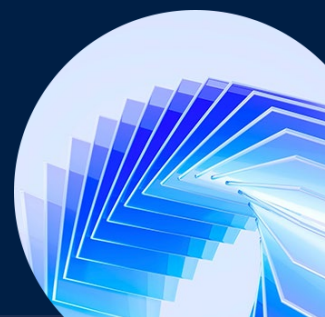


プライベート・クレジットは単一の市場ではない



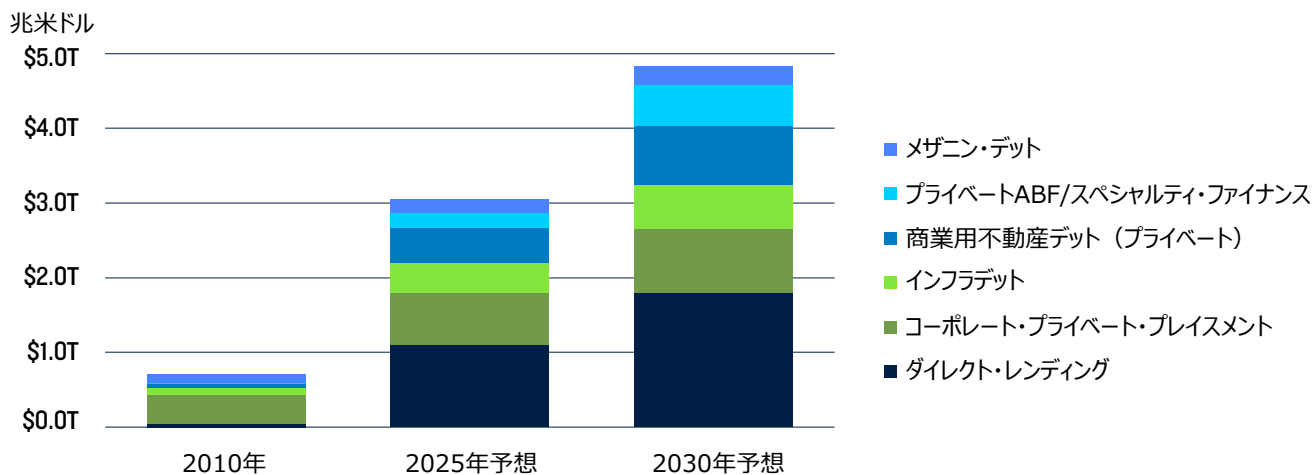
- プライベート・クレジットは従来の枠を超えて拡大しつつあり、投資家にとって、より幅広い差別化された投資機会が生まれている。
- ダイレクト・レンディングを巡る最近の報道は、資産クラス全体にわたるストレスではなく、クレジットのサイクルに伴う価格調整を反映したものである。
- 投資パフォーマンスは、特定の種類の資産ではなく、ポートフォリオの構成および組み合わせ方によって左右される。
- 資産配分の担当者にとっての課題は、「投資機会へのアクセス」から、「広範な投資機会の中でより精緻に資金を配分する」ことに変化しつつある。

プライベート・クレジットは、ニッチな投資対象から、機関投資家のポートフォリオにおける戦略的な構成要素へと進化を遂げている。過去15年間で市場規模は3倍以上に成長しており、そのペースはパブリック・クレジット市場を大きく上回っている。

その結果、プライベート・クレジットがどのように位置づけられ、理解されるかが、資産配分の決定においてますます重要になっている。全6回で構成されるプライベート・クレジット・シリーズの第1弾となる本レポートでは、「プライベート・クレジットは単一の市場ではない」という基本的な前提に焦点を当てる。単一の市場として扱くと、どこにリスクが集中し、どこに耐性が備わっているのかが曖昧になるおそれがある。

