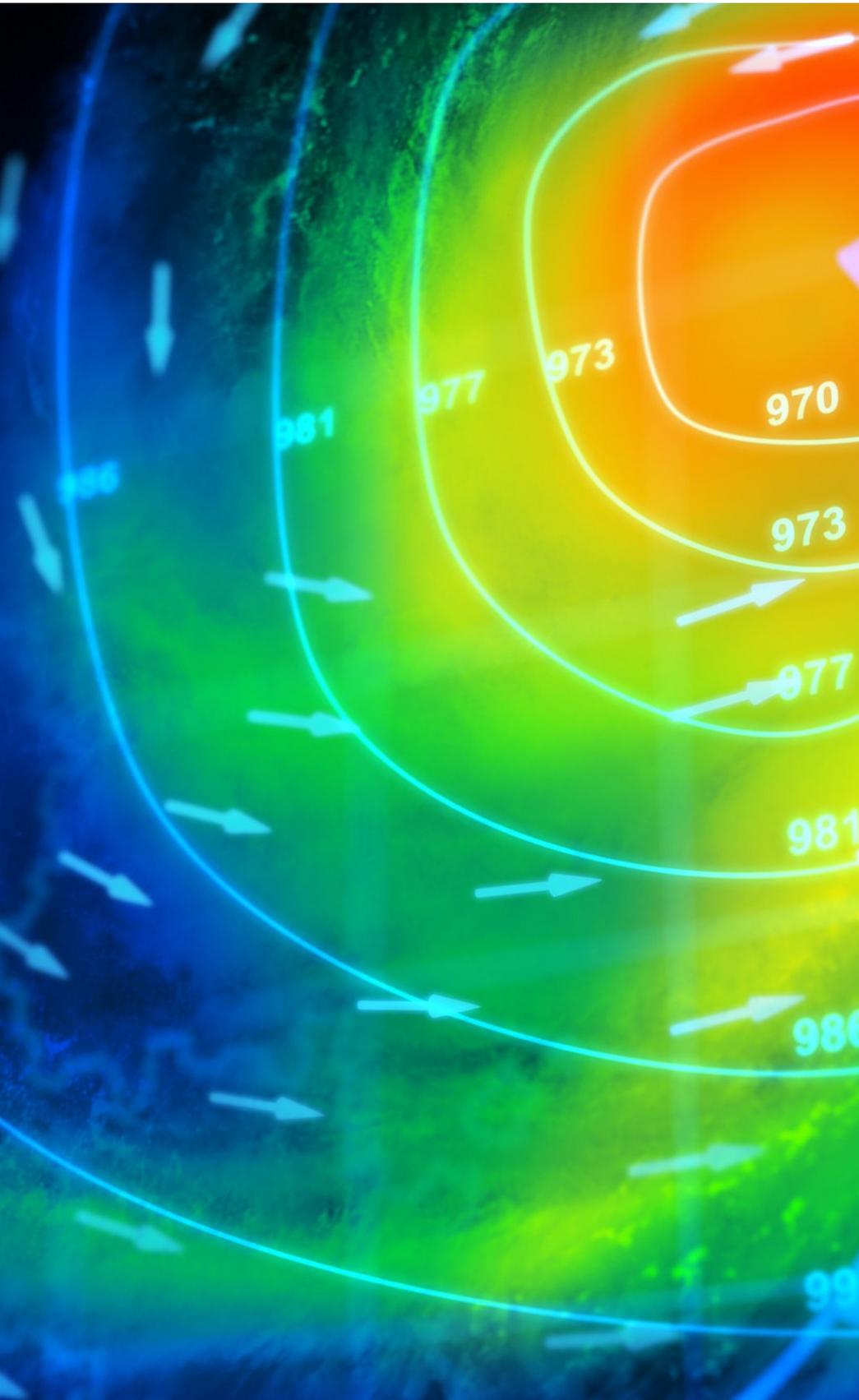


プライベートクレジット投資：  
どんな悪天候においても



# Contents(目次)

---

**Section 1:** 3

新しい現実

---

**Section 2:** 8

プライベート企業向け融資

---

**Section 3:** 15

実物資産融資

---

**Section 4:** 23

消費者金融・ストラクチャードクレジット

# Section 1:新しい現実

今回のインフレが始まった頃、融資を受けている多くの企業や個人の財政状況は非常に健全でしたが、今後の情勢によっては、最近の似たような状況と比較して、高い金利が高いデフォルト率につながる可能性があることに注意しなければならないと考えます。このことは、このような環境において与信リスクを取る際に、より慎重な審査が重要であることを再確認させます。

スタグフレーション（経済活動の停滞と物価の持続的な上昇が併存する状態）と景気後退の懸念が投資家のセンチメントに影響を与え続けていますが、金融商品価格に織り込まれているほど消費や経済成長に影響が出るかは依然としてはっきりしません。ただ、マクロ経済における不確実性は、既に公募クレジット市場全体における混乱と資産クラス間のばらつきを生じさせており、その結果、柔軟に対応でき、忍耐強い長期資金の貸手を求める

投資家と借手の双方にとってチャンスとなっています。

直近のマクロ経済と市場状況の変化は、これまでも増してクレジット投資における信用リスクや環境の変化を重視する必要があることを示しています。現在のようにインフレと金利が上昇する環境下では、プライベートクレジットのような資産クラスは他の資産クラスよりも、これから訪れるであろう厳しい局面を乗り切るのに有利な立ち位置にいると考えられます。一般的にプライベートクレジットが変動金利であること、投資家に有利なストラクチャーを有していること、更に相対的にインカム収入とリターンが安定していることは、投資家にとってインフレリスクの軽減策となると考えられます。それは、プライベートクレジットの貸手は、投資家が望むような結果を生むための手段と手法を持ち合わせているためです。

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。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。

# 変化するマクロ経済、 財政状況、地政学的環境

現在、クレジット投資家はさまざま大きな事象に直面していますが、これらは債券市場全体にとり大きな問題となっています。

## マクロ経済

インフレは止まらないのか - パンデミックが収束した後、物価指数が数十年ぶりの高水準に上昇しインフレ懸念が再び台頭してきました。1970年代以降、ほとんどの先進国は長期のインフレを経験していませんでしたが、サプライチェーンの問題、ウクライナ紛争、エネルギーと商品価格の高騰、世界各国の中央銀行の対応の遅れが重なり、インフレ圧力が高まっています。その結果、企業は投入コストの上昇に直面しており、一方では、名目賃金は予想どおり上昇する傾向にあるものの、エネルギー、食料、燃料の価格の上昇が消費者に転嫁されているため、生活費の上昇を招いています。

成長とインフレは短期的には両立しないのか - インフレは経済のあらゆる面に影響を与え、購買力を低下させます。したがって、中央銀行は今すぐ行動を起こし、スタグフレー

## 板挟み状態の金融政策

「どんな犠牲を払わなければならないのか」 - パンデミック時の政策対応の規模と対象範囲の広さは、企業を倒産から守り、家計の消費を下支えしました。インフレが台頭した時点では、多くの国では、家計と企業のバランスシートは、それまでの長い期間のなかでもかなり健全な部類であったと言えます。ただし、政府や中央銀行はパンデミック対応により債務を急増させたため、家計や企業と同じ状況だとは言えません。

米国、英国、ユーロ圏、日本の各中央銀行の資産額合計は、パンデミック中に10兆米ドル以上増加しました。中央銀行は最後の貸手であると同時に最後の買手となり、債券市場における大きな存在となりました。企業向けクレジット市場における米連邦準備制度理事会 (FRB) の行動

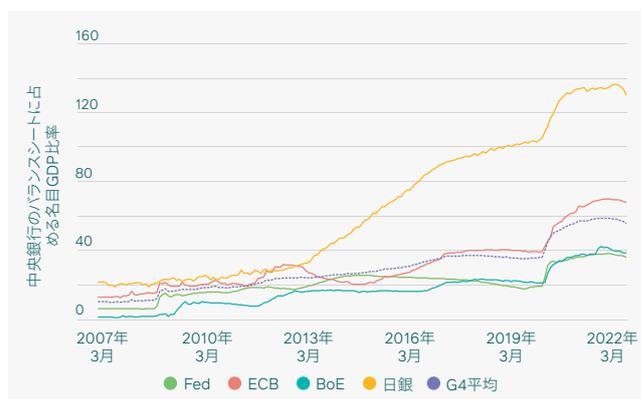
## インフレが本格的に進んでいる



出所：ブルームバーグ(米国・英国 CPI、ユーロ圏 HICP)、2022年5月31日現在

ションの脅威やその先にあるリセッションに陥ることを回避しなければなりません。エネルギー価格の行方や労働力と供給不足に対する警戒感とともに、不確実性がインフレと成長の長期的な見通し、そして政策立案者の対応を分かりにくいものにしています。

## 量的緩和から量的引締が決して容易でない理由



出所：M&G、ブルームバーグ、2022年6月30日現在

は、1930年代以来で最も活発でした。インフレ率が上昇している現在、量的緩和 (QE) が終了し、量的引き締め (QT) が始まっています。

「FRBには逆らうな」- 各国の中央銀行のアクションが遅いことは否めないでしょうが、インフレ抑制のために(強い姿勢で)金利を引き上げており、市場価格は更なる利上げを織り込んでいます。インフレ率の上昇に加えて、各中央銀行は賃金の上昇が他分野に波及することについても懸念していると考えられます。しかし、政策立案者は景気後退を

引き起こす(又は低い失業率を上昇させる)ことなく物価の安定を回復するためにバランスの取れた慎重な政策を実行する必要に迫られているため、政策立案者の具体的な政策と適切な中立金利の水準に関する見方は投資家の間で広く議論され続けています。

## 景気サイクル後期の動向

2020年代の中央銀行の作戦帳 - このような難しい局面であることを勘案すると、市場のボラティリティが高まり、主要国の中央銀行の一つが間違った政策を採用することも考えられます。企業のコスト水準が上昇していることと相まって、金融市場において信頼の減退、流動性の低下、機能が不全に陥る可能性があり、連鎖的に資産価格に影響を与える可能性があります。市場のなかでパニックが発生し、流動性が枯渇した場合、果たして中央銀行は金融システムのリスク軽減のために再び介入するのでしょうか。実際に起きてみないと分からないでしょう...

