

プライベート・クレジットの 4つの神話

2022年4月

ニューヨークライフ インベストメンツ

当社のマルチブティック型ビジネスモデルは、長年の安定した歴史の上に築かれており、数々の経済サイクルを乗り越えてきたリスクマネジメントの実績には定評があります。専門的で独立したブティック運用会社と運用チームは、ほぼすべての資産クラス、市場、地域での運用能力をもち、お客さまの固有のニーズに合った戦略と統合的なソリューションをご提供することが可能です。

各運用会社は専門領域の深い知識と多角的な視点に基づき、より高い成果を実現するという強い覚悟とともに深い知見をお届けしています。

本稿は、アポジェム・キャピタル、カテシア、および当社のマルチアセット・ソリューションズ・チームとともにプライベートクレジット投資を検証するものです。

前例のない経済サイクルを受け、当社では、投資家の間でダイレクトローンへの疑念が強まっていることを認識している。不安定なサプライチェーンや原材料コストの上昇、金利の上昇、労働力不足、地政学的リスクが事業リスクを高め、信用リスクに影響している。投資家は、これらのリスクがポートフォリオにどう影響してくるのかを慎重に検証している。

当社は投資家との対話の中で、4つの共通する懸念を特定した。しかし、当社ではこれらを「プライベートクレジットの4つの神話」ととらえ、投資家のこの資産クラスへのアロケーションには必ずしも影響するものではないとみている。むしろ、これに対してよく引き合いに出される反論としては、適切なパートナーを得ることで逆に投資の強さの源泉となる可能性がある。本稿は、プライベートクレジット投資家であるアポジェム・キャピタル(Apogem Capital)とカテシア(Kartesia)の専門知識に基づいて、これらの反論を検証する。

プライベートクレジットの4つの神話



神話1：
金利の上昇はこの資産クラスに脅威となる



神話2：
経済成長の減速はデフォルトの増加につながる



神話3：
ミドルマーケットはよりリスクが高い



神話4：
スポンサーのついていないディールはよりリスクが高い



神話1： 金利の上昇はこの資産クラスに脅威となる

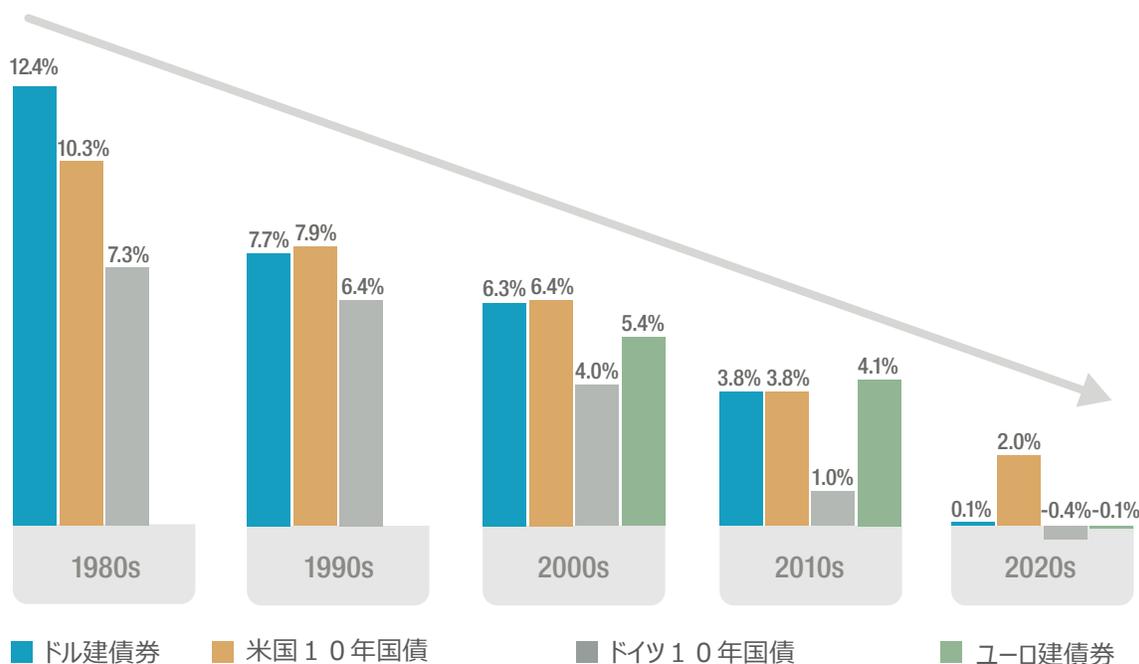
新型コロナウイルス感染症の世界的流行は供給を混乱させ、原材料、製品、労働力への需要を高めた。その結果、インフレが高進し、世界各国中央銀行は利上げ圧力にさらされている。金利が上昇するなか、投資家は資産クラス全体のバリュエーションが再評価され、アセットアロケーションに影響が出ると思われるかもしれない。また、金利の上昇は投資先企業の資本コストを増加させ、銘柄選択に影響する可能性もある。

