

**nuveen**

A TIAA Company



2025年上半期のオルタナティブ・クレジット・インサイト

# 新たな収益源を求めて

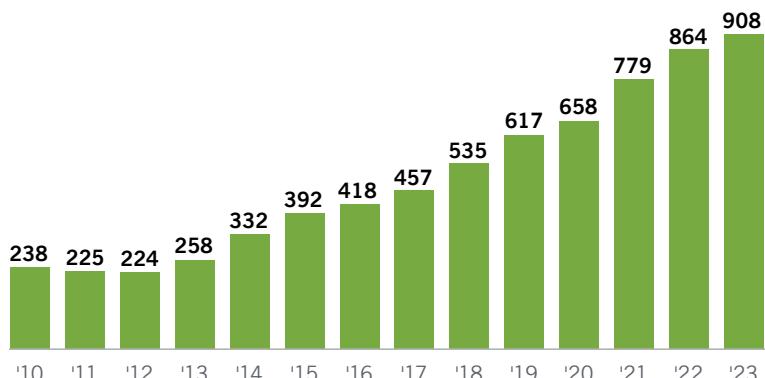
当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨  
または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

## オルタナティブ・クレジットの進化

オルタナティブ・クレジットは新しい資産ではありません。しかし、2008年の世界金融危機 (GFC) までは、投資家からの関心は低く、その関心は主に不動産デット、ローン担保証券 (CLO) および投資適格プライベート・クレジットに向いていました。この世界金融危機がきっかけとなり、市場が動き出したのです。銀行は融資を凍結し、その後すぐに規制が強化され、資金の借り手は銀行以外の資金調達先を探さねばならなくなりました。それによってオルタナティブ・クレジットの市場が拡大することとなったのです。

図表1：オルタナティブ・クレジット市場の成長

米国のBSL CLO残高 (10億ドル)



出所 : Bank of America CLO Factbook (2024年11月)

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薦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」を必ずご確認ください。

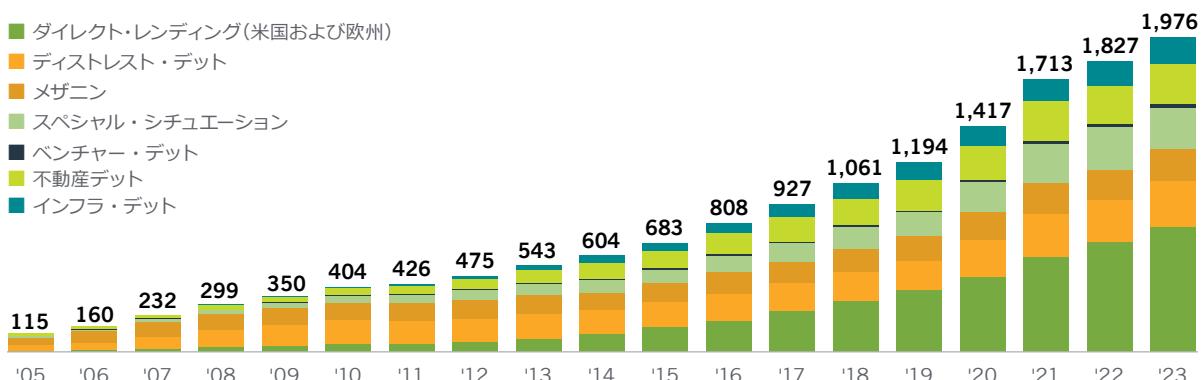
## 世界金融危機によって 市場が拡大した

オルタナティブ・クレジットは、従来の債券市場以外で資金調達を行う資産クラスで構成されています。2008年以降、世界金融危機により、パブリック市場で過度なボラティリティが発生し、その後の超低金利環境下では十分なインカムを獲得できないという課題に直面する中で、投資家は、オルタナティブ・クレジットに注目するようになりました。

世界金融危機がオルタナティブ・クレジットの成長を後押しするきっかけとなったものの、同市場が過去15年間にわたり成長を続けた理由は、それだけではありません。プライベート市場はパブリック市場との差別化を図り、新興企業や大手企業にとても魅力的な資金調達手段になりつつあります。オルタナティブ・クレジット市場における様々な資産クラスの発展により、ローンの融資手法や発行体の資金調達手段の多様化が進み、投資家にとって、様々なリスク・リターンの獲得機会が生まれています。

世界のプライベート・デット運用総額 (10億ドル)

- ダイレクト・レンディング(米国および欧州)
- ディストレスト・デット
- メザニン
- スペシャル・シチュエーション
- ベンチャー・デット
- 不動産デット
- インフラ・デット



出所 : Preqin (2024年11月)

# 知っておくべき重要ポイント

## 新たな市場、新たなリスク

現在のオルタナティブ・クレジット市場は過去15年間と大きく異なる環境にあります。金利は世界金融危機以降で見ると依然として若干高い水準ではありますが、過去の通常水準に戻ってきてています。これは投資家にとって良いニュースです。しかしオルタナティブ・クレジットへの投資の質にどのような影響があるかは不透明です。

オルタナティブ・クレジット市場は比較的新しく、様々な市場の状況下でどのように反応するのかまだ確認されていません。コロナ禍後のボラティリティ上昇は中央銀行と政府の景気刺激策により素早く封じ込まれたため、一部の資産クラスでは、本格的な景気後退時にどのような影響を受けるのかについてはいまだに十分に理解されていません。しかし、これはオルタナティブ・クレジットのすべての資産クラスに当てはまるではなく、歴史が浅いものもあれば、多様な市場サイクルを通じて堅調なパフォーマンスを示したものもあります。

貸し手側の観点からは、新規参入者の増加は市場シェア獲得競争を引き起こし、より多くの融資案件を獲得するため、貸出基準が緩和されるリスクが高まる可能性がでてきます。

これらのリスクを踏まえ、投資においては慎重で体系的なアプローチが不可欠です。オルタナティブ・クレジットの各資産クラスにおいて、リスクを適切に管理するためには、厳格なクレジット分析と規律あるリスクテイクの姿勢が求められます。投資家にとって重要なことは、オルタナティブ・クレジット市場で確たる実績を持ち、様々な資産にアクセスして、多様なインカムをもたらすことができる運用マネージャーを見極めることです。

## さらなる拡大

オルタナティブ・クレジット市場の拡大は資金調達手段を求める借り手と代替的な投資収益源を求める投資家のニーズから起きました。世界金融危機以降、オルタナティブ・クレジット市場は、ダイレクト・レンディングの成功に牽引されて大きく成長しました。しかし、同市場は単一の投資手法に留まらず、様々な資産クラスを含む広がりをみせ、投資家にとって重要な分散投資の手段となっています。今後も、こうした多様な投資の選択肢が成長し、さらに魅力的な市場へ発展していくと確信しています(図表2)。

図表2: クレジットセクターのベータは株式並みである一方で、インフレ感応度を抑制することができる

2023年12月31日に至るまでの15年間

	相関性	
	米国株式	インフレ
米国株式	1.0	0.1
グローバル株式	0.9	0.2
ダイレクト・レンディング	0.7	0.4
不動産デット	0.4	0.1
私募債-BBB格の社債	0.6	0.0
シニア・ローン	0.7	0.4
BB格のCLOデット	0.7	-0.1

出所: Bloomberg、ICE BofA、JPMorgan、S&P、Cliffwater DirectおよびGilberto Levyは2023年12月31日現在。

ダイレクト・レンディング関連データは2023年3月31日以降。BB格CLOデータは2014年6月30日以降のみ入手可能。各市場の代表的インデックスは米国株式: S&P 500 Index、グローバル株式: MSCI ACWI ex USA Index (IND)、ダイレクト・レンディング: CDLI Total Return Index、不動産デット: Gilberto Levy G1、私募債 - BBB格社債: ICE BofA BBB U.S. Corporate Index、シニア・ローン: S&P LSTA Leveraged Loan Index、BB格のCLOデット: JPMorgan U.S. CLO Index - BB rated。掲載したパフォーマンスデータは過去のパフォーマンスを示すものであり、将来の結果を予想・保証するものではありません。いかなるインデックス(指数)にも直接的に投資することはできません。



## 注目される オルタナティブ・クレジット戦略

- **ダイレクト・レンディング:** 同市場は引き続きシニア・ローンおよびジュニア・ローンに投資機会が見込まれています。欧米における利下げサイクルにより、豊富な機会がもたらされることが想定されます。
- **ローン担保証券 (CLO):** 長年にわたって市場で実績を積み上げてきた資産クラスであり、現在も投資家のリスク許容度に応じて魅力的な投資機会を提供しています。高金利が長期化する環境の下、CLOデットの利回りは全体として相対的に高い水準を確保できる状態が続いている。エクイティ部分においても、長期投資かつ時価評価を伴わない特性が、現在の市場環境と相性が良く、CLOエクイティの魅力を高めています。
- **エネルギー・インフラ・クレジット:** このセクターは構造的な追い風の恩恵を引き続き享受しています。生成AIやクラウドストレージ、電力化を支えるための電力需要の増加が持続可能なインフラおよびエネルギー保障における投資機会を生み出しています。

• **商業用不動産デット:** 厳しい市場環境を経て、不動産市場全体は構造的な変化を遂げています。現在、新たな市場環境に適応した借り手が戻りつつあり、新たな投資機会が生まれています。

• **商業用不動産評価型クリーンエネルギー・プログラム (C-PACE):** グリーンローン市場は引き続き拡大基調にある一方で、環境に配慮した建設プロジェクトや社会的課題の解決を支援する資金需要が増加しています。このような背景により、商業用不動産向けのファイナンス手法としてC-PACEの活用が広がっています。

• **投資適格プライベート・クレジット (IGPC):** 同市場は、多様なリスク・リターン特性を備えており、引き続き、成長を続けています。プライベート・クレジットは安定した資金調達手段を提供することで、新たな借り手の参入が進んでおり、貸し手にとっても魅力的な市場となっています。

次ページのセクター別分析は当社が提供するすべてのオルタナティブ・クレジット戦略を網羅しているわけではなく、また資産クラスに対する当社の予測を示すものではありません。当社が提供するオルタナティブ・クレジット・サービスについての詳細な情報をご希望の場合は、Nuveenの担当者にお問い合わせくださいか、nuveen.com/alternativecreditをご参照ください。

“

オルタナティブ・クレジットは、**様々な資産クラスで広がりをみせ、投資家にとって重要な分散投資の手段となっています。**

# セクター別見通し

## ダイレクト・レンディング

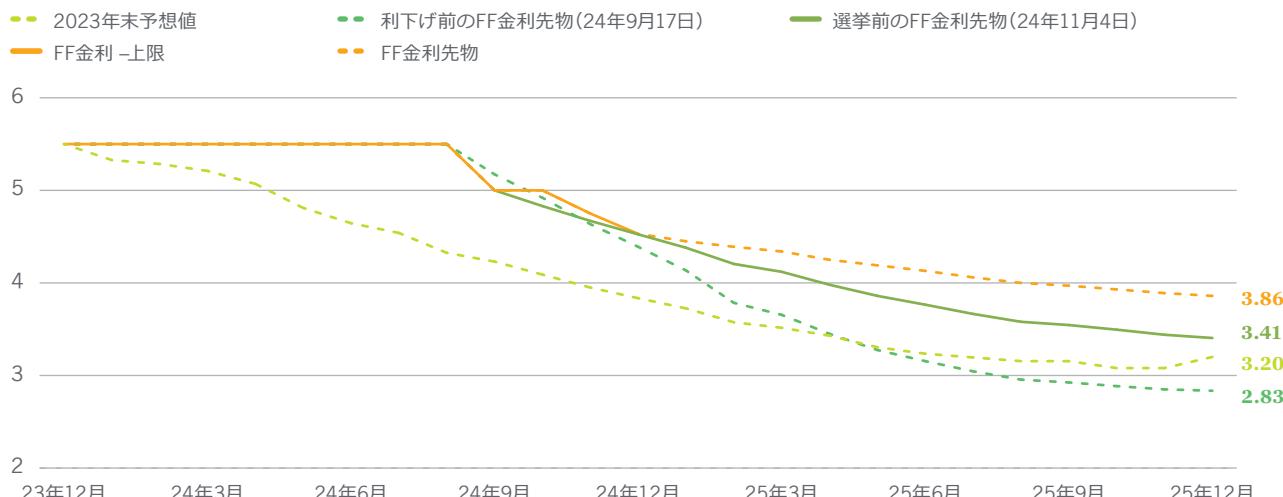
- 米国: 2025年に入り、米連邦準備制度理事会 (FRB) はインフレの過熱感を抑える一方で米国経済を安定的に成長させるという困難なバランス技を成し遂げたようにみえます。しかし、更なる利下げについては2025年を通じてゆっくり行われる見通し (図表3) で、既にターミナルレート (金融引き締め政策の最終到達点となる政策金利) の水準に到達しているように思われます。従って、ここ数年の黄金時代を支えてきた「投資家に有利なプライベート・デットの発行条件」(すなわち借り手のレバレッジ水準は低く利回りは高い) が維持されるとみられます。
- 2024年に政策金利が100bps低下したことにより、企業の資本コストおよび金利負担は幾分軽減されてきました。金利がさらに安定するならば、バリュエーションの見通しが明確になることで、当社では、M&A活動が継続的かつ本格的に活発化することが期待されます。資金調達コストの低下によりプライベート・エクイティの買い手と売り手の価格ギャップが縮小し、取引が成立しやすい環境が整うと考えられます。
- プライベート・デットの投資家は高水準の利回りの恩恵をより長きにわたって享受することになるとみられます。現在の利回りはピーク時よりは低いものの、依然として過去最高水準近辺

で推移しています。また、企業が現在の金利環境下でも成長を続けられることを証明したことで、2025年は非常に有利なリスク調整後リターンが得られる可能性があると当社では考えています。

- 金利上昇のピークは過ぎ去り、今後12ヶ月間の見通しが以前より明確になったため、投資家の関心は企業収益のファンダメンタルズに戻る可能性があります。バリュエーションが過去2年間よりも金利の影響を受けにくくなり、見通しが立ちやすくなつたことで、プライベート市場における資本の流動性が向上し、資金調達と投資の好循環が生まれます。これが、堅調な米国の経済成長と相まって、2025年はプライベート・キャピタル投資への好ましい流れを作り出し、それによって2025年がリターンおよびインカム創出の目覚ましいビンテージ・イヤー(初期投資を行う年)になる可能性があります。
- 金利環境によって、運用マネージャー間のパフォーマンスのばらつきが大きくなりました。規律管理が脆弱な投資手法のポートフォリオで問題が起こりやすくなっています。しかし、業界全体としてのデフォルト率は非常に低く、適正な規模で規律のしっかりした運用マネージャーとそうではないマネージャーとで二極化が進んでいくと当社は考えています。

図表3: 高水準の金利は借り手に圧力を与え続ける

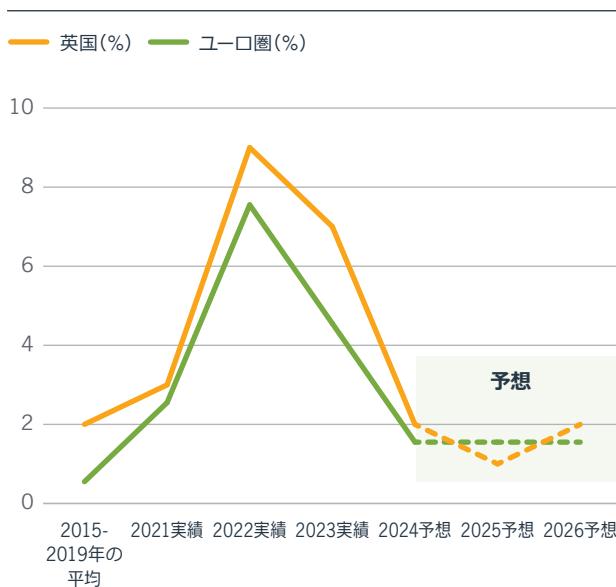
Fed Funds (FF) ターゲット金利シナリオ – 上限 (%)



出所: Bloomberg 2023年末の予想は2023年12月29日時点。利下げ前のFF金利先物は2024年9月17日時点。選挙前のFF金利先物は2024年11月4日時点。FF金利先物現在値は2024年11月25日時点。

- **欧洲:** 欧州のダイレクト・レンディング市場は楽観的なムードの中で2025年を迎えるました。欧州経済の一部は成長モードではなく、地政学リスクが依然として懸念材料である中、今後数四半期は停滞または低成長の環境が続くと考えられます。
- しかし、幸運なことに、ダイレクト・レンディングはディフェンシブ/非景気循環的な業界に焦点をあてており、経済成長に依存せず、安定した緩やかな成長で健全なポートフォリオを維持し、十分な融資機会を確保できます。
- インフレの落ち着きにより発行体の収益への負担が軽減され、金利低下によりキャッシュフローへの圧力も緩和されるでしょう(図表4、5)。
- 利下げは基準金利低下によりリターンを圧迫する要因になりますが、ローンのシニア部分は引き続き魅力的な投資先であり、利下げによるリターンへの影響を繰り上げ返済手数料やローンのスプレッドで補うことができます。
- 市場の状況を考えると2025年はダイレクト・レンディングに関する専門的な知識が必要になってくると思われます。市場の根本的なリスクは大きく変わることはなく、予想デフォルト率や損失率が注目されるものの、当社のポートフォリオ内では引き続き低水準にとどまる見込みです。この点からいって、当社がフォーカスする非景気循環/ディフェンシブ・セクターでEBITDAが5000万～1億ユーロのアッパーミドル市場では投資成果が上がるでしょう。

図表4: 欧州では中期的にコアインフレ率の鈍化が予想される



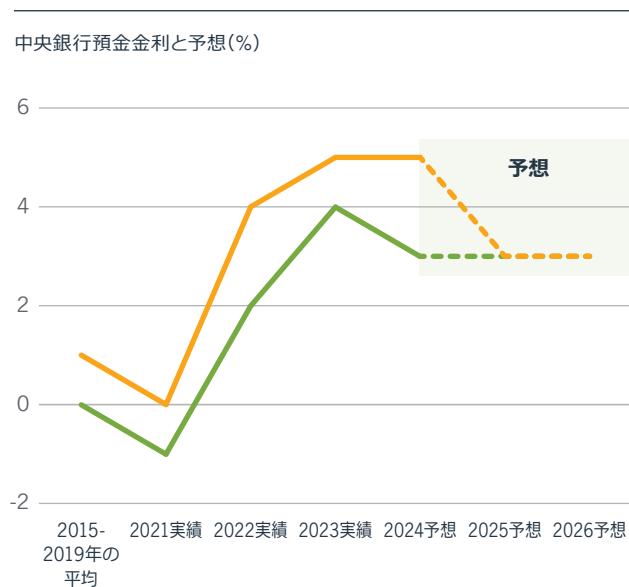
出所: Bloomberg (2024年11月1日)

- 市場に2つの変化がみられました。

— 1つ目の注目点は、小型市場とアッパーミドル市場の分断が継続していることです。アッパーミドル市場のプライベート・デット・ファンドに投資するためには、100億ユーロ以上のファンドサイズが必要であり、これに該当するGPは少数に限られるため、競争は限定的です。これは、すべてのプライベート・デット・ファンドが投資することができ、競争が非常に激しいロウエンド市場と大きく異なる点です。こうした二極化環境において、アッパーミドル市場のレンディングは引き続き魅力的な投資領域であると考えられます。アッパーミドル市場は、よりリスクが高い、あるいは過去の実績がない借り手を避ける傾向にあります。なぜならば、より規模の大きな企業のほうがデフォルトリスクが低いからです。この二極化はアッパーミドル市場で活躍するGPにとって絶好の条件です。

— 2つ目の注目点はインパクト戦略で、これは、投資家にとってますます重要なエリアになってきています。ダイレクト・レンディングはインパクト投資を目的としている投資家のニーズを満たすポテンシャルがあります。インパクトに特化した融資に対する借り手の需要も増大しており、こうしたインパクト戦略によりこのアセット・クラスが時間の経過に伴い更なる選択肢を提供すると当社では考えています。

図表5: 高水準が継続

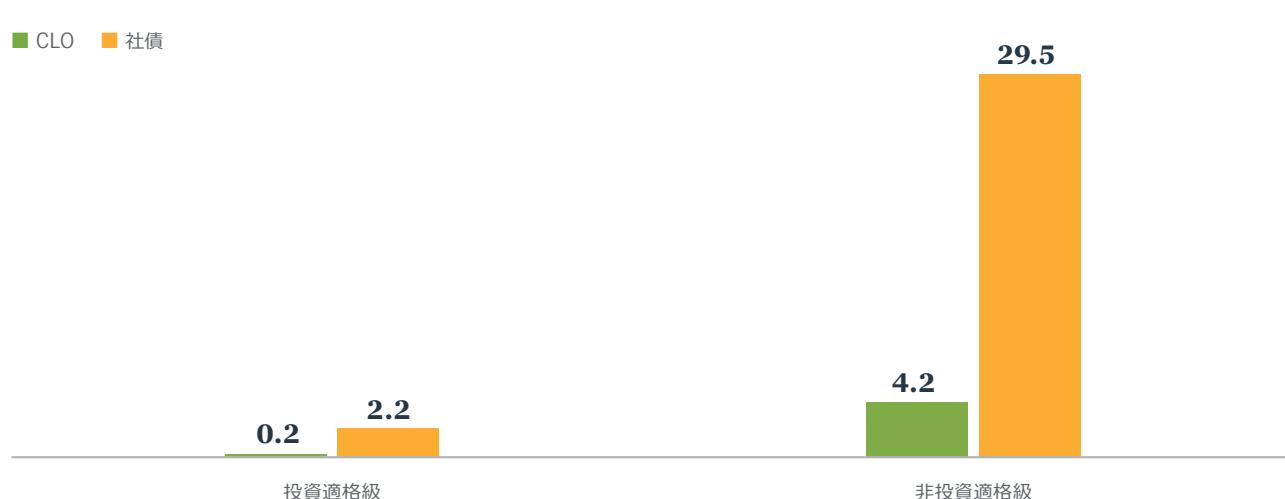


## ローン担保証券 (CLO)

- 2024年は高金利環境の影響でM&A活動が低調となり、新規シニア・ローンの発行は減少しました。その結果、CLOは担保資産の確保をセカンダリー・マーケットで行い、ローン価格は上昇しました。しかし、金利の低下が始まり、米国選挙後の財政・規制面での変化が明らかになるにつれ、リスク選好度が高まり、M&A活動が活発化することで、2025年には新規ローン発行が増加すると予想されます。この新規発行の増加とセカンダリー・マーケットにおける投資機会が相まって、健全な資産スプレッドを維持しながらCLO市場ではバランスの取れた供給環境が整う見込みです。
- 2024年は、新規ローン発行額が減少した一方で、CLO市場はリセットおよびリファイナンスの活発化により拡大しました。CLOライアビリティ・スプレッドの縮小により、過去数年間に発行されたCLOの資金調達コストは低下しました。2024年の米国ブロードリー・シンケート・ローン (BSL) CLOの発行総額は4290億ドルに達し、2021年の過去最高記録 (3810億ドル) を更新しました。新規発行は1630億ドル (2021年は1610億ドル)、リセット・リファイナンスは2660億ドル (2021年は2190億ドル) と、いずれも2021年を上回る規模となりました<sup>1</sup>。

- CLOの長期的かつ非時価評価型であるという特性は、現在の市場環境に適しています。2024年を通じてCLOライアビリティ・スプレッドは縮小し、この傾向は2025年も続くと予想されるため、CLOエクイティにとって魅力的な資金調達環境が続く見込みです。さらに、低成本の資金調達とCLOのアクティブなポートフォリオ運用を活用して、市場の変動をうまく捉えることができます。また、裏付資産のローンポートフォリオは流動性が高いため、割安なローンへの乗り換えや、財務状況が悪化し始めた発行体のポジション整理を柔軟に行うことができます。さらに、2024年の利下げにより、信用度の低い借り手であっても、資本市場からの調達がしやすくなり、デフォルトや格下げが低減すると考えられます。ただし、すべての借り手に同様の恩恵が及ぶわけではありません。
- CLO市場の成長は、利回り向上とポートフォリオの分散の可能性に惹かれたより多くの投資家が参入することで、今後も継続する見込みです。CLOは様々な市場サイクルを通じて安定した実績を築いており、他のオルタナティブ資産や伝統的な債券に代わる魅力的な投資対象として定着しつつあります。また、CLOの資本構造は、多様なリスク/リターンの選択肢を提供するため、幅広い投資家層にとって有望な投資対象となっています。

図表6: CLOのデフォルト率は社債に比べて非常に低い(%)



出所：社債：Moody's『Default Trends – Global: Annual default study: Corporate default rate to moderate in 2024 but remain near its long-term average』より、10年間の発行体加重平均累積デフォルト率（グローバル、1998～2023年）、CLO：Moody's『Impairment and loss rates of global CLOs: 1993-2023』より、10年間の米国CLOのWR（信用格付け取り下げ）未調整累積減損率（当初格付け別、1993年～2023年）。

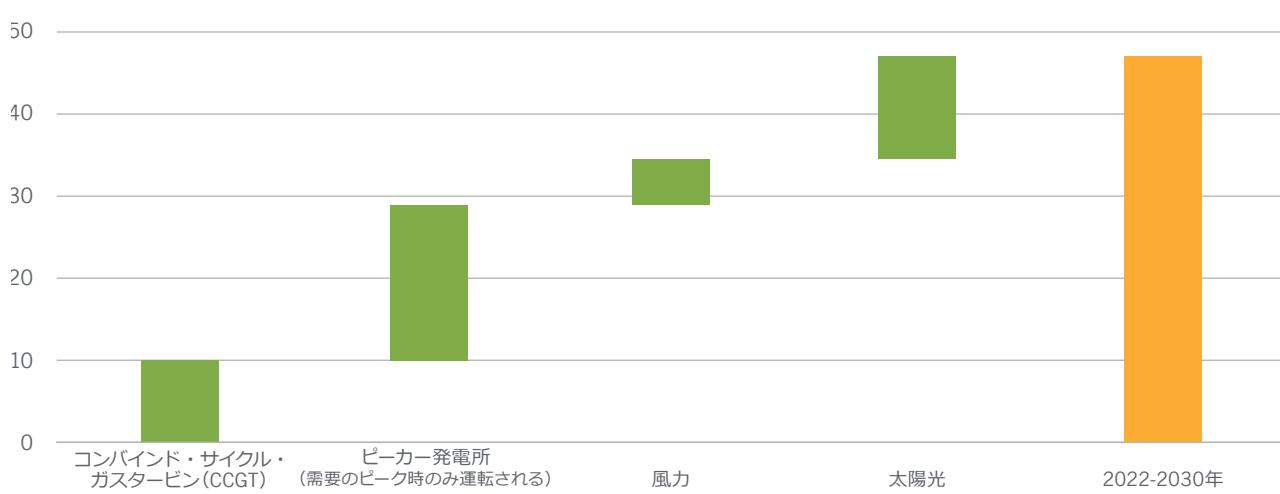
## エネルギー・インフラ債

・エネルギー・インフラ債 (EIC) は米国の電力需要急増 (2011-2021年実績の年率0.1%増に対し2022-2030年は年率2.4%の増加予想<sup>2</sup>) というメガトレンドの恩恵を引き続き享受しています。こうした需要は生成AIやデータセンターの電力需要および半導体や大型バッテリーのようなエネルギー集約型産業の国内製造回帰により促進されています。たとえば、ニューヨーク州のMicronの半導体工場がフル稼働の時の推定電力使用量はバーモント州とニューハンプシャー州を合わせた電力使用量に匹敵すると推計されています<sup>3</sup>。

・こうした電力需要の増大は脱炭素化への取り組みと再生可能エネルギー発電を支援するネットゼロに向けた取り組みによって促進されました。しかし、再生可能エネルギーには発電の不安定性という課題があるため、新規および既存発電施設に併設できるエネルギー貯蔵システムの市場拡大が期待されています。さらに、4時間の蓄電能力を持つ太陽光発電のコストが現在ではガス火力発電と同等であることにより、このソリューションへの需要が高まっています<sup>4</sup>。一方で、データセンターには24時間365日安定した電力供給が不可欠で、それには従来型電力の高い信頼性が重要であるため、EICでは再生可能エネルギーとエネルギー貯蔵と共にガス火力発電の需要が高まると考えています。そのため、EICは、再生可能エネルギーとエネルギー貯蔵に加え、ガス火力発電を組み合わせた全方位型のエネルギー供給戦略が必要になると見ています。加えて、電力価格の上昇に伴い、エネルギー効率の向上を目的とした投資分野も有望な市場として成長しています。

- ・政策の観点からは、トランプ大統領は温室効果ガス排出規制の撤廃を支持していますが、規制が少なくなるということは操業コストを抑えることになるので、従来型発電にプラスの影響をもたらすということになります。さらに、同大統領は石油・ガス産業および液化天然ガスの輸出を支持しているので、新政権下ではこうした業界が追い風を受けるとみられます。従来型エネルギー以外では、内務長官のDoug Burgum氏が、データセンターおよび国内製造業からの電力需要増大に対応するため、バイオ燃料、炭素回収および送電網接続型蓄電池を推進するとみられており、エネルギー長官のChris Wright氏は原子力および地熱発電を支持するとみられています。
- ・2021年以降、クリーンエネルギー製造向け投資約2,000億ドルのうち約1,610億ドルが共和党地区に集中しています。これらは概ねインフレ削減法 (IRA) の支援を受けており、雇用創出や経済的利益をもたらしているため、共和党の支持を受けている状況を踏まえると、IRAの完全撤廃は考えにくいでしょう<sup>5,6</sup>。
- ・私たちのEICの投資プラットフォームは、持続可能なインフラストラクチャーとエネルギー安全保障をターゲットとしており、最適なリスク調整後リターンを提供するクレジット投資機会を追求しています。担当チームは数十年にわたりエネルギーおよびインフラのクレジットの投資経験を持ち、私たちのEIC投資は構造上の変化 (政府のリーダーシップの変更、政策変更、コモディティ価格のサイクル、エネルギー技術の進化状況など) を成功裏に乗り越えてきました。電力需要の増加という確かなトレンドの中で、EICは今後のさまざまな投資環境においても成功を収めることができると確信しています。

図表7: データセンター需要を支えるには約47ギガワットのキャパシティ追加が必要



出所: Goldman Sachs Global Investment Research

## 不動産デット

- 米国の商業用不動産 (CRE) の評価額は、インフレの不確実性および今後の利下げ見通しの影響で、ここ数四半期にわたり大幅に下落しました。CREの評価変動の原因は大部分が2022年に始まった金利上昇による不動産のキャップレートへの影響によるものでした。同様の現象が欧州市場でもみられ、金利上昇が評価額を引き下げ、デットであれエクイティであれ投資家の不動産市場への参入をためらわせる要因になっていました。しかし、現在はこうした最悪な環境は脱したと考えています。
- 米国と欧州での金利引き下げは今後も続くとみられますが、CRE市場に近年欠けていた一定の確実性が戻り、借り手はより積極的に市場にアクセスし始めるとみています。市場の回復に伴う上昇の恩恵を享受できるチャンスが生まれており、買い手が市場に戻るのは「もし」ではなく「いつ」の問題となっています。
- 金利に関しては、長期金利は過去通常にみられた水準に戻っています (図表8)。このようにベース金利が以前より高い水準にあるということは、新しい不動産サイクルに入るにあたり、不動産デットの投資家はより少ないリスクテイクでより高いリターンを期待できる状況にあるということです。
- CREデット市場においては、当面デットの観点からクオリティが重視され、リスクオフのトーンが続く可能性が高いと思われます。この新しいサイクルに至るまでの間、各セクターは異なる

影響を受けてきました。オフィスセクターについては引き続きパンデミックのようなファクターが影響を与えています。過去2年間で不動産市場の成長地域には大きな変化があり、様々なテーマがこれまでとは違った全く新しい形でセクターや地域に影響を及ぼしています。

- 私たちは長期的な追い風を受けるセクターを引き続き重視しており、例えばオーストラリアの学生寮市場は、周辺国の経済成長と若年層の増加による恩恵を受ける可能性が高いと見ています。欧州の学生寮市場も、需給バランスの偏りによる恩恵を受けると考えています。また、欧米国の中古車市場 (トランクルームなどの個人向け倉庫) は、デット投資家にとって引き続き魅力的なオルタナティブ資産の一つです。
- 米国の産業用不動産については短期的な課題はあるものの、当社では、このセクターはデットの観点から引き続き最も注目すべき投資対象の一つだと考えます。足元は一部で供給過剰がみられるものの、すべての主要なアセット・クラスにおける新規建設が急速に減少しており、このセクターは評価額上昇の恩恵を受けやすいと考えられます。これに加えて、マルチファミリー(集合住宅)は依然として安定したセクターであり、旺盛な需要が続いている。
- まとめると、全体として上昇したベース金利環境の中、不動産デットの新しいサイクルが始まり、上述の複数セクターにおける魅力的なファンダメンタルズに支えられ、魅力的な投資機会が出現しています。

図表8：低金利長期化の終焉

米国10年国債利回りと市場予想の推移 (%)



出所 : Bloomberg (2024年11月1日)

## 商業用不動産評価型クリーンエネルギー(C-PACE)ローン

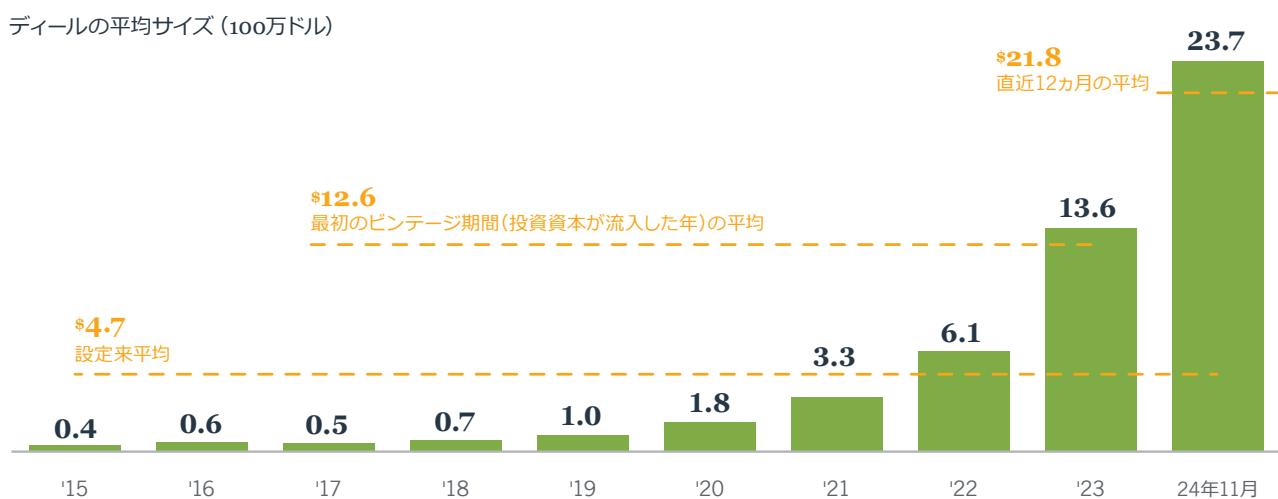
• C-PACEは一つのアセット・クラスとして引き続き成熟が進んでおり、投資家および資金の借り手に新しい機会を提供しています。2024年は市場の変動により不動産の取引や活動が鈍化しましたが、流動性がひっ迫する中、C-PACE市場はCRE所有者およびCRE開発業者に対し柔軟な代替的資金調達メカニズムを提供しました。C-PACEローンはCRE所有者が建築環境に対してエネルギー効率改善を行う際の魅力的な資金調達手段となります。C-PACEローンはクリーンエネルギーおよびインパクトに対する投資機会に加え、ローン構造上の優先順位の恩恵も受けることができます。2024年はC-PACEローンが資本階層のシニアなポジションにある等、この資産クラスが持つユニークな構造上の強化要因に対する投資家の継続的な関心により、オリジネーションにおいても資金調達においても前例のない1年となりました(図表9)。

• C-PACEのレジリエンシーによりNuveen Green Capital (NGC)は2024年を通じて非景気循環的なアプローチをとることができ、新たな市場およびパートナーシップを確立しました。C-PACEのプログラムは州の法律に基づいて、州や地方レベルで設立・運営されているため、連邦の監督を回避できます。そのため、国家レベルの政治問題に左右されないことが、引き続きC-PACE活動の魅力的な背景となりました。加えて、

C-PACEはこれまで融資されたプロジェクトから49,000を超える雇用が創出される<sup>7</sup>など、経済開発のツールとして民主・共和いずれの党も引き続き重視していることも挙げられます。

- 一部の都市や州において環境規制や温室効果ガスの排出基準が強化されたため、C-PACEは不動産所有者や開発業者が新建築基準を満たすための有力な手段となっています。また、投資家にとっても、環境や社会的インパクトに焦点を当てた目標を達成しやすい投資手段として活用されています。
- 米国内で気候変動による自然災害が増加する中、不動産の耐久性向上に対するニーズも高まっています。フロリダではハリケーン対策、カリフォルニアでは耐震補強、テキサスでは水資源保全など、C-PACEを活用した建物の強化に対する需要が拡大しています。
- 急速に成長するC-PACE市場を背景に、当社ではオリジネーションとポートフォリオリスクのバランスをとることに重点を置いています。これには、借り手にとって適切な融資の審査条件を確保すると同時に貸し手および投資家にとって魅力が維持されること、そして建設プロジェクトの遅延が起こらないように適切な監視を行うことがあります。NGCは、与信審査、クレジット管理、資産管理、およびスペシャル・サービシング・チームに多大な投資を行っています。この強固な体制により、NGCは市場の課題や機会を迅速に特定し、変化に対応できる強みを持っています。

図表9: 2024年はオリジネーションおよび資金調達の両方において前例のない年だった



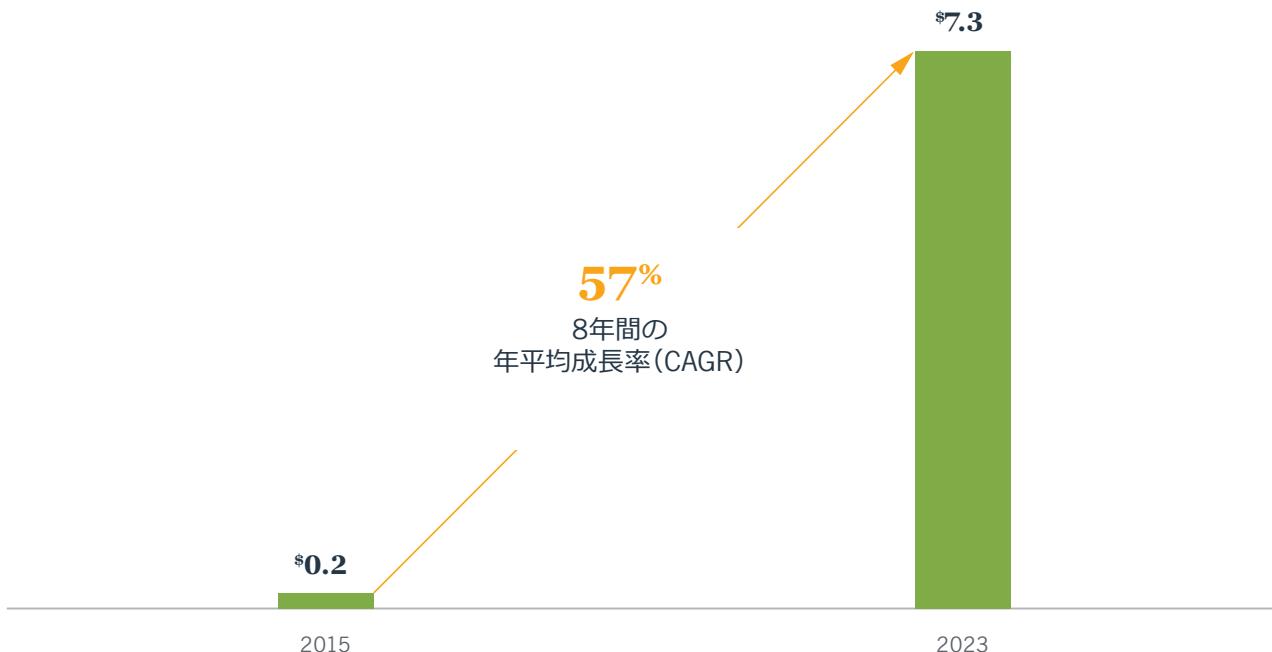
出所: Nuveen 2024年11月30日時点のNuveen Green Capital Portfolioのデータを反映したもの

• 2025年以降、不動産開発業者にとってマクロ経済環境はより望ましいものになっていくでしょう。借り手が規制を遵守し、高性能でレジリエントな建物に対する最終消費者の需要に応えようすることから、新規建設活動は加速すると当社では考えます。