## 中央銀行は乗り遅れた



出所: ブルームバーグ(米国フェッドファンド金利、BoE政策金利、ECB主要政策金利のインプライドフォワードレート)、2022年5月31日現在

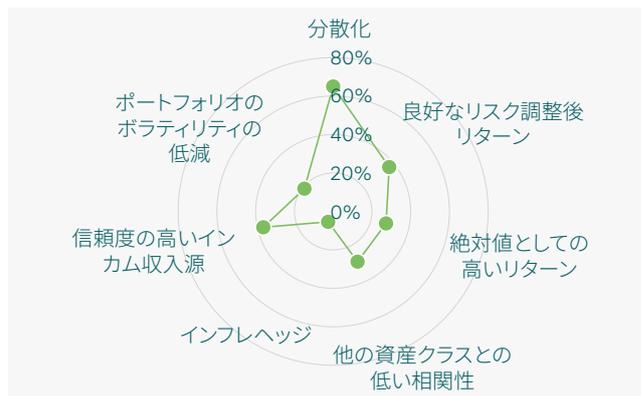
# 市場環境が変化するなかでのプライベートクレジット

## 求めるものは何か?

プライベートクレジットは、リスク調整後リターンの上昇、信頼度の高いインカム収入、コア資産の多様化など、投資家に多くのメリットを与える可能性のある、代替的で他のどの資産クラスとも異なった性質を備えておりポートフォリオにおいて多様な役割を果たすことが期待できる資産クラスです。

過去10年間、世界の投資家は利回り追求の観点から、プライベートクレジットやオルタナティブ資産への配分を一貫して増やしてきました。今日まで、プライベートクレジットの投資家は、低流動性(複雑性と同義)のリスクに対する十分なリターンを獲得できていますが、インフレ率・金利の上昇、世界経済の見通しの不確実性という新たな現実が出現していることで、このような不確実性に対処するという意味でもプライベートクレジットに投資する優先順位が押し上げられています。

## 投資家がプライベートデットに投資する動機



出所: Prequin Investors Interviews「Prequin 2020 Private Debt Report」、2019年11月

**“インフレ率・金利の上昇、世界経済の見通しの不確実性という新たな現実が出現していることで、このような不確実性に対処するという意味でもプライベートクレジットに投資する優先順位が押し上げられています”**

プライベートクレジットは、資本構成におけるさまざまなクラスに投資することにより、さまざまなリスクリターン特性が期待できる、幅広い投資機会を提供する資産クラスです。投資可能ユニバースは、企業与信、実物資産、消費者金融や資産担保などのストラクチャードクレジットで構成されており、投資家が、(金利の) デュレーションを短縮させながら、与信の質と利息収入を向上させ、中央銀行の政策の影響が直接的に及ばない分野に投資することを可能にします。

この資産クラスは本質的に、従来の資産クラスよりもグローバル市場の動きに敏感に反応しません。ほとんどの案件

は評価モデルによって価格を算出するため、時価評価による価格変動が抑えられ、通常は満期まで保有されます。また、プライベートクレジットのリターンは、資産価格の上昇によるリターンではなく、インカム収入が中心のキャッシュフローで構成されているため、長期的なマクロ経済動向に大きく左右されることはありません。

プライベート市場は、案件ごとに根本的なリスクとパフォーマンスの源泉が大きく異なるのが一般的です。特に、実物資産や消費者金融など、企業与信とかけ離れたユニバースや、公募市場では存在しない複雑な案件や発行体(借手)の案件を選択することもできます。

## どんな天候でも

インフレや高金利の環境において確実なインカム収入とリターンを提供し、厳しい市場環境でも投資元本を保全できる「全天候型」資産クラスを探し求めることは、古くから行われています。

ダイナミックで分散化されたプライベートクレジットは、伝統的な資産に比べて安定したリターンの獲得が期待できるユニバースだとM&Gは考えます。

### さまざまな経済環境におけるプライベートクレジットのパフォーマンス



出所: M&G, Clifwater, GSAM

次に、さまざまな経済状況において、プライベートクレジットが一般的にどのような役割を果たすかを考察します。ほとんどの資産クラスと同様に、基本的には経済成長と低インフレ率の組み合わせが有利に働きます。例えば他の条件が同一であれば、収益と賃金の上昇につながる経済活動の活発化は企業・個人のデフォルトの減少につながります。

実物資産が担保となっているデットは、より強固なインフレ耐性を(明示的でない場合を含め)ストラクチャーに組み込むことができるため、インフレ率の上昇よりも経済の成長がパフォーマンスにより大きな影響を与えると言っても差し支えないと考えます。

債券投資にとってインフレと金利の上昇は本質的に逆風要因ですが、プライベートクレジットは次の3点を備えているため、通常の債券に比べて耐性が高いと考えます。(1) 投資家需要の変化が小さい、(2) 借手・発行体のデフォルトリスクが低い、(3) 投資家が獲得できるリターンが高い(デュレーションが短い)。

市場金利が高い場合、デュレーションが短い変動金利であるクレジット商品の魅力が高まります。多くのプライベートクレジットは、従来型の債券とは対照的に、デュレーションリスクがゼロ、あるいは小さく、利率が市場金利に応じて変動するため、市場金利が上昇してもリターンは低下しません。プライベートクレジットはまた、インフレに強いセクター、資産、借手へ投資する機会を提供し、インフレ率と正の高い相関性をもつ案件をストラクチャーすることも可能です。

**“多くのプライベートクレジットは、従来型の債券とは対照的に、デュレーションリスクがゼロ、あるいは小さく、利率が市場金利に応じて変動するため、市場金利が上昇してもリターンは低下しません。”**

プライベートクレジットの貸手にとっては、投資家の大部分が満期までの持ち切りを前提とした機関投資家であるため、強制的な売却を強いられる可能性が公募債券より低いと言えます。重要なこととして、プライベートクレジットの貸手は、プライベートクレジット投資に伴う投資家のリスクを十分にカバーする手段を持ち合わせていることです。

## 重大なリスクとリターンの源泉の評価

景気循環のあらゆる段階における投資経験と知識、優れた分析ツール、底深さと幅広さを備えた投資能力を有する投資家は、さまざまなタイプのリスクを適切に管理し、軽減させることができます。



### 慎重かつ厳格な審査:

プライベートクレジットの貸手は、どのような市場環境においても、デフォルトを抑え、損失を最小限にするために厳格な審査を行い、厳格なリスク規範を適用する必要があります。このことは、担保(第1抵当権)付きのシニアクラスの場合にも当てはまります。事前に実行するリスク評価・精査は、さまざまな「ストレス」シナリオと感応度の強弱をもとにシミュレーションを行い、資産の耐性をモデル化することを目的としています。多くの場合M&Gは、信用分析のすべての前提条件に保守的な条件を使用します。これは、資産の購入に当たっては適正な価格で購入する重要性を再確認させ、購入価格の決定にとって重要な情報となります。



### リスク管理:

デット投資のリスクは非対称であることを念頭に、貸手は投資が予定どおりにならない場合を想定して価値下落を抑える策を講じる必要があります。ローンのストラクチャーに焦点を当て、借手の禁止行為やコベナンツなどを契約に織り込むことは、デットの価値を保つことにつながります。担保付きローンや、有形資産(物上担保)の担保権を行使できるローンも、デフォルトの際に価値を発揮します。



### 柔軟性が鍵:

相対的な価値がある案件を探し当てる能力や、エクスポージャーを増減させる柔軟性をもつことは、不確実性が高い時期に非常に役立ちます。また、景気後退に脆弱な体質を有する企業の案件、あるいは借手のキャッシュフローが健全で余裕があるものの、ローン契約条項に不備があり、デフォルトの際に優先弁済権を行使できないような案件を無理に購入することの回避にもつながります。厳選する姿勢を崩さず、多様性をできるだけ保つことは、堅牢な「全天候型」ポートフォリオを構築することに役立ちます。

## Section 2: プライベート企業向け融資

995

# 投資における注意点： インフレ率上昇と高金利政策

## 今後のリスクと投資機会を評価する

企業にとって借り換えが決してたやすすくない環境に突入していますが、与信環境は引き続き全般的に堅調です。先進国金利の上昇が予想されるため、変動金利のデットで調達している発行体・借手は借入コストの急増に直面する可能性があります。場合によっては、ここ数年と比較してデフォルト率が上昇する可能性がないとは言いきれませんが、借手は一般的に、債務全額(又はほとんど)の利払いをヘッジすることを要求されています。

プライベートクレジットの貸手(及びスポンサー)も、企業がゴーイングコンサーン状態を維持できることで、投資期間を通じてデット(及び株式)の価値を維持することが可能となるため、ファンダメンタルズが良好でありながら短期的な問題に直面していた企業を支援するなど、直近の危機の期間ですら支援的であったことを実証しています。

