

# スペシャルティ・ファイナンスに フォーカスする



欧州消費者ローン市場のご紹介

2019年10月

ジェローム・ヘンリオン／バイバブ・ピプラプレ

スペシャルティ・ファイナンス共同責任者

- 欧州の消費者ローン市場は、欧州で最大級かつ多様性に富んだ市場です。また、景気循環を通して堅固なパフォーマンスを提供します。
- このレポートでは、欧州の消費者ローン市場が堅調さを維持する理由を解説し、従来この資産クラスに投資することができなかった投資家がなぜ現在は投資できるようになったかも概説します。
- 欧州の消費者ローン市場がもつ良好な見通しと、投資可能な対象が増加していることが相まって、この市場がプライベートデットやオルタナティブ資産に投資する投資家にとって、魅力のある市場だと考えています。

投資対象の価値は変動するため、投資価値は減少することも、上昇することもあり、投資元本を下回る可能性もあります。過去のパフォーマンスが表示されている場合、将来の成果を示唆するものではありません。

## 正しく機能する経済における消費者信用の重要性

政府は必要な歳出の財源を確保するために借入れを行い、企業は成長のためや資本構造の最適化や運転資金を確保するために借入れを行います。個人（消費者）も同様の理由で借入れを行います。個人は、特定の目的のために、人生のさまざまなステージで異なる種類の借入れを行います。一般的に、若年層は高等教育と職業訓練の資金を借りることで雇用と収入増を図ります（学生ローン）。

若年層は、仕事に就き、収入が増加するにしたがい、学生ローンの返済を開始します。代わりに、変化するライフスタイルのニーズと家族のニーズを満たすために、自動車ローン、クレジットカード・ローン、個人ローン、日々の買い物のための割賦などで借入れを行います。そして、年齢が上がるにつれて、多くの人々は住居購入のために住宅ローンを組みます。

ほぼすべての消費者は、生涯のうちに上記のローンの少なくとも1つを利用します。多くの消費者は複数を利用し、なかには全部を利用する人もいます。ローンの種類にもよりますが、借入人は通

常、貯蓄と収入を見合いに長期間の無理のない分割払いでローンを返済します。

欧州や米国を含めたほとんどの先進国において個人消費はGDPの大きな比率を占めるため、消費者がさまざまな種類の消費者ローンで借入れし、返済を行うことで経済を循環、成長、発展させることに繋がります。したがって、これらの国の政府や政策立案者は、消費者金融市場が秩序を保ち、正しく機能することに対し従前から高い関心を持っています。これは、消費者が常に適正な手の届くコストで借入れを利用できることを意味します。

## 消費者信用の健全性

この15年間の逆風環境のなか、消費者ローン市場は潜在的に高い健全性を備えていることを示しています。米国と欧州の規制当局は、金融危機を受けて、貸し手に新たな規則を課すことで、消費者が持続可能な範囲での借入れに制限し、不況の際でも、消費者ローンの安全性と健全性を高めました。消費者ローンは、その均質性により、企業向け信用（ローン市場であろうと債券市場である

うと)に比べてはるかに容易に規制することができ、市場機能を調節できることは注目に値します。

図表 1：ユーロ圏諸国の家計可処分所得と実質 GDP 成長率



出所：ブルームバーグ

貸し手が行う借入人ごとの融資可能額算定のルール、消費者ローンに必要な銀行の自己資本要件、消費者ローンポートフォリオのストレステストなど、消費者ローンに対する規制は比較的容易に導入可能であり、実際に導入されています。

したがって、企業向け与信とは対照的に、消費者向け与信は、金融危機以前と比較して規制の厳格さが際立っています。この厳格な規制は、貸し手にとって魅力的であることは明白で、ひいては消費者ローンポートフォリオに投資する投資家にとっても、リスクに見合ったリターンが得られるならば、魅力的なものと考えます。

