



**PGIM**

GLOBAL ASSET MANAGEMENT

## ALTERNATIVES

# パブリック市場とプライベート市場の 融合による投資機会

2025年6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。

# 目次

---

## 第1章

### パブリック市場とプライベート市場の融合

3ページ



## 第2章

### 様々なクレジット市場にわたる投資機会

6ページ



## 第3章

### ポートフォリオへの影響

16ページ



# 序章

絶え間なく変化し続ける投資環境において、プライベート・クレジットほど急速な投資環境の変化を捉えて成長している資産クラスは他にないだろう。同市場は、2009～2023年末までに約10倍の規模に成長し<sup>1</sup>、2026年には3兆米ドル規模に達する見込みである<sup>2</sup>。しかし、投資環境の大きな転換は、パブリック市場とプライベート市場の一体化によってもたらされると考えられる。パブリック資産とプライベート資産の境界線が曖昧になることで資本市場は再構築されつつあり、これによって投資家により多くの選択肢が提供されているだけでなく、投資の方法も変化しつつある。

投資機会が拡大している一方、パブリック市場とプライベート市場の融合により規制監督やリスク評価の複雑さも増している。こうした中、投資家はポートフォリオの機会とリスクを評価する方法について再考する必要があるだろう。

そのために投資家は、ローンの組成、証券化クレジット、リスク管理といった広範にわたるソリューションを活用することができるだろう。これらを組み合わせることで、パブリック市場とプライベート市場の相互作用が強まる中、投資家は包括的なクレジット戦略を策定することができる。信用リスクへの投資を全体的に把握することによって、投資家は機会を捉えやすくなり、重複するリスクや関連関係を特定し、新たに生じるリスクを軽減することができる。世界貿易の再編や広範な地政学的環境の変化によって、グローバル市場では予期せぬ課題が生じる可能性がある中、信用リスクを総合的に捉えることはこれまで以上に重要となるだろう。

本稿では、PGIMがグローバルに展開している各ビジネスにおける投資プロフェッショナルの知見を活用し、パブリック市場とプライベート市場の一体化を促している要因、様々な投資アイデアに対するクレジット戦略、クレジット市場の変化がポートフォリオに及ぼす影響について検証する。

1. マッキンゼー・アンド・カンパニーが2024年9月24日に発表した“The Next Era of Private Credit”を参照。 <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/the-next-era-of-private-credit> (2025年3月にデータ参照)
2. オルタナティブ投資マネジメント協会が2024年11月に発行した“Financing the Economy 2024”を参照。 <https://www.aima.org/compass/insights/private-credit/financing-the-economy-2024.html> (2025年4月にデータ参照)

## 第1章

# パブリック市場とプライベート市場の融合

プライベート・クレジットの成長は、企業向け融資に対する需要拡大と、それに伴う資産の多様化という2つが大きな要因となってきた。それと同時に、これらの要因によって現在も進行しつつあるパブリック市場とプライベート市場の融合が促されてきた。

プライベート・クレジットの成長を促す1つ目の要因を形成している大きな原動力として、以下の4つが挙げられる。

1. 規制強化を背景に銀行が一部のローン市場から撤退し、この空白をノンバンクが埋めている。
2. 世界金融危機以降、債券市場でのより高水準のリターンとより分散したポートフォリオを求める機関投資家が、プライベート・クレジットを選好している。
3. プライベート・クレジットは流動性プレミアムを提供し、資金流入の拡大によって他の伝統的な債券資産のスプレッドが押し下げられている中でも、相対的に魅力的な利回りが見込まれるとの調査も存在する。
4. 特に保険会社は、この資産クラスに適した恒久的な資金源となり得る。保険会社はプライベート・クレジットやストラクチャード・アセット戦略への資産配分を増やしている。

## 拡大するプライベート・クレジット

次に、プライベート・クレジットの成長を促す2つ目の要因について掘り下げて検証していく。プライベート・クレジット市場は、貸付やストラクチャード・ファイナンスといった新たな分野へとその領域を広げつつある。こうしたクレジット市場の進化の過程で、パブリック市場とプライベート市場が融合しつつある。

ノンバンクの金融機関は、不動産、インフラ、農業、エネルギー、テクノロジー、ライフ・サイエンスなど、より多様な業界に融資先を拡大させており、その存在感を高めている。プライベート・クレジットが経済への資金供給においてますます中心的な役割を担うようになり、投資家にとっての投資機会の幅も広がっている。こうしたプライベート・クレジット市場の成長は今後も続く予想され、その潜在的な市場規模は米国だけでも30兆米ドル以上に達するとの試算もある<sup>3</sup>。

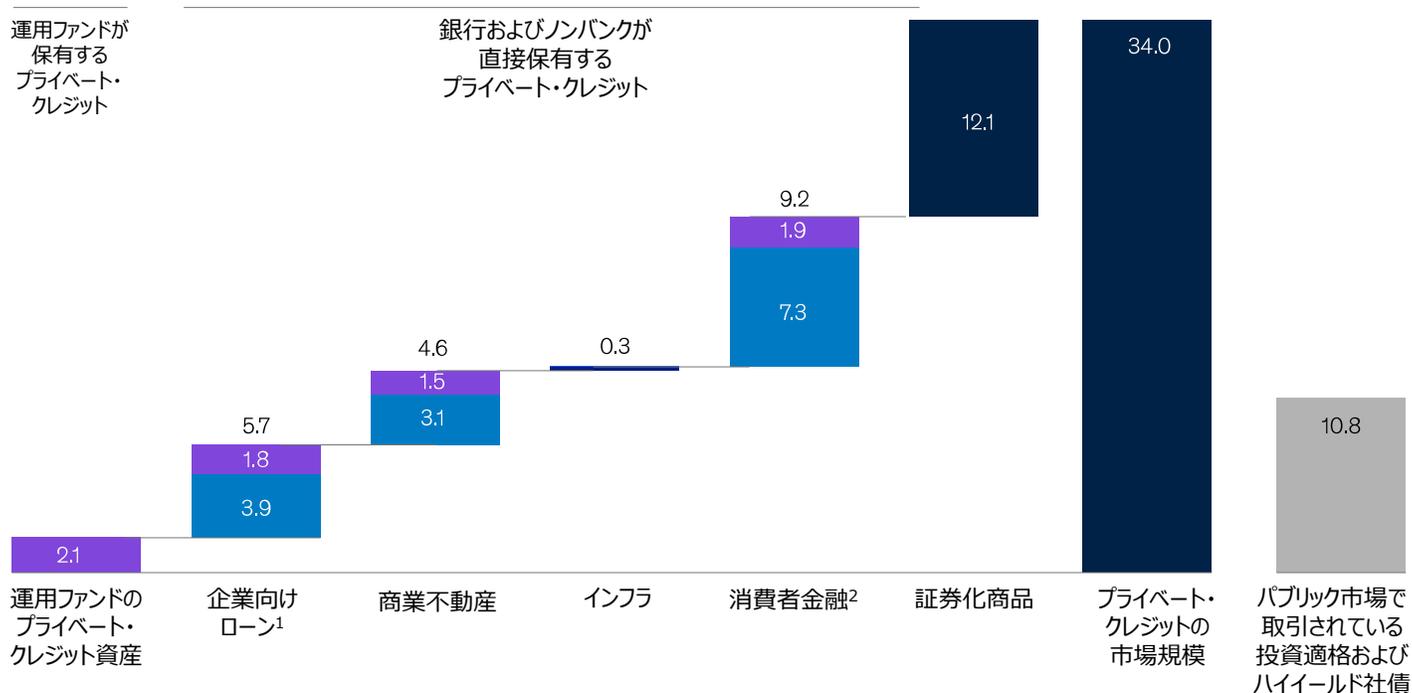
一方、投資家はこうしたトレンドを活用して、新規または既存の資産配分の分散に努めている。グローバル債券ファンド全体では、高金利環境下における債券への資金流入により、2024年の資金フローは過去最大の流入超となった<sup>4</sup>。

3. マッキンゼー・アンド・カンパニーが2024年9月24日に発表した“The Next Era of Private Credit”を参照。 <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/the-next-era-of-private-credit> (2025年3月にデータ参照)

4. EFPRが2025年1月3日に発表した“Outside of the US, Sails Flapping at Year’s End”を参照。 <https://epfr.com/insights/global-navigator/outside-us-sails-flap-end-2024/> (2025年4月にデータ参照)

## プライベート・クレジットの拡大：資産の多様化 2023年の米国のローン残高（兆米ドル）

■ 銀行 ■ ノンバンク



(1) 航空機および鉄道車両リース、設備リース、売掛債権ファイナンス、一般的な法人向け融資、貿易金融などを含む。

(2) 自動車ローン、クレジットカード債権、住宅ローン、学生ローン、無担保個人ローンなどを含む。

出所：マッキンゼー、ブレキン、証券業金融市場協会、2023年現在。この図は、例示のみを目的としたものです。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。



