



ブライツ・アセット株式会社

# クレジットリスクを見る方法

## ハイ・イールド債券インデックスと投資信託・ETFの基準価格

FRBは3月3日に0.5%の緊急利下げを行いました。一部の市場関係者からは株式市場を守る目的というよりはクレジット市場を守るために予防的に緊急利下げに踏み切ったとの見方が出ています。では、どこを見れば、クレジット市場のリスクを計ることができるのでしょうか？簡易的にクレジット市場の推移をみる方法としては、ハイ・イールド債券インデックスを見れば、どの程度リスクがかかっているかを判断することができます。CLO投資の危険性についているんなところからリスクが指摘されています。CLOについて簡単に解説させていただきます。クレジット市場の中でもっともリスクの高い商品に投資を行っている投資家は、ヘッジ・ファンドとBDCと言われています。日本にはBDCに投資を集中している投資信託が存在しています。ヘッジ・ファンドと違い、BDC投信やアメリカのETFの基準価格は毎日更新されているので、当該ファンドの基準価格を見ていればどれくらいクレジット市場にストレスがかかっているのを見ることができます。ETFに至っては、日中も取引されているので、クレジット市場のストレス度合いを測るには都合がいいと思います。

株が昨日で底打って急上昇してほしい（願望）

株式の調整幅（200日：2σ、3σ）達成とFRBのレポ枠拡大でいったん底打ち期待。

マーケティングセールス部

2020/03/10

金融商品取引業者：ブライツ・アセット株式会社  
登録番号：関東財務局長（金商）第3102号  
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人金融先物取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会  
HP：www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

# クレジットリスクを見る方法

## ハイ・イールド債券インデックスと投資信託・ETFの基準価格

### 米国クレジット市場の見方

FRBは3月3日に0.5%の緊急利下げを行いました。一部の市場関係者からは株式市場を守るというよりはクレジット市場(社債市場)を守るために予防的に緊急利下げに踏み切ったとの見方が出ています。では、どこを見れば、クレジット市場のリスクを図ることができるのでしょうか？簡易的にクレジット市場の推移をみる方法としては、ハイ・イールド債券インデックスを見れば、どの程度リスクがかかっているかを判断することができます。

クレジット市場のなかでも、最もリスクの高いといわれている商品は、ハイ・イールド社債やレバレッジド・ローンとされています。そうした金融商品を仕組み仕立てにするCDOやCLOはさらにリスクの高い金融商品です。リーマン・ショックの際にもっとも価格が下落したのはサブプライム・ローンをストラクチャー化したCDOでした。現在は、レバレッジド・ローンをストラクチャー化したCLOが市場で大流行しています。CLOの中でも格付けの高いAAA格付け部分は世界中の大手銀行が投資を行っています。リスクの高いBB格付け部分やエクイティー部分は、ヘッジ・ファンドやBDCとされている特殊金融機関が主に投資を行っています。CLOがあまりにも大きな市場となっておりその過熱感から、IMFや国際決済銀行(BIS)はレポートで危険水域にあると警告し始めています。大統領選挙に立候補しているエリザベス・ウォーレン上院議員も銀行のCLO投資に対して警告を行っています。リスクが高まっているとされるCLOとはどんなものかを簡単に説明した後、どこをどのように見れば危機が迫っているのかを説明したいと思います。

クレジット市場の中でもっともリスクの高い商品に投資を行っている投資家は、上述の通りヘッジ・ファンドとBDCとされています。ヘッジ・ファンドの情報開示は遅く細かいところまで報告されません。一方、BDCについては米国内で小さいながらも市場が形成されています。日本にはBDCに投資を集中している投資信託やETFが存在しています。ヘッジ・ファンドと違い、BDC投信の基準価額は毎日更新されているので、当該ファンドの基準価額を見ていればどれくらいクレジット市場にストレスがかかっているのかが見ることができます。ETFであれば、日中も取引されているのでより早い情報を得ることが可能です。

FRBが利下げしたこと、いったんクレジット市場のパニックは避けられたとの報道が米バロンスから出ていました。Lipper Refinitiv dataによれば、2月26日までの1週間でハイ・イールド社債ファンドからは42億ドルもの資金流出があったようです。2月26日には、ブラックロック社のiShares iBoxx \$ High Yield bond ETF(ティッカー: HYG)からは16億ドルの流出があったようです。また、SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond ETF(JNK)からも8.9億ドルの流出があったようです。しかし28日以降の資金流出は縮小していたようです。こうしたファンドへの資金流入のデータは市場のセンチメントを占ううえで大切です。

<https://www.barrons.com/articles/the-panic-might-be-over-for-high-yield-bond-investors-51583168563>

ファンドの流出は3月9日も起こったと予想されるので、引き続きこうした情報も大切です。

## ハイ・イールド社債市場の見方

バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチが米国ハイ・イールド社債をインデックス化して毎日公表しています。ただしリアルタイムは有料なので一般投資家が見るには、セントルイス連銀のデータベースの中にある BofA 米国ハイ・イールド社債インデックスのトータルリターン・インデックス、利回り、スプレッドの推移、さらに低格付け部分インデックスのリターン・インデックス、利回り、スプレッドの推移を見ることから、どのくらい市場にストレスがかかっているのかを見ることが可能です。社債のリターンは、その商品特性上、売却がない限り毎日きり上がっていきます。売却があった場合、社債の金利は上がり価格は下落しリターンは悪化します。

参考までに、非投資適格とされるハイ・イールド社債の発行体について例を示します。フォード（B+）、ヒルトン・ホテル（BB+）、クラフト・ハイツ（BB+）、リーバイス（BB）、デル（BB+）、スプリント（B）、トイザラス（B-）、ドール（B-）といった企業がハイ・イールド社債を発行しています。

