

適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様限り

プライベート・クレジットの進化と分散ポートフォリオにおける役割

プライベート・クレジットは、魅力的な利回りを伴う安定的なインカムと、伝統的なパブリック市場からの分散効果を求める多くの投資家にとって中核的なオルタナティブ投資となっています。本資料では、プライベート・クレジットがどのようなものか、その拡大の背景に何があるか、投資ポートフォリオ内でどのような役割を果たすか、さらには同資産クラスに資金を配分する際に投資家が考慮すべきリスクについて説明します。

プライベート・クレジットとは

プライベート・クレジットは、ノンバンクの貸し手が組成・保有するデット投資を指し、通常は相対で個別に交渉された契約に基づきます。パブリック債券やシンジケート・ローンとは異なり、プライベート・クレジット投資は流動性が乏しく、個別にカスタマイズされ、組成時に強固な貸し手保護が組み込まれることが多いです。

プライベート・クレジット融資は相対交渉により行われ、貸し手は借り手と協働して、企業固有のニーズに対応するカスタマイズされたソリューションを構築します。借り手と直接関わることにより、プライベート・クレジットの貸し手は条件、コベナント（財務制限条項）、価格を柔軟に交渉できるため、伝統的な債券よりも優れた保護と高い利回りを投資家にもたすことができます。

プライベート・クレジットの最大のセグメントはダイレクト・レンディングであり、その中心はミドルマーケット（中堅・中小企業）およびアッパー・ミドルマーケット企業を対象とする有担保シニア・ローンです。このようなローンは一般的に現金による定期的な利払いが行われ、資本順位は最上位にあります。つまり、その他のデットやエクイティと比べて資本構成上の順位が最も高いです。

