

オークツリー・クレジット四半期レポート： 2025 年 7-9 月期

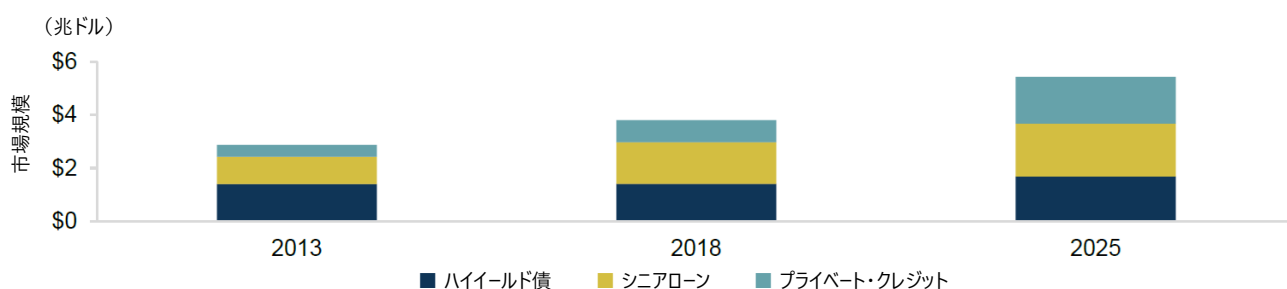
敵ではなく友

しばしばライバルとして語られることの多いプライベート・クレジットと高流動性（パブリック）クレジットですが、発行体と投資家の両者にとって強力な補完の役割を果たす存在と考えるべきでしょう。直接融資とシンジケート・ローンといった分野の境目が次第に曖昧になるとともに、この 2 つの市場は**補完的な共存関係**に落ち着きつつあると、オークツリーでは考えています。

プライベート・クレジットの台頭は、世界金融危機（GFC）以降の発展を特徴づける大きな出来事の一つです。1.7 兆ドル超の規模を誇るコーポレート・プライベートデット市場は、今や主要な資産クラスとなっており、機関投資家ポートフォリオに欠かせない存在になっています¹。この急速な成長は、すでに確立された資産クラスである高流動性クレジット市場の領域を侵食していると思われることがしばしばありました。しかし、パブリック市場とプライベート市場の双方から柔軟に資金調達が可能になることは、企業信用リスクを負う投資家にとってむしろ好ましいことです。結びつきがありながらも異なる特性を持つこれらの市場が共に存在することで、クレジット・ソリューションの幅が広がり、発行体の財務健全性をサポートします（図表 1 参照）。

これら 2 市場が次第に収斂しつつあるものの、利回り・信用リスク・流動性・ボラティリティの水準は依然として異なり、こういった微妙な違いも投資家にとってはメリットになります。**熟練した投資家にとって重要なのは、プライベート又はパブリックという二者択一ではなく、これらの補完的な 2 市場へのエクスポージャーを最も効率的に確保する方法を見極めることなのです。**

図表 1：プライベート・クレジットは投資適格未満の資金調達を支える主軸へと成長

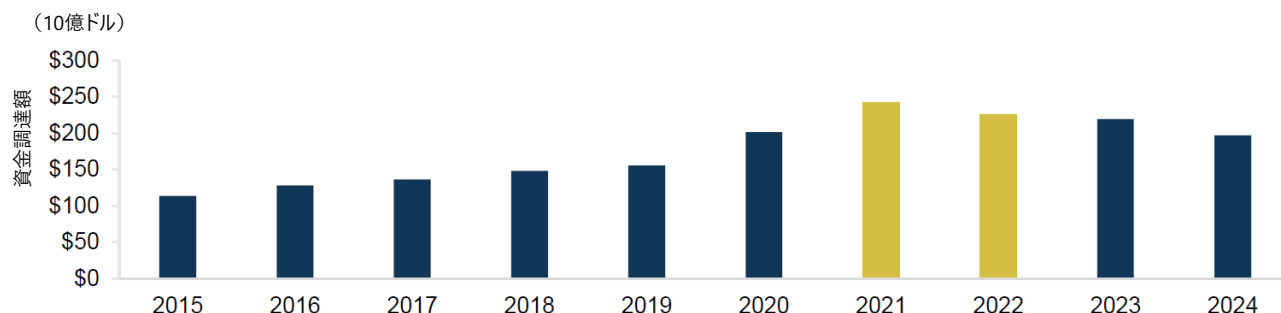


出所：グローバル・ハイイールド債は ICE、グローバル・シニアローンは UBS、グローバル・コーポレート・プライベートクレジットはプレキン、2025 年 3 月時点。

