



BARINGS

PRIVATE CREDIT

足元におけるダイレクト・レンディングの戦略的位置づけ

INSIGHTS

プライベート・クレジットへの関心が高まる中、すべての戦略が同様に機能するわけではありません。伝統的なミドルマーケットにおけるダイレクト・レンディング戦略については、メディアの報道に過度に左右されることなく、その基盤となるファンダメンタルズに基づいて理解を深めることが重要です。こうした視点を持つことにより、同戦略が、長期的なポートフォリオの運営において、引き続き重要な役割を果たしている理由をよりの確に捉えることが可能となります。



タイラー・ゲートリー
(Tyler Gately)

北米ダイレクト・レンディング
責任者



スチュアート・マティソン
(Stuart Mathieson)

欧州プライベート・ファイナンス
責任者

近年、プライベート・クレジットはこれまで以上に高い関心を集めています。市場規模の拡大と認知度の向上に伴い、不確実性が高まる局面においては、**プライベート・クレジット全体、特にダイレクト・レンディングへの注目が一段と強まる傾向**にあります。こうした関心の高まりは、しばしば個別のクレジット・イベントや資金フローの変化に関する報道によって一段と増幅されることも少なくありません。そのような注目の高まりは議論を深める効果がある一方、各戦略の実際のパフォーマンスは、市場サイクルを通じて必ずしも正確に理解されていない可能性があります。

こうした状況を踏まえ、伝統的なミドルマーケットにおけるダイレクト・レンディングについて、**何が変化し、何が不変なのか、そして市場がどのように進化を続けているのか**について、改めて整理することが重要です。ダイレクト・レンディングは、資本構造における弁済上の優先順位、契約に基づくインカムおよびダウンサイド・プロテクションを重視する点に特徴があり、こうした特性が長期的なポートフォリオ構築において引き続き重要な役割を果たしています。

ダイレクト・レンディングの定義

伝統的なスポンサー主導のミドルマーケットにおけるダイレクト・レンディングは、プライベート・クレジット市場全体の中でも独自の地位を確立しています。その典型的な形態は、確立された企業を対象とした、**シニア担保付の第一順位ローン**で構成されており、契約に基づくインカムの確保、貸し手の保護および資本保全を重視した設計に特徴があります。運用手法は運用会社によって異なるものの、その根幹をなす特性には以下のような共通点が挙げられます。

- **シニア担保付（多くの場合は第一順位）への投資**を通じ、借り手の資産に対する優先的な請求権を確保
- 財務制限条項（コベナンツ）や借り手の報告義務等を含む、**貸し手主導で交渉された保護条項**
- **スポンサー案件が中心**であり、実績のあるプライベート・エクイティが関与するケースが一般的
- **主として変動金利**であり、契約に基づくインカム収益を創出
- **保有期間を通じた継続的な管理を重視**し、運用会社の規律がリターンに対して大きな影響を及ぼす

ダイレクト・レンディングは主に投資適格未満に分類されるため、時間の経過とともにストレスが顕在化する可能性があります。その結果、投資成果は、発行体や業種の分散、規律ある審査および借り手のパフォーマンスに対する継続的なモニタリング等の観点に基づき、ポートフォリオの構築および運用手法に大きく左右される傾向にあります。また、借り手およびスポンサーとの持続的な対話に加え、継続的な報告義務および貸し手保護の構造は、市場環境の変化に応じた課題の早期発見と元本保全を図る上で重要な役割を果たします。さらに、シニア担保付ローンは、その性質上アップサイドが限定されることから、利回りの向上を追求するためのレバレッジおよびストラクチャー面における規律の緩和は、市場環境が悪化する局面において想定以上のコストを伴う可能性があります。

何が変わり、何が不変なのか

プライベート・クレジット市場は着実に進化を遂げてきましたが、伝統的なダイレクト・レンディングにおいて、これまで投資家を惹きつけてきた多くの特性は現在も存在しています。

