

オルタナティブ・レンディング:なぜ足元の信用サイクルで注目され始めたのか

ソリューション&マルチ・アセット | AIP オルタナティブ・レンディング・グループ | インベストメント・インサイト | 2019年

低金利と社債の信用スプレッド縮小を背景に、投資家は伝統的な債券から十分な利回りを得るのに苦心していますが、フィンテック主導のオルタナティブ・レンディングは、利回り上昇やデュレーション、分散投資効果の利点をもたらす可能性があり、消費者に焦点を当てたプライベート・クレジットの資産クラスとして新たに注目され始めています。

筆者



KEN MICHLITSCH
エグゼクティブ・ディレクター

新たな投資ソリューションの出現

オルタナティブ・レンディング、またはマーケットプレイス・レンディングは、比較的新しい形態のプライベート・クレジットです。オルタナティブ・レンディングは、グローバル金融危機後、銀行が従来の消費者向けおよび小規模事業者向け融資から手を引いていった時期に、個人投資家による「ピアツーピア」型の融資から拡大してきました。現在では、ほとんどのオルタナティブ・ローンは機関投資家により資金調達されています。オルタナティブ・レンディングは、従来の銀行から十分なサービスを提供されていない借り手と、分散された低相関の収益源を求める投資家を結びつけるために、テクノロジーを利用したオンライン・プラットフォームを通じて行われます。これらのプラットフォームでは、融資の引受けに機械学習や人工知能のテクノロジーを組み込むことで、金融サービスの普及を促進し、リスクに基づくプライシングの精度を向上させる可能性があります。

オルタナティブ・ローンのユニバースには、無担保の消費者向け、小規模事業者向け、スペシャルティ・ファイナンス向けが含まれており、そのなかでも消費者向けローンが、取引高ベースで最大のセグメントを占めています。これらの消費者向け無担保ローンは、3~5年の期間が多く、全てが月払いにより分割返済され、一般的には債務



の整理やクレジットカードの借り換えに利用されます¹。ごく最近まで、銀行とクレジットカード会社によって消費者への無担保の信用供与は独占されており、消費者向け信用リスクに対して純粹なエクスポージャーを取れるセクターに対し、投資家がアクセスすることは困難でした²。FinTech主導のオルタナティブ・レンディングの台頭が、こうした消費者向け信用リスクに対するアクセスを独占から解放しました。我々は、この新たなプライベート・クレジットの資産クラスが、今日の投資家が直面している中核的なポートフォリオ構築上の課題の1つ、すなわち適度なデュレーションと適切に価格付けられた損失調整後の期待利回りの欠如に対して、潜在的な解決策を提供するものと考えています。

短期デュレーションでのインカム収益を求めるプライベート・クレジットの投資家
オルタナティブ・ローンは、契約上の月次キャッシュフローから生じる、魅力的な損失調整後の期待利回りを提供するものです。オルタナティブ・ローンは無担保で提供されることが多いため、投資家が慣れ親しんだ伝統的な社債投資に比べ、一般的に予想デフォルト率は高く、また予想回収率は低くなります。しかしながらオルタナティブ・ローンは、投資家に対して無担保融資であるがゆえに伴う追加的なリスクを負う分、より大きな信用スプレッドを提供すると我々は考えています。我々がベースケースとして想定しているデフォルトと回収率を考慮に入れた後でさえ、オルタナティブ・レンディングの信用スプレッドは、経済状況が悪化し、デフォルトがベースケースの想定水準を上回った場合には、元本損失に対する大きなクッションとなり、絶対値でも、伝統的なクレジットの代替投資との比較でも、魅力的なリターンを提供する可能性があります。

図表1
米国消費者のクレジットカード金利と貸倒債却率の過去推移
(1995年6月～2019年6月)



2019年6月30日時点。出所(過去の貸倒債却率):連邦金融機関検査委員会—2018年12月31日までの商業銀行におけるクレジットカードの貸倒債却およびローンとリースの返済延滞率。各期間におけるクレジットカードの貸倒債却率は、米国商業銀行において、クレジットカードの損失として償却するカード債務残高の割合を示しており、四半期毎に計測し年率換算。

出所:<http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chgallnsa.htm> および <https://fred.stlouisfed.org/series/TERMCBCCALLNS>

