

2021年5月6日

特別勘定運用部

【米国主要債券セクターレポート④】

金利上昇懸念で注目が集まる CLO の概要と今後の市場見通し

【サマリー】

- 相対的に高い利回りの享受が期待されるインカム資産の1つとして、ローン債権を担保とした証券化商品である CLO が挙げられます。
- CLO は、他の証券化商品と同様に優先劣後構造を有しており、支払優先順位の異なる数種類の証券が組成されます。一方で、CLO は組成時点で裏付資産が固定されていない点等、他の証券化商品とは異なる特徴を有しています。CLO は、金融危機時と比べて質の改善が進んだことなども背景に、発行は活発化しています。
- 2020 年の新型コロナウイルスの感染拡大による世界的な景気後退懸念を背景に、CLO のスプレッドは拡大したものの、足元では堅調に推移しています。CLO は金利上昇に対する耐性が高い資産であることから、今後も CLO 市場は底堅い推移が期待されます。

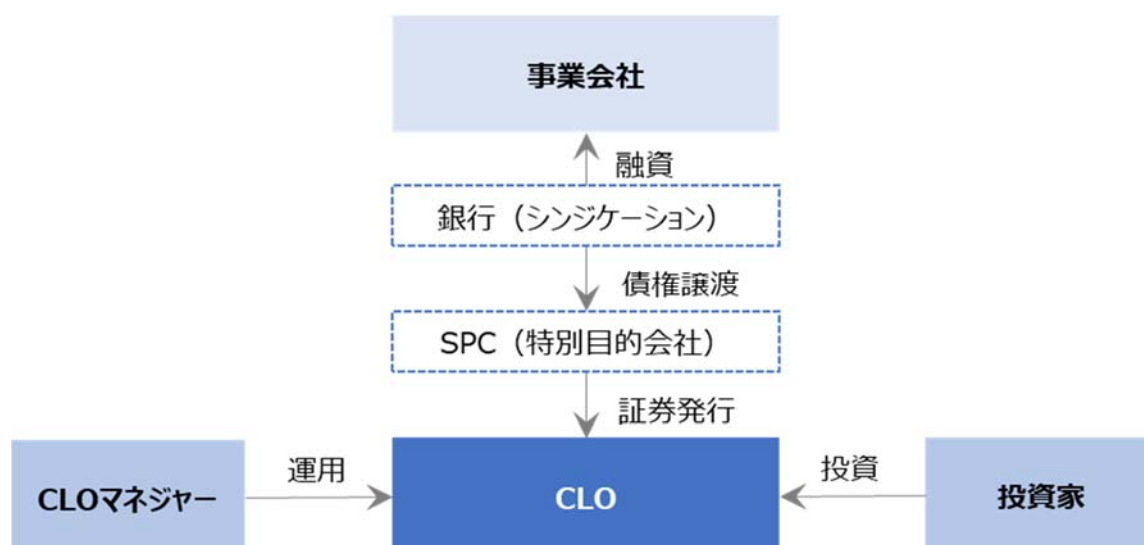
足元では、新型コロナウイルスのワクチン接種の進展等を背景に、世界的に景気回復期待が高まっていることなどを背景に、投資家のリスクセンチメントは改善しています。一方で、世界的に景気回復期待が高まるなか、インフレ懸念や将来的な金融引き締め観測の高まり等を背景に、金利上昇懸念が熾っています。本レポートでは、金融市場が金利上昇という局面の変化を迎えるなか、金利上昇リスクに対する耐性を有する資産として注目される CLO の概要とその見通しについて解説いたします。

1. CLO の概要

(I) CLO の仕組み

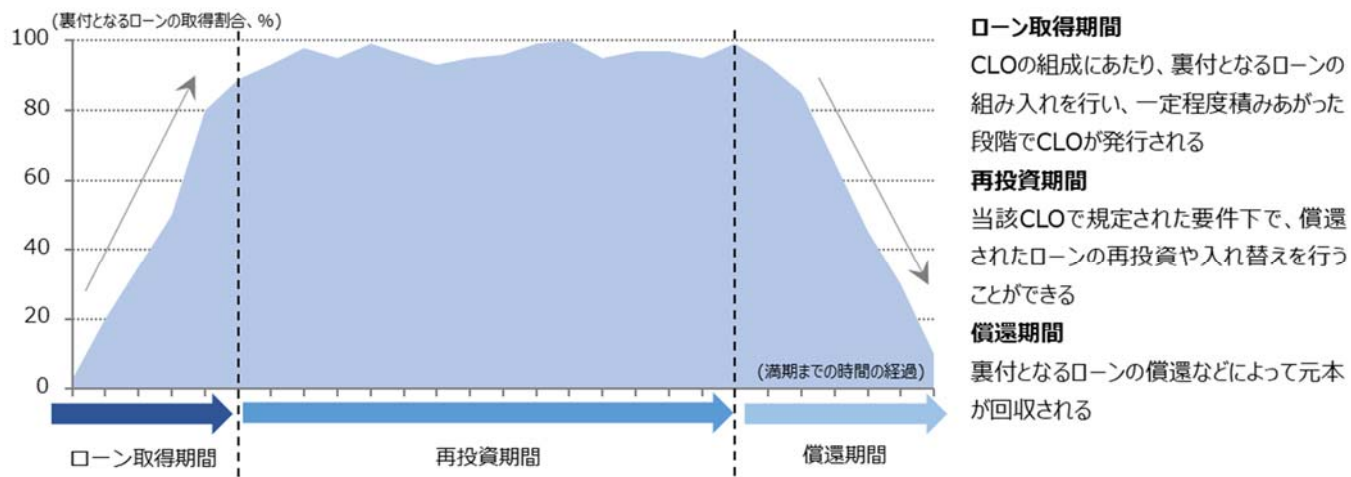
CLO (Collateralized Loan Obligation: ローン担保証券) とは、レバレッジドローン (信用力が相対的に低い企業への融資) の元利金を裏付資産として証券化した商品を指します (なお、投資適格企業への融資の元利金を裏付資産とした CLO も存在します)。

