

CLO 投資のリスクとリターンに関する考察

目次

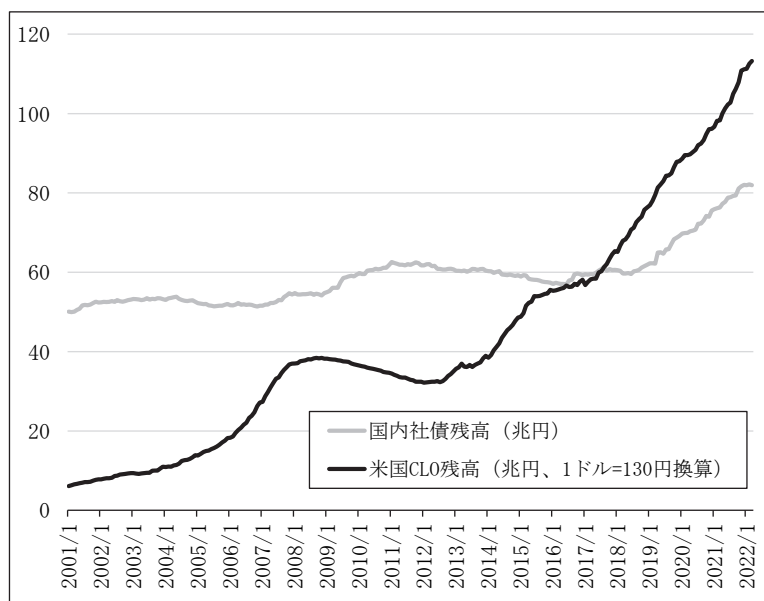
- I. はじめに
- II. CLO とは
- III. レバレッジド・ローンとは
- IV. CLO 投資のリスクとリターン
- V. 終わりに

資産運用部 クレジット運用グループ ファンドマネージャー 石田 裕
 投資顧問部 受託運用グループ ファンドマネージャー 大川 政也
 ファンドマネージャー 岸本 丈広

I. はじめに

2022年9月現在、グローバルに金利が上昇するなかで、金利上昇耐性の高い商品としてCLO(Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券)が注目されている。CLOという、過去には組み入れ資産に証券化商品が認められる等、ややリスクの高い特性を持ち合わせていたこともあり、金融危機時に問題となったサブプライム・ローンと絡めて敬遠された時期もあった。しかし、金融危機後に組み入れ可能資産や劣後比率等が見直されたことで証券化商品の構造(ストラクチャー)はより保守的なものとなっており、国内の大手銀行勢による投資も含め、残高は着実に増加している。

図表1：残高推移(CLOと国内社債残高)



出所：日本証券業協会及び BofA Global Research より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、CLO の裏付資産であるレバレッジド・ローン市場が、近年のプライベート・エクイティ (PE) 市場と歩調を合わせて大きく拡大するなかで、そのレバレッジド・ローン市場への主要な資金供給源として CLO の公益性・重要性が高まっていることから、CLO への注目度は高まっている。

そこで、改めて今回、レバレッジド・ローンを裏付資産とし、CLO マネージャーが運用を担う、アービトラージ型・キャッシュフロー型²USD 建 CLO について整理、分析することとしたい。

II. CLO とは

1. 商品特性

CLO は、主にレバレッジド・ローンを裏付資産とした証券化商品である。スキームを図表 2 に示したが、CLO の銘柄により異なるものの、ローン・ポートフォリオは銘柄数が 200-300 銘柄程度、ポートフォリオ額は 500 百万ドル程度、平均格付は B 格程度となり、ローン・ポートフォリオから受け取る元利金は CLO 証券の投資家に支払い順位に沿って支払われる。CLO 証券は、支払い順位の異なる AAA 格からエクイティまでの複数のトランシェ³に分けられ、こちらも銘柄により異なるが発行割合は AAA 格が 64%程度、AA 格が 11%程度等となる。

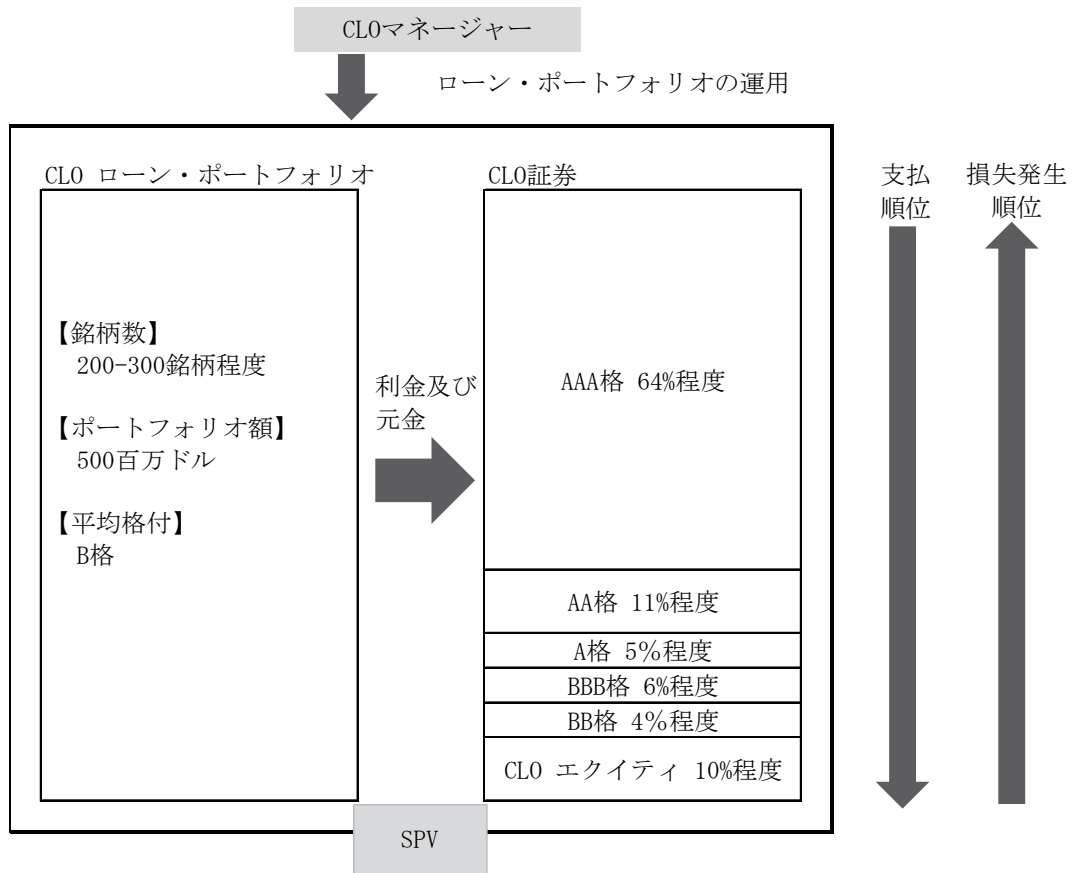
CLO の最大の特徴は、CLO マネージャーが裏付資産の運用を行うことであり、CLO マネージャーはローン発行体の信用力分析等を通じてローン・ポートフォリオの運用を行い、CLO 証券投資家の利益最大化をめざす。また、エクイティ投資家に一定期間経過後コール (期限前償還) の権利が与えられており、これが後述のとおり、CLO のライフサイクルに影響を与えている点も特徴的だろう。

