



FIXED INCOME

投資適格CLO:低リスクのもとで 高い超過リターン達成の潜在性を提供

BARINGS INSIGHTS

CLOの投資適格トランシエは、投資家が投資適格社債から獲得しているよりも高い超過リターンを獲得し得る魅力的な機会を提供しています。J.P.Morgan CLO Index(CLOIE)がスタートした2014年以降、投資適格CLOは社債よりも低いボラティリティで超過リターンを生み出してきました。この傾向は今後も継続すると見込まれるため、投資適格社債や米国社債へのエクスポージャーを有する投資家は、その一部を投資適格CLOに分散することでメリットを享受できる可能性があります。

このような傾向をもたらす背景は何でしょうか？ 1つは同等格付けの他資産に対するスプレッド・ピックアップ、もう1つはボラティリティの低さです。この2つの要因はいずれも、投資先ローンのパフォーマンスとCLOが提供する構造的な保護からもたらされます。しかし、全てがこうした市場・構造要因からもたらされるわけではありません。一般に高格付けCLOにおいて、コラテラル・マネジャー（以下、マネジャー）差別化の重要性は低いと考えられがちですが、このアセットクラスで高いリスク調整後リターンを実現するにはマネジャー選択が極めて重要です。

超過リターンの検証

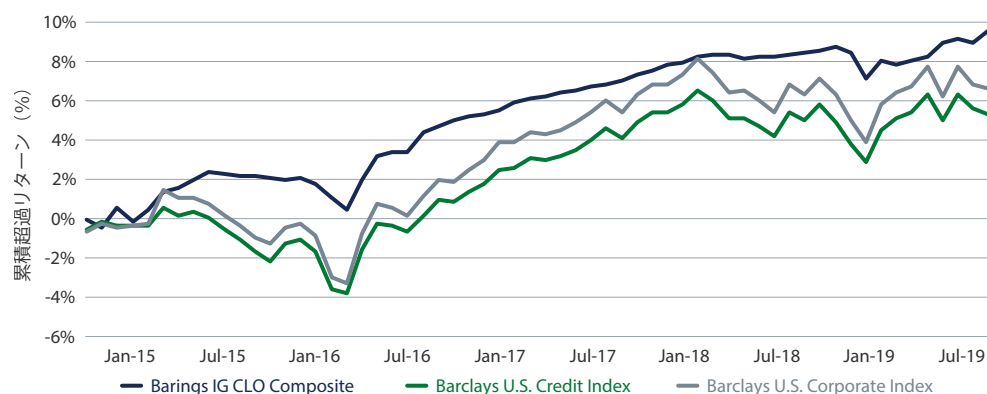
投資適格CLOのベンチマークであるJP Morgan CLOIEインデックスは過去、米国投資適格社債や米国クレジットのインデックス¹と同等の絶対リターンを生み出してきました。しかし、こうした絶対リターンベースでの比較は、主として金利デレージョンの違いにより、必ずしも妥当な比較とは言えません。

当レポートでは、リターンのうち金利デレージョン部分を除きクレジット部分のみのリターンを検証するために、Bloomberg Barclays U.S. Credit Index (米国クレジット)、U.S. IG Corporate Index (米国投資適格社債)、およびベアリングスの投資適格CLOコンポジットのリターンを検証します²。



2015年1月～2019年8月の超過リターンを見ると、ベアリングスの投資適格CLOポートフォリオでは累積超過リターンは9.50%となり、Barclays U.S Credit指数、Barclays U.S Corporate指数の超過収益率(それぞれ5.90%、6.44%)を360bps、306bpsアウトパフォーマンスしています(図表1)。

図表1: ベアリングスの投資適格CLOポートフォリオはインデックスをアウトパフォーマンス* (2014年9月-2019年8月)



*2019年6月末現在、ベアリングスの投資適格CLOコンポジットは94.5%がAAA～A格トランシェに、その他の部分がBBB格トランシェに投資されている。

出所: Barings、Barclays 2014年9月1日～2019年8月31日のデータ。2014年後半は原油価格の急落が始まった時期に当たる。パフォーマンスはグロス・ベース。コンポジットの詳細については5ページのコンポジット・ノートをご参照ください。

