

スペシャルティ・ファイナンス： プライベート・クレジットの次世代を担う 魅力的な分散投資先

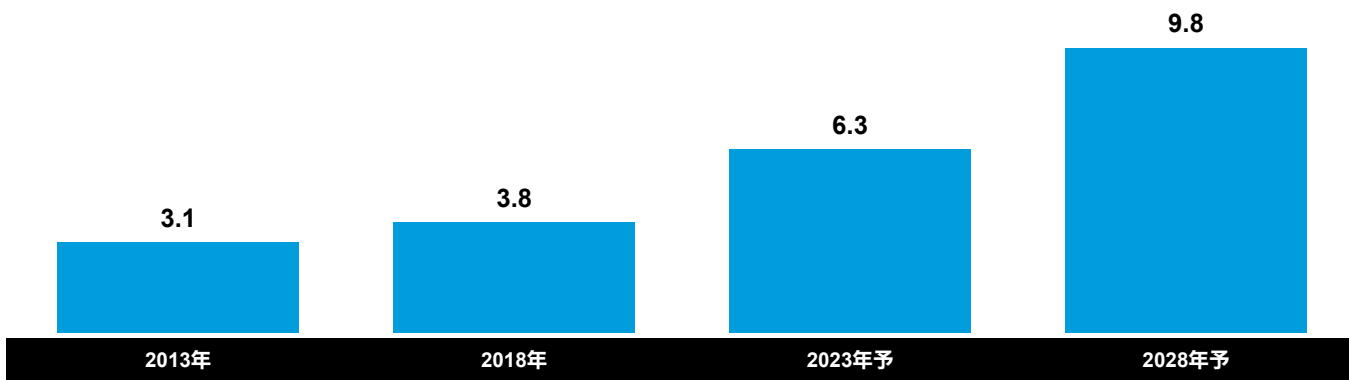
ABカーバル（以下、「当社」）では、世界金融危機を受けて規制が強化される中で、銀行が実体経済の様々なセグメントにおける融資活動を抑制したため、世界のファイナンス市場が全体として変化し、プライベート・クレジットの運用者に投資機会をもたらしていると考えている。過去15年間にわたるこうした銀行による金融仲介システム後退の動きは、ダイレクト・レンディングの増加に最も顕著に表れてきたが、企業融資の枠をはるかに超えて広がっていると当社は見ている。

スペシャルティ・ファイナンスとは、実体経済の資金調達ニーズをサポートし、居住用及び商業用不動産、自動車、業務用設備、クレジットカード、航空機、個人・中小企業向け融資に投資する資産クラスである。企業以外のセクターにも消費者から商業用まで幅広く投資し、担保の種類としては金融資産（ローン、リース、債権など）や現物資産（居住用／商業用不動産、航空機など）がある。スペシャルティ・ファイナンス市場では銀行が主な融資元になってきたが、金融仲介機能後退の動きが、プライベート・クレジットの運用者にますます重要な役割を果たす機会をもたらしていると当社は見ている。ノンバンクによるスペシャルティ・ファイナンスを合算すると、現在では6兆米ドルを超える世界市場になっており、ダイレクト・レンディング（1.2兆米ドル）やプライベート・エクイティ（6.1兆米ドル）の市場規模を上回っている¹。

その上、米国と欧州の両方で銀行規制がさらに強化されることにより、スペシャルティ・ファイナンス市場の拡大が続き、2028年までに10兆米ドル近くになると当社は予想している。

そうした市場規模にもかかわらず、スペシャルティ・ファイナンスは投資家のポートフォリオでは依然として過小評価されている。当社は（1）スペシャルティ・ファイナンスの幅広さや一連の機会にうまく対応できるプライベート・クレジット運用者の少なさ、（2）ダイレクト・レンディングとは異なり、世界金融危機以降に金融仲介機能から後退した銀行がそうした状況を長期間続けるのかどうか不明瞭であることが、その理由だと当社は考えている。ただし、スペシャルティ・ファイナンスは足元徐々に投資家の関心を集めているようだ。投資家はその魅力的な投資属性を認識しつつあるほか、プライベート・クレジットにおける分散投資先を探していることが背景である。

図表1：6.3兆米ドルのスペシャルティ・ファイナンス世界市場
（兆米ドル）



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。

出所：2013年及び2018年のデータは、金融安定理事会（FSB）の「ノンバンクの金融仲介に関するグローバル・モニタリング・レポート2023」に基づいており、経済機能2（EF2）を反映している。2023年及び2028年の予測はインテジャー・アドバイザーズによるもの（2023年6月30日現在）。

1 出所：プライベート・エクイティ・インテリジェンス（プレキン）、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス。ドライパウダーを除く運用資産を示している。2023年6月現在。

