

— 2022 OUTLOOK —

THE NEW NORMAL COMES INTO VIEW

パブリック&プライベート ・クレジット市場 ラウンドテーブル

当ラウンドテーブル・ディスカッションでは、パブリックおよびプライベートのクレジット市場に対峙しているベアリングスの投資プロフェッショナルが、インフレや金利の動向から投資妙味が見出されるポイントに至るまで、様々な見通しを述べています。



Martin Horne
(マーティン・ホーン)

パブリック債券責任者



Omotunde Lawal
(オモチュンデ・ラワル)

エマージング社債責任者



Mark Wilton
(マーク・ウィルトン)

グローバル・プライベート・ファイナンス
マネジング・ディレクター



Taryn Leonard
(タリン・レナード)

ストラクチャード・クレジット共同責任者



John McNichols
(ジョン・マクニコル)

プライベート・アセット
マネジング・ディレクター



Greg Campion
(グレッグ・カンピオン、モデレーター)

マネジング・ディレクター

“ほとんどの企業
はコスト増を販売
価格に転嫁できて
いますが、今後も
続くインフレ圧力
により、どの程度
利益率が低下する
のか疑問が残ります。”

グレッグ: 2021年は、市場の上昇および下落はありましたが、力強い回復が見られた年でした。マーティン、まず足元の先進国債券市場のファンダメンタルズについて話してください。

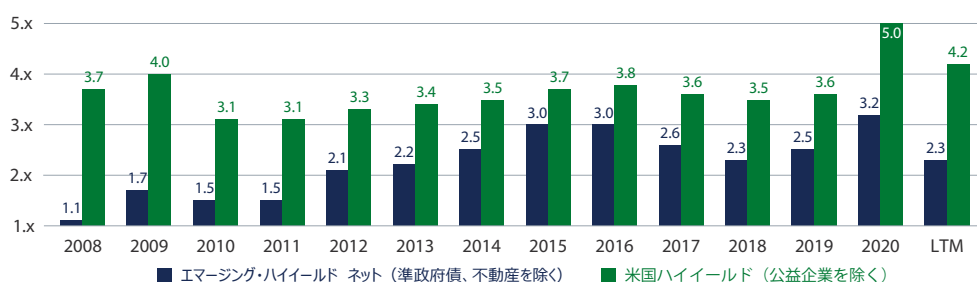
マーティン: 確かに2021年は回復基調を遂げた年でした。継続的な経済再開と世界におけるワクチン接種が全般的に順調である状況に支えられ、多くの企業が2022年に向けてかなり良好な状態にあると考えています。企業収益は全般的に改善しており、デフォルト（債務不履行）率は当面低水準で推移すると予想されます。同時に、雇用水準も引き続き改善しており、消費も比較的健全な状況にあると思われます。原材料価格の高騰や供給面での混乱により、インフレに対する懸念が高まっていますが、多くの企業はこれまでのところ、インフレによる原材料価格の上昇を販売価格へ転嫁できています。とはいえ、当面の間続くと思われるサプライチェーンの混乱による影響や、中途段階にあると思われる賃金上昇の影響などにより、企業の利益水準は低下する可能性があります。

グレッグ: チュンデ、マーティンの先進国債券市場に対する評価とエマージング社債に対する見方に共通点はありますか？

オモチュンデ: 先進国市場と同様、エマージング諸国における企業のファンダメンタルズは、ワクチン接種の進展とコモディティに対する根強い需要を背景に、劇的に改善しています。売上高とEBITDAは、昨年の2桁台の落ち込みからほぼ回復し、ネット・レバレッジは多くの企業において2019年の水準を下回っています。また、エマージング諸国における企業のデフォルト率は、歴史的に見て低水準を維持しています。

今後1年を考えると、マーティンが言っていた逆風、つまり、サプライチェーンの問題や半導体チップ不足などの要因が、エマージング諸国の企業にさらなるインフレ圧力をもたらす可能性が考えられます。ほとんどの企業はコスト増を販売価格に転嫁できていますが、今後も続くインフレ圧力により、どの程度利益率が低下するのか疑問が残ります。プラス面としては、2020年と2021年に多くの企業が多額の借り換えを行い、より低いコストで資金調達を実行したことから、インフレ圧力に対してより優れた耐性を持つことが可能となり、企業のファンダメンタルズは比較的安定していると思われます。

