

# The Investment Podcast



**Episode 37: 欧州プライベート資産担保ファイナンスの長期メガトレンド**  
2024年3月25日

**ロミル・パテル(Romil Patel):** 皆様こんにちは、M&G インベストメンツの投資ポッドキャストへようこそ。本日の司会、ロミル・パテルと申します。今回は、ストラクチャード・クレジットチームを統括しているジェームズ・キング (James King)、インベストメント・スペシャリストのジョー・トムキンス (Jo Tomkins) と共にポッドキャストをお届けします。

**ジェームズ:** こんにちは。

**ジョー:** こんにちは。

**ロミル:** 前回我々は、世界金融危機とその余波について考察しましたが、その際、欧州の銀行が純粋に大きくなり過ぎたということが分かりました。実際、バランスシートが一国の GDP を超えてしまう様な銀行もありました。金融危機の後、規制当局による自己資本規制がますます強化され、また、収益性が歴史的に見ても低い水準へ落ち込む中、銀行は、バランスシートを最適化し、更に融資業務に対して求められる自己資本を削減する為に、幾つかの手法を活用してきました。

引き続き銀行規制とデレバレッジに焦点が当てられていますが、それは、プライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットの分野における投資機会に対して、どの様な意味を持つのでしょうか？また、投資家がこういった投資機会を活用出来る可能性という面で、どの様に道を拓いてくれるのでしょうか？

**ジョー:** 現在、我々が担当する資産クラスが非常に有望と考えられる理由は、多数あります。銀行のデレバレッジや規制については既に触れて頂きましたが、特に欧州では、プライベート・ファイナンスの機会が増加しています。これらのテーマは引き続きとても重要であり、私たちが市場で目にしていく多くの投資機会を生む原動力となっています。例えば、信用リスク移転取引 (SRT) やスペシャリティ・ファイナンスの分野には、質の高い投資機会が豊富に存在します。他方、資本規制の強化を背景に、銀行が一部の融資業務に求められる自己資本の実質的な軽減化を図る手段として、SRT の様な信用リスク証券化の活用が拡大しています。

また、同様の理由で、規制強化の圧力により、一部の銀行がバランスシートから伝統的なローン資産ポートフォリオの中核部分をオフバランス化する動きも見られます。これは特に、金融機関が資本集約的な資産に関するリスクの余力を増やす目的や、もはやコアビジネスではないと判断した一部の融資業務からの撤退を計画している場合などに見られる動きとなっています。投資機会を生む原動力となるこういった動きは、非常に構造的なものであり、我々はとても好ましい展開と考えています。

加えて、投資機会が銀行だけに限られるものではないことも強調したいと思います。欧州では、ノンバンクのローン・オリジネーターも増加しており、これは、銀行が資本集約的な消費者金融や企業向けの融資業務を縮小、または同分野から撤退していることによる副産物です。欧州のノンバンク・スペシャリスト・レンディング市場は、まだ米国ほどは発達していませんが、今後、特に消費者金融の分野で、長期間且つ安定的に資金を振り向けることの出来る投資家にとって、大変面白い資産担保ファイナンスの投資機会をもたらすでしょう。ジェームズ、あなたも間違いなく同意してくれると思うのですが。

**ジェームズ:** もちろんです。消費者金融や中小企業向け融資の様な分野では、借り手のいわば資本構造全体を対象に行う融資に対して規制上求められる所要資本について、資本政策上非効率であると判断する銀行がとて多く見られます。その為、こうした融資においては、よりシニアな階層部分のみのリスクを取ろうとする銀行が増えており、その結果、多くのローン・プールで、メザニンや場合によってはエクイティ・ファイナンスの投資機会が生まれています。

これが、プライベート市場の投資家が活用出来る機会を生む元となっているんです。例えば、自動車ローンや住宅ローンのプールなどでは、銀行がシニア・ファイナンスを提供しようとする為、プライベート・クレジットの投資家に

はメザニン・ファイナンスの投資機会がもたらされています。この種の資産における競争は限定的であり、欧州にはそれほど多くの投資家がない為、リターンは非常に魅力的なものとなる可能性があります。

