米国プライベート・デット・ファンド市場で注目されるアセット・ベースド・ファイナンス

橋口　達

▌要　約▐

1. 米国の資産運用業界では、アセット・ベースド・ファイナンス（以下、ABF）への注目が高まっている。ABF は、複数の貸付債権等から成るポートフォリオを構築するプライベート・デット・ファンドの運用戦略の一つであり、定期的なキャッシュフローを生み出す特定の資産（原資産）プールをリターンの源泉とするものである。
2. ABF の資産運用会社は、オリジネーターたる銀行やフィンテックとの提携等を通じて、原資産の買い取りルートを確保している。結果的に、銀行の資本賦課の軽減や、消費者に資金を融通するフィンテック企業の事業活動にもつながっている。ABF には近年、公務員年金や大手生命保険会社も投資を開始している。
3. ABF は、投資家の分散投資の促進に繋がり、より多様な主体による資金調達の経路強化に寄与し得るものと考えられる。トランプ政権もプライベート資産への投資を後押しするスタンスを示している。他方、ノンバンク金融仲介の拡大は、グローバルな規制当局の警戒するところとなっている。ABF の拡大による金融システムの複線化がどのような展開を迎えるのか、その中で、プライベート資産への投資促進や国際協調路線から距離を置くトランプ政権の方向性がどのように影響していくのか、今後が注目される。

野村資本市場研究所　関連論文等

・岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号。

Ⅰ アセット・ベースド・ファイナンスとは

１．プライベート・デット・ファンドの運用戦略としての位置づけ

米国の資産運用業界では、プライベート・デット・ファンド（以下、PD ファンド）が台頭している[1]。PD ファンドとは、複数の貸付債権等から成るポートフォリオを構築し、企業やインフラ、不動産、消費者ローン等の貸出先の信用リスクを管理しながら、主にインカムゲインの獲得を目指すファンドを指す。PD ファンドは、オルタナティブ・ファンドの一種として分類され、しばしばプライベート・クレジット・ファンドとも呼ばれる。

2008 年のグローバル金融危機以降、銀行が融資態度を厳格化する一方、PD ファンドの市場規模は拡大し続けており、グローバルな運用資産残高は 2008 年末の約 3,000 億ドルから、2023 年末時点には約 1 兆 6,500 億ドルへと、過去 15 年間で約 5.5 倍になった[2]。

PD ファンドの運用戦略として主流となっているのは、ダイレクト・レンディング戦略である。ダイレクト・レンディング戦略とは、一般的に、比較的信用リスクの高い企業に融資を行い、弁済順位が高位の貸付債権を保有する運用戦略である。

一方、すでにダイレクト・レンディング戦略の融資が大型化し、市場が成熟しつつあるとの指摘もある中、PD ファンドの運用戦略として注目を集めているのが、アセット・ベースド・ファイナンス（以下、ABF）である。

ABF とは、PD ファンドの運用戦略のうち、リターンの源泉が、定期的なキャッシュフローを生み出す特定の資産（原資産）プールである運用戦略を指す。個別企業の信用力に基づくダイレクト・レンディングと対照的に説明されることが多い。ABF は、スペシャルティ・ファイナンス、アセット・ベースド・レンディングなどと呼ばれることもある。

近年、ABF を運用戦略とするファンドの立ち上げが多くみられる。アレス、KKR、アポロ、ブラックストーンなどのオルタナティブ資産運用会社が新たにファンドを立ち上げているだけでなく、ピムコやアライアンス・バーンスタインといった伝統的な資産運用会社も参入している。

ABF の強化を目的とした資産運用会社の買収事例も散見される（図表 1）。被買収者となる ABF の資産運用会社は比較的小規模であることが多いが、大手資産運用会社やオルタナティブ運用会社の傘下に入ることで顧客基盤の拡大を目指し、買い手の資産運用会社は、運用戦略の多様化を図っているものと言える。

