

オルタナティブ市場の動向と今後の見通し

東京海上アセットマネジメント

当レポートは、新型コロナウイルス感染拡大が以下の5つのオルタナティブ・アセット・クラスにどのような影響を与えているかを分析したうえで、各オルタナティブ市場の動向と今後の見通しについて弊社の見解をまとめたものです。

市場の不透明感が強まる中で、足元の状況をしっかりと見極めることはもちろん重要ですが、オルタナティブ投資にあたっては中長期的な視点に立ち、戦略と時間の分散を図りながら投資を行うことがより肝要であると弊社では考えています。

1. プライベート・エクイティ

■現状分析（サマリー）

新型コロナウイルス感染拡大による市場の混乱により、プライベートエクイティ市場では以下のような現象が起きる点を注視していく必要があると考えられます。

- ①市場の混乱により、一定期間M&AやIPOが停滞し、新規投資・回収のペースが遅くなる
- ②新規投資ペースの鈍化により、ファンド募集のペースが低下する
- ③株式市場の下落に伴い、投資先企業の評価額が下がり、リターンが下押しされる
- ④世界的な経済の混乱が企業業績に悪影響を及ぼし、投資先企業の評価額の伸びが鈍化、結果としてエグジットが遅くなる。

5～6月に発表される投資先ファンドの2020年3月末のNAVは1～3割程度下がると見込まれます。（ポートフォリオの成熟度、上場株の割合、特定の業種へのエクスポージャー等による）。また、実体経済の悪化に伴い、年後半もNAVが更に下落すると考えます。

■セクター動向等

基本的にあらゆる業種の企業が影響を受けますが、特に旅行/レジャー、リテール/コンシューマー、オフラインサービス、エンターテインメント、輸送関連、エネルギー関連等のセクターにおいてより大きな影響が出る可能性が高いと考えられます。また、業績見通しの不透明感の台頭や市場動向の様子見のためにM&A取引が成立しないケースが増加しており、回収ペースが鈍化することが予想されます。

■運用方針/モニタリング上のポイント

長期的には、3月から9月の四半期末にかけて一旦は低下すると見込まれます。投資先企業の評価額が、どの程度のペースで回復していくのか、またはもう一段の低下があり得るのかについては、市場の動向、各国の緊急事態対応による経済活動への影響等を見極める必要があります。

2. プライベート・デット

■現状分析（サマリー）

①市場の混乱により、一定期間M&Aが停滞し、新規買収案件への投資ペースが遅くなる一方、②既存投資先の資金需要の増加、③セカンダリー市場におけるミスプライシング等の魅力的な投資機会の出現等によって、6月以降は各ファンドの投資残高は積みあがっていくと見込まれます。

5～6月に発表される投資先ファンドの2020年3月末のNAVは5～10%程度下がる（ポートフォリオの成熟度、投資先の規模、特定の業種へのエクスポージャー等による。）と見込みます。市場の混乱によるスプレッドのワイドニングに伴う評価減が大宗であり、デフォルトの発生による実現損の影響は、多くのファンドでまだ生じていないと考えます。

■セクター動向等

あらゆる業種の企業が影響を受けます。特に旅行/レジャー、リテール/コンシューマー、オフラインサービス、エンターテインメント、輸送関連、エネルギー関連等のセクターにおいてより大きな影響が出る可能性が高いと考えられます。スポンサー案件の中には、プライベートエクイティファンドが追加出資を行う等の支援姿勢を見せているものも散見され、複数の資金調達ソースがあるという点で安定感を発揮しています。

■運用方針/モニタリング上のポイント

実体経済の悪化に伴うデフォルトは今後発生することが予想される一方、市場は落ち着きを取り戻しつつある（スプレッドがタイトニングしつつある）ことから、実損の発生と評価減の戻りのどちらが勝るかによってファンド間のパフォーマンスの回復ペースに差が生じることが予想されます。

新規投資に関しては、2008年の金融危機同様、スプレッドの上昇、レバレッジの低下、コベナント及びダウンサイドプロテクションの強化は確実に進むので、魅力的な投資環境がやってくるとみています。

3. 海外不動産

■現状分析（サマリー）

1-3月期のインカムリターンについては都市のロックダウン等の実施による影響は限定的で、同期の不動産評価額の下落も、基本的には特定のセクター（商業及びホテル）に限られています。

