

エマージング市場

長期の投資目標達成のため、 低流動性クレジットに目を向ける

Mihai Florian

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2021年4月



イントロダクション

2020年のボラティリティの高い市場環境をくり抜けたにも関わらず、長期目線の欧州機関投資家は引き続き大きな困難に直面しています。ある調査によれば、66%の年金基金がマイナスのキャッシュフローであると認識しているほか、足元ではキャッシュフローがプラスであるものの、5年以内にマイナスになることを想定している基金も53%にのぼっています。また、実質金利が歴史的な低水準にあり、バリュエーションの伸張への懸念が投資家の悩みの種となっているまさにそのときに、新たなリスクベースの健全性モデルによって保険会社に要求される責任準備金は高まり、結果として保険会社の投資における自由度が制約されています。

過去10年間の間に、多くの機関投資家は低流動性及びプライベート市場のクレジット戦略（プライベート・クレジット戦略）に目を向け始めました。当初は米国で見られた動きが、その後欧州に広がり、ポートフォリオのボラティリティを抑えながら利回りを上げるための魅力的なオルタナティブ資産として注目されてきました。しかし、そのような資産クラスですら限界を見せ始めました。低金利環境が引き続き目標リターン達成の重石となり、魅力的な投資先を巨額のドライパウダー（待機資金）が追い求め、多くの戦略がさらに信用力の低い投資先を追求することを余儀なくされています。

過去12ヶ月程度で見られたディストレスト戦略の急増は、リスク許容度の高い投資家にとっては新たな投資機会を提供する可能性があります。そのような投資配分が可能な投資家は限定的でしょう。

当レポートでは、投資家はその投資対象を、伝統的な先進国市場（DM）から、選択的に広範に広げるべきであると考え理由についてご紹介します。投資対象としてより広範な地域に目を向けることで、長期目線の投資家は、リターンを大きく押し上げ、潜在的なリスクを高めることなくデュレーションの短期化を可能し、魅力的かつ未だ十分に注目されていない投資機会にアクセスすることが可能になると考えています。

ブルーベイでは、クオリティの高いエマージング市場（EM）の低流動性クレジットは、独立した投資として、もしくは既存のプライベート・クレジット戦略を補完するためのタクティカルな資産配分として、多くの潜在的な価値を提供することが出来る資産クラスであると考えています。比較対象となるDMの資産よりも、低いレバレッジ比率と短いデュレーションで、2桁のリターンをもたらす可能性を秘めていると考えられているためです。

エマージング低流動性 クレジット戦略とは



EM 優良企業の
ローンに注力
（セカンダリー、
ニュー・マネー、ス
トレス銘柄）



グローバルなEM
市場の投資機会
を捉える
投資ユニバース



外貨建てのみを
投資対象とし、
シニア担保付を
選好



リターンの
主な源泉は
インカム収入と
キャピタル・ゲイン



市場の変調や
一時的な
ミスプライスを
積極的に捉える

プライベート・クレジット戦略の台頭は投資家のポートフォリオを一変

多くの機関投資家にとって最初のプライベート・クレジット投資となったのは、いずれも先進国を対象とした中堅企業へのダイレクト・レンディング戦略や、メザン及びディストレスト戦略でした。

図1は、過去10年間で巨額の資金がグローバルのプライベート・クレジット市場に投じられたことを示しており、この間のネットIRRの平均は8-9%でした。ディストレスト戦略は平均的にやや高いリターンをもたらし、15%超のリターンとなった戦略も多くありました。ただし、この間のクレジット・サイクルは全般的にそのような戦略に追い風とは言えず、確たる数字上の裏付けはないものの、多くのDMディストレスト戦略が、EMの投資機会に資金を振り分けることでそのような環境に対応し、リターン押し上げを狙ったようです。

キャッシュフローの必要性が予測できる長期目線の投資家は、低金利及び高ボラティリティの今日の投資環境下において、利回りを追求する上で多くの個別の試練に晒されています。

