

プライベート・クレジット：脈動する市場 サイクルにおける持続的な投資機会

2024年12月

James Vanek

Partner, Co-Head of Global Performing Credit

重要なポイント

- 大型のダイレクト・レンディング（銀行を介さずに機関投資家やファンドが企業に直接融資する仕組み）需要が増加し続けており、これはプライベート・クレジットが持つ不变の性質を浮き彫りにしている。借り手企業はオーダーメイドのソリューションと多様な資金調達源を求めており、大企業に第一順位の優先担保付融資を魅力的な利回りで実行する機会が拡大し続けている。
- 米連邦準備理事会（FRB）が金融緩和へと方針を転換したものの、相対的に高金利の状態が長期化すると予想する。持続的な高金利環境は、変動金利商品が多いダイレクト・レンディング投資の魅力をさらに高める可能性がある。また、プライベート（非上場）クレジットのスプレッドは依然としてパブリック（上場）クレジットを上回っており、この状況は当面継続する見通しである。
- トランプ次期政権*の下で規制緩和の可能性があることを踏まえると、案件が増加し、借り手に対するプライベート資本の提供機会が一層拡大する可能性がある。
*本稿執筆は2024年12月。
- パブリック市場の回復が進んでいるが、プライベート市場も成長しており、両者は共存しつつ成長を続けると見ている。いずれか一方を選ぶ話ではない。むしろ、そのオーダーメイド性、スピード、執行の確実性といった主な利点により、プライベート・クレジットは大規模な借り手企業にとって資金調達手段の不可欠な選択肢となってきた。
- 我々は、プライベート・クレジット市場がパブリック・クレジット市場よりも本質的にリスクが高いとは考えていない。プライベート取引は一般的に相対で交渉されるため、貸し手はより強固な法的・契約上の保護を確保できる。

本稿に含まれている情報は、教育目的のみで提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点の筆者およびアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

よく受ける質問の一つに、「なぜ大口の借り手企業が、パブリック市場ではなくプライベート・クレジットで資金調達しようとするのか」というものがある。金融緩和という環境下において、あるいはシンジケート・ローン市場が再び活況を呈しつつある局面で、さらに、これらの企業やプライベート・エクイティがすでにパブリック市場で大口発行体であるという事実を踏まえると、一層不可解に感じる向きもあるだろう。

この問い合わせに対する我々の答えは明快である。市場サイクルのどの局面においても、プライベート・クレジットは持続的な価値を提供できることを我々は確信している。実際、多様な資本調達手段を求める借り手企業からの大型融資の需要は拡大し続けている。その背景には、シンジケート・ローンでは実現しにくいオーダーメイド性、スピード、執行の確定性といった、プライベート・クレジットならではの強みがあると考えられる。こうした特性により、プライベート・クレジットは大規模な借り手企業にとって、資金調達手段に欠かせない選択肢となってきた。

また、我々は、小規模でリスクの高い借り手企業や、劣後リスクに注力する投資家とは異なり、規模が大きく、実績があり、多角化された企業への第一順位の優先担保付貸付に引き続き軸足を置いている。多くのアドバイザーが、2025年のM&A（合併・買収）取引の増加と、トランプ新政権による支援を予想しており、M&A市場の活発化は大企業向け融資の機会をさらに広げると我々は確信している。