4月以降、商業やホテルセクターを中心に賃料の未収が増えています。一方で、コロナ禍において不動産売買は激減しており、鑑定士がキャップレートを引き上げるのに十分な事例が未だ蓄積されていません。この状況は当面の間続くと思われる、向こう半年程度は、キャップレートの上昇よりも賃貸収支の見通しの悪化が先行すると思われます。

4-6月期のリターンについては、コロナ禍収束までの期間により想定されるシナリオも異なってくるため、現時点では予断を許しません。

不確実性が高い状況はしばらく続くと思われますが、当該環境では、優良な投資機会（ファンド）が、通常にはないディスカウント価格でセカンダリー市場に出てくる可能性があります。

■セクター動向等

新型コロナウイルスによる影響は、不動産の用途により大きな違いが出ると考えられます。新型コロナウイルスにより高いリスクに晒されているのはホテル、モール、高齢者住宅、学生住宅などであり、伝統的な不動産セクターよりも、オペレーターへの依存度が高い物件（オペレーショナルアセット）により注意が必要と考えられます。

不動産の用途により影響には大きな違いが出ています。人の移動制限の直接的な影響を受けるホテル、商業が引き続き最も厳しく、更地や開発中の物件、あるいは低稼働の物件も空室の長期化・将来賃料の下落の懸念からインカム、キャピタル両面で影響を受けています。一方で、産業や住宅セクターの物件への影響は、相対的に軽微と考えられます。人の移動制限が契機となり、オフィスにおけるテレワークの導入やフィジカルディスタンスの確保、物流におけるEコマースの拡大やサプライチェーンの見直し等、中長期的なテナント需要の見直しの動きが加速する可能性があります。ホテル、モール、高齢者住宅、学生住宅などのオペレーターへの依存度が高い物件（オペレーショナルアセット）は伝統的な不動産セクターよりも高いリスクに晒されており、注意が必要と考えられます。

■運用方針/モニタリング上のポイント

不動産リターンにより大きなインパクトを与えるキャピタルリターンに顕著な影響が出てくるのは、早くても2020年後半と思われるため、足元でインカムを生んでいる質の高いコアファンドに投資している限りにおいては、今すぐに売却やファンドの入れ替え等を行う必要はないと考えます。影響を大きく受けているホテルや商業のセクター割合が大きいファンドについては、警戒レベルを上げてモニタリングします。

商業やホテルセクターを中心とする賃料未収の影響は当初想定よりも拡大しつつあります。これらの未収がファンドの借入コベナントへの抵触に繋がると、その影響は更に甚大となるため要注意です。豪州など国によっては賃料減免を法的に求められるケースもあり、今後の賃貸収支の期待値の変動がモニタリング上で重視すべきポイントとなっています。

賃貸収支の期待値が上昇に転じるサインとなる稼働率の下げ止まりや上昇の兆しが出てくれば、新規に出てくる可能性があります。

4. インフラストラクチャー

■現状分析（サマリー）

コロナ禍がインフラ市場にも大きな影響を与えています。収束（終息）が見通せない中、インフラ市場に対する影響度やインフラ市場の将来動向について確度の高い想定を置くことは困難と考えられます。

一般的にインフラ資産は、耐用年数が長く、規制や契約により長期安定的キャッシュフローを期待できる特性があります。特に、コア資産や公益、再エネ等にこのような資産が多く、これらには今回のコロナ禍においても大きな影響は出ていません。また、通信については、データ通信量増大等がむしろプラスに寄与しています。

一方で、経済活動後退は収入のGDP連動性が高い資産にネガティブ。輸送セクター（特に空港や道路）で業績面の悪影響が発生しているほか、エネルギーセクターにも悪影響を与える可能性があります。

今後数四半期にわたり資産評価見直しが行われる見込み。空港を筆頭に二桁減となる資産もあるものの、全体としてはそこまでの大幅下落は見込んでおりません。

■セクター動向など

各セクターの動向は以下のとおりです。

輸送：GDP連動性の高い収入構造をもつ資産にとっては、人的移動制限や経済活動大幅縮小が収入減少要因。中でも空港に対する影響が甚大で、収入大幅減等を受けて人員削減や設備投資先送り等の対策が本格化すると考えられます。政府や金融機関による支援増加の可能性が高いものの各国の財政支援が見込まれるものの、運営状況や資金調達動向等を注視する必要があります。なお、道路や鉄道も悪影響を受けていますが、経済活動再開後は相対的に速やかな立ち直りが期待されます。