DMでは、過去10年間の実績を踏まえ、投資家の間でのプライベート・クレジット戦略に対する支援的な見方が強まっています。

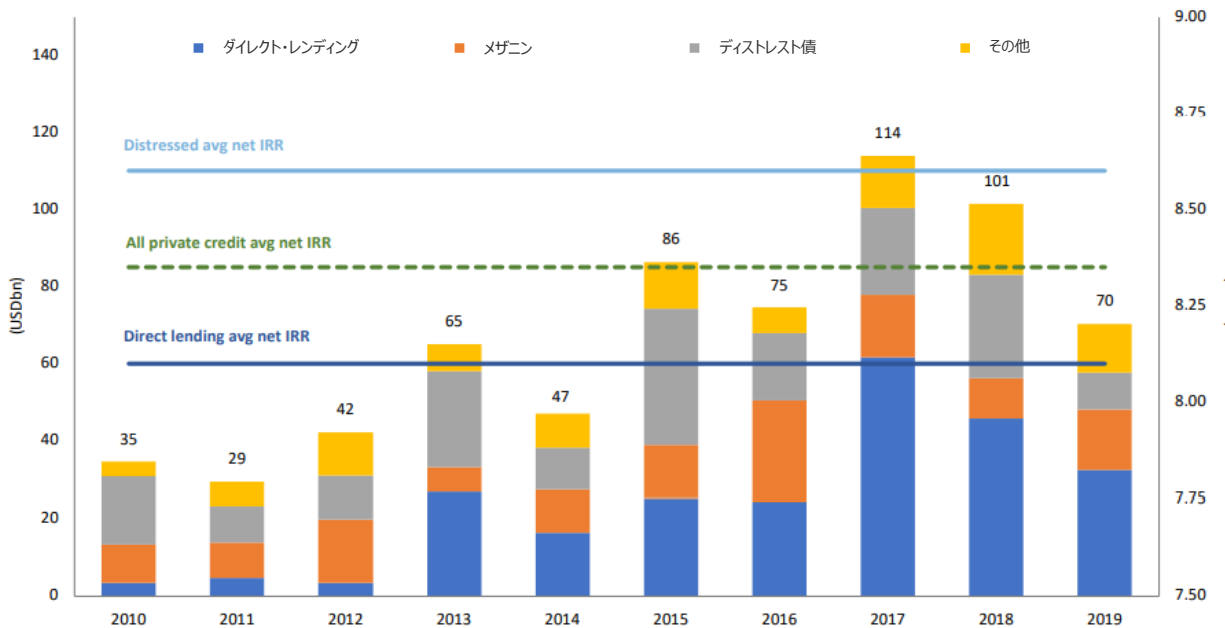
Preqinのデータでは、ドライパウダーが足元で1,000億米ドル近く積み上がっていると推定されています。しかし、このような関心の高まりは同時に、DMにおける「非流動性プレミアム」の低下につながり、一般的なダイレクト・レンディング戦略の目標IRRは5-9%の水準となっています。

2桁のリターン獲得を目指す長期投資家にとって、DMクレジットにおける選択肢はより限定的となっています。その唯一の例外としてディストレスト市場における投資機会が挙げられ、ここでは新型コロナウイルス関連の市場の変調によって、新規の戦略が多く立ち上がっています。

リターン獲得のための投資機会は刻々と変化していますが、インカム及び利回りへのニーズは高まる一方です。例えば、マーサーの「2020 European Asset Allocation Insight」によれば、年金基金の3分の2は、基金のキャッシュフローがマイナスであると認識しているようです。リターンが抑制され、投資適格の低リスクな選択肢が減り、より高価になっている中で、大幅にリスク特性を引き上げない限り、これらの年金基金が負債に対応することはさらに困難になっていく局面が予想されます。

