

PRIVATE MARKETS
institute

CLOアドバイザー用プレイブック

差別化された価値を提供することで
ビジネスをさらなる高みへ

nuveen
A TIAA Company

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、
特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

ローン担保証券 (CLO) 市場はかつて、大手機関投資家だけに門戸を開いていました。それが今では、さまざまなファンド・スキームを通して富裕層もCLO市場にアクセスできるようになっています。そうした進展によって、ファイナンシャル・アドバイザーには、機関投資家向けに開発されたソリューションを広範な投資家層に提供できる、絶好の機会が訪れています。

CLOには同程度の格付けを有する社債と比較して、歴史的に高位なインカム・ゲインおよび低位なデフォルト率、コア債券投資における分散投資など、複数のメリットがあります。アドバイザーは、顧客の投資目標の達成手段のひとつとしてポートフォリオにCLOを組み込むことで、伝統的な戦略にとどまらない付加価値を提供できる先進的なプロフェッショナルとして自身の地位を確立することができるでしょう。

CLOを効果的にポートフォリオに組み入れることで投資家の運用パフォーマンスを改善し、競争が激化する市場環境の中でも際立つ存在になれるよう、本書はアドバイザーの皆さんにCLOの詳細と特徴を提供します。

主なポイント

1

これまでCLOは機関投資家向けの投資資産であったが、富裕層にとっては比較的目新しい投資資産である。

2

顧客の資産が増えるにつれて、高度な投資ソリューションへのニーズは高まっており、CLOがその一助となる可能性がある。

3

CLOは伝統的な債券投資と比較して、利回りは大幅に高い一方で、デフォルト・リスクは低位に留まる。

4

CLOの多様なトランシェ構造を活用し、様々な顧客の目標に合わせた流動性やリスク/リターン特性を提供可能。

CLOがアドバイザーにもたらす利点

CLOを投資対象資産に加えることで、ますます洗練化している顧客層にアピールすることができるでしょう。富裕層や超富裕層、ファミリー・オフィスなどは、ポートフォリオにメリットをもたらす機関投資家向けの複雑な投資商品にアクセスできる点を高く評価しています。このような顧客にCLOを選択肢として提供することで最先端の投資ソリューションを求めるニーズに応え、顧客に提供できる価値を高めることができます。また、投資目標を達成するためにいかにCLOが役立つかについて顧客に知ってもらうことで、信頼関係の強化にもつながるでしょう。

図表1に示す通り、CLO市場は現在、シンジケート・ローンへの需要全体の7割近くを占めています¹。投資家層には銀行、年金基金、保険会社、アセット・マネージャーなどがありますが、近年では図表2に示す通りさらに拡大して、流動性と市場の厚みが増しています。CLO戦略を採用するアドバイザーは、米国経済を支える企業の資金調達手段として重要な役割を果たしつつ、この活発で成長している市場における最新のトレンドを最大限に活用することができます。

CLOのストラクチャーを解説： 他の資産クラスとの相違点

CLOとは？

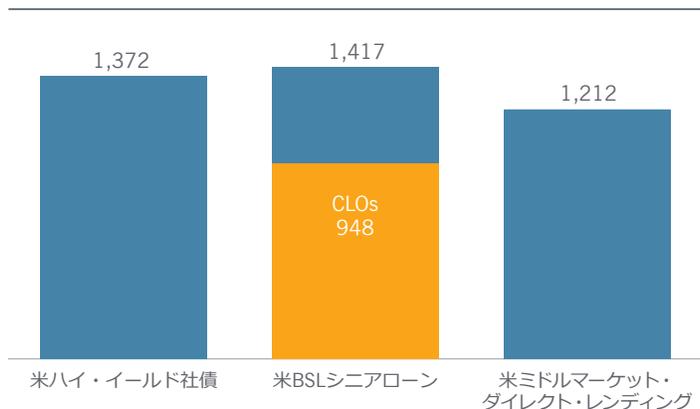
CLOとは、ヒルトンやデル、バーガーキングなどの大手企業が発行し、広範に組成・販売されるブロードリー・シンジケート・シニアローン(BSLシニアローン)から構成される、分散されたアクティブ運用ポートフォリオのストラクチャード・クレジット投資商品です。これらアクティブ運用されるローンのプールが証券化(または再パッケージ化)され、リスクと利回りが異なる利付証券(トランシェ)として、リスク/リターン目標に応じて投資家に販売されます。これらトランシェの格付けは、AAA格のシニアから格付けのないエクイティまで多岐にわたります。

