



PGIM

Beyond Convergence

融合のその先へ

パブリック資産とプライベート資産からなるポートフォリオの
相対価値を評価するフレームワーク



2026年5月

当レポートは金融機関、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。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る可能性があります。

一つの領域としてつながるクレジット市場

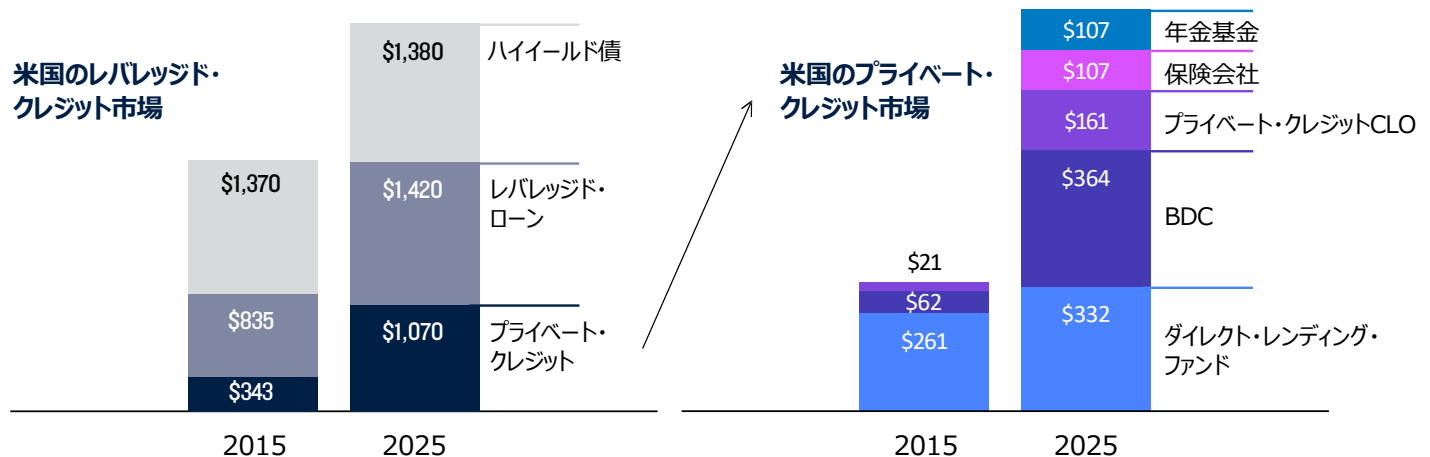
足元でプライベート・クレジット市場が直面している課題は、過去50年のクレジット市場の進化の歴史の中で繰り返されてきたものである。進化の過程では、特定の市場セグメントにかかるストレスが重大な価格調整の局面をもたらすだけでなく、顕著な超過収益の獲得機会をもたらすことが示されてきた。しかし、こうした機会を一貫性のあるアプローチで捉えるためには、資産配分に関するフレームワークが必要となる。本稿では、パブリック資産とプライベート資産で構成される債券ポートフォリオの相対価値を評価するための、PGIMのフレームワークを解説する。

パブリック・クレジットとプライベート・クレジットは、もはや別々の投資領域ではない。過去10年間にわたり、プライベート市場がクレジット市場の成長を牽引してきた（図表1）ことにより、クレジット市場の領域でパブリックとプライベートがつながり、融合が進んでいる。その結果、発行体がコスト、実行の確実性、ストラクチャーなどに応じて、

パブリック市場とプライベート市場の双方における資金調達機会を活用する一方で、機関投資家やグローバルな富裕層の投資家は、パブリック資産とプライベート資産の間で資産配分の意思決定を行う機会が増えている。

図表1：米国のプライベート・クレジット市場は過去10年間で3倍に成長し、他のレバレッジド・クレジット市場の成長ペースを上回る

米国レバレッジド・クレジット市場の成長：2015年と2025年の比較（10億米ドル）



2025年9月30日現在。出所：モルガン・スタンレー・リサーチ、PGIM。四捨五入のため合計が一致しない場合があります。注記：BDC（ビジネス・デベロップメント・カンパニー）は、中小企業や新興企業に投資するクローズドエンド型ファンドの一種です。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではありません。

3つのレイヤーで相対価値を評価

パブリックとプライベート資産からなるクレジット・ポートフォリオの構築にあたっては、数多くの実務的な課題が存在するが、その中でも最も大きな課題となるのが、プライベート資産に固有の低頻度の価格評価と不完全なデータの中での相対価値の評価である。パブリック・クレジットとプライベート・クレジットを正確に比較するために、PGIMは相互に関連する3つのレイヤーで相対価値の分析を行っている（図表2）。

