

Brookfield

実物資産 四半期レポート

パブリック・セキュリティーズ・グループ

2025年7-9月期

要旨

- 関税による不確実性を背景に期初はボラティリティが上昇したものの、上場実物資産は市場全体に比べて大幅に低いボラティリティを維持し、ポートフォリオにおける有効性を示しました。
- 足元では、不透明な政府政策、地政学的緊張の高まり、インフレ・リスクを受け、実物資産は相対的に有利なポジションにあり、広範な市場エクスポージャーと比較して投資妙味が高いと判断します。
- 新コンテンツ：インフラ株式、不動産証券、実物資産デット、マルチアセット・ソリューションについて、投資機会と重要な考慮事項を考察します。

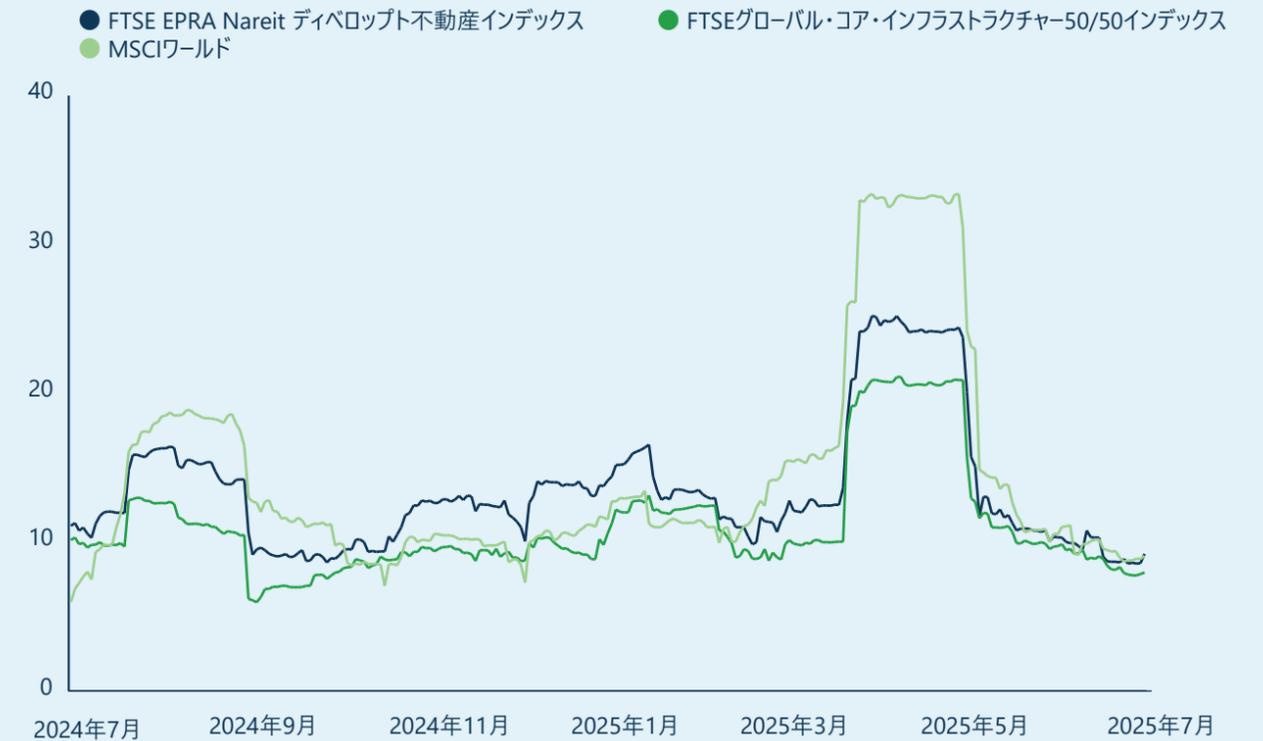
上場実物資産全般の概況

4月2日の米国による関税発表を受け、市場は高いボラティリティの局面に入り、期初の株価急落に加え、クレジット・スプレッドの拡大につながりました。その後、関税措置の一時停止、予想を上回るインフレ指標、2025年の利下げの可能性を示唆する米連邦準備制度理事会（FRB）当局者の発言を背景に、株式・債券市場は反発しました。四半期序盤の荒い値動きにもかかわらず、最終的には株式・債券ともにプラスのリターンを記録しました。

2025年上期における実物資産株式のパフォーマンスは、広範な株式市場との比較において、ポートフォリオにおける実物資産の有用性を示しています。右図が示すように、上場実物資産は、関税措置による不確実性が最も高まった局面においても、広範な市場と比べてはるかに低いボラティリティを示しました（図表1）。リスクオン相場後、不確実性が再び市場に忍び寄る中で、変化の激しい市場環境下におけるダウンスайд・プロテクションの検討に際しては、こうした実物資産の特性を改めて強調したいと思います。



