



ALLIANCEBERNSTEIN®

2023年4月

戦略的資産配分における プライベート資産の役割： マクロ的視点からの考察

ポートフォリオにおけるプライベート資産の適切な比率を決めることは、間違いなく今日の戦略的資産配分における重要な問題である。過去10年間、多くのポートフォリオでプライベート資産への投資は急増してきた。投資レジームの急激な変化と流動性へのニーズの高まりは、その増加に歯止めをかけるのだろうか？

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、ここ数十年の間にプライベート資産への資産配分を増加させた力はすべて健在であり、むしろ強まっていると考える。投資家はインフレをより上回る高いリターンと分散投資を求めているため、資産配分は依然として拡大するはずだ。しかし、流動性ニーズの高まりや、一部の投資家にとっての目先のオーバーウェイト・ポジションという新たな課題もある。

また、プライベート市場内での配分についても議論し、戦略的な観点から、追加的な資金はプライベート・エクイティ以外の分野、例えばプライベート・デット、天然資源、インフラ投資などに向けられるべきであると考えます。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス
アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
機関投資家向けソリューション 共同責任者

マシュー・バス
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
プライベート・オルタナティブ部門責任者

協力者: アラ・ハームズワース、ロベルタス・スタンチカス、
ハルジャスプリート・マンド、モーリーン・ヒューズ

アセット・オーナーはプライベート資産へのエクスポージャーを増やすべきか？これは間違いなく、2023年の戦略的資産配分の最重要課題である。ここ数年、多くの投資家にとってプライベート資産のエクスポージャーは増加しており、資産配分を変化させる主要な原動力の1つとなっている。その根拠は、伝統的資産の期待リターンが著しく低いことと、分散投資の必要性に根ざしている。このケースについては、流動性が豊富で、債券のリターンへの期待が実質的にマイナスであった時代には成立していた。

しかし、このケースは現在の環境でも成り立つのだろうか？もっと率直に言えば、2022年初頭以降、公社債市場と株式市場が痛みを伴って下落した後、投資家はプライベート資産を同じように必要としているのだろうか？ABは、一般的にはプライベート資産への配分をまだ上昇させる必要があるとみているが、その場合、より細かくバランスを取る必要が生じていると考えている。

資産配分におけるプライベート資産の役割は、今後さらに変化していくものであり、これは戦術的な視点とは異なる戦略的な視点であることを強調しておきたい。プライベート資産はリターンと分散の両方の役割を果たし、プライベート・キャピタルの供給拡大の背景には、上場株式への資金の縮小と伝統的な金融機関の縮小がある。伝統的な金融機関（銀行）が提供する融資のシェアが低下していることは、数年にわたって生じているプロセスではあるが、現在でも非常に大きな問題である。シリコンバレー・バンクの破綻やそれに伴う銀行の混乱を受けて、規制の強化が予想され、銀行による信用創造はさらに制限されるだろう。流動性や、低成長期における短期的な評価損の可能性など、特定の投資家が考慮すべき点はあるにせよ、プライベート資産における長期的なチャンスは今後も続くだろう。

プライベート資産への配分を検討する際に重要なのは、「流動性の低いプライベート資産を保有することで何が得られるのか」という点である。伝統的な答えは非流動性プレミアムであり、これが今日でもプライベート資産のサブカテゴリー全体に当てはまるかどうかについての議論に拍車をかけている。しかし、法的構造（法的文書や財務コベナントを含む）や支配力（単独投資家または志を同じくする投資家グループ）が、固有のリターンに貢献する役割や、パブリック市場にはあまり見られない経済セグメントへのアクセスなど、潜在的なリターン源泉は他にもある。

過去10年間、なぜプライベート市場への投資が急増したのだろうか？需要サイドでは、中央銀行による潤沢な流動性の下で、資産クラス全体の期待リターンが低く、分散投資の必要性が高まったことへの対応であった。供給サイドにもそれを促す力があった。上場株数の減少（価格は上昇したが株数は減少）、銀行からの融資が縮小し、借り手がプライベート市場の執行のスピードと柔軟性を評価するようになったからである。多くの場合、プライベート・キャピタルを利用した方がローン組成に柔軟性があるという認識により、供給は補強されている。こうした力の大半は現在も健在である。

当リサーチ・ペーパーでは、アセット・オーナーにとっての問題を2つの核心的な問いに集約し、それに答えたい。

- 1) 資産配分全体において、プライベート資産にどの程度のウェイトを配分すべきか？
- 2) 追加の投資資金は異なるカテゴリーのプライベート資産のどこに配分すべきか？

その答えは明らかに、個々の投資家の負債特性、時間軸、流動性ニーズ、ガバナンス構造によって異なる。しかし、流動性を取り巻く環境の変化や2022年の公開市場価格の急落を考えると、議論はより微妙なものになってきている。

しかし、これは短期的な問題であるとABは考えている。今後12カ月間のアセット・アロケーターの思考に与える影響を軽視するつもりはないが、長期投資家にとっては、問題はガバナンス・ルールに関連するものであると主張したい。プライベート資産への追加の資金流入という点では、この10年間で、最も多くの資金を獲得したプライベート・エクイティ以外の分野に魅力的な機会がある。この投資機会は、プライベート・クレジットなど他のプライベート資産が成熟していく中で、特に重要性な意味を持つ。また、プライベート資産の幅が広がれば、利用可能な複数のリターンを用いて、期待するリターンとのギャップを埋めることもできるだろう。

投資家によっては、戦術的な考慮が必要な場合もある。例えば、米国の多くの州の計画では、最近、プライベート・エクイティにおいて戦略的資産配分の対比でのオーバーウェイトが報告されている¹。これは、プライベート・エクイティそのものについてというよりも、2022年の上場株式と公募債券の下落がより多くのことを物語っている。このような状況は、短期的には資産配分の決定に影響を与えるかもしれないが、プライベート・エクイティへの資産配分に影響を与える時間軸は、究極的にはもっと長いと思われる。この配分決定に影響を与える、より深刻な検討事項、特に流動性向上に対する継続的ニーズがあるが、これについては後述する。全体として、プライベート市場の運用資産は過去20年間で飛躍的に増加した。Preqin社によると、2000年代前半には1兆米ドル未満だった運用資産は、2021年後半には9兆3,000億米ドルを超えた。特に2015年から2021年までの5

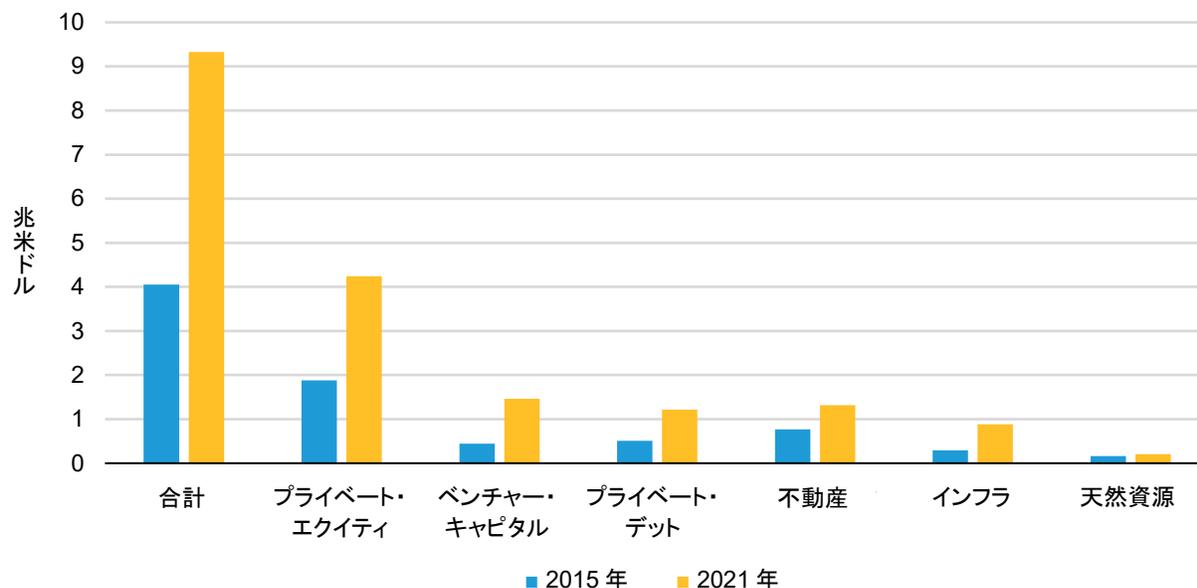
¹ 「2023年の戦略的投資見通し:アセット・オーナーの戦略的資産配分に関する4つの問題」をご参照ください。