分散化と信用補完

- スペシャルティ・ファイナンスには、スペシャリスト・レンダーが供給する様々なクレジット資産の取得、組成、融資が伴い、世界経済が機能するのに欠かせない日常的なファイナンス活動も含まれる。次の図表2が示すように、スペシャルティ・ファイナンスの主要セグメントは消費者、住宅、商業用に分類することができる。
- スペシャルティ・ファイナンスは各セグメント内の広範囲にわたるセクターで構成されており、それがセクター間の高度な分散や、景気循環の様々な局面で相対価値を評価する機会を提供している。
- さらに詳しく言えば、スペシャルティ・ファイナンス投資は多くの場合、非常に多くの担保資産やローンのプールで構成され、そのそれぞれに契約上のキャッシュフローがあり、借り手やクレジットのあらゆる特性にわたる資産内の分散化機会を投資家に提供している。
- 担保のキャッシュフロー特性のそうした分散化に加えて、スペシャルティ・ファイナンス投資は多くの場合、リスクを軽減できる構造上の特徴を有し、企業向けのダイレクト・レンディングとは異なる特徴を数多く有していることが重要である。

- **信用補完:** 一般的にローンは原資産の価値や契約上のキャッシュフローよりも少ない金額で組成されている。そのため、投資開始時からクレジットへのサポートを提供し、堅実な借り手特性や低いデフォルト率とともにクレジット特性の保護を実現している。
- **定期的な元本返済:** 元本は（企業による資産の売却や借り換えなどの）ローンをめぐるイベントが起こるのを待つのではなく、投資期間を通して返済される。その結果、投資のリスクは時間の経過とともに自動的に軽減される。
- **貸し手の保護:** 投資案件ごとの契約による保護、資産担保、コベンツのパッケージにより信用力が強化。
- **インフレヘッジ:** 投資は多くの場合、概してインフレ局面で価値が上がる有形資産で担保されており、価値の目減りに対する保護を提供。
- 通常、スペシャルティ・ファイナンスの原資産価格は取引市場の動向には左右されず、リスク資産価格全般の方向性とは直接相関していない。
- スペシャルティ・ファイナンスには他とは明確に違う特徴があるため、リターン特性にも違いが生じ、他の主要な資産クラスとの相関が低い傾向にある（3ページの図表3）。

図表2: スペシャルティ・ファイナンスの投資機会

消費者	住宅	商業用	非伝統的
無担保消費者ローン	住宅ローン	商業用不動産シニア及びメザニン・ローン	音楽著作権
自動車ローン	ブリッジ・ローン/開発ローン	リース及びファクタリング	医薬品特許料
クレジットカード債権	リパフォーミング住宅ローン (RPL)	設備ファイナンス	訴訟ファイナンス
学生ローン	第二抵当権での住宅ローン/ホーム・エクイティ・ローン	トレード・ファイナンス	生命保険買収
リフォーム・ローン	賃貸用住宅ローン (BTL)	中小企業ローン	再保険
		航空機ファイナンス	