## ストラクチャー上の重要な特性

金利が上昇する環境では、金利の上昇に伴って利息収入が増加する特性を備えた変動金利の商品は、インカム収入を求める投資家にとって特に魅力的です。

変動金利以外にも、ほとんどのプライベート企業向けローンに共通する、有担保、資本構成における優先性、契約書でのスプレッドの約定、借手と貸手の間の密接な関係などの特性があります。ローン契約には、下振れリスクを軽減し、デフォルトした場合でも投資元本の保全に寄与する財務コベナントが盛り込まれます。

全般的に、企業はインフレ圧力とサプライチェーンの混乱を比較的上手に乗り切っています。しかしながら、インフレ率が高い環境では勝者とともに敗者が生まれます。原材料やエネルギー価格の上昇を顧客に転嫁できる企業もあれば、できない企業もあります。今後に関して信用格付け会社は、コスト上昇圧力とサプライチェーン問題が持続、あるいは激化することで、特に需要が軟調になった場合、価格決定力に劣る企業はキャッシュフローに影響が出る可能性があることを警告しています。したがって、投資家は、感応度が高いことも想定に入れ、引き続き、企業のバランスシートと事業計画を評価する必要があります。

このことは、プライベート融資の借手が非投資適格級であることが多いため、慎重に借手を選択し、シニアクラスに焦点を当て続けることの重要性を浮き彫りにしています。

**“金利が上昇する環境では、金利の上昇に伴って利息収入が増加する特性を備えた変動金利の商品は、インカム収入を求める投資家にとって特に魅力的です。”**

## プライベート企業向け融資



### リスクリターン特性

- ・ 一般的に、魅力的で安定したインカム収入がリターンの中心
- ・ 同等の格付けの社債よりもリターンが低相関
- ・ 一般的に、中堅企業向けローンは評価モデルによって評価額を算出するため、時価評価に伴う価格変動リスクが低水準
- ・ 非投資適格級の信用リスク
- ・ 同等の格付けの無担保社債より低いデフォルト率と高い回収率



### インフレ・金利変動に対するヘッジ効果

- ・ 変動金利商品
- ・ 短いデュレーション



### 信用リスクの軽減

- ・ 資本構成上、担保付きシニア債権
- ・ 通常、強力なエクイティスポンサー付き
- ・ デフォルトの場合、資産に対する先取特権
- ・ 通常は満期まで保有するが、セカンダリー市場のある大企業向けローンにはある程度の流動性があり、出口戦略が取れる
- ・ リスク分散
- ・ 貸手が守るべきこと：シニアクラス、変動金利、銘柄の厳選

### 貸手が守るべきこと

シニアクラス、変動金利、銘柄の厳選

出所：M&G、2022年6月現在

## ファンダメンタルズ：堅固な商品性

### リターンプレミアム

プライベート企業向けローンは、伝統的に、SONIA、Euribor、SOFRなどの短期参照金利にスプレッドを上乗せした「変動金利」商品です。通常、より高いスプレッドは、与信の安全性を保ちながら、より低い発行体・借手の信用リスクを取る代償としての収入になります。変動金利である

ため、インフレにより市場金利が上昇する環境では、参照金利が上昇します。また、金利の見直しは通常3か月（90日）ごとの短い間隔で行われるため、デュレーションは限りなくゼロです。参照金利（通常は短期金利）が上昇すると、ローンの受取利息も増加します。

レバレッジドローンのリターンの主要な源泉はインカム収入であることから、投資家がプラスの実質利回りを求めるなかで、ハイイールド債に比べてリターンの変動幅が小さくなる傾向があります。それなりの流動性があるセカンダリー市場が存在するため、ローンのリターンは、市場の動きと売買に伴うプル・トゥ・パー（徐々に価格がパーに収束する）の恩恵を受けることも考えられます。

中堅企業向けローンのリターンは、インカム収入及び実行時の手数料収入で構成され、シンジケートローンに比べて良好なリスク調整後リターンが期待できます。これは、ローンのストラクチャーが借手のニーズに合わせたオーダーメイドであるため、そのプレミアムが上乘せされることによります。ローンは通常、流動性が高くなく、市場動向には余り反応しない一方、低流動性（複雑性）プレミアムが上乘せされるため、追加的なスプレッドを獲得できる機会が大きくなる可能性があります。

## デフォルトと回収

市場では、債務状況の悪化の兆候が見られず、欧州における非投資適格級企業のデフォルト率は非常に低い状態が継続しています。

非投資適格級企業のデフォルト率は、2020年にわずかに上昇した後、史上最低に近い水準まで低下しましたが、特に短期金利の上昇によって直接影響を受ける（金利ヘッジを行っていない）企業や、需要が縮小した場合にインフレ率の上昇を吸収するだけの余力を持ち合わせていない企業のデフォルト率は今後上昇すると予想されます。現在の市場予測では、欧州の非投資適格企業のデフォルト率は、年末までに2.4%（12か月の実績ベース）に達するとしています。

非投資適格級企業に対するローンにおいて、担保付きシニアローンの貸手がデフォルトに対する包括的な保全策を有していることで、デフォルトの際の回収率の実績は無担保のハイイールド社債よりも高くなっています。ムーディーズによるデフォルトの調査によると、2021年における第1先取特権付きローンの回収率は68.8%（2020年は59.8%）

## 欧州ローンのスプレッド (2010年～直近)



出所：S&P LCD、CS Western European Loan Index (WELLI)、2022年5月31日現在

## 世界の非投資適格級企業のデフォルト率と S&Pによる今後の見通し



出所：ブルームバーグ、S&P Global、2022年3月31日現在

であったのに対し、無担保優先債の回収率は51.0%（2020年は34.6%）でした。

ダイレクトレンディングは通常、財務コベナンツが織り込まれているため、デフォルト時の損失率の観点から、よりディフェンシブな資産として捉えることができ元本毀損の可能性が低くなります。

## デットサービスの余裕

多くの欧州企業は、金利と投入コストの上昇を吸収するだけの財務面の余裕を備えていますが、信用格付け会社は、インタレストカバレッジレシオ(ICR)が低いなど、財務体質が弱い企業のなかで、売り上げを増加させることができない企業にとって、この逆風環境は厳しいものになる可能性があるかと警告しています。

### レバレッジドローン:

欧州のローン市場では、金利が歴史的な低水準にあるうちに、多くの企業が積極的に低コストでのリファイナンスを行ったため、リファイナンス圧力は現在低い状況にあります。このため、短期的な流動性と債務返済の圧力は緩和され、元本の返済に余裕を生じさせています。欧州のベース金利がマイナスの状態にあり、ローンの参照金利も下限である0%に張り付いているため、企業の債務返済コストの上昇が始まるとしても、それはECBが数回利上げした後になる可能性が高く、現在のICR(対営業利益)が約4倍であることを考慮すると、企業は容易に吸収できることが予想されます。

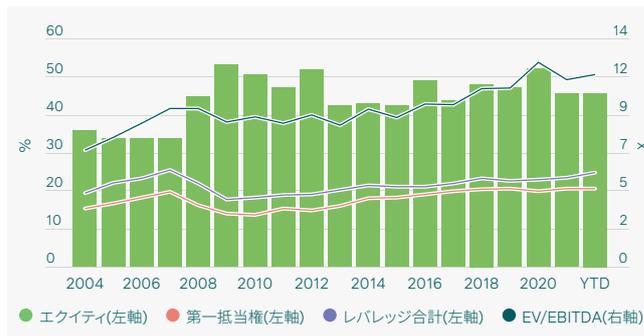
新規ローンのレバレッジ比率は2021年からわずかに上昇しましたが、第1順位のレバレッジ比率は約4.8倍とほぼ横ばいでした。高い企業価値(EV、株式時価総額+ネット有利子負債)は、レバレッジの水準に余裕をもたらせます。ただし、「フロントライン」セクター(直接顧客と接する必要がある業種)の企業でレバレッジが高い企業にとっては、金利の上昇が新型コロナウイルス感染症の影響からの回復計画にとって逆風要因となる可能性があり、一部の企業では資本構成に手を付ける必要性が生じる可能性があります。

### 中堅企業に対するダイレクトレンディング:

中堅企業は、大企業と同様に、ICRやレバレッジ比率などのレバレッジ関連指標が改善されています。ダイレクトレンディングは通常シニアデットであり、財務体質に関しては、EV/EBITDA倍率が最大でも5倍の企業など、例外的に良好な企業のみが対象となります。このような融資は、ユニットランシエのダイレクトレンディングに比べてレバレッジが低くなる傾向がありますが、従来型の(レバレッジなしの)銀行融資に比べてレバレッジ比率は高くなります。

### 欧州ローン市場の与信保全

新規組成案件の平均

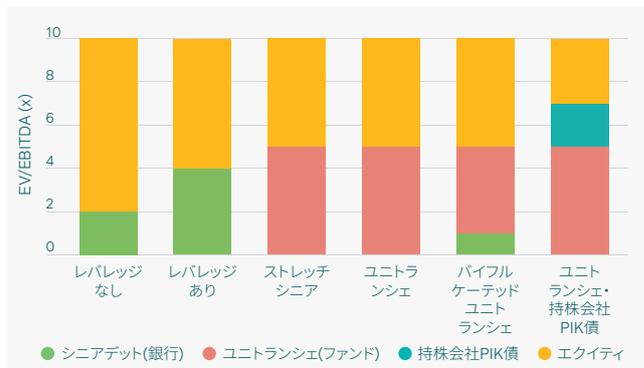


### 欧州ローンのインタレストカバレッジレシオ (2001年~直近)



出所: S&P Capital IQ LCD, 2022年3月31日現在

### ダイレクトレンディング案件のストラクチャーとレバレッジ比率



出所: Deloitte 『Alternative Deal Tracker』

## 与信審査:どのようにして与信保全を図るか

2020年の混乱の後、2021年は需要の回復とそれに伴う収益が回復したことを受けて、企業は資本コストが低いうちに、バランスシートを立て直し、キャッシュの節約や負債の返済に注力しました。今後も、多くの企業は健全性を回復したバランスシートの維持に努めると考えられます。