---

1 詳細は、岡田功太・橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号を参照。

2 Pitchbook, “Global Private Debt Report,” September 24, 2024.

図表 1　ABF の強化を目的とした資産運用会社の買収・出資事例

公表時期	買収者	被買収者	被買収者の概要
2022 年 3 月	アライアンス・バーンスタイン	カーバル	ABF を含むオルタナティブ資産の運用会社。運用資産残高は 143 億ドル（2021 年末時点）。
2023 年 5 月	TPG	アンジェロ・ゴードン	ABF などクレジット運用を中心としたオルタナティブ資産の運用会社。運用資産残高は 730 億ドル（2022 年末時点）。
2024 年 5 月	ブルックフィールド・アセット・マネジメント	キャッスルレイク	ABF に特化した資産運用会社。運用資産残高は 220 億ドル（買収発表時点）。
2024 年 7 月	ブルー・アウル	アタラヤ	ABF を中心戦略とする資産運用会社。運用資産残高は 100 億ドル（2024 年 6 月末時点）。
2024 年 8 月	ジャナス・ヘンダーソン	ビクトリー・パーク・キャピタル	ABF を中心とするプライベート・デットの運用会社。運用資産残高は 60 億ドル（2024 年 6 月末時点）。
2025 年 1 月	メジロー	バスティオン・マネジメント	ABF に特化した資産運用会社。2013 年の創業以来の総コミットメント額は 20 億ドル超。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

２．ABF の仕組み

KKR は、ABF における原資産について、大きく、①コンシューマー／モーゲージ・ファイナンス、②ハード・アセット、③コマーシャル・ファイナンス、④コントラクチュアル・キャッシュフローに大別している（図表 2）[3]。学生ローンや住宅ローン、航空機リースなど、デュレーションが長期にわたる原資産もあるが、ABF の原資産の多くは、消費者向けローンなど、デュレーションが短期であるとされる。投資対象となり得る原資産が多様であり、その潜在的な市場規模が大きいことも ABF が注目される一因となっている。

ABF では、倒産隔離のため設置された特別目的会社（SPV）がファンド等から借り入れを行い、オリジネーターから原資産たる貸付債権を買い取るスキームが用いられることが多い[4]（図表 3）。また、資産運用会社が取引をアレンジするため、資産運用会社は、複数

図表 2　ABF の原資産の例

種別	主要な原資産
コンシューマー／モーゲージ・ファイナンス	消費者向けローン、モーゲージ、自動車ローン、クレジットカード、学生ローン、住宅改修ローン
ハード・アセット	航空機リース、車両リース、グリーンエネルギー、住宅レンタル
コマーシャル・ファイナンス	機材リース、売掛金
コントラクチュアル・キャッシュフロー	知的財産、ロイヤルティ

（出所）KKR, “Asset-Based Finance: A Fast-Growing Frontier in Private Credit,”より野村資本市場研究所作成

[3] モーゲージを ABF の原資産に含まない運用会社もある。

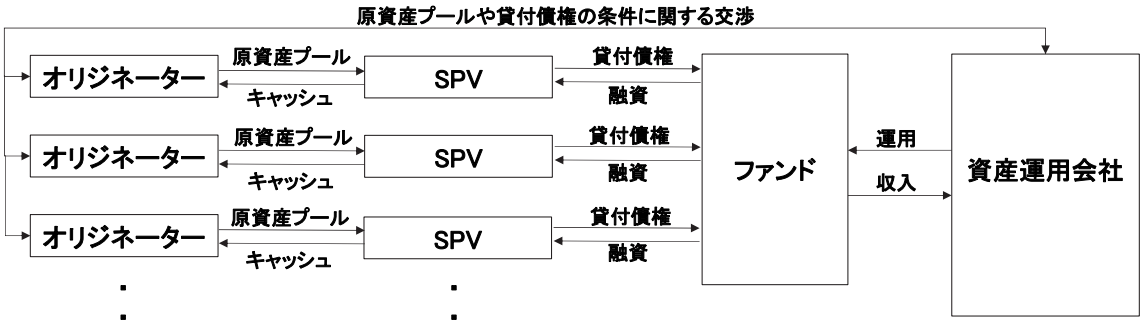
[4] ABF の実際のスキームは多様である。例えば、SPV のエクイティ部分を保有する者は、オリジネーターであったり、ファンドであったりする。一つの SPV に複数のオリジネーターの原資産が入ることもある。独立系資産運用会社のニューバーガー・バーマンによれば、SPV でなくエスクロー勘定を用いる事例も見られる（Peter Sterling, Sachin Patel, “Specialty Finance: High-Yielding, Short-Duration and Uncorrelated Private Credit,” *Neuberger Berman*, June 11, 2024）。

