

米国バンクローンの概要と市場環境

2019年5月27日

※以下のコメントは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントのコメントを基に大和投資信託が作成したものです。

本レポートでは、米国バンクローンをご理解いただくため、住宅ローンを例に用いたバンクローンの概要と足元の市場環境および今後の見通しについてご説明いたします。

バンクローンの概要

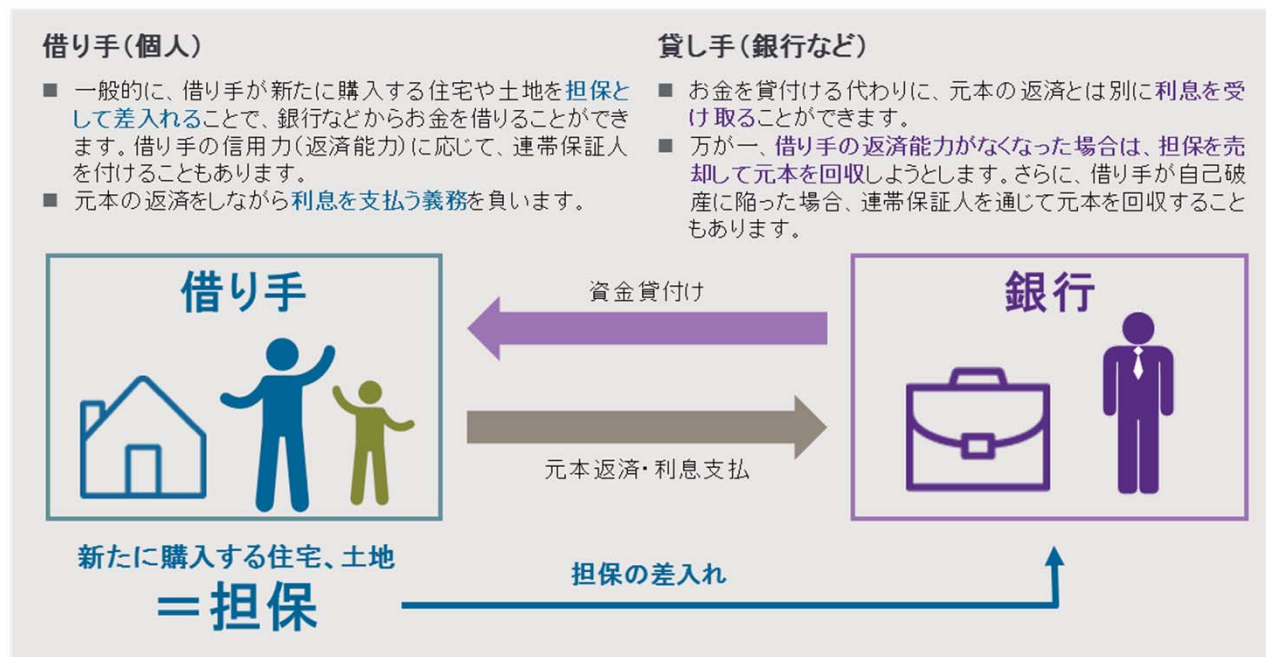
最近はニュースなどで少しずつ存在感を高めつつあるバンクローンですが、一般的には馴染みの少ない資産クラスとなります。

バンクローンの概要をご紹介するにあたり、イメージをより分かりやすくお伝えするため、住宅ローンの仕組みの例を用いながら、バンクローンの概要についてご説明いたします。

住宅ローンの仕組み

- まず、住宅ローンの仕組みを簡単におさらいしましょう。住宅ローンとは、住宅を購入・改築するために銀行などから借りるお金のことです。借り手は銀行などに対して元本の返済をしながら利息を支払う仕組みです。
- 一般的に、銀行は借り手の返済能力がなくなった場合に備えて、借り手に対して担保の差し入れを要求します。

