



RBC BlueBay
Asset Management



米国CLO プライマリー市場のAAA格に注目

2023年1月

「プライマリー市場のAAA格のCLOに魅力的な投資機会が存在するのは需要と供給のミスマッチが主な要因です。」

当レポートでは、CLOのAAA格の魅力、特にプライマリー市場で発行される米国CLOのAAA格（変動金利、SOFR+200bps半ばのスプレッド、利回り6.5%程度）に注目します。

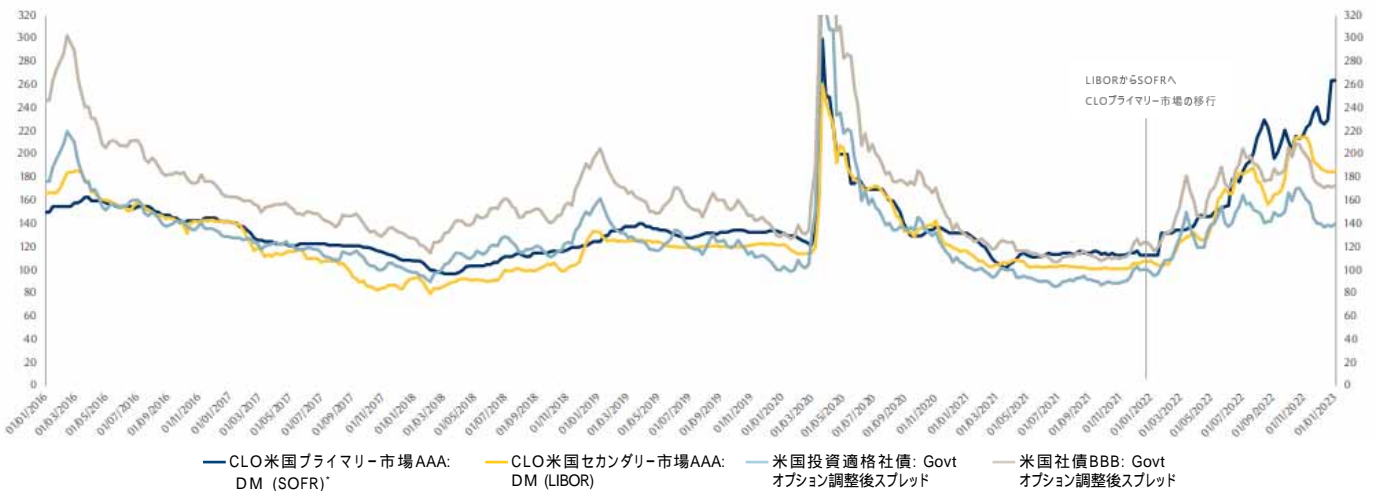
現在の投資適格クレジット市場で最も魅力的な価格（リスク調整後ベース）の証券の一つであると考えています。米国プライマリー市場AAA格のCLOは、36～40%の信用補完で構成されています。つまり、AAA格のCLOが元本割れをするには、担保プールの75～80%近くがデフォルトしなければなりません（デフォルトした資産の平均回収率は50%と仮定）。実際には、キャシュトラップなど追加的に信用補完が提供される仕組みがあることから、担保のデフォルト率はさらに高くならないと元本は毀損されません。その結果、投資家はデフォルトの増加に対してかなり大きなクッションによる恩恵を受けています（CLOのAAA格が減損となった例はありません）。

テクニカルな圧力が投資機会を提供

最近、米国プライマリー市場のAAA格のCLOスプレッド（年末にかけて拡大）と他の比較可能なスプレッド（2022年10-12月期に大きくタイト化）の間に乖離が見られます。図1は、プライマリー市場のAAA格CLOの魅力的な水準を示しています。プライマリー市場のAAA格CLOは200bps半ばのスプレッド水準となっており、これはセカンダリー市場のAAA格CLO（100bps台後半）と比較してもワイドな水準であるだけでなく140bps程度のスプレッド水準である米国投資適格社債と比較してもかなりワイドです。170bps台のBBB格の米国投資適格債と比較しても魅力的な水準にあります。AAA格のCLOは信用力による影響を受けにくいことを考慮すると、最近のスプレッド拡大は、一部の大口投資家が市場に不在となり、それによって過去のように供給が需要によって吸収されないというテクニカルな圧力によるものと考えています。

米国投資適格社債と比較すると、プライマリー市場のAAA格CLOは現在、i) 高い格付け（AAA対A-）、ii) 高いスプレッド（200bps半ば対140bps以下）、iii) スプレッド・デュレーションの短さ（5年対7年）となっています。AAA格のCLOは1兆米ドル規模のグローバルCLO市場の一部であり、高い流動性を維持しています。

図1: スプレッド: 米国AAA格のCLO vs 米国社債



*2022年1月1日以前はLIBORに対するスプレッド、2022年1月1日（CLO米国プライマリー市場のLIBORからSOFRへの移行日）以降はSOFRに対するスプレッドを示す。
出所：ブルームバーグ、BofA US Corporate Index、Palmer Square CLO Index、パークレイズCLOリサーチ

