

混乱したクレジット市場 における投資機会

投資家の取りうる選択肢

2020年5月29日

(原文：2020年5月27日)

混乱したクレジット市場における投資機会

概要

新型コロナウイルス（COVID-19）による経済危機が進行する中、世界経済はいつまで続くか分からない深いリセッションの谷に突入しつつあります。この景気後退は、1930年代の大恐慌以降、最悪のものとなる可能性が高いと考えられます。経済活動とグローバル市場の大きな変動は、クレジットサイクルを次なる局面に導いています。その特徴は、広範囲にわたるバリュエーションの修正、クレジット・スプレッドの大幅な拡大、流動性の枯渇、強制的な売却、格下げやデフォルトリスクの増大です。政府や中央銀行は、2008年の世界金融危機時の取り組みを上回る、さまざまな支援プログラムをすでに開始しています。これまでのところ金融市場の流動性は保たれていますが、経済活動がCOVID-19危機以前の水準に戻るまでには時間がかかるかもしれません。

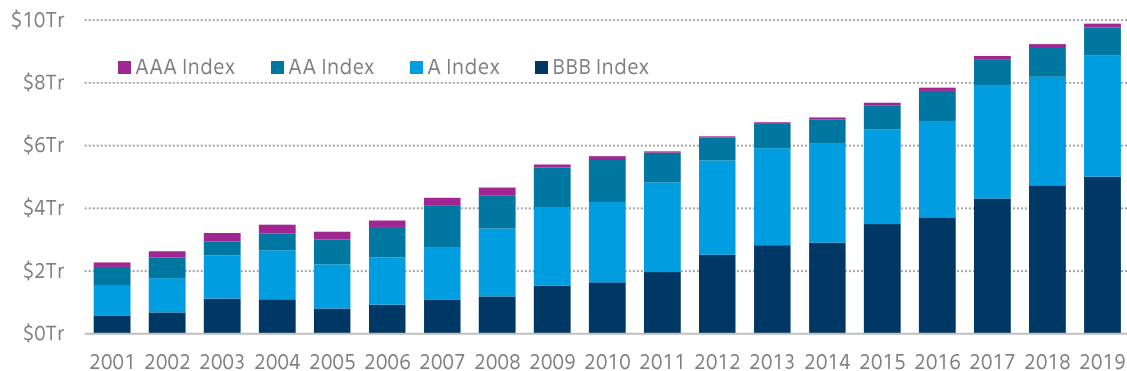
ロングオンリーの債券、ヘッジファンド、プライベート市場におけるクレジットへの投資機会は広範に存在し、ウイルスによる経済的影響が企業の収益やバランスシートに反映されることで、投資機会が拡大する可能性があります。このような環境は、歴史的にも、あらゆるクレジット分野における投資機会を長期投資家にもたらしてきました。クレジット市場の混乱からリターンを獲得しようとする投資家は、適切なポートフォリオ配分を実行する必要があります。

以下では、今回の危機に至るまでのクレジット市場の状況、COVID-19の影響、そして、投資家が短期的および長期的に市場の混乱を利用するための様々な選択肢について概説します。

