



ALLIANCEBERNSTEIN®

プライベート・ クレジットの 投資意義

新たな投資機会の波がプライベート・クレジット市場に押し寄せようとしているようであり、それによってリスク調整後リターンが高まるほか、ポートフォリオの分散化が進む可能性がある。何がそうした可能性を後押ししているのか？そして、既存ポートフォリオへのプライベート・クレジットの組み込みについて、投資家はどのように考えるべきか？

2024年9月

ブライアン・レスニック

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
オルタナティブ運用 ディレクター/
シニア・インベストメント・ストラテジスト

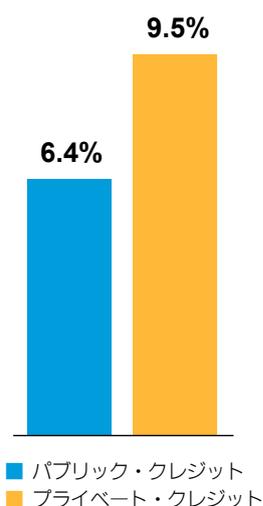
プライベート・クレジットの投資機会に関する多くの説明は、株式に60%、債券に40%資産配分する、何十年も投資の基本だった伝統的な戦略がはっきり言って通用しなくなった(60/40 STRATEGY IS DEAD)という前提で始まる。マーク・トウェインの言葉を借りれば、同戦略が通用しなくなったことが大いに誇張されている(DEATH IS GREATLY EXAGGERATED)とアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考えている。

確かに伝統的な投資は、構造的なインフレの高まり、予想経済成長率の低下、長期的な人口動態トレンドの変化に伴う課題に直面している。そうした逆風や金利及びバリュエーションの現状を考慮すれば、60/40戦略がもたらすリターンは通常より低くなるだろう。同戦略にはそれでもなお長所があり、ポートフォリオを構築する際には理にかなった出発点になるとABは考えている。

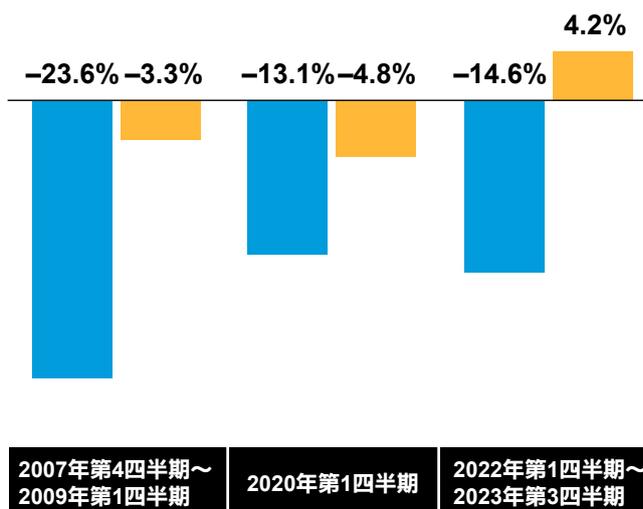
しかし、ABはまた、現在の多くのポートフォリオは極めて重要な要素を欠いているか、わずかしか含んでいないかのいずれかだとも考えている。インカムを増やし、分散化を進め、リスク調整後リターンを高める可能性がある、プライベート・クレジットという極めて重要な要素である。過去実績を振り返ると、プライベート・クレジットはここ20年間、パブリック・クレジットを大きくアウトパフォームしており、弱気相場でもはるかにディフェンシブだった(図表1)。

図表1: プライベート・クレジット及びパブリック・クレジットのリターン

リターン: 2004年10月
~2023年12月



弱気相場のリターン



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

パブリック・クレジットはブルームバーグ米国ハイイールド社債指数。プライベート・クレジットは米国のミドル・マーケットを反映しており、担保付きシニア債、米国で発行された2億5,000万米ドル未満のローンを含みます。

2023年12月31日現在 | 出所: ブルームバーグ、モーニングスター、ピッチブック、S&P、AB

プライベート・クレジットのパフォーマンスはなぜ良好なのか？理由が2つある。まず、流動性の低さ、つまり、投資家はその証券を売りたい時に売れない可能性を埋め合わせるべく、プライベート市場の資産が投資家にプレミアムを提供しているためである。そうしたプレミアムにより、パブリック市場への同等の投資より利回りが高くなる。次に、デフォルトが起きた場合の回収率が概して高いことに加えて、プライベート市場の貸し手が融資条件について借り手に直接交渉し、デフォルトからのさらなる保護を提供する要件を組み込むことができるためである。

