

# プライベート・クレジットへの資産配分ーレバレッジド・ローンおよびハイイールド債との比較

Anand Datar  
Senior Portfolio Specialist

ここ数年、プライベート・クレジットの運用資産が増加し、投資家の関心と注目が高まっています。運用資産の増加は投資家の強い投資意欲を物語っていますが、プライベート・クレジットは流動性が低く、本質的に不透明な性質を持っているため、レバレッジド・ローンやハイイールド債といったパブリック・クレジットのオルタナティブ商品との比較を難しくしています。この3つのカテゴリーは、借り手側のファンダメンタルズに関して類似した特徴を示していますが、シナリオによって顕著な違いやパフォーマンスのばらつきが見られます。本稿では、ハイイールド債やレバレッジド・ローンと比較した場合のプライベート・クレジットの特徴、パフォーマンス、ポートフォリオ内の資産配分に焦点を当て、これらが投資家の資産配分の決定にどのように反映されるかを考察します。

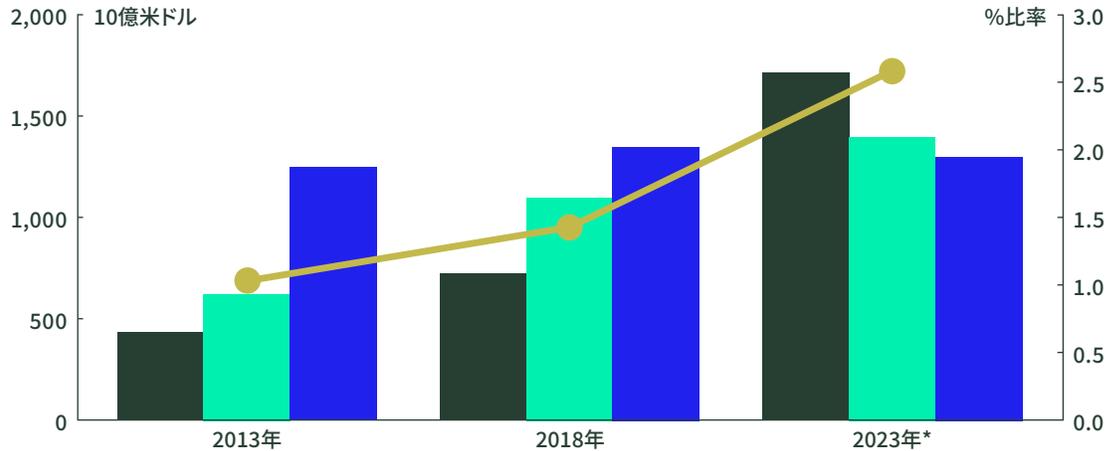
プライベート・クレジットは通常、投資家のポートフォリオにおいてオルタナティブ投資配分の一部を構成する一方、ハイイールド債とレバレッジド・ローンは一般的な債券投資配分の一部となっています。しかし、これら3つのカテゴリー間のトータルリターンの高い相関性は、クレジットへの感応度や循環性など、基礎となるクレジット・エクスポージャーの類似性を浮き彫りにしています。プライベート・クレジットは通常、中・小規模の借り手に焦点を合わせていますが、シンジケート・ローンやハイイールド債における借り手も、クレジット市場の最下層に位置する傾向にあります。プライベート・クレジットでは、投資適格企業への貸し出しはまだ比較的初期段階にあるものの、借り手の平均的な規模は大きくなりつつあります。

## パブリック・クレジットと比較したプライベート・クレジットの発展

投資データ会社であるPreqinのデータによると、プライベート・クレジットの運用資産残高は、過去10年間で年率約16%のペースで増加し、2023年第2四半期末には1兆7,000億米ドルを超えました。これは、パブリック・クレジット市場の年率5%という伸びをはるかに上回っています。絶対額では、パブリック・クレジット市場全体(66兆3,000億米ドル)に対するプライベート・クレジット市場の比率は、10年前の1%から上昇したとはいえ、まだわずか(2.6%)にすぎません。しかし、今日のプライベート・クレジット市場の規模は、レバレッジド・ローン市場や米国のハイイールド債市場に匹敵するものになっています。

