

BARINGS

2025 OUTLOOK

NAVIGATING
A SHIFTING LANDSCAPE

ダイレクト・
レンディング

CONVERSATIONS

ベアリングスのグローバル・ダイレクト・レンディング市場の投資プロフェッショナルが、変化を続ける今日の市場環境を乗り切る方法、および今後1年間に予想されるリスクおよび投資機会に関する見解をお伝えいたします。



TYLER GATELY

(タイラー・ゲートリー)

北米プライベート・クレジット
責任者



STUART MATHIESON

(スチュアート・マティソン)

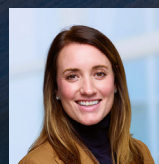
欧州&APACプライベート・クレジット
& キャピタル・ソリューションズ
責任者



JUSTIN HOOLEY

(ジャスティン・フーリー)

アジア・パシフィック・プライベート・クレジット
マネジング・ディレクター



JULIANNE RUSIE, CFA

(ジュリアン・ルーシー)

モデレーター
クライアント・ポートフォリオ・マネジ
メント
マネジング・ディレクター

ジュリアン・ルーシー（モデレーター）：前米大統領であるドナルド・トランプ氏が2025年初に米大統領に就任することから、同政権における政策が投資家およびマネジャーの間で注目されると思います。今後、ダイレクト・レンディング市場に影響を及ぼす可能性のある重要なテーマについて教えてください。

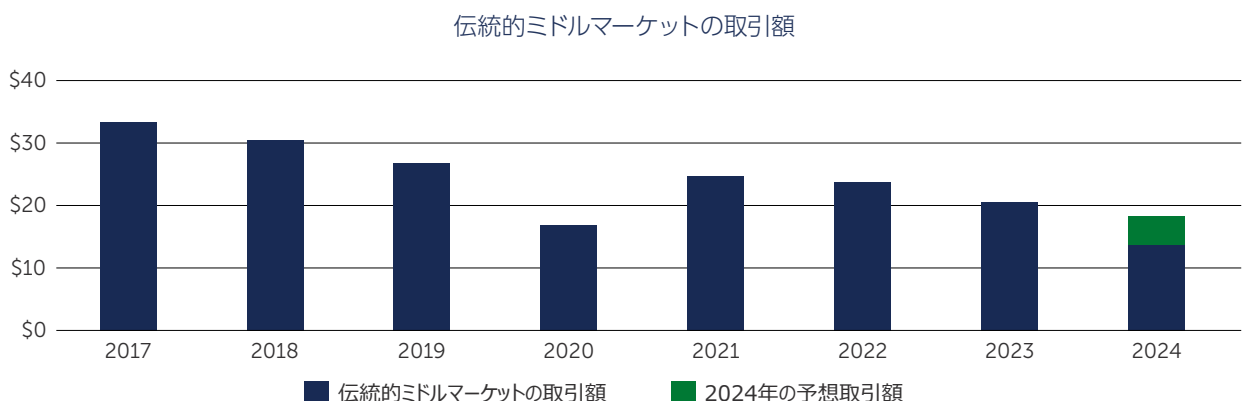
タイラー・ゲートリー：今回の米大統領選挙は、両陣営共に現職候補としての勢いが感じられるという点で異例であり、多くの市場参加者は、選挙の結果が市場に及ぼす影響について、かなり正確な見通しを持っていました。次期政権は規制緩和に重点を置いたビジネス寄りな政権になるとの見方が一般的であり、これは多くのミドルマーケット企業にとって支援材料になるものと思われます。関税は重要な問題として注目を集めていますが、北米のミドルマーケット企業の多くは米国内に焦点を当てています。その意味においては、関税がこれらの企業に直接的な影響を与える可能性は低く、サプライチェーンやより広範な経済全般に甚大な影響を及ぼす可能性の方が高いと思われます。

スチュアート・マティソン：関税は欧州においては注目すべき重要な問題となります。その規模や影響範囲は未だ不透明であるものの、貿易額に対して影響を与える可能性が高いと思われます。インフレ率が上昇し、それによって金利は長期に亘り高い水準で維持される可能性があります。これは特に欧州企業にとって歓迎されるシナリオではなく、企業のキャッシュフローに対して悪影響を及ぼす可能性があるものの、ミドルマーケット全体としては比較的健全であり、殆どの取引には厳格な契約と構造的保護が備わっていることから、ポートフォリオに生じるあらゆる課題に対処する上で、マネジャーを支援することが可能となります。

