



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026年3月

ポートフォリオにおける プライベート資産： 戦略的意義の再評価

プライベート・クレジットは今年に入ってポートフォリオにおけるその役割に疑問が投げかけられており、大きな注目を集めている。この業界に常に付きまどってきた懸念は、少なくとも現在の形態では、デフォルト局面における耐性が未検証であるという点である。最近の動向はそうした懸念が現実になりつつあることを示しているのだろうか。

本稿では、クロスアセットの戦略的視点から、ポートフォリオにおけるプライベート・クレジットの役割を考察する。プライベート・クレジットに対する投資家心理が悪化していることは確かだが、少なくとも現時点では、投資家の反応はクレジット・イベント自体ではなく、同資産クラスの流動性に関する期待と現実の乖離に起因しているように見える。

資産クラス全体を見渡すと、プライベート・クレジットよりも魅力的な投資機会が多いとは言えない。プライベート・エクイティは非流動性プレミアムが不十分であり、パブリック株式は割高で集中化が進んでいる。パブリック・クレジットはスプレッドが縮小しており、長期債にはインフレ・リスクがある。そのためアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、長期的に低リターン環境が続くとの見通しを維持する（ただし、市場が下がると見ているわけではない）。

今後のプライベート・クレジット市場について、不透明な点が多いことは確かである。リターンの絶対水準は2年前と比べて低下しており、デフォルト率も上昇することが見込まれる。こうした状況は、実際の投資成果が融資基準や投資ストラクチャー、マネジャー選定といった要素に左右されやすくなっており、プライベート・クレジット全体に投資していれば一律にリターンが得られるわけではないことを示唆している。

それでも、プライベート・クレジットには非流動性プレミアムが依然として存在しており、そのプレミアムの大きさを投資前に確認できるという点は重要である。実質リターンの向上とリターン源泉の分散を目指す機関投資家にとって、プライベート・クレジットは引き続き重要な役割を果たすとABは考えている。

本稿では、プライベート資産の戦略的意義を総合的に検証し、ポートフォリオにパブリック資産とプライベート資産の両方を組み入れるための枠組みを概説する。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド（英国）
機関投資家向けソリューション 共同責任者

アラ・ハームズワース

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド（英国）
機関投資家向けソリューション 共同責任者

共同執筆者：

ロベルタス・スタンチカス*、グレッグ・チェン*、
モーリーン・ヒューズ**

*アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー（米国）所属

**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド（英国）所属

近年、プライベート資産への配分に関する議論は大きな注目を集めてきたが、2026年は厳しい現実と直面しており、ソフトウェア・セクターをめぐる諸問題がプライベート・クレジット全体に悪影響を及ぼすとの懸念が広がっている。顧客との面談でも、市場に流れるニュースのヘッドラインでも、プライベート・クレジットに対する深刻な懸念が示されている。本稿では、クロスアセットの戦略的観点からプライベート・クレジットについて考察する。具体的には以下の3点について述べる。

1. 最近のニュースを受けて、マクロ的なクロスアセットの視点からプライベート・クレジットの投資根拠を再評価する。
2. ポートフォリオにプライベート資産全般を組み入れることの広範な戦略的意義を再確認する。
3. パブリック資産とプライベート資産を一つのポートフォリオで運用することを望む投資家に対し、ポートフォリオ設計上の具体的な助言を提供する。

最近の一連の出来事を受けて、投資家が一部のプライベート資産に対する期待を見直すのは当然であろう。2026年に入って浮上した疑念は、少なくとも理屈の上では、プライベート資産、特にプライベート・クレジットの基盤を揺るがしかねない。プライベート・クレジットに関するネガティブな報道が流れ始めると、「それ見たことか」と言わんばかりに懐疑的な見方が一気に広がった。このような反応が見られたのも無理はない。なぜなら、プライベート・クレジットは (a) 近年巨額の資金が流入し、(b) 現在の形態ではデフォルト局面における耐性が未検証であり、(c) 伝統的なパブリック資産への投資に比べて手数料の絶対水準が高い(ただし、ABは、表面上の手数料ではなく、手数料控除後のリターンが重要だと考える)からである。しかし、こうした反応は正しいのだろうか。投資家は現在、この資産クラスについてどう考えるべきだろうか。

プライベート・クレジットは「万能」な資産クラスではないが、足元の市場の混乱は、以前から懸念されてきた信用リスクの問題というよりも、一部の投資スキームにおける流動性の問題に起因するものとABは考えている。投資家としては、特に均衡インフレ水準が上昇しているというABの見解に基づけば、昨今のニュースを受けて単に投資を控えるという選択肢はない。現在の市場環境では、どの資産クラスに投資しても容易にリターンを得ることは難しい。あらゆる資産クラスで価格は概ね適正水準に達しており、株式の場合は市場集中度の上昇、パブリック・クレジットであればタイトなスプレッド、国債であればインフレ率の上昇や財政の持続可能性といった固有のリスクがある。結局のところ、プライベート・デットはポートフォリオ全体の中で依然として一定の役割を果たすとABは考えており、資金調達を中心にプライベート市場へとシフトする中で、同資産クラスはプライベート資産の戦略的配分における重要な一部であり続けるだろう。また、一連の騒動にかかわらず、ABは引き続きプライベート・エクイティよりもプライベート・クレジットを選好する。一方、最近の出来事を受けて、プライベート・クレジットに投資する投資家は事前に流動性に対する期待を明確にしておく必要があることが浮き彫りになった。今後、プライベート・クレジットのリターンやデフォルト率、流動性に関する期待は見直しを迫られる可能性が高く、本稿ではこの点についても検討する。ただし、プライベート・クレジットが機関投資家のポートフォリオにおいて果たす役割は依然として大きいと考えられる。

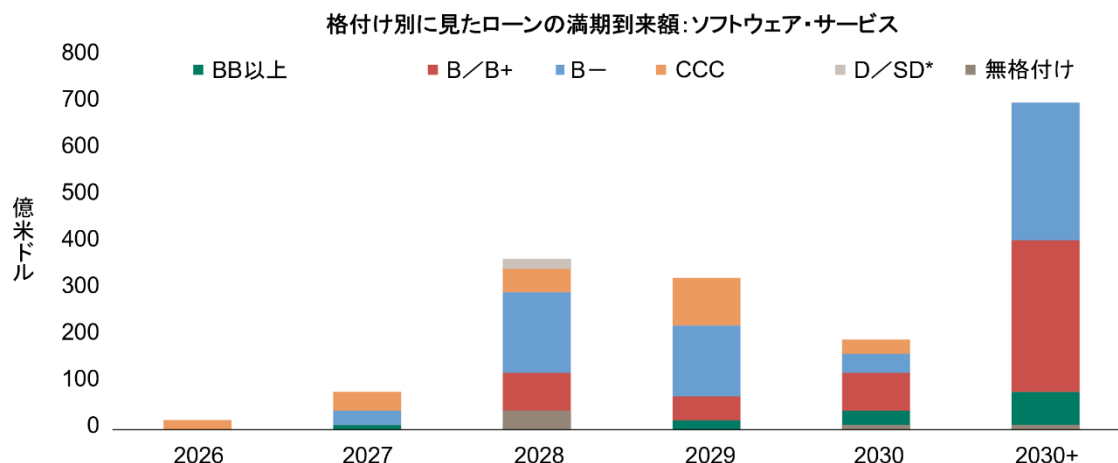
プライベート・クレジットをめぐる賛否

ここ数カ月、セミリキッド・ファンドの解約請求が急増し、一部の運用会社は既存の四半期ごとの解約制限を発動した。運用会社による一連の対応を受けて、こうしたファンドに流動性があると考えていた投資家の心理はしばらく冷え込む可能性が高く、一定の流動性を確保できると見込んでいた投資家は、流動性に対する期待の見直しを迫られる可能性がある。

