

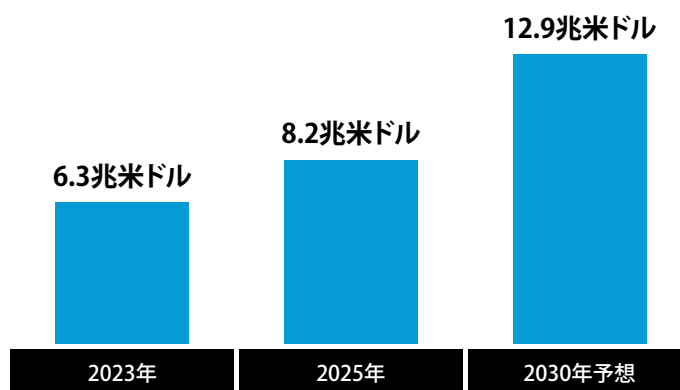
アセット・ ベースド・ ファイナンス

成熟・拡大するプライベート・
クレジット市場を有効に
活用する枠組み

アセット・ベースド・ファイナンス（「ABF」）は 実体経済に対する小口・分散化された貸し付けである。

3 年前に AB カーバル（以下、「当社」）が ABF に関する白書を初めて公表して以来、世界の ABF 市場は 30% 拡大し、現在では 8.2 兆米ドルに達している。この規模は日本経済のおよそ 2 倍であり、英国経済とインド経済の合計に匹敵する。この急速な成長は、主として実体経済の活動を支える資本需要の拡大によってもたらされたものであり、その需要に対応して資金供給できるノンバンクの貸し手の増加が後押ししている。銀行融資からの長期的なシフトが継続し、投資適格分野での投資機会の拡大が進むため、ABF の市場規模は 2030 年までに約 13 兆米ドルに到達すると見込まれている（図表 1）。

図表 1：
8.2 兆米ドルの ABF 世界市場
小口・分散型 ABF ポートフォリオで構成



資本供給の観点から見ると、保険会社は低コスト資本を供給する役割を一層担うようになっており、従来型銀行による金融仲介の縮小を後押ししている。同時に、ノンバンク・レンディング・プラットフォームの数と規模は引き続き拡大しており、その大半は、多様な資金源を有するクレジット特化型プライベート資産運用会社から資金を供給されている。これまでのところ、成長は米国でより顕著であり、ABF 市場全体の 22% がノンバンク・レンダーによって支えられる一方、英国を含む欧州ではその比率は約 9% にとどまる（図表 2）。これは、とりわけ欧州において、ノンバンク・レンダーが市場シェアを拡大する余地が大きいことを意味していると当社は考えている。

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

上記の数値は推計値であり、ノンバンク及びスペシャルティ・ファイナンス・レンダーが保有する家計向け及び事業向けクレジット資産から成る小口・分散型 ABF 市場を対象としています。シンジケート・ファイナンス、レバレッジド・ファイナンス、米国における政府系住宅ローンのノンバンクによる組成分は含まれていません。利用可能な最新データに基づきます。

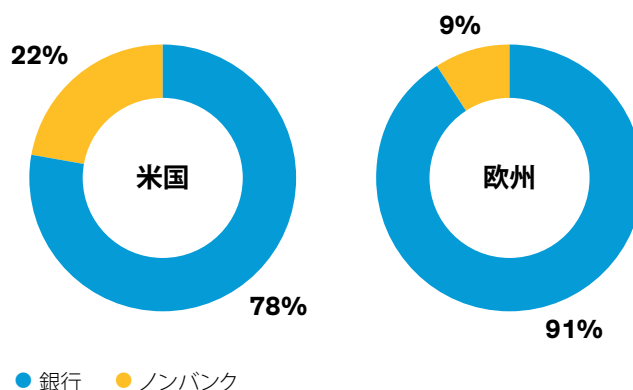
2025 年 12 月 31 日現在 | 出所：インテジャー・アドバイザーズ

ABFにおけるもう一つの注目すべき動向は、拡大する投資家需要を取り込むことを目的として、多くのプライベート・クレジット運用会社が市場に参入していることだ。その多くは、買収または、自前での事業拡大を通じて、コーポレート・クレジットから ABF へ事業領域を広げている。同時に投資配分に当たっては、プライベート・クレジット・ポートフォリオの分散化が進んでいる。現状では、大半が企業向けダイレクト・レンディングに集中している。

一方で、ABF の定義そのものが拡大されている。ABF へ資金が流入する中で、形式的には資産を担保としているものの、実質的には企業信用に依存する仕組みの商品が、本来の資産中心型の商品とともに市場に提供されるようになってきている。この定義の変化は、投資配分に当たって重要になってくる。資産中心型の仕組みと、企業信用に依存する仕組みでは、相関関係や損失の発生状況が大きく異なる可能性があるためだ。ABF が資産クラスとして進化を続ける中、本稿では、ABF を基本原則に立ち返って再定義するとともに、当社がコーポレート ABF と呼ぶ新たなカテゴリーを紹介し、資産中心型のリスクと企業中心型のリスクを区別する実務的な枠組みを提示する。

資産配分を判断する上で指針となる、ABF の定義上及び引き受け上の違いを検討する前に、ABF 市場の拡大を支え続けている構造的な要因と、厳格な分析の重要性が高まっている背景について詳しく説明しておきたい。

図表 2：
欧州市場は米国市場と比べ活用が大幅に遅れている
クレジット・レンディング合計に占めるノンバンクの占有率（%）



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025 年 12 月 31 日現在

出所：インテジャー・アドバイザーズ、国際決済銀行

成長の構造的要因

需要サイドの要因

ABF の成長は、銀行が幅広い分野で実体経済向け融資から継続的に撤退していることが主な要因になっている。銀行は引き続き規制対応と資本効率の最適化に注力しており、その結果、構造が複雑な資産担保型の融資事業を縮小する一方、資本負担が軽く、規模の拡大も可能な上に、高いリターン（資本効率調整後）が期待できる融資に重点を移している。