**ロミル:** ジェームズ、米国との違いはどのような点ですか？また、米国の事例で、今後欧州でも実現されそうな魅力的な投資機会を示すものはありますか？

**ジェームズ:** それは、欧州に比べ、米国のプライベート・クレジット市場がどれほど発展しているか、また、どれだけ多くの投資家が存在するか、という問題だと思います。米国の銀行セクターについて考えてみると、GDPと比較したバランスシートの大きさの面では、欧州の銀行よりも遙かに小さくなっています。また、消費者金融および企業向けの何れにおいても、銀行融資の重要性はかなり低いのです。従って、米国では、メザニン・レベルであれ、時にはシニア・レベルであれ、あるいはエクイティ・レベルであれ、プライベート・クレジット全般に亘る投資家のエコシステムが形成されています。

欧州は、まだ始まったばかりです。本格的な市場が形成され始めたのは恐らくここ 5~6 年のことで、今後大きな成長の可能性を秘めていると思います。

**ロミル:** 欧州の話が続けましょう。周知の通り、バーゼル IV やバーゼル・エンドゲームが来年施行されます。これらは、欧米の銀行からどのような注目を集めると思いますか？特に、欧州の銀行における構造的なデレバレッジの必要性については如何でしょうか？またこのことが、SRT やスペシャリティ・ファイナンス取引など、リスク移転を通じた銀行の資本規制対策に対する取り組みを、既に後押しし始めているのでしょうか？

**ジェームズ:** 間違いなく、我々が現在市場で目にしている投資機会を成長させる大きな原動力になると思います。とりわけ SRT については、集計の方法にもよりますが、2023 年時点で 200 億米ドルであった市場規模が、2024 年には難なく 300 億米ドルに達すると予想されます。成長の大きな部分は、米国からもたらされると思います。SRT の発行に関して、米国は様々な理由から欧州に幾分遅れを取っていますが、他方、米国の銀行は欧州の銀行ほど資本強化の必要性が高くない可能性もあります。欧州に関しても、間違いなく大きな成長が見込まれます。

更に、SRT の対象資産の種類についても拡がりが見込まれます。従来 SRT の対象資産は、所要資本が最も大きい企業向け融資が大半でしたが、今後は消費者金融を対象とする SRT も増加すると見込んでいます。

我々は、今後数年で SRT 市場が非常に大きな成長を遂げると強く感じています。

**ロミル:** SRT 以外では、投資家が銀行のデレバレッジの機会を捉え、銀行の中核ローン資産に投資する為に、どのような手段がありますか？

**ジェームズ:** その意味では、ローン資産ポートフォリオの売却が挙げられます。資本効率の向上ニーズ、これに関しては SRT が非常に有用なのですが、それに加え、銀行の規模縮小という一般的なニーズもあります。我々は、公正を期す為に長年に亘り観察して来ましたが、銀行は明らかにノンコア事業からの撤退を検討しており、主要国以外からの撤退も検討しています。これにより、様々な国や地域において、ローン資産ポートフォリオへの投資機会が安定的に供給されています。

現在我々は、英国、アイルランド、スペイン、イタリアにおいて、こうした取引を検討しており、また最近、北欧での取引を成立させました。主に、消費者金融に注目しています。明らかに住宅ローン関連の取引が最も活況ですが、自動車ローンの取引も多く見られます。これらのローン資産に関する取引は、非常に活発です。

**ジョー:** ジェームズの言う通り、彼が挙げた分野で多くの取引フローを目にします。一点強調しておきたいのは、ローン資産ポートフォリオの売却は、SRT 市場で見られる様な取引の標準化が行われていない場合が多く、プログラム化が進んでいないという点です。もちろん、市場の進化と共に標準化は進むと思いますが、現時点では、参入障壁がかなり高い為、限られた運用会社を通じてのみ市場へのアクセスが可能となっています。

また、この分野はプレーヤーが少なく、パフォーマンス・ローン(健全債権)については特に競争が少ないことから、これが、投資家が得られる超過収益の維持に役立っています。特に消費者金融の資産ポートフォリオは、依然としてリスク対リターンの面で魅力が高く、参入障壁が存在する限り、投資妙味の高い状態が続くとみられます。

