



BlackRock®

# 2022年 実物資産の市場見通し

## 実物資産に対する「3つのD」の視点

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。

## Lead author



**Bruce Wan**  
Head, APAC Real Assets  
Research & Strategy  
[bruce.wan@blackrock.com](mailto:bruce.wan@blackrock.com)

## Key contributors



**Alan Synnott**  
Global Head, Real Assets  
Research & Strategy  
[alan.synnott@blackrock.com](mailto:alan.synnott@blackrock.com)



**Steven Cornet**  
Head, Americas Real Assets  
Research & Strategy  
[steven.cornet@blackrock.com](mailto:steven.cornet@blackrock.com)



**Simon Durkin**  
Head, EMEA Real Assets  
Research & Strategy  
[simon.durkin@blackrock.com](mailto:simon.durkin@blackrock.com)



**Cynthia Parpa**  
EMEA Real Assets  
Research & Strategy  
[cynthia.parpa@blackrock.com](mailto:cynthia.parpa@blackrock.com)



**Alex Symes**  
Americas Real Assets  
Research & Strategy  
[alex.symes@blackrock.com](mailto:alex.symes@blackrock.com)



**Yasmine Kamaruddin**  
Americas Real Assets  
Research & Strategy  
[yasmine.kamaruddin@blackrock.com](mailto:yasmine.kamaruddin@blackrock.com)



**William Yu**  
APAC Real Assets  
Research & Strategy  
[william.yu1@blackrock.com](mailto:william.yu1@blackrock.com)



**Chloe Soar**  
EMEA Real Assets  
Research & Strategy  
[chloe.soar@blackrock.com](mailto:chloe.soar@blackrock.com)

# 実物資産に対する「3つのD」の視点

概要

投資環境の考察

従来と異なるサイクル

アップグレードの時

よりサステナブルに

地域別見通し

インプリケーション

2022年の実物資産市場の見通しに決定的な影響を与える3つの重要な投資テーマ（方向性）は・・・

## 1 従来と異なる実物資産のサイクル

現在の循環的な市場回復は、過去にみられたものとは異っており、経済活動が再開し、資金が戻ってくることによる**急速な回復**と、パンデミック後の失った生産能力の回復およびビジネスモデルの再構築による**緩やかな上昇**に特徴づけられます。経済活動の再開に伴い**ベータ・リターン**は堅調ですが、セクター間で勝ち組と負け組の差が拡大しているため、**アルファ・リターン**にも豊富な機会があり、この傾向は当面続くと考えられます。

## 2 アップグレードの時

このような混乱の中で、実物資産の環境を作り変える**大規模な構造変化**に対応する必要性が高まっています。中でも、現在進んでいるエネルギー移行に、電池、水素、炭素回収の新技术が加わっていることに注目すべきだとみています。同様に、ビッグデータ、ドローン、ロボットの登場によって、真の**生産性向上**が始まっています。また、在宅勤務から職場に戻る人が増えるにつれ、**バイオセキュリティ**、**健康と豊かな生活**に新たな注目が集まっています。

## 3 サステナブルへの道筋

2022年には、実物資産にサステナブルな対応を求める**市場の機運が高まっています**。この背景には、透明性を求める投資家の声、資産運用業界による対応の強化に加え、稼働率、インカム、市場流動性の改善を通じて**グリーン・アルファ**の実現可能性が高まってきたことがあります。エネルギー移行の鍵となるのは再生可能エネルギーですが、製造業、輸送、農業、不動産を含むすべての投資セクターの**脱炭素化**にはさらなる努力が必要です。

# 投資環境の考察

新たな市場レジームを乗り切る。2022年は、多くの地域やセクターでマクロ経済のバランスが改善するとみられ、市場の上向きのトレンドが強まり、弾みがつく年になると考えています。このような観点から、ブラックロック・インベストメント・インスティテュート（BII）の2022年見通しでは、新たな市場レジームに言及しており、このような環境ではインフレと共存し、目先の混迷を切り抜け、ネットゼロを目指す必要があるとしています。実物資産については、活動再開による需要と価格の押し上げが見込まれる一方で、今後の引き締めサイクルは緩やかで慎重な展開が予想されます。

回復ペースには地域差と時間的なばらつきがある。ファンダメンタルな需要の回復は、同時に進行する可能性は低いと思われます。それは短期的には、新型コロナ・パンデミック後の再開ペースのずれに影響を受け、長期的には、より分散され、レジリエンスを備えた生産ラインを求めるニーズに影響を受けると考えられます。また、サプライチェーンや労働市場の混乱のために、回復ペースは地域によって異なり、今後数年間はパンデミック前の生産能力への回復が困難となる可能性があります。

ばらつきのある市場の回復ペース。各市場では、利用形態や投資意欲の大きな変化を反映して、セクター間で大きな差異がすでに見られます。物流施設や再生可能エネルギーのセクターは、長期的な需要拡大に支えられ、パンデミックの影響がほとんどみられません。小売店舗、ホスピタリティ、輸送セクターでは、長引く混乱の影響が続いています。一方、石炭生産などのセクターは、中国や欧州での最近の電力不足によって、一部の市場で一時的な回復はありましたが、広範囲に弱まる動きが続いています。

今後は豊富な資金流入が予想される。現在の低金利環境下では、資金は依然として豊富で、利回りや、より良いパフォーマンスを追求する動きがあります。このような傾向は、低利回りの債券から利回りの高い実物資産への移行という、資産クラス配分のタイムリーな見直しによって、一層加速しています。ただし、新しく流入する資金は、比較的风险回避志向が強くなり、セクターを厳選し、より安定的なインカムを得られる分野に関心が高まっていると考えられます。

2022年に投資家が注目すべき重要分野。分断され、差別化された実物資産市場では、適切なセクターに対する適切なエクスポージャーを見つけることが資金を投入する上での課題となります。長期的に強い追い風が吹く、上昇トレンドにある分野（物流、住宅、再生可能エネルギー、炭素隔離）に焦点を当てるか、または混乱に見舞われているもののディープ・バリュアの兆候があり、さらに重要な点として、通常の状態に戻る明確な道筋がある程度見えている分野（小売店舗、ホスピタリティ、輸送）に選択的に焦点を当てるのが考えられます。同時に、価値および流動性の減少が予想されるセクター、特に一部の化石燃料分野に対するエクスポージャーの削減を積極的に進める必要があります。

「ブラックロックは長期投資家として、インフラ分野における3つの重要な投資テーマで大規模な構造変化が起きているセクターに注目しています。3つの投資テーマとは、デジタル化（digitalization）、脱炭素化（decarbonization）、分散化（decentralization）で、ブラックロックはこれを3つのDと呼んでいます」



