「アクティブ」姿勢でリターンとインパクトを追求

自然資本投資戦略マネージャーに聞く 農地・森林投資の着眼点

農地や森林を投資対象とし、農産物・木材の生産収入にカーボンなどの環境価値を重ねる自然資本投資。機関投資家向けの商品が整備され始め、ポートフォリオ分散と環境インパクトを両立し得る投資領域として注目が広がっている。クライメート・アセット・マネジメントで自然資本投資戦略のマネージング・ディレクターを務めるカール・アトキン＝ハウス氏に、投資妙味と価値創出の源泉、日本の機関投資家が検討すべき論点を聞いた。

自然資本への投資が提供する分散効果・インフレ耐性・環境インパクト

――クライメート・アセット・マネジメント（CAM）とは。

アトキン＝ハウス　CAMは2020年に設立された運用会社で、HSBCアセットマネジメントと気候変動投資顧問のポリネーションのジョイントベンチャーだ。機関投資家向けに自然資本への投資戦略を展開しており、ロンドン、ルクセンブルク、アムステルダムに拠点を構えている。

戦略は2本ある。一つが農地と森林に投資する自然資本投資戦略、もう一つが事業法人を相手とするネイチャーベースド・カーボン戦略だ。後者はカーボンプロジェクトへの投資やカーボンオフテイク（引き取り）契約を通じて、カーボンクレジットを現物（インカインド）で顧客に返還し、事業法人の排出削減ニーズに応えるものである。ここで蓄積したカーボン市場の知見が、前者の自然資本投資戦略における環境価値の収益化にも生きている。自然資本投資戦略の投資対象は先進国に限定しており、農地投資・森林投資を組み合わせた分散投資を行っている。

――自然資本の投資妙味とは。

アトキン＝ハウス　第一は分散効果だ。農地・森林は、株式や伝統的な不動産、他のオルタナティブ資産との相関が低い。第二はインフレ耐性だ。食料や繊維は物価指数の主要な構成要素であり、特に経済のボラティリティが高い局面でヘッジとして機能してきた。

第三に、公開データで見ても長期にわたり底堅いリターン実績がある。機関投資家のポートフォリオをシャープレシオなどで分析すると、農地・森林を組み入れることでリスク調整後リターンを改善し得ることが示されている。

そして最後に挙げたいのが、インパクトである。農産物や木材というコア収益に、カーボンや生物多様性といった環境価値を重ねられる。重要なのは、インパクトの創出がリターンとのトレードオフではないという点だ。土地を再生的に管理し、生産力や気候変動への耐性を高めることは、長期的には資産価値に上乗せされていく。



クライメート・アセット・マネジメント
自然資本投資戦略 マネージング・ディレクター
カール・アトキン＝ハウス氏

従来型のパッシブ型運用ではなく、積極的なオペレーションによる価値創出へ

――よく目にする「農地・森林投資」と、CAMの「自然資本投資」の違いは。

アトキン＝ハウス　歴史的に見ると、農地・林地投資には二つの特徴があった。一つは土地から価値を抜き取る採取的な性格が強かったこと、もう一つはその手法がパッシブだったことだ。多くの機関投資家は土地を保有してテナントに貸し出すにとどまっていた。

CAMでは、投資対象こそ同じだが、異なるアプローチを採る。オペレーションを自ら掌握し、積極的に土地の質を回復・改

善しながら価値を創出する。再生的で、修復的な運用である。

自然資本投資は、短期の市場局面を当てにいくものではない。例えば、当社ファンドはいずれも12～15年程度のクローズドエンド型であり、景気循環をまたいだレジリエンスを重視している。

――能動的な価値創出、いわば「アクティブ」な資産運用のメリットは。

アトキン＝ハウス　まず、自らオペレーションを管理すれば、賃貸型のようにコア収益のアップサイドを外部へ渡さずに済むことが挙げられる。そして、農場や森林の管理手法を直接コントロールできるため、植栽や収穫の方法、投入物、水資源の利用を管理し、再生的な管理を実装することで、長期的には従来の採取的なアプローチを上回る成果が得られると考えている。