現在のスプレッド水準はヒストリカルで最も拡大した水準

さらに掘り下げると、現在の米国プライマリー市場AAA格のCLOと米国投資適格社債のスプレッド差はヒストリカルで見ても拡大した水準にあり、過去の平均値より115bps高くなっています（図2）。米国プライマリー市場AAA格とのCLOとBBB格の米国投資適格債の現在のスプレッド差も過去平均との差は同様の水準（118bps）ですが、過去にはこのスプレッド差がマイナスであったことを考えると（2022年4-6月期まで）現在、AAA格のCLOが91bpsもワイドとなっていることはより印象的です（図3）。なお、CLOプライマリー市場は2022年初にLIBORからSOFRに移行しましたが、スプレッド差は2022年の初めに一定期間に縮小しています。テクニカルな圧力と需給のアンバランスを受けて拡大し、ここ数ヶ月で回復しているという状況です。

図2: スプレッドの水準: CLO米国プライマリー-AAA (DM SOFR)* 米国投資適格社債 (Govtオプション調整後スプレッド)



*2022年1月1日以前はLIBORに対するスプレッド、2022年1月1日（CLO米国プライマリー市場のLIBORからSOFRへの移行日）以降はSOFRに対するスプレッドを示す。
出所：ブルームバーグ、BofA US Corporate Index、パークレイズCLOリサーチ

図3: スプレッドの水準: CLO米国プライマリ-AAA (DM SOFR)* 米国社債 BBB (Govt OAS)



*2022年1月1日以前はLIBORに対するスプレッド、2022年1月1日（CLO米国プライマリ-市場のLIBORからSOFRへの移行日）以降はSOFRに対するスプレッドを示す。
出所：ブルームバーグ、BofA US Corporate Index、パークレイズCLOリサーチ

スプレッド・レシオの上昇

BBB格の米国社債に焦点を充て、米国プライマリ-市場のAAA格CLOとBBB格の米国社債のスプレッド比率に着目していきます。過去平均のスプレッド・レシオは1.0未満ですが、足元のスプレッド比率は1.5倍以上となっています（図4）。

図4: スプレッド・レシオ: CLO米国プライマリ-市場AAA格 (DM SOFR)* / 米国社債BBB (Govt OAS)



*2022年1月1日以前はLIBORに対するスプレッド、2022年1月1日（CLO米国プライマリ-市場のLIBORからSOFRへの移行日）以降はSOFRに対するスプレッドを示す。
出所：ブルームバーグ、BofA US Corporate Index、パークレイズCLOリサーチ



魅力的なイールド

利回りでインデックスを比較しても、同じ結論が得られます（図5）。米国投資適格社債、BBB格の米国社債、米国セカンダリー市場AAA格のCLOの利回りが5.5%から6.0%であるのに対し、米国プライマリ市場AAA格のCLOは6.5%近くで推移しています。米国プライマリ市場AAA格のCLOは通常2年間のノンコール期間が設定されており、既存CLOと比較しても高いクーポンを考慮すると、その2年終了時に借り換えが行われると考えています。米国債カーブと比較してSOFRカーブの短期金利は高い水準にあることから、コールが実施された場合のシナリオでは利回りは7.0%に近い水準となります。米国プライマリ市場AAA格のCLOは、より魅力的な水準にある金利カーブの短期金利を捉えているため、米国投資適格社債やBBB格の米国社債と比較して、よりスプレッド・デュレーションを抑えながらより高い利回りを得ることができます。最近、発行されたプライマリ市場AAA格のCLOの発行時の割引率を考慮すると、引受利回りは7.0%を超えることもあります。これは、低格付けの米国社債で得られるリターン・プロファイルとは全く対照的です。

図5: 利回り: CLO米国AAA vs. 米国社債



出所: ブルームバーグ, BofA US Corporate Index, Palmer Square CLO Index, パークレイズCLOリサーチ

米国プライマリ市場AAA格のCLOはヒストリカルで見ても魅力的なスプレッド差となったように、利回り差についても同じ結論が導き出されます：ヒストリカルで見ても利回りは高い水準にあります（図6：米国投資適格社債、図7：BBB格の米国社債との利回り比較）。