プライベート・クレジット市場の歴史

現在のプライベート・クレジット市場に言及する場合、銀行が融資を縮小しているという報道が真っ先に思い浮かぶ。しかし、これは新たな動きではなく、金利環境、規制、イノベーションが主導し、実際に何十年間もかけて変化してきたプロセスである。レバレッジド・ローンがその好例であり、銀行はかつて市場の70%を占有していたが、現在のシェアは25%未満となっている。

銀行の合併も続いており、銀行セクターを中心とした2008年の世界金融危機時にはその動きが加速した。政策立案者は欧州ではバーセルIIIの規制枠組み、米国ではドッド・フランク法により、銀行システムのぜい弱さとそして同システムが引き起こしたシステムミック・リスクに対処した。これらの規制は実質的にリスクを市場参加者に移転しようとしたほか、規制の一部は具体的に、プライベート・エクイティが出資する企業への銀行の資金提供に狙いを定めていた。その結果がプライベート・クレジットの急成長

であり、ミドル・マーケット・ダイレクトレンディングの発展である。ダイレクト・レンディングの台頭により、投資家は米国経済の主要セグメントの1つにアクセスしやすくなった。ミドル・マーケットがそのセグメントであり、売上規模が1,000万米ドルから11億米ドルに及び企業20万社が属し、米国の民間部門GDPの3分の1を占め、4,800万人の雇用者を抱えている。なお、これは、プライベート・クレジットが銀行の融資縮小を機会として生かし、高いリターンをあげる可能性のみならず、新たな経済セグメントへのエクスポージャーを通じた分散投資の手段を投資家に提供している一例にすぎない。

ダイレクト・レンディングにとどまらない：多様なプライベート市場

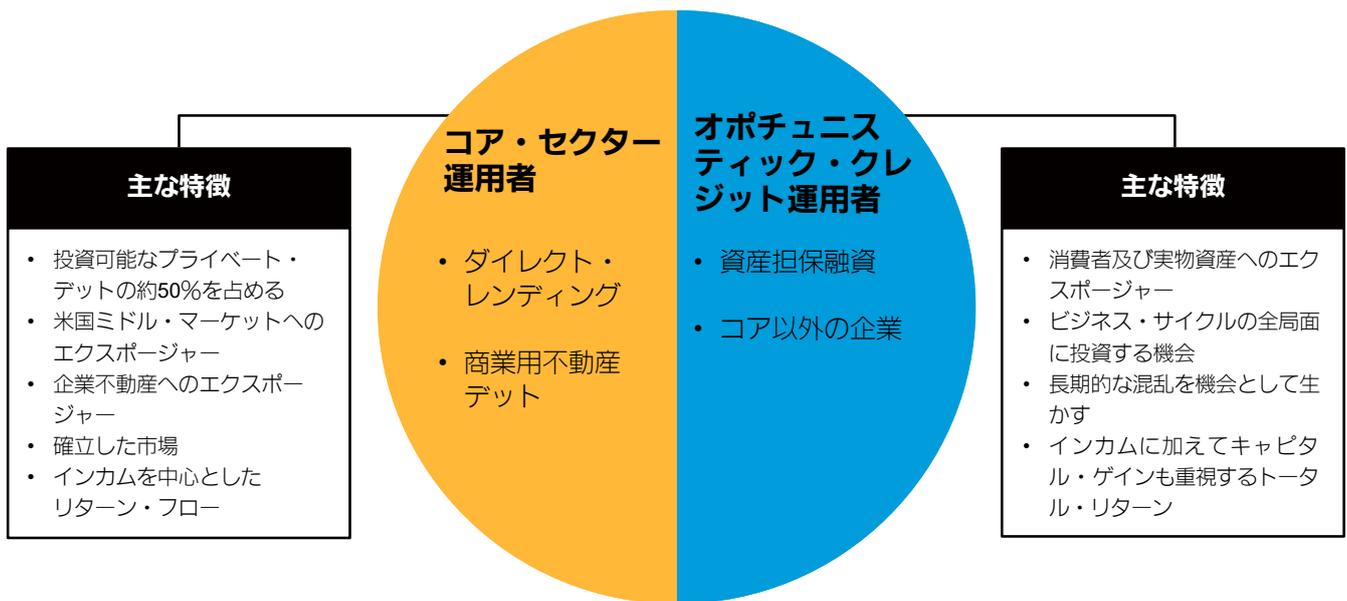
プライベート・クレジット市場は、ダイレクト・レンディングをはるかに上回る様々な投資機会を提供しており、分類方法によっては30ものサブセクターがある。検討するのをいささかひるんでしまうような数かもしれないが、ABはそれを理由として、プライベート・クレジットを2つの補完的なカテゴリー、すなわち、企業自身が後ろ盾になる企業ローンと資産担保ローンに分けると検討しやすいと考えている（図表2）。

