



FROM THE
BOTTOM
UP

CONVERSATIONS

2023年
パブリック &
プライベート・クレジット
市場見通し

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、今日の厳しい状況をどのように乗り越え、どの分野において堅調なリスク調整後リターンを獲得が可能かについて議論します。



ジョナサン・ボック
(JONATHAN BOCK)
チーフ・エグゼクティブ・オフィサー
ベアリングスBDC



スコット・ロス
(SCOTT ROTH)
米国ハイールド共同責任者



オモチュンデ・ラワル
(OMOTUNDE LAWAL)
新興国社債責任者



アダム・ウィーラー
(ADAM WHEELER)
グローバル・プライベート・ファイナンス
共同責任者



スチュアート・マティソン
(STUART MATHIESON)
投資責任者
キャピタルソリューションズ

BARINGS

ジョナサン・ボック (モデレーター) : スコット、ハイイールド社債に関して、今日の市場におけるバリュエーションは、デフォルトおよびクレジット・ロスの急増を織り込んでいるのでしょうか。

スコット・ロス : ファンダメンタルズ面では明らかに逆風となっていますが、デフォルト増加の可能性は、市場が現在織り込んでいる水準よりはるかに低いと思われます。例えば、直近数週間、レバレッジド・ローン市場のインプライド・デフォルト率は6%前後で推移していますが、この水準は悪いニュースが数多く織り込まれていることを示唆しています¹。デフォルトは今後増加する可能性が高いものの、複数の理由により最終的には3%近辺の水準に落ち着くと思われます。

2020年の資本市場の再開後、債券およびバンクローン市場では過去最高と推計される1兆米ドル超のリファイナンスが実行されました²。この結果、社債の満期スケジュールは管理可能な水準となり、今後2年間に満期を迎えるのは市場の約8%にとどまる見込みです。さらに、市場のクオリティは足元10年間で著しく向上し、特に債券市場で顕著となっています。例えば、グローバル・ハイイールド社債市場において、BB格の割合は、2007年の38%から現在53%に上昇しています。また、B格は、同期間中に36%に低下しています。欧州のハイイールド社債市場では、70%近くをBB格が占めており、CCC格はわずか5%と米国よりもさらに高いクオリティを誇っています³。

興味深いことに、欧州市場のクオリティがより高いにもかかわらず、マクロリスクが大きいことから、欧州では米国に比べてスプレッドが約100bps拡大した水準で取引されています。両市場間の利回りのばらつきも足元では最も大きく、米国債券市場の利回りは約9%、米ドルヘッジした欧州市場の利回りは約11%となっています(図1)。このため、米国企業が発行するユーロ建て債券、いわゆるリバース・ヤンキー債に興味深い投資機会が生じています。グローバル企業の米ドル建て債券を売却し、より拡大したスプレッド水準および米ドルの為替ヘッジ・プレミアムも含めた高い利回りで同発行体のユーロ建てもしくは英ポンド建て債券を購入する機会が生まれています。また、欧州市場における価格は米国と比べて大きくディスカウントされた水準となっており、デュレーションも1年程度短いことから、今後のトータルリターンの可能性という点でも興味深いものがあります。

図1: 米欧間の利回りのばらつきは過去と比較して拡大した水準に



出所: Bloomberg、Bank of America 2022年10月末現在

1. ヘアリングスの市場観測に基づく
2. 出所: Pitchbook LCD 2022年10月末現在
3. 出所: Bank of America 2022年10月末現在

ジョナサン・ボック：ハイールド投資に関して、今回の金利上昇サイクルと過去のサイクルの相違点について教えてください。

スコット・ロス：今年の金利上昇幅の大きさを考えると、信用リスクに加え金利リスクの管理にもこれまで以上に注力しています。市場におけるディストレストおよびディスカウントされた水準での取引割合を比較すると、政策金利の影響が明確です。現在、グローバル・ハイールド債券市場の約50%が85以下のディスカウント価格で取引されており、年初来から大幅に上昇しています。これに対し、1,000bps超のディストレスト水準の取引は全体の約8%にとどまっています（図2）。これらの数値は、過去を振り返ると連動して増減してきたため、この乖離は注目に値します。ディスカウント価格で取引される債券の増加は、個別企業のクレジット・リスクではなくほぼ完全に金利市場の弱含みによることを示唆しています。この動向は、今後、魅力的なトータルリターン獲得の可能性が高いことを示唆していると見ています。

