

プライベート・クレジット市場の歪みを背景に、資産配分は二つの代替投資にシフト

著者：ジョセフ・ハーベイ（最高経営責任者）

プライベート・クレジット市場は、現在その規模が3兆米ドルを超え、2009年比で約10倍に拡大していますが、足元ではいくつかの歪みが表面化し始めています。融資基準の低下、流動性の制約、融資期限延長や条件変更に加え、注目度の高い複数のデフォルト事例が確認されており、投資家の間では、これらが市場全体の先行指標（いわゆる「炭鉱のカナリア」）となる可能性が懸念されています。

また、プライベート・クレジット市場において、主要ファンドの一つが純資産価値（NAV）を19%引き下げたほか、プライベート・クレジット融資のおよそ10件に1件が、利息の支払いを元本に繰り延べるPIK（Payment-in-Kind）によって返済されていると推計されています。さらに、昨年第4四半期には、投資家によるプライベート・クレジット・ファンドへの償還請求が増加しました。

プライベート・クレジットのトータル・リターンが低下するなか、投資家の間では、価格調整が進んだ、あるいは利回り水準が正常化した他の資産クラスとの相対比較を踏まえ、当該資産クラスの投資妙味およびリスク・リターンの妥当性を再評価する動きが見られます。

当社は、税効率の高いインカム収益やトータル・リターンの獲得を目的とする投資家にとって、ハイブリッド証券および実物不動産が、足元の市場サイクルにおいて有効な投資対象であると考えています。

ハイブリッド証券は、債券投資において十分に活用されていない資産クラスであるものの、信用力の高い発行体への投資を通じて、相対的に高いインカム収益、良好なリスク調整後リターン、並びにポートフォリオ分散の拡充が期待されます。2025年には、同資産クラスは債券クラス内で最も高いパフォーマンスを示しており、足元では投資適格格付の発行体から6～7%の利回り水準が提供されています。

プライベート・クレジットが依然として高金利環境への調整局面にある一方で、商業用不動産価格は回復の兆しを見せ始めています。実物不動産市場の底打ちは、長期的に安定したインカム収益、資本価値の向上、税効率を提供してきた資産クラスへの魅力的な投資機会を形成しており、相対的に他の資産クラスの魅力度が低下する局面において、その投資妙味は一段と高まっていると考えられます。

市場環境の変化がプライベート・クレジットに与える影響

世界金融危機（GFC）後の環境下において、プライベート・クレジットは、供給面および需要面双方からの構造的な追い風を受け、持続的な拡大を遂げてきました。

GFC後の超低金利環境は、高利回り資産への旺盛な需要を生み出しました。一方、GFC後の規制強化により、銀行は貸出姿勢を硬化させ、融資を抑制しました。その結果、規模、リスク、構造面で銀行や他の貸し手にとって適合しない案件において、プライベート・クレジットが迅速かつ相対的に柔軟な引受基準を通じて、貸出の供給ギャップを埋める役割を果たしてきました。

注目すべき二つの資産クラス：
ハイブリッド証券と実物不動産

プライベート・クレジット市場の歪みを背景に、資産配分は二つの代替投資にシフト

しかし、足元では市場環境が変化しています。2022年～2023年にかけて実施された10回の利上げを経て、国債や投資適格社債、ハイ・イールド債、ハイブリッド証券といった伝統的な債券資産では利回り水準が正常化しました。その一方で、クレジット・スプレッドは全体的に縮小していますが、とりわけプライベート・クレジットでは、限られた案件に対して資金流入が続くなか、上場市場との競合の激化も相まり、スプレッドのタイト化が顕著となっています。

その結果、リスクが高まっている状況にもかかわらず、クレジット・スプレッドは一段と縮小しています。

The Wall Street Journal (WSJ) によれば、主要プライベート・クレジット・ファンドにおける2025年最初の9ヶ月間のトータル・リターンは平均6.2%にとどまり、2024年および2023年の同期間に記録した8.8%、11.4%から低下しました。