図 1. CLO の簡略イメージ



CLO は MBS (Mortgage-backed securities: 不動産担保証券) のように、特定の住宅ローンが裏付資産となっている証券化商品と異なり、多くの場合、SPC がマネジャーとして任命した運用会社が裏付資産の入れ替えを行うことができる仕組みとなっています¹。運用マネジャーは経済・金融市場の状況に応じて機動的にローンポートフォリオを組み換え、CLO の運用パフォーマンス最大化をめざします。実際の運用サイクルでは、運用マネジャーによって裏付資産となるローンの購入が一定程度完了した段階で CLO が発行され、その後の再投資期間において運用マネジャーによって銘柄の入れ替えや再投資が行われます。また、CLO の満期前の数年は償還期間として、購入済ローンの償還や期限前返済を経て元本の回収を進めていきます。

図表 2. CLO の運用サイクル



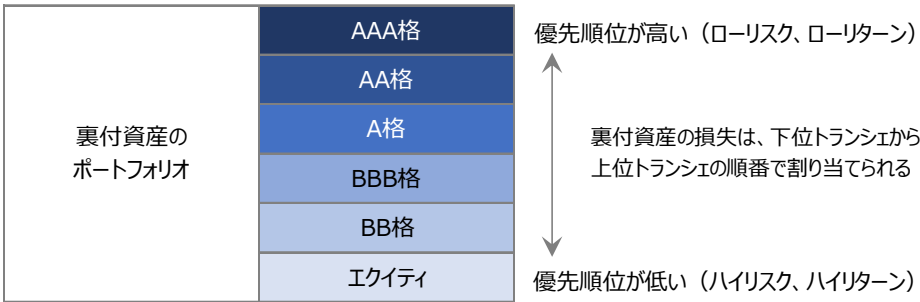
(II)証券構造

信用力が低い企業のクレジット資産としてハイイールド社債はよく知られています。しかし、一般的に無担保であるハイイールド社債とは異なり、CLO の裏付資産であるレバレッジドローンは、多くの場合、第一順位抵当権が設定されていたり、コベナンツ(財務制限条項)²が付与されていることが多いため、理論上はハイイールド社債よりも元本毀損リスクが低いと考えられます³。

また、ハイイールド社債の多くは固定金利であるのに対し、CLO の裏付資産であるレバレッジドローンが変動金利であることが多いことなどを背景に、CLO の多くは変動金利となっています。そのため、金利上昇が見込まれる局面では、金利上昇に対するヘッジを目的に CLO に対する注目が高まる傾向にあります。

CLO は優先劣後構造を有しており、同一の裏付資産に対して、支払優先順位の異なる数種類の証券が発行されます。元金金の返済は格付が上位のトランシェ(区分)の証券から充当される一方、裏付資産のデフォルト損失はエクイティに近い下位トランシェの証券から順に割り当てられるため、下位のトランシェほどデフォルトリスクが高くなりますが、その分高い利回りの享受が期待できます(図表 3)。

