

2025年6月

機関投資家による クレジット投資の新たな構造

クレジット市場にとって新たな時代の幕開け—
構造的な変化に投資家と発行体がどう適応しているのか



アンダース・パーソン
最高投資責任者、債券統括責任者

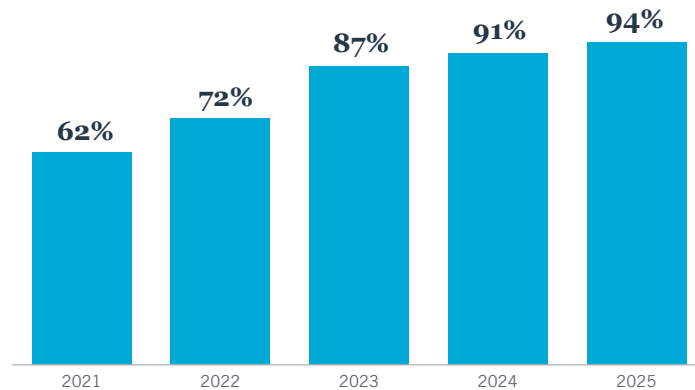
コロナ禍後、クレジット市場は大きな変化を遂げています。ベース基準金利が上昇し、プライベート市場が活発化する一方で、マクロ経済と地政学上の見通しには不透明感が残り、機関投資家の期待は大きく変化しました。

今では、機関投資家の95%近くがプライベート・クレジットを保有しています。プライベート・クレジット投資のペースに衰えの兆しは見えません。同時に、NuveenのEQuilibrium調査によれば、投資家はパブリック債券市場にも再び投資し始めているようです。

クレジット市場では、パブリックとプライベートの垣根はなくなりつつあり、洗練された投資家はもはやこれらの市場を分けて個別に評価しなくなっています。

この変化は、もっと深い構造的な変化を反映したものです。この25年間、企業融資の貸し手は銀行からノンバンクやプライベート・レンダーへと着実に変化してきました。規制改革や資本の制約によってこのトレンドは加速し、パブリックとプライベート双方のクレジット市場全体で構造的革新が進んでいます。こうした新たな環境で成功するには、クレジット市場の参加者はそれまでの伝統的な枠組みにとらわれず、包括的かつ俊敏なアプローチをもってあらゆる機会を検討する必要があります。

図表1: プライベート・クレジットに投資する機関投資家の比率 (%)



出所: 2025年Nuveen EQuilibrium調査

機関投資家のポートフォリオにおけるパブリック・クレジットの構造的な役割を再構築

パブリック・クレジット市場は長年にわたってプライベート市場の影に隠れ、日の目を見ませんでした。近年になって需要が再び高まっています。利回りが上昇し、市場の歪みによる投資機会が増える中、投資家たちは流動性、柔軟性、そしてアクティブ運用の価値を再発見しています。

パブリック・クレジットの利回りは2022-23年のインフレ急騰とそれに続く米連邦準備制度理事会（FRB）ならびに欧州、英国、日本の中央銀行による利上げを受けて長期平均を大幅に上回る水準に再設定されました。2025年3月末時点で、Bloomberg U.S. Aggregate Indexの最低利回りは4.6%で、低水準だった2010-2019年の平均値2.5%を大幅に上回りました¹。さらに2025年1月には日本銀行が利上げを行い、金利は17年ぶりの高水準となりました²。

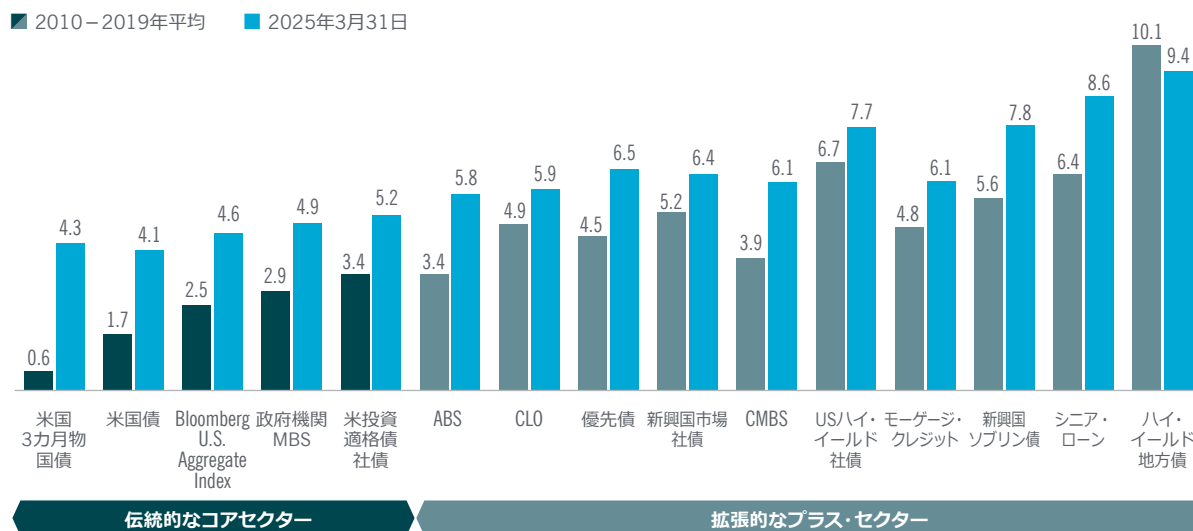
こうした再調整により、パブリック・クレジットへの関心が再び高まっています。昨年のEQilibrium調査では、

回答した投資家の半分近くが、今後2年間でパブリック債券の配分を増やす予定だと回答しました。これまで利回りをプライベート・クレジットに頼っていた投資家が、パブリック市場でも流動性と透明性の利点に加え、良好なインカムゲインを生み出すことができることを認め始めています。パブリック・クレジットは再び、リターンの可能性を犠牲にすることなく債券アロケーションを再構築したい機関投資家にとって魅力的な選択肢となっています。

同時に、発行体、銀行、資産運用会社は、パブリック・クレジットとプライベート・クレジットを区別することなく取り扱い始めています。最善の執行を望む発行体はしばしば、パブリックとプライベート双方の可能性を模索します（このトピックについては、「統一された枠組みの中で俊敏に執行」セクションで詳しく述べます）。資産運用会社はチームを再編成して、今まで以上に広い視点からこれらの市場の投資機会を評価しようとしています。こうした変化が新たな考え方を生み出し、投資家はそれまでのラベルにとらわれることなく、価値とポートフォリオへの適合性に基づいてエクスポージャーを評価するようになっています。

図表2：基準金利の上昇でセクター全体的にインカムゲインの可能性が拡大

債券セクター別YTW（最低利回り）（%）



出所：BofA、フルームバーグLP、JPモルガン（2025年3月31日現在）。代表的なインデックス：米国3カ月物国債：3カ月物米国債利回り、米国債：Bloomberg U.S. Treasury Index、エージェンシーMBS：Bloomberg U.S. Mortgage-Backed Securities Index、米国投資適格社債：Bloomberg U.S. Corporate Investment Grade Index、ABS：ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate ABS Index、ローン担保証券（CLO）：JPM CLO A Rated Index、優先債：ICE BofA U.S. All Capital Securities Index、新興国債権：JPM CEMBI Diversified Index、CMBS：ICE BofA AA-BBB US Fixed Rate CMBS Index、米国ハイ・イールド社債：Bloomberg U.S. Corporate High Yield 2% Issuer Capped Index、米国モーゲージ・クレジット：ICE BofA AA-BBB Home Equity Index、新興国ソブリン債：JPM EMBI Global Diversified Index、シニア・ローン：S&P UBS Leveraged Loan Index、ハイ・イールド地方債：Bloomberg Municipal High Yield Bond Index（税率40.8%を想定した課税等価利回り）。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。インデックスへの直接投資はできません。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご参照ください。

オープンなプランでクレジット・ポートフォリオを構築

投資家の間では、クレジット市場に対して今まで以上に柔軟なアプローチが広がっており、レラティブ・バリューやより高いリスク調整後リターンを求めてさまざまな資産セクターや流動性プロファイルへのアロケーションがみられるようになりました。

機関投資家は、今ではデューレーション、信用格付け、国、セクター以外にもクレジット・エクスポージャーを分散できるようになっています。それには、流動資産と非流動資産のバランスをとる流動性管理改善、固定金利と変動金利のエクスポージャーをミックスしたマクロリスクのヘッジ、そして、BSL（広範に組成・販売されるシンジケートローン）やローン担保証券（CLO）、ダイレクト・レンディング、投資適格プライベート債など、クレジットの

仕組みをレラティブ・バリューと取引執行に基づいて選別することなどが含まれます。図表3では、有担保シニアローンとアセット・ベースド・レンディング（ABL）のエクスポージャーを提供するいくつかの選択肢を示します。

こうしたオープンな考え方は、クレジット市場の他のセグメントにも拡大しています。一時はオルタナティブ・クレジット市場のニッチな一角を占めていた投資適格私募債ですが、今ではクレジット市場における存在感を強めており、利回りプレミアムの可能性とカスタマイゼーション、コベナンツによる保護などを投資家に提供します。プライベート・デットは今ではオルタナティブ・クレジット市場で約2兆ドルを占めるまでに至りました³。そうした規模の拡大は、パブリック・プライベートの垣根が取り払われつつあることを物語っています。こうした機会を原動力とする一つのまとまった巨大なクレジット・エコシステムが出来上がりつつあるのです。

図表3：パブリックとプライベート双方の市場における投資エクスポージャーへのさまざまなアクセス方法

	有担保シニアローンへのエクスポージャー	アセット・ベースド・レンディングへのエクスポージャー	
	<p>BSL（広範に組成・販売されるシンジケートローン）</p> <ul style="list-style-type: none"> EBITDAが5億ドル超の企業への流動的なエクスポージャー 	<p>CMBS</p> <ul style="list-style-type: none"> CMBSへの流動的なエクスポージャー 幅広く分散された予測可能なキャッシュフロー 	■ パブリック
	<p>ミドル・マーケット・ダイレクト・レンディング</p> <ul style="list-style-type: none"> EBITDAが5,000万～1億ドルの企業へのエクスポージャー プレミアムのスプレッドとコベナンツ、比較的低い流動性 	<p>不動産への直接投資およびインフラ・デット</p> <ul style="list-style-type: none"> 直接所有のアセットバック・エクスポージャー コントロール強化とキャピタルゲインの可能性、比較的低い流動性 	■ プライベート
	<p>CLOデット</p> <ul style="list-style-type: none"> 幅広く分散された企業へのエクスポージャー 変動金利、アクティブ運用、四半期ごとのキャッシュフロー 	<p>ABS</p> <ul style="list-style-type: none"> アセットバック証券や商業用不動産評価クリーンエネルギー（C-PACE）のアップグレードなど 	■ ハイブリッド

“

プライベート・クレジット市場はとてもダイナミックで、そこではダイレクト・レンディング、バランスシート融資、ディストレス債、カスタム金融など、さまざまな選択肢の中から投資家にとってちょうど良い投資機会が見つかるのが魅力です。”

—米国の公的年金、投資ディレクター
(2025年版Equilibrium調査より)

クレジット提供方法が変化

仕組み商品にどのような器（ラッパー）を使うのか、という点から流動性の条件、資本の配分や規模拡大まで、クレジット投資の仕組みは今も進化が続いています。効率性の向上と投資実施の迅速化、クライアントのニーズの変化に合わせたクレジット戦略の調整など、構造的な革新を歓迎しているのは投資家も運用会社も同じです。

規制環境の変化が機関投資家のクレジット投資を大きく変えています。パーゼルIII最終化（最終化の実施を図る規則案）、ソルベンシーII、その他の枠組みによって多くの銀行と保険会社はエクスポージャー、特に流動性に欠け、低格付けまたは長期のエクスポージャーを再評価するようになってきました。それに対応して資産運用会社は、資本効率のよい投資構造を設計し、機関投資家の顧客が魅力的なクレジット市場のセグメントへのエクスポージャーを維持する一方で規制に最適な方法で対処できるようにしています。これらには例えば、格付付きノート・フィーダーや、信用保護付きラッパー、セミ・リキッドファンドなどがあります。

革新的なイノベーションの例としては、資本効率の要件を満たす一方で大規模投資を行うという多くの機関投資家のニーズに応える仕組み金融ビークルの利用が増えていく点が挙げられます。最近の取引例では、考えを同じくする保険会社によるコンソーシアムが商業用不動産評価グリーンエネルギー（C-PACE）投資で10億ドル以上を調達しました。C-PACEとは、米国で商業ビルのサステナビリティとレジリエンスを支援する金融アプローチです。



システムが高度化し、革新が進むにつれて、新たな構造が出現し、平均的な機関投資家もニッチなクレジット分野に投資して規制要件を満たすことができるようになってきました。そうした革新は今後も加速するでしょう。”

