

「Morningstar LSTA 米国レバレッジド・ローン指数」は、クレジット市場の投資家の間で人気上昇中の資産クラスに焦点を当てます リスクがないわけではありませんが、バンクローンには利回り以上の価値があります

Morningstar Inc.
June 2024

Dan Lefkowitz
Strategist, Morningstar Indexes
dan.lefkowitz@morningstar.com

Katie Binns
Director of Fixed Income & Multi-Asset,
Morningstar Indexes
katie.binns@morningstar.com

Elizabeth Templeton
Associate Product Manager,
Fixed Income & Multi-Asset,
Morningstar Indexes
elizabeth.templeton@morningstar.com

<https://indexes.morningstar.com/>

かつてはニッチな資産クラスであったバンクローンが今や主流になっています。「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」で測定すると、広くシンジケートローンからなるバンクローン、それらは一般的にはシニア担保付コーポレート・デットとして組成されますが、その市場価値は過去10年間でほぼ倍増しています。米国では、この資産クラスの規模は今ではハイイールド債を上回っています。レバレッジド・ローンは、投資適格未満の社債と多くの共通の特性を持つため、ハイイールド債と比較することは適切であると言えます。どちらもクレジット市場の投資家から高い人気を得ています。

一方、この2つの資産クラスの間に決定的な相違点があることが重要な意味を持ちます。レバレッジド・ローンがその特性ゆえに変動金利であるのに対し、ハイイールド債は一般的に固定金利であるため、国債利回りの変動に対する価格の感応度が高くなります。例えば、2022年に米国フェデラル・ファンド金利が4パーセント超上昇し、国債の利回りがそれに追隨したとき、「Morningstar米国ハイイールド債券指数」²のトータル・リターンは11%以上下落しました。対照的に、その年のレバレッジド・ローン指数の下落率は1%未満にとどまりました。またその間、レバレッジド・ローンの利回りは2桁台に上昇しました。

バンクローンはリスクがないわけではありません。15年前の世界金融危機、そして2020年3月の“パンデミック・パニック”時には、経済変動に対する感応度の高さが露呈しました。とはいえ、ローンは分散投資の観点から魅力があります。多くの投資家は、この資産クラスに戦術的（短期目的で機動的）に資産を配分するのを好みますが、戦略的な資産配分を検討する理由があります。

要約

- レバレッジド・ローン市場は、プライベート・エクイティに支えられている借り手の資金調達需要とローン担保証券 (CLO) に対する需要の恩恵もあり、著しい成長を遂げました。一部の投資家は、この資産クラスをプライベート・クレジットに配分する予定の資産の待機場所として活用しています。
- 金利上昇の恩恵をうけて、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」の最終利回りは、「Morningstar米国ハイイールド債券指数」の利回りを150ベース・ポイント以上上回っています。
- 信用リスクがあるのは、バンクローン資産クラスの欠陥ではなくそのように設計されているからです。「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」構成銘柄の信用リスク特性は、ハイイールド債券指数のそれよりも劣ります。そのため、同指数は、過去15年間においてボラティリティはハイイールド債券指数に比べて総じて低かったものの、景気後退時や経済悪化局面では大きく下落しました。
- Morningstar マネジャー・リサーチの研究によれば、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」は国債との相関が低いことが分かりました。このため債券ポートフォリオの資産配分においては戦略的資産クラスとして魅力的です。

1 指数メソッドロジーの詳細については、「[Construction Rules for Morningstar Leveraged Loan Indexes.](#)」をご覧ください。

2 指数メソッドロジーの詳細については、「[Construction Rules for Morningstar Bond Indexes.](#)」をご覧ください。