セントルイス連銀は各種社債市場のインデックスを掲載し毎日更新しています。

以下のアドレスから、社債関連インデックスの一覧表がみられます。

<https://fred.stlouisfed.org/categories/32413>

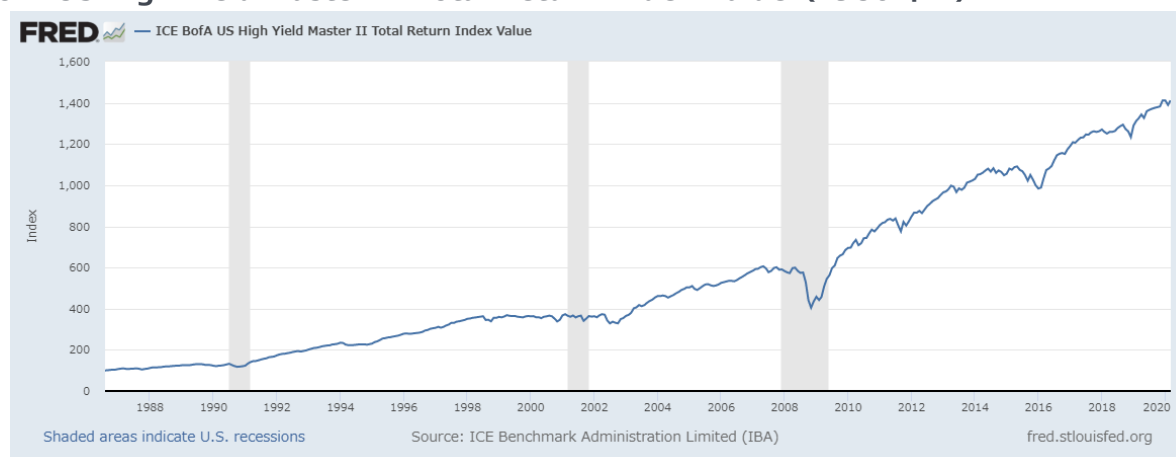
市場の利回り推移やスプレッド推移を見るには以下のページで一覧を確認することができます。

<https://fred.stlouisfed.org/categories/32348>

ハイ・イールド社債市場全体見るには、ハイ・イールド社債の総合インデックスは以下の通りです。

## ハイ・イールド社債インデックス

### ICE BofA US High Yield Master II Total Return Index Value (1986年～)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHYHOA0HYM2TRIV>

1986年8月からの推移を見ることが可能です。毎日更新されていますが、過去のインデックスに携わった経験からはどこまで細かく見ているか信頼性にかけますが大まかな全体の動きはよく分かると思います。33年間投資をしていれば資産は14倍になっていた計算になります。過去、リーマン・ショックの際（2008年）やチャイナ・ショックのあった2015～2016年には、リターンが大きく下落していました。2008年8月末から12月12日の安値までの間は約32%下落しました。2015年5月末から2016年2月11日の安値まで13%下落しました。また、2011年の欧州債務危機や2018年年末のFRBの利上げ期間終盤には、細かい調整期がありました。

今回2月21日から2月28日の安値までは、たった3%しか下落していませんでした。なので、クレジット市場がそれほど傷んでいるようには表面上は見えません。

## ICE BofA US High Yield Master II Total Return Index Value (5年間)

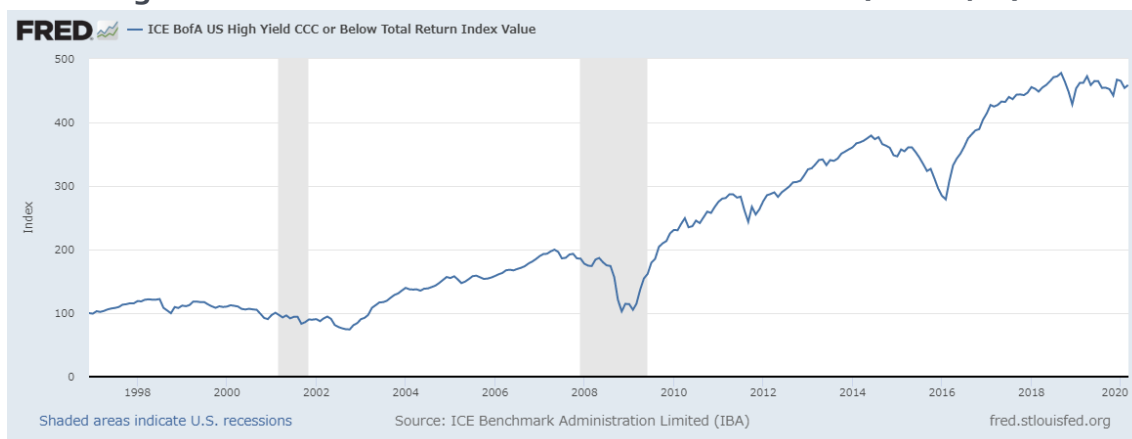


<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHYH0A0HYM2TRIV>

ハイ・イールド社債の格付けは、BB 以下です。さらに下の方は、B、CCC、D（デフォルト・債務不履行）と続きます。最もリスクの高い CCC 格付けおよびそれ以下の格付けで切り取ったリターンとスプレッドの推移は以下のチャートを参考にします。

リーマン・ショックのとき（2008年8月末～12月12日まで）の下落率は45%でした。2015年の時は26%でした。2018年第4四半期（18年9月末～12月26日まで）は11%下落しました。今回（2月21日～28日）はたったの4.5%です。

## ICE BofA US High Yield CCC or Below Total Return Index Value (1996年～)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHYH0A3CMTRIV>

## ICE BofA US High Yield CCC or Below Total Return Index Value (5年間)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLHYH0A3CMTRIV>

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

次にハイ・イールド社債の国債金利に対する上乗せ金利であるスプレッドを見ていきましょう。過去リーマン・ショックの際にはスプレッドは約20%に達していました。デレーションが3年で15%金利が上昇した場合、債券価格は45%下落したことになります。前述の上記リターン・インデックスに合致します。今回（2月21日～29日）の場合は、たった1.5%の上昇です。

