

BlackRock Alternatives

成長するダイレクトレンディング 市場

投資家のためのQ&A

BlackRock

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。なお本資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

拡大が続く資産クラス

2023年2月

市場見通し寄稿者



Amanda Lynam, CPA
Head of Macro Credit Research,
BlackRock Alternatives

主要ポイント

- プライベート・クレジットはオルタナティブ市場の中で急成長している分野であり、中でもダイレクト・レンディングはこの資産クラスで最大のセクターです。
- ダイレクト・レンディングの成長の原動力である貸し手と借り手双方にとっての魅力と構造的な市場のトレンドは今後も継続すると思われます。
- ダイレクト・レンディングのリターンと損失率は、ハイイールド債券やレバレッジド・ローンの指数と比較して良好な水準です。
- 過去2年間のプライベート・クレジットの資金調達量は記録的な水準に達しており、約4,500億米ドルが調達され、新規調達の平均規模は約12億米ドルに上ります。

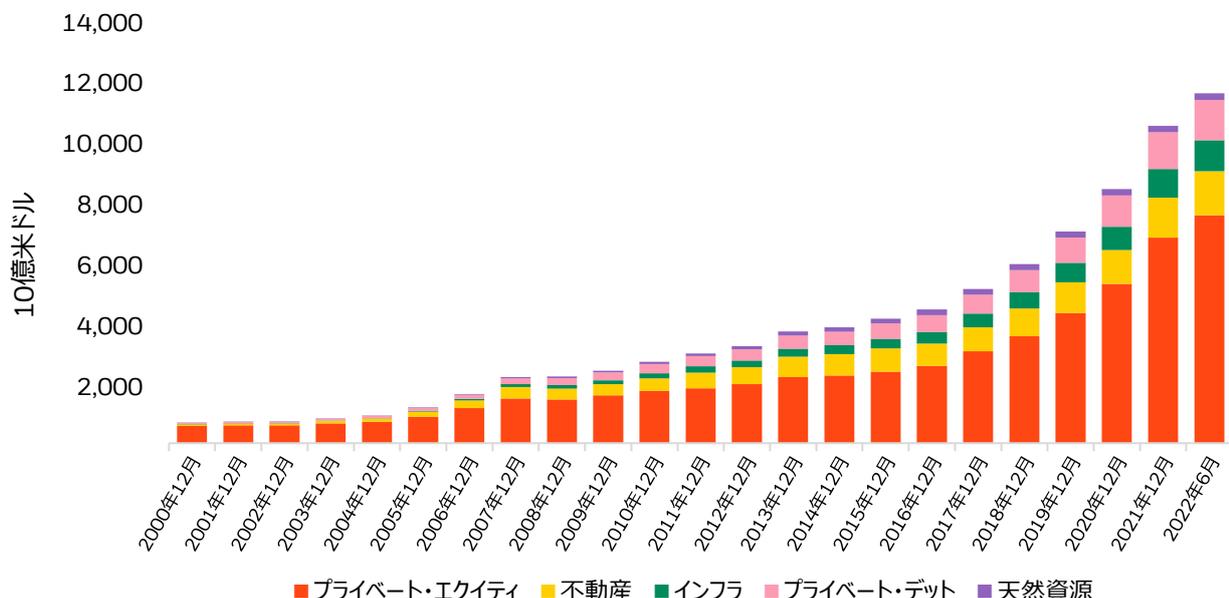
はじめに

世界のプライベート・クレジット市場は、運用資産額が1.3兆米ドルを超えており、幅広いバイ・アンド・ホールド投資家にとって、市場規模が大きく、多額の投資の受け皿となりうる資産クラスとして確立しています。このQ&Aでは、最大のプライベート・クレジット戦略であるダイレクト・レンディングの主要な成長要因のいくつかを取り上げます。

投資家の立場から見ると、ダイレクト・レンディングを求める理由として、好ましいリターンプロファイル、公開市場と同程度（またはそれより低水準）の損失率、伝統的な投資ポートフォリオの分散が挙げられます。借り手の立場から見ると、企業は取引の容易さと簡便さ、実行の確実性、戦略的パートナーを持つことの価値を評価しています。また、公開市場における「参入障壁」の上昇にみられるように、構造的な市場シフトもプライベート・クレジット市場の成長をもたらしています。

拡大するシェア

プライベート・クレジットは世界のオルタナティブ市場の約12%を占めています。



出所：ブラックロック、プレキン、2022年6月現在（利用可能な最新データ）。

Q. プライベート・クレジットとはどのようなもので、ダイレクト・レンディングとはどういう関係にありますか？

11.7兆米ドルのオルタナティブ資産に1.3兆米ドルのプライベート・クレジット市場が含まれています（2ページの図を参照）。ブレキンによると、プライベート・クレジットの運用資産は約60%が北米に、28%が欧州にあります。「プライベート・クレジット」には、ダイレクト・レンディング、ディストレスト、スペシャル・シチュエーション、メザニン、ベンチャー・デットなど幅広い投資戦略が含まれます。下図にあるように、プライベート・クレジットの中でダイレクト・レンディングは運用資産の44%を占める最大のセクターです。