不変の要素

ダイレクト・レンディングは、**資本構造における弁済上の優先順位**および**契約に基づくキャッシュフロー**を特徴とし、メンテナンス・コベナントをはじめとする各種構造的保護は、早期の介入とダウンサイド・プロテクションを目的に設計されています。流動性および投資家の資金動向によって価格が左右されやすいパブリック市場とは異なり、ダイレクト・レンディングのパフォーマンスは、ファンダメンタルズに基づくクレジットに対する審査および継続的なポートフォリオの運用に対して、より密接に関連する傾向があります。こうした特性は、市場のボラティリティが高まる局面において特に重要となります。すなわち、**堅固な契約条件と保守的なレバレッジを兼備した案件**は、収益が圧迫される環境下においても**柔軟性を維持**する一方、脆弱なストラクチャーは早期に限界が顕在化する傾向にあります。

ダイレクト・レンディングはポートフォリオ全体における分散効果の観点からも重要な役割を担っています。マクロ環境の影響を完全に排除することは困難であ

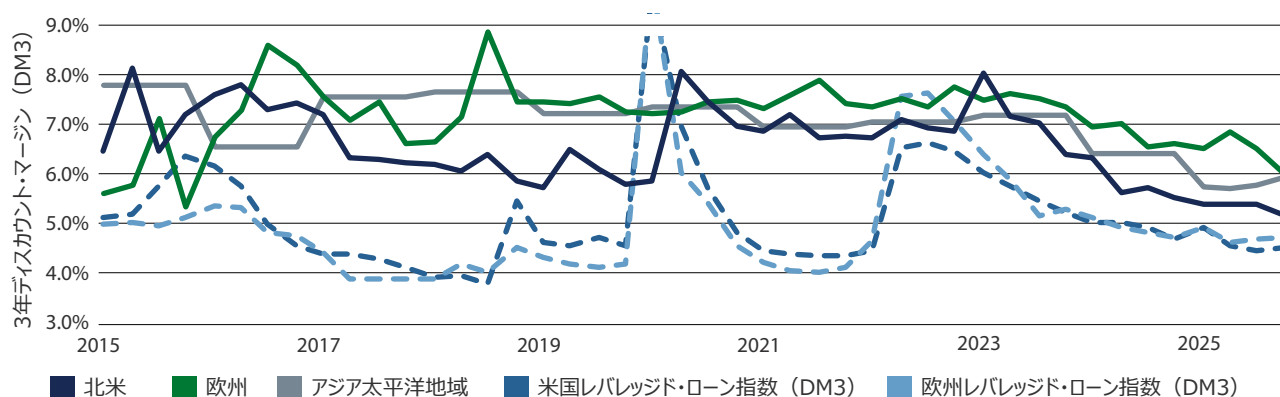
るものの、プライベート・クレジットのリターンは、歴史的にパブリック株式や流動性の高いクレジット市場と比較して、**相対的に低い相関**を示してきました。

また、**相対価値**の観点に基づく魅力も健在であり、パブリック・クレジット市場に対するスプレッド・プレミアムは、各地域において引き続き確認されています。

- **北米**は最大かつ最も成熟した市場であり、シンジケート・ローン市場に対して平均約150~200bpsのスプレッド・プレミアムの獲得が可能です。投資家構成の変化に伴う価格調整を背景に、縮小していたスプレッドはやや拡大傾向にあります¹。
- **欧州および先進アジア太平洋地域**においては、銀行貸出の縮小と契約条件の厳格化がより顕著に表れています。シンジケート・ローン市場とのスプレッド差は比較的安定した水準にあり、**欧州において約200~250bps、先進アジア太平洋地域において約200~350bps**となっています²。

レバレッジ1倍あたりのスプレッドにおいても、ダイレクト・レンディングは、シンジケート・ローン市場と比較して依然として魅力的なリターンを提供しています。また、相対的に低いレバレッジ水準、より厳格なストラクチャーおよび貸手による案件へのコントロールがこの優位性の維持に寄与しており、絶対的なスプレッドが市場サイクルに応じて変動する局面においても、その特性は損なわれにくい構造となっています（図1）。

