機関投資家向け資料

M&G Investments

レバレッジド・ローン市場展望

2021年はどのような年になるか

サマリー

2021年展望の要点

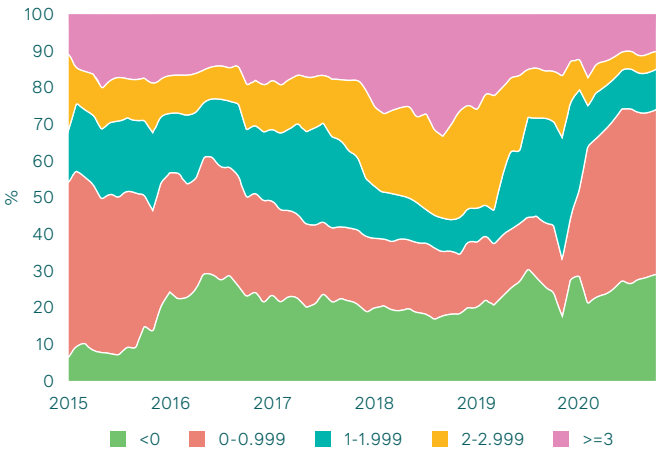
- 2021年も投資家による利回りの追求が続く可能性が高く、その結果、クレジットスプレッドがさらに縮小し、高利回りが期待できる数少ない資産クラスに対する投資家の投資意欲が高まると思われます。欧州ローンは、好利回りとリスク分散を求める債券投資家に魅力的なリスク調整後リターンを提供する資産クラスであるとM&Gは信じています。
- 慎重ながら楽観的なシナリオは、パンデミックが厳しさを増すなか、2021年上半期中にワクチン接種が期待どおりに進展するかにかかっています。下半期から世界経済が成長軌道に乗るという予想には十分説得力がありますが、政策の失敗やウイルスの突然変異など、未だ多くのリスクが存在するため、市場が高いボラティリティーにさらされる可能性は残されています。
- 長期にわたって企業の信用力が非常に良好な状態が継続しており、さらに2020年は政府や株主による大規模な支援があったがあった後で、2021年はデフォルトリスクの上昇の影響をいかに回避するかが重要となるでしょう。支援体制の継続、株価の明確な回復、リファイナンスのニーズが低いことはプラスの要因であるかもしれませんが、市場関係者によるデフォルト率予測は、欧州で約4%、米国で5-6%が中心値(ハイイールド債の方が高いが、セクターによるバラツキが大きい)となっており、このことは、市場が回復することを意味しています(過去の平均で約70%の確率)。
- レバレジッド・ローンは、過去のいろいろな危機を通じて、数十年にわたって良好なリスク調整後リターンを提供することと逆風環境に強いことが実証されており、高利回りであること、担保付きの優先債権であること、デュレーションが短いことは、デフォルト率上昇などの芳しくない状況においてリスクを軽減するのに寄与すると考えます。
- 2021年にデフォルトによる損失を最小限に抑えながら、魅力的なリスク調整後リターンと高いインカム収入を獲得するためには、2014年～2015年にデフォルト率が高かった期間は銘柄選択がアルファの源泉であったと同様に、銘柄選択において高い保守性を保つことで差別化を図ることが重要になると思われます。
- M&A市場は本格的に回復したでしょうか。プライベートエクイティー投資家のドライパウダー(未投資資金)が豊富ななか、資本市場が再び機能し始めているため、新規案件に対する投資意欲が高まると考えられ、2021年のローン組成額は大幅に増加すると思われます。欧州では、案件を求めている企業やスポンサーが、景気の循環を先読みしてバリュー企業への投資機会を求めることが予想されます(一方、米国ではグロース企業志向が強い)。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)が活発になるとM&Gは予想しています。
- CLO発行額と資金調達コストが依然として需要と金利条件を左右する要因であり、需給などのテクニカル要因の改善により2021年の新規CLO発行額は増加するというのがM&Gの基本シナリオです。ただ、CLO投資家は安定した格付けと、評判の高いアレンジャーが構築した強固なポートフォリオを求めことになるでしょう。
- ESGが飛躍する年になるでしょうか。投資家に対する規制当局と借手に対する投資家層によるロビー活動の高まりにより、特に二酸化炭素排出削減目標の設定と定量的な排出量の開示は、ESGと気候変動対策を2021年に大きく進展させるかもしれません。ダイバーシティ&インクルージョン(多様性・包摂)に関しても、2021年は企業にとっての優先度が高くなると考えられ、民間分野を含め、ESGのリーダーになることを謳っている企業は、平等を実践していることを明確な行動で示すことが求められるでしょう。
- 引き続き規制の変更と改革に焦点が当てられています– IBORなどの指標金利の変更が2021年に英ポンド建てと米ドル建てのローンに本格的に適用されるため、ローン決済に問題が生じないとも限りません。

投資価値は変動します。そのため投資価値は下がる場合も上がる場合もあり、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。

重要なデータ

マイナス利回りの債券・ローン残高が18兆ドルに膨れ上がっており、運用収益を上げることの難しさが継続しています。

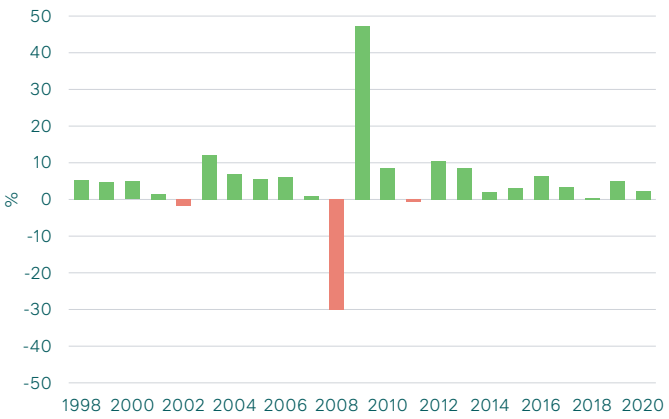
図表1　現在世界の90%の債券の利回りは2%以下–世界の債券(60兆米ドル)に占める利回り別残高比率



出所：Bloomberg Finance LP、Deutsche Bank、2020年12月18日現在情報は事前の通知なく修正されることがあり、また将来の結果を保証するものではありません。

2020年第4四半期は、2008年第4四半期以来最も値動きの激しい四半期でしたが、2020年通年のローン市場は最終的にプラスのリターンとなり、年間でマイナスリターンとなったことがないトラックレコードは途切れずに、他資産クラス比で良好な結果を維持することができました。

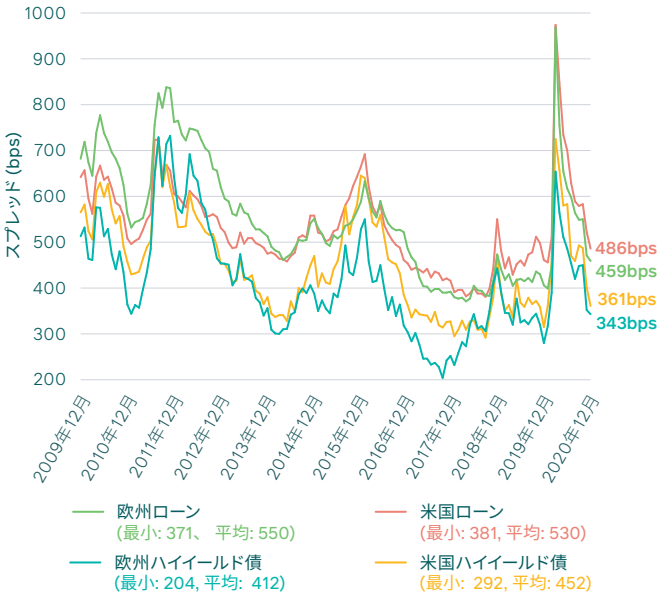
図表2　欧州ローンはパンデミックが引き起こしたボラティリティーのなかでも良好なパフォーマンスを挙げた欧州ローンの年別リターン(1998年～)



出所：Credit Suisse (Western European leveraged loan インデックス (CS WELLI)) (ユーロ・ヘッジ)、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。

2021年年初の投資不適格ローンのスプレッドは、2020年の年初よりも拡大し、最近で最も縮小した2017年に対しては大幅な拡大となりましたが、それでも長期的な平均スプレッドよりはタイトな水準にあります。ただ、各国中央銀行による政策失敗などの逆風要因が発生すると、ボラティリティーが突然高まる可能性はあります。

図表3　大幅な金融政策によるスプレッドのタイト化–過去10年におけるローンとハイイールド債のスプレッド推移

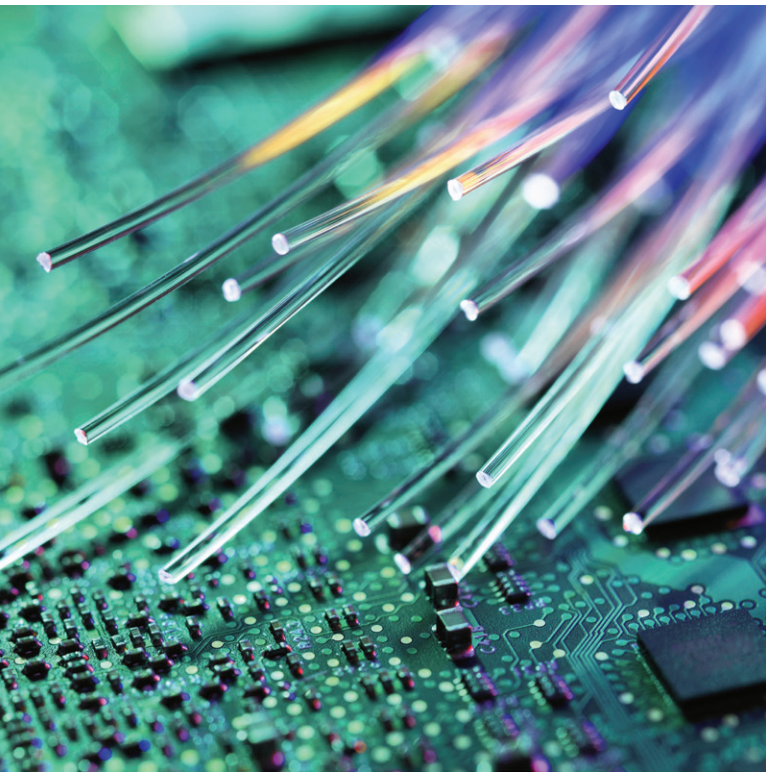


出所：M&G、CS WELLI、US leveraged loan インデックス (LLI)、3年ディスカウント・マージン、 Bloomberg (Merrill Lynch European HPIC high yield インデックス・スワップ・スプレッド、 H0A0 インデックス・スワップ・スプレッド)、2020年12月31日現在数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

