



FIXED INCOME

足元におけるディストレスト債券への投資機会は、なぜこれまでと異なる様相を呈しているのか

BARINGS INSIGHTS



Stuart Mathieson
(スチュアート・マシソン)
グローバル・スペシャル・シチュエーション戦略
共同ポートフォリオ・マネジャー



Bryan High
(ブライアン・ハイ)
グローバル・スペシャル・シチュエーション戦略
共同ポートフォリオ・マネジャー

新型コロナウイルスの感染拡大により、デフォルトが急増し、ディストレスト債券に対する投資機会が拡大すると思われましたが、景気刺激策および大胆な資金供給により、投資機会とその出現するタイミングは当初の想定とは異なる様相となりました。

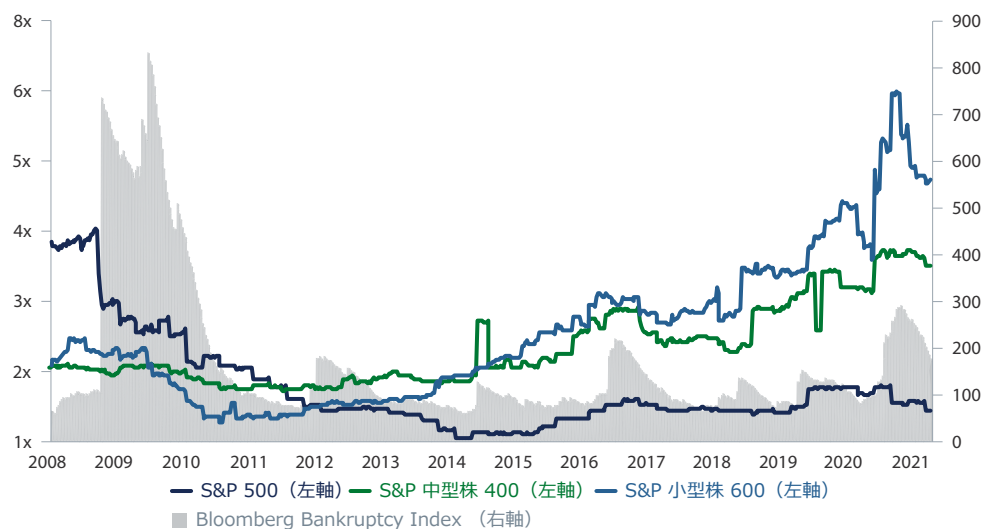
昨年は生涯において訪れる最も深刻な景気後退局面の一つに直面し、広範に及ぶ都市封鎖および継続的な経済活動に関する制限により、ほぼ全ての業界が影響を受けました。このような状況を背景に、デストレスト債券が急速に投資家の注目を集めたことは驚くべきことではありません。同資産クラスに流入する豊富な資金はあるものの、今後の十分な投資機会に対して懐疑的な投資家も存在しています。ヘアリングスの見解としては、十分な投資機会が存在すると見ていますが、変化する投資機会を十分に理解し、広範に市場をカバーすることが重要であると考えます。

デフォルトは抑制されながらも長期に亘り発生

新型コロナウイルス感染拡大初期に、一部の市場参加者が予想していたデフォルトの急増は、主に世界各国における政策立案者による前例のない支援策により、実現することはありませんでした。資本市場への流動性供給や、一部の企業に対する特定の固定費支払いの猶予などの支援策は、発行体が長期化する低収益環境を乗り越えるための時間的猶予と柔軟性をもたらしました。

このような状況は、短期的には企業および市場にとって大きくプラスに作用するものの、長期的には重要な影響を及ぼす可能性があります。例えば、企業に投入された資金の多くは、損失または2020年に達成できなかった利益を補填する目的として主に利用されています。その結果、多くの企業は収益性が低下し、負債が増加した状態で危機を脱却し、経済の正常化に伴い負債の削減および運転資金の再調達を行う必要があると思われる。

図1: 今後市場におけるストレスはさらに増加する可能性 (負債/EBITDA vs 倒産件数)



出所: Bloomberg 2021年1月末現在。S&Pデータはレバレッジ水準を示しています。

健全なバランスシートを抱えたまま危機に突入することにより、増加した負債に対して今後も十分に対処可能な企業も確かに一部存在します。しかし、投資適格未満の発行体の多くは余力が限られ、景気刺激策の終了および特定のトリガー（コベンナツの抵触や流動性が枯渇している環境下において満期の壁が到来するなど）を引いた場合、企業における資本の再構築が発生しやすい状況にあります。このような状況はデフォルトが発生すること

を示唆していますが、過去のサイクルで見られたような広範囲に亘るデフォルトの増加ではなく、更に長い（数年単位の）期間に亘り、抑制された水準で発生する可能性があります。