また、プライベート・クレジットを巡る警戒感を示す報道や発言が相次いでいます。Jamie Dimon 氏 (JP モルガン、CEO) は「1匹のゴキブリを見かけたら、他にも潜んでいる可能性が高い」と警鐘を鳴らし、WSJ は「プライベートクレジットの宴が暗転」と報じています。また、CNBC は「ウォール街はプライベート・クレジットのメルトダウンに備えている」と伝えています。

一部のメディアは過度に警戒的である可能性があるものの、これらの見出しは、実際の市場動向に基づいています。特に、プライベート・クレジットはパブリック・クレジットに代わる安定的かつ高利回りの投資手段として位置づけられてきただけに、同資産クラスに対する懸念が生じることは、投資家の信認に影響を及ぼす可能性があります。

プライベート・クレジットは、足元の規模において、完全な市場サイクルを通じた実証がなされておらず、その耐性については慎重な見極めが必要と考えられています。

リスクの上昇とスプレッドの縮小が進むなか、プライベート・クレジットからの資金流出は拡大しています。また、個人投資家向けの新たな投資形態を通じてプライベート・クレジットの裾野が拡大することで、同資産クラスの資金は従来ほど定着しにくくなる可能性があります。機関投資家は、これまで低流動なファンドを通じてクレジット投資を行ってきたため、比較的安定した資金基盤が形成されてきました。一方、個人投資家は、ネガティブな報道に直面すると資金を引き上げる傾向があります。こうした資金流出が継続すれば、当該ファンドが直面する運営面での課題は一段と深刻化すると考えられます。

投資適格発行体による高利回りを提供するハイブリッド証券

ハイブリッド証券は、投資適格債とハイ・イールド債の中間的な特性を有しています。ハイ・イールド債に匹敵するリターンを提供しつつ、銀行、保険会社、ディフェンシブな公益事業といった規制産業かつ投資適格の格付けを有する発行体による発行が中心であることから、ボラティリティは相対的に抑えられてきました。

米連邦準備制度理事会 (FRB) が利下げ局面を継続するなか、ハイブリッド証券は、信用力とデュレーション、並びに相対的に高い利回りを兼ね備えた債券への需要回復の恩恵を受けると見込まれます。また、ハイブリッド証券の配当は、(主に一部の投資家にとって) 税制上の優遇を受けるケースが多く、実質リターンの上昇が期待されます (図1)。

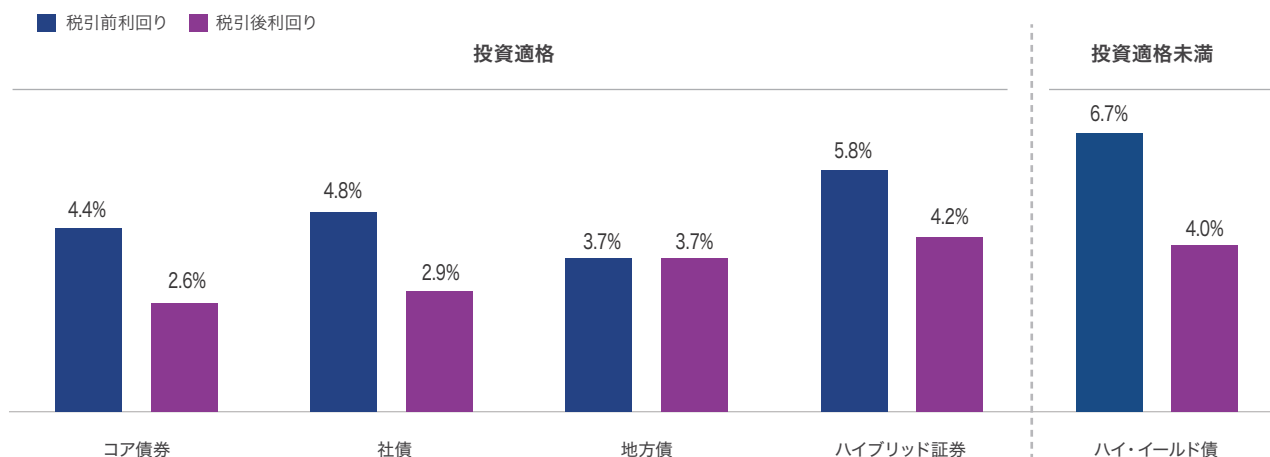
ハイブリッド証券の発行体は、銀行や保険会社といった高度に規制された金融機関に加え、公益事業、パイプライン、リートなど、キャッシュフローの安定性と透明性が高い事業体に集中しています。