1. 出所: J.P. Morgan CLOIE、Bloomberg Barclays U.S. IG Corporate Index、Bloomberg Barclays U.S. Credit Index 2019年8月末現在
2. Bloomberg Barclaysは、超過リターンを「インデックス・リターンー同等デレージョンを有する国債リターン」と定義。ベアリングスの投資適格CLOコンポジットの超過リターンは「月次グロス・リターンー3ヶ月LIBORの過去30日平均(月率換算)」で計算。

図表2: ペアリングスの投資適格CLOポートフォリオのボラティリティはインデックスを下回る

	Barings IG CLO Composite	Barclays U.S. Credit Index	Barclays U.S. Corporate Index
超過リターン (累積)	9.50%	5.90%	6.44%
超過リターン (年率)	1.96%	1.24%	1.35%
標準偏差	1.40%	3.81%	4.00%

出所: Barings, Barclays 2014年9月1日~2019年8月31日のデータ。パフォーマンスはグロスペースであり、運用報酬控除前の数値。標準偏差は年率リターンに基づく。過去の運用実績は必ずしも将来の成果を保証するものではありません。

なぜ超過リターンがもたらされるのか

投資適格CLOが他の類似投資に比べ相対的に低いボラティリティで高いリターンをもたらす背景にはいくつかの理由があります。

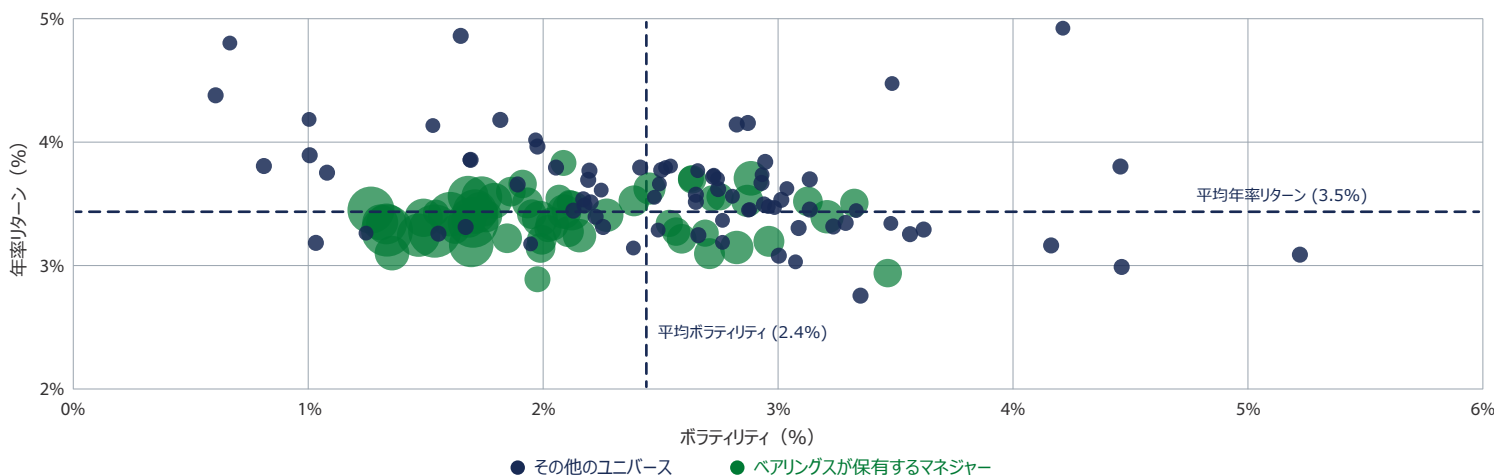
スプレッドのピックアップ: 特に格付けの高いAAA格やAA格のトランシェを中心に、CLOスプレッドは、他の同格付けの社債や証券化商品に比べて拡大する傾向がみられます。これは主に、CLOという資産の複雑性に加え、時価総額が小さく流動性が低いと考えられていることがその理由です（しかし、取引量の増加からも明らかのようにCLOの流動性は近年上昇している³⁾）。この結果、CLOにおいては、資本構造上の優先度が高い投資適格資産に投資しながら、他の投資適格社債よりも高い利回りを得ることが可能となっています。

