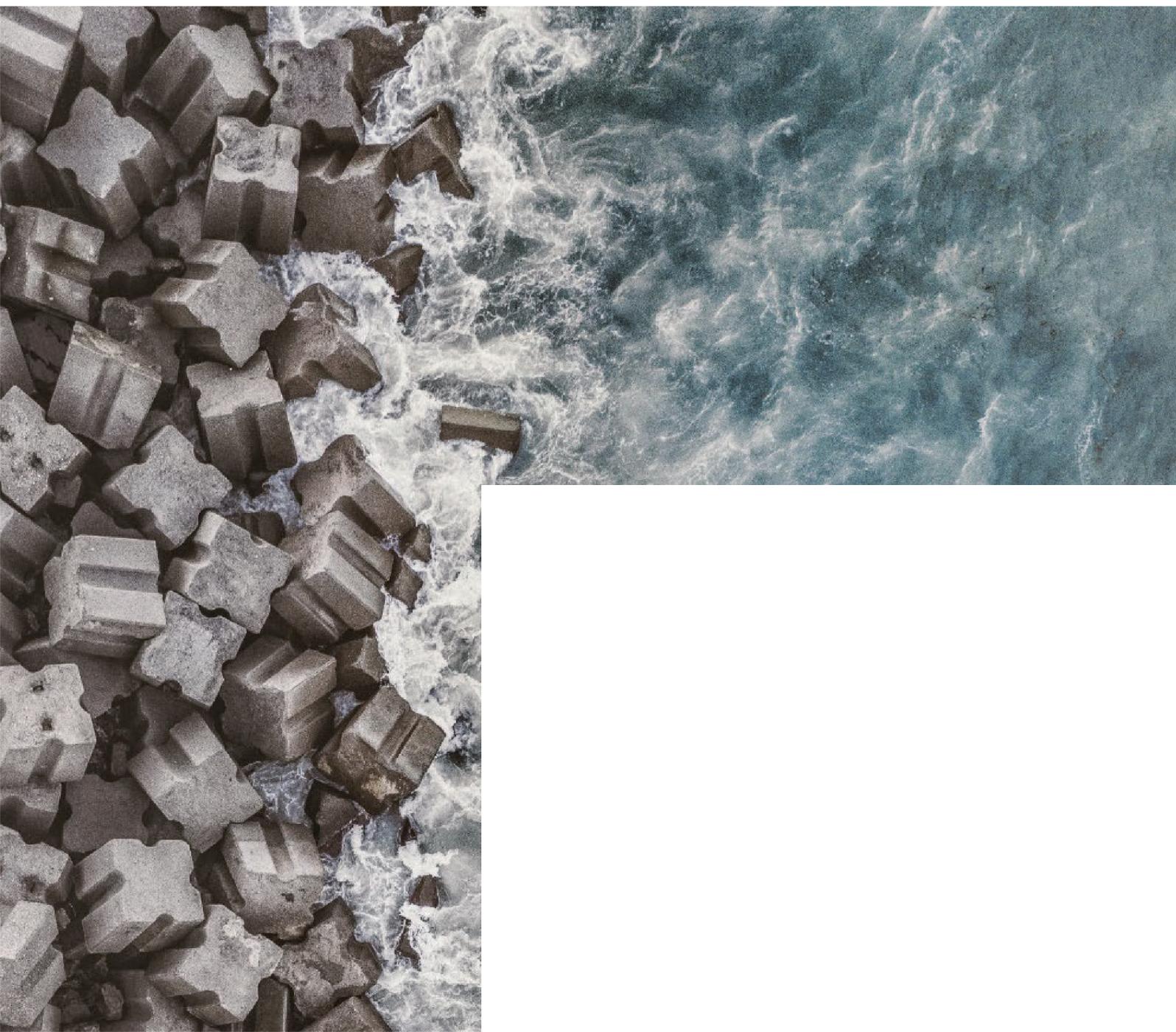


2023年 欧州バンクローン見通し

金利上昇と不確実性に対応する保守的な投資先として機能するか？



要約

- 世界経済の見通しは不確実であり、イールドカーブの形状がさらに変化する可能性があるため、現在の景気サイクルを勘案すればデレレーションリスクを限定したポートフォリオを構築することが重要です。変動金利である欧州バンクローンに投資することは魅力的なソリューションだとM&Gは考えています。
- 欧州バンクローンの借り手のファンダメンタルズは概して健全であり、市場金利の上昇に十分に対応する体力を有しています。借り手企業の多くは投入コストの上昇を商品価格に転嫁することができています。
- その結果、デフォルト率は3~4%と、長期的な水準をわずかに上回る程度に収まると予想されますが、企業ごとの業績のばらつきが大きくなる可能性があるため、現在のような不確実性の高い環境においては、幅広く資産を配分するのではなく、厳格な銘柄選択に基づいてディフェンシブなクレジットを選択することが重要です。
- スプレッドは、拡大したことで、長期的な水準とかい離しており、スプレッドから推定する市場が織り込むデフォルト率が10%台半ばと、予測値の3~4%よりもかなり高い水準で取引されており、現在のスプレッドはリスクを適正に反映していない水準にあることを示唆しています。デフォルトによる損失を考慮しても、今日の良好なスプレッド水準は魅力的なリスク調整後リターンを提供していると考えます。
- 借り手とスポンサーは景気減速がどの程度深刻であり、どの程度持続するかを見極めるため、ローンの組成額は減少するでしょうが、借り手は期近の返済分に対応するため、「金利条件の修正と期限延長」にかかる案件は継続的に組成されるでしょう。
- 2022年は厳しい年でしたが、ESG関連ローンの組成は堅調に推移しました。この勢いは2023年も続く予想されますが、ESGラベルに関する規制がさらに強まることと予想されます。