ダイレクト・レンディングとは、貸し手（多くの場合、オルタナティブ資産マネージャー）と借り手（通常、中堅企業や小規模企業）の間で直接交渉される融資を指します。このような融資は通常、変動金利で、借り手の資産の一部を担保とします。

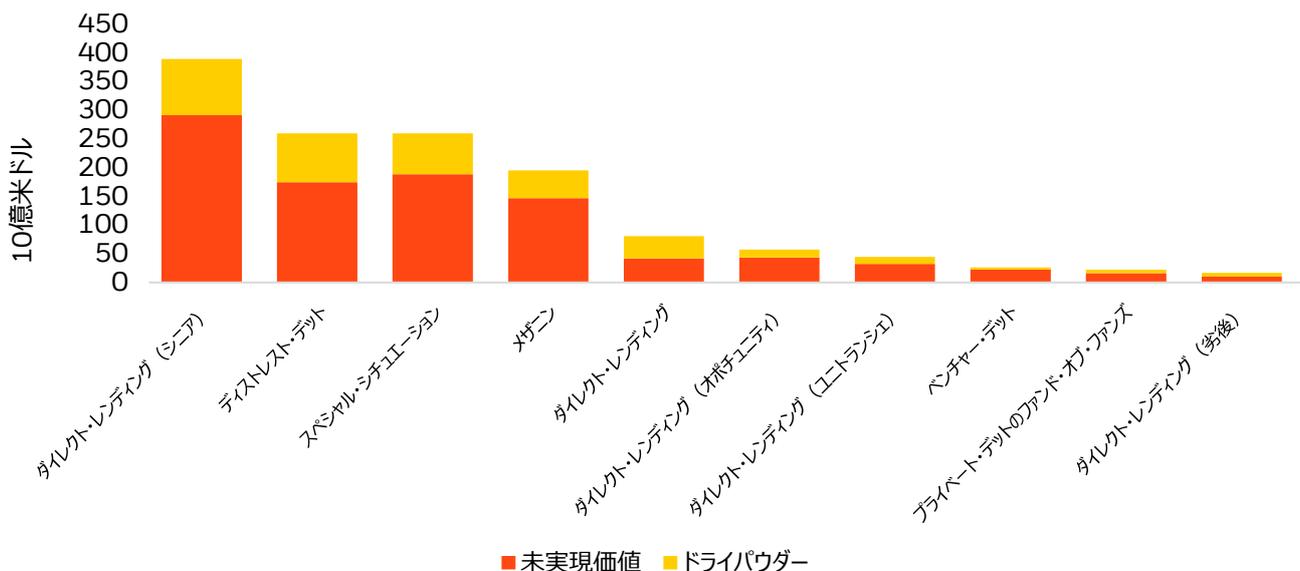
ダイレクト・レンディングと従来の銀行シンジケート経由で発行されるレバレッジド・ローンの大きな違いとして、ダイレクト・レンディングが発行後に複数の投資家に売却されることはありません。むしろ、貸し手が満期まで保有することが多く、その期間は2～3年のことも何年にもわたることもあります。

Q. 市場規模は公開市場と比較してどの程度ですか？

世界金融危機以降、プライベート・クレジットは力強い成長を遂げ、様々な投資家にとって規模が大きく、多額でも執行可能な資産クラスとして確立しました。現在では、ブルームバーグ米国ハイールド社債指数（1.3兆米ドル）やS&P/LSTA米国レバレッジド・ローン指数（1.3兆米ドル）に匹敵する規模となっています。今後も成長の継続が見込まれ、ブレキンは、世界のプライベート・クレジット市場が2027年までに2.3兆米ドルに達し、北米が最も高い成長を遂げると予想しています。

