

証券化クレジットの現状を再確認する

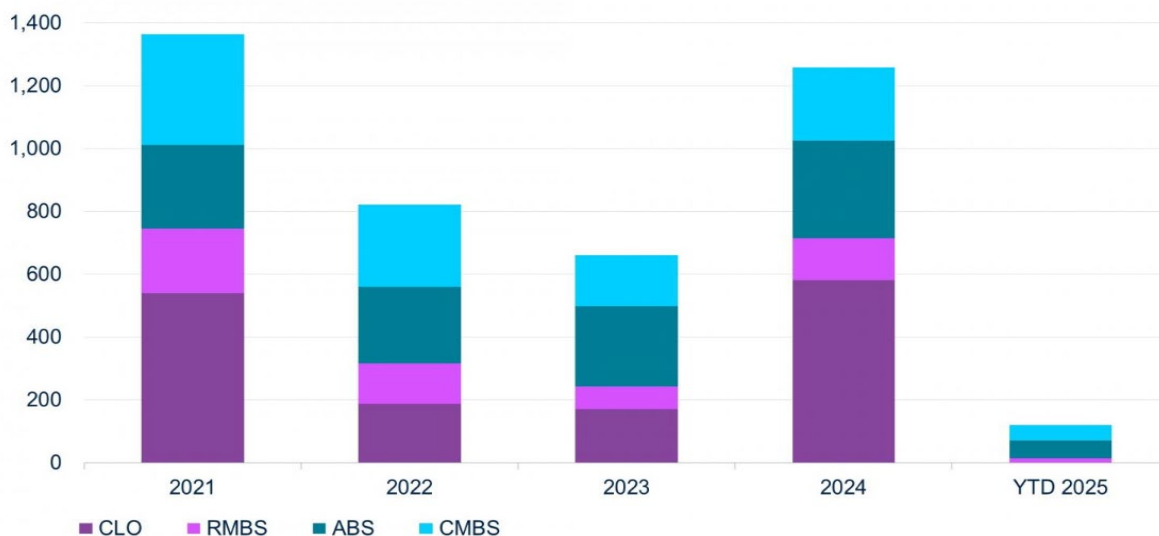
2 月 23～26 日にラスベガスで開催された SFVegas 年次カンファレンスでは、証券化クレジット市場を取り巻く追い風の全体像が浮き彫りとなった。世界中から、証券化市場で様々な役割を担う 1 万人を超える市場関係者が同カンファレンスに参加し、その参加者数だけでも、証券化市場が急速に発展するクレジット市場の最前線に位置することが示された。

同カンファレンスでは 150 を超えるミーティングと数多くのプレゼンテーションが実施され、銀行業務と証券化業務、パブリック・クレジットとプライベート・クレジットのそれぞれの境界線が曖昧になり続けていることが示された。また、海外からの参加者や米国外の取引に関する議論も見られ、国境を越えた証券化市場の拡大は明白であった。もちろん、バリュエーション、消費者のファンダメンタルズ、AI 関連投資、関税政策などのより差し迫ったトピックも参加者の関心事であり、本稿の各資産クラスに関するパートにおいてはそれらについても言及していく。

主なポイント：

- バリュエーションは主要なテーマであり、証券化市場全体のスプレッドがタイトであるということが参加者間のコンセンサスであった。
- 特にプライベート ABF（アセット・ベースド・ファイナンス）における投資機会の獲得意欲は引き続き強い。
- また、いずれのセクターでも活発な新規発行の継続が見込まれる（図 1）。
- 新規発行と ABF の投資機会に加え、ABS においては消費者の信用力が依然として課題として挙げられる中で、重要なクレジット動向について議論された。その他、CLO マネージャーは関税やその他の政府施策をどのように乗り切るかについて議論している。