年間は成長が著しく、年率換算で15%近く増加した。ベンチャー・キャピタルが22%で最も急成長し(次ページの図表1)、インフラが20.5%、プライベート・デットが15.7%と続いた。

比較のために、アセット・オーナーのポートフォリオの比率の変化に対する近似値として、上場株式市場の時価総額に対する割合で表すことができる。これに基づけば、プライベート市場全体のAUMは、2015年の世界時価総額の8%から、2021年には11%近くまで増加することになる。

【図表1】プライベート資産は驚異的な成長を遂げた

プライベート市場の各セグメントにおける運用資産額の変化:2015年対2021年



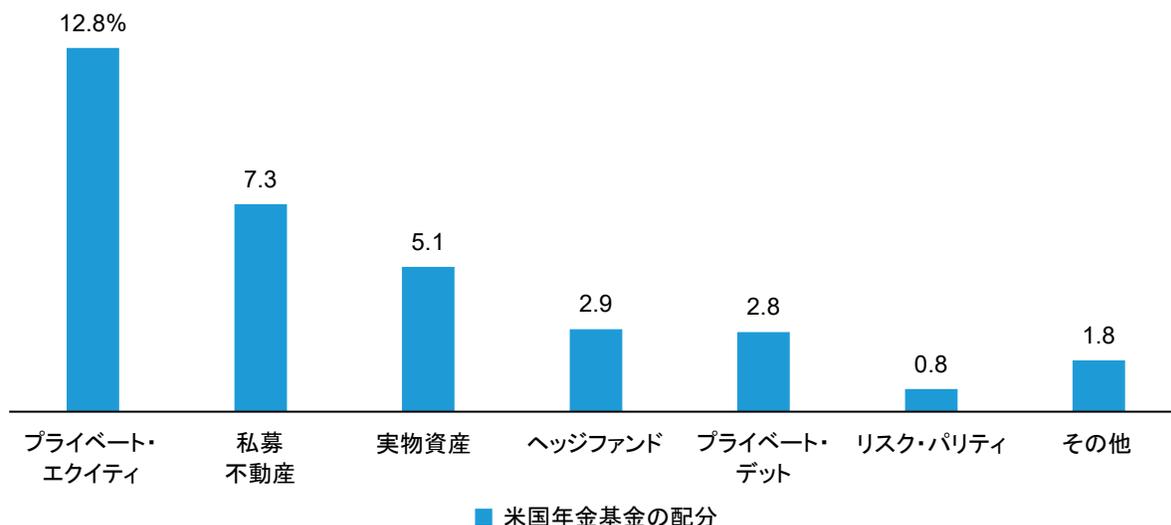
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年2月17日現在

出所:プレキン、AB

米国の州年金基金の中で、プライベート・エクイティは現在最大の配分比率で13%近くを占めており(次ページの図表2)、次いで私募不動産が7.3%となっている。プライベート・デットのシェアは2.8%と比較的小さいが、近年急速に伸びており、投資家からの注目度も高い。

【図表 2】米国年金基金のプライベート資産の配分は各分野で異なる



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。

図表は米国の州年金基金の資産加重配分を示します。

2021年6月30日現在

出所: クリフウォーター、AB

マクロ的背景の評価

投資家は、資産配分におけるプライベート資産の役割を単独で決定することはできない。パンデミック後の世界は、投資家に新たなマクロ的均衡を提示し、その対応を要求している、というのが AB の見解である。多くの資産家にとって厄介な事実、過去 40 年間に達成可能であったよりも、資産の実質シャープ・レシオが大幅に低下する可能性があるということである。この点に関する詳細は、[最近のブラックブック「コロナ禍の教訓を活かす」](#)を参照されたい。この結論に至るまでには、さまざまな動きがある。

- インフレ率がパンデミック以前の水準を上回る戦略的均衡水準を見出し、購買力を維持するためのハードルが上がる可能性(脱グローバル化、グローバル労働力の縮小、環境・社会・ガバナンス(ESG)の社会政治的影響の関数)。
- ここ数十年の標準的な成長率に比べ、成長見通しが低く、さらに企業の利益率が低下している(ここでもグローバル化と人口動態が作用している)。
- 経済への政府の関与の増大、金融政策から財政政策への移行、債務/国内総生産(GDP)の高まり、気候変動の直接的・間接的影響などから、マクロ変動のレベルが高くなるケース。
- 債券が効果的な分散投資のツールとして機能しなくなる可能性;2022 年は、この点に関して投資家に警鐘を鳴らすべき年となるだろう。
- 資産クラスの「ベータ」に対するパッシブ・エクスポージャーからのリターンが低下するため、アクティブ・リターンの必要性が高まる。固有のアルファへの配分は、戦略的資産配分の明確な一部であるべきである。

これは弱気な状況ではなく、ほとんどの資産クラスでプラスのリターンをもたらしているが、資産配分とポートフォリオ設計の構成要素は、このような世界観のもとでは大幅な見直しが必要であることを、心苦しいことではあるが AB は[最近のブラックブック「コロナ禍の教訓を活かす」](#)で指摘している。

供給ケース：プライベート資産は投資家のギャップを埋めているか？

投資家のプライベート資産への資産配分を高める原動力のひとつは、経済全体に占める資本調達割合の変化である。具体的には、公募証券や伝統的な資本調達源の市場規模が縮小していることと、公募市場で十分にカバーされていない特定の経済分野へのエクスポージャーという2つの問題がある。供給に関する議論は、多くの場合、プライベート・キャピタルの方が構造的な柔軟性、スピード、実行の確実性が高いという借り手の認識によって補強されている。

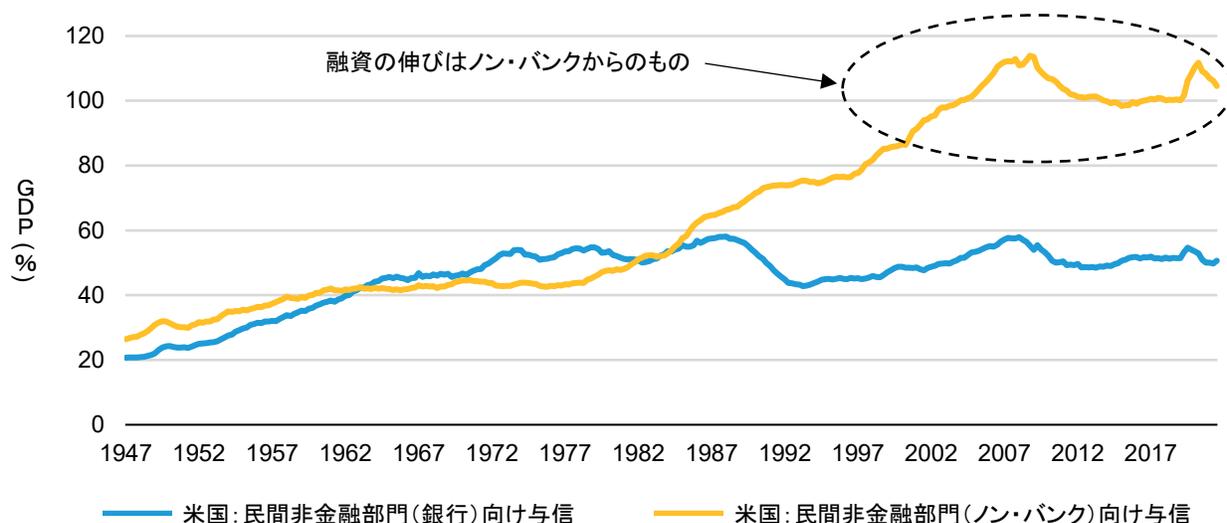
プライベート・クレジットは、伝統的な金融機関が融資から手を引いたこともあって成長してきた。その過程で、プライベート・クレジットは、(メザニン・レンディングのような)リスクの高いニッチなアセットクラスから、ダイレクト・レンディング、不動産、グリーン・インフラ、ハード・アセットなどの分野をカバーする、より多様なリターンを提供する集合体へと進化した。