2020年を振り返って

要約

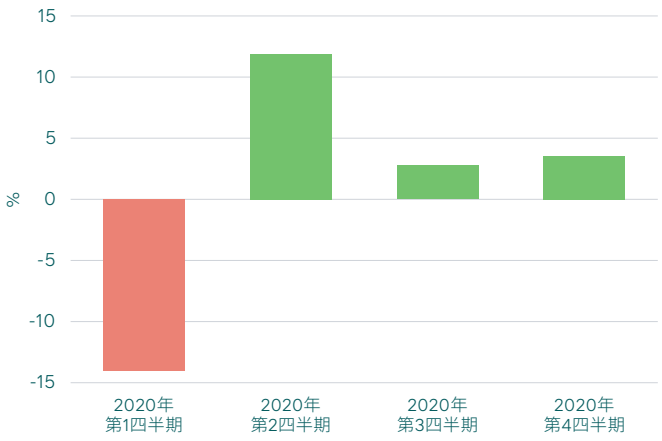
誰しも新型コロナウイルス感染症のパンデミックと、それに対して市場がどのように反応するかを予測できませんでした。たとえパンデミック発生を予想できたとしても、市場がこんなに急速に回復することは予想できなかったでしょう。一部の資産クラスや個別株式では、1年の間にクラッシュとバブルの両方を体験しました。また、市場価格の急激な上昇は、即座に採用された大規模な財政・金融刺激だけに起因するものでもありませんでした。人々の行動様式や技術の進歩も大きな要因です。特に、世界中の労働者が素早く在宅勤務に適応したことや、多くの作業がデジタル化されたことです。また、新しいタイプの個人投資家による大規模の投機もあり、米国のグロース株にとどまらず、ビットコインのような投資対象としては決して主流でない資産の価格上昇を招きました。ビットコインに関しては、2020年に4倍の価格になりました。第二次世界大戦以来の不況となり、パンデミックが依然として厳しさを増しているなかで、理屈に合わない熱狂の兆候があるのでしょうか。



ローン市場のパフォーマンス

2020年の欧州ローン市場(Credit Suisse Western European Loan インデックス「CS WELLI」)は、+2.38%(ユーロ換算)のリターンとなりました。3月の底値時点の年初来騰落率が−20%程度、第1四半期が−14%であったことを考えると、想像できないような素晴らしい結果となりました。

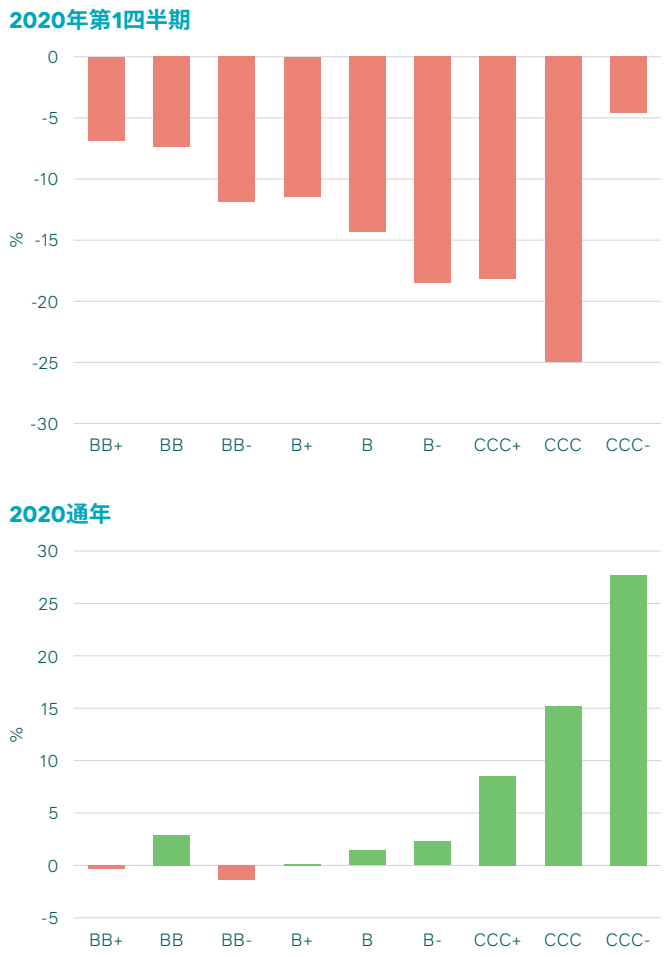
図表4　2020年の欧州ローン市場の四半期別リターン



出所：CS WELLI (ユーロ・ヘッジ)、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。

ローン市場のボラティリティーに関しては、クレジットに劣る銘柄で最も高く、インデックス全体の4%を占めるCCC一格の銘柄の価格が第1四半期に大幅に下落した後、今度は大幅に上昇しました。経済と社会の不確実性がほとんど払拭できていないなかで、CCC格の中でも最も弱いクレジットのパフォーマンスが、底値から約50%、年間でも約25%上昇したのは驚きでした(ただし実際には、銘柄数が少なく、市場で相応の金額を売買できる流動性がないため、パフォーマンスはある程度理論値と考えるべきと思われます)。

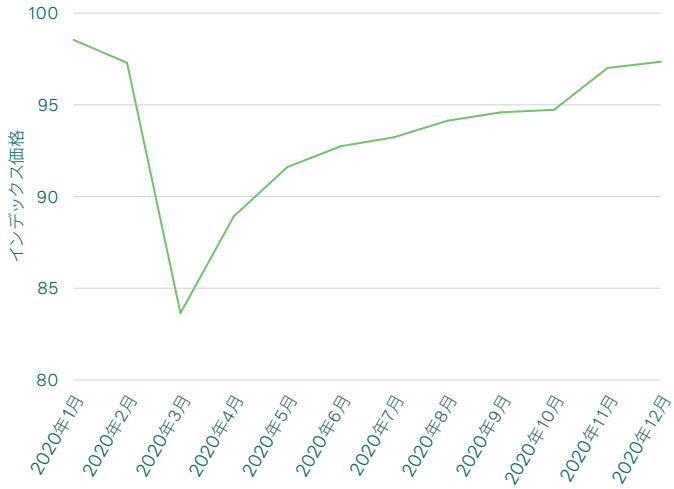
図表5　格付け別の欧州ローンのリターン



出所：M&G、CS WELLI (ユーロ・ヘッジ)、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。

2020年年末のローン・インデックスは97.35と、年初からの下落幅がわずか1ポイントであり、2020年の危機がローン市場が逆風環境に強いことを実証したものとM&Gは考えます。

図表6　欧州ローン・インデックスの推移

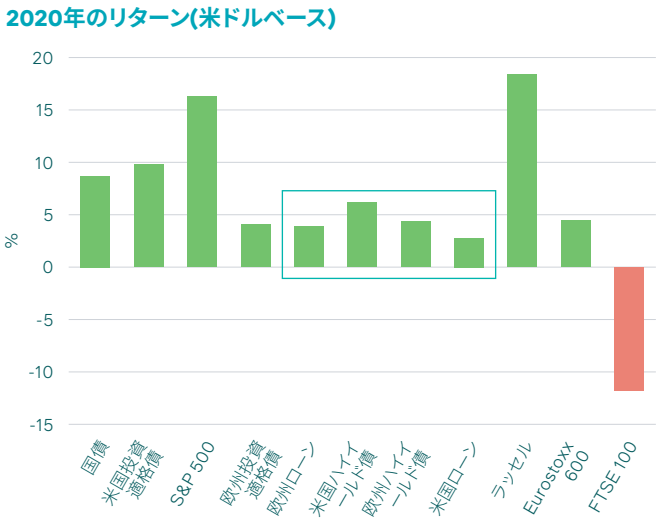


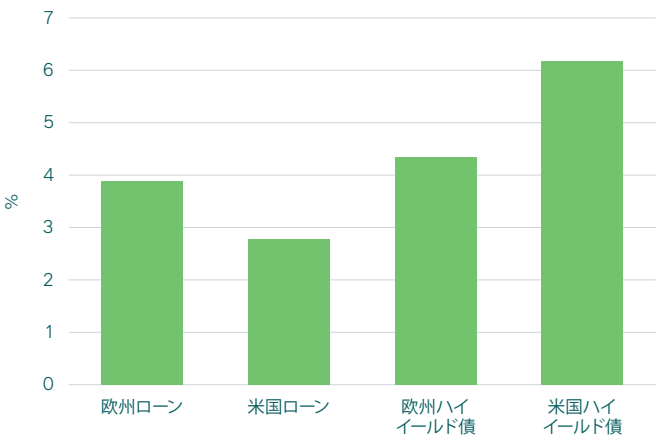
出所：CS WELLI (ユーロ・ヘッジ)、2020年12月31日現在数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

2020年の欧州ローンのパフォーマンスは他の資産クラスと比べてどうだったでしょうか。驚嘆に値するのは、ほとんどの資産の第1四半期の騰落率が2桁のマイナスであったにもかかわらず、通年では、原油と一部の欧州株式市場(特に英国のFTSE100)のみがマイナスでした(米ドルベース、**6ページ**の図表7を参照)。年の途中は値動き幅が大きく不安定であったにもかかわらず、通年ベースでは、ローンやハイイールド債を含め、ほとんどのリスク資産がプラスのリターンとなりました。

投資不適格級のパフォーマンスを詳細に分析すると、欧州ではローンとハイイールド債のリターンは近似していますが、米国ではハイイールド債が金利水準の低下と投資家の需要拡大、そして米連邦準備制度理事会(FRB)が投資不適格債を購入対象に加えたことによる新しいタイプの需要がスプレッドをタイト化させたのに対して、米国のローンは、金利の大幅な低下を受けてミューチュアルファンドからの資金流出が続いたことが影響して、パフォーマンスはそれほど良くありませんでした。米国のローンに投資するミューチュアルファンドと上場投資信託(ETF)の投資家は、年末には米国の投資家全体のわずか8%に減少しました。

図表7　欧州ローンとその他の資産クラスのリターン比較

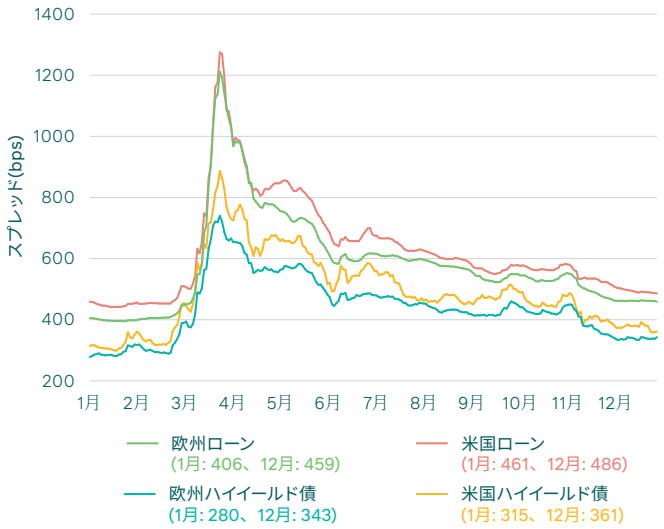




出所：Bloomberg, Credit Suisse、2020年12月31日現在比較を容易にするため、リターンは米ドル換算値。数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

