



## Market Matters

# コロナ後の世界 プライベート・ クレジットの役割



**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)  
投資ストラテジスト



**ロベルタス・スタンシカス**

アライアンス・バーンスタイン・  
エル・ピー (米国)  
シニア・リサーチ・アソシエイト

ここ数十年の間続いている、プライベート・アセットへのアロケーションを増やす動きは今も続いていますし、むしろその動きは強くなっています。今後のインフレ対策や分散投資先を考える上で、その役割はますます拡大すると考えます。

アセット・アロケーションにおいて、プライベート・アセットを単体で検討することは難しいと言えます。マクロ的な背景を考える必要があるからです。コロナ後において、アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) は新たなマクロ的均衡の変化により、資産配分を見直す必要があると考えています。



ABは、この新しい均衡により、プライベート・アセット、特にクレジットに対する需要が高まると考える。

### コロナ後の新たな均衡の特徴：

インフレ率はコロナ前のトレンドを上回って推移しており、購買力を維持しようとする投資家にとってのバーは上がっている

一方で、グローバル経済は過去十数年と比較して今後低成長となり、脱グローバル化や生産年齢人口の減少による人手不足などにより、企業の収益性への圧力が強まる可能性がある

債券は、2022年に経験したとおり、これまでのような効果的な分散先ではなくなっている

## 与信市場において、銀行からプライベート・クレジット等の貸し手へ役割が拡大

与信市場において供給サイドの変化が生じています。これまで伝統的な与信機関である銀行は、資本規制などの影響を受け、民間企業への貸出において抑制的である一方、旺盛な借入需要に対してはプライベート・クレジット等の貸し手の役割が拡大しています。また、需要サイドにおいても、ここ近年、投資家からの引き合いが強く、与信市場において新たな均衡が生まれています。

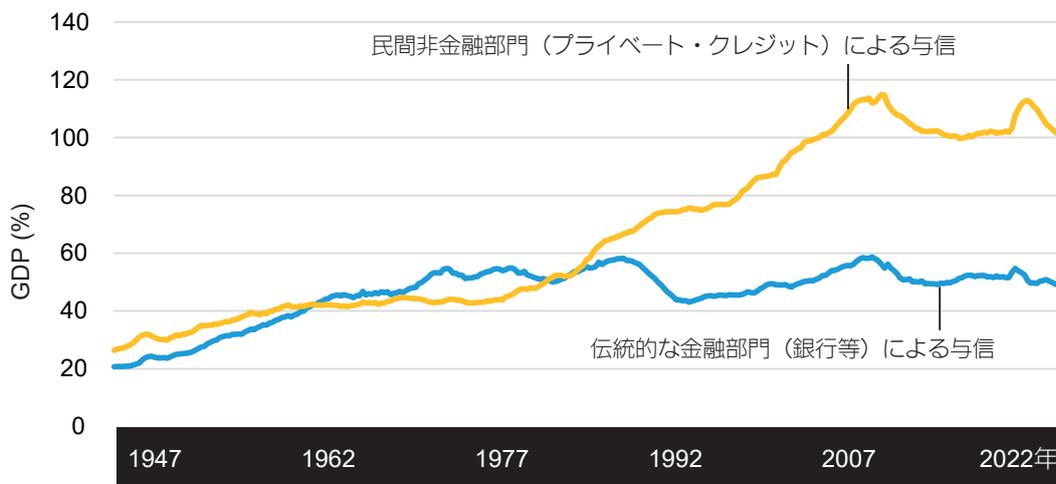
こうした環境下、このような構造的なシフトは継続すると思われる、プライベート市場においては今後数年にわたる追い風が吹くと予想されます。

米国では、1980年代半ばにプライベート・クレジットによる貸出の割合が銀行による貸出を上回りました。それ以来、対国内総生産（GDP）比における貸出の純増はおおむねプライベート・クレジットによるものとなっています（図表）。

プライベート・クレジット等の貸し手は、このような潮流に基づき、健全な成長を遂げています。投資家サイドも長期投資を志向する中、プライベート・クレジットは、借り手のニーズに対してもカスタマイズするなど柔軟なソリューションを提供し、コベナンツ（融資条件）においても強力に保護するなど、その役割は拡大しています。

しかし、今後、経済成長の鈍化はデフォルト・リスクが増大する可能性をはらんでいることに加え、継続的な資金流入により非流動性プレミアムが縮小するという循環的な懸念があることをABは十分認識しています。とはいえ、長期的な投資家のニーズを考慮すれば、プライベート・クレジットの役割は不可逆的に拡大の一途をたどると予想しています。

【図表】信用創造はプライベート・クレジットがけん引している



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。

2024年3月31日現在 | 出所: BIS、AB



民間ローンの利回りは、過去の水準から見れば魅力的

### 変動金利によるインフレ・ヘッジ

通常の貸付と異なり、プライベート・クレジットによる貸付は変動金利を採用

これは、期待リターンが金利とともに低下する可能性があることも意味しますが、長期的には、将来の予期せぬインフレに対するヘッジを提供するものであり、現在のマクロ環境では非常に魅力的なヘッジ手段であると考えられます。プライベート・ローンの利回りは過去の水準から見ても非常に魅力的で、クリフウォーターによると、ダイレクト・ローンの利回りは12%程度となっています（2024年9月26日現在）。

## リターン源泉の多様化が進む

債券が、過去十数年前のように株式との関係において、効果的な分散先として機能しにくくなっている昨今、プライベート・アセットはある種の新しい分散先として注目されています。しかし、その前に分散を適切に定義することが重要です。

分散投資としての債券がその役割を効果的に果たせなくなれば、さらなる分散先を検討することが重要になります。プライベート・アセットはその一助となると AB では考えます。しかし、プライベート・アセットが時価評価されないことから生じる分散効果は、見せかけの分散でしかありません。プライベート・アセットの真の分散効果とは、上場市場等では入手できないリターンを得ることで、リターン源泉を分散することが可能となることです。例えば、不動産やグリーン・インフラストラクチャー、その他リアル・アセットなどは、上場市場だけではこのようなエクスポージャーを得ることは困難であるか、時には不可能な場合もあるのです。



## 新たな資産配分先としてのプライベート・クレジットを検討すべき

### プライベート・エクイティか、プライベート・デットか？

**過去 20 年間、投資家からのプライベート市場への資金流入のほとんどはプライベート・エクイティに向かいました。これまでリターンは良好なものであった思われますが、今後は、やや慎重にみるべきかと考えます。**

過去、プライベート・エクイティの主な強みは、魅力的な評価倍率で企業を買収できることでしたが、今日ではかなり様相が変わっています。プレキンによると、パイアウト対象企業のグローバル企業価値対 EBITDA\* 倍率の中央値は、1990 年代後半から 2000 年代前半には 6 倍未満でしたが、2022 年には 11.4 倍まで上昇しています。

プライベート・エクイティはレバレッジに大きく依存してきましたが、“ベース金利が低い”という過去数年にわたる有利な環境は終焉を迎えました。エントリー時点で既に高い評価倍率と負債コストの上昇は、将来のパフォーマンスの足かせとなると思われます。

また、プレキンによると、ドライパウダー（未投資の待機資金）は毎年積みあがっており過去最高を更新し続けています。2023 年 9 月末には約 2 兆 8,000 億米ドルに達しています。これだけの資本が限られた数の投資先を探しているため、競争は激化していると言わざるを得ません。

一方、プライベート・クレジットも近年急成長しているとはいえ、機関投資家のポートフォリオに占める割合ははるかに小さく、依然、成長余地の高い資産クラスと言えます。したがって、両資産クラスにおける非流動性プレミアムは、後者の方が魅力的と言えます。プライベート・エクイティは今後も投資家のプライベート・アセットの中で重要な投資先の一部であり続けると思われますが、新たなアロケーション先としては、プライベート・クレジットにより大きな資金が振り向けられると AB では考えています。

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。

\*利払い前、税引き前、償却前利益

2024年3月30日現在。出所：プレキン、AB



当資料は、2024年10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

