



バンクローン、2023年は厳しい局面に



2023年6月1日



マシュー・シェリダン(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
インカム戦略 ポートフォリオ・マネジャー



エイジェイ・リバーズ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国リテール債券ビジネス・ディベロップメント責任者



2022年は債券利回りが上昇する中、投資家は高利回りのバンクローンに資金を逃避させた。バンクローンはクーポンが金利上昇に連動するため、金利上昇に対処できる投資先とみなされることが多い。だが、2023年は状況が異なり、バンクローンは困難な状況に直面する可能性がある。インカム収入を求める投資家はむしろ、金利リスクと信用リスクのバランスを考慮した多様なアプローチを検討すべきだとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考える。本稿ではその理由について説明したい。

バンクローンは信用サイクルが転換する場面で ぜい弱に

変動金利型のバンクローンは、環境が良ければ高水準のリターンが得られることが多い。それは、連邦準備制度理事会(FRB)が利上げを続け、経済が拡大している環境だ。だが、そうした環境は長続きしないものだ。実際、潮流はすぐにも変化する可能性がある」とABではみている。現在は銀行危機で金融環境がひっ迫しつつある上(以前の記事『[一部の銀行破綻は銀行システム](#)

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

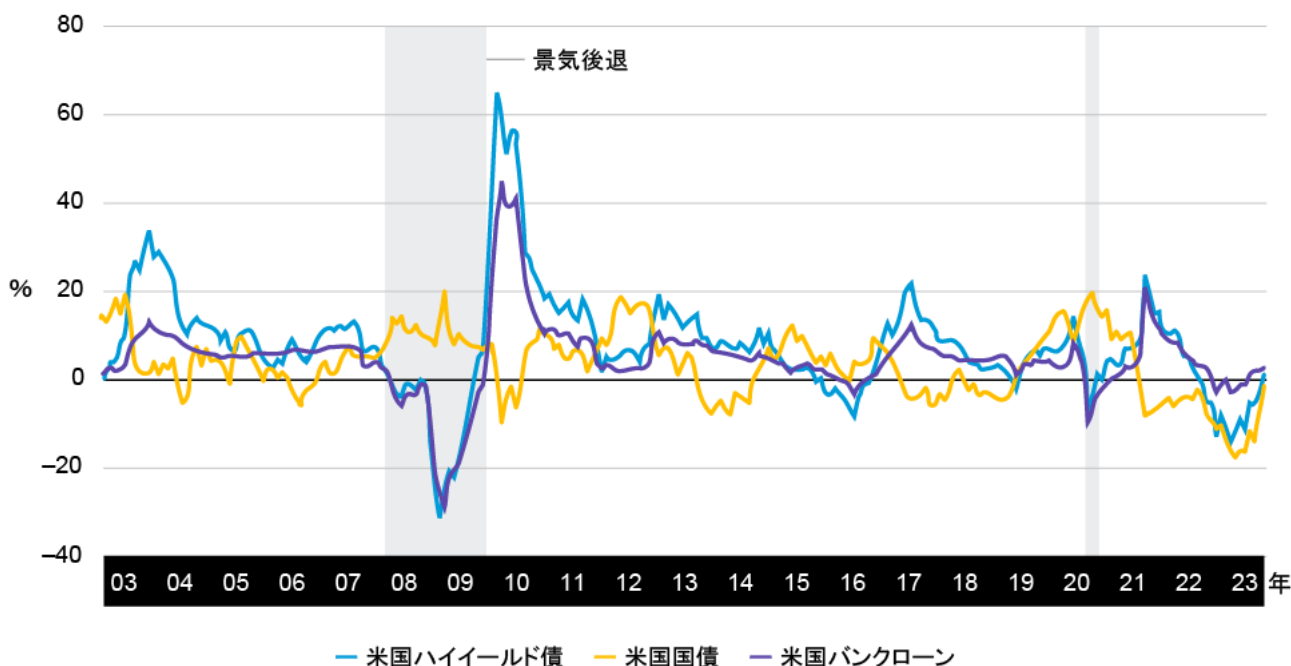
本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年5月4日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。当資料中の格付けはABの定義に基づきます。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

全体に影響を及ぼすものではない』ご参照)、FRBの利上げも5月が最後になりそうだ。米国の国内総生産(GDP)は2023年後半に伸びが鈍化するとみられている。

信用サイクルが終盤にある現時点でバンクローンへのエクスポージャーを構築するのはリスクが高い。バンクローンは歴史的に、景気の下降局面でアンダーパフォームしてきた(図表1)。

