

銀行不安のオルタナティブ投資への影響

オルタナティブ投資

2022年4月4日

Chief Investment Office GWM

Karim Cherif, Head Alternative Investments; Antoinette Zuidweg, Alternative Investments Strategist; Tony Petrov, Strategist; Antonia Sariyska, CIO Sustainable Investing Analyst; Thomas Veraguth, Strategist

- 最近の銀行セクターのストレスは金融システム全体に波及しており、オルタナティブ(代替投資)資産クラスへの影響が懸念されている。
- 我々は、銀行システム全体の健全性が危険に晒されるとは考えておらず、世界金融危機の再来も予想していない。オルタナティブ資産は、投資先を検討中で、且つ内在するリスクを許容できる投資家にとって、依然として魅力的な投資機会であると考えます。
- 資産配分目標に沿ったポジション構築の継続を推奨しますが、さまざまな戦略にわたり通常以上に選別と分散を心がけることを勧める。



出所: Unsplash, Sebastien Gabriel

米中堅地方銀行の破綻

3月10日、米国シリコンバレーの中堅地方銀行が破綻した。この破綻は世界の金融市場全体に衝撃を与え、米国の銀行制度の安定性と、スタートアップ企業やより広くはプライベート市場への影響に懸念が高まった。

破綻した銀行のホームページによると、同行は米国のベンチャーキャピタルが出資する全スタートアップ企業の約半数、また米国のベンチャーキャピタルが出資し昨年上場したハイテクおよびヘルスケア企業の44%と取引があった。また2022年末時点で約740億米ドルのローン・ポートフォリオを有しているが、そのうち400億米ドル超がプライベート・エクイティやベンチャーキャピタル・ファンドに対するキャピタルコール・ラインやサブスクリプション・ラインといった融資だった。また、2021年末時点のクリーンエネルギー向け融資約束額は32億米ドルであると述べている。

キャッシュバーン・レート(単位期間あたりに消費する現金を表す指標)が高く、高成長指向の企業にとって、金利上昇は大きな痛手である。困難な資金調達環境とも相まって、同行は相次ぐ預金流出の影響を大きく受けた。こうした預金を債券投資に回していた同行は、預金取り付けに対応するためその保有債券で生じた巨額の評価損を実現せざるを得なくなり、その結果、突如業務停止に追い込まれ、米連邦預金保険公社(FDIC)の介入と監督下に置かれることとなった。米連邦準備理事会(FRB)は銀

行向けターム・ファンディング・プログラム(BTFP)を創設し、必要な事前防御策を打ち出し、同行やその他地方銀行を取り付けの恐れから保護した。直近の情報では、同行の破綻はベンチャーキャピタルやスタートアップ企業に関連する信用事由が原因ではないことが示唆されているにもかかわらず、高成長のスタートアップ企業に対する見通しや、オルタナティブ資産クラスに対する幅広い影響への懸念が高まっている。また、これら懸念のいくつかは、インフレ抑制法(歳出・歳入法)やエネルギー移行への注力という観点から、グリーンエネルギーや幅広いサステナビリティ技術への資金提供に対しても向けられている。

ベンチャーキャピタルのエコシステムへの影響

ベンチャーキャピタル投資は本質的にリスクが高い。投資家はアーリーステージの企業に投資するが、そうした企業はイノベーションをけん引している分、未知の海域を進んでいることが多く、プラスのキャッシュ・フローを生み出せるほど十分に事業が拡大していないからだ。最善の時期でさえも、スタートアップ企業がどれも一貫して成長を遂げられるわけではなく、多くは失敗する。ベンチャーキャピタル投資は失敗する確率が高く、案件の6割は、投資の収益性を測る指標である投下資本倍率(MOIC)が1倍未満だ。調査会社ケンブリッジ・アソシエイツによると、ベンチャーキャピタルの総損害率はバイアウト戦略に比べて2.5倍高い。そのため、スタートアップ企業は通常、負債を活用せず、主に株式を通じて資金を調達する。