DMでは、過去10年間の実績を踏まえ、投資家の間でのプライベート・クレジット戦略に対する支援的な見方が強まっています。

図1：戦略別の投資資金の推移及び実現ネットIRR



出所：Preqin、2020年12月末

投資意義

保守的なリスク特性を維持しながら、リターン向上を可能にし得るオルタナティブ資産

EM低流動性クレジット市場には、信用リスクを大きく落とすことなく、EM優良企業のローンへの投資を通じて追加的なインカムを獲得するための投資機会が存在するとみています。

流動性を失うことを前提に（エクイティとクレジットの双方で）プライベート市場への投資が増えていることと同様に、DMに特化した戦略からのEMへの投資も今後拡大していくと予想しています。

DMに特化したプライベート・クレジット戦略のリターン低下への圧力や、巨額のドライパウダーの存在を踏まえると、長期投資家はEM低流動性クレジットへの投資を検討すべきであると考えます。プライベート・クレジットのポートフォリオのわずか5-10%をEM低流動性クレジットに振り分けるだけでも、以下が期待できます。

- ・ プライベート・クレジット戦略のポートフォリオのリターンの50bps程度の押し上げ
- ・ パフォーマンスな銘柄にフォーカスすることで、信用リスクに対する保守的なアプローチを維持
- ・ 全体のデュレーション及び金利リスクを低減
- ・ 低相関の資産クラスの導入

表1では、EM低流動性クレジットの主要指標を他のプライベート・クレジットの戦略と比較しています。デイトレスト戦略と同程度のリターンとなる可能性がありながら、他戦略と比較してレバレッジは低く、デュレーションが短いといった特徴があります。また、資産クラス単体での魅力に加え、広範なプライベート・クレジットのポートフォリオにおいても価値のある役割を果たすとみています。同様の流動性特性を有する他の戦略と異なるリターンの源泉を持ち、低相関であるためです。

魅力的なリスク・リターン特性をもたらす要因

1. **クレジット・リスク:** EM企業のEBITDAレバレッジ（純債務÷EBITDA；平均的に2倍から4倍）は、DMのプライベート・クレジット戦略が投資対象とする企業（5倍以上）と比較して低い水準にあります。
2. **ドキュメン上のプロテクション:** 今日のDMローンの大半が「コベナンツ・ライト」である一方、EMでは、貸し手が財務コベナンツや借り手に対する制約を付帯させることが可能で、法域を適切に選択すれば、仮に借り手企業がデストレストに陥ったとしても良好な回収率が見込めます。
3. **2桁のリターン:** EM低流動性クレジットは、2桁リターンをもたらす可能性を秘めていると考えます。
4. **ESGインテグレーション:** EM投資においては、実用的かつ応用的なアプローチを用いて銘柄選択やデュー・デリジェンス、エンゲージメント活動にESG要素を組み込むことが、DM投資よりもさらに、良好な投資結果や優れたリスク/リターン特性につながりやすいと言えます。また、多くのEM企業にとって代替的な資金調達手段が少ないという現状から、ESG関連の取り組みにおいて貸し手側がより影響力を発揮しやすい傾向にあります。
5. **豊富な投資機会:** 取引可能な外貨建てのEMシンジケート・ローンの発行額は、年間で1,000億から2,000億米ドルにのぼります。
6. **EMローン市場における競合の少なさ:** EMローン市場への投資を目的とした資金の募集はかなり限定的で（絶対及び相対の双方の観点から）、潜在的なリターンに対する既存の運用者の影響力が保たれていません。
7. **安定的なデフォルト&回収率:** 過去の実績を見ると、EM企業のデフォルト率及び回収率はDM企業と比較して遜色なく、近年の指標ではいずれもEM企業がDM企業よりも良好な内容となっています。



