

BARINGS

PRIVATE CREDIT

高まる投資妙味： 私募債およびインフラ ストラクチャー・デット

INSIGHTS

私募債やインフラストラクチャー・デットなどの非流動性資産クラスは、追加的なリスク調整後リターンを提供するだけでなく、その他数多くの魅力的な競争優位性を投資家に提供することが可能です。



Elisabeth Perenick
(エリザベス・パーニック)、CFA

プライベート・デット ポートフォリオ・マネジメント責任者



Emeka Onukwugha
(エメカ・オヌクワンガ)、CFA

ベアリングス・プライベート・デット責任者

機関投資家は、私募債やインフラストラクチャー・デットなど、流動性の低いプライベート市場への投資をより一層検討するようになってきました。特に保険会社や年金基金にとって、こうした市場は、パブリック市場に対する非流動性プレミアムの獲得のみならず、分散投資の強化や市場変動に係るリスクへの対応、ALM特性といった、多くの潜在的なメリットの享受が可能となります。

要因分析の定義

私募債

私募債は基本的に適格機関投資家 (QIBS) にのみ販売される債券およびローンであり、証券取引委員会に登録する必要はありません。歴史的に投資適格市場である私募債は、REITやスポーツ関連取引、金融から、ストラクチャード・ファイナンス、クレジット・テナントリース取引、航空取引などの複雑な商品に至るまで、伝統的な企業以外にも様々な分野に広がっています。一昔前の私募債市場は、銀行融資を補完するための資金調達を目的とした中小企業が主体でした。しかし、現在では、多くの大企業が、資金調達の目的を達成するためのもう一つの手段として、私募債市場へのアクセスを選択するようになりました。

図1：私募債およびインフラストラクチャー・デットの主要特性とパブリック債券との比較

	私募債	インフラストラクチャー・デット	投資適格債券
格付け	A/BBB	A/BBB、BB/B	BBB以上
目標スプレッド*	投資適格: T + 100–250 bps 社債対比 ~20–40bps超	投資適格: T + 150–300 bps 社債対比 75bps超 非投資適格: T + 250–500	T + 50–350 bps
満期	5–30年フレキシブル	5–30年満期	2年以上 – 永久債
インカム	主に固定金利	固定金利/変動金利	固定金利/変動金利
ストラクチャー	プレット償還/アモチ償還	プレット償還/アモチ償還	プレット償還/アモチ償還
期限前償還	メークホール条項 (早期償還時にプレミアムを支払う)	メークホール条項 (早期償還時にプレミアムを支払う)	メークホール条項/コール・ストラクチャー
安全性	主に無担保	シニア担保付	無担保、劣後債を通じた優先劣後構造
主要特性	発行体との関係性構築 強固なコベナンツ 歴史的に低いネット損失 安定キャッシュフロー	発行体との関係性構築 強固なコベナンツ 基幹インフラ資産 景気ストレス時にもディフェンシブ性を有する 安定キャッシュフロー 資産毎の担保	発行体との関係性構築 期間および無担保案件における柔軟性

出所: Barings 2022年4月末現在

インフラストラクチャー・デット

インフラストラクチャー・デットの定義は幅広く、資産運用会社や銀行、投資家の間で大きく異なる場合があります。ベアリングスでは、特定の資金調達構造よりも、キャッシュフローを生み出す資産を中心に定義しています。主に、重要な社会的・経済的ニーズを満たし、投資家に対して安定的かつ長期的なキャッシュフローを生み出す可能性のある、以下のような資産に着目しています。



ソーシャル インフラストラクチャー

病院や公営住宅など、社会的ニーズに対応するために官民パートナーシップで建設されたプロジェクト

一般的にA格もしくはBBB格*



デジタル インフラストラクチャー

電波塔、光ファイバー・ケーブル・ネットワーク、データセンター

一般的にBB格



パワー ジェネレーション

太陽光、風力、水力、従来型発電

一般的にBBB格もしくはBB格



ミッドストリーム & 倉庫

石油・精製品保管 (非エネルギー含む)