住宅ローンのイメージ



※上記は、一般的な住宅ローンのイメージであり、実際と異なる場合があります。担保の売却により元本全額を回収できない場合があります。

※本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

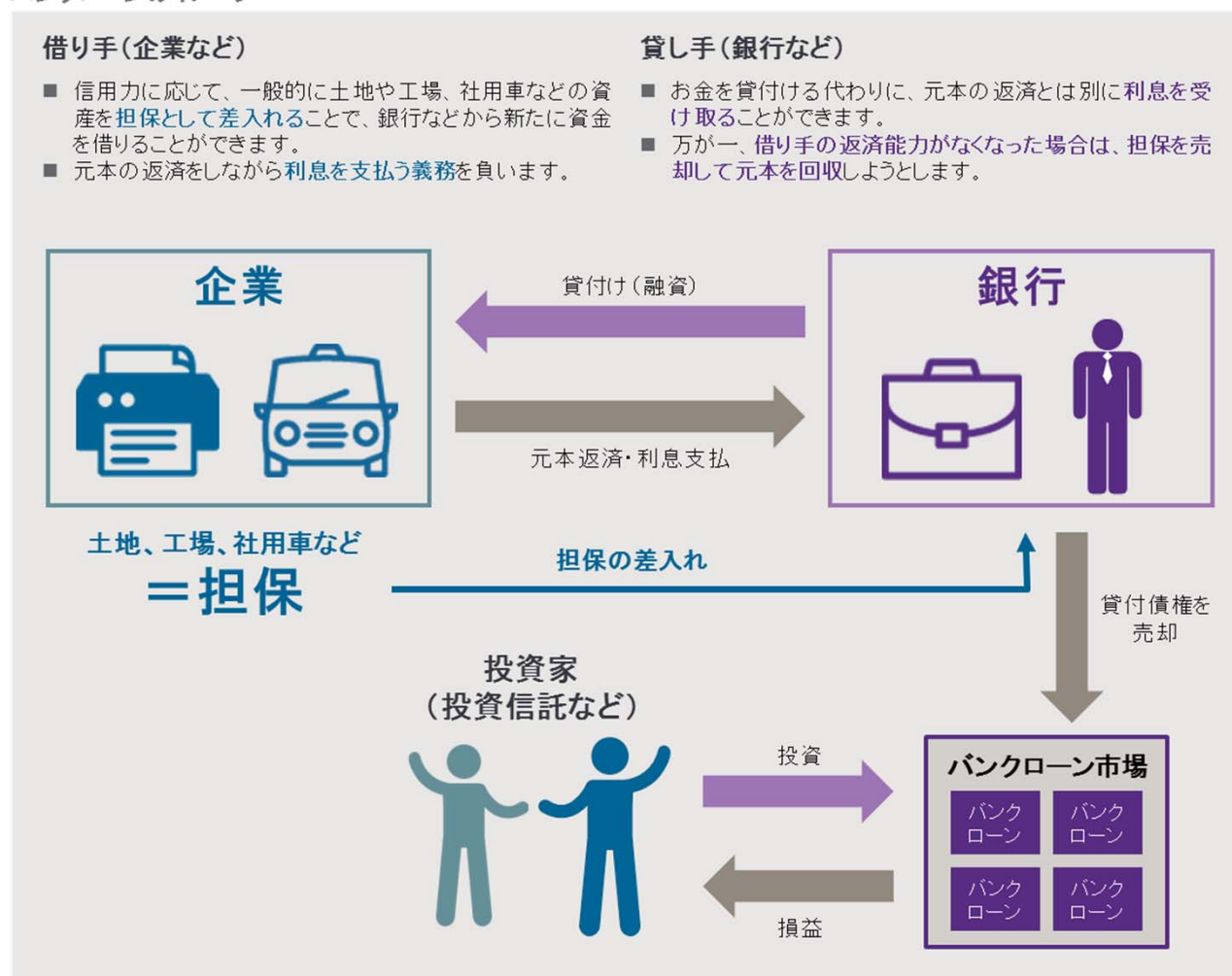
(出所) J.P.モルガン・アセット・マネジメント

バンクローンの概要（続き）

■ バンクローンの仕組み

- バンクローンは、銀行などの金融機関が、主に格付けが投資適格未満の事業会社等に対して行う貸付債権であり、一般に馴染みのある住宅ローンとおおむね似た構造をしています。
- 銀行から売却されたバンクローンは、流通市場で取引されることで、さまざまな投資家により保有されることになります。投資信託などを通じてバンクローンに投資することは、投資家が「銀行」の立場になり“貸し手”のメリットを享受することを意味します。
- 欧米では、バンクローンは「レバレッジド・ローン」と呼ばれることもあります。その由来は、多くのLBO（レバレッジド・バイアウト、買収対象の企業の資産やキャッシュフローなどを担保に資金調達をして行う企業買収を指す）の資金調達手段として使われたことにあるとされており、とりわけ信用力の低い企業が借入により資金調達をするという意味で「レバレッジド・ローン」と呼ばれています。

バンクローンのイメージ



※上記は、一般的なバンクローンおよび市場のイメージであり、実際と異なる場合があります。バンクローンには無担保のものもあります。また、担保の売却により元本全額を回収できない場合があります。