ハイブリッド証券は、完全な市場サイクルを通じて実証された資産クラスであり、その耐性は過去のデータによって裏付けられています。S&P Globalによる過去40年にわたる分析では、世界の金融サービス企業が発行するBBB/BB+格付の証券 (ハイブリッド証券の典型的な格付および主要な発行体) が、歴史的に1%未満と極めて低いデフォルト率にとどまっていることが示されています。

図1

債券クラス内で最高水準の利回りを示すハイブリッド証券

債券クラス別の税引前・税引後利回り



2025年9月末日現在。出所：ICE、ブルームバーグ、コーヘン&スティアーズ。

引用したデータは過去の実績を示すものであり、将来の成果を保証するものではありません。上記の情報は、コーヘン&スティアーズが管理またはサービスを提供するファンドまたはその他の口座のパフォーマンスを表すものではなく、投資家が上記のようなパフォーマンスを経験することを保証するものではありません。税引き後利回りは、課税対象利息収入に対して米国連邦所得税率 37%、適格配当所得 (QDI) に対して 20% を適用し、いずれの税率にもメディケア追加税 3.8% を含めて算出しています。税引後計算は、ハイブリッド証券収益について適格配当税率および限界税率を 75%/25% で加重した税率が適用されることを前提としています。その他のすべての証券については、収益の性質に応じた限界税率による全額課税を前提としています。コア債券は、Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index、社債は ICE BofA U.S. Corporate Index をそれぞれ代表指数として使用しています。地方債は ICE BofA U.S. Municipal Securities Index、ハイ・イールド債は ICE BofA U.S. High Yield Index、ハイブリッド証券は ICE BofA U.S. Institutional Capital Securities Index をそれぞれ代表指数としています。指数定義および追加開示事項については資料後半の脚注をご参照ください。

ハイブリッド証券の最大の発行体である銀行は、過去に例を見ないほど良好な財務状況にあります。2025年には、安定した収益成長を背景に自己資本が記録的な水準に達しており、当社は、これが将来の貸倒損失に対する緩衝材となるだけでなく、セクター全体の信用力を押し上げる要因になると考えています。

ハイブリッド証券は、株式および他の債券クラスに対して相対的に低い相関を示しており、株式と債券の相関が高まる現在の市場環境において、有効な分散効果が期待されます。銀行や保険会社といったハイブリッド証券の主要発行体が、ハイ・イールド債などの債券戦略に十分に組み入れられていないことが、同資産クラスの分散特性を高める一因と考えられます。

実物不動産価格は底打ち

実物不動産は、高金利環境および資本コストの上昇が既に価格に織り込まれており、2022年に始まった利上げ局面とともに、ピークからボトムまで約20%下落しました。これは、同様の環境変化が十分に価格へ反映されていないプライベート・クレジットやプライベート・エクイティと対照的です。

NCREIF-ODCE 指数で測定した米国の実物不動産は、2022年末以降に7四半期連続でマイナス・リターンを記録した後、足元では5四半期連続でプラス・リターンを記録しています。これは、市場が底打ちから回復局面へ移行しつつあることを示唆しています。

同時に、建設資材および労働コストのインフレに加え、借入コストの上昇が新規供給の抑制要因となっています。供給制約が強まるなか、既存物件の賃料成長は加速する可能性があり、こうしたインカム収益は、プライベート・クレジットに内在するリスクを懸念する投資家にとって、相対的に魅力的な代替投資になると考えられます。

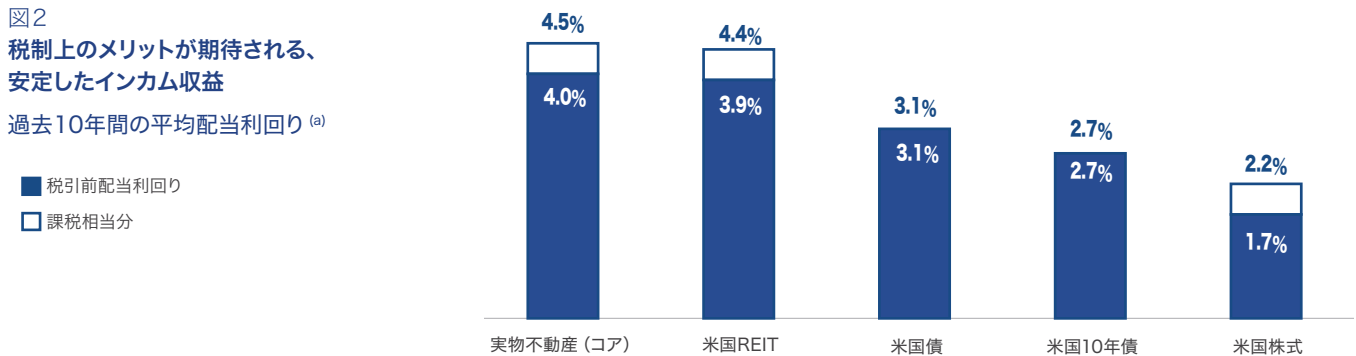
価格調整の完了、需給環境の改善、並びにその他資産クラスと比較した際の商業用不動産の相対的な優位性は、足元の環境下で特に魅力的です。当社は、こうした状況が、実物不動産へ長期的に資産を配分するためのまたとない魅力的な投資機会を提供していると考えています。

実物不動産と上場不動産証券の組み合わせで保有することは、ポートフォリオの分散効果を高め、シャープ・レシオの改善に寄与すると考えられます。足元では、より魅力的なバリュエーションとインフレ感応度の高さに加え、REITに係る税制、パス・スルー型の減価償却によるみなし元本変換、さらには相続税面での潜在的なメリットを通じて、税効率の高い、高水準のインカム収益を得る機会を提供します（図2）。

実物不動産は、これまで株式や債券などの伝統資産との相関が低く、分散効果を発揮してきました。株式・債券のバリュエーションが高水準にある現在、投資家がポートフォリオ分散を重視する局面において、その意義は一段と高まっています。

図2
税制上のメリットが期待される、
安定したインカム収益

過去10年間の平均配当利回り^(a)



2025年12月末日現在。出所：コーヘン&スティーズ、モーニングスター。

引用したデータは過去の実績を示すものであり、将来の成果を保証するものではありません。実物不動産（コア）はNCREIF Fund Index – Open End Diversified Core Equity (NFI-ODCE)、REITはFTSE Nareit All Equity REITs Index、米国株式はS&P 500 Index、米国債はBarclays U.S. Aggregate Bond Index、米国10年国債はBarclays U.S. Treasury 5-7 Yr Indexをそれぞれ代表指数としています。（a）平均分配率は、2022年12月31日までの過去10年間について四半期ベースで算出しています。税引後計算は各収益区分の最高限界税率を前提とし、不動産関連証券は適格事業所得（QBI）控除20%の適用を想定しています。メディアア追加税3.8%および州税・地方税は含みません。

過去の実績は将来の投資収益や運用成果を保証するものではありません。本資料の情報は、コーヘン&スティーズが管理またはサービスを提供するファンドまたは口座のパフォーマンスを反映するものではなく、投資家が上記のようなパフォーマンスを経験することを保証するものではありません。本ビデオで提示された市場予測が実現するという保証はありません。本資料で言及された過去の傾向が将来も繰り返される保証はなく、そのような傾向がいつ始まるかを正確に予測する方法はありません。特定の有価証券に関する言及は、特定の有価証券の売買または保有を推奨または勧誘するものではなく、投資アドバイスとして依拠するものではありません。