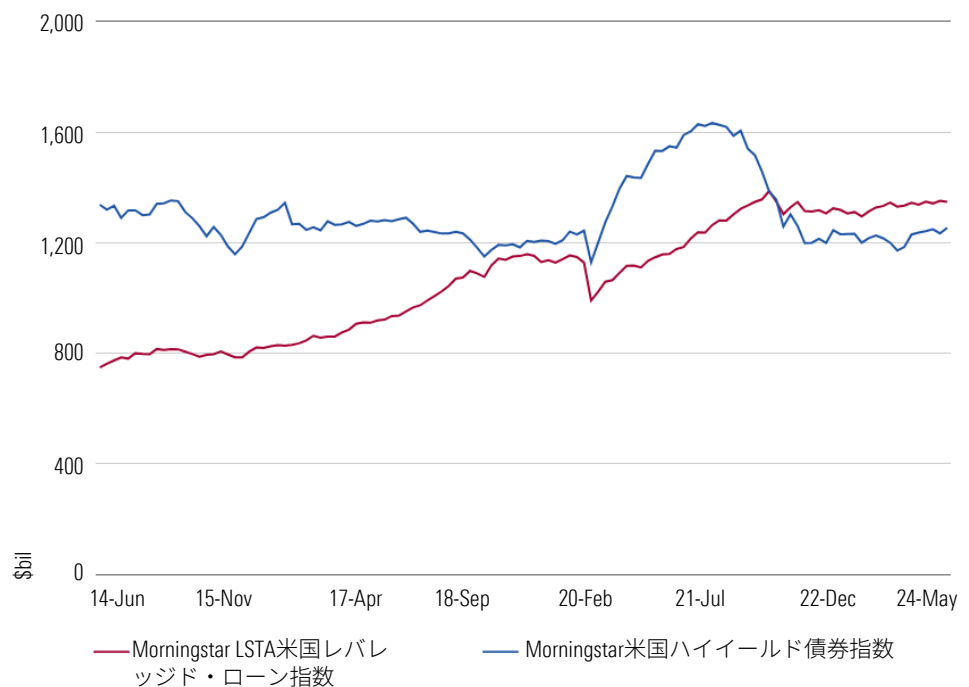
金利上昇時におけるレバレッジド・ローン

資金調達が必要な企業にとって、クレジット・ファシリティ(信用供与枠)の一種であるシンジケート・ローンは実に魅力的です。伝統的なクレジット・ラインの設定による借入に比べると、シンジケート・ローン(複数の貸し手がグループ(融資団)として借り手である企業にローンを提供する手法)は、一般的にコストが低くなります。これは特に信用力が投資適格未満の借り手に当てはまります。銀行あるいはその他の資金提供者からのローンは、合併や買収(M&A)、企業のバランスシート(負債・資本)の再構成、負債の借り換えのための資金、および、運転資金として用いることができます。ローンは有担保で、最も一般的には売掛債権によって担保されており、堅固なセカンダリー市場も確立されています。レバレッジド・ローンの借り手企業の多くはプライベートエクイティ企業によって保有されています。

投資家にとっても、この資産クラスには多くの魅力的な点があります。ほとんどのローンは優先担保付であるため、資本構成において債券よりも優位にあります、つまりローンの返済が優先されます。また、変動金利商品なので、金利が上昇すると価値が棄損する債券と異なり、ローンの利率は資金調達コストに連動します。ローン担保証券、つまり、レバレッジド・ローン債権のプールを保有・管理するために設立された特別目的事業体が、投資家の需要の主要な源泉となります。プライベート・クレジットに実際に資金を配分できるまで“ドライパウダー”(投資待機資金)を置いておく投資家も含め、クレジットの投資家にとって、レバレッジド・ローンは都合の良い待機先となっています。