資産の購入時：ボトムアップの相対価値分析

パブリック・クレジットでは、広範な案件にアクセス可能であるため、銘柄選択を重視している。パブリック・クレジットにおける相対価値は、クレジットの質、価格水準、スプレッド、流動性、資本構成上のポジション、および需給の評価によって特定される。**プライベート・クレジット**では、相対価値の分析はオリジネーション（案件組成）から始まる。分散型のプラットフォームによって専門的な案件へのアクセスが可能となっており、相対価値は資本構造、コベナンツ、担保、および引き受け規律によって評価される。

こうした違いはあるものの、資産購入時（ボトムアップ分析）のレイヤーでは、クレジット投資における基本的な側面がカバーされる。

一般的に、クレジット投資にはオプションの売りが伴う（すなわち、発行体は投資家に対し自らの返済能力に関するコール・オプションを有する）。よって、このレイヤーでは相対価値を判断する際にオプション調整後スプレッド（OAS）に焦点を当てている。

さらに、相対価値は常に変化し続けている。パブリック資産へのエクスポージャーを機動的に調整できることにより、相対価値の評価プロセスはよりダイナミックなものとなり、業種、発行体、個別銘柄に対する見方の変化を反映させることができる。一方、プライベート資産は想定される保有期間がより長期にわたり、ポジションの解消やアクティブ運用を通じた超過収益の創出が困難であることを踏まえると、オリジネーション時点における一貫した相対価値のフレームワークが重要となる。

図表2：PGIMでは、3つのレイヤーにおけるパブリック資産とプライベート資産の分析で相対価値のアプローチを採用

	パブリック		プライベート
	パブリック・クレジット	証券化商品/ アセット・ベースド・ファイナンス	プライベート・クレジット/ 不動産デット
市場間の比較 トップダウンの相対価値分析	パブリック/プライベート・インベストメント・カウンシル パブリックおよびプライベート資産の投資責任者が各アセットクラスの投資機会について議論し、相対価値に関する会社としての見方を定める。		
ポートフォリオ構築	マルチセクター・ポートフォリオ・マネジメント ボトムアップ分析とトップダウン分析の両方の視点を取り入れつつ、顧客固有のリターンおよび流動性の目標を満たすようなポートフォリオを構築する。		
資産の購入時 ボトムアップの相対価値分析	新規発行市場および流通市場での取引 一元化されたトレーディングおよびポートフォリオ・マネジメント・チームが連携して価値を特定する。	オリジネーションのネットワーク 分散型のプラットフォームにより各地域の専門的なオリジネーションへのアクセスが可能になる。	

2026年4月現在。出所：PGIM。この表は複雑なプロセスを簡略化して示したものであり、例示のみを目的としたものです。前提条件およびPGIMの見方は変更される可能性があります。

市場間の比較：トップダウンの相対価値分析

市場間の比較のレイヤーにおける考え方は、「流動性、ストラクチャー、ボラティリティの違いを考慮した上で、投資家は所定のリスクに対する最適対価の水準をどこに見出すことができるか？」という問いに集約される。こうした市場間の比較では、パブリック市場の指標を活用してプライベート資産に関する評価の前提を導き出しており、そうすることでプライベート資産の平滑化されたリターン・データへの過度な依存を回避している。

市場間の比較のレイヤーでは、投資可能なパブリック市場とプライベート市場の投資機会を比較し、リスクとリターンを考慮しながら市場を跨いだ相対価値を評価する。先述の問いに立ち返れば、相対価値の評価の目的は、クレジット市場全体の中で、資金の振り向け先で最も高いリターンを得られる領域を特定することにある。

ポートフォリオ構築

ポートフォリオ構築のレイヤーでは、顧客個別のリターン目標や制約

を反映し、トップダウン分析およびボトムアップ分析による相対価値の評価をポートフォリオに結実させることを企図している。ポートフォリオは、パブリック資産とプライベート資産の特定の配分比率を目標とするのではなく、相対価値の変化に応じて配分を調整する余地を確保した上で、顧客の流動性ニーズとリスク許容度を満たすよう構築される。

戦略的な配分によって、ポートフォリオで投資対象とするセクター、およびパブリック資産とプライベート資産の望ましい配分比率が決定される。しかし、一般的にプライベート・クレジットは自己回流的（自らのキャッシュフローで順次償還する）な性質を有しているため、投資先の入替えを行う機会は常に存在する。よって、プライベート資産が積み上がる過程や償還される過程で、未投資資金が適切な投資機会をうかがって待機する局面では、パブリック資産がポートフォリオのリスクの追加や削減を目指す上で調整弁としての役割を果たすことができる。