我々にとって重要なのは、非常に細かい個々のローンに分散された資産ポートフォリオへ投資を行うことです。そういったポートフォリオからは多くのデータが得られる為、リスクとリターンの源泉に関する分析が可能となりま

す。そういった分析は、パフォーマンスの面でも非常に重要ですが、それだけでなく、取引内容を正しく理解し、当該案件から得られるメリットを最大化することにも繋がります。

**ジェームズ:** 今後数年間のこれらの市場の展望という面で、SRT 市場の潜在的な成長の可能性に触れましたが、一方、欧州のローン資産売却取引の成長は、多分に投資家の動きに掛かっていると思います。ローン資産ポートフォリオの売却は、SRT よりも参入障壁が高く、専門知識が必要であり、資本構造の資産側と負債側の両方を理解する必要があります。

また、ローン資産ポートフォリオの取扱いには、大量の継続的な事務管理作業が必要であり、現状その様な作業を行うことの出来る運用会社は、ごく僅かしかないと思います。今後数年間で、そういった管理が出来る運用会社が着実に増え、それに連れて、市場も成長するとは思いますが、結局は投資需要があるかどうかポイントだと思います。我々は、非常に大きな投資機会が存在すると考えていますが、現実問題、参入障壁はかなり高いです。

**ロミル:** 残念ながら残り時間僅かとなりました。最後にお二人に、プライベート資産担保ファイナンスの投資機会の大きさと、明記しておくべき最も重要な点を幾つかお聞きしたいのですが。

**ジェームズ:** 私たちは、今が非常に良い投資タイミングだと考えています。もちろん欧州のプライベート資産担保市場は、過去から長年に亘って存在していた訳ですが、銀行が直面している所要資本の圧力が表面化し、またバランスシート圧縮の必要性が本格化したのは、ここ数年のことです。これが、現在見られる豊富な投資機会を生み出し、市場には、毎週の様々に多数の取引が登場しています。私は、SRT 市場が今後数年間で間違いなく大幅に成長すると考えています。他方、ローン資産ポートフォリオ売却市場の動向は、先ほどお伝えした通り、欧州やその他地域の投資家の投資意欲により大きな影響を受けています。とは言え、今後(成長に向かう)方向性ははっきりしています。この資産クラスへ投資すべき理由は、知的好奇心を満たす為ではなく、参入障壁が存在し、非常に専門性の高い分野であるからこそです。パブリック市場で得られるよりも遙かに高いリターンが期待されますし、超過収益の源泉は複雑で、それを捉える為には、専門知識や専門のチームが必要です。

**ジョー:** 投資家の観点からは、これらの資産に投資することにより、非常に大きな分散効果も期待されます。その為、今後これらの分野へ投資することは、投資家にとって戦略的に有意義であると思います。現状ポートフォリオの多くは、パブリックな債券やクレジット市場を通じて企業資産への投資が行われており、プライベート資産への投資は限定的ですが、我々は、今後これが変わると考えています。

**ジェームズ:** 私の意見をまとめると、SRT 市場とスペシャリティ・ファイナンスの両市場には、大規模な資金を投資する余地があり、非常に拡張性の高い投資機会であると思います。この点は、投資家がこれらの市場を見る際に考慮すべき、最も重要な点ではないでしょうか。これは 1~2 年で終わってしまうブームではなく、中期的に投資家に資産を提供する「メガトレンド」と呼ぶに相応しいものです。

**ロミル:** 今回の投資ポッドキャストは以上となります。ジェームズ、ジョー、お迎え出来てとても嬉しかったです。比較的新しい市場における有力な投資機会について、詳細且つ具体的なお見解をご披露頂き、有難うございました。

**ロミル:** ご視聴いただきありがとうございました。また次回お会いできるのを楽しみにしています。

投資価値の変動により、投資価格は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

本資料に記載されている見解は、受領者への情報提供を唯一の目的としており、金融商品取引法に基づく取引の推奨、投資の助言、又は将来予想の提供を行うものではありません。

本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向における M&G の見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。本資料が提供する情報は、M&G が信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、独自の検証は行われておらず、M&G は、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

M&G Investments Japan 株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第 2942 号

加入協会：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