

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2025 年 1-3 月期

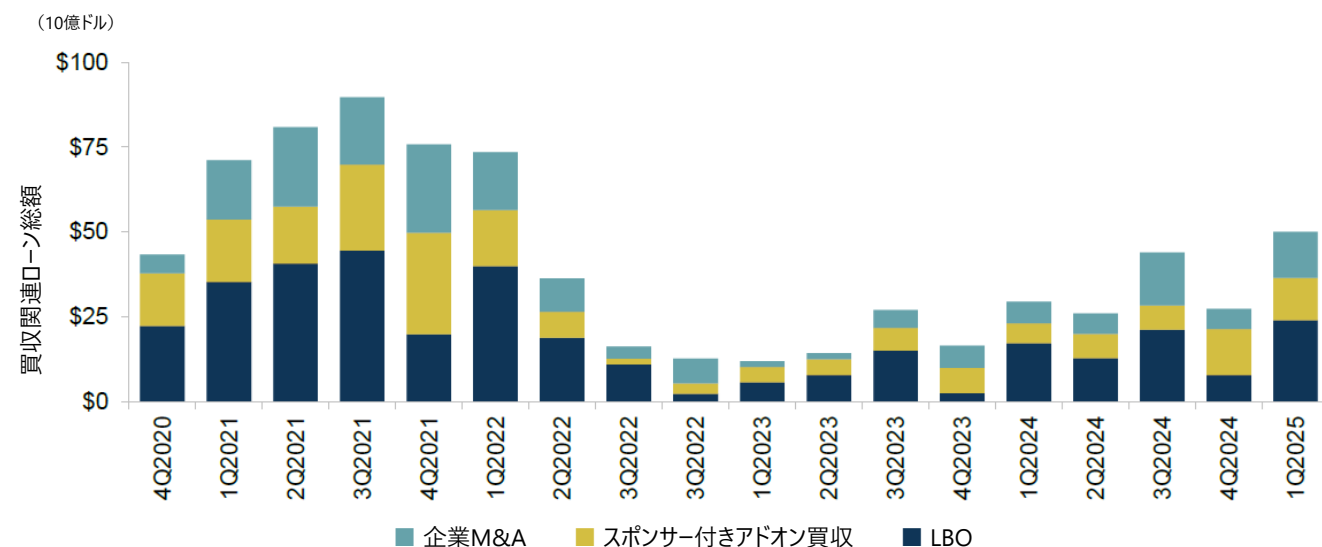
停滞

プライベート・エクイティ（PE）案件の取引は、2025 年にブーム到来が予測されていたにもかかわらず、依然として限定的です。金利が引き続き高水準で推移し、経済情勢がますます不透明化する中で、買収や IPO の実行は困難を極めており、金融スポンサーはポートフォリオ企業をより長期間保有せざるを得なくなっています。この膠着状態は、特にクレジット市場に重大な影響を及ぼしています。新規案件の不足は、M&A や LBO の資金調達を主に担うレバレッジド・クレジット市場における新規供給の不足を招いています。一方、高水準の利回りを背景に投資家のクレジット需要は増加しており、スプレッド拡大の抑制に寄与するサポートティブな需給動向を生み出しています。最近の世界的な貿易政策の変動に伴うボラティリティにもかかわらず、クレジット市場では、デフォルトは比較的限定的、スプレッドには目立った変化がなく、しかしクーポン収入は魅力的という状況が続いています。

案件の欠如

M&A と LBO 活動が、低金利と潤沢な流動性を背景に過去最高の取引件数と債務発行を記録した 2021 年の勢いを取り戻せていないのは、もはや周知の事実です。コロナ禍後の案件ブームは、インフレ抑制を目指す中央銀行が利上げを開始したことで、2022 年に急ブレーキがかかりました。PE ファンドは、ポートフォリオ企業を望ましい評価額で売却することが困難になり、新規案件も減少しました。一部では回復の兆しが見られるものの、2025 年に再び活況を呈するという予測は、過度に楽観的だったようです（図表 1 参照）。