のオリジネーターと関係を構築することが重要になる。例えば、アタラヤ・キャピタル・マネジメント（現ブルー・アウル）は、ABF 投資の 75%が、複数回にわたり取引をしているオリジネーション・パートナーとの取引であるという。同社はまた、こうしたオリジネーション・パートナーや第三者を通じて、消費者や中小企業に関する大量のデータ・フィードを取得、分析し、投資に役立てている。

ABF と似ているものとして、ABS（資産担保証券）とダイレクト・レンディングがあるが、それぞれ図表 4 のような相違点がある。アレンジャーによって証券化され、幅広い投資家にいきわたる ABS に対して、ABF では、資産運用会社とオリジネーター間で金利や期間の交渉が行われるため、決まったフォーマットが存在せず、相対取引がメインになる。このため、ABF は、伝統的な企業向け融資や証券化商品による資金調達が困難な規模の企業にとって、より迅速かつ確実に資金調達を行う手段になるとも指摘される[5]。

一方、ABF とダイレクト・レンディング戦略は、資産運用会社による運用戦略であり、ファンドが融資を行うという点では共通しているが、前者が、原資産プールに対するリスクを取るのに対して、後者が企業に対するリスクをとる点が異なる。

図表 3　ABF のイメージ図



（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 4　ABF と ABS、ダイレクト・レンディングとの比較

	ABF	ABS	ダイレクト・レンディング
商品性／運用戦略	ファンドが融資を行う運用戦略	金融商品	ファンドが融資を行う運用戦略
リターンの源泉	原資産プール	原資産プール	企業
原資産プール	固定・入れ替えあり	固定	―
リコース／ノンリコース	ノンリコース	ノンリコース	リコース

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[5] TCW, “All About ABF,” February 2025.

Ⅱ ABF における原資産の獲得事例

ABF の資産運用会社は、オリジネーターとの関係構築を通じて原資産を獲得することが多い。本章では、ABF の資産運用会社による、オリジネーターたるフィンテック企業との提携や、銀行から原資産を買い取る事例、リース会社との協力を通じた原資産確保の事例を紹介する[6]。

1．フィンテック企業との提携

米国では、過去 10 数年にわたり、既存の金融機関のサービスに不満を抱いている或いはサービスを受けられないような消費者に対して、テクノロジーを活用した独自のモデルを構築して資金を融通するフィンテック企業が台頭してきた。ここ数年間、ABF の資産運用会社が、こうした消費者向け融資の領域で活動するフィンテック企業から、消費者ローンを買い取る事例が多くみられる（図表 5）。

ABF の資産運用会社がフィンテック企業から原資産を買い取るにあたって利用されるのが、フォワード・フロー・アグリーメントである。フォワード・フロー・アグリーメントとは、買い手が、売り手が新たに組成する適格な貸付債権を、一定期間、特定の上限額まで買い取るという取り決めである。

図表 5　フィンテック企業と資産運用会社とのフォワード・フロー・アグリーメントの事例

テクノロジー企業（売り手）	資産運用会社（買い手）	発表時期	合意の内容
ペイパル	KKR	2023 年 6 月	買い手は複数年にわたり、売り手が欧州・英国で組成する BNPL ローンを最大 400 億ユーロ買い取る。
アップスタート	キャッスルレイク	2024 年 6 月	買い手は 12 か月間にわたり、売り手の融資プラットフォームで組成される消費者ローンを、最大 12 億ドル買い取る。
パガヤ	キャッスルレイク	2024 年 8 月	買い手は 12 か月間にわたり、売り手の融資ネットワークで組成される消費者割賦ローンを、最大 10 億ドル買い取る。
アップスタート	ブルー・アウル	2024 年 10 月	買い手は 18 か月間にわたり、売り手の融資プラットフォームで組成される消費者ローンを、最大 20 億ドル買い取る。
パガヤ	ブルー・アウル	2025 年 2 月	買い手は 24 か月間にわたり売り手の融資ネットワークで組成される消費者ローンを、最大 24 億ドル買い取る。
アルマ	キャッスルレイク	2024 年 10 月	買い手は 2 年半にわたり、売り手から、最大 30 億ユーロの BNPL ローンを買い取る。
アファーム	シックス・ストリート	2024 年 12 月	買い手は 3 年間にわたり、売り手から、最大 40 億ドルのローンを買い取る。
アファーム	リバティ・ミューチュアル・インベストメンツ	2025 年 1 月	買い手は 2027 年 6 月まで、売り手から、最大 50 億ドルのローンを買い取る。
アップスタート	フォートレス・インベストメント・グループ	2025 年 5 月	買い手は 2026 年 3 月まで、売り手の融資パートナーネットワークで組成される消費者割賦ローンを最大 12 億ドル買い取る。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

