

2020年 春号

INVESTMENT OUTLOOK

インベストメント・アウトルック

「塞ノ神」とグローバル化

自由貿易への不満、覇権争いに伴う技術分裂、感染症への恐怖が、30年続いてきたグローバル化の流れを変えるのかもしれませんが。

山間の集落は山で隔てられ、その往還には峠を越えなければなりません。花嫁は峠を越えてやってきたし、新しい品物や技術もよそ者によってもたらされてきたことが、例えば50年ほど前の日本の記録を読んでいても伺えます。競い合ってより良く安く作れる得意なことを交換して、互いに豊かな生活を築いてきたわけです。

この峠を国境と読み替えると、グローバル化です。互いにより効率よく作れるものを自由に交換する自由貿易が人々を豊かにするという考えは、「ベルリンの壁崩壊」以降およそ30年間世界中で広く受け入れられ、労働分配率の低下、デフインフレ、低金利、そして株高をもたらしてきた大きな要因だと考えられてきました。

しかし、このような流れにも、近年は変化の兆しを感じられます。自由貿易は不公正だと有権者の怒りを買って、それを糾合する形でトランプ大統領が選ばれました。自由貿易が人々を豊かにするという「経済合理性」が、競争に敗れた一部の人々の不満という「政治的現実」によって、覆されそうになっています。米中の覇権争いは、世界標準技術を分裂させ、非効率な二重投資を強いる予兆があります。そして、未知の感染症に対する恐怖は、自由で活発な人や物の往来にはリスクが伴うことを思い出させます。

峠にはたいてい、集落の外からやってくる災厄を塞ぐ道祖神など「塞ノ神」が祀られています。「政治的現実」、「覇権争い」そして「感染症」。30年間の大きなうねりを創り出してきた「グローバル化」は、「経済合理性」とは異なる観点から疑問を突きつけられ、今や曲がり角にあるようです。その先にあるのが、インフレによる高金利なのか、それとも低成長による低金利なのか目を凝らしていくべきでしょう。

2020年春
シニア・エコノミスト
池田 琢磨



Contents

『インベストメント・アウトック』をご愛読いただき、誠にありがとうございます。

今回2020年春号では各プロフェッショナルが多様なテーマについて解説しています。新型コロナウイルスによるマーケットや実体経済への影響、債券と日本株のESG投資、日米株式市場のファクター分析、そして、プライベート・デットと続きます。

なお、各意見は2020年3月時点での見解であり、また、会社としての統一の見解ではありません。お客様の投資目標達成の一助になれば幸甚です。

01 | 巻頭言

02 | 目次

03 | 金融市場の混乱と 経済活動の急減速

信用危機を回避するための「時間との闘い」

05 | ESG要素を取り込んだ債券運用

信用力のダウンサイドリスクを軽減し、
ポートフォリオのリスク調整後
リターンを改善

08 | 日本株ESG投資

ESG投資は、日本株投資においても
標準装備化へ
当面は需給要因で高ESGスコア銘柄に追い風
長期では独自のESGリサーチが重要に

11 | 転機を迎えるファクター動向

永らく続いたバリュー投資への逆風は反転、追い風へ

14 | オルタナティブ

プライベート・デット投資
金融機関への規制強化等により伝統的な資金
供給者である銀行に代わり、形成・発展した代替
投資市場

金融市場の混乱と 経済活動の急減速

信用危機を回避するための「時間との闘い」



シニアインベストメントオフィサー
長生 太郎

新型コロナウイルス感染拡大による金融市場の混乱と経済活動の急減速

新型コロナウイルスの感染拡大による経済活動の急減速に対する懸念を契機として、金融市場が混乱し、株式や社債などのリスク性資産の価格が大幅に下落しています。

当社経済調査チームの経済見通しは、**年央に感染拡大が概ね収束に向かう**という前提を置いています。一定の外出制限を経ると感染者数の伸びが鈍化するという中国などの前例があるためです。この場合、**年前半に世界経済は大きく減速**し、主要国・地域では数四半期のマイナス成長が予想されますが、**年後半から来年にかけて、徐々に「正常化」**に向かうことが期待されます。

基本シナリオに対するアップサイドリスクシナリオとしては、①感染拡大が早期に収束、サプライチェーンの混乱も限定的となり、年後半に予想以上のリバウンドが生じる、②感染拡大が早期収束となるも、各国・地域の金融緩和・財政拡張が景気を押し上げる、などが考えられます。

一方で、ダウンサイドリスクシナリオとしては、①感染拡大長期化によって債務不履行や倒産が増加、深刻な景気後退に至る、②感染拡大による不透明感が残るも、米中通商摩擦が再燃するなどし、一段と景気悪化懸念が増す、などが考えられます。

2008年の世界金融危機との比較

現在の状況を2008年に発生した世界金融危機時と比較すると、**金融システム**（大手金融機関を介した資金の流れ）が**概ね健全**であり、金融・財政当局の対応が総じて早い点で、前回の反省が活かされているといえます。また、大手金融機関を救済した当時と比較して、企業や個人の救済策に対する社会的反発が少ないと考えられることもポジティブな点です。

一方で、レジャー産業などでは企業活動がほぼ停止しており、**企業のキャッシュフローの状況は当時より一段と悪い**状況にあります。また、政策効果が社債等のクレジット市場にまだ十分に届いていないことも懸念点です。

2008年の世界金融危機との比較 （青がポジティブ、赤がネガティブ）

1. 金融システムは概ね健全である
2. 金融・財政当局の対応が早い
3. 救済策に対する社会的反発が少ない
4. 多くの企業活動がほぼ停止している
5. 政策効果がクレジット市場に届いていない

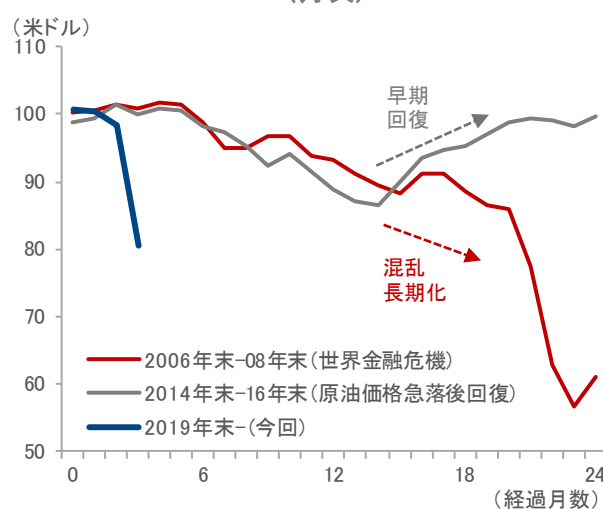
（出所）野村アセットマネジメント作成

信用危機の発生？金融市場の混乱の「深さ」と「長さ」がカギ

金融市場の混乱と経済活動の急減速を受け、社債市場や新興国市場でデフォルト（債務不履行）の急増による信用危機の発生に対する懸念が高まっています。

信用危機の発生には、金融市場の混乱の「深さ」に加え、「長さ」が影響します。クレジットスプレッドの大幅な拡大が短期間にとどまれば、大半の企業は手元資金で対応できますが、社債の発行が困難な状況が継続すると、資金繰りが困難になり、デフォルトのリスクが高まります。新興国も、金融市場の混乱が長期化するほど、外貨準備が枯渇し、対外債務の返済が困難になります。