価格は急上昇しましたが、ローンは引き続き魅力的な資産クラスであるとM&Gは考えています。欧州ローンのインデックスのスプレッドは2020年の最後の2か月で急激に縮小しましたが、それでも年末時点で459bps(平均残存期間を3年と想定)であり、これは年初の406bpsより依然高い水準です。

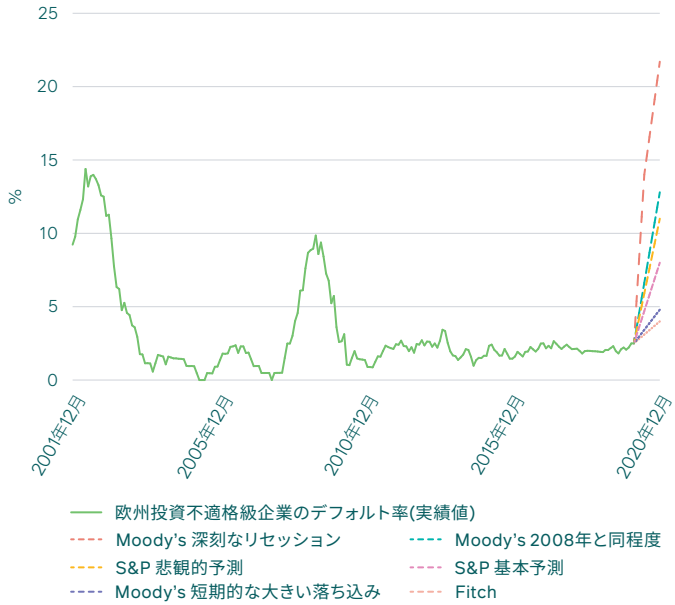
図表8　2020年におけるローンとハイイールド債のスプレッド推移



出所：M&G、CS WELLI、US leveraged loan インデックス (LLI)、3年ディスカウント・マージン、 Bloomberg (Merrill Lynch European HPIC high yield インデックス・スワップ・スプレッド、 H0A0 インデックス・スワップ・スプレッド)、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。

パンデミック台風の目にいる状態で、企業デフォルトの予想は、予想する人によって大きく異なり、なかには2008年～2009年の水準に達するとの予想もありました。

図表9　欧州投資不適格企業のデフォルト率推移と最悪時における格付け機関の予測



出所：M&G、S&P Global Ratings、Moody's、Fitch Ratings、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。

パンデミックが最悪期を迎えていたときは、プライベートエクイティのオーナーと多くの国によるさまざまな支援策が奏功し、米国社債こそデフォルト率が急上昇しましたが(7%)、欧州のローンと社債のデフォルト率上昇は小幅にとどまり、2020年通年では3%を下回りました。2020年は企業の流動性に焦点が当てられていた年であり、景気回復の速度にもよりますが、2021年以降は膨れ上がった債務に焦点が当てられると考えます。

過去を振り返ると、危機発生後の最初の1年は「問題となるのは常に流動性であり、返済能力そのものではありません」。パンデミック発生時に取る最初の対策は、無償資金の提供や増資ではなく、債務による資金調達であり(企業存続と現金確保のために利用可能な全てのクレジットラインを利用する)、その結果将来の潜在的な返済能力のリスクが大きくなります。債務は主に寛容で支援に積極的な銀行、ノンバンクやプライベートエクイティーのオーナー、そして一部では、国全体に対する支援の一環としての当局が供与した資金でした。前回の危機とは異なり、パンデミック収束後に貸手による急速な資金の引き上げが起きる可能性は小さいと思われます。

債務を増加させなければならなかった企業の状況は、債務を著しく増加させた政府の状況に似通っています。対GDPの債務比率は、米国で100%、ユーロ圏で110%にも上ります。しかし、過去10年間にわたる人為的な低金利と広範な流動性供給策により、信頼感が損なわれないという前提ではありますが、政府及び企業が債務再編の追い込まれる可能性はほとんどありません。最終的に債権者に返済する原資は成長と収益性から生じるものであるため、堅牢な企業評価(EV)を有することが必要であることは明白です。企業の債務増加(破綻)からステークホルダーを護るためには企業が成長する以外の方法はなく、レバレッジ解消に時間を要しているとしても、債権者の信頼が失われなければ、企業は存続できますが、過剰債務状態が継続することは悪循環につながり、ひいては新しい投資家の信頼を得ることができず、資金を調達することが困難になる可能性があります。しかし、政府債務と同様に、たとえ債務が多額であっても、その規模を投資家が許容せずに新規貸付や投資を拒否した場合にのみ問題になります。

欧州の企業にとって各国の支援策はどのように役立ったでしょうか

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10　欧州の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。

レバレッジローン市場においては、フランスのLBO企業が政府保証ローンによる調達に最も積極的であったように見えます。

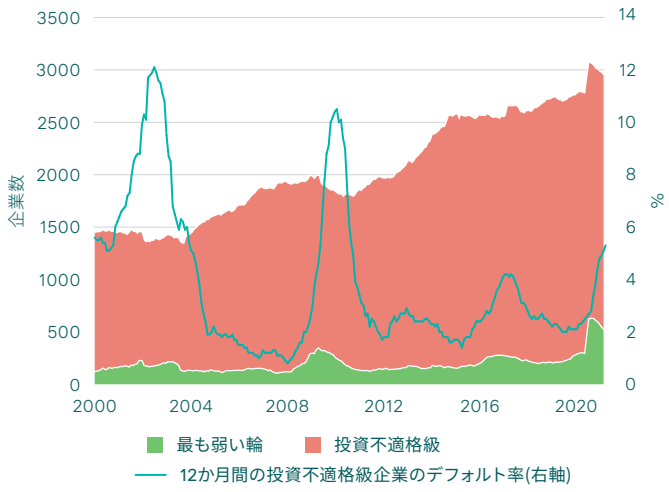
「最も弱い輪」と呼ばれるゾンビ企業

企業に対するローンは、多くは、2020年のマクロ経済が最も危機的であった時期に、企業の倒産を防ぎ、状況を安定させるために実行されました。これにより、資本、企業、ステークホルダーが護られました。これまでのところ、多額の債務を抱えることになった企業は、手元流動性とコストを適切に管理し、会社存続に集中し、利用可能な全ての流動性とクレジットラインを活用した結果、心配していたほど業績は悪化しませんでした。大規模な支援が目的としていたことは、世界金融危機後の大規模な企業倒産の二の舞を回避することでした。

しかし、ローンが企業を短期的に支えるだけのための制度であるならば、避けられない倒産の時期を先に延ばすだけであり、より高い生産性を有し、より良い雇用機会を提供する可能性のある競合企業の市場参入を阻害することになる可能性があります。そうなれば、支援策は意味をなさず、むしろ破壊的になります。現在、支援を受けた企業のなかには、このことが試されている企業もあります。

支援策と金融刺激策の効果により、世界の投資不適格級企業のデフォルト懸念は和らぎましたが、高債務企業のなかには、格付会社であるS&Pグローバルが「最も弱い輪[1]」と呼ぶゾンビ企業が存在し、その数は2020年に増加しました。

図表11　投資不適格級企業のうち「最も弱い輪」企業数が高止まりしている

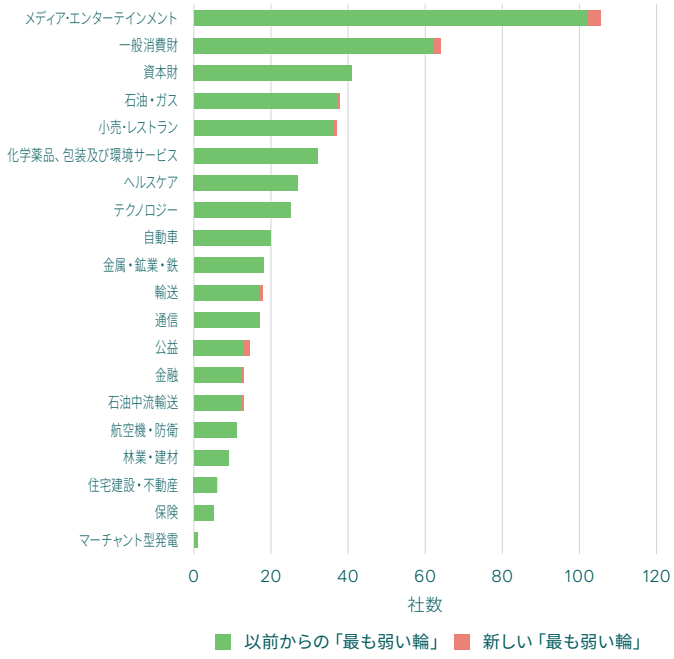


出所：S&P Global Ratings Research、S&P Global Market Intelligence's CreditPro 『Default, Transition and Recovery: Weakest Links Fall Amid Improved Funding Conditions』、2020年12月16日現在データは2020年11月19日現在、デフォルトのデータは2020年10月31現在数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

[1]S&P Global Ratings Research。「最も弱い輪」（鎖の一番弱い部分）とは、格付けが「B-」以下でネガティブ・アウトルック又は格下げ方向のCreditWatchにある企業を指す。

地域別で「最も弱い輪」企業の割合は欧州が世界全体の17%に対して、米国が最も高く、約71%に上ります。セクター別では、エンターテインメントと消費財だけで全体のほぼ3分の1を占めています。

図表12　「最も弱い輪」企業は2020年に増加ーデフォルトの可能性が高いセクター・業界



出所：S&P Global Ratings Research 『Default, Transition and Recovery: Weakest Links Fall Amid Improved Funding Conditions』 2020年12月16日データは2020年11月19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。