シリコンバレー・バンクやクレディ・スイスのような銀行セクターの混乱を考えると、伝統的な貸し手(銀行)の縮小は数年来の現象であるが、2023年には非常に大きな関心事となるはずである。このエピソードはおそらく規制強化につながり、銀行の融資能力にさらなる歯止めをかけることになるだろう。成長鈍化が融資の需要に与える周期的な影響はあるにせよ、非伝統的な貸し手に有利な構造的シフトがさらに進むと思われる。

米国では、1980年代半ばにノン・バンクによる融資の割合が銀行による信用供与を上回った(図表3)。

【図表3】融資の伸びはノン・バンクから

米国におけるプライベート部門への融資



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。

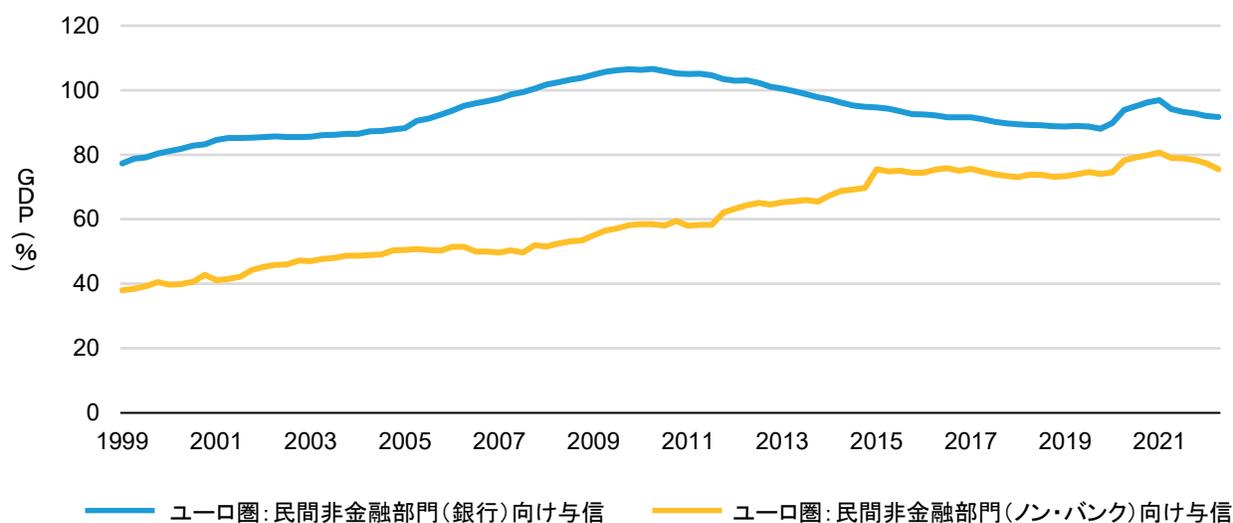
2022年6月30日現在

出所: BIS、AB

ユーロ圏では、欧州債務危機以降、融資の純増はほとんど見られない。それにもかかわらず、銀行が縮小する中、ノン・バンクがシェアを拡大している(図表4)。

【図表4】欧州のノン・バンクが市場シェアを拡大

ユーロ圏におけるプライベート部門への融資



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。

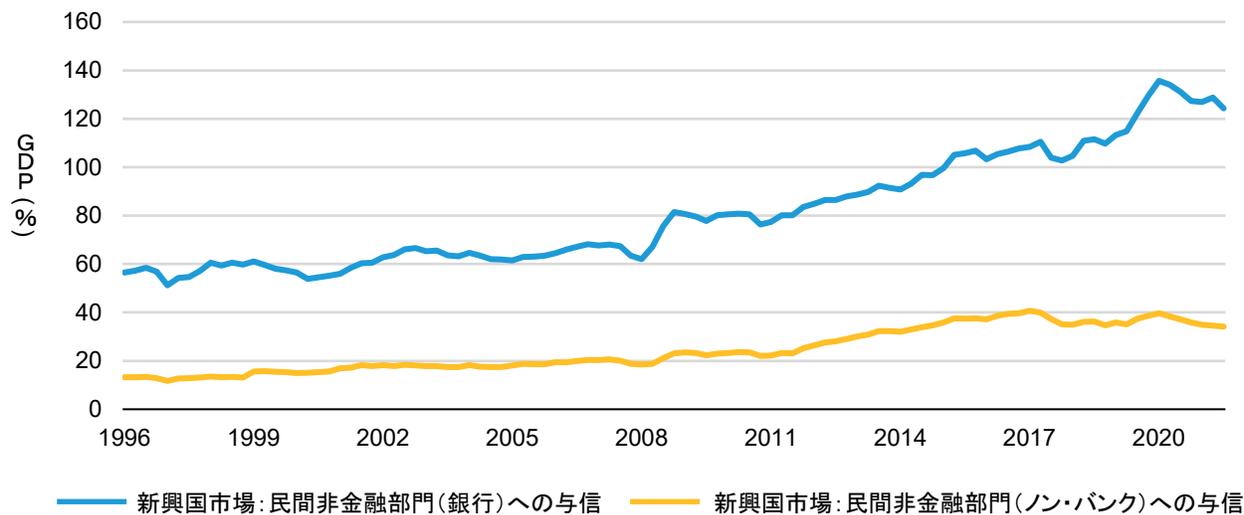
2022年6月30日現在

出所: BIS、AB

最後に、新興国市場の銀行がプライベート部門に与える融資のシェアは依然として非常に大きく、過去10年間の力強い融資の拡大期においてさえ、ノン・バンク・セクターが市場シェアを拡大した形跡はほとんどない(次ページの図表5)。新興国が先進国市場のパターンに倣うようになると仮定すれば、プライベート部門の融資は今後大きく成長することになる。

【図表 5】融資の大部分は依然として伝統的銀行が占める

新興市場におけるプライベート部門への融資



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。

2022年6月30日現在

出所: BIS、AB

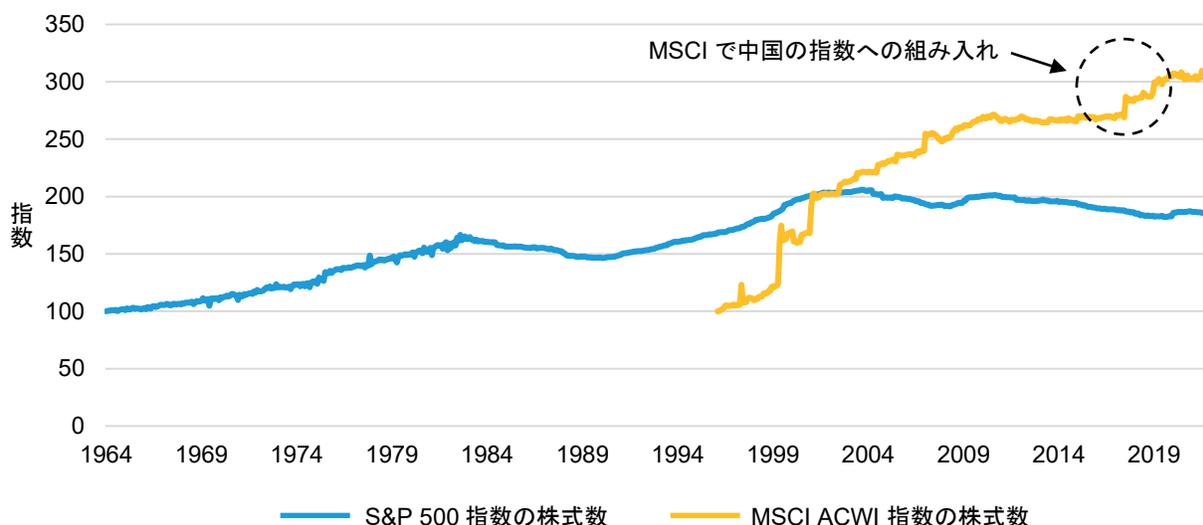
同様の意味で、プライベート資産への配分の増加は、とりわけ、先進国市場の上場株式の構造的な減少に対する投資家の自然な反応である。米国株式市場及び先進国株式市場の時価総額は増加しているが、それは価格が上昇したためである。一方、自社株買いは発行を上回り、流通株式数の減少を招いている。過去10年間、企業が最大の買い手であり、現在の自社株買いの実行率は記録的な水準にある。

経済成長の鈍化に伴って自社株買いのペースが鈍化すると仮定しても、自社株買いの継続と構造的な発行額の減少が相まって、先進国市場の株式数は今後10年間減少し続けると予想される。この流れを変えるには、規制やマクロ環境の大きな変化が必要だろう。例えば、自社株買いの魅力を低下させ、公募増資を容易にすることや、経営陣の報酬を1株当たりの変動要因から切り離すような変化である。このような規模の変化は期待できそうにない。

MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス (ACWI) の構成銘柄数は、新興国株の純増により若干増加しているが、その広範な指数でさえも、過去数十年と比較して新規の供給が著しく不足している(次ページの図表6)。近年の新興国株の純増は、主にグローバル指数における中国株の組入比率の変化によってもたらされた。

このような状況を踏まえると、他の条件がすべて同じであれば、株式リスク・プレミアムやクレジット・プレミアムを得たい投資家は、20年前よりもプライベート市場への配分を増やすべきである。

【図表 6】新興国市場では中国株の指数組み入れによって株式数は一時的に増加しているが、先進国市場では株式数が低下している



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。
 丸で囲んだ部分は、MSCIの中国株組入ファクターの変更による影響を示しています。
 2023年1月31日現在
 出所：ブルームバーグ、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

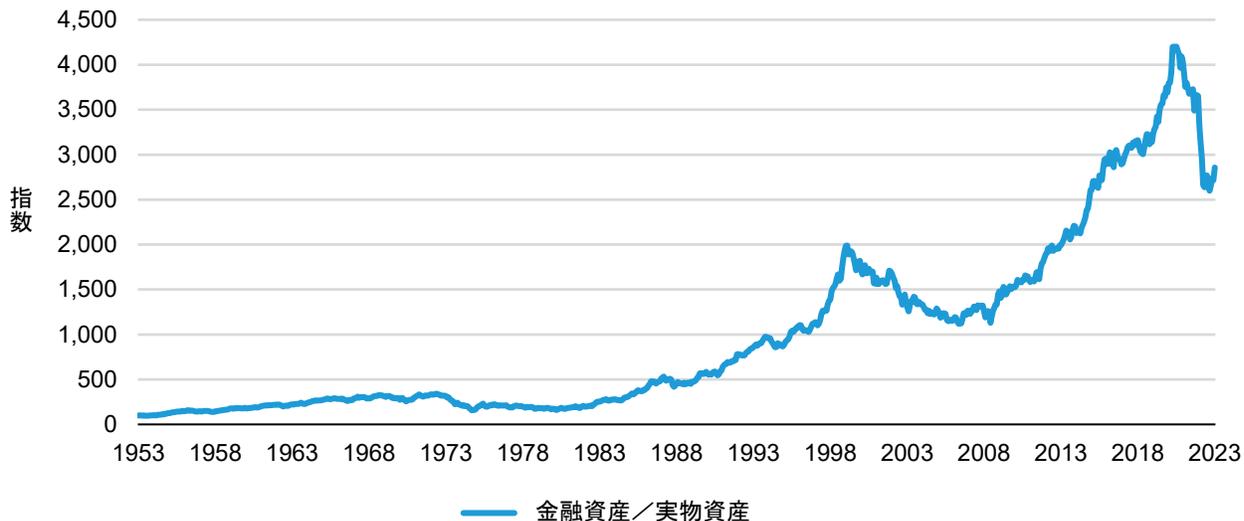
プライベート・エクイティやクレジットの需要を促進するこの供給サイドの議論は、供給が非常に豊富な国債には当てはまらない²。このような状況は、将来にわたって購買力を維持する必要があるポートフォリオに国債を組み入れることに否定的な私たちの見解を支える要素の1つである。

1980年以降、金融資産は実物資産をアウトパフォームしてきたが、これが逆転する兆しがある(次ページの図表7)。2020年半ばのピーク以降、実物資産(米国住宅用不動産と広範なコモディティ指数で代表される)に対する金融資産(米国株式と10年国債で代表される)の相対的アウトパフォームは大きく低下し、ピークから底までのドローダウンは38%に達している。

ABの戦略的見解は、ここ数十年よりもインフレ率が上昇し、金融資産のリターンが低下するというものである。ここ数十年では、負債が名目目標であろうと実質目標であろうと、それを実質資産ではなく金融資産で満たすことが理にかなっていた。しかし、ABのマクロ的な見方では、実質的な負債を抱える投資家、つまり購買力を維持する必要がある投資家は、現在、この配分のバランスを見直したいと考えている可能性がある。つまり、投資家は戦略的インフレ・ヘッジの一環として、ある意味で「実体経済を買う」必要があるのだ。そのため、実体経済には大きなリターンがあるにもかかわらず、パブリック市場では過小評価されているリターン・ストリームを保有することが、より急務となっている。

² 今後数年間、株式の需要が供給を上回るが、ソブリン債はその逆である理由については、最近の論考をご参照ください。

【図表 7】金融資産と実物資産のリターン:さらなる調整が必要



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。

金融資産は米国株式と米国 10 年国債。実物資産は米国不動産とブルームバーグ・コモディティ指数。

2023 年 1 月 31 日現在

出所:ブルームバーグ、グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

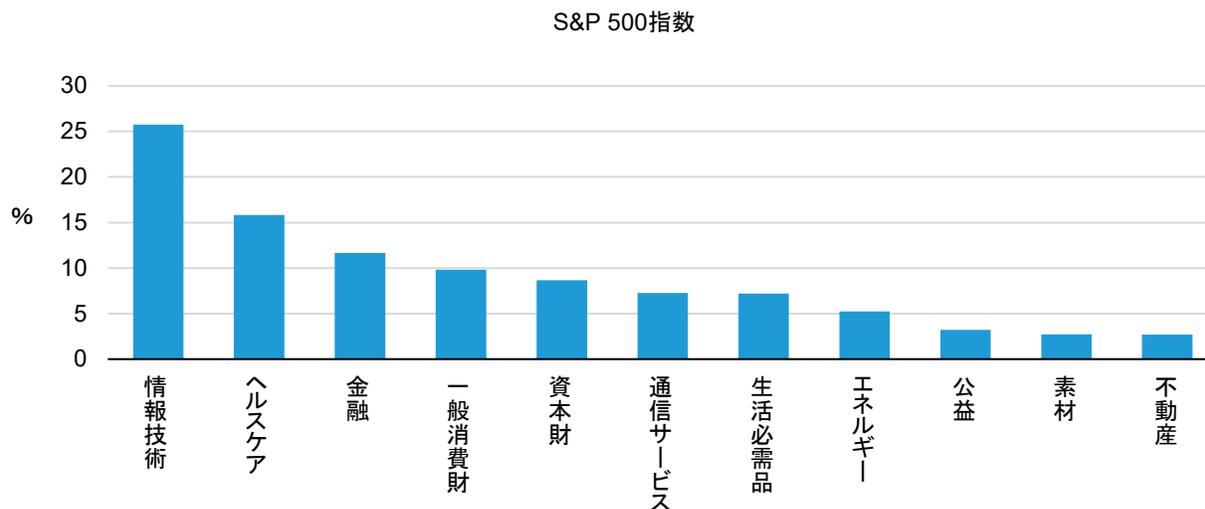
プライベート市場は、より実体経済に近いポートフォリオを作るのに役立つのだろうか？

戦略的なインフレ・ヘッジの中で実体経済のエクスポージャーを求める投資家にとって、プライベート市場へのエクスポージャーが、パブリック市場へのエクスポージャーによって残されたギャップを埋めるのに役立つかどうかという疑問がある。

米国を例にとれば、上場株式市場におけるセクターのウェイトと、GDP に占める割合で測定した経済におけるセクターのウェイトを比較することで、こうしたギャップを確認することができる。経済については、投資家が政府部門を容易に再現できないため、政府部門を除外している。現代の経済では、歴史上のさまざまなエピソードでは可能であったにもかかわらず、徴税へのエクスポージャーを得ることは実際にはできない。

これらのセクター分布を比較すると、上場株式市場はテクノロジーとヘルスケアを大幅に「オーバーウェイト」しており(次ページの図表 8)、対照的にインフラ、不動産、農業を非常に「アンダーウェイト」していることがわかる。インフラは広義には工業と公益事業に該当する。製造業、建設業、運輸業を含む広義の工業株は、米国の実体経済では最大のウェイトを占めているが(次ページの図表 9)、パブリック市場では中程度のウェイトに過ぎない。さらに、不動産は米国経済では第 3 位のセクターだが、S&P 500 指数では最小のセクターである。農業は、実体経済では小さいが顕著なウェイトを占めているが、パブリック市場では農機具・肥料セクターを通じて間接的に、しかも非常に小さい規模で存在するだけである。

