



**Edwin Wilches, CFA**

プリンシパル

米国バンク・ローン & ストラクチャード・プロダクト

ポートフォリオ・マネージャー

2019年5月

## 証券化信用： CLO トランシェへの投資を検証する

これは、PGIM フィクスト・インカム米国バンク・ローン & ストラクチャード・プロダクト・チームのポートフォリオ・マネージャーである Edwin Wilches 氏へのインタビューに基づくレポートである。近年、レバレッジド・ローンの質の低下が大々的に報道されていることを受け、これらが Collateralized Loan Obligation (CLO) トランシェ投資に与える潜在的な影響を検証し、また時事問題として注目を集めるこれら投資に関する理解を深めるべく、我々は Wilches 氏にインタビューを行った。

**質問 1：**レバレッジド・ローンは、世界的に悲観的な報道がされている。こうした懸念に同意見であるか？ もしそうであれば、同じように CLO の質についても懸念を抱いているか？ これは投資家の需要にどのような影響を与えるのだろうか？

レバレッジド・ローンに関し、ここ数か月間に表明されてきた多くの懸念について、我々も同じ見解を持っている。これらには、コベンツの悪化、バンク・ローンのみで資金調達された資本構成を持つ企業の急増、EBITDA の質の悪化などが含まれる。このような要素は一般的に信用サイクルの後期に見られるものである。しかし、CLO については様々なトランシェのリスク特性と、その根底にあるレバレッジド・ローンのリスク特性を区別することが重要である。特に、サイクルの次局面において、デフォルトしたレバレッジド・ローンの回収率が低下する可能性が高まれば、CLO メザニン債や劣後債に最も大きな影響を与えられよう。PGIM フィクスト・インカムは、主に CLO シニア・トランシェに投資しており、これらについてはローン市場そのものの損失に対する感応度を軽減するような構造的な保護策が講じられているため、魅力的なリスク調整後リターンを得ることができると考えている。実際、CLO シニア・トランシェは、当社において依然として債券市場における最も確信度の高いオーバーウェイトの 1 つとなっている。

逆説的ではあるが、レバレッジド・ローン自体に関連するネガティブな報道にもかかわらず、2017 年から 2018 年にかけて、アセット・マネージャー、保険会社、ヘッジファンドによる CLO トランシェ市場への参入が増加した。これらの新規参入者は、変動利付としての性質と高い名目スプレッド水準に惹かれて AAA 格シニア・トランシェから格付けのない株式まで、さまざまな CLO の資本構成にわたって投資を行った。最近では、2018 年第 4 四半期のクレジット市場急落による価格修正を背景に他の債券セクターの魅力が高まったことや、2019 年初に連邦準備制度理事会(FRB)が、金利見通しについてハト派的な政策転換をしたことで、投資家は変動利付債よりも固定利付債を選好するようになっており、CLO に対する関心が減少している。

**質問 2：**どのような理由により、CLO シニア・トランシェに高い確信度を持っているのか？

我々が選好している他の多くの投資と同様、結局のところリスク調整後リターンの評価によって、我々は CLO シニア・トランシェを選好している。また、以前に「[The Compelling Case for Global Senior CLOs](#)」(2017 年 5 月)で述べたように、CLO が持つ構造的な特徴により、シニア・トランシェは、景気後退時における貸倒れ損失から保護されていると考えている。

現在、AAA格およびAA格のCLOのスプレッドの水準は、クレジットの悪化や損失に対して感応度の高い他の債券と比較しても魅力的であると思われる。加えて、CLOは、我々の運用するマルチ・セクター戦略やクレジット戦略において、他の債券セクターに対する低相関、流動性を含め、高い分散効果が期待できる。スプレッド水準、貸倒れ損失からの保護、分散効果といったCLOの複合的な特徴を考慮すると、市況の悪化時には、CLOは同等のスプレッド・リスクを有する資産をアウトパフォームする可能性が高いと考えられる。

**問 3 : PGIM フィクスト・インカム が考える、CLO への資産配分の最大限度とは？**

我々が運用しているすべてのポートフォリオは、スプレッド・リスクの許容量を含むリスク予算の設定から始まり、アルファの目標を達成できるよう、リスク調整後リターンを最大化することを目的としている。したがって、CLO への資産配分の最大限度はマンドートの種類によって大きく異なる。いくつかのマルチ・セクター債券ポートフォリオを含む我々のポートフォリオの中には、CLO への資産配分を明確に制限していないものもあるが、それでも、特定のポートフォリオに含まれる CLO の額は、全体のリスク予算によって制約されている。さらに、同じリスク予算内で競合する他の債券の投資妙味や、CLO 以外への投資による分散効果も、CLO への資産配分総額を決定する要素になる。また、我々は、資産間の相関や、異なる市場環境におけるさまざまなセクターの流動性についても注意深く検証している。