構造的な成長

プライベート・クレジット市場は2010年以降3倍以上の規模に成長し、現在では3兆米ドル超に



出所：プレキン、ピッチブック、マッコリー、メットライフ/HIMCO、ACC/AIMA、デロイト、PGIM、2026年4月15日現在。

報道によって見えにくくなる現実

プライベート・クレジットは、ダイレクト・レンディングの視点から議論されることが多い。足元のプライベート・クレジットに関するイベントが影響を及ぼす範囲は相対的に限定された領域にとどまるにもかかわらず、これに関する最近の報道が、プライベート・クレジットに対する認識を広範に形成しつつある。

業界の推計によると、ミドルマーケット向けダイレクト・レンディング（MMDL）は世界のプライベート・クレジット市場全体の約30%を占めており、そのうちエバーグリーン型およびセミ・リキッド型のビークルが占める割合はわずか15%程度にとどまっている。

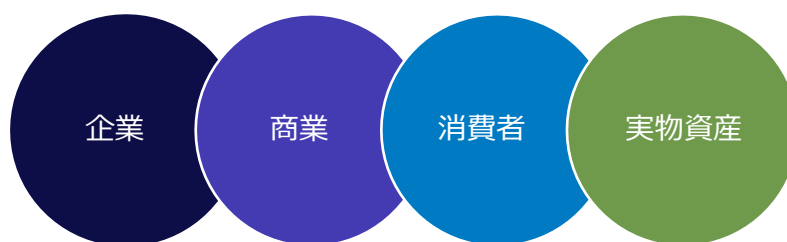
つまり、こうした報道の直接的な影響を受ける範囲は、世界のプライベート・クレジット市場全体のわずか5%強にとどまる¹⁾。プライベート・クレジットのバリュエーションの質、集中リスク、流動性は重要ではあるが、その一方で業界は、プライベート・クレジットの多くのセグメントを、投資家にとって意味のある形で明確に区別することに十分取り組んでこなかった。このため、一部の分野の課題を過大に評価する一方で、他の分野の耐性を見過ぐすリスクが生じている。

プライベート・クレジットの投資機会は、コーポレート・プライベート・プレースメント、商業用不動産デット、インフラデットといった低レバレッジの確立されたセグメントから、メザンデットのようなリスクの高い戦略、さらにはABF（アセット・ベースド・ファイナンス）のような新しい分野に至るまで、差別化された一連の投資対象をうまく活用する中に見出される。

これらのセグメントを総合すると、固定金利と変動金利の選択肢、多様な満期およびデュレーション、プレット型（満期一括償還型）とアモチ型（元本分割償還型）のストラクチャー、元本保全など、これまで投資家がクレジットへの資産配分において求めてきた、全ての特性が備わっている。

プライベート・クレジットの全体像

プライベート・クレジットのリスク分類



金融商品／投資対象／担保の種類

あらゆる種類の資産/金融商品の資本構成全体にわたり積極的な関与

ミドルマーケット・レンディング	インフラデット	コア・モーゲージ	消費者ローン	スポーツ・スタジアム	農業/林業	マニュファクチャード・ハウジング
ユニトランシエ・デット	セカンダリー・エン・デット	建設ローン	クレジットカード/POS	売掛債権	プライベート・クレジット・セカンダリー	ランド・バンキング
事業全体の証券化	REIT	学生ローン	デジタルインフラ	航空機ファイナンス	メザンデット	クレジット・テナント・リース
プライベート・プレースメント	BDC	ファンド・ファイナンス	モーゲージ・サービシング・ライツ	住宅ホールローン	自動車/設備ファイナンス	

プライベート・クレジット市場におけるセグメント構成の変化

世界のノンバンク/非政府機関向けのプライベート・クレジット市場は、2010年以降で3倍に成長し、足元で3兆米ドル超の規模に達している。しかし、その成長はセグメント間で大きなばらつきがある。コーポレート・プライベート・プレースメントやメザン・ファイナンスといった伝統的な分野の成長は相対的に緩やかだった一方、MMDLやABFが市場全体の成長を牽引した。その結果、市場の規模だけでなく構成そのものが、投資家にとってますます重要な意味を持つようになってきている。