構造的な保護: CLOの構造的保護は確度の高いキャッシュフローをもたらすため、当該アセットクラスは下値抵抗力が強くボラティリティが低い点が特長です。より高格付けの投資適格CLOは、複数のクレジット・サイクルを通じて、投資先ローンのデフォルトによる損失の影響を受けにくいことが明らかとなっています。事実、AAA格及びAA格のCLOは、金融危機時を含め、元本毀損の実績がありません⁴⁾。これは、投資先ローン（資本構造の最上位に位置する優先担保付ローン）の高いクオリティと、手厚い構造的な保護によるものと言えます。

担保資産の信用力: 投資先ローンの信用力も、当該アセットクラスの下値抵抗力の強さに寄与しています。CLO内の投資先ローンはアクティブに運用されるため、マネジャーは投資先ローンのパフォーマンスによって一定期間に個別ローンに投資したり売却したりすることが可能です。一部のセクターやクレジットが不振に陥っている場合、マネジャーは自身のローン・プールにおいてこれらのセクターやクレジットへのエクスポージャーを抑制し、ローン・プールのクオリティを改善することが可能となります。

3. 出所: City Velocity 2019年8月末現在 CLOの過去12ヶ月間の平均BWICボリュームは28億米ドル。特に2019年6月には45億米ドルと過去36ヶ月間で最大値を記録。
4. AA格CLOではテクニカル・デフォルトが1件あったが全額完済済み。

図表3: ベアリングスが保有するAA格CLOのリスク調整後リターンは市場平均をアウトパフォーム(2016年8月-2019年8月)



出所: Barings, Barclays 2016年8月1日~2019年8月31日のデータ。当チャートは、ベアリングスが保有するマネジャー、CLOIEベンチマークに含まれるその他のマネジャー（ベンチマーク対比中立ウェイトと仮定）の左記期間における平均年率リターンおよび平均ボラティリティを示す。パフォーマンスはグロス・ベース。過去の実績は必ずしも将来の成果を保証するものではありません。

慎重なマネジャー選択の重要性

高ボラティリティの長期化を受けて、マネジャーを評価するためのCLOのトラックレコードが蓄積され、各々のローン・ポートフォリオにおいて如何にマネジャーが付加価値を実現しリスクを管理するかについて洞察を行うことが可能になりました。このようにマネジャーを評価してみると、CLOのパフォーマンスには資本構造上の位置付けの違いによる乖離が引き続きみられます。これは、マネジャー選択が過小評価されがちな投資適格CLOにおいても同様です。このため、ベアリングスでは選別的なアプローチを採用し、市場対比で低いボラティリティのもと魅力的なリターンをもたらす得るマネジャーの選別に努めています。

マネジャー選択の影響について、2015年後半、2016年年末、2018年後半のボラティリティ上昇時期を含む2016年8月~2019年8月の期間のリスクおよびリターンを、AA格トランシェのユニバースで検証してみます。図表3の緑色のドットはベアリングスが保有するマネジャー、紺色のドットはJ.P.Morgan CLOIE Indexのユニバースに含まれるその他のマネジャーを指します。ドットの大きさはポジションの大きさを示し、その他のマネジャーの大きさは全て同一（対ベンチマーク・ウェイトでニュートラルの意）、ベアリングスが保有するマネジャーのうち大きいドットはオーバーウェイトのマネジャー、小さいドットはアンダーウェイトのマネジャーを指します。このグラフから、ベアリングスはベンチマークに比べ、よりリターンが高く、リスクの低いマネジャーを保有していること、及び同等のリターンでもリスクの高いマネ