図 1: CLO の資本構成

トランシェ名	格付	信用補完
A	AAA	構成比62% 信用補完38%
B	AA	構成比13% 信用補完25%
C	A	構成比7% 信用補完18%
D	BBB	構成比5% 信用補完13%
E	BB	構成比5% 信用補完8%
株式	株式	構成比8%

**シニア債**

- 他のトランシェより優先的に支払いー “PIK”しない。最小限のクレジット・エクスポージャー

**メザニン債**

- トランシェはPIK可
- シニア債に比べ信用損失の影響を受けやすい

**株式**

- 高水準のキャッシュフロー直利ー 最初に損失を吸収

}

出所：PGIM フィクスト・インカムによるイメージ図

**問 4 : 38%の信用補完がされた CLO トランシェは、次の市場低迷期にどう持ちこたえるか？ AAA 格の CLO トランシェは損失から保護されるか？ AA 格のトランシェも同様に保護されるか？**

CLO シニア・トランシェ(AAA 格/AA 格)は、契約に定める信用補完やキャッシュ・フロー振替え条項により構造的に信用を保全する仕組みが組み込まれており、次回クレジット環境が悪化した際にも、元本毀損は例えあったとしても小幅にとどまるものと考えている。

- **信用補完**：金融危機を受けて、CLO には構造的な変革が施されたが、これは主に CLO シニア債投資家にとって好ましいものとなった。これらの変革は、新しい規制、格付け会社のモデルの改善、および債券投資家からの要求によってもたらされたものである。中でも注目すべきは、最上位の CLO トランシェに要求される信用補完が従来の約 23%から約 38%に上昇したことであり、これはシニア・トランシェが損失を被る前に、担保資産の元本が 38%以上の累積損失を被る必要があることを意味している。<sup>1</sup>
- **キャッシュ・フロー振替え条項**：CLO 資本構成における債務条項は、担保資産における実現損、あるいは期待損失が一定の水準(パフォーマンス・トリガー)を超えると、超過利息のキャッシュ・フローについて劣後するトランシェからの振替えが始まる。こうした利息の振替えは、最も上位(AAA 格)のトランシェに対する償却から開始される。キャッシュ・フロー振替え条項は、専制的な債務返済のために備えられており、まず AAA 格トランシェ、次に劣後するトランシェという順に債務を返済し、資本構成が「自己修復」する仕組みとなっている。損失が増加し続ければ、担保資産から回収した元本も、最上位トランシェから順に返済に充当される。

<sup>1</sup> 追加的な 15%の信用補完は、ローン回収率を 50%と仮定した場合、最上位のシニア・トランシェが、30%分のデフォルト増加に耐えることができることを意味する。

### AAA 格トランシェは最初に返済が開始される資産クラスであり、最後に損失のリスクに晒される資産クラスである

下記の図 2 に示した損益分岐点分析は、60%、40%、20%のローン回収率シナリオの下で、こうした防御機能がどのように作用するかを示したものである。(なお、米国におけるローン回収率の過去平均値は約 66%だが、2009 年の回収率は平均 62%であった。<sup>2)</sup>

- 回収率が 60%であると仮定すると、AAA 格トランシェに最初の 1 米ドルの元本損失を発生させるために必要なデフォルト率は 47.8%(過去最悪だった 2009 年の 3.7 倍)となる。
- 回収率が 40%であると仮定すると、AAA 格トランシェに最初の 1 米ドルの元本損失を発生させるために必要なデフォルト率は 23.9%となる。
- 回収率が 20%であると仮定すると、AAA 格トランシェに最初の 1 米ドルの元本損失を発生させるために必要なデフォルト率は 15.5%となる。

