



**BlackRock®**

# 2021 global real assets outlook

沈黙を破る

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、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。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当資料の見解と必ずしも一致するものではありません。また、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。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。

**Alan Synnott**

Global Head, Real Assets  
Research & Strategy

**Steven Cornet**

Head, Americas Real Assets  
Research & Strategy

**Simon Durkin**

Head, EMEA Real Assets  
Research & Strategy

**Bruce Wan**

Head, APAC Real Assets  
Research & Strategy

**William Yu**

APAC Real Assets  
Research & Strategy

**Cynthia Parpa**

EMEA Real Assets  
Research & Strategy

**Alex Symes**

Americas Real Assets  
Research & Strategy

**Yasmine Kamaruddin**

Americas Real Assets Research  
& Strategy

**Eric Tawney**

Americas Real Assets  
Research & Strategy

概要	背景	テーマ1	テーマ2	テーマ3	地域別市場見通し	投資家への影響
----	----	------	------	------	----------	---------

# 沈黙を破る

## 2021年のリアルアセット（実物資産）市場の見通し

2021年は回復の年になると予想されます。同時に、2021年は経済、公衆衛生、社会全体が「ニューノーマル」に適應する過渡期となるでしょう。実物資産の投資家は沈黙を破り、2021年とそれ以降の投資計画を発表しています。ブラックロックは、以下3つの主要テーマがカギを握ると考えています。

## 1 加速する分野に配分

人々の働き方、生活、買い物、旅行、遊び方は変わりつつあります。eコマース、テクノロジー、データストレージ、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関して今後5～10年間に起きると予想されていた変化は、今となっては2～3年以内に実現する可能性が高くなりました。実物資産の投資家が、こうした「不可逆的な流れ」を確信していなければ、今後数年間続きそうなトレンドのモメンタムを利用することは困難となるでしょう。適切なセクターや市場への資産配分は、市場の下落に対する耐性を高めることにつながります。ブラックロックは、産業・物流不動産、データセンター、光ファイバー、太陽光・風力発電施設などの再生可能エネルギー・インフラ全般を選好します。

## 2 アクティブな資産運用

戦略的な資産配分だけでなく、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を理由に、テナントの保健衛生が重視されるようになり、カウンターパーティの分析はより綿密になり、気候変動リスクは長期の重要な投資テーマになりつつあります。投資引受（アンダーライティング）に際しては、こうしたリスクを考慮に入れる必要があり、また非上場の実物資産の所有者は、資産の改良を通じたリスク軽減を検討すべきでしょう。上場株式の投資家は、こうしたリスクを考慮しながら銘柄を選択する必要があり、様々な不動産セクターに、またセクター内で分散投資することで、豊富なアルファ創出機会を得られると思われます。投資家は先行きを予想しながら資産の事業計画を立て、課題を事前に予測し、リスクと資産価格の下落を抑え、明確に付加価値をもたらす機会を捉えて資産価値を高める必要があります。テナントとのコミュニケーションが重要であり、迅速に行動する資産所有者は、優れたパフォーマンスをあげることができるでしょう。

## 3 景気回復に備えたポジショニング

2021年に優れたパフォーマンスをあげるためには、構造的なテーマに沿った長期的なポジションを取ると同時に、確信度が低く、かつ景気循環色の強いセクターにおける価格の歪みを活用したポジションを戦術的に選択する必要があると思われます。これは、ポートフォリオのツールキットをフル活用すること、つまり上場・非上場の別、そして債券や株式といった資産クラスを問わず、様々なリスクを取った戦略に投資することでもあります。投資家はリスクを回避するのではなく、再評価しなければなりません。つまり、潜在的なリスクを適切に評価することが、資産の取得、売却および運用の舵取りにおいて最も重要となります。

# 背景

世界が2020年の逆風を乗り越え、グローバルな実物資産市場は回復していくことが予想されます。このことは、投資家とポートフォリオに複数の影響を及ぼすと見られます。

## ワクチンがきっかけに

BlackRock Investment Instituteの2021 Global Outlookでは、ワクチン接種を、世界の景気回復を牽引する重要な要因と捉えています。これは、感染の封じ込めに苦戦し、経済活動が低迷している米国と欧州では、特に当てはまると言えるでしょう。

## 政策転換

各国の中央銀行や政府は、昨年、歴史的な規模の政策支援を実施しました。景気と資本市場が回復に転じたのは、主にこの政策支援によるものであり、回復が持続するかは、金融や財政刺激策による下支えが続くかにかかっています。

## 地政学的リスクの変化

地政学はダイナミックです。BlackRock Investment Instituteは2021年に注目すべき分野をいくつか特定しており、これには、米国の政権交代に伴う貿易や政策の優先順位の変化、欧州におけるブレグジット後の取り決め、世界の多くの地域で続く社会不安が含まれます。

## 金利は依然低いものの、従来ほどではない

金利は多くの理由で低水準にとどまっていますが、景気が回復し、労働市場の改善に世界の注目が集まる中、金利は「低水準」の上限まで上昇する可能性が高く、そうなればインフレ率が上昇する可能性があると考えています。

## ESGへの多大な関心

サステナビリティ(ESG)投資への地殻変動的シフトが続いています。投資資金の流れは全体のリターンに影響を及ぼすと見られ、気候変動による悪影響の軽減を目的とした取り組みは、経済成長を後押しすると思われる。

ブラックロックは、ESGを資本市場予測と投資プロセスに組み込んでおり、また炭素排出量への関心の高まりは投資家にとっての明確な差別化要因と見えています。

## 資金流入はプラス

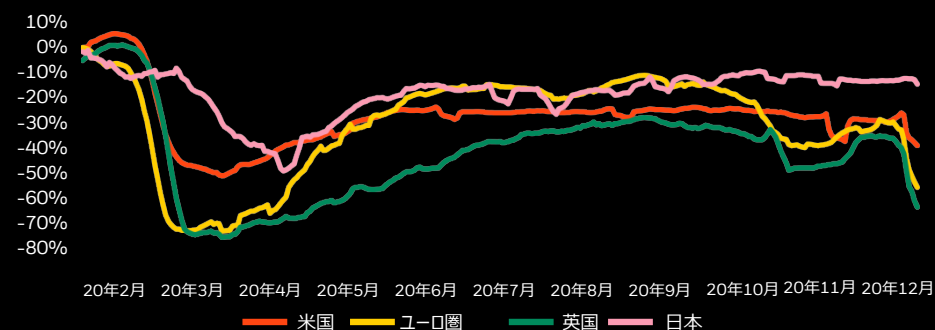
2020年の資金流入は、新型コロナウイルスの不確実性との戦いとなりました。投資家は実物資産に相対的に価値があると判断し、厳選された構造的なテーマに対するエクスポージャーを拡大しようとしました。クローズド・エンド型不動産ファンドやインフラ・ファンドへの資金流入は、1,600億米ドルとなりました。2020年12月現在、インフラ・ファンドの資金調達額は650億米ドルに達し、歴史的に見ても堅調な水準で推移した一方で、クローズド・エンド型不動産ファンドの資金調達額は960億米ドルとなりました。

ブラックロックの2020 Global Rebalancing Surveyでは、調査に参加した投資家の約55%が、2020年には実物資産への資産配分を増やし、株式および現金から代替資産に資金を移したいと回答していました。実物資産への資金流入は2021年も好調を維持すると思われる。