### ICE BofA US High Yield Master II Option-Adjusted Spread (1996年～)



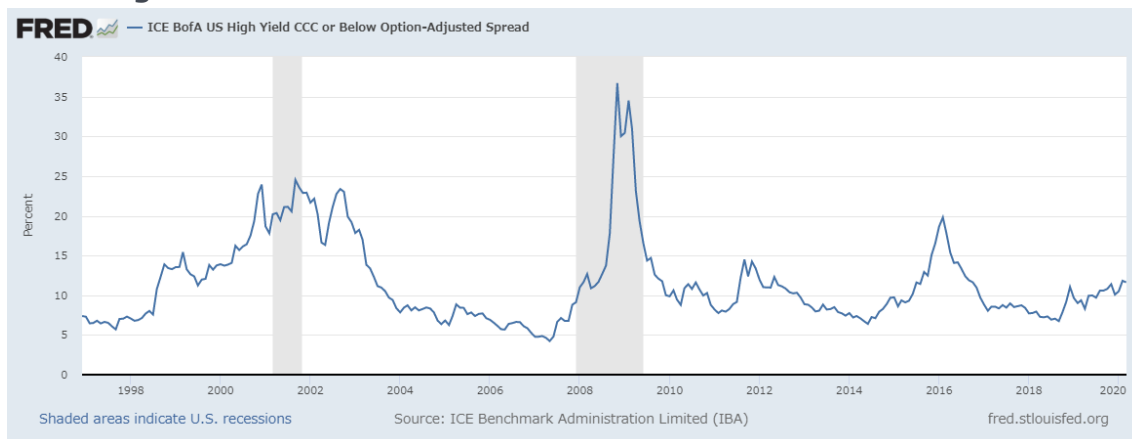
<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

### ICE BofA US High Yield Master II Option-Adjusted Spread (5年間)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A0HYM2>

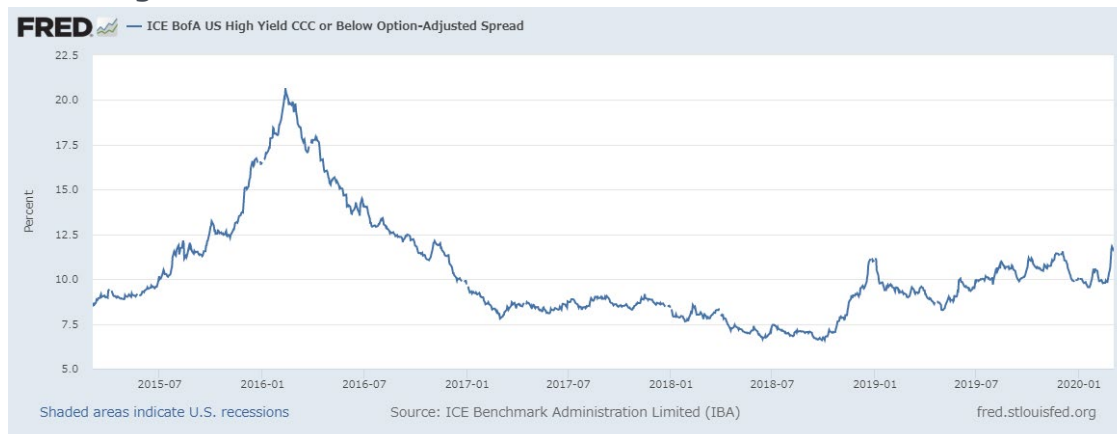
### ICE BofA US High Yield CCC or Below Total Return Index Value (1996年～)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A3HYC>

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

## ICE BofA US High Yield CCC or Below Total Return Index Value (5年間)



<https://fred.stlouisfed.org/series/BAMLH0A3HYC>

また、ハイ・イールド債券市場のインデックスにトラックするETFを見れば、リアルタイムで市場の評価が確認できます。(詳細は後述) 例として、ブラックロック社のETFで「iシェアーズ iBoxx 米ドル建てハイ・イールド社債ETF」があります。

<https://www.blackrock.com/jp/individual/ja/products/239565/ishares-iboxx-high-yield-corporate-bond-etf>

このETFは、日々市場で取引されているので、市場の変動を最も早く確認することができます。イントラデイの価格変動を確認するには、以下のページで確認できます。

<https://finance.yahoo.com/quote/HYG?p=HYG>

3月9日の引けは\$81.39でした。2月20日の引け(\$88.61)から、8.15%下落しました。3月9日だけで、-4.3%でした。ハイ・イールド市場がレバレッジド・ローン市場と同じように評価されているなら、後述のCLOであれば、エクイティー部分とBBクラスは価値が0になる計算になります。

### ハイ・イールド社債のまとめ

米国のハイ・イールド社債市場は、表面的にはそれほど傷んでいない。低格付けのCCC格付けおよびそれ以下のインデックスを見てもこのレベルで止まっていれば、問題ないと思います。しかし、スプレッドを見てみると、2018年第4四半期の調整したレベル近くまで上昇しています。これ以上スプレッドが上昇した場合は、さらなる社債の売却やファンドからの資金流出が出てくる可能性は大きくなります。ハイ・イールド社債を見る場合は、スプレッドの推移は注意深く見ていく必要があります。さらには、低格付けのCCC格付けおよびそれ以下のスプレッドは大切だと思います。

### レバレッジド・ローンとは

主に非投資適格格付け企業(BBB-/Baa3未満)への貸出債務の市場であり、近年残高の伸びが主要債務のなかで相対的に高くなっています。レバレッジド(leveraged)とは、「借入によって資金調達をしている、借入比率の高い」という意味です。信用度の低い企業(=低格付けの企業)向け融資ですから、金利は信用度の高い企業向けの融資に比べて高く設定されます。レバレッジド・ローン市場は2018年央に1兆ドルを超え2019年8月には1.2兆ドルに迫る規模にまで拡大しています。市場規模としてはハイ・イールド社債を若干下回るレベルです。資金使途はM&A、既存債務の借り換え、自社株買いや配当支払い等の資本再構成(リキャップ)が多いようです。レバレッジド・ローンは第一抵当権が設定され、さらに債務返済順位が高く財務制限条項(コベナンツ)が付与されていることなどがあり、一般的にハイ・イールド債よりリスクは低いとされています。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