エネルギー：原油価格下落や需要減少等により、ミッドストリームをはじめとするエネルギー関連資産にも悪影響が出る可能性があります。

社会インフラ：病院やケアホームについては、政府による強制収用や関係者罹患等が悪影響を与える可能性があります。

GP（運用会社）については、全社がBCP対応中（在宅勤務等）ですが、今のところ業務運営上の問題は見られません。在ミラノのGPも、直近ディールクローズして健在であることをアナウンスしています。

■運用方針・モニタリング上のポイント

引き続き、新型コロナウイルス感染拡大の状況、景気動向、インフラ市場全般や個別のインフラ資産の状況等を注視します。

既に資産が組み込まれているオープンエンド型ファンドへの新規投資については、既存資産の運営状況、評価額の動向や投資家動向等をにらみつつ最適な投資タイミングを計る予定です。これから資産を組入れるクローズドエンド型ファンドについては、セレクトティブに新規コミットを行う予定です。

各GPは投資先運営継続のための動き（資金調達、支出削減、債務再編等）を本格化するものと考えられ、今後のモニタリングは、①運営状況（現金、コベナンツ、リストラ等）、②評価額引き下げに重点を置きます。

5. ヘッジファンド

■現状分析（サマリー）

4月以降は株式やクレジットといったリスク資産の価格は概ね反発しています。先進国で新型コロナウイルス感染のペースが一旦ピークアウトし、一部の国では経済活動が再開している、あるいはその見通しが立ってきたことが背景にあります。

ただし、グローバルにみれば新型コロナウイルス感染者増加は続いており、経済活動を再開した地域においても、第2波に対する懸念は引き続き残る他、実体経済への影響は短期的なものに留まるとは考えにくく、今後も反発局面が継続するかどうかはまだ不透明な状況と認識しています。

■セクター動向など

足元の株価の反発は今後予想される実体経済の低迷との対比ではやや早すぎる懸念を拭えません。ただし、押しついたら買いのスタンスで良いと考えます。クレジットは割安化。

今後のリターン回復のポイントは、流動性とキャピタルストラクチャーにあると考えられます。

フェアバリューへの回帰のスピード感としては、以下の順を想定しています。

- ① 金利
- ② 投資適格社債、エージェンシー債
- ③ スーパーシニア（CLO、CMBS、RMBS、ABS）、地方債シニア
- ④ 先進国株（大型/成長/ノンシクリカル）、Lev Loan、HY、CB
- ⑤ 先進国株（小型/バリュー/景気敏感）、新興国債券、金融ハイブリッド
- ⑥ ジュニア（CLO、CMBS、RMBS、ABS）、新興国株、ディストレス

■運用方針/モニタリング上のポイント

上記の想定では、リターンが戻るのは、以下の順を想定しています。

- ① 金利RV、グローバルマクロ
- ② 株式RV、マルチRV
- ③ マルチED、クレジットED

③のリターン回復には時間を要する可能性高いと思われますが、クレジット、ディストレストの投資機会示現により息の長いポジティブリターンが期待されます。足元は保有ファンドのリターンの戻りを期待しつつ、6月末解約以降、徐々に③のマルチ/クレジットEDの組み入れを増やすことを推奨します。

無論、お客様のポートフォリオ内でのHF位置づけ、リスクや流動性の許容度によって戦略の優先度を判断すべきと考えます。

以上

投資一任契約におけるリスクについて

当資料に記載の運用戦略は、主にヘッジファンドやプライベートファンド等の投資証券等に投資しますので、組み入れている資産価格の下落や為替変動等により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。戦略毎にリスクの内容が異なりますのでリスクの詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

投資一任契約における費用について

受託資産残高に1.65%（税込）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限になります。また、成功報酬がかかる場合がありますが、契約内容により算出方法は異なりますので、事前に表示することはできません。その他、組入有価証券の売買手数料等がかかりますが、それらは取引等に応じて決まるため事前に表示することはできません。同じく、それらを含む手数料の合計金額についても、同様に事前に表示することはできません。費用の詳細については、契約締結前書面等にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

＜登録番号等＞

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(1)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することとはご遠慮下さい。