しかし現時点では、市場の反応はクレジット・イベント自体に起因するものではなく、実際にどの程度の流動性を確保できるのかという疑念や、流動性に対する期待と現実のかい離に起因しているように見える。もしそうであるなら、問題の本質は特定の投資スキームの流動性であって、プライベート・クレジットの構造的な問題として以前から懸念されてきた大規模な信用リスクの悪化ではない(もっとも、この問題がプライベート・クレジットにとって未検証の脅威であるという指摘は正しい)。ただし、プライベート・クレジットに問題がないというわけではない。この資産クラスへの資金流入が急増した結果、貸し手と借り手の力関係は借り手優位にシフトしており、主要経済セクターで混乱が生じれば、再び懸念が高まる可能性はある。

人工知能(AI)による脅威が新たな逆風となり得るソフトウェアなどのセクターには、弱気な見方もある。問題になっているのは現時点の債務返済能力ではなく、むしろ長期的な収益力に厳しい視線が向けられている。また、今後数年間に多額の債務の満期が集中する「満期の壁」の問題も存在する(図表1)。

図表 1: ソフトウェア・セクターの債務の満期



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。

*D: 債務不履行に陥っている状態、SD: 選択的債務不履行

2026年2月26日現在

出所: ピッチブック | LCD、モーニングスターLSTA 米国レバレッジ・ローン指数、アポロ、AB

ソフトウェア・セクターは、確かに最近のプライベート・クレジットに関する懸念の中心となっている。この問題はすでに広く報じられているため、ここで詳しく説明する必要はないだろう。ソフトウェア企業向け融資はプライベート・クレジット・ローンの約20%を占めており(プライベート・デット・ファンドの中には組み入れ比率が20%を大幅に上回ることもある)、同資産クラスにとって重要なセクターである。さらに、利益ではなくリカーリング・レベニュー(SaaSやサブスクリプション・ビジネスにおける継続して得られる収益ベースの融資が好まれるため、長期的な収益見通しを揺るがすAIの脅威によって同セクターの信用力が疑問視されている。

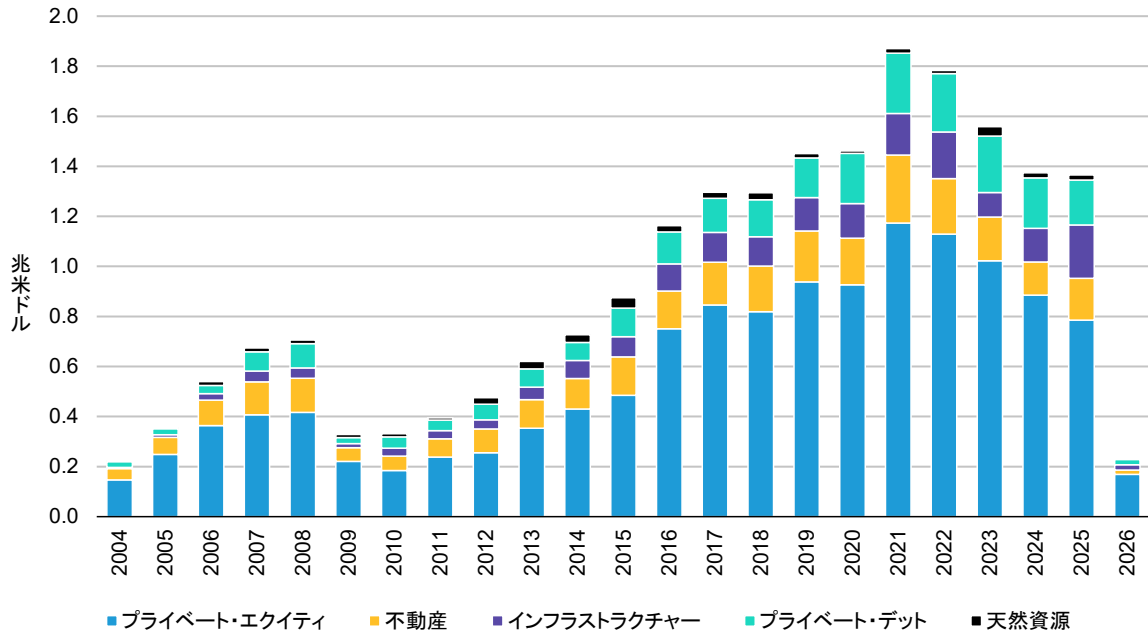
しかし、このような懸念がある一方で、ソフトウェア・セクターの通常のLTV比率(融資担保比率)は約30%であり、これは自己資本に十分な余力があることを意味する。したがって、企業への融資が適切に審査されていれば、AIによる脅威は必ずしも信用力の問題にはつながらない。AIはソフトウェア・セクターにとって潜在的な脅威ではあるが、セクター全体が無差別的に売り込まれている傾向は、業界特有の規制への対応や顧客との信頼関係といった参入障壁の重要性が市場で十分に評価されていないことを示唆している。実際には、ソフトウェア企業の中でAIが逆風になるところもあれば、追い風となることもあるだろう。株式市場では、ソフトウェア・セクターの株価収益率は10年前にソフトウェア・アズ・ア・サービス(SaaS)モデルが拡大する前の水準にまで低下しているため、ABでは、ソフトウェア関連株の売却よりもむしろ購入の方が妥当だろうと考えている。ただし、各銘柄の個別特性は十分に考慮すべきである。

大きな懸念材料として、プライベート・クレジットは現在の形態において大規模なデフォルト局面を経験しておらず、多くのファンド運用担当者にもそのような経験がない。一方で、この資産クラスの一部は、コロナ禍や近年の利上げといった試練に見舞われたことがある。そのため、運用担当者の経験、セクターに関する専門知識、問題案件への対応力の差異によって、パフォーマンスのばらつきが拡大する可能性が高い。この点も懸念材料ではあるものの、プライベート・クレジットには非流動性プレミアム(存在する場合)の水準を投資前に確認できるという利点がある。これはプライベート・エクイティと大きく異なる点であり、この資産クラスの長期リターン予想について考える上で重要である。

投資期間が数年単位に及び、流動性のミスマッチによるリスクが生じない機関投資家にとっては、最近のニュースがプライベート・クレジットへの配分を否定する根拠にはならないと思われる。

プライベート資産業界の資金フローをリアルタイムで把握することは難しいが、近年の資金調達状況を見ると、ダイレクト・レンディングやコア・プライベート・エクイティ・ファンドへの資金流入が既に縮小し始めていることは明らかである。2025年のグローバル資金調達額は、2024年比でプライベート・デットとプライベート・エクイティが11%減少し、ベンチャー・ファンドとパイアウト・ファンドの調達額はそれぞれ21%、16%減少した(図表2)。

図表 2: プライベート・キャピタルのグローバル資金調達額(ファンドのタイプ別)



