

BlackRock

2022年 プライベート市場の見通し

レジリエンスと適応性



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。

レジリエンスと適応性

投資家が過去に例をみない市場環境を乗り切ろうとしている中で、プライベート市場への投資はこの役割を担うのに適しているとブラックロックは考えます。

目次

- 3** **概要：長期的視点の適用**
プライベート市場のリスクプレミアムは依然魅力的だとブラックロックは考えます。メガトレンド（特にデジタル化と脱炭素化）が、現在の様々な資産クラスへの投資に恩恵をもたらすとみっていますが、案件を選別することがより重要となっています。公開市場とプライベート市場の融合は新たな投資機会になりますが、両タイプの資金を提供できない投資家にとっては課題にもなります。
- 8** **実物資産：3次元の視点**
市場の回復ペースには地域ごとにばらつきがみられます。物流、通信、再生可能エネルギーなどのセクターは好調ですが、航空輸送やホスピタリティ（接客サービス）は遅れが見受けられ、セクターにより市場の活況度合いが異なります。さらに、投資実行をめぐる競争は激化しているため、案件の発掘が優先事項です。
- 13** **クレジット：適応する時期**
投資家にとって、クレジット市場は引き続きインカムの重要な源泉であり、公開およびプライベート市場の両者におけるクレジットをポートフォリオの中核にすべきだとブラックロックは考えています。インフレや経済政策変更の影響によってばらつきが拡大するため、パフォーマンスの向上には案件の選別がより重要となります。
- 18** **プライベート・エクイティ：進化と革命**
長期志向のファンドと急成長するセカンダリー市場が構造的な進化をもたらしています。プライベート市場で優位に立つために、公開市場で磨かれた非構造化データ・ツールを使用することが革命的な変化につながっています。
- 23** **ポートフォリオの視点**
ポートフォリオ構築は、リターンを左右する要素であり、その重要性は高まっています。今回の見通しの最後に、それまでのページで議論したテーマや見解をプライベート市場のポートフォリオにいかに関わり込むかをご紹介します。

この資料で表明している意見は、2021年12月21日時点のものであり、市場や経済の状況変化によって今後変更することがあります。以下の説明は例示を目的としています。予想の実現を保証するものではありません。



Jim Barry
Global Chief Investment Officer,
BlackRock Alternatives



Mark Everitt
Head of Investment Research
and Strategy, BlackRock
Alternatives



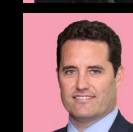
Anne Valentine Andrews
Global Head of Real Assets,
BlackRock Alternatives



Lynn Baranski
Global Head of Investments
for Private Equity Partners,
BlackRock Alternatives



Pam Chan
CIO and Global Head
of Alternative Solutions Group,
BlackRock Alternatives



James Keenan
CIO, Global Co-Head of Credit,
BlackRock Alternatives

寄稿者：

- John Griffith**, Senior Credit Strategist
- Vidy Vairavamurthy**, Head of Quantitative Research,
Alternative Solutions Group
- Cara Vazquez**, Private Equity Partners
- Bruce Wan**, Head of Asia Pacific Real Assets
Research and Strategy
- Kristen Weldon**, Global Head of Sustainable
Investing, BlackRock Alternatives

概要



長期的視点で考える

多くのことを考えながら、**ブラックロックは2022年を迎えました**。インフレや金利の動向、デジタル化や脱炭素化などのメガトレンドがもたらす重大な影響、多くのサブテーマなどを含めて、私たちはすべてのことに早急に対処するよう求められています。

プライベート市場の投資家として、ブラックロックは独自の長期的な視点でこの状況を捉えています。広範かつ長期的なトレンドを踏まえ、個々の特異性やレジリエンスを持つエクスポージャーを追求しています。各投資において、個々の有力な要素と、ジェット気流のように強力なテーマへのエクスポージャーという2つのコンセプトを両立させることを目的としています。このような投資をポートフォリオに組み込むことで、成長、インカム、分散、またはその組み合わせといった特定の成果に貢献できると考えます。

今回の見通しにはこの長期的な視点を当てはめています。ブラックロック・インベストメント・インスティテュートの「Global Outlook」では、インフレ（落ち着くものの、コロナ危機以前の水準を上回るとみています）やネットゼロへの道筋（今後さらなる困難が予想されます）などの重要な問題を踏まえて、ベースケースを示しています。加えて、こうした一連のトレンドが、実物資産、クレジット、プライベート・エクイティにおいて、どのようにリスクと投資機会を形成するかを示し、資本市場の中で急速に成長と進化を遂げるこの分野のダイナミクスを考察しています。

2021年はプライベート市場が健全な状況で始まりました。非上場企業は、2020年の困難から回復を示しており、将来の課題に向けた取組みを進めています。投資実行規模は過去最大となり¹、セカンダリー投資のような新しいビジネスや投資機会が増えています。

投資家は引き続き、大半の資産クラスに対する配分を**拡大**させており、投資案件の獲得に向けた競争は熾烈です。このため、投資案件の発掘の際に差別化を図ることがこれまで以上に重要になり、将来のリターンのはらつきは拡大すると考えています。同時に、「未来を予知することはできないため、プライベート市場における投資対象と投資タイミングを分散することが最善の方法である」という、ビンテージ分散に関する経験則は、その重要性が高まっているとみています。

以下は投資環境に対するブラックロックの見方です。

加速：新型コロナの時代には、あらゆるビジネスにおけるテクノロジーの活用、ヘルスケアおよび医療の提供形態の変化、消費と生活の新しいパターンなどのトレンドが加速しています。これは、プライベート・エクイティやクレジット、そして住宅や物流などの不動産セクターにみられます。特にリターンの獲得が容易ではない環境では、こうしたトレンドへのエクスポージャーが将来のプライベート市場のリターンを左右する重要な要素になると考えています。

融合：プライベート市場は、その発展に伴い、公開市場と比較して、資金の調達源としての重要性が高まっています。企業は現在、資金調達のために公開に踏み切るか、非公開を維持するかを選択するようになっています。企業のライフステージの様々な段階で、公開と非公開を行き来する場合も出てくるでしょう。プライベート市場は、潜在的な投資資金のプールがより大きいという利点がありますが、参加者は公開と非公開の両方に対応できる必要があります。そうでなければ、有力な企業との投資関係を失うリスクがあります。

脱炭素化：ネットゼロ目標が話題になっていますが、その実現までの道筋についてはあまり知られていません。この予測は、政策、イノベーション、コスト、レジリエンスを確実に理解する必要がありますが、電力、輸送、工業、農業の分野において投資機会につながると考えています。

プライベート市場では、トレンドを正しく把握することは最初のステップに過ぎません。銘柄が選別されアクティブに運用されている状況では通常、案件の執行と引き受けが極めて重要です。現在の市場のレジームは過去に例のない状況にあります。潜在的に強靱なリスク調整後リターンを有する引き受けを行うことは、常にプライベート市場の投資の中核をなすものです。

ブラックロックの見方の要約

- 1** プライベート市場はリスクプレミアムが依然として魅力的であり、ポートフォリオのレジリエンスを高めることができますと考えます。
- 2** メガトレンドは現在のプライベート市場のビンテージにプラスになると予想していますが、投資案件を選別することがより重要になっているとみています
- 3** ネットゼロへの道筋は大きな投資機会を提供します。投資を成功させるにはその道筋を上手く乗り切ることが不可欠です
- 4** ビンテージ分散は依然として強力なツールです

出所：1 ブレキン、2021年12月現在の2021年の投下資本総額は2.5兆米ドルと、2018年に記録した最高額の1.9兆米ドルを上回っています。

メガトレンドに注目

同じ海に浮かぶ別のポート：メガトレンドは、経済全体、金融市場全体に、そしてプライベート・エクイティ、クレジット、実物資産に幅広く変化をもたらしています。適切に情報を収集し整理し、こうしたトレンドにエクスポージャーを持つことが、この年代の投資におけるプライベート市場のリターンの有力な原動力の一つになるとブラックロックは考えます。

テクノロジーセクターの成長：クラウドサービスや人工知能などのテクノロジーの導入は、あらゆる場所で加速しており、テクノロジー企業と、従来からある企業のデジタル化の両方に資金を提供する機会が生まれています。企業やロールアップ・プラットフォームは、急激な変化によって業界内で勝者と敗者が生まれるため、エクイティとデットの両方で迅速かつ柔軟な資金を必要としています。インフラ投資家にとってデジタル化とは、携帯電話の基地局、データセンター、ブロードバンド構築、分散型電力網、スマートメーターが長期的な収益の源泉となる可能性を意味します。

ヘルスケアセクターの成長：新型コロナ以前から、ブラックロックはヘルスケアを魅力的なセクターとみていました。現在では、ヘルスケア・テクノロジー、遠隔医療などの分野で、以前と同様かそれ以上の追い風が吹いています。サービス分野では、人口の高齢化と所得の増加がさらなる投資機会を生み出しています。将来の資金需要は大きく、プライベート・エクイティとプライベート・クレジットの両方に強力な一連の機会があると考えます。

脱炭素化：これは前例のない規模で起きる経済の変容であり、プライベート市場にとって歴史的な投資機会です。道筋の予測が投資成功の鍵であり、そのためには、電力、輸送、工業、不動産、農業の分野に関する政策、イノベーション、コスト、レジリエンスを確実に理解することが求められます。移行の進み方は一様ではないため、地域やセクターによって異なる投資機会が生まれるでしょう。民間の資本が重要な役割を果たし、公的資本とのパートナーシップにも大きな機会が期待できます。移行における投資機会は、ブラックロックの2022年以降の移行ロードマップと同様に、継続的に進化していくと考えます。どこで資金が必要か、そしてどのような資金（成長の初期段階の資金、成熟したインフラ資本、もしくはその中間）が移行の様々な局面において最も適しているかを、幅広く体系的に検討することが投資家の課題です。

生活パターンの変化：私たちが、働き、遊び、買い物をし、学び、教える場所は急速に進化しており、実物資産、特に不動産に大きな影響を与えています。物流と住宅の2つの分野は高いパフォーマンスを示していますが、テナントがサステナブルに設計された建物を求めているため、不動産への需要も進化していくと考えています。引き続き、資産固有の要因がリターンに大きな影響を与え、その原動力となる一方、実物資産全体をみると、投資家はインフレに連動するリターン特性からも恩恵も受ける場合があります（ただし、インフレ率は許容範囲内にとどまるとブラックロックは予想しています）。

アジア：ブラックロックは引き続き、アジアを主要な成長機会と捉えています。インフラに対する需要は成長を推進する強力な要因の一例です。そして長期的には、中国の一連の投資機会はプライベート市場全体で有力なものになると考えています。

