

CLOエクイティにおける 足元の投資機会

これまで、広く流通するシンジケートローン（Broadly Syndicated Loan : BSL）市場のボラティリティが上昇した局面では、CLOエクイティ投資家にとって魅力的なエントリー・ポイントが生じてきました。現在の環境も例外ではありません。

セカンダリー市場が下落し、シニア担保付ローンの多くが額面以下で取引されている今、複数の市場サイクルを通じて再投資を行うことが前提であるCLOエクイティ戦略のエントリー・ポイントにあらためて注目が集まっています。

ローン市場の変調が魅力的なエントリー・ポイントをもたらす

足元の市場の変調によってセカンダリー市場のローン価格が下落し、スプレッドが拡大した結果、シニア担保付ローンの多くが額面以下で取引されています。資金配分を行うCLOマネージャーにとって、足元の環境は質の高い資産をより魅力的なエントリー価格で取得する好機と言えます。

ディスカウントで購入したローンが額面で償還されるか、時間の経過とともに額面に近づく場合、トータル・リターンは上昇します。歴史的に見て、この「額面回帰」の動きは、特に市場のボラティリティの上昇局面で投資や再投資を行うことができるマネージャーにとって、CLOエクイティのリターンを押し上げる重要な要因となってきました。

CLOのストラクチャーは、市場のストレス期にも長期投資を維持したまま積極的に投資を行うことができるため、特に足元のような環境で有利です。

CLOはボラティリティを乗り越えられるよう設計されている

プライベート・クレジットのユニバースの一部では流動性が厳しく吟味されるようになってきていますが、CLOは高ボラティリティ局面で有利となるいくつかの構造的特徴を備えています。

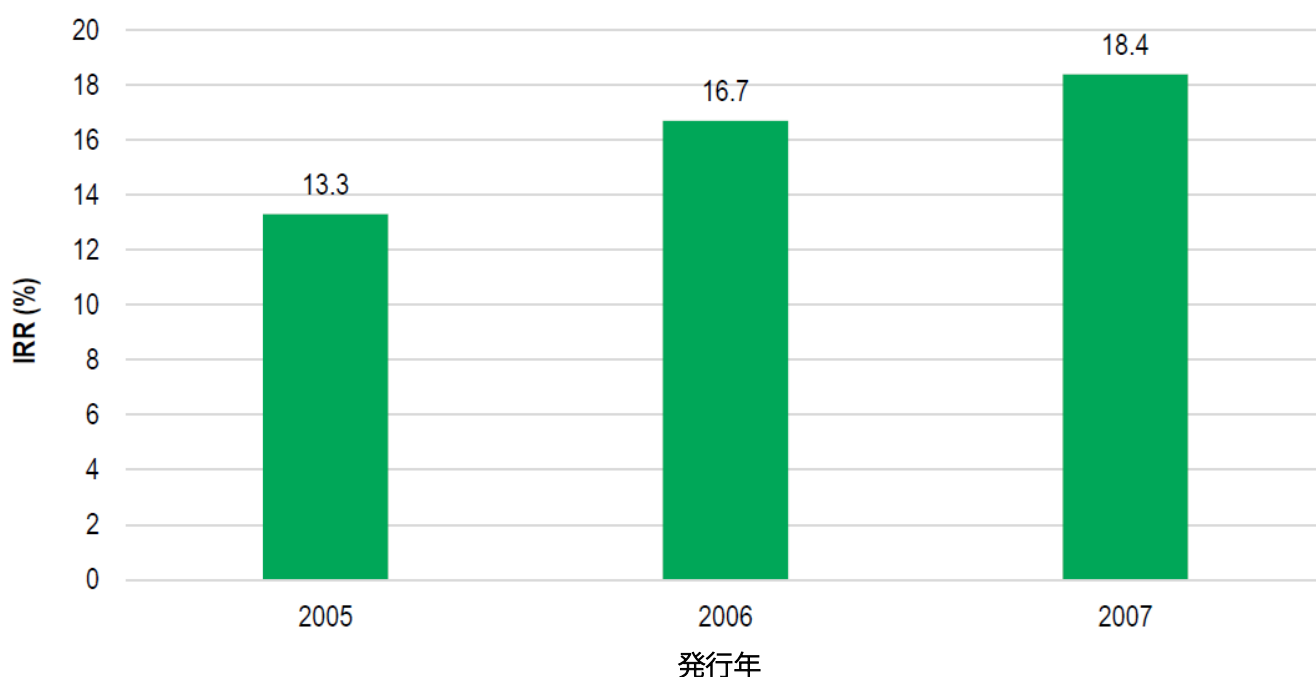
- 長期資金であること：CLOの原資産であるローンは一般的に数年間にわたる固定的なものであるため、償還対象となることや短期的な流動性圧力にさらされることのない安定した投資先です。
- 強制的な売却がないこと：オープンエンド型投資ピークルとは異なり、CLOは償還による売却圧力を受けることがなく、時価評価の変動によって売却が強制されることもありません。そのためマネージャーは高ボラティリティ局面でもポジションを保持することができ、ローン市場の変調時には再投資やポジションの拡大を適宜進めることができます。
- 債務のリファイナンスに関する柔軟性：クレジット市場が正常化すれば、マネージャーはCLOの債務をリファイナンスまたはリセットし、資金調達コストの引き下げやエクイティ資金の収益性の改善を図ることができる可能性があります。
- アクティブ運用と再投資の柔軟性：CLOマネージャーは取引期間を通じてポートフォリオを積極的に運用します。ローンが返済または売却された場合、その代金を新しい投資機会に充てることができるため、マネージャーは市場環境の変化に対応してローン市場のレラティブバリューの機会に投資することができます。
- 原資産の透明性：原資産であるローン・ポートフォリオはセカンダリー市場で活発に取引されており、クレジットのファンダメンタルズとバリュエーションの傾向に透明性をもたらしています。そのためテクニカル要因や市場のミスプライスによってローン価格に混乱が生じた場合、熟練のマネージャーは、償還に左右されない長期のストラクチャーの中でレラティブバリューの投資機会を特定することが可能です。

