

オルタナティブに 影響を与える 3つのテーマ

コンテンツ

2

概要

3

インフラ：
AI の普及加速が電力
需要に与える影響

5

不動産：
オポチュニスティック
投資に魅力的な環境

6

クレジット：
高まる PIK（繰延利息）
の認知度

7

オルタナ市場
ダッシュボード

概要

2024 年第 1 四半期の初頭、株式市場およびその他のリスク資産は 2023 年の流れで上昇基調を辿りました。投資家は、経済情勢、世界的な紛争や混乱、米国の政治的不透明感など、これまでのあらゆる不安感を手放しました。データには経済が比較的堅調に推移していることが示され、連邦準備制度理事会（FRB）はさしあたり金利を据え置きました。

このような背景を勘案し、本稿では、インフラ、不動産、プライベート・クレジットという 3 つのオルタナティブ資産クラスに対し、短期的にも長期的にも影響を与える主要テーマに焦点を当てていきたいと思えます：

- **インフラストラクチャー**：人工知能（AI）の普及が進み、データセンターの建設が進むにつれて電力需要が増加し、それがインフラ整備の投資機会を促していることについて考察します。再生可能電力資産の所有者や開発者は、特に恩恵を受ける立ち位置にあると思われる。
- **不動産**：個別の課題やリスクを抱えつつ大きな投資機会を提供する不動産を対象とする投資手法であるオポチュニスティック不動産投資について探っていきます。オポチュニスティックな不動産投資は、景気サイクル全体を通じて強力なリターンを生み出す可能性があります。現在のマクロ経済状況やテクニカル要因は、このようなアプローチに特に適した環境であると考えられます。
- **プライベート・クレジット**：利払いの柔軟性を高めるために PIK（繰延利息）を利用する借り手が増えています。この傾向は、FRB が金利引き下げを従来の予想より遅らせて開始し、借入コストの上昇を長期化させた場合、加速する可能性があります。本稿では、PIK とは何か、そしてプライベート・クレジット市場への潜在的影響について考察します。

四半期ごとにお届けしている「オルタナティブ市場ダッシュボード」では、オルタナティブ投資の世界全体から興味深いデータ、市場、投資に関する洞察をご紹介します。注目すべき点には以下が含まれます。

- 上場オルタナティブ投資は 2023 年通年で好調なパフォーマンスを記録し、ほとんどの資産クラスで私募オルタナティブ投資を上回りました。ポートフォリオ構築に上場および非上場のオルタナティブ資産を組み入れることで、分散効果が得られ、リターンが向上すると当社は考えています。
- プライベート・エクイティのスポンサーは、融資条件の厳格化を補うために、ディールにより多くのエクイティを注入しており、ディールの平均 LTV は 45.7%に低下しています¹。
- 市場のリバランスとディスカウントの縮小により、プライベート・アセット・クラスのセカンダリー・プライシングの平均は 88.8%に改善しています²。

本稿に掲載されている投資テーマをさらに詳しく検討するご意向をお持ちの投資家におかれましては、ご自身のファイナンシャル・アドバイザーにご相談いただくことをお勧めいたします。