**EM低流動性クレジット戦略で
想定するポートフォリオ特性**

- 主な投資対象はEM市場全体の中堅から大手企業
- 主要な信用指標（例えばレバレッジが2-4倍程度など）やESG要件を満たす投資先
- 同等のリスクのパブリック銘柄に対して2-3倍のスプレッド
- ポートフォリオの大半がシニア担保付になると想定
- 主要金利上昇への耐性が期待できる変動金利のローンを想定
- 繰り上げ返済や期日前返済を想定
- パブリック市場の比較対象と比べて短い投資期間
- 外貨建てのみを投資対象
- 英国法のドキュメンテーション

表1: DMプライベート・クレジットとEM低流動性クレジットのリスク調整後のリターン比較

	プライベート・デット	ディストレスト	インフラストラクチャー	EM低流動性クレジット
リスク - レバレッジ	5倍以上	7倍以上	6倍以上	2-4倍
リスク - ドキュメンテーション	弱い - 中程度	NA	強固	強固
目標ネットリターン	5-8%	12+%	2+%	12+%
投資期間	5年超	5年超	7年超	2-3年

出所: Preqin, BlueBay Asset Management, 2021年3月

広範なポートフォリオの中でEM低流動性クレジットへの配分を検討する

表2及び表3は、長期投資家が既存のDMプライベート・クレジット戦略のポートフォリオの一部として、EM低流動性に資金を配分した場合のケース・スタディを示しています。既存のポートフォリオでは、プライベート・クレジット市場で最も一般的に用いられる3つの戦略（ダイレクト・レンディング、ディストレスト、インフラストラクチャー）を組み入れていることを想定しています。

表2: 長期投資家の一般的なDMプライベート・クレジットの投資配分

	配分%	目標リターン	リスク*	デュレーション(年)
ダイレクト・レンディング	40%	6.0%	中-高	5
ディストレスト	20%	12.0%	高	6
インフラストラクチャー	40%	3.0%	低	8
合計	100%	6.0%	中-高	6.4

出所: BlueBay Asset Management, 2021年3月 *リスクは実質的な借り手のレバレッジと銘柄のドキュメンテーションを総合的に評価

表3: 長期投資家がポートフォリオにEM低流動性クレジットを組み入れた場合のシミュレーション

	配分%	目標リターン	リスク*	デュレーション(年)
ダイレクト・レンディング	35%	6.0%	中-高	5
ディストレスト	17.5%	12.0%	高	6
インフラストラクチャー	37.5%	3.0%	低	8
EM低流動性クレジット	10%	12.0%	低-中	3
合計	100%	6.5%	中	6