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るが、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。本項に記載されている内容は現時点における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なく、また将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。

2022年のパフォーマンスを振り返る

伝統的な「株式60：債券40」のポートフォリオ戦略にとって2022年は厳しい年となりました。ロシア・ウクライナ紛争、2桁のインフレ率、英国における債務連動型運用(LDI)危機を始め、年間を通して発生した数多の不安定要因が影響し、「株式60：債券40」のポートフォリオは17%下落しました¹。株式と伝統的な債券クラスとの相関関係が強まったことも下落を加速させた一因でした。

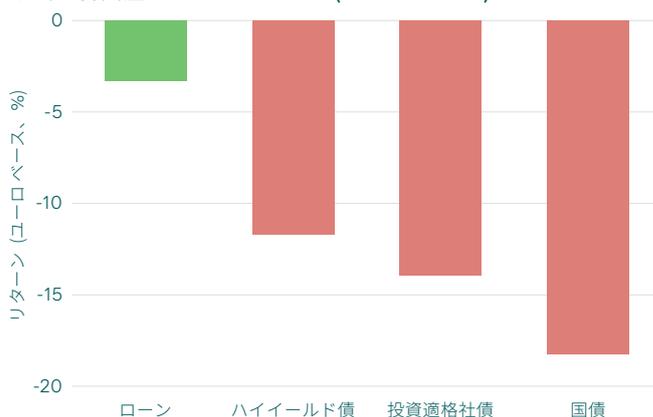
しかしながら、債券のなかには、株式のような高いボラティリティとは無縁であったプライベート クレジットなどの例外的な資産クラスもありました。欧州バンクローンは、市場環境悪化の影響から完全に逃れることはできませんでしたが、年間リターンは、欧州ハイイールド債 (HY) の-11.7%、欧州国債の-18.2%に対して-3.3%と、相対的に高い耐性と共にボラティリティが低いことが実証されました(下図表参照)。担保付きシニアであること、ディフェンシブなセクターの企業が多いこと、年限が短いこと、変動金利といった特性は、長いデュレーションの債券が大きく価格を下げたなかで効果を発揮しました。投資家の中心が機関投資家であるため、リテール投資家のように、不合理なセンチメントに基づいた売買が少なかったこともボラティリティを抑えた要因でした。

