

2021年第1四半期

ダイレクトレンディング 米国市場における機会の 現状

ダイレクトレンディング市場は多くの投資家が参入したことで、何年にもわたり懐疑的な見方がされてきましたが、Nuveenでは今がこの市場に資金を投入する優れたタイミングであると考えています。

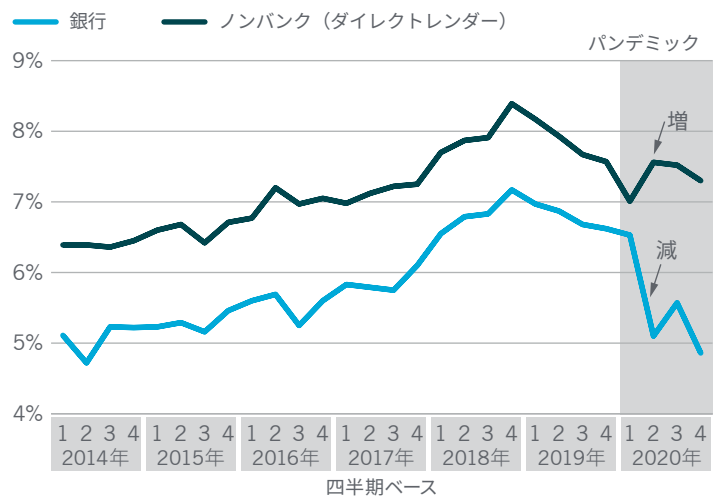
もっとも、その後はプライベートエクイティファンドからの出資が増加し、貸し手に有利な市場環境を反映してダイレクトレンディングの利回りが上昇しました。また、経済状況の安定化に伴いディールフローや資金調達の機会が大幅に拡大するなど、結果的に貸し手に総じて有利な環境となっています。さらに、コベナンツなどの貸し手の保護が再び強化され、レバレッジは慎重な状態が続いています。

理由その1

魅力的な利回りと資本構成が特徴的な貸し手に有利な市場

2019年末までのクレジット市場では、利回りを重視する投資家が上場企業と非上場企業の両方に対して競って融資を行ったため、レバレッジ比率の上昇、や借入金利の一貫した低下、貸し手保護（コベナンツなど）の緩和が進みました。状況が変わったのは2020年3月で、ミドルマーケットの貸付市場では新型コロナウイルス感染症の発生とそれに伴う都市封鎖によりそれまでの傾向が突如として終了し、多くの企業が債権者や出資者に対してコベナンツに関する救済（修正、停止等）を求めるようになりました。

図1: 第一順位抵当権付きローンのアレンジャー別平均利回り



出所: Refinitiv LPCの2020年第4四半期『Middle Market Sponsored Private Deal Analysis』、ユニトランジェ・ローンを除く

理由その2

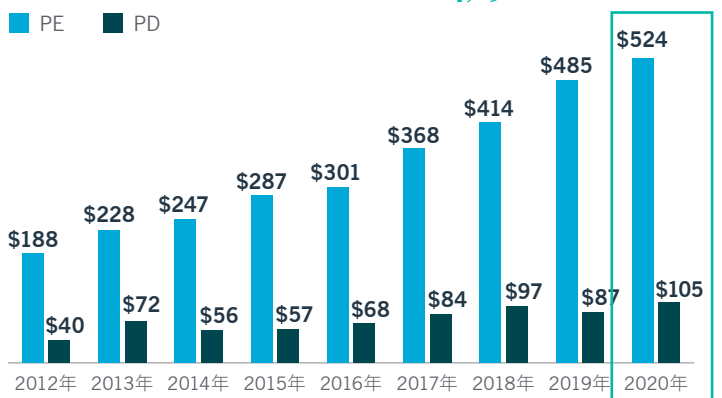
プライベートエクイティファンドのドライパウダーはデットファンドをはるかに上回る

プライベートデットファンドが抱える潤沢なドライパウダーについては多くの市場関係者が強調しており、これは多額の資金がごわずかな機会に向かっていることを示唆しています。ところが、プライベートエクイティファンドによる資金供給額はプライベートデットファンドをはるかに上回っており、市場の不均衡から生まれる強い需要がLBOや買収をはじめとするプライベートエクイティによる投資案件の組成を下支えしています。2020年第3四半期末時点で、プライベートエクイティファンドのドライパウダーは5,240億ドル相当であったのに対し、プライベートデットファンドは1,050億ドルと、その比率はほぼ5対1です。