図2：主に金利要因により、市場にてディスカウント価格で取引される割合は増加



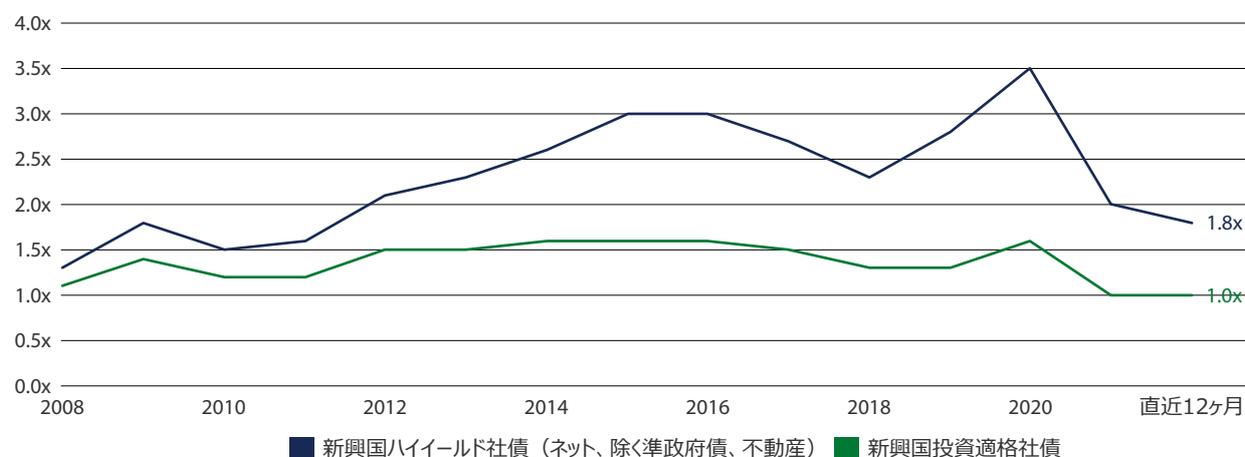
出所：Bank of America 2022年9月末現在

ジョナサン・ボック：チュンデ、新興国市場における見通しと、新興国市場と先進国市場の類似点および相違点について教えてください。

チュンデ・ラワル：先進国市場と同様、新興国社債のクレジット・ファンダメンタルズは、インフレ圧力にもかかわらず非常に弾力性を有しています。多くの企業は物価上昇の消費者物価への転嫁が可能であるため、企業のバランスシートはまだ大きく悪化していません。今後、利益率がある程度軟調になると思われるが、新興国は堅調なスタートポイントとなっています。多くの発行体において、企業収益およびEBITDAは新型コロナウイルス感染拡大以前の水準に戻り、レバレッジもハイールド企業で1.8倍、投資適格発行体で1.0倍と適切な領域にとどまっています（図3）。さらに、デフォルト率は全体的に上昇しているものの、ロシアや中国、ウクライナを除いたデフォルト率は、実際一桁台前半で推移しており⁴、今後も2~3%程度にとどまると予想されます。

4. 出所：J.P. Morgan Corporate Default Monitor 2022年11月8日現在

図3: 新興国社債のネットレバレッジは依然として適切な領域を維持



出所: Bank of America 2022年9月末現在

このような健全なファンダメンタルズを背景に、過去18ヶ月に同資産クラスに影響を与えた外因的ショックを考慮すると、バリュエーションは非常に魅力的な水準となっています。例えば、ハイールド債券市場のスプレッドは、長期平均が500~520bpsであるのに対し、直近数週間では720bpsに達しています。投資適格社債の場合も同様で、スプレッドは過去の平均が約180bpsであるのに対し、直近では250bpsに達しています⁵。

過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありませんが、歴史的に、過去的大幅なドローダウン期の後には魅力的なリターンが続いていることは注目に値します。新興国社債は、2020年の新型コロナウイルス感染拡大期に17%下落し、欧州ソブリン債務危機の際には14%下落しました。これらのイベント期から12ヶ月以内に新興国社債は2桁のリターンを達成し、時には20%超となりました⁶。足元の新興国社債の平均債券価格が1米ドル当たり約85セントであることから、今後同様の事象が生じる可能性が高いと考えます⁷。