米国ハイ・イールド社債の平均価格の推移
(月次)



(注) 2020年3月20日まで

(注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください

(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

コロナウイルス、原油価格、金融財政政策…いずれも「時間との闘い」

足元では短期間で「深い」市場混乱が発生しており、今後は、「長さ」を抑えることができるかが信用危機回避の命運を握ります。現在の金融市場ではセンチメントが大きく悲観に傾き、金融危機を一部織り込みつつありますが、例えば以下のような要素が**反発の契機**になりうると考えます。

- コロナウイルス感染拡大が一服し、**収束の兆し**とともに経済活動が徐々に正常化に向かうこと
- OPEC（石油輸出国機構）やロシアが、足元の原油市場の状況をふまえ**減産をめぐ**る議論を見直す機運が出てくること

- 主要国・地域政府や中央銀行が**金融・財政政策で一段と強い姿勢**や行動を示すこと

これらはいずれも「時間との闘い」です。経済活動の停滞や原油価格の低迷が幅広い企業や国のデフォルトにつながるまでに、衛生面や経済面で抜本的な改善につながる動きが見られるかに着目しています。

コロナウイルスの感染拡大の長期化や、原油価格の一段の下落といったダウンサイドリスクに留意しつつ、過度の悲観にとらわれず、市場の反転の契機をしっかりと見極めていくことが重要です。

ESG要素を取り込んだ債券運用

信用力のダウンサイドリスクを軽減し、
ポートフォリオのリスク調整後
リターンを改善



債券サステナブル・
インベストメント・ヘッド
モーティマー ジェイソン

債券運用におけるESGの重要性

ESG※要素の考慮は、歴史的に、債券運用よりも株式運用において普及してきました。しかし我々はESGの考慮は債券においてこそ重要と考え、発行体の信用リスクを主な収益源泉とするクレジット戦略において、当社独自のアプローチでESG要素の運用プロセスへの統合（インテグレーション）を進めています。

ESG要素を考慮することにより、信用力のダウンサイドリスクの軽減を通じて、ポートフォリオのリスク調整後リターンの改善を図るとともに、ESG課題の改善による市場全体の持続的かつ安定的な成長にコミットします。

当社の債券運用におけるESG統合のポイント

1. 信用力のダウンサイドリスクに注目

2. 独自の定量モデルによるESGスコア

3. グローバルにESGを推進する運用体制

(出所) 野村アセットマネジメント作成

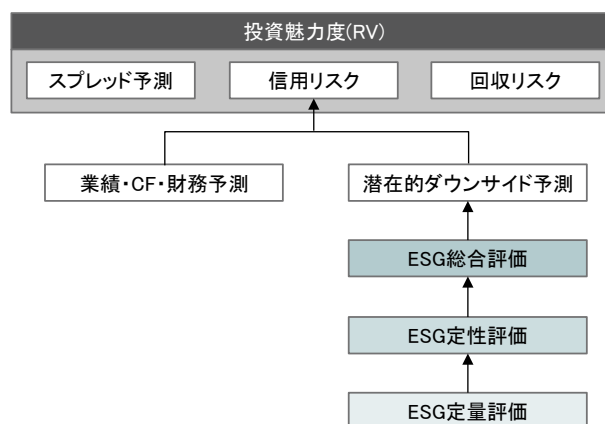
(※) ESGとは、Environment(環境)、Social(社会)、Governance(ガバナンス)の頭文字をとったもの

ESG評価は従来のファンダメンタルズ評価を補完

従来のファンダメンタルズ評価とESG評価は補完的な関係にあります。

発行体の信用力に対する環境・社会・ガバナンス問題の影響が高まっており、ESG要素を考慮することでリスクをより包括的に把握することができます。また、従来のファンダメンタルズ評価と比較して、**ESG要素はより長期の持続可能性やダウンサイドリスク**を想定に入れるため、時間軸の観点からも信用力評価を補強することができます。

ESG評価と従来のファンダメンタルズ評価の関係



(出所) 野村アセットマネジメント作成

債券におけるESG定量評価モデル

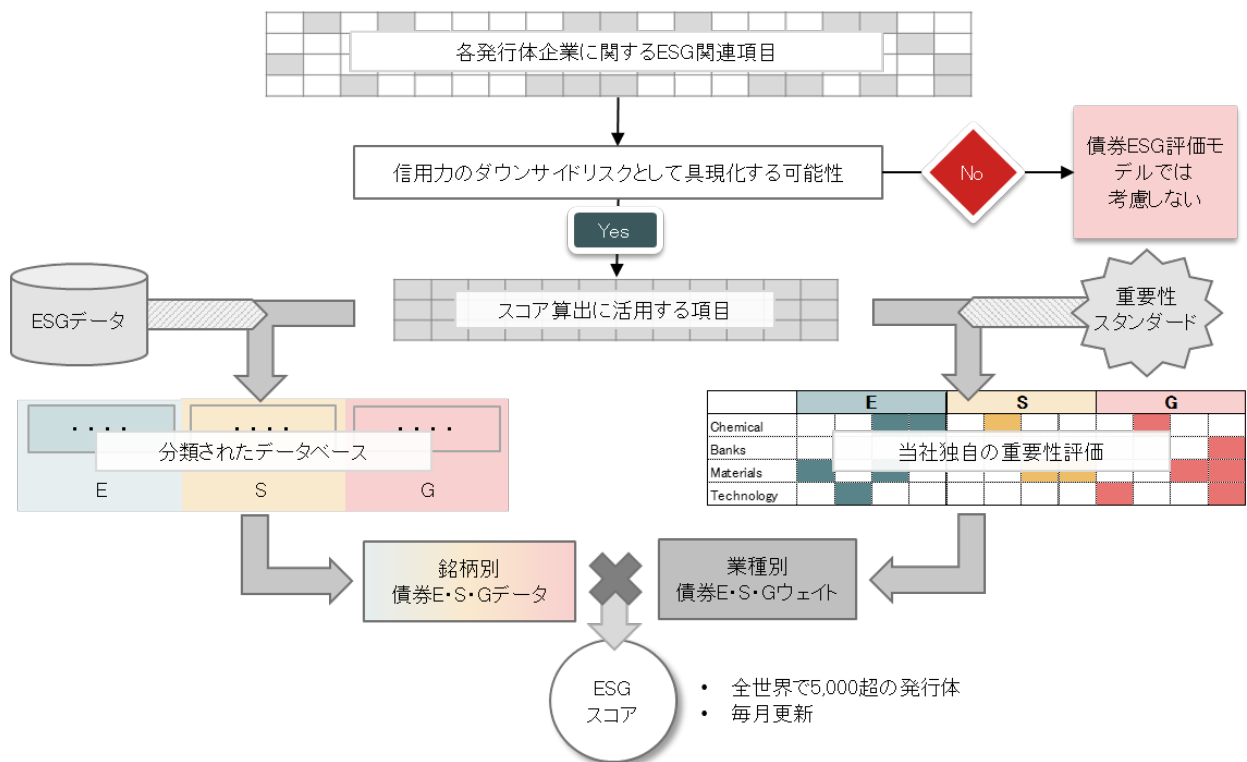
当社では、クレジット戦略にとって特に重要な要素である「**ダウンサイドリスクの軽減**」に焦点を当てて、ESG定量評価の枠組みを構築しました。この定量評価モデルは、当社の社債および国債のクレジット戦略の運用者・アナリストにより、調査・分析、銘柄選択、保有銘柄のモニタリング、企業とのエンゲージメントのために、グローバルに活用されています。