図表 3.CLO の優先劣後構造



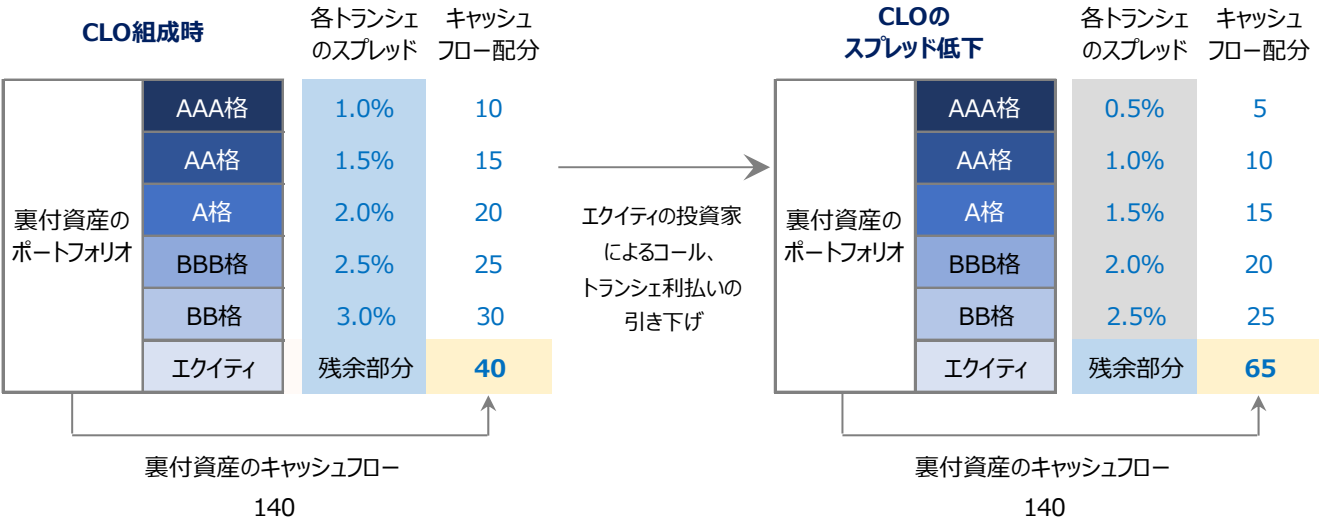
¹ 裏付資産の入れ替えができない CLO も存在し、Static CLO と呼ばれます。

² 金融機関が融資を行う際の条件の 1 つ。借入主体の財務状況の悪化度合に制限を設け、条件に抵触した際には期限の利益(期日まで返済しなくてもよいという債務者の利益)が喪失し、即時に借入れの返済を求めることができます。

³ 近年では投資家サイドの需要増加などを背景に、第二抵当権付のローンや、コベナンツライトローン(コベナンツが緩和されたローン)が増加しています。

エクイティ部分の投資家は、CLO をコール（償還）する権利を有しており、再投資期間のはじめに設定されているノンコール期間が過ぎれば、運用マネジャーの合意の下で CLO をコールすることができます。例えば、CLO に対する投資需要の高まりなどを背景に、CLO のデットランシェ（エクイティ部分以外のランシェ）のスプレッドが低下した場合、エクイティ部分の投資家は既存の CLO をコールし、新たにデットランシェのスプレッドを引き下げた CLO を発行することによって、キャッシュフローを拡大することができます（図表 4）。

図表 4. コール時のキャッシュフローイメージ



CLO がコールされると、多くの場合、既存のデットランシェは額面で償還され、裏付資産は再投資された上でクーポンの利率が引き下げられた新たな CLO が組成されます。こうした CLO の償還・再組成を一般的にリファイナンス（借り換え）と呼び、CLO の年限や再投資期間の条件の変更まで行うものをリセット（再構成）と呼びます。デットランシェの投資家は、新たに組成された利率の低い CLO に投資しないこともできますが、再組成された CLO は市場実勢の利率に合わせて発行されており、その他の CLO に投資した場合においても利率は大きく変わらないため、再組成された CLO に投資するケースが少なくありません。

(III)金融危機前後の CLO の違いと質的改善

金融危機を経て、多くの規制や仕組みが見直されましたが、CLO についても、格付機関の格付基準が厳格化されたことなども背景に、信用補完率がより高い水準に設定されるなど、質の向上が図られています。金融危機前後の CLO を区分するため、金融危機前に発行された CLO を「CLO1.0」と呼ぶのに対し、金融危機後に発行された CLO は「CLO2.0」と呼称されます。（図表 5）。

図表 5. 「CLO1.0」と「CLO2.0」の違い

	CLO1.0	CLO2.0
発行規模	3～10億ドル	3～5億ドル
組入ローン数	200～300	100～200
AAA格の信用補完率	約30%	約40%
再投資期間	5～7年	4～5年
ノンコール期間	3～5年	1.5～2年
他の証券化商品の組入上限	35%	0%
債券の組入上限	10～20%	0%
CCC格の組入上限	10～15%	7.5%

信用補完率
担保となる裏付資産に損失が何%発生した場合に、当該ランシェに毀損が発生するかを示す数値。
例えば、AAA格の信用補完率「40%」とは、裏付資産の40%が毀損しない限り、AAA格のランシェに損失が生じないことを意味する。

ノンコール期間
再投資期間においてエクイティ部分を持つ投資家によるコールの制限期間。当該期間が短いほど、デットランシェを市場実勢に合わせたスプレッドにリファイナンスがしやすい。