プライベート・クレジットの台頭

このストーリーは、今ではよく耳にする話です。2008 年の GFC 後、厳格な資本規制に苦しむ銀行は、企業向け融資からの撤退を余儀なくされます。その結果生じた資金供給の空白を埋めるべく登場したのが（非銀行系の）オルタナティブ・レンダーです。その後、新型コロナウイルス感染と長引くマクロ経済への影響によって、プライベート・デット市場の成長はさらに確固たるものとなります。従来のシンジケート・ローン市場が一時的に機能不全に陥るなかで、幅広い借り手層が、迅速な実行力と柔軟性を兼ね備えた資金調達手段を求めるようになったためです。低金利環境下において、高流動性クレジットに対するスプレッド・プレミアムを提供していたことも重なり、この時期にプライベート・デットの資金調達が急増したのは偶然ではありません（図表 2 参照）。

図表 2：プライベート・クレジットの資金調達 は 2021 年から 2022 年にかけて加速



出所：プレキン

堅実な運用実績と極めて低い信用損失という強固なトラックレコードが、プライベート・クレジットの成長を支えてきた点は注目に値します。かつてのハイールド債と同様に、直接融資という形態を取るプライベート・クレジットも、ニッチな存在から主流の資産クラスへと成長しています。

より柔軟な資金調達を可能にするエコシステム

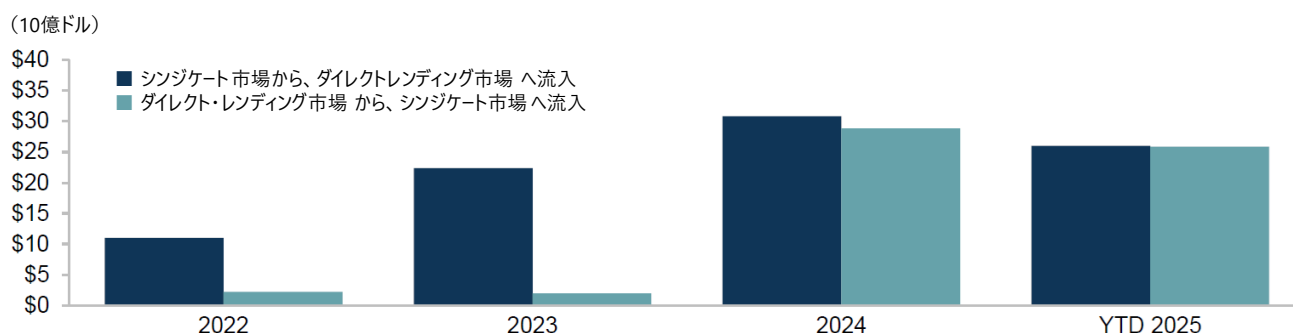
大口の借り手は、異なる市場局面で対応が可能な複数のレンダーを持つことで恩恵を受けています。高流動性クレジットとプライベート・クレジットの相互作用は、ここ数年で明確に示されています。

高流動性クレジット市場が低迷していた 2022 年、必要な資金を供給したのは民間レンダーです。パブリック市場に混乱をもたらした時価評価変動の影響は、プライベート・クレジットには及びません。プライベート市場の資産価格は、広範な市場センチメントに左右されにくいためです。重要なのは、プライベート・レンダーが単独（または少人数の貸し手グループ）で迅速に意思決定できる点で、その当時、ハングローン（販売できず銀行のバランスシートに残ったローン）を抱え、新規案件の引受けに慎重だった銀行を介さずに、資金を供給することができたのです。

この展開は、一時的にパブリック・レンダーの融資機会を減らす結果となりましたが、パブリック市場が機能しない局面において、プライベート・デットは多くの公開企業に安定性を提供したのです。この点は、パブリック市場での需要が乏しかった低価格付けの借り手において、特に顕著でした。こうした発行体は、プライベート市場での借換えに際してプレミアムを支払う必要がありましたが、柔軟なクレジットという形で重要な資金の命綱を確保することができたのです。