【図表1】 バンクローンは景気後退局面でアンダーパフォームしてきた
12カ月間の平均トータル・リターン:2002年1月-2023年4月



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
米国ハイイールド債はブルームバーグ米国ハイイールド社債指数、米国国債はブルームバーグ米国10年国債指標銘柄、米国バンクローンはクレディ・スイス・レバレッジド・ローン指数。
2023年4月30日まで
出所:ブルームバーグ、クレディ・スイス、全米経済研究所、AB

その一因は、金利が上昇始めると投資家が市場に殺到し、金利が低下し始めると市場から急いで逃げ出そうとする循環的な効果が増幅されてきたためだ。さらに、バンクローンには大きな信用リスクが伴っていることも見逃せない。それはあしもとで特に顕著になっているように見える。

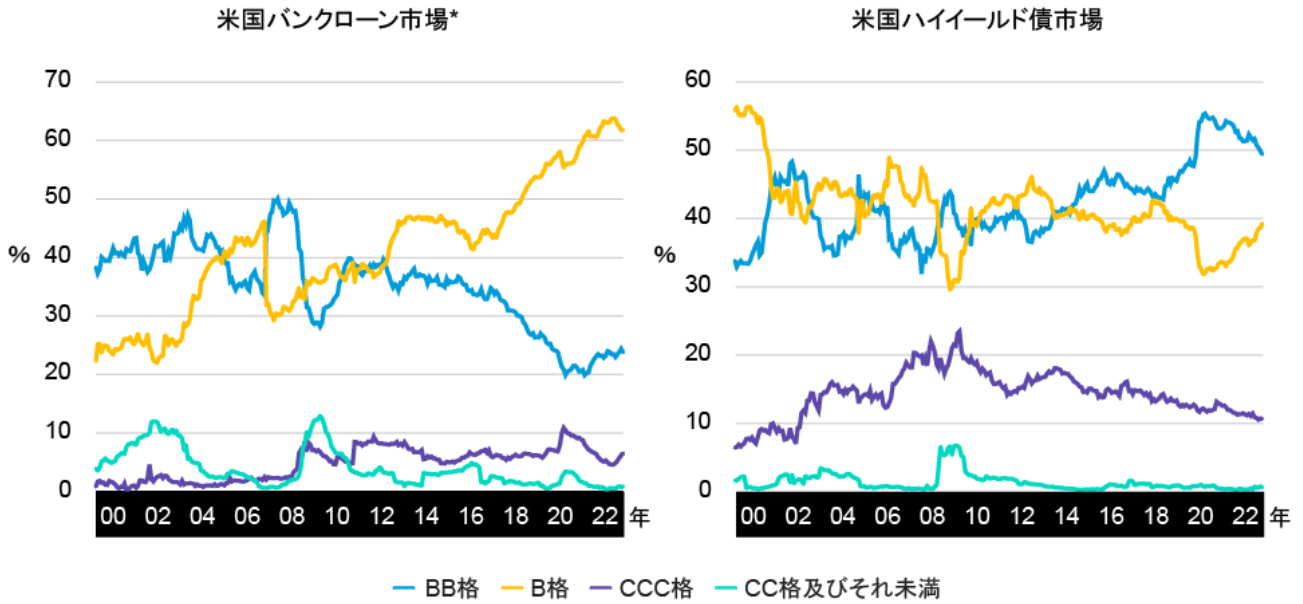
ひとつには、2022年にバンクローンのクーポンが上昇したのに伴い、バンクローンを発行した企業の資本コストが上昇し、財務的に苦境に追い込まれたことが挙げられる。つまり、投資家が金利リスクを避けようとしている一方で、借り手の企業がそのリスクを負うことになった。

発行体はそうした金利リスクへのエクスポージャーの少なくとも一部はヘッジしておくべきだが、多くの企業は

それを怠ってきた。その結果、ABの分析によると、平均的なB3格のバンクローン発行体は、変動金利の債務を賄えるだけの資金が不足しているため、2023年にフリーキャッシュフローがマイナスに陥る可能性が高い。S&Pによると、B格のローンの約半数が信用不安に陥るか、格下げされるリスクがある。

