M&G Investments

ハイイールド・ストラクチャード・クレジット

成熟する欧州のストラクチャード・クレジット市場

2024年5月

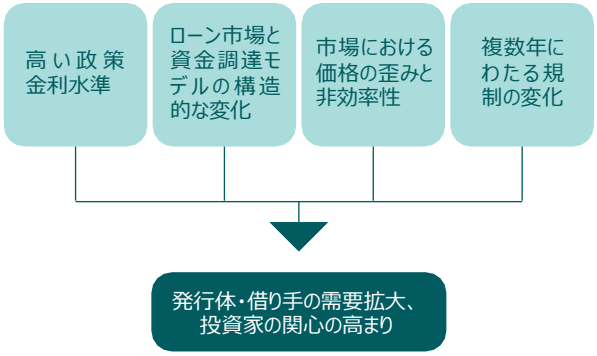
要約

今日のストラクチャード・クレジット市場を特徴づけているのは、資産クラスの多様化と幅広い金融商品ラインナップと言えるでしょう。ストラクチャード・クレジットには、パブリックとプライベートの両市場からアクセスすることができ、主要な戦略には資産担保証券（ABS）やローン担保証券（CLO）のほか、信用リスク移転（SRT）取引、スペシャルティ・ファイナンスといった、他の形態のプライベート・アセットバック・ファイナンスがあります。そのうち、SRTとスペシャルティ・ファイナンスは、世界金融危機後に台頭してきた戦略です。近年、これら5つの分野をけん引してきた長期的かつ構造的なテーマが複数あります。ストラクチャード・クレジット市場が次の成長段階に移行する中、これらのテーマがストラクチャード・クレジット市場の発展と成長を形成すると思われます。

私たちは、足もとの欧州のストラクチャード・クレジット市場における案件数の増加と幅広い投資機会が投資家に好材料を提示しているとみています。高い政策金利水準、規制環境の変化、市場構造や資金調達モデルの変化、そして市場における価格の歪みと非効率性といった複数の要因が重なり、欧州ストラクチャード・クレジット市場における投資環境は、熟してきていると思われます。これらの要因が相まって、発行体やローンの借り手だけでなく投資家からも、プライベートおよびストラクチャード・クレジット・ソリューションへの需要が高まっています。

投資元本は変動し、投資から得られる利益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。過去の運用実績は、将来の成果を示唆するものではありません。また、投資の推奨、助言、または将来の見通しを示すものではありません。本稿に記載されている内容は執筆時点におけるM&Gの見解であり、投資に関する推奨、助言に該当するものではありません。当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務または当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

図1：様々な複合的な要因を背景に欧州のストラクチャード・クレジットの投資環境は成熟化



出所：M&G、2024年5月

私たちは、高い利回りを求めるクレジット投資家は、引き続き二桁台の「株式並みのリターン」をストラクチャード・クレジットに期待できると考えています。伝統的な債券に対して超過リターンを得られる可能性に加え、強固な構造上の保全機能も備えています。ストラクチャード・クレジットの取引は、複雑で理解されにくいため、参入障壁も比較的高くなっています。

ストラクチャード・クレジットは、特別なスキルが必要とされる資産クラスです。原資産の分析・評価方法のみならず、アルファの創出においては、ストラクチャリングの専門知識やレバレッジを有効に活用できることが求められます。すなわち、資産のソーシング能力や、市場の非効率性（市場の競争が限定的である必要あり）や複雑性、非流動性プレミアムを活用し収益化を図る能力が必要です。

本稿では、ストラクチャード・クレジット市場発展の背景から、主要な投資機会、案件のソーシング方法など、ストラクチャード・クレジットの投資環境を形成している要因を掘り下げて分析します。そして最後にストラクチャード・クレジットのマネージャー選定の主なポイントについて解説します。

目次

- ストラクチャード・クレジット市場の発展と拡大
- ストラクチャード・クレジット市場の主要な拡大要因
- 投資家基盤の拡大
- 投資機会：5つの関連分野
- マネジャー選定：投資の成功を左右

ストラクチャード・クレジット市場の発展と拡大

急速に成長・進化を遂げる投資ユニバース

ストラクチャード・クレジットは、需給要因を背景に著しい成長を遂げています。投資可能なユニバースは、規模と商品ラインナップの両面で飛躍的に拡大しています。

ストラクチャード・クレジット市場は、1983年に米国で初のモーゲージ担保証券により誕生しました。その後、近代的な証券化商品の組成技術の発展やモデリングおよびリスク定量化の改善、データ可用性の向上などに伴い、様々なタイプの資産が証券化や資産担保型ファイナンスとして利用できるようになりました。ローン資産のプール（リボルビング型またはスタティック型）は、あらかじめ決められた資金の流れ（ウォーターフォール）と支払いの仕組みに従って、投資家への利息や元本の支払いに必要なキャッシュフローを生み出している限り成り立ちます。支払いは、実物資産や金融資産によって担保されており、投資家への保全機能を備えています。

> ・・・プライベート・アセットバック・ファイナンスは、機関投資家が銀行のバランスシートの中核的なローン資産にアクセスする手段として注目を集めるようになった。

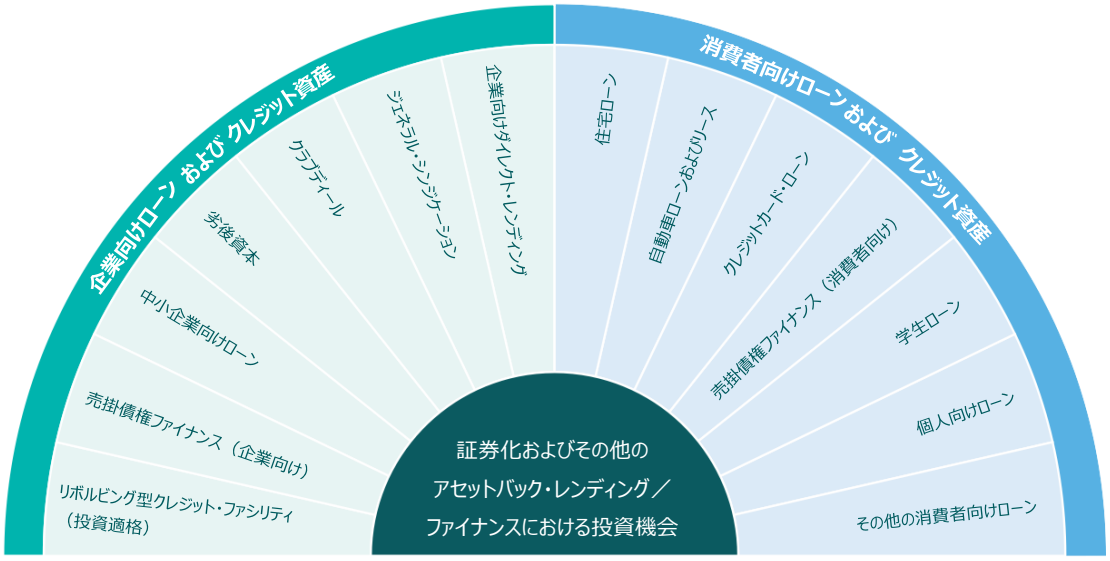
世界金融危機以降、SRTやスペシャルティ・ファイナンスといった他の形態のプライベート・アセットバック・ファイナンスは、機関投資家が銀行のバランスシートの中核的なローン資産にアクセスする手段として注目を集めるようになりました。その手法には、シンセティック、または実資産を売却する「トゥルーセール」による証券化、あるいはホールローン資産やポートフォリオ取引等があります。こうした取引は、ジュニア・トランシェ（資本構造におけるファーストロスまたはセカンドロスのメザニン・トランシェ）として設計され、リテール銀行が組成・管理するローンや債権を裏付けとしています。