ジュリアン・ルーシー：米大統領選挙の不透明感が払拭され、プライベート・エクイティのスポンサーが2兆米ドルに上るドライパウダーを保有している今、M&Aが本格的に活況となる局面に達したのでしょうか？

タイラー・ゲートリー：不確実性に関する主な要因が沈静化し、潜在的な損失の発生に対するスポンサーの懸念が薄れてきたことから、状況は確かに改善しつつあります。特に取引件数に関する複数の先行指標において、回復の兆しが見られ始めています。例えば、パイサイドの調査会社や会計事務所は利益の質に関する報告書を作成しており、投資銀行は今後3ヶ月から6ヶ月にかけて、新たな案件を受け入れることが困難な状況にあると思われます。これらの事実は、M&A市場の転換が「起こるか」ではなく「いつ起こるか」の問題であることを示しています。これまで転換期において常にある程度散見された現象として、不確実性に関する原因の一部が沈静化するにつれて、バリュエーションにおけるビッド・アスク・スプレッドが縮小し始める段階に達しています（図1）。

図1：コア・ミドルマーケットの取引額は改善傾向にあるものの、売り手と買い手のバリュエーション・ギャップにより依然として伸び悩む



出所: LSEG LPG 2024年9月30日現在

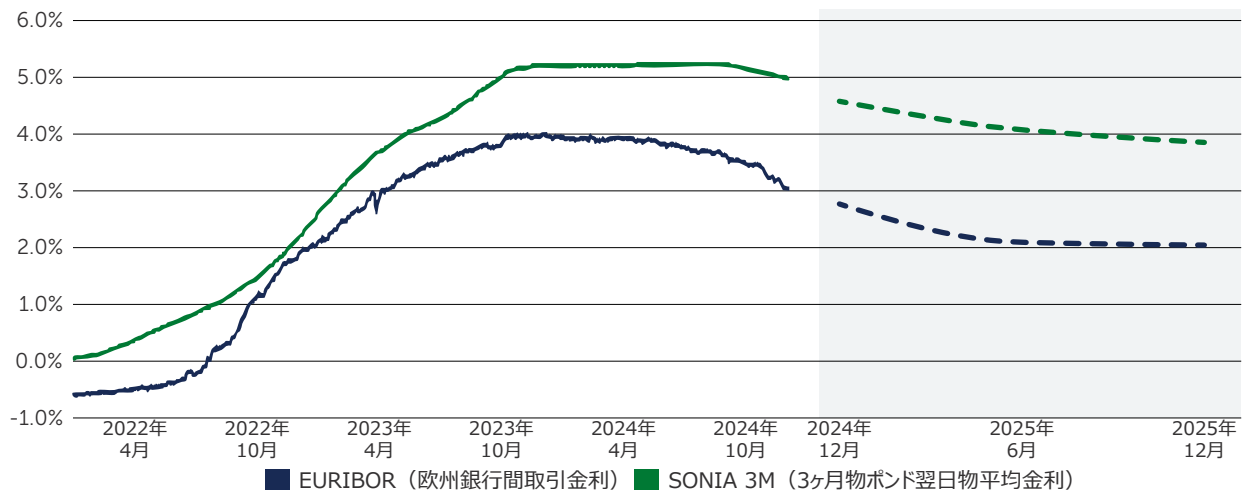
スチュアート・マティソン: M&Aが好転する条件が整いつつあるというタイラーの意見に賛成であり、新規プラットフォームに関する活動が活発化している兆しが散見されています。おそらくより適切な質問は、特定のマネジャーがオリジネーションや投資拡大のためにM&Aにどの程度依存しているか、ということであり、その答えは、各マネジャーによって異なります。350社以上の企業からなるベアリングスの過去1年間におけるグローバル・ポートフォリオを見渡した場合、新規プラットフォーム案件と「オフ・マーケット案件」、すなわち、以前に融資を行ったことがあるスポンサーや企業に対して追加の資金提供を行ったアドオン案件が混在しています。つまり、M&Aの環境が改善することは確かにオリジネーションに対してポジティブに働く一方、多くの既存案件を抱えることも同様に重要となります。これにより、スポンサーが投資を拡大するにつれて、より多くの案件を組成し、投資機会を大幅に増加させることが可能です。

