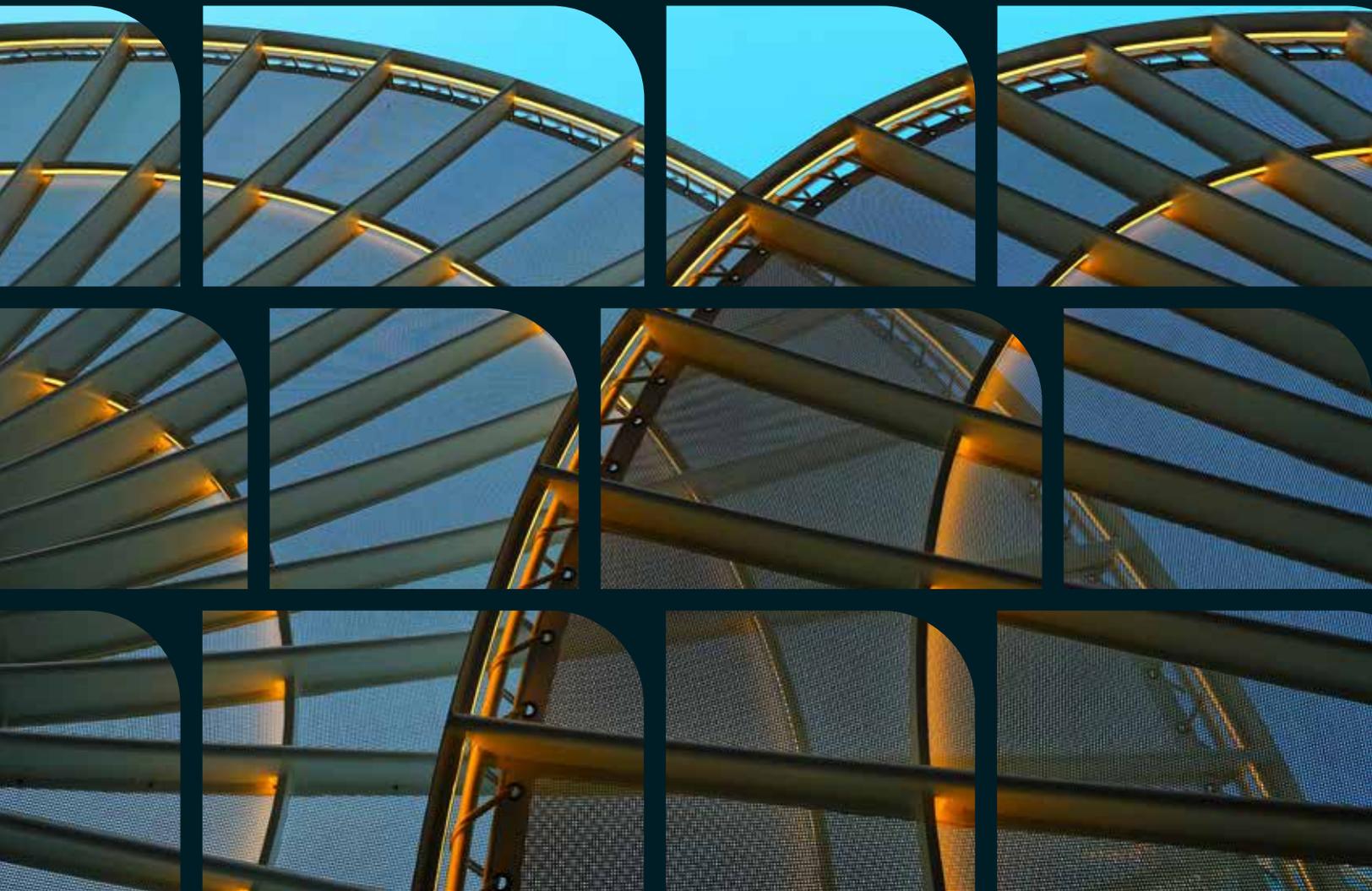


nuveen

A TIAA Company

2025年下半期のオルタナティブ・クレジット・インサイト

さらなる分散を目指して



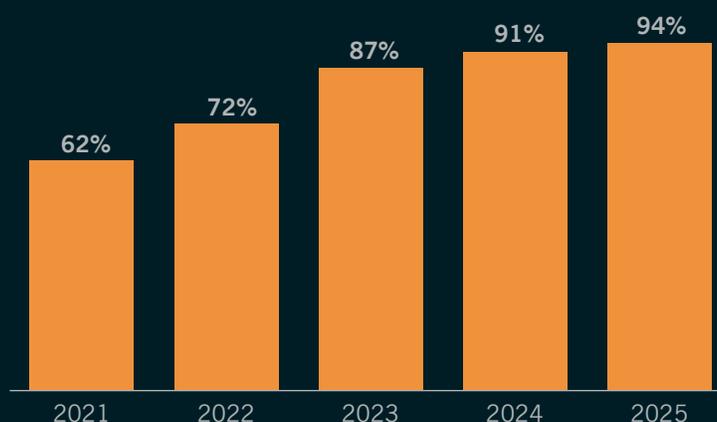
当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

オルタナティブ・ クレジットは定着へ

私たちの機関投資家調査である2025年のEQuilibrium調査では、近年の投資家によるプライベート市場への資産配分の変化が明らかになりました。調査結果によると、足元でポートフォリオにプライベート・クレジットを保有する世界の機関投資家の割合は94%と、2021年の62%から上昇しました。(図表1)

図表1：機関投資家はプライベート・クレジットへの資産配分を継続的に増加へ

プライベート・クレジットを保有している投資家の割合



出所：2025年Nuveen EQuilibrium調査。現在オルタナティブ・アセットを保有している投資家のうち、2021年は537人、2022年は583人、2023年は579人、2024年は778人、2025年は651人が回答。回答者は、企業年金、公的/政府系年金、保険会社、基金・財団、スーパーアニュエーション基金、政府系ファンドおよび中央銀行の意思決定者。調査回答者の内訳は、総資産100億ドル超のグローバル機関が55%、100億ドル未満が45%で、最低でも5億ドル以上の資産を保有。本調査の許容誤差は95%の信頼水準で±3.5%。