カテゴリーは多岐にわたるため、各セグメントでの資金配分やリスクの性質などにおける重要な違いを見えにくくしてしまう可能性がある。例えば、プライベート不動産クレジット市場は、主要な債券市場に匹敵する規模を有しており、投資家に対して様々な戦略やパフォーマンス特性を提供している。このセグメントは単に戦略の種類が異なるというだけでなく、ポートフォリオにおいて異なる役割を果たす。

プライベート不動産クレジットのコア戦略は、投資適格債に相当するリターンを追求する一方でデュレーションを提供するものであり、概してその長めのローン期間中においては、元本アモチや担保不動産の賃料上昇などにより、案件信用力が向上する傾向が見られる。一方でコア・プラスまたはトランジショナル戦略は、主に変動金利の構造を通じて、高いスプレッドと利回りを追求する戦略であり、担保不動産の管理運営における積極的な事業計画の遂行、およびそれに伴うキャッシュフロー改善がリターンの原動力となる。

1. プレキンおよびPGIMによる推計。

ストラクチャード不動産クレジットは、より短期戦術的に資金を配分する戦略であり、メザニン・ファイナンスや優先出資、不動産の価値上昇分の共有、フルキャピタル・ストラクチャーなど、資本構成全体にわたるソリューションを提供し、より高いリスク・リターン特性を有している。

ABFは、プライベート・クレジット市場の成長と関連しつつも異なる成長の道筋を辿ってきた。機関投資家からの資金提供が拡大したとはいえ、依然として銀行が重要なオリジネーターの地位を維持している。個人向けABFセクター市場は相対的に小規模にとどまっていたが、近年では特に急速な成長が見られる。実物または有形資産を裏付けとするABFも拡大傾向にあるものの、標準化が進んでおらず、その複雑さを反映した価格形成が行われる領域が、成長の中心となっている。

インフラデットの成長は、おそらく全てのセクターの中で最も「自律的な成長」と言えるだろう。商業銀行および開発銀行は依然として大きな投資を行っているものの、長年にわたる投資不足を経て、グローバルなインフラの資金調達ニーズは単一の資金源では対応できないほど大きくなっている。マッキンゼーの推計では、2040年までに累計106兆米ドルのインフラ投資が必要になると見込まれている²。

ダイレクト・レンディングにおいては、中核となるMMDLが2010年代初頭の成長を牽引し、近年ではアッパー・ミドルマーケット向けダイレクト・レンディングが新たな成長の牽引役となっている。コロナ禍以前はスポンサー案件のダイレクト・レンディングがより速いペースで成長していたが、2022年以降はノンスポンサー案件のダイレクト・レンディングが着実に成長している。こうした傾向は、コロナ禍後の急激な経済の回復とその後の急速な冷え込みの中でプライベート・エクイティ（PE）による取引活動の回復が遅れる中、スポンサー案件に減少が見られることが背景にある。

これらを踏まえると、プライベート・クレジットは単一の資産配分先ではなく、むしろ選択肢の集合体であることが浮き彫りになる。異なるセグメントを組み合わせることで、インカム、デュレーション、ダウンサイド・プロテクションを調整することが可能となる。

多様な投資環境

この表は仮定に基づくもので、例示のみを目的としたものです。目標リターンは保証されるものではありません。

市場	リターン	信用の質	デュレーション	繰上償還 条項	金利タイプ
ダイレクト・レンディング	高	HY	中期	あり	変動
不動産デット					
コア/コア・プラス	低	IG	長期	なし	固定/変動
エンハンスド/ストラクチャード・クレジット	高	HY	短期	あり	変動
コーポレート・プライベート・プレースメント	低	IG	長期	なし*	固定
プライベートABF					
シニア・トランシェ	低	IG	短期	あり	変動
ジュニア・トランシェ	高	HY	短期	あり	変動
インフラデット	低/高	IG/HY	長期	なし*	固定/変動
メザニン・ファイナンス	高	HY	中期	あり	固定
農業ローン	低	IG	長期	なし*	固定