—米国保険会社、ポートフォリオ・マネージャー
（2025年版EQuilibrium調査より）

また、より幅広い機関投資家に向けて、柔軟性と利回り、流動性ニーズを1つの枠組みの中で満たすような新たな投資商品も開発されています。パブリック・トゥ・プライベート型のラッパー構造では、流動資産に資金を最初から投入でき、その後非流動性資産に徐々に移すことで、キャッシュ・ドラッグを軽減できます。インターバル・ファンドや非上場BDC（企業向け融資を行うクローズド・エンド型ファンド）などのセミ・リキッド構造は、プライベート・クレジットへのアクセスを提供する一方で、四半期ごとに流動機会を提供します。CLOのETFは、アクティブ運用のBSL（広範に組成・販売されるシンジケートローン）証券化ポートフォリオへのエクスポージャーを提供する、流動性のある商品です。これらは、リターン目標とガバナンスのニーズのバランスがとれた魅力的なツールであることが明らかになりつつあります。

投資手段の設計方法も、税効率とカスタム化を支援するために進化しています。エバーグリーンファンドから共同投資スリーブ、複雑なハイブリッドまで、投資運用会社は顧客ニーズにあったソリューションを提供しています。



英国版ソルベンシー規則によるマッチング規制が緩和され、特に米国市場においてこれまでコール（繰り上げ償還）の可能性の問題で手を出せなかったプライベート・クレジット分野でも新たな投資機会が見つかるようになりました。”

—英国保険会社、投資統括責任者兼最高リスク責任者
（2025年版EQuilibrium調査）

統一された枠組みの中で俊敏に執行

今日のクレジット市場で機会を掴むために、クレジット・エコシステムの市場参加者は組織構造を見直して戦術的な対応力を高めようとしています。

パブリック市場とプライベート市場の収斂は、オリジネーションや資産配分、ポートフォリオ構築まで、その仕組と業務に幅広く影響してきました。パブリックとプライベートの垣根が曖昧になり、さまざまな影響を受けた発行体、銀行、アロケーター、投資家はそれぞれ、新たな環境に適應するために業務と目標を調整しています。

- デュアルトラック型の発行:** 発行体は今では日常的にパブリックとプライベート市場双方での執行を模索しています。このデュアルトラック型アプローチは特に、アセットバック証券(ABS)で目にするようになりました。機関投資家は、かつてはパブリック市場での証券化が支配的だった分散担保のプールを確保、交渉し、保有するようになってきました。自動車ローンの債権を証券化したSantander Drive Auto Receivables Trust 2024-2がそのよい例でしょう。サンタンデル銀行は、公募と私募のトランシェを組み合わせることで総額約15億ドルの証券を発行しました。
- 運用会社と銀行間の連携:** 銀行のローン・オリジネーションへのアクセスを増やすため、例えばドイツ銀行とDWSとの間での長期取り決めにみられるように、プライベート・クレジット・マネージャーとの合併を設立する銀行が増えています。並行して、銀行は有担保金融をプライベート・レンダーに提供し、一定規模のプライベート・クレジット・プラットフォーム用に安定したコスト効率の高いレバレッジ手段を提供します。
- プラットフォームの異なる資産運用会社間の連携:** キャピタル・グループとKKR、またはステート・ストリートとカーライルとの間でみられたようなパートナーシップは、パブリック市場とプライベート市場それぞれのスペシャリストの間における大規模な協働が増加傾向にあることを浮き彫りにしています。こうした関係は、分配金を増やし、リサーチ能力とマルチアセットの取引執行能力を高めることを目的とするものです。

- マルチアセットのクレジット・マナージメント:** 資産運用会社がパブリックとプライベート双方の市場に配分できるマルチアセットのクレジット・マナージメントが普及しつつあります。例えば、米国のインターバル・ファンドは、パブリックおよびプライベートのマルチアセット・クレジット投資としては最も一般的なものですが、この10年、年率約40%のペースで成長を続け、今では1,000億ドルを超える市場規模となっています⁴。これらの構造では、資産運用会社は、ハイ・イールド債、シニア・ローン、新興国市場債、証券化クレジットなど幅広い商品の中から、流動性の比較的低いかつ魅力的な投資機会が生じれば、確信度の高い見解を戦術的に配分できる能力と組み合わせ、相対価値に基づいて動的にアロケーションを行うことが可能です。

