

プライベート・クレジット

グローバル・クレジット 市場見通し 2024年7-9月期

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。本資料におけるドルは特に記載がない限り「米ドル」です。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、よろしくお願い致します。

MKTGM0824A/S-3796483-1723

執筆者



Amanda Lynam, CPA

ヘッド・オブ・マクロ・クレジット・リサーチ



Dominique Bly

マクロ・クレジット・リサーチ・ストラテジスト



James Keenan, CFA

チーフ・インベストメント・オフィサー 兼 プライベート・デットのグローバル・ヘッド



Jeff Cucunato

マルチ戦略デット・ソリューションズのヘッド

サマリー

- インフレ動向が明らかになり、経済成長の下振れリスクが顕著になる中で、米国、欧州、および英国の中央銀行は、利下げに関する議論を進めている（または利下げを開始した）。
- しかし、ブラックロックの基本シナリオでは、利下げサイクルは緩やかで、かつ小幅なものになると予想している。つまり、消費者、企業、および商業用不動産の借り手にとって短期的に借入コストが大幅に低下する可能性は低く、少なくとも2024年下半期にそれが起きることはないと思われる。
- クレジット市場（パブリックとプライベート）の投資家にとっては、高金利と経済活動の相互作用が最も重要になると考えられる。良好な経済成長が続けば、借入コストの高止まりによる逆風が緩和される。とは言うものの、多くの面（資産クラス、セクター、発行体、マネジャー、ヴィンテージなど）でパフォーマンスにばらつきが生じると予想される。
- 金融危機後のスタンダードからすると、金利が高止まりしていることで、イールド・ベース・バイヤーの投資家からのクレジットに対する需要は増加すると予想される。これにより、投資適格債やハイ・イールド債のクレジット・スプレッドは全体としてレンジ内で推移する可能性が高いと思われる（夏場にかけて新規発行が減少するため、スプレッドが縮小する可能性もある）。
- イールドカーブが逆イールドとなっていることから、長期ゾーンに比べて、短・中期ゾーンのエクスポージャーが引き続き選好されると見込まれる。社債への資金配分は、キャピタル・ゲインを含むトータル・リターンではなく、キャリアとインカムに基づくべきであると考えられる。

金融政策：金融緩和ではなく、金融政策の正常化

2022年から2023年にかけて、米国、欧州、および英国では急激な利上げが実施されたが、足元では市場参加者は利下げの開始時期に注目している。これらの地域では、2024年下半期には金融政策の「正常化」が始まる可能性があるが、大規模な「金融緩和」にはならないと予想される。

欧州中央銀行（ECB）が6月に利下げに踏み切り、25bpの利下げを実施した。とは言うものの、政策理事会は（賃金の上昇による）域内のサービス物価の上昇圧力が強いことから、今後の追加利下げペースについては、選択肢を残す意向を表明した。

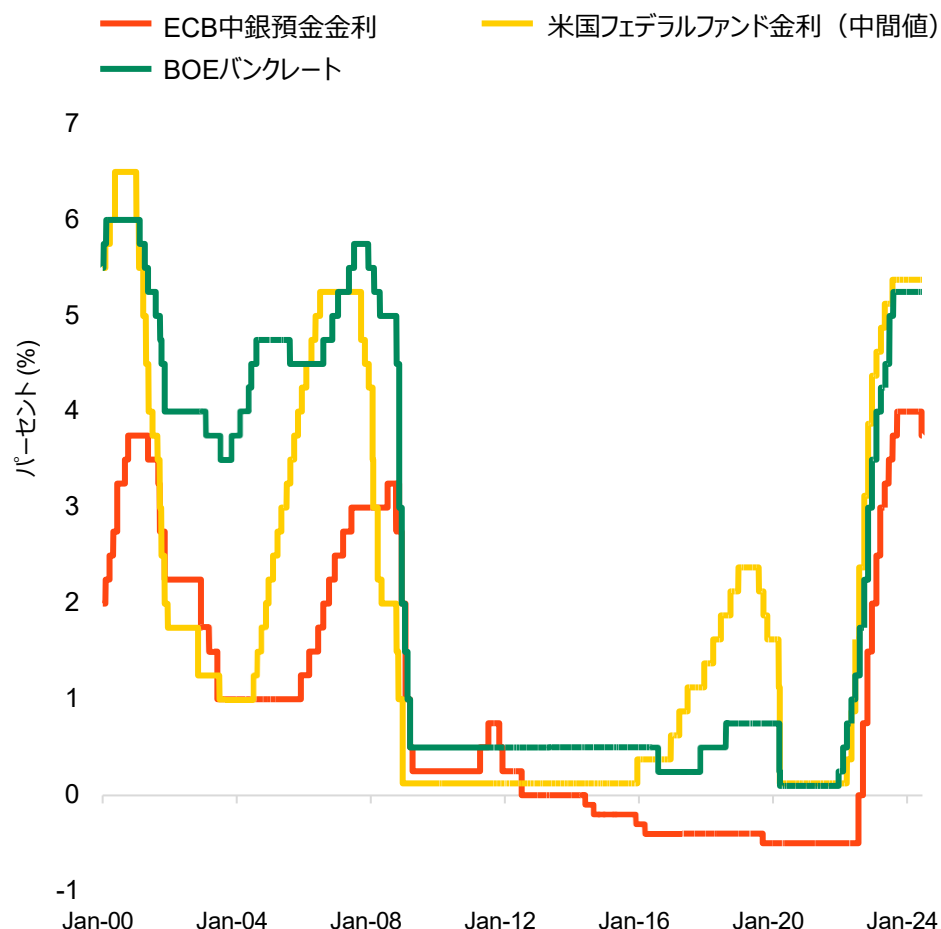
ECBのイザベル・シュナーベル理事は5月17日の日本経済新聞とのインタビューで、「利下げは迫りくる景気後退に対処するためではなく、むしろインフレを再燃させることなく、徐々に引き締め的な政策を撤回するという意味で」現在の金融政策のサイクルはユニークであることを強調した。シュナーベル氏は、「自然利子率（中立金利）」が、「リアルタイム」でどの水準にあるのかが不透明なため、慎重なアプローチが必要であると発言している。

忍耐強いアプローチを求める声はさらに高まっている。ECBのチーフエコノミストであるフィリップ・レーン氏は、域内のサービス・インフレが「不安定ながらも徐々に改善していることは、ECBが「1年を通じて景気抑制的な政策スタンスを維持する必要がある」ことを意味し、「企業がコスト上昇を価格に転嫁しようとする動きに注意すべき」（賃金上昇に伴うインフレの二次的効果の可能性に言及）と述べた。

イングランド銀行（BOE）は6月の金融政策委員会で政策金利を据え置いたが、金融政策委員会の一部のメンバーにとって、金利の据え置きと利下げの判断は「微妙なバランスが取れていた」。議事録には、8月の会合で「政策金利を現在の水準でどのくらいの期間維持するか」を決定する見通しであることが記載されていた。

図表1：急激な経済成長の鈍化がない限り、緩やかな利下げサイクルを予想

欧州中央銀行、米連邦準備制度理事会、およびイングランド銀行の政策金利



出所：ブラックロック、欧州中央銀行、米連邦準備制度理事会、イングランド銀行、ブルームバーグ、2024年6月17日現在。

米国では、今回のサイクルでの利下げ幅は小幅にとどまると予想される

欧州と比較すると、米国は利下げサイクルの開始が遅れている。図表2に示されているように、[2024年1-3月期のインフレ率が予想を上回ったこと](#)や、経済指標が堅調であったことにより、最初の利下げ時期に関する予想は2024年後半に先送りにされている。

とは言うものの、[4月のインフレ率が予想通りとなり、5月のインフレ率が予想を下回り](#)、労働市場が再調整に入ったことから（図表6）、2024年（9月または2024年10-12月期のいずれか）には、少なくとも25bpの利下げが1回実施される可能性があると考えられる。

米連邦公開市場委員会（FOMC）が金融政策の正常化を開始する前に望んでいる「より大きな確信」を得るには、今後数か月のインフレ指標が最近の良好なパターンを維持することが条件となる。

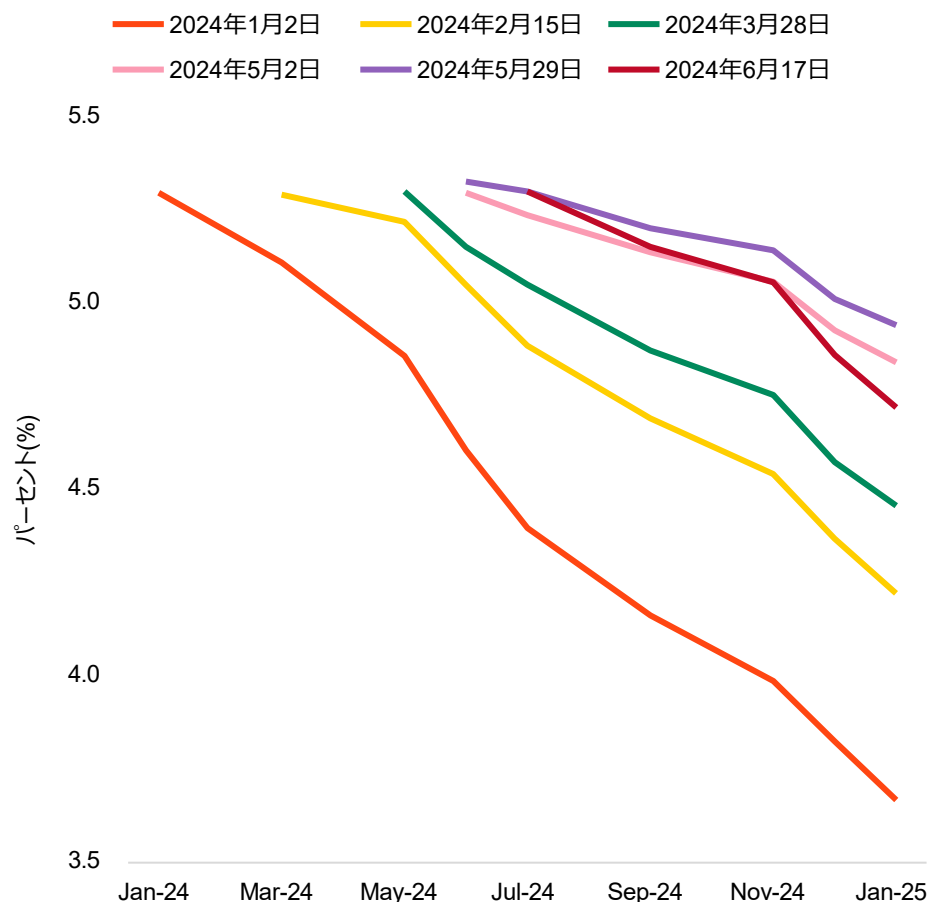
以前にも言及したように、最終的に利下げに踏み切るには、タイミングよりもその理由が重要である。インフレ率の改善に応じて利下げを行うことは、経済活動（または労働市場）の急激な悪化に応じて利下げを行うよりも、リスク・センチメントに対してはるかに大きな支援材料となる。

米国経済が潜在成長率またはそれを上回って推移している限り、（注：6月20日現在の[アトランタ連銀の「GDPNow」](#)によると、2024年第4-6月期の実質GDPは3.0%増となり、潜在成長率を大きく上回っている）、ブラックロックは引き続き緩やかな利下げサイクルを予想している。このため、借り手である消費者と企業の債務返済コストが短期的に大幅に低下する可能性は低いと思われる。

しかし、社債市場に資金を振り向けようとしている様々な投資家にとって重要な「オールイン・イールド」は高止まりすると考えられる。これにより、投資適格債やハイ・イールド債のクレジット・スプレッドは全体としてレンジ内で推移する可能性が高いと思われる（夏場にかけて新規発行が減少するため、スプレッドが縮小する可能性もある）。

図表2：米国金利市場は、「高金利の長期化（high for longer）」の見方を織り込んでいる

フェデラルファンド金利先物が示唆する2025年初めまでの米国の政策金利



出所：ブラックロック、ブルームバーグ、2024年6月17日現在。

予測が実現することを保証するものではありません。

景気に対して抑制的か、十分に抑制的か

米国の経済活動が底堅く推移していることを踏まえ、政策当局（および市場参加者）は、金融政策の波及効果や、現在のスタンスに組み込まれている景気に対する抑制の度合いについて引き続き注目すると予想される（図表3）。

