

インベストメント・リサーチ

# 2021

# グローバル不動産市場 見通し

危機がもたらす投資機会

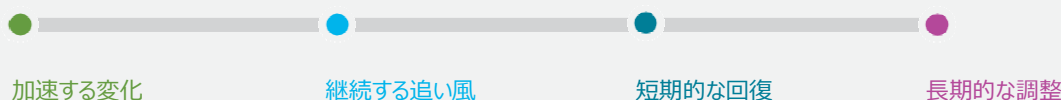
2021年8月

当レポートは、PGIMリアルエステートがプロの投資家を対象に2021年5月に作成したレポート「2021 Global Outlook – A Crisis Brings Opportunity」（原文：英語）をPGIMジャパンが邦訳したものです。当レポート内で示されている見解、投資判断、データは特に記載がない限り、原文レポートが作成された2021年5月時点のものです。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。

# グローバルな ポートフォリオへの影響

## グローバルな投資機会

コロナ禍の終焉が投資機会をもたらすと我々は考えている。グローバルおよび地域別不動産市場の見通しに関する評価に基づく、今後12カ月間にわたる最も魅力的なリスク調整後ベースの投資機会として以下が挙げられる。



### 非従来型セクター

シニアハウジング（高齢者向け住宅）やセルフレジなどの非従来型の物件タイプが、キャッシュフローの底堅さ、資本的支出の少なさ、分散投資の観点から魅力的である。

### 低迷する商業施設

商業施設は評価額の急激な調整過程にあるが、英国ではほぼ底打ちしたと思われるほか、欧州大陸もそれに追随している。

### 住宅セクター

主要ゲートウェイ都市の人口が更に増加し、住宅価格が高騰して割高になっており、賃貸住宅がその恩恵を受けている。

### 中国のデレバレッジ

中国国内の過剰債務を削減する政策により、エクイティおよびデットの全域にわたって投資機会が拡大しつつある。

### 都市部の賃貸住宅

都市部の賃貸住宅市場は調整に苦しんだが、職場や周辺施設が再開するにつれ、パフォーマンスが急速に持ち直すと予想される。

### ラストマイルの商業施設

住宅地に隣接する商業施設にはオンライン消費の増加に対する耐性があり、小売消費が回復するにつれ、良好なパフォーマンスをあげる見込みである。

### 物流施設 / 冷蔵冷凍倉庫

賃貸需要のモメンタム継続やオンライン消費の拡大加速を背景に、物流施設はすべての地域で高いリターンをあげる見通しである。

### Aクラスのオフィス

オフィス・セクターは、職場の再開、景気回復に伴って持ち直す見通しである。テナントによる今後のオフィスの使い方は急激に変化しつつあり、オフィスの質が改めて注目されている。

### ホテル

大きな打撃を受けたホスピタリティ・セクターは、今後徐々に需要が回復していくことが想定され、現在のサイクルとは異なる投資機会を提供している。

## 当レポートで取り上げる魅力的な投資機会の分類と特性

### 加速する変化

コロナ禍前に見られた力強いモメンタムが、コロナ禍における行動様式の変化によっても好影響を受けている。特に、Eコマースの成長、サプライチェーンの拡大、冷蔵冷凍倉庫の需要増が好例である。

### 継続する追い風

コロナ禍以前の好ましいモメンタムが相対的に維持されている。その例として、住宅需要の構造的変化や、高リターンをもたらす非従来型の物件タイプに対する投資家の関心の高まりが挙げられる。

### 短期的な回復

コロナ禍に起因した短期的な混乱によって評価額の調整がもたらされ、これにより魅力的なエントリーポイントが提供されている。その例として、都市部の賃貸住宅、オフィス、ホテル（一部改修・用途変更を伴う）の投資機会が挙げられる。

### 長期的な調整

コロナ禍により商業施設への逆風が強まったが、同セクターの中でも賃貸需要が比較的持ちこたえている業態については、評価額の調整によって魅力的な低価格での投資機会が提供されている。

# 戦略的投資配分 その考え方

## コア戦略

### エクイティ投資

我々は、現在の市場環境や各地域における最も魅力的な投資機会の検証を踏まえ、インカム収益を創出するコア不動産のグローバルポートフォリオを構築する場合のエクイティ投資配分として、次の通り提案したい（図表1）。

- **守りの姿勢から、回復および拡大局面に重点を移す**

コロナ禍は最悪期を脱し、各国が引き続き大規模な財政支援策を継続する中、不動産投資には資金が流入し、不動産価格は概ね妥当な水準を維持していると思われる。経済見通しの改善と共に賃貸市場が持ち直すにつれ、インカムの伸びも回復することが見込まれ、投資家はモメンタムの改善による機会を捉えることを模索すべきである。

- **物流施設のオーバーウェイトを継続し、冷蔵冷凍倉庫への投資を増やす**

物流施設は、中長期的には新規物件供給リスクを考慮する必要があるものの、引き続き旺盛な賃貸需要を背景とした不動産評価額の上昇を享受すべく、短期的にオーバーウェイトを維持している。多くの資金がこのセクターに投資しようとしているため、投資を実現するには、そのサブセクターをエントリーポイントにする必要がある。具体的には、長期賃貸契約を締結済みの開発物件や、施設運営面で付加価値を生み出す冷蔵冷凍倉庫を中心とした、専門性を必要とするサブセクターに照準を定めることによるエントリーが考えられる。

