

BARINGS

FIXED INCOME

CLO： これまでの 実績を裏付ける 投資プロセス

BARINGS CONVERSATIONS



当該Q&Aセッションにおいては、Adrienne Butler（アドリエヌ・バトラー）が、ローン担保証券（CLO）市場におけるベアリングスの長期に及ぶプレゼンスについて解説し、しばしば投資家から誤解されがちな同アセットクラスを理解するにあたり、必要となる見識について述べています。



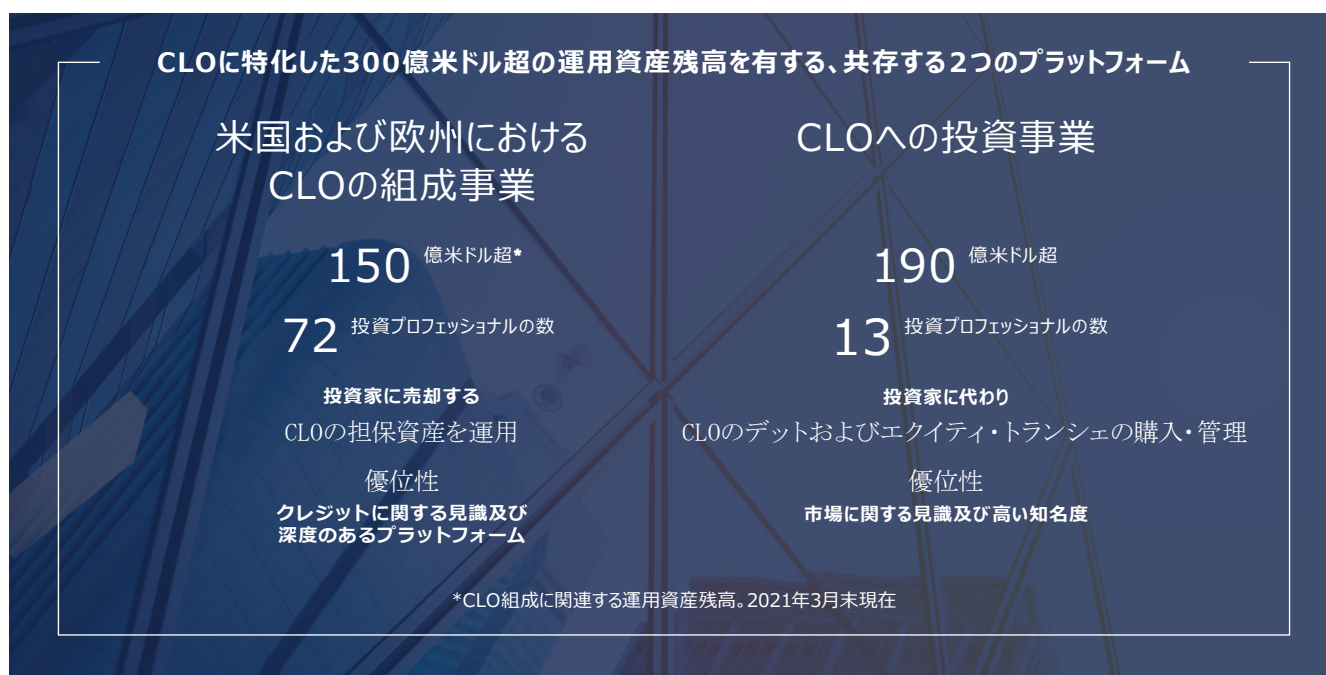
CLO市場におけるベアリングスの投資能力及びその歴史について教えてください。

ベアリングスのルーツを振り返ると、当社は早くからCLOに関する事業を展開してきました。当社のCLO関連事業は、1998年にファースト・ユニオンの一部門である Institutional Debt Management としてスタートし、レバレッジ及びタームローンBなど、市場における多様な概念に対する投資家の理解を深めるべく、その一翼を担ってきました。2001年に当該事業はデビッド・L・バブソンによって買収され、その後、当社は当該事業を中心として優先担保付ローンの運用を含むハイールド運用のプラットフォームを拡大しました。これは、当社全体の根幹としてCLO事業が存在してきたことを示しています。CLO市場において長期に亘り活動してきたことから、当社は景気後退及びボラティリティが高まる時期を乗り越えた長きに亘る実績を有します。2001年及び2002年のITバブルから2008年及び2009年の世界金融危機、並びにCOVID-19に至るまで、当社は市場の変動性が高まった複数の局面を乗り越えてきました。これは、CLOに関する当社の経験を語るだけでなく、リサーチ・チームの深度、ファンダメンタルに基づくボトムアップ・アプローチによるクレジット分析の有効性、及び非投資適格市場における当社の歴史を証明するものであると思料されます。