CLO2.0 では、CLO1.0 と比べて組入銘柄が少なくなっており、より厳選された投資が行われるようになっていきます。また、信用補完率の要件も厳しくなっているため、上位区分（シニア）のランシェを保有する投資家に損失が発生するリスクが低くなっています。また、裏付資産についても、他の証券化商品や格付の低い資産の組み入れが制限されています。

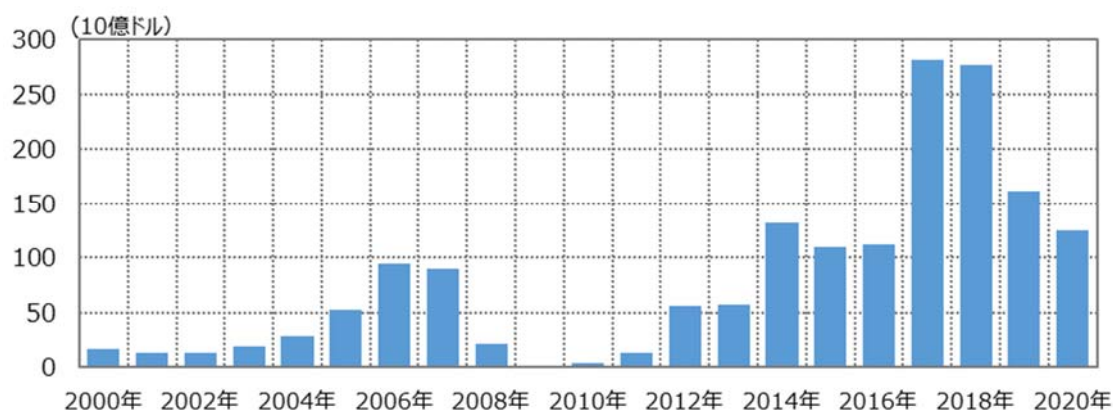
2. CLO 市場の動向

(I)新規発行額

CLO の新規発行額は、2006 年や 2007 年には 900 億ドル程度まで拡大したものの、金融危機以降、急速に減少しました。その後、CLO に係る規制整備や相対的に高い利回りを追求する投資家からの需要等を背景に、徐々に発行額は増加し、2017 年には約 2,800 億ドルの発行額となりました。

新型コロナウイルスの感染拡大を背景に大きく金融市場が混乱した 2020 年は、第 1 四半期には 400 億ドル超の新規発行があったものの、第 2 四半期には発行額は 181 億ドルに急減しました。しかしながら、その後は市況の回復と共に発行額も回復し、年間では 2000 年以降で 5 番目の規模となっています(図表 6)。

図表 6. CLO の新規発行額推移



(出所)S&P

(II)デフォルト率

格付機関のデータによれば CLO のトランシェのうち、AA 格以上のトランシェは、元本毀損に至った実績はなく⁴、金融危機時においても、他の証券化商品等とは異なり、デフォルトはほとんど発生しませんでした。1997 年～2018 年の実績によれば、A 格以上の CLO の 10 年保有時の累積デフォルト率は非常に低い割合となっています(図表 7)。

図表 7. CLO の累積デフォルト率

格付	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.01	0.02	0.03	0.05	0.07	0.09	0.11	0.11	0.11
A	0.00	0.01	0.03	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
BBB	0.01	0.01	0.03	0.09	0.15	0.27	0.40	0.55	0.73	0.91
BB	0.03	0.17	0.32	0.45	0.66	0.88	1.15	1.51	1.93	2.56
B	0.10	0.26	0.50	0.71	0.96	1.27	1.53	1.90	3.00	6.06
C	0.79	1.50	2.48	3.73	4.82	5.29	5.82	6.40	7.56	7.56

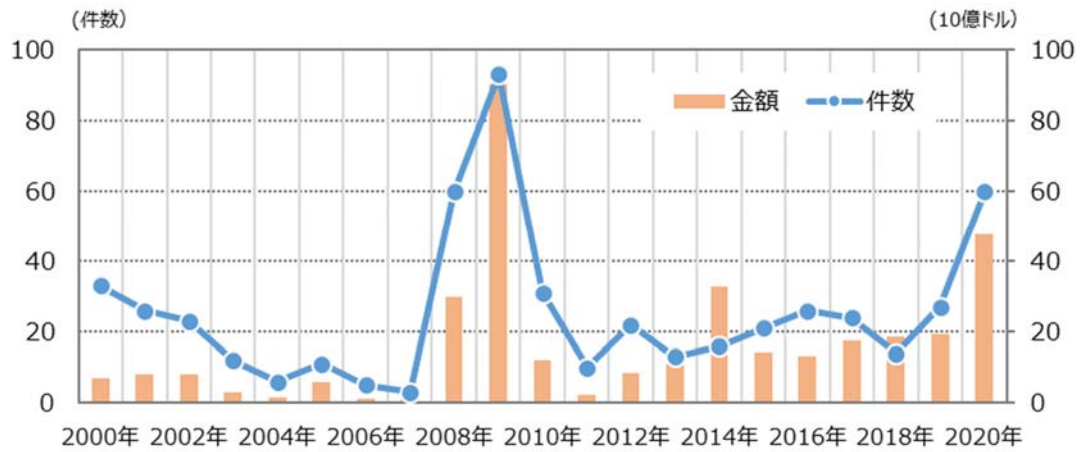
(出所)S&P

A 格以上のトランシェを中心に CLO のデフォルト率が低位にとどまっている背景には、CLO は他の証券化商品と異なり、運用マネジャーがアクティブに銘柄選定を行うことができるため、リスクの高いローンを一定程度回避していることが影響していると考えられます。

