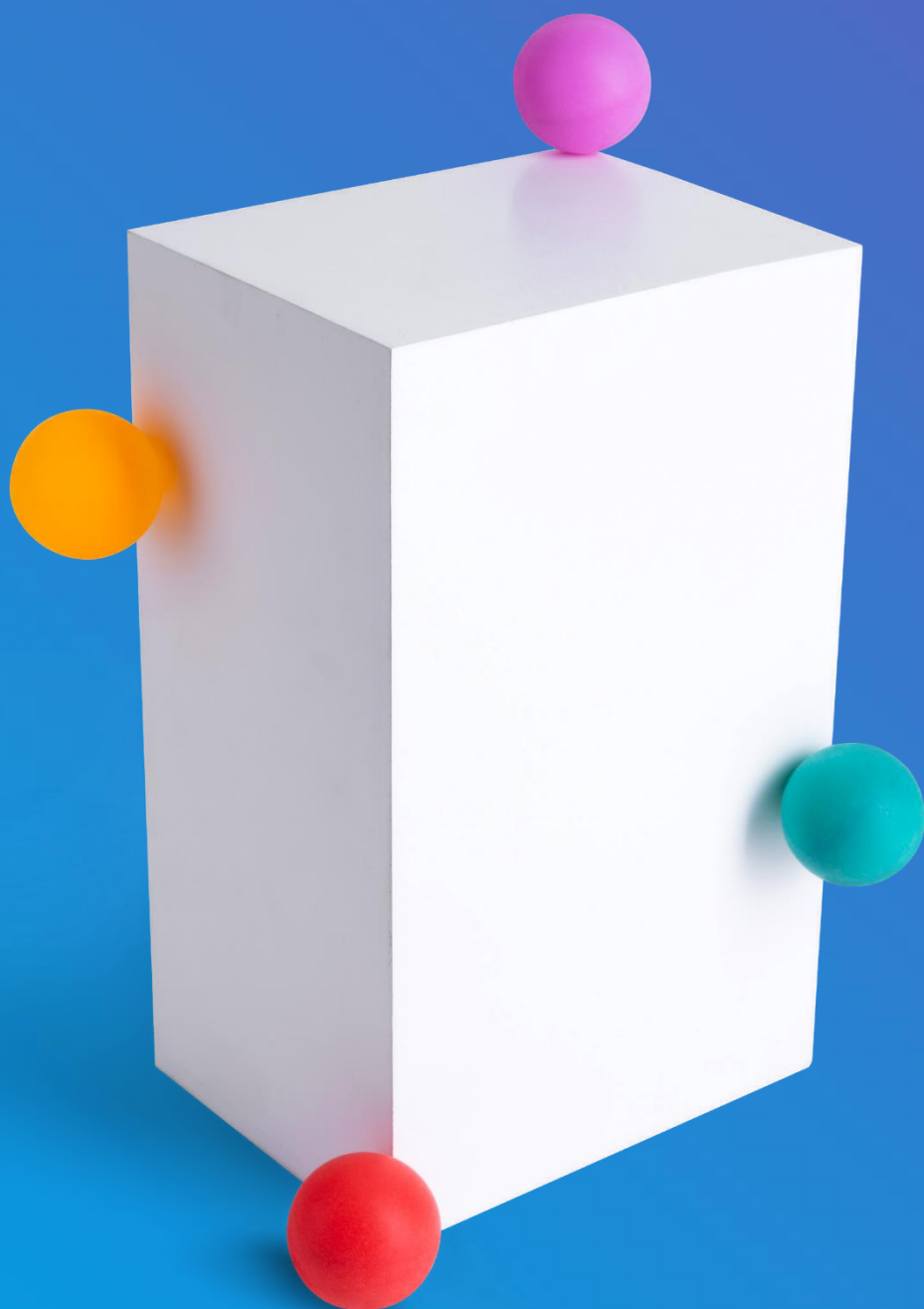


2021 年の  
プライベート・マーケット  
に関する考察



optimizing your

# portfolio

**控えめに言っても 2020 年は異常な年であった。我々は世界的なパンデミック、職場や学校におけるニューノーマル、Zoom の熱狂（と疲れ）、オーストラリアと米国西部での壊滅的な山火事、夏に見られた米国主要都市での政情不安、株式市場にとって過去最悪の日となった 3 月 9 日、多くの論争を巻き起こしている米国の選挙といった様々なことを経験してきた。その影響はおそらく何年にもわたって続くことになるだろう。**

2020 年は投資家の決断力が試される 1 年になったが、過去の危機から得た教訓が私たちをよりレジリエントな（困難な環境にしなやかに適応して跳ね返す）ものになっているように思われる。不確実性が高く、新しいマネジャーを直接審査することが困難であるにもかかわらず、リミテッド・パートナー（LP）は、あらゆるプライベート・マーケット領域において、既存のジェネラル・パートナー（GP）との関係を維持しながら、資本を投入し続けてきた。LP は、クレジット・デリスロケーション・ファンド（不測の事態の発生を前提に組成され、十分な投資機会が確認されると運用開始されるファンド）、プライベート・デット・ファンド、不動産ファンドにおいて特にコミットメントを増加させた。下半期（7-12 月）に入ると、多くの LP が運用計画に対して投資未達であったため、LP は共同投資やセカンダリー投資を活発化し始めた。

地域別に見ると、米国のプライベート・エクイティ、ベンチャーキャピタル、インフラ戦略への LP からの配分は、投資やイグジット活動が弱まっているにもかかわらず、比較的堅調に推移している。それに比べて、アジアに特化した GP への新規コミットメントは、早期に COVID-19 の影響が出たこともあり、控えめなものとなっている。しかし、アジア地域は世界の他の地域よりも早くパンデミックから立ち直ったため、LP はヘッジファンドのアルファや既存のプライベート・マーケット・ファンドの活発な投資活動から恩恵を受けることとなった。

しかし、欧州におけるファンドレイズと投資活動は依然として低迷している。グローバルに見て、ヘッジファンドと不動産戦略は、より明確な勝者と敗者をもたらすことになる。COVID-19 後の消費者行動とビジネス様式の変化を利用するのに適したポジションにあるように思われる。

2021 年、私たちが新たな課題と機会に直面することは間違いないだろう。今回は、毎年恒例の「チャレンジ」の一環として、2021 年を占うこととする。このレポートでは、LP がポートフォリオを最適化したいと考えている場合に考慮すべきプライベート・マーケットの課題をいくつか紹介している。

- 「米国プライベート・エクイティとベンチャーキャピタル」では、GP が顧問弁護士から受ける契約条件に関するアドバイスが、LP の利益とどのようにズレを生じさせるかを論じている

- 「欧州プライベート・エクイティ」では、COVID-19 が Brexit によって生み出された不確実性をどのように増大させているかを論じている

- 「アジア・プライベート・エクイティ」では、パンデミックの影響や、米中の政治的緊張が続いていることなどを論じ、これらの問題にもかかわらず、中国は依然として魅力的な投資機会を提供している可能性があることを指摘している

- 「天然資源」では、市場が直面している大きな課題の背景にある理由に加え、このセクターに内在する機会を検証している

- 「インフラストラクチャー」では、最近の成長と市場の魅力的なパフォーマンス、および、市場の大きな変化に対応する上での課題について論じている

- 「プライベート・デット」では、グローバル金融危機（GFC）や最近のパンデミックを経て、過去 10 年間で市場がどのように変化してきたかを論じている

- 最後に、「不動産」では、現在の市場環境および地域別の投資機会について検証している

# 米国プライベート・エクイティとベンチャーキャピタル

## GP 顧問弁護士の影響力

マーサーは何千ものプライベート・マーケット・ファンドをレビューした経験を有しており、毎年何百もの GP に対して初期デューデリジェンスを実施しているが、過去数年の間に、リミテッド・パートナーシップの条件が LP に不利な傾向となってきたことを感じている。GP の顧問弁護士がこのような傾向の原因となっている可能性があり、GP と LP との関係に楔を打ち込む恐れがある。

我々が観察してきた主な投資条件には以下のようなものもある。

- コミットメント総額に対して 2.5% の運用報酬
- ハードルレートが 8% 以下（場合によっては 0% という低さ）
- 成功報酬率の高まり（25-30% といった水準のファンドも）
- 成功報酬額の確定タイミングが加速しており、ファンドの運用期間よりはるかに短いケースもしばしば見受けられる
- Organizational Expenses（ファンド構築や組織化に係るコスト）の限度額が過度に高まっており、場合によっては 500 万米ドル超のケースも

GP にサービスを提供する法律事務所は、価格（手数料）と品質（ファンドのドキュメンテーション）の両方でしのぎを削っている。GP に有利なファンド条件を推し進めることで、これらの法律事務所は自分たちがクライアントの利益に貢献し、付加価値を高めていると考えている。しかし、ファンド構築コストの限度額を引き上げることで、これらの法律事務所は自らの収益も増やしている。彼らはファンドのドキュメント、サイドレター、最惠国交渉における役割（および請求可能な稼働時間）を巧妙に拡大し、ファンドに費用請求している。それらの費用を LP が実質的に負担しているのである。これらの法律事務所は、ファンド構築コストを高く設定することで、GP がパートナーシップ契約の交渉やファンドのクロージング・プロセスを追加費用なしで外注できると主張している可能性が高い。

アクセスが制限されているファンドや募集以上に申込が殺到しているファンドからの配分を確保することは、LP にとって最大の課題の一つである。プライシングは需給のバランスをとるための主要なツールであり、最高のプライベート・エクイティ GP がプレミアムを要求

するのは当然のことだ。しかし、この正当化は、プレミアムを要求するに値することが証明されていない新興の GP にも当てはまるものではない。さらに、ファンドの条件が GP に有利に傾くほど、LP との利害関係は悪化することとなり、実績のある老舗 GP であっても、それは例外ではない。