2021年の展望:『尺には尺を』

本章では、2021年のローン市場で注意すべき重要事項とリスク、2021年以降の重要と思われるテーマについてのM&Gの見方を概説します。

現在のローン利回りは持続可能か

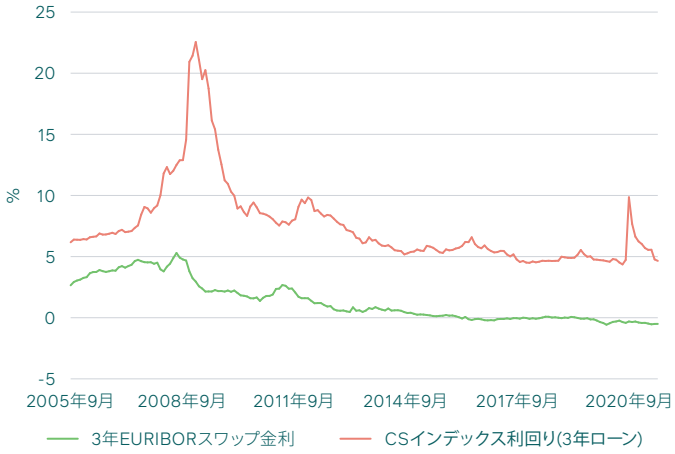
60兆米ドルに上る世界の債券市場のほぼ全ての債券の利回りは現在2%以下です。そのうち、国債のほぼ3分の1と投資適格社債の40%以上の合計18兆米ドルがマイナスの利回りです。したがって、投資家が利回りを求める姿勢を2021年も取り続けると考えるのはごく自然です。また、確実に利回りを獲得できることも引き続き債券投資家にとって重要なことです。このことから、機関投資家が主だった投資家層である、第1順位の担保権を有する欧州の変動金利ローンが適していると考えられます。

利回りが絶対に必要という投資家の需要は、信用スプレッドをさらに縮小させる可能性があります。しかし、それはボラティリティーが高まらないということを必ずしも意味するわけではありません。新型コロナウイルス感染者数の増加(及び変異)とワクチン接種との競争の行方が2021年の最初の数か月間の投資家のセンチメントを左右する可能性があります。また、たとえワクチン接種が順調に進み効果を発揮するようでも、政策支援が早期に縮小された場合や、EUが復興基金からの景気刺激資金の迅速な引き出しを止めることとなった場合、新たな混乱を招き、市場が不安定になる可能性があります。さらに、ほとんどの重債務国は、内政問題やポピュリスト政権が混乱を引き起こす可能性があり、特に南欧諸国の対GDPの債務比率の上昇は、2011年のEUの南北問題を思い起こさせるほどです。

企業存続に対する懸念のなか、2021年は、2014年～2015年にボラティリティーとデフォルト率(約5%)が共に上昇して以来、恐らく保守的で慎重な銘柄選択がアルファ獲得にとって最重要な要素になる初めての年になると思われます。

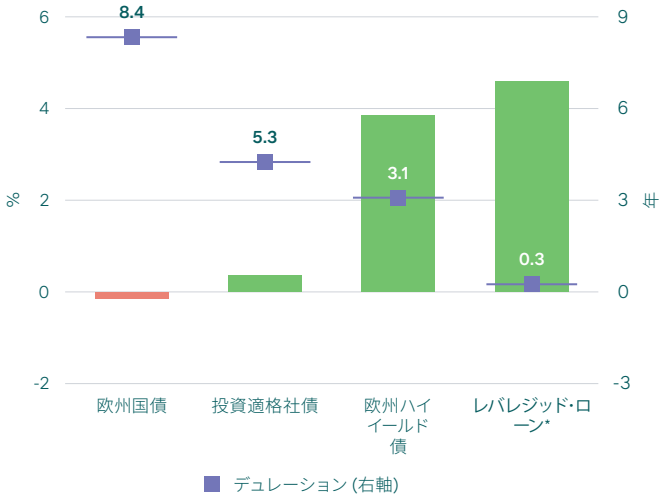
図表13　欧州ローンの利回り－対Euriborと対他デットとのスプレッド

欧州ローンの利回りとEuribor



出所：Bloomberg、CS WELLI 3年利回り、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。

欧州デット利回り

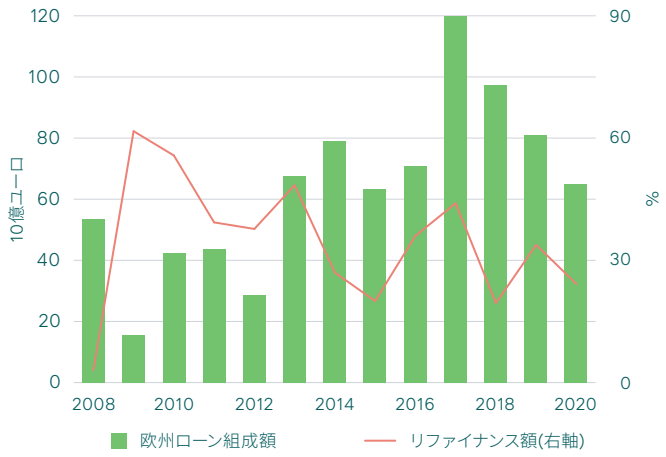


出所：Bloomberg、Merrill Lynch (EG00, ER00, HEAD)、2020年12月31日現在債券利回りと修正デュレーションは「最低利回り」ベース。*レバレジッド・ローンの利回りはCS WELLIインデックスの現在のスプレッド(Euriborが0%、4年後に価格がパーになることが前提)数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

新規ローン

2020年の欧州ローン組成額は2019年に比べて20%減少し、650億ユーロとなりました。これは、新規バイアウト案件が減少し、関連のローン組成が伸び悩んだことが要因です。リファイナンスの比率も24%と、2019年の34%よりも低下しましたが、新規案件のスプレッドが急拡大したため、タイミングを計っていた借手がリファイナンスに踏み切らなかったことによります。当然のことながら、Dividend Recap(配当原資の調達)案件の比率もわずか12%に減少しました。この状況は米国でも同様であり、ローン組成額は20%減少し、リファイナンスも37%から26%に減少しました。

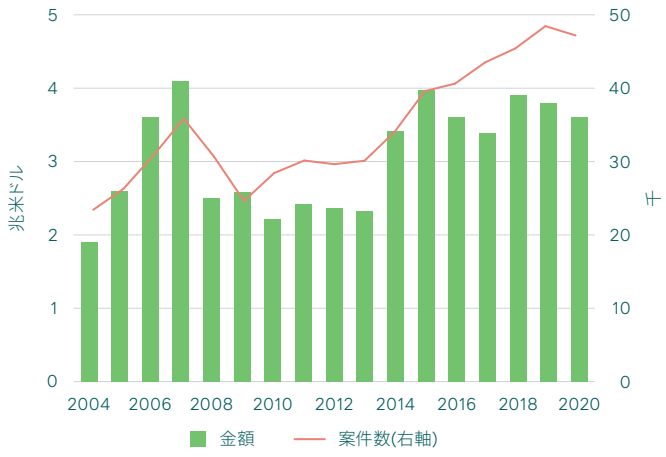
図表14　欧州のレバレジッド・ローンとリファイナンス案件の組成額



出所：S&P LCD、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&A案件が新規ローン組成に直結します(通常、6～12か月後)。2020年のM&A金額は3.6兆米ドルと、2019年から減少しましたが、減少幅はわずか5%でした。これは、バックエンドの性質上、M&A案件からローン組成が遅行するため、2021年に関してはローン案件の増加が期待できるものと考えています。

図表15　年別の世界の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。

欧州のM&A案件組成額は、2020年の下半期から2021年初めにかけて回復し、これからはタイミングをみている上場会社の非公開化(特に、株価が大幅下落した英国において。例えば、2020年のG4SやWilliam Hill案件)、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)が活発になるとM&Gは予想しています。投資先を探しているプライベートエクイティ資金は1.6兆米ドルに上っており、スポンサーは早期に投資を再開することにためらいはなく、このことはレバレッジド・ローン増加の予兆です。2021年年初のM&Aのパイプライン案件も多く、その他の条件が不変だとすれば、年間の組成額は大幅に増加すると予測されます。

実際、利用可能なプライベートエクイティ資金の額は、NAVベースのローン(対象企業の純資産価値のローン)の増加によって増えます。これは、NAVベースのローンを専門とする貸手による借入比率を考慮した貸出限度額査定で、ポートフォリオ全体の借入枠を増加させる効果があります。しかし、このスキームのかぎとなるのは正当な価値を算出することであり、ボラティリティーが高いことは、上場証券の市場価格を用いた評価を困難にします。

「小包を渡す」あるいは「continuation deals」とも呼ばれる手法による案件の増加が予想されます。このスキームでは、企業をスポンサー自らが立ち上げた別のファンドに売却します。2020年の実行額は350億米ドル相当に上りましたが(例：CapVest保有のフランスの製薬会社、EQT保有のエンタープライズソフトウェア企業IFS)、2021年の案件数は増加する可能性があります。欧州の大手業者であるSpringerNature(BCP)とVerisure(H&F)は、このスキームを検討していると報じられています。ただし、2社とも堅固できちんとした評価が必要とされています。

人気を博しているSPAC

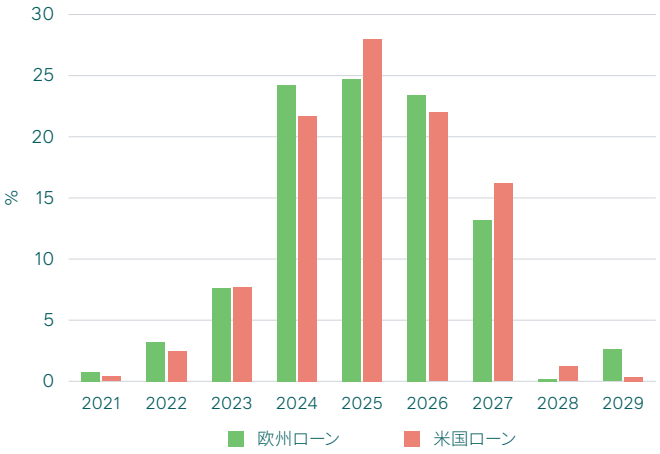
SPAC(特別買収目的会社)スキームは、2020年に出現し爆発的に増加したことを考えると、2021年もスポンサーの撤退が相次いだ場合、注意する必要のあるスキームです。SPACは規制の隙間をついたスキームであり、米国がその中心地です。直接上場はどんな会社でもできるものではないため、SPACは本質的に「買収企業」ではなく、高成長企業を上場させるためのルートです。超成長企業がこのスキームの主な利用者であり、直接上場とは異なり、経営陣は予測を使用して企業の未来像を描くことができます。また、案件実行と価格をより確実にすることが可能であり、直接上場と比較して上場までの期間を7～8か月短縮できます。したがって、ボラティリティーのある時期には魅力的なスキームです。

プライベートエクイティのスポンサーは、2021年にSPACへの売却により投資資金を回収できることを期待していますが、対象は高成長を遂げている特定のセクター、例えば、テクノロジー、スポーツの権利ビジネスに限定されると考えます。

リファイナンス

欧州と米国のローンの場合、大半の案件の満期までの期間が4〜6年であるため、当面リファイナンスを心配する必要はありません。したがって、リファイナンス案件は好機と捉える借手に限定される可能性が高いと思われます。

図表16　欧州・米国ローンの年別満期額比率



出所：S&P Global Market Intelligence、CS WELLI/US LLI、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。