グローバル社債における定量スコアの作成にあたっては、発行体の公開情報や、第三

者機関が提供するESG関連データのうち、債券クレジット投資にとって重要な要素であること、持続的にデータの入手が可能なこと等を重視してデータを選別します。また、企業が営む事業によってE・S・Gの相対的な重要度は異なるとの考えから、**当社独自の重要性評価**（重要性マトリクス）に基づいて、業種ごとにE・S・Gのウェイトを決定します。

同様に、グローバル国債においても定量スコアを算出し、新興国の信用リスクを主な収益源泉とする運用戦略において活用しています。

債券ESG定量評価モデルのフローチャート(グローバル社債の例)



(出所) 野村アセットマネジメント作成

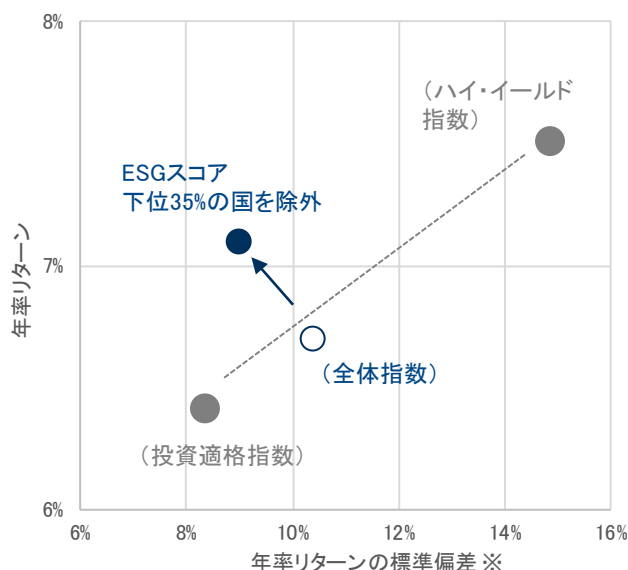
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推移や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書(交付目録見書)の内容を必ずご確認ください。

ESG要素を考慮することによるリスク調整後リターンの改善

当社は、ESG要素を考慮した運用の効果を検証し、**ポートフォリオの長期的なリスク調整後リターンが改善**する可能性について確認を行なったうえで、投資判断プロセスに組み入れています。

例えば、米ドル建て新興国債券市場で、過去の新興国のESGスコアに対し、**毎年下位35%を除外**したバックテストを実施したところ、リスクが低減し、リターンが向上する効果が見られました。

米ドル建て新興国債券市場における
ESGスコアの影響
(2006年末～2019年末、年次)



※ 標準偏差…平均的な収益率からどの程度値動きがかい離するか、値動きの振れ幅の度合いを示す数値

(注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください

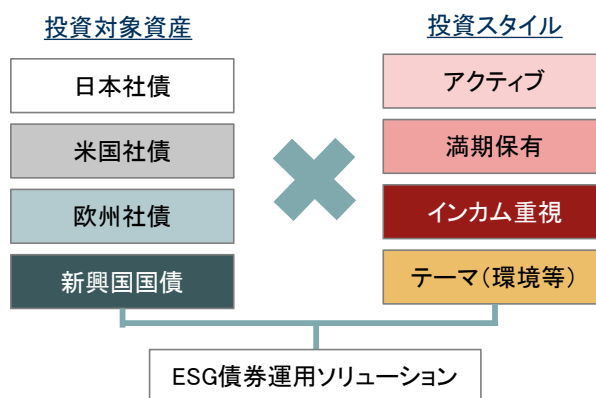
(出所) JPモルガンのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ESG債券運用ソリューション

これまでに欧州社債、米国社債、新興国債券の各戦略において、ESG要素を重視した運用を開始しました。

特定のベンチマークに対するアクティブ運用に加えて、満期保有を前提とする運用、保有する債券の残存年数を一定程度に維持する運用、インカム水準を意識した運用、気候変動など特定のテーマにフォーカスした運用など、**お客様のニーズに合わせたESG債券運用ソリューションをご提供**できることも当社の強みです。

投資対象資産とスタイルの組み合わせ



(出所) 野村アセットマネジメント作成

日本株ESG投資

ESG投資は、日本株投資においても標準装備化へ
当面は需給要因で高ESGスコア銘柄に追い風
長期では独自のESGリサーチが重要に



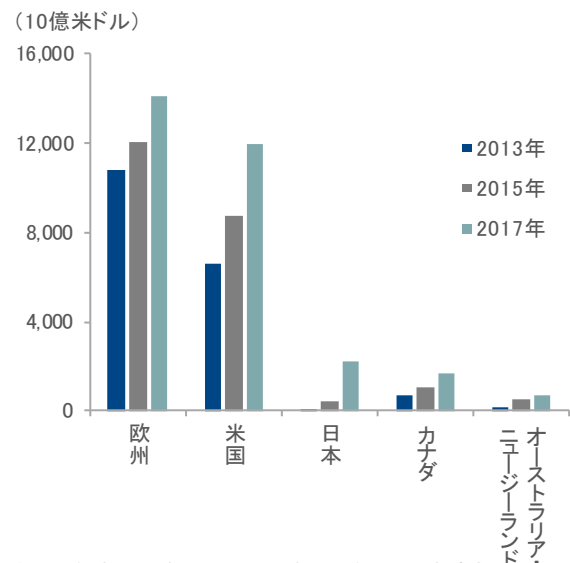
シニア・ポートフォリオマネージャー
高橋 潤

ESG投資拡大の潮流

企業の財務情報のみならずEnvironment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）などを考慮し収益を追求するESG投資が、先行する欧州を中心にグローバルで広がりを見せつつあります。