**投資家におけるパブリック資産とプライベート資産の区分は徐々に薄れつつあり、その代わりに、幅広いクレジット・ソリューションと投資機会へのアクセスを提供できる、クレジット市場での経験が豊富な運用マネジャーが求められている。”**

MATT DOUGLASS  
CEO兼シニア・マネージング・ディレクター  
PGIMプライベート・キャピタル

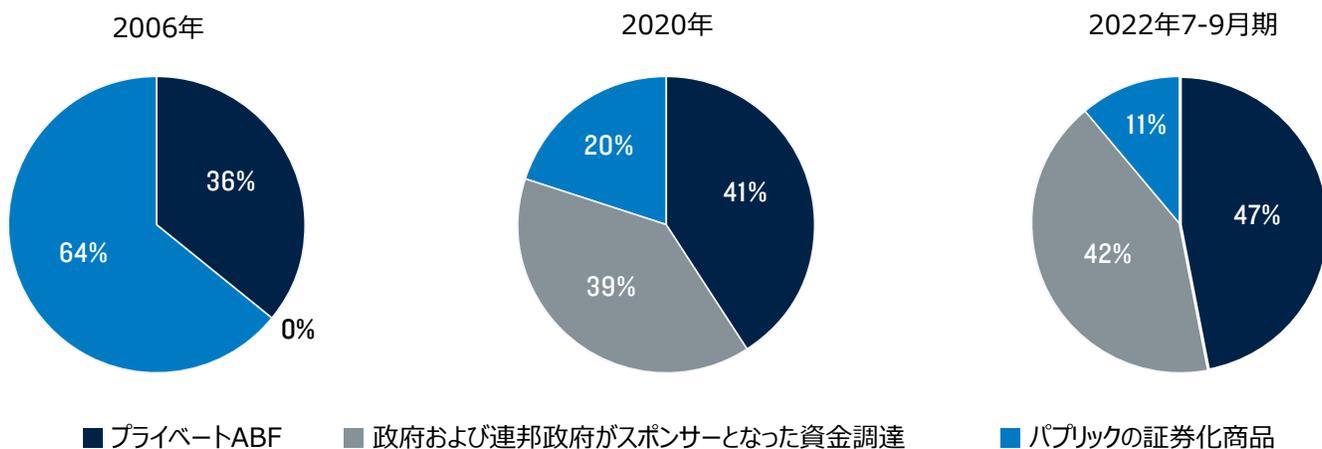
借り手にとって、プライベート市場はプレミアム（割高なコスト）が伴う場合でも、より柔軟な資金調達を選択肢となり得る。その結果、従来の資金調達チャネル以外を利用する企業が増えている。

## パブリック市場とプライベート市場の境界線が曖昧に

クレジット市場は融合しつつあり、パブリック資産とプライベート資産を組み合わせた包括的なポートフォリオを通じてリターンを分散させる新たな機会が提供されている。投資家や資産配分担当者は、パブリックと資産とプライベート資産を区別するのではなく、クレジット市場を包括的かつ網羅的なソリューションとして捉える傾向が強まっている。

急速に拡大するプライベートABF（アセット・ベースド・ファイナンス）は、こうした融合の中心的存在となっている。世界金融危機を受けてパブリックABS（資産担保証券）市場が縮小し、機関投資家が資産担保ローンにおいてより大きな役割を担うようになった。また、証券化商品に精通したプライベート・クレジット市場およびパブリック市場の運用マネジャーの存在感も増している。資産担保ローン、不動産デット、インフラデットでプライベート・クレジット全体の40%を占めている。規制面の明確化や借り手側の認知度が高まる中で、欧州とアジア太平洋地域がより魅力的となりつつあり、世界的なプライベート・クレジット市場の成長は今後も持続すると予想される<sup>5</sup>。

## ABFの市場シェアは拡大しつつある



出所：インテリジャー・アドバイザーズ、KKR、2022年10月31日現在。この図は、例示のみを目的としたものです。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。

5. オルタナティブ投資マネジメント協会が2024年11月に発行した“Financing the Economy 2024”を参照。 <https://www.aima.org/compass/insights/private-credit/financing-the-economy-2024.html>（2025年4月にデータ参照）

## 第2章

# 様々なクレジット市場にわたる投資機会

プライベート・レンディングから証券化クレジット戦略に至るまで、パブリック市場とプライベート市場の境界線が曖昧になりつつあることが、クレジット市場における取引プロセス全体にわたって、次の成長段階を支えている。

### オリジネーション

本章では、プライベート・クレジットがより深く市場に入り込む要因となっている主要分野である、ミドルマーケット向けダイレクト・レンディング、大企業向けプライベート・クレジット、不動産デット、インフラデットに焦点を当てる。

### ミドルマーケット向けダイレクト・レンディング

ダイレクト・レンディングは、プライベート・クレジット市場の成長の大部分を占めてきた。保険会社、年金基金、その他の大規模な機関投資家が牽引役となり、北米のプライベート・クレジット市場全体に占めるダイレクト・レンディングの割合は、2008年の15%から2023年末には44%まで大幅に上昇した<sup>6</sup>。しかし、プライベート市場の拡大により、新たな資金調達手段という面で全ての企業が一律に恩恵を受けたわけではなく、プライベート・エクイティの投資会社の投資する企業（スポンサード企業）が最も大きな恩恵を受けた。

プライベート・エクイティ投資会社の投資先企業（スポンサード企業）は米国および欧州の未上場企業の約1割に過ぎず、残り

の9割はそれ以外のいわゆるノン・スポンサード企業となっている。この中には信用力の高い企業も多く含まれており、ダイレクト・レンディングの投資家はプライベート・エクイティ投資を通して手が届かない企業との取引にアクセスできる可能性がある<sup>7</sup>。ノン・スポンサード企業との取引にはより密接な相対関係の構築が必要となることを踏まえると、毎年数十件の有望なノン・スポンサード企業向けローンを見出すためには、貸し手は数百あるいは数千の企業と連絡を取り合えるだけの広範な地理的ネットワークを備える必要がある。サプライチェーンの課題や新たな貿易政策がビジネス環境に不確実性をもたらす中、様々な業界の借り手も、プライベート市場における貸し手とより緊密な関係を構築・維持することの恩恵を徐々に認識するようになっている。例えば、通信インフラを提供している国際的な企業は、資金調達方法を多様化させつつ既存債務の借り換えを行うために、シニア担保借入を通じてダイレクト・レンディングの投資家から資金調達を行うことができる。

ノン・スポンサード企業への適切なアプローチを通じてダイレクト・レンディングのポートフォリオにノン・スポンサード案件を追加することで、大きな分散効果を得られるだけでなく、レバレッジの低減、より高い利回り、より厳格な内容のコバナンツの適用などのリスク・リターン面でのメリットを享受できる。さらにミドルマーケット規模の企業へのアクセスにより、より有利なリターンおよび貸し付け条件の設定、個別案件ごとに背景が異なる案件組成を通じた一層のポートフォリオの分散化が可能となる。

6. ブレキンが2024年3月20日に発表した“North America Is Consolidating Alternative Assets as Region Holds Almost Two-Thirds of Global AUM – Preqin Reports”を参照。 <https://www.globenewswire.com/news-release/2024/03/20/2849698/0/en/North-America-is-consolidating-alternative-assets-as-region-holds-almost-two-thirds-of-global-AUM-Preqin-reports.html>（2025年4月にデータ参照）

7. PGIMが2025年1月16日に発行した「ダイレクト・レンディングのノン・スポンサード案件組み入れによる分散化効果の拡充」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/2025-best-ideas/private-credit>（2025年4月にデータ参照）

## ラージキャップ・プライベート・クレジット

ダイレクト・レンディングに振り向けることが可能な未投資資金（ドライパウダー）が潤沢に積み上がる中、プライベート・クレジット投資家はより大型案件を求め、従来はシンジケート・ローン市場を通じて資金調達していたような大規模な企業に対する融資案件にも参入している。

概してプライベート・クレジットは、特にEBITDAが1億米ドルを上回る大企業において、底堅い成長と利益率の伸びを示してきた。一方、中堅～大企業向けのプライベート・クレジット案件では、企業規模が大きくなるにつれて財務制限条項に対する耐性が高く、契約上の安定性が見られている。リンカーン・インターナショナルによると、2024年1-3月期における大企業のコベナンツ不履行によるデフォルト率は0.5%だった。一方、EBITDAが1,000万米ドル未満の小規模企業では、過去12カ月の同デフォルト率は15%となっている<sup>8</sup>。これに対し、EBITDAが3,000～5,000万米ドルの中規模企業では、過去12カ月の同デフォルト率は4.5%と相対的に低い水準にとどまっている。