ローンの需要

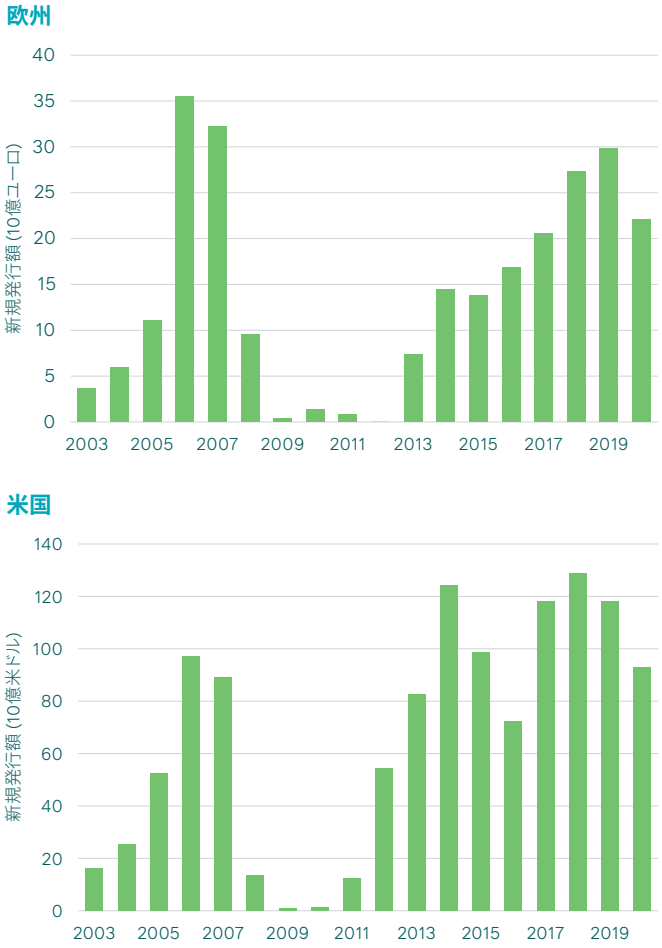
ローンがUCITS (EUの法律に従って設立・運用されている投資ファンド)の対象でなく、また中央銀行の資産購入プログラムに適格でないことから、過度の需要は発生せず、長期にわたってスプレッドは債券とは異なった動きをしてきました。

債務担保証券(CLO)は、特に米国では依然として需要を押し上げる重要なドライバーであり、CLOのアレンジャーによる欧州での購入額が50%であるのに対して、米国では少なくとも3分の2となっています。ただし、2020年に新たに設定された「クレジット投資機会」戦略、合同勘定、個別管理口座を運用する機関投資家も重要な投資家です。また、グローバルなファンドが再び欧州ローンの購入を始めた一方、アジアの投資家がローンを直接購入していることも報じられ、ローンに対する需要がさらに拡大しています。

CLOの組成額は、格付け推移の導入に対する懸念と新規ローン組成不足により、2020年通年では減少しましたが、第4四半期には回復を見せました。CLOは格付会社の影響が大きいため、格付け推移は2021年の新規組成額を左右する要因であり続けます。2020年春に拡大した新型コロナウイルス感染症に伴う格下げは悪循環を生み出し、CLOが自由に投資することが許容されている格付け水準を下回ることになりました(この状況が継続した場合、優先順位の低いクラスの利払いが一時停止されることになります)。

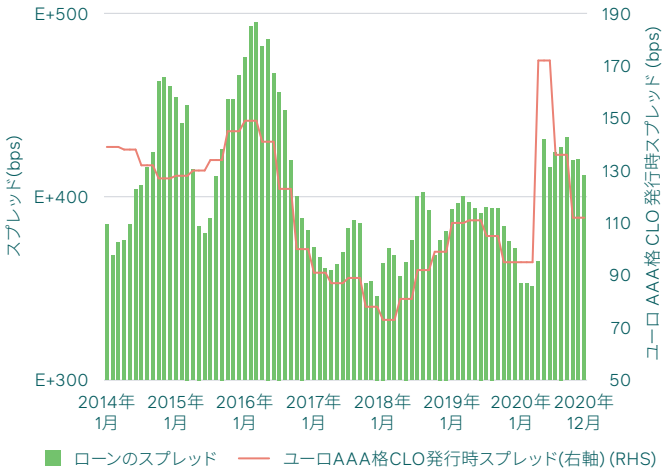
CLOの組成は、ローン格付けが安定したことと調達金利が大幅に低下したことを受けて足許では力強く回復しており、平均的なAAA格のローンのスプレッドはパンデミック以前の水準に戻っています。市場が落ち着いた状態にある限り、この状況は続くはずです。CLOの新規発行額は今年増加すると予想され、欧州のCLOに関しては、既に26件が第1四半期中に発行される予定です。

図表17　欧州と米国におけるCLO発行額



出所：S&P LCD、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。

図表18　新規欧州ローンのスプレッド



出所：M&G、S&P LCD、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。

過去においては、新規ローンのスプレッドは需要と供給が均衡していたことにより、比較的維持されてきました。2021年も、新規ローンのスプレッドは過去の中期的な傾向値である3.75～4.25%に収まると予想されます。欧州ローンは魅力的なリスク調整後リターンと高いインカム収入を提供する市場とM&Gでは考えていますが、果たして将来のリスクに見合ったリターンを提供しているのでしょうか。以下で詳しく解説します。

マクロ経済リスク

2020年は前例のないパンデミックと世界金融危機以来の高いボラティリティーであったため、市場は、政治的不確実性と経済成長の懸念により、全てのリスク資産の年次リターンがマイナス(欧州ローンは小幅なプラスリターン)だった2018年以来の荒れた市場となりました。しかし、2018年は、当時の企業デフォルト率が非常に低かったため、回復の速度が速かったのが特徴です。2021年に関しては、新型コロナウイルス感染症の危機が緩和される可能性がありますが、影響は暫く続くでしょう。

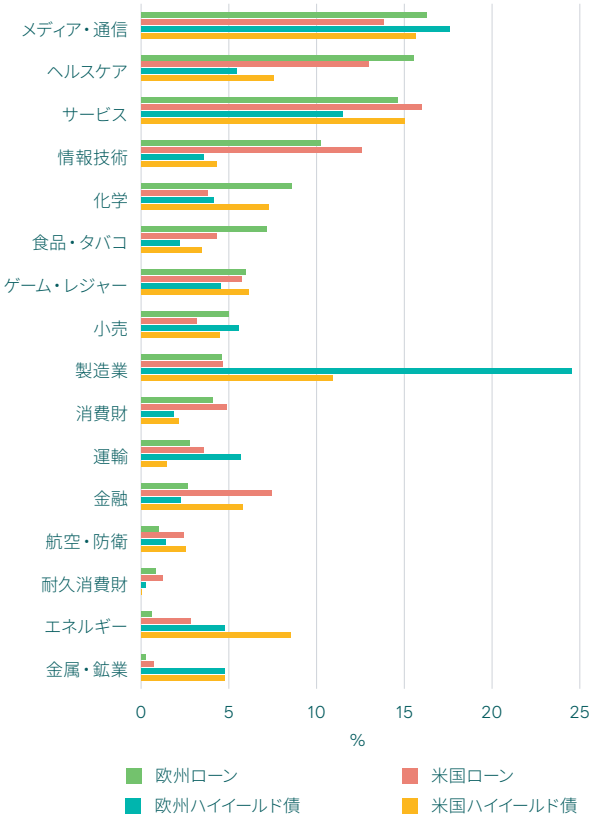
2021年末までに経済が「正常」な姿に戻るとは多くの人は予想しておらず、ユーロ圏に関しては、2022年半ば、遅ければ2023年まではパンデミック以前のGDP成長率に回復できない可能性があります。ウイルス蔓延と長引く影響は経済回復と人間の健康の両方に脅威をもたらしています。そして、ワクチン接種が人口のかなり割合に行き届くまでは、ロックダウンが繰り返し実施される可能性が残っています。高い失業率、消費者の習慣や行動の変化、企業と政府の重い債務負担に伴うリスクも無視してはいけません。

債務の増加

世界の政府債務(対GDP)が第二次世界大戦以来見られなかった水準に上昇するなか、パンデミック対策が主に融資の形で提供されてきたため、政府、企業、個人のいずれも、高債務の状態にあります。しかしながら、流動性が広く行きわたっているため、2021年中に大きな懸念に発展する可能性は低いと考えます。

欧州のローン市場は、メディア・通信、ヘルスケア、サービス・情報技術などのディフェンシブセクターに属する借手が半分以上を占めており、レジャーや小売などの消費者と接するセクターや長期的に衰退が考えられる製造業(自動車など)に対するエクスポージャーが多くありません。また、米国のハイイールド債市場とは異なり、エネルギーセクターへのエクスポージャーもごくわずかです。したがって、欧州のローン市場のセクター別分布は、債務水準の高さのリスクをある程度緩和するのに寄与していると考えます。

図表19　欧州と米国のおける投資不適格級企業のセクター別構成

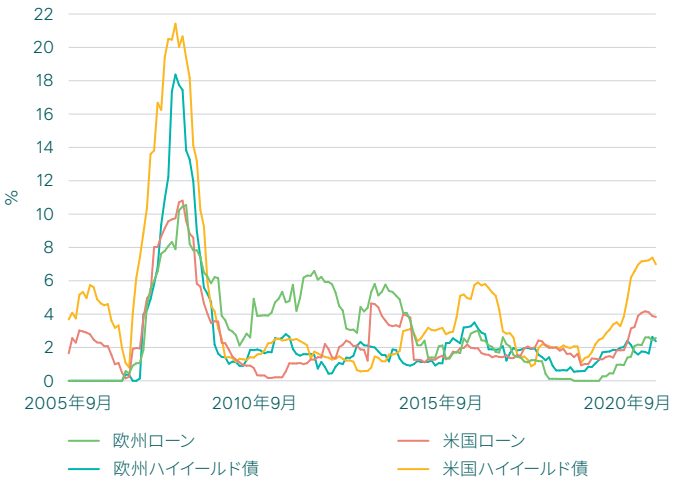


出所：M&G、Bloomberg、Credit Suisse、2020年12月31日現在
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

