



# プライベート・クレジット - 今笑って、後で泣く？



## アンドレス・スキーバ

ブルーベイ米国債券ヘッド

RBC ブルーベイ・アセット・マネジメント

2023年7月

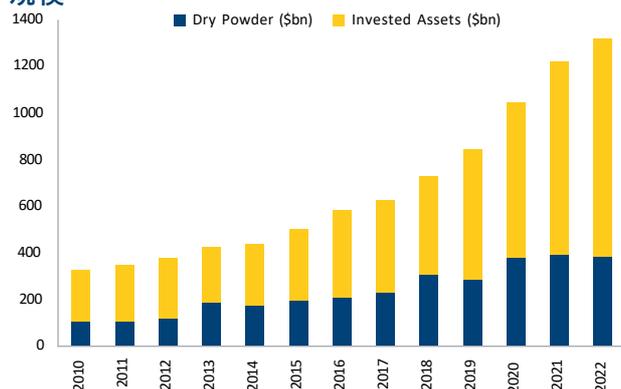
米国ハイールド債はリスクの高いプライベート・クレジットに代わる魅力的な選択肢だと考えています。

米国の景気後退の可能性に直面している投資家は、状況が落ち着くまで、レバレッジド・ファイナンスを避ける正当な理由付けをすることが出来るでしょう。このような見方は理解できるものの、特に米国ハイールド債市場において、このようなセンチメントは共有しがたいと考えています。なぜなら、償還を迎える債券は限られており、世界金融危機（GFC）以来で最も低いレバレッジを示しているからです。

しかし、最近、顧客とのミーティングや投資家カンファレンスの場で、全く異なる見解に出くわしました。様々な投資家が、不確実な経済見通しに直面するなか、公社債市場を避けてプライベート・クレジットを強く選好していることです。このような見解には問題点があり、誤った方向にあるかもしれません。当レポートでは、この見方に賛同できない5つの主な理由を示し、リスク調整後ベースでは逆のアプローチが優れているということを詳しく述べたいと思います。

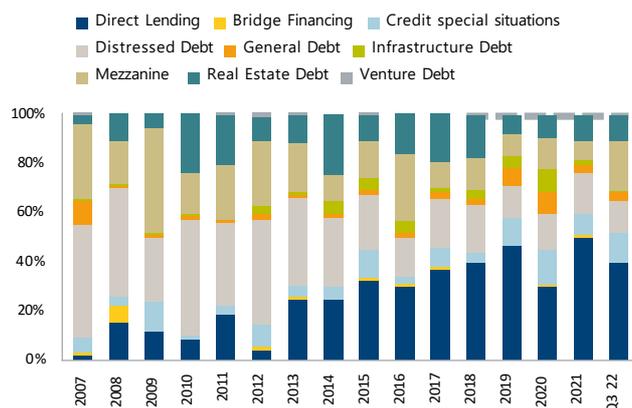
その理由を説明する前に、まずは基本的なことから始めましょう。Preqinのデータによると、プライベート・デットの運用資産は1.4兆米ドルに近づいています。そのうち約3分の1はダイレクト・レンディングとなっており、IMFのデータでは、ここ数年で資金調達約半分はダイレクト・レンディングによるものとなっています。その他のプライベート・デットのユニバースには、ディストレスト債券やスペシャル・シチュエーションなどの様々な戦略があります。当レポートのコメントは、主にダイレクト・レンディングに関するものです。

## プライベート・クレジット（ドライパウダーを含む）は 今やハイールド債やレバレッジド・ローンに匹敵する 規模



出所: Preqin.

## 近年、プライベート・クレジットの資産増加の大半を占めるダイレクト・レンディング



出所: IMF, Goldman Sachs, Preqin, Pitchbook LCD.

# プライベート・デットよりも公募ハイールド債を選ぶべき5つの理由

## 1. ダイレクト・レンディングの投資家から資金を借りる企業はある理由により、それまで公募市場にアクセスできませんでした。

資金調達のためにプライベート・デット市場を利用する企業は小規模である傾向にあります。かつては、売上高10億ドル以下でEBITDA1億ドル以下の企業が標準でした。このような企業は小規模で分散を欠いており、通常、景気後退の影響に対して脆弱な傾向がありました。そのため、公募市場はこうした事業への資金提供に後ろ向きでした。

### 「景気後退が目前に迫っている現在、小規模の企業が晒されている脆弱性は一つ消えていません。」

過去と比較しても小規模の企業を支援してきた貸し手の銀行（特に地方銀行）でさえ、米国の規制当局がレバレッジド・レンディングに規制をかけたため、融資から手を引かざるを得なくなりました。通常、銀行は新基準に適合させるために、融資の少なくとも50%を開始から7年以内に、キャッシュフローから返済することを要件としなければなりません。そのため、小規模の企業は別の資金調達先を検討せざるを得なくなり、そこでプライベート・クレジットの貸し手がその機会に参入しました。

景気後退が目前に迫っている現在、小規模の企業が晒されている脆弱性は一つ消えていません。経済状況が不透明な時にバランスシートを保護する様々な手段を持ち、より大規模で分散されている、ハイールド債を発行出来る企業に対して、こうした小規模の企業を選好する論理は成り立ちません。

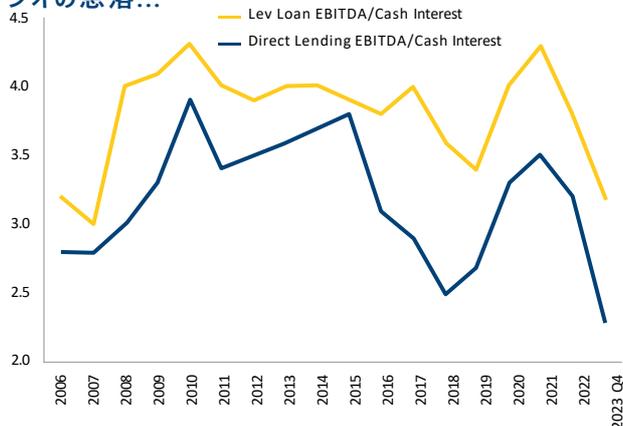
## 2. プライベート・デットのポートフォリオに組み込まれる企業にとって、資金調達コストは致命的な負担となり、レバレッジ解消のためのキャッシュフローが残されなくなります

米国金利の急激な上昇は変動金利市場にアクセスするプライベート・クレジットの借り手にとって、大きな悪影響を及ぼしました。ほとんどの借り手は年率10%を超える資金調達コストを支払っています。さらに、FRBはインフレ圧力を抑制するために高水準の金利を維持する意思を示していることから、この状況がすぐに変わることはないでしょう。つまり、企業は金利コストの大幅な増加により、キャッシュフローの創出が損なわれる可能性に直面しています。その結果、借入枠の満期が近づけば近づくほど、キャッシュフローが生み出されない中で、過剰レバレッジの資本構造に伴うリスクが大きくなります。

このダイナミズムは、ミドル市場の借り手のEBITDAインタレスト・カバレッジ・レシオの急激な低下によって確認出来ます。Pitchbook LCDのデータによれば、ヒストリカルにカバレッジは3~4倍の範囲で穏やかに推移してきたものの、現在、この主要な比率はかろうじて2倍を超える程度にとどまっています。

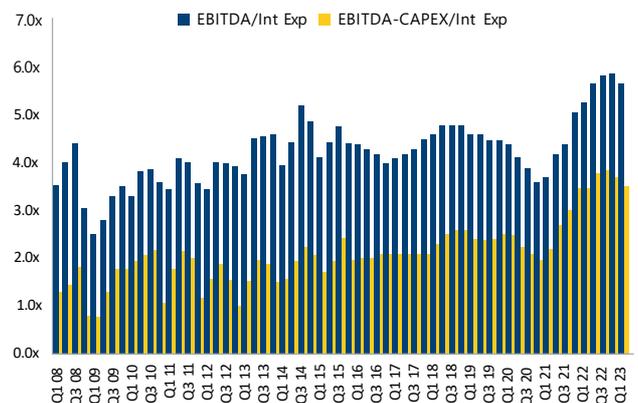
米国ハイールド債の平均の資金調達コストは6%を下回っており、新型コロナ後の低金利の時期に発行体が借り換えや償還を行っています。このため、過去18ヶ月間に新規銘柄の供給が急激に減少しました。新発債の発行量は来年に入っても低調なままであると見られることから、平均クーポンが大幅に再設定される見込みは当面ないでしょう。