CLOの組成事業とストラクチャード・クレジット・チームが運営するCLOへの投資事業との違いは？

当社のCLO関連事業は、ほぼその設立当初から、アドリエヌ・バトラー（著者）がポートフォリオ・マネジャーを務めるCLOの組成事業と、ストラクチャード・クレジット・チームが運営するCLOへの投資事業の2事業に分類されています。CLOの組成事業においては、新規にCLOを発行し、長期に亘りパフォーマンスが良好と思料される担保資産（優先担保付ローン）を選別し、高度に分散されたポートフォリオを構築することにより、各CLOの担保資産を運用しています。投資家は主に保険会社、銀行、ヘッジファンド及び大手機関投資家であり、各投資家はそのリスク及びリターンに対する許容度に基づき、当社が組成したCLOのシニア・トランシェからエクイティ・トランシェに至るまで購入します。一方、ストラクチャード・クレジット・チームが運営するCLOへの投資事業は、他のコラテラル・マネジャー（CLOの組成事業を行うマネジャー）が発行したCLOのデット・トランシェまたはエクイティ・トランシェを購入し、その管理を行います。双方の事業を持つことによる利点として、両者が協力し、見識を共有することが可能であることが挙げられます。例えば、ストラクチャード・クレジット・チームは、CLOの組成事業を手掛けるハイールド・チームから、クレジットに関する見識及び深度のあるクレジット・リサーチのプラットフォームを利用することが可能です。一方、CLOを組成する側にとっては、投資家が足元求めている投資条件を理解する上で重要となる、ストラクチャード・クレジット・チームが有する市場に関する見識を獲得できるのみならず、CLOの売り手及び買い手の双方として定期的に市場においてプレゼンスを示すことによって得られた高い知名度からも恩恵を享受することが可能です。当該共存関係は、20年以上に亘り継続しています。

“安定したキャッシュ・オン・キャッシュ・リターン及び長期に亘るプラスのIRRを達成できることから、多くの投資家に支持されるようになってきました。”



CLOの最大の魅力は何か、また現在どのような投資家が同アセットクラスに投資しているのかを教えてください。

これまでCLOは市場から誤解され、ネガティブなニュースが多く散見されました。しかし、近年においては、安定したキャッシュ・オン・キャッシュ・リターン及び長期に亘るプラスのIRRを達成できることから、多くの投資家に支持されるようになってきました。歴史的に見ても、CLOは同様の格付けの社債と比較してスプレッドが拡大した水準にあり、これは利回りを求める全世界の投資家、及び格付けに制約のある投資家にとって注目すべき利点であると思料されます。例えば、AAA格の投資適格社債のスプレッドが40-50bpsであるのに対し、CLOのAAAトランシェのスプレッドは現在110-120bpsの範囲にあります¹。この特徴はメザン及びエクイティ・トランシェなど、資本構造の下位についても同様です。

機関投資家及び米国内外の銀行が特にAAAトランシェへの投資を中心に、CLOに対する投資の大宗を占めていますが、近年においては資産運用会社、年金基金、財団法人、リスクリテンション・ファンド、及び低金利環境下においてスプレッド及びリターンを追求する他の機関投資家にまで需要が拡大しています。また、より多くの投資家において、CLOエクイティ・トランシェに対する投資が定着しています。エクイティ・トランシェは資本構造最下位に位置し高リスクではあるものの、安定したキャッシュフロー及び高いIRRを求める投資家にとっては、歴史的に見ても魅力的なリターンを提供してきました。

CLOへの投資がますます主流となる中、その投資家層の拡大に伴い、発行額は大幅に増加しています。実際、本年の発行額はCOVID-19に関する不透明感により僅かに減少した昨年を経て、約1,000億米ドルに達すると予想されています。また、足元レバレッジド・ローン市場における買い手の約60%はCLOが占めており、当該市場におけるCLOの買い手としての存在感を物語っています。市場の拡大に伴い、CLOは純粋なバイ・アンド・ホールド戦略から進化し、今日においては、マネジャーは担保資産のローンを積極的に取引し、クレジットの質を維持しながら最良の相対価値を追求しています。

1. 出所: Bloomberg Barclays, J.P. Morgan, Barings 6月17日現在。昨年、AAA格の投資適格社債は、43-86bpsのスプレッドで取引された。

CLOの長期的なパフォーマンス、特にボラティリティが高まった時期におけるパフォーマンスについて教えてください。

先述の通り、CLOは長期に亘り、安定的なパフォーマンスを提供してきました。これは、CLOが、発行企業の資本構造上、他の負債よりも上位に位置する優先担保付ローンを高度に分散して組み入れることによって、担保資産を構築していることが一因となっています。斯かる弁済順位は、他の債権者が支払いを受ける以前に、優先担保付ローンの利息及び元本を貸し手に対して支払う必要があることを意味します。また、優先担保付ローンは、通常、企業の資産及び株式を担保としており、投資家に対して信用リスクに対する追加の保護を提供し、債務不履行時における回収率の上昇をもたらします。一方、CLOの元本返済においては、トランシェ毎に資本構造下位に位置するクッションが存在します。AAAトランシェは最もクッションが大きく、弁済順位が最も高くなる一方、BBトランシェはクッションが少なく、弁済順位が低くなります。エクイティの弁済順位は最下位となります。