図表 1：案件取引は鈍化

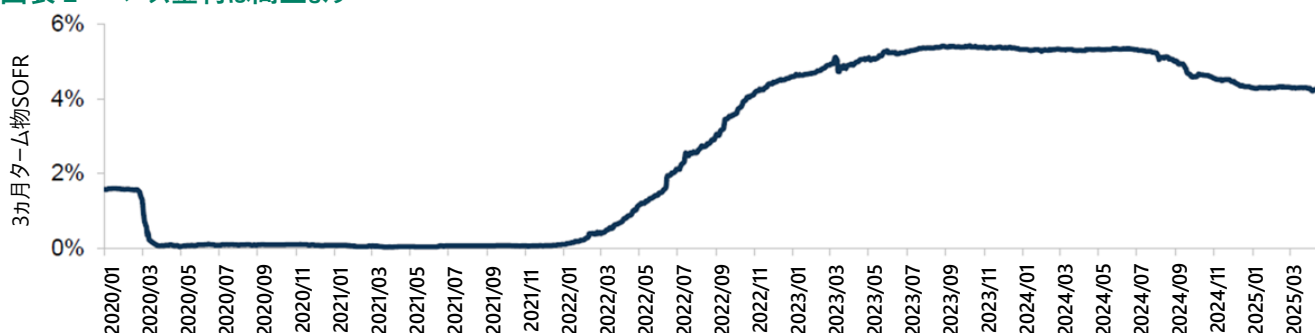


出所：ピッチブック LCD、2025 年 3 月 31 日時点。

すべての道は金利に通ず

2022 年から 2023 年にかけて、FF 金利が 500bps 以上上昇したことで、世界金融危機後に始まった超低金利借り入れ時代に幕が下りました。買収に 7 倍のレバレッジをかけ、クーポン 4% で融資を受けることに慣れていた PE スポンサーは、以前のレバレッジ水準がもはや現実的ではなくなり、金利負担が倍増するという新たな環境に直面しました¹。急速な金利引き上げは、顕著なインフレの抑制が目的でしたが、市場参加者は、金利が再び低下するまでに時間がかかることに驚かされています。SOFR は依然として 4% を大幅に上回っています（図表 2 参照）。なぜ金利が高止まりしているのでしょうか？その主因は、米国経済の意外な力強さにあります。多くの消費者は住宅ローン金利を記録的低水準で固定しており、その恩恵を受ける格好で消費が堅調に推移しています。金利上昇により景気減速が進むと予想されていたにもかかわらず、力強い雇用統計と物価上昇の継続を背景に、米連邦準備制度理事会（FRB）が本格的な利下げを行うことは難しくなっています。コロナ禍では金融緩和に踏み切る余地がありましたが、この数年で消費者物価が大幅に上昇した今、インフレを助長するような政策変更は、低・中間所得層の更なる負担増を招きかねません。