ジョナサン・ボック: アダム、プライベート・クレジット市場が直面する主な課題と、今日のミドルマーケット・ローン市場を形成するダイナミクスについて教えてください。

アダム・ウィーラー: 足元の疑問の1つは、ポートフォリオがどう維持されているかという点です。好調な時期には、運用会社のパフォーマンスは似通ったものになる可能性があります。今日議論されている課題がプライベート市場のポートフォリオにおいて実現するにつれ、来年以降はパフォーマンスに大きな差異が生じるものと思われる。これは、運用会社のポートフォリオは同一ではなく、運用会社毎に異なる資産を組み入れていることから、リスクプロファイルが異なるためです。

市場のダイナミクスに関しては、ロシアがウクライナに侵攻し、パブリックのシンジケート市場が実質的に新規発行を停止した後、プライベート・エクイティ企業は債務調達のためにプライベートのダイレクト・レンディング市場にますます注力するようになりました。当初、市場の価格は大きく変動しませんでした。現在ではリスクの再評価に伴い、足元の流動的な市場環境に対応するために条件やレバレッジ水準も変化しています。

5. 出所: J.P. Morgan 2022年10月末現在
 6. 出所: J.P. Morgan 2022年10月末現在
 7. 出所: J.P. Morgan 2022年10月末現在

“現在ではリスクの再評価に伴い、足元の流動的な市場環境に対応するために条件やレバレッジ水準も変化しています。”

ジョナサン・ボック：プライベート・クレジット投資の恩恵の一つは、流動性を有するバンクローンに比べて相対的に高い非流動性リスクに起因する潜在的なリスク・プレミアムです。しかし、パブリック資産とプライベート資産における利回りの観点から見ると、今日のパブリック市場における急激な価格のディスカウント幅は事実上同等であることを示唆しています。なぜ投資家は、変動の回復を待つことなく足元ではプライベート・クレジット投資を選択するのか、説明をお願いします。

アダム・ウィーラー：プライベート・クレジット・マネジャーは、景気循環において一貫したリターンを提供することを目標に、経年的にポートフォリオを構築しています。そのために、最終的に資本の損失を回避する必要があります。同資産クラスは、パブリック市場で見られるようなテクニカル要因ではなく、ファンダメンタル要因によりパフォーマンスがもたらされます。また、プライベート市場では現在、価格やレバレッジ、条件の改善や、バンクローン契約書のコベナント・パッケージの強化が行われています。これは現在の全投資期間において継続すると見られるため、今後1～3年の間にアウトパフォーマンスが実現すると考えています。

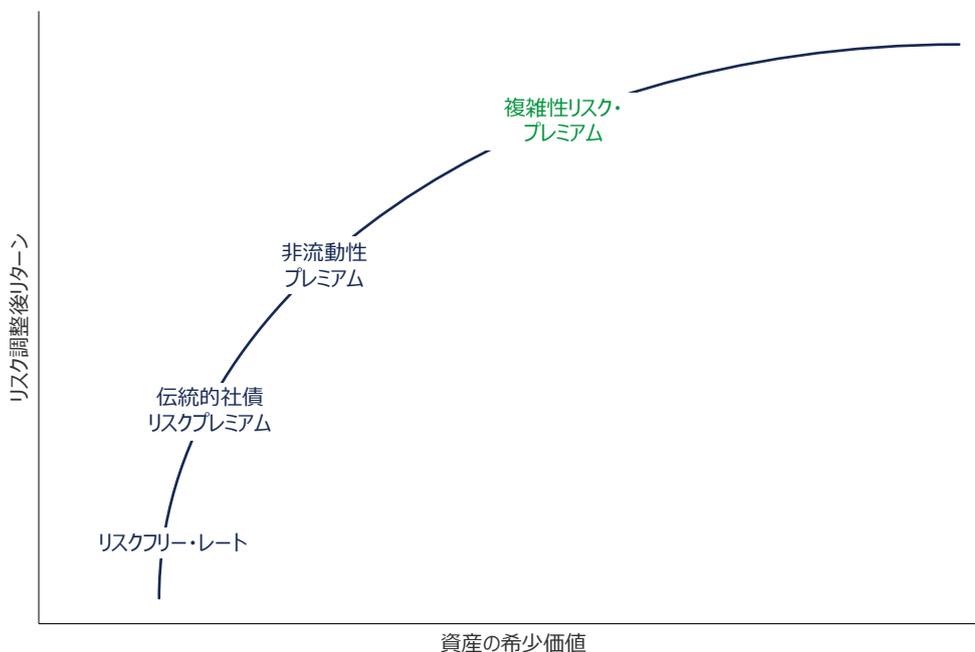
また、プライベート・クレジットがパブリック市場と異なる点として、ローンが取引所で取引されることがない点や、ごく少数の国や地域における調達ではない点が挙げられます。むしろ、この分野の取引のほとんどは、プライベート・エクイティのスポンサーを通じて調達され、スポンサーまたは発行会社と直接交渉されます。このため、最も魅力的なディールフローにアクセスし、その機会を投資につなげるためには、強力なオリジネーションやソーシングのプラットフォーム確立が不可欠です。また、同資産クラスはバイ・アンド・ホールド型であるため、ポジションを売却することはほとんど不可能です。これらの理由から、投資サイクルのあらゆる局面で存在意義を示すと見られる企業への投資に重点を置き、かなり保守的なアプローチにより資本配分を行っています。案件別にポートフォリオを構築するため、高度に分散させることも可能です。

