

2026年 第3四半期

オルタナティブ・クレジット 投資家向けガイド



オルタナティブ・クレジットは、投資先としての地位を確立

今日のプライベート・レンディング（ノンバンクによる融資）市場のルーツは、約1世紀前にまで遡ります。しかし、数十年にわたる構造的変化と、それを決定づけた世界金融危機（GFC）を経て、オルタナティブ・クレジットは機関投資家向けのニッチな投資先から、経済成長を支える企業、インフラ、そして地域社会にとって不可欠な資金調達手段へと変貌を遂げました。

米国におけるプライベート・レンディングは、1930年代に本格的に始まりました。当時、金融会社は、公開市場での資金調達が困難な企業に対して、直接の不動産担保ローンやプライベート・プレースメント（私募債）を組成していました。米国では、戦後の経済拡大に伴い、年金基金や保険会社が長期のインフラ・デットや私募債への投資を拡大していきました。一方、欧州ではより長期にわたって銀行との関係性に基づく融資が主流でしたが、機関投資家も同様に、パブリックの債券市場の枠外で行われる相対取引を通じて、公共事業、パイプライン、産業施設への資金供給を担っていました。それぞれの時代において、銀行や公開市場が対応できない、あるいは対応しようとしnotin分野に、プライベート・レンダー（ノンバンクの融資機関）が進出し、実績を積み重ねてきたのです。

GFCは、この機会の規模を恒久的に変える転換点となりました。米国では、パーゼル3の資本要件とドッド・フランク法により、大手銀行はミドル・マーケット向けの企業融資、商業用不動産のブリッジ・ファイナンス、インフラ関連のプロジェクト・ファイナンスから構造的に撤退を余儀なくされました。さらに、米連邦準備制度理事会（FRB）によるレバレッジド・ローンに関するガイドラインが、銀行による高利回りクレジットへの参入を一層制限させることとなりました。

欧州においても、その影響は同様に大きなものでした。従来、レバレッジド・ローンやミドル・マーケット向けクレジットの主要な提供者であった欧州の銀行は、パーゼル3と欧州銀行監督機構（EBA）によるストレス・テストという二重の圧力のもとで、融資の規模を大幅に縮小しました。これまで欧州におけるコーポレート・ファイナンスの大部分を担っていた銀行が後退したことで、構造的な空白が生まれ、その空白をノンバンク系のレンダー（融資機関）が徐々に埋めていくようになりました。アジア太平洋地域においても、同様の動きがみられました。この地域における規制改革と銀行のデレバレッジング（債務圧縮）により、豪州、日本、東南アジアなどの市場でプライベート・クレジット・プラットフォームが台頭する余地が生まれたのです。これは一時的な混乱ではなく、構造的な再編でした。ノンバンク系のレンダーがこの空白を埋め、そしてその空白は、それ以降さらに拡大を続けていくのです。

