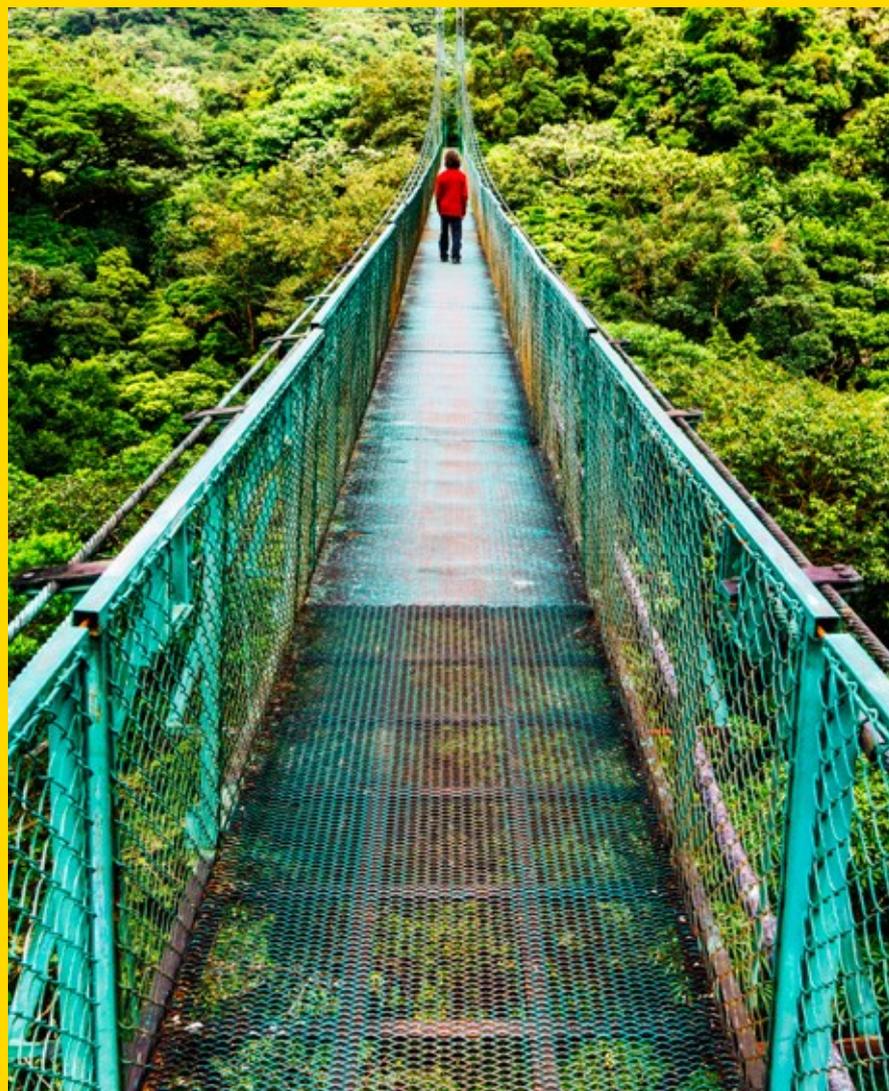


当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社が翻訳・編集したものです。ブラックロック全体、ないし当社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解と必ずしも一致するものではありません。本稿は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布はお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。

BlackRock[®]

サステナブル投資： 不確実な環境下 での耐性



不確実な 環境下での耐性（レジリエンス）

COVID-19（新型コロナウイルス感染症）危機は人々の健康、経済的な安定、日常の活動に甚大な影響をもたらし、これまでの生活様式をあらゆる面で見直す動きが急速に広がっています。政府や企業、投資家にとってはこうした環境下、過去数カ月にわたってみられたさまざまな耐性（レジリエンス）の原因を解明し、将来の危機に備えてそれをいかに強化していくかが重要な課題となっています。

世界の株式市場には、多くの地域でロックダウン（都市封鎖）が実施される以前から、今回の危機が深刻化する兆候が表れていました。2020年2月下旬の株価急落を端緒に、ダウ平均は1カ月で1万ドル超（34%）¹下落しました。資金需要が急増する一方、企業が休業を余儀なくされ、人々は外出制限を強いられたことで経済活動は急停止しました。こうした不安定な環境下で投資家は、ポートフォリオの耐性に寄与した特性を理解し、自身の投資に活用する方法を模索しています。

サステナブル投資をめぐる解釈の仕方はさまざまであり、実際にアセットオーナーやアセットマネジャーは複数の定義、意図、動機に基づいて資産運用を行うことが多々あります。ブラックロックではサステナブル投資についてシンプルに、次のように定義しています。伝統的な投資手法に環境、社会、ガバナンス（ESG）に関する知見を組み合わせることで、お客様の長期的な運用成績の向上を図る、というものです。サステナビリティをめぐる重要な課題に対する取り組みに優れた企業は、そうでない企業をアウトパフォームするだけの伸びしろがある、とブラックロックは考えています。サステナビリティを重視した経営のかじ取りを行う企業は、サステナビリティへの取り組みにさほど積極的ではない企業よりも逆風を乗り越え、良好なマーケットの環境下ではその恩恵を享受することができるでしょう。

1 出所：ブルームバーグ、期間は2020年2月20日～3月20日

投資家にとって 最大の関心事は、 なぜ耐性が 備わっているのか、 何が耐性をもたら しているのか ということです。

過去数カ月の市場の下落局面では、ブラックロックのこうした考えが試されることになりました。2020年1～3月期には世界中のサステナブル関連のプロダクトのリスク調整後リターンが相対的に良好でした。世界で幅広く分析に使われている代表的なサステナブル指数の94%が、それぞれの親指数をアウトパフォームしたのです²。短期間の動きだけで結論付けることはできませんが、この結果は、以前の調整局面でサステナブル戦略が示した耐性に通じるものがあります（詳細は、「サステナブル戦略のパフォーマンス」セクションをご参照ください）。これはブラックロックが2018年半ばから継続的に公表している調査結果とも符合しています。同調査は、サステナブル戦略がリターンの犠牲を伴うものではないこと、サステナビリティを組み入れたポートフォリオが耐性を兼ね備えていることを証明しています³。

投資家にとって最大の関心事は、なぜ耐性が備わっているのか、耐性をどのように説明するのか、ということです。

これまでのブラックロックの調査^{4, 5}では、耐性を示唆するクオリティや低ボラティリティといった伝統的なファクターとサステナビリティの相関が実証されています。また、サステナビリティに前向きに取り組む企業は他の企業よりも下落市場に強いと考えられます。

しかしながら、伝統的なファクターだけで企業の耐性を左右するすべての特性を説明することはできません。企業のさまざまなサステナビリティ特性や、そうした特性がパフォーマンスにどのような形で寄与しているかを分析することで、なぜサステナビリティが耐性の強化につながるのか、理解を深めることができます。「サステナブル・ファンドの耐性分析」の項で詳述しますが、ブラックロックの調査によると、日常生活に極めて深刻な影響を及ぼし、社会の変容を促している今回の危機では、顧客との良好な関係を長く維持する、あるいは確固たる企業文化を有する企業の業績が、より底堅く推移しています。

ESGファンドの優れたパフォーマンスをめぐっては当初、伝統的なエネルギー企業を相対的にアンダーウエイトにしていたことが寄与したなどというおぼろげな見方もありました。伝統的なエネルギー企業の株価は市場の下落局面で全般に比べて下げが大きかったからです。しかし、本レポートの分析および第三者の調査⁶によると、伝統的なエネルギー企業のアンダーウエイトは、多くのサステナブル・ファンドでこの期間にみられたアウトパフォーマンスにわずかに寄与したに過ぎません。

ブラックロックは、こうしたアウトパフォーマンスは、実際には従業員の満足度、顧客との強固な関係、取締役会の実効性をはじめとする、広範にわたるサステナビリティの特性によってもたらされたと考えます。市場の混乱と経済的な不確実性が高まっている状況下で、ブラックロックは、ESGの特性が市場の調整局面で耐性を示すとの確信を一段と強めています。

2 指数の一覧については、補足資料Cをご参照ください。

なお、検証期間および選択した株式ユニバースにより結果が左右されている可能性があります。また、検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短すぎる可能性があります。

3 BlackRock Investment Institute, "Sustainability: The bond that endures," (2019年11月)

4 BlackRock Investment Institute, "Sustainable investing: 'a why not' moment" (2018年5月)

5 同上

6 www.morningstar.com: Sustainable funds weather the first quarter better than conventional funds

市場の混乱と経済的な不確実性が高まっている状況下で、ブラックロックは、ESGの特性が市場の調整局面で耐性を示すとの確信を一段と強めています。

耐性の重要さを裏付けるもう1つの要素は、今回の危機下でのサステナブル関連の資産に対する投資家の選好です。投資家は、市場の混乱を受けてポートフォリオのリバランスを模索するなか、伝統的なファンドよりもサステナブルなファンドを、より好むようになっています。2020年1～3月期に、世界のオープンエンド型のサステナブル・ファンド（投資信託およびETF）に405億米ドルの新規資金が流入しました。前年比41%増の水準です。同期間における米国のサステナブル・ファンドへの資金流入額は、四半期ベースで過去最高の73億米ドルに達しました⁷。

市場の急落場面における資金流入は、サステナビリティ関連資産に対する投資家の選好の持続性を示唆しているとブラックロックは考えます。こうした資金の流れは、コロナ危機が起きる前に幾度となく指摘されていた懸念を払しょくするものです。その懸念とは、市場の急落時には投資家がサステナビリティにさほど重きを置かなくなるというものです。資金流入は短期間の事象であるとはいえ、2020年初めのBlackRock Investment Instituteの調査⁸にもあるとおり、投資家選好の変化が今回の危機により加速していることを示す重要な証左でもあります。そうした変化はサステナブル・ファンドの底堅いパフォーマンスをもたらしている主因ともいえます。

