

## オルタナティブ投資が 60/40ポートフォリオ資産の 解決策となる訳

Matt O'Mara

パートナー、保険ソリューション・グループ、リード・ポートフォリオ・マネジャー

2022年7月

個人投資家は長い間、上場株式と債券の分散ポートフォリオが成功する退職積立資産形成の鍵であると教えられてきました。特に過去14年間、金融緩和政策が資本コストを低下させ、公開取引される高リスク資産の価格高騰を招いた時期にはこの定説は有効でしたが、2008年に始まった米国の金融緩和の終了を含むいくつかの長期的トレンドの転換により、パブリック市場志向の投資戦略は効果が薄れ、よりリスクの高い戦略となる可能性さえあります。

背景として、2008年の世界金融危機に対応するため、米国連邦準備制度理事会(FRB)は長期にわたる金融緩和政策を実施しました。金利をゼロに引き下げ、中央銀行がパブリック市場で取引される金融資産(社債、地方債など)を一定量購入することを約束する量的緩和を複数回にわたり行いました。

### 重要なポイント

- ➔ 上場株式と債券で構成される分散ポートフォリオが成功する退職積立資産形成の鍵であるという長年の定説は、2008年に始まった金融緩和による大量の資金供給の終焉を含む、現在の金融市場での長期的なトレンドの転換により、今や見直しを迫られています。
- ➔ 上場企業の数が増え、リスクの集中が進み、相関性が高まり、競争が激化し、超過リターンを得られる機会が減少しています。これら全ての要因が重なった結果、投資家がパブリック市場で得られる投資機会が減少しています。
- ➔ プライベート市場が成長を続ける中、投資家は戦略的資産配分の枠組みを再考し、ポートフォリオにオルタナティブ資産を加える、またはその配分を増やすことによって、ボラティリティを抑制し、潜在的なリスク調整後リターンの向上を目指すべきです。
- ➔ 本稿では「オルタナティブ資産」とは、単純にパブリック市場で取引される株式と債券に代わるものと定義しており、投資適格のクレジットから株式まで、リスク・リターンスペクトラムのあらゆる分野で、リスク単位あたりの超過リターンを目指すものと捉えています。
- ➔ この視点で捉えなおすと、投資家はプライベート市場においても、パブリック市場と同様に、様々なリスクスペクトラムを探求できることが明白となります。重要な相違点は流動性です。ある程度の流動性の欠如を許容できる投資家は、オルタナティブ投資の恩恵を享受できる立場にあると考えます。

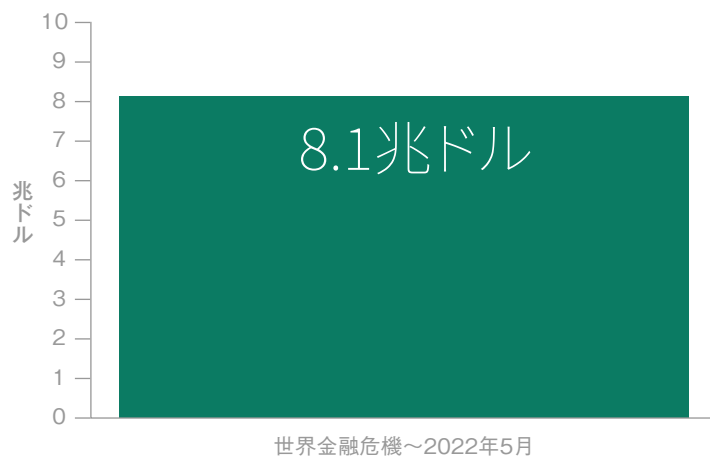
本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

2007年末時点で約8,500億ドルだったFRBのバランスシートは、量的緩和の結果、2009年半ばまでに1.1兆ドル増加し、1.95兆ドルに達しました。それでも金融緩和政策は終わらず、新型コロナウイルスのパンデミックが始まった2020年初頭にかけて、FRBは金融緩和を継続しました。新型コロナウイルスの蔓延とその後のロックダウン政策による経済活動の大幅な減速に直面したFRBは、さらに積極的な量的緩和プログラムを開始しました。2020年3月から2022年5月半ばまでにかけてのFRBのバランスシートの膨張額は、驚異的な4.7兆ドルに達しました。全てを合計すると、FRBのバランスシートは2008年以降、8.1兆ドル増加しており(図表1)、これは米国の国内総生産(GDP)の約3分の1に相当します。

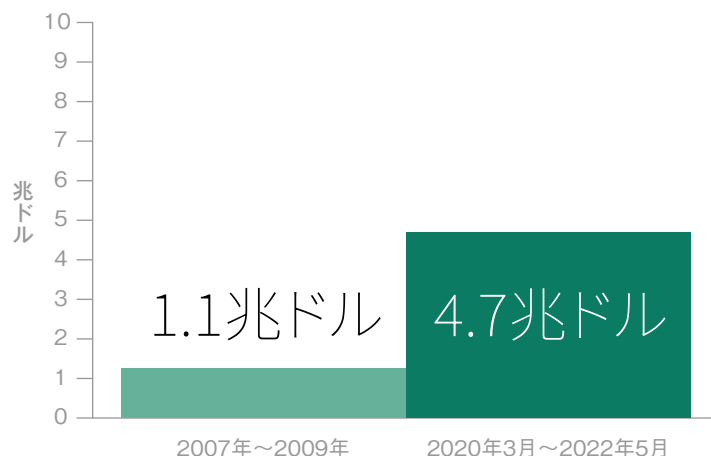
FRBのバランスシートは  
2008年の世界金融危機以降、  
8.1兆ドル増加し、これは  
米国の国内総生産(GDP)の  
約3分の1に匹敵します。

図表1：FRBのバランスシートは2008年の世界金融危機以降、急激に膨張

2008年以降のFRBのバランスシートの拡大



FRBのバランスシートの拡大：  
世界金融危機VSコロナ対応



出所:連邦準備制度理事会、2022年5月現在

マネタリーベースの急激な拡大は、コロナ禍中の個人向け小切手配布を含む大規模な財政出動策と相まって、経済システムに浸透し、経済は新型コロナによる最初のショックから急速に回復し、長期にわたる金融緩和状態の終焉を予見させました。

パンデミック後、個人消費が急速に回復し、総需要は急増しました。しかし、この需要増には偏りがあり、消費パターンは耐久財に大きくシフトす

る一方、(コロナウイルスの蔓延を抑えるための自宅待機政策の結果、)サービス・セクターは低迷を続けました。この不均衡はサプライチェーン上の問題を引き起こし、輸送ラインや多くの商品の流通に障害をもたらしました。さらに、2月のロシアによるウクライナ侵攻がさらなる供給ショックに拍車をかけ、エネルギー価格が急騰しました。その結果、米国のインフレ率は急上昇し、2022年3月に40年ぶりの高水準となる年率8.5%に達し、14年続いた金融緩和サイクルの分岐点となりました。<sup>1</sup>

1. 出所:米国労働統計局、セントルイス連邦準備銀行のFRED経済データベース

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

物価高騰に対抗するために、FRBは政策を転換し、利上げサイクルに突入するとともに、量的緩和の終了、膨張したバランスシートの縮小に取り組み始めました。2022年3月に引き締めサイクルが開始されたことで、パブリック市場における資産価格の評価には大幅な調整が入り、その結果、市場価値は広範囲にわたって暴落しました。例えば、S&P500指数構成銘柄の合計時価総額は2022年6月に34兆ドルまで下落し、こ