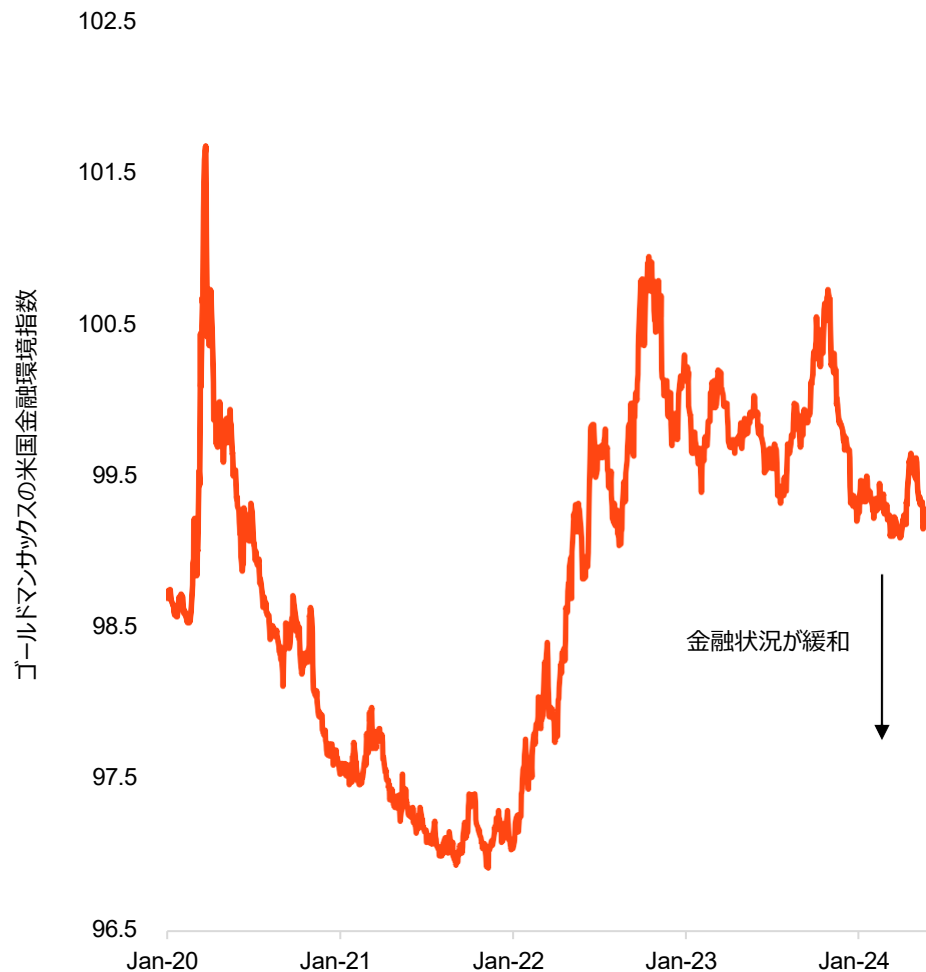
[2024年6月のFOMC参加者の経済見通し](#)における「ドットチャート」の中央値によると、FRBが想定する均衡政策金利は現在2.8%となっており、2024年3月時点の2.6%、2023年12月時点の2.5%から上昇している。パウエルFRB議長は（[6月のFOMC後の記者会見で](#)）、目先の金融政策決定における長期中立金利との関連性について否定したものの、「足元の予想中立金利の上昇は、政策金利がコロナ禍前の水準まで低下する可能性は低いとの見方」を反映していることを認めた。

また、パウエル議長は現在の金融政策のスタンスを「抑制的」と見ているが、政策が「十分に抑制的」であるかどうかの質問に対しては、時間が経てば分かるとのこれまでの見解を繰り返した。

ミネアポリス連銀のニール・カシュカリ総裁といったFRB高官は、現在の政策スタンスの景気に対する抑制の度合いについて疑問を呈している。例えば、カシュカリ総裁は米国の住宅市場の底堅さを指摘している。

資金の借り手である大部分の企業も、米国（および欧州）の利上げサイクルに対する頑健性を示している。この背景には3つの要因がある。これは(1) 特に米国において経済が底堅く推移していること、(2) 金利が非常に低かった2020年から2021年にかけて積極的な流動性供給が実施されたこと、(3) プライベート・デットを通じた資金調達チャネル（我々は金融の安定にとってプラスであると見ている）が、企業の借入ニーズに応える有効な選択肢として浮上したこと、である。

図表3：米国の金融状況は2024年4月に緩和方向に転じている
ゴールドマン・サックスの米国金融環境指数



出所：ブラックロック、ブルームバーグ、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、2024年6月17日現在。

金利水準と経済成長の相互作用

こうした背景の結果として、2024年下半期には高金利と経済活動の相互作用が最も重要になると考えられる。底堅い経済成長が続いているため、高金利環境が長期化する中でも、大半の企業は困難な状況を乗り切ることができると考えられ、ここ数四半期の**トレンドが続く**と見込まれる。

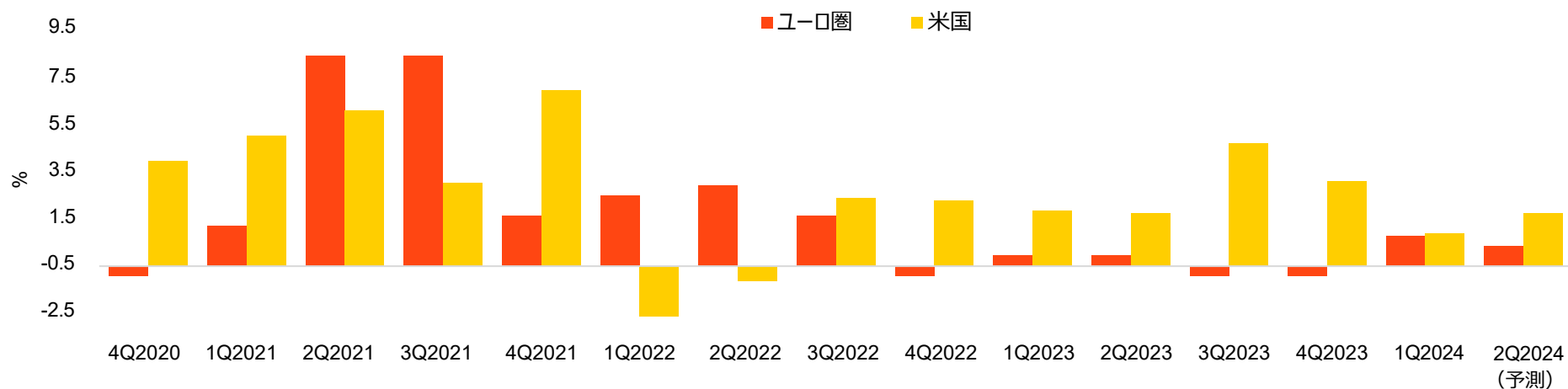
例外は、財務レバレッジが持続不可能ほど高く、資本効率が低下している一部の企業であり、パブリック・クレジット市場ではすでに企業のデフォルト率が小幅に上昇している。資産クラス、セクター、発行体によってパフォーマンスのばらつきが拡大しているため、銘柄選択やセクター選択が非常に重要となっている。

図表4が示すように、地域によって経済成長の格差が顕著となっている。米国では、2024年上半期の経済成長率が、2023年下半期の力強い成長ペースと比較して鈍化している。経済成長の鈍化は今後も続く予想されるが、それでも2024年については、長期平均か、それ以上の成長率で着地すると考えられる。

欧州では、消費者の実質所得が改善し、金融引き締め政策によるマイナス要因が後退したことから、経済成長が転換点を迎えている。とは言うものの、経済活動は地域によって大きく異なる（例えば、ドイツは低迷している一方で、スペインは堅調となっている）。欧州連合（EU）と英国の選挙後に、政府が継続的な成長に向けて政策枠組みを提供できるかどうか注目される。

図表 4 : 高水準の金利と経済成長の相互作用が重要なカギになると考えられる

前期比の実質GDP成長率（%）、季節調整済み年率換算



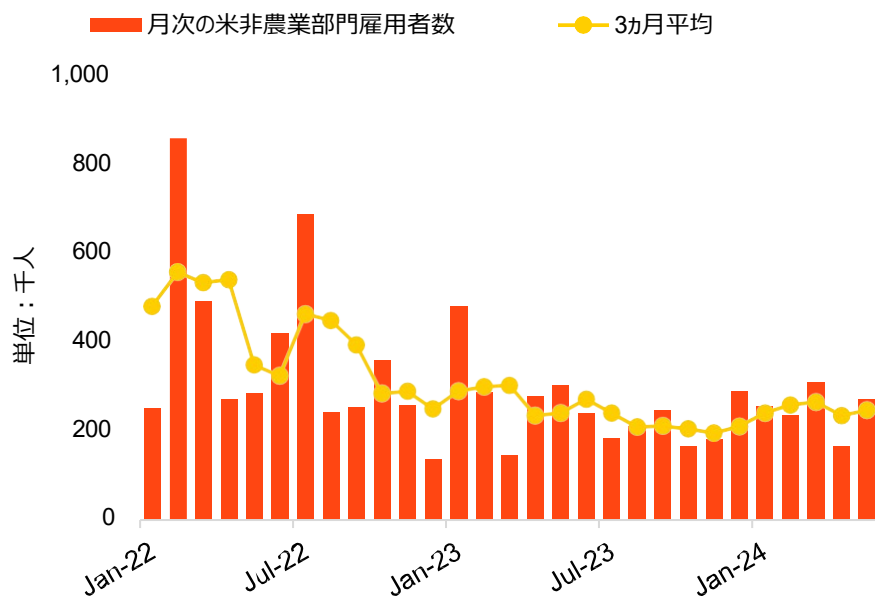
出所：ブラックロック、ブルームバーグ、米商務省経済分析局、ユーロスタット。2024年4-6月期の予測は、米国とユーロ圏の2024年6月17日時点のBloomberg Contributor Compositeを使用しています。

米労働市場の軟化に注目

6月のFOMCでは、[パウエルFRB議長の発言において](#)「ここ1年間にわたり労働市場の逼迫が緩和し、インフレ率が低下する中で、雇用とインフレの目標達成に向けたリスクバランスが改善している」ことが示唆された。その結果、FRBの「金融政策反応関数（景気物価動向に応じた金融政策決定プロセス）」は現在、やや非対称なものになっており、FRBは足元の金利水準を維持するか、あるいは近い将来に利下げに踏み切ることを検討している（利上げが行われる可能性は低い）。

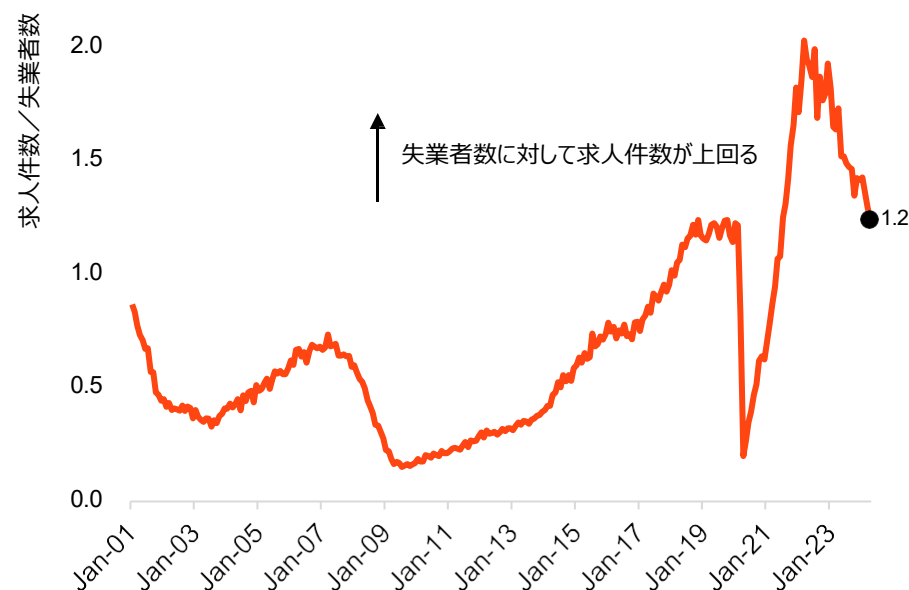
また、6月のFOMC声明文では、特に次のような指摘がなされている：「経済が底堅く推移し、インフレが持続するのであれば、適切な限り、現在のフェデラルファンド金利の誘導目標レンジを維持する用意がある。労働市場が予想外に軟化するか、あるいはインフレ率が予想以上に急速に低下した場合、それに対応する用意がある」。質疑応答においてパウエルFRB議長は、政策対応を必要とする可能性が最も高いのは「労働市場の予想外の悪化」であると述べた。「予想外」という言葉は目新しいものではないが、6月の経済見通しでは、2025年の失業率見通しがやや上方修正された（2024年3月時点の4.1%に対して6月時点は4.2%）。

