

# バンクローン投資の魅力について

## 目次

- I. はじめに
- II. バンクローンの魅力
- III. 足元の市場動向
- IV. 投資対象としてのバンクローン
- V. 終わりに

受託運用部 法人資金運用グループ 調査役 富田 勝男  
 調査役 野田 優子

## I. はじめに

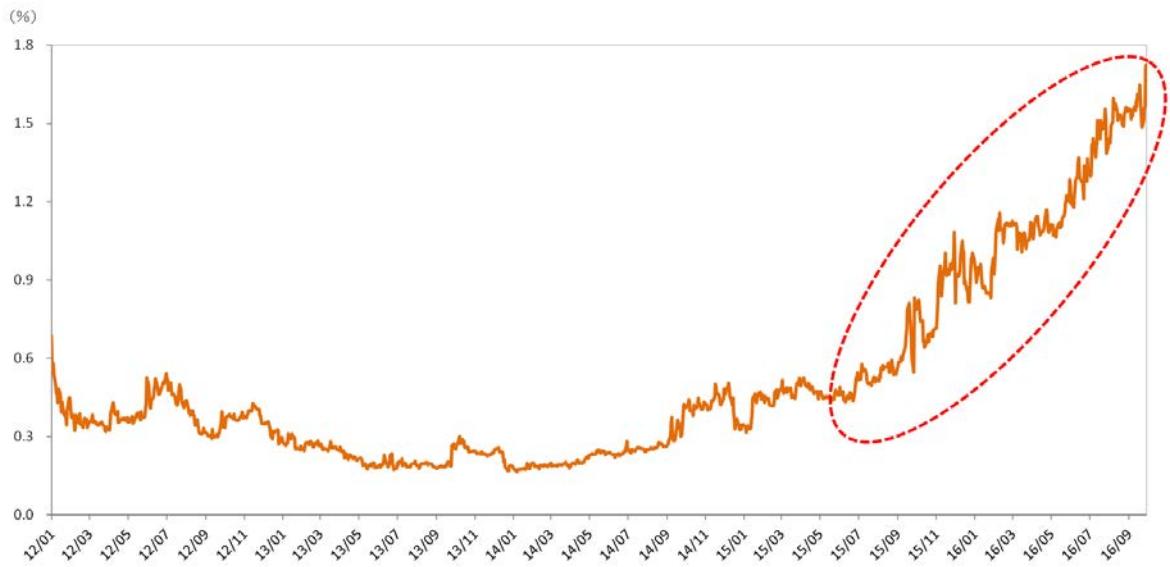
2016年2月以降、日本の10年国債利回りはマイナスで推移(図表1)し、米ドルの対円ヘッジコストの上昇(図表2)から、為替ヘッジコスト控除後の外国債券利回りの低下(図表3)等を背景に、投資対象の選択肢が狭まる中で、機関投資家を中心に利回り追求の動き(イールドハンティング)が活発化している。一方で米国の利上げ観測がくすぶる中、変動金利型であり、通常の短期運用に比べて相対的に高い利回りが期待できるバンクローンへの投資が2013年頃から金融機関を中心に進み始めた。いったんは投資のスピードが落ちたものの、米国利上げ懸念の高まりとともに、足元では再度注目を集めている。本レポートでは、当資産の魅力について再考していく。

図表1：日米国債利回り



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

図表2：ドル円ヘッジコスト推移



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表3：ヘッジコスト控除後米国10年国債利回り推移



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

## Ⅱ. バンクローンの魅力

一般的に、バンクローンとは、レバレッジド・ローンまたは変動金利ローンなどとも呼ばれ、銀行やその他金融機関が事業拡大などのために資金調達を希望する企業向けに行う融資のことである。銀行融資は通常は個別金融機関と個別企業との一対一で契約が行われるが、シンジケート・ローン(協調融資)は、企業の資金調達ニーズに対して、幹事となる金融機関が複数の金融機関を取りまとめてシンジケート団を組成し、1つの契約書に基づいて貸し出しを行う融資形態である。このシンジケート・ローンのうち、信用格付の低い企業向けの融資(信用格付がダブル B 以下、債券発行時の金利が LIBOR よりも 200 ベーシスポイント以上高いローン)を、レバレッジド・ローンという。レバレッジド・ローンは、低格付の企業向け融資のため、金利は信用度の高い企業向けのローンと比べて相対的に高く設定される。このレバレッジド・ローンによる貸付債権を取引する市場がバンクローン市場である。ローンの金利は、変動金利であり平均 45~60 日毎に貸付金利をリセットする。

バンクローンは、上記のとおり「融資(ローン)」であり、新規発行市場(プライマリー)と流通市場(セカンダリー)が存在する。日本でローンの貸し手は銀行、信用金庫、農協などが一般的であるが、米国では銀行のリスク管理の観点や手数料収入を獲得する手段のひとつとして、銀行以外のその他金融機関や機関投資家によるローン市場への参入が進んでいる。