欧州バンクローンは、プライベート投資の強み、すなわち貸し手と借り手との距離が近く、協力関係が築けることや有利な条件に交渉を導きやすいなどの利点がありながら、ある程度の流動性を提供するという、他の資産クラスにはない「中間的なゾーン」に位置しています。流通市場における価格は透明性が高く、日次取引可能であるため、9月の英国のLDI危機時においても流動性がひっ迫することはありませんでした。LDI危機時においても、流通市場では買い手と売り手の双方が存在し、その流動性の高さを示しました。

“ 現在のように、インフレと金利上昇が同時に発生している環境において欧州バンクローンは、変動金利であることに加え、保守的なストラクチャーを備えているため、今後起こり得るさまざまな局面も乗り切ることができると考えられます ”

厳しいパフォーマンスであった2022年

欧州の各資産クラスのリターン(ユーロベース)



出所：ローン：Credit Suisse Western European Leveraged Loan指数、ハイイールド債：ICE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained指数、投資適格社債：ICE BofA Euro Corporate 指数、国債：ICE BofA Euro Government指数、2022年12月31日現在

数値は過去の実績であり、将来の結果を示唆するものではありません。

¹ Financial Times 『Battered 60-40 portfolios face another challenging year』 (FT.com)、2023年1月11日

スプレッドは拡大し長期平均とのかい離幅も拡大

欧州のローンと10年ハイイールド債のスプレッド



出所：欧州ローン：Credit Suisse Western European Leveraged Loan指数 (3年DM)、欧州ハイイールド債：ICE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained指数 (Asset Spread)、2022年12月31日現在

数値は過去の実績であり、将来の結果を示唆するものではありません。

デフォルトによる潜在的な損失を上回る利回りの乖離幅

市場環境の悪化を考慮に入れると、3年ディスカウントマージン (DM) が650~700bpsに拡大したことは驚くに値しないと考えます。この水準は、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックの際の水準に近いものでしたが、2009年の2,000bpsにはほど遠い水準でした (下図表参照)。この水準は長期的な平均である約500bpsよりも大きく、オールイン利回りが約10%になるレベルです。デフォルト率が7.5%、回収率が50%という弱気シナリオにおいても、オールイン利回りは6%を超え、依然として良好な水準にあります。これは、デフォルトによる損失を考慮しても、今日の良好なスプレッド水準は魅力的なリスク調整後リターンを提供していることを意味しており、担保付きシニアのディフェンシブ資産を購入する水準として検討に値する価格水準にあると考えます。

この魅力的な投資機会に大きく寄与しているのは、長期的な利回り水準からかい離しているBB格・B格のローンです。CCC格以下のローンにはかい離が見られません。スプレッドに関しては、CCC格以下のローンで拡大しているのは事実ですが、通常のリスク・プレミアム曲線に乗っているもので

あり、デフォルトや元本毀損のリスクが高いと考えています。社債のなかにも価値のあるカテゴリーがないとは言えませんが、ローンにおけるかい離幅はハイイールド債よりも大きいと考えています。

2022年の年末時点のデフォルト率は0.4%と、比較的穏やかな水準であり、欧州バンクローンがディストレストに陥る比率は、長期デフォルト率である3%を大幅に上回ることはない予想されます。基本コンセンサスは、2023年はデフォルト率が約4%で収束し、ほとんどのデフォルトは倒産ではなく債務の条件変更 (distressed exchange) や利息の不払いによるものであり、第一順位担保行使による回収率は長期平均並みの70%程度になるというものです。一方、スプレッドが拡大したことでインプライド デフォルト率 (スプレッドから推定したデフォルト率) が10%台半ばと、予測値である3~4%よりもかなり高い水準で取引されています。つまり、現在のスプレッドが根本的なリスクを正當に反映していない水準にあることを意味します。ただ、10%の利回りという割安な水準でたとえ購入できるとしても、現在のような不確実性の高い環境において長期的に持続可能な価値を創造するためには、慎重にクレジットを選択する必要があり、その重要性は今までとまったく変わらないと考えています。

