

プライベート・クレジットを巡る 報道と実態は異なる

Q&A



MATTHEW HARVEY

ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング
グローバル責任者

“ 規律ある引き受け基準により、プライベート・クレジットの運用マネジャーは「負けないことで勝つ」ことが可能となる。市場がストレスに晒された局面では、これが特に重要となる。”

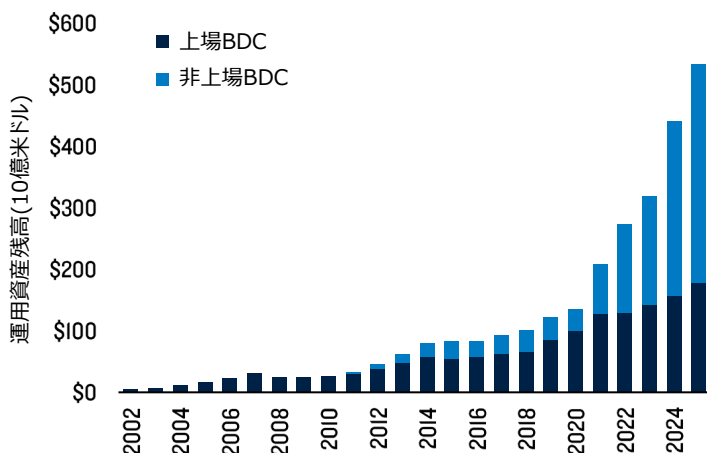
プライベート・クレジットを巡る報道を背景に、同資産クラスに注目が集まっている。足元のボラティリティによって同資産クラス全体の回復力が試されているとともに、リスクも浮き彫りになっている。こうした中、PGIMでミドルマーケット・ダイレクト・レンディングのグローバル責任者を務めるMatthew Harveyが、ダイレクト・レンディングの市場環境について考察し、投資家の主な懸念事項に回答するとともに、PGIMの差別化された規律あるアプローチが不確実性の高い環境下で投資家をいかに支えるかを解説する。

市場の現状について

Q：プライベート・クレジット市場はどのように進化し、BDCの台頭はその成長にどのような役割を果たしてきたのか？

A：プライベート・クレジットは、高い利回りと分散効果が重宝されて、長年にわたり機関投資家にとって重要な投資対象となってきた。プライベート・クレジットにおいて最大の領域であるダイレクト・レンディングへの需要は、世界金融危機後に銀行がミドルマーケット向け融資を縮小し、プライベート・エクイティ（PE）のプライベート・クレジットへの依存度が高まる中で急増した。こうした需要の高まりの中、投資家基盤はBDC（ビジネス・ディベロップメント・カンパニー：中小企業や新興企業に投資する事業開発会社）という投資形態を通じて個人投資家にまで拡大した。2021年に初めて永久型の非上場BDCが設定されて以降、BDCへの注目度は急上昇している。5,000億米ドル超の資産規模を有するBDCは、足元で約1.8兆米ドルのプライベート・クレジット市場の約30%を占めている。また、BDCの成長によって大規模な発行体にも資金調達機会が広がり、ダイレクト・レンディングはシンジケート・ローンやハイイールド債券といった従来の資金調達手段と競合できるようになっている。

BDCの運用資産残高は5,000億米ドル超に成長



出所：BDC Collateral, 2025年7-9月期現在。

Q：足元の市場ボラティリティは、プライベート・クレジットがバブルの状況にあることを示しているのか？

A：そうではない。確かに足元のソフトウェア・セクターのボラティリティは逆風を生じさせており、AIの普及が進む中でこのトレンドは続く予想されるが、プライベート・クレジットがバブルの状況にあるとの懸念は過大である。これはプライベート・クレジット市場全体に関わるシステミックな問題でも、マクロ的なデフォルト・サイクルの始まりでもない。強調すべき点の1つとして、多くのケースで銀行はレバレッジ比率が高く（負債対資本比率で約10倍）、レバレッジド・ローンの引き受けが困難である点が挙げられるだろう。一方、ダイレクト・レンディング・ファンドのレバレッジは一般的に0~2倍であり、非流動性に伴うコストとそれを補うプレミアムが明確であれば、関係するアセットオーナーにとってより適切なリスク・リターン特性を提供するものである。