図1: ダイレクト・レンディングは、各地域において構造的な利回りプレミアムを維持

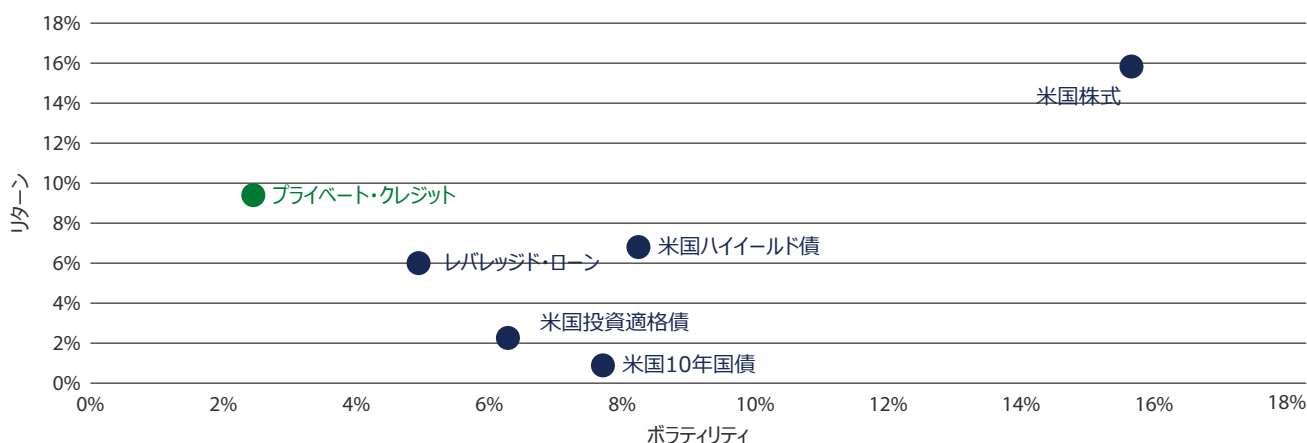


出所: S&P UBS Leveraged Loan Index, Barings. ペアリングスの投資実行額は、当該四半期に各地域で完了した全取引の平均実行額に基づき算出。2026年2月現在

1. 出所: Barings, LSTA データは2022年第1四半期~2026年第1四半期
 2. 出所: Barings, LSTA データは2022年第1四半期~2026年第1四半期

投資家は通常、ダイレクト・レンディングを、シンジケート・ローン、ハイイールド債、投資適格債といった他のクレジット資産と併せて、ポートフォリオ全体の観点から評価を行う傾向にあります。その際には、リターンとリスク（ボラティリティおよびダウンサイド）のバランスが重視されます（図2）。こうした観点から見ると、クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスにおいて示される通り、プライベート・クレジットは歴史的に、**ボラティリティを相対的に低い水準に抑えつつ、競争力のあるリターン**を提供してきました。また、プライベート・クレジットに内在する非流動性プレミアムは一定ではないものの、長期的な資産配分において引き続き重要な要素となります。

図2: 魅力的な過去の運用実績と低いボラティリティ



出所: Cliffwater, Morningstar Direct. 2016年から2025年までの平均年率トータルリターンを表示。ボラティリティは、年率トータルリターンの標準偏差を平均年率トータルリターンで除して算出。インデックスは以下を参照しています: プライベート・クレジット—Cliffwater Direct Lending Index、レバレッジド・ローン—Morningstar LSTA LL100、米国投資適格債—Bloomberg U.S. Aggregate、米国ハイイールド債—Bloomberg U.S. Corporate High Yield、米国10年国債—ICE BofA Current 10-Y U.S. Trsy、米国パブリック株式—S&P 500。過去の運用実績は将来の運用成果を予測・保証するものではありません。

こうした理由から、プライベート・クレジットに対する**機関投資家の需要**は引き続き堅調に推移しています。市場のボラティリティやリテール向けプライベート・クレジットに関するメディアの報道が散見される中、投資家は依然として、**高い利回り、変動金利、契約に基づくキャッシュフローおよび優れたリスク・リターン特性**を背景に、引き続きダイレクト・レンディングに高い関心を寄せています。また、足元の市場動向からは、ダイレクト・レンディングがポートフォリオ構築において、長期的に果たす役割に対する前向きな見方が維持されていることが確認されます。実際に、確立された運用プラットフォームを中心に、投資および資金調達活動は引き続き活発に行われています。

