

# 注目されるプライベートクレジット市場

楽観的な見方が拡大しているが、まだ注意が必要



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 ディレクター

2021年3月

投資価値は変動します。そのため投資価値は上昇あるいは下落する場合もあり、投資元本額を回収できない可能性もあります。本レポートに示されている実績は過去のものであり、将来の運用成績を保証するものではありません。

- プライベートクレジット市場の取引量は、ワクチン接種が進んでいるとの報道と経済見通しに対する楽観的な見方が、欧州の多くの国においてコロナウイルス第2波に対する懸念を緩和したため、直近の数四半期は持ち直しました。
- 市場では、複雑で、競合が少ない新しい分野で興味深い投資機会が増加しています。
- 2021年のプライベートクレジットは、どのような資産においても、高い水準の案件選択能力により差別化を図ることが重要になると考えています。

## 市場環境概観

### 慎重な楽観論の背景

2020年の第4四半期におけるクレジット市場は堅調に推移したまま新年を迎え、ワクチン接種が進んでいるとの心強い報道や追加的な財政刺激策の採用、予想されていたよりも世界経済の回復に対する見込みが高まっているなどの要素が加わり、市場は力強いモメンタムを見せ続けています。

上半期(及びそれ以降)にワクチン接種が順調に進むとの期待が高く、それに沿って各国政府がロックダウンなどの規制を徐々に緩和させることを視野に入れ始めているため、今年の下半期から世界経済が、トレンドを上回る成長に転じると期待できるだけの材料がそろい始めています。ここ数週間、経済見通しに対する確信度の高まりとともに、各国政府による財政支出額増加の見通し(足許で成立した米国の1.9兆米ドルの刺激策など)により、インフレに対する懸念が高まっています。インフレ率は依然低い状態ですが、上昇懸念により、グローバル債券市場では売りが加速し、金利はパンデミック以前の水準に戻っています。

### 各中央銀行による強力な支援の継続

資産担保証券(ABS)及びABS関連市場の取引量は引き続き増加傾向にあり、ABSの担保となっている資産のパフォーマンスは概して堅調です。これは、企業と個人債務者にとって、政府による巨大な経済刺激策に加え、貸手がリファイナンスや信用・ローンの返済猶予を提供していることを反映しています。

M&Gの見解では、欧州の消費者は概して財政基盤が強く、家計収入の減少の影響を緩和することに寄与している賃金保証を含む国による支援措置や一時帰休による雇用維持スキームが終了することにより、失業率が上昇することは必至ですが、現況を勘案すると、ほとんどの欧州の消費者ABSの与信面にそれほどの影響をもたらしておらず、

2008～2009年時の厳しさと比べて大幅に安心できる水準にとどまると予想されます。

中央銀行・政府による大規模な支援が奏功し、危機は(今までのところ)消費者を「守る」ことに効果を発揮しており、ABS市場との連動性が高いスペシャリティファイナンス(住宅ローンや消費者ローンのポートフォリオが担保のABS)が継続的に良好なパフォーマンスを挙げていることの一因と思われます。この種のホールローンからなるポートフォリオのパフォーマンスは、実際のデフォルト(及び回収)実績の影響を受けるものであり、個別ローンを最適と考えるタイミングで売却することはできません。ただし、このようなポートフォリオの資産は分散化が図られており、そして個別ローンは期限前返済される傾向が強く、ポートフォリオの流動性を高くすることにつながるという大きなメリットがあります。また、消費者が返済能力を維持し、経済成長の中核的存在であり続けることは、各国政府にとって新型コロナウイルス感染症後の経済的成長のための最優先事項であると考えています。

一方企業にとっては、パンデミックの影響緩和策は、状況を安定させることを主眼に、無償資金や増資を受けることではなく、企業存続と現金確保のためにリボルビング借入枠(RCF)を含め利用可能な全てのクレジットラインを利用する、デットによる資金調達でした。それらのデットを供与したのは、主に寛容で支援に積極的な銀行やノンバンク、プライベートエクイティのオーナー、そして一部では、国全体を対象とした支援策の一環として当局でした。このように、資本、企業及び利害関係者が守られました。

### 欧州企業が政府による支援策によって得られた恩恵

欧州各国の支援策は、短期ローン、納税猶予、一時帰休制度の形で実施されました。S&Pによると、スペイン、イタリア、フランスの企業は各種のローン保証制度を利用しており、3か国の企業の債務残高は平均で6～12%増加しました。

