

## プライベート・クレジット市場の現状： なぜ投資規律とビークル構造が結果を左右するのか

プライベート・クレジット市場は、現在のサイクルにおいて真の真価が問われる局面を初めて迎えています。その要因は主に以下の2点です。

AIがもたらす影響への懸念：

ソフトウェアおよびテクノロジー関連サービスに対するAIの潜在的な影響への懸念が高まっています。これらの分野は、プライベート・クレジット市場において歴史的に最も大きな業種割合を占めてきました。

流動性への監視強化：

一部のプライベート・クレジット商品における流動性の動向に対し、監視の目が厳しくなっています。特に、上場BDC（Business Development Company）や、拡大を続けるセミキッド・パーベチュアルBDC（非上場BDCの一種で、満期がなく定期的に一部解約可）がその対象となっています。

これに加え、大型シンジケートローン市場における First Brands の破綻や、アセットベース・レンディング市場で報じられた Tricolor の破綻など、他の市場で発生した直近のクレジットイベントも相まって、プライベート・クレジット全体の健全性や、市場におけるファイナンス基準の厳格さに対する懸念が高まっています。このような市場環境下では、個々のプライベート・クレジット戦略の質を慎重に見極めることがこれまで以上に重要となっています。

### ダイレクト・レンディング・ポートフォリオとソフトウェア企業

プライベートクレジット市場の代表格であるダイレクト・レンディングは、主に第一順位の担保付シニアローンで構成されており、一般的にダイレクトレンディング全体の約90%を占めています<sup>1</sup>。一方で、他のプライベート・クレジットでは、担保カバレッジの水準やストラクチャー上のプロテクション、または資本構成上の優先度合いが十分でない場合ケースも見られます。

ソフトウェアは、長らくプライベート・クレジット市場で最も魅力的な業種の一つと見なされており、市場全体の20%以上に上ることも珍しくありません(図1)。しかし、生成AIの急速な進歩が、そのシナリオを複雑にしています。ケースによっては、AIツールや業務フローの進化により、SaaSをはじめとする既存のビジネスモデルが影響を受ける可能性が出てきています。場合によっては代替されたり、機能が自動化されたりする可能性もあることから、特定の製品やサービスが将来にわたって持続的に強みを保てるのか、懸念が広がっています。

歴史的にソフトウェア企業は契約に基づく継続的な収益、魅力的な利益率、強力なフリーキャッシュフロー創出能力を強みとしてきましたが、これらの特性は同時に、高いバリュエーション倍率やレバレッジ水準の上昇も招いてきました。インベスコの見解では、特にダウンサイドリスクの軽減や回収率の観点から評価した場合、この組み合わせはクレジット投資家にとってリスク・リターン特性をますます不利なものにしていると考えています。

このマーケティング資料は、プロフェッショナル・クライアント、クオリファイド・クライアント/ソフィステケートド投資家（末尾の重要情報に定義）向けのもので、オーストラリアではソフィステケートド投資家またはプロフェッショナル投資家、ニュージーランドでは Financial Markets Conduct Act に定義されるホールセール投資家、米国では機関投資家、カナダでは (i) Accredited Investor、(ii) National Instrument 45-106 および National Instrument 31-103 にそれぞれ定義される Permitted Client 向けのもので、メキシコでは機関投資家との一対一の利用に限られ、日本では適格機関投資家、香港ではプロフェッショナル投資家、シンガポールでは機関投資家および/または認定投資家、インドネシアでは特定の機関投資家、台湾では特定の適格機関および/またはソフィステケートド投資家のみ、タイでは適格機関投資家および/または特定の機関投資家、中国本土（中華人民共和国）では現地規制当局に承認された特定の政府系ファンドおよび/または適格国内機関投資家、韓国では適格プロフェッショナル投資家、ブルネイでは特定の機関投資家、マレーシアでは要請に応じた特定の機関投資家、フィリピンでは適格購入者（qualified buyers）向けのもので、本資料は一般の投資家（パブリックまたはリテール投資家）を対象としたものではなく、そのような投資家への配布または依拠を意図したものではありません。

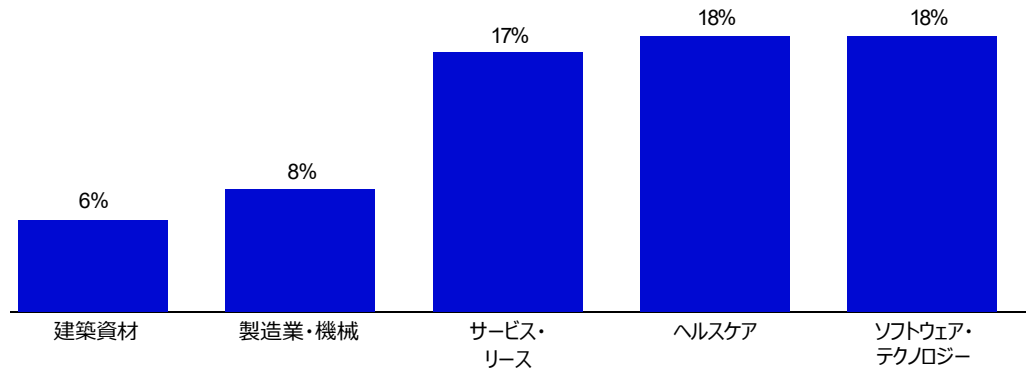


**Ronald Kantowitz**  
プライベート・クレジット部門  
ヘッド・オブ・ダイレクトレンディング



**Drew Thornton, CFA®**  
ソリューション部門  
ヘッド・オブ・ソリューション&オルタナティブ

図1：ダイレクト・レンディングの新規発行において、ソフトウェアは最大のセクター  
ダイレクト・レンディングにおける新規発行額上位5セクター



出所: KBRA DLD Research, PitchBook LCD。2025年12月末時点。ダイレクトレンディングの分析は、LCD News が情報提供を行う取引を基にしています。