変化した要素

一方で市場構造そのものは変化しています。Preqinの最新の調査によれば、ダイレクト・レンディングへの資金はより一部の運用会社に集中する傾向が強まっており、中でも実績を有し、運用能力と機関投資家向けの運営基盤を備えた大手プラットフォームへの集中が進んでいます³。

- **北米**においては、2025年のダイレクト・レンディング案件のうち、上位10社の運用会社が全体の38%を占めています⁴。
- **欧州**は米国と比較して発展途上にある市場と認識されていますが、2025年のダイレクト・レンディング案件において上位5社が約47%、上位10社が約65%を占めています⁵。

3. 出所: Preqin Investor Outlook 2026年上半期

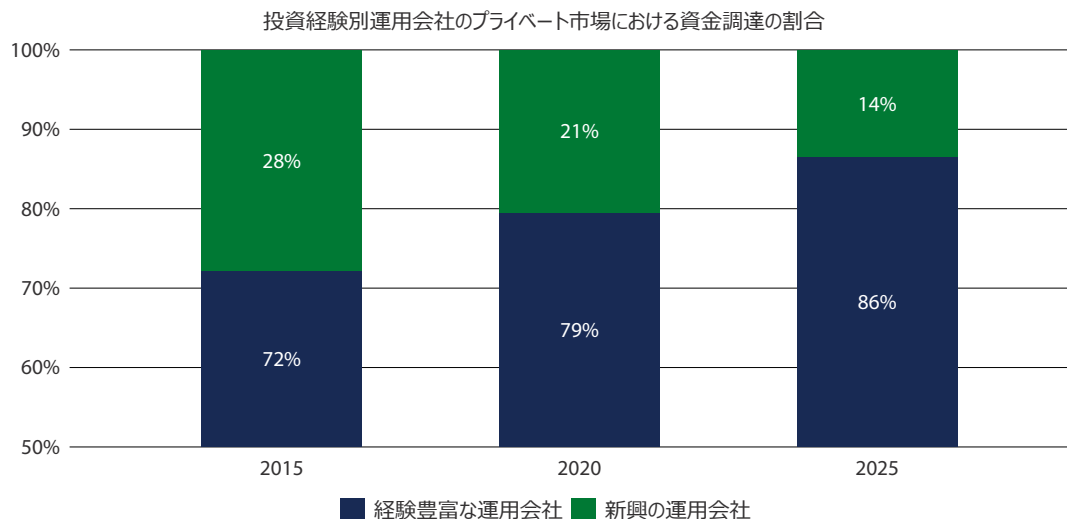
4. 出所: Octus 2025年12月現在

5. 出所: Houlihan Lokey Q4-2025 MidCap Monitor—European Unitranche Financings Q4 2025 (LTM)

"ダイレクト・レンディングへの資金はより一部の運用会社に集中する傾向が強まっており、実績を有する大手プラットフォームへの集中が進んでいます。"

このような資金の集中は、ファンドの資金調達の動向にも顕著に表れており、過去5年間にわたり、実績のある運用会社はプライベート市場におけるコミットメント資金に占めるシェアを着実に拡大してきました(図3)。また、この流れは第二の構造変化をもたらしています。つまり、**既存の投資先やスポンサーとの関係性を活用した案件組成の重要性が高まっています**。大規模かつ実績のあるポートフォリオを運用する運用会社ほど、リファイナンス、追加買収および既存取引先との持続的な取引を通じて投資機会を獲得する割合が高まり、新規のプラットフォーム案件への依存度は相対的に低下しています。

図3: 資金はより豊富な経験を有する運用会社に集中



出所: Pitchbook (global fundraising) 2025年12月31日現在

ベアリングスにおいても、足元における投資実行額の約58%を追加買収に伴うファイナンスが占め、新規プラットフォーム案件の42%を上回っています。一方、**5年前においては、その構成比がほぼ逆**であり、新規プラットフォーム案件が約70%を占め、追加買収関連の案件は約30%に留まっていた⁶。こうした変化は、既存の投資先企業との関係性を通じて、オフマーケットの投資機会へアクセスする機会が拡大していることを示しています。その結果、シンジケート市場およびスポンサー主導の入札プロセスへの依存度は低下しており、特に市場のボラティリティが高まる局面においても、M&Aの動向や競争環境の変化による影響を受けにくい状況となっています。