図 2 : 2018 年 VINTAGE CLO 2.0 に関する損益分岐点分析

前提条件	市場の経験値	AAA 格トランシェに最初の 1 米ドルの元本損失を発生させるために必要なデフォルト率			
	過去の市場データ (J.P.モルガン)	損益分岐点 60%のローン回収率の場合	損益分岐点 40%のローン回収率の場合	損益分岐点 20%のローン回収率の場合	
年換算の期限前返済率	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
年換算のデフォルト率	3.5%	47.8%	23.9%	15.5%	
AAA 格 資産クラス	加重平均残存期間 (年数)	6.2	2.1	3.0	3.8
	トランシェ評価額の減少 (%)	0.0%	0.01%	0.01%	0.01%

出所：PGIM フィクスト・インカム (2018 年 12 月 31 日現在) データの出所：J.P.モルガン (2018 年 12 月 31 日現在) この情報は、我々のストレス・テストのプロセスを説明するための、情報提供のみを目的としたものである。上記の例は実際の結果ではなく、実際の結果はさまざまな要因によって大きく異なる可能性がある。この情報は証券売買の申込みまたは勧誘を目的としたものではない。

### AA 格トランシェは 2 番目に返済が開始される資産クラスである

AA 格の CLO トランシェは、2 番目に返済される資産クラスであるため、AAA 格トランシェよりリスクが高いものの、典型的な取引では 25%の信用補完がされており、元本の損失よりも、格下げリスクや時価評価額の変動が気になりであろう。注目すべき点は、AAA 格と AA 格はいずれも「非 PIK 債」のトランシェであり、当期利息を現金で受け取る。その一方で、A 格以下のトランシェは PIK 債(非現金支給証券)として現金での利払いが繰り延べられるケースも想定され、景気後退局面ではこうした低格付のトランシェのリスクが高まる。<sup>3)</sup>

### 質問 5 : 報道では、CLO 市場が次の「投資バブル」かもしれないと主張されているが、同意見であるか?

そうは思わない。「投資バブル」とは、非合理的なバリュエーションと極端に脆弱なリスク特性といった性質を持っていると考えている。CLO の資本構成において、メザニン債やエクイティといった過大評価されている部分があるとは考えるものの、現在のバリュエーションはバブルには程遠いと思われる。むしろ、こうした報道は、CLO/レバレッジド・ローンの現状を、2006 / 2007 年頃のモーゲージおよびサブプライム証券化の事例と混同していると考えられる。このような比較は、いくつかの理由で見当違いである。第 1 に、レバレッジド・ローンを背景とした CLO の時価総額は、2019 年 3 月 31 日現在で約 6,000 億米ドルである一方で、レバレッジド・ローン市場の時価総額は約 1.2 兆米ドルであった。<sup>4)</sup> もしも CLO が本当にバブル状態にあるとすれば、レバレッジド・ローン市場における CLO のシェアは 100%に近づいているはずである。第 2 に、CLO 市場の時価総額は 6,000 億米ドルにとどま

<sup>2)</sup> 出所：J.P.モルガン (1998 年 1 月 ~ 2019 年 2 月)

<sup>3)</sup> いくつかのレバレッジド・ローンやハイ・イールド債と同様、CLO トランシェの中には、特定の状況下で利息が繰り延べられ、代わりに現物支給(PIK : Pay-in-Kind)を受け取るという構造的な特徴を有するものがある。この PIK は、発行者の状況が許す範囲内で、発行者からトランシェに後日支払われる事実上の IOU(I owe you : 借用証書)である。こうした特徴を有する債券は、現金利息が支払われない場合にも債務不履行とは見なされない。

<sup>4)</sup> 出所：バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ

り、市場全体に及ぼすシステミックな影響は考えにくい。これとは対照的に、2008 / 2009年の金融危機の主要因となったプライベート・ブランド住宅ローン市場の市場価値は、2007年のピーク時には2.3兆米ドルを上回っていた。<sup>5</sup>最後に、AAA格とAA格のCLOのスプレッドは、前回サイクルにおいて縮小した水準と比べると依然として十分に広く、これは投資バブルの定義に合致しない。

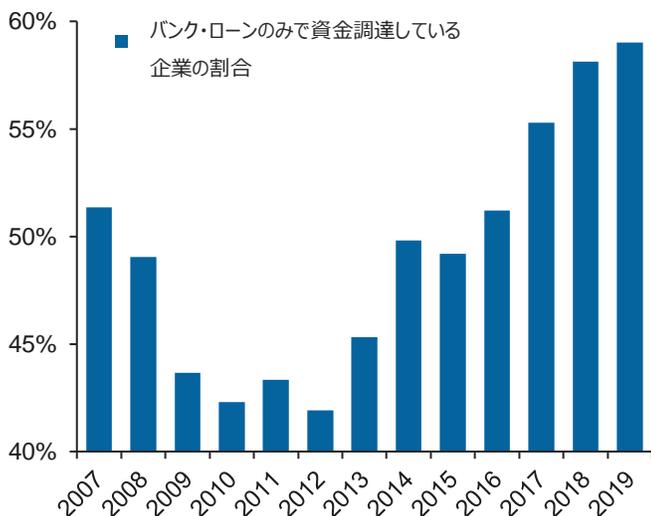
### 問6：なぜ、次回の景気後退時のローン回収率が低くなると予想しているのか？