## 魅力的な欧州消費者ローンの信用リスク調整後スプレッド

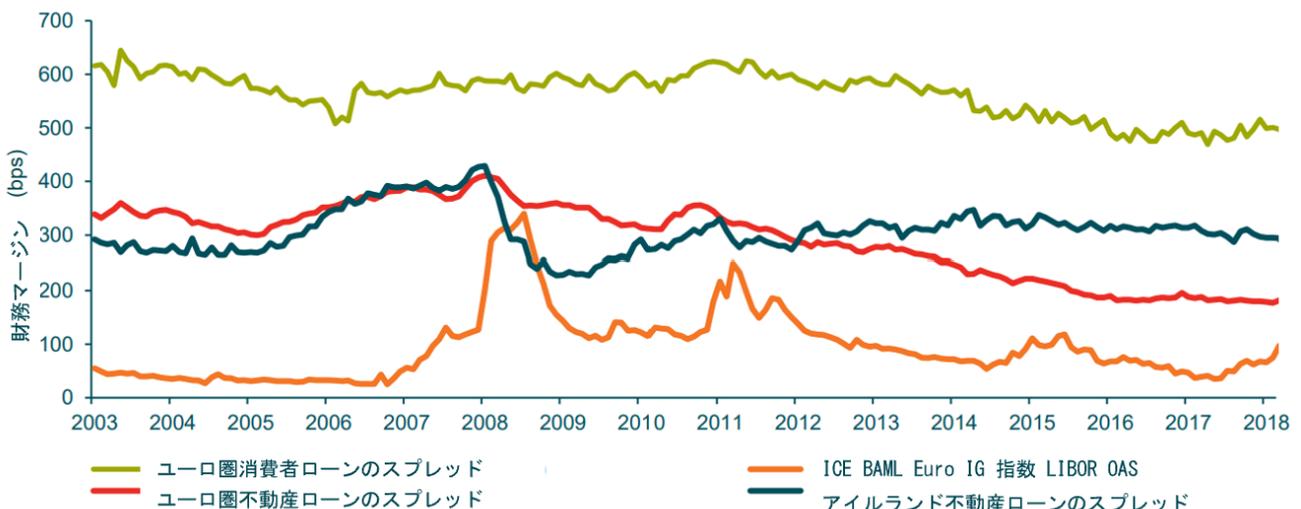
欧州では家計の改善にも関わらず(図表1)、消費者ローンのスプレッドは、企業向け与信のスプレッドと比較すると特に、引き続き魅力的な水準にあります(図表2)。さらに重要なことは、ミクロ面においてもマクロ面においても好ましい現在の環境は、魅力的な水準が持続することを示唆していると考えます。

## 欧州の個人ローンの見通しをサポートする要因

厳格な「返済可能額算定」ルールが存在すること、消費者ローンでは貸し手が借り手に対し完全なリコースを有していること(借り手は融資を受ける責任感を強く持つようになる)、リスクの高い融資が大幅なコスト増を招く銀行の自己資本規制制度の存在などのミクロ環境が果たす役割に加えて、マクロ経済環境も消費者ローン市場にとって追い風となっています。

欧州の金融政策は非常に緩和的でありながら、インフレ率が依然として低いため、(ローンのスプレッドではないが)絶対金利は低下しています(調達コストが低いことは債務者の返済能力を高める)。各中央銀行、特にECBは、金利を現在の最低水準に維持し、経済成長を後押しするために必要であれば、金利をさらに引き下げる意思を示しています。

図表 2：ユーロ圏の消費者ローンのスプレッドは高い水準で安定推移



また、欧州の数か国では追加的な財政出動が求められており、これは労働市場と実質賃金の増加に寄与すると思われます。経済成長率と企業の収益率は企業と株式市場のパフォーマンスにとって重要であり、毎四半期、大きな注目を集めますが、