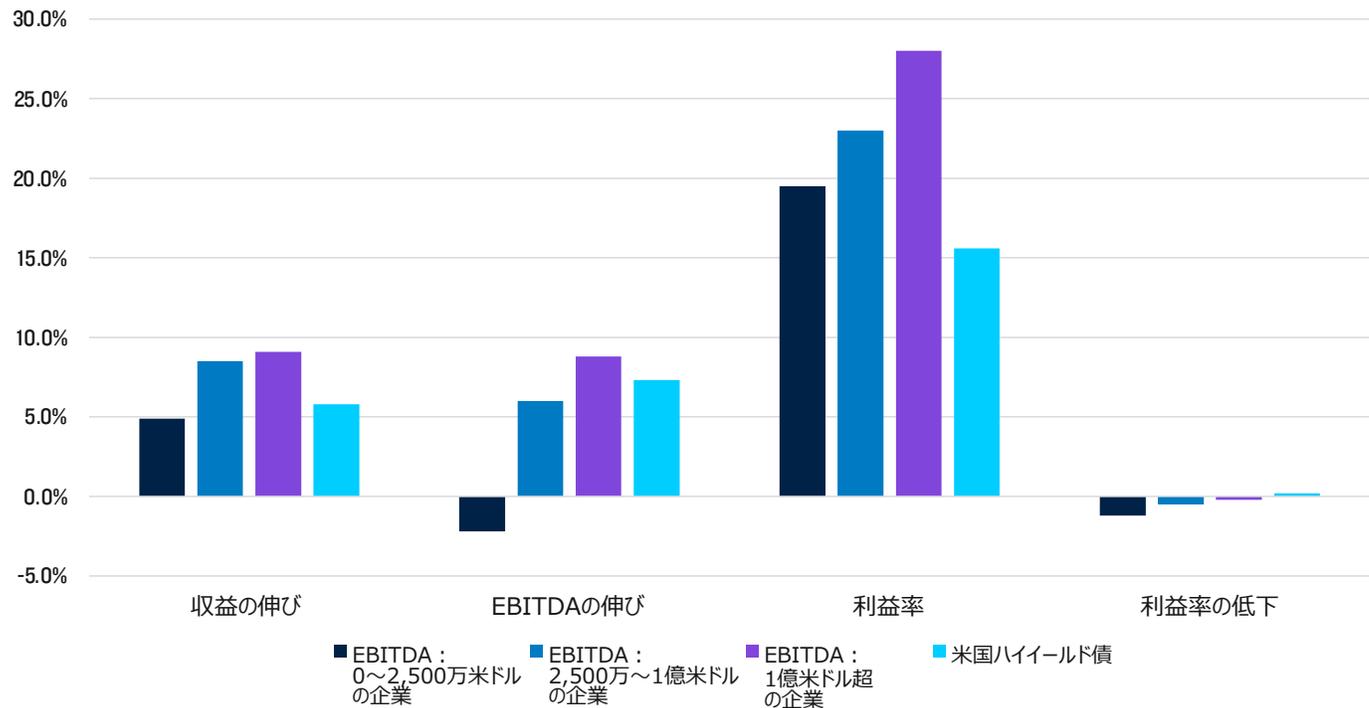
歴史的に、プライベート・クレジットは投資適格債やハイイールド債などの伝統的な債券資産よりも高いリターンを示してきた。リスク・リターンの観点では、プライベート・クレジットは、より低いボラティリティを求めつつ、一定のリスクと低い流動性を許容する投資家にとっては注目に値する選択肢となっている。

借り手の観点からは、ハイイールド債市場、シンジケート・ローン、プライベート・クレジットなど、企業の資金調達手段は足元で多様化しており、自社の需要に適した手段を選択できるようになっている。負債コストの最小化に重点を置く企業にとっても、銀行以外の貸し手が提供する柔軟な条件によって、シンジケート・ローンよりもプライベート・クレジットの方が魅力的な選択肢となる可能性もある。さらに、貿易、関税、経済成長を巡る不確実性が高まる中では、借り手と貸し手の間に築かれる緊密な関係性がこれまで以上に重要となるだろう。

## プライベート不動産デット

不動産市場では、様々な不動産物件セクターが新たな投資機会を提供しており、それ自体がプライベート・クレジットの中で拡大を続けている資産クラスである。これら新たな投資機会をもたらす物件セクターには、集合住宅/シニアハウジング/コ・リビング賃貸住宅などの住宅物件、物流施設/インダストリアル/データセンター/セルフストレージ/オフィス/商業施設/農業などの事業用不動産が含まれる。農業セクターでは、農場経営、牧場経営、ワイナリー、林業などのオーナーに対する貸出資金提供の機会が増加している。データセンターは資金調達ニーズが高まり続けており、投資機会も拡大している。データセンターの事業者は、プロジェクト・ファイナンス、CMBS、ABSなどの様々な資金調達方法を活用している。

## プライベート・クレジットにおける収益の成長と底堅い利益率



出所：PGIMフィクスト・インカム、リンカーン・インターナショナル、JPM。データは2018～2024年4-6月期（収益およびEBITDAの伸びは年平均成長率）、2024年6月30日現在。この図は、例示のみを目的としたものです。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。

8. リンカーン・インターナショナルによるコベナンツ不履行不能によるデフォルト率に関するデータは、2024年6月30日時点の各社の直近12ヵ月間のEBITDAによる。

今後5年間で世界全体のプライベート不動産デット市場は4,000億米ドルに達すると予測されている<sup>9</sup>。不動産価格が景気サイクルの底値付近にある中、資金を振り向ける機会を模索している投資家にとって、プライベート不動産デット市場の拡大は新たな投資機会の選択肢となる。

投資家にとって、次の様な戦略への投資機会が広がっている<sup>10</sup>。

**1. 商業用コア不動産ローン：**商業用コア不動産ローンでは、投資適格水準の不動産ローンに焦点を当て、低リスクながら安定したリターンを得ることが可能である。同戦略は、金利が上昇する中で手数料も含めた魅力的な合計利回りの恩恵を受けていることに加え、ローン金利は次のサイクルにおいても構造的に高い水準で推移すると推測される。投資家は、景気サイクルに対してより耐性の高い都市や物件セクターの不動産に焦点を当てることで、市場のボラティリティの影響を軽減できる。米国経済が生産性主導の成長期を迎えた場合、これによってより活性化あるいは賃料が上昇する市場がより恩恵を受ける可能性が高い。このような市場には、ニューヨーク、ボストン、サンディエゴ、サンフランシスコなどが含まれる<sup>11</sup>。欧州では、マンチェスター、ブリュッセル、コペンハーゲンなどのセカンド・ティア市場、成長著しいバルセロナやマドリッド、ロンドン、パリ、フランクフルトなどの主要な金融の中心都市で値ごろ感が高まっており、明らかに見通しを上回る環境が待っていると考えられる<sup>12</sup>。

**2. 改装や満室稼働に向けてのリーシング中といったトランジショナル（転換）期にある不動産対してのハイイールド不動産ローン：**やや高いリスクを許容して高いリターンを期待する投資家にとって、部分改装といった軽度のトランジショナル（転換）期にある不動産を対象としたシニア担保付ローンや劣後ローンを通じて、不動産市場の回復の恩恵を受けることができる可能性がある。CMBSやCRE CLO市場が回復する中、レバレッジによってリターンが向上する可能性もある。

**3. バリューアッド不動産に対するハイイールドの不動産ローン：**この戦略には、建設や建て替え改装やより大規模な改装といったより重度なトランジショナル（転換）期にある不動産に対するシニア担保付劣後ローンや優先出資などが含まれる。同戦略では、トータル・リターンを重視して高いリスクを許容する投資家にとって、特に開発プロジェクト向けシニア・ローンやメザンデットを通じて大きなリターン獲得の可能性がある。このような、既存の不動産を改良・改装・改修するための資金ニーズの高まりにより、トランジショナル（転換）期にある不動産を対象としたハイイールドの不動産ローンの投資機会が拡大している。

不確実性が引き続き市場センチメントと不動産取引回復の重石となっている。今後も金利が高止まりする可能性など、潜在的なリスクが存在しており、これにより不動産市場の回復が遅れ、市場参加者が様子見姿勢に転じ、投資機会が減少する可能性もある。



**投資家にとって、規模の大きい独自のローン組成部隊を備えるPGIMの様な不動産デットの運用会社の付加価値は、借り手との直接的な交渉を通じて独自のポートフォリオを組成・構築できる点にある。これによってシンジケート・ローンを通じて間接的にアクセスする一般的なローンとは異なる、よりユニークな不動産案件に直接アクセスすることが可能となる。より重要な点として、個々のローン案件を物件や借り手の状況に対応してカスタマイズすることで、リターンとリスクに見合ったものに仕立てることが可能となる。”**