なお、CLO の裏付資産である企業向けローンの米国におけるデフォルト状況を見てみると、2020 年は新型コロナウイルスの感染拡大による影響からデフォルト件数・金額は増加しましたが、政府・中銀による大規模な政策対応等を背景に、その水準は金融危機時を下回る水準に留まっています。

⁴ AA 格では過去に 1 件のみデフォルト(利払い停止)になった銘柄は存在しますが、デフォルト後に元本は戻ってきたため、元本毀損は生じていません。

図表 8. 企業向けローンのデフォルト件数・金額



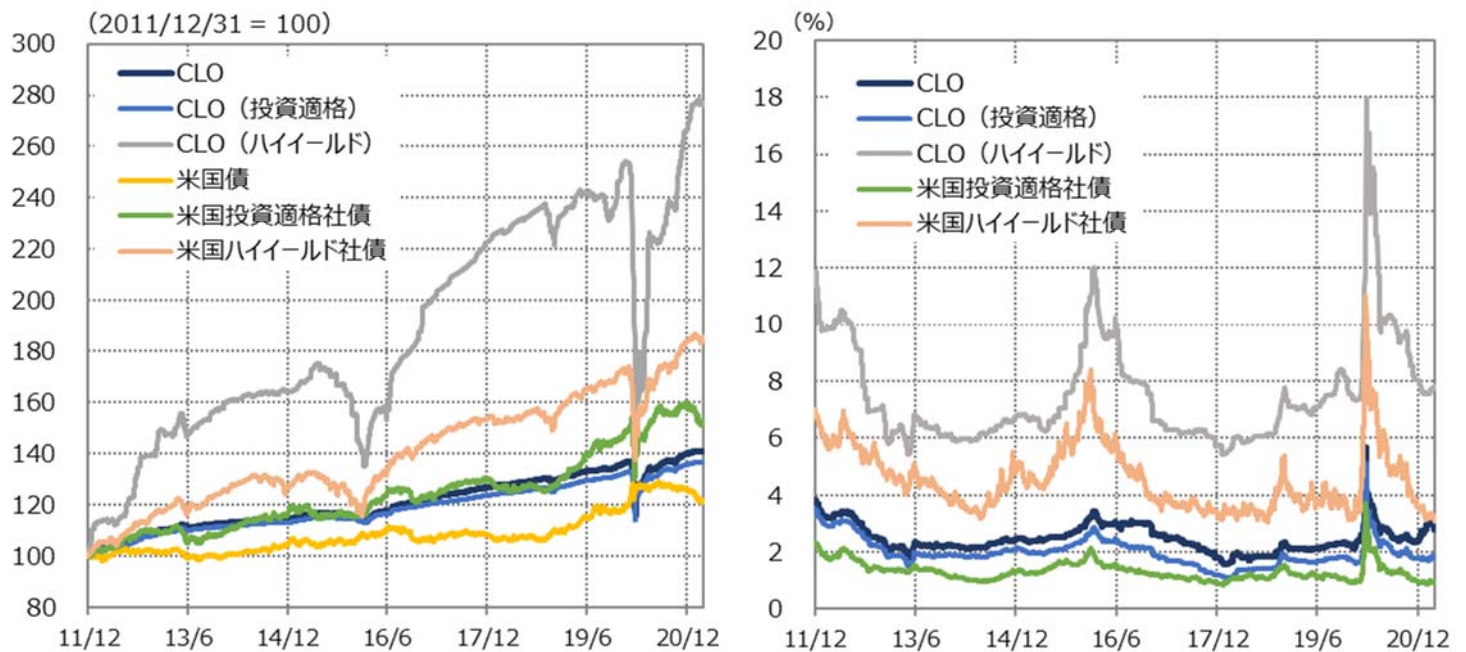
(出所) J.P.Morgan

3. CLO のパフォーマンスと特性

(I) CLO のパフォーマンス

代表的なインデックス⁵に基づくパフォーマンスをみると、CLO は安定的に米国債を上回るパフォーマンスを示してきました。しかし、2020 年 3 月に新型コロナウイルスの感染拡大により世界的な景気後退懸念が高まり、企業の信用リスクへの警戒感が高まったことや、金融市場における流動性が低下したことなどを背景に、CLO は一時的に大きく下落する展開となりました(図表 9)。