さらに、FRBが2015年12月に基準金利を引き上げ始めて以降(最近ではハト派になったこともあります)、クレジットカード・ローンの平均貸出金利は、正常化しつつあるクレジットカードの貸倒債却率を大幅に上回るペースで上昇しています(図表1)。これはクレジットカード会社にメリットをもたらしますが、借り手にとって最適な状態ではありません。実際、前述したようにクレジットカード債務から分割返済型の個人ローンへと借り換える際に利用されることが多い、オルタナティブ・ローンに対する借り手の需要を生み出す可能性があると考えています。

オルタナティブ・ローンの典型的な分割返済の仕組みでは、借り手は元本と利息の両方を毎月定額で返済していきます。こうした契約上の支払いと期限前返済により、オルタナティブ・ローンの平均デュレーションは、ローンの平均期間よりも大幅に短縮される可能性があります。実際、3年と5年のオルタナティブ・ローンを組み合せたポートフォリオでは、加重平均後の予想ローン・デュレーションが1.5年を下回る可能性があります。オルタナティブ・レンディングの低いデュレーションは、損失調整後の期待利回りが同程度または低い社債投資と比べて、

¹ "FinTech Credit, Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications", グローバル金融システム委員会 (CGFS)、金融安定理事会 (FSB) (2017年5月)

² "Reaching New Heights: The 3rd Americas Alternative Finance Industry Report", Cambridge Centre for Alternative Finance (2018年12月)

ベンチマーク金利の変化に対する感応度を低下させる可能性があります。

ポートフォリオにおいては、オルタナティブ・レンディングの低デュレーションの要因（期限前償還と、元本と利息の両方を含む頻繁

なキャッシュフロー）によって、既にポートフォリオに組み入れられた融資から得られるキャッシュフローを、新たなオルタナティブ・ローンに再投資することが可能となり、融資のビンテージ集中を抑制させる効果が期待されます。オルタナティブ・ローンは速

やかに返済されます。過去のクレジットカード・データを基にすると、景気後退が始まつてから6ヶ月以内に引き受けられたオルタナティブ・ローンは、景気後退の影響を最も大きく受けることが示されています³。そのため、キャッシュフローの再配分によって時間の経過とともにポートフォリオ内で異なるローン・ビンテージに変えていくことは、満期時のみに元本の大半を返済する伝統的な社債ポートフォリオにおいては利用し難い、強力なリスク管理ツールになり得ると考えられます。過去のクレジットカードのデータは、景気後退の期間とその後の期間において消費者のデフォルトの谷とピークの間にかなりのラグがあることも示しています。これにより少なくとも部分的には、オルタナティブ・レンディングのポートフォリオが借り手に請求される信用基準やクーポンを通じて、経済状況の変化を反映した新たなオルタナティブ・ローンにキャッシュフローを再配分できるための時間が確保されます。

引き続き消費者をサポートするファンダメンタルズ

我々は、オルタナティブ・ローンの構造における利点を強調してきましたが、同じく米国の消費者に対するエクスポージャーを支持する意見として、現在の消費者向け貸出のファンダメンタルズが、企業向け貸出のファンダメンタルズと比較して良好な点が挙げられます。米国の企業と政府は2008年以降、企業の信用スプレッドが低下（図表2）し、レバレッジ当たりのスプレッドは10年平均を大きく下回っている（図表3）なかで、バランスシート債務を対GDP比で拡大させてきました。

図表2
米国社債スプレッド（2012年1月4日～2019年1月4日）



図表3
ハイイールド債のレバレッジ当たりの信用スプレッド（2009年6月30日）



³ "Marketplace Loans: How Might They Perform During a Downturn?" LendingClub Marketplace Insights Volume 6 (2019年3月)

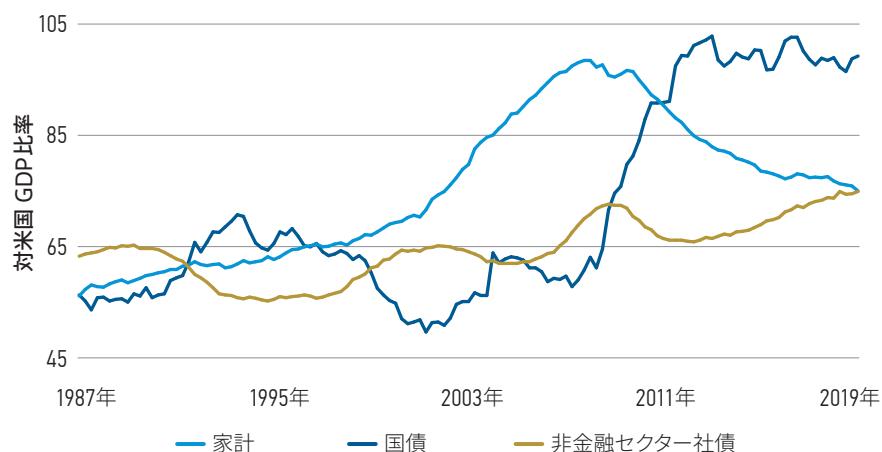
一方で、米国の家計債務は2008年以降はるかに抑制されており、対GDP比でみると世界金融危機前のピーク水準から約20%低下しています（図表4）。これは、金融危機後の米国の企業および政府による借入（対GDP比）の推移とはまったく対照的です。

