

2022 年第4四半期

展望：資本市場の鈍化で注目される米国のプライベート・クレジット



Randy Schwimmer
Churchill Asset Management、
シニア・ローン共同責任者

新型コロナウイルスの感染拡大期間を含め、過去10年以上にわたって、投資資本の流れはほぼ一方向、つまり市場に流入してきました。それは、2008年の大不況以降、米国連邦準備制度理事会（FRB）が低金利を維持してきたためです。パブリック・クレジットは、ローンも債券もその恩恵に浴しました。しかし、視点を変えて2023年を見据えると、利上げや量的引き締めが資本市場やプライベート・クレジットに与える影響を検証することが重要となります。

2023年のプライベート・クレジットを形成する各要素

- 新規のパブリック・クレジットの発行が停滞する中、プライベート・クレジットはより大規模かつ質の高い発行案件が増えています。
- プライベート・レンダーは、ドライ・パウダーに対する需要の増加に加え、景気後退リスクもあるため、より慎重に案件を選別しています。
- 経済の不確実性により M&A 活動が鈍化していますが、独自のディール・フローを有する投資運用会社は、相対的に質量ともに優良な案件に参加することができるでしょう。
- 経験が非常に豊富なプライベート・クレジットの投資運用会社は、あらゆる景気サイクルにおいて、投資家として魅力的な条件を引き出し、デフォルト・リスクが低い、分散されたポートフォリオを維持することができます。
- 発行案件が減少している中、幅広いプライベート・キャピタルによる資金調達手段とスポンサーとの深い関係を備え、ディフェンシブなセクターの発行案件に参加できる投資運用会社は、優良なレンダーとして認知されるでしょう。

プライベート・キャピタル、特にプライベート・クレジットは、過去10年間、ゼロ金利に近い市場環境の恩恵を受けてきました。投資家は、低リスクを維持しながら、流動性の高いクレジットよりも高位な利回りを有する投資先を求めていました。プライベート・エクイティのスポンサーは、ダイレクト・レンダーと密接に協力することにより、急成長するバイアウト・ファイナンスのパイプラインに自社のLP資金を投入することを求められてきました。

クレジット面では、アレンジャーがリード案件を獲得するために激しく競い合っていたために、ストラクチャーやプライシングはますます発行体に有利なものとなっていました。購入価格マルチプルの高まりにより、デットに対し、エクイティ・クッションが大きくなったため、こうしたレンダーに不利な条件での発行が正当化されたのです。

コロナ禍の発生を受けてこの勢いが失われるかと思いきや、FRBによる資金注入ですぐに状況は回復しました。この流動性の供給が、サプライ・チェーンにおける継続的な課題と相まって、異常なインフレの上昇圧力をもたらし、結果として消費者物価は過去数十年でみられなかった水準にまで上昇しました。

消費者物価が高止まりしていることを受け、FRBはよりタカ派なメッセージを発信せざるを得なくなりました。そして投資家はこれを景気後退とデフォルトが上昇するリスクとして解釈しています。2022年には、債券とローンの投資信託からリテール投資家からの資金が大量に流出し、変動金利のバンクローン（BSL）市場では、当初金利上昇による恩恵を受けていましたが、トレンドは反転しました。これに加えて景気後退に対する懸念もあり、ハイ・イールド債券の発行も減少しています。

FRBによる金融引き締めのおかげで、銀行システムからも、流動性が後退しています。銀行の準備金は3兆ドルから、2023年の第1四半期には2兆ドルへと3分の1が取り崩されると予測されています。銀行の中には、法人向けやホールセール向けの融資を制限するように通達されたとの声もあります。

Churchill（以下、「当社」）は何年も前から、最大手のダイレクト・レンダーが、BSL市場の仲介から撤退しつつあると報告してきました。しかし、翌日物貸出金利が1年前のゼロ近辺から2022年末には4%近くにまで高騰する見通しを踏まえると、高レバレッジ案件のインタレスト・カバレッジ・レシオが縮小していくとレンダーはみえています。

