

CLOに対する最近の懸念は行き過ぎではないか

市場の急拡大を受け、バンクローンやそれに投資するCLOに対する懸念の声が高まっていますが、クレジット面の優位性を無視した極端な意見も多く見られます。

● 高まり始めたバンクローンやCLOへの懸念の声

CLOは、選別的に購入したバンクローンのプールからのキャッシュフローを基に、信用度に応じて区分された各トランシェの保有者に、格付けの順に支払いを行う投資ビークルです。投資先が分散されたローン・ポートフォリオを比較的容易に入手できる（かつ、リスク水準も選択でき、金利リスクが小さい）手段として、金融機関も多く投資しています。しかし、**2018年に米国での発行額が過去最大に急拡大したCLOについては、バンクローンともども、クレジットの質などを懸念する声**が聞こえるようになりました。バンクローン市場の過熱の可能性に言及する金融当局も増えており、**日本の金融庁は、邦銀のCLO投資の増加と米国の規制緩和*を受け、CLOの購入時に独自のリスク評価を義務づける新たな規制の導入を3月に決定しました。**

* 組成したCLOの5%の保有をCLOマネジャーに義務づける「リスク・リテンション」規制が、昨年一部CLOについて廃止されました。

● だからといって、バンクローンやCLOのクレジット面の優位性が揺らぐものではない

CLOやその投資先であるバンクローンの需要に大きく影響する邦銀の投資動向は注視する必要があるものの、現在を2008年のリーマンショック前夜に例え、バンクローンを当時のサブプライム住宅ローン、CLOをシンセティックCDOになぞらえて、市場崩壊を言いはやすような極端な意見には行き過ぎの面があると言えます。**担保付きで弁済順位の高いバンクローン、各種テストを経て厳格に分類されたCLOの格付け上位トランシェのクレジット面の優位性は無視すべきではない**と私たちは考えています。邦銀が投資している**最上位（AAA格）のCLOトランシェでは、過去20年以上にわたって1件もデフォルトが発生しておらず、最下位（シングルB格）まで含めても、全体の累積デフォルト率は0.41%に過ぎません**（下図表）。同データは2013年までを対象とした多少古いものではありませんが、2008年のリーマン・ショックをはじめとする数回のクレジット・イベント期間を含んだものですし、2014年以降もAAA格トランシェにデフォルトは発生していません。

図表：米国のCLO格付け別 各トランシェのデフォルト率と損失率（1994～2013年）

格付け	総トランシェ数 ¹	デフォルトしたトランシェ ²	累積デフォルト率 ³	損失率 ⁴
AAA	1,992	0	0.00%	0.00%
AA	1,005	0	0.00%	0.00%
A	1,119	5	0.45%	0.08%
BBB	1,069	3	0.28%	0.21%
BB	841	14	1.66%	0.78%
B	115	3	2.61%	1.13%
合計	6,141	25	0.41%	0.04%

出所：スタンダード&プアーズ、「Twenty Years Strong: A Look Back At U.S. CLO Ratings Performance From 1994 Through 2013」、2014年1月。

- 2013年末までに格付けされた全ての米国のキャッシュフローCLOトランシェを対象としています。
- 格付けが「D」まで引き下げられたトランシェ。
- 上記2/上記1。
- 損失額の合計/発行額の合計。損失額の推計には、必要に応じてトラステイヤーのレポートにおける時価総額を使用しており、損失データが明らかでないトランシェは除外しています。

今回のポイント

CLOについては、リスクをことさらに懸念するよりも、過去の実績や、その背景にあるクレジット面の優位性を冷静に評価すべきと考えます。

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）が弊社グループのインベスコ・フィクスト・インカム（IFI）作成（以下、「作成チーム」といいます。）の資料の情報などを基に作成したものです。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成チームの資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者	関東財務局長（金商）第306号
加入協会	一般社団法人投資信託協会
	一般社団法人日本投資顧問業協会