**ファンド条件が GP に有利に傾くほど、（たとえ実績の確立された GP であっても）LP との利害の一致が図れなくなる。**

多くの LP が、成績の良い GP は交渉力を有していることを認識しているため、好ましい GP にはファンド条件に関して多少の譲歩を与えている。しかし、LP が受け入れられる（受け入れるべき）条件には限度がある。GP が契約の修正を求める必要が出てきた際、LP は間違いなく GP がこれまで自分たちをどのように扱ってきたかを振り返るだろう。パートナーシップの精神に基づいて行動する GP は、LP との良好な信頼関係を築くこととなる。

マーサーは、GP と LP の関係は、一方的な合意ではなく、長期的な提携であるべきだと考えている。我々は、GP に対して、顧問弁護士の言う「新しいマーケット標準」を鵜呑みにするのではなく、LP の意見を聞くことを推奨している。同様に、LP に対しても GP との良好な関係を築き、法律事務所の言いなりにならないようにすることを推奨する。

このような懸念を多くのファンドの GP に直接伝える中で、我々は多くの GP がファンド条件の相場観をあまり理解していないことに気付いた。彼らの一般的な回答は、「顧問弁護士は当該ファンドの条件は市場基準を反映していると言っている。」というものである。複数のケースで、マーサーや他の LP は、利害の一致を維持するため、LP に有利な方向にファンド条件を修正することに成功している。真に利害の一致を求める GP は、通常、長期的に良好な関係を構築するという精神で耳を傾け、対応してくれるものである。

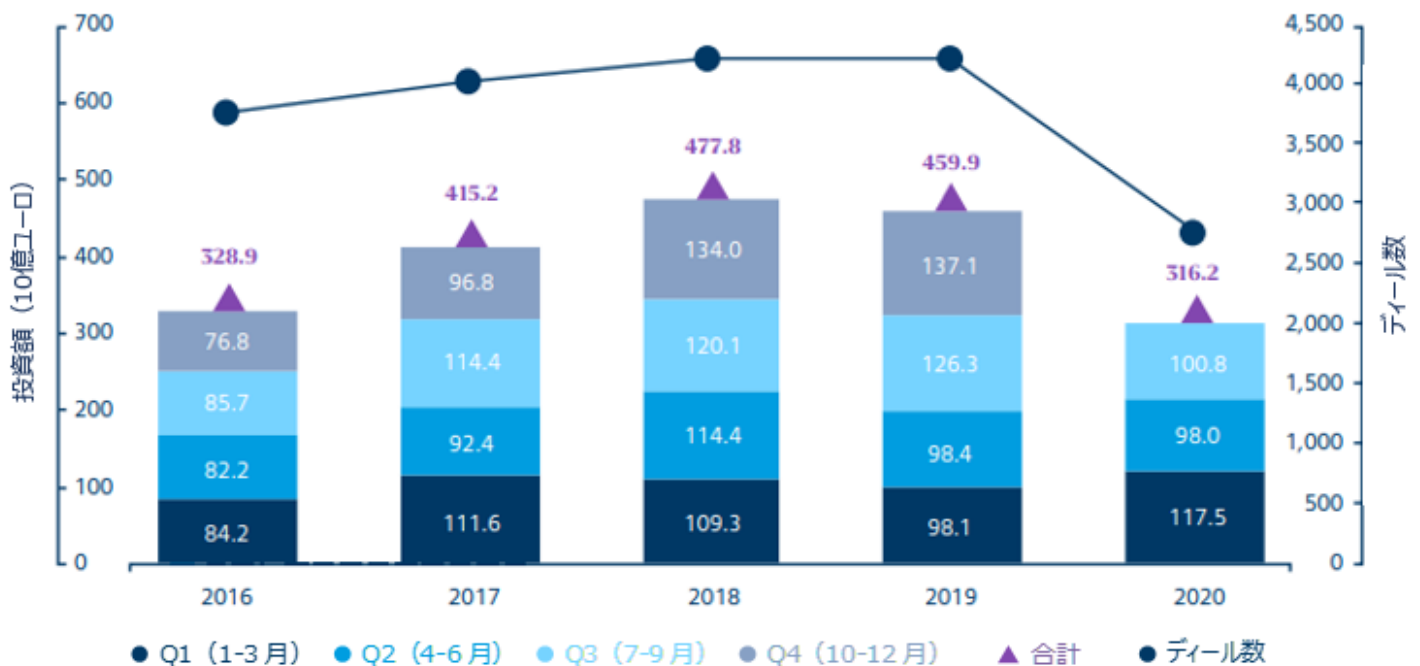
# 欧州プライベート・エクイティ

## 不確実性が継続するという課題

12ヶ月間で多くのことが変化したが、変化していないことも多くある。2019年、我々はBrexitによる欧州の不確実性について論じた。この不確実性は12ヶ月経った今も続いている。2021年の英国によるEU離脱とCOVID-19は、その不確実性をさらに悪化させている。それでも、（鈍化しているとはいえ）マネジャーは引き続きディール（新規投資）を続けている。ディール活動は地域によって差があり、一部の地域では他の地域よりも活発にディールが行われている。2020年9月までのディールフローを考えると、年末までの年間ディールフローは、2017年から2019年に見られたものよりも大幅に減少すると予想されているが、これだけの不確実性の中で、ディールがこれほどまでに維持されているのは驚きと言えるだろう。ディールフローが悪化すると、GPによっては投資期間を延長しなければならない場合があり、LPはその都度個別に影響を評価する必要に迫られる。

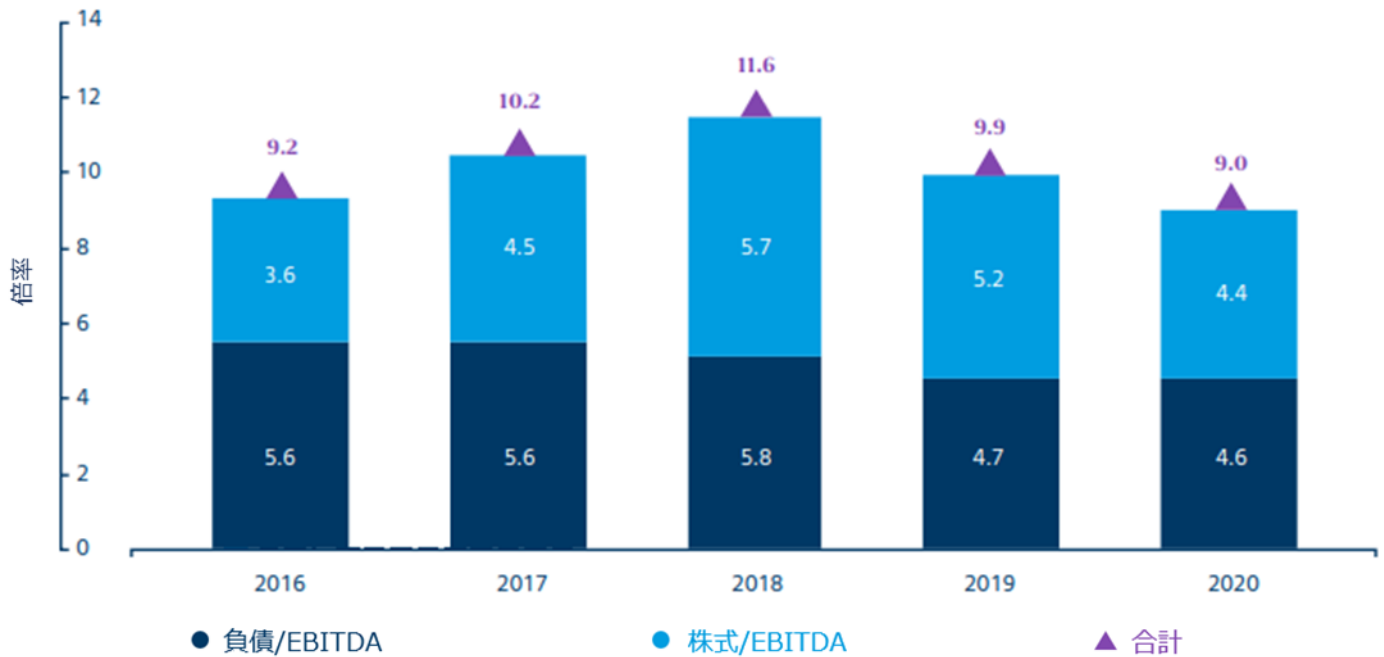
また、評価価格も下落している。欧州プライベート・エクイティのEBITDA倍率の中央値は現在9.0倍である（2018年は11.6倍）。一方、市場の混乱は、COVID-19以前には想定されていなかったM&Aによる投資機会を一部のGPの投資先企業に提供する可能性がある。市場の混乱は、機動力のあるGPに投資機会を提供することが多く、不確実な時代は、すべての人にとってマイナスを意味する訳ではないかもしれない。いつもと同じく、LPにとって重要なのは、これらの不確実性を活用し、高いパフォーマンスを実現できるマネジャーを選択することである。