家計の債務返済比率は、数十年ぶりの低水準で推移し、失業率も約50年ぶりの低水準に近くなっています（図表5）。実質賃金は上昇しており、消費者信頼感は引き続き高まっています。信用サイクルがいつ最終的に転換したとしても、米国の消費者は世界金融危機時の急回復よりも堅強なポジションから回復し、分散されたポートフォリオにおける消費者向け融資へのアロケーションを支援するものと考えています。

結論

オルタナティブ・レンディングは過去10年間で急速に成長し、伝統的な消費者向け融資や小規模事業者向け融資において破壊的变化をもたらしてきました。消費者のオンライン取引への選好の進展と相まって、クレジットカード金利の高止まりは、さらなる成長の可能性を示唆しています。経済的背景はいずれ悪化すると思われますが、我々はオルタナティブ・レンディングを、十分に分散化されたポートフォリオの中で長期的に価値ある配分となり得る、景気循環サイクルを通じたクレジットへのアロケーションとみなしています。我々は、オルタナティブ・レンディングが、現在の伝統的債券にはほとんど得られない魅力的な利回りとデュレーションの特性を提供する、分散されたプライベート・クレジットへの投資先であると考えています。

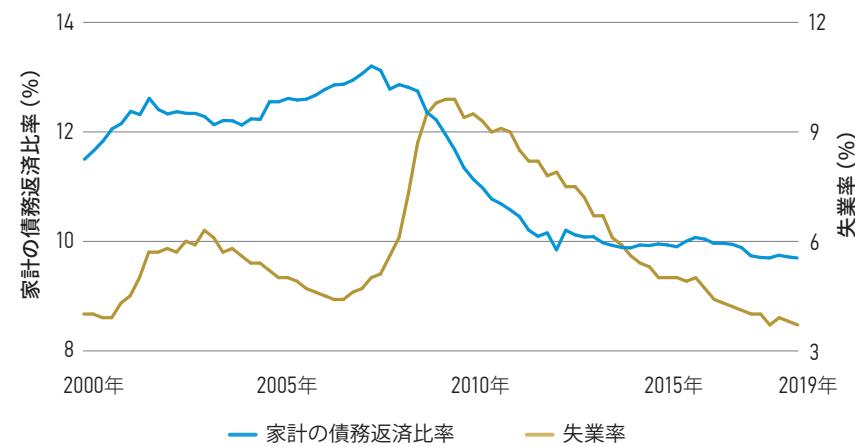
図表4
経済セクター別の総債務（対GDP比）



過去の実績は将来の成果を示すものではありません。情報提供のみを目的としています。上記の市場トレンドが続く保証はありません。上記はAIPオルタナティブ・レンディング・グループによる資料作成時点での見解や見通しを示すものであり、将来のいかなる時点のものではありません。

出所：2019年1月現在、セントルイス連邦準備銀行
<https://fred.stlouisfed.org/graph/?id=QUSNAM770A,QUSHAM770A,QUUSGAM770A,QUUSGAN770A>.

図表5
家計債務 vs 失業率



過去の実績は将来の成果を示すものではありません。情報提供のみを目的としています。上記の市場トレンドが続く保証はありません。上記はAIPオルタナティブ・レンディング・グループによる資料作成時点での見解や見通しを示すものであり、将来のいかなる時点のものではなく、更新や補足される予定もありません。家計の債務返済比率の定義については、付録の用語説明ページをご参照ください。

出所：FRB <https://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/> および米国労働省
<https://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000> 2019年6月1日現在

重要事項

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資全額もしくはその相当額を失う可能性があります。オルタナティブ投資は無期限に流動性を諦め、資本をリスクにさらすことを厭わない長期投資家にのみ適しています。オルタナティブ投資は極めて流動性が低いのが通常です。オルタナティブ投資はしばしばレバレッジやその他の投機的な手法を用います。その結果、ボラティリティや損失リスクが高まることがあります。オルタナティブ投資は典型的には報酬や費用が他の投資ペースよりも高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。

