

KKR

インサイト

134

グローバル
マクロ・トレンド
2023年9月

レジーム チェンジ

「伝統的な」ポートフォリオにおけるプライベート・リアルアセットの役割の変化

目次

4 序文

8 セクションI:なぜリアルアセットなのか？

- 8 KKRではリアルアセットをどのように定義しているのでしょうか？
 - 10 プライベート・リアルアセットはなぜポートフォリオに組み入れる必要があり、また上場株式・債券、パブリック・リアルアセットのような伝統的な資産クラスをいかに補完するのでしょうか？
 - 16 前回のレジームチェンジに関するレポート以降、足元の経済状況はどのような変化を遂げ、それは当初の40/30/30ポートフォリオリアルアセット部分にとってどのような意味合いを持つのでしょうか？
 - 20 アセットアロケーターがポートフォリオのリアルアセットへの資産配分を行う最善の方法は？
-

22 セクションII:結論



Henry H. McVey

グローバル・マクロ&アセット・アロケーション責任者、
KKRバランスシートCIO
henry.mcvey@kk.com



Racim Allouani

マネージング・ディレクター、
KKRプライベート/パブリック
市場全体のポートフォリオ
構築、投資リスク管理、
定量分析を主導
racim.allouani@kk.com



Drew Golicz

プリンシパル、グローバル・
マクロ、バランスシート&
リスク管理担当
drew.golitz@kk.com

謝辞: Raj Agrawal, Matt Salem, Ralph Rosenberg, Dan Pietrzak, David Rockecharlie, Dave McNellis, Ezra Max, Paula Roberts, Thibaud Monmirel, Coco Qu, Hemant Pandey, Rebecca Ramsey

レジームチェンジ

「伝統的な」ポートフォリオにおけるプライベート・リアルアセットの役割の変化

財政刺激策、労働力不足、世界的なエネルギー転換、地政学的リスクの高まりが続く現在のマクロ経済情勢の下、多くの先進国市場では、過去のサイクルと比較して「より高水準の平常時インフレ率」が引き続き想定されます。こうした環境の中で、株式と債券の相関性は高まると考えられ、資産配分にとって重要な構造的変化です。KKRではこれを「レジームチェンジ」と呼んでおり、債券がポートフォリオにおける有効な「緩衝材」として機能しなくなることを意味します。このため、多種多様なポートフォリオにおいて伝統的な債券の代替となり得るものとして、リアルアセットを選好しています。それは、環境によらず利ざやを確保でき、傑出した経常的な利回りを生み出すという特徴を備えています。ここで重要なのは、すべてのリアルアセットが平等に創られているわけではなく、より「伝統的な」インフレヘッジの多くは期待通りのパフォーマンスを上げていないという点です。したがって、投資家はREIT(不動産投資信託)、TIPS(米物価連動国債)、ゴールド(金)以外にも、アセットベース・ファイナンス(ABF)、インフラ、一部の不動産クレジット/エクイティの組み合わせなど、名目GDPに連動する、担保の裏付けがあるキャッシュフローにもっと目を向けなければならないと考えます。多くのプライベート・リアルアセットは、潜在的に魅力的なリターン・プロファイルを有するだけでなく、伝統的なポートフォリオに分散効果をもたらす点も評価しています。

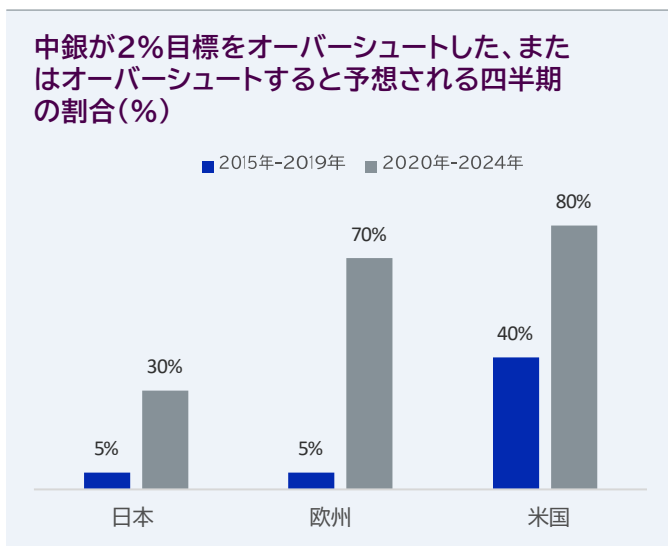
幸運は勇者に味方する。

— Emily Dickinson(アメリカの詩人)

米国のような影響力のある市場において、インフレ率が記録的な水準近辺から低下し始めており、ポートフォリオにおけるリアルアセットへのコミットメントを後退させる時期が来たと考える投資家がいるかもしれません。しかし、KKRではそのような見方はしていません。当社が掲げる「[レジームチェンジ](#)」というテーマの通り、分散型ポートフォリオにおいてリアルアセットが引き続き重要かつ必要な構成要素であるためのカタリストが、まだ数多くあるとみています。たとえば米国では、賃金の硬直性が依然として問題になると思われます。また、リショアリング(生産拠点の国内回帰)の増加、ならびにサイバーセキュリティやエネルギー転換への投資を踏まえると、現サイクルでは設備投資はさほど落ち込まないとみています。

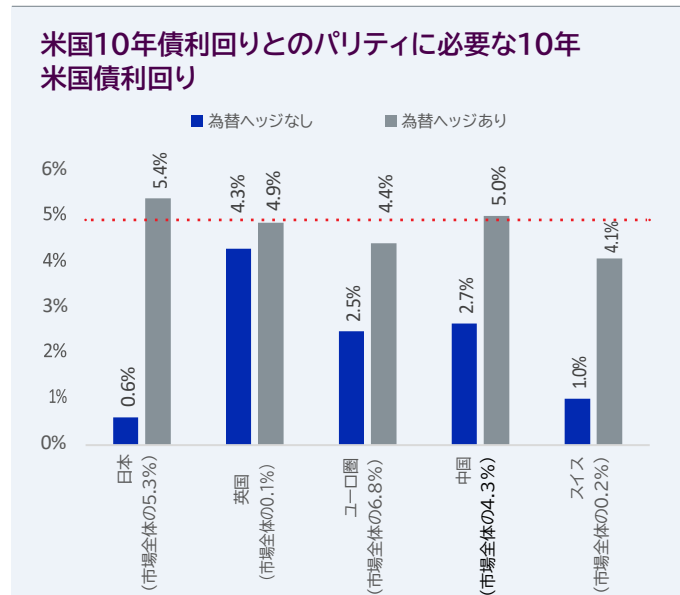
現サイクルはこれまでとは異なるという当社の見解に沿って、米国の2023年実質GDP成長率は現時点のコンセンサス予想(前年比2%)を上回る2.4%に達すると予想しています。また、コア・インフレ率は表面的には沈静化しているものの、多くの投資家が考える以上に「より硬直的な」状態が続くと考えます。具体的に言えば、米国の2023年CPIはコンセンサス予想の4.1%に対して4.0%と予想していますが、2024年についてはFRBの2%目標に対して2.7%を見込んでいます。こうした状況の中、2023年末の10年米国債利回り予想を4.25%から4.75%に上方修正し(コンセンサス予想は3.6%)、2024年予想も3.75%から4.25%に上方修正しました(コンセンサス予想は3.4%)。

図表1:インフレ率は2024年まで中銀目標を大幅に上回るとみられ、これが「今回は過去の期間とは極めて異なる」という見方の背景にある



四半期ベースで計算。過去データと予想に基づく。米国とユーロ圏はKKR GMAA、日本はBloombergのコンセンサス・データに基づいて予想。データは2023年6月30日現在。出所: Bloomberg、KKR Global Macro Balance Sheet & Riskの分析。

図表2:10年米国債利回りが5%に達して初めて米国債の購入が増加すると予想



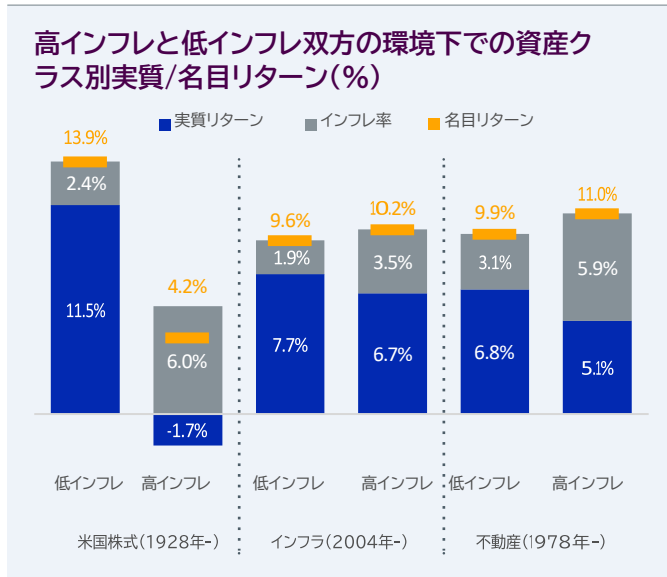
データは2023年7月31日現在。出所: Bloomberg、KKR Global Macro & Asset Allocationの分析。

しかし、仮に当社の見通しが間違っており、インフレが当社の想定を大きく上回るペースで沈静化した場合でも、当社のポートフォリオ構築分析によれば、低インフレ環境の中で、リアルアセットの大部分は引き続き好調なパフォーマンスを上げる見通しです。特に、低インフレ環境下でリアルアセットを含むオルタナティブ資産を分散型ポートフォリオの組み入れた場合、伝統的な60/40ポートフォリオよりも高いシャープレシオを実現する可能性があります(図表22)。

したがって、さまざまな経済環境に対応できるリアルアセットの適応力は魅力的ですが、インフレ高止まりの時代に入り、この資産クラスが他の多くの資産クラス(特に伝統的な債券)よりも恩恵を受けるはずであるという基本的な見方に変わりはありません。この見解は、当社が掲げる「[レジームチェンジ](#)」というテーマと概ね一致しています(図表4、図表5)。2022年5月に本シリーズの第1号を発行した際に、今後も続く予想されるこの新たなマクロ経済環境の中で、リアルアセットがより高い傑出した利回りとより強力なインフレに対する保護を提供することで、伝統的な60/40ポートフォリオのリターンを高めるのに役立つと指摘しました。当社のテーマの中心にあるのは、過去に緩衝材や分散投資の役割を果たしてきた流動性の高い国債ポートフォリオが、もはやこの目的を果たせないという考えです。この見解は、サービス・インフレの高止まり、日本のイールドカーブコントロールからの脱却、Fitch

による米国債の格下げを要因とする2022年、2023年の債券市場の動きによって、実証されています。

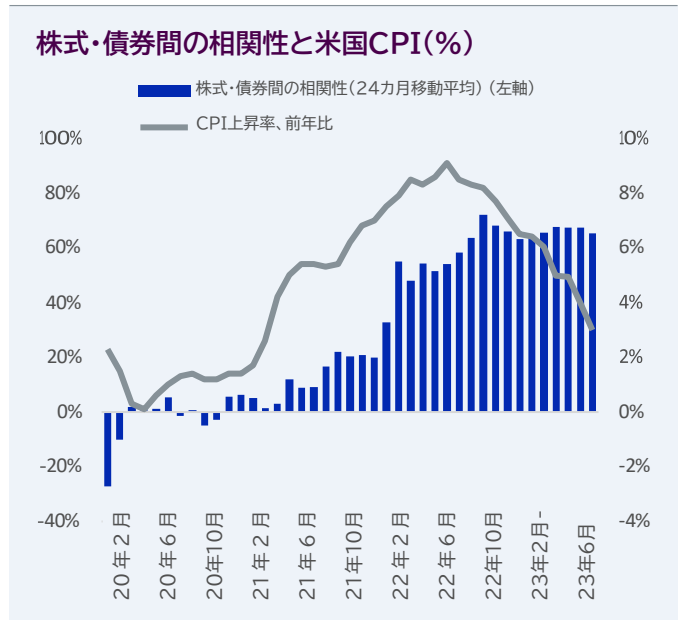
図表3：プライベート・リアルアセットはインフレ環境にもかかわらず底堅さを見せる



年率トータルリターン：S&P500指数は1928年-2021年、不動産は1978年-2021年、インフラは2004年-2021年。実質リターンは $[(1 + \text{名目リターン}) / (1 + \text{前年比インフレ率}) - 1]$ として計算。資産クラスのリターンを構成するインフレ部分は当該期間における名目リターンと実質リターンの差として計算。米国上場株式はS&P500指数でモデル化し、プライベート・インフラはBurgiss Infrastructure Indexを用いてモデル化し、不動産はNCREIF Property Levered Indexを用いてモデル化している。データは2023年3月31日現在。出所：Burgiss, NCREIF, Bloomberg, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