図 1. 欧州 プライベート・エクイティのディールフロー



出所：Pitchbook（2020年6月30日時点）

図 2. 欧州プライベート・エクイティの EBITDA 倍率中央値

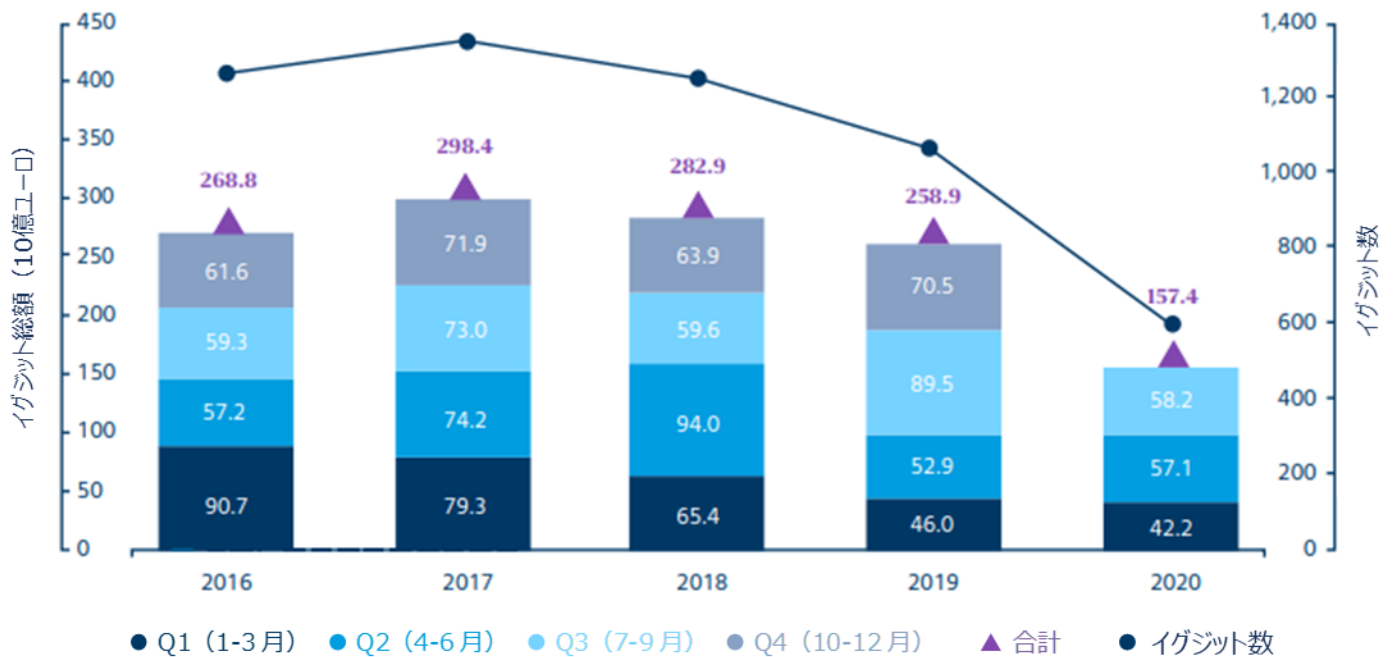


出所：Pitchbook（2020年6月30日時点）

ディール活動の減速と不確実性を考えると、過去 12 ヶ月間のイグジットが大幅に減速していることは驚くべきことではなく、2019 年 9 月末時点の年間イグジット総額が 1,884 億ユーロ、2018 年 9 月末時点が 1,990 億ユーロであったのに対し、2020 年 9 月末までの 9 ヶ月間のイグジット総額は 1,574 億ユーロに留まっている。Brexit と COVID-19 をめぐる不確実性は 2021 年に入っても継続する可能性が高いため、GP と LP の双方ともに、イグジットの減少がキャッシュフローとリターンに与える影響について考える必要があるだろう。

また、セカンダリー取引が増加する可能性もあり、これは既に欧州市場では比較的顕著に見られている特徴である。GP がその保有期間中に付加価値を高められる方策を有している限り、セカンダリー取引が必ずしもリターンの低下を意味するわけではないことを、LP は心に留めておく必要がある。

図 3. 欧州プライベート・エクイティのイグジットフロー



出所：Pitchbook（2020年6月30日時点）

計画通りにイグジットできなかった GP は、一部の投資先企業を当初の想定よりも長くサポートする必要があるかもしれない。さらに、一部の GP は、既にほとんどの資金をキャピタルコール済みである中で（追加支援の原資が無い中で）、投資先企業への追加支援の提供について検討しなければならないかもしれない。また、2020年と2021年に予定されていたイグジットが延期され、一部のファンドについて保有期間が長くなることを、LPは想定する必要がある。一部の LP にとって、これは内部収益率（IRR）の低下や分配金の減少を意味する可能性がある。新たなコミットメントのために分配金を使用することを予定していた場合、これは予想以上に厄介な問題となるだろう。

結論としては、ファンドの延長や投資先企業への投融資枠確保のために、LPは過去数年間に比べて多くの依頼を GP から受けることとなると思われる。また、この混乱を利用する準備ができていない GP にはチャンスがあると考えている。これまでと同様、全ての GP が同じくチャンスを持っている訳ではなく、万能なアプローチがある訳でもないため、LPは各 GP の出資依頼を慎重に吟味する必要がある。LPとGPの双方にとって重要なのは、サポートすべきファンドと企業を精査し、今後発生するであろう機会に向けて準備をすることである。



# アジア・プライベート・エクイティ

## まるでジェットコースターに乗っているかのような中国プライベート・エクイティ市場のスナップショット

COVID-19 の封じ込めのため、2020 年 1 月に始まったロックダウンの結果、2020 年 1-3 月期の中国におけるプライベート・エクイティに関する活動は、前年同期比 (YOY) でファンドレイズが 48% 減少、投資が 27% 減少、イグジットがほぼゼロになるという状況となった<sup>1</sup>。

しかし、パンデミックの迅速な封じ込め対策により、3 ヶ月後にはロックダウンが終了し、ほとんどの経済活動は通常のレベルに戻っている<sup>2</sup>。

それに伴い、プライベート・エクイティにおける各種活動も回復してきた。2020 年 1-9 月の累計 (YTD) ファンドレイズ総額は、世界的な渡航規制の影響で 28% 減少しているものの<sup>3</sup>、7-9 月期のファンドレイズ額は前年同期比 41% 増と、4-6 月期の 2 倍となっている。また、公開市場の急速なリバウンドにより、プライベート・エクイティにおける資産評価の見直しも限定的となり、2020 年 7-9 月期の投資活動は前年同期比 40% 増<sup>4</sup>となっている。分配については、4-6 月期に入り緩やかな回復が見られたものの、2020 年 1-9 月期の累計分配額は前年同期比 69% 減となっている。

### イグジット先の移り変わりを "Zoom"

パフォーマンスは比較的良好であるものの、グロース投資の比率が高いことやベンチャー投資において株式上場までに時間がかかっていること等から、中国のプライベート・エクイティにおける分配額は他の地域に遅れをとっているのが現状である。



7 月に米国上院が外国企業説明責任法 (HFCA) を可決したことから分かるように、米中間の緊張の高まりや米国株式市場に上場している中国企業による不正会計事件といった事例は、今後のイグジット手法についての疑問を投げかけている。同法では、米国の上場企業が 3 年以内に公開会社会計監督委員会 (PCAOB) の基準に準拠しなければ、上場を廃止すると規定されている。中国証券監督管理委員会 (CSRC) と米国証券取引委員会 (SEC) との間で合意に達することができなかった場合、米国資本市場へのアクセスが困難になると考えられるが、マーサーは中国の資本市場改革によってその影響は軽減されると考えている。

視点を変えると、過去 5 年間の中国企業による IPO に占める米国上場の割合は 10% 未満であり、現在、上場している中国企業約 5,800 社のうち、米国上場しているのは約 220 社である。これらの米国上場中

国企業の時価総額は約 2.2 兆米ドルであり、これは中国の全上場企業の時価総額の 10%~15% に相当する<sup>5</sup>。米国の公開市場システムがより高い IPO の確実性、より優れたアナリスト・カバレッジ、より深い流動性へのアクセスを提供しているため、以前は、収益性の高い中国のインターネット企業は米国上場に依存し、高い売上成長戦略を推進していた。

HFCA 法の成立により、投資家は中国へのプライベート・エクイティ投資をイグジットする最善の方法を再考するようになり、その多くが香港に向かっていく。多くの米国上場の中国企業は、香港でも上場を行うことで中国本土の投資家 (アリババ、JD.com、Netease 等) へのアクセスを強化するか、米国で上場を廃止して企業マルチプルのプレミアムが付きやすい中国で再上場することを検討しているようだ (例えば 58.com 等)。

<sup>1</sup> AVCI グループ

<sup>2</sup> モルガン・スタンレーの調査

<sup>3</sup> 中国の半導体自給自足のために設立された「Big Fund」のファンドレイズ額 291 億米ドルを除く

<sup>4</sup> 58.com の民営化 84 億米ドルを除く

<sup>5</sup> GP、ブルームバーグ

## トランプ政権下の4年間で米国上場の中国企業の増加が加速している。102社の中国企業がニューヨーク証券取引所またはナスダックに上場し、260億ドルを調達したのに対し、オバマ政権時代の8年間における中国企業のIPOは105社で、合計410億ドルの調達であった。

プッシュ効果とともに、プル効果も中国企業の「帰国」呼び込んでいる。その代表的な例としては、①香港証券取引所における加重議決権（普通株より議決権が多い種類株）の拡大、②収益化前のバイオテクノロジー企業を香港に上場させるためのバイオテクノロジー・インデックスの立ち上げ（香港を世界第2位のバイオテクノロジー企業の資金調達ハブにする）、③上海証券取引所における科创板(Science and Technology Innovation Board)の創設などが挙げられる。科创板と創業板(深セン取引所のNASDAQスタイルのボード、通称チャイネクスト)は、IPO承認のための登録ベースのシステムを採用しており、不透明なIPO承認プロセスといったリスクを軽減している。昨年の上場以降、科创板は世界第3位のIPO市場となった。

アリババ傘下の世界最大のフィンテック企業であるアント・ファイナンシャルは、上場資格を満たしていない可能性があるとして、2020年11月5日に予定されていた香港ならびに上海市場への二重上場を直前になって延期した。アントという巨大IPOの延期は、中国における規制リスクについての疑問を投げかけている。アントはアリペイ（中国最大のデジタル決済プラットフォーム）で知られている企業

であるが、同社の事業の35%以上は一般的に小口融資やマイクロファイナンスを含む信用事業によるものと考えられており、従来の銀行に適用されるのと同様の資本規制やレバレッジ規制への準拠が必要となる可能性がある。中国の規制当局は、アントのような金融大手に対して適切な規制監督が行われないことによって引き起こされる潜在的な金融システムの崩壊に注意を払っている。これは、市場改革の方向性の変化の兆候ではなく、アント固有のリスクとして現在広く認識されている。

### 経済的なデカップリング？

政治と金融に関するあらゆるヘッドラインは世界最大の2つの市場が徐々に分断されていることを指摘しているが、データからは米国の対中直接投資は安定的に推移していることが分かる。トランプ政権下の4年間で米国上場の中国企業数も急速に増加している。102の中国企業がニューヨーク証券取引所またはNASDAQに上場し、260億米ドル<sup>6</sup>を調達した。オバマ政権時代の8年間における中国企業の米国上昇は105社であり、調達総額は410億米ドルであった<sup>7</sup>。このことは、政治的なレトリックを超えて、リスク調整後リターンの可能性

に焦点を当てることの重要性を強調している。マーサーは、COVID-19後の中国経済の構造的な回復力は、引き続き魅力的な投資機会を提供すると考えている。

中国は2020年に2%というプラスのGDP成長率を達成した唯一の主要経済国であり、世界のGDPの32%を占めている<sup>8</sup>。その推進力となっているのは着実な輸出、技術の進歩、国内消費の向上（米国の総人口の5倍に相当するミレニアル世代の大規模な人口と主要都市以外での消費の増加に支えられている）である。中国経済は2030年までに米国経済を上回ると予測されており、投資家に魅力的な成長見通しを提供する可能性がある。

<sup>6</sup> フィナンシャル・タイムズ、ディアロジック

<sup>7</sup> 410億ドルにはアリババからの250億ドルが含まれている

<sup>8</sup> 世界銀行、OECD データベース、IME WEO、2020年6月

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.