図表 9. CLO のパフォーマンス(左)とスプレッド(右)



(出所) Bloomberg

2020 年の CLO をはじめとするクレジット資産の急落には、従前から「米国の企業債務の増大が第 2 の金融危機を招くのではないか」との見方があったことが影響した可能性があります。2008 年の金融危機以降、緩和的な金融環境や、景気回復下での M&A 等への資金需要の高まりなどを背景に、米国では企業債務が増加基調にありました。特に、信用力の低い企業への融資であるレバレッジドローンの残高増加については、IMF や FRB 等が繰り返し警告していたこともあり、クレジット市場が新たな金融危機の発端として意識されやすかったものと考えられます(図表 10)。

⁵ 参照インデックス CLO: JP モルガン CLO Total Return Index、米国投資適格社債: Bloomberg Barclays US Corporate Investment Grade Index、米国ハイイールド社債: Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index、米国債: Bloomberg Barclays US Treasury Index

図表 10. 米国の企業・家計債務



(出所) Bloomberg

(II) 運用実績が示唆する CLO の特性

CLO のリスクは投資適格社債やハイイールド社債と比べて相対的に低位となっています。特に、投資適格級の CLO は、米国債と比べてもリスクは低位である一方、相対的に高い利回りの享受が期待されることなどを背景にリターンは米国債を上回る水準となっています(図表 11)。

図表 11. CLO のパフォーマンス比較 (ドルベース) (2011 年末～)

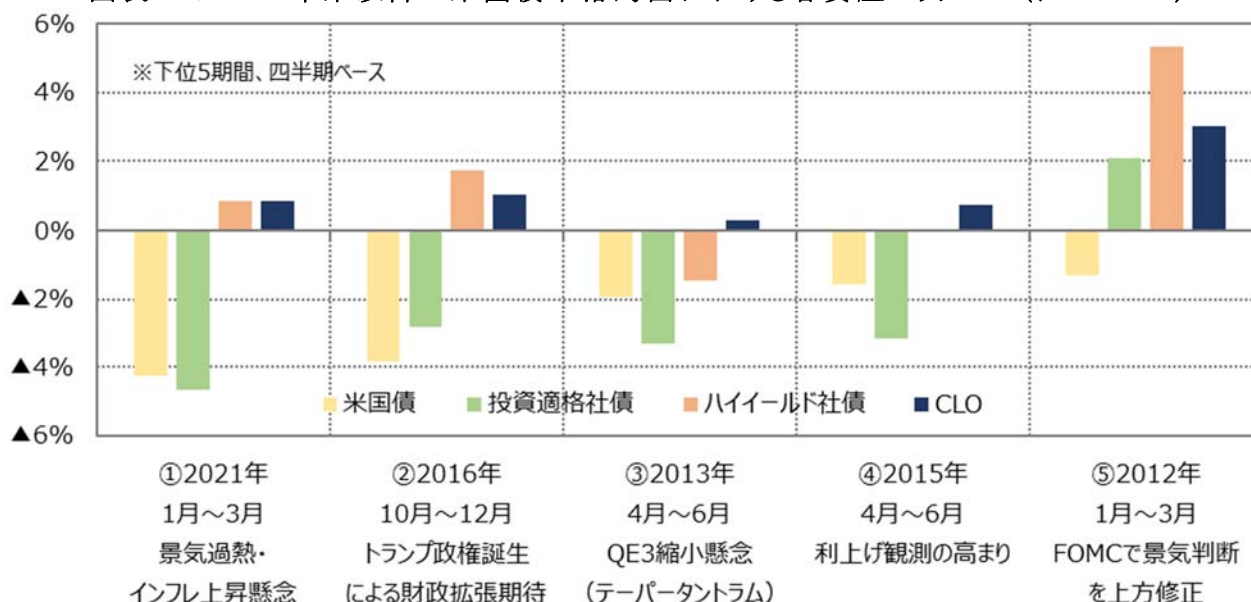
	CLO	CLO (投資適格)	CLO (ハイイールド)	米国債	米国投資 適格社債	米国ハイイールド 社債
累積リターン	40.86%	36.53%	177.13%	21.22%	52.26%	85.05%
年率リターン	3.77%	3.42%	11.65%	2.10%	4.65%	6.88%
リスク	3.77%	3.16%	16.65%	3.64%	5.31%	6.86%
運用効率	1.00	1.08	0.70	0.58	0.88	1.00
米国債との相関	▲ 0.32	▲ 0.31	▲ 0.31	-	0.46	▲ 0.20
平均スプレッド	2.48	1.99	7.54	-	1.33	4.57
平均デュレーション	2.84	-	-	5.99	7.41	3.94