重要な市場

ダイレクト・レンディング戦略はプライベート・クレジットの運用資産全体の44%を占めます



出所：ブラックロック、ブレキン、2022年6月現在（利用可能な最新データ）。

Q. プライベート・クレジットを保有しているのはどのような投資家ですか？

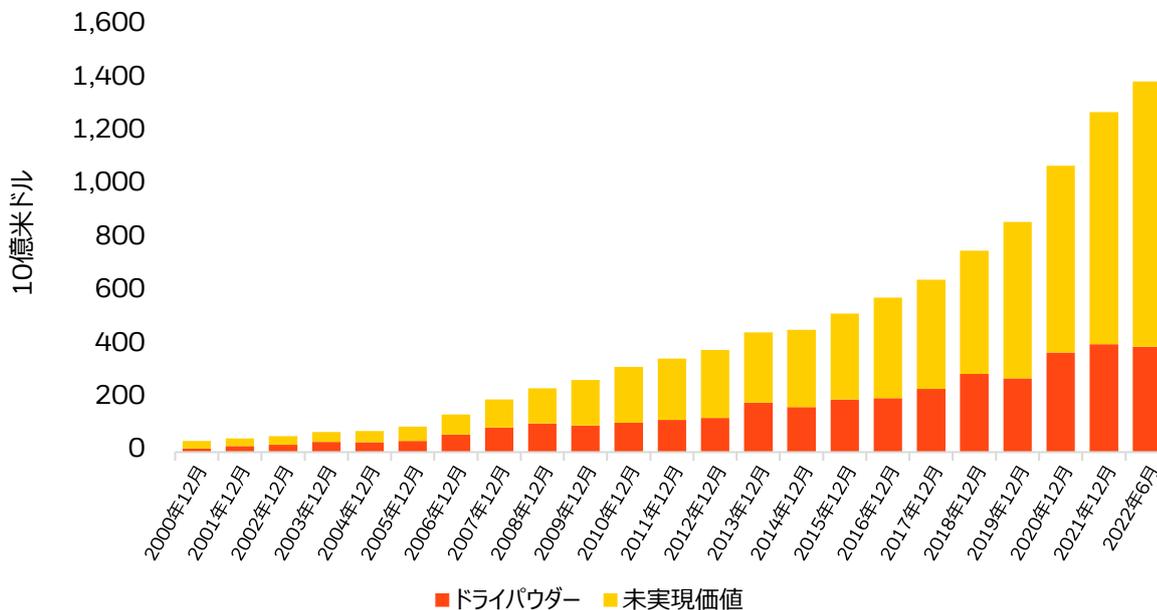
プライベート・クレジットは、年金、基金、財団、保険会社などのバイ・アンド・ホールド投資家が主に保有しています。このような投資家の多くは、資産と負債のマッチングを行っており、将来支払う長期債務（生命保険の支払いや年金の支払いなど）と類似した満期プロファイルを持つインカム創出資産を保有しています。

ブレキンの「オルタナティブ資産投資家展望レポート」（2022年下半期）によると、機関投資家の35%がプライベート・クレジットにアロケーションを行っています。この数字は、プライベート・エクイティにアロケーションを行っている機関投資家が70%に上るというブレキンの推定と比較してみると、まだ持続的な成長余地があることを示唆しています。ブレキンは、機関投資家のプライベート・クレジットに対する目標アロケーション比率は、平均で総資産の6.2%と推定しています。これに対し、プライベート・エクイティに対する目標アロケーション比率は平均で総資産の13.8%です。

バイ・アンド・ホールド投資家が保有している結果、市場のボラティリティが高い時期にも保有が継続されるとみています。

このため、プライベート・クレジット資産クラスに対するテクニカルな下落圧力は、同様のストレスがかかっている時期に公開市場で一般的にみられる圧力と比べて最小限にとどまると考えています。

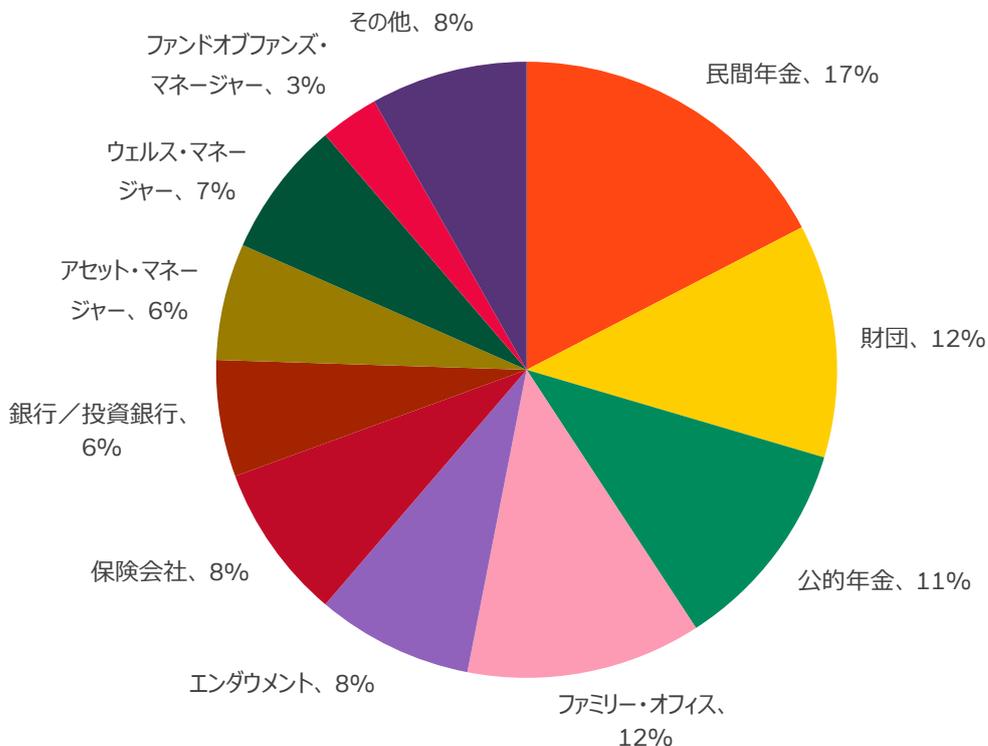
プライベート・クレジットの世界的な市場規模は今や1.3兆米ドル超え 世界のプライベート・クレジット・ファンドの運用資産（全戦略）