**Anne Valentine Andrews**  
Global Head of Real Assets

## 経済が立ち直る中、グローバルの取引も回復

2021年の取引額（10億米ドル）および前5年平均に対する変化率（%）

セクター：

- インフラ
- 不動産

北米

- 860億米ドル（13%増）
- 5,650億米ドル（12%増）

ラテンアメリカ

- 430億米ドル（58%増）
- 20億米ドル（59%減）

欧州

- 940億米ドル（14%増）
- 2,950億米ドル（1%減）

アジア太平洋

- 680億米ドル（21%増）
- 1,810億米ドル（16%増）

出所：Real Capital Analytics、IJGlobal、ブラックロック（2021年11月17日）。収益物件のRCAグローバル不動産取引高データに土地開発は含まれません。IJGlobalのグローバル・インフラ取引高データは、プロジェクト・ファイナンスのエクイティおよびデットを反映しており、ブラックロックが定義するインフラ以外のセクター（金属・鉱業、石油・ガス探査、石油化学など）は含まれていません。すべてのデータは米ドルで表示されており、変化率は米ドル以外の通貨の米ドルに対する変動が影響している可能性があります。不動産データは2021年11月に作成されたRCAによる2021年1月から10月までの推計値、インフラデータは2021年11月17日時点の12カ月間の取引量を反映しています。

## 市場環境の推移

	ファンダメンタルズ	2020	2021	2022
マクロ経済	金利	▲	▲	▼
	地政学要因 <sup>1</sup>	▼	▼	▼
	資本市場	▼	▲	▲
不動産	需要	▼	▼	▲
	資本形成	▲	▲	▲
	投下資本	▼	▼	▲

▲ プラスの影響

▼ マイナスの影響

出所：ブラックロック・インベストメント・インスティテュート。<sup>1</sup> ブラックロック地政学リスク・ダッシュボード、2021年11月現在。

**インフラ市場に対する「3つのDの視点」。**世界のインフラは長期にわたってブームが続いています。その背景にあるのが、先進国市場における質およびレジリエンスのある資産への継続的なニーズ、開発途上国および新興国市場における需要の堅調な伸び、さらに、安定したインカムを求めて行われる資金の再配分の継続です。パンデミックや気候変動は、資産構成に顕著な変化をもたらし、一部の分野が引き上げられる一方、そのあおりを受ける他の分野は低迷しています。このような市場の大きな流れは、**脱炭素化、デジタル化、分散化 (decarbonisation, digitalisation and decentralisation)** という「3つのD」に集約されると考えています。

**ライフスタイルにおける脱炭素化。**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の移行は、電力分野で急速に進んでおり、当初は風力や太陽光が中心でしたが、エネルギー貯蔵やその他の再生可能エネルギーに広がりを見せています。モビリティ分野では、短期的には電気自動車の充電インフラの整備が進み、長期的には水素燃料の利用拡大が見込まれます。また、炭素の回収・貯蔵やサステナブルな燃料は、技術の実用性と採算性が向上しつつあり、今後数年間で導入が大幅に加速するとみられています。

**デジタル世界の活用。**在宅時間が一時的に増えたことで、オンラインでの仕事、買い物、学習、娯楽が広がり、通信ネットワークのアップグレードの加速と、出荷期間の短縮を可能にするバックエンドのエコシステムが必要になっています。また、商品や人を追跡するセンサーの導入がさらに広がり、建設現場、オフィスビル、ショッピングセンター、配送倉庫、輸送ハブでは、小規模ながら生産性が向上しています。

**インフラの分散化。**このテーマは複数のチャンネルで見られます。場所の分散化に関しては、デジタル接続の向上によって、人々は様々な場所で働き、生活し、遊ぶことが可能になり、従来の集中型のハブ・モデルから移行しつつあります。保有の分散化に関しては、サードパーティ・ロジスティクスにみられるように、効率性と収益性の向上のために、インフラ・サービスは専門家のオーナー、運営者、管理者に外部委託されています。また、とりわけ最近のパンデミックやサプライチェーン、気候変動に関連して、重要なサービスが混乱したことを受けて、発電、商品配送、通信ネットワークのレジリエンスを構築するために、分散化が推進されています。

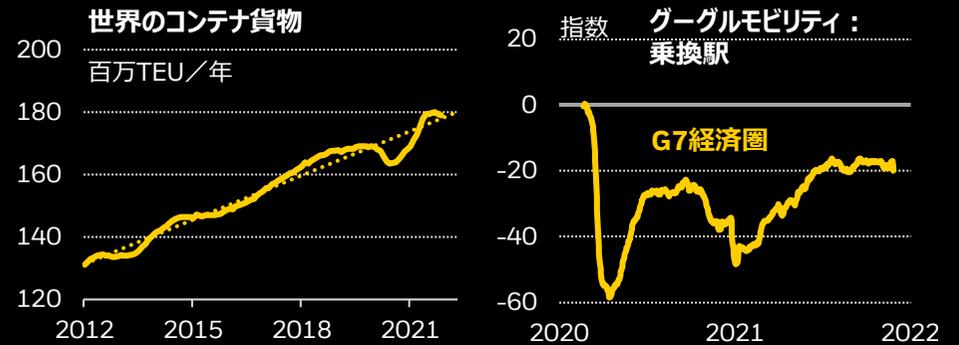
**投資家は何に注目すべきか。**市場が明らかに変化している中で、投資家はセクター配分でこの大きなシフトを先取りする必要があります。**エクイティ投資家**については、化石燃料から再生可能エネルギーへの電力シフトが今後30年は続くと思われますが、エンドユーザーはレジリエンスの強化と炭素排出量の削減を求めていることから、他の破壊的技術も進んでいます。**デット投資家**の中では、債券利回りが超低水準にとどまる一方でインフレ圧力が上昇する中で、安定したインカムを求める人が増えています。

「ネットゼロに向かう道には幅広いソリューションが必要です。電力部門だけでなく、産業、農業、輸送セクターでも脱炭素化を進めていかなければなりません。この方向を目指して実行すべき新しい手段が判明しつつあります。この持続性とレジリエンスを備えた投資機会に期待しています」

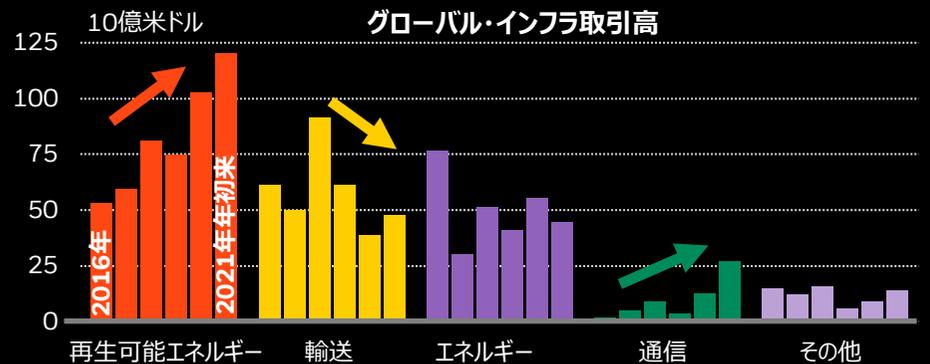


**Mark Florian**  
Global Head of Energy and Power Infrastructure

移動量は回復傾向にあるが、サプライチェーンの混乱と旅行・通勤控えが回復の妨げに



インフラ投資家は再生可能エネルギーと通信にシフト



出所: IJGlobal (2021年11月18日)。グローバル・インフラ取引高データは、プロジェクト・ファイナンスのエクイティおよびデットを反映しており、ブラックロックが定義するインフラ以外のセクター (金属・鉱業、石油・ガス探査、石油化学など) は含まれていません。