# 天然資源



**相場下落は、他の投資家がパニックになって逃げ出した後に残された、掘り出し物を拾う絶好のチャンスである。**

-ピーター・リンチ



天然資源への投資は 2021 年に大きな課題に直面するだろう。最大の課題は 10 年に亘るパフォーマンスの低迷である。投資家や運用委員会にパフォーマンスの冴えない資産クラスや戦略に興味を持ってもらうことは常に困難である。しかし、このような時期は投資には理想的なタイミングでもある。偉大なマネジャーであるピーター・リンチがかつて言ったように、「相場下落は、他の投資家がパニックになって逃げ出した後に残された、掘り出し物を拾う絶好のチャンスである」<sup>9</sup>。

エネルギー投資は 10 年近く苦戦している。複数の不安定なサイクルが石油や天然ガスの価格を押し下げ、エネルギーに打撃を与えてきた。直近の下落サイクルは、2020 年初頭の需給ショックによって引き起こされた。石油生産をめぐるサウジアラビアとロシアとの意見の食い違いにより、サウジアラビアは積極的な増産を決定した。これにより、原油価格は 1 日で 20% 下落した。その後、COVID-19 により、多くの企業が一時的に閉鎖されるとともに、航空機や自動車による輸送が大幅に減少した。その結果、原油価格は 2020 年 4 月に一時的に暴落し、0 ドル以下で取引されることさえあった。天然ガス価格もそれに続き、6 月には 25 年ぶりの安値を記録した。3 月に原油価格が暴落して以来、50 社以上の石油・ガス会社が破産を申請している<sup>10</sup>。

森林は長年に亘って、安定的ではあるが、控えめなパフォーマンスで推移している。NCREIF テンバーランドインデックスは、2020 年 9 月 30 日までの 5 年間で年率 2.6% のリターン(米ドルベース)を示している。このようなリターンは、投資家を満足させるものではない。

農業は定期的に投資家を失望させてきた。農業のマクロ的位置づけは極めて強力である。世界中で中産階級が増加しており、より多くのタンパク質や穀物を求めるようになっている。しかし、このような魅力的なマクロ環境を利用して優れたリターンを生み出すことができた農業や農地のマネジャーはほとんどいない。これは、農業のリターンが天候と政策という、マネジャーがコントロールできない 2 つの要素に大きく影響されているからだと考えられる。

また、鉱業のマネジャーも、金属や鉱物の価格の乱高下により、長年苦しんできた。最近では金や鉄鉱石が記録的な高値をつけたにもかかわらず、ほとんどの鉱山ファンドのパフォーマンスは悲惨なものとなっている。その後、次号エクイティ・ファンドの調達を検討しているマネジャーは今のところほとんどいない。

以上のような悲惨な状況は、2021 年の天然資源投資における大きな課題に直結している。しかし、これは必ずしも後ろ向きなものではなく、前向きに捉えることもできる。

ほとんどの天然資源が長年に亘ってパフォーマンスの不振を示してきたことには疑いの余地がない。しかし、どのような資産クラス、戦略、セクターにおいても、パフォーマンス不振が永遠に続くわけではない。天然資源は、すべての先進社会にとって不可欠な構成要素であり、無くなることはない。天然資源は生産、精製、輸送され続けなければならない、そのためには多額の資本が必要となる。

<sup>9</sup> QuoteFancy.com

<sup>10</sup> ハンブロン L. "U.S. Energy Bankruptcy Surge Continues on Credit, Oil-Price Squeeze," ロイター, 2020 年 8 月 11 日

<https://www.reuters.com/article/us-north-america-oil/u-s-energy-bankruptcy-surge-continues-on-credit-oil-price-squeeze-idUSKCN25727W>

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.



# 運用会社は、アセットオーナーが持続可能な資産を取り入れる傾向が強まっていることから、気候変動によるリスクと機会の潜在的な影響を考慮する必要があるかもしれない。



## 今後の展望

今日の厳しい市場環境に関わらず、需要と供給のダイナミクスが改善するにつれて、従前のようにエネルギー投資にとつてはポジティブな環境が戻ってくると我々は考えている。エネルギー企業にとって公開株式市場は閉ざされたままである。プライベート・マーケットのマネジャーがファンドレイズすることもほとんどないため、結果として競争は少なくなっている。

PitchBook は、2019 年末における石油およびガス関連ファンドのドライパウダー(ファンドがまだ投資に回していない待機資金)が、観測来最低となったと推定している<sup>11</sup>。また、銀行がエネルギー関連のエクスポージャーを減らしたり、セクターから撤退していることにより、債権市場も課題を抱えている。一方で、石油需要は COVID 前の 90%程度まで回復し、世界経済における石油の重要性を浮き彫りにしている。ゴールドマン・サックスは 2022 年までに石油需要が完全に回復すると予測している<sup>12</sup>。

米国の天然ガス生産量は長年堅調に推移した後、現在は減少傾向にある。これは主に随伴ガス(原油の生産に伴って、油田から同時に採取される天然ガス)の減少によるものである。天然ガスの在庫量は依然として 5 年平均を上回っているが、価格は 2020 年 10 月中旬には同年初頭より約 40%高いレベルまで回復している<sup>13</sup>。例年よりも寒い冬と

なった場合、価格は急騰する可能性がある。

要するに、世界的な投資の減少や米国におけるシェール生産量の減少が、需要の回復と相まって、伝統的なエネルギー投資にとっては中長期的に強気のシナリオを生み出す可能性があると考えられている。しかし、運用会社は、アセットオーナーが持続可能な資産を取り入れる傾向が強まっていることから、気候変動によるリスクと機会の潜在的な影響を考慮する必要があるかもしれない。

森林もまた別の見方をする価値がある。10 年物国債の利回りが 1%未満である今日、森林のように安定したパフォーマンスを発揮する投資対象からの、一桁台半ばのリターンに魅力がないわけではない。さらに、森林には多くの優れた特性がある。それはデフレとインフレの両方へのヘッジとして機能し、真の分散効果を提供し、生物学的成長というユニークな特性を有しているという点である。

木材や完成品の価格は数年前と比べて上昇しており、このセクターにとってはポジティブな兆しであると言える。ある森林マネジャーの報告によると、米国南部では 10 年以上ぶりに需給がほぼ均衡しているとのことである<sup>14</sup>。インフレや経済成長が大幅に回復した

場合、森林は期待以上の成果を上げる可能性がある。したがって、森林は債券や低リスクヘッジファンドに代わるものとして検討に値すると考えている。

鉱業セクターでは、多くのマネジャーがデットファンドやその他のファンドを設立し、鉱業セクターへのアクセスを投資家に提供することを模索している。金属や鉱物は、先進社会の技術やインフラに欠かせないものである。多くの人が予測しているように、電気自動車普及すれば、バッテリー製造のために大量のコバルト、リチウム、ニッケルが必要となる。

しかし、鉱山会社は、環境への影響、水の使用、廃棄物、地域社会や文化的景観への影響、水環境の管理など、多くの分野でベスト・プラクティスを適用する必要がある。さらに、機関投資家は鉱山会社やその事業活動による影響についての分析をますます厳しくしているため、鉱山会社側が透明性のある報告を行うことも重要である。

マーサーは、投資家の皆様に、鉱業セクターを排除するのではなく、責任投資の重要性を念頭に置いた上で、このセクターのデットファンドやその他のファンドを検討することを推奨する。

<sup>11</sup> PitchBook. 2020 年上半期の実物資産レポート

<sup>12</sup> "Goldman Sachs Sees Oil Demand Returning to Pre-Coronavirus Levels by 2022," ロイター, 2020 年 7 月 1 日

<https://www.reuters.com/article/us-global-oil-research-goldman/goldman-achs-sees-oil-demand-returning-to-pre-coronavirus-levels-by-2022-idUSKBN2430IE>

<sup>13</sup> 米国エネルギー情報局のウェブサイト

<sup>14</sup> 2020 年 10 月に開催された RMS 年次総会

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.

