

The Rise of Private Markets

プライベート市場の台頭

エグゼクティブ・サマリー

- プライベート資産を「オルタナティブ」と分類することは、もはや時代錯誤となっている。投資機会の重心が明確にプライベート市場へと移行した今、投資家のポートフォリオ配分もまた、それに応じて見直されなければならない。
- 企業が上場せずに非公開のままでいるケースが増えるにつれ、そのライフサイクルで生み出される価値の多くはパブリック市場ではなくプライベート市場の投資家に帰属するようになった。かつて「成長株」と呼ばれた企業の多くが今やプライベート・ポートフォリオに含まれており、公開市場に残る銘柄群はより規模が大きく、成熟し、相関性が高まっている。同様の逆選択の兆候はクレジット市場にも見られる。
- かつては株式と債券のリターンが負の相関を示し、株式市場の集中や相関性のリスクは相殺されてきた。しかし近年では債券がもはや「ヘッジ」として機能しないことが明確となった。株式と債券の相関関係の体制転換が広く認識されれば、プライベート市場への配分拡大は加速する可能性がある。
- 上場証券の「流動性」は幻想にすぎない場合がある。需給によって市場価格はファンダメンタルから大きく乖離し、全体的なショック時には売りやすい資産ほど急激に下落する。
- プライベート資産に 20%を配分したポートフォリオは、公開市場の株式や債券のみに制限されたポートフォリオを大きく上回る成果を示しており、その超過リターンは投資家のリスク許容度の範囲を超えて一貫して観察される。

「オルタナティブ」という呼称をプライベート資産の分類に用いるのは、もはや時代錯誤となっている。この言葉には、プライベート資産とは伝統的なポートフォリオにとって周縁的で高リターンを狙う補完的存在にすぎない、という含意がある。しかし過去 20 年で状況は一変した。プライベート市場は金融仲介の周辺から、いまやその中心へと移行したのである。

今日の米国では、上場企業数よりも 2 倍以上多くの企業がプライベート資本によって支えられており（図 1）、また多くの企業にとってプライベート・クレジットが資金調達の主要手段となっている。公開市場を利用しないことを選ぶ企業が増加するなかで、投資機会の重心が決定的にプライベート資産へ移った今、投資家もまた自らのポートフォリオ配分を見直さざるを得ない。

※ 本資料の翻訳には AI 翻訳ツールを使用しており、内容の正確性を保証するものではありません。必要に応じて原文をご参照ください。

※ 本文中に引用される脚注及び図表の出所等については、末尾をご参照ください。

プライベート市場の台頭

20 年前のプライベート市場は「バーベル型」に似ていた。すなわち、資産の多くはごく初期のベンチャーキャピタル投資と、上場企業を非公開化する後期段階の取引に集中しており、当時「オルタナティブ」と呼ぶのもそれなりに理屈があった。なぜなら、投資可能な資本のごく一部が有望なスタートアップや再編を必要とする大企業に振り向けられるに過ぎず、信用供給の大半は銀行や公開市場（債券や証券化商品）を通じて行われていたからである。

しかし、非公開でとどまる企業が増えるにつれ、この所有形態の利点は創業者や経営陣にとってますます明白になった。従来なら IPO を目指していた企業も、ますますプライベート・オーナーシップを選択するようになり（図 2）、また経営陣は標準化された公開証券ではなく、条件を柔軟に調整できるプライベートローンを好む傾向を強めている。

公開市場での上場やシンジケートローンと比較すると、プライベート資本は価格確実性、迅速な執行力、そして資金調達時の即時性に優れている。だが、より本質的で持続的なメリットは次の 3 点にある。

1. アクティブ・オーナーシップ

公開市場では企業は基本的に株主に放置されがちだが¹、プライベートファンドは経営支援プラットフォーム、CEO ネットワーク、業界の人的ネットワークを通じて事業拡大を後押しする。拡散しやすい株主の代わりに、プライベート企業には長期的視点を持つオーナーが存在し、インセンティブが一致する。

2. 機密性の保持

IPO を目指す企業は、最高値で株式を売り出すために、技術や戦略といった機密情報を市場全体に開示しなければならない。しかし、それは競争優位を損なうリスクを伴う。知的財産などの無形資産に価値を持つ企業は、規模が十分に整うまでは、NDA を結んだ限定的な投資家にのみ情報を共有することを選好する²。

3. 長期的志向

公開市場の企業が短期的な四半期業績に翻弄される一方で、プライベート企業は長期的に価値を積み上げる戦略に集中できる。多くのプライベート企業の経営陣の在任期間は株主の投資期間と概ね一致しており、公開市場では得られない強固な利害一致をもたらす。

こうした理由から、過去 20 年間にプライベート資産運用残高（AUM）が急速に拡大したにもかかわらず、市場がそれを吸収しきれないのではないかという懸念は杞憂に終わった。むしろ、プライベート資本の供給は年率 15%で増加してきたものの、それですら起業家、経営陣、そして金融スポンサーの旺盛な需要にからうじて追いつく水準に過ぎなかつたのである³。