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。

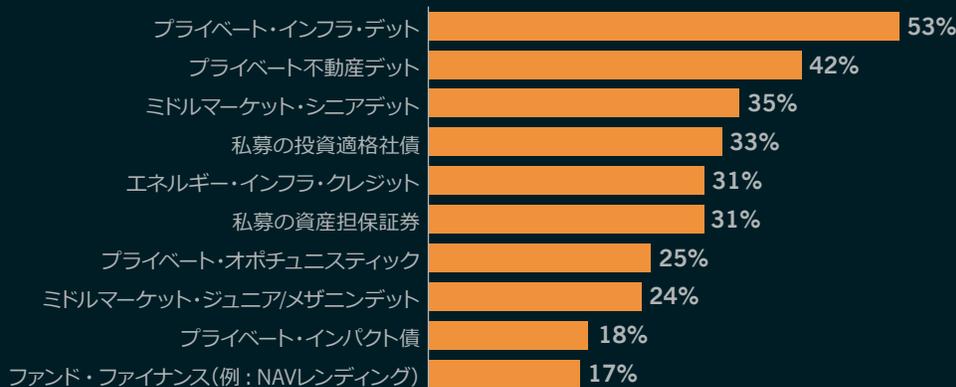
投資機会は拡大

今回の調査から得られた最も重要な示唆は、プライベート債および証券化された公募債の資産クラス全体で投資家の投資意欲が高まっていることです。(図表2)。プライベート債への資産配分を増やす予定の投資家は、当該資産クラス内の幅広いセクターに強い関心を示しています。42%が今後2年間にプライベート不動産デットへの資産配分を増やす予定と回答し、33%が投資適格プライベート・クレジット (IGPC) への配分を、31%がエネルギー・インフラ・クレジットへの配分を、同期間で増やす予定だと回答しました。商業用不動産評価クリーンエネルギー・ローン(C-PACE)を含む私募の資産担保証券は引き続き注目されており、調査対象となった投資家の31%がこの分野への資産配分を増やす予定だと回答しました。

図表2：機関投資家による債券アロケーションのシフト

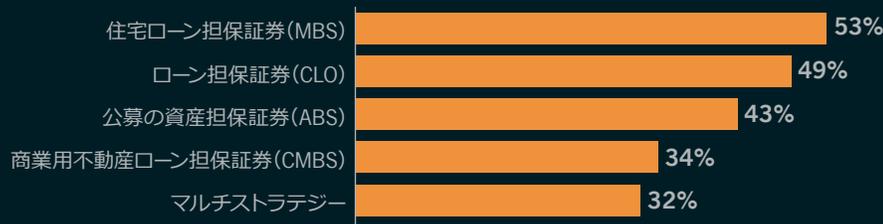
プライベート債

回答者数=355人



証券化された公募債

回答者数=187人



出所：2025年Nuveen EQUilibrium調査。複数回答可。

知っておくべき 重要ポイント

不確実な時代が投資機会を生む

オルタナティブ・クレジット市場は、世界金融危機 (GFC) 以降、著しい成長を遂げてきました。ダイレクト・レンディング以外のアセット・クラスへの投資意欲が市場で高まっていることは、投資家が他の市場にも同様の成長ストーリーを求めていることを示しています。

こうした投資家心理はまた、プライベート・クレジット分野において投資家の成熟度が高まっていることも示しています。公募債と同様に、機関投資家はポートフォリオのレジリエンスを高めるため、複数の投資セグメントにポジションを分散させようとしています。投資家がプライベート・クレジット市場におけるリスク/リターン特性に満足するにつれ、プライベート・クレジット内での投資先分散も進んでいます。

これらのプライベート・クレジット分野が成長した理由は、投資家の成熟度の高まりや急成長分野を模索する動きだけでなく、主に公募債部門で10年間続いた歴史的な低利回りにあります。その後、利回りは修正されましたが、地政学的な環境や市場見通しが不透明な中、オルタナティブ・クレジット資産は、ポートフォリオにとって効果的な緩衝材の役目を果たすだけでなく、公募債市場の変動時にその逆の動きをする資産として機能します。

ダイレクト・レンディングは、投資家に魅力的な分散投資先、低ボラティリティ、安定的な調達源を提供する一方、市場の乱高下時には高いインカムを生み出してきました。IGPC市場は、類似の公共投資に対するスプレッド・プレミアムにより、高い利回りを提供してきた歴史があります。商業用不動産評価クリーンエネルギー (C-PACE) とエネルギー・インフラ・クレジット (EIC) は、ともに長期的な投資対象として認識されており、C-PACEは魅力的なデューデリジェンスを提供し、EICはエネルギー転換に関連する追い風の恩恵を受けています。不動産は長い間、借り手には魅力的な資金調達手段を提供し、投資家には安定したインカムをもたらしてきました。商業用不動産 (CRE) とローン担保証券 (CLO) は、投資家に流動性と分散投資先を提供し、多様なリスク/リターン需要に応える巨大な市場を形成しています。

しかし、プライベート市場での投資機会には固有のリスクも伴います。借り手と貸し手 (投資家) の双方から市場参入が増えれば、投資家は質の低いディールに警戒する必要があるでしょう。借り手と投資家の双方が、独立系レンダー (貸し手) に資金投入を求めた場合、デューデリジェンスの質に影響が及ぶ可能性があります。一方で、一部の成熟度の低いアセット・クラスが本格的なリセッション (景気後退) 時にどのようなパフォーマンスを示すかも依然として不透明です。投資家は、この分野特有の資金投入リスクやオペレーション上のリスクを理解しているレンダーや運用会社と連携することが重要です。



新たな時代も変わらぬ基本原則

オルタナティブ・クレジットは今や投資の主流になりつつあります。投資家はプライベート市場をインカム獲得と分散投資のための追加的投資対象として広く認識するようになっており、一方で借り手は公開市場に比べて相対的に高い柔軟性にその価値を見いだしています。

私たちはクレジット資産のアロケーションにおける大きな変化の始まり、つまり公開市場商品とプライベート市場商品へのアロケーションの差が縮まり始めるという変化を目の当たりにしているのかもしれませんが、分散投資と慎重な審査は今後も極めて重要です。公開市場とプライベート市場の両クレジット資産は、すべてのポートフォリオにおいて重要な役割を果たし続け、両市場を構成する各セクターは、現在の不確実な状況を含む経済リスクに対する多様な機会と解決策を引き続き提供していくでしょう。

“

オルタナティブ・クレジットは、投資家にポートフォリオ内の伝統的な資産からの分散を可能とするだけでなく、ボラティリティが高まる可能性のある流動性の高い市場に対する緩衝材としても機能します。

”

注目されるオルタナティブ・クレジット戦略

エネルギー・インフラ・クレジット

米国電力市場のこれまでの成長と今後予想される加速度的な成長から生じる、魅力的で専門的な投資機会を提供します。民間資本と特化型インフラ・ファンドが資金調達で果たす役割はますます大きくなっています。

投資適格インフラ・デット

不動産の課税評価額に基づき担保を設定したノンリコース債務で、プールされた資産または単一資産を投資対象とします。

私募の投資適格社債

非公開企業または中小企業が私募形式で発行。

クレジット・テナント・ローン (CTL)

不動産または設備を担保としたノンリコース債務で、単一テナントから得られる賃料収入が返済原資となります。

私募の資産担保証券 (ABS)

一般的に、ローン、リース、または売掛債権から構成される担保プールを裏付けとするノンリコース債です。

商業用不動産評価クリーンエネルギー (C-PACE)

C-PACEファイナンスで調達した資金は、官民パートナーシップを通じて商業用不動産における水資源保全、エネルギー効率化、レジリエンス強化、再生可能エネルギー設備の改善などに活用されます。この戦略は、投資適格級の利回りとデュレーション、分散投資のユニークな組み合わせに加え、明確な社会的インパクトを提供します。C-PACEの評価額は、商業用不動産に対する優先的な税担保権によって保護されており、投資家にはその資産が生み出すキャッシュフローにおいて構造的な優先権が与えられます。

ローン担保証券 (CLO)