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。

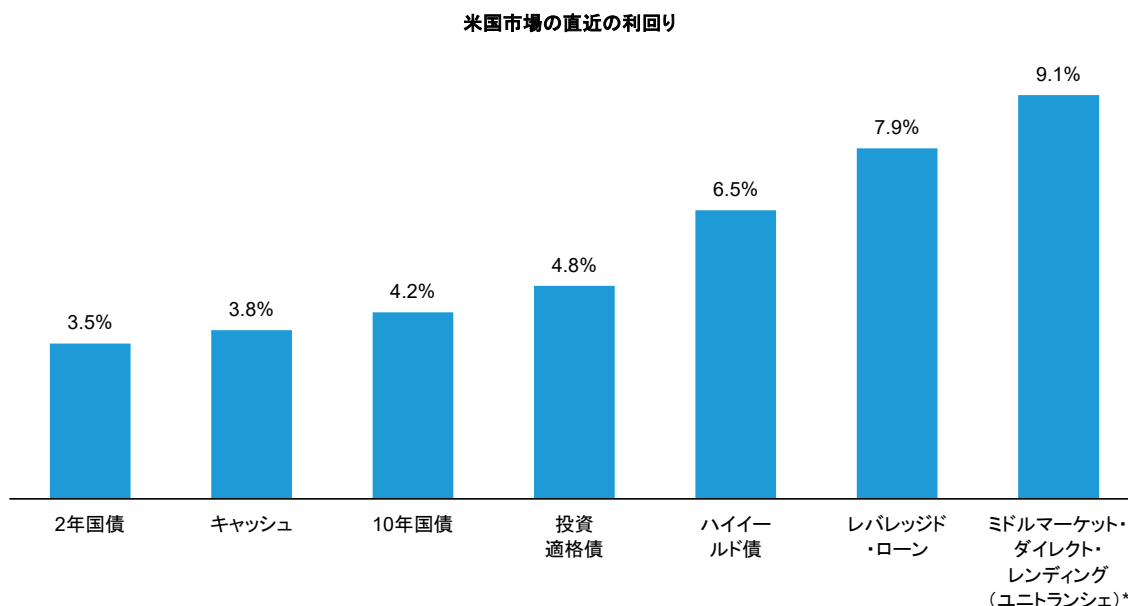
2026年3月25日現在

出所: プレキン、AB

マクロ的観点から見ると、資産クラス全体としてのプライベート・デットの魅力は、例えば3年前と比較して低下している。資金流入の急増を背景に、投資家(貸し手)と借り手の力関係は借り手優位へとシフトしており、これはプライシングや融資条件に反映されている。それでもプライベート・デットは、パブリック市場と比べて高い利回りを提供している(図表3)。

図表 3: クレジット資産の利回り比較/利回り特性の例示

ミドルマーケット・ダイレクト・レンディングは、大幅な非流動性プレミアムにより、他のクレジット資産よりも魅力的な利回りを提供



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。いかなる投資目的も達成される保証はありません。

キャッシュは担保付翌日物調達金利(「SOFR」)の30日平均。2年国債及び10年国債は米国財務省公表データに基づいており、2025年12月31日時点の米国債パーイールドカーブの日次データを反映しています。投資適格債はブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債指数、レバレッジド・ローンは Morningstar/LSTA 米国レバレッジド・ローン 100 指数、ハイイールド債は最低利回りによって表しています。投資家はこれらの指数に直接投資できるとは限りません。

*プライベート・ミドルマーケットの例示利回りは、LSEG LPC が調査した 2025 年第 4 四半期の平均利回りによって表しています。

2025 年 12 月 31 日現在

出所: セントルイス連邦準備銀行(キャッシュ)、ブルームバーグ・バークレイズ(投資適格債及びハイイールド債)、米国財務省(2年国債及び10年国債)、Morningstar/LSTA(レバレッジド・ローン)、AB

図表 4 では、プライベート・クレジットの期待リターンに関する AB の最新のトップダウン・モデルを示している。資産クラス全体のリターンの予測手法は個別案件のリターンの予測手法とは異なるが、AB ではリターンは次のように表せると想定している。

プライベート・デットのネット実質リターン =

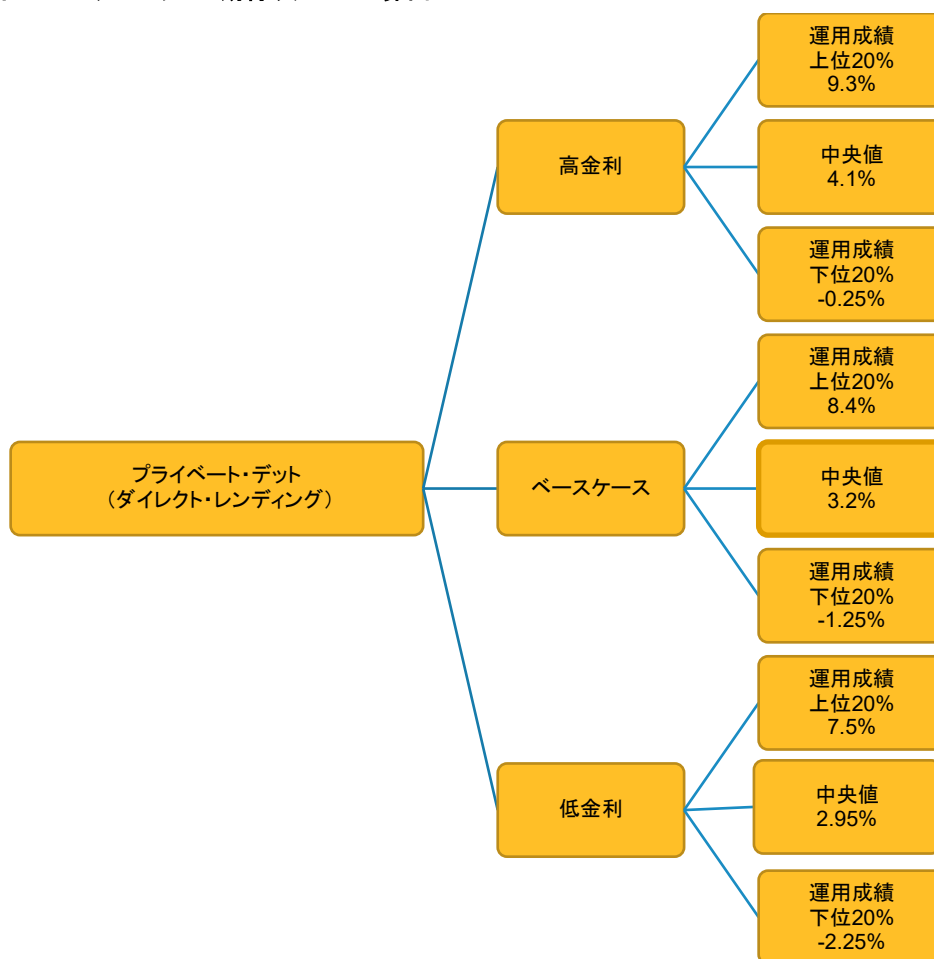
基準金利 + クレジット・スプレッド - デフォルトによる予想損失 - 手数料 - インフレ率

ベースケースでは、基準金利(SOFR)を3.5%、SOFRに対するプライベート・クレジットのスプレッドを5.2%と想定している。これはパブリック・ハイイールド債のスプレッドを約250bp上回る水準である。また、プライベート・デットに対する現在の懸念を反映させるため、デフォルトによる予想損失率を保守的に見積もり、年率1%に引き上げている¹。さらに、本モデルでは0.75%の運用手数料を想定し、7%のハードルレートの超過部分に10%の成功報酬が課されるものとする。インフレ率は3%と想定する。したがって、