• C-PACEは短期間で目覚ましい成長を遂げました（図表10）。それと並行して、政策、気候変動および他の社会問題に対応する動きもC-PACEの拡大を加速させています。こうした要因は今後数年間でさらに深く定着する可能性が高く、C-PACEは市場全体で拡大が続く中でも、借り手及び投資家にソリューションを提供できる立場にあります。

図表10：C-PACEの拡大は加速している

累計オリジネーション（10億ドル）



出所：PACE AllianceによるC-PACE累計オリジネーション統計（2023年12月31日現在）。

## 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)市場はオルタナティブ・クレジットの中では最も成熟した資産クラスの一つであります。IGPCは数十年にわたり、魅力的な利回りとデフォルト時の回収率を提供し、異なる市場サイクルにわたってパブリック市場のクレジットに対し有効な分散効果を提供してきました。
- IGPCの多くは固定金利であり、利下げ局面におけるリターンへの悪影響を抑える効果があります。金利が低下し始めると、利回りは圧縮される可能性があります。しかし、この低下が景気後退局面で発生した場合、スプレッドは拡大する傾向があり、その結果として利回りは時間とともに安定すると予想されます(図表11)。
- 景気後退や景気減速がIGPCに与える影響は限定的と考えられます。プライベート市場での融資は各セクターにおいて拡大しており、2025年にもディールフローは堅調に推移するとみられます。貸し手はリサーチと審査プロセスを経て、返済能力の高い借り手を慎重に選別する姿勢を強めるでしょう。

・プライベート資産担保証券(ABS)市場におけるさらなる利点は、銀行が貸出規制によって制約を受け続ける中で、資本の空白が生じていることです。これらの規制により、貸出サイドに大きなギャップが生まれ、オルタナティブ・レンダーの重要性が一層高まっています。このような状況の中、プライベートABS市場への新たな案件の流入が活発化し、新規投資家の関心を集めています。特に、近年の金利環境の変化を活用しながら、プライベート市場の利点を享受し続けたいと考える保険会社が増加しています。Nuveenのような貸し手はIGPC投資において50年以上の経験を持ち、市場取引は関係性によって動き、それが魅力的なディールフローと優れたパフォーマンスにつながることを理解しています。経験豊富な貸し手とパートナーシップを組んだ市場への新規参入投資家は、この資産クラスが提供する機会と課題にうまく対応していくことができるでしょう。

図表11：パブリック市場のスプレッドが拡大する一方、プライベート市場は、高位な需要が見られる中バリエーションが魅力的で、構造上のプロテクションを備える

2024年9月30日現在のパブリック市場のA格社債に対するプライベート市場のスプレッド・プレミアム

社債	<ul style="list-style-type: none"><li>私募</li><li>発行体は非公開企業や中小型の公開企業</li></ul>	<b>121 bps</b>
クレジットテナント融資 (長期リース契約を結んでいる高い信用力を持つテナントに対して行われる不動産融資)	<ul style="list-style-type: none"><li>ノンリコース債務</li><li>担保は不動産もしくは機器</li><li>単一テナントによるリース支払ストリーム</li></ul>	<b>120 bps</b>
ABS	<ul style="list-style-type: none"><li>通常ノンリコース</li><li>1つの融資、リース契約もしくは売掛債権が担保となる裏付け資産</li></ul>	<b>235 bps</b>
インフラ・デット	<ul style="list-style-type: none"><li>ノンリコースもしくは限定リコース</li><li>シニア担保付債務</li></ul>	<b>133 bps</b>

出所：BloombergおよびNuveen (2024年9月30日現在) プライベート市場のスプレッド・プレミアムはパブリック市場の米国社債インデックス (CoA3) に対するNuveenが組成した融資(プライベート市場)のシングルA格のスプレッド・プレミアムを計算したもの。

“

Nuveenのような貸し手はオルタナティブ・クレジットにおいて長きにわたる経験を持ち、市場取引は関係性によって動き、それが魅力的なディールフローと優れたパフォーマンスにつながることを理解しています。投資家の皆様は、経験豊富な貸し手と組むことで、この資産クラスに投資経験がなかったとしても、投資機会と課題にうまく対応していくことができるでしょう。

## 将来を見据えた投資のパートナー

当社ではオルタナティブ・クレジット全体への投資機会、ポートフォリオの分散や市場変動に対するレジリエンス、安定したキャッシュフローに基づくリターンを提供します。これらの投資を通じて、持続可能なクレジットと従来型クレジットの両方のソリューションを提供し、企業の成長資金を支援するとともに、エネルギー転換を推進しています。

追加情報については[nuveen.com/alternativecredit](http://nuveen.com/alternativecredit)のサイトをご覧ください。

## 巻末注

1 J.P. Morgan: "CLO Weekly New Issue Datasheet" 2025年1月6日

2 U.S. Energy Information Administration (米国エネルギー情報局) およびGoldman Sachs Global Investment Research

3 Syracuse.com: "Micron project moves forward as National Grid files plans for extra-high-voltage lines" 2024年3月。 <https://www.syracuse.com/business/2024/03/micron-project-moves-forward-as-national-grid-files-plans-for-extra-high-voltage-lines.html&subscribed=g%E2%80%A6> 2025年1月2日にアクセス

4 Lazard (2024年6月) : LCOE+

5 Bloomberg (2024年6月20日) : Biden Is Giving Red Districts an Inconvenient Gift: Green Jobs

6 分析は2020年の選挙結果に基づき、2024年の選挙前に完了したもの。

7 データは2025年1月現在。米国エネルギー効率経済協議会 (ACEEE ; [www.aceee.org/files/pdf/fact-sheet/ee-job-creation.pdf](http://www.aceee.org/files/pdf/fact-sheet/ee-job-creation.pdf)) による主要セクター毎の収益100万ドルあたりの雇用数に基づき、Nuveen Green Capitalがアクティブに運用する運用資産残高と対比して評価。

## 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なうことができます。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な事項

【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