
CARON'S CORNER

スクリプト要約

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2月23日

ダイレクト・レンディング戦略：ノイズの向こう側にある投資機会

今回の Caron's Corner では、「ダイレクト・レンディング戦略」をテーマとして、Jeff Day と対談を行いました。Jeff はモルガン・スタンレー・プライベート・クレジット・ビジネスの共同プレジデントを務めており、ダイレク・トレンディング分野において 27 年の経験を有しています。対談では以下の点について議論しました。

- プライベート・クレジット戦略におけるダイレクト・レンディング戦略の定義。
- 現在の市場において、ダイレクト・レンディング戦略のマネージャーがどのように差別化を図れるか。
- ダイレクト・レンディング戦略におけるリスク管理。
- なぜ今が、ダイレクト・レンディング戦略に投資する好機なのか。

Jim Caron : こんにちは、ポートフォリオ・ソリューションズ・グループの CIO、Jim Caron です。

現在の市場では様々な動きがあり、ボラティリティが高まっています。また同時に、投資機会も生まれています。しかしながら、特にボラティリティが激しいのはダイレクト・レンディングとプライベート・クレジットの市場です。本日はモルガン・スタンレーにおいて該当分野の専門家である Jeff Day をお招きしています。Jeff は、プライベート・クレジット・ビジネスの共同プレジデントを務めており、米国ダイレクト・レンディングにお

いて 27 年の投資経験があります。また、モルガン・スタンレーのダイレクト・レンディング戦略立ち上げのキーパーソンでもあります。Jeff、どうぞよろしくお願いいたします。

Jeff Day : 本日はこのような機会を頂き、ありがとうございます。

Jim : こちらこそありがとうございます。ダイレクト・レンディング戦略に関していくつか質問があるので、解説をお願いします。私は、市場のボラティリティが高まると、何か理由があるのではと推測すると同時に、投資機会も生まれるのでは? と考えるのですが、ダイレクト・レンディング・ビジネスの共同プレジデントである Jeff から見て、何故今が絶好の投資機会になり得るのかを解説していただけますか?

Jeff : もちろんです。まず市場を定義しておきましょう。「プライベート・クレジット戦略」が「ダイレクト・レンディング戦略」とほぼ同じ意味で使われることがあるからです。そのような観点から、少し背景をお伝えしておくと思えます。ご存知のように、ダイレクト・レンディング戦略はプライベート・クレジット戦略の一形態ではありますが、世の中には様々な形態のプライベート・クレジット戦略が存在している点に留意することが重要です。アイスクリームがお好きな方なら、バスキンロビンスには 31 種類のフレーバーがあることをご存知でしょう。そこで私は、プライベート・クレジット戦略にも「31 のフレーバー」があるとお伝えしたいのです。具体的には、スポンサー付きダイレクト・レンディング戦略やスポンサーなしダイレクト・レンディング戦略、オプチュニスティック・クレジット、ディストレス・ローン、不動産融資、消費者金融、航空機融資、資産担保融資などが挙げられます。こうした様々な「フレーバー」のプライベート・クレジット戦略は、投資家にそれぞれ異なるリスク・リターン特性を提供します。

私たちの米国ダイレクト・レンディング戦略は、プライベート・エクイティがスポンサーとなっている企業への融資に特化しています。具体的には、直接組成した第一順位シニア担保付ローンで、景気変動の影響を受けやすいセクターは避けています。つまり、バニラアイスクリームのようなオーソドックスな戦略と言えると思います。ボラティリティを抑え、相対的に安定したインカムを生み出しながら、魅力的なリスク調整後リターンを実現することを目指しています。現在がダイレクト・レンディング戦略の好機となり得る理由は、最近のパブリック市場におけるボラティリティが注目を集めているものの、2026 年の市場環境は良好だからです。ご存じのように、2025 年末にかけて株式市場とクレジット市場は安定し、スプレッドもタイト化し、企業業績は堅調で、プライベート・クレジッ