市場へのインパクト

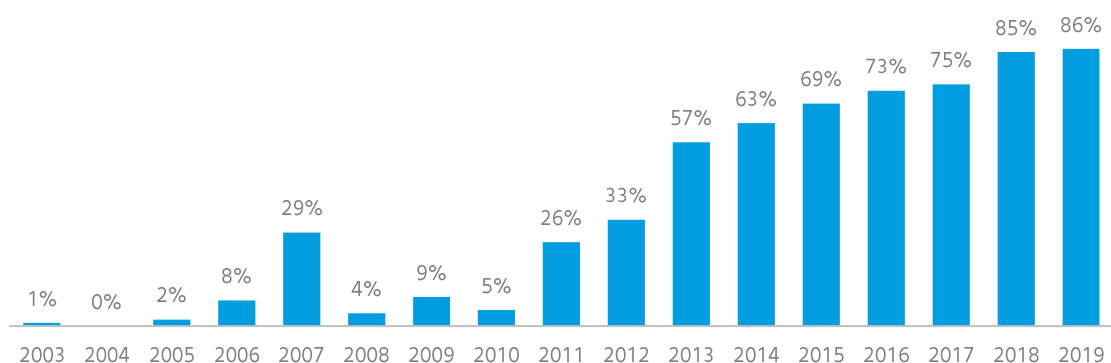
近年、社債市場では、質と流動性の両面からリスクが増大していることを我々は指摘してきました。特に、低格付け債券の発行の大幅な増加（図 1 参照）、債権者保護メカニズム（ローンの「コベナンツ」等）の低下（図 2 参照）、規制によるマーケットメイクの縮小等に注目してきました。さらに、投資家が利回りを求めるようになったことで、よりリスクの高い社債に資金が流入し、スプレッドはタイトになり、リスクを取ることによるプレミアムは低下しました（図 3 参照）。

図 1. グローバル投資適格債の格付け別残高



Source: Bloomberg

図 2. 新規発行におけるコバナンツ・ライトの比率



Source: S&P LCD, Barclays

図 3. 投資適格債に対するハイイールド債のプレミアム



Source: Bloomberg

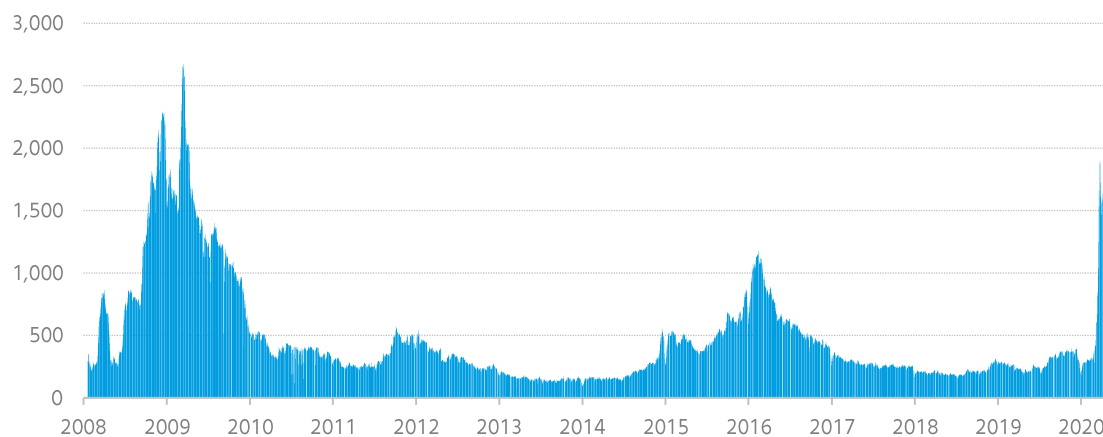
これらのリスクは、COVID-19の経済的影響をめぐる懸念が、世界の市場を揺るがし始めたことで明らかになりました。初期の暴落は広範囲に及びました。リスクの高い債券ほどパフォーマンスが悪化し、ハイイールド債券は3月の最初の3週間でそれまで4年間の利益をほぼ失いました（図4参照）。多くの証券は瞬間に「デストレスト」状態（対米国債のスプレッドが1,000ベーシスポイントを超えて取引されている状態）に追い込まれ、その銘柄数は数週間のうちに2015-2016年の水準¹を超えました（図5参照）。

図4. グローバル・ハイイールド債の累積リターン



Source: Bloomberg, Barclays global HY index

図5. デストレスト債の銘柄数



Source: Bloomberg

初期の暴落の後、市場は中央銀行による様々な措置や政府による財政刺激策の開始を受け、幾分落ち着きを取り戻しました。ブルームバーグ・グローバル・ハイイールド・インデックスは、3月5日から3月23日までの間に米ドルベースで21%以上下落しましたが、3月23日から4月中旬までの間に13%回復しました。