# インフラストラクチャー

**過去 10 年間で、ファンドレイズ額は 165 億米ドル(2009 年)から 975 億米ドル(2019 年)へと 6 倍近く増加している。**

現在、機関投資家の間では、インフラ投資が人気を集めており、さながら「ロックスター」の状態である。過去 10 年間で、ファンドレイズ額は 2009 年の 165 億米ドルから 2019 年には 975 億米ドルへと 6 倍近く増加している<sup>15</sup>。

また、同期間において募集が終了したファンドの累積数も 245 から 1,145 へとほぼ 5 倍に増加している。COVID-19 の逆風もかわらず、インフラ市場ではこれまでに 750 億米ドルの資金が調達され、69 ファンドが募集を終了している<sup>16</sup>。

投資家の需要には、短期および長期の様々な要因が相互に関連している。分散の必要性、利回りの追求、実質利回りの重視、持続可能な投資へのフォーカスといった要素が、世界中の年金、保険会社、ソブリン・ウェルス・ファンド、大学基金等を惹きつけている。確かに、この資産クラスは非常に注目を集めていると言えるだろう。

インフラは長期的には魅力的で安定したリターンを提供しており、2020 年にも相対的な回復力を示した。EDHEC インフラストラクチャーによると、この資産クラスは 2020 年第 7-9 月期において 7.7%のリターン(米ドルベース)となり、反発したが、過去 12 ヶ月間では依然としてマイナス圏に留まっている(-4.3%)<sup>17</sup>。しかし、過去 10 年で見ると、インフラは年率 12.0%のリターンを記録しており、ボラティリティは年率ベースで 13.9%と推定される。

それと比較して、グローバル株式の代表的な指数である MSCI ワールドのリターンは過去 1 年間で 11.0%(米ドルベース)と堅調に推移している。一方で、過去 10 年では年率 10.0%のリターンに対して、年率 15.1%のボラティリティであった。この期間の両セクター間の相関係数は-0.20 であり、インフラにおける四半期ベースの最大ドローダウンは-13.2%、グローバル株式におけるそれは-20.9%であった<sup>18</sup>。

しかし、ロックスターであってもパフォーマンスが冴えないことはある。その結果、悪いシングルを出すこともあれば、悪いアルバムを出すこともあり、まれに悲惨な結果でキャリアが終わることもある。このセクションでは、インフラ投資が本当にうまくいかない可能性がある 2 つの重要な領域に焦点を当てている。他にもいくつかの要因が今後議論されるだろうが、これらがこの資産クラスの数十年に及ぶ輝かしいキャリアにおいて、若干音を外した一時のギターソロに過ぎないことを期待したい。

<sup>15</sup> 2019 年 Prequin グローバル・インフラストラクチャー・レポート

<sup>16</sup> Prequin Quarterly Update: Infrastructure, Q3 2020

<sup>17</sup> Infrastructure 300 index、均等加重、四半期ごとのデータ (米ドルベース)

<sup>18</sup> Databank および EDHED インフラストラクチャー

© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.





## ファンドサイズとスタイルドリフト

インフラのファンドレイズ環境はここしばらく、明らかに二分化されている。平均すると、過去 10 年間に於いて市場の上位 10 ファンドがファンドレイズ総額の約 60%を占めており、2019 年には約 70%を記録した<sup>19</sup>。

残念なことに、次号ファンドの規模が前号ファンドより 50%~100%程度大きいものとなり、4~5 年ではなく 2~3 年のスパンで再度ファンドレイズされるのが一般的になってきていることが観測されている。これは、3 つの相互に関連した理由から懸念されている。

第一に、いくつかのインフラ運用会社が、時価総額やリスクプロファイルの面でのスタイルドリフトに手を染めている証拠が市場全体に存在することである。時間が経つにつれて市場が成熟していくことを考慮したとしても、実質的にはプライベート・エクイティに近い特定の資産がインフラという名でポートフォリオに組み入れられるようになってきているのが事実である。皮肉なことに、この資産クラスのボラティリティが低く測定されてしまうことにより、そのような資産が特にペナルティを受けることなく、インフラの皮を被ったまま放置される可能性があり、将来的に問題となる可能性があるだろう。

第二に、ファンドレイズのサイクルが短くなることで、前号ファンドで取得した原資産のパフォーマンス評価を、最新の募集に関する見解に反映させることが困難になっていることである。具体的には、資産の所有期間が 1~2 年しかないため、EBITDA の成長、資本的支出の展開、グリーンフィールドからブラウンフィールドへとリスクが低減することやステークホルダーのマネジメントに関するデータや証拠がほとんどないかもしれない。

<sup>19</sup> 2019 年 Prequin グローバル・インフラストラクチャー・レポート  
© 2020 Mercer LLC. All rights reserved.

## 資本の有効な投下先がない限り、マネジャーにとって資金調達しやすい市場環境であったとしても、ファンドレイズを行うべきではない。

また、資産評価額は、有形資産そのものの価値上昇というよりも、割引率の低下や取引事例比較法を用いた評価の結果、改善されている可能性がある。時間の経過に伴ってファンドのスタイルがドリフトすることで、そのような資産の評価がマネジャーの長期の実績と合致しなくなった場合、この課題はさらに複雑なものとなる。

さらに言えば、10年近く前に15億ユーロの規模で運用していたファンドのパフォーマンスが、その3～5倍の規模になった直近のファンドの評価において、果たしてどれほど意味を成すのだろうか。場合によっては、投資家は新規ファンド募集に応じる際に、エビデンスよりもストーリーに頼らざるを得なくなっている。しかし、あるストーリーが他のストーリーよりも優れているように聞こえるのは、実際にそうだからなのか、それとも語り口の上手さのせいなのか判断するのは難しい。二分化された市場では、投資家はキャパシティの限られたファンド募集に応募する際に、何度も話を聞く機会を与えられないかもしれない。

最後に、一部のインフラマネジャーが、市場の投資機会というよりも商業的な理由でファンドレイズの規模を決定しているかもしれないというリスクを指摘する。一般的に、投資家はファンドの投資機会を検討する際に、（手数料そのものというより）手数料控除後のパフォーマンスが重要であることを理解している。加えて、優秀な人材に運用を委託したいのであれば、その成果に報いる必要があることと、AUMの増加は再投資の余地を与えてくれることを認識している。





しかし、このような規模の拡大が原因で、パフォーマンスを低下させることがあってはならない。得られる固定報酬が大きくなることで、成功報酬によるインセンティブ効果と調整効果がある時点から弱まり始めるかもしれない。資本の有効な投下先がない限り、マネジャーにとって資金調達しやすい市場環境であったとしても、ファンドレイズを行うべきではない。ファンドレイズは何度も繰り返される相互間のゲームであり、決して一発勝負のイベントではない。

キーマンの引退に伴う後継者計画と会社のオーナーシップの移転は、投資家が今後ますます直面するであろう問題だ。残念ながら、ロックスターでさえ永遠に生きることはできず、このような流出はすでに始まっている。多くのインフラマネジャーは、後継者計画を促進するために、ビジネスと運用に関するより広範なリーダーシップ・グループの構築に積極的に取り組んでいる。これらのマネジャーの多くは 10～15 年以上前に設立されているため、移行プロセスが今後加速し、市場全体にヴァンテージ効果が生じる可能性が高い。

この点に関して、投資家は主に 2 つの問題について考慮する必要がある。キーマンの離脱が、企業文化にとってどのような意味を持つのかという点、および、オーナーシップ構造にとってどのような意味を持つのかという点である。創業者の多くは、マネジャーのビジネスカルチャーや投資哲学にとって不可欠な存在である。彼らが退いたり去ったりした後、これらはどのように維持されるのだろうか？ カルチャーと哲学は無形なものであるが、インフラマネジャーの価値提供において間違いなく重要な要素である。

さらに、創業者の退社はオーナーシップ構造の不確実性を引き起こす可能性がある。多くのインフラマネジャーは、従業員所有の会社として設立されており、比較的集中した株主基盤を有する。退任する創業者は、大手資本から独立したビジネスモデルを維持したいと考えているかもしれないが、残された従業員はそれを実現できる立場にないかもしれない。このような状況はどのように調整されるのだろうか？

インフラマネジャーの中には、少数株主持分を第三者グループに売却し、短期的な流動性を提供すると同時に、長期的にはさらなる所有権移転の道筋を示している会社もある。また、投資家の需要を取り込むために、インフラの運用機能を「購入」しようとしている大規模な資産運用会社からアプローチを受けているケースもある。

組織の変更はビジネスカルチャーとオペレーティング・モデルの両方に大きな影響を与える可能性があるため、これらのプロセスを適切に管理することがビジネスの永続にとって不可欠である。今後数年の間に、どのマネジャーがこれらの問題に最も効果的に対処するかが注目されている。

なぜこのようなことが重要なのだろうか？ インフラマネジャーはファンドレイズの面で成功すればよく、投資家はそれが続く間、それに熱狂していれば良いのではないか？

ほとんどの投資家は、インフラがポートフォリオ全体の中で真の分散投資の役割を果たし、上場株に匹敵する長期的なリターンを提供しながらも、ボラティリティははるかに低くなることを期待している。また、特に市場が緊迫している局面では、他の資産クラスと低相関性であることも期待されている。これらの期待に応えることができなければ、その評判を落とすことになる。

同様の課題が存在するにもかかわらず、プライベート・エクイティやヘッジファンドは投資家や資本を引き付け続けている。しかし、投資家はインフラに対して他の資産クラスのようにロックスターになって欲しいと思うのと同時に、バンドのマネジャーのような存在になって欲しいとも考えている。投資家は、インフラには目立たない黒子として、困難な状況下でも一貫した基準で仕事を遂行することを期待しているのである。ロックスターは何時間もステージに出ることを拒否してもファンに愛され続けるが、バンドのマネジャーは 5 分遅刻しただけでクビになってしまう。

このような課題に対処することで、業界が今後何年にも亘ってインフラ投資の人気を維持できることを願っている。

# プライベート・デット

## 足元の状況

過去に例を見ない1年となった2020年において、グローバル・プライベート・デット市場は、金融危機（GFC）以降で初めて大きな試練に直面した。競争状態が高まっているものの、信用引受とポートフォリオ構築において規律を維持しているマネジャーは、良好なパフォーマンスを達成する可能性が高くなる。プライベート・デットにおいては、投資元本の毀損を回避することが、良好なパフォーマンスにつながる。

注目すべき点は、金融危機を契機としてプライベート・デット市場が急速に拡大したことである。銀行の貸付業務に対する規制強化により、その空白を埋める新たな資金調達手段が必要となったことから、2020年3月末時点のプライベート・デットの残高は8,480億米ドルと、わずか7年で2倍以上に急増した（図4）。

図4. プライベート・デット残高（10億米ドル、2020年3月31日時点）



出所：Preqin



過去 10 年間を通じて、先見の明を有する多くの機関投資家が、この新たな資金調達手段における貸し手となり、資金需要の拡大に応じて、長期的な投資を行うようになった。