ABSなどのファイナンス構造や証券化もプライベート資産へと移行しています。銀行が特定の融資分野から急速に撤退し、資金調達のギャップが生じたことが革新的なノンバンク型のレンディング・プラットフォームやスペシャルティ・ファイナンスに特化したプレーヤーの参入につながりました。こうした環境は、実体経済における多様で拡大するプライベート・アセットバック・ファイナンスの投資機会を長期投資家に提示しています。

投資機会 – 実体経済への資金提供

ストラクチャード・クレジット・ユニバースを構成する広範かつ多様な投資機会は、実体経済に欠くことのできない資金調達源であるローンやクレジット商品が中心です。これらは、融資、リース、住宅ローンのほか、売掛債権ファイナンス、資金調達ファシリティ、銀行資本またはその他の資本ソリューションなどの様々な形態の消費者・企業向け融資です。

図2：投資ユニバース：幅広い企業・消費者向け融資を網羅



出所：M&G、2024年5月

ストラクチャード・クレジット市場は、広範かつ層が厚く、投資家に多様な選択肢を提供しています。様々なタイプの資産を裏付けに証券化が可能で、それぞれリスク・リターン特性も異なります。

私たちは、ストラクチャード・クレジットは、銀行やノンバンク・レンダーが組成する多様で細分化された消費者や企業向けローン資産への魅力的な投資機会を提供できると考えています。SRTやスペシャルティ・ファイナンスなどが内包する投資機会の多くは、伝統的資産にはないものです。多くの投資家の債券やクレジット・ポートフォリオは、国債や社債の組入比率が高いため、ストラクチャード・クレジットは相応の分散効果をもたらし得ます。

さらに、それぞれの投資機会は、数百件、場合によっては数千件にのぼるローン、リース、その他のクレジット、住宅ローン、自動車ローン、中小企業（SME）向けローンなどから構成される、資産ポートフォリオによって裏付けられており、様々な借り手および発行体、信用プロファイル、地域を網羅しています。

流動性の面に投資する

担保資産の種類がより専門的かつ複雑になり、発行体および借り手と投資家の間での取引に高度な交渉が必要になると、プライベート市場での取引または相対取引が増えます。例えば、キャッシュの証券化は、プライベート市場で取引されることが多く、一般的にシンジケート取引は稀です。

通常、私たちが投資するストラクチャード・クレジットは、すべて共通の特性を備えています。しかし、その流動性プロファイルは、パブリックかプライベートかということだけでなく、様々な要因に大きく左右されます。そのため、資産を「パブリック」または「プライベート」、すなわち「流動性が高い」または「流動性がない／低い」と分類するのではなく、M&Gではストラクチャード・クレジットを流動性の面のように捉えて評価しています。もちろん、これは時間の経過とともに変化し、市場変動性が高まる局面ではパブリック・クレジット市場とプライベート・クレジット市場の流動性の状況が収束することもあります。

図3：ハイイールドおよびプライベート・ストラクチャード・クレジットの投資機会 – 相互関係にある5つの投資ユニバース

ストラクチャード・クレジットの投資ユニバース

出所：M&G、2024年5月

ストラクチャード・クレジット市場の主要な拡大要因

プライベート・クレジットに有利に働く長期的かつ構造的トレンド

ストラクチャード・クレジット市場の拡大が、特にプライベート市場において続くと考える理由がいくつかあります。まず、プライベート市場では、ノンバンク・ファイナンスへの需要が増加しているだけでなく、欧州の銀行が特定の融資市場や地域から撤退するのに伴い、投資対象となる資産ユニバースが今後さらに拡大すると思われます。実体経済における資金調達ギャップの拡大や多様化により、私たちのような投資家が債務資本の提供者またはローンポートフォリオ資産の買い手として、そのギャップを埋める機会が広がると思われます。

現在、欧州でみられるアセットバック・ファイナンスの投資機会の根底には、長期の構造的トレンドがあります。投資機会が拡大している要因の一つに、世界金融危機以降に導入された自己資本規制の厳格化を受けて、リテール銀行が実体経済の特定の融資分野から撤退していることが挙げられます。さらに、金利上昇を主因とする世界的な銀行セクターの混乱を背景に、銀行のバランスシートが再び注視されるようになってきていることも要因の一つです。

> … 欧州の銀行が融資市場から撤退するのに伴い、投資対象となる資産ユニバースは今後さらに拡大するだろう。

欧州の投資機会は豊富

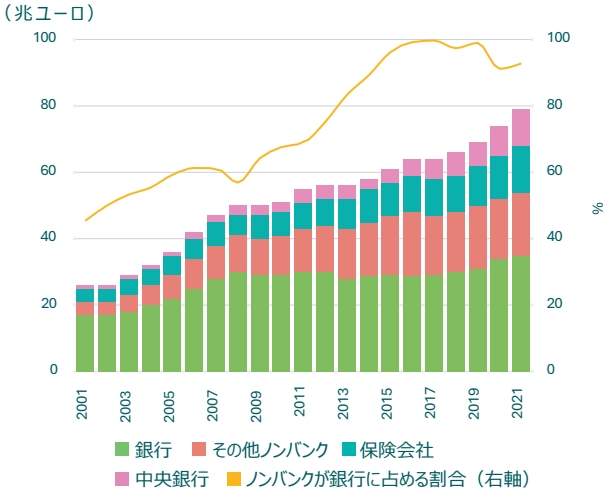
戦略再構築の一環として、欧州の銀行は資本の配分を厳しく管理せざるを得ない状況にあります。その結果、資本集約型で戦略的とは言い難い事業からの撤退や縮小、新規融資の抑制、さらには信頼できる機関投資家へのローンポートフォリオの売却など、規制上の資本負担を軽減するために代替的な資産戦略の模索を進めています。