[6] 本章で紹介する、ABF の資産運用会社が原資産を獲得する事例では、正確には、当該資産運用会社の運用するファンドが SPV を通じて原資産を買い取るなどしているが、便宜上、買い手は ABF の資産運用会社とする。また、買い取った原資産を証券化する事例も少なくないと考えられる。

売り手となるフィンテック企業にとっては、貸付債権を安定的に流動化する手段が加わることに加え、貸付債権の売却に係る収益を前払いで取得することができる。他方、買い手である ABF の資産運用会社にとっては、原資産の安定的な確保につながる。売り手は、貸付債権を譲渡した後も、サービサー（債権回収者）としての役割を継続することが多い。

図表 5 のアファームは、BNPL（Buy Now, Pay Later）の著名なサービス・プロバイダーである。BNPL は、後払い方式の決済手段の一つであり、クレジットカードを所有しない層であっても分割で後払いができる点などが評価され、米国や欧州の消費者の間で人気を博している。アファーム自身は銀行ではないため、同社と提携する銀行が BNPL の利用者への貸付債権を組成し、アファームが当該銀行から、貸付債権を買い取っている。アファームは従来、ABS の発行により貸付債権を流動化していたが、シックス・ストリートやリバティ・ミューチュアル・インベストメンツなどとフォワード・フロー・アグリーメントを締結することで、より多くの消費者に資金を融通できるようになった。

米国の ABF 資産運用会社は、米国だけでなく、欧州の消費者ローンも買い取るようになっている。KKR は 2023 年 6 月に、ペイパルがフランス、ドイツ、イタリア、スペイン、英国で新たに組成する BNPL ローン、及び既に組成して同社のバランスシートにある BNPL ローンの大半を、最大 400 億ユーロ買い取ることで合意した。

２．銀行からの買い取り

足元で、ABF の資産運用会社は、積極的に銀行から貸付債権を買い取るようになっている（図表 6）。

図表 6　銀行からのローン買い取り事例

銀行（売り手）	資産運用会社（買い手）	発表時期	合意の内容
トゥルイスト	カーライル	2023 年 7 月	買い手は売り手から、学生ローン 4 億 1500 万ドル相当を買い取る。
パックウェスト	アレス	2023 年 7 月	買い手は売り手から、消費者ローンや自動車ローンなど裏付け資産のあるローン計 35 億ドルを買い取る。
BMO ファイナンシャル・グループ	KKR	2023 年 12 月	買い手は売り手から、信用スコアが最も高い人々（スーパー・プライム）向けのキャンピングカー（RV）向けローン 72 億ドル相当を買い取る。買い手はサービサーを継続し、RV 向けローンのオリジネーションと管理業務も継続。
バークレイズ・バンク・デラウェア	ブラックストーン	2024 年 2 月	買い手は売り手から、米国におけるクレジットカード・ローン 11 億ドル相当を買い取る。
ゴールドマン・サックス	シックス・ストリート、KKR、ベイビュー・アセットマネジメント	2024 年 6 月	買い手は売り手の子会社であった住宅改修ローン・プラットフォームのグリーンスカイ及び同ローンを共同で買い取る。
ディスカバー・ファイナンシャル・サービシーズ	カーライル、KKR	2024 年 7 月	買い手は売り手から、信用スコアが比較的高い人々（プライム））向けの学生ローン 101 億ドル相当を買い取る。
サンタンデール	ブラックストーン	2024 年 11 月	買い手は売り手から、西欧及び米国におけるインフラ向けローン 10 億ドル相当を買い取る。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