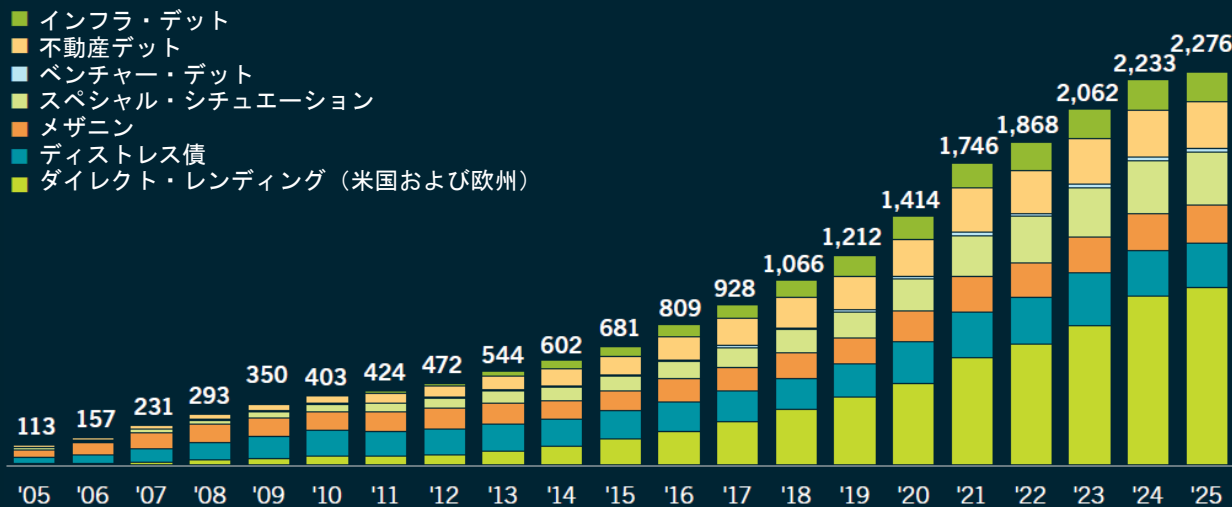
複数の要因が重なり、投資機会は更に強化・拡大

10年近くにわたるゼロ金利政策により債券全般でイー
ルド（利回り）が圧縮されてきましたが、プライベート
・クレジットにおけるリスク調整後インカムの下
限は、5年前と比べて大幅に高くなっています。金利が
低下すれば、ミドル・マーケット・ローンをはじめと
する変動利付資産のベース金利や利回りも低下し
ます。しかし、プライベート・クレジットは金利フロア
（下限）が設定されていることから、金利の上昇局面
・下降局面のいずれにおいても、これまで安定的に価
値を発揮してきました。

実体経済が必要とする資金は、パブリック市場だけ
では供給しきれません。銀行は規制上の圧力や資本制
約の高まりを受け、特に脱炭素化や発電インフラの
拡充分野において、大規模な資金供給を行う余力が
限られています。この投資機会を牽引する重要なテ
ーマの一つが、世界的なエネルギー転換です。この
分野への投資額は、2023年の1.8兆ドルから、2030
年には年間4.5兆ドルまで拡大すると見込まれて
います¹。さらに、AIインフラ、データ・センター
の建設、デジタル・グリッドの高度化といった需要
も加わっています。米国におけるエネルギー、電力
、デジタル化分野のプライベート・インフラ・デ
ットへの投資額は、2021年の約1,200億ドルから
、2025年には3,500億ドル近くまで増加しました²。

機関投資家によるこの分野への確信度は、幅広かつ
高まりをみせています。現在、世界の機関投資家の
81%が、今後5年間でプライベート市場への配分を
増やす計画を持っており、プライベート・クレジット
は、最も選好されるプライベートな資産クラスとし
て第2位にランクされています³。世界のプライベート
・クレジットの運用資産残高（AUM）は、2025年ま
でに2.2兆ドルを超え、2028年までには2.8兆ドル
を上回ると予測されています⁴。

図表1: プロダクト別にみるグローバル・プライベート・デットの運用資産残高の推移（単位:10億ドル）



出所: Preqin（2025年12月31日時点）。

オルタナティブ・クレジットとは何か、そしてポートフォリオにおいてどのような役割を果たすのか？

オルタナティブ・クレジットとは、従来のパブリック債券市場の外で組成される、非公開かつ非上場の企業のクレジット（信用供与）契約を指します。これは、貸し手と借り手が直接交渉することで組成されるローンやノート（債券）、仕組み金融といった手法であり、取引所で売買されるのではなく満期まで保有されるという特徴があります。また、通常は特定の資産やキャッシュ・フローによって担保されています。

主なオルタナティブ・クレジット市場

図表2: 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	● ローン担保証券(CLO)	● 投資適格の非公開企業向けデット
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・リターンを確保可能。	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。	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)	● 商業用不動産デット	● インフラ・デット	● NAVレンディング
商業用不動産課税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		投資適格級のインフラ・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	ファンドの保有資産を担保とした融資
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、弁済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、投資適格級の利回りと、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。	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。	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。	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・クレジットへの配分検討における重要なポイント

質を犠牲にすることなくイールドを向上

オルタナティブ・クレジット商品は、一般的に同等のパブリック市場の有価証券と比較して、非流動性プレミアムを有しています。このプレミアムの大きさは、戦略、デュレーション、市場環境によって異なりますが、その根底にある原則は変わりません。すなわち、長期にわたって資本をコミットできる投資家は、その対価を得られるということです。対象プロダクトのうち、より保守的なシニア・セキュアード（シニア担保付き）型の戦略ではプレミアムは比較的小さくなりますが、より複雑なスペシャルティ・ファイナンス戦略では、信用力の悪化ではなく構造的な複雑さを反映したより広いスプレッドが提供されます。実際、今日においてはこのプレミアムはより魅力的なものとなっています。ゼロ金利環境が続いた10年間を終わらせた金利の巻き戻しにより、プロダクト全体でリスク調整後インカムの下限が大きく上昇し、長期資本をコミットできる投資家に恩恵をもたらしています。