これまで日本では、**超過リターン獲得の可能性で疑問が呈されていた**ため普及は進みませんでした。しかし、グローバルでのESG投資資産の拡大、金融機関によるESGを考慮した投融資の表明などの動きに対し、好むと好まざる（投資哲学として信じるか信じないか）に関わらず、**ESGを運用にどう取り入れるかを考えるべき局面となりつつあります。**

国別サステナブル投資の残高(米ドルベース)
(2013年、2015年、2017年)



(注) 年末の米ドルベース(日本は翌年の3月末時点)
(出所) 「Global Sustainable Investment Review」のデータを基に
野村アセットマネジメント作成

ESG投資の標準装備（デフォルト）化

この流れを後押しするイベントとして注目されるのが、今後予定されているスチュワードシップ・コード(機関投資家の行動指針)改訂と、コーポレート・ガバナンス・コード改訂です。

2020年春に予定されているスチュワードシップ・コード改訂案では「サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮」という記述が新たに盛り込まれています。これによりスチュワードシップ・コードを受け入れる運用機関側の更なるESG対応が迫られると考えます。

2021年に予定されているコーポレート・ガバナンス・コードの改訂については、内容は今後の議論次第であるものの、同時並行で予定されている東証市場再編でプライム市場に残るため、企業はコーポレート・ガバナンス・コードすべての原則への適用が求められています。企業側としては一層のガバナンス改善、情報開示などに迫られると考えます。

このように運用機関側・企業側双方の対応により、一般のアクティブ運用においてもESG考慮のデフォルト化が進展、つまり**ESG要素を考慮する事が当たり前の時代**になると考えられます。

ESG投資拡大による当面の影響

日本においてESGのみに着目したESGインデックスはこれまで大きな超過リターンを獲得できませんでした。しかし、注目すべき流れとして**主要ESGインデックスは2019年からTOPIXに対してアウトパフォーマンスを始めています。**

将来的にESGファクターと超過リターンの関係は三つの段階を踏むと想定できます。

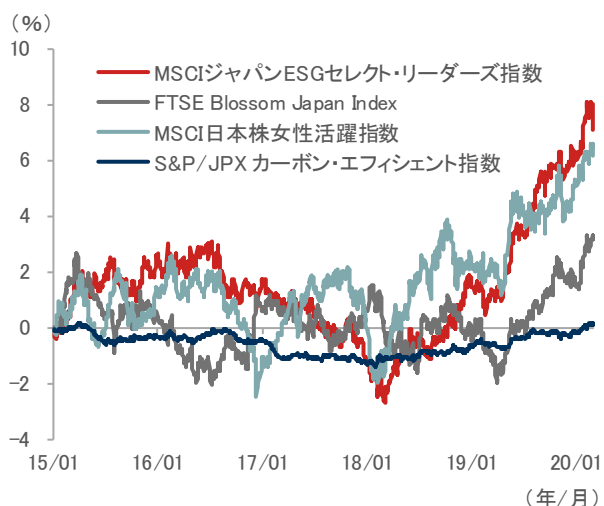
第一段階として、運用機関がESG投資資産を増やすことで、高ESGスコアの銘柄につい

ては**需給による超過リターン寄与**が期待できる段階があると考えます。

既にESG投資の普及が進む欧州ではESGファクターへの超過リターンが長期で観測されています。

日本では前述したように2019年からこれまで見られなかった超過リターンが出始めており、ESG資産拡大が続けば当面この影響が続く可能性が想定されます。

代表的な日本株ESG指数の相対パフォーマンスの推移
(対TOPIX、2015年1月1日～2020年2月28日、日次)



- (注) GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が投資する日本株ESG指数が対象
 (注) 指数値は全て配当指数
 (注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください
 (出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ESGスコアによるロング・ショートリターン格差
(2008年12月～2019年11月、月次)



- (注) ESGスコアは、JPモルガンが複数の情報ベンダー(MSCI、FTSE、アラベスク、RepRisk等)が提供するESGスコアを独自に合成したESGQスコア
 日欧それぞれの市場でMSCI指数銘柄を対象にESGスコアで5分位に分け最上位をロング、最下位をショートしたスプレッドリターンの推移
 (注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください
 (出所) JPモルガン算出データを基に野村アセットマネジメント作成

ESG調査による超過リターン獲得機会の増加

第二段階として、情報ベンダーが提供するESGスコアの高低が株価バリュエーションに織り込まれていく段階が想定されます。

現状、日本では高ESGスコア銘柄は時価総額との相関が高い、つまり大型株であればあるほどESGスコアが高い状況となっています。

大企業である程、統合報告書などESG情報の開示が充実しており、情報開示の有無でESGスコアが決まる段階にあると言えます。

一方、欧州ではESG評価に必要な情報は上場企業であればほぼ開示しており、開示内容や企業のクオリティ自体の差がスコアに影響する状況にあります。

今後は日本でもコーポレート・ガバナンス・コード準拠のため、**中小型株においてもESGスコア算出に必要な情報開示が進むことが**想定されます。

そうすると開示が不足しているためESG評価が低い**中小型株**において、通常の企業リサーチと同じようにボトムアップでESG調査を行ないESGスコア改善が見込めそうな銘柄を発掘することによって**超過リターンを獲得**する機会が増すと考えられます。

ESG投資の長期展望

第三段階として、情報ベンダーが提供するESGスコアは市場参加者に周知され、独自リサーチと市場コンセンサスとの差に超過リターンを求めなければいけない段階が長期的には到来すると考えられます。

その場合、**運用会社独自分析によるESG評価**の仕組みが重要となります。当社は独自のESGレーティングシステムをスタートさせ、

それを活用したESGインテグレーション(ESGの投資判断への統合)を進めております。

当社は、ESG投資の潮流という長期での運用環境の変化にグローバルでプロアクティブに対応し、長期での超過リターン獲得を目指しています。

転機を迎えるファクター動向



永らく続いたバリュート投資への逆風は反転、追い風へ

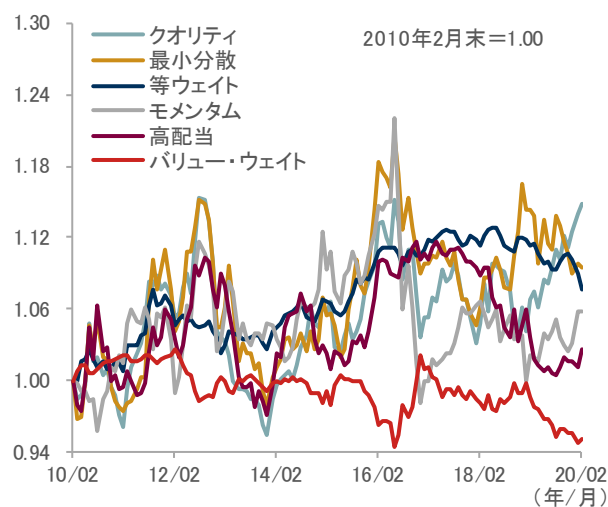
シニアインベストメントオフィサー
上崎 勲

バリュート株式投資の不振

2019年、世界的な株高とともにファクターに着目した投資は厳しい環境でした。その中でも収益性が高い企業の株式が引き続き選好され、クオリティ投資が報われた一方、バリュート投資に対しては逆風となりました。

