

# プライベートデットを検討 する4つの理由

プライベート市場に関する考察



## プライベートデットを検討する 4 つの理由

過去 1 年間において、投資家はグローバル金融情勢が大きく変化していることを目の当たりにし、このことがポートフォリオ構築に大きな影響を与えていると考えられます。基準金利の上昇およびそれに伴うローンの利回りの上昇により、クレジット投資の投資家における価値は大きく向上しています。同時に、最近の米国での銀行破綻およびクレディ・スイスの救済合併は、市場における信用供与の急激な縮小につながっています。このことは、資金を必要とする企業などに様々な問題を引き起こしていますが、逆に、プライベートデット・マネージャーにゴルディロックスな環境（適度な環境）をもたらしています。プライベートデット投資家は、借手に不足資金を供給する代わりに、2 桁台の利回り、低いボラティリティ、そして、キャピタルストラクチャーにおける相対的に高い返済順位の恩恵を受けられます。

プライベートデットは、すでにアセットアロケーションにおいて重要な役割を担っていますが、当レポートでは、現在の市場において、特に魅力的なリスク調整後リターンをもたらす投資機会を生み出す、以下の 4 つの要因について説明します。

1. 歴史的な高利回り
2. 資金供給ダイナミクスの変化
3. ダウンサイド・プロテクション
4. 市場の混乱に対応できる柔軟性

## 歴史的な高利回り

過去 1 年間、基準金利の大幅な上昇およびクレジットスプレッドの拡大により、プライベートデットの利回りは大幅に上昇しています。新規発行のプライベート・ローンの利回りは約 12%（レバレッジなし）にまで達しており、有担保シニアローンの高い返済順位を考えると、非常に魅力的であると言えます。同様に、最近のディールフローを見ると、投資家が要求する信用スプレッドは 2022 年に入ってから 5.9%から 6.9%へと 100bps 拡大しています。さらに、プライベートデットが持つ変動金利特性は、ベースラインのインフレ率が上昇する経済環境において下支え効果が期待できます。