図表 1: 欧州各国政府によるローン保証制度

	フランス	ドイツ	イタリア	スペイン	英国
企業数(千)	607.8	97.7	1,257.10	880.9	1,942.30
申請額/承認額(十億ユーロ/英ポンド)	128.7/125.0	56.2/44.6	118.4/0	0/108.0	0/65.6
債務残高(除く金融機関)(%)	5.7	2.5	10.1	11.9	4.9
保証枠(十億ユーロ/英ポンド)	300	120	510	152	330
使用中(%)	42	37	23	71	20
政府保証(%)	70-90	80-90	90	60-80	80-100
データ更新日	2020/11/6	2020/11/19	2020/11/11	2020/11/15	2020/11/15
制度終了日	2021/6/30	2020/12/31	2021/1/31	-	2021/1/31

出所: S&P Global Ratings、2020年11月25日現在  
 数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

デフォルトリスクは依然として高い状態にあります。大規模な支援策が継続されていることは、世界金融危機後に世界中に及んだ企業破綻リスクの再来の回避につながるはずで

## プライベートクレジット市場

### 市場動向概観

プライベート市場の値動きは、パブリック市場に逆行する傾向がありますが(ただし、流動性が非常に低い資産でさえ時価評価による影響を免れることはできません)、M&Gは、プライベートクレジット市場のなかで、より確立され、市場規模の大きい分野では良好なモメンタムが現れ始めていることに気づきました。私募債市場では、新型コロナウイルス感染症の状況が最も厳しく不確実性が高かった際の拡大したスプレッド(低流動性プレミアム)と比較すると、昨年下半年のスプレッドは著しく縮小した水準になりました。

パブリック市場での取引量が回復したため、当然ですが、足許の数四半期におけるプライベートクレジット市場での取引量も増加し、プライベートクレジットのユニバース全体で中身の濃い投資案件のパイプラインが充実してきています。ホールセールローンの分野では、既存のファンドが追加的に資産を購入するためにレバレッジを上げる案件や、流動性を早期に厚くするために新規の融資やNAVベースのローン(純資産価値を対象とするローン)の導入を図るファンドに対する資金供与案件が見られました。中堅企業向けダイレクトレンディングの新規案件に関しては、パンデミックによりしばらく新規案件の供給が途絶えた反動で、新規の投資機会を強く待ち望んでいたダイレクトレンディング系のファンドから大きな関心を集めました。結果的にはそれほど価値の高い案件はなかったというのがM&Gの見解です。今後、この需給関係は供給が改善するなかで変化する可能性があると考えています。

ただし、プライベートな証券化案件のつなぎ資金の融資、売掛金ファイナンス、「相当のリスク移転(Significant Risk Transfer『SRT』)案件など、複雑で、競合が少ない新しい分野で興味深い投資機会が増加しています。

### アジア太平洋地域・米国のオリジネーションチームの見方

アジア太平洋地域のオリジネーションチームによると、魅力的なリターンが期待できる資産担保証券(ABS)のアレンジャーに対する消費者ローンと住宅ローン取得のつなぎ融資が数多く組成されているほか、売掛金などの資産を担保にしたファイナンス案件も見られます。一方、米国のオリジネーションチームによると、プライベートベースの既存ABS案件のメザニン(劣後)トランシェのつなぎ融資の投資機会を含む、優れたリスク・リターンを提供する多くの興味深い案件が市場で組成されました。一例は、米国のプライム格の消費者に対して住宅改修ローンを提供するプラットフォーム業者に対するローンです。プラットフォーム業者は、銀行が提供するフォワードフロー(予め合意した条件のローンを銀行が購入する)ベースの借り入れへの依存度を下げるために、ノンバンクからの資金調達を増加させたい意向を有しています。このようなスキームにおける「プライム」消費者は、FICOスコア<sup>1</sup>(最低300、最高850)が平均で700を超える借り手であり、「非常に良い」クレジットとして分類されます。

### 「相当のリスク移転『SRT』」案件における多様な投資機会

伝統的に忙しい第4四半期中、資本規制をクリアするための多くの案件(SRT)が見られました。これらの案件は、中小企業向けローン、キャピタルコール担保融資、農業ローン、社会住宅ローンなどさまざまな資産を担保とする案件でした。従来型のファーストロスリスク案件とメザニンクラスの両方が組成されました。セクターが成熟するにつれ、現在よりも多様化した担保の種類、セクター、及び多くの国での投資機会の増加が見込まれ、投資家は差別化されたリスク・リターンを享受できることになると思います。