¹ 詳細は本文Ⅲ-1 を参照。

² アービトラージ型とは、資産と負債の利回り差によるリターン獲得を企図したもの (発行目的による分類、その他に銀行が保有する資産を証券化するバランスシート型がある)。キャッシュフロー型とは、裏付資産を額面ベースで評価し、キャッシュフローを主な原資としたもの (キャッシュフロー構造による分類、その他に裏付資産を時価ベースで評価するマーケットバリュー型がある)。

³ 証券化商品を組成する際に、リスクレベルやその他の特性によって切り分けたもの。CLO の場合、支払い順位に応じて、格付が付与された複数のデット・トランシェと、無格付のエクイティ・トランシェに切り分けられることが一般的。

図表 2 : CLO のスキーム図イメージ



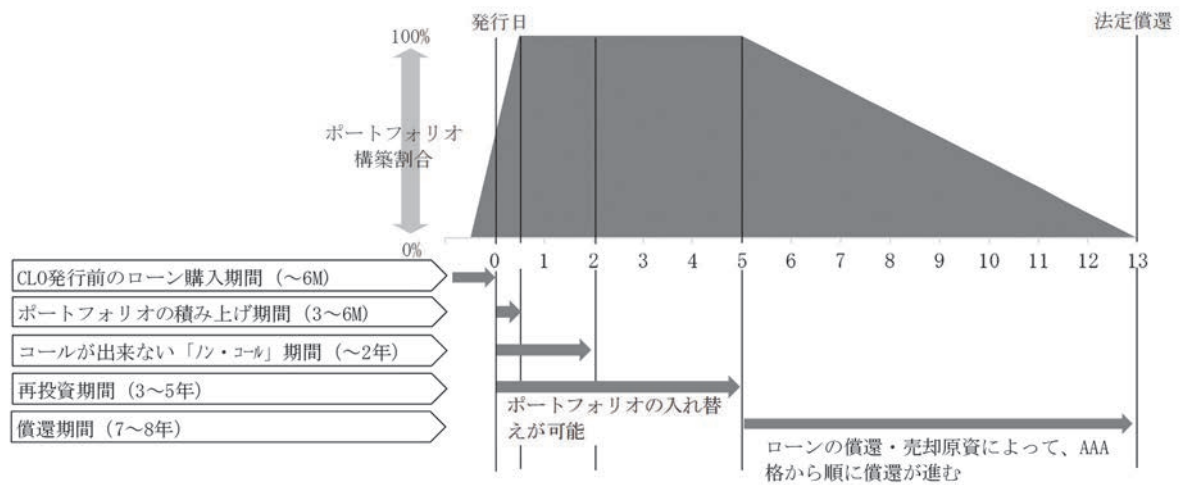
注：簡略化した図であり、実際の案件とは異なる場合がある

出所：各種資料をもとに三菱UFJ信託銀行作成

図表 3 に示したとおり、CLO のライフサイクルは発行前にローン・ポートフォリオが構築され始めるが、発行時点でローン・ポートフォリオが 100%構築されていることは稀であり、発行後もローン・ポートフォリオの構築が続くケースが大半である。また、発行後 1～2 年程度はノン・コール期間であり、基本的にこの期間内では、後述するカバレッジ・テスト抵触のケースを除き CLO が期限前償還されることはない。一方、ノン・コール期間終了後には、一般的にエクイティ投資家の判断及び CLO マネージャーの同意により、CLO を期限前償還することができる。期限前償還する場合には、リファイナンスする(期限前償還時のローン・ポートフォリオを維持したまま、CLO を再発行する)ケースも多くみられ、CLO のスプレッド⁴が縮小している際に頻繁に行われている。これは、エクイティ投資家にとっては上位のデット・トランシェをより低い利回りで発行することで、自身のリターンを最大化するインセンティブが働いていることを示唆している。

⁴ 基準となる金利に対する上乗せ金利

図表3：CLOのライフサイクルイメージ



注：簡略化した図であり、実際の案件とは異なる場合がある

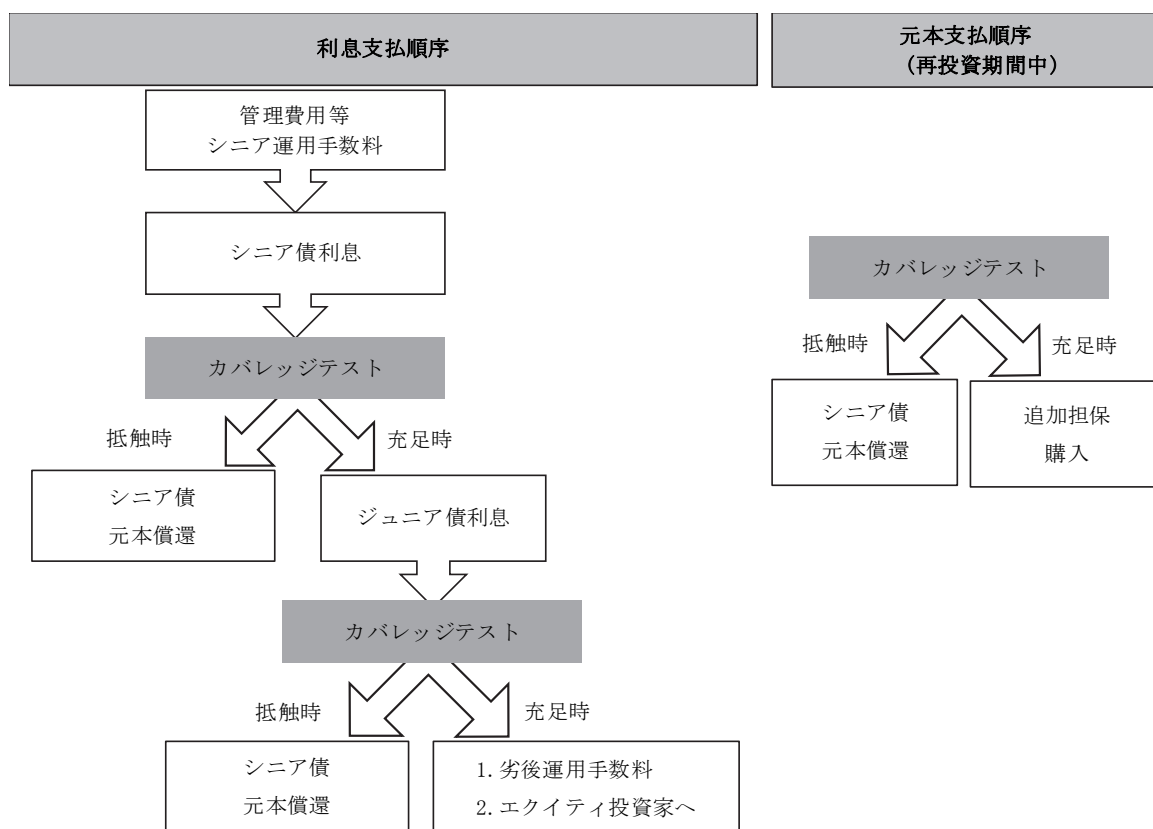
出所：各種資料をもとに三菱UFJ信託銀行作成

その他、発行後約3～5年程度は、再投資期間と呼ばれるCLOマネージャーが裏付資産を入れ替えることができる期間が設けられていることが一般的である。この間、CLOマネージャーは、ローンの償還金を新たなローンへ再投資するほか、既存のローンを別のローンへ入れ替えるなどの投資行動を行う。そのため、CLOはCLOマネージャーの銘柄選択の巧拙による影響を受けるといえる。