図表 2：ベース金利は高止まり

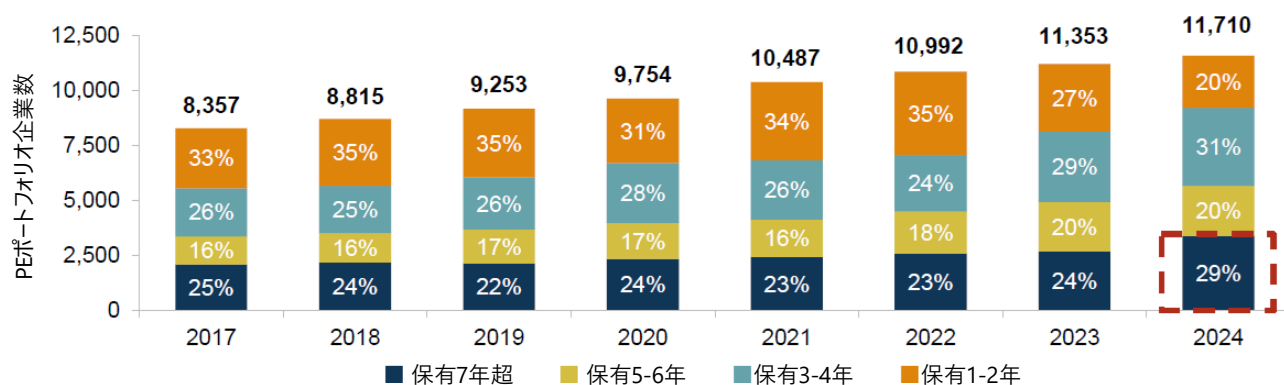


出所：ブルームバーグ 2025 年 4 月 21 日時点。

資本コストの不一致

重要な点は、金利上昇が PE ポートフォリオ企業の売却可能性に影響を与えることです。2009 年から 2021 年までの期間と比べて大幅に高い割引率が適用される現在、運用者が考える企業価値は見直しを迫られています。売却希望者は価格の引き下げに応じず、買い手は入札額を引き上げる意欲がありません。このような評価ギャップの膠着状態により、保有期間が長期化しており、2024 年時点で、ポートフォリオ企業の約 30% が 7 年以上保有されている状況です（図表 3 参照）。

図表 3：ポートフォリオ企業の保有期間は長期化している



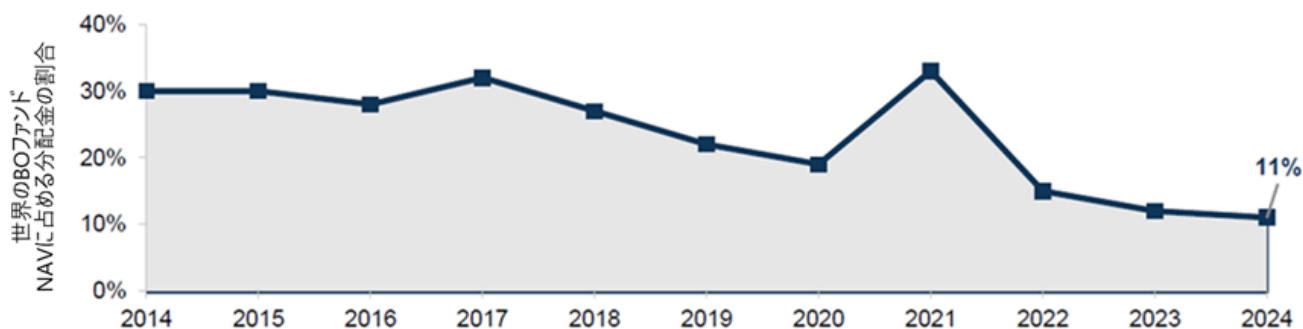
出所：ピッチブック、2024 年 9 月 30 日時点。

この行き詰まりの原因とは？売却を検討している側が、現在の買い手の資金調達コストよりも大幅に低い資本コストで企業を取得していたという点にあります。この資本コストの乖離により、同じ資産に対する売り手と買い手の価格認識が大きく異なっているのです。特に注目すべきは、低金利時代におけるバイアウト案件のリターンは、その 60%以上が市場全体のマルチプル拡大とレバレッジによってもたらされていた点です²。これらの手段が機能しにくくなった現在、PE マネージャーが望むエグジット倍率を実現するためには、より低い資本コストで資金調達できる買い手に売却する必要がある可能性があります。しかし、そのような買い手が現れるとは限りません。PE マネージャーが望ましい出口戦略の実現に苦戦する中で、貿易政策を巡る不透明感を背景に買い手が市場から一時的に撤退するリスクにも直面しています。

