

# オルタナティブ・クレジット： 銀行のオリジネーションを 活用した投資対象の分散効果

2025年3月

投資環境は過去10年間で劇的に変化し、プライベートクレジットは機関投資家のポートフォリオにおいて、これまでの補完的な位置付けから中核的な資産配分へと移行し、不確実性の高い新たなマクロ環境において重要な役割を果たすようになりました。機関投資家はプライベートクレジットへの配分を増やし続けているだけでなく、この資産クラス内での分散を積極的に模索しており、個別のポートフォリオ目標に対応しながら、ユニークな要因へのアクセスや、強固なリスク/リターン特性の可能性を提供するソリューションを求めています。

## 著者



### ポール・アスピリクエタ

HSBCアセットマネジメント  
キャピタル・ソリューションズ  
責任者

年金基金と保険会社は、世界的にもプライベートクレジット・ファンドの最大の投資家であり、過去10年間でその投資配分は6倍以上に増加しています<sup>1</sup>。その一方で、プライベートクレジットの投資配分は多くの場合、投資マネジャーが分散されていても、根底にある信用リスクや借り手の特性、金利との相関、デューレーションが重複しており、結果としてやや集中したエクスポージャーになっています。

このような状況で、プライベートクレジットの分散は、従来の（パブリックおよびプライベート）戦略だけでは満たすことができない投資家の資産配分ニーズに応える形で、はるかに大きな役割を果たす可能性があることは明らかです。機関投資家は引き続き、短期満期、低リスク、金利との低相関、または単に異なるリターン創出の特性を持つ、利回り創出型のプライベートクレジットへの投資機会を求めています。これにより、従来は銀行がオリジネート（案件組成）し保有していた複数の資産クラスに対する関心が高まっています。

投資家が直面している課題の1つは、オリジネーション・フローへのアクセスを確保し、そのエクスポージャーを効率的に獲得するための適切な資産選定と、ポートフォリオ運用体制を構築することです。その結果、プライベートクレジットの運用会社は、取引案件へのアクセスを得るため、銀行とそのオリジネーション・プラットフォームにますます注目し、銀行とのオリジネーション・パートナーシップの構築を目指すようになってきました。銀行系の資産運用会社は、こうしたパートナーシップを実行する上で、当然ながら優位な立場にあります。

より広い視点で見ると、控えめな経済成長見通しに加えて、マクロ経済の不透明感および金利ボラティリティの高まりが、短期的には資産に対する圧力となり続ける可能性があります。その結果、経済サイクルを通じて堅調さを示してきた資産クラスに投資家の関心が集まっています。機関投資家の多くは、既存の資産配分に補完的な戦略を追加することを検討でき、この戦略を通じて、分散効果、過去の信用リスクへの耐性、堅固な下方プロテクション、魅力的な非流動性プレミアムの獲得が期待できるでしょう。

1. 「プライベート・クレジットの台頭とリスク」IMFおよびPreqin、2024年4月

## リボルビング・クレジット・ファシリティ（RCF）戦略

銀行オリジネート資産が既存のプライベートクレジット投資にどのように補完的な役割を果たすかを示す好例が、企業にとって重要な運転資金の流動性手段を提供するリボルビング・クレジット・ファシリティ（RCF）です。

RCF戦略は、利回りを損なうことなく大きな分散効果をもたらします。当戦略は、事業の多角化が進んだ多国籍巨大企業への投資を通じて、二桁台のリターンを生み出し、借り手の特性を分散することができます。RCF戦略はさらに、景気後退時にも高い耐性を示しており、従来のプライベートクレジット戦略に比べて、過去のデフォルト率ははるかに低く、デュレーションは短期で、金利感応度が低いという特徴があり、金利ボラティリティの高い環境においては明らかにメリットがあります。さらに、保険会社の資本など特定の資本プールに対して規制上のメリットを提供する場合があります。

