

2023年12月の米国バンクローン市場、月次アップデート

- 12月のバンクローン市場は、ソフトランディングの思惑が広がる中で堅調に推移
- バンクローンの相対価値に魅力

12月のバンクローン市場は堅調に推移

12月のバンクローン市場は月間で+1.61%のリターンとなり、年初来のリターンは+13.04%となりました¹。ソフトランディングへの楽観的な見方や、FRBが2024年第1四半期に利下げを開始するとの見方が強まる中、10月下旬以降に始まったリスク資産の上昇は12月まで続きました。価格リターンが月間で+0.80%となる一方で、金利リターンは+0.80%となりました。年間では、価格上昇がローンのトータル・リターンを3.7%押し上げ、クーポンが9.3%寄与しました。市場の活況により、借換案件と条件改定案件が増加しましたが、それらを除くと、CLOからの持続的な需要に比して抑制されたものとなりました。

年初3.88%で始まった10年米国債利回りは、10月に4.99%でピークを迎え、年末には再び3.88%に戻りました。12月のバンクローンのリターンは、ハイ・イールド債（+3.69%）と投資適格債（+4.04%）を下回りました²。年初来では、ハイ・イールド債の+13.46%とほぼ並び、投資適格債の+8.40%を上回りました。格付別のリターンは、BB格（+1.18%）、B格（+1.73%）、CCC格（+2.10%）となり、年間ではスプリットB格が20.31%、BB格が10.05%となりました。ローン市場の平均価格は80ベースポイント（bps）上昇し、95.32となりました³。現在の平均価格を踏まえると、ローンはフォワードカーブを含めて9.01%のイールドとなります³。

ファンダメンタルズ

- インフレ率は引き続き落ち着いたものでしたが、個人消費は堅調であり、ソフトランディングや金利のピークアウトといった思惑が広がりました。
- 新たなデフォルトは1件（Heubach Group）発生し、12か月累計の額面デフォルト率は1.48%から1.53%に上昇しました⁴。また、80ドル未満で取引されるローンの割合は5.34%から4.54%に低下しました⁴。

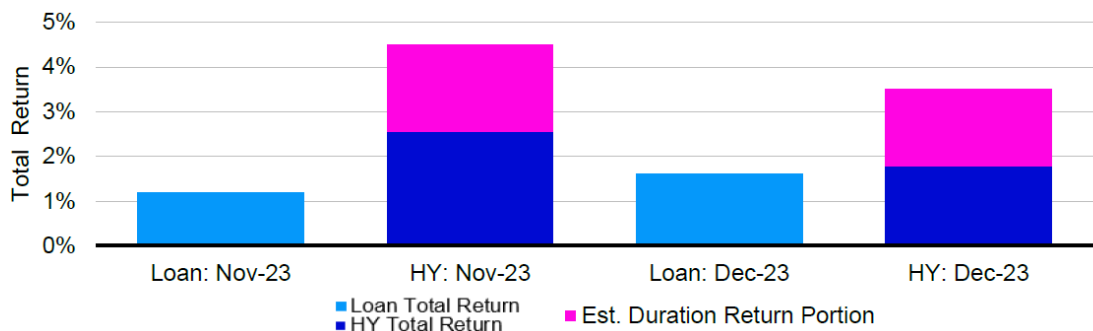
市場の需給環境

- 需給面では、良好なマクロ環境、限定的な新規発行、堅調なCLO新規発行がプラス材料となりました。
- 12月のCLOの新規発行は27案件で124億ドル（うち借換案件は75億ドル）、年初来では322案件で1,389億ドル（うち借換案件は233億ドル）となりました³。
- 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、2億ドルの資金流出となり、年初来での流出額は177億ドルとなり、前年比では9%の減少となりました³。
- 12月のローンの新規発行は、良好な市場環境を反映し、先月より88%上昇して525億ドルとなりました。内訳は、借換案件（241億ドル）、条件改定案件（224億ドル）などとなり、借換/条件改定案件を除いた新規発行額は60億ドルでした。年初来累計の新規発行額は3,701億ドル、借換/条件改定案件を除くと818億ドルとなり、2022年との対比ではそれぞれ47%の増加、50%の減少となりました³。