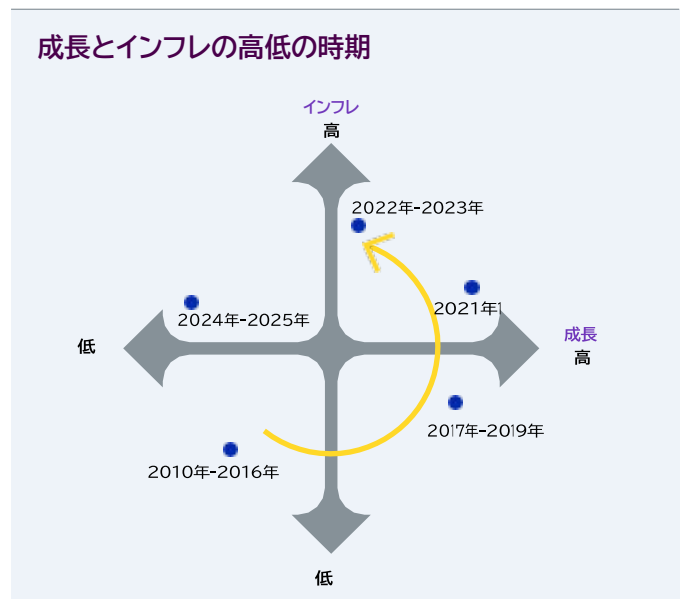
当社のテーマの中心にあるのは、過去に緩衝材や分散投資の役割を果たしてきた流動性の高い国債ポートフォリオがもはやこの目的を果たせないという考えです。この見解は、サービス・インフレの高止まり、日本のイールドカーブコントロールからの脱却、Fitchによる米国債の格下げを要因とする2022年、2023年の債券市場の動きによって、実証されています。

図表4：今回のインフレ環境の中で株式と債券の関係は変化している



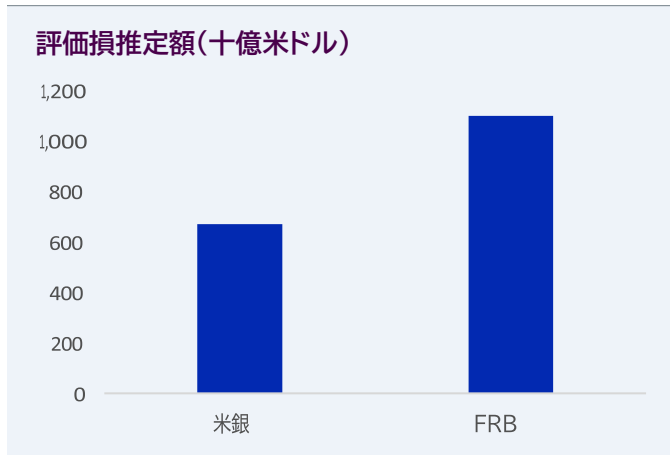
データは2023年6月30日現在。相関度の24カ月移動平均は1978年～2021年の月次トータルリターンを用いて計算。株式はS&P500指数を用いてモデル化し、債券はBarclays U.S. Aggregate Indexを用いてモデル化している。出所：Bloomberg, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

図表5：インフレはピークアウトした可能性が高いが、レジームチェンジが起こっていると考える



データは2023年5月31日現在。出所：KKR Global Macro & Asset Allocationの分析

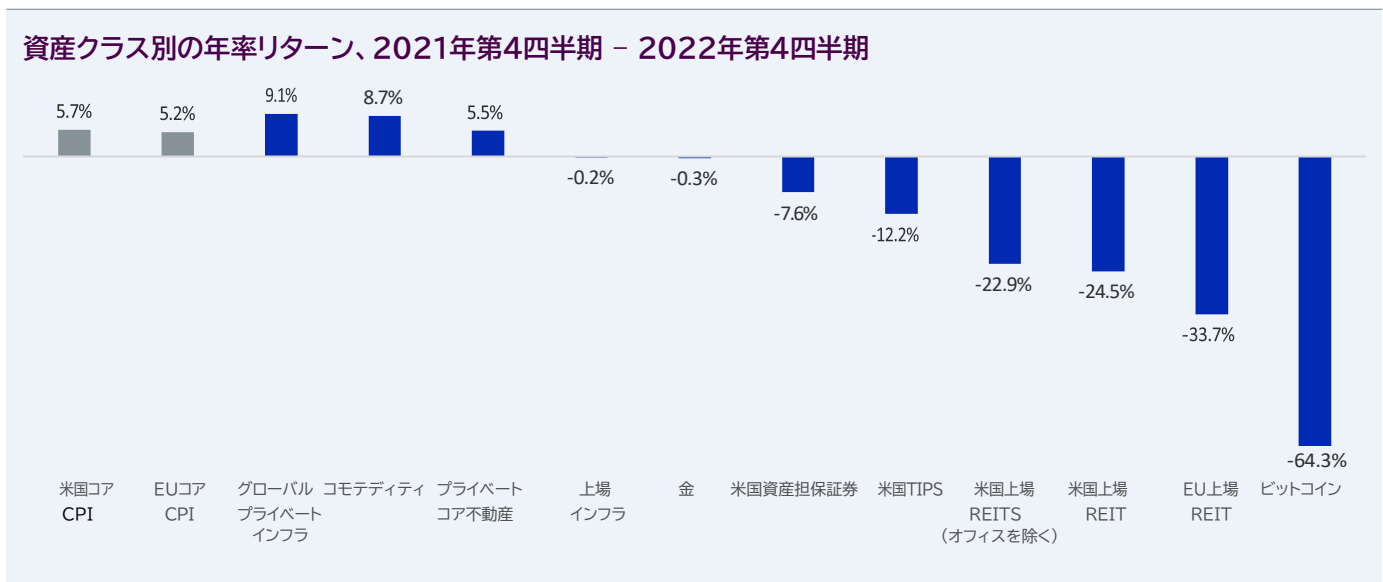
図表6: 評価損は米国の金融機関だけでほぼ1兆8,000億ドルに上る。こうした債券保有者は価格が再び上昇すれば、即座に売却する公算が大きい



データは2023年7月31日現在。出所: KKR Global Macro & Asset Allocationの分析

しかし、たとえ当社のテーマをすでに認めている人々にとっても、このストーリーには考慮すべき重要な落とし穴がもう一つあります。それは、すべてのリアルアセットが平等に創られているわけではない、という点だと考えます。図表7から見て取れるように、IPSやREITなど、一般的に「受け入れられている」インフレヘッジの多くは、現サイクルでは良好なパフォーマンスを上げていません。その結果、資産配分担当者はインフレに関する判断は正しかったとしても、過去に機能したやり方に頼り過ぎたために、資産クラスを選択を間違った可能性があります。一方、金利とインフレ率の双方が過去50年間で最速の部類に入るペースで上昇した局面において、多くのプライベート・リアルアセットは傑出した利回りと魅力的なトータルリターンを実現しています。現在、リターン強化に充当できる流動性予算がある投資家に対しては、アセットベース・ファイナンス (ABF)、不動産クレジット、インフラを愛好しています。重要なのは、これらの資産クラスが名目GDPの成長と概ね連動していることです。これは、平常時のインフレ率が過去よりも高いと想定される環境下において、成功を収めるための前提条件だと考えます。また、これらの資産は魅力的な担保を抱えており、2024年も金融環境の引き締めりが続くとするれば、緩衝材として機能するはずで

図表7: 現サイクルではリアルアセットのインフレヘッジ特性がすべて平等に機能しているわけではない

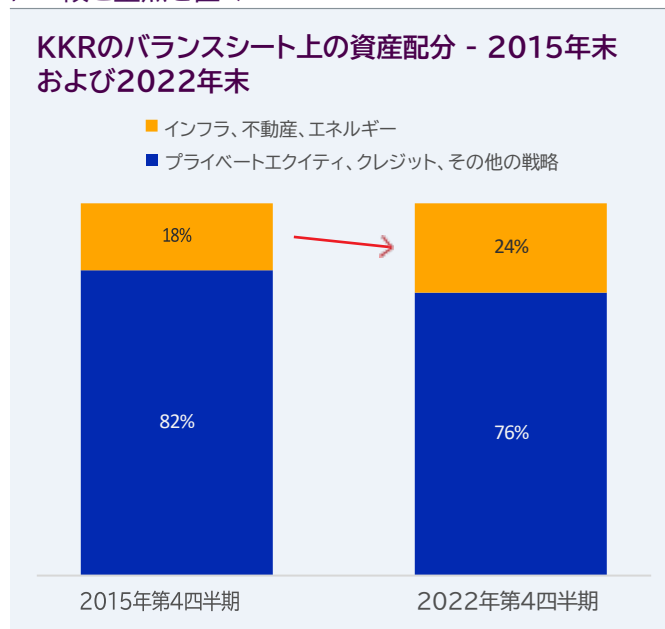


コモディティはS&P GSCI Spot Index、グローバル・プライベート・インフラはBurgiss Global Infrastructure Index、プライベート・コア不動産はNCREIF Property Index、上場インフラはS&P Global Infrastructure Index、TIPSはiShares TIPS Bond ETF、米国REITはMSCI US REIT Index、EU REITはMSCI Europe Real Estate Index、米国資産担保証証券はICE BofA AA-BBB U.S. Asset Backed Securities Indexを代理指標とし、ビットコインと金はBloombergが追跡するスポット価格を使用。データは2022年12月現在。出所: Bloomberg、NCREIF、Burgiss、KKR Global Macro、Balance Sheet & Riskの分析。

重要な点として、KKRでは単純に「理論的な」概念としてリアルアセットを選好しているのではありません。実際、2019年にはバランスシート上の資産を、名目GDP成長率が上昇する環境下で、優れたパフォーマンスを上げると判断したリアルアセットにシフトし始めました。2023年には、高いキャッシュ利回り、ならびに名目GDPに連動することで独自の分散効果を発揮すると思われる自社のリアルアセット・ビークルに、既存資本の25%近くを配分しました(図表8)。この配分について、2019年当時よりも現在の方が良い感触が得られていることは朗報です。

大局的な観点から見ると、「Keeping It Simple(シンプルに保つ)」(詳細は[Outlook for 2023](#)と[Mid-Year Update](#)を参照)を引き続き提唱しています。過去10年間は、高ベータとグロース志向の投資が、並外れたパフォーマンスにつながりました。また、企業レベルとファンド・レベルでレバレッジを拡大させるメリットも強まりました。しかし、足元では将来のリターン低下が見込まれる中、多くの投資家が資産をこの分野に過剰に配分しているように感じられます。当社がコンタクトしているすべてのグループの中で、コロナ禍後の拡大局面で、ベンチャー企業、グロース株、上場株に最も多くの資金を配分したのは、基金と財団だったと考えています。

図表8:時間の経過に伴い、KKRのバランスシート上の資産をリアルアセットにシフトし、不動産およびインフラ投資に一段と重点を置く



情報は、KKR & Co. Inc.の2022年12月期および2015年12月期決算発表に基づく。本資料はKKR & Co. Inc.の証券の売買の勧誘ではありません。データは2022年12月31日現在。出所: KKRバランスシート

最後に、世界が一段と不安定化するという現実に対処しなければ、怠慢ということになるでしょう。各国がグローバル化から脱却し、地域化が進み、経済的・技術的な独立志向が高まるにつれて、資本、技術、データの移転に対する制限や監視の目が厳しくなることが予想されます。国家安全保障の観点から「戦略的」とされる業界やセクターが増える中で、投資家はサプライチェーンの地域化が地政学的な対立に新たな局面をもたらすことを考慮しなければなりません。こうしたトレンドの最前線に位置すると思われるのはエネルギー、水、通信、データ・インフラなどです。

重要な点として、KKRでは単純に「理論的な」概念としてリアルアセットを選好しているのではありません。実際、2019年にはバランスシート上の資産を、名目GDP成長率が上昇する環境下で、優れたパフォーマンスを上げると判断したリアルアセットにシフトし始めました。2023年には、高いキャッシュ利回り、ならびに名目GDPに連動することで独自の分散効果を発揮すると思われる自社のリアルアセット・ビークルに、既存資本の25%近くを配分しました。

セクションI

なぜリアルアセットなのか？

以下のセクションでは、ここ数カ月間にリアルアセットについて寄せられた質問について取り上げます。

1

KKRではリアルアセットをどのように定義しているのでしょうか？

広義では、リアルアセットとは物理的資産を裏付けとする投資であり、いったん構築されると、リースや契約によって利回りのような、多くの場合、直接的または間接的にインフレに連動するキャッシュフローを生み出します。重要な点として、一般にリアルアセットは構築された「地理」に関連するトレンドの影響を頻繁に受けます。その結果、一般にリアルアセットは、他の資産クラスで必ずしも得られるわけではない、インカム創出、資本増価の可能性、分散効果という魅力的な組み合わせを提供します。

プライベート・マーケットの中では、リアルアセットにアクセスできる方法がいくつかあります：

- **全体として、不動産は最大級の個別リアルアセット・クラスの一つで、多様なプロパティ（物件）タイプにまたがるさまざまなリスク水準の中から選択することで、エクスポージャーを調整する機会を投資家に提供します。**コア戦略およびコア・プラス戦略のマネージャーは安定的な資産から魅力的な利回りを提供する（目標リターンは8～10%近辺。一般に利回り部分の比率が大きい）一方、オポチュニスティック戦略のマネージャーはレバレッジを高め、リースアップ、プラットフォームのビルドアウト、パブリック・トゥー・プライベート取引（上場企業の非上場化取引）、およびディストレスト物件（たとえば、オフィス・セクターの中では、業界がこちらの方向に向かっていると考えます）などのさらに複雑な機会を管理することで、より高いリターンを上げることを目標としています。さらに、最近では銀行融資の後退という機会を活用して、魅力的な利回り、構造的

な優先権、契約上のプロテクションを提供する不動産クレジットへの資産配分を通じて、リスクを軽減することも可能です。重要な点として、さまざまなリスク・リターン特性に沿って投資家が選ぶことができる数多くの選択肢があることが挙げられます。たとえば、低リスクの選択肢には、シングル・アセット/シングル・ボロワー（SASB）型やコンデュイット型CMBSなどがあり、利回り部分を主体に6%～8%の目標リターンが設定されています。一方、リスク許容度が高く、流動性の制約が少ない投資家向けには、一般に10%前半のトータルリターンと2桁の利回りを目標とするCMBS劣後トランシェ（投資不適格トランシェ）があります。

- **もう一つの大規模なリアルアセット・クラスであるプライベート・インフラには、多くのテーマの中でも特に電力やエネルギー関連の資産、デジタル・インフラ、通信、輸送などが含まれます。**KKRの視点からすると、インフラは、このアセットクラスにおける魅力的な投資セクターとして認知度が高まっているヘルスケア、教育、物流、産業用施設などの新しいセクターを擁し、進化し続けている資産クラスです。コア戦略およびコア・プラス戦略のマネージャーは、低リスクのセクターで活動しており、中程度のレバレッジを活用して既存の安定化した資産を購入する、もしくは既に一部が稼働し、一般にインフレ連動のキャッシュフローを生み出している「ブラウンフィールド」資産に小幅な改良を施します。バリュー・アッド型戦略とオポチュニスティック戦略のマネージャーは、高リスクのセクターで活動しており、より大きなレバレッジを活用して既存の資産を大幅に強化する、もしくは収益を生み出し始めるまでに何年もかかり、競争の激しい商業市場でより大きな需要リスクに直面する可能性のある新たな「グリーンフィールド」資産または成熟していない資産を開発します。

KKRの視点からすると、インフラは、このアセットクラスにおける魅力的な投資セクターとして認知度が高まっているヘルスケア、教育、物流、産業

用の施設などの新しいセ
クターを擁し、進化し続け
ている資産クラスです。

図表9:リアルアセットは、投資家が目標とするリスク、リターン、利回り、分散化の実現に役立つ多くの特徴を備える

リアルアセットの一般的な種類のまとめ

	コア(最も保守的)	コア・プラス(保守的/中程度のリスク)	バリュー・アッド(中程度のリスク)	オポチュニスティック(リスクが最も高い)
プライベート不動産 (世界全体の運用資産:1兆6,000億ドル)	<ul style="list-style-type: none"> 一等地にある、安定しており、空室率が低く、運営にほとんど手間のかからない賃貸物件。マネージャーは低い水準のレバレッジを活用。 長所:低リスクで「債券のような」ディフェンシブな資産。リターンの大半は、質の高いテナントから得られる賃料収入によって生み出される。 	<ul style="list-style-type: none"> 最も安定した稼働率の高い資産で、空室率は低く、主に賃貸一等地に所在する。マネージャーは低～中程度のレバレッジを活用。 長所:低リスクでディフェンシブな資産であり、質の高いカウンターパーティから予測可能な収入が得られる。 	<ul style="list-style-type: none"> 資産はリース、改修、開発などのリスクにさらされる。マネージャーは中程度のレバレッジを活用。 長所:マネージャーは物件の改善や位置付けの再構築、ならびに魅力的なロケーション、物件タイプ、テーマの選択による優れた実績を通じて、付加価値を提供できる大きな可能性がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 資産を安定化させるために膨大な設備投資が求められる。プラットフォームのビルドアウト、アグリゲーション戦略、上場企業の非上場化取引、仕組み投資、ディストレスト・シチュエーションなどの複雑な状況を伴う場合が多い。 長所:アルファ追加の可能性が最も高く、コア資産に比べて上値余地が格段に大きい「株式のような」資産。
プライベート・インフラ(世界全体の運用資産:1兆2,000億ドル)	<ul style="list-style-type: none"> 先進OECD諸国に所在し、キャッシュを生み出す成熟した案件で、低レバレッジを活用。 長所:低リスクで、「債券のような」ディフェンシブな資産であり、質の高いカウンターパーティとのインフレ連動型契約や規制対象資産から魅力的な利回りを生み出す。 	<ul style="list-style-type: none"> 先進OECD諸国に所在し、キャッシュを生み出す成熟した案件で、資産管理には複雑さを伴う場合もある。 長所:一般にコア資産よりも高いリターンや資本増価が期待できる。資本増価後に投資を開始。長期契約、料金、規制収益率が投資を継続的に下支えする。 	<ul style="list-style-type: none"> 資産には、取引の複雑さに対応するために、規模の大きさや価値付加能力が求められる場合がある。案件はグリーンフィールド(新規開発)リスクを伴う場合がある。 長所:コア/コア・プラス資産よりも高い成長が期待できるだけでなく、キャッシュフローが明確で、参入障壁が高い。 	<ul style="list-style-type: none"> 通常、グリーンフィールド資産は多額の開発費用を要する。一般に大規模なレバレッジ/資金調達を必要とする。経営難に陥った売り手から購入する可能性。契約外のキャッシュフローを生み出す場合が多く、重大なコモディティ価格/商取引リスクにさらされる場合がある高リスク資産。 長所:複雑な取引、オペレーションの変更、経営/開発プロジェクトのかじ取りを通じて、マネージャーが価値を付加する可能性が最も高い。
プライベート・アセットベース・ファイナンス(市場規模:5兆2,000億ドル)	<ul style="list-style-type: none"> 契約上のキャッシュフローを生み出す実物資産や金融資産を裏付けとする。エクスポージャーを分散化できる投資マネージャーがカスタマイズし、プライベートに組成・交渉する。 航空機リース、再生可能エネルギーなどのグリーン・エネルギー、鉄道車両、自動車ローン、コンテナ、住宅賃貸などを含む多種多様な実物資産。このような多様な投資対象によって、リスク・エクスポージャーが分散化され、各サブカテゴリー内の多数の個別資産エクスポージャーも分散化される。 インフレヘッジ:担保、特に実物資産の価値は消費者物価と共に上昇する傾向にあるため、ABF投資はある程度のインフレに対する保護を提供する可能性がある。 リスク水準は証券に組み込まれた劣後水準や構造によって異なる可能性がある。 			
他のリアルアセット	<ul style="list-style-type: none"> 石油、ガス、金属、農産品、ならびにMLP、プライベート・エネルギー・ファンドなどを含む場合がある。 			

データは2023年6月30日現在。出所:Preqin, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

不動産とインフラ以外にも、以下の通り、検討すべきセグメントがあります。

- **アセットベース・ファイナンス(ABF)**はプライベート・クレジットにしばしば分類されますが(プライベート・クレジットに焦点を当てたレポート「[Regime Change](#)」を参照)、リアルアセットについて論じる際には考慮する価値があるとみています。この戦略への投資は、プライベートに組成・交渉する、または証券の形式で行うことができます。この投資では、住宅ローン、一戸建て住宅、自動車ローン、航空機リース、再生可能エネルギー・プロジェクト、音楽など継続的なロイヤルティを生む資産などで構成される大型で分散化されたポートフォリオに資金を投じ、または取得します。これらの資産は、予測可能で、継時的で、時には契約による一連のキャッシュフローを伴う傾向にあります。これらの商品は、消費者物価の上昇と共に価値が上昇する傾向にある実物資産が裏付けとなることで、ある程度のインフレ連動性があり、多くの場合、クーポンは変動型であるため、金利上昇局面では貸し手にプラスをもたらす可能性があります。
- **投資家はコモディティ生産者、エネルギー関連のマスター・リミテッド・パートナー(MLP)、天然資源/エネルギー私募ファンドなどの他の資産を通じて、リアルアセットにアクセスすることも可能です。**これらの資産は変動性が高く、非常に複雑な場合があるため、後のレポートで取り上げる予定です。

リアルアセットはすべてを包括する意味で語られることが多いものの、上記の説明から、微妙な差異が存在し、予想されるリスク、達成可能なリターン、利回り、分散化の水準は資産クラスによって異なる可能性があることが分かります。情報に通じた投資家であれば、ポートフォリオ全体の目的や制約に最も合致するサブ資産クラスに資金を効率的に配分することができます。これについては、下記の**質問3**で検討します。

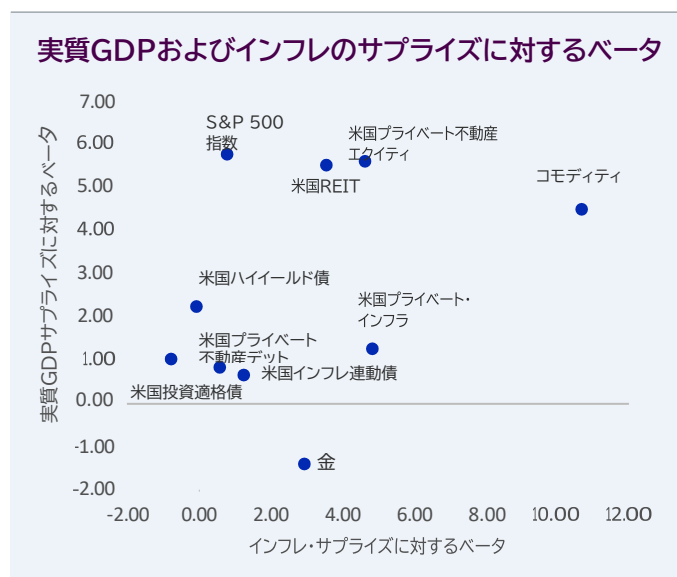
2

プライベート・リアルアセットはなぜポートフォリオに組み入れる必要があり、また上場株式・債券やパブリック・リアルアセットのような伝統的な資産クラスをいかに補完するのでしょうか？

ポイント1:リアルアセットはインフレとの強い連動性があり、これは、予想されるより不安定な環境においてリターンを保護するのに役立ちます。

過去よりも高い平常時のインフレ率を伴う不安定な経済環境の中で、(インフレに対する保護が契約や価格に組み込まれていることによって)安定的かつインフレと共に増加する傾向にあるキャッシュフローを得られるのは、非常に魅力的です。

図表10:インフラと不動産は、歴史的に米国上場債券・株式よりもインフレの上振れサプライズに対してポジティブな反応を示してきた



ベータは各資産クラスの過去30年間またはそれ以上の期間において入手可能な四半期毎の実質GDPサプライズ、インフレ・サプライズ、金利サプライズに対する多変量回帰分析を用いて算出。データは2023年3月31日現在。出所: Bloomberg, Survey of Professional Forecasters, Burgiss, Giliberto Levy, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

TIPS(米国物価連動国債)、金、上場REITは従来、魅力的なインフレヘッジとみなされてきましたが(図表10)、最近のインフレ環境下では期待通りのパフォーマンスを上げていません(図表7)。このパフォーマンスの乖離はいくつかの要因によって説明できそうです。

まず、これらの資産の多くは実質金利の上昇に反応します。実質金利は最近の世界各国の中央銀行の利上げサイクルの中で上昇傾向にあります。しかし具体的に言えば、TIPSは中長期的なインフレ期待のヘッジとして機能するため、足元のインフレ率と常に相関関係にあるわけではありません。過去数年間にわたり目にしてきた通り、足元のインフレ率が急激に上昇したにもかかわらず、TIPSの価格に織り込まれるインフレ期待は同じように変化しなかったため、TIPSの有効性は低下しています。

REITなどの上場証券は本質的な価値は不動産を基にしているため、多くの場合、資産配分担当者は伝統的なインフレヘッジとみなしています。しかし、REITは上場しているため、株式市場全体のボラティリティの影響を受けます。このため、不動産価値との直接的な結び付きが希薄になり、純粋なインフレヘッジとしての有効性が損なわれる場合があります。

物件管理の状況、地理的な集中度、テナント構成などのREIT特有の要因は、インフレ圧力に対するREITの反応にさらなる影響を与える可能性があります。

現在進行中のインフレ局面は、在宅勤務に起因するコロナ禍後のオフィス・セクターの困難な状況と重なっています。上場REIT、プライベート不動産を問わず、資産配分がオフィス・セクターに過度に集中している場合には、インフレヘッジのメリットが当該セクターの困難な状況から影響を受ける可能性があります。このため、インフレヘッジのアプローチでは適切な分散化が必要だと考えます。

コモディティも歴史的に強力なインフレヘッジとして機能してきました(図表10)。パンデミック後のサプライチェーンの混乱がウクライナ・ロシア戦争による供給不足によって増幅されたことで、石油や小麦などの一部のコモディティは、最近恩恵を受けています。しかし、インフレ局面や外部ショックに対するヘッジとしての歴史的な信頼性があるにもかかわらず、コモディティのスポット価格は、本質的に不安定な動きを示します(図表11)。このため、特に需要が軟化するケースの多い景気後退環境の中では、ポートフォリオに対するリスクが増大する可能性があります。さらに、気候パターン、OPEC+の生産量の決定、エネルギー移行の進展など、予測が困難なさまざまな要因もコモディティ価格に影響を与えます。したがって、インフレヘッジ機能を持つ分散型ポートフォリオにコモディティを組み入れる理由はあるものの、このエクスポージャーをアクティブに管理することが極めて重要になります。

図表11: GSCIなどのコモディティ価格の指標は過去20年間に米国株式の2倍近いボラティリティを経験したが、リターンは半分以下にとどまった

	S&P GSCI コモディティ・ スポット指数	WTI原油	小麦	銅	[XOM]: S&P 500指数
平均年率リターン	4.4%	4.6%	2.9%	8.0%	10.0%
年率ボラティリティ	27.8%	42.8%	29.9%	29.8%	15.9%
リターン/ボラティリティ	0.16	0.11	0.10	0.27	0.63
最悪の四半期	-43.9%	-66.5%	-23.4%	-51.0%	-21.9%
最良の四半期	29.0%	91.7%	61.3%	40.6%	20.5%

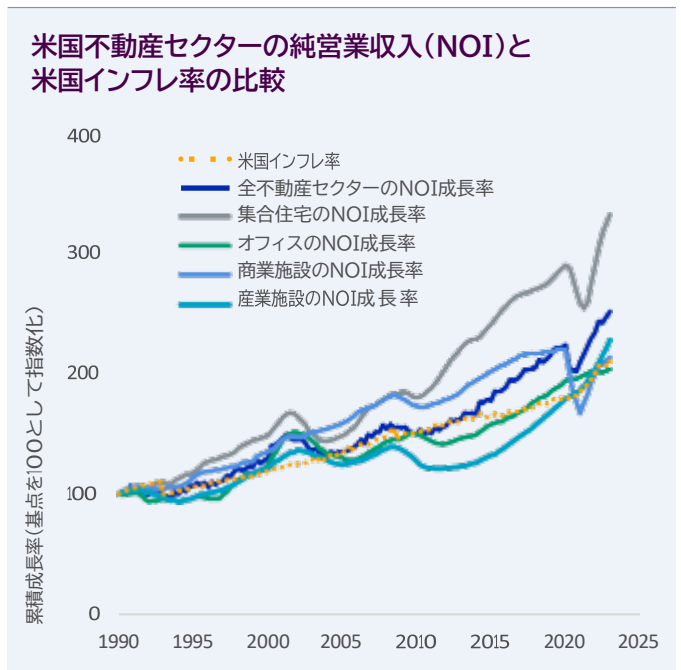
平均年率リターン、ボラティリティ、最悪/最良の四半期の数値は2023年6月30日までの過去20年間の各指数の四半期リターンおよび各コモディティの先物価格を用いて推定。出所: Bloomberg, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

プライベート・インフラとプライベート不動産は多くの理由で格段に優れたパフォーマンスを上げたと考えています。なぜかと言えば、現サイクルでアウトパフォームしたリアルアセットの多くは、金利とコモディティ価格が上昇する環境の中でマージンを守る能力があったためです。

こうしたキャッシュフローの回復力は、戸建賃貸住宅物件や産業用倉庫など、プライベート・マーケットの投資家が現在選好するテーマでは特に当てはまっています。

プライベート不動産投資は不動産価値の上昇と経常的なキャッシュフローを通じて、インフレに対する保護を提供します。一般に不動産価値は、建設コストの上昇、限定的な新規供給、物件価格の上昇圧力によって、インフレと共に上昇します。さらに、物件オーナーは購買力を維持するために賃料を調整するため、賃料収入はインフレと共に増加し、投資家にキャッシュフローの増加をもたらします。このことは、図表12が示すように、多くの物件タイプで見受けられます。

図表12: 産業施設物件と住宅物件のNOI成長率は長期的にインフレと歩調を合わせてきた。このことは、オフィス・セクターや商業施設セクターでも当てはまる。但し、その過程で大幅なボラティリティを伴う

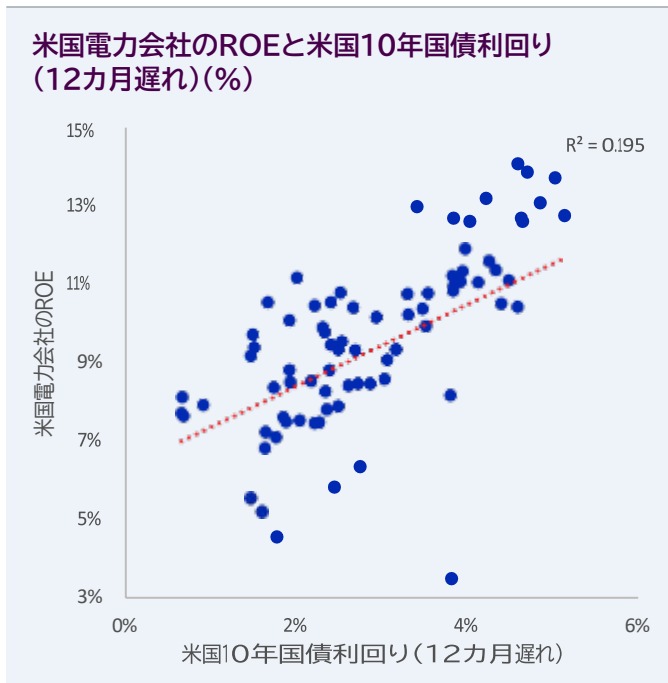


NCREIF Indexに組み入れられた不動産の「既存ベースの」純営業収入(NOI)累積成長率と米国CPI累積成長率の比較(基点を100として指数化)。データは2023年6月30日現在。出所: NCREIF, Bloomberg, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

一方、プライベート・インフラ投資も有効なインフレヘッジとなります。実際、多くのインフラ・プロジェクトはインフレ連動型の収益を特徴としており、この収益はインフレに連動して頻繁に調整される契約料や料金からもたらされます。さらに、多くの場合、インフラ資産は参入障壁が高く、地域において必要不可欠なサービスをサポートしているため、運営会社は物価上昇に合わせて料金を調整することでマージンを確保することができます。これは、長期的かつ予測可能なキャッシュフローの実現に役立ちます。

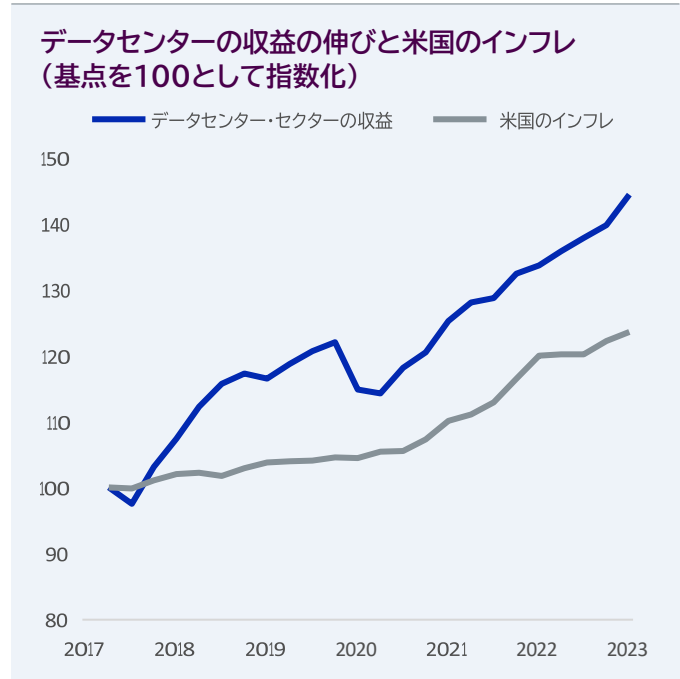
当社が追跡するプライベート・インフラの保守的なユニバースの中で、公益事業はインフレや資金調達コストの上昇に対して回復力のあるマージンを確保できる資産の好例です。政府規制当局は通常、顧客に必要なサービスを確実に提供している公益事業会社に対して、金利やインフレ率の上昇に応じて価格を調整することを認めています。多くの地方自治体では、会社が請求できる価格は、会社のサービスを生み出す資産のインフレ調整後の価値と、リスクフリーレートとの関係で決定される認可収益率の関数として計算されます。この価格設定の枠組みでは、公益事業会社が顧客に対して「正しい」行為をしていると規制当局がみなす限り、公益事業会社の収益とインフレ率や金利の上昇の間には直接的なつながりがもたらされます。

図表13: 規制下にある公益事業は、インフレ率と金利の双方が上昇する際にキャッシュフローが規定通りにリセットされることから恩恵を受けるインフラ資産



データは2023年6月30日現在。出所: KKR Global Macro & Asset Allocationの分析

図表14: データセンターの収益の伸びはデータの利用増加による堅調な需要を背景に、過去5年間にわたりインフレと歩調を合わせてきた)



データは2023年6月30日現在。出所: Bloomberg, MSCI, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

一方、高い長期的成長を生み出すプライベート・インフラという投資テーマも、この直近のインフレ局面での価値の保護と強化を後押ししました。光ファイバーやデータセンター・プロジェクトのようなデジタル・インフラ資産にとっては数多くの重要で長期的な追い風が存在し、世界的なデータ利用を促しています。たとえば、米国のデータセンターでは、データ需要の高まりと供給の大幅な制約の結果として、リース契約や賃料の伸びが堅調に推移しています。インフレとの結び付きは規制下にある公益事業ほど型通りのものではないかもしれませんが、この種の資産は時間の経過に伴い、事業の真価を高めるのに十分な成長を生み出す可能性があります。

結論: 数多くの資産がインフレヘッジの役割を果たすと考えられますが、その有効性は大きく異なります。TIPS、金、REIT、コモディティのような上場資産クラスは、インフレヘッジとしての歴史的な実績にもかかわらず、それぞれの微妙な差異やリスクを伴っているため、この連動性を弱める可能性があると考えられます。インフレとの基本的な連動性が高い投資対象に分散投資することが賢明な戦略であり、これにはプライベート・リアルアセットを含めて差し支えないと考えます。プライベート・リアルアセットにより、インフレに対して本物の保護機能を有するポートフォリオが実現する可能性が高まります。

図表15: プライベート・リアルアセットには、グローバル株式や、債券、さらにはREITなどの公開市場における投資と比べて、大きな分散効果をもたらす傾向がある

リターンの相関: 資産クラス別(%)										
	グローバル・プライベート・インフラ	グローバル・プライベート不動産	米国変動金利ABS	グローバル国債	グローバル物価連動債	グローバル投資適格社債	グローバル・ハイイールド社債	米国上場REIT	グローバル上場株式	コモディティ
グローバル・プライベート・インフラ	100%	69%	38%	10%	39%	33%	43%	52%	46%	46%
グローバル・プライベート不動産	69%	100%	18%	-2%	25%	11%	19%	40%	39%	28%
米国変動金利ABS	38%	18%	100%	-26%	26%	26%	73%	54%	51%	47%
グローバル国債	10%	-2%	-26%	100%	75%	78%	30%	22%	13%	-5%
グローバル物価連動債	39%	25%	26%	75%	100%	89%	70%	61%	54%	38%
グローバル投資適格社債	33%	11%	26%	78%	89%	100%	77%	67%	59%	29%
グローバル・ハイイールド社債	43%	19%	73%	30%	70%	77%	100%	85%	79%	57%
米国上場REIT	52%	40%	54%	22%	61%	67%	85%	100%	97%	55%
グローバル上場株式	46%	39%	51%	13%	54%	59%	79%	97%	100%	50%
コモディティ	46%	28%	47%	-5%	38%	29%	57%	55%	50%	100%

20年間の四半期トータルリターンを使用して算出した相関係数。グローバル・プライベート・インフラはBurgiss Global Infrastructure Index、プライベート不動産はBurgiss Global Real Estate Index、グローバル国債はBloomberg Global Aggregate Treasury Index、米物価連動債(TIPS)はiShares TIPS Bond ETF、グローバル投資適格社債はBloomberg Global Aggregate Corporate Index、グローバル・ハイイールド社債はBloomberg Global High Yield Index、米国上場REITはMSCI U.S. REIT Index、グローバル上場株式はMSCI World Index、コモディティはS&P GSCI Spot Indexを代理指標として使用。データは2023年3月31日現在。出所: Bloomberg, NCREIF, Burgiss, KKR Global Macro, Balance Sheet & Risk analysis.

ポイント2: リアルアセットはポートフォリオに強力な分散効果をもたらし、それにより、多くの場合、ポートフォリオのリスクを低下させることができると当社は考えています。

投資の分散は投資における「唯一のフリーランチ」と呼ばれています。景気が循環するなかで他の資産とは反対の方向に動く資産を保有することは、長期的にリターンを安定させ、パフォーマンスとリスクの予測可能性を高めるうえで有効です。こうしたインフレとの連動性や実物資産による裏付けがもたらす保護もあり、リアルアセット投資には、さまざまな経済環境のもとで、伝統的な上場株式や上場債券への投資とは異なるパフォーマンスを示す傾向があります。図表15から分かるように、インフラや不動産などのプライベート・リアルアセットとグローバル投資適格社

債やグローバル・ハイイールド社債などの伝統的な資産クラスの過去20年間のリターンの間には、実現ベースで低中度の相関(10~40%)があります。

また、リアルアセットのグローバルなポートフォリオを構築することにもメリットがあります。そうした投資は、例えば、消費者や人口動態のトレンド、規制や法律、さらには天候のパターンなど、地域毎に異なる現地の要因に影響されることが多いからです。地域的な分散効果が現在発揮されている例として、グローバルなオフィス不動産セクターがあります。ニューヨークやサンフランシスコなど、米国の大都市では、コロナ禍後の在宅勤務のトレンドにより、オフィスの空室率は15~30%に達していますが、東京、シンガポール、ソウルなど、勤務者がオフィスに戻りつつあるアジアの都市のオフィス資産は、比較的底堅さ

を示しています(図表17を参照)。欧州でも同様のストーリーが当てはまると当社は考えています。

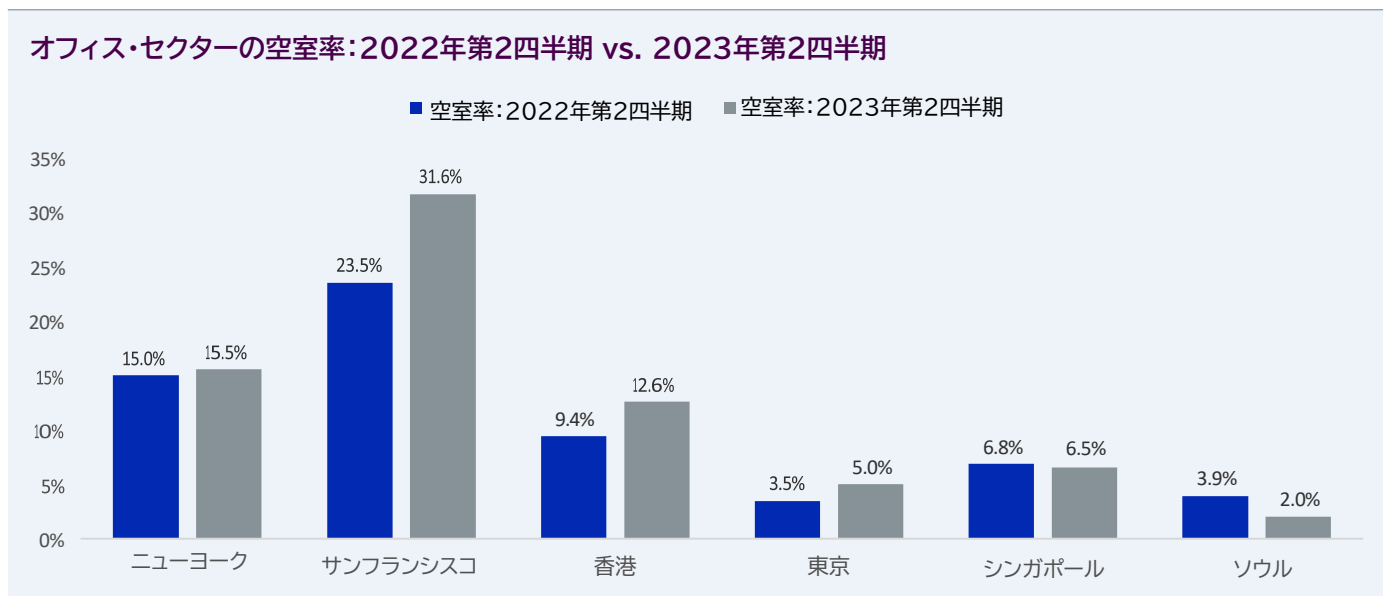
投資家にとって、こうした分散のメリットは、リアルアセットの魅力的なリスク調整後リターンと株式ポートフォリオや債券ポートフォリオに対する分散効果によって、投資の効率的フロンティアがシフトすることにあります。言い換えれば、リアルアセットを長期的な「全天候型」アロケーションの一部として組み込むことにより、投資家は追加的なリスクを取ることなく、より高いリターンを達成できる可能性があります。

図表16: 当社は、さまざまな戦略や地域においてプライベート・リアルアセットに資産を配分することも、大きな分散効果をもたらし得ると考える

リターンの相関: 資産クラス別、地域別(%)						
	北米不動産	欧州不動産	アジア不動産	北米インフラ	欧州インフラ	アジアインフラ
北米不動産	100%	67%	80%	57%	44%	13%
欧州不動産	67%	100%	70%	67%	83%	26%
アジア不動産	80%	70%	100%	66%	50%	35%
北米インフラ	57%	67%	66%	100%	55%	29%
欧州インフラ	44%	83%	50%	55%	100%	34%
アジアインフラ	13%	26%	35%	29%	34%	100%

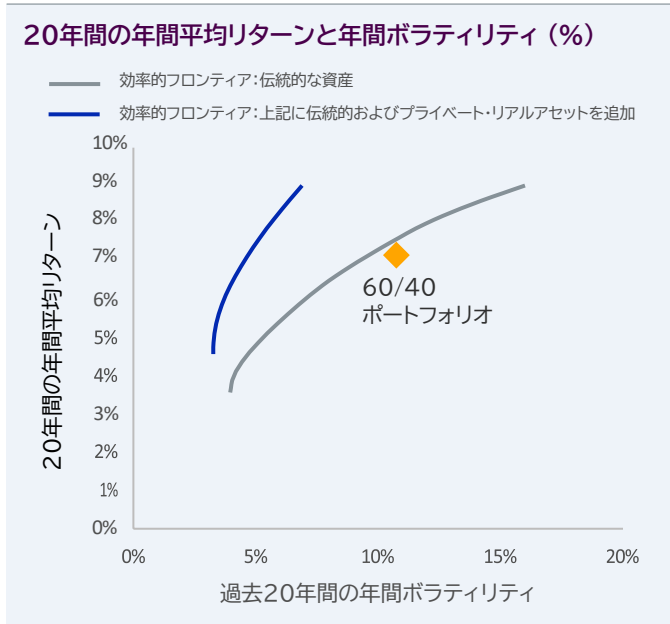
20年間の四半期トータルリターンを使用して算出した相関係数。プライベート不動産、プライベート・インフラへの資産配分は、Burgissの北米、欧州、アジアのプライベート市場に相当する指数を代理指標として使用。データは2023年3月31日現在。出所: Bloomberg、Burgiss、KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

図表17: 在宅勤務のトレンドにより米国のオフィス・セクターには課題が待ち受けているが、アジアのオフィス資産は底堅さを示している



データは2023年6月30日現在。出所: CBRE、JLL、KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

図表18: プライベート・アセットによって、投資家はボラティリティを低減させつつ、リターンがより高いポートフォリオの構築が可能になることが多い



2023年3月まで過去20年間の四半期トータルリターンを使用して算出した効率的フロンティア。伝統的な資産の効率的フロンティアは、グローバル株式についてはMSCI World Index、グローバル国債についてはBloomberg Global Aggregate Treasury Index、米物価連動債(TIPS)についてはiShares TIPS Bond ETF、グローバル投資適格社債についてはBloomberg Global Aggregate Corporate Index、グローバル・ハイイールド債についてはBloomberg Global High Yield Indexを使用して構築。伝統的な資産にプライベート・リアルアセットを加えた効率的フロンティアについては、これらの指数に加え、グローバルREITについてはMSCI U.S. REIT Indexを、コモディティについてはS&P GSCI Spot Indexを代理指標として、グローバル・プライベート・インフラについてはBurgiss Global Infrastructure Indexを代理指標として、プライベート不動産についてはBurgiss Global Real Estate Indexを代理指標として、不動産向けプライベート・デットについてはGiliberto Levy Commercial Mortgage Indexを使用。データは2023年3月31日現在。出所: Bloomberg, Burgiss, Giliberto Levy, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

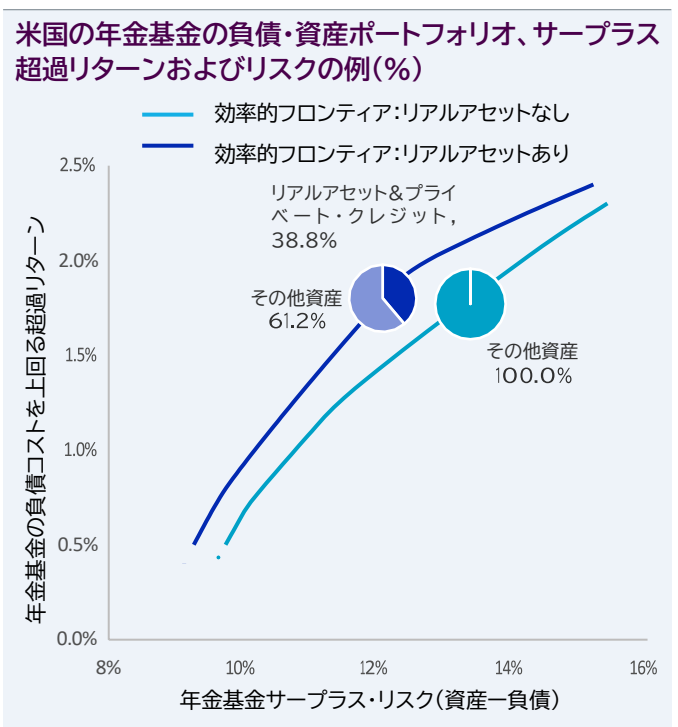
ポイント3: リアルアセットは、負債の支払いにマッチング可能な安定したインフレ連動型の収益を生むなど、投資家の足元の課題の解決となり得る特徴を備えています。

リアルアセットへ投資を行う際の戦略、リスク水準、投資可能な資本階層には多くのバリエーションがあるため、投資家は自身の長期的な目標に合わせて資産配分を行うことが可能です。重要なこととして、リアルアセットが一部の機関投資家の財務上の課題も解決できる可能性があります。

例えば、年金基金は通常、年金受給者に対する給付にマッチしたキャッシュフローを生むことができる安定した収益資産の購入に努めています。世界中のすべての年金に一律に当てはまるわけではありませんが、多くの年金債務の場合、生計費水準による調整やその他のエスカレーター条項により、物価水準が上昇すると給付額の増加が必要となる可能性があります。

かつての債務連動型運用(LDI)アプローチでは、長期負債を管理するためにデュレーションの長い債券を使用するのが一般的でした。しかし、直近のサイクルでは、インフレ率と金利が急激に上昇したため、伝統的なLDIアプローチの弱点が露呈しました。例えば、英国の年金基金では、年金債務をヘッジするために必要な債券ポジションを複製する目的で、スワップやその他のデリバティブを使用するのが一般的でした。2022年に金利が急騰すると、こうしたレバレッジを活用したデリバティブ・ポジションの価値が大幅に減少し、多額の時価評価損失が発生することになり、多額のレバレッジを活用していた英国の年金基金に短期的な流動性不足が生じました。

図表19: 年金基金ポートフォリオにおけるプライベート・リアルアセットとプライベート・クレジットの増加は、サープラス・リスクを抑制しつつ、負債コストを上回る超過リターンを増加させる可能性がある



本分析では年金債務を、毎年増加するクーポンを50年間にわたり支払う債券のショートポジションとしてモデル化。サープラス超過リターンとサープラス・リスクは、積立不足のポートフォリオとモデル化された年金債務のリターンの差として推計。データは2023年6月30日現在。出所:KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

当社の結論: 今回のサイクルでは平常時のインフレ率が構造的に高くなるとみており、投資家は名目GDPと連動するリアルアセットをより多く組み入れてポートフォリオの分散化をはかることにより、自身の購買力を守るべきであると考えます。また、リアルアセットによって、投資家は伝統的な投資ではできなかった方法でバランスシートの資産と負債の両サイドのリスクを管理することが可能になります。したがって、リアルアセットのインフレと分散化に関するメリットは不利な経済環境下でのリスク調整後リターンを高めるだけでなく、そうした特徴は、お客様が抱える多くの投資課題の解決にも役立つと考えます。

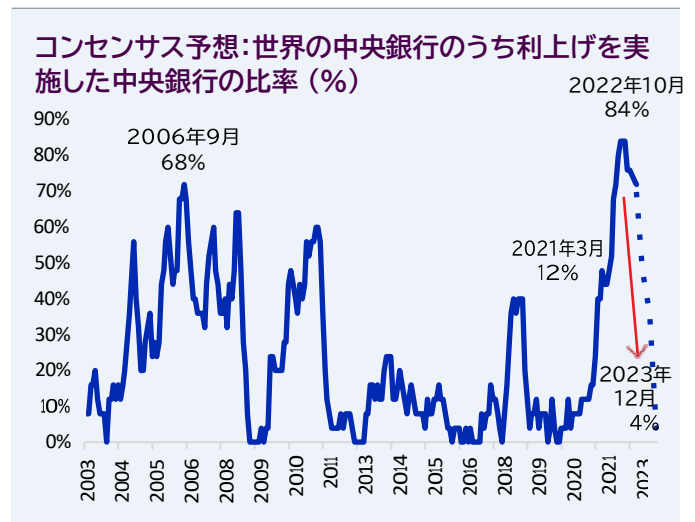
3

前回のレジームチェンジに関するレポート以降、足元の経済状況はどのような変化を遂げ、それは当初の40/30/30ポートフォリオのリアルアセット部分にとってどのような意味合いを持つのでしょうか。

端的に言えば、当社は現在、投資家は「伝統的」な株式／債券ポートフォリオの外に投資対象を拡大することを検討すべきであるという考え方を最初に提唱したときよりも、その確信を一層深めています。世界のほとんどの地域において強力な持続的なインフレが発生し、ほぼすべての先進国の中央銀行が過去に例のない速度で金融の引き締めを行ったことも、当社が提唱した考え方を後押ししています。図表1に示すように、当社は、主要中央銀行のほとんどが少なくとも2024年末まではインフレ目標を達成できないとみています。ブレグジット後の英国が、当然のように最も多くの問題を抱えるインフレの「ホットスポット」と化したのは間違いありませんが、先進国経済のほとんどの地域で、サービス・インフレが引き続き課題となっています。

こうした世界的な金融政策の変化の結果、伝統的な60/40ポートフォリオの債券部分のヘッジ機能は、約束されていたものとはほど遠いことが判明しました。

図表20: 朗報: 世界中の中央銀行が大幅な引き締めを行ったものの、依然として利上げ速度と金利水準の両方が重要な問題になっている

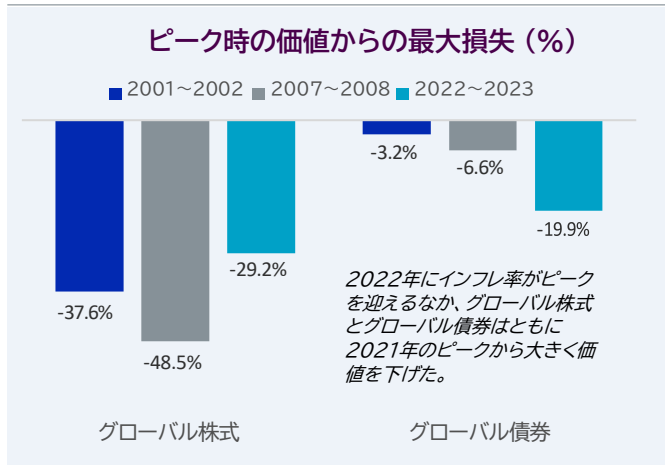


「利上げ」は、過去3カ月間の政策金利の引き上げとして定義される。米連邦準備制度理事会(FRB)を除く主要中央銀行25行のBloombergコンセンサス予想を使用。データは2023年5月29日現在。出所: Bloomberg, KKR Global Macro & Asset Allocationの分析。

こうした世界的な金融政策の変化の結果、伝統的な60/40ポートフォリオの債券部分のヘッジ機能は、約束されていたものとはほど遠いことが判明しました。実際、グローバル債券は2022年1月から10月にかけて20%近く下落し、同時にグローバル株式は30%近く下落して2022年第3四半期に底を打ち、2023年に回復を始めています。同時に、レジームチェンジ・シリーズの最初のレポートで紹介した、強化型40/30/30ポートフォリオの有効性を示す初期の兆候がいくつか見られます。当社の40/30/30ポートフォリオは、伝統的な60/40ポートフォリオの株式部分と債券部分を、インフレ環境と金利上昇局面の両方で価値が上昇する可能性が高い資産クラスによって強化することを前提としています。要約すると、プライベート・クレジットを追加することで、その利回りと一

一般的に変動金利ベースであるクーポンによって、一般的な60/40ポートフォリオの40%を占める債券部分を強化することができ、リアルアセットを追加することで、そのインフレに対する保護と分散化のポテンシャルにより、60%を占める株式部分を強化することができる、当社は考えます。さらに、リスク許容度が高く、投資期間が長期にわたり、より高いリターンで複利運用を行うことを重視する投資家にとって、プライベート・エクイティとオポチュニスティックなリアルアセットの非流動性プレミアムの価値は、総合リターンが低下しつつある世界において重要な意味を持つようになります。

図表21:かつては、ポートフォリオに債券を組み込めば市場混乱時に安定をもたらしたが、直近のサイクルは様相が異なる



グローバル株式はMSCI World Indexを、グローバル債券はBloomberg Global Aggregate Bond Indexを代理指標として使用。各指数の3つの期間(2000年12月31日~2002年12月31日、2007年6月30日~2009年12月31日、2021年12月31日~2023年3月31日)における最大の下落率。データは2023年3月31日現在。出所:Bloomberg、KKR Global Macro、Balance Sheet & Riskの分析。

プライベート市場に対する資産配分を増加させることへの主たる反論は、ポートフォリオ内の流動性の量が減少するため、すべての投資家に適しているわけではないということです。流動性の考慮はすべての資産配分戦略の中核となりますが、多くの投資家固有の要因の影響を受けるため、画一的なルールを定めるのは困難です。投資家のタイプにより、検討すべき方向性がいくつかあります。

- 基金や財団のような機関投資家は、投資期間が長く、通常は必要となる短期流動性が少額であるため、流動性の低いオルタナティブ資産に、より多くの資産配分を行うことができます。年金基金は、一定の債務上および利回り上の制約があるものの、一般的には長期的な視点に立っており、全体としての財務状態を過度に損なうことなく、プライベート・クレジットやコア・リアルアセットなどの流動性が低い投資対象に投資を分散することが可能です。
- 一方、個人投資家の場合は、自身の流動性ニーズを綿密に評価する必要があります。リスク許容度が高く、退職するまでの期間が長い投資家は、長期にわたり複利で運用することにより、より大きなリターンを得る可能性があるため、流動性の低い資産へ、より傾斜するかもしれません。これに対し、退職者や退職を控えて

いる投資家の場合は、配当や定期的な支払いといった安定した資金の流れを通じて老後のライフスタイルを支えるために必要な一貫したキャッシュフローを提供する資産を優先するかもしれません。

さらに、より広範な経済環境が資産配分の決定に影響を及ぼす可能性があります。流動性が極めて高い米国債の利回りが現在5%を超えているという事実が、流動性が低い投資対象に対する資産配分のハードルを引き上げています。KKR Mid-Year Update「Still Keeping It Simple(シンプルを貫く)」で取り上げたように、現在、投資家は、資本構成やカウンターパーティリスクの点で無理をせずとも、良好なリスク調整後リターンを獲得することが可能であると当社は考えています。こうした背景から、不動産クレジット、アセットベース・ファイナンス、および大部分のインフラといった資産が、当社の、特に魅力的な利回りの獲得とポートフォリオリスクの削減を重視するインカム志向の投資家を対象とするリストの、最上位に近い位置を占めています。

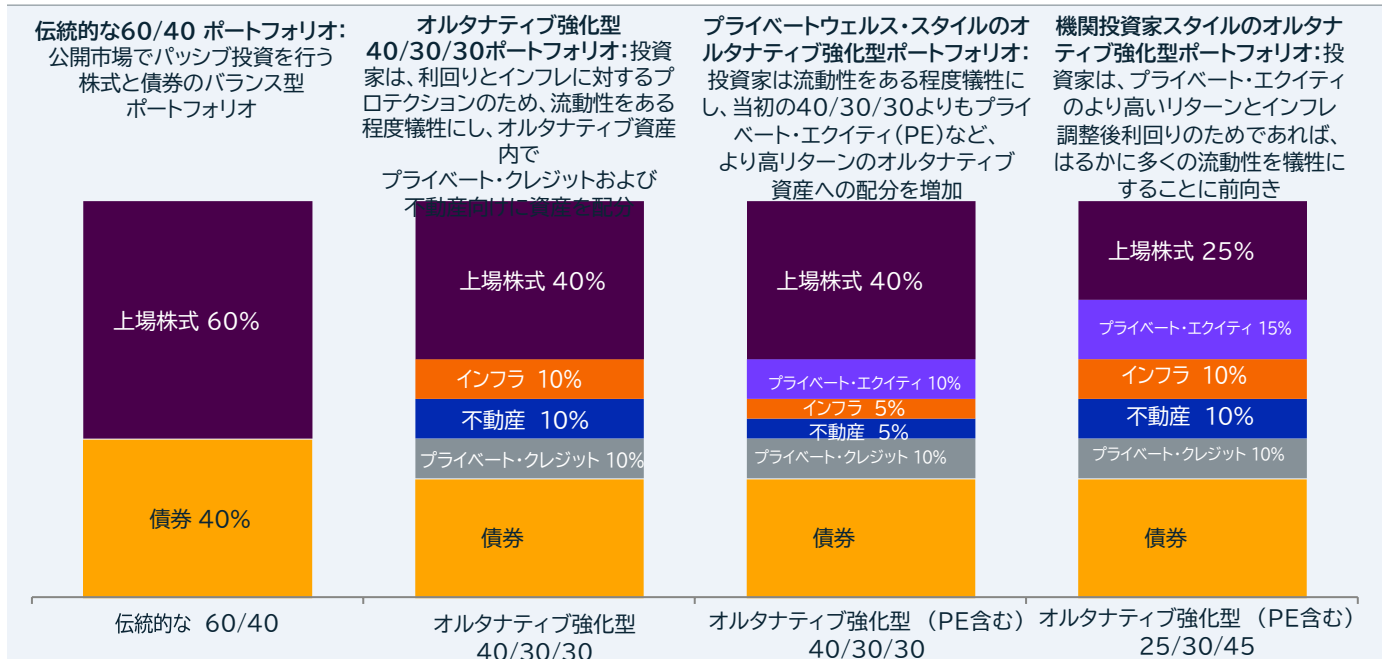
図表22:過去のリターンに基くと、プライベート・エクイティをポートフォリオに組み込むことで、リスク調整後のパフォーマンスの改善に貢献することが多い

	リターン	ボラティリティ	シャープレシオ	対60/40との差異	流動性のある資産	キャッシュイールド
全期間:ポートフォリオ別						
60/40	9.3%	12.7%	0.73	-	100%	2.6%
40/30/30	9.6%	9.6%	1.00	0.26	70%	3.6%
プライベートウェルス	10.6%	10.6%	1.00	0.27	70%	3.2%
機関投資家	10.9%	9.2%	1.18	0.45	55%	3.5%
高インフレ期:ポートフォリオ別						
60/40	1.5%	12.5%	0.12	-	100%	2.6%
40/30/30	4.3%	8.8%	0.49	0.37	70%	3.7%
プライベートウェルス	5.3%	9.1%	0.57	0.45	70%	3.2%
機関投資家	6.9%	8.6%	0.80	0.68	55%	3.5%
低インフレ期:ポートフォリオ別						
60/40	11.0%	11.5%	0.96	-	100%	2.6%
40/30/30	10.5%	9.1%	1.16	0.21	70%	3.6%
プライベートウェルス	11.5%	10.2%	1.13	0.18	70%	3.1%
機関投資家	11.4%	9.3%	1.23	0.27	55%	3.5%

ポートフォリオのリターンとボラティリティは、S&P500指数については1928~2021年、不動産については1978~2021年、インフラについては2004~2021年、債券については1928~2021年、プライベート・エクイティについては1981~2021年、プライベート・クレジットについては1987~2021年の年間トータルリターンを使用してモデル化。ポートフォリオの継続的なリバランスを想定。米国の株式はS&P500指数を使用してモデル化。債券は米国債を50%、Baa格社債を50%組み合わせることによりモデル化。債券の年間リターンは、ニューヨーク大学スターンス

クールのAswath Damodaranが計算した過去の実績。不動産はNCREIF Property Levered Indexを使用してモデル化。プライベート・インフラはBurgiss Infrastructure Index.を使用してモデル化。プライベート・エクイティはBurgiss North America Buyout Indexを使用してモデル化。プライベート・クレジットはBurgiss Private Credit All Indexを使用してモデル化。キャッシュイールドは、プライベート不動産を除くすべての資産クラスについて2000~2021年の年次データを使用してモデル化しており(プライベート不動産は2005~2021年)、上場株式はS&P500指数の12カ月グロス配当利回りを使用し、プライベート・エクイティはS&P Small Capの12カ月グロス配当利回りを代理指標として使用し、プライベート・インフラは2006年以降についてはS&P Infrastructureの12カ月グロス配当利回りを代理指標として使用し、2000~2006年についてはS&P Utilitiesを使用してバックフィルを行い、上場債券はBloomberg Aggregated Credit最低利回りを使用し、プライベート・クレジットはCliffwater Direct Lending Index Income Returnを使用し、プライベート不動産はNCREIF NPI還元利回りを使用。出所：Burgiss, Aswath Damodaran, Bloomberg, NCREIF, KKR Portfolio Constructionの分析。

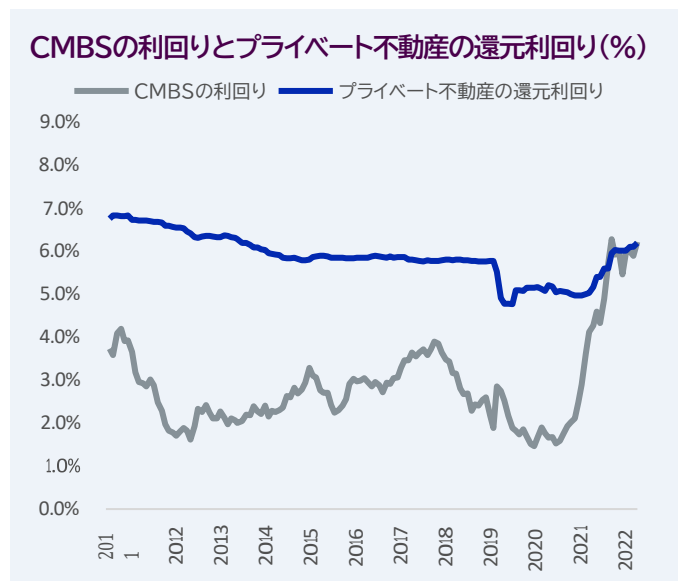
図表23:オルタナティブ資産は、多くの分散化されたポートフォリオにおいて、トータルリターンに加えインカムを改善するうえでも、重要な役割を担うことができる



注: リスク許容度、流動性ニーズ、ポートフォリオ戦略によっては、すべての投資家がポートフォリオの30%に達するほどオルタナティブ資産を望む、または必要とするわけではない。サブ戦略のなかには、すべての投資家が実行可能とは限らないものがあり得る。データは2023年3月31日現在。出所: KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

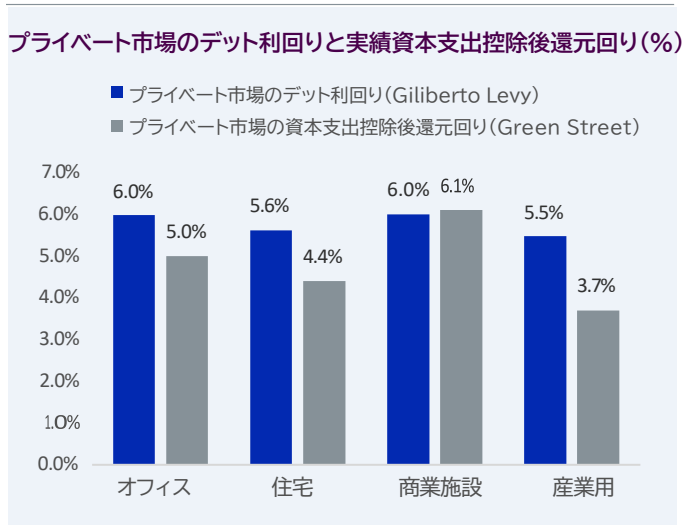
リアルアセットの中の相対価値の一例として、現在の水準では、不動産デットの方が不動産エクイティよりも魅力的なことが挙げられます。これは、米国の上場CMBS市場および非上場CMBS市場の両方で見られ(図表24)、現在、不動産デットの利回りの方が不動産エクイティよりも相対価値が高く、なかには極めて魅力的な利回りを獲得する機会を提供するものがあると考えています。これは、米国の上場CMBS市場および非上場CMBS市場の両方で見られ、現在、デットの利回りが還元利回り(債務がない不動産の営業純利益)を上回っています。このようにデットのコストが極めて高いことから、例外的な高成長率を想定しない限り、不動産エクイティへの投資家がデットを活用した投資を決定することは困難です。一方、不動産デットの投資家は、デットの資本構造上の位置付けによるより大きなダウンサイド・プロテクションに見合ったリターンを獲得できる可能性があります。そのため、インカム志向の投資家は、不動産エクイティに対する長期的な資産配分の一部を使用して、シングル・アセット/シングル・ボロワー型CMBSの非投資適格トランシェ(B-Piece)などの不動産デット資産へ「傾倒」させれば、足元のこうした魅力的な利回りを活用できる可能性があります。

図表24: 平均的な商業用不動産のCMBSの利回りは現在、担保となっている不動産の還元利回りにほぼ等しい



データは2023年3月31日現在。出所: KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

図表25: また、プライベート不動産デットの利回りは、現在大半のセクターで、担保となっている不動産の還元利回りを上回っている

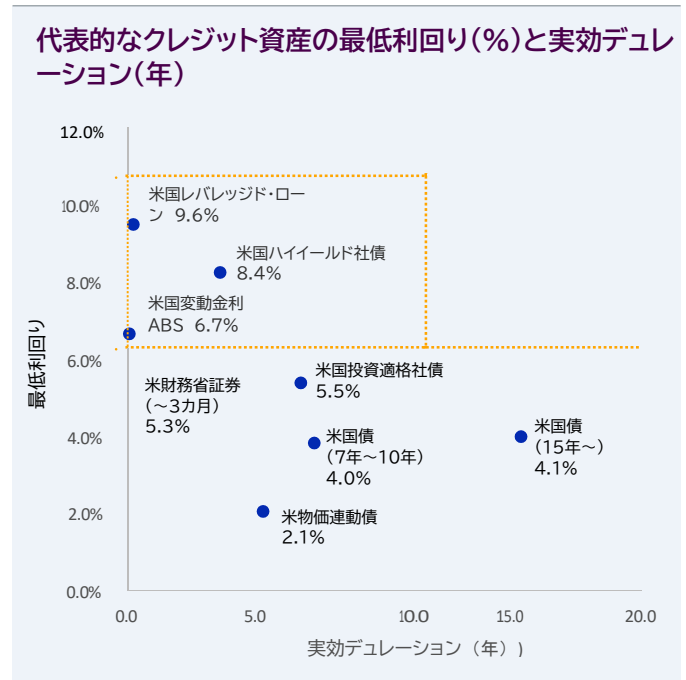


データは2023年3月30日現在。出所: Gilberto Levy, Green Street, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

当社は、多くの同様の理由から、アセットベース・ファイナンスも際立っていると考えています。第1に、変動金利の仕組商品も同様ですが、他の資産に比べて極めて高い利回りとなっており、金利感応度の水準が他のより伝統的な固定金利商品をはるかに下回っています。第2に、戸建住宅や中古車など、こうした投資の担保となる実物資産の多くは、インフレに伴い価格が上昇する傾向にあり、輸送用コンテナの場合は、サプライチェーンの混乱に対する一定の抵抗力をもたらしてくれる可能性があります。債務のクーポンの価値を短期金利に連動させれば、中央銀行の利上げに対する保護となり、インフレに伴って価値が上昇する傾向のある担保を保有することは、アセットベース・ファイナンスがポートフォリオの安定性に貢献し得るという説得力のある証拠となります。

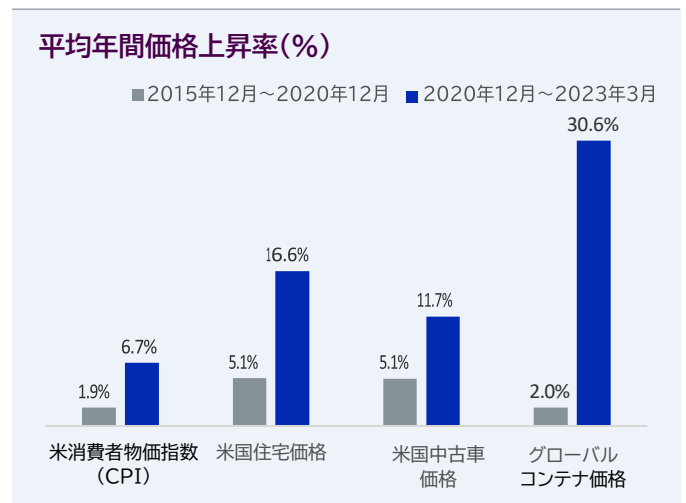
インフレに伴って価値が上昇する傾向のある担保を保有することは、アセットベース・ファイナンスがポートフォリオの安定性に貢献し得るという説得力のある証拠となります。

図表26: レバレッジド・ローンやABSなどの変動金利クレジット資産は、他の固定金利資産と比べ、現在その金利感応度の水準に対して極めて高利回りで取引されている



データは2023年6月30日現在。出所: Bloomberg, ICE BofA, LSTA, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

図表27: 住宅、中古車、輸送用コンテナなど、アセットベース・ファイナンスの担保として一般的な資産の価値は、米国のインフレ率の急騰に伴い、2021年から2022年にかけて大幅に上昇



データは2023年6月2日現在。出所: Bloomberg, FHFA, Manheim, Container Trades Statistics, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

ただし、リアルアセットであっても、かつて良く機能したことが、将来も有効であるという保証はないこと、および市場機能の不全による投資機会に見えるある種のテーマが、実際には投資家が対処すべき潜在的なリスクである可能性について、注意を喚起したいと思います。特に、不動産エクイティについては、従来よりもはるかに微妙なさじ加減のアプローチが必要になると考えています。オフィス・セクターも厳しい状況が続くでしょう。そうしたことを踏まえ、同僚のEzra Maxは、ピーク時からすでに20%下落しているオフィス物件の価値がさらに20~30%下落すると予測しています。

朗報があるとすれば、それは、今回のサイクルでは不動産セクター全体の損失が世界金融危機(GFC)のときと比べて少ないことです。特に、銀行のCRE(商業用不動産)ローン全体の損失率は、当社が弱気シナリオで6%前後と予測しているのに対し、GFC時には約10.5%に達しました。

図表28: オフィス物件向け融資のデフォルトは銀行にとって大きな問題だが、CRE向けデット全体としてはGFC時よりも底堅く推移する見込み

	銀行CREローン			CREローン(全期間)		
	合計	オフィス以外	オフィス	合計	オフィス以外	オフィス
基本シナリオ (50パーセント値目処)	3.4%	2.9%	5.3%	1.0%	0.8%	1.4%
弱気シナリオ (75パーセント値目処)	5.7%	4.60%	9.4%	1.5%	1.1%	2.3%
(参考) 世界金融危機時	10.5%			-0.1%- 0.5%		

データは2023年4月30日現在。出所: JPM, BAML, Citibank, Morgan Stanley, Deutsche Bank, KKR Global Macro, Balance Sheet & Riskの分析。

こうした背景を踏まえ、オフィス・セクターの問題は、銀行がさらに撤退するにつれ、いずれ、アセットアロケーターが高クオリティの不動産に対する貸し手となる大きな短期的機会を生むと当社はみています。さらに、過去1年ないし1年半の間にネガティブなセンチメントが広がり、業績見通しが下方修正されたことを踏まえ、当社は多くの不動産投資のエクイティに新たな価値を見出しています。プライベート市場ではリプライシングが始まっていますが、上場不動産エクイティ市場は、多くのREITが2022年に時価総額を大幅に減少させたことから、市場機能の不全による投資機会を探すには、現在は面白い地点かもしれません。

4

アセット・アロケーターがポートフォリオのリアルアセットへの資産配分を行う最善の方法は？

ビークルの選択は、投資家の選好内容や要件内容に大きく左右されます。大きな資金基盤を持つ機関投資家であれば、直接投資のみでプライベート・リアルアセットへ確実にアクセスできるだけの規模を備えている可能性があります。また、資金力のある投資家は、セカンダリー市場でプライベート・リアルアセット・ファンドの持分を購入することにより、他のリミテッドパートナーに流動性を提供し、プライベート・リアルアセットにアクセスすることが可能です。

プライベート・リアルアセットへの投資経験がない投資家や、流動性にコントロールをより効かせたい投資家にとって、オープンエンド型ファンドとクローズドエンド型ファンドから成るハイブリッド型ストラクチャーを持つセミリキッド・ファンドは新たな選択肢となるものです。これらのビークルは、投資家が分散されたポートフォリオを即座に購入することを可能にし、出資金の分配以外の流動性を定期的に提供することにより、投資家が長期にわたり当該資産クラスへのエクスポージャーをより直接的にコントロールすることを可能にします。こうした特徴は、クローズドエンド型のストラクチャーを改善したのですが、ミューチュアルファンドやETF(上場投資信託)と同程度の流動性を提供するわけではありません。これは、すべての投資家とそのアドバイザーが考慮すべき重要な点です。一例を挙げると、2022年に非上場REITのゼネラルパートナーが解約制限を導入しましたが、ビークルのストラクチャーにそうした制限が組み込まれていたにもかかわらず、多くの投資家が想定外の事態に驚く結果となりました。

現在、コア不動産とコア・インフラストラクチャーは、ミューチュアルファンドと同様の機能を持つオープンエンド型のビークルを通じてアクセスすることがより一般的となっており、投資対象資産の可視性の高いキャッシュフローと予測可能な利回りを背景に資産の売却が比較的容易であるため、一定の解約が可能となっています。一方、新規プロジェクトの開発や不採算資産の立て直しに長い年月を要

する特定の種類のオポチュニスティック不動産戦略やインフラ戦略の場合は、投資期間が長く、資産売却を余儀なくされることのない、クローズドエンド型やドロダウン型のファンドストラクチャーの方が恩恵を受ける可能性が高いです。

図表29: ファンド投資や直接投資を含め、プライベート・リアルアセット投資の実施方法には幅広い選択肢がある

ファンドのストラクチャー	概要	メリット	潜在的なデメリット
クローズドエンド型ファンド	投資家がプライベート・オルタナティブ資産にアクセスする最も一般的な方法。数年に及ぶ「投資期間」中にキャピタルコールによって拠出された資金を投下。3～7年の保有期間を経て、投資は現金化され、ゼネラルパートナーがその資金を投資家に分配する。	ファンドのストラクチャー上、資産売却を迫られる可能性は排除され、それにより、投資先企業が潜在的な成長力を十分に発揮し、あるいはディストレスト投資の投資先企業が再建計画を実施する時間を確保できる。	投資家は、キャピタルコールや分配受領のタイミングを全くコントロールできないため、希望する資産配分を目標とすることは困難。プライベート市場に即座にアクセスすることはできず、投資が積み上がる過程が必要。
セミリキッド・ビークル	投資期間と保有期間に制限のないオープンエンド型エバグリーン・ストラクチャーであり、通常、一定期間ごとに上限はあるものの、投資家にある程度の流動性を提供する。	投資家は、流動性を交換するタイミングと方法について、一定のコントロールが可能になる。 投資家は、既存のプライベート・オルタナティブ資産ポートフォリオに即日アクセスすることが可能。 こうした特徴により、投資家は目標資産配分の達成と維持がより容易になる。	ゼネラルパートナーは、解約請求による支払いを履行するため、流動性を適切に管理する必要がある。このため、流動性の高い資産の保有が必要とする場合があり、その結果、ビークルのリターンがクローズド型に比べて低下する可能性がある。
セカンダリー市場での投資	プライベート・オルタナティブ・ファンドの既存投資家の出資持分を売買する機会。売り手はファンドの期間終了前に持分を換金することができ、買い手は既存のエクスポージャーと未拠出のコミットメントを引き継ぐ。	資金投下が加速し、分配が早まることでJカーブが短縮される。 他のリミテッドパートナーから、ファンド持分をディスカウント価格で購入できる可能性がある。	買い手は、ファンド持分とゼネラルパートナーからの共同投資をプールとして購入しなければならない場合が多い。 流動性を必要とする売り手は、潜在的な買い手を見つけるためにディスカウント価格を提示しなければならない場合が多い。
共同投資	投資家は、一般的には案件ごとに、プライベート・エクイティ企業と共同で同一の案件に直接投資することができる。	プライベート市場のフラッグシップ・ファンドが投資をする案件の多くに、多くの場合、より低い手数料率とキャリーレートで投資することができる。確信度に応じて個々の案件の投資額を決定できる。	すべての案件について投資家がファンドと並行投資できるとは限らない。資産選択に関する判断は投資家の手に委ねられるため、投資家は自らの資産配分および資産選択のスキルを客観的に評価する必要がある。
直接投資	プライベート・エクイティ企業を介さず、未公開企業に対して直接資金を投資。	投資家は、投資プロセスのあらゆる側面を完全にコントロールすることができる。	こうした戦略を遂行し、利益を出すためには、十分な規模、資源、専門知識が必要。

セクションII

結論

引き続きKKRでは、今回のサイクルでマクロ経済のレジームチェンジが起き、これまでとは異なる資産配分アプローチが必要になったと考えています。当社のこうした考え方の背景にある主な要因は、過去に例のない水準の金融・財政刺激策、世界経済が穏やかなグローバル化の時代から大国間競争の時代へと移行する中で登場した「あらゆるものの安全保障」という課題、崇高な大義はあるものの採掘困難なコモディティを大量に必要とするグローバルなエネルギー転換、構造的にかなり逼迫し、引き続き賃金に上昇圧力がかかると思われるコロナ禍後の先進国の労働市場などがあります。

こうしたマクロ経済的な背景から、当社は引き続き平時のインフレ率が高くなると想定しています。また、インフレの性質が変わり、その結果、株式と債券の相関性が高まっていると考えています。これは、債券が、ポートフォリオの効果的な「緩衝材」として機能しなくなることを意味します。また、戦略的な観点から、米物価連動債(TIPS)などの従来型のインフレ・ヘッジの多くが、今回のサイクルではこれまでのように機能しない可能性があると考えています。したがって、当社は、環境によらず利ざやを確保でき、担保で裏付けられたキャッシュフローがあり、傑出した経常的な利回りを得ることができるリアルアセットを引き続き選好します。

当社は、不動産デット、アセットベース・ファイナンス、インフラを中心とするリアルアセットなどのプライベート・オルタナティブ資産をポートフォリオの一部に組み入れる戦略的資産配分を改めて推奨します。戦術的な観点では、当社のトップダウン・モデルは、今日の環境においてはデットが特に魅力的であると示唆しています。当社の考え方の根幹には、銀行による信用供与が最近後退し、銀行以外の貸し手が高金利環境下でその空白を埋めるといった魅力的な機会が生まれたことがあります。

投資の実施に関しては、リアルアセット市場が投資により有利になりつつあることを心強く感じています。現在、多

くの商品に、個人投資家、機関投資家双方のニーズに合うように、さまざまなリスク・プロファイルに加え、流動性を高めた特性が組み込まれつつあります。例としては、プライベートウェルス投資家向けのセミリキッド・ストラクチャーや機関投資家向けのコア・オープンエンド・ストラクチャーなどが挙げられます。

当社の結論:リアルアセット固有のメリットに関する当社の見方は、KKR Balance Sheetの資産配分にとってより重要な位置を占めるものとなり、良好な結果を出しています。そして、今日の複雑なマクロ経済環境を考慮すれば、今後さらなる投資機会があると当社はみています。しかし、すべてのリアルアセットが平等に創られているわけではありません。投資家は、REITや米物価連動債(TIPS)、金といった伝統的なインフレヘッジよりもむしろ、アセットベース・ファイナンス、インフラ、一部の不動産デットや不動産エクイティなどの、名目GDPに連動する、担保の裏付けがあるキャッシュフローに目を向けるべきであると考えます。

当社は、不動産デット、アセットベース・ファイナンス、インフラを中心とするリアルアセットなどのプライベート・オルタナティブ資産をポートフォリオの一部に組み入れる戦略的資産配分を改めて推奨します。戦術的な観点では、当社のトップダウン・モデルは、今日の環境においてはデットが特に魅力的であると示唆しています。

重要情報

「当社」、「当社を」、「当社」という表現は、文脈に応じてMcVey氏および／またはKKRのGlobal Macro and Asset Allocationチームを指し、KKRを指すものではありません。本資料に示されている見解は、執筆時点におけるMcVey氏の意見を反映したものであり、McVey氏およびKKRは、本資料で示された見解のいかなる変更についても読者に対し通知する義務を負うものではありません。金融市場のトレンドに関する意見または言及は、現在の市場環境に基づくものであり、予告なしに変更する場合があります。ターゲット・ポートフォリオおよびターゲット・ポートフォリオの配分に関する言及は、仮定の資産配分に言及したものであり、実際のポートフォリオについて述べたものではありません。本資料に示されている見解、およびすべてのターゲット・ポートフォリオまたは資産配分に関する議論は、KKRが提供し、または投資を行う戦略または商品に反映されない場合があります。これにはMcVey氏がKKRに対し、あるいはKKRに代わり投資アドバイスを提供した戦略および商品も含まれます。McVey氏がこれまでに提供した、もしくは今後提供する投資関連のアドバイスが本資料に示されている考え方と必ず一致する、あるいはMcVey氏が顧客口座または自己勘定の運用に際して、本資料で説明された分析上の技術や方法のいずれかまたはすべてを必ず使用すると考えるべきではありません。さらに、McVey氏が提供する投資アドバイスや、KKRおよびその関連会社が（ロングまたはショート）ポジションを保有または関与する証券取引が、本資料に記載されている情報や見解と一致しない可能性があります。

本資料に示されている見解はKohlberg Kravis Roberts & Co. L.P. (関連会社と併せ、「KKR」)に所属するHenry H. McVeyの個人的な意見であり、必ずしもKKR自体またはKKRに所属する投資専門家の意見を反映したものではありません。本資料は調査・研究資料ではなく、そのようなものとして取り扱われるべきではありません。本資料は、本資料に記載または言及されているいかなる金融商品、発行体、証券またはセクターについてもバリュエーション上の

判断を示すものではなく、KKRの正式、または公式の見解を示したものではありません。本資料は、KKRが提供する何らかの投資戦略または商品に対して具体的に関連付ける、または関連付けることを意図するものではありません。本資料は、本資料で議論されているテーマについて、投資家自身が分析を行い、見解をまとめ、実行に移すことを支援するための枠組みを提供することのみを目的として提供されるものです。

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されている情報は、表示された日付時点の最新情報であり、その後の市場の出来事やその他の理由により更新される可能性があります。本資料に記載された図表とグラフは、説明のみを目的としています。本資料に記載された情報は、社内で作成し、および／または信頼できる外部ソースから入手したものです。ただし、KKRとMcVey氏のいずれも、これら情報の正確性、妥当性、および完全性を保証するものではありません。本資料には投資、法務、税務、その他に関する助言を構成するものは一切含まれておらず、投資またはその他の決定を下す際は本資料に依拠すべきではありません。

投資戦略が成功する保証はありません。将来の市場動向や、特定の投資案件の将来のパフォーマンスは過去の市場のトレンドとは大きく異なる可能性があるため、過去の市場のトレンドはそうした将来のパフォーマンスの信頼に足る指標とはなり得ず、そのようなものとして依拠すべきではありません。本資料に記載されているターゲット配分の内容は、変更される可能性があります。このターゲット配分が実際に達成されるという保証はなく、実際の配分は本資料に示された配分と大幅に異なる可能性があります。本資料は、いかなる証券の売買の申し出、またはいかなる投資戦略採用の、現在または過去の推奨または勧誘とみなされるべきではありません。

本資料に記載された情報は、将来の出来事、目標、予測、または本資料で説明された戦略に関する予想に関する予測やその他の将来の見通しに関する記述を含む場合があり、表

示された日付時点における最新情報にすぎません。

そうした出来事や目標が達成されるという保証はなく、また本資料に記載された内容と大きく異なる可能性があります。本資料の情報は、金融市場のトレンドに関する記述を含め、現在の市場環境に基づくものであり、その後の市場の出来事やその他の理由により変動し、または更新される可能性があります。引用されたすべてのインデックスのパフォーマンスは、配当の再投資を含むトータルリターンベースで計算されています。各インデックスは、経費、料金、手数料を一切含まず、運用も行われてはいないため、投資商品とみなすべきではありません。

本資料で取り上げた投資戦略および投資テーマは、投資家の個別の投資目的や財務状況によっては、適切でない場合があります。投資商品の価値、価格またはインカムは、為替相場の変動によって影響を受ける可能性があることにご注意ください。

KKRとMcVey氏のいずれも、将来の見通しに関する記述を更新する一切の義務を負わず、そうするという保証も行いません。KKR、McVey氏、その他いかなる人物も、自らまたは第三者を通じて、本資料に記載された情報の正確性、完全性、および公平性について、明示的か黙示的かを問わず、いかなる表明または保証も行わないものではなく、かかる情報についていかなる責任または債務も負うものではありません。本資料を受領することにより、受領者は上記の内容を理解し、受諾したことを認めるものとします。

本資料に記載されているMSCIを出所とする情報は、MSCI Inc. (MSCI)の独占的な財産権に帰属します。MSCIは、本資料に記載されたいかなるMSCIデータについても、明示的か黙示的かを問わず、いかなる表明または保証も行わないものではなく、一切の責任を負いません。MSCIデータをさらに再配布することも、他のインデックスや、いかなる証券または金融商品の基礎として使用することも認められません。本レポートはMSCIによって承認、確認された、または作成されたものではありません。

KKR

Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.

30 Hudson Yards

New York, New York 10001

+ 1 (212) 7508300

www.kkr.com

