

欧州レバレッジド ローン市場見通し： 不透明な将来を受け入れる

2023年は金融市場にとって再び厳しい年となりましたが、欧州のレバレッジドローンは他の資産クラスとは異なり、2桁台の好調なリターンを達成しました。本レポートでは、レバレッジドローンがなぜディフェンシブな資産であるかを解説すると共に、「未知の事柄がこれだけ多いなかで、欧州のレバレッジドローンは、2024年投資家に安心感を与えるだろうか」にお答えします。

金融市場は、起こる確率が高く、起こった場合でもその影響がそれほど大きくないイベントについては、相応に正確に価格に反映しますが、逆に影響が大きいイベントについては決して正確ではなく、このことは、イベント発生以前でも、以降でも当てはまります。市場の方向性を決定付けるようなイベントは、2022年はたった1つでしたが、2023年は対照的に、インフレ率が2桁に急上昇したこと、クレディ・スイスやシリコンバレー銀行など名門と見なされていた金融機関が破綻したこと、パレスチナにおいてイスラエルとハマスの間で紛争が勃発したこと、二極化により政治が麻痺状態になったこと、米国の債務上限問題など、想定できない多くのイベントによって市場では動揺が続きました。

ほとんどの資産クラスは、このようなイベントが誘発した価格変動を避けることができませんでした。このような難しい環境の中で、欧州レバレッジドローンは稀有な存在であり、受けた影響は最小限でした。欧州レバレッジドローンは、本稿執筆時点の年初来リターンが12%超と、他のクレジット資産クラスをアウトパフォームし、より安定したリターンを提供し続けています。さらに、過去12か月間でリターンがマイナスになったのは1か月のみであり、年間リターン(2023年は年初来)は過去3番目に高いものとなっています¹。パフォーマンスが良好であった要因は、欧州レバレッジドローンのユニバースがディフェンシブな銘柄で構成されていること、変動金利であること、紛争地域の銘柄や銀行が含まれていないことだと考えられます。

本レポートでは、欧州レバレッジドローンがなぜディフェンシブな資産であるかを深掘りして解説すると共に、2024年の見通しを示します。

ほとんどの借手はデットの期限を遵守しており、当面は与信保全に大きな問題を生じさせる可能性が低く、デフォルトリスクが抑制されています



¹Credit Suisse Western European Leveraged Loan 指数(ユーロ建て)、
2023年12月20日現在

ローンの需給環境

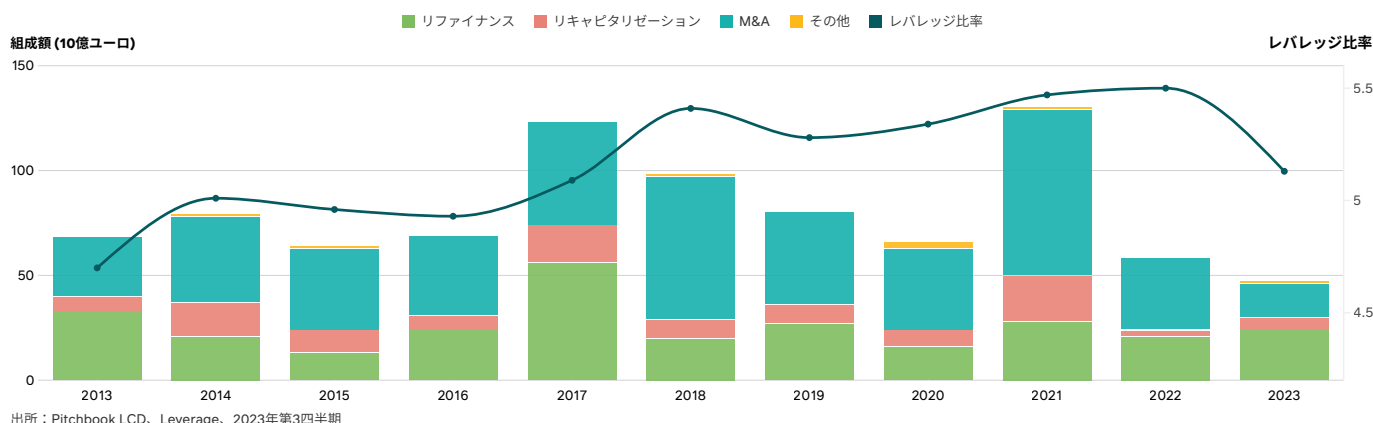
2022年第3四半期は、この10年間で各国の中央銀行の政策が最もタカ派的と言われる時期に入った四半期であり、タカ派的な姿勢は2023年一杯続きました。欧州中央銀行(ECB)はインフレ抑制のため、預金ファシリティ金利を4%に、主要政策金利を4.5%まで引き上げました。当然のことですが、このような金融引締めにより、GDP成長率や企業活動(つまりM&A)が犠牲になりました。