2026年は資金調達ベースの減速が見込まれるとは言え、ダイレクト・レンディング市場は成熟し、グローバル経済の重要な構成要素となりつつある。同市場は、4,800万人の米国人を雇用し、米国の民間部門GDPの3分の1を生み出している20万社以上の中堅企業を支えており、長期にわたる持続的な成長に向けた好位置にある。足元の環境は課題を浮き彫りにしている一方で、賢明な投資家にとっては投資機会ももたらしている。

市場全体に対するストレスではなく、影響を受けるのは一部の領域

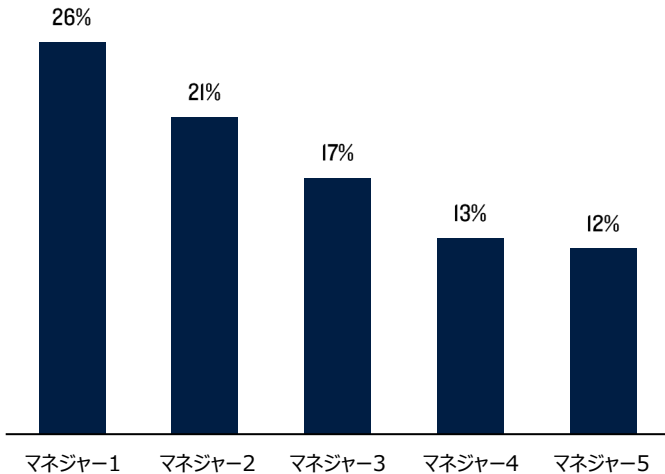
Q：ソフトウェア向けローン価格の下落は投資家のセンチメントにどのような影響を与えているか？

A：ソフトウェア向けローン価格の下落を巡る懸念は、他のセクターでの直近のデフォルトによって増幅されている。かつて安定した企業収益と高い利益率から選好されていたソフトウェアは、BDCの資産の20%超を占めている。

MANAGER PERSPECTIVES

一部の大手BDCでは、ソフトウェア向けエクスポージャーが10～20%超となっており、無形資産に対する回収率が一般的に低いことを考慮すると、高水準の経常収益見通しに基づいて2018～2022年の間に高いバリエーションをベースに組成されたローンは、潜在的な脆弱性を抱えている。

一部のBDCは大きなソフトウェア向けエクスポージャーを抱える



出所：PGIM、各社ウェブサイト、2026年2月28日現在。保有銘柄は変更される可能性があります。

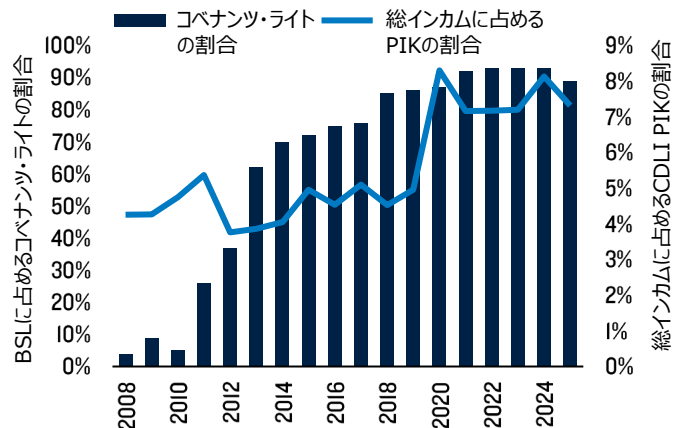
ただし、これに関する懸念は過大であろう。ソフトウェア関連株は直近の高値から大幅に下落し、AIによる創造的破壊が意識されつつあるものの、多くのソフトウェア企業は明確な競争優位性を有している。これらの企業向けローンの大半は、大きなエクイティ・クッションを伴うファーストリーエン・シニア・セキュアード・ローン（第一順位担保権付きローン）として組成されている。株価が35%下落した場合、株式の保有者にとってはマイナスの影響が及ぶ一方で、たとえ成長見通しが悪化したとしても、それによって必ずしもシニア・ローンが毀損するわけではない。