図表2: プライベート・クレジット市場を単純化する
企業及び資産担保ローンの全領域

企業ローン		資産担保ローン
<ul style="list-style-type: none"> 企業のキャッシュフロー 	担保	<ul style="list-style-type: none"> キャッシュフロー創出資産
<ul style="list-style-type: none"> ダイレクト・レンディング 	コア・セクター	<ul style="list-style-type: none"> 商業用不動産
<ul style="list-style-type: none"> ダイレクト・メザニン・デット ディストレスト・デット スペシャル・シチュエーション 	主なオポチュニスティック・セクター	<ul style="list-style-type: none"> 住宅用不動産 スペシャルティ・ファイナンス 実物資産及びインフラ
<ul style="list-style-type: none"> 社債 	パブリック市場の同等商品	<ul style="list-style-type: none"> 証券化債券

例示のみを目的としています。
2024年6月30日現在 | 出所: AB

図表3: コア及びオポチュニスティック・プライベート・クレジットを用いた資産配分



例示のみを目的としています。
2024年6月30日現在 | 出所: AB

企業ローンは企業のキャッシュフローを担保としており、そのリターンはインカム主導になる傾向がある。投資家はクーポンを回収し、損失率を引き受ける。資産担保ローンはキャッシュフロー創出資産を担保としており、その利払いは他の負債に優先し、企業のビジネス・サイクルにあまり連動していないため、経済面のある程度の分散投資を投資家に提供している。ダイレクト・レンディングは企業自身が後ろ盾になるプライベート・クレジットの好例であり、また、商業用不動産デットは資産を担保としたプライベート・クレジットのよく知られた代表例である。

企業ローンのカテゴリーで投資家が取る他のアプローチとしては、投資家を資本構成のさらに深い部分に入り込ませ、高いリターンを提供するのと引き換えに保護は少なくなるメザニン・デット、そして破産企業や破産寸前の企業のディストレスト・デットがある。一方、資産担保ローンのカテゴリーでは、投資家は住宅用不動産ローンのほか、クレジットカード、自動車ローンなどの消費者ローンに投資することもできる。

コア/オポチュニスティックの枠組み

以上のようなプライベート・クレジット投資で構成するポートフォリオを一から構築しようとしている投資家にとっては、コア/オポチュニスティックのアプローチによる構築が、必要条件を満たす可能性があるとしてABは考えている(図表3)。

投資家はそのコア部分の構成要素を計画するにあたり、担保付きシニア・ローンの優秀なダイレクト・レンディング運用者と優秀な商業用不動産デット運用者を見つけるべきである。これら2つの構成要素は合計すると投資可能なプライベート・デット市場の過半数を占めるほか、拡張性がある力強いミドル・マーケットや企業不動産へのエクスポージャーも提供している。どちらも確立した市場であり、インカムを中心としたリターンをもたらす。

一方、そのオポチュニスティック部分では、重要な消費者セクターや実物資産(概して本質的な価値がある有形資産)へのエクスポージャーにアクセスする能力を持つ、マルチセクター運用者を見つけることが理にかなっている。運用者はオポチュニスティック戦略をとることにより、企業のビジネス・サイクルの全局面でリターンをあげる可能性を追求し、長期的な混乱を機会として生かし、企業のディストレスト・デット、メザニン・デット等に投資する柔軟性を持つことができる。オポチュニスティック投資はトータル・リターンを重視する傾向もあり、インカムに加えて、資産を割安な価格で取得することからキャピタル・ゲインも見込む。