利回りは戻ってきているが、基本に立ち返ることが重要

2022年における投資に関する情報の見出しはすべて否定的なものであり、特に市場とパフォーマンスの下落に関しては悲観的観測一色でした。マクロ経済環境がバラ色でないことは紛れもない事実ですが、不測の事態がこれ以上生じないという前提とすれば、世界的な景気後退がそのまま長期にわたって続くとは予想されていません。一方、国際通貨基金 (IMF) は、世界の成長率が2021年の6.0%から2023年は2.9%に減速すると予測していますが、重要なのは予想成長率が依然としてプラスであることです。欧州の2023年の成長率は0%、2024年には約2%のプラス成長に回復し、トンネルの出口の明かりが見えてきたことを示しています。

『歴史は繰り返さないが、韻を踏む』

現在の経済状況には、1990年代から2000年代半ば (世界金融危機) までの強気相場の時期とそれほど変わらない要素が存在します。ITブーム (1990年代) と低金利環境 (2000年代) が持続不可能な成長を引き起こしました。ITのユニコーン企業は2010年代のツァイトガイスト (時代を特色づける思想や気分; zeitgeist) の支配的役割を果たし、プライベートエクイティ (PE) の主要な投資先になりました。

また、主要国・地域の中央銀行がゼロ金利 (一部はマイナス金利) 政策を打ち出すなど過去に例を見ない金融緩和の時代を世界は経験しました。「低金利のパーティー」には必ず終わりが訪れます。現在は、世界各国の政府・中央銀行が緩和から引き締めめに政策を転換しているため、量的緩和 (QE) 時に利回りがほとんどゼロになった資産クラスに利回りが「戻って」きています。債券・ローン投資の最大の目的が、元本価格の上昇ではなく、比較的低いボラティリティでありながら安定的なインカム収入を獲得する、という教科書の内容に戻ったと考えます。

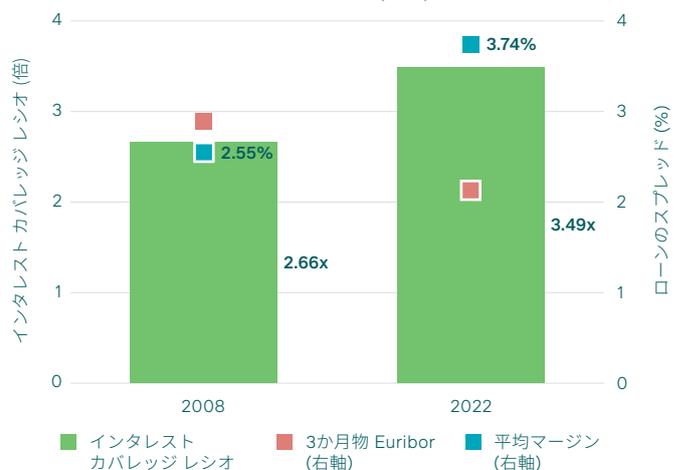
健全なファンダメンタルズ

投資環境は変化していますが、ローンが有するファンダメンタルズは以前にも増して健全であると考えます。シニアローンの平均レバレッジ比率は約5倍ですが、PEスポンサーによる株式投資比率の平均は世界金融危機以前の30%から40%に上昇しています。また、世界金融危機以降、PEスポンサーの行動に変化が生じており、流動性が枯渇した際やコロナウイルス感染症2019のときなど、必要があればキャッシュを注入する覚悟ができており、実際にそのように行動しています。このことが2023年に繰り返される可能性があります。

インタレスト カバレッジ レシオ (ICR) も4.2倍と依然として高く、市場金利の上昇を十分に吸収する余地があり、変動金利商品の特性が機能すると考えられます (下図表参照)。現在、3か月物Euriborは2008年とそれほど違いがない水準に上昇していますが、ICRは依然として高い水準にあり、借り手はより厚いスプレッド (2008年時の平均255bpsに対して +121bpsの374bps) を負担する余力があるなど、質の高い、より透明性の高いポートフォリオを構築することができるとM&Gは考えています。借り手企業の多くは、投入コストの上昇を商品価格に転嫁することができることで、確実なキャッシュフローを獲得できるため、貸し手から見れば質の高いローンになることが期待できます。