近年では、伝統的な銀行融資という仲介機能の縮小に加え、技術革新などの様々な要因が絡み合い、ストラクチャード・クレジット市場の急速な成長を後押ししています。欧州では、こうした構造的要因、すなわち「メガトレンド」が継続する余地が大いにあり、今後の状況に大きな影響を与えると私たちは見ています。

銀行は大幅に融資を縮小 – 資金調達キャップを埋める

欧州では、依然として銀行が実体経済への資金供給の中核を担っており、融資残高の対GDP比は約75%にのぼっています[1]。しかし、近年ではノンバンク・レンダーやスペシャルティ・ファイナンス会社の参入を背景に、米国と同様に「資本市場を軸とした」融資構造への移行が着実に進んでいます。

図4：欧州の金融資産



出所：Eurostat EU27 national sector balance sheet data
（データは2023年8月2日更新時点）

欧州のプライベート資本市場は、企業の資金調達の約77%が資本市場を通じて行われている米国と比較して、マーケットの厚みや成熟度で後れを取っています[2]。その結果、欧州ではノンバンク・レンダーが貸付市場で存在感を増す余地があります。

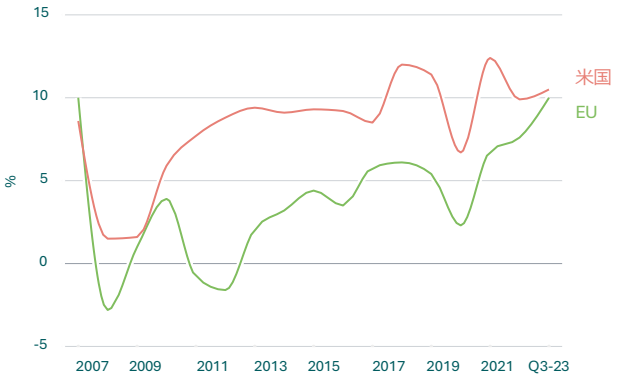
> 多くの市場関係者は、欧州の銀行がバランスシートをデレバレッジ（負債削減）し、規制資本の課題に対応することが、今後数年間の収益性を高める上で不可欠だと考えている。

EUの銀行は、歴史的に米国の銀行と比べて、低い自己資本利益率（RoE）、下降する利益率、コストや業務運営の非効率性という課題に長年苦しんできました。最近では、純金利マージン（NIM）の上昇が収益性を押し上げてきたものの、株価純資産倍率（PBR）は依然として1倍を大きく割り込み、米銀の株価収益率（PER）との差はさらに開き、過去最低水準近くまで低下しています。

[1] Committee on the Global Financial System, 'Structural changes in banking after the crisis', 2018.
[2] Oliver Wyman paper citing SIFMA, 2022, 'Our Markets'.

投資元本は変動し、投資から得られる利益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。また、投資の推奨、助言、または将来の見通しを示すものではありません。過去の運用実績は、将来の成果を示唆するものではありません。

図5：自己資本利益率



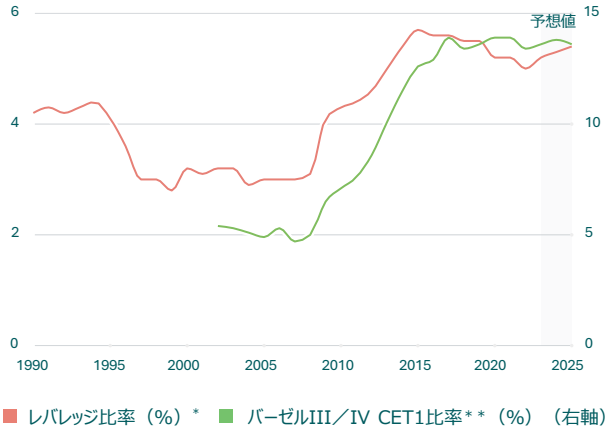
出所：ECB Statistical Data Warehouse（データは比較のため2023年第2四半期時点に更新）、FRED "Banks' Return on Equity United States" World Bank （データは2020年8月時点）、Federal Reserve Bank of New York "Quarterly Trends for Consolidated U.S. Banking Organizations Third Quarter 2023"

銀行は、特に中小企業、プライベート・エクイティ・スポンサー、その他の商業融資において、従来型の資金調達や資本の供給を縮小しています。これにより、オルタナティブ（ノンバンク）・レンダーに新たな資金提供の機会が生まれており、リスク・シェアリング取引や資本市場を活用した資金調達手法も広がりを見せています。

厳しい規制環境 – 自己資本軽減化のメカニズムに注目

世界金融危機後、世界各国の規制当局はリテール銀行に対して厳しい自己資本規制を課すことで、自己資本の拡充を求めました。

図6：バーゼルIII／IV：資本要件の引き上げ



出所：ECB、企業データ、Autonomous Researchによる推計
*有形普通株式資本／調整後資産
**2011年以前は、バーゼルIおよびバーゼルIIの比率に基づく推計値

代表的なものは以下の通りです。i)より厳格で重い責任を伴う自己資本規制（バーゼルIII）、ii）将来を見据えた引当金要件の組み入れ（IFRS 9）、iii）バーゼルIV（「バーゼルIIIエンドゲーム」とも呼ばれる）における、アウトプット・フロア（資本フロア）の導入を通じた、銀行のリスク・アセット（RWA）に関する新たな規制。

多くの市場関係者は、欧州の銀行がバランスシートをデレバレッジ（債務圧縮）し、規制資本の課題に対応することが、今後数年間の収益性を高める上で不可欠だと考えています。

技術革新 – 新たなレンディング・モデルの台頭を後押し

テクノロジーの進化と顧客の行動変化が、新たなレンディング・モデルの台頭を後押ししています。これらのモデルは新技術を活用したレンディング・プラットフォームとサードパーティ・サービスプロバイダーを通して提供されています。このようなFinTechプラットフォームは、ビッグデータ（例：Eコマースのデータや行動データ）を活用して、信用審査のモデルを強化するとともに顧客ニーズの理解を深めることで、商品ラインナップと融資サービスを刷新し、競争力を付けてきました。

しかし、新型コロナによる「ミニブーム」以降、欧州のノンバンク系のオリジネーション・プラットフォームやスペシャルティ・ファイナンス企業は、自社が組成する資産の資金調達において、代替的な資本供給源の確保に苦労しています。また、銀行が提供できる水準を超える融資比率を求める傾向も見られます。これにより、長期的視点を持つ資本提供者にとって、興味深い資金供給の機会が生まれつつあります。