図表1. グローバル株式、インフラ、不動産のボラティリティ30日移動平均



2025年7月時点。出所：ブルームバーグ。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。将来のボラティリティとリターンは、市場状況の変化により異なる可能性があります。提示されたデータは、過去のインデックスのパフォーマンスを反映しており、実際の投資成果を示すものではありません。

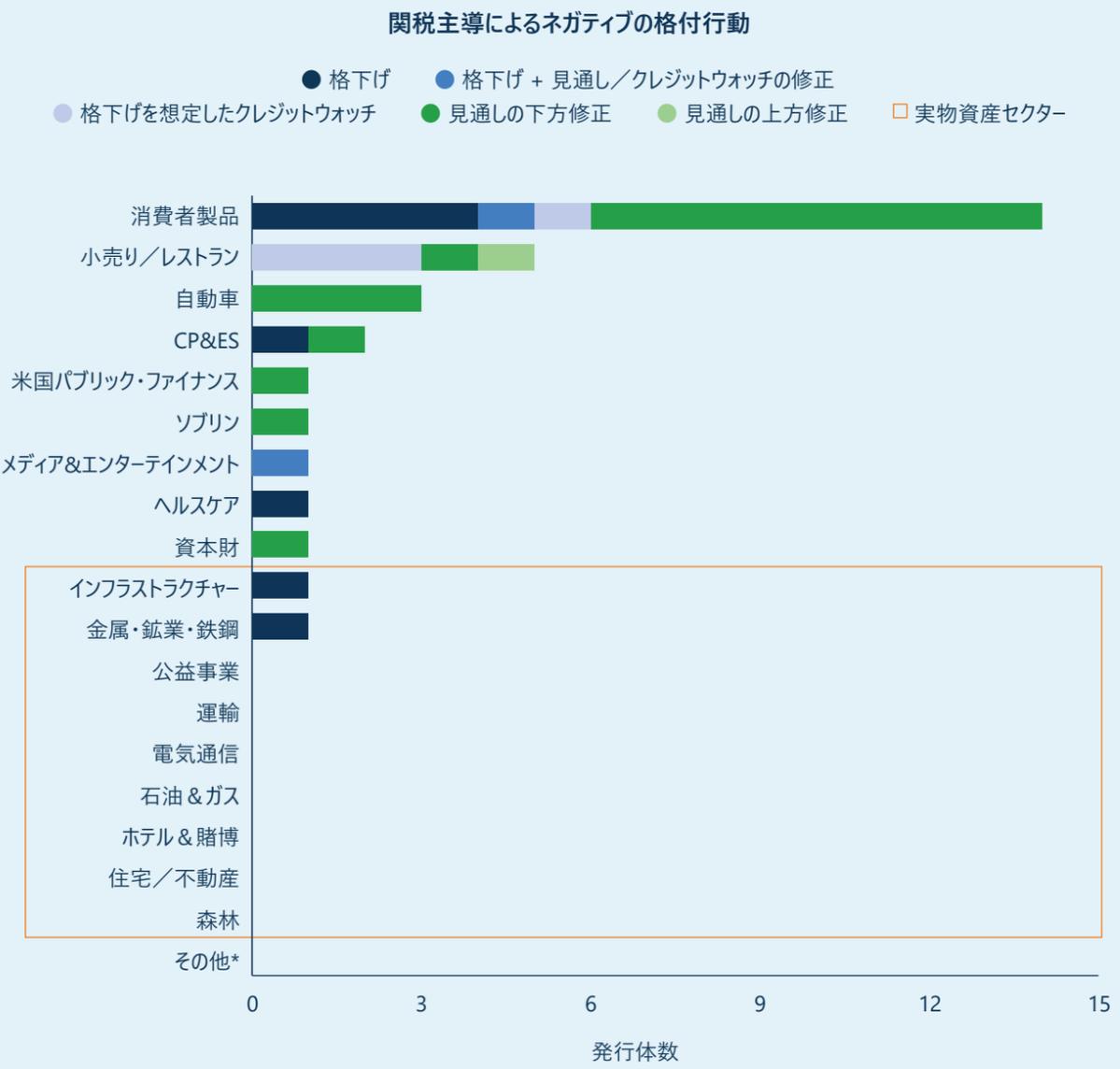


実物資産四半期レポート
パブリック・セキュリティーズ・グループ

債券サイドでは、ハイールド債発行体のファンダメンタルズは堅調であり、インタレスト・カバレッジ・レシオは健全な水準を維持し、デフォルト率も過去平均付近にとどまっています。一方で、格付けがより低い発行体は関税の悪影響を受けやすいことが明らかになりつつあるというのが当社の見解です。例えば、S&Pグローバルによると、関税リスクが主因となったB格付け銘柄のネガティブ・レーティング・アクションは14件に上る一方で、BBB格付け銘柄では僅か3件にとどまっています¹。低格付け発行体は相対的に利益率が低く、関税によるコスト増を吸収できる余地が限られています。さらに、現行のバリュエーションは、楽観的なデフォルト率を前提としても、低格付けセグメントにおける信用損失リスクを十分に織り込んでいないと考えられます。したがって、当社はBB格および一部のBBB格など高格付けセグメントを選好し、シングルB格はアンダーウエイト、CCC格は極めて選別的な投資姿勢を維持することが妥当と判断します。