図表5：米国の雇用数の増加は底堅く推移している
毎月の米国非農業部門雇用者数と3か月移動平均の雇用創出ペース



出所：ブラックロック、ブルームバーグ、米国労働統計局、2024年5月31日までのデータを収集。

図表6：求人件数と求職者数のギャップは縮小している
米国の失業者数に対する米国の求人数の比率（季節調整済み）



出所：ブラックロック、米国労働統計局、2024年4月30日までのデータを収集（入手可能な最新データ）。

米国の大統領選挙：クレジット市場に対する影響

2024年11月5日の米大統領選挙まで残り5か月を切り、市場参加者は、マクロ経済情勢、ひいてはクレジット市場に対する影響に注目している。

共和党（トランプ前大統領）および民主党（ハリス副大統領）の候補者がそれぞれ過去および現政権においてどのような政策を優先するかに関して、市場ではある程度周知されている。とは言ふものの、米国の多額の財政赤字（図表11）、個人所得税の減税の終了時期（2025年末）、地政学的な緊張の高まりといった特殊な背景に応じて、政策の優先事項が変化すると予想される。

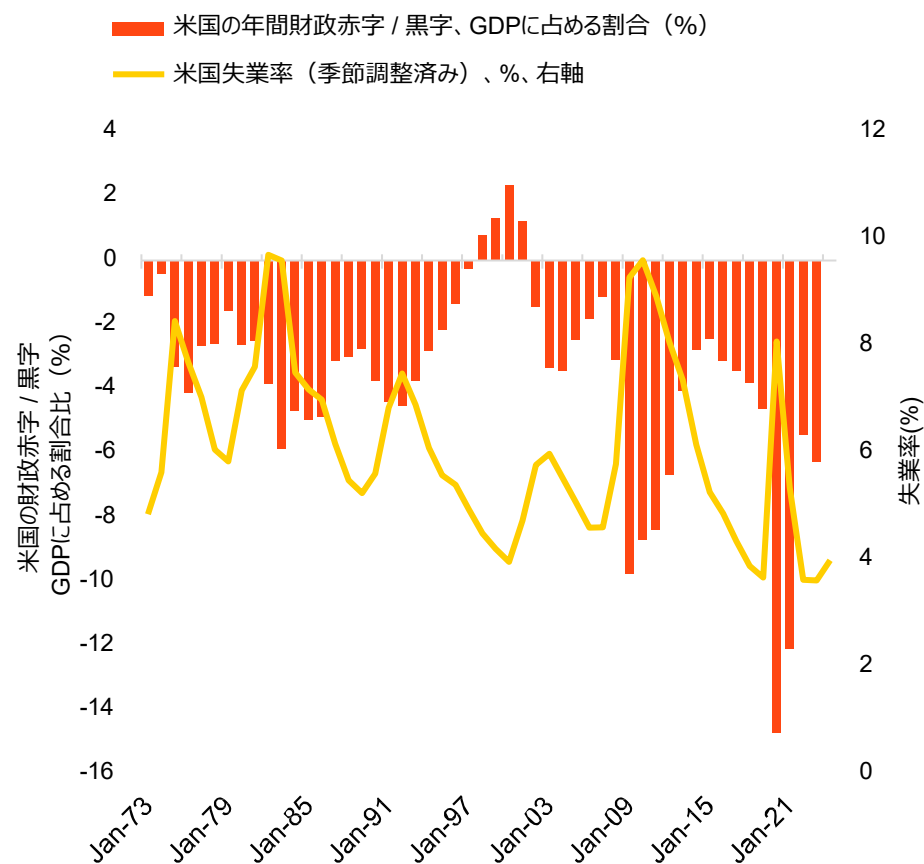
今年初めに取り上げたように、候補者の政策の優先事項がより明確になるに従って、クレジット投資家が注視すべき点は次の5つであると考えられる：

- (1) 法人税政策が変更される可能性があるが、その影響は減税・雇用法の様々な条項に関する2017年の時と同様に、軽微なものになる可能性が高い
- (2) 輸入品に対する新たな関税の可能性や、関税の追加収入の使い道（財政赤字削減や個人所得税の減税など）
- (3) 国防費以外の裁量的財政支出の変化
- (4) 規制および反トラストに関する新たな動き
- (5) 合法的な移民に関する政策が、米国の労働力供給に影響を与える可能性

今後数か月にわたり、クレジット市場においてセクター選択が重要性を増すと考えられる。より深い洞察を得る上では、今後行われる討論会が重要なカギになると考えられる。

図表11：失業率は低いにもかかわらず、米国では現在、財政赤字が問題となっている

米国の年間国内総生産（GDP）に占める財政赤字（プラスの場合は黒字）の割合と、各暦年末の失業率の比較（右軸）



出所：ブラックロック、米国議会予算局、労働統計局。過去のデータ（対GDPに占める財政赤字の割合、および失業率を含む）は各年間のものです。2024年の米国失業率は2024年5月31日現在（入手可能な最新データ）。

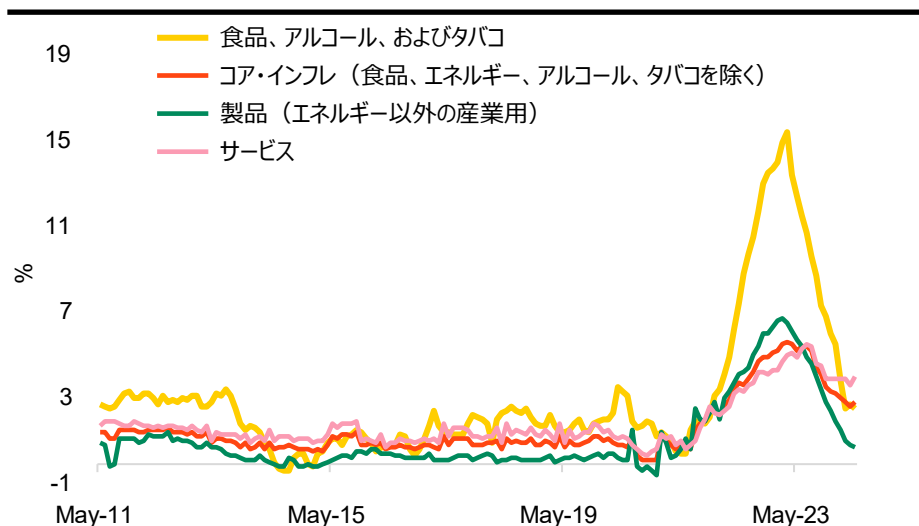
ユーロ圏の賃金は引き続き上昇している

ユーロ圏では、2024年下半期に最も注目する指標（全体的な経済成長率以外で）は賃金である。ユーロ圏では2021年以降、従業員1人当たりの報酬の伸び率が上昇しており、2023年にはユーロ圏で最も高い年率5.2%に達した。賃金は、需要の拡大（消費者の収入が増えれば、消費も増える可能性がある）や、製造コストの上昇（企業は人件費の上昇を「転嫁」するために価格を引き上げる必要があるが、値上げしなければ利益率が悪化する可能性がある）を通じて、インフレに影響を及ぼす可能性がある。

ECBによると、ユーロ圏では賃金の団体交渉は全従業員の約80%をカバーしている。その結果、団体交渉による賃金（図表13）は、従業員1人当たりの総報酬の計算について重要な情報となり、中期的なユーロ圏の賃金上昇トレンドの主な要因となっている。ユーロ圏の賃金上昇は、今後数四半期にわたり注視する必要があるが、その伸びは緩やかなものになる可能性がある。実際に、ECBは労働コストが正常化するの2026年以降と予想しており、これは「賃金の複数年調整プロセス」と一致している。

図表12：インフレの伸びはユーロ圏の一部の経済分野で沈静化している

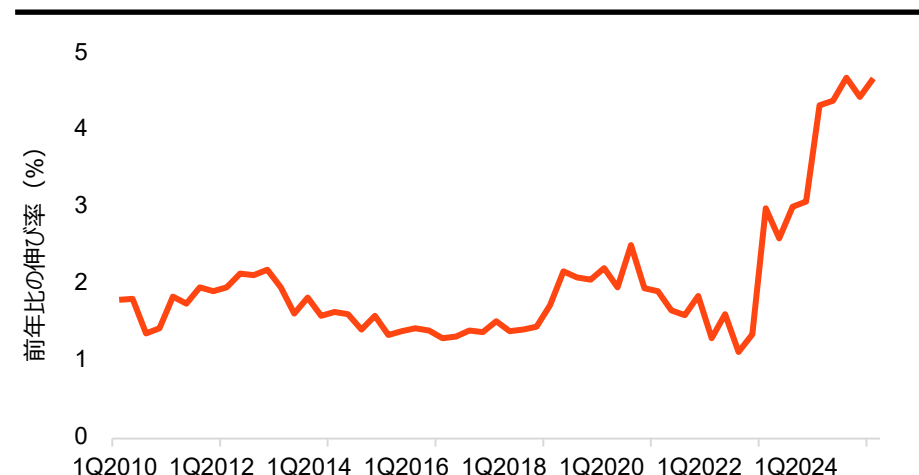
ユーロ圏の前年比インフレ率（季節調整前）、カテゴリ別



出所: ブラックロック、Eurostat、ブルームバーグ、欧州中央銀行、2024年5月までのデータを収集（入手可能な最新データ）。

図表13：交渉賃金は依然として上昇しており、これによりサービス・インフレは高止まりしている

ECBの賃金トラッカーによるユーロ圏の交渉賃金の前年比変化率



出所：欧州中央銀行、ブラックロック、ブルームバーグ、2024年1-3月期（最新）
注：ユーロ圏の交渉賃金の伸びに関するECBの指標により、交渉賃金の動向を監視することが可能です。この指標は、2001年以来収集されており、9か国（ベルギー、ドイツ、スペイン、フランス、イタリア、オランダ、オーストリア、ポルトガル、およびフィンランド）のデータに基づいています。この指標は四半期ごとに発表され、構造的な賃上げだけでなく、一時的な支払いも含まれています。

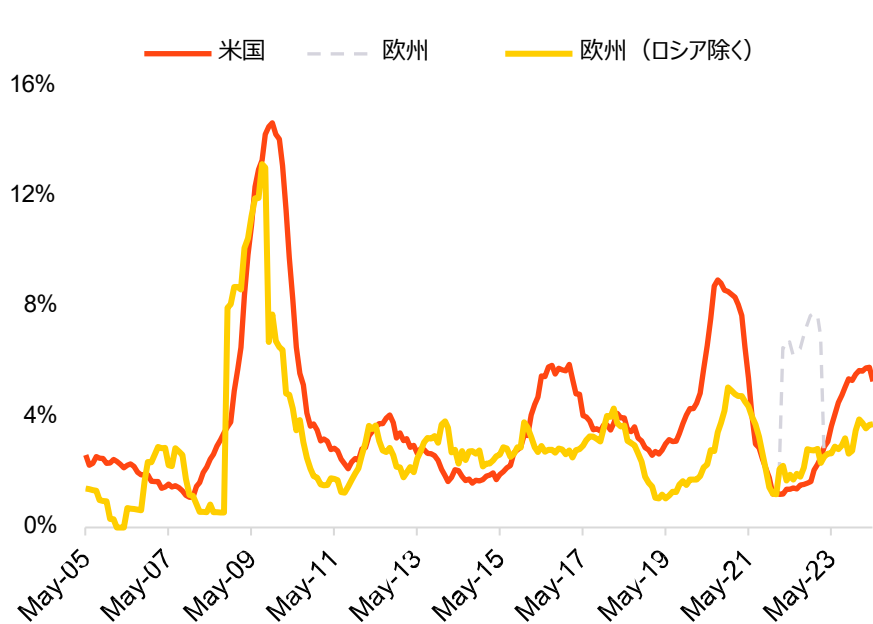
デフォルト率：横ばいとなる初期兆候が見られる

FRBが現在の抑制的な金融政策スタンスを維持する中で、多くの市場参加者は、低格付の借り手の間で破たんが相次ぐことに備えている。しかし、最近のデータは良好なものであり、デフォルト率が**横ばいとなる初期兆候**が見られ（図表16および17）、ここ数ヵ月においてデフォルト時の回収率も緩やかに改善している。ブラックロックは2024年7-9月期、デフォルト率がピークに達したかどうかを注視する。

ブラックロックはセクターや銘柄によってパフォーマンスのばらつきが拡大する投資環境を引き続き予想しているが、クレジット市場全体に混乱が広まることはないと考えている。この見方は二つの前提条件によって支えられている。(1) 世界の経済成長の背景（特に米国）：企業が債務返済コストの上昇を吸収するには、この経済成長が長期平均か、それをやや上回る必要がある。(2) 米ドル建てハイ・イールド債、バンク・ローン市場：新規発行市場は、低格付けの発行体の借り換えを引き続き受け入れる必要がある。