そして、プライベート・デットは、ハイ・イールド債やバンクローンと比較して、高いリターンおよび低いリスクを一貫して提供してきた（表 1）。

表 1.10 年リスクならびにリターンの比較（2020 年 6 月 30 日時点）

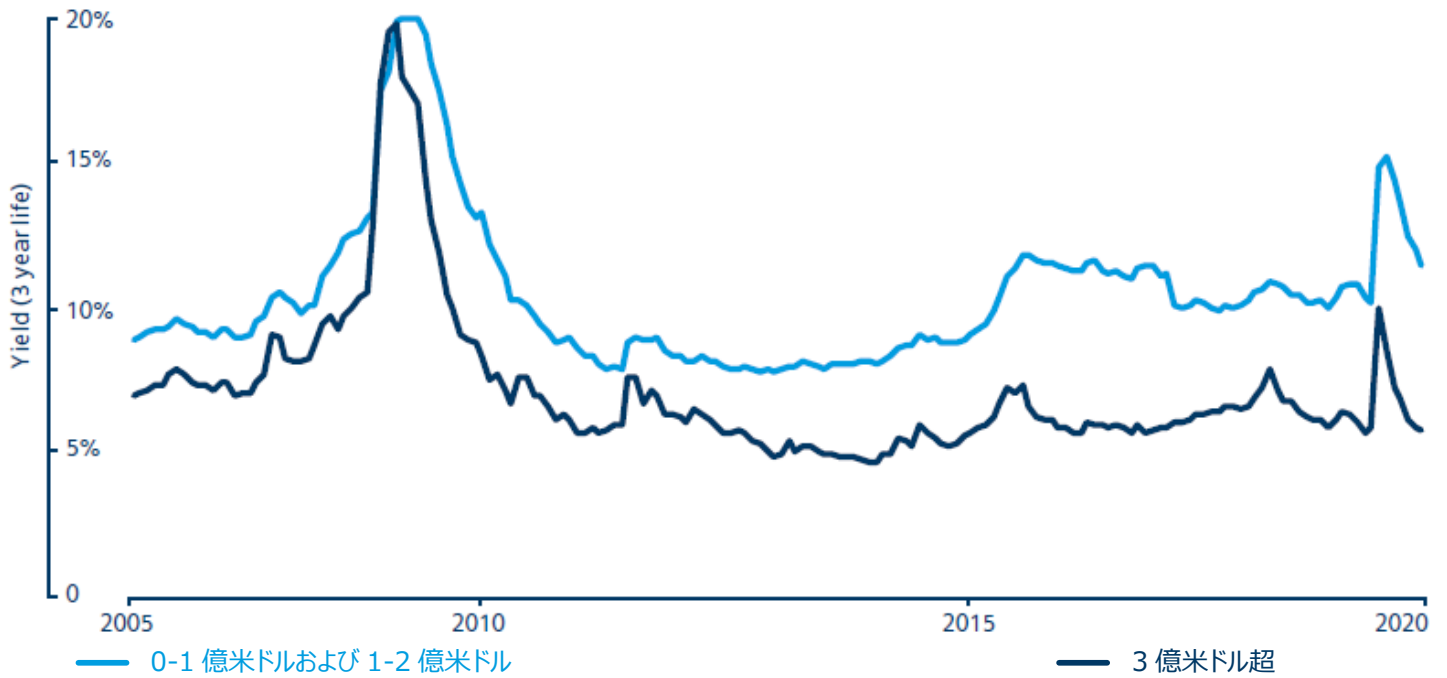
	米国ハイ・イールド	米国バンクローン	米国シニア ダイレクト・レンディング
10 年リターン（年率）	6.5%	4.2%	8.7%
10 年リスク （標準偏差、年率）	8.1%	6.3%	5.1%
10 年リターン／リスク	0.8	0.7	1.7

出所: Mercer Analysis, DataStream (ICE BofAML US High Yield Master II, S&P Leveraged Loan) , Burgiss (US Senior Private Debt)

リターンの観点から見ると、プライベート・デット投資家は、一貫して平均的な利回りに対するプレミアムを享受している。代用データとはなるが、図 5 はサイズ毎のバンクローンの利回りの違いを示している。一般的にプライベート・デット・マネジャーが提

供する 2 億米ドル未満のローンの利回りと、一般的にシンジケート・ローン市場が提供する 3 億米ドル超のローンの利回りの差の平均値（2005 年 12 月 31 日以降）は、300bps（3%）を上回っている。

図 5. サイズ別ローン利回り

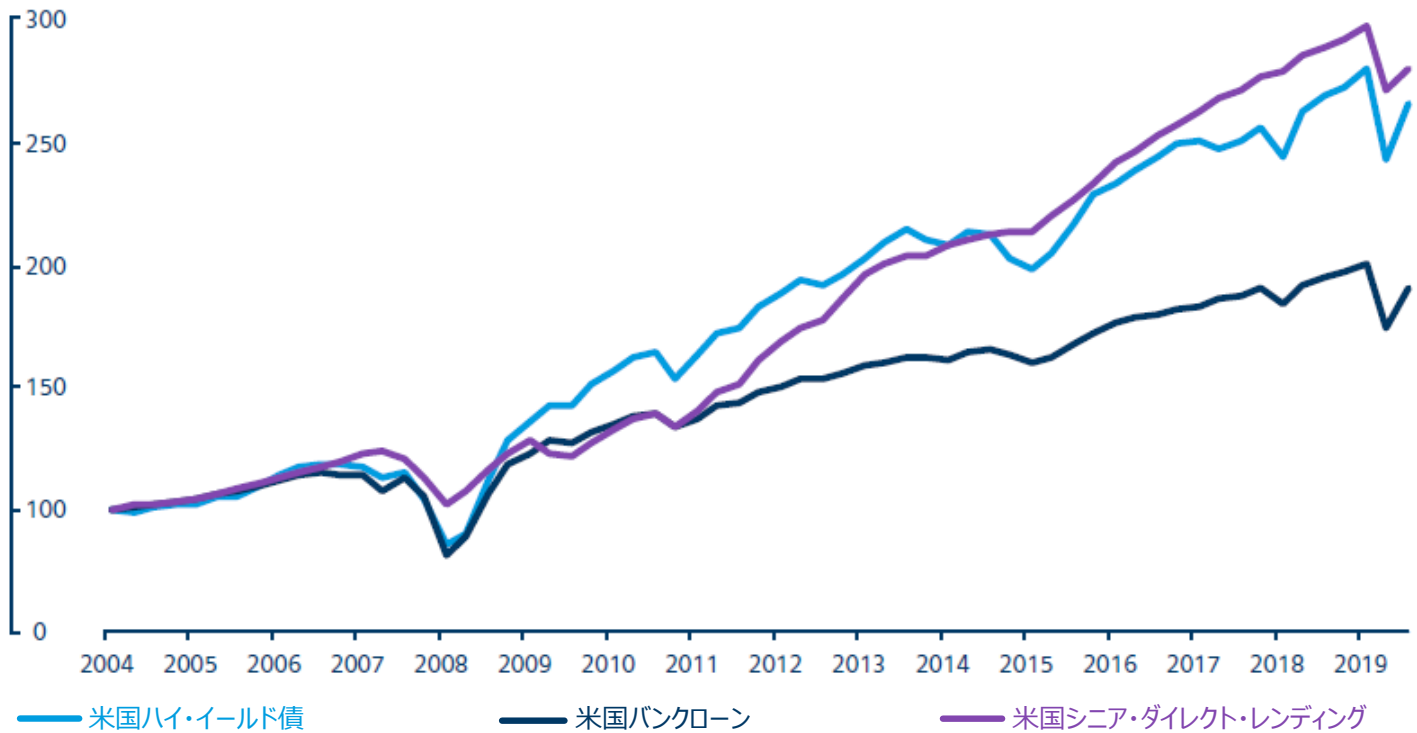


出所: Credit Suisse Leveraged Loan Index

この利回りにおけるプレミアムは、非流動性と複雑性からもたらされるものである。また、リスクの観点から見ると、プライベート・デットにおける下方リスクの抑制は明白である。金融危機のピークであった 2008 年下半期において、米国ハイ・イールド債

市場では 25%、米国バンクローン市場では 28%のドロールドウンが発生した。一方で、米国シニア・プライベート・デット市場のドロールドウンは 16%と、相対的に小さかった（図 6）。

図 6. ハイ・イールド債、バンクローン、シニア・プライベート・デットの評価額推移（2004 年末 = 100 米ドル）



出所: DataStream (ICE BofAML US High Yield Master II, S&P Leveraged Loan) ,Burgiss (US Senior Private Debt)





プライベート・デットは、取引可能な流動性クレジット市場に関連する市場評価の圧力やボラティリティの影響を受けない。さらに、そのデフォルト率および回収率は、バンクローンやハイ・イールド債よりも良好な実績を維持している。中

堅企業を対象としたローンは、大企業が主要対象である両市場よりも良好な投資条件および貸し手に対する保護を維持している（図 7 および図 8 を参照）。

図 7.回収率

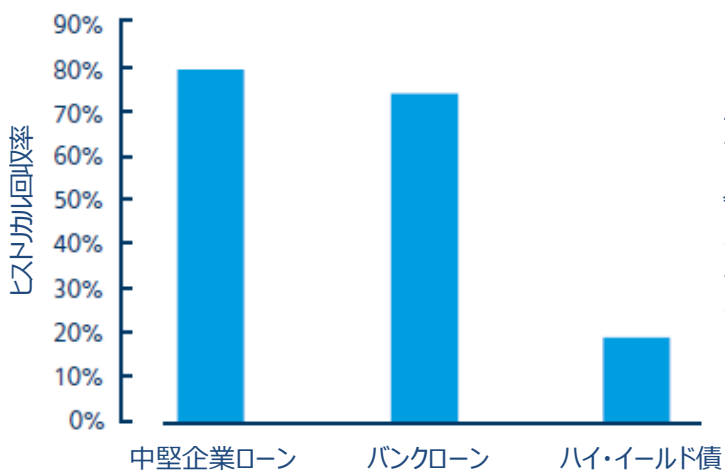
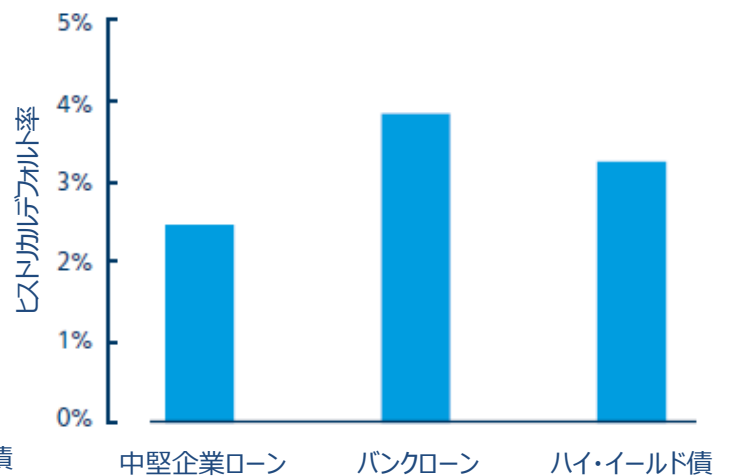