### レバレッジドローン:

欧州のレバレッジドローン市場は規模が大きく質の高い企業で構成され、これらの企業には強固な市場シェアとプラスで安定したキャッシュフローを生み出す能力があり、プライベートエクイティ (PE) が保有しているという特徴があります。このような企業は利益率が高く、業界の構造やブランド力により、投入コストの上昇を顧客に転嫁する(すなわち価格を自ら設定する)能力を備えているという傾向があります。(エネルギーや賃金)コストの上昇は欧州を拠点とするほとんどの企業に影響を与えていますが、ローン市場の借手を見ると、電気通信、テクノロジー、契約に基づくサービス提供などの「ディフェンシブ」で景気循環の影響を受けにくいセクターの企業が多いため、マクロ環境の逆風にはある程度の抵抗力を備えていると考えられます。企業買収も引き続き活発な状況が続くと考えられ、広範なプライベート市場のドライパウダー(投資待機資金)の規模が大きいことを勘案すると、ファイナンス活動も引き続き活発に推移すると思われる。

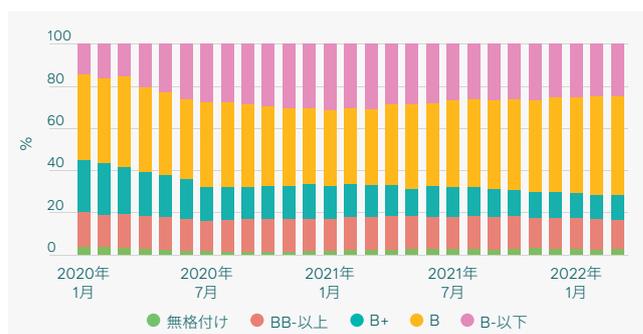
スポンサーが存在する案件のエクイティ比率は45%と比較的高い水準を維持しているなか、PEスポンサーは資金豊富であり、経営が混乱に直面した不確実性の高い時期においても、投資先企業を手厚く支援し続けました。

### 中堅企業向けダイレクトレンディング:

ダイレクトレンディング案件におけるスポンサーのエクイティ比率も依然として高く、シニアクラス案件の多くでは50%を超えており、貸手に大きな与信保全を提供しています。ダイレクトレンディング案件は満期まで保有することが前提であることを考えると、貸手は、満期まで与信状況を継続的に分析するに当たり、厳密な分析とキャッシュフローモデルを用いて、融資実行時よりも状況が悪化した場合のリスク要因を分析する必要があります。

中堅企業にとっての伝統的な貸手である銀行が急速に融資額を減らしているなかで、貸出人として機関投資家やノンバンク投資家の重要性が高まっています。借手のビジネスモデルに合わせて、柔軟性をもつオーダーメイドの融資を提供する能力をもつプライベートレンディングの貸手は、

### 欧州レバレッジドローンの格付け (S&P) 別構成



元本額に基づく。市場で使用されているS&Pによる格付け。「無格付け」はS&Pの格付けがない企業  
出所:S&P ELLI、3月31日現在

### 欧州のレバレッジドローン:平均的なエクイティ比率



出所:S&P Leveraged Commentary and Data

借手の資金調達ニーズに対処するようになり、その結果、投資家のニーズと適切な債務ソリューションを必要とする企業をつなげる役割を果たすようになりました。これは、多くの場合、強い交渉力とともに、必要があれば断固とした態度を取る能力を備えている必要があることを意味します。

# プライベートクレジットの貸手にとって何が重要か

**貸手が守るべきこと:** シニアクラス、変動金利、銘柄の厳選

- **シニアクラス:**

借手である企業に問題が生じた場合、資本構成の上位の債権者であることは有利に働き、EV倍率 (EV/EBITDA等) が低下した場合でも優先債権者に大きなバッファーを提供します。第一抵当権を有する貸手は、他の債権者に先んじて返済を受けることができます。このことは、シニアクラスのローンの回収率が無担保のハイイールド社債よりも高いことが証明しています。

- **銘柄の厳選:**

銘柄の選択はかつてないほど重要であり、質の高い借手・スポンサー、及び案件のレバレッジ比率が低いことを特に重視すべきと考えます。M&Gが検討したダイレクトレンディング案件と欧州レバレッジドローン案件における不参加率はそれぞれ90%超、58%となっています。

- **ストラクチャーと条件に焦点を当てる:**

早い段階で借手とローン条件を直接交渉し(多くの場合案件特有の条件で)、実行後も効果的なモニタリングを継続することは、透明性を向上させ、満期までのリスク管理に役立ちます。プライベートクレジットの貸手は、多くの場合、公開情報にとどまらず非公開情報入手することができ、そのことは、借手の財務の健全性と借手の元利支払い能力を評価するのに役立ちます。

通常中堅企業向けローンは、シンジケートローン案件よりも厳格なコベナント条項を織り込みます。ダイレクトレンディングは本質的に流動性が低く、満期まで保有するという特性を有しているため、厳格なコベナントは、想定外にデフォルトとなった場合でも、投資元本の保全に寄与します。

- **借手とのエンゲージメント:**

ESGを始め、すべての経営方針や与信に関わる課題について借手とエンゲージすることは必須です。エンゲージできることはプライベートクレジット案件の重要な利点です。債権者がエンゲージすることが難しいという考え方は必ずしも間違いではありませんが、それは公募の大型案件についてです。プライベートクレジットの世界では、借手との定期的な対話は一般的に行われるものであり、その緊密な関係により、透明性が高まり、モニタリングの精度が向上し、借手の業績をリアルタイムで把握できるようになります。

- **スポンサーを理解する:**

PEの投資家が協力的で知識豊富であり、経営陣が強力であることは、企業が苦境に直面したとき、それを乗り越えるための重要な鍵であると考えられます。ESG要因は、長期的な貸手にとって与信の決定要因ともなり得ますが、そのリスクは顕在化するのに時間がかかることが多い一方、ESG課題に対する取り組み姿勢は企業の質を反映している場合が多いとM&Gは考えています。同様に、企業の株主と、デットの債権者の間の建設的な関係は、デット(及び株式)の価値を保つことに寄与すると考えられます。このことは、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックの期間を通じて実際に見られた現象でした。特に、レジャー関連産業の企業では、企業の存続を決めたスポンサーによる支援は厚く、M&Gのデットが返済されることを確かなものになりました。

The background of the slide is a topographic map with brown contour lines on a light beige background. The map shows various elevation points and features. A large, semi-transparent white rectangle is positioned in the upper-left quadrant, containing the section title. The map includes several numerical labels: '10' at the top left, '553' and '564' in the middle left, and '570' at the bottom left. The contour lines are irregular and represent different elevations across the terrain.

## Section 3: 実物資産融資

# 投資における注意点： インフレ率上昇と高金利政策

## 今後のリスクと投資機会を評価する

商業用不動産 (CRE) デットやインフラデットを含む実物資産を担保とするファイナンスは、ここ数年の厳しい市場環境を克服しました。2020年の市場は閑散な状況でしたが、その後は市場での売買も新規デットの組成規模もパンデミック以前の水準に回復しており、国、セクターを問わず投資機会が急増しました。これは、新型コロナウイルス感染症後に、投資の新しいトレンドやテーマが出現したためだと考えます。多くの貸手は、ESG要件を十分に満たしていて、需給関係が良好と思われる質の高い物件に限らず、良好な経済ファンダメンタルズの恩恵を受け、社会・経済に重要な影響を与え得る物件種類にも強い興味を示しています。

インフラデットと不動産デットへの投資は、強固なESG特性を有する物件に対するエクスポージャーをもつことを意味します。インフラデットと不動産デットは、マクロ環境が変化するなかでさまざまな方法でインフレのヘッジが期待できる資産クラスであり、規制を受ける公益事業、稼働中の再生可能エネルギー発電設備、有料道路など、インフレ率と相関が高い予測可能なキャッシュフロー (規制当局と料金交渉する必要がない) やインフレ率に連動するインカム収入の獲得が期待できます。

実物資産担保の融資はまた、インフレ率が上昇基調にある場合に、価値が上昇する傾向にあることが歴史的に実証されているような物件の担保行使権を貸手に提供します。

**“多くの貸手は、ESG要件を十分に満たしていて、需給関係が良好と思われる質の高い物件に限らず、良好な経済ファンダメンタルズの恩恵を受け、社会・経済に重要な影響を与え得る物件種類にも強い興味を示しています。”**

時間の経過とともに全般的な物価が上昇している場合、不動産価格 (及び賃料収入) も同様に、賃貸契約の更新やインフレ率に連動した賃料改定を織り込んだ契約により、物価上昇分の、悪くても一部を吸収できると考えられます。このことは、インフレが激しかった1970年代～1980年代に実証されています。

## ストラクチャー上の重要な特性

インフラデットと不動産デットは、不確実が現在よりも更に高い環境下でも、安定したキャッシュフローをもたらす可能性が高いという、ディフェンシブな特性を提供します。

### 実物資産担保融資



#### リスクリターン特性

- ・ 低流動性プレミアムにより、同等の格付けを有する社債に比べて高いリスク調整後リターンの獲得が期待できる
- ・ 原資産への遡求権を有するため、デフォルトした際の回収率の向上が期待できる
- ・ 投資適格級の信用リスクであり、一般的な企業向けローンに比べて低いデフォルト確率が期待できる