一方、ノンバンクとスペシャリスト・レンダーによる実体経済への信用供与は引き続き拡大している。テクノロジーを活用するスペシャリスト・レンダー及びノンバンク・レンダーは、迅速性、柔軟性、確実な執行力を重視しており、こうした成果は、銀行やパブリック証券化市場のみに依存するのではなく、プライベート・キャピタルの提供者と提携することによって実現される場合が多い。

これと並行して、銀行は組成した融資を証券化して販売する OTD（オリジネート・トゥ・ディストリビュート）モデルの採用を拡大している。この枠組みでは、銀行は借り手との関係及び手数料収入を維持しつつ、バランスシートの活用と与信引き

受けを実質的に機関投資家の資金に託している。この変化により、銀行はリスクアセット、自己資本利益率、流動性を最適化できると同時に、プライベート・クレジットの投資家にとっては、つなぎ融資やリスク移転取引に関して銀行と提携する機会が生まれている。

このような構造的な進化の結果、プライベート・キャピタルが、直接組成、フォワードフロー契約、つなぎ融資、その他の拡張性の高いストラクチャーを通じ、ABF のクレジット・エコシステムに対する継続的な資金供給パートナーとしての役割を果たすという、持続性の高い機会がシステム全体で生まれている。

銀行やパブリック市場と比較すると、スペシャリスト・レンダーは、テクノロジー（及び AI）を活用した引き受けモデルにより円滑に信用供与を行うことで、こうした環境変化をますます巧みに活用するようになってきている。同時に、プライベート・キャピタルが提供する拡張性の高い資金調達ストラクチャーは、景気サイクルにかかわらず、より確実に資金が提供される可能性を高めることも考えられる。

資本供給サイドの要因

低コスト資本の新たな供給者として、保険会社が台頭したことで、とりわけ投資適格の ABF 市場において、機関投資家の投資余力が高まっている。また、規制上の制約及び資本の効率性を踏まえると、多くの ABF の分野では、銀行が再び金融仲介機能を大規模に担う動きは見込めないと当社は考えている。

重要なことは、投資家の需要は利回りだけでは決まらないという点だ。パブリック市場やプライベート・コーポレート・クレジットに比べ、ABF は、担保に裏付けられたインカムに加え、下落に対するより強固なプロテクションのストラクチャーと分散投資効果を提供できる可能性がある(表 1)。多くのエクスポージャーは、小口化された、デュレーションの短い、定期的な元本返済がある資産プールによって裏付けられている。このため、パフォーマンスが償還時または借り換え時のマクロ経済環境に左右される可能性は比較的小さい。ABF はこの点で従来の社債と異なっている。このような特性は、ボラティリティが局所的に高まる可能性がある、不確実性が高いマクロ経済環境では特に魅力的だ。

特筆すべきは、ABF は図表に示した各資産クラスとの平均相関係数がわずか 0.16 であり、他のすべての資産カテゴリーより大幅に低いことだ。特に、米国投資適格社債との相関係数は 0.01、証券化資産の場合は 0.03、レバレッジド・ローンの場合は 0.02 と、相関がほぼゼロであることは、資産中心型 ABF がより広範なクレジット・ポートフォリオの中で優れた分散投資効果を提供する可能性を示している。

このように、資金供給の拡大や、定義の広がり、市場参加者の多様化を背景として、ABF がプライベート・クレジット・ポートフォリオにおける戦略的な投資配分の対象として、今後も成長を続けると当社は考えている。

しかし、ABF とは具体的に何を指すのだろうか。投資家の間では、普遍的に受け入れられた定義は存在しないようだ。この点は重要だ。なぜなら、定義が曖昧なまま市場の拡大が進むと、投資成果のばらつきを生むからだ。次章では ABF について明確な分類体系を提示する。

表 1

	ダイレクト・レンディング	プライベート・エクイティ	レバレッジド・ローン	ハイイールド債券	S&P 500 指数	米国投資適格社債	証券化資産	ABF
ダイレクト・レンディング	-	0.27	0.73	0.67	0.49	0.22	0.41	0.39
プライベート・エクイティ	0.27	-	0.18	0.37	0.60	0.32	0.24	0.24
レバレッジド・ローン	0.73	0.18	-	0.89	0.65	0.56	0.55	0.02
ハイイールド債券	0.67	0.37	0.89	-	0.70	0.78	0.72	0.12
S&P 500 指数	0.49	0.60	0.65	0.70	-	0.59	0.55	0.29
米国投資適格社債	0.22	0.32	0.56	0.78	0.59	-	0.84	0.01
証券化資産	0.41	0.24	0.55	0.72	0.55	0.84	-	0.03
ABF	0.39	0.24	0.02	0.12	0.29	0.01	0.03	-
平均相関係数	0.46	0.33	0.59	0.69	0.60	0.55	0.55	0.16

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

ダイレクト・レンディングはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数で表しています。プライベート・エクイティはケンブリッジ・アソシエイツ・プライベート・エクイティ指数で表しています。レバレッジド・ローンはモーニングスター LSTA 米国レバレッジド・ローン指数で表しています。ハイイールド債券はブルームバーグ米国コーポレート・ハイイールド債トータル・リターン指数で表しています。米国投資適格社債はブルームバーグ米国社債トータル・リターン指数で表しています。証券化資産はブルームバーグ・グローバル証券化資産担保トータル・リターン指数で表しています。ABF は AB カーバルの実績で表しています。2010 ～ 2025 年にかけてのリターンの相関を示しています。