サステナビリティの推進：プライベート市場におけるサステナブル投資は急速に変化しています。投資家の需要は、コロナ禍に見舞われた2020年と2021年に強まり、特にデジタル化と脱炭素化を始めとするテーマのシフトが加速しました。ブラックロックは、今日の市場には広範囲のサステナブルな投資機会があると考えています。例えば、金融包摂など、これまであまり取り上げられてこなかったテーマへのインパクト投資は、プライベート資産クラス全体に新たなアルファの源泉をもたらす可能性があると考えています。インフラでは、温度管理されたサプライチェーンや物流を通じた食糧安全保障への投資などが挙げられます。プライベート・エクイティおよびクレジットでは、女性の健康問題に特化した革新的な技術が魅力的だと考えます。エネルギー移行における投資機会は、再生可能エネルギーに始まり、世界経済やプライベート市場にまで及びます。

今後2年間の**サステナブル投資機会を捉える鍵**は、その投資機会の重要度を認識し、投資家のポートフォリオにおけるインパクトと、創出された付加価値を測定するツールキットを改善することです。サステナブル関連の分野へ幅広く資金が投入される中で、成果の測定はより一層重要になるでしょう。



追い風に乗る

プライベート市場で進むメガトレンド

成長

構造的変化の加速、特にテクノロジーの破壊的創造による投資機会。**ヘルスケア分野のプライベート・エクイティ案件の取引量が2020年に前年比21%増加¹**した流れで、ヘルスケア提供サービスおよび遠隔医療の加速に対し注目が高まると考えます。

経済活動の再開

経済が再開される中で、経済活動は変容し、新型コロナの影響を受けたセクターが追加資金を求めるため、プライベート・クレジットには投資機会があります。**プライベート・クレジットの運用資産は、年率11%で成長し、2025年に1.46兆米ドルに達すると予想されています²。**

デジタル化

よりバーチャルな世界に向かう動きが加速することは、新型コロナがもたらした長期的トレンドであり、テクノロジーのエコシステム全体に投資機会が生まれると考えています。**テクノロジーに特化したプライベート・エクイティのプライベート・アウト・ファンドは、過去10年にわたり、それ以外のファンドと比べて6.4ポイント高いIRR（内部収益率）を達成してきました³。**

脱炭素化

脱炭素社会への移行は、実物資産や製造業のサプライチェーンなど、あらゆる資産クラスに影響を及ぼします。**ネットゼロの達成には、主要セクターへの年間投資額が2030年までに現在の3倍以上である4兆米ドルに拡大する必要があります⁴。**

アジア

世界経済における中国の役割とアジアにおける再生可能エネルギーの成長は、この地域におけるプライベート市場が拡大する主な要因となり、**過去10年間でプライベート・キャピタルの運用資産は約6倍に拡大しました⁵。**

出所：

- 1 ベイン・アンド・カンパニー、2021年3月、「Global Healthcare Private Equity and M&A Report 2021」
- 2 プレキン、2020年11月、「The Future of Alternatives 2025」
- 3 マッキンゼー、2021年4月、「A year of disruption in the private markets」
- 4 IEA、2021年5月、「Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector」
- 5 プレキン、2021年6月、「Preqin Markets in Focus: Alternative Assets in Asia-Pacific 2021」

市場のダイナミクス

プライベート市場のリスクプレミアム：リターン・プレミアムが縮小している環境で「同一条件」での比較は課題ですが、低流動性と複雑性に対する報酬は依然として魅力的だとブラックロックは考えます。右のグラフでは、プライベート・クレジットと公開クレジットのプレミアムを示しています。また、プライベート・エクイティでは、プライベート・エクイティのマルチプルは拡大していますが、公開市場と比べると引き続き魅力的であるとみています。インフラや不動産についても同様の傾向がみられ、プライベート市場と公開市場の境界線は曖昧になっていますが、プライベート市場のプレミアムは損なわれていないと考えています。メガトレンドの中での案件の選別、引き受け、勝者の選択によって得られる潜在的な追加リターンを考慮すると、プライベート市場は引き続き魅力的なポートフォリオの資産であると考えられます。

インフレ率は上昇するものの、統制可能な水準に収まり、金利上昇は小幅にとどまるとブラックロック・インベストメント・インスティテュートの2022年Global Outlookはみています。これは、リスク資産やプライベート市場にとってプラスだと考えます。このようなリスクが予想以上に大きいことが判明しても、投資家は3つの手段を取ることができます。まず、ポートフォリオ内の偏りを調べ、異なる市場環境に応じた資産の特性を確認することです。プライベート市場投資の中には、このようなリスクに対応しうる選択肢として、成長、インフレ・プロテクション、変動金利のリターンを提供するものがあります。次に、環境が従来とは異なる場合もあります。例えば、ブラックロックのクレジット・チームは、デフォルト・サイクルが変化しており、デフォルトを差し引いたネットのクレジット・リターンが上昇すると考えています。

最後に、マーケット・タイミングを考慮する投資と比較したビンテージ分散の利点を右図に示しました。ブラックロックのメッセージはシンプルです。マーケット・タイミングを図りたいとの誘惑を断ち切るだけで、より安定したリターンを得る可能性があります。

融合：公開市場とプライベート市場の境界線が曖昧になることで、投資機会の拡大がもたらされる一方で、両者間またはプライベート市場内の分野をまたぐことができない投資家にとっては問題となります。企業が資金調達のために公開市場とプライベート市場を行き来する、先ほどの例で考えてみましょう。これによってプライベート市場の投資機会が拡大する可能性はありますが、資金提供者として選ばれるためには関係の維持が必要です。この関係は、公開市場とプライベート市場のソリューションの両方に関して相談できなければ、弱まることでしょう。このような機会はより一層増えており、2022年もこの傾向が続くと予想しています。

プライベート市場の分野では、急成長しているセグメントがあり、例えばセカンダリーのように、プライベート市場にとどまる期間が長い資産に対するエクスポージャーの保有を容易にするセグメントが挙げられます。また、投資家は、これまでの投資範囲を拡大した投資にも目を向けています。投資家は、企業のライフサイクルの初期段階（成長期など）に参画することや、エネルギーや家庭向け光回線などの異なるセクターを統合する資産に投資することに価値があるかどうかを見極めようとしています。こうした投資機会を特定し、引き受けるために、投資家は以前にも増して多角的な視点で捉える必要があります。

プライベート・クレジット・プレミアム

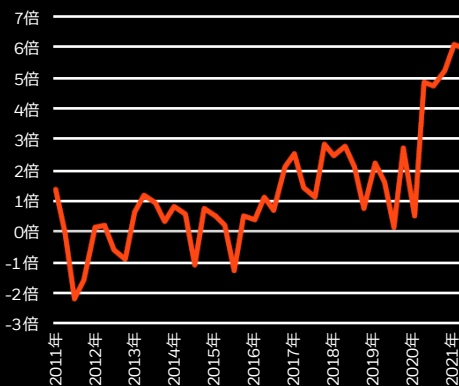
スプレッド：米国ミドル・マーケット・レバレッジド・ローン



出所：S&P (LCD)、2021年11月現在

プライベート・エクイティ・プレミアム

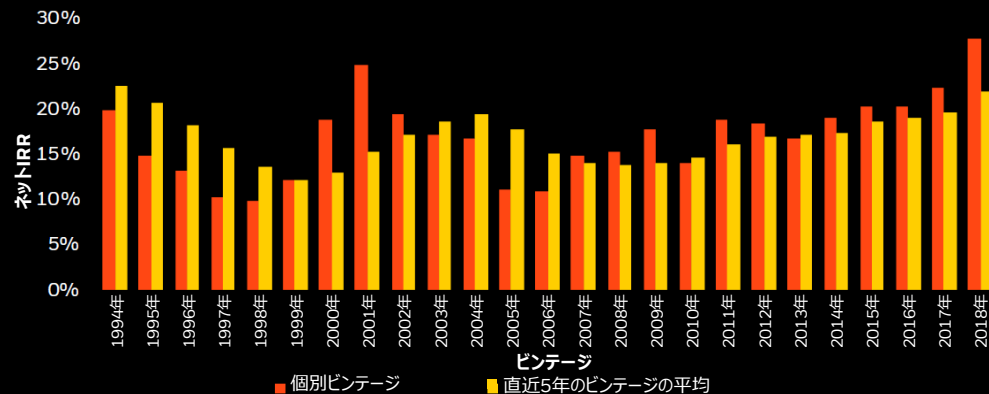
企業価値 (EV) / EBITDA：S&P500-プライベート・エクイティ



出所：S&P (LCD)、CapIQ、2021年6月現在

プライベート・エクイティ投資家は複数年のビンテージによる投資の平均化から恩恵を受ける

グローバル・バイアウト・ファンドのネットIRR (ビンテージ別)



出所：プレキン、Global Private Equity Buyout closed-end fund universe performance analysis、2021年11月現在。上記の数字は過去のパフォーマンスです。過去のパフォーマンスは、現在または将来の信頼できる指標ではなく、商品や戦略を選択する際に唯一の検討要素とすべきではありません。



実物資産の3次元の 視点

実物資産の3次元の視点

2022年の実物資産市場は、経済活動の急速な再開に加えて、失われた生産能力の復旧の遅さが要因となり、広範で強力な上昇局面を迎えるとブラックロックは考えます。このサイクルの理解には3次元の視点が必要だとみています。

実物資産全体では、循環的回復、技術革新、気候変動への対応の3つの要因が、今後の見通しを大きく左右すると考えています。同時に、市場を動かす要因として、第一に、経済活動の再開に向けた戦略の違いやサプライチェーンの自国内回帰に向けた長期的な動きに起因する異なる回復ペース、第二に、物流、通信、再生可能電力の活況と航空輸送およびホスピタリティの回復の遅れを反映したセクター間の勢いの違い、そして第三に、実物資産に対する豊富な資金流入（相対的に高水準でレジリエンスのある利回りを求める他の資産クラスからのシフトも反映）を背景とした資金投入競争の激しさが挙げられます。

インフラ市場の見通しは、脱炭素化、デジタル化、分散化という3次元の視点に特徴づけられます。世界経済の脱炭素化の推進には、化石燃料から再生可能エネルギーへの大規模なエネルギー移行が必要であり、主力の太陽光や風力だけでなく、炭素回収、蓄電池貯蔵、

ブルー水素やグリーン水素の利用も増えていきます。デジタルの世界は、引き続き私たちの日常生活に変化をもたらしています。ロボットおよび自動化によって真に生産性が向上する中、オンライン上の、仕事、買い物、学校教育、娯楽がパンデミックによって顕著に加速されています。さらに、インフラサービスの分散化がいくつかの分野で進んでいます。バーチャルな仕事や買い物にとって場所は以前ほど重要ではなくなり、レジリエンスや運用効率を高めるために保有の分散が進んでいることがその背景にあります。

不動産市場については、インフラの3次元の視点も当てはまりますが、それに加えて別の要因が働いていると考えられます。特に、勝者（物流や住宅）と敗者（ホテルや小売）間の継続的なパフォーマンスの大きな格差は、当面は持続する可能性が高く、セクター選別によるアルファ獲得の余地は大きいとみています。同時に、ディストレストや混乱下にある不動産セグメントはディープ・バリューの様相を呈し始めていますが、こういった投資機会を得るためには、現場における市場外での案件発掘能力が必要です。さらにその先を展望すると、長期的な人口動態が引き続き極めて重要であり、地域ごとに人口および高齢化の傾向が異なります。特に、豪州の保育施設、米国のマルチファミリー住宅、日本の高齢者向け住宅が魅力的です。