2024 年に入り、金利動向の方向性に関する不透明感が和らぎ、ソフトランディングへの信頼感が高まるにつれて、高流動性クレジット市場は安定を取り戻しました。その結果、パブリック市場では借換えを中心に資金調達が再び活発化しました。パブリックとプライベートのクレジット市場双方が本格的に再始動し、そのスプレッド格差が縮小する中で、ダイレクトレンディング市場とシンジケート・ローン市場間の借り換え取引はほぼ均等水準に達し、年初来でそれぞれ約 250 億ドル規模のローンが各市場へと流れています（図表 3 参照）²。

図表 3：シンジケート・ローン市場とプライベート・クレジット市場間のローン資金移動はほぼ同一水準

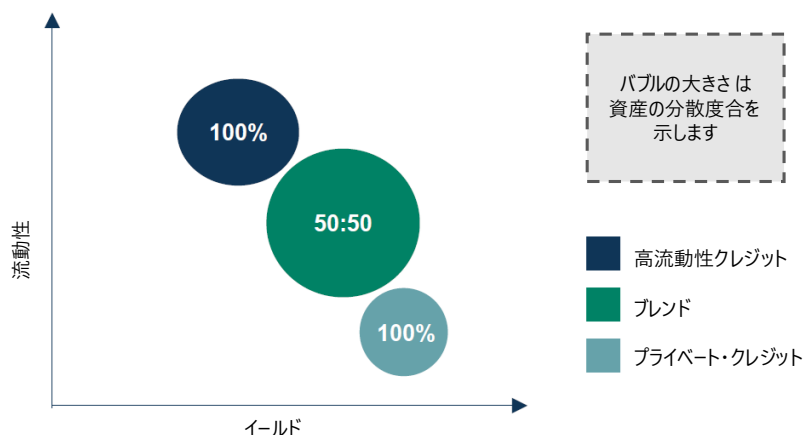


出所：ピッチブック、2025 年 9 月 30 日時点。

補完的な投資提案

オークツリーでは、互いに補完し合う特徴を持つ高流動性クレジットとプライベート・クレジットを組み合わせることで、利回り・流動性・ボラティリティの最適なバランスが取れた、極めて優れたソリューションの提供が可能になると考えています（図表 4 参照）。

図表 4：高流動性クレジットとプライベート・クレジットを組み入れた単一ポートフォリオ



注記：投資適格未満クレジットの参考プロフィール。

まず、高流動性クレジットは売買の容易さの面で明確な優位性を持ち、一般的に市場での定期的な双方向の価格形成の恩恵を受けています。これに対して、プライベート・ローンは市場における定期的な価格形成がなされず、流動性が不明確です。セカンダリー市場が存在するものの、十分に発達しておらず、売却には大幅なディスカウントを受け入れざるを得ないケースが多くなっています。クローズドエンド型ファンドのプライベート・デット投資家にとって、流動性があるのは分配金や元本償還に限られ、そのタイミングを投資家自身がコントロールすることは不可能です。

単一のポートフォリオに高流動性クレジットとプライベート・クレジットを組み合わせることは、効率的なソリューションとなり得ます。高流動性の部分は、投資家の流動性ニーズに即応し、新規資金の迅速な投入に活用できます。また、市場混乱時には、割安な債券やローンにアクセスすることで、額面価格に近づく動き「プル・トゥ・パー（pull-to-par）」の効果によるトータルリターン向上を狙うことも可能です。一方で、プライベートの部分は、市場心理ではなくファンダメンタルズに基づいて評価されるため、ボラティリティ抑制の効果があり、特にシンジケート市場よりも小規模または高レバレッジの企業に対する融資からは、魅力的なイールド・プレミアムが期待できます。

特に注目すべきは、高流動性クレジットとプライベート・クレジットを組み合わせることで得られる分散効果です。直接融資のファンドは、数百という発行体を含む高流動性クレジットのファンドに比べて集中度が高くなる傾向にあります。高流動性クレジットとプライベート・クレジットをブレンドすることで、企業規模、業種、地域の観点からより幅広いエクスポージャーを獲得することができます。