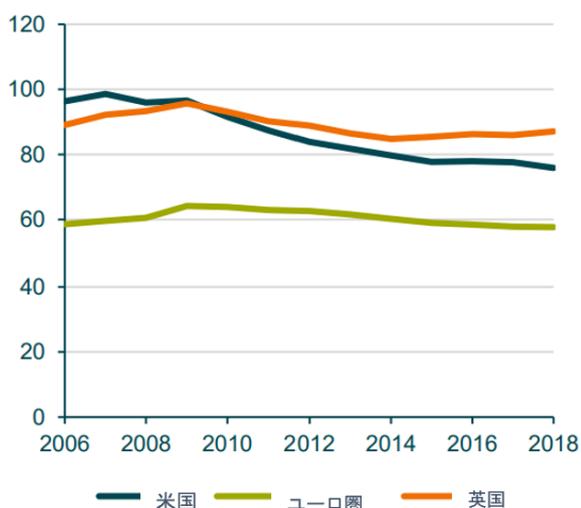
消費者ローンのパフォーマンスは主として失業率と世帯収入の影響を大きく受けます。マクロ環境は、さまざまな種類のローンの需要にも影響を与えます。例えば、不動産の購入を検討している消費者は、現在の低金利環境と良好な雇用見通しを理由に購入を決定することがあります。

緩和的な金融政策と財政刺激策はどちらも消費者にとってプラスであり、消費者の債務返済能力を高める効果があります。

### 深層：欧・米における消費者ローンの比較

金融危機以降の米国における事業会社、特に高レバレッジ企業の債務の増加とそれがもたらすリスクに関しては、既に発表されている詳細な調査のとおりです。対照的に、米国世帯の債務に対する規律は非常に厳格であり、ほとんどの調査は金融危機以降レバレッジが低下していることを示しています。米国における消費者債務水準が健全な状況は、同時期における欧州（ユーロ圏及び英国）の世帯の状況の評価するための基準として役立ちます。

図表 3：家計債務が GDP に占める比率 (%)



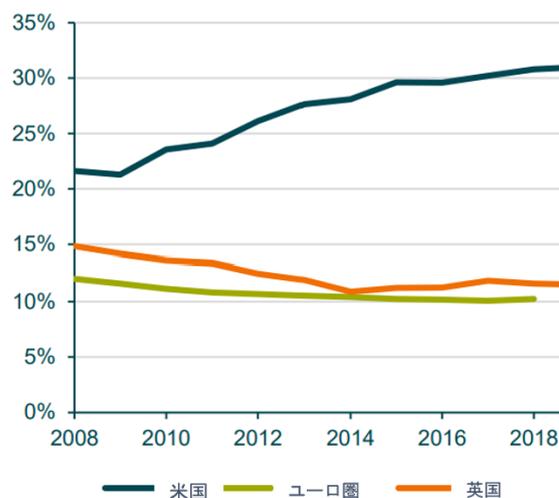
2018年12月31日現在  
出所：BIS

図表 3 のとおり、ユーロ圏では世帯債務が長い期間米国よりも低いにあります。一方、英国の世帯は 3 か国・地域のなかで一見最もレバレッジが高い結果になっていますが、住宅ローンとそれ以外

という分類で見ると、やや異なった結果が得られます（図表 4）。

2008 年の金融危機以来、米国世帯は総じてレバレッジを削減しましたが、その対象は主に住宅ローンでした。住宅ローン以外の個人債務

図表 4：家計債務に占める住宅ローン以外の債務の比率



2018年12月31日現在  
出所：OECDのデータを基に M&G が計算

(クレジットカード・ローン、個人ローン、自動車ローン、学生ローン) は特に増加し、家計債務に占める住宅ローン以外の債務の比率は、金融危機直後の約 20% から 30% を超える水準に上昇しています。この点を勘案すると、欧州の実状は米国とそれほどの相違はありません。欧州では、住宅ローン以外の消費者の債務の割合は、金融危機以降実際に低下しており (以前から米国よりもかなり低く、現在は約 12%)、現在では優に米国の半分以下の水準となっています。住宅ローンは伝統的に消費者向けの最も安全な与信形態であり、信用力が非常に高い消費者に供与されるため、住宅ローンの比率が高いことは重要なポイントです。実際、金融危機以降、住宅ローンの新規取上げ条件は、貸出ルールと銀行に課せられる資本規制の両面で大幅に厳しくなっています。