■ コアセクター □ オポチュニスティック

出所: ABカーバル

図表3：スペシャルティ・ファイナンスの年間リターンのクロスマーケット相関

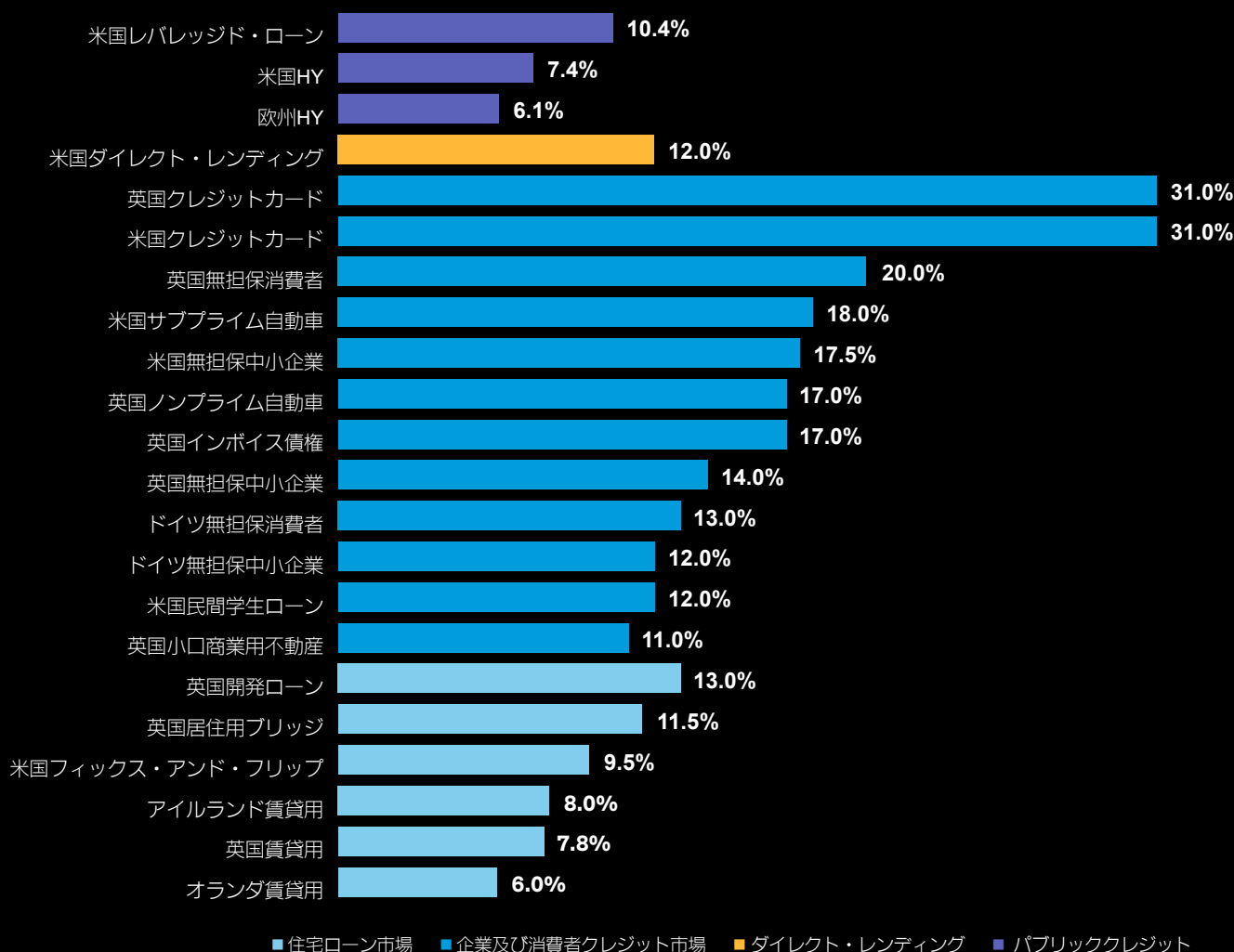
	プライベート・ デット	ダイレクト・ レンディング	プライベート・ エクイティ	レバレッジド・ ローン	ハイールド 債券	S&P 500指数	スペシャルティ・ ファイナンス
プライベート・ デット	—	0.71	0.68	0.48	0.42	0.67	-0.14
ダイレクト・ レンディング	0.71	—	0.38	0.61	0.67	0.48	0.23
プライベート・ エクイティ	0.68	0.38	—	0.13	0.29	0.65	0.10
レバレッジド・ ローン	0.48	0.61	0.13	—	0.90	0.63	-0.03
ハイールド 債券	0.42	0.67	0.29	0.90	—	0.71	0.22
S&P 500指数	0.67	0.48	0.65	0.63	0.71	—	-0.03
スペシャルティ・ ファイナンス	-0.14	0.23	0.10	-0.03	0.22	-0.03	—
平均相関係数	0.47	0.52	0.37	0.45	0.54	0.52	0.06

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。

出所：プライベート・デットはブレキン・プライベート・デット・プライベート・キャピタル・クォーターリー指数、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 (CDLI)、プライベート・エクイティはブレキン・プライベート・エクイティ・プライベート・キャピタル・クォーターリー指数、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、ハイールド債券はICE BofA米国ハイールド指数、スペシャルティ・ファイナンスはABカーバルの総合実績。2010～2023年にかけてのリターンの相関を示している。

スペシャルティ・ファイナンスの利回り：非流動性プレミアム

ハイールド（HY）債券やレバレッジド・ローンなどの取引されているクレジットに比べると、スペシャルティ・ファイナンスの原資産市場は相当の利回りプレミアムを提供しており、その例外も比較的少ない。これは、プライベート投資であるスペシャルティ・ファイナンスには基本的なフォーマットがなく、流動性に乏しいこと及び/または複雑であることに対するプレミアムだと考えることができる。当市場におけるローンの価格も、リスク資産市場のテクニカル要因やセンチメントではなく、概して該当市場のファイナンスの需給不均衡を反映している。特に規制が緩い融資セグメントの自由度が高いクレジットの枠組みでは、相当のローン利回りになる可能性がある。



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。

出所：スペシャルティ・ファイナンス（住宅ローン市場/企業及び消費者クレジット市場）の利回りはインテジャー・アドバイザーズによるもの。米国レバレッジド・ローンはモーニングスターLSTA米国レバレッジド・ローン指数の満期利回り、米国及び欧州HYはICE BofA HY指数の（米国及び欧州それぞれの）実効利回り、米国ダイレクト・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（CDLI）の利回りを示している。すべて2023年12月31日現在。