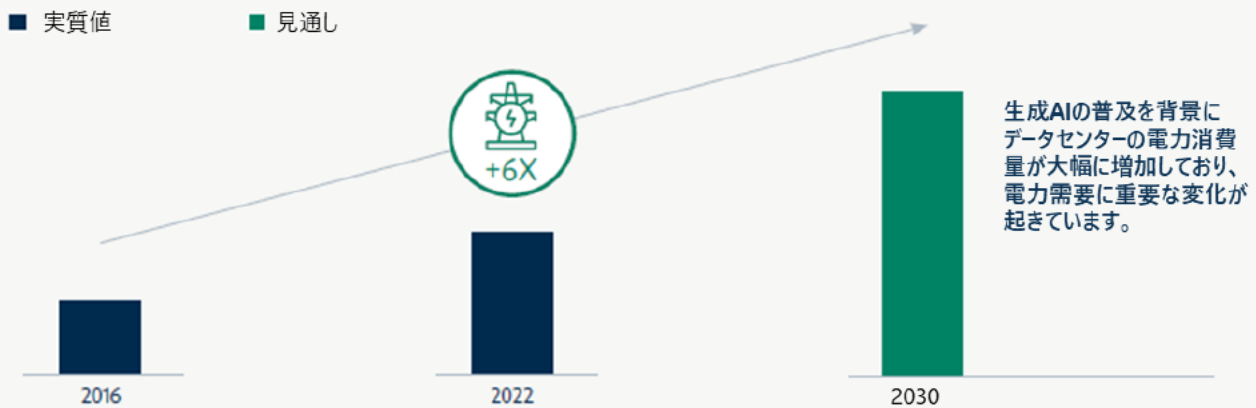
インフラストラクチャー： AI の普及加速が電力需要に与える影響

AI（人工知能）とクラウド技術の成長が、ヘルスケアからサイバーセキュリティ、金融サービスなど、さまざまな業界に多大な影響を与えています。おそらくこれより注目度は低いですが、データセンターに必要な電力需要の増加が、インフラに大きな影響を与える可能性があります。

AI とは、コンピュータが様々なタスクを達成しようとする際に、本質的に学習し適応することを可能にする技術を表す言葉です。AI にはさまざまな用途がありますが、共通しているのは膨大な量のデータを使用する点です。実際、標準的な AI モデル／アルゴリズムでは、モデルを実行し、アウトプットを生成するために、地球上の砂粒の数よりも多くの計算が必要となります。その結果、膨大な電力を必要とする大規模なデータセンターが不可欠となるのです。これが、生成 AI の採用によって電力需要の段階的变化が促されている理由です。データセンターの電力消費量は、今後数年間で大幅に増加すると予想されています（図表 1）。

図表 1：データセンターの電力消費量は 2030 年までに 6 倍増が見込まれている

米国データセンターの電力消費量（TWh）



このような事象や予測が実現する保証はなく、実際の結果はここに示したものと大きく異なる可能性があります。
出所：マッキンゼー、「Investing in the rising data center economy」、2023 年 1 月 31 日時点。

しかし、これらのデータセンターは極めて大きな電力を消費するため、そのうちの 1 つが現在の電力網から電力を引き出すだけで、不安定な影響を及ぼしかねません。その結果、これらのデータセンターの建設許可を得る際には、電力ソリューションの用意が必須となっています。つまり、大手テクノロジー企業が事業を拡大するためには、電力調達能力が不可欠となっているのです。

再生可能電力資産の所有者、開発者、運営者は、この電力需要の増加から利益を得ることになると当社は考えています。大手テクノロジー企業は、これまでも再生可能エネルギーの最大の購入者でした。これらの企業が再生可能エネルギーを選択する主な理由は、以下の 2 つです。

- ネットゼロ目標**：テクノロジー企業はネットゼロに向けて野心的に取り組み、グリーン電力利用を 100%とする目標に掲げる場合が多々あります。より多くの電力需要に対応するためにはより多くのデータセンターが必要となることから、テクノロジー企業が再生可能エネルギーという選択肢を追求するようになることが予想されます。
- 価格**：グリーン電力へのコミットメントも重要ですが、価格も重要です。これまで、経済的な観点から再生可能エネルギーが魅力的な存在となってきました。再生可能エネルギーの価格は近年大幅に低下しており、現在では世界の主要市場のほとんどで最も安価な電力形態となっています（**図表 2**）。

図表 2：グローバル均等化発電原価（LCOE）



出所：ブルームバーグ・ニュー・エナジー・ファイナンス、「LCOE Global Benchmarks」、2023 年 1 月 31 日時点。LCOE は、発電所の耐用年数にわたって異なる電源からの発電コストを評価します。

上記の結果、テクノロジー企業は電力を確保する際の購入契約において、価格やその他の条件についてより柔軟になっています。市場での存在感が大きいため、再生可能エネルギー発電事業者にとって有利な方向に業界の力学が変化しつつあるのです。

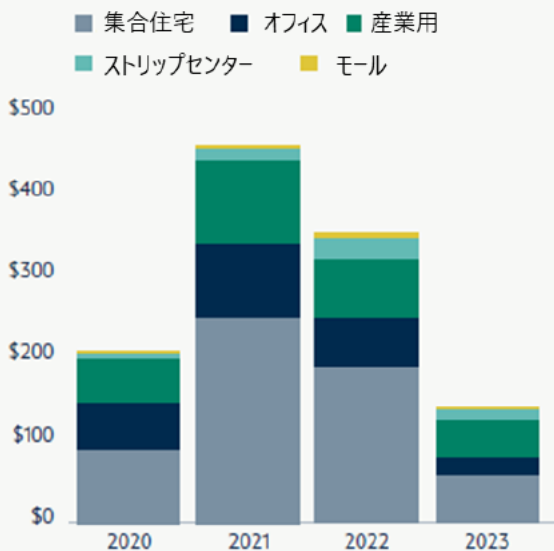
再生可能電力に対する企業の需要は供給力を上回っており、再生可能電力資産の所有者や運営者にとっては、短期間で追加容量を実用化する大きな機会が生まれています。当社では、資本にアクセスを持ち、技術面で高い専門性を持つ事業者、そして（喫緊の必要性があることから）すでにこれらのプロジェクトに投資している事業者が、今後利益を享受できると考えています。