投資機会

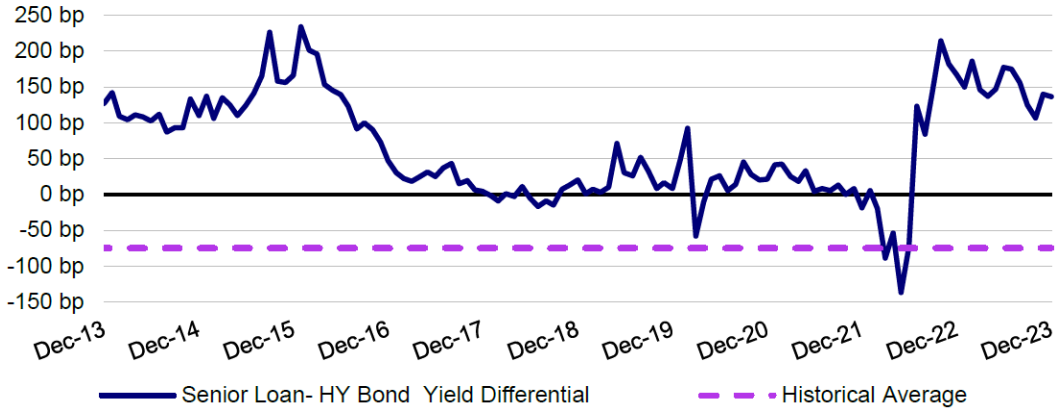
デスインフレと労働市場の正常化により、FRBは2024年に利下げを開始するとの見方が強まっています。このため、デュレーションを持つ資産は年末にかけて大きく上昇しました。11月と12月のハイ・イールド債券のトータル・リターン8.40%のうち、7.25%は価格上昇によるもので、この資産クラスが金利に敏感であることを考えれば、驚くにはあたりません。しかし、ハイ・イールド債券のコンベクシティ（金利の動きに対する債券のデュレーションの変化率）がマイナスに転じ⁵、ハイ・イールド債券のデュレーション・トレードはすでに一巡したと思われます。一方、金利見通しが変化しているにもかかわらず、これまでリターンの原動力となってきたローンのクーポンは、1) 政策金利のピークから緩やかに低下すると予想されること、2) SOFR契約のリセットからさらに30~60日のタイムラグがあることから、高水準が続くと思われます。価格やクーポンの水準を踏まえると、ローンはハイ・イールド債券のイールドを図表2のような歴史的な大差で上回っています。

図表1：金利見通しがパフォーマンスに影響 – 大きなデュレーション寄与



出所：クレディスイスレバレッジドローンインデックス、クレディスイスハイイールドインデックス。2023年12月31日現在。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。

図表2：ローンのイールドはハイイールド債券を大きく超過



出所：クレディスイス・レバレッジド・ローン・インデックス、クレディスイス・ハイイールド・インデックス。2023年12月31日現在。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。ハイイールドはイールド・トゥ・ワースト、ローンはイールド・トゥ・3Yを使用。過去平均は1992年1月～2023年12月の中央値。

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(%)	デュレーション (年)
米5年国債	99.18	3.85	—	4.51
米10年国債	105.01	3.88	—	7.92
ブルームバーグ® 米国総合債券指数	91.70	4.53	T + 0.51	6.24
ブルームバーグ® 米国投資適格社債指数	93.57	5.06	T + 1.01	7.09
クレディスイスハイ・イールド® 債指数	92.37	7.65	T + 3.63	3.56
クレディスイス・レバレッジド・ローン® 指数	95.32	9.01	T + 5.28	0.25

出所：クレディスイス、ブルームバーグ。2023年12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SOFRカーブを考慮しています。

1. クレディスイス・レバレッジド・ローン指数。2023年12月31日現在。
2. クレディスイス・レバレッジド・ローン指数ならびにブルームバーグ。2023年12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. JPMorgan。2023年12月31日現在。
4. Pitchbook LCD。2023年12月31日現在。
5. ブルームバーグ。2024年1月2日現在。ハイ・イールド債券はBAML米国ハイ・イールド債券指数。

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