このコア/オポチュニスティックのアプローチは、プライベート・クレジットが現在そして今後数年間にリターンをあげる可能性にアクセスすべく、その資産配分計画について検討するための簡単な方法を投資家に提供するとABは考えている。

銀行の融資縮小ストーリーの新たな局面

プライベート・クレジットに押し寄せる投資機会の波は20年近くにわたり、世界金融危機が引き起こした銀行システムのストレスと、その問題に対処すべく定められた規制が主導してきた。ABの視点から言えば、同様の局面が現在展開している可能性があり、多くの銀行が収益性の問題に直面している。

米国の銀行の預金フローは最近では増えているが、それでも2年前の水準をはるかに下回っている。銀行はまた、預金に対して支払う高い短期金利と融資ポートフォリオで受け取る低い金利とのミスマッチにも直面している。銀行はこの問題のために融資を抑制したほか、中小銀行にとっては特に強く感じるストレスとなった。

そして、銀行の融資縮小ストーリーの当初の局面と全く同じように、新たな規制が巨大な姿を現す。プライベート・クレジット市場の成長を後押しした世界金融危機後の規制の最終行程となる、米国ではバーゼルIIIの最終化、欧州ではバーゼルIVである。この新たな局面の焦点は企業向けのダイレクト・レンディングではなく、銀行のバランスシートに存在する他の資産、すなわち、消費者ローン、産業及び商業ローン、住宅用及び商業用不動産ローンである。新たな規制の結果として、最終的にはおそらく、銀行が融資ポートフォリオに対して保有しなければならない資本が米国では19%、欧州では24%も増加することになるだろう。

銀行は新たな資本を調達しなければならなくなることを避けるため、新たな規制において高リスクと見なされる証券を売却することができる。すでにそうしているように融資を抑制すること

もできる。さらには、体力がない銀行と合併する可能性もある。これもすでに進行中のプロセスであり、体力がない銀行は財務状況が良好な銀行に買収されたり、そうした銀行と手を組んでいる。銀行は「売却前提のローン組成」を行うこともできる。組成したローンをバランスシートに保有する代わりに投資家に売却するのだ。

プライベート・クレジットの次の大きな投資機会

レバレッジの解消、合併、「売却前提のローン組成」がプライベート・クレジットに押し寄せる次の可能性の波を特徴づけようである。投資家にとっては、銀行からローンを取得する機会と、新規ローンを組成するために資金を必要とする借り手に融資する機会の両方があるだろう。世界金融危機後の規制強化の最終局面が到来するのはおそらく2年後であり、その影響は銀行が新たな現実に適応するなかで何年間も続きそうである。

来たる投資機会の範囲はどのようなものになりうるのか？ 欧米の銀行融資市場は合計すると27兆米ドルという驚くべき規模を有している（図表4）。それらすべての資産が同市場から流出するわけではないが、わずかな割合でさえ、プライベート市場にとってははるかに大きな流入フローになるだろう。消費者ローンの複数セグメントと住宅用不動産ではそうした移動が起こり始めており、米国経済の70～80%を構成するものの、資産配分では概してわずかな割合でしかない消費者セクターに、投資家が入り込むことを可能にしている。

図表4: 欧米の銀行業界から資産が流出する見通し

ノンバンクの貸し手が主要分野の流出を取り込む機会がある



例示のみを目的としています。

2024年1月31日現在 | 出所: 欧州中央銀行、米連邦準備理事会、AB

もちろん、機会を利用すれば成功が保証されるわけではない。舵取りしなくてはならない景気循環があり、不況期にはクレジットがストレスを受けたり、デフォルトになりかねないほか、パブリック市場と同様に個々のセグメントが人気を博したり、失うことがあるだろう。そのため、プライベート・クレジットの投資対象を見つけ、投資を実施し、運用した経験にプレミアムがつくのだ。

どこに余地を作るのか：ポートフォリオから原資を捻出するという判断

プライベート・クレジットの投資機会を利用しようとしている投資家にとっては、新たな投資ビークルの急増が、前述したセグメントにアクセスし、ひいてはプライベート市場を実質的に専門家以外のものにするアプローチを提供している。