ABF の定義：基本原則の再確認

最も基本的な形態では、**ABF** は資産中心型である。レンダーにとって、第一の返済原資は、単一の個別資産または資産プールから生じる契約上のキャッシュフローであり、それは担保価値及び法的強制力のある管理権によって裏付けられている。こうした資産には、実物資産と金融資産の両方が含まれ、実物資産を担保とするローンだけでなく、実物資産を担保としないローンも含まれる。ストラクチャーは通常、担保を他の資産から隔離し、適格性基準を定め、指標が悪化した場合に自動的にレバレッジを引き下げたり、キャッシュを留保したりするパフォーマンス・テストを組み込むよう設計されている。こうした特徴を備えている場合、ABF はコーポレート・クレジットと比較して、損失率を低く抑え、相関の低いリターン特性を提供することができる。これは、投資成果が企業価値や個別企業固有のリスクではなく、資産及びローンのパフォーマンスとストラクチャーに基づいて決まるためだ。

当社は、実体経済向け融資において数十年にわたる経験がある。当社のローン組成プラットフォームは、スペシャリスト・レンダーと専属的に提携したり、彼らを傘下に抱えたりすることで構築されている。これらのスペシャリスト・レンダーは、それぞれが専門とする ABF 分野におけるローン組成を唯一の事業としている。その対象は、小口で細分化されたローン・ポートフォリオから、単一資産または複数資産を対象とする大型エクスポージャーまで幅広い。これらの戦略に共通する引き受け判断の基本は、資産及びローンそのものが主要なリスク要因になるという点にある。もっとも、小口・分散型 ABF と大型 ABF では投資上の特性に明確な違いがあり、それぞれに固有の検討事項が存在する。

小口・分散型 ABF（市場規模は図表 1 に表示）は、高度に分散された少額資産を裏付けとするファシリティを対象としている（例：住宅ローン、消費者ローン、中小企業向けローン、設備リース、売掛債権、小口商業用不動産ローン）。この分野での引き受け判断は、ローン・データや、グループごとのパフォーマンス、サービシングの実績のほか、超過担保や超過スプレッドなどの構造的な信用補完に基づいて行われる。これらのポートフォリオは数多くのローンによって構成されているため、リスクが分散される。さらにローン返済がスケジュール化されているため、自己償還型でデレーションが短い特性を有する。通常、各ポートフォリオには数百件から数千件のローンが組み入れられている。

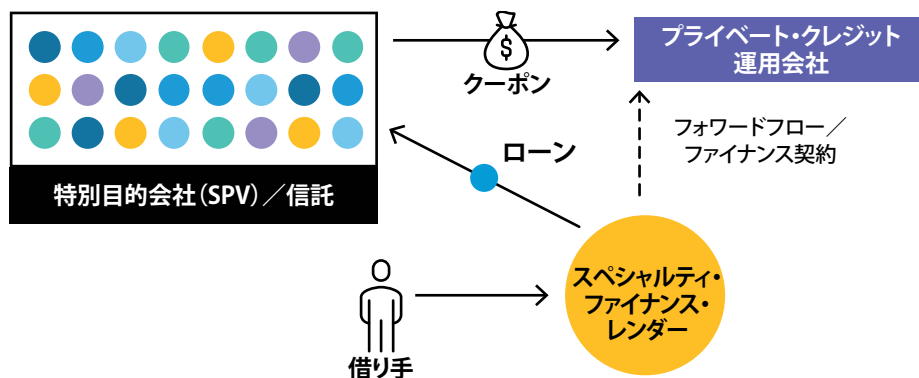
大型 ABF は、単一または少数の大型資産（例：航空機、インフラ・プロジェクト、大型商業用不動産）を担保とするファイナンスであり、引き受け判断で重視されるのは、単一資産の価値に基づく信用補完や、キャッシュフローの持続性、当該資産に固有のリスクに加え、資本回収に向けた実現イベント（資産売却や借り換えなど）への依存度である。

図表 3 にあるように、小口・分散型 ABF と大型 ABF は、資産プールの構成や引き受け判断の重点は異なるが、基本原則は共通している。すなわち、レンダーが主として負うエクスポージャーは企業そのものの信用リスクではなく、資産及びローンのパフォーマンスに対するものである。しかし、市場の拡大とともに、第 3 のカテゴリーが出現してきた。それは、担保付き融資という「形式」とコーポレート・クレジットという「実質」が併存する投資領域である。当社ではこのカテゴリーを「**コーポレート ABF**」と呼んでいる。

図表 3

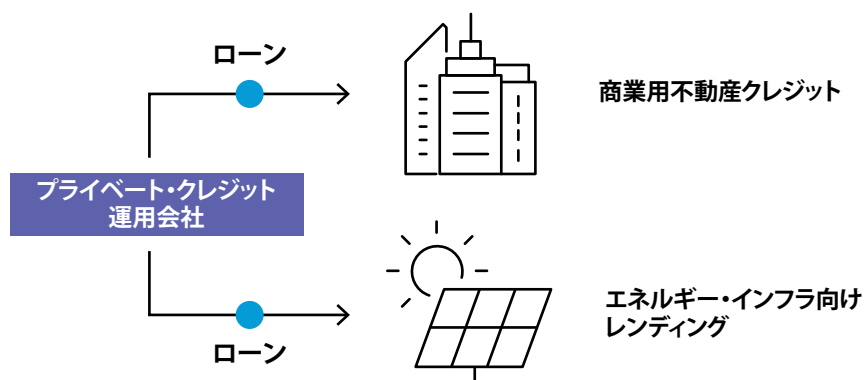
小口・分散型 ABF

- 担保に直接アクセス
- 運用会社がポートフォリオ構成に関与
- ローンによって構成され、粒度が高く、定期的な元本返済のあるポートフォリオリスク軽減に
- 短期償還ローン
(加重平均残存期間は 2.5 年)