主な特徴

シニア担保付ローン: CLOは主に、借り手にデフォルト事由が生じた場合に他の債権者よりも弁済順位が高い第一抵当権付シニア担保ローンに投資します。これらのローンは通常、社債よりも回収率が高いため、CLOポートフォリオはレジリエンスの高いものとなります。

変動金利: CLOは通常、変動金利の資産クラスで、キャッシュ・フローは金利の変動に応じて変わります。デット・トランシェは、ベースとなる変動金利(通常はSOFRと呼ばれる担保付翌日物調達金利)に固定スプレッドを上乗せした金利を投資家に払います。エクイティ・トランシェのリターンは、すべてのデット・トランシェに支払いが行われた後の残りのキャッシュ・フローによって決まります。CLOは金利デュレーションがほぼゼロに近いため、金利リスクは極めて小さく、他の債券セクターとの相関も低水準です。

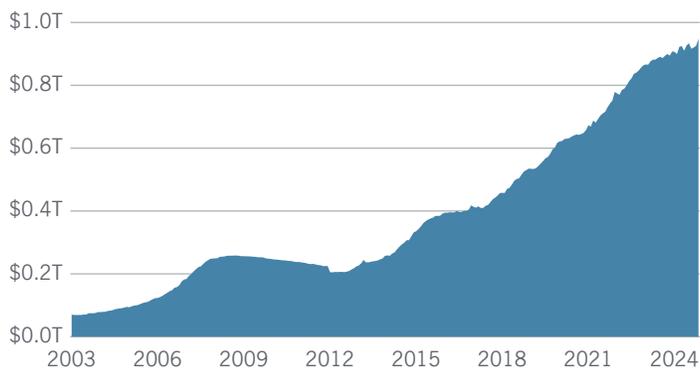
図表1: CLOは今ではBSL市場の投資家基盤の大半を構成



出所: Bank of America CLO Factbook, 2024年12月。Preqin, 2023年6月。米連邦準備制度理事会, 2023年6月。

図表2: CLO市場は近年大きく成長

米国のBSL CLO市場残高推移



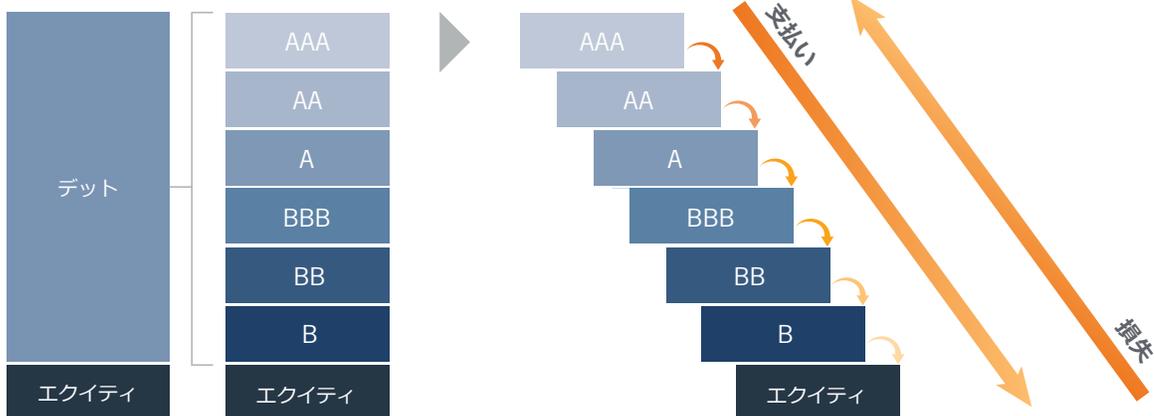
出所: Bank of America CLO Factbook, 2024年12月。

非時価評価型のレバレッジ:一部のヘッジファンドやストラクチャード・プロダクトなど、伝統的なレバレッジ投資は、通常、時価評価型のレバレッジを採用しており、ポートフォリオ内の資産価値が足元の市況に基づいて常に値洗いされます。その結果、資産価値が下がると保有資産を売却、あるいは追加担保を差し入れる必要が出てくる場合があります。対照的に、CLOは非時価評価型のレバレッジを採用しており、CLOを組成した際に設定された条件や基準値に基づいて運用されます。このようなストラクチャーによって、たとえ原資産となるローンのバリュエーションが一時的に下落したとしても、強制的な清算は発生せず、デット・トランシエへの利払いをするのに十分な水準の担保価値とキャッシュ・フローを確保することができます。