しかし、当社は以下のような理由から、ダイレクト・レンディングのポートフォリオに関しては金利の上昇について懸念していない。

この資産クラスは変動金利である。 プライベートクレジットは変動金利型の資産クラスである。つまり、ローンの表面利率は現行の金利水準にリセットされ、「変動」する。その結果、この資産クラスは事実上デフレリスクがなく、金利上昇環境によく適している。加えて、当社の運用会社のローンポートフォリオは、資本構造の中で第一順位を占める担保付シニアローンを使用しているため、リスクが生じた場合でも担保を回収しやすい戦略的好位置にある。

インフレ率の上昇は高金利を意味しない。 金利見通しは上昇しているが、当社は、金利は歴史的水準から見れば低い状態が続くと予想している。インフレ圧力が最も強い米国では、2023年末時点の10年物国債利回りの推定値は2～3%である。マイナスの政策金利が続く欧州では、この数字は0～1%である。

投資家の投資利回りは何十年も低下してきた。



出典：ニューヨークライフ・インベストメンツ、マルチアセット・ソリューションズ・チーム。ブルームバーグファイナンスLP、2022年3月15日現在。米国債券はブルームバーグ米国総合債券インデックス、欧州債券はブルームバーグ欧州総合債券インデックスに基づく。欧州総合債券インデックスの結果は1998年以前のもので入手できなかったため、2000年代まで含まれていない。インデックスの定義は、本稿末尾に掲載。過去の実績は将来の結果を示すものではない。インデックスに直接投資することはできない。

ポートフォリオは、金利への抵抗力をもつよう構築されている。大方の借り手は、その借入コストにLIBOR（ロンドン銀行間取引金利）、SOFR（担保付翌月物調達金利）、EURIBOR（欧州銀行間取引金利）のフロアを設けている。そのため、政策金利の上昇は通常、金利がこのフロアを超えて上昇するまで借り手の資本コストに影響しない。米国では1.0%のLIBORやSOFRのフロアが一般的で、金利がこのレベルを超えた場合、慎重な信用分析によって金利負担の増加をキャッシュフローで賄えるかを検証する。欧州の借り手も似たような状況にある。3カ月物EURIBORは大幅なマイナス領域にあり、金利のフロアが0.0%であるため、計画されている政策金利の小幅引き上げは借り手に影響しそくない。

さらに、ダイレクトローンの構造は、企業の経営環境の変化に応じてより柔軟に対応できる仕組みとなっている。例えば、大型シンジケートローン（Broadly Syndicated Loan）の場合、条件変更に応じるようすべての貸し手を説得するのは容易ではない。一方、ダイレクト・レンディングの貸し手は、長期的により強力でレジリエント（強靱）な企業を作るという目標があるため、機動的に借り手をサポート可能な状況にある。