図 1. 第 1 順位担保付中堅企業向けタームローンの平均利回り（期間 3 年）

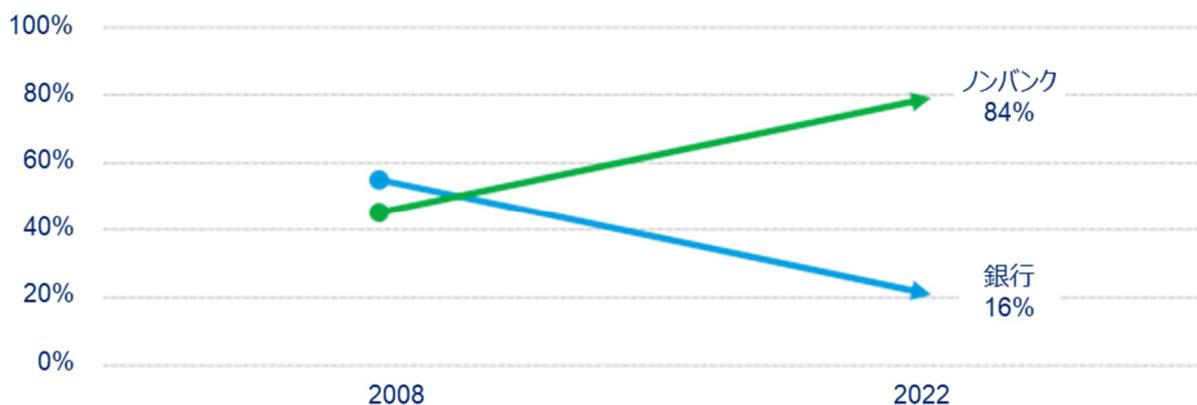


出所: Refinitiv LPC, \* 2023 年 3 月時点

## 資金供給ダイナミクスの変化

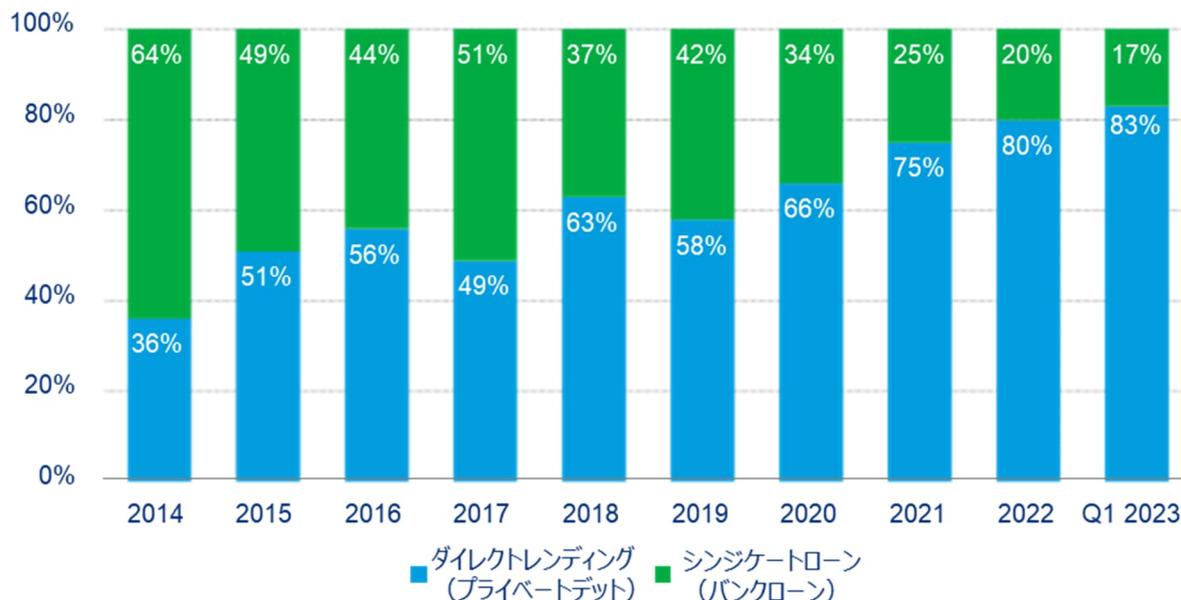
世界金融危機（GFC）以降、銀行は規制強化が進む中で融資活動を縮小しました。その結果、プライベートデット市場におけるノンバンクの貸手が市場シェアを拡大し、企業のキャピタルストラクチャーにおけるデットの実質的な供給者となる機会が生まれました（図 2）。さらに最近では、銀行セクターの混乱により、借り手は（株式や債券などの）伝統的市場以外から資金調達を行う傾向をさらに加速させています。銀行危機への直接的な対応は貸付条件の厳格化ですが、企業が事業を継続するためには、引き続き資金調達へのアクセスが必要となります。プライベートデットは銀行の融資活動縮小を補完する役割を果たしていますが、同時に銀行よりも高いスプレッドを要求します。企業は現在、過去 1 年間に於いて実質的に閉鎖された流動性シンジケートローン市場よりも、プレミアムを支払っても、スピードおよび確実性の面で優れているプライベートデットを選択しています（図 3）。

