

2025年8月

## CLO特集： 不確実性の中に投資機会



ヒマニ・トリベディ  
ストラクチャード・クレジット統括責任者

トランプ政権による関税政策で市場が揺れ動く中、CLO（ローン担保証券）市場の現況と、経験豊かなマネージャーがCLOの資本構成を活用していかに価値を見出すことができるかについて、Nuveenのストラクチャード・クレジット統括責任者、ヒマニ・トリベディが見解を語ります。

“

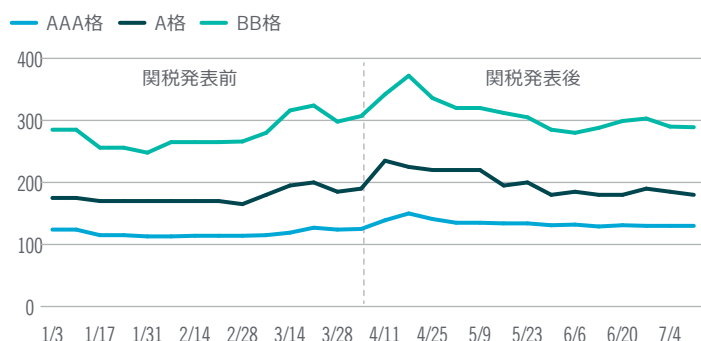
市場では楽観的な見方が広がり、バリュエーションは反発し、スプレッドも縮小していますが、今年後半にはボラティリティが戻って来ると考えます。

**Q: 株式および債券市場では今年第2四半期に入って、トランプ政権の関税政策によりボラティリティの高まりがみられました。ボラティリティの高まりはCLO市場にも影響したのでしょうか？**

**A:** 2024年を通して、また、2025年の初めまで、資産（バンクローン）サイドでも負債（CLOデット・トランシェ）サイドでもスプレッドの縮小が続いていたのですが、4月の関税政策に関する報道の後、ボラティリティが高まり、これまでの縮小トレンドは大きく変わりました。第1四半期にはスプレッドが歴史的にタイトな水準まで縮小し、CLOマネージャーもCLOエクイティ・トランシェの投資家も、低コストで資金調達を実施し、CLOの発行が活況を呈しました。4月2日の「解放の日」によって、金融市場は軒並みのボラティリティが上昇しましたが、CLO市場はそれ以前の3月中には既に弱含んでおり、スプレッドは大規模な関税措置の発表前から、これまでのタイトな状態から拡大基調へと転じていました（図表1）。

**図表1：「解放の日」の関税措置発表でボラティリティとスプレッドが上昇**

2025年第1四半期と第2四半期の米国CLO新規発行



出所：BofA Global Research、CLOファクトブック（2025年7月11日付け）過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。どの資産クラスもインデックスも、時間の経過とともにプラスのパフォーマンスになるという保証はありません。

しかし、4月に発表された関税措置は多くのCLOの市場参加者が予想していた最悪シナリオを超えるものであり、驚きを持って受け止められました。関税発表のタイミングでまだ新規発行中で、デット・トランシェ（以下、「CLOデット」）の資金をまだ十分に調達できていなかったCLOのバリュエーション水準は大きく変動しました。ただし結局のところ、下位トランシェほどスプレッドはワイドとなったとはいえ、これらのCLOは最終的には無事に組成され、CLOに対する投資家需要は引き続き旺盛であることが示されました。新規発行が中止されたCLOも一部ありましたが、新規発行数は4月にわずかに減少したのみで、5月には回復しました。ただし、リファイナンスやリセット活動は比較的大きく減速しました。流通市場に目を向けると、スプレッドが軒並み拡大するにつれて市場は緩やかに下落しましたが、拡大幅は2022年の全体的な債券市場暴落時にみられたようなときと比較すると非常に限定的なものでした。