欧州レバレッジドローンはM&A活動に大きく依存しているため、低調なM&A活動の影響で新規案件の組成は低調に推移しています。さらに、レバレッジドバイアウト市場は、資金調達コストの上昇を受けて、不確実性が増しています。このような環境を受けて、企業は資本構成を安定させることに注力し、返済期限が迫っていた(2023～2025年)デットの返済原資を条件の変更や期限の延長にて手当てする一方、M&Aに関しては、付加価値を高めるタックイン買収(小規模な企業を買収し、自社の既存部門と統合する)を優先させました。ハイイールド債市場は、期限前弁済権(コールオプション)が付与されないストラクチャーに発行体が二の足を踏んでいることで、新規案件は条件面で折り合いが付かない状態が続いているのに対して、ローン市場は、通常の契約であっても期限前弁済条項が織り込まれていることが借手に好感され、市場は通常どおりに機能しています。リファイナンスが活発であったことで、今後2年間に満期を迎える欧州レバレッジドローンはわずか7%と、「満期の壁」は2021年時に比べて75%も「低く」なっています。一方、欧州のハイイールド債の状況は全く異なっており、「満期の壁」の対象は20%近くに上っています²。

プライベートエクイティ市場の案件額とM&A関連の新規ローンの組成額は、景気循環が谷の状態にあることを反映して低水準にとどまっていますが、プライベートエクイティのドライパウダー(ファンドがまだ投資に回していない待機資金)の規模は依然として大きく、金利が安定すれば新規案件の組成が一気に進むことを示唆しています。スポンサーは、新規案件のための資金を確保するために現在投資している案件を現金化するため、現金化を間近に控えた案件は多数に上ります。歴史的には、現金化は株式公開(IPO)で行われるのが一般的でしたが、企業がより長く非公開でいることを選好するようになっていることを反映して、他のスポンサーや継続ファンドに売却されることがむしろ一般的になっています。2023年には、アデビнта(Adevinta)、ワールドペイ(WorldPay)、デクラAG(Dechra)、ソフトウェアAG(Software)、東芝など、数十億米ドル規模の非公開化案件がありましたが、今後も同様の案件が市場に登場すると考えられます。これは、プライベートのシンジケートローン(大型・小型の双方)市場にて資金を調達することを目論む今後の案件にとっては恵まれた市場環境だと言えるでしょう。

欧州レバレッジドローンの新規組成額が減少しているなか、アンカー投資家(大口の投資家)であるCLO(Collateralized Loan Obligation)を含め、変動金利のディフェンシブな資産を求める投資家による需要は堅調に推移しています。このため、需要が供給を大きく上回る状態となっており、発行市場で購入できなかった投資家の資金が流通市場に流入しているため、流通市場におけるローン価格は今年に入って5ポイント近く上昇しました。流通市場においてはローンがアンダーパー(96前後)で取引されているため³、値上がりする余地がまだあります。発行市場における案件のほとんどはリファイナンスですが、金利の上昇を受けて、一般的なレバレッジ比率だけでなく、EBITDA調整後のレバレッジ比率においても、投資家に有利なストラクチャーになる傾向が現れてきたというのは重要なことです。

欧州レバレッジドローンの新規組成額とレバレッジ比率



²『Barclays European Leveraged Loans 2023 Walking the Tightrope』

³Credit Suisse Western European Leveraged Loan 指数、2023年11月

デフォルト率と値ごろ感

金利上昇は変動金利ローンのリターンにとっては好材料ですが、問題の本質は、投資不適格企業の総調達コストが平均で 7～9% になっていることです⁴。金利ヘッジ契約が徐々に満了を迎えているため、クレジットに劣る借手が金利の上昇に苦慮することになるかもしれません。以前は悲観的であった格付機関は、2023 年に入り、徐々に欧州レバレッジドローンのデフォルト率の予想を下方修正した結果、2024 年は約 4% に低下すると予想しています⁵。現在のデフォルト率が 1.4% と低水準であり、2024 年までの短期間でデフォルト率が 3 倍近くになると考えるのは現実的でないと考えられます。比率はともかく、デフォルトのピークが 2024 年になる可能性が高いことには同意します。その主因は以下の 3 点だと考えています。

第一に、「満期の壁」は、期近の返済をリファイナンスできない企業にとってはリスクです。しかしながら、前述のとおり、これからの 2 年間に返済期限が到来する欧州レバレッジドローンは残高の約 7% にすぎず、そして、そのうちの相応の部分は、すでにリファイナンス案件のパイプラインにあがっています。