ウォーターフォール構造:図表3に示す通り、キャッシュ・フローはそれぞれのトランシエの弁済順位に基づき充当されます。この「ウォーターフォール」構造によって、各トランシエのリスクとリターンはそれぞれ異なることとなります。

1. AAA格のトランシエは最初に弁済を受け取るため、デフォルト・リスクが最も低くなります。一方で、利回りも最も低くなります。
2. 他の投資適格級トランシエ (AAからBBBまで) の利回りは相対的に高いですが、より上位のトランシエに比べるとリスクも高くなります。
3. 下位トランシエ (BBからエクイティまで) は、エクイティから先に損失を吸収します。これらのトランシエは最も高い利回りとリターンが期待できます。

図表3: キャッシュ・フローのウォーターフォール構造によって、各トランシエの相対的なリスク・リターン特性が決まる

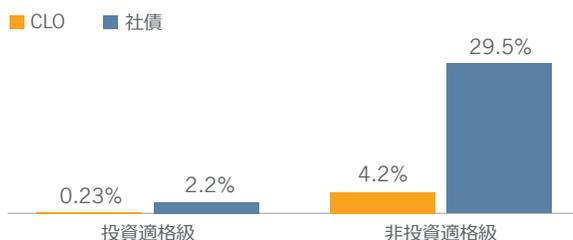


出所: Nuveen。説明のみを目的としています。

このユニークな特徴によって、CLOは、さまざまな景気サイクルを乗り越えてきました。図表4に示す通り、これまで30年以上、CLOの投資適格級のデット・トランシエのデフォルト率は著しく低位な水準に留まっています。世界金融危機やコロナ禍による市場の暴落など、市場が厳しい状況にあった局面でも、CLOはその堅固なストラクチャーとローン・プールのアクティブな入れ替えにより、安定的なインカム・ゲインを維持して損失を抑えることができました。こうした実績は、市場環境に左右されることなく安定したパフォーマンスを提供できる能力がCLOにはあることを裏付けています。

図表4: CLOの過去のデフォルト率は社債に比べて非常に低位

CLO (1993-2023年) と社債 (1998-2023年) の累積デフォルト率



出所: 社債: Moody's『Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to moderate in 2024 but remain near its long-term average』より、10年間の発行体加重平均累積デフォルト率 (グローバル、1998~2023年)、CLO: Moody's『Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2023』より、10年間の米国CLOのWR未調整累積減損率 (当初格付け別、1993年~2023年)。

投資家にとっての利点

CLO投資を通じて、顧客は利回りの向上、分散化、アクティブなリスク管理、機動的な資本配分などの機会を得ることができます。

利回りの向上

図表5に示す通り、CLOは伝統的な債券投資と比較してより高位な利回りを獲得することができます。CLOの利回りが相対的に高い理由は主に3つあります。第一に、証券化によりCLOは、リスクと利回りを複数のトランシェに分けることができ、ストラクチャー固有のレバレッジを活かしてトランシェが下位であるほどリターンを高めることが可能になるという点です。第二に、CLOの複雑性により、それを分析して参加することを厭わない投資家にはその分のプレミアムが乗るため、この複雑な市場を理解するために必要な努力を惜しまない投資家は、高位な利回りで報われることになるという点です。最後に、CLOマネージャーはアクティブにローン・プールを運用しているため、市場ボラティリティをうまく活用して、ファンダメンタルズが悪化している銘柄があれば売却したり、より高い利回りの投資機会に乗り換えたりすることができるという点です。

分散化

概してCLOは伝統的な債券・株式との相関性が低く、金利リスクも非常に低位であるため、特に市場の変動が激しいときにはポートフォリオの分散にとって貴重な役割を果たします²。また、各CLOポートフォリオ自体も、多様な業種、サブセクター、信用格付の150-200社以上の企業のローンで構成されるため、非常に分散されています。こうした分散によって集中リスクが低減されるため、より安定したリターン特性が実現します。

アクティブなリスク管理と機動的な資本配分

パフォーマンスが不振に陥っている資産の売却がなかなかできないプライベート・クレジット・ファンドとは異なり、CLOの担保マネージャーは裏付けとなるローンの流動性を利用して市場の混乱を活用し、多様なセクターや発行体間で配分を変更させてリスクを低減することが可能です。市場の変動が激しい際にはこのローンの流動性やアロケーションの柔軟性は特に重要となります。ファンダメンタルズが堅固な企業でもバリュエーションが過度に割安である場合は、質の高い(あるいはさらに高い)ローンを割安なプライスで購入することができるためです。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