一方、分散投資はクレジット投資の中核的な原則である。コロナ禍におけるテクノロジー関連企業の供給ブーム中に、ソフトウェア分野への過度な集中を回避した運用マネジャーは、AIによる創造的破壊が続いたとしても、こうした課題を乗り越える体制が整っていると考えられる。

Q：なぜ融資基準の規律が重要視されるようになってきているのか？

A：足元の市場ボラティリティは、新規に参入したレバレッジの高い運用マネジャーにとって大きな試練となっている。資金供給を巡る競争が激化し、金利上昇が借手手を圧迫する中で、一部の運用マネジャーは融資基準を緩めた。こうした運用マネジャーは、コベナンツ・ライトの構造、より高いレバレッジ、そしてPIK（現金払いではなくローンの元本に利息が上乗せされる仕組み）を採用した。こうした手法は、落ち着いた市場環境においては良好なリターンをもたらしたが、足元のボラティリティによってその欠点が露呈し、どのような市場サイクルにおいても規律ある融資基準が重要であることが浮き彫りになっている。コベナンツ条項による保護、ファーストリーエン・シニア・セキュアード・ローンによる構成、PIK収入を最小限に抑えたポートフォリオはより質が高く、持続可能な配当利回りをもたらすだろう。

業界ではコベナンツ・ライトやPIKローンが増加している



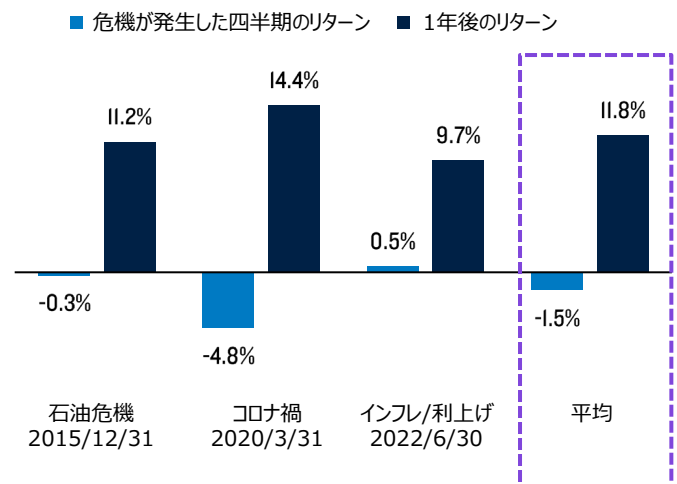
出所：ピッチブックLCD、クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・レポート、2025年7-9月期。BSLはシンジケート・ローン、CDLIはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスを指します。

Q：現在の状況を踏まえ、プライベート・クレジットの見通しはどうか？依然として魅力的な投資対象と言えるか？

A：プライベート・クレジットは、短期的にはボラティリティの高い状況が予想されるものの、引き続き魅力的な資産クラスである。ファンダメンタルズは健全であり、総合利回りはパブリック市場と比較して依然として魅力的なプレミアムを提供している。

過去の実績がプライベート・クレジットの回復力を示している。2015年以降の年平均リターンは9.1%、危機が発生した1年後のリターンは平均11.8%となっている。この期間において同資産クラスが四半期ベースでマイナスのリターンとなったのは、2015年の原油危機と2020年の新型コロナウイルス感染拡大時の2回のみだった。それから1年後のリターンは、それぞれ11.2%と14.4%となっている。2022年に利上げが開始された後、パブリックの債券市場は同年4-6月期に5%下落したが、プライベート・クレジットは0.5%のプラスのリターンを確保し、1年後のリターンは9.7%となった。