過去10年のファクター動向を振り返ると、成長期待の高進や一時的なショックの影響はファクター毎に異なるものの、中長期では概ね期待通りの超過リターンを獲得しています。しかし、**10年の期間で見てもバリュート投資は報われませんでした**。このことからバリュート投資に対する懐疑的な見方も広がっています。

日本株式のファクター指数推移
(2010年2月～2020年2月、月次)



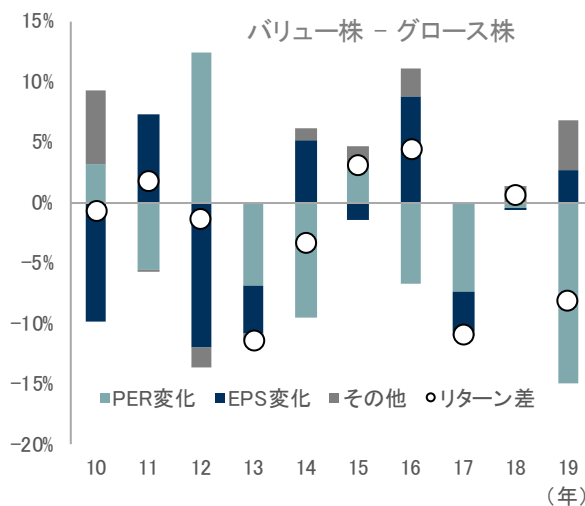
(注) MSCI Japanに対する各ファクター指数の相対値
(注) 「等ウェイト」は構成銘柄のウェイトが一定であり中小型株の保有が相対的に多く、「最小分散」は内需系業種など低ボラティリティの銘柄が相対的に多い
(出所) MSCIのデータを基に野村アセットマネジメント作成

成長株に対する期待の一方的な高まりに起因

右図は各年の、バリュート株とグロース株のリターン差を、それぞれのバリュエーション (PER: 株価収益率) 変化とファンダメンタルズ (EPS: 1株あたりの純利益) 変化等に分けたものです。**バリュート株の不振は主にバリュエーション変化に起因しており、ファンダメンタルズの悪化ではありません**。

特に2013年以降にグロース株に対する期待が継続して高まった結果、バリュート株が出遅れました。ファンダメンタルズの変化は構造的であるのに対し、バリュエーションは中期的には平均回帰する傾向があり、反発力は高まっていると言えます。

バリュート株とグロース株のリターン差の要因分解
(2010年～2019年、年次)

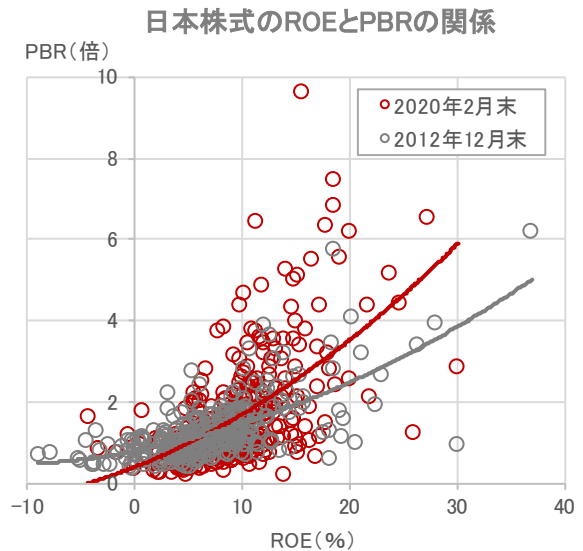


(出所) FactSetのデータを基に野村アセットマネジメント作成

企業の稼ぐ力に対するバリュエーション

2012年末と直近(2020年2月末)を比較すると、金融緩和の環境に支えられた面もありますが、**投資家は一部の高ROE銘柄にこれまで以上に高い評価をしている**ことがバリュー・スプレッドの拡大の主因となり、バリュー投資に対する逆風となりました。

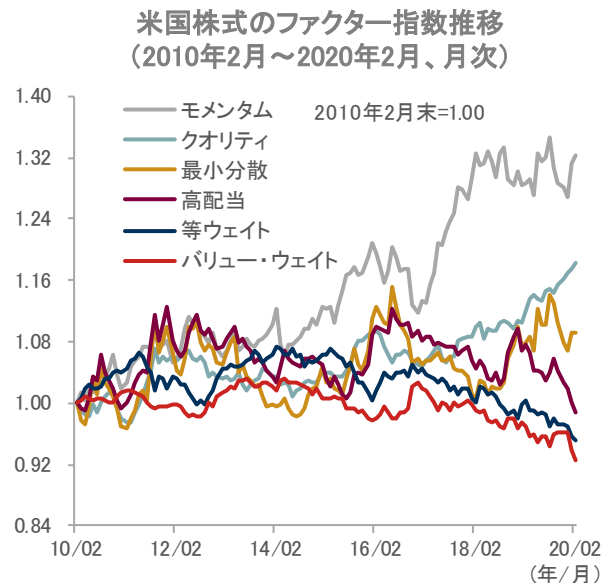
企業の稼ぐ力への注目は今後一層高まると想定しますが、一方で循環的な事業環境の変化とともに収益性が維持できない企業は高い成長期待が剥落する分、**これまで以上のバリュエーションの調整**が待っていると見込んでいます。



- (注) 2012年12月末(灰色)と2020年2月末(赤色)、各時点のMSCI Japan構成銘柄ベース
 (注) 灰色線は2012年12月末、赤線は2020年2月末のデータを $y = ax^2 + bx + c$ という式に当てはめて近似曲線を描いたもの
 (出所) MSCIのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国のバリュー不振はメガキャップの存在

米国に目を転じて、モメンタムやクオリティ投資の堅調さの一方、バリューは苦戦してきました。軌を一にして、等ウェイト・ファクター指数も特に2015年以降に低迷しており、**中小型株が大型株に比べて出遅れています**。つまり、**一部の大企業、中でもプラットフォーマーと呼ばれる企業群がモメンタムを伴って上昇した結果**と言えます。リスク資産の中でも相対的に安全との見立てが株価を押し上げる好循環となり、幸いにもこれまで業績も追いついてきました。

