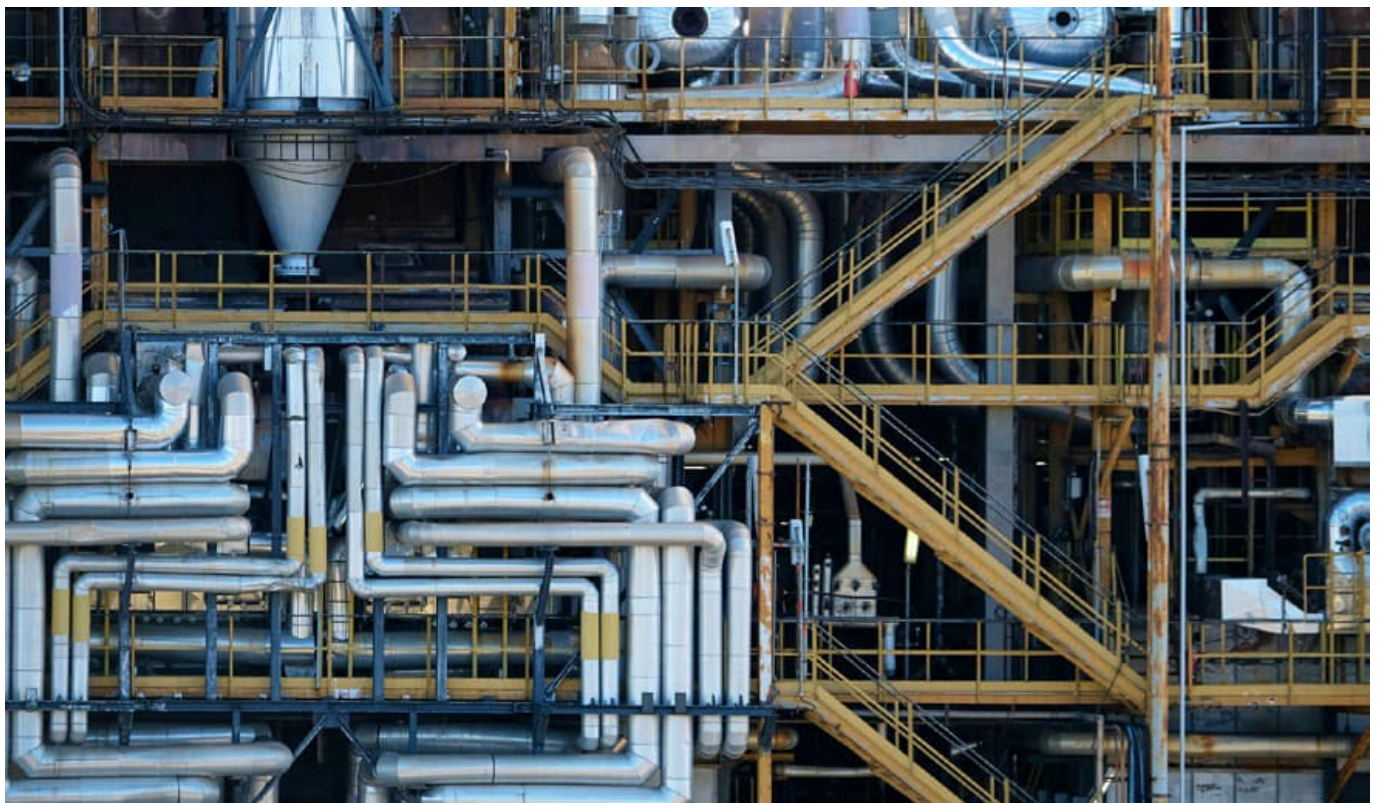


# 2023 年のオルタナティブ 投資に関する考察

## はじめに

2022年は重大な年として記憶されることは明らかであり、今年起きた出来事の影響を完全に理解するには、しばらく時間がかかるかもしれません。幸いなことに、COVID-19 パンデミックの影響は、ウイルスが完全に消滅したわけではないものの、ようやく沈静化し始めております。欧州では数十年ぶりに大規模な軍事衝突が発生し、当レポート執筆時点ではその収束はまだ不透明です。エネルギー価格は、戦争とそれに伴う政策決定の影響を受け、大幅に上昇しました。マクロ経済面では、インフレが急速に進行し、過去40年間で最高水準に達しました。その結果、多くの投資専門家が自身の運用経験において、初めて金利の大幅な上昇に直面しております。

これらの出来事は、いずれもプライベート市場および上場市場の両方に大きな影響を与えていると思われます。明らかなことは、これらの出来事が他の関連要因とともに組み合わさったことで、市場は足元をすくわれてしまっていることです。



当レポートでは、これらの重要な出来事が様々なプライベート市場のセグメントにどのような影響を与え、2023年にはどのような影響が予想されるかを説明するものです。

以下、具体的なトピックを紹介します。

### 1. プライベート・デット

プライベート・デットがもたらす柔軟性など、不確実性の高い局面における潜在的なメリットについて説明します。

### 4. アジア・プライベート・エクイティ

中国における投資の現状と潜在的なビジネスチャンスについて説明します。

### 7. インフラストラクチャー

一部のインフラストラクチャー資産が、一定程度のインフレ対策になることについて説明します。

### 2. プライベート・エクイティ

パフォーマンスに影響を与える可能性がある、バリュエーションが低下している局面におけるジェネラル・パートナー（GP）の投資行動（キャピタルコールを加速させ、新規投資を行うかどうか）を検証します。

### 5. 欧州プライベート・エクイティ

欧州地域は経済的な不確実性が存在するものの、現在の状況は、通常であればアクセスが困難なGPへのアクセス機会が得られる可能性があることについて説明します。

### 8. ヘッジファンド

ヘッジファンドのリバランスの検討、戦略的配分と戦術的配分の検討、代替となるアプローチについて説明します。

### 3. ベンチャーキャピタル

歴史的に、経済的苦境の時期において、次世代技術の製品やサービスが開発されることが多いことについて説明します。

### 6. 不動産

現在のマクロ経済環境において、どのタイプの不動産がより良いパフォーマンスを示す可能性があるか、また、ESGが当セクターにどのような影響を及ぼすかについて説明します。

### 9. インパクト投資

インパクト投資セクターの成長および発展について検証し、現在の市場環境がインパクト投資プログラムを検討する良い機会であることについて説明します。

当レポートが、読者にとって示唆に富むものであり、また、プライベート市場が過去に例が無い状況に直面するなかで、2023年に各セクターがどのようなパフォーマンスを示すかについて、貴重な洞察を提供するものであることを願っています。また、当レポートの内容について、より詳細な説明をご希望の場合は、いつでもご連絡ください。

# 1. プライベート・デット

「成功とは、準備とチャンスが  
 出会う  
 ところである」

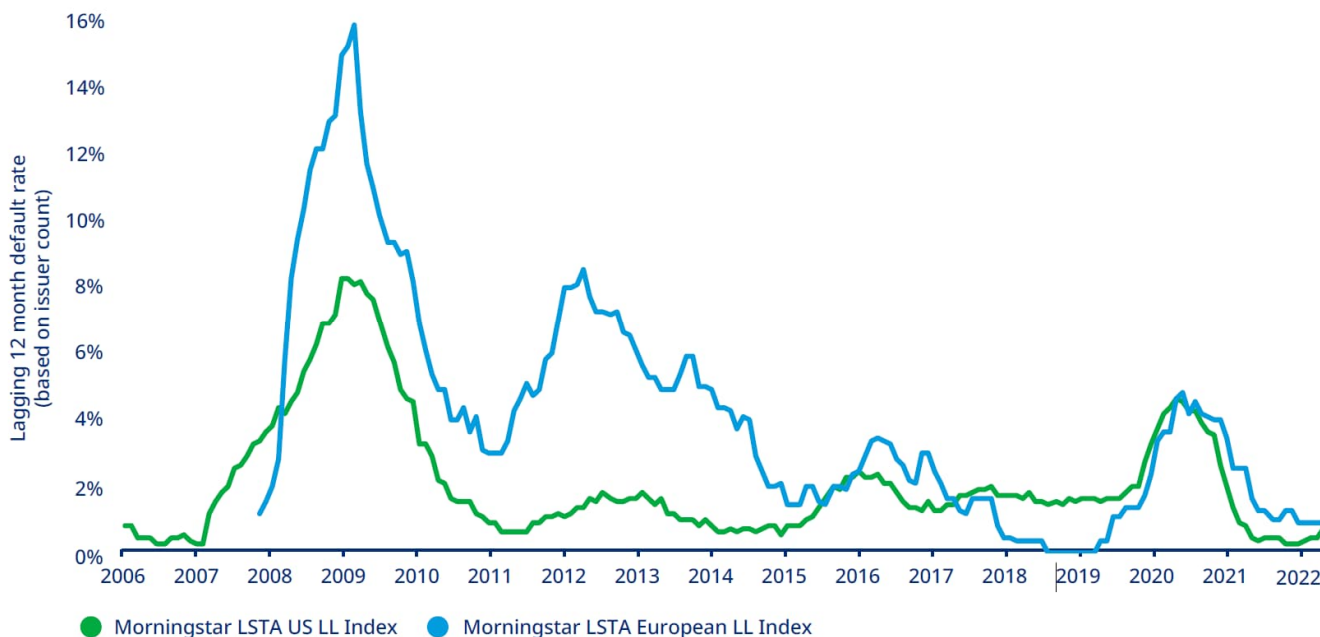
Bobby Unser

レーシング・ドライバー

国際モータースポーツ殿堂者

2022年、インフレが一過性のものであるかどうかという当初の懸念は、各国金融政策の政策転換が経済成長のハードランディングにつながるのではないかと大きな懸念へと、急激に変化しました。ウクライナ紛争とそれに続くサプライチェーン・ショックとエネルギー価格の高騰により、厳しいインフレ指標に直面したことで、各国中央銀行は金利引き上げを実施しました。2023年に向けて、これまでのところプライベート・デットのパフォーマンスは安定的に推移しています\*。例えば、プライベート・デットの参照指数である欧米バンクローンのデフォルト率は、低水準にとどまっています。