異なる借り手群を通じた真の分散効果

米国のみドル・マーケット（年間収益1,000万ドルから10億ドルの企業、約20万社）は、同国GDPおよび雇用の大きな割合を占めていますが、その大部分はパブリック債券を発行していません。インフラ・プロジェクト、スペシャルティ・ファイナンス・プラットフォーム、不動産関連の借り手も同様に、パブリック市場ではなくプライベート市場から資金を調達しています。オルタナティブ・クレジットは、単にパブリック市場と相関性の低い資産へのアクセスを提供するだけではありません。各セクター、各企業には、構造的に異なるキャッシュ・フローの決定要因、コベナント（財務制限条項）の構造、および回収プロファイルが存在します。一例として、プライベート不動産デットのポートフォリオは、これまで米国および世界の株式との相関がマイナスまたはほぼゼロであったという実績があります。

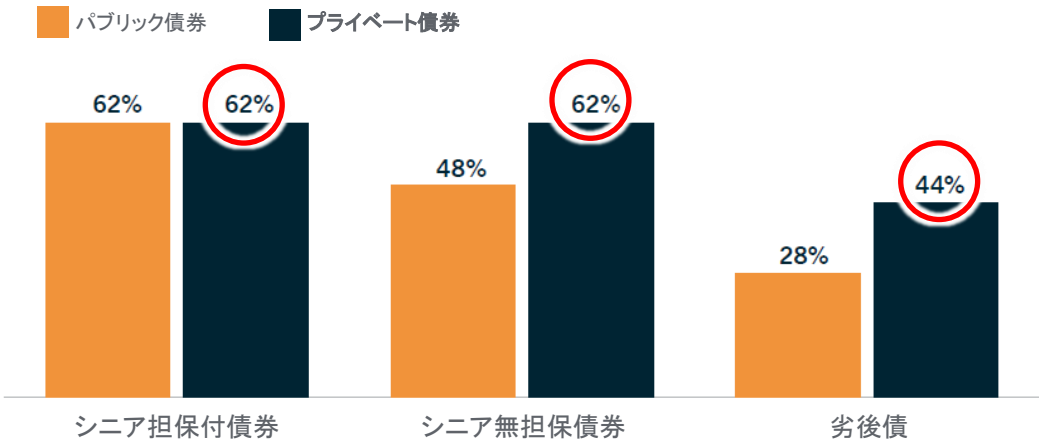
特にダイレクト・レンディングは、資本構造全体にわたるだけでなく、経済のあらゆる分野にわたって、投資家に意義のある分散効果をもたらします。ミドル・マーケットの借り手は、ヘルスケア・サービスやテクノロジー活用型企業から、製造業、消費財ブランド、法人向けサービスまで、幅広い業種にわたって事業を展開しているため、「適切に設計された」ダイレクト・レンディング・ポートフォリオは、パブリック・クレジット市場だけでは実現しにくい、真の意味でのセクター分散を達成することができます。

構造的なダウンサイド・プロテクション

オルタナティブ・クレジットの取引の多くには、資本構造上の優先順位、財務コベナント、担保による裏付けが組み込まれています。これらは、過去20年間でコベナントの質が大きく低下したパブリック市場のハイイールド債には、ほとんどみられない保護措置です。コベナントは、借り手に対してレバレッジ比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、最低限の流動性水準といった財務指標の維持を求めるものであり、実際のデフォルトが発生する前に貸し手の権利を発動させることで、早期の介入を可能にします。

オルタナティブ・クレジットにおけるデフォルト率は、歴史的にみて低い水準にとどまっており、実現損は回収実績によって大きく緩和されています。回収率もこの見方を裏付けています。Moody'sのデータによれば、プライベート・ローンは、同等の格付けを持つパブリック債券と比較して、歴史的に高い回収率を記録してきました。この差は、組成時にプライベート・レンダーが交渉によって獲得する構造的な優位性、すなわちファーストリエン（第一順位担保権）による優先性、財務維持コベナント、そしてダイレクト・レンダー間の直接的な関係性をもたらす、より早期かつ建設的なワークアウト（債権回収・再建）への対応を反映したものです。

