

# スポットライト：プライベート・クレジット市場



クレジット・スペクトル全体に見られる新しい投資機会

2020年8月

ジョー・ウォルドン、プライベート・クレジット・ディレクター

- プライベート市場が活発化が見られており、初期段階の取引がパイプラインで急増し、貸手にとってより有利な交渉の可能性が高まると考えます。
- 最近では金融危機前よりも優れた条件とストラクチャーの交渉が可能な取引が見られます。
- プライベート資産の見通しは、その特性およびファンダメンタルズによって、引き続き底堅いでしょう。

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、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

## プライベート・クレジット市場：最新動向

市場の混乱時には、プライベート市場も悪影響を受ける傾向が見られ、パブリック市場の混乱の深刻さと継続期間によって、その影響の度合いは異なります。プライベート市場の取引は、ストラクチャーに数週間または数ヶ月かかるため、急速に変動する市場では、パブリック市場に対するプ

レミアムを提供するストラクチャーを提供することがより困難になります。民間企業向けの貸付けは、M&A取引の活発化が重要な推進力となります。数ヶ月間保留されていた取引が7月の初めから軌道に戻ったため、最近、M&A取引にも回復が見られます。経済活動が抑制され、政府債務が高まる中でも、企業買収は行われています。

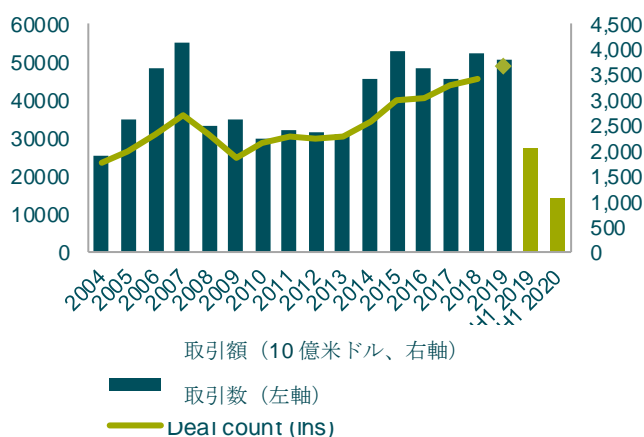
市場のボラティリティは第2四半期に落ち着き、3月から4月初旬にかけての新型コロナウイルス危機の最盛期に見られた激動の後、資本市場は再び基盤を取り戻しました。前例のない中央銀行の介入と政府の景気刺激策が一斉に展開されたため、市場は急速に回復し、プライベート市場の活動も慎重ではあるものの、再開されました。

## プライベート・クレジット市場の慎重な再開

流動資産と非流動資産（直接取引され、相対取引の傾向が高い）の両方で取引の活性化が見られます。市場が正常化し始めた際、パブリックのABS市場は最初に回復を見せましたが、社債市場の回復には遅れをとりました。3月のセルフオフに続く第2四半期において、CLOはセカンダリー市場で特に好調なパフォーマンスを見せました。

ABS市場：CLOとRMBSへの投資機会

図1. グローバル M&A 取引



出所: ブルームバーグ、2020年6月20日現在

CLO および住宅ローン担保証券 (RMBS) セクターのプライマリー市場での発行が再開し、強い需要が見られました。しかしながら、M&G は他社に先駆けて市場での取引を再開し、より高度な構造的保護と強力な信用補完からも恩恵を受けつつ、良好なスプレッドで多数の投資をすることができました。この機会を利用して、米国のCLOから、より回復力が強いと考える欧州のセカンダリーのCLOへと入れ替えました。米国では、今回の危機以前からすでに多額の債務を負っている発行体が多く見られたことから、米国企業のデフォルト率は欧州企業より高くなると考えます。

CLO および RMBS セクターの新発債では、当初、危機前に比べてスプレッドはかなり拡大しましたが、その後比較的急速に縮小しました。RMBS は、ABS の中で最大かつ最も流動性の高いセクターのひとつであり、AAA 格付けのスプレッドは危機前の水準にほぼ戻っているものも見られます。

図 2. 危機前と危機後の ABS のスプレッド

スプレッド (ベースポイント)	CLO		RMBS	
	AAA	BBB	AAA	BBB
危機前	89	315	55	170
危機直後の取引	195	625	145	375
直近の取引	145	380	58	265

出所: M&G, 2020 年 7 月 31 日現在。

#### 非流動的なプライベート資産：取引の活発化

パイプラインが強化されるにつれて、規制自己資本向け取引 (SRT) およびスペシャリティ・ファイナンス市場で、危機前よりも厳しい条件やストラクチャーの交渉が可能な新規発行が多く見られました。スペシャリティ・ファイナンス市場では、2 桁の利回り幅でリターン・リスク特性の高い取引が行われました。

最近の規制資本取引は、危機前よりもかなり幅のある水準で価格設定されており、危機前の同等の取引よりも短く厚いトランシェとなっています。例年市場が活発化する第 4 四半期に向けて、当セクターは準備を進めており、今後多くの投資機会が展開されると予想しています。

