

# 2024年 プライベート 市場の見通し

メガフォースにおける投資機会

**BlackRock**

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。

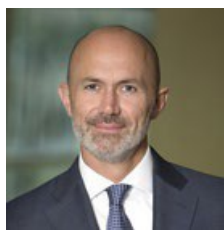
# 世界の変化を活かす

高金利、高インフレ、高ボラティリティの環境下において、投資家は不透明な投資環境に直面しています。ブラックロックは世界の構造そのものを大きく変えようとしているメガフォースを明らかにして、それらを投資に活かしていくことがとても重要であると考えています。

そのメガフォースとは、デジタルによる創造的破壊とAI(Artificial Intelligence)、低炭素経済への移行、人口動態的な変化、金融の構造的変化、地政学的な分断であり、これらは大きな投資機会をもたらしています。プライベート市場は、すでに進行しているこうしたメガフォースの恩恵を受けておりそれは特筆に値することであると考えています。低炭素経済への移行において重要な役割を果たすインフラストラクチャーにおいても、人口動態の変化に適応する社会を支える不動産においても、プライベート・キャピタルは不可欠な存在になると考えています。

本稿においては、ブラックロックの投資運用担当者がメガフォースによって創出される投資機会とリスクについて概説しています。また、この1年の各資産クラスの動向と2024年の市場見通しについても考察しております。

プライベート市場における資産クラスはそれぞれに多様な特色があることに留意することが重要です。プライベート市場は単一の投資先とみなされることがありますが、本稿に示すように、様々なセクター、地域、投資スタイル、リスク許容度にわたっています。「プライベート資産」という一つの種類の資産はありません。ポートフォリオの成功の鍵はそれぞれの違いを理解して、投資家のニーズに合う正しい選択肢を選ぶことです。



**Edwin Conway**  
Global Head of Equity  
Private Markets

## 目次

### はじめに

挨拶	2
序論	3
ブラックロックの見方の要約	5

### 資産クラス別の見通し

インフラストラクチャー	6
プライベート・デット	10
プライベート・エクイティ	14
不動産	18

## 序論

# 将来の機会

経済と金融市場の広範囲にわたる変化によって、プライベート市場はこの先1年の間に大きく成長することが見込まれています。

メガフォースは現在と将来の世界の構造そのものを大きく変えようとしています。そのトレンドはプライベート市場の重要性をさらに大きくするものであり、プライベート資産はこうした変化をさらに推し進めていく上で継続して大きな役割を果たしていくことが期待されています。

そうした変化の一つが銀行業界に生じています。銀行は貸出基準を厳格化してバランスシート上の貸付金を減らし、銀行システムは規模が縮小しています。

こうした変化はプライベート・デットに大きな投資機会をもたらし、さらにエクイティ・ファイナンスへの依存の高まりやプライベート市場のプレイヤーと銀行との提携など、投資機会の拡大につながっています。

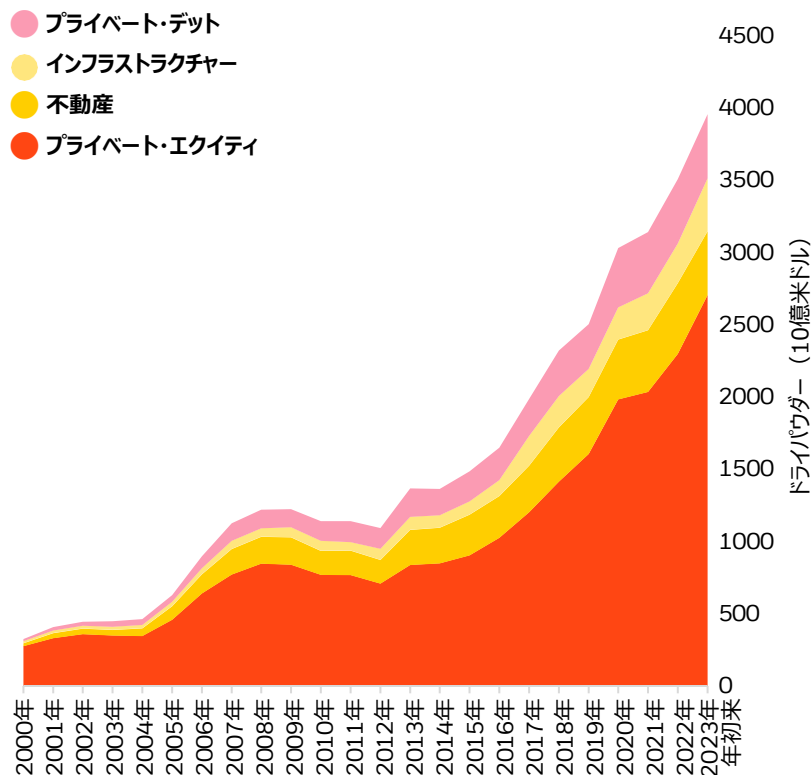
また未上場企業は上場するタイミングを先延ばしする傾向にありますが、これはプライベート市場が幅広い経済で存在感を高めることを示唆しています。プライベート市場は、マクロ環境が厳しさを増す中でパブリック市場を敬遠する企業に柔軟かつ迅速な資金調達手段を提供しています。プライベート資産は、投資家のポートフォリオにおいて様々なセクターにわたる明確なエクスポージャーを構築することが可能です。

2024年は投資が可能な資金が減少すると見えています。資金調達は困難になっており、投資家は投資先を選別する強い姿勢を崩していません。2023年には、北米のインフラストラクチャーが顕著に示すように、一部の資産クラスと地域でドライパウダーが減少したものの、待機資金全体の金額は増加しています。

その結果、資産価格は新たな投資を行うにあたって魅力的なエントリー・ポイントと思われる水準まで調整されつつあり、質の高い企業やダウンサイドに対して一定のプロテクションが期待できる資産クラスへの投資が可能となっています。すべての資産クラスにおいて、2024年も投資を行う際のデール・ストラクチャーが注目ポイントになると思われます。

## 待機資金

投資家が選別的姿勢を維持する中でドライパウダーは増加している



出所：フレキン、ブラックロック。データは2023年10月30日現在。ドライパウダーは、「投資のためにファンド・マネージャーに引き渡すことができる資金、つまり、コミットした資金のうち、投資のためのキャピタル・コールが行われていない資金」です。

## メガフォース

以下のページでは、ブラックロックの運用チームが個々のメガフォースについて深く掘り下げて考察します。メガフォースはすべての資産クラスに機会を生み出しますが、以下はそのうちのいくつかの具体例です。

### ✔ インフラストラクチャー

#### 低炭素経済への移行

グリーン・エネルギーを使用するインフラストラクチャーと電気エネルギーへの移行は低炭素経済への移行に不可欠です。

### ✔ プライベート・デット

#### 金融の構造的変化

公開金融市場の構造的な変化は、プライベート・デットが対象市場を拡大する機会をもたらしています。

### ✔ プライベート・エクイティ

#### AIとデジタルによる創造的破壊

クラウド・コンピューティングやソフトウェアなど、継続的な収入源を持つテクノロジー・セクターの企業に大きな機会が生じています。

### ✔ 不動産

#### 人口動態の変化

様々な世代における人口動態の変化が、学生用住宅、賃貸用集合住宅と一戸建て住宅、診療所など、幅広いセクターに機会を生み出しています。

不動産市場の変化により、投資する資金をもつ投資家にとって10年近く見られなかったバリュエーションで質の高い資産を取得する機会が到来しています。インフラストラクチャーとその他の資産においては、低炭素経済への移行が様々な投資機会を生み出しています。