## 資金配分の対象が拡大

実物資産の投資家は、資金配分を巡り、引き続き厳しい舵取りを迫られる見込みです。2020年には資金配分が一部の資産に集中し、投資家はeコマースやサステナビリティ、デジタル化の追い風によって恩恵を受けているセクターを明確に選好した一方で、人の移動や従来型エネルギーへの依存度が相対的に高いセクターは、厳しい選別にさらされました。

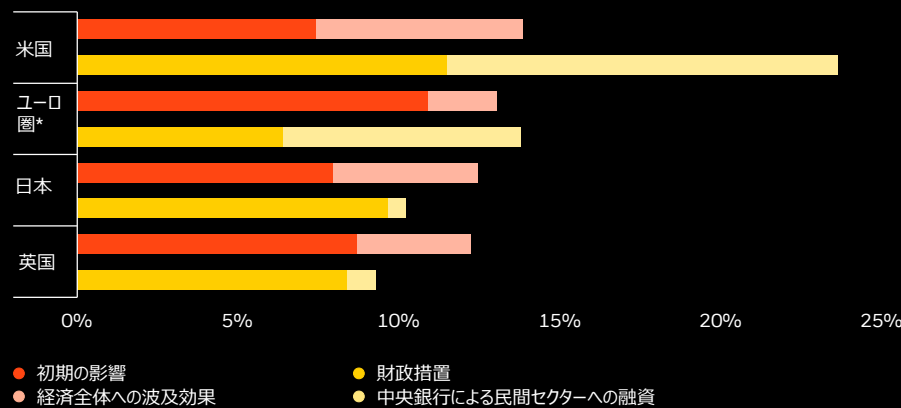
## 世界は再び動き出したものの、地域によってばらつきがある人の移動を追跡



出所：Googleのデータを元にBlackRock Investment Instituteが作成。  
注：Googleの位置データは、小売店、娯楽施設、職場および公共交通機関カテゴリーの7日間移動平均に基づいています。ユーロ圏のデータはドイツ、フランス、イタリアの平均に基づいています。

## 2020年には前例のない政策支援が行われた

GDPへの影響



\*ユーロ圏のデータはドイツ、フランス、イタリア、スペインの平均を表しています。出所：米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、イングランド銀行（BOE）、およびHaver Analyticsの2020年6月のデータに基づいてBlackRock Investment Instituteが作成。注：上記グラフは、悪影響の大きさ（オレンジ）と、それに伴うプラスの政策対応（黄色）をGDPに対する割合で表しています。米国とユーロ圏に関しては、それぞれの中央銀行による2020年の資産買い入れ・融資プログラム（TLTRO）の推定目標額を使用しました。ユーロ圏の数値にはECBの貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）が、英国の数値にはBOEによる長期資金調達スキーム（TFS）を通じた支援が含まれています。

2020年の世界の非上場資産の取引金額は、5年平均を下回りました。

2021年には、投資家は景気の影響をより受けやすいセクターの回復初期を乗り切る一方で、加速する構造的テーマへの資金配分にも引き続き注力することが課題となるでしょう。

投資家が新しい行動トレンドと、幅広いセクターや市場におけるファンダメンタルズのシフトを乗り切るには、投資規律が必要になると思われます。投資家は、景気循環的な回復を遂げる資産と、より長期にわたって混乱が続く資産を見分けることが必要となるでしょう。

### ドライパウダーは引き続き増加傾向

Prequinによれば、2020年には世界のドライパウダーが過去最高の5,400億米ドルに達しました。これに対し、2019年には不動産のドライパウダーが前年比10%減、インフラが同6%減となりました。足元のドライパウダーは高水準にあり、低金利下において相対的に多くのキャッシュフローを得られる実物資産に資金が集まっています。

**ESGとデジタル化関連のインフラ投資が定着する一方、輸送セクターの回復に遅れが** 2020年には、インフラ資産の取引金額が前年を8%上回る中、絶対的な基準として、景気の影響を受けやすい資産と、契約に基づき定期収益が見込める資産との二極化が明確になりました。

IJGlobalによれば、投資活動が引き続き最も活発なセクターは再生可能エネルギーであり、全取引の50%超を占めました。このことは、投資家のサステナブル資産に対する資金配分意欲の高さと、長期契約に基づいた定期収益が見込める資産の魅力を活かしていることを示しています。

企業が現金を調達して財務状況を改善するために資産を売却する動きを活発化させたこと

とから、投資家は、パイプラインや倉庫など、価値の高いサプライチェーンに組み込まれた必要不可欠なインフラ資産に焦点を当てました。

デジタル関連資産の取引は堅調さを保っています。自宅での勤務や学習にはコネクティビティが不可欠であることが証明されたため、データセンター、基地局、光ファイバーおよび通信会社の追い風となりました。第5世代移動通信システム（5G）への移行が続いていることも、取引が活発化する原因となりました。

取引件数が落ち込んだのは、景気の影響を受けやすいことが明白なセクターでした。輸送セクターはファンダメンタルズが大幅に悪化し、有料道路の利用は回復しつつあるものの、空港の回復度合いはまちまちであり、国際空港が依然回復にはほど遠い一方で、地方空港は相対的に堅調に推移しています。エネルギー資産は、コモディティ需要の減少やカウンターパーティの体力低下、および新たな規制リスクを乗り切りつつあります。

### 不動産 - セクターごとの明暗が明らかに

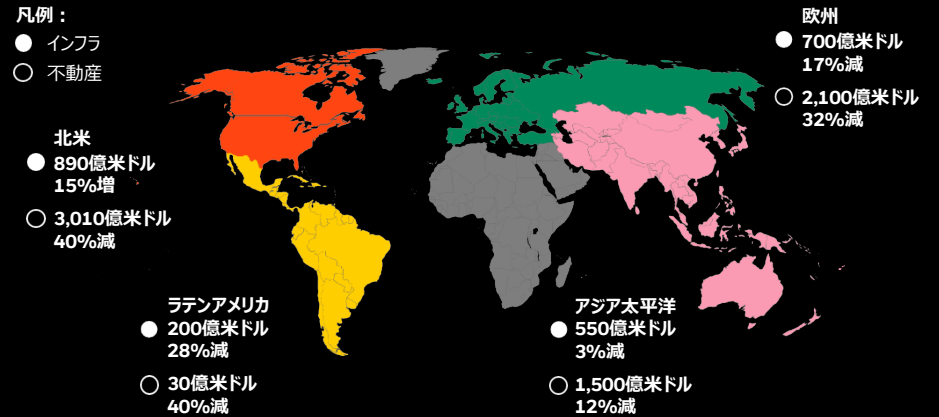
世界の不動産取引額は2019年の水準を下回り、地域やセクターによって大きく差が開きました。不動産取引には、その地域やセクターがパンデミックの恩恵を受けたか、被害を受けたかが反映されています。

地域別に見ると、米国の減少率は最も大きく、新型コロナウイルスの感染封じ込めに苦戦する中で、取引金額は40%減少しました。一方、アジア太平洋地域と欧州は米国よりやや堅調に推移し、それぞれ19%減と17%減にとどまりました。アジアは世界の景気回復をリードしているように見えるものの、どの地域も初動でつまづき経済の再開に苦慮していることは変わりありません。

各地域内では、より人口密度の高いゲートウェイ都市では総じて取引が大きく低迷したのに対し、比較的人口密度の低い第二層都市は相対的に堅調さを維持しました。

## 2020年には世界的に取引活動が低迷

2020年の取引金額(単位: 10億米ドル)および5年平均に対する変動率(%)