パブリックとプライベート市場間を行き来できる柔軟性が高まっていることで、資産運用会社やアセット・オーナーの組織も変化が促されています。

- 組織再編:** クレジット市場が収斂するにつれ、多くの資産運用会社は人材登用方法や投資チームの組織を再考し始めています。伝統的な境界を超えた取引が出てきた場合に対応できるように、パブリック・クレジットとプライベート・クレジットのチームが今まで以上に頻りに協働するようになったり、場合によっては統合されていたりします。こうした統合によって、パブリック・クレジットのアナリストはセクターに関する深い専門知識を、プライベート・クレジットのアナリストは仕組みやコベナンツ、信用契約などの専門知識を提供するなど、互いのスキルセットが補完し合う協働が強化されます。これらの能力を合わせることで、より総合的な引き受けを行い、幅広くクレジットの中から相対価値を評価することが可能となるのです。



6年前には投資チーム全体で6名しかいなかったのが、今では50人体制となり、人員数は増え続けています。これは各アセットクラスの中で今まで以上に専門知識を持たねばならなくなった結果です。”

— 豪スーパーアニュエーション・ファンド、投資チームシニアメンバー
(2025年版EQuilibrium調査より)

- **機能の統合:** 組織図以外にも機関投資家は社内のポートフォリオ管理体制を再編して、非流動的な資産から非常に流動性の高い資産まで、より確かな情報に基づいた意思決定をいち早く行えるように適応しています。例えば、NuveenのEQuilibrium調査では、チームが投資ミーティングを行うペースを増やし、キャッシュフローの調整を改善していることが明らかになっています。
- **資産運用会社の評価:** 取引が複雑さを増し、借り手の多様化が進む中、機関投資家は厳格な引き受け基準と柔軟性のある取引執行を重視するようになっていきます。今日の資産運用会社には、資産の選別とタイミングに俊敏に行動するというだけでなく、いつでも取引執行できる俊敏さも必要とされています。つまり、迅速かつ正確に取引を見つけ、分析し、投資する俊敏さです。そのためには、さまざまな取引構造に通じた引き受けの専門知識に加え、パブリックとプライベート双方の保有資産の運用成績を総合的に報告するためのテクノロジー、真に部門横断的な投資チームが必要です。

設計から構築まで

パブリック市場とプライベート市場との境界が曖昧になるにつれ、成功するには投資機会へのアクセスだけでなく、さまざまな構造、チーム、戦略がある中で決断力をもって行動することが重要になってくるでしょう。

マクロ経済動向から借り手の行動、規制の変化と収斂まで、機関投資家にとってクレジット市場を変貌させている要因を理解するには新たなアプローチが不可欠です。実際に機関投資家はそれぞれ個別の戦略で運用するのでなく、総合的で俊敏なアプローチを採用してクレジット投資を行うべきです。

リラティブ・バリュー、仕組み、流動性に基づいてパブリックとプライベート・エクスポージャーの双方を活用できる動的なプラットフォームを構築することが、安定したインカム・ゲインとアウト・パフォーマンスを求める投資家の需要に応えられるかどうかの決定要因となるでしょう。そのためには、資産配分を見直すだけでは不十分です。チームの統合や総合的なリスク・フレームワーク、標準化、システムとガバナンス・プロセスの近代化など、組織的な変更を行って効果的な投資判断を行えるようにしなくてはなりません。こうした新たなアプローチを受け入れることができれば、不確実な環境を乗り切って新たな投資機会を手にすることができるでしょう。

Nuveenは投資で世界をリードし、世界中のクライアントとTIAAのためにパブリックおよびプライベート資産総額1.3兆ドルを運用しています⁵。TIAAはNuveenの親会社で、世界最大級の機関投資家です⁶。

インカム投資とオルタナティブ投資で幅広い専門知識を有するNuveenは、今日の投資家と将来の世代のためにポートフォリオを構築しています。Nuveenではアクティブ運用によってパブリックからプライベート市場まで幅広く、多様な利回り機会を見つけ、クライアントのために長期継続する安定したインカムゲインの提供を目指します。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

出所

1 ブルームバーグ

2 日本銀行、2025年1月24日

3 プレキン (2024年11月現在)

4 モーニングスター

5 2025年3月31日時点の運用資産。Nuveenの運用資産 (AUM) には、原資産の投資スペシャリストが含まれます。四捨五入により、合計が100%にならない場合があります。

6 2024年6月10日発行『Pensions & Investments』によると、最大級の機関投資家。ランキングは、各アセットマネージャーの自己申告による2023年12月31日付けの投資資産に基づきます。回答者数は434社で、毎年更新されます。TIAAはNuveenの親会社です。

重要なお知らせ

ヌビーン・ジャパン株式会社 (以下「当社」といいます。) は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法 (昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む) 第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化することがあります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌビーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合) の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限額を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌビーン・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3132号

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加入

nuveen

A TIAA Company