図 1：企業金融の中心へ移行するプライベート資本

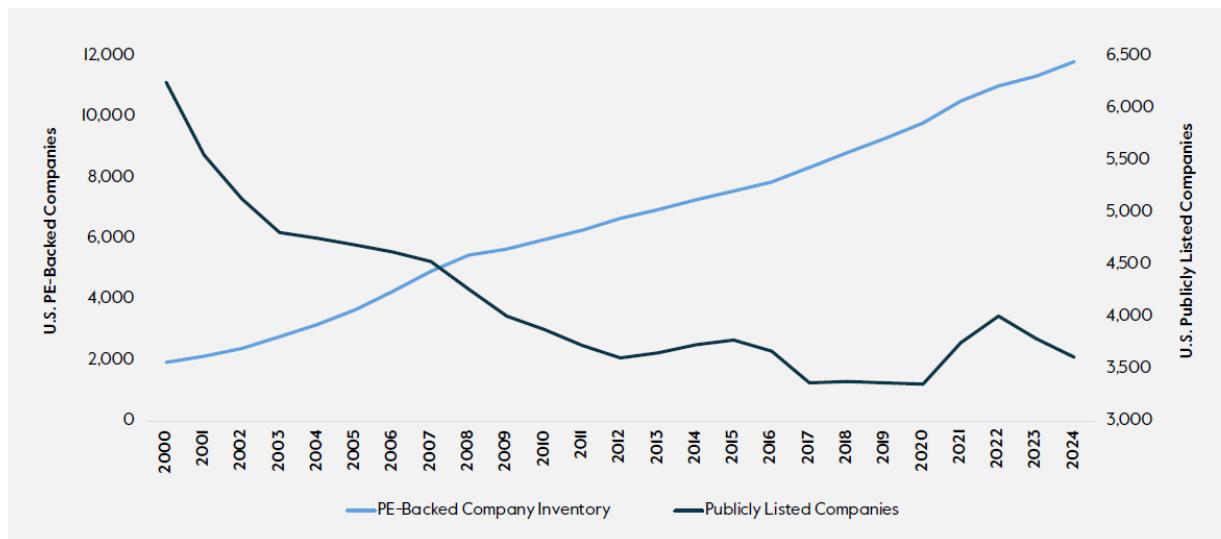
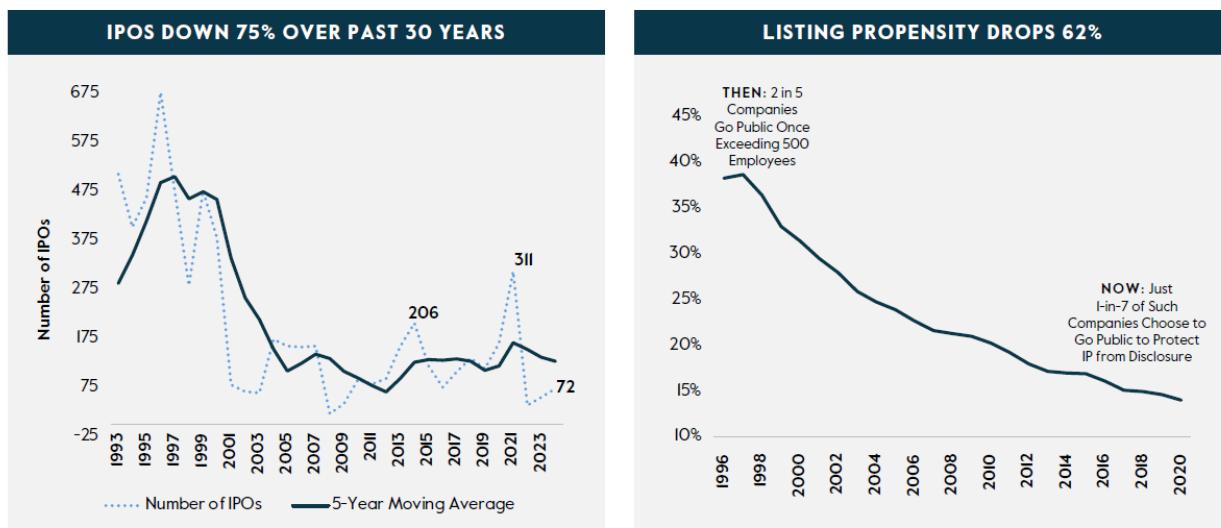


図 2：企業は上場よりプライベート資本を選好



より集中化・相関化する株式市場

IPO を選ばず非公開にとどまる企業が増えるにつれ、株式市場の構成は大きく変化してきた。典型的な上場企業の規模は、実質ベースで 20 年前の約 3 倍に膨らみ、企業の年齢も 50% 以上古くなっている。つまり、かつて市場を牽引していた「成長株」は、いまやプライベート・ポートフォリオの中核を占める存在となった。その結果、企業ライフサイクルの最初の 10 年間で創出される価値のより大きな部分は、公開市場ではなくプライベート市場の投資家に帰属するようになったのである（図 3）。

若く革新的な中堅企業が公開市場から姿を消したことにより、上場株式リターンにおける企業固有の要因の寄与度は 2000 年からパンデミック発生前までに 44% 以上も低下した。現在では、典型的な株式の月次リターンのほぼ 4 分の 3 (73.7%) が市場全体の動きによって説明される⁴。この『過剰な共動』——株価がファンダメンタルを超えて一斉に連動する現象——は、公開ポートフォリオに本来期待される分散効果を弱め、銘柄間のパフォーマンス差を活用するアクティブ運用の収益性を低下させている（図 4）。

分散をもたらしていた「成長株」が公開市場から消えたことで、投資家は自然と銘柄固有リスク（アクティブ・リスク）を削減し、代わりに ETF などのパッシブ運用や、数量化されたクオンツ戦略、アルゴリズム取引といった手法を選好するようになった。パッシブファンドは、価格やファンダメンタルを無視し、単に時価総額比率に応じて証券を買い付けるため、その拡大は公開市場のリターンの相関性を一層強める⁵。また、ETF がリサーチに基づく投資から流動性を奪うことで、個別銘柄の選別は市場全体の売買フローに飲み込まれ、個々のファンダメンタルがリターンに及ぼす影響力は薄れしていく⁶。

さらに、パッシブ資金の流入は、大型株の時価総額を押し上げる傾向がある。特に、ファンダメンタルに比べて割高な銘柄において顕著だ⁷。資金流入そのものは「インデックスにおける比率に応じた機械的な買い注文」であるため中立的に見えるが、その価格インパクトは中立ではない。パッシブフローが支配的になると、空売りでそれに対抗するコストやボラティリティ、リスクは、銘柄の時価総額に比例して増大する。そのため、インデックスファンドに大量の資金が流入する四半期には、大型企業は市場全体を上回るパフォーマンスを示し、その結果として指数内での比重がさらに高まり、次期以降のパッシブフローの影響を一層強めることになる⁸。

この効果は、パッシブ資産残高の拡大に伴い、最大規模株（上位 10%）の相対的なパフォーマンスがどのように変化してきたかに明確に表れている（図 5）。1985 年から 2013 年までは、大型株はむしろ市場全体を下回る傾向にあったが、現在では市場を大幅に上回るリターンを安定的に記録するようになった。このメカニズムはまた、S&P500 における上位 7 銘柄の時価総額シェアが 2019 年の 18% から 32% へ急拡大した一因でもあると考えられる（図 6）。