良化するファンダメンタルズとインカム収入増加の可能性

インタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)とローンのマージン



出所:インタレスト カバレッジ レシオ: LCD Comps European Quarterly Review 2022年第3四半期、平均スプレッド: Credit Suisse Western European Leveraged Loan指数、3か月 Euribor : 年末のレート。数値は2008年末と2022年末時点

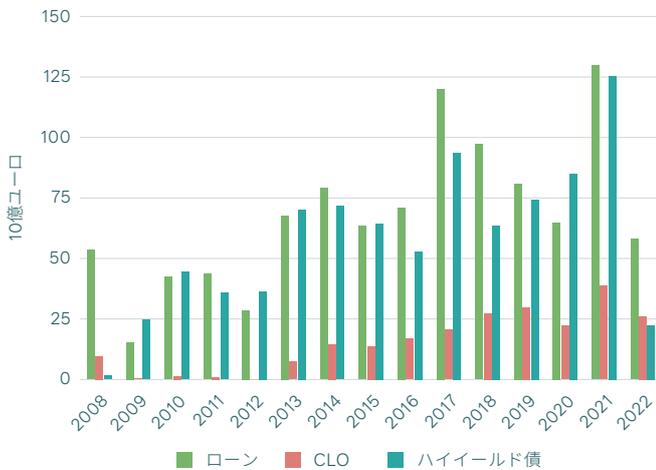
数値は過去の実績であり、将来の結果を示唆するものではありません。

不発だったプライマリー市場

スプレッド水準が拡大すると、当然のことながら借り手は景気減速がどの程度深刻であり、どの程度持続するかを見極めるため、ローンの組成額は減少します。2022年も例外ではなく、組成額は581億ユーロと、通常年の800億~1,000億ユーロの半分程度にとどまりましたが、発行額が通常年から70%程度減少したハイイールド債市場(223億ユーロ)と比べると市場は機能していました。ローン担保証券(CLO)の発行額も減少しましたが、減少幅は1/3にとどまりました。減少幅が小さかったことは、(一部にせよ)ローン市場の回復の材料となる、需要に対する供給不足の解消につながりました(下図表参照)。

2022年はスプレッドの拡大により組成額が減少

2022年の欧州ローン・CLO・ハイイールド債の組成額・発行額



出所: LCD Comps『CLO Leveraged Loans and Bonds Volume reports 2022』2022年12月31日現在

数値は過去の実績であり、将来の結果を示唆するものではありません

当然のことながら、回復が必ずしも順調だったわけではありません。ロシアのウクライナ侵攻直後や、例年市場が閑散になる夏季など、新規案件が途絶えた時期もありました。2022年の年初における案件パイプラインは39億ユーロでしたが、6月には年のピークである194億ユーロに達しました。その後は、ウクライナでの戦争勃発以前から計画されていた大

型の案件が数件組成されたことにより、年末には20億ユーロを若干下回る水準にまで縮小しました。

案件のアレンジャーは、年末までにパイプラインの案件数を減らすことを重視していたため、第4四半期には、採算を多少度外視して大幅な発行割引(案件によっては80台前半)に走りました。重要なことは、これらの案件がすべて実現したことです。

ただ、バンクローン市場が年間を通じて機能したのは、過去の苦い経験を礎に発展し、過去の不況時よりも構造的に健全になったからだと考えます。世界金融危機直後とは異なり、銀行のバランスシートは健全です。買収資金の調達コストの上昇と経済の不確実性を受けて、M&Aの市場規模が約30%縮小するなか(コロナウイルス感染症2019以前と同水準)、銀行が流動性を供給する役割を果たしています。その結果、銀行が供与するプロラタ型ローンのシェアはこの5年間の最高水準になりました²。供給を増加させた構造的要素はほかにもありました。小規模なローン投資家の与信枠に余裕がない場合などにおいては、ダイレクトローンの貸し手と長年シンジケートローンに参加している貸し手が協力することで案件をまとめることができるクラブ ディール方式の案件が再び増加しました。

2023年の組成額見通しに関しては、悲観的な340億ユーロから2022年並みの600億ユーロまでさまざまな見方があります。組成額については、記録的な金額となった2021年のようにローンのスプレッド水準が縮小することになれば、借入コストの引き下げを図る借り手による既存ローンのリファイナンス・延長の案件が増加すると考えられます。CLOも同様で、2022年に発行された銘柄の60%(銘柄数)が2023年から期限前返済オプションの行使期間に入るなか、それら銘柄の発行時のスプレッドが200bps(AAA格の場合)と長期平均の約100bpsに対して割高であることから、CLOのアレンジャーが、よりタイトなスプレッドでリファイナンス・延長することを目指すと考えられ、発行額が増加すると予想されます。

返済圧力はそれほど強くない

2022年の年初時点では、欧州バンクローンの約13%が2024年までに満期を迎えることになっていました。年末にはこの数値が8%程度に低下し、その後も低下傾向が続いていま

² LCD Comps『CLO Leveraged Loans and Bonds Volume reports 2022』2022年12月

す(下図表参照)。年を通じて、借り手企業は期近の返済分(2023年~2025年)を「条件変更と延長」や新しいトランシェを組成する積極的な取り組みを行っており、その結果、ローンの返済のピークが2026年~2028年になっている可能性が高く、現在は期近の返済分をリファイナンスする必要はないと考えられます。

期近返済分の積極的なリファイナンス

年別の返済額(2021年と2022の比較)



出所: Morningstar European Leveraged Loan指数(ELLI)、2021年12月・2022年12月

数値は過去の実績であり、将来の結果を示唆するものではありません。

政策金利がタカ派的なペースで引き上げられていることは、当然のことながら、借り手にとっての返済負担、ICRの水準、ひいては信用力そのもの、すなわちデフォルトに対する懸念を高めています。しかしながら、ファンダメンタルズをよくよく見ると、平均ICRは4.2倍と、2008年時点の2.6倍を大きく上回っているなど、まだ健全な状況です。これは、前掲の図表「インタレスト カバレッジ レシオとローンのスプレッド」のとおり、借り手が圧力を感じるには遠い水準にあります。さらに、多くの借り手はローン金利の少なくとも一部をヘッジしていることから、圧力はそれほど強くないと考えられます。

恐らく、ローンの現在の平均価格が90代前半であることから、プル・トゥ・パー(満期が近づくにつれて価格がパーに近づく)効果に加えて、オールイン利回りが高いこと(スプレッドとベース金利共)及びリファイナンス案件の発行割引が大きいことで、デフォルトによる潜在的な損失額を補うことができるM&Gは考えています。

二酸化炭素排出の削減と持続可能性

ほとんどの投資家は、ポートフォリオにESG要因を単に組み入れるだけでなく、二酸化炭素排出量の削減と持続可能性を重要視する姿勢を以前にも増して強めています。ESGリンク案件に対するモメンタムは2022年も強い状況が続きました。LCD Morningstarによると、投資適格級未満の企業に対するESG関連ローンの組成額は合計で260億ユーロに上り、そのうちの半分以上は持続可能性リンクの案件でした。これらの案件の大部分は米国であり、米国における全体の組成額も減少しませんでした。ただし、銀行によるプロラタ型案件が過去最高になるほど活況を呈していたためであり、機関投資家向けローンは欧州と同様に不況でした。

公開されている情報が限定的ですが、マージン・ラチェット(借り手が目標を達成すれば、マージンが小さくなり、反対の場合はマージンが大きくなる)は以前と同水準の7.5bps~10bpsのようでした。現在の流通市場におけるスプレッド及び新規案件のスプレッドが厚めであることから、マージン・ラチェットがリターンに大きな影響を与えるほどの水準にはないため、投資家が二酸化炭素のさらなる削減や持続可能性を主要業績評価指標(KPI)を盛り込むことを求める可能性が高いと考えられます。

ESG指向がある、あるいはESGラベル付きの投資戦略のなかで、標準的な定義がやや曖昧な案件が増加していることを受けて、規制当局による監督が強化されています。透明性の高い報告を推進する持続可能な財務開示規則(SFDR)を制定したEUがまず規制に乗り出し、他の規制当局がEUに続いて規制を強化しています。2023年は、規制内容が刻々と変わり、厳しさが増していることに対応するために、運用会社は販売活動を抑え気味にする必要が生じると考えられ、ESGのラベル付きや前面に押し出している投資戦略の販売が前年よりさらに減速する可能性があります。