本資料は受託者として提供するものではなく、いかなる投資方針や投資戦略も推奨するものではなく、投資家が有する特定の目的や状況を考慮したものではありません。本ビデオで言及された情報は正確であると考えていますが、その網羅性を表明するものではなく、投資の適切性を判断する唯一の情報源として依拠すべきではありません。個別の状況に関しては、事前に投資、税務または法務の専門家にご相談ください。

不動産証券への投資に関するリスク：不動産証券への投資に関するリスクは、不動産への直接投資に伴うものと同様であり、経済・法律・政治・技術の動向に起因する空室率の上昇や賃料の下落による不動産価値の低下、流動性の欠如、分散的制約、金利変動や市場の後退といった特定の経済要因への感応性などが挙げられます。

外国証券には、為替変動、流動性低下、政治的・経済的不確実性、会計基準の違いなどのリスクがあります。一部の米国外証券は中小企業によって発行されている場合があり、大企業の証券に比べて価格変動の影響を受けやすく、流動性が低い可能性があります。いかなる特定の戦略やファンドについても、その有効性、または達成される可能性のある実際のリターンについて表明または保証するものではありません。

ハイブリッド証券への投資に関するリスク：ハイブリッド証券戦略への投資は、投資した元本全額を失う可能性があるなど、投資リスクを伴います。これらの有価証券の価値は、他の投資と同様に、急激かつ予測不可能に大きく変動する可能性があります。当社のハイブリッド証券戦略は、投資適格未満の有価証券およびアドバイザーが投資適格未満と判断した未格付け有価証券に投資する場合があります。投資不適格証券または同等の未格付け証券は一般的に、高格付けの証券に比べ、価格の変動が大きく、元本を割り込むリスクがあり、また、経済や競合する業界の実態または事実上の悪条件の影響をより受けやすい可能性があります。当戦略のベンチマークには、投資適格未満の有価証券は含まれていません。

偶発転換社債証券（CoCo 債）：CoCo 債は、損失を吸収する特性が組み込まれた債券またはハイブリッド証券で、例えば発行体の資本比率が一定の水準を下回った場合など、特定の状況下で、発行体の普通株式に強制転換されます。CoCo 債が強制転換されるような状況下にある発行体では普通株式に配当が支払われない場合もあるため、そのような CoCo 債を保有する投資家はインカム利率がゼロになる可能性があるほか、転換によって弁済順位がさらに下がり、倒産時の投資家の立場が悪化する場合があります。そのような状況下で価値や元本の削減が行われる CoCo 債もあります。また、CoCo 債の多くはハイ・イールド債とみなされているため、投資適格未満の証券への投資リスクが伴います。

デュレーションリスク：デュレーションとは、固定利付証券またはハイブリッド証券の平均残存期間を数学的に計算したもので、金利（または利回り）の変動に対する証券の価格リスクの指標となります。デュレーションの長い証券は、デュレーションの短い証券に比べて、金利（または利回り）の変動に対してより敏感に反応する傾向があります。デュレーションは、満期までの期間に加え、金利の潜在的な変化、および証券のクーポン支払い、利回り、価格、額面、コール機能などを考慮する点で満期とは異なります。有価証券のデュレーションは、市場要因や満期までの時間の変化により、時間の経過とともに変化することが予想されます。

コーヘン&スティーズ・キャピタル・マネジメント・インク（コーヘン&スティーズ）は米国で登録された投資顧問会社であり、企業の退職年金制度、地方自治体や組合による退職年金制度、米国の財団、基金、ミューチュアル・ファンドに対して投資運用サービスを提供しています。コーヘン&スティーズ・ジャパン株式会社は、金融商品取引業者（投資助言・代理業および投資運用業、関東財務局長（金商）第3157号）として登録されており、一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。本資料の受領者がいずれかの商品、戦略またはその他のサービスについて詳細な情報を希望される場合は、当社まで書面により当該情報をご請求ください。

www.cohenandsteers.jp

発行年月日：2026年2月 Copyright © 2026 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved. 無断複写・転載を禁じます。

5187007 | CU017_2-26