図 2. 欧米のプライマリー・ローンにおける銀行のシェア



出所: LCD Global Leveraged Lending Review Q4 2022（米国および欧州市場の平均値）

図 3. 中堅企業 LBO ファイナンスに占めるシェア



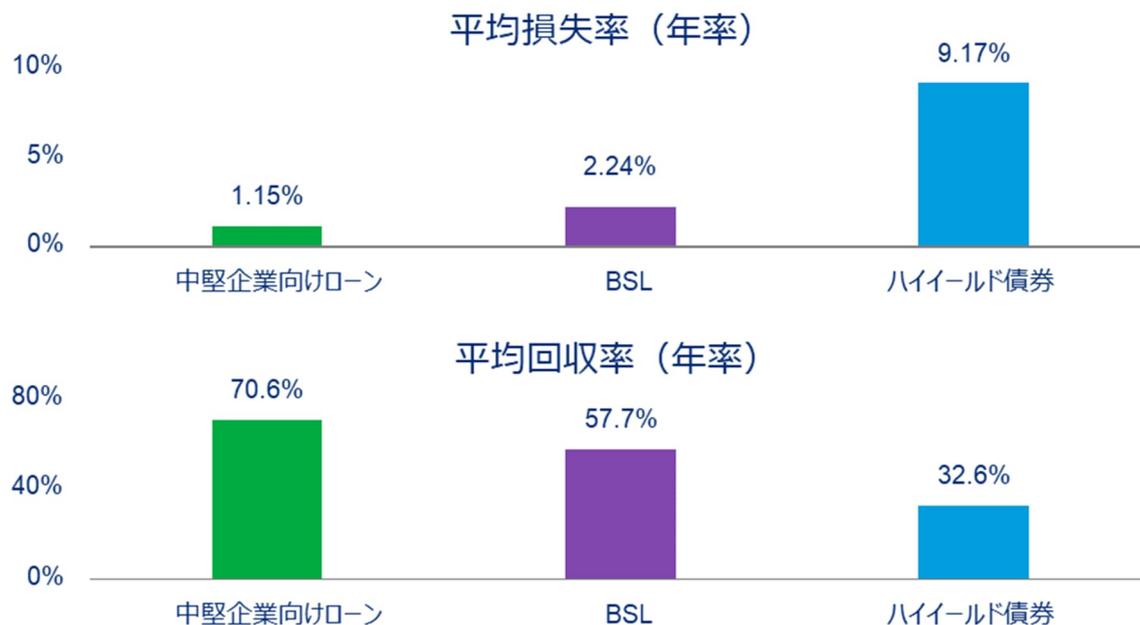
出所: Refinitiv LPC, 2023 年 3 月時点

## ダウンサイド・プロテクション

歴史的に、プライベートデットには相対的に強力なプロテクション（コバナンツ）が組み込まれており、この特性が流動性非投資適格クレジット（BSL<sup>1</sup>およびハイイールド債）よりも低い損失率の要因となっています（図4）。現在の市場環境では、ネットレバレッジの低下やコバナンツの厳格化によって、プロテクションがより強化されています。他の条件が同じであれば、このような貸手優位の貸付条件は、損失リスクを低減し、魅力的な現在の市場の恩恵を投資家が享受できると考えられます。

全体的に高い利回りがデフォルトを誘発するのではないかと懸念する見方もありますが、歴史的に見ると、経験豊富な運用会社は、高いデューデリジェンス能力およびストラクチャリング能力によって、このリスクの最小化を実現し続けています。景気変動の影響を受けづらいセクターの企業や、供給コストの上昇を消費者に転嫁できる企業を貸付対象とする貸手は、このような状況下でも良好なパフォーマンスを実現できると考えられます。現在の環境では、運用会社の選択は通常よりも重要であり、投資家は、多様な投資戦略を手掛けており経済サイクル全体での運用実績を有する運用会社や運用チームを検討する必要があります。投資家はまた、地域、ヴィンテージ年、セクター分散を徹底し、分散されたポートフォリオを構築する必要があります。さらに近年では、新たなプライベートデット戦略の普及により、投資家はさらなる分散投資およびポートフォリオの高度化が可能になっています。例えば、現在マーサーが（従来型のダイレクトレンディング戦略と並んで）魅力的と考える戦略には、規制対応に直面する金融機関との共同投資、ポートフォリオ NAV レンディング、オポチュニスティック・クレジットなどがあります。