市場の変わりゆく機会

構造的な変化に牽引されたこれまでの成長

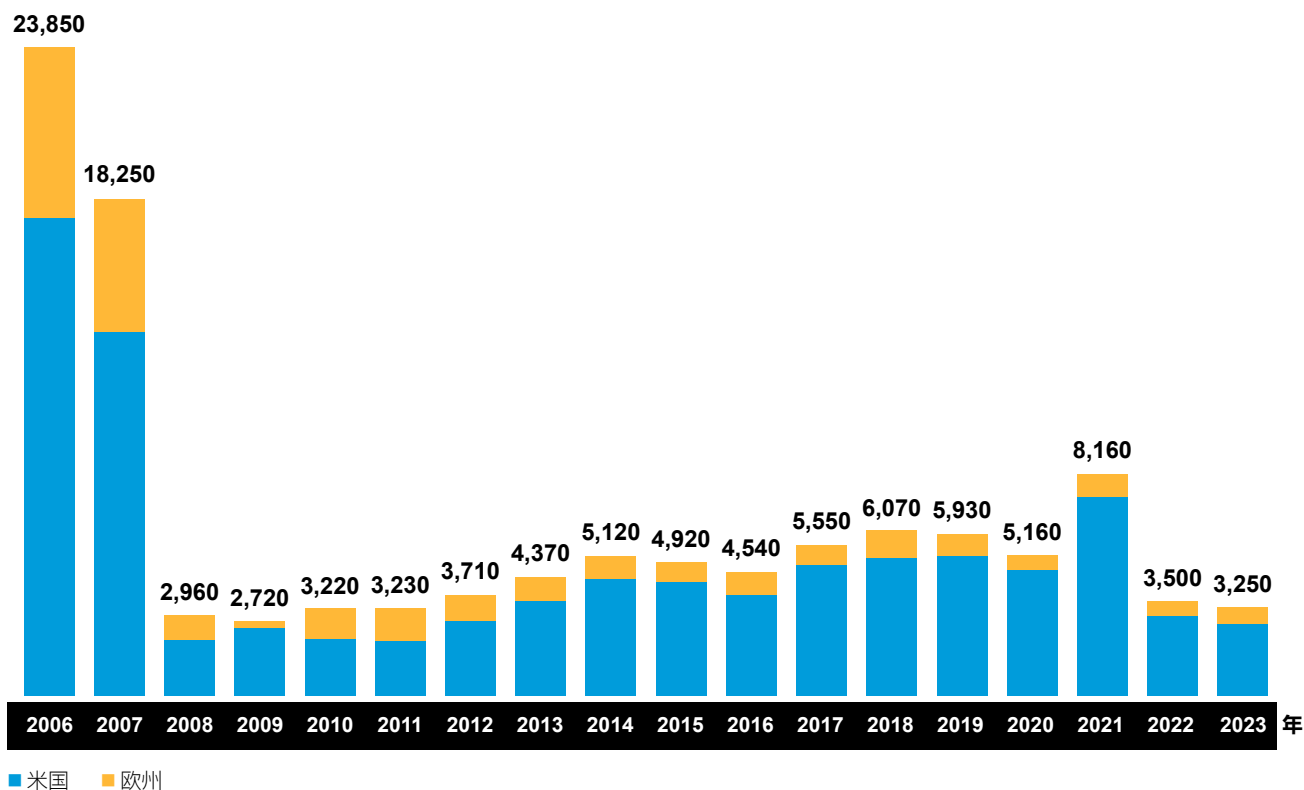
当社はスペシャルティ・ファイナンス市場のこれまでの発展を分析し、世界金融危機の直後に重要な転換点があったと考えている。主要先進国の中央銀行が市場の崩壊を防ぐべく、銀行セクターに対して歴史的な規模の支援を行った。支援は主に量的緩和の形態を取り、資産担保証券（ABS）やその他の債券の購入を通して大量の流動性を供給するものだった。そうした支援の帰結が銀行セクターの監督強化である。具体的には、米国のドット・フランク法や欧州連合（EU）の資本要件指令（CRD）を含めた様々な政策立案者のイニシアチブの下でのリスク、資本、流動性要件の厳格化という形態を取り、特に消費者や中小企業向けの融資に対して課す資本要件を引き上げた。それに対して銀行が取った対応は当然ながら、最も強固な関係にある顧客や最も規模が大きく安全な資産クラスに融資活動を集中させるというものであり、その結果、信用力がある多くの借手者が融資を受けられないままになってしまった。この力学が、優秀な融資チームが次第に銀行を離れ、資産を重視する新たなスペシャリスト・レンダー集団を形成し、かかる市場の空白を埋めようとする中で、スペシャルティ・ファイナンス市場の成長を

主導したのである。それとは別に、テクノロジーの進歩も、ノンバンク融資市場が成長する下地を作ってきた点に注目することが重要である。これは、そうした機敏さを備えたファイナンス会社では、伝統的な銀行セクターより容易に新たなシステムを採用することができる場合が多いためである。

銀行が組成するローンの大幅な減少は、世界金融危機前後のABS発行額によって明らかになっている。世界金融危機の直後はどの市場でも市場力学が影響して組成水準が低かったが、それ以降の発行水準が著しく減少した主な理由は、証券化をめぐる規制の強化が市場の動きを限定的なものにするのを助長したことに加えて、スペシャリスト・レンダーの新たな資金提供元としてプライベート資金の流入が急増したためだと考えている。当社のようなプライベート・クレジットの運用者は、そうしたスペシャリスト・レンダーに資金ソリューションを提供して彼らの組織をサポートすることにより、スペシャルティ・ファイナンス市場が成長する過程で重要な役割を果たしてきた。また、資金ソリューションを提供するに当たっては、証券化は世界金融危機前に見受けられたようなファイナンスの主な手法ではなく、今では概して補完的な資金提供ツールとして選択した場合に用いられている。

図表4：米国及び欧州のABS新規発行額

（億米ドル）



出所：米証券業金融市場協会（SIFMA）、欧州金融市場協会（AFME）、その他の取引協会

足元の市場力学が成長を加速させる

規制環境や資本市場が全体として変化し、テクノロジーの進歩がそれに組み合わさったことで、スペシャルティ・ファイナンスへの長期投資そのものが魅力的になったと当社は考えているが、スペシャルティ・ファイナンス市場の成長や一連の投資機会の大きさは、最近起こったイベントによって著しく加速/拡大している。

- 世界各地の金利が急速に上昇したことを受け、返済能力問題の発生や資産価値の低下を見越した銀行が、融資基準を一段と厳しくした。新規融資も縮小したほか、一部のローン組成からも撤退し、所有者自身が居住する住宅ローンなどの中核的な資産クラスに集中することを選好している。利上げサイクルが終了したことから、銀行がこれらのステップを逆戻りして融資基準を緩和するには、はるかに長い時間がかかるだろうと当社は考えている。世界のマクロ経済見通しをめぐる不透明感がある場合は特にそうである。
- 米国の銀行セクターについて言えば、金利上昇を受けて一部の地銀の資産ポートフォリオに評価損が生じている。地銀はそうした資産をヘッジ無しでバランスシートに保有していることが多く、それに顧客預金の流出が組み合わさった結果、昨年の深刻な流動性問題につながったほか、信用を著しく失う可能性もある。
- 商業用不動産の資産評価額の減少は、歴史的な低水準にあった金利環境の変化を反映しているほか、資金調達コストを著しく引き上げた主因である。評価額はセクター、地域、資産のクオリティ間で大きく異なるが、いくつかの例外を除いてピークから平均約30%減少している²。それによってローン資産価値 (LTV) 比率やコベナンツの水準にかなりの圧力がかかっており (債務返済額に関するコベナンツでは特にそうである)、その結果、銀行がこれらのローン資産を保有することが難しくなっている。その解決策は、資産所有者による資本注入、または銀行における同等の信用リスクの外部移転の実施か、スペシャリスト・レンダーによる他のソリューション (借り換え、ギャップ・ファイナンスなど) のいずれかを伴う。
 - 2027年までに満期を迎える見通し³の約2.8兆米ドルの商業用不動産ローンが銀行のバランスシートに残っている点は注目される。銀行が融資を行う有利な立場にはなく、借り換え需要を満たすことができない可能性もある。
- 高金利環境下での他の資産クラスでは押しなべて資産と資金調達の混乱が起きており、その結果、プライベート・クレジットの運用者にとって魅力的な投資機会と当社が考える状況になっている。
- プライベート市場の第一世代 (言い換えれば2015~2017年) の投資家による投資回収も、定評ある成熟したスペシャルティ・ファイナンスプラットフォームに投資したり、そうしたプラットフォームの規模を拡大する興味深い機会を提供する可能性がある。

以上のようなイベントの結果、多くの銀行は現在、当社のようなプライベート・クレジットの運用者との戦略的パートナーシップを模索している。これは、将来的な組成はもちろん、バランスシートに現在抱えている資産に対するソリューションを提供し、それにより主要顧客との関係を守ることが目的である。この動きには、現在のポートフォリオの売却のほか、銀行の既存のインフラや顧客との関係を活用した、新規組成のための戦略的合併事業も含まれる。この動きはスペシャルティ・ファイナンス市場の投資機会を短中期的に拡大させると考えている。

