Morgan Stanley
INVESTMENT MANAGEMENT

Caron's Corner

金利上昇がプライベート市場資産に及ぼす影響

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。



2026年10月26日

サマリー

- プライベート市場への影響を考える際は、長期金利と短期金利の両方を考慮する必要がある
- プライベート・デットの多くは変動金利であるため、短期金利が上昇すると借り手の利払い負担が増加し、キャッシュフローやカバレッジ比率（返済余裕度を測る指標）が圧迫される
- 長期金利と短期金利はいずれも、買い手が支払える価格や貸し手の借り換えに応じるかの判断を左右するため、投資のエグジットにも影響し得る
- 債券利回りの上昇はプライベート投資の流動性にも影響し得るが、私たちはその点を過度に懸念していない
- 金利が高い環境は、より有利な価格でプライベート市場に投資する機会をもたらし得るが、その機会は時間をかけて特定の領域に現れると考えている

今回は前回に続いて金利をテーマとし、金利上昇がプライベート市場資産に及ぼす影響を整理します。ポートフォリオ・ソリューションズ・グループでオルタナティブ資産と投資案件の選定を担当するJosh Myersの見解を紹介します。

金利上昇はプライベート資産にどう影響するのか

Jim：まず全体像として、金利上昇は投資家がすでに保有しているプライベート資産にどのような影響を及ぼすのでしょうか。また、これらの資産には日々の市場価格が付きませんが、金利上昇の影響はバリュエーションにどのような形で表れるのでしょうか。

Josh：まず、金利は単一の指標として捉えるべきではありません。長期金利と短期金利は、それぞれ異なる経路を通じてプライベート投資に影響することと考慮する必要があります。10年金利などの長期金利は、主にバリュエーションを通じて影響します。具体的には、企業や不動産の評価に用いられる割引率やキャップレート（不動産の純収益を価格で割った利回り）に反映されます。長期金利が上昇すると割引率も上がるため、将来のキャッシュフローが同じでも、その現在価値は低下します。キャッシュフローが得られる期間が長く、債券に近い性質を持つ資産ほど、その影響を受けやすくなります。例えば、安定稼働しているコア型オフィスビル（主に好立地で稼働率が高く、安定した賃料収入が期待できる物件）や長期契約に基づく資産は、急成長している企業よりも長期金利の影響を受けやすいといえます。

SPEAKER



JIM CARON
マネージング・ディレクター
ポートフォリオ・ソリューションズ・グループ CIO

一方、SOFR（担保付翌日物調達金利）などの短期金利は、主に借り手の利払い負担を通じて、事業運営に影響します。非公開企業や不動産に対する借入の多くは変動金利であるため、短期金利が上昇すると、借り手の利払い負担が増加します。その結果、キャッシュフローやカバレッジ比率が圧迫されます。また、いつ借り入れたかによっても、影響の大きさは異なります。金利がほぼゼロだった2021年の借入と、金利が上昇した後の2024年の借入とでは、借り手が現在置かれている状況が大きく異なります。さらに、長期金利と短期金利はいずれも、買い手が支払える価格や、貸し手が借り換えに応じるかどうかを左右するため、エグジットにも影響を及ぼし得ます。

次に、こうした影響が資産の評価額にどのように表れるかを説明します。プライベート資産は通常、運用会社が四半期ごとに、類似取引の価格、上場類似企業の株価水準、ディスカウント・キャッシュフロー法などを用いて評価します。ただし、市場の変化が評価額に反映されるまでには時間差があります。前回の金利上昇局面では、2022年に金利が急上昇したものの、多くのプライベート不動産指数で本格的な評価額の引き下げが行われたのは2023年に入ってからでした。したがって、上昇局面・下落局面のいずれにおいても、市場の変動はプライベート資産の評価に、上場市場より数四半期遅れて反映されると考えるべきでしょう。

最後に、金利が上昇している理由も重要です。金利上昇が力強い成長と名目所得の増加を背景としている場合、企業の売上には追い風となります。売上の伸びによって、資本コスト（資金調達コスト）の上昇分の一部、場合によってはその全部を相殺できる可能性があります。一方、成長が鈍化する中でインフレ・ショックによって金利が上昇する場合は、厳しい環境となります。したがって、金利変動の大きさと同じくらい、その背景にある理由が重要です。