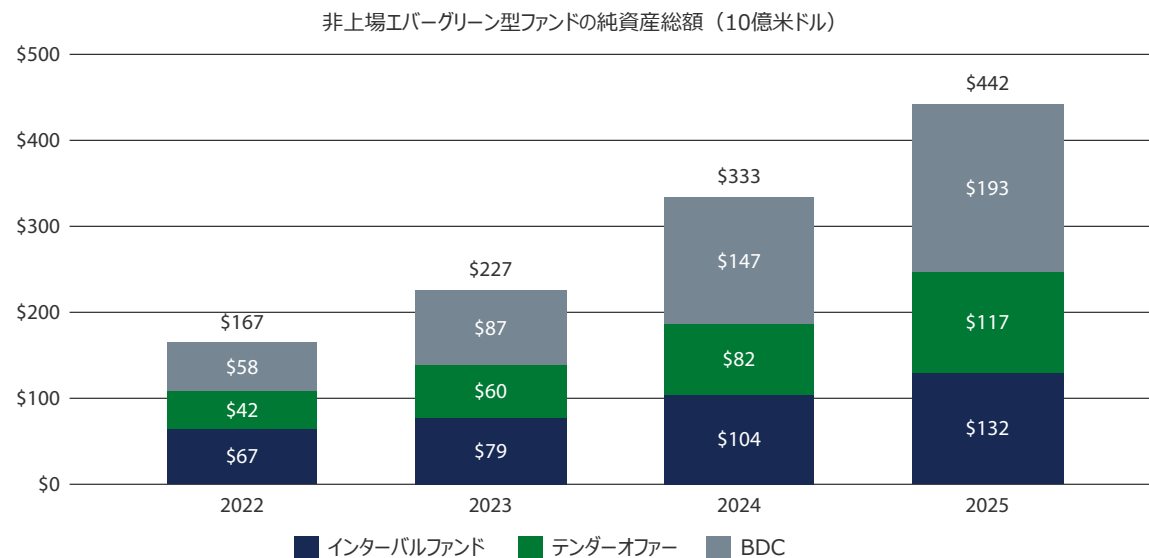
また、運用規模および既存の取引先との関係性構築は、**個別案件の条件および投資成果に対する影響力の確保**にもつながります。貸し手が案件の組成段階から関与し、**取引条件の決定において主導権を持つ**場合、問題が発生した案件への対応方針の選択肢および意思決定プロセスは、一般的により明確となる傾向があります。一方で、貸し手が多数に分散した案件および大規模な協調融資においては、個々の貸し手の影響力は急速に低下する可能性があります。こうした違いは、パフォーマンスが当初の想定から乖離した局面において、その後の対応方針および最終的な投資成果に対する影響力の所在を決定づける重要な要素となります。

6. 出所: Barings 2026年3月31日現在

個人投資家の台頭

もう一つの重要な変化として、投資家層の変化が挙げられます。特に、個人投資家および富裕層からの資金は市場において一段とその存在感を高めています。この傾向は、過去数年間にわたる**エバーグリーン型およびセミ・リキッド型の投資商品における成長**に顕著に表れています(図4)。こうした投資商品の純資産総額は大幅に増加しており、同時に米国におけるアクティブなエバーグリーン型ファンドの数も、2018年以降で2倍以上に増加しています⁷。

図4: エバーグリーン型プライベート・クレジット・ファンドのストラクチャー別推移(米国)



出所: Morningstar, PitchBook 2026年3月13日時点の集計値

セミ・リキッド型のファンドは、資金流入の動きが比較的可視化されやすいことから、市場のストレス局面および取引が活発化する局面において、実態以上に注目を集める傾向があります。一方、こうしたファンドが占める割合は、**1.5兆米ドル超に達するダイレクト・レンディング市場全体の運用資産のわずか一部**に過ぎません。市場における資金の大半は、解約請求の対象とならないクローズドエンド型の機関投資家向けファンドを通じて運用されています。さらに、エバーグリーン型およびクローズドエンド型ファンド全体においては、依然として多額の未投資資金(ドライパウダー)が存在しており、その規模は約5,000億米ドルに達しています。また、これに加えて、銀行セクターにおいても未実行の融資枠が相応の規模で残されています。