一般的にBB格



経済 インフラストラクチャー

有料道路、港湾、空港

一般的にBBB格もしくはBB格



公益事業 & パイプライン

配電・送電線

一般的にBBB格

インフラストラクチャー・デット市場は、かつては銀行のみが参入可能な市場でした。以前は、機関投資家がインフラストラクチャー・アセットにアクセスする場合、プライベート・エクイティ・ファンドへのアロケーションを通じてアクセスするのが一般的でした。しかし、世界金融危機と欧州債務危機がきっかけとなり、同市場は大きく変化しました。特に米国では、銀行は依然としてアレンジャーとしての役割を担っているものの、欧州ほどには市場のウェイトを占めていないのが一般的であるため、機関投資家である弊社のようなアセット・マネージャーがそのギャップを埋めることができました。

*NRSRO格付けまたはそれに準ずるもの

投資家および発行体にとっての複数のメリット

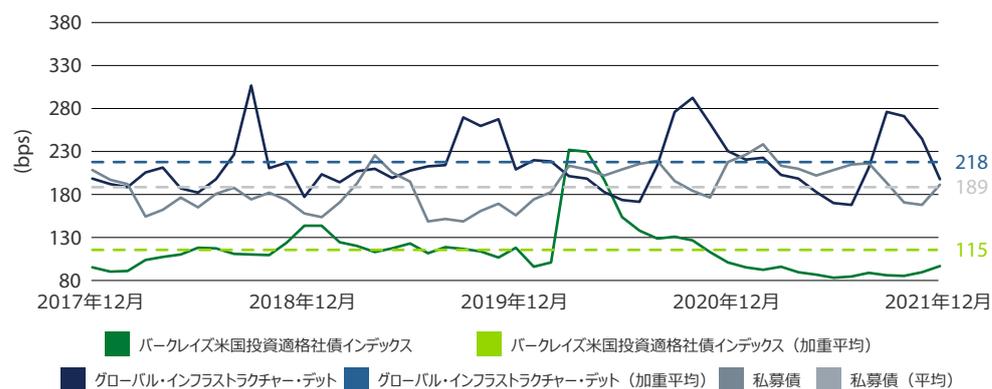
これらの市場が発展するにつれ、私募債やインフラストラクチャー・デットに対する機関投資家の関心も高まりました。保険会社は伝統的に最も積極的で、特に長期にわたる期限前償還の保護といったライアビリティ・マッチングの特性に魅力を感じています。また、年金基金など、利回りとポートフォリオのリターンを高めようとする投資家も、最近では同資産クラス、特に市場の中でもより高い利回りの債券に注目しています。また、これらの資産クラスへの投資家層はよりグローバルになっており、欧州やアジアの投資家がより高い利回りと分散の追求を背景に、より大きな関心が集まっています。

投資家の利点

特に、私募債やインフラストラクチャー・デットには、投資家にとって重要なメリットが数多く存在します。

パブリック市場に対するプレミアム: 私募債やインフラストラクチャー・デットはパブリック債券に比べて流動性が低く、非流動性や引き受けの複雑さを補完するために、歴史的に社債に対して高い利回りが提供されてきました。流動性を放棄する代わりにプレミアムを得る機会、ポートフォリオを流動性資産にする必要のない長期負債を持つ投資家にとって特に魅力的です。過去5年間、ヘアリングスの私募債戦略とインフラストラクチャー・デット戦略は、パークレイズ投資適格社債インデックスに対してそれぞれ55~70bps、80~100bpsの加重平均スプレッド・プレミアムを提供してきました。¹