(出所) Bloomberg

同一格付の社債等と比較した場合、CLO は複雑な証券化構造を反映し、スプレッドは相対的に高い水準にあります。一方、コールによる償還等を背景とした短いデュレーションや、裏付資産のレバレッジドローン運用マネジャーが局面に応じて入れ替えることができることなどを背景に、リスクは相対的に低い水準にあるため、CLO はリスク対比で効率的にリターンを追求することができる資産と考えられます。

また、CLO の裏付資産であるレバレッジドローンは変動金利であることが多いことから、CLO の多くも変動金利となっています。変動金利型の資産は、一般的に固定金利型の資産よりも金利変動による価格変動が小さくなる傾向にあるため、CLO は金利上昇リスクに対する耐性が高い資産となっています(次ページ、図表 12)。クレジット資産の中では、投資適格社債は米国債と正の相関関係にあるのに対し、CLO はハイイールド社債と同様に負の相関関係にあり、特に 2011 年末以降の米国金利の上昇局面(米国債のリターン悪化局面)で見ると、CLO はすべての局面においてプラスのリターンとなっています。

図表 12. 2011 年末以降の米国債下落局面における各資産のリターン(ドルベース)



(出所) Bloomberg

4. CLO 市場の見通し

米国では、2021 年 3 月に新型コロナウイルス対策のための「2021 年米国救済計画法」が成立したことに加え、3 月下旬にはバイデン政権の成長戦略の第1弾としてインフラ投資を中心にした経済対策案が、4 月下旬には第2弾として育児や教育支援などを軸とした経済対策案がそれぞれ公表されています。また、FRBは2023年末までゼロ金利政策を維持する方針を表明しており、米国では大規模な財政政策と金融政策が継続しています。こうしたなか、新型コロナウイルスのワクチンの接種も着実に進展しており、新型コロナウイルスの感染拡大による影響が最も甚大であった業種であるレジャーや小売セクターを中心に、雇用は回復傾向にあります。CLOの裏付資産であるレバレッジドローンのデフォルト率は、一時的に大きく上昇したものの、今後は実態経済の回復と共に、さらなる回復が期待されます。

上記景気回復期待の高まり等を背景に、投資家のリスクセンチメントは良好であり、相対的に魅力的な利回り水準を有する CLO 市場は、引き続き底堅い値動きが継続するものとみています。また、景気回復期待が高まるなか、金融市場では、インフレ懸念や将来的な金融引き締め懸念等を背景に金利上昇懸念が熾っています。その点、CLOは金利上昇リスクにも耐性のあるインカム資産であることから、金利上昇リスクのヘッジとしての需要の高まりも CLO 市場を下支えする公算です。

一方で、CLO 市場では 2020 年 3 月の急落以降、堅調なパフォーマンスを示してきたことから、一部の銘柄においては割高な水準となっている点には留意が必要だと考えます。特に、景気回復期待の高まり等を背景に、相対的に格付の低い CLO のスプレッドは急速に縮小してきましたが、今後は CLO マネジャー間の選別の重要性が高まるものと考えます。

特別勘定特約に関する重要なお知らせ

※本お知らせは保険業法第300条の2に準用される金融商品取引法第37条にもとづき、特別勘定特約に関して表示すべき広告等規制に関して記載するものです。

【手数料について】

- ・特別勘定特約に関する手数料(付加保険料)のうち、指数連動型配当口に関する手数料を除いた部分は、当社が引受けるご契約者の年金資産(責任準備金)のうち特別勘定部分の経過責任準備金を各口ランクごとの金額に分け(円貨建株式口は1型・2型を通算)、それぞれに所定の手数料の率を乗じて得た金額の合計額を毎年ご負担いただきます。
- ・以下の手数料率表については、経過責任準備金ランクの上限および下限のみ記載しております。
- ・指数連動型配当口に関する手数料(付加保険料)は、指数連動型配当口設定時の責任準備金の額に0.280%を乗じて得た金額を毎年ご負担いただきます。