図 3：プライベート市場は有望企業の創業 10 年で 50%多くの価値を獲得

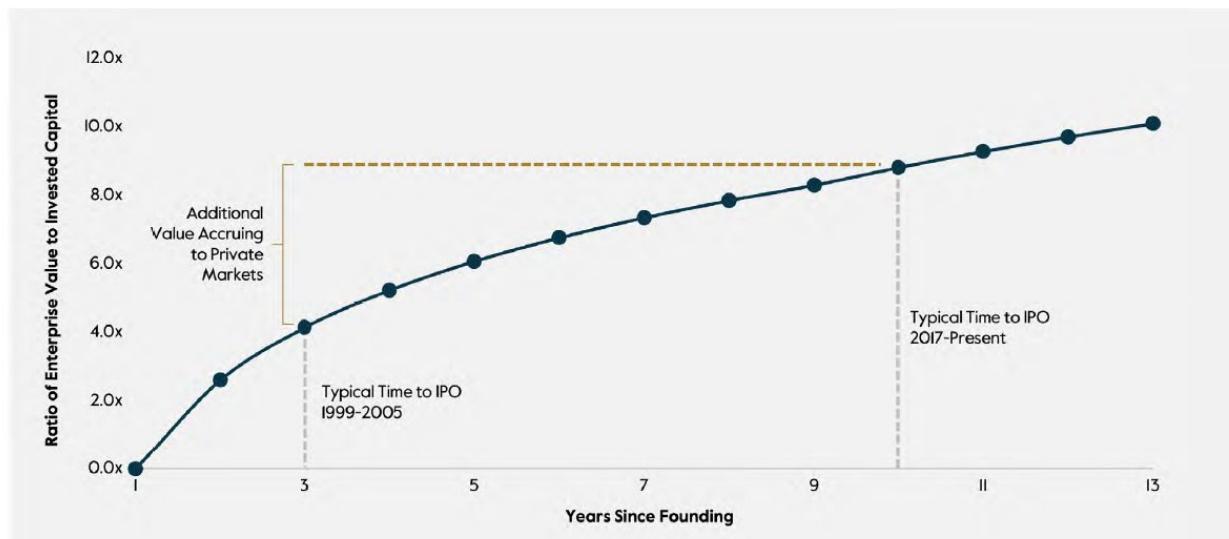


図 4：残された上場株式は規模が大きく、設立年数の長い企業が多く、相関も強い

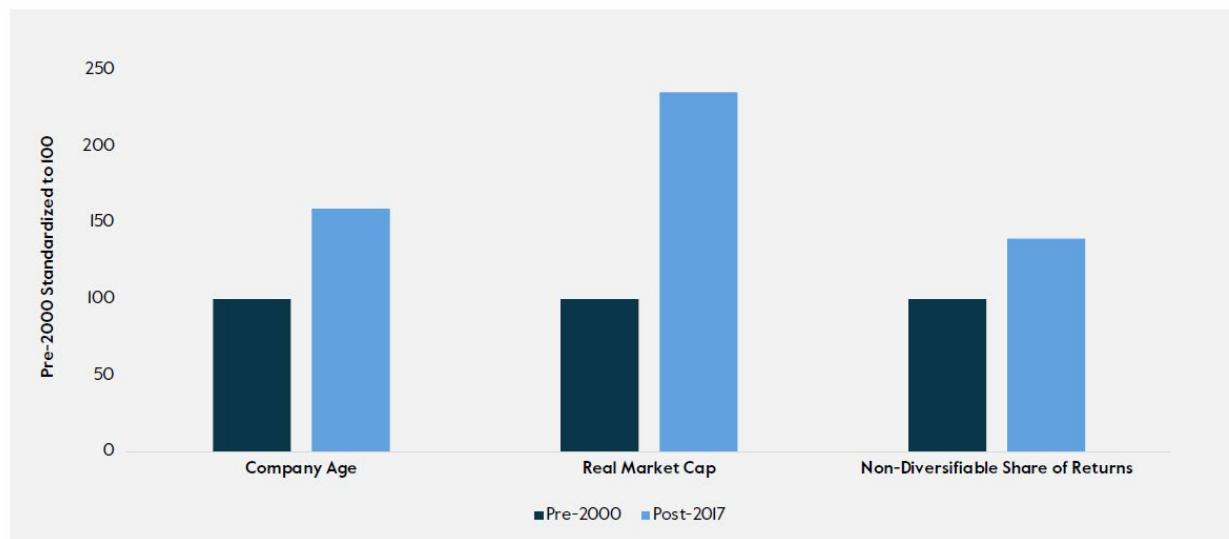


図 5：パッシブ投資は大型株に流入

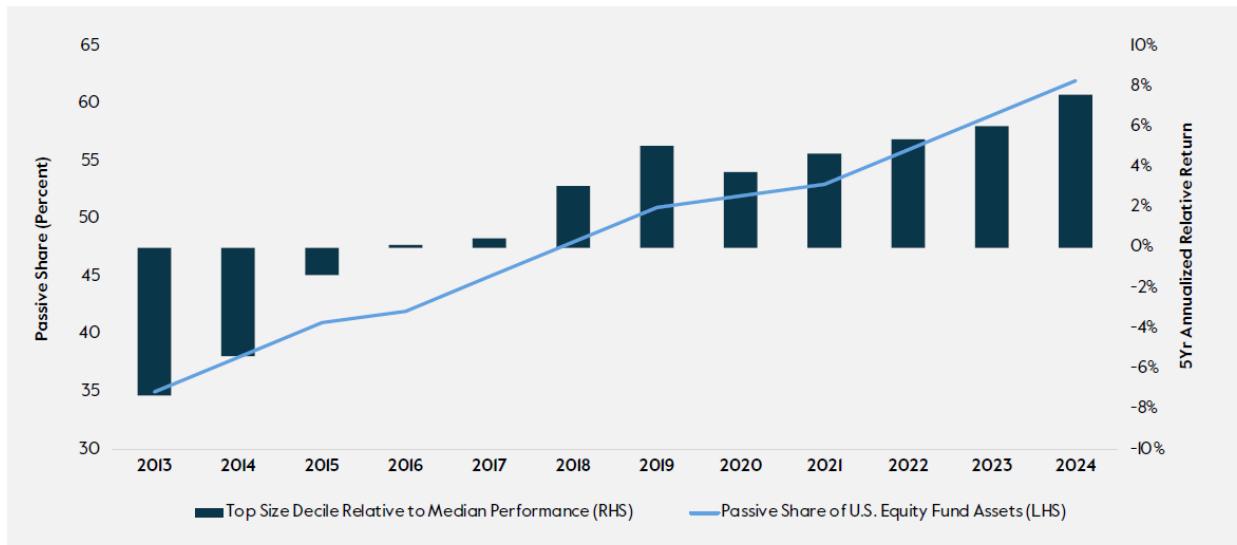


図 6：世界時価総額の 15%近くを 7 銘柄が占める



債券はもはや株式リスクのヘッジにならない

株式市場がより集中化・相関化していった同じ時期に、株式と債券のリターンは逆相関を示すようになった。伝統的な 60/40（株式 60%／債券 40%）ポートフォリオにとって、これは大きな意味を持った。株式部分のリスクは高まっていたにもかかわらず、株価下落時には債券価格が予測通り上昇し、ポートフォリオ全体の分散効果が維持されたからである。

かつては、FRB（米連邦準備制度）は成長鈍化リスクと同じくらいインフレ上振れリスクに注意を払わざるを得なかった。債券投資家にとっても、元本の実質的な価値を守るためにインフレは大きな懸念事項であった⁹。そのため、株式市場が強気の局面で FRB が利上げを行うと、将来のインフレリスクが抑制されるため、債券価格が上昇するという動きがしばしば見られた。逆に、株式市場が弱気局面に入り利下げが行われた場合、インフレが再加速するリスクや、景気刺激に失敗してインフレが高止まりする「stagflation」リスクが高まるため、債券価格は下落することも多かった。このような背景から、1970 年代から 1990 年代にかけては株式と債券のリターンはむしろ正の相関を示していた（図 7）。

状況が変わったのは 2000 年の株式市場の崩壊以降である。米国でも日本のバブル崩壊後のようにデフレが定着するのではないかとの懸念が高まった。世界金融危機（GFC）後には、政策金利がゼロに張り付くなかでも経済は長く低迷し、デフレリスクは一層強まった。この時代、中央銀行は景気の減速や株価下落に直面するたびに「量的緩和（QE）」を繰り返し、大規模な債券購入を通じて利回りを押し下げ（＝価格を押し上げ）ようとした。