図 1: 全ての証券化クレジットセクターにおいて引き続き活発な発行が見込まれる（10 億米ドル）

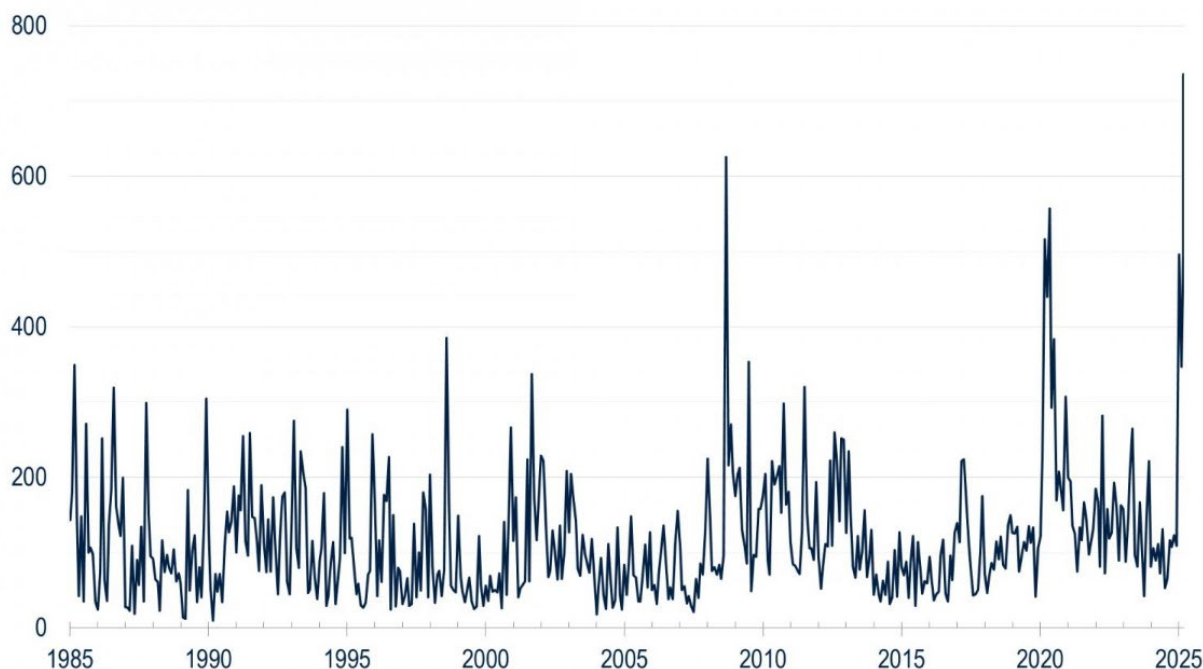


出所：J.P. モルガン、2025 年 2 月 28 日現在。

ローン担保証券（CLO）

- **CLO 市場**は歴史的に高水準の新規発行に直面しており、こうした発行水準におけるオペレーション上の課題に焦点が当てられた議論も見られた。
- CLO マネージャーは引き続きソーシングに重点を置いているが、ここに難しさがあり、M&A や LBO が活発化するまでは、レバレッジド・ローンの供給は負債を活用した配当リキャップや過去にプライベート市場で調達した負債の借り換えに限定されると予想される。
- 経済政策の不確実性が高まる中（図 2）、CLO マネージャーはポートフォリオを精査した上で関税強化や政府のコスト削減策を巡るリスクに晒されている発行体を特定し、そのエクスポージャーを削減している。ただし、一般的には、関税強化の影響を最も受けやすい業種は、CLO 市場においては大きな割合を占めていない。

