

AAA格CLOのETFがすべて同じような中身という訳ではない

1兆米ドル規模のCLO市場は数十年前から存在しているが、CLO ETFの登場は非常に最近のことである。これまでは大規模な機関投資家のみがCLOを利用できたが、CLO ETF市場の拡大によって個人投資家の間でも活用が進んでいる。歴史的に、CLOは魅力的なスプレッド、利回り、そして良好な信用力を提供してきた。現在、CLO ETF市場は依然として小規模ながらも急速に成長しており、良好な超過収益の獲得機会を変動金利資産に求める投資家の関心を集めている。アクティブ運用を行うAAA格 CLO ETFは、CLOの資本構造の中でも最も格付の高いトランシェへのアクセスを提供し、これによって格付が同等の他の債券と比較して大きな利回りが期待できる。

しかし、アクティブ運用のETFの間ではポジショニングの大きなばらつきが見られ、利回りを追求するために低格付のCLOやミドルマーケット向けローンの組み入れにより意欲的な運用会社も見られる。このように、全てのAAA格CLO ETFは同じではなく、特に市場の下落サイクルではパフォーマンスに大きなばらつきが生じる可能性がある。

世界的な金融引き締めサイクルは終わりを迎えつつあるように見えるが、長期にわたって高い金利水準が持続する可能性から、引き続き投資家は変動金利資産に興味を示している。こうした状況の中、CLO ETF が登場したことで、ようやく個人投資家はこの資産

図1：AAA格 CLOは、代替的な投資手法と比較して魅力的な利回りを提供する（SOFRスプレッド、bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、2024年10月現在。

クラスに資金を振り向けることが可能となった。機関投資家と個人投資家が高格付商品による利回りの獲得と分散されたポートフォリオを求める中、CLO ETFの運用残高は2023年以降で5倍近くに増加し、足元では150億米ドルを上回る規模まで成長している。

特にAAA格 CLOは、堅固な構造的プロテクションと歴史的に見て低いデフォルト率の恩恵を受け一方、比較的高い利回りを提供することができる。高格付CLOのスプレッド水準を信用格付に応じてプロットしてみると、高格付商品の中で最も高いスプレッドを提供していることは一目瞭然である（図1）。

CLOについて再確認する

念のため再確認しておくと、CLOは広範な投資家に販売されるシニア・セキュアード・ローン（BSL）あるいは中堅企業向けレバレッジド・ローンをアクティブ運用する投資プールである。それぞれのCLOは、劣後比率とインカムを受け取る優先度に応じて最上位から最下位まで格付が付与された一連のトランシェによって構成される。

格付上位のシニアAAA格トランシェは、CLOの資本構造において最も優先順位が高く、最もリスクが低い。シニアAAA格トランシェの持つ信用補完と構造的なプロテクションにより、これらはキャッシュフローに対する第一順位の請求権が付与されている。また、実現損失はシニアAAA格トランシェに劣後する全てのトランシェによって先に吸収されるため、他のトランシェによる信用補完の恩恵も受けることができる。

キャッシュの分配における優先権に加え、AAA格トランシェでは、原資産となる担保の劣化を特定して保全するためのパフォーマンス・テストが実施されており、さらなる構造的プロテクションの強化が図られている。テストにおいて問題が特定された場合、CLOマネージャーはエクイティ・トランシェおよびその次に格付の低いトランシェからキャッシュを流用し、最も格付の高いトランシェの元本返済を行う。堅固な構造的プロテクションと資本構造上の優先順位により、長い歴史を通じてAAA格トランシェの損失はゼロである¹。

重要なのは、全てのAAA格トランシェが最上位の格付であることによる恩恵を受ける訳ではないということである。近年、市場では「ジュニアAAA格」と呼ばれるトランシェのケースが増加している。これらトランシェのリスクは依然として低いものの、「第一順位の請求権が付与」されている訳ではないことから、トリガー事由が最初に発動した際に償還によるプロテクションの恩恵を受けられないことを認識することが重要である。つまり、ジュニアAAA格トランシェは、第二順位の請求権が付与されたAA格CLOにより似た動きをすると我々は考えている。

ETF毎に格付の構成が異なる可能性がある

ベンチマークに連動する運用成果を目指すパッシブ運用とは異なり、全てのCLO ETFはアクティブ運用されており、運用マネージャーによってポジショニングには大きなばらつきがある。AAA格ゾーンにおいても、小幅な追加的利回りを追求するために、より低格付のローンを組み入れるとの選択をする運用マネージャーも見られる。一方で、AAA格資産のみに限定してポートフォリオを構築することを選択する運用マネージャーもいる。AAA格CLO ETFは一見したところ同一視されがちだが、ポートフォリオの資本構成や格付は大きく異