実物資産について3つの重要な投資テーマを提唱します。

1

サイクルの違い

今回の上昇は、経済活動の回復の速さと復旧の遅さが特徴です。買い物客や労働者の戻りは迅速ですが、観光客の戻りにはもう少し時間がかかり、これはセクター配分に大きく影響します。

2

アップグレードの時

実物資産の将来性を高め、生産性とリターンを向上させると同時に、陳腐化や流動性低下のリスクを低減させることが明らかに必要だと考えます。エネルギー移行により大きな投資ブームが起きています。

3

サステナブルへの道筋

投資家の視線が厳しくなり、グリーン・アルファの余地が大きいため、実物資産は世界の脱炭素化において重要な役割を果たし、稼働率、賃料、資産の流動性に影響を与えると考えられます。

実物資産の異なるサイクル

回復の年：混乱の2020年、調整の2021年を経て、この世界的なパンデミックが明確に終わらない場合でも、2022年は回復が見え始める年になるとみています。実物資産の投資家は、今までと少し異なる市場サイクルの中で、厳しい構造変化の機会を活用し、勝ち組セクターに傾注し、インフレ昂進および金利上昇をヘッジするために、慎重に臨むことが必要です。

速い回復と、その後の緩慢な復旧：通常のリバウンドとは異なり、新型コロナ後の経済再開では短期間の急速な成長はみられますが、過去2年間で生産能力を幾分失ったため、より本格的な回復には時間がかかる可能性があります。一方で、移動制限の解除は個々の国で行われています。そのため、買い物客や労働者の戻りは迅速かもしれませんが、観光客の戻りには何年もかかる可能性があります。今回の再開は欧米ではやや早く、アジアでは地域ごとのばらつきが大きくなっています。

インフレの再燃：サプライチェーンの混乱により、商品や流通のコストが上昇しており、今後数年間はこの傾向が続く可能性があります。このため、業務は根本的に見直され、米国が最も顕著ですが、一部のサービス・セクターで賃金コストが上昇しています。直近の景気の上振れサイクルとは異なり、今回のインフレは、典型的なサイクル後半にみられる需要側からの圧力ではなく、供給側からの圧力によるものです。重要な点として、特に物価連動賃料や収入契約が存在する場合、今後も実物資産はインフレ圧力に対するヘッジ手段となる可能性があります。

注目を集める金利：今のところ、低金利のおかげで資産価格と取引量は回復し、次第に経済成長による支えも強まっています。インフレ率の上昇は、景気刺激策の縮小と資金調達コストの上昇を促す可能性があります。このような状況では、変動金利による資金提供が金利上昇をヘッジするのに適していますが、負債とのマッチングのために固定金利の資産がデット投資家には依然として人気です。

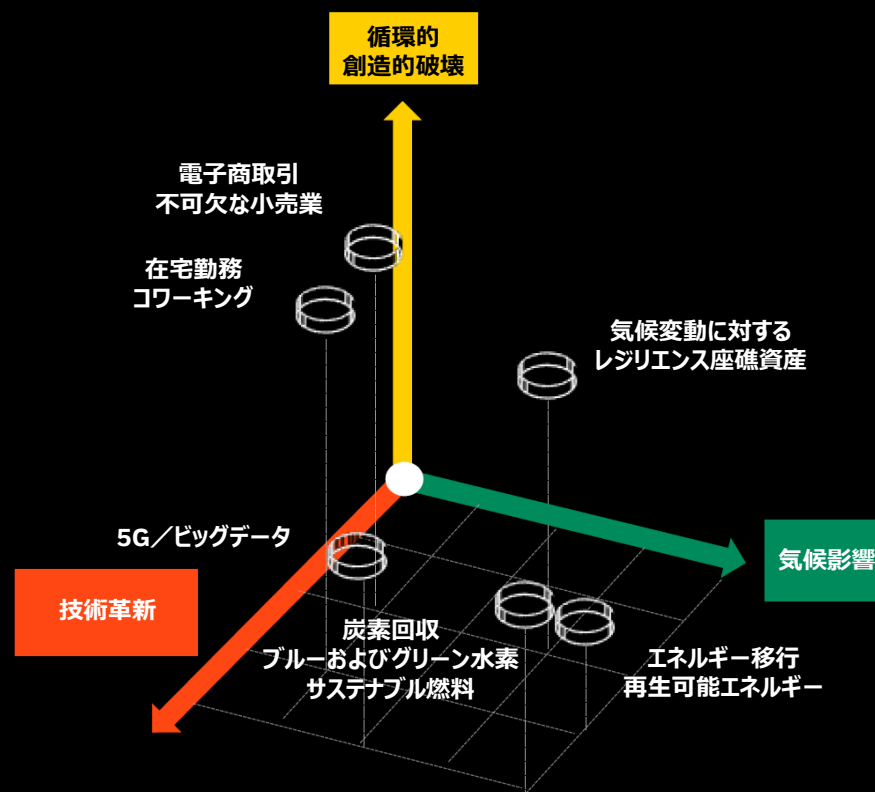
環境は不可逆的に変化：すでに、新しい市場環境は今までとは異なっています。自宅で過ごす時間が増えたことで、買い物、仕事、遊びをオンラインで行う傾向が大幅に強まり、以前の状況に完全に戻る可能性は限定的と思われる。このことは、マルチファミリー住宅、物流、デジタル・ネットワークにはプラスである一方、小売、オフィス、輸送セグメントにとっては相対的にマイナスと考えられます。

気候も変化：気候変動への対策に向けた政治的な連携が強化されると、投資は、化石燃料の採掘および加工から、再生可能エネルギー、エネルギー貯蔵、電力および物流の配送網に対するレジリエンスの強化に向けられ、構造的なシフトが進むでしょう。一方、各国政府は不動産の脱炭素化戦略をより強く求めています。

実物資産の様々なサイクル：ブラックロックはリスク/リターン・プロファイルが変化したとみています。ベータ・リターンは、稼働率の向上と賃料の上昇によって向上すると考えています。今回のサイクルでは、勝者と敗者の差が拡大するため、アルファ・リターンの余地は大きいと考えられます。インフレが顕著なために、物価連動収益や収益契約は非常に有利とみています。

変化の次元

2022年の市場見通しは、進行中の循環的回復、継続している技術革新、気候変動リスクの高まりから大きな影響を受けています。



今回の市場サイクルは、経済再開時の素早い回復、ならびに失われた生産能力の回復および一部ビジネスモデルの改革のための緩慢な復旧が特徴です。投資家は、より顕著な価格インフレ、最終的な金利上昇、気候変動に関連した政策の展開など、いくつかの分野を注視する必要があります。

出所：ブラックロック、2021年12月現在。

アップグレードの準備はできていますか？

実物資産の将来性を高める：テクノロジーの絶え間ない進歩は、生産性とリターンを向上させる機会を提供する一方で、陳腐化と流動性低下のリスクを高めています。長期の実物資産に投資するエクイティ投資家にとっては、技術的な状況の変化に合わせてアップグレードして適応することが継続的に必要となります。具体的には、パンデミック後の世界では、多くの新しいビジネスモデルが脚光を浴びる一方で、古くなって崩れたビジネスモデルは急速に影が薄くなっています。また、このような資産に投資しているデット投資家は、特に新しい事業環境への適応に苦戦しているビジネス分野では返済リスクの上昇に直面するため、常に注意を払う必要があります。

エネルギー移行の新たな道筋：化石燃料から再生可能エネルギーへの大規模かつ長期的な移行は、風力発電や太陽光発電にとどまるものではなく、より多くの電力分野（特にブルー水素やグリーン水素、炭素回収、電気自動車の充電、蓄電池貯蔵）は、コストの低下、経済スケールの拡大、商業利用の見通しの改善から恩恵を受けています。自動車、発電所、工場から排出される炭素を削減する技術は、コスト削減が年々進んでおり、再生可能エネルギー発電の大規模かつ不可欠な構築に加えて、炭素のネットゼロを達成する新たな商業戦略を生み出しています。

ビッグデータが可能にすること：実物資産のデータをシンプルかつ体系的に収集することは、多くの新たな生産性向上を可能にしています。資産レベルおよび証券レベルのデータを記録して報告するという、どちらかと言えば地道な作

業が、建設、改修、資産管理のビジネス・プロセスを改善する真の付加価値につながる知見を提供しています。現在では、サステナブルでエネルギー効率の高い資産の運用を通じて稼働率、賃料、リターン、流動性を向上させることによって、グリーン・アルファを識別・実現することが容易になっています。

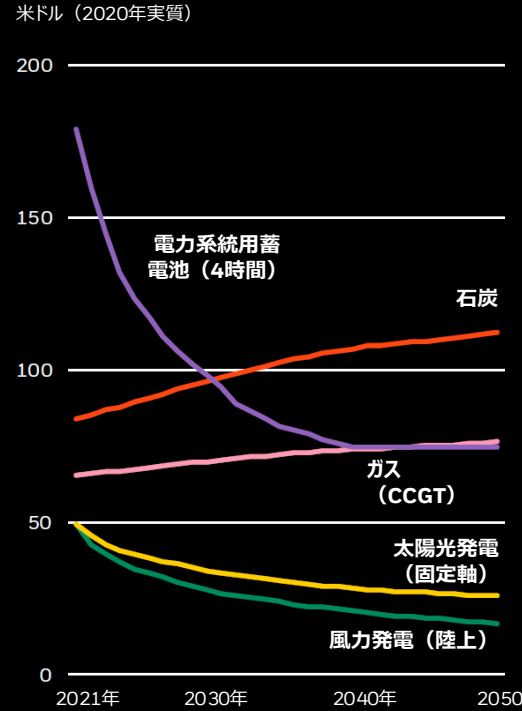
健康、富、賢明さ：今回のパンデミックによって、テナントの期待と資産管理に大きな変化が起きています。共用部での非接触アクセス、衛生管理や空気ろ過の改善、デジタル接続性の向上と低い居住密度による社会的距離の拡大を通じた、健康とウェルビーイングの重視をテナントは求めています。このような快適な設備を求めてテナントが移動するケースが増えており、これは、環境に配慮する家主が稼働率、賃料、資産価格を維持することの助けになるでしょう。

ロボットの台頭：オフィス内でのランチ配達、遠隔資産点検、オフサイト・モニタリングなど、ロボットやドローンの活用が増加によって、渋滞の緩和、減価償却費の削減、エネルギー効率の目に見える改善といったメリットが拡大しています。

投資家は何に注目すべきか：このような新しいアップグレードを広く採用することは、ESGの目標を前進させるだけでなく、財務収益にもより一層影響を及ぼすとみています。このような変化は、目に見えるメリットに加え、競争が激化する市場において利用者が求めているため、これまでよりも一般的になってきています。

根本的なコストの変化が世界の電力セクターを変える

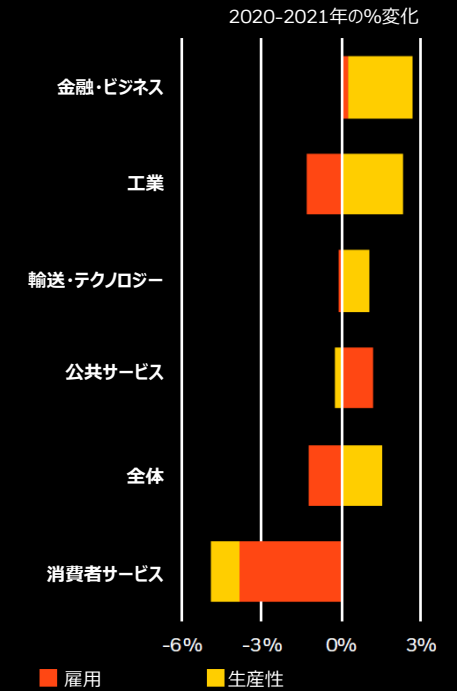
均等化発電原価（グローバル）



出所：ブルームバーグ、NEF、ブラックロック、2021年12月現在。

失われた生産能力を回復するためにアップグレードが必要なビジネスモデルもある

OECD市場（37地域）



出所：オックスフォード・エコノミクス、ブラックロック、2021年12月現在。

絶え間ない技術革新は、リターン向上の機会をもたらす一方で、陳腐化と流動性低下のリスクを増大させています。エネルギー移行の新たな道筋、ビッグデータから得られる優れた知見と実現可能性、そしてバイオセキュリティ、健康、ウェルビーイングに対するニーズの高まりが、資産管理に大きな変化をもたらしています。

よりサステナブルな経路

世界の脱炭素化：2021年には、気候変動の悪影響が世界各地に広がり、日常生活、経済活動、資産のリターンに実際に影響が出ています。このため、世界経済の脱炭素化が急務となっており、一般の人々や政治家の支持も高まっています。このような状況で、実物資産セクターの投資家とマネージャーは、炭素のネットゼロに向けた道筋において中心的な役割を担っています。

厳しくなる監視の目：温室効果ガスの排出量の40%を占める実物資産¹は、今後、より厳しい監視の目にさらされるようになるでしょう。一方、パンデミックはESGのテーマを前進させています。より良い復興を求める声が高まる中、政策当局は脱炭素化された復興を支援するためにサステナビリティの目標を見直しています。実物資産の投資家は、ポートフォリオのESGに関するインパクトを改善し、エネルギー移行を促進し、深刻化する気候変動リスクに対応するポートフォリオの将来性を高めることによって、重要な役割を果たすことができます。グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク（GRESB）の導入拡大とスコアの上昇が示すように、この分野では心強い第一歩が踏み出されています。

サステナブル・リターンの発見：ESGのインパクトと投資パフォーマンスを相反する目標とは考えない投資家が増えてきました。サステナビリティ向上に対する投資は、価値の保護、減価償却の抑制、気候関連投資リスクの低減に不可欠なグリーン・アルファと見なされています。これまでの経験から、稼働率、賃料、流動性の改善とESG認証の改善を通じてリターンを上乗せする機会は豊富にあると言えます。

出所：1 WBCSD、2021年7月、「Net Zero Buildings」。

2 国際エネルギー機関、2021年5月、「Net Zero by 2050」 3 ブルームバーグ、2021年12月、「NEF」

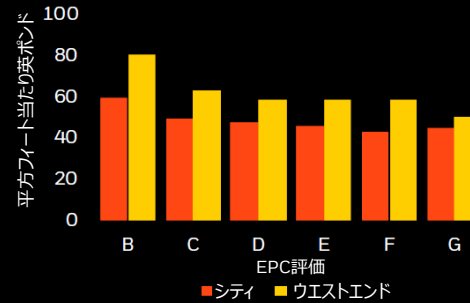
改装も復興も：実物資産は、元来、長期間にわたって使用されます。インフラ資産の耐用年数は30年以上になることもあります。また、2050年まで現在ある世界の建物の半分が残っている可能性が高い²とみられています。このような状況では、完全な建て替えによってネットゼロを目指すことは現実的ではなく、性能の向上と脱炭素化の推進を目的として既存の資産を改修することが成功の鍵となるでしょう・・・そして、そこに商機があるとブラックロックは考えます。

電力の変容：化石燃料が3分の2を占める現状から2050年までに再生可能電力が3分の2を占めるようにする発電上のエネルギー移行は、インフラ市場で9兆米ドルの商機となります³。さらに、家庭、職場、自動車における電力需要の増加は、発電、蓄電、配電、自動車充電など、電力供給ネットワークのサステナブルな拡大を持続することによって対応する必要があります。

実物資産への投資に対するよりサステナブルな道筋：環境に配慮したリターンとESGインパクトの積極的な評価を求める投資家の声を受けて、業界ではこうした変化に対応する意欲が高まっています。同時に、GRESBのような団体を通じた業界全体の協力体制に対するコンセンサスも高まっています。設備投資や減価償却費の増加を避けるためには、これらすべてが必要であるとブラックロックは考えています。実物資産の長い投資期間を考えると、行動を起こすのは今だと思われます。

エネルギー性能の対価

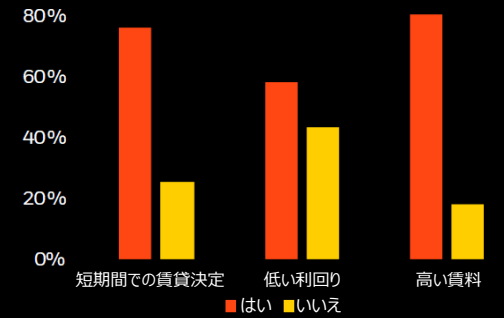
一部のエネルギー効率評価に対するロンドンのオフィス賃料



出所：Radius Data Exchange（2021年7月）、PMA。左のグラフは、ロンドンのシティとウエストエンドの平均オフィス賃料を英ポンド/平方フィートで表したもので、評価は英国のエネルギー性能証明書（EPC）システムによります。

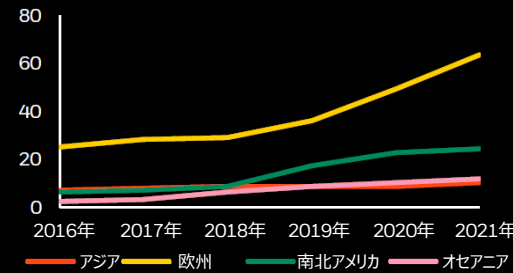
グリーン・プレミアムの要因は？

より短期間での賃貸決定、低い利回り、高い賃料



GRESBグローバル・インフラ・ファンド・ベンチマーク

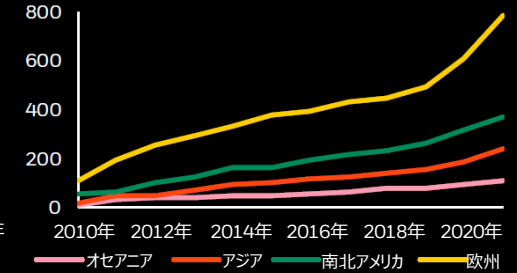
参加ファンド数



出所：GRESB（2021年10月）

GRESBグローバル不動産ベンチマーク

参加ファンド数



出所：GRESB（2021年10月）



Mark Florian
Global Head of
Energy and Power
Infrastructure

“**ネットゼロへの道筋**には幅広いソリューションが必要です。電力セクター以外に、工業、農業、運輸セクターでも脱炭素化を進めていく必要があります。私たちは、この方向に向かって実行していく新しい方法が分かり始めたところです。ブラックロックは、このような長く続くレジリエンスのある投資機会に期待しています。”

クレジットの 適応



クレジットの適応

2022年の経済は強い追い風を受けて始まりました。金融・財政政策の非常に緩和的な状態が続いている一方、ワクチン接種率の上昇で経済活動がパンデミック以前の水準に戻りつつあります。そうした中で、個人の強い需要、特に消費財への需要がサプライチェーンの混乱を浮き彫りにしています。こうした状況によりインフレが加速し、今や1980年代前半以来の高水準にあり、ほとんどの投資家がこれまで経験したことのないリスク要因になっています。

流動性は依然として高く、リスク資産を幅広く支えています。資金流入が鈍化し始めていることは、今後の投資環境が不安定化する前触れかもしれません。

この状況下で、株式はボラティリティが上昇し、債券は金利が上昇するため、クレジット市場のキャリー・タイプのリターンが適しており、相対的に優れたパフォーマンスを提供出来る可能性があります。投資家はキャピタルゲインよりインカムリターンを求める傾向が強まるため、キャリーのメリットはクレジット資産の需要を引き続き支える可能性が高いと考えられます。中でもイールドプレミアムが得られるプライベート・クレジットは有利になるでしょう。

投資家にとって、クレジット市場は引き続きインカムの重要な源泉であり、パブリックおよびプライベートのクレジットをポートフォリオの中核にすべきであると、ブラックロックは考えています。

グローバル・クレジット市場は急速に規模が拡大するとともに、複雑さが増しており、サプライチェーン問題、労働力不足、コストインフレ、段階的な金融引き締めがセクターや発行体での格差拡大につながると思われます。しかし、企業はこうした状況に適応しつつあり、資本調達も容易になって柔軟性が増すことで、クレジットサイクルは短期化し、調達頻度は高まるでしょう。また、セクター動向に依存する傾向が強まることで、セクターごとの違いがより顕著になると考えられます。

クレジットは、債券と比べて利回りが高いとともにリターンに占めるインカムの割合が大きく、また、金利感応度が低いといわれ、魅力が大きいと考えます。今後金利の上昇が予想される中、変動金利型やデフレーションの短いクレジット、特にプライベート・クレジットの魅力が高まると思われ、投資家は流動性リスクや複雑なリスクによるプレミアムを引き続き期待できます。

クレジットでは、主な3つの投資テーマに焦点を当てます。

1

様々な政策移行

今年は、金融や財政政策から経済の再開やネットゼロまで、多くの政策移行がクレジットに影響を及ぼすと思われます

2

アルファ獲得のための慎重な選定

インフレや経済政策変更の影響によって、ばらつきが拡大するために、パフォーマンスの向上には選択がより重要になります

3

クレジット・エンハンスメント

テクノロジーの導入と市場構造の改善により、クレジット投資家は投資機会の幅が広がる可能性があります

様々な政策移行

成熟しつつある景気サイクル： 昨年の経済再開後の回復の後、2022年の経済は力強いものの成長は減速するとブラックロックは予想しており、クレジットにとっては有利な経済環境が続くでしょう。経済成長予想の中央値は3.4%¹ですが、地域によって大きなばらつきが生じ、特に米国での財政刺激策の効果の減少と金融政策の引き締めが成長率のばらつきをもたらす一因となるでしょう。

新型コロナウイルスとの共存： 大半の先進国ではワクチン接種が進んでいるものの、新たな変異株の出現で今でもロックダウンを実施する国があり、国によって影響に大きな違いがみられます。世界の人口の54%以上が少なくとも1回のワクチン接種を受けていますが、低所得国ではわずか6%にとどまるなど²、新型コロナウイルスに起因する各国経済のばらつきは当面継続すると思われる。消費者は、それぞれの置かれた状況になんとか適応しており、テクノロジー導入の拡大を加速し、効率の改善とビジネスの混乱回避に貢献しています。

政策の違い： 各国・地域の経済成長率とインフレ率の違いが異なる金融政策につながる可能性が高く、米国が金融政策の引き締め動く一方、欧州中央銀行は据え置き見込みであり、中国人民銀行は、経済減速を受けて金融緩和を既に始めています。政策の誤りが起きるリスクは高まっており、各国・地域のクレジット環境に影響が及ぶ可能性があると考えられます。一方で、米国の財政支出計画は政治的優先事項であるインフラやヘルスケアなどの

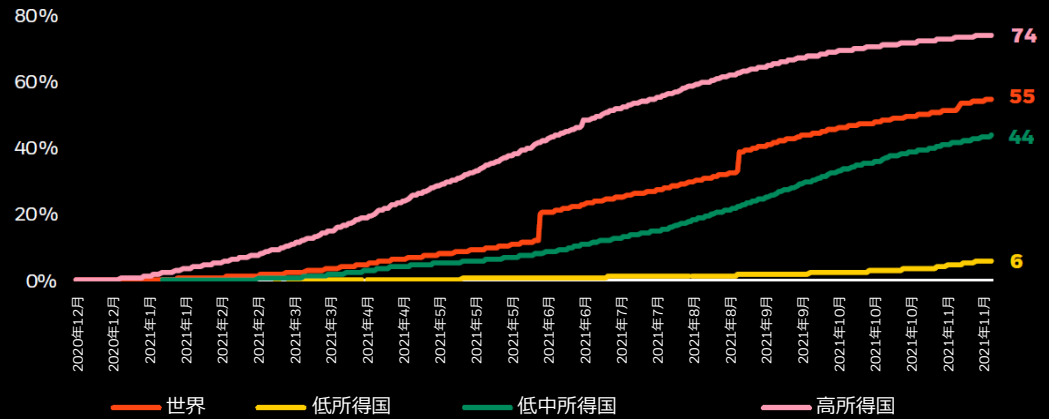
セクターに極めて大きな影響を及ぼす可能性があるものの、様々な議論が繰り広げられる米中間選挙が近づくにつれ、両党間での協力姿勢は見られなくなるでしょう。

インフレの長期化： インフレ圧力は和らぎつつあるものの、その影響は一様ではなく、2022年を通して企業にとって引き続き重大な問題となる可能性が高いでしょう。インフレでは原材料コストが注目されますが、コモディティ価格に影響を受けるセクター以外でも、主に労働供給に起因するコスト問題が存在します。テクノロジー投資とその規模は、サプライチェーンがある程度正常化した後も重要な優先事項となり、価格決定力はセクターごとに大きく異なります。今年は利益率の圧迫要因が企業の戦略的意思決定に影響を及ぼす可能性が高く、投資心理も例年以上に重要になるかもしれません。インフレ率はほとんどの投資家が経験したことのない水準にあり、こうした状況がセクターや地域のばらつきにつながると考えます。

脱炭素： ネットゼロへの移行計画が前倒しされ、気候変動に関連する世界協調的な政策の規模が拡大し、その影響も高まっています。ESGリスクが最大と考えられるセクター（例えば、エネルギー、自動車、電力など）に対しては、将来のビジネス戦略の変更を求める圧力が強まっており、これは今日の設備投資の意思決定に影響を及ぼしています。例えば、電気自動車への移行は政府の補助金により加速しており、特に政策の大幅な前倒しを行っている欧州では、その傾向が強くなっています。

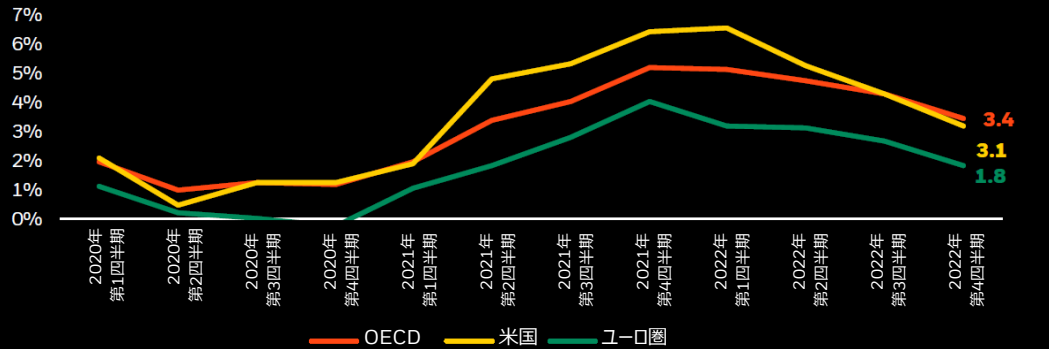
世界でのワクチン分配の不平等が格差を拡大する可能性が高い

新型コロナウイルス用ワクチンを少なくとも1回接種した人口の割合



インフレ率は和らぐも高止まり予想

OECD予想インフレ率



出所：上図：2021年12月1日現在。Our World in Data。下図：2021年12月1日現在。OECDのデータ。

出所：1 ブルームバーグ、2021年12月1日現在。世界の実質GDPのコンセンサス予想に基づきます。

2 Our World in Data (https://ourworldindata.org/covid-vaccinations)、2021年12月1日現在。

アルファ獲得のための慎重な選定

バリュエーションの高さが重荷に：企業のファンダメンタルズは全般的に良好で、記録的な借り換えにより返済期日が先送りされ、債務比率はようやく新型コロナウイルス以前の水準まで戻りました。その結果、格上げ銘柄数は格下げ銘柄数を上回り、ライジング・スター銘柄の数が増加し、デフォルトは過去最低水準に近づいています。ブラックロックは、この状況は続くと考えています。2022年は健全なバランスシートが十分な備えとなり、企業は様々な経済状況の下でも良好な業績を上げられると思われませんが、起点となる年初のバリュエーションが高く、市場の伸び鈍化が見込まれることやインフレ率が高いことを考えると、価格上昇の余地は小さく、バラツキも拡大するでしょう。

キャリアの獲得：クレジットは債券と比べてリターンに占めるインカムの割合が高く、金利感応度が低いことから、魅力が大きいと思われ、特に金利上昇期にはその魅力がさらに高いとブラックロックは考えます。また、2021年に株式の大幅なアウトパフォーマンスを支えた追い風は、今後徐々に金融が引き締めに向かうに従って勢いが鈍ると思われ、変動金利型やデュレーションの短いクレジット、有担保レバレッジド・リスク商品（例えばCLO）、プライベート・クレジットは、こうした環境で下支えを受けると考えられ、特に、低流動性と複雑性リスクによるプレミアムが投資家に提供されます。

チャンスを機動的に捉える：2021年は世界のM&A金額が6兆ドルを超え、年間記録を更新しました¹。要因は米国内取引の増加です。米国経済が好調な中、米国企業が株式公開に向け様々な方法を活用したことで、SPAC関連の取引が全体の金額増加に貢献しました。

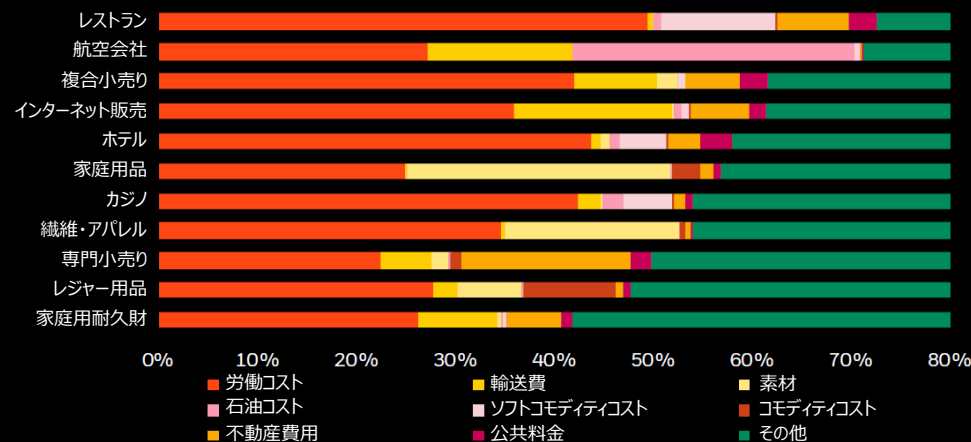
出所：1 ブルームバーグ、2021年12月1日現在。

非上場化取引も過去最高水準です。テクノロジーやヘルスケア、ビジネスサービスなどの非景気循環セクターは、一般的に小売や旅行、レジャーと比べて新型コロナウイルスの影響が小さいことから、取引の中心になっています。ブラックロックは、従来の資本市場では流動性ニーズを満たすことができないために、資金調達の代替手段、特に成長資金を得るための資本ソリューションを求める企業に今後も協力できる機会が存在すると考えています。

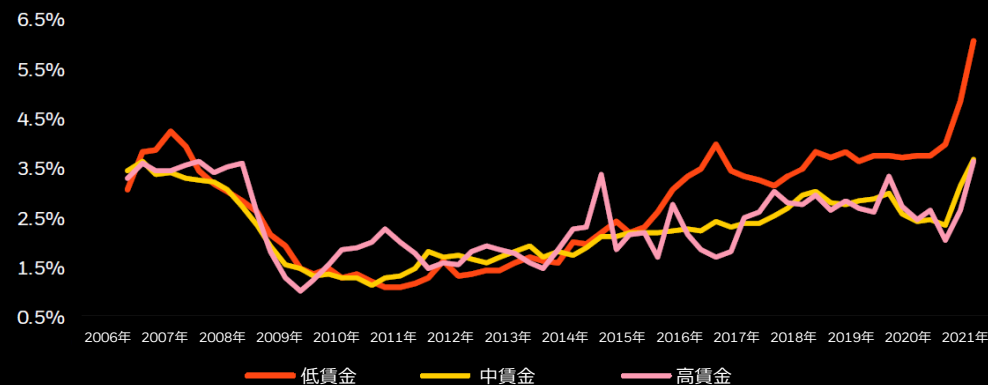
インフレの影響：米国ではインフレが1980年代前半以来の高水準にあり（その他の地域でも記録的な水準にあり）、その原因はサプライチェーンの混乱と労働コストや原材料費の上昇です。価格決定力はセクターごとに大きく異なり、一般的に、最も柔軟に対応できるのは価格決定力を維持できるテクノロジー集約型企業です。原材料は多くの産業にとって重要な課題ですが、最も重要な問題は労働力であり、消費者関連セクターでは特に重要です（右図参照）。

賃金圧力に直接影響する労働力の確保は難しいものの、早急に解決すべき問題です。低所得層は賃金が上昇している一方、食料品やガソリンのような生活必需品の価格上昇の影響を高所得層以上に敏感に感じています。サプライチェーンの混乱が緩和されつつある中でも、企業はこうした多くのコスト問題に対処する必要があります。ブラックロックは、すべての企業が乗り切れるとは考えておらず、勝者と敗者の差が開くことで、企業固有のアルファの可能性が出てくると考えています。

コスト要因は産業ごとに大きく異なる
消費関連産業の営業費用の内訳（%）



賃金インフレは低賃金労働が中心
賃金水準別雇用コスト指数の変化（%）



出所：上図：2021年9月30日現在。UBS、BEA、ファクトセット。消費関連産業における営業費用のコスト構造（%）。
下図：2021年9月30日現在。BLS、モルガン・スタンレー。

クレジット・エンハンスメント

変化の継続：グローバル・クレジット市場で加速するトレンドは発行体と投資家のいずれにも影響を及ぼしています。発行体はパブリックとプライベートの両方の市場から広く資金を調達できるようになり、そのためデフォルト率が史上最低となり、企業は特定のニーズに最も適した形での資金調達を図っていることから、パブリック市場とプライベート市場の類似化が進んでいます。投資家にとっては、市場が拡大し、よりグローバル化しているため、投資の選択肢がより一層広がっています。クレジット市場残高に占めるプライベート・デットの割合も高まっており、資金調達方法の多様化が急速に進むとともに、従来のようなデフォルトの減少にもつながっています。ブラックロックでは、旺盛な資金需要や活発な調達によってセクター動向が重要性を高める中で、クレジットサイクルは短期化し、調達頻度は高まり、セクターごとの差が拡大すると考えます。

技術統合：新型コロナウイルスのパンデミックにより、小売りからヘルスケアまで、あらゆる企業が消費者との接点のあり方について再考を求められました。労働コストの上昇は、コスト抑制のための自動化への関心を高め、サプライチェーン・システムの重要性は、小売りや自動車セクターだけではなく、建材などのセクターでもさらに高まっています。また、遠隔医療は、各地での対面医療に完全に置き換わるようになっているわけではないものの、患者の利便性や医療従事者の確保の柔軟性を高めるものであり、今後も継続すると思われます。オフィスと在宅を組み合わせた働き方により、特に、テクノロジーによりこうしたハイブリッド型の働き方が

可能になる企業では、居住地をより柔軟に選定することが可能となり、通勤に対する考えも変わることから、消費者の嗜好やお金の使い方が変わる可能性があります。

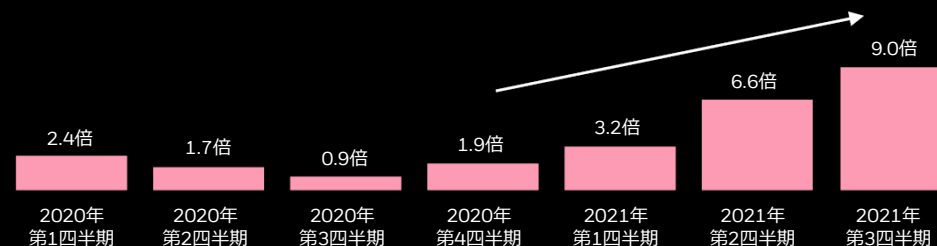
脱グローバル化：サプライチェーンの大混乱、特に国際輸送の混乱は、サプライチェーンの短縮、物流管理のための技術導入の促進、将来の混乱緩和のための柔軟性の向上を企業に促しています。例えば、半導体チップ不足では、自動車から家電製品まであらゆるものに影響が出ていることから、米国での半導体チップの生産能力を大幅に拡大し、国内生産量を増やして海外のサプライチェーンへの依存度を減らそうとしています。企業はまた、原材料の調達先をコスト競争力が高い市場のサプライヤーに分散する動きを継続しています。

案件フロー：パブリック・クレジットとプライベート・クレジットがともに取引件数で過去最高水準にあることから、案件を厳選することがこれまで以上に重要です。景気循環の影響をあまり受けない企業は今回のパンデミックを乗り切っており、通常の借入れを行うためには有利な立場にあるでしょうが、パンデミックの影響が深刻なセクターは借入れが相当難しい状況にあります。昨年の世界のパブリック・クレジット市場は、新規発行が3兆ドル以上あり¹、発行体はクレジット投資家の強い需要がある中で借換えを行い、返済期日を先送りしました。案件数が高水準にあることから、より短い期間のうちに速やかに取引機会を評価するためには、発行体やセクターに関する深い知識が求められます。

出所：1 ブラックロック・キャピタル・マーケット、2021年11月12日現在。

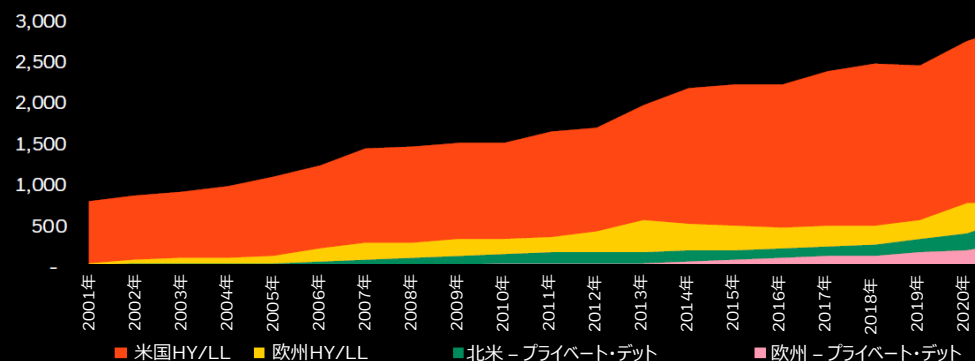
加速するIT支出

CIO予想：次の3年間の収益に対するIT支出の割合（増減倍率）



資金調達先として拡大するプライベート・デット

ドライパウダーを除くデットの元本残高（単位：100万米ドル）



出所：上図：モルガン・スタンレー・アルファワイズ2021年第3四半期 CIO調査、モルガン・スタンレー・リサーチ。N=100（米国およびEUデータ）。次の3年間の収益に対する予想IT支出の割合（増減倍率）を示しています。下図：2021年10月27日現在。JPモルガン、フレキン。ドライパウダーを除くプライベート・デット残高。米国HY/LL = JPモルガン米国ハイイールド債券指数と米国レバレッジド・ローン指数。欧州HY/LL = JPモルガン欧州ハイイールド債券指数と欧州レバレッジド・ローン指数。



David Trucano
Head of Opportunistic Credit

今日の流動性ニーズに対しては、非伝統的な方法で資金調達されるケースが増えており、幅広い投資機会が生まれています。



プライベート・エクイティ： 進化と革命

プライベート・エクイティの進化と革命

ブラックロックは、2022年について慎重ながらも楽観的な見方をしています。プライベート・エクイティは、この2年でレジリエンスのある資産クラスだということを証明し、長期にわたって公開市場をアウトパフォームし続けています。また、プライベート・エクイティは、ボラティリティの上昇局面や株式市場全体が下落する局面で公開市場を大幅にアウトパフォームする傾向にあります¹。

プライベート・エクイティでは、取引案件の大型化とグローバル化が進んでいます。それでも、引き続き成長の余地があるとブラックロックは考えており、2022年も今のような速いペースの投資が続くと予想しています。借入金利の低さと開かれた資本市場、2年間の順調な資金調達を経て潤沢となったドライバウダーに支えられ、良好なパフォーマンスが継続すると予想されます。

バリュエーションは高位で推移すると見られ、投資先の選別が重要になると考えられます。現在のような流動的な環境では、グローバルな案件発掘能力、業界に関する深い見識、独自のデータへのアクセスが、引き続き重要な競争優位性をもたらすと考えられます。

北米では、取得価格とレバレッジ倍率が記録的な水準に迫っており、今後も価格の規律が重要となるでしょう。案件獲得競争が激化する中で、広範な案件発掘ネットワーク、業界・セクターの専門知識、オペレーション・スキルの重要性が増しています。比較的高い成長率が見込まれるサブセクターに機会があり、特に収益成長が見込まれる企業や、広範な市場との相関性が低い活動を通じて利益率の上昇が見込まれる企業が有望とみています。

ブラックロックでは、引き続き企業のカーブアウト、同族企業、過小評価されている公開企業への非公開投資、整理統合の戦略に注目します。

バリュエーションが高水準にあり、投資意欲も旺盛である欧州は、北米と同じ道筋を辿る可能性が高いと思われますが、地域ごとに多少のばらつきがみられます。

北欧地域におけるIPO市場の活況、ドイツにおけるベンチャーの動向、オランダにおける記録的な案件取引総額、フランスにおけるボルトオン案件の増加は、全て明るい兆しと言えるでしょう。プライベート・エクイティが一般的でなく、資金調達額も少ないスペインとイタリアにも魅力的な機会が現れています。英国では引き続き、経済見通しの不確実性が資産価格に反映されると見られ、プライベート・エクイティ・ファンドは、過小評価されているとみている公開企業を対象に、非公開化の機会を見出そうとしています。

アジアでは、米中間の地政学的緊張の高まりや金融サービス、教育などのセクターの規制強化を背景に、プライベート・エクイティ案件のエグジットの選択肢が狭まっており、短期的にリスクが高まっています。しかし長期的には、中国では、特にテクノロジー、ヘルスケア、消費財のセクターで有力な機会が継続的に現れるでしょう。アジアのその他の地域については、韓国、オーストラリア、日本でのバイアウトとグロース戦略を中心に、前向きな見方をしています。東南アジアについては、アジアのプライベート・エクイティ関係者からの注目が高まっており、ブラックロックはその動向を注視しています。

出所： ¹ ブラックロック、2021年。過去の運用実績は将来の成果を示唆するものではありません。

ブラックロックの長期投資戦略における3つの戦略的見通し：

1

プライベート・エクイティの構造的進化

プライベート・エクイティ業界は構造的進化のさなかにあり、今どの段階にあるのかを把握することが重要です。

2

プライベート市場のデータ革命

膨大なデータを手に入れるようになった今、それを全て解析できる方法が見つかった際には、プライベート・エクイティ投資に革命が起こる可能性があります。

3

社会に影響を及ぼすメガトレンドの加速

パンデミックは、すでに社会に影響を及ぼしているメガトレンドを加速させ、投資機会をもたらしています。

進化するプライベート・エクイティ業界

減速の兆しはなし：右図に示すように、プライベート・エクイティ市場の規模は2010年では約2兆ドルでしたが2021年には6兆ドルまでに達し、この10年で3倍に成長しました。アクセスが容易になったため、現在プライベート・エクイティに投資している投資家の数も3倍になっています。

プライベート・エクイティはピークに達したのではないかと懸念する人も多いかもしれませんが、さしあたって減速を示す証拠はほとんど見られません。それどころか、プライベート・エクイティは世界の株式市場全体のごく一部を占めているに過ぎず、成長の余地すらあるとブラックロックは考えています。現在の投資ペースと実現案件数の増加を受けて、資金調達活動が活発化しています。資金調達サイクルが短期化し、GP（ゼネラル・パートナー）が市場に戻るまでの期間は、従来の3年超から今では18カ月～2年以内が多くなっています¹。

セカンダリー戦略が主役：セカンダリー戦略は、流動性を求めているGPやLP（リミテッド・パートナー）にとってはもちろんのこと、ポートフォリオ運用の効率化のためにも実用的な手段であることが証明されています。2021年における非伝統的なGP主導型セカンダリー戦略の増加は、革新的な構造への要求が高まっていることの証左です。GPは、特定の企業で流動性を実現する手段として、セカンダリー資本を検討しています。セカンダリー資本は、長期ファンドが好業績を上げている投資先企業の利益を実現する際の代替策になります。新しい構造を採用すれば、GPはLPに対して資本を返却しつつ、投資家に対してさらなるリターンを享受する機会を提供できます。

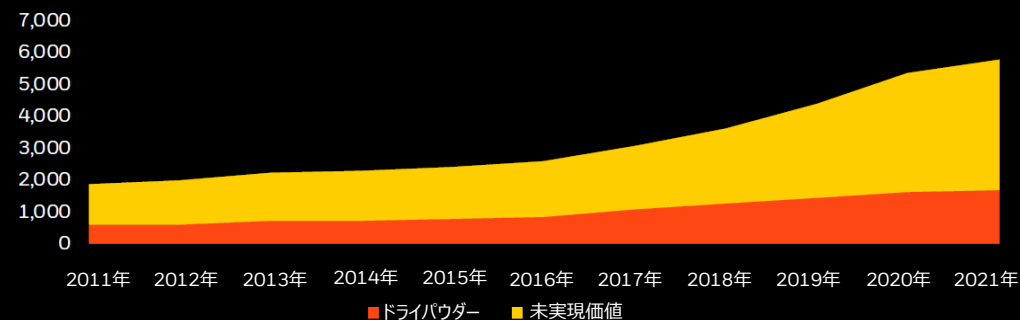
実際にセカンダリー資本を利用すれば、GPは、従来4年程度だった資産の保有期間を最長8～10年に延ばすことができます。

資産クラス同士が収斂し、境界が曖昧に：優良な投資先企業の価値をさらに高めて長期にわたって保有するために、大規模でも実行可能な創造的な方法を模索するLPやGPが増えています。GPがリターンを最大化するためにより長期にわたり資産を保有でき、かつLPには流動性オプションを提供できるような柔軟な構造へのニーズが、すでに生まれています。ファンドの設定期間の長期化、セカンダリー市場によって容易になったファンド運用期間の延長、GPが既存の投資先企業を保有し続けるための継続ビークルまたはアネックス・ファンドといった形で、イノベーションが増えています。

加えて、伝統的なプライベート・エクイティの領域では、公開株式のポートフォリオにプライベート資産を組み入れようとしているマネージャーや、プライベート資産の取引案件を再び物色し始めたヘッジファンド・マネージャーの動きが活発になっています。成長株の領域では徐々に収斂が生じており、急成長中の企業が従来よりも長く非公開市場にとどまっています。プライベート・エクイティは成長市場に進出し、ベンチャーキャピタルは有望な企業を支援するために成長資本を調達し、公開株式のマネージャーやヘッジファンドは投資家にアルファをもたらそうと非公開企業への投資機会を窺っています。こうした公開市場、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ／ベンチャーキャピタルの収斂は継続すると予想されます。

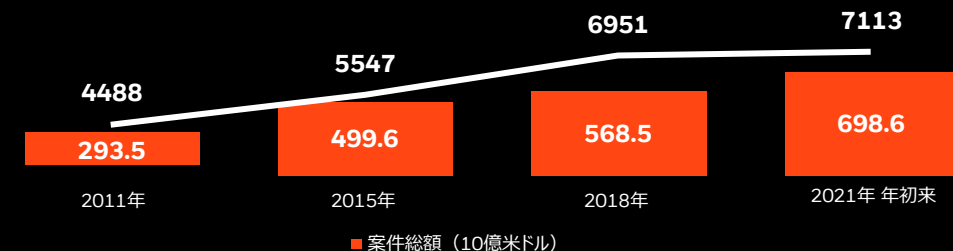
プライベート・エクイティ市場の規模は過去10年間で3倍に

プライベート・エクイティの運用資産残高：ドライパウダーと未実現価値（単位：10億米ドル）



案件数は増加（規模は大型化）

案件数と案件総額（単位：10億米ドル）



プレキンのデータを使用。2021年11月22日現在。上図には、バイアウト、ベンチャーキャピタル、バランス型、セカンダリー、ダイレクト・セカンダリー、共同投資、共同投資マルチ・マネージャー、グロス、ターンアラウンド、ファンド・オブ・ファンズ、ハイブリッド、公開企業への非公開投資の戦略が含まれています。



Andre Bourbonnais
Global Head of BlackRock
Long Term Private Capital

“ 成長のために短期と長期の機会をともに利用したいと考えている質の高い企業からのニーズを満たすため、柔軟な資本への需要が存在していることは確かです。ここ数年のプライベート・エクイティの構造的進化は、そうした傾向や、そのことの投資家にとっての価値を市場が認識していることの証左です。 ”

出所：1 モルガン・スタンレー、2021年10月、「How Long Will the Golden Age of Private Markets Last?」。

プライベート市場のデータ革命

Bank of America Global Researchによると、世界では毎日2.5クインティリオン（10の18乗）バイトのデータが生成されており、その量は2～3年ごとに倍増しています。データが容易に利用できるようになったことで公開市場における投資は一変しました。プライベート・エクイティ投資においても、重要な情報を利用、分析、適用する方法を見つけられれば、革命が起こる可能性があります。

測定可能な情報の増加：従来の情報源から入手できる情報の量は、存在するデータ全体のごく一部です。その他の有用な情報源としては、ニュース報道、ブローカー・レポート、開示書類、インターネット・ブログ、政府統計、人の意図や感情、衛星画像やGPS、インターネットの検索トレンドなどがあります。

非公開企業は、本来情報開示義務を負っていないため、急拡大しているプライベート市場の投資ユニバースでは、情報源としてオルタナティブ・データの魅力が高まっています。

構造が成功の決め手：そうしたオルタナティブ・データを、体系的な投資プロセスや基本的なデューデリジェンス、案件発掘に他者に先んじて取り入れた投資家が、恩恵を受けるでしょう。代替データの活用能力が、数年後のプライベート・エクイティ会社の明暗を分けることになるとブラックロックは考えます。変革のトレンドを把握し、長期的にアウトパフォームする可能性が高い銘柄を特定するためには、オルタナティブ・データを活用した新たなスキルが必要になります。

出所：Bank of America Global Research。

つまり、プライベート・エクイティ・マネージャーには、データ収集以上の能力が必要です。より賢明な投資意思決定のためにデータの活用方法を見定めることができるマネージャーが、有利になるでしょう。

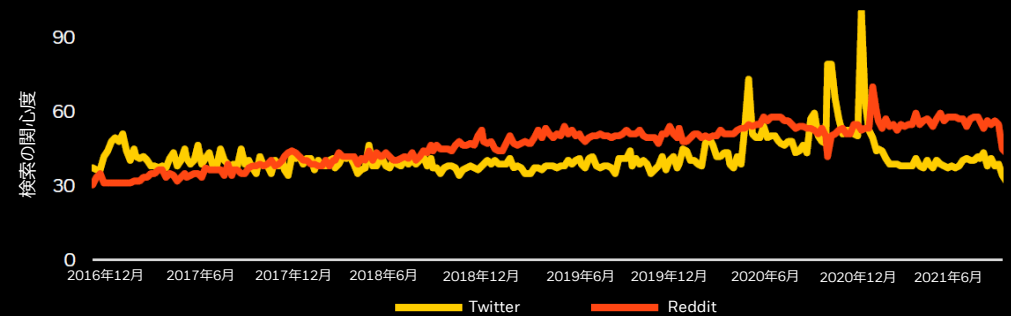
データに基づいた情報の優位性：データから得られた知見を適切に利用すれば、投資プロセスの幅が広がり、時間は短縮され、確実性が高まる可能性があります。

AIと機械学習は、従来の案件発掘プロセスと比べてより多くの成長企業を発掘できる可能性があり、創造的破壊を起こす潜在力を秘めた企業を、他の市場参加者よりも先に特定できる可能性があります。

企業のデジタル・フットプリントから収集される情報は、経営陣との対話をより充実したものにすることもできません。例えば、検索トレンドから企業の認知度や利用者に関する知見が得られる可能性があり、求人情報からは、企業の人材に関する手がかりが得られる可能性があります。このように、オルタナティブ・データは基本的な投資プロセスを補強する役割を担い、投資家に情報優位性をもたらすと考えられます。

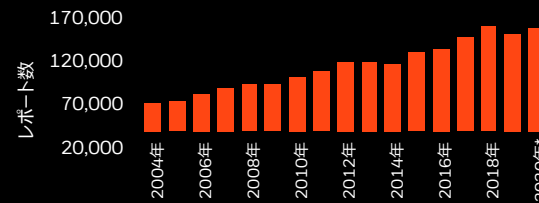
オルタナティブ・データは潜在的な情報優位性をもたらす

TwitterとRedditのGoogle検索トレンド

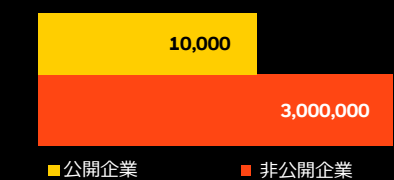


出所：ブラックロック、Google Trends、2021年12月現在。数字は、各地域および時点における検索の関心度をグラフ内のピーク時と比較したものです。100は、その言葉が最も多く検索された時の値です。50は、その言葉の検索数が最高時の半分であることを示します。

機械可読アナリスト・レポート



オンライン求人情報



出所：機械可読アナリスト・レポート：ブラックロック、2021年現在。 オンライン求人情報：Burning Glass Technologies、2021年。



Julia Wittlin
Senior Investor,
BlackRock Private
Equity Partners

競争が激化する中で、企業のデジタル・フットプリントを利用し、そのデータを情報に変えることのできる投資家が、将来性のある企業と過大評価されているだけの企業をより的確に見極められるようになると思います。

メガトレンドがもたらす投資テーマ

4ページで説明した**加速するトレンド**は、プライベート・エクイティの主要なテーマです。

テクノロジーがあらゆるメガトレンドを支えています：演算能力のコストが低下し、消費者がよりシームレスなテクノロジー体験を求めるようになるに従い、どの業界も適応して存在意義を維持する方法を考えなければならなくなっています。

ハイブリッドな働き方やクラウドへの移行を受けて、企業はオペレーション効率やデータ・セキュリティへの配慮を余儀なくされています。その結果、企業向けソフトウェアおよびクラウド・コンピューティングの分野だけでなく、サイバーセキュリティやその隣接セクターでも成長が観察されています。

企業が、サプライチェーンの制約や労働力不足といった課題に自動化やロボティクス、3Dプリント、人工知能で対応しようとしていることから、資本財や法人サービスの分野で機会が発生しています。

こうした動きは、ハードウェアの構築に依存していないため、変化の速度は過去のサイクルよりも速くなることが考えられます。そのため、ブロックチェーン、NFT、暗号通貨のトレンドも注視しています。

ヘルスケアは堅調さを維持：2020年、2021年ともに最も好調なセクターの1つであったヘルスケア・セクターは、人口動態や中間層の拡大、テクノロジーの進化を背景に成長を牽引しており、パンデミック終息後のニュー・ノーマル（新常態）を迎える準備を整えているため、そのマクロ的テーマは色褪せません。遠隔

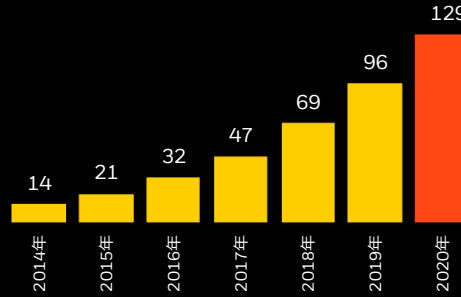
出所：1 Pitchbook、2021年。

による医療や患者モニタリングが広く受け入れられるようになったことや、世界中で治療ニーズが高まっていることを背景に、世界の医療支出は増加しています。デジタル治療の領域では、メンタルヘルスとウェルビーイングの分野に機会が存在し、これらの分野ではデジタル・ソリューションが治療の提供、コスト、患者の予後に大きな影響をもたらすとみられます。

製薬の分野では、製薬企業やバイオテクノロジー企業が、自社製品のロジスティクス、商品化、販売を引き続きアウトソースすることで、機会が生じると予想されます。

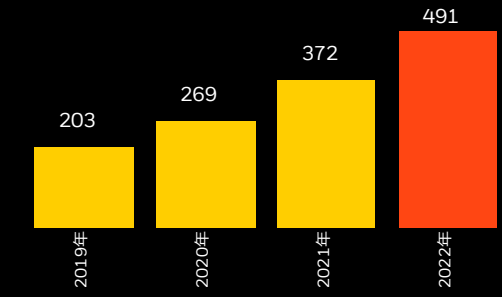
サステナビリティが最大の機会を提供：プライベート・エクイティは、サステナブルな経済への移行で主導的な役割を担うのに相応しい立場にあると考えます。なぜなら、プライベート・エクイティは長期的な視野に立ち、直接的に企業を統治し、企業のオペレーションや経営を改善するスキルを有し、かつ革新的な方法で企業の資金ニーズに応えてきた実績を有するからです。最大の投資機会が気候関連投資となるでしょうが、それに限られるわけではありません。世界経済全体がネットゼロの目標を達成するためには、2050年までに毎年4.5兆米ドルの資金確保が必要になるという試算があります（右図）。投資家はそれを理解しつつあります。Pitchbookによると、気候変動対策技術への投資は2020年単年で164億米ドルに達し、過去最高を記録しました。この金額は、2009～2016年の気候変動対策技術への投資を合計した金額に相当します¹。気候変動対策以外では、引き続き健康やウェルビーイングの推進、教育および金融包摂の分野に機会が生じると考えています。

企業のクラウド・インフラ支出は増加が継続
企業のクラウド・インフラへの支出額
(単位：10億米ドル)



出所：Synergy Research Group、2021年2月4日。単位は全て米ドル。

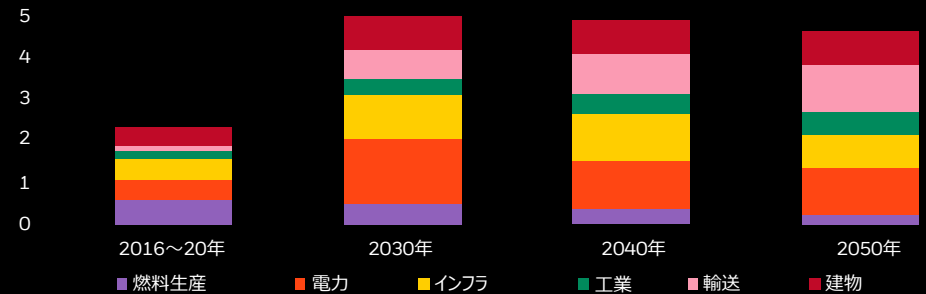
メンタルヘルスおよびウェルビーイング・アプリは成長の見込み
世界のメンタルヘルス・アプリへの支出額
(単位：10億米ドル)



出所：Deloitte Insights、Sensor Tower。2021年。2021年および2022年の支出額は予想です。

ネットゼロ経済の達成には膨大な資本投資が必要

ネットゼロの達成に必要な資本投資（年平均）（単位：兆米ドル）



出所：International Energy Agency、2021年10月。

プライベート・エクイティは、長期的な視野に立ち、直接的に企業を統治し、企業を再建して革新を起こすスキルを有するため、構造的トレンドを利用して持続可能な経済への移行を主導するのに相応しい立場にあります。

ポトフォリオの 視点



ポートフォリオの視点： テーマをポートフォリオに取り入れる

ポートフォリオ構築は、リターンを左右する要素であり、その重要性は高まっています。今回の見通しの最後に、これまでのページで紹介したテーマや見解をプライベート市場ポートフォリオにいかに関わり込むかをご紹介します。

未来のプライベート市場のポートフォリオは、成長志向かインカム志向かを問わず、投資家のリスク許容度に合わせて調整できるようになるでしょう。右図のサンプル・ポートフォリオは、メガトレンドのエクスポージャーを反映させた場合に、配分がどのように変化するかを示しています。

起点となる市場加重ポートフォリオでは、ブレキンが集計しているオルタナティブ資産の各アセットクラスの運用資産残高に比例して、配分比率が決定されます。そして、脱炭素とデジタル化のテーマ、およびこれらのテーマに関連するセクターの相対的価値を反映させると、インフラと不動産のエクスポージャーが高まります。

実物資産の配分を増やします：世界は化石燃料から移行する上で最良の方法を検討する一方で、相対的な電力価格の安定化に努めています。これを実現するためには、液化天然ガスや代替燃料のインフラの拡充のほか、

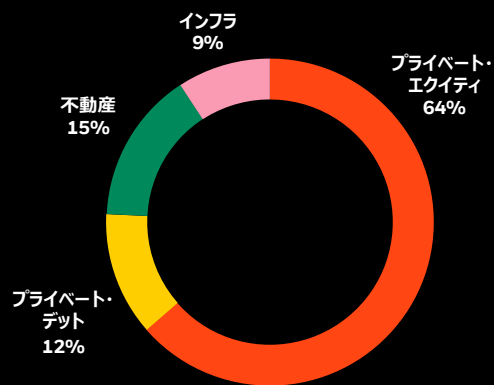
炭素回収や蓄電池貯蔵などの技術が必要になります。実物資産への配分には、インフレ対策の要素も含まれています。

プライベート・クレジットの見通し（景気拡大、企業のリストラクチャリング、M&A活動の継続が予想される）に基づいて、同資産への配分も増やします。変動金利資産であるダイレクト・レンディングは、金利のボラティリティが低下すると予想されるため、ある程度の耐性があると考えられます。

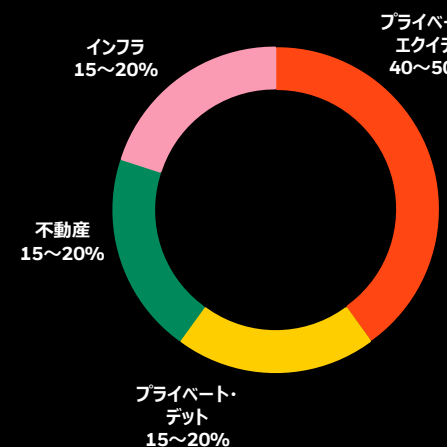
テーマを取り入れたポートフォリオでは、プライベート・エクイティおよびクレジットへの配分を通じてテクノロジー・セクターとヘルスケア・セクターのエクスポージャーを維持する一方、インフラと不動産の比重を増やすことにより全体のリスクを大幅に低減します。なお、当該ポートフォリオは投資を推奨するものではありません。世界が変化の中にある今、本稿で示したプロセスが、資産配分を慎重に決定することに寄与するものとブラックロックは考えます。

市場加重およびテーマ型ポートフォリオ

運用資産残高で加重したプライベート市場のポートフォリオ



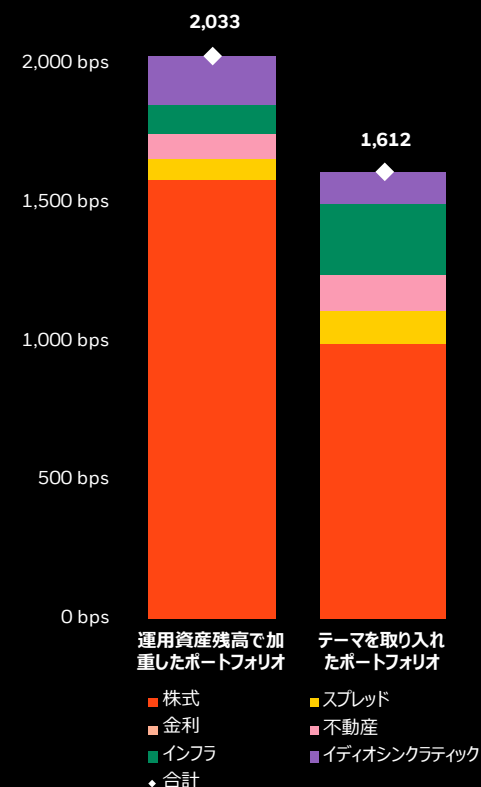
テーマを取り入れたプライベート市場のポートフォリオ



全体的なリスクの削減

モデル・ポートフォリオのリスク分解

2,500 bps



出所：ブラックロック、ブレキン、2021年12月。リスクは、ブラックロック独自のリスク・マネジメント・プラットフォームを使用し、2021年11月30日時点のエクスポージャーと、過去72カ月間のデータを使用して計算しています。前四半期比のバリュエーション指標に基づいた会計上の変動率を示すものではありません。本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、予想、調査または投資助言として依拠すべきものではなく、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものでもありません。見解は変更される可能性があります。特定の有価証券、資産クラスおよび金融市場への言及は例示のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資を推奨するものではなく、またそのように解釈すべきではありません。本資料の情報に依拠する場合は、お客様ご自身の責任と判断で行ってください。本資料は、いかなる投資家の特定の投資目的、財務状況またはニーズを考慮して作成されたものでもありません。

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