



バンクローンが良好なパフォーマンスを示すであろう3つの理由

BARINGS INSIGHTS



Chris Sawyer
(クリス・ソイヤー)
グローバル・ハイールド
マネジング・ディレクター



Tom McDonnell
(トム・マクドネル)
グローバル・ハイールド
マネジング・ディレクター

「金利が上昇する時にはローン（変動金利）を、金利が下落する時は債券（固定金利）を買えばいい」、というような単純な話ではありません。事実、複数の要因が組み合わさり、今後バンクローンが魅力的なトータル・リターンを齎すであろう環境は整いつつあります。

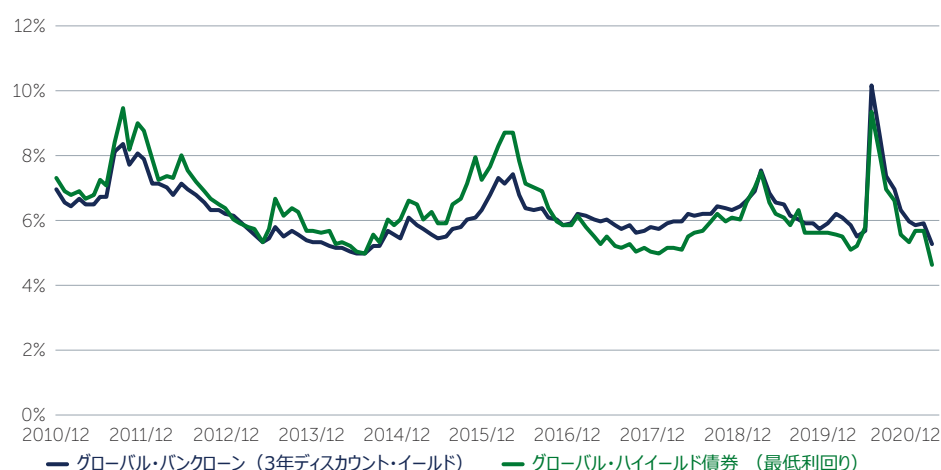
新型コロナウイルス発生以降、テクニカル要因によりバンクローンの市場回復は鈍化した一方で、ハイールド債券を含む固定金利資産に対しては追い風が吹きました。結果、現在のバンクローンは、注目に値する相対的かつ絶対的な価値を提供しており、テクニカル要因が改善するにつれ、魅力的な

トータル・リターンの獲得機会を提供する可能性があるものと考えています。低金利環境が長期化する場合であっても、バンクローンが魅力的な相対価値を提供すると考える理由は以下の3点です。

1. バンクローン利回りと債券利回りは同等水準

新型コロナウイルス発生以降、中央銀行は比類なき景気刺激策を実施したことを背景に、特にハイールド債券は力強い回復を見せました。例えば、米国のハイールド債券市場は4月以降、600億米ドル超¹の資金流入となり、スプレッドは大幅に縮小しています。他方、景気刺激策の恩恵を受けられなかったバンクローンの回復は緩慢となり、金利低下の期待感から変動金利物のバンクローンを買って固定金利物を買う動きとなった過去2年間の流れを引き継いで、リテール・ファンドにおいては概ね資金流出状況が続きました。このため、グローバル・ハイールド債券は、市場平均価格において102³とオーバー・パーで推移している一方、グローバル・バンクローンは、市場平均価格において約95²と未だディスカウントにて取引されています。テクニカル要因および市場センチメントに起因したバンクローンから債券への投資シフトにより、米国の短期金利が低下しているにもかかわらず、バンクローンとハイールド債券の利回りは依然として同等の水準にあります（図1）。特に、米国バンクローン市場においては、ライボ・フロアを加えることなど金利条件面を改善した新規発行ローンが復活し、利回りを下支えする動きがみられます。この場合、支払い金利は、参照変動金利とフロア水準（例えば0.50%-1.00%）の何れか高い方にクレジット・スプレッドを加えた利率において設定されています。