デフォルトと回収率

デフォルト率が上昇しているのは事実ですが、特に欧州では、パンデミック以前の低水準からの上昇であり、絶対的な率は決して高くありません。

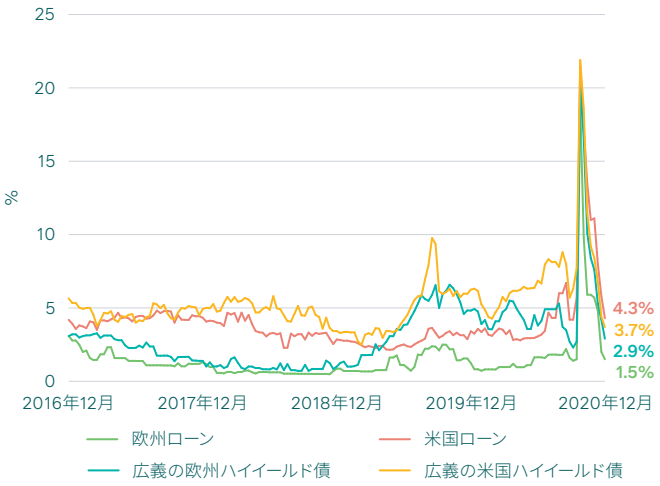
図表20　欧州と米国の投資不適格級企業の年別デフォルト率



出所：S&P LCD、S&P Ratings Direct、BofA Merrill Lynch (BofAML)、2020年12月31日現在欧州ローンのデータは2007年以降、米国ローンのデータは2005年以降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。

そして、現在の市場価格は今後のデフォルト率が低いことを示唆しています。

図表21　欧州と米国市場においてディストレスト水準で取引されているローンと債券の比率

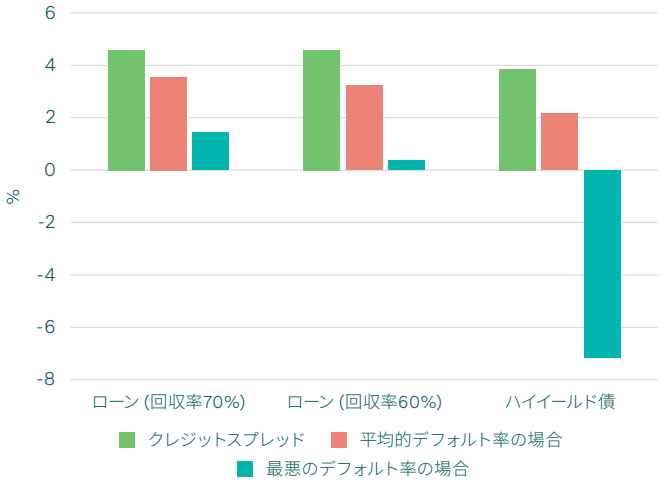


出所：Credit Suisse European Credit Trades & Themes、2020年12月31日現在セカンダリー市場で80未満の価格で取引されているローン・債券の比率
数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

一方2020年12月に実施されたローン市場関係者調査では、欧州ローンのデフォルト率が4%、米国ローンが5〜6%というのがコンセンサスでした[2]。

2021年年初の投資不適格級ローン・債券のスプレッドは、2020年の年初に比べて拡大しており、デフォルトリスクの上昇をある程度補っていると思われます。担保付きのシニアローンは、仕組み上、貸手のダウンサイドリスクが軽減されているのに加え、(通常は無担保の)ハイイールド債と比較して歴史的に回収率が高く、良好な損失調整後スプレッドを提供しています。

図表22　欧州ローンとハイイールド債のスプレッドとデフォルト率を勘案したスプレッド



出所：M&G、Bloomberg (BofA Merrill Lynch High Yield (HPIC)アセットスワップスプレッド)、CS WELLIインデックス　3年DM、2020年12月31日現在2008年-2020年におけるS&P、Moody'sのローン・債券のデフォルトデータS&P、Moody's、M&Gデータに基づき、回収率を債券は40%、ローンは60%/70%と想定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。

今後のローンの回収率が過去平均である70%と同様と想定し、欧州ローンのデフォルト率が4%に上昇するという基本シナリオでは、計算上追加的に必要なスプレッドは20bpsとなります。一方では、S&Pのよる投資不適格級全社(つまり債券発行体を含む)の広範な予測[3]では、2021年9月までに米国のデフォルト率が9%に、欧州では8%に上昇するとなっており、今後は債券のデフォルト率が上昇することを示唆しています。

[2]出所：S&P LCD調査、2020年12月15日

[3]S&P Global Ratings 『Default, Transition and Recovery: Weakest Links Fall Amid Improved Funding Conditions』 2020年12月16日

予想デフォルト率は予想する人によってかなり異なりますが、2020年春のパンデミック台風の目の中での予想よりも劇的に上昇することはないというのがコンセンサスです。欧州ローンの現在のスプレッドは当時に比べて50bps以上拡大しているため、現実的なデフォルトシナリオにおいても十分に採算が合うプレミアムがあるように思われます。米国のローン市場はBB格の比率が高い(約30%)という面はあるものの、2020年の年末におけるスプレッドは年初に比べて20bpsの拡大にとどまっており、欧州とは事情がやや異なります。

企業のレバレッジが上昇していることは紛れもない事実ですが、潤沢なキャッシュフローと依然として高水準にあるEV(企業価値)／EBITDA倍率は、レバレッジが高いというリスクを軽減していると思われます。欧州企業のインタレストカバレッジ比率は、債務返済のための総コストが低いことを受けて、試算ベースとはいえそれほど低下せずに、歴史的な高水準(ローンでは4.7倍)にとどまっています。また、プライベートエクイティーのスポンサーは新規バイアウト案件では高い出資比率(約50%)を維持しており、既存の投資先を支援するために高水準の手元流動性を保持しています。

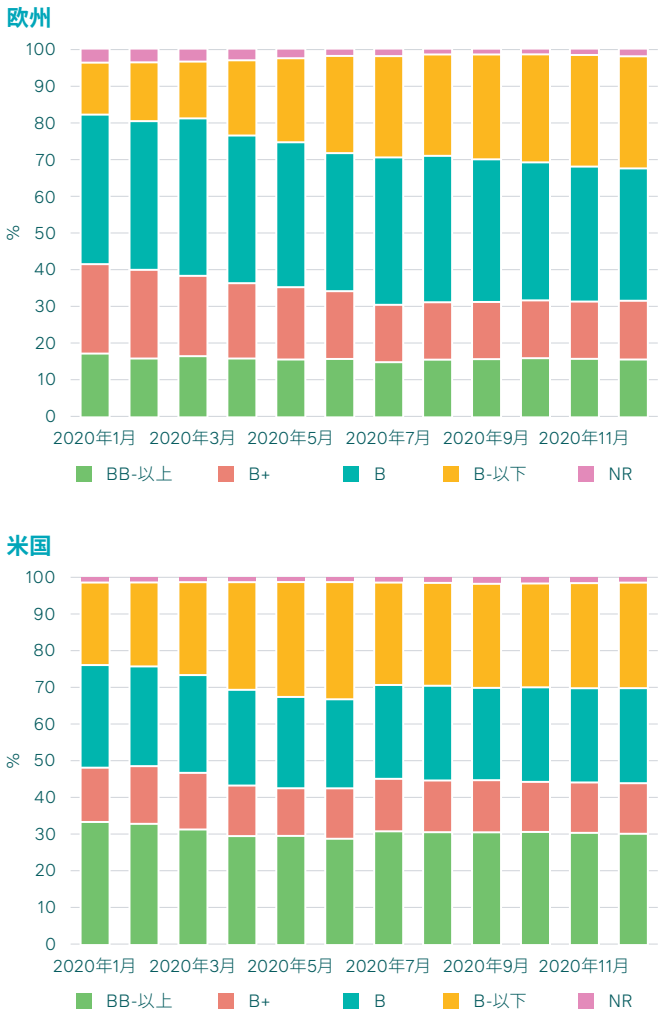
ローン市場における重要な投資テーマ『素晴らしい新世界』

本章では、パンデミック後のローン市場にとって重要な要素について詳説します。

企業の格付け

S&P LCDのデータによると、欧州のレバレッジドローンの借手の格下げ社数は第4四半期に入り鈍化しましたが、格上げ社数に対する格下げ社数の比率は高いままです。2020年の欧州企業の格付け分布の最大の特徴は、「B」企業数の比率が2020年年初の14%から約30%に上昇したことでしょう。この比率は米国のローン市場と同水準です。前述したとおり、欧州では消費者と接するセクターの比率が低い一方、多くの新規案件で格付会社が採用した「試算ベース」EBITDAモデルにより、急激に格付けが引き下げられた企業が散見されました。

図表23　格付け別の欧州と米国ローン市場



出所：M&G、S&P ELLI・LSTA、2020年12月31日現在市場価格に基づく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

今後は格付けよりも、セクターのアロケーションと個別の銘柄選択がローンのパフォーマンスと全体のリターンを獲得するために重要であると考えています。

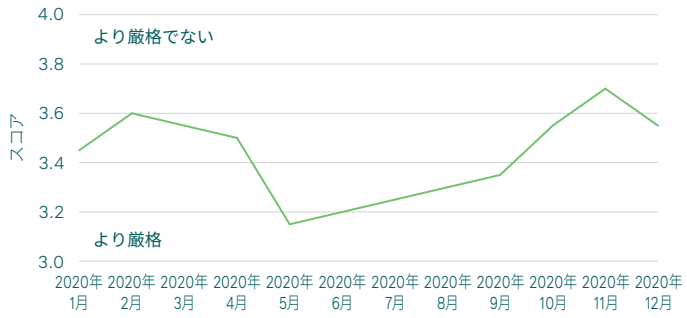
ドキュメンテーション

案件ストラクチャーと融資条件を精査することは、これまでと同じように重要ですが、ドキュメンテーションも同様に重要であり、ここでは、新型コロナウイルス感染症の危機以降のローン市場で見られた(新しい)ドキュメンテーションの傾向と行動様式について解説します(次ページの「焦点を当てる:ポスト新型コロナウイルス感染症におけるローン・ドキュメンテーションの傾向ー新たなリスクと注意点)を参照)。

焦点: ポスト新型コロナウイルス感染症におけるローン・ドキュメンテーションの傾向－新たなリスクと注意点

2020年はパンデミック発生に対応して貸手がドキュメンテーションを厳格化する動きがありましたが、厳格さは長続きしませんでした。

図表24　欧州ローンードキュメンテーションの総合スコア



出所：Fitch Ratings 『Covenant Review』、2020年12月31日現在総合スコアは3か月移動平均値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。

唯一の例外は、EBITDAの調整です。すなわち、相乗効果とその他のコスト削減効果の合計額の上限を、あらかじめ定めたEBITDAに対する一定比率とすることが一般的でした(従来は上限なし)。さらに、相乗効果に売上を含めることは、原則として「コミット済みの案件」に制限されていました。つまり、発表済み、あるいは実行中の案件のみを含めることができるようになりました。

リスクの芽となりうる要因

2020年には、業績の悪い企業が、自らが選んだ貸手に、第1抵当権付きローンを純資産価格よりも安価で売り戻す独占的権利と引き換えに、スーパーシニアのローンの供与を受けるという問題視されるような取引例が散見されました。現金の授受を伴わないこのスキームでは、債務者がデフォルトに陥った場合、スーパーシニアローンの貸手は他の第1抵当権付きローンの貸手よりも優先的に弁済を受けられることになります。このスキームは、第1抵当権付きローンの全ての貸手にスーパーシニアローンのスキームを利用した救済策に参加する権利が与えられるpro-rata sharing(プロ・ラタ、比例配分を受ける権利)という「不可侵の権利」を犯しています。このような「上位化」スキームは、Serta Simmons、Boardriders、Trimarkの案件で見られましたが、全て米国ローン市場でのものでした。