かしながら近年、コベナントの緩和されたコベナント・ライトでの発行が増加しており、2012年頃には新規発行額の30%程度であったコベナント・ライトは近年では約80%に達しています。KKRやカーライルといったプライベート・エクイティ会社が手掛ける多くの投資案件はこうしたレバレッジド・ローンを経済源にしています。レバレッジド・ローンの特徴は、貸出が変動金利で、ハイ・イールド社債のように固定金利ではありません（ただし多くの場合最低金利条項が付いています）。投資家にとっては短期の参照金利に対して確定したスプレッドを確保できるため金利上昇に対するヘッジとして機能します。こうしたことから短期資本市場で資金調達可能なプロの投資家（銀行、保険など）がレバレッジド・ローンの主な担い手でした。しかしながら、現在はCLOというストラクチャード金融商品がこうしたレバレッジド・ローンの主要な買い手となっています。FRBのFSRによると、2018年末時点でレバレッジド・ローン残高約1.1兆ドルのうち、CLO（Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券）が約62%、ローン・ミューチュアルファンド（投信）が約20%、銀行が約8%、保険会社や年金、海外投資家などが約10%を保有していると推計しています。

そうした過熱感から、昨年来各国の金融監督当局や国際機関から警告が発せられています。2019年に入ってから、2月の金融安定理事会（FSB）のグローバルモニタリング報告書、4月の国際通貨基金（IMF）の国際金融安定性報告書、5月の欧州中央銀行（ECB）の金融安定性レビュー、9月には国際決済銀行（BIS）の四半期レビューなどで言及され、米連邦準備理事会（FRB）の金融安定性報告書（FSR）においてもレバレッジド・ローン市場およびCLOに焦点があてられています。大統領選挙の民主党候補と立候補しているエリザベス・ウォーレン上院議員もレバレッジド・ローンのリスクを指摘しています。

米国のスタンダード・アンド・プアーズ社と米国の事業会社向けローン市場を対象とする業界団体 Loan Syndications and Trading Association（LSTA）が共同で「S&P/LSTA 米国レバレッジド・ローン 100 指数」算出・公表しています。2月の最終週（2月21日～3月2日）は約2.2%下落していました。

<https://us.spindices.com/indices/fixed-income/sp-lsta-us-leveraged-loan-100-index>

構成銘柄などは以下のリンクから取得可能です。

<https://www.lsta.org/>

レバレッジド・ローン市場のインデックスにトラックするETFも存在します（SPDR Blackstone / GSO Senior Loan ETFなど）。以下のページで価格推移が確認できます。

<https://finance.yahoo.com/quote/SRLN>

3月9日の引けは\$43.34でした。2月20日の引け(\$46.58)から、7.0%下落しました。3月9日だけで、-3.3%でした。レバレッジド・ローン市場が同じように評価されているなら、一般的なCLOであれば、すでにエクイティー部分は価値が0になる計算になります。もし、このETFが20%下げれば、AAAクラスの元本も棄損し始めます。

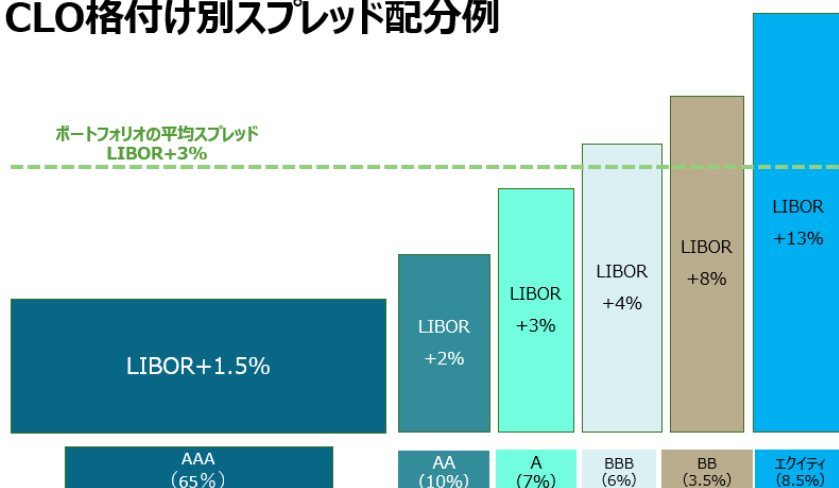
## CLO

Collateralized Loan Obligationの略称でローン担保証券と訳されることもあります。金融機関が事業会社などに対して貸し出している貸付債権（ローン）を証券化したもので、ローンの元利金を担保にして発行される債券のことです。金融機関にとっては、元来流動性の劣る貸出資産を、リスク許容度によってクラスを切り分けることでストラクチャー化した金融商品のことで、金融機関（銀行）がローンを特別目的会社に譲渡し、特別目的会社がストラクチャー化し債券を組成し、投資家がこれを購入する形になります。そして、ローンからの元利金をストラクチャー化された金融商品（CLO）を通じて投資家が受け取るという仕組みです。

CLOは、シニア債（AAA/AAクラス）・メザニン債（A/BBB/BBクラス）・劣後債（エクイティー）といった支払優先順位の異なる数種類の債券が組成されます。ローンからの元利金は支払優先順位の高い順に支払われます。したがって発行体が同一であっても、階層の異なる債券（トランシュ）ごとに、それぞれ異なった格付けが付与されます。リスクに低いAAAクラスは利回りが低く、リスクの高いBBクラスやエクイティー・クラスは利回りが高くなっています。CLOは、リスク・リターンを選好が異なる様々な層の投資家に対して、投資機会を提供することができ、個別企業の発行する債券にはない投資機会を提供することができます。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