当然ながら、これは厳しい状況を意味します。市場や経済の方向性の明確化を待ち、様子見姿勢をとっている熟練したクレジット投資家もいます。しかし、当社が現状を再検討したところ、特にプライベート・クレジットについては、投資家にとって喜ばしいことが多くあると考えます。

実際、非流動性ローンにとって、資本市場の停滞は最終的に有益であると考えます。

プライベート・クレジットにおけるリスクと投資機会の比較

サプライ・チェーンの問題は、自転車や粉ミルクに限ったことではありません。FRBが銀行システムから流動性を引き揚げ、投資家の資金がパブリック・クレジットから流出するにつれ、従来のバイアウトやM&Aのための資金を求める企業への資本供給はより困難になっています。

資本が豊富にあった世界から欠乏している世界へと転換していく中、クレジット市場はその適応に苦戦しています。ダイレクト・レンダーは過去5年間で記録的な額の待機資金（ドライ・パウダー）を蓄えましたが、案件への投資に苦戦している状態です。いくつかの理由から、経験豊富な投資運用会社は、より慎重に投資をするようになっています。

バランスをとる動き：

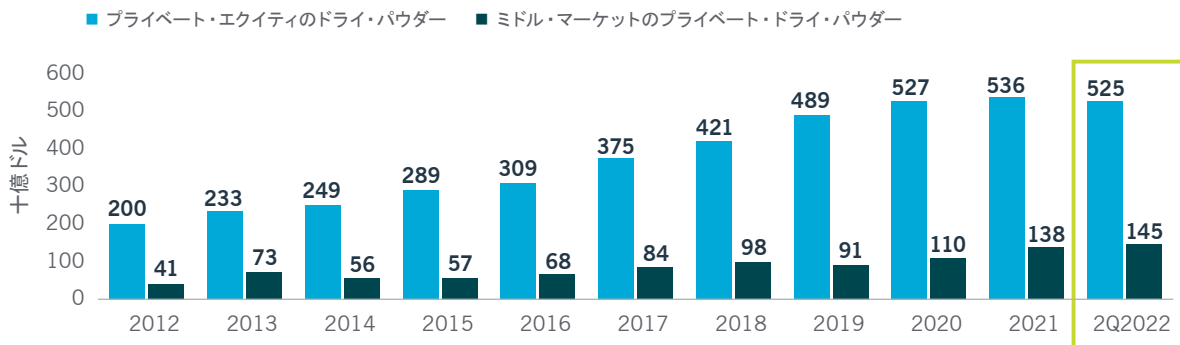
- まず、クレジットのファンド投資家は、パブリック市場のボラティリティや景気減速への懸念から、新たな資産配分に関して、より注意深くなっています。皮肉なことに、担保付翌日物調達金利（SOFR）が上昇する環境では、変動金利の資産の利回りの見通しが良好なため、今後のリターン向上を期待して様子見姿勢を続けたいと思うものです。
- BSL市場の混乱により、発行体は資金調達のため、プライベート市場への移行を余儀なくされています。現在、プライベート・クレジットには推定1兆ドルの資本が投下されていますが、ドライ・パウダーの額はそれより少なくなっています。
- 足元から年末にかけては、景気後退の懸念からM&Aの動きは鈍化するかもしれませんが、今後状況が改善されれば、LP資金を豊富に持つプライベート・エクイティ・スポンサーの抑制されてきた需要が、顕在化してくるとみられます。



非流動性のローンにとって、資本市場の停滞は最終的に有益であると考えています。

図1：ドライ・パウダー

2022年第2四半期時点で、プライベート・エクイティとクレジットのドライ・パウダーには、4,000億ドル近くの差があります。



出所：Predin – North America data

トップクラスのプライベート・クレジットの投資運用会社は、案件への資本配分において、ますますリスクと投資機会を比較検討するようになっています。投資機会は、パンデミックの中でも好調な業績を維持してきた企業の収益とバリュエーションを覆す可能性のある景気後退という両観点から精査されています。

今後、カバレッジ・レシオが比較的厳しい案件も、慎重に精査されるでしょう。SOFRが4%である足元では、レバレッジが7倍以上の巨大なコベナンツライトのユニットランシェ案件は成立しにくくなっています。景気循環性の高いセクター、つまり設備投資の多い事業の場合は、特に成立しにくいでしょう。