市場の変調が歴史的にCLOエクイティにとって有利な理由

世界金融危機、欧州ソブリン債務危機、新型コロナ禍など、市場に下押し圧力がかった局面で発行されたCLOエクイティや、積極的に再投資を行ったCLOエクイティは、歴史的に高いリターンを実現してきました。このような環境下ではローンをディスカウントで取得することが可能であり、市場が安定化すればポートフォリオのリターンに寄与するためです。

例えば過去20年間で最も大きなストレス期の1つをもたらした世界金融危機に先立つ2005年～2007年に発行されたCLOエクイティの場合、運用期間全体の内部収益率（IRR）は約13～18%に達しました。発行時の金利が比較的低水準だったことや、景気低迷期にローンのスプレッドが拡大した状態で再投資を行ったことが背景にあります。

CLOエクイティの発行年別のIRRの中央値（2005年～2007年）¹



新型コロナ禍でも類似のパターンが観測され、2020年に発行されたCLOエクイティの実現IRRの中央値は米国と欧州の市場で約22～23%でした¹。この傾向は2022年の変調期の欧州市場でも再現し、実現IRRの中央値は30%を上回りました¹。

足元のリターン獲得機会

足元のスプレッドとローンを取り巻く環境には、過去の市場の変調期と共通する特徴がいくつかあります。新たに発行されたか、最近リセットされたCLOに関する最新の予想は以下のとおりです。

- IRRの可能性：10～15%²
- 現状の直接利回り：12～17%³

クレジット市場でインカムとトータル・リターンを追求するCLOエクイティ投資家にとって、足元の環境はエントリー・ポイントとして魅力的と言えるでしょう。

欧州の観点から

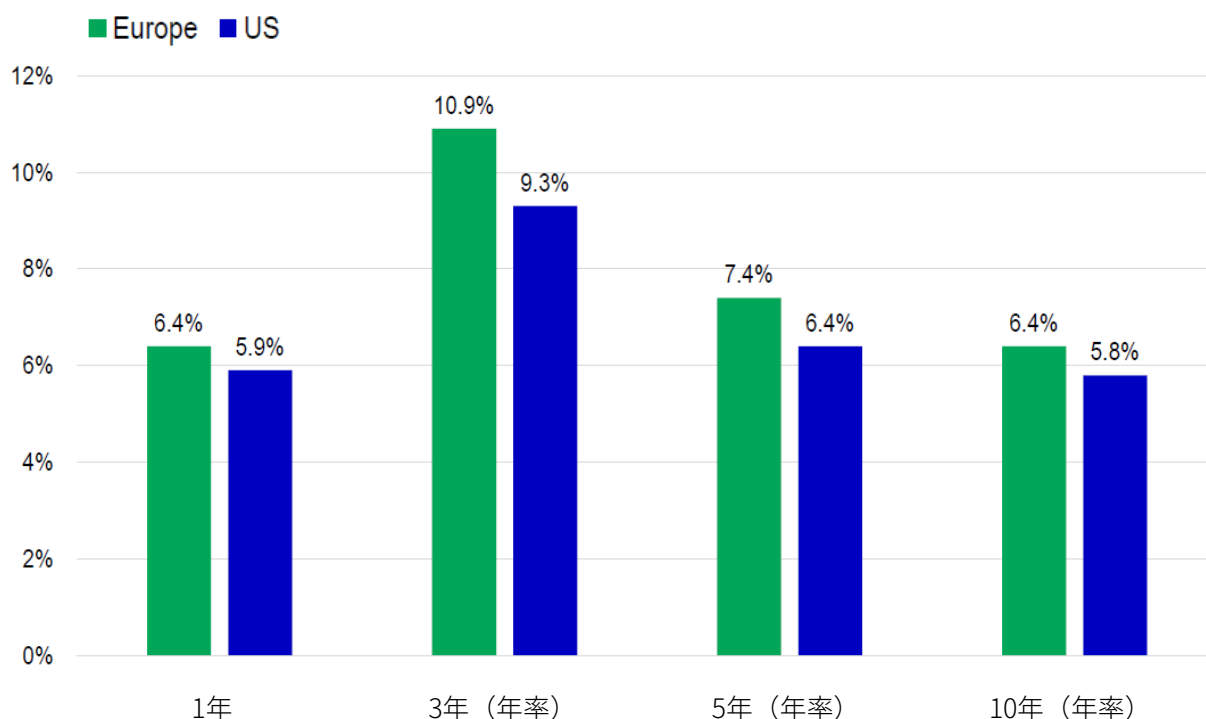
プライベート・クレジットに関する最近の報道（特にソフトウェア企業やテクノロジー企業にエクスポージャーが集中していること）は、分散と規律ある引受の重要性を浮き彫りにしています。