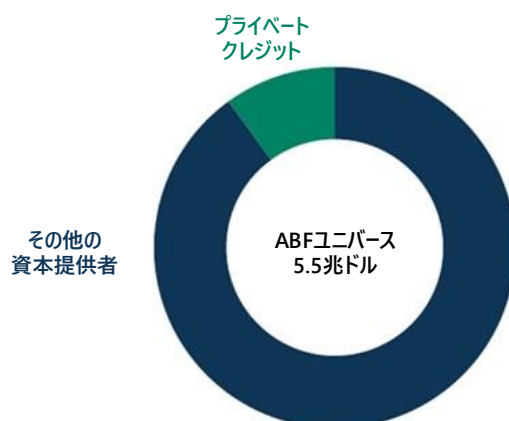
コア以外にも注目

直接融資とシンジケート・ローンで共通しているのは、いずれも主に PE スポンサー向けに変動金利シニアローンを提供するという点です。しかし、高流動性デット市場とプライベート・デット市場には、これ以外にも多様な投資機会が存在する点に注目すべきです。特に付加価値の高い分散投資先として、以下のような分野が挙げられます：

- **アセット・バックト・ファイナンス（ABF）**：企業向け融資とは異なるリスク／リターン特性を有しており、契約資産のプールを担保とし、貸し手に継続的な元本返済を提供します。ABF の投資対象市場は莫大ながらも、プライベート・レンダーの参入は依然として限定的です（図表 5 参照）。

- **セクター特化型プライベート・クレジット**：ライフサイエンスやインフラローンなど、独自のオリジネーションやアンダーライティング手法を要する専門性の高い分野です。
- **CLO（ローン担保証券）**：構造上のプロテクションが強固で、同格の社債に対してスプレッド・プレミアムを提供します。時価評価変動の影響を受けないわけではありませんが、歴史的にデフォルト率は非常に低水準です。
- **不動産デット**：直接融資や証券化商品（CMBS や RMBS など）の形態をとります。企業向け融資とは異なる潜在的风险を有し、マクロ経済の逆風の影響を相対的に受けにくいという特徴があります。

図表 5：ABF はプライベート・クレジットの中で相対的に未開拓な投資領域



注記：オリバー・ワイマン、2024 年 4 月時点の推定値³。

今後の展開

プライベート・クレジットと高流動性クレジットの補完的な共存関係は、今後も継続する見通しです。M&A 大型案件の段階的な回復や巨額の借り換え需要を背景に、資金調達ニーズは引き続き高水準が維持されるでしょう。さらに、西側経済圏では、データセンター開発、防衛関連支出の拡大、デジタルインフラの整備などを中心に、設備投資需要の持続的な増加が見込まれます。これらの資金需要に対応するうえで、高流動性クレジットおよびプライベート・クレジットの両市場が重要な役割を担うとともに、大型案件では両市場が連携の可能性もあります。

投資家においては、このような市場環境を活用し、プライベート・クレジットと高流動性クレジットを組み合わせることで、流動性およびボラティリティ水準の許容範囲内でポートフォリオの最適化を図ることが可能です。すでに主流化した直接融資やハイイールド債に加え、ABF や高流動性ストラクチャード・クレジットといった非伝統的な分野も検討対象となるでしょう。**新たな分散手段は、もはや投資適格社債への固定 40% 配分ではなく、プライベート・クレジットと高流動性クレジットをダイナミックに組み合わせるポートフォリオであると、オークツリーでは考えます。**

ただし、後者のアプローチには、従来とは次元の異なるレベルのデュー・デリジェンスが必要となる点には十分な注意が必要です。ハイイールド債やシニアローンは、投資適格債よりも高いリターンを提供する一方で、より大きなリスクを伴い、適切に管理する必要があります。さらに、プライベート・クレジットでは、信用力や流動性を犠牲にする代わりに高いスプレッドを享受できる可能性があるため、徹底したアンダーライティングが不可欠です。このプロセスを適切に実行できれば、株式の経済成長依存に左右されず、安定的にインカムを創出する分散型ポートフォリオを構築できるでしょう。