当社の米国と欧州の借り手の多くは、その借入コストにLIBOR、SOFR、EURIBORのフロアを設けている。そのため、政策金利の上昇は通常、金利がその該当水準を超えて上昇するまでは借り手の資本コストに影響しない。

緩やかな金利上昇は、他の部分でコスト圧力の緩和に役立つ可能性がある。中央銀行は、金利の上昇が需給の不均衡を和らげるのに役立つと考えているようだ。この不均衡はこれまで、労働コストの上昇と原材料価格の上昇を通じて借り手に影響を与えてきた。金利の上昇は需要に影響するとみられるが、その影響は、コスト圧力の軽減と業況の予測可能性の改善によって一部相殺される可能性がある。

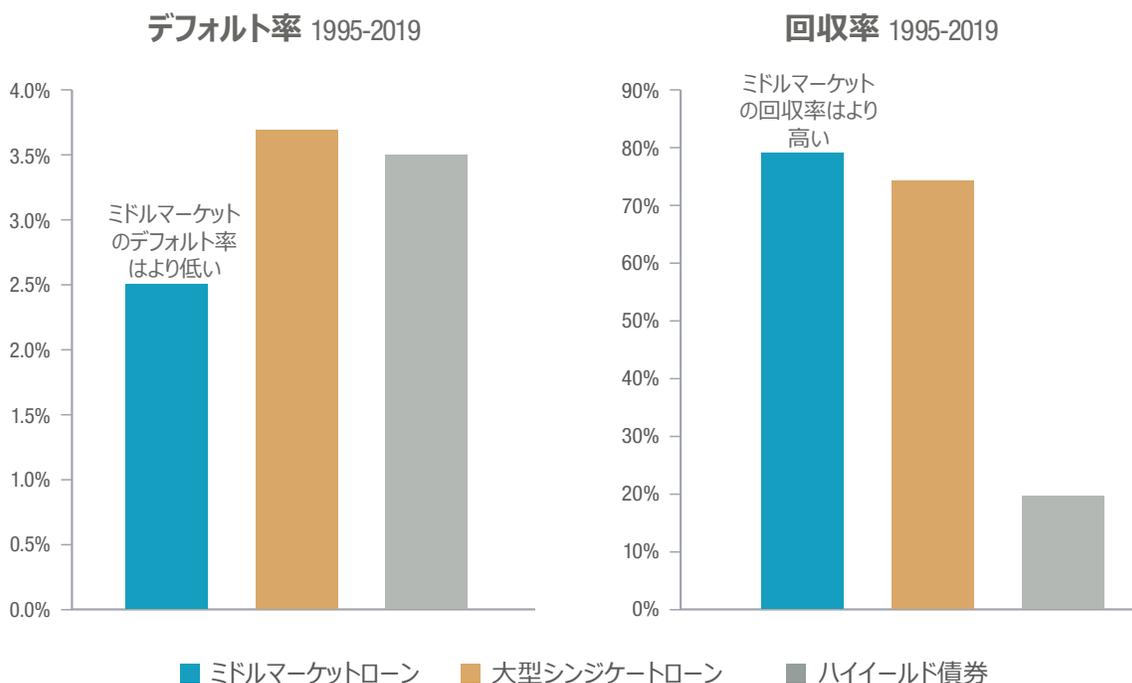


神話2： 経済成長の減速はデフォルトの増加につながる

金利上昇は制御可能であるとしても、投資家は、収益成長の減速はどうだろうと心配するかもしれない。もちろん、経済成長の減速と需要の軟化は借り手のコスト増への対応力を弱めうる。当社では、マクロ経済サイクルの浮き沈みの舵取りは結局、クレジットの選別、ポートフォリオの構築、運用会社の付加価値に尽きると考えている。