■手数料率表

●確定給付企業年金保険 ●新企業年金保険(Ⅱ)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイ ブリッド型	年金債務 対応 総合口	ヘッジ外 債総合口 Ⅰ型	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.600%	0.600%	0.700%	0.590%	0.590%	0.640%	0.745%	0.450%	0.700%	0.400%	0.750%	0.750%	0.800%	0.500%	0.800%	0.050%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.320%	0.210%	0.210%	0.260%	0.365%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%
●厚生年金基金保険	総合口	第2 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイ ブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口		
手数料上限 (10億円以下の部分)	0.440%	0.440%	0.430%	0.430%	0.480%	0.330%	0.520%	0.400%	0.550%	0.550%	0.600%	0.500%	0.600%	0.050%		
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%		
●厚生年金基金保険(Ⅱ)	総合口	第2 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイ ブリッド型	年金債務 対応 総合口	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口		
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.600%	0.600%	0.590%	0.590%	0.640%	0.450%	0.700%	0.400%	0.750%	0.750%	0.800%	0.500%	0.800%	0.050%		
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.210%	0.210%	0.260%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%		
●新企業年金保険(「保険料に 係る特別な取扱いに関する特 則」が適用されている場合)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイ ブリッド型	年金債務 対応 総合口	ヘッジ外 債総合口 Ⅰ型	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.830%	0.830%	0.930%	0.820%	0.820%	0.870%	0.975%	0.620%	0.970%	0.400%	1.030%	1.030%	1.120%	0.500%	1.120%	0.050%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.220%	0.220%	0.320%	0.210%	0.210%	0.260%	0.365%	0.155%	0.230%	0.110%	0.230%	0.230%	0.240%	0.210%	0.240%	0.050%
●新企業年金保険(「保険料に 係る特別な取扱いに関する特 則」が適用されていない場合)	総合口	第2 総合口	第3 総合口	債券 総合口	債券 総合口ハイ ブリッド型	年金債務 対応 総合口	ヘッジ外 債総合口 Ⅰ型	円貨建 公社債口	円貨建 株式口 1型・2型	円貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 公社債口	外貨建公 社債口為 替ヘッジ型	外貨建 株式口	外貨建 株式口 パッシブ型	外貨建 株式口 新興国型	短期 資金口
手数料上限 (1,000万円以下の部分)	0.670%	0.670%	0.770%	0.660%	0.660%	0.710%	0.815%	0.500%	0.790%	0.360%	0.835%	0.835%	0.910%	0.450%	0.910%	0.045%
手数料下限 (500億円超の部分)	0.180%	0.180%	0.280%	0.170%	0.170%	0.220%	0.325%	0.130%	0.190%	0.090%	0.190%	0.190%	0.200%	0.170%	0.200%	0.045%

※ 指数連動型配当口は確定給付企業年金保険、厚生年金基金保険(Ⅱ)、新企業年金保険(Ⅱ)をご契約の場合、採用いただくことができます。

※ 手数料=各口の合計

※ 消費税は別途申し受けます。

※ 上記のほか、資産運用の過程で売買の際に発生する売買委託手数料や、売買委託手数料に関する消費税に相当する金額、先物取引・オプション取引等に要する諸費用を運用費用の一部として間接的にご負担いただきます。なお、売買委託先、売買金額等によって手数料率が変動する等の理由から、これらの計算方法は表示しておりません。

※ 運用効率の観点等から投資信託による運用を行う場合、投資信託に係る信託報酬を運用費用の一部として間接的にご負担いただきます。なお、信託報酬については投資信託の運用会社や投資対象資産によって手数料率が異なる等の理由から、計算方法を表示しておりません。

※ 上記の手数料には、一般勘定(主契約)の付加保険料、制度管理等に係る各種業務委託費、年金数理人費は含まれておりません。

【特別勘定特約の運用方法について】

・第2総合口の投資対象である新興国国債、新興国株式、REIT(不動産投資信託証券)、債券総合口の投資対象である先進国国債(日本含む)、新興国国債、グローバル社債、債券総合口ハイブリッド型の投資対象である先進国国債(日本含む)、新興国国債、および年金債務対応総合口の投資対象である為替ヘッジ外債、グローバル社債、国内株式、外国株式は、私募投資信託を用いて運用を行います。また、ヘッジ外債総合口Ⅰ型はマーサー・グローバル・インベストメンツ・ヨーロッパ・リミテッドが運用する外国投資信託、指数連動型配当口はシンプレクス・アセット・マネジメント株式会社が運用する私募投資信託を利用します。投資対象の詳細については、「ご契約のしおり」および別途資料にてご案内申し上げます。

・年金債務対応総合口において想定する年金債務は、当社設定の標準的な企業年金の負債属性を前提にしており、お客さま個々の年金債務と必ずしも一致するものではありません。

【損失発生リスクとその発生理由】

・特別勘定特約は、一般勘定(主契約)の責任準備金(保険料積立金)の一部を特別勘定で運用し、この運用実績を直接、責任準備金(保険料積立金)に反映させる仕組みの商品です。

・特別勘定は、国内外の公社債、株式等を運用対象とするため、「株価の下落」「金利の上昇による債券価格の下落」「円高による外貨建資産価値の下落」等といった投資対象資産の価格下落リスクは責任準備金(保険料積立金)の下落要因となります。資産運用の結果は、その損失も含めてご契約者に帰属します。経済情勢や運用成果のいかんにより高い収益を期待できる反面、元本(特別勘定に投入された保険料の合計額)の保証はなく、運用実績が元本を下回ることがあり、損失を生じる可能性があります。

【ご留意事項】

・特別勘定における資産運用の成果がご契約者の期待どおりでなかった場合でも、当社または第三者がご契約者に何らかの補償、補填をすることはありません。

・特別勘定での運用はご契約者が特別勘定の特徴を十分理解した上で、ご契約者の判断と責任において行っていただく必要があります。

第一生命保険株式会社

東京都千代田区有楽町1-13-1

電話 03(3216)1211(大代表)