オルタナティブ投資

スタートアップ企業の資金調達環境は 2023 年初めからすでにひっ迫しており、資金調達活動はますます困難になっていた。起業家は、低バリュエーションで株式と引き換えに出資を受ける代わりに他の資金調達源を模索していた。その 1 つがベンチャー・デット(エクイティとデット両方の性格を持った金融商品、新株予約権付融資など)だった。だが、ベンチャーキャピタルやスタートアップ企業の重要なパートナー銀行が破綻したことにより、いまや資金調達環境に空白が生じている一方、この業界に対する懐疑論が高まっており、ひいては資金調達の選択肢が狭まっている。こうした環境の中、起業家はキャッシュ・ランウェイ(企業がキャッシュ不足に陥るまでの残存期間)を伸ばすために、コストを管理しながら流動性を高める別の方法を積極的に模索している。だが、企業はバリュエーションの低下を許容せざるを得なくなるだろう。

金融情報サービスのピッチブックによると、2022 年のベンチャー企業のバリュエーションの中央値は、2021 年と比べてアーリーステージで 33%、レイターステージで 25%それぞれ低下した。更なる低下が予想されるが、その程度は、流動性環境のひっ迫がどのくらい長く続くか、資金の枯渇がどの程度深刻かによるだろう。キャッシュバーン・レートや商業的な持続可能性、収益への道筋のような企業固有の状況も同様に重要だ。

報道によると、ベンチャーキャピタルに投資を継続している複数の大型の政府系ファンドやファミリーオフィスが著名なスタートアップ企業の支援に関心を示しており、投資に参入する用意があるようだ。だが、今すぐではなく、多くの投資家はさらなるバリュエーション低下を確認してから参入に踏み出すだろう。ベンチャーキャピタル・ファンドもまた手元資金(ドライパウダー)が潤沢で、ピッチブックによると投資に回せる資本は 5,800 億米ドル超に上るが、取引活動を再開する前にさらなるバリュエーション調整が必要だと考える。最終的にこのギャップを埋めるべく、銀行とその他ベンチャー・デットの出し手が介入する可能性があり、すでに参入しているところもある。

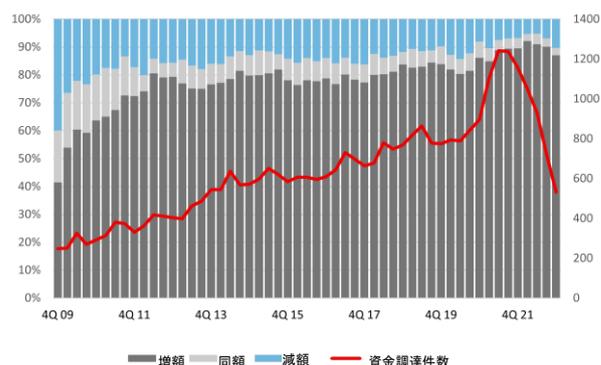
バリュエーションの低下は短中期的にはリスクとして捉えられるが、同時に魅力的な長期投資機会にも映る。さらに、資金を求めるスタートアップ企業は、投資家に有利な出資条件の受け入れに前向きになるだろう。こうした出資条件としては、希釈化防止条項、ドラッグ・アロング(強制売却権)を抑えた条項、または拒否権の強化が考えられる。

我々はまた、すべてのグロース・セクターや企業が一律ではないと考える。新興技術プロジェクトや資金が付かないプロジェクトは資金調達に苦戦する一方で、制度的な支援、健全な財務状況、成長への明確な道筋を示せる実績ある企業は、資金調達はさほど難しくないとみられる。

2022 年はベンチャーキャピタルの資金調達が減少したものの、他のセクターより底難く推移しているセクターもある。ピッチブックによると、昨年米国のバイオテクノロジーや医薬品企業がベンチャーキャピタルから調達した金額は 310 億米ドルほどで、2021 年と比べて 21%減少した。だが減少幅は、フィンテック(38%減)や消費者向けテクノロジー(54%減)などのセクターと

比べれば小さい。一方、連邦および州政府レベルで気候関連の資金調達スキームが進んでいることに加えて、3,690 億米ドルのインフレ抑制法(歳出・歳入法)が可決されたことは、経済情勢の悪化にもかかわらず、グリーンテクノロジー、エドテック、循環経済といった革新的な技術を引き続き促進するだろう。米国以外での同様の取り組みもまた、世界中でこれらセクターを下支えするとみられる。最後に、すでにキャッシュフローがプラスで、SaaS(サービスとしてのソフトウェア)やサイバーセキュリティ、オートメーションといった分野で不可欠な成長企業は、耐性が高いとみられる。

