

過去の下落局面との比較

2020年6月

本レポートは、先に発表したPGIMリアルエステートの2020年グローバル・アウトルック・レポート「[グローバル不動産市場見通し：コロナショックによる変化と投資機会](#)」の内容を補足するものである。

はじめに

新型コロナウイルスの感染拡大はまたたく間に深刻なショックをもたらした。2020年上半期の経済収縮と比較すれば、2008年の世界金融危機による落ち込みすら穏やかなものに見えてしまう。不動産市場や物件取引量は急激に鈍化し、不動産価格は圧迫されている。特に商業施設やホテルではその傾向が顕著に見られる。

2020年下半期を迎えるに当たり、市場が正常化しつつある兆しも多少は見られるが、状況は引き続き急速に変化している。今回のコロナ危機は不透明感がかなり高い（公衆衛生上の懸念や政策措置が、経済や金融市場の前例のないストレスと複雑に絡み合っている）ため、先行きを予測するのはとりわけ困難になっている。

現在の状況と過去の下落局面に影響を与えた環境は明らかに異なっているが、歴史から学ぶべき教訓はあり、過去の事例を検証すれば、事態の展開を理解する一助となり得る。

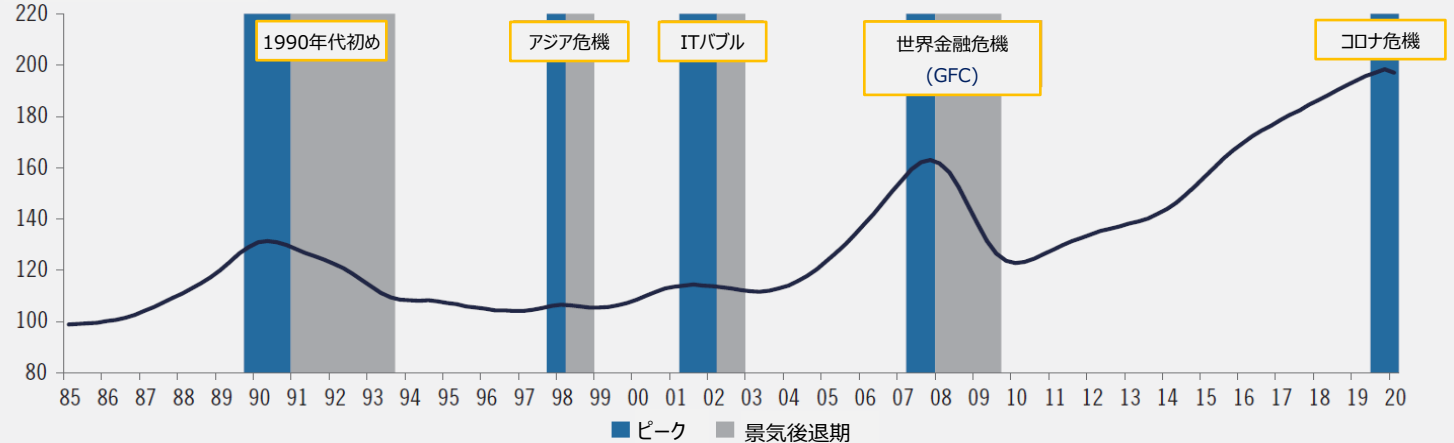
原因や結果はいつも異なる

不動産市場の下落を招く原因やその結果はサイクルごとに著しく異なっており、1990年代初め以降の主な下落局面を簡単に図示すると以下ようになる（図1参照）。

図1：世界の不動産価格サイクル

グローバルプライム不動産推定価格指数（全物件タイプ）

指数：1981=100



出所：コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

プロの投資家向け。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

全般的に見れば、この期間には2度の大きな金融危機があった。1つはアジアだけで抑えられた1998年のアジア危機で、もう1つは世界や金融システム全体に広がった2008年の世界金融危機である。前者は1990年代初めの新規物件の供給過剰によって増幅された長期にわたる調整局面で、後者は2000年代初めのITバブルに伴う金融市場の混乱や米国の景気後退後に起きた、一時的ではあるが世界規模の需要ショックである。