資本構成（例示）



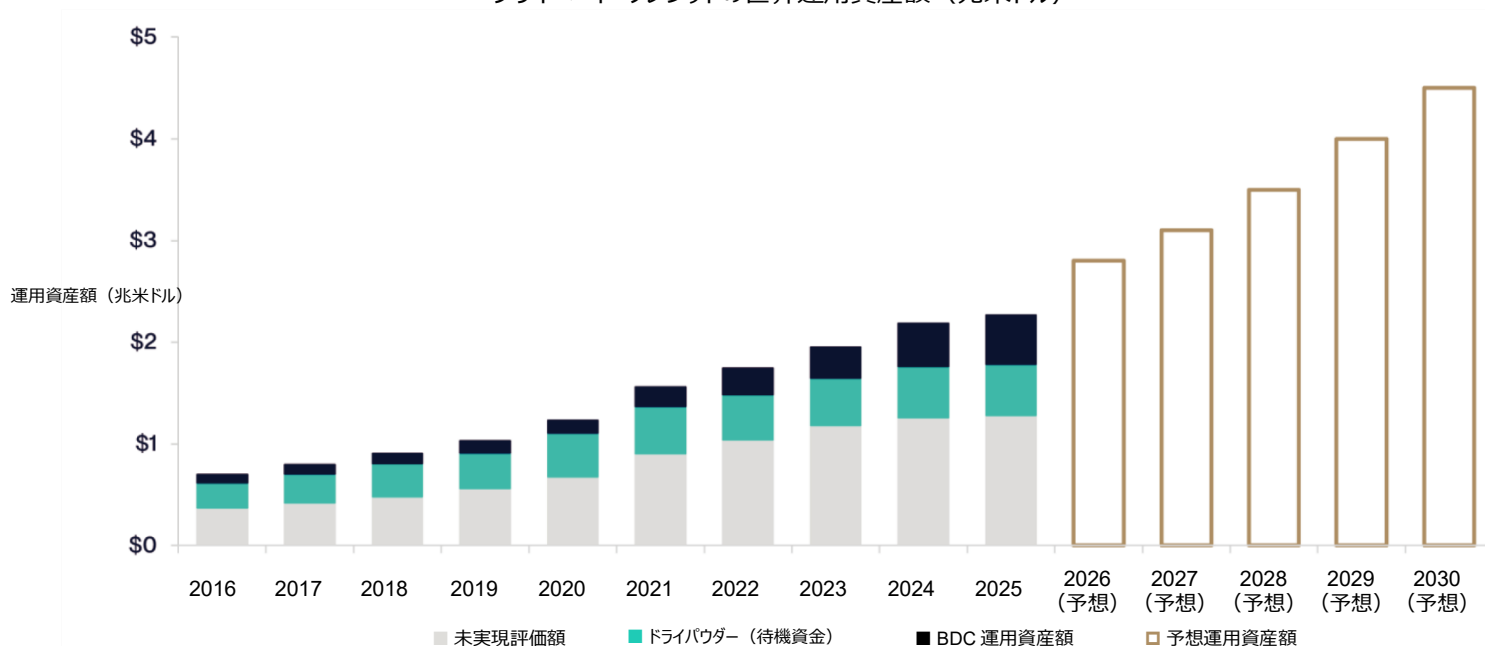
プライベート・クレジットの進化

企業が事業運営、拡張または成長のために借入を必要とする場合、従来は銀行から資金を調達するのが一般的でした。しかし、業界再編と 2008 年の金融危機後の規制変更により、銀行が投資適格未満のプライベート・ローンをバランスシート上で保有する経済合理性が低下し、この状況は過去 20 年間で変化しました。

銀行の限られた貸出余力は、融資以外の取引からも収益が見込める大企業に配分される傾向が強まりました。中規模企業（一般に売上高 10 億米ドル以下の企業）は、パブリック・クレジットの 2 つの主要な資金調達源（レバレッジド・ローンとハイイールド債）を利用できる機会の減少にも直面しています。これは、両市場における資金調達規模と対象企業が大型化したためです。一方、ミドルマーケット企業のプライベート・デット・ファイナンスに対する需要は、企業の非公開期間が長期化し、プライベート・エクイティ投資会社の役割が拡大し続ける中で、大幅に増加しています。プライベート・クレジット運用会社、保険会社、ファイナンス会社などのノンバンクが、この資金供給の空白を埋めるために参入し、ミドルマーケット企業に直接融資する機会を捉えています。その結果、ダイレクト・レンディングは、過去 20 年間で大きく成長し、成熟してきました。現在のプライベート・クレジット市場の規模は 2 兆米ドルを超えると推計され、レバレッジド・ローン市場やハイイールド債市場を上回っています¹。プライベート・クレジット市場は今後も拡大し続け、2030 年までに 2 倍以上の 4.5 兆米ドルになると予想されています¹。

当資料は、ブラックロック・グループ以下、ブラックロックが作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことに注意の上、参考情報としてご覧ください。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願い致します。

プライベート・クレジットの世界運用資産額（兆米ドル）¹



プライベート・クレジットは、その成長に伴って経済成長や事業開発において果たす役割も大きくなっています。伝統的な銀行ローンやパブリック債券市場を利用できない企業に資金を提供することで、プライベート・クレジットは、企業による雇用拡大、投資、イノベーションおよび事業規模の拡大を支援することができます。これは、米国の雇用と国内総生産に大きく寄与しているミドルマーケット企業にとって、特に重要です。このような企業の多くは、プライベート・クレジットを利用できなければ、成長、競争、雇用創出の能力が大幅に制約される可能性があります。

プライベート・クレジットが借り手にもたらす価値

プライベート・クレジットは、借り手にとって魅力的であり、それがその拡大の重要な要因になっています。借り手企業およびスポンサー（PE ファンド）は、パブリック市場の代替手段より一般に高いコストを受け入れてでも、相対的に魅力的と認識する以下の特性を享受する意向を示してきました。

実行の速さと確実性。パブリック市場はマクロ経済の変動の影響を受け、市場の混乱や貸出の縮小が生じる可能性があります。プライベート・クレジットによる資金供給はこうした影響を受けにくく、市場環境が変化しても相対的に利用可能性が高く、条件の変動も小さい傾向にあります。また、プライベート・クレジットは、何百もの貸し手が関係するパブリック市場と異なり、一般的に関与する貸し手が 1 社あるいは少数であるため、実行の効率性が高いことが多いです。

カスタマイズと柔軟性。プライベート・クレジット案件はカスタマイズされた条件を設定でき、パブリック市場で提供される標準的な条件に縛られずに企業固有のニーズに対応できます。必要に応じて段階的に借入を実行し、企業の成長ニーズに資金調達を合わせることができる点は、プライベート・クレジット案件が持ち得る重要な特徴の一例です。

高度な機密性。プライベート・クレジットの取引では、交渉する取引相手が一般的に 1 社か少数であるため、パブリック・クレジット市場とは異なって、取引プロセスを通じて高度な機密性が保たれます。企業は開示要件に敏感な場合が多く、情報開示を抑え、より高い機密性を確保するために、プライベート・クレジットによるソリューションを求めることがあります。

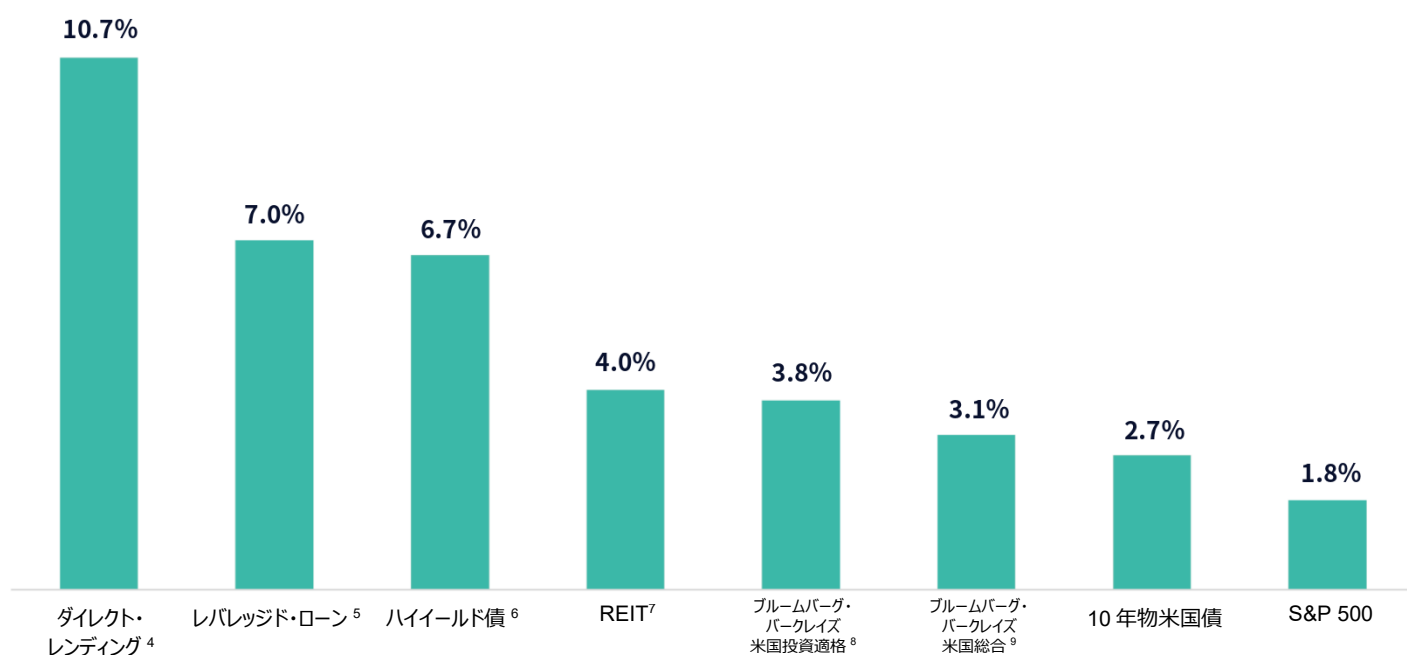
パートナーシップを重視した融資関係。プライベート・クレジット運用会社との取引を通じて、運用会社の専門知識、知見およびビジネス・ネットワークを活用できます。

プライベート・クレジットが投資家にもたらす価値

プライベート・クレジット戦略は、投資を検討する投資家にとって、以下のような魅力となり得る特徴を有しています。

相対的に高い利回りとリターン。 プライベート・クレジットは、他のインカム重視の投資（伝統的な債券商品や高配当株など）よりも高い利回り実績を有しています。このような高い利回りが実現損失の増加によって相殺される結果にはなっていません。プライベート・クレジットの過去10年間の利回りは、平均してレバレッジド・ローンを3.7%、ハイイールド債を4.0%上回っています^{2,5,6}。また、同期間の年率トータル・リターンも、レバレッジド・ローンを3.6%、ハイイールド債を約3%上回っています^{2,5,6}。

資産クラスの利回りの比較（10年間の平均）³



ローンの優先順位と担保。 ダイレクト・レンディングは、有担保シニア・ローンが中心です。通常は借り手のキャッシュ・フロー、物的資産、金融資産が担保に供され、資本構成において株式や劣後債の上位に位置する高い返済順位が設定されることが多いです。ローンの額は一般的に総資産価値の30%~60%にとどまり、減損のリスクに対して十分なクッションが存在します。

強固な契約上の保護。 プライベート・クレジットのローンは、コベナンツと呼ばれる強固な契約上の保護も貸し手に提供しています。定期的な利払いやローン元本の期日通りの返済を履行する契約上の義務に加え、コベナンツは多くの場合、借り手の総債務残高を制限し、借り手がダイレクト・ローンよりも返済順位の高い追加の債務を負うことやダイレクト・ローンの担保を減らすことを禁じています。こうしたタイプの保護は、ダウンサイド・プロテクションの創出に役立つと同時に、借り手の業績悪化を早期に示す指標としても機能し得ます。

変動金利構造。 ダイレクト・レンディング・ポートフォリオの大部分は、金利の変動に応じてキャッシュ・クーポンが見直される変動金利ローンで構成されています。これは高金利環境下で投資家にプラスに働くほか、インフレが持続する局面では、他の債券商品や株式と比較して、投資家へのインフレの影響を相対的に抑えることが期待されます。同時に、こうしたローンには参照金利フロアが設定されることが多く、超低金利環境でも利回りの下支えとなります。プライベート・クレジットへの投資手段の一つとして、事業開発会社（BDC）も検討対象となり得ます。

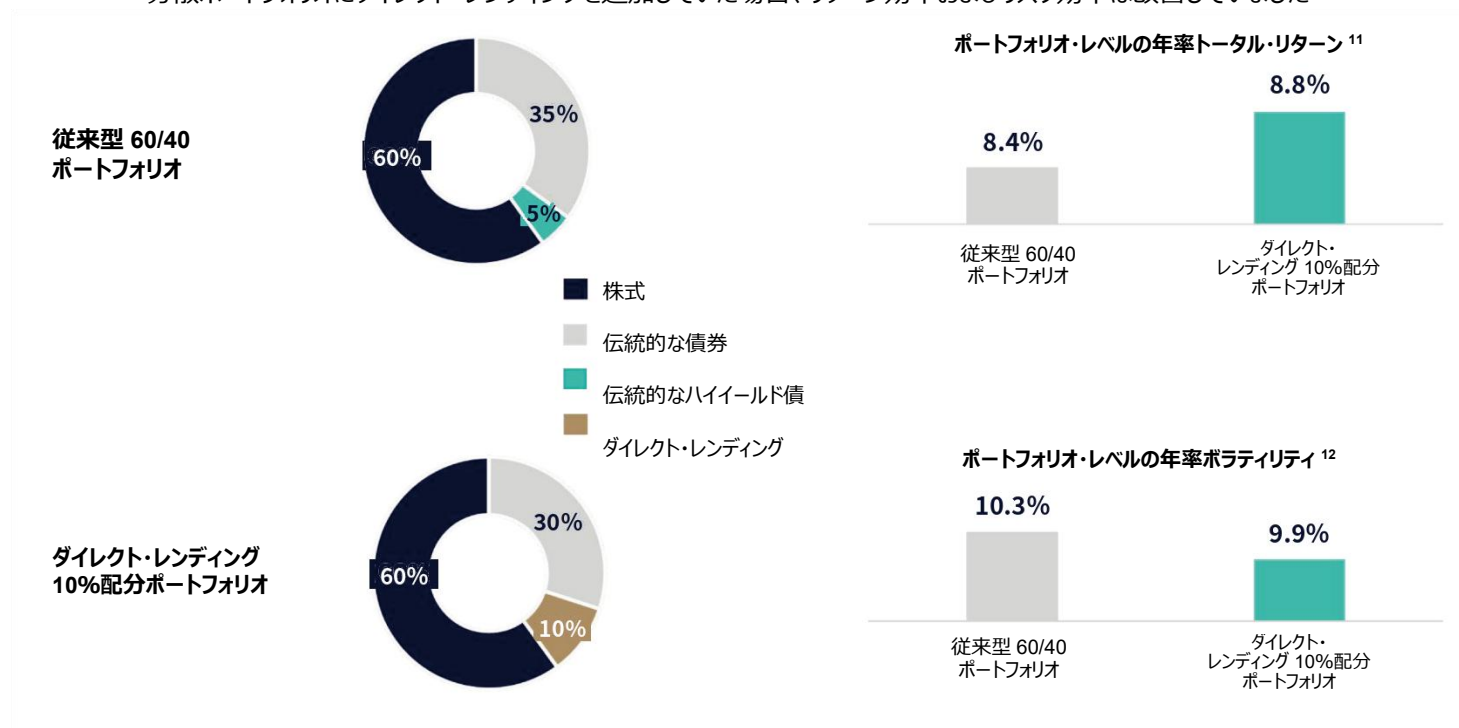
投資ポートフォリオにおいてプライベート・クレジットが果たし得る役割

分散ポートフォリオへのプライベート・クレジットの組入れは、全体的なインカムを改善し、パブリック市場のパフォーマンスへの依存を減らし、様々な経済サイクルでのレジリエンスを高める可能性があります。投資家にとって、これはリターンのみを追求するのではなく、よりバランスが取れ、安定性の高いポートフォリオを構築する機会となります。したがって、以下のような投資家にとって、ダイレクト・レンディングへの配分は検討に値するかもしれません。

- ・ インカムと足元の利回りを重視する投資家
- ・ ポートフォリオの分散を考えている投資家
- ・ 高金利やインフレの影響を懸念している投資家

株式 60%／債券 40%の伝統的な資産配分を採用する投資家にとって、プライベート・クレジットは、ポートフォリオのリスク・リターン特性を改善する補完的な資産として機能し得ます。パブリック市場の株式や債券との相関が低い資産クラスを組み入れることにより、ポートフォリオは分散効果を高め、全体のボラティリティを低減できる可能性があります。過去 20 年間の指数実績に基づく、ダイレクト・レンディングに 10% 配分したポートフォリオは、従来の 60/40 ポートフォリオを上回るリターンを示し、ボラティリティも低い結果となりました。

分散ポートフォリオにダイレクト・レンディングを追加していた場合、リターン効率およびリスク効率は改善していました ¹⁰



当社の見解では、安定したインカム、時価評価による変動の抑制、ならびに伝統的資産とは異なるリスク・エクスポージャーにより、長期的にリスク調整後リターンの向上が期待される、より効率的なポートフォリオの構築につながります。

リスクとその他の考慮事項

プライベート・クレジット戦略への投資には、いくつかの潜在的リスクが伴います。ダイレクト・レンディング・ファンドの投資では、借り手のほぼすべてが投資適格未満または無格付けであり、借り手に関する信用リスクが存在します。これらの投資では、評価額の引下げまたは元本損失が生じる可能性があります。また、大半のプライベート・クレジット・ファンドはレバレッジを利用できるため、潜在的な投資損失が増幅される可能性があります。

ダイレクト・レンディング戦略の投資対象は流動性に乏しいです。プライベート・クレジット・ファンドの種類や投資条件により、ファンド投資は、流動性が低いかまったくない可能性があります。そのため、投資家は希望する時点で投資を流動化できない可能性があり、場合によっては一切流動化できないこともあります。したがって、ダイレクト・レンディングは、損失を負担する余力のない投資家、または定期的もしくは即時の流動性を必要とする投資家には適しません。ダイレクト・レンディング・ファンドへの投資では、手数料および費用の負担により投資家のリターンが低下するほか、利益相反が生じる可能性があります。

プライベート・クレジット戦略への投資を決定する前に、投資家は、自身の財務、税務および会計アドバイザーに相談するとともに、ファンド投資に伴うリスクならびに手数料・費用の詳細について、目論見書その他の募集関連資料を注意深く確認する必要があります。

結論

プライベート・クレジットは、資産クラスとしてさらなる成長が見込まれます。これまで、ダイレクト・レンディング戦略は、主として高いキャッシュ・イールドに支えられた魅力的なリスク調整後リターンを投資家に提供してきました。当社は、過去における一貫した 1 桁台後半のリターン、相対的に低いボラティリティ、伝統的投資との低い相関、ならびに高金利や持続的なインフレに対する相対的な耐性の可能性を踏まえると、インカムを重視する投資家の分散ポートフォリオにおいて、プライベート・クレジット戦略は検討に値すると考えます。