図1: エマージング企業のファンダメンタルズは比較的健全

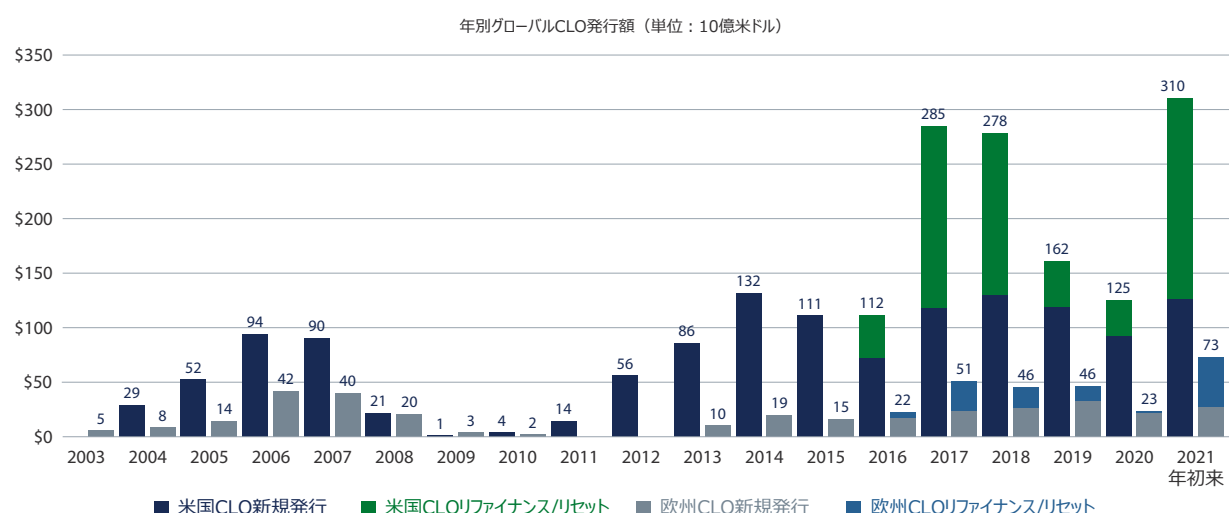


出所: J.P. Morgan 2021年9月末現在

グレッグ: 多くのリスク資産と同様、ローン担保証券（CLO）市場も、新型コロナウイルスの感染拡大以降ジェットコースターのように乱高下してきました。タリン、現時点での市場全体における健全性をどう評価していますか？

タリン: CLO市場は全体的に健全であり、クレジット指標やデフォルト予測は引き続き改善しています。流動性の観点からは、全年限において構造上のサポートが十分にあると思料されます。新規発行市場において大量の供給があった一方、特に多様な投資家層からの強い需要がその受け皿となっています。同ウイルスの感染拡大初期にCLOが低価格で取引されていた時期は、オポチュニスティックな買い手が殺到していましたが、足元はそのような傾向はすでになく、昨年を通じて、銀行およびその他の機関投資家による同アセットクラスへの需要が戻ってきたことが、流動性の向上に寄与しました。

図2: CLOの大量の供給



出所: J.P. Morgan 2021年9月末現在

グレッグ: マーク、プライベート市場に目を向けたとき、同様もしくは異なるダイナミクスが確認できますか？

マーク: プライベート・クレジット市場は流動性が低く、資産売却は限定されるため、ダイナミクスは少し異なります。そのため、ベアリングスでは景気敏感セクターよりも、ディフェンシブなセクターおよび発行体を選好するため、ポートフォリオはマクロ的なトレンドやボラティリティからある程度守られています。もちろん、同資産クラスがマクロイベントと無縁ではないことは明らかであり、インフレやサプライチェーンの混乱、労働力不足、エネルギー価格といった要因には引き続き注視しています。

市場の健全性という点では、プライベート・クレジット市場は、新型コロナウイルス感染拡大からの回復を明らかに示唆しています。しかし、現在の**欧州プライベート・クレジット市場を形成するダイナミクス**は、同ウイルス感染拡大前とは少し異なっていることには注意すべきです。同ウイルス感染拡大前には10社の貸し手が案件に参加していましたが、現在は2〜3社になっています。これは、マネジャーが投資することができる案件の種類に大きな影響を与える可能性があり、投資機会へのアクセスとやむを得ない選択を避けることがこれまで以上に重要になっています。