借り手は、中規模から大規模の会社を中心となり、買収やその他の戦略投資の為の資金調達手段として活用される事例が多い(図表 4)。

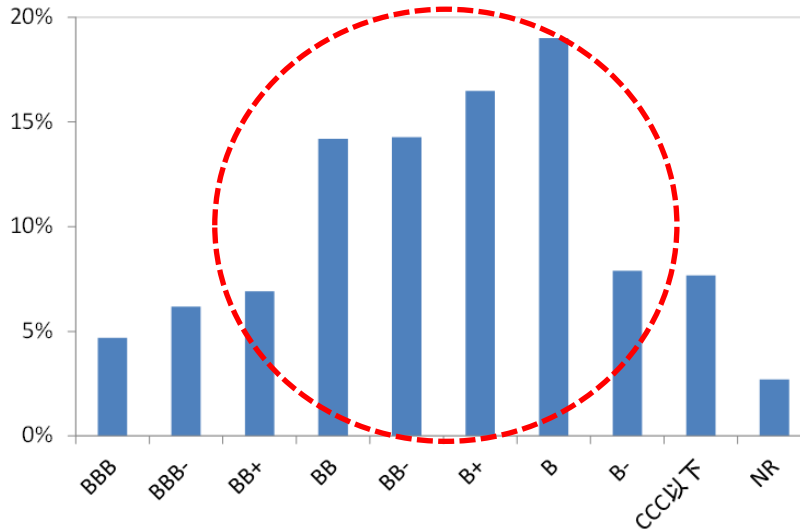
図表 4 : 借り手の代表例

<p><b>航空業</b></p> <p>American Airlines</p> <p>DELTA</p> <p>US AIRWAYS</p> <p>UNITED</p>	<p><b>飲食業</b></p> <p>BURGER KING</p> <p>DUNKIN DONUTS</p> <p>Red Lobster</p> <p>TGI FRIDAYS</p>	<p><b>小売業</b></p> <p>Abercrombie&amp;Fitch</p> <p>COLE HAAN</p> <p>J.CREW</p> <p>PVH</p>
---	---	--

出所：LSTA

バンクローンの格付別の分布をみると、投資適格以上が約 10%程度であり、大多数が BB 格から B 格の投資適格未満となっている(図表 5)。

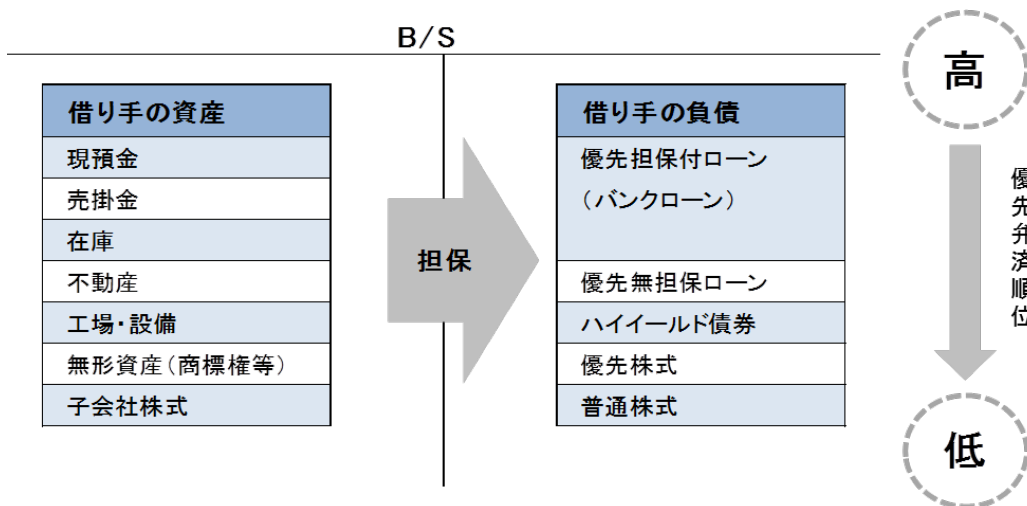
図表5：バンクローン格付別分布(2015年8月末基準)



出所：S&P/LSTA Index

一方、借り手企業の資本構造では、優先順位(弁済順位)は最上位と高く、借り手の資産へ第一順位の抵当権を付けているため、借り手が万が一倒産(デフォルト)した場合にも、通常は最優先で弁済が行われる(図表6)。

図表6：バンクローンの支払いの優先順位と担保のイメージ図



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

ここまでバンクローンの仕組みについて述べたが、バンクローンは投資適格未滿の格付が多いことから、ハイイールド債と似ている特性もある。そこで、バンクローンの特性をハイイールド債券と比較し整理する。バンクローンの特徴は、①変動金利であること、②借り手からの担保があること、③デフォルト時の弁済順位が高いこと、④デフォルト時の回収率はハイイールド債券と比して高水準であること等である(図表7)。

図表7：バンクローンとハイイールド債との比較

	バンクローン	ハイイールド債
資産形態	銀行ローン	債券
格付	投資適格未満	投資適格未満
金利	変動金利	固定金利
満期	5～7年	7～10年
期限前償還	いつでも可能	通常発行後3～5年以降
返済順位	最上位	バンクローンに劣後
担保	有担保	無担保
財務制限条項 (コベナンツ)	財務指標の維持や制限 など総合的なコベナンツ	バンクローンより種類や 数が少ない
情報	公開情報・非公開情報	公開情報
回収率	80%	20～65%
決済までに 要する期間	中～低(T+7～15程度)	中(T+3程度)

出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

### Ⅲ. 足元の市場動向

ここでは市場規模の大きい米国を例にとり、足元の市場動向についてみていきたい。バンクローン市場の残高は、2008年の金融危機後、調達条件の悪化等を背景にいったん減少したものの、その後回復傾向にある(図表8)。一方、新規案件の発行状況については異なる局面を迎えている。バンクローンの新規発行額は2013年に過去最大に達し、その後減少に転じている(図表9)。その主な要因として、市場環境の変化が挙げられる。足元では、2015年後半の原油等エネルギー価格の下落、中国の景気減速、資源国の政治不安等を背景に、借り手の担保の質が悪化するなど先行きのデフォルトリスクが懸念されたこと等により、2016年第1四半期では主にエネルギー・セクターにおける組成額が大幅に減少している。また、米国の利上げや英国のEU離脱を控え、新規発行を手控える向きもあったと推察される。

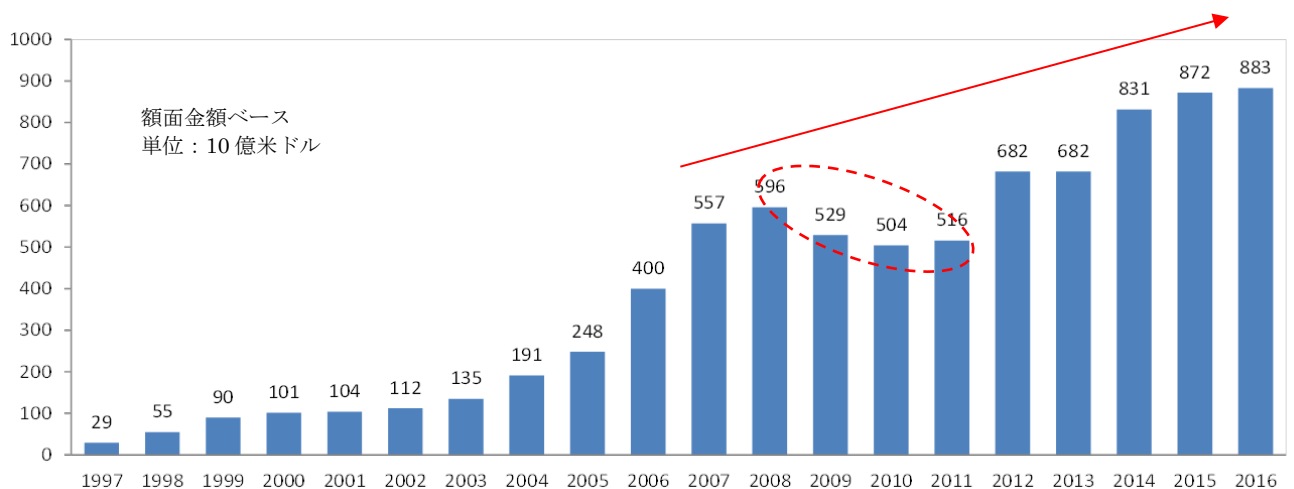
新規発行市場では、多様な借り手(図表4)が、リファイナンスやM&A目的でバンクローンを通じて資金調達を行う(図表10)。前章でも述べたとおり、日本ではローンの貸し手は銀行、信用金庫、農協などが一般的であるが、米国では銀行以外の機関投資家、個人投資家、その他金融機関などによるローン市場への参入が進んでいる。

投資家別にみると、まず機関投資家は、一般的にセパレート・アカウント(個別勘定口座)及びCLO(Collateralized Loan Obligationの略称、債務担保証券)への投資を通じて市場に参加している。CLOはローンを証券化したもので、ローンの保有と運用のために設立された特別目的会社がローンの元利金を担保に発行する債券をいい、図表11のとおり、銀行を除いた中ではCLOを通じた投資が最大となっている。CLOは同一の借り手で支払優先順位の異なる数種類の証券が組成され、それぞれ異なった格付が付与されるため、投資家は選好するリスク・リターンにあわせて投資対象を選択することができる。個人投資家は主に

ミューチュアルファンド(米国の一般的な投資信託の通称)を通じて市場に参加しており、過去の投資動向からみると、金利の動向によってその投資態度が影響される傾向にある(図表12)。金融会社は構成比率としては小さいものの、比較的小型の案件でスプレッド水準と担保の質を重要視する傾向にある。

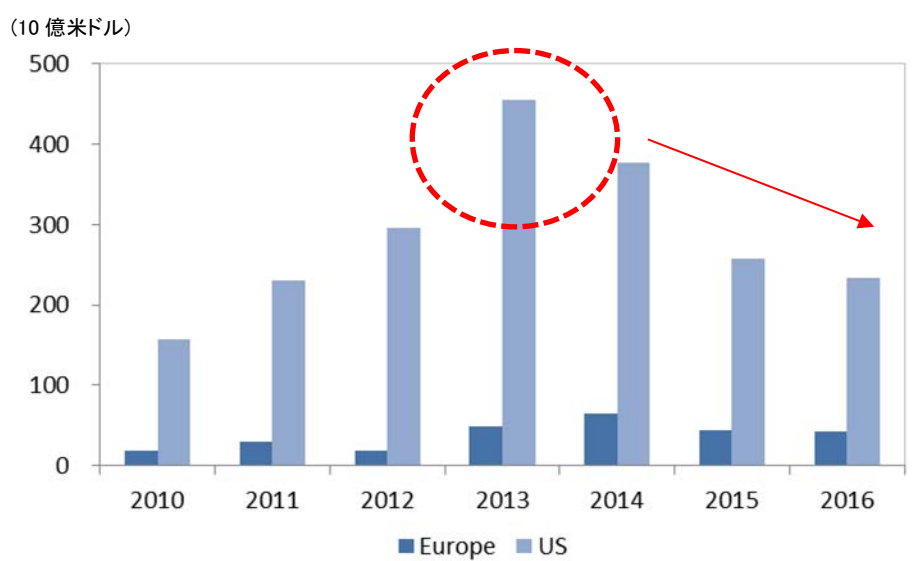
このように、異なる投資観点をもつ投資家の市場参入は、組成されるローンや証券化商品が多様化を促し、それが投資家の新たな需要を呼び込み、バンクローン市場に流動性を提供しているともいえよう。

図表 8 : ローン残高推移



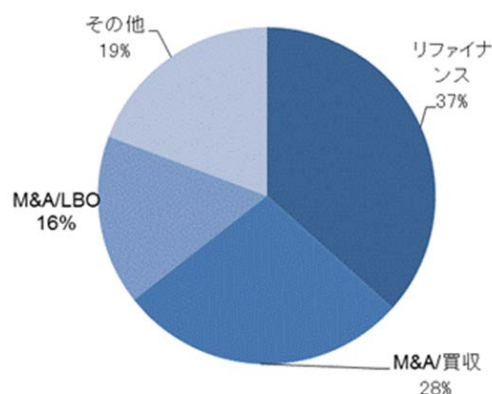
出所：S&P/LSTA Leveraged Loan Index  
注：2016年9月末時点