至るところに明るい兆候が現れる一方で、プライベート市場の投資家は逆風に直面しています。全般的に取引案件数は低迷し、分配のペースが遅くなる傾向があるためキャピタル・コールのペースが上回る状況が生じています。

金利上昇は借り手の新たな負担となり、プライベート・デットの投資先のソーシングとディール・ストラクチャリングを行うマネージャーの能力が落ちていないほど重要になっています。金利の先行きが不透明である市場環境を背景に、借主と貸主の間でバリュエーションの折り合いが付かず、案件数は減少しています。

少なくとも一部のIPO市場は2024年のある時点で再び活況を取り戻し、プライベート・エクイティのエグジジット件数が増加するとブラックロックは予想します。

一方、プライベート市場の投資家は状況の変化に対して敏感です。IPO活動が回復しない場合には投資家はセカンダリー市場など他のエグジジットの方法を積極的に模索するでしょう。

高金利が長期化すると、金利負担の影響が大きくなります。質の高い収益を創出し、コストを適切に管理することによって利益を創出し、安定した資本構成を維持する企業が大きく注目されることが予想されます。また、インフレで企業の利益率が目減した場合、経営統合や株式非公開化をはじめとする関連取引が促進される可能性があります。

ボラティリティと様々な局面での不透明感が続いていることから、プライベート資産クラス全体にわたり、質の高い資産のバリュエーションは魅力的な水準となり、将来に向けて投資する良い機会になっています。

プライベート市場は、メガフォースに起因する大規模な変化がもたらす成長を投資機会として捉えることが可能です。ブラックロックはこうしたメガフォースについての考察に基づいて、プライベート市場における適切な投資機会とそれに伴うリスクを明確にするための長期的なアプローチを継続していきたいと考えております。

# ブラックロックの見方の要約

- ✓ 市場のボラティリティが続く中で、幅広い経済と投資環境に生じている変化はプライベート市場の成長を後押ししています。
- ✓ 世界の構造そのものを大きく変えようとしているメガフォースは、様々なプライベート資産クラスに多くの投資機会を生み出しています。
- ✓ ボラティリティの高止まりと継続するインフレはインフラストラクチャーのキャッシュフローの底堅さを浮き彫りにし、多くのインフラストラクチャーは社会基盤を構成するため、他の資産クラスほど景気サイクルに連動していません。
- ✓ プライベート・デットは成長が続いていますが、資本コストの上昇によりばらつきが拡大すると見られます。2024年は微妙な変化に対応したディフェンシブなアプローチが不可欠になると考えられます。
- ✓ プライベート・エクイティでは、金利上昇を受けて資金不足の企業がエクイティ・ファイナンスによる資金調達を目指す傾向が高まり、取引高が低迷しています。そのため、セカンダリー市場に魅力的な投資機会が生じています。
- ✓ 不動産価格は調整されていますが、産業用不動産や物流不動産、生活必需品小売店舗、一部の住宅など、いくつかのタイプの不動産に魅力的な機会が生じています。

# インフラストラクチャー

# 特筆すべき市場対抗性

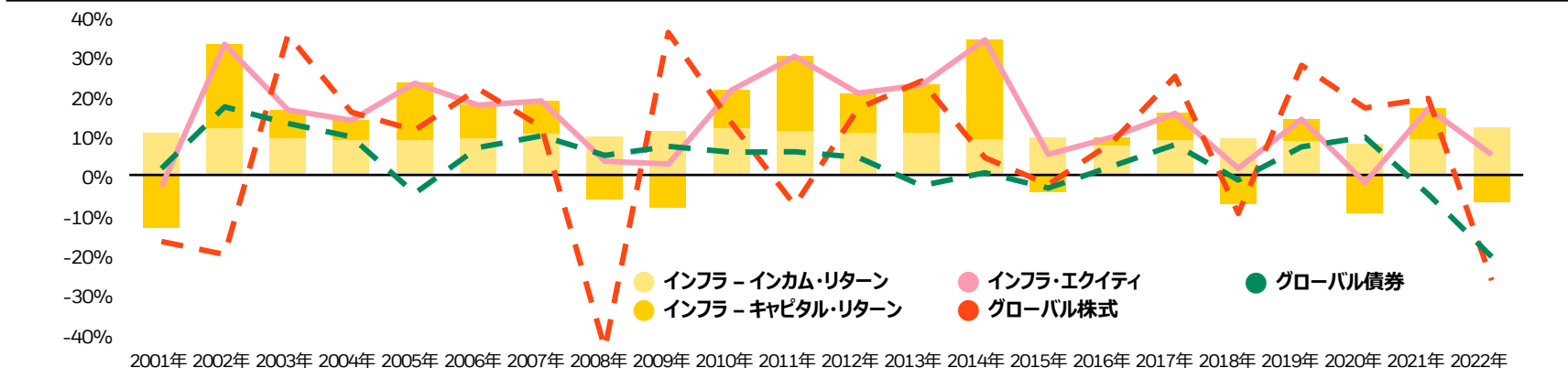
インフラストラクチャーは、資産クラスとしての市場対抗性を強かに発揮しています。インフレ率が高止まりするとともに、株式や債券市場のボラティリティが上昇する環境において、インフラストラクチャーが持つ本質的な投資妙味が多くの投資事例において示されています。

経済活動や日常生活に不可欠であるインフラストラクチャーは、他の資産クラスとの比較において相対的に景気サイクルに左右されにくい収益特性を有するとともに、数十年間といった長期のインフレ運動条項付き契約が具備されていることが多いという特性を持ちます。このような収益体系は、ボラティリティの高い市場環境において重要な強みとなっています。

同時に、今後数十年にわたる不可逆的な社会変化は、インフラストラクチャーにとって追い風になっており、例えば、移行期におけるエネルギー・システムの再構築や脱炭素化のための投資はあらゆるインフラストラクチャー分野で必要になっています。また、デジタル化が世界中で進展しており、光ファイバー、通信基地、データセンターへの資金需要も拡大しています。

## 様々な市場サイクルにおいて安定したパフォーマンス推移

インフラストラクチャー投資が実現してきた底堅いインカムとキャピタル・リターン



出所：ブラックロック、2023年9月19日。ブルームバーグとEDHECのデータを使用。注記：黄色の棒グラフはEDHECインフラ300指数のインカム・リターンとキャピタル・リターンの内訳を表しています。インフラ・エクイティはEDHECインフラ300指数、グローバル株式はMSCI ACWI世界株式指数、グローバル債券はBBGバークレイズ世界総合指数を用いています。インフラ・エクイティの数値は、遅行性のあるデータと評価額を考慮し、1年間の平均値を使用しています。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。全ての投資は、損失を含むリスクを伴います。投資パフォーマンスは変動します。したがって、投資成果は記載した結果を上回ることもあれば、下回ることもあります。指数のリターンは例示のみを目的としています。

地政学的な分断によってオン・ショアリング（国内での事業展開）、ニア・ショアリング（近隣国での事業展開）、フレンド・ショアリング（友好国での事業展開）といったトレンドが加速され、サプライチェーンの再構築が進んでいます。このような流れを受けて、鉄道や港湾などの主要な輸送物流インフラストラクチャーの再構築に関連する資金需要も拡大しています。

このように、インフラストラクチャーは様々な追い風を受けていますが、運用者にとって安心材料ばかりではありません。リターンを押し上げていた低コストの資金調達が進まず、運用者においては付加価値創出のための新たな手法を自ら積極的に活用することが必要になっていくとともに、より厳格な投資案件の選別が必須となっています。このような市場環境によって、今後、各運用者におけるリターンのばらつきが拡大することが予想されます。