これらの事実は、ダイレクト・レンディングが依然として**厚みのある安定的な資金基盤**によって支えられ、機関投資家が引き続きダイレクト・レンディングに対して積極的な資金配分を行っていることを示しています。投資する資金の構成には変化が見られるものの、市場全体としては、コミット済みかつ投資可能な資金が豊富に存在しており、**複数の資金供給源**が市場を支えています。そのため、個人投資家および富裕層からの資金フローの変動は、短期的には価格形成および取引条件に一定の影響を及ぼす可能性があるものの、それだけを理由にダイレクト・レンディング市場全体の健全性に対する懸念材料として捉えるべきではないと考えます。

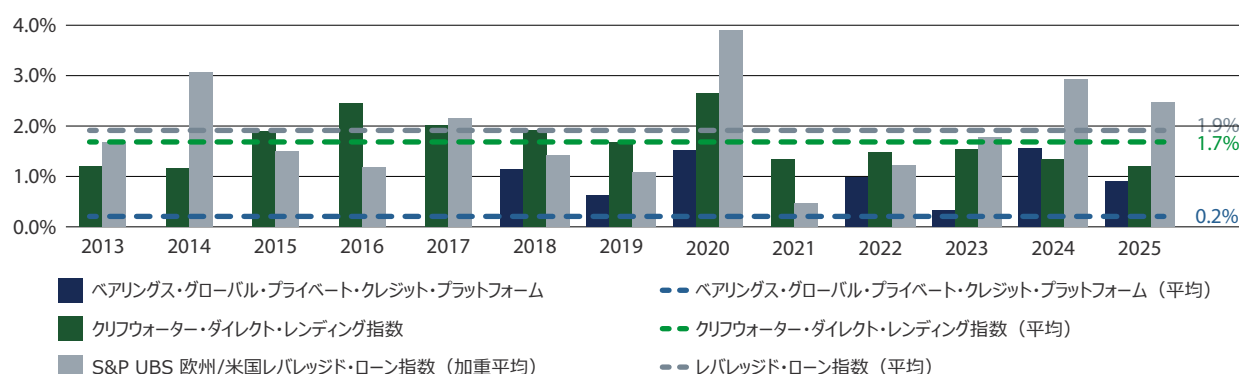
7. 出所: Morningstar, PitchBook 2026年2月28日現在

拡大する格差

ダイレクト・レンディングに対する注目が高まる中、審査基準および契約条件の質に対する注目も高まっています。資金供給が潤沢である一方、投資機会へのアクセスはより限定的になりつつあることから、運用会社ごとの投資アプローチの違いが、今後ますます投資成果の差として表れるものと思われます。

こうした背景を踏まえ、**資産クラス全体としての特徴と個々の運用会社レベルの投資成果**を区別して捉えることが重要です。プライベート・クレジットにおける過去の平均デフォルト率は、シニケート・ローン市場と比較して相対的に低い水準にあります。これはプライベート・クレジットがシニア担保付という特性を有し、個別の交渉を通じて確保されたストラクチャーであることを反映しています（図5）。もっとも、資産クラス全体の平均値のみによって、個々の運用会社の**リターン**のばらつきを正確に捉えることは困難です。デフォルト率は運用会社によって大きく異なる場合があります、その差は、運用会社の案件ソーシング能力に加え、市場ストレス局面におけるリスクの構築および管理手法によって大きく左右されます。

図5: プライベート・クレジットとレバレッジド・ローンの平均デフォルト率の推移



出所: Barings, Cliffwater, UBS 2025年12月31日現在

こうした違いは、リターンにおけるばらつきが拡大していることを説明する一つの根拠となります。その要因の多くは、クレジット・サイクル初期に行われた意思決定に遡るものであり、今後もそうした影響が継続すると見られます。特に、資金が潤沢であった時期における**レバレッジ水準、契約条件および個々のセクターに関するエクスポージャー**といった審査上の判断は、市場環境が正常化する中において、改めてその妥当性が問われています。また、投資を実行したタイミングも重要な要素であり、投資ヴィンテージ間の違いがパフォーマンスの差異を拡大させる一因となっています。