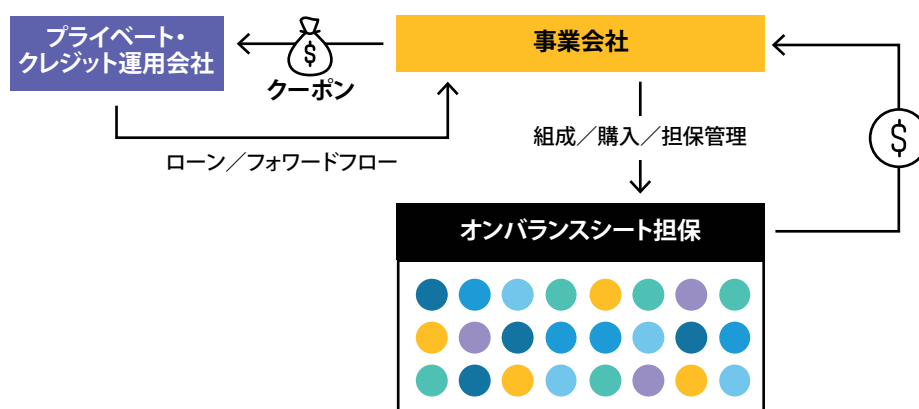
大型 ABF

- 担保に直接アクセス
- 担保資産が持つ価値が運用会社のクレジット保護に寄与
- 単一資産の固有リスク
- デュレーションの長いローンは通常、定期的元本償還はない



コーポレート ABF

- 企業のキャッシュフロー、及び／または企業の存続と結びついた資産の現金化に連動
- 専門的かつ専任の引き受け審査能力が必要
- 企業固有のリスク
- キャッシュフローの限定的な透明性及び困難な資産分離



例示のみを目的としています。

出所：AB カーバル

コーポレート ABF の台頭

ABF 市場の拡大に伴い、その周辺分野であるコーポレート ABF の存在感が高まっている。この種の担保付ローンの返済は、取引相手方が仕掛資産を組成し、管理・換金できる能力、または継続企業として存続する能力に依存する。コーポレート ABF には通常、資産担保が付されているが、その資産及びキャッシュフローを企業本体から切り離すことは容易ではない。その結果、当該資産は、資産中心型 ABF というよりも、コーポレート・クレジットに近い特性を示す場合がある。

なぜ現在、コーポレート ABF が台頭しているのだろうか。当社は、以下の3つの要因が重なり合っていると考えている。(1) コーポレート・ダイレクト・レンディング運用会社が、資本活用の多様化を図るとともに、ABF 戦略向けに配分される資本を取り込もうとしていること。(2) 案件獲得競争の激化と資金を投資実行に向かわせるプレッシャーの存在により、ABF の定義が拡大していること。(3) テクノロジーを活用したプラットフォームの発展に伴い、新たな売掛債権や現金化ストラクチャーが生み出されていること。

しかし当社は、新規参入者の多くは、この種の投資を資産中心形態での運用の観点から適切に引き受け、組成・運用するために必要な業務インフラや経験、専門知識を備えていないと考えている。期待されるリスク・リターン特性を実現するストラクチャーを構築するには、データ管理能力や、サービシングの監督、担保監査、コベナントの設定、不正防止管理のほか、必要に応じて介入して業務を移行する能力といった、重要な専門スキルが求められる。

また、この種の案件では、最終的な「現金化」成果物を生み出すために、記録、データ検証、業務執行に関して企業のシステムに依存することから、異なる種類のリスクが生じる。このようなケースでは、投資配分に当たって、潜在的な落とし穴の管理と回避に重点を置く必要がある。具体的には、誤った報告のリスク、プライミング（既存レンダーの担保権に優先する新たなローンまたは担保権が設定されること）、レンダーの担保パッケージから価値、現金、担保が流出するリスクなどが挙げられる。当社の見解では、過度なレバレッジを伴うストラクチャーを避けることや、破産手続きに巻き込まれないようにすること、景気変動に影響されやすい企業へのエクスポージャーを回避することも同様に重要だ。さらに留意すべき点として、投資成果は資本構成上の位置によって大きく左右される。厳格な担保管理とキャッシュ・ドミニオンが確保された倒産隔離型のシニア・ストラクチャーは、企業価値の維持に依存する、構造的に劣後したエクスポージャーや、「持株会社」向けエクスポージャーと比べ、回収結果が大きく異なる可能性がある。

コーポレート ABF は本質的に魅力がないわけではない。しかし、その引き受けやプライシングは、企業の事業継続に依存するコーポレート・リスクとして行われるべきであり、それに見合ったデューデリジェンスを、企業自体はもちろん、システム・アーキテクチャーや管理体制、業務運営のレジリエンス（強じん性）に対しても、十分実施すべきだ。

枠組み：コーポレート ABF と小口・分散型 ABF の比較

ここまでコーポレート ABF を定義する特性について説明してきたが、その違いを明確にするために対比表で整理した。表 2 では、当社が新たなカテゴリーと位置付けるコーポレート ABF と小口・分散型 ABF との基本的な相違点を詳細に比較している。

以下に示す相違点は単なる理論上のものではない。近年発生した企業不正に関する事例は、リスク特性が本質的に異なるストラクチャーを一括して ABF と呼ぶ弊害を浮き彫りにしている（ケーススタディ：Carriox Capital）。資産中心型エクスポージャーと企業依存型エクスポージャーが同じ ABF の名称でマーケティングされており、その曖昧さによって、投資配分を行う際に実際に負うリスクが見えにくくなる。

表 2

項目	コーポレート ABF	小口・分散型 ABF
資産の種類	プラットフォームと結びついた資産が多い：担保の検証が困難。例えば、棚卸資産や売掛債権などの流動資産によって構成。	資産担保ローン及び金融資産によって構成される、識別可能で分離されたプール。
倒産隔離性	倒産手続きに巻き込まれるリスクや執行停止リスクが高く、担保権の実行が困難。キャッシュフローも分離されていないことが多い。	倒産手続きに巻き込まれるリスク、及び執行停止リスクは「低い」もしくは「ほぼゼロ」。担保の隔離及び資金管理が強固。資産・ローンは独立した SPV で保管され、キャッシュフローは明確に特定可能で、独立した銀行口座を設ける。
相関性	景気サイクルへの感応度が高い。	景気サイクルとの相関は「低い」もしくは「ほぼゼロ」。
不正リスク	管理・報告リスクが高い：担保の二重設定が行われる可能性が小口・分散型より高い：資金の流れ全体の可視性が低い。	検証、監査、適格性基準、トリガー、隔離された照合可能なキャッシュフロー。
プライミング・リスク	担保価値の流出／プライミングが生じる可能性がある経路が多数。	担保の境界が明確で、管理口座が利用されるため、プライミング・リスクは低い、ほぼゼロ。
記録システム	企業自身の会計帳簿や IT、システムが確認用の主要な記録媒体となり得る。	法的文書（電子・紙媒体）、公的担保登録制度などにより、独立して検証・執行可能。
第三者サービシング	切り替えが困難または採算に合わないことが多い。	第三者サービシングが一般的：すべての案件でバックアップ体制や移行計画を整備。
透明性	プラットフォームを介した可視性。	担保及びキャッシュフローを直接把握。
価値創出	事業継続及びゴーイング・コンサーン（継続企業の前提）による企業キャッシュフロー及び資産の現金化に依存。	オリジネーターが継続企業として存続するか否かにかかわらず、回収可能な個別資産のキャッシュフローに依存。

上記の表は、作成日時点における当社の見解を反映したものであり、今後変更される可能性があります。網羅的なものではなく、当社が本質的な違いと考える代表的な項目のみを示したものです。市場参加者によっては、これらの項目を異なる形で解釈する、または著しく異なる見解を有する場合があります。

SPV：特別目的会社

出所：AB カーバル

ケーススタディ：Carriox Capital

ニューヨークに拠点を置く通信債権ファイナンス会社である Carriox Capital II LLC は 2025 年に破産手続きに入った。これは、5 億 5,000 万米ドル超の担保付ファイナンス・ファシリティを裏付ける契約書や請求書、顧客との通信記録がねつ造されたものであると、レンダーが主張したことを受けたものだ。裁判所への提出書類では、担保とされた売掛債権の相当部分について実を確認できず、一部の顧客債務は説明された内容どおりには存在しなかったと主張されている。

同社のファイナンス・ファシリティは、「信用力のある取引先による債務」だと説明されていた通信売掛債権を担保としていた。しかし、その後の訴訟によれば、レンダーは担保調査を実施し、顧客との取引関係、請求書、裏付資料を独自に確認する過程で不整合を発見した。これらの調査では、売掛債権とされたものに関連する偽造契約書、架空請求書、偽造された通信記録が確認されたとされている。

この問題の発覚を受けて、Carriox 関連の広範なプラットフォーム全体で一連の債務不履行、訴訟、破産申し立てが相次いで発生した。今回の事件は、プライベート・クレジット市場と ABF 市場で大きな注目を集めた。この案件が、表面的には分散された担保資産によって裏付けられた売掛債権担保型融資として組成されていたためだ。

本事例からの示唆

Carriox の事例は、担保が存在するだけでは十分ではないことを示している。本稿を通して述べてきたように、安定した ABF 投資は、裏付資産の性質だけでなく、それらを検証・保護するための妥当性確認・モニタリング・管理の枠組みにも依存している。

信用規律、不正管理、運用会社選定の重要性

新たな資本や運用会社の参入、運用マンドートの拡大、案件組成を巡る競争の激化に見られるように、ABF が急速に機関投資家向け資産クラスとして発展する中、信用規律と管理インフラの重要性は一層高まっている。ABF の名称でマーケティングされる案件が増える中、投資配分に当たっては、単に当該エクスポージャーが資産担保型かどうかだけではなく、その運用会社が、経験、検証ツール、管理権、サービシング体制、業務遂行能力を備え、資産担保を現実機能させることができるかを見極める必要がある。

不正や管理上の不備は特定の ABF 形態に限った問題ではない。企業依存型ストラクチャーでも、小口・分散型プール・ファイナンスでも、生まれる可能性がある。比較の対象は単に「コーポレート ABF」対「小口・分散型 ABF」にとどまるものではない。重要なのは、返済原資、企業への依存度、管理枠組みの強度の相互関係である。もっとも、コーポレート ABF では、本質的に企業のガバナンス不備や不正行為に対するリスクが相対的に高い。これは、同一企業が資産の組成や、記録システムの維持、顧客関係の管理、債権回収のサービシング、資金管理、担保資産の現金化を担う場合が多いためだ。これらの機能が借り手またはプラットフォーム内部に集中している場合、レンダーは、ガバナンスの機能不全、報告の改ざん、明白な不正行為に対して、より大きなリスクを負うことになる。

一方、小口・分散型 ABF も、それ自体がリスクから遮断されているわけではない。高い粒度は債務者エクスポージャーを分散するが、それだけで担保の検証、希薄化、サービシング、資金管理のリスクは解決しない。小口・分散型 ABF であっても、特にデレッションが短く、回転率の高い金融資産で、そのオリジネーター独自のテクノロジーを主要な記録システムとして利用している案件（例：組み込み型金融、クロスボーダー貿易売掛債権ファイナンス、サプライチェーン・ファイナンス）では、不正や検証リスクが高まることもある。このような場合、表面的には分散された資産プールであっても、オリジネーターのシステム、管理、誠実性に大きく依存している実態が見えづらくなっているためだ。