BDCにおけるパブリック資産とプライベート資産の融合

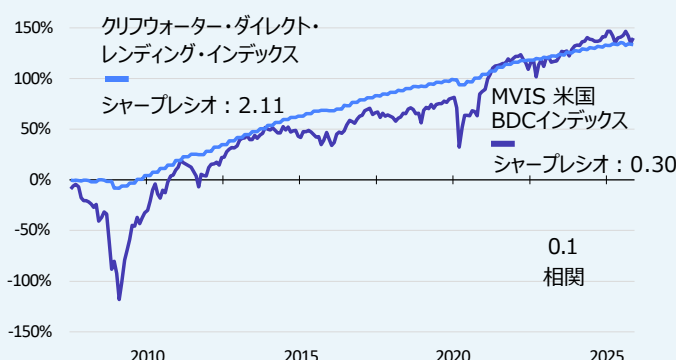
パブリック資産とプライベート資産の融合を議論する上で、米国の上場BDC（ビジネス・デベロップメント・カンパニー：中小企業や新興企業に投資する事業開発会社）は好例である。BDCは、株式市場で公開取引されるビークルでプライベート資産を保有しており、パブリック市場とプライベート市場において類似の信用リスクがどのように評価されるかについての有益な情報を提供する（図表3）。

左のチャートが示す通り、BDCインデックス（よりボラティリティの大きい線）とダイレクト・レンディング・インデックス（より安定した線）は、資産の類似性にもかかわらず、大きく異なるボラティリティとリターン特性を示すことがある。こうした差異は、ダイレクト・レンディングの安定したリターン特性は担保資産のリスクが存在しないことによるものではなく、時価評価の違いに起因することを示唆している。こうした資産がパブリック市場で取引される場合、ボラティリティはより明らかになる。実際、右のチャートが示す通り、上場BDCに対する投資とリスクが同程度のシンジケート・ローン（BSL）への投資を比較すると、近年では両者のリスク調整後リターンは連動した推移を見せており、シャープレシオも同水準となっている。

ソフトウェア・セクターなどに集中的な投資を行っている上場BDCでは、市場センチメントの変化がプライベート市場の時価よりも迅速にパブリック市場での価格に反映された。こうした乖離は、パブリック資産とプライベート資産における信用リスクが、異なるメカニズムと異なる時間軸で顕在化することを改めて認識させる。

図表3：パブリック資産のみで運用されていたビークルにプライベート資産が組み込まれる中、リスクが同様であっても、日次で値決め/取引されることでいかにボラティリティが高く見えるかを上場BDCは示している

ダイレクト・レンディングとBDCの累積超過リターンの比較
(2007年7月31日以降)



BDCとBSLのリスク調整後累積リターンの比較
(2007年7月31日以降)



2025年11月28日現在。出所：ブルームバーグ、クリアウォーター、PGIM。BDCはビジネス・デベロップメント・カンパニー、BSLはシンジケート・ローン。この図は例示のみを目的としています。重要な開示情報については、留意事項を参照ください。インデックスに直接投資することはできません。1. 超過リターンから1%の手数料を控除した額。

様々な資産配分の選択肢：投資家の制約に応じて資産配分を決定

3つのレイヤーでの相対価値の評価を踏まえた上で、次に投資家を起点とする資産配分プロセスに目を向ける。このプロセスでは、非流動性の許容度（低・中・高）とリスク許容度（低・中・高）の2つの要素によって、図表4の通りに分類する。

非流動性の許容度とリスク許容度による分類は、単一の最適な配分ではなく、実現可能な一連のポートフォリオの構成を定義するものである。プライベート資産の配分比率を非流動性の許容度に応じて設定することで、不確実性の高いプライベート市場のリターン予想に対するパブリック資産への配分の感応度を低減させることができる。以下の例は、図表4の分類に基づくものである（この分類の実用的な活用例は別添資料を参照）。

- **非流動性の許容度が低い**投資家は、リスク許容度にかかわらず、プライベート資産の配分を概ね25%に制限するのが妥当である可能性がある²。
- **リスク許容度が高く流動性ニーズが低い**投資家は、プライベート資産への配分比率を75%近くまで大幅に引き上げることが可能である²。