量的緩和によって、債券は株式リスクに対する「完璧なヘッジ」となった。株価が下落すると債券価格が上昇し（利回り低下）、株価が上昇すれば債券価格は下落する（利回り上昇）。投資家はその動きに注目し、低水準の利回り自体には満足していなくても、「株式下落時の確実な保険」として積極的に債券を購入するようになった¹⁰。

本来、投資家は債券に対して、キャッシュに比べて年率 100～150 ベースポイント程度の超過リターン（「タームプレミアム」）を要求していた。なぜなら債券価格は変動し、例えば債券ファンドに 100 ドルを投資しても翌週には公正価値が 95 ドルになる可能性があるからだ。ところが、中央銀行の継続的な買い入れとヘッジ需要が重なった結果、タームプレミアムはマイナスに転じた。つまり、債券は「ネガティブ・ベータ」資産と化し、投資家は本来 2.5% 程度が見込まれる 10 年国債の利回りに対して、2% しか得られなくとも喜んで購入した。なぜなら、株価が下落した場合にはその国債のトータルリターンが 7% 近くに跳ね上がると期待できたからである（図 8）。

しかし残念ながら、株式と債券の負の相関は金融市場における普遍的な法則ではなく、インフレ率の水準と変動性が低下していた特殊な時代状況に依存した現象だった。パンデミック後、FRB が超緩和政策から一転し

て急速な引き締めに転じインフレ抑制を優先するようになると、株式と債券のリターンは再び正の相関を示すようになった。

これは過去にも例がないわけではないが、投資家にとっては深刻な問題だ。もし株式が売られても国債利回りが低下しないのであれば、投資家が金利やインフレリスクに対して十分に補償されるには、債券利回りはキャッシュに対してさらに上昇せざるを得ない。そして実際、ここ半年の間にタームプレミアムは再びプラスに転じ、財政赤字を賄うために大量の国債が発行されるとの見通しの中で、投資家は債券価格の下落リスクに敏感になり、プレミアムがさらに拡大する可能性がある。

こうして、投資家のポートフォリオにおいて、かつては株価変動を打ち消す「安定化装置」として機能していた債券が、むしろ不安定化の要因になりつつある。

図 7：株式と債券の相関：インフレ環境下での変動

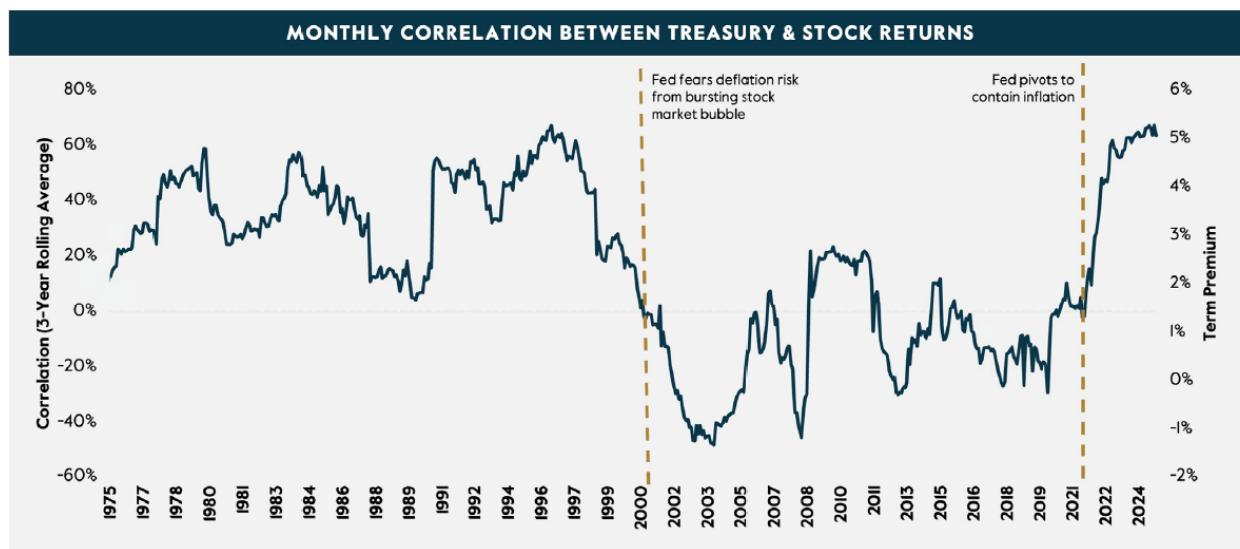
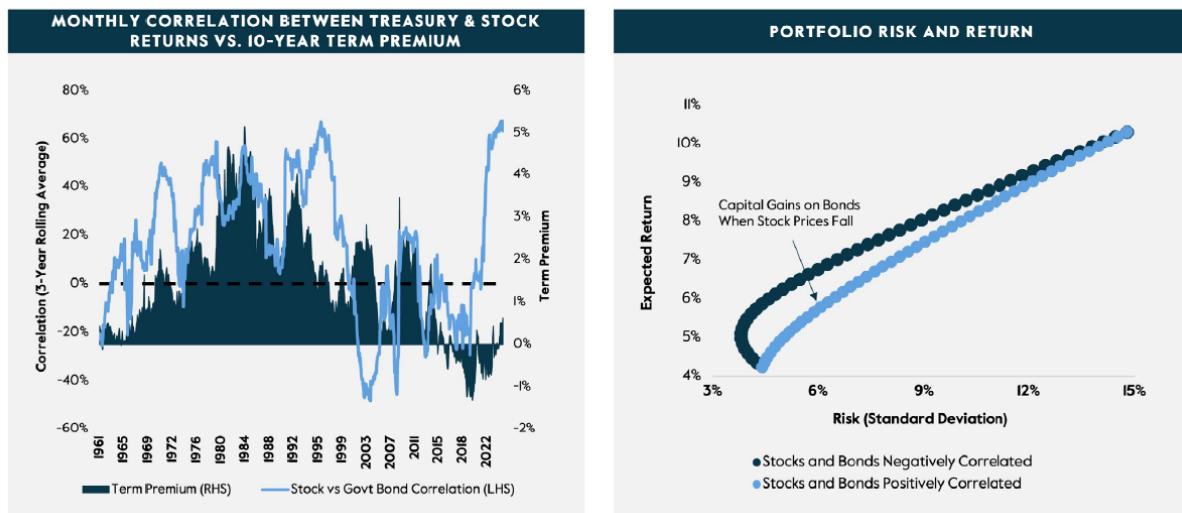