* メイクホール条項

出所：PGIM。注記：IGは投資適格債、HYはハイイールド債を指します。

プライベート・クレジット市場について検証してみると、同市場はパブリック・クレジット市場と同等あるいはそれ以上に多様性に富んでいることは明らかである。したがって、プライベート・クレジットに関する報道やコメントは、資産クラスそれぞれに固有の特性を踏まえて読み解くことが必要となる。

2. マッキンゼーによる"The Infrastructure Moment"（2025年9月9日発行）、2026年4月にデータ参照。

投資機会を踏まえた資産配分

プライベート・クレジット市場は、複雑性プレミアムおよび流動性プレミアムを獲得するための長期の戦略的な手段と、短期の投資機会の両方を提供する。短期の投資機会は、一般的には信用イベントや経済的なイベントに起因して発生するプライベート・クレジット市場の需給の不均衡によって生じる。例えば、ソフトウェア企業向けのローン、プライベートBDCに対する解約請求の積み上がり、低調なポートフォリオのパフォーマンス、平均残存年数の長期化などによってプライベート・クレジット市場が圧力に晒される中、まさにダイレクト・レンディングは注目の的となっている。その結果として生じているスプレッドの拡大や引受基準の厳格化は、予想され得る市場調整を反映している。

足元の市場環境は、過去数年と比較してより魅力的なエントリーポイントを提供している可能性がある。2021～2022年に組成された既存ポートフォリオの中には、期待通りのパフォーマンスを達成できないものが含まれるかもしれないが、現在の引受基準は、2026年のダイレクト・レンディングにとってより魅力的な投資パフォーマンスの支援材料となる可能性がある。

同様に、プライベート不動産クレジットにおいても、コロナ禍後の商業用不動産価格の下落により、同セクターでは大幅な不動産価格の下方調整が生じた。足元では引受基準がより厳格化していることに加え、担保不動産の評価額はピーク時を平均で20%下回る水準にあり、より保守的なリスク調整後の基準に基づいて投資家は投資をすることができる環境にある。大半の市場において、不動産を取り巻くファンダメンタルズはより良好な状況にある。不動産の開発案件パイプライン、すなわち新規物件供給が低水準にとどまる一方で賃貸需要は堅調な状況にある。こうした状況がより健全なキャッシュフローと投資におけるダウンサイド・プロテクションを支え、多くの不動産投資案件がより魅力的なものとなっている。

重要なことは、投資機会が引き続き拡大しており、よりカスタマイズされたポートフォリオ構築が可能になりつつあるという点にある。保険会社は、長期負債に対応しつつ利回りを向上させるために、商業用コア不動産ローンやプライベート・プレースメントを含むプライベート・クレジットを長期にわたって活用してきた。近年では、格付を付与されたフィーダー・ストラクチャーによる資本効率の改善を通じて、よりスプレッドの厚いセグメントへの資産配分を後押ししている。年金基金も同様に、これまでは小規模なダイレクト・レンディング投資が中心だったが、より幅広い商品に資金を振り向けるようになっており、年金基金がアクチュアリー上の理由から既に保有している満期の長い高格付債券について、流動性プレミアムが魅力的であるとの認識が広がっている。

プライベート・クレジットは拡大しており、複数の戦略を活用して、長期または中期の特定の投資目標を達成するためのカスタマイズされたソリューションを構築する能力を投資家に提供している。

プライベート・クレジットは、安定期からより厳しい局面へとサイクルが移行しつつある。マクロ経済の不確実性や地政学的ショックによって金利および資金調達コストが上昇し、変動金利の商品には恩恵がもたらされる一方で、特に格付の低い発行体や景気感応度の高い発行体では借入れ負担が高まる可能性がある。こうした環境下では、規律あるオリジネーション、慎重な流動性管理、集中リスクの管理、そして厳格なリスク管理のフレームワークが極めて重要となる。さらに、資金提供を巡る競争が激化し、より多くの機関投資家の資金がローン市場に流入する中、ガードレールを設置し、利回りのみの追求に走らないようにすべく、ストレステストがこれらを補完する役割を果たす。