図 8.デフォルト率



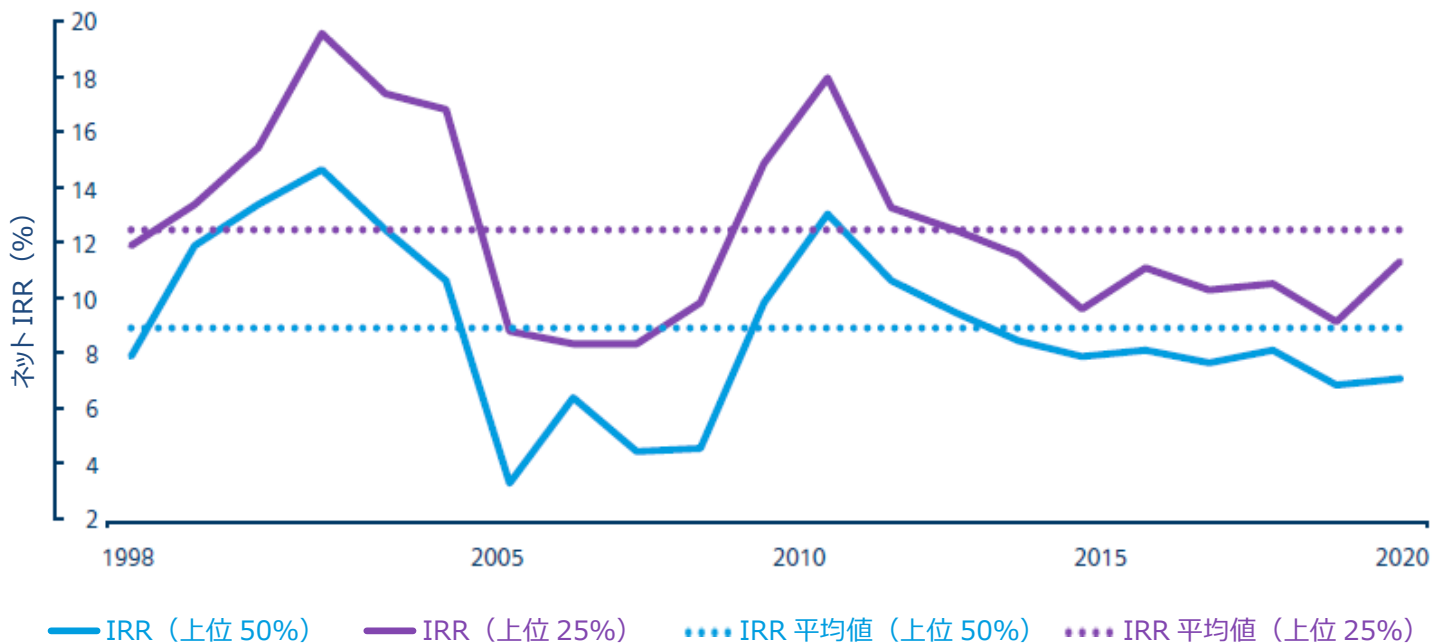
出所: S&P CreditPro (1995 年から 2019 年)

## 今後の見通し

プライベート・デットにおける投資機会はこれまでになく豊富であり、需要と供給の両面からのサポートを受けている。プライベート・エクイティにおけるドライパウダーの金額は過去最高の 18 億米ドルに達しており<sup>20</sup>、流動性クレジット市場からの資金調達が困難な企業に対する資金調達手段としての需要は依然として高い。投資家需要の観点からは、低金利環境の継続により、代替となるインカム収益源がますます必要となっている。

さらに、ショック・イベントの後に設定されたプライベート・デット・ファンドのパフォーマンスは良好となる傾向があり、今後設定されるプライベート・デット・ファンドもまた同様の恩恵を受けると想定している（図 9）。

図 9. プライベート・デット・ネット IRR（上位 25% および 50%、ヴィンテージ年別、2020 年 6 月 30 日時点）



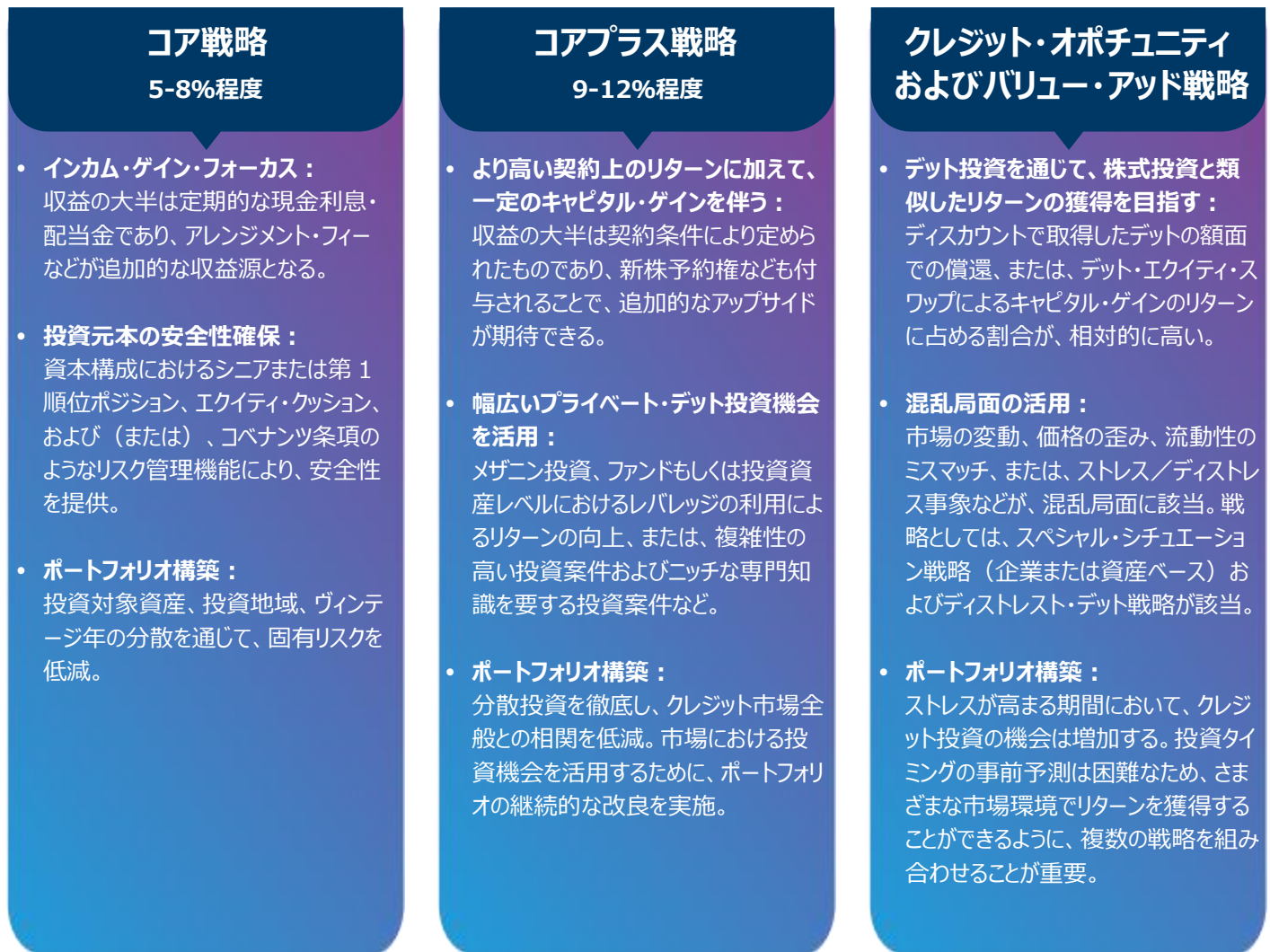
出所: Burgiss (Global Private Debt)

投資家が今日直面している主要な課題の 1 つは、各投資家の目標リスクおよびリターンに合致した最適な戦略を選択することである。プライベート・デット戦略の状況は、かつてないほど多様化している。我々は、ポートフォリオの構築にあたり、様々なプライベ-

ト・デット戦略を「コア」、「コアプラス」、「クレジット・オポチュニティおよびバリュー・アッド」（図 10）の 3 つに分類し、投資対象戦略を検討している（図 10、図 11）。

<sup>20</sup> Prequin (2020 年 10 月)

図 10. プライベート・デット戦略の大分類



上記内容は専ら説明を目的としたものである。実際のリターンは異なる可能性がある。

図 11. プライベート・デット戦略の一覧

北米		欧州	アジア太平洋	新興国	グローバル
コア戦略	コアプラス戦略		コアプラス戦略		
ダイレクト・レンディング		ストラクチャード・クレジット		スペシャリティ・ファイナンス	
大型中堅企業		CLO デット		音楽/映画/メディアおよびロイヤリティ	
中堅企業		CLO マルチ		ヘルスケア・レンディングおよびロイヤリティ	
小型中堅企業		CLO エクイティ		保険リンク債	
ベンチャー・レンディング		ABS マルチ		訴訟ファイナンス	
シニア・ユニトランシェ		消費者ローン ABS		航空機、船舶、鉄道ファイナンス	
メザニン・優先株式		商業ローン ABS		レンダー/プラットフォーム・ファイナンス	
スポンサー付/ノン・スポンサー・ローン		その他ローン ABS		所要自己資本軽減	
オポチュニスティック		ポートフォリオ NAV レンディング		ファクタリングおよびトレード・ファイナンス	
プライベート BDG/SBIC		資産担保融資		実物資産およびエネルギー	
<b>クレジット・オポチュニティおよびバリュー・アッド戦略</b>					
クレジット・ディスロケーション・ファンド		スペシャル・シチュエーション		ディストレスト・デット	