【図表 8】米国上場株式におけるセクター別のウェイト

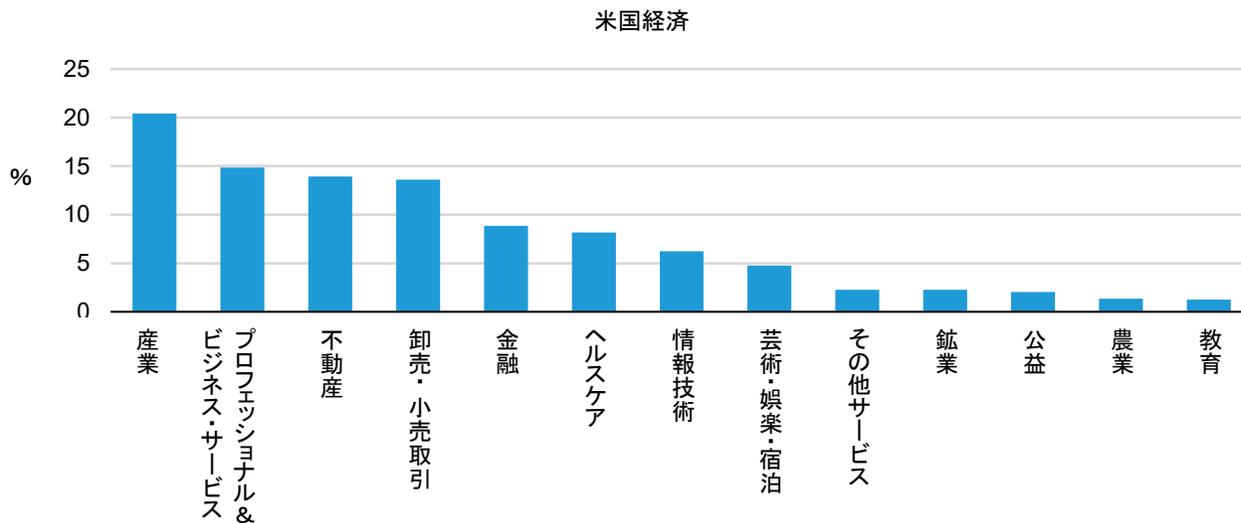


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年2月24日現在

出所: S&P グローバル、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

【図表 9】米国実体経済におけるセクター別のウェイト



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。

2023年2月24日現在

出所: S&P グローバル、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

より広範に見れば、売上高が1億米ドルを超える米国企業のうち、上場しているのは少数派であり³、上場市場以外のエクスポージャーが必要であることを示している。このように考えると、ポートフォリオにおけるプライベート資産の役割は、非流動性プレミアムの獲得や分散ソースの発見だけでなく、実体経済に近づくためのポートフォリオの配分リバランスでもある。

このような取り組みは、どのプライベート・エクイティが投資家のポートフォリオに最も適切かを検討する際に考慮される。歴史的に、プライベート・エクイティ・マネジャーは低成長セクターを明確に避けてきた。プライベート・エクイティは、他の点ではポートフ

³ 規模別ではなく、企業数別。参照: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2023/bain_report_global-private-equity-report-2023.pdf

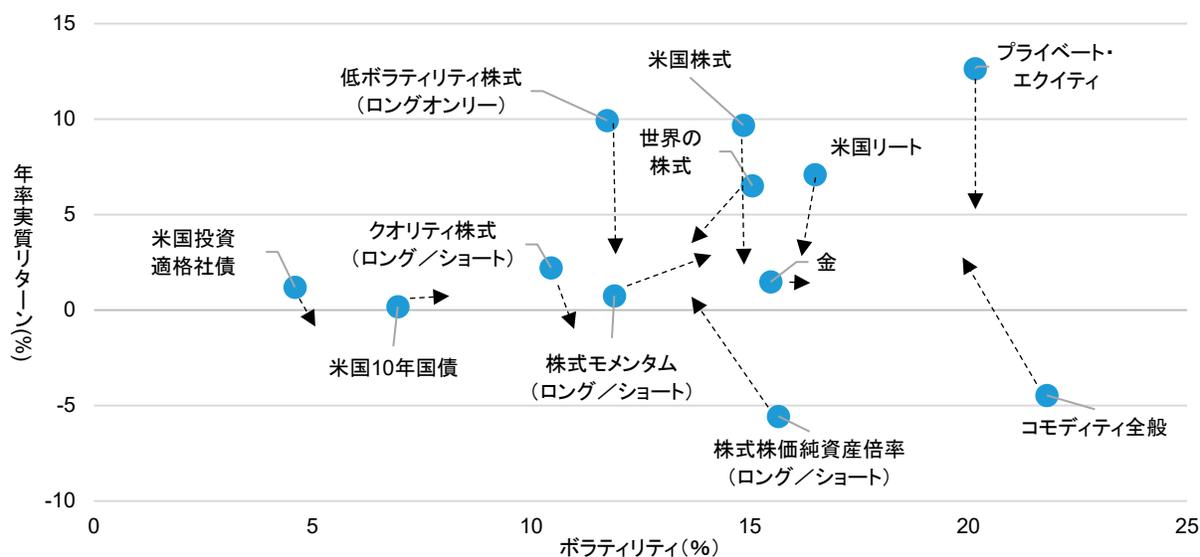
オリオに役立つかもしれないが(例えば、リターン格差が大きいことは、ファンド選択のアルファが大きいことを意味する)、投資家が実体経済に近づく助けにはならない。この点では、インフラ、不動産、天然資源資産(農地を含む)などの分野がより有用である。

ここには、投資の本質についてのより広範な論点もある。少なくとも従来から理解されているようなパッシブ投資は存在しないと、ABは長い間主張してきた。多くの投資家にとっての真のベンチマークは、インフレである。結局のところ、ほとんどの投資のポイントは、実体経済で設定された負債(退職給付費用など)を満たすことである。この文脈では、S&P 500 指数のような指数への投資はパッシブではない。上場株式インデックスに含まれないセクターを含めることで、プライベート市場はこのギャップを埋めることができる。

需要ケース: シャープ・レシオ低下への対応としてのプライベート資産

プライベート資産に対する投資家の需要は、供給の議論よりもさらに強い可能性がある。その根本的な原因は、投資家が今後10年間に投資で得る実質シャープ・レシオが過去12年間よりも低くなるという見通しである(図表10)。これには、3つの力が働いているとみている: 1) 期待名目リターンの低下、2) インフレ率の上昇、3) 分散投資の困難化である。ABは最近、このテーマについて[ブラック・ブック『コロナ禍の教訓を活かす』](#)を執筆したので、ここではその議論を繰り返さないが、このシナリオは、戦略的資産配分を変更する必要があることを示唆している。

【図表10】(インフレ上昇と名目リターンの低下により)資産クラス全体のリターン/リスクの低下を予想する



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。

注: 点は2010年1月から2022年12月までの、投資家が購入可能な主なリターンの流れの実質リターンとボラティリティを表しています。矢印は、AB インスティテューショナル・ソリューションズ・チームの今後5~10年の予想。プライベート・エクイティのリターン・データは、1986年から2019年の間に組成された、完全に清算されたパートナーシップを含む1,562のファンドからまとめたケンブリッジ・アソシエイツの米国プライベート・エクイティ・インデックス。すべてのリターンは手数料、経費、キャリドインタレスト控除後。データは運用会社に無償で提供されます。プライベート・エクイティのボラティリティは、MSCI 米国小型株式バリュエーション指数に15%のレバレッジをかけて推計。

2023年3月17日現在

出所: ケンブリッジ・アソシエイツ、ファクトセット、FRED、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

2022年の大きな衝撃のひとつは、債券が株式のリスクを分散できなかったことだ。だが、これは一過性ではないため、投資家はこれに慣れる必要があり、考え方やポートフォリオ設計の大きな転換を意味する。⁴ 分散投資の源泉がより重要になり、投資家の間では実質リターンと分散投資のトレードオフがより重要視されるようになるだろう。

インフレ率が緩やかに上昇する世界では、流動性の高い準現物資産としての規模を考えれば、株式はポートフォリオの重要なアンカーである。問題は、株式の他にどのような資産を追加して補完できるかということである。分散投資を行う上で、プライベート資産は重要な役割を果たすことができる。しかし、更新頻度の低い評価額による見せかけの分散と、真に差別化されたリター

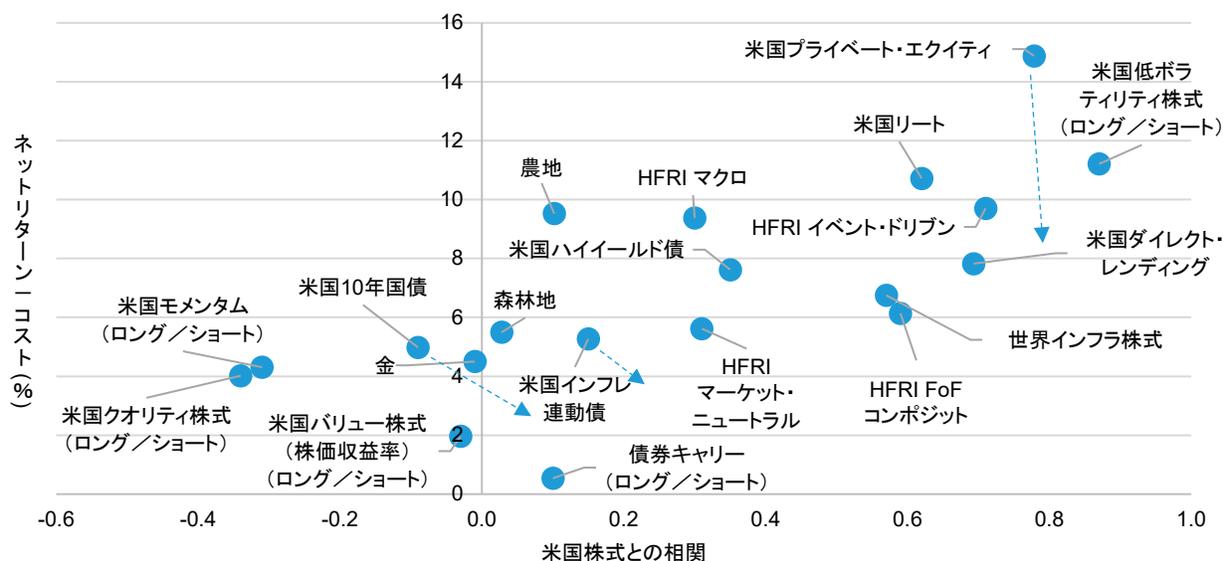
⁴ ABの[ブラックブック『コロナ禍の教訓を活かす』](#)の第4章「What Happens When Diversification Disappears」をご参照ください。

ン・ストリーム(例えば、パブリック市場ではエクスポージャーを得ることができない非常に差別化された資産、コントロールできることのメリット、より優れたダウンサイド・プロテクションなど)による真の分散を区別する必要がある。

図表 11 では、幅広いリターン・ストリームについて、ネット・リターン(フィー控除後)と株式との相関のトレードオフを示している。破線の矢印は、いくつかの主要なリターン・ストリームが今後 10 年間にどのような動きが予想されるかを示している。異なる種類のリターン・ストリームがこの空間の異なる領域を占めていることは明らかである。左側のロング・ショート・ファクター戦略は、株式と負の相関を持つ。チャートの中央には、より伝統的な分散投資対象である金、名目債、インフレ連動債が含まれている。右側には、実物資産と金融資産の両方のプライベート資産が並んでいる。

ここに表示されている企業向けダイレクト・レンディングは、プライベート・デット・ユニバースの一部でしかない。不動産、インフラ、スペシャリティ・ファイナンスなど、他の形態のプライベート・クレジットは株式市場との相関が低いため、ダイレクト・レンディングの左側に位置するはずである。しかし、長期的なデータがないため、このケースを実証的に示すことはできない。

【図表 11】リターン／分散トレードオフの評価



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。

注: 図表は 1990 年 1 月(または入手可能な最長履歴)から 2022 年 12 月までの月次データを使用。プライベート・エクイティ、ダイレクト・レンディング、農地、森林地の各シリーズは四半期ごとのデータに基づきます。ダイレクト・レンディングは企業向け。米国 10 年国債、金、リート、インフレ連動債、ハイールド債の手数料を 10 ベーシス・ポイントと仮定。ロング・オンリー・ファクターには 20 ベーシス・ポイント、ロング・ショート・ファクターについては 50 ベーシス・ポイント、農地と森林地については 150 ベーシス・ポイント、ダイレクト・レンディングについては 150 ベーシス・ポイントの手数料を想定しています。

2023 年 3 月 17 日現在

出所: ブルームバーグ、ケンブリッジ・アソシエイツ、クリフウォーター、グローバル・ファイナンシャル・データ、HFRI、NCREIF、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

戦略的資産配分におけるプライベート資産の長所と短所

これらを総合して、今日、投資家のポートフォリオにプライベート資産を組み入れることの長所と短所を概説することができる。AB の見解では、過去 10 年間にわたりプライベート市場への資産配分を推進してきたすべての力は、むしろ強まっている。しかし、新たな制約も存在するため、戦略的資産配分の論争は、これらの力の相互作用と、それが個々の投資家レベルだけではなくマクロ・レベルでも何を意味するかということになる(次ページの図表 12)。

【図表 12】プライベート資産の現時点での長所と短所

より多くのプライベート資産の必要性

(投資家からの)需要

- パブリック市場における名目リターン低下の見込み
- 分散投資の必要性
- インフレ・プロテクションの必要性
- パブリック市場でカバーされていないセクターへのエクスポージャー
- アクティブ・リターン源泉の必要性

供給

- 若い高成長企業の市場参加が減少
- 自社株買いによる上場株式数の減少
- 伝統的な融資機関の縮小
- 借り手はプライベート資本の柔軟性がより高いことを認識

プライベート市場への配分の新たな限界

分母効果。多くのファンドが現在、目標に対してプライベート資産をオーバーウェイトしている

流動性の問題が大きい

金融緩和から金融引き締め

アセット・オーナーのポートフォリオの流動性は比較的高い

パブリック市場の流動性は相対的にぜい弱

手数料:プライベート資産の手数は現在、多くのバジレットの大部分を占めている

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: AB

前節で供給力と需給力を整理した。もちろん、プライベート資産がインフレ・ヘッジという点で唯一無二の特性を持っているわけではないが、その重要なサブセットはインフレ・ヘッジに役立つ可能性がある。資産配分担当者の中からは、この2つの力がより重要になると思われる。

コントロールできることのメリットは、プライベート資産にとって長い間、重要な考えであった。これを単一資産やファンド・レベルで証明できるかどうかは、ここでの議論には含まれない。その代わりに、ロング・オンリーのパッシブ・ベータからのリターンが低下し、市場のトレンドが弱まり、ビジネス・サイクルが再強化された世界では、アクティブ・アプローチに対する意欲が高まるはずだというマクロ的なケースを挙げる。このケースは、一般的に、アクティブのリターン・ストリームが最終投資家のリターン・ストリームのより大きな部分を占めるようになるべきだという一般的な見方につながる(以前の記事『[The \(Renewed\) Case for Active Investing](#)』(英語)ご参照)。

アクティブ運用がポートフォリオ全体のリターン/リスクを構成する大きな要素になるにつれ、プライベート資産も当然重要な役割を果たすようになる(例えば、プライベート・エクイティでは企業の方針を決定する能力、プライベート・クレジットでは潜在的なデフォルト・サイクルを管理する可能性など)。プライベート・オルタナティブがポートフォリオにおける唯一のアルファ源であると考えるのは間違いである。むしろ、伝統的な資産クラスのアクティブ・ポートフォリオなど他のカテゴリーと並んで、特異なリターンを生み出す可能性のある全体的なアロケーションに貢献する1つのインプットを提供するものとする。

このようにプライベート資産への強まる支持を背景に、プライベート資産に不利なケースも生じている。最も重要な要素は、ポートフォリオの流動性を高める必要性が持続的に高まると思われることである。この必要性には3つの主な理由がある。

- 量的緩和から量的引き締めへの(試みられた)転換が意味するマクロ流動性の低下
- 資産所有者の非流動性ポートフォリオへのシフト
- パブリック市場の流動性はより脆弱であるとの認識

