

# スポットライト：プライベートクレジット市場

## 適合し、適応し、対応する

ジョー・ウォルドロン プライベートクレジット ディレクター

カレン・ラム プライベートクレジット シニア・インベストメント・スペシャリスト

2020年12月

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇するあるいは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。過去のパフォーマンスについての記載は将来のパフォーマンスを約束するものではないことにご留意ください。

- プライベートマーケットは、公開市場が比較的安定し、ボラティリティーが低下してきたことを受けて、取引量が回復してきました。
- 多様な興味深い投資機会が見られますが、今までとは異なる現在の市場環境で運用するにあたっては、引き続き銘柄選択が鍵となります。
- プライベートデットや低流動性デットの新規案件パイプラインは、拡大を続けると思われる

## 現在の市場環境

現在直面している危機により、英国を含む欧州各国の多くが再び全国的なロックダウンの実施を余儀なくされているなど、短期的にはなかなか見通しが立たない不確実性のある環境となっています。ただし、報道内容が悲観的になっているにもかかわらず、市場は、新しい現実に対応し、予想されていたよりも安定しています。足許では、ワクチン開発が危機の解決を当初考えられていたよりも早めるとの期待によって市場のセンチメントが好転しています。ただし、「通常」への復帰はまだ先のことのように、経済に対するダメージが継続しているなかで、ワクチン接種がどれだけ迅速に進められるか、また逆に将来さらにロックダウンが必要になる（あるいは必要にならない）かにかかっています。

### ABS市場の環境は良化している

資産担保証券(ABS)およびABS関連案件のパフォーマンスは引き続き好調です。例年どおり、夏の季節的な要因による落ち込みの反動で、第3四半期後半の欧州ABS債の発行は活発になりました。メザニンのスプレッドは、第2四半期に拡大した後、タイトニングし続けています。特に、ローン担保証券(CLO)市場は、ローンの格下げが引き続き減少していることによりファンダメンタルズが改善し、安定性が高まっています。

より広義には、経済成長が鈍化していることを反映して、クレジットリスクのスプレッドがワイドニングしたことは当然ですが、春に考えられていたほど深刻な事態にはなりませんでした。

新型コロナウイルス感染症によるパンデミックの初期段階において、信用格付会社は多くの企業を格下げしましたが、危機への対応として金融・財政政策が迅速に、それも大規模で採用されたことを受けて、その後は予想デフォルト率が下方修正されました。経済対策は多くの企業の資金繰りを支援することになった一方で、スポンサーと貸手は、企業の存続を絶対的に確かなものにするため、与信枠からの借入を含めた流動性の確保に迅速に対応しました。

「新型コロナウイルス感染症の影響を大きく受けた」企業と「新型コロナウイルス感染症に強い」企業の間でリスクプロファイルが完全に異なることを勘案すると、現在の環境下では投資先企業の選択は依然として重要です。

企業リスクという枠組みの外側では、欧州の不動産市場や消費者クレジット市場の回復が持続していること、ならびに最新の銀行と証券化案件のデータでは、延滞期間が短縮していることは良好な材料です。

今後の封鎖措置と失業率の上昇が経済全体に与える影響は不明ですが、これまでのところ、住宅ローンと消費者ローンのポートフォリオに大幅な信用悪化の兆候は見られず、これがスペシャリティファイナンス債権の好パフォーマンスにつながっていると思われる。

## 第4四半期のプライベートクレジット市場は、夏期の静けさから一転活況を呈することに

欧州のABS市場など、投資ユニバースの中でより流動性が高い分野とは異なり、プライベートクレジット市場は、新型コロナウイルス感染症による混乱により、かなり取引量が減少しています。

しかし、パブリッククレジット市場が比較的安定し、ボラティリティーが低下してきたことを受けて、プライベートクレジット市場での取引量も回復してきており、案件の成約を進め、新規案件の交渉を開始したいとする声が市場関係者の間で高まっています。これは、プライベートデット市場にとり、年末に向けて良い兆候だと考えます。

例えば、不動産デット、商業用不動産担保証券(CMBS)、住宅ローンのポートフォリオなど、多くの不動産融資分野のプライベートデット市場が活発化しています。英国・欧州以外では、自己資本規制を達成するための銀行案件、消費者や住宅ローン案件など、アジア・オーストラリアで多くの興味深い投資機会が現れ始めています。

### 不動産デット-投資価値のある市場

コロナ禍の環境下、英国・欧州では、パンデミック以前よりも魅力的なリスク調整後リターンを提供する不動産デット案件がはるかに多く見られるようになりました。新型コロナウイルス感染症のパンデミックにより、「実店舗」の小売店やホテルはロックダウンの影響をすぐに受け始めるなど、特定のセクターでは大きな混乱が継続していますが、流通や産業用倉庫などのセクターは好調です。特に、倉庫は、パンデミック以前から起きていた構造的な電子商取引の加速の恩恵を受けています。

さらに、データセンターやバイオテクノロジーパーク、サイエンスパークなどの代替不動産セクターは、現在の状況とほとんど一夜にして労働環境が、デジタル技術を必要とするテレワークに移行したことを照らし合わせると、すぐに投資家が頭をよぎる分野であり、そのデットは魅力的な機会を提供し続けると大に期待しています。

パンデミックの影響を受けているため、より慎重な投資姿勢が必要であるセクターでさえ、魅力的な不動産デットの投資機会が依然として多く存在しているというのがM&Gの見方です。投資家は引き続き案件を慎重に取捨選択する必要がありますが、質の高いテナントとの間で長期賃貸契約を締結している高品質のオフィス物件はその好例です。