必要な流動性の水準とタイミング

流動性は、二者択一的なものでも固定されたものでもない我々は考えている。実際、パブリック市場の債券であっても、特に発行から時間が経過し保有者の数が少ない銘柄は、長期間にわたって取引されないことがあり、最近発行された大型のオン・ザ・ラン公募銘柄と比較すると、流動性が相対的に低い。これと対照的に、多くのプライベート・クレジット資産は自己回収型であり、クーポン、部分償還、期限前償還、満期償還を通じてキャッシュフローを生み出す。さらに、特に大型の発行体を中心に、プライベート資産の売買取引も活発化している。よって、流動性に関する議論をする際には、「その資産はパブリック資産なのか、あるいはプライベート資産なのか？」ではなく、むしろ「このポートフォリオにはどの程度の流動性が必要であり、いつ必要となるのか？」を考慮することが妥当であろう。

図表4：我々のポートフォリオの資産配分プロセスは、投資家のリスクと非流動性に関する許容度からスタートし、1つの最適な配分ではなく、パブリック資産とプライベート資産の実現可能な様々な配分の選択肢を特定することを目指す²

		リスク許容度		
		低 ボラティリティ：150 bps	中 ボラティリティ：300 bps	高 ボラティリティ：450 bps
非流動性の許容度	低 プライベート・アセット：25%	A	B	C
	中 プライベート・アセット：50%	D	E	F
	高 プライベート・アセット：75%	G	H	I

2026年4月現在。出所：PGIM。

2. 配分比率は例示のみを目的としたものであり、推奨または目標配分を示すものではありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る可能性があります。

フレームワークの実装

プライベート資産への配分が確定した後では、パブリック資産がポートフォリオを完成させる上で重要な役割を果たす。パブリック・クレジットは、柔軟性や流動性管理を提供するとともに、プライベート資産の償却、繰り上げ返済、あるいはプライベート資産のランプアップ（投資積み上げ）局面でのリバランス手段も提供する。こうした対応により、プライベート投資に伴うJカーブ効果³を緩和し、長期的にポートフォリオの一貫性を下支えする。

データ面での制約に対処するとともに、長期的なリターンの変動性に関するより現実的な予想を提供するために、各プライベート資産クラスが前提とするボラティリティと相関関係は、類似のパブリック資産に準じてマッピングされる。例えば、投資適格のプライベート社債はパブリック市場のBBB格社債に準じてマッピングされる（図表5）。このアプローチにより、プライベート資産の時系列リターンのみで依拠する場合と比較して、より保守的かつ現実的なポートフォリオのリスク・リターン予想が得られる。

市場がストレスに晒される局面では、市場が落ち着いている時には明確に見えていた区別が曖昧になることがある。パブリック市場の流動性が低化する可能性がある一方、引き受けの質やストラクチャーがリターンを左右する重要な要素になる。投資家の制約条件に基づいて資産配分を決定し、常に相対価値を適用することにより、どのような市場環境においても、どのようなリスクを取っているのか、そして何故そうしたリスクを取っているのかを明確に把握した上でポートフォリオを構築することが可能となる。

図表5：各プライベート資産を類似のパブリック資産に準じてマッピングすることで、前提とするボラティリティや相関関係を推計し、プライベート資産の時系列リターンのみで依拠しないリスク・リターン予想を設定

プライベート資産		想定されるパブリック資産のリスク
投資適格アセット・ベースド・ファイナンス（ABF）		パブリック証券化商品 ⁴
投資適格商業用不動産デット	→	パブリックCMBS
投資適格プライベート社債	マッピング	パブリックBBB格社債
ラージキャップ・ダイレクト・レンディング		パブリックB格社債
ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング	→	パブリックB格社債

2026年4月現在。出所：PGIM。この図は例示のみを目的としています。

3. ここでのJカーブとは、リターンが当初は低下した後大幅に改善するパターンを指します。

4. ABS（資産担保証券）、非エージェンシーRMBS（住宅ローン担保証券）、CLO（ローン担保証券）、CMBS（商業用不動産ローン担保証券）を含みます。

重要なのは投資ビークルの透明性

パブリック・クレジットとプライベート・クレジットをポートフォリオで組み合わせるケースが増加する中、時価評価に関する規律の重要性が浮き彫りになっている。

ドローダウン型のプライベート・ファンドでは、一般的に全ての投資家が同時に投資を行い、同時に退出するため、時価評価や流動性に関する多くの懸念はそもそも問題になりにくい。一方、オープンエンド型あるいは部分的な流動性を提供するセミキッド型のファンドでは、投資家は異なるタイミングで投資あるいは解約を行う可能性がある。そのような場合、投資家が取引するファンド価格は、裏付資産の価値を公正に反映したものでなければならない。そのため、堅牢な時価評価プロセス、流動性に関する明確な条件設定、裏付資産の流動性と投資ビークルの設計との間での整合性が非常に重要となる。これらの要件を満たすことは、特にパブリック資産とプライベート資産が同一のポートフォリオ内に共存する場合、投資家間の公平性を維持し、投資ストラクチャーへの信頼を保つために不可欠である。