プライベート・デットのネット実質リターン = 3.5% + 5.2% - 1% - 1.5% - 3% = 3.2%

¹ スティーブン・ネスビット、フラン・ベイヤーズ、ジェフ・トポル、ライリー・ムーア、『米国ダイレクト・レンディングに関する2025年第3四半期レポート』、Cliffwater LLC、2026年2月26日

図表 4: プライベート・クレジットの期待リターンの算出



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。

シミュレーションや仮定に基づく結果には固有の限界があります。シミュレーションや仮定の取引プログラムは、一般的に、事後的な情報を使用して構築されるという制約を伴います。どのような口座についても、ここに示されているものと同様のリターンやボラティリティ特性を達成するという保証や、達成する可能性が高いという保証はありません。ベースケースでは、3.5%の基準金利と5.2%のクレジット・スプレッドを想定しています。また、デフォルトによる年率1%の損失、0.75%の運用手数料、7%のハードルレートの超過部分に対する10%の成功報酬を想定しています。インフレ率は3%を想定しています。「高金利」及び「低金利」のシナリオでは、基準金利(SOFR)がベースケースよりも1%高くなる場合と1%低くなる場合をそれぞれ想定し、その他の条件は変えていません。

2026年3月15日現在

出所: プレキン・プロ、AB

プライベート・クレジットの支持者は、長期的なプライベート・デットの予想リターンに加えて、本来であればデフォルトに至るような案件でも柔軟に対応できる可能性を利点として挙げている。例えば、アセットオーナーは問題案件の債務再編に直接関与し、より迅速な解決を図れる可能性がある。しかしその結果として、本来の投資の枠組みに反して意図せず融資先企業の株式を保有するような場合も考えられる。その場合、問題は「先延ばしに」され、リスクが蓄積されるおそれがある。

この点については投資家によって見解が異なるだろう。例えば、長期志向の機関投資家であれば、こうした柔軟な対応はパブリック・クレジットでデフォルトが発生する場合よりも好ましいと考えるかもしれない。しかし、より高い流動性が必要な短期投資家は、このような対応による問題の先送りこそが、プライベート・クレジットの保有を困難にする大きな問題だと考える可能性がある。最近のプライベート・クレジットに対するネガティブな反応の中心にあるのは、まさにこの流動性に関する問題である。したがって、真に流動性が低い資産を保有することによる影響を認識しておくことは、非常に重要である。

プライベート・クレジットへのネガティブな見方につながり得るもう一つの問題として、借り手によるペイメント・イン・カインド(PIK、繰延利息)の利用がある。PIKは、利払い額を借入元本に組み入れることによって利払いを繰り延べる仕組みであり、結果としてレバレッジを高めることになる。PIKを利用した融資は、近年、融資全体の35%から55%へと増加している²。投資家はこれをどう捉えるべきだろうか。これは債務再編をめぐる柔軟性の議論に似ている。つまり、PIKの利用は問題を「先延ばしにする」もう一つの手段になると同時に、景気局面に応じた柔軟な対応を可能にする有益なツールにもなり得る。例えば、一部の景気敏感型産業は長期的な返済能力が高く、PIKが適していることがある。しかし、経営難に陥った企

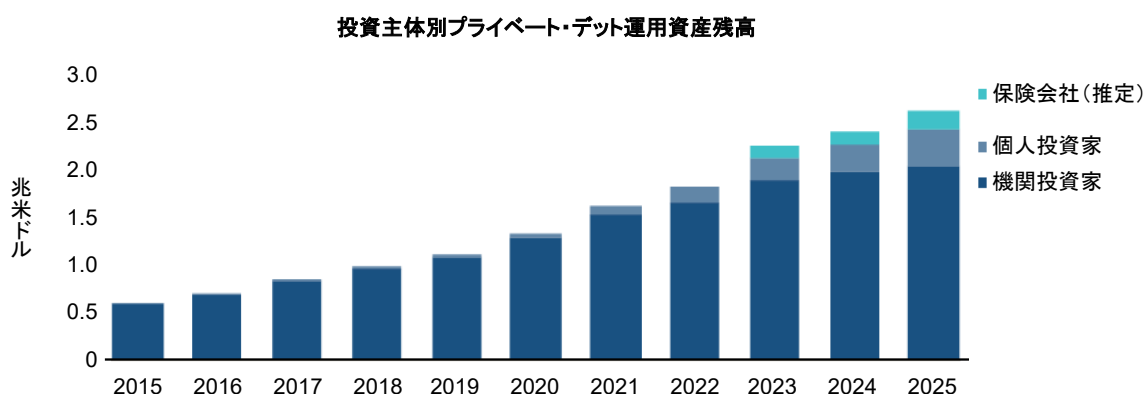
² キャンベル・ルティエンス、プライベート・クレジット市場レポート 2026年見通し

業の返済負担を軽減するために事後的に PIK が導入された場合、好ましくない影響をもたらす可能性が高い。デフォルト回避の柔軟性をめぐる議論と同様に、PIK の利用をどの程度深刻と捉えるかは投資家次第であり、相関が異なる複数のリターン源泉を有するポートフォリオ全体の中でプライベート・クレジットの役割をどう位置付けるかによって決まると AB は考える。これは重要な点であり、PIK がプライベート・クレジット全体の観点では有益な仕組みであるとしても、その特性を許容できない投資家には適しているとは言えないことを意味する。

この資産クラスには未検証の面があるにもかかわらず、なぜ投資家は積極的に資金を配分しているのだろうか。重要な点として、現在はほとんどの資産クラスで戦略的に魅力的な要素がない。これは低リターンと分散効果の低下という AB の長期的見通しの根拠にもなっている。パブリック・クレジットはスプレッドが小さいためにリターンが低く、景気後退局面への耐性が乏しい。パブリック株式は割安感に乏しく、かつ市場の集中化が進んでいる (AB は株式に対して戦略的に強気の見方を示しているが、ボラティリティの水準は過小評価されていると考えている)。名目長期債はインフレ上昇リスクに直面しており、株式リスクの分散手段として従来ほど効果的には機能しなくなっている。また、平均的に見た場合、プライベート・エクイティはもはや魅力的な非流動性プレミアムを提供していないと AB は考えている。プライベート・エクイティはリターンのばらつきが大きいため依然として投資する理由はあるが、これは「アルファ」を生み出せるファンドを選定できることが前提であり、資産クラス全体としての魅力が大きいわけではない。

最近のネガティブな報道を受けて、高い流動性を必要としない投資家までもが資金を引き揚げ、問題を増幅させる恐れはあるだろうか。その可能性は当面低いと考えられる。プライベート・クレジットの大部分は機関投資家向け商品に組み込まれているからである (図表 5)。

図表 5: 投資主体別グローバル・プライベート・デットの運用資産残高



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。

機関投資家の運用資産残高は 2025 年 6 月 30 日現在。個人投資家及び保険会社の運用資産残高は 2025 年 12 月 31 日現在。

出所: ピッチブック 2025 年年次グローバル・プライベート・デット・レポート、AB

AI による脅威がソフトウェア以外の業種にも及ぶのではないかと懸念が広がれば、今回の事態がさらに大きな問題へと発展する可能性はある。さらに、低成長・高インフレの局面が長引けば、借り手が負担しきれない水準にまで変動金利のコストが押し上げられ、景気の下振れリスクが想定以上に高まる可能性もある。例えば、原油高の長期化はスタグフレーションのリスクを高める。

