

### 2022年3月の欧州バンクローン市場、月次アップデート

- **2022年3月の欧州バンクローン市場は、相対的に高く安定したインカムがプラスに寄与し、月間トータル・リターンは+0.09%となりました<sup>1</sup>**

Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index（以下「CS WELLI」または「指数」）の2022年3月のトータル・リターンは+0.09%となり、内訳は価格変動が▲0.25%、金利収入が+0.34%となりました<sup>1</sup>。年初来のトータルリターンは▲0.53%となりました<sup>1</sup>。

3月は、ロシア・ウクライナ紛争が勃発して2カ月目となりました。指数の構成銘柄のほとんどの発行体は、これら紛争地域から多くの収益を上げていないため、直接的な影響は軽微なものとなっています。しかしながら、2次的な影響は世界経済に大きく波及し始めています。

欧州連合（EU）は原油需要の約3分の1、ガス需要の40%以上をロシアからの輸入に頼っています。また、ロシアとウクライナは小麦とひまわり油の主要生産国です。この紛争により、原油価格は年初来で約25%（1バレル=100ドル超）、小麦価格も約30%上昇しています。当然ながら、紙・包装材料や食品などのエネルギー多消費型産業は、こうした製造コストの上昇を消費者価格に転嫁しようと躍起になっています。

こうした環境下、3月の指数のローン価格は0.22ユーロ下落し、97.21ユーロとなりました<sup>1</sup>。一方、3月のトータルリターンはインカムがプラスに寄与したことにより、プラスリターンとなりました。世界の株式市場も2月の下落から回復し、ストックス欧州600指数は0.61%、S&P500指数は3.58%それぞれ上昇しました<sup>2</sup>。

地政学リスクの顕在化で金融市場が不安定になり、3月の欧州バンクローン市場の新規発行市場は休場状態となりました。新規発行は前年同月の211億ユーロに比べ大幅に減少し、わずか4億ユーロとなりました。

一方、資金調達コストは上昇したものの、新規CLO発行は継続しました。3月のCLO発行額は47億ユーロとなり、前年同月の33億ユーロを大幅に上回りました。

CLO（AAA格）のスプレッドは月間で約20bp拡大し、120bp～125bp程度になっています。また、バンクローン価格が低下したため、新規のウェアハウスは依然として魅力的な裁定機会を提供しています。しかしながら、ウクライナ紛争で市場が弱含む前に設定されたウェアハウスでは、現在の負債コストでは裁定取引がより困難な状況になり、いくつかのマネジャーは新規CLOの発行を延期しました。

月末のCS WELLI の額面価格合計は約4,030億ユーロとなり、年初来で4%増加しました<sup>1</sup>。

---

## リターン

- 3月のCS WELLLIのセクター別リターンは、エネルギーが+1.51%と最も高いリターンとなり、非耐久消費財が+0.53%、ヘルスケアが+0.50%となりました。最も低いリターンとなったのは、耐久消費財の▲3.13%、林産品／パッケージングの▲1.16%です<sup>1</sup>。
- 格付け別では、3月は「BB」格が+0.25%と最も高く、「B」格が+0.16%<sup>1</sup>、「CCC」格が最も低い▲2.33%となりました<sup>1</sup>。
- 3月末におけるCS WELLLI構成銘柄の平均価格は、前月末比0.22ユーロ下落し、97.21ユーロでした<sup>1</sup>。CS WELLLIの3年ディスカウント・マージンは4.63%で、前月末比0.04%拡大しました<sup>1</sup>。3月のクレディ・スイス欧州ハイ・イールド債券（Credit Suisse Western European High Yield）指数は▲0.97%のリターンとなり、スプレッド・トゥ・ワーストは4.26%でした<sup>3</sup>。年初来の同指数のリターンは▲5.45%となりました<sup>3</sup>。

---

## ファンダメンタルズ

- 3月はインフレ圧力がさらに強まり、消費者や企業は経済の先行きに対して慎重な姿勢を強めています。
- 欧州委員会（EC）の消費者調査では、3月の信頼感指数が約5ポイント低下しました。これほどの下落となったのは、2020年のコロナショックを除き、2008年初頭以来となっています。
- 製造業の景況感はわずかに悪化したものの、新型コロナウイルスに関する規制を緩和したことで、サービス業の景況感は改善しました。直近の企業景況感が底堅く推移しているのは対象的に、独IFO企業景況感指数とPMI将来生産指数は大きく低下しています。これらの指標は、今後特に製造業の景況感が悪化することを示唆しています。特にエネルギー価格の高騰で、家計に不安が増えています。
- 3月のユーロ圏製造業PMI（確定値）は、速報値から0.5ポイント下方修正され56.5となりました。PMIの数値自体は依然として景気拡大を示唆（50ポイント超）していますが、供給の納期が大幅に改善したことで数値にややプラスの影響が出ています。実際、ロシア・ウクライナ紛争によるサプライチェーンの混乱で、納期は再び長期化しています。
- 3月のユーロ圏のインフレ率は市場のコンセンサス予想を上回る7.5%となり、2月の5.9%から上昇しました。エネルギー（+44.7%、前月の数値から12.7ポイント上昇）と食品・アルコール・タバコ（+5%、同0.8ポイント上昇）が急上昇し、インフレ率全体を押し上げました。コア・インフレ率も前年同月比3%の上昇（同0.3ポイント上昇）となり、引き続き上昇傾向となっています。国別では、オランダ（前月比+4.7%、前年比+11.9%）やスペイン（前月比+3.9%、前年比+9.8%）の大幅上昇が目立っています。
- ロシアのプーチン大統領は、天然ガスの輸出代金をロシア・ルーブルで決済するよう要求しましたが、欧州各国首脳はこれを拒否したため、5月にもエネルギー供給が停止するリスクが高まっています。ドイツとオーストリアは、エネルギーの配給制が必要となる場合の緊急対策について協議しています。ガス供給が停止された場合、企業向けよりも家庭向けが優先されることになるでしょう。その結果、ユーロ圏経済が既に直面しているスタグフレーション圧力が、著しく高まると思われます。
- 3月末現在、S&P欧州レバレッジド・ローン指数における過去12カ月のデフォルト率（額面ベース）は0.81%でした<sup>4</sup>。過去平均は年3.15%です<sup>4</sup>。

指数のトータルリターン  
(%)

| Name  | 2018  | 2019  | 2020 | 2021 | 2022年1月 | 2022年2月 | 2022年3月 |
|---|-------|-------|------|------|---------|---------|---------|
| Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index (EUR-HDG) | 0.55  | 5.03  | 2.38 | 4.63 | 0.29    | -0.90   | 0.09    |
| Credit Suisse Western European HY Index (EUR-HDG)             | -3.85 | 11.05 | 1.95 | 4.04 | -1.65   | -2.92   | -0.97   |

出所：クレディ・スイス、2022年3月31日現在。**過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。** 指数に直接投資することはできません。

1. Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index (CS WELLI)、ユーロ建てヘッジ付き、2022年3月31日現在。**過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。** 指数に直接投資することはできません。
2. ストックス欧州600指数およびS&P500指数は、2022年3月31日現在。
3. Credit Suisse Western European High Yield Indexはユーロ建て、2022年3月31日現在。
4. S&P European Leveraged Loan Index。過去の平均デフォルト率は、2007年6月1日から2022年3月31日までを対象に集計しています。

### 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコの債券運用部門であるインベスコ・フィックス・インカムに属するバンクローン運用チーム（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳の場合には、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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