投資家は、景気変動に耐えうる長期的な構造を通じて、ローン市場でレバレッジ効果と分散投資を両立させた投資機会を得ることができます。この構造により、時価評価に伴う価格変動や強制売却を回避することができます。原資産であるローンは高い流動性を有しており、運用担当者は積極的にリスクを管理し、市場のボラティリティ上昇時に価格の変動を活用することが可能です。

ダイレクト・レンディング

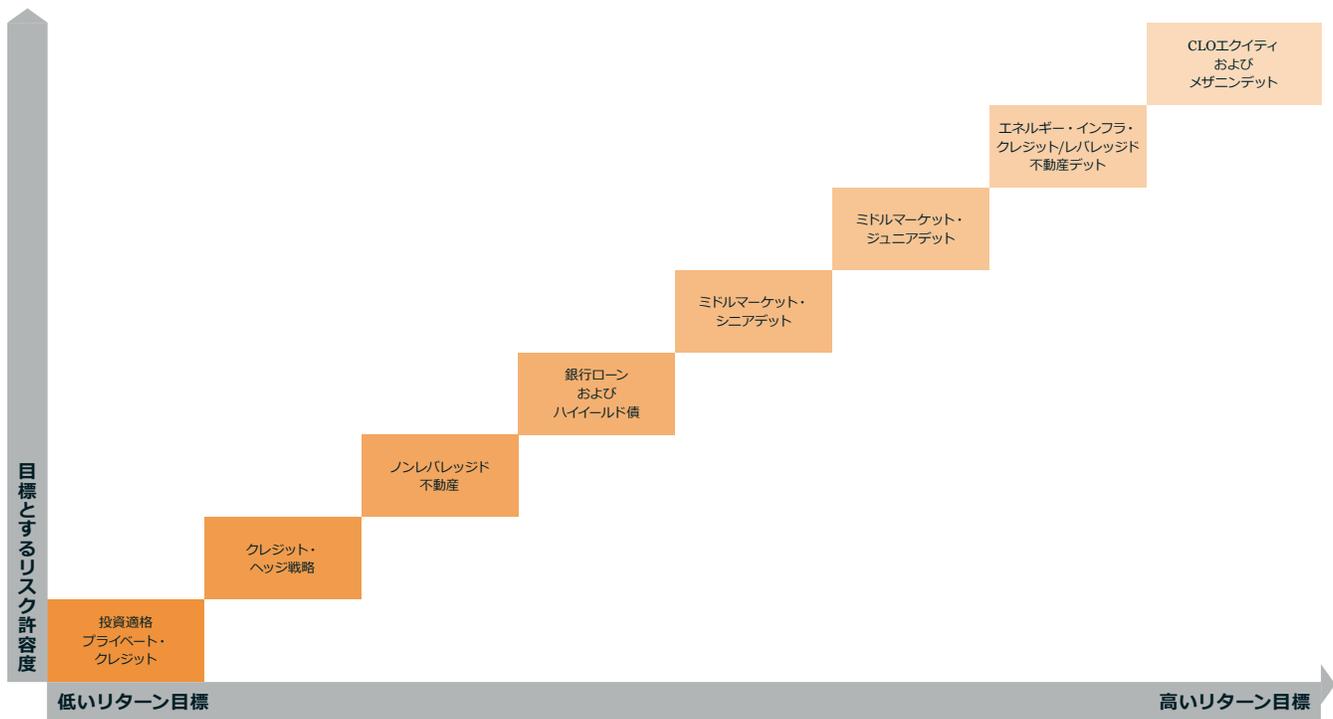
融資が変動金利で行われるため、金利変動やインフレに対する緩衝材となります。また、その資本構成上の位置により追加的なインカムを提供します。

商業用不動産デット

資本構成上の位置の中で優先的な位置にあるため、ダウンサイドリスクが一定程度軽減されているほか、他のクレジット分野との相関性は比較的低くなっています。



図表3：幅広いリスク許容度、流動性ニーズ、リターン目標に対応するソリューション

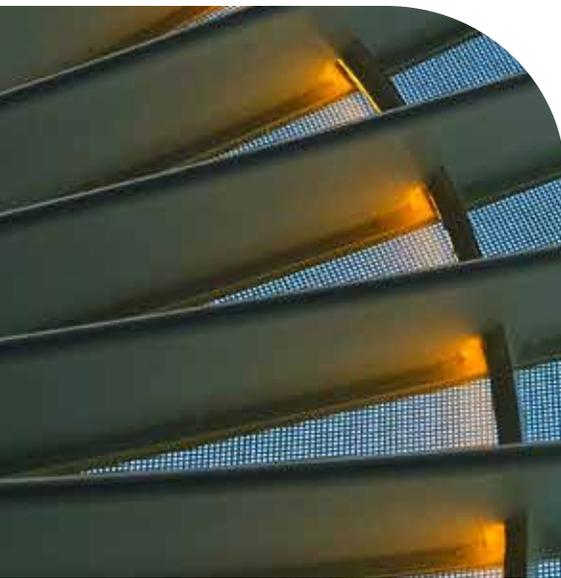


本図は例示のみを目的としています。

次のページにおけるセクターに関する洞察は、当社のオルタナティブ・クレジット・サービス全体を反映したものではなく、アセット・クラスに対する当社のすべての見通しを反映したものでありません。オルタナティブ・クレジット・サービスに関する詳細は、Nuveenの担当者までお問い合わせいただくか、nuveen.com/alternativecreditをご参照ください。



セクター 見通し



エネルギー・インフラ・クレジット

エネルギー・インフラ・クレジット (EIC) は、米国電力市場の記録的な成長から引き続き恩恵を受けています¹。この傾向は今後、人工知能 (AI) 向けデータセンターからの需要、エネルギー集約型製造業 (半導体や大規模バッテリーなど) の国内回帰、脱炭素化の取り組みの本格化により、2020年代の残りの期間と2030年代にかけて加速すると予想されています。参考までに、電力需要は2020年代の残りの期間 (2023~30年) で3.2%増加すると予測されています²。これに対し、2011~2021年の増加率は0.1%でした³。データセンターの電力消費量は、2020年には米国全体の電力需要の2%未満でしたが、2035年には8.5%を超えると予測されています⁴。これは、2024年のドイツの電力消費量にほぼ匹敵します⁵。

米国の発電分野に限っても、年間の平均投資額は2020~2024年の700億ドルから、2025~2030年には1,250億ドルに拡大すると見込まれています^{6, 7, 8}。歴史的に、同分野のプロジェクト費用の50~80%はデット・ファイナンスで賄われてきました。

電力価格は、電力需要の増加をはるかに上回るペースで上昇しています。過去5年間で電力CPI (消費者物価指数) は34.4%上昇し、総合CPIの上昇率 (23.8%) を10ポイント超上回っています (図表4)⁹。さらに、コンサルティングとテクノロジー・サービスを手がける上場企業ICF Internationalは、この傾向は継続し、電力小売料金は2030年までに15~40%上昇すると予測しています¹⁰。

トランプ米政権の関税措置と提案されている予算調整法案により、設備価格、ひいては電気料金がさらに上昇する可能性があります。インフレ抑制法 (IRA) の税額控除が縮小された場合、BloombergNEFの試算では、太陽光、風力、蓄電設備の建設規模が従来予想から17%減少する見通しです¹¹。また、Wood Mackenzieによると、関税によりあらゆる発電タイプの発電所の建設コストが6~11%増加する見込みです (蓄電設備は除く。蓄電設備については中国が現在グリッドスケール (大規模容量) のリチウムイオン電池で圧倒的なシェアを持ち、コスト増が「12%から場合によっては50%超となる可能性もある」とされるため)¹²。

世界金融危機以降、世界のプライベート・インフラ・デットの90%以上を融資していた大手国際銀行は¹³、規制圧力と資本制約により活動を縮小してきました¹⁴。そのため、銀行以外の主体によるプライベート・インフラ・クレジットが資本調達手段として、より大きな役割を果たすようになってきました。Deloitteの推計によると、米国の電力部門における民間投資は2009~2016年の176億ドルから、2017~2024年には113%増の376億ドルに拡大しました¹⁵。

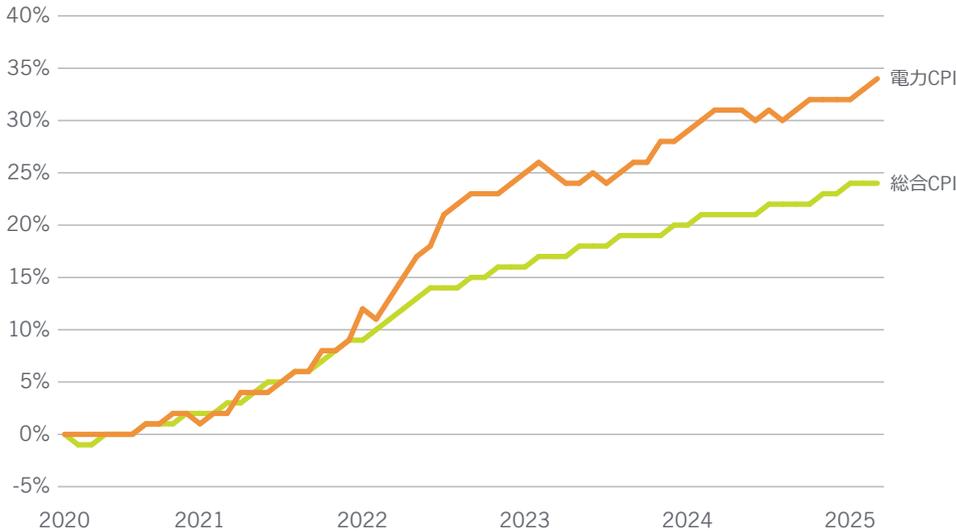
当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

このセクターにとって、従来型のプロジェクトレベルでの資金調達依然として不可欠ですが、一方で、業界の進化に伴い、プロジェクトの数と複雑さは増しており、カスタマイズされた資金調達ソリューションが求められるようになってきました。こうした動きは、運営の経験も合わせ持つ経験豊富なエネルギー・電力分野のレンダーの追い風になっています。例えば、「エネルギー・アズ・ア・サービス (EaaS)」やコミュニティ・ソーラーといったあまり注目されてこなかったエネルギー・インフラ・ソリューション分野は、大規模な発電事業と比べて、リスク調整後ベースではるかに魅力的な投資対象となっています。これは主に、メガワット時当たりの利益率が高いことが要因ですが、レンダーは単一の資産と単一の電力購入契約ではなく、場合によっては数百の小規模資産と複数の収益契約からなるプラットフォームを審査する必要があります。

低炭素経済への移行は投資家にとって引き続き重要な長期的機会です。その一方で、エネルギー安全保障強化の継続的な必要性は、なぜエネルギー・インフラ・クレジットの資産配分において二つの焦点に注目することが極めて重要かを示しています。増大するエネルギー需要に対する現実的なアプローチ、そしてその需要をどのように満たすかという二つの焦点が、投資家により多様な投資機会をもたらします。

図表4：インフレ率を上回るペースで上昇している電力価格は、魅力的な投資機会を示唆している

過去5年間の電力価格（電力CPI）とインフレ率（総合CPI）の比較



出所：セントレイス連邦準備銀行（2025年5月23日時点）

インフラ関連ビジネスに投資することの大きな利点は、生活に不可欠な財やサービス提供しているインフラ資産がインフレ保護の特性を備えている点にあります。

投資適格プライベート・クレジット

成長が続く投資適格プライベート・クレジット (IGPC) 市場は、多様な戦略や投資目標に合致する様々なアセット・クラスを提供し、借り手と投資家を引き付けています。この市場は安定的なディールフローを供給しており、スプレッド・プレミアムは公開市場と比較して依然として魅力的です (図表5)。当社は引き続き、リスク調整後リターンが魅力的な米国市場に主に注目していますが、英国、西欧、北欧、オーストラリアにも魅力的な機会が存在するとみています。さまざまなリスク水準で投資機会が拡大しているこの市場では、選別的な姿勢を保つために規律が必要となります。

長期的なトレンドは依然として同市場のあらゆるセクターに追い風となっており、例えばインフラ分野ではAIやデータセンター向けの成長資金ニーズが拡大しています。脱炭素化の取り組みは、このアセット・クラスにとって引き続き重要な投資機会である一方、従来型のエネルギー分野も依然として魅力的な投資分野です。

IGPC市場では、短いデュレーションの投資機会が着実に増加しており、借り手と投資家により柔軟な投資方法を提供しています。インフラ、クレジット・テナント・ローン、C-PACEなどのアセット・クラスは依然として長期的な投資機会を提供していますが、私募の資産担保証券 (ABS) 市場の一部、例えば、石油・ガスのPDP (埋蔵量確認済み、開発済み、かつ生産中) プロジェクトや消費者ロー

ンを担保としたディールなどは、デュレーションがより短くなる可能性が高くなります。また、私募社債セクターでもより短いデュレーションのディールを 선호する傾向が見られ、中には償還期限が最短3年で発行されるものもあります。

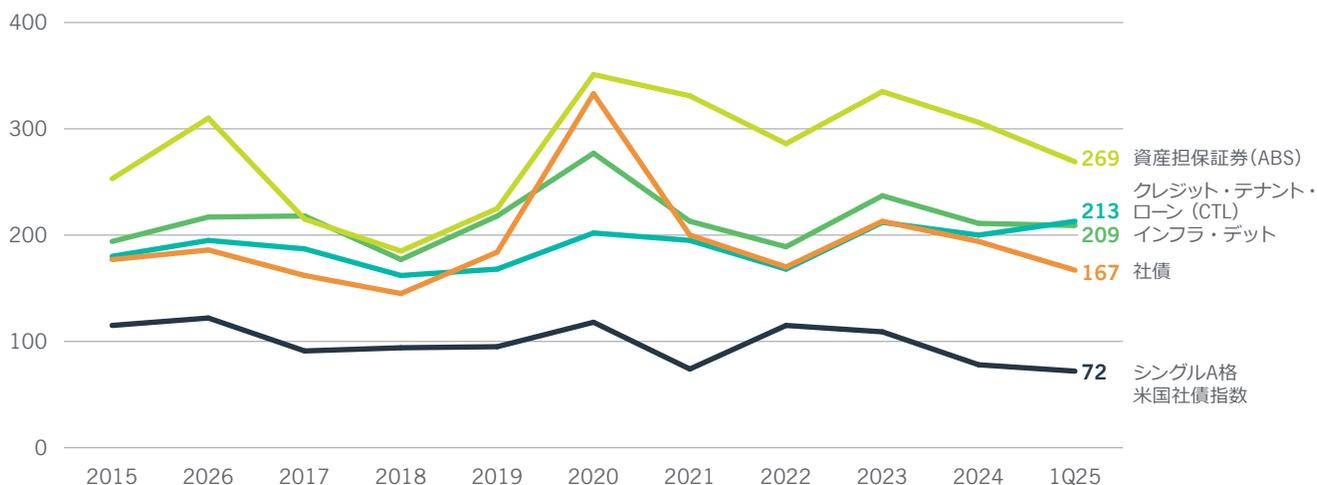
貿易に関連する地政学的な不確実性と、米国製造業の国内回帰を強かに推進する動きにより、保管施設への注目が高まっています。こうした国内サプライチェーンへの関心が今後も続けば、保管施設は魅力的な成長分野となる可能性があります。

公開市場のボラティリティがIGPCの取引活動を活発化させていますが、その質は市場全体でばらつきがあります。確かな実績と優れた経営陣を擁し、安定したキャッシュフローが見込める企業に注目することで、魅力的な投資機会を見極めやすくなるでしょう。ディールの資本構造においては、長期保有を前提とする投資家の足元の不確実性を軽減するため、適切なコベナントや早期償還条件、担保の確保を重視すべきです。

NuveenをはじめとするIGPCの運用会社は、デュレーションやセクターを問わず、関係性構築とディール設計で優れた実績を持ち、この進化を続ける投資機会を的確に捉える上で有利な立場にあるといえるでしょう。

図表5: スプレッド・プレミアムは公開市場と比べて魅力的な水準を維持

オリジネーション・スプレッド (組成時スプレッド) とシングル「A」格米国社債指数の比較 (bps)



出所: NuveenおよびBloomberg (2025年5月31日時点)

ローン担保証券 (CLO)

当初は機関投資家向けの閉ざされた市場とみなされていたローン担保証券 (CLO) は今や保険会社、年金基金、財団、銀行、個人投資家などからの世界的な需要拡大を背景に、1兆ドルを超える市場規模に達しています。特に今日の変動の激しい金融市場において、CLOはポートフォリオの重要な分散手段としてますます注目されています。

CLOは担保資産の性質上、本質的な分散効果を備えています。さらに変動金利資産であることから、他のアセット・クラスとのリターンの相関が低く、個別のローンがデフォルトとなった場合でもその影響を軽減する効果が期待できます。また、デフォルト・リスクが低減されることで、ポートフォリオ全体のリスク調整後リターンが向上する可能性もあります (図表6)。

そのため、CLOは多用途性が高く、ポートフォリオ内でさまざまな役割を果たします。例えば、短期債やコア債券の代替の選択肢として、ハイイールド社債の補完として、あるいはCLOエクイティの場合には、プライベート・エクイティのような流動性の低いアセット・クラスと組み合わせて安定的なキャッシュフローを得る手段として機能します。

各CLOは、業種、サブセクター、信用格付けの異なる約150~200社へのローンで構成されています。この分散性により集中リスクが低減され、投資家に安定性の高いリターン特性を提供します。多数のローンにリスクを分散させることで、特定の企業やセクターの業績不振による影響を緩和し、より安定したポートフォリオを求める投資家にとって有益な追加的資産となります。

さらに、CLOはアクティブ運用されており、ポートフォリオに調整余地があります。例えば、パフォーマンスの優れないローンを売却し、質の高いローンあるいは高利回りのローンを購入することもできます。こうした柔軟性は、市場の変動時において特に価値を発揮します。なぜなら、そのような局面では、強固な財務体質を持つ企業のローンが過小評価され、質の高い資産を割安で取得する機会が生まれるからです。世界金融危機の際にこうした状況が見られ、投資家は担保資産の積極的な運用から大きな利益を得ました。さらに、時価評価に基づかないレバレッジの利点により、CLO運用者はマージンコール (追加担保の差し入れ請求) や強制売却に直面することなく、市場の混乱を乗り切ることができました。こうした混乱期において、CLOエクイティの内部収益率(IRR)は最も高い水準で推移しました。また、過去のデフォルト実績を見ても、CLOは伝統的な社債に比べてデフォルト率が低いことが示されています。

直近では、トランプ米大統領が相互関税を発表した「解放の日」後の市場環境において、レバレッジド・ローンとCLO市場の流動性のおかげで、ポートフォリオの資産配分を迅速に調整することができました。関税からマイナスの影響を受けやすい企業を見極めることができた一方で、「解放の日」後の市場の急落によって質の高い企業のローンに魅力的な価格水準で参入する好機も生まれたのです。

当社は、特に市場心理が変化したりマクロ経済指標が悪化したりした場合、下期も市場急落のリスクは残ると認識しています。しかし、積極的なリスク管理と慎重な資産選択を通じて、CLOは不確実な時代においても投資家に安定的で質の高いインカムを提供し続けると考えています。

図表6 : CLOはコア債券との相関が低いことを示している

2011年12月31日~2024年12月31日

					コア債券			
	CLO A格	CLO BB格	シニア・ローン	ハイイールド社債	米国債	米国総合債券	MBS	投資適格社債
CLO A格	1.00	0.90	0.90	0.67	-0.11	0.14	0.05	0.43
CLO BB格		1.00	0.83	0.65	-0.11	0.13	0.04	0.39
シニア・ローン			1.00	0.80	-0.13	0.15	0.06	0.46
ハイイールド社債				1.00	0.21	0.49	0.42	0.72
米国債					1.00	0.94	0.87	0.75
米国総合債券						1.00	0.94	0.91
MBS							1.00	0.79
投資適格社債								1.00

出所 : NuveenおよびBloomberg 実効デュレーションで算出しています。シニア・ローンおよびCLOのデュレーションは、ローン金利支払いの最長リセット期間 (四半期ごと) を基に算出されており、実効デュレーションの0.25年分に相当します。金利が上昇すると、債券価格は低下します。参照した指数は以下の通りです。米国総合債券 : Bloomberg U.S. Aggregate Index、CLO A格 : J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE) - A格、CLO BB格 : J.P. Morgan Collateralized Loan Obligation Index (CLOIE) - BB格、投資適格社債 : Bloomberg US Corporate Total Return Index、ハイイールド社債 : ICE BofA US High Yield Index、MBS : Bloomberg US MBS Total Return Index、シニア・ローン : Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index、米国債 : Bloomberg US Treasury Total Return Index。記載されているすべての指数のパフォーマンスは、トータルリターン・ベースで算出されており、これにはインカムの再投資を含みます。ただし、税金、投資顧問料、およびその他の手数料は反映されていないため、実際の顧客口座におけるパフォーマンスはこれよりも低くなる可能性があります。この表は、Nuveenのいかなる戦略の過去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。いかなるアセット・クラスまたは指数も、将来にわたってプラスのリターンをもたらす保証はありません。ベンチマーク、経済局面、方法論、市場環境によって、得られる結果は異なります。指数に直接投資することはできません。