図表 1—資金調達の減少は今後も続く見通し



出所: ピッチブック、2022 年第 4 四半期現在。UBS、2023 年 4 月現在

ただし、投資家においては投資先をさらに厳選し、持続可能で信頼できる財務基盤を持ち、明確な出口シナリオを示せる企業を識別する必要がある。テーマ別では、グリーン経済への移行、ヘルスケア、デジタル化といった長期的な成長機会に引き続き妙味があるとみている。全体として、直接ベンチャーキャピタルにポジションを取るよりも、バイアウト戦略やグロース株戦略を通じて成長機会に投資することを勧める。

他のプライベート・エクイティ戦略にも投資機会の可能性

最近の米地銀の経営不安がプライベート・エクイティにおける他のセグメントに及ぼす直接的な影響は、ベンチャーキャピタルと比べると限定的である。例えば、今回の銀行不安によりバイアウト・ファンドの資金調達能力が深刻な打撃を受けるとは予想していない。レバレッジド・バイアウト(LBO)のファンド・マネジャーと LBO ファンドの投資先企業は通常、ウォール街を代表する複数の大手金融機関と取引をしている。これらの金融機関は総じて自己資本が厚く、銀行破綻の連鎖リスクからは守られている。

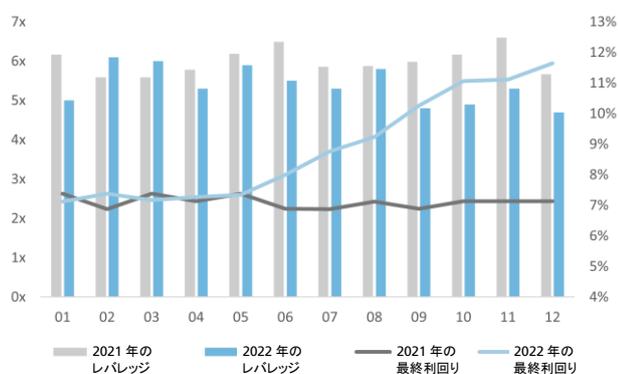
前述の破綻した米地銀のような中堅銀行との取引は少なく、ある場合でも個別案件であり、企業の成長初期段階から続く取引関係によるものが多い。エネルギー移行や脱炭素化を目的とした特定分野の資金調達においても同様のことがいえる。

LBO の資金調達も進化しており、資金調達方法の選択肢が増えてきている。2022 年は資金調達環境が悪化し、ファンド・マネジャーは銀行に代わる資金の調達源として、ダイレクト・レンディング(ノンバンクによる中小企業向け直接融資)への依存を高め

オルタナティブ投資

た。ピッチブック LCD によると、2022 年第 4 四半期(10-12 月期)には 59 件の LBO が成立したが、うち銀行の協調融資で実行されたものはわずか 1 件だった。今後については、ダイレクト・レンダー(ダイレクト・レンディングの貸し手)とプライベート・エクイティ・マネジャーが引き続き連携を強化してゆくものと予想する。2023 年初めには、世界最大級となるプライベート・クレジットが、過去最大規模のダイレクト・ローン(55 億米ドル)の引受けを検討していると英フィナンシャル・タイムズが報じた。一方、バイアウトのファンド・マネジャーも、借入れを減らし、株式の利用を増やすなど、新しい調達環境への対応を進めている。JP モルガンのデータによると、昨年 12 月に完了した LBO で利用されたレバレッジは約 5 倍と、2022 年初めの 6 倍から低下している。さらにまた、ジェネラル・パートナー(ファンド運用者)が、既存のリミテッド・パートナー(ファンドに出資する投資家)に「共同投資」の機会を提供する仕組みも拡大していくと予想される。