図1. レバレッジローン・デフォルト率



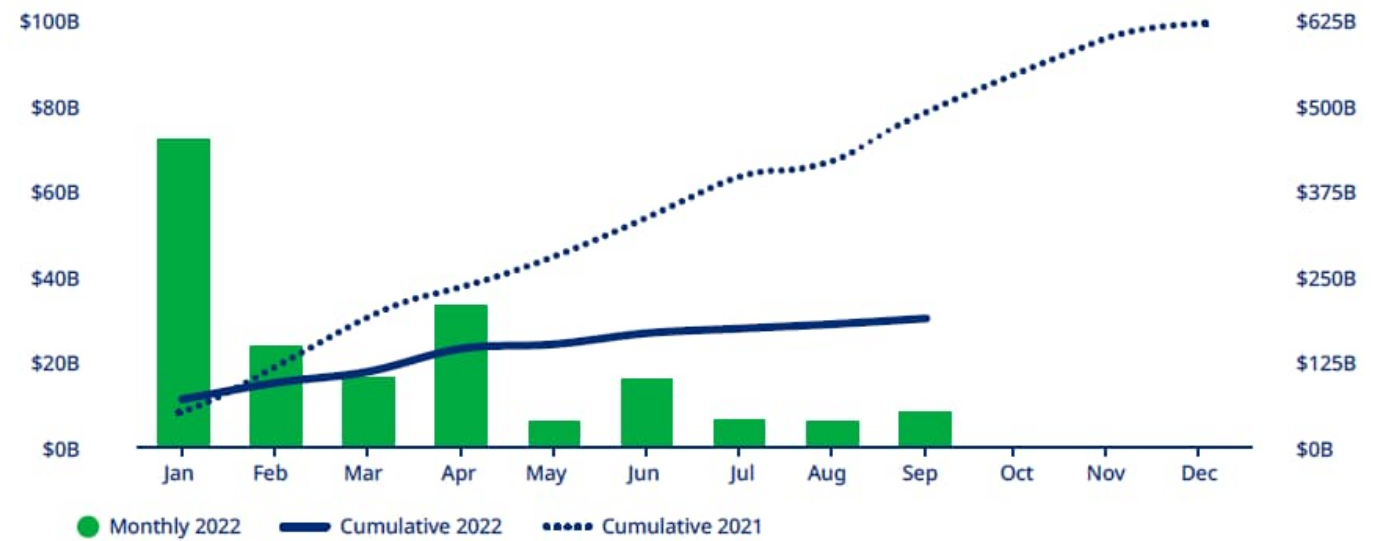
出所：モーニングスター（2022年8月）

\* 過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません



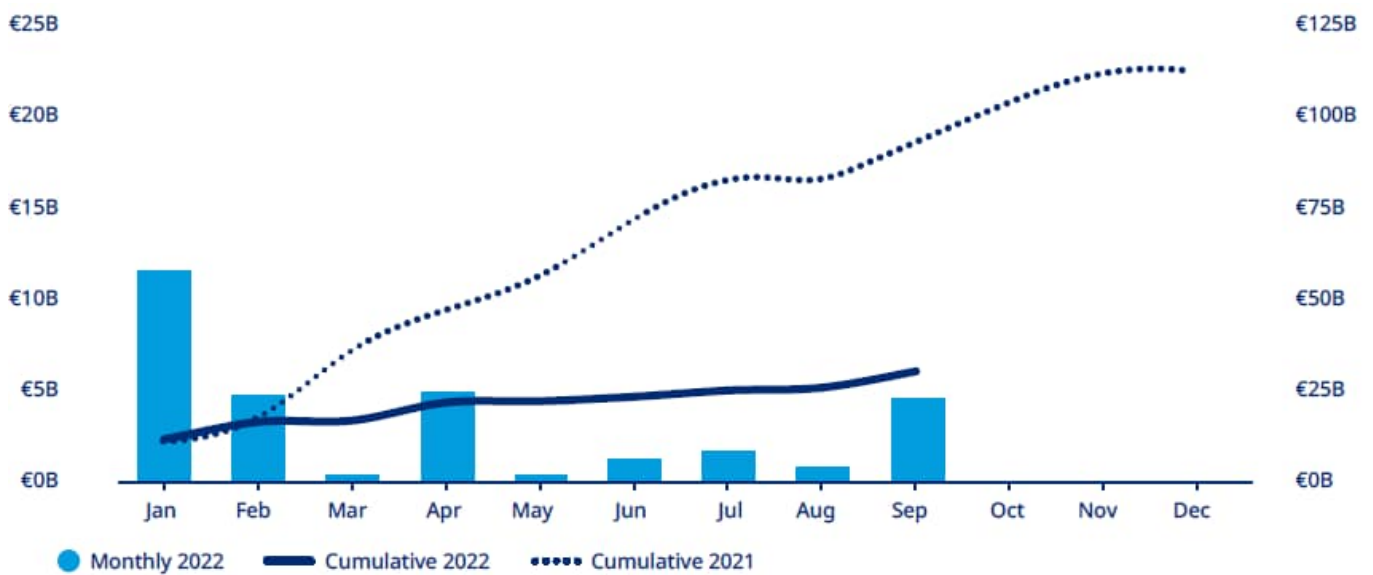
しかしながら、市場で流通する新規ローン発行額は前年度に比べて急激に減少し、また、ローンの加重平均取引価格も断続的に下落するなど、市場センチメントは明らかに不透明になっています。

図 2. 米国新規ローン発行額



出所：LCD（2022年9月） \*2022年の実績は9月まで

図 3. 欧州新規ローン発行額



出所：LCD（2022年9月） \*2022年の実績は9月まで

図 4. レバレッジド・ローン流通市場価格



出所：モーニングスター（2022年9月）

ローン取引価格の変動が投資家にとって課題となり、通常は流動性クレジット市場で多様な資金調達手段を有する大企業の選択肢が減少するなか、プライベート・デットでの資金調達がますます現実味を帯びてきています。すべてのクレジット資産クラスでデフォルト率が上昇するという見通しのなかで、プライベート・デットは、変動金利型が大半を占めることも相まって、投資家にとって数少ない注目資産の1つとなっています。

プライベート・デットは、長期にわたり流動性ローンに対してプレミアムを示すとともに、低いデフォルト率と高い回収率を有する傾向があります。<sup>1</sup>現在の経済状況を踏まえると、プライベート・デットへの資本配分を適切な方法で実施することは、これまで以上に重要であると言えます。当然ながら、分散投資はプライベート・デット投資家の中核となるべき考え方であり、マーサーは集中リスクの回避を強く推奨しています。足元の市場環境は、資産運用会社、投資戦略、セクター、投資先企業間の分散の必要性を強く示唆しており、このアプローチはポートフォリオを保護する役割を果たすことが期待されます。

当レポートでは、プライベート・デット投資家がおそらく過小評価しているもう一つの特性である、「柔軟性」に焦点を当てることとします。柔軟性の高いアプローチは、ディフェンシブ特性だけでなく、一定程度の攻めの特性を提供します。

#### 柔軟性（フレキシビリティ）とは：

- ・ **拡大を続けるプライベート・デットにおける幅広いカバレッジの維持：**今後3～4年の間に、資金需要と供給の不均衡が最も深刻になりそうなエリアを考えてみましょう。企業向け直接融資の分野では、銀行による中堅企業向け融資の減少（供給要因）と、プライベート・エクイティによるデット資金の需要拡大（需要要因）により、従来からこの不均衡が顕著に見られます。プライベート・デット分野が拡大し続ける中、ストラクチャード・クレジットおよびスペシャリティ・ファイナンスの分野が、今後3～4年の間にさらに不均衡が強まり、高いリスク調整後リターンが期待できる新たな投資テーマになると、マーサーは考えています。
- ・ **より広範な関係性を構築：**従来型の投資モデルでは、投資家は限られた投資戦略に資金を投入することにな

<sup>1</sup> 詳細については <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/ql-2022-private-debt-report.pdf> を参照

ります。代替手段として、多様な投資機会に一度にアクセスすることができる、より広範なクレジット・プラットフォーム（すなわち、複数のクレジット投資ができる運用会社）にアクセスすることを提唱します。そのような運用会社は、資金をリスク調整後リターンで最良の投資機会に投入できる可能性が高くなります。その結果、ポートフォリオはより強固なものとなり、より高水準の分散を達成することができるはずです。様々な投資機会に投資する可能性を許容することは、管理負荷が高まることを意味するかもしれませんが、ポートフォリオ全体の利益のために、それに見合う価値があると信じています。

・ **ストレス局面や混乱した状況下で流動性を提供する存在になること**：他の市場参加者の流動性、集中投資、レバレッジでの投資制約によって、流通市場のボラティリティが高まる時期が拡大する可能性があります。より広範なクレジット市場の混乱により、このような状況が急速に拡大する局面では、オポチュニスティック・クレジット戦略で良好なリターンが見込まれると考えます。CLO

のセカンダリー・トランシェや個々のバンクローンへの投資を通じて、このような状況下で流動性を提供することは、キャピタルゲインの機会をもたらすだけでなく、投資家がクレジットのファンダメンタルズおよびダウンサイド・プロテクションに重点を維持することを可能にします。投資サイクルの好機に、クレジット・デイスロケーション・ファンド、スペシャル・シチュエーション、ディストレスト・デットなどに焦点を当てることができれば、高い収益が得られる可能性があります。

市場環境は非常に不透明です。多くの点で、プライベート・デットは現在、絶対リターンベースでも他の資産クラスとの相対比較でも魅力的に見えます。しかしながら、今後は運用実績により大きなばらつきが生じることが予想されます。この資産クラスが拡大し続け、マクロ経済が発展すれば、常に投資機会が存在することでしょう。分散投資とともに、ポートフォリオの計画、構築、投資実行に柔軟性の要素を取り入れることで、プライベート・デット投資家は周到な準備が可能となり、成功の確率を高めることができます。

## 主なポイント

プライベート・デットは現在、絶対リターンベースでも他の資産クラスとの相対比較でも、魅力的な資産クラスです。しかしながら、今後は運用実績により大きなばらつきが予想されます。現在の経済的背景を考慮すると、プライベート・デットへのアロケーションを適切な方法で構築することが不可欠です。当然ながら、分散投資はプライベート・デット投資家のコアとなる考え方であるべきで、マーサーは集中リスクを回避することを強く推奨します。

## 2. プライベート・エクイティ

株式市場の下落という混乱に遭遇するたびに、プライベート・エクイティに新たな資金を投入することに対する懸念の声を、お客様から必ずお聞きします。ポートフォリオの評価額が低下している（特に足元のように著しく低下している）なかで、低流動性投資戦略への資金投入に対する懸念は、確かに理解できます。

キャッシュポジションは管理されており、誰もキャピタルコールの資金調達のために流動資産を下落した価格で売却したくはありません。このような状況から、リミテッド・パートナー（LP）には、株式市場が低迷しているときによく聞かれる質問である、「プライベート・エクイティへの投資ペースを一時停止すべきか」という疑問が生じています。この質問を再び耳にするようになったため、今一度、このトピックについて考えてみることにします。

典型的な懸念事項を2つ見てみましょう。

- ・ ジェネラル・パートナー（GP）は、流動性低下もしくは流動性リスクが生じている時に、キャピタルコールを加速することが想定されます。
- ・ 市場が下落し、不確実性が高まっている時に、投資案件に新たな資本を投入することは、パフォーマンスの問題を悪化させる可能性があります。

2008年の世界金融危機（GFC）や2020年のCOVID-19パンデミックの当初において、上記懸念が広く語られていました。しかし、歴史を振り返ると、これらの懸念はあまり根拠のないものであることが分かります。

直近では、COVID-19パンデミック発生時に、GPは投資先企業や貸し手と協力して現金を保全し、手元流動性を高め、事業停止や収益減少を乗り切るための支援を行いました。GPは、パンデミックが投資先企業の事業、キャッシュフロー、健全性に与える影響を評価することに集中し、

当初から投資家に追加出資を要請することはほとんどありませんでした。そして、投資先企業は一般的に、健全、問題あり、リスクありの3種類に分類されました。

健全な投資先企業の中には、電子商取引や製品・サービスに対する需要の増加により、実際に利益を得ている企業もあります。問題ありに分類された投資先企業は、成長していたがパンデミックで一時的に影響を受けていた企業です。パンデミック前から苦戦していた投資先企業の大半は、損失リスクが高いと判断されました。

パンデミック初期は、GPは保守的な対応を取り、リスクの高い案件にさらに資金をつぎ込むことを極力回避しようとしました。そのため、リスクがある企業は、事業存続のための支援を受けられる可能性が最も低くなりました。問題ありに分類された企業は注意深くモニタリングされ、ケースバイケースで資金援助が行われました。しかしながら、投資先企業の支援のみを目的としたキャピタルコールを実施したGPは、比較的少なかったように思われます。そのため、キャピタルコールが投資家の流動性を圧迫することはありませんでした。

過去の景気後退期では、GPは最終的にディフェンスからオフェンスにシフトしましたが、それには時間がかかりました。市場は安定性が高い時期に、最も機能します。市場のボラティリティが高まり、株式市場が下落すると、市場の価格発見機能は低下します。投資家は、市場が底を打つ前に再参入することをためらいます。誰もが、格言にあるように「落ちるナイフ」を掴もうとはしないのです。この時期、買い手（GP）の支払希望価格と売り手の受入希望価格との差（ビッド・アスク・スプレッド）は拡大します。買い手は、より低下したリスク許容度を反映した割引価格を提示しますが、売り手は一般的に、数ヶ月前の企業価値より大幅に低い評価額を受け入れることをためらいます。その結果、取引量は激減し、それに伴いキャピタルコールも減少します。



GFCの期間中、米国のバイアウト取引件数は2008年に21%、2009年に42%減少しました。COVID-19流行前の2019年に取引件数は5%減少し、2020年の流行時はさらに11%減少しました。<sup>2</sup>

また、投資家は、市場が下落を続け、損失を拡大させる可能性がある局面では、貴重な流動性が減ることを恐れて、プライベート・エクイティに新たにコミットすることを嫌がる傾向があります。この考えは間違っていないかもしれませんが、市場タイミングを予想するのは困難です。投資家にできることは、将来に備えてポートフォリオ設計を行うことです。一つの手段として、将来の投資のためにファンドへのコミットメントを行うことが挙げられます。投資家は、新規ファンド・コミットメントを継続することで、市場に最も近く、情報に精通し、投資機会に迅速に対応可能な信頼できる専門家に、投資判断の権限を与えることができるのです。先に述べたように、プライベート・エクイティのGPは、市場が安定し、不確実性が収まるまでは、過度のリスクを取って急激な投資をすることは無いでしょう。プライベート・エクイティ・ファンドの投資期間が5-6年であるのは、まさにこのためです。