しかしながら、特にCLOエクイティにおいては、直観に反して、ボラティリティの上昇はCLOエクイティ投資家に対してリターンの上昇をもたらす非常に有利な環境となります。CLOエクイティのリターンは、CLOの負債に対する担保資産の超過スプレッドによって獲得可能です。市場のボラティリティが高まる局面においては、通常、担保資産のスプレッドが拡大します。CLOにおける負債のコストは不変である（担保資産のスプレッドだけが拡大する）ため、CLOのマネジャー・スタイルによっては、エクイティのリターンが上昇する可能性があります。一方、当然のことながら、ローン市場のスプレッドが縮小する場合、CLOエクイティ投資家にとっては裁定取引によって獲得可能なリターンが悪化します。その場合、エクイティ投資家は通常、負債（AAAトランシェからBBトランシェ）の一部または全部をリファインンスまたはリセットする権利を持ち、負債のコストを低下させることにより、実際のローン市場に即した裁定取引の構築を再度行うことが可能です。

CLOの分析時において、ESG要素に関する考慮はどのようにプロセスに組み込まれていますか？

ESGが投資判断において果たす役割がますます重要となっていることは明らかですが、その採用及び統合に関する手法は必ずしも一様ではありません。ESGを運用プロセスに統合する手法は、ベアリングスの全社的な投資哲学と一致しており、あらゆる種類のリスクを考慮するハイイールド投資に関する分析の延長線上に位置します。具体的には、当社のハイイールド・アナリスト（優先担保付ローンに関する分析も行う）は、検討対象の各投資案件に対して厳格なボトムアップ・アプローチに基づくESG分析を実施し、既存の投資先企業に対してもESGに関する取り組みを監督しています。当該プロセスにおいては、環境、社会、ガバナンスの要素を1から5までのスコアによって評価し、ESG要素が脆弱な企業に対して高いスコアを付与します。また、発行体のESGに関する見通しについても、慎重に検討を行います。これは、発行体のESG要素が、今後、悪化、安定推移または改善のいずれを辿るかを評価するためのプロセスとなります。最終的には、当該アプローチは、リスク及び投資機会の両方に対する分析を支援し、相対価値の推奨に影響を与えようと考えます。CLOが担保資産の構築において、ESG要素に対する考慮を急速に取り入れていることから、近い将来、エンゲージメント及びアクティブ・モニタリングの水準が高度化されるとともに、ESGに特化したCLOが登場する可能性もあると見ています。

コラテラル・マネジャーとしてのベアリングスの投資スタイルはどのようなものになりますか。

ベアリングスは、クレジット選択を最優先するマネジャーであり、投資検討を行うローンに対してボトムアップ・アプローチに基づく厳密な分析を行い、CLOの組成時に厳選されたローンのみを担保資産として組み入れます。よりアグレッシブな投資スタイルのマネジャーもいれば、そうでないマネジャーもありますが、斯かるアプローチは、長期に亘り、かつ複数のクレジットサイクルを通じて、当社のパフォーマンスに貢献してきました。その証拠として、当社は20年以上にも亘る長期的かつ良好な運用実績を有します。究極的には、当社が長年市場に参加してきた実績によって、特にAAAトランシェを中心としたデット・トランシェ投資家との間で、強力な関係を構築することができたと考えます。これは重要なポイントであり、長期に亘り一貫したパフォーマンスを示してきたコラテラル・マネジャーは、市場において常にタイトな水準でデット・トランシェのプライシングが行われる可能性が高く、CLOエクイティ投資家に対してリターンを提供する上で有益となる場合があります。

当社はまた、長期に亘り CLOに投資してきたマスマチュアルという強固かつ安定した親会社を持つという幸運な状況にあります。さらに、より広範なハイイールド・プラットフォーム機能の一部として、当社がCLOを発行する際には、柔軟かつ慎重にタイミングについて検討を行うことが可能であり、市場の状況に応じて最も好ましいタイミングを選択することが可能です（好ましくない環境での発行を強いられることはありません）。

CLO市場は複雑ですが、特に今日のような低利回り環境下においては、大きな利益を享受できる可能性を秘めた市場でもあります。一方、景気サイクルの変動を乗り越え、長期に亘り投資家に最良の結果をもたらすためには、長年の市場参加によって構築した投資家との関係に加え、経験及び広範なプラットフォームが不可欠であると思料されます。

**CLO: グローバル・ハイイールド・プラットフォーム
機能の一角を担う**

グローバル・ハイイールド + ストラクチャード・クレジット

724 億米ドル

85 投資プロフェッショナルの数

<p>72名のハイイールド投資プロフェッショナル 1,600銘柄超の 米国および欧州のハイイールド債券および 優先担保付ローンをカバー</p>	<p>CLOへの投資に特化した13名の投資プロフェッショナル 3,300件超のCLOをカバーする モデルおよびデータ</p>
---	--

Barings is a \$326+ 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 © 2021 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に変更されたり修正されたりすることがあります。1720689

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

*As of March 31, 2021

21-1673252