

2026年上半期:オルタナティブ・クレジット市場の展望と投資戦略

グローバル分散投資と 地域別リスク管理





米国例外主義 からの転換

米国では、景気の先行きに対する懸念が高まると同時に、政治的な緊張や政策運営の不透明感も増しているため、グローバル投資家にとって厳しい環境が続いています。2025年は年間を通じて、こうした不安が顕在化するような報道が相次ぎました。為替相場の変動や関税をめぐる懸念を背景に、海外投資家が米国市場から一斉に資金を引き揚げている、といったニュースも報じられ、従来の米国例外主義が転機を迎えつつある可能性さえ示唆されています。これに加えて、脱グローバル化がますます進んでいるとの見方も広がっています。

こうした局面では、周囲の意見や風潮に惑わされることなく、現実を見極めることが不可欠です。また、世界の構図が変わりつつあり、不安定な時期が続く中で、複数の安定した収益源を確保することも重要となっています。こうした状況下においては、グローバルなプライベート・クレジット(企業向けまたは資産担保型のプライベート・クレジット)が魅力的な投資機会を提供しています。クレジットの各分野において、投資のリスクを十分に理解し、管理することが投資における成功の鍵となります。

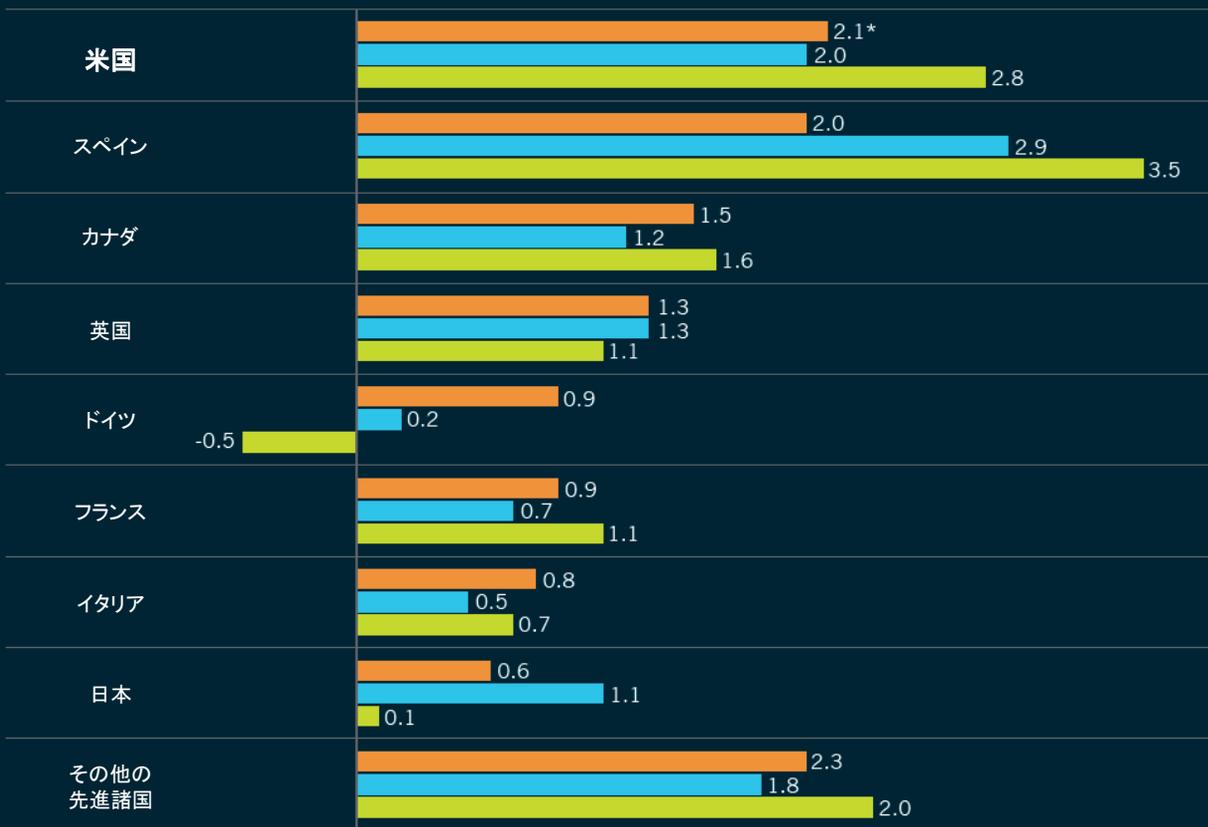
新たなリスクが浮上する中でも、 米国には豊富な投資機会が存在

不透明な状況が長期化しているものの、米国経済はショックに対する耐性があり、予想以上の底堅さを示してきました。足元では、景気後退懸念が和らぎ、楽観的な見通しが広がっています。米国の2026年のGDP成長率は他の主要先進国を上回る見通しであり、世界全体でも中国に次ぐ伸びが見込まれています(図表1参照)。企業業績は引き続き堅調であり、米国クレジットのデフォルト率も、高格付けの借り手を中心に、低水準で安定して推移しています¹。米ドルは大きく変動しているものの、国際ポートフォリオにおける中核通貨としての役割を引き続き果たしており、米ドル建て市場の厚みと流動性を支えています。これに匹敵する市場は、世界的に見ても限られています。

図表1: 米国のGDP成長率は他の主要先進国を上回る見通し

実質GDP成長率(前年比、単位%)

- 2026年(予測)
- 2025年(予測)
- 2024年



出所: 国際通貨基金(IMF)の世界経済見通し(WEO)、2025年10月

*注: Nuveenでは、米国の当該年のGDP成長率が約1.8%になると予測しています。

リスク耐性の高い ポートフォリオの構築

投資機会とリスクの見極め

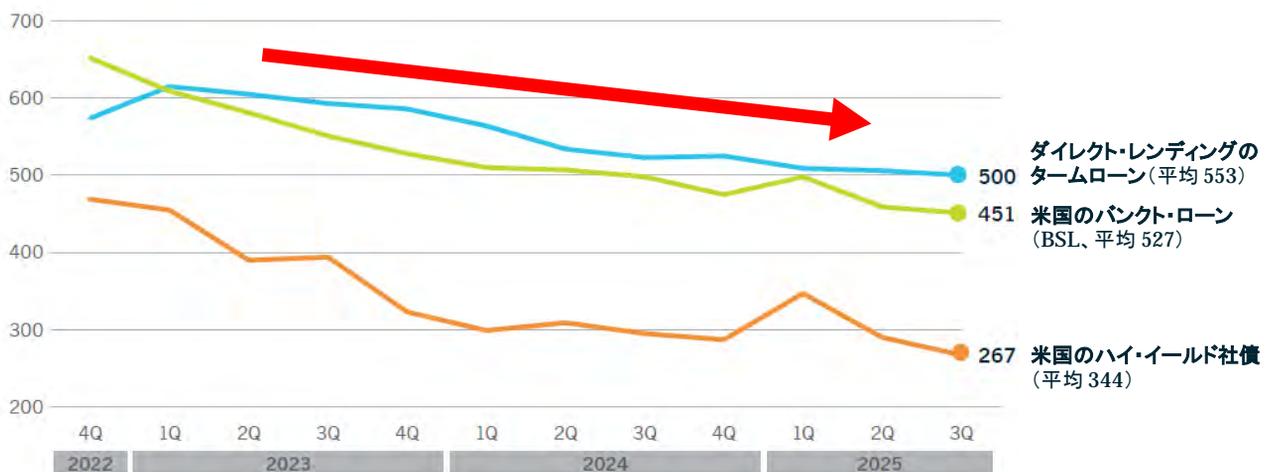
こうした環境下において、米国のクレジットはポートフォリオの分散効果を高める上でますます重要な役割を果たすと考えられます。当クレジットは、ファンダメンタルズが堅調であり、魅力的なリスク調整後利回りが期待できるほか、これまでに底堅いパフォーマンスを示してきた実績があります。