さらに、以下のような関連リスクが重なることで、リスク・エクスポージャーがさらに拡大する可能性がある。(1) 一部の売掛債権やブリッジ・ファイナンス戦略では、契約に基づく継続的なキャッシュ収入が存在しないため、定期的な資金の流れの確認による投資実績の検証が制約されること。(2) 希薄化リスク—相殺、紛争、返品、リベート、強制執行上の課題—により、

回収可能価値が大きく低下する可能性があること。(3) サービシング機能がオリジネーターのシステム群に組み込まれている場合、その移管には多額の費用を必要とするため、小口・分散型資産プールでも運営上の依存関係が生じること。(4) 異なる資金源から複数の独立した資金調達ラインが存在する場合、継続的な監査が適切に実施されなければ、売掛債権や契約の改ざんが行われるリスクが高まること。

ここで運用会社の選定が投資成果を左右することになる。経験豊富な ABF 運用会社は、担保付きエクスポージャーの単なる買い手ではなく、プラットフォーム及び管理システムの運営者だ。優れた運用会社は、裏付け資産の創出プロセスを理解した上で、不正や希薄化、ストラクチャー上の価値流出が、どこに生じ得るのかを特定し、そのリスク周辺に取引管理体制を構築する。この体制には、独立した担保検証や適格性テスト、資金照合、サービサーの監督、実地監査、債務者確認、実効性のある緊急時対応計画などが含まれる。一方で、経験の浅い運用会社や新規のプラットフォームは、資産を継続的に検証するための業務インフラを備えていないにもかかわらず、借り手が作成したデータや、一般的な証券化契約書類、あるいは表面的な担保指標に依存している場合、リスクに対して最も弱い弱となる。市場環境が落ち着いている時には、管理の甘さは表面化しない。しかし、市場のストレスが高い環境下では、保護された資産担保型エクスポージャーと、破綻したプラットフォームに対する無担保債権との違いが決定的に表面化する。

もっとも、こうした動向は ABF 市場全体の問題と捉えるべきではない。当社は、市場全体の基本的なパフォーマンスは引き続き堅調であると考えている。確立された資産中心型のセグメントでは、損失率及び延滞率は長期の過去平均と同程度またはより良好な水準で推移している。また、ABF を特徴付ける構造的プロテクション——倒産隔離、キャッシュ・ドミノオン、法的強制力を有する担保登録制度——も、意図どおりに機能していることがほとんどだ。個別の不正事例は、市場全体の弱い弱性を示す証拠ではない。むしろ、この資産クラスを支える規律を伴わずに ABF という名称だけが用いられた場合に、何が起こり得るかを示す事例だ。市場が拡大するにつれ、担保や資金、データ、サービシング、強制執行に対して、有効な支配・管理ができる運用会社と、主としてストラクチャーや資産担保という名称に頼り、実効性のある管理体制を持たない運用会社との間では、投資成果のばらつきが拡大していくだろう。厳しいマクロ経済環境の下では、その格差は一層広がると考えられる。

将来展望：ABF の次の段階

運用会社の選定と管理規律が現在の課題であるなら、ABF の次の段階では、その両方がさらに大きな規模で試されることになろう。当社は、ABF 市場の今後は、プライベート資金の継続的な流入、成熟が進んだ米国市場以外への地理的な拡大、再現性の高い資産中心型ストラクチャーと企業依存型取引との格差拡大によって形づくられると考えている。欧州は、法制度やデータ標準が断片化されていることを踏まえると、引き続き重要な成長フロンティアである。また、前述したように、欧州ではノンバンク・レンダーの活用が米国に比べて遅れている。さらに、中東やアジアの一部地域では、ノンバンク・レンディング市場のエコシステムが立ちあがりつつあり、選別は必要だが、新たな投資機会が生まれつつある。

ABF という枠組みの下で対象となる資産の種類も拡大しており、投資機会は従来の消費者向け、住宅関連、商業金融向けエクスポージャーを超えて広がっている。近年では、ファンド・ファイナンス、ロイヤルティ、訴訟ファイナンス、その他の専門性の高い、契約上のキャッシュフロー資産が、ABF の投資対象に組み込まれるケースが増えている。これらの資産クラスは、従来には見られなかったリターンの源泉や構造的なプロテクションを提供する一方で、法務やストラクチャー、パフォーマンスに関わる固有の検討事項が存在するため、専門的な引き受け能力及びモニタリング能力が求められる。同時に、市場の成長に伴い、企業への依存度がより高い「ABF 的」な投資機会も増加すると考えられる。当社の見解では、引き受け規律やネットワーク、経験、運営能力によって、資産リスクや流動性プレミアム、複雑性プレミアムを、企業リスクから一貫して分離できる場合に、最も魅力的な投資機会が得られる。

相対価値の観点から見ると、当社は現在、ローン・ポートフォリオの最も魅力的な投資機会があるのは、法的強制力を有する実物担保に裏付けられ、かつパフォーマンス実績を確認できる案件にあると考えている。特に住宅不動産分野では、一部の市場では需給関係が良好で、資産価値や担保順位、サービシング基準が十分に確立されていることから、スプレッド対比で魅力的な構造的プロテクションを提供している（欧州住宅開発向けレンディング）。

消費者向けファイナンス分野では、自動車ローンや住宅所有者向けローンなどの隣接資産セグメントを 선호している。これらは、担保回収の仕組みや債務者の返済順位によって、予見可能性が高い損失特性を備えていることが理由だ。無担保の消費者向けエクスポージャーでは、販売時点に近い消費者向けファイナンスは、リスク対比で投資妙味がある場合が多いと当社は考えている。この領域では、引き受け判断が取引ごとのデータに基づいて行われ、信用供与と購買行動との結びつきが強く、さらに販売業者による手数料支払いによって利回りが押し上げられる場合もある。これらすべての分野で、当社は引き続き、有形担保や小口・分散型資産プール、返済原資を、企業業績ではなく資産レベルのパフォーマンスに結びつける構造的な管理を重視している。