ジャスティン・フリー: アジア太平洋地域においても、他の地域と同様、M&Aが回復傾向にある材料が複数散見されますが、短期的に大幅に回復する可能性については、依然不透明な状況にあります。M&Aに関するプロセスが開始したものの、未だ完了に至っていないケースが数多く散見されています。さらに、投資家はプライベート・エクイティ・スポンサーに対し、幾つかの事業を売却することを継続的に働きかけており、これは今後もM&Aの増加に関する主要なカタリストになると思われます。しかしながら、現時点においては、多くのプライベート・エクイティ・スポンサーはエントリーポイントとほぼ同水準となる高いバリュエーションで資産を保有していると思われ、早期売却または価値の最大化以前に売却を迫られることにより、損失を確定させることに対して消極的な姿勢を示しています。

ジュリアン・ルーシー: 長期に亘る高い金利水準は、諸刃の剣のようなものです。つまり、投資家にとっては利回りの上昇という恩恵がある一方、借り手にとってはより大きなプレッシャーに晒される可能性があります。現在のミドルマーケット企業はどの程度健全なのでしょうか。

スチュアート・マティソン: 私たちは、投資先企業の健全性を評価するため、複数のデータを定期的にモニタリングしている一方、投資先企業の経営陣およびプライベート・エクイティ・スポンサーと継続的な対話を行っています。これまで確認できたこととして、殆どの企業が金利上昇だけでなく、インフレ率の上昇、物価の高騰、労働力不足および供給不足といった課題に直面しながらも、非常にうまく対応しているということです。当然ながら、物価の高騰と金利上昇が重なれば、キャッシュフローを継続的に圧迫することになります。英国の金利は長期間にわたって高止まりすると予想されることから、おそらく欧州よりも英国の方がその影響は大きいと思われます(図2)。しかし、これまで適応してきた企業においては、今後も底堅く推移するものと見ています。

図2: 欧州および英国における金利の推移



出所: Bloomberg 2024年10月現在

資本構造の健全性について、ベアリングスにおける融資の大半はスポンサー主導によるバイ・アンド・ビルド戦略関連であり、これは単にレバレッジを最大化するためではなく、柔軟性を高めるために借入れが行われていることを意味します。価値を高めるため、企業やスポンサーは資産の購入を希望した際、借入れ枠から資金を引き出すことが可能な状態となる必要があり、バランスシートが拡大した状況においては、これらの実行がより困難となる可能性があります。これが一般的なコア・ミドルマーケットの主な利点であり、資本構造はより保守的な傾向にあり、価値の向上はレバレッジよりもむしろ業務の効率化やバイ・アンド・ビルドによってもたらされる傾向にあります。

“M&Aの環境が改善することは確かにオリジネーションに対してポジティブに働く一方、多くの既存案件を抱えることも同様に重要となります。これにより、スポンサーが投資を拡大するにつれて、より多くの案件を組成し、投資機会を大幅に増加させることが可能です。”

ジャスティン・フリー： 投資先企業における全体的な健全性は、ベアリングスの保守的なアプローチと密接に関連していることを強調したいと思います。企業の構造を審査し、融資実行の可否を決定する際、ベアリングスが最初に評価する最も重要な指標の一つが債務返済能力です。全体的にこの指標に関してはかなり保守的であり、グローバル・ポートフォリオ全体におけるインタレスト・カバレッジ・レシオは約2.5倍となっており、これは金利が長期に亘り高止まりする状況が続くことを前提にしています。

特にアジア太平洋地域においては、ベアリングスが注力しているセクターを中心に、殆どの企業は健全な状態を維持しています。教育やヘルスケアといったディフェンシブ・セクターは業績が好調であり、安定した利益と高いインタレスト・カバレッジ・レシオを示しています。また、当該セクターにおける企業は豊富なキャッシュフローを有する一方、設備投資が少ない傾向にあります。需要も安定しており、価格に左右されにくいことから、経済状況の変化による影響を受けにくい傾向が見られます。アジア太平洋地域は規模が小さく、資本市場の観点においては発展途上にあることから、ミドルマーケット市場における企業は関連分野において1、2位を争う企業となる傾向にあり、通常は圧倒的な市場シェアとコスト上昇分を転嫁できる価格決定力を有しています。