クレジットの選別。ダイレクト・レンディングは長期投資であり、ファンドは5年、7年、あるいは12年の資本投下を想定している。こうした時間枠ではマクロ経済環境の変化、および想定外のリスクが生じる可能性が高い。そのため、債務の引受人は借り手の需要ドライバー、コスト構造、これらのドライバーへの影響の感応度を理解しようと努めている。この借り手の信用力への深い理解が、適切な銘柄選択と投資の構築につながっているばかりか、リスクが生じた際には借り手を積極的に支援するための力となっている。投資家が求める資本構造、担保、コバナンツ条項が、生じるリスクを想定した余地を作り出している。

歴史的にみて、ミドルマーケットのデフォルト率は類似の資産クラスに比べて低く、回収率は高い。



出典：Mercer, S&P Credit Pro, 2021年。「ミドルマーケット」と「ブロードリー・シンジケート」市場のデフォルト率と回収率は、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンスの調査部門の計算による。ハイイールド債はS&P米国ハイイールド社債インデックスの定義による。インデックスの定義は本稿末尾に掲載。過去の実績は将来の結果を示すものではない。インデックスに直接投資することはできない。

ポートフォリオの構築と分散化。ミドルマーケットは資金需要を抱えた多くの企業が含まれる大きな市場であるため、当社の運用会社はそこからポートフォリオの組入対象を選別することができる。当社のポートフォリオは全般的な分散化に加え、きわめてシクリカル（景気連動型）な、またはトレンドベースのセクターを避けているため、マクロ経済サイクルの変化に特に強い。例えば、アポジウム・キャピタルはこれまで、収益の信頼性と利益の質に基づいて保険・金融サービス、ヘルスケア、ソフトウェアおよびテクノロジーなどの専門業種を優先する一方、石油・ガス、ホスピタリティ、小売などのセクターの組み入れを避けてきた。同様に、Kartesiaの担当部門はポートフォリオ構築に当たり、業種と地域の分散化、借り手の流動性と透明性の評価、高いバイナリ（2値）アウトカムをもつ（すなわち、パフォーマンスの好不調が極端に出やすい）クレジットの回避に力を入れている。

経済の減速がより深刻な局面では、当社の運用会社は生じるあらゆる課題を積極的に特定し、借り手をサポートできる力を実証してきた。

運用会社の付加価値。経済の減速がより深刻な局面では、当社の運用会社は生じるあらゆる課題を積極的に特定し、借り手をサポートできる力を実証してきた。この定評ある柔軟性とサポートにより、公募投資手段ではなしえない事業価値の維持を実現できている。当社は、こうした価値創造型のアプローチがこの資産クラスの魅力を高めているほか、デフォルトリスクの最小化と回収額の最大化に寄与していると考えている。

加えて、各種データによると、公募市場はボラティリティにより弱い。公募市場の流動性は、投資の開始や撤退の柔軟性を高めるが、リスクを増幅する場合もある。当社の運用チームは、ポートフォリオのモニタリングと運用をアクティブに行うことにより¹により、借り手が窮状にあるときは柔軟性を提供することができる。

最後に、経済の減速期には案件取引量が減少する可能性があるが、運用会社は一方で、与信条件の改善についての交渉やこうした修正を受け入れたことに対して手数料を手にいれることができる。また、取引量の減少はポートフォリオに現存するディーラのランオフ（自然減）を減らし、ポートフォリオのアカウントがより魅力的なバリエーションでアドオン型買収を行う機会ともなる。



神話3： ミドルマーケットはよりリスクが高い

投資家、特に米欧以外の投資家は、プライベートクレジットのミドル、およびロウアー（下位）ミドルマーケット・セグメントは他のセグメントよりリスクが高いと心配する声が多い。経験豊かな投資家にとっては、これは必ずしも当たらない。ミドルマーケットの複数の主要特性をみると、そこにはチャンスがあると思えてくる。