 ※本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

(出所) J.P.モルガン・アセット・マネジメント

バンクローンのリターンの特徴

バンクローンの金利は主に変動金利が採用されており、LIBOR（ロンドン銀行間取引金利）などの短期金利を基準として、個別企業の信用力などを加味した金利を上乗せして決定されます。また、一般的には基準金利にはフロアと呼ばれる下限金利が設けられます。

そのため、固定金利の債券と比較して、バンクローンは金利変動に強いという特徴があります。結果として、バンクローンの価格変動はリーマンショックやチャイナショックなどといった極端な市場環境を除くと限定的となっており、相対的に安定したリターンの享受が期待されます。

Ⅰ 米国バンクローン市場の推移（トータルリターン、米ドルベース）

（1991年12月末～2019年4月末）



※1991年12月末を100として指数化。

※米国バンクローン：CSレバレッジド・ローン・インデックス（トータルリターン、米ドルベース）を使用。

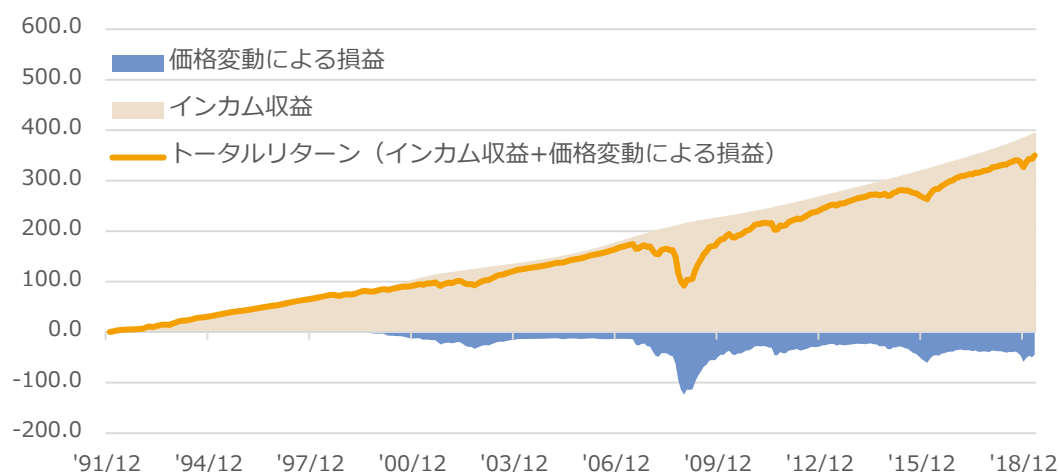
※本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

（出所）クレディ・スイス、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

Ⅱ 米国バンクローン市場のリターンの内訳

(%)