図表 2- LBO のレバレッジは縮小



出所: JP モルガンによる新規案件とアドオン 351 件に関するデータ、UBS、2023 年 4 月現在。左軸:レバレッジ、右軸:最終利回り

しかし、プライベート・エクイティの投資先企業の多くは、金利上昇により、有利子負債コストが増大している。景気後退の圧力や、企業価値評価の指標である EBITDA(利払い前・税引き前・減価償却前利益)の減少見通しなどで、借入利息を返済するだけの十分なキャッシュフローが獲得できない可能性のある企業が増えている。借入金利息の支払い能力を表すインタレスト・カバレッジ・レシオは 2022 年に悪化したが、「危険」水準には達していない。先行きについては、総じて中央銀行による今後数カ月の利上げ状況と、今般の銀行破綻が世界経済に及ぼす影響次第と言えるだろう。足元ではマクロ経済環境が厳しさを増し、貸出態度も厳格化しているが、これまでのところ、プライベート・エクイティの投資先企業は、平均するとプラスの EBITDA を維持している。利上げが一服し、経済がソフトランディングを達成できれば、投資先企業への深刻な下押し圧力は回避できると想定される。だが、利上げが長期化し、経済がハードランディングに向かうリスク・シナリオにおいては、インタレスト・カバレッジ・レシオは危険領域に達する可能性がある。しかし、プライベート・エクイティのスポンサーは経営に積極的に関与するアクティブ・オーナーであり、様々な手段を使って投資先企業にかかる財務ストレスの軽減に努めている。全体的には経費の合理化などに

よる EBITDA の持続的な伸びを目標としているが、金利リスクをヘッジしたり、借入れを削減したり増資を行う動きもみられる。

今のところ、バイアウトのバリュエーションは足元の市場やマクロ環境をまだ十分には反映していないとみている。上場株式のバリュエーションは 2022 年に大幅に低下したが、プライベート・エクイティのバリュエーションは総じて横ばいで推移した。歴史的にみても、プライベート企業のバリュエーションは同等の上場企業に比べて安定的で、変動が少ない。ただし、表面下では、セクター間でばらつきがみられる。景気低迷の影響を受けやすい企業や、コスト増を顧客に転嫁しにくい消費財セクターや資本財などの企業は、バリュエーションが低下している。一方、エネルギー・セクターなどインフレ圧力から直接恩恵を受けている企業は、バリュエーションが拡大している。

バリュエーションは今後数四半期以内には調整が入ると我々はみている。ただし、上場市場やスタートアップ企業に比べると、調整幅は小さく、さほど目立たないだろう。バイアウト・ファンドが出資する企業は一般に、1)ベンチャーキャピタルが出資する企業に比べて成熟度が高く、2)キャッシュフローがプラスで、3)コスト管理に柔軟に対応することが可能で、4)企業が成長するために必要な資本の獲得に向けて持続的な資金調達ラウンドを必要としない。上場企業の EV(企業価値)/EBITDA の倍率はコロナ後に急激に拡大したが、対するレバレッジ・バイアウトのバリュエーションの伸びは緩やかだった。プライベート市場のバリュエーションは一般に、上場市場よりも割安で推移するが、2020~2021 年には両者の差が大きく開いた。その後 2022 年の調整を経て、上場市場のバリュエーションはプライベート市場の投資開始時のバリュエーションに近づいた。このため、ある程度の上落は発生するだろうが、上場市場ほどの下落にはならないと予想する。

重要な点として、我々は今般の出来事はプライベート・エクイティ企業にとってプラスに働くと考え。プライベート・エクイティ業界には多額のドライパウダー(待機資金)がまだ眠っているからだ。ピッチブックによると、その額は2022年末で1.2兆米ドルにのぼる。足元の米地銀の混乱は、魅力的なバリュエーションで資産を購入できる機会をもたらすだろう。複数のプライベート・エクイティ企業が、ストレス下にある地銀の資産の全部、または一部の獲得に興味を示している。中堅銀行の経営難による打撃を受けている企業に資金提供を計画しているプライベート・エクイティ企業もある。金融環境の引き締めにより、アドオン(追加買収)、ダイベスティチャー(会社・事業分割)、非公開化戦略などが加速し、マネジャーに魅力的な機会を提供する見通しである。2022年には、カーブアウト(事業分離)とダイベスティチャーだけで、米国の全プライベート・エクイティ取引の11%を占めている。