トの発行も活発でした。さらに重要な点として、基調的なマクロ経済環境がかなり良好な状態を維持しています。金融緩和の安定化により、借り手の信用状況が改善したと同時に、貸し手は魅力的な変動金利のインカムを引き続き得られるでしょう。金利が安定したことも、今後数年にわたってプライベート・エクイティによる投資が活発に続く一因になると見えています。買い手は、LPに十分な利益をもたらしながらも、売り手の希望に沿う高い買取価格を提示できる余裕が生まれたからです。プライベート・エクイティ戦略がこれらの企業を買収するには、私たちのようなダイレクト・レンディング・マネージャーからの資金調達が必要になるでしょう。こうした背景から、ダイレクト・レンディング戦略はパブリック市場よりも魅力的なメリットを投資家に提供し続けられると考えています。今日の市場において、高いスプレッド・プレミアムを享受できる点や、時価評価に伴う価格変動が大幅に抑えられている点、さらにはデレションやイールドカーブの変化によるリスクが限定的である点は、大きな魅力でしょう。

Jim : 私はバニラアイスクリームに目がありませんが、リスク管理も大好物です。どのようにリスクを管理しているのか、ぜひ聞かせていただきたいと思います。現在、投資に関する話題といえばソフトウェア、AI、ディスラプション（創造的破壊）ですが、そのような会話の中ではプライベート・クレジット市場やダイレクト・レンディング市場も頻繁に言及されています。レバレッジやリファイナンスなど、様々なことが議論的になっています。投資家が安心感を持てるように、このようなリスクをどのように把握して管理していますか？

Jeff : それは確かに話題になっている点ですね。ソフトウェア分野のボラティリティについては、ファンダメンタルズよりもセンチメントによって引き起こされている側面がはるかに大きいと考えています。確かに、AIに関する各種報道を受けて、投資家は認識されているリスクを速やかに再評価しました。しかし、私たちのローン戦略が重視しているエンタープライズ・ソフトウェア企業においては、キャッシュフローや流動性が広範に悪化したという事実は確認されていません。長年にわたり、AIのリスク評価は私たちの投資プロセスに組み込まれてきましたし、引き受けに際しての審査プロセスでは、データの所有権、価格モデル、レジリエンス（回復力）、マージンの持続性、顧客の関心の変化など、多くの要素を評価します。また、経営陣がAIの進化に対して製品や戦略をどのように適応させているかについても評価対象としています。

私たちは、企業資源計画（ERP）システム、ワークフローエンジン、インフラソフトウェア、業務に深く組み込まれた垂直型 SaaS ビジネスといった、ミッションクリティカルな

システム・オブ・レコード (SoR) プラットフォームへの融資に注力しています。これらのビジネスはサイクルが長く、顧客の業務の中核を担っています。多くの場合、機密データを扱っており、複雑な環境や規制環境で運用されているため、乗り換えには非常に高いコストがかかります。これらのシステムの乗り換えは業務に大きな混乱を招くことから、安易に行われることはほとんどありません。その結果、収益は変動しにくく、更新率も高水準を維持し、キャッシュフローも安定する傾向にあります。基本的に、これらは企業にとって乗り換えの判断が最も難しいソフトウェアです。また、株式市場でのストーリーと、クレジット市場の実態を区別することも重要でしょう。株式市場は成長期待やバリュエーション・マルチプルの変化に反応するのに対し、クレジット投資のパフォーマンスは、キャッシュフローの持続性、流動性、そして下振れリスクの抑制が主な要因となります。私たちが投資しているソフトウェア分野の大半においては、これらの要因のいずれも損なわれていません。

Jim : これまでのお話を踏まえると、プライベート・クレジット戦略とダイレクト・レンディング戦略のどちらについても、様々な戦略がすべて同じだと考えることなどできませんね。そうであれば、あなたの投資の差別化要因となっているのは何でしょうか？ また、投資家に対してどのように価値を生み出していますか？

Jeff : ご質問ありがとうございます。仰る通り、ダイレクト・レンディング戦略と一口に言っても、どれも同じというわけでは決してありません。一部のマネージャーは、ポートフォリオの利回りを向上させるために、劣後資本へのエクスポージャーを増やしたり、景気敏感業種への融資を行ったりするなど、リスクの高い運用に踏み切っています。そうしたタイプのマネージャーやポートフォリオが有効な場合も確かにありますが、そのような投資に際しては様々なリスク・リターン特性を把握しておく必要があります。先ほどのアイスクリームの例えを使うなら、「ロッキーロード」や「ミントチップ」のように個性的なマネージャーもいるということです。それに対して、私たちが目指す投資はバニラのよような定番のタイプです。