不動産デット取引が市場に出始めており、危機前よりも条件の良い取引がいくつか見られます。概ねスポンサーは、不動産帳簿にある他の資産をサ

ポートするために、コアでパフォーマンスの高い資産に対して借入をしようとしています。

ダイレクト・レンディングでは魅力的な案件が見られ、危機前と同等のリスクに対して、約 50 ベースポイント (bps) イールドが上昇した案件が見られます。プライベート・エクイティ (PE) スポンサーからの M&A 取引が活発化するにつれて、中規模企業へのダイレクト・レンディングがはじまっています。

ファンドがアドオン型企業買収を行うためのレバレッジの上昇、即時の流動性を得るために新しいサブスクリプション・ラインの導入などのため、当社のダイレクト・レンディング・チームは、ファンドからもアプローチを受けています。

売掛債権セクターには、より良い価格条件を提供する投資機会が見られます。例えば、インターナショナル・トレード・ファイナンスへの短期の資金提供で、当取引は、アジアと先進国市場との間

#### 動きを見せる売掛債権-インターナショナル・トレード・ファイナンス

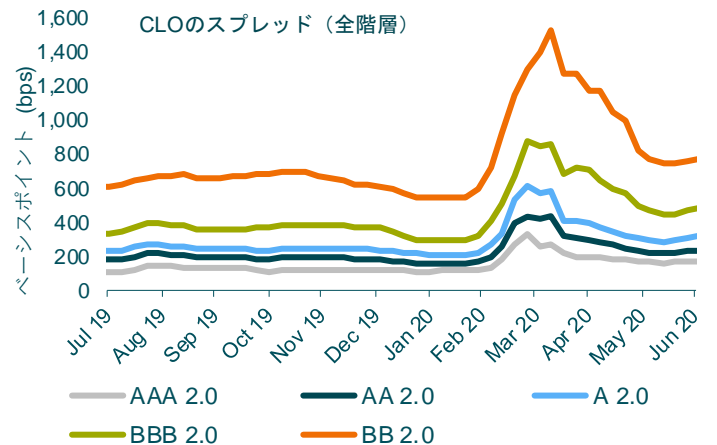
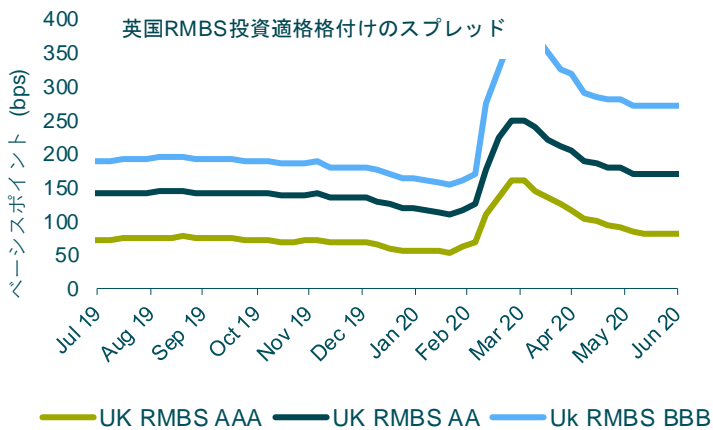
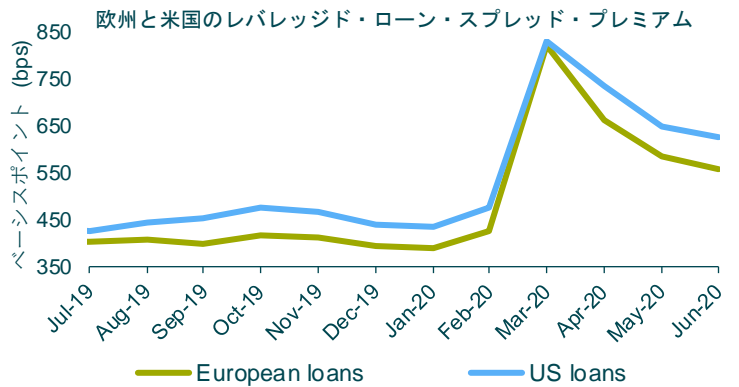
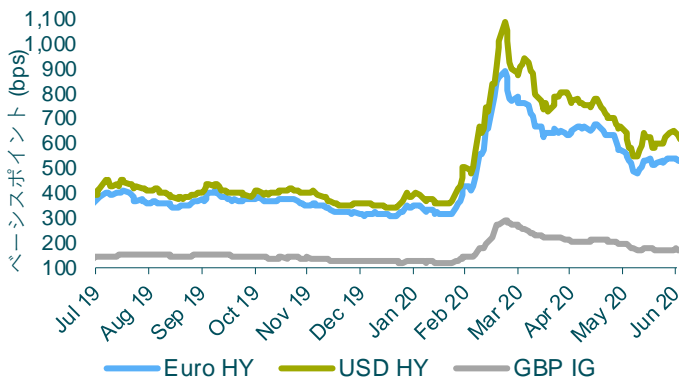
**投資機会：**インターナショナル・トレード・ファイナンスへの資金提供の手段として、売掛債権のポートフォリオを担保として証券化したのも。