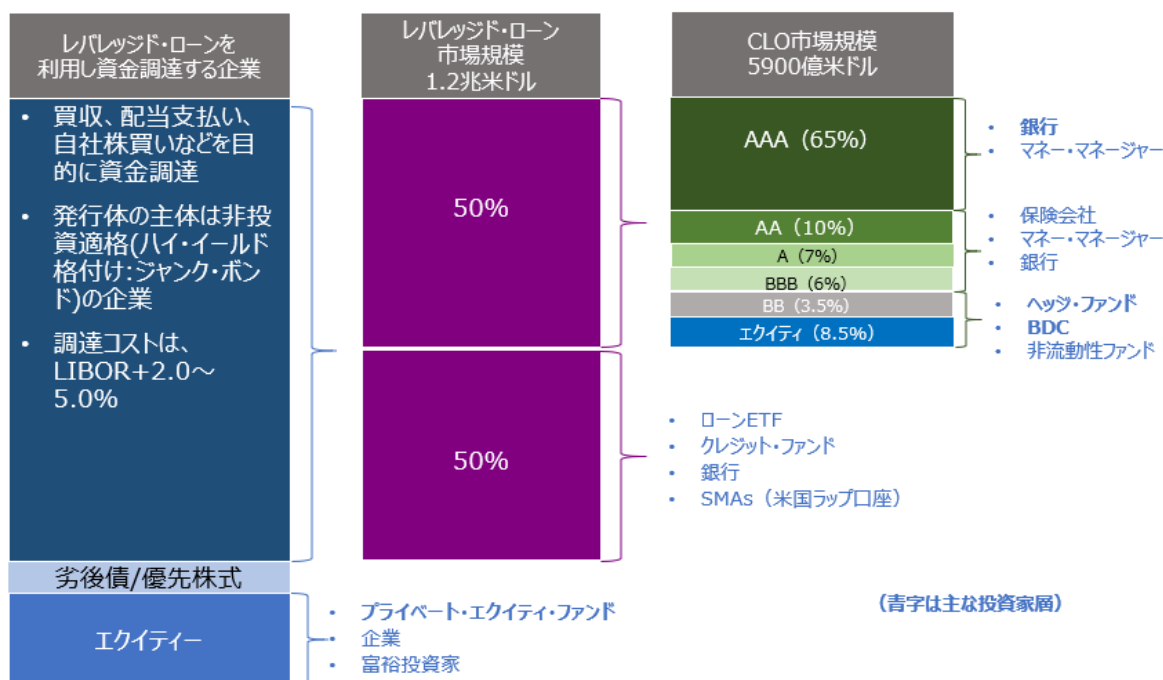
## CLO格付け別スプレッド配分例



出所：各種資料を基にブライト・アセットが作成

ここ最近発行されているレバレッジド・ローンの半分以上は、CLOが購入しているとされています。レバレッジド・ローンの参加者やCLOのトランシュ分け、それぞれのトランシュの主な投資家を相関図にまとめました。あくまでもCLOのイメージ図なので、トランシュの割り振りやスプレッドは参考となるイメージです。レバレッジド・ローンの約半分がどのように割り振られてCLOとして投資家にわたっているのかを示したものです。

## レバレッジド・ローンとCLO市場の資本相関ストラクチャー



出所：各種資料を基にブライト・アセットが作成

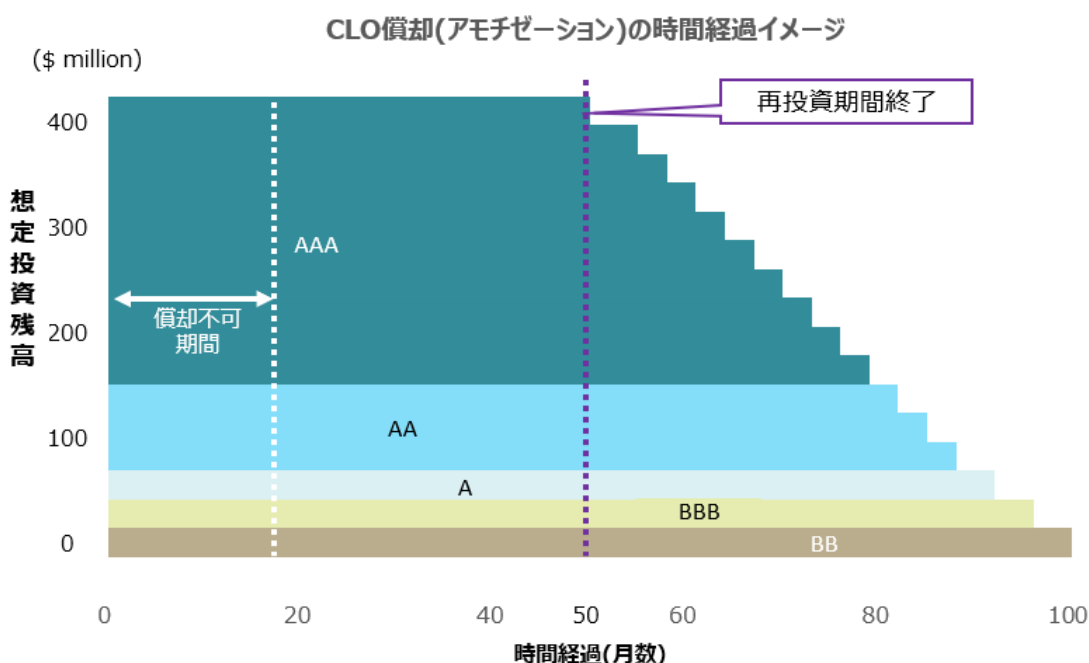
レバレッジド・ローンの発行体となる企業は、低格付けで債券を発行できないから担保権を設定してまで資金を借り入れている信用度の低い企業と悪口を言う人もいますが、レバレッジド・ローンのメリットは上述の説明の通り、コブナント・ライトが発行の主流となっているなど発行体にもメリットはあります。



銀行などの大手機関投資家にとっての大きなメリットは、投資する証券が AAA の格付けをもらっているため、リスクが低い投資となります。受け取る収益は変動金利なので、金利上昇リスクを抑えられることもメリットの一つです。リスクとなるのは CLO のポートフォリオに組み込まれたレバレッジド・ローンのスプレッド拡大（ローン価格の低下）です。全体のデフォルトが低く抑えられている状況であればいいのですが、デフォルトが起こった場合はリスクの高いクラスの投資家から損失を負担することになります。エクイティー・クラスの投資家の損失負担分を食いつぶすと次はその上のクラスの投資家が損失を負担していくことになります。エクイティー・クラスから AA クラスまでで全体で 35% 程度のアロケーションを想定した場合、ポートフォリオの価格が 35% 以上下落した場合は AAA クラスであっても、元本が棄損する構造となっています。