今のところ、欧州ローン市場でこのようなスキームは見られておらず、英紙フィナンシャル・タイムズはこのスキームを「貸手による暴力」という巧みな言い回しで表現しています。

このスキームを欧州に適用するのは困難です。なぜならば、ほとんどのシニアローンは、買い戻しにあたって全ての貸手に対して依頼をするプロセスとなっているからです。また、同価格で複数のオファーを受け入れる場合は、通常、プロ・ラタで配分することが定められています。このプロセスを経て初めて、借手は相対(あいたい)でローンを買い戻すことができます。 それでもなお、同じシンジケート・ローンの他の貸手よりも条件が有利にしてはいけないなどの制約があります。

さらに、欧州ローンのドキュメンテーションは通常、債務交換の原資を「貸手が許容する」手段に限定しています。具体的には、1)増資、 2)劣後ローン、 3)手元流動性、4)投資家への支払いが認められている資金、です。ただし、案件のなかには、あらかじめ定められたあらゆる形式の債務の使用が認められている案件もあり、これらでは債務交換が可能になります。

債権者間協定(IA)では、異なる債権者クラスの相対的なランクと弁済順位が定められており、重要な契約書式です。企業がスーパーシニアローンを新たな債権者クラスに追加しようとしても、失敗するでしょう。通常、債権者間協定に修正を加えるには、全ての貸手の同意が必要です。すなわち、欧州ローンで使用されているほとんどのドキュメンテーションは、米国で使用されているものとは根本的に異なるということです。

ただし、注意を要する場合もあります。最近の案件のなかには、債権者間協定に「hollow tranche(ハロー・トランシェ)」条項が織り込まれているものがあります。この条項は、組成時にはスーパーシニアのトランシェを作ることを想定していなくても、将来的に同トランシェを追加することを可能にするものです。

債務者が自ら行う債務再編

これまでのところ欧州では、ある企業の債務保証の対象としていない子会社が、担保に提供していない資産を担保として債務を負うことを許容していますが、このような柔軟性のあるスキームは流動性を必要とする企業が緊急時に限って現金を準備するために使用されるものでした。ただし今後、このような「長期負債管理スキーム」は、正式な債務再編のプロセスを経ることなく債務を恒久的に削減しようとする企業の一部が試みる可能性があります。

2020年が「流動性確保」の段階であったのに対して、今後は企業が存続問題に直面した場合、問題解決のために挑戦的な行動を取ることは十分に考えられます。債務の再削減がオーナーや経営者の検討課題になるかもしれません。経営者にとっては、行使価格がかい離したインセンティブ・プランに取り組むことはあまり面白くないかもしれません。

どのようにしてリスクの芽を発見するか

ドキュメンテーションに次のような事項がある場合は注意を要します。

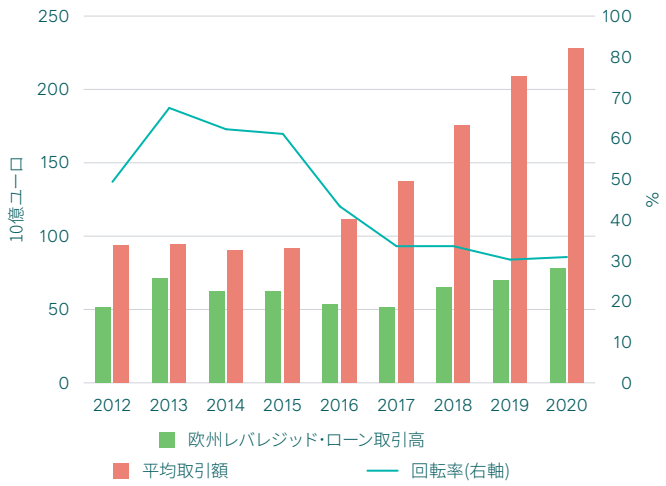
- 大幅に債務を増加させることが可能な場合
- 無保証企業の債務増加に上限が設定されていない場合、ならびに、そのことを債権者間協定と結び付ける要件が限定されている場合
- 担保条件が弱い場合
- 担保提供できる対象が広範すぎる場合

市場の流動性

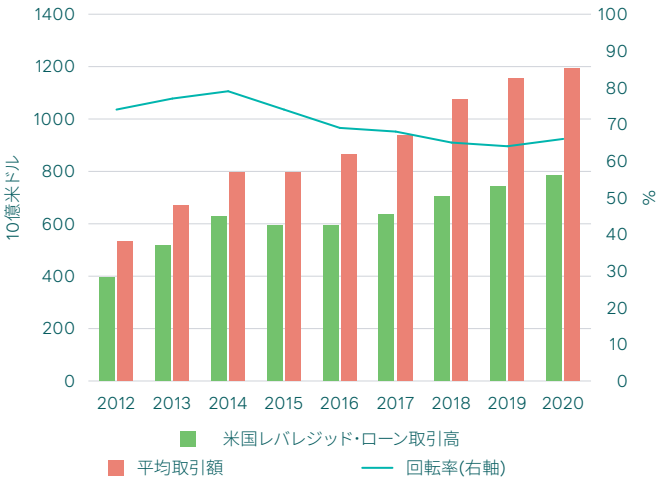
セカンダリー市場におけるローンのビッド・オファーのスプレッドは依然として長期平均よりは広く、2020年第1四半期にはハイイールド債のスプレッドよりも大幅に広くなり、一時的ですが、世界金融危機時のスプレッドさえ上回りました。その後の政府による金融支援策などにより、全てのセカンダリー市場は正常な状態に回復しました。ただし、欧州ローンは他のクレジット市場と異なり、パニックが始まった当初数週間においても、ローンの投資家による強制的な売却が見られなかったのが特徴であり、暫くの間スプレッドが拡大したままであったにもかかわらず、年を通した売買回転率は欧州市場が40%、米国市場が60%と、長期平均とほぼ同じでした。

図表25　欧州と米国のレバレジッド・ローンのセカンダリー市場における流動性

欧州レバレジッド・ローン取引高



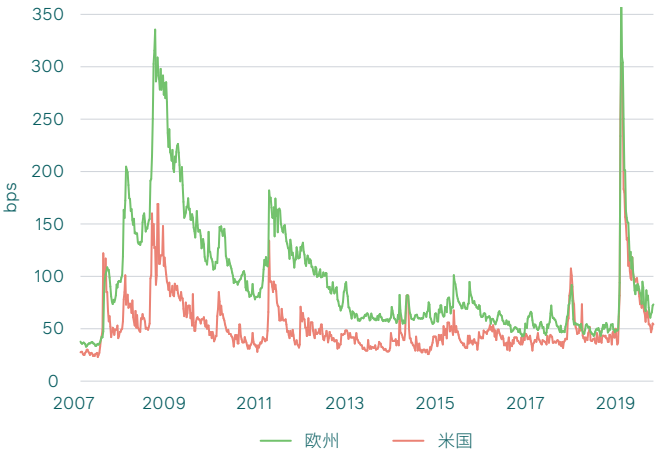
米国レバレジッド・ローン取引高



出所：S&P Capital IQ LCD、Thomson Reuters LPC、Loan Market Association、LSTA Trade Data Study、2020年12月31日現在。注：欧州の2020年第4四半期と米国の2020年12月のデータは入手できなかったため、年間換算しています。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。

今後は、市場のボラティリティーが再び上昇したとしても、ビッド・オファーのスプレッドは通常状態と同じ60bpsに戻り、回転率にも大きな変化が起きないと考えます。

図表26　欧州と米国の流動性の高いローンのビッド・オファーのスプレッド

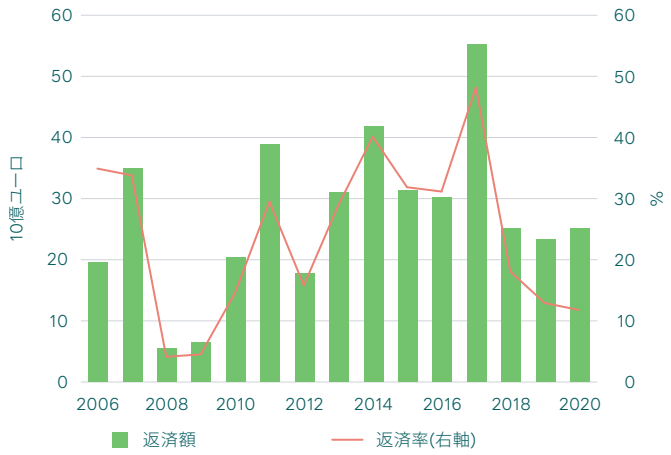


出所：S&P LCD、2020年12月31日現在数値は過去の実績であり、将来の結果を保証するものではありません。

期限前返済

2020年の返済率は12%(2019年は13%)であり、中期平均の年率25%を下回っています。セカンダリー市場ではローン価格が依然としてパーを下回っています(CS WELLIは年末時点で97.4)。今後はM&A案件の大幅な増加が予想され、それに伴って、既存案件のキャピタルゲインの確定(IPOを含め)を図るスポンサーが売却時にローンを期限前返済するため、返済率は回復すると考えます。パンデミック発生による影響を除外しても、2017年のM&Aが活発であったことを反映して、ここ数年の返済率は標準的な返済率を下回っています。2017年に実行されたバイアウト案件は、プライベートエクイティーのポートフォリオのなかで成熟段階にあり、そろそろリサイクルの時期を迎えるため、2021年の期限前返済率は大きく回復すると予想されます。

図表27　欧州ローンの返済額と返済率



出所：S&P LCD、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。

ESGが果たす役割と軌跡

ローン案件を成功させる秘訣は、第1抵当権によって十分に保全されたストラクチャーで(これは絶対条件です)、事業分野で確固たる市場プレゼンスと長期的な高いバリュエーションが明白で、長期間にわたって持続可能な企業を対象にすることです。

ESGの「G」であるガバナンスに関しては、貸手は、投資先企業が責任感をもって全てのステークホルダーを尊重し、支持するESG哲学に沿って倫理をもって財務管理を継続するよう常に目を配ることが必要です。これには、財務慣行を含む疑わしい行動を注意することも含まれます。このことに関して、欧州の投資家は、ロビー活動を行う機関である欧州レバレッジド・ファイナンス・アソシエーション(ELFA)を通じていくつかの成功を収めています。新型コロナウイルス感染症に伴い収益が減少した企業が、コベナンツ違反にならないように(違反と認定された場合、投資家の同意が必要になる)過度に収益を調整(「EBITDAC」と呼ばれています)することは容認できないことを公表したのは、その一例です。セクターのなかには、全ての企業の売上がほぼゼロになったものもあるため、EBITDAはほとんど意味をなさなくなりますが、EBITDAC調整は空想の域にあります。