ストレスに対する耐性の高いポートフォリオにおいては、**ディフェンシブな特性および安定的な収益力を有する企業**で構成される傾向があり、景気循環および構造変化の影響を受けやすい領域へのエクスポージャーが抑制されています。特にソフトウェアおよびサービス・セクターにおけるテクノロジーの変化は、過去の前提に依拠することなく、環境変化に適応した審査を行うことの必要性を一層強めています。

持続的な需要を支える構造的要因

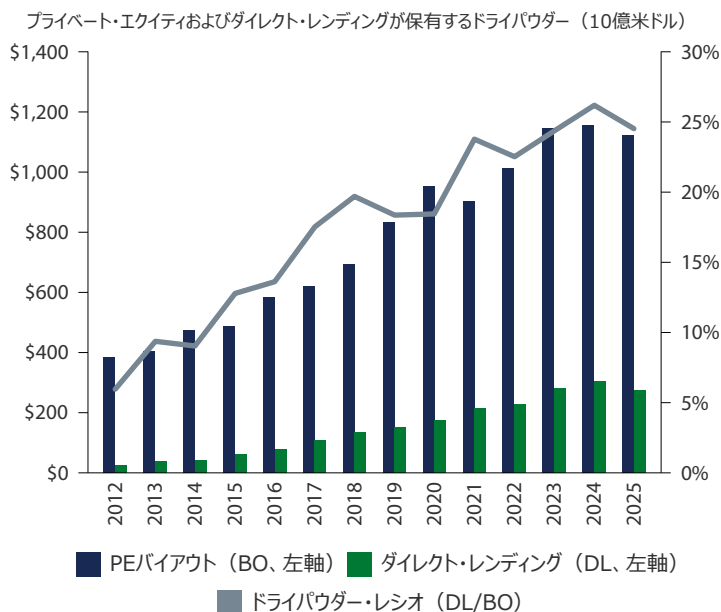
市場が進化を続ける中であっても、伝統的なダイレクト・レンディングに対する需要は、いくつかの長期的な構造的要因によって引き続き下支えされています。これは、借り手の資金調達ニーズの変化のみならず、投資家の資産配分における構造的なシフトも反映しています。

プライベート・エクイティが牽引する借り手需要

プライベート・エクイティのスポンサーは、特にパブリック市場の価格変動が大きい局面において、取引執行の確実性、柔軟性および安定した資金調達の実現可能性をこれまで以上に重視する傾向にあります。カスタマイズされたストラクチャーおよび安定的な資金を提供できる貸し手の存在は引き続き重要であり、市場全体における取引量が増減する局面においても、その価値は依然として高い状況にあります。

一方、PEバイアウト・ファンドにおけるドライパウダーが依然として高水準にあり、新規プラットフォーム投資、追加買収およびリファイナンス等に伴う資金調達ニーズを継続的に生み出しています（図6）。その結果、エグジットまでの期間が長期化する中であっても、PEバイアウト・ファンドが保有するドライパウダーとダイレクト・レンディング市場が供給可能な資金との間には依然として大きな需給ギャップが存在しています。PEスポンサーは過去に調達した資金の投資実行を引き続き進めていく必要があることから、これが今後数年間に亘り、ダイレクト・レンディングに対する借り手の需要を下支えすると見込まれます。