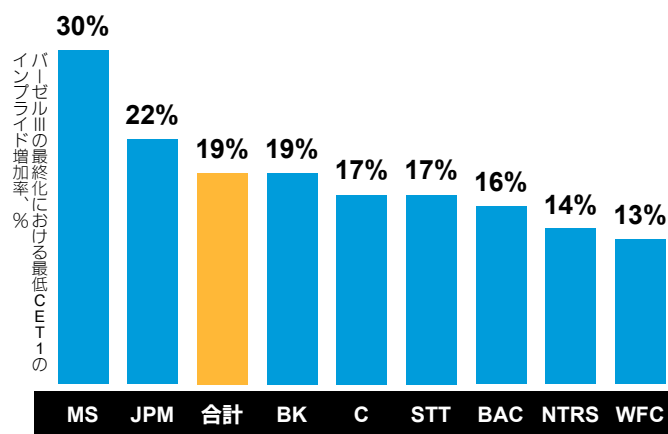
また、そうした短中期的な成長カタリストと並行し、来たるバーゼルIII改革の実施を通して規制及び資本関連の法律が制定されれば、それがスペシャルティ・ファイナンス市場の機会を長期的に拡大させるもう一つの牽引役になると考えている。

規制の締め付け：バーゼルIIIの最終化

銀行の流動性が圧迫され、これまで融資してきた分野での信用供与ができなくなるのは、バーゼルIIIの最終化の実施が主導し、規制の締め付けが強まる中で増幅される可能性がある。

米国のバーゼルIIIには、総資産が1,000億米ドル超の銀行の資本要件を強化するという当局が提案した規則が含まれており、その一部は2023年前半に起きた地銀危機に対応するものである。米国のバーゼルIII最終化は2025年7月からの3年間に段階的に実施される。また、重要項目の一つはリスクアセット (RWA) の枠組みの見直しであり、その結果としてRWAが23%増加する見通しである⁴。そのため、大手銀行では、規制目的上の質の高い資本である普通株式等Tier1 (CET1) を平均19%追加で積み上げる必要が出てくるだろう⁵。この動きが「バーゼルIIIの最終化」と表現されている。

図表5: ゴールドマン・サックスは大手銀行のCET1が19%増加すると予想している



予想は今後変更される可能性があります。
出所: ゴールドマン・サックス、ABカーバル

2 出所: ABカーバル予想
3 出所: トレップ、モルガン・スタンレー・リサーチ
4 出所: ゴールドマン・サックス
5 出所: ゴールドマン・サックス

米国に次いで2番目に大きいスペシャルティ・ファイナンス市場がある欧州を中心に、他の市場でも同様の圧力が感じられるだろう。欧州銀行監督局（EBA）の調査は、欧州銀行のTier1資本の最低要件が、バーゼルIII改革によって2028年までに平均9%増加すると予測している⁶。この最新の資本要件は、バーゼルIII前には独自の内部格付手法（IRB）モデルを用いて、先進的資本優遇措置を受けていた大手銀行にとって、比較的影響が大きくなっている。IRBモデルと（あまり先進的でない中堅・中小銀行が用いる）標準的手法の取り扱い上の大きな違いは、資本の水準を標準的手法の72.5%を下回らないようにすることで、概ね排除されることになる。

この規制の動きは、銀行が融資を削減するという既存の長期トレンドを増幅させる見通しであり、その結果としてスペシャルティ・ファイナンスの投資機会がグローバルに長期間にわたって続くとは予想している。

市場の概要：北米と欧州の比較

そうした一連の機会がグローバルにある中で、最も投資しやすい市場は北米と欧州の2つであり、どちらにも魅力的で他とは明確に違う投資機会がある。これら2つのうち北米市場はその

規模、厚み、均一な性質を考慮すれば欧州より成熟しており、担保資産のパフォーマンスデータを利用でき、標準化した融資／法的枠組みが存在している。そのため、北米市場への投資は効率的であると言える。また、以上のような魅力的な特徴によって市場参加者間の一定の競争が促されている。そうした状況は、定評があるスペシャリスト・レンダーが主な資産クラスの全てにいたりことや、資本ソリューションを提供する能力があるプライベート・クレジットの運用者が一定数いることから明らかである。

それとは対照的に、欧州市場は相対的に小さく不均一であり、データの質がまちまちであるほか、法制度も国によって異なっている。ただし、そうした非効率性が資本ソリューションの提供者にとっては機会をもたらしている。具体的には、市場の細分化された性質が相対価値を捉えるためのエントリーポイントを数多く提供しているほか、市場が複雑であることから競争があまり激しくない。そうした状況は、未成熟なスペシャルティ・ファイナンス市場にうまく対応するのに必要な経験、能力、パートナーなどとの関係を有するプライベート・クレジットの運用者にとって、機会があることを示している。