分配金要求

保有期間が長期化する中で、PE ファンドの LP は分配金の支払いを待っている状況にあります。バイアウト・ファンドにおける分配金は、2024 年にファンド NAV の僅か 11%まで低下し、2021 年の約 30%から大きく減少しています（図表 4 参照）。DPI（ファンドからの分配金の指標；実現倍率）改善に向けた圧力が高まる中、PE マネージャーは、資産を不利なバリュエーションで売却せずに LP に資本を還元する創造的な方法を模索しています。これには、様々なファンド・ファイナンス手法が含まれ、最も注目されているのは NAV ファイナンスです。NAV ローンでは、スポンサーがポートフォリオの価値を担保に資金を借り入れ、一般的にポートフォリオ企業における価値向上の取り組みや投資家への分配金支払いに充てられます。また、継続ビークルの活用も急増しています。これは、ファンドの運用期間終了後も有望な資産を GP（運用者）が引き続き保有できる仕組みであり、既存 LP（投資家）には持分売却の機会が提供されます。このような手段を介した流動性の提供は、投資家が新ファンドへの投資資金を確保し、結果的に案件取引活動のサポート材料となると見られるものの、既存ポートフォリオ企業のエグジット実行を後押しするという効果は限定的かもしれません。

図表 4：PE ファンドの分配は限定的となってきた

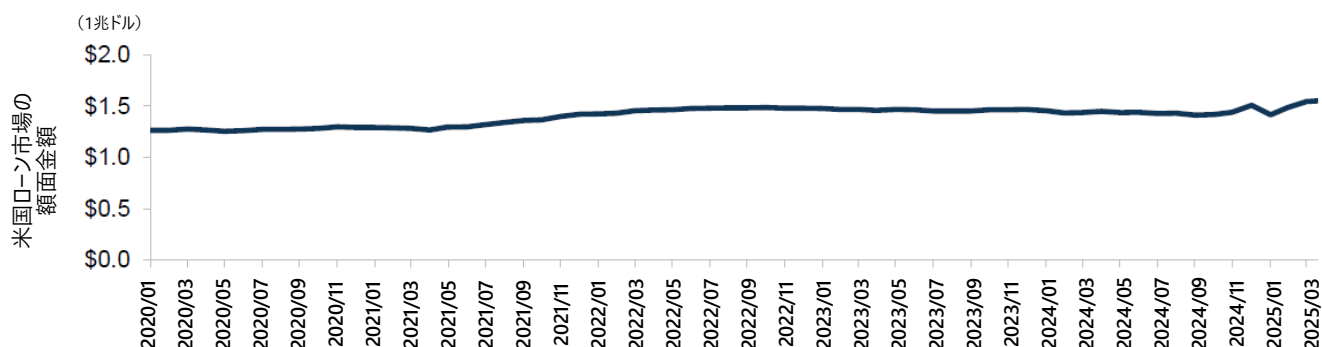


出所：プレキン、MSCI；ベイン分析³

案件を待つ貸し手

ポートフォリオ企業の保有期間が長期化する中で、レバレッジド・クレジット市場における供給は、案件取得にかかる融資ではなく借り換えによるものが中心となっており、今年に入ってからローン市場全体の 85%超を占めています⁴。既存ローンの満期を延長するだけの取引は、市場を直接的に拡大しないため、投資家は限られた案件の獲得を巡って競争を余儀なくされています。2025 年 3 月までの過去 3 年間における米国のローン市場の成長率は僅か 6.1%にとどまっています⁵（図表 5 参照）。一方で、一桁台後半という高い金利が利回りを追求する投資家の関心を惹き付けています。