図 8：投資家は株式リスクをヘッジする際、低利回りの債券を容認



プライベート市場という解決策

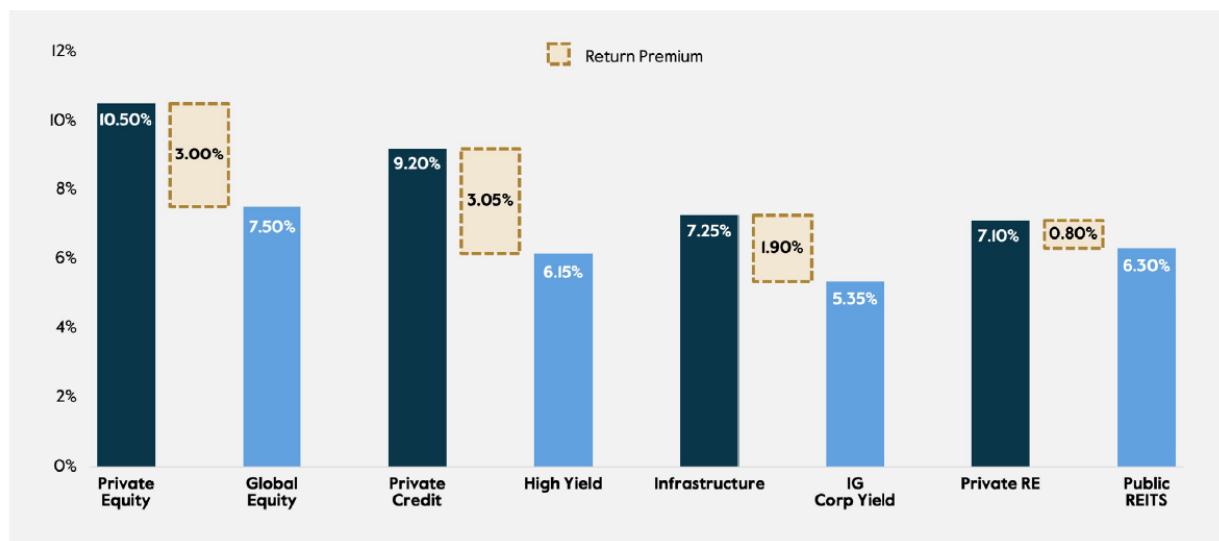
伝統的な 60/40 ポートフォリオ（株式 60%／債券 40%）の脆弱性が、2025 年 4 月の市場急落で鮮明に浮かび上がった。このとき株式の下落は、関税導入やその二次的なマクロ経済的影響に比例して起こったわけではなく、銘柄を問わず一様に生じ、その主因は「流動性」にあった。そして本来なら株式下落を相殺するはずの債券が逆に追い打ちをかけ、利回りが急騰（＝価格下落）し、株式と一緒に売り込まれたのである。最終的には「報復関税」が停止され、資金フローがプラスに転じたことで市場の混乱は収束したが、この経験は伝統的な分散投資手法の不十分さを警告するものとなった。

何十年もの間、プライベート資産への配分を正当化する根拠は非常に明快だった。つまり、同じ市場リスクやマクロ経済リスクを取った場合でも、公開市場の資産に比べて年率 100～500 ベーシスポイント (bps) 高い超過リターン（すべての手数料控除後）が得られる、という点である（図 9）。プライベート・エクイティにおいては、追加的な「ベータ」や市場リスクを負わなくとも、長期的に株式を上回るリターンを実現してきた¹¹。プライベート・クレジットにおいては、デフォルト損失を差し引いた後でも、同等の信用リスクを持つ債券やシンジケートローンより高いリターンを生み出してきた。プライベート不動産やインフラでは、開発案件や安定稼働資産から得られるリターンが、公開市場で入手可能な同等のキャッシュフローを上回ってきた。

この「プライベート市場のリターン・プレミアム」は資産クラスごとにその起源が異なる¹²。しかし、共通するのは「ただでは得られない」という点だ。プライベート資産は日常的に取引されるわけではなく、短期で売却することも困難であるため、株式や債券と比べて格段に流動性が低い。これらの資産を組み入れるファンドは、投資家からの解約請求を制限せざるを得ない。

投資家が流動性リスクに対してどの程度の補償を求めるかは、ポートフォリオ残高と短期的な資金需要の比率によって異なる。しかし、プライベート市場が急速に成長してきたという事実は、多くの投資家が「実際には必要でもない流動性」のためにリターン機会を犠牲にしてきたことに気づき、その誤解を正しつつあることを示している。

図 9：資産クラスごとのプライベート資産の超過リターン



流動性の幻想

資産価格のボラティリティは、その資産がどの市場で取引されるかによって部分的に規定される。上場市場では短期的な価格変動は需給（オーダーフロー）に支配され、売り注文の規模に対する価格反応は非線形的に大きくなる。これは最も流動性の高い上場資産や金融契約であっても例外ではない。

こうして発生した価格下落はさらなるボラティリティを誘発する。なぜなら、価格下落が資金流出やマージンコール、あるいは信用不安を抱えた取引相手の行動を引き起こし、他の投資家が保有資産を売却せざるを得なくなるからだ。これらの売却は、同じ資産を保有している別の投資家にも圧力をかけ、売りが連鎖する¹³。

このような「流動性スパイラル」あるいは「ファイアセール（投げ売り）」と呼ばれる現象は、ノーベル賞受賞者のロバート・シラーらが記録してきた「過剰なボラティリティ」を生み出す主要因の一つであり、市場価格がファンダメンタルから大きく乖離する原因となる（図 10）。

投資家はこうした流動性ショックに直面すると、売却しやすい資産から処分する傾向がある。これは直感的には合理的に思えるが、実際には「流動性のパラドックス」を引き起こす。すなわち、ビッド・アスク・スプレッドが最も

小さい、あるいは日次取引回転率が最も高い「最も流動性の高い資産」こそが、市場全体の売り圧力に最も大きな価格下落で反応してしまうのである（図 11）。

この逆説的な現象は、2025 年 4 月の株式市場の急落時に顕著に現れた。最も流動性の高い株式群（上位 25%）の市場価値は、最も流動性の低い株式群よりも 400 ベーシスポイント以上大きく下落したのである（図 12）。統計分析の結果、この下落を説明する要因は関税や関連するマクロ経済リスクへのエクスポージャーではなく、まさに「流動性（売却のしやすさ）」そのものであることが示された。

同様のダイナミクスは信用市場でも日常的に観察される。キャッシュを確保する必要がある運用者は、自然と最も規模が大きく流動性の高いローンを売却し、それによってそれらの価格が、より流動性の低いローンに比べて相対的に押し下げられるのである。