これらの理由はすべて、投資家にとって流動性がより大きな関心事であることを示している。また、同じような2つのリターン・ストリームがあれば、投資家はより流動性の高いほうに比重を置くべきであることも示唆している。このような状況は、一部の投資家にとってはプライベート資産への流入を鈍らせる可能性が高い。しかし、一部のプライベート資産が極めて特殊な流動性ニーズ(例えば、短期間のキャッシュ創出資産)に役立つ可能性についても、より詳細な検討を促すことになる。投資家の流動性ニーズを満たすキャッシュフローを持つプライベート資産も、キャッシュフローを実現するために市場の出口を見つける必要がないため、役立つ可能性がある。

また、成長減速期の影響や、プライベート資産への投資を変える可能性のある時価評価が必要かどうかとった、より戦術的な懸念もある。投資家は、例えばインフレ・ヘッジの一環としての変動金利のプライベート・クレジットの利点に注目している。しかし、顧客との面談で耳にする懸念は、変動金利が借り手側の苦境を助長するのではないかということである。当レポートは戦術的と

いうよりむしろ戦略的なものだが、それでもこの点を取り上げることは重要である。私たちの基本ケースは、今後は深刻な景気後退ではなく、成長減速期になるとみているが、成長減速と金利上昇の時期であっても、それがしばらく続けば、債務不履行が増える可能性が高い。しかし、プライベート・エクイティのオーナーなどとの関わりを持ち、リストラを行う可能性があるという点で、プライベート・レンダーには潜在的な利点がある。

要するに、伝統的な金融資産の期待リターンが低く、流動性が豊富だった近年の環境は、プライベート資産にとって他に類を見ないほど有利だったということだ。懸念されるのは、パブリック市場からの期待リターンが増加し、流動性が低下することで、この優位性が損なわれるのではないかとということである。ここでこうした議論をひもとくことの意義は、2022年に若干の上昇が見られたとはいえ、長期的な観点から見れば期待リターンはまだ低いということを主張することにある。流動性のニーズは常に特定の投資家に特有のものであるが、こうした区別にかかわらず、流動性というテーマは今も近年よりも懸念事項の上位にあることを示唆している。したがって、流動性は、プライベート資産のケースを取り除くようなものではなく、個々の投資家レベルのより微妙なバランスの一部となる。

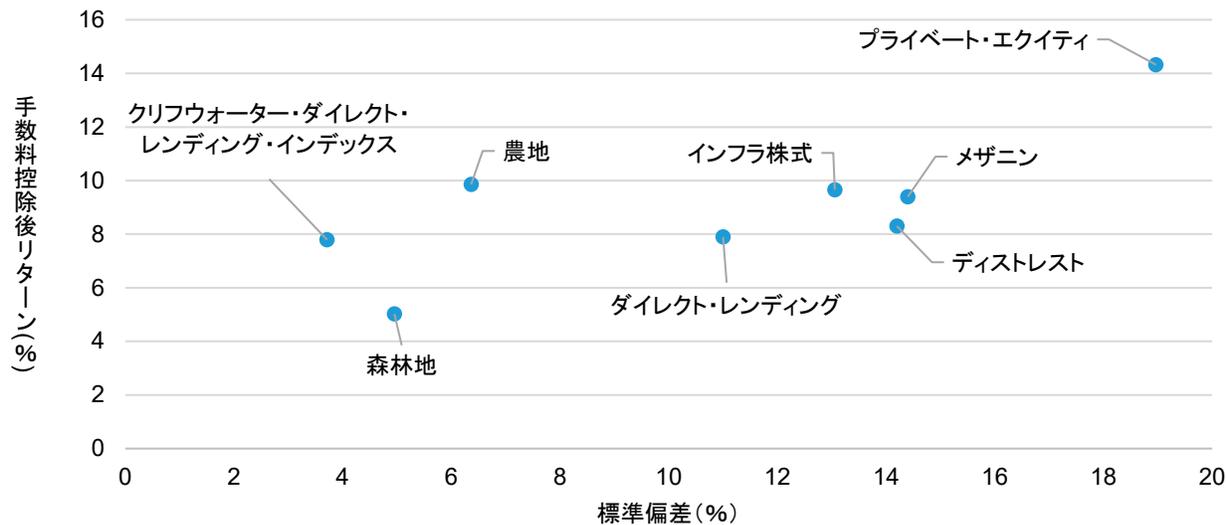
このような状況を別の言い方をすれば、投資家は近年、リターンを求めるあまり、質を下げることに満足してきた、あるいは少なくとも選択の余地はほとんどなかったということだ。低流動性を受け入れながら、低クオリティのミックスにシフトすることは、システム全体や個々の投資家にとって問題を引き起こす懸念があるかもしれない。これについては、クレジットの質という文脈で後ほど詳しく説明する。マクロ的な観点からは、資産と経済全般の成長について弱気なケースを描くことは可能だが、それを中心的なケースとするのは間違っていると考える。ABが考える中心的なケースは、プラスの実質成長である(ABのブラックブック『[コロナ禍の教訓を活かす](#)』ご参照)。

アロケーション全体における個々のプライベート資産の役割

多くの投資家がまだプライベート資産への資産配分を拡大する必要があるとすれば、具体的にどのようなプライベート資産を購入すべきなのだろうか。次ページの図表13では、1996年1月から2020年12月までのデータを用いて、プライベート資産のカテゴリーの過去の手数料控除後名目リターンとボラティリティを示している。ダイレクト・レンディング、メザニン・デット、ディストレスト・デット、ベンチャー・デット、スペシャル・シチュエーションのリターンは、Preqinから提供されたデータを使用しているBoni & Manigart(2022年)によるものである。彼らのシリーズは、プライベート・デット・ファンドのさまざまなサブカテゴリーの手数料控除後内部収益率(IRR)の中央値を示している。クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックス(CDLI)は、2004年9月から始まる12,000件のミドル・マーケット・ローンの資産加重インデックスである。手数料は150ベース・ポイント(75ベース・ポイントの管理手数料と10%のパフォーマンス・フィー)を想定している。

プライベート・エクイティのリターンには、ケンブリッジ・アソシエイツの米国プライベート・エクイティ・ベンチマークを使用した。時価評価の欠如によりプライベート・エクイティ資産のパフォーマンスが過度に平滑化する問題を回避するため、MSCI米国小型バリュー株式のリターンに15%のレバレッジをかけたパブリック市場等価インデックスのボラティリティを使用した。インフラストラクチャーについては、パブリック市場相当のインデックスであるダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド(MLP除く)グローバル・インフラストラクチャー・インデックスを使用した。農地と森林地については、NCREIFパフォーマンス・インデックスを使用し、1.5%の管理手数料を想定した。クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスとPreqinシリーズのもう1つの顕著な違いはボラティリティである。これは、CDLIインデックスのローン価値が四半期ごとのローン価値の公正価値評価に基づいて設定されるため、リターン・プロファイルがよりスムーズであることに起因していると考えられる。一方、Preqinシリーズは、LPへの手数料控除後のキャッシュフローデータからIRRを算出している。

【図表 13】一部のプライベート・アセット・カテゴリーの過去の手数料控除後リターンとリスク



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。

注：データは 1996 年 1 月から 2020 年 12 月まで。クリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックスのデータは 2004 年 9 月から 2020 年 12 月までで、3%の運用報酬を前提としています。インフラストラクチャーのリターンは上場市場を反映するダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・ブルックフィールド(MLP 除く)グローバル・インフラストラクチャー・インデックス。プライベート・エクイティ・リターンはケンブリッジ・アソシエイツ 米国プライベート・エクイティ・インデックスを使用しており、ボラティリティは上場市場と等価の MSCI 米国小型バリュー株式インデックスを使用し、レバレッジを 15%として計算しています。農地と森林地は米国 NCREIF インデックスのデータを使用し、1.5%の運用報酬を想定しています。

2023 年 2 月 18 日現在

出所：Pascal Böni & Sophie Manigart(2022 年)、ブレキン、ケンブリッジ・アソシエイツ、NCREIF、データストリーム、MSCI、クリフウォーター、AB

将来のリターンについてはどうだろうか？ AB は最近のリサーチで、レジームが変化したのだから、将来のリターンが過去のリターンと同じだと単純に考えるのは間違いだと指摘してきた。