経済の**脱炭素化**の必要性は、技術の実用性と採算性の向上に伴い、今後数十年にわたってエネルギー・セクターを根本的に作り変えようとしています。一方で、インフラ・サービスの**デジタル化**や**分散化**の動きは、新たな投資機会を生み、資産配分の明確なシフトを促しています。

不動産は上昇基調が加速。2022年は、不動産の上昇がより幅広く定着すると見込まれます。同時に、今回の回復はこれまでとは大きく異なるものになると考えています。不動産市場にもインフラの「3つのD」の視点は当てはまりますが、別の要因も考えられます。実際、不動産セクター間のばらつきは顕著で、最も混乱がみられる分野では明確な苦境と変調がはっきりとしています。一方で、人口動態は引き続き長期的な需要の変化をもたらしており、短期的な投資判断にも今まで以上に影響を与えています。

セクター・リターンに大きなばらつきが予想される。世界的なパンデミックにより、セクター間で勝者（物流施設や集合住宅）と敗者（小売店舗やホスピタリティ）に大きなパフォーマンス格差が生じています。オフィス・セクターは、自宅から職場へ戻る働き手が増える中で、勝者と敗者の間の不安定な位置付けにあります。一方、オルタナティブ・セクター（データセンター、トランクルーム、託児施設、高齢者介護施設など）は、明らかに主流になりつつあり、流動性の向上とリスク・プレミアムの低下が進んでいます。

一部の分野における変調や苦境。旅行や移動の激しい混乱が長引いており、小売店舗およびホスピタリティ・セクターの一部は、深刻な稼働率の低下や価格の下落に直面しています。物件オーナーや銀行がこの混乱を乗り切ろうとする中で、投資機会を捉えるには、現地での市場外の案件発掘能力が真に必要とされます。一方で、こうした混乱期の投資機会のプライシングには難しい面があります。言い換えれば、今のパンデミックに対するしっかりとした解決策がない中で、混乱状況にある小売店舗やホテルの資産を取得する場合は十分なディスカウントが必要とされます。

人口動態の影響。このような短期的な循環的な混乱の先に目を向けると、長期的に需要を左右する要因が極めて重要であることに変わりはなく、ほとんどの場合、各地域の主要な人口動態を反映しています。人口、移住、高齢化の傾向には地域差があるため、投資対象となる市場分野と地域も異なります。例えば、出生数が増加している豪州の託児施設、エコブーマー（Y世代）の賃貸人口が多い米国の集合住宅、平均寿命が伸びて高齢化が急速に進んでいる日本の高齢者介護施設などが挙げられます。

投資家は何に注目すべきか。セクター間のばらつきが大きく、一部に苦境や混乱がみられる市場では、今後一年間に実行可能な戦略がいくつかあります。コア型投資家については、強い追い風があるセクターが、堅調な稼働率と賃料の上昇の恩恵を受けており、利回りの低下にもかかわらず、今回の景気拡大局面でベータ・リターンをもたらしています。バリュー・アッド型投資家については、エントリー時に十分な価格のディスカウントを得ることができれば、物流セクターの構造的な上昇と、小売店舗やホスピタリティ・セクターでみられるディープ・ディスカウントとの間で選択の幅が広がります。ただし、特にニッチな市場分野をターゲットにする場合、人口動態の変化という重要な要因から恩恵を受ける投資を行う必要があります。

「英国の不動産市場は、世界的に見て最も魅力的な市場の一つであり、欧州で最も高いリターンを見込んでいます。パンデミックを通じた好調なパフォーマンスは、英国の高い透明性と流動性の証であり、2021年の力強い回復は景気サイクルを通じたレジリエンスを示しています」



Paul Tebbit  
UK Property  
Portfolio Manager

自宅待機の終了により、日常生活は正常化に向かい、職場やショッピングモールなどの公共の場への人出が増加

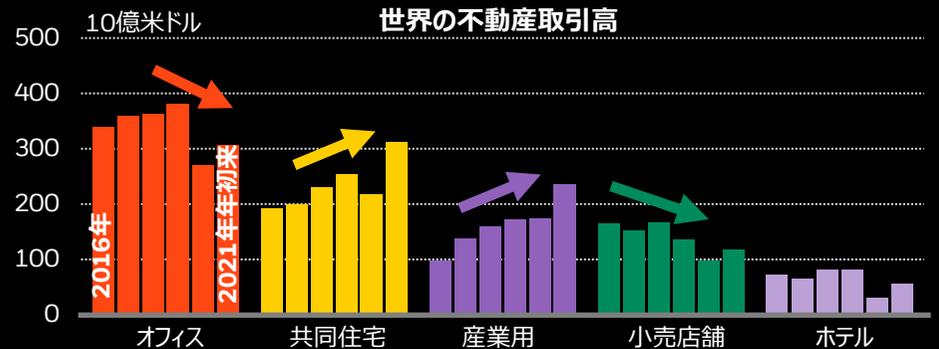


出所：グーグル・アナリティクス（2021年11月30日）



出所：グーグル・アナリティクス（2021年11月30日）

不動産投資家は物流と住宅に明確にシフト



出所：Real Capital Analytics（2021年9月30日）

不動産セクター間の大きなばらつきが続いており、好調なセクターは長期的ブームとなり、不振なセクターには変調による投資機会があります。人口動態は、需要の根本的な変化、および特に特定のニッチ・セクターに対する戦術的資産配分の変化に継続的な影響を与えています。



# 重要な投資テーマ

# 従来と異なる実物資産のサイクル

**回復の年。** 混乱の2020年、調整の2021年を経て、2022年はこの世界的なパンデミックが終息しないとしても回復が見え始める年になるとみえています。実物資産の投資家は、従来とはやや異なった市場サイクルに十分配慮し、絶え間ない構造変化の機会を活用し、勝ち組セクターに重点を置き、インフレの高進と金利の上昇をヘッジする必要があります。

**急速な回復とその後の緩やかな再建。** 典型的な回復局面とは異なり、新型コロナ後の経済再開では短期間に急成長が予想されますが、過去2年間で生産能力を幾分失ったため、本格的な回復には時間を要する可能性があります。一方で、移動制限の解除は段階的に行われています。そのため、買い物客や働き手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。経済活動の再開は地域的なばらつきがあり、欧米ではやや早く、アジアではやや遅れています。