これらを踏まえ、本稿では、現在の市場サイクルでプライベート・クレジットへの資産配分を検討する際に考慮すべき主要なトピック

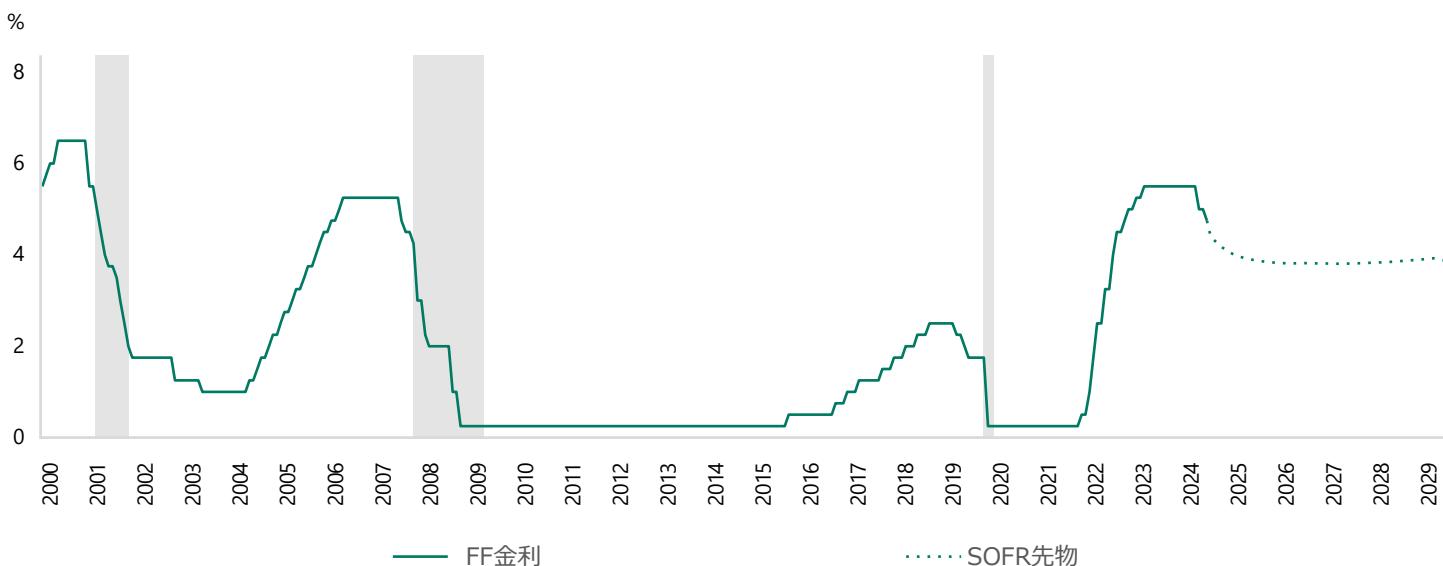
を取り上げる。具体的には、①FRBの利下げがダイレクト・レンディングに与える影響、②最近のシンジケート・ローン市場の活発化がプライベート市場で資金調達を求める借り手に及ぼす影響、③現在のプライベート・クレジットとパブリック・クレジットの投資リスクの比較分析、の3点である。また、企業の資金調達環境についても簡潔に触れ、現在最も有望な投資機会の概略を示す。

FRBの利下げがダイレクト・レンディングに与える影響

FRBは金融緩和サイクルへと舵を切っており、フェデラル・ファンド（FF）金利は2024年9月以降75ベーシス・ポイント（bp）引き下げられ、本稿執筆時点で4.5～4.75%のレンジで推移している。だが、過去と比べて相対的に高金利の状態が長期化すると考えており（図表1）、ダイレクト・レンディング戦略に投資する機会は一層拡大している。

2024年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で25bpの利下げが実施されたとしても、2024年末時点の短期金利は4.5%前後になり、直近の利上げサイクルを除けば、2007年以来の高水準となるだろう（訳注：FOMCは2024年12月17、18日に開催した定例会合で、主要政策金利を0.25ポイント引き下げ、FF金利の誘導目標レンジを4.25～4.50%に設定した）。これは、政策金利が過去の水準へと正常化する過程だと捉えている。事実、今回のサイクル以前の約15年間、金利がゼロ近辺にとどまっていた時期こそが、むしろ異常だったと考える。言い換えれば、政策金利が近いうちに再び最低水準にまで下がることはないと、というのが我々の見立てである。