慎重なポートフォリオ構築によってこうした課題を全て解消できるわけではないが、こうした課題を看過することなく、課題を認識した上で積極的に対処することが促される。

結論

パブリック資産とプライベート資産のポートフォリオがもたらす効果を追求する投資家から、これらの最適な配分は何か、との質問を多く聞く。しかしながら、率直な答えとしては、それは各投資家の流動性ニーズとリスク許容度によって異なり、具体的な配分は、流動性、目標リスク、目標リターン、および実務上の制約の間でのトレードオフを反映したものとなる。こうしたトレードオフは、投資家別に大きく異なる。予測可能な負債を有する年金基金と、継続的なキャッシュフローを必要とする投資期間の短い投資家とでは、配分決定に至るアプローチが異なる可能性がある。

パブリック資産とプライベート資産のポートフォリオ構築に向けたフレームワークの目的は、単一のソリューションを特定することではなく、投資家の目標に合致する実現可能なポートフォリオの範囲を定義することにある。その範囲の中であれば、投資家の基本的な制約に抵触することなく、市場の変化に応じて相対価値分析やポートフォリオ構築に関する意思決定を柔軟に適用することが可能となる。

別添資料

ここで例示している表は、非流動性の許容度とリスク許容度による分類をより具体的に理解するための架空の投資家プロフィールである⁵。表中に英字で示された各プロフィールは、リスク許容度（低・中・高）と非流動性の許容度（低・中・高）によって定義される。以下に各プロフィールにおいて直面するポートフォリオ構築上の留意事項の典型例を示す。

		リスク許容度		
		低 ボラティリティ：150 bps	中 ボラティリティ：300 bps	高 ボラティリティ：450 bps
非流動性の許容度	低 プライベート・アセット：25%	A	B	C
	中 プライベート・アセット：50%	D	E	F
	高 プライベート・アセット：75%	G	H	I

プロフィールA

リスク許容度 低 + 流動性許容度 低

不確実性の高い短期的な資金流出（給与支払い、買収資金、運転資金など）に対応するための、企業のキャッシュおよび短期デューションの準備金ポートフォリオ。元本の安定性を基準に評価される。このポートフォリオでは、高格付かつ流動性の高いパブリック・クレジット（短期デューションの投資適格社債、高格付の証券化商品など）を选好し、ドローダウン許容度は最小限に抑制。プライベート資産のエクスポージャーは、非常に短期かつ流動性の条件が厳格に管理されている証券化商品に限定される。

プロフィールE

リスク許容度 中 + 流動性許容度 中

キャリアと分散投資を追求しつつ、資本コスト、資産と負債のマッチング、信用格付の遷移リスクを管理する保険会社の一般勘定（または同様の規制対象バランスシート）向けポートフォリオ。このポートフォリオでは、パブリックのコア・クレジットと、資本構造やコベナント条項によってリスク調整後リターンを向上させることができるプライベート・クレジットの選別的な投資機会を組み合わせる。ポートフォリオ構築においては、ペーシング（投資の段階的な実行）および借手やセクターの分散を重視し、プライベート資産の配分が積み上がる間もデューションと信用格付を目標に対して安定的に維持するために、パブリック・クレジットを活用する傾向がある。

プロフィールI

リスク許容度 高 + 流動性許容度 高

長期的なリターンの最大化を目指す投資家（ドローダウンに対する許容度が高く、短期的な流動性ニーズが限られている基金型ファンドなど）が、クレジットを高リターン追求の手段として活用するポートフォリオ。このポートフォリオでは、市場において価格の歪みが生じた際に、流動性の低いパブリック資産に加え、市場機会を捉えることができる複雑なプライベート・クレジット（ディストレスト、ストラクチャード・セトルメント、ニッチなABFなど）にも大きく配分することが可能である。確固たる引き受け能力、ガバナンス面での整合性、流動性が悪化しプライベート資産の評価額がファンダメンタルズの悪化よりも遅れて反映される局面に対する明確な準備などが成否の鍵を握る。

2026年4月現在。出所：PGIM。

5. ここで示した投資家プロフィールおよび配分に関する説明は例示のみを目的としたものであり、推奨、投資助言、または特定の投資パフォーマンスを示すものではありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る可能性があります。



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

PGIMJ129424

5519119-20260526