オルタナティブ投資は往々にして規制されておらず、投資信託と同じ規制要件を課されていません。また、定期的な価格情報の提供も求められていません。本資料に含まれる内容は、特定のクライアントの状況に対する考慮に基づくものではなく、投資アドバイスでもありません。いかなる方法においても税務、会計、法務、規制上のアドバイスと受け止めるべきではなく、投資家は投資判断を下す前に、税務上の影響についてのアドバイスを含めて、独立した法務及び財務専門家のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本資料中で表明されている筆者の見解や意見は、市場や経済状況によりいついかなる時点においても変更される可能性があり、実現されるとは限りません。さらに、本資料作成時点後に入手可能となる情報や経済・市場状況、情勢の変化を反映すべく、アップデートもしくは修正する予定はありません。表明されている見解はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのすべてのポートフォリオ・マネージャーの意見を反映するものでも会社全体としての見解でもなく、当社が提供する商品やすべての運用戦略に反映されているとは限りません。当資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されたものですが、その情報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。

本書は情報提供を目的として作成したものであり、個別の有価証券等の勧誘を目的としたものではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成績等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

受託資産の運用は、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

追加のリスク

ローンにはリスクが伴い、投機的になることがあります。ローンはリスクを伴う投機的な投資です。借り手が支払不履行を起こした場合は、ポートフォリオの受け取る利払い金額が減らされます。ポートフォリオが投資するローンの多くは、無担保の個人向けローンとなります。ただし、ポートフォリオは有担保ローンを含めて、企業やスペシャリティ・ファイナンスに投資することができます。借り手がローンの利息を遅れずに支払わなかった場合は、ポートフォリオの投資利回りが下落します。借り手がローンの元本を遅れずに支払わなかった場合、またはそのようなローンの価額が減少した場合は、ポートフォリオの価値が減少します。米国の内外において、信用市場の大幅な引き締めなど、全般的経済状況に不確実性と否定的な傾向があるために、これまで、貸付業界の企業にとって難しい環境が生まれました。数多くの要因によって、プラットフォームの運用成績や、借り手がローンの元利払いを行う能力に好ましくない影響が及ぶかもしれません。これらの要因には、全般的経済状況、失業水準、エネルギー・コスト、金利、また、自然災害、戦争行為、テロ行為、破局のような出来事などがあります。

期限前償還リスク。借り手には、借り手のローンの下で、元本の残存金額のすべてまたは一部を、罰則なしで期限前償還するオプションが与えられている場合

があります。ポートフォリオが投資する借り手ローンで残存している未払元本金額のすべて（または一部）が期限前償還された場合は、ポートフォリオはそのような期限前償還を受け取りますが、期限前償還日の後は、そのようなローン（または、一部償還の場合は期限前償還された部分）に、さらなる利息はかかりなくなります。金利が下落すると、（価格変動と同様に）期限前償還の率が高まる傾向にあります。そのような期間には、運用チームが期限前償還代金を再投資すると、その利益率は、期限前償還された資産に対する利益率より低くなるのが通例です。期限前償還が行われると、最終利回りが低下し、ローンなどの有価証券の平均残存年数が短縮されます。

債務不履行リスク。ローンには、利払いや元本返済が履行されなくなるという大きな脆弱性があります。さらに、元本または利息の返済が遅れる場合もあります。ポートフォリオが投資することのあるローンのうちのある程度には、大きな不確実性があるか、または悪条件に対する大きなリスク・エクスポージャーがあり、あまりにも投機的なものと考えるべきです。ローンの債務不履行率は、運用チームが制御できない景気減速や全般的経済状況の影響を強く受けることがあります。将来景気が減速すると、消費者のクレジットカード債務の不履行を含め、ローンの債務不履行率が高まる可能性があります。債務不履行履歴は、ローンの場合とポートフォリオ投資の場合で異なることがあります。ただし、プラットフォーム経由で資金提供されたローンの場合、債務不履行履歴は限定されており、実際の債務不履行は履歴データで示されるものより多くなっていることがあります。債務不履行のタイミングは、履歴の観察結果と大きく異なることがあります。プラットフォームは、対応するローンに対して借り手から支払われたものを受け取った場合にのみ、投資家の投資に対して比率に応じた支払いを行います。さらに、延滞ローンで回収された金額や、ローンに対する回収を任命されたプラットフォームの第三者回収機関によって回収された金額があれば、投資家はそれに対し、プラットフォームに追加のサービシング手数料を支払わなければならぬ場合もあります。運用チームがローンの下で未払いの元利を回収する能力に、制限を受ける場合があります。その理由は、実質的にすべてのローンが無担保または担保不足である可能性があること、ローンがいかなる第三者による保証も保険も得られず、いかなる政府機関による裏書も得られないこと、ローンが比較的小規模であるために、ローンの法的執行が実現不可能である可能性があること、運用チームがローンの下で債権者の権利を直接執行することができないことです。

