

# European Loan Market Snapshot

## 欧州バンクローン市場、月次アップデート 2018年10月

- 2018年9月の欧州バンクローンの月間トータル・リターンは+0.57%
- 9月は大型案件が数件見られるも、2018年内はCLO組成数の減少が見込まれる
- 9月もデフォルト件数はゼロで、過去12カ月累計デフォルト率は0.11%と、依然として低水準
- CLOの組成は引き続き堅調で、2018年は2017年を上回る記録的な組成実績となる公算。ただし、アービトラージ型CLOは負債コストの増加とローンスプレッドの縮小に直面しはじめる

### 2018年9月の欧州バンクローンの月間トータル・リターンは+0.57%

欧州のバンクローンを対象としたCredit Suisse Western European Leveraged Loan Index (CS WELLI) の2018年9月のトータル・リターンは+0.57% (金利収入: +0.33%、元本変動が+0.24%)、年初来(1-9月)のトータル・リターンは+2.37%となりました<sup>1</sup>。

### 多くの資産クラスでボラティリティの低下が見られる中、欧州債券市場は軟調に推移

当月は、多くの資産クラスでボラティリティの低下が見られました。国債市場は月を通じて売られ、欧州全体の国債の月間トータル・リターンが▲0.10% (年初来では▲0.50%)、ドイツ国債は▲0.90% (同+0.80%) となりました。原油市場ではブレント原油の月間トータル・リターンが+6.9%、WTI原油が+4.9%でした。

### 予想を上回るイタリアの財政赤字拡大予想が嫌気され、イタリアの金融資産は大幅下落するも、他の欧州株や債券への売り圧力は限定的に

当月、下旬にイタリアの2019年予算における財政赤字の対国内総生産(GDP)比率目標が予想を上回る2.4%で合意されたことが明らかになると、市場ではボラティリティが高まりました。イタリアの金融資産は全面安となり、特に銀行株は2016年6月の英国の欧州連合(EU)からの離脱(ブレグジット)以来の大幅下落となりました。一方で、その他の欧州株や債券市場の売り圧力は限定的なものにとどまりました。CS WELLIでイタリアのポロワーの占める割合は約2%です<sup>1</sup>。

### 9月は大型案件が数件見られるも、2018年内はCLO組成数の減少が見込まれる

9月の機関投資家向けローンの供給は約88億ユーロ、年初来の供給額は670億ユーロとなりました。発行が待たれたAkzo Nobel Specialty ChemicalsとRefinitivによる大型のクロスボーダー買収に絡んだ案件がありました。Akzoの資金調達には18億ユーロのタームローン(発行条件: Euribor+375ベースポイント(bps))が、Refinitivには27.5億米ドル相当(同Euribor+400bps)のユーロ建てタームローンが含まれています。

アレンジャー(および市場全体)は、これらの大型案件が間近に迫っていることをよく認識していたため、戦略的にいくつかの取引を事前に行いました。大型案件の交渉で、レンダーはいくつかの取引でプライシングとドキュメンテーションを有利な条件で進めることができ、投資家はリスク・リターンのトレードオフがより有利なものとなりました。AkzoとRefinitivの取引に伴い供給が減少し、2018年10-12月期にCLOの組成数も減少することから、新規案件ではクリアリング・マージン(clearing margin)がよりタイト化しました。CLOの負債コストはAAA格証券では約1%増加しており、最近のプライマリー市場のタイト化によりアービトラージの優位性が薄れています。しかし、他の機関投資家(個別口座運用、年金基金や保険会社によるファンド(分離口座))からの需要は根強く、これらの機関投資家はCLOよりも低いマージンのローンを購入する意向を見せています。市場が拮抗し、CLO組成が現在のペースで継続する場合、CLOは力強い受け皿となります。これはS&P's Loan Market Commentary and Dataによる需給バランス計測で確認することができ、1月以来、案件の不足(3カ月単位)は見られていません<sup>2</sup>。