米国では、2023 年 3～5 月にかけて、シリコンバレー・バンクなど、複数の大手地銀が破綻するという事態が生じた[7]。これを受け、一部の地銀は、保有する貸付債権の縮小・厳格化を迫られた。例えば、アレスのオルタナティブ・クレジット戦略チームは、2023 年 7 月、地銀のパックウェスト・バンコープから、消費者ローンや自動車ローンを含むローン計 35 億ドルを買い取った[8]。パックウェスト・バンコープは当時、急速な預金流出と大幅な株価下落に見舞われたために、資本増強を目指していた。

さらに、銀行が資本賦課軽減のために資産運用会社にローンを売却する動きも見られている。ブラックストーンは 2024 年 2 月に、バークレイズと、バークレイズの米国子会社であるバークレイズ・バンク・デラウェア（BBDE）が有する、米国のクレジットカード債権 11 億ドルを買い取ることで合意した[9]。バークレイズは、本合意により、グループレベルで見て、内部格付手法で 10 億ポンドのリスク加重資産の軽減につながるとした。

３．リース会社との協力

以上のように、ABF 資産運用会社はオリジネーターから、主に原資産となりうるローンを買い取っているが、ここではリース会社と協力する事例を紹介したい。

アレス・マネジメントは、2024 年 10 月、同社の ABF を運用戦略とする複数のファンドが、車両リース会社であるサーティファイド・オートモーティブ・リース社（以下、CAL）と共同事業を立ち上げ、CAL が組成するリース債権を最大 15 億ドルまで買い取ることを発表した。CAL はリース債権を流動化することで、銀行からの融資以外の資金調達手段を獲得し、アレスは ABF を運用戦略とするファンドの原資産をより安定的に確保することを企図したものである。

また、ピムコは、2022 年から、航空機リース会社と提携している。2022 年 11 月に、かつて航空機リース市場で世界首位であった GE キャピタル・アビエーション・サービシーズの元役員や幹部社員が、新たな航空機リース会社であるハイリッジ・アビエーションを設立した[10]。ハイリッジ・アビエーションの設立以降、ピムコの ABF を運用戦略とするファンドは、ハイリッジ・アビエーションが航空会社に航空機リースを提供する際に生ずるリース債権を買い取るなどしている。ピムコは、ハイリッジ・アビエーションの成長を支えつつ、原資産の安定的な確保も図ってきたというわけである[11]。

---

[7] シリコンバレー・バンクの破綻については、小立敬・橋口達「米国 SVB の破綻要因の分析と預金保険制度改革の検討－米国当局による反省と今後の課題に学ぶ－」『野村資本市場クォータリー』2023 年夏号を参照。

[8] Ares, “Ares Management Acquires $3.5 Billion Lender Finance Portfolio from Pacific Western Bank,” June 26, 2023.

[9] BBDE がサービサーであること、BBDE が今後有することになる債権をブラックストーンが一定期間買い取ることでも合意した。BBDE は本提携後も米国でのクレジットカード業務を継続している。

[10] 2024 年 2 月 21 日時点で、ピムコとハイリッジ・アビエーションは資本関係のない事業体である（PIMCO, “Aviation Finance: Capturing Opportunities in Private Credit,” February 21, 2024）。

[11] 元々GE 傘下にあった GE キャピタル・アビエーション・サービシーズは、2021 年 11 月に、同業他社のエアキャップに買収されたが、このとき、一部の役員や社員がエアキャップに合流せずに、ハイリッジ・アビエーションを設立した。

Ⅲ ABF の資産運用会社

以下では、ABF を運用戦略にする資産運用会社の事例として、ABF の資産運用会社であるアタラヤ・キャピタル・マネジメントを買収したブルー・アウルと、大手生命保険会社からの ABF の運用委託を発表したシックス・ストリートを紹介する。

１． 資産運用会社の買収により規模拡大を図るブルー・アウル

ブルー・アウルは、2021 年 5 月に、2016 年創業のクレジット運用会社であるアウル・ロック・キャピタル・グループと、2011 年にニューバーガー・バーマンの一部門として設立されたダイアル・キャピタル・パートナーズが合併して設立された。設立後、ブルー・アウルは、アタラヤ・キャピタル・マネジメントを含め、ユニークな運用戦略を有する資産運用会社を多数買収してきた（図表 7）。

現在、ブルー・アウルの投資プラットフォームは、ダイレクト・レンディングや ABF を含むクレジット、不動産を中心とするリアル・アセット、GP ストラテジック・キャピタル、の 3 つから成る。GP ストラテジック・キャピタルは、元々はダイアル・キャピタル・パートナーズが展開していた、主に中小規模のオルタナティブ資産運用会社への少額出資を行う運用戦略である。ブルー・アウルは、出資先の資産運用会社に対して、投資家との関係構築や人材確保などの面から支援し、収益増大や企業価値の向上を促す。また、ブルー・アウルは、同運用戦略を通じて、多くのオルタナティブ資産運用会社と関係を構築することで、資産運用業界において、次にどのような運用戦略が成長、拡大していくかの判断材料にしているという。

ブルー・アウルは、こうした判断材料に基づきつつ、度重なる買収により、顧客基盤を拡大し、オルタナティブ運用について多様な運用戦略を具備することで、様々な投資ニー

図表 7　ブルー・アウルによる資産運用会社の買収事例

資産運用会社名	公表時期	資産運用会社の概要
オーク・ストリート	2021 年 12 月	主に不動産のセールス・アンド・リースバックを運用戦略とするファンドを運用。2021 年 6 月末時点の運用資産残高は 108 億ドル。
ウェルフリート	2022 年 4 月	主に CLO（ローン担保証券）に投資するファンドを運用。 2021 年末の運用資産残高は 65 億ドル。
パー・フォー	2023 年 8 月	主に CLO に投資するファンドを運用。
プリマ・キャピタル・アドバイザーズ	2024 年 6 月	主に CMBS（商業不動産担保証券）に投資するファンドを運用。 2024 年 3 月末時点の運用資産残高は 100 億ドル超。
クバレ・アセット・マネジメント	2024 年 7 月	主に保険会社を顧客とする資産運用会社。2024 年 5 月末時点の運用資産残高は 200 億ドル。
アタラヤ・キャピタル・マネジメント	2024 年 9 月	主に ABF ファンドを運用。2024 年 6 月末の運用資産残高は 100 億ドル超。
IPI パートナーズ	2025 年 1 月	主にデジタル・インフラストラクチャーに投資するファンドを運用。 2024 年 6 月末時点の運用資産残高は 105 億ドル。

（出所）ブルー・アウルより野村資本市場研究所作成

ズにワンストップで対応できる体制を整えてきた。複数の投資プラットフォーム（クレジット、リアル・アセット、GP ストラテジック・キャピタル）に投資する機関投資家の割合は、2022 年 3 月末の 5%から 2024 年末時点で 9%に上昇した。

2021 年 6 月末と 2024 年末を比較すると、ブルー・アウルの運用資産残高は 620 億ドルから 2,510 億ドルに、従業員数は 250 名から 1,100 名へと急成長した。なお、ブルー・アウルは 2021 年 6 月に上場し、2024 年末の時価総額は 380 億ドルである。

２．金融機関の買収・提携に注力するシックス・ストリート

シックス・ストリートは、2009 年に、現 CEO のアラン・ワックスマン氏が、ゴールドマン・サックスのプリンシパル投資事業で同僚であったジョシュア・イースターリー氏らと共に、オルタナティブ運用会社の TPG のクレジット投資部門として立ち上げた。同社は、2020 年 5 月に TPG から独立したが、その後もゴールドマン・サックス幹部社員を招聘して人員強化を図るなどして、現在は総合的なオルタナティブ運用会社へと変貌を遂げている。2024 年末の運用資産残高は 1,000 億ドルに達し、従業員は 650 名を超える。

シックス・ストリートで注目されるのが、金融機関の買収・提携である（図表 8）。2021 年に買収したタルコットは、2018 年に、大手保険会社ハートフォードのクローズドブック事業を分離・独立して設立された再保険会社であり、保険会社と再保険契約を締結することで、生命保険やアニュイティのクローズドブックを受再している[12]。タルコットは、一般勘定の運用をシックス・ストリートに運用委託している。シックス・ストリートは 2024 年に、主に損害保険を受再する再保険会社であるエンスターを買収することも発表しており、今後さらに運用資産総額が増加する可能性がある。

図表 8　シックス・ストリートによる金融機関の買収・提携

金融機関名	買収／提携	公表時期	概要
タルコット・レゾリューション	買収	2021 年 7 月	タルコット・レゾリューションは 2018 年に大手保険会社ハートフォードから独立した、既契約の生命保険・アニュイティについて再保険契約を締結し、それをもとに資産運用を行い、運用収益の獲得を目指す保険会社。
エンスター	買収	2024 年 7 月	エンスターは、保険の販売を行わずに、主に損害保険会社から既契約の保険について再保険契約を締結し、それを原資として資産運用を行い、運用収益を獲得することを事業とするバミューダの保険会社。買収完了は 2025 年半ばを予定。
ノースウェスタン・ミューチュアル	提携／被出資	2025 年 1 月	シックス・ストリートが、①ノースウェスタン・ミューチュアルから少額出資を受け、②ノースウェスタン・ミューチュアルの一般勘定 130 億ドルの運用委託を請け負う。
ファースト・シティズンズ	提携	2025 年 2 月	企業に対して、機械設備のローンやリースなど多様なファイナンス手段を提供する合弁会社であるシックスティファースト・コマーシャル・ファイナンスを設立。

（出所）シックス・ストリートより野村資本市場研究所作成

[12] 近年、一部の米国の大手プライベート・エクイティ・ファームは保険会社を買収したうえで、再保険事業の構築に取り組むようになっている。詳細は、岡田功太「米国プライベート・エクイティ・ファームが展開する資産集約型再保険事業」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号を参照。

さらに、シックス・ストリートは 2025 年 1 月に、大手保険会社ノースウェスタン・ミューチュアル（後述）との提携を発表した。この提携は、シックス・ストリートが、①ノースウェスタン・ミューチュアルから少額出資を受け、②ノースウェスタン・ミューチュアルの一般勘定 130 億ドルの運用委託を請け負う、というものである。この運用委託の投資対象が、ABF 含むプライベート資産と不動産やインフラである。

このように運用資産を増加させ、出資により財務基盤も強化してきた一方で、シックス・ストリートは、銀行と提携して、ABF の原資産の獲得にも努めている。2025 年 2 月には、ファースト・シティズンズ・バンクと提携して、シックスティファースト・コマーシャル・ファイナンスと称する合弁会社を設置し、中小企業に対して、機械設備のローンやリースなどの資金調達手段を提供することを発表した。同提携により、ファースト・シティズンズ・バンクは、顧客企業の資金調達手段を拡張させることができ、シックス・ストリートは、ファースト・シティズンズの顧客企業に対する機械設備を担保とするローンやリースの債権を、ABF の原資産にする機会を得ることができる。

Ⅳ ABF に投資する年金基金・保険会社

ABF 戦略には、公務員年金のカルパースやルイジアナ州教職員退職基金などが投資し始めている。以下では、シックス・ストリートとの提携を発表した生命保険会社であるノースウェスタン・ミューチュアルについて概説する。

ノースウェスタン・ミューチュアルは、ウィスコンシン州ミルウォーキーに本社を置く、1857 年創業の、米国個人向け生命保険市場で最大の相互保険会社である。同社の主な事業は保険事業であるが、近年はウェルスマネジメント事業も強化しており、2024 年末時点での同事業の顧客資産残高は約 3,350 億ドルに達する。2024 年末時点で、同社の保険契約者やウェルスマネジメント部門の顧客数の合計は 510 万人を超える。

ノースウェスタン・ミューチュアルの 2024 年の総収益は約 381 億ドルであり、そのうち約 138 億ドルを純投資収益が占めた。2024 年末時点で、同社の一般勘定の運用資産総額は約 3,266 億ドルであり、投資チームには 200 人以上が在籍している。

ノースウェスタン・ミューチュアルは、他の保険会社と比較して、投資適格でない資産の比率を高くしており、その比率は、業界平均の 12%に対して同社は 19%であった（2024 年末時点）。また、同社は、相互会社であるため株主のために短期的な利益を追求する必要がなく長期的目線での投資を目指していること、保険契約者の更新率が高いため安定したキャッシュフローが見込めること、終身保険の割合が高いことなどを背景に、比較的高いリスクを取り、投資リターンの最大化を目指している。

ノースウェスタン・ミューチュアルはフィクスト・インカム資産において、パブリック資産の割合を下げ、プライベート資産の割合を高めてきた（図表 9）。2021 年末時点では、資産全体のうち、前者が 48.1%を占め、後者が 18.1%を占めたが、2024 年末時点では、前者は 45.5%へと低下し、後者は 20.4%へと高まった。こうした中、ノースウェ

スタン・ミューチュアルは、保険契約者への還元を高めるため、シックス・ストリートへの運用委託と少額出資を通じて、プライベート資産の運用をさらに強化しようとしている。

図表 9　ノースウェスタン・ミューチュアルの一般勘定の投資資産ポートフォリオ推移

	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年末
フィクスト・インカム	84.1%	85.2%	85.0%	85.3%
パブリック	48.1%	47.4%	45.6%	45.5%
プライベート	18.1%	18.9%	20.2%	20.4%
商業用不動産ローン	16.7%	17.3%	17.2%	17.4%
マネー・マーケット	1.1%	1.6%	2.1%	2.0%
エクイティ	9.0%	8.1%	8.0%	8.0%
パブリック	2.2%	1.5%	1.5%	1.7%
プライベート	3.9%	4.1%	4.0%	3.9%
不動産	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%
契約者貸付	6.2%	6.1%	6.3%	6.3%
その他投資資産	0.7%	0.6%	0.6%	0.3%
運用資産総額	2,865 億ドル	2,990 億ドル	3,097 億ドル	3,266 億ドル

（注）　フィクスト・インカムには優先株も含まれる。
（出所）ノースウェスタン・ミューチュアルより野村資本市場研究所作成

V　ドナルド・トランプ政権下での展望

これまで見てきた通り、米国の ABF の資産運用会社は、オリジネーターたる銀行やフィンテックとの提携等を通じて、原資産の買い取りルートを確保している。その結果、銀行の資本賦課の軽減や、消費者に資金を融通するフィンテック企業の事業活動にもつながっている。こうした中で、ABF の強化を目的とする資産運用会社の買収が活発化し、公務員年金や大手生命保険会社が新たな資産クラスとして ABF への投資を開始している。

米国では、2025 年 1 月にドナルド・トランプ大統領率いる共和党政権が発足した。現政権は、プライベート資産への投資を後押しするスタンスである。例えば、米国証券取引委員会（SEC）は、プライベート資産への投資ビークルとして利用されることの多いクローズドエンド・ファンドについて、同一運用会社が運用するファンド間の取引に係る規制を一部緩和した[13]。更に、2025 年 4 月に就任したポール・アトキンス新 SEC 委員長は、個人投資家であっても分散投資の恩恵を享受すべきだとして、プライベート資産への投資家の裾野を拡大する意向を示し、SEC 職員に規制を見直すよう指示している[14]。

ABF の台頭は、近年みられるノンバンクによる事業領域の拡大の一環と捉えられる。こうした潮流は、投資家の分散投資の促進に繋がり、また、より多様な主体による資金調

[13] 原則として、あるクローズドエンド・ファンド（CEF）が、同じ運用会社が運用するファンドと、同一の発行体の証券を共同で取引（共同取引）をすることは、利益相反の観点から、1940 年投資会社法に基づき禁止されている。このため、SEC は CEF からの申請に応える形で、一定の条件の下での共同取引を容認してきたが、その条件は厳格であった。2025 年 4 月に、その条件の一部が緩和された（SEC, “Investment Company Act Order: FS Credit Opportunities Corp., et al.,” April 29, 2025）。

[14] SEC, “Prepared Remarks Before SEC Speaks Paul S. Atkins, Chairman,” May 19, 2025.

達の経路強化にも繋がる。他方、ノンバンク金融仲介の拡大については、グローバルな規制当局が警戒しているところであり、例えば金融安定理事会（FSB）は、ノンバンクのレバレッジに対する政策勧告を検討している[15]。

ABF の拡大による金融システムの複線化がどのような展開を迎えるのか、また、その中で、プライベート資産への投資促進や国際協調路線から距離を置くトランプ政権の方向性がどのように影響していくのか、今後が注目される。

[15] 詳細は、小立敬「ノンバンク金融仲介（NBFI）のレバレッジに対する政策上の焦点－金融安定理事会（FSB）による分析と政策措置の提案－」『野村資本市場クォータリー』2025 年春号を参照。