気候変動要因を採り入れた指数に対する需要の高まりに応じて、インターコンチネンタル取引所(ICE)は、欧米から新興国・アジア太平洋地域の企業を網羅する23の社債指数に6種類の気候変動要因を組み込んだサブ指数を作成しました。サブ指数の作成を通じて、パリ協定、ネットゼロ、及び気候関連移行の枠組みに沿って、2050年までに二酸化炭素排出量のネットゼロを達成することを目指しています。気候変動・二酸化炭素排出量に関しては、第三者機関はローンの借り手の約10%しか把握していませんが、投資ユニバース全体における債券発行体とローンの借り手の重複率が20%(社数ベース)であることから、これらのデータを活用することで大きな前進が見られると考えています。

バンクローン市場の、2023年の見通しは明るい

2023年は、21世紀に入り、G7のいずれの国においても総選挙・大統領選挙が実施されない最初の年です。G7における突然の解散総選挙や中国・米国の半導体戦争がエスカレートする可能性があるものの、地政学面でより安定した年になると考えられます。その結果、各国のリーダーは再選のための公約ではなく、直面している課題に対処することに多くの時間を費やすことができるでしょう。このことは経済が安定することにつながり、企業にとっては朗報でしょうが、それでも広範なマクロ経済見通しの不確実性が払拭されることはないとM&Gは考えています。

景気サイクル的には、債券が株式(さらに下落の余地があると考えられます)に優るとの見方が一般的ですが、イールドカーブの形状が変化する可能性は残っており、デュレーションのリスクはなるべく回避する方が賢明だと考えています。変動金利である欧州バンクローンに投資することは魅力的なソリューションだとM&Gは考えています。

欧州バンクローン投資戦略の設定以来、2年連続でリターンがマイナスになった実績はなく、同じくリスク資産である欧州の投資適格債、ハイイールド債、株式と異なり、10年間にわたって相場は上昇を続けました。2022年が10年間で初めてマイナスのリターンとなった年でした。従兄弟的存在である米国ローンでさえ、10年間のなかで連続して上昇した最長期間は3年でした(ユーロヘッジベース)。

ミン・リバージョン(資産の価格が最終的に長期平均に戻る)の考えに基づけば、欧州バンクローンのトータルリターンは上昇することになります。欧州バンクローンの見通しにはさまざまな意見がありますが、2023年は金利の上昇が見込まれていることを勘案すると、弱気の見通しでさえ、リターンの予想はほとんどがプラスになっています。JPモルガンのトータルリターンの予想は5%、パークレイズは5.5%とこの5年間で最高のリターンになることを予想しています。不確実性が多く残っていることは事実ですが、現在の価格と利率の水準を考慮すると、2023年は4~6%のリターンを達成することが可能であり、経済的及び地政学的環境が予想よりも速く改善されれば(ロシア・ウクライナ紛争の解決を含め)、さらに高いリターンを獲得できる可能性があると考えています。

欧州バンクローンの約70%はCLOに組み込まれているため、CLOの動向がリターンを大きく左右することになるでしょう。CLO市場は2022年に20%拡大しましたが、ローン市場はネットベースで横ばいだったため³、当面は強いCLOによる需要が強くなると考えられます。

欧州バンクローンは現在の厳しい環境でも耐性を発揮する

現在のように、インフレと金利上昇が同時に発生している環境において欧州バンクローンは、大半が変動金利であることに加え、堅牢性を高めている魅力的なストラクチャーを備えているため、今後起こり得るさまざまな局面も乗り切ることができると考えられます。経済見通しの不確実性が高いこと、及びデフォルト率が上昇することが予想されるため、持続可能な価値を創造するかぎとなるのは、ディフェンシブなポートフォリオを構築し、慎重にクレジットを選択することだと考えています。□

³ Barclays European Loan Research 『Papering over the cracks』 2022年12月



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、実証し兼ねる推測を含む場合があります。過去の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 Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。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。

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

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、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、当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、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、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、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。 **JAN 23 / 895903**