## NAVファイナンス戦略

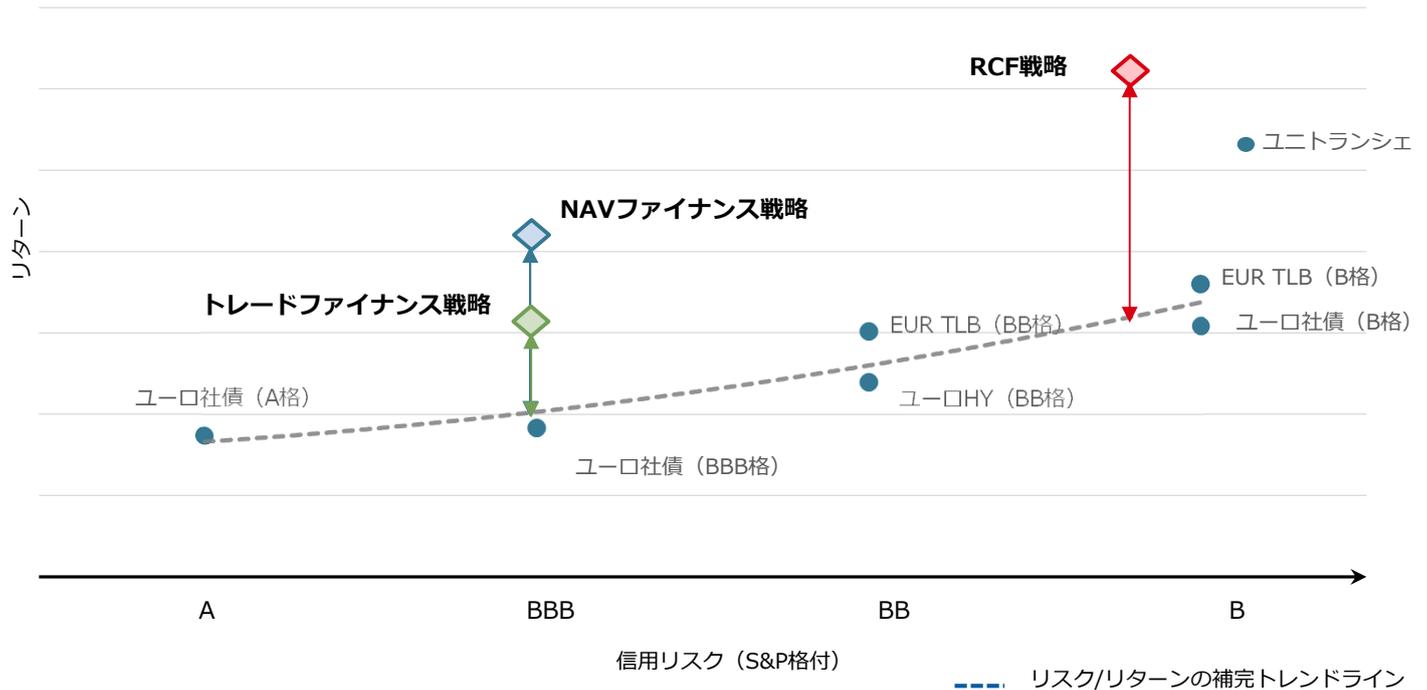
拡大するアセットバック・ファイナンス（資産担保型金融）の分野では、さらなる協業の機会が生まれつつあります。パートナーシップの2つ目の例として取り上げるのはNAVファイナンス戦略で、この戦略では優先担保付の、投資適格級のローンに投資を行います。優先担保付のファンドファイナンスは、従来は主に銀行が提供していましたが、近年では機関投資家にもその役割を担う機会が増えつつあります。投資適格級のNAVローンは、400~500bpsを超えるスプレッドを提供しており、これは多くの非投資適格級の戦略と同等ですが、満期がより短く、投資適格級の信用特性を有する点が特徴となっています。そのためNAVファイナンス戦略は、大規模な投資適格級の配分を必要とする投資家にとっては非常に魅力的であり、非流動性プレミアムを効率的に獲得しながらも、デュレーションを延長せずに済む構造となっています。当戦略において銀行と提携することで、運用会社はより広範で奥深い投資機会へのアクセスが可能となります。というのも、ほとんどの銀行が大規模なオリジネーション・プラットフォームを維持しており、多くの借り手に対して既存関係を保持しているからです。

## トレードファイナンス戦略

銀行が組成するアセットバック（資産担保）資産の3つ目の例として、デュレーションがより短期で、分散効果を提供する、トレードファイナンス戦略があります。トレードファイナンス戦略は、投資適格級から非投資適格級の取引案件にわたって、クオリティが高く、短期で、資産担保型の運転資金資産へのアクセスを提供します。トレードファイナンス資産は、ベンチマークとなる流動性の高いBBB格と同等、またはそれ以上のスプレッドを生み出しながら、満期ははるかに短く（通常3~6ヶ月以内に自己償還）、市場全体との相関も極めて低いという特徴があります。信頼性が高く経験豊富なトレードファイナンス銀行とのパートナーシップを通じて、投資家は、厳選された高品質のディールフローと、多様な裏付け資産を効率的な形でパッケージ化した投資機会にアクセスすることが可能となります。

次ページの図表1は、銀行がオリジネートする戦略のリスク/リターンの分散効果を示しており、従来のパブリックおよびプライベートのクレジット戦略を補完しています。

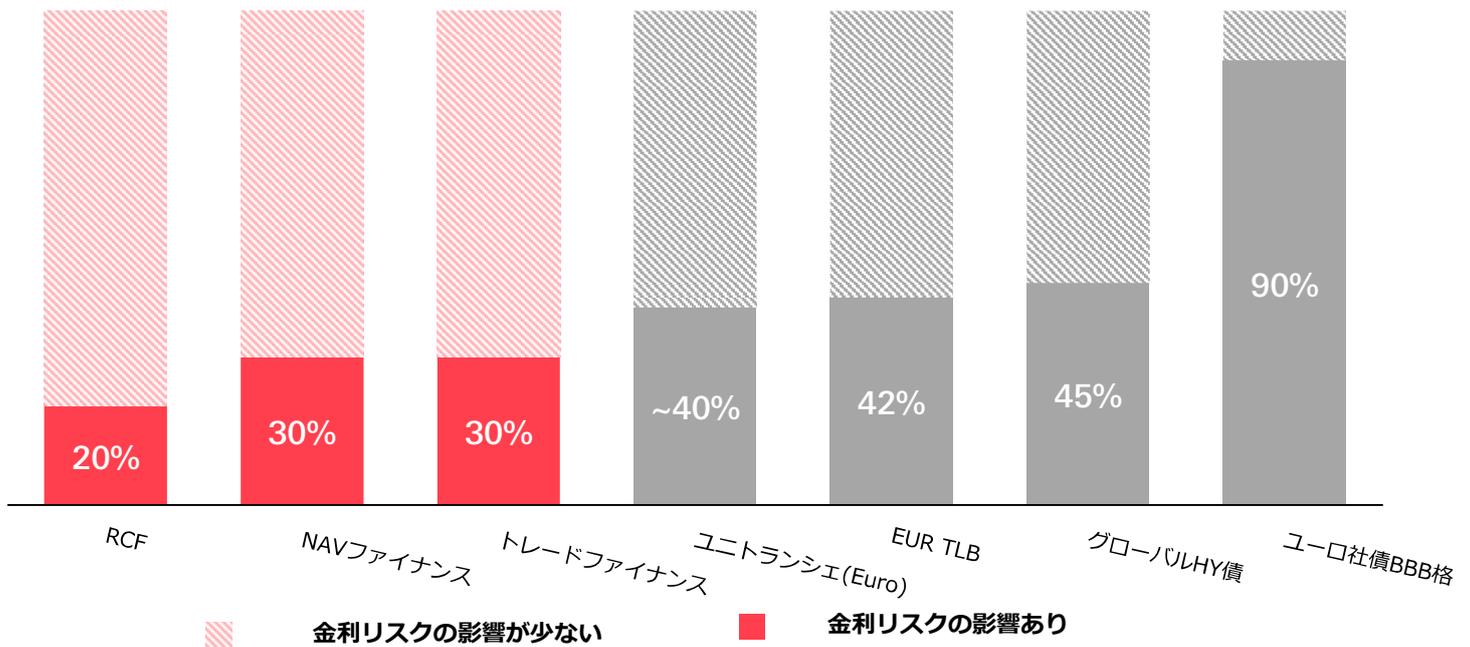
図表1：クレジット市場における投資機会のリスク/リターンの比較



例示を目的として掲載。Euriborの基準金利は1月25日現在で2.81%。出所：ブルームバーグ、LCD、2025年1月25日現在

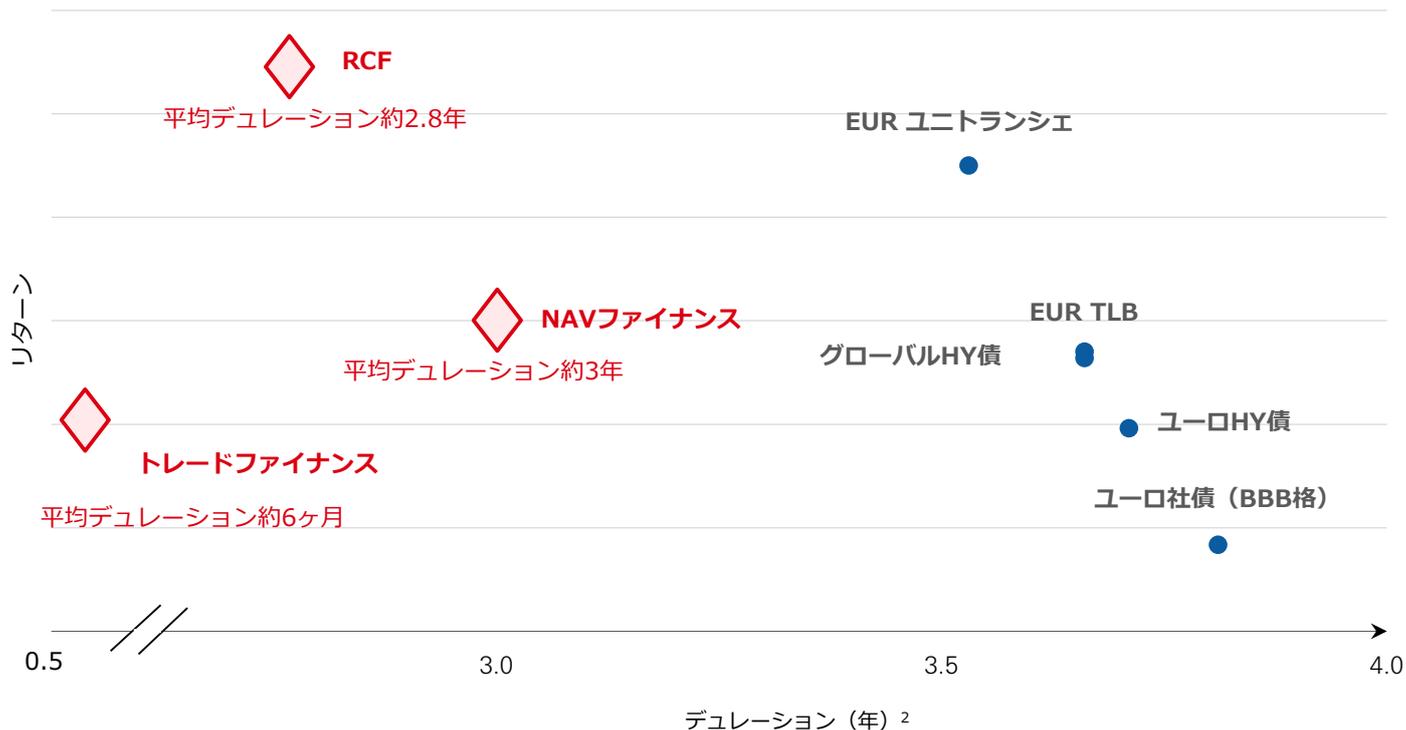
また、銀行がオリジネートする資産は、金利が低下する局面においても、信用の質を損なうことなく、機関投資家が利回りを向上させる手段を提供します。金利が低下すると、従来のプライベートクレジットの投資収益が影響を受ける可能性があり、投資家は金利依存度の低い別のプライベートクレジット戦略を模索し始めます（図表2を参照）。図表3に示すように、銀行オリジネート資産は、比較可能な伝統的な配分に比べてデュレーションが短く、マクロ経済の先行き不透明感が増す中で、重要な分散効果をもたらします。

図表2：資産クラス別 金利リスクへのエクスポージャー（%）



出所：HSBCアセットマネジメント、2025年1月25日現在。1月25日現在のブルームバーグ指数およびLCD ELLI指数による同等のクレジット投資のネットIRR。Euriborの基準金利は1月25日時点で2.81%。ユーロ社債BBB格、グローバル・ハイイールド債、EUR TLBの割合は、1月25日現在の利回りとEuriborの基準金利の2.81%に基づいています。

図表3：クレジット戦略ごとのリターンとデュレーションの関係



出所：HSBCアセットマネジメント、2025年1月25日現在。1月25日現在のブルームバーグ指数およびLCD ELLI指数による同等のクレジット投資のネットIRR。<sup>2</sup>デュレーションはすべての投資の満期を4年とし、ディスカウントなしのキャッシュフロー加重平均で計算しています。