### ダイレクト・レンディングにおけるインタレストカバレッジレシオの急落...



出所: Pitchbook LCD, UBS. Note: Middle market loans used as representative of direct lending loans.

### ...一方、米国ハイールド債のインタレストカバレッジレシオは過去最高水準に迫る



出所: JP Morgan.

### 3. プライベート・デットのデフォルトのピークは10%を超え、米国ハイールド債はその半分にとどまる可能性があります。

ハイールド債のデフォルト・サイクルに関する従来の予想では不況時のデフォルト率は10%以上とされています。ミドル市場の借り手のキャッシュフロー創出と財務の柔軟性が限られていることを考慮し、救済は（多くの場合）1つの貸し手に依存していることを組み合わせると、10%以上の債務不履行が予想されることは十分に根拠があります。この分野で組成される取引の多くはコトランシエでの発行で、資本構成上、プライベート・デットの下に損失を吸収する証券がありません。その結果、これらの投資の回収に対する期待は、公募市場の有担保トランシエ投資と比べて劣る可能性が高いでしょう。この見方を裏付けるように、現在のサイクルでは、レバレッジド・ローンのデフォルトがハイールド債のデフォルトを大きく上回っており、プライベート・クレジットの借り手は、大規模な公募レバレッジド・ローン市場の借り手よりも状況は悪化しているはずで

これとは対照的に、ハイールド債のデフォルトは過去の景気後退期よりも大幅に少なくなると予想しています。これにはいくつかの特徴的な理由があります。

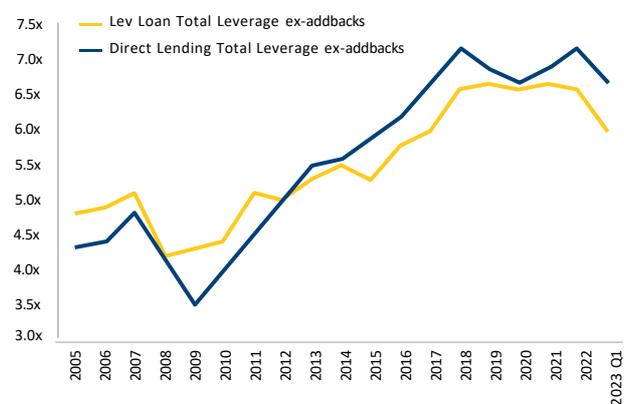
第一に、米国ハイールド債の償還の壁は、過去の水準からすると非常に小さい金額です。今年の残りの期間の償還は200億ドル以下で、2024年には約500億ドルが償還を迎えますが、1.4兆ドルの米国ハイールド債のごく一部です。要するに、今後数四半期でデフォルトが起きる可能性はほとんどないでしょう。

第二に、米国ハイールド債のレバレッジは4倍以下であり、世界金融危機以来で最も低い水準となっています。これは総レバレッジ（アドバックを除く）が平均6倍を超えているダイレクト・レンディング市場とは対照的です。

最後に、投資家が債務不履行を予想していたビジネスモデルに問題を抱える企業の多くが、2020年には既に債務不履行に陥りました。タイミングは不透明だったものの、デパートや伝統的な有線企業のように「オールドエコノミー」の発行体が多く含まれていました。2020年の新型コロナ危機がその終焉を加速させました。その結果、今では、再び景気減速に向かうための準備は比較的に整っています。別の言い方をすれば、デフォルトをしそうなゾンビ企業は残っていないと見ています。