図表 1  
プライベート・クレジット市場の発展—パブリック市場に対する比率

■ プライベート・クレジット運用資産残高  
■ レバレッジド・ローン残高(米国)  
■ ハイイールド債残高(米国)  
■ プライベート・クレジットのパブリック・クレジットに対する運用資産残高の比率(右軸)



出所：国際決済銀行 (BIS)、Preqin、米国証券業金融市場協会 (SIFMA)、国際通貨基金 (IMF)。\*2023年6月時点。

プライベート・クレジット戦略は、ダイレクト・レンディングからディストレスト、メザニン、ベンチャー、オポチュニスティックへと広がりし、セクターごとの専門化も進んでいます。ダイレクト・レンディングとはミドル・マーケット企業(年間売上高が5,000万~10億米ドルの企業)に対してプライベート資産運用会社がコーポレート・ローンを実行することを主に指し、依然として最大かつ最も保守的なプライベート・クレジットのサブセグメントとなっています。

2008年の世界金融危機を受け、ドッド・フランク法によって、商業銀行によるミドル・マーケット企業への融資を制限する新たな規制が導入されて以降、プライベート・クレジット・ダイレクト・レンディングは資産カテゴリーとして大きく成長しました。米連邦準備制度理事会(FRB)や米連邦預金保険公社(FDIC)などの規制当局による、レバレッジを効かせた資金調達活動(レバレッジの許容限度額、与信集中、システム、監督、コンプライアンスなど)に関する引受ガイドラインも、プライベート・クレジットの成長に弾みをつけました。借り手にとってのプライベート・クレジット市場の大きな魅力は、カスタマイズされた条件でのより効率的な資本へのアクセスだけでなく、プライベート市場業界内で提供されるネットワーキングの機会です。これとは対照的に、パブリック市場におけるローンや債券のシンジケーション・プロセスは比較的複雑で、カスタマイズが難しいと言えます。注目すべき点としては、伝統的なレバレッジド・ローンの借り手(レバレッジド・バイアウトの借り手を含む)が、シンジケート・ローン市場ではなく、プライベート・クレジット市場を利用する割合が増えていることがあります。

## 主な特徴と最近のパフォーマンスの比較

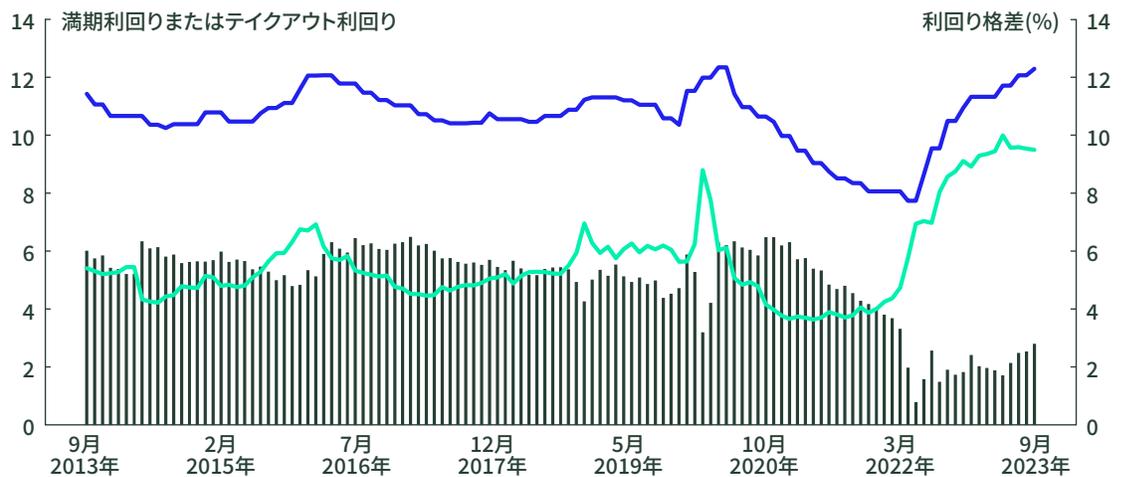
アセット・アロケーション担当者の観点から見ると、固定金利のクーポンを提供するハイイールド債とは対照的に、プライベート・クレジットとレバレッジド・ローンはいずれも、有担保翌日物調達金利(SOFR)といった短期金利に連動する変動金利のインカム収益源へのアクセスを提供します。プライベート・クレジット・ダイレクト・レンディングのほとんどは、一般的に満期が5~7年です。これはレバレッジド・ローンと同様ですが、ほとんどの場合、これらは実際の満期日よりかなり前に借り換えが行われます。これに対し、米国のハイイールド債市場の平均満期は約4.9年で、修正デュレーションは3.5年です。プライベート・クレジット