図2: デフォルトはより長い2~3年の期間において増加する可能性が高い



出所: J.P. Morgan, Credit Suisse, Bloomberg 2021年1月末現在

これらのデフォルトが発生した場合、ディストレスト債券のマネジャーにとっては、企業の支配権を獲得する投資機会が出現する場合がありますが、このような企業の支配権獲得は通常、株式の過半数を取得する代わりに債権の一部を放棄することによって行われます。株主の一員として、ディストレスト債券のマネジャーは、経営陣、取締役会および事業計画の変更を含め、改革を実行し目標を達成するための影響力を行使することが可能となります。このプロセスにより、投資家が魅力的なリターンを享受する可能性が高まることに加え、経営難に陥った企業に対しては適切な再建計画が実行され、最終的には大きな価値創造へと繋がると考えられます。

市場の下落、レスキュー・ファイナンス

デフォルト率の行方に全ての注目が集まっていますが、十分な投資機会を獲得するためにデフォルト率の上昇が必須であるという見方は必ずしも正確ではありません。実際、投資適格未満のクレジット・ユニバースは広範かつ多岐に亘ります。例えば、ハイイールド債券、バンクローンおよびプライベート・クレジットを合計した場合、約6兆米ドルの負債が存在し、デフォルト率が大幅に上昇しない局面においても、今後の投資機会は豊富に存在すると思われれます。当然ながら、価格が下落した債券やレスキュー・ファイナンスのようなデフォルト案件とは異なる状況にある投資機会を考慮した場合、投資機会は更に拡大します。

実際、足元の市場を俯瞰し、今後12~24ヶ月を見据えた場合、デフォルトした企業を除き、複数の種類の投資機会が存在すると考えます。その中の一つとして、市場の下落時に出現する投資機会を引き続き追求する予定です。新型コロナウイルスの感染拡大初期に見られたような広範における市場の下落は必ずしも期待できませんが、テクニカルな売り圧力により特定のクレジットがファンダメンタルズを下回る価格で取引されるなど、個別銘柄単位の投資機会は引き続き生じるものと思われれます。

また、深刻な資金繰りの問題に直面している企業に対して、レスキュー・ファイナンスやギャップ・ファイナンスを行うことも投資機会として注目しています。新型コロナウイルス感染拡大の初期段階においては、クルーズ会社や航空会社など、主にパンデミックや長期間に亘るロックダウンから大きく影響を受けた企業に対して、大型のシンジケート方式によるレスキュー・ファイナンスが数多く行われました。このような投資機会が多く出現して約1年程度が経過した足元においては、小規模かつパイラテラル案件（貸し手と借り手が相対で契約する取引）により多くの投資妙

“投資適格未満の発行体の多くは余力が限られ、景気刺激策の終了および特定のトリガー（コベナントの抵触や流動性が枯渇している環境下において満期の壁が到来するなど）を引いた場合、企業における資本の再構築が発生しやすい状況にあります。”

味が存在すると考えています。このような案件においては、マネジャーの経験および資金力が極めて重要となります。多くの場合、十分な資金と既存のポジションを有するマネジャーは、早い段階で企業に関与し、より熟慮を重ねた慎重な方法で資金を注入することにより恩恵を享受することが可能です。これは、ディストレスト債券投資に類するリターンを目指す一方、多くの場合、資本構造においてより弁済順位が高い、優先担保またはスーパーシニア（更に弁済順位が高い）のポジションへの投資を通じて実現されます。これらの案件もしくは企業業績に対して低相関のリターンを達成する投資機会にアクセスする他の方法として、ファイナンシャル・アドバイザー、PEスポンサーおよび銀行との協業により、直接案件の組成を行うことが挙げられます。しかしながら、このような場合においても、長期に亘る案件組成の体制を有するマネジャーは、最も競争優位な状況にあると思われる。

広範に投資機会を探る

今後も十分な投資機会が期待される一方、そのような投資機会を発掘し、効率的な資金配分を実行するには一定の課題が存在することも事実です。これは、近年「メガ・ファンド」に対して投資家の資金流入が集中していることが一因として挙げられます。ディストレスト戦略のマネジャーがますます大型のファンド（数十億米ドル規模）を設定してきたことにより、市場においては最大級のレバレッジド・バイアウト（LBO）案件およびディストレスト債券に対して、過度に投資が集中している状況にあります。このような状況下にあっては、同一発行体に対して投資家が過度なエクスポージャーを持つリスクがあり、加えて、複数のマネジャーが投資ファンドを通じて同一の銘柄を保有した場合、アルファの創出が困難となる可能性があります。

ディストレスト戦略においてアルファを創出するためのより効果的な方法として、負債総額10億米ドル未満の中小規模案件に注目することが挙げられます。このような案件は「メガ・ファンド」が人的資本や資金を効率的に投入するほどサイズが十分でない場合が多く、マネジャー間の競合が限定的な傾向にあります。グローバル・ハイールド債券市場における中小型案件の投資機会は豊富にあり、負債総額が10億米ドル未満の発行体は全体の80%以上を占めます。欧州および米国のバンクローン市場においても同様であり、負債