図表 9 : 新規発行額推移



出所：S&P/LCD  
注：2016年9月末時点

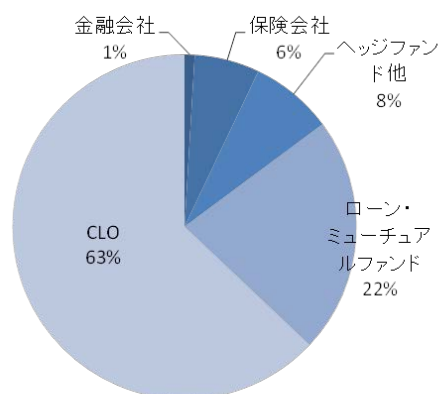
図表 10：新規発行市場における発行目的別比率



出所：S&amp;P/LCD

注：2016年9月末時点、米ドルベース

図表 11：新規発行市場における投資家（銀行除く）構成比

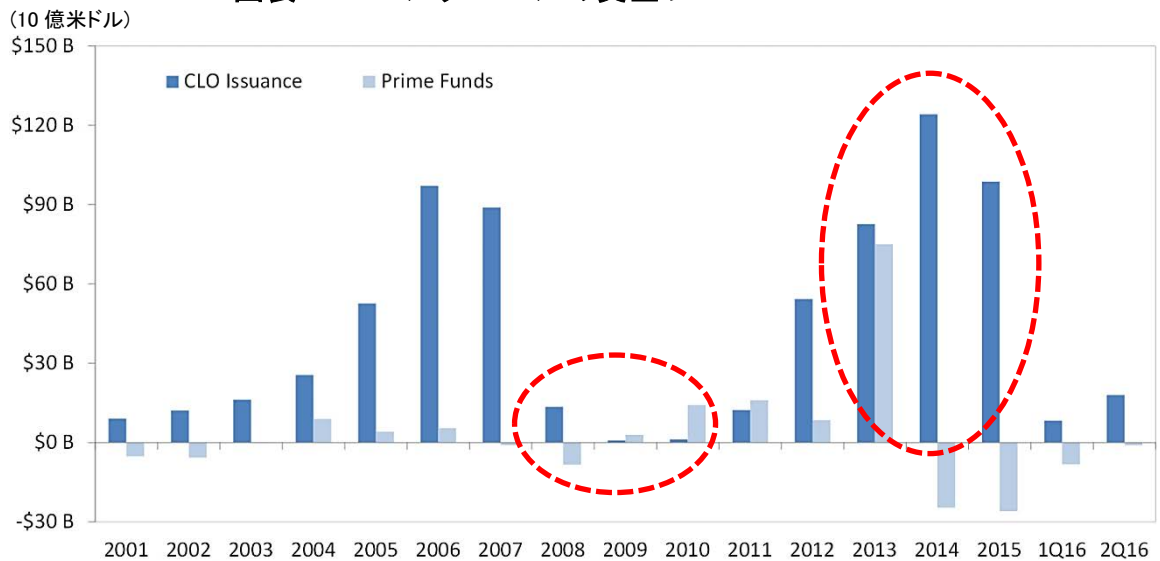


出所：S&amp;P/LCD

注：2016年9月末時点、米ドルベース

次に、市場の資金フローについて述べていきたい。個人投資家が投資するバンクローンファンド(図表 12：Prime Funds)では、2013年に米国における金融緩和の縮小懸念等により金利が上昇するとの思惑から大幅にプラス(資金流入)となったものの、そこをピークにネットでマイナス(資金流出)に転じている。CLOも、バンクローンファンドとは若干の時間差はあるものの、2014年後半以降、ウクライナ情勢等の地政学リスクの高まりや原油価格の急落等を背景に、リスク回避的な動きが強まり、資金流入額は減少に転じている。足元の資金流入額減少の要因のひとつとして考えられるのが、バリュエーション面である。図表 13 のとおり、スプレッドは中長期的にみて低水準にあり、さらなる価格上昇余地は限定的とみている投資家が多い、ということであろう。また、今後の市場見通しとして、米国の利上げペースが過去に比べ緩慢になるとみている投資家にとっては、変動金利商品へ関心が向きにくいということも考えられる。一方で、新規発行額が減少している中での資金流入の減少は、需給改善にもつながるため、必ずしもマイナス面ばかりではないという点も、付け加えておきたい。

図表 12 : バンクローンの資金フロー



出所 : S&P Global Market Intelligence

図表 13 : バンクローンとハイイールド債スプレッド比較



(出所) S&P/LSTA Leveraged Loan Index : Average Three Year Call Secondary Spreads  
 US High Yield Index : BofA Merrill Lynch US High Yield Index

本章最後に、流通市場についても少し触れておきたい。流通市場は、主にⅡで述べたシンジケート・ローンの発展とともに拡大してきた。シンジケート・ローンは、ローン契約上であらかじめ債権譲渡が想定された市場性のあるもので、新規発行市場でローンが組成され投資家(債権者)が自由に債権の販売を行えるようになった後に、別の投資家へ販売される。ローン債権購入者は、購入した金額に応じてその権利(ローンの元利金を受け取る権利等)を所有することができる。