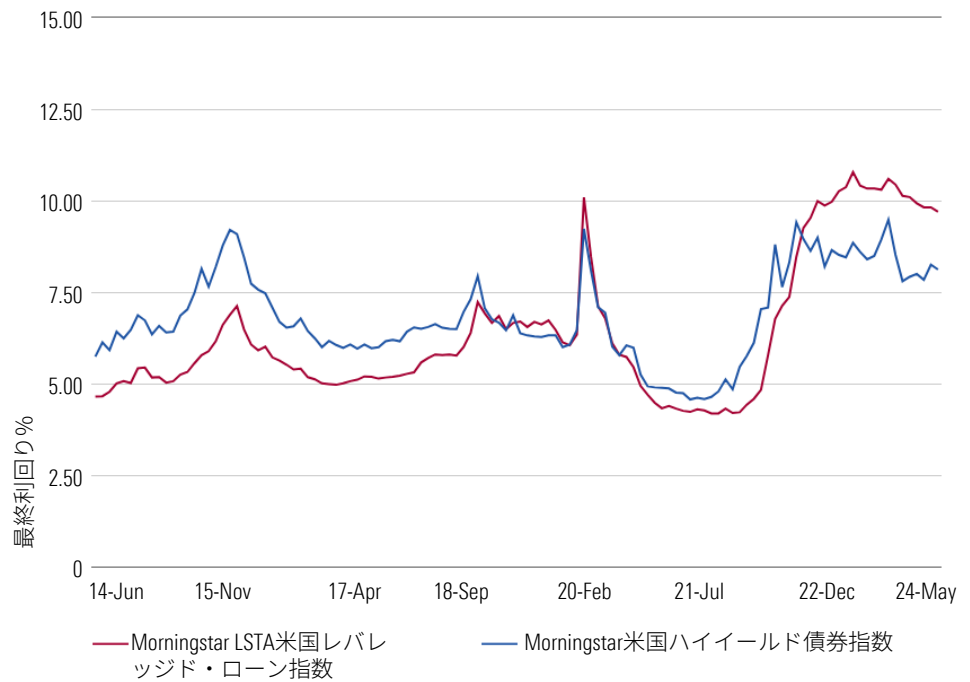
図表1にあるように、パンデミック後のインフレの高止まりをうけて2022年3月に始まった積極的な利上げ以前から、この資産クラスは米国で大幅に拡大しています。ハイイールド債市場が10年前とほぼ同じ規模であるのに対し、「Morningstar米国レバレッジド・ローン指数」で測ったレバレッジド・ローン市場の市場規模は過去10年間に2倍近く拡大しました。同指数は、現在およそ1,500本のローンファシリティで構成されています。業界は多岐にわたります。借り手企業には、Cloud Software Group、Bausch Health Companies、Whataburgerが含まれています。

図表1 米国レバレッジド・ローン市場の規模は、今ではハイイールド債を超えている(各指数の市場価値に基づく)



金利上昇は、レバレッジド・ローンの利回りに劇的な影響を及ぼしました。金融危機後長年続いた低金利下では、利回りはハイイールド債が同ローンを上回っていました。しかし、図表2が示すように、2022年3月始まった米連邦準備制度理事会 (FRB) によるインフレ抑制のための金融政策によってローンの利回りは急上昇しました。“クーポン・クリッパー” (高い金利を求める投資家) は2桁の利回りを何カ月間も享受することができたのです。

図表2 金利上昇がレバレッジド・ローンの利回りに劇的な影響を及ぼした



出所: Morningstar Direct. Morningstar指数最終利回り%. データは2024年5月31日現在

レバレッジド・ローンはリスクがないわけではない

実際のところ、レバレッジド・ローンが信用リスクを抱えるのは、欠陥ではなくそのように設計されているからです。シンジケート・バンクローンのごく一部は投資適格格付けが付与されていますが、図表3にあるとおり、現在、「Morningstar米国レバレッジド・ローン指数」の構成資産の3分の2はシングルBに格付けされています。この指数の信用リスク特性は「Morningstar米国ハイイールド債券指数」よりも劣っています。

図表3 レバレッジド・ローンはハイイールド債よりも信用リスクがある

信用格付け内訳	Morningstar LSTA米国 レバレッジド・ローン指数 (%)	Morningstar米国 ハイイールド債券指数 (%)
AAA	0.00	0.00
AA	0.00	0.00
A	0.00	0.00
BBB	6.38	0.00
BB	22.05	51.74
B	62.63	36.32
CCC	6.24	10.98

出所: Morningstar Direct. データは2024年5月31日現在

この信用リスク特性は、レバレッジド・ローンの動向にどのように反映されたのでしょうか？経済が悪化する局面では、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」は大きく下落する傾向があります。2008年の世界金融危機とその後の大不況はこの資産クラスに大きな打撃を与え、同指数はこの年29%下落し、「Morningstar米国ハイイールド債券指数」の24.7%よりも厳しい下落となりました。対照的に、米国の株式市場が37%を超えて下落する中、安全資産とされる国債に投資家が押し寄せ「Morningstar 米国コア債券指数」は2008年に6%近く上昇しました。