（1991年12月末～2019年4月末）



※米国バンクローン：CSレバレッジド・ローン・インデックス（トータルリターン、米ドルベース）を使用。

※本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

（出所）クレディ・スイス、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

米国バンクローン市場の足元の推移

2018年の米国バンクローン市場は、大きく2つの局面に分けることができます。

- 2018年の初めから中頃までは、証券化市場からの需要が堅調だったことや、一般投資家向け投資信託に資金流入が継続したことが支援材料となりました。また、おおむね堅調な企業業績も下支えとなりました。一時的に市場の変動性が高まる局面も見られたものの、一般的にバンクローンの基準金利とされるLIBORの米ドル金利上昇を背景としたクーポン収入の増加期待から資金流入は継続し、良好な需給環境により、プラスのリターンが続きました。8月は、デフォルト（債務不履行）件数が0件とファンダメンタルズは堅調で、スプレッド（国債との利回り格差）も縮小しました。
- その後は世界的な経済成長の減速懸念、原油価格の下落、株式市場の下落などにより一転し、10月末から年末にかけて、米国バンクローン市場は約3%下落しました。

2019年に入ると、年初より市場は上昇に転じました。前年末に悪化したセンチメントはすでに改善し、年初から足元（5月16日時点）で5%を超えるリターンとなっています。

- 2018年末の市場下落時には相対的に高い格付けのローンが底堅く推移しましたが、2019年初も引き続き高格付ローンが市場をけん引しました。マーケットの反発局面において、流動性の高さから相対的に高い格付けのローンが積極的に買われたことが主な要因と考えられます。
- その後は遅れをとっていた相対的に低い格付けの銘柄が市場をけん引し、目立った決算発表がなく動きが限定的であった3月を除き、プラスのリターンが続いています。昨年10月頃から一般投資家向け投資信託からの資金フローは純流出が続いているものの、流出ペースは落ちてきています。また、米国バンクローン市場全体に占める一般投資家向け投資信託の割合は1割にも満たないことや新規発行も減少していることから、需給環境は大きく悪化していないと考えられます。

■ 昨年来の米国バンクローン市場の推移（トータルリターン、米ドルベース）

（2017年12月29日～2019年5月16日）



※2017年12月29日を100として指数化。

※米国バンクローン：CSレバレッジド・ローン・インデックス（トータルリターン、米ドルベース）を使用。

※本資料のデータ・分析等は過去の実績や将来の予測、作成時点における当社および当社グループの判断を示したものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。

（出所）クレディ・スイス、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

米国バנקローン市場の今後の見通し

米中貿易摩擦問題や世界的な景気減速懸念、コモディティ価格の変動などが懸念材料ですが、米国経済は依然として底堅く、発行体のファンダメンタルズも良好な状態が継続していることから、2019年後半もバנקローン市場は底堅く推移すると予想しています。また、限定的な新規発行や幅広い投資家の利回りを求める投資需要も下支えとなるとみられるほか、担保付であることの優位性もポジティブに働くものと考えられます。

運用面においては、スプレッドが縮小傾向にある中、個別企業のボトムアップ分析がより重要になってくるものと考えています。

- 米中通商協議の行方やFRB（米国連邦準備制度理事会）の金融政策の動向は重要ですが、マクロ要因だけがすべての個別企業に影響を与えるとは考えていません。
- 一部の技術メーカー企業は米中貿易摩擦の影響を受けやすいと考えられます。とりわけ中国への依存が強い企業はサプライチェーンへの影響を受けると考えられますが、関税の導入引き上げだけがデフォルト率の上昇につながるとは想定していません。
- 確かにこれらの影響は市場参加者がもっとも関心を抱くポイントではありますが、今後、貿易問題の極端な悪化や深刻なリセッションの現実味が高まることのない限り、個別発行体リスクの方がより重要であると考えています。

業種別では、以前から小売セクターに逆風の環境が続いています。中国からの輸入に依存していた企業は関税の影響を受けると考えられますが、ここ1年ですでにそのリスクを織り込み、中国への依存度を下げています。そのため、関税の影響よりもアマゾン効果による実店舗販売の減少による影響の方が大きいと考えています。

また、クレジットサイクルの終盤であることに鑑みると、高めの格付けにあるヘルスケア・セクターや公益セクターなどディフェンシブ銘柄が魅力的なリスク対比リターンになるとみています。

当資料のお取り扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和投資信託が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大 1.24200%（但し、最低 2,700 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会