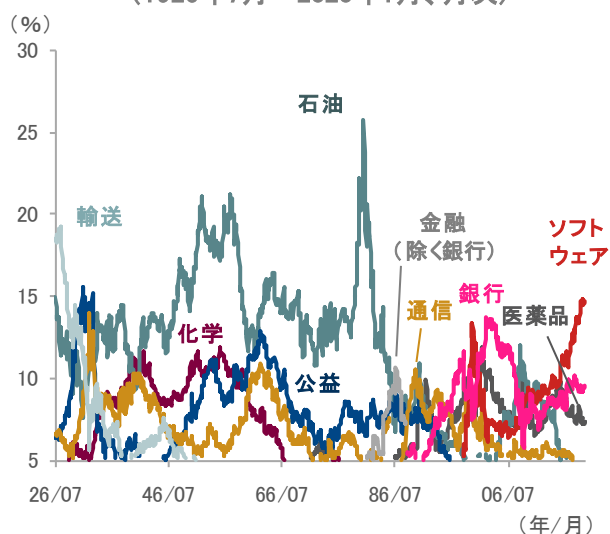


- (注) MSCI USAに対する各ファクター指数の相対値
 (出所) MSCIのデータを基に野村アセットマネジメント作成

経済のドライバーとその盛衰

振り返ると、株式市場は経済のドライバーを映す鏡としても機能してきました。特定の業種が市場に占める割合はこれまで、概ね15%が天井でした。21世紀はデータの時代であり、ITセクターが20世紀の石油に匹敵すると指摘する向きもありますが、参入障壁の高さや技術革新の速さが当時と異なるため、**ソフトウェアに代表されるプラットフォームの興隆も成熟段階に入り、この数年のひとり勝ちの状況は続かないとみています。**投資家の高い期待に対し、四半期毎に常に満足させられる状況は終焉し、個別企業の状況に応じた優勝劣敗が鮮明になるとみています。

米国株式市場における主要業種ウェイトの変遷
(1926年7月～2020年1月、月次)



(注) 業種分類はSIC(米国標準産業分類)に基づく49業種分類
(注) 各業種は、5%以上の部分のみ表示
(出所) Ken French Data Libraryのデータを基に野村アセットマネジメント作成

バリュー株の見直しと戻りのポテンシャル

2020年に入り、新型肺炎の感染拡大を機に市場は大幅調整しました。金融政策からのサポートも入り、緩和的環境は当面継続する見込みです。ここ数年のバリュー株投資の不振は金融緩和の文脈で語られますが、収益を稼ぐ力へのご祝儀相場であり、また、プラットフォームの成功が背景でした。

既に**バリュー株の過去対比でみた割安さはITバブル期に匹敵する水準**です。マクロ環境や市場の調整局面を経て、成長株への期待がリセットされ、またその回復局面で**バリュー株が見直され、その戻りのポテンシャルはこれまで以上に大きい**と考えています。

バリュー・スプレッドの推移
(1989年12月～2020年2月、月次)



(注) 日本(MSCI Japan)、米国(MSCI USA)構成銘柄のPBR上位25%および75%に位置するPBRの比
(出所) MSCIのデータを基に野村アセットマネジメント作成

オルタナティブ

プライベート・デット投資
 金融機関への規制強化等により伝統的な資金供給者
 である銀行に代わり、形成・発展した代替投資市場



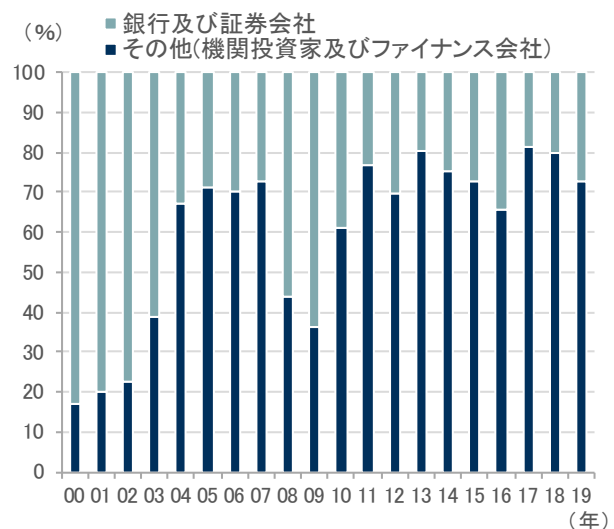
シニア・ポートフォリオマネージャー
 (オルタナティブ投資担当)
 猪又 暢幸

プライベート・デット市場

プライベート・デットとは、主に**非上場企業の貸付債権(ローン)**に投資するデット・ファイナンスであり、その主たる資金使途はM&A等の買収ファイナンスやリファイナンスです。2008年の金融危機以前は、主なレンダー(ローンの貸手)は銀行や証券会社等の金融機関でしたが、その後、**自己資本規制(バーゼルⅢ対応等)**や**自己勘定取引規制(ボルカールール等)**の強化に伴い、リスク性資産の圧縮を図るべく、その多くがレバレッジド・ローン市場から撤退しております。特に**ミドルマーケットと呼ばれる中小企業(EBITDAが1億米ドル以下)向けローン市場**においては、その傾向が如実に表れており、新たなレンダーとしてプライベート・デットファンドが市場

シェアを拡大しています。

米国ミドルマーケット・ローンにおける市場シェア
 (2000年～2019年、年次)



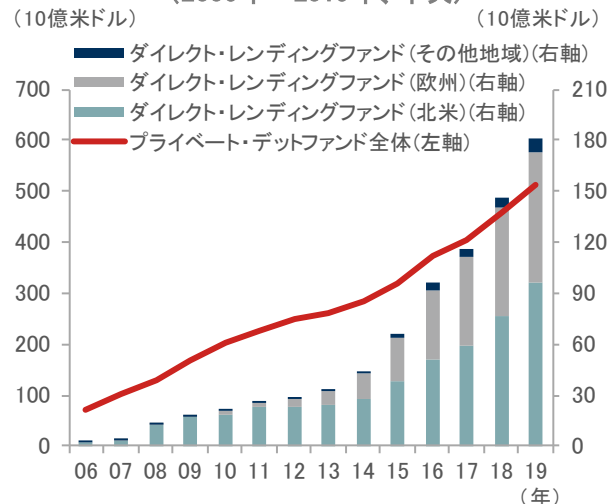
(出所) S&P Leveraged Commentary & Data のデータを基に
 野村アセットマネジメント作成

ダイレクト・レンディング戦略

プライベートデット戦略のうち、資本構成上の債務弁済順位が高位にある**シニア・ローン**に投資する戦略については、一般的に**ダイレクト・レンディング戦略**と呼びます。