出所：ブラックロック、プレキン、2022年6月現在（利用可能な最新データ）。

長期保有者

一般的に、プライベート・クレジットの保有者はバイ・アンド・ホールド投資家



出所：ブラックロック、プレキン、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、2022年6月現在。「その他」には、企業投資家、政府機関、投資会社、投資信託、ソブリン・ウェルス・ファンド、スーパー・アニュエーション・スキームが含まれています。

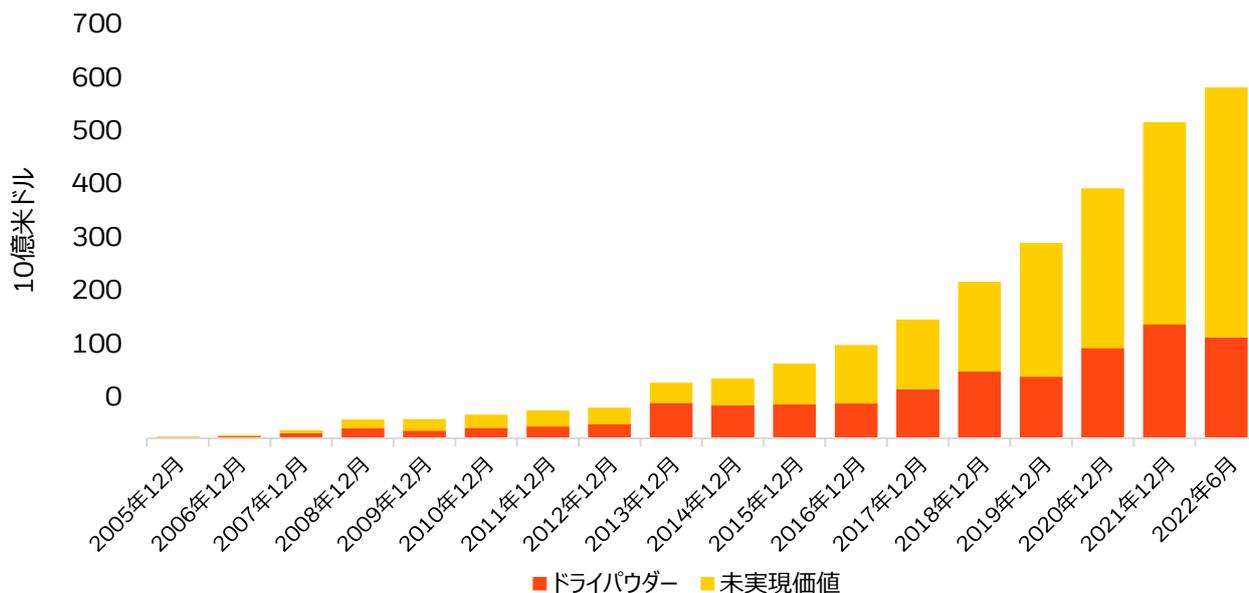
Q. 過去10年間で市場はどう変化してきましたか？

投資可能なプライベート・クレジット市場は過去10年間で大幅に拡大しました。プライベート・クレジットは、その初期には主として非常に小規模な資金調達案件や、EBITDAが大きくない企業（あるいは赤字企業）で利用されました。プレキンによると、シンジケート経由のミドルマーケット向けレバレッジド・ローンの発行は停滞しています。

しかし、この資産クラスはもはや市場のニッチな部分ではありません。近年では、ダイレクト・レンディングの貸し手は大型案件に資金を提供しているため、従来の（シンジケート経由の）レバレッジド・ファイナンス市場との競争が激化しています。例えば、プレキンによると、ダイレクト・レンディング・ファンドの運用資産は2014年の1,000億米ドルから2022年には5,920億米ドルと約6倍に拡大し、一方でシンジケート経由のミドルマーケット向けレバレッジド・ローンの発行は停滞しています。