新型コロナウイルス感染症が広範に影響を与えているため、全てのステークホルダーに対して注意を払う必要があります。プライベートエクイティ戦略は新型コロナウイルス感染症が収束した後に影響を受けないでしょうか。企業は以前と同じようにコストを削減できるでしょうか、また従業員への配慮を増やす必要があるでしょうか。

ESGの「S」の重要性は、新型コロナウイルス感染症発生後に高くなりました。世界的な健康危機のなかで、従業員の安全(及び全く新しい方法で従業員をウイルスのリスクにさらさない)、オフィス閉鎖と即座に移行したテレワークに伴う(人とデータの)セキュリティに焦点が当てられています。このような前例のない経験の後の、平等性、信頼、回復も考慮しなければならない事項であることは明らかです。「信頼」は以前も現在も、融資における非常に重要な「ソフト」な要件です。あるステークホルダーの利益を別のステークホルダーの利益より優先させるために、グレーの領域を意図的に解釈することを、見過ごしたり、無視したり、記録しないことは許されません。

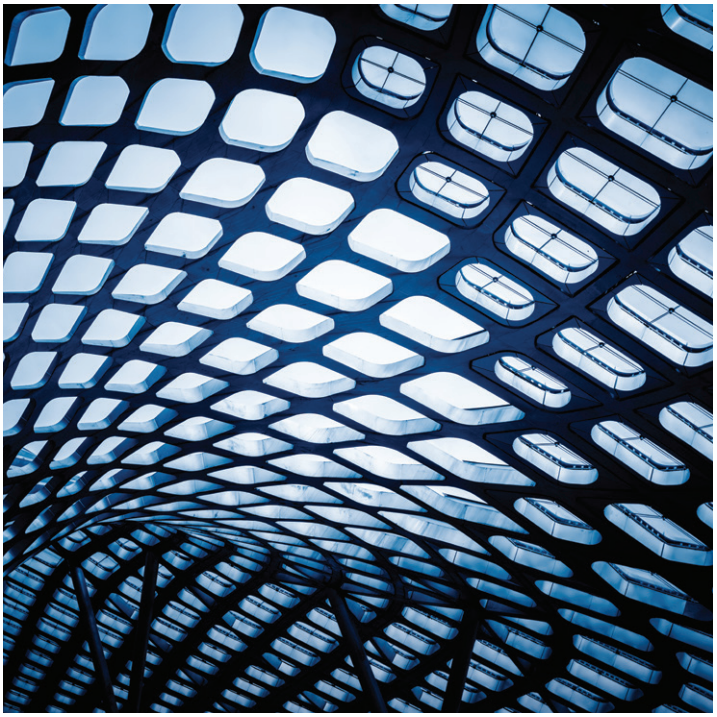
危機の間、あらゆることに対する平等性が前面に押し出されました。一例として、男女の賃金格差が緩和されていると報じられていますが、複数の試算によれば、新型コロナウイルス感染症危機により格差解消が30年後退した可能性があるとのことです[4]。現実的には、女性は依然として子供や両親の世話をせざるを得ないため、多くの働く母親は無給の休暇を取得するか、一時的に仕事を辞めて、家族の面倒を見なければなりません。

次に、パンデミック発生を受けて、気候アジェンダが新たに注目されています。目標の設定、開示、行動に移すことにおいて勢いが付くことを願っています。ESGの「E」を推進するためのロビー活動は、ローンを含む金融市場に浸透しています。

新世界に対処できる株主と経営陣は、考え方が一(いつ)で、協力を惜しまないステークホルダーを見つけることができると思われます。

英国のスチュワードシップコード

2020年1月に発効した英国の新しいスチュワードシップコードには、スチュワードシップ活動の強化と、議案に対する投票の意思決定について、より詳細な報告義務が盛り込まれました。企業はまた、事業に影響を与えうる重要なESG課題に関する詳細情報を開示する必要があります。法令で定められてはいませんが、同意する資産運用会社と資産所有者は、公募、私募を問わず、株式、債券、インフラストラクチャー資産を含む全ての資産クラスにおいてスチュワードシップとエンゲージメントをどのように行使したかを説明することが求められています。英国の年金規制当局は、年金基金の受託者に、規範が遵守されているかのチェックを奨励しています。



[4]出所: The Fawcett Society

焦点：ESGと持続可能性－最近の事情と今後の展開

広範にわたる健康危機を受け、これからは自然資本と人的資本に人々の目が向けられることになると思われます。つまり、気候変動とダイバーシティ＆インクルージョン(多様性・包摂)が論じられることが多くなると思われます。気候変動については、2021年に、企業、金融機関、政府の多くによる、とりわけ重要な転換点となりうる2021年11月に開催されるパリ協定COP26会議に向けて、より強力で新しい気候変動に対する重大なコミットメントを期待できるでしょうか。投資家向けの規制(例えば「持続可能な金融情報開示規則(Sustainable Finance Disclosure Regulation 「SFDR」)、次章「EU規制にとって重要な1年」を参照)と、特に二酸化炭素排出削減目標の設定と定量的な排出量の開示に関するロビー活動による圧力は、2021年にESGを推進させる可能性があります。

パンデミックにより自動化は加速しており、その結果、社会の不平等は大きくなる可能性があります。M&Gは、民間企業を含め、ESGリーダーをなることを謳っている人々による包摂や平等を促進する具体的な行動を期待しています。

また、ローンのスプレッドをESG指標にリンクさせる価格設定が採用され始めていることに注目しています。この方式が、重要なリスクに実際にはほとんど対処していないにもかかわらず、表面上の数値だけで資金調達コストを下げるための策略としてではなく、真に借手やスポンサーによる強いコミットメントの開示になることが期待されます。

ESGはハイイールド債市場においても、発行体によるデータ開示とESGに対する真剣な取り組みが増すことで、重要な役割を果たし続けています。ただし、民間の貸手は債券投資家よりも債務企業とのつながりが緊密であり、自らもESG関連の問題に取り組む機会が増加しています。

EU規制にとって重要な1年

SFDRは3月に発効し、投資運用会社はESGを運用プロセスにどのように統合したかの開示と、投資の持続可能性に関する詳細を公開することが求められるようになりました。規制に関する数値基準は2022年まで導入されず、また、インパクト投資を明確に謳った戦略(第9条)や持続可能性戦略(第8条)の開示要件の追加など、今後明確にする必要のあるルールはまだあります。

欧州委員会はまた、EUの気候目標を達成するために必要な民間投資の導入を目的とした「意欲的で包括的な」持続可能な金融アジェンダの最新の内容を今年の3月に公表することにしています。グリーン・タクソノミー(分類枠組み)の第1段階が2020年中に導入される予定ですが、持続可能性の開示に関する規則の追加だけでなく、新しい内容が盛り込まれることが期待されています。

ほぼ同時期に、EUは、欧州の大企業のESG開示に課している非財務開示指令(Non-Financial Reporting Directive 「NFDR」)の内容の見直し計画についての詳細を公表する予定です。

期待しましょう。

規制の動向

破産制度の変更－欧州は米国連邦倒産法第11章と類似した法規制の導入を検討していますが、導入はそれほど容易ではありません。

英国では、破産法改正によって新たに導入された「スーパースキーム」により、「クラス(債権者順位)間クラムダウン(不利な立場にある劣後債権者が1グループでも賛成すれば、他の反対を押し切ってでも再建計画を債権者たちにのませることができる制度)」が可能になりました。これは、債務再編にあたり、影響を受ける全クラスの債権者による合意を必要とせず、また、シニアクラス債権者は合意内容が迅速に実行されるためにジュニアクラス債権者に条件を課すことができます。

2019年に導入された予防的債務再編の枠組みに関するEU指令では、全てのEU加盟国は、占有継続債務者(debtor-in-possession「DIP」)、モラトリアム、クラス間クラムダウンに関する規定を法制化することが求められています。目的は、米国連邦倒産法第11章に近い、債務者とシニア債権者に有利な基準に移行することです。しかし、現実には、各国は指令に則さない法律を定めようとしています。英国は、古くからの法制、判例法の歴史、ファイナンス及び破産の歴史に基づく確立された法制度で一歩先んじています。英国のスキーム・オブ・アレンジメント(組織再編制度、Scheme of Arrangement)及び再建計画(Restructuring Plan)は非常に柔軟性があるため、他国比信頼でき、判決内容が予測可能であることを理由に、貸手は債務再編案件の適用法を英国法にすることを選好しています。

2020年はディストレスト企業の債務再編案件が散見されましたが、2021年は、債務の株式化のような大げさなものによるのではなく、M&Aなどの手法での「ストレス」企業の債務再編が中心になると考えます。レバレッジが高くなっているなかで、急速に構造的に変化している市場を最終市場とする、問題を抱えるセクターは、大きな危険をはらんでいる可能性があります。2020年3月にパンデミックが発生したとき、経済は急激かつ深刻に落ち込むみ、その後は急速に回復することは、市場関係者が共有する見解でした。現在の危機に長引く兆候が現れており、時代遅れのビジネスモデルが生き残るのは困難な状況にあると考えます。

Libor(短期指標金利)の移行

Liborの使用停止は依然として世界的な課題です。銀行と投資家は、2021年末までの段階的な廃止に備えて、可能な限りの対応策を講じる必要があります。2021年は、大半の英ポンドと米ドル建ての既存ローンの指標金利が変更されることで忙しい年になりそうですが、ローンの決済で問題が生じないとも限りません。英ポンドと米ドル建てローンのドキュメンテーションの指標金利移行に関する条項の改定が進んでおり、条件を充たした場合(Liborの使用停止、又は停止以前)は、事前に合意した新しいリスクフリーレートへ自動的に移行される旨明記されるようになりました。ただし、昔の案件の多くは、Liborの廃止についての条項はあるものの、具体的な「継承策」についての説明や規定が不十分であり、対応は決して容易ではありません。この種の案件数は膨大であり、換算率やその計算方法についての詳細がないのが通常です。事務を正常化する対処策として、ローンのエージェント(貸手の指示で行動する)と借手が、案件ごとに「誠実な交渉」により移行方法の詳細について合意する必要があります。

幸いなことに、欧州ローンの大半が使用しているEuriborは存続します(内容は変更されましたが)。SONIA(英ポンド)とSOFR(米ドル)から算出されるターム(長期)金利は存続しますが、ローンのセカンダリー市場では、恐らく、各通貨のIBORは直前の実績値に置き換えられ、新指標金利とIBORの過去における金利差を調整することになると考えます。 □

https://www.mandg.com/investments/institutional/ja-jp

当ウエブサイトは英国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。

M&G Investments

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。FEB 21 / W531701
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、それを意図表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。