図 10：公開市場の価格はファンダメンタルではなく需給に左右される

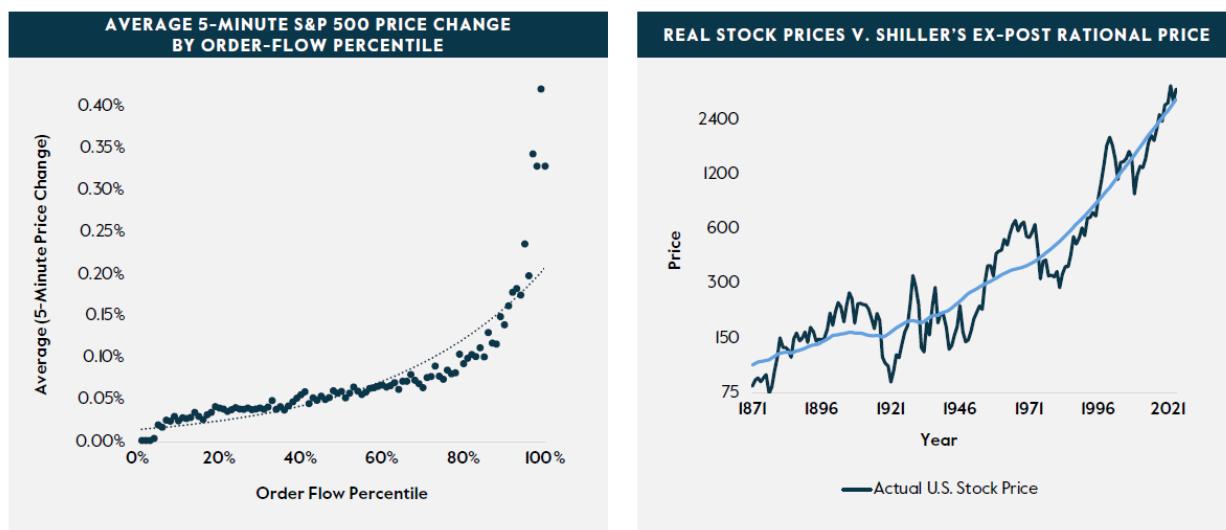


図 11：投資家は売りやすい資産を売却

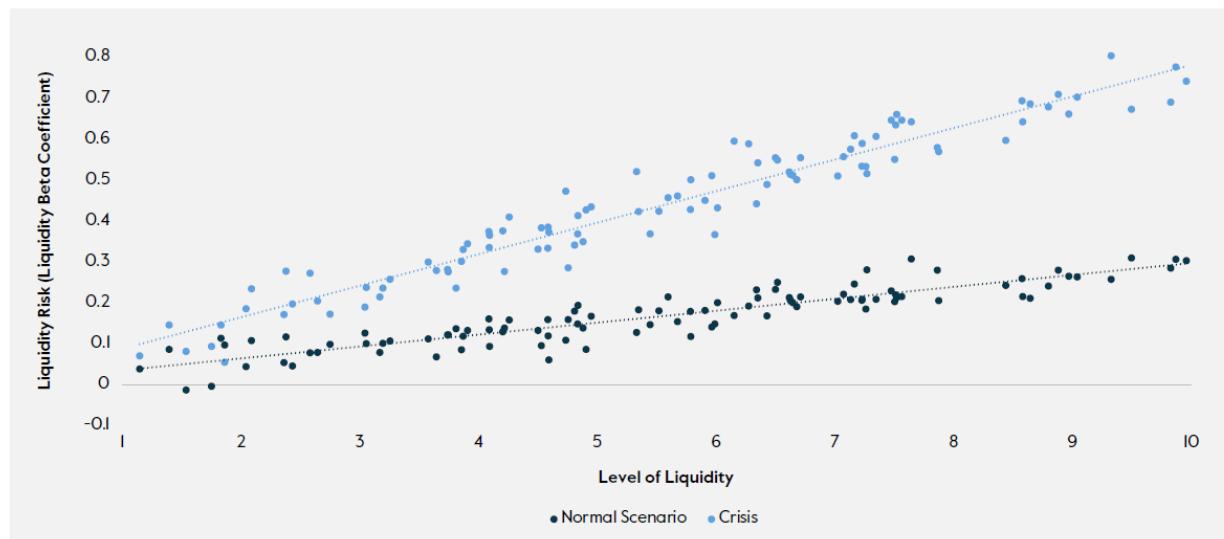
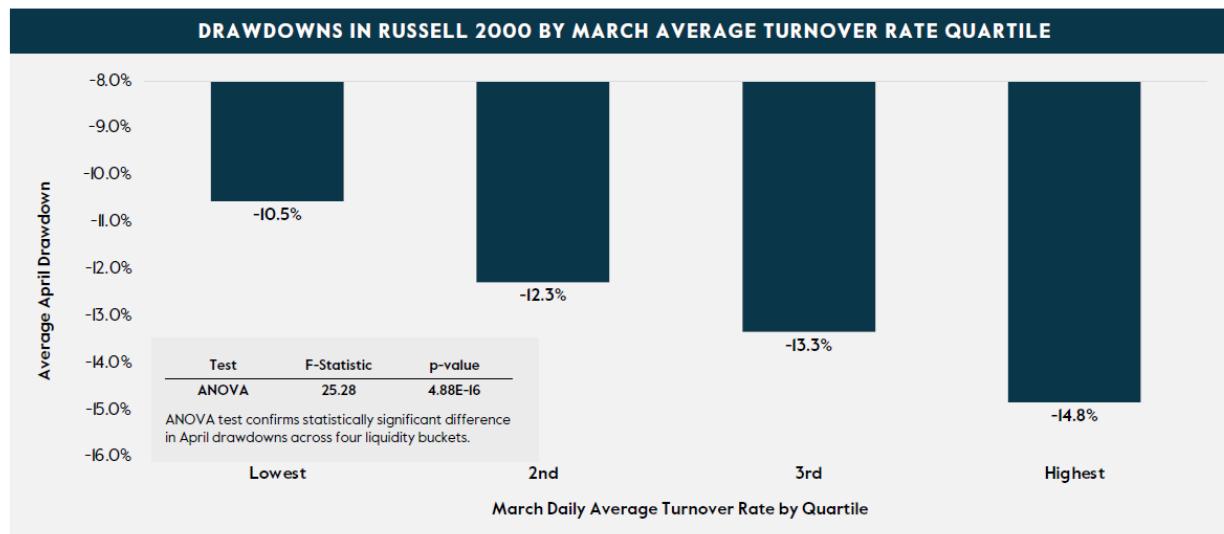


図 12：最も流動性の高い株式が最大の損失を被る



リスク調整後リターンの改善

プライベート資産は、基本的に当事者間での交渉に基づくバイラテラルな取引を通じてのみ売買されるため、市場全体の需給による「テクニカル要因」に左右されることはない。また、その市場価値は、無関係な第三者が強制的に取引せざるを得ない価格によって規定されるわけでもない。

クローズドエンド型の資金構造と長期にわたり確定した負債ストラクチャーを持つプライベート・ポートフォリオは、市場のボラティリティが高まる局面にも耐え抜くだけでなく、むしろ「リスク調整後リターンが最も魅力的に見える瞬間」にリスクエクスポートージャーを拡大することが可能になる。流動性ショック時に資産が簡単に売れないことは欠点ではなく、むしろ「特徴」として機能するのである。

