

2025年1月

## 2025年 プライベート市場アセット

### 主なポイント

- 世界は今、グローバル金融危機後からコロナ禍までの期間に比べると、構造的により高水準のインフレと金利が持続する可能性が高いニューノーマル（新常态）に向けて落ち着きつつある。その中で、多くのプライベート・アセットは今後も魅力的なリスク調整後リターンをもたらし続けるとみられる。
- 多くの場合、安定したインカム収益を伴うプライベート・アセットは、ポートフォリオのボラティリティを抑えて分散を図るのに役立つ。
- プライベート・アセットは、世界の人口動態、急成長するエネルギー需要、脱炭素化に向けた取り組みなどの長期的な投資テーマを活用できるだろう。

### プライベート市場にとって好ましい マクロ経済環境

比較的金利の高い環境はリスク・アセットにとって追い風となるでしょう。多くの国で金利はピークを打った可能性があります。今後の利下げ、特に米国連邦準備制度理事会（FRB）による利下げは、予想よりも鈍いペースで小幅に行われる公算が高まっています。米国の実質GDP成長率は過去5年間で平均2.3%であり（コロナ禍における急激な景気収縮期を含む）、2010年から2019年の期間の年平均1.8%をはるかに上回っています。さらに米国では政権交代に伴い、減税政策の延長とさらなる減税の可能性も含め、今後成長率とインフレ率は高まると予想されます。

金利上昇を反映した期待リターンとともに、いくつかの中長期的な要因もプライベート・アセットを支え、投資家は長期的な投資テーマを追求できるでしょう。人工知能（AI）、特に生成AIが指数関数的に成長することでエネルギーとデータセンターの需要は急増し、インフラと不動産の双方のテーマをけん引しています。また、経済活動と投資ポートフォリオを脱炭素化しようとする動きが継続し、発電と送電業界でさらなる機会が生まれています。同様に、不動産業界においても、テナントやオーナーはより効率的で環境に優しい建物を求めています。自然資本投資は、世界の人口増加に不可欠な食料や物資を供給するだけでなく持続可能性懸念にも対応しています。

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優遇措置は、プライベート市場アセットにとって追い風となるでしょう。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年以降も引き続きこれらの政策が注目されるものと思われま

## 投資家アクセスの拡大

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、アセット・マネージャーは小規模投資家のニーズを満たす投資ビークルを構築および導入しつつあります。これらは地域によって異なります。例えば米国では、インターバル・ファンドや、プライベートREIT（不動産投資信託）、BDC（ビジネス・

デベロップメント・カンパニー）、テnder・オファー・ファンドなど、セミリキッド商品が着実に増えています。欧州では、個人投資家向けの一般的な仕組みとして、ELTIF（欧州長期投資ファンド）、ルクセンブルクUCIパートIIファンド、英国のLTAF（長期資産ファンド）などがあります。

しかし、機会はリスクも伴います。投資家は、これら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るでしょう。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の方が大きく、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ちます。

## プライベート・アセット：投資特性

プライベート・アセットは今後もリスク調整後リターン、分散投資、そして多くの場合はインカム・ゲイン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アセット・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・アセットは本質的に、時価評価されません。プライベート市場での価格設定は、上場市場の短期的なノイズを遮り、ボラティリティの低減に役立ちます。

**リターンの可能性：**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。

**インカムの可能性：**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

**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。

## アセット・クラス展望

### 不動産

不動産市場では回復の兆しが見られ、多くの市場で金利が低下する可能性が高まっています。地主にとって資本と金融の逆風は収まりつつあり、オフィス関連以外のプライベート不動産は底を脱したようです。賃料と稼働率は着実な成長を示し、投資家需要も大半のセクターで回復しています。環境改善に伴って不動産案件をめぐる競争が増していることは、この資産クラスがまもなく回復することを示すものといえます。

金利が上昇する中で不動産投資をためらっていた投資家も、これらのシグナルによって、長期的かつ構造的なメガトレンドに裏打ちされた機会を活用するよう促されるでしょう。こうした観点から、当社は、人口が増加し、教育水準が高く、多様性に富む世界的都市を愛好します。住宅、インダストリアルに加え、非伝統的な不動産セクターには魅力的な投資機会が見受けられます。メディカルオフィス、高齢者向け住宅、学生寮、セルフストレージといったセグメントは、長期的な人口動向から恩恵を受けると考えられます。生成AIによる前例のない需要は、データセンターを支えるでしょう。

オフィスセクターは今も世界的に課題を抱えていますが、局地的に機会が散見されます。一部の欧州およびアジア太平洋地域では、賃貸の伸びと空室率の低下など、回復の兆しが見られ始めました。同様に、消費者の嗜好の変化への適応と回復が進んでいるとみなされる小売セクターにおいても、スーパーマーケットやコンビニエンスストアなど、生活必需品に関連するセクターに機会がみられます。これらの例は、不動産市場はすべてが同じように動く市場ではないことを示しており、不動産のエクスポージャー内だけでなく、マルチアセット・ポートフォリオ内においても分散が重要であることを示しているといえます。

### プライベート・キャピタル

米国の金利引き下げペースが予想以上に緩やかなことは、経済の強さを物語っており、活発な経済活動はプライベート・キャピタルにとってよい前兆を示しています。GDPが成長すれば、事業にとって好ましい環境が生まれ、投資家による融資（プライベート・クレジット）と投資（プ

ライベート・エクイティ）が促進されます。欧州では経済成長は低迷しているものの、今も環境はプライベート・キャピタルにとって好ましい状況にあります。

当社では、ここ数年みられたような投資家に有利なプライベート・クレジット条件、すなわち借り手のレバレッジの低下と利回りの上昇が続くとみています。資金調達コストは低下しており、今後さらに低下が予想されます。それによってプライベート・エクイティの買い手と売り手のバリュエーション格差が縮小するとみています。バリュエーションの向上は好循環を生み出し、より多くの投資家が自分のポジションを認識するにつれて、プライベート・キャピタルの資金調達が増え、それがより多くの投資につながると考えられます。

金融環境が緩和され、金利やプライベート市場のバリュエーションがより明確になるにつれ、これまで辛抱強く投資機会を待っていたプライベート・キャピタルが市場に出てくると思われれます。最良のリスク・リターン特性を持ったディールに参加するには、企業に役立つ、柔軟で創造的なキャピタル・ソリューションの構築に重点を置く必要があります。確立されたネットワークを有し、ディールフローへのアクセス可能な大手のマネージャーほど成功する確率が高いと考えています。しかし一方で、デフォルトに対する警戒が必要であり、規律あるアプローチを維持し、分散されたポートフォリオを構築し、企業の価値創造を支援することが不可欠です。成長と金利見通しが不安定な時期には、ディフェンシブなセクターに重点を置き、景気敏感セクターに慎重なポートフォリオが有利であるといえるでしょう。プライベート・キャピタルのアクティブな運用スタイルと長期的な投資ホライズンによって、投資家のポートフォリオは、上場市場のボラティリティから守られ、分散効果とレジリエンスを得ることができます。

### インフラ

インフラ資産に関する長期的なテーマは、これらの資産が提供する多くの生活や経済活動に不可欠なサービスに対する安定した需要に支えられています。経済活動の基盤となるのは、信頼性が高く効果的な送配電網と通信ネットワーク、廃棄物と上下水道管理、輸送リンクです。インフラの需要は非弾力的で、独占的な市場である場合

が多いため、インフラ投資は通常、景気に左右されにくく、分散化とポートフォリオ全体のボラティリティ低減に役立ちます。また、キャッシュフローは、インフレや資本コストに応じて調整される長期契約からのものが多く、困難な経済環境においても一定の安定性が得られます。

AIブームによって発電需要は爆発的に増えており、ほとんどの経済圏では、現在の発電・送電能力では追いつかないだろうと予測されています。これにより、世界中の太陽光・風力発電インフラを含むクリーンエネルギーの機会が創出される一方で、当社では、原子力エネルギー、新規開発に伴う送電インフラ、天然ガス関連投資、AIモデルのトレーニングや推論をサポートするデータセンターなどの需要も高まるとみています。また、太陽光と風力発電の発電量の不安定性に対処するための重要なソリューションとして、バッテリーストレージも恩恵を受けると予想される分野です。

持続可能性に注目する投資家は、発電と並んでインフラの他の分野でも機会を見出すことでしょう。例えば、廃棄物の再利用や限られた供給の中で必要な素材・鉱物のリサイクル、輸送・物流資産の脱炭素化と最適化、電気自動車の普及支援などに焦点を当てた環境資産などがあります。

## 自然資本

長期的・構造的なメガトレンドは自然資本投資にとっても追い風となります。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・木材生産を支援することになります。また、金利とインフレが長期にわたって高い状態が続く足元の環境においては自然資本がポートフォリオに一定程度のインフレヘッジを提供します。食料品や建材などの多くは、インフレ指数の構成目であり、インフレ率の上昇は、これらのうち多くの品目の価格が上昇していることを意味します。その結果、キャッシュ利回りは改善します。中長期的に物価の上昇が持続すれば、資産価値の上昇を通じてリターンに反映されるでしょう。

森林や農地への投資は、持続可能性目標にも合致するものです。オルタナティブ資産クラスや従来型資産クラスの中で森林・農地への投資は平均炭素強度（投資1ドル当たりの純CO<sub>2</sub>排出量）が最も低く、炭素を隔離して貯蔵し、検証済みの炭素クレジットを生み出すことができます。気候と自然のための環境市場が発展・成長し続ける中で、プライベート・キャピタルが森林・農地などの土地を基盤とする投資を通じて地球の環境問題に対応する機会は今後増加すると予想しています。既に企業の間では、サプライチェーンや自然環境に配慮した土地管理慣行の市場ベースの枠組み、自然に基づくソリューション資金を調達するための革新的なアプローチなど、様々な方法を通して気候変動と自然損失に取り組もうとする姿がみられます。

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

## 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