図6: イールドの水準: 米国プライマリ市場AAA格CLOの利回り 米国投資適格社債利回り



出所: ブルームバーグ, BofA US Corporate Index, パークレイズCLOリサーチ

図7: イールドの水準: 米国プライマリ市場AAA格CLOの利回り BBB格の米国社債利回り



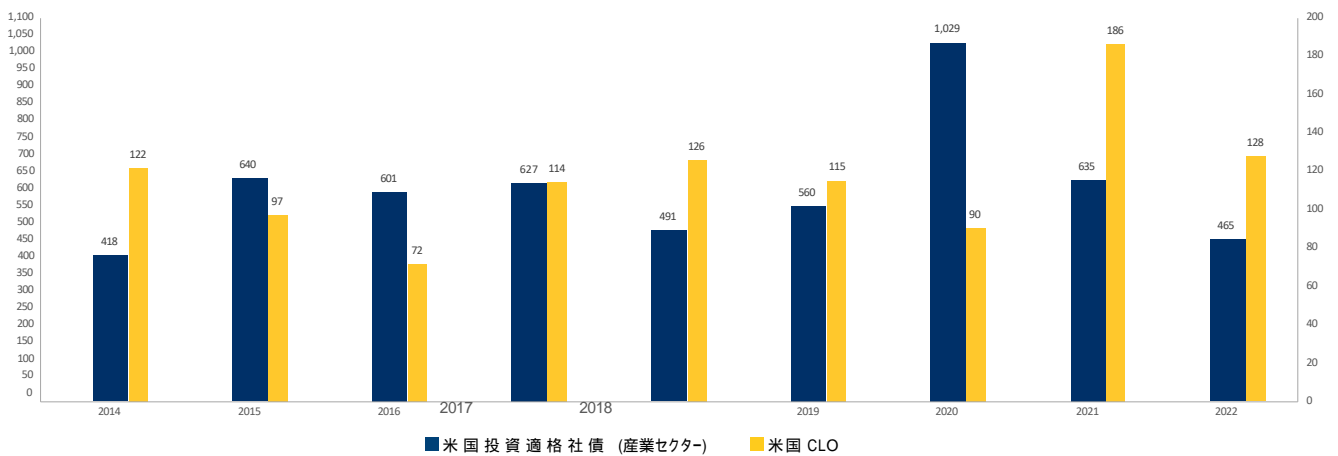
出所: ブルームバーグ, BofA US Corporate Index, パークレイズCLOリサーチ

なぜ、このような投資機会があるのでしょうか

先述の通り、プライマリー市場AAA格のCLOに魅力的な投資機会が存在するのは、主に供給と需要のミスマッチによるものです。供給面では、2022年は米国のCLO発行が史上2番目に多い年となり、銀行やマネジャーが短期資金を積極的に市場にもたらそうとするなかでの既存のCLOウェアハウスからの供給によるものでした。需要面では、プライマリー市場AAA格のCLOの最大の買い手であった日本の複数銀行（規制やヘッドラインの理由から）や米国の複数銀行（予算不足やバランスシートの都合から）が参加に積極的ではありませんでした。このミスマッチから、プライマリー市場AAA格のCLOのスプレッドが拡大し、ヒストリカルで見ても投資家にとって魅力的な投資機会が生まれました。

一方、産業セクター（「非法人」「金融」「ユーティリティ」を除くセクター）の2022年投資適格社債の供給量は2014年以来の低水準となっています。2020年と2021年に前倒して発行が行われたことから、2022年の発行量は控えめでした（金利上昇と償還の壁がなく多くの発行体が2022年は新規発行を見送ることができた）。年金基金や生命保険会社などの利回り重視の買い手は、産業セクターの長期債への需要を示したことから、新規発行に対しては健全な需要が見られました。

図8: 新規発行額（10億ドル）。米国投資適格社債（産業部門）と米国CLOの比較



出所：ブルームバーグ、パークレイズ・リサーチ

まとめ

米国プライマリー市場AAA格のCLOは、スプレッドと利回りの両面から、米国投資適格社債と比較し、ヒストリカルで見ても魅力的な水準となっています（BBB格の米国社債に対しても）。また、高い格付けと短いスプレッド・デュレーションを提供しています。6.5%の利回りが得られ（早期コールによるアップサイドも見込める）、欧米CLOの資本構造のなかで、リスク調整後ベースで最も魅力的な証券の一つであると考えています。

米国プライマリー市場AAA格のCLOへの投資はまだ可能であり、他の低格付け商品の期待リターンと同等の水準ですが、より高い流動性を提供し、かなり迅速に大きな規模でのソースが取得可能です。既存CLOの供給過多と伝統的な大手の投資家が様子見姿勢を取っているという需給面の圧力によって、この投資機会は2023年1-3月期も継続すると見えています。しかし、このような投資機会は通常、長くは続かないでしょう。

マーク・ショエット

ブルーベイ・シニア・アナリスト、証券化クレジット & CLO マネジメント、
RBCグローバル・アセット・マネジメント



ブルーベイ証券化クレジットチームのシニア・アナリストです。2021年12月の入社以前はオックスフォード・ファンズの ヴァイス・プレジデントとしてCLO トランシェの評価を担当し、ソーシング、アンダーライティング、トレーディングなどに従事していました。それ以前はEYでマネジャーを務め、ストラクチャード・ファイナンス取引に関する定量的およびアドバイザーサービスを提供していました。2008年より投資業界でキャリアを構築しています。

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーギング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

コントロールリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上