図表1：FRBは金融緩和に舵を切ったが、金利は長期的に高止まりすると予想



データは2024年11月現在

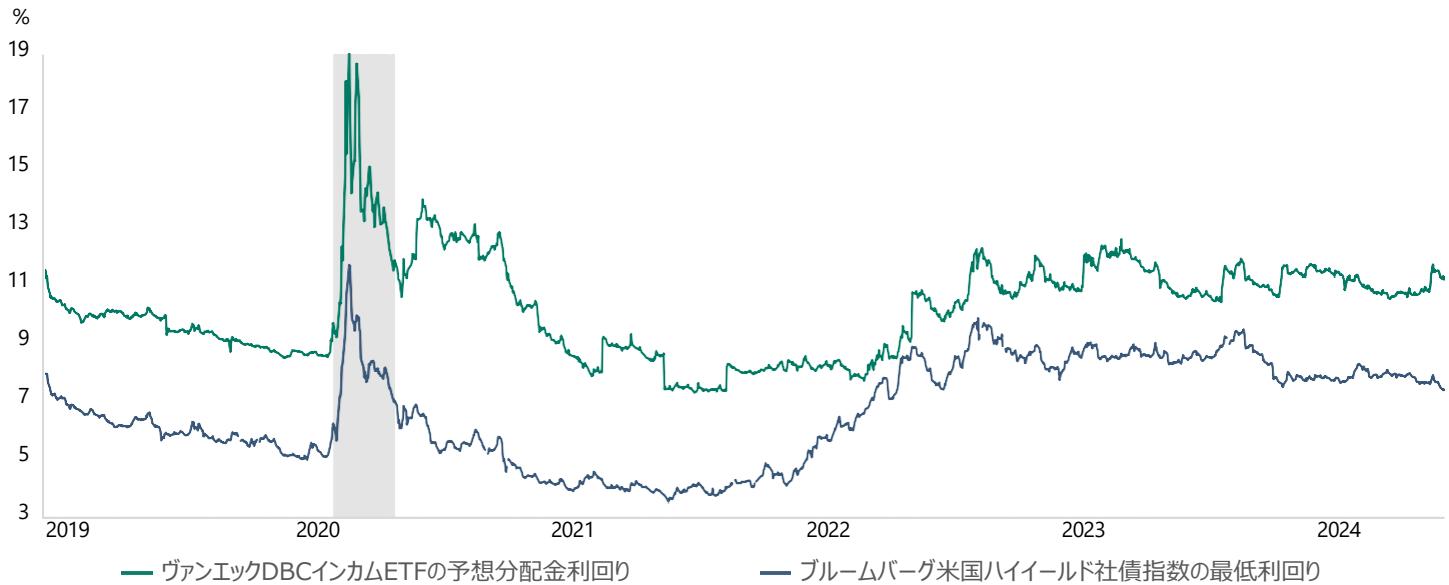
出所：Bloomberg、アポロのチーフ・エコノミスト

本稿に含まれている情報は、教育目的のみで提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点の筆者およびアポロのアーリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

ダイレクト・レンディングは変動金利商品のため、高金利の恩恵を受けやすい。したがって、高金利が長期化する現在の環境は、このアセットクラスにとって特に追い風となる。また、プライベート・クレジットのクレジット・スプレッドは引き続きパブリック市場よりも広く、その結

果、総利回りもより高水準となっている（図表2）。好調な経済活動を背景に資金調達需要が堅調に推移する中、この利回り格差は当面継続すると予想する。

図表2：BDCの利回りはハイイールド債を顕著に上回る



データは2024年8月現在

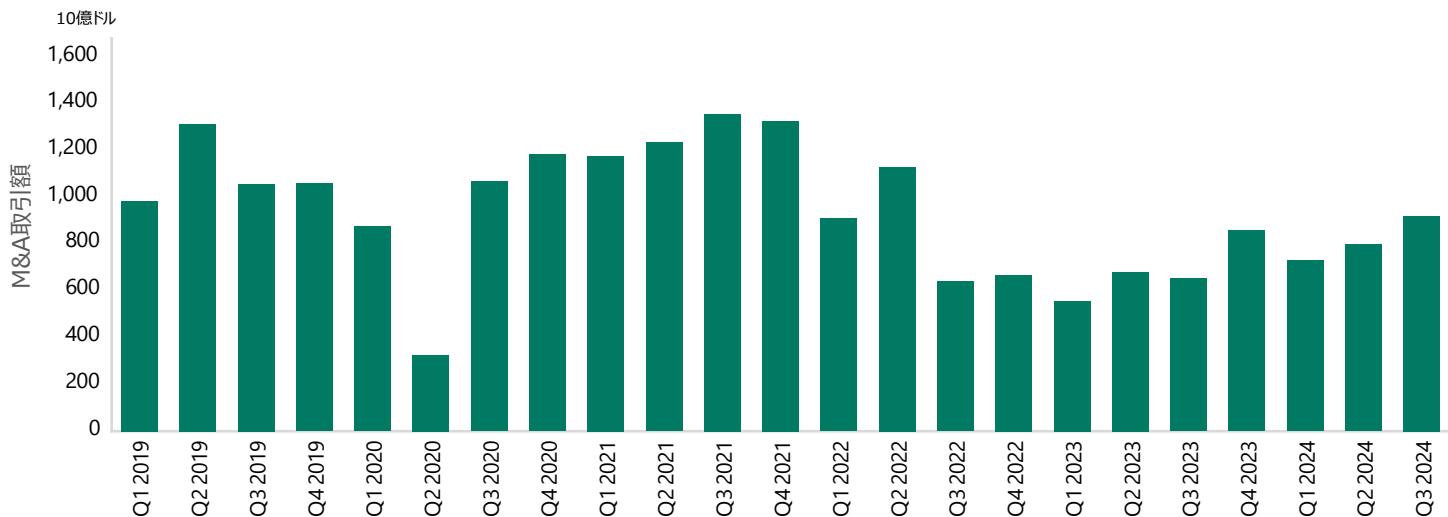
出所：Bloomberg、アポロのチーフ・エコノミスト

さらに、現在の上場株式市場の割高感を懸念する市場参加者にとって、プライベート・クレジットは魅力的な代替資産になると考える。アポロのチーフ・エコノミストであるTorsten Sløkは[直近のレポート](#)で、現在のバリュエーションを踏まえると、上場株式の今後3年間のリターンは年率3%にとどまる可能性があると指摘している。仮にそうなれば、今後3年間のプライベート・クレジットの期待リターンは、同じ期間の上場株式のリターンを上回る可能性がある。特に、政策金利の高止まりを反映した割引発行や、担保や財務制限条項などの投資家保護を考慮すると、その差はさらに広がるだろう。

プライベート・クレジットにおける主要な投資家保護策の一つは、通常、資本構成の上位に位置することだ。優先債の保有者は企業の破産や清算時に、劣後債や株式の保有者よりも企業の資産を優先的に請求できる。こうした優先性により、特に変動の激しい経済環境下では、貸し手はより高い安全性と安定性を確保できる。

さらに、トランプ次期政権では規制緩和が進む可能性が高く、それに伴い、案件の組成や資金調達活動の活発化が予想される。強い経済、堅調な企業決算、資金調達コストの低下を背景に、直近数四半期でM&A活動はすでに持ち直している。2024年7-9月期（第3四半期）の世界全体のM&A取引総額は、過去2年間で最高となる9,220億ドルに達した（図表3）。

図表3：直近数四半期でM&A活動が持ち直す



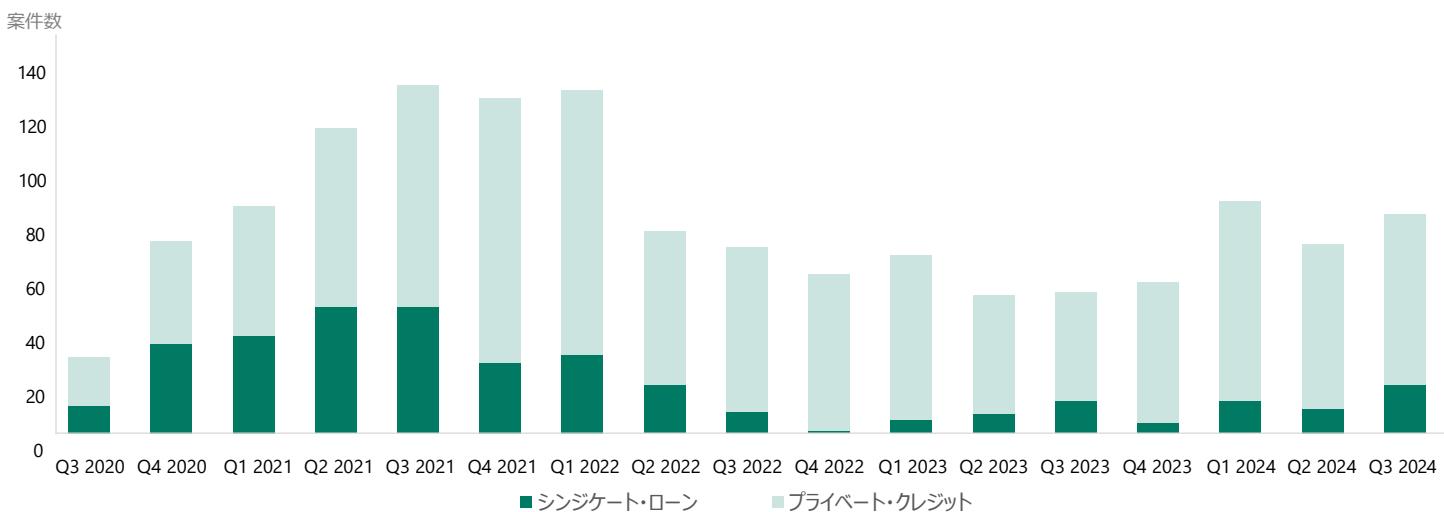
データは2024年9月30日現在

出所：Bloomberg

加えて、借り手企業はプライベート資本が提供するスピード、執行の確実性、高度な資金調達策に期待しており、新規LBO（レバレッジド・バイアウト、借り入れによる企業買収）の資金調達

のうち、相当部分がプライベート市場で賄われ、その割合が拡大し続いている点は注目に値する（図表4）。

図表4：LBO案件の大半は依然としてプライベート・クレジットにより調達



データは2024年9月30日現在

プライベート・クレジットの案件数は、LCDニュースで報じられたデータに基づく。

出所：PitchBook LCD

本稿に含まれている情報は、教育目的のみで提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点の筆者およびアポロのアーリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

シンジケート・ローン市場の回復がプライベート・クレジットに与える影響

2021年以降、LBOによる資金調達の大半をプライベート・クレジットが占めてきたが、新規発行の低迷期を経て、ここ数四半期はシンジケート・ローンが回復傾向にある。だが我々は、シンジケート・ローン市場の回復が、必ずしもプライベート・クレジットの投資機会を損なうものではないと考えている。近年、米国のレバレッジド・ローン市場とプライベート・クレジット市場はいずれも力強く成長しており、今後も共存しつつ、それぞれ独自の発展を遂げるとみている。

借り手企業は、パブリック市場での資金調達を選択する場合もあれば、個別ニーズや制約に基づきプライベート市場での資金調達を選ぶ場合もある。パブリック市場での資金調達はコスト削減につながる可能性がある一方、プライベート市場での資金調達では、取引のストラクチャーと契約条項をオーダーメイドで設計できるほか、価格を確定させ、迅速な執行が可能な場合が多い。過去10年間、多くの企業がこれらの特性に惹かれてプライベート・クレジット市場での資金調達を選んできた。このような特性は、今後も需要を喚起し、貸し手に投資機会を提供し続けると我々は確信している。

