

無格付け資産担保融資がもたらす価値

無格付けの資産担保融資（ABF）とは、信用格付機関による評価を受けていない、有形資産や契約に基づく収入を担保とするクレジット投資を指します。無格付 ABF は、一般的に高い利回りを提供することから、リスクの高い投資と誤解されがちですが、実際には、過小評価され、資金が十分に行き渡っていない市場セグメントの複雑性や流動性の低さに対する対価を反映している場合が多いのです。十分に分散され、慎重に設計されたポートフォリオであれば、無格付け ABF ローンを活用することで、リスクを適切に管理しつつ、インカム重視のリターンを実現することが可能です。

ABF 市場の全体像

ABF 市場は非常に幅広い分野をカバーしますが、概ね 3 つの主要セグメントに整理して捉えることが可能です。



1. 投資適格

主に保険会社や規制資本フォーカスの投資家向け。一般的にリスクは低く、スプレッドも小さいが、競争が激化している。



2. オポチュニスティック

市場の混乱や複雑性を利用して高リターンを狙う領域。ただしリスクも高くなる傾向がある。



3. コア

見過ごされがちな中間の領域。高品質の契約資産プールを対象とし、格付け有り・無しの両方が存在する。一部のコア構造は格付機関の基準を満たさない場合がある（例：満期がより短期のローン、遅延引き出しローン、標準モデル以外の担保形式など）が、必ずしも信用力が低いことを意味するわけではない。

「無格付け」＝必ずしもリスクが高いわけではない

保険会社や保険グループの運用会社は、一般的に格付けを必要とするため、ABF 市場では、依然として資本の多くが有格付の投資に流れています。一方で、銀行は無格付け融資から撤退傾向にあります。無格付けの場合、多様な裏付け資産プールに対する個別の綿密なデュー・デリジェンスや継続的なモニタリングを求められ、自己資本や自己資金を使って貸付を行うレンダーの多くは、十分な対応能力を備えていないためです。これに規制資本要件の厳格化が相まって、無格付けコアのセグメントは、資本とプレイヤーが十分でない状態が続いています。



「無格付け」は、しばしば「リスクが高い」と誤解されます。しかし実際には、多くの場合、非リスク要因に対応できない格付けモデルの構造的な特徴を反映しています。以下は、その具体例です：

- ① **短期満期**：より長期のローンに対する2年のつなぎ融資など。
- ② **変動型資金提供**：借り手が必要に応じて引き出し・返済できる融資枠。例：リボルビングローンや遅延引き出しローン。裏付け資産プールの構成が時間とともに変化する可能性があるため、継続的なオリジネーションとモニタリングが必要となる。
- ③ **非標準フォーマット**：格付機関が用いる一定の前提が当てはまらない取引。例：満期が標準的な雛形にマッチしない、キャッシュフローが予測しにくい、ローンの償却が不規則、またはモデル化が困難な多様化した担保など。

これらすべてのケースにおいて、無格付けであることは、必ずしも裏付け資産の信用力の低さを意味するものではありません。むしろ借り手が、オーダーメイド型の柔軟な資金調達を求める対価として、企業向け直接融資に比べて最大160bps超のプレミアム¹を支払う意向があることを示しています。このスプレッド・プレミアムは、実際の信用リスクを上回る場合もあり、経験豊富な投資家にとっては魅力的なリスク調整後リターン機会となり得ます。

無格付けコア ABF の投資妙味

現在、無格付けのコア案件では、極めて魅力的なリスク・リターン特性が確認されています。かつてこの分野を支配していた銀行は融資を縮小しており、格付依存度の高い保険会社もそのギャップを埋めることができていません。その結果、競争が比較的少ない環境が生まれ、スキルを持つマネージャーにとっては、強固な保護条項を盛り込んだオーダーメイド型の柔軟な資金供給が可能となっています。