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、プライベート・エクイティ企業と投資家にとっては引き続き有効な手段であり、借り手にとっては信頼性の高い資金調達手段として機能し、投資家には安定したインカムを提供しています。一部の資金調達ルートが不確実性により混乱する中でも、ダイレクト・レンディングは、特にミドルマーケットにおいて、こうした要因に伴う深刻な影響から隔離された状態を維持しています(図表7)。投資機会とデールフローは継続的に発生していますが、増大する課題に対応するためには、デューデリジェンスと精密さが求められます。

ダイレクト・レンディング市場は、資本構造のシニア階層とジュニア階層の双方で魅力的な投資機会を提供しています。シニア階層では引き続き、堅実なリスク・プレミアムとリターンに支えられた魅力的なファンダメンタルズが見られます。新たなデールの組成に加え、既存のポートフォリオ企業による活動も活発化しており、当社がこれまで強固な関係を築いてきた企業やプライベート・エクイティ・スポンサーとのローン期間の延長につながっています。

ジュニア階層においては、デールフローは良好で、同セグメントの固定金利型のリターンは、金利やインフレ率の先行きが不透明な中でも、高い確実性を提供しています。ジュニアローンは資本構造の下位に位置するものの、そのリスクは企業間で一様ではないこと

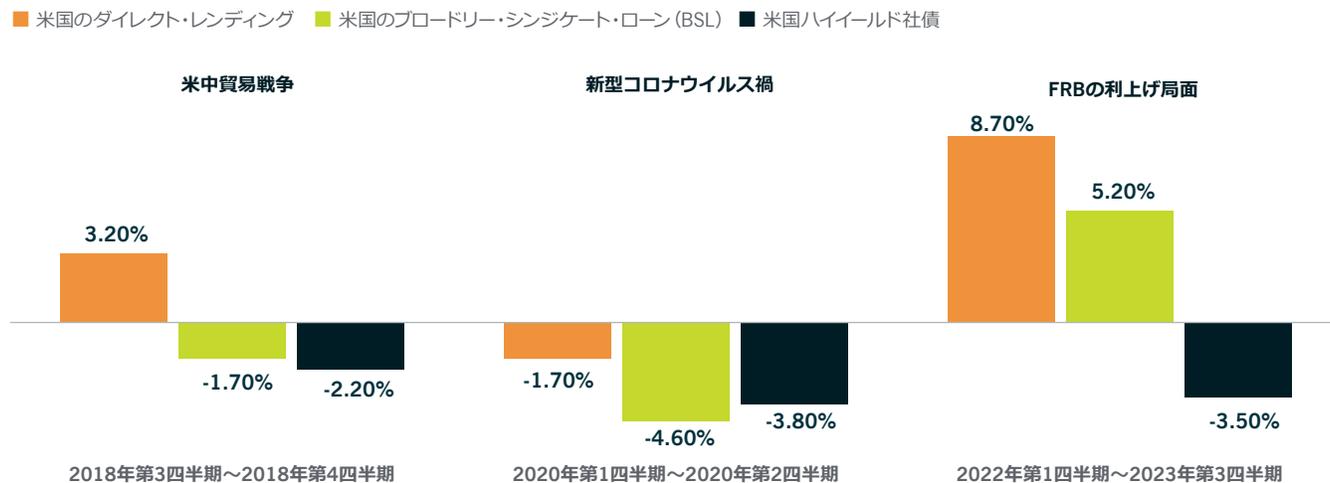
が以前より認識されるようになっていきます。質の高い発行体や、機関投資家の強固な支援を受けている発行体を見極めることで、一部のジュニアローンではリスクを比較的強く抑えつつ、魅力的な利回りを確保できる可能性があります。

これらの優良企業を特定するには、景気動向に左右されにくい非シクリカル・セクターに引き続き注目すべきでしょう。特に、必要不可欠なサービスを提供する企業は、現在のマクロ経済動向からの圧力を比較的受けにくい可能性があります。トランプ政権がサプライチェーンを米国に回帰させる方針を打ち出し、関税を巡る不確実性が一部残る中、国内市場に軸足を置く米国企業は、今後の貿易政策の変化による影響を和らげる役割を果たすでしょう。

借り手と貸し手双方からの需要が増加するにつれ、デール構造はますます重要になっていくでしょう。メンテナンス・コベナントは、借り手の業績が悪化した場合、貸し手がそれを早期に察知するのに役立ちます。一方、規律ある価格設定ができていれば、借り手は金利環境に変化があったとしても、ローン返済能力を維持しやすくなります。どのような市場環境においても、デューデリジェンスは不可欠です。質の高い発行体を見極めることができ、かつプライベート・デット市場で強固な連携ネットワークを有する運用会社と手を組むことは、マクロ経済の不確実性を乗り切る上で、投資家に有利に働くでしょう。

図表7：米国のダイレクト・レンディングは相対的な強さを示してきた

主な市場イベント時のリターン比較



過去のリターンは将来の結果を保証するものではありません。出所：掲載されている指数は、いずれも当社のベンチマークまたは投資目標ではありません。掲載されている指数に関する追加の開示事項は、当資料の末尾をご参照ください。「米国のダイレクト・レンディング」は、Cliffwater Direct Lending Indexを指しています。「米国ハイイールド社債」は、Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Indexを指しています。「米国のブロードリー・シンジケート・ローン」は、Morningstar LSTA US Leveraged Loanを指しています。リターンは四半期リターンを基に年率換算で算出されています。

欧州

欧州のダイレクト・レンディングは引き続き魅力的な価値を提供し、公開クレジット市場に比べて大幅に低いボラティリティとともに堅調なインカムをもたらしています。2025年に入り市場全体でボラティリティが再び上昇しているにもかかわらず、ダイレクト・レンディングは、構造上の保護、変動金利型の商品、長期的な資本基盤といった特性により、レジリエンスと安定性の両方を提供し分散型ポートフォリオにおいて戦略的な配分先としての役割を強めています（図表8）。