CLOに関する誤解を解き明かす

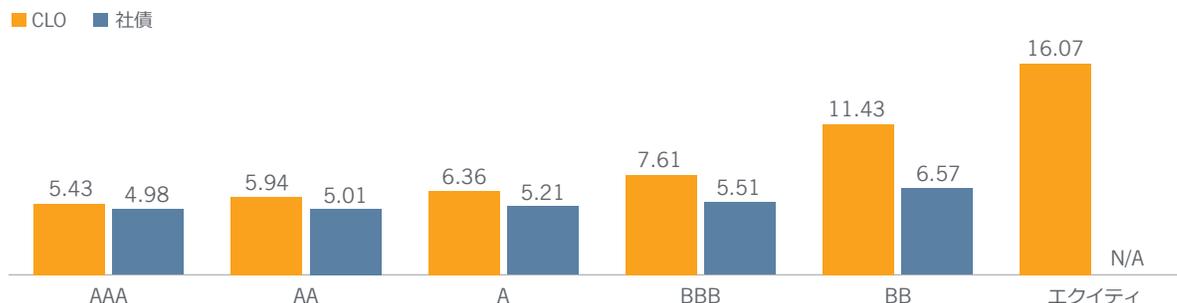
- ✕ **誤解**
CLOは、2008年の世界金融危機を招いたCDOとよく似ている。
- ✓ **事実**
金融危機を引き起こしたのはCLOではありません。むしろ2008年も、それ以降も、CLOは堅調に推移しました。CLO(ローン担保証券)もCDO(債務担保証券)も証券化されたクレジット商品ですが、その裏付け資産は大きく異なります。2008年の金融危機に関係したCDOの多くは、信用力の低いサブプライム住宅ローンやその他の高リスク資産を裏付けとしていました。対照的に、CLOはセクターやビンテージ(組成年)を問わず分散された第一抵当権付担保権が設定された企業向けローンが裏付け資産であり、投資家を保護するための構造的な安全策も組み込まれています。

- ✕ **誤解**
CLOは流動性がなく、取引しにくい。

- ✓ **事実**
投資適格級のCLOトランシェの場合、米国債や投資適格社債ほど流動的でない傾向はありますが、セカンダリー市場では日々活発に取引されており、非投資適格級のトランシェの流動性は低位ですが、一般的に非流動性の資産とはみなされません。

図表5: CLOの利回りは通常、同程度の信用格付の社債よりも高い

投資格付別デットの利回り



出所: Nuveen, Bloomberg, JPMorgan, Bank of America (2024年12月31日現在) 代表的なインデックス: 投資適格社債 (AAA-BBB): Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index, ハイ・イールド社債 (BB/B): ICE BofA US High Yield Index, 投資適格およびハイ・イールドCLO (AAA-BBB): J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE), CLOエクイティ: 米国BSL CLO株式分配金 (IO) の中央値。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。いずれ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。インデックスへの直接投資はできません。利回り: 利回りは満期利回り。ただし、CLOエクイティは、米国BSL (広範に組成・販売されるシンジケート・ローン) エクイティ分配金の年率中央値。

顧客のポートフォリオにCLOを組み入れる

ポートフォリオのポジショニング

CLOは顧客のポートフォリオの中で、投資家の目的やリスク許容度、投資期間などによってさまざまな役割を果たすことができます。

- 短期/短期デュレーションの債券の代替資産としての役割:** 投資適格級のCLOデットは金利デュレーションが短く、比較的高位なインカム・ゲインが期待できるため、コア短期債券投資に代わる、魅力的で相関のない代替資産として利用できます。
- ハイ・イールド債の補完:** 投資適格未満のCLOは、同格付けのハイ・イールド債よりも高いインカム・ゲイン (と短い金利デュレーション) を提供する一方で、デフォルト・リスクを低減するためのストラクチャー上のプロテクションも提供しています。
- プライベート・エクイティの補完:** 長いロックアップ期間とリターンの変行性 (またはJカーブ効果) があるプライベート・エクイティ投資とは異なり、CLOのエクイティは比較的早期に安定したキャッシュ・フローを生み出すことができます。CLOエクイティはこうした安定的なキャッシュ・フローにより、非流動的な長期投資を自然に補完することになります。
- 金利ヘッジ:** CLOのデット・トランシェの利回りは基準変動金利 (SOFR等) に連動しているため、債券ポートフォリオ内で固定金利の債券と組み合わせることで、金利リスクに対する実質的なヘッジとなります。