価値創出の余地と地域・時間軸の分散を重視するポートフォリオ構築

――ポートフォリオはどう組み立てるのか。

アトキン＝ハウス　積極的な価値創出を行うと言っても、前提としては地域と収益源が効果的に分散されたポートフォリオを構築することが重要になる。当社では3つの大陸地域（北米・欧州・オセアニア）に、リスク特性や収益源（リターン）の構成が異なる農地と森林を組み合わせたポートフォリオを構築している。

時間軸の分散も欠かせない。劣化した土地を再生型の農園へ転換する開発案件は、一般にインパクトが大きく、長期の目標IRR（内部収益率）も高い。一方、既存資産を取得して管理手法を改善する案件は、比較的早期のキャッシュ分配を期待しやすい。両者を組み合わせることで、リターン発現の時期とリスクを分散できる。

なお、農業では現時点で不振でも長期のファンダメンタルズが健全なバリューチェーンや地域があり、ディスカウント価格で取得してバリューアッドやリポジショニング（用途転換）することで収益を上げるディストレス投資の機会にも、継続的にアンテナを張っている。ただしディストレス資産のターンアラウンドを狙うのはCAMの主眼ではない。あくまで開発とリポジショニング（用途転換）による価値創出が本質である。

また、農業・林業では、価値創出にあたり投入物やエネルギーを使う。そのためコストの変動リスクに対する一定のエクスポージャーは避けられない。CAMでは、灌漑用電力を太陽光発電で賄う、人工的な投入物を抑えるといった再生農業の手法により、外部から調達する投入物への依存を最小化している。結果として、同領域としては比較的低位にコストを安定させている。

――具体的にどのように投資対象を選ぶのか。

アトキン＝ハウス　出発点はバリューチェーンの選定だ。例えば農地投資を行う際は、サステナブルな消費、健康、産地由来（プロヴェナンス）といったテーマに結びつき、土地を再生的に転換できる余地があり、長期的に経済面でも環境面でも競争優位を築ける領域かどうかを見る。

そのうえで、価値創出の余地を活用するため、作物としては、ナッツ類や果樹などの永年作物、あるいは一年生作物でも生産に付加価値を上乗せできるものを選ぶ。単純なコモディティ生産ではなく、何らかの追加的な価値が乗ることが条件になる。その後、その作物が最も適合する地域を世界のポートフォリオのなかから選ぶ。特定の地域でしか育てられない作物もあるが、例えばアーモンドなら北米、欧州、豪州のいずれでも生産でき、地理的分散を図れる。

その後重要になるのが、ミッションを共有できるオペレーティング・パートナーを見つけることだ。商業面・マネジメント能力で優れていることも大事だが、我々のインパクトに対する取り組みに本気で関与し、再生的な土地管理を実践する意思があるかが何より大切だ。そのため、最大手のオペレーターであっても、CAMの哲学や価値観に関心がなければ候補から外すことがある。

関係の組み方も通常の農地・森林投資とは異なる。単なる業務委託先として手数料を支払うのではなく、パフォーマンスや価値創出、インパクト実現に連動したインセンティブを設けるパートナーシップ型にしている。オペレーターと、GP（ジェネラル・パートナー）であるCAM、そしてLP（リミテッド・パートナー）である投資家の目的が完全に一致する設計だ。

――森林ではどのような資産に注目しているのか。

アトキン＝ハウス　考え方は農業と共通するが、森林では二酸化炭素排出量の削減に対する貢献、つまりカーボンクレジットが収益源としてより重要になる分、収益源のオプショナリティを一段と重視する。つまり、木材生産あるいはカーボンオフテイクのいずれかだけを追求するのではなく、両方の収益源を統合できることを軸としている。

そして、我々のアプローチでは、ただ森林を買って樹木が育つのを待つのではなく、能動的に価値を創出できる余地があることも大切だ。

米国ワシントン州でCAMが手掛けたオリンピック半島の約2万7500ヘクタールの森林投資は、その好例だ。伝統的に木

材生産のみで管理されてきた森林を取得し、カーボンクレジットの創出・販売によって新たな収益源を立ち上げた。同時に伐採ペースを落とすことで樹木をより大きく育て、プレミアム品質の長尺材が採れるようにする。環境価値の収益化が、伝統的な木材収入の価値も高める構造だ。重要なのは、カーボンだけに依存するのではなく、複数の収益源を積み上げることである。