図1: バンクローンとハイールド債券の利回りの推移 (%)



出所: BAML, Credit Suisse 2020年11月末現在

バンクローンは発行体の資本構造において上位に位置し、典型的には劣後債およびエクイティに先立って返済されます。バンクローンは、不動産および機器等の固定資産からソフトウェアおよび商標等の無形資産に至るまで、借り手の資産の一部または全部によって担保されることにより、債務不履行が発生した場合には、追加的な信用リスク補完機能が提供されています。斯かる弁済順位および有担保性により、バンクローンは他の資産クラスに比して高い回収率を歴史的に提供してきました。回収率は、債務不履行に陥るタイミングならびにその業種および個別企業により影響されることにより幅がありますが、過去30年以上に亘るバンクローンの平均回収率は60~80%であるのに対し、無担保ハイールド債券が30~50%に留まっています⁴。

1. 出所: J.P. Morgan 2020年11月末現在
2. 出所: Credit Suisse 2020年11月末現在
3. 出所: Bank of America Merrill Lynch 2020年11月末現在
4. 出所: Moody'sの企業債務回収率。2020年2月現在。過去における取引価格に基づく回収率と最終的な回収率の近似的範囲。

2. 現在のスプレッドはデフォルト・リスクを補償するに十分な水準にある

新型コロナウイルス第一波以降、絶対水準として、バンクローンのスプレッドは大方回復しましたが、危機以前に比して未だワイドな水準にあることから、新型コロナウイルスによる混乱が収束するにつれて、更なる縮小余地があると思われます。過去のパフォーマンスは必ずしも将来の結果を示すものとはなりません、過去に同様のスプレッド上昇が観測された場合、その後12ヶ月間のトータル・リターンは堅調に推移しています（図2）。

回復への道筋は直線的なものとならず、今後も更にボラティリティが高まる可能性もありますが、多くの企業は短期的な衝撃に耐える十分な備えがあるものと思料され、事実、足元、新規発行額は増加傾向にあり、引き続き企業は資本調達に成功しています。言うまでもなく、緩和的な金融政策および景気刺激策が大きく貢献しているのは確かですが、特にバンクローン市場においては、プライベート・エクイティ・スポンサーが優良企業に対し、潜在的なリストラクチャリングを回避し手元流動性の確保および短期的な収益への悪影響を乗り越えるべく、継続的な支援を行ってきました。また、近年のバンクローンの新規発行市場が良好に推移してきたことを背景に、企業の負債借り換えおよび償還期限の延長が進んだことにより、バンクローン市場において短期的に償還期限を迎える残高が限定的となったことも支援材料となりました。

結果、企業デフォルトはほぼ制御可能な水準に留まっています。バンクローン市場のデフォルト率は、前年比において上昇したものの、新型コロナウイルス第一波の最中に予想された2桁の水準には遠く及ばず、米国においては4.5%、欧州においては1%強に留まっています⁵。斯かるデフォルト企業の大宗は、新型コロナウイルス危機以前から逆風に晒されていた小売およびエネルギー・セクターのように、従前から予想されたセクターに属する企業が占めています。

デフォルトは当然投資元本の毀損を齎す可能性がありますが、上述のように、典型的にはリストラクチャリング手続きを通じて部分的に回収する機会があります。過去の回収率は必ずしも将来においても同様の水準となるとは限りませんが、バンクローンの長期に亘る回収実績を考慮し、現在のスプレッド水準とデフォルト時損失率シナリオを比較検証することができます。例えば、グローバル全体では、現在のバンクローンはリスクフリー金利の上乗せスプレッドとして約511bpsの平均スプレッドがあります⁶。投資家が先述の通り回収率を60~80%と仮定する場合、当該511bpsの超過スプレッドを完全に消滅させるためには、現在の予想を大きく上回り、史上最大のデフォルト水準である10%程度のデフォルト率を要します（図3）。