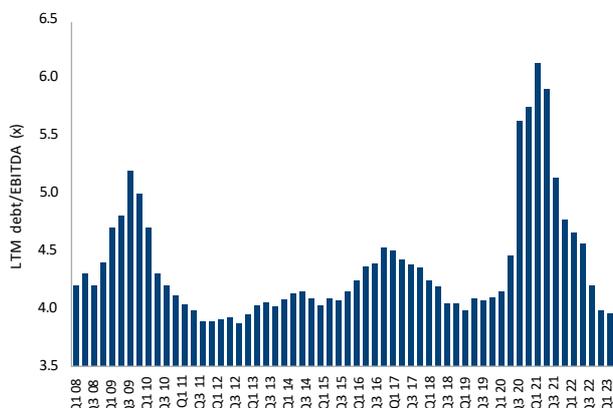
### 「ハイールド債のデフォルトは過去の景気後退期よりも大幅に少なくなると予想しています。」

ダイレクト・レンディングのレバレッジ（アドバックを除く）が数年来の高水準に迫る



出所: Pitchbook LCD, UBS. Note: Middle market loans used as representative of direct lending loans.

米国ハイールド債のレバレッジは世界金融危機以来最低に



出所: JP Morgan.

### 4. プライベート・デットを魅力的なものにしてきた要因の多くが最近になって悪化しています。

時価会計がないことはよく知られたことですが、投資家がこの分野に惹かれた理由はいくつかあります。かつては、プライベート・デットの投資家は、より優れたコベナンツ・パッケージを得られ、魅力的な債権者の保護を受けていました。近年、プライベート・クレジットに資金が殺到し、引受基準が緩和されたため、こうしたパッケージが大幅に弱まったと多く指摘されています。

プライベート・クレジット投資のもう一つの利点は、レバレッジド・ローンに比べて大幅な上乘セスプレッドが得られることでした。5年前であれば、300bpの追加報酬を簡単に得られました。貸し出し競争の結果、ここ最近ではレバレッジド・ローンに対して100~150bpの上乗セスプレッドしか提供しておらず、場合によっては同水準になることもあるため、優位性は大きく低下しています。

## 5. 本当に良い企業に投資をしていますかという、質問に対して投資家は、競争力のある運用者を選んだと回答します。

最後のポイントは純粋に直感的なものとなりますが、重要なポイントだと考えています。アセット・アロケーターとの会話では、「プライベート・デットでは困難に直面しているが、盤石な運用者を選んだ」という言葉を繰り返し耳にしてきました。多くの人々が競争力のある強力な運用会社の選定能力を主張する中、全員が正しいということは事実上は不可能であり、今後の景気減速によって、様々なプライベート・クレジット・マネジャーのパフォーマンスに顕著な差が出るでしょう。ここ数年のプライベート・クレジットの成長の大きさを考えると、今後多くのストラクチャが圧力におかれた場合、破裂が起きるかもしれません。キャッシュフローが枯渇し、レバレッジが高くなり過ぎて、プライベート・クレジットの投資家は全てのポートフォリオ事業を救済する気がない、あるいは救済できないという、火元が一度に手に負えないことになった場合、こうした状況になる可能性があります。

利回りが約9%で、レバレッジが大幅に低く、平均信用格付けがB+である米国ハイールド債市場と比較してみると良いかも知れません。また、流動性の低い投資にとられることなく、この資産クラスを出入りすることもできます。時価評価のボラティリティはあるかもしれませんが、価格の透明性から恩恵を受けることもできます。一方、ダイレクト・レンディング・ファンドは、貸出先がノン・パフォーマンスと判断されるまでにローン評価を下げる事はめったにないため、慢心に陥りがちです。最後に、発行体がトラブルに見舞われた場合に頼ることが出来る投資家のプールは広範です。これは景気後退期には大きな違いをもたらすかもしれません。

**「ここ数年のプライベート・クレジットの成長の大きさを考えると、今後破裂が起きるかもしれません。」**



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド金融商品取引業者 関東

財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パレリット・ファイナ	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスクが替変動

リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上