流動性への懸念はあるのか

Jim：次に、投資家から多く寄せられる流動性の問題について伺います。今年初めには、ソフトウェア株の売りをきっかけに、プライベート・レンディングの融資先がソフトウェアという一つのセクターにどれほど集中していたかが明らかになり、多くの報道で懸念が示されました。債券利回りの上昇をきっかけに、プライベート市場全体でも同様に、これまで表面化していなかったリスク（エクスポージャー）が突然明らかになる可能性はあるのでしょうか。また、投資資金の回収にはどのような影響が考えられるでしょうか。

Josh：この問題は、少し異なる角度から捉える必要があると考えています。

ソフトウェアを巡る問題は、事業モデルへのショックと高いレバレッジが重なったことで、短期間で表面化しました。これに対し、金利の影響はより緩やかに現れる傾向があります。金利上昇は、リスクを一夜にして露呈させるというより、時間をかけて徐々に圧力を強めていきます。潜在的なリスクが表面化し得る領域としては、主に次の4つが考えられます。

第1は、NAVローン[1]やバックレバレッジ[2]など、ファンド・レベルのレバレッジです。これらは、ファンドの資産に対してリミテッド・パートナー（LP）より優先する請求権を持つ債務[3]を追加するもので、その存在や影響がLPから必ずしも明確に見えているとは限りません。

第2は、PIK（Payment-in-Kind: 借り手が現金による利払いを繰り延べ、その分を融資残高に加算する現物払い）[4]です。第3は、特定の市場で多額の債務の返済期限が集中し、より高い金利で借り換えなければならない可能性が生じる「借り換えの壁」です。第4は、現在の高金利環境を反映していない過去の取引事例に基づくバリュエーションです（実態より高い評価額のまま据え置かれているおそれがあります）。いずれも新しい問題ではありませんが、金利上昇によって表面化しやすくなります。

流動性について過度に懸念していない理由は、主に3点あります。まず、出発点となる分配の水準がすでに低いことです。プライベート・エクイティ市場では、投資家への分配がすでに数年にわたって低位に留まっています。2022年には、分配が過去最高水準から急減しました。今後さらに悪化する可能性はありますが、その場合も、投資家がすでに前提として織り込んでいると考えられる、はるかに低い水準からの悪化となります。

次に、影響の大きさは、どのような投資を行っているかによって大きく異なります。ミドルマーケット（中堅企業を対象とする投資領域）・プライベート・エクイティに重点を置く場合、分配はピーク時を下回っている可能性が高いものの、市場全体の平均と比べれば底堅く推移しています。というのも、ミドルマーケット企業の売却は、IPO市場やシンジケート・ローン市場（複数の金融機関が協調して融資する市場）が十分に機能していなくても成立し得るからです。

ミドルマーケット企業は通常、事業会社や大手スポンサーに売却されます。こうした買い手は、上場市場の環境にかかわらず、比較的安定して存在します。

最後に、市場には圧力を緩和する仕組みが整ってきています。特にLPセカンダリーやGP主導セカンダリー[5]は、従来型のエグジットが減速したことを背景に、2021年以降大幅に拡大しました。現在では、継続的に利用可能で実効性のある流動性確保の手段となっています。したがって、一部の領域では流動性への圧力が緩やかに続くとみていますが、突然の大規模な調整が起こるとは考えていません。

高金利環境は投資機会となるのか

Jim：最後に、視点を変えて伺います。金利が高い環境は、より有利な価格でプライベート市場に投資する機会を生み出すのでしょうか。

Josh：その可能性はあると考えています。ただし、投資機会は一般に想定されるような形では現れないとみています。プライベート市場では、上場市場のように価格が一気に調整されることはありません。非公開企業のバリュエーションが1四半期で20%下落するようなことは、通常ありません。そのため、投資機会は時間をかけて、特定の領域に限って現れる傾向があります。具体的には、次の4つの領域で機会が生まれると考えています。