本レポートではESG指数とその親指数（非ESG指数）、ならびにESG関連の資産を組み入れているファンドとそれ以外のファンドのパフォーマンスの違いを分析しました。その結果、2020年の市場の下落局面ではESGを重視したポートフォリオがそうではないポートフォリオの多くをアウトパフォームしていることがわかりました。また、サステナビリティに関する重要課題を組み入れ評価するブラックロックのリサーチフレームワークを使って、サステナビリティに関連したさまざまなテーマを検証し、市場の下落局面での各テーマにおけるパフォーマンスを解析しました。その結果、顧客との関係の強さ、確立された企業文化、取締役会の実効性などのテーマで特に優れたパフォーマンスを示すことが明らかになり、今回の危機における耐性に関してさらなる知見を得ることができました。危機時におけるサステナブルなポートフォリオへの資産配分の増加や、サステナブル資産に対する投資家選好の構造的な変化についても分析を行っています。

7 この分析で用いたデータは、データプロバイダーのウェブサイト、ファンドの目論見書、プロバイダーのプレスリリース、プロバイダーの調査、ブルームバーグ、証券取引所、Strategic Insight Simfund、Windを含む多数の出所から取得。数値はすべて米ドルベース。資金フローは、月末時点で入手できる直近のデータに基づく日次ベースの純資産価値と発行済み株式数を用いて算出。相互上場商品については、主要上場市場の正味フローと資産を採用。データは2020年3月31日時点。

8 BlackRock Investment Institute, "Sustainability: The tectonic shift transforming investing"（2020年2月）

サステナブル戦略のパフォーマンス

前述のとおり、2020年1～3月期には、世界中のサステナブル関連プロダクトのリスク調整後リターンが相対的に良好でした。モーニングスターの調査によると、同期間に、サステナビリティ関連指数57本のうち51本のパフォーマンスが、親指数のパフォーマンスを上回りました。MSCIのサステナビリティ関連指数も17本のうち15本が、親指数をアウトパフォームしました。こうした傾向は地域や指数化の手法に関係なくあてはまるものです⁹、¹⁰。さらに、モーニングスターによると、サステナブル関連の投資信託の70%が、モーニングスターの各カテゴリーの上位50%に入るパフォーマンスを上げています¹¹。

3か月という短い期間の動きだけで結論付けることはできませんが、この結果はいくつかの理由から注目に値するものです。

01 この結果は、過去の下落局面でサステナブル戦略が示した耐性と符合するもので、サステナブル戦略に基づく運用は非サステナブル戦略をアウトパフォームするケースが多くみられます。

世界で広く分析に用いられている代表的な32のサステナブル指数¹²を対象に、2015年以降のパフォーマンスを非サステナブルのベンチマーク指数と比較しました。この分析によると、2015年から2016年、および2018年に生じた市場の大幅な調整局面で、サステナブル指数は非サステナブルのベンチマークをアウトパフォームする傾向が確認できました。次ページの図表1に示されているように、市場全般の調整場面でのサステナブル指数の下落率は非サステナブルのベンチマークに比べて小幅にとどまっています。2020年1～3月期には、分析の対象となったサステナブル指数のうち94%が非サステナブルのベンチマークをアウトパフォームしました。2020年3月下旬以降の市場全般の回復局面でもこうした傾向が持続しているのか検証したところ、この耐性は持続していることがわかりました。2020年1月1日～4月30日の期間に88%のサステナブル関連のファンドが非サステナブルのファンドをアウトパフォームしています。

02 最近の調整局面は、マーケットの混乱が深刻であったゆえに、こうした耐性が持続しているかどうかを判断するうえで最も重要な試金石となりました。

03 今回の結果は、サステナブル戦略の遂行にはリターンの犠牲が伴うとの主張に対する反証でもあります。マーケットのさまざまな局面における調査の結果は、ブラックロックによるこれまでの調査結果と符合するものです。サステナブル戦略は必ずしもリターンの犠牲を伴うものではなく、耐性を兼ね備えており、投資家に良好なリスク調整後リターンをもたらすことが可能、とのブラックロックの見方を裏付けています¹³。

9 Morningstar.com:
How did ESG Indexes fare
during the first quarter sell-off?

10 msci.com:
MSCI ESG Indexes during the
coronavirus crisis

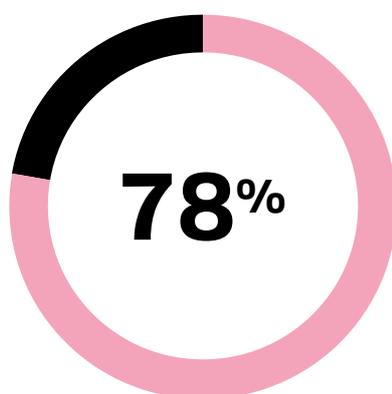
11 Morningstar.com: Sustainable
funds weather the first quarter
better than conventional funds

12 補足資料Cをご参照ください。

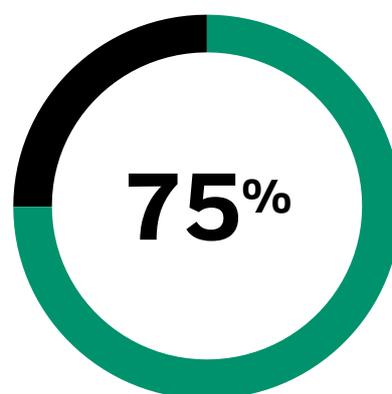
13 BlackRock Investment Institute,
"Sustainable investing: a 'why
not' moment" (2018年5月)

2020年1-3月
期には、今回の分
析対象となったサ
ステナブル指数の
うち94%が、親
指数をアウトパ
フォームしました。

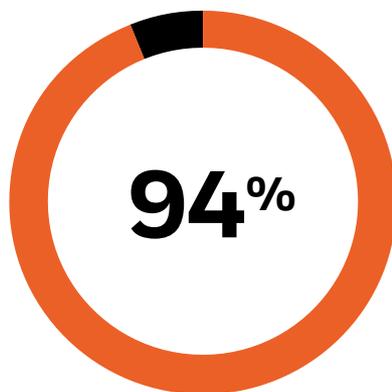
図表1：市場の下落局面で親指数をアウトパフォーマンスした
サステナブル指数の割合



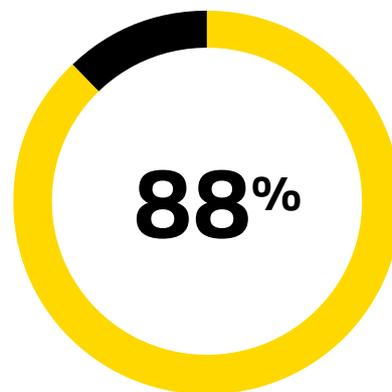
中国ショックと原油暴落
(2015年7月21日～2016年2月11日)



FRBの金融引き締め政策
(2018年9月20日～2018年12月24日)



新型コロナウイルス危機
(2020年1-3月期)



2020年以降

出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記は例示のみを目的としています。世界で広く分析されている32の代表的なサステナブル指数と非サステナブルの指数を対象としています。指数は説明のために使われているものであり、いかなるファンドのパフォーマンスを示すことを意図するものではありません。指数に直接投資することはできません。

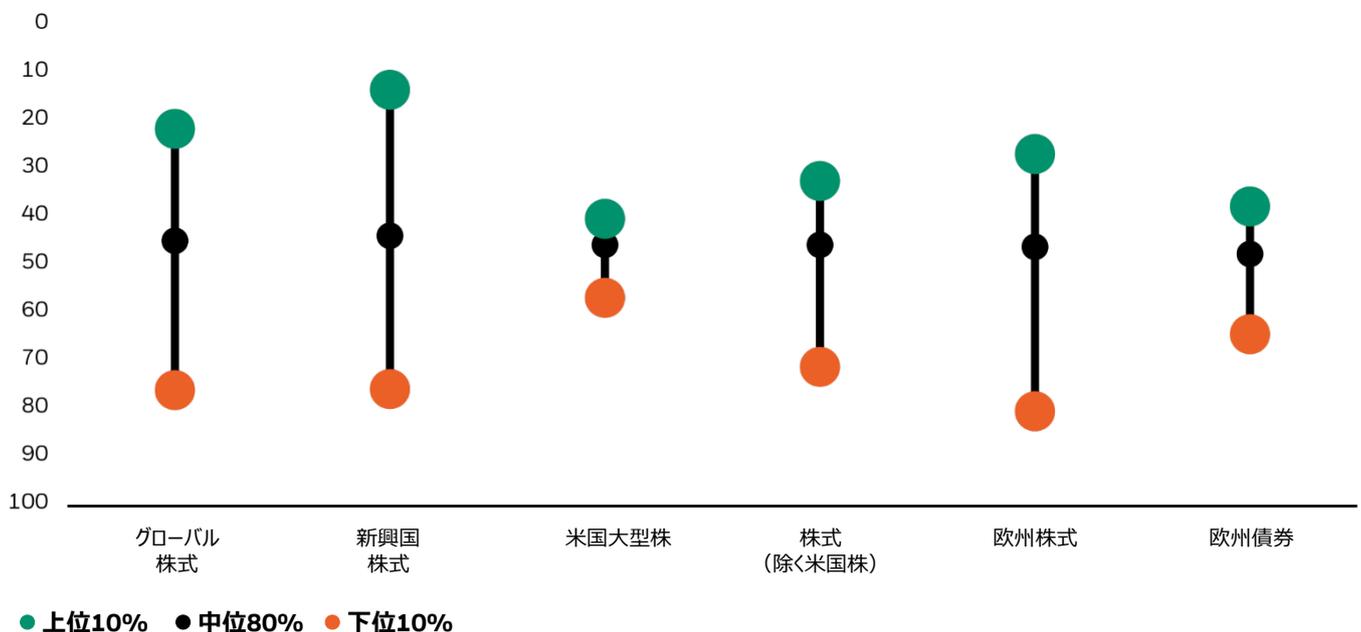
モーニングスターの サステナビリティ・ レーティングによる スコアが上位10%の オープンエンド型ファン ドは、スコアの低い (下位10%の) ファンドを大きくアウト パフォーマンスしていること がわかりました。