**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、業務を根本的に見直す動きがあり、米国を中心に一部のサービス・セクターで賃金コストが上昇しています。近年のインフレ高進とは異なり、今回のインフレは供給側からの圧力によるもので、景気サイクル後半に典型的にみられる需要側からの圧力によるものではありません。特に物価連動賃料や収入契約が存在する場合、実物資産がインフレヘッジ手段となる可能性があることは重要な点です。

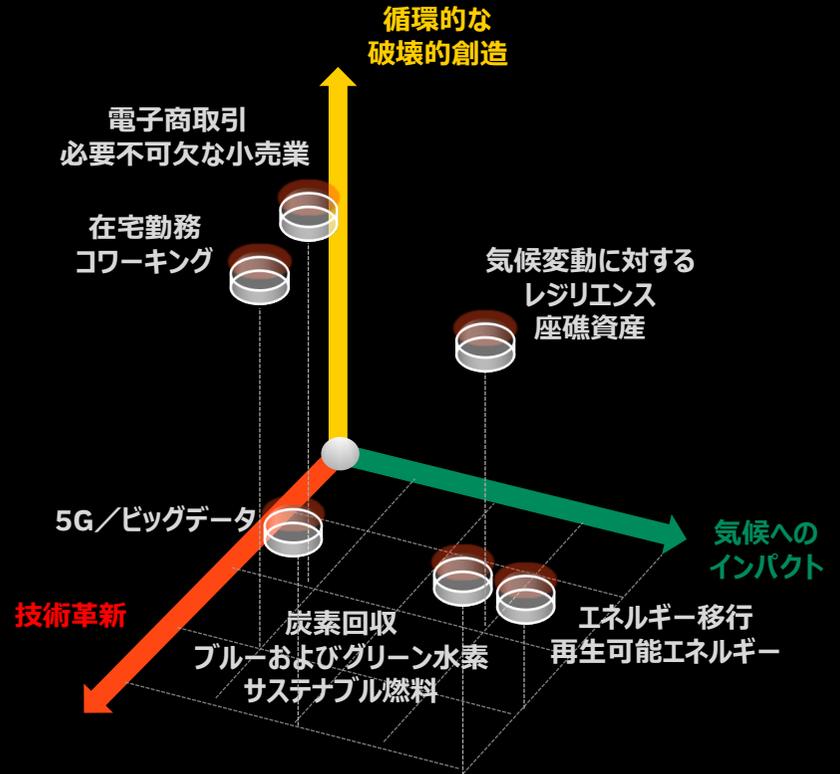
**注目を集める金利。** 今のところ、低水準の短期金利のおかげで資産価格と取引量は回復し、次第に経済成長からの支えも強まっています。インフレ率の上昇は景気刺激策の縮小と資金調達コストの上昇を促す可能性があります。このような状況では、変動金利によるレンディングが金利上昇のヘッジに適していますが、負債とのマッチングのために、固定金利エクスポージャーがデット投資家には依然として人気です。

**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低いと思われます。これは、集合住宅、物流、デジタル・ネットワークにはプラスに働く一方、小売店舗、オフィス、輸送分野にとっては相対的にマイナスに働くと考えられます。

**気候も変化。** 気候変動対策に向けた政治的な連携の強化によって、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、貯蔵、電力および物流の配送網に対するレジリエンスの向上に向けられ、構造的なシフトが進むでしょう。こうした中、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。

**従来と異なる実物資産のサイクル。** ブラックロックはリスク/リターン特性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改善が見込まれます。今回のサイクルでは勝者と敗者の差が拡大すると予想され、アルファ・リターンの余地は大きいと考えられます。インフレがより顕著になれば物価に連動した賃料や収入契約が有利になるでしょう。

進行中の景気回復、技術革新の継続、気候変動リスクの高まりが2022年の市場見通しに大きな影響



出所：ブラックロック、2021年12月現在。

今回の市場サイクルは、経済再開時の**急速な回復**と、失った生産能力の回復および一部ビジネスモデルの改革による**緩やかな再建**が特徴です。投資家は、顕著な物価上昇、やがて来る利上げ、気候変動関連政策の展開などを注視する必要があります。

# アップグレードへの備えはできていますか？

**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。実物資産に長期投資するエクイティ投資家は、テクノロジーを取り巻く環境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。特に、パンデミック後の世界では、多数の新規ビジネスモデルが脚光を浴びる一方、旧来のビジネスモデルの多くは通用しなくなって、急速に姿を消すでしょう。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事業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。**化石燃料から風力発電や太陽光発電への大規模かつ長期的な移行は、その範囲を広げ、より多くのインフラ分野、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、蓄電池貯蔵が注目を集め、コストの低下、規模の経済の拡大、商業利用の可能性の上昇を活かしています。自動車や発電所、工場から排出される炭素を削減する技術は、年を追うごとにコストが低下し、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。**実物資産のデータのシンプルかつ体系的な収集は、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ための真の付加価値をもたらす洞察を投資家に提供しています。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、流動性の向上を図ることによって、グリーン・アルファを発見し、実現することが容易になっています。

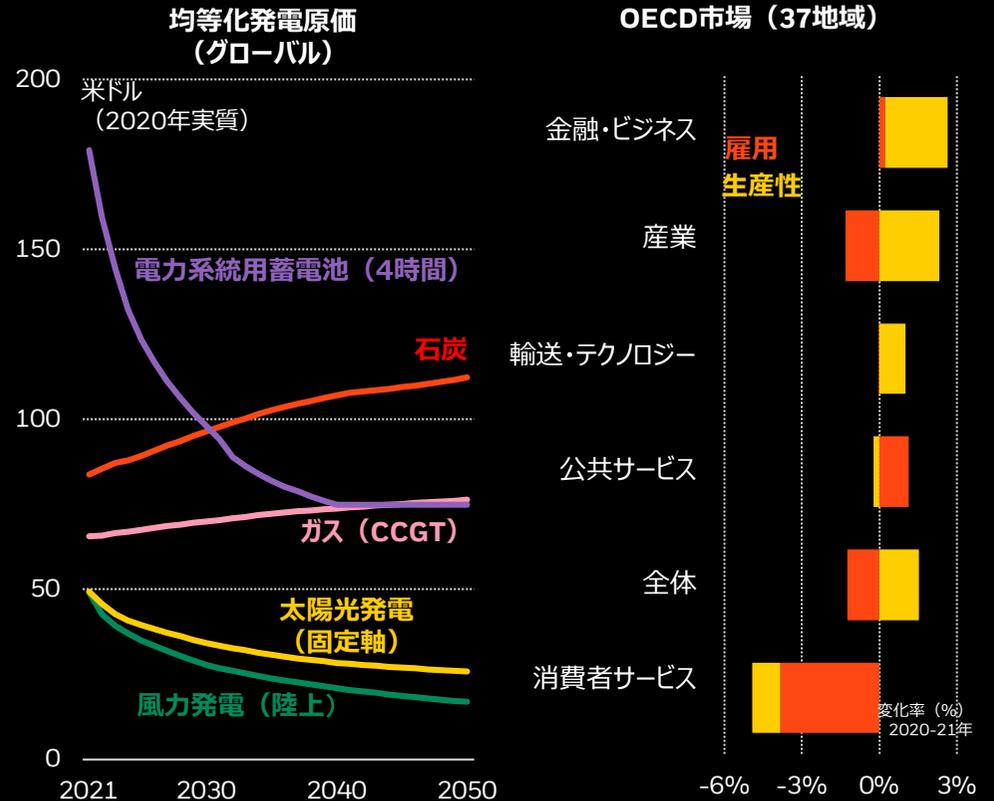
**健康、豊かさ、賢明さ。**今回のパンデミックによって、テナントの期待と資産管理に大きな変化が起きています。テナントは、共用部での非接触アクセス、衛生管理や空気清浄機能の改善、デジタル接続性の向上と居住密度の低下によるソーシャルディスタンスの確保を通じて、健康と豊かな生活を重視するよう求めています。このように快適な設備を求めてテナントが移動するケースが増えており、環境に配慮する家主は稼働率、賃料、資産価格を維持できるでしょう。