#### インフレ・金利ヘッジ

- ・ インフレヘッジが期待できる。例えば、資産に備わったヘッジ手段（賃料収入、キャッシュフロー）
- ・ インフレ率と相関が高いこと、又は明示的なインフレ率連動の契約条項（上限・下限金利が設定される場合もある）により安定したキャッシュフローが期待できる
- ・ 変動金利や明示的なインフレ連動条項のあるデットに投資することが可能



#### 信用リスクの軽減

- ・ ローン契約におけるコベナンツ、出資者の高いエクイティ比率、担保物件が存在することによる下振れリスクの軽減
- ・ 実物資産が担保となっているシニアランクに焦点を当てる
- ・ 自社でローンを組成することにより、関係者と直接コベナンツ等の交渉が可能
- ・ 支援態勢が厚いオーナーやスポンサーの存在は、問題が発生した場合に建設的な対話を行うことを可能にする
- ・ 企業向けエクスポージャーへの集中からの分散化

出所：M&G、2022年7月現在

### 貸手が守るべきこと

元本の保全、ボトムアップによる信用分析、銘柄の厳選

# ファンダメンタルズ：堅固な商品性

## リターンプレミアム

第一抵当権を備えるシニアクラスは、不安定な市場においてリターンの下振れを緩和させる要素を持ち合わせています。エクイティのリターンがマイナスになったとしても、デットが元本割れしないこともあります。

### 不動産デット：

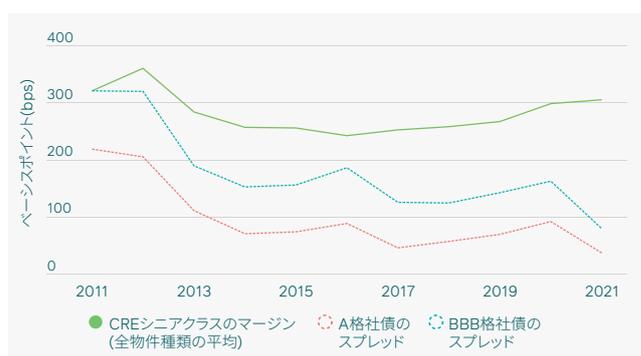
不動産デット投資は通常、同等の格付けの社債に比べて魅力的なリターンを提供します。どのような物件種類においても、シニアクラスのCREのマージンはそれほどタイトになることがなく、公募債のスプレッドが拡大しても、同等の格付けの社債よりも有利なスプレッドを維持する余裕があると考えられます。「プライム」物件やとコアな立地にある物件の利回りはある程度低下していますが、これは主に、投資資金が豊富であり、質の高いプライム物件に対する投資家の需要が高いことを反映しています。

欧州においては、英国と主要国以外におけるCREデットのマージンは、主要国と比較して厚い傾向があります。これは、主要国での銀行の調達コストが非常に低いことに起因していますが、ECBが短期金利を引き上げることで、この傾向が変わる可能性があります。

### インフラストラクチャー デット：

プライベートのインフラデットは、他の資産クラスに比べて流動性が低く、案件が複雑になる傾向があるため、同等の格付けの社債よりも高い利回りである傾向があります。より高い資本効率を求める保険会社にとって、ソルベンシーIIIに適格なインフラデットは、自己資本規制上有利な扱い（リスク資産が少額になる）を享受することができるため、通常、同等のリスクの社債よりも資本収益率が高くなります。

## 英国商業用不動産のシニアクラスのマージンと社債のスプレッド



出所: Bayes Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report (CREのマージン)、ブルームバーグ: (BofA メリルリンチ BBB・格社債の3~5年のアセットスワップのスプレッド)、2021年12月31日現在

**“不動産デット投資は通常、同等の格付けの社債に比べて魅力的なリターンを提供します。”**

機関投資家が投資するインフラデットは従前から、投資適格級債と同様に、契約で約定した固定金利又は指数に連動した長期のキャッシュフローを受け取る商品です。しかし最近、金利上昇の恩恵を受けることができる変動利付のデット（借手が変動利付デットで調達し、取引銀行と金利リスクのヘッジを行う）に対する投資家の需要が高まっています。このことは、一般的にインフラ案件の資金調達先が銀行であることを考慮すると、大きな投資機会が見込まれる資産クラスだと考えます。

## デフォルトと回収

過去のデータを見ると、インフラと不動産のデットのデフォルト率は比較的低く、デフォルトが発生した場合でも実物資産が担保となっていることが回収率の向上につながっています。インフラや不動産が他資産クラスに比べてディフェンシブな特性を備えていることで、より厳しい環境においても元本の保全に寄与します。

### 不動産デット:

商業用不動産デットの貸手は厳格な審査基準を維持しており、厳格なコベナンツの設定など、ローンのストラクチャーに関しては保守的であることに変わりはありません。EUの規制変更により、銀行の自己資本要件が厳しくなっているなか、銀行以外の貸手が参入したことで、不動産デットの貸手層は多様化し安定してきました。

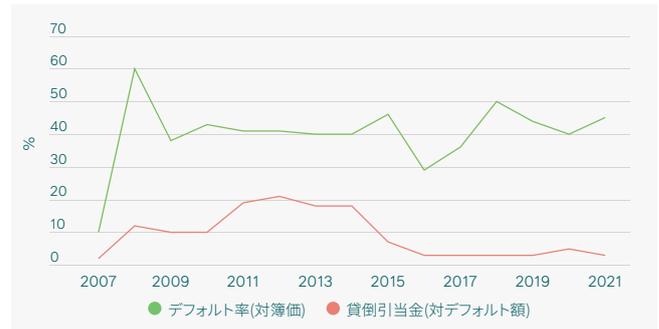
不動産デットのデフォルト率は概して低く、英国の場合、加重平均ベースのデフォルト率は簿価の2.9%に低下しており、2018年以前の水準に戻っています。ただし、低下は欧州全域で起こっているわけではありません。またBayesによると、ここ6〜12か月間でコベナンツ違反が減少しました。

### インフラストラクチャー デット:

インフラデットは、現在でも倒産確率と回収率の面では優れた資産クラスであり、ソルベンシー II におけるリスク量が比較的小さいことで自己資本規制上の有利な扱いを享受できます。プロジェクトファイナンスのローンは、建設中及び稼働時といった初期段階ではリスクが高く、稼働開始後はリスクが低下する傾向があります。これは、時間の経過とともにリスクが増加するのが一般的である企業向け融資とは対照的です。

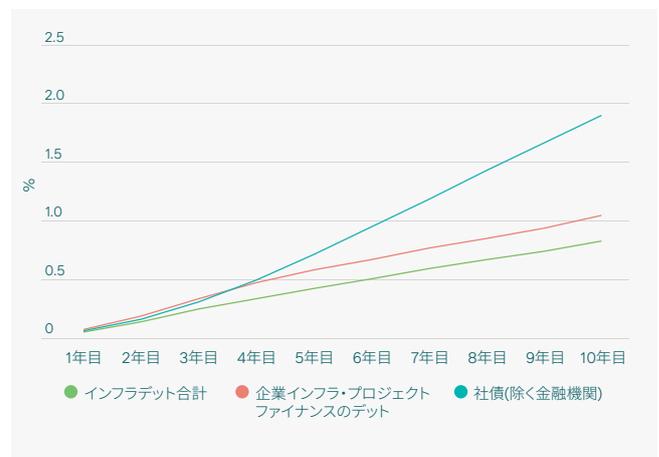
1983年から2020年までのインフラデットのデフォルトと回収率に関するムーディーズの調査では、インフラデットは社債(除く金融機関)よりもデフォルトも損失も少ないという結果になりました。また、より長い期間では、企業のインフラデットとプロジェクトファイナンスのデットの回収率は高く、同等の格付けの社債(除く金融機関)より損失率が大幅に低いという結果になりました。

### 英国商業用不動産のシニアデット:デフォルトと貸倒引当金(2007年~2021年)



出所: Bayes Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report, 2021年12月31日現在

### インフラデット: Baa格案件の平均貸倒損失率(1983年~2020年)



出所: Moody's Investors Service

ムーディーズによる別調査では、デフォルトしたインフラ・プロジェクトファイナンスの銀行ローンの最終回収率が平均79.2%であったのに対し、担保付き社債(除く金融機関)は55%、無担保の社債(除く金融機関)は38%という結果でした。実際のところ、デフォルトしたインフラデットのほぼ3分の2は経済的損失が全くなかったということです。

## デットサービスの余裕

インフレや金利が上昇している環境では、債務返済余力が少しでも低下することがデフォルトにつながる可能性があります。インフラデットと不動産デットではその可能性が低いと考えられます。不動産デットにおいては、賃料の上昇がインフレの影響を緩和する役目を果たすことが期待できます。ただし、賃料の上昇率が必ずしもインフレ率と同じになるとは限らず、需給関係が引き締まっている場合や占有率が高い地域では既に賃料が上昇している可能性があります。利払いがインフレ率に連動しているインフラデットの場合、インフレ率の上昇によりデットサービスとコストが上昇する可能性があります。その場合、通常は収入も増加します。

### 不動産デット:

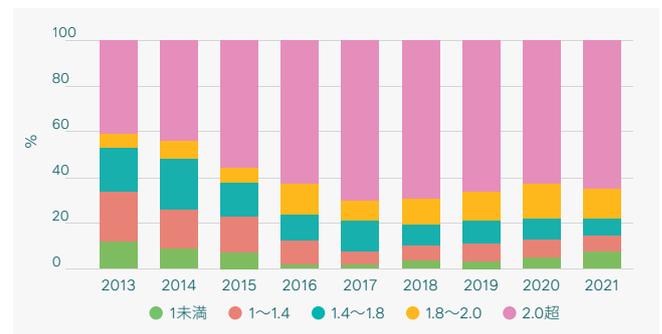
実行済みのCREローンの場合、インタレストカバレッジレシオは平均して簿価の2倍を超えているのが一般的であるため、比較的デットサービスには余裕があります。

