

# オポチュニスティック・クレジット 市場アップデート

前例のない市場の混乱は、投資家に魅力的な投資機会を提供

## 広範なマクロ経済の見通しは依然として不安定

インフレ率の上昇、金利の継続的な上昇、景気後退に対する懸念などの影響を受け、2022年には一連の資産クラスでトータルリターンがマイナスとなりました（図1）。

足元では投資家の信頼感やセンチメントが弱いため、市場環境が大きく好転することはないとブラックロックのオポチュニスティック・クレジット運用チーム（以下「運用チーム」）は考えています。また、プライマリー案件のスプレッドの縮小もまだ見られておらず、貸し手に有利な条件でより魅力的なプライシングを獲得できる取引環境が最低でもあと6~9ヶ月は続くともっています。このような厳しい環境下でも、オポチュニスティック・クレジットは投資家にとって**差別化されたインカムと、ダウンサイドを十分に軽減することによるアップサイドの可能性**を提供することができると考えます。

今日の不透明かつ不安定な市場環境は、オポチュニスティック・クレジット戦略に豊富な投資機会を提供しており、セカンダリー市場（個別銘柄およびハングローン）とプライマリー市場の両方において、多くの魅力的な投資機会が見受けられます。

## 企業はパブリック市場にアクセスできず、市場の混乱は継続

伝統的なパブリック市場経由の新規発行はまだ回復しておらず、2022年のハイイールドの発行額は2021年と比較して約77%減少し、過去最低の年となりました（図2）。また、現在の市場予想では、2023年末までにCLO市場の40%が再投資期間を終了し、再投資期間が再開されない場合、CLO市場の投資意欲も同時に縮小するとみられています（図3）。このような要因が重なり、より多くの借り手企業が資金需要に応えるべくプライベート・クレジット市場で資金調達を試みています。

また、ハイイールド市場では、格付の低い債券（B-CCC）は9%超のイールドで取引されているのに対し、格付の高い債券（BB）は6-7%のイールドとばらつきが見られます。このような背景から、取引量はまだ少ないものの、企業が2022年10-12月期の決算を発表すると、セカンダリー市場では魅力的な投資機会が大幅に増加すると予想します。

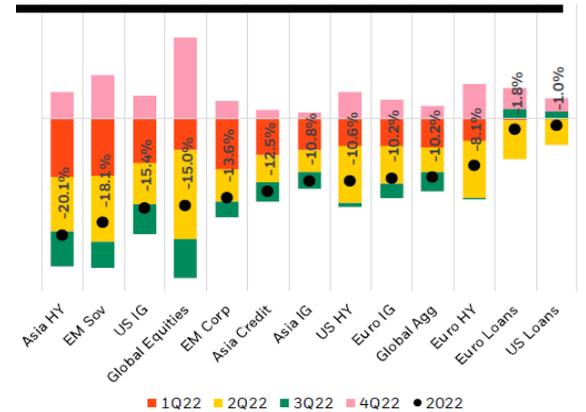
スプレッドが拡大し、金利が上昇する中、世界中の銀行が当初の引受条件ではシンジケートできない案件を抱えており、現在の評価額から大幅なディスカウントで処分する動きに運用チームは着目しています。さらに多くの優良なクレジットの価格が、同業他社対比で期待リターンに差が生じないレベルまで調整されており、これらを大幅な割引価格で購入するアクティブな資産選択の機会を生んでいます。

足元では、欧州のハング・ディールの約50%、米国の約25%において売却が成立したと推定しています。

Source: BlackRock as of 1 January 2023.

