

ローンはインカム収入を得る上で債券の良好な代替手段となるか？

2017年1月



金利が上昇する環境では、伝統的な債券資産は投資対象として魅力が薄いように見えるかもしれませんが、では、ローンは債券の魅力的な代替投資先となり得るのでしょうか？BNY Mellonのグループ会社であるアルセントラのポートフォリオ・マネジャー、グラハム・レインボーが説明します。

インフレ圧力が高まる可能性がある環境では、ローンは資産クラスとして魅力的な投資先となるか？

欧州では数年以内に金利が上昇する可能性があります。今後12-18ヶ月でそうした場面が訪れるとは考えられません。

ローンについてももう少し具体的に考えてみましょう。通常、私たちが投資するローンは、新発ローンについては満期が7年で、金利は1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月ごと一普通は契約の際に借り手が選択する一に見直されるものが対象となりますが、大半のローンは3年から4年以内に返済されます。私たちは投資家として、単純に満期あるいはそれよりも早い時期に元本が戻ってくるものと考えています。

しかも、銀行は依然として投資適格クラスの企業に0.1%-1.0%程度の低い金利でローンを貸し出しているため、私たちは金利がLIBORに3.5%-6.0%上乗せした水準に達する投資適格クラス以下の借り手を対象とするローンに投資することになります。ここで話しているのはこうしたローンについてです。もう一つの特徴は、それらは流動性のない「直接貸し出し」商品だということです。直接貸し出しは銀行が資本面の制約から貸し出しを抑えていることで生じるギャップを埋める役割を果たしているため、より魅力的な金利でミドルマーケットに貸し出す機会が生まれます。

しかしながら、それは流動性が全くないという欠点も伴っています。何らかの問題が生じた場合、他には貸し手がいないため、ローンを売買することは不可能になります。

ローンと債券にはどんな違いがあり、欧州のローン市場はどの程度の規模があるか？

ローンの指数は組み入れ資産の規模が1,250億ユーロから1,800億ユーロで、指数によって異なります。流動性が必要な場合は米ドル建てローンに投資することができます。伝統的に、債券とローンの主な違いは、債券は金利が固定されており、以前はローンに比べて安全性が低かったことです。借り手がデフォルトに陥った場合（投資を避けるべきルール第1項目）、債券の回収率は30%-50%程度ですが、ローンは上位の担保が設定されているため平均的な回収率は70%前後に達します。今日ではハイイールド債にも上位の担保権が設定されているものが増え、それらの回収率は30%-50%を上回っていますが、それでも全般的に見ればローンの回収率は債券よりも高くなっています。そのため、明確な違いは固定金利か変動金利かという点で、世界的に金利が低下する環境においては債券が非常に好調なパフォーマンスを示しますが、どこかの時点でそのサイクルが幕を閉じることは間違いありません。

ローン市場は成長力を欠いているのか？

ローンはディフェンシブな性格を持っているため、過去7年間はローン市場へのアロケーションが高水準を維持してきました。過去2-3年は市場のテーマが変化しましたが、ローン市場には依然としてそれなりの資金が流入しており、この資産クラスに投資するファンドは大きく成長できる潜在力があります。今後5年間はローンの人気はさらに高まる見通しで、ニッチな投資というよりも一般的な投資対象となるでしょう。

ハイイールド債市場にはどれほど成長しているか？

欧州では過去数年間にハイイールド債市場が著しい成長を遂げ、ローンから債券への借り換えがある程度見られました。現在はどちらの商品も併存しています。ローン市場が成長する過程においては、銀行が市場から手を引き始める一方で、当社のような資産運用会社が徐々に銀行に取って代わって成長してきました。こうしたトレンドは今後も続く見込みです。2017年の新規発行については、慎重ながらも増加すると楽観的に見えています。しかし、それを除けば、借り手にとってローンの特徴の一つはハイイールド債のような制約が少なく、借り手としては上場企業よりもプライベートエクイティ会社が多いということです。彼らはハイイールド債よりも多少は柔軟な構造を持つローンを選好するかもしれません。そのため、ローン市場は今後も緩やかなペースで成長すると予想しています。

デフォルトは主なリスクか？

リスクに関して言えば、テクニカルよりもファンダメンタルな側面を注視する必要があると感じています。2008/2009年の金融危機時のファンダメンタルなデフォルト率や、当時何が起きたかを振り返れば、あまりにも多くの企業が過剰な債務を抱えて危機に突入しました。世界には経営不振の企業があふれ、企業利益は落ち込み、債務は増大し、企業は担保条項を守ることができず、デフォルト率がピークに達しました。危機以降に発行されたローンや債券のデフォルト率は1%程度に過ぎず、危機以降のデフォルトは依然として危機以前に組成されたローンや問題を抱えた企業に集中しています。それらの企業はビジネスモデルが崩壊していますが、私たちはそうした企業には手を出しません。

新発ローンは資本構成が好ましいものが多く、デフォルトに陥る可能性も低いと思われます。

次にテクニカル面では、もし市場でやむなく売却を強いられたとすれば、2008年第4四半期は非常に厳しい時期でした。そうした売り手がいたため、デフォルトが広がる前に価格が下落しました。今日の戦略はそれと同じような売りが出ないよう構築されている上、欧州ローン市場にはETFが存在しないため、ボラティリティははるかに低く抑えられており、テクニカル面はより強力になっています。そのため、主なリスクは依然としてデフォルトであり、クレジットの選択やモニターが引き続きカギを握る要因となります。しかし、もう一度厳しい下げ相場が訪れたとしても、今日のローン市場は2008年に比べ環境が改善しており、他の資産クラスよりもボラティリティが低くなると思われます。

今アルセントラに投資すべき理由は何か？

当社の強みはアクティブ運用、ファンダメンタルなボトムアップ型のクレジット選択、豊富なアナリストや経験です。欧州では今後12-18ヶ月のうちに金利が引き上げられるとは考えられません。注目すべき点は、投資適格クラスの債券からローンへのシフト（前者からリターンは得られないため）、米国から欧州へのシフト（投資家が投資先の分散を求めているため）、そしてキャッシュからローンへのシフト（キャッシュの利回りに何が起きているかを見れば分かる）が起きる可能性があることです。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号

〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会

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