グレッグ: ジョン、プライベート資産をより広範に見ているという点でユニークですね。プライベート市場自体の発展という観点から注目している、投資環境に影響を与え得る広範な意味でのトレンドはありますか？

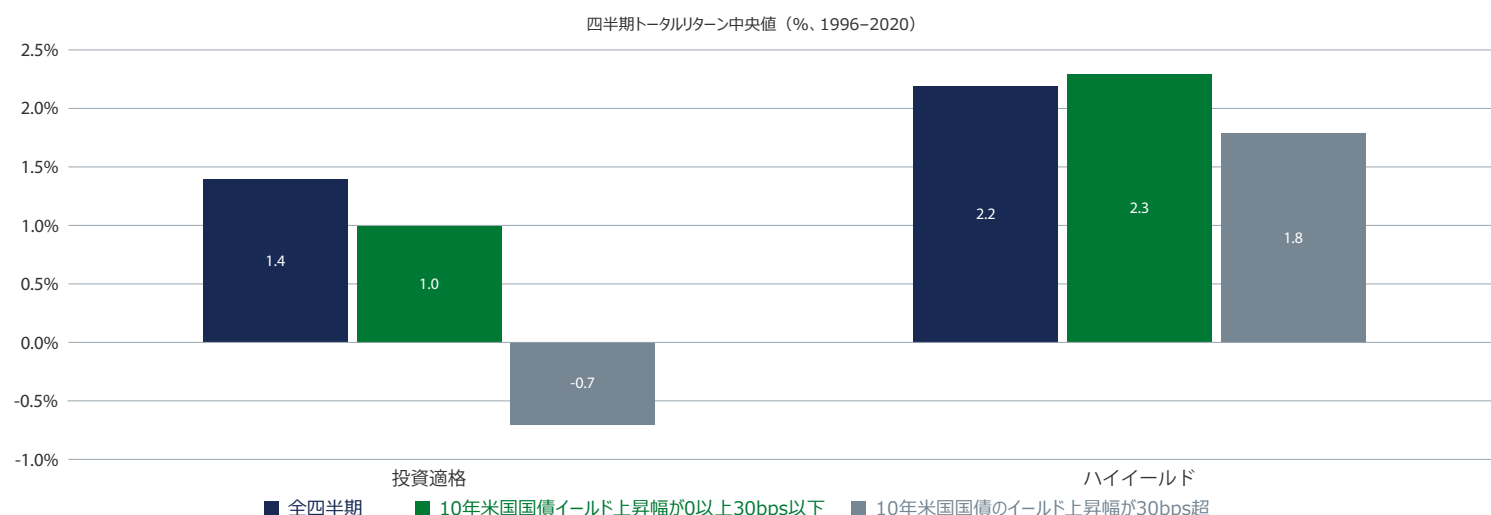
ジョン: プライベート・アセットの進化について考えると、いくつかの傾向が思い浮かびます。1つ目は、プライベート市場に流入する資金が増加したということです。とはいえ、旺盛な需要に対して健全な供給が続いているため、スプレッドは魅力的な水準を維持しています。パブリック市場のスプレッドが非常にタイトであることを考えると、ダイレクト・レンディングやインフラストラクチャー・デット、プライベート資産担保証券（ABS）などのプライベート市場は、潜在的に非常に大きな非流動性プレミアムを提供し続けています。もう1つの重要な傾向は、投資対象となる資産クラスの増加を一因とするマルチストラテジー戦略に対する関心の高まりです。これまで投資家は、私募債やインフラストラクチャー・デット、不動産などに注目していましたが、プライベートABSやプライベート住宅ローンなどの分野にも投資機会が広がっています。注目すべき点は、投資家がプライベート・アセットへのアロケーションを拡大していることに伴い、複数市場への合理的なアクセスを提供できる運用会社に投資家の関心が向けられていることです。

グレッグ: マーティン、幅広い資産クラスを俯瞰すると、ハイイールドやパブリックABS、エマージング債券などの市場における金利上昇に対する懸念はどの程度ありますか？

マーティン: 10年以上前のリーマンショック以降、中央銀行は市場の安定性を優先し、市場とのコミュニケーションを過剰に図ってきましたが、今日の状況はまさにそれと同じです。これは、今後の金利上昇を広く浸透させ、市場にとってサプライズとなる可能性を抑えることを示唆しています。