図表16：地域別デフォルト率がピークに達した兆候が見られる

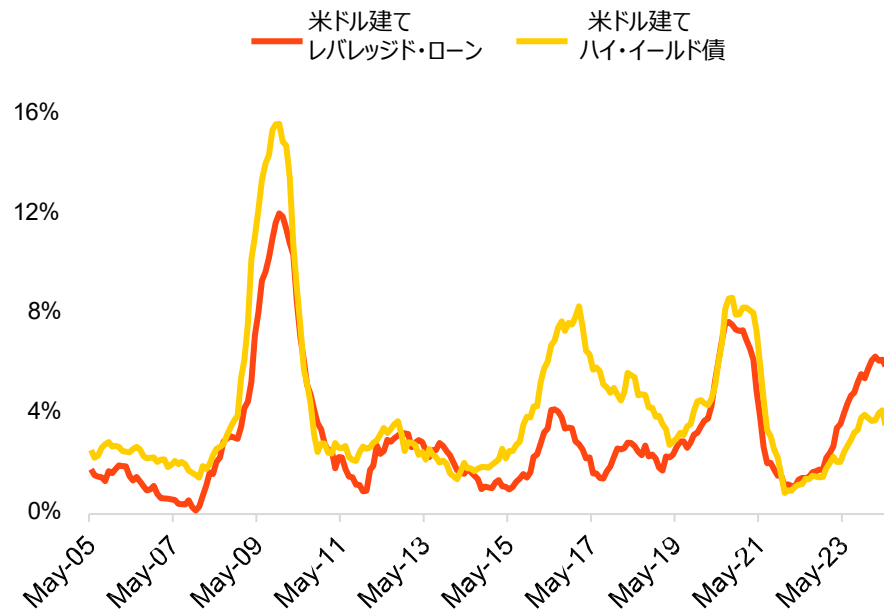
米国および欧州におけるハイ・イールド債およびレバレッジド・ローンのデフォルト率（発行体ベース、12か月ローリング）



出所: ムーディーズ、ブラックロック、2024年5月31日現在。2022年初めのユーロ建て市場におけるデフォルト率の急上昇は、ロシアのウクライナ侵攻に伴うロシアの発行体のデフォルトを反映しています。

図表17：アセットクラス別デフォルト率もピークに達した兆候がある

ムーディーズが調査している米ドル建てハイ・イールド債およびレバレッジド・ローンのデフォルト率（発行体ベース、12か月ローリング）



出所: ブラックロック、ムーディーズ、2024年5月31日現在。(入手可能な最新のデータ)。

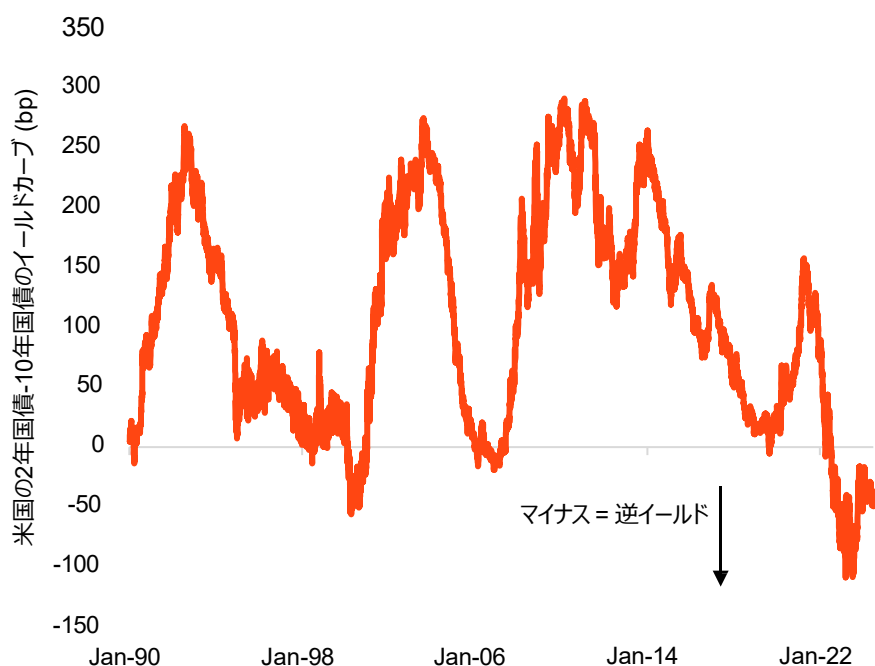
イールドカーブのポジショニング、変動金利と固定金利の選択

2024年下半期には、ここ数四半期と同様に、次の2つの判断がアセット・アロケーション担当者にとって最も重要なものになる可能性がある：（1）米国債のイールド・カーブが逆イールドとなっていることを踏まえたカーブ・ポジショニング（図表24）、（2）変動金利のレバレッジド・ローンと固定金利のハイ・イールド債において「イールド・ピックアップ」を踏まえた固定金利と変動金利のクーポン・エクスポージャーへの資金配分（図表25）。

FRBの利下げサイクルは緩やかなペースになると予想されることから、米国債のイールドカーブの逆転は中期的に持続すると予想される。そのため、デフレーションの長い長期ゾーンの債券よりも、中短期ゾーンの債券を選好する。また、レバレッジド・ローンとハイ・イールド債にはセクターや格付け構成の違いがあるが、少なくとも利回りの観点からすると、相対価値の関係は依然としてローンが有利である。とは言うものの、ファンダメンタルズの観点からすると、すべての変動金利の発行体が、「高金利の長期化」の状況を乗り切る態勢を整えているわけではないため、米国の経済成長が最も重要な要因であることに変わりはない。

図表24：イールド・カーブの逆転

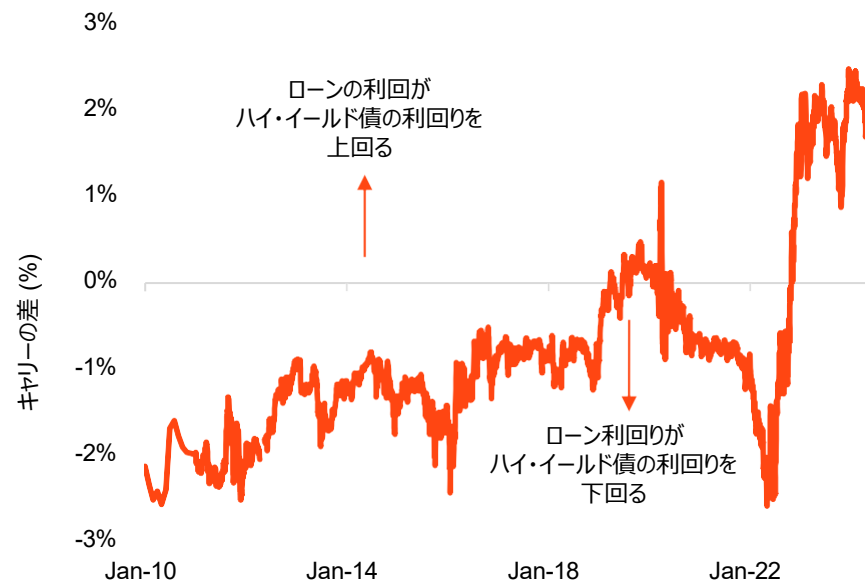
米国債のイールドカーブ、単位：ベーシスポイント：10年債－2年債の金利差



出所：ブラックロック、ブルームバーグ、2024年6月24日現在。

図表25：ローンは「イールド・ピックアップ」を提供している

利回り格差(%)：B格のレバレッジド・ローン－B格のハイ・イールド債



出所：ブラックロック、Pitchbook LCD、モーニングスター/LSTA、ICE-BAML、2024年6月17日現在。
提示されている数値は過去の実績に関するものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の結果を保証するものではありません。インデックスのパフォーマンス・リターンには、運用報酬、取引コスト、または費用は反映されていません。インデックスはアンマネージドであり、インデックスに直接投資することはできません。

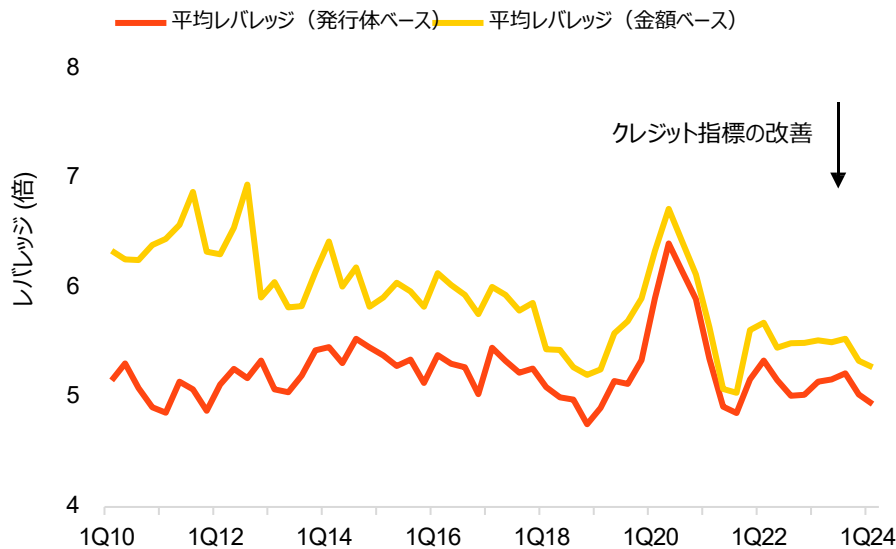
ローンの借り手の財務指標には改善の初期兆候が見られる

固定金利のハイールド債の発行体は、債務の借り換えを行う場合にのみ、高い借入コストに直面する。一方、米ドル建てのレバレッジド・ローンの借り手は、FRBが2022年3月に利上げを開始して以降、変動金利ローンの支払利息が政策金利に連動して上昇したため（金利ヘッジを行わなかったと仮定すると）、借入コストの上昇に何とか対応している。このことは、財務レバレッジ（負債／EBITDA）の水準は安定しているにもかかわらず（図表28）、ここ数四半期のインタレスト・カバレッジ指標に重くのしかかっている（図表29）。しかし、以下に示すように、最近のデータによると、こうした傾向が改善しつつある。

Pitchbook LCDが収集したデータによると、最近ではクレジット関連のいわゆる「アウトライヤー」指標も改善している。例えば、財務レバレッジ（負債／EBITDA）が7倍を超えるレバレッジド・ローンの借り手の割合は、2024年第1-3月期に16%まで低下している（この数値は2019年以降で最低水準であり、2023年7-9月期の20%から低下）。短期的に政策金利の大幅な引き下げが見込まれない中で、借り手は資本コストの上昇を乗り切る必要があることから、ブラックロックは今後数四半期にわたり、このような改善傾向をさらに確認する方針である。

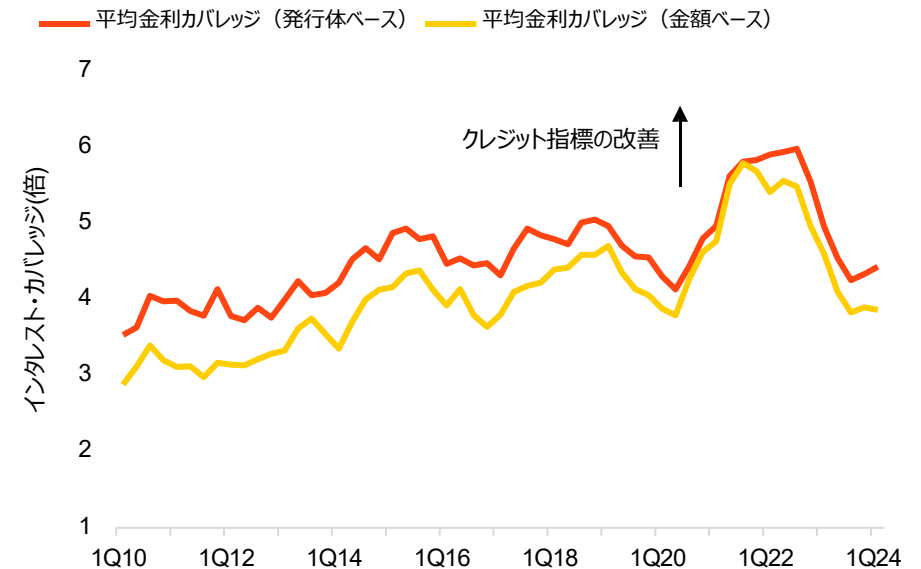
図表28：財務レバレッジ（負債／EBITDA）はやや改善された...