未だ将来に向けて不確実性が残る現在の状況にあっても、市場に投入された流動性およびその対象が比較的予想しやすいデフォルト環境を考慮した場合、斯かるシナリオは過度に悲観的であると考えられます。

図2: 現在および過去のスプレッド拡大時における米国および欧州のバンクローンのスプレッド

Market	Global Financial Crisis		European Sovereign Debt Crisis		Commodity Crisis		4Q 2018		12/31/2019	11/30/2020
	Spread Wides	12-Month Total Return	Spread Wides	12-Month Total Return	Spread Wides	12-Month Total Return	Spread Wides	12-Month Total Return	Pre-COVID	Current Spread
U.S. Loans ¹	1859 bps	45.4%	757 bps	10.7%	700 bps	12.5%	552 bps	8.2%	461 bps	522 bps
European Loans ²	1987 bps	48.1%	901 bps	10.6%	584 bps	9.5%	458 bps	7.5%	423 bps	465 bps

スプレッドは3年ディスカウント・マージン。欧州バンクローンのリターンは米ドルヘッジ後。過去のスプレッド拡大時に日次3年ディスカウント・マージンが最大となった日から12ヶ月間のトータル・リターンを示す。過去の運用実績は将来の運用成果を予測・保証するものではありません。

1. 出所: Credit Suisse Leverage Loan Index (米ドルヘッジ)
2. 出所: Credit Suisse Western European Leverage Loan Index (Non-USD denominated) (米ドルヘッジ)

図3: デフォルト時損失率シナリオ

Recovery Rate Scenarios	Default Rate Scenarios									
	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
80%	20 bps	40 bps	60 bps	80 bps	100 bps	120 bps	140 bps	160 bps	180 bps	200 bps
70%	30 bps	60 bps	90 bps	120 bps	150 bps	180 bps	210 bps	240 bps	270 bps	300 bps
60%	40 bps	80 bps	120 bps	160 bps	200 bps	240 bps	280 bps	320 bps	360 bps	400 bps
50%	50 bps	100 bps	150 bps	200 bps	250 bps	300 bps	350 bps	400 bps	450 bps	500 bps
40%	60 bps	120 bps	180 bps	240 bps	300 bps	360 bps	420 bps	480 bps	540 bps	600 bps
30%	70 bps	140 bps	210 bps	280 bps	350 bps	420 bps	490 bps	560 bps	630 bps	700 bps

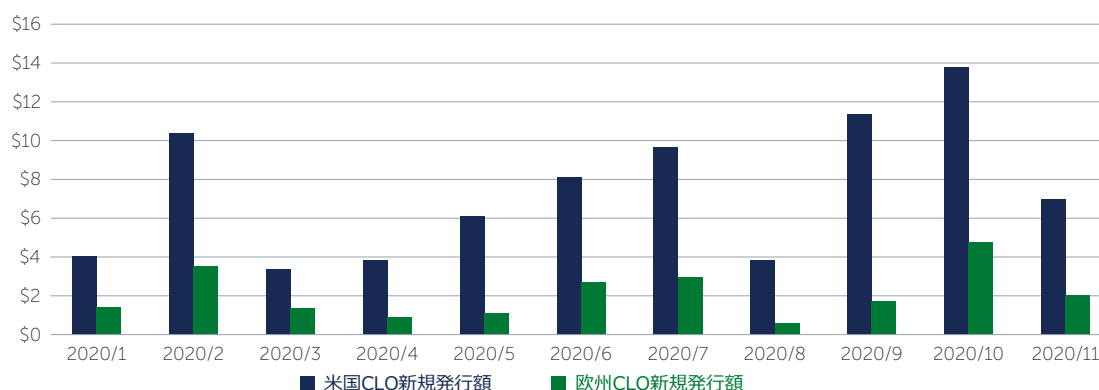
出所: Barings。デフォルト時損失率はデフォルト率×(1-回収率)で計算。上記は例示目的のみ。過去の運用実績は将来の運用成果を予測・保証するものではありません。