図7：レンディング・セクターにおける技術革新

2008年以前

- 伝統的な融資モデル
- 手動によるローン管理とサービシング
- 汎用的なローン商品

2008年以降

- ノンバンク／スペシャルティ・レンダーが推進するFinTech活用型ローン商品
- サードパーティー・サービスプロバイダーの台頭

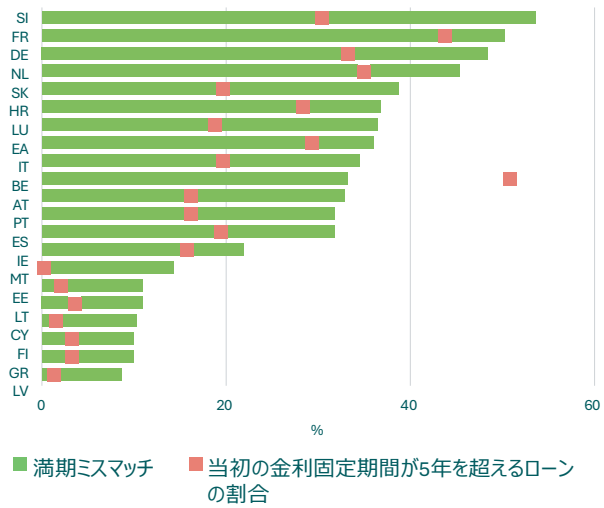
ポスト・コロナ

- ローン商品の精緻なパーソナライズ化とユーザー・エクスペリエンス（UX）設計の強化
- ローン管理の自動化

満期構造の転換 – 金利上昇で銀行のバランスシートが再び注視される

2023年初頭に発生した銀行危機によって、資金調達期間のミスマッチ、すなわち（足の速い）短期預金を長期資産に充当することの問題が浮き彫りになりました。「バイ・アンド・ホールド型」の投資家の場合、このような期間のミスマッチは存在せず、資産は常に満期まで資金が確保されるため、借り換えリスクが抑制されます。

図8：ユーロ圏における平均的な満期ミスマッチと長期ローンの比率



注）本データはシンセティック・トランスファーのみを対象としており、キャッシュ型SRTは含みません。
出所：Citi、2022年12月。＊M&G独自のSRTシステム（Carta）、2024年1月。

さらに政策当局者の間では、満期構造の転換を銀行は実施しなければならないため、もはや長期資産の「自然な保有者」として最適でないのは明白であり、徐々に長期資産が銀行のバランスシートから長期投資家に移行していくとの認識が広がっています。

また、銀行の資本コストが上昇し、融資余力が限定的なため、銀行はバランスシートの最適化に向けた取り組みを強化しています。

最後に、バランスシートの非連結化に加え、規制面および構造的な収益性の面からも、銀行は資本集約型や高い専門性を要する業務運営が複雑な資産からの撤退を進めており、より安全性の高い資産（例：シニアポジション）へのシフトを加速させています。

投資家基盤の拡大

なぜストラクチャード・クレジットへの関心が高まっているのか？

私たちは、契約に基づくキャッシュフローと高いインカム収益を主な源泉とするストラクチャード・クレジットは、高いリスク調整後リターンを求める投資家に魅力的な投資機会を提供できると考えています。また、ポートフォリオ分散の点でも、一般的に伝統的な債券やクレジットにはない、魅力的で差別化された資産特性をストラクチャード・クレジットは有しています。

さらに、ソーシングやアンダーライティングにおける複雑性プレミアムや流動性プレミアム、そして市場のミスプライシングや非効率性からの恩恵も期待できます。また、マクロ経済や市場の不確実性が高く、変動の激しい環境下で一層の重要性が高まっている下方リスクの抑制策を組み込むことも可能です。

ハイイールドやプライベート・ストラクチャード・クレジット資産は、スケーラブルな特定の市場セグメントを対象とする特化型戦略であれ、拡大する多様で複雑な投資ユニバースを対象とする分散されたレラティブ・バリュー重視の戦略であれ、プライベート・クレジットへの配分を強化・拡大し、長期的な投資目標の達成に資する手段となるでしょう。

上記の予想リターンは将来の見通しに基づくものであり、実際の運用実績を示すものではありません。また、そのような成果が達成される保証はなく、実際の結果は大きく異なる可能性があります。

図9：ハイイールドおよびプライベート・ストラクチャード・クレジットを検討すべき理由

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。

レジリエンス（強靭性）を備えた担保資産

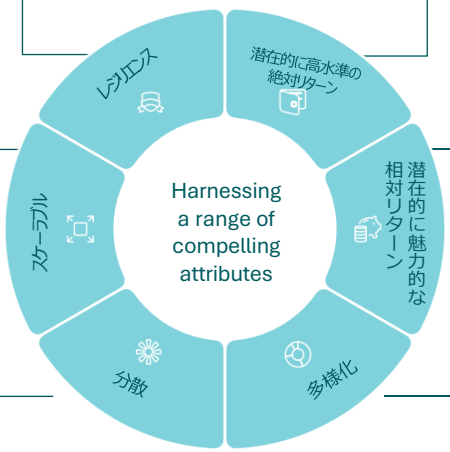
GFC（世界金融危機）やパンデミックの期間を通じても、延滞率およびデフォルト率は歴史的に低水準。GFC以降に導入された、より厳格なローン審査基準の恩恵を受けている。

スケーラブルなアセットクラス

世界的に大規模かつ多様な特性を持つ市場であり、複数年にわたる構造的要因が多様な投資機会を生み出している。

資産分散ツールとしての活用

通常はアクセスが難しい、銀行のコアローンへの投資が可能。ローンの種類、地域、借り手の数など、リスクの細分化を可能にする。



潜在的に高水準の絶対リターン

短期のインカム中心のリターンであり、デュレーションは低水準。ジュニア／メザニン・トランシェはキャッシュフローが豊富で、一般的にIRR[1]は10%台前半～半ば。

一般的に魅力的な相対リターン

他のクレジット資産クラスと比べて、リスク調整後リターンが想定的に高く、ボラティリティは比較的低い。市場の複雑さ（実際および一般的な認識）や、投資対象を巡る競争が限られていることにより、追加的なリターンが期待できる。

債券資産の分散化ツールとして

個人向けローンや、企業向けローン以外を対象とする担保資産により、多くの投資家の債券およびプライベートクレジット・ポートフォリオに分散効果をもたらす。

出所：M&G
1. IRRの事例は説明のみを目的としたものであり、将来の収益を保証するものではありません。

投資機会：5つの関連分野

M&Gでは、ストラクチャード・クレジット投資における重点領域を、5つの関連する資産ソーシング分野または市場分野に集約しています。

1. 信用リスク移転（SRT）
2. 消費者向けスペシャルティ・ファイナンス
3. 企業向けスペシャルティ・ファイナンス
4. ローン担保証券（CLO）
5. 住宅ローン担保証券（RMBS）と消費者向けローン担保証券（消費者向けローンABS）