ト・ダイレクト・レンディングが2005年に始まって以来、貸倒率は1.03%で、レバレッジド・ローン(0.92%)とほぼ同じ水準ですが、ハイイールド債(1.49%)よりは低くなっています。注目すべき点として、ディストレスト、メザニン、ベンチャーといったプライベート・クレジットのサブ戦略のリスク、リターン、その他の特性は、本稿で焦点を当てるダイレクト・レンディングのカテゴリーと比較して、大きく異なる可能性があります。

プライベート・クレジットのファンド構造は流動性が低い(すなわち、取引所に上場されておらず、一般的に流通市場で取引されていない)ため、プライベート・クレジット投資家は通常、リスクを引き受けるためにより大きな「非流動性プレミアム」を要求することになります。過去10年間、プライベート・クレジットはレバレッジド・ローンに対して平均5%、ハイイールド債に対しては平均3.8%のイールド・プレミアムを提供してきたと推定されます。しかし、ここ数年のパブリック債券市場における利回りの大幅な上昇とプライベート・クレジット市場へ大量の資金が流入したことにより、2023年9月のイールド・プレミアムはそれぞれ2.3%、2.8%まで縮小しています(3つのカテゴリーにおける入手可能な最新データに基づいています。図表2および図表3を参照)。Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン100指数の満期利回りが9.5%、ICE BofA米国ハイイールド債指数の最低利回りが8.9%であるのに対し、プライベート・クレジットの3年物テイクアウト利回りは11.76%(2023年9月時点のCliffwaterダイレクト・レンディング指数)でした。

図表2  
プライベート・クレジット・ダイレクト・レンディングのレバレッジド・ローンに対するイールド・プレミアム

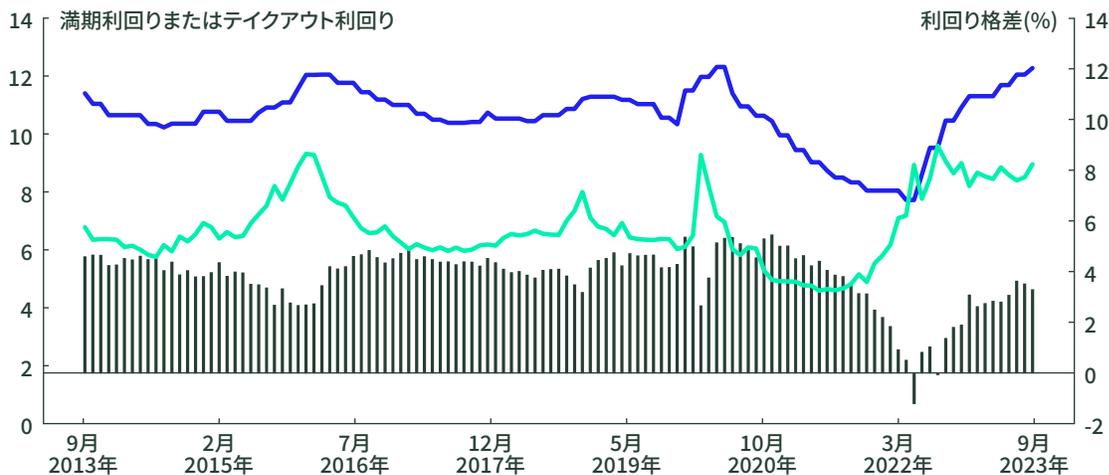
- プライベート・クレジットのレバレッジド・ローンに対する推定イールド・プレミアム
- レバレッジド・ローンの利回り(モーニングスターLSTA米国100指数)
- プライベート・クレジットの推定利回り(Cliffwaterダイレクト・レンディング指数)



出所: Cliffwater、モーニングスター、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ。データは2023年9月時点。イールド・プレミアムは、Cliffwaterダイレクト・レンディング指数の3年物テイクアウト利回りとMorningstar LSTA米国レバレッジド・ローン100指数の満期利回りの利回り格差として推計。

図表3  
プライベート・クレジット  
・ダイレクト・レンディ  
ングのハイイールド債  
に対するイールド・プレ  
ミアム

- プライベート・クレジットのハイイールド債に対する推定イールド・プレミアム
- ハイイールド債 (ICE BofA 米国ハイイールド債指数) の利回り
- プライベート・クレジットの推定利回り (Cliffwaterダイレクト・レンディング指数)



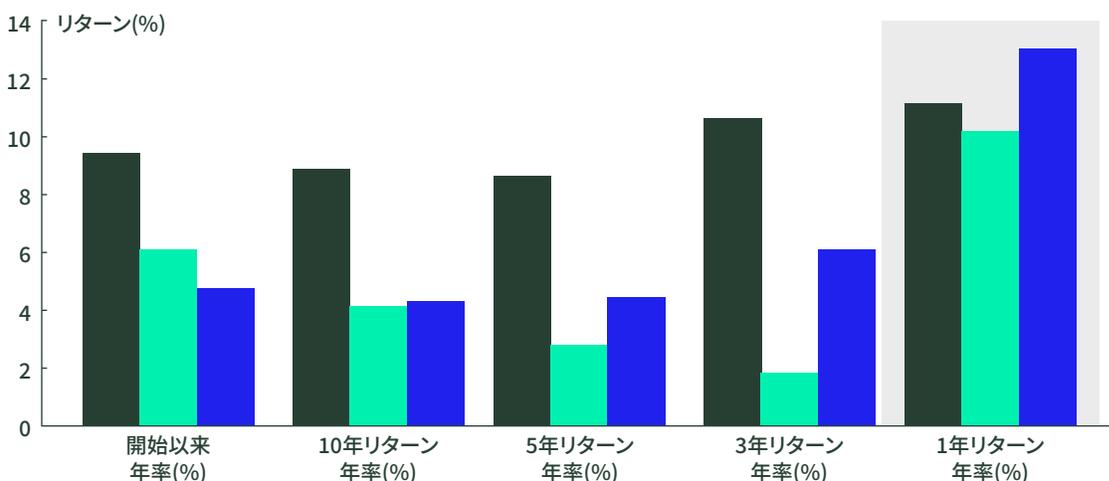
出所：Cliffwater、バンク・オブ・アメリカ、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ。データは2023年9月時点。イールド・プレミアムは、Cliffwaterダイレクト・レンディング指数の3年物テイクアウト利回りとICE BofA米国ハイイールド債指数（修正デュレーションは3.6年）の満期利回りの利回り格差として推計。

## 最近のパフォーマンス とクレジット・サイクル におけるパフォーマンス

パブリック市場の利回りが2022年初めまで過去最低水準近くで推移する中、プライベート・クレジット（ダイレクト・レンディング）は、2023年9月までの3年間および5年間で、レバレッジド・ローンやハイイールド債に対し、過去の平均と比較して魅力的な超過リターンを創出しました（図表4を参照）。これらの超過リターンは、ベンチマーク利回りの上昇とデュレーションの影響によって大きな逆風に直面したハイイールド債に比べ、きわめて高いものでした。しかし、前記のとおり、プライベート・クレジットのイールド・プレミアムが縮小したことにより、3つのカテゴリー間のパフォーマンス格差は過去1年間で縮小しました。現在では、ベンチマーク金利の上昇により、3つのカテゴリーすべてで将来リターンの見通しが改善していることを指摘しておきます。

図表4  
トータルリターンの比  
較（2004年9月～2023  
年9月）

- プライベート・クレジット（米国ダイレクト・レンディング）
- 米国ハイイールド債
- 米国レバレッジド・ローン



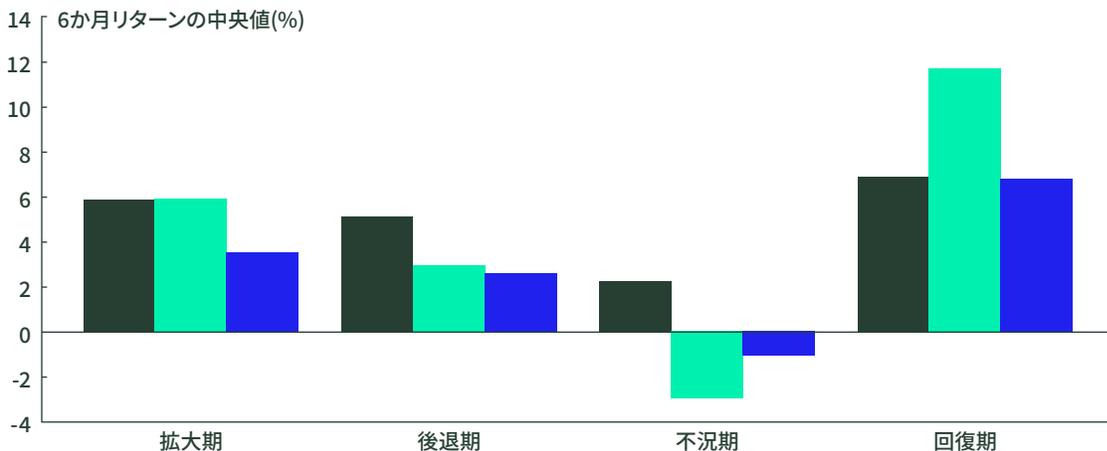
出所：プライベート・クレジット、米国のハイイールド債、レバレッジド・ローンのトータルリターンは、それぞれCliffwaterダイレクト・レンディング指数、ICE BofA米国ハイイールド債指数、Morningstar LSTA米国レバレッジド・ローン指数のトータルリターンとして計測。データは2023年9月時点。指数のリターンは、キャピタル・ゲイン（ロス）、インカム、配当の再投資を反映しています。指数そのものは運用されておらず、リターンに手数料や費用は反映されていません。1年を超えるリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成果を示す信頼できる指標ではありません。

## クレジット・サイクルの 主要な局面におけるパ フォーマンス

投資家が考慮すべき重要な要素は、クレジット・サイクルの主な局面、すなわち拡大期、後退期、不況期、回復期における3つのカテゴリーの相対パフォーマンスです。クレジット・サイクルがどの局面にあるのかを特定するのは困難であるため、ニューヨーク連邦準備銀行の社債市場ディストレス指数 (CMDI、社債市場の機能に関する包括的かつ統一的な指標) の動きを基に分析しました。どの局面にあるかは、同指数のその時点の位置と、四半期ベースの方向性のトレンドに基づいて特定されます。

図表 5  
クレジット・サイクルの  
各局面における典型的  
なリターン (2004年9月  
～2023年9月)

■ プライベート・クレジット  
(米国ダイレクト・レンディ  
ング) 指数 (CDLI)  
■ 米国ハイイールド債指数  
(H0A0)  
■ 米国レバレッジド・ローン  
指数 (SPBDAL)



出所：ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、Cliffwater (CDLI)、バンク・オブ・アメリカ (H0A0)、モーニングスター (SPBDAL)。データは2023年9月30日時点。指数のリターンは、キャピタル・ゲイン (ロス)、インカム、配当の再投資を反映しています。指数そのものは運用されておらず、リターンに手数料や費用は反映されていません。過去のパフォーマンスは将来の成果を示す信頼できる指標ではありません。

クレジット・サイクルの拡大局面、すなわち通常は良好なクレジット環境では、通常、3つのカテゴリー間におけるパフォーマンスのばらつきはほとんど見られません。しかし、クレジットの後退局面に向かうと、レバレッジド・ローンとハイイールド債は、通常、プライベート・クレジット市場よりも迅速にクレジット・サイクルの悪化を織り込むため、パフォーマンスのばらつきが大きくなります。

クレジット・サイクルの不況局面になると、一般的に、クレジット損失が増大するため、3つのカテゴリーすべての絶対パフォーマンスが悪化します。2008年の世界金融危機では、米国ハイイールド債指数のクレジット損失が6.59%まで上昇しました (デフォルト率は10%超、回収率は36%)。同じ期間、レバレッジド・ローンのクレジット損失は4.99%でした (デフォルト率は12.8%であったものの回収率は61%と相対的に良好)。プライベート・クレジット・ダイレクト・レンディングのクレジット損失は6.9%で、ハイイールド債と同程度でしたが、当初のイールド・プレミアムが高水準であったため、パフォーマンスは相対的に良好でした。

不況局面を脱して回復局面に入ると、固定金利というクーポンの性質のため、ハイイールド債が大幅にアウトパフォームします。このような局面の特徴として、通常、国債市場の上昇と、クレジット・ファンダメンタルズの改善によるクレジット・スプレッドの縮小が挙げられます。注目すべき点として、このような局面では、ハイイールド債やレバレッジド・ローンはプライベート・クレジット市場よりも早く回復を織り込むため、プライベート・クレジットは大幅にアンダーパフォームする傾向にあります。

---

## 3つの資産カテゴリー がポートフォリオに示 唆するもの

ポートフォリオの観点から見ると、ハイイールド債は3つの資産カテゴリーの中で最も流動性が高く、次がレバレッジド・ローンとなっており、いずれも日次ベースで価格が決まります。プライベート・クレジットは通常、四半期ベースで価格が評価され、パブリック市場で取引されるハイイールド債やレバレッジド・ローンに比べ、価格の調整は緩やかです。こうした価格を評価する頻度の違いにより、ハイイールド債やレバレッジド・ローンは、四半期リターン標準偏差として測定されるボラティリティの水準が相対的に高くなる可能性があります。注目すべき点として、プライベート・クレジット投資商品は、多くの場合、有期限のクロズド・エンド型投資ビークルとして組成され、通常、募集期間後の解約は認められていません。オープンエンド型や期限を定めないエバーグリーン型ファンドの組成も徐々に導入されつつありますが、これらは通常、償還基準やゲートプロテクション(資金引き出しの制限)があるため、より戦略的な性格を強く持っており、戦術的な資産配分調整には適していません。ポートフォリオの流動性の観点から見ると、これら3つのカテゴリーは互いに補完し合い、投資家の資産配分を最適化するために利用できると考えられます。プライベート・クレジットの運用会社が投資家に対し、投資家がコミットした未済出資分の拠出を求めるキャピタル・コールのタイミングは不確定であるため(キャピタル・コールの中には数四半期または数年かかるものもあります)、投資家は、ハイイールド債やレバレッジド・ローンの優れた流動性プロファイルと容易なアクセスを活用することにより、このセグメントの戦術的なリスクに留意しながら、コミット済みだがまだキャピタル・コールされていない資本を使って、投資適格未満の資産へのエクスポージャーを暫定的に得ることが可能になります。

---

## 結論

プライベート・クレジットに付与される大きなイールド・プレミアムは、もはや資産配分における主たる要因ではないため、投資家は投資適格未満の資産への資産配分を決定する際に、レバレッジド・ローンやハイイールド債が提供する優れた流動性、効率性、柔軟性(戦術的な資産配分との適合性)と、プライベート・クレジットが提供するカスタマイズされたエクスポージャーおよび戦略的な本性との間でバランスを取る必要があります。

プライベート・クレジットが提供するイールド・プレミアムはポートフォリオのリターン向上に役立つ一方、イールド・プレミアムはここ数年で大幅に縮小しています。戦術的な資産配分の観点から見ると、この資産カテゴリーは、特に市場が大きく混乱する局面では、機動的に資本を投入するための流動性と柔軟性に欠けています。プライベート・クレジット資産運用会社のパフォーマンスのばらつきはきわめて大きく、期待リターンを生み出す上で、資産運用会社の選定とデューデリジェンスがいかに重要であるかを浮き彫りにしています。さらに、プライベート・クレジットに関する戦略や専門性が多様化していることは、投資家が戦略的な資産配分を決定する際に、ポートフォリオのエクスポージャーを微調整する必要があることを意味しています。

それとは対照的に、ハイイールド債とレバレッジド・ローンは、投資家が戦術的な資産配分の変更を行う際に必要な流動性と柔軟性を備えており、投資適格未満のクレジット・セクターへの全体的なエクスポージャーを効果的かつ迅速に調整することが可能になります。このことは、市場が大きく混乱する時期には特に重要です。現在は金利が上昇し、リスク・プレミアムが正常化しており、ハイイールド債とレバレッジド・ローンのトータルリターンの改善が示唆されるため、これらの資産カテゴリーは、プライベート・クレジットと同様に、戦略的な資産配分の対象として検討する価値があります。ハイイールド債とレバレッジド・ローンへの指数連動型アプローチは、これらの投資適格未満のカテゴリーへの幅広いエクスポージャーを獲得し、これらのクレジット・セクターにおける信頼できるリスク・リターンの成果を効率的に活用するためにも利用できます。

---

## 筆者

David Furey  
Global Head of Fixed Income  
Portfolio Strategists

Matthew Coolidge, CFA  
Fixed Income Portfolio Strategist

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、財務アドバイザーを顧客とし、皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、次のような基本原則を日々実践しています。

- ・ 厳密に始める
- ・ 幅広い選択肢から構築する
- ・ スチュワード(受託者)として投資を行う
- ・ 未来を創造する

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界28拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、世界第4位の資産運用会社<sup>1</sup>として、約4.34兆ドル<sup>2</sup>を運用しています。

\* Pensions & Investments Research Center、2022年12月末時点。

† 2024年3月末時点、ETFの運用資産総額1兆3,608.9億米ドルを含み、そのうち約658.7億米ドルは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ・ファンズ・ディストリビューターズ・エルエルシー（「SSGA FD」）がマーケティング・エージェントを行っているSPDRの金の資産です。SSGA FDはSSGAの関連会社です。すべての運用資産残高は監査前の数値です。

## ssga.com

### ご留意事項

投資には、元本毀損のリスクを含むリスクが伴います。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信、またはその内容を第三者に開示してはなりません。

本稿に示されている見解は2024年3月8日時点のAnand Datarの見解であり、市場やその他の状況によって変わる場合があります。提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

資料すべては信頼できると考えられる情報源から入手しておりますが、情報の正確性に関していかなる表明も保証も行われておらず、ステート・ストリート・グローバル・アドバイ

ザーズは当該情報に基づく判断に関していかなる責任も負いません。

一般に、債券は、株式に比べて短期的なリスクおよび変動が少ないですが、金利リスク(例えば金利上昇局面では通常は債券価格は下落します)、発行者のデフォルトリスクおよび信用リスク、流動性リスクならびにインフレリスクを有しています。これらの影響は通常は長期債について述べられています。債券が満期前に売却され又は償還された場合には、大きな利益または損失を伴う可能性があります。

債券が満期前に売却され又は償還された場合には、大きな利益または損失を伴う可能性があります。

実質金利の上昇は、インフレ連動債の価格を低下させる原因となります。インフレ連動債の利払いは予測不可能な場合があります。

ハイイールド債券(「ジャンク・ボンド」とも呼ばれる)への投資は投機的と考えられており、投資適格債券と比べ、元本や利金を失うリスクが高くなります。これらの格付けが低い債券は、発行体の信用力が変化することにより、価格変動やデフォルトのリスクも高い傾向にあります。

外国有価証券への投資は、通貨価格の不利な変動、源泉徴収税、一般に公正妥当と認められる会計原則の差異、他国の経済不安定または政局不安によってキャピタルロスが発生するリスクを含む場合があります。

通貨リスクとは、ある通貨が他の通貨に対して価格変動することによって生じるリスクの一種です。投資家や企業が国境を越えて資産や事業を所有している場合、それらのポジションがヘッジされていない場合は、必ず通貨リスクに直面します。

本書には、将来予想に関する記述とみなされる特定の記述が含まれる場合があります。本書に含まれる過去の事実以外の記述で、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(SSGA)が将来的に発生する、または発生する可能性があるとする、考えられるまたは予測する活動、事象または展開に関する記述はすべて、将来予想に関するものです。これらの記述は、過去の傾向、現在の状況、予想される将来の展開、および状況に応じて適切と思われるその他要因(その多くは本書に詳述されています)に関するSSGAの経験と認識に照らして、SSGAが行った特定の仮定および分析に基づくものです。このような記述は、複数の仮定、リスク、不確実性の影響を受け、その多くは

SSGAの支配を超えるものです。このような記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果または展開は、将来予想に関する記述で予測されたものとは大きく異なる可能性があることに留意してください。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

© 2024 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID2216051-6700234.1.1.APAC. RTL 0624 Exp. Date: 03/31/2025