

2023 年において クレジット投資が魅力的である理由 3 つ

2023 年における米国経済の減速見通しと金利上昇を背景とした借入コストの増加を受けて、ハイールド債やレバレッジド・ローン等への投資に慎重となる投資家の姿勢も理解できます。しかし、足元の環境において楽観的な見方を支援する理由が存在しています。クレジット投資は、ポートフォリオのアウトパフォーマンスに寄与する可能性があります。

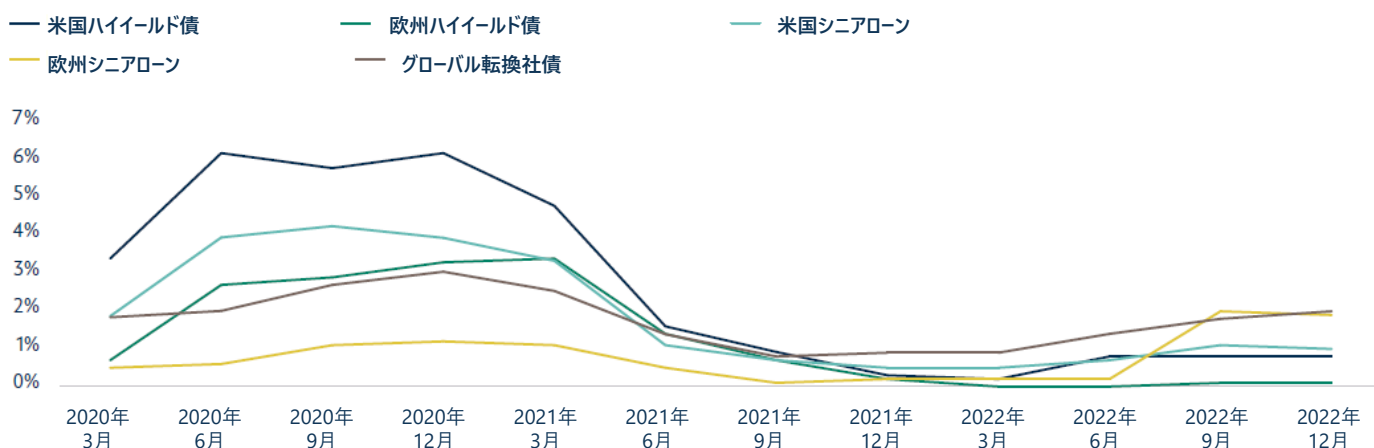
1. 「クレジット・ピッカー」の市場

- 事業は大体のところ堅調ではあるものの、デフォルト率は来年倍増すると当社では見えています。つまり、デフォルト・リスクを適切に評価できるマネージャーにとって好ましい環境となるでしょう。

2022 年は、金利リスクを背景に、変動金利資産が固定金利資産を相対的にアウトパフォームしました。しかし今年、米国やその他各国における経済成長の減速見通しが現実となった場合、この構図は変化する可能性が高くなっています。2023 年に満期を迎える債券が発行残高に占める割合は 7%未満¹であり、事業もかなり健全であることから、短期的なデフォルト・リスクは低水準が維持されるはずですが、しかしながら、デフォルト率（図表 1）は倍増する可能性があり、ハイールド債とレバレッジド・ローンのそれは、2023 年にそれぞれ 3.00%、3.50%、2024 年にはそれぞれ 3.25%、4.00%まで上昇する見通しです²。

図表 1

デフォルト率は倍増の可能性もあり、アクティブ運用が欠かせない状況に



注記：データは直近 12 か月のデフォルト率を示しており、ディストレスト債務交換案件を含みません。そのような事象や見通しが今後発生する保証はなく、また実際の結果はここで示された内容とは大きく異なる可能性があります。

2022 年 12 月 31 日時点。

出所：クレディ・スイス、JP モルガン、FTSE。

投資家の間で楽観的な見方が生まれにくい限り、債券市場は相当のボラティリティに見舞われ、異なるクオリティ間で乖離が生じる可能性があります。さらに、景気減速、金利上昇、資本市場のタイト化によって、レバレッジド・ローン市場におけるデフォルト・リスクが上昇することも考えられます。これらを踏まえると、クオリティの高い借手者を特定することが重要となるため、今年「クレジット・ピッカー」の市場となるでしょう。

2. プライベート・エクイティ案件の貸し手は銀行ではない

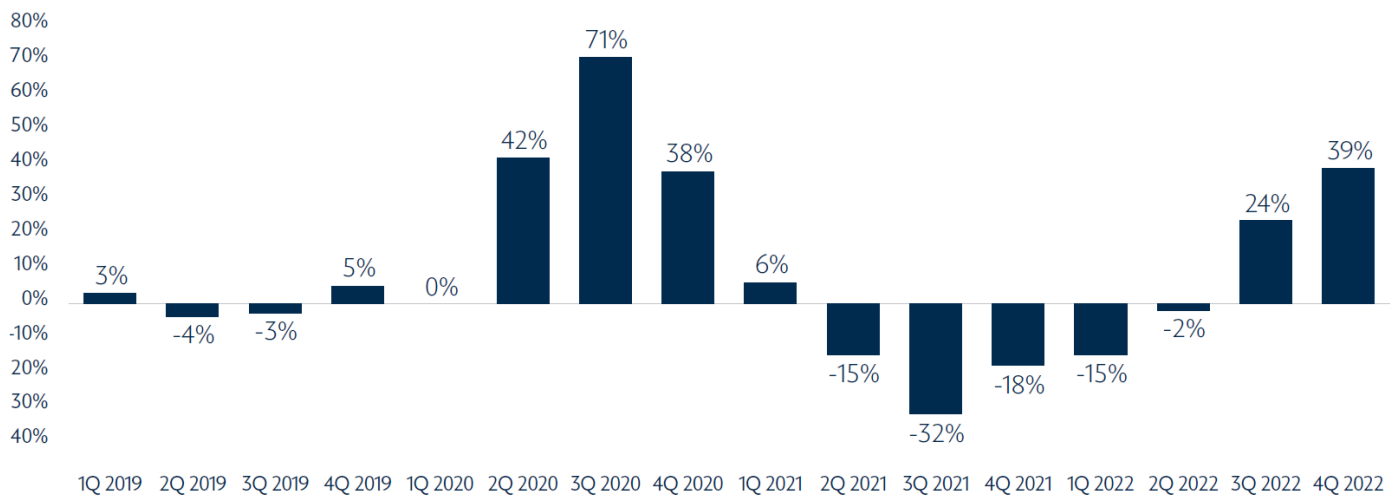
- 銀行が貸出基準を厳格化する一方で、プライベート・エクイティ企業は積み上がったドライパウダー（投資待機資金）の投入機会を模索しており、ダイレクト・レンディングの機会が提供されています。