ここで重要な点は、AB はプライベート・デットを、高度な運用能力を持つ長期志向の投資家の視点から捉えていることだ。こうした投資家は、十分な実質リターンを生み出し、あらゆる分散効果を活用できる大規模なポートフォリオを構築する必要があり、一定水準の非流動性に対処できる能力があると AB は想定している。非流動性を許容できない投資家は、低流動性資産に投資する戦略への資金配分を見直すべきである。

プライベート資産の戦略的意義の再確認

足元のニュースから「一歩引いて」全体を見渡すと、プライベート資産全般への配分を引き上げる戦略的意義は依然として存在する(図表6)。その理由としては、実質リターンの低下や分散効果の減少に直面する投資家の運用ニーズと、投資家とは無関係の構造的変化が挙げられる。

図表 6: プライベート資産への配分を引き上げるべき根拠と配分上の制約

プライベート資産への配分を増やす必要性

(投資家からの)需要

- パブリック市場における名目リターンの低下見通し
- 分散の必要性
- インフレ・ヘッジの必要性
- パブリック市場では十分な投資機会が得られない
セクターへの投資
- アクティブ・リターンを確保する必要性

供給

- 若い高成長企業による新規上場の不足
- 自社株買いによる上場株式の総量の減少
- 伝統的な資金供給者による融資の縮小
- プライベート・キャピタルには柔軟性があるという
借り手の認識

プライベート市場への配分における制約

- 流動性はこれまで以上に大きな懸念材料
 - 量的緩和から量的引き締めへの移行
 - アセットオーナーが保有するポートフォリオの流動性低下
 - パブリック市場における流動性の不安定化
- 手数料(投資家の手数料予算の多くを占めていることが多い)

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。

出所: AB

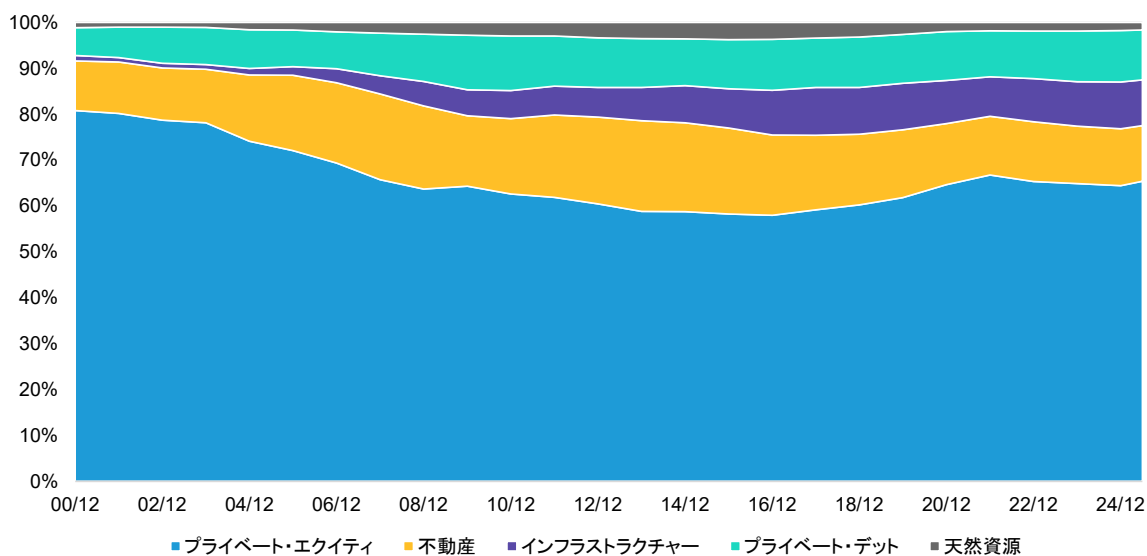
AB は今後、実質リターンが低水準にとどまる可能性が高いと考えており、高いバリュエーション、経済の低成長見通し、高いインフレ率がその根拠となっている。その結果、グローバル株式の実質リターンは今後 10 年間、年率 4%を下回ると AB は予測している。また、分散投資の必要性も高まっている。イラン戦争を受けた最近の下落局面で長期債が株式リスクの分散に役立たなかったことは、より大きな問題を示唆している。2022 年以降、株式と債券は平均的に見て正の相関を示してきた。インフレのリスクが高成長ではなく、脱グローバル化や公的債務水準、気候変動などの要因によって高まる状況では、株式と債券は正の相関を維持する可能性が高いと AB はみている。

もちろん、プライベート・デットの分散効果にも疑問の余地がある。組み入れ資産の時価評価が行われないことは、分散効果が高いことを意味しない。プライベート資産全般について言えることだが、時価評価が行われないことがあっても分散効果であるかのように語られることに対し、AB は深い懸念を抱いている。分散効果はむしろ、セクター・エクスポージャーや裏付けとなる事業収益の点で、パブリック市場とは異なるリターン源泉を持つ企業に投資できることから生じる。

プライベート市場のセクター構成は、全体としてパブリック市場と異なっている。図表 7 と図表 8 に示すように、主な違いは、プライベート市場では不動産やインフラなどの実物資産の構成比がはるかに高いことにある。これらはパブリック市場ではごくわずかな割合しか占めておらず、パブリック株式のエクスポージャー全体に対して分散効果をもたらすと考えられる。

図表 8 と図表 9 に示すように、情報技術セクターもプライベート・エクイティとプライベート・デットの両方で高い構成比を占めているが、米国のパブリック株式市場と比較すると同セクターの割合は相対的に低く、よりバランスが取れたセクター構成になっている。また、プライベート市場では、ヘルスケア及び資本財セクターの構成比が顕著に高い。

図表 7: プライベート市場は実物資産に対するエクスポージャーが大きい



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。

2025年6月30日現在

出所: プレキン・プロ、AB

図表 8: セクターの内訳

セクター	MSCI 米国 株式指数 割合 (%)	プライベート・ エクイティ 割合 (%)	プライベート・デット (Cliffwater ダイレクト・ レンディング指数) 割合 (%)
通信サービス	10.62	5.5	15
一般消費財	9.93	10.9	11
生活必需品	5.33	5.3	3
エネルギー	3.52		1
金融	12.35	13.7	11
ヘルスケア	9.9	15.7	18
資本財	9.56	17.3	10
情報技術	32.16	27.1	23
素材	2.17	3.5	3
不動産	2.03	0.8	1
公益事業	2.44	0.2	1
その他			2