図6: 持続的なPEバイアウトおよびダイレクト・レンディングのドライパウダーが資金調達需要を下支え



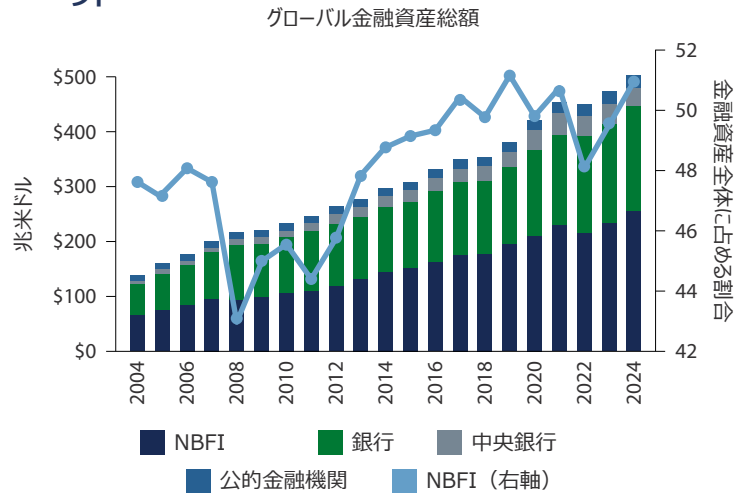
出所: Preqin 2025年12月31日現在

供給面における制約

銀行による仲介機能の低下は、企業向け貸出市場の構造を引き続き変化させています。米国においては既にこの変化が進展しており、ミドルマーケット企業向け融資において、ノンバンクが中心的な役割を担っています。この動きは米国以外の地域においても拡大しており、特に欧州およびアジア太平洋地域においては、規制の厳格化、資本規制の強化、バランスシート上の制約およびリスク選好の変化を背景に、銀行による信用供与の意欲および能力が制限されつつあります。

その結果、世界の金融における仲介機能の主な担い手は、銀行からノンバンクへのシフトが進んでおり、現在ではノンバンクが占める割合はおよそ半分に達しています（図7）。

図7: 世界の金融における仲介機能の主な担い手はノンバンクヘシフト



出所: Financial Stability Board 2025年12月現在。NBFIは、資産運用会社、保険会社、年金基金、プライベート・クレジット・ファンド、その他の市場ベースの貸し手など、銀行以外の金融機関を含む

根強い投資家からの需要

インカムの獲得を目的としたクレジット戦略に対する投資家の需要は引き続き堅調であり、特に構造的な保護および変動金利を兼ね備えた利回りを求める機関投資家において、その傾向は顕著となっています。資金フローは投資ビークルおよび資金調達チャネルによって変動する可能性があるものの、短期的な市場環境の変化に左右されるのではなく、長期的なポートフォリオ構築を重視する投資家にとって、ダイレクト・レンディングへの戦略的な資産配分の有効性は引き続き高く評価されています。

市場のノイズを見極め、本質に着目

プライベート・クレジットの市場規模拡大および注目の高まりに伴い、不確実性が高まる局面においてはより注目を集める一方で、必ずしも精緻とはいえない論調が見られるようになっていきます。メディアの報道においては、市場における個々の戦略および投資成果がしばしば一括りに扱われ、結果、同一の資産クラス内における重要な違いが見えにくくなっています。

長期的な視点を有する投資家にとってより重要なことは、**市場のボラティリティそのものではなく、それが本質的な価値の悪化を伴うものかどうかを見極める**ことです。実際、直近の多くの局面における価格調整は、根本的なファンダメンタルズの広範な悪化によるものではなく、資金フローおよびリスク選好の変化を主な理由として発生したものと考えられます。

こうした背景を踏まえ、ポートフォリオにおけるダイレクト・レンディングの位置づけは、**メディアの報道ではなく、ファンダメンタルズ**に基づき評価することが重要となります。規律ある投資姿勢、クレジットの選別および案件をコントロールする能力が引き続き投資成果を左右しており、伝統的なミドルマーケットにおけるダイレクト・レンディングの意義は、長期的なポートフォリオ構築の観点から一層明確になっています。

ベアリングスのグローバル・ダイレクト・レンディング・プラットフォーム

北米



欧州



アジア太平洋地域



2bps

グローバル・ダイレクト・レンディング・プラットフォームの年率損失率



30年超

ミドルマーケット企業への投資実績



610億米ドル超

グローバルのコミットメント残高



420超

オフマーケットで案件組成された、グローバル・ポートフォリオ独自の発行体



30超

コミングルフاند、CLO、パーマネント・キャピタル、SMAを含む独自のポートフォリオ

2026年3月31日現在

Barings is a \$481 billion* global alternative asset manager that partners with institutional, insurance, and wealth clients, and supports leading businesses with flexible financing solutions. The firm, which is owned by insurance companies MassMutual and MS&AD, seeks to deliver excess returns by leveraging its global scale and capabilities across credit, real assets, capital solutions and emerging markets.

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 © 2026 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、一般社団法人資産運用業協会会員)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。5622001

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

*As of March 31, 2026

26-5410402