第二に、ディストレストの状態にある借手に対して猶予が与えられる可能性は低く、来年にはリストラクチャリングを強いられることになる可能性が高いと考えます。

ただし、欧州レバレッジドローンのユニバースに占めるディストレスト企業の比率は比較的小さく、信用力に重大な問題があると定義される CCC 格のローンの比率は約 3.5% であり、ディストレスト水準である 80 以下の価格で取引されているローンの比率は 3% 未満です。さらに、2023 年に格上げされた企業数はこの 10 年間で 3 番目に多く、市場のパフォーマンスが比較的堅固であることを示しています。ただ、2024 年はボラティリティの上昇が予想されており、企業間のクレジット格差が拡大する可能性があります。

最後に、キャッシュフローが小さい(またはゼロの)企業は、流動性不足とそれが引き起こすデフォルトに直面する可能性があります。資金調達コストの上昇に伴い、インタレストカバレッジレシオ(ICR)は低下する傾向にあります。それでも平均で約 3 倍と⁶、長期的な平均値である約 4 倍をやや下回る水準でとどまっています。リファイナンスを積極的に進めたこと、および資本構成の見直しに注力したことに加え、顧客にコストの上昇を転嫁できていることや強力な業務遂行・実行能力により、キャッシュフローは今後増加する可能性があります。

今後、デフォルト率の上昇が予想されますが、現在の利回りは、正当化できないほどの悲観的な見方を織り込んでいます。そのため、欧州レバレッジドローンへの投資は、魅力的なリスクリターンを獲得できる可能性を秘めていると当社は考えています。

欧州レバレッジドローンのデフォルト率(12 か月ローリング)



⁴欧州レバレッジドローン・欧州ハイイールド債の最終利回り、2023 年 11 月現在

⁵Fitch Ratings

⁶M&G 欧州レバレッジドローン投資戦略(流通市場の代用)

パフォーマンスの差

2023年初頭、当社は欧州レバレッジドローンのリターンが2桁になると予想しましたが、同時に「欧州レバレッジドローンは金利上昇と不確実性に対してディフェンシブなのか」という疑問を提起しました。その後のパフォーマンスを見ると、はっきり「イエス」と自信をもって答えることができます。変動金利、担保付きのシニア債権というディフェンシブな耐性を発揮し、2023年における欧州レバレッジドローンは、それまでの3年間と同様、逆風要因にもなり得る多くのイベントの影響を最小限に抑えることができ、クレジット分野の伝統的な資産クラスをアウトパフォームしました。ここで生じた新たな疑問は、「欧州レバレッジドローンは2024年も引き続き並外れたリターンを提供できるか」です。

本稿執筆時点で、残存期間が中期的な欧州レバレッジドローンは、年率8～9%の利回りを提供しており、この数値は、過去10年の標準的なリスク調整後リターンよりも魅力的な水準であると当社は考えています。表面的に欧州レバレッジドローンは、ハイイールド債と同一視されていると考えられますが、実際には、ストラクチャー面の優位性を備えています。

2024年における欧州レバレッジドローンのデフォルト率は4%になると予想されていますが、スプレッドを基に試算したデフォルト率は約14%になります。このような大きな差があるということは、ローンの価格が正当化できる水準ではなく、投資家が獲得できるリターンが実際の信用リスクに対して過剰に補償されていることを意味しています。

一般的に、ローンの最終利回りはキャピタルゲインよりインカム収入に大きく左右され、固定金利ローン場合、ローンの約50%に上ります。

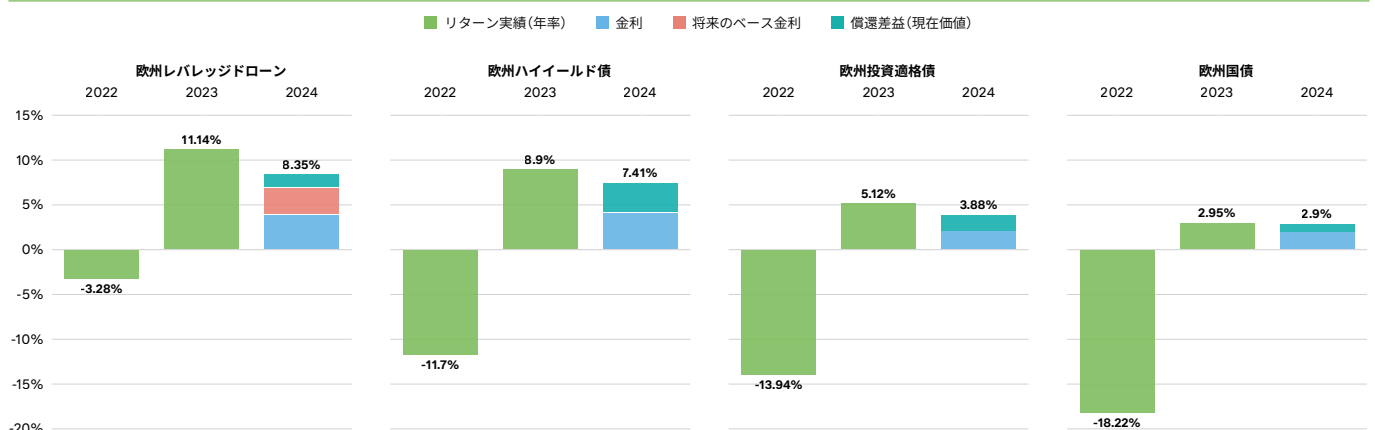
したがって、リターンが比較的安定しているだけでなく、投資家センチメントによる売買動向の変化を受けにくいという点、一般的には価格変動要因である経済成長率の影響をそれほど受けません。さらに、コーポレートファイナンス市場が活性化することで、ローン価格がパーに戻るスピードが速まる可能性が高くなります。スポンサー付きのLBOローンは2～3年ごとに期限前返済されることが多いのに対して、固定金利の社債の平均年限は4年を超えています。