不確実なマクロ環境からのプライベート・クレジットの回復力



出所：クリフウォーター、2025年12月31日現在。クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスの四半期データに基づく。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

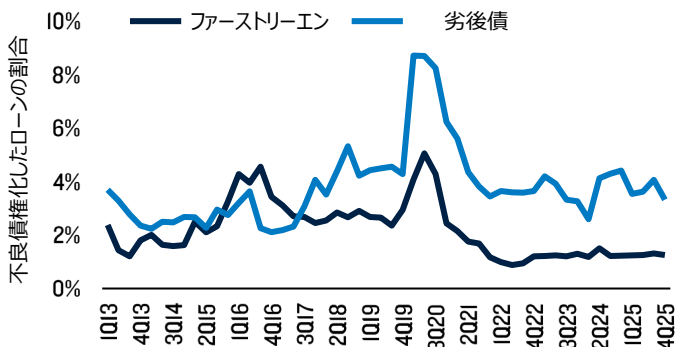
MANAGER PERSPECTIVES

Q：プライベート・クレジット市場はどの程度健全か？

A：プライベート・クレジットのポートフォリオの質は依然として高い。過去10年間で、市場は担保付きローンへとシフトしており、足元でファーストリーエン・ローンがポートフォリオの約87%を占め、2008年の約40%から大幅に上昇した。こうした質の高い資産へのシフトによって市場の耐性は向上しているが、劣後債の領域は課題に直面する可能性がある。

デフォルト率はやや上昇しているものの、抑制された水準にとどまっている。ここで重要な指標となるのは、利息収入の計上が見込めない不良債権化したローンの割合（不良債権比率）である。2025年10-12月期の時点において、ファーストリーエン・ローンの不良債権比率は1.3%となっており、過去12年間の平均である2.2%を大きく下回っている。一方、劣後債の不良債権比率は3.3%で、過去平均の3.8%に近い水準にある。これは、信用環境が悪化した場合、劣後債よりもファーストリーエン・ローンの方が耐性が高いことを示唆している。

市場のファンダメンタルズは健全でデフォルト・リスクは抑制されている



出所：クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・レポート、2025年10-12月期。

投資ビークルに関して考慮すべき事項

Q：なぜ一部のプライベート・クレジット・ファンドは解約を制限しているのか？投資家はこれを懸念すべきか？

A：足元の解約請求は、パフォーマンスを背景としたものではなく、広範なプライベート・クレジット市場の不確実性に対する反応である。また、一部の報道を受け、解約請求額に対して比例按分されて償還額が決定されるとの思惑から、より多額の解約を請求する投資家も見られる。こうしたファンドの仕組みは、まさに意図された通りに機能している。例えば、ある大手非上場BDCは11%超の解約請求を受けたが、契約で定められた四半期当たり5%の解約制限を遵守した。別のファンドは約8%の解約請求に対し、自己資金を注入することで解約請求に応じる選択をした。

いずれのケースにおいても、ファンドは分配金の支払いを停止することなく、流動性に関する義務を履行した。原資産に固有の低流動性は、投資家が享受できるリターン・プレミアムおよびオーダーメイド型の構造とトレードオフの関係にある。こうした低流動性の中、解約請求に応じるためにローンを強制売却することは現実的ではない。解約制限のメカニズムは意図的に設計されたものあり、ポートフォリオ・マネージャーが強制的にローンを売却し、長期投資家に残る価値が毀損されるのを回避できるようにしている。これは構造的な欠点ではなく、耐性を示すものである。