当社は、実物資産セクターのクレジットは、多くの非実物資産セクターと比較して魅力的な特性を有していると考えます。具体的には、平均クーポンの低さ、固定金利債の比率の高さ、国際貿易や地政学的リスクへのエクスポージャーの低さなどが挙げられます（図表2）。

図表2. 関税の影響は消費関連セクターで大きく、実物資産セクターでは限定的



2025年7月11日時点。出所：S&Pグローバル、ブルックフィールド。データには、非金融・金融法人、ソブリン、米国パブリック・ファイナンス、米国外パブリック・ファイナンスの発行体に対する格付行動が含まれています。S&Pグローバル・レーティングズの定義による「関税主導の格付行動」は、2025年の関税発表が主な要因となっている格付行動を指します。ネガティブの格付行動には、格下げ、見通しの下方修正、格下げを想定したクレジットウォッチが含まれます。

*その他には、保険、金融機関、ハイテク、米国外パブリック・ファイナンス、航空宇宙・防衛、ストラクチャード・ファイナンスが含まれます。

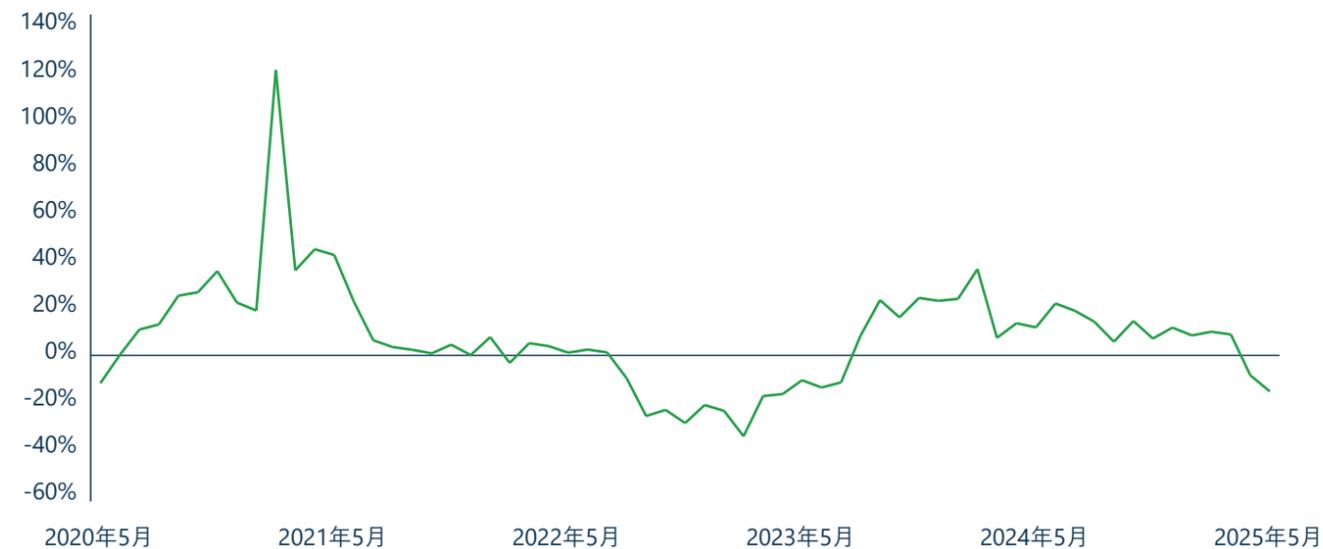
インフラ株式

FTSEグローバル・コア・インフラストラクチャー50/50インデックスで測定される上場インフラ株式は、2025年上期を通じてMSCIワールド指数と概ね同等のパフォーマンスを示しました。

第1四半期には、ディフェンシブ資産への資金流入を背景にインフラ株が大きくアウトパフォームしましたが、第2四半期後半のテクノロジー株の上昇により、広範な株式指数が追随しました。短期的には世界貿易政策に関する懸念はあるものの、上場インフラ全体のキャッシュフロー成長を支えるファンダメンタルズは依然として堅調です。

運輸セクターに注目：米国の貿易政策に関する不確実性が、インターモーダル輸送の動向が不安定化しています。アジアから北米へのコンテナ輸送量は弱含みの兆候を示しており、輸出入業者は政策の方向性が明らかになるのを待っている状況です。

図表3. アジア～北米間のコンテナ輸送量（TEU）
前年比変化率（月次）、2025年5月までの5年間



2025年5月31日時点。出所：ブルームバーグ。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資商品のパフォーマンスも反映するものではありません。実際の結果は異なる可能性があります。