急速な拡大

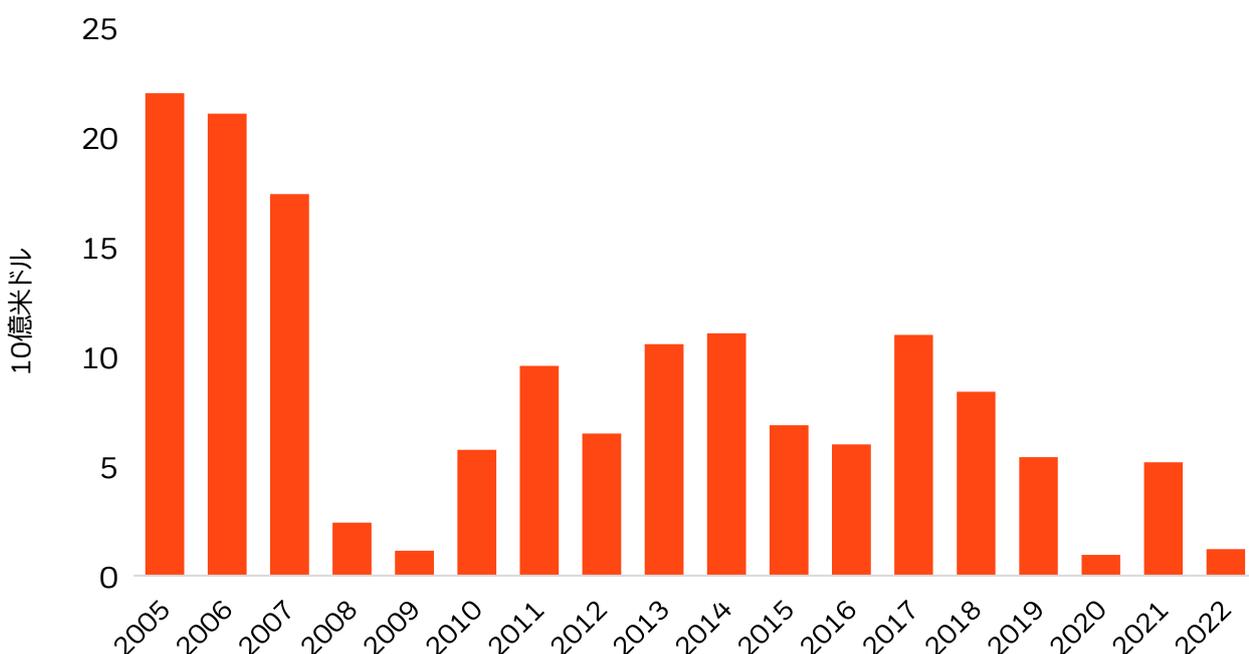
ダイレクト・レンディングの運用資産は2014年以降約6倍に拡大



出所：ブラックロック、プレキン、2022年6月現在（利用可能な最新データ）。

関心の低下

シンジケート経由のミドルマーケット向けレバレッジド・ローンの発行は停滞



出所：ブラックロック、ピッチブックLCD。各暦年の年末までのデータを収集しています。

Q. プライベート・クレジットの最大の成長要因は？

多くの要因があります。投資家の立場からは、プライベート・クレジットを求める理由（資金を投入する理由）として、好ましいリターンプロファイル、公開市場と同程度の損失率、伝統的な投資ポートフォリオの分散が挙げられます。多くの投資家にとって、プライベート・クレジットは債券の代替物であり、変動金利のエクスポージャーを求める投資家は、特にそうみえています。

借り手の立場から見ると、企業は取引の容易さと簡便さ、そして実行の確実性を評価しています。直接的な交渉や引き受けのプロセスがあるため、長時間に及ぶ投資家向けロードショーや格付け機関の審査はほとんど必要ありません。

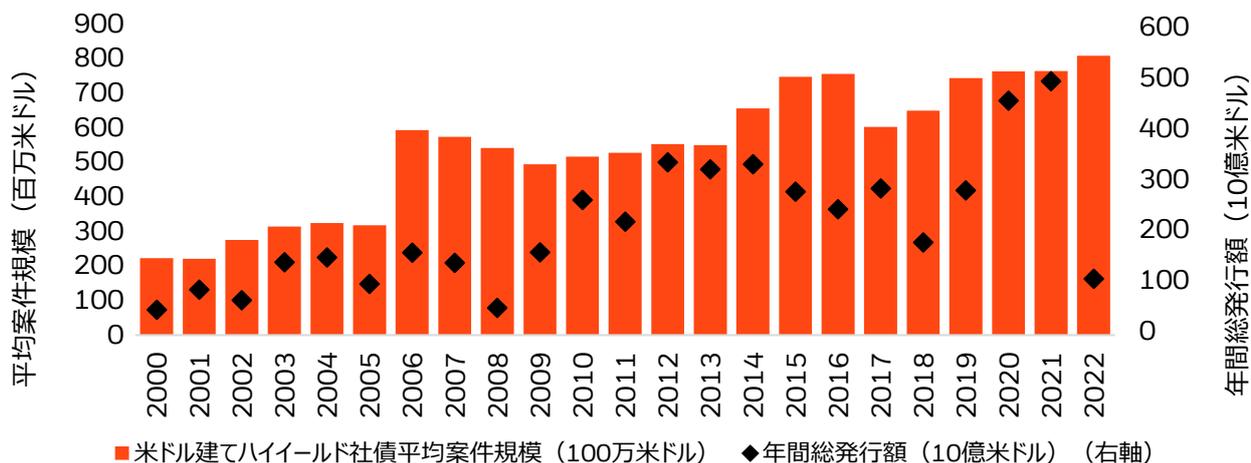
また、構造的な市場のシフトもプライベート・クレジット市場の成長をもたらしてきました。

金融危機以降、銀行への規制が強化されただけでなく、公開市場への「参入障壁」も高くなりました。

こうした「参入障壁」の高まりは以下の図に表れています。米国ハイールド社債市場における新規案件の平均規模は、過去3年間は7億5,000万米ドルから8億米ドルの間であり、過去10年間の大半で上昇基調をたどってきました。米国レバレッジド・ローン市場では、新規案件の過去3年間の平均規模（機関投資家の新規資金）は4億5,000万米ドルから5億米ドルと、ハイールド社債よりはやや低水準ですが、それでもかなりの規模です。ここでも過去10年間は概して上昇基調で推移してきました。資金調達を希望する中堅企業にとって、こうした規模はニーズに対して過大であることが多く、上場市場では小型案件として流動性が低くなる可能性があります。