れは年初の42兆ドルから19%の修正に相当します。この動きはテクノロジー・セクターではさらに顕著で、NASDAQ総合指数構成銘柄の時価総額は27兆ドルから19兆ドルまで下落し、30%の大幅な下落となりました。<sup>2</sup> この調整局面では、バリュエーション倍率が高い一部の成長株銘柄の時価総額がそれ以上の大幅な下落に見舞われました(図表2)。

図表2：金融引締めを受け、上場企業の市場価値は広範囲にわたり暴落

52週高値からの株価パフォーマンス例

Carvana Co.	-94%	Twilio Inc.	-80%	Restoration Hardware	-71%	Okta Inc.	-67%	Tandem Diabetes	-62%
Upstart	-92%	Lyft Inc.	-79%	Vertiv	-71%	Nutanix Inc.	-67%	Burlington Stores	-62%
Wayfair Inc.	-86%	Wix.com Ltd.	-79%	Moderna Inc.	-71%	Shift4Payment	-67%	Match Group Inc.	-62%
Ginkgo Bioworks	-85%	Pinterest Inc.	-78%	Applovin Co.	-70%	Pegasystems Inc.	-66%	New Relic Inc.	-61%
RingCentral Inc.	-83%	PayPal	-77%	Lucid Group	-70%	NovoCure Ltd.	-66%	Trex Co. Inc.	-61%
Roku Inc.	-83%	10X Genomics	-77%	SentinelOne	-70%	Snowflake Inc.	-66%	Chargepoint	-61%
Unity Software	-82%	Roblox Corp	-77%	Boston Beer Co.	-70%	HubSpot Inc.	-65%	Atlassian Corp.	-61%
DraftKings	-82%	Etsy Inc.	-76%	Guardant Health	-70%	Plug Power Inc.	-64%	nCino Inc.	-61%
DocuSign Inc.	-82%	Confluent Inc.	-75%	Spotify	-69%	Elastic NV	-64%	Uber	-61%
Toast Inc.	-81%	Netflix Inc.	-75%	Palantir Technologies	-69%	Ceridian HCM	-64%	Zscaler Inc.	-60%
Novavax Inc.	-81%	DoorDash Inc.	-75%	Exact Sciences	-69%	Smart Sheet Inc.	-63%	Yeti Holdings	-60%
Opendoor	-81%	Zillow	-74%	Freshpet Inc.	-68%	Trade Desk Inc.	-63%	Generac Holdings	-60%
Cloudflare Inc.	-80%	UIPath Inc.	-74%	Caesars Entertainment	-68%	Victoria's Secret	-63%	Rocket Cos. Inc.	-60%
Teladoc Health	-80%	Zoom Video	-73%	Align Technology	-68%	Avalara Inc.	-63%	EPAM Systems	-59%
Coupa Software	-80%	Natera Inc.	-72%	Doximity Inc.	-68%	Norwegian Cruise Lines	-63%	ScottsMiracle-Gro	-59%



-86%    -77%    -75%    -73%    -71%    -69%

出所：ブルームバーグ。チャート上のデータは、2022年6月30日時点の52週高値からの下落率が最も大きかったRussell 1000グロース指数構成銘柄を反映。図表に含まれている企業名およびロゴに関する権利は、それぞれの所有者に帰属。

2. 2022年6月30日現在

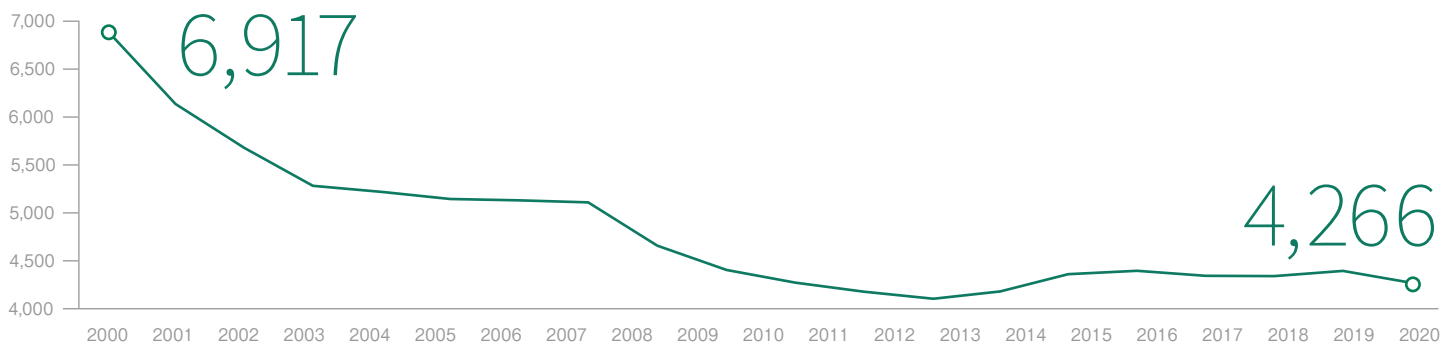
本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

財政政策や金融政策を別としても、パブリック市場へのエクスポージャーが高い傾向にある個人投資家(オルタナティブ投資へのエクスポージャーは、年金基金の平均18%、大学基金の平均28%に対し、個人は平均6%<sup>3)</sup>)は、その他の長期的トレンドの変化が重なり、さらなる課題に直面しています。長期的トレンドの転換には以下のものが含まれます。

**上場企業数の減少:**米国における上場企業数は2000年以降約40%減少し、現在は4,200社を少し上回る程度です(図表3)。この主な要因としては、主要セクターにおける力学の変化(銀行、テクノロジーなど)と新規公開(IPO)の数の減少が挙げられます。それと同時に、米国経済におけるプライベート市場の比重が高まり(図表4)、非上場企業(特に従業員数が500人以上の企業)の数は着実に増加しています。

図表3：パブリック市場における投資家にとっての投資機会は減少

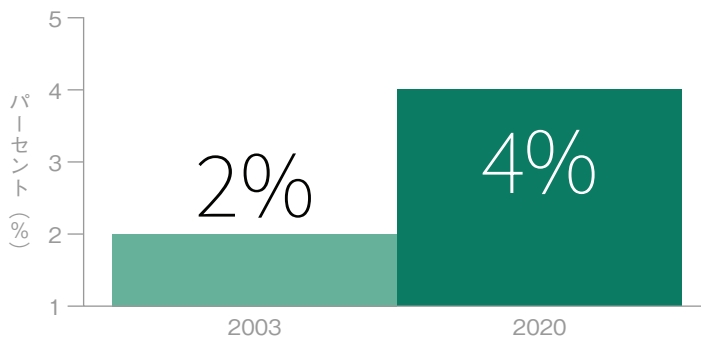
米国の上場企業数



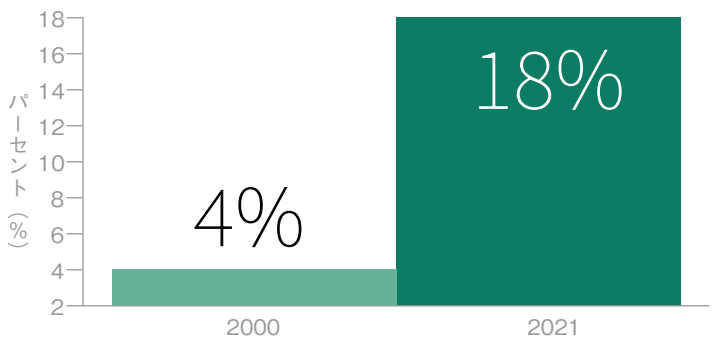
出所：世界銀行、国際取引所連合、アポロのチーフ・エコノミスト、2019年12月31日現在