それだけではない。バンクローンは信用力の弱い企業が低コストの資金調達手段として利用する傾向があるため、高利回りのバンクローンにはハイイールド債市場に比べ、格付けが低い債務が多く含まれている。実際、2009年以降、バンクローンの信用の質が悪化しているのに対し、ハイイールド債の質は改善している(次ページの図表2)。

【図表2】 低格付け債に占めるバンクローンの比率が上昇している
市場における格付け別の債務比率



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
バンクローンの格付けは額面ベースの比率。債券の格付けは市場価格ベースの比率。
*格付けを得ていないローンやBB格以上のローンは含まれません。
2023年1月31日まで
出所：パークレイズ、ブルームバーグ、ピッチブック、S&P、AB

そのため、米国経済が低成長局面に向かう中、バンクローンはハイイールド債に比べてデフォルト・リスクが高くなっている。それに加え、ハイイールド債市場では有担保債の比率が2022年12月末時点で31%と比較的高いため、デフォルト時の回収率はハイイールド債の方が高くなりそうだ。

適切なバランスを取るべき3つの理由

上述の事柄を考慮すれば、投資家はバンクローンを避け、バランスの取れたインカム投資を重視すべきである。最も効果的なアクティブ戦略の1つは、国債や質が高く金利に敏感な他の資産と、成長重視のクレジット資産を組み合わせることで単一のポートフォリオを構築し、ダイナミックに運用することだ。

このバーベル型アプローチは、金利リスクと信用リスクの相関関係をうまく管理し、ある時点においてどちらを重視すべきかについて、投資家が適切な判断を下すうえで役立ち得る。負の相関を持つ複数の資産を両方使い分ける余地を作ることは、リスク資産が売り込まれた場面でドローダウンを抑える一方で、インカムや潜在的なリターンを生み出すことにつながる。

今日の市場環境では、バーベル戦略を重視することで、次の3つの大きな利点が得られる。

1) インカムの創出: 現在はリスク資産全般にわたり、利回りが何年も見られなかったほど高い水準にあり、インカム収入を求める投資家が長らく待ち望んできた投資機会が訪れている。投資家は世界的な分散投資ばかりでなく、セクターに関しても投資の分散を目指す必要がある。ハイイールド社債、エマージング・マーケット債券、証券化商品(商業用不動産担保証券(CMBS)) (以前の記事『[米国商業用不動産市場の見通し:CMBSでは高いクオリティの投資機会を追求](#)』ご参照)や信用リスク移転証券(CTR)などはより大きなクーポンの獲得源となるため、インフレから資産を守る効果も期待できる。ABの見方では、投資家は質の高いクレジットを重視し、銘柄をしっかり厳選し、流動性に留意する必要がある。どのセクターにおいても、景気の下降局面では格付けの低いクレジットが最もぜい弱性が高くなる。

2) デュレーション: 高利回りのバンクローンは通常、デュレーション(金利変動に対する感応度)がほとんど、または全くないが、国債は優れたデュレーションの源泉となり得る。質の高い国債を通じて適度な金利資産を確保することは、今日のポートフォリオにおいてとりわけ望ましいと思われる。インフレ率が鈍化し、経済が減速する中では、デュレーションは良好なパフォーマンスを示す傾向があり、グロース資産のボラティリティを相殺する役割を果たす。

3)負の相関: 2022年は株式市場と債券市場が足並みをそろえて下落するという通常とは異なる展開となり、投資家にとって身を隠す場所がほとんどなくなった。市場関係者の間では、米国国債とリスク資産が負の相関を示す時代は終わったのではないかとの声も聞かれた。だが、最近の市場の動きは、その考えが間違いであることを物語っている。2023年3月にはリスク資産が売り込まれる一方で、米国国債は力強く上昇し、リスク・オフの環境において資産クラス間に負の相関関係があることが再び明確に示された(以前の記事『[The Picture Brightens for Government Bonds as Multi-Asset Diversifiers](#)』(英語)ご参照)。復活したこの関係は今後も持続すると思われる。

サイクルの転換局面は要注意

信用サイクルが終盤を迎える中、インカム収入を求める投資家はさまざまな選択肢を慎重に検討する必要がある。金利リスクと信用リスクのバランスを取るバーベル型の戦略は、バンクローンが低迷する場面でうまく機能する可能性がある。結局のところ、今はバンクローンに投資するのに適した時期ではないとABは考える。今の潮流が続けば、投資家は変動金利のバンクローンは砂上の楼閣であることに気づくかもしれない。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。