地理的条件と業種の両方の観点から、十分に分散された債権ポートフォリオは、大部分が投資適格債で構成されています。

**強力なセキュリティ・パッケージ**は、85% のローントゥバリュー、支払いの遅滞や不払いに適用される強力なコベナンツ、ローンを適切に管理するための控えめなアドバンスレート (担保掛目) が含まれます。また、ポートフォリオの集中投資に対する制限や、日次で行うコンプライアンス遵守違反に対するテストなど、包括的な借入に対する管理が含まれています。



図 3. 市場のスナップショット : 2つの四半期をどう見るか？



出典: ICE BofA Euro Non-Financial High Yield Constrained Index (HEAD) 1ICE BofA US High Yield Index (H0A0) 1ICE BofA Sterling Corporate Index (UC00) 1JPM 1.0 CLO スプレッドデータ 1City Velocity 2.0 CLOスプレッドデータ 2020年6月現在\*

の貿易事業に関連する、幅広く且つ細分化された売掛債権を束ねたポートフォリオを対象としています。

さまざまなクレジット市場の状態をより深く把握することで、ここ数ヶ月のプライベート・クレジット市場の反応とダイナミクスをより適切に理解することができます。市場は回復しましたが、第1四半期に見られたすべての損失を取り戻すことはできませんでした。通常、プライベート市場内でのスプレッドの「ノーマル」な水準への回復は、パブリック市場の回復よりも遅れて起こり、興味深い投資機会を提供します。

M&Gが投資するプライベート・クレジット資産の大部分はプライシング・モデルによる価格となっていますが、これらの価格は通常インプットとしてパブリック市場の信用スプレッドを採用しているため、時価評価のボラティリティの影響を完全には避けられません。ABS資産は通常、市場またはブローカーによって価格設定されているため、流動性の低い資産でさえ、基礎となる信用の質の低下ではなく、需給要因によって引き起こされた

テクニカル要因主導の市場変動から影響を受ける傾向があります。

主要経済は第2四半期に不況に陥りましたが、多くの企業は政府の支援策によって下支えされ、国の封鎖が緩和されて経済が再開し始めたことからデフォルトを回避しました。パンデミックの経済的な影響はまだバランスシートに十分に反映されておらず、リストラはまだ初期段階だと言えるでしょう。デフォルトは上昇していますが、世界的な金融危機で見られたレベルに達するとは予想されていません。

ハイイールド債市場の様々な数値は、プライベート資産のプライシング・モデルに多く活用されています。米国のハイイールドのスプレッドは、第2四半期に約100bps縮小し、第1四半期のスプレッドの拡大からほぼ反転しました。個人投資家からの継続的な資金流入と、米連邦準備制度理事会によるETF買い入れが開始したため、大量の新規発行があるにもかかわらず、テクニカル要因は引き続き下支えとなっています。

レバレッジド・ローンは通常、ダイレクト・レンディングの代替として機能しますが、M&Gのマルチアセット・プライベート・クレジット戦略で保有する当セクターの資産の多くはプライシングにスプレッドを採用していないため、時価評価のボラティリティがはるかに低くなります。欧州レバレッジド・ローン・インデックスは、5月に一部の発行体の流動性と業績が予想を上回った後、6月には予想よりも早く事業が回復するだろうとの予測を示しました。

これまでのところ、ローンのデフォルトはほとんどなく、ハイイールド市場でもごくわずかしかなりません。今年のデフォルト率は、信用格付け会社が当初懸念していた水準よりも低くなると予想されています。これは、プライベート・エクイティ（PE）スポンサーからの2.7兆米ドルのドライパウダーを活用した支援など、発行体が利用できる財政支援の効果によるものだとも言えます。しかし、特に過剰な資本構造でこの危機に突入した発行体など、ローン価格には引き続き二極化が見られます。

### プライベート資産の今後の見通し

プライベート資産の見通しは、引き続き多くのテクニカル要因とファンダメンタルズ要因によって支えられています。「低水準が長期にわたる」金利となる中、利回りに対する強い需要は持続する可能性が高く、良好なリスク・リターンのバランスと下振れ保護を提供するプライベート・クレジット資産への投資家からの資金流入の下支えとなるでしょう。

さらに、特定の資産クラスは興味深いエントリーポイントを提示すると考えています。スプレッドの拡大で危機前と同等のリスクで低金利環境を補うか、低いリスク特性で危機前と同様のリターンを提供するポートフォリオを構築することができます。当社は、様々なプライベート・クレジット資産に分散投資を行い、資産ごとに投資を評価することで、引き続きポートフォリオ構築に柔軟なアプローチを取っていきます。

### 鍵となるオリジネーション

プライベート市場はここ数週間活発な動きを見せており、初期段階の取引がパイプラインで急増しています。これは概して、交渉が貸手に有利な方向へとシフトしてきていることを反映しています。M&Gのアジアとオーストラリアをカバーするオリジネーションチームからも資産の良好なパイプラインが見られ、今後数ヶ月で多くの投資機会見込まれます。



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

お断り: 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。

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。AUG 20 / 470705

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。