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。

MSCI 米国株式指数、2026年3月12日現在。Cliffwater、2025年9月30日現在。プライベート・エクイティ

注: エクスポージャーは Stepstone プライベート・エクイティ・ファンド(STPEX)に基づきます。

2026年1月1日現在

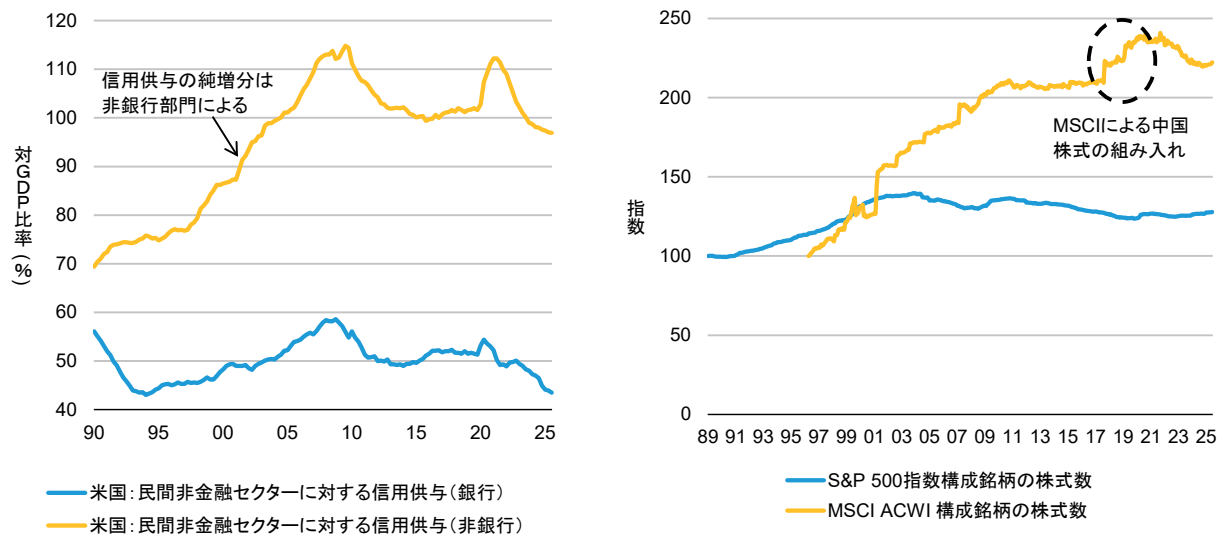
出所: Cliffwater、MSCI、Stepstone、AB

これに加え、資金調達に占めるパブリック市場の比率が低下し、プライベート・キャピタルの比率が上昇していることも、プライベート資産への投資の根拠となる。この傾向は複数の構造的要因によって支えられているため、当面続く公算が大きい。例えば、新規株式公開(IPO)の不足を背景に、パブリック株式の総量は減少している。同様に、ここ数十年を見ると、米国株式に対する需要は主に自社株買いから生じており、今後も自社株買いが禁止される可能性は低そうである。グローバル市場を見ると、株式数は近年増加しているが、これは中国株の指数組入比率の引き上げによる結果に過ぎず、経済的な実態を反映した動きではない。同様に、信用創造における伝統的な銀行融資の割合は縮小している(図表9)。こうした状況でも企業は資金を調達する必要があり、このギャップを埋めるためにプライベート・キャピタルが必要とされている。

図表 9: プライベート資産の必要性: パブリック株式の供給と伝統的な信用供与は縮小

米国の民間部門向け信用供与の純増分はすべて非銀行部門が担ってきた

株式の総量は先進国市場では減少、新興国市場での増加は中国株式の指数組み入れが要因



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。
 右図: 丸で囲まれた部分は MSCI による中国株式の指数組入比率引き上げの影響を示しています。
 2026年3月25日現在
 出所: ブルームバーグ、マクロポンド、MSCI、AB

これまで指摘してきたように、プライベート資産への配分に対する制約は、おそらく流動性だろう³。今四半期に入って流動性の問題が深刻な懸念として浮上しているが、現在、一部ファンドで表面化している流動性の期待をめぐる問題がなかったとしても、流動性は主な制約条件と考えるべきである。実際、機関投資家のポートフォリオ全体で低流動性資産の保有が増えていること、市場のマイクロ構造の変化によってパブリック市場の流動性が以前よりも不安定になっていること、そして中央銀行による流動性供給が以前ほど豊富ではないことから、流動性リスクは高まっている。

もう一つ重要な観点は、プライベート資産間の比較である。プライベート市場での資金調達の増加という構造的変化が進行している現在の環境では、プライベート資産に対する資金配分は増えると考えられるが、具体的にどの資産に資金が集まるのだろうか。

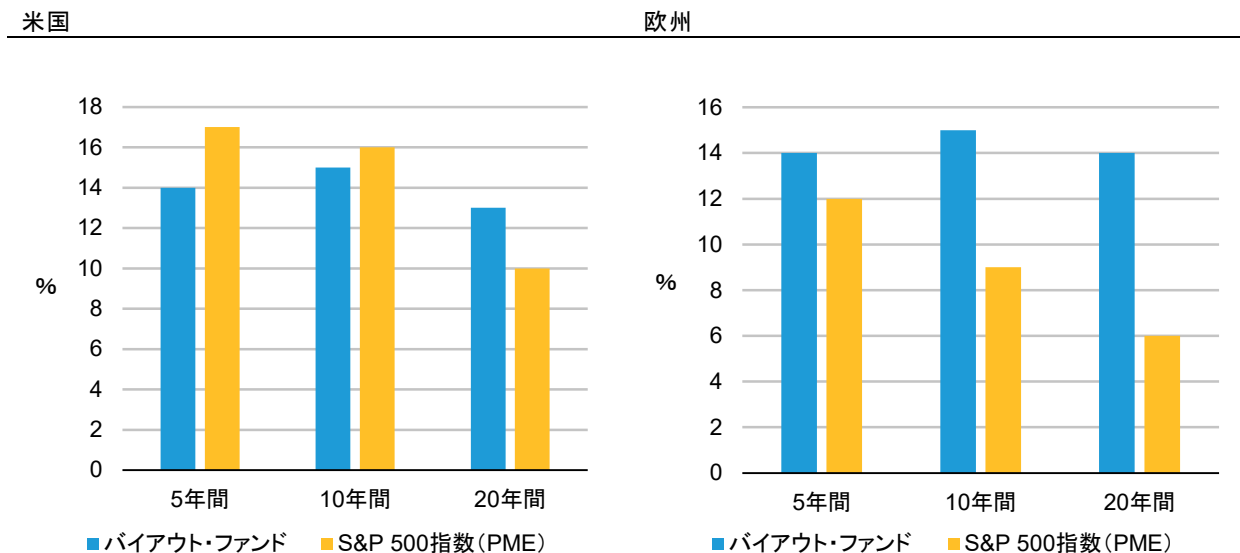
資産クラスとしてのプライベート・エクイティに関する AB のモデルでは、プライベート・エクイティの平均的な新規ファンドへの通常の投資では、手数料控除後ベースでパブリック株式を上回るリターンを達成できないことが示されている⁴。だとすると、プライベート・エクイティに投資する理由は、運用成績上位 25% のファンドが生み出す「アルファ」を確保することにある。しかし、これは資産クラスとしての判断ではなく、アルファ及びファンド選択に関する判断であることを明確に認識しておく必要がある。しかも、そのアルファは、プライベート・エクイティ全体のリターンに比べてかなり小さいものになる。

³ イニゴ・フレーザー・ジェンキンス、マシュー・バス、『戦略的資産配分におけるプライベート資産の役割: マクロ的視点からの考察』(AB、2023年4月)ご参考

⁴ 同上

既にこうした状況が発生していることを示す証拠もある。米国では過去 5 年間及び 10 年間の内部収益率がパブリック市場のリターンを下回っている(図表 10)。

図表 10: 過去 10 年間、米国株式のリターンはバイアウト・ファンドを上回ったが、欧州では依然としてプライベート・エクイティがアウトパフォーム



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。

注: 米国のデータは米ドル建て、欧州のデータはユーロ建てで算出されています。公開市場比較(PME)はロングタームニッケルズ指数比較法を用いて算出されています。これは内部収益率を用いてプライベート・キャピタル投資と市場指数を比較可能にする手法であり、プライベート投資家と投資先ファンドとの間で発生するキャッシュフローと同じタイミング及び同じ規模で指数を売買したと仮定して、投資成果を比較します。欧州には MSCI の定義に基づく 32 カ国が含まれます。