図2: 私募債とインフラストラクチャー・デットの、A/BBB格パブリック社債に対するスプレッド



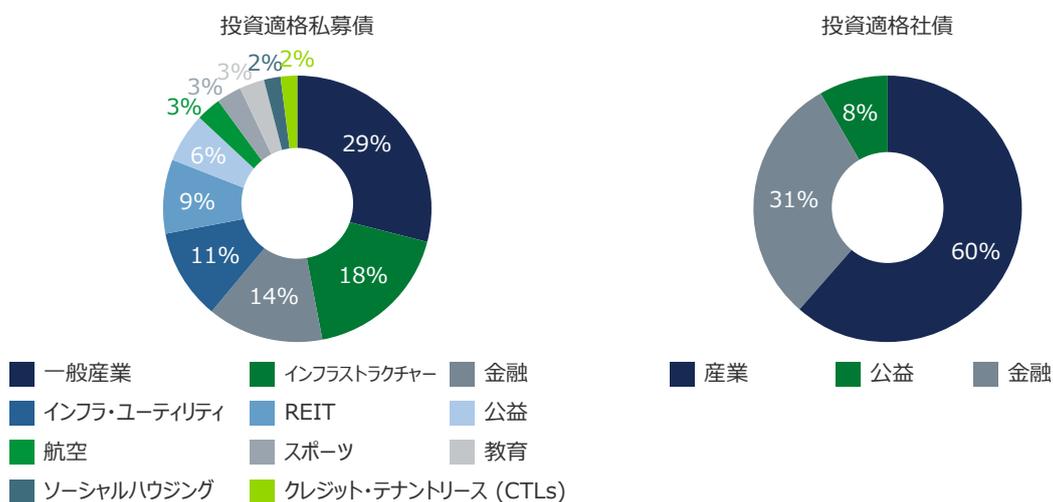
出所: ヘアリングスの市場観測に基づく 2022年3月末現在

1. ヘアリングスの市場観測に基づく



分散投資のメリットとユニークなエクスポージャー: 私募債とインフラストラクチャー・デットはグローバルな資産クラスであり、ソブリン債や投資適格社債など、伝統的な長期債券資産をすでに含むポートフォリオにおいて効果的な分散投資を齎します。パブリック債券が産業、金融、公益セクターに偏っているのに対し、私募債やインフラストラクチャー・プロジェクトは、格付けの有無にかかわらず幅広い産業セクターやサブセクターにまたがり、これらすべてが独自のリターン・プロファイルを示しています。例えば、インフラストラクチャー関連の債券は、先進国市場と新興国市場の両方で重要なプロジェクトに資金を提供しています。同じセクターのプロジェクトであっても、オフテーカー、規制体制、支払い方法などが異なるため、分散が生じます。私募債は、公募債に比べ、消費者セクター、ソーシャルハウジング、スポーツ、REIT、その他様々な産業へのエクスポージャーを提供することができます。

図3: パブリック債券市場と比較して、私募債が提供する分散投資



出所: Barings, Bloomberg 2022年3月末現在

ダウンサイド・プロテクション: プライベート・デット投資は、各案件に固有の強固な交渉によるコベナント構造により、投資家が負うリスクに対して適切な補償と保護を受けることができるため、パブリック債券よりも有利になる可能性があります。多くの場合、契約には借り手が繰り上げ返済をする場合に投資家に補償するためのメークホール条項も含まれています。私募債やインフラストラクチャー・デットは、通常、発行者の資本構造の上位に位置します。強固なコベナントと資本構造の優先権の組み合わせにより、私募債の保有者はパブリック債券より先にテーブルにつくことができ、高いリスクを補うために取引価格の変更もしくは再交渉、一部または全部の期限前償還の申し出の承諾が可能となります。

低い損失率と高い回収率：強力なダウンサイド・プロテクションの下、私募債は市場のボラティリティや景気後退期を含め、長期にわたって耐性を示してきました。プライベート資産の運用コストはパブリック債券よりも高い可能性があります。私募債やインフラストラクチャー・デットの損失額は、同程度の信用力を有するパブリック社債と比較して歴史的に低くなっています。また、プライベート資産の過去の回収率も、パブリック社債と比較して良好な水準にあります。²