さらに、両市場は著しく拡大しているが¹、米シンジケート・ローン市場における新規融資の大半は、リファインスや条件変更に関連するものであり、企業の成長や拡大、ひいては経済全体の成長を後押しする実質的な資本形成ではない。2024年初から9月までにオリジネーション（組成）された投資適格以下のプライベート・クレジット案件のうち、31%は新規M&Aやレバレッジド・バイアウト（LBO）

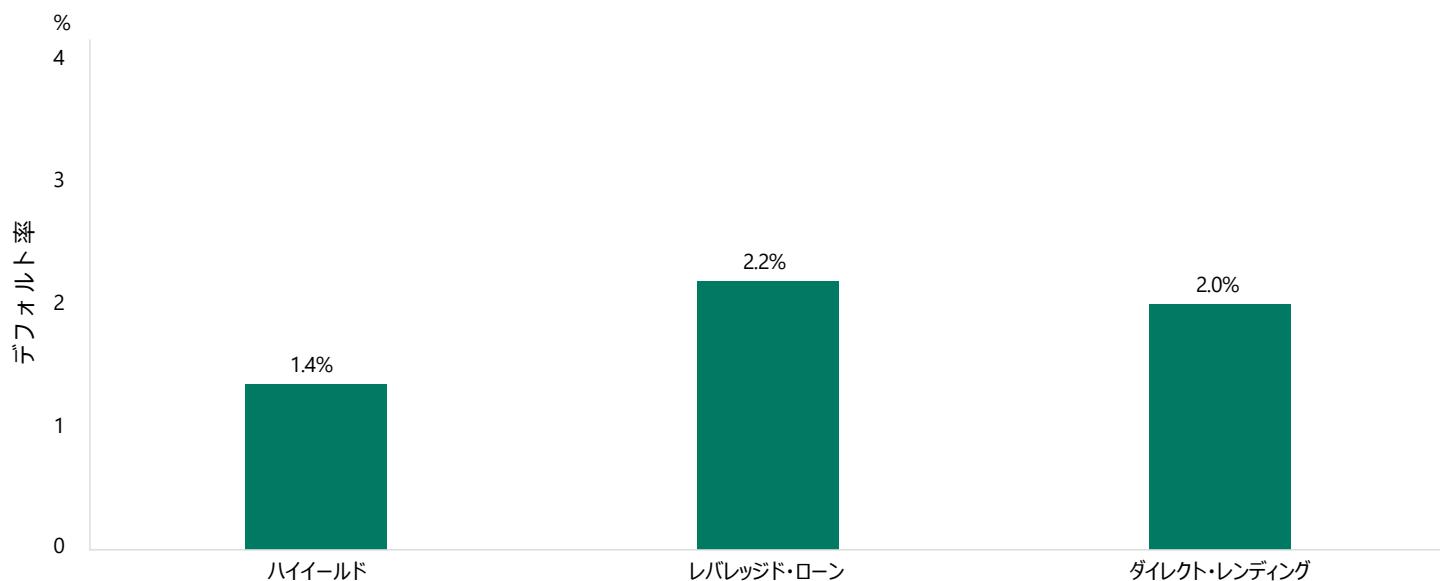
活動向けの資金調達だった²。対照的に、米シンジケート・ローン実行額のうち、今年新規の負債資本の創出に結びつくと見込まれる割合はわずか14%にとどまる³。

現在のパブリック・クレジットとプライベート・クレジットのリスク

リスクの検討と元本保全は、クレジット投資の成功において最も重要な要素である。プライベート・クレジット案件は一般的に相対で交渉されるため、貸し手はパブリック・クレジットよりも強固な法的・契約上の保護を確保できる。