市場に与える影響は著しく異なる可能性

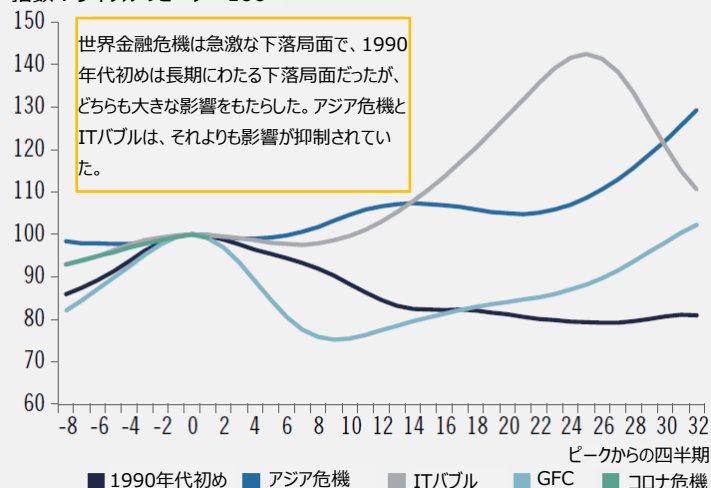
図2は、それぞれの下落局面の推移を直接比較し、世界の不動産価格に与えた影響が著しく異なることを示すため、それぞれのサイクルのピークを基準点として図示したものである（主なセクターや地域ごとの価格変動の内訳については詳細な補足資料を参照）。

世界金融危機は市場の急激な調整を招き、世界中ほとんどすべての市場に影響を与えた。不動産価格の比較的迅速な回復を牽引したのはアジア太平洋地域と米国で、前者は力強い構造的な成長ストーリーが追い風となり、後者は政策当局が早急に景気刺激策を打ち出したことや、2008年の金融危機後に不動産金融機関が迅速に再編されたことが寄与した。

図2：各サイクルにおける価格変動の比較

下落局面別のグローバルプライム不動産推定価格指数（全物件タイプ）

指数：サイクルのピーク＝100



下落局面別のパフォーマンス概要

	ピークから底までの価格変動幅		影響を受けた市場(%)	平均相関係数 ピークまでの5年間
	実質価格(%)	回復に要した期間(四半期)		
1990年代初め	-20.8%	27	97%	0.82
アジア危機	-0.9%	5	8%	-0.15
ITバブル	-2.4%	7	69%	-0.31
世界金融危機	-24.7%	9	99%	0.83
コロナ危機	—	—	—	0.43
Average	-12.2%	12	72%	0.30

出所：コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

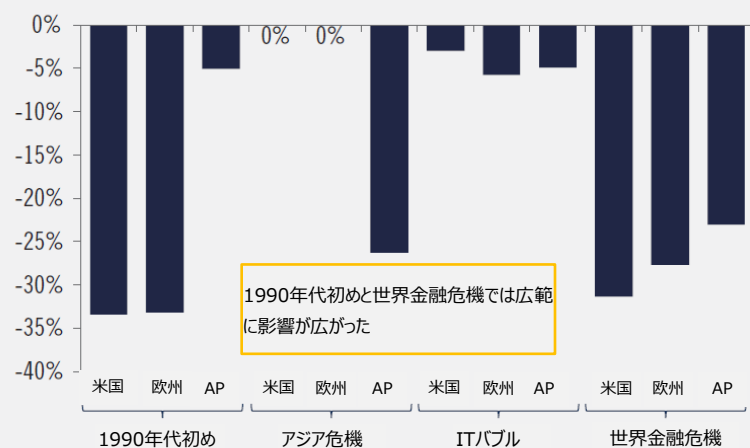
それとは対照的に、1990年代の欧州と米国では新規物件の大量供給が重石となり、何年にもわたって市場の低迷が続いた。ITバブルやアジア危機は最終的に封じ込められ、他の市場への拡散は限定的なものに留まったため、影響を受けた市場やセクターの割合ははるかに低かった。

明らかに、影響を受ける市場が限定的であれば（そして相関が低ければ）、下落局面がもたらす全般的な影響も穏やかなものに留まる。市場は同一の要因に対して同時に脆弱になる訳ではないため、危機に至るまでのパフォーマンスが大きく異なっていれば（主要市場間の低い相関係数で示される）、影響を受ける市場もそれほど広がらないことになる。