クレジット市場：2025 年 10-12 月期に注視すべき主な動向・リスク・機会

(1) コンバーチブル債券が先導役に！

今年、コンバーチブル債券はパフォーマンスと発行額の両面で力強い成長を記録しています。これまであまり注目されてこなかった同資産クラスには、複数の追い風が吹いています。

9 月、コンバーチブル債券の発行は約 300 億ドルという過去最高を記録しました⁴。アジアと欧州における目覚ましい伸びがこれを支えた格好で、全体の約 45%を占めました⁵。年初来で見ると、発行額はすでに 1,250 億ドルを超えており、堅調な株式市場とタイトなクレジット・スプレッドが取引の活発化を後押ししています。

パフォーマンス面でも年初来で好調となっており、とりわけ株式のアップサイドを取り込めるバランス型コンバーチブル債券が強みを発揮しています。AI 関連はコンバーチブル市場で非常に収益貢献度の高いテーマとなっており、バンク・オブ・アメリカの調査によると、AI 関連発行体は市場全体の 3 倍のリターンを記録しています！⁷

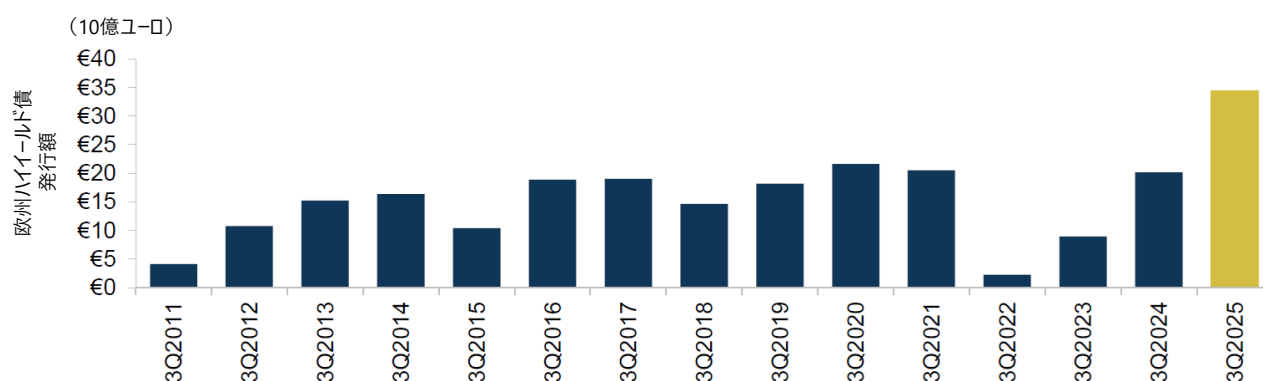
(2) 欧州クレジット市場は活況を維持

欧州では、非適格投資債の発行が引き続き好調です。

- 第 3 四半期は、欧州 CLO 市場の取引が過去最高を記録しました。負債サイドの堅調な需要を受け、AAA 格付トランシェのスプレッドは 130bps を下回る水準まで縮小しました。
- シニアローンも、9 月末時点における年初来の発行が最高水準に達しています。これは一連のリプライシングを受けたもので、「新規資金」による発行も 2023 年の低水準から徐々に増加しています。
- ハイイールド債は、好調だった 9 月を終え、第 3 四半期の発行が過去最高を記録しています（図表 6 参照）。ローン同様、借り換えが全体の約 70%を占めました。
- 直接融資も堅調で、年初来の取引は 300 億ユーロ超と、2024 年同期の水準を上回っています。

オークツリーでは、(a) PE 企業による欧州エクスポージャー拡大の動きや、(b) 防衛費やインフラ投資の拡大など複数のテーマを背景に設備投資需要が継続すると見込まれることから、欧州クレジット市場では活発さが維持されると予想しています。また、米国中心のクレジット・ポートフォリオの分散や、ユーロ建て債券やローンからの魅力的なヘッジ後利回りを求める動きを含め、旺盛なレンダー需要が引き続き発行を支えています。