拡大の継続

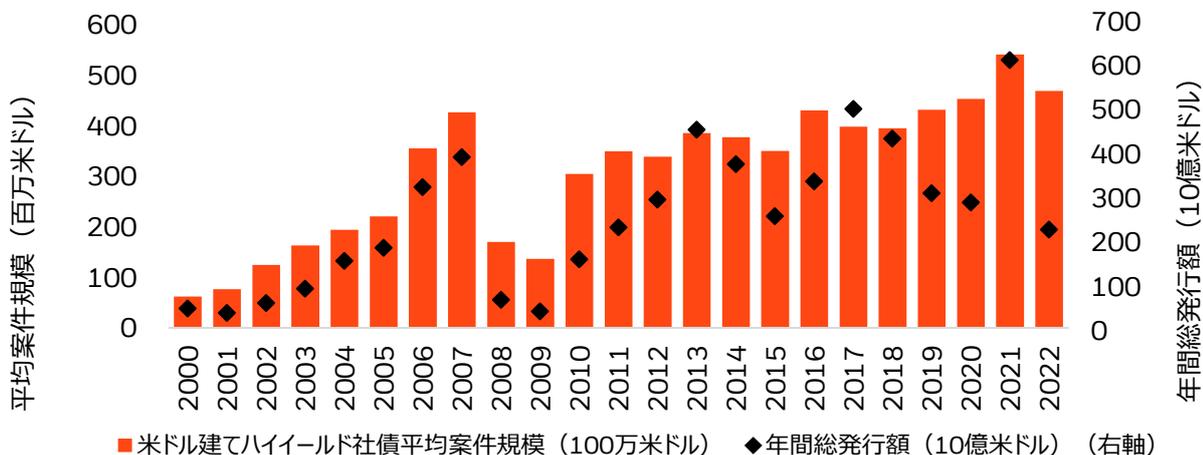
米ドル建てハイールド社債の平均案件規模と年間総発行額（右軸）



出所：ブラックロック、ディールロジック、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ。各暦年の年末までのデータを収集しています。

かなりの規模

米ドル建てレバレッジド・ローン（機関投資家の新規資金）の平均案件規模と年間総発行額（右軸）



出所：ブラックロック、ピッチブックLCD。各暦年の年末までのデータを収集しています。

Q. ダイレクト・レンディングのリターンは上場市場への投資と比較してどうでしたか？

ダイレクト・レンディング資産クラスのパフォーマンスを測定するために、ブラックロックはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数（CDLI）を代替指標として使用しています。CDLIは、ミドルマーケット向けに直接組成された12,000件のローン（2022年9月30日現在で総額は2,600億米ドル）の資産加重型指数です。米国ミドルマーケット向け企業ローンを主要資産として保有する事業開発会社（BDC）は四半期ごとにSEC提出書類の作成が義務づけられています。2015年に算出が開始されたCDLIは、この情報を使って、2004年まで遡って再構築されています。

下記に示したように、CDLIは指数開始以来、2021年までの過去17年間のうち12年間、さらにまた2022年年初からの3四半期（直近のデータ）に、米国ハイールド社債指数と米国レバレッジド・ローン指数をアウトパフォーマンスしています。

ハイールド社債がCDLIをアウトパフォーマンスした時期は、多くの場合、金利の低下が目立った年に該当し、デュレーション的にハイールド社債が格別に有利だった時期でした。

8ページの表はブレキン・グローバル・プライベート・デット指数を用いて、世界のプライベート・クレジットのパフォーマンスを示しています。CDLIとは異なり、ブレキンのこの指数は米国中心ではなく、すべてのプライベート・クレジット戦略を含んでいます。ブレキン指数の入手可能な最も古い年次データ（2008年以降）を使用し、表は、グローバル・ベースでも、プライベート・デットのリターンがハイールド社債とレバレッジド・ローンの指数と比較して良好であることを示しています。

他市場をアウトパフォーマンス

トータルリターンの暦年（2005年から2021年）と2022年年初来9カ月（CDLIで利用可能な最新データ）の比較

	クリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数 (CDLI)	ブルームバーグ米ドル建てハイールド社債指数	モーニングスターLSTA米ドル建てレバレッジド・ローン指数
2005	10.1%	2.7%	5.1%
2006	13.7%	11.9%	6.7%
2007	10.2%	1.9%	2.1%
2008	-6.5%	-26.2%	-29.1%
2009	13.2%	58.2%	51.6%
2010	15.8%	15.1%	10.1%
2011	9.8%	5.0%	1.5%
2012	14.0%	15.8%	9.7%
2013	12.7%	7.5%	5.3%
2014	9.6%	2.5%	1.6%
2015	5.5%	-4.5%	-0.7%
2016	11.2%	17.1%	10.1%
2017	8.6%	7.5%	4.1%
2018	8.1%	-2.1%	0.4%
2019	9.0%	14.2%	8.7%
2020	5.5%	7.1%	3.1%
2021	12.8%	5.3%	5.2%
2022 (1Q - 3Q)	4.2%	-14.7%	-3.3%