デュレーション/ライアビリティ・マッチング：インフラストラクチャー・デットと私募債の満期が長いことも、機関投資家の利益となる可能性があります。私募債もインフラストラクチャー・デットも一般的に5～30年と長期の債券であり、変動金利債券（3～7年）よりも固定金利債券の方が平均償還年数が高い（12～15年）のが普通です。長期借入金は、安定的かつ予測可能性の高いキャッシュフローに支えられています。期限前返済により、異なる満期を設定することが可能となります。このようなプライベート市場は、パブリック債券と比較して、資産・負債のマッチングに特に有効です。パブリック債券では、長期投資家が負債を確実に履行するために、高いコストで変動性も高いデリバティブを使用しなければならないことが多くなります。



現在の投資機会

環境・社会・ガバナンス (ESG)

環境・社会・ガバナンス (ESG) への考慮は、インフラストラクチャー・デットと私募債のいずれに関してもますます重要な役割を果たしており、両資産クラスにおいてESG要素が引受基準や投資基準に組み込まれることが多くなってきています。持続可能性は最優先事項となっており、そのことは再生可能エネルギーやデジタル・インフラストラクチャーに注目が集まっていることから明らかです。インフラストラクチャー・デットと私募債の両市場では、環境問題に取り組む企業が増えていることから、グリーンボンドの発行が増加しています。近年では、病院や公営住宅などの建設を通じて地域社会を改善し、社会的ニーズに対応する投資も増えています。利回り向上のニーズがある中でも、投資家はこれらの目標に強いコミットメントを示しており、インパクト・ボンドには、ESGの主要業績評価指標を満たさない発行体に対する罰則が設定されている場合もあります。

2. Moody's, S&P, ベアリングスの市場観測に基づく

発行体の利点

発行体にとっても、プライベート市場を通じた資金調達には、以下のようなメリットが期待できます。

- **幅広い取引の実行可能性**：例えば、第三者割当増資では、5,000万米ドルから20億米ドルをはるかに超える大規模な取引まで、その規模はさまざまです。
- **固定金利型と変動金利型のクーポン**：固定金利、変動金利のどちらにも対応可能なため、柔軟な資金調達が可能です。
- **格付要件なし**：私募債とインフラストラクチャー・デットは、格付機関からの外部格付を取得する必要はありません。
- **満期に関する柔軟性、およびブレットまたはアモチ構造の選択**：債務を様々な満期で構成し、提供することが可能です。また、定期的に利息を支払い、満期時に元本を一括で支払うブレット償還や、元本と利息の両方を定期的に支払うアモチ償還を選択することができます。
- **複数の通貨に対応**：借り手が複数の市場で資金を調達する必要がある場合、必ずしも国ごとに別々の取引を行う必要はありません。例えば、1つの取引に英ポンド、ユーロ、米ドルのトランシェが含まれることもあります。
- **デイレイド・ドロワー**：即時の資金調達は必要ないものの、金利の変動が懸念される借り手にとって、デイレイド・ドロワー債券発行は今後の資金調達ニーズへの「つなぎ」として、より高い柔軟性を提供することができます。インフラストラクチャー・デットと私募債の両方において、取引完了時に価格を固定することができますが、将来のある時点まで資金調達する必要がない場合もあります。
- **容易な取引の実行**：パブリック市場と比べて文書や情報開示の要件が緩やかであるため、こうした市場での取引は発行者にとって容易なものとなります。また、リピーターは、同じ投資家グループやクラブにアクセス可能となる場合が多いため、取引を重ねるごとに資金調達が容易になる可能性があります。

現在の投資機会

ハイールドと新興国債券

インフラストラクチャー・デットと私募債の両方において、より多くの機関投資家がBB格の債券に投資しています。一般的にリスクは高いものの、投資適格未満の領域は一般的に高い利回りを提供し、リスク調整後ベースでは伝統的な投資適格の領域のリターンと比べて有利になる可能性があります。新興国市場は、先進国市場よりもはるかに高い利回りを示す傾向があるため、特にインフラストラクチャー・デットの投資家の間で検討されている分野の一つとなっています。しかし、これらの市場にはリスクがあり、ボラティリティが高くなる傾向があるため、投資にあたっては、管轄地域やプロジェクトについて慎重に分析し、選択する必要があります。