ケーススタディ：年金リスク移転に先立つプライベート・クレジットの再構築

ある中規模の年金基金は、8～12年以内の年限で年金リスク移転（PRT）の実施を検討していたが、既存のポートフォリオ構成と将来の目標との間に不調和が生じつつあった。同ポートフォリオはプライベート・エクイティへの配分比率が高く、ダイレクト・レンディングへの配分は小規模ながらも良好なパフォーマンスを示していた。

年金制度の受託者は既存のプライベート・クレジットへの配分には引き続き満足していた一方で、ダイレクト・レンディングへの配分を大幅に増加させることには消極的であり、近年のプライベート・エクイティのリターンが継続して低下していることに対する懸念を強めていた。同年金基金における優先事項は、ポートフォリオのキャッシュフローを改善し、プライベート・エクイティへの依存度を引き下げつつ、全体的なリターン目標を維持することであった。

これに対する解決策は、プライベート・エクイティからの将来の分配金を、ABF、インフラデット、商業用不動産デット、選別されたダイレクト・レンディングなどの多様なプライベート・クレジット戦略に再配分することであった。SONIA + 4～6%のリターンを目標とする同ポートフォリオの資産配分は、ダイレクト・レンディングと同等の投資パフォーマンスを、より大きな分散効果、より高いインカムの予測可能性、より低い景気感応度で実現することを目指して設計された。同ポートフォリオの予想リターンは10%近辺で推移し、それと同時にキャッシュフローはより予測可能かつコントロール可能なものとなり、PRT実施予定のタイミングが近づくにつれ、秩序ある方法で資金を回収できるようにした。

ケーススタディ：年金リスク移転の実施に向けて準備を行う年金基金

この表は仮定に基づくもので、例示のみを目的としたものです。

	現在の配分	将来の配分
資産クラス		
プライベート・エクイティ	65%	40%
プライベート・クレジット		
ダイレクト・レンディング	35%	40%
インフラ	0%	7%
商業用不動産デット	0%	7%
ABF	0%	7%
統計値		
目標リターン	～12%	～10%
平均残存年数	9年	6年
全体的なリスク	高	中
カーブ	長期	短期

ここで示したケーススタディおよび本レポートで行った広範な分析は、プライベート・クレジットへの資産配分のあり方が変化しつつあることを示している。ポートフォリオにおけるプライベート・クレジットの役割は、エクスポージャーの選択、構成、組み合わせ方など、様々な要因が考慮されるより繊細なものになりつつある。こうした背景を踏まえ、本シリーズの次回レポートでは、これらの変化が引受体制にどのような影響を与えているか、特にスポンサーの役割とノンスポンサー案件の再評価について検証する。

ここで示したケーススタディは仮定に基づくものであり、例示のみを目的としたものです。このようなリターンを得た実際の投資家は存在しません。仮定に基づくパフォーマンスにはその性質上の限界があり、実際の取引を反映するものではありません。よって、実際に得られる投資パフォーマンスは仮定に基づくものとは異なります。目標リターンは、その達成が保証されたものではありません。

留意事項

本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をPGIMジャパン株式会社（以下「当社」）が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。

本資料は、当社グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的として作成されたものであり、特定の証券や金融商品等の販売・勧誘・推奨を目的としたものではありません。

本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

過去の運用実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスを行うために作成されたものではありません。必要に応じて専門家とご相談ください。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

当社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国法人のブルーデンシャルplcおよび英国法人のM&G plcの子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとは何ら関係がありません。

プルデンシャル生命保険株式会社、ジブラルタ生命保険株式会社、PGF生命（プルデンシャル ジブラルタ ファイナンシャル生命保険株式会社）及びPGIMリアルエステートジャパン株式会社は当社のグループ会社であり、別法人です。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ129549

5536562-20260602