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。なお本資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

図1：2022年は債券・クレジット市場にとって  
厳しい年となった



The figures shown relate to past performance. Past performance is not a reliable indicator of current or future results. Source: BBG Barclays, Bloomberg and J.P. Morgan. US HY = BBG Barclays US High Yield. Euro HY = BBG Barclays Pan-European High Yield USD hedged. US Loans = S&P/LSTA Leveraged Loan. US IG = BBG Barclays US Corporate IG. Euro IG = BBG Barclays Pan-European Corporate USD hedged. EM Corp = JP Morgan CEMBI Index. EM Sov = JP Morgan Global EMBI Index. Euro Loans = S&P/LSTA European Leveraged Loan Index USD hedged. Asia HY = JP Morgan Asia Credit (JACI) Non-Investment Grade Index. Asia IG = JPMorgan Asia Credit (JACI) Investment Grade Index. Global Agg = BBG Barclays Global Aggregate (USD hedged). Global Equities = MSCI ACWI Index. Index performance is shown for illustrative purposes only. It is not possible to invest directly in an index. Performance is shown for illustrative purposes only. Indexes are unmanaged. It is not possible to invest directly in an index. All performance shown in US dollars.

図2：HY市場は混乱が続き発行額は減少

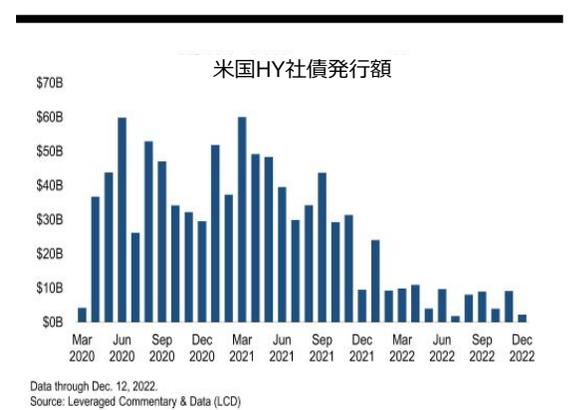
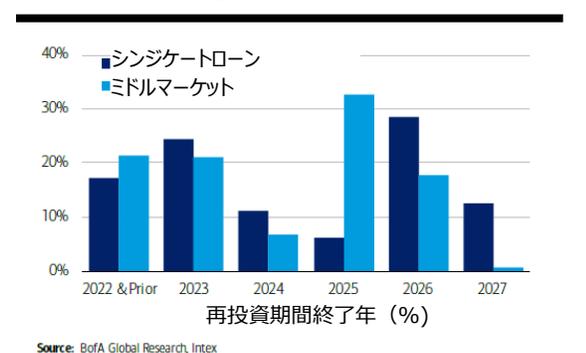


図3：CLO市場は停滞

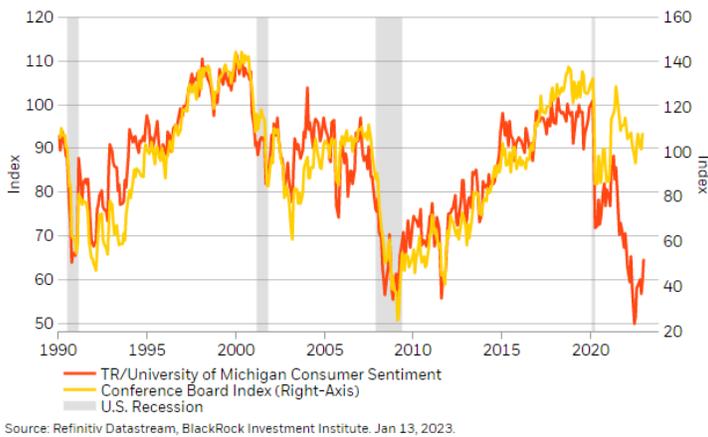


## 前例のない市場の混乱は、投資家に魅力的な投資機会を提供

このような状況を裏付けるように、2022年11月初め、米国の銀行は全体で約740億米ドルのバランスシート資本をローンシンジケーションで保有しており、そのうち320億米ドル（41%）がファンディングされています<sup>1</sup>。2023年1月時点では、バランスシートのエクスポージャーの総額は680億ドルと若干減少しているものの、ファンディングされた額は360億ドル（ローンエクスポージャーの53%）に増加しています<sup>2</sup>。また、ヨーロッパの銀行がこれら米国の案件に対してかなりのエクスポージャーを抱えており、2023年に入ると銀行は大幅な価格引き下げを行いこれらのエクスポージャーの削減を進めると予想されています。

ブラックロックは最近、3つのセカンダリー案件（ローン2件、ハングブリッジ1件）に投資を実施しており、今後売却が予想され、適切な価格であれば魅力的なリターンが期待できる案件を引き続きモニタリングしています。特に格付けの引き下げに伴いエクスポージャーの調整が必要なCLOプールからのB/CCCローンの売却に着目しています。

図4：消費者心理の推移（1990年～2023年）



Source: Refinitiv Datastream, BlackRock Investment Institute. Jan 13, 2023.