## CMBS市場の再活発化

パンデミックにより投資家がパニック状態に陥ったため、CMBS市場は3月にボラティリティーが高まり、それ以来しばらくはあまり取引のない状況が続いていましたが、市場のセンチメントが改善するにつれて活発になり始めています。CMBSは、ABS市場のなかで第2四半期に最初に再活発化した住宅ローン担保証券(RMBS)とCLOの次に活発となった分野です。

### アジアでのパイプラインは拡大傾向

一方アジアとオーストラリアでは、自動車ローン、消費者ローン、住宅ローンなど、さまざまな資産を担保とするプライベートABSのメザニントランシェのウェアハウジング案件のリファイナンスや途中購入による投資機会が数多く見られるようになりました。

## 銀行はリスクを第三者と共有する案件を探している

他のセクターに目を向けると、自己資本規制を達成するための銀行案件などで、例年どおりに忙しい第4四半期となっています。「相当のリスク移転(Significant Risk Transfer)」とも呼ばれる自己資本規制を達成するための案件は、足許ではパンデミック以前と比較して高い価値を提供するようになってきており、投資家は銀行融資のコアなポートフォリオにある正常債権を入手することができます。銀行は、SRT形式の案件であれ、ローンごと売却する(スペシャリティファイナンス)場合であれ、自己資本規制比率を改善し、潜在的に希薄化を生じさせる増資による資金調達を回避することを可能にする案件に引き続き熱心です。そして、そのためには相応のコストを負担することをいといません。

## 企業向けダイレクトレンディング-高いリターンが得られる投資機会

ダイレクトレンディングの分野では、危機当初は、企業向けの魅力的な融資が急増しましたが、危機の拡大とともに、競争が激しくなり、リスク調整後のリターンは低下しました。従来型のキャッシュフロー型融資は新規案件数が少ないことを背景に競争が激化した一方、アセットベース融資や強固な資産を有する企業への融資の案件は増加しており、今後数か月はこの分野に対する注目度が高まると思われる。

## 進行中の企業向けダイレクトレンディング案件： 医療サービス・ソフトウェア企業

**投資機会：**グローバルな製薬会社に、新しい薬剤化合物のデータ主導マーケティング戦略を提供する、英国に本拠を置く医療ソリューション企業のリファイナンス案件。

**高い顧客維持率：**製薬業界における最先端の大手グローバル企業との長年の取引関係に基づいた高い顧客維持率を有しています。顧客の製品を顧客に代わってマーケティングするビジネスモデルであるため、製品の長いライフサイクルを通じて収益機会があります。「特許切れ」の製品の販売もマーケティングが必要であるため、特許の有効期限を過ぎても収益を上げることができます。

**高い参入障壁：**医療ソフトウェア市場では、業務の高度な医療専門知識が必要であること、顧客との長期的な信頼関係を構築する必要があること、そしてサプライヤーの数が限定されているため、参入障壁が高くなっています。

**大きなエクイティクッション：**エクイティクッションは約68%と大きく、シニアトランシェの貸手にとってはかなり大きなバッファーとなっています。



## 年末に向けてモメンタムが加速

市場が静かであった夏が終わり、プライベート市場での案件フローと取引量が年末に向けて増加するにつれて、プライベートデット（低流動性デット）のパイプラインは着実に拡大しています。ここ数ヶ月、プライベートクレジット市場において、特定の資産やストラクチャーの案件の競合激化が見られますが、それらを除けば、新型コロナウイルス感染症以前に比べて、プライシングの面だけでなく、融資条件やコベナントの観点からも興味深い案件が多々見られるようになりました。M&Gは、この傾向は継続し、貸手が有利な立場になると考えています。

新規案件においては、潜在的な投資機会が高い分野として不動産ファイナンスに再び着目しています。ただし、銘柄選択を間違っはけません。アジアのオリジネーションチームからの潜在的なパイプラインは拡大し続けており、今後数か月はアジアの案件に投資する潜在的な機会を提供しています。

M&Gは引き続き案件ごとに潜在的な投資リターンを評価し、プライベートクレジットの資産クラス全体の中から、投資した案件が予想どおりにパフォーマンスし、狙いどおりのリターンを上げるような、興味深く魅力的な案件の投資タイミングを見いだすことを目標としています。急速に変化する状況が短期的にもたらすリスクと投資機会の両方を敏感に感じ取ることにより、貸手は最終投資家に与えられた条件のなかで最高の成果を上げることができると考えています。



[www.mandg.com/institutions](http://www.mandg.com/institutions)

お断り：当ウェブサイトは英国SFC(証券・先物取引監察委員会)の審査を受けたものではなく、SFCに登録されていない戦略に関する情報が含まれている可能性があります。

#### 機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があります。実証しかねる推測を含む場合があります。過去の7実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における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。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、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、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。M&G plcはイングランド及びウェールズにおいて登録された持ち株会社であり、The Prudential Assurance Companyの直接親会社です。The Prudential Assurance Company Limitedはアメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc(プルデンシャル・フィナンシャル・インク)、英国で設立され、国際的に展開する企業グループであるPrudential plc(プルデンシャル・ピーエルシー)のどちらの関係会社でもありません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority(金融市場監督庁)により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されておりFinancial Conduct Authority(金融市場監督庁)の認可・規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。2020年12月 / 516306

当資料はM&G及び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、原文優先します。

#### 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

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。)の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、②当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、③お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、③お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。