図表 5：ローン市場の成長を冷やす新規供給の先細り

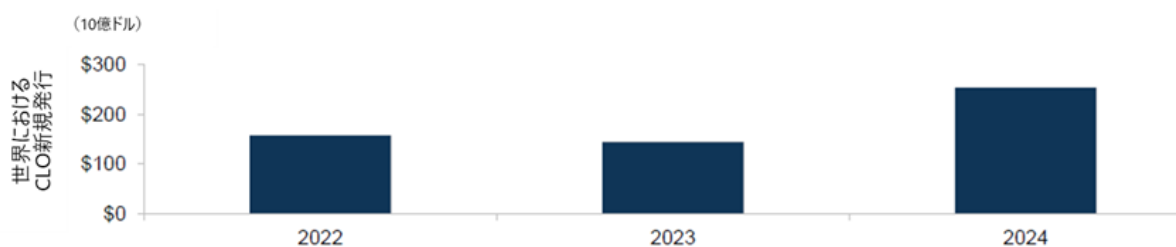


出所：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデクス、2025 年 3 月 31 日時点

クレジットを求める投資家

供給が限定的となる一方で、クレジット需要は引き続き堅調となっています。その理由は、まさに同じです！10 年以上にわたり物足りないイールドで我慢してきたクレジット投資家は、利回り 8% 前後を提供するハイイールド債やシニアローン、さらにはそれを上回るプライベート・クレジットへの絶好の投資機会に飛びついています⁶。2024 年はハイイールド債やシニアローンといったミューチュアル・ファンド需要が高まりましたが、とりわけ注目すべきは CLO の発行が記録的な水準に達し、シニアローン需要が一段と加速しました（図表 6 参照）。ハイイールド債には CLO のような「構造的な買い手」が存在しないものの、投資適格格付けを獲得した発行体は市場を去る傾向があるため、この市場の成長も限定的となっており、需給バランスは需要優位に傾いています。直近の市場ボラティリティを背景とした短期資金の引き揚げによって需要の勢いが一時的に鈍化する可能性はあるものの、依然として高水準の利回りがクレジット需要の持続的な追い風となることが予想されます。

図表 6：CLO 発行は 2024 年に急増

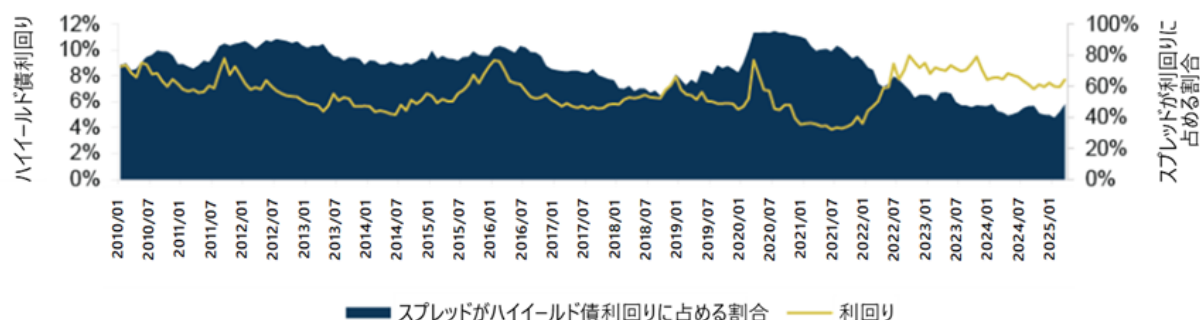


出所：ピッチブック LCD

テクニカルサポート

供給が少ない一方で需要と金利が高い場合、過去数年間にわたり私たちが経験してきたような状況が生まれます。つまり、信用スプレッドは魅力に欠けるも、利回りは魅力的な水準にあるという状態です。最近スプレッドが拡大したとはいえ、現在ハイイールド債利回りの半分以上は金利から来ており、2010 年以降の平均 25% と比べて大幅に高い水準にあります（図表 7 参照）。投資家にとっての朗報なのは、高金利を背景に、ハイイールド債利回りは 2010 年以降の平均水準を約 100bps 上回っています⁷。