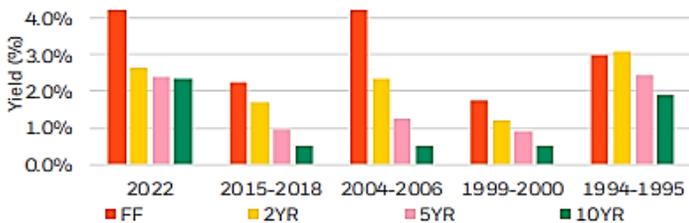
### 企業はインフレの影響に左右されない成長機会に目を向け、流動性資金ニーズが増加

インフレと金利は歴史的な高水準にあり、消費者は世界的な景気後退を懸念しています（図4）。このような消費者心理の悪化は、1994年の利上げサイクルに匹敵するほど2022年に金利が極端に上昇したことが一因となっています。1994年には2年債利回りが利上げの始まりと終わりの間に3%超上昇しました（図5）。

インフレが長期化すると予想する消費者や企業が増える中、借り手は長期的なコスト削減をより重視し、景気動向に依存しない将来の成長機会に投資しています。例えば、運用チームは現在、主要な公益産業のサプライヤー、政府、企業ユーザーにサービスを提供する英国のコンサルティング会社に対するデューデリジェンスを実施しています。

また、既存のクレジット契約におけるデフォルト懸念に対処すべく流動性を求める企業の数も増加しています。このような案件の急増は、コストが上昇する中で一部の企業では流動性が枯渇し、デフォルトが今後さらに増加する可能性を示唆しています。

図5：金融引締めサイクルにおける金利引き上げによる利回りの変化



Source: BB and Federal Reserve, as of October 2022.

### 足元の市場の混乱によって生み出された魅力的な投資機会を提供する、オポチュニスティック・クレジット

景気後退局面においては、優良な資産に裏付けられたシニア担保付債務への投資機会が増加します。このような環境では強力なダウンサイドプロテクションを備えつつエクティのようなアップサイドを追求できる可能性が拡大します。財務再編の申請件数が大幅に増加したわけではありませんが、今後数ヶ月は先進国や新興国にとって厳しい状況が続くと思われます。

企業は依然としてパブリック市場へアクセスするのが困難であるため、運用チームは高い経済性を有するケースでは企業にリクイディティ・リファイナンスやキャピタル・ソリューションを提供する用意があります。オポチュニスティック・クレジット戦略は、以下のような特徴を有するポートフォリオを構築することで、ダウンサイドリスクを軽減し、かつアップサイド追求の機会を捉えることにつながるとみています。

- 企業独自のリスクプロファイルに合わせた強固なストラクチャリング（例えば第一順位担保付きローンへのフォーカス）とコベナントを有する融資契約
- キャッシュ・クーポンに焦点を当てた変動金利投資。スプレッドの拡大から恩恵を受け、リターン向上が期待できる価格設定
- ダイレクト・レンディングと比べ高いコールプレミアムによる長いデュレーション（借り手はより長い期間利息を支払う）

1. Source: BlackRock, as of 1 November 2022. \$=USD. Issues include TLB, HY, TL, TLA, SSN, unsecured loans, and delayed draws.

2. Source: BlackRock, as of 4 January 2023. \$=USD. Issues include TLB, HY, TL, TLA, SSN, unsecured loans, and delayed draws.

## **重要事項**

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成時点のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役職員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

## **お問い合わせ先**

# **ブラックロック・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375号  
加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、  
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会  
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>  
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館