### 2021年の検討テーマ：


- コア：**プライベート・デットは、投資サイクルとしては良好なリターンが期待できるタイミングであり、投資家は、裏付けとなるローンの本質的なリスクよりも相対的に低いリスクで、5%前後の利回りが期待できるポートフォリオの構築が可能である。
- コアプラス：**不透明な市場環境が続く間は、資本が不足する局面において投資案件の複雑性がパフォーマンスに貢献する可能性が高く、分散されたポートフォリオおよび高い利回りを維持しながら、高いリスク調整後リターンを享受することが見込まれる。ポートフォリオ NAV レンディング（ファンドが保有する資産を担保とした、ファンドへの貸付）およびストラクチャード・クレジットはその一例である。
- クレジット・オポチュニティ：**クレジット・オポチュニティは、投資家のリターン追求ポートフォリオを補完することが見込まれる。パンデミックが世界経済に影響を及ぼす期間が継続した場合、ストレスならびにディストレスト投資機会は増加する可能性がある。JP モルガンが発表する予想デフォルト率は、ここ数ヶ月で低下しているが<sup>21</sup>、2020年のデフォルト合計は、すでに GFC 以降で 2 番目に高い水準である。過去のデータでは、相対的に高いキャピタル・ゲインが期待できるオポチュニスティック・クレジット戦略にとって、魅力的な投資参入タイミングであることを示唆している。

グローバル・プライベート・デット戦略全般において、今後設定されるファンドのパフォーマンスは良好となることを見込まれる。コア戦略およびインカム・ゲイン中心のポートフォリオを構築する投資家にとっては、規律ある投資を継続することで、損失を最小限に抑え、最終的には良好なパフォーマンスが期待される。より高いリターンおよび複雑性の高い戦略を選択する投資家にとっては、COVID-19 をきっかけとした投資機会が到来している。クレジット市場全体で発生した投資機会に対応するために、ポートフォリオ構築計画を再検討することには、十分な価値がある。




<sup>21</sup> JP Morgan. Default Monitor (2020年10月)

# 不動産



**2021年に入り、マクロ経済状況が市場成長をより下支えするようになると、「中間」に位置する不動産戦略が投資家の関心分野に加わり、不動産投資全般において今後設定されるファンドに良好なパフォーマンスをもたらすと予想される。**



## 魅力度

2020年の終わりにかけて、不動産投資において投資家が関心を寄せた特性は、大きく2つに分かれた。1つは、安定的なインカム・ゲインを生み出す資産特性が、引き続き選好されているということ。もう1つは、資本市場の混乱により不動産を安価に取得できる投資機会が発生し、今後のキャピタル・ゲイン獲得につながることを投資家は期待しているということである。2021年に入り、マクロ経済状況が市場成長をより下支えするようになると、「中間」に位置する不動産戦略が投資家の関心分野に加わり、不動産投資全般において今後設定されるファンドに良好なパフォーマンスをもたらすと予想される。

投資家が不動産への資産配分を行う上で利用可能なさまざまな投資手段により、不動産は市場サイクル全体を通じて魅力的な投資機会を提供することが可能である。多くの機関投資家は、長年に亘る不動産投資実績を有している。我々は過去数十年に亘って、大規模な機関投資家が不動産投資手法を高度化する過程（不動産ポートフォリオ構築手法、国内不動産から海外不動産へのさらなる展開、幅広いリスクレベルに亘る資産配分の変更）を目の当たりにしてきた。そして同時に、不動産のアンダーウェイト・ポジションの見直しを開始した中小規模の機関投資家が増加していることも観測している。

## 投資機会

不動産は、機関投資家にとってプライベート・マーケットの中でも最も配分の大きい資産クラスとなっているが、配分は依然として増加傾向にある。MSCIの最新の推計では、不動産市場の残高は約8.7兆米ドルまで拡大している。

不動産の多くは上場不動産会社に保有されており、時価総額の約半分をプライベート市場で取引されている持分が占めている。インカム・ゲイン中心のコアならびにコアプラス戦略を愛好する投資家は、オープン・エンドでファンド期間の定めが無いファンド（エバーグリーン型ファンド）を通じてプライベート不動産を保有する傾向がある。一方で、キャピタル・ゲイン（バリュアー・アッドもしくはオポチュニスティック戦略）に着目する投資家は、ファンド期間が定められているクローズド・エンド型のファンドを好む傾向がある。

金融危機後、一部の不動産市場において銀行が融資業務から撤退し、投資機会が発生したことから、不動産デットファンドが幅広いリスクレベルにわたって急増した。



## 現在の市場環境

COVID-19 のパンデミックにより、特にオンラインの小売やオフィス・ワークの柔軟性において、既存モデルからの構造変化が加速している。これらの変化は、オフィス、小売、物流施設の評価にプラスとマイナスの両方の影響を及ぼしており、恒久的なものになると想定される。

対照的に、ホスピタリティやレジャーの部門で見られる影響は、一時的なものとなる可能性がある。市場によっては評価の緩やかな低下が続いているが、この傾向は今後数か月で次第に収まると予想される。

現在の価格修正は、金融危機後に発生した価格修正に比べてはるかに軽微であり、今後同程度の水準に達する可能性は低い。不動産セクターは、金融危機時とは異なり、良好なファンダメンタルズ、低いローン・トゥ・バリュー（負債／不動産価値比率）、多様な投資家層を有した状態で、今回の危機に直面している。金融危機以降に金利が急低下していることから、今日の新たな低金利環境においても、長期的にインカム収益を生み出す不動産の重要性は、ますます高まっている。

不動産は、総体的には評価額が比較的安定しているものの、特定のセクターでは回避困難な混乱に直面することが予想される。特に欧州では、政府および中央銀行が特定のセクターの資産価値の下支えを継続しているものの、他の方法では持続不可能なものであることから、市場は「嵐の前の静けさ」の状況となっている。コロナ禍以降、不動産取引の実績は極めて少ないが、特定のセクターにおける混乱は拡大している。（金融危機時と比較して）今回は不動産所有者の資

本が全般的に充実しているとはいえ、多くの企業が資産売却につながる流動性問題に早期に直面している。

さらに将来的には、銀行がディストレスト不動産や不稼働不動産の売り手になる可能性がある。これらの状況はいずれも、オポチュニスティック戦略のマネジャー（買い手）にとって良好な市場環境を生み出す可能性がある。

## 地域別投資機会

**北米：** 上述のとおり、北米不動産市場には魅力的な投資機会が豊富に存在する。6月のセクター全体の稼働率は久しぶりに低下し、93.5%となった<sup>22</sup>。不動産需要は、経済全般の状況からはこれまでのところ切り離されており、特にライフサイエンス、手頃な価格の住宅、物流において豊富な投資機会が見られる。カナダでは、これらのセクターに加えて、堅調なグレーター・トロント・エリアに注目している。また、ライフサイエンスおよび研究用オフィスなどの特化型セクターは、今後の回復および成長力の両面において、魅力的な投資機会となることが期待される。

**欧州：** 英国市場は世界で最も透明性の高い不動産市場の1つであり、足元の経済状況への対応の影響を受けて、市場変動は比較的大きくなっている。小売あるいはレジャーなど、強い影響を受けているセクターを含む特化型ファンドの2020年リターン（6月まで）は、15%のマイナスとなった<sup>23</sup>。対照的に、英国のロング・リース・ファンドは、通常優良テナントとの長期リース契約で構成されており、プラスのリターンを維持している。同分野は、今後も成長すると予想している<sup>24</sup>。その他、回復力の観点から着目している市場はドイツである。ドイツでは、相対的

に強い経済力および投資家需要がみられる。欧州全体およびリスクレベル全般において、成熟化しつつあるオペレーション集約型のニッチ・セクターは、引き続き成長余力があると考えている。

**アジア太平洋：** オーストラリアは、相対的な安全資産としてのポジションと魅力的な長期テーマに着目した、国内投資家および海外投資家の双方からの強い需要を維持している。2020年の不動産取引額（6月まで）はコア戦略を中心に302億豪ドルに達しており、ピークに近い水準を維持している<sup>25</sup>。アジアでは、主要国がウイルスの封じ込めに成功しており、経済回復の兆候が見られる。同地域における不動産価格の変化は緩やかではあるものの、一旦経済回復が始まると、需供のダイナミクスが引き続き良好である中国および日本が魅力的な投資先になるものと着目している。アジア地域全体において、パンデミック時にイー・コマースが急速に拡大したことで需要が高まっている、データセンターおよび物流施設の魅力度が高いと考えている。

## 2021年における優先事項

2021年は、不動産のポジションをオーバーウェイトし、リスク許容度を高めることを推奨する。パンデミックは引き続き不動産賃貸市場に影響を及ぼすと想定されるが、中長期的な投資ホライズンにおいて、2021年は絶好の不動産投資の機会となることを見込まれる。初期段階では、投資家は、価格発見が最も進んでおり、市場規模が最大かつ最も流動性の高い不動産市場への資金配分を優先すべきであると考えているが、時が経つにつれて、投資機会は他の市場にも拡大すると想定している。

<sup>22</sup> NCREIF, National Property Index, Q2 2020

<sup>23</sup> MSCI/AREF, UK Property Funds Index, Specialist Funds, Q2 2020

<sup>24</sup> MSCI/AREF, UK Property Funds Index, Secure Income Funds, Q2 2020

<sup>25</sup> Dexu, Q2 2020

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

## ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。