投資機会

- 電力需要の拡大というストーリーは依然として有効です。一部の推計によると、ほぼ20年間横ばいだった米国の需要は、今後10年間で約30%増となる可能性が示されています。
- 統合型公益事業および発電事業者は、今後10年間の電力需要トレンドを取り込むべく良いポジションにあると見えています。
- 天然ガス需要は、LNG（液化天然ガス）輸出の増加およびデータインフラ整備の進展を背景に、2030年までに約20%増加すると予想されています。

留意点

- 一部の運輸サブセクターでは、関税に関する不確実性が企業の信頼感を損ない、投資判断の先送りを招くことで、短期的に需要が弱含む可能性があります。

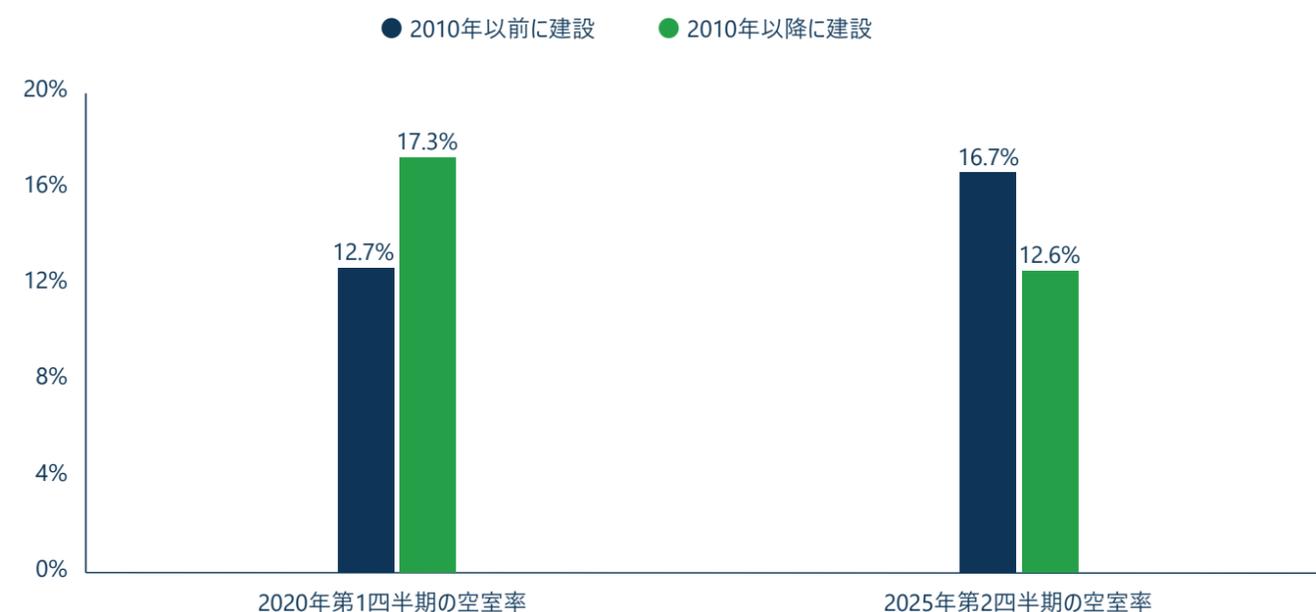
不動産証券

2025年上期、グローバル不動産株式の絶対リターンはプラスとなったものの、相対的には広範な市場に対して下回りました。

不動産の各物件タイプにおけるファンダメンタルズは堅調であるものの、同資産クラスも関税発表による市場変動の影響を免れることはできませんでした。短期的には貿易や関税を巡る不確実性が続くものの、堅実な不動産ファンダメンタルズと金融政策緩和の可能性を背景に、REITは総じて、中長期的に良好なポジションにあると考えています。

オフィスセクターに注目： 米国オフィス市場におけるリーシング活動は、引き続きクオリティの高い物件に集中しています。例えば、アビソン・ヤングのデータによると、マンハッタンにおける2025年第2四半期までの年初来リーシング活動の82%は、トロフィー物件およびクラスA物件が占めています。2010年以降に建設された新規物件は、テナントが高級仕様の設備・サービスを求めることから、過去5年間で空きスペースが大幅に減少しています。

図表4. マンハッタンのオフィスの築年数別空室率、
2025年第2四半期 vs 2020年第1四半期



2025年7月時点。出所：アビソン・ヤング、マンハッタン・オフィス・インサイト2025年第2四半期。

投資機会

- 米国外の主要市場の一部では、純資産価値（NAV）に対する有意なディスカウントが依然として存在しています。
- 一部の米国REITセクターでは、取引キャップレートに対して示唆されるキャップレートが依然として高水準にあります。
- アジア太平洋市場は、ガバナンスの改善、魅力的なバリエーション、需給ファンダメンタルズの好調を背景に、良好なポジションにあると考えられます。