1990年代初めと世界金融危機時におけるピークから底までの下げ幅を見れば、主な地域やセクターは全般的にいずれも同じような影響を受けた（図3参照）。しかし、市場やセクター全体の価格が同じ方向に動くという意味で相関が高まったとしても、少なくとも影響の度合いやタイミングなどの要因に関しては市場のパフォーマンスは異なるものとなりそうだ。

図3：下落および回復局面の分析

地域別のピークから底までの価格変動幅（%）

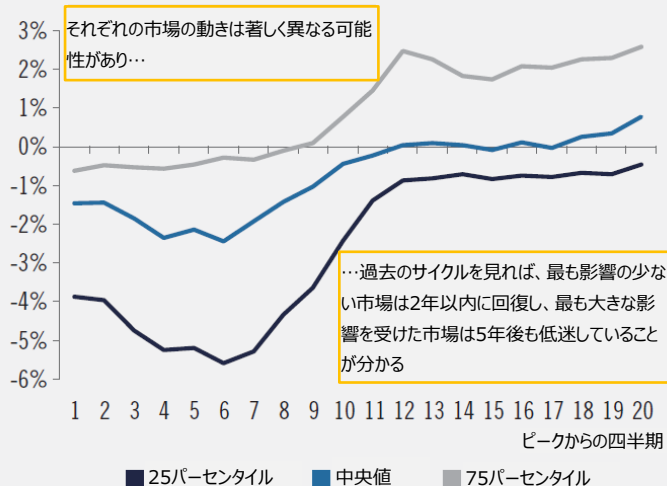


注記：商業施設セクター。アジア太平洋地域（AP）は先進国と新興国の双方をカバー

出所：コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

ピーク以降の主要不動産価格の上昇率

（パーセンタイル順位別、前期比実質ベース、%）



それぞれの市場を詳細に見れば、そうしたパフォーマンスの違いをもたらす主な要因として、当初の下げ幅の大きさと、回復に要した期間が挙げられることは明らかである。

過去実績の簡単な分析によると、大半の市場では不動産価格が実質ベースで下落し、平均すればピークをつけた後に3年程度下落局面が続くことを示している。しかし、一部の市場は3年後に力強く回復している一方で、下位4分の1の市場では、ピークから5年経っても実質的な価格が緩やかに下落している。

下落局面が長期化する理由としては、世界金融危機以降にユーロ周辺国市場が経験したような長期にわたる財政難や、1990年代初めに欧州や米国の主要市場を圧迫した新規物件の供給過剰が考えられる。

ポートフォリオを構築する上では、ピークから3年経っても過半の市場で不動産の実質価格が下落基調にあると想定されることは注目に値する。つまり、それ以外の回復基調にあるセクターや市場によるポートフォリオを構築すれば、大幅にアウトパフォームすることができることを示唆している。

不動産価格は変動が遅れる傾向

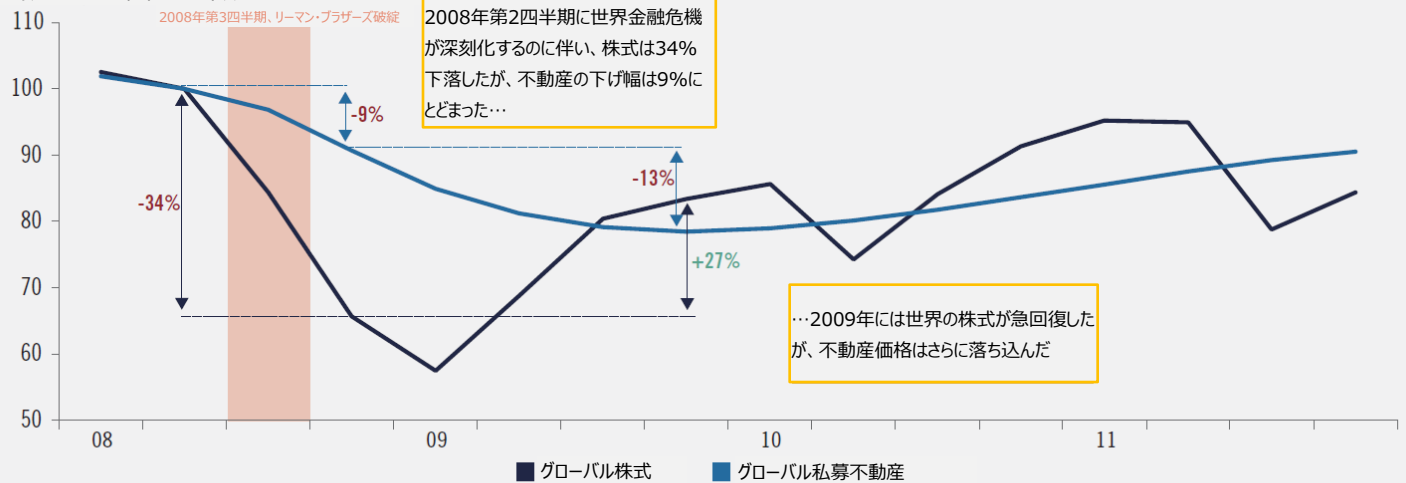
新型コロナウイルスが経済に与えた影響の深刻さ、そして不動産ユーザー、テナント、オーナーへの波及効果は、緩やかな下落局面よりも、世界金融危機時の急激な調整の方が歴史的な比較を行う上で適切であることを示している。

世界金融危機以降に見られた大きな特徴の一つは、不動産資産のパフォーマンスが幅広い株式市場よりも遅れて変動したことである。株式市場は2008年下半期に約3分の1下落した後、2009年に力強い回復を遂げた（図4参照）。これに対し、世界金融危機がプライベート不動産資産に与えた影響は当初は軽微だったが、株式市場の回復がかなり進んだ後の2009年に一段と深刻化した。

図4：世界金融危機時の不動産と株式市場のパフォーマンス

株式市場と不動産価格の指数

指数：2008年第2四半期 = 100



出所：ブルームバーグ、コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

この現象には複数の要因が影響している。例えば、不動産評価のプロセスは時間がかかること、物件取引が減少している場面では不動産鑑定士が評価額の引き下げや引き上げを正確に判断する材料が乏しいこと、不動産のキャッシュフローはその多くが定期賃貸借契約に基づくものであったため経済環境の悪化が反映されるまでに時間がかかることなどが挙げられる。

これらの要因はすべて今回も当てはまる。つまり、世界の株式市場はセンチメントの回復に伴って5月と6月に著しく回復したものの、不動産価格は引き続き圧迫される可能性があるという事実を認識することが重要である。特に、現在の深刻な景気後退が不動産のファンダメンタルや空室率、インカム収入を圧迫し始めた場合には、とりわけ警戒を要することになる。

楽観シナリオを支える要素

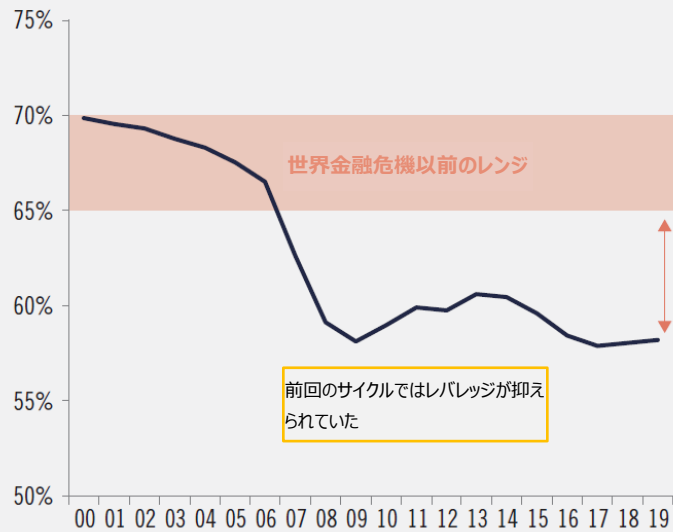
新型コロナウイルスに起因する下落局面は、これまでとは異なっているように見える。主な違いは、今回は公衆衛生上の危機であり、その原因はまさしく外因的なもので、これまでの下落局面のように新規物件の過剰供給や金融面における過度の不均衡といった内因的なシステムの問題ではないことである。

それに加え、過去の下落局面ではほとんど見られなかったいくつかの要因が不動産のパフォーマンスを支えている。まず、新型コロナウイルスが経済に打撃を与えたのは、金利が既に低水準にある場面だった。そのことは、センチメントが悪化してから支援策が講じられるまでに、タイムラグがなかったことを意味している。既に2008年や2009年に比較しても迅速に政策措置が打ち出されており、その規模も大きく、各国の協調体制も整っている。

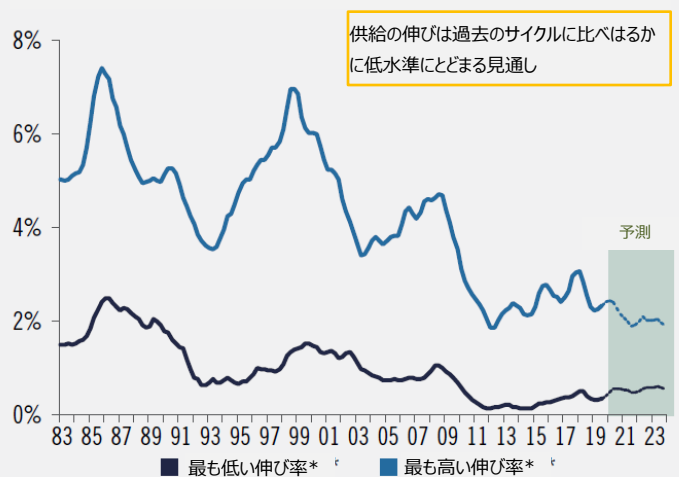
第二に、直近のサイクルではレバレッジの利用が低水準に留まっていた。このことは、投資家は全般的に、世界金融危機発生時と比べて厚い資本バッファを持っていることを意味している（図5参照）。今のところ、貸し手はローン契約におけるコベナントの抵触を現時点では懸念する必要がない上に、第1四半期末までに調達された資金が高水準に達したことでわかるように、依然として潤沢な資本が不動産市場への投資機会をうかがっている。

図5：新規物件供給とレバレッジの分析

オフィスコア物件取引の平均 LTV（%、グローバル）



物件供給の伸び率レンジ（% 年率換算、全セクター・全市場）



*最も低い伸び率と最も高い伸び率は、グローバル市場におけるオフィス、商業施設、物流施設、賃貸住宅のサンプルのうち上位および下位4分の1の動きを示す

出所：コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

第三に、新規物件供給の伸びが過去に比べはるかに抑制されている。供給量の伸びが上位4分の1に入る市場でも、既存物件に対する年間増加率は2%に留まり、過去の下落局面前に見られた年平均6%の伸び率を大幅に下回ると予想されている。

短期的には、失業率が急上昇しているほか、中小企業は景気後退の影響を避けられそうにないため、間違いなく空室率は上昇すると見られるが、新たな物件供給の波によってその影響が増幅される恐れがないと見られることは安心材料である。

結論

新型コロナウイルスが世界経済に与えた影響の深刻さが、不動産市場にも広範かつ著しい影響をもたらすことを示唆している。この点に関して言えば、明らかに世界金融危機に匹敵するものだが、歴史的な分析に基づけば、想定し得る結果には大きな分散が見られる。

過去の下落局面と比べて明らかに異なる点もいくつかある。新型コロナウイルスは外因的なもので、政策措置が不動産価格を支えているほか、危機前の新規物件供給サイクルも抑制されていた。しかし、不動産市場に及ぼす影響は金融市場全体を取り巻くセンチメントに遅行する傾向があり、現在はまだ初期段階に過ぎない。緩やかな下落局面でさえもその後2-3年にわたって不動産価格を圧迫する傾向があり、多くの市場はそれ以上の期間にわたって影響を受けそうだ。

足元の新型コロナウイルス禍が今後どう展開するかについては、依然としてかなり不透明感が強い。しかし、過去の不動産の下落局面を分析すれば、次に起きそうな事態を検証することが可能になり、投資家にとっては今日の困難な市場環境を乗り切る一助となるだろう。