出所: Real Capital Analytics (RCA)、IJGlobal、ブラックロック (2020年12月)。RCAの収益物件に関する世界の不動産取引金額のデータには、土地開発は含まれていません。世界のインフラ取引金額に関するIJGlobalのデータは、プロジェクト・ファイナンスを目的とした株式および債券の取引額を反映しており、ブラックロックの「インフラ」の定義に含まれない金属・鉱業、石油・ガス探査および石油化学製品などのセクターは含まれていません。すべてのデータは米ドル建てで表示されており、変動率は米ドル以外の通貨の米ドルに対する為替変動に影響される場合があります。\* 不動産データにはRCAが2020年12月に作成した2020年通年の予想が含まれており、インフラデータは2020年11月までの12カ月分の取引金額を表しています。

## 市場環境の変化

The evolution of market conditions

	ファンダメンタルズ	2018年	2019年	2020年	2021年
マクロ	金利	▼	▲	▲	▲
	地政学	▼	▼	▼	▼
	資本市場	▼	▲	▼	▲
実物資産	需要	▲	▲	▼	▼
	資本形成	▲	▲	▲	▲
	資金配分	▼	▼	▼	▼

▲ 有利      ▼ 不利

- 1 BlackRock Investment Institute: ブラックロック地政学的リスク・ダッシュボード、2019年12月。
- 2 Prequin 2019年12月9日、世界の資金調達額およびドライパウダー、クローズド・エンド型ファンド。
- 3 Prequin 2019年12月9日、世界の資金調達額およびドライパウダー、クローズド・エンド型ファンド。

セクター間のバラツキが目立っています。産業・物流用不動産の取引は、前年同期比で10%の減少にとどまりました。2020年は、外出制限を背景にeコマースが速く、圧倒的な勝ち組となった同セクターへの投資が増えたことがその要因です。

人の移動に依存するセクターは売上高が大幅に減少し、宿泊は前年同期比-39%、小売は同-62%となりました（直近に発表された7-9月期のデータ）。

一方、将来の働き方をめぐる不確実性を背景に、最もコアな物件を除きすべてのオフィス用物件の取引が減少しました（前年同期比-36%）。集合住宅物件はまちまちの結果となりました。ハイグレードな物件の取引はあるものの、取引件数は2019年の3分の2（前年同期比-29%）にとどまっています。

### 需要のファンダメンタルズは改善し始めたばかり

景気サイクルの混乱の中で、投資資金は勝ち組セクターに殺到し、負け組セクターと市場はファンダメンタルズの悪化、バリエーションの低下、流動性の低下に直面しています。

結果として、実物資産の2020年のパフォーマンスは二極化し、全体では前年のパフォーマンスを下回りました。今回の景気サイクルは、景気後退のペースや規模のみならず、回復のペースもこれまでとは異なるものになるでしょう。

明確なウイルス対策が策定され、低金利環境が長期にわたって継続すれば、景気敏感資産は2021年に反発するでしょう。公開市場はすでにワクチン関連のニュースを好感して上昇しており、なかでも景気に敏感な不動産銘柄は新型コロナウイルス感染症直後の底を脱して持ち直していますが、新型コロナウイルス感染症前のピークよりも大幅に低い水準にとどまっています。

### 人々の行動の変化が鍵

景気回復の速度と程度は、経済要因だけでなく人々の行動の変化にも左右されるでしょう。

ウイルス感染拡大に端を発した2020年の景気後退は、金融市場の混乱に端を発した世界的な金融危機時の景気後退とは様相が異なります。

今回は、前回の景気後退時よりも大規模な政策支援が講じられ、資本市場もすぐに順応し回復しましたが、最終的には、人々の行動の変化が多くセクターと市場のリターンを左右する最大の要因となるでしょう。

### 2つの回復ペース

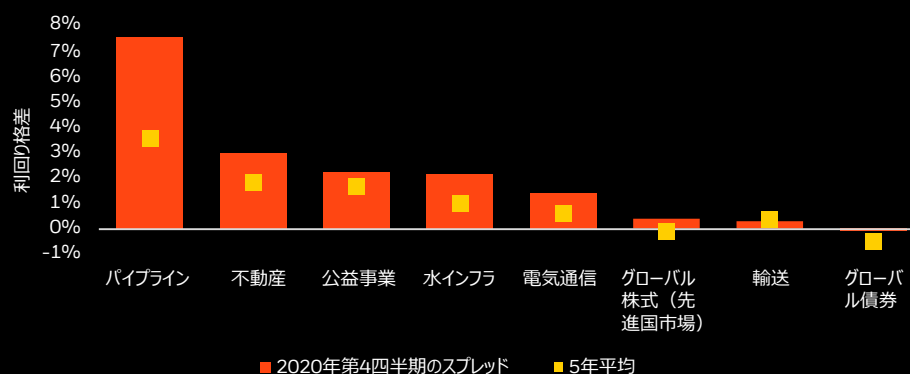
実物資産の回復ペースはまちまちです。景気回復ペースもまちまちであり、その格差は過去の景気回復局面よりも大きなものになるでしょう。

一部の構造的なトレンドが大幅に加速し、数年かかると見られていた変化が数か月で達成されました。eコマースの普及を背景とする物流不動産の需要増加や、気候変動への関心とテクノロジーの進化による再生可能エネルギーの導入など、構造的なトレンドが引き続き投資家のポートフォリオの主柱となると考えられます。ただし、景気回復の状況を注視し、変化が生じたときには戦術的なポジションを取ることが重要と考えます。

### 市場間のバラツキ

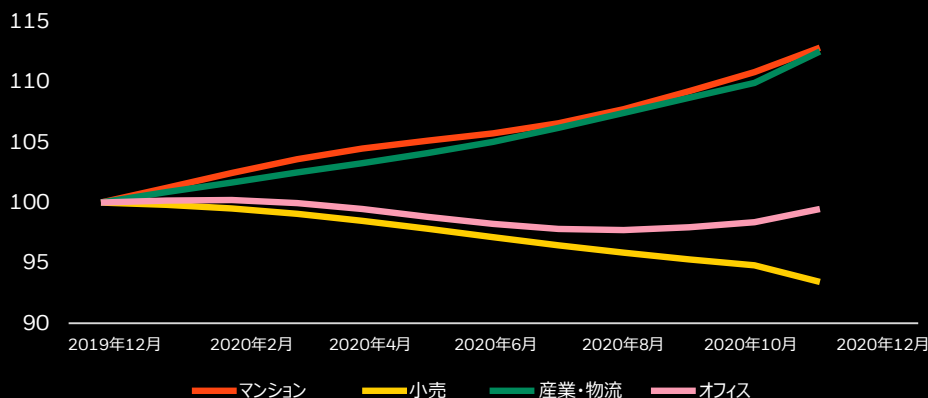
資本市場の状況は、市場ごとに異なっています。例えば、上場エクイティ不動産やインフラ資産は、プライベート市場のそれと比較して大きく値が動いています。この関係は、過去の景気後退局面における関係と一致しています。一方、実物資産を裏付けとする債券の中では、レティブバリューと一定期間の低流動性によって、質の高い債券に対するエクスポージャーが魅力的なリスク調整後価格での投資機会を提供しています。