もちろん、有格付 ABF 市場にも依然として機会は存在しますが、市場参加者が多く、スプレッドも圧縮傾向にあり、相対価値の観点では魅力度が低下しています。

オークツリーは、長年にわたるオポチュニスティック ABF の経験を通じて、複雑な担保の分析、インセンティブの整合、セクター動向の先読みといったノウハウを培ってきました。足元の環境下では、こうした知見を、オポチュニスティックよりもシンプルな構造と高品質な資産プールを持つ無格付けコアの ABF に応用することで、複雑性は低く、レジリエンスの高い、プレイヤーの少ない分野にアクセスできると考えています。

¹ オークツリーの観察に基づく。スプレッドの拡大は一般的に信用リスクの上昇を反映するものであり、実際のリターン向上を保証するものではありません。ABF とコーポレート・プライベートクレジットの間には、投資目的、リスク特性、流動性、コストおよび費用、構造的保護などにおいて実質的な差異があります。ABF 投資は、コーポレート・プライベートクレジットと比較して、より高い複雑性、低い流動性、および異なるリスク軽減特性を伴う場合があります。過去に見られたスプレッド優位性が将来も継続する保証はなく、実際のリターンはこれらおよびその他の要因により異なる可能性があります。スプレッドの比較による相対的優位性は時間とともに変化する可能性があり、スプレッド水準の潜在的な優位性が実際の運用成果を保証するものではありません。したがって、投資判断を異なる戦略間のスプレッド比較のみに基づいて行うべきではありません。

マネージャーの規律が成果を分ける

有格付案件に群がるか、あるいは利回りアップを狙った高リスクのオポチュニスティック取引に群がるマネージャーが多い市場において、経験豊富なマネージャーの差別化要因は、複雑な案件の評価、保護条項の組み入れ、そして何よりも、豊富な機関投資家としての知見を駆使して、適さない案件から手を引く決断力だと考えます。

投資家がマネージャー選定時に注目すべきと考える主な能力は以下の通りです：

- **豊富な ABF 経験：** サイクルを通じて培ったスキルを持つこそ、多様な担保資産の精査や相対価値に優れた投資機会の特定が可能となります。
- **オポチュニスティック・クレジットの専門性：** 魅力的な投資機会の発見に加え、パフォーマンスを損なう「敗者」を回避する能力を高めます。消費者金融、設備機器、デジタルインフラ、運輸など各セクターに関する深い専門知識は、担保およびローン発行者のインセンティブを理解するにあたっての基盤となります。
- **ストラクチャリング能力：** 銀行が融資を手控える分野においてオーダーメイド型の資金ソリューションを提供するには、厳密な分析、創造的なファイナンス手法、柔軟性、交渉力が不可欠です。
- **リスク低減に向けた規律あるアプローチ：** 担保基準、キャッシュリザーブ、資産クオリティ低下時にコントロールを強化するパフォーマンス要件の活用、担保価値に連動した借入上限など、各種ツールを活用することでリスク管理が可能となります。案件の規模を確保するには幅広いオリジネーターとのネットワークやリレーションシップが必要で、選別眼は優良案件に厳選して投資する規律によって培われます。
- **信頼されるパートナーとしての評判：** 従来のルートからの資金確保が不可能な場合は、柔軟なソリューションを提供するマネージャーを選ぶことが重要です。

無格付け ABF の機会を捉える

無格付け ABF の本質は、格付け重視の貸し手が提供できない資本に対して、借り手がプレミアムを支払う点にあります。このプレミアムは、同等の信用リスクを上回る対価を支払っていることを意味します。

オークツリーでは、規模とストラクチャリングの専門性、そして柔軟性を備えた熟練マネージャーこそが、これらの投資機会を掴むベストなポジションにあると考えています。これと同時に、下振れリスクから守るための規律も重要です。無格付けコア ABF は、その他多くのマネージャーが参入していない市場セグメントであり、投資家にとっては、分散型クレジット・ポートフォリオの魅力的な構成要素として、慎重なリスク管理のもとインカムリッチなリターンを提供してくれます。