その市場規模は2008年の金融危機以降、堅調に拡大し続けており、2019年6月末時点のグローバル全体でのAUM(資産規模)は約1,800億米ドルに達しております。これは、**プライベート・デット戦略全体のAUMの内、約35%を占め、ダイレクト・レンディング戦略の地域別では米国、欧州の合計で約96%のシェアを占めます。**

プライベート・デットファンド全体と
 ダイレクト・レンディングのAUM推移
 (2006年～2019年、年次)



(注) 2019年のみ同年6月末時点、2018年以前については全て12月末時点

(出所) Preqinのデータを基に野村アセットマネジメント作成

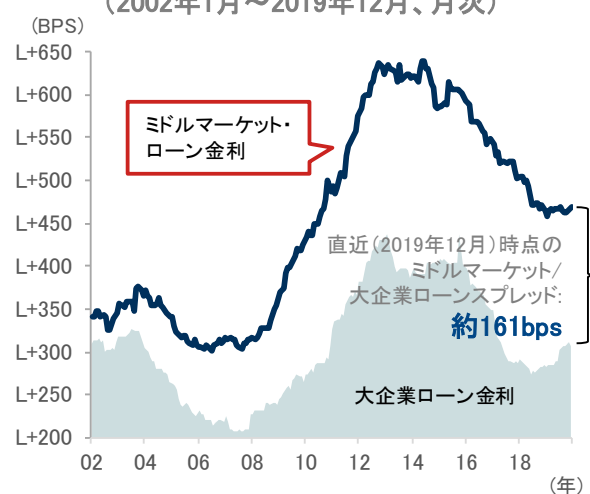
当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全体の推定や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目録見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

ダイレクト・レンディング戦略の特徴

ダイレクト・レンディング戦略の主な特徴として、①信用リスクと流動性リスクに見合う**高水準の金利・手数料収入**、②相対取引(流通市場が無い)で四半期毎の資産評価による**ボラティリティの低さ**、③主に担保やコベナント(財務制限条項)設定等により、**元本毀損リスクを抑制**、④Jカーブ効果の軽減、等を挙げることが出来ます。特に①については、上述の様なレバレッジド・ローン市場のレンダー側における構造変化の影響も受け、近年、LIBORスプレッドが拡大し、投資適格社債やハイ・イールド債券等の伝統的資産クラスのデット・ファイナンスに比べて高い金利収

入を獲得しています。

大企業ローン金利とミドルマーケット・ローン金利
(2002年1月～2019年12月、月次)



(注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください

(出所) S&P Leveraged Commentary & Data のデータを基に野村アセットマネジメント作成

ダイレクト・レンディング戦略の安全性

与信リスクの観点では、融資先企業にデフォルトが発生するリスクはありますが、ダイレクト・レンディング戦略では、担保回収等により、**元本の大部分を回収することが見込めます**。例えば、米国での過去10年間(2010～2019年)のデフォルト率※(年率換算)は約2%ですが、元本回収率を80%と仮定すると、ファンド全体の元本毀損率は約0.4%となります。その理由には、資本構成上、債務弁済順位が劣後するメザニン(劣後ローン、優先株)やエクイティがシニア・ローンよりも先に損失を吸収するクッションとなるためです。

デフォルトが生じた場合には、元本回収に至

(※) 上記のデフォルト率のデータは、レバレッジド・ローン全体の元本金額ベースのデフォルト率

(出所) S&P Leveraged Commentary & Dataのデータを基に野村アセットマネジメント作成

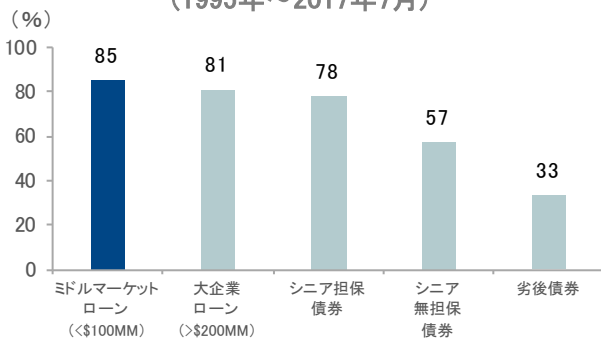
るまでの期間が通常融資以上に長く、流動性リスクがやや高まりますが、その他のパフォーマンス・ローン(正常債権)から安定的に収益を獲得することで、**ファンド全体の収益率はプラスを維持することが見込めます**。なお通常は、デフォルトに至る前に融資先の資金繰りやコベナント抵触状況等のモニタリングを実施します。必要に応じては、財務改善策の助言を行ったり、エクイティ投資家であるプライベート・エクイティ・ファンド等と協調して対策を練るなどし、**プライベート市場ならではのハンズオンに近い形でアクションを取り、損失を未然に防ぐように努めます**。

ミドルマーケットに投資するダイレクト・レンディング戦略

ダイレクト・レンディング戦略の中でも、EBITDAが1億米ドル以下の企業に対して融資する**ミドルマーケット・レンディング戦略**は、投資魅力があります。まず、対象市場規模が非常に大きい点が挙げられます。例えば、米国でミドルマーケットに属する企業群は**20万社を超え**（National Center for the Middle Market調べ）、産み出す経済的付加価値は**米国民間セクターGDPの実に33%を占め**、これは国別GDP世界第3位の規模に

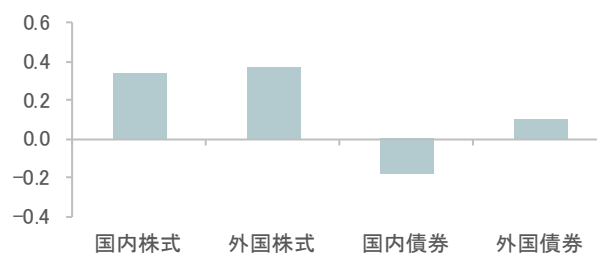
相当します。またミドルマーケット・ローンの大きな魅力として、①**大企業向けローン**（シンジケート・ローン等）よりも**レンダー優位な融資条件**（金利水準、コベナンツ等）の設定が可能であり、②**元本回収率が高く見込めること**で元本毀損リスクの抑制が図れ、③**伝統的資産クラスとの低相関**により債券代替のオルタナティブ投資としてポートフォリオの分散効果が見込める、等が挙げられます。

平均元本回収率の比較
(1995年～2017年7月)



(注) 1995年～2017年7月におけるデフォルト発生時の平均元本回収率(デフォルト対象の元本金額ベース)
(出所) S&P Credit Proのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国ミドルマーケット・ローンの相関係数
(2000年12月～2019年12月、月次)



(注) 使用した市場指数は、18ページをご参照ください
(注) 相関係数:トラックレコードが最も浅い外国株式の設定時点である2000年12月末から2019年12月末迄の月次リターンを基に算出
(出所) Bloombergのデータを基に野村アセットマネジメント作成