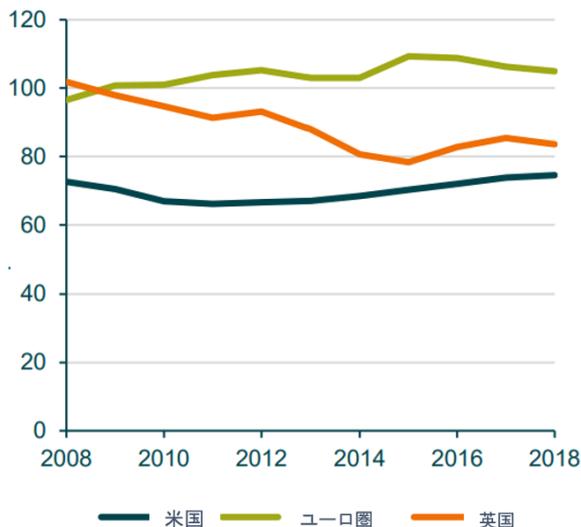
M&G の見解では、米国の住宅ローン残高が減少した原因は、債務の消滅 (デフォルトが起因) と、今となっては常識となっている、金融危機のきっかけとなった不動産担保の (米国住宅ローン市場の大きな割合を占めていた) サブプライムローンの新規実行が減少したことです。2008 年からの 5 年間で米国の住宅ローン残高の減少額 (11% の減少に相当) は 2013 年以降の増加額に匹敵し、つ

まりこの10年間で全体の残高はほぼ変わっていないことがサブプライムローンの影響をよく示しています。一方欧州では、金融危機以前もサブプライムローンの市場規模は小さく、また住宅ローンが金融危機の期間を通じてパフォーマンスが(一部の例外を除き)悪化せず、住宅ローン市場に問題は起きませんでした。英国では、人口増加による住宅の需要増と社会全体が住宅所有志向を強めていることを反映して、金融危機以降、住宅ローン残高が増加しています。ただし、住宅ローンのパフォーマンスは引き続き堅調です。

一般的には、国別の債務動向を分析する際は、家計、事業会社、金融機関、政府の4部門を比較します。3か国・地域の家計部門についてのM&Gの見解は上述のとおりです。図表5は、3か国・地域の事業会社部門の比較であり、金融危機以降、英国のレバレッジが低下した以外は、あまり顕著な傾向は見られません。

事業会社のレバレッジが安定傾向にあるということは、逆に言えば今後起こり得る米国事業会社のレバレッジの急上昇は、潜在的に大きなリスク要因であるとM&Gは考えています。

図表 5：事業会社部門の債務が GDP に占める比率



2018年12月31日現在  
出所：BIS

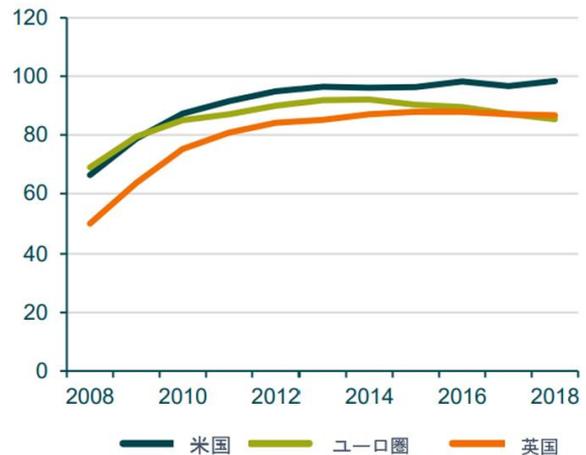
政府債務においても、米国と欧州の違いは明らかです(図表6)。過去10年間に3か国・地域(米国、ユーロ圏、英国)すべてでGDPに占める政府債務の比率が上昇しましたが、未だに増加傾向にあるのは米国だけです。

米国は、GDPに占める債務の比率が最も高いだけでなく、債務負担をコントロールする意欲(又

は能力)も高くありません。かたや、欧州では財政のコントロールに自制が働いています。

この指標における米国と欧州の差は、欧州各国の政府が歳出を増やすことができることを示しており、これは消費者に収入の増加と雇用見通しの良化というプラスの影響をもたらし、これらは消費者ローンのパフォーマンスにとって好材料となります。