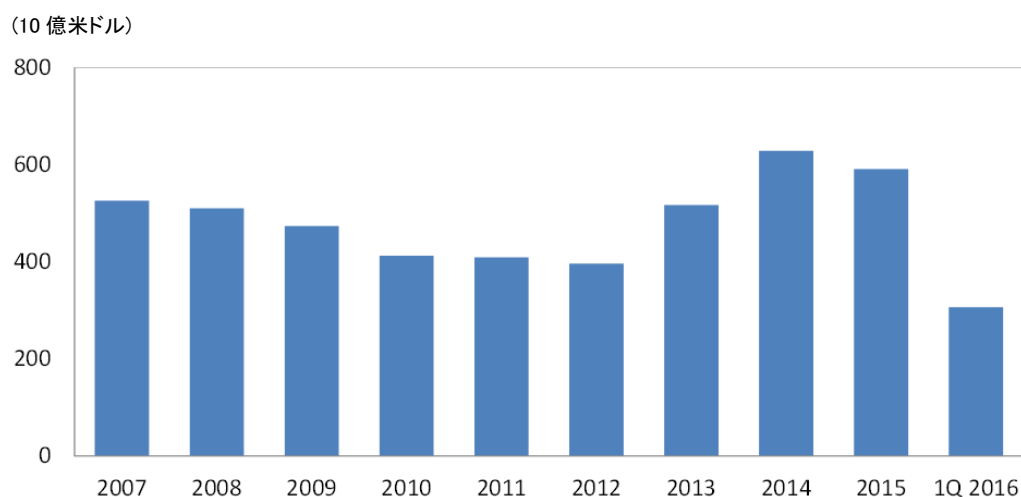
前述の例のように、流通市場の存在によって、新規発行市場参加者は引き受けたローンのリスク分散を図ることができる。流通市場参加者は、それぞれの選好するリスク・リターン



にあわせて投資する機会を得られるなど、双方においてメリットがあるといえよう。ただし、流通市場で取引されるローンには、原債権者(シンジケート団など、新規発行市場における当初の債権者)を介してしか借り手に支払請求権できないなど、特有のリスクがあるものも存在する。具体的には、原債権者がデフォルトした場合、購入したはずのローン債権の権利を、他の債権者に対して主張できないケースがある。また、原債権者・借り手ともにデフォルトした場合、請求権が整理されるのを待たなければならず、回収に相当の期間を要するケースがある。そのため、投資対象を選択する際には十分な注意が必要である。

前述のようなリスクはあるものの、流通市場ではレバレッジド・ローンを中心に活発に取引されており(図表 14)、これによってバンクローンに豊富な流動性が提供されているといえよう。

図表 14 : 流通市場における年間売買高推移



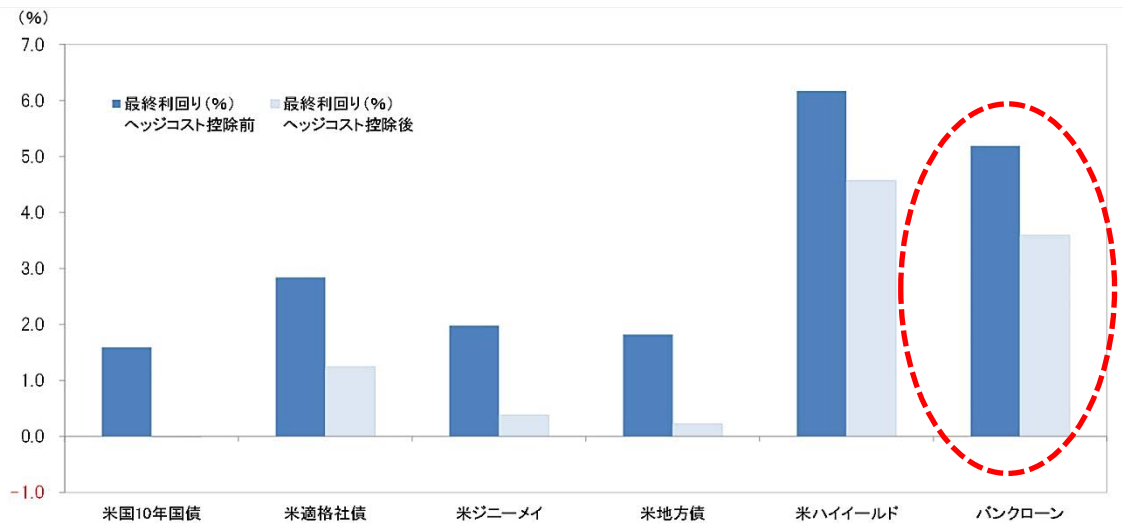
出所 : LSTA

#### IV. 投資対象としてのバンクローン

##### 1. 他資産との利回り比較

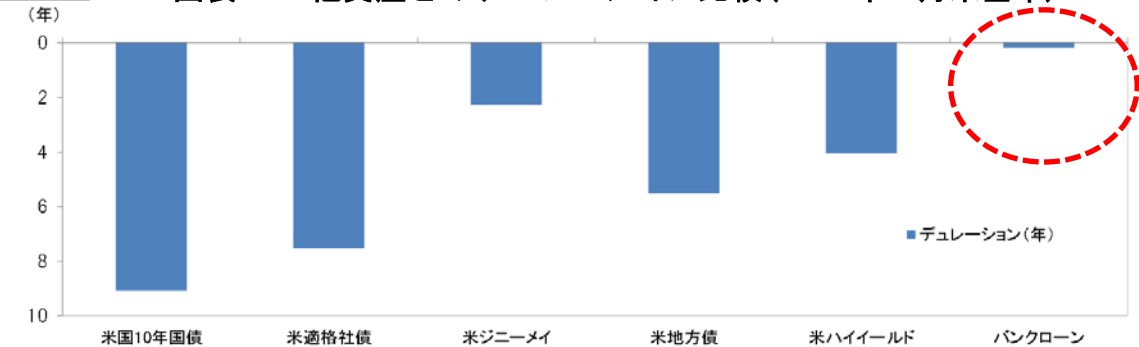
他資産との利回りを比較すると、2016 年 9 月末時点において、米国 10 年国債の利回りが米ドルベースで 1% 台後半、円ヘッジ後ベースで 0% 近辺となっている一方、バンクローンについては米ドルベース、円ヘッジ後ベース共に相対的に利回りが高いことが確認できる(図表 15)。デュレーションを比較しても、バンクローンのデュレーションの短さが確認できる(図表 16)。デュレーションの短さは、金利感応リスクの低さを意味し、より収益の安定性に貢献すると考えられる。よってバンクローンはデュレーション対比での利回りでも相対的に魅力的な水準といえよう。