タイラー・ゲートリー: 北米のミドルマーケット企業も全体的には堅調に推移しており、今後ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある複数の重要な要素が存在します。その一つは経済環境であり、一般的にはこの点については楽観視できる状況にあります。確かに懸念材料は存在するものの、それはどちらかと言えば特殊なものとなります。ポートフォリオの大幅な悪化につながる可能性がある重要な傾向や要因は散見されず、ミドルマーケット全体として、長期に亘り、極めて底堅く推移してきたと見ています。

もう一つの要素は、直近数年におけるマネジャーのポートフォリオ構築方法です。足元、市場においては保守的なポートフォリオ運営を行ってきたマネジャーと、金利上昇が投資先企業に与えた影響によって逆風に晒されているマネジャーの二極化が確認されるようになりました。先ほどジャスティンは、ベアリングスのグローバル・ポートフォリオにおけるインタレスト・カバレッジ・レシオの平均が約2.0倍から2.5倍程度であると言及しましたが、より広範なミドルマーケットにおけるそれは1.2倍から1.6倍程度となっています。ベアリングスのポートフォリオはかなり保守的であり、今後も堅調に維持すると予想されます。

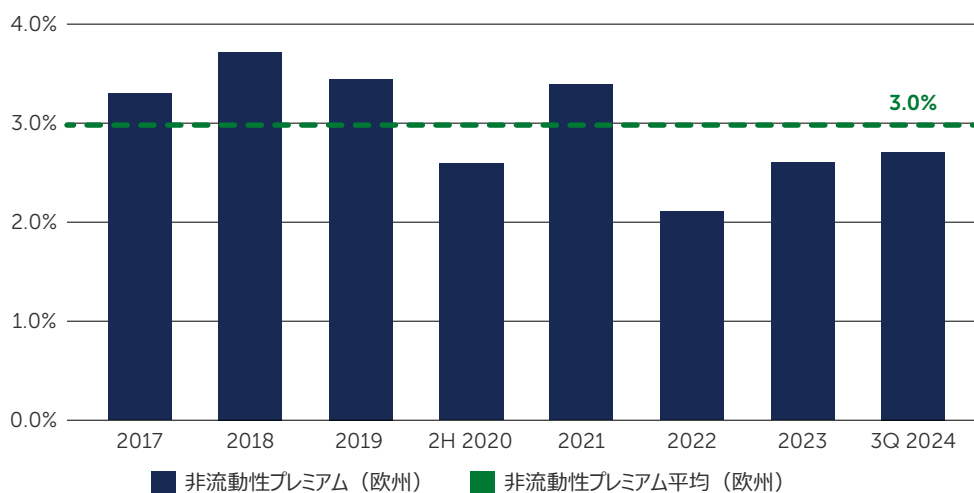
ジュリアン・ルーシー: 現在市場で取引されている案件について、条件およびプライシングの状況並びにその変化について教えてください。

タイラー・ゲートリー: 条件やストラクチャーは、マネジャーが取引を行う市場によって大きく異なります。北米はダイレクト・レンディング市場が最も発達している地域であり、近年新規のマネジャーが続々と参入していることから、最も競争の激しい市場となっています。これら新規参入マネジャーは競争の激化をもたらしており、「アセット・コレクター」もしくは「アセット・アグリゲーター」と表現した方が適切な場合があります。これらの表現によって代表されるマネジャーは通常、大型案件や案件をリードする能力に欠ける小規模な新規参入者、または、継続的に大型のファンドを設定しているものの、十分な規模で投資を行う際に課題に直面しているマネジャーの2種類に分類されています。特に新規のM&Aが限定的な環境下においては、これらのマネジャーは投資において苦戦する可能性があります。結果、多くのマネジャーはアッパー・ミドルマーケットにフォーカスする傾向があり、案件を確保するためにより不利な条件に同意してきました。具体的には、一部の案件においてはアップフロント・フィーの減少およびスプレッドの縮小が散見され、ストラクチャーや契約書の内容もより脆弱なものとなっています。

この望ましくない状況から一線を画すため、マネジャーができることについて考えたいと思います。スチュアートが前述したように、大型の既存ポートフォリオを有するマネジャーは、競争が激化する環境下においても差別化された投資機会を継続的に発掘し、オフマーケットにおいて投資を実行する能力を有することから、確実に有利な立場にあります。つまり、競争の激化によってストラクチャーやプライシングが圧迫される一方、より確立された規律のあるマネジャーは、多くの場合、広範な市場の逆風からある程度免れることが可能です。