さらに、プライベートだからという理由だけで、プライベート・クレジットの方が高リスクだとする報道が散見される。だが、これは神話であり、我々はその誤解を正す必要があると考える。最近のデータによれば、プライベート・クレジットは強固な契約条項と借り手との直接的な関係を享受できるだけでなく、その結果、レバレッジド・ローンとハイイールド債市場それれと比較して、信用損失をそれと同等かそれ以下に抑えている。2024年9月までの年初累計でプライベート・クレジットのデフォルト（債務不履行）率は2%と、レバレッジド・ローンの2.2%をわずかに下回り、ハイイールド債の1.4%をやや上回る（図表5）。どのクレジット投資でも、企業とその経営陣の質、過去の実績、資本構成の実現可能性を重視すべきだと我々は考える。結局のところ、より大きな下値保護効果と単位リスク当たりの超過スプレッドの創出をもたらすのは、クレジット（投資対象）の選定、オリジネーション（融資案件の組成）、ストラクチャリング（取引の資本構成や契約条件の設定）である。

図表5：ダイレクト・レンディングのデフォルト率は、シンジケート・ローン市場と概ね同じ



データは2024年9月30日現在

出所：J.P.Morgan, KBRA DLD, Solve

¹ 米シンジケート・ローン市場は、2008年の約6,000億ドルから2024年10月時点で1兆4,000億ドル超まで拡大した。出所：Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index。プライベート・クレジットは、2010年の3,000億ドルから2023年12月時点で約1兆7,000億ドルに拡大した。出所：PitchBook LCD, Morgan Stanley Research

² 出所：PitchBook LCD

³ 出所：J.P. Morgan「2025 High Yield Bond and Leveraged Loan Outlook（2025年ハイイールド債とレバレッジド・ローンの見通し）」（2024年11月26日）

本稿に含まれている情報は、教育目的のみで提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点の筆者およびアロコのアリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

現在、投資妙味のあるプライベート・クレジット分野

プライベート・クレジットにとって肝心なのは、企業の経営陣（およびプライベート・エクイティ）が求める、刻々と変わるオーダーメイドの資金調達ニーズに応えることにはかならない。足元の環境では、事業・金融サービス、ヘルスケア、情報技術など社会にとって必要不可欠なサービスを提供する企業への資金提供機会が最も有望である。だが、その他のセクターにも投資機会は十分に存在する。

潤沢なキャッシュ・フローを創出し、安定して予測可能な収益モデルを持つ企業が、最優先の投資先候補だ。こうした企業は、一般的に柔軟性の高い費用構造を有しており、収益の多くを設備投資に回す必要がないため、レバレッジを活用した借入に適している。

いずれの場合においても、経済環境に左右されずに企業がキャッシュ・フローを創出できるかどうかがカギだ。こうした企業であれば、貸し手としては、レバレッジの水準や案件の組成内容についてより強い確信を持てる。

結論

企業が多様で柔軟な資金調達策を必要としており、プライベート・クレジットに対する需要は引き続き旺盛である。FRBが金融緩和へと方針を転換したものの、相対的に高金利の状態が長期化すると予想する。さらに案件組成の見通しも良好であることから、ダイレクト・レンディングへの投資機会は有望だと我々は考える。パブリック・クレジット市場で融資が再び増加しているものの、プライベート・クレジット市場全般、特にダイレクト・レンディングは、パブリック市場よりも魅力的なリスク・プレミアムとオールイン利回りを提供している。借り手企業がオーダーメイド案件、執行の確実性、スピード、柔軟性を求める中、発行体は引き続きプライベート・ソリューションを模索しており、この市場での資金調達は今後も堅調に推移するとみている。

執筆者



James Vanek
Partner, Co-Head of
Global Performing Credit

アポロのPartner兼Co-Head of Global Performing Credit。2008年にアポロに入社する前は、ベアースターンズでレバレッジド・ファイナンス・グループのローン・セールス＆トレーディング部門アソシエート・ディレクターを務める。

デューク大学で経済学とコンピューター・サイエンスの学士号、コロンビア・ビジネス・スクールでMBAを取得。米ローン・シンジケーション＆トレーディング協会（LSTA）の理事会メンバー。