留意点

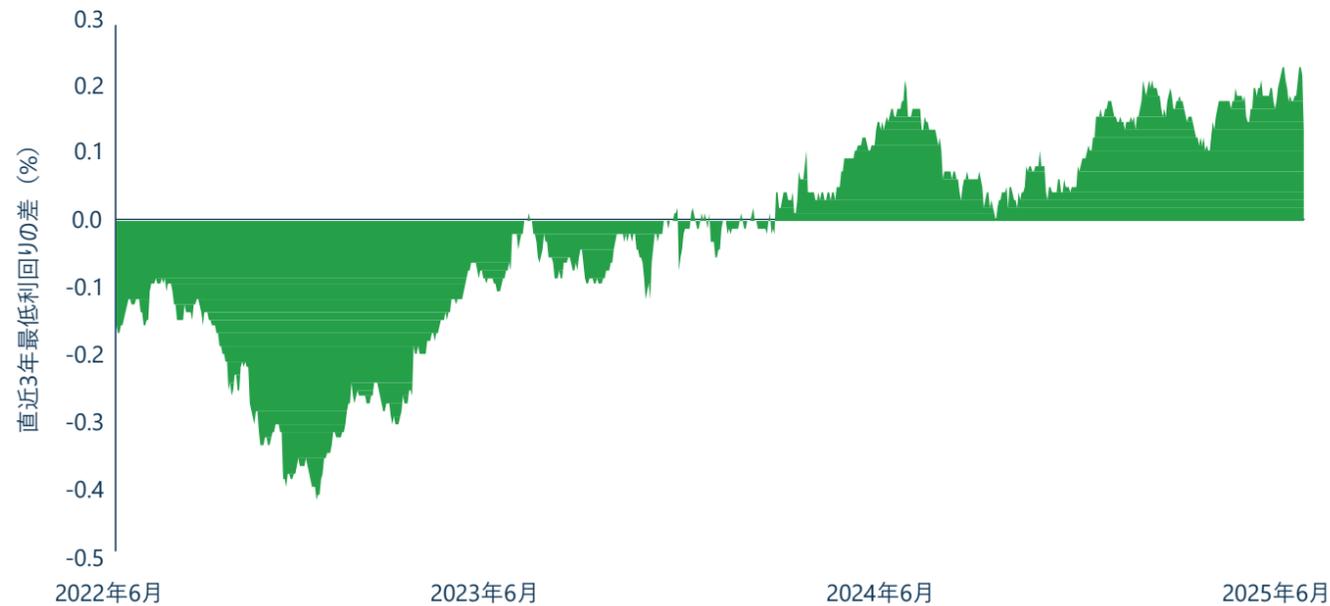
- 産業用REITは、様々なファンダメンタルズ上の逆風に直面しています。供給過剰が市場に浸透しつつあり、同時に世界貿易の見通しも不確実性を増しています。

実物資産デット

第2四半期の債券市場は、期初の市場変動や関税を巡る不確実性にもかかわらず、トータルリターンでプラスを記録しました。ハイイールド債は投資適格債をアウトパフォームし、低格付けクレジットがリターンを牽引しました。

発行体は高い借入れコストにも関わらず底堅さを示しているため、ファンダメンタルズの観点から大半のハイイールド債セクターに対して相対的に明るい見通しを維持しています。また、この資産クラスは、絶対利回りの魅力やM&A活動の限定的な状況による新規発行の抑制など、投資家の需要を含む強固なテクニカル要因からも恩恵を受けています。ハイイールド債セクターにおけるデフォルト率は過去平均水準近辺で推移しており、近年悪化しているレバレッジド・ファイナンス市場の他分野とは対照的です。しかしながら、現行のバリュエーションは、楽観的なデフォルト率シナリオを前提としても、ハイイールド市場の低格付けセグメントにおける信用損失リスクを十分に織り込んでいないと考えられます。

図表5. ハイイールド債の実物資産セクターは、非実物資産セクターと比べて魅力的



2025年6月30日時点。出所：ブルームバーグ、ブックフィールド。ブックフィールドは次のセクターを実物資産デットに分類しています：ケーブルテレビ & 衛星放送、化学、エネルギー、賭博、ホテル&レジャー、住宅、金属 & 鉱業、電気通信、運輸、公益事業。広範なハイイールド債は、ICE BofA 米国ハイイールド・インデックスの定義によります。

投資機会

- 高水準の利回りは、投資家に魅力的な契約ベースのリターンを得る可能性を引き続き提供しています。
- 新規発行市場では借り換えが中心となっており、新規供給を抑制し、価格を下支えています。
- 実物資産セクター内のハイイールド債は、広範なセクターと比較して割安感が見られます。

留意点

- 全体として、スプレッドは過去水準と比較してタイトな状態にあります。
- 景気成長の減速や高水準の借入コストが、発行体のファンダメンタルズを悪化させる可能性があります。

