

野村證券
フィデューシャリー・マネジメント部
高橋 亨

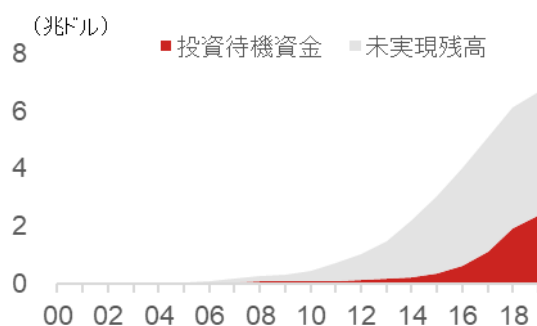
世界的に投資が拡大してきたプライベートアセット、今後の動向は？

足元まで、世界的に投資が拡大してきたプライベートアセットですが、資産価格を中心に情報の更新・反映が遅く、新型コロナウイルス(CODIV-19)に起因する経済環境・資本市場の混乱・悪化の影響や先行きが見え辛い状況にあります。本稿では、プライベートアセットの市場環境や運用者の投資行動、最終投資家への影響等を整理し、今後の動向を考察します。

世界的に拡大してきたプライベートアセット投資

英国のオルタナティブ投資(以下、オルタナ)に関する調査機関であるPreqinが、オルタナ運用機関の資産残高が2019年に10兆ドルを超えたことを発表しました。その内、不動産やプライベートエクイティ(以下、PE)、プライベートデット(以下、PD)といったプライベートアセットのコミットメント額¹を含む運用残高は約7兆ドルとなっております(図表1参照)。

図表1 プライベートアセットの運用資産残高



(注1) 2019年6月時点

(注2) 投資待機資金は、コミットメントを得たが実際の投資は行われていない資金

(注3) 未実現残高は、売却等で回収が実現していない投資済み残高

(出所) Preqinより野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

プライベートアセットの投資目的

プライベートアセットと一口に言っても、様々な資産クラスがあり、その投資目的は様々です(図表2参照)。

Preqinのアンケート調査²によれば、どの資産クラスにも主目的として共通している項目はポートフォリオ分散です。国内外の投資家は、株式・債券といった伝統的資産中心のポートフォリオから、オルタナティブ、とりわけプライベートアセットに収益源泉の分散を図ってきました。また、世界的に低金利環境が続き、債券のインカム収益が低下するなか、それを補うことも上位の投資目的

図表2 主要なプライベートアセットの投資目的

| | 投資目的のトップ3 | | |
|------|-----------|--------|--------|
| | 1位 | 2位 | 3位 |
| PE | ポートフォリオ分散 | 高収益 | 高投資効率 |
| PD | | 安定インカム | |
| 不動産 | | 低相関性 | 安定インカム |
| インフラ | | 低相関性 | |

(注) 2019年11月時点

(出所) Preqinより野村證券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

¹ 投資先ファンドに約束する出資額

² Preqin『Investor Outlook Alternative Assets H1 2020』

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

の一つに含まれます。その他には、高収益や高投資効率、低相関性といった目的がランクインしております。

以上のような投資目的を背景に、プライベートアセット投資は拡大傾向にあり、国内機関投資家も一定の比率を配分しています。

今後の投資動向には見極めが必要

Preqinの同調査¹では、世界の機関投資家は今後もプライベートアセットの配分を高めていくというアンケート結果が出ています。しかし、当該結果は、新型コロナウイルス(以下、COVID-19)の感染が拡大する前の時点に行われたアンケートのため、今後の投資動向や市場環境には注視が必要な状況です。

COVID-19は収束の兆しが見えず、3月11日にWHOがパンデミック(世界的な大流行)であることを表明しました。世界各国で緩和的な金融政策や財政出動が検討・実行されているものの、2020年の経済成長率は鈍化～景気後退が見込まれております(図表3参照)。

金融・資本市場も激しく反応しており、国内外の上場株式や社債等のクレジット資産は価格が低下し、大幅な調整局面を迎えています。一方で、プライベートアセットについては、資産価格等のパフォーマンスに関する情報を中心に、データの更新・反映が遅く、短期的なパフォーマンスの影響や先行きが見え辛い状況です。

そこで本稿では、プライベートアセットの市場環境や運用者の投資行動、最終投資家への影響等を整理し、今後の動向を考察します。

プライベートアセット運用者の投資行動と認識

プライベートアセットの運用者は、COVID-19の影響が深刻化する状況において、投資先に対する影響を継続的にモニタリングし、ポートフォリオの保全に動いています。資本市場の悪化、世界的な需要低下等を背景に短期的な悪影響は

図表3 世界経済見通し要約(抜粋)

| | 実質GDP(前年比) | | |
|-------|------------|-------|-------|
| | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
| 全世界 | 3.2% | 0.7% | 4.0% |
| 先進国 | 1.6% | -1.5% | 1.8% |
| 米国 | 2.3% | -2.4% | 2.2% |
| 欧州先進国 | 1.2% | -0.8% | 0.9% |
| 日本 | 0.7% | -2.0% | 2.5% |
| 新興国 | 4.3% | 2.3% | 5.6% |
| 中国 | 6.1% | 1.3% | 8.0% |

(注) 2019年3月下旬時点の予測より一部抜粋

野村グローバル・エコノミック・ウィークリー(2020年3月23日)より野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

避け得ないものの、状況は刻々と変化していることから最終的かつ精緻な影響については、運用者にとっても未知数であるとの認識が大勢を占めております。

一方で、現時点で明らかにマイナスの影響を受ける投資先についてはリストアップされ、モニタリング状況が整理されています。外国人の入国制限や国内の外出制限等の封鎖措置が直接的に影響する「旅行、レジャー、外食、運輸関連等」、短期的な需要減に加え供給過剰懸念による原油の価格下落も相まって悪影響が想定される「エネルギー関連」といった業種が、主に挙げられます(個別資産クラスについては詳細後述)。

その他に懸念されるマイナス影響として、「Denominator Effect(分母効果)」による最終投資家の短期的な需要低下があります。プライベートアセット以外の資産の価格が相対的に大きく低下することで、プライベートアセットの配分比率が上昇し、期せずして目標配分に達したり、それを上回ったりすることで、新規投資低減、もしくは売却も視野に入るリスクもあり、先々の価格形成に影響を及ぼす可能性が示唆されています。

新規投資という観点では、将来的に資産価格の軟化も想定される他、特定の投資領域においては投資案件の売主側のバランスシート悪化等

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

により優良な投資機会の発掘につながるため、こうした機会を捉え慎重に選別し投資意思決定を進めていくことにも言及があります。

プライベートアセットの市場環境

プライベートアセットにおける運用者や市場関係者の認識を元に、COVID-19に起因する経済環境・資本市場の混乱・悪化が、プライベートアセットの各資産クラスにどう影響するかを整理します(図表4参照)。

• PE/ PD:

ホテル、レジャー、外食、小売、運輸関連、エネルギー関連等にマイナスの影響が見込まれます。PDについては、一部の運用者の推計によれば、市場全体の2割強が当該影響を受ける比率として想定されています。PEについては、想定比率の推計値がないですが、PDの多くがPEをスポンサーとする企業への貸付けをメインとしていることを踏まえると、

PDと同様の水準になるのではないかと推測されます。

また、前述の同運用者による、米国ダイレクトレンドイング市場全体を対象とした推計によれば、今回の影響による貸倒率は7.5%に及ぶことが想定されており、過去3割~6割程度の水準に回収率³が収まっていたことを踏まえると、損失率は-3%~-5%強になることが見込まれます。

• 不動産:

ホテルや商業施設に加え、リモートワークの増加を受け短期リース契約のオフィスが悪影響を受け、市場インデックスを元にした推計によれば、その想定比率はコア戦略ファンドが保有するグローバル不動産市場全体の2割強となるが見込まれます。

特に、商業施設はメインセクターのため運用者による配分比率が高いことや、eコマースの

図表4 プライベートアセットの市場環境と影響について

| | 参照戦略 | COVID-19によるマイナス影響を直接受けやすいエクスポージャー | 最終投資家 需要 | (参考) | | |
|------|---------------|--|-------------|--|--------------|----------|
| | | | | 想定 比率 | 過去の最 大損失率 | 回復 期間 |
| PE | 米国バイアウト | 主に下記セクターにマイナスの影響が見込まれる ・エネルギー関連(供給過剰懸念という別の影響もあり) ・ホテル、レジャー、外食、小売、運輸関連 等 | — | 短 低 期 下 の 圧 力 | -28.1% | 21ヶ月 |
| PD | 米国ダイレクトレンドイング | | 24% | | -7.7% | 9ヶ月 |
| 不動産 | グローバル不動産コア | 主に下記セクターにマイナスの影響が見込まれる ・ホテル、商業施設、オフィス(短期リース) 等 | 23% | | -21.2% | 48ヶ月 |
| インフラ | グローバルインフラコア | GDP感応資産にマイナスの影響が見込まれる ・空港、港、有料道路 等 | 22% | | -6.8% | 12ヶ月 |
| | | | 比較 用 | 先進国株式 | -50.4% | 50ヶ月 |
| | | | | 米バンクローン | -30.1% | 37ヶ月 |