図表 6：欧州ハイイールド債発行は 2025 年第 3 四半期に過去最高を記録



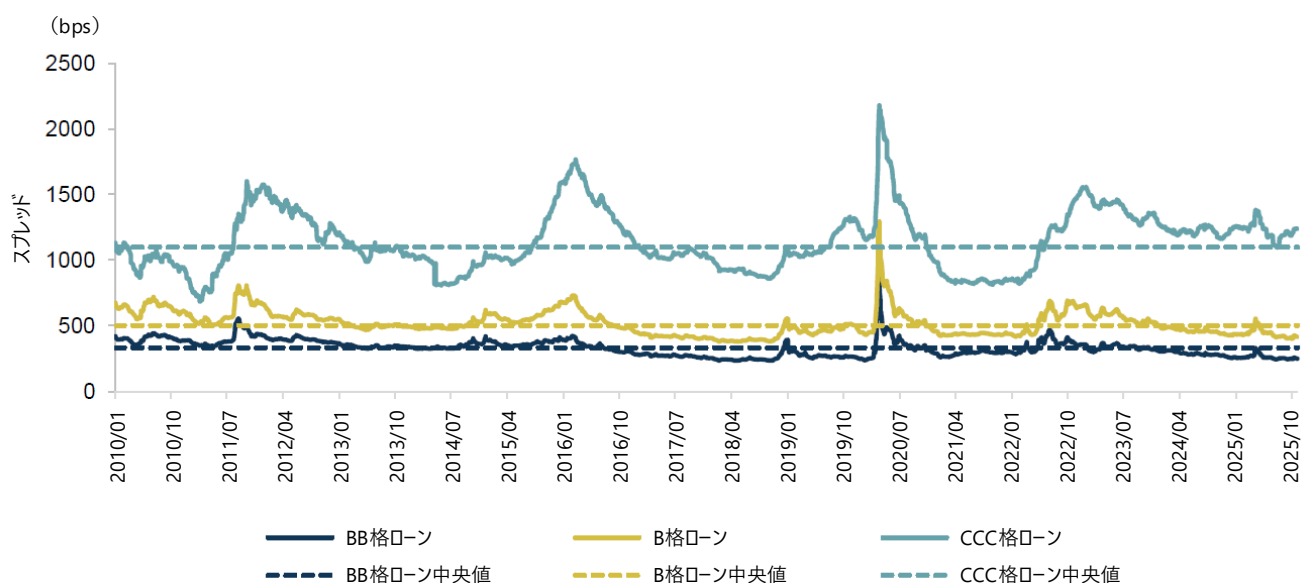
出所：ピッチブック、2025 年 9 月 30 日時点。

(3) クレジット市場はクオリティによる二極化が進む

インデックス平均値がクレジット市場の現状を反映していると考えるのは、誤解を招く可能性があります。高格付け銘柄の需要は依然として堅調である一方、人気のない銘柄は急速に敬遠される傾向が強まっているからです。最近報道された複数の信用問題や、CLO 投資家層の CCC 格付ローン需要が限定的である点は、この二極化に拍車をかけています。その結果、足元では B 格と BB 格ローンのスプレッドが長期平均近辺におおむね収まっている一方で、CCC 格ローンは過去平均を大きく上回る水準で取引されており、平均スプレッドは 1,200bps を超えています¹¹（図表 7 参照）。このように格差が極端な局面では、ファンダメンタルズに基づくボトムアップのクレジット選別が一層重要になります。

この二極化については、最近の[ポッドキャスト](#)（英語のみ）で深掘りしています。

図表 7：CCC 格ローンは長期中央値を上回る水準で取引



出所：UBS レパレッジド・ローン・インデックス、2025 年 10 月 28 日時点。

脚注

1. プレクソ、2025 年 3 月時点。
2. ピッチブック、2025 年 9 月時点。
3. オリバー・ワイマン、Private Credit's Next Act、2024 年 4 月。5.5 兆ドルは米国 ABF 市場を示しています（不動産を除く）。
4. バンク・オブ・アメリカ、Global Convertibles Chartbook、2025 年 10 月 1 日時点。
5. Ibid。
6. Ibid。
7. バンク・オブ・アメリカ、Global Convertibles、2025 年 10 月 20 日時点。
8. ピッチブック
9. Ibid。
10. ピッチブック、2025 年 9 月 30 日時点。
11. UBS レパレッジド・ローン・インデックス、2025 年 10 月 28 日時点。

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・エルエルシーは、ブラックフィールドの完全子会社です。

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