CS WELLIの時価総額は2,700億ユーロに達しました<sup>1</sup>。

## リターン

- 9月のCS WELLIのセクター別リターンでは多くのセクターがプラスリターンを確保しました。セクター別では、エネルギー価格の好調を背景に、エネルギー（インデックスの構成比：1%未満）が+3.93%となり<sup>1</sup>、またメディア／通信サービス（同構成比：21%、インデックス内で最大）が+0.81%と上位を占めました。一方、下位セクターは非耐久消費財（▲0.59%）、耐久消費財（▲0.30%）でした<sup>1</sup>。格付け別では、全格付けがプラスリターンとなり、「BB」格のリターンが+0.48%、「B」格のリターンが+0.60%、「CCC」格が+1.70%と、低格付けほど良好なリターンとなりました<sup>1</sup>。
- 9月末時点の欧州バンクローン市場の平均価格は€99.07（前月末比+€0.34）、平均スプレッドは3.84%でした（今後3年以内にローンが返済されるとの仮定に基づいて計算）<sup>1</sup>。これに対し、欧州ハイ・イールド債券のスプレッド・トゥ・ワーストは3.98%で、9月のリターンは+0.05%、年初来リターンは+0.21%となりました<sup>3</sup>。

## ファンダメンタルズ

- ユーロ圏の購買担当者指数（PMI）の9月の総合指数は、前月から0.3ポイント低下して54.2となりましたが、欧州経済は良好な状態を保っています。製造業の新規輸出受注は、貿易保護主義（関税）の進展の間接的な影響だと思われそうですが、好不景気の心理的な分かれ目とされる50を下回りました（2013年6月以来の最低水準となります）。ただし、総合指数全体で見ると、GDP成長率がわずかに低下したものの、年率換算後のGDPが2%と依然として高いことを示唆しているのは興味深いことです。エネルギーと食品を除いたコア・インフレ率は今後数カ月間は前年比1%前後と安定的に推移すると予想されており、総合物価上昇率（1.7%）も原油価格の上昇に支えられています。
- 9月の政策理事会で、欧州中央銀行（ECB）は金融政策やリスク評価に関する変更を示さず、ドラギ総裁はユーロ圏景気の先行きについて楽観的な見通しを示しました。また、基調インフレの上向きにも自信を示し、インフレ率が過去5年の最高水準に近づいているドイツでは、10年国債利回りが2018年5月以来の水準まで上昇しました。ECBが年末にバランスシートの拡大を終える方針は予定通りです。短期金利は、ECBが引き続きQE終了後も金利を低水準にとどめると示唆しているため、低水準となっています。フォワード・ガイダンスの結果、EURIBORは依然として0%未満にあり、少なくとも2019年末近くまでは水面下にとどまると予想されています。
- この欧州経済への前向きな見通しに対する基本的リスクは、イタリアの財政予算案（欧州委員会が同案に難色を示し、格付け機関が同国を格下げする可能性が懸念されます）、世界の貿易や関税をめぐる緊張の高まり、英国のブレグジット（特にアイルランド国境問題）をめぐる交渉の行方などとなるでしょう。状況は非常に流動的です。
- 9月もデフォルトが発生しませんでした。発行額加重のS&P/LSTA European Leveraged Loan Indexの過去12カ月累計デフォルト率は0.11%と前月から若干低下し、2007年6月から2018年9月までの平均年間デフォルト率である3.88%を大きく下回っています<sup>4</sup>。

## 市場の需給環境

- 欧州のローン担保証券（CLO）市場は9月も引き続き活況で、組成額は計16億ユーロ、年初来では208億ユーロに上りました。年初来では組成数が50件（前年同期間は33件）、新規発行額は記録的となった2017年に近づいている一方、アービトラージ型CLOは、負債コストの増加とローンスプレッドの縮小による逆風を受け始めています。AAA格のCLOのスプレッドが月間でおよそ12bps拡大し、9月末には100bps近辺となっています。これは、2016年11月以来のことです。現在、約30の案件が組成を待っています<sup>2</sup>。

最近のインデックス・パフォーマンス トータルリターン（ユーロ、%）	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年 7月	2018年 8月	2018年 9月	2018 年初来
Credit Suisse Western Europe Leveraged Loan Index (EUR-HDG)	8.73	1.96	3.14	6.52	3.30	0.51	0.36	0.57	2.37
Credit Suisse Western Europe HY Index (EUR-HDG)	9.10	4.31	1.36	9.63	6.28	1.39	0.17	0.05	0.21

出所：Credit Suisse、2018年9月30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。インデックス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)、2018年9月30日時点。
2. S&P LCD、2018年9月30日時点。
3. Credit Suisse Western European High Yield Index、2018年9月30日時点。
4. S&P European Leveraged Loan Index、2018年9月30日時点。平均デフォルト率は2007年6月1日から2018年9月30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、インバスコの債券運用部門であるインバスコ・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バスコ・アセット・マネジメント株式会社が抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等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、必ずしも完全性を当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、インバ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。作成者の事前の承認なく、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。

### **インバスコ・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