とはいえ、金利はいずれ上昇します。そして、金利が上昇した場合、一部の債券資産クラスが他の資産クラスに比べ大きな課題に直面することは避けられません。しかし、金利が上昇した場合に、金利上昇に対するプロテクションを提供できる資産クラスを含め、債券全般に多くの選択肢があることは注目に値します。例えば、デュレーションの短い投資適格商品や、従来の債券商品に比べてデュレーションの短いハイイールド債券などが挙げられます。また、CLOやパブリックおよびプライベート・ローン、一部の証券化商品など、変動金利の資産クラスを検討することも有益です。

図3: 金利上昇による影響度



出所: Bloomberg Barclays Research 2021年2月末現在

グレッグ: エマージング市場に目を向けると、最近是中国のニュースが話題になっています。チュンデ、エマージング債券の観点からこれをどのように考えていますか？先進国市場に波及する可能性はありますか？

オモチュンデ: 2021年、私達にとって中国は最も話題性のある市場の一つであることは間違いありません。中国政府は不動産や情報技術、教育などの分野で**大規模な規制改革**を実施しています。これらの施策により、ボラティリティの上昇とスプレッドの拡大が生じていますが、中国以外の地域に波及する可能性は非常に低いと考えています。1つには、波及が発生するためには、国境を越えたメカニズムが必要だからです。不動産セクターを例にとると、融資のほとんどは中国の銀行が行っており、中国国外の国際的・バンクは同セクターへのエクスポージャーをほとんど有していません。また、中国の不動産セクターの債券にエクスポージャーを有する海外の投資家もほとんどいないことから、同セクターのボラティリティおよび損失が必ずしも中国国外への流出や影響の波及にはつながらないと考えます。

グレッグ: 最後に、投資機会とリスクについて伺いたいと思います。具体的には、2022年に向けての最大のリスク、および最も魅力的な投資機会について教えてください。

マーティン: 現在の資産価格を見ると、インフレや中央銀行の動向、地政学的イベント、同ウイルスによる継続的な混乱など、今後の市場にかなり大きな影響を与える可能性のあるリスクが複数存在します。しかし、あえて1つを挙げるとすると、現在の市場には大量の現金が滞留しているということです。現時点において、株式市場は先行きに対して過度に強気なのではなく、インフレ懸念があるにもかかわらず、依然として過去最高値に近い水準にあります。つまり、これらの複数のリスクにより流動性の面で高い変動率を伴った値動きをする可能性があります。それは過去15年間と同じであると言えます。リーマンショックからソブリン債務危機、2016年のコモディティ価格の低迷、2018年第4四半期のボラティリティ上昇、同ウイルスに至るまで、数年に一度は大きな市場変動および価格修正の動きを経験してきました。

市場の混乱が予想される場合、選択可能な様々な投資機会があります。例えば、相場見通しが弱気の場合、バンクローンのように比較的安定しており、大きな市場イベント後は通常すぐに元の状態に戻る傾向のある流動性を有する資産クラスに魅力があると思われます。とはいえ、柔軟性を有するマンデートにも価値が見出されます。クレジット資産クラス間の投資機会が非常に迅速に変化することが明らかであるため、市場イベントをリアルタイムで監視し、市場に出現した投資機会にダイナミックにアロケーションできるマネジャーと共に投資することの重要性は明白です。

“現在の資産価格を見ると、今後の市場にかなり大きな影響を与える可能性のあるリスクが複数存在します。”