AAA クラスに投資するのは大手銀行（米銀だけでなく日本のメガバンク）やマネー・マネージャーがほとんどです。一つ下のクラスになると保険会社も投資家に加わってきます。列後部分である BB クラスやエクイティー・クラスは、ヘッジ・ファンド、流動性のないファンド、BDC が主な投資家層となります。AAA クラスの利回りは LIBOR+1%~2% と低い設定となっていることが多いようです。しかし CLO ごとにトランシュの割り振り割合や設定利回りは異なってきます。利回りが低いものでは LIBOR+1% というのもあるようです。一方、リスクの高い BB クラスやエクイティー・クラスの利回りは非常に高く設定されています。10% 以上の利回りのものもあるようです。

CLO のポートフォリオはローンで構成されています。個別のローンの償還期限がまちまちとなっています。そのため再投資期間をあらかじめ決めておいて、個別ローンが償還を迎えるたびにシニア・クラスの投資家へ部分償還するという形になっています。元本が一部ずつ償還されていく構造のことをアモチゼーションと言います。どのように償還されていくかをイメージした図を参照してください。



出所：各種資料を基にブライト・アセットが作成

ほとんどの CLO は、CCC 以下の格付けのローンが 7.5% を超えないように契約で制限されています。ただし、一部の推計によると、レバレッジド・ローンの 29% が S&P グローバル・レーティングでは「B-」、ムーディーズ・インベスターズ・サービスで「B3」の格付けになっており、一つでも格下げされれば CCC 格付けになってしまいます。こうした時には、CLO は強制的に売却しないといけなくなります。格下げがあれば、個別の CLO によっては、売却や CLO 投資家への支払い停止という行動をとらざるを得ないところが出てくる可能性があります。コロナ・ウイルス関係で、人々が外出を控えるとサービス産業の低格付け企業は格下げされる可能性があります。引き続き注意は必要です。（ブルームバーグ記事より）

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2019-10-25/PZTSZH6JTSE801>

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

CLOの最大のリスクは、流動性の無さです。リーマン・ショックの際にCDOの流通市場が崩壊して、AAAクラスでも売り手がつかないということがありました。CLOも基本流通市場が整備されていないので、投資家は持切りにするしかありません。誰かがCLOを売り始め、雪崩のごとく売りが売りを呼ぶ展開になれば、リーマン・ショックの際のCDOと同じになってもおかしくはありません。

### どの銀行がCLOに投資しているのか？

S&P Global Market Intelligenceの最新のレポートによれば、アメリカの銀行は2019年末に995億ドル保有していたとのことです。個別の銀行で見ていくと、JPモルガン・チェイス銀が298億ドル（その他有価証券枠\$23.5B、満期保有目的\$6.2B）で18年末比57%増やしていました。ウェルス・ファースト銀は、290億ドル（その他有価証券枠\$29.0B）で18年末比16%減少していました。シティ銀は213億ドル（満期保有目的\$21.3B）で18年末比14%増やしていました。BONYメロン銀は40億ドルですべてその他有価証券で保有しており、前年比21%増やしていました。

| Company (top-level ticker)              | Asset for sale<br>(fair value)<br>(\$M) | Held to maturity<br>(cost basis)<br>(\$M) | Structured financial products backed<br>by corporate or similar loans |                             |                               |
|---|---|---|---|-----------------------------|-------------------------------|
|   |   |   | (\$M)   | Change<br>since 2018<br>(%) | Change<br>since 2018<br>(\$M) |
| JPMorgan Chase & Co. (JPM)              | 23,582.0                                | 6,169.0                                   | 29,751.0  | 56.9                        | 10,787.0                      |
| Wells Fargo & Co. (WFC)                 | 29,064.0                                | 37.0                                      | 29,091.0  | -15.9                       | -5,518.0                      |
| Citigroup Inc. (C)                      | 0.0                                     | 21,320.0                                  | 21,320.0  | 14.2                        | 2,644.0                       |
| Bank of New York Mellon Corp. (BK)      | 4,063.0                                 | 0.0                                       | 4,063.0   | 20.8                        | 699.0                         |
| Stifel Financial Corp. (SF)             | 1,266.5                                 | 2,697.7                                   | 3,964.2   | -4.5                        | -188.1                        |
| TD Group US Holdings LLC (TD)           | 3,162.7                                 | 0.0                                       | 3,162.7   | 39.2                        | 890.5                         |
| State Street Corp. (STT)                | 2,706.0                                 | 0.0                                       | 2,706.0   | 121.1                       | 1,482.2                       |
| MUFG Americas Holdings Corp. (8306)     | 1,490.7                                 | 0.0                                       | 1,490.7   | 1.1                         | 16.4                          |
| BankUnited Inc. (BKU)                   | 1,197.4                                 | 0.0                                       | 1,197.4   | -3.1                        | -37.8                         |
| PNC Financial Services Group Inc. (PNC) | 917.2                                   | 0.0                                       | 917.2   | -14.5                       | -155.8                        |
| Banc of California Inc. (BANC)          | 718.4                                   | 0.0                                       | 718.4   | -49.5                       | -703.2                        |
| Synovus Financial Corp. (SNV)*          | 327.4                                   | 0.0                                       | 327.4   | NA                          | 327.4                         |
| East West Bancorp Inc. (EWBC)*          | 284.7                                   | 0.0                                       | 284.7   | NA                          | 284.7                         |
| First Financial Bancorp. (FFBC)*        | 157.4                                   | 0.0                                       | 157.4   | NA                          | 157.4                         |
| PacWest Bancorp (PACW)*                 | 123.8                                   | 0.0                                       | 123.8   | NA                          | 123.8                         |
| Webster Financial Corp. (WBS)           | 92.2                                    | 0.0                                       | 92.2  | -18.2                       | -20.6                         |
| Bank of America Corp. (BAC)             | 56.0                                    | 0.0                                       | 56.0  | -1.8                        | -1.0                          |
| BMO Financial Corp. (BMO)               | 48.2                                    | 0.0                                       | 48.2  | 48.5                        | 15.7                          |
| Pinnacle Financial Partners Inc. (PNFP) | 15.3                                    | 0.0                                       | 15.3  | -93.0                       | -203.4                        |
| Ameriprise Financial Inc. (AMP)*        | 4.9                                     | 0.0                                       | 4.9   | NA                          | 4.9                           |
| <b>Total for all banks</b>              | <b>69,262.7</b>                         | <b>30,223.7</b>                           | <b>99,491.2</b>   | <b>11.9</b>                 | <b>10,541.5</b>               |

Data compiled Feb. 24, 2020.