かかる特徴から、CLOはアクティブファンドとしての性質も持っているということもでき、下位トランシェになるほど、CLOマネージャーの運用の巧拙が反映される。一方でCLOは証券化商品の性質として信用補完措置が作用しており、上位トランシェほど償還の蓋然性が高まる。以下では、大きく三種類の信用補完措置について説明する。

一つ目は、優先劣後構造である。証券化商品であるCLOにおいては、CLOを複数のトランシェに切り分け、支払順位を定めることで、優先劣後構造を設定している。図表4に示すとおり、裏付資産から得られるキャッシュフローは、定められた支払順位に基づきCLOの上位トランシェから順に利金や償還金の支払いに充てられる。また、後述するカバレッジ・テストにより、ローン・ポートフォリオで毀損が生じたと判断される場合には、下位トランシェへの支払いが止められ、上位トランシェの元本償還に充てられる仕組みが組み込まれている。

図表4：CLOのキャッシュフロー(イメージ)



注：簡略化した図であり、実際の案件ではより詳細に定められる

出所：各種資料をもとに三菱UFJ信託銀行作成

二つ目は、エクセス・スプレッドである。ここで述べるエクセス・スプレッドとは、裏付資産から得られるクーポンとCLOのクーポンの差を示すもので、通常時はエクイティ投資家のリターン源泉となる。一方で、後述するカバレッジ・テストに抵触した場合には、上位トランシェの元本償還に充てられることから、信用補完として作用する。

三つ目は、様々な種類のテスト及び制限である。これらは大きく、カバレッジ・テスト/コラテラル・クオリティ・テスト/集中制限の3つに分けられる。

カバレッジ・テスト⁵は、CLOから支払われるキャッシュフローに影響を与えるため重要性が高いと考えられる。このテストに抵触した場合には、下位トランシェへの支払いが保留され、上位トランシェの元本償還に充てられる仕組みとなっている。ノン・コール期間中、再投資期間中にかかわらず、元本償還が始まることで、上位トランシェの信用補完として作用する。

また、CLOにおいては、CLOマネージャーがローン・ポートフォリオの運用を行うこと

⁵ カバレッジ・テストは3種類存在(Over Collateralization test, Interest Coverage test, Interest Diversion test)。Over Collateralization testは、CLOの各トランシェに対する超過担保の程度を示すものであり、3種類の中でも特に重要性が高いと考えられる。

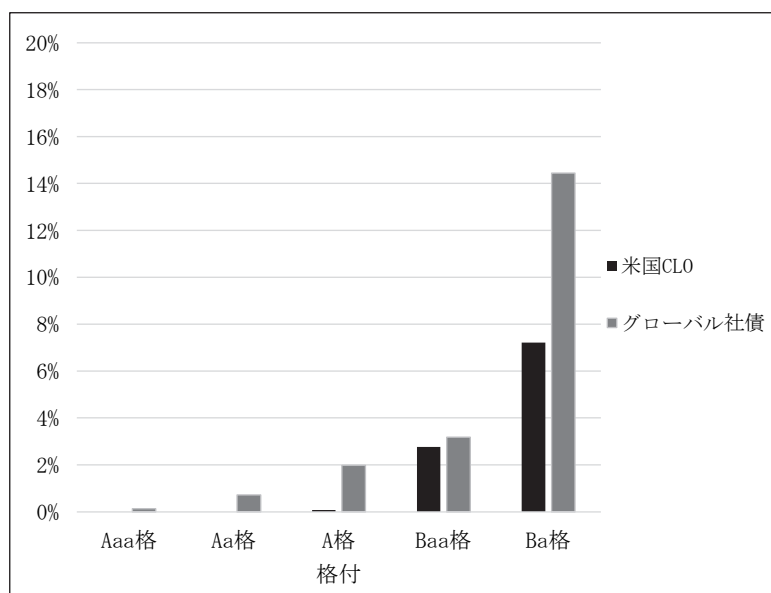
ができるが、運用には一定の制約が設けられる。それがコラテラル・クオリティ・テスト及び集中制限である。

両者は共に、組み入れ資産が過度に一部のセクターや銘柄に集中することや、過度にリスクを取ることを避けるために設定されるものである。コラテラル・クオリティ・テストでは、裏付資産の加重平均格付に対する制限等の運用制約が定められ、集中制限では、個別債務者や CCC 格ローン、1セクターあたりの保有割合の上限値等が定められる。

ここで、留意が必要な点は、コラテラル・クオリティ・テスト及び集中制限は上限値を超えた場合でも、CLO マネージャーに求められることはローン・ポートフォリオの維持又は改善ということである。例えば、保有資産の格下げを通じて CCC 格の保有割合が上限値を超えた場合、CLO マネージャーは、B 格のローンを売却して CCC 格のローンを買うことは、CCC 格の比率を上昇させることになるため許容されないが、比率を上昇させない範囲であれば CCC 格のローンを売って別の CCC 格を購入することは許容されることが特徴である。

以上のように、CLO はやや複雑な面も持ち合わせているものの、図表 5 のとおり、ヒストリカルに見たデフォルト率は社債と比較して低く、Aaa 格/Aa 格についてはこれまでデフォルトした実績がない(Moody's 格付ベース、なお、S&P では AAA 格が 0 件、AA 格が 1 件のデフォルト実績)。一方で、図表 6 のとおり、スプレッドは米国の投資適格社債対比で高く推移している。これは、CLO の持つやや複雑な商品特性に加えて、後述するリスクや留意点が反映されたものといえよう。