その点では、欧州のCLOポートフォリオの一般的な特徴は以下のとおりであり、欧州ローン市場では分散投資の投資先を豊富に見出すことができます。

- テクノロジーおよびソフトウェア企業の比率が比較的小さい
- より幅広いセクターに分散
- クレジットが長期的に優れたパフォーマンスを実現

下図の欧州と米国のローンのリターンを見ると、欧州のローンが1年、3年、5年、10年（米ドル・ヘッジ）で米国のローンをアウトパフォームしており、分散投資先およびレバティバリュの源泉としての欧州の役割を確認することができます。

欧州と米国のローン（米ドル・ヘッジ）の1年、3年、5年、10年間のリターン⁴



タイムリーな投資機会

市場のボラティリティにより、シニア担保付ローンの多くは額面以下で取引されており、エントリー価格にあらためて注目が集まっています。高ボラティリティ局面での再投資を前提とする長期のCLOストラクチャーを通じてシニア担保付ローンに投資する場合、額面への回帰が差別化された投資機会をもたらす、エントリー価格、ストラクチャー、期間の複合的効果が長期のトータル・リターン向上に寄与することが期待されます。

出所：

1. BofAグローバル・リサーチ、インテックス、PriceServe。2025年12月5日現在。

注記：レバレッジ・レシオ・フィルターを適用。過去のパフォーマンスは、将来の成果の信頼できる指標ではありません。

2. IRRのレンジは、2025年12月（EU）と2026年1月（米国）のバンク・オブ・アメリカのデータに基づいており、2013年以降に発行されたEU（約15%）と米国（約10%）のCLOエクイティの平均実現IRRを反映しています。

3. 直接利回りのレンジは、2025年9月現在のJPモルガンのデータに基づく長期平均を反映しています。推計には2000年代前半以降のEUと米国のCLOエクイティの直接利回りが含まれます（1.0および2.0のCLOをカバー）。

4. MCQS、2025年12月31日現在。欧州および米国のローンのインデックス。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。

マニユライフ | CQSインベストメント・マネジメントは、英国金融行為監督機構による認可・規制を受けるCQS (UK) LLPと、米国証券取引委員会登録の投資顧問会社であり、全米先物協会（NFA）のメンバーでもあるCQS (US), LLCの商号です。本資料で使用されている「CQS」または「マニユライフ | CQSインベストメント・マネジメント」という用語には、CQS (UK) LLPおよびCQS (US), LLCのいずれかまたは両方が含まれる場合があります。

Manulife | CQS Investment ManagementはManulife Investment Management (Europe) Limitedの子会社です。

主なリスク（リスクは下記に限定されるものではありません）

本資料に記載の運用戦略は、値動きのある有価証券等に投資しますので、投資元本は保証されるものではなく、投資元本を割り込むことがあります。運用による利益および損失は、すべて投資者（受益者）の皆様に帰属します。

価格変動リスク：有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があり、これによって投資元本を割り込むことがあります。

信用リスク：有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。

流動性リスク：有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

デリバティブ取引に関するリスク：デリバティブ取引等を行う場合、取引額は委託証拠金その他の保証金（以下「委託証拠金等」といいます。）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が生じる可能性があります。

費用・手数料等

お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等（以下「手数料等」といいます。）は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。デリバティブ取引等を行う場合、委託証拠金等の額や計算方法は取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率をあらかじめ表示することはできません。

ディスクレーム

- 本資料は、海外グループ会社の情報を基にマニュライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が作成した情報提供資料です。
- 金融商品取引契約の締結等に当たっては、必ず契約締結前交付書面や重要事項説明書等をご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 当資料に記載された見解・見通し・運用方針は作成時点における当社の見解等であり、将来の経済・市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

ADM5767447

マニュライフ・インベストメント・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433号

加入協会：一般社団法人 資産運用業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会