投資家のポジショニング。 当社の運用会社は、担保付シニアローンの貸し手として資本構造の第一順位に位置しているため、デフォルトの際には回収の確率も金額も高い。

質の高い企業の膨大なユニバース。 ミドルマーケットは多種多様な企業の膨大なユニバースであり、投資家は、そのセグメントの平均的なリスク・リターンをアウトパフォームする可能性の高い企業の上澄を選別することができる。

関係性主導の市場。 ミドルマーケット、特にロウアー・ミドルマーケットはきわめて関係性を重視する市場である。当社の運用会社は、ミドルマーケットのプライベートクレジット領域で長い実績を有し、それが多くの魅力的なディールのオリジネーションと獲得における「現職の強み」となっている。当社の担当部門は、スポンサー、オーナー・経営者と市場で緊密な関係を構築している。この継続的な関係を通じて、当社は、ディールの複雑さに対応する力があるとのレピュテーション（名声）を築いてきた。多くの場合、その結果として、当社の運用チームは相手先から選ばれる案件契約先になることができている。

そして、さらにはこの市場での地位によって、当社の運用チームは企業経営者やスポンサーから、規模の大きい市場よりも多くの誠実な対応を引き出し、情報を獲得し、直接のコミュニケーションを得られている。また、企業の成長や経済サイクルの舵取りに伴う業務開発、事業開発のサポートをすることも可能となる。

魅力的な利回り。 運用チームがミドルマーケット・セグメントに投資する際に、より深いデューデリジェンス、法務のノウハウ、専門知識を駆使することによって、投資家は相応の見返りを得られるかもしれない。この15年間、ミドルマーケット・ローンは、大企業向けローンより77ベースポイント高いスプレッドとなっている²。この市場レベルの数字を見ると、ミドルやロウアー・ミドルマーケット融資に長い実績をもつ運用会社が創り出しているチャンスがやや軽視されているということなのかもしれない。

プライベートクレジットのミドルマーケットは、きわめて関係性を重視する市場である。運用会社は、深い結びつきと長い実績を通じてより多くの情報を獲得し、その業務上の複雑さに対応し、その結果より魅力的なディールを組成することができる。



神話4 : スポンサーのついていないディールはよりリスクが高い

スポンサー主導のディールもスポンサーレスのディールも、投資家のポートフォリオにはそれぞれメリットがある。アプローチは異なるが、必ずしも一方が他方よりリスクが高いということはない。それよりも投資家は、自分のポートフォリオ向けに考えている地域とセグメントにとって、どちらのアプローチが最適かを評価すべきである。

例えば欧州では、スポンサーなしのディールが融資市場全体のほぼ90%と、大多数を占めている。言い換えると、スポンサーレス市場に注目することで投資家の投資ユニバースは9倍に拡大する。より広いユニバースを対象とすることで、当社の運用チームは、経営陣の質や提供される情報、求められる担保などの基本的な投資項目で妥協せずに済むと当社は考えている。

一方、米国は、より成熟した競争の熾烈な市場であるため、スポンサー・パートナーシップは適切な環境において、特に長年の投資実績と投資家との緊密な関係に基づいて活用される場合は大きな競争優位性をもちうる。