図表 6：政府部門の債務が GDP に占める比率



2018年12月31日現在  
出所：BIS

### なぜ投資家は欧州の消費者ローンに投資することが可能になったのか

欧州の銀行は、金融危機以降、困難な局面にしばしば遭遇してきましたが、なかでもバーゼルIII(そして直にバーゼルIV)による自己資本要件の規制強化、前例のない低金利環境、規制コストの増加、及びフィンテックやノンバンクによる融資に対抗するためのITコスト増の影響は大きく、現在の収益力ではこれらすべてに対応することはできません。欧州の銀行の平均PBRは1を割れており、資本ポジションを改善する方法としてバランスシートを縮小することを考えざるを得ない状況にあります。

さらに、欧州の銀行はGDPの規模で比べる米国よりもかなり大きく、具体的には、米国の銀行のバランスシート合計額はGDPの約80%であるのに対し、欧州では、国によって異なるものの、200%~400%となっており、一方では、資本市場(ノンバンクによる融資を含め)の規模ははるかに小さい状況にあります。欧州の借り手は資金調達を銀行に依存していますが、結果として銀行は、追加的な融資を行うためには、ノンバンクの

パートナーに既存のローン資産を売却する必要があります。

米国の銀行は、欧州の銀行と比べて自己資本比率が高く、また収益性が高い傾向にあり、デレバレッジを進めることなく、利益剰余金により高い自己資本比率要件とコスト捻出ができてます。そのため、欧州のノンバンクは、米国の銀行から消費者ローンを購入する機会が多くありません。一方、米国ではノンバンクの存在が大きく、資本市場で株式とデットの双方の調達が可能であるため、オンライン上で融資の仲介を行うマーケットプレイス貸出を行うノンバンクを除いて、消費者ローンポートフォリオをクレジット投資家に売却することは一般的に行いません。

欧州の銀行業界におけるこうした構造的な変化を受けて、欧州の多くの銀行は、より持続可能な長期的なビジネスモデルを追求する必要性を認識しています。このことが多くの銀行に意味することは、コア顧客への貸出を続け、長期にわたって顧客との取引関係を維持するためには、コアであるローン資産を定期的に購入してくれる機関投資家とパートナーシップを構築しなければならないということです。リテール業務が中心の銀行の場合、消費者ローンの比率が融資残高の70%~80%と大きいと、売却先パートナーをもつことが特に重要となります。この傾向は、全ての関係当事者にとって利益になる可能性があるでしょう

- 欧州の信用力の高い消費者は、手頃な金利で銀行融資を受けられます。
- 銀行は、顧客に融資する余力を得ることでサービスを提供し続けることができます。
- 投資家は消費者ローン資産のエクスポージャーを有することにより、投資ポートフォリオの分散化を図ることができます。

不思議なことに、投資家が欧州の銀行から消費者ローン資産を取得することは、ポートフォリオ取得のための資金を低コストで調達できることにつながります。銀行は自己資本に関する規制を課されているものの、流動性は余剰傾向にあり、その余剰資金を中央銀行に預託した場合の金利が非常に低く(ときにはマイナス)、銀行は、延滞が生じていない消費者ローン資産の購入者に対して取得資金を融資し、低リスクを保ちながら、金利収入を得ることができるスキームに熱心なケースが多くあります。消費者ローン資産の購入者は、欧州

の銀行から(又は資産担保証券(ABS)を通じて)、ポートフォリオ取得のために低コストの長期資金を確保することができます。

## 機関投資家のポートフォリオにとって消費者ローンの重要性の高まり

上述したとおり、複数の要因が合わさることにより、欧州の消費者ローンは投資家にとって魅力的な資産クラスとなっており、分散投資の一環として欧州の消費者ローンに投資の一部を振り分けることは検討に値すると考えます。

- 欧州の規制当局によって課されたローン固有の制約と管理
- 銀行に課されている厳しい自己資本規制とレバレッジ削減策の加速
- 世帯収入の見直し改善
- 絶対水準での低い金利
- 欧州の緩和的金融政策
- 経済を刺激するための欧州各国政府による財政支出増加の見直し

欧州の消費者ローンは、欧州に特有の上記要因の恩恵を受けて、民間向けクレジットのなかで最もエキサイティングな投資機会の1つであると考えます。

## [www.mandg.com/institutional](http://www.mandg.com/institutional)

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 とはいかなる関係会社ではありません。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。Oct 19/IM3119

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、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。