Q：BDCは市場がストレス下にある局面においても契約上の義務を履行するために、どのように流動性を管理しているのか？

A：BDCは、投資家からの出資、ポートフォリオからの収益、元本の返済、与信枠など、多様な資金源を通じて流動性を維持している。また、ポートフォリオの一部を流動性の高いクレジットに配分しており、中核となるプライベート・クレジットの保有資産の価値に影響を与えることなく、流動性の高い資産を売却して流動性に対する需要を満たすことができる。こうした多面的なアプローチによって長期的な安定性がもたらされ、市場環境の変化への適応と安定したパフォーマンスの提供が可能となっている。

Q：BDCの仕組みは、なぜ引き続き投資家にとって魅力的なのか？

A：5～7年以上のロックアップ期間（中途換金・解約できない期間）が設定されているクローズドエンド型のプライベート・クレジット・ファンドと異なり、BDCはオープンエンド型のファンドである。上場BDCは日次の流動性を提供するが、市場センチメントの影響を強く受け、純資産価値（NAV）に対してディスカウントあるいはプレミアムが加味されて取引されることが多い。非上場BDCはNAVベースで価格が設定され、月次で時価評価されるため、日々のボラティリティを回避することができ、市場センチメントからの分散投資を求める投資家に対してより高い安定性を提供する。

非上場BDCは、月次での追加投資と四半期毎の解約（一般的にはNAVの5%が上限、取締役会の承認が必要）を認めている。この仕組みにより、プライベート・クレジットのリターンに不可欠な非流動性プレミアムを維持しつつ、限定的な流動性が提供される。非上場BDCは、プライベート・クレジットの中核的な強み（変動金利のシニア・セキュアード・ローンと魅力的なリターン）、永続的なファンド期間、および限定的な流動性を組み合わせることで、投資家にとって魅力的な構造を提供している。また、最低投資金額の低下、簡素化された1099税務報告、既に運用実績のあるポートフォリオへの即時アクセスなどの特徴を備えており、プライベート・クレジット投資家にとって引き続き魅力的な選択肢となっている。

上場BDCと非上場BDCの比較

特徴	上場BDC	非上場BDC
流動性	日次 証券取引所に上場の株式と同様に取引可能	限定的 四半期毎の解約、一般的にはNAVの5%が上限
価格設定	市場主導 NAVに対し、プレミアムあるいはディスカウントが加味されて取引される可能性	NAVベース 資産価値に基づき、月次/四半期で価格が更新
ボラティリティ	高 広範な株式市場のセンチメントと相関	低 日々の市場変動の影響を受けにくい
解約リスク	なし 資本は恒久的	構造的 解約請求が上限を超えた場合に制限が適用される可能性
税務上の取扱い	1099税務報告	1099税務報告
投資家層	リテールおよび機関投資家	主に適格投資家

出所：PGIM。この表は例示のみを目的としたものです。

PGIMの差別化されたアプローチ

Q：PGIMのアプローチの特徴は？現在の市場環境において、それは投資家にどのような恩恵をもたらすのか？

A：プライベート・クレジットは、依然として利回り向上と分散投資の機会を提供する魅力的な資産クラスである。市場が新たな信用サイクルを迎える中、運用マネジャーの差別化とポートフォリオの分散が非常に重要となる。多くのダイレクト・レンディング運用者は、ソフトウェアなどのセクターにおける大規模なスポンサー案件に注力することで利回りを追求し、結果としてポートフォリオの重複が顕著となった。PGIMの明確な優位性は、差別化されたオリジネーション、規律ある融資基準、そして保険事業をルーツとしたクレジットに対する保守的な考え方によってもたらされている。PGIMの戦略は投資家の利害と完全に一致しており、親会社の一般勘定も投資家と同じリスクを取ってともに投資を行っている。

- 保守的な案件審査：**安定した業界に属し、堅実なキャッシュフローと有形資産を有する企業への融資にPGIMは注力している。その結果、ダイレクト・レンディングのポートフォリオにおけるソフトウェア・セクターへのエクスポージャーは6%未満にとどまっており、投資家は直近における軟調なソフトウェア市場の影響を大きく受けていない。

セクターに対する市場センチメントは常に変動するものであり、PGIMは単一のセクターがエクスポージャーの大きな割合を占めることがないように努めている。また、低レバレッジで、コベナント条項によるプロテクションを備えたシニア・セキュアード・ローンに注力しており、案件をコントロールできるよう、取引の約90%においてリードまたは共同リードを務めている。

- ローワー・ミドル・マーケットおよびコア・ミドル・マーケットに注力：**PGIMは、資金供給が比較的限られているローワー・ミドル・マーケットおよびコア・ミドル・マーケットに特化し、より高い利回りにより有利な条件の確保に努めている。
- スポンサー案件と nonsponsor 案件の組み合わせ：**PGIMでは、充実した案件発掘のネットワークにより、スポンサー市場と nonsponsor 市場の両方で投資機会を見出している。 nonsponsor 市場では低レバレッジの大規模企業を、スポンサー市場ではより小規模で高レバレッジの企業をそれぞれ投資対象とすることで、リスク・リターン特性の最適化とより高い分散効果を実現している。

PGIMは、クレジットに関する厳格な規律を維持することによって安定したパフォーマンスを提供するとともに、投資家が市場サイクルを乗り切るのを支援している。

差別化されたオリジネーションと引き受け体制

		PGIM	業界
オリジネーションの焦点	市場セグメント	ローワーおよびコア・ミドル・マーケット	レンジ・マーケット
	案件タイプ	スポンサー案件および nonsponsor 案件	主にスポンサー案件
	投資対象となる業種	安定した業界に属し、着実な成長を続けており、キャッシュフローを生み出している有形資産を有するセクター	テクノロジーやヘルスケアなど、フリー・キャッシュフローよりも資産価格との相関が高いセクターにより集中
引き受け基準の特徴	ファーストリーエン・シニア・セキュアード	100% シニア・セキュアード・ローンに特化	様々な種類の ローンの組み合わせ シニアローン、劣後ローン、ユニトランシエ・ローンを含む場合がある
	オリジネーション時のPIK	0 オリジネーション時はゼロ、債務再編時に限定的に使用	一般的に使用 案件獲得の手段として活用
	コベナント条項の扱い	1~2 すべての案件に1-2件のコベナント条項を設定し、財務状況悪化の初期的な兆候を確認するために四半期毎にテスト	~90% 約90%がコベナント・ライイト ¹
	投資開始時のレバレッジ	3.4倍 負債/EBITDA	4.9倍 負債/EBITDA
	案件のコントロール	リードまたは共同リード ダイレクト・レンディング案件の約90%でリードまたは共同リードを務める	クラブ・ディール PEファンドが一般的に活用

出所：PGIM、特に記載のない限り2025年12月31日現在。1. 出所：ピッチブックLCD、2025年9月30日現在。シンジケート・ローンに基づきます。

卓越した規模、アクセス、専門性

75年超

の経験

1,130億米ドル

プライベートクレジット
の運用資産残高

200名超

プライベートクレジット
投資の専門家

15カ国

米国/欧州/アジアに
グローバルに事業を展開

留意事項

本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をPGIMジャパン株式会社（以下「当社」）が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的として作成されたものであり、特定の証券や金融商品等の販売・勧誘・推奨を目的としたものではありません。

本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

過去の運用実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスを行うために作成されたものではありません。必要に応じて専門家とご相談ください。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM ”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

当社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国法人のブルーデンシャルplcおよび英国法人のM&G plcの子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとは何ら関係がありません。

プルデンシャル生命保険株式会社、ジブラルタ生命保険株式会社、PGF生命（プルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命保険株式会社）及びPGIMリアルエステートジャパン株式会社は当社のグループ会社であり、別法人です。

PGIM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392号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ129634

5546122-20260603