重要な開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。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。

資産クラスとして、プライベート・クレジットは多様な債券で構成されています。それぞれのリスク／リターン特性は異なるものの、プライベート（非上場の）クレジット投資では、資金調達の選択肢が限定的な企業へのオポチュニスティックな投資を模索するため、一般的に、上場のものと比較してデフォルト・リスクが高くなります。プライベート・クレジット投資では、通常、発行体が投資適格未満または無格付けであるため、より高いリスクの対価として利回りもより高くなります。

検討すべきリスク

投資にはリスクが伴い、元本を失う可能性があります。当戦略が投資目的を達成するとの保証はありません。当戦略は、これらの証券に投資しないファンドと比べて、より高い信用リスク、コール・リスク、流動性リスクにさらされます。一般的に、格付の低い証券や無格付ながら同等の信用水準と見なされる証券は、格付の高い証券よりも高いリターンの可能性を提供する一方で、価格の変動が大きく、収益や元本を失うリスクも大きく、発行体のデフォルトや破産の可能性を含みます。財務的に困難な状況にある発行体の証券への投資には重大なリスクが伴い、投資時点でデフォルトの重大なリスクを抱えているか、すでにデフォルトに陥っている場合もあります。当戦略は投資目的の達成を目指してレバレッジを活用する意向を有していますが、レバレッジは普通株主のリターンに悪影響を及ぼすリスクを生じさせます。さらに、商業用不動産、輸送、ヘルスケアローン、ロイヤリティ担保型クレジット、その他の資産担保融資（不良債権を含む）への投資は、従来型証券への投資と比べてボラティリティが大きくなる可能性があります。

不良債権への投資は、投資適格未満の証券に伴うリスクにさらされます。さらに、特定の経済セクターに投資を集中させる場合、その運用成果は当該セクターの動向に大きく左右され、複数セクターに分散投資した場合と比べて値動きが大きくなる可能性があります。当戦略が期待通りの成果を生み出す保証はありません。

当資料に表示された意見は、子会社および関連会社を含むブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーの現在の意見であり、予告なしに変更となる場合があります。子会社および関連会社を含むブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、当該情報の更新または顧客への変更の通知を行う責任を負いません。当資料に提示されたいかなる見通し、予測またはポートフォリオ保有比率も当資料に示された日付時点のものであり、予告なしに変更となる場合があります。過去の実績は将来の成果を示唆するものではなく、投資の価値およびそれらの投資から生じるインカムは変動する可能性があります。

当資料は教育および情報提供のみを目的としており、有価証券または関連する金融商品の売却の申出や、購入の勧誘を構成するものではなく、そのように解釈されるべきものでもありません。当コメントは、市場全体、業界またはセクターの動向、あるいはその他の一般的な経済・市場環境について論じたものであり、機密情報として提供されています。なお、当資料は特定の有価証券や関連する金融商品・サービス等を推奨するものでも、推奨意見を示すものでもありません。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国 1934 年証券取引所法（その後の改正を含む）第 21E 条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

このケーススタディの内容は、情報提供のみを目的としており、投資プロセスを説明するための事例として示したものです。特定の投資を推奨するものではなく、また投資助言を構成するものでもありません。いかなる投資判断の根拠として用いるべきではありません。ここで言及されている証券への投資が過去に利益をもたらした、または将来利益をもたらすことを保証するものではありません。

このコミュニケーションは、ブルックフィールド・コーポレーションとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。

情報と見解は告知なしに変更となる場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。

当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

©2025 Brookfield Corporation; ©2025 Brookfield Asset Management Ltd.; ©2025 Oaktree Capital Management, L.P.; ©2025 Brookfield Oaktree Wealth Solutions LLC; & ©2025 Brookfield Public Securities Group LLC.

ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーとブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシー（「PSG」）は、ブルックフィールドの完全子会社です。

お問い合わせ

 brookfieldoaktree.com

 LinkedInでフォロー