図2: AAA格CLO ETFのポートフォリオ毎に、格付構成は大きく異なる

		J.P. モルガン CLOIE AAA インデックス	ETF 1	ETF 2	ETF 3	ETF 4
格付別 (金額ベース)	シニア AAA	97.99	98.87	82.06	79.15	91.93
	ジュニア AAA	2.01	1.13	16.02	3.41	
	AA			0.88	17.46	7.72
	A			0.90		1.32

出所：J.P. Morgan、ブルームバーグ、PGIMフィクスト・インカム、2024年10月現在。例示目的のみ。

なっている可能性があり、一部のポートフォリオではジュニアAAA格やAA格のトランシェが大部分を占めているような場合がある（図2）。CLO ETFは、主に「AAA格」ファンドと「BBB格」ファンドの2つに大別される。この大まかな分類は、必ずしも原資産の格付と直接関係している訳ではない。例えばAAA格CLO ETFと銘打ったファンドであっても、AAA格トランシェの割合が他のAAA格CLO ETFより低いものもある。しかし、AAA格カテゴリー内でも微妙な違いがあり、第一順位の請求権が付与される「シニア・トランシェ」と第二順位の請求権が付与される「ジュニア・トランシェ」が分かれて存在する場合がある。どちらもAAA格を付与されているが、市場感応度（いわゆるベータ）とリスク調整後リターンに大きな違いが見られる可能性がある。両者とも損失を受けるリスクは低いが、第二順位の請求権が付与されているAAA格の「ジュニア・トランシェ」では、コロナ禍の最中のような市場ストレス下において、AA格CLOと似た動きがこれまで見られた。

CLO ETFを構成する格付の「小さな」差異であっても、特に市場がストレスに晒されているような時には、ポートフォリオのパフォーマンスに大きな影響を及ぼす可能性がある。第二順位の請求権が付与されている「ジュニア・トランシェ」が提供する小幅な追加的スプレッドは、相対的に流動性が低下する可能性があることを考慮すると、投資家にとって十分に見合うものだと我々は考えていない。

以上を踏まえると、CLO ETFの30日SEC利回りからはポートフォリオ構成の類似が示唆されるかもしれないが、ポジショニング（図2）を見てみると、ETF間でいかにリスク特性が異なっているかが示されている。クレジット・カーブの形状は非常にフラットであり、ETFに掛かる手数料の違いが、より高リスクのポートフォリオを構築することによって得られる追加的なスプレッドの効果を相殺する可能性がある。

AAA格CLO は同一視されがちだが、信用の質は大きく異なる。一部の運用マネージャーが低格付ローンの組み入れに積極的な姿勢を示す中、ETF間の差異が拡大する可能性が高く、優れたリサーチ能力とクレジット投資能力を持つ投資マネージャーにとって、レティティブバリューによる投資機会を捉える環境がもたらされている。こうした中、特に市場の流動性が低下する場合や経済がストレスに晒される状況下では、パフォーマンスに大きなばらつきが生じる可能性がある。

1. S&Pグローバルによる“Default, Transition, and Recovery: 2022 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study”, 2023年5月26日。（2024年11月にデータを参照。）

PGIM | 2025 BEST IDEAS

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示・黙示を問わず何ら保証または表明するものではありません。

本資料に含まれる予測、予想、特定の情報は独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案、勧誘、いかなる金融商品の購入や売却を推奨するものではありません。予測や予想には固有の限界があり、実際のパフォーマンスとは異なります。また、実際の取引、流動性の制約、手数料についても反映されていません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けます。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があります。これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証は有りません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V. は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および /または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。スイスでは、ロンドンのPGIMリミテッドが、チューリッヒの駐在員事務所を通じて情報を提供しています。チューリッヒの事務所所在地は以下の通りです：Kappelergasse 14, CH-8001 Zurich, Switzerland. ロンドンのPGIMリミテッド、チューリッヒ駐在員事務所は、スイス金融市場監督局 FINMAによって認可および規制されており、スイスのFinSA第4条第3項および第4項の範囲内で投資の専門家または機関投資家に情報が提供されます。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) の規制対象事業体であるシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が、資産管理を行うCMSライセンスに基づいて情報を提供しています。PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.は、免除された財務アドバイザーです。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、豪州2001年会社法で定義されている販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアはPGIMリミテッドの関連会社であり、金融サービスの提供に当たり2001年オーストラリア法人法に基づくオーストラリア金融サービス免許の保有義務が免除されています。PGIMリミテッドは、英国法に基づくFCA (登録番号：193418) による規制およびASIC Class Order 03/1099の適用により免除されています。英国法はオーストラリア法とは異なります。カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインク作成の“2025 BEST IDEAS: ALPHA OPPORTUNITIES BEYOND THE MACRO VOLATILITY”におけるPGIM Fixed IncomeのパートをPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP115721
4202076_20250131