欧州住宅開発向けレンディング

課題

欧州では需要を満たすために約 960 万戸* の新築住宅が必要とされている。しかし、資本負担の増加を受け、大手銀行は住宅開発向け融資から撤退しつつある。

市場のギャップ

中小規模の住宅建設業者は、住宅取得の値ごろ感が失われつつある中で、資金が十分に調達できない事態に直面している。欧州全域の住宅価格は、世界金融危機前のピーク水準に達するか、それを上回っている。

ABF による解決策

プライベート・スペシャリスト・レンダーは、住宅という実物資産を担保として、総開発価値の 60 ~ 70% を融資するオーダーメイド型の建設ファイナンスを提供する。住宅建設業者の自己資金がまず投入され、その後の融資実行は、第三者によって検証された建設の進捗段階に応じて行われるため、レンダーのエクスポージャーは各段階で抑制される。

ダウンサイドの抑制

構造的な住宅需給の不均衡により、景気後退局面においても住宅価格の下落は限定されやすい。ファースト・ロス条項により、損失をまず住宅建設業者側で吸収する仕組みとなっており、追加的な信用プロテクションとなっている。

投資機会の広がり

投資機会は欧州の複数国にわたり、対象は集合住宅、賃貸専用住宅、コリビング、学生住宅、高齢者住宅と幅広い。

* 出所：CBRE

ポートフォリオ構築の観点ではこの区別は極めて重要だ。コーポレート・ダイレクト・レンディング・ポートフォリオの分散を求める投資家に対して、ABF は担保に裏付けられたインカムを提供する分散投資先として機能すると考えられる。

結論：案件組成力、優れた運用能力、経験が次の成長段階を決定づける

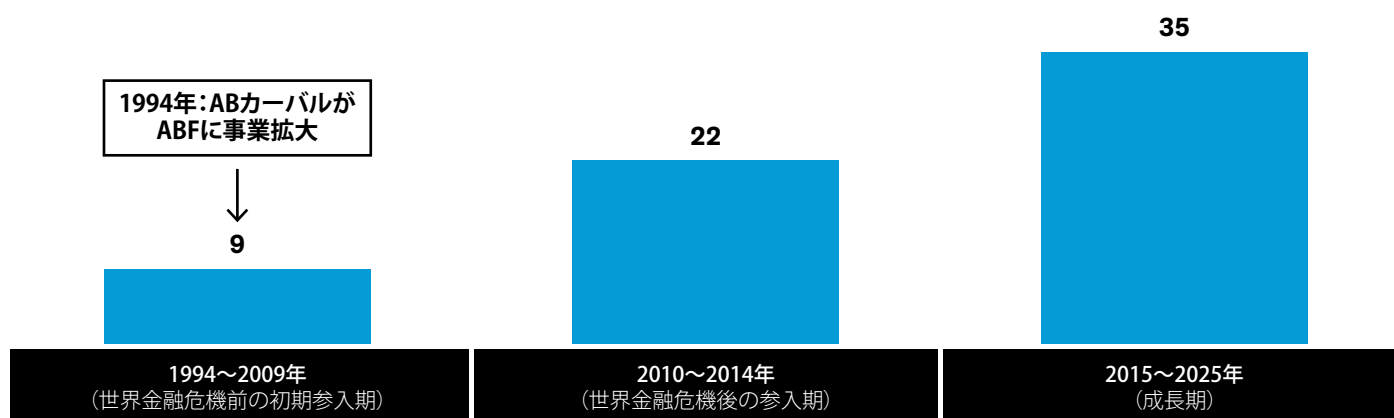
本稿では、ABF がプライベート・クレジットのニッチな分野から、成熟しつつある機関投資家向け資産クラスへと進化してきた過程をたどってきた。この資産クラスでは、ABF の定義やストラクチャー、運用能力は、運用会社によって大きく異なると当社は見ている。本稿の締めくくりとして、ポイントをまとめたい。投資機会の増大、投資成果のばらつきの拡大、市場参加者の増加（図表 4）によって特徴付けられる市場において、最終的に、運用者の経験を重視することは、一貫したリスク調整後リターンを獲得につながると考えられる。

ABF は、相対取引が主流で、ソリューション主導の市場である。取引はオリジネーターや銀行、ノンバンク、資産保有者の間で、特定の資金調達ニーズやリスク移転ニーズを満たすために直接交渉されるものであり、広くシンジケートされることはない。そのため、取引相手との深い関係、重ねてきた取引実績、景気サイクルを通じて信用できる資金調達パートナーとしての信頼性を有する運用会社は、優位な立場にある。卓越した投資機会や優れた案件組成パートナーにアクセスできるかどうかは、概して運用資産規模によって決まるものではなく、信頼や専門性、確実な執行能力によって決まる。

ストラクチャリング能力と運用インフラも同様に重要であり、近年の市場の出来事が示すように、これらは競争優位性を支える最も重要な柱である。法的文書や資産のラベル付けだけでは十分ではない。そのストラクチャーが、資産レベルの管理権、キャッシュ・ドミノオン、必要な時に法的強制力のある介入権を実際に提供できるかどうか、重大なポイントとなる。担保を独立して検証し、オリジネーター及びサービサーの業務を監督・管理し、ポートフォリオ全体にわたり厳格な管理枠組みを維持する能力こそが、構造的な保護に実効性をもたらす。こうした能力の構築には多大な時間と労力が必要なため、幾度もの景気サイクルを通じてこの能力を築いてきた運用会社は、安定的な競争優位性を有していると言える。