初期の暴落は広範囲に及びましたが、とりわけエネルギー、旅行、レジャー、小売等のセクターは大きな打撃を受けました。部分的にとはいえ多くの債券の価格が回復していることは、セクター間のばらつきを分かりにくくしています。COVID-19に関連した活動停止の影響をより直接的に受けている企業が発行する銘柄は、まだ価格が低いまです。エネルギーセクターは、ロシアとサウジアラビアの原油価格戦争の影響、また、COVID-19 がエネルギー需要に与える影響を反映し、2020年1-3月期に35%以上下落しました。

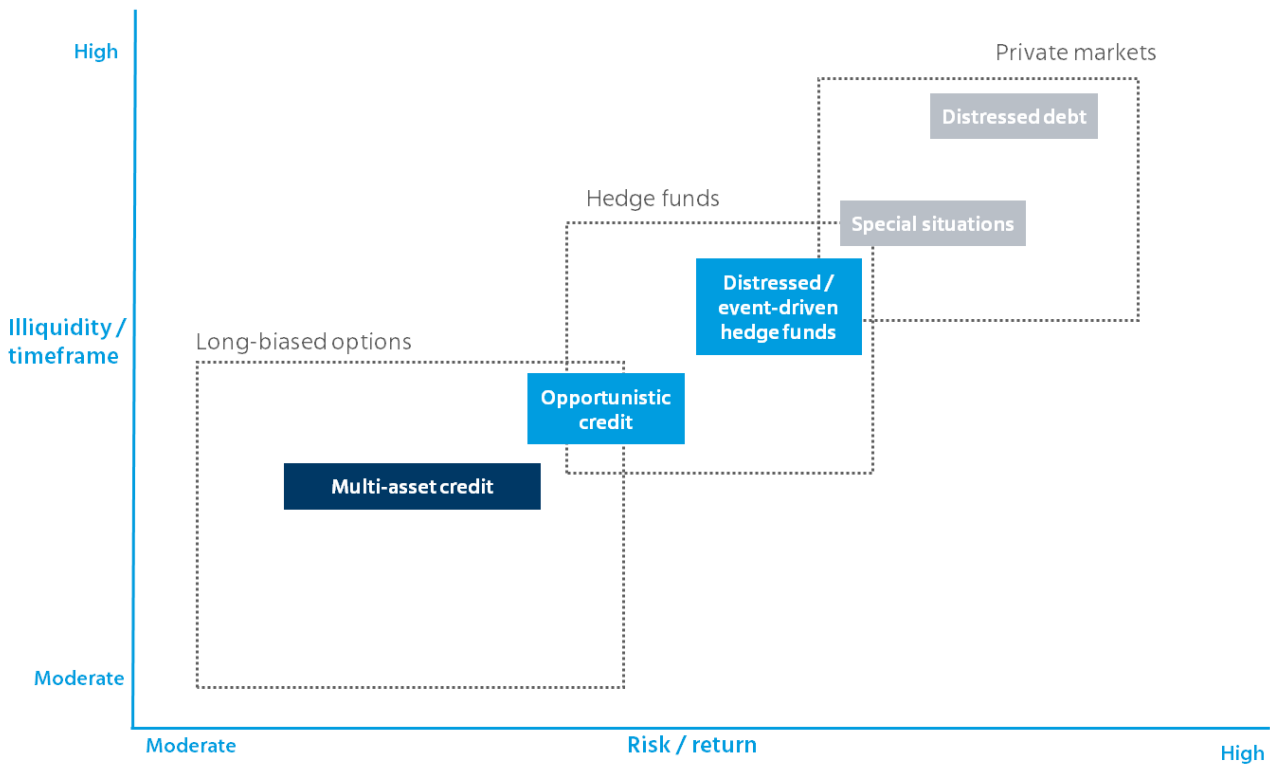
市場は、この危機の影響を受ける可能性が高い企業をさらに選別し始め、政府や中央銀行からの前例のない支援を値踏みしている所ですが、我々は今後さらにボラティリティが上昇し、市場が混乱することを予想しています。企業収益への悪影響が続けば、格下げが急増する可能性があり、経済状況の悪化に伴ってデフォルト率が上昇すると予想されます。ボラティリティの急騰や企業の苦境は、今後数ヶ月間において、柔軟で機敏な投資家に投資機会を提供すると思われれます。