最後に、プライベート・クレジットのドライ・パウダーの額は、かつてないほど増大していますが、プライベート・エクイティのスポンサーが調達している資金に比べれば、依然として低位な水準です。今後数年間スポンサーの資金調達環境はより厳しくなるのでしょうか。2022年のデータはそれを示しているようです。

また、案件の動きに関しても同様のことがいえます。確かに、本格的な景気後退により、購入価格マルチプルは低下しますが、引き続き高水準にあるため、PEの購入者には歓迎されるかもしれません。

投資運用会社の選択眼はどのように現れているのでしょうか。バリュエーションと条件が改善されただけでなく、割り当て比率が下がり、引き受けのコミットメントが大幅に減少しています。インフレ、金利、景気に関する見通しが立たなければ、GPは市況が悪化した場合に身動きが取れなくなるのを嫌がるでしょう。

パブリック・キャピタルが欠乏する中のプライベート・キャピタル

量的引き締めによる体系的な流動性の引き揚げと、投資家の警戒心による選択的な投資資金の流出がみられている状況では、資本形成が難航しています。

パブリック・キャピタルの活用は容易に調達できる資金によるものが中心であるため、リテール・ファンドからこのペースで資金が流出すると、資金調達活動には逆風となります。プライベート・キャピタルは、長期的に流出しない資金を有しています。ただし先行き不透明感から、投資運用会社はリスクと投資機会を慎重に見極めていきます。経済の方向性が明確化するまで様子見姿勢をとる必要はあるのでしょうか。

非流動資産では、銘柄選択が鍵

その答えは、非流動性資産クラスにおける投資運用会社の役割にあります。プライベート・エクイティやクレジットでは、ポートフォリオ構築が重要な鍵となります。最初から適切な銘柄を選択することが重要となり、これがリターンを大きく左右します。頻繁に取引することができないため、問題のある銘柄をセカンダリー市場に流すことが難しいからです。

資産とセクターの選択も、景気サイクルを問わず重要となります。取引のタイミングは、すべてのパブリック市場の投資運用会社にとって、割安な銘柄や不人気な業界を探すための一手段となります。流動性があるため、購入と売却のタイミングを選べます。しかし、消費者金融業者や景気循環性の強い企業が、経済の軟化に伴いつまづくと、バイ・アンド・ホールド型のレンダーは長期的な問題に直面するかもしれません。

運用会社の銘柄選定力を下支える リレーション

また、投資運用会社へのクレジット投資家からの監視の目も厳しくなっています。調達案件の差別化のような問題は、常に求められる努力の一つであり、案件が欠乏している足元の環境においては、特に重要性が増しています。

スポンサー重視型の案件で重要なのは、リレーション（関係性）です。取引相手を知っていることだけではなく、相手からも信頼されていることが大切です。インタレスト・カバレッジ・レシオの圧縮と景気後退のリスクの影響により、レンダーは残りのドライ・パウダーをより慎重に配分するようになりました。これにより、今後の引受案件のコミットメントはもちろんのこと、割り当て比率も大幅に減少しました。

スポンサーは、案件ごとに1つのレンダーに依存するのではなく、信頼できる少数のレンダーの間でより多くの取引を行うことを好みます。

M&A が一段落する見通しとなったことで、スポンサーは既存のプラットフォームに成長を求めざるを得なくなりました。そのため、レンダー・グループに寄せられる、追加融資（アドオン）案件が増えています。また、案件ごとに、残りのドライ・パウダーの額にも注目されています。

また、ボロワーの総コストの上昇による圧迫を受け、PE ファームは最恵国的な優遇措置を変えようとしています。これらのクレジット合意協定は、特定の条件を除き、発行体が既存のレンダーに同じ条件を適用することなく、より好条件（例：スプレッドがより高い）で、新たなデットを入手しないよう、レンダーを守るためのものです。

また、買収資金を調達するために、Delayed Draw Term Loans（DDTL）を拡大する方法もあります。金利が上昇すればするほど、今のスプレッドで固定した方が、今後の展開を待つより、割安で資金調達ができることは間違いないでしょう。