いずれの場合も、市場の適切な機会を選び、その機会のために適切なパートナーを選ぶことができれば、投資家の結果に貢献しよう。

経験豊かなパートナーを選んだと想定した場合の スポンサー主導ディール、スポンサーレス・ディールの潜在的利点：

	スポンサー主導	スポンサーレス
投資規律	スポンサーは好ましいと考える貸し手のレピュテーションに配慮することになり、資金調達とデューデリジェンスの過程でより高い規律を行うようになる。	スポンサー不在のディールでは、より厳格なコベナントに加え、キャッシュフローや手元の実物資産などの担保により留意するよう求められることが多い。
リスクマネジメント	スポンサー・パートナーはしばしば第三者のデューデリジェンスを提供する。	借入金のレベルは一般に低めである。
債権回収	忍耐強い、コミットメントに基づく資金は、プライベートエクイティのスポンサーにとって、着実な資本投資を通じて企業の成長や苦しい時期に企業をサポートするための力となる。	スポンサーレス取引の場合、スポンサーのいない企業の経営者は自社の信用や一族の歴史を守るために踏み込んだ措置をとることが多いため、より広く債権者との利益の一致が図られる。彼らにとって、ディールはローン以上の意味をもつ。
透明性	スポンサーは投資先企業について、広くまた詳しい独自の視点をもっているため、彼らに知見やディールフローを求められることができる。	スポンサー不在の企業との交渉は構造的に優位に立てるため、よりよい条件やカスタムメイドの機会を得やすい。



Jae Yoon
最高投資責任者
ニューヨークライフ・インベストメンツ

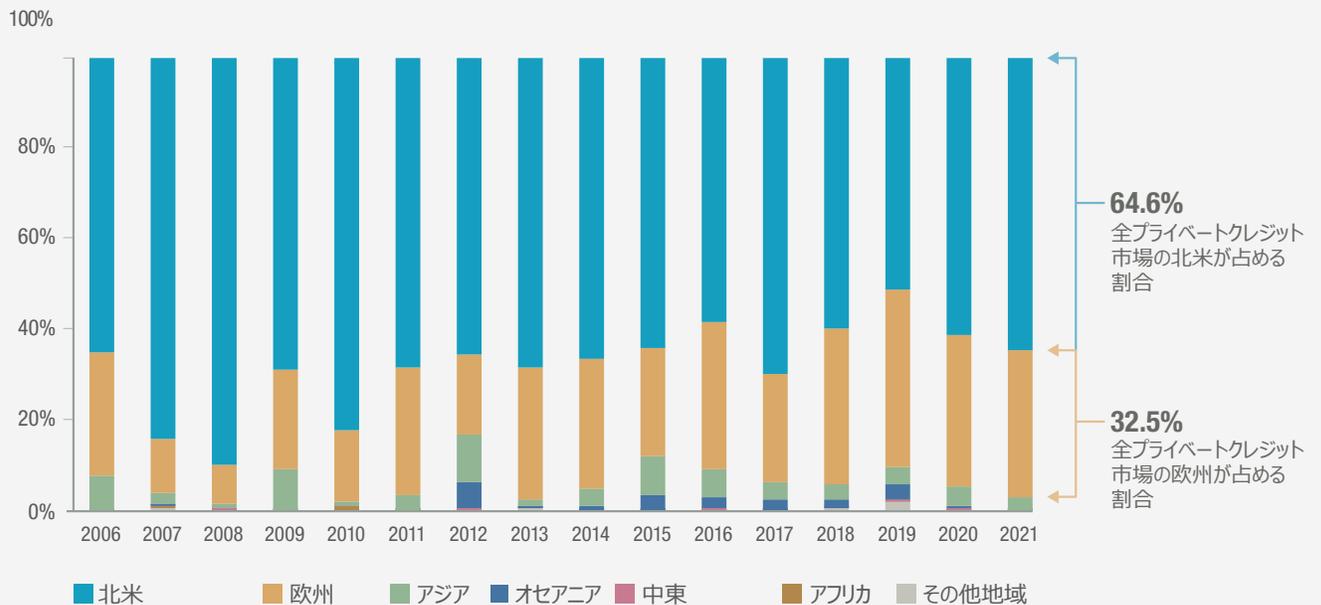
CIO の視点から

当社では、**プライベートクレジットは、投資家が利回りを確保するための最も魅力的な手段の一つと考えています。**多くの国では国債の実質利回りがマイナスになっており、金利が上昇しても国債利回りの絶対水準は芳しくない状況が続きそうです。プライベートクレジットは投資家にとって、より高いリスク調整後リターンを確保し、クレジット・エクスポージャーの分散化を図るための手段となりえます。