過去 10 年間、資金流入の大半を占めてきたプライベート・エクイティの場合、パイアウトのマルチプルが記録的な水準まで上昇している一方、負債コストも上昇していることから、疑問が投げかけられている：プライベート・エクイティは、全体としてまだ非流動性プレミアムがあるのだろうか？ AB は、プライベート・エクイティの平均的なフィー控除後の将来リターンは、上場株式と同程度になると予想している⁵が、その結果にはまだ大きなばらつきがある。つまり、プライベート・エクイティの中でも、より成功しているファンドは、最終投資家のリターンを向上させるアクティブ運用の能力において重要な要素である。つまり、プライベート・エクイティは、ベータよりも、マネジャーの選択とアルファに関する物語になることを意味する。AB の見解では、今後は、プライベート・エクイティへの資金流入は、プライベート・エクイティ以外の分野に向かうだろう。

プライベート・クレジットは、伝統的な融資機関の撤退に支えられた成長により、こうした資金流入のより大きな部分を引き寄せることができるはずである。ほとんどのセグメントで変動金利が採用されており、インフレ上昇に対するポートフォリオのヘッジへの対応の一環として、明示的に役立つ可能性がある。プライベート・クレジットは、低格付企業のニッチ・セグメントから、より広範なリターン・ストリームへと進化してきた。

もちろん、これには制約がある。プライベート・クレジットのカテゴリーが最近拡大していることから、適切なデフォルト・サイクルを通じて資産を管理する積極的な経験を持つプライベート・クレジット・マネジャーが十分にいるかどうか、しばしば質問される。このような懸念がある以上、マネジャーの評価を強化する必要があるだろう。

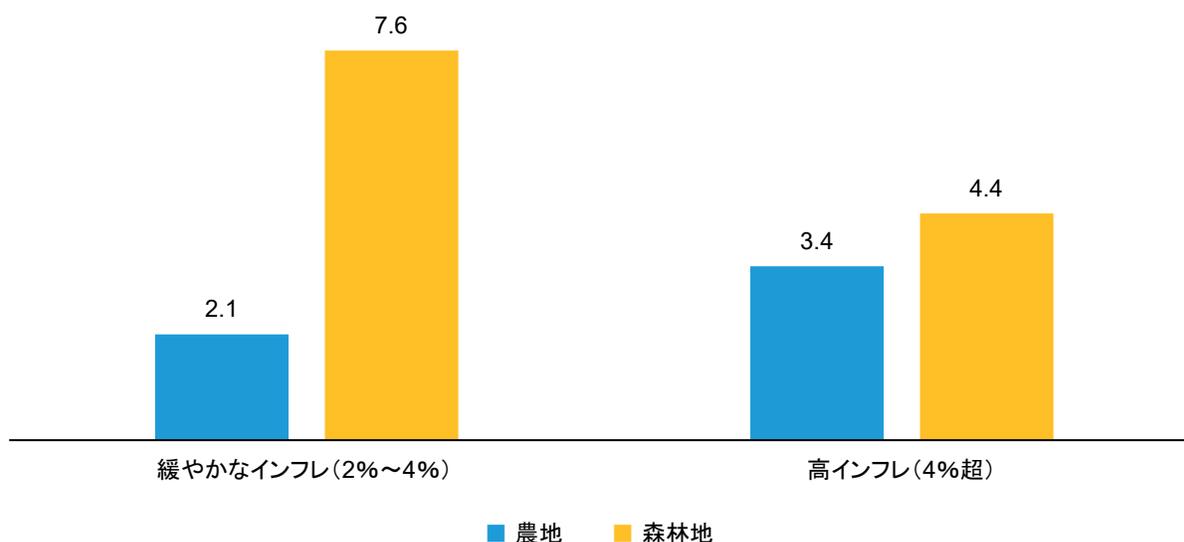
また、ここ数十年で、クレジットの全般的な質が低下しているという見方も可能である。例えば、投資適格社債の 46%が最も低い格付であるのに対し、2014 年には 36%に過ぎなかったという観察から、このことが分かる。これはシステム全体に関わる問題である。リスクは上昇したのか、上昇したのであれば投資家はどのように補償されるべきなのか。この問題はプライベート・クレジットに限ったことではなく、より広範な問題の一部であると AB は考えている。AB は以前から、投資家が購買力を維持したい

⁵ AB の [ブラックブック『コロナ禍の教訓を活かす』](#)をご参照ください。

のであれば、リスク・レベルを高める必要があると主張してきた。唯一の問題は、投資家がどのようなリスクに身をさらすことを望んでいるかということだ。投資家の流動性のニーズ、時間軸、スキルに合うものは何か？

図表 14 のインフラ投資のインデックスは、空港を含む伝統的なインフラに偏重している。一方、インフラ投資の対象はグリーン・テクノロジーへとシフトしており、リターン・ストリームの性質が変化している。このような構成は、特にインフレ連動要素を組み込んでいる場合には、依然として高い価値を持つが、資産クラスのリターン／リスク比率も変化することになる。風力発電所のような資産の開発者は資本を必要としているため、開発者と投資家からの要求が満たされることを期待するというダイナミクスがあると示唆する。農地や森林地を含むプライベートの天然資源資産も、潜在的な不動産プールの一部である。魅力的なのは、インフレ率が上昇する長期にわたってプラスの実質リターンを生み出す能力が過去に実証されていることだ。資産が適切な方法で管理されれば、投資家の環境・社会・ガバナンス(ESG)目標も達成できるかもしれない。

【図表 14】異なるインフレ局面における農地と森林地の実質収益率(%)



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。

分析には 1972 年から 2020 年までの年次データを使用。名目リターンから実質リターンへの変換には米国 CPI 指数を使用。緩やかなインフレとは、米国の 10 年間のブレイク・イーブン・インフレ率が 2%から 4%の期間と定義。高インフレとは、ブレイク・イーブン・インフレ率が 4%を超える期間。1997 年以前の 10 年ブレイク・イーブン・レートは、Jan Groen と Menno Middelborg がニューヨーク連邦準備銀行から算出したインプライド・インフレ率のバックキャスト。

1950 年 12 月 31 日から 2020 年 12 月 31 日まで

出所: コラム・フィッツジェラルド、ニューヨーク連邦準備銀行、トムソン・ロイター・データストリーム、USDA、AB

最後に、商業用不動産、航空や海運などのハード・アセット、消費者金融や住宅ローンなどの特殊金融戦略など、その他の資産担保型のプライベート・クレジットがある。これらは過去のデータが限られているため、図表 14 では取り上げなかったが、実体経済との連動性やキャッシュフロー特性を考慮すれば、潜在的に魅力的な投資対象といえる。

プライベート資産とアセット・アロケーションの未来

投資業界では細分化が頻繁に起こる。アクティブとパッシブ、パブリックとプライベート、クオンツとファンダメンタルズなど、例を挙げればきりが無い。AB は、これらはすべて、ある程度は偽りであると主張したい。アクティブとパッシブの境界線はダイナミックでグレーゾーンだ。同様に、パブリックとプライベートの境界線も、多くの投資家が考えているほど明確ではない。

最終的には、企業であれその他の事業体であれ、発行体は資本を調達する必要があり、株式であれ債券であれ、上場であれ非上場であれ、さまざまなチャネルを通じてそれを行うことができる。全体的なポートフォリオの設計は、公開か非公開かを厳密に区別するよりも、これらのチャネルにまたがるさまざまなリターン・ストリームを集約するものとして考える方が適切であろう。プライベート資産の流通市場の出現や、実物資産のトークン化の長期的な可能性は、このテーマの一部である(AB のブラックブック『[コロナ禍の教訓を活かす](#)』ご参照)。

アセット・オーナーは、ポートフォリオの実質シャープ・レシオが低下する見通しに直面しており、資産配分の継続的な転換が求められている。その対応策には、非流動性プレミアムとアクティブ・リターン・ストリームを最もリスク効率の高い方法でポートフォリオに統合する方法を検討することが含まれる。もう 1 つの要素は、伝統的な上場市場ではアクセスが難しかった実体経済の一

部へのエクスポージャーを狙うことである。これに対して、流動性リスクへの注目の高まり、デフォルト・サイクルの影響に関する考察、場合によっては非流動性プレミアムの規模への疑問など、相反する力が働いている。このような逆風は、特定の状況においてはプライベート市場への投資に不利に働くかもしれないが、全体としては、新しい投資体制における適切な資産配分において、プライベート資産が果たすべき役割は大きいと AB では考える。

当資料は、2023年4月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後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。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用...申込手数料 上限 3.3% (税抜 3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用...信託財産留保金 上限 0.5% です。
- 有期間に間接的にご負担いただく費用...信託報酬 上限 2.068% (税抜 1.880%)です。

その他費用: 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、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。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

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