ここではこれらの重点分野を詳細に分析し、各分野の中核にある主要な資産オリジネーション／ソーシングのテーマについて検討します。

図10：対象市場における機会規模を評価する

リターンと資産の取得可能性の組み合わせは資産クラスによって異なる

アクセスポイント		リターン水準(米ドル)	平均リターン(米ドル)	推定市場規模(10億米ドル)	クレジットの予想デュレーション(年)	今後12か月間の平均投資額	
カテゴリー	サブカテゴリー					パイプライン(10億米ドル)	(百万米ドル)
資本軽減	企業向けSRT	10-20%	15%	50	~[3 – 5]	15	150
信用リスク移転（SRT）	その他のSRT	10-15%	13%	10	~ [2 – 7]	2	75
証券化商品（パブリックおよびプライベート）	欧州CLO（ジュニア・トランシェ）	10-30%	20%	25	~ [3 – 4]	1	15
	欧州パブリックABS（ジュニア・トランシェ）	8-18%	13%	15	~ [1 – 3]	0.5	10
	プライベートABS／ABL（ノンバンク・プラットフォーム）	13-20%	16%	2	~ [2 – 3]	0.5	50
資産／ポートフォリオ売却	ホールセール・ローン資産ポートフォリオ／ファイナンス構造	15-25%	20%	20	~ [2 – 7]	10	75

出所：M&G、2024年1月。米ドル・ベースのリターンは概算。*投資の予想WAL/デュレーションは投資の特性/借り換え能力や裏付けとなる担保の種類によって異なります。
予想リターンは将来の見通しであり、実際のパフォーマンスを示唆するものではありません。したがって、それが達成される保証はなく、実際の結果は大きく異なる可能性があります。また、パイプライン取引が完了する保証はありません。

1. 信用リスク移転（SRT)

SRT市場は近年、独自の地位を確立してきたと私たちは考えています。規制資本取引が、銀行にとってRWA（リスクアセット）エクスポージャーの管理手段として不可欠なツールとなり、資産ポートフォリオの信用リスクを第三者投資家に移転することで、規制上の資本軽減が可能になったためです。銀行は、エクスポージャーを証券化し、資本構造におけるファーストロス・トランシェ、またはセカンドロス・トランシェのプロテクションを（主にシンセティック・ベースで）投資家から購入し、資産のリスク・ウェイトを引き下げます。同様に、銀行はこの「リスク・シェアリング」取引を通じてバランスシートのリスクの一部をヘッジすることで資本を確保し、融資を継続できるようにします。多くの場合SRTは、売却が困難な資産や、銀行がコア顧客・戦略的顧客との直接的な融資関係を維持したいケースに用いられます。

SRT市場は、総じて投資適格社債の比率が高い構成になっており、規制や市場要因を背景に発行体の多くを欧州の銀行が占めています。とは言え、SRT市場は急速に進化しており、それに伴い裏付けとなる担保や地域の多様化が進んでいます。例えば、バーゼルIV（バーゼルIIIエンドゲーム）に関連するRWAの計算方法の変更を考慮すると、プライム住宅ローンや消費者ローンは今後数年間でSRT取引に適した資産になる可能性が高いと思われます。

> ...SRT市場は急速に進化しており、それに伴い裏付けとなる担保資産の種類と地域の多様性は拡大している。

図11：各資産クラスのSRT取引件数（2021-2023年*）

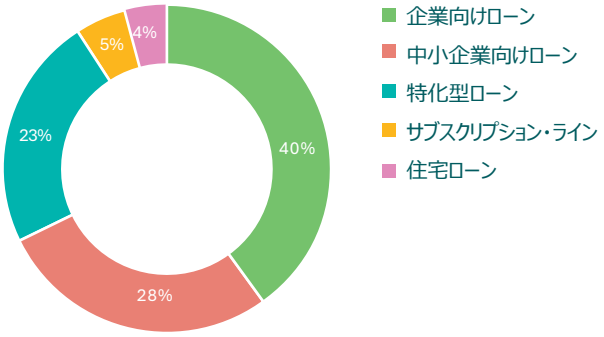
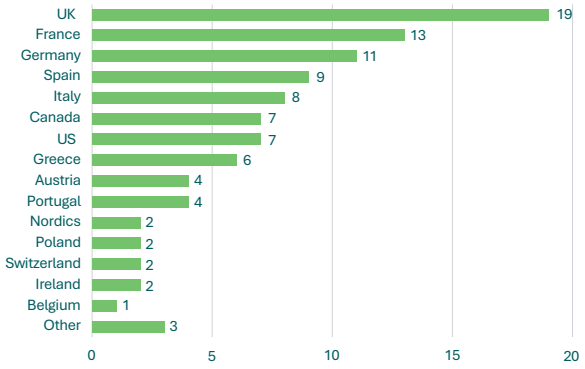


図12：原債権者所属国別のSRT取引件数（2021～2023年、割合％）



出所: Citi、2022年12月。*出所：M&G独自のSRTシステム「Carta」、2024年1月。**シンセティック・トランスファーのみで、キャッシュ型SRTは含みません。

同様に、バーゼルIIIエンドゲームの施行（2025年7月1日）が迫るなか、米国SRT市場は、規模の点で極めて重要な意味を持つ可能性があります。これは、米連邦準備制度（FRB）が銀行がCLN（クレジット・リンク・ノート）を活用する方法について、ようやく明確な指針を示したためです。CLNはヨーロッパでは一般的な手法であり、シンセティック・証券化を通じて信用リスクを投資家に移転することができます。そして、重要な点として、そのポートフォリオの資本軽減効果を認識できるようになります。

多くの市場関係者は、2023年第3四半期（7－9月）に、この規則が公表されて以降の反発を鑑み、米規制当局が米国の大手銀行に対するバーゼル規制に基づく資本負担を「大幅に軽減する」と期待しています。現在の提案に基づく推計では、普通株式等Tier 1（CET1）所要自己資本は対象とする米銀で合計16%増加するのに対して、EUでは9.9%の増加、英国では3%の増加となっています。

2.消費者向けスペシャルティ・ファイナンス

ストラクチャード・クレジットにおいて、スペシャルティ・ファイナンスは依然として主要な成長分野であり、プライベートアセットバック・レンディング、あるいは「アセットバック・ファイナンス（ABF）」の一種です。M&Gでは、現在の資産ユニバースの中で最もスケーラブルで安全な分野での投資に焦点を当てています。これらには、住宅ローンや消費者金融のほか、他のクレジット資産クラスと比較して明らかに利回り向上が期待できる高水準のキャッシュフローを伴う投資などが含まれます。具体的には、消費者リスクや実物資産（例：住宅、自動車）を裏付けとするパフォーミング・ローン（正常債権）や売掛債権のプールなどが挙げられます。大半の資産は借り手に対する完全なリコース（返済請求権）を有し、キャッシュフローは裏付けとなる担保のパフォーマンスに連動しています。

複数年にわたる構造的なテーマが、スペシャルティ・ファイナンスの投資機会の拡大を後押ししており、銀行やノンバンク・レンダーが組成する住宅ローンや消費者ローンを裏付けにレバレッジ構造を持つ、細分化された資産ポートフォリオへのエクスポージャーを提供しています。