ジョナサン・ボック： スチュアート、ディストレスト債、そしてより広範なオポチュニスティック・クレジット取引における投資機会が、前サイクルと比較して相違する点について教えてください。

スチュアート・マティソン： キャピタル・ソリューションズ（オポチュニスティック・クレジットとスペシャル・シチュエーション案件を投資対象）の焦点と戦略はここ数年で大きく変化し、セカンダリー市場におけるディスカウント価格での購入機会にとどまらなくなってきました。この変化は、長期にわたる低いデフォルト率に起因していますが、契約書が歴史的にみてより緩慢（コベナンツ・ライト）になっていることにも起因しています。こうした動きは、多様な企業への融資機会の提供につながっています。

例として、プライベート・ファイナンス市場の成長は興味深いものがあります。アダムが前述したように、ポートフォリオのパフォーマンスは過去2、3年のイベントに基づいています。市場が拡大しているため、運用担当者の期待ほどには投資がうまくいかないという状況は確実に出てくるでしょう。場合によっては、そのような状況の変化において、企業の保有およびサポートが不可能である、もしくは選好しないという事象が発生するかもしれません。このようなシナリオにおいては、従来とは異なる手法による投資や取引の実行が可能なマネジャーによる投資機会の提供が可能となります。今後、このような機会は、パブリック市場およびプライベート市場を問わず、コーポレート・クレジット分野全体に出現すると思われます。ベアリングスの投資チームは、コーポレート・クレジット・プラットフォーム以外にも幅広いソーシングの枠組みを活用しており、最近では医薬品ロイヤリティなどの分野で魅力的な投資機会を見出しました。

図4: 複雑系リスクプレミアムの背景



出所: Barings

ジョナサン・ボック： この分野で提供される可能性のある複雑性プレミアムの定義と、それを効果的に捕捉するためにマネジャーに必要なスキルセットについて説明してください。

スチュアート・マティソン： 同分野における複雑性プレミアムは、ソリューションの見出し方、特に案件の調達とストラクチャリングの方法に創造性が必要なことに起因しています。基本的には、テーラーメイドの個別投資のために、複雑な状況への着目、詳細なデューデリジェンス、交渉、ソリューションの構築を実行しています。ファンダメンタルの観点において深い知識を有し、「複雑性プレミアム」によって卓越したリターンを獲得が可能な業種に注目することが重要です。

ジョナサン・ボック： スコット、今後数ヶ月、そして来年に目を向けると、金利環境は市場の形成および投資判断にどのような影響を与えるか説明してください。

スコット・ロス： 私たちの進む道はこれまで歩んできた道と密接に結びついています。ここ数年、0%もしくはマイナス金利政策により、マイナス利回りの債券が何兆米ドルにものぼりました。このような低コストでの資金調達により、プライベート・エクイティにとってある種の黄金時代となりましたが、このモデルは今後、リターン面で少々難しくなるかもしれません。例えば、アダムが前述したプライベート・クレジット案件を見ると、条件が異なっていることがわかります。多くの場合、プライベート・エクイティはより多くの株式を投入する必要があるため、その分リターンが低下する可能性があります。