さらに当社では、グローバルポートフォリオに**米国と欧州双方のプライベートクレジット・エクスポージャーを組み入れることで、異なる歴史的背景や資金環境をもつ地域の特性を活かせる**と考えています。米国は巨大で成熟した、かなり均質な構造をもっていますが、欧州は国によって融資契約書の作成やオリジネーション戦略、銀行構造が異なる、より細分化された市場です。これらの市場を組み合わせることで、我々とともにあるプライベートクレジット投資のパートナーは、それぞれの地域の課題と機会に効果的に対応することができます。

北米と欧州のプライベートクレジットを合わせると、世界の調達資本の大多数を占める

プライベートクレジット資本の調達額（地域別）



出典：PitchBook、2021年12月31日

しかし、本稿のテーマにもあるように、リスクを伴わない投資はありません。マクロリスクを懸念する資産配分担当者は、投資のパートナーを選ぶ際に次の要素を考慮する必要があります。

- **卓越した信用力調査**は、最良の企業を確保し、リスクを抑制するうえでのカギである。
- 様々なインダストリーに渡って**借り手の分散化**を図ることは、ポートフォリオのレジリエンス向上に役立つ。
- 市場での長い実績を背景とする**強力なパートナーシップ**は、ベストディールの確保と借り手の事業経営への透明性をもたらす。当社は、透明性はリスクマネジメントにおいてきわめて重要であると考えている。
- **忍耐強い資本と長期的な投資の時間枠**は、投資家が魅力的でないディールを退け、強力なパイプラインを維持し、経済サイクルを通して事業価値を高めるのにきわめて有効である。

DEFINITIONS 文中使用した用語の定義

The **10-year Treasury note** is a debt obligation issued by the United States government with a maturity of 10 years upon initial issuance. A 10-year Treasury note pays interest at a fixed rate once every six months and pays the face value to the holder at maturity.

The **10-year Bund** is a debt obligation issued by the German government with a maturity of 10 years upon initial issuance.

The **Bloomberg Euro Aggregate Bond Index** includes fixed-rate, investment-grade Euro-denominated bonds. Investors frequently use the index as a stand-in for measuring the performance of the European bond market.

The **Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index** is a broad-based, market capitalization-weighted bond market index representing intermediate-term investment grade bonds traded in the United States. Investors frequently use the index as a stand-in for measuring the performance of the U.S. bond market.

Broadly syndicated loans are floating rate loans made to corporate borrowers that generally have greater than \$50 million in EBITDA (in most cases, at least \$100 million). They are senior in the capital structure and have a first claim on the assets of the borrower.

The **Euro Interbank Offered Rate (Euribor)** is based on the interest rates at which a panel of European banks borrows funds from one another.

The **federal funds rate** is an interest rate at which depository institutions trade federal funds (balances held at Federal Reserve Banks) with each other overnight. It is the U.S. Federal Reserve's primary policy interest rate.

The **London Inter-Bank Offered Rate (LIBOR)** is a benchmark interest rate at which major global banks lend to one another. The **Secured Overnight Financing Rate (SOFR)** is a broad measure of the cost of borrowing cash overnight collateralized by Treasury securities. A LIBOR or SOFR floor is a provision in a loan agreement that establishes a minimum base floating rate to be paid by the borrower before the fixed spread.

A **"middle market" loan** is a loan made to an issuer of a certain size in the leveraged loan market. There are many definitions of this size, but in the research references, Standard & Poor's uses a \$50 million threshold, meaning loans made to issuers with no more than \$50 million of earnings before interest, tax, depreciation, and amortization (EBITDA), in its reports and statistics.

S&P Global LCD Quarterly Average All-in Spread of B+/B Institutional Loans is a benchmark metric for the return performance of institutional loans rated B+/B+ including all fees, interest, and charges from the transaction.