図表 15 : 他資産との利回り比較 (2016 年 9 月末基準)



出所 : Bloomberg、Barclays、S&P/LSTA Leveraged Loan Index より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 16 : 他資産とのデュレーション比較 (2016 年 9 月末基準)

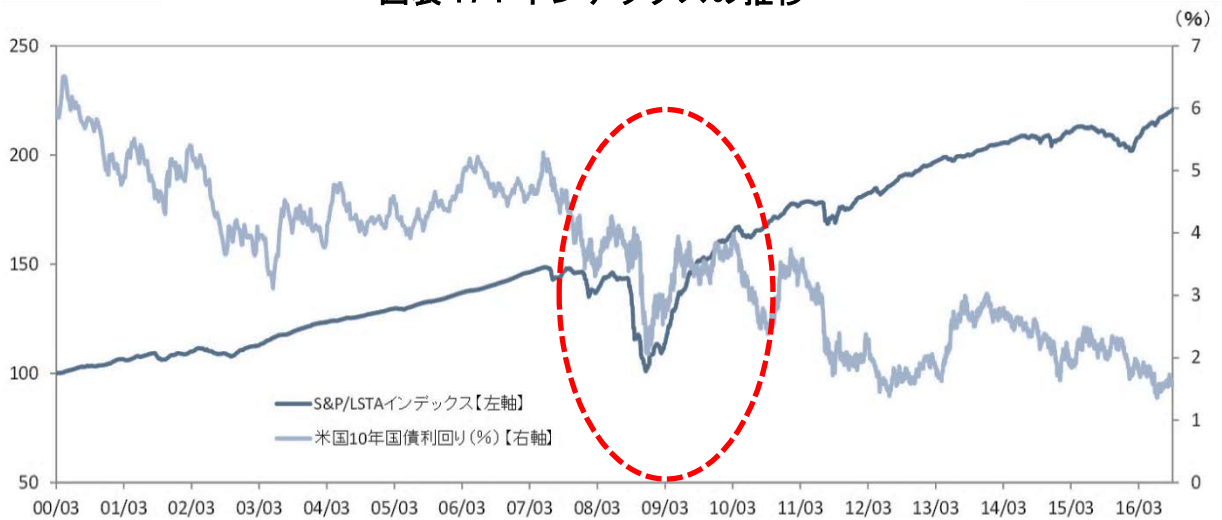


出所 : Bloomberg、Barclays、S&P/LSTA Leveraged Loan Index より三菱 UFJ 信託銀行作成

## 2. バンクローンインデックスのリターンの推移

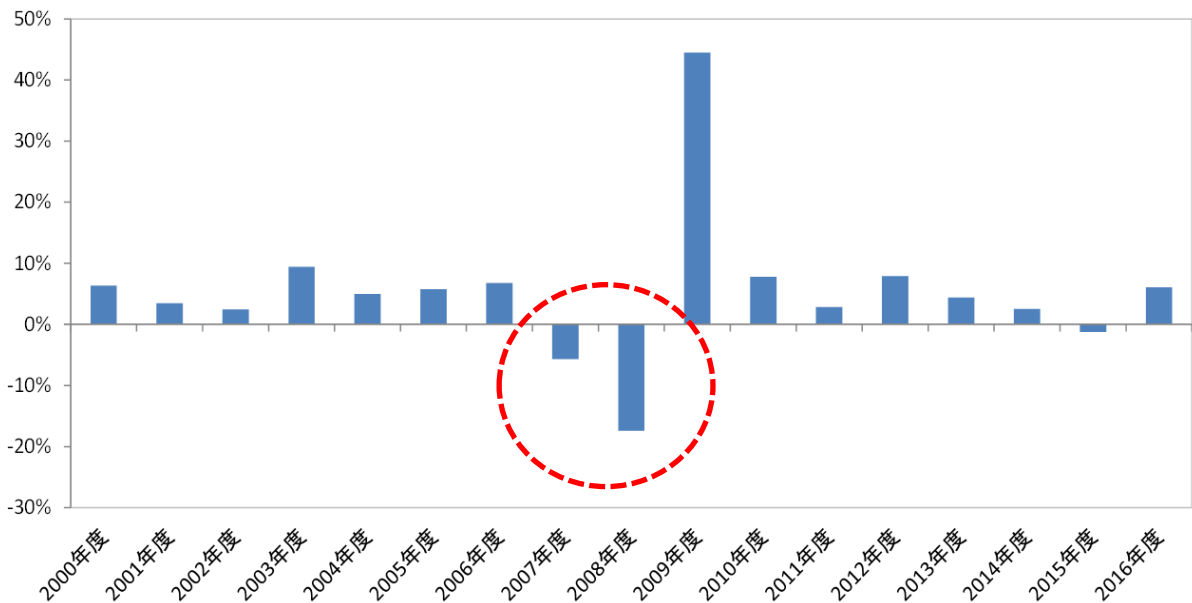
代表的なバンクローンインデックスである S&P/LSTA のリターンは、2007 年、2008 年の金融危機時の大幅下落局面や 2015 年度のようなコモディティ価格の大幅下落、人民元切り下げに伴う中国株大幅下落といったリスクオフ局面を除けば、良好に推移している (図表 17)。潤沢なキャッシュフローに支えられていることが主因であるが、中長期的にみれば比較的安定してリターンを獲得できていることが確認できる (図表 18)。