とは言え、ローンを組成する際には、収入が予想以上に減少することを想定して、コベナンツなどの十分な与信保全策が確実に織り込まれるように、慎重に検討する必要があります。ローン実行時に設定したインタレストカバレッジレシオのコベナンツが高く設定されている場合、たとえコベナンツ違反の状況になったとしても、多少の余裕が残っていることが期待できます。すなわち、借手が債務を返済できず、貸手が是正措置を取らざるを得なくなるまでの期間においても、賃料収入の更なる下落に耐えることができる可能性があります。利息準備金と現金積立金を設けることもリスク軽減に役立ちます。

### インフラストラクチャー デット:

与信という観点からは、ほとんどの場合、金利の上昇がインフラデットの借手に影響を与えることはありません。これは、借手が債務全額(あるいは大半)の金利リスクをヘッジすることが条件になっているのが一般的であり、プロジェクトファイナンスの場合は大概100%ヘッジされています。非常にレバレッジの高いインフラ企業の場合、債務の85~105%をヘッジするコベナンツを設定するのが一般的です。ただし、返済時には一時的に100%以上のヘッジを認め、逆に、設備投資により債務が増加する際はヘッジ比率を100%未満にすることを認める柔軟性が与えられる場合もあります。

### 不動産デット:インタレストカバレッジレシオ別の比率(簿価ベース)



出所: Bayes Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report, 2021年12月31日現在

元本均等の定時償還ローンの場合、借手にとって金利上昇リスクはそれほど大きくありません。ただし、満期一括返済やバルーン返済(一部元本均等返済後一括返済)の場合、他の条件が同じであれば、金利が急激に上昇することにより、借換時の調達が難しくなることとなります。したがって、貸手は、与信分析に当たって、資本コストの上昇が借手の返済能力にどのように影響するかを理解するために感度解析を行うことが重要です。

## 与信審査: リスクを緩和する要件

同じ物件種類でも物件ごとのパフォーマンスが大きく異なる可能性がある環境では、物件ごとの特性の緻密なボトムアップ分析とともに、注意深い観察と銘柄選択が依然として重要です。

### 不動産デット:

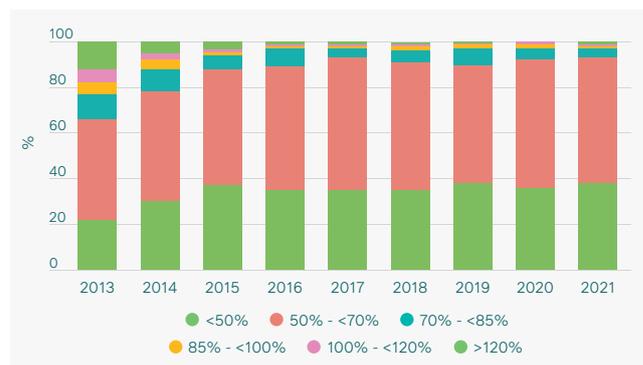
ローンの質という観点からは、シニアデットの金額に対する担保評価額 (LTV) は、一般的にそれほど高くなく、40~60%に収まります (英国の不動産デット全体で55~58%)。この数字は、英国のプライム物件のシニアデットのLTVが一般的に80%であるのに対して低くなっています。換言すれば、不動産デット案件におけるエクイティスポンサーの比率は比較的高く、貸手にかなりのバッファを提供します。

### インフラストラクチャー デット:

対象となるインフラ資産が社会に不可欠な公共サービスを提供する物件である場合、発行体が政府当局によるさまざまな規制を受けていることがあります。規制されることが多いため、このような物件の契約内容は複雑になることが多々あります。重要なことは、公共サービスを提供するインフラ資産を運営する民間の事業者は許認可を得る必要であるため、インフレ率に合わせて価格を引き上げて収入を増やす権利をもっているにもかかわらず、インフレ率と同じ幅で引き上げることを借手が選択しないことも考えられます。

官民連携 (PPP) のプロジェクトで最も多い形態はコンセッション契約です。コンセッション契約とは、公共部門が、選択した企業に特定の条件に則してインフラプロジェクトを実施又は運営する権利を与える契約形態です。この方式では、コストは公共部門の負担となります。一方、特別目的会社 (SPV) は、コンセッション契約に基づき定期的にサービス価格を改定することで、投入コストの上昇の影響を受けない仕組みになっています。

### 不動産デット: 資産価値/負債比率別の比率 (簿価ベース)



出所: Bayes Business School Commercial Real Estate (CRE) Lending Report, 2021年12月31日現在

# プライベートクレジットの貸手にとって何が重要か

**貸手が守るべきこと:**元本の保全、ボトムアップによる信用分析、銘柄の厳選

- **元本の保全は引き続き最優先事情:**

融資を自社で組成することは、借手やその他の関係者と直接コバナンツの交渉が可能となるため、必要と考える条件を契約に織り込むことができる可能性が高くなります。

コバナンツは、信用悪化に対する早期の警鐘になり得ます。厳格なコバナンツを設定することにより、貸手はエクイティスポンサーやオーナーと連携して早期に行動を起こすことが可能になります。財務コバナンツは、通常、年次ベースの評価と四半期ごとのキャッシュフロー計算書によってチェックされ、融資期間を通じてモニターの対象となります。

貸手は、新規の開発案件に関わる資金調達において、投入コストが上昇した場合に生じる予想外の建設費の上昇など、与信状況に影響を与える可能性のある変数をモニターすることが必要になる場合もあります。多くの案件では、コスト・設備投資額が多額になる場合は、LTVを調整することにより対応できますが、一方、コスト超過に関してはスポンサーの保証を契約に織り込むことも可能です。

M&Gの信用格付け手法は、景気循環を通して、バリュエーションのサイクルと特定のレバレッジ要件を考慮します。

- **ボトムアップの信用分析に注力:**

緻密なボトムアップ分析は、案件を理解して審査するための鍵であり、パフォーマンスの差別化要因になると考えます。

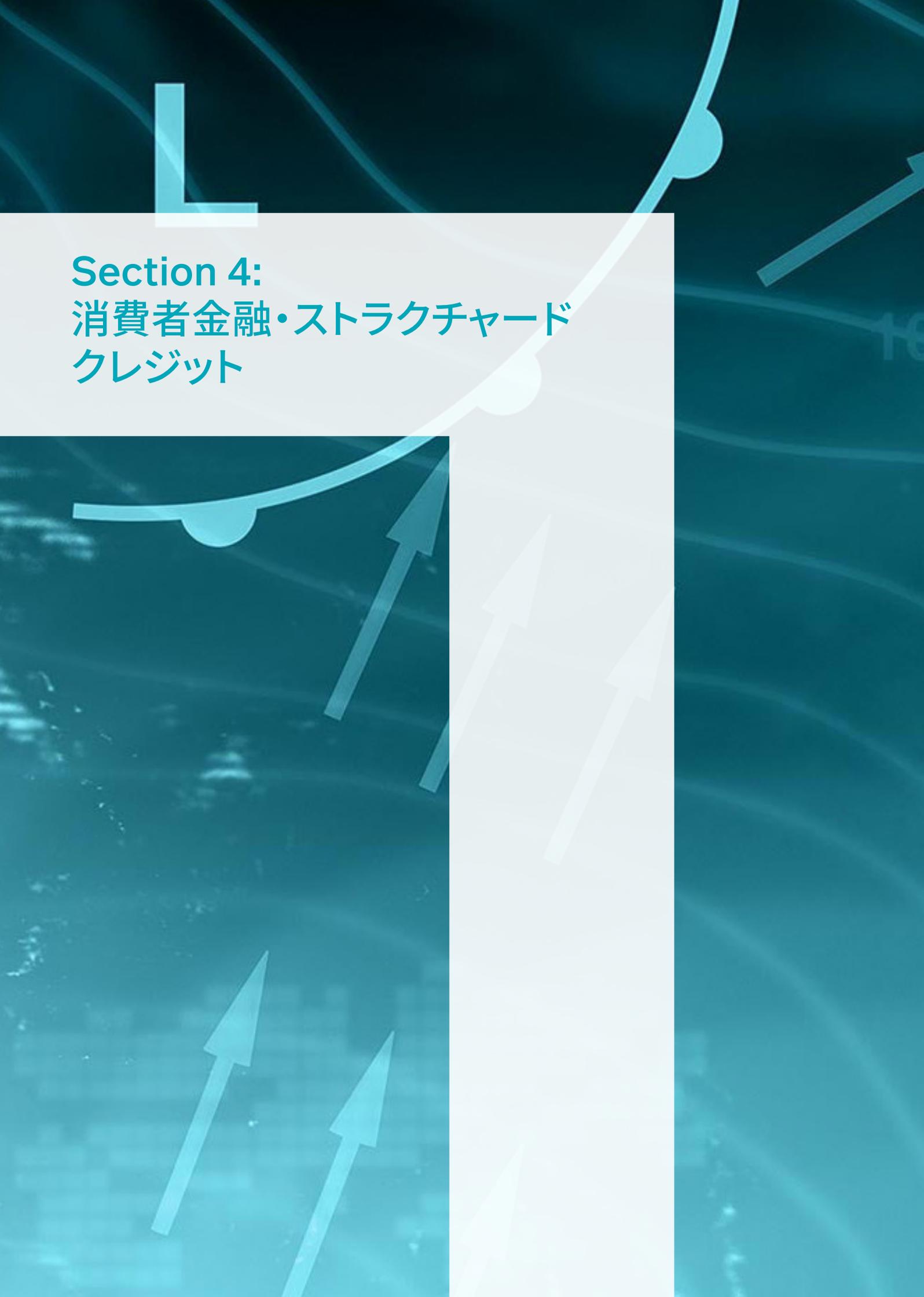
ファンダメンタルズを重視した与信分析手法と人材を活用することで、一時的に非投資適格となっているが、魅力的な価格での投資機会の可能性がある(存続する理由がきちんとある)質の良い企業と、説得力に欠ける、リスクリターンが劣化する低格付け企業を区別することができます。

- **銘柄選択が鍵:**

堅固な事業計画と高い実績、参入障壁が高い業界、コンセッション契約や規制によって守られているインフラ事業などに携わる、評価の高い借手に焦点を当てることが重要です。また、経験豊富なチームと定評のある専門家で構成されているエクイティスポンサーが存在することも大切です。

- **担保物件も重要:**

建物の詳細な立地、スポンサーの堅固な事業計画と高い実績、建物のウェルビーイングの質などにも注意を払う必要があります。

The background features a teal color palette with abstract, flowing lines and several upward-pointing arrows of varying sizes and opacities, creating a sense of growth and progress.

## Section 4: 消費者金融・ストラクチャード クレジット

# 投資における注意点： インフレ率上昇と高金利政策

## 今後のリスクと投資機会を評価する

「ストラクチャードクレジット」は、多くの種類の証券や資産クラスを指す包括的な用語として一般的に使用されます。スペシャルティファイナンスや「相当のリスク移転 (SRT)」案件は、資産担保証券 (ABS) とともに、広範なプライベートクレジットの範疇に入ります。

スペシャルティファイナンスは、住宅ローンの正常債権や消費者金融のローンに投資することで、消費者への直接的なエクスポージャーの獲得が可能になります。ホールローン (証券化前のローン) にそのまま投資することもあれば、リスク調整後リターンを高めるために費用対効果の高いタームローンや証券化で資金調達したローンプールへ投資することもあります。SRT はシンセティックな証券形態であり、リスクが分散された、貸出銀行のコアとなるローン (通常は大企業・中小企業向けが大半を占める) プールにおけるファーストロス (損失を最初に被る) 又はセカンドロス (メザニクラス) のリスクを貸出銀行が負担する仕組みです。

仕入れコストが上昇し、供給が抑制されているような厳しい経済環境では、企業の利益率が圧迫される可能性があります。この数年間において、企業、特に投資適格級企業のファンダメンタルズは全般的に改善しており、投資を開始するのであれば適した債務者層だと考えられます。ストラクチャードクレジットの優れた点は、経済が厳しい時期においても投資元本の保全が図れる機能をストラクチャーで

**“ストラクチャードクレジットの優れた点は、経済が厳しい時期においても投資元本の保全が図れる機能をストラクチャーできることです。”**

消費者も景気減速の影響を免れることはできません。一般的に、生活費の上昇は消費者の債務返済能力を低下させます。しかしながら、世界金融危機 (GFC) 後の先進国では、家計の務の減少が続いており、パンデミック中の、それまで見られなかったほどの消費者に対する大規模な「救済」により、資金的には余裕のある状態で現在の環境を迎えています。とは言え、市場とマクロ経済の環境は刻々と変化しており、投資家がローンに投資する際は慎重な審査を行い、信用分析に保守的な前提条件を適用することの重要性を再認識する必要があります。

## ストラクチャー上の重要な特性

スペシャルティファイナンスやSRTなどの資産クラスは、一般的に高いインカム収入、定時償還、短い実効デュレーション、好条件のローンを選定しプール資産に組み込めるなど、一般的に高インフレ環境において投資家に多くの利点を提供します。

### 消費者金融とストラクチャードクレジット



#### リスクリターン特性

- ・ 従来型の債券に比べて魅力的な利回りプレミアムが期待できる
- ・ インカム収入のある資産が担保となっている。異なるリスクリターン特性をもつ複数の異なる内容の証券に投資できる
- ・ 良好なキャッシュフローが期待できる。特に組成後間もない期間における劣後トランシェへのキャッシュフローにより、通常、エクイティ部分のレバレッジが早期に低下
- ・ 歴史的に延滞率とデフォルト率が低く、大きな損失も少ない



#### インフレ・金利ヘッジ

- ・ 担保資産はインフレ率上昇の恩恵を受けることができる。担保物件、不動産、自動車などは、インフレ下では価値が上昇する傾向があるため、損失を軽減することが期待できる高い保護機能を提供
- ・ 変動金利である
- ・ 消費者金融は概して固定金利であるため、借手は急速な金利上昇の影響を比較的受けにくい
- ・ デュレーションリスクが小さい。消費者金融は固定金利であるが、投資家向けに変動金利にスワップすることで、金利上昇時のリターンを向上させることが可能



#### 信用リスクの軽減

- ・ 有担保であることによる与信保全
- ・ 欧州の住宅ローンは債務者に対して償還請求権がある
- ・ ローンの実質的な債権者として幅広い選択肢（リファイナンス、コールオプションなど）がある
- ・ 通常、ストラクチャーを設けることで債権者のリスクを低減できる
- ・ 消費者金融へ投資することにより、企業リスクからの分散が図れる
- ・ 多様なリスクリターン特性をもつ資産で構築したポートフォリオ
- ・ データが豊富な資産クラスであり、詳細なリスクモデルの作成とシナリオ分析が可能

### 貸手が守るべきこと

出所：M&G、2022年7月

慎重な案件審査、好条件案件の選定、交渉

# ファンダメンタルズ: 堅固な商品性

## リターンプレミアム

同等のリスクの企業向け与信との比較において、消費者金融とストラクチャードクレジットが提供するリターンにプレミアムが存在する理由は、競合が少ないこと及び資産クラスへの参入障壁が高いことです。利率が高いことと定時償還方式であるため、平均償還年限が短いという機能は、与信リスク低減策としての役割を果たします。

リスクリターンの特性は案件ごとに異なっており、リターンの源泉であるローンプールの購入価格は重要な要素です。

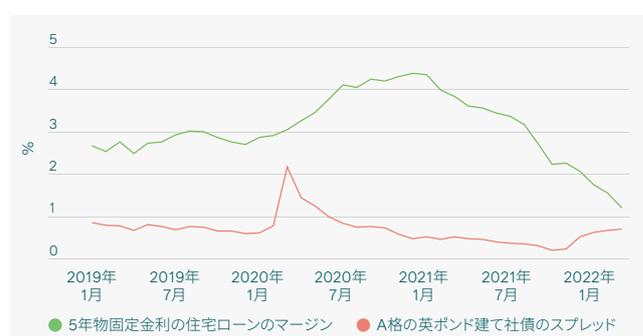
### 消費者金融:

住宅ローンのような資産クラスは、期間が長期であるほど、同等のリスクの企業向け与信よりも良好なリスク調整後リターンを提供してきました。リターンは、借手が長期にわたって支払う利息が原資であり、長期的なマクロ経済動向には左右されません。住宅ローンの最大のリスクは、予想よりもデフォルト率が高くなることです。また、固定金利のキャッシュフローを変動金利にスワップすると (ABSや銀行融資のどちらも変動金利であるため)、金利上昇の環境ではリターンが上昇することになります。

### 相当のリスク移転 (SRT):

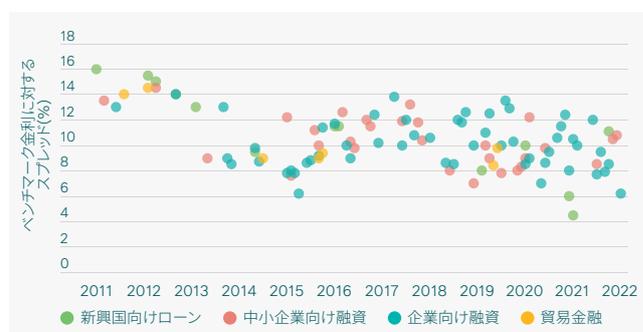
原資産の利払い (通常は変動金利) が原資である、比較的高水準で持続可能なインカム収入を獲得できます。SRT は、一般的な公募債券のリターンよりも変動幅が小さい傾向があります。同様に、リターンは、市場の変動の影響よりも原資産であるローンポートフォリオの損失の影響を大きく受けます。

### 住宅ローンのマージンと社債の спреッド



出所: イングランド銀行、ブルームバーグ (ICE BofA 社債指数、2022年3月31日現在)

### SRTの利率のばらつき (2010年以降)



出所: シティグループ、2021年12月31日現在

## デフォルトと回収

担保となっているローンに関しては、過去においてデフォルトがそれほど発生しておらず、また損失の規模も大きくはありませんでしたが、将来も同じようになるという保証はありません。そのため、慎重を期するため、ローンのデフォルト率と損失率がこの数年間より上昇すると想定すべきと考えます。

### 消費者金融：

消費者金融は、このところのマクロ経済の逆風にも耐えており、景気サイクルを通して信用耐性が強いことを実証しています。担保である消費者向けローンは、世界金融危機やパンデミックの期間中でさえ、非常時以外とそれほど変わらない水準の低い延滞率とデフォルト率でした。

15年以上にわたる英国とオランダのプライム住宅ローンの平均損失率は、AA/A格の社債の平均的損失率と同程度でした。自動車ローンや無担保個人ローンなど、その他の消費者金融は、ハイイールド社債と同等のリターンを提供しながら、BBB-格 (BBB格とBB格の間) の社債と同程度の損失率にとどまりました。

欧州全域における貸手の審査基準が厳格であることが、デフォルト率と損失率の低さを説明していると考えられます。例えば、新規の住宅ローンにおける債務者の所得や所得に見合った借入額の精査など、世界金融危機後に導入された規制は、債務過多に陥る債務者数が大幅に増加することを抑制しました。

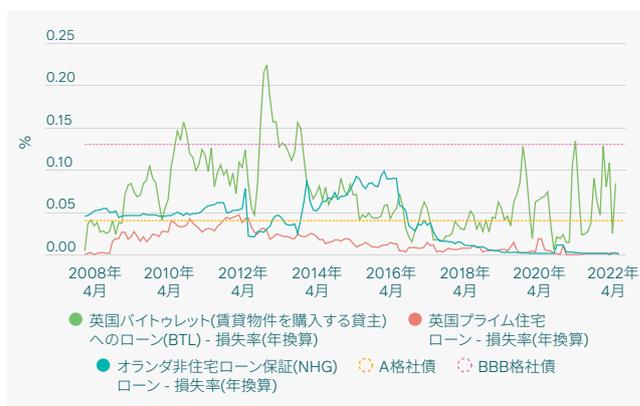
### SRT：

一部のSRT案件の年換算デフォルト率と損失率を見る限り、銀行融資よりも低い傾向にあり、ストラクチャーによる与信保全が機能していることを示しています。

SRT案件はABSに分類されるため、ABSと同じリスク保持規制が銀行に適用されます。そのため、すべての案件で信用リスクの5%を保持する義務が銀行に課されています。この措置により、銀行とそれ以外の投資家の利害が一致します。

## “消費者金融は、このところのマクロ経済の逆風にも耐えており”

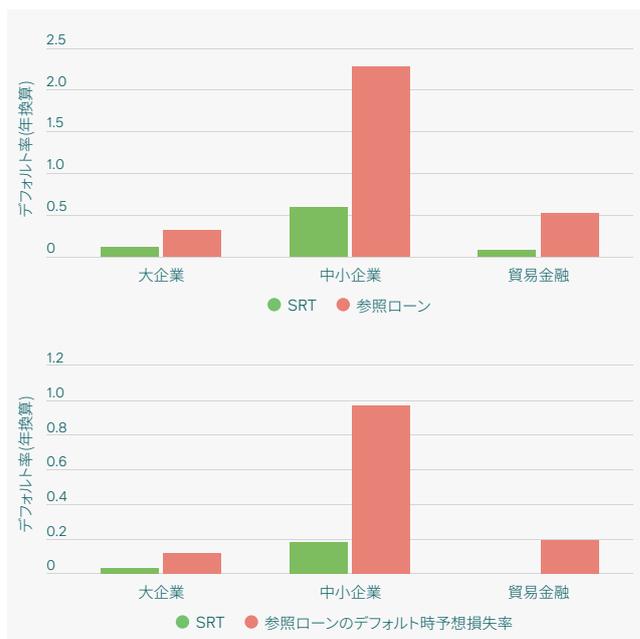
### 住宅ローンの損失率と社債の平均損失率



出所：Moody's Statistics, Bloomberg, 2022年3月31日現在

### デフォルト率と損失率：

#### 一部のSRT案件とバランスシート上の参照ローン



出所：シティグループ, 2021年12月31日現在

## デットサービスの余裕

10年以上にわたり、借手である企業、個人とも、低い金利と非常に低い資本コストの恩恵を受けてきました。ただし、ここに来て、暴走するインフレを抑えるために各中央銀行が金利を引き上げているため、状況は変化しています。

### 消費者金融：

ほとんどの消費者金融は固定金利ですが、変動金利で借りている債務者にとって、インフレ率と金利の上昇は返済負担の増加を意味します。固定金利の住宅ローンを借りている債務者の返済額が金利上昇によってすぐに増加することはありません（一般的に、返済額は税引き後収入の30～40%です）。名目賃金がインフレ率の一部でも増加すれば、影響は更に緩和されると考えられます。金利リスクが表面化するかは、借入金利の見直し時期によります。ただ、欧州全体における当初の固定金利期間は比較的長期で、10年、20年、あるいはそれ以上に設定されるのが一般的です。

現状、消費者の手元資金は、これまでの長い間よりもはるかに健全な状況にあり、生活費の上昇を吸収するだけの十分な余裕があると考えられます。パンデミックの間、政府による支援措置のほか、消費する機会が減少したため、先進国の多くの家計は貯蓄に余裕が生じています。これは、新型コロナウイルス感染症が発生しなかったと仮定した場合の貯蓄額をはるかに上回っており、生活費の上昇を吸収できるバッファーとなっています。

### SRT：

SRT市場は、この10年間、欧州案件が中心であり、原資産の大部分は大企業向け融資です。投資適格企業のレバレッジ比率が2020年から低下傾向にあるなど、欧州企業のファンダメンタルズはこの数年間で改善しています。同様に、製造業などのセクターで高い格付けの企業が見られるなど、一部のセクターは比較的強い財務内容をもって今回の金利上昇局面を迎えていることを示しています。

### 国別の住宅ローンの固定金利期間



出所：欧州モーゲージ連盟 (EMF)、van Hoenselaaar F、他 (2021年)、『OECD諸国の住宅ローン融資』、OECD経済局ワーキングペーパー No.1693、OECD/パブリッシング、パリ、<https://doi.org/10.1787/f97fe0-en>

## 与信審査:どのようにして与信保全を図るか

事前に合意した特定の基準や特性をもつローンで構築するなど、ポートフォリオのパラメーターを設定することができるため、適したローンをポートフォリオに組み入れることが可能になり、そのことでデフォルト率と損失率を低く抑えることができると考えられます。

### 消費者金融:

先進諸国では、住宅ローンのような従来型のローンを借りる層は、中所得者から高所得者であるのが一般的です。高所得層は他の所得層よりも一般的に高い生活費や金利に耐えることができます。理論的には、景気が減速するには失業率が上昇していなければなりません。実際には、多くの先進国では失業率が数十年ぶりの水準にまで低下しています。したがって、現在のように実質賃金の上昇率がマイナスであったとしても、雇用率が高いという事実は大きなプラス要因です。経済減速が本当に起きるのは、失業率の上昇が始まってからです。

フォワードフロー契約(オリジネーターからローン実行以前に経済的利益を取得する; forward-flow arrangements) は、投資家が新規のローンを組成するための枠組みであり、好条件の案件を選択できる可能性を高くします。条件には、LTVの最大値や平均値のほかに、債務者の雇用形態(フルタイム・自営など)が含まれます。

### SRT:

すべてのSRT案件は、分析、デューデリジェンス、交渉に重きが置かれます。特に、参照するポートフォリオに組み入れるローン特性には厳格な精査が行われ、投資家は、例えば、信用の質、セクター、ESG要素などの特性に基づいて条件に適合しないローンの除外を要求することができます。交渉は、通常相対(あいたい)で行われますが、このことで、信用が非常に低い債務者のエクスポージャーを最小限に抑えるためのポートフォリオのスクリーニングが実施されることを確実にし、また、現在のマクロ経済環境の影響を強く受ける傾向が強いセクターへの過度の集中を避けることにも役立ちます。

### 家計収入に対する債務返済額は史上最低に近い水準を維持している



出所: ブルームバーグ、2021年12月31日現在

### “すべてのSRT案件は、分析、デューデリジェンス、交渉に重きが置かれます。”

### 失業率は数十年来の低水準



出所: 英国国家統計局、2022年6月現在

# プライベートクレジットの貸手にとって何が重要か

**貸手が守るべきこと:** 慎重な審査、好条件案件の選定、交渉

- **慎重な前提条件に基づいた審査:**

デットのオリジネーターは、慎重で厳格な審査及び細心の注意を払った前提条件に基づくモデリングにより、リスクをより適切に管理することができます。早い段階で行うリスク評価とデューデリジェンスの目的の一つは、想定すべき将来の経済環境を反映した前提条件に基づいて、さまざまな「ストレス」シナリオと感応度を用いてローンの耐性をモデル化することです。

多くの場合、信用分析に際して、長期的平均値に比べて高いデフォルト率・損失率、高い期限前返済の割合、高い調達コストなど、すべての重要な前提条件に保守的な数値を使用します。

- **詳細データを使用:**

データは、投資プロセスのなかの重要な部分である、精緻なリスクモデル作成とシナリオ分析を行うための重要な要素です。投資家がリスクリターン特性を自身で評価するには、詳細なデータを入手する必要があります。

ローンポートフォリオを購入する投資家は、オリジネーターからローンごとの詳細な履歴データを入手できます。データには、全債務者のローンの毎月の支払い実績に関する情報が含まれ、データは取得したプールのものでなく、債務者のローン全部に関するものを入手できます。

他オリジネーターの過去データや欧州データウェアハウスのデータと組み合わせることで、審査、ストレステスト、ポートフォリオに組み入れるローンの選択並びに購入価格の設定がより容易になります。

- **購入価格の重要性:**

分析結果は、ポートフォリオにどのローンを組み入れ、どのローンを組み入れないかを決定するための交渉に使用します。また、案件を引き受け、必要とするリターンを獲得するための適切な価格を決定する材料になります。ローンのデフォルト率が上昇するとの仮定（例えば10倍に）でプールを購入し、実際には5倍にしか上昇しなかった場合、リターンは予想よりも高くなります。

- **エクイティを保有している場合の選択肢:**

エクイティの保有者は、ノンコール期間が終了した後、資金調達コストと案件の条件を調整する権利とメカニズムを有しています。

## 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、実証しか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。**OCT 22 / 838602**