また、以前の米国のダイレクト・レンディング業界では、チェックサイズ（融資規模）の大きさが重要な差別化要因となっていました。しかし現在、多くの運用会社がプライベート・クレジットの資金調達を続けており、運用会社との共同投資の機会を求める LP も増えているため、多額の融資を実行できることは、以前ほど差別化の決定打ではなくなっています。周知の通り、プライベート・エクイティのパートナーは、次号ファンドへの継続的な投資を確保するために、LP へのリターンの最大化を追求しています。そこで問われ

るのは、プライベート・クレジット戦略のマネージャーが極めて質の高い案件に携われるようにするため、プライベート・エクイティのパートナーに対してどのような付加価値を提供し、いかにして差別化を図っていくかということです。私たちの場合、グローバル規模の投資銀行と連携しているため、プライベート・エクイティのクライアントに対し、M&Aのアイデア、資本市場の専門知識、LP投資といったサービスを提供することが可能です。当社の多くのバンカーも、企業の売却や株式公開について、同じプライベート・エクイティ・マネージャーとすでに協議を進めています。これは、私たちがプライベート・エクイティのパートナーに提供できる具体的な価値であり、単なるオルタナティブ資産運用会社である競合他社の大半には決して真似できません。その結果、独自のルートでディールフローにアクセスできるほか、取引を優先的に検討できる機会（ファーストルック、ラストルック）や非常に人気が高い案件への優先的な割り当てを得られます。これは実質的に、検討対象となる案件の分母を広げ、より高い基準で案件を選別することを可能にします。デューデリジェンスの実施にあたって社内のリソースを活用することもできるため、融資を検討しているセクターを担当しているバンカーとは定期的に連絡を取っています。このようにして、デューデリジェンスにおいて精査すべき主要なリスクに関する情報を直接入手することも出来るのです。また、企業価値や将来的な資金調達等の選択肢を詳細に把握するため、上場企業をカバーする株式リサーチ・アナリストとも連絡を取っています。デューデリジェンスにおけるこれらの重要な知見によって、利息計上停止や総収益に占めるPIK（現物支払い）の割合を競合他社よりも低く抑え、極めて質の高いポートフォリオを構築できます。それにより、投資家の皆様に優れたリスク調整後リターンを提供することを目指しています。

本書は、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の一部を邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はポートフォリオ・ソリューションズ・グループのキャピタル・マーケット・グループが情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるい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。モルガン・スタンレーとモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントとの間の情報のやり取りは、第三者に対する守秘義務、ならびに潜在的な利益相反および適用される配分方針を管理する目的でモルガン・スタンレーが設けている情報遮断措置（情報障壁）の対象となります。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

プライベート・クレジット戦略およびダイレクト・レンディング戦略の運用は、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。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。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約およ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や勧誘を目的とするものではありません。また、いかなる特定の証券の売買のオファーを行うものでも売買の推奨を行うものでもなく、特定の投資戦略を推奨するものでもありません。

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。投資家は投資全額もしくはその相当額を失う可能性があります。オルタナティブ投資は無期限に流動性を諦め、資本をリスクにさらすことを厭わない長期投資家のみ適しています。オルタナティブ投資は極めて流動性が低いのが通常です。オルタナティブ投資はしばしばレバレッジやその他の投機的な手法を用います。その結果、ボラティリティや損失リスクが高まることがあります。オルタナティブ投資は典型的には報酬や費用が他の投資ビークルよりも高く、かかる報酬や費用は投資家可以实现できるリターンを押し下げます。

オルタナティブ投資は往々にして規制されておらず、投資信託と同じ規制要件を課されていません。また、定期的な価格情報の提供も求められていません。本書に含まれる内容は、特定のクライアントの状況に対する考慮に基づくものではなく、投資アドバイスでもありません。いかなる方法においても税務、会計、法務、規制上のアドバイスと受け止めるべきではなく、投資家は投資判断を下す前に、税務上の影響についてのアドバイスを含めて、独立した法務及び財務専門家のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本書中で表明されている筆者の見解や意見は、市場や経済状況によりいついかなる時点においても変更される可能性があります。実現されるとは限りません。さらに、本書作成時点後に入手可能となる情報や経済・市場状況、情勢の変化を反映すべく、アップデートもしくは修正する予定はありません。表明されている見解はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのすべてのポートフォリオ・マネージャーの意見を反映するものでも会社全体としての見解でもなく、当社が提供する商品やすべての運用戦略に反映されているとは限りません。本書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たものですが、その情報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。

本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるい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。

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、組み入れ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頂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為、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

www.morganstanley.com/im/jp

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、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会