図表 17：インデックスの推移



出所：S&P/LSTA Leveraged Loan Index より 2000年3月末を100として三菱UFJ信託銀行作成

図表 18：年度別リターン(米ドルベース)



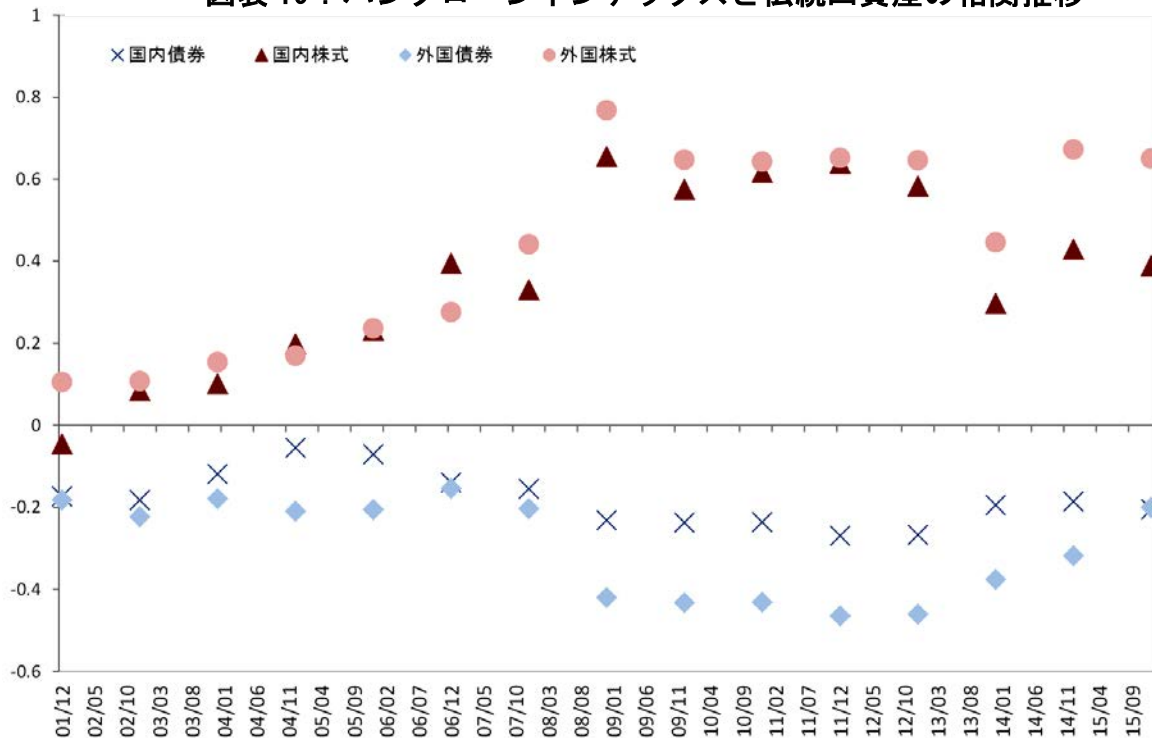
出所：S&P/LSTA Leveraged Loan Index より 2000年3月末を100として三菱UFJ信託銀行作成

注：2016年度は9月末基準

### 3. バンクローンインデックスと伝統四資産の相関

バンクローンと他資産との相関をみると、国内債券や外国債券との相関は相対的に低いものの、国内株式と外国株式との相関は相対的に高い傾向がみられる。投資対象を拡大することでポートフォリオ全体の分散投資効果が高まる中で、特に内外債券との分散投資効果が期待できる(図表 19)。