図13：確立された欧州・英国市場

推定貸付残高は29兆米ドル超－グローバルでも大規模で多様な市場

主要なテーマ	アイルランド	英国	フランス	ドイツ	オランダ	スウェーデン	イタリア	スペイン	ギリシャ
銀行の資金調達／流動性／資産ソリューションを通じた資本管理（例：RWA額の増加/内部リスク制限からの圧力管理）	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
消費者金融：スペシャリスト／ノンバンク・レンディング・セクターにおけるオリジネーションの台頭、新商品と売掛債権の種類		✓	✓	✓		✓			
レガシー不良債権のデレバレッジがリパフォーミング（利払い再開）・ローンの機会を生み出し、銀行のデレバレッジの取り組みは次ステージの資産にシフト	✓	✓			✓	✓	✓	✓	✓

出所：M&G、2024年5月

SRTと同様に、ストラクチャード・クレジットの投資機会の根底には、欧州の銀行のデレバレッジがあります。通常、銀行は中核的なパフォーミング・ローンの売却を通じて、リスク制限の余力を確保したり「資本回転率」を高めたりすることを目指し、一般に経年化の進んだパフォーミング・ローン・プールをホールローンまたは完全に証券化して、特定の機関投資家に販売する傾向が強まっています。通常、ファーストロス・トランシェやメザニン・トランシェは、シニア・トランシェへの資金分配後に投資家が自己保有します。

スペシャルティ・ファイナンスは、ノンバンクによる消費者または企業向け融資の分野にも拡大しています。伝統的なレンダーから他のレンダーへの資金調達源の多様化、貸付能力の確保、資本効率の良い「オリジネートから販売まで」のビジネスモデルの追求を目指すノンバンクのスペシャルティ・レンダーにとって、プライベート資本の重要性は高まっています。

特に、売掛債権を自己保有したいと考え、資産資本や銀行が提供できるよりも高いアドバンス・レートを必要とするノンバング・レンダーからの需要は、顕著に高まっています。このため、プライベートABSウェアハウスでは魅力的なリスク・リターン水準のメザニン・ファイナンスの多様な機会がもたらされています。

3. 企業向けスペシャルティ・ファイナンス

中小企業や大企業向けのパフォーミング・ローン・ポートフォリオを主な投資ユニバースとし、銀行が持つ従来型の資金調達手段や資本を持ち合わせていないノンバンク・レンダーがソーシングします。例えば、運転資金（売掛債権ファイナンス）、トレードファイナンス、請求書担保ローン、その他のアセット・ファイナンスなどの運用が複雑な金融商品や、ノンバンク・レンダーが差別化を発揮できる分野の金融商品などが含まれます。

企業向けスペシャルティ・ファイナンスの投資ユニバースは、ほぼ完全にプライベート資産で、パブリック市場を通じてアクセスすることは極めて稀です。資金は、ノンバンク・レンダーのライフサイクルの様々な段階（例：スタートアップ段階の「初期フェーズ」から、著しい成長を遂げてより大きな資金ニーズが生じる段階まで）で投入可能です。こうした成長は、メザニン・ファイナンスの機会を生み、数年の実績を積むと機関投資家の資金が視野に入るようになってきます。

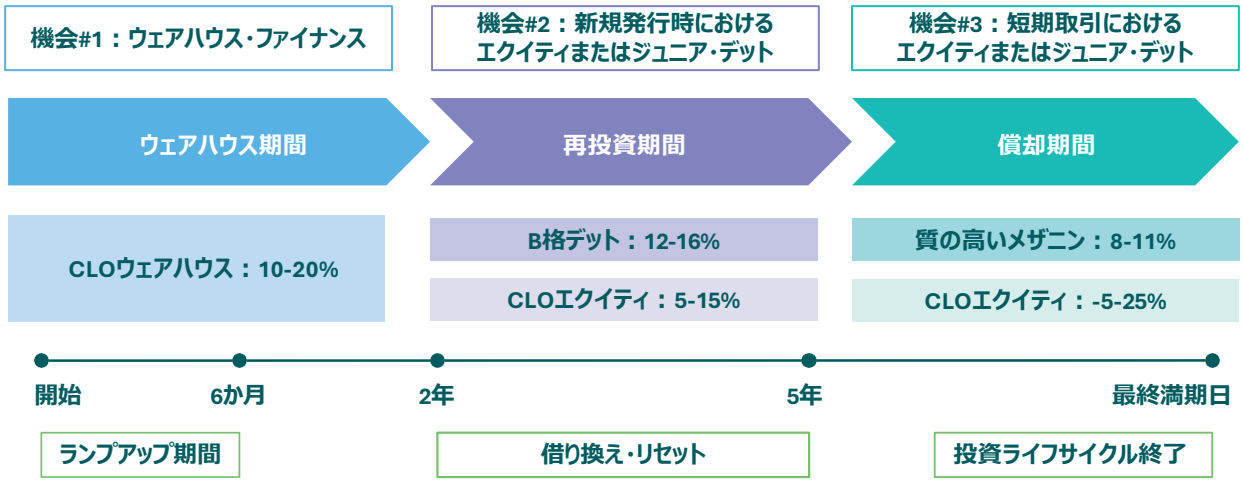
4. ローン担保証券（CLO）

CLOの多様なライフサイクルは、異なる種類の投資機会を生み出します。初期段階では、様々なローン・プールへのアクセスが可能で、返済も迅速に行われることがあります。一方、ライフサイクルの後期段階の償却期間中の投資では、資産プールに動きがないことと（マネジャーがローンの入替えを行えないため）、満期日までの期間が短く、かつ固定されているため、全体的なリスク特性の確実性が増します。

CLOの投資機会はすべて同等に生み出されるわけではなく、タイミングがカギとなりますが、ジュニア・デット、CLOエクイティ、CLOウェアハウスでは、いくつかの主要なテーマが明らかに存在します。M&Gでは、通常最もクリーンな原資産ポートフォリオに焦点を当てるとともに、短期の信用リスクを選好します。例えば、再投資期間後のデットや極めて高水準のキャッシュフローを生み出すエクイティを購入することで、CLOトランシェに内在する時価評価変動リスクの軽減を図ります。ウェアハウジングとローリングも、様々な市場における有益な戦略となり得ます。

広範なストラクチャード・クレジット・ポートフォリオの中で、CLOには流動性、高水準のキャッシュフロー、短期のデュレーション、魅力的なリスク調整後リターンが期待できます。また、レラティブ・バリューに着目し、欧州CLOのプライマリー市場やセカンダリー市場、CLO資本構造内に内在する非効率性を追求することでアルファが創出される可能性もあります。

図14：CLOライフサイクルを通した投資機会



出所：M&G、2023年1月。利回りはユーロ建て。

5. 消費者向けABS

これらの消費者ローンや住宅ローンのパブリック市場での証券化は、短いデュレーションで魅力的な短期のインカム・リターンを生み出す可能性があります。一般的にRMBSと消費者向けローンABSは、いずれもジュニア債の信用補完を向上するシーケンシャル・アモチゼーション（順次償還）の恩恵を受けます。裏付けとなる担保プールは、裏付けローン件数の多さと借り手の多様性によって高度に分散されています。

> … 市場の混乱は、消費者ローンを裏付けとする取引の魅力を引き出した。

プライシングの動向と信用状況のファンダメンタルズが依然として大きく乖離する中、度重なる市場の混乱は、消費者ローンを裏付けとする取引の魅力を引き出しました。ABS発行市場の供給量は引き続き豊富ですが、市場は流動的で急速に変化する性質があるため、消費者向けローンABSとRMBSの相対価値も必然的に変動します。しかし、リスク対比で、全般的にジュニア・トランシェと非投資適格メザニン・トランシェのプライシングは、依然として魅力的であるとM&Gはみています。クレジット市場全体を幅広く分析し、相対価値を評価し、いかなる場合でも最も魅力的な分野に資金を配分することが重要です。

投資機会のソーシング：M&Gのストラクチャード・クレジットへのアプローチ

ハイイールドおよびプライベート・ストラクチャード・クレジットの投資ユニバースの中で、M&Gは5つの市場分野で魅力的なソーシング投資機会を追求しています。

図15：M&Gが追求する魅力的なソーシング機会

重点資産	主要な資産	資産の組成／ソーシング・テーマ	資産ソーシング・ルート／投資タイプ
1. 信用リスク移転 (SRT)	• 企業向けローン（大企業、中小企業） • スペシャライズド・レンディング • 住宅ローンと消費者金融 • 特殊資産（例：キャピタルコール・ファシリティ、公営住宅ローン、農業ローン、プロジェクト・ファイナンス、トレードファイナンス）	I. 銀行のデレバレッジと資本軽減：世界的に銀行は、資本軽減にシフト	大部分が実資産は移転せず、信用リスクのみをデリバティブで移転するシンセティック証券化であるが、実資産を売却するトゥルー・セール証券化も含まれる
2. 消費者向けスペシャルティ・ファイナンス	• 住宅ローン • 自動車金融（ローン、リース） • 個人向け無担保ローン • クレジットカード残高 • モバイル端末ローン • 住宅用太陽光パネル・ローン • 学生ローン • 後払い決済（BNPL） • つなぎ融資 • その他の消費者向け売掛債権（例：POSファイナンス）	I. 銀行のデレバレッジと資本軽減：銀行の資金調達／流動性／中核資産ソリューションを通じた資本管理（例：RWA額の増加／内部リスク制限からのプレッシャーに対する対策） II. 資金調達源の多様化：住宅ローンと消費者ローンのオリジネーター：スペシャリスト／ノンバンク・レンディング・セクターにおける組成の増加、新たなタイプの金融商品や売掛債権の登場 III. 資産売却2.0：レガシー不良債権のデレバレッジがリパフォーミング・ローンの機会を創出。銀行のデレバレッジの取り組みは、次ステージの資産にシフト	• ホールローン・ポートフォリオの取得／ファイナンス構造 ～ レガシーローンまたはコアローン（既存ローン契約） • プライベート・アセットバック・ローン（メザニン） • フォワード・フロー（新規組成） • 証券化（一般的に私募）
3. 企業向けスペシャルティ・ファイナンス	• 企業向けローン（大企業、中小企業） • 中小企業向けローン • リース（例：設備リース） • 短期売掛債権 • その他の特殊売掛債権	資金調達源の多様化：革新的な企業向けのノンバンク・レンダー（例：FinTech、アーリーステージのスペシャリスト・レンダー）が組成したローン・ポートフォリオを担保とした貸付機会。 I) 大手銀行の浸透率が低い地域、または II) 運用が複雑、またはノンバンク・レンダーが強みを持つ金融商品	プライベート市場での証券化と資産担保融資
4. CLO	レバレッジド・ローン	市場の混乱、案件構造における価格の歪みと非効率性。主要なテーマは以下の通り： • 短期のジュニア・デット • ウェアハウス・ファイナンス、ロールオーバーにおけるユニークな借り換えソリューション • セカンダリー市場における敬遠されがちなCLOエクイティ・トランシェ	パブリック市場での証券化（デット・エクイティ、ウェアハウス）
5. 消費者向けローンABS	• 住宅ローン（プライムローン、賃貸住宅用ローン（BLT）、ノンコンフォーミング・ローン） • 自動車金融（ローン、リース） • 個人向け無担保ローン • クレジットカード残高	市場の混乱、価格の歪み、非効率性。 • 欧州消費者向けローンABS/RMBSにおけるバリュエーションが魅力的なジュニア・トランシェ	パブリック市場での証券化（RMBS、消費者向けローンABS）

上記は例示のみを目的としており、変更される場合があります。また、このような投資やポートフォリオが目的を達成する保証はありません。

ポートフォリオに適したストラクチャード・クレジット商品

パフォーマンスの良好な担保資産、魅力的なバリュエーション、そして潜在的に高いインカム創出といった複合的な要因が、ストラクチャード・クレジットの市場拡大を後押しすると私たちは考えています。特に、投資家がリスク調整後リターンや分散効果を最適化する投資機会を追求する中で、その傾向はさらに強まると思われます。

厳格な信用審査と規律ある銘柄選定が行われることは大前提ですが、私たちはストラクチャード・クレジットが債券や他のクレジットに対して、引き続き魅力的な投資機会を提供すると考えています。ストラクチャード・クレジット投資には、担保となる原資産の分析・評価に関する専門的な知識に加え、ストラクチャリング能力など、他資産とは異なる専門性が求められます。また、資産のソーシング、競争の少なさ（市場参入障壁の高さ）、市場や構造上の非効率性の活用、さらには複雑性や流動性プレミアムの獲得を通じて、アルファを創出するための戦略的な手法も必要です。

マネジャー選定：投資の成功を左右

これまで、ストラクチャード・クレジットが魅力的な長期の投資機会を提示する理由について述べてきましたが、ここからは効果的にストラクチャード・クレジットを運用し、成功を収めているマネジャーを選定するうえで着眼すべき点を取り上げます。私たちは、ストラクチャード・クレジット投資のマネジャーを選定する上での必須条件と評価指標を以下のように定義しています。

- **長期の実績とインハウスの組成能力：**マネジャーは、長期にわたりストラクチャード・クレジットにおいて確固たる地位を確立しているか？これは、高い評判と実績がユニークで差別化された案件フローへのアクセスを可能にするという点で重要です。長期的な実績を積み上げてきたマネジャーは、ストラクチャード・クレジット市場における広範なネットワークを利用することで、スケールメリットと市場でのプレゼンスを活用し、プライマリー投資、セカンダリー投資、共同投資において、強固な案件パイプラインを確保できる可能性が高いと言えます。