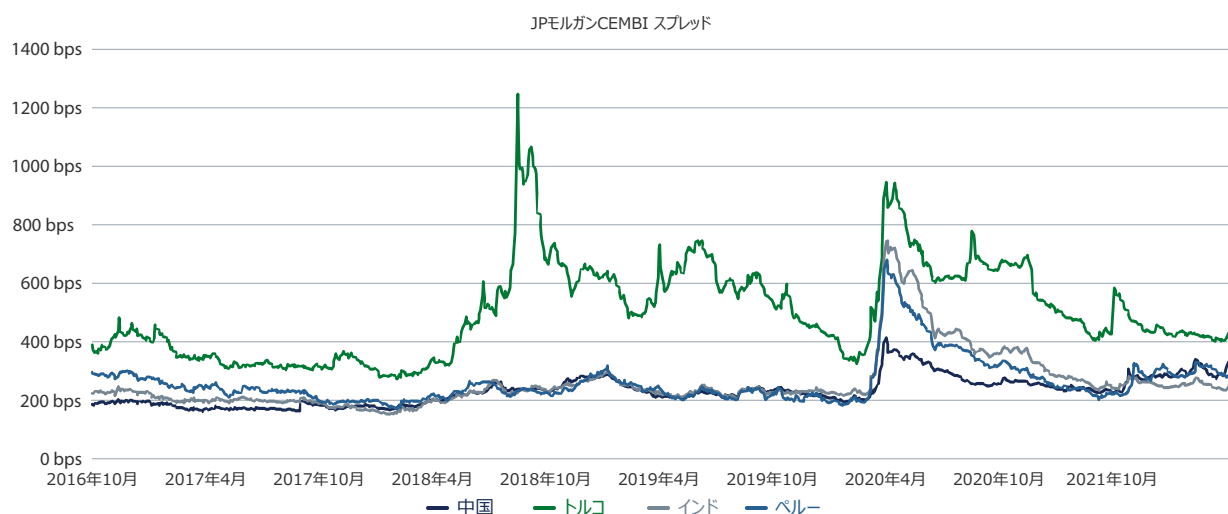
タリン: CLOについては、LIBORから担保付翌日物調達金利（SOFR）への移行が目先のリスクとして挙げられます。移行の手順は十分に説明されていますが、スプレッド調整など多くの具体的な内容はまだ検討中です。例えば、CLOのエクイティを購入する場合、裏付資産に対して12.5倍のレバレッジをかけているとすると、その調整がゼロになるのか、10bpsになるのか、26bpsになるのかによって、価値が大きく変わります。

投資機会の観点では、ポイントを2つ挙げたいと思います。1つ目は、同じ構造で非常に似通ったリスクプロファイルを有するBB格のCLOトランシェ取引において、マネジャーが大きく階層化されています。マネジャーの投資戦略、パフォーマンスおよび投資哲学を理解している投資家にとって、このダイナミックな動きは、良好な実績を有しているにもかかわらずあまり評価されていないマネジャーに投資することで、付加価値を高める機会となります。2つ目は、CLOエクイティです。金利が徐々に上昇し、オールイン・イールドに魅力があれば、AAA格はよりタイトになる可能性があり、足元も2桁の期待リターンを有するCLOエクイティはますます興味深い分野になります。

オモチュンデ: エマージング社債における可能性のある最大のリスクの1つは、中国政府による政策ミスです。中国経済は、現在進行中の変化に対応するための政策手段を備えていますが、中国政府が過度な変化により顕著な経済減速を引き起こした場合、広範なエマージング資産クラスに大きな逆風をもたらす可能性があります。中国以外では、ブラジルの選挙や中東における地政学的リスクも注視しています。また、新型コロナウイルスの感染状況にも注目しています。

投資機会の観点では、エマージング市場のハイイールドは非常に魅力的だと考えています。投資適格とハイイールドのスプレッド格差は、長期的な平均値と比較するとやや縮小していますが、引き続き拡大した水準にあります。ハイイールドでは、ブラジルやウクライナ、トルコといった国におけるボラティリティを背景にした投資機会が引き続き見られます。このようなボラティリティは、社債スプレッドをファンダメンタルズが示唆する以上に拡大させることがよくあり、魅力的な価格において、グローバルで多角的経営を行う堅実な発行体に対する投資機会を提供します。