これまでのプライベート・クレジットの動向

リスクを取ることで報われる世の中から、不適切なリスク管理が罰せられる世の中へと変化しつつあります。プライベート・クレジットの投資家に問われるのは、今日の比較的高水準のリスクを管理しながら、リターンを得ることができるのか、ということです。

つまり、FRB による全体的な資本の引き揚げと容赦ない利上げに加え、流動性の高いクレジットからの資金流出によって、チャンスの窓が開いたということです。しかし、利回りが高まれば、発行体の利払い負担が高まり、デフォルト率が上昇します。その結果、資本供給と支出が圧迫され、景気低迷の引き金となりかねません。

新規発行案件の低迷

皮肉なことに、レバレッジが低く、条件が厳格で、スプレッドがよりワイドな、現在のクレジット・ヴィンテージは、過去10年間の中で、投資家にとって非常に有利なものといえます。伝統的なミドル・マーケットのシニア・ローンの利回りが10%近くになったのは2010年以降のことです。しかし、債券市場と関わる必要がない発行体は、状況が緩和されるまで資金調達を控えることもできます。

したがって、当社はダイレクト・レンディングの動きは、鈍化するとみています。ほとんどのプライベート・キャピタルの投資運用会社は2022年は好調でした。しかし、今後は長引くサプライ・チェーンの障害や地政学的な不確実性、業績やインフレの不透明感で、資金調達より慎重になるでしょう。

PEファームが現在の環境にどのように対処するかが、多くを左右します。次のグラフが示すように、投資と案件のクローズは減速しています。一部の買い手は、市場のマルチプルが後退し、今後は投資機会が向上すると見込んでいます。また長期間にわたり、どのような景気サイクルでも業績をあげるとされる厳選した事業を対象としたM&A戦略に対する確信を築き上げてきた買い手もいます。こういった買い手は、あらゆる景気状況に対応した健全なパイプラインを維持しています。

図2：イグジットのペース

ミドル・マーケットのプライベート・エクイティのイグジットが劇的に減速



* 2022年6月30日時点のデータ
出所：Fortune/Term Sheet, PitchBook

経験豊富なプライベート・クレジットの投資運用会社は、この筋書を以前にもみたことがあるはずです。大規模で多様な顧客基盤と案件のポートフォリオにより、市場心理に関係なくディール・フローを維持し、投資家は途切れることのない展開と分配から利益を得ることができます。つまり、現在の市場において、より良い利回りとストラクチャーを享受できるということです。

金利が上昇し、スプレッドが拡大する中、借り換えの動きは著しく鈍化しています。返済が少なければ、レンダーのドライ・パウダーが抑制されますが、それは必ずしも悪いことではありません。スポンサーが新たなバイアウトの代わりに、既存プラットフォームを構築する方法を求め、アドオン式の資金調達が増えていきます。

それに伴い、ダイレクト・レンディングの平均保有期間である 2~3 年を延長する必要があります。この動向による影響は、どのようなものでしょうか。デュレーション・リスクは、債券と比較して、まだ緩やかなものです。しかし大規模で分散されたポートフォリオの平均利回りとレバレッジに目立った変化をもたらすには、時間がかかります。また、ほかの戦略やセクター、アセットへと投資を切り替えることも難しくなります。

しかし、プライベート・クレジットの投資家にとって、今後数四半期は建設的な展開となるでしょう。希少な資産はより高く評価されます。しかし、より銘柄選定の重要性が高い状況が続く中で、十分な案件量を確保できるか、ということが問われます。当社はスポンサーとの強力な関係や独自の調達モデルを持つレンダーであれば、難しい局面を乗り越えることが可能であると考えています。



資本市場が低調な現在、どのように案件をみつければよいでしょうか。スポンサー重視型の案件で重要なのは、リレーションです。銘柄選定の重要性が高い足元においては、リレーションが特に大切となります。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

重要なお知らせ

ヌブーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。
<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌブーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America（TIAA、米国教職員退職年金/保険組合）の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌブーン・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3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入