図表 19 : バンクローンインデックスと伝統四資産の相関推移

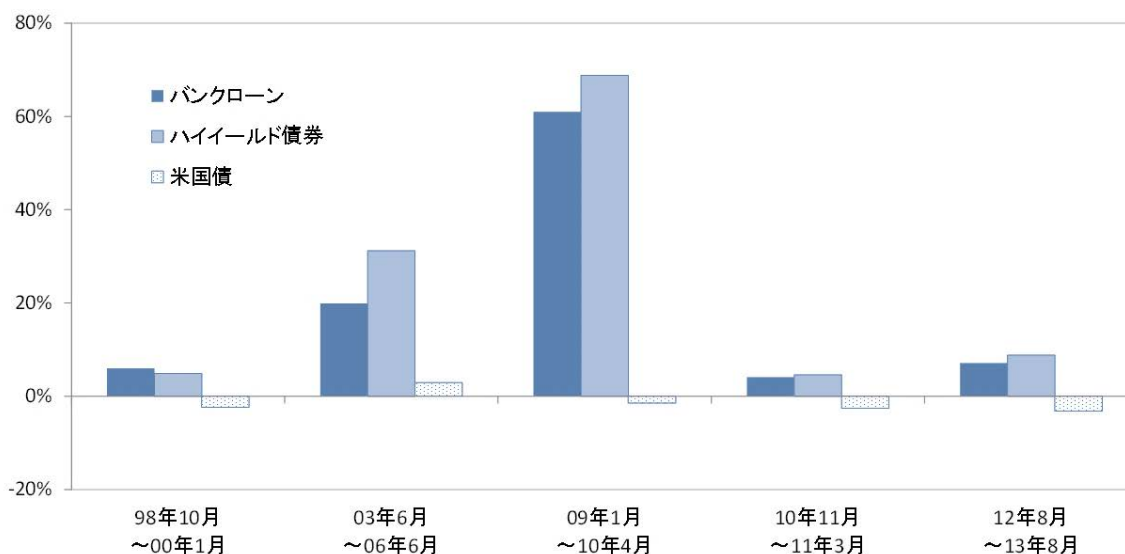


出所：バンクローン：S&P/LSTA Leveraged Loan Index、国内債券：Nomura-BPI 総合インデックス、国内株式：TOPIX(配当込み)インデックス、外国債券：シティグループ世界国債インデックス(除く日本、円ヘッジベース)、外国株式：MSCI-Kokusai インデックス(配当込み、円ヘッジベース)、ハイイールド：BofA Merrill Lynch US High Yield Index(円ヘッジベース)の月次データ 60 ヶ月ローリングにより三菱UFJ信託銀行作成

#### 4. 金利上昇時のリターン

バンクローンは、前章の図表7で示したとおり、変動金利がその特徴のひとつである。図表20は、米国5年債の金利上昇局面においてバンクローン、ハイイールド債、米国債のリターンを比較したものである。バンクローンは米国債と異なり、長期金利上昇時においても堅調なリターンとなっている。また、直近でみると2012~13年のような景気回復を伴う「良い金利上昇」であればクレジットが選好され、その結果、ハイイールド債やバンクローンのリターンが相対的に優位となることが期待できる。

図表 20：金利上昇時のリターン比較

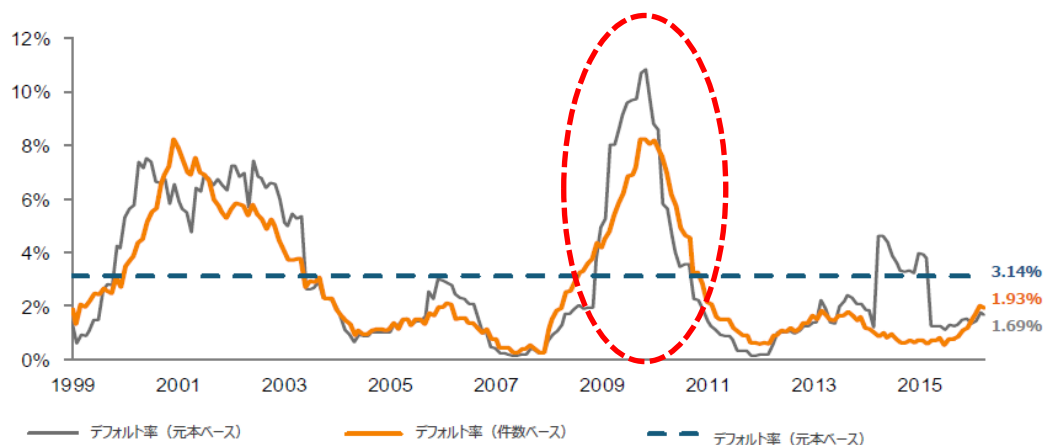


出所：バンクローン：S&P/LSTA Leveraged Loan Index、ハイイールド：BofA Merrill Lynch US High Yield Index、米国債：Barclays Live ジェネリックより三菱UFJ信託銀行作成

## 5. バンクローンのリスクについて

これまで投資対象としてのバンクローンの主に魅力について述べてきたが、リスクについても触れておきたい。2007年度のサブプライム問題、2008年度のリーマンショックや2015年度のグローバルでの景気懸念などを背景に、金融市場がリスクオフモードとなりクレジット環境が悪化した場合には、リターンはマイナスとなっている(図表 17・18)。こうしたリスクオフ局面においては、借り手のデフォルト率が上昇(図表 21)し、これが大きくマイナスに影響する可能性がある点には注意が必要である。バンクローンの特徴として、投資適格未満のクレジットへの投資のため借り手のデフォルトリスクが比較的高いといえる。デフォルトしても有担保のため一定程度の資産回収は期待できるものの、リターンにマイナスの影響を与えるリスクがある点には、注意が必要である。

図表 21：インデックスのデフォルト率の推移



出所：S&amp;P/LCD

## V. 終わりに

グローバルの金利低下、米ドルの対円ヘッジコスト上昇、米国における 2016 年中の利上げ観測といった投資環境下において、バンクローンは他資産と比較して相対的に高い利回り水準が期待できることや、金利上昇に耐性がある商品特性から、より高い利回りを求めて、機関投資家を中心に再度注目される動きがみられる。投資適格未満のクレジットへの投資であるため、デフォルトリスクは、懸念される事項のひとつではあるものの、有担保であるためデフォルト時の資金回収率が高いことなども、投資を後押ししているものと考えられる。

一方で、バンクローンを投資対象とするファンドを選別するに当たっては、ポートフォリオ構成(格付・業種等)の違いによってリターンが大きく異なる点から、運用機関の銘柄選択能力等の見定めが必要であるといえよう。

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

### 【参考文献】

- ・「米国非投資適格クレジットへの投資について(バンクローンとハイイールド社債)」(2013年12月)三菱UFJ信託銀行株式会社
- ・「アセットクラスとして注目を集める米国レバレッジド・ローン」(『野村資本市場クォーターリー』2004年秋号)野村資本市場研究所
- ・「投資入門：バンクローン」(2012年6月)ニューバーガー・バーマン株式会社
- ・「Investing in the US Loan Market」(2016年6月開催セミナーより)LSTA
- ・「ローン市場入門」(2012年)S&P CAPITAL IQ
- ・投信資料館ホームページ <http://www.toushin.com/>

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱 UFJ 信託銀行株式会社 受託財産企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）