(注1) 2020年3月23日時点の情報を元に作成

(注2) 過去の最大損失率は各資産の2008~09年の金融危機前後の累積収益率がピークから底まで落ち込んだ際の数値を計測(現地通貨建てベース)

(注3) 回復期間は金融危機前のピークの累積収益率の水準まで戻するのに要した期間を計測

(注4) 想定比率の定義は、PD、不動産、インフラでそれぞれ下記

- ・PD: 「COVID-19のマイナス影響が見込まれるセクター等の貸付残高」の「PD市場全体の貸付残高」に対する比率
- ・不動産: コア戦略ファンドによる「ホテル・商業施設の投資残高」の「全セクターの投資残高」に対する比率
- ・インフラ: コア戦略ファンドによる「空港の投資残高」の「全セクターの投資残高」に対する比率

(注5) プライベートアセットの収益率データはファンドをユニバースとするためサバイバーシップ・バイアスに留意が必要

(出所) Thomson One, Cliffwater, NCREIF, MSCI, S&P および運用機関の各種資料・データより野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

³同運用者は5割程度の回収率を想定

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

台頭を受け、足元まで米国市場を中心に物件価格の下落が続いており、更なる下落幅の拡大や他地域市場にも同様の傾向が拡大するリスクが高まっています。

参考となる損失の水準として、米国不動産コア戦略ファンドが保有する商業施設関連の物件の2019年12月までの収益率は過去1年間で-3.0%⁴となっています。仮に今後1年間のパフォーマンスが同水準~その3倍程度の損失率になるとしても、ポートフォリオ全体に与えるマイナスの寄与度は、-1%~-3%の範囲に留まる⁴ことが見込まれます。

- **インフラ:**
空港、港、有料道路といったGDP感応資産が悪影響を受け、オープンエンド型のグローバルインフラファンドをユニバースとした市場インデックスを元に推計すると、その想定比率は空港だけでも市場全体の2割強となることが見込まれます。

尚、ここまで述べてきた具体的な推計値については、市場全体を対象とした推計であり、個別運用者のポートフォリオの状況によって、数値は異なる可能性が高いため、あくまで水準感の目安としてご参照下さい。

プライベートアセットに対する今後の投資動向

これまで、プライベートアセット市場は投資拡大が続いてきましたが、今後の市場動向次第で潮目が変わる可能性もあります。最終的なパフォーマンスの予測は困難なため、代わりに過去に起きた最悪のケースである2008~09年の金融危機前後の損失率を参考として確認します(前項図表4参照)。

各プライベートアセットの最大損失率は相応に大きく、震源地となった不動産は回復にも長期間

を要していますが、パブリック市場と比較して、相対的に悪い結果が出ている訳ではありません。図表3に示すように、経済成長は2020年に落ち込むものの、その翌年にリバウンドが見込まれています。COVID-19の封じ込め対策の進展や経済環境・資本市場の今後の動向次第で状況は変化し得る点に留意が必要ですが、当該経済見通しを前提とするならば、図表4に示すような大幅な悪化にはならないと考えます。

ただし、足元の急速な環境悪化を受け、個別ファンドのパフォーマンスの差異は広がることが想定されます。こうした環境のなか、運用者にとってはスキルが試されると同時に、最終投資家はその巧拙を見極める重要な局面に差し掛かっていることは間違いありません。今後数ヶ月以内に明らかになるプライベートアセット関連のファンドのパフォーマンスやポートフォリオの状況だけでなく、先々の投資・回収の進捗・モニタリング等のリスク管理も踏まえた、運用者による投資戦略の遂行力に、これまで以上に注目していきたいと思います。

⁴レバレッジ考慮前の水準である点に留意

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

4月13日(月)

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合は、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。