そうすると次に、ポートフォリオの既存の資産配分からどのようにしてプライベート・クレジットへのエクスポージャーに回す原資を捻出するかという問いが生じる。そうした捻出方法はいくつかある。おそらく最も簡単なのは、クレジットへの既存の資産配分からエクスポージャーを作る方法だろう。この方法はドロダウン・リスクを軽減しながら、インカムを増やし、分散投資を強化することができる。

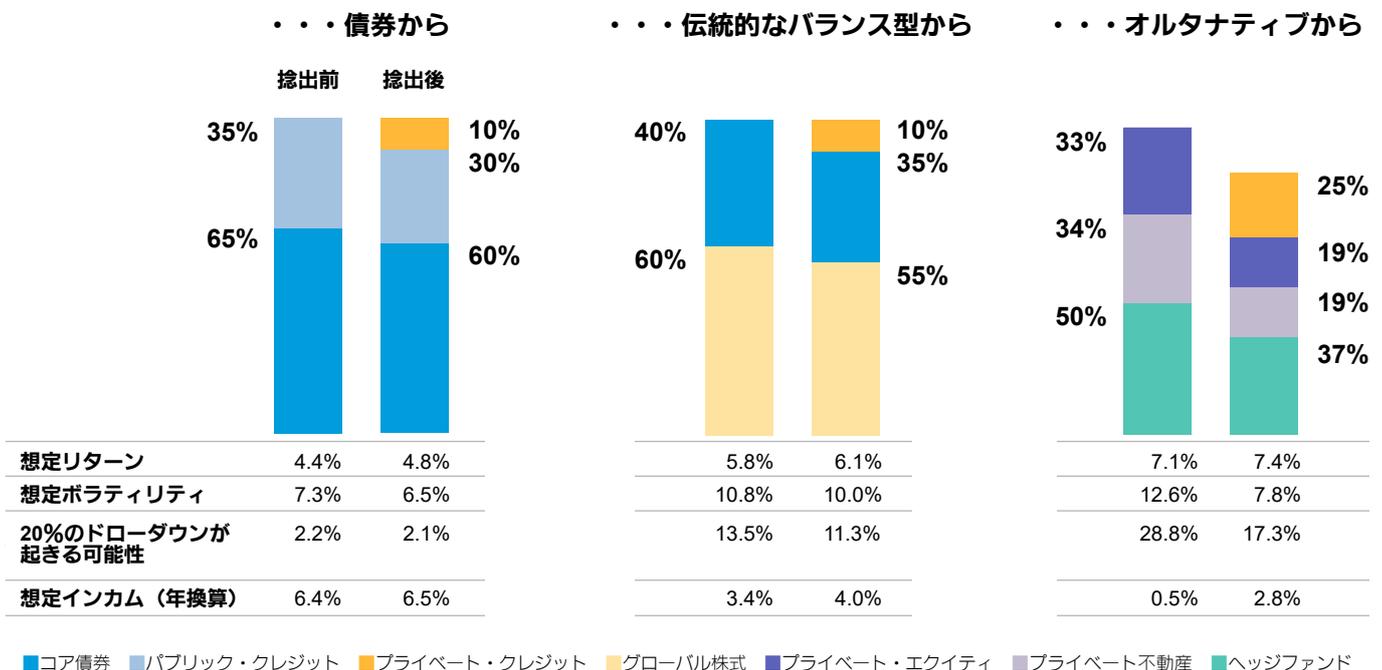
プライベート・クレジットはデュレーションが小さいほか、クレジット・ベータが低く、高いリターンが期待できるため、資産配分の担当者にいくらかの創造力があれば、そのエクスポージャーに回す原資の別の捻出方法を見つけることができる(図表5)。

パブリック債券ポートフォリオから捻出する：ABはこれまで、クレジット・バーベルが債券への最も効率的な資産配分だと主張してきた。例えば、資産の35%をハイイールド、65%をコア債券に配分するパブリック・クレジット・バーベルがそれである。その構成要素からそれぞれ5%削り、プライベート・クレジットへの10%の資産配分を賄う。プライベート・クレジットは年換算リターンを高め、ボラティリティ及びドロダウン・リスクを減らし、インカムを増やす可能性がある。

伝統的なバランス型ポートフォリオから捻出する：プライベート・クレジットの原資は、60/40戦略などの伝統的な株式/債券ポートフォリオからも捻出することができる。株式と債券からそれぞれ5%削り、プライベート・クレジットの原資を賄う。プライベート・クレジットはリターンを高め、リスクを減らし、全体的な成果を向上させる可能性がある。