The **S&P U.S. High Yield Corporate Bond Index** is designed to track the performance of U.S. dollar-denominated, high-yield corporate bonds issued by companies whose country of risk uses official G-10 currencies, excluding those countries that are members of the United Nations Eastern European Group (EEG). Qualifying securities must have a below-investment-grade rating (based on the lowest of S&P Global Ratings, Moody's, and Fitch) and maturities of one or more months.

Spread per unit of leverage (SPL) is defined as the ratio of potential return (spread) that an investor might receive per unit of risk (leverage). The higher the SPL, the better the compensation for the investor, holding risk constant.

A **"U.S. Single-B Corporate Debt Index"** is meant to designate a benchmark for corporate bonds rated B1/B+, one of several non-investment grade credit ratings that may be assigned to a company, fixed-income security, or floating-rate loan. This rating signifies that the issuer is relatively risky, with a higher than average chance of default.

1. アクティブ運用は通常パッシブ運用よりも運用手数料が高くなります。
2. 出典：S&P Global Market Intelligence、2021年12月31日

当資料は英語によるオリジナル資料である"The four myths of private credit"の日本語翻訳であり、内容に齟齬がある場合は英語版が優先します。

FOR DISTRIBUTION IN JAPAN:

当資料は、一般的な情報提供のみを目的としています。

当資料は、投資助言の提供、有価証券その他の金融商品の売買の勧誘、または取引戦略への参加の提案を意図するものではありません。

また、当資料は、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律または東京証券取引所が規定する上場に関する規則等に基づく開示書類または運用報告書ではありません。New York Life Investment Management Asia Limitedおよびその関係会社は、当資料に記載された情報について正確であることを表明または保証するものではありません。

当資料は、その配布または使用が認められていない国・地域にて提供することを意図したものではありません。

当資料は、機密情報を含み、お客様のみを提供する目的で作成されています。New York Life Investment Management Asia Limitedによる事前の許可がない限り、当資料を配布、複製、転用することはできません。

New York Life Investment Management Asia Limited
金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第2964号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

FOR DISTRIBUTION IN KOREA:

The content of this document shall not be construed as marketing or soliciting investment of any products or services and is being made available to you for general educational/economic purposes only. Any products or services that may be offered will be done separately in accordance with the applicable laws and regulations of Korea. Not all products and services are available to all clients and in all jurisdictions or regions.

IMPORTANT INFORMATION

The Multi-Asset Solutions team is a part of New York Life Investment Management LLC, an indirect wholly owned subsidiary of New York Life Insurance Company. Apogem Capital LLC is a wholly owned subsidiary of New York Life Insurance Company ("New York Life") through New York Life Investment Management Holdings, LLC ("NYLIM"), a wholly owned subsidiary of New York Life. Kartesia is an affiliate of New York Life Investments.

This material represents an assessment of the market environment as of a specific date; is subject to change, and; is not intended to be a forecast of future events or a guarantee of future results. This information should not be relied upon by the reader as research or investment advice regarding any funds or any particular issuer/ security. The strategies discussed are strictly for illustrative and educational purposes and are not a recommendation, offer, or solicitation to buy or sell any securities or to adopt any investment strategy. There is no guarantee that any strategies discussed will be effective.

Any forward-looking statements are based on a number of assumptions concerning future events, and although we believe the sources used are reliable, the information contained in these materials has not been independently verified, and its accuracy is not guaranteed. In addition, there is no guarantee that market expectations will be achieved.

This material contains general information only and does not take into account an individual's financial circumstances. This information should not be relied upon as a primary basis for an investment decision. Rather, an assessment should be made as to whether the information is appropriate in individual circumstances, and consideration should be given to talking to a financial professional before making an investment decision.



For more information
newyorklifeinvestments.com

New York Life Investments is both a service mark, and the common trade name, of certain investment advisors affiliated with New York Life Insurance Company.