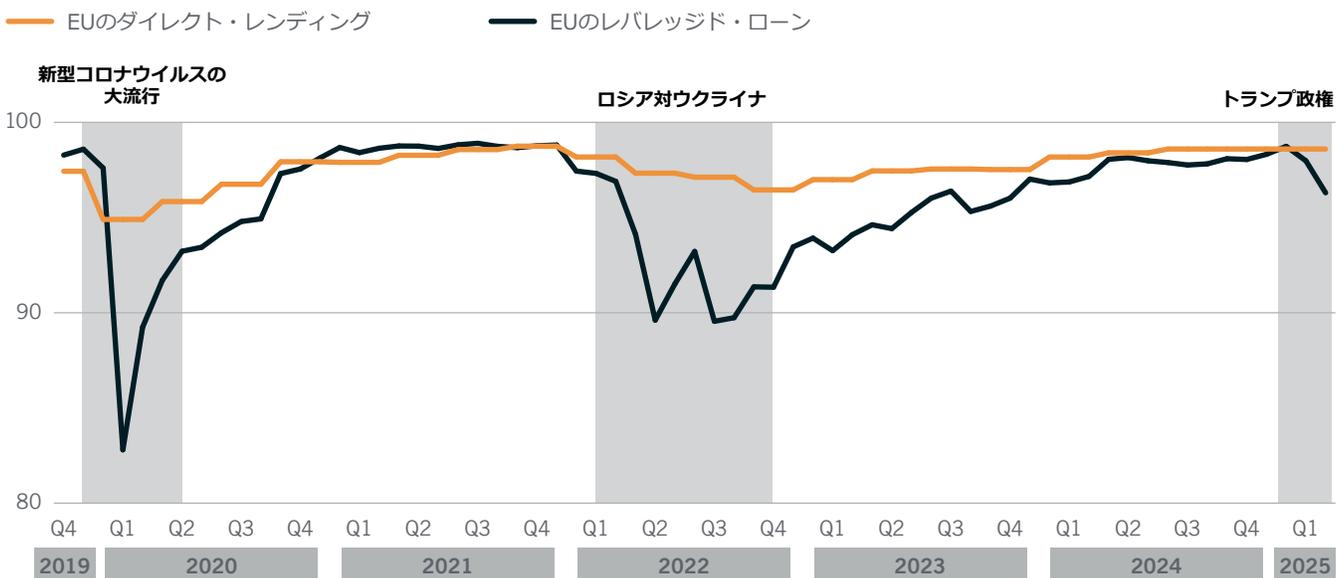
ダイレクト・レンディングは、担保付き変動金利型シニア・ローンを通じて、投資家に安定的で契約に基づいたキャッシュフローを提供し、自然なインフレヘッジ機能を備えています。リターンは強固なコベナント・パッケージ、貸し手と借り手の緊密な関係、さらには時価評価に伴うボラティリティが公開クレジットと比べて低いことに支えられています。こうした要因により、同アセット・クラスは、特に流動性の高いクレジットと組み合わせる場合、マルチアセット型ポートフォリオにおいて強力な分散投資の手段になるとともに、リスク調整後リターンの源泉となります。

今日の特徴的なトレンドの一つに、欧州のプライベート・クレジット市場での二極化の進行があります。ごく少数の大手運用会社が、資金の大部分を集めています。こうした動向により、大手プラットフォームの地位はさらに強化され、質の高い借り手や、より有利なディール条件へのアクセスが可能になると同時に、一層強化されたアンダーライティング基準が適用されています。また、規模の拡大により、ポートフォリオの分散化と景気サイクルを通じた堅実な資本投入が可能になり、信頼性の高いクレジット・リターンを求める投資家からの評価がますます高まっています。

主要セグメントにおけるファンダメンタルズは引き続き堅調で、スポンサーは積極的にリスクを管理し、企業は安定したキャッシュフローを維持しています。運用担当者は、価格設定における規律、コベナントの強度、ダウンサイド・プロテクションといった点に着目しながら、適正価値を継続的に評価すべきです。現在の環境下では、ソフトウェア、ヘルスケア、教育、ビジネス・サービスなどの非シクリカル・セクターに集中的に投資することは、類似の公開クレジットのリスクと比較して、魅力的な流動性プレミアムを提供すると考えられます。

図表8：欧州のダイレクト・レンディングの高いレジリエンス

EUのダイレクト・レンディングとEUのレバレッジド・ローンの価格比較



出所：掲載されている指数は、いずれも当社のベンチマークまたは投資目標ではありません。掲載されている指数に関する追加の開示事項は、当資料の末尾をご参照ください。「EUのダイレクト・レンディング」は、Lincoln – EU Senior Direct Lending Indexを指しています。「EUのレバレッジド・ローン」は、S&P European Leveraged Loan Indexを指しています。リターンは四半期リターンを基に年率換算で算出されています。

不動産デット

不動産デットは、引き続き投資家に低ボラティリティの分散投資効果を提供しています。同市場は困難な時期を乗り越え、現在は回復の道をさらに進んでいます。現在の米国の市場センチメントは、債務投資の観点から見ると投資機会を生み出す可能性が高い一方、欧州およびアジア太平洋地域（APAC）は変化の途上にあり、その動向を見極められる投資家にとっては長期的な投資機会となる可能性があります。

長期的で構造的な変化が不動産市場全体の変化を促しており、デット投資家にとって新たな機会が生まれています。米国における保護主義的な風潮の強まりは、倉庫やその他の物流関連インフラに影響を与える可能性があり、サプライチェーンの国内回帰により新たな開発プロジェクトや改修プロジェクトへの需要が高まると見られます。

欧州では、関税を巡る不確実性や米中間の緊張の高まりに伴うリスクを緩和しようとする動きがあることから、サプライチェーン・インフラおよび関連するセクターが恩恵を受ける可能性があります。住宅セクターは、依然として深刻な需給の不均衡に直面していることから、引き続き強固なファンダメンタルズに支えられています。

アジア太平洋では、経済がこれまでのところ底堅く推移していますが、米国が課した世界的な関税によりリスクが高まっています。ディール

フローは継続するとみられるものの、短期的な市場の不確実性とビッド・アスク・スプレッドの拡大により、鈍化の可能性があります。金融政策の緩和が加速すれば、構造的な成長要因に支えられたセクターを中心に、資本市場からの関心を引き付ける可能性があります。同地域では、人口動態が追い風となり、高齢者や学生向けの住宅に引き続き投資機会が見込まれます。

不動産デットの低ボラティリティかつ分散効果のあるアセット・クラスとしての歴史的な特性が、再び注目を集めるようになってきました。このアセット・クラスは、過去の不確実な局面でも、公開市場の資産に対する有効な緩衝材として機能し、優れたリターンを提供してきたことを示しています。

2022年にインフレ率と金利が上昇し始めて以降、不動産の評価額は約25%下落しており、投資家は現在の市場環境を魅力的な再参入の機会とみています。過去を振り返ると、不動産市場の調整後の数年間は、ローン構造の改善、スプレッドの拡大、デフォルト率の低下といった特徴を備えた魅力的な不動産ローンの投資タイミングが生まれています（図表9）。もっとも、不動産デットは依然として大部分で魅力的であるものの、国やセクターによって投資機会は異なります。そのため、地域間の微妙な差異を見極めて行動できる投資家が、不動産市場全体で形成されている長期トレンドを最も効果的に活用できる立場にあるといえるでしょう。

図表9：不動産市場の調整後の数年間は、魅力的な投資タイミングが生まれている

資本価値のピークから底値までの下落率



出所：CBRE Cap Value Europe All-Property Index（2024年12月31日時点）

商業用不動産評価クリーンエネルギー (C-PACE)

C-PACEは、分散化された投資適格クレジット・ポートフォリオにおいて、高利回り、デュレーション、資本構造上の保護を重視するプライベート債の投資家を引き付け続けています。