それぞれの投資目的に合った投資商品

アドバイザーは、流動性やリスク・リターン特性がそれぞれ異なる多様なファンド・スキームを通してCLOへのアクセスを顧客に提供できます。

- ETF:** CLOを主要投資対象とする上場投資信託 (ETF) は、時価がある一方、最低投資額の制限がないなど、流動性と取引のしやすさを兼ね揃えており、市場へのアクセスを重視する個人投資家に適していると考えられます。
- インターバル・ファンド:** インターバル・ファンドには多くの場合、非投資適格級のデット・トランシェとエクイティ・トランシェを組み合わせた構成となることが多く、比較的高いインカム・ゲインが期待できます。一方で解約機会は定期的であるため、流動性の制約を受け入れられる投資家にとっては魅力的な選択肢となります。
- プライベート・ファンド、直接投資、SMA:** 超富裕層向けに、エクイティに特化したシングル・マネージャー戦略を含め、専門のCLO戦略にアクセスできるプライベート・ファンドがあります。また、機関投資家向けには、CLOの資本構成の特定部分にフォーカスし、直接投資またはSMA (Separately Managed Account) を検討することができます。これらのアプローチはカスタマイズが可能ですが、多額のキャピタル・コミットメントが必要になり、流動性が制約される場合があります。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

CLOマネージャーを選ぶ際に聞くべき質問

優れたリターンを達成し、リスクを効果的に管理するためには、CLOマネージャーを適切に選ぶことが非常に重要です。マネージャーを選ぶ際に質問すべき重要事項を挙げます。

1. マネージャーのCLO投資の経験年数は？

この質問が重要な理由: CLOのストラクチャーは独特かつ複雑であり、多様な取引条件がリターンに影響を与える可能性があります。コベナンツやコール・プロテクション、弁済順位の条件など、組成する上での諸要件を評価できる深い知識を有したマネージャーは、CLOトランシェのパフォーマンスに影響を与える細かな違いを見分けることができます。また、複数の市場サイクルや投資環境において元本を保全し、ポートフォリオの運用成績を維持してきた実績を持つマネージャーを探すべきでしょう。

2. どのような投資アプローチをしているか？

この質問が重要な理由: アクティブ運用のレラティブ・バリュー・アプローチをとるマネージャーの方が、バイ&ホールドのスタイルをとるマネージャーよりも効果的にリスクを管理してリターンを最適化できる可能性があります。

3. 厳格なリサーチおよびリスク管理プロセスを行っているか？

この質問が重要な理由: CLOの運用には緻密なクレジット分析と、裏付け資産となるローン・ポートフォリオの潜在的リスクを見通す能力が必要です。厳格で規律ある投資プロセスを備えたマネージャーであれば、ファンダメンタルズが悪化した銘柄を特定し、ポートフォリオを守るための迅速な対応が可能になると考えられます。

4. CLOチームは裏付け資産であるローンのファンダメンタルズに関して、十分なリサーチに基づいた見解を有しているか？

この質問が重要な理由: CLOチームが、CLO以外のローン・ポートフォリオやハイ・イールド債に投資するレバレッジド・ファイナンス・チームと連携している場合、情報面で優位性を持つことができます。CLOマネージャーが詳細なリサーチを活用して、個々のローンに関して深い洞察を得ることができるからです。そのような能力によって、とりわけ、低クオリティ領域における魅力的な投資機会を見極め、市場環境の変化に応じて迅速に反応することができます。

5. セカンダリー市場での取引能力はどれくらいか？

この質問が重要な理由: セカンダリー市場に積極的に参加することで、ミスプライシングや投資機会を捉えることができます。市場環境を問わず成功してきた実績がある熟練したマネージャーであれば、CLOのストラクチャー、セクター、特定トランシェ間で適切なポジションの入れ替えなどを行って、リスク調整後リターンを最適化できるでしょう。

ビジネスの差別化、投資商品の拡充、顧客への価値提供におけるCLOの活用方法について、詳細はNuveenのアドバイザー・コンサルタントにお問い合わせください。

文書未注

1 出所：Bank of America CLO Factbook、2024年10月。Preqin、2023年6月。米連邦準備制度理事会、2023年6月。

2 出所：NuveenおよびBloomberg、2024年9月

重要なお知らせ

ヌビーン・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も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「ヌビーン」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。

ヌビーン・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

4241454-01277

2105869