### 解約請求の増加が浮き彫りにする流動性の重要性

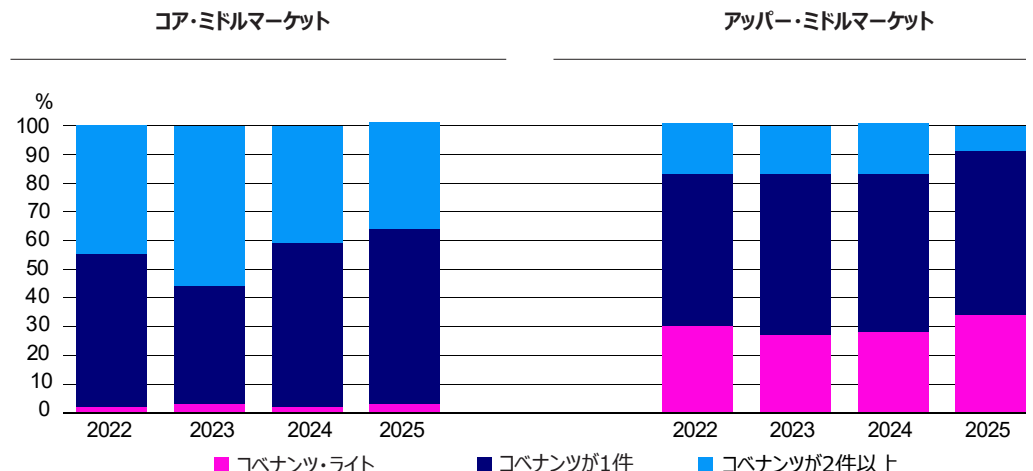
複数の大手上場BDCに加え、限定的な流動性を提供するプライベート・クレジットピークルでも、解約請求が急増しています。これにより、本来は流動性の低いローン・ポートフォリオに対して、定期的な流動性を提供するという構造的なミスマッチがあらためて問題視されています。この不均衡は、市場の不確実性が高まる局面で特に顕著になります。上場BDCでは、この動きが純資産価値（NAV）に対する大幅なディスカウントとして表れています。一方、比較的新しい仕組みである非上場の限定流動性ピークルでは、解約請求の加速や、それに伴う投資家の懸念の高まりが見られます。

プライベート・クレジット市場は規模が2兆ドルに迫るまで拡大し<sup>2</sup>、半流動性ピークルへの投資需要が高まるなか、投資資金は次第に一部の大規模プラットフォームへ集中しつつあります。こうした規模拡大に伴い、現金滞留による収益低下を避けるため、継続的に資本を投下し続ける必要が生じており、その圧力は年々強まっています。その結果として、一部のケースではローン供与時の審査基準が緩む傾向がみられ、メンテナンス・コベナンツ（財務制限条項）を含む、従来の債権者保護を目的としたローン契約条項が免除される状況が生じています。

最近の報道では、プライベート・クレジットを一つの均一な資産クラスとして扱い、異なる戦略やピークル構造、流動性プロファイルを混同して論じるケースがしばしば見られます。しかし、私たちは現在の状況をそのようには捉えていません。私たちの評価では、足元のストレスは、ミドルマーケット全体の信用力が体系的に悪化しているというよりも、ピークル固有の流動性ダイナミクスとセクター特有の課題 が組み合わせられた結果として現れているものだと考えています。この点は、特にコア・ミドルマーケットにおいて重要です。このゾーンは依然として、シニア性、担保カバレッジ、ローン契約上の保全措置といった要素を重視した貸出構造が維持されているためです。（図2）。

<sup>2</sup>出所: Pitchbook、2025年12月31日現在

図2：コア・ミドルマーケットの案件は、より大型のアップパー・ミドルよりもコベナンツによる保護が期待できる  
市場規模別の1案件あたりのコベナンツ設定状況(%)



出所: KBRA DLD Research, 2025年12月31日現在

---

## 市場の混乱が生む魅力的な投資機会

私たちは、プライベート・クレジットにおける収益機会のチャンスが根本的に変化したとは考えていません。ミドルマーケットとそのスポンサーであるプライベート・エクイティ・ファンドは、引き続き資金調達を必要としています。また、伝統的な銀行貸出の構造的な撤退によって生じたギャップを埋める上で、ダイレクト・レンディングを提供するマネジャーの役割は依然として不可欠です。

しかし、ポートフォリオの真価が試される局面において、運用の差はより明確になりつつあります。投資規律とダウンサイドリスクの軽減を重視してきた運用会社と、勢いのある成長や拡大に依存してきた運用会社とでは、結果が大きく異なる可能性があります。十分なドライパウダーと経験、そして一貫したアプローチを備えた運用会社にとって、ボラティリティが高まる局面は、最終的に魅力的な機会となる可能性があります。

クレジットサイクルが進展する中で、市場の歪みは、資金を必要とする質の高い企業に対して魅力的な融資機会を生み出すことがあります。プライベート・クレジットの需給バランスが変化すればスプレッドへの圧力が和らぐ可能性があり、さらにリスク回避姿勢の高まる環境では、通常、アンダーライティング基準の引き締めや取引条件の改善が進みます。歴史的にみても、こうした環境下で組成されたピンテージは、リスク調整後リターンが魅力的となり、良好な成果を投資家に提供してきました。戦略やマネジャーの選別は一層重要になりますが、引き続きプライベート・クレジット市場には、魅力的な投資機会が存在していると考えています。

### 当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコの債券運用部門であるインベスコ・フィックス・インカムに属するバンクローン運用チーム（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳の場合には、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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