出所: BlueBay Asset Management, 2021年3月 *リスクは実質的な借り手のレバレッジと銘柄のドキュメンテーションを総合的に評価

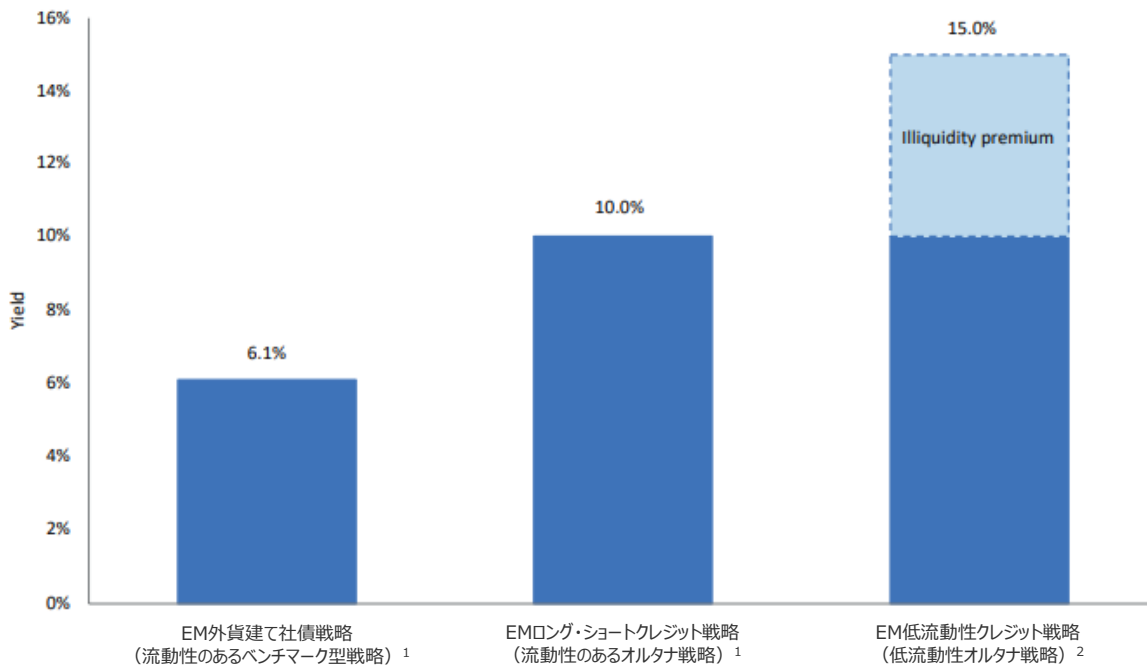
EM低流動性クレジットをタクティカルに組み入れることによるメリットとして、以下が挙げられます。

- ・ インカム/利回りの上昇
- ・ ポートフォリオのリスクは同等もしくは引き下げられる（表3参照）
- ・ ポートフォリオ内の他の戦略との低相関
- ・ 投資期間の短期化

低流動性プレミアムを享受する配分を検討

異なる視点から捉えてみると、競争が少ないことや、投資資金がそれほど多くないことなどから、EM低流動性クレジットは、流動性資産に対して大幅な低流動性プレミアムを提供します。仮に投資対象を、レバレッジ水準の低い優良企業のみ絞った場合であってもこのことが言えます（図2参照）。

図2：流動性のあるEM社債戦略と比較した場合の低流動性プレミアム



出所：BlueBay Asset Management, 2021年3月 ¹15年平均のグロス・リターン ²目標グロスIRR

図2でお示ししているように、EM低流動性資産は一般的に、流動性のあるEMオルタナティブ戦略に対して5%程度、流動性のあるベンチマーク型のEM債運用戦略に対して9%程度の上乗せ利回りを提供する可能性がありますとみています。ご紹介している低流動性クレジット戦略では、EM社債市場においても最も大きな部分（EM企業の資金ニーズの90%超が銀行セクターからのローンで賄われている）へのアクセスが可能になります。また、セカンダリー市場での投資機会と、新規資金提供の機会の双方に着目する柔軟性を持つことで、経済サイクルを通じて投資機会を活用することが可能になると考えています。

パブリック市場の投資家は、近年発行体との直接的な対話の場を追求しています。プライベート・クレジット市場ではそのような対話の場が必然的に多くなり、ESG関連のポリシーやイニシアティブに関するエンゲージメントの場面ではとりわけ有効です。

トの場面ではとりわけ有効です。密接なエンゲージメントには、ESG関連の課題やリスク対応の開示を促す効果も期待できます。

異なる流動性特性の戦略を組み合わせる

また、EM低流動性クレジットへの配分によるメリットを、EM流動性資産やパブリック市場の戦略と並行して考えることも重要です。ここでは、低流動性部分がポートフォリオ全体のボラティリティ抑制につながるかもしれませんが、低流動性戦略のバイ・アンド・ホールドの性質がその一因ですが、（財務コベナンツを含む）厳しいコベナンツパッケージとともに、独自の条件や構造的特徴を持つことで、投資先ローンがより保守的に設計されていることも大きく影響しています。

パブリック市場の投資家は、近年発行体との直接的な対話の場を追求しています。プライベート・クレジット市場ではそのような対話の場が必然的に多くなり、ESG関連のポリシーやイニシアティブに関するエンゲージメントの場面ではとりわけ有効です。