<sup>1</sup> FICOスコアの最低は300、最高は850。通常は660超をプライムと信先と見なします

## SRT案件例:英国の銀行が供与する農業融資のポートフォリオ

**投資機会:** 土地、住居やその他の農場の担保資産に対する第一抵当権を有する、農場や農業企業に対する融資であり、地理的に極めて分散されており、一件当たりが少額であるローンのポートフォリオを参照債権とする資金調達です。

一般的に債務を返済する傾向が高い、レバレッジの低い借手へのエクスポージャーになります。英国の農業部門の借手は、これまでのところ、デフォルト率が低く、デフォルトしたとしても最終損失が非常に小さい実績を有しています。農業部門の借手は、2001年以降では損失がゼロの実績を誇っているうえ、政府による厚い支援を受けています。

信用力の低い債務者への集中を避け、そのような債務者層への融資額を抑えるために、借入比率(ローン・トゥ・バリュー「LTV」)の上限値などの厳格な採り上げ基準を設定しています。ポートフォリオ全体の借入比率は低く(平均で39%)、良質な担保が安心感を生んでいます。

発行銀行はスキン・イン・ザ・ゲーム(「Skin in the game」、多額の自己資金を投じる)により、証券化するに当たって最低でも5%のシェアを持つことが期待されます。

出所: M&G、2021年2月現在

## 2021年の展望

現段階での2021年の残り期間の展望としては、市場は、ワクチン接種が進んでいるとの報道と各国政府による刺激策を受けて、短期的な脆弱性を材料視していません。政策が失敗に終わることやウイルス感染者が増加すること(及びウイルスの変異)など、まだ多くのリスクが存在しており、再び市場のボラティリティーが高くなる可能性が残されています。概してプライベートマーケットの案件は、ストラクチャーに数週間~数か月を要し、市場のボラティリティーが高い期間中は公募債市場での案件組成が困難になるため、公募債に対し利回りのプレミアム提供を可能にする案件ストラクチャー能力が必要です。2021年は、プライベートクレジット市場のなかで、より保守的に案件を選択する能力により差別化を図ることが重要になると思われます。

案件組成においてグローバルを投資対象にする能力は、プライベートマーケット全体で投資機会を捉えるためのかぎであり続けるとM&Gは考えています。特に、アジアのオリジネーションチームは、消費者ローン、中小企業向けローン、住宅ローンのつなぎ融資、不動産、通信インフラストラクチャー、売掛金などを担保とした案件など、引き続き多くの分野で順調な案件フローを目にしています。

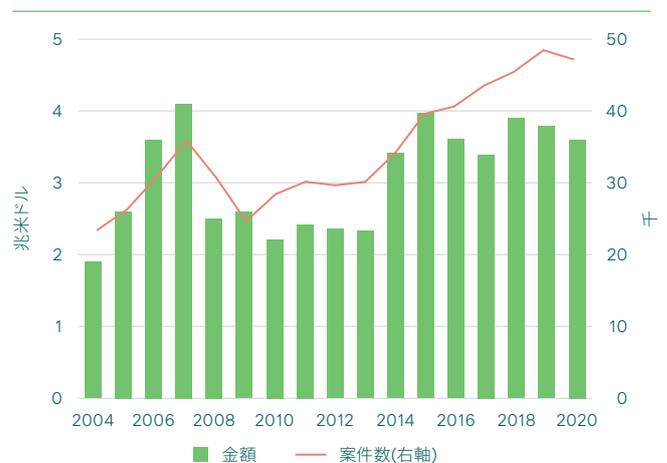
不動産関連のデット案件の需要も増加しています。不動産関連のデットは不安定な市場環境においてディフェンシブ

な性質を發揮しており、引き続き魅力的な投資機会が現れていますが、M&Gは慎重な取り組み姿勢を続けており、与信保全が図れるような強力なファンダメンタルズを擁していると信じる案件のみ投資の検討対象にしています。

2021年初頭のM&A案件のパイプラインを考慮すると、M&A市場は本格的に回復していると考えてよいでしょうか。

M&A市場の取引量は、新規ローン組成に先行する傾向があります(通常は6~12か月)。2020年のM&A総額は3.6兆米ドルと、2019年比でわずか5%の減少にとどまりました。新規ローン組成の遅行性を勘案すると、2021年はローン組成額が回復する期待が持てます。

図表 2: 世界の年別の M&A 案件額と案件数



出所: Bloomberg、2020年12月31日現在  
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

M&Gのレバレッジドファイナンスチームは、投資好機を捉えようとする上場会社の非公開化、ボルトオン買収(既存事業の補完・強化を目的とする買収)、セカンダリー・バイアウト(他のファンドによる買収)の案件が大きく増加すると考えており、今年の新規ローンの組成規模も拡大すると考えています。プライベートエクイティーが有する未投資資金は1.6兆米ドルに上っており、スポンサーが新規投資を再び始めることを躊躇するとは考えがたく、新規案件に対する投資意欲の回復が予想されます。