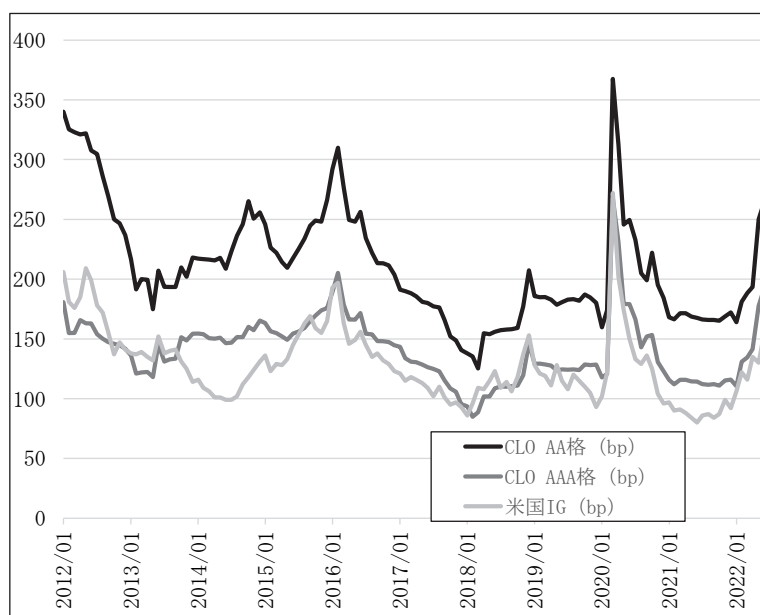
図表 5：デフォルト率比較(CLO とグローバル社債)



注：CLO のデフォルト率は Impairment rate (通常のデフォルトに加え、利息繰延等も含む) を使用。米国 CLO 及びグローバル社債共に 10 年累積デフォルト率。米国 CLO は 1993-2021 年、グローバル社債は 1983-2021 年のデータを使用。

出所：Moody's 資料をもとに三菱 UFJ 信託銀行作成

図表6：スプレッド比較(米国 CLO と米国 IG)



出所：Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 投資家動向

AAA 格への CLO 投資においては、大手の米銀や邦銀が投資家として存在感を発揮しており、2021 年末時点では、米銀が AAA 格の約 3 割程度、邦銀が 2 割程度を保有しているとの推計もある。銀行勢においては、AAA 格へ投資した際のリスクウェイトが相対的に低位であることや、変動金利債であれば金利リスクも僅少であること等の観点から、特に AAA 格への投資を選好していると考えられる。

AA 格以下のトランシェにおいては、資産運用会社の他に、保険会社も主要な投資家と位置づけられる。保険会社の保有分の多くは BBB 格以上であるものの、銀行と比較すると、より下位のトランシェまで投資しているとされる。

なお、資産運用会社が運用する商品の最終投資家まで辿ることは困難であるが、米年金基金や大手資産運用会社の債券ファンド等への組み入れが行われていると推察される。

3. ABS CDO との違い

CLO 投資が拡大している中においても、まだ一部の投資家から敬遠されている背景として、金融危機時における ABS CDO⁶の経験が一因として挙げられる。本稿では、金融危機における信用危機の側面に焦点を当てて論じたい(金融危機においては、信用危機が流動性危機に波及したとの指摘もなされている)。

CLO と ABS CDO 共に証券化商品であるが、金融危機時のデフォルト率から見たパ

⁶ RMBS (Residential Mortgage Backed Securities : 住宅ローン担保証券)等の証券化商品を裏付資産として二次証券化された債務担保証券 (CDO)。RMBS は資産担保証券 (ABS) の一種。

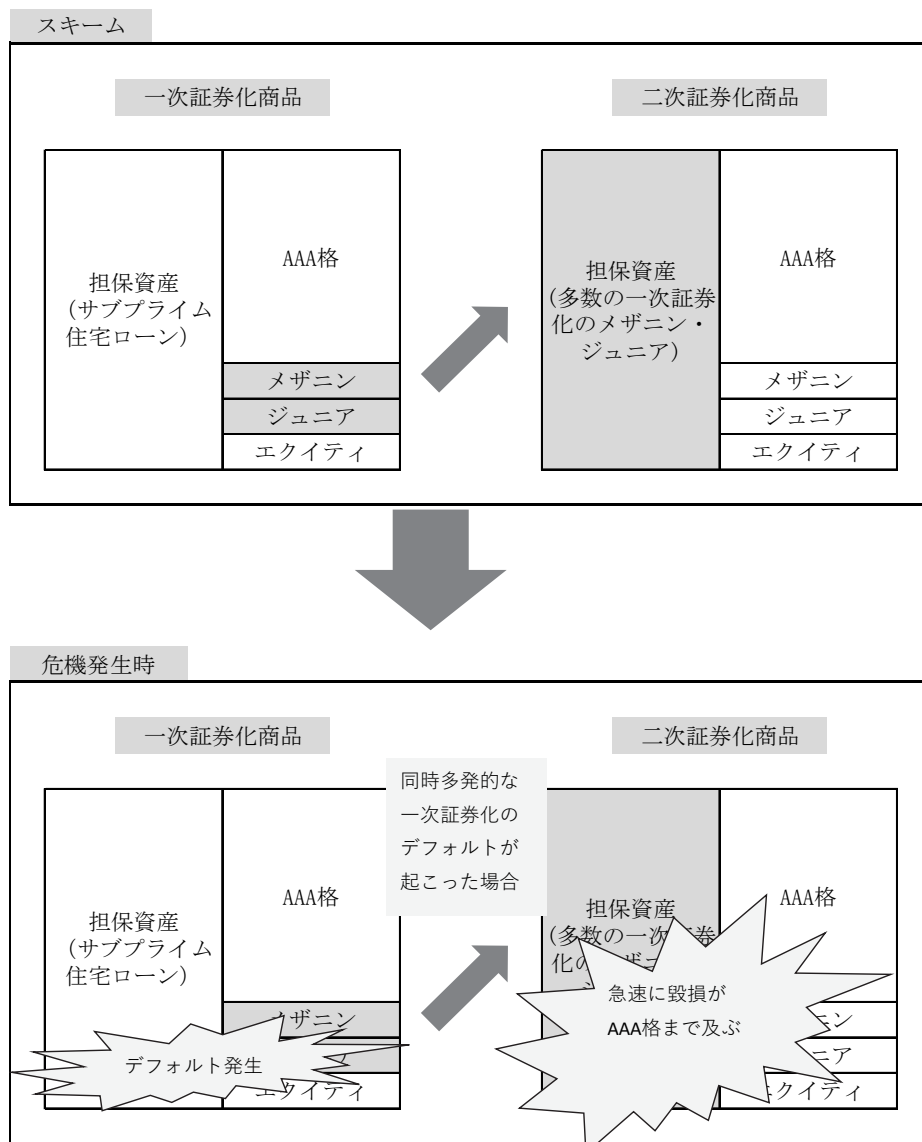
パフォーマンスには大きな差があったといわれている。図表7のとおり、裏付資産のリスクはもちろんのこと、ストラクチャーが抱えるリスクも当時のABS CDOとCLOのパフォーマンス差の背景となったと考えられる。