米国の自動車部品メーカーであるFirst Brandsの経営破綻(2025年9月)などを受け、プライベート・クレジット市場の健全性に対する懸念が市場参加者間で広がりました。しかし、業界関係者や投資家によると、こうした事例はあくまで例外的なものであり、その背景には、景気全体の悪化というよりも、融資先企業に対するデューデリジェンスや与信審査が不十分さであると考えられています。投資機会が豊富にある一方、リスクも存在する市場環境の中で、適切なデューデリジェンスを行うことが引き続き重要となっています。

パブリック・クレジット市場とプライベート・クレジット市場の両方でスプレッドは縮小傾向にあります(図表2参照)。また、クレジットのバリュエーションは比較的楽観的な見通しを織り込んでおり、安定した経済成長が続き、デフォルト率も低位な水準で推移するとの見通しが反映されております。投資家からの新規資金の流入が続く中で、運用会社が急速に投資規模を拡大すれば、結果として運用成績が悪化する恐れが出てきます。そうした過程で融資基準が緩和されれば、投資家はリスクにさらされかねません。プライベート・クレジット市場の成熟化が進む中で、経験豊富なクレジット運用会社と、新規参入の運用会社との差が、これまで以上に鮮明となっています。

図表2: 米国のパブリック・クレジット/プライベート・クレジットのスプレッドは縮小傾向

担保付翌日物調達金利(SOFR)に対するスプレッドの推移(単位: ベーシスポイント)



出所:ブルームバーグおよびLSEG LPC、2025年9月30日時点。



欧州市場はリスク分散の機会を提供

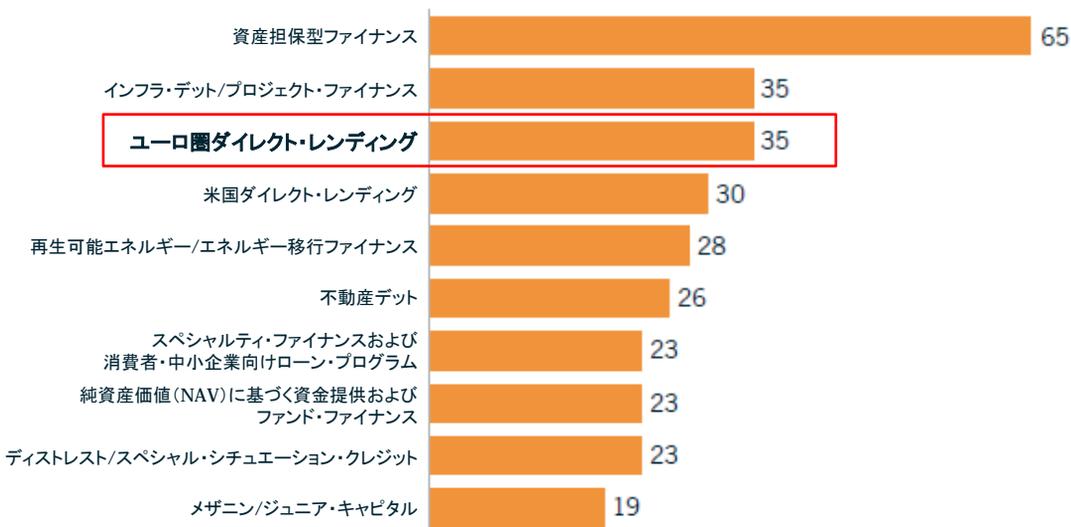
グローバルの投資家にとって、米国が魅力的な投資先であることに変わりはありません。しかし、オルタナティブ・クレジットの投資機会は米国外にも存在しています。

欧州は米国と同様に、経済成長の減速や地政学的な分断といった課題を抱えています。非景気循環セクターやアッパー・ミドル・マーケット向け融資を中心に、長期的に魅力的な投資機会が存在しています。インパクト投資戦略や、各産業における技術革新の動きは、新たな投資分野として急速に注目を集めています。資産運用会社を対象とした最近の調査によると、回答者の35%が、今後5年間で最も高い成長が見込まれる分野として、欧州のダイレクト・レンディングを挙げています(図表3参照)。

欧州における投資機会を見極めるには、この地域特有の地政学的環境を理解する必要があります。例えば、再生可能エネルギーの拡大やエネルギー安全保障の確保が急務となっている中で、エネルギー・インフラの整備が引き続き重要なテーマとなっています。このことは、構造的な変化が魅力的な投資機会を生み出していることを示しています。こうした動きを背景に、投資適格プライベート・クレジットの市場規模も拡大しています。また、保護主義的な動きが強まる中で、不動産デットの市場規模も拡大しており、物流分野を中心に魅力的な投資機会が広がると見込まれます。

オルタナティブ・クレジット市場はこれまで、米国を中心に発展してきましたが、2026年を迎え、米国外でも市場が急速に拡大しています。こうした中で、ポートフォリオ構築における重要なポイントは、規模が大きくリスク耐性の高い米国市場を中核に据えつつ、国・地域や資産クラスをまたいでグローバルな分散投資を行うことです。これにより、インカム収入の確保、リスクの低減、長期的な価値創出を目指すことが可能となります。グローバルなオルタナティブ・クレジット戦略において、米国市場が主要な投資先である状況に変わりはありません。しかし同時に、米国外の市場にも目を向けることがこれまで以上に重要となっています。

図表3: グローバル資産運用会社が注目する投資機会(今後5年間の見通し)



出所: Mercer「Private Markets in Motion: Private debt Taking the pulse of global asset managers」、2025年7月時点。回答者は、当てはまる回答を複数選択できる形式となっています。回答はすべて、2025年5月16日～28日に行われたオンライン調査で取得されました。北米、欧州、アジア太平洋地域の57の機関投資家が調査に回答しました。これらの機関投資家の運用資産残高(AUM)は、10億ドル未満から500億ドル超まで幅広い範囲に及びます。回答者は、いかなる形の報酬も受け取っていません。調査結果には本質的な制約や不確実性が伴い、関連する要因や市場環境をすべて反映しているとは限りません。これらの調査結果は、個別の投資助言を意図するものではありません。

オルタナティブ・クレジット市場

ポートフォリオを分散し、投資目的を達成するための複数のアプローチ

企業向け融資

業績、キャッシュフロー、企業価値に基づく融資

●ダイレクト・レンディング(直接融資)