さらに、金利政策転換の真っ只中に見えますが、政策立案者が過去に実施された政策に縛られずにいられるかが大きな疑問です。量的緩和 (QE) から量的引き締め (QT) への移行は可能なのでしょうか。可能であれば、債券が株式に対して強い説得力を有するべきであり、少なくとも直近よりもはるかにバランスの取れた議論が可能となります。

“量的緩和 (QE) から量的引き締め (QT) への移行は可能なのでしょうか。可能であれば、債券が株式に対して強い説得力を有するべきであり、少なくとも直近よりもはるかにバランスの取れた議論が可能となります。”

ジョナサン・ボック： チュンデ、今日の市場環境は大幅な投機相場となっているのか、また、投資アロケーションとして今後有望な分野について、解説してください。

チュンデ・ラワル： 中央銀行のモラルハザードにより常に市場が救済される点については、スコットに同意します。そして残念なことに、満潮時であってもすべての船が航海できない時代に向かっているのです。金利が2%以下だった時期は、間違えて異なった銘柄を選択したとしても、伴う影響は比較的軽微なものでした。しかし、金利が上昇すればそれだけリスクも高くなるため、マネジャーとして銘柄選択を行い、保有している信用リスクを真に理解することが必要不可欠となります。

投資先として考えると、新型コロナウイルス感染拡大後「ニアショアリング現象」が生じ始めているメキシコは、その恩恵を受ける重要な国の一つです。具体的には、メキシコでは現在、工場や設備を新設するために、米国に近い北部で多くの不動産や土地が購入されています。こうした未開発地域の整備には数年を要するものの、長期的に見ると、雇用の創出や成長という2次、3次の効果が期待できると見えています。

ジョナサン・ボック： アダム、1年前から今日にかけての金利変動が借りに大きな影響を与えたと考えたら、足元のプライベート・クレジット市場への最適なアプローチ方法は何でしょうか。

アダム・ウィーラー： プライベート・エクイティのパフォーマンスが低下すると、リターン獲得の中心がプライベート・エクイティからプライベート・クレジットへ移行すると思われます。プライベート・クレジットはベース金利の上昇から恩恵を受けますが、チュンデが前述したように、重要なのはやはり資産の選択と損失の回避とされます。需要の減退やマージンの悪化、キャッシュフローの減少、保守性の低下などが生じる厳しい外部環境が予想されるため、今後4～8ヶ月は非常に興味深いものがあります。いまだかつて経験したことがない、エクイティ資産において企業価値が下落する段階に入ると見えています。

とはいえ、数多くのプライベート・エクイティ企業が、取引や事業に対する資本支援をレンダーに期待しています。しかし、マネジャーは適切な事業を選択する立場にあることも必要です。また、業績が悪化した場合には、それらの事業の経営権を手に入れて困難な状況を乗り越え、最終的には売却して回復を図る力量が必要です。

ジョナサン・ボック： スチュワート、このサイクルにおいて最も有利な投資機会が出現する分野について、また、我々の知識を投資家が活用すべき方法について教えてください。

スチュアート・マティソン： キャピタル・ソリューションの観点からは、ライアビリティ・マネジメントのための資金提供、つまりストレスや状況に応じたリファイナンスに注目します。また、市場全体ではなく個別銘柄の固有の背景により価格が下落しているパブリック市場の案件に投資機会を追求します。このタイプのアプローチには注意と忍耐が必要ですが、魅力的な潜在的リターンの獲得を確信しています。これを念頭に置き、今後数ヶ月間、投資家は柔軟な資本と信頼する運用モデル、そして深度のあるチームと迅速かつ効率的な実行能力を有するマネジャーとともにポジションを形成すべきと考えます。

このコンテンツは、バーチャル・パネル・ディスカッションをもとに作成しています。

Barings is a \$338+ 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、ヘアリングスLLCが作成した資料をヘアリングス・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に変更されたり修正されたりすることがあります。2645162

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

*As of September 30, 2022

22-2603818