EM低流動性クレジットの豊富な投資対象

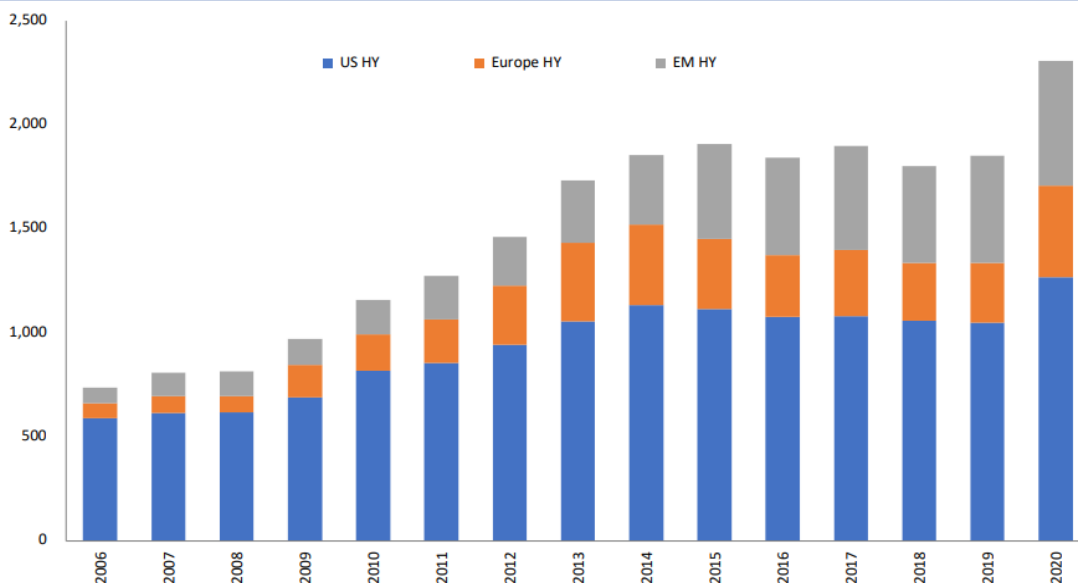
他の市場の投資機会を巡る競争が激化している今日の経済環境下において、EMローン市場の需要・供給バランスは特に魅力的な投資機会を提供しているとみえています。

び意思是試練に晒される場合があります。規制強化やアドホックなリスク削減需要、特定の国もしくは関係からの戦略的な撤退などを背景に銀行がバランスシート削減に動き、セカンダリー市場におけるローンの供給につながります。

図3及び図4は、過去10年超に亘ってEMシンジケート・ローンの新規発行額が安定的に年間2,000億米ドル近くあり、同市場が継続的に活況であることを示しています。銀行は健全な企業への融資を続けているものの、これらのローンを満期まで保有するための能力及