図表7：ABS CDOとCLOの比較

	ABS CDO	CLO(金融危機前)
裏付資産	主にサブプライム・ローン。 個人向けの貸付	主にレバレッジド・ローン。 企業向けの貸付
金融危機時の状況	住宅市場の過熱にともない、サブプライム・ローンの融資基準は緩和傾向。 また、融資拡大のため当初一定期間を低金利で借りることもできたが、一定期間終了後は変動金利へ移行。 当時のFRBによる利上げの影響を大きく受け、延滞や差し押さえが増加。2009年には延滞率が25%超まで上昇。	2009年にデフォルト率が10%超まで上昇したが、その後、景況感の回復に伴いデフォルト率も低下。
証券化商品のストラクチャー	二次証券化商品 サブプライム・ローン RMBS を再度証券化したもの	一次証券化商品 (一部証券化商品の組み入れは可能だったが割合は限定的)
金融危機時における証券化商品のパフォーマンス	二次証券化商品は経済システム全体に対するリスクが高まった際に急速に商品のリスクも高まると指摘されている。 サブプライム・ローンを裏付資産とするサブプライムRMBSにデフォルトが起こる中で、それを束ねたABS CDOのデフォルトは極めて大きいものとなった。(図表8)	裏付資産であるレバレッジド・ローンのデフォルト率自体は上昇したものの、上位トランシェにおけるデフォルトは発生しなかった。

出所：三菱UFJ信託銀行作成

図表 8 : 二次証券化商品のイメージ図



出所：三菱UFJ信託銀行作成

ABS CDO における反省から得られる現在の CLO への示唆としては、PE 市場の拡大とともに残高を増やしてきたレバレッジド・ローンの裏付資産としての質が悪化していないかどうかモニタリングしていくこと、ストラクチャーが二次証券化商品とは別の切り口でリスクをはらんだものにならないかといった視点での分析を行っていくことが重要になるということであろう。

ABS CDO 対比では良好なパフォーマンスとなった CLO だが、金融危機を経て、格付基準は厳格化されており、劣後比率の上昇や証券化商品の組み入れが禁止されるなど、商品としての健全性は更に増している。(図表 9)

図表9：金融危機前後でのCLOストラクチャーの変遷

項目	金融危機前	金融危機後
AAA格 劣後比率	23-27%	36-38%
Aa格 劣後比率	19-21%	24-26%
再投資期間	5-7年	3-5年
優先担保付ローン	80%以上	90%以上
証券化商品	組入可	組入不可

注：説明目的のために一般化したものであり、実際の案件とは異なる場合がある。

出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

ただし、細部に目を移せば、格付が許容する範囲でストラクチャーは変化していくものであり、後述する投資ガイドラインの条件交渉が重要な所以でもあろう。

Ⅲ. レバレッジド・ローンとは

1. 商品特性

CLOの主な裏付資産であるレバレッジド・ローンについて説明したい。レバレッジド・ローンの定義は様々であるが、主には投資適格未満(BB格相当以下)の相対的に信用力が低い企業に対して行われる融資を指すことが多い。

レバレッジド・ローンの拡大の起源は、1980年代から米国においてLBO(Leveraged Buyout)と呼ばれる企業買収が盛んにおこなわれるようになったことにある。その重要な資金調達源として銀行を中心とする複数の金融機関が単一の契約書に基づき協調して行う貸付(シンジケート・ローン)が活用され、そのアレンジャー⁷を担う銀行にとっては、手数料収入を獲得する機会となり発展していくこととなった。その過程において、シンジケート・ローンへの投資家として、銀行以外の機関投資家であるCLOやローン・ファンド等が存在感を増していった。

その結果、現在ではシンジケート・ローンの投資家は、銀行か機関投資家の2つに大きく分類される。

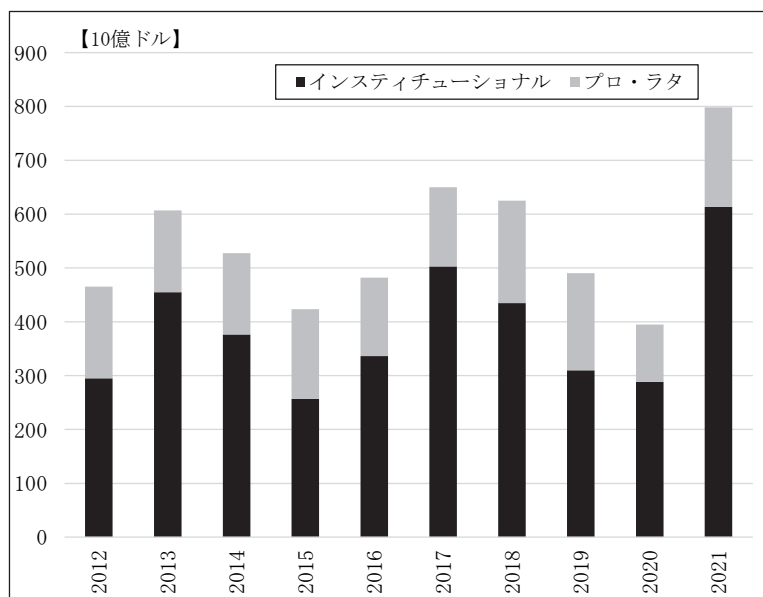
銀行勢は、主に発行体が契約期間中に資金の借り入れ・返済を行うことができるリボルビング・ローン(リボルバー)と呼ばれる貸付と、満期までに元本の一部が分割返済されるターム・ローンAと呼ばれる貸付への投資が中心である(リボルバーとターム・ローンAをあわせてプロ・ラタと呼ぶ)。

機関投資家勢は、主に元本が満期に一括償還されるターム・ローンBへの投資が中心である(ターム・ローンBをインスティテューショナルと呼ぶ)。両者の発行額推移は図表10

⁷ ローン契約の関係者間の調整を行う銀行

を参照いただきたい。

図表 10：レバレッジド・ローンの発行額推移



出所：Leveraged Commentary & Data(LCD)より三菱UFJ信託銀行作成

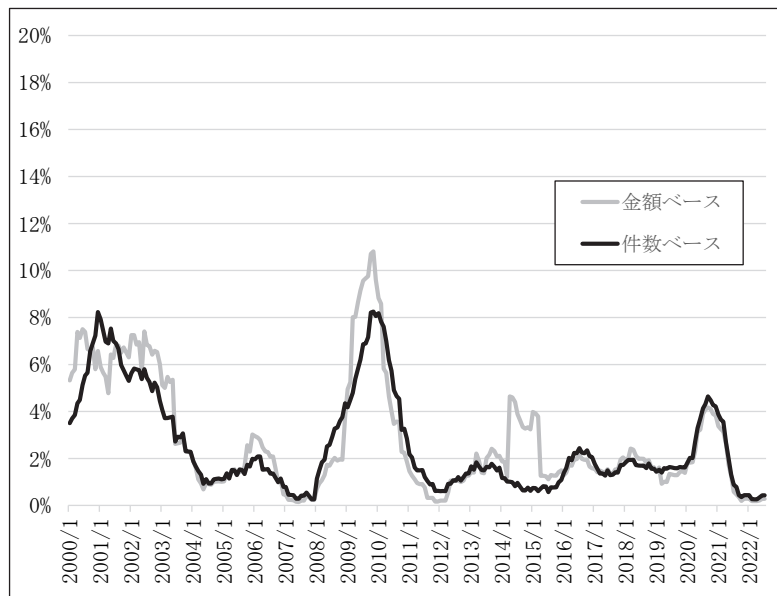
上述した歴史的な背景もあり、発行目的別での発行額は、LBO等の買収関連の調達が半数程度を占めている。そのため、レバレッジド・ローンの借り手企業は、単独又は複数のPE会社が出資している先が多い。