資本市場では、昨年ハイールド債の発行を伴うLBO（レバレッジド・バイアウト）への意欲が凍結状態となり、銀行は売れ残った数十億規模のローンを抱えることになりました³。現在、多くの銀行がバランスシートリスク低減を図っており（図表2）、LBOやM&A案件に消極的となっています。これと同時に、プライベート・エクイティ企業ではドライパウダーが歴史的な高水準まで積み上がっており、デットを提供するパートナーを探しています。

図表 2

銀行における貸出基準の厳格化を背景に、ダイレクト・レンディングの機会が提供されている

中・大規模企業に対する貸出基準を厳格化している米国銀行の割合（ネット）



注記：中・大規模企業とは、年間売り上げ5,000万米ドル以上の企業を指す。

2022年12月31日時点。

出所：米連邦準備銀行（FRB）経済データ、ブルームバーグ。

このような環境下では、オークツリーの様に投入可能な資金を有するクレジット投資家にとって魅力的な投資機会が提供されるでしょう。足元のイールドスプレッドは、従来のミドルマーケット（中規模）案件から期待できる利回りよりも魅力的な水準にあります⁴。また、貸し手においては、資本が潤沢にあった昨年の市場では考えられなかったコベナンツ条項やプロテクションの確保が可能となっており、より投資妙味が増しています。

3. 「大転換」の可能性から、バリュー投資家に好機

- 金利の上昇局面では、クレジット投資からの堅調なリターンを確保するより良い機会が提供され、同資産クラスが長期的にアウトパフォームするための土壌が整う場面でもあります。

4.5%近くにあるFFレート（図表3）は異常であり、近いうちに低水準に戻るであろうというコンセンサス予想は、見当違いの見方かもしれません。世界金融危機後にゼロ近くの金利水準が継続した状況は、歴史的にも普通ではなく、近い将来繰り返される可能性も低いと当社は考えており、今後数年における基準金利は平均 2-4%のレンジとなると考えています。

図表 3

金利上昇は大転換を示唆しており、バーゲンハンティングの機会が登場か 実効FFレートの動き



2023年1月1日時点。

出所：米セントルイス連邦準備銀行。

オークツリー・キャピタル創設者のハワード・マークス氏は、2022年12月13日付け発行の「大転換（Sea Change）」と題したメモにおいて、次のようにまとめています：「クレジット投資から堅調なリターンが期待できる場面がやってきました。つまり、全体のリターン目標を達成するために、これまで程、高リスク資産に大きく依存する必要はありません。この新たな環境下において、レンダー（貸し手）とバリュー投資家の見通しは2009-2021年よりも相当優れたものとなるでしょう。そして重要な点として、ここ13年、そして過去40年の大半で続いた環境とは様相が異なり、この新たな状況が継続すると前提するならば、同期間でパフォーマンスが良好だった投資戦略は今後有効ではないということになります。」

脚注

- 1バンク・オブ・アメリカ、クレディ・スイスのデータに基づいて計算、2022年12月31日時点。
- 2 JP モルガン・デフォルト・モニター、2023年2月1日時点。
- 3 売れ残りローン (hung loan) とは、銀行が融資を全額引き受けたものの、当初の価格によるより売り出しが上手くいかず、売れ残ってしまった状態をさします。銀行は、買取り受時に借り入れたブリッジローンの返済のため、タムローンや手形へのリストラチャリングに迫られる事になります。
- 4 オークツリー市場見解、2023年1月23日。

重要な開示事項

©2023 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2023 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC & ©2023 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブルックフィールド・アセット・マネジメント・インクは、2019年9月30日にオークツリー・キャピタル・グループ・エルエルシー（「オークツリー」）の株式の62%の取得を完了しました。ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、それぞれブルックフィールドの完全子会社です。

当資料に含まれる情報は、教育および情報提供のみを目的としており、いかなる証券もしくは関連する金融商品の募集または購入申し込みの勧誘ではなく、そのように解釈してはなりません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。

ブルックフィールド・アセット・マネジメント・インクとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。情報および見解は予告なく変更される場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルック

フィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依頼することはできません。当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

© 2023 Brookfield Asset Management Inc.

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第21E条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依頼すべきではありません。すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

Contact Us

 brookfieldoaktree.com/japan

 info@brookfieldoaktree.com

Brookfield | **OAKTREE**
WEALTH SOLUTIONS