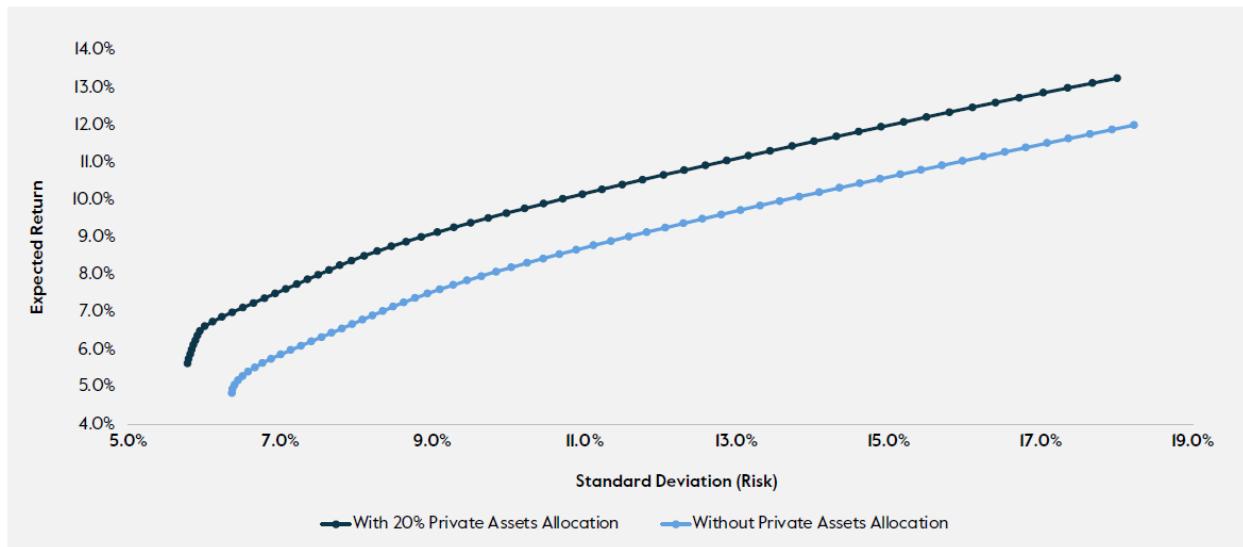
もちろん、プライベート・ポートフォリオには惰性的な性質もある。つまり、エクスポートージャーを市場環境に応じて即座に縮小することはできず、保有したまま適切にマネジメントしなければならない。しかしこれは投資開始時点での織り込み済みであり、そのため投資委員会はある資産が将来の様々なシナリオの下でどう反応するかを徹底的に検討する。具体的には、その資産が過去のマクロ経済変動にどのように感応したか、営業利益率や価格決定力、技術的なディスラプション（代替・陳腐化）に対する脆弱性などが評価対象となる。

こうした性質ゆえに、確立されたプライベート運用会社は「ポートフォリオ・ソリューション」部門やリストラクチャリング専門チームに多大な投資を行ってきた。困難に直面するポートフォリオ企業や債権の価値を最大化する能力を実証済みの専門家を配置することで、資産全体の耐久性を高めているのである。

その結果、プライベート市場特有のリターン・プレミアムとボラティリティ抑制効果の両方が作用し、ポートフォリオの20%をプライベート資産に配分するだけで、公開株式と債券に限定されたポートフォリオを大きく上回る成果を安定的に実現できる（図13）。

しかも、この超過パフォーマンスは投資家のリスク許容度全般にわたり一貫して現れる。具体的には、比較的保守的なポートフォリオでは投資適格のプライベート・クレジット（例：アセットバックド・ファイナンス）がリスク調整後リターンを引き上げ、より積極的なポートフォリオではプライベート・エクイティがそのパフォーマンスをさらに高める役割を果たすのである。

図 13：プライベート資産への配分がポートフォリオのパフォーマンスを改善



結論

プライベート資本がより多くの企業を支えるようになるにつれ、公開市場に残された取引可能な資産のプールは、より一層「集中化」し、かつ「相関性」が高まってきた。これに呼応するようにパッシブ株式ファンドは急成長を遂げたが、同時にそれらの存在自体が市場の集中と相関をさらに助長する結果ともなった。

このような状況下では、上場証券のみに制約されたポートフォリオは、かつてのような十分な分散効果をもはや提供できない。確かにこれらの問題は、過去 20 年ほど続いたディスインフレーション時代に見られた「株式と債券の負の相関」によって覆い隠されていた。しかし、2025 年 4 月の市場急落で明らかになったように、債券はもはやリスク資産を「ヘッジ」する役割を果たさなくなっている。

したがって、今日の投資機会の重心は、明確にプライベート市場へと移行した。投資家のポートフォリオ配分も、これに歩調を合わせて抜本的に見直される必要がある。

【脚注】

1. Evidence of widespread conflicts of interest inside investment banks led to the Global Analyst Research Settlement, Sarbanes-Oxley Act, and Regulation Fair Disclosure (Reg FD). Spending on stock market research has fallen by more than 50% since the early 2000s, as banks cut back on staff and compensation in the face of these new restrictions and declining brokerage commission revenues. The decline in research spending has reduced the flow of information that once supported individual stock prices, which has contributed to lessening the appeal of public listings. C.f. Bradshaw, M, et al. (2017), "Financial Analysts and Their Contributions to Well-Functioning Capital Markets," Working Paper
2. "Reflections on the Revolution in Finance," Carlyle 2021.
3. Carlyle analysis of Prequin data, May 2025.
4. Bartram, Brown, and Stulz, (2018), "Why has Idiosyncratic Risk been Historically Low in Recent Years?" Dice Center for Research in Financial Economics.
5. Da, Z. and S. Shive. (2017), "Exchange Traded Funds and Asset Return Correlations," European Financial Management.
6. Gregoire, V. (2024), "The rise of passive investing and index-linked comovement," The North American Journal of Economics and Finance.
7. Jiang, H. et al. (2020), "Passive Investing and the Rise of Mega-Firms," NBER Working Paper 28253.
8. Per Jiang, et al.: During quarters when index funds receive high inflows, the largest firms in the index outperform the index. During the same quarters, index concentration, as measured by, e.g., the combined portfolio weight of the ten largest firms, increases. Following the same quarters, the idiosyncratic stock return volatility increases for large firms, and does so twice as much as for smaller firms. Finally, large firms experience higher stock returns than smaller firms when they are added to the index.
9. Campbell, J.Y. et al. (2020), "Macroeconomic Drivers of Bond and Equity Risks," Journal of Political Economy.
10. So-called "risk parity" portfolios build leveraged positions in bonds to offset declines in stocks on a 1:1 basis.
11. Brown, G., et al. (2025), "Risk-adjusted performance of private funds: What do we know? Institute for Private Capital." <https://uncipc.org/index.php/publication/risk-adjusted-white-paper/>. Pledging company assets for term finance, as done in buyout transactions, is quite different from leveraging stocks through margin finance. There is no "leveraged beta" relationship because there's no mark-to-market maintenance requirements or margin calls of a sort that often force stock investors out of leveraged positions during periods of market volatility.
12. For private equity, it comes largely from the "control premium" associated with active management and the associated reduction in agency costs. For private credit, it is a selection effect tied to the non-economic advantages of speed of execution, price certainty, and the flexibility of financing packages, including delayed drawdowns.
13. C.f. Brunnermeier, M. and L. Pedersen. (2007), "Market Liquidity and Funding Liquidity," NBER Working Paper 12939; Coval, J. and E. Stafford. (2007), "Asset Fire Sales (and Purchases) in Equity Markets," NBER Working Paper 11357; Bian, J. et al. (2018), "Leverage-Induced Fire Sales and Stock Market Crashes" NBER Working Paper 25040.