レバレッジド・ローンの特徴は、ハイイールド債と比較されることが多いが、変動金利であること、債権者を保護するための契約条件(コベナンツ⁸)があること、担保付きであること、期限前償還が行いやすいこと等が挙げられる。

レバレッジド・ローンのデフォルト率推移とデフォルトした場合の回収率推移は図表11・12のとおりである。デフォルト率は金融危機やコロナ禍において大きく上昇した局面もあるが、それ以外は比較的安定的に推移していることが見てとれるだろう。また、Moody'sによれば、米国の上位無担保社債の回収率は直近5年間では4割程度だが、レバレッジド・ローンは担保付ということもあり、回収率は相対的に高いといえる。

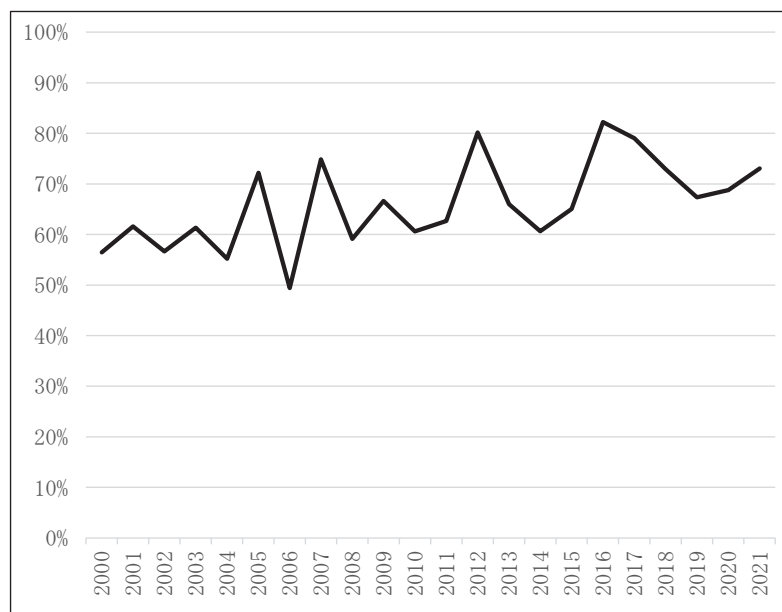
⁸ ローン契約書に定められる特約事項のこと、「情報開示義務」「財務制限条項」などがある

図表 11：レバレッジド・ローンのデフォルト率推移



出所：Leveraged Commentary & Data (LCD) より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 12：レバレッジド・ローンの回収率推移



出所：Leveraged Commentary & Data (LCD) より三菱 UFJ 信託銀行作成

低金利環境が長く続いたなかで、PE への資金流入がレバレッジド・ローンの発行額増加につながった側面は否定できず、その過程で信用力の低位な借り手が増加していないか、金融引き締め環境においてデフォルト率がどの程度上昇するのか、については注視していく必要があるだろう。

2. 投資家動向

現在、レバレッジド・ローンの主な投資家は、CLO とローン・ファンドである。

Leveraged Commentary & Data(LCD)によれば、インスティテューショナル・ローンの投資家構成としては、CLO が7割程度といわれており、ローン・ファンドの1割程度を大きく上回る。

CLO は基本的に、発行後再投資期間中はレバレッジド・ローンの銘柄入れ替えはあるものの、売却のみ行われることは少なく、ローン・ポートフォリオの残高は維持される。そのため、コールによる早期償還等が無い限りにおいてはレバレッジド・ローン市場への投資額が急減することはない。

一方で、ローン・ファンドは、投資家がファンドを売却してファンドから資金が流出した場合には、レバレッジド・ローンへの投資額が減少することになる。そのため、レバレッジド・ローンの価格を見るうえでは、CLO のみならずローン・ファンドへの流出入についても注意する必要がある。

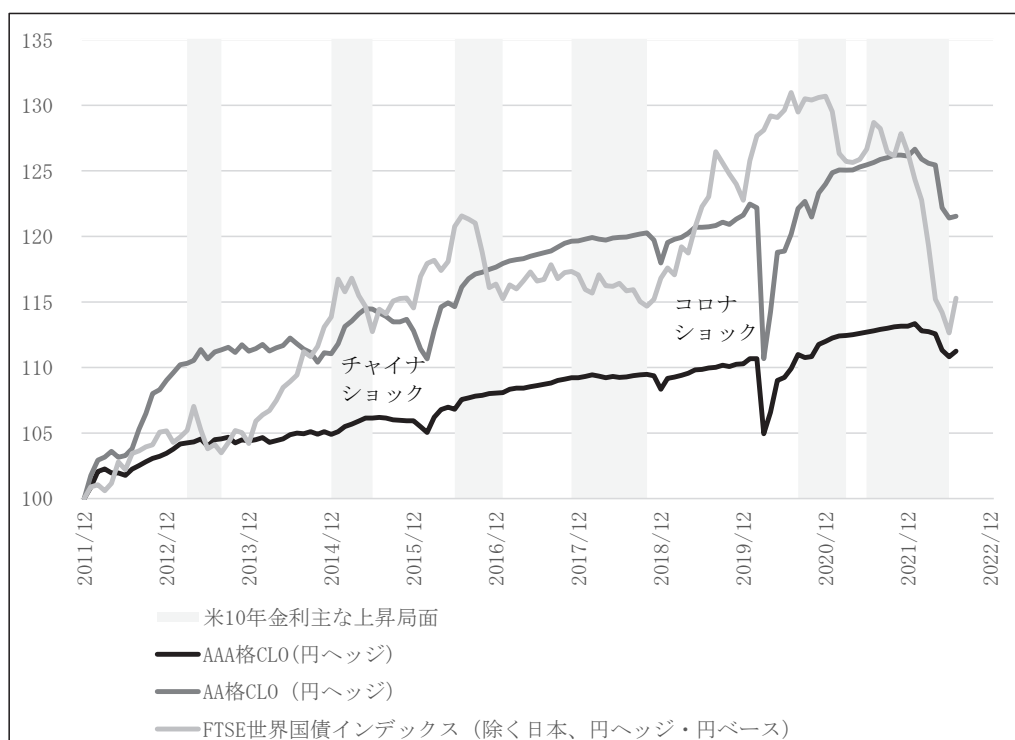
IV. CLO 投資のリスクとリターン

1. 長期リスク・リターン特性

本邦投資家が外貨資産である CLO へ投資する場合、為替ヘッジを掛けた運用が想定される。従って、ここでは円ヘッジベースの CLO の過去のパフォーマンスを伝統的な資産と比較することで、長期のリスク・リターン特性についてご紹介したい。図表 13 は AAA 格と AA 格の CLO の円ヘッジベースのリターンと、フルヘッジ外国債券のベンチマークとして利用される FTSE 世界国債インデックスの円ヘッジベースのリターンを比較したものである。フルヘッジ外国国債は、クレジット環境の悪化時でも、金利低下を通じて良好なパフォーマンスが得られているが、足下のような利上げ局面等では金利上昇によりパフォーマンスを悪化させている。また、分析期間を通じて常に一定のボラティリティが発生していることが分かる。