モーニングスター／LSTA 米ドル建てレバレッジド・ローン・インデックスに採用されている発行体のうち、財務諸表を公表している発行体のレバレッジ（負債総額／過去12カ月のEBITDA）



図表29：...そして金利カバレッジに関しては

モーニングスター／LSTA 米ドル建てレバレッジド・ローン・インデックスに採用されている発行体のうち、財務諸表を公表している発行体のインタレスト・カバレッジ（直近12ヶ月のEBITDA／直近12ヶ月利息）、発行体の企業数ベース



両チャート: 出所: ブラックロック、Pitchbook LCD、モーニングスター／LSTA、2024年1-3月期。(最新) LCDの2024年1-3月期のサンプルには158の発行体（インデックスの発行残高合計1,740億ドル）が含まれる。このサンプルは額面ベースでインデックスの13%を占め、これは財務諸表を公開している全ての発行体のサブセットです。LTM = 過去12カ月

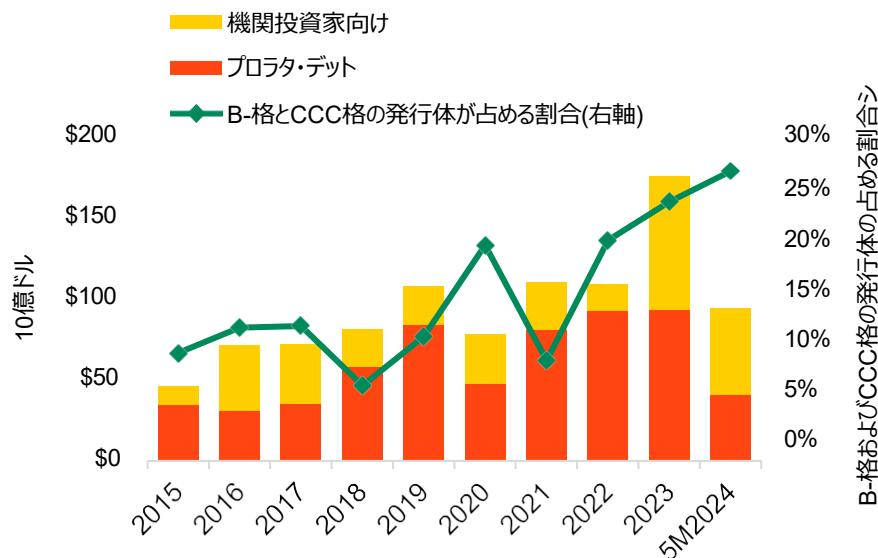
CLOへの需要が大量のローンの供給を吸収

Pitchbook LCDのデータによると、機関投資家向けのレバレッジド・ローンの年初来発行額が2,880億ドル（6月24日現在）に上り、2023年の同時期と比べて182%増加している。この記録的な増加ペースは、借り換え活動（およびM&A）により牽引されている。CLOの組成額は年初来で990億ドルに達しており、2023年比で88%増加し、2021年に記録した過去最高額を上回る勢いであることから、レバレッジド・ローンの発行に対して十分な需要がある（図表33）。

米ドル建てレバレッジド・ローン市場における「アmend・アンド・エクステンド（A&E）」（これにより、借り手は融資枠全体の条件改訂を行うことなく、既存の融資の満期を延長することが可能となる）の動きは、2024年5月末までに945億ドルに達した。図表32が示すように、これはすでに2015～2018年および2020年の通期の合計を上回っている。

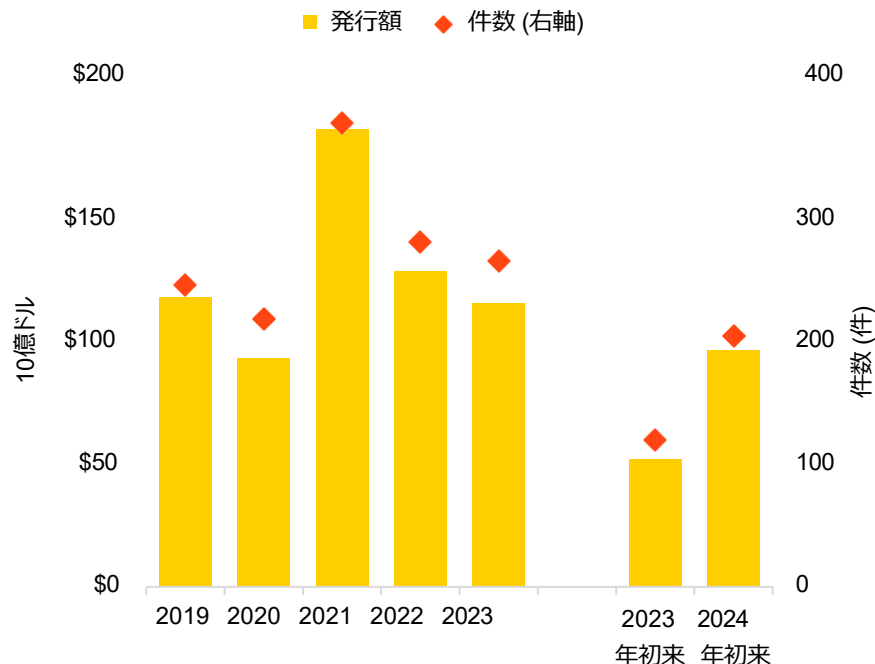
図表32：低格付けの借り手がアmend・アンド・エクステンドで多くの割合を占めている

米ドル建てレバレッジド・ローンにおけるアmend・アンド・エクステンド（A&E）の件数と、B-格およびCCC格の発行体が行ったA&Eの割合（右軸）



出所：ブラックロック、Pitchbook LCD、2024年5月31日現在。プロラタ・デットは通常、アモチ付きタームローンA（TLA）およびリボルビング・クレジット・ファシリティを含み、主に金融会社や銀行にシンジケートされている。機関投資家向けローンは、CLOを含む機関投資家向けに組成されたターム・ローンBで構成されています。

図表33：CLOの組成がレバレッジド・ローンの供給に対する需要を生み出している
米国CLOの年間新規発行活動（件数ベース（右軸））



出所：ブラックロック、Pitchbook LCD、2024年6月17日現在。

プライベート・デットの増加の背景にある構造的変化

世界のプライベート・デットの運用運用残高（AUM）は、2023年9月時点の1兆7,000億ドルから、2028年末には3兆5,000億ドルに達すると[引き続き予想される](#)（ブレキンによる最新の数値、図表39）。この予測の背景には、4つの主な構造的要因が存在する：（1）分散投資とインカム収入を求める投資家のニーズ、（2）確実な実行と柔軟性を求める借り手のニーズ、（3）上場企業数が減少するなど構造的変化が起きており、企業が長期にわたり非公開のままで留まっているため、プライベート・レンダーが非公開の大手借り手に融資を提供するようになったこと（図表38）、（4）銀行の融資基準の厳格化が続いており（[米国 および欧州](#)）、融資基準は（ここ数四半期ではやや緩和されたものの）依然として厳しい状況にあること。

これらの要因の多くは周知されているものの、上場市場の構造的変化については、市場参加者がまだあまり理解していないと考えられる。

図表38：企業は長期にわたり非公開のままで留まっている

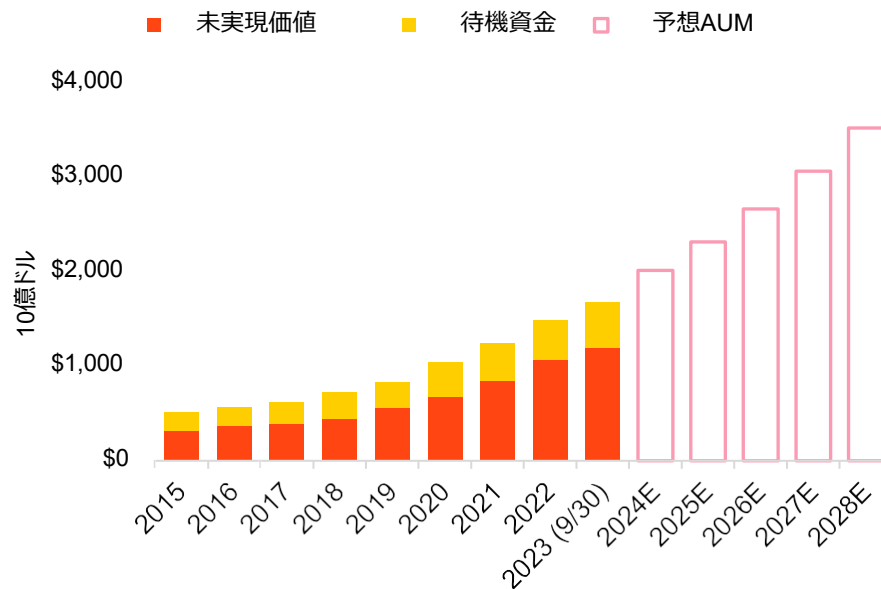
ニューヨーク証券取引所（NYSE）および米国ナスダック市場（NASDAQ）に上場している企業を含む。米国の公開企業数



出所: ブラックロック、国際取引所連合、Haver Analytics、2024年3月31日現在。(入手可能な最新のデータ)

図表39：2028年末までに、世界のプライベート・デットの運用資産残高（AUM）は3兆5,000億ドルに達すると予想される

プライベート・デットの世界の運用運用残高（未実現価値と待機資金）および予想AUM



出所：ブラックロック、ブレキン。2023年9月30日（入手可能な最新のデータ）までの各暦年末時点のブレキンによる過去（実績）のデータ。2024E～2028Eはブラックロックの推定値です。**予測が実現することを保証するものではありません。**

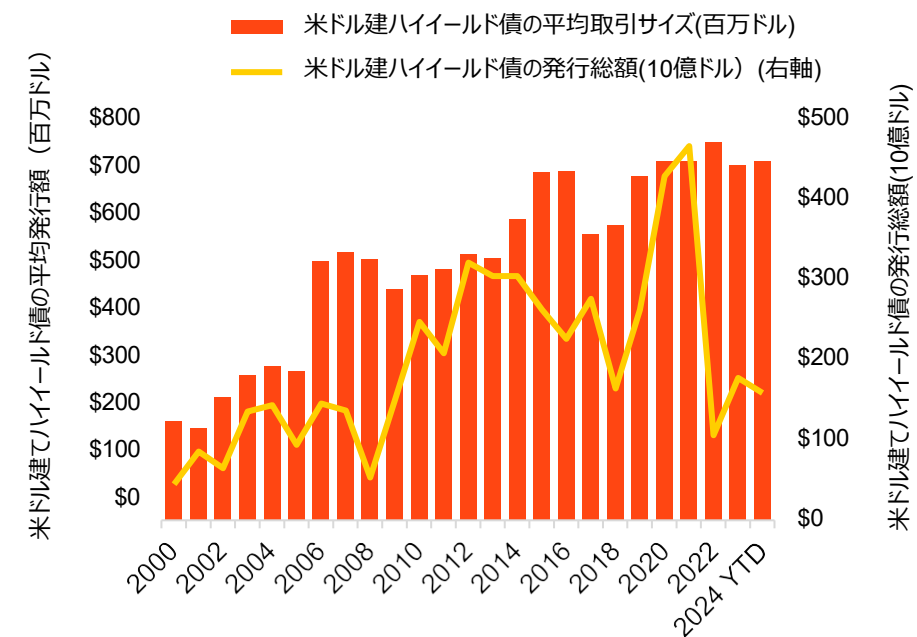
パブリック・クレジット市場は（超）大手企業に資金を提供

企業が長期にわたり非公開のまま留まっている中で（図表38）、パブリック・クレジット市場は大手の借り手に資金を提供するようになった。図表40に示されているように、米ドル建てハイールド債市場の新規発行サイズの平均は、過去5年間は700百万ドルを超えており、ここ10年間で増加傾向にある。米ドル建てレバレッジド・ローン市場では、新規発行サイズの平均はやや小さいが、それでも2020年以降の平均は449百万ドルとなっている（図表41）。

パブリック・クレジット市場から資金を調達しようとするミドル・マーケット企業にとって、これらの新規発行サイズはとてつもなく大きい。パブリック市場で「あまりにも少額」の社債を発行すると、流動性が乏しくなり、保有する投資家数が少数になる可能性がある。このような状況は、企業が将来、借り換えを希望する場合に不利であり、投資家にとっても最適ではない結果を招く可能性がある。