図 2：米国の政策を巡る不確実性は高まっている

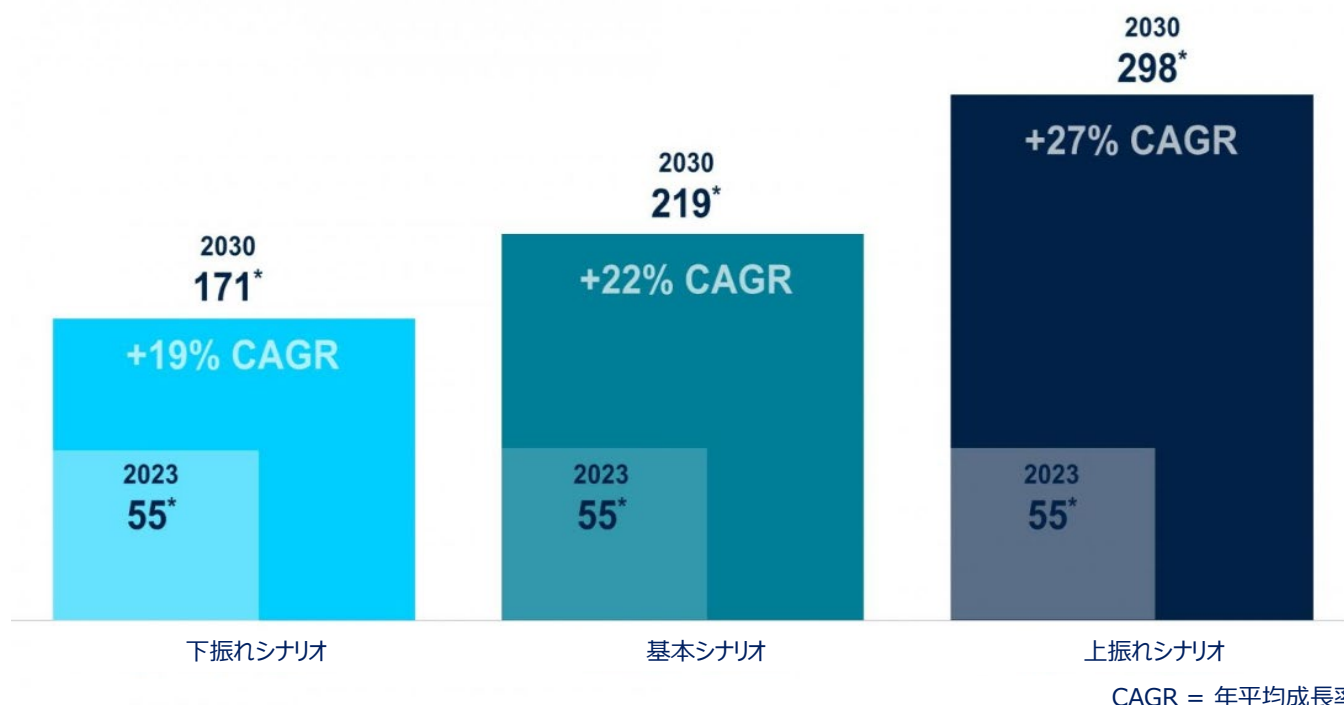


出所：セントルイス連邦準備銀行による米国の経済政策不確実性指数（USEPUINDXD）、2025 年 3 月 3 日現在。

CMBS、特にデータセンター¹

- DeepSeek を巡る動向やマイクロソフトによるデータセンターのリース契約の一部解約といった足元の報道にもかかわらず、データセンターのファンダメンタルズに対する前向きな見方は維持されている（図 3）。DeepSeek の影響に関して、多くの市場参加者はコスト効率の向上が需要増加につながるとの見解を示した。電力が引き続き新規供給の主な制約となっており、複数の事業者は一時的な解決策としてオンサイト発電を検討している。
- CMBS における資本および資金調達ニーズは、引き続き拡大している。事業者は、これまで ABS、CMBS、プロジェクト・ファイナンス、商業不動産評価グリーンエネルギープログラム（C-PACE）、プライベート・シンジケーションなど、さまざまな資金調達の仕組みを活用してきた。足元ではデータセンターを裏付けとする CMBS のスプレッド拡大を受けて、ABS 形態での発行がより選好されている。

図 3 : データセンター容量に対する世界的な需要は急激に増加する見込み（ギガワット）*



出所：マッキンゼー、2024 年 10 月 29 日現在。*ここで示された 3 つのシナリオは、AI の導入に関する動向の分析、様々な種類の半導体チップ（特定のアプリケーション向け集積回路、画像処理ユニットなど）の出荷数とこれに関連した消費電力の増加、AI の稼働に伴う演算、ストレージ、ネットワークに対する需要に基づき、最大の需要、最小の需要、その中間的なシナリオを示している。需要は消費電力に基づくものであり、データセンターに収容可能なサーバーの数を反映している。

ABS

- 消費者の信用ファンダメンタルズには改善を促す明確な要因はなく、依然として難局に立っている。多くのオリジネーターは、2022 年と 2023 年に組成した ABS のアンダーパフォーマンスを改善させるために、「信用枠」を厳格化してきたことを議論した。
- 今後も堅調な新規発行が続く見通しであり（図 1）、資金調達の多様化を求める事業者からは安定したプライベート案件がもたらされると期待される。その他の事業者は、発展途上にあるプライベート市場での資金調達やウェアハウス・ファイナンスを補完するために、従来型の ABS の発行増加を検討している。
- 銀行のクレジットカード事業の収益性は依然として相対的に高く、新規参入企業はこの収益性の高い 1 兆米ドル規模の市場に食い込もうとしている。銀行がクレジットカード市場から僅かにでも手を引けば大きな機会が生じるが、後払い決済サービス業者（BNPL）は銀行と競合することになるだろう。
- 銀行は、フリート、事業証券化、設備、航空機などに対する融資を巡り、投資家とますます競合するようになっている。これによって、スプレッドは縮小し、アクセス可能な供給が制限される可能性もある。
- 商業用資産において、ファンダメンタルズが軟化している特定の業種は見られていない。また、資金の貸し手は各業種の中で最も信用力の低いクレジットを回避している。
- 商業用資産を裏付けとする ABS の発行体毎の組成件数は概ね着実に成長してきている。パフォーマンスについては、農業経済にエクスポージャーを有する限られた金融会社の設備を除いて、悪化は見られていない。

RMBS

- 保険会社が住宅ローン債権に興味を持っていることは、ホール・ローン（証券化されていない住宅ローン）において顕著に表れている。
- 住宅ローン債権の投資家は、適格基準を満たさない住宅ローンにおける延滞率の上昇に注目しており、これは主に FICO スコアの低い層や余剰金の獲得を目的に借り換えを行う層から発生している。しかし、不動産価値に対するローンの比率は低く、住宅市場は堅調であるため、大きな損失にはつながっていない。

1. ウォール・ストリート・ジャーナルによる "They Crashed the Economy in 2008. Now They're Back and Bigger Than Ever"、2025 年 2 月 28 日を参照。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2024 年 10 月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）**カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2025 PFI and its related entities.

2025-2116

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"The State of Securitization from SFVegas"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ116999

4325422-20250318

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。