出所：ブラックロック、クリフウォーター、ブルームバーグ、ピッチブックLCD。CDLIの利用可能な最新データは2022年9月30日現在。指数は運用されておらず、指数に直接投資することはできません。図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

グローバルな観点

より幅広い観点から見たプライベート・クレジットのリターン

	プレキン・グローバル・ プライベート・ デット指数	ICE BofAグローバル・ ハイイールド社債指数	モーニングスター・ グローバル・レバレッジ ド・ローン指数
2008	-24.6%	-27.1%	-29.3%
2009	24.5%	60.6%	49.6%
2010	14.4%	15.2%	10.1%
2011	3.9%	3.1%	1.4%
2012	13.6%	18.8%	9.7%
2013	15.1%	7.1%	7.5%
2014	9.8%	2.5%	-0.9%
2015	4.0%	-2.1%	-1.7%
2016	6.6%	15.9%	8.2%
2017	12.2%	7.6%	7.1%
2018	2.9%	-2.4%	-0.5%
2019	7.3%	14.0%	7.2%
2020	6.3%	6.3%	5.3%
2021	21.0%	2.9%	3.3%
2022 (1Q - 3Q)	0.2%	-16.8%	-7.5%

出所：ブラックロック、プレキン、ICE-BAML、ピッチブックLCD。プレキン・プライベート・デット指数の利用可能な最新データは2022年9月30日現在。指数は運用されており、指数に直接投資することはできません。図表中の数字は過去のパフォーマンスに関連したものです。過去のパフォーマンスは現在または将来のパフォーマンスを示唆する信頼できる指標ではありません。

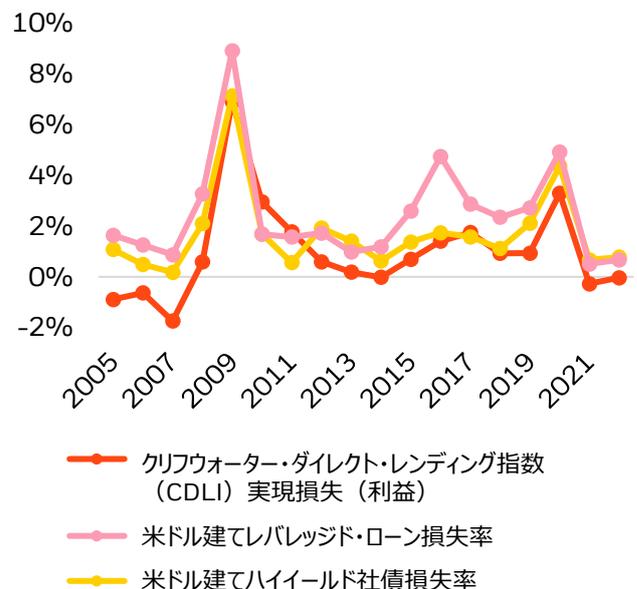
Q. ダイレクト・レンディングのパフォーマンスは景気後退時にどうなりますか？

ダイレクト・レンディングの過去の損失率は、以下に示すように、公開市場のハイイールド社債やレバレッジド・ローンの市場と比較して良好な結果となっています。世界金融危機、2014年から2015年のエネルギー・セクターの混乱、2020年初めの新型コロナウイルスのパンデミックといったストレスの時期に、ダイレクト・レンディングのネット実現損失は、米国のハイイールド社債やレバレッジド・ローンにおけるデフォルト時損失率のブラックロック推定値と同程度かそれを下回りました。

ブラックロックは、いくつかの要因によってダイレクト・レンディングは相対的な耐性を持っていると考えています。この要因には、投資選定プロセスにおける広範なデューデリジェンスとアンダーライティングのプロセス、ローンが資本構造の中で優先担保付きで、さらにコベンツを備えているという構造的なプロテクション、ダウンサイドリスク抑制のための継続的モニタリング、必要なサポートを提供するために当該企業と協調して仕事ができる戦略的パートナーの存在が挙げられます。