スチュアート・マティソン: 「アセット・アグリゲーター」の出現と、それが一部の市場におけるプライシングや取引条件に与えた影響については、欧州においても同様の状況となっています。パブリック市場での資金調達が可能で一部の大型プライベート案件においては、スプレッドが縮小し、ストラクチャーや契約書がより脆弱なものとなっています。しかし、コア、あるいは伝統的なミドルマーケットにおいては、極めて魅力的な取引条件が維持されています。ミドルマーケットにおける第一抵当権付シニアローンは、大型のプライベート案件の成長に伴うリスクからより隔離されており、契約書やコベナントによる保護もより強固となる傾向があります。ミドルマーケットが広範にシンジケートされたローンに対して従来から提供してきたスプレッド・プレミアムは、スプレッドの縮小にもかかわらず、依然として魅力的な水準にあります。これまで、同プレミアムは200~400bpsの範囲で推移してきましたが、足元においては、250~300bpsの水準へと近づいています。しかしながら、これは2023年からは拡大した水準にあり、全体的な利回りにおいては、現在のベース金利を考慮した場合、依然として魅力的な水準にあると見ています (図3)。

図3: 非流動性プレミアムとシンジケート市場全体



出所: 上記のデータは、ベアリングスおよびフレディ・スミス・レバレッジド・ローン・インデックスともに3年ディスカウント・マージンにて表示 (オールイン・スプレッド (ディスカウント・マージン-3) = [(費用/3) + スプレッド + フロアレートをしくはベースレートの大きい方] / (1 - 費用)] - ベースレート)

ジュリアン・ルーシー: 新規参入の増加と競争の激化は市場全体の成長と同調してきましたが、それが不健全性をもたらし、リターン低下につながる時期が到来する可能性はあるのでしょうか？

タイラー・ゲートリー: 北米においては競争が激化している一方、ディールフローもまた、より少数で規模が大きく、安定したマネジャーに集約されています。5年前においては、上位20社のプライベート・クレジット・マネジャーが調達した資金は全体の35%でしたが、2023年における上位20社による資金調達額は全体の70%に達しています¹。このような状況下においては、新規参入の増加はそれほど懸念すべきものではないと見ています。実際、足元においては、伝統的なミドルマーケットの案件において、新規参入のマネジャーを見る機会が殆どなくなっています。その主な理由は、アッパー・ミドルマーケットにおいては、当該マネジャーでも競争が比較的容易であり、20億米ドル規模の案件において1,000万米ドルまたは2,000万米ドルのアロケーションを獲得できる可能性があるためです。しかし、そのようなシナリオにおいては、案件の条件をリードすることは殆どありません。これは前述の通り、リターンという観点のみならず、契約書やストラクチャーの内容も含め、最終的にLP投資家にとって、マイナスの影響を及ぼす可能性があります。つまり、大きな成長とともに統合も進行しており、その結果、勝者と敗者が生まれると思われます。

1. 出所: Prequin 2024年9月現在

将来のリターン増加に関するもう一つの興味深い考察は、新規参入マネジャーを支援する資本基盤の成長に関するものです。特に、より多くのマネジャーが市場に参入する中、個人投資家と保険会社という2つの資金提供者が著しい成長を遂げてきました。後者は安定した機関投資家の資金を代表するものであり、プライベート・クレジットは通常、シンジケートされた市場よりも長期に亘る相対価値に基づく投資であると考えられています。一方、個人投資家の資金は今後も継続的に成長すると思われませんが、ボラティリティも高くなる可能性があります。利回りが12%前後でピークに達した際には、ダイレクト・レンディングは個人投資家にとって非常に魅力的な投資となっていました。利回りが過去平均の下限よりも縮小した水準に達した際には、需要がどのようなものになるのか不透明であると思われ。個人投資家と保険会社間においては、相対価値と市場の魅力に対する見方が大きく異なっており、よりボラティリティの高い投資家基盤に過度に依存することは、今後、特定のマネジャーにとって問題となる可能性があります。

“アジア太平洋地域におけるダイレクト・レンディング市場は、米国や欧州と比較して成熟度が低いことから、競争の激化は全てのマネジャーに対してかなり有利に働いてきました。”