JOHN JACOBS  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー、プライベート不動産デット  
PGIMリアルエステート

9. 出所：ブレキン。クローズドエンド型の合同運用ファンドのみを対象としたデータ。

10. PGIMリアルエステートが2024年11月18日に発行した“Private Real Estate Credit: Navigating Opportunities in a Shifting Landscape”を参照。

11. PGIMリアルエステートが2025年3月12日に発行した“United States Regional Insights”を参照。

12. PGIMリアルエステートが2025年3月12日に発行した“Europe Regional Insights”を参照。

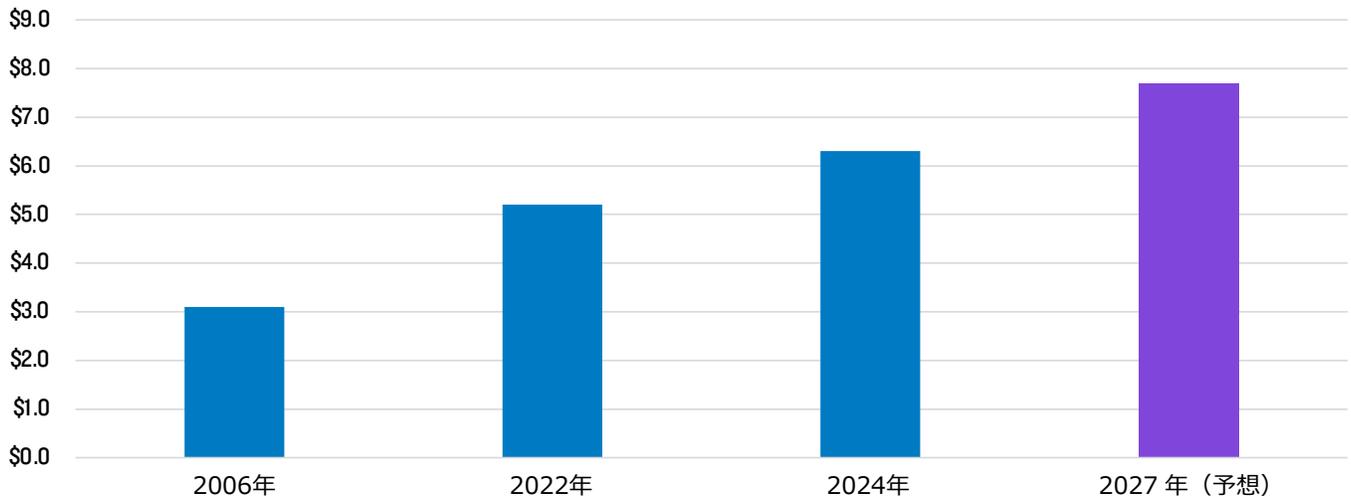
プライベート不動産デット戦略は、投資先を慎重に選別することで、市場下落の影響を緩和する効果（ダウンサイド・プロテクション）を備えた信頼性の高いリターンを提供することができる。不確実な市場の中、ショックへの耐性が高いポートフォリオを提供可能な資産クラスといえる。4.8兆米ドルの米国プライベート不動産デット市場は、主要債券市場に匹敵する規模を有する資産クラスであり、分散投資を可能とする強固な市場基盤となっている。既存ローンの満期到来、建物のアップグレード需要、銀行による融資の厳格化などを背景に、不動産オーナーの銀行以外の貸し手からの借入に対するニーズが高まっており、市場における資金調達ニーズを巡る機会が拡大している<sup>13</sup>。

## インフラデット

サプライチェーンの再編とグローバルな貿易の流れによってプライベート・クレジットに対する需要が高まる中、機関投資家のポートフォリオにおいてインフラ投資は重要なオルタナティブ資産の一部としての地位を確立している。インフラ投資は、長期運用かつ分散効果が得られることに加え、安定的で信頼性の高いキャッシュフローを生み出すことができるため、機関投資家にとって魅力的な選択肢となり得る。世界のインフラ投資の運用資産残高は、交通、エネルギー、デジタル・インフラ・プロジェクトを支えるために大規模な資金が必要とされる中、2016年の3,250億米ドルから2029年には2.4兆米ドルに拡大すると予想されている<sup>14</sup>。

## プライベートABFは急成長を続けており、その勢いは今後も続く見通し

(兆米ドル)



注記：成長見通しは保証されたものではなく、変更される可能性があります。

出所：インテジャータ・アドバイザーズおよびKKRによる予測、2024年9月現在。この図は、例示のみを目的としたものです。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。

## 証券化クレジット

クレジット資産をまとめてプール化することは、分散投資とリスク管理の効果を高めながら新たな投資機会を模索するクレジット投資家にとって新たな道を開いている。投資家は、従来のパブリック市場を通じてではなく、直接オリジネーターにアクセスする戦略を活用し始めている。

パブリック市場とプライベート市場の投資ソリューションが互いに補完し合うことを示す例として、流動性の低いローンが、住宅ローン担保証券や、格付を有するフィードバック、ローン担保証券

(CLO) といったストラクチャーを通じてまとめられていることが挙げられる。運用会社が様々な資産を取得してストラクチャー化し、リスクごとに分割（トランシェ化）することで、投資家は流動性の低い資産に伴う価格プレミアムを享受できるようになる。

このようなパブリック市場とプライベート市場の融合は、特に急成長しているABF（アセット・ベースド・ファイナンス）の分野で顕著に見られ、多様かつユニークなクレジット資産へのアクセスを求める投資家にとっては、有望な投資機会となりつつある。

## ABF（アセット・ベースド・ファイナンス）

音楽著作権といったユニークな資産が注目を集めているが、ABFが対象とする領域はそれに限らない。ABFは、自動車ローン、クレジット

- PGIMリアルエステートが2025年4月4日に発行した“拡大する米国プライベート不動産デットの投資機会”を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/expanding-opportunity-for-private-us-real-estate-credit>（2025年4月にデータ参照）
- ブレキンが2024年9月18日に発表した“Global Alternatives Markets on Course to Exceed \$30tn by 2030 - Preqin Forecasts”を参照。 <https://www.preqin.com/jp/about/press-release/global-alternatives-markets-ontourseto-to-exceed-usd30tn-by-2030-preqin-forecasts>

トカード債権、住宅ローン、その他の個人向け融資から、航空機リースやデジタルインフラといった事業向け融資に至るまで、経済基盤を支える重要な分野を対象としている。このように、ABF市場には多様なセクター、信用の質、リスク特性から成る広範な投資対象が網羅されている。



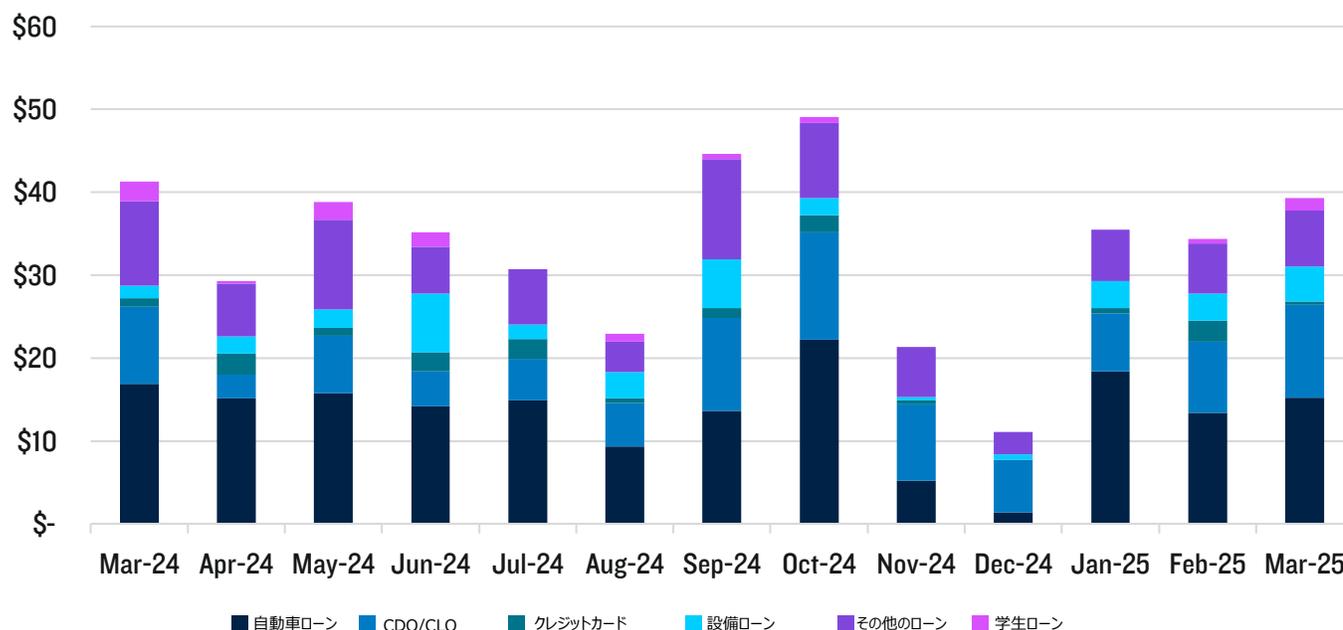
**ABFおよび証券化商品には、相対的な投資妙味だけでなく分散投資の効果という明らかなメリットがあり、ポートフォリオにおいてより大きな役割を果たすようになって考えている。”**

EDWIN WILCHES  
証券化商品共同責任者  
PGIMフィクスト・インカム

プライベートABFの潜在的な市場規模は拡大している。米連邦準備制度理事会（FRB）のデータによると、2025年1月時点において、米国の個人向け融資市場だけで5兆米ドルの債務残高があり、企業向け融資およびハイールド債市場（約1.5兆米ドル）の規模を大きく上回っている。さらに、担保資産が急速に多様化していること考慮すると、ABFの潜在的な市場規模は20~40兆米ドルに達する可能性がある。しかしながら、プライベート・クレジットの投資家が実際に参入しているのは、そのごく一部に過ぎない。バンク・オブ・アメリカの調査によると、銀行、信用組合、政府（例：学生ローン）が保有する債務を考慮に入れた場合、個人向け債務のうち証券化されているのは、わずか10%にとどまると推定される<sup>15</sup>。

ABFの成長を支えている要因の1つとして、運用会社の規模、資金力、専門性の向上が挙げられる。現在では、一つの運用会社が、顧客基盤を通じて十分な資金力と多様な資本を持ち、単独で取引を完結できるようになっている。こうした状況は、複数の金融機関でリスクを分担することが当たり前だった世界金融危機以前とは大きく異なる。こうした中、運用会社は銀行を介さずにオリジネーターから直接資産を取得する動きを強めている。

### 米国の非住宅ローンABS発行残高（10億米ドル）



出所：証券業金融市場協会、2025年3月現在。

15. S&Pグローバルが2024年11月20日に発表した“The Opportunity of Asset-Based Finance Draws in Private Credit”を参照。https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/241120-the-opportunity-of-asset-based-finance-draws-in-private-credit-13319616（2025年4月にデータ参照）

ABFとABSはそれぞれ異なる市場ではあるものの、両者の関係性を検証することは重要である。ABFにおける裏付資産の保有者が資金調達手段の一つとして活用するABSは、2024年に過去最高となる発行額を記録し、この勢いは2025年に入ってからも続いている。米国における2025年1-3月期の住宅ローン以外のABS発行総額は1,089億米ドルと、前年同期比で4.1%増加した。また、同期間のMBSの発行額は4,143億米ドルと同33.3%増となった。オペレーターが資金調達の多様化を図る中で、プライベート・クレジット市場での投資機会は着実に増加し、発行は引き続き堅調に推移する見込みである。また、オペレーターは初期段階にあるプライベート・クレジットやウェアハウスローンを補完する形で、従来からのABSの発行も拡大している<sup>16</sup>。

プライベートABFを通じて、投資家は相対価値と分散投資の機会を見出すことができる。

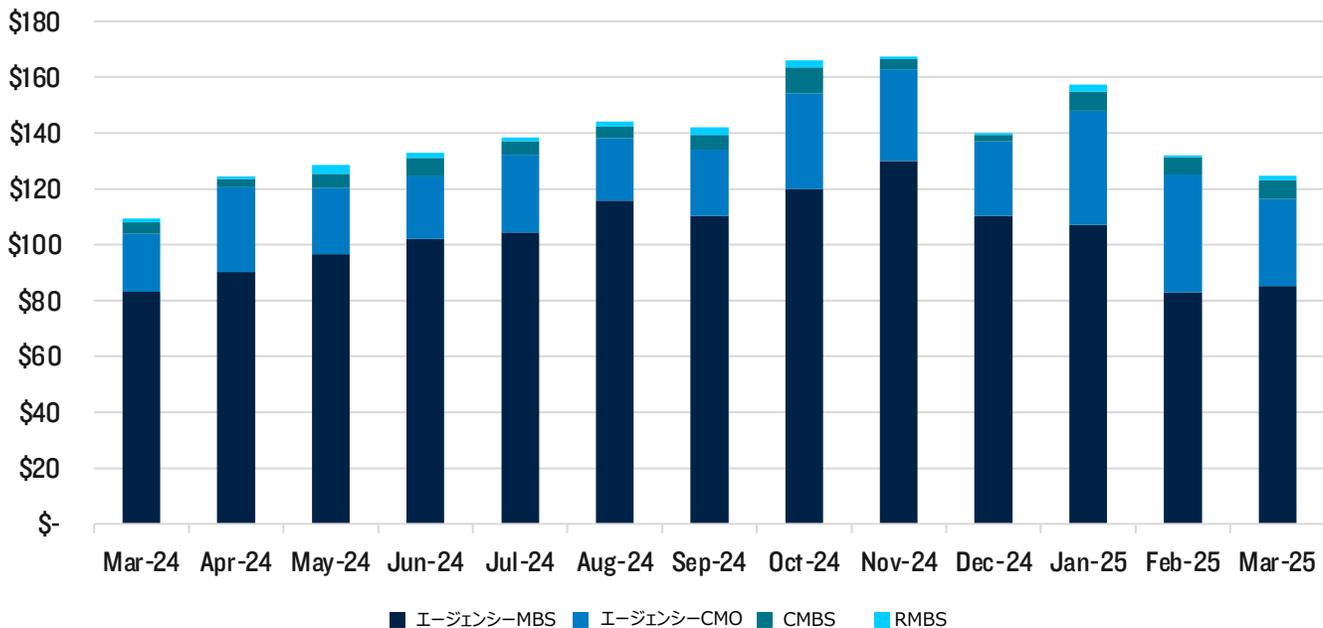
- 足元で利回りは顕著な水準にあり、債券市場には保険会社、年金基金、企業、その他の機関投資家、さらには個人投資家の資金も流入している。債券に資金を振り向ける投資家はより一層の分散化を求めており、その結果としてABFや証券化資産に注目が集まっている。これらは、消費者および商業向けの貸付への幅広いアクセスを提供する可能性がある。
- 住宅、自動車、航空機などの多様な裏付資産で構成されるABFは、インフレをヘッジする手段として活用できる可能性がある。

- 例えば、AAA格CLOといったパブリック市場における一般的な証券化商品は、投資適格社債のスプレッドに対して75~100bpsの上乗せ利回りを提供する可能性がある。低い流動性を許容できる投資家は、プライベート市場の証券化商品に投資することで、さらに75~100bpsの上乗せスプレッドを得ることができる。つまり、投資適格級のABFは、投資適格社債に対して合計で150~200bpsの上乗せ利回りが期待でき、これは大幅な利回り向上である<sup>17</sup>。
- 魅力的なスプレッドに加え、プライベート市場における貸し手はより強固なコベナンツを設定する柔軟性を有しており、これは不確実性の高いマクロ環境下での下方リスクの抑制に寄与するだろう。リスク調整後のリターンは、他のクレジット市場と比較しても魅力的である可能性がある。

### 規制を巡る状況

規制緩和の動きによって銀行がローン市場に再び参入する道が開かれたとしても、プライベート・クレジット市場における投資機会は今後も増加し続けるだろう。世界金融危機以降、規制改革は消費者および商業向け貸付を銀行のバランスシートから預金を扱わない金融機関へと移す一因となった。金融機関の自己資本要件を緩和する連邦規制の改正案は、短期的には資産売却や大規模なリスク移転のペースを鈍化させる可能性がある。しかし長期的には、世界金融危機後に策定された（金融の安定性を促進することを目的とした）基本的な規制の枠組みは今後も維持され

### 米国におけるMBSの発行額（10億米ドル）



出所：証券業金融市場協会、2025年3月現在。

16. PGIMフィクスト・インカムが2025年3月7日に発行した「証券化クレジットの現状を再確認する」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/state-of-securitization>（2025年4月にデータ参照）

17. PGIMフィクスト・インカムが2025年2月19日に発行した「Credit Markets in Transition: Asset-Based Finance」を参照。

ると見込まれ、銀行はバランスシートからリスク資産を切り離していく可能性が高いと考えられる。

2023年の米国地銀危機が示したように、銀行のバランスシート上のリスクは信用リスクだけではない。資産と負債のミスマッチといった他の潜在的なリスクに対処するために、銀行は十分な水準の自己資本を維持する必要がある。

## リスク管理への影響

ABF市場では競争が激化しつつあり、事業の証券化、設備ローン、航空機ローンなどの分野での貸出機会を巡る競争がスプレッドの縮小を引き起こしている。ABFにおける一部のサブセクターでは、競争の激しい貸出環境が裏付資産の質を低下させ、コベナントの弱体化を招いている。これは、一部の投資家がリスクを十分に織り込んでいないことを示唆している。競争の激しいABF市場で成功するために、投資家はボトムアップの視点を持ち、テクノロジーやビッグデータを活用して、信用リスク、法的リスク、規制リスク、ストラクチャーリスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスクなど、様々なリスクを評価することが必要である。こうしたアプローチは競争が激化する中でも、最も魅力的な投資機会の特定に寄与するだろう。

## 欧州における証券化の復活

2024年9月、前イタリア首相のマリオ・ドラギ氏は、欧州連合（EU）の経済状況に関する衝撃的な分析報告を発表し、特に米国や中国を中心とした主要国との格差を是正するための多角的なアプローチを呼びかけた<sup>18</sup>。同報告書では、こうした目標を達成するために、最低でもEU域内総生産（GDP）の約5%に相当する年間7,500～8,000億ユーロの投資が必要であるとし、過去数十年にわたる投資の減少傾向を反転させる必要があると述べた。

こうした投資ニーズは、歴史的に見ても前例のない規模である。これに対して、1948～1951年にかけてのマーシャル・プランに基づく欧州再建のための追加投資は、年間GDPの1～2%程度の規模だった。これほど大規模な投資を実現するためには、欧州は銀行融資への依存度を下げ、証券化市場を活性化させる必要がある。

基本的に、EUの銀行は米国の銀行と比較して収益性が低く、高コストかつ規模が小さいため、大規模な投資を支える能力に制約がある。EUと米国の銀行の間には、自己資本利益率（ROE）に持続的な格差があり、これは主に米国の銀行が高い手数料と委託収入を多く得ていることに起因する。さらに、EUの銀行はより高い規制コストに直面しているほか、より細分化されている。こうした

プライベート・クレジット市場全体で競争が激化する中、一部の貸し手は、コベナント・ライト・ローンや、配当リキャップに向けた資金調達や借り手による現金利払いの繰り延べを可能にするPIKTグル条項など、より緩やかな条件を提示するようになっている。広範なシンジケート市場では、財務制限条項の緩い案件において、資産の切り離しに関する担保保全が弱まる傾向が見られている。

コベナント・ライト・ローンの増加は、プライベート・クレジットに対する需要が供給を上回る局面において、信用力を落としてまで案件を追い求めるのではなく、案件を厳選し、規律あるアプローチを維持することの重要性を強調している。適切なクレジット戦略を選択するには、トランシングが投資家にとってのリスクとリターン目標に応じた柔軟性を提供する。投資家は、どのトランシェが自身のリスク許容度に合致するかを選択することができる。

また、地政学的リスクも考慮すべきだろう。貿易政策の変化による影響が不透明な中、投資家は関税リスクやサプライチェーンの混乱に関連する固有のリスクを特定し、軽減する必要がある。

市場の細分化は、EUの銀行が米国の銀行に規模の面で及ばないことを意味する。例えば、米国最大の銀行であるJ.P. モルガン・チェースの時価総額は、EUの上位10行の合計を上回る。

しかし、証券化によって一部のリスクを投資家に移転させることで銀行のバランスシートはより柔軟になり、資本が解放されることで追加的な融資を行えるようになれば、資本市場の発展を後押しできる。このプロセスは、EUの広範な金融市場にノンバンクの資金を呼び込むのに役立つだろう。しかし、EUの証券化市場はまだ十分に発展しておらず、同地域の証券化市場の規模は米国の17%にとどまっている<sup>19</sup>。

こうした課題に対処するための方法として、以下が考えられる。

### 1. デューデリジェンス要件の簡素化

EU証券化規則（EU Securitisation Regulation : EU SR）に基づく重複したデューデリジェンス義務は、投資家（特に中小の金融機関）にとって不必要な業務負担となっている。証券化を「特別な」資産クラスとして扱い、独自の追加的なデューデリジェンス義務を課すことによって、欧州は他の主要国とは異なる市場となっている。

18. PGIMが2024年10月3日に発表した“Another ‘Whatever It Takes’ Moment for Europe?”を参照。

19. PGIMが2024年12月16日に発行した“Reviving European Securitisation : Translating Ambition into Reality.”を参照。

- **対応策**：原則に基づくアプローチを採用し、最近の英国の改革のように、過度に規範的な要件を簡素化する。
- **影響**：高い受託者責任の基準を維持しつつ、特に小規模の投資家の市場参加を促すことができる。

## 2. 透明性と報告基準の改革

粒度の細かいEU証券化規則の報告要件は、投資家にとって実質的な価値を生み出すことなく、発行のハードルを不必要に高めている。

- **対応策**：必要なデータ項目の範囲を縮小し、主要なパフォーマンス指標やリスク指標のみに焦点を当てる。
- **影響**：CLOの場合には、1件あたり年間で10,000～31,000ユーロにも及ぶことのある発行者のコンプライアンス・コストを低減させることができ、発行量の増加と企業の借入コストの低下を促進する。

## 3. 保険会社の資本要件規制の見直し

証券化商品に対する現在のソルベンシー II の必要自己資本は、そのリスク特性に比べて過度に高く、保険会社の投資を妨げている。欧州の資本要件は、より市場が発展している他国と比べて高い。

- **対応策**：高格付の証券化商品（例えばAAA格CLOなど）については、その低いリスク特性を反映させ、資本コストを引き下げる。
- **影響**：保険会社の市場参入を促し、市場の流動性を高めるとともに、欧州企業のスプレッドや借入コストを低下させる。

## 米国と欧州の証券化商品の発行額は大きく異なる

単位：10億ユーロ



出所：AFME。この図は、例示のみを目的としたものです。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。

## 4. UCITSの投資制限の改定

UCITSの枠組みにおける発行体毎の10%制限は、ファンドによる証券化商品への投資を制限している。さらに、EUの規制当局はUCITSの監督下で証券化商品の投資を極めて慎重に取り扱っており、一部の証券化商品への限定的な投資しか認めていない。ただし、監督当局は、最上位トランシェ（AAA格やAA格）における約20年にわたる堅調なパフォーマンス実績を踏まえれば、一定の安心感が得られるかもしれない。

- **対応策**：証券化商品が本質的に分散された資産であることを考慮し、このルール適用除外とする。UCITSの監督下での証券化商品への投資については、リスクベースのアプローチを採用する。
- **影響**：UCITSファンドの証券化商品への投資配分が拡大し、投資家基盤が広がるとともに市場の厚みと流動性の向上につながる。これは欧州の投資信託市場の革新にとっての支援材料となる。

## 5. EU投資家のグローバル市場へのアクセス拡大

EUの規制により、投資家はEU基準に準拠した証券化商品への投資のみに制限されており、グローバルな証券化市場の75%から締め出されている。

- **対応策**：EU基準を国際的な枠組みと整合させ、特に米国発行の証券など非EU資産へのアクセスを、追加的なコンプライアンス・コスト無しで可能にする。
- **影響**：欧州の機関投資家にとって投資機会が拡大し、リターンと流動性が押し上げられるのと同時にグローバルな競争力も高まる。

## 投資ビークル

パブリック市場とプライベート市場の融合が進む中、金融におけるイノベーションにより、より多くの投資家がクレジット戦略にアクセスできるようになっている。新たな投資ビークルの開発は、投資家の需要に応え、プライベート・クレジットを広く普及させる上で有用であり、個人投資家や富裕層による投資を後押ししている。

エバーグリーン・ファンドやインターバル・ファンドのような仕組みでは、投資家は定期的に保有ファンドの一部を解約することができる。米国において、ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）は中小企業向け融資を行うクローズドエンド型ファンドの一種であり、これらはダイレクト・レンディングにおいて存在感を増している。プライベート・クレジットもアクティブETF市場に参入し始めており、個人投資家が上場CLOにアクセスできるようになっている。また、運用会社は、パブリック資産とプライベート資産を一つのETFに組み込む新たな方法を模索し始めている。これによって投資家は、シンセティック・エクスポージャーを通じて流動性を高めつつ、一つのETFを通じて多様なクレジットへの投資が可能となっている。一方、機関投資家や富裕層向けには個別運用口座が提供され、これはリスク許容度、リターン目標、税効率など、個別の投資ニーズに応じたカスタマイズされた、オーダーメイドの選択肢となる。

## BDCについて：資産の概要



**\$402.1 bil.** 総資産額

そのうち **\$235 bil.** がプライベート・クレジット

**165+** 以上の会社が財務を開示している



### 保有資産

プライベート・クレジット	広範なシンジケート・ローン	その他
58.3%	25.4%	16.3%

### 以下の資産を含む

非上場BDC	上場BDC	インターバル・ファンド
49.6%	37.8%	12.7%

出所：S&Pグローバル・レーティングスによるプライベート市場の分析、2024年4-6月期現在。この図は、例示のみを目的としたものです。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。

20. PGIMフィクスト・インカムが2024年11月7日に発行した「AAA格CLOのETFがすべて同じような中身という訳ではない」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/2025-best-ideas/fixed-income>

## CLO ETF

高金利が長期化する可能性が意識される中、CLOのような変動金利資産への関心が高まっている。CLO ETFの運用資産残高は、機関投資家と個人投資家の双方が高格付銘柄からの利回り獲得とポートフォリオの分散を求め、2023年初頭から2024年10月にかけて5倍近くにまで成長した<sup>20</sup>。

ベンチマークに連動する運用成果を目指すパッシブ運用とは異なり、CLO ETFは全てアクティブ運用であり、運用会社間のポジショニングには大きなばらつきがある。同じAAA格CLO戦略であっても、わずかな上乗せ利回りを追求するために、より低格付の銘柄を組み入れるという選択をする運用マネージャーも見られる。一方で、AAA格のみに限定してポートフォリオを構築することを選択する運用会社も見られる。AAA格CLO ETFは一見したところ同一視される傾向があるものの、ポートフォリオの資本構成や格付は大きく異なっている可能性があり、一部のポートフォリオではジュニアAAA格やAA格のトランシェが大部分を占めているような場合がある。

## ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）

ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）は、米国におけるプライベート・クレジット市場の成長を支えており、同市場の約20%を占めている。

2024年4-6月期までにBDCの運用資産は4,000億米ドル超に達し、そのうち約38%が上場資産となっている。BDCは、成長とともに貸出に対してより積極的なアプローチを取るようになってきている。これにより、BDCはパブリック市場からの資金を、プライベート・クレジット市場における貸出に結びつけるパイプ役となっている<sup>21</sup>。

過去10年以上にわたるBDCの成長は、銀行とBDCの資金調達コストの差が縮小したと密接に関連している。銀行は世界金

融危機以降、資金調達面での優位性を大きく失った一方、BDCは自己資本コストの低下とレバレッジの拡大により、より競争力のある貸出が可能となった<sup>22</sup>。さらに、BDCの成長は最近のインフレ環境とも関係している可能性がある。BDCのようなプライベート・クレジット・ファンドは、伝統的な債券資産に比べてボラティリティが小さく、インフレ・リスクに対応した収益を投資家に提供することができる可能性がある。

21. PGIMが2022年に発行した「プライベート市場における新たな潮流」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-megatrends-new-dynamics-of-private-market>（2025年4月にデータ参照）

22. 国際決済銀行が2025年3月11日に発表した“The Global Drivers of Private Credit”を参照。 [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2503b.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503b.htm)（2025年4月にデータ参照）

## 第3章 ポートフォリオへの影響

プライベート・クレジットの資産クラスとしての成熟によって、投資家は伝統的な資産（投資適格債やハイールド債など）とオルタナティブ資産（ABF、不動産、CLOなど）から成るポートフォリオを構築するための選択肢が拡大している。

パブリック市場とプライベート市場の融合には、新たな投資戦略の再構築が必要とされる。これには、株式とクレジットの両方を含めたパブリック資産とプライベート資産との相関関係についての詳細な分析、定期的な流動性ストレステストの実施、アナリストチーム間の連携強化、投資方針におけるパブリック資産とプライベート資産の境界を柔軟に見直すことにより自由度の高い運用を可能にすることなどが含まれるだろう<sup>23</sup>。一方、広範な産業にとってプライベート・クレジットが重要な資金調達源となりつつある中、投資家は、セクター、流動性プロファイル、および広範な地域にわたる非常に分散されたポートフォリオを構築するために、パブリック資産とプライベート資産を組み合わせた投資を行う必要があると思われる。

### 総合的なポートフォリオ構築

プライベート資産の存在感が高まる中、投資家はリスクと流動性を包括的に管理する総合的なポートフォリオ構築を求められるようになる。

保険会社を例に考えてみると、保険負債は長期的な資本源であり、プライベート・クレジットとの相性が良い一方で、負債に適した資産を選ぶことが極めて重要である。保険投資戦略においては、「資産と負債の総合管理（ALM）」の原則を順守することで、戦略的な資産配分の適切な設計と運用、およびモニタリングの実施が可能になる。ABFを含むプライベート資産は、一般的に期間が短く、変動金利であることが多いという特徴がある。

プライベート ABF は、追加的な利回りの源泉となり得るだけでなく、スプレッドによるアルファ創出の可能性もある。一方、流動性が高く、期間の長い資産への配分を組み合わせることで、ALMリスクを軽減することが可能であろう。プライベート ABF 戦略は構造的な資産保護の恩恵を受けるが、その一方で信用リスクを早期に察知するための強固なモニタリング体制も重要である<sup>24</sup>。

### 新たなクレジット環境における戦略

ABFの裏付資産は、伝統的な債券のポートフォリオと比較して、実質的な分散効果をもたらす。プライベートABFに資産配分することで、投資家はセクターや地域による分散をポートフォリオに取り入れ、集中リスクを低減させることができるだろう。

23. PGIMが2022年に発行した「プライベート市場における新たな潮流」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-megatrends-new-dynamics-of-private-market>（2025年4月にデータ参照）

24. PGIMマルチ・アセット・ソリューションズが2025年1月16日に発行した「新たな市場の潮流：保険とプライベート市場の接点を検証する」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/2025-best-ideas/multiasset-solution>（2025年4月にデータ参照）

また、格付を有するフィーダーファンドやCLOを通じたダイレクト・レンディング戦略も大きな利回りを獲得できるダイナミックなアプローチであり、保険会社にとっては規制上の資本要件を最適化するものである。ポートフォリオの全体的なボラティリティを低減しつつ上乗せ利回りによるリターンを追求する投資家は、ミドルマーケットからラージキャップにわたる多様なクレジット投資の機会を見出すことができる。運用会社がクレジットの組成、引受、証券化の能力を統合させるにつれ、プライベート・ミドルマーケット分野にエクスポージャーを持つCLOの登場は、投資家が資本効率の高い構造化された方法でダイレクト・レンディング資産に投資を行う新たな手段を提供している。

分析的なポートフォリオ・モデルは、流動性を適切に管理し、プライベート・クレジットへの適切な配分を決定する上で、大学基金や年金基金、その他の機関投資家に恩恵をもたらす。このフレームワークは、パブリック市場およびプライベート市場への資産配分、プライベート資産に関する過去のコミットメント、将来に向けたコミットメント戦略、固有の流動性ニーズなどの要素を考慮することができる。こうしたアプローチにより、投資家は、ストレステストやシナリオ分析を通じて、潜在的な流動性リスクを特定することができる<sup>25</sup>。例えば、証券化商品やプライベート資産の組成など、多様なパブリック資産およびプライベート資産を活用するクレジット戦略は、利回りの向上を図りつつも年金支払いに必要な十分な流動性を維持し

たいと考えている大規模な年金基金に恩恵をもたらす可能性がある。

## 確定拠出年金におけるプライベート・クレジットの可能性

中期的には、プライベート・クレジットと確定拠出年金（DC）プランを組み合わせることが、退職後の資産形成における次の進化を促すかもしれない。FRBによれば、巨額の資金を運用している米国のDCプラン（その大部分をパブリック資産に投資）の2024年10-12月期時点の総資産は、約11.87兆米ドルに達している<sup>26</sup>。

プライベート・クレジットは、既存の債券によるポートフォリオを分散化できることから、DCにも適している可能性がある。DCプランのスポンサーは、プライベート不動産とABFが提供する分散効果の恩恵を受けられる可能性がある退職者のためのソリューションを構築する初期段階にある。PGIM DCソリューションズによる「2025年確定拠出年金の状況調査」によると、総資産が1億米ドルを超えるDCプランの過半数（56%）が、ターゲット・デート・ファンド（予め設定した年をゴールとして、時間の経過に応じて資産配分を調整するファンド）にプライベート・クレジットを組み入れることで、長期的なパフォーマンスが向上すると回答している<sup>27</sup> DCプランにおいてプライベート・ファンドを利用可能にするため、日次でのバリュエーション評価とファンド内での流動性確保が一般的な要件となっている。

## 結論

パブリック資産とプライベート資産がこれまでの枠を超えて両者が相互作用するようになるにつれ、投資家はリスクとリターンの目標を達成できる分散されたポートフォリオの構築方法について再考する必要が生じている。あらゆる投資家は、もはやパブリック資産かプライベート資産のどちらかを選択するだけにとどまっていない。プライベート・クレジットが資産クラスとして成熟し続ける中、運用会社や投資家は変化に対応する敏捷性を持つ必要がある。融合が進むクレジット市場に適応し、新たな機会を特定し、柔軟な投資およびリスク管理戦略を採用できれば、長期的な成功を収めることができるだろう。競争が激化する中、信用リスク、法的リスク、規制リスク、オペレーショナル・リスクをどれだけ適切に評価し、これらを堅牢なテクノロジー・プラットフォームやビッグデータと組み合わせることができるかによって勝者と敗者が決定するかもしれない。

25. PGIMが2022年に発行した「プライベート市場における新たな潮流」を参照。 <https://www.pgim.com/pgim-japan/insights/pgim-megatrends-new-dynamics-of-private-market>（2025年4月にデータ参照）
26. 米連邦準備制度理事会のFREDデータベース” Defined Contribution Pension Funds; Total Financial Assets, Level”を参照。 <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL594090055Q>（2025年4月にデータ参照）
27. PGIM DCソリューションズが2025年に実施した「2025年確定拠出年金の状況調査」による。

## クレジット資産の多様化

投資アイデア	理由	クレジット戦略
低いレバレッジでより高い上乗せ利回りを獲得	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ダイレクト・レンディングの投資家は、ノン・スポンサード市場においてプライベート・エクイティ投資を通じて手の届きにくい取引にアクセスできる可能性があり、これによって大きな分散効果が期待できる。</li> <li>• ミドルマーケット規模の企業へのアクセスにより、より有利なリターン水準および貸し付け条件の設定、個別案件ごとに対応したユニークな案件組成プロセスを通じた一層の分散効果を得ることが可能となる。</li> </ul>	ミドルマーケットおよびノン・スポンサード企業向けダイレクト・レンディング
ハイールド債およびシンジケートローンで構成されるポートフォリオを分散化する	<ul style="list-style-type: none"> <li>• プライベート・クレジットは、リスクおよび流動性プレミアムと引き換えに、より低いボラティリティを提供する可能性がある。</li> <li>• 資金調達手段としてプライベート・クレジットを活用する大企業（ラージキャップに分類される企業）は増加しており、これらの企業は底堅い成長性と安定した利益率の伸びを示している。</li> </ul>	ラージキャップ・プライベート・クレジット
市場下落の影響の緩和効果（ダウンサイド・プロテクション）を備えた不動産デットを追加	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 様々な不動産タイプを擁するプライベート不動産デット市場の拡大は、不動産価格が景気サイクルの底値付近にある中、資金を振り向ける機会を模索している投資家にとって新たな選択肢となり得る。</li> <li>• データセンターは資金調達ニーズが高まり続けており、投資機会も拡大している。</li> </ul>	プライベート不動産デット
不確実な市場の中で信頼性の高いキャッシュフローを提供	<ul style="list-style-type: none"> <li>• サプライチェーンの再編とグローバルな貿易の流れが、プライベート・インフラファンドの借入需要を支えている。</li> <li>• インフラ投資は、長期運用かつ分散効果が得られることに加え、安定的で信頼性の高いキャッシュフローを生み出すことができるため、機関投資家にとって注目に値する選択肢となり得る。</li> </ul>	インフラデット
相対価値と分散効果の追加	<ul style="list-style-type: none"> <li>• クレジットカード、住宅ローン、航空機リースなど多岐にわたる資産を対象とするABFは、様々なセクター、信用の質、リスク特性の異なる多様な投資機会を提供する。ABFを通じ、他の債券資産と比較して、相対価値と分散効果をポートフォリオに加えることが可能となる。</li> <li>• 貸出競争が激化する中、投資家はボトムアップの視点を持ち、テクノロジーとビッグデータを活用してリスクを評価する必要がある。</li> </ul>	ABF（アセット・ベースド・ファイナンス）

## ポートフォリオへの影響

### 総合的なポートフォリオ構築

- クレジット市場の融合によって、投資家が伝統的な資産とオルタナティブ資産への配分を組み合わせたポートフォリオを構築するための選択肢は拡大している。投資家は総合的にクレジット市場を捉え、パブリック資産とプライベート資産の相互作用を理解することで、機会とリスクを適切に評価することができるだろう。
- 広範な産業にとってプライベート・クレジットが重要な資金調達手段となりつつある中、投資家は分散されたポートフォリオを構築するために、パブリック資産とプライベート資産を組み合わせた投資を行う必要があるだろう。
- この新しい環境下において投資責任者は、パブリック資産とプライベート資産との相関関係に関する詳細な分析、流動性のストレステスト、投資方針における柔軟性の確保などについて検討すべきである。
- 保険負債はプライベート・クレジットに最適な長期的な資金源であり、「資産と負債の総合管理（ALM）」の原則を順守することで、戦略的な資産配分の適切な設計と運用、およびモニタリングの実施が可能になる。

### 新たな環境に向けた戦略

- ABFの裏付資産は、伝統的な債券のポートフォリオと比較して大きな分散効果をもたらし、集中リスクを軽減することができる。
- 格付を有するフィーダーファンドやCLOを通じたダイレクト・レンディング戦略は、高い利回りを獲得しつつ、保険会社にとっては規制上の資本要件の最適化にもつながるダイナミックなアプローチである。
- ミドルマーケットからラージキャップにわたるプライベート・クレジット投資は、ポートフォリオのボラティリティを低下させるとともに、伝統的な債券投資と比較して上乘せ利回りによるリターンを生み出す可能性がある。

### 確定拠出年金における プライベート・クレジットの可能性

- プライベート・クレジットと確定拠出年金（DC）プランを組み合わせることが、退職後の資産形成における次の進化を促すかもしれない。プライベート不動産ファンドは、DC分野に早くから参入している。
- 米国のDCプランは、約11.9兆米ドルの巨額の資金を運用しており、その大部分をパブリック資産に投資している。
- DCプランにおいてプライベート・ファンドを利用可能にするためには、日次でのバリュエーション評価とファンド内での流動性確保が一般的な要件となっている。

## 留意事項 1

当レポートは、機関投資家およびコンサルタントの方々を対象として作成されたものです。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**。本稿は、プルデンシャル・フィナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用事業で米国証券取引委員会への登録投資顧問会社であるPGIMインク、およびその関連会社の名のもとに提供されるものです。登録投資顧問会社としての登録は、一定水準のスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418)欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. によって情報が提供されます。PGIMネーデルラント B.V.の登記上の所在地は以下の通りです：Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, The Netherlands。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可(登録番号：15003620)を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って情報が提供されます。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。イタリアでは、CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) によりイタリアでの認可を受けたPGIMリミテッドによって情報が提供されます。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社(以下「PGIMジャパン」)およびPGIMリアルエステート・ジャパン株式会社(以下「PGIMリアルエステート・ジャパン」)によって情報が提供されます。PGIMジャパンは、金融庁によって認可された金融商品取引業者として日本国内で様々な投資運用サービスを提供しています。PGIMリアルエステート・ジャパンは、関東財務局に登録された日本の不動産資産運用会社です。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。シンガポールでは、シンガポール金融管理局 (MAS) より認可を受け、CMSライセンスのもとで資産運用を行うPGIM (シンガポール) Pte.Ltd.および適用を受けたフィナンシャル・アドバイザーが情報を提供しています。これらの資料は、2021年SFAの304条に従って「機関投資家」向けに一般的な情報として、また、SFA第289章305条に従って「適格投資家」その他の関連する投資家に対し、PGIMシンガポールにより提供されます。韓国では、韓国の適格機関投資家に対して、国境を越えて投資一任管理サービスを直接提供する免許を有するPGIMインクが情報を提供しています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているわけではありません。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。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なく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。本資料に記載されている予測や見通しは、本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更されることがあります。実際のデータは様々であり、本資料に反映されない場合もあります。予測や見通しには大きな不確実性が伴い、よって、どのような予測や見通しであっても、単に多くの可能性の1つの代表的な例に過ぎません。予測や見通しは特定の前条件に基づくものであり、経済や市場環境の変化に応じて大きく変化する可能性があります。PGIMは、いかなる予測または見通しに対しても、それを更新または変更する義務を負っていません。

利益相反：PGIMおよびその関係会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMおよびその関係会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMの関係会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。

© 2025 PFI and its related entities. 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係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。

## 留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“THE CONVERGENCE OF PUBLIC AND PRIVATE CREDIT”をPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIM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たものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、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。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

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。

本資料で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示を目的としたものであり、推奨ならびにこれらに係る将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

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。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会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。

PGIMジャパン株式会社は、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、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

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：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP119953  
4612258\_20250626





**THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE™**