図表40：過去5年間に於けるハイールド債の平均発行サイズは700百万ドル以上

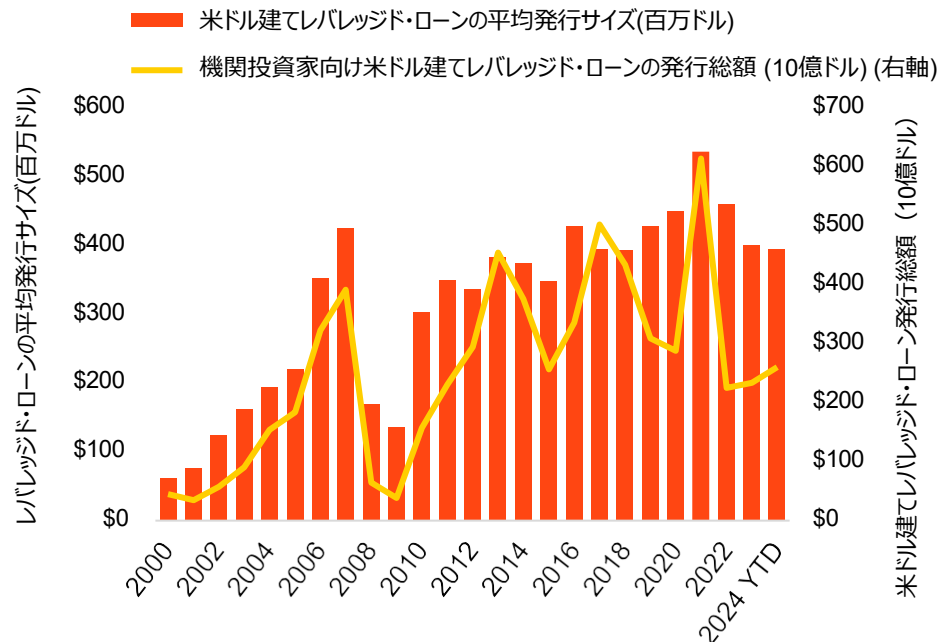
米ドル建てハイールド債の平均発行サイズ（百万ドル）と
米ドル建てハイールド債の発行総額（10億ドル）



出所：ブラックロック、Dealogic (ION Analytics)、2024年6月17日現在。

図表41：米ドル建てレバレッジド・ローンの平均発行サイズも大きい

米ドル建てレバレッジド・ローンの平均発行サイズ(百万ドル) と
米ドル建て機関投資家向けレバレッジド・ローン発行総額 (10億ドル)



出所：ブラックロック、Pitchbook LCD、2024年6月17日現在。

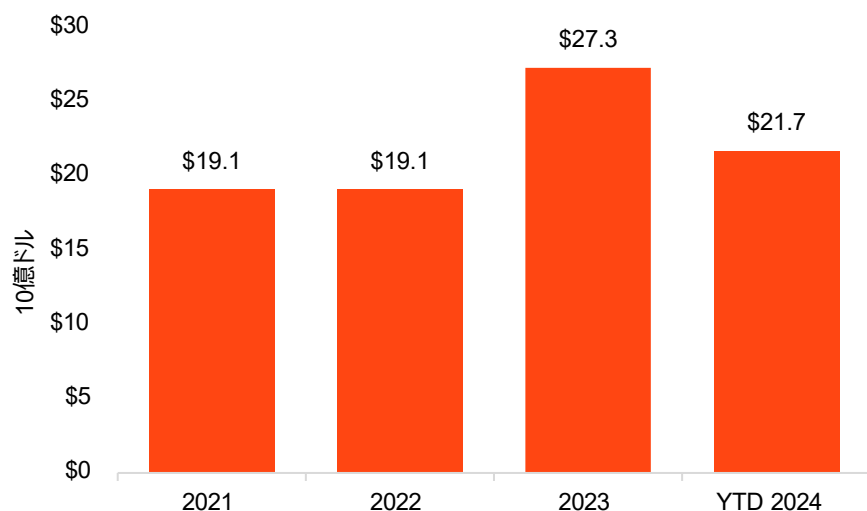
利用可能な市場のオーバーラップ

プライベート・デットが規模の大きい独立した資産クラスとして成長している中で、[借手が利用可能な市場](#)も拡大している。利用可能な市場の拡大は、借手がプライベート市場とパブリック市場の両方の市場で資金調達を同時に検討する「デュアル・トラック」プロセスで見られるように、シンジケート・ローン市場とプライベート・デット市場でオーバーラップする部分が増えていることから明らかである。また、一方の市場から他方の市場への借入の「移動」を通じてこのことを追跡することも可能である。図表42は、2024年上半期の「プライベート市場からパブリック市場」への借り換えのトレンドがよく示されている一方で、「パブリック市場からプライベート市場」への借り換えの動きも堅調に推移していることを示している。KBRAのDLDのデータによると、2024年6月13日時点の年初来で、217億ドルのシンジケート・ローンがプライベート市場で借り換えられている。

2023年下半期にはシンジケート・ローン市場が混乱し、景気後退懸念が高まったため、プライベート・デット市場への資金流入が見られたが、2024年に入ってからこれまでは正反対のパターンが見られる。ブラックロックは、パブリック市場がプライベート・デットの借り換えを快く受け入れることにより、プライベート・デット市場が借手から見て「逆選択」にさらされている（仕方なくプライベート・デットで資金調達している）のではないかという一般的な懸念が払拭されている。ブラックロックの見解では、パブリック市場とプライベート市場間の借手の移動の増加は、プライベート・デットが現在、シンジケート・ローン市場とともに、多くの企業にとって利用可能なもう一つの資金調達の選択肢として機能することを示唆している。プライベート・デット市場とシンジケート・ローン市場の借り換えの動きは、マクロ経済環境や市場のセンチメントに基づいて、今後も繰り返すと予想される（図表43）。

図表42：パブリック市場からプライベート市場への移行金額

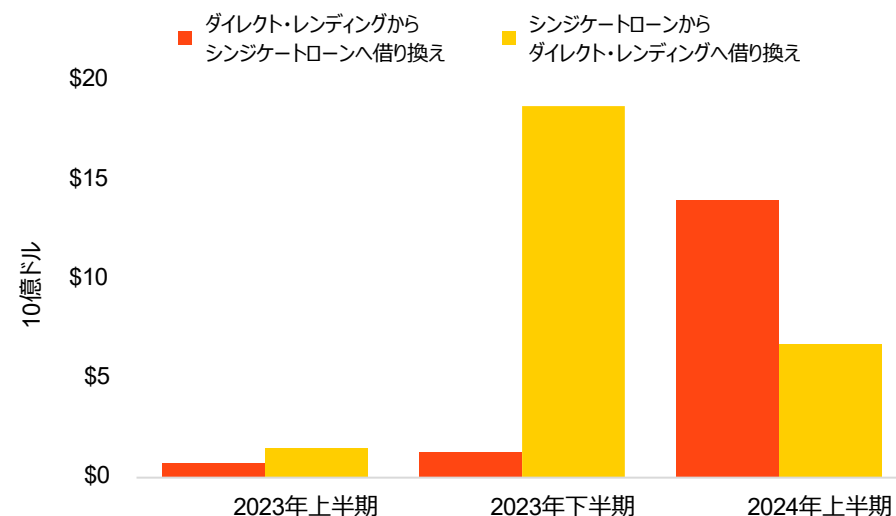
シンジケート・ローン市場から直接・レンディングに移行した米ドル建て案件の取引金額（10億ドル）



出所：ブラックロック、KBRA DLD、2024年6月13日現在。

図表43：BSLとDL間のシフトにおける増減の波

シンジケート・ローン（BSL）と直接・レンディング（DL）の借り換え



出所：ブラックロック、Pitchbook LCD、2024年5月21日現在の2024年上半期のデータ。

総じて底堅いクレジット・ファンダメンタルズ

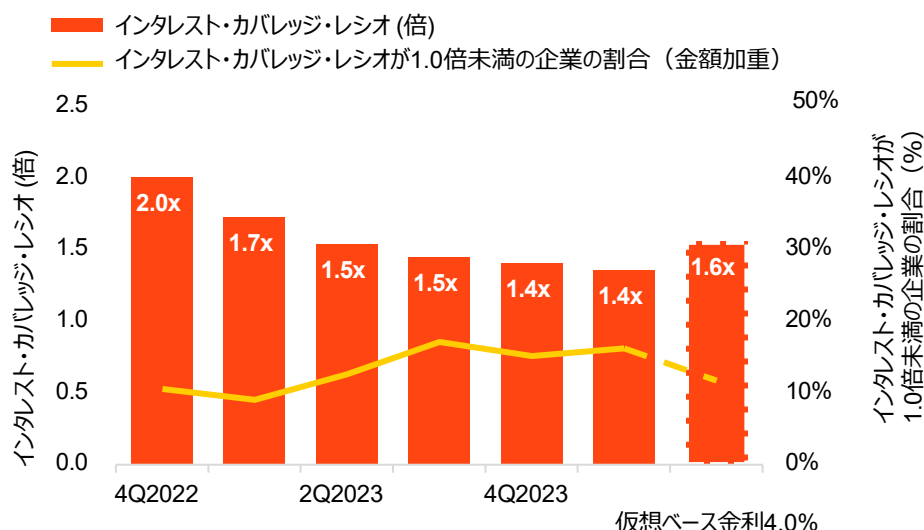
変動金利のプライベート・デットの借り手は、資本コストの上昇という環境にもかかわらず、全体として比較的底堅いクレジット・ファンダメンタルズを維持している。リンカーン・インターナショナルのプライベート・マーケット・データベースのデータを用いた図表45と図表46では、借り手のインタレスト・カバレッジ（IC）レシオと固定費用カバレッジ（FCC）レシオは比較的良好に推移していることを示している。

リンカーン・インターナショナルは流動性の低いオルタナティブ投資を専門とする独立系の評価アドバイザーであり、2024年第1四半期現在、同社のバリュエーション・オピニオン・グループ（VOG）独自のプライベート・マーケット・データベースには、約5,000社の米国事業会社が登録されており、1,850億ドル超のプライベート・ローンが含まれている。

こうした頑健性を支えている重要な要因の1つは、継続的な力強い経済成長である。リンカーンがカバーしている米国企業の2024年1-3月期における直近12か月のEBITDAの前年同期比成長率は平均5.6%であった。資本効率の高い方法で成長する経営能力は、金利の高い環境では極めて重要であると考えられる。図表45と図表46の仮想ベースの4.0%というベース金利は、利下げが実施された場合の改善を示している。

図表45：インタレスト・カバレッジ・レシオ

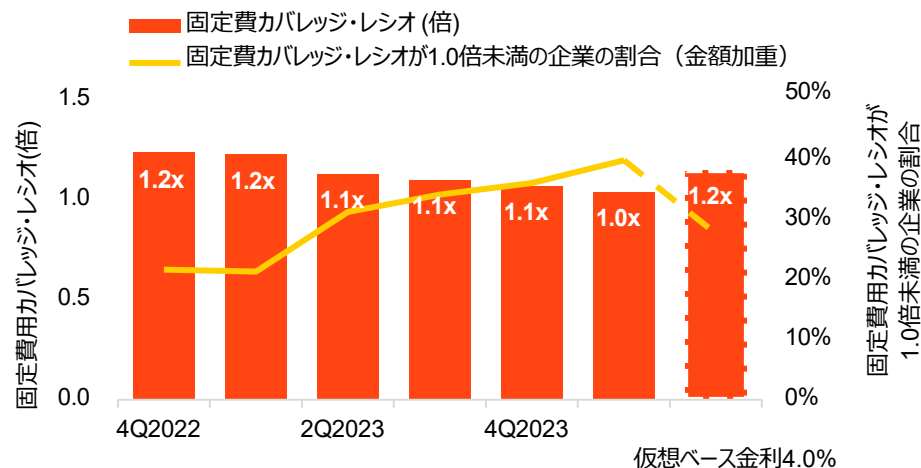
インタレスト・カバレッジ・レシオ（金額加重）（実績値および仮想値）および
インタレスト・カバレッジ・レシオが1.0倍未満の企業の割合（右軸）



出所：ブラックロック、リンカーン・インターナショナル・プライベート・マーケット・プロプライエタリー・データベース。2024年第1-3月期時点のデータを収録。計算方法：インタレスト・カバレッジ = 直近12か月のEBITDA / 利息。