ジャーをアンダーウェイトしていることがわかります。言い換えれば、ベアリングスが保有するマネジャーはリスク単位辺りのリターンが市場平均よりも高いということになり、このことは高格付けトランシェにおけるマネジャー選択のメリットを裏付けています。

まとめ

現在の経済環境下において、投資適格CLOは、魅力的なリターン提供の可能性のみならず、CLOの構造的な保護や投資先ローンの高パフォーマンスがもたらす、スプレッド・ピックアップやボラティリティ抑制など様々なメリットをもたらします。今後を展望すると、ブレグジット交渉、米中貿易関係の緊張、コモディティ価格の変動といったマクロ面の不確実性が相次ぎ、市場に不安定性をもたらす可能性があります。その結果、質への逃避が起これば、当該アセットクラスには有利に働くものと思われる。

CLOの構造は複雑であり、最も高格付けのトランシェであっても、規模やマネジャー選択の経験がメリットをもたらす市場です。ベアリングスでは選別的なアプローチを採用し、クレジット・サイクルを通じてポートフォリオに付加価値をもたらすようなマネジャーを選別するよう努めています。これまでに述べた当該アセットクラスへの投資メリットを鑑みると、現在投資適格クレジットや米国社債に投資している投資家が投資適格CLOにポートフォリオを分散する意義は大きいと考えています。

リスクについて: 投資適格CLO投資には様々なメリットがありますが、潜在的なリスクを考慮することも重要です。クオリティの高いローンが最終投資先となるものの、投資適格CLOは、クレジット・リスク、流動性リスク、金利リスクに晒されます。また、市場全般の環境や発行体独自のファンダメンタルズの変化に起因する価格変動及びまたは損失に晒される場合もあります。ベアリングスでは、お客様に魅力的なリスク調整後リターンをご提供することを最大の目標としています。リスクを適切に管理するために、ベアリングスでは、当初の審査プロセスにおいて厳格なボトムアップのクレジット分析を行い、継続的にクレジット関連指標をモニターすることで、私達の投資判断の背景にある投資テーマに変更がないことを確認しています。

Investment Grade CLO Strategy Composite Performance Notes

Annual	Composite Annual Return (Gross)	Composite Annual Return (Net)	Composite Asset-Weighted Dispersion	3-Year Annualized Std Dev. (Composite)	Total Composite Assets (USD Millions)	Total Firm Assets (USD Millions)	Percentage of Firm Assets	# of Portfolios at End of Period (# of Entire Period)
06/30/2019 [^]	3.19%	2.98%	0.96%	1.10%	3,538	307,362	1.15%	11 (8)
12/31/2018	1.52%	1.11%	0.93%	1.48%	2,261	286,629	0.79%	9 (8)
12/31/2017	3.59%	3.18%	0.94%	1.42%	1,962	284,798	0.69%	9 (6)
12/31/2016	4.50%	4.08%	0.46%	1.53%	1,248	178,724	0.70%	7 (6)
12/31/2015 [^]	2.13%	1.72%	NM	0.97%	1,072	163,934	0.65%	7 (5)
12/31/2014 [^]	1.15%	0.80%	NM	N/A	1,172	157,257	0.75%	5 (3)
12/31/2013 [^]	1.28%	0.93%	NM	N/A	571	142,832	0.40%	4 (1)
12/31/2012 ^{**^}	1.34%	1.25%	NM	N/A	51	116,633	0.04%	1 (1)

[^] Information for the periods indicated has not been examined by independent accountants.

NM The asset-weighted dispersion of five or fewer portfolios for the entire year is not meaningful.

** Returns are from composite inception date of October 01, 2012 through December 31, 2012.

COMPLIANCE STATEMENT

Barings (the "Firm" fka Babson Capital Management LLC) claims compliance with the Global Investment Performance Standards® (GIPS®), and has prepared and presented this report in compliance with GIPS. The Firm has been independently verified for the period from 1993 through 2016 as Babson Capital Management LLC ("Babson"). See the "Definition of the Firm" section for further information.