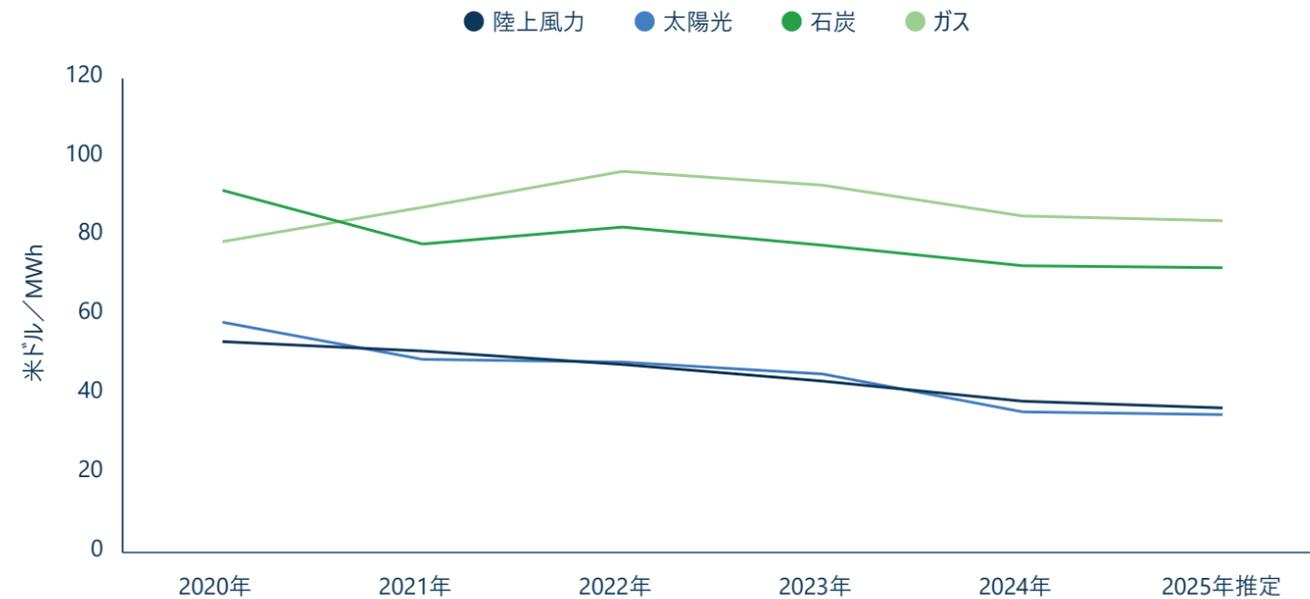
マルチアセット・ソリューション

当社のマルチアセット・ソリューションズ・チームは、実物資産セクター、資本構成、そして流動性全域にわたる深い専門性と投資能力を活用し、投資家向けに分散型の実物資産ソリューションを提供しています。

四半期が進む中で、米国の貿易関税や経済全体の不確実性の影響が和らぎ、テクノロジー株式からAI関連株式へのローテーションにつながったことから、実物資産株式とデット証券は市場全般をアンダーパフォームしました。今後、地政学的リスクや予想外のインフレに対して、分散された実物資産エクスポージャーに有利な環境を予想しています。

再生可能エネルギーに注目：再生可能エネルギーは依然として最もコスト競争力の高い発電形態であり、米国政府が最近、再生可能エネルギー関連の施策や補助金の縮小に動いているにもかかわらず、民間セクターからの需要は拡大しています。下図のとおり、陸上風力および太陽光の均等化発電コスト（LCOE）は、いずれも1メガワット時（MWh）当たり40米ドルを下回っています。

図表6. 世界全体の平準化発電コスト



2025年6月30日時点。出所：ブルームバーグ。LCOEは、電力プロジェクトがすべてのコストを回収し、期待収益率を満たすために必要とする長期ブレークイーブン価格です。

投資機会

- インフラ株式は、引き続きディフェンシブな特性を示し、AIデータセンターの建設や脱炭素化の取り組みなど構造的な追い風から恩恵を受けています。
- 再生可能エネルギーは、特に欧州および英国において、エネルギー移行政策の支援による長期的な追い風と高い成長可能性を有しています。
- マクロ環境の厳しさを踏まえ、現在、より高格付けの発行体によるディフェンシブなポジショニングが可能となる投資適格債を 선호します。

留意点

- 商業用不動産のファンダメンタルズは、クラスBオフィスなど一部の物件タイプで引き続き課題を抱えています。
- マクロ経済の軟化や金融環境の引き締めは、格付けの低い借り手に対してマイナスの影響を及ぼす可能性があります。

開示事項および定義

脚注

1. 出所：S&P、ブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ。S&Pの定義による「関税主導の格付行動」は、2025年の関税発表が主な要因となっている格付行動を指します。ネガティブの格付行動には、格下げ、見通しの下方修正、格下げを想定したクレジットウォッチが含まれます。

リスクに関する開示事項

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。インフラ企業は、高い金利コスト、高いレバレッジ、規制コスト、景気減速、過剰能力、競争の激化、燃料の入手可能性の欠如、エネルギー保全政策を含む、様々な要因がその事業に悪影響を与える場合があります。エクイティからデットまでを含む全ての不動産投資には一定のリスクが伴います。債券リスクには、金利リスクや信用リスクが含まれます。通常、金利が上昇すると、それに応じて債券の価値は下落します。クレジット・リスクは、債券の発行体が元金を支払うことができない可能性を指します。実物資産には、不動産証券、インフラ証券、天然資源証券が含まれます。分散が利益を生み出す、または市場下落時に損失を回避する保証はありません。