図表3: シニオリティ(優先順位)別に見るプライベート市場とパブリック市場のデフォルト時の回収率比較



Moody's Ultimate Recovery (1987-2017)、SoA Private Placements Study (2003-2015)。回収率はパー（額面）に対する割合、1988年～2025年。

オルタナティブ・クレジットは市場環境にかかわらずパー（額面）で満期償還

エクイティ性資産では、実現リターンが最終的に市場のタイミングやエグジット時の評価に左右されますが、オルタナティブ・クレジットは投資の枠組みが引受プロセスに根ざしています。これらのローンには契約上定められた元本返済義務があり、リターンの特性は利回りの複利効果と、パーでの資本の予測可能な回収によって決まります。実際にデフォルトが発生しない限り、ポジションは単純に当初の価値で満期を迎えます。この「構造的な確実性」は見過ごされがちですが、持続的な収益の流れを構築しようとする投資家にとっては、この資産クラスが持つ最も魅力的な特徴の一つといえます。

負債・長寿リスクへの対応

インフラ・デット、投資適格級のプライベート・ブレースメント（私募債）、長期不動産モーゲージといった長期のオルタナティブ・クレジット商品は、2年から20年以上の満期を持ち、公開市場では魅力的な利回りで実現することがますます難しくなっているデュレーション・マッチングを提供します。

インフレ耐性を備えた安定的なリターン

多くのオルタナティブ・クレジット商品は変動金利型であり、インフレ環境に対する自然なヘッジ機能を果たします。プライベート・クレジットのキャッシュ・フローは契約に基づくものであり、日々の価格変動を受ける時価評価とは異なるため、公開市場で取引される商品では実現しにくい安定的なリターンをもたらします。

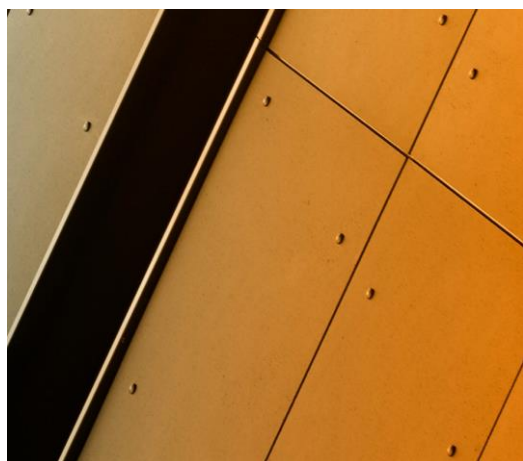
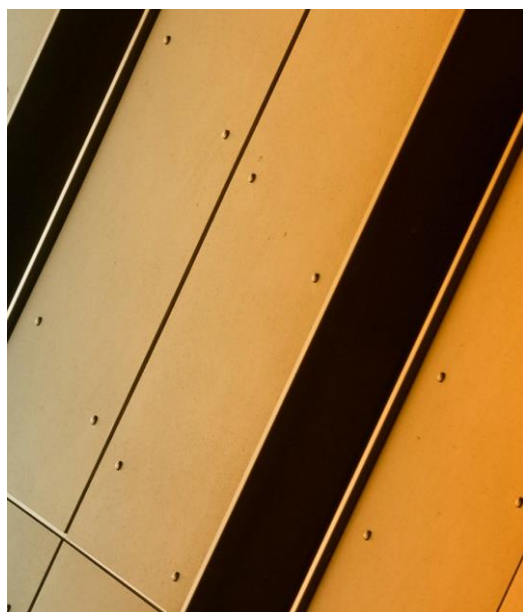
図表4: プロダクトを読み解く～オルタナティブ・クレジットの6つの中核的資産クラス

プロダクト	担保・プロテクション面での主な特性	標準的な利回り	デュレーション	標準的な信用格付け
投資適格プライベートクレジット	シニア（優先順位が高い）の無担保または有担保の企業債務です。個別に交渉されたコベナンツ（契約条項）が付されており、公開市場の同種商品を上回る貸手保護が特徴です。	5.0% ～ 7.0%	中期 （3から7年）	AからBBB-
インフラ・クレジット （プロジェクト・ファイナンス）	長期にわたるオフイク契約または予見可能なキャッシュ・フローを特徴とします。生活・経済に必須な用途の資産であり、コンセッション契約（特定の事業運営権を政府等から与えられる契約）や政府が支援する制度的枠組みに支えられています。	5.5% ～ 7.5%	長期 （7から20年超）	AからBBB-
不動産融資 （商業用不動産デット）	収益を生む不動産に対する第一抵当権を持つ融資です。LTV（融資額に対する担保価値の比率）やDSCR（債務返済に対するキャッシュ・フローの十分性を示す指標）に一定の制約が設けられており、対象物件が生み出すキャッシュ・フローによって返済が支えられます。	6.5% ～ 9.5%	短中期 （2から7年）	BBB- から BB+ （シニア債） BB以下 （劣後債）
C-PACE融資	不動産に対して、通常の抵当権よりも弁済順位が高いシニア融資形態です。返済は固定資産税の評価・課税プロセスを通じて行われ、最終的な担保としては土地の価値が裏付けとなります。	7.0% ～ 10.0%	中長期 （5から25年）	一般的に格付けは付与されていません。構造的にシニアであることから、多くの投資家はこれを投資適格相当と見なしています。
ダイレクト・レンディング （ミドル・マーケット向け）	借り手企業の資産に対して第一順位、またはそれに準じるシニアの有担保の地位を持つ融資です。コベナンツ・パッケージが設定されており、借り手が経営難に陥った際には貸手に一定のコントロール（事業の支配権）権が認められています。	8.5% ～ 12.0%	短中期 （3から6年）	BB-からB+ 無格付けが多い
ローン担保証券（CLO） — 投資適格級のデット・トランシェ	投資適格級のデット・トランシェは多様なレバレッジドローン（バンクローン）から構成されるプールの中で、最も優先順位の高いシニア・トランシェ（階層）に位置します。超過担保テストやインタレスト・カバレッジ・テスト（金利支払い能力を測る基準）といった仕組みが備わっており、アクティブ運用を行う投資マネージャーによる規律ある再投資運用が行われています。	5.5% ～ 8.5%	中期 （3から6年）	AAA から BBB- （対象トランシェによる）

一般的な利回りのレンジは、発行時点における市場環境に基づいた例示的な推定値であり、あくまで情報提供を目的としたものです。利回りは、現在の高いベースレート環境を反映したものであり、ベンチマーク・レートやクレジットスプレッド、市場環境の変化に応じて変動します。実際の目標リターンはこれらの推定値とは異なる場合があり、その実現が保証されるものではありません。



オルタナティブ・クレジットに適した投資家とは？



投資家タイプ別の適合性

オルタナティブ・クレジットは、すべての投資家、すべての状況において適しているわけではありません。しかし、一般に想定されているよりも幅広い投資家層にとって有用な選択肢となる可能性があります。良好な適合性を示す特徴は3つあります。長期的な投資期間を前提としていること、近い将来における流動性の必要性が限定的であること、そして社内または優れた外部運用会社を通じてクレジット分析能力にアクセスできることです。

これらの条件を満たす投資家層は、当初想定されるよりも広範であり、オルタナティブ・クレジットのプロダクトにおける最適な参入ポイントは、投資家の負債構造、リターン目標、流動性に関する特性によって大きく異なります。

最も保守的な層においては、保険会社や確定給付型（DB）年金プランが、この分野における自然な買い手の一つです。両者とも長期の負債を管理しており、それに対応する信頼性の高い長期デュレーションの収益を必要としています。投資適格級のプライベート・プレースメント、インフラ・デット、C-PACE（商業用不動産課税評価クリーン・エネルギー）は、公開市場が近年提供しにくくなっているものを正確に提供します。すなわち、追加的なクレジット・リスクへの対価ではなく、流動性の制約を補う非流動性プレミアムを伴う固定利付商品、そしてパブリック債券よりも優れたコベナント構造です。これらの投資家にとって、オルタナティブ・クレジットは分散のためのサテライト的な位置づけではなく、負債とのマッチングを図るコアな投資対象となります。

大学基金や財団、政府系ファンドは、異なる強みを持っています。すなわち、恒久的またはきわめて長期にわたる資金であり、近い将来における分配の必要性が限定的である点です。この特性により、ダイレクト・レンディングやCLOエクイティを含む資産クラス的全領域を活用することが可能になります。これらの戦略は、キャッシュ・フローの全サイクルを捉えるだけの時間軸を持つ、忍耐力のある資金に報いるものです。これらの投資家にとって、シニア・モーゲージ、ブリッジ・ローン、メザニンの各階層にわたる不動産クレジットは、トータル・リターン志向のアロケーションを補完するものとなります。また、欧州プライベート・クレジットへの地理的な分散は、米国でのエクスポージャーを単に模倣するのではなく、それを補完するリターン特性をもたらします。

退職金プランおよびDC（確定拠出型）プラットフォームは、この市場における新しいながら急速に拡大している参加者層です。エバーグリーン・ストラクチャー、インターバル・ファンド、ターゲット・デット型に近い商品といった投資ビークルの革新により、従来のクローズド・エンド型ファンド構造とプラン運営における日次評価・流動性要件との間にあった実務上の不適合が解消されました。

退職まで10年以上ある受益者にとって、オルタナティブ・クレジットが持つ収益の安定性、公開市場との低い相関性、利回りプレミアムは、真の長期的リターン向上要因となります。かつてこの資産クラスを当該チャネルによってアクセスしにくいものにしていた非流動性は、長期の投資期間を持つ参加者にとっては不便性ではまったくなく、むしろプレミアムの源泉となるのです。

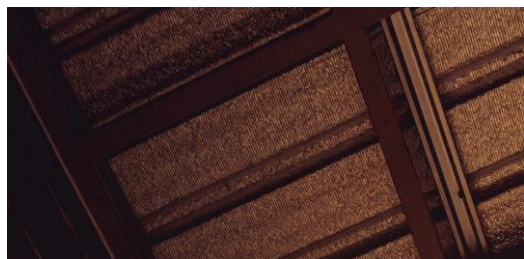
リテールおよび富裕層向けウェルス・チャネルも同様に、こうしたピークルの革新によって変化を遂げています。BDC（事業開発会社）、インターバル・ファンド、ハイブリッド型エバーグリーン・ピークルは、機関投資家レベルの戦略を、適格な個人投資家に提供するようになっています。こうした投資家の特性、つまり長期的な投資期間、インカム・リターン志向、限定的な流動性への許容度は、機関投資家の特性を縮小した形で反映しています。ここで重要な留保点があります。ピークルの選定、運用報酬の透明性、運用会社の質は、他のどのチャネルよりも重要になります。マーケティングの巧妙さが、実際の投資先の質を上回ってしまう可能性があるためです。

オルタナティブ・クレジットには、最大規模の大学基金や年金プランに匹敵する規模やインフラが必要だという前提は、もはや当てはまりません。運用会社がオリジネーション、アンダーライティング、モニタリングを担うコミングルド・ファンド構造やエバーグリーン・ピークルの登場により、社内にクレジット関連のインフラを持たない中規模の機関投資家にも、この資産クラスへのアクセスが可能になりました。多様化されたダイレクト・レンディング・ファンドと、インフラまたは不動産クレジット・ファンドを組み合わせることで、それを管理するための大規模な社内チームを必要とせず、インカム・リターン、デュレーション、分散効果を得ることができます。

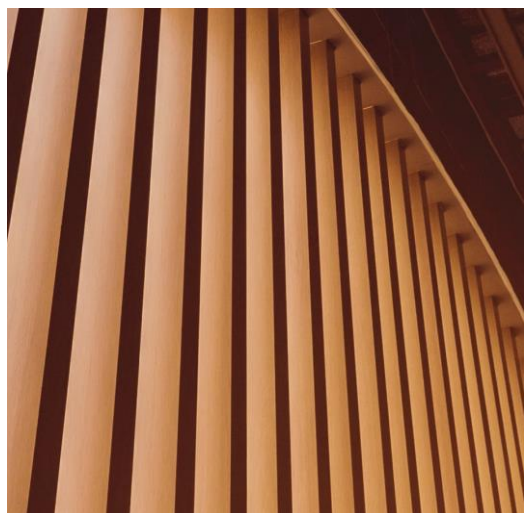
これらすべての投資家タイプに共通するのは、規模や運用の高度さではなく、投資期間の長さです。オルタナティブ・クレジットは、満期償還までフル・サイクルを通じて投資を継続できる投資家に報いる可能性を持っています。

図表5: 投資家タイプ別のオルタナティブ・クレジットとの適合性

投資家タイプ	特性
保険会社	負債マッチング型の運用方針や、資本規制上の有利な取扱い(米国のNAICや欧州のソルベンシー2など)により、長期インフラや投資適格級のプライベート・クレジットとの適合性が高いといえます。資本要件が管理可能な範囲であれば、商業用不動産(CRE)シニア・デットやCLOの投資適格トランシェへも選択的に配分します。一方、サープラス(資本剰余)のボラティリティやマーケット・マーケット(時価評価)への感応度が高いことから、劣後または無格付けのポジションへの需要は限定的です。
確定給付型年金基金	保守的戦略およびコア・インカム戦略の両方において高い適合性を持ちます。インフラ・クレジット、CREデット、C-PACE、CLOトランシェは、負債主導型投資(LDI)や積立状況の改善を後押しします。積立状況や投資方針が許容する場合には、より高いリスク許容度を活かして、ダイレクト・レンディングやオポチュニスティック・クレジットへ戦略的に配分することもあります。
確定拠出型年金プラン	新興かつ選択的な適合性を持つ分野です。ステーブル・バリュー商品(確定利付き商品)内での投資適格級のプライベート・クレジットは適合しますが、日次評価や参加者の流動性の権利が主な障壁として残っています。ターゲット・デット・ファンド内でのセミリキッド・ストラクチャーの活用が浸透しつつあり、今後、製品の革新や規制の進展に伴い、より広範な採用が進むと見込まれます。
エンダウメント(大学基金)および財団	永続的な資本であること、高い非流動性への耐性、そして長期的な投資期間を背景に、トータル・リターンおよびコア・インカム戦略との適合性が高いといえます。通常4~5%とされる年間の支出要件は、CREデット、C-PACE、CLOトランシェにわたる多様化されたインカム性資産への配分を後押しし、ダイレクト・レンディングやオポチュニスティック・クレジットはトータルリターン目標の達成を促進します。
リテールおよびウェルス・マネジメント	主にセミリキッド・ピークルを通じて適合性が拡大しています。インターバル・ファンド、非上場BDC(ビジネス・デベロップメント・カンパニー)、エバーグリーン・ストラクチャーは、富裕層投資家へのアクセスを広げています。公開市場の債券に対するイールド・プレミアム(利回りの上乗せ)が主な魅力となっています。一方、長期の保守的戦略は、リテール投資家が期待する流動性とは依然として相性が良くありません。適合性や運用報酬の透明性については、引き続き検討が必要な課題です。
ソブリン・ウェルス・ファンド(政府系ファンド)	すべての戦略において幅広く高い適合性を示します。永続的な資本、負債の少ないストラクチャー、そして機関投資家としての規模により、長期インフラ・クレジット、多様化されたコア・インカム、オポチュニスティック・トータル・リターン戦略のすべてに全面的に参加することが可能です。その規模を活かし、直接ソーシング、共同投資、そして複雑性や大型の投資規模への対応力において、競争優位性を有しています。



まとめ



ポートフォリオの構築

ポートフォリオ構築について論じる前に、オルタナティブ・クレジットに関する誤解について正面から向き合う必要があります。というのも、これらの誤解が、投資家やアドバイザーがこの資産クラスに対してどのように向き合うかを形作ってしまい、不必要に投資を避けてしまったり、適切な理解を持たずに投資に踏み込んでしまったりすることにつながりかねないからです。

誤解1: オルタナティブ・クレジットは本質的にリスクが高い

例えば、シニア担保付きダイレクト・ローンや投資適格級のインフラ・デットは、どのような合理的な定義においても保守的な投資対象です。配分のリスク特性は、投資家がこのプロダクトのどこに位置づけて運用するかによって、全く異なるものになります。

誤解2: この資産クラスは最大規模の機関投資家のみに向けたものである

コミングル・ファンド、BDC、インターバル・ファンド、エバーグリーン・ストラクチャーの成長により、アクセスは大きく民主化されました。かつてプライベート・クレジットを最大規模の大学基金や年金基金の独占的な領域にしていたインフラ面での障壁は、取り除かれています。

誤解3: オルタナティブ・クレジットは特殊な市場環境から生まれた最近の革新的な手法である

実際には、その歴史は約100年前にまで遡る、実績のあるアプローチです。世界金融危機（GFC）を含む、複数の深刻な経済サイクルを経て検証されてきた実績を持っています。

配分を構築するための実践的なフレームワークは、投資家の主要な目的から出発し、それを軸にポートフォリオ構築の枠組みを組み立てていくこととなります。リターン of 安定性と負債マッチングを重視する投資家は、投資適格級のプライベート・プレースメント（私募債）、インフラ・クレジット、C-PACE（商業用不動産課税評価クリーン・エネルギー）、シニア不動産モーゲージなどへの配分比率を高めるべきです。

これらは長期固定利回りの特性を持ち、強固な構造的保護があり、上場株式との相関が低い投資対象です。この基盤の上に、構造的な規律を維持しながら利回りを高めたいと考える投資家は、シニア・ダイレクト・レンディング、不動産デット、投資適格級のCLOトランシェを重ね合わせることができます。明確なトータル・リターン目標を持ち、真に長期的な投資期間を確保できる投資家は、さらにCLOエクイティ、メザニン不動産、劣後インフラ・デットまで範囲を拡大することができます。これらは長期的な過去のリターン特性は魅力的ですが、それを実現するには忍耐力と、運用会社の高度な専門性の両方が必要となります。

見落とされがちですが、地理的な要素もさらに重要な次元を加えます。米国の規模とレジリエンス（強じん性）、欧州のプライベート・クレジットを組み合わせることで、より強固なポートフォリオが構築できます。欧州のダイレクト・レンディング、インフラ、不動産クレジットは、それぞれ米国の対応する分野を単に模倣するのではなく、補完するリターン特性を提供します。これにより、米国だけに集中する場合よりも強じんなポートフォリオが実現し、経済サイクルや政策環境への露出を低減できる可能性があります。

最終的に、すべての投資家にとって最適な配分は同じではありません。以下の問いは、この資産クラス群のどこに投資すべきか、どの程度配分すべきか、そしてどのような運用ビークルと運用会社との関係が、各投資家のニーズに最も適しているかを判断するための、規律あるフレームワークを提供します。

- ☑ 分配や負債の義務を満たすために、どの程度のインカム・リターン水準が必要か？
- ☑ 既の上場株式や債券に対してどの程度の相関を抱えているか。自社のリスク・フレームワークや規制環境に適合する範囲はどのようなものか？
- ☑ 社内クレジットに関する専門能力があるか、それとも、深いオリジネーション（組成）およびアンダーライティング（引受）の専門性を持つ運用会社が必要か？
- ☑ 複数のサブ戦略に分散投資しているか、それとも単一のアプローチに集中しているか？
- ☑ 米国と欧州のプライベート・クレジットにわたる地理的分散を検討したか？

これらの問いへの答えは、すべての投資家を同じ配分に導くわけではありません。しかし、より深い理解に基づいた配分へと導いてくれるはずです。

結論

オルタナティブ・クレジットは、銀行が融資業務を縮小し、規制が資本市場を再編し、実体経済が民間資金への大きな需要を生み出す中で、重要な資産クラスへと成長してきました。こうした構造的な要因により、投資適格級のプライベート・クレジットやインフラ・デット、ダイレクト・レンディング、不動産デット、さらにはC-PACEなどの特殊金融に至るまで、幅広い戦略にわたって投資機会が生まれています。

このような環境において、投資家にとって運用会社の選定は中心的な検討事項となります。オルタナティブ・クレジットはリレーションシップ主導型かつオリジネーション（組成）集約型のビジネスであり、運用会社の規模、経験、そして投資家との利益の一致度によって、その成果には大きな差が生じます。これらの要因は、案件へのアクセスや組成条件だけでなく、必然的に発生するクレジット市場の緊張局面における実績にも影響を及ぼします。

多くの投資家にとって、問うべき核心的な問いは変化してきました。もはや「オルタナティブ・クレジットをポートフォリオに組み入れるべきか否か」ではなく、「個々の投資期間、負債構造、リターン目標を反映したアロケーションをどのように構築するか」、そして「選定した運用会社が、その潜在力を長期にわたって実現するために十分なオリジネーションの深さ、経験、そして利害の一致度を備えているか」という問いへと移っているのです。

詳細については、nuveen.com/alternativecredit をご覧ください。

出所

1. Bloomberg NEF.
2. InfraLogic.
3. Nuveen 2026 Equilibrium survey.
4. Preqin.

重要なお知らせ

スビー・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「スビー」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。

スビー・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

加入協会: 一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会