図4: 魅力的なエマージング市場のハイイールド・セグメント

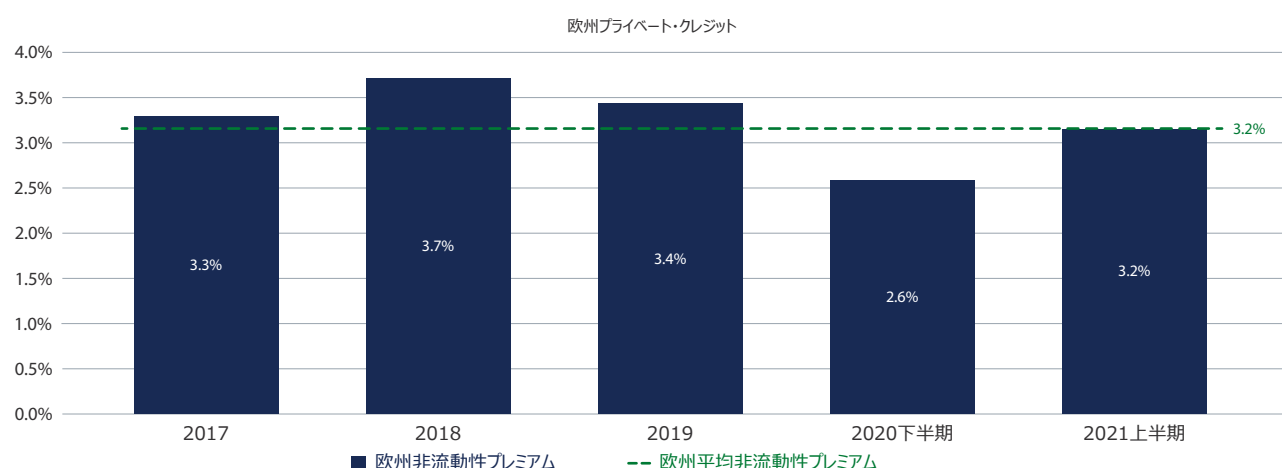


出所: J.P. Morgan 2021年9月末現在

マーク: 流動性の低いプライベート・デットのポートフォリオにおいては、最大のリスクは最終的にクレジット・ロスです。そのため、特にこのような競争の激しい市場では、クレジットのクオリティに対する規律を維持することが非常に重要です。つまり、投資機会へのアクセスを維持し、最終的にはクオリティの高い発行体を選択することが重要です。

投資機会の観点では、市場の成長を促す3つの要因があります。1つ目の要因は、ミドルマーケットにおける伝統的な銀行融資からの脱却の動きが続いていることで、これは主に規制圧力により拍車がかかっています。2つ目の要因は、私たちのような直接の貸し手の規模が拡大し続けていることで、これが引き続き市場を成長させると考えられます。3つ目の要因は、前述のように、プライベート・クレジットは資本市場や資金フローの動向と無関係である傾向があります。市場を動かしているのは世界のプライベート・エクイティ・ファンドが保有するドライパウダー（待機資金）であり、現在過去最高水準にあります。最終的には、これが短中期的にプライベート・エクイティ・ファンドが主導する取引フローを後押しすることになると見ています。

図5: 安定的な非流動性プレミアム



出所: ヘアリングスおよびインデックスのデータは3年ディスカウント・マージン（オールイン・スプレッド（DM-3）= [(フィー/3) + スプレッド + フロアレートをもしくはベースレートの大きい方] / (1-フィー) - ベースレート）で算出。2021年6月末現在

ジョン: LIBORからSOFRへの移行に関するリスクについては、市場には多くの変動金利資産があることから、タリンの意見に同感です。また、周知のとおりサプライズにより市場に問題が引き起こされる可能性があるため、2022年の米連邦準備制度理事会（FRB）の動向に対する市場の期待と実際の動向との間に乖離がないかどうかにも注目しています。

投資機会の観点では、まず、プライベート市場における潜在的な非流動性プレミアムが非常に魅力的であると考えます。具体的には、欧州のダイレクト・レンディングが挙げられます。また、米国およびグローバルにおいて、不動産デットおよびエクイティは魅力的です。特に優秀な債券投資家にとっては、プライベート住宅ローンの一部、特に米国政府抵当金庫（GNMA、ジニーメイ）の早期バイアウト・ローンへの関心が高まっています。しかし、マーティンが前述したように、ヘアリングスはパブリックおよびプライベート・クレジットを含む複数の資産クラスを横断的に見ることができる柔軟な運用戦略を有するという利点があるため、2022年以降、投資家の皆様にとって投資機会の捕捉が可能であると確信しています。

同レポートは、バーチャルのパネルディスカッションの内容をもとに作成されています。ポッドキャストはこちらからお聴きいただけます*。

*ポッドキャストの URL: <https://www.baring.com/us/institutional/viewpoints/2022-public-private-credit-market-outlook>

Barings is a \$387+ billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2021 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第396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)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがあります。事前の通知なくこれらが変更されたり修正されたりすることがあります。1957347

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*As of September 30, 2021

21-1916602