**ロボットの台頭。**オフィス内でのランチ配達、遠隔からの資産点検、オフサイト・モニタリングなど、ロボットやドローンの利用拡大によって、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。**このようなアップグレードを新たに幅広く実施することは、ESGの目標達成に貢献するだけでなく、利益に反映されるようになるとみえています。こういった変化は、目に見えるメリットと競争が激しい市場における利用者からの要求によって、定着しつつあります。

コストの構造的な変化によって変わる世界の電力セクター

一部のビジネスモデルは失った生産能力を回復するためにアップグレードが必要



出所：ブルームバーグ、NEF、ブラックロック、2021年12月現在。

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洞察と実現可能性、そして**バイオセキュリティ**、**健康と豊かな生活**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。

# サステナブルへの道筋

**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、資産収益には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、カーボン・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。**温室効果ガス排出量の40%を占める実物資産<sup>1</sup>は今後、より厳しい監視の目にさらされるでしょう。一方、パンデミックによってESGの課題への取り組みが加速しています。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と復興の両立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。実物資産投資家は、ポートフォリオにおけるESGの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してポートフォリオの耐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<sup>2</sup>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います。サステナビリティ向上に向けた投資は、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。

ブラックロックの経験によれば、稼働率、賃料、流動性の向上とESG評価の改善を通じてリターンを上乘せる機会は豊富にあると言えます。

**改修も建て替えも。**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、現在ある世界の建物の半分は2050年まで残っている可能性が高い<sup>3</sup>とされています。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た既存資産の改修が成功の鍵となるでしょう。そして、ここに商機があるとブラックロックは考えます。

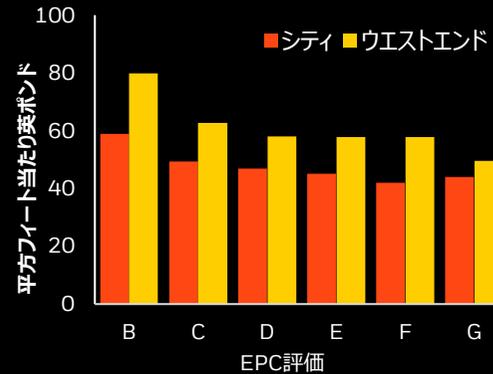
**電力の変革。**現状では化石燃料による発電が3分の2を占めていますが、2050年までに再生可能電力による発電が3分の2を占めるようエネルギー移行を進めることで、インフラ市場に9兆米ドルの商機が見込まれます<sup>3</sup>。さらに、家庭、職場、自動車における電力需要の増加は、発電、蓄電、配電、自動車充電など、電力供給ネットワークの持続的でサステナブルな拡大によって対応する必要があります。

**実物資産のサステナブルへの道筋。**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としての協力体制への合意が広がっています。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しかありません。

1. WBCSD「Net Zero Buildings」、2021年7月  
 2. 国際エネルギー機関「Net Zero by 2050」、2021年5月  
 3. ブルームバークNEF、2021年12月

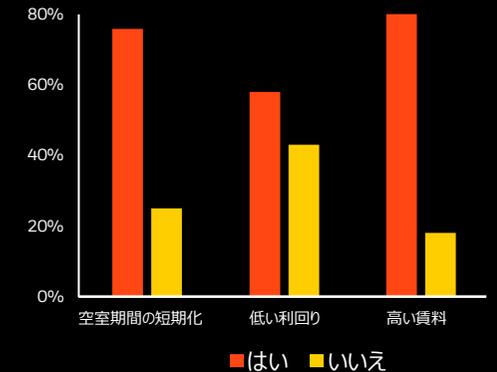
## エネルギー性能の対価

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



## グリーン・プレミアムの要因は？

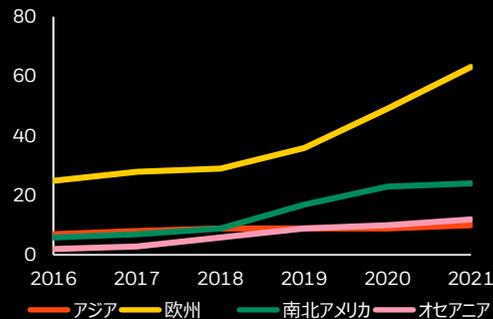
空室期間の短期化、低い利回り、高い賃料



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評価（EPC）システムによります。

## GRESBグローバル・インフラ・ファンド・ベンチマーク

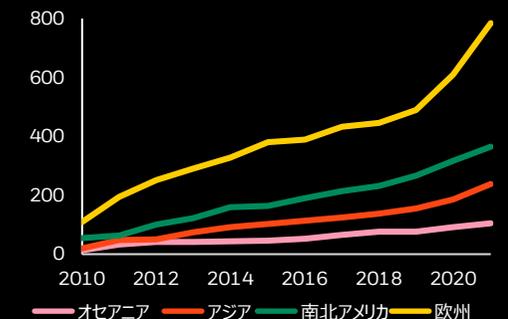
参加ファンド数



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）

実物資産セクターの脱炭素化が**急務**となっています。この背景には、気候変動による**負のコスト**が増大し、**投資家の監視**が厳しくなっていることもありますが、最も重要な理由は、稼働率、インカム、売却時の流動性、気候変動リスクに対するレジリエンスの向上によって**グリーン・アルファ**・リターンを獲得する可能性が高まっているためです。



地域別見通し

# 米国市場は以前の状態に

**経済活動の再開後。**ワクチン接種の展開が順調だったこともあり、経済活動の再開に拍車がかかっているようです。インフレ圧力が強く、失業率が低い（2021年11月は4.2%）状況での労働力不足によって、2021年7-12月期の回復は予想より緩やかなペースとなっています。BIIは、中期的にはインフレ圧力が沈静化すると見込んでおり、米連邦準備理事会（FRB）が寛容な姿勢を維持すると予想しています。

**急速な回復サイクル。**今回は、米国不動産の中で最速のサイクルであったと思われます。パンデミックの影響で2020年4月から取引量が停滞しましたが、2021年7-9月期にはパンデミック前の水準まで回復しました。セクター間のパフォーマンスのばらつきが引き続き重要なテーマです。

「ジャスト・イン・タイム」から「ジャスト・イン・ケース（万が一に備える）」へ。産業セクターでは、投資家の強い関心および電子商取引企業による不動産ネットワークの構築からの恩恵が続いています。パンデミック以降に発生したサプライチェーンの問題によって、資材や在庫を積み上げる企業が増加し、「ジャスト・イン・タイム」から「ジャスト・イン・ケース」にシフトしています。物流コストに占める不動産コストの割合はまだ小さいため、この力強い構造的変化は今後も続くと考えられます。多くの市場、特に港や大都市に近い場所では、稼働率と賃料の上昇が続いています。世帯数の増加に加え、住宅価格の高騰が、賃貸から持ち家への移行を抑制すると見込まれるため、**集合住宅**は今後数年間にわたって堅調な需要を維持するとみられています。借り手はより広いスペースや短めの通勤時間を希望するため、郊外の集合住宅は引き続き好調な推移が予想されます。

また、都市部の集合住宅の家賃の復調にも注目しています。専門的職業に従事する若年層が実家のある地域から都市部に戻ってきているため、都市部の家賃が上昇しています。**小売店舗**や**オフィス・セクター**は不確実性が高く、価格発見機能が低下しており、魅力的なリスク調整後リターンへの達成には、積極的なアセットマネジメントが必要な場合があります。

**1.2兆米ドルの投入。**インフラは引き続き、脱炭素化やデジタル化に対する関心の高まりから恩恵を受けています。さらに、米連邦政府は2021年11月、輸送、ブロードバンド・インフラ、再生可能エネルギーを幅広く支援する総額1.2兆米ドルのインフラ投資および雇用法を成立させました。

米国のエネルギー政策は現在、気候変動に焦点を当てています。天然ガスは、依然として再生可能エネルギーの出力不安定の課題を解決する重要な要素ですが、将来は、蓄電池技術の向上やグリッドレベルの蓄電池もこの課題の解決に貢献するとみられています。規制下にある電力会社は、再生可能エネルギーに向けた設備投資を加速しており、水素が再生可能エネルギーの大量導入に大きな役割を果たすと広く考えられています。再生可能エネルギーのコストはテクノロジーの向上によって低下が続いています。

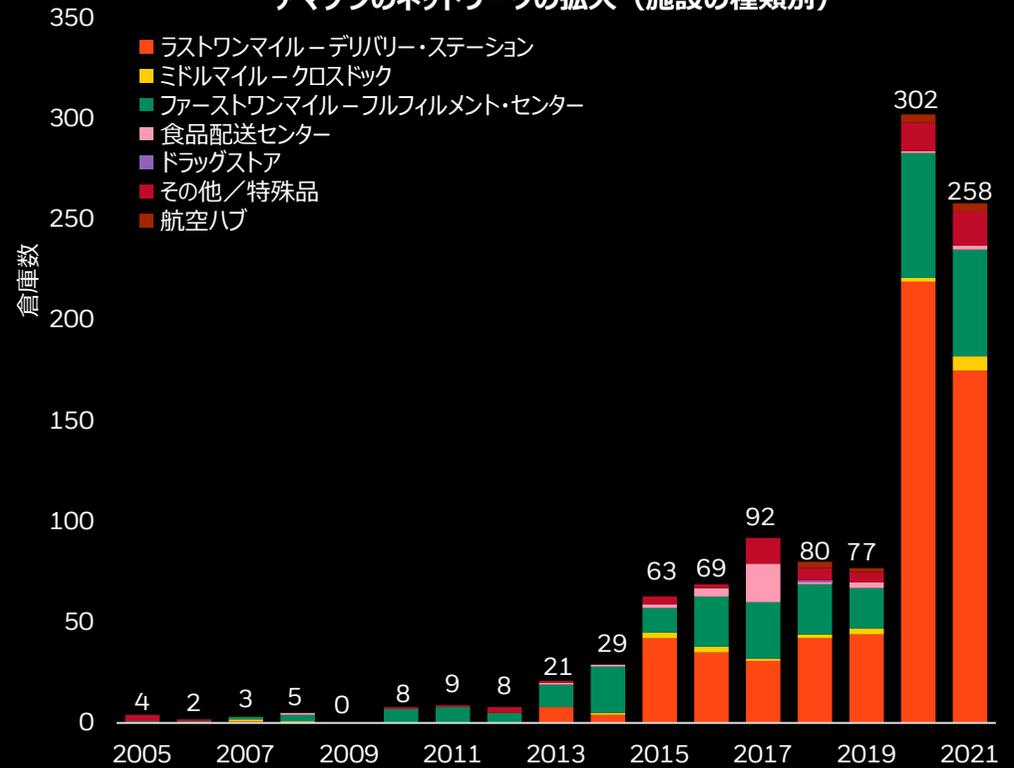
「インフラ投資および雇用法の最も興味深い成果の一つは、電気自動車の充電や炭素回収などの新しいインフラ・セクターへの注目度が高まっていることです。投資家にアルファをもたらすには、これらの新分野における周到な案件の引き受けが最も重要になるでしょう」



**Jeetu Balchandani**  
Global Head of Infrastructure Debt

## デジタル化の流れを受けて、倉庫、データセンター、光ファイバー・ネットワークの需要が堅調

### アマゾンのネットワークの拡大（施設の種類の別）



出所：CBRE、WSJ、MWPVL、2021年4月現在。注記：アマゾンは2021年の配送開始予定で、全国で少なくとも43のビルド・トゥ・スーツ型のラストワンマイル配送ステーションの新設を必要としています。

強力な構造的トレンドによって、米国では市場セクター間の**ばらつき**が引き続き拡大しており、実物資産の上昇としてはこれまでの最速となっています。セクター間、市場間、資産間のばらつきは今後も続く予想しており、**物流施設、共同住宅、デジタル・インフラ、再生可能エネルギー**を選好します。

# 力強く上昇する欧州

**欧州の堅調な回復。**ワクチン接種キャンペーンが成功したことで、国によってペースにばらつきはありますが、経済活動は幅広く再開されています。インフレ率の上昇は一時的なものとみられ、需要の回復によって短期的にもたらされたと考えています。政策面は引き続き欧州の回復を支えるものであり、財政・金融刺激策の継続によって安定した金融環境が維持されるとみえています。

**構造的な変化が勝者と敗者を決定。**欧州の不動産に対する投資家の意欲は旺盛ですが、市場のばらつきは続いています。電子商取引の成長を背景に、物流施設テナントの需要は高水準を維持しており、投資家の選好の最上位です。欧州の物流市場をリードするのは依然として英国であり、次いでドイツとなっています。一方、小売店舗セクターは引き続き苦戦しています。オフィス・セクターは明確に二極化しており、一等地の優良資産をめぐる競争が激しい一方で、二等地ではオフィス勤務とリモートワークを組み合わせたハイブリッド・ワークによるマイナスの影響に直面しています。

セクター間のばらつきは広がっており、今後もパフォーマンスの見通しを決定づける要因となるとみえています。欧州は、世界の不動産市場の中で透明性の高い15市場のうち9つを占めており、不確実性の高い時期にあっても、最も透明性の高い欧州市場への需要は堅調を維持すると考えられます。

**インフラのデジタル化と脱グローバル化の進展。**パンデミックの以前から始まっていたデジタル・トランスフォーメーションは、今回の混乱によって大きく加速しました。

欧州では今や、インターネットは日常生活の中心であり、企業、学校、在宅勤務のデジタル・インフラに対する需要が急増しています。パンデミックは、グローバル・サプライチェーンの脆弱性を浮き彫りにしました。このような混乱のために、企業は重要なインフラの現地化、サプライチェーンの分散化、グローバル化の見直しによって、レジリエンスを強化しています。同様に、国内の主要インフラの所有に新たな制限を加えることなどによって、重要なサービスの国内回帰の可能性を検討する政府も増えています。

**脱炭素化と電動化によってエネルギー業界は大きく変化しています。**再生可能エネルギーは、送配電網に供給される新しい電力供給源としては、最も急速な成長が今後も見込まれ、2030年までに炭素排出量のネットゼロを達成するために必要不可欠と思われる。国際エネルギー機関（IEA）によると、ネットゼロの達成には、再生可能エネルギーによる発電を2021年から2030年の間に毎年約12%拡大させる必要があります。言い換えれば、2050年までのネットゼロ排出を世界で達成するためには、あらゆる再生可能エネルギー技術の導入を急ぐ必要があり、インフラに投資する民間資本に投資機会を提供しています(出所：IEA「Net Zero by 2050」、2021年5月)。

「ネット・ゼロ・エネルギー・ビル」の供給は需要を満たすには不十分で、このため賃貸の分散化が進み、最もサステナブルなビルへの需要が高まるとみえています。投資家は既存資産の改修によってこのグリーン・プレミアムを獲得できるとブラックロックは考えています」



**Justin Brown**  
Head of Europe Real Estate Equity

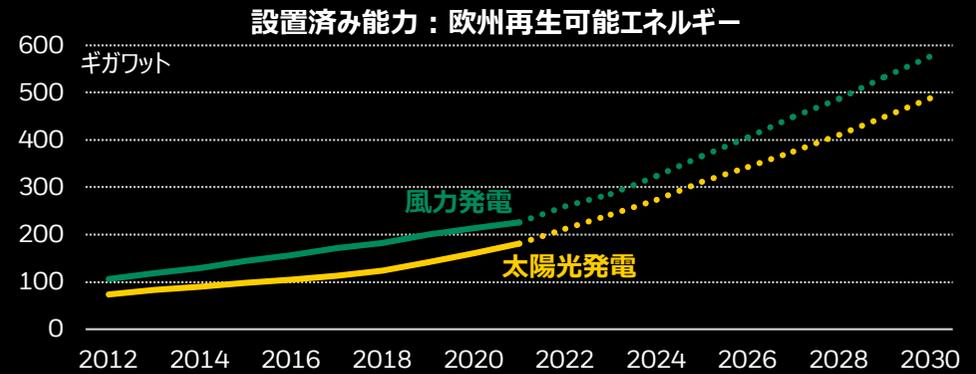
欧州市場は透明性が高く、アクセスが容易で、ある程度の渡航制限期間でもアクセス可能

## グローバル不動産透明度インデックス（2020年）

1. 英国	2. 米国	3. 豪州
4. フランス	5. カナダ	6. ニュージーランド
7. オランダ	8. アイルランド	9. スウェーデン
10. ドイツ	11. スイス	12. フィンランド
13. ベルギー	14. シンガポール	15. 香港

出所：JLLグローバル不動産透明度インデックス（2020年）、ブラックロック、2021年12月現在。

欧州では、二酸化炭素排出量ネットゼロの目標達成に向けて、再生可能エネルギー発電設備の設置を大幅に加速



出所：ブルームバーグNEF、ブラックロック、2021年12月現在。予想は実現しない場合があります。当資料の情報への依拠はあくまで読み手の方の判断です。

欧州では**力強いリバウンド**がみられますが、政策、規制、市場動向の違いにより、その程度は**様々**です。一方、サステナビリティに関する政策措置が資産の価格設定に実際に影響を与え始めています。サプライチェーンの混乱は、重要なサービスや資産の所有を国内回帰させることで**グローバル化の再考**を促しています。

# アジア太平洋における豊富な機会

**今後の慎重な再開。**世界的なパンデミックに対処するための「アジアの要塞」的なアプローチ（大量の検査、国境の閉鎖、迅速なロックダウン）は、ワクチン接種の終了とともに徐々に緩和されつつあります。その結果、2020年半ばに始まったこの**地域の経済回復**は、より幅広い経済活動の再開によって弾みがつくと思われます。このように回復基調が続く一方、リスクが迫っている可能性もあります。**中国の不動産デベロッパー**のレバレッジ解消には注意が必要ですが、これまでのところ、その影響はほとんどが中国国内の住宅セクターに集中しています。アジア太平洋地域のサプライチェーンも目に見えて打撃を受けていますが、その他の地域で顕在化しているようなインフレの影響は見受けられません。

**ばらつきがある不動産の回復。**市場が上向く兆しはより確かなものになっていますが、その勢いは地域やセクターによって大きく異なります。より多くの働き手が工場からオフィスにシフトしているため、**オフィス**需要は引き続き堅調です。アジアでは、家の狭さやビジネス文化の違いから、在宅勤務はそれほど普及していません。所得の増加やホームショッピングの拡大に後押しされて、大規模な**物流施設**の建設が続いていますが、投資家は、入札などによらない市場外での価格設定や供給過剰のない場所を探す必要があります。**小売店舗**セクターには顕著な逆風が吹いていますが、消費と売上への伸び、アジアにおける中間所得層の消費者の台頭によって幾分緩和されています。**ニッチなセクター**は、豊富な資金流入と堅調な人口増加や人口動態（特に、豪州の託児施設や日本の高齢者介護施設の需要）によって、急速に弾みがつき、成熟化が進んでいます。

**長期的なインフラブームの継続。**都市化の進展、モビリティの向上、所得の増加を背景として、地域全体のファンダメンタルは堅調に成長しており、新しいインフラに対する需要を継続的に喚起しています。ポスト・コロナの環境では、化石燃料や輸送から、**再生可能エネルギー**やウェブ対応型の**流通**へと、資金の流れが明確にシフトしています。世界的に見れば、再生可能エネルギーへの転換、二酸化炭素排出量の削減、インバウンドの中間所得層への対応など、まだ実行されていない多くの取り組みをアジア太平洋地域で進める必要があります。電力不足によって経済成長が影響を受け始め、サプライチェーンの遅延が世界的なインフレに影響を与える中、新型コロナや気候変動に関連した混乱によって新たな投資の緊急性が高まっています。

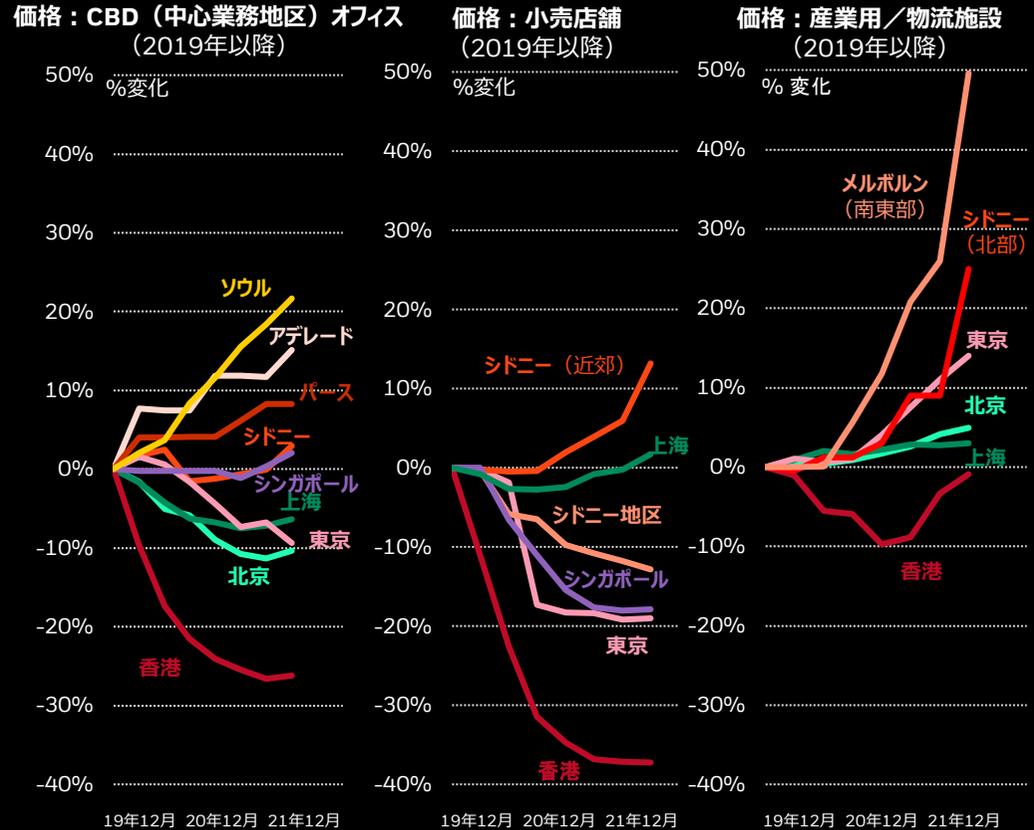
このように急速な経済の発展を可能にしつつ、それに伴って発生しがちな環境への悪影響を意識的に回避するための**豊富な投資機会が生じています**。アジア太平洋地域における戦略は、セクター選別を意識し、物流や再生可能エネルギーなどのセクターに重点を置くと同時に、様々な市場やサイクルに対する分散投資のメリットを享受するために、地域内で幅広く投資することだと考えています。

「アジア太平洋市場には、インフラ投資の機会が豊富に存在します。冷蔵倉庫物流施設やデジタル・インフラなどのセクターは、この地域では導入サイクルの初期にあり、需要の堅調な伸びと魅力的な相対的価値から恩恵を受けると考えています」



**Serge Lauper**  
Global Head of Infrastructure Solutions

## アジア太平洋市場は都市やセクターによって大きなばらつきがみられる



出所：ジョーンズ ラング ラサール不動産インテリジェンス・サービス、ブラックロック、2021年9月30日現在。数字は過去のパフォーマンスを示しています。過去のパフォーマンスは現在または将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。当資料の情報への依拠はあくまで読み手の方の判断です。

アジア太平洋地域が**慎重に経済活動を再開**する中、2022年には活動や取引の拡大傾向が強まると予想しています。今後の回復はばらつきが大きく、特定のセクターに偏ると思われます。幅広い**需要の伸び**は、伝統的なセクターと新しいニッチなセクターの両方に豊富な投資機会を提供します。

# 投資へのインプリケーション

## 1 段階的に上向く

今回の市場の上向きのトレンドはこれまでのサイクルとは全く異なる形で進行しています。経済活動の再開時には急速に回復しますが、フル稼働に戻るためには時間がかかるでしょう。

投資家にとっては、地域やセクターごとに異なる投資戦略が必要となります。このように、各セクターには適切な時期と適切な価格があり、投資家はより大きな利益を得るためには、投資タイミングをうまく図る必要があります。

2022年の投資の中心となるのは、堅固で持続的なファンダメンタルズの追い風を受けるセクターですが、一方でディープ・バリューを示す、苦境にある分野を厳選して機動的に投資を行うことも検討に値すると考えます。

## 2 影響をもたらすアップグレード

テクノロジーの変化は、実物資産市場を継続的に作り変えており、旧来のビジネスモデルを根底から覆すと同時に、新たな機会を生み出しています。

投資家は、特に再生可能エネルギーの安定性、柔軟性、ポータビリティを高める新技術によって、サステナビリティを求める大きな需要の先に行く必要があります。

アセット・マネージャーにとっては、ビッグデータの有効活用、ドローン、ロボット、健康・豊かな生活を求める取り組みによって、生産性の向上や付加価値の拡大が広がりをもって長期間続くと考えています。

## 3 座礁資産を回避

今回のサイクルでは、市場の流動性が従来とは明確に異なっており、物流施設や再生可能エネルギーは活況を呈する一方で、ホスピタリティ、輸送、一部の化石燃料の分野では大きな混乱が生じています。

混乱の一部は一過性とみられますが、それ以外の、特に脱炭素化やデジタル化に関連するトレンドは、市場の価格設定や流動性に深刻な影響を与え、長期化するでしょう。

長期資産の投資家にとって、バリューに対する現時点の最大のリスクは、石炭のような厳しいセクターのエクジット時の流動性が急激に低下することであり、特にマイナスのセンチメントやアロケーションの減少がこの低下を引き起こすと考えられます。

## 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、見直しであり、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直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。

©2022BlackRock無断複写・転載を禁じます。BlackRock（®ブラックロック®）はブラックロック・インクおよび米国その他の地域におけるその子会社の登録商標です。他のすべての商標、サービスマーク、または登録商標はそれぞれの所有者に帰属します。本資料の著作権は、ブラックロック・ジャパン株式会社に帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。

## 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