一方、円ヘッジベースの CLO は、クレジット環境の悪化時には一時的にボラティリティが上昇、パフォーマンスの悪化がみられるが、環境の回復とともに改善し、基本的には右肩上がりの安定的なパフォーマンスとなっている。特に、金利上昇局面に耐性があり、図表 13 の灰色背景で示しているような金利上昇局面で安定したリターンを確保していたことがわかる。

図表 13 : CLO AAA 格・AA 格と FTSE 世界国債インデックスとのトータルリターン比較



出所: 各社提供の指数データ、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 14 は伝統 4 資産の代表的指数と長期のリスク・リターンを比較したもののだが、リターンの面からは、国内債券のベンチマークやフルヘッジ外債のベンチマークと遜色のないリターンを獲得できている。また、リスクの面からも、CLO はクレジット環境の悪化時に一時的に大きくボラティリティが高まるものの、中長期ではフルヘッジ外債のリスクと大きな違いはないことが分かる。このように、円ヘッジベースの CLO は、前述の金利上昇耐性に加えて、中長期的にみるとリスクを抑えつつ安定したリターンが期待できる運用商品であると言える。

図表 14 : 伝統 4 資産とのリターン・リスク比較 (2012 年 1 月-2022 年 7 月)

2012年1月-2022年7月	AAA格CLO (円ヘッジ)	AA格CLO (円ヘッジ)	NOMURA-BPI (総合)	TOPIX (配当込)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、ヘッジなし・円ベース)	FTSE世界国債インデックス (除く日本、円ヘッジ・円ベース)	MSCI-KOKUSAIインデックス (円ベース、税引前・配当込)
リターン	1.01%	1.86%	1.11%	12.12%	6.19%	1.35%	17.30%
リスク	2.10%	3.92%	1.80%	16.14%	7.67%	3.79%	16.97%
リターン/リスク	0.48	0.47	0.61	0.75	0.81	0.36	1.02

出所: 各社提供の指数データ、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、伝統 4 資産との相関は図表 15 のとおりである。内外株式とは一定の相関関係が認められるが、これはクレジットスプレッドと株式に一定の相関があることによるものと考えられる。一方、債券とはほぼ無相関に近く、これは内外債券のベンチマークが固定金利であ

るのに対して、CLO が変動金利であることが影響していると考えられる。このように CLO は、中長期でのリスク・リターン水準はフルヘッジ外債に近いものの、パフォーマンス好不調期やボラティリティの高まる局面などは異なり、伝統 4 資産との分散効果も認められることから、ポートフォリオの改善に資する資産として、組み入れを検討するに値するのではないだろうか。

図表 15 : 伝統 4 資産との相関(2012 年 1 月-2022 年 7 月)

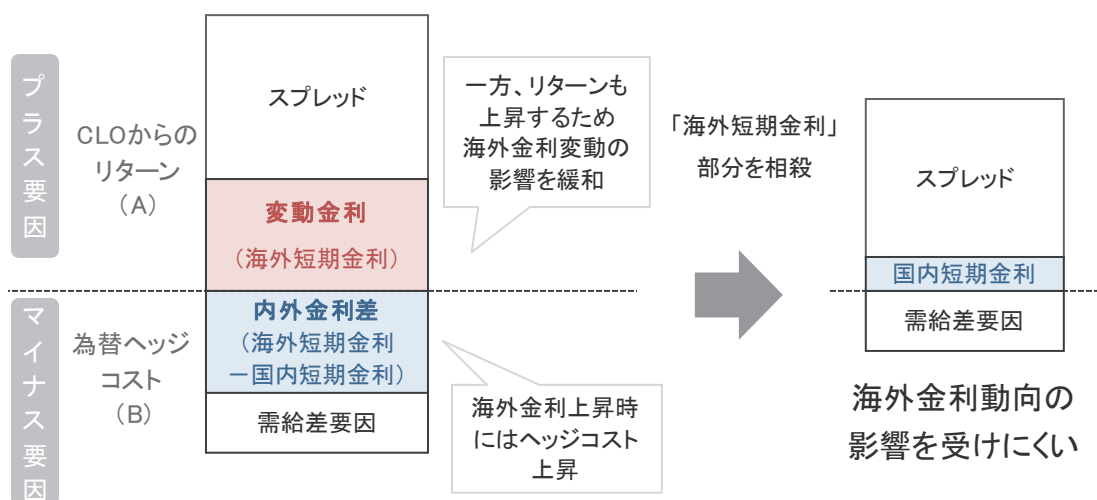
相関	NOMURA-BPI (総合)	TOPIX (配当込)	FTSE世界国債イン デックス(除く日 本、ヘッジなし・ 円ベース)	FTSE世界国債イン デックス(除く日 本、円ヘッジ・円 ベース)	MSCI-KOKUSAIイン デックス(円ベー ス、税引前・配当 込)
AAA格CLO(円ヘッジ)	0.17	0.35	0.15	0.02	0.48
AA格CLO(円ヘッジ)	0.14	0.35	0.13	0.00	0.47

出所: 各社提供の指数データ、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

こうしたリスク・リターン特性に加え、ヘッジコスト上昇時でのパフォーマンス耐性も CLO の特徴として挙げられる。

CLO は変動金利であり、現地通貨ベースの利回りは「海外短期金利+スプレッド」(A) となっている。一方で、現地通貨ベースの資産を為替ヘッジするために必要な為替ヘッジコストは「内外短期金利差+需給差要因(ベースコスト)」(B) で決定される。従って、外貨建て CLO に為替ヘッジを掛けた円ヘッジベースの利回りは、(A) - (B) により、「スプレッド-需給差要因+国内短期金利」となる。金利上昇時はヘッジコストが上昇(内外金利差拡大)するが、変動金利(海外短期金利)部分が上昇することで CLO の利回りが上昇し、ヘッジコスト上昇の影響を緩和することができる。(図表 16)

図表 16 : 円ヘッジベースの CLO パフォーマンスの内訳イメージ



出所: 三菱 UFJ 信託銀行作成

以上のことから、円ヘッジベースの CLO 利回りは、海外短期金利が変動しても影響を受

けにくく、為替ヘッジコストが上昇する局面でも耐性が期待され、安定したインカム商品としての魅力がある運用商品と言える。

2. 投資にあたってのリスク及び留意点

これまで述べてきたとおり、CLO は一般的に投資が行われる国債や社債とは異なるリスク・リターン特性を有している。そこで、実際に投資をするにあたり、CLO 固有の要因を中心に注意すべきリスク及び留意点について解説する。