図表 7：クレジット利回りの押し上げ要因はベース金利



出所：ICE 米国ハイイールド・インデックス

不確実性、再び

複雑な市場環境にさらに追い打ちをかけるように、4 月には世界的な貿易政策の劇的な変化が市場の混乱をよび、すでに低調だった M&A 活動は一時停止の状態となりました。経済状況が完全に不透明で債務コストが急激に変動する中で、新規案件の実行は非常に困難です。4 月 2 日の関税発表以前から、M&A 取引は 10 年ぶりの低水準を記録しており、この取引停滞がレバレッジド・クレジット市場の供給先細り要因となってきました⁸。新たな案件の登場を待つにあたっては、案件を獲得するために投資基準を緩めるのを避ける一方で、セカンダリー市場の混乱によって登場する投資機会を見極めるのが、堅実なアプローチではないでしょうか。貿易政策は、投資家にとっての新たな不確定要素ですが、ハワード・マークスが [最近指摘](#)したように、「ここに予見というものは存在しない。ただ複雑さと不確実性があるのみだ。私たちはそれを真実として受け入れなければならない。」のです。

クレジット市場：2025 年 4-6 月期に注視すべき主な動向、リスクと機会

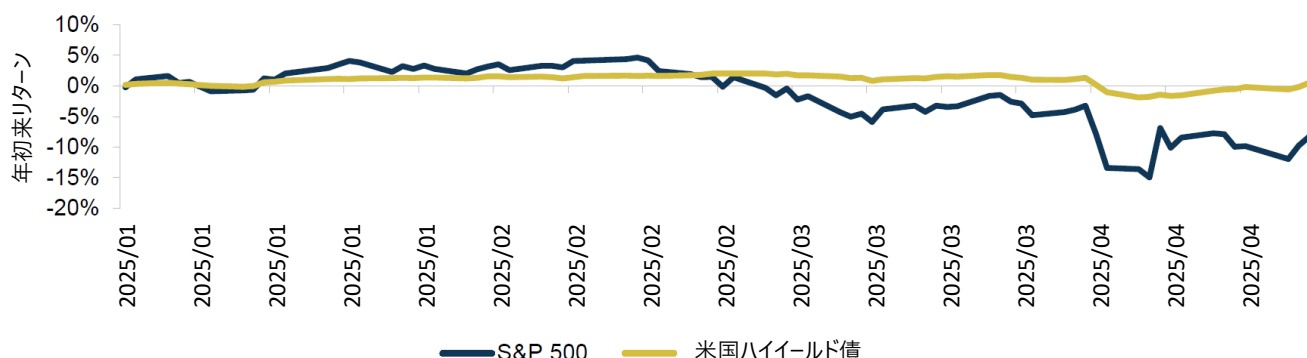
(1) 通常以上に不確実な環境

トランプ大統領による関税発表を発端としたボラティリティと不確実性によって、市場参加者はまるでジェットコースターに乗ったかのような体験をしました。S&P500 指数は、最初の関税発表後 2 日間で 10% 以上下落し、株式市場は数十年ぶりの大きな値動きを記録しました。クレジット市場もこのボラティリティの影響を完全には免れていませんが、株式市場に比べれば安定しており、本来の役割を果たしています。クレジット投資のリターンは、企業の経営成績に左右されるものではなく、企業が存続している限り契約に基づいて確保されているという点は、この様に不透明感が高まる局面で投資家にとっての大きな安心材料となるでしょう（図表 8 参照）。

今後を見据えると、関税措置そのものや実施をめぐる不透明感、クレジット市場に大きな影響を及ぼし、リスクと投資機会を同時に生み出す可能性があります。トランプ大統領は関税措置をやや緩和したように見えますが、全体の関税率はいまだに 2024 年水準を大幅に上回っています。そして、重要なのは、今回の一連の出来事によって政策環境はより困難なものとなり、特に米中間の地政学的緊張が高まっている点です。財政・金融政策の方向性についても、市場参加者の間に明確な見通しはありません。