非上場企業の資本構成は50～80%が負債となっているのが一般的で、自己資本1ドルに対する負債比率としては1～4倍程度となります。つまり、プライベートエクイティに5,240億ドルあるドライパウダーに匹敵するプライベートデットの資金需要は5,300億～2兆ドルに上ることになり、これは現在利用可能なプライベートデットファンドの資金の1,050億ドルとの間に大きな格差があることを示唆しています。このプライベートエクイティの資金が十分に活用されるためには、市場に流入する他人資本がこれまでよりもはるかに増えるか、あるいは非上場企業のレバレッジが大幅に低下するか、もしくはその両方が起こる必要があります。

図2: プライベートエクイティとデットのドライパウダー

単位: 十億米ドル



PE=プライベートエクイティ、PD=ミドルマーケット・プライベートデット

出所: Preqin.注: 北米のデータ(2020年第3四半期時点)

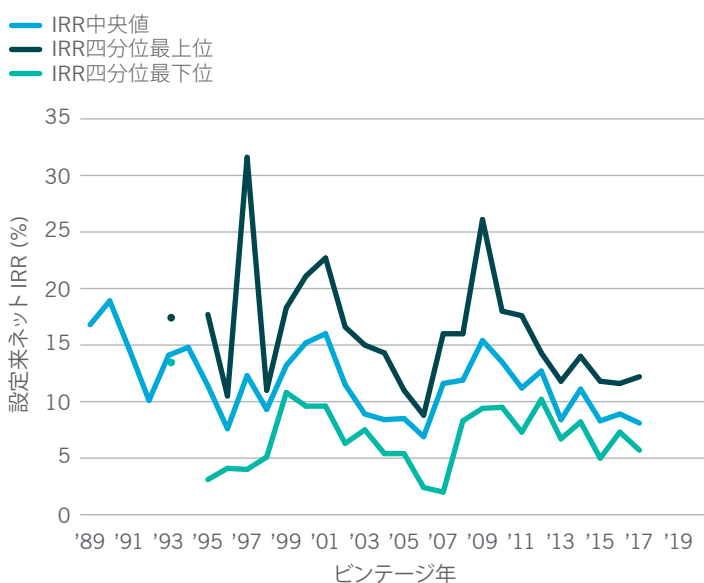
理由その3

景気低迷期にスタートしたプライベートクレジットファンドは全般的にアウトパフォームする傾向

同じ景気後退は二つとなく、パンデミックによって引き起こされている今日の状況は極めて特異であるとは言え、景気後退中に組成されたプライベートクレジットファンドのビンテージは、他のビンテージの年をアウトパフォームする傾向があります。景気の悪化により多くの資産クラスのバリュエーションは低下するのが通常であるため、これは直感的に理解できます。実際に、2001年と2009年に組成されたプライベートクレジットファンドは、歴史的に見てもパフォーマンスの最も良いビンテージとなっています。

図3: プライベートデットファンドのビンテージ年別パフォーマンス

設定来のネットIRR (%)



出所: Preqin 2020年第3四半期

理由その4

スポンサーとなるエクイティファンドの専門性とクレジットの選別が重要

リーマン・ショック以降、ミドルマーケットローン市場ではファンドマネージャーによるクレジットの選別がますます重要性を増しています。パフォーマンスが悪化すればすぐに売却できる流動性の高いローンとは異なり、プライベートクレジットはバイ・アンド・ホールド向けの資産クラスです。ディフェンシブで設備への依存が少ないセクターに焦点を当て、その分野に特化した投資ノウハウを持つプライベートエクイティファンドと連携することで、景気後退時でも優れたパフォーマンスを上げることが可能です。現在のパンデミックではリーマン・ショック時と同様に、小売、飲食、旅行、レジャーなどの景気循環型の産業が深刻な影響を受けました。経験豊富なアレンジャーが構築するポートフォリオは消費者により近いこうした企業を避け、史上最悪レベルの経済状況の中でもアウトパフォームしてきました。そして、これらの同じ貸し手が、新型コロナに対してそれほど敏感ではない領域の新しい機会へ素早く方向転換することに成功しています。アナリストの大半が景気の改善を予想している現状を踏まえると、これは将来のデフォルト率や損失からの回復についての良好な兆候となります。

結論

ミドルマーケットデットは投資期間の長い辛抱強い投資家に優れたレラティブバリューの投資機会を提供

現在のダイレクトレンディング市場は、適度なレバレッジのままで貸し手の保護が強化されたとしても、同程度の質で流動性のあるクレジットセクターを上回る魅力的な利回りを提供します。ミドルマーケットデットは流動性が低く、新規投資を展開するに当たり、投資家は忍耐と慎重な姿勢が求められることとなりますが、保守的な考え方を持つ長期志向の投資家にとっては注目すべき投資機会であると考えます。

重要なお知らせ

ヌビーン・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「ヌビーン」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。

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。

ヌビーン・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 354-20210401