(1) 信用リスク

CLO は、裏付資産であるレバレッジド・ローンに信用事象が発生し CLO のローン・ポートフォリオが棄損すると、下位トランシェから順に損失が発生するスキームであるため、リスク分析やモニタリングには、裏付資産であるレバレッジド・ローンの信用リスクを分析、モニタリングする必要がある。

過去の損失発生状況を見ると、商品特性で記載したとおり CLO には上位トランシェを守る仕組みが組み込まれていることから、上位トランシェではデフォルトは発生していない (Moody's 格付ベース)。ただし、近年レバレッジド・ローン市場で借り手に対する特約条項を緩和したコベナント・ライト・ローンが増加する等、レバレッジド・ローンの性質が変化しているため、デフォルト率や回収率に与える影響は注視していく必要がある。

(2) 価格変動リスク

CLO は、レバレッジド・ローンを裏付資産とした証券化商品であるため、その価格は基本的に裏付資産のレバレッジド・ローンの信用力に大きく依存する。但し、過去局面を見ると CLO の価格は、平常時は安定して推移する一方、クレジット環境悪化により CLO 市場にストレスが掛かる局面では大きく下落しボラティリティが急激かつ大幅に高まる傾向がある。これは、レバレッジド・ローンの本源的な信用力の変化に加え、投資家のリスク許容度や需給動向などが価格変動に大きく影響していると考えられ、こうした特性をあらかじめ認識しておく必要がある。

(3) 流動性リスク

CLO は、市場では国債や社債などと同様に債券として取引されている。市場残高が増加していることで市場の厚みが増しており、セカンダリー市場で取引が可能である。更に、近年は CLO 市場の拡大により市場参加者の増加が期待されることや米大手銀行が協調して電子取引プラットフォームの開発を予定している等、流動性改善に向けた動きもみられている。一方、現時点では株式や投資適格債と比べてまだ相対的に市場流動性が低い商品であることも事実であるため、注意が必要である。

(4) 期限前償還リスク

商品特性で述べたとおり、CLO は発行後1～2年程度はノン・コール期間と呼ばれ期限前償還ができない期間が設定されるが、ノン・コール期間が明けると期限前償還が可能となる。

一般的に CLO の期限前償還はスプレッドが縮小する局面で発生することが多く、クレジット環境が悪化しスプレッドが拡大する局面では、期限前償還がなされないことで償還までの期間が長くなることが多い。このように CLO の市況次第で償還タイミングが変動するため、投資残高を管理する難易度はやや高いといえる。

(5) マネージャーリスク

CLO投資のパフォーマンスは裏付資産の選定・運用の巧拙が影響するため、CLOマネージャーの果たす役割は大きい。しかし、昨今のCLO業界の動きとして、運用組織の買収や運用会社間でのキーパーソンの異動がみられている。このような環境下、CLOマネージャーを選定する際は、過去のトラックレコードの確認に留まらず、運用会社の組織体制や投資哲学・投資プロセス等の運用の再現性を確認することが望ましい。

(6) その他リスク

CLO の各トランシェは、満期を有する外貨建て有価証券となる。そのため上記リスクに加えて、有価証券の格下げリスクや為替変動リスク等、一般的な有価証券が有するリスクも存在する。

また、CLO は大手金融機関の保有額も大きく規制当局の関心も高いことから、規制動向にも留意する必要がある。

(7) CLO 投資プロセスにおける留意点

CLO の投資プロセスとして主に、発行情報の収集、CLO マネージャーへのデューデリジェンス、ストレス分析や後述する投資ガイドラインの精査・交渉等が必要となる。この中でも投資ガイドラインの精査・交渉は独特かつ非常に重要なものである。

投資ガイドラインは CLO マネージャーが運用時に許容されるリスクの上限や裏付資産から発生する利金や元本の支払順位の詳細等を定めるものであり、投資家と CLO マネージャー間での交渉を通じて案件ごとに固有の投資ガイドラインが作成される。期中で売却をしない限りにおいては、投資家はクーポン収入以上の収益は得られないため、可能な限り投資ガイドライン上でマネージャーが許容されるリスクを適切に設定することで安定的な運用となることが望ましい。ただし、投資ガイドラインの確認には高い専門性が求められ確認項目も多岐にわたることから、投資ガイドラインの精査・交渉を行うには一定のノウハウが必要となる。

(8) モニタリングにおける留意点

CLO 投資においては投資後のモニタリングも重要であり、CLO 及びその裏付資産の両面から実施することが必要となる。

モニタリングは、一般的な債券投資同様に価格や格付を確認する他、CLO 特有のモニタリング項目として各種テスト値の順守状況の確認が必要となる。裏付資産のモニタリングは、保有銘柄のウェイトや価格、セクターや格付等、ポートフォリオを構成する裏付資産の状況を総合的に確認するが、複数の CLO を保有する場合は銘柄間の裏付資産の重複を考慮するため、債務者企業を名寄せしたうえでモニタリングすることが望ましい。

各種テスト値や保有する裏付資産の情報は月次で発行されるトラスティ・レポートから入手可能だが、多数のCLOを保有する場合、トラスティ・レポートから情報を収集し管理しようとするとは相当な労力となるため、CLOの管理・モニタリングのシステムを導入している投資家も多い。

その他、定期的なマネージャーとのコンタクトを通じたコミュニケーション及び牽制も行うなど、モニタリングには多数の確認項目が存在する。

これまで述べたとおり CLO 投資の際は考慮すべきリスクや留意点が多く存在する。また、どのトランシェに投資するかによってリスクの大きさも異なってくるため、リスクをしっかりと把握したうえで投資することが望ましい。

V. 終わりに

ここまで CLO について概観してきたが、改めてその主な特徴をまとめると、「レバレッジド・ローンという比較的高いリスクの債権を、証券化のスキームを通じてリスク許容度の異なる様々な投資家に対し投資機会を提供するもの」と言う事ができるだろう。

また、日本国内の投資家にとっては、変動金利の特性から為替ヘッジのコスト抑制効果も期待される。もちろん、流動性が通常の社債に比べやや劣る点や、早期償還のリスクなど留意すべきポイントも存在するが、市場拡大に伴い、今や金融インフラの一つとして米国企業の資金調達を支えるレバレッジド・ローン市場へのアクセス手段として、CLO への投資は検討に値するであろう。

(2022年9月21日 記)

※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】

- ・『日銀レビュー 本邦金融機関の海外クレジット投融资の動向』日本銀行金融機構局 金融庁監督局 [2020]
- ・『バンクローン投資の魅力について(資産運用情報 2016年11月号)』三菱UFJ信託銀行 [2016]
- ・『BIS Quarterly Review』BIS [2019]
- ・『CLO 投資入門』松井剛 [2021]

- 『Credit Risk Transfer Developments from 2005 to 2007』 THE JOINT FORUM
[2008]
- 『Leveraged Loan Primer』 Leveraged Commentary & Data (LCD) [2022年8月22
日時点]
- 『Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations』
Financial Stability Board [2019]

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 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）