マーケット選択、マネージャー選択の重要性

ミドルマーケット・レンディング戦略の中でも、EBITDAが2,500万米ドル以下の**ローワー・ミドル企業へのレンディング戦略**は、より高い水準の貸付金利を設定し得るものです。また、レバレッジド・ローン市場全体では、コベナンツ・ライト型ローン(厳格な財務維持条項を付与せず、追加債務制限条項の付与に留まる緩やかな融資条件でのローン)の割合が高まってきている中、ローワー・ミドルマーケットでの融資においてはレンダーがまだ比較的優位であり、厳格な財務維持条項に基づくコ

ベナンツを融資条件として設けることが可能です。今後、先進国において景気後退(信用収縮)局面に向かい、融資先のデフォルトが平時より多く発生した場合においても、高水準での元本回収が見込めるダイレクト・レンディング戦略のマネージャーを選ぶことが重要です。本戦略では投資元本のアップサイド(キャピタルゲイン)が限定的ですので、元本毀損リスクへの対応力がしっかりしていること、また過去の景気後退局面を乗り越えてきたマネージャーを厳選することも肝要です。

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

特定の有価証券への言及は、説明目的のみのためであり、有価証券の購入または売却を推奨するものではなく、また価格などの上昇や下落を示唆するものでもありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

当資料で使用した指数

- 米国ハイ・イールド債：ICE BofA US High Yield Constrained Index
- 新興国債：JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index（米ドル建て）
- 新興国投資適格社債：
JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index Investment Grade（米ドル建て）
- 新興国ハイ・イールド債：
JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index High Yield（米ドル建て）
- 東証株価指数（TOPIX）
- MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数
- FTSE Blossom Japan Index
- MSCI日本株女性活躍指数
- S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数（TOPIX配当込）
- 日本株式：MSCI Japan Index
- 欧州株式：MSCI Europe Index
- 米国株式：MSCI USA Index
- 米国ミドルマーケット・ローン：S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan Middle Market Index
- ミドルマーケット・ローン金利：S&P/LSTA U.S. Middle Market Loan Index
- 国内株式：MSCI Japan Net TR Index
- 外国株式：MSCI ACWI ex Japan Net TR Local Currency Index
- 国内債券：Bloomberg Barclays Japan Aggregate TR Index
- 外国債券：Bloomberg Barclays Global Aggregate（ex Japan TR Unhedged Index）

当資料で使用した指数の著作権等

- 「ICE BofA US High Yield Constrained Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 「JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index」、「JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index Investment Grade」および「JPモルガンEmerging Markets Bond Global Diversified Index High Yield」は、J.P.Morgan Securities LLCが公表している、エマージング・マーケット債を対象としたインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」、「MSCI日本株女性活躍指数」、「MSCI Japan Index」、「MSCI Europe Index」、「MSCI USA Index」および「MSCI AC World Index」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また MSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「FTSE Blossom Japan Index」は環境、社会、ガバナンス（ESG）について優れた対応を行っている日本企業のパフォーマンスを測定するために設計されたものです。FTSE Blossom Japan Indexはサステナブル投資のファンドや他の金融商品の作成・評価に広く利用されます。FTSE®は、London Stock Exchange Group企業が所有する商標であり、ライセンスに基づきFTSE International Limitedによって使用されています。FTSEのインデックスおよびFTSEの格付けに関する全ての権利はFTSEおよびライセンサ各社に帰属します。FTSEおよびライセンサ各社はFTSEのインデックスおよびFTSEの格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれるFTSEのインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づくFTSEの同意がない限りFTSEのデータを再配信することは許されません。FTSEは本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- 「S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数」、「S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan Middle Market Index」および「S&P/LSTA U.S. Middle Market Loan Index」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスズ エル エルシーに帰属しております。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

野村アセットマネジメントからのお知らせ

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎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、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

投資信託に係る費用について

2020年4月現在

ご購入時手数料 上限3.85%（税込み）	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 上限2.222%（税込み）	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 上限0.5%	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号
加入協会：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

Investment Platform

野村アセットマネジメント

2019年3月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p>5.0兆円 108名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリューストック / グロース / 小型 / インカム / テーマ / ESG グローバル コア / マルチテーマ / バリューストック / インカム / ESG 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*) アジア 小型 / インカム / テーマ 単一国 / 地域特化 REIT 国内 / アジア グローバル / 米国 (ACI*) ロング・ショート / 集中投資 / カバードコール コンセプト型運用 / ソリューション <p>* American Century Investments®</p>	<p>14.0兆円 76名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 総合 / 国債 / クレジット グローバル 総合 / 国債 / クレジット / ハイ・イールド (NCRAM*) アジア ドル建 / 現地通貨建 新興国 高金利通貨運用 / ドル建 (NCRAM*) / 現地通貨建 アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型 (NGA**) コンセプト型運用 / ソリューション ESG債券 キャッシュ・マネジメント <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** Nomura Global Alpha LLC.</p>	<p>24.9兆円 28名</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / コモディティ インデックス / "Funds-i" 株式: 先進国 / 新興国 債券: 総合 / 国債 / クレジット / 新興国 REIT / 商品 株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム / クオリティ マルチ・スマートベータ ESG 債券スマートベータ RAFI コンセプト型運用 / ソリューション 	<p>6.9兆円 41名</p> <ul style="list-style-type: none"> コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー (NFR&T*) オルタナティブ ヘッジファンド / CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産 <p>*野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジー株式会社</p>

マルチアセット&ソリューションズ
<p>1.0兆円 21名</p> <p>オールウェザー・ファクター・アロケーション / スマートプレミアム戦略 マルチ・ベータ・バランス戦略 日本株スタイルアロケーション</p> <p>マルチ・アセット・インカム戦略 システムティック・マクロ戦略 オルタナティブ・リスク・プレミアム</p>

(注) 上記のプロフェッショナル数は、海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャーは対象外です。運用資産残高は、重複等から巻末の数値とは異なります。

Global Network

野村アセットマネジメント

Europe

- London
- Frankfurt

Middle East

- Dubai

Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

Japan

- Tokyo
- Osaka
- Fukuoka
- Wealth Square

Australia

- Sydney

Americas

- New York
- NGA
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

- Office
- AM Division Affiliates
- Joint Venture
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.
NGA : Nomura Global Alpha LLC.

Expertise to Exceed¹⁾

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

51.4兆円



グローバルの陣容

1,451人



※2

世界第5位のETF運用残高

国内シェア 45%



※1

113兆円の
国内公募投信市場において

マーケットシェア



運用調査関連業務従事者の
平均経験年数

12.8年^{※3}



(出所) 野村アセットマネジメント。2019年3月末時点。
※1: 投資信託協会データより野村アセットマネジメント作成。
※2: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。
※3: 野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。