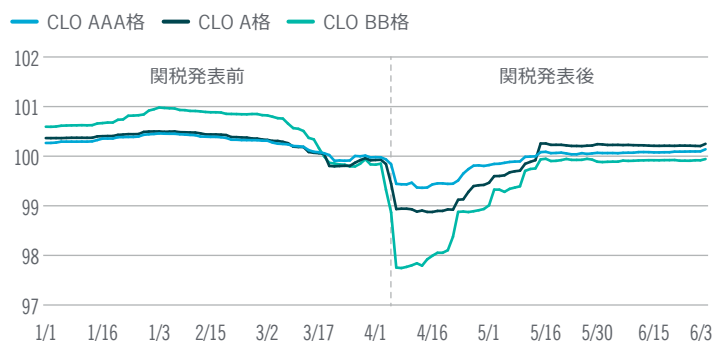
今では関税に関するトランプ政権の姿勢は、中国や欧州との対話の道筋もみえてきたことから、より穏健なものに変わりつつあり、「解放の日」直後のショックに比べ、スプレッドは大幅に縮小し、3月下旬の水準に戻りつつあります。しかし、関税政策に起因する不確実性は今後も意識されるものであり、第1四半期にみられた低位なスプレッド水準からは依然としてワイドな状況です。ただし、現時点（2025年7月）ではそれほどスプレッドは拡大しておらず、縮小トレンドが続いています。

**Q: 資本構成の上位から下位まで全体的に、CLOデット投資に関してどのような投資機会があると思われますか？**

**A:** 全般的な観点からは、CLOデットの投資機会はバリュエーション面からもスプレッドの面からも、第1四半期初期に比べると魅力が増していると考えます。資本構成全体において、どのデット・トランシェも全体的にバリュエーションが回復していますが、それでもまだスプレッドは先に述べた通り、第1四半期よりもワイドなままで、バリュエーションも今年の年初に記録した高値にまでは回復していません（図表2）。もちろん、その程度は資本構成の上位にあるか下位にあるかによって異なります。例えば、非投資適格級とされるBB格のデット・トランシェの場合はバリュエーションの下落とスプレッドの拡大は、投資適格級のデット・トランシェよりも顕著です。

**図表2：CLOのデット・トランシェ別のバリュエーションは全体的に関税発表後に回復**

2025年第1四半期と第2四半期のCLO価格の推移



出所：NuveenおよびBloomberg（2025年6月30日現在）。CLO A：J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE)—A格付け、CLO AAA：J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE)—AAA格付け、CLO BBB：J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE)—BBB格付け。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。どの資産クラスもインデックスも、時間の経過とともにプラスのパフォーマンスになるという保証はありません。それぞれの結果は、ベンチマーク、経済的期間、手法、市況などによって異なります。インデックスへの直接投資はできません。

ジュニア・トランシェにおける現在の利回りは10～11%近辺にあり、バリュエーションの上昇によるトータル・リターンへの押し上げ余地が見込まれることから、下位トランシェに魅力があると考えます。投資適格級のデット・トランシェにおいても、デフォルト・リスクが限定的であると考えており、安全性が高い中で高位なスプレッドを獲得できる魅力的な機会があるとみています。

資本構成の中のスイートスポットとしては、シングルA格のデット・トランシェが挙げられます。より格付けの高いトランシェと比べると高いスプレッドを獲得できる一方で、デフォルト率は歴史的にゼロに近く、安心感をえられるためです。

しかしながら、市場は底値から反発しており、また今後ボラティリティが高まる可能性もあるため、時間をかけて投資資金を徐々に配分する方法が合理的だと考えています。

**Q：CLOエクイティ・トランシェ（以下、「CLOエクイティ」）についてはどうですか？ CLOデットにおけるスプレッドの拡大がCLOエクイティを圧迫しており、CLOのデット投資家とエクイティ投資家の利害が対立しているようにもみえます。**

**A：**CLOエクイティは引き続き、魅力的な投資対象です。資産サイドでは、バンクローンのスプレッドは、ほぼ「解放の日」前の水準に戻っており、一部ではかえってタイトになっているものもあるほどです。しかしこのラリーの大半は、ファンダメンタルズでなく市場センチメントを反映したものです。直近の堅調な企業収益やマクロ経済データは、高位な関税率の施行前の前倒し需要を反映している可能性が高いため、完全に信頼するわけにはいかないとNuveen（以下、「当社」）は考えています。関税交渉が停止している間に多くの企業や消費者の間で駆け込み需要があったことから、今年後半には需要のエアポケットが生じる可能性があります。一方でバリュエーションは大幅に反発していますが、それを支えているのは楽観的な市場センチメントです。したがって、今年後半には再びボラティリティがある程度戻ってくると当社はみえています。

新規発行市場では、バンクローンのスプレッドは、これまでのところCLOデットのスプレッドよりも顕著に縮小しているため、新規発行のCLOのアービトラージ（バンクローンから得られるキャッシュ・フローからデット・スプレッドを差し引いたCLOエクイティの主なリターン（源泉）は現在、魅力的な水準ではありません。当社は新規発行のCLOでのローン・ポートフォリオの構築に際しては、クオリティを重視しています。これは、新規発行のCLOエクイティのリターンは後期に偏る場合があり、ローン・ポートフォリオの残存価値の影響を受ける可能性があるためです。さらにローン市場は現在、ポジティブ材料を既に織り込んだ価格形成がなされているように見受けられること、さらに新規発行分のリターンの形状がますますネガティブ・コンベクシティとなりつつ

あることを踏まえ、当社は、ディフェンシブなローン・ポートフォリオにすることで、市場のボラティリティが急激に高まった場合に、需給要因によってファンダメンタルズ対比が大幅に割安になる可能性がある銘柄に乗り換えることができると考えています。

現在のCLOアービトラージの状況に関わりなく、当社は引き続きその動向を注視しており、市場に局所的なボラティリティの高まりが生じた場合はそれを活用できるように態勢を整えています。関税を巡る議論は依然として、成長見通しにとって大きな懸念材料であり、ひいては企業ファンダメンタルズにも影響を与えうるものです。4月初旬の「解放の日」が発表されてすぐ後、当社はCLOを1.75～2ポイントの魅力的なディスカウント価格で組成することができました（これは、通常10倍のレバレッジがあることを考慮すると、CLOエクイティのリターンを大きく押し上げることが期待されます）。その後、市場環境の改善とともに、このディスカウントは解消されました。当社の投資・運用プラットフォームにはバンクローンやハイ・イールド社債のトレーダーが豊富にあり、業界内のネットワークを確立しているため、このようなごく一時的に発生した投資機会が到来した際には、迅速かつ大規模な投資を実行することが可能です。

流通市場ではボラティリティが既存のCLOエクイティのNAVとバリュエーションに影響する可能性があり、原資産であるローン価格の下落を織り込むことになります。これは二つの側面から投資機会を生み出します。まず投資家は、流通市場でCLOエクイティをディスカウントで購入することができます。さらに、ローン・ポートフォリオにおいては、優れたCLOマネージャーはCLO内にて保有しているローンを、価格が下落してファンダメンタルズ対比割安となったローンと入れ替えることで、市場の下落局面を投資機会に変えることができます。しかし、特にリセットやリファイナンスなど、追加的リターンを生み出すような資本構成を見直すイベントの選択肢があることを考えると、投資をする際のローン・ポートフォリオやドキュメンテーション、資本構成の評価にはCLOマネージャーの専門知識が必要不可欠といえるでしょう。

CLOデットのスプレッドとCLOエクイティのリターンとの関係に目を向けると、ときにはデットとエクイティの間で利害が対立しているかのように見える場合があります。デット投資家はスプレッドをより多く求め、それがエクイティ部分のキャッシュ・フローの低減につながるからです。しかし、CLOデットのスプレッド拡大環境は、バンクローン市場に

においてもスプレッドの拡大がみられている局面である場合が多いので、ローン・ポートフォリオにおけるトータル・リターンの上昇機会も生じるため、結果としてCLOエクイティの内部収益率(IRR)も高まる可能性があります。例えば、CLOデットの投資家は、市場全体がリスクオフ環境となり、あらゆるバンクローンのスプレッドが拡大するような市場全体の売り局面で発行されるCLOにおいて、通常よりも高いスプレッドを獲得できる可能性があります。同じような局面では、ローンを大幅なディスカウントで購入でき、CLOエクイティにおいてはこれがCLOのレバレッジ構造を通じてより大きなリターンを生み出す可能性があるため、積極的にCLOを組成しようとしています。スプレッドが拡大した環境（例えば、2022年など）で発行されたCLOのエクイティは、良好なパフォーマンスを示す傾向があります。

**Q：ここ最近、CLOのETF市場が成熟していないことや、ボラティリティの高まりに伴う資金流出に関する懸念が報じられています。ETF市場に関して懸念すべき点やCLO市場全体への影響はあると思いますか？**

**A：**前述の通り、第2四半期はマクロ経済見通しに関する不確実性を受け、CLOにおいても関税発表後にETF市場から集中的に資金が流出しました。当社の見解では、この下落は無秩序なものではなく、ETFが流通市場に放出した供給分は市場がすべて吸収したとみています。CLOの資本構成全体にわたって引き続き十分な需要があることから、当社はCLO ETF

に起因するCLO市場への影響については懸念していません。

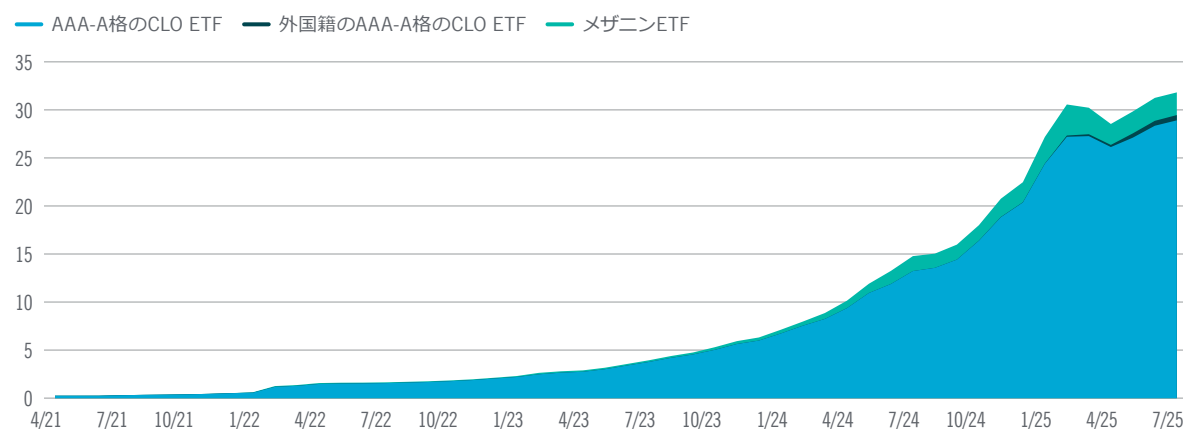
ボラティリティが落ち着いて以来、投資家はCLO ETFに戻ってきており、5月から6月にかけては15億ドル以上の資金が流入しました。米CLO ETFの運用資産総額は、昨年7月頃は100億ドル、2025年初は225億ドルだったのが、今では300億ドルを超えています。その大半はAAA格のデット・トランシェを組み入れるCLO ETFが占めています（図表3）。こうした目覚ましい成長軌道は、2020年にはETFの世界に存在しなかったこの資産クラスに対する大きな関心の高まりを示す象徴的なものといえるでしょう。

とはいえ、より大局的にみるとCLO市場そのものは約1兆ドルの規模であるため、CLO ETFの運用資産はCLO市場全体の3%程度に過ぎません。これまでにみられたCLO ETFの資金流出は多少の影響はあったかもしれませんが、市場規模がはるかに大きいCLO市場全体のスプレッド水準に大きな影響を与えることはないと考えられています。CLOデットのスプレッドの主な拡大要因は、関税の発表に反応した市場全体のセンチメントの悪化（これが株式市場やクレジット市場で急落を引き起こしました）であり、CLO ETFの資金流出ではありません。繰り返しになりますが、CLO ETFの市場規模は、CLO市場全体の一部にすぎないのです。

将来的には、ETFがCLO市場全体に占める比率が増えて、CLO市場全体の資金フローに大きく影響する時も来るかもしれませんが、今はまだその段階には至っていません。

**図表3：CLO ETF市場規模は2024年第1四半期以来3倍以上に拡大**

CLO ETFの運用資産総額（2025年7月、単位10億ドル）



出所：BofA Global Research、CLOファクトブック（2025年7月11日付け）。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。どの資産クラスもインデックスも、時間の経過とともにプラスのパフォーマンスになるという保証はありません。

**Q：CLO ETFの資金流出を考慮すると、CLOの各トランシェの現在の流動性に関してどう思われますか？**

**A：**歴史的に変動の激しい環境では、売買スプレッドが拡大し、価格が大きく下落して、CLOの流動性は影響を受けてきました。2008年の世界金融危機ではそうした動向がみられ、資本構成の上位から下位までのトランシェが大幅にバリュエーションを低下させたのです。それは2020年のコロナ禍による売りのピーク時も同様でした。

2025年の売り圧力は、2008年や2020年、さらにはインフレ懸念によってスプレッドが拡大した2022年と比べても、今のところ比較的穏やかです。スプレッドはまだ2022年のコロナ禍後にみられたほど拡大しておらず、2024年初めから中頃にみられた健全なCLO環境におけるスプレッド水準にとどまっています。

取引動向と需給要因に目を向けると、特に高格付けトランシェは非常に厚みがある市場であり、それが、売り圧力にも耐え、秩序を維持することに寄与しています。この10年間で、市場自体の規模だけでなく、市場参加者の数や幅、テクノロジーへのアクセスも向上しました。これはCLO市場の成熟と成長を示す新しい兆候であり、機関投資家と富裕層の両方のチャネルにおいて、それぞれ新しい投資家が、この資産クラスに注目しているからであると考えています。

**Q：投資家が市場でさまざまなCLO商品を評価する際に考慮すべき重要な指標や特徴は何ですか？**

**A：**CLOには考慮すべき指標が数多くあり、それらを個別にではなく、総合的に捉える必要があります。CLOレベルでは、当社が特に注視する重要な指標として、超過担保（OC）テスト、担保品質テスト（スプレッド、格付け、ポートフォリオの分散）、さまざまな集中度の制限（特にCCC格）などがあります。これらの指標のいくつかは、ディール全体の健全性やCLOデットの返済能力（およびエクイティへの分配支払い能力）を理解するのに役立ちます。その他にも、原資産であるローン・ポートフォリオの構成に関するデータもあります。これらのデータに加えて、CLOマネージャーの評判や運用スタイルなど定性的な要因も総合的に考慮することで、CLO投資を評価できます。

重要な点は、投資家が自分でいくつかの要因を検討するだけでは不十分だということです。CLO（またはCLOの一部トランシェに投資するファンド）の場合、みるべき指標の数値が良い、または悪い理由を理解する必要があります。スプレッドが高い場合、それは質の低いCLOマネージャーによるものなのか、それともバンクローンのクレジット・リスクが高いためなのかを見定める必要があります。または、二つのCLOがあるとして、CCC格のバンクローンのエクスポージャーが同程度である場合、そのエクスポージャーは、経営状況が悪化し、デフォルトに陥りそうな銘柄によるものなのか、それとも安定しているがレバレッジが高い銘柄によるものなのか、単純な比較ではなく、より詳細をみたうえでの比較が重要となります。これらは、クレジット・レベルでの見解に基づいてCLOトランシェを評価できる統合型のCLO運用プラットフォームの優位性がなければ、分析するのは困難であると考えられます。

このような質問に対して答えるためには、CLOの市場環境に関する知見とクレジットに関する深い専門知識が必要です。投資家がCLO投資で成功するためには、経験豊富で、深い業界におけるリレーションを持ち、バンクローン・レベルの分析力を備える優れたCLOマネージャーを選択することが不可欠だと考えます。



詳細については、[nuveen.com](https://nuveen.com)をご覧ください。

## 重要なお知らせ

ヌベーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他のいかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌベーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

### 金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌベーン・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3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

# nuveen

A TIAA Company