重要な開示情報

本稿は、教育および解説を目的としたものであり、調査資料として扱うべきではありません。本稿の全体または一部を、アポロ・グローバル・マネジメント・インク（その子会社と総称して「アポロ」）の書面による明示的な承諾を得ることなく、配布、送信、またはその他の手段で第三者に提供することはできません。本稿は参考訳であり、英語原文と内容に相違があった場合は、英語版によるものとします。

本稿で表明された見解および意見は、筆者の見解および意見であり、必ずしもアポロの見解や意見を反映するものではありません。また、これらの見解や意見は予告なしに変更されることがあります。さらに、アポロとその関連会社は、本稿に記載された情報および見解と一致しない（ロングまたはショート）のポジションを保有または相反する有価証券取引を行っている可能性があります。投資戦略が成功する保証はありません。過去の市場トレンドは、実際の将来の市場動向や特定の投資における将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではなく、大きく異なる可能性があるためこれに依拠すべきではありません。本稿に記載された目標資産配分は、変更される可能性があります。目標資産配分が達成される保証はなく、実際の資産配分がここに示されたものと著しく異なる場合があります。本稿は、アポロのサービスまたは商品の販売に該当しません。また本稿は、アポロまたはその代理人による、いかなる個人に対する有価証券の売買や投資戦略の採用を勧誘するものではありません。さらに、有価証券の売買や投資戦略の採用に関する権利や契約の根拠となるものではなく、それに付随またはその一部を構成するものではありません。本稿のいかなる内容も、投資助言や取引の推奨とみなされるべきではありません。本稿内の第三者のウェブサイトへのハイパーリンクは、読者の利便性のために提供されているにすぎません。

指数のパフォーマンスおよび利回りに関するデータは、説明目的のみで表示したものであり、ボラティリティ、クレジットまたはその他の要因（投資銘柄数、分配金の還流や再投資、資産の種類等）により、比較やその他目的に使用する際に制約を受けます。これらの指標の一つまたは複数に直接投資することはできず、分散の水準、構成される証券や資産の種類、その他重要な要因の点で、戦略の保有銘柄がこれら指標と著しく乖離する場合があります。指標は人為的に

運用されておらず、手数料や経費も発生せず、収益の再投資が前提とされ、借入や空売りなど特別な投資手法を採用していません。いずれの指標も、いかなる戦略やファンドの将来の結果を示すものではありません。

本稿で論じられているトレンドが今後も継続する保証はありません。別途記載のない限り、本稿に含まれる情報は記載日時点のものであり、内容は確定したものではなく、予告なく変更される可能性があります。アポロは、そのような変更を反映して本稿を更新する義務を負いません。アポロは、本稿に記載されている情報の公平性、正当性、正確性、合理性、完全性について、明示的か黙示的かを問わず、一切の表明または保証を行わず、これに関するいかなる責任または義務も明確に否認します。本稿に記載されている情報は、会計、法律、税務に関する助言や投資推奨を提供することを目的としたものではなく、それらの目的で依拠すべきものでもありません。投資家は、本稿に記載されている情報について、税務、法律、会計またはその他のアドバイザーに相談することを含め、独自に調査する必要があります。アポロは本稿受領者のために行動するものではなく、当社の顧客に提供される保護を提供する責任を負いません。

本稿には、「将来予測」に関する情報が含まれている可能性があります。さまざまにリスクや不確実性により、実際の事象や結果が、そうした将来予測情報で反映または想定されたものと大きく異なる場合があります。したがって、そのような情報に過度に依存すべきではありません。将来予測に関する表現は、「may（可能性がある）」「will（～だろう）」「should（～すべきである）」「expect（予想する）」「anticipate（期待する）」「target（目標とする）」「project（予測する）」「estimate（見積もる）」「intend（意図する）」「continue（続く）」「believe（考える）」といった用語、その否定形や類似する表現、または同義の表現の使用により特定される場合がありますが、これらに限定されません。

ご要望に応じて追加情報を提供いたします。

過去の実績は、必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。

詳細については、ApolloAcademy.comをご覧ください。