C-PACEの評価額は、商業用不動産に対する優先的な税担保権によって保護されています。伝統的な住宅ローン債務とは異なり、C-PACEの資本は土地に付随し、繰上げ返済が発生しないため、借り手はキャッシュフロー・リスクを低減でき、投資家は予測可能なリターンを得られます。商業用不動産ローン担保証券 (CMBS) やその他の資産担保証券 (ABS) 商品と比べて、C-PACEは伝統的なシニア住宅ローンよりも返済が優先される低いアタッチメント・ポイントを持ち、商業用不動産 (CRE) への投資において高い分散効果をもたらします。このアセット・クラスは、商業用不動産に対する優先担保権を背景に、安定的かつ長期的なインカムを提供し、その利回りは多くの場合、AAA格のCMBS、ABS、課税地方債を150 bps (ベースポイント)上回っています (図表10)。C-PACEの平均デュレーションは、大半の従来型CRE債務のデュレーションを上回り、ポートフォリオのデュレーション管理のための手段になると同時に、マクロ経済の影響を受けやすいセクターからの分散投資手段を提供しています。

現在の市場環境は、クレジット・クオリティを確保するため、強固なアンダーライティング、カスタマイズされた手厚いサービス、プ

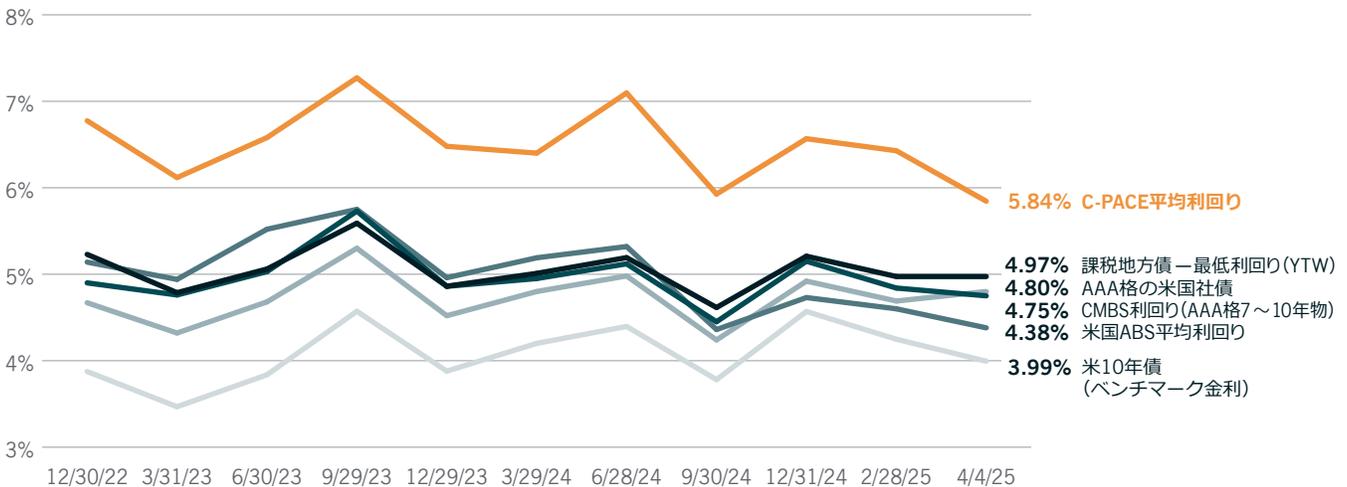
ロジェクトの監視に重点を置いています。新型コロナウイルスのパンデミック、2022~2023年の金利引き上げ、2023年の米地銀危機、最近の貿易関連のボラティリティといった近年の市場変動にもかかわらず、C-PACEのパフォーマンスはこれらのマクロ経済的な逆風から隔離された状態にあります。デフォルト率は依然として低く、予測可能なインカムを得るための「セット・アンド・フォーゲット」戦略としての評価を高めています。

商業用不動産のエクイティ環境がひっ迫する中、借り手は資金調達ギャップを埋める手段としてC-PACEに頼る傾向を強めています。最近では、追加のレバレッジを求める借り手は、より大きいスプレッドを受け入れる姿勢を見せています。銀行融資などの低コスト資金が市場の一部で流動性を回復させつつあるものの、C-PACEは投資家に対して、長期の信用サイクルの中で優良な投資機会を低いアタッチメント・ポイントで捉える手段を提供しています。

C-PACE政策は米国40州で導入されており、民主党と共和党、どちらの知事が率いているかを問わず広く採用されています。これは、完全に民間資金で賄われている経済開発ツールとしての有用性によるものです。C-PACEの利点は持続可能性という特性を超えて広がっており、多くの不動産所有者が伝統的な融資に代わる低コストかつ固定金利型の選択肢としてC-PACEを活用しています。また、政策立案者は地域経済に民間資本が流入するというメリットを享受しています。

図表10 : C-PACEは、他の投資適格アセット・クラスと比べて魅力的なインカムと優先担保を提供

過去のC-PACE ABSの利回りと比較可能な指数 (2022年1月~2025年4月)



出所: Bloomberg、公開有価証券報告書、Nuveen Green Capital。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

巻末注

- 1 米エネルギー情報局 (EIA)、住宅、商業、および産業顧客に対するドル換算の合計小売り電力販売量に基づく (2024年と2019年の比較)
- 2 ICF :「Rising current: America's growing electricity demand (高まる潮流：増大する米国の電力需要)」
- 3 米エネルギー情報局 (EIA)
- 4 BloombergNEF :「New Energy Outlook 2025, US Data Center Outlook (2025年 新エネルギー展望、米国データセンターの見通し)」
- 5 ドイツ連邦ネットワーク庁：ドイツ連邦ネットワーク庁公表の2024年の電力市場データ
- 6 BloombergNEF :「New Energy Outlook 2025: Data Viewer (2025年 新エネルギー展望：データビューア)」
- 7 BloombergNEF :「2025 LCOE: Data Viewer Tool (2025年LCOE：データビューア・ツール)」
- 8 Nuveen分析
- 9 米エネルギー情報局 (EIA)、住宅、商業、および産業顧客に対する合計小売り電力販売量に基づく (2024年と2019年の比較)
- 10 ICF :「Rising current: America's growing electricity demand (高まる潮流：増大する米国の電力需要)」
- 11 BloombergNEF :「Strong US Clean Energy Growth to Continue Despite Election Headwinds (選挙による逆風も米国のクリーンエネルギーの力強い成長は継続)」
- 12 Wood Mackenzie :「Tariffs to increase costs and slow down development for US power industry (関税が米電力業界のコスト増と開発遅延を招く)」
- 13 MetLife Investment Management、インフラ・デット投資 :「An overview (概要)」(2020年9月21日付)
- 14 GI Hubのマリー・ラムCEO - 「Infrastructure Investor」誌 :「Mitigating the impacts of Basel III on private infrastructure investment (バゼルIIIが民間インフラ投資に及ぼす影響の緩和へ向けて)」(2023年11月23日付)
- 15 Deloitte :「Funding the growth in the US power sector (米国電力セクターの成長資金調達)」

重要なお知らせ

ヌブーン・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事が含まれる場合、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「ヌブーン」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。

ヌブーン・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

WF2586953

4675990