ストラクチャード・クレジットにおける豊富な経験は、主要な成長分野で魅力的なリスク・リターン・プレミアム、市場の非効率性、ミスプライシングの機会を特定し、捉える可能を高めます。ストラクチャード・クレジットはデータが豊富な資産クラスのため、M&Gでは発行体／借り手から得られる詳細なデータの中から価値ある情報を発掘するために、大規模な自社データベースやモニタリング・ツールを構築しています。不確実性の高い現下の局面では、資産の信用力の高さが特に重要であり、大規模データがこうした点に重点を置いた運用を可能にしています。

M&Gは、40年以上にわたりオリジネーターおよび投資家として欧州プライベート市場とオルタナティブ・デット市場に参加しており、3,000億ユーロ以上の運用資産残高[3]を有する欧州最大級のアクティブ債券運用会社です。同時に約800億ユーロ[3]の投資残高を有する最大級のプライベート・デット投資家でもあります。M&Gでは、消費者向けローンABSとCLOへの投資を1990年代後半から開始しました。SRTは2008年に投資を開始し、これまでに75件超の投資実績があります。2012年にはスペシャルティ・ファイナンスに初の投資を行い、これまでに65件の投資を完了しました。

- **スピードと柔軟性：**欧州のハイイールド・ストラクチャード・クレジット市場で差別化を図るには、競合に先駆けて潜在的な機会をソーシングして評価し、取引を執行できるスピードと柔軟性が不可欠です。これには、セクターへの深淵な知識と高度な分析能力が必要であり、現地に根ざした運用体制なしに達成することはできません。M&Gは、プライベート市場をカバーする550名超のインベストメント・スペシャリストを抱えており、社内に蓄積された知見と経験を総合的に活用しています。

3. 出所：M&G、2023年12月31日現在

- **規模：**ストラクチャード・クレジットは、急速に進化を遂げている市場です。実績を積み上げているマネジャーは、この進化に対応および適応し、先進するための経験とリソースを兼ね備えています。欧州ストラクチャード・クレジット市場における地位を築き上げてきたマネジャーの多くが、市場の先駆者です。こうしたマネジャーは、スケールメリットを活かし、相対的に高リターンの特性を持つ当資産クラスにおいて、単一の戦略を通じて、もしくは複合的な要素を組み合わせて、様々なニーズとリスク特性に合わせたポートフォリオを構築しています。
- **専門チーム：**ストラクチャード・クレジット投資には、高度な専門性が求められます。持続可能な成功を収められるか否かは、専任のプライベート投資チームにかかっています。分析能力を培い、セクターに関する深い知識を有することが求められます。

M&Gは市場の先端を行くセクター経験を有し、優れた投資およびソーシング能力を備えています。M&Gのストラクチャード・クレジット・チームは、ポートフォリオ運用および案件組成チームを含む、40名のインベストメント・スペシャリストで構成されています。また、ストラクチャード・クレジットに特化した合同ファンドおよび個別運用口座（SMA）の運用資産残高は75億ユーロ[3]にのぼり、プライベート市場とストラクチャード・クレジット分野に強みを持つリサーチ部門の知見を日々の運用に活用しています。

3. 出所：M&G、2023年12月31日現在

執筆者

ジェームズ・キング
ストラクチャード・クレジット部門責任者

オルタナティブ・クレジット部門のファンド・マネジャーとして2003年にM&Gインベストメンツに入社。現在はM&Gのストラクチャード・クレジット事業を統括。M&G入社以前は、シティグループの法人銀行部門およびオルタナティブ投資部門にて、資産担保証券（ABS）および工業セクターを中心にポートフォリオ・マネージャーおよびクレジット・アナリストを務めた。ダラム大学ビジネス経済学修了。

ジョー・トムキンス
ストラクチャード・クレジット部門インベストメント・ディレクター

2016年M&Gインベストメンツ入社。2022年6月にプライベート・マーケット部門に異動し、現在はストラクチャード・クレジット部門のインベストメント・ディレクターおよびスペシャリストとして、投資戦略の説明を社内外に行うとともに、対顧客担当の投資チームを統括。M&G入社以前は、独立系のマクロ経済・金融市場調査会社に約6年在籍し、債券ストラテジストおよびエコノミストを務めた。2006年サリー大学経済学学士号（優等）修了。

ヴァンサン・シャルル＝ジェルヴェ
ストラクチャード・クレジット部門ディレクター兼シニア・ポートフォリオ・マネージャー

2018年よりM&Gの非投資適格債のストラクチャード・クレジット・ファンドのシニア・ポートフォリオ・マネジャーを務める。2003年にAXA IMでストラクチャードおよびオルタナティブ・クレジットのストラクチャラーとしてキャリアを開始し、その後ロンドンのリーマン・ブラザーズでヴァイス・プレジデントを務める。2008年からZais Groupにてシニア・アナリストとしてポートフォリオ運用に携わり、企業向けプラットフォームの調査を共同で主導。2014年からはICGオルタナティブ・クレジットで資産担保型ポートフォリオ・マネジャー業務に従事。ENS de CachanおよびENSAE 修士号、パリ第6大学院修了。

ストラクチャード・クレジット市場および戦略に関する主なリスク：

- 信用リスク：債務者の債務不履行により資産が影響を受ける場合があります。
- 流動性リスク：投資の流動性は低い場合があり、結果として魅力的な価格や適切なタイミングで、あるいは市場の変化に応じて、投資を換金、売却、または処分することが困難になる可能性があります。
- 集中リスク：投資件数が限られることにより、単一発行体のパフォーマンス不振が戦略に悪影響を及ぼす可能性があります。
- エクイティ・リスク：エクイティは原投資に対する他のすべての請求に劣後するため、戦略における投資の一部の回収率が低いまたはゼロになる可能性があります。
- 期限前償還リスク：発行体は、直前の通知によってローンを繰上返済する可能性があり、結果として魅力的な価格、または任意の価格で資本を再投資することが困難となり、戦略に悪影響を及ぼす可能性があります。
- デリバティブ・リスク：デリバティブをヘッジ以外の目的で使用した場合、戦略が高いリスクにさらされ、平均を上回る価格変動を引き起こす可能性があります。
- 為替リスク：戦略は為替レートの変動の影響を受ける可能性があります。

<u>その他の留意事項</u>

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。本資料は執筆時点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、投資助言また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、また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、または特定の有価証券・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戦略また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、完全性およ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、予測およ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、それらは既知およ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、パフォーマンスまたは事象が、本資料において明示的また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。当社は英国で設立されたM&G plcの子会社です。M&G plcおよびその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc.および英国を本社とするPrudential plcとはいかなる関係もありません。当資料はM&GおよびM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文（英語）に差異がある場合は、<u>原文</u>を優先します。

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