CLO = collateralized loan obligation; NA = not applicable

Analysis based on all currently operating top-tier bank holding companies that filed Form Y-9C reports for the period ended Dec. 31, 2019. Only companies with non-zero totals for collateralized loan obligations are shown. Total CLOs represent data reported in Schedule HC-B of the Form Y-9C filing under the field "Structured financial products supported predominantly by corporate and similar loans."

\* Percentage change not applicable, as company did not report any CLO holdings for the period ended Dec. 31, 2018.

Source: S&P Global Market Intelligence

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/leveraged-loan-news/us-banks-clo-security-holdings-near-100b-after-12-jump-in-2019>

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

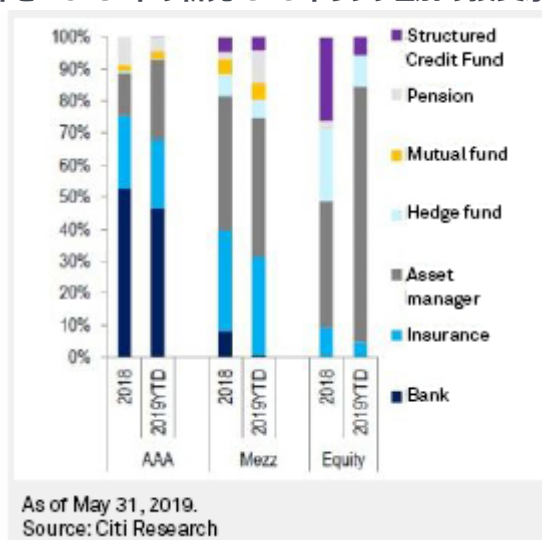
CLOの投資家で有名なのが日本の農林中央金庫です。19年12月末に8兆円（730億ドル相当:110円為替換算）の投資残高（CLO市場規模の約12%）となっています。全米で最大の保有者であるJPモルガン銀行が約300億ドルですから、農林中金の投資規模の大きさにはビックルです。18年3月期には3.8兆円でしたから、19年6月末に8兆円にまで拡大し、1年半で倍増させたようです。投資対象は全て「AAA」格に限定しており、市場運用資産に占める割合は約12%となっていました。

（農林中金決算資料より20年2月4日）

[https://www.nochubank.or.jp/ir/pdf/cap\\_results31\\_03\\_02.pdf](https://www.nochubank.or.jp/ir/pdf/cap_results31_03_02.pdf)

また、三菱UFJフィナンシャルグループも19年9月末で2兆5000億円、ゆうちょ銀行も1兆5000億円保有しており、日本の銀行全体で約13兆円（CLO市場規模の約15%）投資しているようです。

## 2016年と2019年の新発CLOトランシュ別の投資家割合



出所：S&P Global Market Intelligence

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/leveraged-loan-news/those-700b-in-us-clos-who-holds-them-what-risk-they-pose>

2019年になって投資家構造が大きく変化してきています。AAAクラスの投資家は銀行が主で保険会社やアセット・マネージャーが投資家であり変化はありません。メザニン・クラスでも、保険会社、アセット・マネージャーが主体であり変化はありません。エクイティー・クラスは、2016年にはアセット・マネージャーやヘッジ・ファンド、ストラクチャード・クレジット・ファンドなどに分散していましたが、2019年になるとヘッジ・ファンドやストラクチャード・クレジット・ファンドは少なくなり、アセット・マネージャーが大部分を占めるようになっています。アセット・マネージャーのなかには、BDCと言われる投資会社も含まれています。

BDCとはBusiness Development Companyの略称で、米国において1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）を根拠法として設立された中堅企業や新興企業等の事業開発を金融面及び経営面からサポートする投資会社のことです。BDCは、1980年に、中小及び新興企業への資金供給等を促す目的で誕生したものです。BDCが投資対象としている新興企業等は、リスクの高さから銀行からの融資を受けることが一般企業に比べ困難な傾向にあります。そのためBDCはこれらの企業へ投資することでより高いリターンを獲得することが可能となります。また、BDCは金融支援だけでなく経営支援も積極的に行ない、投資企業を上場させることで大きなリターンを獲得することが可能となります。

クレジット市場が悪化し始めたときに、最初に大きく落ち込む投資家層が、レバレッジド・ローン市場の中でも最もリスクの高い金融商品に投資を行っている投資家になります。BDCは、CLOのエクイティー部分にも投資を行っています。BDCの企業群はインデックス化され上場投資証券（ETF/ETN）も発行されています。日本でも投資信託として商品化されています。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

## BDC ファンドの説明

BDC に投資を行う投資信託は、「米国ハイ・インカム BDC ファンド（三井住友アセットマネジメント）」や「インデックスファンド BDC（日興アセットマネジメント）」、「ミューズニッチ米国 BDC ファンド（日興アセットマネジメント）」などがあります。

BDC の動向を知るための指数に S&P BDC 指数やウェルズ・ファーゴ・ビジネス・デベロップメント・インデックス（Wells Fargo Business Development Company Index）があります。米国のニューヨーク証券取引所やナスダック証券取引所には、これらの指数への連動を目指す ETF（上場投資信託）が取引されています。

## 各種クレジット金融商品の ETF/ETN

各種クレジット金融商品の ETF/ETN であれば、日次更新のインデックスよりもいち早く市場情報が得られます。ハイ・イールド社債、レバレッジド・ローン、BDC のインデックスにリンクした各種 ETF/ETN があります。日中も価格が更新されるので便利です。

## BDC のインデックスにトラックする ETF

米国のウェルズ・ファーゴ・ビジネス・デベロップメント・インデックス連動 ETRACS ETF（ETRACS Linked to the Wells Fargo Business Development Company Index ETN）などは市場の動きをフォローするにはこちらの方がいいかもしれません。

| ETF 名   | ティッカー | 資産規模     | 発行体    |
|---|-------|----------|--------|
| VanEck Vectors BDC Income ETF   | BIZD  | \$ 235MM | VanEck |
| UBS E-TRACS Wells Fargo Business Development Company ETN              | BDCS  | \$ 55MM  | UBS    |
| UBS E-TRACS 2x Leveraged Wells Fargo Business Development Company ETN | BDCL  | \$ 100MM | UBS    |