図表6：スペシャルティ・ファイナンス市場の北米と欧州の比較

	北米	欧州
市場規模	3.6兆米ドル	1.2兆米ドル
主要国	2	20以上
法制度	比較的標準化されている： ・債権者に優しい	不均一である： ・債権者保護が国や資産クラスによって異なる ・ストラクチャリングによる保護が求められる
データの質及び厚み	質が高い： ・均一であり、実績データが揃っている	まちまちであり、概して質が低い： ・実績データが不足しているほか、国または資産クラス間の一貫性がない ・データの整理及び補完が求められる
資本市場への浸透及び取引成立度合い	高い： ・主な資産クラスの全てに複数の発行体が存在 ・標準的な市場構造 ・投資家層が厚い ・価格に一貫性がある	低い： ・主要国の主な資産クラスに集中している ・他とは違う市場構造 ・供給面の競争が少なく、投資家層も薄い ・価格に一貫性がない
スペシャルティ・ファイナンス市場の参加者	主要市場の全てで競争が激しい： ・頻繁に組成を行って（年間5億米ドル以上）規模を拡大した貸し手の存在 ・価格による競争 ・概して一つの資産クラスに特化している ・市場に機関投資家や専門家が数多く存在	主要市場／資産クラスでは競争があるが、ニッチ市場はあまり開拓されていない場合が多い ・中小規模の貸し手が年間1億米ドル未満の組成を行う場合が多い ・商品の特徴、工夫、価格が競争を促している ・新興成長企業がプライベート・クレジットの運用者のサポートを求める場合が多い

出所：インテジャー・アドバイザーズ、ABカーバル

6 出所：EBA

スペシャルティ・ファイナンス市場にうまく対応する：成功を収める投資基準

スペシャルティ・ファイナンスは複雑なグローバル市場であり、複数の資産クラスやスペシャリスト・レンダーで構成されている。何千人もの市場関係者がセクターのあちらこちらで意見や主張を唱えているが、彼らの専門知識や能力水準は様々である。それぞれの国・地域でそれぞれの資産クラスの詳細や微妙な違いを理解することが成功を収める鍵であり、相対価値の適切な評価を可能にすると言える。成功を収めると考えられる投資アプローチの主な要素には次の項目が含まれる。

- 国・地域に関する詳しい知識及び経験（欧州に投資する場合は特にそうである）。市場の規模及び厚み、法的枠組み、商業的な力学、債務者の行動パターン及び文化、債務返済環境、様々な組成オプションを理解すること。
- 市場外で行われる相対取引情報を入手する能力。ソリューションに基づく複雑な取引アプローチであるため、パートナーと相互に協力して最適なソリューションを導き出し、全ての関係者にとって好ましい規模拡大が可能な機会を作り出すと効率的である。資産の売り手やオリジネーター（すなわちスペシャリスト・レンダー）との揺るぎない関係が極めて重要である。
- 融資や債務返済分野で定評があるオペレーティングパートナーを選ぶことが鍵である。投資家が市場にどのようにアクセスし、望ましいエクスポージャーを達成するかは、投資及び戦略の成功の決定要因である。
- 原資産に直接アクセスするほか、粒度が高い性質のため、インフラ及び投資ツールを用意し、パフォーマンスや消費者の行動パターンを評価することが重要である。そのためにはテクノロジー、インフラ、スタッフへの投資が必要である。また、そうしたプロセスではデータ分析が大きな役割を果たす。さらに、投資チーム内に統合した形での定評かつ経験がある資産管理チームが必要である。
- 資産のオリジネーターとの連携も欠かせない要素である。段階的手数料、ファースト・ロス・プロテクション、繰り延べ、合併事業など、将来のパフォーマンスに基づいて投資のストラクチャリングを行う場合は特に重要である。
- 様々な状況で最善の結果を求めため、ストラクチャード・ファイナンスや資本市場の幅広いソリューションを全て提供すること。これには、資本構造全体にわたって資金を提供し、規模を最適化してオペレーションを行う能力が含まれる。
- リスク指標を時間の経過とともに評価及び再評価する能力。粒度の高い資産のポートフォリオに投資する場合は、データ分析の熟練度が極めて重要な要素になる。

以上のような要素が詳しく示すように、スペシャルティ・ファイナンス市場で成功を収める投資には、セクターの深い専門知識、様々な地域で取引を行った経験、資産及びポートフォリオのリスクやパフォーマンスをその運用期間を通して評価するインフラが必要となる。それらを実現するためには、定評があり、経験豊富である上に、現地市場でプレゼンスを示しているプライベート・クレジットの運用者が必要である。

スペシャリスト・レンダーが優先するのは、プライベート・クレジットのパートナーのどのような特徴なのか

- ✓ 取引を成立させる卓越性及び確実性
- ✓ ホール・ローンまたはアセット・ファイナンスを含めて柔軟な資本ソリューションを提供する能力
- ✓ さらなる成長余地を生み出す取引規模
- ✓ 有益な知見を提供する、資産クラスの専門知識及び複数のサイクルを通じた投資実績
- ✓ スペシャリスト・レンダーの債務管理のサポート