## 実物資産の全セクターで利回り格差が拡大 上場株式の配当利回り対米国10年債のスプレッド



出所：ブルームバーグ、ブラックロック 2020年12月現在

## 2021年もパフォーマンスのバラツキが持続 RCA米国商業用不動産指数



出所：ブラックロック、ブルームバーグ 2020年11月までのRCA商業用不動産価格指数（CPPI）。掲載されたデータは過去のパフォーマンスを示すものであり、現在または将来のリターンを保証するものではありません。

テーマ1

# 加速する分野に配分



# 加速する分野に配分

## 未来は到来している

新型コロナ危機は、テナントの行動に恒久的な変化をもたらしたようです。人々の仕事、生活、買い物、旅行、遊びのあり方は一変しました。しかし、パンデミック以降の動きの大半は、以前のトレンドが加速したものにすぎません。eコマース、テクノロジー、データストレージおよびESGの分野で今後5〜10年かけて起こると見られていたことが、今後2〜3年の間に起こる可能性が高まりました。実際、5年かかると見られていたeコマースの成長が、パンデミックの5カ月間で達成されました。

## 単にバラツキがあるだけではない

トレンドは、一部のセクターに追い風となっていますが、その他のセクターには逆風となっています。このトレンドは、本来構造的なものです。したがって、投資家は短期的なボラティリティ（戦術的な機会）と不確実性に細心の注意を払う必要がありますが、実物資産やeコマースにおけるテクノロジーの統合など、これらの長期的に有効なトレンド(戦略的ポジショニング)に関する確信も持つべきです。

## トレンドを味方につける

投資家は、市場の「盛衰」ではなく「不可逆的な流れ」の恩恵を受けるセクターや資産を特定する必要があります。これらのトレンドの方向とスピードを理解し、確信を持つことができれば、アルファを生み出せるようになります（すなわち、トレンドを味方につけたこととなります）。このことは、資産の長期保有や、プライベート・エクイティなど高額な取引コストを伴う資産への投資において、決定的に重要となります。

## テクノロジー主導のセクターが有望

テナントの需要を下支えしている要因（景気循環要因と構造的要因があります）は、物流、データ・センター、基地局、生命科学研究施設、冷蔵倉庫および再生可能電力にもプラスの影響を与えています。

## 人は再び集まる

人は社会的な存在です。私たちは再び買い物や食事、コンサートへ出かけるようになるでしょう。オフィスはなお、働く場所として重要な役割を果たしているブラックロックは考えます。オフィスは文化を育み、協力を促し、士気を高め、実務経験を積み、イノベーションを促すのに最適な場所です。在宅勤務で事業を「維持」できることは証明されましたが、事業を「成長」させ「イノベーションをもたらす」ことができることは証明されていません。

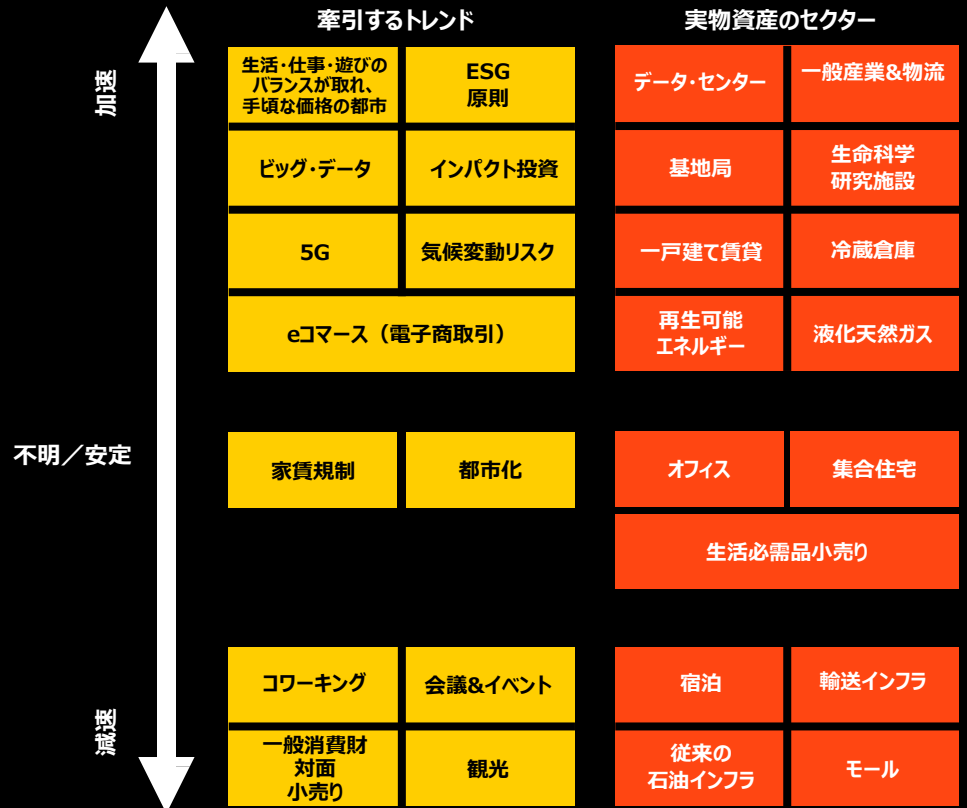
## Dに注意

一部のトレンドは追い風をもたらしますが、向かい風になるどころか、混乱をもたらすトレンドもあります。実物資産の投資家は、脱グローバル化(Deglobalization)、デジタル化(Digitization)、脱炭素化(Decarbonization)、分断(Division)、赤字(Deficit)、バラツキ (Dispersion) を警戒する必要があります。今年は、宿泊、小売りスペース、石油インフラ資産への向かい風が強まっています。

## 回復には配分決定が肝要

長期的に安定したキャッシュ・フローとバリュエーションを維持するために、セクター配分と市場配分が大切になります。実物資産の投資家は、今後数年間持続すると見られるトレンドのモメンタムを利用するため、これまで以上に「不可逆的な流れ」（デジタル化や再生可能エネルギーへの移行等）に確信を持つ必要があります。

トレンドを味方につける



出所：ブラックロックによるイメージ図

実物資産の投資家は、今後数年間持続すると見られるトレンドのモメンタムを利用するために、「不可逆的な流れ」に確信を持つ必要があります。



テーマ2

# アクティブな資産 運用

# アクティブな資産運用

## 危機的局面では皆が資産運用者

2020年は、実物資産ポートフォリオの耐性が試された年となりました。企業と家計の財務がともにストレスにさらされたため、賃貸契約はリスクにさらされました。機転の利く資産運用会社であれば、安全衛生を向上させるためのサービスと同様、危機的局面においてはコミュニケーションが鍵になることを心得ています。

## 実力差が顕在化

実物資産の運用には、多様な分野の専門家からなるチームが不可欠であり、危機的局面においては、チームのベンチに厚みがあることが決定的な強みとなります。そうしたチームの支援が得られた実物資産の投資家は、投資資産の価値を維持することができただけでなく、超過リターンの機会さえ発見しています。

## 次の100年に1度のインフルエンザ・パンデミックに備える

実物資産の利用者にとって、パンデミックの終息後も安全衛生対策は重要になるでしょう。投資家は、営業費用（opex）と設備投資（capex）に加えて、安全衛生対策や設計も見直す必要があります。短期的には、保健衛生対策が必要であり、長期的には、高額な費用を要する設備投資計画を見直す必要があるでしょう。

## 次の100年に1度の災害に備える

ESGの評価項目に保健衛生の項目が追加される一方、今後数年間は気候変動への懸念が強まると思われます。異常気象（ハリケーン、台風および森林火災）の増加によって、保険や税への関心が高まる一方で、opexやcapexに費やされる時間は減少する可能性があります。今後数年間は、想定外の出来事を回避するために、上記のリスクを適切に織り込むことが必要となります。

## サステナビリティは必要条件

私たちはESGのデータを投資分析に取り入れる世界から、ポートフォリオ内で良好なESGの特性を持った資産に市場の変化に合わせて資本を配分しなければならない世界に急速に移行しています。これは気候変動リスク（物理的リスクまたは移行リスク）、保健衛生リスク、その他ESG関連リスクにかかわる可能性があります。プライベート市場の投資家は、資産の改良（例えば、エネルギー消費を抑制するために、照明をLEDに切り替えてビル管理を最適化すること）を通じてこのようなESGエクスポージャーを構築できると考えます。

## 消費者と企業のニーズの変化

パンデミック、サステナビリティ、人々の行動の変化によって社会が変化中、アセット・オーナーは市場動向についていく必要があるでしょう。例えば、ショッピングセンターなどでは、来客数を引き上げるために家主とテナントが協力して対策を講じる必要があるでしょう。アセット・マネージャーは、マーケティングの支援を提供できる範囲でその方法を検討するはずですが、物件の人気が高まれば、当面の間は、その物件への入居を希望するテナントからの注目が大幅に高まります。投資対象セクターを変更するのも良いでしょう。エネルギー・インフラの投資家は、今後は石炭や石油ではなく、天然ガスや太陽光エネルギーに投資機会を見出す努力をすることになるでしょう。

## 将来を見据えた事業計画

アセット・オーナーは、将来を見越して資産事業計画を立てる必要があります。問題が発生する前に予測すること、リスクを最小化し資産価値の下落を最低限に抑えること、確実な付加価値向上の機会を見極めることにより、資産価値は上昇するでしょう。さらに、トレンドが急激に変化するこの新しい世界では、過去の見解のみに基づいた投資引受（アンダーライティング）の判断は十分ではないと言えるでしょう。

資産運用会社はサステナビリティを念頭に事業を行う必要があります



パンデミックを機に、建設中のものや既に利用されている実物資産の保健衛生・安全対策が注目されるようになり、長期的には気候変動リスク対策の重要性が増しました。投資引受（アンダーライティング）もそれに応じて変化する必要があります。プライベート・エクイティの実物資産に関して、オーナーは資産改良を通じてリスク軽減をはかるべきです。

テーマ3

# 景気回復に備えた ポジショニング



# 景気回復に備えたポジショニング

不確実な状況が長期にわたって継続し、テクノロジーの進化が加速している現在の環境では、将来の景気回復を見越した前向きで有用な戦略が多数存在します。

## 投資機会の出現

2021年は、市場の調整や複数の逆風に見舞われつつも、景気循環の中で一度しか出現しない投資機会が現れる可能性があります。コア資本は、キャッシュ・フローと価格の来るべき転換点から利益を得ることができ、一方、バリューストックは、苦戦する事業モデルを早急に再構築し、資産のポジションを見直し、物件稼働率と収入を引き上げる必要があります。

## 魅力的な特性

大胆な財政・金融刺激策によって、景気回復は今後1年にわたり魅力的な特性を伴うと予想されます。特に、資金調達コストが低下して利用可能な資本が増加するため、資産の利回りは低下しますが、景気回復には投資家の信頼感とファンダメンタルズの改善が必要となるでしょう。

## 問題解決の手段を提供

いずれの景気サイクルにおいても、ディストレストの機会は景気サイクルと最初の混乱に運行して発生することが多く、2021年は資産の差押えが発生する兆候が強まると見えています。市場外取引、脆弱なストラクチャー、低迷しているセクターあるいはオフアンセット(継承資産)には見かけ以上の価値が秘められており、その価値が解放される時を待っていることがあります。そうした会社や資産のオーナーと直接対話を行い、信頼に足る、思慮深い流動性提供者であると見なされることが重要です。

## 最終的に重要なのは価格

ブラックロックは、ファンダメンタルズに基づく明確な

基準に基づいて各地域およびセクターを選好していますが、既にファンダメンタルズを完全に織り込んでいる地域やセクターもあります。そのため、勝ち組セクターはファンダメンタルズを完全に織り込む一方で、負け組セクターはこれから魅力的な価格をオファーし始める可能性があります。投資家は、ファンダメンタルズに基づく価値感覚を身につけ、リスク・リターンバランスの変化がどの程度価格に織り込まれているか注意すべきです。

## 純粋なアルファのさらなる追求の余地

地域間、セクター間のトレンドのバラツキが、長期のパフォーマンスの格差を一段と拡大させると思われます。こうした構図の下では、市場、セクターおよび銘柄のアクティブな選別が、リターンを大幅に上昇させる可能性があります。同時に、案件の選別と投資の意思決定にあたっては、現地ならではの見方がより重要となります。

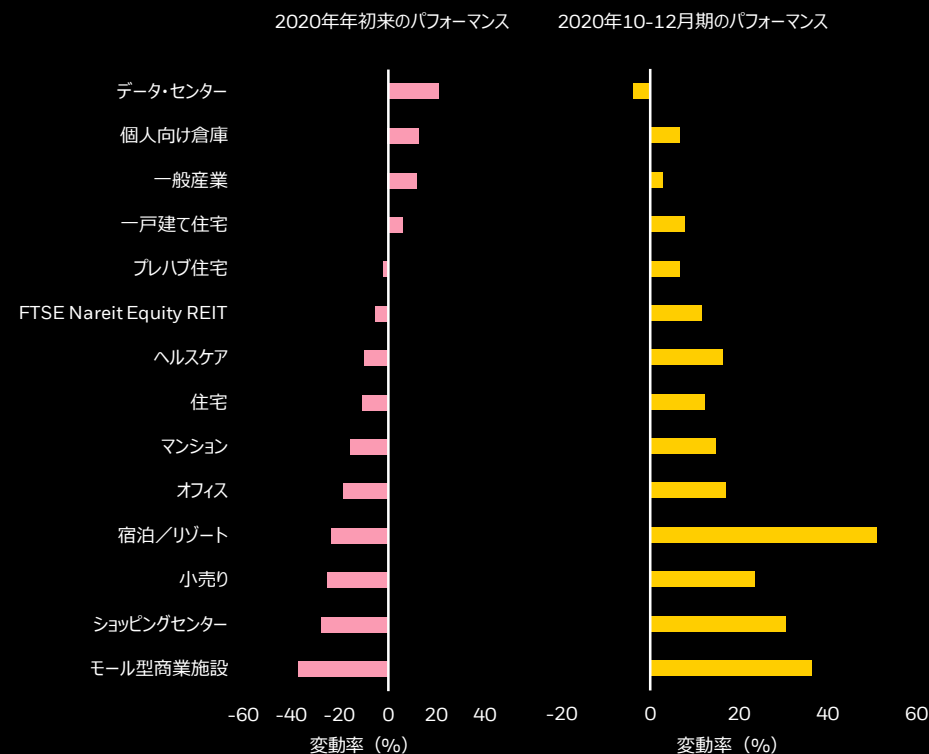
## 分散投資は唯一費用を伴わない戦略

今後数年間かけて、極めてまちまちペースの景気回復と市場の回復が見込まれ、分散投資の基本原則が非常に重要になってくるでしょう。すなわち、広範な地域に分散投資したポートフォリオは、特にリスク・リターンのエクスポージャーを練り直すことによって分散投資の恩恵を十分に享受する可能性があります。分散投資で重要な点は、あるヴァインテージ（ファンドの組成年）に資本が集中するリスクを避けるために複数のヴァインテージにわたって均等に資本を配分することです。

## 時間をかけてポートフォリオを構築

高度に分散されたポートフォリオの構築には時間がかかります。選好セクター・敬遠セクター（価格に基づく）、上場銘柄・非上場銘柄（レティブ・バリューストックに基づく）、株式・債券（リスク選好度に基づく）の間の時宜を得た戦術的な乗り換えが必要となる場合があるでしょう。

## ワクチン発表以降の上場株式の上昇率（セクター別）



出所：ブラックロック、ブルームバーグ 注記：セクターは、FTSE NAREIT equity REITの定義に基づいています。2020年12月31日現在の年初来パフォーマンスです。分散投資および資産配分は市場リスクを完全に排除するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来のリターンを保証するものではありません。

不確実な状況が長期にわたって継続し、テクノロジーの進化が加速していますが、将来の景気回復を見越した前向きで有用な戦略が数多く存在します。

# 地域別見通し



# 米州

## 景気回復はこれから

米国は景気回復の初期の段階にあります。労働市場は目に見えて改善しましたが、なおパンデミック前と比較して930万人の雇用が失われています。経済がさらに回復するためには、効率的なワクチン供給が必要となります。政策も重要です。米国経済は引き続き、金融政策と財政政策に下支えされると見られます。民主党が政府と議会を制しているため、大胆な政策措置と財政刺激策が実施される可能性が高いでしょう。

米国政府は、エネルギー政策および気候変動政策に新たなアプローチを採用すると見られます。グリーン・エネルギー政策とインフラ投資は、インフラ投資家にとって特に影響力の強い分野です。さらに、地方政府に対する財政支援の拡大と税制変更の可能性は、不動産投資家に影響を及ぼす可能性があります。

## 不動産は二極化

米国の不動産は引き続き魅力的ですが、セクター間、市場間で大きな開きがあります。一般産業セクターは消費者のeコマースへの急激かつ長期的な移行の恩恵を大いに享受していますが、小売（特にショッピング・モールと大型ショッピングセンター）は引き続き苦戦しており、二極化が見られます。産業・物流用不動産は、その他のセクターをアウトパフォームすると予想されます。マンションの価格は横ばいに推移すると見られますが、オフィス物件の回復については不確実性があります。

オフィス・セクターの中では、大型のテナント（特にテクノロジー企業）が収益を上げ、成長しているところもある一方で、小型のテナントは、契約更新時に賃借スペースを縮小するとこのが増えています。

人口集中と公共交通の問題が深刻化すると想定し、低ベータのオフィス物件については楽観視しており、ゲートウェイ都市の不動産も長期にわたって回復するとブラックロックは見込んでいます。

新型コロナ危機を背景に、より人口集中度の低い、より手ごろな値段の大都市圏へ移住する人も出てきています。

## 再生と再充電

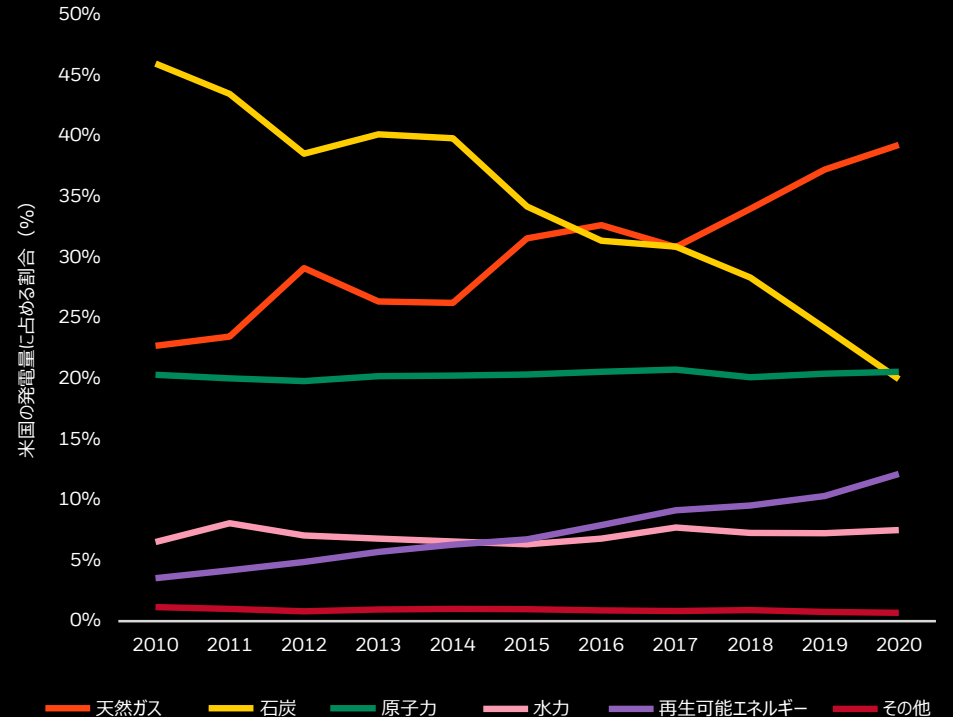
インフラは、「D」のトレンド、すなわち、デジタル化（Digitization）と脱炭素化（Decarbonization）の恩恵を受けています。パンデミックは、データ・センター、光ファイバーおよび携帯電話基地局への需要の伸びに弾みをつけました。同時に、米国では再生可能エネルギーの注目度が高まっています。これは、米国のエネルギー政策がより気候変動に配慮したものになったためです。とは言うものの、再生可能エネルギーを主柱とする新しいエネルギー・ミックスに移行するまでは、引き続き天然ガスが主導的な役割を担うことは間違いありません。また、景気が回復すれば、天然ガスや石油の国内生産に対する需要が高まるでしょう。

注目すべきは、規制公益企業の利害関係者が再生可能エネルギーへの設備投資について関心を強めていることです。さらに、太陽光発電と風力発電の均等化発電コスト（LCOE）が低下し、米国の発電量全体に占める再生可能エネルギーの割合は、10年間で3%から12%に増加しています。蓄電技術の継続的な向上も、再生可能エネルギーの成長を後押しするでしょう。

## 中南米

メキシコは追加のインフラ投資を計画しており、投資家は引き続き、オブラドール政権の政策にうまく対応しています。一方ブラジル経済は、昨年の急激な縮小から回復しつつあります。

## 再生可能エネルギーと天然ガスが上昇した結果、石炭は低下



出所：米エネルギー情報局（EIA）、ブラックロック 2020年12月現在

力強い構造的トレンドをもたらしたのは、経済の低成長よりも社会の変化です。構造的トレンドの恩恵を受ける戦略、セクター、市場および資産（産業用不動産や物流不動産など）は耐性が大きいと見られます。

# 欧州

## まだら模様の景気回復

欧州経済は再開し始めていますが、引き続きウイルスの感染状況が活動再開の決定要因となっています。

感染拡大を抑制するうえで引き続き鍵となるのが、保健衛生と経済活動のバランスです。また、景気回復を維持するためにはワクチンの効率的な供給が必要になるでしょう。

欧州の回復状況はまだら模様です。これは、国ごとに感染状況や政府の対応、経済構造が異なるためです。

財政・金融面での継続的な支援策が、労働市場にとってはとりわけ重要です。欧州で失業率の急上昇が回避された理由は、雇用の保護を目的とした一時的な雇用維持制度が奏功したためです。財政・金融面での支援策を今後も維持することが、長期的な経済へのダメージを回避するために極めて重要になります。

## 収斂の終焉

欧州の不動産は引き続き魅力的ですが、市場間にはバラツキが拡大していると見られます。

世界の大半の国・地域と同様に、欧州でも長期にわたって継続する構造的なトレンドが勢いを増しているため、セクター間のバラツキが拡大し始めており、不動産の需要に影響を及ぼしています。

物流不動産と産業用不動産は入居率が高く賃料も高水準で推移しているため、投資家に最も選好されています。小売用不動産は下落基調です。居住用不動産は引き続き魅力的であり、資本が流入しています。

オフィス用不動産は、引き続きプライム・オフィスを除いて需要が低迷しています。テナントはオフィス賃借スペースの見直しを行い、リース・サイクルの全期間にわたって再編または合理化を実施しているため、このセクターにおいてリスクを適切に織り込むことは引き続き難しいと思われる。

地域およびセクター間で回復にバラツキが生じると予想されることから、市場の選別がこれまで以上に重要になっています。

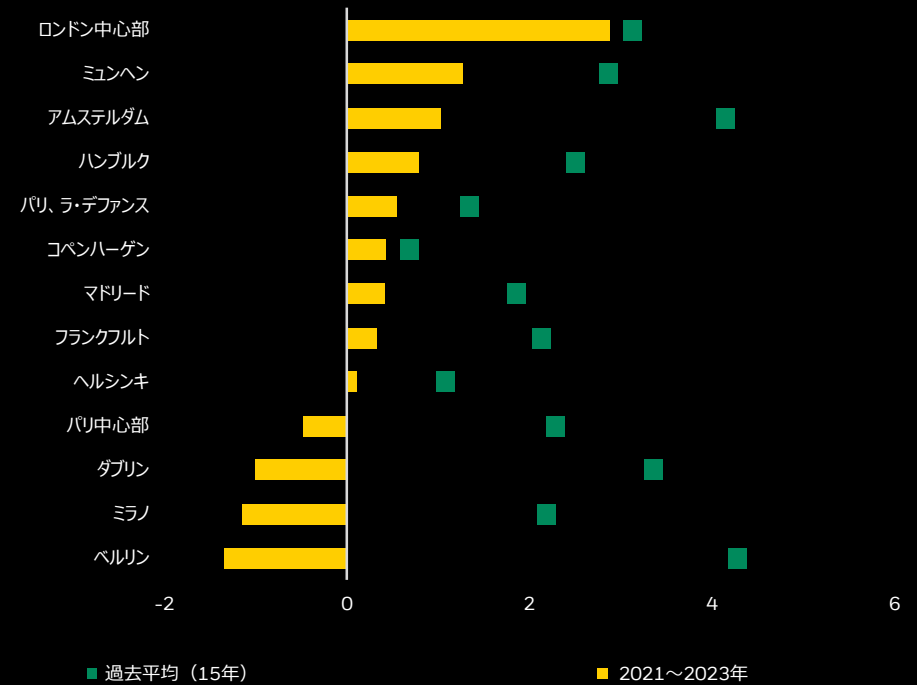
## 再生可能エネルギーをめぐる競争

欧州では、デジタル化のトレンドがすでに進行していました。昨年来、新型コロナウイルスの感染拡大が企業や学校、在宅勤務実施企業によるデジタル・インフラ需要を加速しました。

進行中の米中貿易摩擦やブレグジットを背景とする欧州の分断リスクを考えると、脱グローバル化もすでに進行していたと言えます。2021年は、サプライ・チェーンの耐性の強化に取り組む企業の増加、重要なサービスの国内再移転および重要な国内インフラの所有に関する新たな規制が予想されます。

再生可能エネルギーは、引き続き最も急成長する新しい発電源になると見られます。欧州には再生可能エネルギー資産をめぐる熾烈な競争が、とりわけ先進国において激化しています。洋上風力発電の機会が大規模に拡張する可能性があり、特にフランス、イベリアおよび北欧諸国を中心に成長しています。

市場間のバラツキは景気回復の特徴 *the rebound*  
2021~2023年のプライム・オフィスの予想賃料成長率（%、年率）



出所：PMA、ブラックロック 2020年10月 注：本資料に記載された見解や予想は特定の時点の市場環境を評価したものであり、将来発生する出来事を予想するものでも、将来の成果を保証するものでもありません。本資料は、調査報告、投資助言または投資推奨を目的として作成されたものではなく、そのような資料として依拠することはできません。予想が実現する保証はありません。

**投資機会が出現するにつれて、市場間のバラツキは拡大すると見られます。ブラックロックは、地域間やセクター間で回復にバラツキが生じると予想しており、市場の選別がこれまで以上に重要になると考えます。**

# アジア太平洋

## 経済はギアをアップ

アジア太平洋地域（APAC）の経済は多様で、様々な分野で経済活動が再開し、回復に向けた持続的な上昇傾向が見られています。今回の景気サイクルで、APACは世界で最も早く回復を見せており、製造業、建設業、企業向けサービス業に加え、国内のホスピタリティ（飲食・宿泊・娯楽）業さえも事業再開を果たしています。

APAC中の経済先進国では新型コロナウイルス感染症の患者数は減少傾向にありますが、それでも感染拡大は時折起こり、感染地域では検査、感染経路の追跡、封じ込め対策の必要性が生じています。

ビジネスモデルの多くが変更を余儀なくされ、国外への移動は未だ困難なために以前とは様相がかなり異なってはいるものの、総じて景気は上向きで、APACは長期的な経済再構築に向かう好位置にあると言えるでしょう。

資産価格は魅力的な水準にあり、調達コストが低下し、資産獲得競争の参加者が減り、土地保有者が不良資産の売却先を争う状況も起きているため、総じてAPACへの投資妙味は増しています。

## 貧富格差の拡大

APACの不動産市場ではセクターごとに需要、賃料、価格設定の動向が異なっています。

産業用不動産と物流不動産は、需要の伸びがトップであるのに、依然として利回りにはプラスのプレミアムが付いています。日本の集合住宅は、稼働率、賃料ともにデフエンスであることに変わりはありません。

オフィス需要は交錯しており、今のところは在宅勤務で需要が減っていますが、自宅を手狭と感じたり、文化的な好みもあることから、いずれオフィス需要は戻ると見られます。

小売店舗はまだステイホームの影響で不振が続きますが、食料品店や在宅勤務関連用品などの特定の分野では急成長が見られます。中国、日本およびオーストラリアでは移動制限が解除され、一部で稼働率と賃料収入が増加に転じているものの、ホスピタリティ業界の見通しは厳しいものになっています。

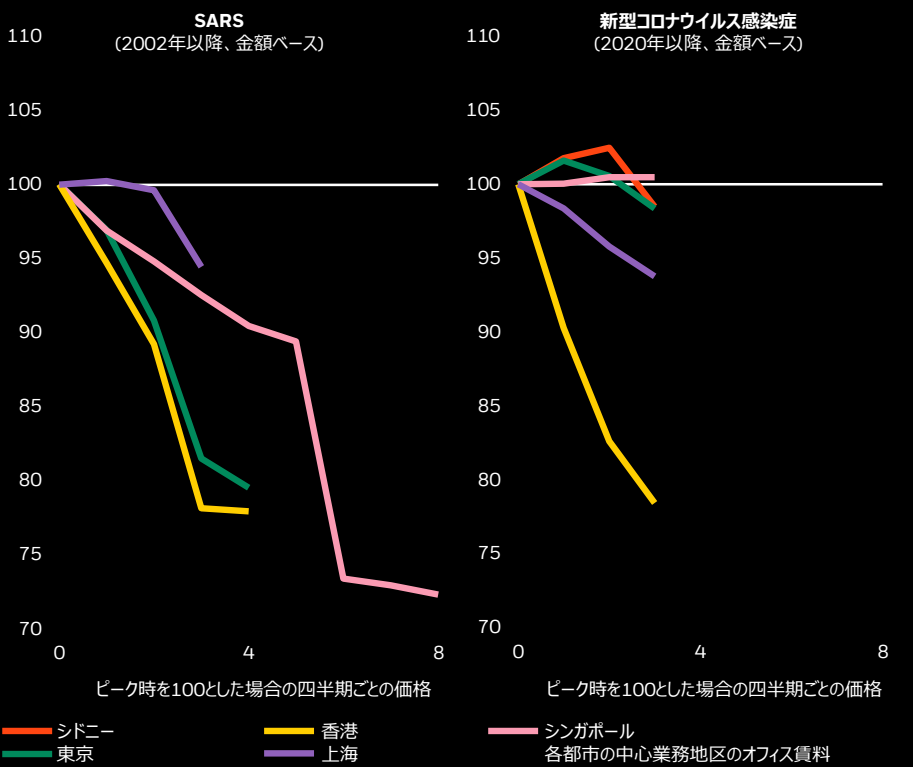
## 勢いを増す追い風

インフラについては、高い成長性が見込めることと消費者の後押しがあることにより、景気サイクルの中断によって基本的な需要が冷めることなく維持されています。

ロックダウン期間中に大気汚染が解消したことを歓迎する声が高まり、産業界に対して環境への配慮やグリーンエネルギーの利用を求める傾向につながっています。さらに、APAC諸国のエネルギー政策では、化石燃料や核燃料の廃止と再生可能エネルギーの利用を推進しています。

旅行・観光業のインフラに関しては、国内旅行が再開したとはいえ旅客数が通常水準に満たないため依然不況が続いています。債券投資家に対しては契約に基づいた支払が行われているため、原資産の稼働率が大きく変動しているにもかかわらず収益の耐性は保たれています。

## SARSと新型コロナウイルス感染症によるAPAC各都市のオフィス価格の変化



出所：Jones Lang LaSalle不動産調査サービス、BlackRock（2020年12月）  
分散投資と資産配分によっても保有資産を市場リスクの変動から十分に保護することができない場合があります。数値は過去の業績に関するものです。過去の業績は現在または将来の成果を示唆するものではありません。本書に記載した情報に基づく判断は、読者のみが責任を負います。

経済回復の軌道はパンデミックがいつまで続くのかに左右されますが、適正な価格であればあらゆる投資戦略が機能するでしょう。



# 投資家への影響

## 1 加速する分野に配分

**大胆に。**耐性のあるポートフォリオを構築するためには、資産配分の決定が重要です。実物資産の投資家が、今後何年も続く予想されるトレンドのモメンタムを利用するには、デジタル化や再生可能エネルギーへの移行のような「不可逆的な流れ」に確信を持つことがこれまで以上に必要とされています。

**あらゆる結果に対する耐性を。**強力な構造的トレンドは、限界的な経済成長率よりも、社会の方向変化により大きく影響されます。こうした構造的トレンドの恩恵を得られる戦略、セクター、市場および資産では、より強固な耐性が発揮されます。産業用不動産、物流不動産、データセンターと光ファイバーなどがこれに該当します。トレンドはポートフォリオに耐性をもたらす追い風ですから、トレンドに従うことが大切です。

**嵐に耐える頑健な投資基盤を。**構造的テーマに基づいてコア配分を構築することにより、市場の不確実性とボラティリティに対してポートフォリオの安定性を高めることができます。そうすることで、投資家がポートフォリオをより幅広い分野でより戦術的に配分するために必要な安全水準が保てるのです。

## 2 アクティブな資産運用

**アクティブに。**アセットオーナーは、より積極的に行動し、問題が発生する前に予測し、リスクを軽減させ、資産価値の減少を防ぐ必要があります。テナントや契約者とのコミュニケーションが重要です。アクティブな資産運用者は、より明確に付加価値の高い投資機会を示すことができ、ポートフォリオを入れ替え、新しい環境に合わせた資産ポジションを築き、成功を導くことができると考えます。公開市場で流動性資産に投資することは、迅速にリスク資産とアルファを得る手段となります。トレンドが急速に変化している状況下では、過去の見解のみに基づいた投資引受（アンダーライティング）の判断は十分ではないと言えるでしょう。

**ESGは選択肢ではなく、必須。**ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した資産は、そうではない資産をアウトパフォームする可能性が高いと考えられます。プライベート市場では、アクティブな資産運用とESGに配慮してポジションを調整することが増えるとみられます。気候変動による物理的リスクや低炭素社会への移行リスクは上昇しており、資本市場はますますこれらのリスクを価格に織り込む傾向を示しているため、投資家はリスク事象が現実化する前に資産ポジションを変更し、資産管理を向上させる必要があります。気候変動リスクは今や投資リスクでもあります。

**バリュアード投資の機会。**2021年に入って実物資産市場の分断と変化の度合いは広がり、勢いを増しています。そのため、幅広い不動産およびインフラ分野の資産で、ポジションの調整と投資目的の変更が必要となるでしょう。付加価値を生む事業計画を実行する能力と資本を備えた投資家にとっては、投資機会は増えるでしょう。

## 3 景気回復に備えたポジショニング

**機敏に。**ワクチン接種率が向上するにつれ経済活動がより広い分野で再開し、景気サイクルの回復が訪れると思われる。投資家は景気サイクルの回復機会を利用するため機敏かつ戦術的に行動する必要があります。パブリック・アセットとプライベートアセットのバリュエーションの差を投資機会に役立てるため、それらを組み合わせて投資を行うことは検討に値するでしょう。

**逆張りの余地。**工夫次第で時流の逆を行く戦略が奏功する場合があります。価格次第でどのような資産にも魅力が生まれます。小売業や既存のエネルギー業に投資する場合は、投資引受（アンダーライティング）を慎重に行わなければなりません。市場の不確実性により歪みが生じた場合には利益を得る可能性があります。売り手が積極的な場合や企業の資産売却／リースバック取引で投資機会があるでしょう。

**ポートフォリオのツールキットをフル活用。**投資家は、ポートフォリオのポジションをどのようにとり、追加のリスクをどこでとるかについて考える必要があります。流動性が高い上場株式市場では迅速にポジション調整をし、株式ベータが高い銘柄に投資することで、魅力的な戦術的ポジションを選択肢とすることができると考えます。また、不況下にあるセクターや市場でポジションを取る場合には、プライベート・デットに投資することで資産の安全性を高めることができるとみられています。

## 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、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当資料の見解とは必ずしも一致するものではありません。当資料は、米ドル建資産を中心としたグローバル投資において、主に米ドル建で各資産の評価を行った上で書かれたものです。日本の投資家が円から、外貨建資産に投資を行う場合に受ける為替変動の影響は考慮されていないことにご注意の上、参考情報としてご覧ください。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、当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。  
当資料は、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