RBC BlueBay
Asset Management

中東への旅: プライベート・クレジットに関する考察

イリヤ・ジスキンド
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2025年12月

私は最近、UAEのドバイとサウジアラビアのリヤドを訪れ、即座に中東地域の驚異的な成長に感銘を受けました。ドバイのスカイラインはその驚くべき変貌を続けており、より幅広い経済的なダイナミズムを反映しています。
両地域におけるクレジット市場も急速に発展しており、セカンダリー及びプライマリー市場の両方でのプライベート・クレジットにおける興味深い新たな機会を提供しています。

中東地域全体のマクロ環境は、慎重な経済管理や潤沢な流動性に支えられ、安定的で、成長が重視されています。英国や他の欧州の市場における予算上の圧力とは極めて対照的であり、投資家はこれらの欧州地域において成長の鈍化と財政状況の悪化に直面しています。中東地域の政策の明確さ、及び楽観主義は、利回りと、より予測可能な投資環境の両方を追求する投資家にとってますます魅力的です。

「中東地域全体のマクロ環境は、慎重な経済管理や潤沢な流動性に支えられ、安定的で、成長が重視されています。」

ドバイ: 豊富な流動性と隠れた複雑さ

市場ダイナミクス: ドバイのクレジット市場は、とりわけ大手優良企業にとって資本が豊富で、質の高い借り手に対しては潤沢な流動性が存在します。しかし、このような好環境は、レバレッジ水準の上昇や新たな固有のストレス要因を覆い隠してしまいかねないため、注意が必要です。いくつかのケースでは、潤沢な現地の流動性によって、スプレッドは約200bpsに過ぎないにも拘わらず、人気のある企業のレバレッジを6-7倍以上に押し上げています。また、他のいくつかのケースでも、綿密なデュー・デリジェンスを経ることなく、堅実と見られた企業へのリレーションシップ・レンディングが、簿外債務やガバナンス面での危険信号、隠れた負債などにつながる場合も見られました。

不動産セクターは特に強い成長を遂げており、パブリックとプライベート両方のクレジット活用で機関投資家の積極的な関与が見られます。プライベート・クレジットの貸し手が、預託された売上収益を担保として、完成間近のプロジェクトのギャップを埋めるために貸し付ける「ラストマイルの資金調達」が増加しています。銀行からの融資制限を超えた資本を求めるディベロッパーにとって、メザニン債やポートフォリオのキャッシュフローを担保とした持ち株会社レベルの資金調達は一般的なツールとなっています。確立されたプレーヤーにとって利用可能な資本は依然として潤沢にありますが、上述のようなリスクの一部も表面化し始めており、貸し手側としては慎重なデュー・デリジェンスが必要です。

同時に、UAEの銀行は不良債権に対してますます積極的に取り組み出しており、歴史的な慣行から転換し、より生産的な領域に資本を再配分することに注力しています。実際に、中東地域初の不良債権のセカンダリー売却が見られており、2025年にはUAEの大手銀行が数十億ドルのローンをグローバルな機関投資家に売却したという出来事も注目を集めました。このようなトレンドは、銀行のバランスシートを解放するとともに、ディストレスト債の買い手に新たな市場を開放しています。

「ドバイの市場は流動性に富んでいますが、レバレッジの上昇と企業固有のリスクがあるため、投資家は選択的で、慎重でなければなりません。」

法的インフラの変革: UAEの法的環境は、特にアブダビ・グローバル・マーケット（ADGM）やドバイ国際金融センター（DIFC）などの国際金融センターを通じて、著しい改善を遂げています。これらの管轄区域は、契約と担保の執行を大幅に強化する、英米法の裁判所を備えた、強固で債権者に優しい枠組みを提供しています。2025年のドバイ裁判所とADGM裁判所の間の画期的な覚書により、以前のDIFCの取り決めを反映して、判決のシームレスな相互執行が可能になりました。さらに、近代化された担保設定権により、同一資産の複数の質入れを防ぎ、担保の不確実性を低減しています。これらの進展は投資家の信頼を高め、ADGM/DIFCの準拠法および管轄条項が中東地域における取引でますます使用され、現地における幾つかの再編事例で試されています。

再編フレームワークの進化: UAEの新しい破産法（2016年、2023年改正）は、優先的な新規資金を明示的に許可し、DIP（Debtor in Posession）スタイルの資金調達を奨励しています。裁判所の承認を得て、スーパーシニア条件で新たな資本が注入される再編ケースや、初の「債務の株式化（debt for equity）」再編が見られ始めています。まだ初期段階ですが、これらの進展は、国際的な慣行に沿った、より洗練された再編システムへの進化を示唆しています。

ドバイの進化

サウジアラビア: 変革と機会

市場概観: サウジアラビア経済は依然として石油中心ですが、テクノロジーや観光、鉱業に焦点を当てた「ビジョン2030」の下で、目覚ましい進展が見られます。同国は、新しい破産法を含む、近代的な法的枠組みを導入し、専門家アドバイザーや国際投資家の参加が増えています。高い国内金利（SAIBORはSOFRのような米ドル建て指標を大きく上回っています）は、国内での流動性がより限られていることを示しており、特に複雑な案件において外部資本の機会を提供しています。グローバルなプライベート・クレジット投資家は、このようなダイナミクスを活用して競争力ある資金調達手段を提供でき、市場がさらに開放され多様化する中で、海外の貸し手が現地パートナーと共同で資金を提供することへの関心が高まっています。海外投資家がプライベート・クレジットを提供している領域には、フィンテックのプラットフォームや不動産、オフショア支援船、金属・鉱業などが含まれます。

政府支援のメガプロジェクトや民間セクターの成長は、銀行が主要な貸し手であり続ける中でも、資金調達の機会を生み出しています。再編における優先的な新規資金を許可した 2018年の破産法を含む法改正によって投資家の信頼は高まり、より強固なクレジット市場の確立につながっています。

戦略的展望

中東のクレジット市場は、プライマリーとセカンダリーの両方で大きな投資機会を提供していますが、成功するためには、豊富な流動性があったとしても、現地のニュアンスを細部まで理解し、根本的なリスクに対する警戒を維持する必要があります。UAE（ドバイとアブダビ）は地域の金融センターとしての地位を確立し、サウジアラビアは石油経済からの急速な近代化と多様化を遂げるなど、両市場は急速に進化しています。プライベート・クレジットの投資家にとって、これらの市場は、法的枠組みの改善と革新的な資金調達におけるストラクチャーを兼ね揃えた魅力的な投資先であり、適切な熱意と、慎重なデュー・デリジェンスが求められます。

ディスクレーマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等
当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることになります。

（年率、税抜き）	債券戦略				株式戦略
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。
この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク
投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。
価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク
なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意下さい。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。
本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

RBC BlueBay
Asset Management