ジュニア・キャピタルおよび
キャピタル・ソリューションを含む

変動金利ローンが中心であり、金利変動やインフレの影響を抑えつつ、インカム収入を確保可能。

●ローン担保証券(CLO)

長期運用を前提とした安定したストラクチャーにより、強制的な売却を回避しつつ、ローン市場全体への投資エクスポージャーを確保。CLOの裏付けとなるローンは流動性が高いため、市場が不安定な局面でも機動的なリスク管理が可能。

●投資適格の非公開企業向けデット

未公開企業や中小企業が発行するプライベート・デット。

プライベート資産担保融資(ABF)

特定の資産(価値評価が容易な資産)を担保とし、その担保資産の清算価値を基準として融資比率を決定する融資(事業全体の収益性に左右されにくい)

●プライベート資産担保証券(ABS)

商業用不動産評価クリーンエネルギー(C-PACE)およびクレジット・テナント・ローン(CTL)を含む

ローン、リース、売掛債権などを束ねた資産プールを裏付けとするノンリコース・デット。C-PACEは、優先順位の高い税担保権を通じて、持続可能な商業用不動産の改修に資金を供給し、投資適格水準の利回りと、測定可能なプラスの効果を提供。CTLは、不動産または設備を担保とするノンリコース・デットであり、単一テナントのリース料が返済原資。

●商業用不動産デット

不動産を担保とし、資本構成において優先順位の高いポジション。他のクレジット分野との相関が低く、ダウンサイド・リスクの抑制効果が期待可能。

●インフラ・デット

投資適格のインフラ・クレジットおよびエネルギー・インフラ・クレジット(EIC)を含む

不動産に課される賦課金を担保とするノンリコース・デット。エネルギー・インフラ分野では、電力市場の拡大や、民間資本の参入により、投資機会が広がっている成長分野。

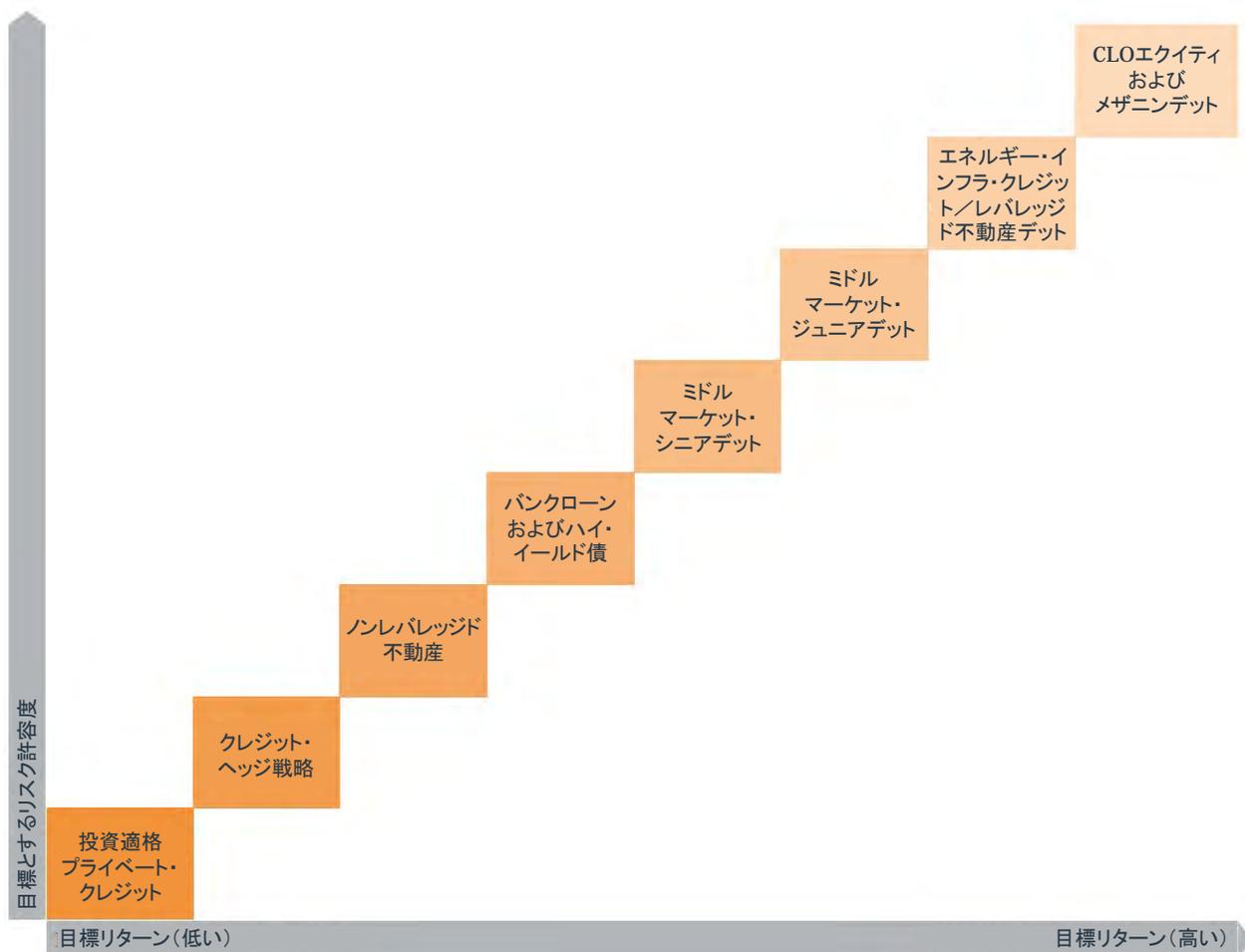
●NAVレンディング

ファンドの保有資産を担保とした融資

ミドル・マーケットのプライベート・エクイティ・スポンサーを対象に、価値創出の強化とエクイティ・リターンの向上を支援することを目的として、ファンド・レベルで安定的かつ柔軟な資金提供を実施。

オルタナティブ・クレジット市場

様々なリスク許容度、流動性ニーズ、目標リターンに対応する多様な投資ソリューション

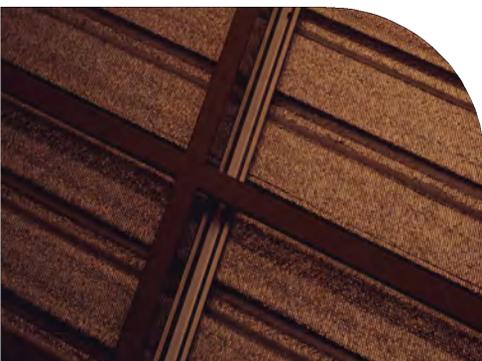


上記図表は説明目的のためだけに提示されています。

次ページに示すセクター別見通しは、当社のオルタナティブ・クレジットの運用能力のすべてを示すものではなく、各資産クラスに対する見通しのすべてを網羅するものでもありません。オルタナティブ・クレジットのサービスについて詳しい情報をお求めの方は、Nuveenの担当者にお問い合わせいただくか、またはnuveen.com/alternativecreditをご覧ください。



セクター別 見通し



エネルギー・インフラ・クレジット

インフラ・デットは引き続き魅力的な投資機会を提供しています。その背景にある要因としては、AI関連のデータセンターのニーズ拡大に伴う電力需要の急増、製造業の国内回帰（オンショアリング）、電化の進展などが挙げられます。米国では、エネルギー・電力分野への投資が着実に増加しており、2015年の約5,200億ドルから2024年には6,000億ドルに拡大しました。さらに、2035年には7,000億ドル超に達すると見込まれています²。

米国では、発電能力を増強することが不可欠となっていますが、投資の観点では、電力供給の制約を緩和するソリューションに投資することが魅力的であると考えられます。実際に、現在に至るまでの投資不足により、送配電網の整備が大きな課題となっています。電力需要の増加を受け、電力システムの混雑が深刻化している地域も増えています。エネルギー効率を高めることができれば、発電設備を増やす必要性を抑えられるだけでなく、送配電の問題を緩和することにもつながります。国際再生可能エネルギー機関（IRENA）が実施した世界のエネルギー移行技術に関する分析によると、2024年の実際の投資額と、2025～2030年に必要と見込まれる投資額との差が最も大きかったのは「エネルギー効率」であり、この分野が最も深刻な投資不足に直面していることが判明しました（図表4参照）。

電力システムの混雑や送配電コストの上昇により、卸売電力価格と小売電力価格の差がさらに拡大しています。コミュニティ・ソーラー・プロジェクトでは、卸売電力価格を大きく上回る小売電力価格を基準に対価が支払われます。再生可能エネルギーをめぐるでは、連邦政府の政策が事業遂行の妨げとなる場合がある一方で、州レベルでは多くのインセンティブ制度が導入されており、長期的な収益の安定性が確保されています。コミュニティ・ソーラーは各地域に分散して設置されているため、電力システムへの接続に伴うリスクが抑えられます。また、分散型プロジェクトは工期も比較的短く、通常は6ヵ月～2年で完工します。一方、2024年に完工した大規模発電プロジェクトでは、建設期間とは別に、電力システムへの接続の順番待ちに平均5年半を要しました³。

バイデン政権とトランプ政権はともに、インフラ・サプライチェーンの国内回帰（オンショアリング）に向けた取り組みを積極的に推進してきました。その発端となったのが、半導体製造の国内回帰を支援する「CHIPS・科学法」と、インフラ・製造（下流工程）の国内回帰を支援する「インフレ抑制法（IRA）」です。「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」は、税額控除の適用条件として国内調達要件を定めることで、インフラ・サプライチェーンの国内回帰を後押ししています。同法はまた、先端製造税額控除（AMPC）を2032年まで維持することで、国内回帰の動きを促進しています。これに加えて、国内製造業に有利となるような輸入政策も実施されているため、国内メーカーにとっては今後5～10年にわたり、高い利益率を確保しやすい環境が続くと見込まれます。

米国の液化天然ガス(LNG)については、AI関連のデータセンターのニーズ拡大に伴って大幅な需要増加が見込まれるため、非常に有望な投資機会を提供しています。米国のLNG液化設備に供給されるフィードガス(原料ガス)の量は2030年までに2倍超に増加する見通しです。また、LNG輸出は米国の天然ガス消費全体の22.4%を占め、用途別では発電に次いで第2位になると見込まれます。トランプ政権下では、LNG輸出に関する規制環境が大幅に改善しており、バイデン前政権が定めた輸出規制が撤回されるとともに、各種承認手続きの迅速化が図られています。2025年には米国のLNGプロジェクト4件が最終投資決定(FID)に到達しました(これに対して、2024年は0件)。これら4件を合わせると、プロジェクト・ファイナンスの融資枠(コミットメント)は80~120億ドル規模に上ります。

エネルギー・電力分野における投資テーマ(コミュニティ・ソーラー、エネルギー効率、米国内製造、米国産LNG分野の成長)は、いずれも政策面での支援を受けています。また、各分野では需給の不均衡が今後10年程度は続く可能性があり、これらの投資テーマはそうした不均衡の解消に資するものと考えられます。したがって、高いリスク調整後リターンが期待できる魅力的な投資機会であると言えます。

図表4:「エネルギー効率」は、2024年の実際の投資額と、2025~2030年に必要と見込まれる投資額との差が最も大きい分野

■ 2024年の実際の投資額 ■ 2024年の実際の投資額と、2025~2030年に必要と見込まれる投資額との差



出所: 国際再生可能エネルギー機関(IRENA)、「Global landscape of energy transition finance 2025」、2025年11月時点。

商業用不動産評価クリーン・エネルギー(C-PACE)

米国では、インフラ整備に必要とされる投資額と実際の投資額との間に3兆7,000億ドルものギャップが存在しています。同時に、公的部門の予算は様々な政策課題への対応に追われており、財源の多様化が求められています。こうした状況下で、商業用不動産評価クリーンエネルギー(C-PACE)のような官民連携スキームにとって独自の機会が生まれています。

重要なこととして、C-PACEの法的枠組みは、米国の州法に基づいて制定されているため、連邦政府レベルでの政策変更の影響を受けにくいという特徴があることです。当資産クラスは、民間資金のみで賄われる経済開発手段であることから、政治的立場の違いを超えて幅広く採用されています。C-PACEは米国の大半の州で利用可能となっており、資産クラスとしても急速に成熟しつつある中で、C-PACEを通じた資金調達が増大しています。実際に、Nuveen Green Capitalの投資プラットフォームにおけるC-PACEの融資実行額は、2024年から2025年にかけて前年比75%増加し、2025年の年間融資実行額は20億ドルを超えました。

C-PACEは、商業用不動産のエネルギー効率改善、節水、強靭性の強化に向けた改修、または新規建設に必要な資金を供給する仕組みであり、プライベート・クレジットにおいて、外部環境の変化に左右されにくい魅力的な投資機会を提供します。

当資産クラスでは、信用補完の枠組みが堅調なパフォーマンスを下支えしており、元本の回収率は運用開始以降、100%となっています。

C-PACEのメリットは、建物の持続可能性に資するという点だけではなく、多くの不動産オーナーは、低コストかつ固定金利の資金調達手段としてC-PACEを活用しており、伝統的な融資の代替手段となっています。一方、政策当局にとっても、地域経済に民間資本を呼び込む上で、C-PACEは有効な手段となっています。

商業用不動産セクターは、旺盛な構造的需要が見込まれる分野であり、集合住宅、シニア向け住宅、およびホスピタリティの一部のセグメントでは、引き続き投資機会が期待できます。さらに、テナントや投資家のニーズの変化に対応するために、既存物件の用途を変更して再利用することも重要な投資テーマとして浮上しています。

移行期にある不動産に対して、再資本化戦略としてC-PACEを活用することも、新たな投資機会となっています。2027年までに数千億ドル規模の商業用不動産ローンが満期を迎える中で、本来は健全な物件であっても、借り換えが困難となるケースが数多くみられます。これは、業績不振が理由ではなく、金利上昇、融資基準の厳格化、融資実行時と現在の市場における評価額の乖離といった要因によるものと考えられます。

関税の影響により、商業用不動産の建設が減少する可能性があります。その一方で、商業用不動産の開発業者、貸し手、および物件オーナーは、資材価格の上昇やプロジェクトの停滞に直面しており、資金不足を埋めるための代替的な資金調達手段を模索しているため、関税の導入によってC-PACEの利用が増える可能性があります。

図表5: C-PACEは、投資適格の公開市場商品を上回る利回りを提供

2025年12月31日時点の利回り



過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。出所: NuveenおよびBloomberg。指数に直接投資することはできません。

不動産デット

商業用不動産は、米国の貿易政策の変化による影響を免れませんが、不動産デットは、足元の不確実な局面においても魅力的な投資機会を提供しています。

例えば、不動産デットを広範な米国クレジットと比較すると、前者の投資家は、市場環境を反映して再評価された水準で融資できるというメリットがあります。また、上乗せスプレッドを確保しつつ、レバレッジを抑えた投資を行うことも可能です。さらに、不動産デットでは、貸し手を保護するための重要な融資条件が維持されています。米国のクレジット市場全体では、大量の資金流入を背景に、貸し手保護条項が緩い「コベナンツ・ライト」ローンが増加しましたが、不動産デットはこれとは対照的なものといえます。

先行き不透明感が高まる中で、市場のボラティリティを懸念する投資家は、米国市場に対する慎重姿勢を強める可能性があります。そうした投資家にとっては、欧州市場の方が相対的に安定しており、ポートフォリオの分散効果を高める手段にもなります。

ただし、コンセンサス予想によると、米国ではリスクが高まっている一方で、底堅い経済成長が続くとも見込まれています。こうした状況を背景に、ヘッジや分散投資を通じて下振れリスクに備える動きが広がっています。具体的には、インフレ耐性のあるセクター、短期の賃貸契約、およびファンダメンタルズが健全な市場などに資金が流入しています。また、幅広いメガトレンドの恩恵を受けるセクターは、短期的にボラティリティが高まる局面でも底堅く推移すると見込まれます。

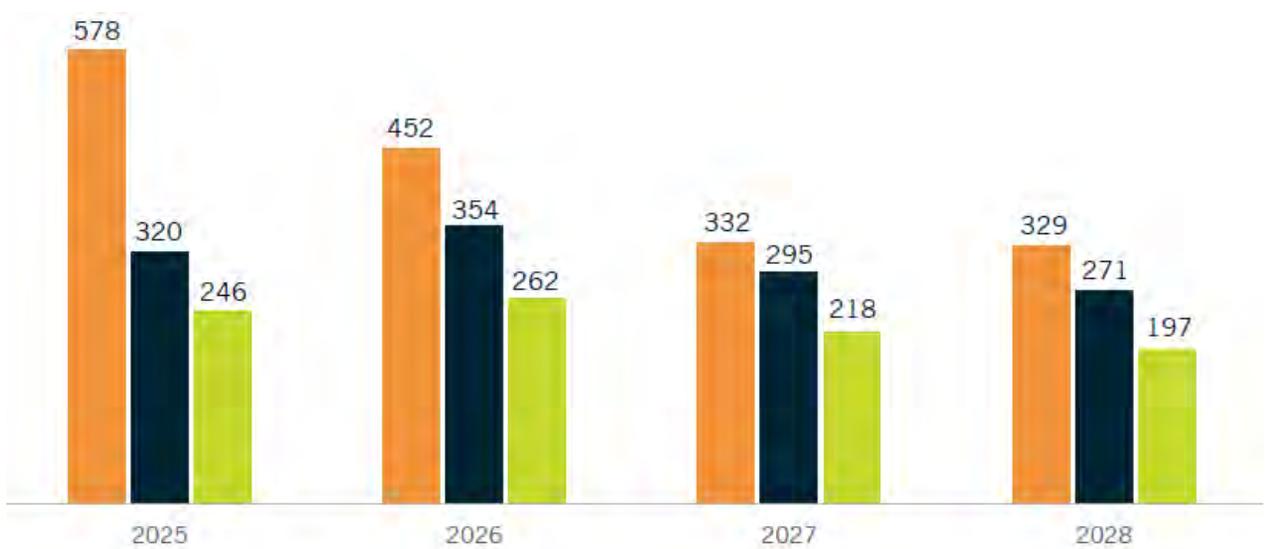
例えば米国では、メディカル・オフィスは新規供給の伸びが限定的であり、空室率も低く、人口の高齢化に伴って底堅い需要が見込まれるため、厳しいマクロ経済環境の中でも安定したパフォーマンスが期待されます。また、住宅価格の高騰によって持ち家の取得が困難となっていることは、集合住宅賃貸市場の需要を下支えする要因となっています。さらに、データセンターも依然として有望な投資対象といえます。AIインフラへの設備投資が過去最高水準で推移していることに加え、AIへの投資は政策動向の変化による影響を受けにくいと考えられるからです。

不動産のエクイティ投資の機会が依然として限定的であることから、不動産分野における投資機会は主にクレジット分野に集中しています。不動産市況のサイクルの中で資産価格が上昇する局面では、クレジット投資のリターンも押し上げられると期待されます。さらに、「償還の壁」が迫っており、幅広い範囲で資金繰りが悪化していることから、不動産デット市場には豊富な投資機会が存在しています(図表6参照)。

図表6: 償還の壁が迫る中で、投資機会が拡大

不動産デットの借り換え必要額の推移(推定値、単位:10億ドル)

■ 米国 ■ 欧州 ■ アジア太平洋



出所: 国際通貨基金(IMF)、2025年12月31日時点

投資適格プライベート・クレジット

投資適格プライベート・クレジット(IGPC)では、保険会社、年金基金、大学基金・財団基金といった長期志向の機関投資家など、幅広い投資家層からの資金流入が続いています。その背景にある要因としては、投資適格プライベート・クレジットがもたらす分散効果、安定したキャッシュフロー、およびパブリック債券を上回る魅力的な利回りなどが挙げられます。

金利のボラティリティが高まり、マクロ経済をめぐる不確実性が続く中でも、プライベート・キャピタルに対する借り手の需要は、あらゆるセクターや資産クラスにわたり高水準で推移しています。ここ数年における金利見通しの不確実性を背景に、デュレーションの短い案件の発行が増えています。長期志向の投資家にとっても、引き続き魅力的な投資機会が存在しています。このような動向を受け、投資適格プライベート・クレジットは、様々なポートフォリオ要件や投資目的を有する幅広い投資家にとって、より一層魅力的な存在となっています。分散された私募債ポートフォリオの構築を目指す投資家は、投資適格プライベート・クレジット全体にわたり、短期から長期まで幅広い投資機会を見出すことができます(図表7参照)。

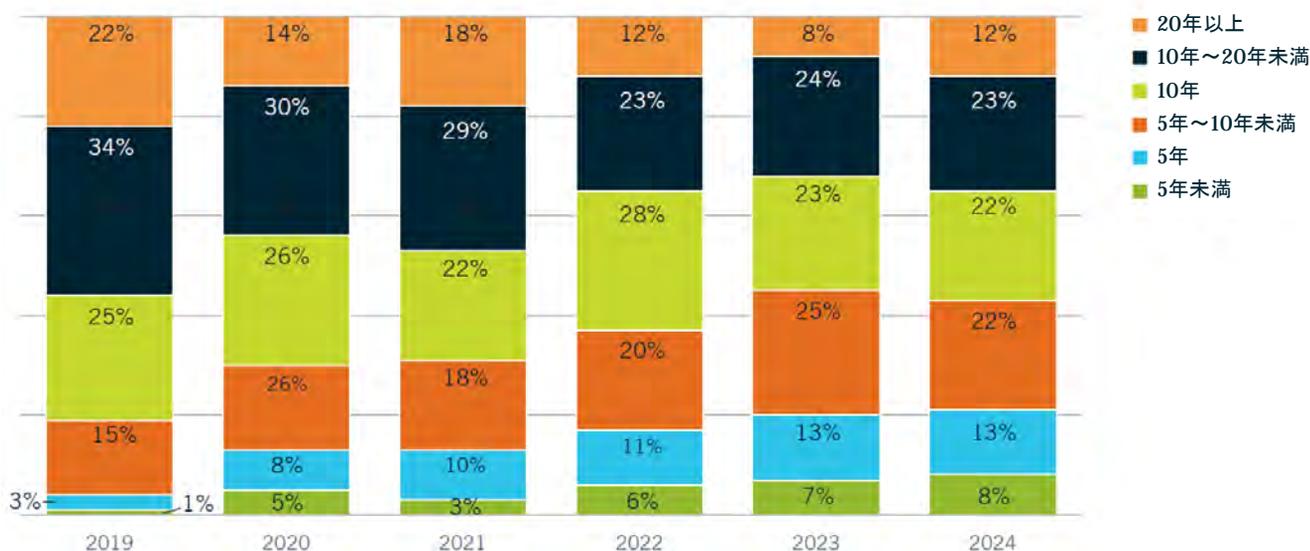
しかし、投資機会は豊富にありますが、厳格な信用力調査が引き続き重要であり、綿密なクレジット分析やストレステストの実施が不可欠となっています。

世界的にみると、投資適格プライベート・クレジット(IGPC)の投資機会は拡大しており、大手の資産運用会社の存在によって、英国や欧州といった特性の異なる市場へのアクセスも可能となっています。こうした市場で運用成果を上げるためには、各国・地域の規制環境を正しく理解することが不可欠です。これにより、期限前返済保護条項を備えたデュレーションの長い案件(例えば、エネルギー安全保障や社会的ニーズへの対応を目的に組成されたインフラ資産)など、独自の投資機会を捉えることが可能となります。米国が重要な市場であることに変わりはありませんが、特に社債やインフラ分野では海外にも魅力的な投資機会が存在しており、ポートフォリオの分散を図る上では、投資対象をグローバルに広げることが重要となっています。

分散投資の重要性が広く認識される中で、最近では、安定したキャッシュフローや有形担保に裏付けられたストラクチャード資産への関心が高まっています。具体的には、クレジット・テナント・ローン(CTL)、プロジェクト・ファイナンス(PF)、およびプライベート資産担保証券(ABS)などが挙げられます。マクロ・トレンドや投資家の関心の高まりを背景に、市場ではセクターや地域全体にわたり新規案件の供給が引き続き活発であり、こうした動きは今後も持続し、魅力的な投資機会を提供し続けると考えられます。

図表7: 私募市場における償還年限構成の変化

私募案件の償還年限の内訳(年別)



出所: BofA私募市場スナップショット、2024年12月31日時点

ローン担保証券(CLO)

投資家は引き続き米国のローン担保証券(CLO)を選好しています。米国のCLOのファンダメンタルズは依然として健全であり、魅力的なインカム収入を提供している一方で、従来型のクレジットのバリュエーションは割高な水準にあります。

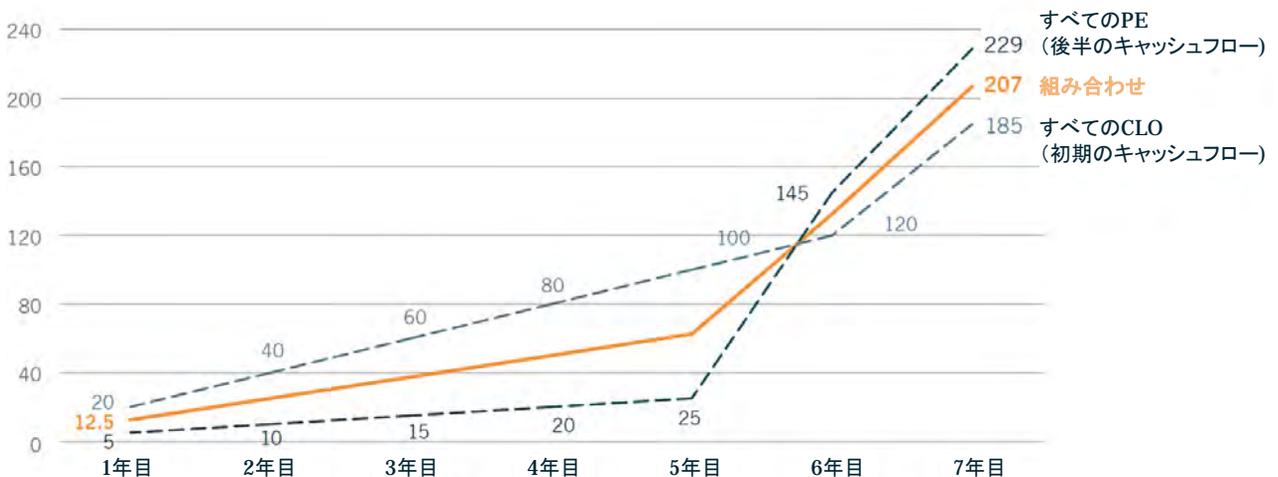
機関投資家はCLO投資において、各トランシェへの直接投資、セパレートリー・マネージド・アカウント(SMA)、およびプライベート・ファンドを活用しています。一方、富裕層の投資家は、投資適格級のCLOにはETFを通じて投資し、非投資適格級のデット・トランシェおよびエクイティ・トランシェに投資する場合にはインターバル・ファンドを活用しています。さらに、エクイティ重視の戦略ではプライベート・ファンドも活用しています。

CLOは、各トランシェにわたり相対的に高い利回りを提供しており、一般的に同等の格付けを有する社債と比較してスプレッドが上乘せされています。特にエクイティ・トランシェでは、アクティブなポートフォリオ運用と構造的なレバレッジを活用することで、年率10%台半ばのリターンが期待されます。また、CLOは歴史的にみても、デフォルト率の低い資産クラスとなっています。過去30年以上にわたり、CLOの投資適格級のトランシェの累積デフォルト率は0.21%にとどまっており、社債の2.1%を大きく下回っています。また、非投資適格級のCLOについても、累積デフォルト率は4.4%であり、非投資適格級の社債の29.5%と比べても非常に低い水準にとどまっています⁴。

投資ポートフォリオでは、プライベート・エクイティ(PE)を補完する手段として、CLOのエクイティ・トランシェを活用するケースが増えています。CLOのエクイティ・トランシェは、運用開始当初から四半期ごとに分配金を生み出すため、リターンの実現が運用期間の後半に偏る傾向にあるPE投資特有の「Jカーブ」問題に対応することができます(図表8参照)。分散投資の観点からすると、CLOポートフォリオは通常、幅広い業種にまたがる200社を超える企業のシニア担保付きローンで構成されていることから、エクイティ持分に集中する傾向にあるPEを補完する効果があります。

さらにCLOには、リスクを機動的に管理できるという強みもあります。CLOの裏付け資産である米国のシンジケート・ローン(バンク・ローン)市場は、総額1兆4,000億ドルを超える規模に達しており、日次で数十億ドルほどの取引高があります。これにより、CLOマネージャーは市場の歪みを上手く捉え、信用力が悪化している銘柄を売却する一方で、市場が不安定な局面では格付けの高い資産を割安な価格で取得することが可能となります。また、経験豊富なCLOマネージャーは、市場の不透明感が高まる局面を上手く活用することで、CLOを新規発行することもできます。例えば、トランプ大統領が2025年4月初めに相互関税を発表した「解放の日」直後には、Nuveenは、額面価格より1.75~2ポイント安いローンから成るローン・ポートフォリオを構築し、魅力的なCLOを組成することができました。CLOエクイティ・トランシェは通常、約10倍のレバレッジがかかるため、こうした価格ディスカウントは大きな価値創出をもたらします。春以降、市場環境の改善により、ローンを割安な価格で購入する機会はほぼなくなりましたが、ボラティリティの高い局面で迅速かつ大規模に資金を投下することができれば、高いリターンを生み出すことが可能です。従来型のクレジットのバリュエーションが割高である一方、経済のファンダメンタルズが健全な環境下では、CLOは追加的な信用リスクを負うことなく、魅力的なキャリアを獲得できる手段となっています。

図表8: CLOエクイティとプライベート・エクイティのキャッシュフローを組み合わせることで、安定したリターンを実現



図表は説明目的のためだけに提示されています。初期に得られるキャッシュフローと、後半に集中するキャッシュフローを組み合わせた場合の潜在的な影響を示しています。仮定に基づく事例は、説明目的のためだけに提示されており、特定の投資またはポートフォリオのパフォーマンスを示すものではありません。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

ダイレクト・レンディング

米国

米国のダイレクト・レンディングは、特にミドル・マーケットを中心に底堅く推移しており、魅力的な投資対象となっています。プライベート・エクイティの投資活動が続いており、借り換え需要が高まっている中で、豊富な投資機会が存在しています。借り手の財務状況は概ね健全であり、スポンサーは流動性管理を優先していることから、多様で柔軟な資金調達手段に対する需要が続いています。

ダイレクト・レンディング市場への資金流入が増加するにつれて、貸し手による案件の獲得競争が激化しています。しかし、経験豊富で実績のある貸し手は、独自に案件を調達する能力があるほか、厳格なクレジット基準を維持しつつ、適切なリスク管理を行うことができるため、依然として有利な立場にあります。経験豊富な貸し手にとっては、競争環境が激化する中でも融資条件はそれほど悪化しておらず、新規案件のレバレッジやコベナントは引き続き妥当な水準に保たれています。

ミドル・マーケット全体にわたりクレジット・ファンダメンタルズは安定して推移しており、システム的な信用不安が広がる兆しはほとんどみられません。デフォルト率は長期平均を下回っており、十分に分散されたポートフォリオを構築することで、銘柄固有のリスクを抑えることが可能となっています。米国のミドル・マーケット向けダイレクト・レンディングでは、幅広い業種に投資機会が存在しており、ヘルスケア・テクノロジーから洗車サービスに至るまで、投資家に多様な選択肢を提供しています。

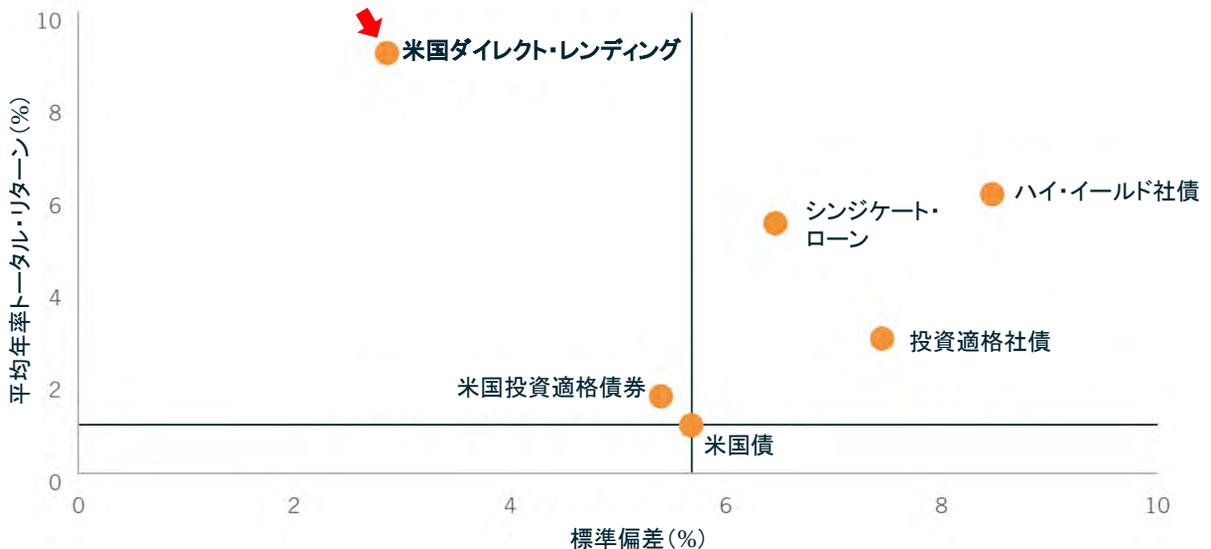
米国のダイレクト・レンディングは、パブリックのクレジット投資対比で遜色のない魅力的なリスク調整後リターンを提供しており(図表9参照)、プライベート・クレジットの他の

分野と組み合わせることで、分散効果も期待できます。米国のミドル・マーケットは裾野の広い市場であり、実績のある貸し手が存在しているため、投資機会が豊富で、値崩れしにくいという特徴があります。したがって、世界中の投資家がこの資産クラスへの投資比率を高めています。ただし、ダイレクト・レンディングは時価評価が行われないため、実際に損益が確定するまでは、ボラティリティや信用力の悪化が表面化しにくい場合があります。したがって、報告されるリターンは一見安定しているようにみえますが、評価の透明性が低いため、ポートフォリオの悪化が気づきにくくなる可能性があります。また、鑑定評価に基づく価格は経済の実態に遅れて反映される場合があります。こうしたデメリットはあるものの、ダイレクト・レンディングは構造的なプロテクションを備えた投資対象であり、相対的に利回りが高いというメリットもあります。したがって、これらのメリット・デメリットを勘案し、総合的に評価する必要があります。