オルタナティブ・ポートフォリオから捻出する：既存のオルタナティブ・ポートフォリオを強化するという選択肢もある。例えば、プライベート・クレジットは広範なオルタナティブ戦略内で、ヘッジファンド、プライベート不動産、プライベート・エクイティといったいくつかの戦略への資産配分にとって代わる可能性がある。このアプローチもリターンを高め、リスク指標を改善させる可能性がある。

図表5: プライベート・クレジットへのエクスポージャーに回す原資を捻出するのは・・・



現在の想定は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

コア債券はブルームバーグ米国総合債券トータル・リターン指数、グローバル株式はMSCIワールド・グロス指数、パブリック・クレジットはICEバンクオブアメリカ米国ハイイールド指数。プライベート・クレジット、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、プライベート不動産のはABIにデータに基づきます。20%のドロダウンが起きる可能性はピークからボトムまでの損失ベースであり、さまざまな市場の複数年にわたる期間が含まれる場合があります。

シミュレーションしたパフォーマンス結果や仮定に基づくパフォーマンス結果には固有の限界があります。実際のパフォーマンス記録に示す成果とは異なり、これらの結果は実際の取引を示していません。これらの結果に含まれるのは、想定される取引コストと市場インパクトです。ただし、そうした取引が実際に執行されていないため、これらの結果はそうしたコストの相殺が足りないか、行き過ぎている場合があります。また、シミュレーションした取引プログラムや仮定に基づく取引プログラムは、結果が分かった上での後から作成された事実にもさらされます。いかなるアカウントも上記と同様のリターンを達成したり、ボラティリティ特性を持つ可能性があるとの表明は一切行っていません。

2024年6月30日現在 | 出所：ブルームバーグ、ICEデータ指数、MSCI、AB

次のステップ：プライベート・クレジットへの資産配分を熟慮する

投資家はプライベート・クレジットの投資機会にアプローチする方法を色々と考えているかもしれない。ABでは、検討から実施に至るまでの道筋に沿って以下の具体的なステップを踏むのが賢明だと考えている。

1

投資機会を評価する

プライベート・クレジットの拡大し続ける投資機会について、このレポートが効果的に概説したことをABとしては期待している。ただし、そうした機会に対する自信を深めるべく、追加のデュー・デリジェンスを自ら行いたいと考える投資家もいるかもしれない。



2

資産配分を計画する

コア/オポチュニスティックの組み合わせが好ましい出発点になりうるが、各構成要素をどのように資産配分するのが、投資家自らのポートフォリオにとって理にかなうのか？ 各構成要素のなかにはどのプライベート・クレジット戦略があるのか？ そして、そうした戦略を指南するための経験を最も積んでいるのはどの運用者か？



3

原資の捻出方法を決める

プライベート・クレジットへの資産配分が自らに合っていると思われる場合、投資家はポートフォリオに余地を作る方法について考えることになる。プライベート・クレジットの原資を捻出するのは、パブリック債券への資産配分からなのか、ポートフォリオ全体の株式/債券保有割合からなのか、オルタナティブへの既存のエクスポージャーからなのか？

大局的に見る

銀行セクター規制の新たな局面は今後数年間のうちに、新たな可能性の波をプライベート・クレジット市場にもたらすと予想される。その波を捉えようとする投資家には、多くの資産配分でまったく、またはわずかな割合しか加えていない米国経済の複数セグメントへのアクセスを通し、分散投資を強化しながら、ポートフォリオのインカムを増やし、リターンを高める機会が見込まれる。

プライベート・クレジット投資に適したプロフィールを持つ投資家は、コア/オポチュニスティック戦略の2～3セグメントに的を絞って投資すれば、それがプライベート市場への好ましく分散化した資産配分になる可能性がある。そうしたエクスポージャーに回す原資は、パブリック債券、伝統的なバランス戦略、オルタナティブへの既存の資産配分など、いくつかの領域から捻出することが考えられる。また、投資ビークルは、特定のプライベート・クレジット・セグメントに合わせたものになる。

当資料は、2024年9月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（AB）が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- 投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります
 - 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%（税抜3.0%）です。
 - 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
 - 有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%（税抜1.880%）です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組み入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第303号

【加入協会】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／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