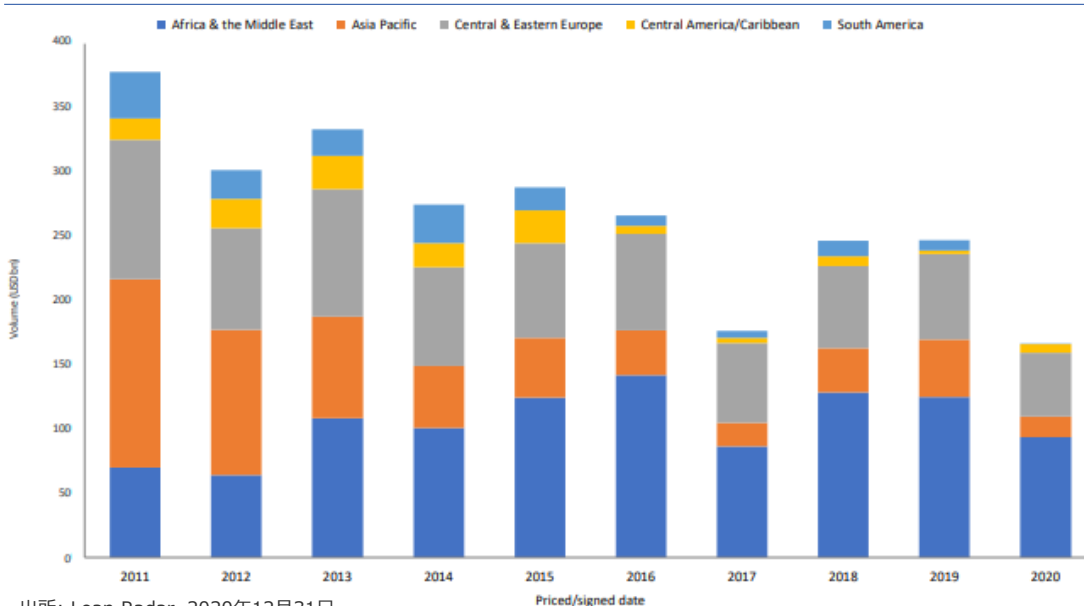
そのような供給を吸収するための十分な投資資金があるDMとは異なり、EM市場への投資のドライパウダーは、供給量に照らしてみると比較的少ないと言えます。このような状態が、投資家にとって比較的質の高い資産を割安な価格で獲得できる投資機会を提供しています。

図3:過去10年間でEMハイ・イールド債市場の飛躍的な拡大（10億米ドル）



出所: ハイ・イールド債の発行額: BofA Global Research, 2021年3月12日

図4:EMシンジケート・ローンの発行額の年間発行額の推移（地域別、10億米ドル）



出所: Loan Radar, 2020年12月31日

まとめ

プライベート・クレジット資産の自然発展型

低金利と経済的不透明感で特徴づけられる環境下において、長期目線の投資家は負債に対応するための、確実かつ安定的なインカムの源泉の追求において多くの課題に直面しています。EM低流動性クレジットに対して戦略的なエクスポージャーを構築することは、信用クオリティを大きく損なうことなく、リターンの向上やポートフォリオ全体のデュレーションの短期化に寄与するとともに、分散の観点からもメリットがあると考えます。

また、プライベート・クレジット戦略のポートフォリオと、流動性のあるEM資産のポートフォリオの双方において、一般的に他の資産クラスとの相関やボラティリティの低いEM低流動性資産に一部資金を配分することで、リスク調整後リターンの押し上げ効果が期待できるとみています。

DMに特化したプライベート・クレジット戦略は既に多くの投資家に選好される、確立された資産クラスとなっています。とりわけ欧州のプライベート・クレジット資産に関しては、グローバルの投資家から欧州に特化した資金を集めることで、ここ最近で成熟したばかりの資産クラスであると言えます。このような市場の発展が、今後5年から10年でEM市場においても起こり得るとみています。また、いまだ競合の少ない資産クラスであることから、足元の投資環境は、投資家がEM低流動性クレジットへのタクティカルな投資を検討する良好なタイミングであると考えています。



Mihai Florian

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャーであるMihaiは2020年1月にブルーベイに入社し、ローン、低流動性資産、スペシャル・シチュエーション、ディストレスト銘柄を専門としています。ブルーベイ入社以前はHelios Investment Partnersの設立メンバー（パートナー）としてクレジット戦略を運用していました。バンク・オブ・アメリカでは債券、為替、コモディティと多岐に亘るエマージング資産のストラクチャリングに携わるなど、セルサイドでの経験を含め、業界経験年数は19年を超えます。ウォーリック大学経済及びファイナンス修士課程修了。

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

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。

■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ようになります。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	イマージング債	レバレッジド・ファイナンス	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。

この他、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をいただくか、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

為替変動リスク：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。