長期の価値創出を評価する投資家層から関心

――改めて、自然資本をポートフォリオに組み入れる意義は。

アトキン=ハウス　自然資本は、インフラの耐久性と不動産の実物資産としての下方耐性を併せ持ちながら、既存のオルタナティブ資産とは異なるリスク・リターン源泉を提供し得る。プライベートクレジットや不動産への配分が増えた投資家にとっては、オルタナティブ資産ポートフォリオにおける分散先となるだろう。

ただし、どの資産区分に位置付けるべきかは、投資家により大きく異なる。グリーンインフラと捉えてインフラ枠に入れる投資家もいれば、不動産の保有に裏付けられているのだからオルタナティブ不動産だと考える投資家もいる。農業・林業という専用の枠を持つ大規模投資家もあれば、プライベートエクイティ枠に入れる例もある。個人的には、これらの性質をすべて併せ持つ以上、どこに入れても構わないという考えだ。

課題は「どこに位置付けるか」より、専用の配分枠を持たない投資家が、ポートフォリオのどの部分に適切に収めるかを判断できるかどうかにある。ポートフォリオで担わせる機能を明確にしてから、投資を行うことが大事だ。

――どのような投資家層と親和性が高いのか。

アトキン=ハウス　CAMの戦略は幅広い機関投資家向けに設計しているが、自然資本投資戦略の第1号ファンドでは投資家の6割を保険会社が占めた。インカム収益を確保しながら、長期的な資産価値の成長も狙えるリターン特性が、この層の要件に合うのだろう。次いで関心が高いのが年金基金だ。

また、大手ファミリーオフィスからの関心の高まりも実感している。保険会社や年金基金と同様に、長期の価値創出というストーリーを評価している印象だ。

もっともインフレヘッジを重視する投資家、分散効果を重視する投資家など、ニーズは様々だ。ESG（環境・社会・企業統治）的なメリットを直接的に取り込みたいとして、「ファンドからカーボンクレジットを現物で受け取れないか」と打診してくる投資家もいた。

はじめての自然資本投資に向けた3つの視点

――はじめて自然資本ファンドに投資する際、何を見極めるべきか。

アトキン=ハウス　まず、投資先のファンドがどのような地域に投資していて、その地域にどのような農業・林業に関わる制度があるのか、確認することが重要だ。CAMの自然資本投資戦略については、エマージング市場へのエクスポージャーを持たないという判断を早い段階で下した。多くの機関投資家にとって新しいアセットクラスである以上、土地の権利関係や取引の枠組みが確立し、運営とガバナンスの原則が相応に整備された先進国から始めるべきだと考えたためだ。これが唯一の解ではないが、新しいアセットクラスへ参入する際の一つの考え方ではある。

そして、リスクと目標リターンの許容度について社内の見解を固めることだ。CAMは農地と森林のブレンドが有効で、分散にも資すると考えて両方を手掛けているが、機関投資家には強い内部方針があることも多い。森林はリスクが低いと受け止められる一方、その裏返しとして目標リターンも低い。一方で農業はより高い目標リターンを狙え、伝統的なインフラと競合し得る水準になる。両者を組み合わせるファンドに投資すべきか、どちらかに特化するファンドに投資すべきか、投資家自身のリスク・リターン特性によって判断すべきだ。

最後に、運用会社の哲学と実装力が自らの期待と整合しているかを見極めることも忘れないでほしい。土地を保有して貸すだけなのか、直接運営して価値を高めるのか、現地オペレーターのインセンティブは投資家と整合しているか、カーボンや自然関連市場を収益化する知見があるか……。自然資本投資では、何を買うかだけでなく、誰がどのように管理するかが、長期の成果を大きく左右する。

HSBC Asset Management

HSBCアセットマネジメント株式会社
https://www.assetmanagement.hsbc.co.jp/ja

（J-MONEY Online 2026年9月14日掲載記事より抜粋）