未来は常に不確実ですが、足元では不透明感がより高まっています。現在の関税適用停止期間が終了したとき、何が起ころうのでしょうか？ 米中の交渉がどのように進展するのか、株式市場が今後数週間で回復するのか、それともさらに下落するのか、そして米連邦準備理事会（FRB）が政策転換するのかなど、私たちには分かりませんし、分かる人もいないでしょう。

図表 8：ボラティリティが高まる中でも、クレジット市場は安定感を維持



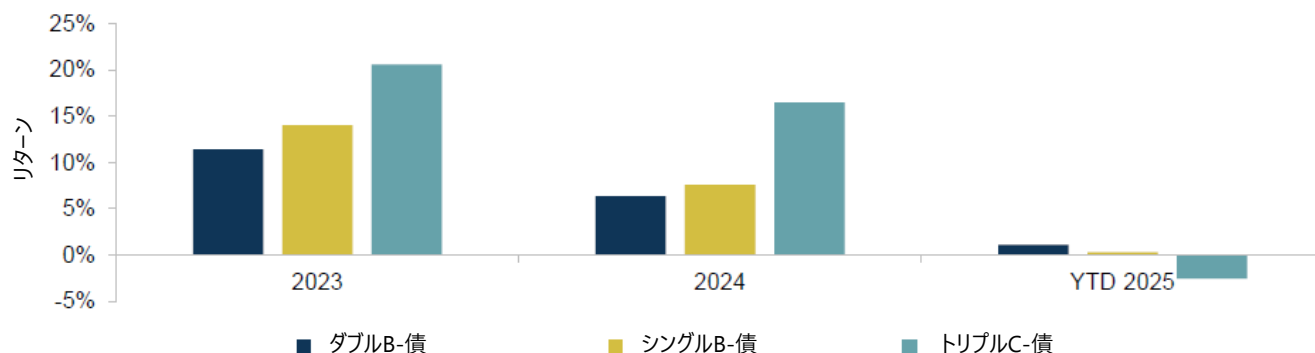
出所：ブルームバーグ 2025 年 4 月 17 日時点

(2) リスクが最も高い銘柄はボラティリティの影響を強く受ける

2022 年の大幅な下落以降、最もリスクの高いクレジット銘柄は一貫してアウトパフォームしています⁹。ハードランディングへの懸念が和らぐ中、トリプル C 格付けの債券を保有する投資家は、概ね健全な価格上昇の恩恵を受けてきました（図表 9 参照）。しかし、最近のボラティリティの高まりによってリスクが再評価されたことで、2 月時点で約 700bps だったトリプル C 債のスプレッドは、4 月初めに 1,100bps へと急拡大しました¹⁰。トリプル C 銘柄は過去 2 年にわたり市場のけん引役となってきましたが、経済見通しが変化したことで、脆弱な企業は投資対象として敬遠されるようになりました。

もっとも、トリプル C 格付けの債券はハイイールド市場において大きな割合を占めているわけではありません。実際のところ、ダブル B 格付けが市場の過半数を占めている点は、ボラティリティ局面での市場の打たれ強さを支える要因となっています¹¹。