同等の水準

ダイレクト・レンディングの損失率は、多くの場合、公開市場と同程度（またはそれ以下）



注記：実績損失率。推定デフォルト時損失率を算出するために、ブラックロックはハイイールド社債とレバレッジド・ローンのデフォルト時の回収率を40%と仮定しています。

出所：ブラックロック、ムーディーズ。2022年9月30日までのデータを収集しています（CDLIで利用可能な最新データ）。

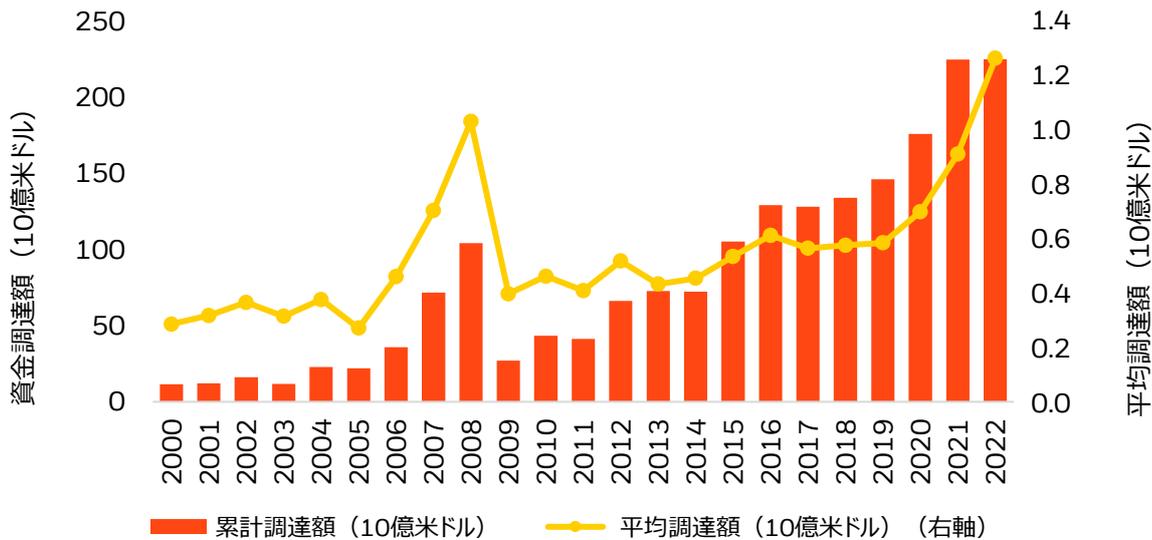
Q. 最近の資金調達動向はどうなっていますか？

プレキンによると、昨年はプライベート・クレジットの資金調達が活発な年で、2,260億米ドルの資金が調達されました。この金額は、史上最高を記録した2021年とほぼ同水準です。注目すべきは、調達規模の拡大という過去数年の傾向が2022年も続いたことです。プライベート・クレジットの平均調達額は、2022年に12億米ドルを超えました。

市場での募集期間が短期化していることや、平均して調達額が目標額を上回っていることが示すように、2022年もプライベート・クレジットの資金調達の基調は良好でした。

記録的な年

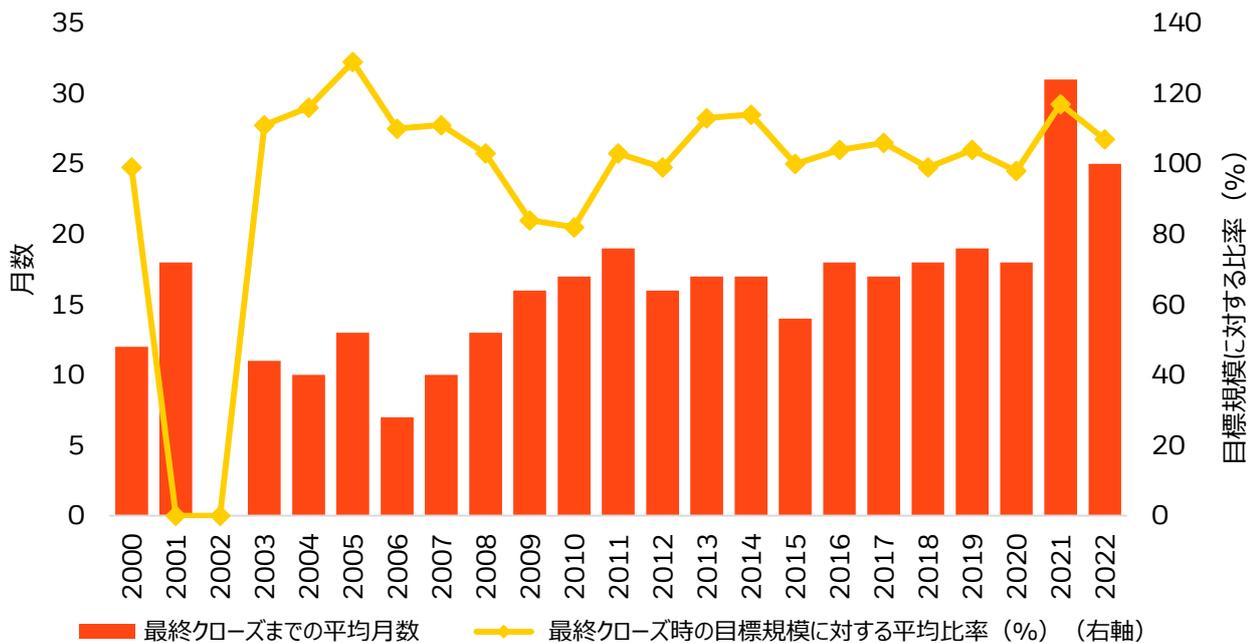
プライベート・クレジットのグローバルな資金調達と平均ファンド規模（右軸）



出所：ブラックロック、プレキン。各暦年の年末までのデータを収集しています。

持続する勢い

資金調達時の市場における募集期間と目標規模に対する平均比率



出所：ブラックロック、プレキン。各暦年の年末までのデータを収集しています。

重要事項

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見直しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見直しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見直しは作成時点のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375号
加入協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館