発行体の資本構成の中で最も上位な担保が付されている米国のレバレッジド・ローンは、デフォルト時の平均元本回収率が約66%であり、ハイ・イールド債よりも高い水準にある。<sup>6</sup>2019年の米国のデフォルト率は1.5%にとどまる見込み（欧州はさらに低い水準の0.5%程度<sup>7</sup>）であるが、より積極的な融資引き受け基準と、現在の景気拡大サイクルの長期化が相まって、次の景気後退期でのローン回収率は低下する可能性がある。したがって、徹底したボトムアップ型のファンダメンタルズ調査と継続的なモニタリングが、我々の投資プロセスにおいて不可欠な要素となる。

### レバレッジド・ローンのクレジットに影響を与える要因

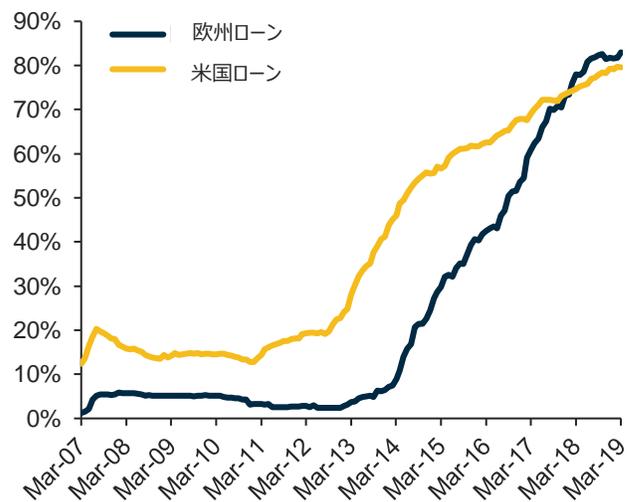
- 前回のクレジット・サイクルの終了時と比較して、ローン発行体の表面的なレバレッジ比率は同等ないしそれ以上の水準になる。米国および欧州のレバレッジ比率は、2019年3月31日現在でそれぞれ5.4倍と5.6倍であるが、2007年末ではそれぞれ4.9倍と5.9倍であった。<sup>8</sup>しかしながら、M&Aに絡んだEBITDAの高上げ(EBITDA add-backs)が加味されていることを考えれば、現在の実際のレバレッジ比率はさらに高い可能性がある。
- 多くのローン発行体が、ローンに劣後するハイ・イールド債の発行をなくすことにより資本構成の変更を図っており、その結果として、「バンク・ローンのみで資金調達された」資本構成の企業がより多くもたらされた。
- プライベート・エクイティのスポンサーに、より大きな柔軟性(より緩いコベナンツ = コベナンツ・ライト)を提供するような信用契約が急増している。
- コベナンツ・ライトのローンの割合が増えると、ローン発行体が債権者と融資条件の再交渉(通常はコベナンツに違反があった場合に実施)を行う必要がなくなる。それどころか、発行体は引き続きそのまま会社を運営し続ける(そして、より多くの現金を支出する)ことができ、その結果として会社の価値はさらに低下する可能性がある。

### 米国におけるバンク・ローンのみで資金調達している企業の割合 (%)



出所：クレディ・スイス、PGIM フィクスト・インカム (2019年3月31日現在)

### コベナンツ・ライトのローンの割合 (%)



<sup>5</sup> 出所：J.P.モルガン、コアロジック (2007年12月31日現在)

<sup>6</sup> 出所：J.P.モルガン (1998年1月～2019年2月)

<sup>7</sup> 出所：J.P.モルガン (2019年3月1日現在)

<sup>8</sup> 出所：S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス (全ての債券/EBITDAを含む数字)。

