



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オルタナティブ市場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。

1. オルタナティブ全般

■ 運用環境見通し

【現在】 新型コロナ問題については、主要先進国において、制限緩和による段階的な経済再開の動きが見られるものの、第二波への懸念が続く中、引き続き、状況を注視していく必要がある。

【ベースシナリオ】 新型コロナ問題収束に伴う景気底入れ、金融財政政策も年央からの景気回復をサポートすることにより、運用環境は改善に向かう。

【リスクシナリオ】 年央以降も新型コロナ問題の収束が見られず、あるいは第二波の到来により、景気後退による企業業績やセンチメント悪化によるリスクオフ局面が本格化かつ長期化し、運用環境は更に悪化する。

■ 基本的な運用方針

【戦略分散の推進】 新型コロナ・ショックは、各オルタナティブ戦略に対して、様々な形でネガティブな影響を与えている。このような環境下においては、引き続き、戦略特有のリスクを分散化させ、ポートフォリオ全体のリターンを安定化させる観点から、より一層の戦略分散を推進することが賢明である。

【ビンテージ分散の推進】 一般的にバリュエーションは低下しており、結果的に、投資開始の好機となる可能性はある。しかしながら、再び景気後退に向かうリスクシナリオも考えられる中、引き続き、中長期的な目標ポートフォリオの構築に向けて、時間分散による段階的なポートフォリオ構築が重要となる。

【優良な運用者の選択】 現在の新型コロナ・ショックの環境下、運用者のリスク管理を含めた運用能力を見極めるのに良いタイミングとなっている。このような環境においても、適切な運用（環境分析、投資戦略、リスク管理、ディスクロージャーなどを含む）が行われている運用者を選択することが重要になる。

2. 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う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月に発表された投資先ファンドの2020年3月末のNAVは2019年12月末対比で大方1～2割程度下がりました。（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。ごく少数のファンドで若干プラスとなったケースもありました。）また、实体经济の悪化に伴い、年後半もNAVが更に下落する可能性があると考えます。

■ 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、外食/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

年後半にかけてPEポートフォリオの価値は一旦は低下する可能性が高いと考えられますが、その後、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、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。

3. 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、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月に発表された投資先ファンドの2020年3月末のNAVは2019年12月末対比で5～10%程度下がりました。(キャピタルストラクチャー、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。)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発生していません。

■ 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、外食/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出ることを予想されます。

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スайд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られています。

4. 海外不動産

■ 現状分析（サマリー）

コロナ禍を背景とする都市封鎖等の影響により、2020年4月以降、テナントからの賃料支払の延期や免除の要請が増加し、特に人の往来が制限されたことで利用者が激減した商業及びホテルセクターの賃料回収率が著しく低下しています。不動産売買取引は激減しており、取引事例は足元では十分に確認できませんが、不動産評価額上は、将来の賃料成長見通しの引下げや、賃料不払の増加、空室期間の長期化等の想定を織り込んで評価減となる物件が増え、全般的には不動産価格は下落傾向にあります。質の高い既稼働の不動産を中心に投資しているコアファンドであっても、4-6月期のトータルリターンがマイナスとなるものが出てきています。

5月以降は世界各国が経済再開を急いで規制を緩和したため経済指標の改善は見られますが、それと引き換えに感染者数は増加へ転じていることから、コロナ禍の影響は当初想定以上の長期に及ぶ可能性があり、7-9月期の不動産のリターンも予断を許しません。投資活動も全般的には低調で不動産ファンド市場の流動性は限定されていますが、資金化ニーズのある投資家が、セカンダリー市場でディスカウント価格で持分を売り出す動きも見られます。

■ セクター動向等

コロナ禍による影響は不動産の用途により大きな違いが生じています。人の移動制限の直接的な影響を受けるホテルや商業施設は、極めて厳しい運営状況が継続しています。また、高齢者住宅、学生住宅等、オペレーターへの依存度が高い資産（オペレーショナルアセット）は、オペレーターの信用も含めて注意が必要です。

一方で、産業セクターや住宅セクターはコロナ禍にあっても比較的底堅く推移しています。特に産業セクターはこれまでもリターンは堅調に推移してきましたが、Eコマースが移動制限によりStay Homeする人々の密接な生活インフラとしての役割を果たしたことが追い風となり、今後もEコマース市場の拡大やサプライチェーンの見直し等の需要を捉えて堅調に推移すると考えます。

オフィスセクターについては、在宅勤務の普及によりオフィス需要が減少するとの見解や、反対に、社会的距離の確保のためには一人当たりの必要床面積が増加するとの意見もありますが、また、全体としての具体的な傾向はまだ確認できておりません。今後の需要動向は、ワクチンや治療法の開発状況によるところも大きく、状況を注視していく必要があります。

■ 運用方針/モニタリング上のポイント

不動産市場にはサイクル性があり、足元でインカムを生んでいる質の高い物件を保有するコアファンドについては、一時的にリターンが落ち込んだとしても時間の経過とともに回復することが期待できるため、ファンドの流動性に懸念がなければ、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。コロナ禍の影響の度合いは、地域やセクターによって大きく異なっているため、不動産市場全般を大雑把に捉えるのではなく、より細かなレベルで精緻に把握する必要があります。コロナ禍の影響を大きく受けている商業セクターやホテルセクターの割合が大きいファンドについては、高い警戒レベルでモニタリングします。また、足元のコロナ禍の影響はインカムリターンへの影響が中心となっていることから、商業やホテルセクターを中心に、賃料回収率の状況や稼働率の推移等の賃貸収支の期待値の変動要因となる指標をモニタリングでは重視すべきと考えます。

コロナ禍が収束する見通しは未だ立っておらず、経済活動が平常状態に戻るのには容易ではありません。今後の不動産価格への影響も未だ不透明であり、全般的には不動産価格には引き続き下落圧力がかかっていることから、新規投資には慎重を期す必要があります。一方で、コロナ禍にあっても比較的底堅さを見せている産業セクターには再び投資資金が殺到し始めています。今後の投資は、コロナ禍の影響が軽微であったり回復が早そうなセクター、あるいは地域を特定し、ダウンサイドリスクと投資を遅らせることによる機会損失を比較考慮のうえ、投資のタイミングを検討する必要があります。

5. 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。徐々に経済活動再開の動きが出ていますが、一方で感染状況が再度悪化するような動きも見られ、収束（終息）が見通せない状況が続いています。このような状況では、GDP連動性の高いインフラ資産を中心に、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、一部のエネルギー関連資産にも悪影響を与えています。

当面は、資産評価見直しを注視する必要があります。安定性の高いインフラ資産については評価額が下落する可能性は低いものの、輸送関連資産やエネルギー関連資産の中には二桁減となる資産もあると考えられます。

■ セクター動向等

各セクターの動向は以下のとおりです。

- ① 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により大幅なコストカット実施、最低限のオペレーションでの運営実施。政府支援や金融機関との協業（一時的なコベナンツ猶予や、運転資金枠設定等）により当面の資金繰りを確保しているものの、今後の運行再開状況、キャッシュフロー等を注視する必要があります。なお、道路や鉄道も一部ライダーシップリスクをとる案件では影響を受けていますが、貨物輸送等の物流は継続しており、大幅な落ち込みとはなっておりません。更に、都市・国境封鎖解除もあり相対的に速やかな立ち直りが期待されます。
- ② 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、併せてカウンターパーティーリスクにも注意が必要と考えます。
- ③ 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。
- ④ 再生可能/電力：一部の開発案件では、機器サプライの遅れや工事中断が発生した案件もありますが、既に工事再開、大幅な遅延は回避できており、全体として大きな問題とはなっておりません。

GP（運用会社）については、大宗が引続き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。

■ 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メントを行う予定です。

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。

6. 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。先進国中心に経済活動が再開され、経済指標等でもボトムからの反発が確認されてきている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、実際に経済活動を再開した地域においても、感染の再拡大が見られている他、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。

■ セクター動向等

3月のリスク資産の価格急落後の反発過程では、金利低下や株価の反発、格付けの良いクレジット資産の価格上昇（＝クレジットスプレッド縮小）など、概ね想定された順序での価格回復が見られている状況ではありますが、特に株価についてはやや楽観的に過ぎるのではないかと懸念はぬぐえず、ここから更に追いかけることはせずに一度様子見の局面であろうと考えております。ここからは、単純にβを追いかけるよりもリラティブバリューに着目した戦略の魅力に着目すべき局面であろうかと見ています。

一方で、一部ストラクチャードクレジット等についてはまだ割安なものも見られる他、デフォルト率も上昇していることから、中長期的な投資機会としてこれらストラクチャードクレジットやディストレスト資産に着目した戦略にも魅力があると考えています。

■ 運用方針/モニタリング上のポイント

上記の想定のもと、下記のような戦略に着目しています。

- 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

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。

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はご遠慮下さい。