総額が10億米ドル未満の発行体は、それぞれ市場全体の86%、75%を占めています。

また、伝統的なハイールド債券やバンクローンの他、ストラクチャード・クレジット市場や非流動性資産（プライベート・クレジットなど）に目を向けることも有益であると思われます。例えば、プライベート・クレジット市場においては、近年における発行体優位な契約書の条件緩和、レバレッジの上昇および新規参入マネジャーの増加といった状況が重なり、より多くの発行体が今後ストレスに晒される可能性があります。プライベート・クレジットは透明性が限定的な資産クラスであるため、マネジャーはしばしば数ヶ月から数年間に亘り、健全でない資産の回収に取り組む場合があります。そのため、これまでプライベート・クレジットにおいて、多くのディストレストの投資機会が確認されたわけではありませんが、そのような投資機会が全く存在しないことを意味するわけではありません。

ローン担保証券（CLO）もまた考慮すべき投資対象の一つとなります。格付機関のアクションが懸念されていた程深刻でなかったことから、CLOトランシェの格下げによる投資機会は、新型コロナウイルスの感染拡大初期と比較して減少しています。しかしながら、経済指標の不調やマクロ・地政学的テーマを背景に、今後市場全体の変動性が高まり、軟調な展開となる可能性があります。

米国 vs 欧州

地域間における相対価値もまた変化する傾向にあり、米国および欧州において多様な景気刺激策が講じられ、異なるペースで経済の再開が進行する中、今後このような状況は当面継続すると思われます。両地域を比較した場合、各地域共に新型コロナウイルスの感染拡大直後に投資家に対して魅力的な投資機会を提供しましたが、殆どの資産において価格の大幅な回復およびスプレッドの縮小により、感染拡大直後に見られた市場の混乱はかなり収束しています。足元、欧州と比較して米国における投資機会が僅かに活況となっていますが、これは昨年最も早くデフォルト率が上昇したセクターの一つである、エネルギー・セクターに対するエクスポージャーが高いことが主な原因となっています。また、欧州における政府の支援策が比較的充実していたことも、同地域全体のデフォルトの抑

制に寄与してきたものと思われます。一方、両地域においてストレスを抱えたセクターおよび企業が引き続き存在するため、今後、投資機会は地域間においてより均衡していくものと予想しています。

ストレス／ディストレスト債券における地域間の真の相対価値を適切に測定するため、マネジャーは各地域における法律に関連したリスクを理解する必要があります。例えば、破産処理のプロセスにおいては、欧州各国の微妙な差異を理解するためには、斯かる手続きが複雑であっても比較的均一である北米と比較して、異なる専門知識と能力が必要となります。

結論

ディストレスト債券への投資を成功させる鍵は、究極的には、投資機会が出現した際に十分に活用できる柔軟性と、地域、セクターおよび企業間に亘り最良の投資アイデアを執行する能力に帰結します。回復への道筋は市場によってまちまちであることが確実視される中、デフォルト案件、市場の下落およびレスキュー・ファイナンスによって生じる投資機会は十分に存在すると思われます。しかしながら、マネジャーの経験は重要であり、債券の発行から、(万が一)ディストレスト状態に陥るまで、同一の債券を継続的に捕捉するマネジャーの能力は、ディストレスト債券の運用において極めて重要となります。

ベアリングスのディストレスト債券チーム

12人で構成されるディストレスト債券チームは、ハイールド債券／バンクローン、ストラクチャード・クレジットおよびプライベート・クレジットの3つのグローバル・リサーチ・プラットフォームに跨り、各市場に対するアクセスを有するほか、早期の段階において投資機会の情報を入手することが可能です。同チームにおける投資の殆どは、過去に調査したもの、もしくは現在既に投資している案件であり、これは、ゼロから審査を始めることなく、しばしばクレジットの再審査もしくは現在の分析を更新することにより、投資を実行していることを意味します。通常、ベアリングスは投資対象企業の経営陣と既に関係を構築し、同企業の財務モデルおよび業績に関する情報を保持しています。これにより、投資判断に要する期間を短縮し、資金を迅速かつ効率的に投入することが可能となります。

BARINGS' 12-PERSON DISTRESSED DEBT TEAM SITS AT THE INTERSECTION OF THREE GLOBAL PLATFORMS

GLOBAL HIGH YIELD

\$53.3B AUM

and

62 INVESTMENT
PROFESSIONALS

covering over 1,600 names
across U.S. and European
high yield bonds and loans

STRUCTURED CREDIT

\$18.2B AUM

and

13 INVESTMENT
PROFESSIONALS

with models and data
covering more than 3,300
CLO transactions

PRIVATE CREDIT

\$19.4B AUM

and

70 INVESTMENT
PROFESSIONALS

with relationships with
more than 700 middle market
companies and sponsors

As of December 31, 2020

Barings is a \$345 billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2021 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ヘアリングスLLCが作成した資料をヘアリングス・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396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。Complied (東京):2021年4月8日 M20212Q08

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of December 31, 2020

21-1543017