こうした機会を活用するには、バリュー志向のバイアウト戦略への投資を検討することを勧める。同時に、長年ファンド運営に携わり、厳しい環境を切り抜けてきた経験と実績を持ち、戦略・地域を広範囲に分散しているファンド・マネジャーを選別することも重要と考える。また、今般の銀行不安によりセカンダリー市場で

オルタナティブ投資

の取引が加速すると見込んでおり、リミテッド・パートナーとジェネラル・パートナーの双方が割安で資産を取得する機会になるだろう。

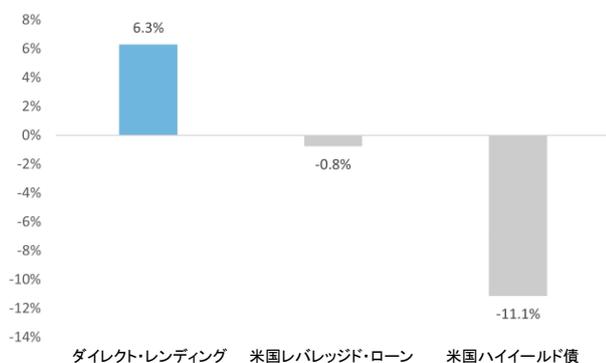
重要な点として、金融ストレス時にプライベート・エクイティに投資した場合、歴史的に見て、平均以上のリターンを実現していることを改めて指摘したい。よって投資家には、足元の市場環境を利用して長期的なエクスポージャーを構築することを勧める。

ダイレクト・レンダーが市場シェアを拡大する見通し

現環境下では、プライベート・デット、特にダイレクト・レンディング戦略が引き続きリスク耐性を発揮すると予想される。プライベート・クレジット分野に占めるベンチャー・デットの割合はごくわずかだ。ベンチャー・デットは過去 10 年にわたり伸び続けてきたが、ファンド数で 5% 未満、調達金額（米ドル）では約 1% にとどまっている。

一方、プライベート・デット資産のうち最大のシェアを占め、資本構成の上位に位置するダイレクト・レンディングは、通常、プライベート・エクイティ会社の支援を受け経常的なキャッシュフローと堅実な財務内容を有する企業に資金を提供する。歴史的に見て、プライベート・ローンは外的なマクロショックに対しても、他のクレジット・セグメントと比べて強い耐性を示してきた。2022 年には、米国レバレッジド・ローン指数のリターンが-0.8%、米国ハイイールド指数は-11.1%といずれもマイナスに沈んだのに対して、クリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数は+6.3%とプラスのリターンを計上した。

図表 3 - 2022 年の債券セグメント別パフォーマンス



出所：ブルームバーグ、クリフウォーター・ダイレクト・レンディング指数 2022 年第 4 四半期、LSTA レバレッジド・ローン指数、ICE バンクオブアメリカ米国ハイイールド指数、2022 年末時点。UBS、2023 年 4 月時点。CDLI のリターンはレバレッジなしの運用報酬控除後。

現在の環境は、ダイレクト・レンダーにとっては市場シェアを拡大する機会になると期待される。前述の通り、銀行による貸出縮小が進む中、ダイレクト・レンディングは銀行に代わる頼れるパートナーとしての存在感を高めている。米地銀の信頼が悪化しているため、ダイレクト・レンディングは、迅速で確実な融資実行を求める投資家からの需要がさらに高まるものと見込まれる。こうした状況は、長期的に見てダイレクト・レンダーの収益機会につながる可能性がある。ダイレクト・レンダーは、銀行のよう

な従来型の貸し手と比べて信頼性・柔軟性が高く、資産と負債の期間のミスマッチもないからだ。

だが、現在の市場動向は、デフォルト率は今後数四半期で現在の低水準から過去平均に向かって上昇する可能性が高いとする我々の見方を裏付けている。よって、信用損失とボラティリティ(変動率)上昇はある程度は免れないだろうが、我々の基本シナリオでは、プライベート・ローンの高収益により、トータル・リターンはなお 1 桁半ば(%)のプラスを維持する見通しである。JP モルガンのデータによると、新規組成ローンの利回りは現在、約 12%で推移している。景気減速の度合いと融資案件固有の状況が、引き続き運用成果を左右する主要因となるだろう。