第1は、新規案件の引受審査です。現在投資される案件は、高い金利水準を前提に収益計画を立てた上で審査されています。金利低下に頼らなくても事業計画が成り立つ必要があるため、資金調達コストがほぼゼロだった時期に実行された案件よりも健全な出発点といえます。また、現在も投資期間中で、未投資の資金を持つ運用会社は、市場の混乱局面で売却を迫られるのではなく、むしろ買い手として動けるため、実質的な優位性を持ち得ます。

第2は、リターンの源泉です。借入（デット）によるリターンの押し上げに従来ほど頼れない環境では、レバレッジやバリュエーション倍率の拡大に依存する運用会社よりも、売上の拡大、利益率の改善、事業運営の高度化などを通じてオペレーション面から価値を創出する運用会社が優位に立つと考えています。取得価格が比較的低く、レバレッジも抑えられているミドルマーケットでは、こうした傾向は以前から見られました。金利上昇によって、その差がより鮮明になっています。

第3はクレジットです。プライベート・クレジットの大半は変動金利であるため、基準金利の上昇は、貸し手の利息収入の増加に直接つながります。また、ストレスが生じている市場領域では、貸し手がより厳格な融資条件や、低いローン・トゥ・バリュー（LTV：資産価値に対する融資額の割合）比率を確保できるようになっています。

第4はセカンダリーです。投資家やGPが流動性を必要とする場合、それを提供できる買い手は、優良資産を割安な価格で取得できることが少なくありません。ただし、留意すべき点として、クレジットスプレッドは依然として低位な水準にあり、投資家は追加的な信用リスクに見合う十分な対価をまだ得られていません。だからこそ、投資先の選別とビンテージの分散が重要になると考えています。底値を見極めて投資時期を選ぶのではなく、毎年継続的に出資を約束（コミットメント）していくことが重要でしょう。歴史的に見ると、プライベート市場で最も良好な成果を上げたビンテージの中には、投資環境への不安が最も強かった時期に投資されたものがあります。[6]

Jim：このように、金利上昇は株式や債券だけでなく、プライベート市場の資産にも影響を及ぼすと考えています。

注記：

（1）NAVローン：ファンドが保有する投資先ポートフォリオ全体の純資産価値（NAV）を担保として、ファンド自体が金融機関等から行う借入。

（2）バックレバレッジ：個々の資産ではなく、それらを保有するファンドなどの上位の主体が、保有資産をまとめて担保として行う追加の借入。

（3）優先請求権：ファンドの資産やキャッシュフローに対し、LPより先に支払いを受ける権利。投資先の売却代金や配当は、まずこうした借入の返済に充てられ、LPへの分配はその後となる。

（4）PIK（Payment-in-Kind）金利：利息を現金で支払う代わりに、元本に加算する仕組み。借り手の目先の資金繰りを和らげる一方、債務残高が膨らみ続けるため、信用力の悪化が表面化しにくい。

（5）GP主導セカンダリー：ファンドの運用会社（GP）が主導し、既存ファンドが保有する投資先を、新たに組成するコンティニュエーション・ビークル（継続ファンド）などに移管する取引。既存のLPは、持分を売却して資金を回収するか、新たなビークルに再出資して保有を続けるかを選択できる。GPは有望な投資先の保有期間を延ばしながら、LPに資金回収の機会を提供できる。

（6）過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しくは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及び投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

リスクについて

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資元本の全部又は相当部分を失う可能性がある場合があります。オルタナティブ投資は一般に流動性が低く、長期間にわたり資本が拘束される場合があります。また、レバレッジその他の投機的手法を利用する場合があり、その結果、価格変動リスク及び損失リスクが高まる可能性があります。さらに、評価価格の不確実性、投資先事業の業績悪化、規制変更、金利及び信用環境の変化等の影響を受け大きな損失が生じる可能性があります。オルタナティブ投資に係る報酬及び費用は伝統的資産への投資に比べ高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属し、投資元本は保証されておりません。

受託資産の運用は、株式、債券、不動産関連証券、コモディティ関連資産及びオルタナティブ資産等を含む幅広い資産クラスに投資する場合があり、これらの受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク、流動性リスク、金利変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びオルタナティブ投資に伴うリスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組入有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会