結論

銀行の金融仲介機能後退の動きが続き、規制上の制約が増えるなか、スペシャルティ・レンダーがプライベート・クレジットの資金提供ソリューションをますます求めていることから、スペシャルティ・ファイナンス市場の成長は加速する見込みである。ABSという資産クラスの規模や投資家の関心の高まりを考慮すれば、スペシャルティ・ファイナンスは、ハイールド・バンクローンからプライベート資金を直接融資する貸し手への大規模シフトの前触れとなった、10年以上前の企業向けダイレクト・レンディングと同様の離陸点にあるというのが、当社の見解である。資産クラスとしてのスペシャルティ・ファイナンスの採用は、プライベート・クレジットの資産配分で企業向けのダイレクト・レンディングをオーバーウェイトにしており、スペシャルティ・ファイナンスのクレジットや相対価値の優位性に着目し、ポートフォリオの分散を考える投資家が牽引することになるだろう。しかし、様々な担保の種類、粒度の高い原資産のポートフォリオ、いくつかの国・地域に対応するといった複雑さを踏まえれば、スペシャルティ・ファイナンスへの投資には相当量の専門知識やそれに特化したインフラが必要であり、欧州では特にその傾向が強い。

本資料中の情報は、情報提供のみを目的としたものであり、本資料日付現在のAB CarVal Investors, LP（以下「ABカーバル」）の見解を反映したものです。

本資料における時間的制約のある分析および表現は、特に断りのない限り、2024年4月24日現在で行っているものです。

ABカーバルは、ここに記載された情報が正確、最新、または完全であることを表明するものではありません。ABカーバルは、ここで表明された見解の変更、これらの見解に影響を与えうる状況の変化、または将来の事象の発生について、お客様に通知することを約束するものではありません。

本資料は、投資推奨、投資アドバイス、有価証券売買のオファーや勧誘を意味するものではありません。また、本資料に記載された投資コンセプトは、投資家の特定の投資目的や財務状況に照らして不適当な場合があります。本資料を投資判断の基礎として依拠することはできません。投資判断に際して本書面を信頼される場合は、ご自身の責任で行ってください。

ABカーバルは、本資料に含まれるパフォーマンス情報が、ABカーバルが運用する投資ピークルのパフォーマンスを代表するものであることを表明するものではありません。

本資料で特定され、説明された特定の投資は、顧客のために購入、販売、または推奨された投資のすべてを表すものではなく、読者は特定され、説明された投資が利益を生むと仮定すべきではありません。本資料に記載された特定のパフォーマンス数値は、特に、投資が行われた及びまたは保有された時点における特定の市場又は経済状況、特定の資金調達手段の利用可能性、及びABカーバルのファンド収益再投資能力に基づいている場合があり、これらはすべて将来の投資期間又は将来のABカーバルの運用する投資ピークルに適用されないか利用できない可能性があります。

類似の市場または経済状況の欠如、および/または、そのようなABカーバルが管理する投資ピークルが類似の資金調達または再投資の取り決めに達成できない場合、そのパフォーマンスに重大な影響を与える可能性があります。

ABカーバルの投資戦略は非常に投機的であり、戦略の投資目的のいずれかが達成される保証はありません。ABカーバルが管理する投資ピークルの投資家は、その投資が完全に失われるリスクを負担する覚悟が必要です。

本資料に含まれる「予測」（目標とするリターン、意見、将来の出来事に関する予測または予想を含む）は、将来の営業成績、資産の価値および処分時の市場状況、処分またはその他の実現イベントのタイミングおよび方法など、ABカーバルによる様々な推定および仮定に基づいています（ただしこれらに限定されるものではありません）。これらの見積りおよび仮定は本質的に不確実であり、事業、業界、市場、規制、地政学的、競争的、および財務的リスクの影響を受け、これらはABカーバルのコントロールの及ばないところです。また、これらの仮定が正確であることを保証するものではなく、実際の結果は、投資家が投資資金の一部または全部を失う可能性を含め、大きく異なる可能性があります。本資料に掲載された予測は、ABカーバルがその予測を将来の事象の信頼できる予測であると考えていることを示すものであってはならず、そのような予測に依拠してはなりません。ABカーバルは、本予測に関していかなる表明も行っておらず、本予測の基礎となる前提条件の一部または全部が誤りであることが後に判明した場合でも、本予測の作成日以降の状況を反映し、または将来の事象の発生を反映して、本予測を更新または修正する意向はないものとします。

ABカーバル、そのアドバイザーサービス、あるいはその既存または提案中のファンドに関するすべての法的事項は、ABカーバルにお問い合わせください。

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ります。ヘッジファンドはたいいてい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ことを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。
- ・カントリー・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：不動産市場の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る可能性があります。

手数料等

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。

当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は情報提供のみを目的としてABカーバルが作成した資料をアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料です。当資料は信用できると判断される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、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は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。アライアンス・バーンスタイン株式会社およびABカーバルは、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー傘下の関連会社です。

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】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／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