2026 年 2 月 22 日現在

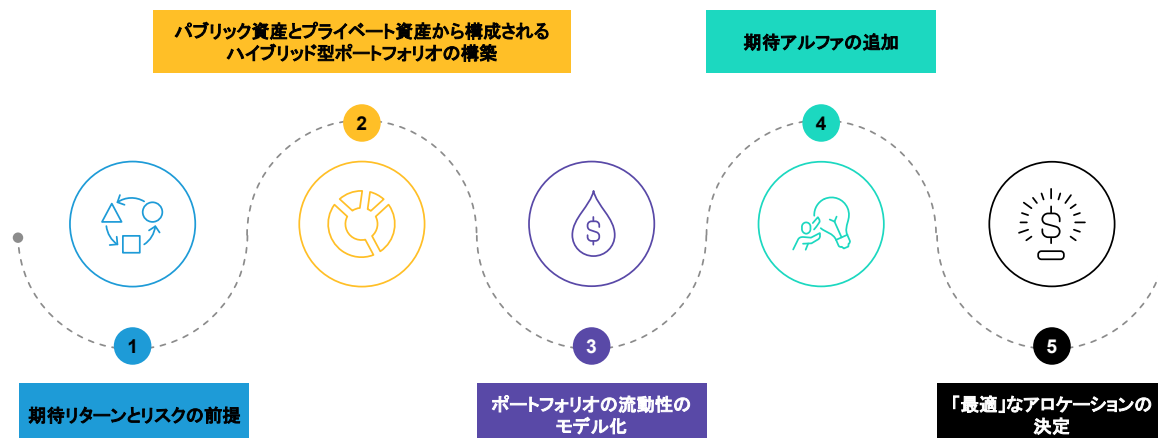
出所: MSCI、AB

このことは、プライベート資産への追加的な資金流入が、プライベート・エクイティ以外の分野に向かう可能性が高いことを示唆している。

パブリック資産とプライベート資産の組み合わせ

投資家はどのようにプライベート資産をポートフォリオに組み込むべきだろうか。図表 11 は、パブリック資産とプライベート資産を組み合わせたハイブリッド型ポートフォリオにおけるプライベート市場の最適なアロケーションをモデル化するための、AB による 5 段階のアプローチを示している。

図表 11: 「最適」なプライベート市場配分をモデル化するためのアプローチ



例示のみを目的としています。
2025 年 12 月 31 日現在
出所: AB

最初のステップとして、図表 12 では主要なパブリック市場とプライベート市場に関する AB の長期的な期待リターンとリスクの前提を示している。プライベート資産の非流動性を反映させるため、投げ売りを伴うテール・イベントが発生した場合には、パブリック市場の同等資産よりもかなり大幅に下落することを想定している。プライベート・エクイティの期待リターンの中央値はグローバル株式の期待リターンの中央値に近く、プライベート・クレジットの利回りはグローバル・ハイイールド債の期待リターンを大幅に上回ると想定している。

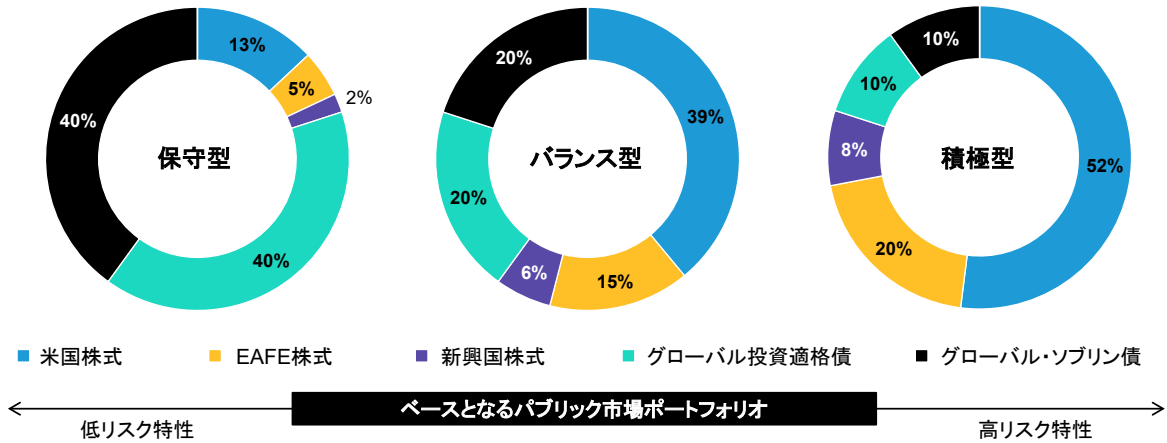
図表 12: ステップ 1: リスクと名目リターンの想定

	テール・イベント			通常レンジ		リスク
	1 パーセンタイル	20 パーセンタイル	90 パーセンタイル	中央値		
プライベート・エクイティ	-10.4%	0.8%	15.5%	7.0%	21.1%	
プライベート・デット	-6.6%	3.8%	9.8%	6.2%	11.6%	
グローバル株式	-4.2%	2.4%	13.2%	6.5%	14.9%	
グローバル・ハイイールド債	-1.7%	2.9%	8.0%	5.1%	7.6%	

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。
将来の予想は 10 年の期間を対象としています。「通常」レンジは 20~90 パーセンタイル、テール・イベントは 1 パーセンタイルとして定義しています。上記のリターンは米ドルベースであり、すべてヘッジを行っています。リスクは投資期間における累積リターンの分散(年率換算)として定義しています。
2025 年 6 月 30 日現在
出所: AB

図表 13 は、パブリック資産のみで構成されるポートフォリオについて、保守型・バランス型・積極型の 3 つのリスク区分ごとに出発点となるモデル配分を示したものである。これをベースとして、プライベート・エクイティとプライベート・デットへのアロケーションを追加していく。

図表 13: ステップ 2: パブリック資産とプライベート資産を組み合わせたポートフォリオの構築



例示のみを目的としています。

2025 年 12 月 31 日現在

EAFE: 欧州、オーストラレーシア、極東、EM: 新興国市場

出所: AB

上述した通り、プライベート資産をポートフォリオに組み入れる際には流動性が重要な考慮事項となる。図表 14 は、異なる支出率及びプライベート資産の異なるアロケーション水準において、10 年と 20 年の投資期間中に資金が枯渇する確率として流動性リスクを示している。AB は、流動性リスクが 20 年の投資期間で 10% 未満、10 年の投資期間で 5% 未満となるアロケーションのみを検討する。図表 14 の青色のセルは、異なる支出率において実行可能なプライベート資産のアロケーションを示している。プライベート・エクイティだけに配分する場合、20 年の投資期間において流動性リスクは大幅に上昇する。また、支出率が 5~6% と高い場合、20 年の投資期間ではプライベート資産のアロケーションに制約が生じる。

図表 14: ステップ 3: ポートフォリオの流動性のモデル化

支出率	プライベート・エクイティに100%配分-10年						支出率	プライベート・エクイティに50%、プライベート・デットに50%配分-10年					
	0%	10%	20%	30%	40%	50%		0%	10%	20%	30%	40%	50%
2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
6%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