“プライベート市場は、期限前返済により異なる満期を設定することが可能となるため、パブリック債券と比較して、資産・負債のマッチングに特に有効です。”

投資機会へのアクセス

このような潜在的な利益を考慮すると、私募債やインフラストラクチャー・デットの需要が急増し、競争が激化しているのは当然のことです。例えば、私募債市場では、広範シンジケート案件の競争が大幅に激化しています。供給が限定的なこともあり、広範なシンジケート案件では価格設定が厳しくなる可能性があります。これとは対照的に、広範なシンジケーションが行われない私募債は、通常、業界全体で培われた関係を通じて組成されます。このような取引では、割当額が大きくなり、価格や条件がコントロール可能となることが多く、投資適格社債市場に比べて非流動性プレミアムがより魅力的になる可能性もあります。インフラストラクチャー・デット市場も同様で、低供給と高需要のダイナミズムが持続しています。

そのため、小規模なクラブ取引を通じてより多くの機会にアクセスするだけでなく、より分散されたポートフォリオを実現し、より高い価値を提供するためには、強力なオリジネーション能力が不可欠となります。

マネジャーに求められるもの

同資産クラスへのエクスポージャーを得ることに関心のある投資家にとって、提供される機会にアクセスする方法は数多くあります。歴史的には、大手機関投資家は主に個別アカウント（SMA）を通じてこれらの市場にアクセスしてきましたが、近年はより多くのファンドが登場し、小規模投資家も参加できるようになりました。とはいえ、これらの市場の多くの案件は直接組成され、非公開で交渉されるため、適切なマネジャーを選択することが私募債とインフラストラクチャー・デットの両方の機会を利用するために重要です。

マネジャーに求められる主な特性は以下の通りです。

- **強力なオリジネーション・プラットフォーム:** 案件組成能力は、間違いなくこの分野で優れた業績を上げるための

「秘策」となります。広範なシンジケート市場だけでなく、より独自性の高いディールソースからシームレスに案件を引き受けるオリジネーション戦略が、成長、銘柄分散、スプレッド・アウトパフォーマンスを達成する鍵になります。つまり、市場参加者と強固に確立されたパートナーシップを有する運用会社は、投資家のために最高のパイプラインを見つけ、最高品質の案件を調達できる立場にあることが多いのです。

- **取引を適切に構成し、価格を設定する能力:** 経験豊富なチームは、最適な保護を提供するコベナンツで取引を構成する方法を知っています。また、経験豊富なマネジャーは、市場の価格動向をより深く理解することができます。
- **グローバルにおけるプレゼンス:** 世界各地でより多くの投資機会が生まれており、様々な国や地域に拠点を持つ経験豊富なマネジャーと仕事をすることが重要です。そうすることで、マネジャーは顧客毎の投資基準に合わせて、その時々々に最適な投資機会を特定することが可能となります。

結論

私募債とインフラストラクチャー・デットは、特に流動性の低いプライベート・デットに投資できる投資家にとって、リスク調整後のキャッシュ・リターンを増加させる可能性のある優良資産へのアクセスが可能となります。幅広い投資機会を得るため、主要な市場参加者と長期のリレーションシップを築き、大規模で分散された投資機会のパイプラインにアクセスし、適切に投資を組成、価格設定、モニタリングする能力を有する経験豊富なマネジャーと提携することで利益を得ることができます。このアクセスは、長期的な投資先資産を求める投資家にとって非常に重要であり、市場が拡大している資産クラスにおけるオポチュニスティックおよびファンダメンタル両方の投資機会を活用することができる位置にあります。

Barings is a \$371+ 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, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. 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 © 2022 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が、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。2246511

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

*As of March 31, 2022

22-2112613