## 問7: なぜ、CLOの資産運用チームの分析が、調査プロセスにおいて重要なのか?

レバレッジド・ローン市場に懸念すべき点があることを踏まえると、CLO運用チームの質、CLOトランシェの相対的なスプレッドの価値、ストラクチャー上の微妙な差異、そしてコベナンツを把握することが重要となる。実際問題として、レバレッジド・ローンの質が低下すればするほど、CLO運用チームの銘柄選択はますます重要になってくる。近年のデフォルト率の低い状況下において、リターンが主にクーポンによる収入でもたらされていることを背景として、一般的にスプレッドの大きいポートフォリオを運用するCLO運用マネージャーが、質を重視したCLO運用マネージャーを上回るパフォーマンスを上げている。こうした状況は、デフォルトが増加し、元本の損失がローンのトータル・リターンに反映されるようになると急激な変化を見せ、質を重視したCLOアクティブ運用マネージャーが選好されるようになる可能性がある。

我々のCLO運用マネージャーに関するデュー・デリジェンスのプロセスにおいては、信用力、パフォーマンス、テクノロジー/オペレーション、コンプライアンス、組織形態(非公開企業、公開企業、従業員所有企業)という5つの重要な資質に焦点を当てている。一般的に言うと、ポートフォリオ構築において、十分な業種分散と堅固な信用評価を行っているマネージャーを選好することが望ましい。もう一つ重要となる基準は、CLOの契約内容と構造が、マネージャーの能力と経験に適合したものであることを確認することである。経験の浅いCLOマネージャーや、相対的にリソースの少ないマネージャーは、より厳格なコベナンツを設定すべきであり、追加的なスプレッドを提供すべきだと考えている。

CLOスプレッドの違いは、マクロ的な要素だけでなく、市場参加者によるCLO運用マネージャーの「ランク付け(Tiering)」の影響を受ける。つまり、運用マネージャーの評判、経験、市場における認知度が最終的なスプレッド水準と引き受け条件を左右する。例えば、CLOマネージャーが名の通ったトップ・ティア(最高ランク)であると認識されているような場合には、投資家はより小さいスプレッドを要求するかもしれない。

我々は一般的に、極めて集中的なポートフォリオ(分散が低い)を選好する運用マネージャーのCLOトランシェや、債券投資家よりもエクイティ投資家にとって有利なCLOコベナンツの解釈をしているマネージャーのCLOトランシェには投資しない。また、よりエクイティを選好し、より積極的なポートフォリオを運用し、比較的緩いCLOコベナンツを適用していると考えられる場合には、トップ・ティアの運用マネージャーであっても投資をしない。加えて、ミドルマーケットCLOにも投資していない。

## 問8: 他のCLOトランシェ・マネージャーとPGIMフィクスト・インカムは何が違うのか?

- PGIMフィクスト・インカムは、あらゆる債券市場においてアクティブ運用ソリューションを提供しているグローバルな資産運用会社である。我々は、CLOの発行市場および流通市場の双方に投資しており、2019年3月31日現在CLOトランシェに340億米ドルの投資を行っている。深く豊富な経験を有し、緊密に連携し合うストラクチャード・プロダクト運用、グローバル・レバレッジド・ファイナンス運用、定量分析とリスク管理の各チームは、徹底的な分析と幅広い視点を提供している。<sup>9</sup>
- CLOトランシェへの投資にあたっては、担保資産レベルでの徹底的な企業信用調査、強固な定量分析ツールと徹底した契約書分析を組み合わせた、規律ある統合的なアプローチを採用している。コラテラル・マネージャーに対する厳格なデュー・デリジェンスと並び、こうした調査は総合的な視点からCLOを分析し、顧客にとって最も魅力的なリスク調整済みリターンを提供できるCLOを選択することを可能にする。
- 長期にわたってレバレッジド・ローンやCLOトランシェを扱ってきた資産運用会社として、またCLOのコラテラル・マネージャーとして、我々はプライマリー・ブローカーやセカンダリー・ブローカーと強力なパートナーシップを築いている。こうしたパートナーシップが効率的な取引執行や、広く知られることのない投資機会へのアクセスを可能にしていると考えられる。

<sup>9</sup> 出所: PGIMフィクスト・インカム

## 留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、2019年5月1日現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

**本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。**本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIM フィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです : Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており(登録番号 : 193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号 : 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号 : 49012)

© 2019 PFI and its related entities.  
2019-2203

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Securitized Credit: A Closer Look at CLO Tranche Investing"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会  
PGIMJ201905290559

---