今後3年間、デフォルト率と回収率が過去の平均的水準である、それぞれ年率3%、年率70%で推移すると仮定した場合、基本シナリオでは約8%のリスク調整後リターンが確保できる計算になります。デフォルト率が格付機関の予測よりも高く(5%)、そして回収率が低い(60%)場合でも、最終利回りは6%を超える計算になり、この利回りは無リスク金利よりも2%以上高い水準です。

欧州レバレッジドローンは、投資不適格企業(通常はプライベートエクイティスポンサーが所有する企業)に対する担保付きローンです。自ずとデフォルトおよび不払いのリスクは投資適格債よりも高くなります。利率は短期の市場金利に信用スプレッドが上乗せされたものであり、中央銀行による基準金利の引上げは企業の資金調達コストの上昇に直結します。

投資の際に考慮すべき最大のリスクは、デフォルトおよびそれに伴う償却損です。ローンの取引は証券取引所ではなく、流通市場で行われます。取引自体はハイイールド債程度の流動性を有していますが、決済に関しては30～40日程度と長い期間を要します。ローンへの投資はリスクフリーではありませんが、リスクに見合う価値があることは証明されていると考えられます。

2022年・2023年のリターン実績と現在の利回り



出所：Credit Suisse Western European Leveraged Loan指数、ICE BofA European Currency Non-Financial High Yield 2% Constrained指数、ICE BofA Euro Corporate指数、ICE BofA Euro Government指数、2023年11月現在

デフォルト後の回収率を考慮に入れた利回り (3 年間)

	回収率(年率)：60%	回収率(年率)：70%	回収率(年率)：100%
デフォルト率(年率)：2.5%	7.34%	7.59%	8.35%
デフォルト率(年率)：5%	6.34%	6.84%	8.35%
	楽観的シナリオ	基本シナリオ	悲観的シナリオ

出所：M&G、2023年11月現在

地政学的リスクに対応するための デュレーション管理

今後の世界情勢を展望すれば、ロシアとウクライナの紛争が平和的な解決を迎える可能性は依然として想定し難く、一方イスラエルとハマスの紛争は地政学リスクを高めるのに十分な材料となっています。2024 年には、世界の 50% を超える人々が選挙で投票すると予想されていますが、この比率は過去最高です⁸。グローバル市場は潜在的な火種で満ちており、投資において堅実さとボトムアップによるファンダメンタルズ分析の重要性が再認識されることになると考えています。デュレーションに焦点を当てる投資では、何に投資するかは投資家のアセットアロケーションの範ちゅうに入りますが、短期金利に連動し、リターンの主な源泉がスプレッドである資産クラスが果たす役割は依然として小さくないと当社は考えます。

最後に

2023 年、欧州レバレッジドローン⁹は戦略的にも戦術的にも資産の配分先として価値が高いことを実証しましたが、2024 年も同様になると考えています。8 ～ 9% (ユーロ建て) の最終利回りが期待でき、90% 台半ばの価格で購入できる投資機会を投資家は見逃しませんでした。2024 年の経済見通しの不透明さは払拭されていないばかりか、中期的にもリスクが継続すると予想されています。投資家は将来が見通せない状況を甘受しなければなりません。紆余曲折の道程が予想されるなか、必要なのは安定したアプローチであり、運転席でハンドルを握る当社は、広範なパブリック市場がボラティリティにさらされている間でも、堅固な銘柄選択を維持することで獲得できる実質的な利回りを通じて、投資家に価値を提供し続けることができると強く考えています。

⁸BlackRock Investment Institute、2024 年



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ため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。本資料は 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。JAN 24 / 1140403

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