金融ストレスは、ディストレス・ファンド(経営破綻や不振に陥った企業の債権に投資する戦略)やスペシャル・シチュエーション・ファンド(企業の分割・分離などの特殊な状況に投資機会を見いだす戦略)にも好機を提供するとみられる。こうした戦略の投資機会は昨年以降拡大しており、特定資産に特化したプライベート・クレジット・ファンドとオポチュニスティック・クレジット・ヘッジファンドの双方が、今後魅力的なリスク調整後リターンを生み出す可能性が高いと考える。

他の戦略と同様、投資家は、ストレス環境下での投資経験があり、分散投資を行い、厳格な引受原則を遵守する、トップレベルのファンド・マネジャーを選別する必要がある。また、非流動性、長期にわたるロックアップ(売却制限)期間、ボラティリティなど、プライベート資産投資固有のリスクにも十分留意する必要がある。

ヘッジファンドの一部戦略は慎重姿勢でリスク耐性を維持

ヘッジファンドの資金調達の道は、米地銀の経営破綻の直接的な影響は受けていないものの、レバレッジを利用することから、先行き見通しについては注視が必要だ。目下のところ、取引可能残高やレバレッジ、資本コストなどに変化の兆しは見られない。しかし、大部分のファンド・マネジャーは各々の運用上のリスクを見直し、経営難に陥る可能性が少ない銀行を新たに加えるなど、取引関係の分散化を図るものと予想される。これは、流動性の高い上場金融商品を信用取引で売買するマクロ系ファンドといった戦略よりも、価格の歪みを利用した債券のレバティブ・バリュー・ファンドに特に当てはまる。世界金融危機以降、ヘッジファンドはプライムブローカーを複数利用することで、カウンターパーティリスクや資金調達リスク、カストディリスクの分散化や抑制を図っている。

運用成績については、3 月はボラティリティが上昇したことである程度の損失が生じた可能性が高いが、マネジャーや戦略間でのばらつきが目立った。3 月に入り、ディスクレショナリー戦略のマネジャーが、中央銀行のタカ派的な動きを見込んで金利のショート(売り)ポジションを再度構築、または追加した。だが、米国の短期債が上昇(金利が低下)したため、特に市場動向の方向性を予測して収益を狙うディレクショナル・バイアス型ファンドが損失を被った。

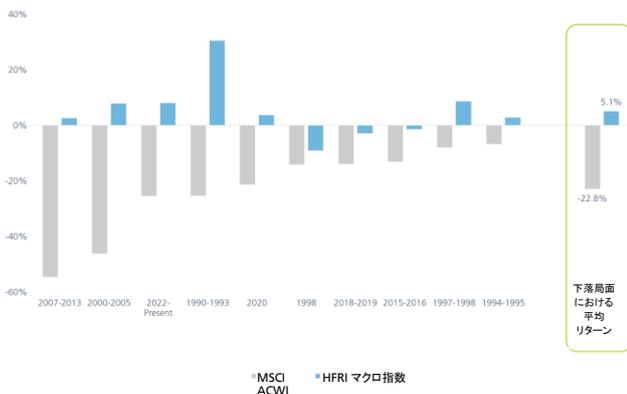
オルタナティブ投資

新興マネジャーの一部は米国債ヘッジからも打撃を受けた。一方、マクロ・テーマに基づくレティフ・バリュー戦略は良好な結果となった。3月末に向けて、大半のマネジャーは市場の方向性に基づく(ディレクショナルな)金利のショート・ポジションを解消した。一方、相場の上昇・下降の両局面で利益を追求するCTA(商品投資顧問)戦略はかなりの損失を被った。マネジャーは3月に入り、株式のロング・ポジションと債券・金利市場での大量のショート・ポジションをとった。しかし、ボラティリティが上昇し、株式・債券の相関関係が戻ったことから、システムティック戦略のマネジャーはCTAモデルにおいて、かなりのリスク削減を行った。クレジットと商品のポジションは底堅く推移した。

レティフ・バリュー戦略においては、債券ではディレクショナルなエクスポージャーもなく、(資産と債務の)期間のミスマッチ・リスクも限定的であったため、今般の市場変動の影響をある程度免れた。だが、米国債券の先物と現物価格とのミスマッチが拡大し、小幅な損失を招いた。最後に、株式ヘッジファンドのマネジャーは、1月、2月は力強い上昇基調であったものの、市場全体、特に金融セクターへのエクスポージャーを低く抑え、ディフェンシブ姿勢を維持した。

マネジャーはロング・ショート双方のポジションを積極的に運用しながら、マクロ・ヘッジを追加した。セグメント内では、株式マーケット・ニュートラル戦略がディレクショナル・ファンドに比べて高いリスク耐性と安定性を示した。

図表4 - 株式市場の過去10回の大幅下落局面とグローバル・マクロ戦略



出所: HFR、ブルームバーグ、UBS、2023年4月現在

今後数四半期は、脆弱性とマクロ環境の不確実性が引き続き市場センチメントを支配するとみられる。ヘッジファンドの運用成績を示すHFRI加重平均総合指数は、2023年の年初2カ月はプラスとなったが、ファンド毎のリターンのばらつきが目立った。しかし、3月は想定外の出来事が引き金となり、パフォーマンスはマイナスに転じた。一部のマネジャー、特に高インフレの長期化を見込んだインフレトレードに強い確信を持っていたマネジャーは、不意を突かれた格好となった。だが、大部分はディフェンシブな投資ポジションを維持し、極めて戦術的かつ機敏にリスク管理を図った。これは、足元の取引環境を考慮すると、ヘッジファンドとして望ましい特性である。

我々は、金融・マクロ環境の変化と主要な資産クラスにおけるボラティリティの上昇を利用できる点を踏まえ、ディスクリョナリー型のマクロ・ファンドを引き続き選好する。マクロ・ファンドは通常、流動性の高い上場金融商品を中心に取引が行われるため、流動性の低下圧力に対する耐性も高い。一方、株式の銘柄毎のばらつきが依然高いため、市場の方向性に基づかない非ディレクショナル型の株式ロング・ショート戦略は無相関のアルファ(超過収益)を生み出す機会が期待できる。

これらの戦略は従来の株式投資を補完する有効な選択肢だと考える。最後に、マルチ戦略ファンドは、引き続きポートフォリオの分散に重要な役割を果たすと考える。

不動産の選別

引き締めの金融環境の下、最近の銀行セクターのストレスにより、米国商業用不動産への逆風が強まる可能性がある。商業用不動産ローンおよび集合住宅ローンは合計約4.5兆米ドルに上るが、そのうち40%は銀行が抱えている。商業用不動産向け銀行融資は、3分の2超を地銀が占めている。よって銀行業界の複数の問題に対し迅速な措置を講じることは極めて重要だった。不動産セクターは資金調達コストの上昇に引き続き適応できるとみているが、キャップレート(還元利回り)の段階的な上昇により不動産の価値はさらに下落するだろう。しかし、インフレに連動した賃料上昇による好影響が、キャップレートの上昇による悪影響の一部を打ち消している。

地銀の信用収縮が予想されることから、不動産市場参加者は負債水準、資金調達計画、潜在的な資産・負債の期間のミスマッチの見直しを余儀なくされる可能性がある。延滞率は2022年第4四半期に上昇したが、今後数四半期は景気減速が進む中、さらに上昇するとみている。最も大きな影響を受けているセクターは、クラスB・Cのオフィスと管理不十分なショッピングモールだ。

特にオフィス市場は二極化が進んでいる。セントラルビジネス地区の近代的かつ持続可能性に配慮したオフィスは、賃料上昇率が高く、空室率が低く、需要が旺盛である。一方、従来型のオフィス不動産は、空室率が高く、テナント需要が弱く、建築費用の上昇により再開発のために追加で資金を投入しても収益を生まないことから、大きな下落圧力を受けている。そうした不動産の一部は足元の価値が債務水準を下回っており、売却が困難となっている。リテール不動産の一部は、周辺住民数に比べて供給が多く、また客足が低迷、減少しており、構造的な逆風に引き続き直面している。これは、特に郊外のショッピングモールに当てはまる。これらの不動産も、地銀からの融資に大きく依存している。地銀が融資する商業用不動産は、大半が郊外にある質の低いリテール不動産に集中している(商業用不動産ローンの41%)。一方、食料品中心の屋外型ショッピングセンターは、景気が減速しても持ちこたえるだろう。