<https://finance.yahoo.com/> や <https://www.marketwatch.com/>、<https://www.bloomberg.co.jp> などでティッカーを入れれば当該 ETF の価格情報を見ることができます。

BDCS の場合、3月9日、BDC インデックスにリンクした ETN は最安値で \$ 15.0 がつきました。2月21日の高値 (\$20.535) から見て、27%安のレベルです。引けは \$ 16.72 で、19%安です。しばらくは毎日でもこの値動きを見たほうがいいかもしれません。

## BDCS の価格推移（1年間）



当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

## ハイ・イールド債券市場のインデックスにトラックする ETF

ハイ・イールド社債市場のインデックスにリンクする ETF は各社から多数発行されています。

| ETF 名  | ティッカー | 発行体        |
|--|-------|------------|
| iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF       | HYG   | ブラックロック    |
| SPDR Barclays High Yield Bond ETF                    | JNK   | ステイト・ストリート |
| iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF       | SHYG  | ブラックロック    |
| iShares Broad USD High Yield Corporate Bond ETF      | USHY  | ブラックロック    |
| Xtrackers USD High Yield Corporate Bond ETF          | HYLB  | DWS        |
| SPDR Barclays Capital Short Term High Yield Bond ETF | SJNK  | ステイト・ストリート |

<https://finance.yahoo.com/> や <https://www.marketwatch.com/>、<https://www.bloomberg.co.jp> などでティッカーを入れれば当該 ETF の価格情報を見ることができます。

HYG の場合、3月9日の引けは \$ 81.39 でした。2月20日の引け(\$88.61)から、8.15%下落しました。3月9日だけで、-4.3%でした。最安値では、\$79.64 で-10.1%安です。ハイ・イールド債券市場がレバレッジド・ローンと同じように評価されているなら、一般的な CLO であれば、エクイティー部分は価値が 0 になる計算になります。もし、この ETF が 30% 下げれば、AAA クラスの元本も棄損し始めます。

HYG の価格推移 (1 年間)



## レバレッジド・ローン市場のインデックスにトラックする ETF

レバレッジド・ローン・インデックスにリンクする ETF です。

| ETF 名                                | ティッカー | 発行体        |
|--------------------------------------|-------|------------|
| Invesco Senior Loan ETF              | BKLN  | インベスコ      |
| SPDR Blackstone/ GSO Senior Loan ETF | SRLN  | ステイト・ストリート |

<https://finance.yahoo.com/> や <https://www.marketwatch.com/>、<https://www.bloomberg.co.jp> などでティッカーを入れれば当該 ETF の価格情報を見ることができます。

SRLN の場合、3月9日の引けは \$ 43.34 でした。2月20日の引け(\$46.58)から、7.0%下落しました。3月9日だけで、-3.3%でした。最安値では、\$41.64 で-10.6%安です。昨年の平均レベルは \$ 46 近辺でした。レバレッジド・ローン市場が同じように評価されているなら、一般的な CLO であれば、エクイティー部分は価値が半減以下、最安値では 0 になっている計算になります。もし、この ETF がさらに 20% 下げれば、AAA クラスの元本も棄損し始めます。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資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考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、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、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

## SRLNの価格推移（1年間）



## まとめ

株式市場の動向は、ハイ・イールド社債市場とレバレッジド・ローン市場とも密接に相関しています。ハイ・イールド社債市場のインデックスやETFの価格動向は非常に大切です。すぐにレバレッジド・ローン市場に波及して、レバレッジド・ローンで組成されたCLOはさらに大きな影響を受けます。すでに、CLOのエクイティ・クラスは元本が棄損始めているはずで、これ以上株安が進んでいけばCLOのメゼニン・クラスが影響を受けます。大手銀行や保険会社から保有するAAAクラスやメゼニン・クラスの売却が始まれば、CLOだけでなく、さかのぼってレバレッジド・ローンの売却につながります。ハイ・イールド社債も影響を受けるでしょう。

一方、ハイ・イールド社債の中でもBB-の格付けが増えています。もし、CCC格まで格下げされれば、自動的にファンドやCLOからの売却が進みます。ジャンク・ボンドの格下げ情報に市場参加者は一喜一憂しているのか知りません。

この感じは、リーマン・ブラザーズが倒産した直後の2008年9月のような感じです。当時は保険会社がクレジット市場を崩しましたが、今回も保険会社が先行するのでしょうか？また、最近CLOの購入を増やしていた銀行がAAAクラスを売却し始めるのでしょうか？株式市場も心配ですが、クレジット市場の方が、参加者が大手の金融のプロに集中していて、同じような投資行動をとることから一気に崩れやすい構造になっているので、注意が必要です。

幸い、月曜日の株式市場の下げで、株式の調整局面の下値のめどとなる200日のボリンジャーバンドの2σを乗り越えて、3σレベルに近づいてきました。3月9日の引け時点ですが、S&P500の終値は2746.56（2σ：2740.53、3σ：2585.26で2σ達成）、DOW30指数の終値は23851.02（3σ：23812.72でほぼ3σ達成）NASDAQの終値7950.68（2σの下7275.9はまだ未到達）です。

さらに、FRBは9日縮小していくとしていたレポによる資金供給額の増額を発表しました。1月末に縮小を発表してから、ここで量的拡大に舵を戻した形になります。

<https://www.newyorkfed.org/markets/domestic-market-operations/monetary-policy-implementation/repo-reverse-repo-agreements/repurchase-agreement-operational-details#monthly-summary>

これでいったん株式市場の調整局面も終わる可能性があります。

まさにここが正念場といったところで、これ以上下げればクレジット市場に波及し被害が拡大することになるでしょう。まさに、リーマン・ショックなみの信用収縮が起こってもおかしくはありません。

株式が一気に上昇すればいいのですが、クレジット市場が非常に心配です。