Verification assesses whether (1) the Firm has complied with all the composite construction requirements of GIPS on an organization-wide basis, and (2) the Firm's policies and procedures are designed to calculate and present performance in compliance with GIPS. The Investment Grade CLO Strategy composite has been examined for the period 2016. The verification and performance examination reports are available upon request.

DEFINITION OF THE FIRM

The Firm provides investment management and advisory services to both institutional and individual clients. For purposes of compliance with GIPS, the Firm defines itself as consisting of the portfolios that it manages directly. In the third quarter of 2016, the previous subsidiaries of Babson were consolidated under the Barings name. Those entities included Babson Capital Management LLC, Cornerstone Real Estate Advisers LLC, Barings Asset Management Limited, and Wood Creek Capital Management LLC. For 2016, the Firm assets above represent Babson Capital Management LLC for GIPS purposes. In 2017, the Firm assets will represent the consolidated entity. A list of the Firm's composite descriptions is available upon request.

POLICIES

The Firm's policies for valuing portfolios, calculating performance, and preparing compliant presentations are available upon request.

COMPOSITE DESCRIPTION

Portfolios included in the Investment Grade CLO Strategy composite seek to invest in U.S. CLO securities that carry original credit ratings from AAA to BBB. Some portfolios may also invest in European CLO tranches; however, all investments are hedged back to U.S. dollars (USD). The minimum portfolio value requirement for inclusion in the composite is USD \$25,000,000. The name of the composite was changed from Senior CLO Strategy to Investment Grade CLO Strategy in September 2015. The composite was created in October 2012.

BENCHMARK

Due to the lack of market availability regarding benchmarks related to this strategy, and variation surrounding U.S. CLO tranches, no benchmark will be assigned. Therefore a benchmark value of zero will be applied.

FEES

Returns are presented gross of management fees, custodial fees, and withholding taxes, but net of all trading expenses. Net performance results are calculated by deducting fees from the gross monthly return, using the highest annual fee charged for a member portfolio dedicated to this strategy during the periods presented. Applicable fees for 2012–2014 were 35 basis points (bps), and for 2015–2016 were 40 bps. Actual fees may depend on the applicable fee schedule and portfolio size, among other things.

PERFORMANCE RESULTS

Results are calculated using a formula based on the time-weighted total rate of return, and are expressed in USD. The composite is asset-weighted; individual portfolios are valued daily on a trade date basis, and include accrued income. The composite and benchmark results assume the reinvestment of distributions. Performance results include all portfolios under the Firm's management that meet the composite definition. A portfolio is included in the composite when it is deemed that the investments made by the investment advisor fully reflect the intended investment strategy. PAST PERFORMANCE IS NOT A GUARANTEE OF FUTURE PERFORMANCE.

ASSETS, COMPOSITE DISPERSION, EX-POST STANDARD DEVIATION

The asset base used to calculate the composite's percentage of Firm assets includes both discretionary and non-discretionary portfolios managed by the Firm, and also includes non-fee paying portfolios. The asset-weighted dispersion calculation measures the deviation of individual portfolio returns around the aggregate composite return. Only portfolios that have been managed for a full annual period have been included in the dispersion calculation. No dispersion is reported for periods with five or fewer portfolios (shown as "NM"). The three-year annualized ex-post standard deviation of the composite and benchmark are displayed above.

Barings is a \$325+ billion* global financial services firm dedicated to meeting the evolving investment and capital needs of our clients and customers. Through active asset management and direct origination, we provide innovative solutions and access to differentiated opportunities across public and private capital markets.

A subsidiary of MassMutual, Barings maintains a strong global presence with business and investment professionals located across North America, Europe and Asia Pacific.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, BREAE AIFM LLP, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2019 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)(以下、「当社」)が、ヘアリングスLLCが作成した資料を翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらが変更されたり修正されたりすることがあります。

Complied (東京):2019年10月31日 M20194Q22

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of June 30, 2019

19-965281