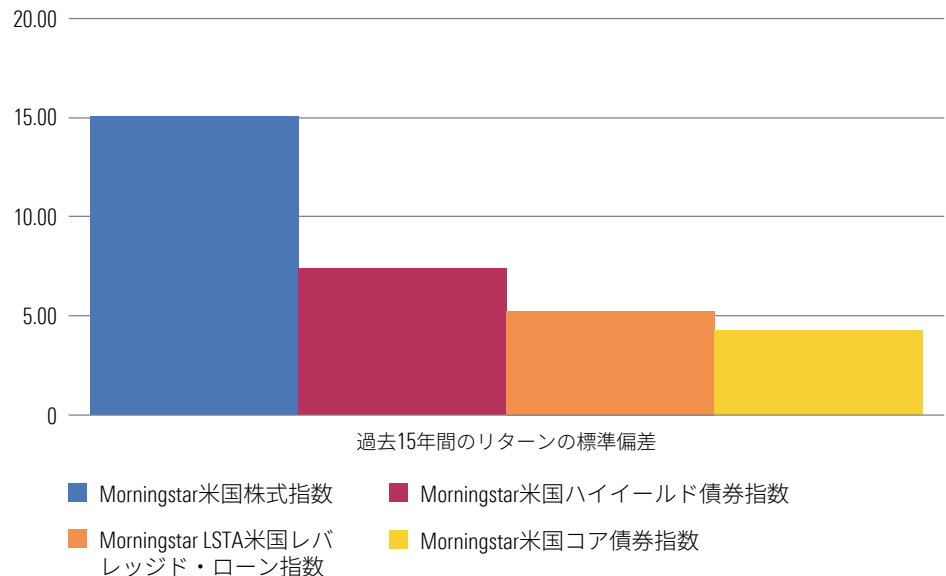
新型コロナウイルスが引き起こした社会的なロックダウンが経済を景気後退に陥れ、パンデミックバニクが市場の混乱を招いた2020年の第1四半期にもこれと同じことが起こりました。レバレッジド・ローンとハイイールド債は、ともに同四半期13%近く下落、株式は20%超下落しましたが、「Morningstar 米国コア債券指数」は3%以上上昇しました。この4つの資産クラスはすべて、年末までに上昇に転じています。

2022年の場合は違いました。世代を隔てて再来した高インフレとそれに対する積極的な金融政策を受けて、株式も債券も大幅に下落しました。この年、レバレッジド・ローンは、債券に比べ健闘しました。変動金利であることが、急激な金利引き上げによる影響の緩衝材となったのです。

1999年から現在に至るまで、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」の年率リターンがマイナスになったのは3度だけです。最初は2008年、そして2015年のマイナス0.7%、直近では2022年のマイナス0.8%です。「Morningstar米国ハイイールド債券指数」は同じ年にマイナス圏に転落しさらに2000年と2018年もマイナスとなりました。

信用リスクが総じて高いのにも関わらず、バンクローンのボラティリティはハイイールド債に比べ低い水準にあります。図表4が示すように、過去15年間において、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」のリターンの標準偏差は、標準偏差が株式のおよそ半分である「Morningstar米国ハイイールド債券指数」よりも低くなっています。国債の構成比率が高い「Morningstar 米国コア債券指数」は安定的に推移しています。

図表4 レバレッジド・ローンの変動幅はコア債券に比べ大きいものの、ハイイールド債に比べると小さい



出所: Morningstar Direct. ドル建てトータル・リターンリターンデータの過去15年間の標準偏差。データは2024年5月31日現在

戦略的資産配分におけるレバレッジド・ローン

多くの場合、レバレッジド・ローンには、戦術的な手法に基づいて資産が配分されます。インカムを重視する投資家が高い利回りを追い求めるのは自然な衝動です。この資産クラスは、ハイイールド債やプライベート・クレジットに対するこの資産クラスの相対的なリスク・リターン特性を比較検討している多くのクレジット市場の投資家にとって投資機会集合の一部にもなっています。プライベート・クレジット投資は時間がかかることがあるため、レバレッジド・ローンは“ドライパウダー”の一時的な待機先として選択されることがあります。