ダイレクト・レンディングは基本的に相対取引であり、長期的に資金が拘束されるため、流動性が低いという特徴があります。しかし、近年ではセカンダリー市場での取引が徐々に拡大しています。セカンダリーでの取引はパブリック市場よりも流動性が低いものの、最近では透明性の向上、データ品質の改善、取引頻度の増加が進んでいます。こうした中で、特に規模の大きいプラットフォームでは、投資配分の調整や早期の資金回収を柔軟に行うことが可能となっています。

米国のダイレクト・レンディングは、利回りの確保、元本の保全、ポートフォリオの分散といった面で、引き続き有望な投資対象となっています。規模のメリットを活かし、独自の案件獲得ルートを持ち、米国ミドル・マーケットの特性を深く理解している運用会社は、市場環境が変化する中でも、底堅い運用成果を実現できると考えられます。

図表9: 米国ダイレクト・レンディングは、魅力的なリスク調整後リターンを提供 2025年6月30日時点



過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。指数データは、Cliffwater Direct Lending Indexの最も早い共通の算出開始時である2015年10月から、直近の利用可能なデータ(2025年6月30日)までの期間を対象としています。分散投資は、リスクを抑えることを目的としていますが、損失の回避を保証するものではありません。●米国ダイレクト・レンディング:Cliffwater Direct Lending Index、●広範なシンジケート・ローン:S&P/LSTA Leveraged Loan Index、●ハイ・イールド社債:Bloomberg High Yield Index、●投資適格社債:Bloomberg U.S. Corporate Bond Index、●米国投資適格債券:Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index、●米国債:Bloomberg U.S. Treasury Index。指数に直接投資することはできません。指数のパフォーマンスは、特定の投資商品の成果を示すものではありません。

欧州

米国市場が魅力的な投資先であることに変わりはありませんが、欧州のダイレクト・レンディングは、マクロ経済環境が変化する中でも、魅力的かつ底堅い代替投資先、または米国を補完する投資先となっています。

欧州のダイレクト・レンディング戦略を手掛ける多くの運用会社は、ミドル・マーケット企業を主な融資先としており、これらの企業は地域密着型の事業運営を行っているため、グローバル市場の影響を受けにくいという特性があります。したがって、欧州のダイレクト・レンディングは、地域経済に根ざした安定感を提供しています。

米国金利の高止まり、為替市場の変動、および根強いインフレを背景に、優れたリスク調整後リターン的重要性が改めて注目されています。こうした環境下において、欧州のプライベート・クレジットは、高い利回り、低水準のレバレッジ、および構造的な保護を備えた投資対象であり、景気変動の影響を比較的受けにくく、中央銀行の政策が変化する局面でも安定したパフォーマンスを提供しています。

さらに、欧州は米国と比較してインフレ見通しが落ち着いていることに加え、金融緩和がより早いペースで進んでいることから、欧州市場のディール・フローは活発であり、魅力的なスプレッド水準が保たれています。欧州のプライベート・クレジットは変動金利が中心であり、特に米国のシンジケート・ローン市場と比べてスプレッドが高い水準にあることから、魅力的なリスク調整後リターンを提供しています。

セクター別にみると、欧州のプライベート・クレジット戦略を手掛ける多くの運用会社は、景気変動の影響を受けにくい分野に注目しており、ソフトウェア、基幹業務支援サービス、ヘルスケア、デジタル・インフラ、エネルギー移行といったセクターを主な投資対象としています。これらのセクターはある意味で非景気循環セクターであり、政策支援や構造的トレンドの恩恵を受けている一方で、グローバルなサプライチェーンの混乱による影響を受けにくいという特性があります(図表10参照)。

世界的な市場の変動が続く中で、機関投資家はポートフォリオの分散効果と安定性を高めるため、欧州のプライベート・クレジットへの投資比率を増やしています。

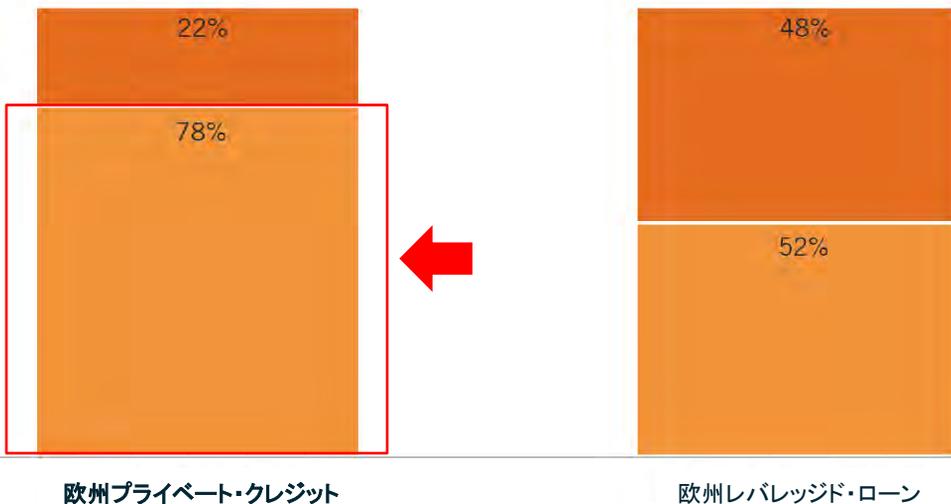
重要なこととして、欧州および米国の両方において、プライベート・クレジットに対する機関投資家の投資意欲は依然として強く、上場市場の変動の影響を受けにくい資産クラスとして関心が高まっています。こうした中で、特定の国・地域に資産が偏るリスクを抑えつつ、よりバランスの取れたグローバル・ポートフォリオを構築する動きが広がっています。

投資環境やマクロ経済環境の変化が続く中で、欧州のダイレクト・レンディングは、ディフェンシブな特性と独自の成長機会を提供しており、グローバルに分散されクレジット配分において不可欠な構成要素となっています。

図表10: 欧州のプライベート・クレジット ~ 非景気循環セクターが多く、景気変動の影響を受けにくい特性

セクター構成

■ 非景気循環セクター ■ 景気循環セクター



出所: ●欧州レバレッジド・ローン: LCD Research – S&P Global Market Intelligence、S&P European Leveraged Loan Indexの構成銘柄、2025年12月時点 – Arcmontの社内分析によるセクター分類。●欧州プライベート・クレジット: Deloitte Alternative Lender Deal Tracker – 2025年秋号

オルタナティブ・クレジットに関する詳細情報については nuveen.com/alternativecredit をご覧ください。

注記

1 S&P Global “Default, Transition, and Recovery: Regional Divergences Should Keep The Global Default Rate Steady Through September” dated 26 Nov 2025

2 IEA (2025), World Energy Investment 2025, IEA, Paris <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2025>, Licence: CC BY 4.0, Nuveen Analysis

3 For projects completed in 2024

4 Corporates: 10-year horizon average cumulative issuer-weighted global default rates by alphanumeric rating, 1998-2024 from Moody’s “Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to fall below its long-term average in 2025” dated 27 March 2025; CLOs: US CLOs, 10-year horizon WR-unadjusted cumulative impairment rates by original rating, 1993-2024 from Moody’s “Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2024” dated 23 Jun 2025

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可能性があります。

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値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