物流、ヘルスケア・医療センター、トランクルーム、データセンター、通信塔へのニッチな投資の見通しは引き続き良好である。これらのセクターの需給は逼迫しており、長期トレンドに支えられている。新規不動産開発の建設費の高騰により供給が縮

オルタナティブ投資

小していることから、賃料は引き続き下支えされるだろう。居住用不動産市場については、立地および固有の需給バランスに基づき、選別色を強めている。賃料はインフレに連動して上昇（規制は家主に有利）することから賃料収入は引き続き拡大するが、過去数四半期に比べると伸び率は鈍化すると考える。

不動産市場全体の期待リターンは低下するとみているが、世界金融危機の再来は予想していない。その主な理由として、需給バランスが良いこと、新規供給が縮小していること、債務水準が低く、各債務の返済期限が十分管理されていること、平均債務期間が長期化されていることが挙げられる。また、キャップレート（還元利回り）はすでに上昇しており、さらに上昇する余地は限定的と考える。

また重要な点としては、ヘッジにより金利リスクが現行を下回る水準まで引き下げられ十分な資本を備えた不動産は、足元の資金調達コストの上昇圧力の影響を受けにくい。最後に、まだ時期尚早ではあるが、足元の不動産市場のゆがみによって魅力的な投資機会が生まれるとみている。一部のオフィス不動産で価格がさらに下落する場合は、用途転換や改築で価値を高めることもできる。

結論として、不動産に対する見方は中立を維持する。投資家には、上述した魅力度の高いサブセクターに重点を置きながら、ベンチマークと同水準の資産配分を維持することを勧める。資金調達コスト上昇によるリターンへの短期的な下落圧力の高まりを考慮すると、今後数四半期間にエクスポージャーを積み増す魅力的な投資タイミングが到来すると考える。

主なポイント

- 最近の銀行セクター不安により、今後数四半期は資金調達環境が悪化するとみている。しかし、銀行システムは全体として健全性が保たれており、世界金融危機の再来は予想していない。資産クラスとしてのオルタナティブ投資は、資金調達コストの上昇と高ボラティリティに耐え、それらを活用することさえも可能と考える。しかしながら、一部領域でのストレスの高まりは、リスクとして今後注視する必要がある。
- 足元の環境下、投資家には、オルタナティブ資産のポートフォリオを目標とする資産配分と一致させ、オルタナティブ投資が内包するリスクを許容できることを確認する必要がある。具体的には、低流動性、複雑性、高コスト・レバレッジが挙げられる。オルタナティブのエクスポージャーを構築する、または積み増すことを検討している投資家には、魅力的な投資機会が生まれていると考える。
- 歴史的には、金融市場のストレスが高い局面でプライベート・エクイティに新たに資金を投じると、平均を上回る高リターンを獲得することができている。こうした機会を活用するため、バリュー重視型パイアウト戦略およびセカンダリー市場を勧める。プライベート・クレジットでは、ダイレクト・レンディング、ディストレスト、スペシャルシチュエーション・ファンドの投資機会に着目している。
- ヘッジファンドについては、ディフェンシブ・アルファおよび他資産との相関が低いリターンの源泉として、一部のファンド

に引き続き注目している。ディスクレショナリー・マクロ戦略、低ネットエクスポージャーの株式ロング・ショート戦略、マルチストラテジー戦略を引き続き選好する。

- 不動産については、物流、ヘルスケア・医療センター、トランクルーム、データ・センター、通信塔へのニッチな投資の見通しは引き続き良好とみる。オフィス・セクターとリテール・セクターについては、立地と不動産種別により乖離が拡大すると予想する。
- 投資家には、良好な運用実績と難しい環境を乗り切った経験を持ち、戦略・地域面で十分分散されたポートフォリオを長期にわたり運用するマネジャーを勧める。

オルタナティブ投資

非伝統的資産

本レポートでは非伝統的資産投資に関する一般的な情報を提供していますが、これらの金融商品の勧誘等を行うものではなく、弊社では取り扱いのない金融商品を勧誘することはありません。また、お客様個人に特有の投資目的、財務状況、投資経験、等を考慮したものではありませんので、お客様に適合しない投資に関する記述が含まれている可能性があります。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、

オルタナティブ投資

ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20% (税込) をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 0.5% または 0.5 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 1% を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号