重要な開示事項

ブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシー（「PSG」または「当社」）は、ブルックフィールド・アセット・マネジメント・リミテッドおよびブルックフィールド・コーポレーション（「ブルックフィールド」）の完全子会社です。ブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシー（「PSG」）は、SEC登録投資顧問会社で、カナダの各州・準州において運用会社として登録されており、ブルックフィールド・コーポレーションのパブ

リック・セキュリティーズ・グループを代表し、不動産株式、インフラ株式、マルチ戦略実物資産ソリューション、実物資産債券を含むグローバル上場実物資産戦略を提供しています。PSGは、金融機関、公的・私的年金プラン、保険会社、基金・財団、政府系投資ファンド、個人富裕層を含む機関投資家および個人投資家向けに、セパレート・アカウント、登録ファンドおよびオポチュニスティック戦略を運用しています。PSGは、世界有数のオルタナティブ資産運用会社であるブルックフィールド・コーポレーションの間接的な完全子会社です。

当資料に含まれる情報は、投資助言、取引意図もしくは保有銘柄の示唆または投資パフォーマンスの予測ではなく、そのように意図したものではありません。当資料に表示された見解および情報は、いつでも変更される場合があります。ブルックフィールドは、当該見解や情報を更新する責任を負いません/。当該情報は信頼できる情報源から取得したものと見なされますが、ブルックフィールドは、その完全性または正確性を保証しません。当資料は、ブルックフィールドが事業免許を取得していないか、募集、勧誘、購入もしくは売却が不能または違法である地域において、いかなる証券、商品もしくはサービスの売却の募集もしくは勧誘または購入申し込みの勧誘を意図および構成するものではありません（また、いかなる証券、商品もしくはサービスも募集または売却してはなりません）。当資料に表示された意見は、子会社および関連会社を含むブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーの現在の意見であり、予告なしに変更となる場合があります。

子会社および関連会社を含むブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、当該情報の更新または顧客への変更の通知を行う責任を負いません。当資料に提示されたいかなる見通し、予測またはポートフォリオ保有比率も当資料に示された日付時点のものであり、予告なしに変更となる場合があります。

過去の実績は将来の成果を示唆するものではなく、投資の価値およびそれらの投資から生じるインカムは変動する可能性があ

ります。将来のリターンは保証されておらず、元本の損失が生じる場合があります。

将来に関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国1934年証券取引所法（その後の改正を含む）第21E条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

インデックス・プロバイダーに関する免責事項

当資料内で引用されたインデックスは運用されておらず、投資家がインデックスに直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資のパフォーマンスも予測または表示するものではありません。当該比較に関連して、記載されたインデックスとブルックフィールドの

戦略、コンポジットまたはファンドへの投資との間には、ボラティリティや規制上および法律上の制約の違いなど重大な要因が存在する可能性があります。ブルックフィールドは、第三者のインデックス・スポンサーからインデックスに関するすべてのデータを取得しており、当該データは正確と考えていますが、その正確性に関していかなる表明も行うものではありません。インデックスは運用されておらず、投資家が直接購入することはできません。

ブルックフィールド・パブリック・セキュリティーズ・グループ・エルエルシーは、当資料で参照されたインデックスを所有しておらず、その構築または日々の管理に関与していません。当資料に記載されたインデックスの情報は、お客様への情報提供のみを目的としており、ブルックフィールドの運用商品が同様の結果を達成すると暗示または予測するものではありません。当該情報は予告なく変更されることがあります。当資料で参照されたインデックスは、いかなる報酬、費用、販売手数料または税金も控除していません。インデックスに直接投資することはできません。インデックス・スポンサーは、インデックスおよび関連データの「現状のまま」での使用を許可しており、これに関していかなる保証も行わず、インデックスまたはインデックスに含まれる、関連する、もしくはそこから派生するデータの適合性や品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、それらの使用に関連して一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的またはその他の損害（利益の損失を含む）について一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、ブルックフィールドまたはそのいかなる運用商品やサービスの後援、是認または推奨も行うものではありません。別段の注記がない限り、すべてのインデックスはトータル・リターン・インデックスです。

インデックスの定義

アレリアン・ミッドストリーム・エナジー・インデックスは、幅広い北米エネルギー・インフラ企業の複合インデックスです。上限付き浮動株調整後時価総額加重インデックスは、キャッシュフローの過半数がエネルギー・コモディティを含むミッドストリーム活動から生じている企業で構成され、価格リターン・ベース（AMNA）とトータルリターン・ベース（AMNAZ）でリアルタイムに提供されています。

アレリアン MLP インデックスは、エネルギー・インフラ・マスター・リミテッド・パートナーシップ（MLPs）の主要な測定指標です。上限付き浮動株調整後時価総額加重インデックスは、キャッシュフローの過半数がエネルギー・コモディティを含むミッドストリーム活動から生じている企業で構成され、価格リターン・ベース（AMZ）とトータルリターン・ベース（AMZX）でリアルタイムに提供されています。