補足資料

サイクル別に見た実質主要不動産価格のピークから底までの推定変動幅					
地域	セクター	1990年代初め	アジア危機	ITバブル	世界金融危機
アジア太平洋	オフィス	-14%	-36%	-10%	-29%
	リテール施設	n.a.	-22%	-2%	-12%
	物流施設	n.a.	n.a.	-5%	-29%
	商業施設	-5%	-26%	-5%	-23%
	アパートメント	n.a.	-21%	-9%	-11%
欧州	オフィス	-49%	-	-18%	-33%
	リテール施設	-20%	-	-	-26%
	物流施設	-33%	-	-9%	-30%
	商業施設	-33%	-	-6%	-28%
	アパートメント	n.a.	-	-	-11%
米国	オフィス	-38%	-	-13%	-35%
	リテール施設	-38%	-	-1%	-28%
	物流施設	-25%	-	-	-32%
	商業施設	-33%	-	-3%	-31%
	アパートメント	-27%	-	-	-23%
世界全体	商業施設	-21%	-1%	-2%	-25%

注記：“n/a” はデータ入手できず、“-”は下落局面なし

出所：コースター、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート。2020年6月現在

重要な情報

PGIMは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用ビジネスの中核を担っています。PGIMリアルエステートはPGIMの不動産運用ビジネス部門として、登録投資顧問会社であるPGIMインクを通じて業務を行っています。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。情報提供については、英国では、PGIMリミテッドの関連会社であるPGIMリアルエステートが担当しています。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構（FCA）の認可を受けており（登録番号 193418）FCA の規制が適用される他、欧州経済領域（EEA）内のさまざまな法域でも正式に認可を受けています。本資料はPGIMリミテッドがFCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。PGIMリミテッドの登記上の事務所はGrand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HRです。米国企業であるPFIは、英国で設立されているブルデンシャル社とは何ら関係がありません。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理局（MAS）に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社であるPGIM（シンガポール）プライベート・リミテッドが担当しています。PFIM（香港）リミテッドでは、本資料は香港証券先物取引委員会に登録しているPGIM アジア・ファンドマネジメント・リミテッドが証券先物条例スケジュール1 パート1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMリアルエステートの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、作成時点でPGIMリアルエステートが信頼できると判断した情報源から入手したものです。PGIMリアルエステートはその情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、作成時（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMリアルエステートは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものではなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。

PGIMリアルエステートおよびその関連会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMリアルエステートのファンドまたは商品の投資委員会で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外のPFIMリアルエステートの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見または独自の投資アイデアを、口頭もしくは書面でPGIMリアルエステートのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMのフォーム ADV第2部をご覧ください。

パンデミックが発生することで、その規模にもよりますが、全国的な経済状況あるいは地方経済の状況がそれぞれ各様の損害を被る可能性があり、これによって当ファンドおよび当ファンドの基礎となる投資不動産の価格にも影響が及ぶ可能性があります。感染症や伝染病が広範囲に拡大することで経済が混乱し、こうした混乱が不動産のバリュエーション、ファンド投資、将来的なファンドのリターンに悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、新型コロナウイルスの感染は拡大を続けており、これによって不動産価格、パフォーマンス、ファンド投資の一部あるいは全体的な財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。また、ファンドが投資対象を確保し投資を実行する能力にも悪影響を及ぼす可能性があります。新型コロナウイルスが今後どのように推移するか、その結果どのような影響があるかについては依然として不透明です。

留意事項

- 本資料は、PGIMリアルエステートが作成した“COMPARING PREVIOUS DOWNTURNS”をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。PGIMリアルエステートは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクの不動産運用ビジネス部門として、PGIMインクを通じて業務を行っています。
- 原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。詳細は原文（英語版）をご参照ください。
- 本資料は、PGIMジャパン株式会社が当社お客様向けに情報提供するものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 本資料は、PGIMリアルエステートが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIM リアルエステートは、米国SEC の登録投資顧問会社であるPGIM インクの不動産運用ビジネス部門として、PGIM インクを通じて業務を行っています。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。
- 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- “Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびブロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392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
PGIMJ73891