クレジットリスク。クレジットリスクとは、債務証券または優先株の借り手または発行者、あるいはデリバティブ契約の相手方が、利息、元本、配当等、支払期限の到来した支払いを実行できないというリスクです。一般的には、格付けの低い有価証券ほど、クレジットリスクの程度が高くなります。ポートフォリオに組み込まれている有価証券の格付けを格付機関が引き下げた場合、または、ポートフォリオに組み込まれているローンの借り手の信用状態が低下した場合は、それらの債務の価額が低下する可能性があります。さらに、債務証券、優先株またはデリバティブ契約の基礎となる収入源では、利息、元本、配当等の必要な支払いを遅滞なく実行するには十分ではない場合があります。借り手による債務不履行が発生した場合、ポートフォリオ資産の価額が減少する可能性があります。たとえ借り手も発行者も実際に債務不履行をしなくとも、借り手または発行者の財務状態が悪化した場合、借り手または発行者の信用格付けまたは推定された信用度に、マイナスの影響が及ぶ可能性があります。このように進展すると、借り手または発行者の債務の時価に悪影響が及ぶと思われます。ポートフォリオがクレジット・デリバティブを売却した場合は、悪影響が及ぶのはクレジット・デリバティブの価額となります。

制限されたセカンダリー市場と、オルタナティブ・レンディングの有価証券の流動性。オルタナティブ・レンディングの有価証券は、1~7年を満期とするのが一般的です。プラットフォームを通じてオルタナティブ・レンディングの有価証券を直接入手していく、元本全額を回収しようと望む投資家は一般的に、ローンを満期まで保有しなければなりません。ポートフォリオが投資するローンには、現時点でアクティブなセカンダリー売買市場もなく、そのような市場が将来発展するという保証もありません。アクティブなセカンダリー市場が発展するまでは、運用チームは何よりも「買ったものは手放さない」という戦略に固執し、著しい流動性に必ずしもアクセスできるわけではありません。景気が悪化し、ポートフォリオにとって、そのローンのうちのある程度を売却することが好ましい状況になった場合は、流動性が制約されていることの結果として、運用チーム

は手持ちのポートフォリオの十分な部分を売却できない可能性があります。そのような状況では、投資から得られるリターンが、全体的に悪影響を受ける可能性があります。さらに、流動性が制限されているために、プラットフォームの他の投資家や潜在的な投資家が、これらの投資にはあまり魅力がないと考えるようになるかもしれません、これらの投資への需要が減少する可能性があります。その場合、プラットフォームの事業に悪影響が及ぶ可能性があります。

高利回り債と無格付け債務証券リスク。運用チームが購入したローンは、NRSRO(米国証券取引委員会が登録を認定した格付機関)による格付けがされていません。借り手の信用度を評価する際には、顧問は、そのような借り手に対して、該当するプラットフォームが、または顧問から指定された別の人間が与えた格付けに依拠します。ローンの借り手の信用度に対する分析は、より従来型の手段を通じて起こされたローンの場合よりも、信頼度がかなり低下する可能性があります。さらに、ポートフォリオは、債務証券および、「より高利回りな」(したがって、よりリスクが高い)投資に分類される商品に投資するかもしれません。ほとんどの場合、そのような投資はNRSROによって投資不適格と格付けされるか、または格付けされません。そのような有価証券に投資することは、高利回り債に投資することに比べて、元利を失うリスクがより高くなり、債務者が払い戻しと元本返済を行えることに関して、あまりにも投機的と考えることができます。また、全般的な経済状況が悪化した場合にリスクが高くなる可能性があると考えることもできます。高利回り債の市場は、より格付けの高い債券の市場よりも小規模でアクティビティにも欠けるかもしれません。このことは、ポートフォリオの投資を売却できる価格に悪影響を与えるかもしれません、ポートフォリオに損失をもたらすかもしれません。ひいては、ポートフォリオの運用成績に重大な悪影響を与える可能性があります。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%(税込)を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかか

ります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担頂いた場合があります。

これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

当資料は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町ファイナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp