

### 2022年5月の米国バンクローン市場、月次アップデート

- 5月は、利上げによる影響が懸念される中、バンクローン市場もやや下落
- 利上げが継続するなかで、バンクローンの相対価値に魅力

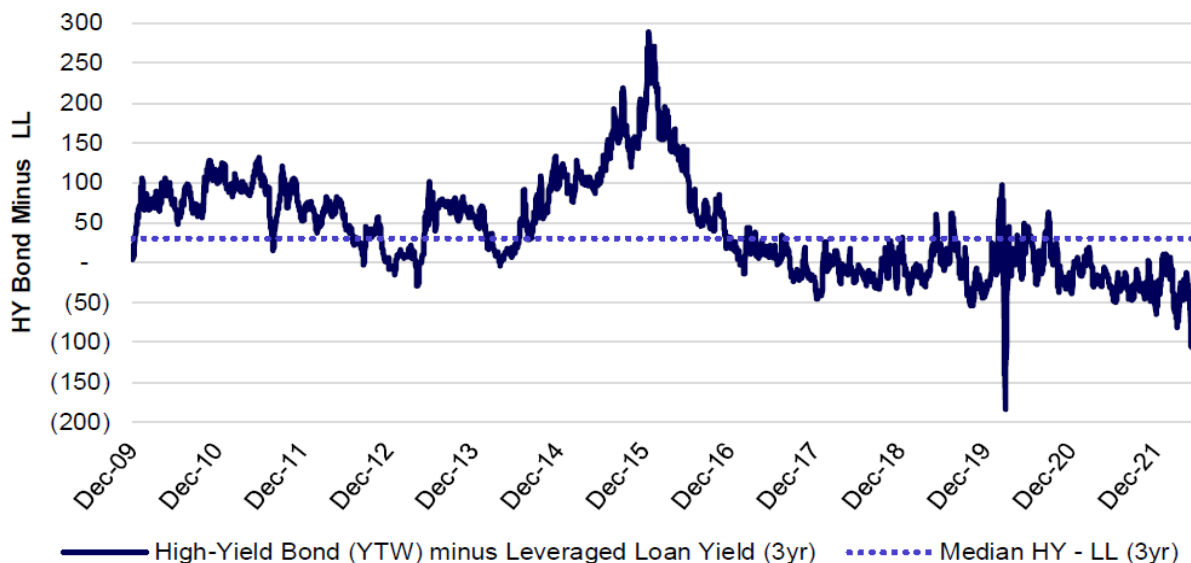
#### 5月は、利上げによる影響が懸念される中、バンクローン市場もやや下落

5月のバンクローン市場は-2.56%のリターンとなりました<sup>1</sup>。今年に入ってから株式市場や広範なクレジット市場に数々の懸念が広がる中で、バンクローン市場はこれまで底堅く推移してきましたが、5月は、金利上昇、インフレ動向、サプライチェーンの混乱、労働力不足、成長期待の後退などに対する投資家の不安からセンチメントが悪化して、ローン価格は低下しました。投資家は、これまでよりも景気リスクへの脆弱性を判断して発行体を選別するようになり、パフォーマンスのばらつきが大きくなりました。その後、バンクローン市場は5月25日に付けた市場の安値から部分的に回復して、ポジティブなトーンで5月末を迎えました。

#### バンクローンの5月のパフォーマンスは、ハイ・イールド債と投資適格社債をアンダーパフォーム

5月のバンクローンのリターンは、ハイ・イールド債券（0.27%）、投資適格社債（-0.55%）を下回りました。年初来では、ハイ・イールド債券の（-7.76%）、投資適格債の（-11.86%）に対し、2.45%とアウトパフォームしています<sup>2</sup>。バンクローンの中では、BB格（-1.77%）とB格（-2.85%）はともにCCC格（-3.87%）をアウトパフォームしました。ローン市場の平均価格は2.69ドル低下し、94.76ドルとなりました。現在のバンクローンの平均価格は、市場で織り込まれているフォワードLIBORカーブを前提とすると、8.46%の利回り水準となります<sup>3</sup>。

図表1：ハイ・イールド債券のイールド（YTM）とバンクローンのイールド（3年償還前提）の差異の推移



2022年5月末時点  
出所：クレディスイス、ブルームバーグ

---

## ファンダメンタルズ

- 5月の経済指標は軟調となり、シティ・サブライズ指数では広い範囲で予想を下回りました。しかし、消費と雇用の指標はよく持ちこたえており、経済のファンダメンタルズは、急速に軟化する指標が示唆するよりも良好です。
- 2022年最初のローン市場のデフォルト（注：タレン・エナジー）が発生し、12ヶ月累計の額面加重デフォルト率はわずかに上昇して0.21%となりました<sup>4</sup>。80ドル未満で取引されるローンの割合は、市場が不安定な中、37bps上昇して1.97%となりましたが、低水準に留まっています。

---

## 市場の需給環境

- 5月は供給が抑えられたものの、リテールからの資金流出によりローンに対する需要が弱まり、セカンダリー市場での価格の下支え要因が減少しました。
- CLO発行については、CLOの組成は4月のペースから減少し、5月には29案件で137億ドル（借り換え/条件改定案件を除くと135億ドル）の発行となりました<sup>3</sup>。これにより、累計の発行総額は162案件で805億ドル（前年比53%減）となり、借り換え/条件改定案件を除くと591億ドルとなりました<sup>3</sup>。
- 個人投資家向けローン・ミューチュアル・ファンドとETFからは18ヶ月ぶりに資金流出（-28億ドル）となり、年初来では217億ドルの資金流入となりました<sup>3</sup>。
- 5月のローン新規発行は低調でした。5月のグロスの新規発行額は173億ドル（借り換え/条件改定案件を除くと117億ドル）で、過去22カ月で最低となりました<sup>3</sup>。5月の新規発行額のほぼ100%は、SOFR（Secured Overnight Financing Rate）ベースのものでした<sup>3</sup>。年初来のグロスの新規発行額は1,647億ドル、ネットの新規発行高は1,117億ドルと、それぞれ前年比61%減、26%減となりました<sup>3</sup>。

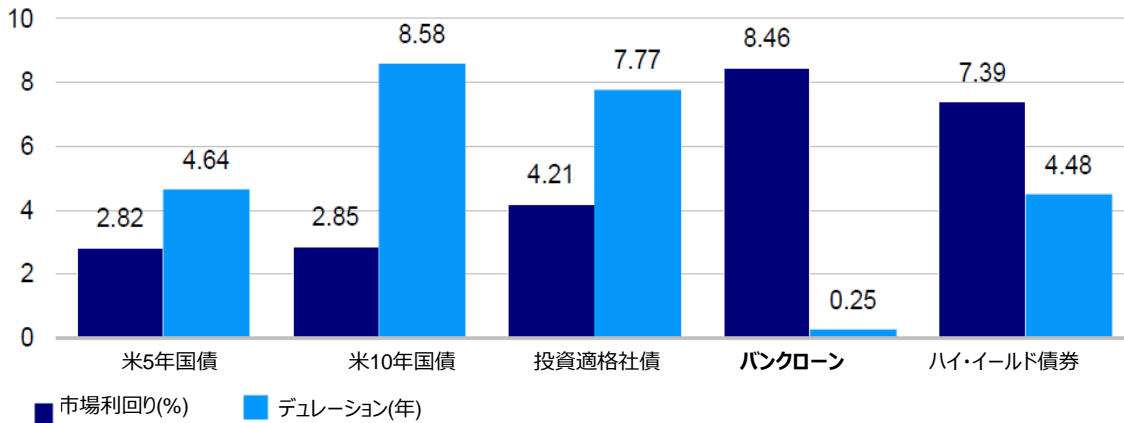
---

## 相対価値／市場機会

### 金利上昇局面におけるバンクローン

ハイ・イールド債券の年初来のリターンはバンクローンをアンダーパフォームしているにもかかわらず、図表1に示すように、バンクローンの利回りは過去にないほど大きく上回っています。これは主にLIBORカーブの傾きを反映しており、連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めを進める中で、当面はローン・クーポンの上昇が続くと予想されます。利回りの高さに加えて、発行体の資本構造におけるローンのシニア性は、経済成長の減速の可能性に対しても、価格のダウンサイドの抑制が期待されます。

図表2：短いデフレーションと高いインカム収入を提供するバンクローン



出所：JPモルガン、ブルームバーグ。2022年5月31日現在。投資適格社債はブルームバーグ米国投資適格社債指数、バンクローンはJPモルガン米国レバレッジド・ローン指数、ハイ・イールド債券はJPモルガン・ハイ・イールド債券指数。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。

相対利回り

	価格(米ドル)	イールド・トゥ・ワースト(%)	スプレッド・トゥ・ワースト(%)	デフレーション (年)
米5年国債	99.03	2.82	—	4.64
米10年国債	100.08	2.85	—	8.58
ブルームバーグ® 米国総合債券指数	94.28	3.38	T + 0.60	6.51
ブルームバーグ® 米国投資適格社債指数	95.06	4.21	T + 1.38	7.77
JPモルガン・ハイ・イールド® 債指数	93.35	7.39	T + 4.66	4.48
JPモルガン・レバレッジド® ローン指数	94.76	8.46	T + 5.64	0.25

出所：JPモルガン、ブルームバーグ。2022年5月31日現在。イールド・トゥ・ワースト、ならびにスプレッド・トゥ・ワーストは、フォワードLIBORカーブを考慮しています。

1. S&P/LSTALレバレッジド・ローン指数。2022年5月31日現在。
2. S&P/LSTALレバレッジド・ローン指数ならびにブルームバーグ。2022年5月31日現在。  
投資適格社債はBAML投資適格社債指数、ハイ・イールド債券はBAML米国ハイ・イールド債券指数。
3. JPモルガン。2022年5月31日現在。
4. S&P LCD。2022年5月31日現在。

### 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