もちろん、流動性の低いプライベート・エクイティ戦略にコミットするには、GPへの高い信頼および信用が必要となります。

そのため、ファンドの評価および格付けプロセスでは、アライメント（利害の一致）が重要な要素となります。投資家とGP間の強い利害の一致が、必要不可欠です。市場低迷時は、必然的に質の高い運用会社、つまり、実証済の戦略を有し、景気循環の中で確固たる実績を上げている運用会社が選好される傾向が見られます。

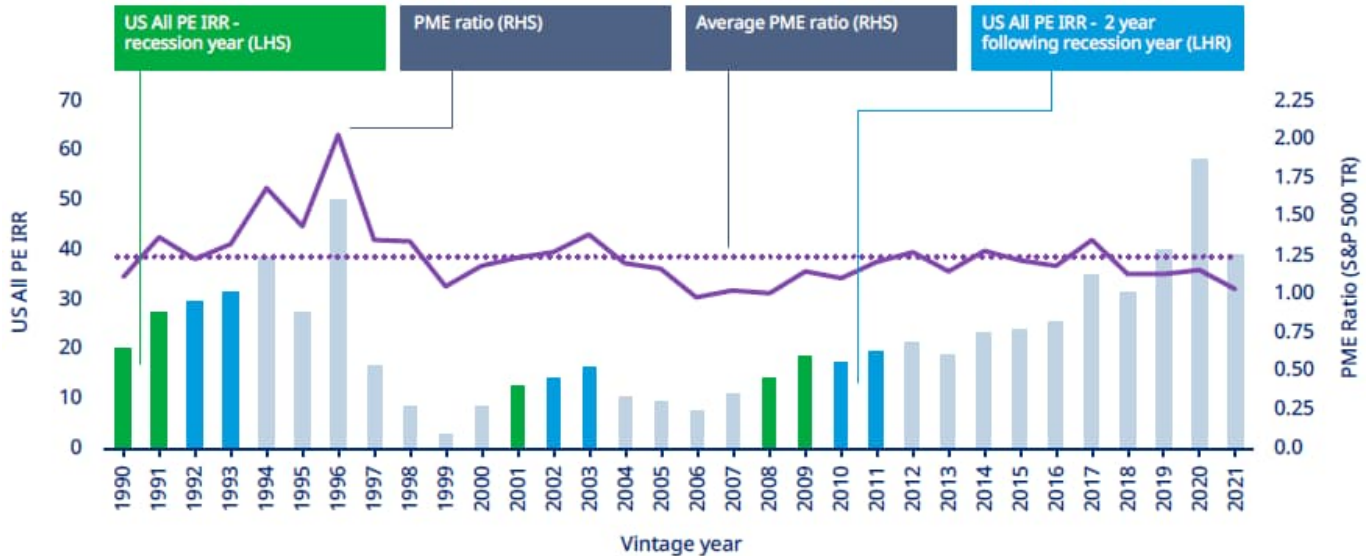
実際の流動性が逼迫していないという前提であれば、マーサーの原則的な対応は「現状維持」です。コミットメント・ペーシングの策定（毎年どの程度の規模のコミットメントを実施するか）は、ポートフォリオ管理における戦略的原則の一部です。市場は予測不可能であり、タイミングを計ることは困難なことから、コミットメント・ペーシングは、規律を持ってシステマティックに実施されるべきであると、マーサーは考えます。マーサーは、投資家に対して強気相場でのオーバー・コミットメントを奨励したり、弱気相場でのコミットメントの一時停止を提案することはありません。

過去の市場運用実績は、絶対リターンベースと相対リターンベースの両方で、マーサーの見解を裏付けるものとなっています。コミットメントを維持し、景気後退期やその直後に米国プライベート・エクイティに投資した投資家は、良好な運用実績を享受しています。



<sup>2</sup> Burgiss Private i (2021年12月31日)

図 5. プライベート・エクイティ超過リターン（対 S&P500 トータル・リターン、2021 年 12 月 31 日時点）



出所 : Burgiss Private I, 2021 年 12 月

Kaplan-Schoar Public Market Equivalent (PME)は、プライベート投資と公開市場指数のリターン比較を行う手法であり、PME 比率は相対リターンを表しています。図 5 は、Burgiss US All Private Equity Pooled IRR と S&P 500 Total Return のリターンを比較したものです。例えば、1991 年の PME 比率（紫の実線）は 1.38 であり、2021 年 12 月 31 日時点において、1991 年ヴァンテージの US All Private Equity Pooled IRR は、S&P 500 TR PME に対して 1.38 倍となっていることを示しています。さらに、ヴァンテージ年毎のリターン（棒グラフ）および PME 比率は、景気後退期から上昇傾向を示すとともに、景気後退期以降の数年間も改善が続き、PME 比率の長期平均

（紫の点線）を上回る傾向が見られます。つまり、規律を持った着実なコミットメント・ペースを維持する投資家は、絶対リターンと相対リターンの両方で、高い運用実績を享受していることを示しており、マーサーの主張を裏付けるものとなっています。

ポートフォリオ投資計画は、良い時も悪い時も、市場の熱狂時も弱気時も、投資家を導くための運用の枠組みを提供するために存在します。市場が不安定なときは、感情が高ぶることがあります。多くの場合、最大の課題は冷静さと規律を保つことですが、米国プライベート・エクイティでは、それが可能な投資家が報われてきました。

### 主なポイント

実際の流動性が逼迫していないという前提であれば、マーサーの原則的な対応は「現状維持」です。コミットメント・ペーシングの策定は、ポートフォリオ管理における戦略的原則の一部です。市場は予測不可能であり、タイミングを計ることができないことから、コミットメント・ペーシングは、規律を持ってシステムティックに実施されるべきであると、マーサーは考えています。マーサーは、投資家に対して強気相場でのオーバー・コミットメントを奨励したり、弱気相場でのコミットメントの一時停止を提案することはありません。

### 3. ベンチャーキャピタル

#### 不況がベンチャー企業の革新的な成功を創出する

歴史が教えてくれることは、不況と象徴的な企業の誕生には相関関係があるように見えることです。1930年代までさかのぼると、不況のたびに新しい企業が生まれた例（ヒューレット・パカード）があります。これは何故でしょうか？現在の問題を解決したい、より良い方法を見つけたい、質素倹約を心がけたいなどの理由が挙げられます。そして、従業員の解雇も、真の起業家に新たな企業を立ち上げると

いう思い切った決断を促すのかもしれませんが。

新たに失業した求職者は、新しい仕事を見つけるか、生き残るために何かをする必要があります。このようなレイオフは、新しいビジネスを始めようと考えている人たちの動機付けになります。このような「起業家」は、勤務先企業が支援してくれないアイデアや社内で売り込む勇気のないアイデアを持っているかもしれません。レイオフは、彼らがアイデアの実現に取り組むという困難な道に踏み出すきっかけとなり得るのです。

図 6. 不況が生んだイノベーション



2008年の世界金融危機（GFC）の後、Airbnbの創業者たちは、不況下で副収入を得る方法を見つけたいと考え、エアマットレスを備えた自宅のリビングルームを、宿泊スペースとして提供しました。彼らは、厳しい経済環境下で限られた資金での対応が必要となるなかで、短期滞在のためのスペースを提供する優れた方法を開発したのです。これにより、他の人が同じことをできるようにするためのプラットフォームを作るというアイデアを生み出しました。現在、Airbnb（ナスダック: ABNB）の時価総額は約700億米ドル（2022年10月12日現在）、2021年の年間売上高は70億米ドル弱に達しています。

2009年のGFCにおけるもうひとつの成功例が、Venmoです。友人のAndrew KortinaとIgram Magdon-Ismailは、より安価で簡単にデジタルで送金する方法を求めていました。銀行ごとに小切手での支払いを行っていた二人は、

小切手帳を探し、小切手を現金化するという時間がかかるプロセスが、携帯電話による即時性の高いライフスタイルに相容れないものだと感じていたのです。そこで彼らは、「いつでも、誰にでも、メールを送るだけで簡単に支払いができる方法」を考え出しました。大学のルームメイトたちが、現在のプロセスにおける課題に取り組み、効率化を実現したのです。Venmoは、Accelを含む複数の大手ベンチャーキャピタルから支援を受け、最終的にBraintree、そしてPaypalに買収されました。

最後に、イノベーションが課題を克服する事例として、Uberの創業が挙げられます。UberCabとして会社をスタートさせた2人の創業者は、既存のタクシーよりも良いサービスを提供したいと考え、この問題を解決するために、ハイヤーの未使用能力を活用することを考えました。2009年、Uberの創業者たちは、パリでのテック関連会議参加後、



タクシーの乗車場所を探すのに苦労しました。このような苦労を減らす、あるいは無くすためのアプリを作りたいという思いが生まれ、最終的に従来型の交通システムに革命を起こしたのです。Uberは、ライドシェアとシェアリングエコノミーという一つのカテゴリーを創出しました。現在、Uberの時価総額はおよそ550億米ドル（2022年10月12日現在）、2021年の総売上は180億米ドルです。

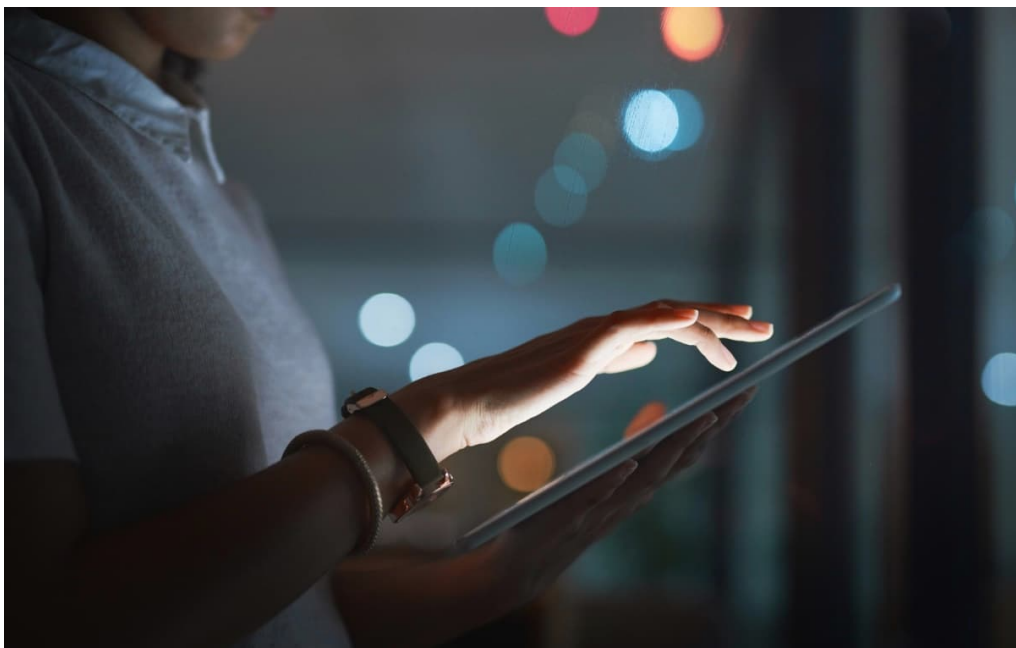
これら3社のビジネスは、10年以上前には存在しなかったものですが、わずか10年の間に、これらのサービスはなくてはならない存在となりました。

これらのベンチャー企業は、循環的に生じる不況のなかで、課題解決を目指す起業家たちによって設立されました。これらの創業者やCEOは、お金の価値とコストを理解しています。また、生き残るために、自己資金での起業やキャッシュバーン（現金消費）の抑制が必要であることが、彼らの起業の道程に深く刻み込まれています。困難な時代には、資本効率を高める必要性が生じます。このような不況下での創業者は、「好景気」に会社を設立した人たちよりも、投資や支出に対するリターンを重視するかもしれません。過去数年間、資金調達は容易であり調達コストも低水準でした。しかし現時点において、2000年代初期に設立されたベンチャー企業は、熱狂的だったにもかかわらず、姿を消してしまいました。それらのベンチャー企業の多くは、お

そらく、もっと賢く資本を使い、娯楽や贅沢な食事に多くを費やさなければよかったと思っているでしょう – そうすれば、これらの企業はまだ存在していたかもしれません。資金調達が容易な環境下では、創業者は不況時の資金調達がどのようなものかを忘れてしまうことがあります。

資金調達のリスクは存在しており、特に不況時には最悪のタイミングで発生します。数ドルの資金を賢く使うことが、スタートアップを成功させることも失敗させることもあるのです。不況期における創業CEOは、「資金調達の砂漠」を経験するため、特にキャッシュバーンに敏感です。景気後退を乗り切るために十分な資本を持ち、あらゆる景気循環に備えることが肝要です。

現在の経済状況を不況と呼ぶかどうかは別にして、混乱が起きていることは確かです。金利上昇、インフレ、COVID-19の存続、中国の地政学的問題、欧州の燃料不足、燃料費の上昇、ロシア・ウクライナ紛争は、いずれも当面は厳しいマーケットになる可能性があることを示唆しています。しかしながら、市場は循環することと起業家精神という2つのポイントに、変わりはありません。創造し、革新し、改善し、困難な問題を解決しようとする起業家精神は、循環的に発生する不況下で花開くようです。ベンチャーキャピタルは、世界を変革し、より良い場所にするイノベーションと破壊的技術の炎に燃料を与えているのです。





アーリーステージのベンチャーキャピタルへの投資タイミングについて、気にする必要はありません。起業家が解決したい新たな課題を見出すことにより、革新的な技術が日々生み出されています。ベンチャーキャピタルを資産クラスとして疑うことは、人類の技術革新と挑戦する能力を疑うことになります。

とはいえ、最も気になるのは、現在の不透明な状況下で、今がベンチャーキャピタルに投資すべきタイミングなのかということです。その答えは、部分的にはリターンに帰結します。

2022年6月末時点の Burgiss Private i のベンチマーク内部収益率（過去10年）は、ベンチャーキャピタルが過去10年間、プライベート・エクイティの資産クラスにおいて、際立って良好なリターンであったことを示しています。

もし歴史が繰り返されるなら（あるいは少なくとも韻を踏むなら）、現在の危機の後に魅力的なリターンを獲得できる可能性があるとともに、今私たちが必要とさえ思っていない製品や市場の発展に貢献できる可能性があります。†

図 7. Burgiss Private i ベンチマーク内部収益率（IRR、2022年6月末時点）\*

資産クラス	資本総額 <sup>†</sup>	ファンド数	四半期	年次	過去1年	過去3年	過去5年	過去10年
ベンチャーキャピタル	1,002,885	3,323	▲6.53%	▲10.13%	1.89%	30.18%	26.45%	20.38%
エクспанションキャピタル	114,665	167	▲4.67%	▲8.05%	▲4.98%	16.67%	15.15%	13.27%
バイアウト	3,414,272	2,523	▲2.91%	▲3.14%	8.13%	20.63%	18.35%	15.98%

出所：Burgiss

**景気後退期に設立されたその他企業（カッコ内は景気後退時期）：**

Hewlett-Packard (1937–1938)      Warby Parker (2007–2009)  
 Microsoft (1973–1975)      WhatsApp (2007–2009)  
 Electronic Arts (1981–1982)      Square (2007–2009)  
 Slack (2007–2009)

## 主なポイント

不況と象徴的な企業の誕生には、相関関係があると考えられます。イノベーションと改善は、循環的に発生する不況下で花開くように思われます。もし歴史が繰り返されるなら、現在の危機の後に魅力的なリターンを獲得できる可能性があるとともに、今私たちが必要とさえ思っていない製品や市場の発展に貢献できる可能性があります。

\* 過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません

† ローカル通貨ベースの実績値をドル換算した上で合算して算出。単位：百万米ドル

## 4. アジア・プライベート・エクイティ

### 中国

2021年後半にオミクロン変種が出現し、ワクチン接種率が上昇したことが、2022年のCOVID-19パンデミックのダイナミクスに急速な変化をもたらしました。COVID-19の規制による国民の疲弊とオミクロンの低い致死率により、特にCOVID-19封じ込め戦略が困難な地域において、明確に経済活動再開が選択されることとなりました。高い感染率は、封じ込め戦略の複雑性を飛躍的に高め、中国の主要都市でのロックダウンが広く報道されています。

不動産セクターにおけるデレバレッジの進行、新疆ウイグル自治区での人権問題、ロシア・ウクライナ紛争、台中関係などが、中国に対するネガティブな見方を悪化させています。グローバル競争を背景とする、G7を中心とした数々の政策により、中国は、世界の資本市場、重要な技術、中国製品の販売市場にアクセスする能力を制限されています。センチメントの悪化は企業の景況感に影響を与え、市場価値や若年層失業率に反映されています。若年層失業率は、2021年のピーク時の16.2%に対し、2022年8月には18.7%となりました。<sup>3</sup>

### 投資機会

中国に対するセンチメントの低下は、最近の中国プライベート・エクイティ・ファンド募集額や株式市場の下落に現れています。一方で、明るい兆しもあります。アジア事業、特に中国事業のバリュエーションは、期待成長率1単位あたりの価格で見ると、非常に魅力的な水準です。<sup>4</sup>

また、多くのGPは、中国事業の売り手が、買い手と交渉し、経営権を譲渡することに積極的に取り組んでいると指摘しています。このことは、これまで中国のプライベート・エクイティ取引全体の9分の1を占めるにすぎなかったバイアウト

取引に、より多くの取引機会をもたらすものです。<sup>5</sup>なお、欧米などの成熟市場では、バイアウト取引はプライベート・エクイティ取引全体の半分以上を占めています。

その他のプラス面として、中国は治水、道路、食糧生産、上水道などのインフラプロジェクトに大規模な投資を行っているため、グローバルな気候変動や食糧危機の問題の管理が、一部の先進国よりも容易であることが挙げられます。また、生産力と質の高い労働力が相まって、中国の年間インフレ率は3%未満と健全な範囲に収まっています。<sup>6</sup>

悲観的なニュースの多くはすでに織り込み済みであり、上昇のチャンスがあることは明らかです。COVID-19の規制が緩和されるのは時間の問題であり、経済成長重視の政策にシフトする兆しが多く見られつつあります。また、中国は自立性を高めており、大規模な国内資本基盤を構築しています。近年中国で設定されたプライベート・エクイティ・ファンドのコミットメント総額の半分以上は国内資本が占めており、経済の活性化に必要な資金を供給しています。

### テクノロジー

人口動態、地政学的緊張、共同富裕政策や国家安全保障政策などにより、消費者向けインターネット・プラットフォーム、暗号通貨、オンラインゲーム、メディアなど、これまで高い人気を誇っていたハイテク関連分野で、評価額が再び下落しています。また、市場を独占しているビッグ・テック企業も、影響を受けています。

しかし、第14次5カ年計画により、バイオテクノロジー、企業向けテクノロジー（ソフトウェア、データ効率化）、ディープ・テクノロジー<sup>7</sup>といった、中国が自立のために戦略的に重視している分野において、ビジネスチャンスが創出されています。iResearch<sup>8</sup>によれば、中国の企業向けソフトウェア

<sup>3</sup> Statista. "Monthly surveyed urban unemployment rate in China September 2020–2022" (2022年10月24日)

<sup>4</sup> TPG Asia 年次通常総会より (2022年6月)

<sup>5</sup> AVCJ database (2022年6月)

<sup>6</sup> 中国国家统计局 (2022年10月13日抜粋)

<sup>7</sup> ディープ・テクノロジーには、先端製造業、半導体、人工知能(AI)、ロボット工学、自律走行など多くのサブセクターが含まれます

<sup>8</sup> iResearch "Future X Capital information"

および企業向け SaaS の市場は、2020 年から 2023 年にかけて、それぞれ 2,400 億元から 3,500 億元（年率成長率 14%）、530 億元から 1,360 億元（同 37%）に拡大すると予測されています。

サステナビリティの面では、中国は 2060 年までにカーボン・ニュートラルを達成することを表明しており、すでに世界最大の電気自動車（EV）市場となっています。EV の販売台数は 292 万台と、世界の EV 市場シェアの 53% を占めます。<sup>9</sup>中国は現在、世界最大の風力・太陽光発電の生産国であり、国内および海外の再生可能エネルギー分野における最大の投資家です。2016 年には、再生可能エネルギー上位 5 案件のうち 4 案件が、中国企業によって行われました。<sup>10</sup>2022 年現在、太陽電池製造の大手 10 社のうち 8 社が中国企業です。<sup>11</sup>中国の先進的な製造能力は、グローバル気候変動における戦いのためのインフラ提供において、重要な役割を果たすことができるのです。

### その他のプライベート・エクイティ・セグメント

株式市場の下落により、企業評価額が下落し、目先の流動性が不足したことで、これまでは売り手の希望価格が高いためにアクセスが困難だった、経営権取得やバイアウトでの投資機会が増加しました。ベンチャーキャピタルの投資機会は引き続き存在しますが、アーリーステージのテック企業と比較して、レイトステージのテック企業の魅力度は低下しています。また、投資家はキャッシュフロー（キャッシュバーン・レート）をより注視しており、収益力を重視する企業を選好しています。中国経済の長期的な原動力は殆ど変わっておらず、イノベーションは経済成長を促進する上で引き続き重要ですが、レイトステージ投資はイグジット機会が限られていることから、慎重な検討が必要です。同様の理由で、マーサーは小規模企業を対象としたグロース投資およびバイアウト投資を支持します。理想的には、事業の方向性に積極的に関与でき、投資家に長期的な価値創造をもたらすことができる GP への投資が望ましいです。



<sup>9</sup> Daxue Consulting “China’s Electric Vehicle Market, a Rising Global Leader in EV Technology” (2022 年 8 月 10 日)

<sup>10</sup> Chiu D “The East Is Green: China’s Global Leadership in Renewable Energy” New Perspectives in Foreign Policy, Issue 13, Summer 2017 (2017 年 10 月 6 日)

<sup>11</sup> Marsh J. “Top Solar Panel Manufacturers” Energy Sage (2022 年 8 月 6 日)



## その他アジア

サプライチェーン再構築の長期的な成果について判断することは、時期尚早です。しかしながら、短期的には、サプライチェーンに冗長性を持たせる必要性が生じ、その大部分は、より安価で信頼できる労働力がある地域で構築されることが予想されます。これにより、GP がアジアに関する知見と中国での投資経験を活用し、高品質の代替的なサプライチェーンの開発を加速させる、いわゆる「チャイナ・プラス」戦略が可能になります。

ベトナム、タイ、インドネシアなどは製造業の代替拠点となる可能性があり、フィリピンは南アジアのインドとともに、すでにカスタマーサービスとITアウトソーシングの主要拠点となっています。中産階級の拡大に伴い、B to B や消費者向け分野でさまざまな成長機会が生まれています。これらの市場には大きなリスクが存在し、短期的な資本移動により、

リターンが左右されることも少なくありません。適切なアクセスと実行能力、および、M&A やトレードセールなどの質の高いイグジット戦略を有するマネージャーは、まだ安定性が相対的に低いその他アジア市場においても、アウトパフォーマンスが期待されます。

新たな経済的現実、不確実性と投資機会の両方を生み出しています。中国については、昨年（2022年版）の当レポートで述べたファンダメンタルズに大きな変化がないことから、今後も地域経済の牽引役であり続けると予想しています。中国以外のアジア諸国でも、最近の発展から興味深い成長機会が生まれています。より伝統的なバイアウトの機会を提供する、オーストラリア、日本、韓国などより成熟したプライベート・エクイティ市場とともに、アジア・プライベート・エクイティは、この不透明な環境において興味深い分散投資のストーリーを提供します。





## 5. 欧州プライベート・エクイティ

### プライベート・エクイティは景気後退期においてもアウトパフォームする

現在の欧州マクロ経済環境を見ると、欧州プライベート市場に投資する意義が見出せない投資家もいるかもしれません。インフレ率は多くの投資家にとって経験したことがない高水準であり、経済成長率は低迷していることから、欧州が今後数年間にわたり投資すべき地域であると明言することは困難です。しかし、投資家は歴史の教訓に注意を払い、過去にプライベート・エクイティが景気後退期に良好なパフォーマンスを示したことに留意すべきです。\*

いくつかの GP は、最終的な企業価値を高めることを目的として、バイ・アンド・ビルド戦略を展開しています。景気後退期は、GP にとって、既存投資先企業にシナジー効果をもたらす企業を買収する良い機会となる可能性があります。買収企業が不況に対応できれば（例えば、必要に応じて値上げを行うなど）、不況下でも GP は素晴らしい成果を上げる可能性があります。従って、今は欧州プライベート・エクイティに投資するのを止める時期ではありません。さらに、図 8 が示すとおり、プライベート・エクイティのリターンは、上場株式市場よりも変動が小さくなっています。



\* 過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません

図 8. プライベート・エクイティ ヴィンテージ年別  
パフォーマンス (ネット IRR 中央値平均)

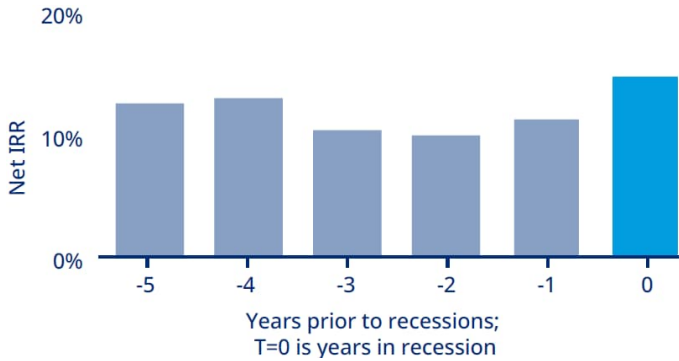
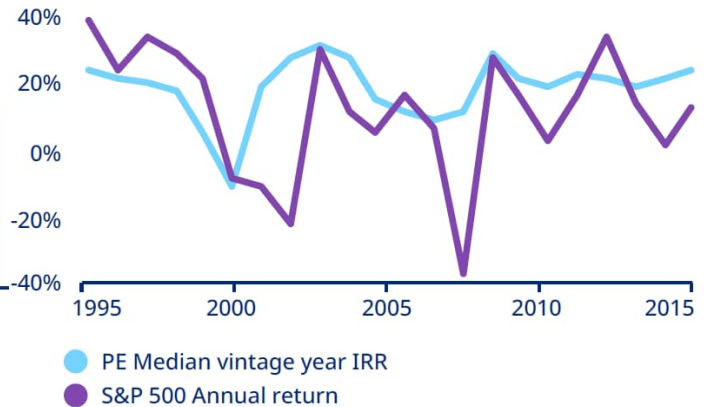


図 9. プライベート・エクイティ IRR vs S&P500 リターン  
(1995-2015 年)



出所: Schroders, Preqin データ (1980-2009) に基づく。景気後退期: 1980-82, 1990-1991, 2001, 2007-2009

出所: Hamilton Lane, Thomson Reuters Datastream

### 欧州通貨安は、非欧州の投資家にとって欧州プライベート市場投資のリターンを高める可能性があります

米ドルに対して、ユーロおよび英ポンドが大幅に下落しています。これが長期的なトレンドではないと考える投資家にとって、今ユーロやポンドのファンドに投資することは、為替面でメリットがあります。また、欧州通貨安の間にドローダウン（キャピタルコール）を行い、数年後の資金返還時期に欧州通貨高を享受できるというメリットも考えられます。もちろん、将来的に欧州通貨高となる保証はありませんが、欧州以外の投資家にとって、リターンを少しでも押し上げる材料になる可能性があります。

しかし、プライベート市場投資で長期的に良好なリターンを得るための鍵は、最も優れた欧州ファンドにアクセスすることです。つまり、景気循環や為替変動に関係なく、最終的に投資家に最高水準の絶対リターンをもたらすファンドに投資することです。

### 高格付ファンドへのアクセスを確保する能力

明らかな傾向として、LP は投資に集中したいため、以前より投資先 GP を減らしています。このことは、プライベート市場投資が初めての LP や、より質の高い運用会社にアクセスしたい LP に、絶好のファンド投資機会をもたらしています。過去に設定したファンドで募集期間が非常に短かった、あ

るいは、応募が殺到した運用会社は、質の高い新たな LP との関係構築する余地があるかもしれません。過去 6 ヶ月の間に、過去において毎年トップクラスのリターンを投資家に提供してきた GP が、突然ファンド募集枠を新規投資家に提供するのを目にしています。このことは、ダイナミズムが活用でき、迅速に行動できる GP に対して、魅力的なファンド募集機会をもたらしていますが、次号ファンドの募集の際に興味深い課題をもたらす可能性があります。例えば、GP が次号ファンドでも同水準のファンド規模を維持したいと考えた場合、新規 LP と、今回はパスしたが次号ファンドにコミットしたいと考える既存 LP に、どのように募集枠を配分するのでしょうか？

大半の場合、マクロ経済環境がネガティブな状況で投資家が下すべき最も難しい決断は、投資を継続することです。しかし、2008 年やその他の困難な時期に投資を継続した投資家は、十分に報われていることを忘れてはなりません。今後数年間にわたって、市場の混乱を活用し、不況の恩恵を受けることができる、強靱な GP が数多く市場に出てくるはずですが、図 8 および図 9 が示すとおり、トップクラスのマネージャーに投資している限り、景気が悪くても良いリターンを達成することができるのです。

## 6. 不動産

### はじめに

2022年の最後の数ヶ月を迎え、世界の不動産市場は、持続的で猛烈なインフレ、先進国全体での大幅な金利上昇、そして今後予想される景気後退という現実を追いつきつつあります。不動産投資家は、過去のサイクルを振り返り、それぞれが現在の状況に部分的にしか当てはまらないと結論づけています。マクロ経済や金融政策の要素と、長期的な構造トレンドの融合は、これまでとは明らかに異なっており、たとえ1年前と比較して全体的な背景がより厳しくなったとしても、成功する不動産戦略は引き続き存在すると信じています。

借入コストの上昇と、リスクフリーレート上昇に伴う不動産価格の調整により、2021年下半期および2022年上半

期に見られたバリュエーションの強い伸びは鈍化し、場所によってはマイナスに転じる可能性があると予想されます。過去のサイクルから、バリュエーションの先行きが不透明であるため、一部の投資家は投資を一時停止したり、流動性のあるファンドから資金を回収しようとする傾向があることが分かっています。このような傾向は理解できることですが、マーサーは、策定した戦略とコミットメント計画の両方において、長期的な視点に立つことを強く推奨します。今後数四半期は評価額の低迷が予想されますが、不動産投資家は、建築環境のグリーン化からサプライチェーンの国内化まで、未来を形作るトレンドに触れる機会を得ることができます。そして、それらのトレンドは、長期的には、ファンダメンタルズに基づく魅力的な収益と増価を生み出すこととなります。





## 主な考察事項

### どのようなタイプの不動産がこの嵐を切り抜けることができるのか？

#### 利回りへのインパクトと NOI 成長との間の摩擦

不動産セクターの潜在収益力は、一般的に経済成長サイクルによって決まりますが、いくつかのセクターでは、需要を高める長期的な構造トレンドによる追い風が吹いています。最も条件の良いセクターでは、NOI（純収益）と不動産価格に対する上昇圧力が引き続き発生し、持続的なインフレおよびその他のファンダメンタルズの変化を相殺することが見込まれます。

近年、物流施設の価値は上昇し、ポートフォリオのリターンを押し上げてきましたが、金利の上昇により、利回りの低い物件には圧力がかかると想定されます。しかし、国内製造への回帰、在庫積み増し、ジャストインタイム・サプライチェーンなどのトレンドにより、産業用不動産の需要が高まる中、NOI の増加がショックを和らげることができる多くの市場で、これは相殺されることが見込まれます。こうした追い風を弱めるインパクトが発生するのは、空室率や供給量が少ない市場など、より局所的になると考えられます。

同様に、中規模および手頃な価格帯の住宅不足も、解決には程遠い状況です。経済環境の過熱感が緩和された環境下では、高い建設コストや労働力不足に伴うプレッシャーが軽減されるはずですが、機関投資家が保有する賃貸住宅は、潜在的な賃貸キャッシュフローに基づき評価されますが、このキャッシュフローは依然堅調で、分譲住宅市場の低迷から恩恵を受ける可能性さえあります。

また、いくつかのニッチな分野は、長期的な構造トレンドや経済的な追い風から恩恵を受ける可能性があります。学生寮は、多くの地域でキャッシュフローが短期的であるため、NOI はインフレと密接に関係しています。また、不況時には学生数が増加する傾向にあります。ライフサイエンス、高齢者向け住宅、医療用オフィスビルは、先進国市場における人口高齢化および寿命の延伸から、引き続き恩恵を受けます。これらの傾向は、ライフサイエンス分野における製薬会社やベンチャーキャピタルからの資金調達と相まって、ヘルスケア関連の不動産に対する需要を増加させ続けてい

ます。イー・コマース、モノのインターネット（IoT）、オンライン・ストリーミング・コンテンツなどの世界的なトレンドによるデータ利用の増加により、特に米国ではデータセンターやスタジオ／メディアコンテンツ用の不動産について、プラスの需給バランスと高い収益性が継続しています。

#### ESG インテグレーションの経済的側面

##### 節電は経済的にも合理的

不動産の環境性能を向上させる長期的な必要性については、これまでも多く語られてきました。記録的なエネルギー価格の高騰により、サステナブル・ビルディングの経済的なメリットに着目する家主やテナントが増え始めています。ESG の観点からの改修は、パンデミック発生以前から多くのグローバル不動産市場で見られましたが、現在ではそのスピードと勢いが増しています。たとえ家賃が平均的なグレードの物件より多少高くても、エネルギー効率に優れた物件では、最終的に総入居コストが低くなる可能性があります。

これはインカム創出の観点からも朗報ですが、投資家や不動産鑑定士も、こうした ESG のメリットを評価するようになってきています。これは、オフィスセクター以外にも当てはまります。気候変動やエネルギー価格の高騰に直面し、テナントはこれらのリスクや支出を抑制できる不動産を選択し、物流や小売などの企業テナントは、収益を維持するためにあらゆる手段を講じるようになります。このことは、既存の時代遅れの不動産の移行と改修を加速させています。

#### 最良のリターンを獲得するために、今すぐコミットする

##### 2022 年後半/2023 年のブラインドプール・ヴァンテージはアウトパフォームする可能性が高い

不動産は、投資対象となる不動産セクターだけでなく、投資家がこの資産クラスにアクセスする方法においても、大規模かつ多様な投資ユニバースとなっています。ファンド投資家は、さまざまなリスクスタイルやセクターのポートフォリオへのアクセスを提供する、多種多様なオープンエンド型のファンドから選択することができます。また、ブラインドプール・ファンドを選択することもできます。ブラインドプール・ファンドでは、マネージャーがより戦術的な投資判断を下す能力と長期トレンドや市場の変化を利用する能力を活用し、ポート



フォリオを構築します。したがって、現在のバリュエーションへの不満が、不動産へのアロケーションを行う際の障害になるべきではありません。歴史的に見ても、不動産投資家は、魅力的なバリュエーションと投資機会を見出すことができる混乱期に投資することで、報われています。2022年後半から2023年にかけて設定されるバリュー・アッド・ファンドや

オポチュニスティック・ファンドは、物件取得時の困難な環境から恩恵を受け、市場が回復した後に売却するのに有利な立場にあると考えられます。また、インカムゲイン戦略を求める投資家には、将来のボラティリティを軽減するために、大幅なディスカウントでの物件取得が可能であるセカンダリー投資を検討することを推奨します。

## 主なポイント

投資家は、策定した戦略とコミットメント計画の両方について、長期的な視点に立つ必要があります。今後数四半期は評価額の低迷が予想されますが、不動産投資家は、構築環境のグリーン化からサプライチェーンの国内化まで、未来を形作るトレンドに触れる機会を得ることができます。そして、それらのトレンドは、長期的には、ファンダメンタルズに基づく魅力的な収益と価値増大を生み出すこととなります。



## 7. インフラストラクチャー

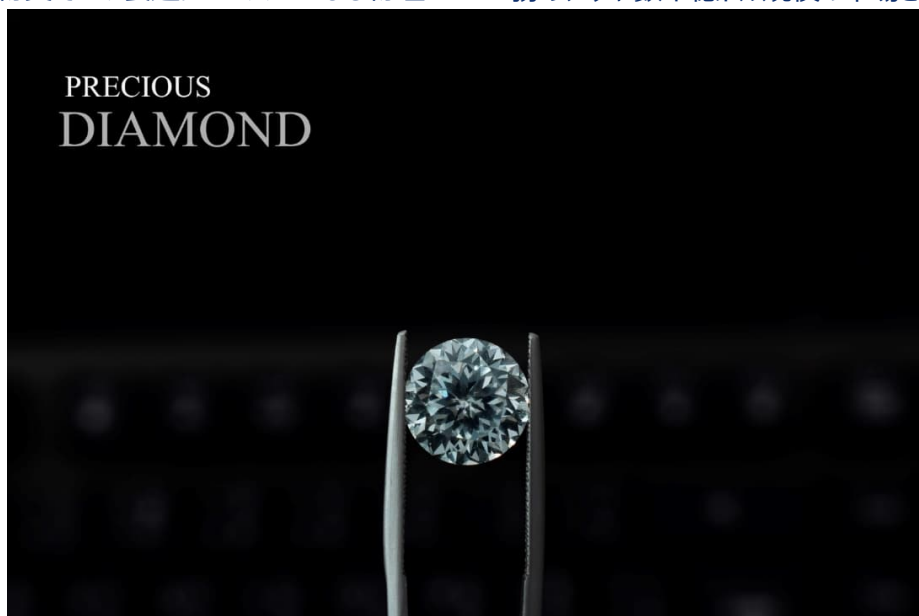
ダイヤモンドの指輪でプロポーズするという西洋の（そして今や世界的な）慣習は、実は始まってから75年ほどしか経っていません。一方で、ダイヤモンド自体が自然に形成されるには少なくとも10億年以上かかります。

1947年に、N.W. Ayer & Son（米国で最初の広告代理店）のコピーライターだったMary Frances Geretyは、De Beers Consolidated Mines Limitedの象徴的なキャッチコピーを考案し、衰退しつつあった業界を一変させました。“A Diamond is Forever.”（ダイヤモンドは永遠の輝き）です。それ以降、デビアス社はこのスローガンを使い続け、20世紀最高の広告スローガンに選ばれました。

それ以来、マリリン・モンロー、ジェームズ・ボンド、そしてクルーザー警部（ピンク・パンサー・シリーズの登場人物）などが、この炭素原子で構成された結晶の薄片を取り巻くオーラを高めることに貢献してきました。ダイヤモンドは、自然界に存在する物質の中で最も硬く、熱伝導率が最も高く、極度の圧力に耐えることができます。産業分野においては、ダイヤモンド以外の物質では、製造プロセスに生じる物理

的なストレスやひずみに耐えられないケースがあります。耐久性を求めるのであれば、ダイヤモンドが必要なのです。

世界のダイヤモンドの年間売上高は、今や1,300億米ドルを超えています。残念ながら、成功は競争をもたらし、模造品さえも生み出します。キュービックジルコニア、ジルコン、モアッサナイト、スピネル、ルチル、そしてガラスまでもが、本物とみなされる模造品の代表的な素材です。どうやって見分ければいいのでしょうか？いくつかの方法がありますが、上記のダイヤモンド特有の物理的性質に基づく2つの極端な方法としては、可能な限りダイヤモンドに傷をつける方法と、急速な加熱と冷却を行う方法があります。本物のダイヤモンドは壊れないことから、破壊点までテストするのです。奇妙に思えるかもしれませんが、ダイヤモンドとインフラには多くの類似点があります。インフラは数千年前から存在する資産ですが、本格的に商業化してからまだ30年ほどしか経っていません。多くの投資家にとって、インフラは、過去10年間の極端かつ多様な経済シナリオにおける低いダウンサイド・リスク特性によって、ポートフォリオにおける宝石となっています。バイデン大統領から習近平国家主席、さらにはボリス・ジョンソンまでがこの資産クラスのアンバサダーを務め、今や数十億ドル規模の市場となっています。





残念ながら、こうした類似性は、模倣やブランド化にも及んでいません。過去 10 年間の当資産クラスの（商業的）成功により、ポートフォリオ内で特定の資産やビジネスが「インフラ」として扱われているようです。素人目には、これらの模倣品も全く見分けがつかないかもしれないし、ダイヤモンドと同様に、単独もしくはあまり厳密でない範囲でのテストを行った場合、いくつかのテストでは合格することさえあるかもしれません。そして、信頼できるインフラ投資家が購入し、その後売却した場合、そのプロセス自体が真正性を証明することになっていないでしょうか？

この資産クラスの象徴的なキャッチフレーズは、何でしょうか？ Gerety ほど独創的ではありませんが、特に足元の状況で強く響くキャッチフレーズとして、「インフラはインフレヘッジをもたらす」があります。このシンプルかつ非常に強力なスローガンは、現在の市場環境において、ダイヤモンドのカラット、クラリティ、カット、そしてコスト（価格！）が婚約者にアピールとなるのと同じくらい投資家にアピールとなります。しかし、デビアスのキャッチフレーズとは異なり、このキャッチフレーズは、好意的に解釈しても不完全であり、悪く言ってしまうと不正確です（特に「模倣」インフラを考慮した場合）。

確かにインフラ投資は中長期的にはインフレと連動する可能性があります。しかし、その連動性の度合い（とそれが実現する期間）は資産ごとに異なり、特定のシナリオでのみ連動する可能性さえあります。これは、いくつかの要因が複雑に絡み合い、そのすべてが同時に変化する可能性があるためです。残念ながら、マーケティングに長けていた Gerety であったとしても、（アピールには欠けませんが）この正しい情報を、適切かつエレガントな表現にまとめるのに苦労したかもしれません。

先に述べた 4 つの C（カラット、クラリティ、カット、コスト）が婚約者にとって重要であるのと同様に、インフラの 5 つの C（カウンターパーティ、コスト構造、資本構造、クーポン、CAPM）は、インフレヘッジを求める投資家にとって同様に重要です。多くの投資家は、インフラ資産のキャッシュフローが何らかの形でインフレに連動していれば、それで十分だと単純に考えています。しかし、その資産のカウンターパーティが、契約上の義務を果たさなかった場合はどうなるでしょうか。あるいは、その資産に想定するほどの価格決定力がなかったら？あるいは、規制当局が今まで認めていたインフレ・パススルーを認めなくなった場合はどうでしょうか。





これらは、代表的な懸念事項に過ぎません。投資家は、少なくとも短期的には、インフレ率が実際にはキャッシュフローよりも速く上昇する可能性があることを踏まえて、インフラ資産のコスト構造がインフレ率に応じてどのように変化するかを検討する必要があります。資産取得のための資金調達に使用された負債（デット）の量と特性によって、上昇もしくは低下したコスト構造を考慮した上での、インフラの資本構造およびキャッシュフローのインフレ連動性の程度はどうか。一般的に、インフラ資産の保有期間中の実現利益は、そのクーポンから得られますが、その量、タイミング、インフレ連動性は、（自動的ではなく）能動的な経営判断によるものとなります。

未実現利益は、資産価値の上昇によってもたらされます。インフラストラクチャーの場合、通常、割引キャッシュフロー（DCF）に基づき評価額が算出されます。現代ポートフォリオ理論の優れた研究者は皆知っているように、DCFの鍵は割引率であり、それは資本資産価格モデル（CAPM）により決定されます。しかし、多くの優秀な研究者が、少なくとも最初においては、CAPMは理論としては美しいものの、科学的には多くの問題点があることに苦慮しています。した

がって、ある資産の想定ネット・キャッシュ・フローは確かにインフレと正の相関があるかもしれませんが、使用割引率が逆に作用する方向に変化した場合、資産の評価においてこれを部分的に、あるいは完全に相殺する可能性があります。

では、2022年の残りの期間とそれ以降についてはどうでしょうか。やや異論もあるようですが、インフラには模倣の問題とインフレ・ブランディングの問題が潜在的に存在します。1970年代以来の高インフレ率を経験し、同時にGFC以来のリスクフリーレートの上昇を経験している現在の世界経済について、この見通しを検証する良い方法はあるでしょうか。

インフラストラクチャーという資産クラス固有の投資特性を検証するために用いられる、2つの極端な方法があります。真のインフラは、その商業的歴史が比較的浅いことから、この資産クラスとしては前例のないものではあるものの、この検証に合格すると考えています。しかし、インフレ連動性についての投資家の期待は、今後の実績を踏まえて見直す必要があり、模倣インフラは最終的に破壊点に達する可能性があります。

## 主なポイント

インフレとプライベート市場の連動性の大きさは、資産固有の資本構造、キャッシュフロー、資本支出比率に依存します。真のインフラは、その商業的歴史が比較的浅いことから、この資産クラスとしては前例のないものではあるものの、この検証に合格すると考えています。しかし、インフレ連動性についての投資家の期待は、今後の実績を踏まえて見直す必要があり、模倣インフラは最終的に破壊点に達する可能性があります。

## 8. ヘッジファンド

全般的に、株式と債券が同時に下落した市場環境において、ヘッジファンドは分散効果を発揮してきました。2022年9月30日現在、HFRI ファンド・オブ・ファンズ総合指数（平均的なヘッジファンド投資実績を最もよく表している指数であると考えています）は5.9%の下落にとどまっており、MSCI ACWI（▲25.3%）およびブルームバーグ総合債券指数（▲14.6%）と比べて好ましい結果となっています。多くのマルチマネージャー・ヘッジファンド・プログラムは、HFRI 指数よりもはるかに良いパフォーマンスを見せており、実際にマーサーがよく知るいくつかのプログラムは、年初来のパフォーマンスでプラスを維持しています。

ヘッジファンドが株式市場と金利リスクとの分散効果を実現している今、次にすべきことは何でしょうか。ヘッジファンドをリバランスの源泉として利用するケースも見受けられますが、これはやや時期尚早であると考えます。このセクションでは、ヘッジファンドのリバランスに関する考察、戦略的配分と戦術的配分の比較、および代替となるアプローチについて説明します。しかし、その前に、資本市場の現状と今後の方向性、そして今回が本当に従来とは異なる可能性がある根拠について考えてみましょう。

GFC の後、投資家は伝統的資産配分に分散効果を持たせる目的で、ヘッジファンドを含む資産クラスや戦略に資本を配分しました。GFC から COVID-19 危機までの間、

市場は「緊急」金融措置に後押しされ、ボラティリティとリターンのはらつきという目立った例外を除き、株式と債券を含むほぼすべての資産が高騰し、右肩上がりの展開となりました。2011年から2021年まで、株式と債券の伝統的な組み合わせは、10年間のリターンとしては過去最高水準のリターンをもたらしました。そのため、株式および金利とのリスク分散を目的としたヘッジファンドは、長期間にわたり機会損失を被ることになりました。

この期間を通じて、投資家は「押し目買い」を行うことで報われました。欧州債務危機、その後のテーパー・タントラム、2015年のディストレスト・エネルギー・マイクロサイクル、2016年の成長不安、2018年のクリスマスイブの弱気市場を通じて、押し目買いが報われたため、その行動が強化されました。COVID-19 ロックダウンによる「フラッシュ・リセッション（超短期的な景気後退）」は、史上最も早いベア／ブルマーケットの転換をもたらし、瞬時に行動可能な流動性があれば、極めて魅力的なリスク資産への投資タイミングを提供しました。リバランスのコインの裏側には収益獲得機会が存在し、ヘッジファンドがこの役割を果たすこともあります。資本市場が弱気圏に後退する中、業界全体で再びリバランス目的でのヘッジファンドの売却が見られます。マーサーは高く売って安く買うことを強く支持していますが、今は市場のレジーム・シフトが起こる可能性があるのです。



2022年の資本市場における損失は、明らかに近年におけるそれとは異なっています。1980年代初頭以来、ほぼコントロールされてきたインフレは、今回のリスクプレミアをリセットする主なきっかけとなっています。その結果、米国連邦準備制度理事会（FRB）と世界の中央銀行は、優先順位を変更しました。中央銀行は「市場の背後で」弱気のおいがるたびに景気刺激策を講じるのではなく、（金利引き上げにより）積極的に景気を減速させ、物価を抑制しようとしています。このことは、予測困難な影響を伴う、大きな変化の可能性を示しています。今後、FRBが構造的に金融緩和を行う可能性が低下していることから、分散投資、ダウンサイド・プロテクション、アルファ、そして最終的にはリバランスの源泉の必要性が高まっています。

ヘッジファンドは、リスク・リターン観点から、このような環境に対応できるユニークな存在であると考えています。ヘッジファンドは、特に株式と債券が正の相関を持つ環境において、株式市場と金利のリスクを分散する上で重要な戦略的役割を果たすことができます。ヘッジファンドは、現在

の市場において、魅力的なダウンサイド・プロテクションを提供し、強力なアルファを生み出しています\*。

一方で、典型的なヘッジファンド・プログラムは、リバランスの源泉として適当ではないと考えます。割安感が強まっているリスク資産を購入するケースのように、特に迅速な売却が重要な場合、ヘッジファンド・プログラムの解約による資金調達には困難が伴うことがあります。ヘッジファンド戦略は、通常、解約制限や事前通知要件があるため、迅速にキャッシュ化できるほどの流動性はありません。さらに、キャッシュ化を行う場合、最も流動性の高いマネージャーや戦略を「強制的に」解約する機会が多く、最適ヘッジファンド・ポートフォリオが損なわれる可能性があります。さらに悪いことに、リバランスによって、募集を停止しているマネージャーに対する、二度と取り戻せないかもしれない貴重な投資持分も、売らざるを得なくなる可能性があります。言い換えれば、ヘッジファンドの配分を戦術的に増減させる場合、購入可能なマネージャーは、売却するマネージャーよりも質が悪くなる可能性が高いということです。





したがって、マーサーは、戦略的資産配分においてヘッジファンドに適切な規模の資本配分を行い、今後のリバランスの源泉としてポジションを維持することを強く推奨します。2022年以前は、リスクフリーレートが0%まで低下したことで、「リスクフリーレート + 4%」という典型的なヘッジファンド・プログラムの目標リターンは投資機会コストをもたらし、また、株式が歴史的な低ボラティリティと10%台の複利運用をもたらしていました。このような投資環境では、ヘッジファンドに資本配分を行うことは間違いなく困難でした。その結果、多くの場合において、ヘッジファンドへの資本配分目標は、過去10年間で縮小されてきました。現在のように不確実性が高く、金融緩和政策によるサポートが明らかに限られる投資環境では、「リスクフリーレート + 4%」の絶対リターンは極めて魅力的です。多くの投資家において、現在のヘッジファンド配分比率は、2022年の相対的に良好なパフォーマンスを反映して高まっており、適切な戦略的目標配分に近づいていると思われる。従って、リバランスという難問は、ひとまずは解決されていることでしょう。

経験則上、多様な戦略および複数のマネージャーへの分散投資アプローチが、魅力的かつ収益源泉の多様化された絶対リターンをもたらす可能性が最も高いと考えています。このようなヘッジファンド・プログラム構築におけるマーサーのアプローチでは、常にヘッジ戦略に少量の資本配分を行っております。具体的な戦略には、ディレクショナル・ショート戦略（ポジション維持にコストがかかる、事実上の保険契

約）や、過去において保護特性を示しながらプラスのリターン期待をもたらす双方向性戦略が含まれます。

スタグレーション・リスク、流動性の反転、資本コストの上昇が懸念される現在の市場環境では、ヘッジファンド・プログラムにおいて、ヘッジ戦略を戦術的にオーバーウエイトすべきであると、マーサーは考えています。さらに、これらのヘッジ戦略は、すべてのヘッジファンド戦略の中で最も流動性の高い戦略の一つです。最後に、そして最も重要なことですが、保険金が支払われるような局面になった場合は、ヘッジ戦略を現金化するのが得策です。リスクが実現化し、リスク資産が大きな損失を被るとき、ヘッジ戦略では収益を確定すべき大きな利益が期待でき、ポートフォリオ管理の効率性を高める、「高く売り、安く買う」メカニズムが生じます。

今日の資本市場環境は、（インフレ率が急激に上昇した）1970年代の「韻を踏んだ」ものであるとともに、新たな課題を提示していると考えています。そのため、ヘッジファンドは、株式市場と金利リスクを分散する上で重要な戦略的役割を果たすことができ、戦術的に資金配分をオーバーウエイトすることが必要だと考えます。また、ヘッジ戦略をオーバーウエイトすることで、ダウンサイド・プロテクションの特性が向上し、戦略的ヘッジファンド・プログラムにおける最適ポートフォリオを毀損することなく、リバランスを行うためのキャッシュを無理なく獲得することができます。

## 主なポイント

今日の資本市場環境は、（インフレ率が急激に上昇した）1970年代の「韻を踏んだ」ものであるとともに、新たな課題を提示していると考えています。そのため、ヘッジファンドは、株式市場と金利リスクを分散する上で重要な戦略的役割を果たすことができ、戦術的に資金配分をオーバーウエイトすることが必要だと考えます。ヘッジ戦略は、ダウンサイド・プロテクションの特性を向上させ、戦略的ヘッジファンド・プログラムにおける最適ポートフォリオを毀損することなく、リバランスを行うためのキャッシュをもたらします。

## 9. インパクト投資

### インパクト投資は変曲点を迎えている？

投資活動が活発だった 2021 年を経て、2022 年はマクロ環境の逆風が話題の中心となっています。インフレ圧力、サプライチェーンでの課題、金融引き締め、ウクライナ紛争などが、エネルギー安全保障、食糧生産、経済発展などに関する長期的な見通しを困難なものとしています。現在の投資環境は、過去に例のない難題に直面しています。しかし、エネルギー転換、持続可能な食料システム、社会的機会、天然資源の持続可能な利用、循環型経済など、サステナビリティおよびインパクトに関連した戦略にとっては、機が熟したといえるかもしれません。このような戦略は、従来の製品やサービスの代替となるものであり、現在の環境下で買い手のニーズを満たすことができる可能性があります。インパクト投資は、経済的リターンのみを目的とした従来の投資戦略とは対照的に、経済的リターンと環境・社会へのポジティブなインパクトの両立をめざすものです。社会貢献活動、クリーンエネルギー、持続可能な農業システム、廃棄物管理の改善などを通じて、生活の質を向上させながら魅力的なリターンを生み出す投資を目指します。

インパクト投資戦略の理解と採用は、リスク調整後の経済的リターンとインパクト（環境・社会的リターン）との間にトレードオフがあるという認識が障壁となっていました。しかしながら、最近の研究では、概ねそのような認識に反する結果となっています。インパクト投資に対する認識はよりポジティブになりつつあるものの、全体的なコンセンサスはまだ得られていないのが足元の状況です。<sup>12</sup>

様々な認識があるにせよ、インパクト投資は、複数の集約された要素によって、過去 10 年間でかなり拡大しています。

・ **インパクト製品・サービスの大幅な改善**：科学の進歩、

単位原価の低下、高速インターネットの普及は、数多くのポジティブな効果をもたらしています。例えば、太陽電池パネルはより効率的で安価になり、代替タンパク質はより動物性タンパク質に近い味になり、オンライン教育プラットフォームはより手頃でアクセスしやすく、効果的なものとなっています。Bloomberg New Energy Forum によると、2010 年から 2020 年にかけて、太陽光発電と風力発電の平準化エネルギーコスト(LCOE)はそれぞれ 86%、60%減少し、化石燃料発電の代替手段として、より現実的なものになっています。<sup>13</sup>

- ・ **エンドユーザーの需要の高まり**：インパクト製品やサービスが従来型のソリューションと比較して競争力を増すにつれ、エンドユーザーの需要も増加しています。かつては、インパクト製品やソリューションは、プレミアム価格を支払ったり、品質を犠牲にしてでも自分の価値観に合った消費をしたいと考える、インパクトを重視した早期導入者である少数のエンドユーザーを対象としていました。しかし現在では、多くのインパクト製品の категорияが、より多くの消費者を対象としているようです。例えば、ウェルネスに特化したデータテクノロジー企業である SPINS によると、植物由来の食品は、3 年間で 54%も成長し、今や 70 億米ドル以上の市場となっています。<sup>14</sup>
- ・ **投資家の意識の高まり**：投資家は、流動性市場とプライベート市場の両方において、インパクトやサステナビリティを重視するセクターや企業への投資を増やしています（図 10、11、12 参照）。その結果、企業は、製品やサービスを継続的に開発し、対象市場でのシェアをより高めるための成長戦略に投資するための資金を得ることができま
- ・ **政府主導サステナビリティソーシャル・イニシアティブ**：

<sup>12</sup> Global Impact Investing Network "GIIN Perspectives — Evidence on the Financial Performance of Impact Investments" (2017 年 11 月)

<sup>13</sup> Bloomberg NEF LCOE Update (2020 年 12 月 10 日時点); 2019 年実績値に基づく

<sup>14</sup> 本データは SPINS の標準カテゴリーに基づき、GFI (Good Food Institute)および PBFA(Plant Based Foods Association)が独自に定義した植物由来食品分類で作成されたものです。従って、上記データは SPINS の標準分類と一致しません。出所：SPINS Natural Enhanced Channel, SPINS Conventional Multi-Outlet Channel (IRI, Information Resources Inc.がサポート)、NCP (National Consumer Panel) のデータ (2021 年 12 月 26 日時点)。Copyright 2022 The Good Food Institute, Inc. © 2022 Mercer LLC. All rights reserved.

国連の持続可能な開発目標（UN SDGs）、気候変動枠組条約締約国会議（COP）などのイニシアティブだけでなく、国レベルの規制およびイニシアティブが、特定のセグメントでのインパクトを支援し、このセクターへの着目、資金、および人材の流入を促しています。

インパクトテーマをサポートする、複数の集約された要素により、インパクト分野では高成長率が見込まれます。例えば、グローバル電気輸送市場における、2021年から2028年にかけての予想年平均成長率は27.2%です。これにより、市場規模は、現在の約2,794.5億米ドルから1兆5,000億米ドルに拡大することになります。<sup>15</sup>AT Kearneyによると、2025年から2040年にかけての世界の植物由来肉市場の年平均成長率は9%と、従来型肉市場の成長率（▲3%）を上回ると予測されています。<sup>16</sup>

また、スマートフォン、デジタル決済、電子商取引など、他の成長セクターにおける過去の普及率は、複数の分野で、10~20年の間に5%未満から70%以上に増加しています（図13参照）。電気自動車、植物性食品、リサイクルソリューションなどの既存のインパクトセクターの普及率が、同様の期間でこれらの成長セクターに近づくことがあれば、インパクトにおける道筋と成長軌道は、今後20年間で非常にエキサイティングなものになる可能性があります。実際にIEAは、2050年までに発電量の90%を再生可能エネルギーで供給されると予想しています。<sup>17</sup>

図 10. 電気輸送（電気自動車等）分野におけるベンチャーキャピタルの投資活動実績



図 11. エネルギー移転：クリーンエネルギー分野におけるベンチャーキャピタルの投資活動実績

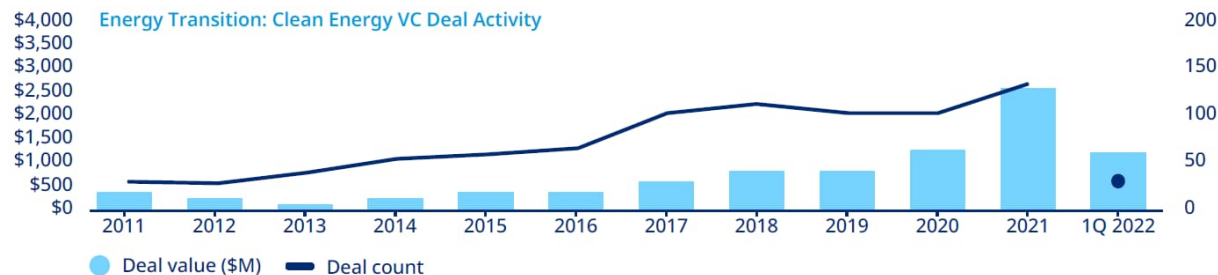
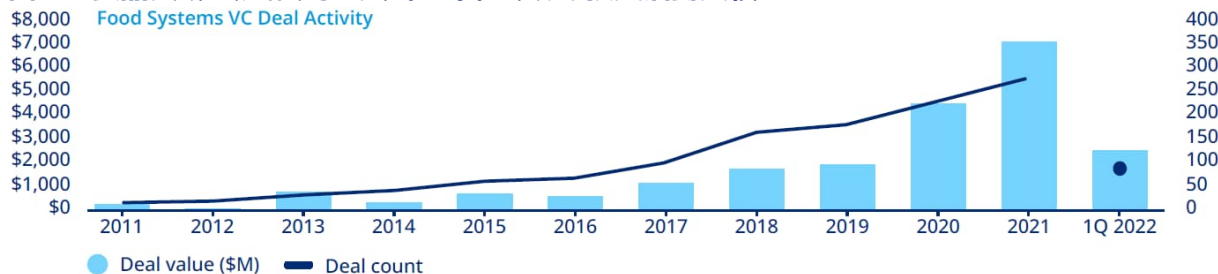


図 12. 食品システムにおけるベンチャーキャピタルの投資活動実績



出所: Pitchbook (2022年10月19日時点)

<sup>15</sup> Pales AF et al "Net Zero by 2050 Hinges on a Global Push to Increase Energy Efficiency — Analysis" IEA (2021年6月10日)

<sup>16</sup> 出所: ATKearny (2019) "How Will Cultured Meat and Meat Alternatives Disrupt the Agricultural and Food Industry?"

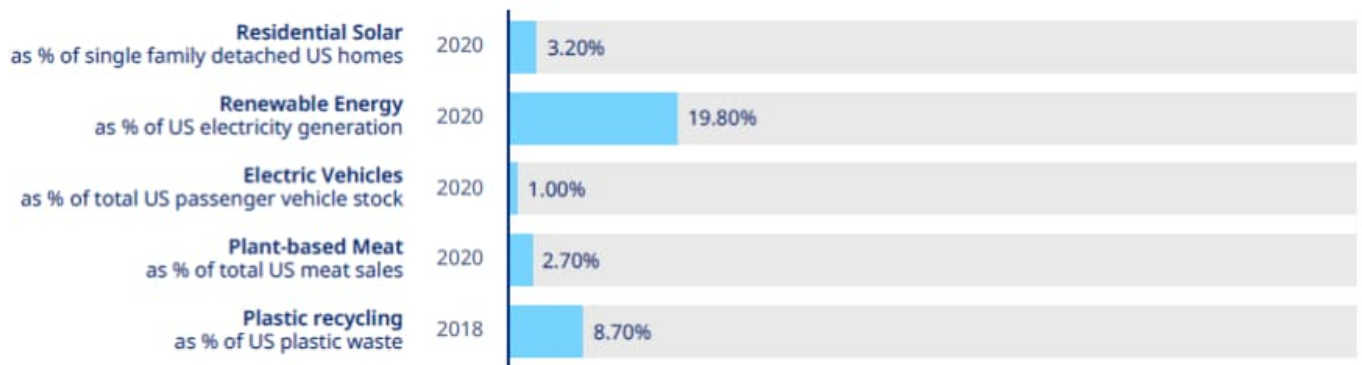
<sup>17</sup> 出所: IEA World Energy Outlook 2022, "An Updated Roadmap to Net Zero Emissions by 2050"



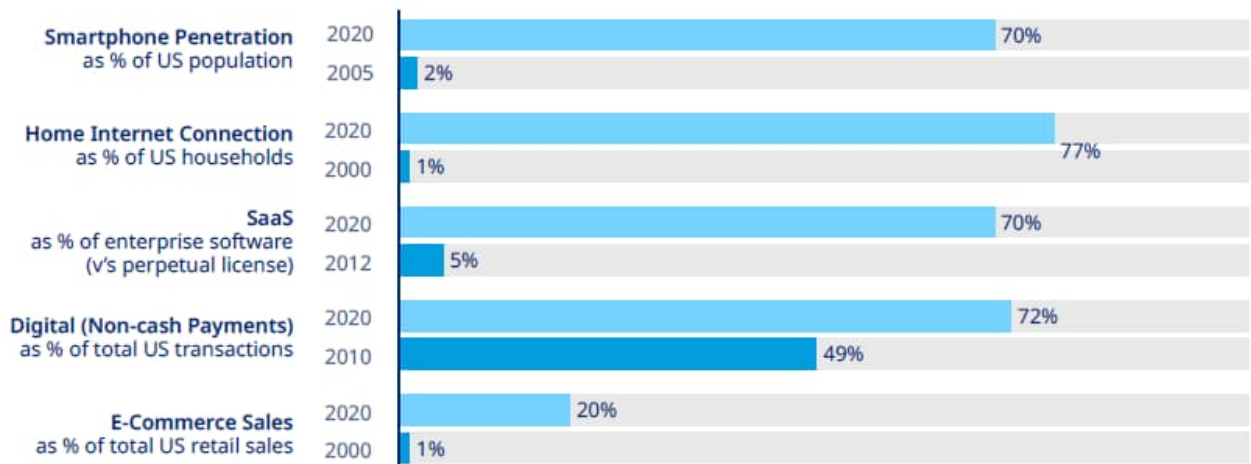
テスラ（NYSE: TSLA）やビヨンド・ミート（NYSE: BYND）といったインパクト関連のブランドの商業的実現可能性と社会的認知度は、2010年の上場後、2021年と2019年にそれぞれ株価が過去最高値に達しており、インパクト機会の可能性を例証しています。しかし、最近の市場のボラティリティは、これらの銘柄やその他のかつて高騰した銘柄に大きな下落圧力をかけており、年初来のリターンはそれぞれ▲37%、▲79%となっています。<sup>18</sup>このことは、インパクト投資に伴う固有リスクを示すものですが、最近の市場下落は、インパクト志向の企業だけでなく、より広範に影響を及ぼしています。

最近の市場パフォーマンスは、インパクトを重視する既存の投資家にとっては不利になるかもしれませんが、バリュエーションが低下したことで、これから投資しようとする投資家にとっては、より魅力的なエントリー・ポイントとなる可能性があります。エネルギー価格の変動、住宅取得能力、より広範なインフレの影響など、世界的な混乱は、インパクト重視のソリューションに対して既に高まっている需要を加速させる可能性があります。長期的需要や広範なサステナブル目標を達成するために、さらなる投資が必要であることを考えると、資本を投入する機会は今後数年間にわたり堅調に推移する可能性があります。

**図 13. 主要気候変動技術およびプロセスにおける普及率とベンチャーキャピタルのフォーカス分野における普及率の比較**  
重要な気候変動技術およびプロセスにおける普及率



ベンチャーキャピタルのフォーカス分野における普及率

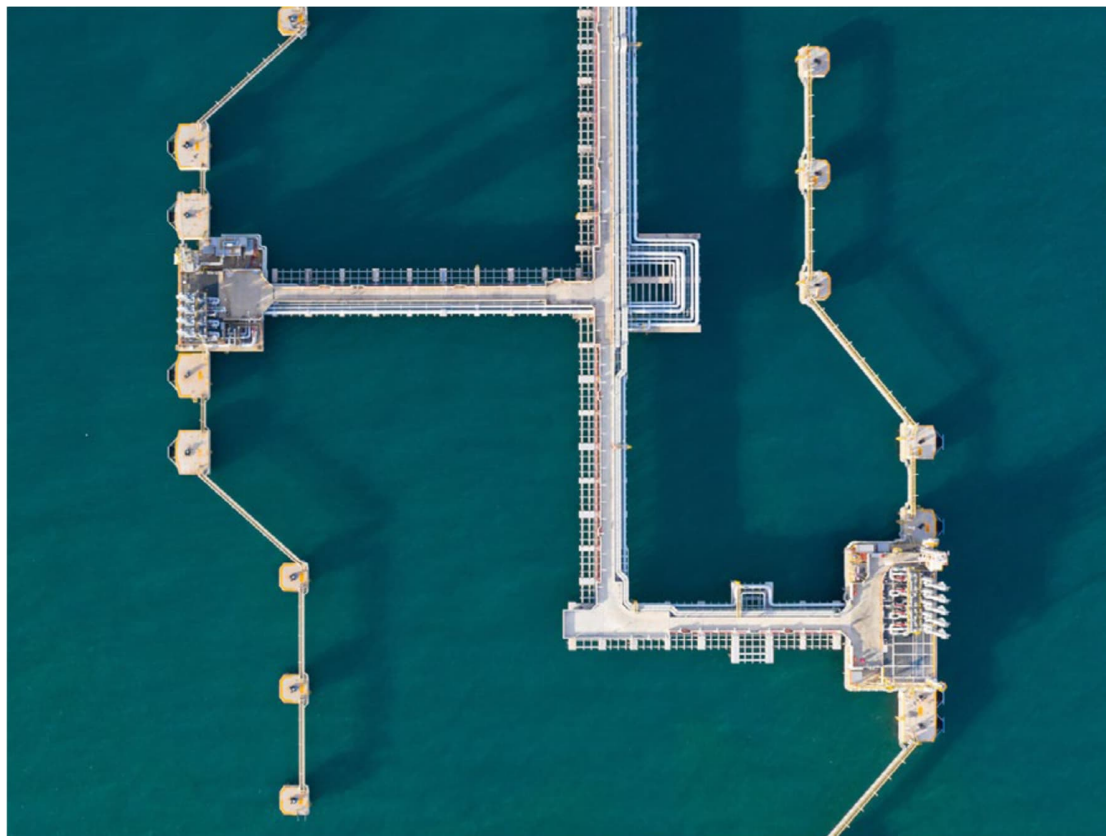


出所: Statista, Pew Research Center, William Blair, McKinsey, US Census

<sup>18</sup> Bloomberg

## 主なポイント

最近の市場パフォーマンスは、インパクトを重視する既存の投資家にとっては不利になるかもしれないが、バリュエーションが低下したことで、これから投資しようとする投資家にとっては、より魅力的なエントリー・ポイントとなる可能性があります。エネルギー価格の変動、住宅取得能力、より広範なインフレの影響など、世界的な混乱は、インパクト重視のソリューションに対して既に高まっている需要を加速させる可能性があります。長期的需要や広範なサステナブル目標を達成するために、さらなる投資が必要となります。



## Important notices

References to Mercer shall be construed to include Mercer LLC and/or its associated companies.

© 2022 Mercer LLC. All rights reserved.

This content may not be modified, sold or otherwise provided, in whole or in part, to any other person or entity without Mercer's prior written permission.

Mercer does not provide tax or legal advice. You should contact your tax advisor, accountant and/or attorney before making any decisions with tax or legal implications.

This does not constitute an offer to purchase or sell any securities.

The findings, ratings and/or opinions expressed herein are the intellectual property of Mercer and are subject to change without notice. They are not intended to convey any guarantees as to the future performance of the investment products, asset classes or capital markets discussed.

For Mercer's conflict of interest disclosures, contact your Mercer representative or see <http://www.mercer.com/conflictsofinterest>.

This does not contain investment advice relating to your particular circumstances. No investment decision should be made based on this information without first obtaining appropriate professional advice and considering your circumstances. Mercer provides recommendations based on the particular client's circumstances, investment objectives and needs. As such, investment results will vary and actual results may differ materially.

Information contained herein may have been obtained from a range of third-party sources. Although the information is believed to be reliable, Mercer has not sought to verify it independently. As such, Mercer makes no representations or warranties as to the accuracy of the information presented and takes no responsibility or liability (including for indirect, consequential or incidental damages) for any error, omission or inaccuracy in the data supplied by any third party.

Private funds are intended for sophisticated investors only who are accredited investors or qualified purchasers. Funds of private capital funds are speculative and involve a high degree of risk. Private capital fund managers have total authority over the private capital funds. The use of a single advisor applying similar strategies could mean lack of diversification and, consequentially, higher risk. Funds of private capital funds are not liquid and require investors to commit to funding capital calls over a period of several years; any default on a capital call may result in substantial penalties and/ or legal action. An investor could lose all or a substantial amount of his or her investment. There are restrictions on transferring interests in private capital funds. Funds of private capital funds' fees and expenses may offset private capital funds' profits.

Funds of private capital funds are not required to provide periodic pricing or valuation information to investors. Funds of private capital funds may involve complex tax structures and delays in distributing important tax information. Funds of private capital funds are not subject to the same regulatory requirements as mutual funds. Fund offering may only be made through a Private Placement Memorandum (PPM).

Not all services mentioned are available in all jurisdictions. Please contact your Mercer representative for more information.

Expected Return: Actual performance may be lower or higher than the performance data quoted. Actual statistics may be lower or higher than the statistics quoted. The expectations for the modelled portfolio are a compilation of return, volatility, and correlation expectations of the underlying asset classes.

Portfolio expectations are forward looking and reflective of Mercer's Capital Market Assumptions, as defined by asset class and incorporating return, standard deviation, and correlations. Our process for setting asset class expected returns begins with developing an estimate of the long term normal level of economic growth and inflation. From these two key assumptions, we develop an estimate for corporate earnings growth and the natural level of interest rates. From these values, we can then determine the expected long term return of the core asset classes, equity and government bonds. We combine current valuations with our expectations for long term normal valuations and incorporate a reversion to normal valuations over a period of up to five years. Volatility and correlation assumptions are based more directly on historical experience except in cases in which the market environment has clearly changed. Manager impact on performance is not incorporated into expectations. The views expressed are provided for discussion purposes and do not provide any assurance or guarantee of future returns.

Certain regulated services in Europe are provided by Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited." as per the Marketing Guide.

Mercer Global Investments Europe Limited and Mercer Limited are regulated by the Central Bank of Ireland under the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulation 2017, as an investment firm. Registered officer: Charlotte House, Charlemont Street, Dublin 2, Ireland. Registered in Ireland No. 416688. Mercer Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England and Wales No. 984275. Registered Office: 1 Tower Place West, Tower Place, London EC3R 5BU.

Investment management services for Canadian investors are provided by Mercer Global Investments Canada Limited. Investment consulting services for Canadian investors are provided by Mercer (Canada) Limited.



## 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られません。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。