図表 9：格付けのパフォーマンスが逆転



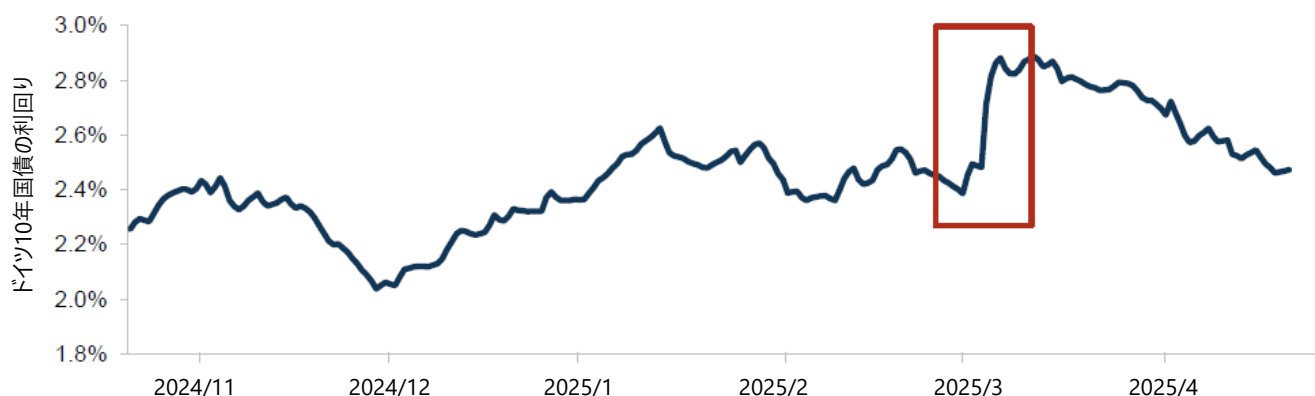
出所：ICE、2025 年 4 月 22 時点

(3) 欧州で流れが変化

2023 年と 2024 年に米国株に大きく後れを取っていた欧州株ですが、2025 年に入り、この関係は逆転しています¹²。年初来で S&P 500 がマイナス圏にある一方、STOXX ヨーロッパ 600 はわずかにプラスで推移しており、中でもドイツ株が好調です。特に注目されたのは、ドイツの債務ブレーキ改革（財政規律緩和）であり、防衛費およびインフラ支出といった歴史的な歳出拡大が可能になりました。

これを受けて、ドイツ 10 年国債の利回りは 1 日で 30bps 上昇し、数十年ぶりの大幅上昇を記録しました。しかしその後、米国の関税を巡る混乱を受け、投資家が安全資産としてドイツ国債を買い戻したことで、利回りは反転しました。ソブリン債とは別に、欧州の社債市場では、政府支出の拡大、関税の影響、地政学的な不安定さなど、新たな経済パラダイムの中で投資判断が求められています。

図表 10：大規模な政策転換を受けて、ドイツ国債利回りが急騰



出所：トレーディング・エコノミクス

脚注

1. ピッチブック。
2. クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス；2023 年 1 月 3 日から 2024 年 12 月 31 日までの期間におけるクーポン平均。
3. ムーディーズ・インベスター・サービス。
4. フィッチ・レーティングス、2024 年 12 月 5 日時点。
5. ブルームバーグ。
6. セントルイス連邦準備銀行、2024 年 12 月 31 日時点。
7. アイビッド。
8. マーケットウォッチ、2024 年 12 月 31 日時点。
9. マーケットウォッチ、2024 年 12 月 31 日時。
10. ICE BofA 米国コーポレート・インデックス、2024 年 12 月 31 日時点。
11. ピッチブック、2024 年 12 月 31 日時点。新規発行と借り換え／リセットの両方を含む。
12. ピッチブック。
13. ピッチブック。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

当資料に含まれる情報は、教育のみを目的として提供されるものであり、予測、調査、投資アドバイスとして依拠することを意図したものではなく、ブラックフィールド・コーポレーション（以下、「ブラックフィールド」）およびその一部の関連会社の製品またはサービスの売買を推奨、提案、勧誘するものではありません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。情報および見解は予告なく変更される場合があります。ブラックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブラックフィールドに依拠することはできません。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク／リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達を選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

©2025 Brookfield Corporation; ©2025 Brookfield Asset Management Ltd.; ©2025 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2025 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC; & ©2025 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブラックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブラックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、それぞれブラックフィールド・コーポレーションの間接過半数所有子会社です。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国 1934 年証券取引所法（その後の改正を含む）第 21E 条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の実実に厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

このレポートは、オークツリー・キャピタル・マネジメントが発行するインサイト「Oaktree Credit Quarterly」の一部を抜粋したものです。レポート全文は、[同社ウェブサイト](#)でご覧いただけます（英語のみ）。

Contact Us

 brookfieldoaktree.com

 japan@brookfieldoaktree.com