ABF 市場が今後さらに拡大し、機関投資家市場として成長するにつれて、強固で密接な人的ネットワークや、プラットフォームの保有、ストラクチャリングの専門性、運用能力を備えた運用会社と、そうでない運用会社との格差は、一段と拡大していくであろう。投資配分を行うに当たって、この 4 要素すべてに十分な実力を示すことのできる運用会社を見極めてパートナーとすることが、この資産クラスにおける最も重要な投資判断となる。

図表 4：
欧州プライベート ABF 市場に参入した運用会社数



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

ここに掲載した情報は第三者から取得したデータに基づきます。信頼できる情報と考えられますが、独立した検証は行っておらず、その正確性または完全性についていかなる表明も保証も行うものではありません。また、内容は変更される可能性があります。本図表は、各期間に欧州プライベート・アセット・ベースド・ファイナンス（「ABF」）に特化した運用戦略を立ち上げた運用会社数を示しており、当社はこれが世界市場をおおむね代表するものと考えています。対象範囲は、欧州 ABF に少なくとも一定程度特化した運用戦略を運営していると判断される機関投資家を対象とする運用会社限定しており、さらに、当該戦略に高水準の規律、リソース、資本を投入していると判断される運用会社のみを対象としています。ここでいう「ABF」は、金融資産及び実物資産（不動産クレジットを含む）に対するプライベート・ファイナンスを指しますが、重要リスク移転（SRT）やローン担保証券（CLO）などの周辺分野は、原則として含みません。各運用戦略の開始時期は、公表情報が存在する場合はそれに基づき、公表情報が存在しない場合は関係者情報と独自情報源に基づいています。

2026 年 3 月 31 日現在 | 出所：インテジャー・アドバイザーズ

リスクに関する説明

オルタナティブ戦略への投資は投機的なもので、高いリスクを伴います。オルタナティブ投資はボラティリティが高くなり、投資家は元本の全部または大部分を失う場合もあります。パフォーマンス連動型の運用報酬は、よりリスクが高い、または投機的な投資を行う誘因を作る可能性があります。ヘッジファンドは多くの他の種類の投資より手数料が高く、売買益がその分減る可能性があります。いかなるオルタナティブ戦略もその投資目的を達成できる保証はありません。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではなく、投資目的の達成を保証するものではありません。

- ・市場リスク：保有銘柄の市場価値は日々変動するため、投資元本の価値が減る可能性があります。
- ・金利リスク：債券は金利変動に伴い価値が減る場合もあり、長期債の方が短期債より変動が大きい傾向があります。住宅ローン関連証券や資産担保証券は期限前償還リスクのため、特に金利変動に敏感です。
- ・信用リスク：債券の信用格付けは発行体の元利返済能力を反映するもので、格付けが低いほど、デフォルトのリスクは高くなります。発行体の財務力が悪化すると、発行体の格付けが引き下げられ、当該債券の価値が下がる可能性があります。
- ・アロケーション・リスク：複数の異なる性質の資産に投資する場合には、ある資産が他の資産を著しくアンダーパフォームした場合にポートフォリオ全体のリターンがより大きな影響を受ける場合があります。
- ・インフレ・リスク：財やサービスの価格は長期的に上昇する傾向があり、それが投資元本の購買力低下につながる可能性があります。
- ・カンタリー・リスク：海外の証券に投資する場合は、当該証券に関連した政治、規制、市場、経済面の不透明感のため国内証券よりボラティリティが高くなる可能性があります。新興国市場の場合は、こうしたリスクがさらに高くなります。
- ・為替リスク：外国通貨が自国通貨に対して下落する場合は、自国通貨に換金する際、差損が発生する可能性があります。
- ・時価総額規模（中小型）リスク：規模の小さい会社は一般的に製品ラインや市場・金融面のリソースが限られるため、その分リスクが高くなり、小型株は大型株よりもボラティリティがしばしば高くなります。
- ・流動性リスク：意図した時宜に意図した価格での証券の購入や売却が困難な場合があります。
- ・不動産リスク：不動産市場に投資するファンドは、不動産市場が一般的に受ける様々な影響により価値が下落するなど実際に不動産を保有する場合と同等のリスクがある可能性があります。加えて REIT は運用者の能力や税制の変更などの影響を受ける可能性があります。
- ・コモディティ・リスク：コモディティ連動型投資は伝統的な証券への投資より変動性が高い場合があります。また、金融関連、法制度、災害などの影響により価値が変動する可能性があります。
- ・分散リスク：ポートフォリオの保有銘柄が少ない場合、個別の銘柄の損益がポートフォリオ全体の価値により大きな影響を及ぼすため、分散化されたポートフォリオよりボラティリティが高くなる可能性があります。
- ・デリバティブ・リスク：オプション、先物、フォワード、スワップなどのデリバティブ商品に投資する場合は、伝統的な投資よりリスクが高く、特に下落局面においてはボラティリティが高まる可能性があります。
- ・レバレッジ・リスク：借入や他のレバレッジ手段を使って投資リターンを高めようとすると、利益と損失がともに増幅され、ボラティリティが高くなります。
- ・デフォルト・リスク：発行体またはカウンターパーティが利息の支払いや借入元本の返済に応じることができない可能性があるリスク。発行体の債務不履行は、資産の価値に影響を与える可能性があります。
- ・証券化リスク：住宅ローン担保証券およびその他の資産担保証券への投資は、金利の変化に大きく反応する可能性があります。また、住宅ローンや証券の裏付けとなっている資産のデフォルト率が高くなったり、それらの証券の特性に関連したリスクの影響を受けたりする可能性があります。

当資料は、2026 年 7 月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン（AB）が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及び AB はアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、AB の日本拠点です。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- ・投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- ・お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。
 - ・申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限 3.3%（税抜 3.0%）です。
 - ・換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限 0.5% です。
 - ・保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限 2.068%（税抜 1.880%）です。

その他費用：上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 303 号

【加入協会】一般社団法人資産運用業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