5. 出所: Credit Suisse 2020年11月末現在
6. 出所: Credit Suisse (3年ディスカウント・マージン) 2020年11月末現在

3. テクニカル環境の改善

この数年、金利先高観が大きく後退する過程にあって、投資家センチメントはバンクローンから離れ債券へと大きくシフトし、新型コロナウイルスによる混乱が更に斯かる動きを助長しました。しかしながら、現在の魅力的なバンクローンの利回り、債務不履行に対する十分な補償を提供しているスプレッド水準を背景に、当該資産クラスへの需要が再度喚起され、テクニカル状況は更なる改善を見せるものと思料されます。また、今年初頭には発行が大幅に減速したものの、足元数ヶ月においては回復基調が鮮明となったローン担保証券（CLO）のランブアップからの安定した需要もテクニカル要因の改善に貢献しています（図4）。

図4: 米国および欧州のCLO新規発行額（単位：10億米ドル）



出所: J.P. Morgan 2020年11月末現在

バンクローンの新規発行市場からの供給低下およびここ数ヶ月のリテール・ファンドからの流出が落ち着きを見せたことが相俟って、「実体経済」の回復が各企業のファンダメンタルズ分析に完全に反映される前段階であっても、斯かる新たな需要はバンクローン市場に対してテクニカルな追い風となっています。結果、新型コロナウイルスによる混乱解消に向けて歩を進めるにつれて、スプレッドは更なる縮小の余地があり、今後、魅力的なトータル・リターンを獲得機会があるものと考えます。

結論

今日の市場状況に鑑み、バンクローンは以下の3つの理由から魅力ある投資機会が存在するものと考えます:

- バンクローンは発行体の資本構造において上位に位置し、借り手の資産の一部または全部によって担保されているにも関わらず、ハイールド債券と同水準の利回りを提供していること
- 現在のバンクローンのスプレッド水準は、当初の予想に反し、資本市場がファイナンス面において下支えていることもあり、デフォルト水準対比において十分な補償を提供しているものと思われること
- バンクローンは、今後需要が再度喚起されることによって、テクニカルな追い風を受ける可能性があり、結果、スプレッドが更に縮小する可能性があること

新型コロナウイルスおよび政治不安等、市場には未だ多くのリスクが存在しますが、経済および市場は今後徐々に回復するものと予想します。しかし、景気減速は特定の企業群により厳しいものとなっていることから、その回復への道筋にはばらつきがあるものと思われます。債務不履行が避けたい企業がある一方で、多くの企業は債務履行を継続し、最終的にはスプレッドのタイトニングにより価格はパーに漸近するものと考えます。弊社は、企業のファンダメンタルズ分析に重点を置いたアクティブ・マネジメントこそが、アップサイドを捕捉する上で最も重要であると考えます。

リスク特性: バンクローンへの投資により多くのメリットが得られると考える一方で、潜在的なリスクを考慮することも重要となります。当該資産クラスは発行体の資本構造において上位に位置するものの、発行体が債務不履行に陥った際には、投資家が損失を被る可能性もあります。投資適格を下回る信用格付けを有する企業群は、そのデフォルト・リスクがより高い可能性があり、投資家は、投資ポートフォリオ全体を考慮した上で、当該資産クラスへの投資を検討すべきであると考えます。また、投資家は、市場全体の状況の変化および発行体固有のファンダメンタルズに起因する価格変動および損失に晒される可能性があることにご留意ください。

Barings is a \$354 billion global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.*

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2020 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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396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)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらが変更されたり修正されたりすることがあります。Complied (東京):2020年12月14日 M20204Q43

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of September 30, 2020

20-1433672