マクロ要因による影響も踏まえ、過去1年間における新規の投資資金調達が低水準に留まるとともに、セカンダリー市場では初めてとなるディスカウント取引も見受けられます。このような環境において、新規投資可能資金を有する投資家にとっては、高品質なインフラストラクチャーを魅力的な価格かつ投資インフラストラクチャーで取得する好機が到来しています。

## インフラストラクチャー

# インフラストラクチャー2.0

インフラストラクチャーが達成した過去1年間における市場対抗性は注目に値しますが、最も注目すべき点は今後数年間にわたって生じるであろう膨大な投資機会と考えています。

ブラックロックが定義する次世代の「インフラストラクチャー2.0」は、プライベート市場における目下最大の投資機会の一つである“低炭素経済への移行（詳細については次ページを参照）”をはじめ、将来にわたる構造的変化を捉えています。

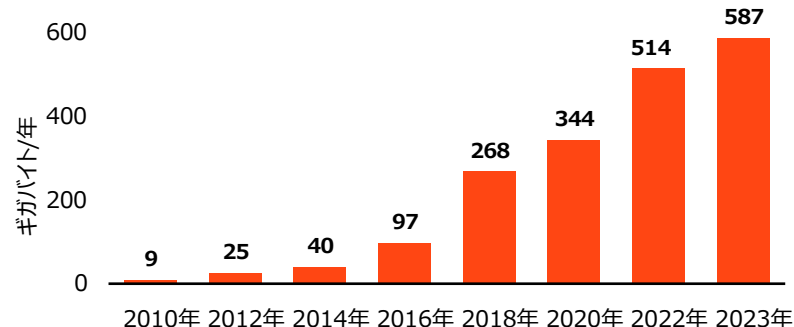
デジタル化は世界中で急速に進展しており、このような変化に伴ってインフラストラクチャーの物理的な整備も必要となります。例えば、高速インターネットに接続する人口が増加すれば、それに対応するための光ファイバーの敷設が必要となりますし、無線通信データ量が増加すれば、より多くの通信基地局の設置が必要となります。また、新たなデータが生成されればされるほど、データセンターなどのデータ貯蔵インフラストラクチャーの需要も拡大します。

各国政府が自給率向上や安全保障を優先課題に掲げていることによって、インフラストラクチャーにおいても消費地近接志向が高まっています。すなわち、地政学的な均衡の変化によって、エネルギー調達や社会経済活動は特定の域内で完結することを志向する傾向が強まっており、各国において、自国の産業用インフラストラクチャーや基幹産業のオン・ショアリング或いはニア・ショアリングに関連した投資が継続的に拡大すると予想しています。

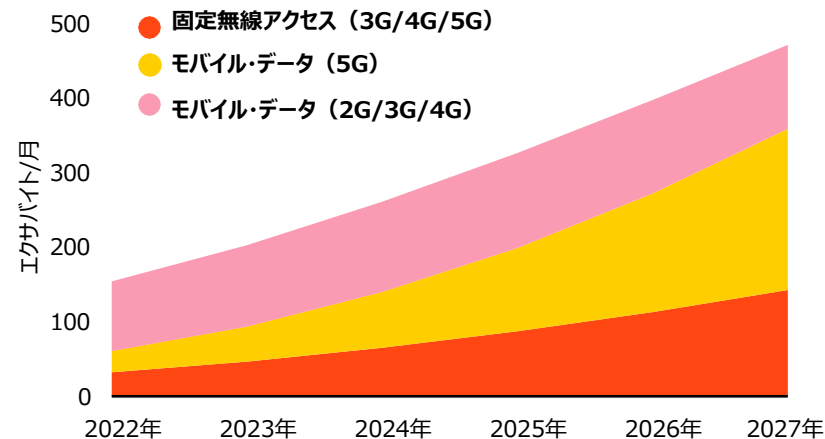
主要国政策における、数十年に一度とも言える抜本的な改革も、上述のトレンドを促進する要因となっています。例えば、2022年制定の米国「インフレ抑制法」は、数十億米ドルに及ぶインフラストラクチャー関連の優遇策が盛り込まれたことから大きく取り上げられましたが、漸く、その効果が実際に現れ始めています。同法は、様々なインフラストラクチャー投資において直接的な優遇策を規定しているほか、新しい分野や新たなテクノロジーの推進に係る資金調達の支援策も盛り込んでいます。

欧州では、「EUグリーン・ディール産業計画」や「リパワーEU」といった政策の効果が日常の経済活動にも現れ始めています。また、技術進化によるコスト低下やインフラストラクチャー2.0の大規模な導入の為の技術的成熟も継続的に見られています。

## 米国における1世帯当たりのデータ使用量



## グローバルにおけるモバイル・データ通信量



出所：上段：FCC年次ブロードバンドパフォーマンスレポート、下段：エリクソン（2023年）



# メガフォース：低炭素経済への移行

低炭素経済への移行は、金融市場やマクロ経済の再構築を促進するメガフォースの一つであり、その影響はほぼ全ての資産クラスに及ぶと考えられますが、インフラストラクチャーには特に大きな影響を与えると予想しています。

BlackRock Investment Instituteの移行シナリオでは、相対的なコスト競争力が継続的に高まることによって、低炭素エネルギーの導入が急速に進展すると予測しています。グローバルにおけるエネルギー関連投資は、現在の年間2兆米ドル強から2050年までに年平均4兆米ドルへと大幅に増加し、世界のエネルギー供給に占める低炭素エネルギーの割合は約70%に達するといった可能性も示唆されています。

エネルギー貯蔵、輸送機関の電化、航空機や船舶の代替燃料などの様々な分野において、技術進化によるコスト低下や効率化が継続的に進展すると見込まれており、世界的規模で、また、各地域の需要に即した投資機会が生じるとブラックロックは予想しています。

一般企業においても、二酸化炭素排出量をより厳密に追跡する傾向になっており、この流れは、自社建築物などの新たな計測対象にも広がっています。このように、低炭素経済への移行は様々な分野において投資機会を生むと同時に、投資リスクの評価の面からも重要な着眼点になっています。

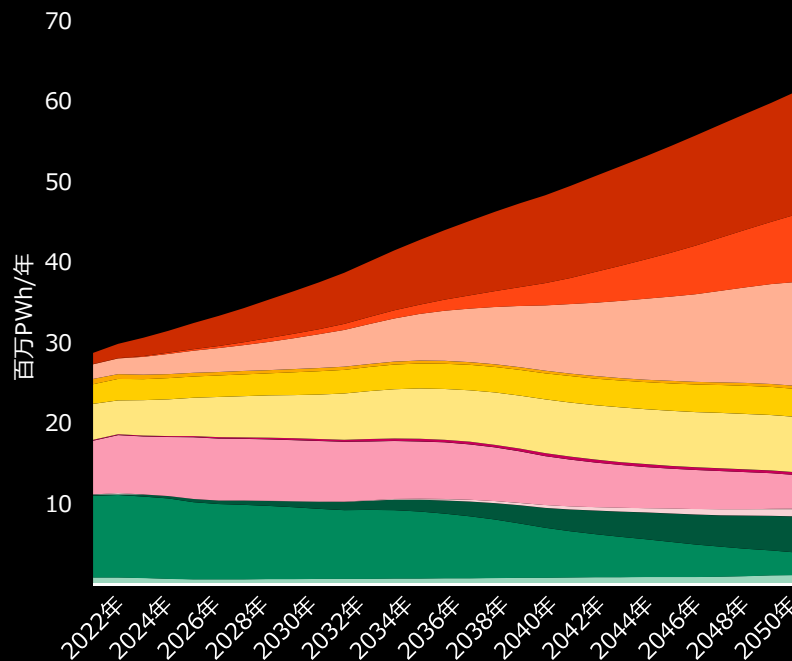
低炭素経済への移行は極めて広範にわたることから、投資家は「技術進化やコスト低下がどのように進展するか」、「バリューチェーンを形成する各分野の優劣がどのように変化するか」といった切り口をしっかりと考慮する必要があるとともに、インフラストラクチャーに対して早い段階から直接的に影響を与え得る低炭素経済への移行に対して、ポートフォリオ全体の視点で備えておくことが重要と考えています。

## 低炭素経済への移行を支える蓄電

電化～燃焼から電気への転換～は、輸送、発電をはじめとする様々な分野における核となるトレンドです。電化の加速に伴い、蓄電などのエネルギー貯蔵システムがより不可欠になっており、蓄電のバリューチェーン「採鉱、精錬、製造、EV充電器や系統安定化への使用、リサイクルや再利用」は、低炭素経済への移行において大きく成長することが見込まれています。

## グローバル電力動向

電力需要の拡大とともに、劇的に変化する電源構成



- バイオマス
- 石炭火力
- 着床式洋上風力
- 浮体式洋上風力
- 天然ガス火力
- 地熱
- 水力
- 原子力
- 石油火力
- 陸上風力
- 太陽光発電（蓄電付）
- 太陽光発電

出所：グローバルデータ（2023年）

# プライベート・デット

## プライベート・デット

# 混乱ではなく、ばらつき

プライベート・デットは成長を続けており、様々な長期投資家にとって重要な資産クラスとしての地位を確立しています。2023年3月時点、プライベート・デットの資産残高は1.6兆米ドルを超え<sup>1</sup>、オルタナティブ資産残高全体（約13兆米ドル）の約12%を占めています。

広義の「プライベート・デット」には、同資産クラスにおいて最大の資産残高を有するダイレクト・レンディングのほか、ディストレスト、オポチュニスティック、メザニン、ベンチャーなど、幅広い戦略が含まれます。

銀行や公的貸付機関がミドル・マーケットから撤退する中で、プライベート・デットの対象市場はこの10年間に大きく拡大しました。その結果、ダイレクト・レンディングの貸し手はより大型の案件に資金を提供しており、投資家はプライベート・デットへの投資を通じてミドル・マーケット企業から生み出されるインカムを獲得しています。

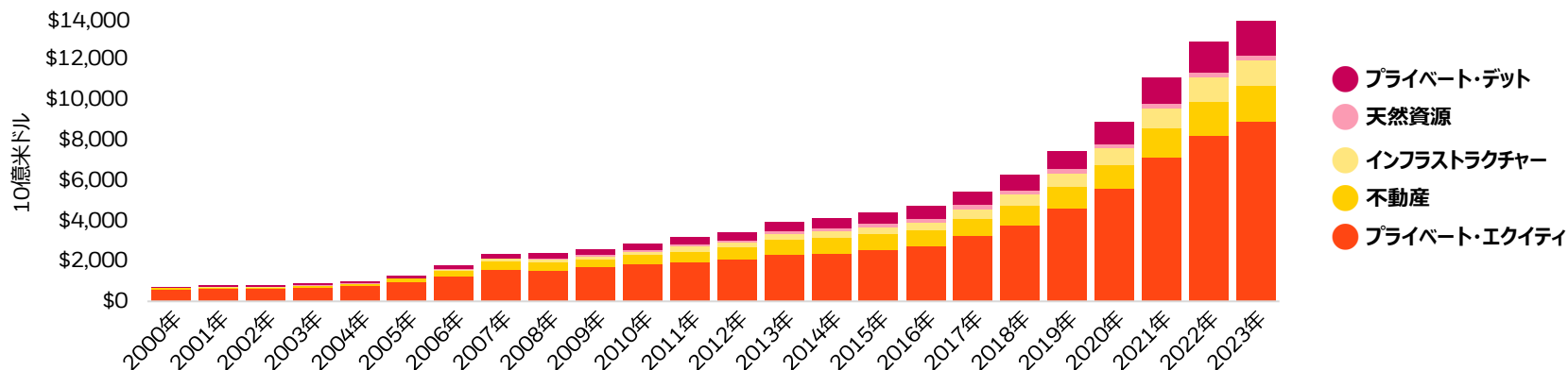
ダイレクト・レンディングはプライベート・デットにおいて最大の資産残高を有する戦略ですが、各戦略の資金調達状況は年によって異なる場合があります。特にマクロ経済の状況は投資家の戦略選好において重要な役割を果たし、例えば景気悪化の局面ではディストレストなどの戦略に投資機会が生じます。

2024年に資本コストの上昇がセクターや企業に及ぼす影響は、各々の価格決定力、ビジネスの強み、キャピタルストラクチャー管理の状況により異なると思われます。こうした状況は、市場の混乱ではなく、資産クラス、セクター、発行体間のパフォーマンスのばらつきを拡大させる要因になると考えます。

2024年に特にシニア・ダイレクト・レンディングなどの分野で魅力的なオール・イン・イールドを維持するためには、構造的なプロテクション、厳格なアンダーライティングやクレジット選別など、緻密でディフェンシブな投資アプローチが重要になると考えます。

## プライベート・デットはより一層重要性を増している

現在、プライベート・デットはオルタナティブ資産残高全体の12%を占める（未実現価値とドライパウダー）<sup>2</sup>



出所：1. プレキン 2. ブラックロック、プレキン。各年の年末時点。2023年は2023年3月時点。ドライパウダーと未実現価値の重複計算を避けるため、ファンド・オブ・ファンズとセカンダリーは除外しています。

## プライベート・デット

# 逆風と追い風

プライベート・デットでは、米国の商業用不動産市場において顕著なばらつきが生じています。同資産クラスの一部のサブセクター、特にオフィス・セクターは極めて深刻な逆風にさらされています。

この逆風には、金利の高止まりによる借り換えコストの上昇、今後2～3年に予想される満期の壁の到来、銀行の貸出基準の厳格化、パンデミック終了後の低調なオフィス復帰などが含まれます。

その一方で、工業用不動産、セルフストレージ、ホテル、一般小売店舗などの不動産デットは、ビジネスの健全なファンダメンタルズ、人口動態、旺盛な需要、オンライン・ショッピングやサプライチェーンのレジリエンス強化のための在庫積み増しなどの構造的変化から恩恵を受けることが予想されます。

## 幅広い投資機会

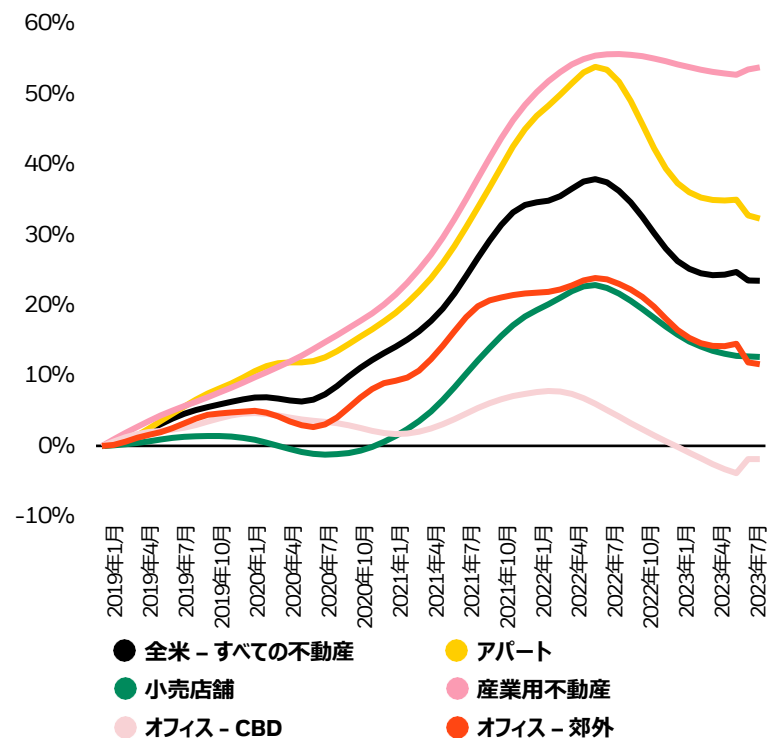
銀行の融資基準が厳格化していることや、パブリック市場の融資案件が大型化していることなど様々な要因を背景に、プライベート・デットはミドル・マーケット企業の資金調達においてますます重要な役割を果たすようになっています。

足元ではパブリックとプライベート両市場において同時に資金調達を模索する「デュアル・トラック」プロセスを実行する借り手が増えています。その兆候の1つがダイレクト・レンディング市場で実施された既存シンジケートローンのリファイナンス案件の件数です。Pitchbook LCD社の統計によると、2023年1-9月にはこのような案件が6件以上実施されており、案件の総額は約120億米ドルにのぼります。

プライベート・デット市場は規模の拡大に伴い、パブリック市場と直接競合する能力が高まると見られます。これによりプライベート・デットの投資対象は拡大し、より幅広い借り手のニーズに対応することが可能になり、同資産クラスの成長をさらに下支えすると思われる。

## 異なる道筋

商業用不動産価格の推移（2019年以降）



出所：グラフは米国リアル・キャピタル・アナリティクス商業用不動産価格指数（RCA CPPI）の水準の2019年1月以降の累積変化率を示しています。出所：ブラックロック、リアル・キャピタル・アナリティクス、ブルームバーグ。2023年9月30日までのデータ。RCA CPPIは、不動産価格を評価する全米規模の取引ベースの指数です。CBD = 中心業務地区。記載されている数値は過去のパフォーマンスに関連するものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の結果を示唆するものではありません。指数のパフォーマンスは運用手数料、取引コストまたは費用を考慮していません。

# メガフォース：金融の構造的変化

米国の金融セクターは構造的な変化が進行しており、預金やクレジット市場に変化をもたらしています。プライベート・デット市場はこうした構造変化による恩恵を受けるとブラックロックは考えています。

世界のプライベート・デットの資産残高は、2023年3月時点の1.6兆米ドルから2028年年末までに3.5兆米ドルに成長すると予想され、成長は主に以下の要因によって牽引されると考えています。

**借り手のニーズ：** 借り手企業はよりカスタマイズされた資金調達ソリューション、融資実行の確実性、借り手と貸し手の長期的関係による柔軟性を望んでいます。

**投資家のニーズ：** 投資家はポートフォリオにおける分散効果や、戦略による構造的プロテクションを得る機会を求めています。

**クレジット市場の構造変化：** パブリック市場においては企業融資案件の大型化が見受けられており、規模が比較的小さいミドル・マーケット企業はパブリック市場を通じた資金調達が困難になっています。

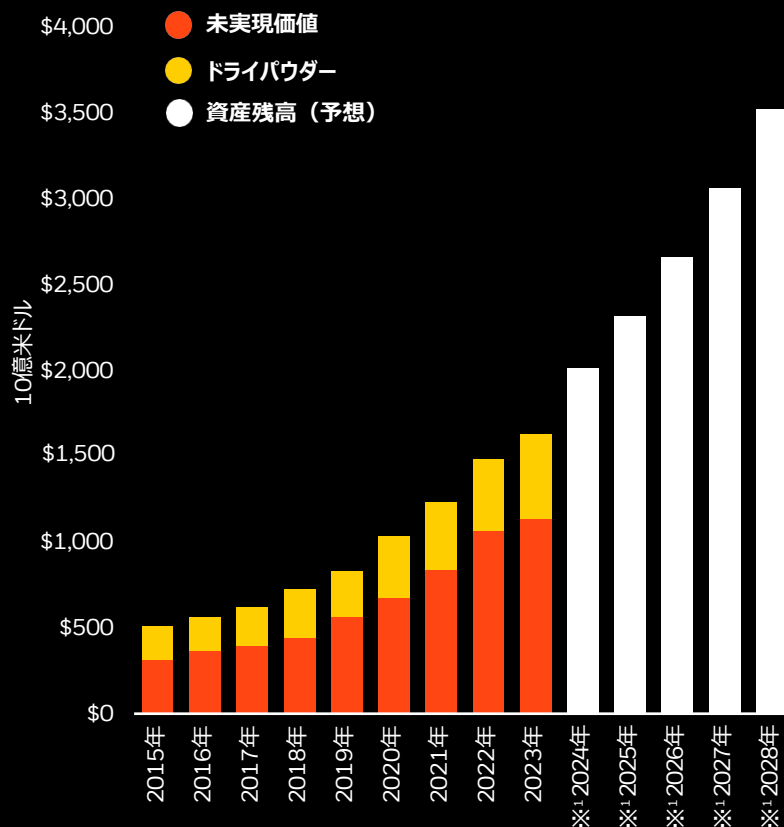
**銀行の信用供与の縮小：** 銀行の信用供与の継続的な縮小により、プライベート・デットの投資対象市場のさらなる拡大が見込まれます。

また、全体的に見るとプライベート・デットの損失率はパブリック市場対比で良好です。クリアウォーター・ダイレクト・レンディング指数によると、2023年4-6月期の米ドル建てレバレッジド・ローンと米ドル建てハイイールド債の直近12カ月間の損失率がそれぞれ1.68%と1.62%であったのに対し、ダイレクト・レンディングは0.69%と非常に低い水準を維持しています。

出所：ブラックロック、ムーディーズ、クリアウォーター。CDLIについては、2023年4-6月期の年間および直近12カ月間（CDLIの利用可能な最新データ）の実現損失率を示しています。ムーディーズの発行体で加重した直近12カ月間の債務不履行データを使用し、ハイイールド債の回収率を40%、レバレッジド・ローンの回収率を60%と想定して推定損失率を算定しています。ハイイールド債とレバレッジド・ローンの損失率は、ムーディーズが追跡するハイイールド債とレバレッジド・ローンのユニバースを反映しています。記載されている数値は過去のパフォーマンスに関連するものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の結果を示唆するものではありません。指数のパフォーマンスは運用手数料、取引コストまたは費用を考慮していません。指数は運用されておらず、指数に直接投資することはできません。

## 堅調な成長

プライベート・デットの拡大は今後数年間継続することが見込まれる



※¹ 予想値

出所：ブラックロック、フレキン。フレキンの2023年3月31日までの各年末時点の数値を使用。2024年から2028年までの予想値はブラックロックの推定。

# プライベート・エクイティ

# 新たな時代への適合

金利が上昇し、市場に不透明感が広がる新たな時代の中で、プライベート・エクイティは調整局面にあります。しかし、同資産クラスは過去の市場のボラティリティ上昇局面でアウトパフォームしていることや、投資可能な資金を持つ買い手にとって足元の投資機会は魅力的となる兆候が現れていることから、ブラックロックはプライベート・エクイティに対して強気の姿勢を維持しています。この新しい時代は主に以下のテーマで特徴づけられます。

**取引案件数：**金利上昇、インフレ圧力、経済的・地政学的な不透明感、幅広いパブリック・エクイティの調整を背景に取引案件数は減少しています。2022年の案件数は前年比で65%もの減少となり、2023年もさらに40%減少しました<sup>1</sup>。

**バリュエーション：**パブリック市場の調整に伴い、プライベート・エクイティのバリュエーションも緩やかに低下し始めています。バリュエーションは世界金融危機以降、着実に上昇した後、ピークとなった2022年のEBITDAの11.9倍から、2023年は取引額が大幅に減少しましたが、下げは11.2倍に留まりました<sup>1</sup>。

**取引のタイプ：**全体的な取引総額は2021年のピークから減少していますが、ファンドはアドオン買収に注目しており、パブリック・エクイティのバリュエーション低下を利用して非公開化取引を実行するなど、プライベート・エクイティ市場は完全に停止しているわけではありません。特に非公開化取引は年間取引総額の約21%を占めています（過去5年間は15%）<sup>2</sup>。

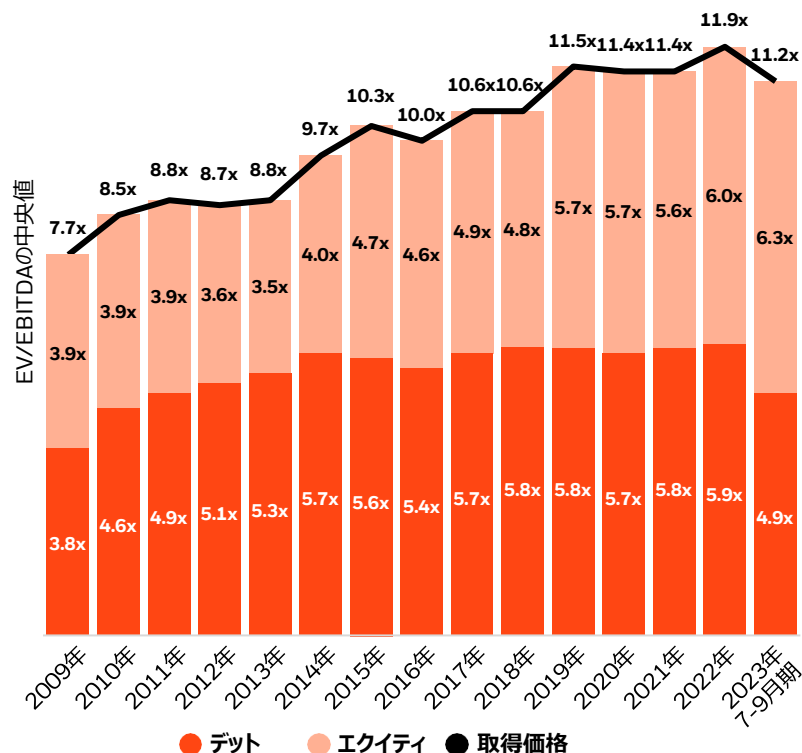
**取引でのエクイティ部分の増加：**負債による資金調達が難しくなっていることと借入コストの上昇により、プライベート・エクイティの買い手は取引に際してエクイティの割合を増やさざるを得なくなっています。総資本に占めるエクイティの割合はこの数年間に上昇しており、本稿執筆時点において、2023年に初めてエクイティの平均割合が50%を優に上回りました<sup>1,3</sup>。

**質の要求：**経済への逆風と資本コストの上昇を背景に、プライベート・エクイティの買い手は健全なキャッシュフローと資本利益率を実現する業界トップクラスの企業に再び注目しています。テクノロジーやヘルスケアなど、底堅さが実証されている質の高いセクターが優先的な投資対象となっています。

出所：1. バンク・オブ・アメリカ、S&P LDC Leveraged Buyout Quarterly Review & Pitchbook、2023年9月現在。米国のレバレッジド・バイアウトを基にした数値。2. 出所：ピッチブックLDC。レバレッジド・バイアウトに関わるすべてのソース（ローン、担保付き債務、無担保債務、劣後債、エクイティ）を含みます。2023年9月30日現在で利用可能な最新データを示しています。3. エクイティの拠出には、普通株式、優先株式、ロールオーバー・エクイティのほか、事業会社の普通株式に対応する持株会社の負債とセラー・ノートの手取金が含まれます。

## バリュエーションの低下

プライベート・エクイティのバリュエーションは過去の最高水準から小幅に低下<sup>1</sup>



# 投資の好機

取引案件数は当面、加速度的に増加し、資金を投入できるプライベート・エクイティの買い手は魅力的なリターンを実現できるとの楽観的な見通しを持っています。つまり、足元でこの資産クラスに投資する魅力的な機会が到来しているということです。

**意欲的な売り手：**この2年間、IPO市場の利用はほとんど不可能であり、バイサイドのスポンサーの需要も低かったことから、エグジット案件総額は平均を大幅に下回りました。2022年と2021年のエグジット案件総額は9,560億米ドルで、2年間の平均の65%にも達していません<sup>1</sup>。

**デットの利用：**金利上昇が一服したことから、10-12月期にシンジケート・ローン市場に回復の兆しが現れ始めています。プライベート・デットへの多額の資金流入とともに、これは借入環境の改善に寄与しています。

**企業の事業売却の増加：**大企業は不透明な経済環境で経営の舵取りを行い、戦略上のニーズを評価していることから、企業のカーブアウト活動が増えると予想しています。こうした案件は、実証済みのビジネスモデルと未だ活かされていない価値創造の潜在能力を備えた非中核事業部門を取得する機会となります。

**バリュエーション：**パブリック・エクイティ市場のボラティリティ上昇と高金利環境は、引き続きバリュエーションの圧力になると考えています。レバレッジド・ローン指数は、2021年12月以降、金利が2倍以上に上昇し、買い手はリターンを維持するために案件の価格をより保守的に設定せざるを得なくなっていることを示しています<sup>2</sup>。

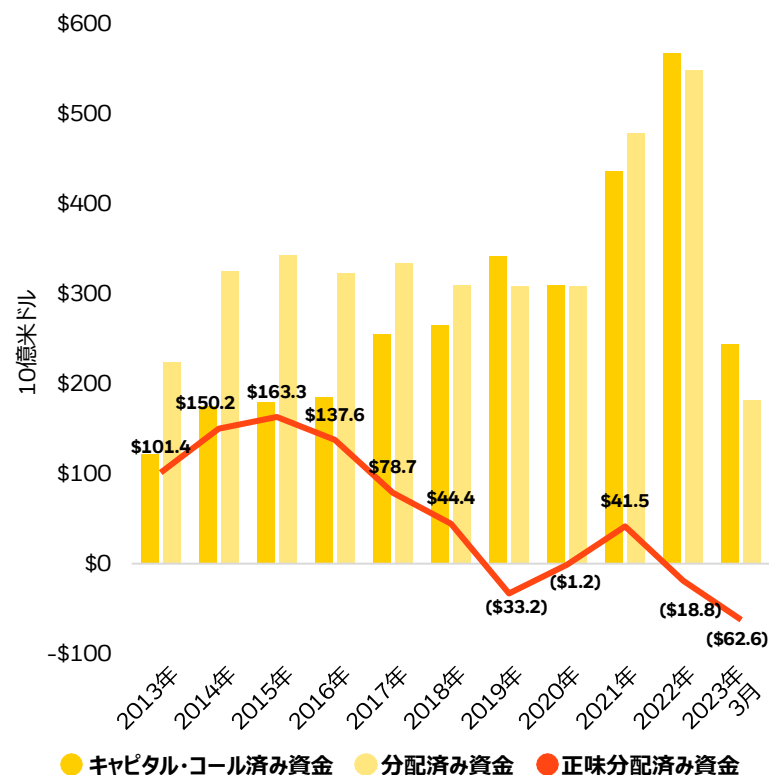
**創造的なストラクチャリング：**プライベート・エクイティのGPは、エグジットによる資金化ニーズを満たすために少数持分での売却やストラクチャード・キャピタルによる資金調達の検討を増やしており、また投資することが難しい環境で柔軟な資本構成を考えるようになってきました。これは買い手に魅力的なリスク・リターンのダイナミクスを提供します。

**セカンダリーのニーズの高まり：**エグジットが難しい環境になっているため、推定で75%のプライベート・ポートフォリオでネット・キャッシュフローがマイナスとなっています<sup>3</sup>。そのため、リミテッド・パートナーは流動性を求め、分配金の要件を満たすためにセカンダリー市場に注目しています。

セカンダリー市場では、案件の供給過剰が続く、ディスカウントが拡大しています。具体的には、成長しつつある中規模のセカンダリー市場のバリュエーションが割安な水準となっています。この市場には、比較的大規模な案件を扱うマネージャーが注目しない取引や規模が大きすぎて少額の資金プールでは対処できない取引が含まれています。

## 流動性の要求

足元の動向は特にセカンダリーでの購入に有利な状況を生み出している<sup>4</sup>



出所：1. ディールロジック、データは2023年10月31日現在。2. LCD News、フルムバーク、データは2023年10月27日現在。3. PJTパートナーズ - Secondary Investor Roadmap Series、2023年7月。4. プレキ、データは2023年3月31日現在。



# メガフォース：人工知能（AI）

人工知能（AI）の影響はテクノロジーから始まり、最初にAI戦略を実行する企業とそうでない企業との差異が明確になりますが、その勢いは水平的に広がり、影響は広範囲に及ぶとブラックロックは考えます。

AIとその活用事例は、投資先企業の取締役や経営陣との話し合いで常に取り上げられるトピックです。AIは効率化の手段と捉えられることが多いものの、AIを使ってビジネスモデルを抜本的に変革する企業もあります。

ChatGPTなど、対話型生成AIアプリケーションが、徐々に企業の基幹的なワークフローに組み入れられるようになっていきます。その結果、製品とサービスにAIアプリケーションを容易に効果的に採用できる企業に短中期的に投資する好機が生じていると考えています。

## 投資機会の拡大

従来型のベンチャー投資やグロース投資が示すように、AIは引き続き、創造的破壊を実現する企業への投資機会となります。しかし、生成AIには、従来型企業が力の均衡を取り戻すことを可能にする潜在力もあります。それはソフトウェア業界ではすでに現実のものとなっており、業界リーダーがAI投資を行ったことにより、多くのスタートアップ企業にとって、リーダー企業に対抗できるまでの道のりが厳しくなっています。

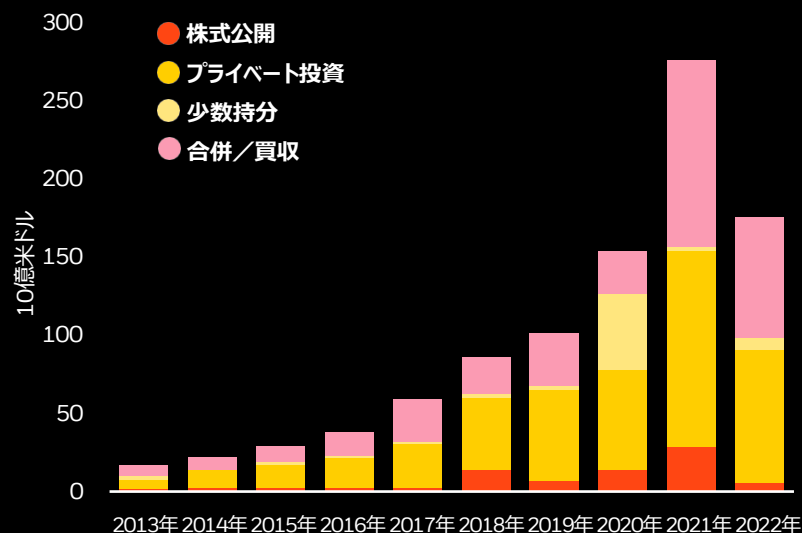
特に生成AI製品を使用した消費者へのエンゲージメントの増加に見られるように、AIの利用は、ヘルスケア、ビジネスサービス、消費財分野の投資先企業でも始まっています。基幹的サービスとの関係で、資本財・サービス業界にも潜在的可能性があります。AIには、すべてのセクターで投資機会を拡大する力が備わっています。

## 過度な熱狂への警告

メディアの注目がAIに集中していることから、AIを導入していることを宣伝する企業がかつてないほど増えています。このテクノロジーとその応用は新しく、進化しつづあり、主張を実証するには慎重な評価が必要です。企業のAIソリューションを調査する際には、AIに関して競合他社が直面する参入障壁がどのようなものになるかを検討するとよいかもしれません。

## 新たなプレイヤー

AIは、これまで何年もプライベート・エクイティ投資が圧倒的な割合を占めていたが、今ではその他の投資家からも幅広く注目が集まり、投資が行われている



出所：NetBase Quid via AI Index Report、2023年。

## AIと投資プロセス

投資プロセスにおけるAIの役割は急速に進化しており、各社はビジネスと顧客へのリスクを最小限に抑えながら、AIがどこでどのように価値と効率を提供できるかを継続的に評価しています。ブラックロックは現在、AIと大規模言語モデルを採用し、デール・フローに後から反応するのではなく、予測的に対応するアプローチを開発しています。

# 不動産

## 不動産

# ボラティリティに生じる価値

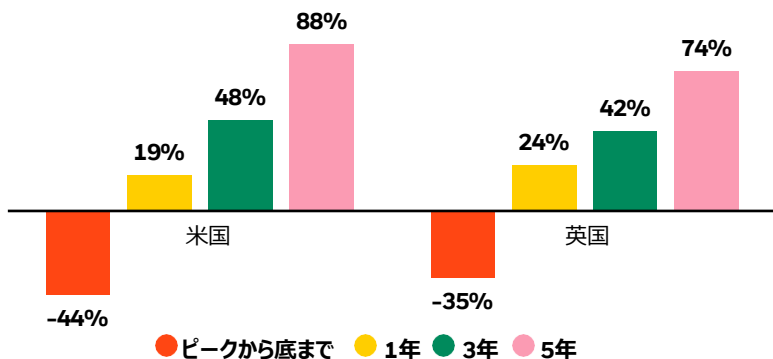
不動産投資の機会が生まれています。

インフレ率、金利、ボラティリティが上昇した結果、世界的にバリュエーションは2022年をピークに下方調整が続いています。このように混乱した環境では、投資家が質の高い資産を、再調達価格を下回ることも多い魅力的な価格で取得することが可能になります。投資家は全体的により高いリスクプレミアムを要求し、ビッド・アスク・スプレッドは縮小し始めています。

歴史的に見て、不動産は混乱期の後に好調なパフォーマンスとなる傾向があります。市場のファンダメンタルズが堅調な中で価格の調整が生じている足元の環境は、投資妙味のある機会であると考えています。しかし、強力な逆風もあります。資本コストの上昇が主な要因となり、世界の取引額は前年比で57%減少しています<sup>1</sup>。短期的には資金調達の可能性が限定されていることから、世界金融危機後の低金利の世界とは全く異なる環境となる可能性があります。

## 不確実な局面における機会

世界金融危機の期間とその後数年間の世界の不動産のリターン<sup>2</sup>



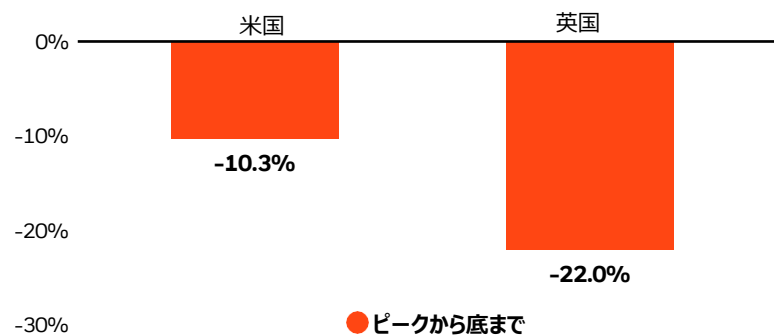
出所：1. MSCI、2023年6月30日現在。2. MSCI英国四半期不動産指数、NCREIF指数。ピークから底の世界金融危機：2008年1-3月期～2010年1-3月期、累積リターンは2010年1-3月期に開始。MSCI、PMA、NCREIF、ブラックロック。3. 英国のデータは2023年9月現在のMSCI英国不動産月間指数を使用。米国のデータは2023年6月30日現在のNCREIF不動産指数を使用。数値は過去のパフォーマンスに関連するものです。過去のパフォーマンスは現在または将来の結果を示唆するものではありません。

銀行は依然としてレジームの変化への適応に努めているため、資金調達が制限される環境は続くと考えられます。これは保険会社やデット・ファンドなど、銀行以外の貸付主体が参入し、セクターや市場ごとに多様な資本調達手段を提供する機会となります。歴史的に、流動性の低い環境はレバレッジをほとんど利用しない投資家に有利に作用します。

今後2～3年間は、セクター、市場、資産の質によるパフォーマンスのばらつきがアルファ創出の機会をもたらします。プライベート市場では、金利の影響が出始めた2022年半ば以降、ばらつきが顕著になってきましたが、2024年には主要な投資テーマとなると見られます。立地の重要性は変わっていませんが、今後は資産の選択が鍵になると考えます。ドライパウダーの投資を考えている投資家は、質の高い物件を検討すべきです。質の高い物件は、過去の不動産市場の回復の初期段階にアウトパフォームする傾向にありました。

## 価格の調整

足元の価格変動は投資家に投資機会をもたらす<sup>3</sup>



## 不動産

# 有望な分野を見つける

現在生じている市場の混乱の中では、インカムの成長と利回りが不動産投資家にとってより重要になります。そのため、キャッシュフローの持続性と賃料の決定力がプレミアムを生む要因となります。

投資家が慎重に精査すべきエリアがあります。例えば、成長率の高い米国の一部の住宅と市場は供給過剰となっており、そうした分野のファンダメンタルズが疑問視されています。

より広範な市場では、中期的に供給はそれほどリスクにはならないと思われる。デベロッパーはエクイティ市場とデット市場の両市場で資本コストの上昇に直面していることから、新規開発は急激に鈍化する可能性があります。一方、地理的な配置と土地利用規制により、オーストラリアとニュージーランドの主要都市など一部の市場で新規物流不動産の供給は引き続き制限されることが予想されます。

アジア太平洋地域は、金利上昇がどの程度、販売市場の重石となっているかを示す良い例を提示しています。この地域の中で、日本は金利が比較的低水準という点で他の国と大きく異なっています。そのため、土地取引を含め、日本の不動産取引額は前年比で9%しか減少していないのに対し、アジア太平洋地域全体では30%<sup>1</sup>の減少となりました。

資本市場が低迷する中でも、いくつかの不動産タイプを下支えするトレンドが見られます。産業用不動産と物流不動産は引き続き、地域全体に魅力的な機会を提供しています。米国、欧州、一部のアジア太平洋の市場では、住宅も力強い成長の可能性があります。さらに米国の生活必需品小売店舗も、エントリー・ポイントが魅力的であることと供給が低水準であることから、選好されています。

バリエーションの調整による周期的な機会に加えて、人口動態の変化、サプライチェーンの再構築、低炭素経済への移行などのトレンドを踏まえ、メガフォースがパフォーマンスのばらつきを拡大させる要因になると考えます。

## 将来に備えたポジション

### アウトパフォーマンスが見込まれるセクターと地域

#### 米国

- 主要な郊外地域の住宅
- 大都市圏近郊の生活必需品小売店舗
- 主要都市近くの物流ハブ

#### 欧州

- eコマースやニアショアリングの恩恵を受ける産業用および物流設備
- 住宅用資産とオフィスから住宅への転換
- 大学のライフサイエンス施設とナレッジ・センター

#### アジア太平洋

- 供給が制約される地域のラストマイル物流
- 生活およびホスピタリティ・セクター
- 保育所などのニッチ・セクター

出所：1. MSCI、2023年6月30日現在。

# メガフォース：人口動態の変化

2つの巨大な世代集団が人生の新たなフェーズに移行し、不動産のトレンドを生み出しています<sup>1</sup>

**ミレニアル世代が  
収入と消費の  
ピークに達している**

現在から2040年までの35～54歳の  
年齢層の増加率：

- ↑ **22%** オーストラリア
- ↑ **12%** 米国
- ↑ **11%** スウェーデン

**ベビーブーム世代は  
退職**

現在から2040年までの65歳以上  
の年齢層の増加率：

- ↑ **72%** 韓国
- ↑ **42%** オーストラリア
- ↑ **28%** 米国と欧州

成長が促進される分野

- 郊外の住宅
- 賃貸用一戸建て住宅
- 保育所
- 大型ショッピングセンター
- 産業用およびラストマイル  
物流用不動産

成長が促進される分野

- デスティネーション・リテール
- 高齢者用住宅
- 診療施設
- ホスピタリティ

ミレニアル世代とベビーブーム世代という2つの巨大な世代集団が世界の不動産市場に大きな影響を及ぼしています。

ミレニアル世代は、保育所などのニッチ・セクターの拡大にも寄与しています。特に投資家や運営者のインフレ・リスクを抑制するトリプル・ネット・リース契約となっている物件は有望です。

全世界で18億人に上るミレニアル世代<sup>1</sup>は家庭を築いており、世界中でより広いアパートや一戸建て住宅、郊外住宅の需要が増大すると思われる。この世代にとって大きな市場の変化の一つは、世界的に住宅を比較的手頃な価格で所有できなくなっていることです。そのため、賃貸がますます魅力的な選択肢となっており、賃貸用住宅セクターの追い風になる可能性があります。

同時に、世界のベビーブーム世代の高齢化である「シルバー・ウェーブ」によって特定のセクターで需要が大きく増大しています。定年退職者は旅行を楽しむため、魅力的な商業施設やホスピタリティ不動産の魅力が高まります。高齢化により、世界的に診療施設のニーズも増加しています。

家庭を築く時期は消費と収入が増加する時期でもあります。ミレニアル世代がこのフェーズに入ると、繁華街の生活必需品小売店舗で需要が増えます。またeコマースでの支出が増えるため、産業用不動産の成長も促進されます。

特定の集合住宅やその他特定の年齢層の住宅コミュニティの魅力も増す可能性があります。このメガフォースをうまく活用するために、投資家は特定の地域、国、マイクロ地域に特有の社会、経済、文化のトレンドを正確に理解する必要があります。

出所：1. オックスフォード・エコノミクス、ブラックロック、2023年9月現在。予想の実現を保証するものではありません。

## 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、ブラックロックおよ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、ブラックロックおよ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、投資信託約款およ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をご遠慮ください。

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

**BlackRock**