【図表】

- **Figure 1.** Source: Carlyle Analysis; Pitchbook, CRSP, April 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 2.** Source: Carlyle Analysis, CRSP, Dealogic, Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 3.** Source: Carlyle Analysis; Brown, Keith C., Wiles, Kenneth W., "The Growing Blessing of Unicorns: The Changing Nature of the Market for Privately Funded Companies," Journal of Applied Corporate Finance, 2020. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 4.** Source: Bartram, Brown, and Stulz, (2018), "Why has Idiosyncratic Risk been Historically Low in Recent Years?" Dice Center for Research in Financial Economics. There is no guarantee these trends will continue.
- **Figure 5.** Source: Carlyle Analysis, CRSP, Bloomberg data, May 2025. There is no guarantee these trends will continue.
- **Figure 6.** Source: Carlyle Analysis; Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 7.** Source: Carlyle Analysis; Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 8.** Source: Carlyle Analysis; Federal Reserve Bank of New York, Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 9.** Source: Carlyle Analysis; Cliffwater 2025 Long Term Capital Markets Assumptions as of January 2025. These represent annualized expected returns over the next 10 years. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 10.** Source: Carlyle Analysis; Robert Shiller, Department of Yale Economics Data, May 2025. Shiller, Robert J. "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" The American Economic Review, vol. 71, no. 3, 1981, pp. 421-36., Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 11.** Source: Acharya, Viral V. and Pedersen, Lasse Heje, Asset Pricing with Liquidity Risk (2004). There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 12.** Source: Carlyle Analysis; Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.
- **Figure 13.** Source: Carlyle Analysis; MSCI-Burgiss; Bloomberg, May 2025. There is no guarantee any trends will continue.

ジェイソン・トーマス

グローバルリサーチ＆投資戦略責任者

jason.thomas@carlyle.com / +1 (202) 729-5420

グローバルリサーチ＆投資戦略責任者。カーライルのポートフォリオデータ、資産価格、そして世界経済の主要トレンドに関する経済・統計分析を主導。

カーライル参画前は、ホワイトハウスで大統領特別補佐官兼国家経済会議政策開発部長に従事し、大統領財政担当の主要アドバイザーを務めた。

クレアモント・マッケナ・カレッジで学士号、ジョージ・ワシントン大学でファイナンスの修士号と博士号を取得し、バンク・オブ・アメリカ財団、レオ&リリアン・グッドウイン財団、ビジネススクールのフェローとして研鑽を積んだ。

公認金融アナリストの資格を有する他、グローバル・リスク・プロフェッショナル協会認定のファイナンシャル・リスク・マネージャーでもある。

本資料に記載の経済および市場に関する見解ならびに予測は、資料作成日現在における当社の判断を反映したものであり、予告なく変更される場合があります。とりわけ、予測は一定の前提に基づく推計であり、経済・市場環境の変化に応じて大幅に変更される可能性があります。カーライル・グループは、これらの予測を更新または修正する義務を一切負いません。当資料に含まれる一部の情報は第三者が作成した資料に基づいており、作成日現在まで更新されていない場合があります。当該情報は本資料の利用目的に照らし信頼できると考えられますが、カーライル・グループおよびその関連会社は、当該情報の正確性、完全性または公正性についていかなる責任も負いません。特定のポートフォリオ企業に対する言及は、特定の企業、投資または有価証券を推奨する意図を有するものではなく、そのように解釈されるべきではありません。ここで記載された投資は単一の投資ファンドその他のプロダクトによって行われたものを示すものではなく、特定のファンドまたはプロダクトによるすべての投資を示すものではありません。本資料は、いかなる法域においても、違法となるおそれのある有価証券の売付けの申込みまたは買付けの勧誘を構成するものではありません。当社は本資料によって、いかなる取引の勧誘を行うものではありません。本資料はカーライル・グループのお客様に対する一般的な情報提供のみを目的としており、特定の投資家の投資目的、財務状況またはニーズを考慮した個別の取引推奨を構成するものではありません。

重要なお知らせ

- 本メールは情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券等の取引の推奨または勧誘を目的としたものではなく、金融商品取引法に基づく開示を目的としたものではありません。
- 本メールは受取人ご本人のみを対象としております。本資料の受領者は、本資料の存在及び内容について厳に秘密を遵守していただくとともに、いかなる目的があろうとも、カーライルの事前の書面による承諾なしに、直接または間接に、第三者に開示、再頒布もしくは漏洩すること、または明示もしくは默示に認められた利用目的（受領者自身の投資戦略の検討もしくは調査研究、受領者自身の金融商品の設計の検討、または受領者自身によるファイナンス供与の検討を含みますが、これらに限られません。）以外の目的で本書の全部もしくは一部を引用、転載、複製もしくは利用することは禁止させていただきます。また、カーライルから要求がある場合には、速やかに本メールを破棄してください。
- 投資リスク**
 - ファンドへの出資については、通貨の価格の変動による投資先企業の業績の悪化、金融商品市場における株価の変動、未上場株式その他の有価証券等の価値や評価額の変動、金利の変動等により、ファンドの投資収益に悪影響が及び、投資家に損失が生ずるおそれがあります。ファンド出資持分の流通市場は現在確立されておらず、ファンド出資持分の流動性は保証されるものではなく、また、ファンドからの任意脱退は認められません。
 - カーライルのファンドは、投資経験の豊富な投資家向けのファンドです。ファンドへの出資にあたっては、投資家独自の責任において、ファンドへの出資に伴う様々なリスク等を十分に理解された上で、出資の判断及び決定を行っていただくようお願いしております。
 - ファンドの出資者としての権利及び義務は、最終的にファンドに係るパートナーシップ契約書又はその他のファンドの設立文書の定めるところにより決せられ、当該契約の内容は、他の文書の内容に優先しますので、ファンドへの出資にあたっては必ず当該契約をご確認ください。
- 手数料等の概要**
 - ファンドの出資者には、ファンドの設立費用・管理報酬・ファンドの運営費用その他の費用及び成功分配を出資額に応じてご負担いただきますが、ファンドによりこれらの報酬・手数料等の金額・料率が異なるため、金額を表示することはできません。
- ‘CARLYLE’、‘カーライル’、‘THE CARLYLE GROUP’及び‘カーライル・グループ’は TC Group, L.L.C.の登録商標です。
- 本資料の翻訳には AI 翻訳ツールを使用しており、内容の正確性を保証するものではありません。必要に応じて原文をご参照ください。ご不明点等ございましたら、弊社 IR チーム宛てにご連絡下さい。