サステナビリティ指数のパフォーマンスだけでなく、実際の運用でもサステナビリティは有効なファクターとして機能しているのでしょうか。モーニングスターのサステナビリティ・レーティングによるスコアが上位10%のオープンエンド型ファンドは、スコアの低い（下位10%の）ファンドを大きくアウトパフォーマンスしていることがわかりました。図表2は、オープンエンド型ファンド6,759本の2020年1～3月期における、モーニングスターの資産カテゴリーごとのサステナビリティ・ランキング上位のファンドと下位のファンドのパフォーマンスを比較したものです。各カテゴリーのサステナビリティ・ランキング上位10%のファンドは平均的に、2020年1～3月期のリターンでも各カテゴリーの上位50%に入っていることがわかります。一方、サステナビリティ・ランキング下位10%のファンドは、リターンでも最下位近辺に位置する傾向が読み取れます。

例えば、グローバル株式では、サステナビリティ・ランキング上位10%のファンドの2020年1～3月期のリターンは平均で上位29パーセンタイルでした。一方、サステナビリティ・ランキング下位10%のファンドのリターンは76パーセンタイルに位置しています。こうしたパフォーマンスの格差はあらゆる地域や資産クラスにおいて歴然としたものです。特に新興国株式ではこの開きが大きく、サステナビリティ・ランキングで上位10%のファンドのパフォーマンスは上位21パーセンタイル近辺に位置し、サステナビリティ・ランキングが下位10%のファンドは76パーセンタイルに位置しています。

図表2：カテゴリー別の平均パフォーマンス・ランキング（2020年1～3月期）

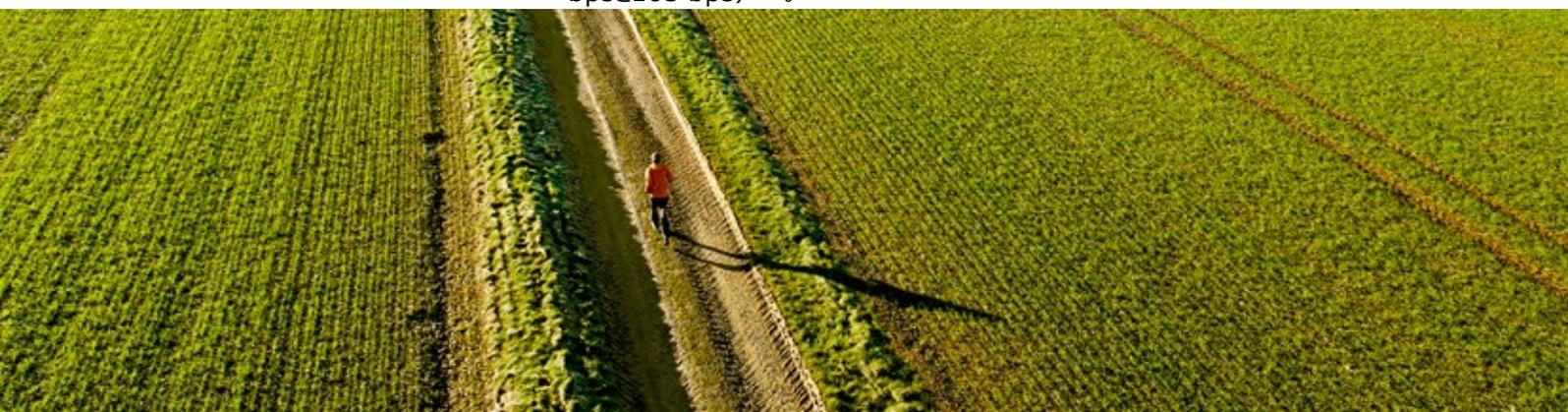
各カテゴリーでのサステナビリティ・ランキング上位10%ファンドと下位10%ファンドの比較



出所：ブラックロック、モーニングスター、2020年5月11日現在。過去の運用実績は将来の結果を示唆するものではありません。カテゴリー別の比較は、例示のみを目的としており、同じ投資ユニバースの全ファンドを比較しているものではなく、また、ファンドのすべての特性を比較しているものでもありません。

アウトパフォーマンスとエネルギー・セクター

重要なのは、サステナブル資産の耐性は伝統的なエネルギー企業のアンダーウエイトだけでは説明がつかないということです。換言すれば、エネルギー銘柄の大幅な下落は、ESGファンドの良好なパフォーマンスの一部を説明しているにすぎません。モーニングスターが26本のサステナブル・ファンドを調べたところ、エネルギー・セクターのアンダーウエイトによる良好なパフォーマンスへの寄与は米国株式ファンドの場合、平均で43ベース・ポイント (bps)、米国を除く先進国株式ファンドでは28 bps、新興国ファンドでは24 bpsでした。一方、それを上回る効果が「銘柄選択」によってもたらされていることがわかりました。すなわち、こうしたファンドはサステナブル関連の取り組みに積極的な企業を多く組み入れていたのです。このような銘柄選択効果は、米国株ファンドだとエネルギー・セクターと同程度（アウトパフォーマンスへの寄与は45 bps）にとどまりましたが、米国以外の先進国株式と新興国株式のファンドでは際立つものとなりました（それぞれ、144 bpsと105 bps）¹⁴。



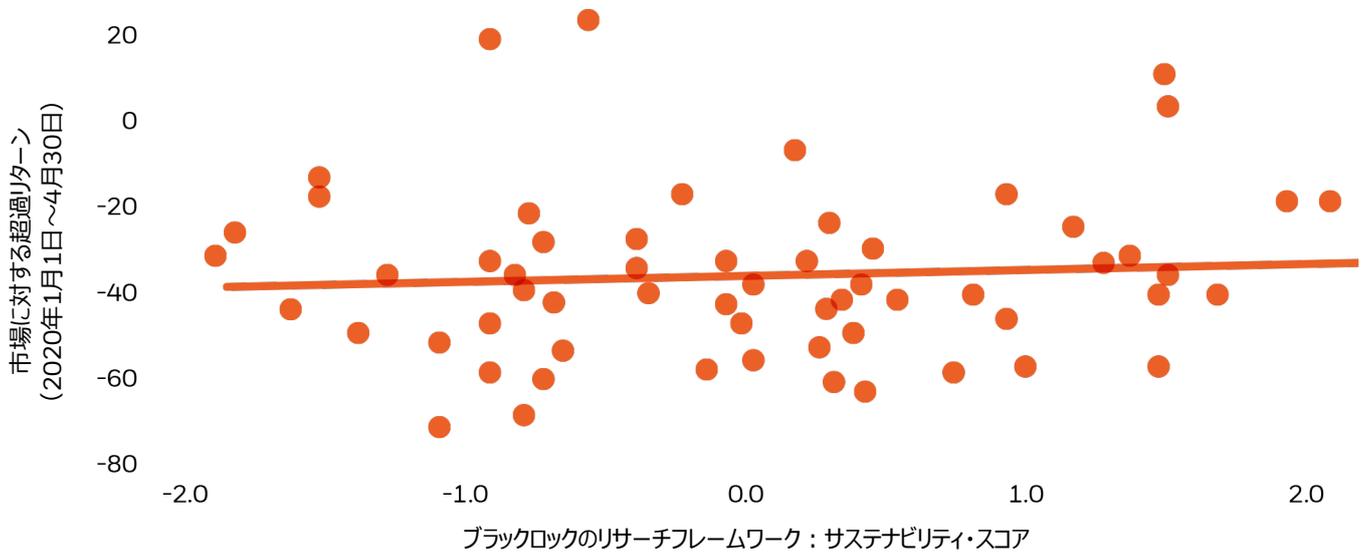
このアウトパフォーマンスについて理解を深めるために、ブラックロックは、サステナビリティがエネルギー・セクター内のパフォーマンスにどのような影響を与えているか分析を行いました。2020年1月1日～同年5月1日までの累積パフォーマンスを調べたところ（この調査により、市場回復局面でのパフォーマンスも確認することができました）、エネルギー・セクターにおいてサステナビリティとパフォーマンスの間に相関がみられました（図表3参照）。石油・ガス業界を構成する各業種でも、こうした相関があります。例えば、優れたサステナビリティ特性を有する総合石油・ガス企業が、アウトパフォームした可能性が高いことを示しています。

エネルギー価格の暴落を受けて、原油価格の動きとロングショート型サステナブルポートフォリオ（シミュレーション・ポートフォリオ）のパフォーマンスとの関係も調べました。それによると、マーケットの指数に連動する部分のリターンを除いて、両者に有意な関係を見出すことはできませんでした（シミュレーション・ポートフォリオの構築に関する詳細は「耐性の要因の検証」の項をご参照ください。原油価格に関する分析は補足資料Bをご参照のこと）。

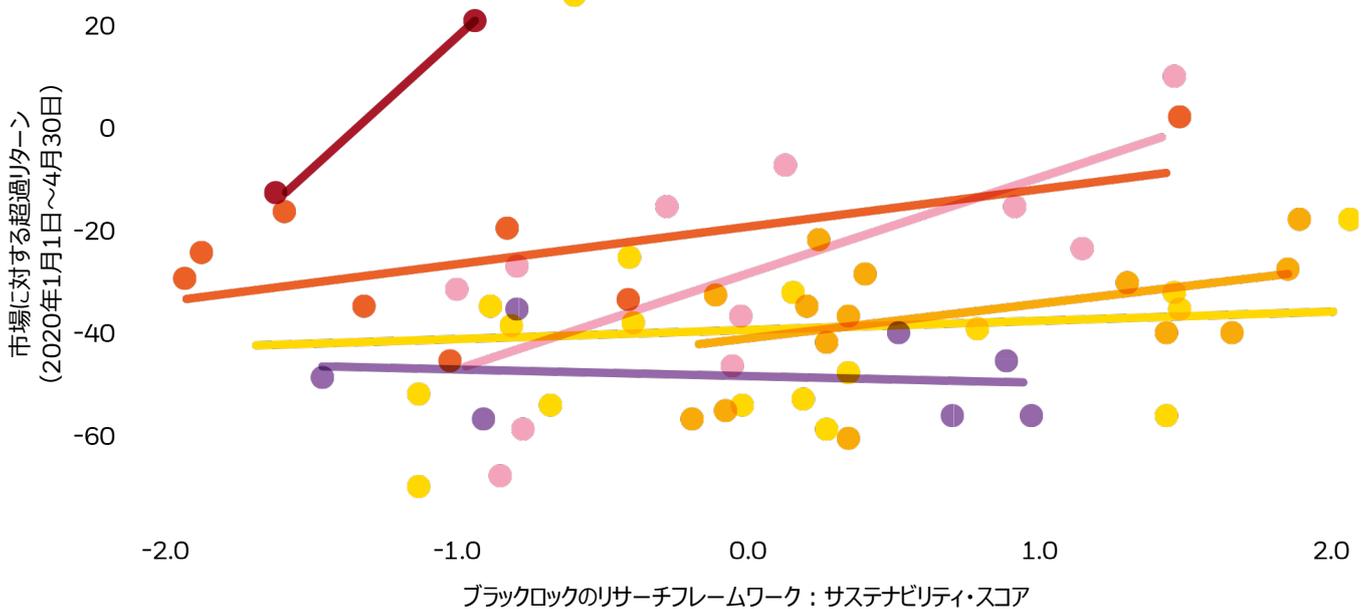
14 Morningstar.com:
sustainable funds weather
the first quarter better than
conventional funds

エネルギー・セクターと同関連セクターにおけるサステナビリティ・スコアとパフォーマンスの相関

図表3A：エネルギー・セクター



図表3B：エネルギー関連セクター



- 総合石油・ガス
- 石油・ガス装置・サービス
- 石油・ガス精製・販売
- 石油・ガス貯蔵・輸送
- 石油・ガス探査・開発
- 石油・ガス掘削
- 石炭・消耗燃料

出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上図はMSCI Worldのエネルギー・セクターおよびエネルギー・サブセクターのパフォーマンスとサステナビリティ・スコアの相関関係を調べたものです。分析期間は2020年1月1日～2020年4月30日に限られており、分析期間や市場環境が異なれば、異なる結果となる可能性があります。この分析はブラックロック独自のサステナビリティ・スコアリング手法に基づいており、サステナビリティ・スコアリング手法が異なれば、結果は変わる可能性があります。

多くの情報を
持つ投資家は、
より有利な立場
でリスクを評価で
きます。

サステナブル・ファンドの耐性分析

サステナブル・ファンドが危機下でアウトパフォームする傾向を示す理由、そしてESGを重視する企業とESGへの取り組みが遅れている企業の間のパフォーマンスの違いが生まれる原因を理解するには、さまざまなサステナビリティ特性がいかにパフォーマンスを押し上げるかを分析することが重要です。この項では、サステナブル戦略の耐性がサステナビリティに関連するさまざまなファクター（ブラックロックのフレームワークではこれをディスクリプターと呼んでいます）のマテリアリティ（経済的重要性）から生まれることを説明します。この根底にあるのは、サステナビリティ・ファクターへのエクスポージャーをとることによって、長期的にはより良いリスク調整後リターンを得る可能性があるとの考え方です。

ブラックロックのアプローチの概要

ブラックロックの研究フレームワークは、マテリアリティという考え方に基づいて構築されています。すなわち、どうすればサステナビリティ特性を数値化し、投資に活用できるかという観点から分析します。

サステナブル投資の根底には、GAAP（米国の会計基準）あるいはIFRS（国際会計基準）のような従来の財務会計基準に頼っていても、投資家は重要課題の全体像、つまり、企業が直面するすべてのリスクおよび機会を把握することはできない、との考え方があります。多くの情報を持つ投資家は、より有利な立場でリスクを評価できます。こうした優位性は将来の運用の成果にかかわる不確実性が高まり、市場にストレスがかかっている局面では特に重要なものです。

15 ディスクリプターの一覧については補足資料Dをご参照ください。

ブラックロックの分析はサステナビリティに関わるさまざまな重要課題に着目する15の「ディスクリプター」¹⁵に依拠するもので、各ディスクリプターと企業の長期見通しとの関連性を解明することを目指しています。ディスクリプターには次のようなものがあります。

企業利益に影響し得る 規制面の課題

監査、税務およびリスク管理
ディスクリプターによって、脆弱な
サイバーセキュリティ管理より発生
する可能性のある制裁金につい
て知ることができます。

消費や投資行動の 構造的変化

クリーンテクノロジー・ディスクリ
プターによって投資家は、環境に配
慮した製品およびサービス（エネ
ルギー効率の良い輸送手段等）に
対する需要の高まりを知ることが
できます。

企業の無形資産の バリュエーション

人材管理ディスクリプターは、従
業員の定着率および満足度を測
定します。

このように、ディスクリプターは、市場での価格に十分に織り込まれていない企業の長期成長見通しの修正を示唆するものです。Shiller（1980年）¹⁶および後にCampbell and Shiller（1988年）¹⁷が提唱した市場の価格決定に関する仮説によると、株式市場は、成長率予想の修正よりも、投資家の抱く恐怖や熱狂といった市場の非効率性を生み出す要因に反応して変動することが多いとされます。市場にこのような非効率性が存在するゆえ、サステナビリティに関連する情報が今日だけでなく、危機の後も金融市場における価格形成には効率的に反映されないのです。こうした点はブラックロックの以前の調査¹⁸で検証したとおりです。

- 16 Shiller, R. J. (1980年)。The use of volatility measures in assessing market efficiency (No. w0565)、全米経済研究所
- 17 Campbell, J. Y. and Shiller, R. J. (1988年)。The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors. The Review of Financial Studies, 1(3), 195-228
- 18 BlackRock Investment Institute, "Sustainability: The tectonic shift transforming investing" (2020年2月)

危機時には株式市場におけるバリュエーションの低下が予想成長率の急激な落ち込みに輪をかけることで、再評価の動きが加速します。コロナウイルスによってもたらされた危機では、従業員の健康、サプライチェーンの耐性、顧客にとって公正な価格設定といったサステナビリティの課題をめぐって、これらに対処する態勢が整っている企業とそうでない企業の間で格差が生じました。こうした変化を予測し捕捉していたディスクリプターのパフォーマンスが、危機下ではより大きな耐性を示すとブラックロックでは予想しています。



耐性の源泉の検証

これらを検証するため、ブラックロックはサステナビリティの各ディスクリプターについて1つずつ、合計15のシミュレーション・ポートフォリオを構築しました。例えば、取締役会の実効性がリターンに及ぼす影響を検証するポートフォリオ、エネルギー管理の影響を検証するポートフォリオ、などです。各ディスクリプターのポートフォリオは、他のディスクリプターによる影響を排除して評価します。さらに、15の全てのディスクリプターを包含したサステナビリティ評価を知ることのできるポートフォリオも構築しました。ブラックロックはこれらのディスクリプターを作り出すにあたり、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）を含めてさまざまな第三者プロバイダーのデータを利用しながら独自の分析を試みました。

シミュレーション・ポートフォリオの構築

- 01** MSCI World指数をユニバースとして使用します。
- 02** Markowitzの平均分散アプローチを適用した効率的フロンティア上のポートフォリオを基本とし、期待リターンの代わりにディスクリプター・スコアを使用します。実際の運用で使用するリスクモデルを使いリスク値のコントロールを行います。
- 03** 2019年12月31日時点でディスクリプター・スコアが大きくプラスとなっている企業をロング、大きくマイナスとなっている企業をショートにします。
- 04** セクターに対するエクスポージャーはニュートラルとし、各セクターのロングおよびショートポジションは差し引きでゼロとします。
- 05** マーケット・ニュートラルのポートフォリオであるため、ポートフォリオのパフォーマンスは市場に対する超過リターンとなります。
- 06** すべてのポートフォリオのリスク値を等しく設定します（推定リスク 1%）。
- 07** ポートフォリオは、親指数構成銘柄のサステナビリティ・スコア（2019年12月31日時点）に基づいて構築しました。2020年1月1日に投資し、同年4月30日まで保有すると仮定しています。

15の全てのディスクリプターを包含した総合ポートフォリオについては、ユニバースにおける各企業について、15にわたるディスクリプターごとにスコアを付与し、各ディスクリプターにはセクター別のマテリアリティに従ったウェイト付けを行います。その結果、総合ポートフォリオのウェイトは、各構成銘柄に付与されたディスクリプターのスコア全般に基づいて決められます。各セクターのロングおよびショートポジションは差し引きでゼロとします。

こうした方法でポートフォリオのウェイトを決めるのは、ESGの課題がすべてのセクターにとって重要であるものの、セクターごとにその重要性が異なるためです。エネルギーの生産および管理に関連する環境の課題は、サービスセクターよりも製造業セクターにとってはるかに重要なものです。一方、従業員の満足度や定着率といった課題は、高度なスキルや先進的なテクノロジーを必要とするセクターに大きな影響を与えます。



このようなセクターによる違いを考慮するためにはまず、ディスクリプターのウェイト付けを各セクターにおける相対的な重要度に従って適切に行います。そのうえで、ブラックロックのサーチフレームワークの下、ディスクリプターを合計して最終的なスコアを作成する必要があります。例えば、金融セクターの企業については炭素を大量に排出・消費することは考えにくいいため、環境課題に関するウェイトは小さくなり、反対に社会やガバナンス課題に関するウェイトが大きくなります。こうしたウェイト付けのスキームは、米国サステナビリティ会計基準審議会（SASB）がマテリアリティ・マップとして公表しています。ブラックロックのフレームワークはSASBのマテリアリティ・マップ®に示された考えに依拠していますが、データを追加することで拡充を図っています。

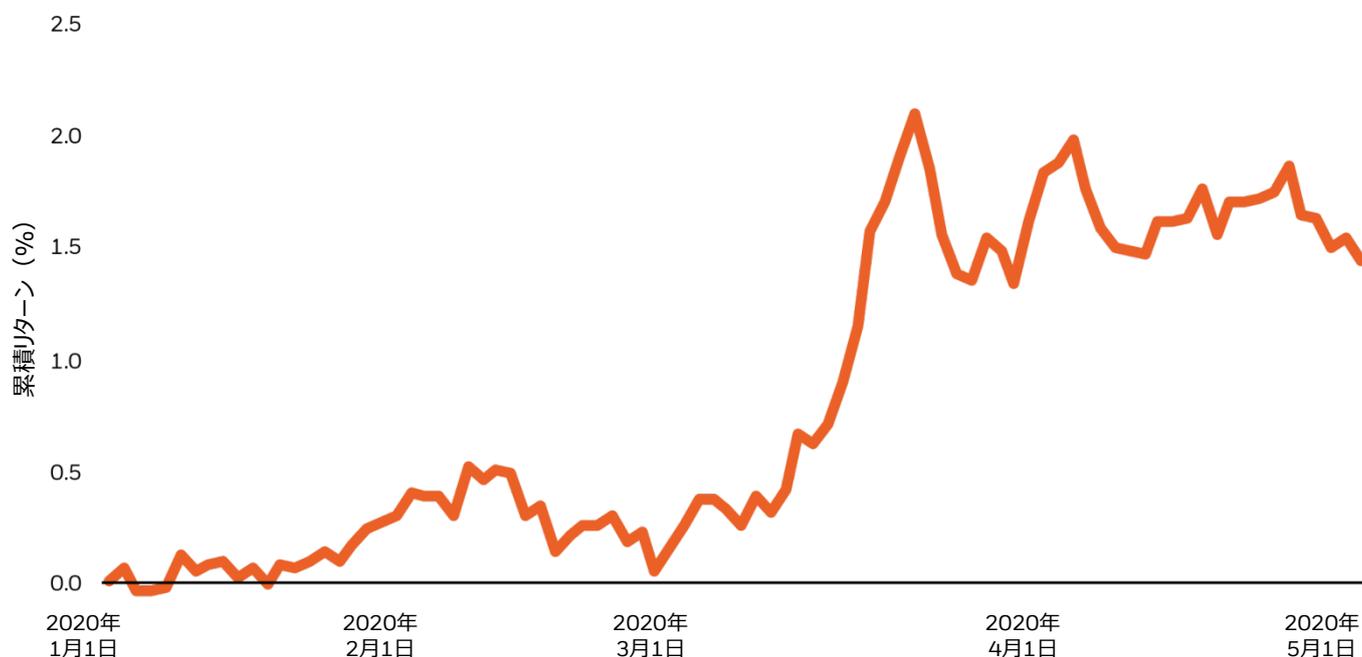
ポートフォリオ構築においてこうした点を考慮すれば、リターンがセクターあるいはマーケットのパフォーマンス、その他の既存のスタイル・ファクターよりもむしろ、ディスクリプターの示す重要課題に起因するものと確認することができます。なお、信頼性の高いサステナビリティ・データが特定の地域に集中するため、新興国株式は分析対象から外しました。

ブラックロックの分析で以下の点が明らかになりました。

- 15の全てのディスクリプターを包含した総合ポートフォリオ（シミュレーション・ポートフォリオ）は、2020年1月1日～同年4月30日までに1.5%のリターンを生み出した（2.1%の年率換算リスクに対して4.6%の年率換算リターン）。
- 同期間において、15のディスクリプターのうち11のディスクリプターに基づくポートフォリオのリターンがプラスになりました。これは前述したサステナブル・ファンドが過去に示した耐性に合致するものです。
- 今回の下落局面では、企業にとって最も重要な課題とされたディスクリプターがより強い耐性を示しました。取締役会の実効性（同期間に2.4%）などがバナンズに関連する課題、顧客との関係（同期間に1.7%）といったステークホルダーに関連する課題に基づくポートフォリオは、比較的高いリターンを示しました¹⁹。

19 すべてのディスクリプターの分析については補足資料Aをご参照ください。

図4：累積リターン：ロングショート型のシミュレーション・ポートフォリオ



出所：上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。これは仮想ポートフォリオであり、構築方法は以下のとおりです。MSCI Worldを親ユニバースとして採用し、ブラックロックのリサーチフレームワーク・スコアに従って、サステナビリティ・スコアが大きくプラスとなっている銘柄をロングとし、スコアが大きくマイナスとなっている銘柄をショートとするポートフォリオを構築しています。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数のパフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～同年4月30日まで）および選択した株式ユニバース（MSCI World）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短すぎる可能性があります。ブラックロックはMSCI Worldポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

ブラックロックは、サステナビリティ・スコアの高い発行体による債券のポートフォリオのリターンを、低スコアの発行体による債券のポートフォリオと比較しました。

債券にみられるサステナビリティの耐性： セクター別分析

サステナブル特性は債券市場の価格に織り込まれるはず、ともブラックロックでは考えています。ブラックロックのサステナビリティ評価によって発行体の株式（ひいては支払能力）の長期的な成長見通しの明るさを示すことができるのであれば、発行体の債務返済能力を予測することも可能はずです。その結果、最上位の企業と最下位の企業の間、長期にわたってクレジット・リターンの差が生ずると予想されます。この差は、市場の暴落時には特に顕著となるでしょう。

この仮説を検証するために、サステナビリティ・スコアの高い発行体による債券のシミュレーション・ポートフォリオのリターンを、低スコアの発行体による債券のシミュレーション・ポートフォリオと比較しました。

01 投資可能なユニバースは、Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Indexに含まれる債券のうち、5～10年のスプレッド・デュレーションを持ち、しかもブラックロックのサステナビリティ・リサーチフレームワークでカバーされている社債としました。流動性を考慮し、カーブの中程を選んでいきます。

02 世界産業分類基準（GICS）の各セクターについて、ブラックロックのリサーチフレームワークによるサステナビリティ・スコアが高い債券、サステナビリティ・スコアが中程度の債券、サステナビリティ・スコアが低い債券の3つに区分しました（2019年12月31日時点のスコアを使用）。

- 株式のセクター分類で最も一般的に使われているGICSを使用します。GICSを使用することで、債券に関する調査結果を株式の結果と比較することが可能になります。
- GICSの金融セクターは除外しました。金融セクターの発行は発行体リスクと必ずしも一致しないことが多く、調査結果を歪める可能性があるためです。

03 2つの時価総額加重ポートフォリオを構築しました。1つは高スコアの発行体、もう1つは低スコアの発行体の債券をそれぞれ対象にしたものです。各時価総額加重ポートフォリオは2019年12月末に構築し2020年4月末まで保有すると仮定しました。

04 これらのポートフォリオのパフォーマンス測定を2020年1月1日～同年4月30日まで行いました。

最上位のポートフォリオのクレジット・スプレッド・リターンのパフォーマンスは最下位のポートフォリオのリターンに対し、市場全体でほぼプラスになることがわかりました。調査期間における累積リターンは、8つのセクターでプラス、1つで中立、そして1つでマイナスとなりました（図表5）。

図表5：仮想債券ポートフォリオにおけるサステナビリティの影響の検証

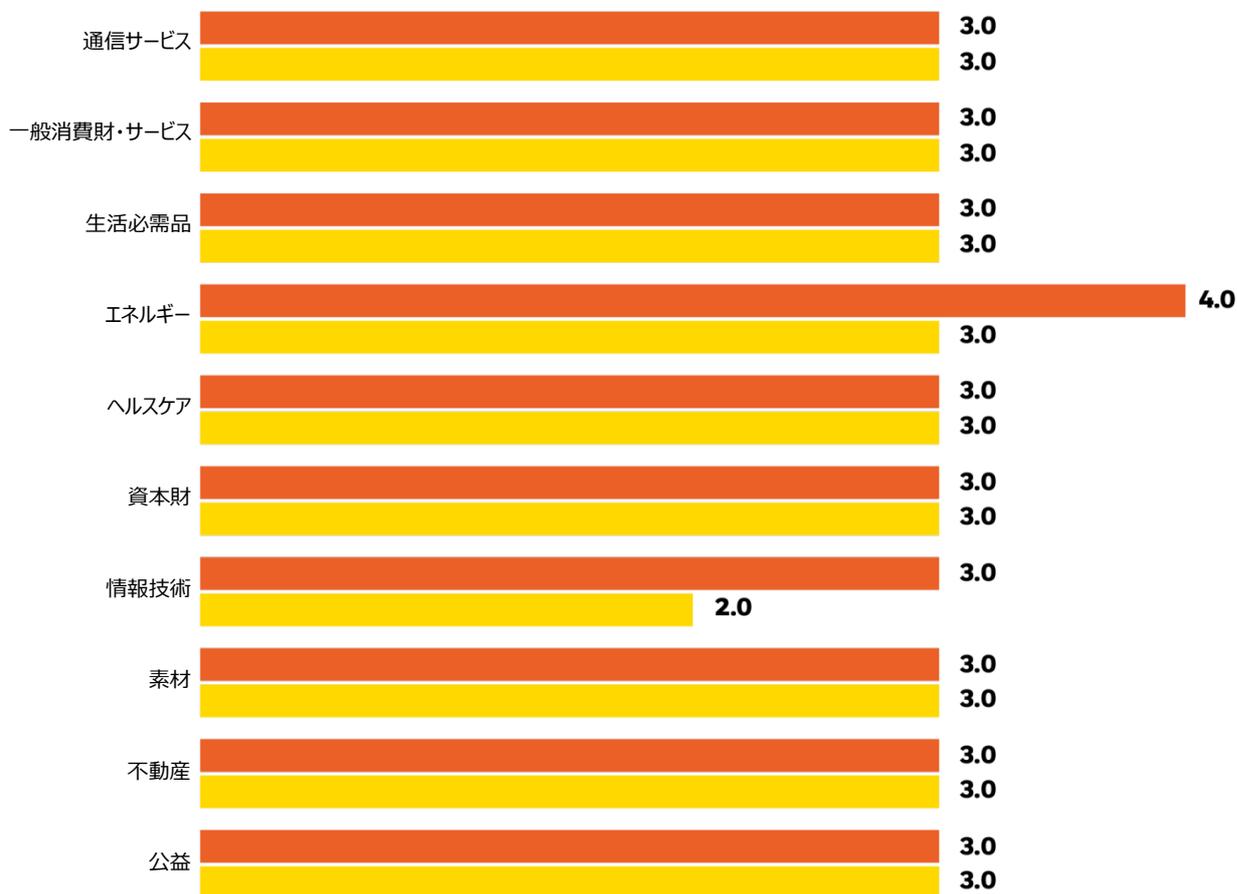
市場セクター	ブラックロックの評価でサステナビリティ・ランクが最下位のポートフォリオ、	ブラックロックの評価でサステナビリティ・ランクが最上位のポートフォリオ、	パフォーマンスの差異
通信サービス	-11%	-8%	● 3%
一般消費財・サービス	-15%	-18%	● -3%
生活必需品	-11%	-8%	● 3%
エネルギー	-29%	-23%	● 6%
ヘルスケア	-9%	-8%	● 2%
資本財	-14%	-11%	● 3%
情報技術	-11%	-6%	● 5%
素材	-17%	-11%	● 6%
不動産	-15%	-13%	● 2%
公益	-10%	-11%	● <1%

出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。これらは仮想ポートフォリオであり、Bloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexを親ユニバースとして採用し、ブラックロックのサステナビリティサーチフレームワークの下で、発行体をサステナビリティ・スコアに基づき3つのサブセットに分類し、3つの時価総額加重ポートフォリオを構築しました。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数パフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～同年4月30日まで）および選択した債券ユニバース（Bloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Index）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短過ぎる可能性があります。ブラックロックはBloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

この結果は、伝統的なクレジットクオリティの評価基準である信用格付の差異では説明できません。次の図は、サステナビリティ・スコアの高いポートフォリオと低いポートフォリオの信用格付が類似していることを示しています²⁰。これは、サステナビリティに関する課題が発行体にとって重要な非財務情報であるというブラックロックの仮説を裏付けるものです。

20 S&P格付は以下の数字で示しています。AAA=1、AA=2、A=3、BBB=4、BB=5

図表6：格付



■ 低 ■ 高

出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。これらは仮想ポートフォリオであり、Bloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexを親ユニバースとして採用し、ブラックロックのサステナビリティリサーチフレームワークの下で、発行体をサステナビリティ・スコアに基づき3つのサブセットに分類し、3つの時価総額加重ポートフォリオを構築しました。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数パフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～同年4月30日まで）および選択した債券ユニバース（Bloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Index）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短過ぎる可能性があります。ブラックロックはBloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

セクター別パフォーマンスの概観

下記の表は、ブラックロック独自のサステナビリティ・スコアに基づく、株式および社債のグローバルセクター別パフォーマンスの概要を示しています。6つのセクターで、ブラックロックのアプローチに基づくサステナブル特性が、株式および債券双方の投資家にプラスの結果をもたらしており、2020年1～3月期の市場下落に対する耐性があったことがわかります。3つのセクターでは、株式と債券の投資家は異なる反応を示しました。例えば不動産セクターでは、REITの価格がサステナビリティ・スコアと負の相関関係にありました。一方、債券のスプレッドとは弱い負の相関関係がみられました（スプレッド・リターンはプラス）。

図表7：株式および債券の仮想ポートフォリオに対するサステナビリティの影響の検証

セクター	株式	社債
生活必需品	● プラス	● プラス
公益	● プラス	● 中立
金融	● プラス	該当なし
一般消費財・サービス	● マイナス	● マイナス
エネルギー	● プラス	● プラス
資本財	● プラス	● プラス
素材	● プラス	● プラス
不動産	● マイナス	● プラス
ヘルスケア	● プラス	● プラス
情報技術	● プラス	● プラス
通信	● 中立	● プラス

出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。「株式」の列はMSCI Worldを親ユニバースとして構築したシミュレーション・ポートフォリオで、ブラックロックのリサーチフレームワーク・スコアに従って、サステナビリティ・スコアが大きくプラスとなっている銘柄をロングとし、スコアが大きくマイナスとなっている銘柄をショートとするポートフォリオを構築しています。「社債」の列は、Bloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexを親ユニバースとして構築したシミュレーション・ポートフォリオで、ブラックロックのサステナビリティ・リサーチフレームワークの下で、発行体をサステナビリティ・スコアに基づき3つのサブセットに分類し、3つの時価総額加重ポートフォリオを構築しました。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数パフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～同年4月30日まで）および選択した有価証券ユニバース（MSCI WorldまたはBloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Index）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短過ぎる可能性があります。ブラックロックはBloomberg Barclay's Global Aggregate Corporate Bond Indexポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

危機下での投資家選好の高まり

サステナビリティへの移行は長期にわたって継続するものであり、しかもそれはまだ始まったばかりであるとブラックロックは考えています。移行は長期にわたるため、市場はまだその影響を完全には織り込んでいません。サステナビリティの潮流は現在のパンデミックの状態や回復期を経て、アフターコロナの時代にも続くでしょう²⁰。

前述したとおり、投資家は、ポートフォリオにおけるサステナブル関連資産への資金配分を増やすという長期にわたるコミットメントを維持しています。2020年1～3月期には世界のサステナブル・ファンドに405億米ドル²¹の新規資金が流入し（前年同期比41%増）、米国のサステナブル・ファンドへの資金流入額は73億米ドルに達しました。この数字は米国のサステナブル・ファンドへの四半期の流入額としては過去最高で、2019年通年の流入額の半分超の規模です。

サステナブルETFはETF全体のわずか1%を占めるに過ぎませんが²²、業界全体の資金フローに大きな影響を与えています。3月には伝統的なマネーマーケットファンドから10%の資金が流出しましたが、同時期にサステナブル・ファンドの運用資産は12%増加しました²³。

20 BlackRock Investment Institute, "Sustainability: The tectonic shift transforming investing." (2020年2月)

21 この分析で用いたデータは、データプロバイダーのウェブサイト、ファンドの目論見書、プロバイダーのプレスリリース、プロバイダーの調査、ブルームバーグ、証券取引所、Strategic Insight Simfund、Wind を含む多数の出所から取得。数値はすべて米ドルベース。資金フローは、月末時点で入手できる直近のデータに基づく日次ベースの純資産価値と発行済み株式数を用いて算出。相互上場商品については、主要上場市場の正味フローと資産を採用。データは2020年3月31日時点。

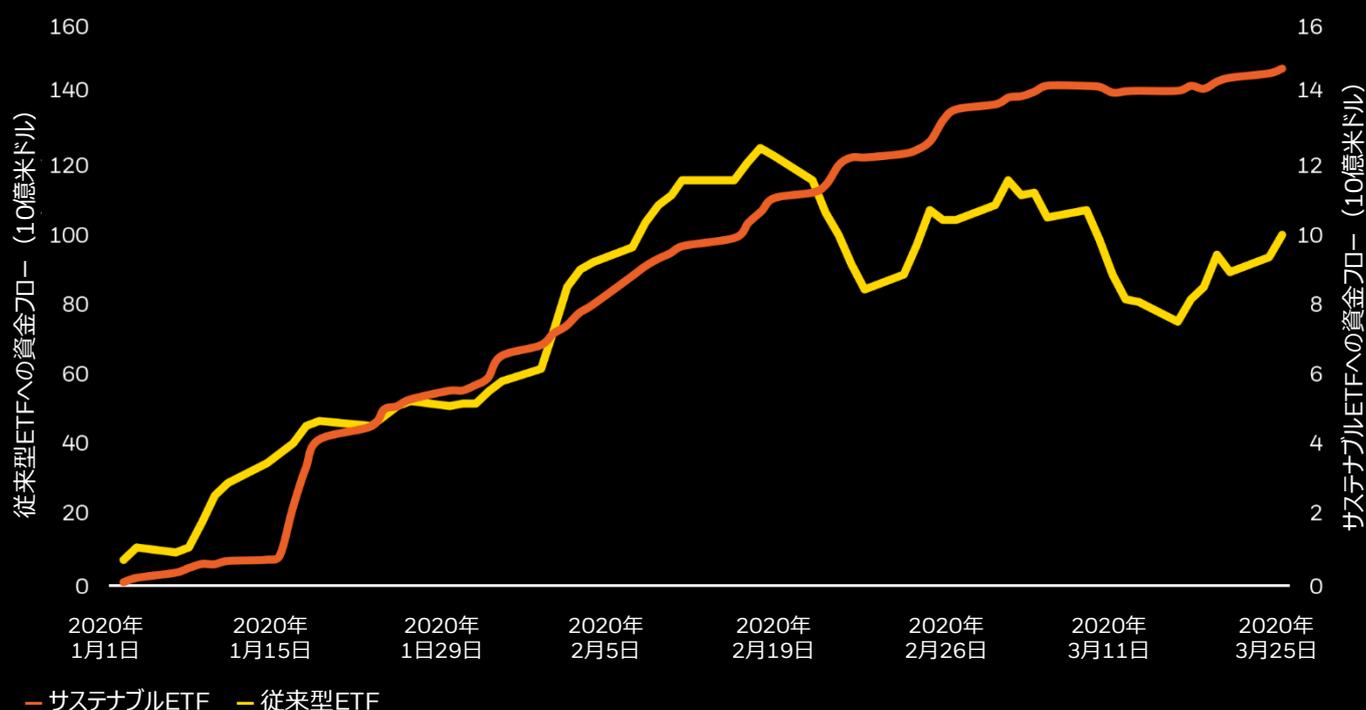
22 同上。

23 マーケットファンド（MMF）のデータの出所は、iMoneyNet（2020年4月30日現在）。ESGカテゴリーにおけるファンドの選択は、iMoneyNetではなくブラックロックが行いました。

2020年1～3月期のサステナブル資産への資金流入は、今後予想される大規模な資産配分見直しの兆候に過ぎないとブラックロックは考えます。

コロナウイルスを端緒とする市場の調整は投資家に対し、危機から抜け出す過程でポートフォリオのサステナビリティへのリバランスを進める機会を与えました。この背景にあったのは、サステナブル・ファンドのきわめて良好なパフォーマンスや税効果を踏まえた損失確定売りの動きです。サステナブル投資家はこうして緩やかに移行するだけでも、ポートフォリオの耐性強化という果実を手にしつつ、今後数年から数十年にわたって長期的なリターンへの優位性を得られる可能性があると考えます。

図8：世界全体のETFへの累積資金フロー（2020年1～3月期）



出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。この図は異なる種類のETF（サステナブルおよび従来型）への資金フローを表したもので、2020年1～3月期における差異を示しています。分析期間は2020年1月1日～同年3月31日に限定されており、分析期間あるいは市場環境が変われば結果が異なる可能性があります。サステナブルETFと従来型ETFの分類には、業界で広く認められている方法を使用していますが、他の分類方法を使用した場合は、結果が異なる可能性があります。

Authors



Philipp Hildebrand
Vice Chairman



Rich Kushel
Head of Multi-Asset Strategies and
Global Fixed Income



Andre Bertolotti
Head of Global Sustainable
Research and Data



Brian Deese
Global Head of Sustainable
Investing



Carolyn Weinberg
Global Head of Product for iShares
and Index Investments

Contributors



Debarshi Basu
Head of Quantitative Research,
BlackRock Sustainable Investing

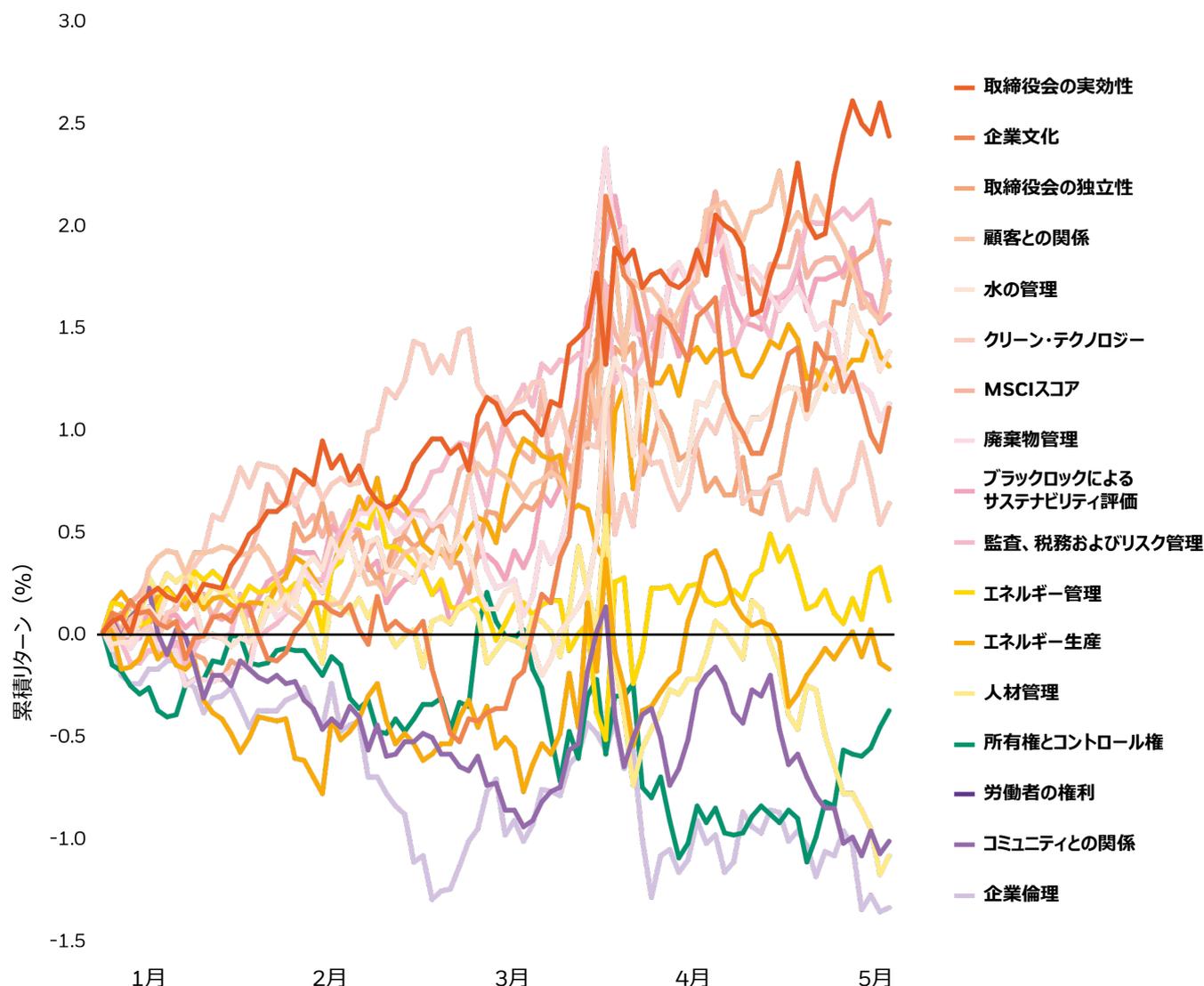


Jessica Huang
Head of Americas and APAC
Platform Strategy and Innovation,
BlackRock Sustainable Investing



Jonathan Posen
Director, Corporate
Communications

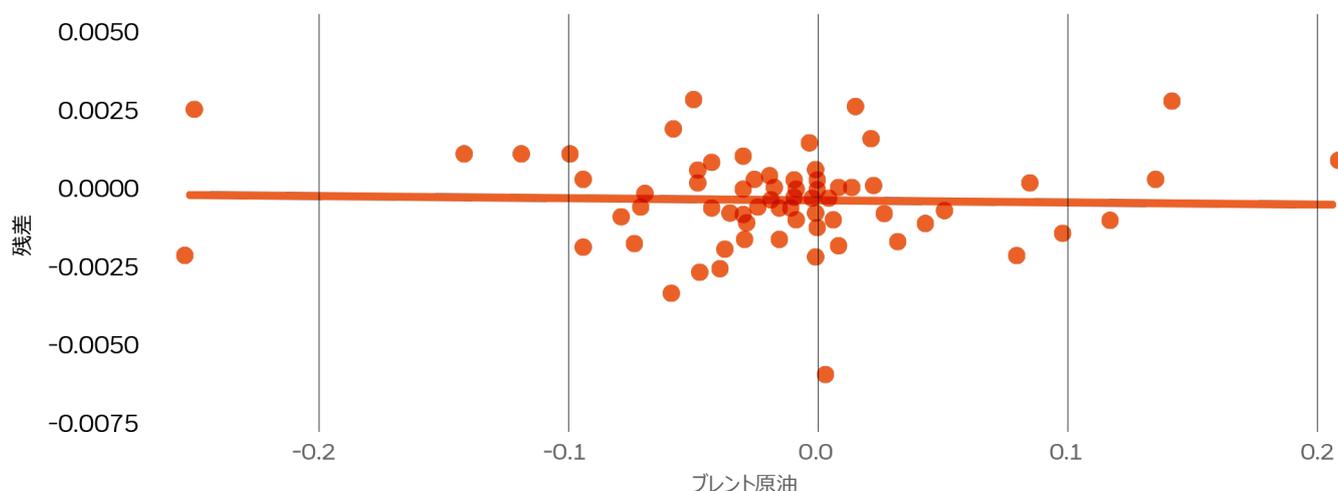
仮想ポートフォリオのディスクリプター別パフォーマンス



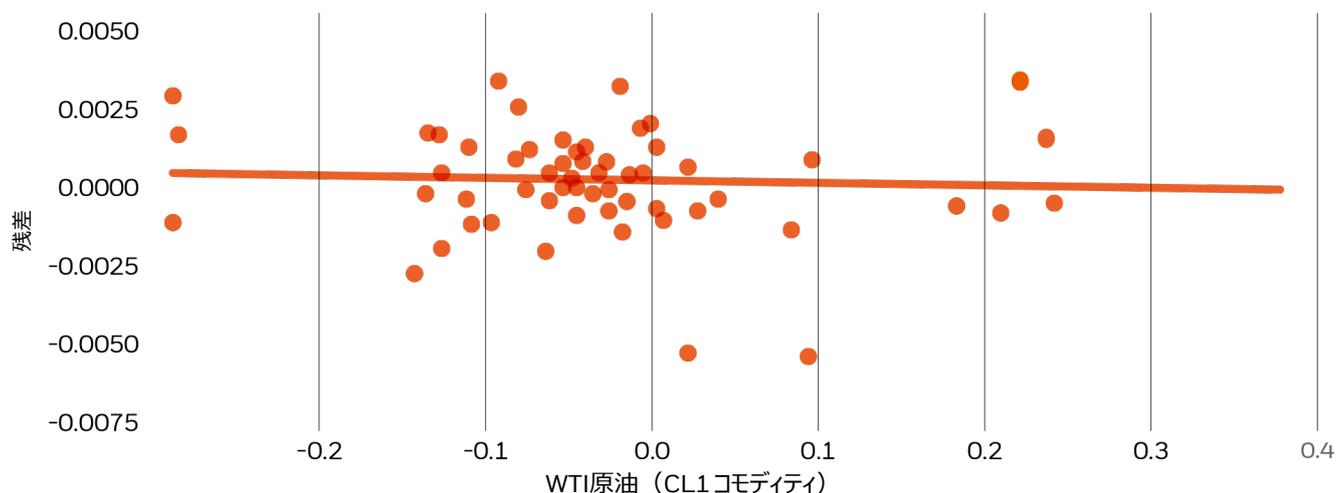
出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。これはMSCI Worldを親ユニバースとして構築される仮想ポートフォリオです。ブラックロックのリサーチフレームワーク・スコアに従って、サステナビリティ・スコアが大きくプラスとなっている銘柄をロングとし、スコアが大きくマイナスとなっている銘柄をショートとするポートフォリオを構築しています。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数パフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータとの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～2020年4月30日まで）および選択した株式ユニバース（MSCI World）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短すぎる可能性があります。ブラックロックはMSCI Worldポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

原油価格分析

北海ブレント原油の価格にはブラックロックのポートフォリオのパフォーマンスとの相関はみられない



WTI原油の価格にはブラックロックのポートフォリオのパフォーマンスとの相関はみられない



出所：ブラックロック、2020年5月11日現在。上記のパフォーマンスは実際のポートフォリオを示すものではなく、そのため投資可能な商品ではありません。これはMSCI Worldを親ユニバースとして構築される仮想ポートフォリオです。ブラックロックのリサーチフレームワーク・スコアに従って、サステナビリティ・スコアが大きくプラスとなっている銘柄をロングとし、スコアが大きくマイナスとなっている銘柄をショートとするポートフォリオを構築しています。このシミュレーション・ポートフォリオ（および根拠とするモデル）は、過去に遡って算出した指数パフォーマンスを使用し、遡及的に作成されています。シミュレーション・パフォーマンスのデータと実際のデータの間には、しばしば大きな差異があり、シミュレーション・パフォーマンスのデータは実際よりもプラスの収益率を示す場合があります。また、このパフォーマンス・データに反映されている資産配分に関する意思決定は、実際の市況の下で行われたものではなく、したがって、財務リスクなど、実際のポートフォリオ管理におけるリスクの影響を完全には説明できないという限界があります。検証の期間（2020年1月1日～2020年4月30日まで）および選択した株式ユニバース（MSCI World）により結果が左右されている可能性があります。検証期間は、将来の下落全般に関する、信頼性の高い統計的結論を導くには短すぎる可能性があります。ブラックロックはMSCI Worldポートフォリオ全体を幅広く検証し、総合的な結論を導き出しました。そのため、セクターや地域が平均化されている場合があり、この結論は有効でない可能性があります。

分析に用いた指数

ESG Index	Non-ESG Index
MSCI EM SRI NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM ESG Leaders NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM ESG Focus NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM SRI SEL RED FOSSIL FUEL NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM Extended ESG Leaders NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM EXTENDED ESG FOCUS NR USD	MSCI EM NR USD
MSCI EM IMI ESG Screened NR USD	MSCI EM IMI NR USD
MSCI USA ESG Leaders GR USD	MSCI USA GR USD
MSCI USA ESG Focus GR USD	MSCI USA GR USD
MSCI USA SRI SEL RED FOSSIL FUEL NR USD	MSCI USA NR USD
MSCI USA EXTENDED ESG FOCUS GR USD	MSCI USA GR USD
MSCI USA EXTENDED ESG SELECT GR USD	MSCI USA GR USD
MSCI USA ESG Screened NR USD	MSCI USA NR USD
MSCI KLD 400 Social GR USD	MSCI USA IMI GR USD
STOXX US ESG Impact TR USD	STOXX USA 900 TR USD
S&P 500 ESG TR USD	S&P 500 TR (1989)
FTSE4Good US TR USD	FTSE USA TR USD
MSCI EAFE SRI NR USD	MSCI EAFE NR USD
MSCI EAFE ESG-Leaders NR USD	MSCI EAFE NR USD
MSCI EAFE ESG Focus NR USD	MSCI EAFE NR USD
MSCI EAFE EXTENDED ESG FOCUS NR USD	MSCI EAFE NR USD
MSCI World SRI NR USD	MSCI World NR USD
MSCI World ESG Leaders NR USD	MSCI World NR USD
MSCI World ESG Focus NR USD	MSCI World NR USD
MSCI WLD SRI SEL RED FOSSIL FUEL NR USD	MSCI World NR USD
MSCI World ESG Screened NR USD	MSCI World NR USD
STOXX Global ESG Impact NR USD	STOXX Global 1800 NR USD
S&P Developed Large Mid Cap ESG TR USD	S&P Developed Large Mid Cap TR USD
FTSE4Good Developed TR USD	FTSE Developed TR USD
MSCI ACWI SRI NR USD	MSCI ACWI NR USD
MSCI ACWI ESG Leaders NR USD	MSCI ACWI NR USD
MSCI ACWI ESG FOCUS NR USD	MSCI ACWI NR USD

ディスクリプターの一覧

- 01** 取締役会の実効性
- 02** 廃棄物管理
- 03** 監査、税務およびリスク管理
- 04** 顧客との関係
- 05** エネルギー生産
- 06** 企業文化
- 07** 取締役会の独立性
- 08** 水の管理
- 09** クリーン・テクノロジー
- 10** エネルギー管理
- 11** 労働者の権利
- 12** 人材管理
- 13** コミュニティとの関係
- 14** 所有権とコントロール権
- 15** 企業倫理

General disclosure: This material is intended for information purposes only, and does not constitute investment advice, a recommendation or an offer or solicitation to purchase or sell any securities to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction. The opinions expressed are as of 18 May 2020 and are subject to change without notice. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Investing involves risks.

In the U.S.: this material is intended for Institutional use only, not for public distribution.

In Canada, this material is intended for permitted clients only.

In EMEA, until 31 December 2020, issued by BlackRock Investment Management (UK) Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered office: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Tel: + 44 (0)20 7743 3000. Registered in England and Wales No. 2020394, has issued this document for access by Professional Clients only and no other person should rely upon the information contained within it. For your protection telephone calls are usually recorded. Please refer to the Financial Conduct Authority website for a list of authorised activities conducted by BlackRock. From 31 December 2020, in the event the United Kingdom and the European Union do not enter into an arrangement which permits United Kingdom firms to offer and provide financial services into the European Union, the issuer of this material is:(i) BlackRock Investment Management (UK) Limited for all outside of the European Union; and(ii) BlackRock (Netherlands) B.V. for in the European Union, BlackRock (Netherlands) B.V. is authorised and regulated by the Netherlands Authority for the Financial Markets. Registered office Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Trade Register No. 17068311 For your protection telephone calls are usually recorded.

In Switzerland, this document is marketing material. This document shall be exclusively made available to, and directed at, qualified investors as defined in the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006, as amended.

For investors in Israel: BlackRock Investment Management (UK) Limited is not licensed under Israel's Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law, 5755-1995 (the "Advice Law"), nor does it carry insurance thereunder.

In South Africa, please be advised that BlackRock Investment Management (UK) Limited is an authorized financial services provider with the South African Financial Services Board, FSP No. 43288.

In the DIFC this material can be distributed in and from the Dubai International Financial Centre (DIFC) by BlackRock Advisors (UK) Limited – Dubai Branch which is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA). This material is only directed at 'Professional Clients' and no other person should rely upon the information contained within it.

In the Kingdom of Saudi Arabia this information is only directed to Exempt Persons, Authorized Persons or Investment Institutions, as defined in the relevant implementing regulations issued by the Capital Markets Authority (CMA).

In the United Arab Emirates this material is only intended for -natural Qualified Investor as defined by the Securities and Commodities Authority (SCA) Chairman Decision No. 3/R.M. of 2017 concerning Promoting and Introducing Regulations. Neither the DFSA or any other authority or regulator located in the GCC or MENA region has approved this information.

In Singapore, this is issued by BlackRock (Singapore) Limited (Co. registration no. 200010143N) for use only with institutional investors as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.

In Hong Kong, this material is issued by BlackRock Asset Management North Asia Limited and has not been reviewed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong. This material is for distribution to "Professional Investors" (as defined in the Securities and Futures Ordinance (Cap.571 of the laws of Hong Kong) and any rules made under that ordinance.) and should not be relied upon by any other persons or redistributed to retail clients in Hong Kong.

In South Korea, this material is for distribution to the Qualified Professional Investors (as defined in the Financial Investment Services and Capital Market Act and its sub-regulations).

In Taiwan, independently operated by BlackRock Investment Management (Taiwan) Limited. Address: 28F., No. 100, Songren Rd., Xinyi Dist., Taipei City 110, Taiwan. Tel: (02)23261600.

In Japan, this is issued by BlackRock Japan. Co., Ltd. (Financial Instruments Business Operator: The Kanto Regional Financial Bureau. License No375, Association Memberships: Japan Investment Advisers Association, the Investment Trusts Association, Japan, Japan Securities Dealers Association, Type II Financial Instruments Firms Association.) For Professional Investors only (Professional Investor is defined in Financial Instruments and Exchange Act).

In Australia, issued by BlackRock Investment Management (Australia) Limited ABN 13 006 165 975 AFSL 230 523 (BIMAL) for the exclusive use of the recipient, who warrants by receipt of this material that they are a wholesale client as defined under the Corporations Act 2001 (Cth). This material is intended for wholesale clients only and must not be relied or acted upon by retail clients. The material provides general information only and does not take into account your individual objectives, financial situation, needs or circumstances.

In China, this material may not be distributed to individuals resident in the People's Republic of China ("PRC", for such purposes, excluding Hong Kong, Macau and Taiwan) or entities registered in the PRC unless such parties have received all the required PRC government approvals to participate in any investment or receive any investment advisory or investment management services.

For Other APAC Countries, this material is issued for Institutional Investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and does not constitute investment advice or an offer or solicitation to purchase or sell in any securities, BlackRock funds or any investment strategy nor shall any securities be offered or sold to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction.

In Latin America, for institutional investors and financial intermediaries only (not for public distribution). No securities regulator within Latin America has confirmed the accuracy of any information contained herein. The provision of investment management and investment advisory services is a regulated activity in Mexico thus is subject to strict rules. For more information on the Investment Advisory Services offered by BlackRock Mexico please refer to the Investment Services Guide available at www.blackrock.com/mx

©2020 BlackRock, Inc. All Rights Reserved. BLACKROCK is a registered trademark of BlackRock, Inc., or its subsidiaries in the United States and elsewhere. All other trademarks are those of their respective owners.

338950-EN-MAY20

重要事項

当資料は、ブラックロック・グループ(以下、ブラックロック)が作成した英語版レポートを基に、ブラックロック・ジャパン株式会社(以下、弊社)が翻訳・編集したものです。当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。さらに、グローバルの投資家向けに作成されており、日本の投資家には当てはまらない内容を含みます。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

なお、当資料は御社内限りとし、当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

本資料は、個人投資家の方を対象としたものではありません。販売会社の方は、個人投資家の方への配布はお控えくださいますようお願いいたします。

お問い合わせ先

ブラックロック・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375号
加入協会/一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品
取引業協会
ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>
〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館