支出率	プライベート・エクイティに100%配分-20年						支出率	プライベート・エクイティに50%、プライベート・デットに50%配分-20年					
	0%	10%	20%	30%	40%	50%		0%	10%	20%	30%	40%	50%
2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4%	2%	2%	3%	4%	6%	10%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
5%	12%	11%	13%	15%	18%	22%	5%	12%	11%	10%	10%	10%	11%
6%	31%	31%	31%	33%	36%	39%	6%	31%	30%	29%	28%	28%	29%

例示のみを目的としています。データは過去の実績を表すものではなく、実際のリターンや将来の結果の範囲を約束するものではありません。

流動性リスクの数値は、バランス型ポートフォリオに様々な比率でプライベート資産エクスポージャーを追加した場合の結果を示しています。

2025年12月31日現在

出所: AB

上述したように、プライベート資産に資金を配分する主な理由は、運用成績上位 25% のファンドに投資してアルファを獲得することにある。図表 15 に示す通り、特にプライベート・エクイティは、運用成績上位 25% のマネジャーに投資できれば、4% 程度の超過リターンという非常に大きなメリットを享受できる。プライベート・クレジットでも、上位 25% のマネジャーから 2.3% 程度の超過リターンが期待できる。図表 15 から分かるように、プライベート資産の配分では、当該資産クラスへの単なるベータ配分ではなく、アルファへのアクセスが重要である。なお、この図で示されている制約の度合いは、投資家がアクセスできるマネジャーの数を示している。「制約が最も大きい」投資家の場合、投資可能なマネジャーがごく少数に限られるため、リターンの標準偏差は大きくなる。

図表 15: ステップ 4: 期待アルファの追加

		プライベート市場マネジャーへのアクセス											
		制約が最も大きい			制約が最も小さい								
プライベート・エクイティ	運用成績下位25%	-3.0%	超過リターン	10.0%	標準偏差	-3.0%	超過リターン	8.0%	標準偏差	-3.0%	超過リターン	6.0%	標準偏差
	中央値のマネジャー	0.0%	超過リターン	10.0%	標準偏差	0.0%	超過リターン	8.0%	標準偏差	0.0%	超過リターン	6.0%	標準偏差
	運用成績上位25%	4.0%	超過リターン	10.0%	標準偏差	4.0%	超過リターン	8.0%	標準偏差	4.0%	超過リターン	6.0%	標準偏差
プライベート・デット	運用成績下位25%	-1.2%	超過リターン	5.0%	標準偏差	-1.2%	超過リターン	4.0%	標準偏差	-1.2%	超過リターン	3.0%	標準偏差
	中央値のマネジャー	0.3%	超過リターン	5.0%	標準偏差	0.3%	超過リターン	4.0%	標準偏差	0.3%	超過リターン	3.0%	標準偏差
	運用成績上位25%	2.3%	超過リターン	5.0%	標準偏差	2.3%	超過リターン	4.0%	標準偏差	2.3%	超過リターン	3.0%	標準偏差

例示のみを目的としています。データは過去の実績を表すものではなく、実際のリターンや将来の結果の範囲を保証するものではありません。

アルファの期待値は公表されている様々な研究論文に基づいています。ピッチブックは、プライベート・エクイティ(PE)及びプライベート・デット(PD)のパフォーマンスについてレバレッジをかけたパブリック市場のベンチマークと比較し、PEの超過リターンはほぼゼロに近く、PDの超過リターンは0.3%であることを明らかにしました。ゴールドマン・サックスは、PEのリターンの分散がPDの約2倍であると報告しています。マネジャー選定スキルをシミュレーションするために、異なる水準のアルファを想定しています。ピッチブック及びケンブリッジ・アソシエイツによると、PEファンドの場合、運用成績上位25%のファンドと中央値ファンドのリターン格差は、過去の平均で6%~8%です。ABはリターンの格差を保守的に見積もり、PDの方が分散が小さいことを考慮して、PEのアルファを4%、PDのアルファを2%と想定しています。

2025年11月30日現在

出所:ケンブリッジ・アソシエイツ、ゴールドマン・サックス、ピッチブック、AB

以上を踏まえて、期待リターンとリスクの前提、流動性制約、期待アルファを組み込んだ多数のシミュレーションを実行し、最も魅力的なアセット・アロケーションを導き出した。図表 16 は、その結果得られたモデル・ポートフォリオを示しており、プライベート資産へのアロケーションが最適化されている。すべてのリスク特性に共通する重要な変化として、パブリック債券への配分が大幅に減少し、プライベート・クレジットへの配分が増加している。保守型とバランス型のポートフォリオでは、プライベート資産へのエクスポージャーはプライベート・エクイティとプライベート・デットの間でバランスが取れているが、積極型ポートフォリオではプライベート・エクイティの比重が大きくなっている。パブリック株式については、すべてのリスク特性において米国株式が引き続き主要なアロケーション先になっている。

図表 16: ステップ 5: 「最適」なプライベート市場アロケーション

	保守型	バランス型	積極型
米国株式	10%	29%	34%
EAFE 株式	4%	11%	13%
新興国株式	2%	5%	5%
グローバル投資適格債	32%	15%	7%
グローバル・ソブリン債	32%	15%	7%
プライベート・エクイティ	8.0%	13.0%	22.0%
プライベート・デット	12.0%	12.0%	13.0%

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。

EAFE: 欧州、オーストラレーシア、極東。「最適」なアロケーションは、3%~5%の支出率、中程度のアルファ・プールへのアクセス、運用成績上位25%のマネジャーを選定できる能力を前提として示されています。

2025年12月31日現在

出所: AB

また、図表 17 は、プライベート資産を慎重に組み入れることでリスク・リターン特性が大幅に改善されることを示している。保守型から積極型まで、プライベート資産を含むハイブリッド・ポートフォリオは、パブリック資産のみのポートフォリオと比較してリターンとシャープ・レシオが高く、テール・リスクと株式ベータはほぼ同水準となっている。さらに、いずれの場合でも、ハイブリッド・ポートフォリオはパブリック資産のみのアロケーションと比較して良好なインカム特性を示している。

図表 17: ポートフォリオの期待リスクとリターン

	保守型			バランス型			積極型		
	20年 CME	パブリック	ハイブリッド	20年 CME	パブリック	ハイブリッド	20年 CME	パブリック	ハイブリッド
リターン		4.7%	5.7%	リターン	5.7%	6.8%	リターン	6.1%	7.5%
リスク		7.1%	7.7%	リスク	11.1%	11.6%	リスク	13.7%	14.3%
シャープ・レシオ		0.66	0.74	シャープ・レシオ	0.52	0.59	シャープ・レシオ	0.45	0.53
テール・リスク		-10.3%	-11.8%	テール・リスク	-18.7%	-19.2%	テール・リスク	-24.4%	-24.3%
株式ベータ		0.31	0.37	株式ベータ	0.66	0.68	株式ベータ	0.83	0.83
インカム		3.9%	4.5%	インカム	3.0%	3.7%	インカム	2.5%	3.2%

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。

CVaR: 条件付バリュエーション・アット・リスク。将来の予想は 20 年の期間を対象とし、中央値のリターンを採用しています。上記のリターンは米ドルベースであり、すべてヘッジを行っています。プライベート市場のリターンに関する想定は、本稿 19 ページのステップ 1 で概説したとおりです。パブリック市場のリターン予想は、AB Capital Markets Engine による予想です。

2025 年 6 月 30 日現在

出所: AB

当資料は、2026年3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