一般的に中小企業が資本市場にアクセスするのは困難であり、プライベート市場では、中小企業マーケットにおいて新規のディールフローが不足しています。今後の景気回復の形とスピード、そしてそのビジネスモデルへの最終的な影響が不明瞭であるため、ダイレクトレンディング等の引受は停滞しています。しかし、バランスシートに一時的な問題を抱えている優良企業や、企業の全面的な再生やリストラを投資対象とした、直接交渉によるレスキュー・ファイナンスの機会が今後大幅に増加すると考えられます。

投資家がクレジット市場の混乱を利用するための選択肢

クレジット市場におけるボラティリティの高まりは、一般的には資産配分を見直す機会を提供しますが、とりわけハイイールド債券は魅力的なバリュエーションを示す可能性があり、コア・プライベート・デットにおいても、より高いスプレッドレベルとより良い条件で取引が再開される可能性があります。これらの戦略は、リスク・リターン目標、流動性の条件や投資の時間軸が異なります。こうした戦略はしばしば、マルチアセット・クレジット、ヘッジファンド、または、プライベート・マーケット戦略として明確に分類されています。しかし、実際には、これらの間には多くの柔軟性があり、重複があります（図 6 参照）。

図 6. クレジット投資機会のフレームワーク



Source: Mercer, 図は例示目的です。

ロングバイアスのマルチアセット・クレジット戦略は、ハイールド債券、レバレッジド・ローン、証券化クレジット（資産担保証券や CLO 等）、エマージング債券、転換社債、オポチュニスティック/ディストレスト債等、クレジット市場のさまざまな分野に対してオポチュニスティックに資産配分することができます。マルチアセット・クレジット戦略は、その柔軟性の高さから、従来型の債券投資の選択肢の中では、投資機会の活用に最も有利な戦略であると考えています。また、単一の資産クラスのみ投資するよりもダウンサイド・リスクが小さく、ボラティリティが低いため、より市場に沿ったリターンを提供することができます。

マルチアセット・クレジット戦略は、クレジット市場へのエクスポージャーを迅速に提供することができますが、ロングバイアスを有するため、軟調なクレジット市場においてはアンダーパフォームの可能性があります。オポチュニスティック・クレジット・ヘッジファンドは、ファンドレベルでより厳しい流動性条件が課される可能性はありますが、クレジット・スペクトラムに沿った柔軟性を提供することができます。また、クレジットの選択的なショートや、ディストレスト債へのより積極的なアプローチなど、他のリターン源泉へのアクセスを提供することも可能です。ディストレスト/イベントドリブン型のヘッジファンドは、ストレスを受けた債権によりフォーカスし、一般的にはより厳しい流動性条件が課されます。

プライベート・マーケットにおけるスペシャル・シチュエーション戦略もまた、プライマリー市場（直接交渉による取引）またはセカンダリー市場のいずれかにおいて、市場のボラティリティ、価格変動、ストレスがかかる期間を利用して収益化を目指します。戦略の幅と柔軟性には差があり、短期のセカンダリー取引も含まれる一方、複雑な状況や苦境下での直接交渉による取引を組み入れる可能性があり、投資条件の面では総じて最も流動性の低い戦略となります。一般的に、期間が長く、より複雑な投資機会では、リスクとリターンの両方がそれに比例して増加します。支配権の取得を目的としたディストレスト戦略のように、リターンの多くを株式の保有から生み出すことにフォーカスした戦略は、長期的な資産価格上昇の恩恵をより享受できます。スプレッドやアップフロントのアレンジメント・フィー等、契約上のマージンがリターンの多くを占める戦略と比較して、株式保有の割合が高い戦略ほど、戦略間のパフォーマンスにはばらつきが生まれると考えられます。