図表46：固定費用カバレッジ・レシオ

固定費用カバレッジ・レシオ（金額加重）（実績値および仮想値）および
固定費用カバレッジ・レシオが1.0倍未満の企業の割合（右軸）



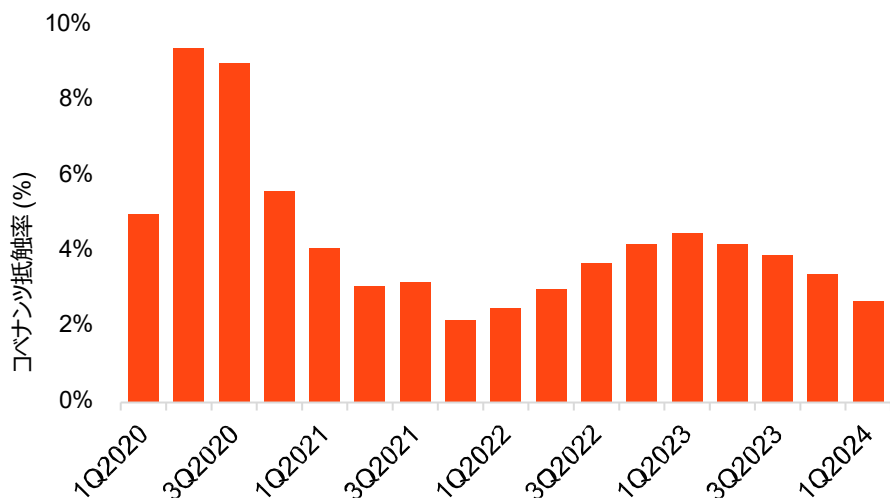
出所：ブラックロック、リンカーン・インターナショナル・プライベート・マーケット・プロプライエタリー・データベース。2024年1-3月期時点のデータを収録。計算方法：固定費用カバレッジ・レシオ = (直近12か月のEBITDA - 税金 - 設備投資) ÷ (LTM 支払利息 + (1% * 負債総額))。資本支出（「設備投資」）は直近12か月の設備投資を使用。直近12か月の設備投資額が入手できない場合は、来期の設備投資額を使用し、直近12か月の設備投資額とNFY設備投資額の両方が入手できない場合は、前期の設備投資額を使用。

コベナンツ抵触の減少、若干の実現損失

米国のプライベート・デット市場におけるコベナンツ抵触と実現損失に関する最近のデータからも、この市場が有望であることがわかる。リンカーン・インターナショナル・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベースのコベナンツ抵触率は、2024年1-3月期に2.7%まで低下し（図表47）、4四半期連続で低下している。コベナンツ抵触の減少は、プライベート・デット市場における借り手と貸し手（または少数の貸手グループ）の長期的な関係に内在する柔軟性に起因するものであり、一般的に（パブリック・クレジット市場において、融資契約書の変更を数十の貸し手と協力して作業を行うのに比べて）より効率的に問題に対処することができる。

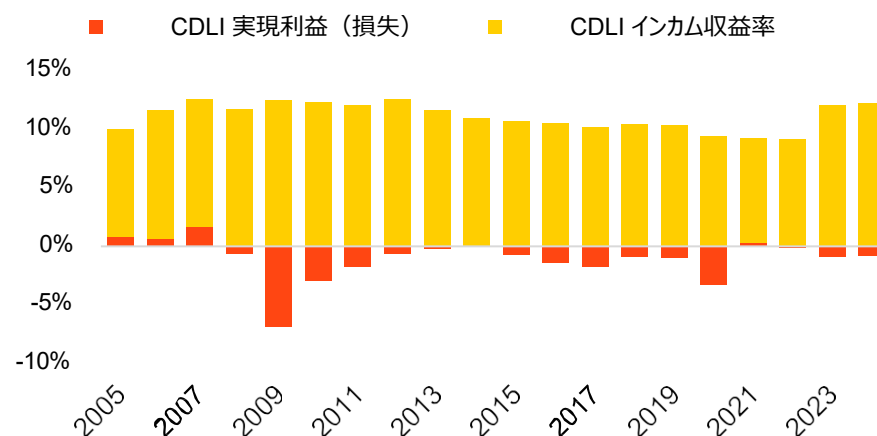
別の指標であるクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックス (CDLI) のデータを見ると、損失率などを把握することができる。CDLIは、15,600件の米国のミッド・マーケット企業向けダイレクト・レンディングから成るインデックスであり（2024年1-3月期時点）、2024年1-3月期までの直近12カ月間の実現損失率は85bpとなっており、長期平均（2005年以降）の約1.0%を下回っている。一方で、同期間においてCDLIは、政策金利の上昇に後押しされて、12.3%の金利収入を生み出した（図表48）。

図表 47 : コベナンツ抵触は4四半期連続で減少している
リンカーンVOGプロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベースに含まれる米国のポートフォリオ企業のコベナンツ抵触率



出所：ブラックロック、リンカーンVOG・プロプライエタリー・プライベートマーケットデータベース。2024年1-3月期現在。
注記：デフォルトとは、金銭的な債務不履行ではなく、コベナンツ条項違反のことです。分析は、各四半期にデフォルトした証券を保有していたポートフォリオ企業のそれぞれに関して、純債務総額残高を考慮した上で規模加重アプローチに基づいて行われました。

図表 48 : 実現損失は長期平均の1.0%を下回っている
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(CDLI)の実現利益(損失)および金利収入リターン、年間別(2005年～2024年1-3月期)



出所：ブラックロック、クリフウォーター、2024年1-3月期現在。未実現損失は除く。実現利益は、エクイティ・スタブ、ワラント、および投資のエグジット益によるものです。これらは、第2順位抵当権付きローンとメザニン・ローンの占める割合が高かった2005年から2007年に多く見られました。提示されている数値は過去の実績に関するものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の結果を保証するものではありません。インデックスのパフォーマンス・リターンには、運用報酬、取引コスト、または費用は反映されていません。インデックスはアンマネージドであり、インデックスに直接投資することはできません。

投資リターンのばらつきが顕著となっている

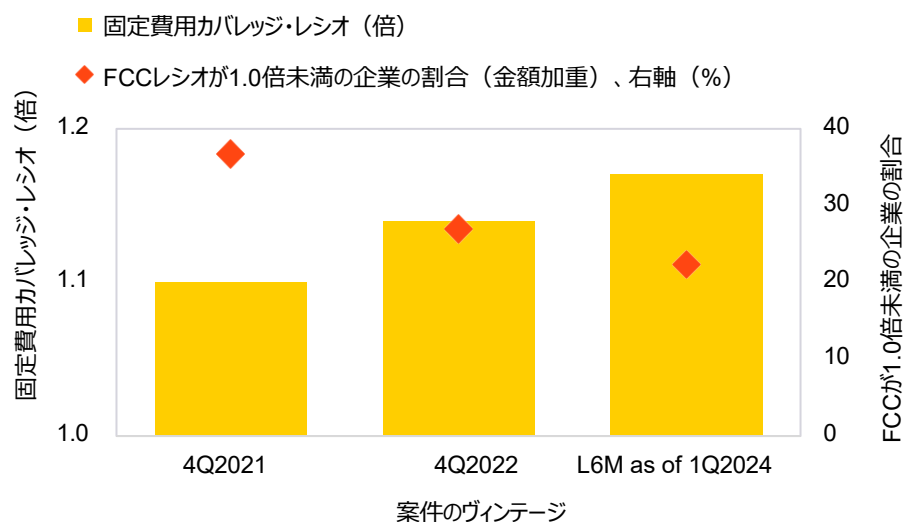
プライベート・デットのファンダメンタルズは総じて底堅さを示しているが、資本コストの上昇により、投資リターンのばらつきが拡大している。このことは、2024年下半期におけるクレジットの銘柄選択や分散投資の重要性を強調している。「[Private Debt: Exploring the Nuances](#)」で述べたように、投資リターンのばらつきには、主にヴァインテージ、ポートフォリオ（セクターや企業規模を含む）、クレジット戦略（例えば、資本構成におけるポジションなど）という3つの要素が関係している。

ヴァインテージに焦点を当て、リンカーン・インターナショナルのデータを再び分析すると、2021年第4四半期（金利の想定が楽観的過ぎたかもしれない）に行われた案件の固定費用カバレッジ（FCC）レシオの平均は1.10倍であった。また、これらの案件の36.8%は固定費用カバレッジ・レシオが1.0倍未満であった。一方、2024年3月末時点で過去6か月に行われた案件の平均固定費用カバレッジ・レシオは1.17倍である。また、固定費用カバレッジ・レシオが1.0倍を下回っていたのは22.4%であった。（図表49）。

借り手企業のEBITDA成長率もセクターによって異なる（図表50）。これは、各業種で成長促進要因とマイナス要因が異なり、循環性、価格決定力、経営の俊敏性、および財務の柔軟性の程度も違ってくるためである。

図表 49 : ビンテージにおけるばらつき

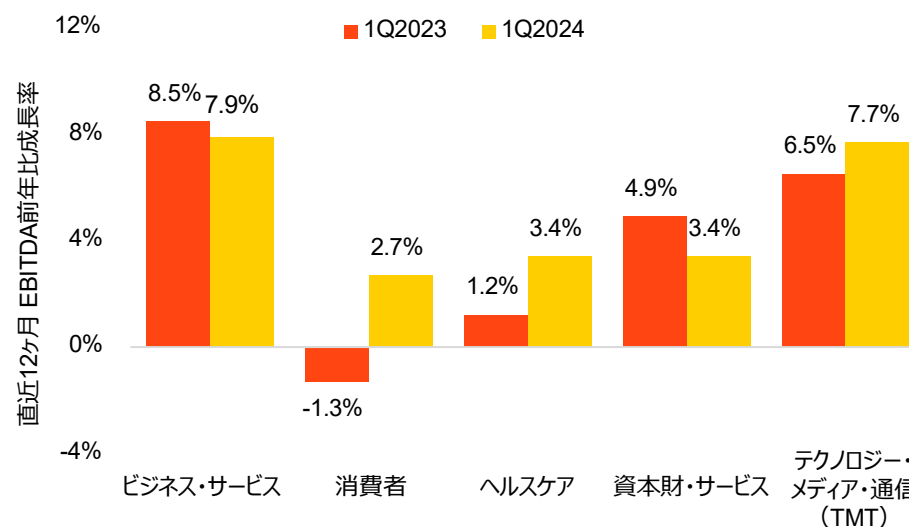
リンカーン・インターナショナル・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベースに登録されている企業の固定費用カバレッジ・レシオ（案件のビンテージ別）



出所：ブラックロック、リンカーン・インターナショナルVOG・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベース。2024年1-3月期のデータを収録。計算方法：固定費用カバレッジ・レシオ = (直近12か月のEBITDA - 税金 - 設備投資) / (直近12か月の支払利息 + (1% * 負債総額))

図表 50 : 借り手のEBITDA成長率はセクターによって異なる

リンカーン・インターナショナル・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベースに登録されている企業における直近12か月のEBITDAの前年比伸び率（業種別）



出所：ブラックロック、リンカーン・インターナショナルVOG・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベース。2024年1-3月期現在。LTM = 過去12か月。

融資契約変更のパターン

ローン契約のコバナンツ条項は借り手が経営難に陥った場合に、貸し手が「融資条件に関して交渉を始める」ためのツールであり、コバナンツ条項の変更は、（信用力のある）借り手をより健全な財務状態に導くための貸し手による支援策の1つでもある。実際に、2024年1-3月期までの過去12ヵ月間に730件以上の融資契約変更が実施されており、リンカーン・インターナショナル社がカバーしている企業の16%を占めている。

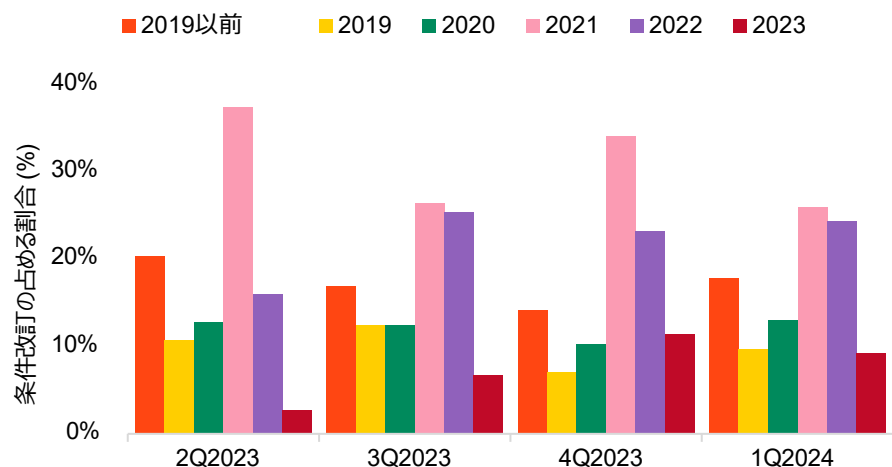
図表53はビンテージ別のパフォーマンスのばらつきを示すもう一つの例であり、融資契約変更に関連するものである。過去12ヵ月間において、融資契約変更全体の約50%は2021年および2022年のビンテージ案件（すなわち、低金利環境下で引き受けられた案件）に起因している。

また、リンカーン・インターナショナルによると、2023年ビンテージの案件、すなわち金融引き締め政策への移行が明確であった時期に引き受けた案件の融資契約変更の割合は、全てのビンテージの中で2024年1-3月期において最も低かった。

過去4四半期においては、ローン・クーポンに関する変更が最も一般的な変更のタイプであった。しかし、これらの変更の内容は変化している。2023年4-6月期と2023年7-9月期には、キャッシュ・クーポンの変更が全体の約65%を占めていた。しかし、直近2四半期では、PIK（ペイ・イン・カインド）クーポンを含む変更が多くを占めている（図表54）。

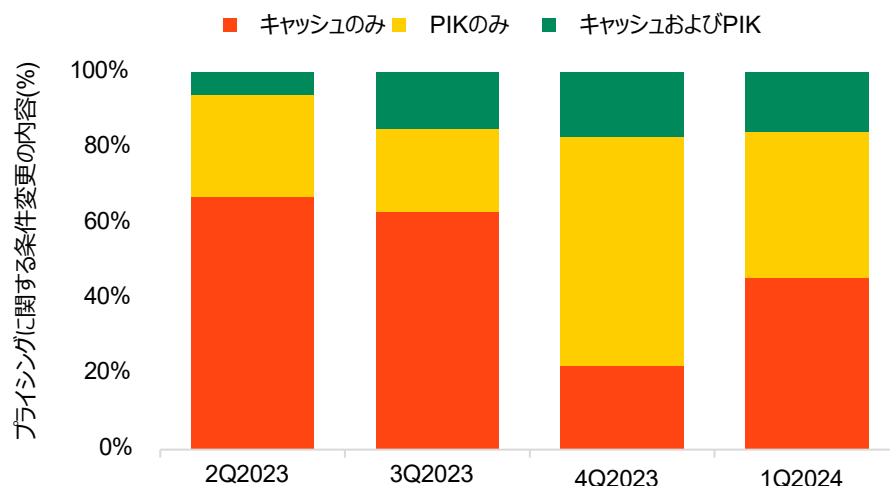
図表53：2021年および2022年のビンテージ案件では融資契約変更の割合が高い

ビンテージ別の融資契約変更の割合（四半期別）



図表54：最近のクーポン変更にはより多くのPIKが含まれている

クーポン変更におけるタイプ別の割合（四半期別）



両方の図表：出所：ブラックロック、リンカーン・インターナショナル VOG・プロプライエタリー・プライベート・マーケット・データベース 2024年1-3月期現在（最新）。

投資家は、経験豊富なマネジャーを優先して選択している

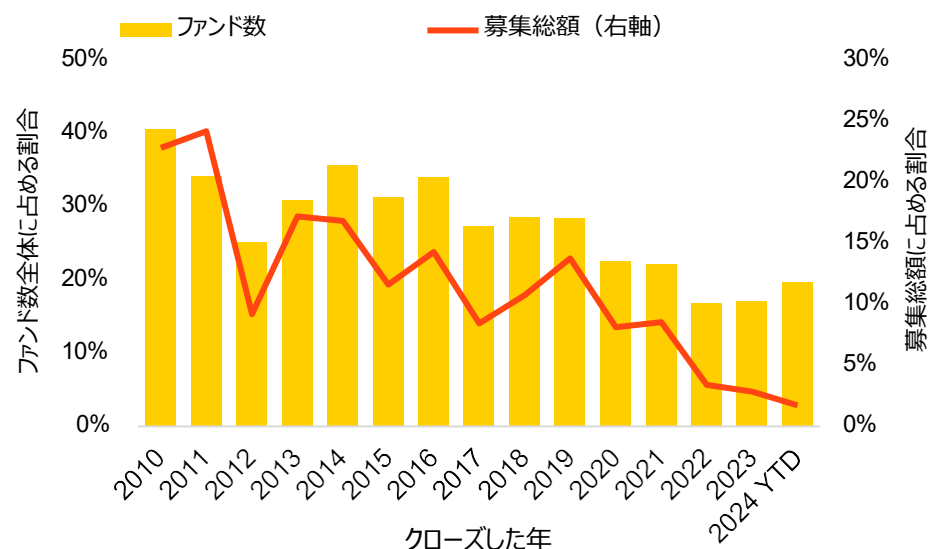
ここ数年では、プライベート・デットの運用資産残高が増加していることから、一部の市場関係者の間では、新規参入者が市場シェアを獲得するために引受規律を緩めているのではないかという懸念が高まっている。しかしながら、プレキンのファンド募集関連のデータによると、投資家の見識のある状況が見て取れる。金融引き締め の時期に入ったことで、投資家は、マネジャー選定において厳格になり、経験豊富なマネジャーを選好するようになった。

例えば、図表55によると2022年以降、初めて設定されたプライベート・デットの1号ファンドが獲得した資金は平均で全体の2.7%（年間）であり、2019年から2021年の平均である10.2%を大きく下回っている。同様に、図表56で示されているように、実績のあるプライベート・デットのマネジャー（4本目以降のファンドを設定しているマネジャー）は、2019年から2021年の平均72%に対して、2022年以降は平均で全体の84%の資金を調達している。

ブラックロックでは、高い金利環境により、投資家が一般的に債務のリストラクチャリングやワークアウトに関する経験豊富なマネジャーを選好していると見ている。プレキンは、資産クラスが成熟し、マネジャーと投資家との関係が定着するに従って、プライベート・キャピタルの資金調達が一部のマネジャーに集中するのは一般的なことであると指摘している。

図表55：初めて設定されたプライベート・デット・ファンドが集めた資金はわずかである

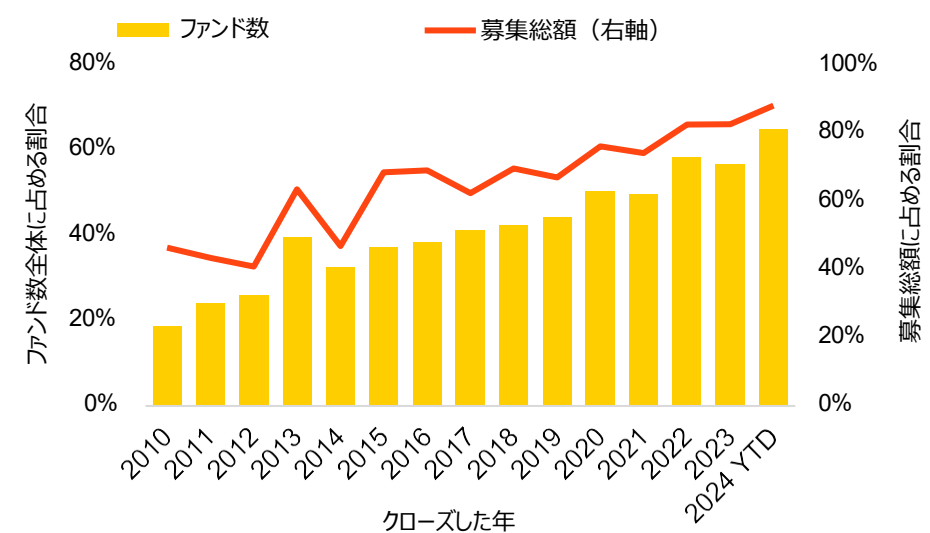
初めて設定されたプライベート・デットの1号ファンドの
ファンド数全体および募集総額に占める割合（右軸）



出所：ブラックロック、プレキン、2024年6月18日までのデータを収集。対象はクローズドエンド型プライベートデットファンド。

図表56：2022年以降、経験豊富な運用会社がほとんどの資金を調達している

4本目以降のファンドを設定しているプライベート・デットのファンド数全体および募集総額に占めるの割合（右軸）



出所：ブラックロック、プレキン、2024年6月18日までのデータを収集。対象はクローズドエンド型プライベートデットファンド。

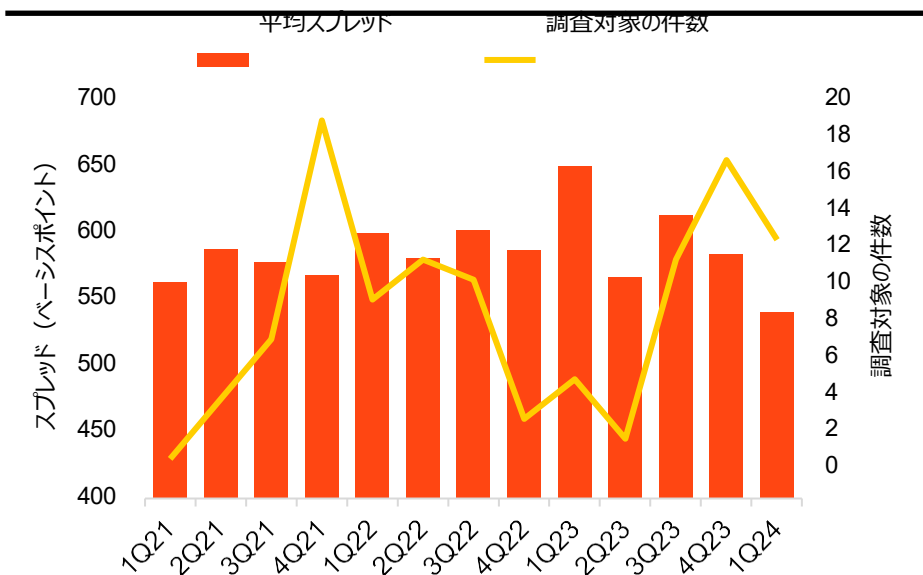
プライベート・デットとシンジケート・ローンの競争の結果、クレジット・スプレッドが縮小

プライベート・デットとシンジケート・ローンの市場のオーバーラップが増加（前述）しているが、これは両市場での発行に適した大手の借り手（KBRAのDLDでは、10億ドル以上を「ジャンボ」ローンと分類）において最も顕著に見られる傾向である。実際に、このようなジャンボ・ローンは、パブリック・クレジット市場において比較的流動性が高く、インデックスの構成銘柄として適格となるのに十分な規模のディール案件であることが多い。

2024年上半期にはシンジケート・ローン市場が投資家から受け入れ可能な環境となっている中で（LBOが限定的であったことなどその他の市場要因も相まって）、両市場に適格な借り手は、プライシング競争力を維持している。例えば、KBRAのDLDによると、ジャンボ・ローンの平均スプレッドは2024年1-3月期に540bp（前年同期：584bp）まで縮小しており、これは2四半期連続の縮小である（図表57）。また、図表58 に示すように、新規発行価格（発行時の割引（OID）を反映して）も2024年13月期に上昇した。新規発行のジャンボ・ローンの平均スプレッドは、近年の水準に比べて縮小しているが、政策金利の上昇により、魅力的なオールイン・イールドを大きく損なうことなく、貸し手がスプレッドを縮小させることが可能になったと考えられる。

図表57：スプレッドは、KBRA DLDシリーズが開始された2021年1-3月期以降で最も縮小した水準となっている

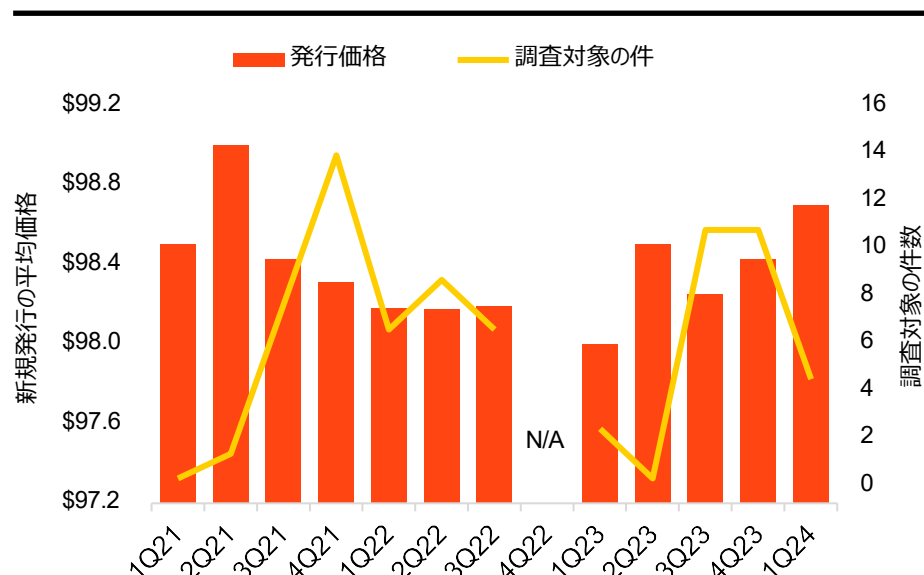
ジャンボ・ローン（10億ドル以上と定義）発行時平均スプレッド（単位：bp）



出所：ブラックロック、KBRA DLD、2024年1-3月期現在。

図表58：新規発行価格は3四半期連続で上昇している

ジャンボ・ローン（10億ドル以上と定義）の発行価格、額面100ドルから割引



出所：ブラックロック、KBRA DLD、2024年1-3月期現在。

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

〒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

03-6703-4100（代表）

www.blackrock.com/jp/

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。

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、見通しであり、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通しは作成日現在のものであり、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、役職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、よろしく願いいたします。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。