ジャスティン・フリー： アジア太平洋地域におけるダイレクト・レンディング市場は、米国や欧州と比較して成熟度が低いことから、競争の激化は全てのマネジャーに対してかなり有利に働いてきました。10年前、この市場は間違いなく単独で分散したポートフォリオを構築できるほどの規模および深度が存在せず、むしろ、より広範に分散されたグローバルのポートフォリオにおいて、地理的な分散を追加する手段として適していました。しかし、市場が進化し、競争が激化するにつれて、マネジャーはプライベート・エクイティのスポンサーに対してより有効な資金調達ソリューションを提示し、銀行が提供できていない資金調達に関するギャップを埋める存在として目立っています。

リターンにおいては、ベアリングスはオーストラリア、ニュージーランド、シンガポール、香港、台湾、韓国および日本を含むアジア太平洋地域における先進国市場に投資していることを強調したいと思います。つまり、中国、インドおよびインドネシアといった新興国に対して、直接の投資は行っていません。先進国に注力している背景として、米国や欧州におけるコアのダイレクト・レンディング戦略において期待されるものと同様のリスク・リターン特性を期待できるためです。規制や破産法に関する内容は他の先進国と比較して遜色なく、国債の信用格付は米国や欧州のものと同様か、場合によってはそれらを上回る傾向にあります。

“銀行における仲介機能の低下はまだ初期段階にあり、そのバランスシートの縮小に伴い、広範なソリューションを提供できるマネジャーが有利な立場を獲得する可能性が高いと思われます。”

ジュリアン・ルーシー: ベアリングスのダイレクト・レンディング・プラットフォームは、原則スポンサー案件のみに対して融資を行っています。スポンサー・コミュニティから得られる洞察や情報にはどのようなものがあり、それは今後を展望する際にどのような影響を与えていますか。

タイラー・ゲートリー: スポンサーは、より少数のマネジャーとより多くの取引を行うことに関心を示しています。銀行における仲介機能の低下はまだ初期段階にあり、そのバランスシートの縮小に伴い、広範なソリューションを提供できるマネジャーが有利な立場を獲得する可能性が高いと思われます。今後は、ダイレクト・レンディングだけでなく、不動産、インフラストラクチャー・デット、プライベート・プレイスメント、ポートフォリオ・ファイナンスなど、関連する資産クラス全体において、スポンサーにとってマネジャーがどれだけ重要な存在となるかが問われる状況になると思われます。ベアリングスのプラットフォームはこの意味においてユニークであり、十分な規模を有し、広範な資産に対して融資を実行する能力を備えています。1つまたは2つのソリューションを推進するのみならず、各資産クラスにおける専門知識と専任のチームを有する一方、借り手とともに進化して関係を深め、サイクルを通じた資金提供により、潜在的な借り手にとってより重要な存在となっています。

スチュアート・マティソン: タイラーの意見に賛成です。また、現在スポンサーとの対話においては、直近の資金調達ニーズだけでなく、2~3年先を見据えた将来の資金調達ニーズについても議論しています。スポンサーは、長期的に価値を高め、コストを削減する戦略的な方法を模索しています。多くの場合、これは資金調達ニーズの変化に関わらず、企業の長期的な成長を支援するテラーメイドのソリューションを提供し、スポンサーとの関係において組織的なアプローチを取ることが可能なマネジャーとの提携を強化することを意味します。タイラーが前述したように、長期的な資金調達ニーズはダイレクト・レンディングに留まらず、キャピタル・ソリューションズ、ポートフォリオ・ファイナンス、アセットバック・ファイナンスおよびエクイティ共同投資といった領域にまで広がり、さらにはパブリック・クレジット市場における資金調達の支援にまで及ぶ可能性があります。結局のところ、こうした要望に対応可能な広範な能力を有する貸し手は、スポンサーの戦略的パートナーとして、投資家に対して差別化された投資機会を提供できると思われます。

このインサイトは2025年ダイレクト・レンディング見通しに関するラウンドテーブルを要約したものです。ウェビナーは以下よりご視聴いただけます。

<https://www.barings.com/en-us/institutional/perspectives/viewpoints/2025-outlook-direct-lending-webinar-privatecredit-vid>

Barings is a \$431+ 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

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

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 Global Advisers 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.

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.

Copyright and Trademark

Copyright © 2024 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が変更されたり修正されたりすることがあります。 4131526

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

*As of September 30, 2024

24-4092868