**図4. 中堅企業向けローン、BSL、ハイイールド債のパフォーマンス  
（期間：1995年～2021年）**



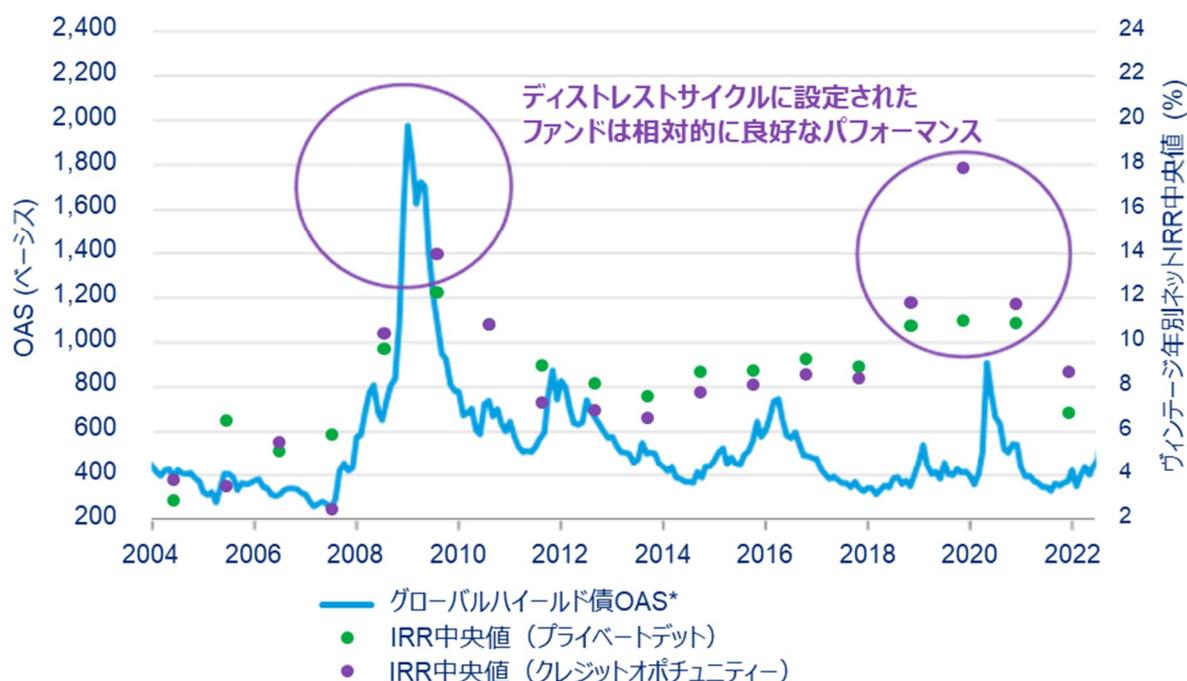
出所: Cliffwater CDLI (Private Debt), ICE BofAML US High Yield Master II, S&P Leveraged Loan, 2021年12月末時点

<sup>1</sup> Broadly syndicated loans。比較的大規模な企業が貸付対象であり、幅広い金融機関や機関投資家にシンジケーションされることが多い。

## 市場の混乱に対応できる柔軟性

プライベートデットのもう一つの特長は、市場の混乱期に設定されたクレジット・オポチュニティー・ファンドが、他のヴィンテージ年よりも高いパフォーマンスを実現していることです。直近の2つの大きな市場の混乱期間（GFCおよびCOVID-19パンデミック）において、プライベートデットおよびオポチュニスティック・クレジットファンドは、市場のボラティリティと強い売り圧力を活用することで、魅力的なリターンを生み出しています（図5）。より広範な投資戦略を手掛けるファンドは、利用可能な投資機会に機動的にシフトすることができ、市場サイクルを通じてアウトパフォームする可能性が高くなります。このようなオポチュニスティック・クレジット・ファンドは、（株式市場など）他のキャピタル・ゲイン・フォーカスの資産クラスでは実現不可能なキャッシュフローを生み出すことから、投資家のポートフォリオに大きな分散効果をもたらすことが期待されます。