注記

¹ 出所：プレキン、クリフウォーター、ブラックロック。各暦年末と 2025 年 6 月現在（プレキンで利用可能な直近データ）のプレキンとクリフウォーターからの過去（実績）データです。2026 年（予想）～2030 年（予想）はブラックロックの予想です。予想が実現する保証はありません。

² 出所：クリフウォーター、2025 年 12 月 31 日現在のデータです。2016 年～2025 年のクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・シニア・インデックスのリターンに基づきます。

³ 出所：2025 年 12 月 31 日現在（すべての構成資産で利用可能な最新データ）。クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・シニア・インデックス以外の全データの出所はブルームバーグです。利回りは、株式については配当利回り、ローンについては最終利回り、債券については最低利回り、ダイレクト・レンディングについては yield to 3-year を意味します。このように、本資料記載の利回りは資産クラスごとに異なる手法を用いて得られたものであり、直接比較することはできません。異なる手法が利用されているのは、すべての資産クラスで統一的に有効に利用できる指標が存在しないことが理由です。このように前提や計算手法が異なっていることから、特定の資産クラスの魅力が見かけ上高くなったり低くなったりする可能性があります。投資家は、こうした比較を評価する際、基礎となっている手法と前提を考慮する必要があります。**過去の実績は必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。**

⁴ 出所：クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・シニア・インデックス。インデックスに投資することはできません。

⁵ 出所：LSTA レバレッジド・ローン・インデックス。インデックスに投資することはできません。

⁶ 出所：ブルームバーグ・パークレイズ米国ハイイールド・インデックス。インデックスに投資することはできません。

⁷ 出所：MSCI 米国 REIT インデックス。インデックスに投資することはできません。

⁸ 出所：ブルームバーグ・パークレイズ米国投資適格インデックス。インデックスに投資することはできません。

⁹ 出所：ブルームバーグ・パークレイズ米国総合インデックス。インデックスに投資することはできません。

¹⁰ ダイレクト・レンディングは、クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックス（CDLI）によって表されます。株式は、S&P 500 トータル・リターン・インデックスによって表されます。伝統的な債券は、ブルームバーグ米国総合トータル・リターン・インデックスによって表されます。伝統的なハイイールド債はブルームバーグ米国コーポレート・ハイイールド・ボンド・トータル・リターン・インデックスによって表されます。本資料で示されているインデックスの情報は、表示期間中の関係市場の一般的な傾向を示すために記載されており、ダイレクト・レンディングのリスク構成やリスク要素がインデックスと類似していることを示唆するものではありません。インデックスに投資することはできず、上記のリターンは HLEND のリターンを表すものではありません。

¹¹ 2005 年 9 月 30 日～2025 年 12 月 31 日のすべてのインデックスの年率トータル・リターンを表します（「従来型 60/40 ポートフォリオ」と「ダイレクト・レンディング 10%配分ポートフォリオ」を示す図に記載された比率によります）。リターンは、グロス・インカム・リターン、純実現損益および純未実現損益として定義され、手数料および費用控除前の数値です。

¹² ボラティリティは 2005 年 9 月 30 日～2025 年 12 月 31 日のすべてのインデックスの四半期リターンの標準偏差として定義されます（「従来型 60/40 ポートフォリオ」と「ダイレクト・レンディング 10%配分ポートフォリオ」を示す図に記載された比率によります）。

ブラックロック・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 375 号

加入協会：一般社団法人 資産運用業協会、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

〒100-8217

東京都千代田区丸の内一丁目 8 番 3 号丸の内トラストタワー本館

03-6703-4100（代表）www.blackrock.com/jp/

当資料は、ブラックロック・グループ（以下、ブラックロック）が作成した英語版レポートを、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、弊社）が翻訳・編集したものです。ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当いたします。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役職員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いいたします。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

【オルタナティブ資産投資に伴うリスクについて】オルタナティブ資産投資は、多くの場合極めて投機的であり、高度の事業リスクと投資リスクを伴うことがあります。また、オルタナティブ資産投資は、高度にレバレッジされており、そのため投資による損失のリスクは増える場合があります。オルタナティブ資産に対する投資は、多くの場合流動性が低く、投資案件の売却または投資案件からの撤退が制限または禁止される場合もあります。オルタナティブ資産に対する投資に際しては、当該投資手法に関するリスク、費用、その他の制限について十分ご理解・ご検討いただくようお願いいたします。