図表4：その一方でプライベート市場の経済に占める割合は上昇

プライベート・エクイティの株式市場全体に占める割合 (%)



プライベート・クレジットのクレジット市場全体に占める割合 (%)



出所：Preqin、ブルームバーグ、アポロのチーフ・エコノミスト。プライベート・エクイティのデータは2020年12月31日現在。プライベート・クレジットのデータは2021年9月30日現在

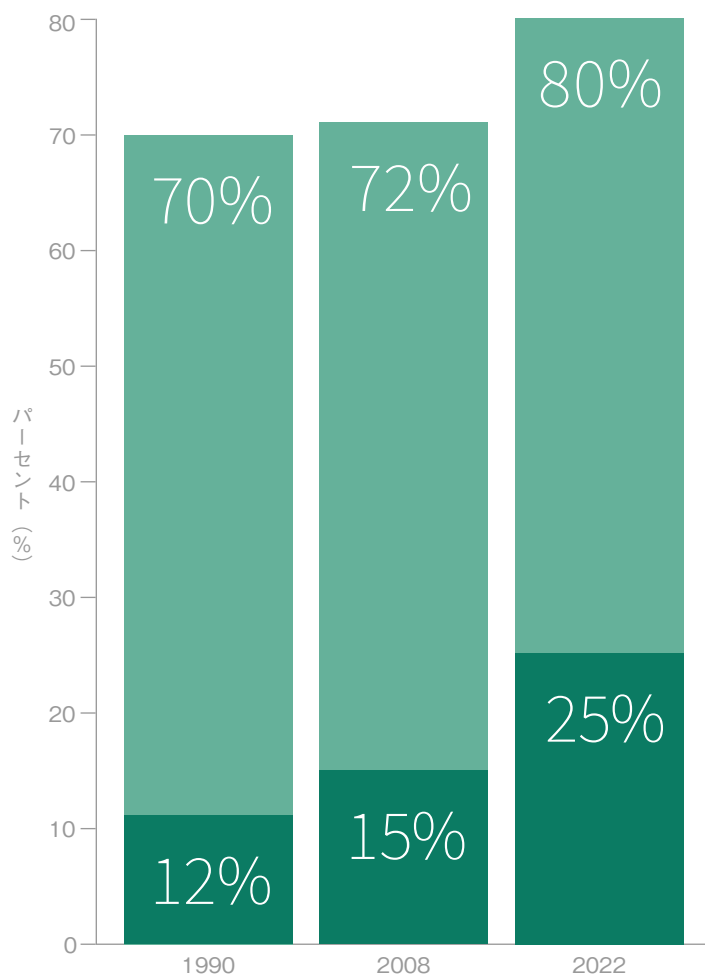
3. 出所：Marquette Associates Asset Allocation Study、2021年3月21日現在

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

**上場株式ベータの集中リスクの上昇:** 急激な金融緩和政策の期間中、上場株式の市場におけるバリュエーションが上昇し、同時に上場企業数が減少したことに伴い、上場市場における時価総額の集中度合いが増加しました。図表5に示されているように、2022年半ばにはS&P500指数構成銘柄が米国株式市場の80%を占め、約20年前には12%だったトップ5銘柄が指数に占める割合は25%に達しています。

図表5：過去20年間で上場株式の時価総額の集中度は上昇

S&P500指数構成銘柄の米国株式市場全体に占める割合(%)



■ S&P500指数のトップ5企業 ( Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Google ) 2022年6月30日現在

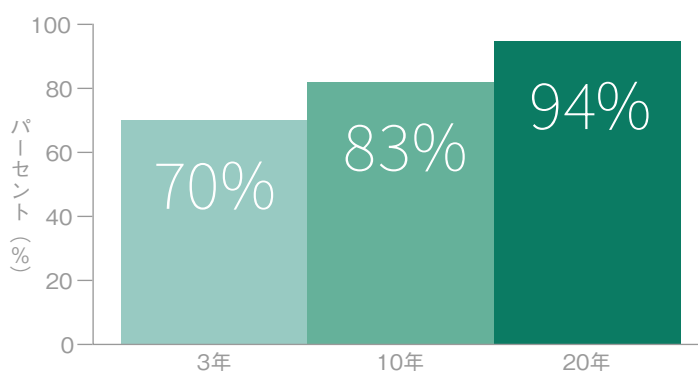
出所:ブルームバーグ、アポロのチーフ・エコノミスト、2022年6月30日現在。図表に含まれている企業名およびロゴに関する権利は、それぞれの所有者に帰属。

**パブリック市場における超過リターンの不足とパッシブ投資の台頭:** 上場企業数の減少と集中度の上昇が重なったことにより、投資家がパブリック市場で超過リターンを得る機会は減少しました。実際、過去20年間で見ると、驚くべきことにアクティブ運用の株式運用会社の94%がS&P500のベンチマーク指数をアンダーパフォームしています。このトレンドがアクティブ運用からパッシブ運用ピークルへの大規模な資金移動を引き起こしました(図表6)。

図表6：上場株式はベータになった

株式市場に対するアンダーパフォーマンス

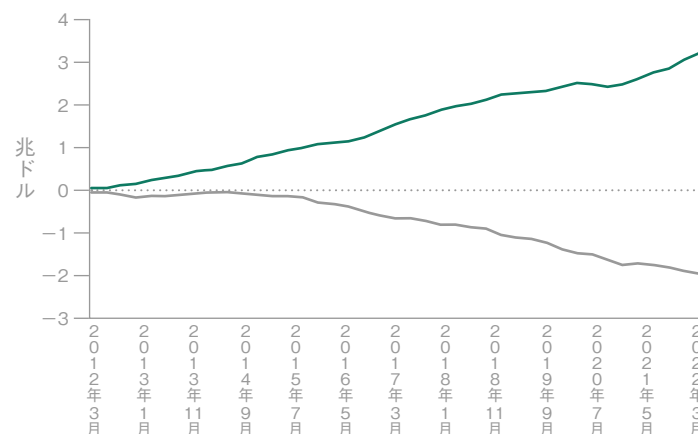
S&P500指数をアンダーパフォームした運用会社の割合(%)