図5. ヴィンテージ年別ネットIRR（年率）中央値



\* Option Adjusted Spread : オプション調整後スプレッド。オプション価値（繰上償還権利価値）調整後の利回りと、国債利回りの差（スプレッド）

出所: ICE BofAML US High Yield Master II, Burgiss Private Debt Median IRR, Burgiss Distressed Debt Median IRR, 2022年9月末時点

注: クレジット・オポチュニティーとは、固有の企業価値を持つものの、従来型のクレジット市場からの資金調達が困難な借り手への融資であり、これにはストレスト/ディストレスト融資も含まれます。

## 総括

現在の市場環境は、プライベートデットを通じて株式投資に類似したリターンを得る可能性がある投資機会を、投資家に提供しています。金利上昇、企業の資金不足、そして、銀行の融資活動縮小は、貸付余力のある貸手にとって有利な貸付環境をもたらしています。プライベートデットは、高いダウンサイド・プロテクションと貸付契約に基づくリターンという特性から、特に市場の不確実性が高い時期において、成長ポートフォリオに付加価値をもたらすことができます。もちろん、価値実現のためには高い運用能力が重要であり、市場機会を捉えることができる戦略を見極めるために、慎重な運用会社の選択が不可欠です。投資家がポートフォリオ構築方針を策定するにあたっては、クレジット投資では負けないことが勝利につながることを認識し、幅広いマネージャーおよび戦略に分散されたポートフォリオを構築することが重要となります。プライベートデットは通常、プライベート市場投資プログラムの中では目立たない存在とされていますが、現在の市場環境はプライベートデットの回復力および成長性を示しています。



**Philip Bauer, CFA, CAIA**  
Senior Private Debt Research Specialist

## Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer (US) LLC and/or its associated companies.

© 2023 Mercer (US) LLC. All rights reserved.

This contains confidential and proprietary information of Mercer and is intended for the exclusive use of the parties to whom it was provided by Mercer.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

Please see the following link for information on indexes: <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/private/nurture-cycle/gl-investment-management-index-definitions-mercer.pdf>. One cannot invest directly in an index.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

Information contained herein has been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

Past performance is no guarantee of future results. The value of investments can go down as well as up, and you may not get back the amount you have invested. Investments denominated in a foreign currency will fluctuate with the value of the currency. Certain investments, such as securities issued by small capitalization, foreign and emerging market issuers, real property, and illiquid, leveraged or high-yield funds, carry additional risks that should be considered before choosing an investment manager or making an investment decision.

Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits. Funds of private capital funds are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same

regulatory requirements as mutual funds. Fund offering may only be made through a Private Placement Memorandum (PPM).

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Investment management and advisory services for US clients are provided by Mercer Investments LLC (Mercer Investments). Mercer Investments LLC is registered to do business as "Mercer Investment Advisers LLC" in the following states: Arizona, California, Florida, Illinois, Kentucky, New Jersey, North Carolina, Oklahoma, Pennsylvania, Texas and West Virginia; as "Mercer Investments LLC (Delaware)" in Georgia; as "Mercer Investments LLC of Delaware" in Louisiana; and "Mercer Investments LLC, a limited liability company of Delaware" in Oregon. Mercer Investments is a federally registered investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended. Registration as an investment adviser does not imply a certain level of skill or training. The oral and written communications of an adviser provide you with information about which you determine to hire or retain an adviser. Mercer Investments' Form ADV Parts 2A and 2B can be obtained by written request directed to: Compliance Department, Mercer Investments, 99 High Street, Boston, MA 02110.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited. Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.

Investment advisory services for Brazil clients are provided by Mercer Human do Brasil (Mercer Brazil), a company regulated by the Brazilian Securities and Exchange Commission to provide Financial Advisory services.

May 2023 #G375084

## 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りません。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あります。
- 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](http://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。