流動性やリスク・リターンの観点からは、ここで示した各戦略を明確に区別することはできず、また、ここには含まれない投資機会も存在します。より一般的には、流動性と資本に対する需要の大きさを考えた場合、複雑な状況下で一貫して資本を提供できる投資家（たとえそれが不良債権であれ、銀行の信用リスク移転（CRT）であれ）は、将来にわたりより高いプレミアムを得ることができると言えます。

投資家がポートフォリオへの適合性を評価する際には、投資機会、流動性、エクスポージャーを取るまでにかかる時間、リターンの源泉を理解することが重要です（図 7 参照）。

図 7. 戦略ごとの特性

戦略	マルチアセット・クレジット	クレジット・ヘッジファンド	プライベート・マーケット スペシャル・シチュエーション /ディストレスト債
インカム収入	○ - ファンドによる	限定的 - ファンドによる	限定的 - ファンドによる
レバレッジの活用	×	限定的 - ファンドによる	×
ショートの利用	×	○ - ファンドによる	×
ディストレスト/ リストラクチャリング	限定的 - ファンドによる	○ - ファンドによる	○ - ファンドによる
流動性	半流動性 (日次～四半期)	半流動性 (四半期～複数年)	低流動性 (複数年)
キャピタルコール方式	×	×	○

Source: Mercer, 図は例示目的です。レバレッジは明示的なレバレッジを指しており、デリバティブや先物を通じた暗黙的なレバレッジではありません。

結論

不確実性とボラティリティは存在していますが、クレジット市場の混乱を活用できる投資家にとって、パンデミックがもたらした投資機会は相当なものであると考えています。これまでの高いバリュエーションはリセットされ、幅広い領域でより魅力的な水準が示されているように見えますが、当然ながら投資機会のすべてが好転するわけではありません。

この前例のない環境において利益を得るための最も効果的な方法は、熟練したマネージャーを利用し、投資対象となる資産クラスや取引を厳選した戦略を利用することであると考えています。機会を捉えるのに必要な時間軸や低い流動性といった市場の特性を考えると、流動性の低いヘッジファンド、プライベート・マーケットにおけるスペシャル・シチュエーションやディストレスト・ファンドが、最も大きなリターンを提供するであろうと考えます。この分野では、リストラクチャリングの専門知識を有するマネージャーを起用することで、交渉による合意等、プロセス主導でリターンを高めることができる可能性があります。投資家は、流動性の低さや（プライベート資産の場合は）キャピタルコールに関するガバナンス上の負担についても、理解しておく必要があります。現在提供されているクローズドエンド・ファンドの中には、複数年をかけて最も魅力的なリターンを生み出すものが存在すると考えています。

上記で述べたさまざまなタイプの戦略にはそれぞれリスクがあり、常に特定の戦略が成功するという保証はありません。このことを念頭に置き、マーサーは、差別化された戦略で構成される分散型ポートフォリオを構築し、単一の戦略に付随するリスクへのエクスポージャーを軽減することを推奨しています。このアプローチにより、投資家は、混乱した市場のさまざまな側面からリターンを追求する、多数の戦略へのエクスポージャーを得ることができます。例えば、無差別な売り圧力からの利益を追求する短期的な投資機会、一時的に複雑な流動性の問題を抱えた企業に資金を提供する中期的な投資機会、バランスシートの全面的な再構築や企業の経営再建からの利益を追求する長期的な投資機会等が挙げられます。これらの戦略間の差異（ニュアンス）を理解することは簡単ではありませんが、最適なポートフォリオ配分を計画する上で、その努力は報われると考えています。



Joe Abrams, CFA, FIA

Private Debt Specialist



Daniel Natale, CFA

Fixed Income Specialist



Scott Zipfel, CFA, CAIA

Diversifying Alternatives Specialist

¹ 2015-2016年の景気後退は比較的緩やかで、中国の経済成長の鈍化やエネルギーを中心としたコモディティ価格の下落が原因でした。そのため、クレジットの中で最も影響を受けたのは、主にハイイールドのエネルギーセクターでした。その他のセクターはほとんど影響を受けませんでした。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておられません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又はwww.mercer.com/conflictsofinterestをご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません