

BARINGS

ダイレクト・レン ディング： 2026年の展望

CONVERSATIONS

ダイレクト・レンディングは衰退しているわけではなく、進化しています。同レポートでは、成長、競争、そして市場が成熟する中で規律あるマネジャーが把握すべきことについて、欧州プライベート・クレジットのポートフォリオ・マネジメント責任者であるオーラ・ウォルシュが見解を示します。



オーラ・ウォルシュ
(Orla Walsh)

欧州プライベート・クレジット・ポート
フォリオ・マネジメント責任者

急成長と競争激化の中、ダイレクト・レンディングの魅力は失われているのでしょうか？

私たちは、ダイレクト・レンディングの魅力は失われていないと考えていますが、状況は変化しています。グローバル・ダイレクト・レンディング市場は驚異的なスピードで成長し、北米、欧州およびアジア太平洋地域で記録的な資本と幅広い借手手を惹きつけています。この急成長は新たな投資先を開拓し投資機会を創出しましたが、同時に複雑性も増し、脆弱性が顕在化する懸念も生じています。競争の激化により、一部の貸し手はレバレッジを拡大し、より厳しい価格設定を容認し、あるいは取引獲得のために契約条件を緩和する動きも見られます。パブリック市場とプライベート市場の境界が曖昧になる中、ダイレクト・レンディングの黄金時代が終焉を迎えつつあるのではないかと報じるヘッドラインも散見されるようになりました。

とはいえ、プライベート・クレジットの持続可能なパフォーマンスは、モメンタムを追うことではなく、規律を維持することから生じます。最も安定したマネジャーとは、取引規模や市場圧力が高まる中であっても、自身の強みと引受基準を強固に遵守するマネジャーを指します。その意味で、すべてのダイレクト・レンディングが同等というわけではありません。伝統的なミドルマーケットは、特に資本構造の最も安全な部分、すなわち、強固な契約書と資本構造に基づく優先担保付債権において、引き続き魅力的なリスク調整後リターンを提供しています。全体的にスプレッドはタイトになっているものの、オリジネーション利回りは6月までの過去12ヶ月間で約9%と安定しています¹。また、市場はバンクローン市場に対して、北米では100~150bps、欧州では200~250bpsの水準のプレミアムを継続的に提供しています²。これは、プライベート・エクイティのスポンサーが、耐性、信頼性、および実行の確実性と引き換えにプレミアムを支払う意思を依然として有していることを示唆しています。

“伝統的なミドルマーケットは、特に資本構造の最も安全な部分、すなわち、強固な契約書と資本構造に基づく優先担保付債権において、引き続き魅力的なリスク調整後リターンを提供しています。”

また、M&A活動の低迷により一部のディールフローが減速している一方、規模や実績、恒久的な資本基盤を有する定評のある貸し手は、オフマーケットでのオリジネーションやアドオン取引を通じた、差別化された投資機会の獲得において優位性を維持している点も注目しに値します。要するに、ダイレクト・レンディングの魅力が失われているわけではなく、成熟期を迎えているのです。そして、規律を維持し、適切なセグメントに焦点を当て、規模と関係性を活用することで、競争が激化する環境を切り抜けるマネジャーにとって、依然として魅力的な投資機会が存在します。

1. 出所: Barings 2025年6月現在

2. 出所: Barings、Credit Suisse 2025年6月現在

経営破綻や不正疑惑に関するヘッドラインにより、クレジットのクオリティに対する疑念が生じています。投資家は懸念すべきですか？

懸念が生じるのは理解できますが、文脈が重要です。最近の報道は、クレジット市場全般、特にプライベート・クレジットの脆弱性に焦点を当てています。ニュースとなっている主要なデフォルトは、信用不安というよりも不正疑惑に関するものであり、コア・ミドルマーケットのダイレクト・レンディング分野外ではあるものの、リスクに関する疑念が生じています。さらに、背景にはマクロ経済の乖離があります。人工知能 (AI) 主導の投資が一部のセクターを下支えする一方で、労働市場や消費者心理には歪みの兆候が見られます。不安定な政策、特に中央銀行の金利政策は、複雑性を増す原因となっています。

このような環境下では、特に景気循環に敏感なセグメントや引受基準が緩和された分野において、デフォルトが微少に増加する可能性があります。ポジティブな面としては、マネジャーはストレスの初期兆候が確認された時点で積極的なモニタリングと迅速な是正を優先するとともに、資本保護と借り手との協働を目的とした契約上の手段も活用しています。この文脈では、「赤ペン」は弱さの象徴ではなく、慎重な管理の証となります。

“ニュースとなっている主要なデフォルトは、信用不安というよりも不正疑惑に関するものであり、コア・ミドルマーケットのダイレクト・レンディング分野外ではあるものの、リスクに関する疑念が生じています。”

重要なのは、業界全体でデューデリジェンスや契約書の基準を見直す健全な動きが広がり始めていることです。契約条項の厳格化、追加債務に対する制限の強化、および報告要件の拡充に再び焦点が当てられています。投資家はより厳しい質問を行い、マネジャーはリスク管理を単なる意図ではなく、法的な文言で明文化して対応します。この変化は最近の出来事への反応という側面もありますが、広義には、複雑かつ競争の激しい環境を乗り切るために、堅固な契約書と透明性が不可欠であるという認識の表れです。実務的には、競争の激しい取引環境においても、一定の基準未滿の案件から撤退する能力と意思が不可欠であることを意味します。

リスクに関連し、現物弁済 (Payment-in-Kind, PIK) の今日の市場における役割は何ですか？

PIK条項に関するヘッドラインが注目を集めていますが、構造的には、当社のポートフォリオでこれが大きな割合を占めているわけではありません。戦略的な観点からは、引き続き、健全な優先担保付債権の現金返済ローンに重点を置いています。欧州では、ほとんどの借り手が必要に応じてPIKが選択可能な契約上の権利を有しており、一定の事前設定メカニズムが整備されていますが、実際の利用は限定的です。これは主に、通常約4%の最低現金払い要件が標準となっているためです。

今後数年間、PIKは広範な市場において引き続き採用される可能性があるものの、当社のアプローチやコアなミドルマーケットにおいては中核を成す要素ではなく、今後も想定していません。

地域のダイナミクスが市場に与える影響と、北米、欧州およびアジア太平洋地域における投資機会について、どのように考えていますか？

地域格差は確かに投資機会を創出しているため、グローバル・アプローチの重要性が高まっています。ヘッドライン外では、市場の成熟度や競争圧力、地域ごとのマクロ経済の影響度の差異が、パフォーマンスやポートフォリオ構築戦略に影響を及ぼしています。北米は依然として、規模と深度のある投資機会を基盤とした、最大かつ最も成熟した市場です。しかし、関税の影響などのマクロショックが借り手に新たな複雑性を生み出し、手数料やマージンへの下方圧力も強まっていることから、厳格な引受審査と選別的な案件実行が極めて重要となっています。

一方、欧州は現在、構造的な転換期にあります。ノンバンクによる貸付シェアは引き続き拡大しており、リスク調整後リターンは依然として魅力があります。価格動向はより穏やかであり、ポートフォリオ構築において慎重なアプローチが可能となっています。同地域の傾向も注目し値します。北米に比べ成熟度では遅れているものの、多くの市場が参入し分散の可能性を提供するなど、著しい進展を遂げています。一方、アジア太平洋地域の先進国市場は異なる特徴を示しています。市場規模は大きくないものの、現地の特性を理解し、規律ある引受基準を維持できる投資家にとっては、ポートフォリオの分散効果を高める選別的な投資機会を提供します。ただし、アジア太平洋地域で成功するには、現地市場のダイナミクスや法制度、競争構造に対する十分な理解と、専門チームと現地の知見の重要性が不可欠です。

こうした相違点を踏まえ、リスク調整後リターンが最も魅力的な地域に対するエクスポージャーを調整する能力により、高度なポートフォリオ構築が可能となっています。

今後、投資家にとって重要なポイントは何ですか？

ダイレクト・レンディングは停滞しているのではなく、新たな局面に適応しています。ヘッドラインは引き続きノイズを増幅させると思われますが、実際には市場は、規律や慎重なリスク管理、状況変化に対応した調整意欲に応じて進化しています。投資家にとって成功の鍵は、ファンダメンタルズに焦点を当てつつ構造変化や地域特性に敏感に対応することが可能なマネジャーと協働することです。成熟しつつある資産クラスにおいて、明瞭さと確信度はこれまで以上に重要となります。

このレポートは2026年のプライベート・クレジット見通しに関するウェビナーをもとに作成したものです。ウェビナーは[こちら](#)よりご視聴いただけます。

Barings is a \$470+ billion global asset management firm that partners with institutional, insurance, and intermediary clients, and supports leading businesses with flexible financing solutions. The firm, a subsidiary of MassMutual, seeks to deliver excess returns by leveraging its global scale and capabilities across public and private markets in fixed income, real assets and capital solutions.*

IMPORTANT INFORMATION

Forecasts in this document reflect Barings' market views as of the preparation date and may change without notice. Projections are not guarantees of future performance. Investments involve risk, including potential loss of principal. The value of investments and any income may fluctuate and are not guaranteed by Barings or any other party. **PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Examples, portfolio compositions, and investment results shown are for illustrative purposes only and do not predict future outcomes. Actual investments may differ significantly in size, composition and risk. No assurance is given that any investment will be profitable or avoid losses. Currency exchange rate fluctuations may impact investment value. Prospective investors should consult the offering documents for detailed information and specific risk factors related to any Fund/Strategy mentioned.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

Copyright and Trademark

Copyright © 2025 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 5045850

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of September 30, 2025

25-5015349