## 銀行オリジネーションパートナーシップ

このような投資環境の進化と、従来は銀行のみが提供・保有してきた様々なタイプのプライベートクレジット資産に対する需要の高まりにより、資産運用会社が銀行とパートナーシップを組むことで好ましい環境が整備され、従来の企業向け融資を超えて発展しました。

分散に対する需要が高まるにつれて銀行とのパートナーシップは促進され、銀行の持つオリジネーションと販売ネットワークを強みとして、特定の投資家の運用成果を目標としながら、独自の投資機会を発掘・提供するようになりました。これらの戦略は、強固かつ確立された銀行のパイプラインを活用しながら、運用会社による重要な投資選定およびガバナンスを追加的に提供するものです。さらに運用会社は、投資家が効率的にアクセスできるよう、統合ポートフォリオ、流動性管理、ストラクチャリングのソリューションを提供する必要があります。このような新しい環境では、銀行のディールフロー、クレジット選定、ストラクチャリングを深く理解している銀行系の運用会社やその他の運用会社は、効率的で補完的な投資提案を提供するうえで強力なポジションを築いています。

パートナーシップは銀行のオリジネーションの基盤であり、うまく実行されれば、双方にとって好ましい成果をもたらすことが実証されています。すなわち、銀行は引き続き顧客と連携しながら、運用会社は投資家のポートフォリオのニーズに応える新たなソリューションを開発し、魅力的なリスク/リターンと分散効果を提供することが可能となります。

今後を見据えると、企業によるクレジット需要は継続しつつ、新たな形態の経済活動に適応していくと予想されます。それと並行して、いくつかの主要なトレンドが銀行の案件創出の環境を再構築し続けることで、資産運用会社や機関投資家資本との新たなパートナーシップの機会の創出につながり、投資家にとって差別化された収益源を提供する新しく魅力的な手段が創出されると見込んでいます。

HSBCアセットマネジメントのオルタナティブ・クレジット・プラットフォームは、実績ある銀行とのパートナーシップモデルを活用して、投資家にこのような戦略を提供しています。HSBC銀行とのオリジネーション契約と、HSBCアセットマネジメントの独立した受託者責任およびガバナンス体制の組み合わせによって、当社の経験豊富なチームは、市場に対するバランスの取れた洞察が得られ、魅力的な投資機会を特定することが可能となっています。リスク引受における当社の豊富な経験、景気後退を含む長期サイクルにおける資産の価格動向への理解、魅力的なリスク/リターン特性を持つ補完的ポートフォリオの構築能力により、当社のBank Originated Credit（銀行が案件創出するクレジット）戦略は、機関投資家の資産配分における価値ある選択肢となっています。

# 当資料のお取扱いにおけるご注意

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメントの海外拠点が作成した資料をもとにHSBCアセットマネジメント株式会社（以下「当社」という。）が当社の運用戦略をご説明するために作成したものであり、金融商品取引契約の締結に係わる媒介や投資信託の勧誘を目的とするものではありません。当運用戦略は、当社の投資一任運用、もしくは当該投資一任運用をHSBCグループに再委託を行う、または外国籍ファンドを組み入れる投資信託の運用を行うことを前提としています。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。
- ◆ 当資料のお客様以外への再配布はお控えいただきますようお願い致します。

## 【リスクについて】

- ◆ 当資料でご紹介する運用戦略は、主に海外のクレジットを投資対象としており、当該クレジットの取引価格の変動や為替の変動等により損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。
- ◆ この運用戦略のご紹介においては、運用に係る具体的な手数料・費用等の金額および計算方法等を予め示すことはできませんが、一般的には、以下のような手数料がかかります。
- ◆ 投資信託にて運用する場合：一般的には、購入時には購入時手数料、保有期間中は運用管理費用（信託報酬）と監査費用などファンドが支弁する費用、換金時に換金手数料、信託財産留保額がかかります。監査費用等は、信託財産の中から日々控除され、間接的に受益者（投資者）の負担となります。その他に有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用等が実費としてかかります。詳しくは「投資信託説明書（交付目論見書）」等をご覧ください。
- ◆ 投資一任契約や投資顧問契約の場合：個別契約毎に運用報酬や投資信託への投資に係る費用が発生します。詳しくは「契約締結前交付書面」をご覧ください。

HSBCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308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