ブルームバーグ・グローバル総合インデックスは、グローバル債券を含む、主要な国内市場およびユーロボンド市場で発行された投資適格公募債券のパフォーマンスを追跡しています。

ブルームバーグ・マグニフィセント・セブン・トータル・リターン・インデックスは、米国に分類され、ブルームバーグ産業分類基準（BICS）の定義による通信セクター、一般消費財セクター、テクノロジー・セクターに含まれ、最も広く取引されている7社の固定バスケッで構成される均等加重株式ベンチマークです。

ダウ・ジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラストラクチャー・インデックスは、年間キャッシュフローの少なくとも70%がインフラ資産の保有と運営から生じているインフラ企業で構成されています。ブルックフィールドは、ブルックフィールド・ブランドの指数の日々の管理において直接的な役割を果たしていません。

FTSE EPRA Nareit ディベロップト不動産インデックスは、運用されていない時価総額加重トータルリターン・インデックスであり、先進国の上場エクイティ・リートおよび上場不動産企業で構成されています。

FTSEグローバル・コア・インフラストラクチャー50/50インデックスは、市場参加者に業界の定義によるインフラの解釈をもたらし、一定のインフラ・サブセクターへのエクスポージャーを調整しています。セクター別構成比率は、半年ごとのレビューの一環として、広範な3産業セクターについて、公益事業50%、7.5%を上限とする道路／鉄道を含む運輸30%、パイプライン、衛生、電気通信塔を含むその他セクター20%の比率に従って調整されます。各グループ内の個別銘柄の比率は、投資可能時価総額の割合で調整されます。

ICE BofA 優先証券REIT 7%コンストレインド・インデックスは、不動産投資信託が発行したすべての優先証券を含むBofA 固定金利優先証券インデックスのサブセットです。ICE BofA 固定金利優先証券インデックスは、米国国内市場で発行された固定金利米ドル建て優先証券のパフォーマンスを追跡しています。ICE

BofA リアル・アセット米ドル・ハイ・イールド&コーポレート・カスタム・インデックスは、ブルックフィールドの実物資産ユニバースにおける株式セクターに対応するICE BofA 米国ハイ・イールド・インデックス（70%）とICE BofA 米国コーポレート・インデックス（30%）のセクターを合成したカスタム・インデックスです。この実物資産関連セクターには、ケーブルテレビ、インフラ・サービス、石油・ガス T&D、電気通信、運輸、公益事業、農業、林業、基本素材、エネルギー探鉱・開発・生産、金属&鉱業、不動産、不動産所有 & 開発、リートが含まれます。ICE BofA 米国ハイ・イールド・インデックスは、米国国内市場で公募発行された米ドル建て投資適格未満社債のパフォーマンスを追跡しています。ICE BofA 米国コーポレート・インデックスは、米国国内市場で公募発行された米ドル建て投資適格社債のパフォーマンスを追跡しています。

ICE BofA リアル・アセット米ドル投資適格カスタム・インデックスは、ブルックフィールドの実物資産ユニバースにおける株式セクターに対応するICE BofA 米国コーポレート・インデックスのセクターのパフォーマンスを追跡するカスタム・インデックスです。この実物資産関連セクターには、ケーブルテレビ、インフラ・サービス、石油・ガス T&D、電気通信、運輸、公益事業、農業、林業、基本素材、エネルギー探鉱・開発・生産、金属&鉱業、不動産、不動産所有 & 開発、リートが含まれます。ICE BofA リアル・アセット米ドル・ハイ・イールド・カスタム・インデックスは、ブルックフィールドの実物資産ユニバースにおける株式セクターに対応するICE BofA

米国ハイ・イールド・インデックスのセクターのパフォーマンスを追跡するカスタム・インデックスです。この実物資産関連セクターには、ケーブルテレビ、インフラ・サービス、石油・ガス T&D、電気通信、運輸、公益事業、農業、林業、基本素材、エネルギー探鉱・開発・生産、金属 & 鉱業、不動産、不動産所有 & 開発、リートが含まれます。

MSCI 米国REITインデックスは、エクイティ不動産投資信託（REIT）で構成される浮動株調整後時価総額加重インデックスです。153銘柄（大型・中型・小型株）で構成される同インデックスは、米国REITユニバースの約99%を代表しています。

MSCI ワールド・インデックスは、先進国の株式市場のパフォーマンスを測定するように設計された、浮動株調整後時価総額加重インデックスです。

NCREIFファンド・インデックスーオープン・エンド・ダイバーシファイド・コア・エクイティ（NFI-ODCE）は、1977年12月31日を設定日とする時価総額加重の報酬控除前時間加重リターン指数です。

S&P500インデックスは、幅広く保有された大型株米国企業を代表する500社の株価指数です。

© 2025 Brookfield. All Rights Reserved.

Brookfield

その他関連インサイト