出所:フォーブス、2021年11月19日現在。図表は議論のみを目的としたもの。

2012年以降の累積ベースの資金フロー

— パッシブ運用の株式投資信託とETF  
— アクティブ運用の株式投資信託とETF



出所:ブルームバーグ、アポロのチーフ・エコノミスト、2022年6月30日現在。図表は議論のみを目的としたもの。

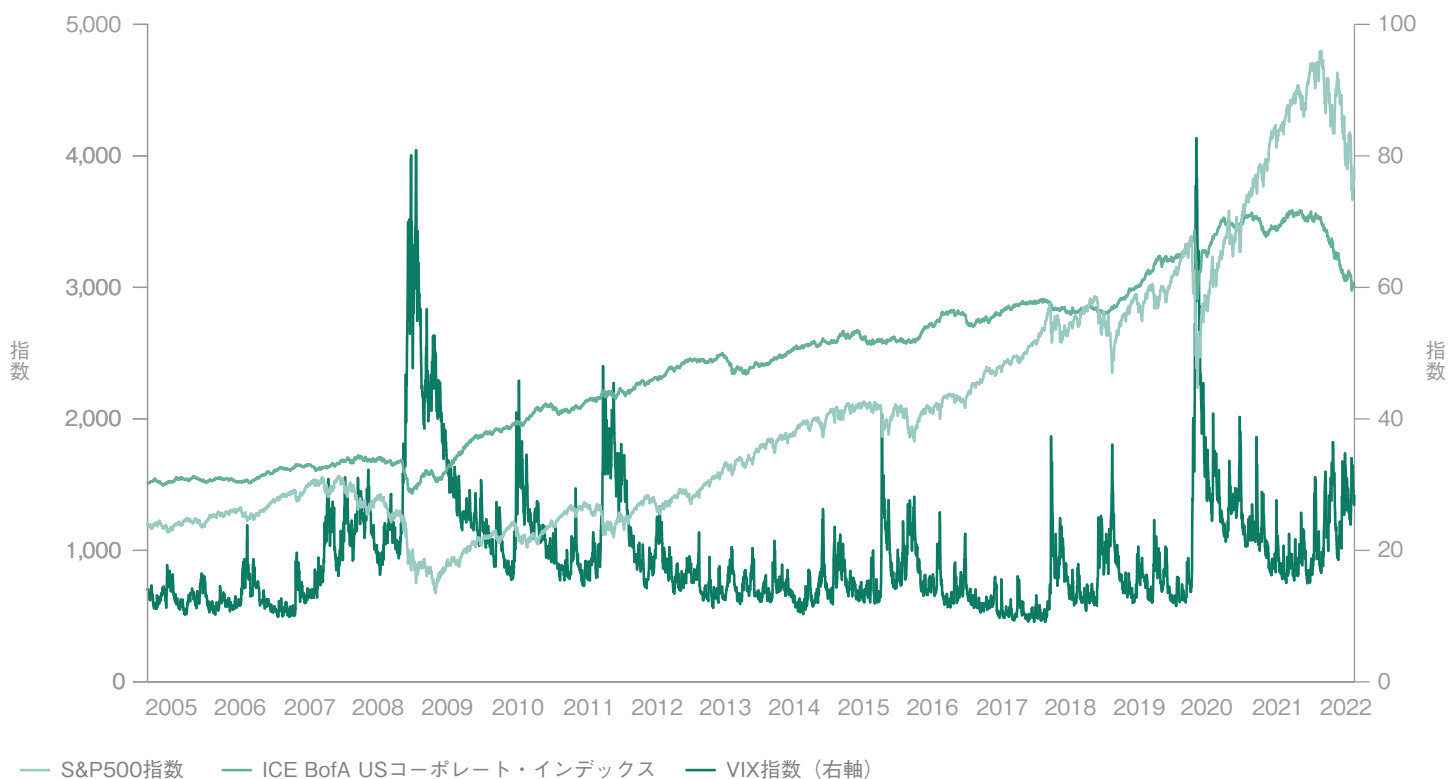
本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

インデックス・ファンドと上場投資信託(ETF)を通じたパッシブ投資の普及は、これらの長期的トレンドを更に促進する巨大なメカニズムとして機能しています。パブリック市場の「インデックス化」が進むにつれ、同様の資産に投資する投資家が増加し、取引はより一層「密集」します。ETFは空売りも可能であり、この特性がアルゴリズム・トレーダーを含む投資家にとってのツールの幅を拡げ、色々な意味でボラティリティ増加の要因となっています。

これらの長期的トレンドの変化により、パブリック市場の株式と債券の相関性が高まっており(図表7)、従来のポートフォリオ(60%株式／40%債券)で得られていた分散効果が弱まっています。言い換えれば、60／40のフレームワークで期待されたダウンサイド・プロテクション(ボラティリティが上昇する局面で投資家が受ける影響を平準化する効果)は、金融緩和サイクル後の高インフレ環境では、全く機能していないのです。

図表7：伝統的な60／40ポートフォリオからは以前得られていた分散効果はもはや得られない

株式と債券の相関関係



出所：ブルームバーグ、2022年6月現在。議論のみを目的としたものです。ここで提供される情報はアポロのアナリストの見解と意見に基づくもの。そのため、分析は特定の仮定に基づいており、予告なく変更される可能性がある。

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

ボラティリティの増加は、ポートフォリオに悪影響を及ぼし、総合的なターミナル・バリュー（永続価値）の減少や退職後の資金の減少を引き起こす可能性があります。図表8は、この「ボラティリティ・ドラッグ（volatility drag）」による負の影響を示しています。<sup>4</sup> この仮定上の例では、初期価値がそれぞれ500万ドルの2つのポートフォリオ（AとB）を比較しています。ポートフォリオAは10年間の年間収益率が一定（ボラティリティがゼロ）であるのに対し、ポートフォリオBはリターンにボラティリティが高く、好調な年と急激な低下局面を交互に経験しています。年間リターンの単

純平均では、ポートフォリオAとポートフォリオBはどちらも平均6.5%のリターンを示しました。しかし、価値が安定しボラティリティがゼロであったポートフォリオAは6.5%の複利リターンを得たのに対し、ボラティリティの高いポートフォリオBの複利リターンは年率5.8%にとどまりました。ボラティリティが最終的な結果に与える影響は明白です。ポートフォリオAは10年間でターミナル・バリューが938万ドルに達しましたが、ポートフォリオBは880万ドルにとどまり、ポートフォリオAとの差は6.2%に及びました。

図表8：「ボラティリティ・ドラッグ」はポートフォリオのターミナル・バリューに大きなマイナスの影響を及ぼす可能性がある

	リターン		投資金額	
	ポートフォリオA	ポートフォリオB	ポートフォリオA	ポートフォリオB
投資開始			\$5,000,000	\$5,000,000
1年目	6.5%	-5.0%	\$5,325,000	\$4,750,000
2年目	6.5%	18.0%	\$5,671,125	\$5,605,000
3年目	6.5%	-15.0%	\$6,039,748	\$4,764,250
4年目	6.5%	-1.0%	\$6,432,332	\$4,716,608
5年目	6.5%	9.8%	\$6,850,433	\$5,178,835
6年目	6.5%	14.0%	\$7,295,711	\$5,903,872
7年目	6.5%	-1.0%	\$7,769,933	\$5,844,833
8年目	6.5%	28.0%	\$8,274,978	\$7,481,387
9年目	6.5%	7.0%	\$8,812,852	\$8,005,084
10年目	6.5%	10.0%	<b>\$9,385,687</b>	<b>\$8,805,592</b>
幾何平均リターン	<b>6.5%</b>	<b>5.8%</b>		
算術平均リターン	<b>6.5%</b>	<b>6.5%</b>		
ボラティリティ	<b>0.0%</b>	<b>12.4%</b>		

出所：アポロのチーフ・エコノミスト。図表は説明のみを目的とするものであり、ここに提示されている例示的なポートフォリオ構成を含めることによっていかなる表明も行うものではない。図表に提示される情報はアポロのアナリストの見解および意見に基づくものであり、分析は特定の仮定に基づいており、予告なく変更される可能性がある。

4. 「ボラティリティ・ドラッグ」は、伝統的に算術平均リターンと幾何平均リターン（または複利平均リターン）の差として定義される。例えば、100ドルを2年間投資し、1年目に100%のリターン、2年目に50%の損失があった場合を想定すると、この場合、投資家にとっての算術平均リターンは25%（ $[(100\% + (-50\%)) / 2]$ ）となる。他方、投資のターミナル・バリューは初期投資額から変わらないため、幾何平均リターンはゼロとなる。数学的には、幾何平均リターンは常に算術平均リターン以下となることにより、ボラティリティ（標準偏差）は複利リターンに対して負の影響を与えることになる。言い換えれば、ボラティリティが高いほど、投資家が複利リターンを得るためのハードルは高くなる。

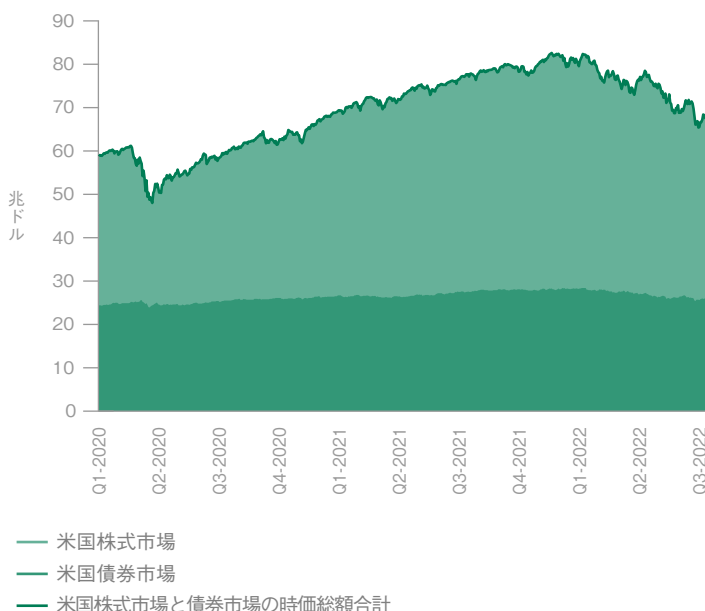
本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

ボラティリティと相関性の上昇に加え、投資家はパブリック市場とプライベート市場を比較する際に、競争という重要な要素とも戦わなければなりません。市場が大きくなるほど流動性が高まり、それに伴い競争も激化します。競争が激化すると、潜在的な超過リターンを見つけることが一層困難になります。図表9に示されているように、米国パブリック市場で取引される株式と債券の時価総額は合計で68兆ドル<sup>5</sup>に達します。

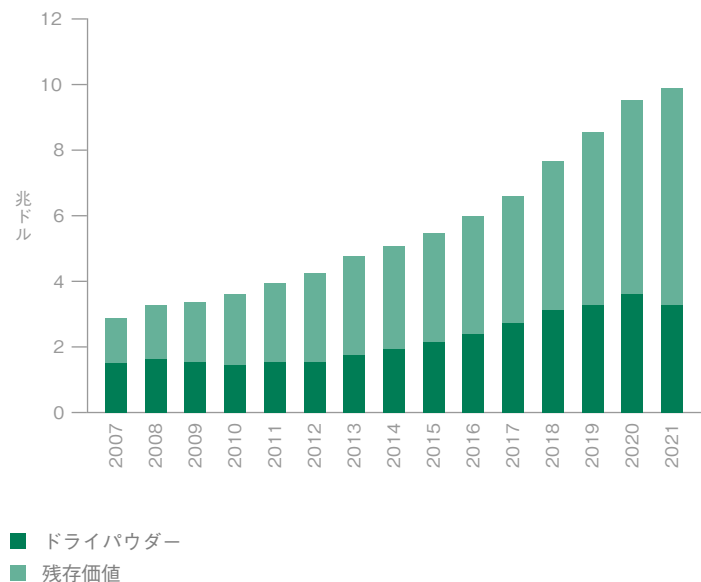
一方、投資対象として適切な代替と見なされるグローバル・プライベート・キャピタルの運用資産額は約10兆ドルです。<sup>6</sup>つまり、米国単独のパブリック市場は、グローバルなプライベート市場の6.8倍の規模を持つこととなります。その結果、パブリック市場における日々の取引量ははるかに多くなり、競争が激化し、アルファを得る可能性は減少します。

図表9：プライベート市場の規模の小ささは、超過リターンを追求する投資家にとっての競争が少ないことを意味する

米国全市場の時価総額



プライベート・キャピタルの運用資産額



出所：ブルームバーグ、アポロのチーフ・エコノミスト。ブルームバーグ米国総合債券指数(公社債)とブルームバーグWCAUUS(上場株式)、2022年6月30日現在のデータ。ピッチブック(プライベート・キャピタル。グローバル・プライベート・キャピタルの運用資産額を示す)、2021年12月31日現在のデータ

## 投資家の対応策

これらの問題に対処するため、投資家は戦略的な資産配分の枠組みを再考し、ポートフォリオにオルタナティブ資産を加える、もしくはその配分を増やすことを検討すべきです。

J.P.モルガンの最近の分析によると、過去30年間でパブリック市場の株式60%、債券40%の配分で得られたリターンは年率換算で9.04%、ボラティリティは年率換算で9.33%でした。しかし、この基本シナリオ60／40の配分にオルタナティブ資産を追加すると、状況が劇的に変化

し、ボラティリティを抑制しながら、潜在的により高いリターンが得られる可能性があります(図表10)。

年金基金や大学基金などの大手機関投資家によるオルタナティブ資産へのアロケーションの増加が証明しているように、この傾向はこれまでもある程度の期間事実として存在していました。しかし、大部分の個人投資家にとって、ほとんどのオルタナティブ資産はアクセスできない投資対象でした。

5. 出所：ブルームバーグ、2022年6月30日現在のデータ

6. 出所：ピッチブック。グローバル・プライベート・キャピタルの運用資産額を示す。2021年12月31日現在のデータ

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。



2008年の世界金融危機以降に導入された規制上の枠組みにより、<sup>7</sup>金融システムは劇的な変化を遂げました。資本へのアクセスが従来の銀行主導から投資家主導へと移行しました。例えば、現在、米国における信用創造のうち銀行が占める割合はわずか10%に過ぎません(図表11)。かつては機関投資家と銀行によって独占されていた投資機会

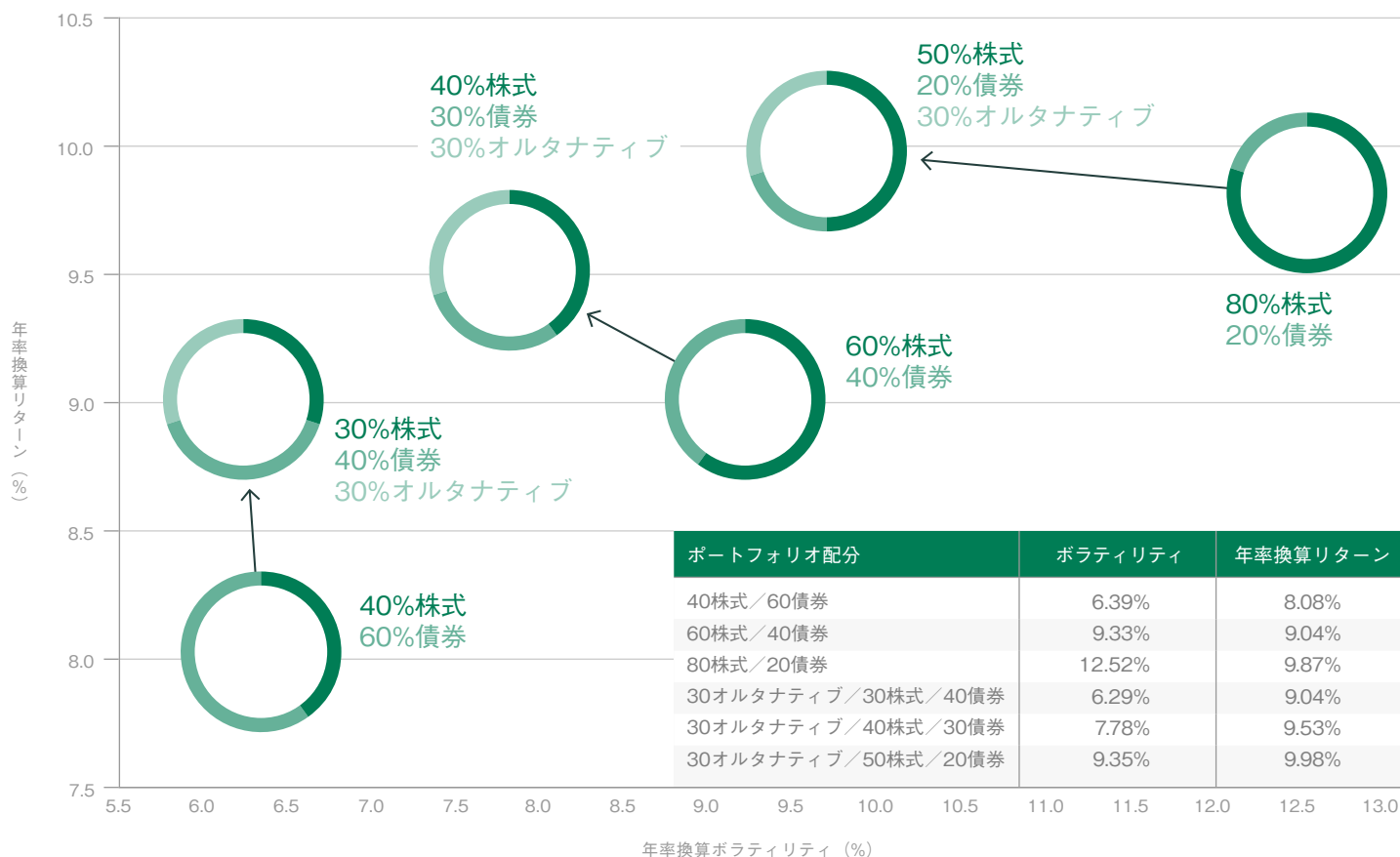
が、初めて個人投資家にも広く開放されました。

この「金融の民主化」により、個人投資家は株式とクレジットの両分野で生み出される成長機会にアクセスし、参加できるようになりました。

図表10：パブリック市場の株式・債券ポートフォリオにオルタナティブ資産を加えることで潜在的なリスク調整後リターンの向上が可能

オルタナティブ資産とポートフォリオのリスク・リターン

年率換算ボラティリティとリターン(1989年～2021年9月)



出所：ブルームバーグ、Burgiss、HRFI、NCREIF、S&P、ファクトセット、J.P. Morgan Asset Management。オルタナティブ(Alts)にはヘッジファンド、不動産、プライベート・エクイティが含まれ、それぞれが同等の比重で含まれている。ポートフォリオは年初にリバランスされている。データは2022年2月28日現在で入手可能なものに基づく。説明のみを目的としており、ここに提示されている例示的なポートフォリオ構成を含めることによっていかなる表明も行われぬ。過去のパフォーマンスは必ずしも将来の結果を示唆するものではない。

7. 2010年7月に導入されたドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法(通称「ドッド=フランク法」)は、世界金融危機後の米国における金融規制フレームワークを再構築した。同法は、「金融システムにおける説明責任と透明性を改善し、米国の金融の安定を促進し、『大きすぎてつぶせない(Too big to fail)』状態を終わらせ、救済をやめることで米国の納税者を保護し、悪質な金融サービス慣行から消費者を守る」ことを目的としている。他の多くの変更と併せて、同法により、金融の安定に対する脅威を特定することを目的とする金融安定監督評議会(Financial Stability Oversight Council)と金融調査局(Office of Financial Research)が設立された。また、FRBにはシステム上重要な金融機関を規制する新たな権限が与えられました。さらに、ボルカー・ルールとして知られる新たな規定が導入され、銀行による特定の種類の投機的投資の自己勘定取引が禁止された。全体として、同法は米国の銀行システムにおいて、準備金要件の引き上げにより資本比率を改善し、レバレッジの水準を下げたと広く認識されている。

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

図表11：2008年世界金融危機後の規制変更により、米国における資本へのアクセスは銀行主導のものから投資家主導の枠組みへと移行

米国の非金融企業の負債に占める銀行融資の割合 (%)



出所：連邦準備制度理事会、2022年3月31日現在

歴史的に、オルタナティブ資産はポートフォリオのリスク調整後リターンの上昇に貢献してきました(図表10参照)。しかし、オルタナティブ資産を加えることでポートフォリオの複雑性が増し、投資家は躊躇しがちです。当資産クラスへのエクスポージャーを加えることが、口で言うほど簡単ではないことを我々は理解しています。

投資家にとっての懸念には多くの場合、運用会社とのアライメント(利益の一致)の欠如、流動性の欠如、Jカーブ、キャピタル・コール、階層化された手数料体系、および報告の複雑性などが含まれます。<sup>8</sup> さらに、我々はオルタナティブのエクスポージャー自体も分散が必要であると考えており、投資家は集中リスクとビンテージ・リスクも考慮する必要があります。要約すれば、大部分の投資家がオルタナティブ投資にアクセス出来るようになりましたが、多くの場合、分散化したオルタナティブ資産のポートフォリオを運用する態勢が不十分であるため、そのような投資がパブリック市場よりもリスクが高いと認識しがちです。

本稿では「オルタナティブ資産」を、投資適格のクレジットから株式まで、リスク・リターンスペクトラムのあらゆる分野でリスク単位あたりの超過リターンを追求する、パブリック市場で取引される株式と債券に代わるものと定義しています。

8. 定義については、本書末尾の「用語集」をご参照。

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

これらの問題を対処する上で投資家が考慮すべき点

我々は、オルタナティブ資産とは何かを定義することから始まると考えます。我々は「オルタナティブ資産」を、単純にパブリック市場で取引される株式と債券に代わるものと定義しています。これには、投資適格のクレジット商品から株式まで、リスク・リターンスペクトラムのあらゆる分野でリスク単位あたりの超過リターンを追求するものが含まれます。

この視点で捉えなおすと、投資家はプライベート市場においても、パブリック市場と同様に、様々なリスクスペクトラムを探求出来ることが明白となると我々は考えます。重要な相違点は流動性です。ある程度の流動性の欠如を許容出来る投資家は、潜在的な超過リターンの源泉として、またポートフォリオ全体のボラティリティの緩和策として、プライベート市場における投資機会の恩恵を享受できると我々は考えます。

さらに、我々は「購入価格が重要である」という投資の基本原則を信じています。我々の見解では、資産を取得する際の価格は将来の成功を左右する重要な要素であり、意思決定プロセスにおいて欠かせない要素であるべきです。

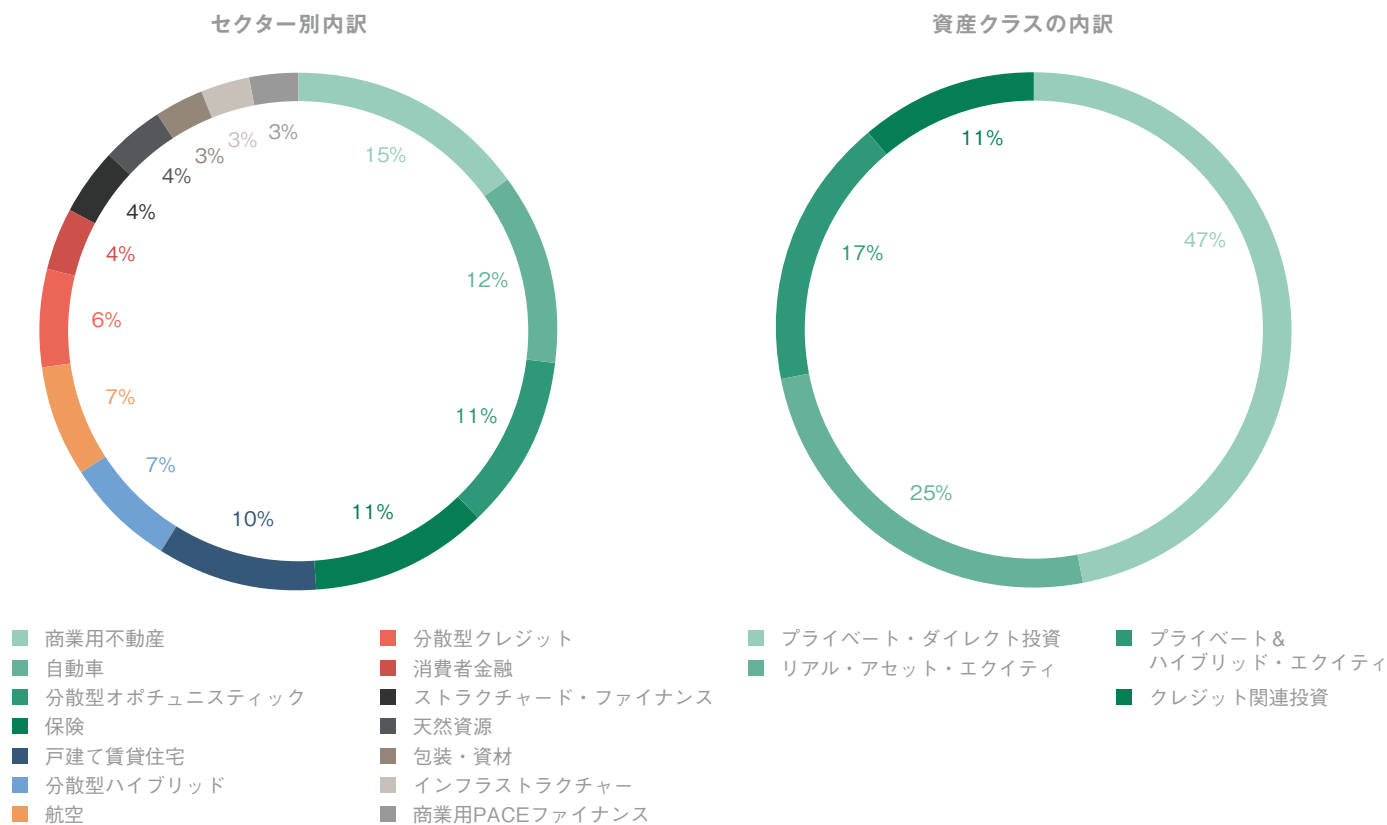
我々はオルタナティブ資産の定義と投資哲学に確信を持っています。そのため、プラットフォーム全体で投資家とともに自ら資金を投じることで、我々の利益と顧客である投資家の利益を一致させることができます。

さらに、総合的なポートフォリオを構築する際には、投資家はオルタナティブ商品にもエクスポージャーを持つべきです。具体的には、プライベート・エクイティ、ダイレクト・プライベート・レンディング、ハイブリッド・エクイティ、リアル・アセット・エクイティ、クレジット、そして共同投資機会へのアクセスを含め、パブリック市場の投資と同様に分散化する必要があります。また、インフラストラクチャー、金融サービス、天然資源、航空、商業用および住宅用不動産、自動車など、セクターや業界についても分散化を検討すべきです(図表12)。

オルタナティブ投資を検討する際に投資家が留意すべきその他の重要な要素として、市場の規模と成長ポテンシャルが挙げられます。例えば、2022年3月時点で伝統的なプライベート・エクイティ業界の運用資産

額は約3兆ドルであるのに対し、プライベート・クレジットの運用資産額は約1兆ドルとなります。<sup>9</sup> 一方、アポロが「ハイブリッド」と呼ぶスペシャル・シチュエーションは、まだ誕生して間もない資産クラスで、運用資産額は約2,000億ドルと比較的小規模です。業界のドライパウダー(未投資の待機資金)を見ると、プライベート・エクイティ分野では約8,300億ドル、プライベート・クレジットでは約3,500億ドルあるのに対し、スペシャル・シチュエーションはわずか520億ドルです。<sup>10</sup> 企業とスポンサーの間で、伝統的な普通株式やデット・キャピタルに代わる大規模で柔軟な資金に対するニーズはますます高まっており、この傾向は特に市場が低迷する局面で顕著です。これらのハイブリッド・ストラクチャード・エクイティおよびデットのソリューションに対する需要は供給を上回るペースで増加しており、当市場セグメントの大きな成長ポテンシャルを示唆しています。

図表12：新たな資産クラスとして、またはコア株式の代替として、オルタナティブ資産を分散化したポートフォリオに組み込むことで、潜在的なリスク調整後リターンの上昇が期待できる



出所：アポロのアナリスト。図表は説明のみを目的としており、提示されている例示的なポートフォリオ構成を含めることによっていかなる表明も行われません。

9. 出所：Preqin, 2022年3月1日現在の運用資産額のデータ、ドライパウダーのデータは2021年6月30日現在

10. 同前

本稿に含まれている情報は、教育目的のみに提供されており、財務や投資に関するアドバイスとして解釈されるべきではありません。また、投資決定を行なう際に本稿のいかなる情報にも依存すべきではありません。ここに表明されている意見および見解は、本稿の日付時点のMatt O'Maraとアポロのアナリストの意見と見解であり、変更される可能性があります。重要な開示情報については、本稿の最後をご参照ください。

これらのことを念頭に置き、我々はバランスの取れたオルタナティブ資産の基礎的なエクスポージャーを、新たなオルタナティブ資産クラスの中核要素として展開し、時間をかけて他のニッチなエクスポージャー（ベンチャー、インパクトなど）を追加することができると考えます。また、コア・エクイティの代替としてパブリック市場のベータと並行して展開することも可能です。

さらに、ポートフォリオにオルタナティブ資産を加える際には、投資家は資産配分と運用会社の選択を区別する必要があります。その主な理由は以下の二つです。(1)オルタナティブ分野ではリターンはばらつきが一律ではなく、プライベート・エクイティのような一部の資産クラスはばらつきが大きい一方、プライベート・クレジットはそれほどでもありません。(2)資産

## 用語集

**アルファ**：運用者のアクティブな努力によって生み出される投資のリターンを指し、同時に投資または戦略が市場のベンチマークのリターンを上回る能力を意味します。例えば、3%のアルファは、一定期間の投資のリターンが同期間の市場のリターンより3%高かったことを意味します。アルファは実質的に、アクティブ運用するポートフォリオ・マネジャーが戦略またはファンドのリターンに付加する、または損ねる価値を測定します。

**ベータ**：市場と比較したポートフォリオまたは証券のボラティリティとリスクを測定します。ベータは市場の変動に対する証券の感応度を測定します。ベータ値が1より大きければ、その証券は市場の上昇・下落よりも大きく上昇・下落します。ベータはポートフォリオのリターンのうち、(ファンドマネジャーによるアクティブな運用ではなく)市場要因によって生み出されているリターンがどの程度かを指す意味でも使われます。

**キャピタル・コール**：キャピタル・コールはゼネラル・パートナーが新しい投資対象を特定した時に、リミテッド・パートナーに対して出される資金提供の要求です。その資金源としてリミテッド・パートナーの出資約束金が必要で

**出資約束金**：ファンドの出資約束金とは、リミテッド・パートナーによる個別の投資金額全ての集合体です。出資約束金はファンドがリミテッド・パートナーからキャピタル・コールできる最大金額を意味します。

運用会社の規模とスケールは、投資機会の発掘・獲得能力から流動性の提供、ガバナンス要素に至るまで、さまざまな理由で極めて重要です。適切なパートナーを選ぶことが成功の鍵となります。

過去14年間にわたる前例のない金融緩和政策の終焉により、個人が退職後の資金のために投資すべき方法が根本的に変わりました。パブリック市場での超過リターンの不足により、投資家は潜在的なアルファの源泉となるオルタナティブ資産を探さざるを得ない状況が続くと考えます。同時に「金融の民主化」が投資家による伝統的な資産配分の再評価を促し、オルタナティブ分野で展開されている長期的トレンドに参加し、その恩恵を享受する絶好の機会が訪れていると我々は考えています。

**ドライパウダー**：ドライパウダー、またはキャピタル・オーバーハング (capital overhang) は、プライベート・エクイティによって調達された資金のうち、まだ投資されていない金額です。プライベート・エクイティ・ファンドは、一般的に全てのキャピタル・オーバーハングを時間をかけて確実に使い切るようにします。そうでない場合、ファンドマネジャーが運用に回さなかった資金について、投資家が手数料を払っていることになります。

**ゼネラル・パートナー**：ゼネラル・パートナーはパートナーシップの仕組みで構成されるオルタナティブ・ファンドを運用する投資家です。ゼネラル・パートナーは投資先の債務に対する責任を負います。

**保有期間**：保有期間とは、元の投資がエグジットするまでにかかる期間です。保有期間の違いにより、投資の税務上の扱いが異なります。

**非流動性プレミアム**：非流動性プレミアムは流動性のない資産から得られる追加のリターンです。この追加リターンは、簡単に売却または交換できない資産に資金を配分するリスクを補います。

**Jカーブ**：Jカーブはプライベート・エクイティ・ファンドの予測収益曲線です。Jカーブはプライベート・エクイティ・ファンドのリターンが最初の数年間はマイナスで、その後ポートフォリオの成熟とともにプラスとなることを予測しています。

**リミテッド・パートナー**：リミテッド・パートナー(LP)は、プライベート・エクイティ・ファンドの最も一般的な仕組みである米国のリミテッド・パートナーシップの共同所有者または投資家です。リミテッド・パートナーはゼネラル・パートナーのように事業の日々の運営には携わず、投資先の債務に対する責任は有限で、リミテッド・パートナーの出資額未満となります。

**運用報酬**：運用報酬は、日々のファンドの運營業務に対して、ファンドがゼネラル・パートナーに支払わなければならない金額です。

**時価総額**：時価総額、または「マーケット・キャップ」は、上場企業の価値です。企業の株価に発行済み株式数を乗じて算出します。

**ビンテージ**：ファンドのビンテージは、多額の資本がプロジェクトまたは企業に投資された最初の年と定義されます。

詳細は、[Apollo.com](https://www.apollo.com)をご覧ください。

## 重要な開示情報

本稿は参考和訳であり、英語原文と内容に相違があった場合は、英語版によるものとします。

本稿は教育のみを目的としており、リサーチとして扱われるべきではありません。Apollo Global Management, Inc. (その子会社を含む、以下「アポロ」)の書面による明示的な同意がない限り、本稿の全部または一部を他者に配布、送信、またはその他の方法で伝達することはできません。

本稿で表明されている見解および意見は、本稿の著者、動画の出演者およびアポロのアナリストの見解および意見であり、必ずしもアポロの見解および意見を反映しているわけではなく、予告なく変更される可能性があります。さらに、アポロおよびその関連会社は、本稿で表明された情報や見解と相反するポジション(ロングまたはショート)を保有、または相反する有価証券取引に携わる可能性があります。投資戦略が成功する保証はありません。過去の市場トレンドは、将来の市場動向や特定の投資の将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではなく、大きく異なる可能性があるため、依存すべきではありません。ここに含まれるターゲット配分は変更される可能性があり、達成される保証はなく、実際の配分はここに示されているものと大幅に異なる可能性があります。本稿は、アポロのサービスまたは商品の勧誘を構成するものではありません。本稿はアポロによる、またはアポロを代表して、いかなる個人に対しても有価証券の売買や投資戦略の採用を勧めるものではなく、有価証券の売買や投資戦略の採用の権利または契約の基礎を形成したり、それに付随したり、その一部を形成したりするものではありません。ここに記載された内容は、投資アドバイスや取引の推奨として解釈されるべきではありません。

本稿内の第三者のウェブサイトへのハイパーリンクは、読者の便宜のみを目的として提供されています。ここで議論されているトレンドが今後も続く保証はありません。別途明記のない限り、ここに含まれる情報は示され

た日付時点のものを提示しています。本稿は完全なものではなく、ここに含まれる情報は予告なく変更される可能性があります。アポロには、そのような変更のために本稿を更新する責任はありません。アポロは、ここに含まれる情報の公平性、正当性、正確性、合理性、完全性に関して、明示的か黙示的かを問わず、いかなる表明も保証も行わず、それによるいかなる責任も明示的に否認します。ここに含まれる情報は、会計、法律、税務に関するアドバイスや投資の推奨を提供することを目的としたものではなく、そのために依存するべきではありません。投資家は、かかる情報について、税務、法律、会計、またはその他のアドバイザーに相談するなど、独立した調査を行う必要があります。アポロは本稿受領者のために行動するものでなく、当社の顧客に提供される保護を提供する責任を負いません。

本稿に含まれる特定の情報は、本質的に「将来の見通し」である可能性があります。さまざまなリスクや不確実性により、実際の事象や結果は、そのような将来の見通しの情報に反映されている、または考慮されているものと大きく異なる場合があります。そのため、そのような情報に過度に依存すべきではありません。将来の見通しに関する記述は、「可能性がある(may)」、「そうなる(will)」、「する必要がある(should)」、「予想する(expect)」、「期待する(anticipate)」、「目標(target)」、「予測(project)」、「予想(estimate)」、「意図する(intend)」、「引き続き(continue)」、または「考える(believe)」などの用語と、その否定語、またはその他の変形、または同等の用語の使用によって特定される場合がありますが、これらに限定されません。

S&P500指数は、米国の最大規模の上場企業500社を時価総額で加重平均した指数です。S&P500は市場価値または時価総額で加重平均された指数で、より広範な米国株式市場の最も一般的なベンチマークの一つです。

追加情報は、リクエストに応じて提供される場合があります。