

2023年12月

2024年の プライベート・アセットの魅力

主なポイント

- 多くの主要国では、金利とインフレ率がピークに達した、もしくは安定期に入った可能性があるものの、2024年も高止まりが予想され、現段階では経済成長のペースについて懸念が残る。
- 高金利が長く続く環境では、インフラ、プライベート・クレジット、不動産、自然資本などのプライベート・アセットが魅力的なリスク調整後リターンやインカム、分散投資、インフレヘッジの可能性をもたらす。
- エネルギー安全保障と低炭素経済への移行を奨励する政策や法規制は、これらのアセット・クラスにとってさらなる追い風となる。
- 経験豊富なオルタナティブ運用のアセットマネージャーは、個人投資家がプライベート市場の利益を享受できるような投資商品を開発し続けるだろう。

有利なマクロ経済環境と構造的トレンド

2024年のマクロ経済環境はあらゆるタイプの投資家からのプライベート・アセットへの需要を喚起すると予想します。過去1年半、大半の主要国の中央銀行はインフレ対策に焦点を当ててきました。米連邦準備制度理事会 (FRB) と欧州中央銀行 (ECB)、イングランド銀行 (英中銀) はそれぞれ、ゼロ近傍だった政策金利を450～525ベーシスポイント引き上げ、政策金利は数十年ぶりの高水準に達しました。今ではインフレ見通しが改善したことで、全体的な利上げサイクルは終了すると当社は予想しています。ただし一部の例外もあるでしょう。例えば、日本では利上げの確率が高く、オーストラリアお

よび/またはスウェーデンがそれに追随する可能性があります。

しかし、ほとんどの中央銀行にとって、今後の関心は、「利上げ幅」から「利上げをいつまで続けるか」にシフトするでしょう。中央銀行が軸足を移すには、インフレ率が一貫して低下傾向にあること、経済成長が鈍化していること、労働市場が悪化していることなどの証左が必要です。

特にエネルギー安全保障と低炭素経済への移行を奨励する政策など、世界各国政府による財政的インセンティブは、プライベート市場にとって追い風となるでしょう。米国では、インフラ投資雇用法とインフレ抑制法によってこれらの分野に数兆ドル規模の資金が投入されると

予想され、欧州でも、「リパワーEU」や「グリーンディール産業計画」など、同様の政策措置が実施されています。さらにはアジア各国（オーストラリア、韓国、日本）もクリーンエネルギー産業の発展を支援するクリーンエネルギー政策を打ち出しています。

これらの政策によって、プライベート市場が多数存在するセクターにより多くの資本投入が促進されるようになり、2024年以降も引き続き注目されるものと思われます。

投資家アクセスの拡大

従来は機関投資家の専売特許と考えられてきたプライベート市場へのアクセスが、2024年には機関投資家以外の投資家にとっても重要なテーマになると社は予想します。こうした魅力的な投資機会に資金を供給するためにはより多くの資本が必要であるため、資産運用会社は小規模投資家のニーズを満たすことを目的とした投資ビークルを構築および導入しつつあります。

しかし、機会にはリスクも伴います。投資家は、こうしたアセットに伴うリスクと、それらがポートフォリオで果たす役割を理解する必要があります。流動性リスクはパブリック市場よりもプライベート市場で大きく、プライベート・アセットは長期投資と考えるべきです。

プライベート市場での経験と専門知識が豊富なアセットマネージャーと協働することは、こうしたリスクを理解し管理することに役立つでしょう。

アセット・クラス展望 インフラ

インフラは、高止まりするインフレ率の恩恵を受け、経済成長の減速局面でも底堅さを維持できるとみられます。

これらの資産は多くの場合、発電、上下水道、廃棄物管理、道路、橋、通信ネットワーク、データセンターなどの必要不可欠なサービスを提供します。こうしたサービスに対する需要は安定しており、また、インフラの規模と資本集約的な性質に照らし、競争も限定的であることから、インフラ・アセットは景気サイクルや市況の変化にそれほど影響を受けません。また、長期契約ではインフレや資本コストの上昇に合わせてインカムが調

プライベート・アセット：投資特性

「より長く、より高い」金利環境下、プライベート・アセットは今後もリスク調整後リターン、インカム、分散投資の魅力的な源泉となり続ける可能性があります。プライベート・アセットは取引所に上場しておらず、デット、株式、不動産、インフラ、農地、森林などが含まれます。プライベート・アセットにはさまざまなタイプがありますが、多くの場合、以下のような共通した投資の特徴がみられます。

- **安定性**：プライベート市場はパブリック市場のノイズを回避しボラティリティを低減します。
- **リターンとインカムの可能性**：流動性の低さはしばしば制約とみなされてきましたが、その低流動性が逆に機会を生み出します。プライベート市場は、同等のパブリック・アセットよりも高いリターンを生み出す可能性があることはよく知られています。
- **レジリエンス**：長期的なキャッシュフローは、多くのプライベート・リアル・アセットの特徴であり、契約上の支払いはいしばしばインフレ調整されます。
- **分散投資**：プライベート・リアル・アセットは、一般的に上場株式や債券との相関が低いか、または負の相関があり、ポートフォリオにとって追加的なアルファの源泉となります。

整される場合が多く、キャッシュフロー源の安定が見込まれ、厳しい経済環境においてもさらなるプロテクションを提供します。

エネルギー転換と脱炭素化を促進するための上述の政府の優遇措置は、今後もインフラ分野に豊富な機会をもたらすでしょう。これらの政策措置によって今後数年間、グリッドの電化、太陽光・風力発電、バッテリー貯蔵プロジェクトへの投資が活発化すると予想されます。

エネルギー生産・輸送方法の変化に伴い、社会がそれに適応していく中で、大量輸送や電気自動車、よりエネ

ルギー効率の高い建造物、必要な金属や鉱物のスクラップ化やリサイクルなど、幅広い投資機会が見込まれています。

プライベート・クレジット

プライベート・クレジットは2023年の高金利・高インフレ環境においてそのレジリエンシーを証明しており、当社は2024年も底堅い推移を予想しています。当社の見解では、資金調達が困難な時期こそ投資の好機となる可能性があると考えています。

貸し手の観点からみると、ディールメイキングのテクニカルな側面が改善しています。ベース金利が高いほど利回りも高くなる上、金利コストの上昇とともに資本構造がより保守的になっていることは、新規ディールのレバレッジ倍率が低くなり、しばしば貸し手にとって有利なコベナント（財務制限条項）が設定されることを意味します。

借り手が直面するマクロ的な課題に照らすと、分散と選別が非常に重要です。当社は、景気変動の影響を受けない業界で定期的に安定したキャッシュフローを生み出し、利払いやローン返済の確実性が高い、市場をリードする企業を選好します。ヘルスケア、ソフトウェア、ビジネスサービスなど、レジリエンスに優れたセクターは、いずれも、景気後退に備えて比較的有利な立場にあると思われ、引き続き注目します。

金融危機後、銀行が直接融資から撤退したこともあり、資金源が限られていることから、中小企業の旺盛な資金需要が続くでしょう。ますます多くの投資家が、これらアセットの特性（代替収入源、変動金利によるインフレヘッジ、パブリック市場との低い/もしくは負の相関、低いボラティリティなど）に惹かれ、資金提供に意欲的になっています。

このアセット・クラスの好調が続く、直接的な貸し手にとって取引規模が拡大するにつれ、規模とスケール、実績、および深い業界ネットワークを兼ね備えた資産運用会社ほど、優良企業からの安定的な取引フローにアクセスできるようになるでしょう。

不動産

世界の不動産市場でみられる共通のテーマは、緩和はし

ても根強く残るインフレ率、金利の高止まり、評価損の縮小、ほぼ10年ぶりの低水準にある投資額、低迷が続くディストレス案件などです。しかし、市場やセクター内でも多くのばらつきが見られ、2024年にはグローバルポートフォリオを多様化することの潜在的なメリットが浮き彫りになっています。

例えば、米国のオフィス市場では、米国最大の50オフィス市場のうち、空室率が長期平均を下回っているのは12市場に過ぎませんが、欧州では、市場の半分が依然として長期平均を下回っています。

もう1つ、地域によって異なるのは、投資判断における気候変動リスクやESG（環境・社会・ガバナンス）ファクターの重要性です。この点に関しては、欧州およびアジア太平洋地域の投資家の方が米国投資家よりもESGへのアプローチに一貫性があります。このような違いはあるものの、不動産の脱炭素化に向けた構造的な推進力は強まっており、一部市場では既に「ブラウン」ビルと「グリーン」ビルとの間で市場の二極化が見られます。

当社では、リテール・セクターは目立たないながらもアウトパフォームすると予想しています。長年にわたるセンチメントの悪化によって株価は割安になっており、新規投資家にとってより魅力的なエントリーポイントが生じています。セルフストレージ、マニユファクチャードハウジング（プレハブ住宅）、外来診療施設などのオルタナティブ・セクターでは、将来的に底堅さとアウトパフォーマンスが期待されます。これらのセクターのファンダメンタルな成長ドライバーは経済成長よりも人口動態の変化や技術の進歩、ヘルスケアの動向です。手頃な価格のアフォーダブル住宅も魅力的な分野であり、世界の多くの地域で需要が供給を上回っています。

自然資本

2024年は金利とインフレ率の高止まりが予想され、インフレヘッジとしての特性をもつ自然資本は優れた投資先となるでしょう。農地や森林からの生産物の多く（食料や建材など）は、しばしば、インフレヘッジとして機能します。インフレ率の上昇は、これら生産物の価格の上昇を反映します。短期的には、これらの価格上昇によってキャッシュ利回りが上昇するでしょう。長期的には、価格の上昇は、資産評価に組み込まれるため、リター

ンの値上がり益の部分が增加することにもなります。

しかし、足元のマクロ経済的要因以外に目を向けると、もっと長期的な構造的トレンドによって、このアセット・クラスがニッチ投資という位置付けから、長期ポートフォリオの中核として強靱な構成要素に変わる可能性があります。

持続可能な森林と農地への投資は、世界的に拡大し続ける資源需要から恩恵を受け、環境に優しく社会的責任を果たすような食品・繊維・木材生産システムを支援

する基盤となる方法です。

さらに、森林と農地それぞれの持続可能で低炭素な生産システムと認証炭素クレジット創出能力は、気候変動対策が強化されるにつれて、ますます価値が高まっています。森林や農地などの自然資本投資は、オルタナティブか伝統的にかかわらず、いずれのアセット・クラスの間でも平均炭素強度（投資1ドル当たりの純CO₂排出量）が最も低いアセット・クラスとなっています。

[詳細については、nuveen.comをご覧ください。](https://www.nuveen.com)

重要なお知らせ

ヌビーン・ジャパン株式会社（以下「当社」といいます。）は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法（昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む）第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼すると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌビーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌビーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

nuveen

A TIAA Company