不動産：オポチュニスティック投資に魅力的な環境

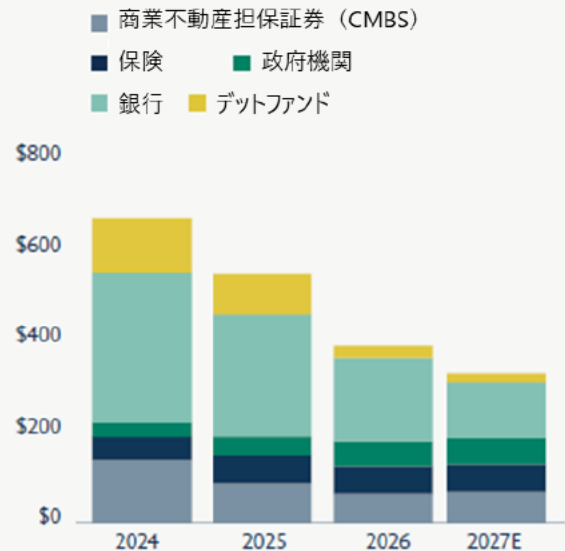
オポチュニスティック不動産投資は、個別の課題や複雑さを伴う建物や不動産を対象とし、それを専門的に管理することで、大きなリターンを生み出す可能性を秘めています。オポチュニスティック不動産は、市場サイクルのあらゆる局面を通じて有効な戦略となり得ますが、ストレスのかかった不動産を取得する機会は、市場のボラティリティやマクロ経済が不安定な時期に最も多くなる傾向があります。

現在の市場環境は、オポチュニスティックな不動産投資に適していると言えます。2022 年から 2023 年にかけての急激な金利上昇の後に生じた資本市場の変動は、借り手にストレスを与え、伝統的な銀行融資を低迷させました。2023 年には、資本コストの上昇によって取引量が前年比 60%減となり、バリュエーションに下押し圧力がかかりました（図表 3）。

図表 3：2,500 億ドル超の物件取引規模（10 億ドル）



図表 4：商業用不動産デットの満期分布



このような事象や予測が実現する保証はなく、実際の結果はここに示したものと大きく異なる可能性があります。
 出所：グリーン・ストリート・リサーチ、2024 年 2 月時点のデータ（左図）；全米抵当貸付銀行協会（MBA）、2023 年 7 月時点のデータ；ニューマーク、2023 年 8 月時点のデータ（右図）。

同時に、低金利時に発行された大量の債券が、今後数年間で満期を迎える予定となっています（図表 4）。借り手にとっては逆風ですが、この状況はオポチュニスティックな不動産投資家にとって魅力的な条件を生み出す可能性があると考えられています。資本不足に陥った借り手が、もはや管理も資金調達もできない資産を売却しようとする積極的な売り手となるからです。加えて、流動性が限定的であるため、投資に際する競合が相対的に少なく、従ってより有利なプライシングがなされる可能性があります。

クレジット：高まる PIK（繰延利息）の認知度

金利上昇環境の中、利払いの柔軟性を高めるために PIK（繰延利息）を利用する借り手が増えています。PIK を利用することで、借り手は現金以外の方法で利払いを行うことが可能となります（図表 5）。最も一般的な方法は、借入総額に利払分を加算するというものです。ローン債務を履行するために PIK を利用する借り手の増加は市場ストレスの発露とみなされることが多く、従って貸し手のリスクが高まっていると解釈されます。しかしながら、実際はそんなに単純な話ではありません。借り手が PIK を利用したかどうかだけでなく、なぜ PIK を利用するようになったのか、また、基盤となる事業が健全かどうかを理解することが重要となります。例えば、PIK を利用する借り手の中には、基礎となるビジネスモデルが順調に稼働しているにもかかわらず、初回の事業向け資金調達の際に融資実行時点から PIK を利用する場合があります。一方で、融資期間中に事業が暗礁に乗り上げたり、利払い能力を失うなど、契約修正として PIK を利用するケースもあります。後者の場合でも、将来的に支払いを再開できる可能性があり、多くの場合、そうなるリスクを取る価値はあります。

図表 5：一般的な 3 つの PIK（繰延利息）条項



すべての投資において重要な点は、リスクと機会のバランスを取ることであり、PIK も例外ではありません。例えば PIK は、未払い利息を支払う手段として、現金の代わりに株式や優先株の形をとる場合があります。PIK は、流動性の問題に直面している企業が現金を手元に温存するのに役立ちますが、元本に加算される利息の金利が高くなります。また、PIK が株式の形をとる場合、株主資本が希薄化する可能性があります。貸し手にとってのリスクは、未収利息を回収できないことでしょう。一方、貸し手にとってのプラス面は、PIK がローンの利回りを高め、リターンを押し上げる可能性があることです。一部の PIK は概ね大きな懸念材料とはみなされないものの、債務負担を増加させることでローンの潜在的なリスク性を高める可能性があります。従って、ポートフォリオに内在する問題を示唆する 1 つの指標となり得ることから、注視に値するトレンドであることは間違いありません。

金利が高止まりする中、各企業とも債務の維持に四苦八苦しているため、PIK の利用は今年から 2025 年にかけて増加すると S&P グローバル・レーティングは予測しています。今後借り換えが必要となる上場・非上場債券の量は膨大であり、このことが PIK の利用増を後押ししています。しかし、借り手の中には、シンジケート・バンクローンによる資金調達に苦労するかもしれません。というのも、バンクローンのほとんどは CLO（ローン担保債権）に売却されるからです。一般的に、CLO は PIK ファシリティで資産の 5% 以下しか購入できず、現在 PIK 利息を支払っている資産を購入することはできません。借入が割高になり、銀行融資が鈍化したため、CLO の発行も減少しています。

こうしたことから、今後、プライベート・クレジットのソリューションによる資金調達を求める借り手の数はさらに増えていくことが予想されます。PIK の利用が増えるにつれ、投資家は恐らく、景気サイクルをうまく乗り切ってきた実績のあるマネージャーと協力することの重要性、そして、ポートフォリオで PIK のような機能をいつ、どのように利用するかについて慎重に検討することの重要性を、再確認することになるでしょう。

オルタナ市場ダッシュボード

様々なオルタナティブ資産クラスの市況を理解するにあたり役立つ指標を掲載しています。ブルックフィールドとオークツリーでは、パブリックとプライベート両方のオルタナティブ資産を加えることがポートフォリオにおいて重要な役割を果たすと考えています。

| 資産クラス | 年率リターン (%) | 案件取引規模 | 指標 | 2023年第4四半期 | 年初来 | ドライパウダー | 注釈 | |
|-------------------|----------------------------|--------------------------------------|-------------------------|------------|--------------------------------------|--------------------------------------|---|-------|
| クレジット | ■ プライベート・クレジット ■ ハイイールド債 | 2023年第4四半期 \$129億 前年比 -76% | 直接・レンディング利回り | 11.01% | +73bps | 2023年第4四半期 \$4,490億 年初来 +7.2% | <ul style="list-style-type: none"> 利下げ期待で債券バリュエーションが上昇し、パブリック・ハイイールドがアウトパフォーマンス プライベートとパブリック市場間のスプレッドが引き続き拡大 | |
| | 1年 | | 5年 | 10年 | 2023年第4四半期 \$1,092億 前年比 -8% | 上場インフラ利回り | | 3.69% |
| インフラ | ■ プライベート・インフラ ■ パブリック・インフラ | 2023年第4四半期 \$4,983億 前年比 -20.2% | セカンダリー・プライシング平均 | 88.8% | +5.9倍 | 2023年第4四半期 \$2,679兆 前年比 +18.7% | <ul style="list-style-type: none"> PEのセカンダリー取引は、市場のリバランスとディスカウントの縮小により回復が継続 PEのスポンサーは、融資条件の厳格化を補うために、より多くのエクイティを案件に注入している | |
| | 1年 | | 5年 | 10年 | 2023年第4四半期 \$3,150億 前年比 -35.3% | ネット NOI 1年成長率 ¹² | | 4.6% |
| プライベート・エクイティ (PE) | ■ プライベート・エクイティ ■ 上場株式 | 2023年第4四半期 \$3,150億 前年比 -35.3% | キャップレート平均 ¹¹ | 6.9% | +94bps | 2023年第4四半期 \$4,030億 年初来 -15.1% | | |
| | 1年 | | 5年 | 10年 | 2023年第4四半期 \$3,150億 前年比 -35.3% | ネット NOI 1年成長率 ¹² | | 4.6% |
| 不動産 | ■ プライベート不動産 ■ パブリック不動産 | 2023年第4四半期 \$3,150億 前年比 -35.3% | キャップレート平均 ¹¹ | 6.9% | +94bps | 2023年第4四半期 \$4,030億 年初来 -15.1% | | |
| | 1年 | | 5年 | 10年 | 2023年第4四半期 \$3,150億 前年比 -35.3% | ネット NOI 1年成長率 ¹² | | 4.6% |

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。指数は運用されておらず、投資家が指数に直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資のパフォーマンスも予測または表示するものではありません。プライベート・クレジットはクリフウォーター・ダイレクト・レンディング・インデックス、ハイイールドはICE BofA 米国ハイ・イールド・インデックス、プライベート・インフラストラクチャーはブレキン・インフラストラクチャー・インデックス、パブリック・インフラストラクチャーは FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー50/50 インデックス、プライベート・エクイティはブレキン・プライベート・エクイティ・インデックス、上場株式は MSCI ワールド・インデックス、プライベート不動産はブレキン・リアル・エステート・インデックス、パブリック不動産は FTSE EPRA Nareit ディベロップト・インデックスを反映しています。

プライベート・クレジット、取引案件規模、ドライパウダーを除くパフォーマンスのデータはブレキンが提供するもので、2023年12月31日時点の暫定数値であり、ブレキン・プライベート・クレジット、インフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産の各指数を反映し、修正となる場合があります。

純営業利益 (NOI) は、収益不動産投資の収益性を分析するために使用されます。NOI は、不動産からのすべての収入から、合理的に必要な全ての営業費用を差し引いたものです。

出所：ブルームバーグ、クリフウォーター、PEFOX リサーチ、ブレキン、別途の記載がない限りデータは2023年12月31日時点、入手可能なプライベート市場インデックスのデータを反映しています。

脚注

1. 出所：ピッチブック、2024年3月31日時点。
2. 出所：PEFOX、2024年3月31日時点。

リスクに関する記述

不動産関連商品への投資は、不動産の物件価値、賃料、入居率に影響を及ぼす経済、法令、環境の要因から影響を受ける場合があります。インフラ企業は、その事業に悪影響を及ぼす可能性のある様々な要因（高金利、高レバレッジ、規制コスト、景気減速、余剰生産能力、競争激化、燃料不足、再エネ方針など）から影響を受ける場合があります。

オルタナティブ投資はしばしば投機的であり、高いリスクを伴います。投資家は、投資金額の全てまたは多額を失う可能性があります。ハイイールド債には金利リスクが伴います。金利が上昇すると債券価格は下落します。一般的に、満期が長期になるほど金利リスクに対する感応度が高くなります。利回りは経済状況に伴って変動します。利回りは、投資意思決定に際する検討事項のひとつにすぎません。

当資料に含まれる情報は、投資助言、取引意図もしくは保有銘柄の示唆または投資パフォーマンスの予測ではなく、そのように意図したものではありません。当資料に表示された見解および情報は、いつでも変更される場合があります。ブルックフィールドは、当該見解や情報を更新する責任を負いません。当該情報は信頼できる情報源から取得したものと見なされますが、ブルックフィールドは、その完全性または正確性を保証しません。

当資料で示された意見は、子会社および関連会社を含むブルックフィールドの現在の意見であり、予告なく変更される場合があります。子会社および関連会社を含むブルックフィールドは、当該情報の更新または顧客への変更の通知を行う責任を負いません。当資料に提示されたいかなる見直し、予測またはポートフォリオ保有比率も当資料に示された日付時点のものであり、予告なく変更される場合があります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、投資の価値とそれら投資から得られるインカムは変動することがあります。

将来の見直しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第21E条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見直しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見直しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。

「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見直しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見直しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見直しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見直しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。ブルックフィールド・コーポレーションとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。情報および見解は予告なく変更される場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。

当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

インデックス・プロバイダーに関する重要事項

当資料内で引用されたインデックスは運用されておらず、投資家がインデックスに直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資のパフォーマンスも予測または表示するものではありません。当該比較に関連して、記載されたインデックスとブルックフィールドの戦略、コンポジットまたはファンドへの投資との間には、ボラティリティや規制上および法律上の制約の違いなど、重大な要因が存在する可能性があります。ブルックフィールドは、第三者のインデックス・スポンサーからインデックスに関するすべてのデータを取得しており、当該データは正確と考えていますが、その正確性に関していかなる表明も行うものではありません。インデックスは運用されておらず、投資家が直接購入することはできません。

ブルックフィールドは、当資料で参照されたインデックスを所有しておらず、その構築または日々の管理に関与していません。当資料に記載されたインデックスの情報は、お客様への情報提供のみを目的としており、ブルックフィールドの運用商品が同様の結果を達成すると暗示または予測するものではありません。当該情報は予告なく変更されることがあります。当資料で参照されたインデックスは、いかなる報酬、費用、販売手数料または税金も控除していません。インデックスに直接投資することはできません。インデックス・スポンサーは、インデックスおよび関連データの「現状のまま」での使用を許可しており、これに関していかなる保証も行わず、インデックスまたはインデックスに含まれる、関連する、もしくはそこから派生するデータの適合性や品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、それらの使用に関連して一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的またはその他の損害（利益の損失を含む）について一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、ブルックフィールドまたはそのいかなる運用商品やサービスの後援、是認または推奨も行うものではありません。別段の注記がない限り、すべてのインデックスはトータルリターン・インデックスです。

インデックスの定義

ブレキン・インフラストラクチャー・インデックスは、プライベート・キャピタル・パートナーシップへの実際の投資額に基づいて、投資家がプライベート・インフラ・ポートフォリオで平均的に獲得したリターンを指数化したものです。各データポイントは、包括的なパフォーマンスデータが保有されているクローズドエンド型ファンドのプールから、四半期開始時点と終了時点の両方で個別に算出されています。

ブレキン・リアル・エステート・インデックスは、プライベート・キャピタル・パートナーシップへの実際の投資額に基づいて、投資家がプライベート不動産ポートフォリオで平均的に獲得したリターンを指数化したものです。各データポイントは、包括的なパフォーマンスデータが保有されているクローズドエンド型ファンドのプールから、四半期開始時点と終了時点の両方で個別に算出されています。

ブレキン・プライベート・エクイティ・インデックスは、プライベート・キャピタル・パートナーシップへの実際の投資額に基づいて、投資家がプライベート・エクイティ・ポートフォリオで平均的に獲得したリターンを指数化したものです。各データポイントは、包括的なパフォーマンスデータを保有するクローズドエンド型ファンドのプールから、四半期開始時と終了時の両方で個別に算出されています。

クリフオーター・ダイレクト・レンディング・インデックス (CDLI) は、特定の適格要件を条件として、上場および未上場の両方を含む事業開発会社 (BDC) の原資産の資産加重パフォーマンスで表される、米国ミドルマーケット (中堅) 企業貸付のレバレッジなし報酬控除前パフォーマンスを測定する指数です。

FTSE EPRA Nareit ディベロップト不動産インデックスは、運用されていない時価総額加重トータルリターン・インデックスであり、先進国の上場エクイティ・リートおよび上場不動産企業で構成されています。

FTSE グローバル・コア・インフラストラクチャー50/50 インデックスは、市場参加者に業界の定義によるインフラの解釈をもたらし、一定のインフラ・サブセクターへのエクスポージャーを調整しています。セクター別構成比率は、半年ごとのレビューの一環として、広範な 3 産業セクターについて、公益事業 50%、7.5%を上限とする線路/鉄道を含む運輸 30%、パイプライン、衛星、電気通信塔を含むその他セクター20%の比率に従って調整されます。各グループ内の個別銘柄の比率は、投資可能時価総額の割合で調整されます。


ICE BofA 米国ハイ・イールド・インデックスは、米国国内市場で公募発行された米ドル建て投資適格未済社債のパフォーマンスを追跡しています。

ICE BofA メリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド・ヨーロピアン・イシューーズ・ノンフィナンシャル 3%コンストレインド Ex ロシア・インデックスは、金融発行体またはロシアをリスク国とする証券を除く、より広範なインデックスに含まれるすべての証券を含むサブインデックスで、発行体のエクスポージャーは 3%に制限されています。インデックスは米ドルヘッジ、月次でリバランスされている。

MSCI ワールド・インデックスは、先進国の株式市場のパフォーマンスを測定するように設計された、浮動株調整後時価総額加重インデックスです。

お問い合わせ

 brookfieldoaktree.com

 info@brookfieldoaktree.com