M&A活動の再開も、中堅企業向け融資取引額の回復につながる可能性が高いと考えています。また、パンデミック時に政府の流動性供給プログラムで融資を受けた企業や、リボルビング借入枠で融資を受けた企業は、今後のより困難な信用環境において、短期の銀行融資を長期ローンに借り換える、又はローン以外の資金調達を講じる必要性が生じます。

このような状況は、欧州のノンバンクにとってより多くの投資機会を今後生み出す可能性があると考えられていますが、貸手は、個別案件がリスクに見合ったリターンを挙げることに注力する必要があります。具体的には、融資資金の損失につながる可能性のあるあらゆるリスク(信用

リスク、デフォルトリスク、流動性リスク)を軽減するために、審査の質、案件のストラクチャーと継続的なモニタリングに焦点を当てる必要があります。

## フォーカス：プライベートクレジットにおけるESGの重要性

2021年はまた、投資家に対する規制導入と、特に二酸化炭素排出量目標の設定と定量化された排出量開示に関する、民間企業間を含めた多くの関係者によるロビー活動のおかげで、環境・社会・ガバナンス(ESG)と気候変動対策にとって重要な1年になると予想されます。

特にデットは情報の非対称性がある資産クラスであるため、長期的な信用力を重要視するプライベートクレジットは、ESG要素を考慮することに適しています。M&Gでは、検討している投資案件のデューデリジェンスを実施する場合、M&GのアナリストがESGのリスクと機会がどの程度のインパクトをもっているかを評価し、それが財務面に大きな影響を及ぼす可能性がある場合は、財務分析において考慮します。

特にプライベート資産の場合、投資ユニバースの資産及び多様なサブ資産クラスが特有の属性・リスク(プライベートであるために、本質的に特有であることが多い)をもっていることが多く、画一的なESG分析手法は適しません。長期の民間インフラデットにとって財務面に重大な影響を及ぼすようなESG指標でも、住宅ローンのポートフォリオでは重大ではないなど、ESGのリスク要因・テーマが、プライベートクレジットの一部の分野には重要であっても、他分野に当てはまらない場合があります。案件検討時にESG要素とそのリスクが重要な問題として識別されない場合でも、5年後、20年後に財務面に重大な影響を及ぼすことになる可能性があるため、投資期間中のESGリスクを評価するには継続的なモニタリング及び企業との積極的なエンゲージメントが不可欠です。

プライベートマーケットにおけるアクティブ運用を行う投資家であることの利点の1つは、借手、発行体、プライベートエクイティのスポンサーと直接エンゲージでき、長期的に協力できるような信頼関係を築くことができることです。プライベート市場における貸手は公募債の債券投資家よりも企業とのつながりを持つことができるため、ESG関連の課題により深く取り組むことができます。M&Gが検討する案件は、通常、何か月にもわたって借手とエンゲージします。両方で共有される情報は非公開が原則であり、開示する必要はありません。

投資に影響を与えるESG要因をすべて評価し、重大なESGリスクが発生した際に社内の各チームと連携することで、投資価値を保全、強化し、リスク調整後で最高のリターンを顧客に提供できると確信しています。

ESGに対する取り組み:パンデミックの中で中小企業の資金調達源を確保する

**借手概要:** 英国を本拠とするITを駆使している貸手は、中小企業向けの短期ローン(在庫ファイナンス・売掛金ファイナンス)に焦点を当てています。

**エンゲージの目的:** 新型コロナウイルス感染症が引き起こしたパンデミックによる不確実性のなか、既存の顧客が資金調達を求めていることを確認するため。

### 具体的なアクション:

2020年3月にパンデミックが発生した際に借手とエンゲージし、ロックダウンなどの政府規制により、予想された中小企業向けローンの延滞増加への対処案について話し合いました。

M&Gは、借手である中小企業がローンをデフォルトすることなく、パンデミック期間中も存続できるための一連の支援措置を貸手が講じることに同意しました。支援措置が公正であり、顧客間で公平性を確保することを目指すものでした。

具体的な対策として、返済猶予、利息の元本化、月々の返済額の引き下げ、そして毎月の返済が不可能な顧客向けには破綻処理策などがありました。

**結果:** このような措置は、中小企業が事業を継続し、雇用を守るために必要な資金を調達することで、社会に利益をもたらしていると信じています。また、これらの措置は、投資価値を維持するための最良の方法であったとM&Gは考えています。

出所: M&G、2021年2月現在

[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、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。

**MAR 21 / 544702**

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。