しかし、Morningstar マネジャーリサーチもまた、レバレッジド・ローンの戦略的な活用事例を挙げています。2023年10月に発行した“Sharpening Fixed Income Portfolio Allocations”³というレポートでは、2000年以降のMorningstarの指数データを用いて、投資家が適切なリスクとリターンのバランスを取るために、米国に焦点を当てた一連の「シャープ(レシオ)最適化ポートフォリオ」を紹介しています。図表5にあるように、株式比率の制約のない最適化ポートフォリオでは、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」の構成比率を「Morningstar米国国債指数」と等しい30%としています。

図表5 Morningstarマネジャー・リサーチによる、制約のないシャープ最適化ポートフォリオは資産の30%をレバレッジド・ローンに配分

指数名	ウェイト (%)
Morningstar 米国株式指数	5
Morningstar米国社債指数	0
Morningstar米国ハイイールド債券指数	3
Morningstar米国モーゲージ証券指数	26
Morningstar米国国債指数	30
Morningstar新興国コンポジット債券指数	6
Morningstar LSTA 米国レバレッジド・ローン指数	30

出所: Morningstar Direct. ドル建てトータル・リターンリターンデータの過去15年間の標準偏差。データは2024年5月31日現在

同論文の筆者であるMorningstarのMaciej KowaraとAlec Lucasは、研究結果について次のように説明しています：

「最適化ポートフォリオは、国債、不動産担保証券、バンクローンをポートフォリオの主要な構成要素にしました。これは、全期間を通じて国債は、バンクローンと負の相関（相関係数マイナス0.3）があり、エージェンシー債との間には弱い相関（同マイナス0.05）があるためです」

この研究が過去のデータに基づくものであることを認めたくえで、著者はこう続けています：

「過去のことが未来に繰り返起こることはないでしょうが、シャープ（レシオ）最適化ポートフォリオを構築するためにリサンプリング（再標準化）された過去のデータを用いることは、資産クラス間の重要な関係の要素が維持されることを前提としています。バンクローンと国債の負の相関が続くことはないかもしれませんが、相関が高まる可能性は低いでしょう。バンクローンの利率は、その設計上、金利が上昇して国債の価格が下落する局面では上昇します」

レバレッジド・ローンの現在の利回り水準が続くとは限りません。とはいえ、インフレと金利の行方を予測するのは至難の業です。経済の悪化は繰り返し現れるリスクであることに変わりはありませんが、「Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数」は、インカムの源泉としてだけでなく、ポートフォリオの分散を図るという魅力的な役割を果たすことができる、成長を続ける資産クラスに焦点を当てています。

Morningstar Indexesについて

Morningstar Indexesは、進化し続ける投資家の皆様のニーズに対応し、最先端の商品やサービスで投資家の皆様を支援するために設立されました。透明性が確保され、投資家に焦点を当てたデータとリサーチのリーダー的存在として我々が築いてきた豊富な経験を活かし、主要な資産クラス、スタイル、投資戦略の選択の幅を広げ、個人投資家、機関投資家、ウェルスマネジャー、アドバイザーの皆様が、それぞれの目的に合う投資機会を見いだせるよう独自の手段を備えています。伝統的指数や独自のIPを活用した指数から、インデックスの設計、算出、配信サービスまで、当社のソリューションは、投資家自身と同じくらい多様な投資環境に及びます。

さらなる情報についてはindexes.morningstar.comをご覧ください。

お問い合わせ

indexes@morningstar.com

この資料は英語で作成された資料の翻訳版です。日本語版と英語版との間で相違がある場合は英語版をご参照ください。
英語版は[こちら](#)に掲載されています。

© 2024 Morningstar, Inc. All Rights Reserved. 本レポートに記載されている情報、データ、分析、意見は、(1) モーニングスターの専有情報が含まれます、(2) コピーならびに再配布はできません、(3) モーニングスターによる投資助言ではありません、(4) 情報提供のみを目的としたもので、銘柄の売買を推奨するものではありません、(5) 情報の正確性、完全性や的確性を保証するものではありません。モーニングスターは、1933年の連邦証券法に基づく「専門家」と見なされることに同意していません。モーニングスターは、法律により定められている場合を除き、本レポートの情報、データ、分析、意見を利用して行ったいかなる投資の判断、損失、損害に責任を負いません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。投資判断においては、あなた自身の財務状況、投資目的、リスクプロファイルを元に、その投資があなたに適したものであるかご検討ください。投資の前には、必ずご自身の財務アドバイザーにご相談ください。

MORNINGSTAR