- **賃貸住宅のオーバーウェイト幅を削減する**

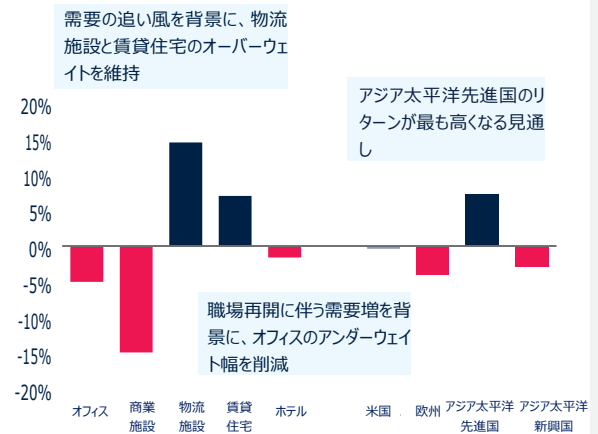
我々は引き続き賃貸住宅を選好し、その安定的な見通しを評価しているが、改善しつつある他のセクターと比較するとリターンが見劣りするため、オーバーウェイト幅の削減を推奨する。また、賃貸住宅における重点市場は都市部市場やアジア太平洋市場に移る。前者は、例えば米国の主要都市やロンドンであり、2020年は厳しかったものの今後持ち直す見通しである。また後者については、住宅価格の高騰を背景に拡大する賃貸需要を満たすべく、機関投資家の参入が増えている。

図表1：戦略的グローバル投資配分－コア・エクイティ

戦略的グローバル投資配分表

セクター	中立 ウェイト	目標 ウェイト	戦略的 ポジション	2020年 トレンド対比
オフィス	40%	35%	アンダーウェイト	▲
商業施設	20%	5%	アンダーウェイト	▼
物流施設	16%	30%	オーバーウェイト	▲
賃貸住宅	18%	25%	オーバーウェイト	▼
ホテル	7%	5%	アンダーウェイト	◀▶
地域				
米国	38%	38%	中立	◀▶
欧州	34%	30%	アンダーウェイト	◀▶
アジア太平洋先進国	20%	27%	オーバーウェイト	◀▶
アジア太平洋新興国	8%	5%	アンダーウェイト	◀▶

目標ウェイトと中立ウェイトの差：  
オーバーウェイト (+) / アンダーウェイト (-)



注記：コア戦略の資産配分の枠組みを作成するに当たり、非伝統的なセクターは5つの主要物件の一部として取り扱っている。例えば、シニアハウジング（高齢者向け住宅）は賃貸住宅の一部であり、冷蔵冷凍倉庫やデータセンターは物流施設グループに入る。

・ **オフィスへの投資を再開する**

雇用の増加に伴い、オフィス需要も徐々に回復すると我々は予想している。リモートワークの脅威は過大評価されているように考えており、また、今後予定されている新規物件供給はどの主要市場でも少ない。注目すべきは、テナント需要の変化を反映し、集積度の高い市場の高品質なオフィスである。賃料収入も回復すると見られ、当初は稼働率の上昇や、フリーレントなどの契約時割引の削減がこうした回復を主導するだろう。

・ **高いリターンをもたらす非従来型の物件タイプへの配分を増やす**

データセンター、セルフストレージ（個人向け倉庫）、シニアハウジング（高齢者向け住宅）を含む非従来型の物件タイプに関しては、機関投資家向けの市場規模が拡大し続けており、また、その底堅さも過去の複数の市場サイクルで証明されてきた。コア戦略で重点を置くのは、運営リスクを負うよりも確実な長期賃貸契約で確保されたセクターである。我々が注目しているのは、そうした非従来型物件タイプが最も定着している米国だが、アジア太平洋や欧州でも投資機会が生まれつつある。

・ **商業施設とホテルのアンダーウェイトを維持する**

商業施設とホテルにはコア戦略の投資家向けの投資機会もあるが、当面は逆風の強い状態が続くと見ている。ただし、必需品を扱う店舗向けの米国の商業施設は、これまで以上に魅力的な利回りで底堅いキャッシュフローを創出できるだろう。

## デット投資

デット投資（不動産担保ローン）の貸し手は、基本的に質が高くパフォーマンスの良好な不動産への投資を極力増やしたいと考えるため、コアデット戦略に関して言えばエクイティ投資とほぼ同じ要素が当てはまる。評価額が低下するリスクがまだいくらかあるセクターにおいては、コアデット戦略はエントリーポイントとしても適しているだろう。

- 安定稼働物件からの確実なインカム収入が、引き続きコアデット戦略の着実な収入源になるだろう。物流施設や住宅などのセクターでは、力強い賃貸需要によってより確実なキャッシュフローが見込めるほか、担保不動産の価値も評価額の上昇の恩恵を受けるため特に魅力的である。
- オフィスや、商業施設やホテルなど、更に厳選すれば調整局面を経て持ち直すか回復することが想定できる物件タイプでは、評価額のさらなる下落に対する耐性が特徴であるコアデット戦略が魅力的なエントリーポイントになる。

## コア以外の戦略

### エクイティ投資およびデット投資

リスク曲線をさらに進むと、リターン目標がより高く、投資期間もより短くなるため、投資配分の考え方もコア戦略とは異なり、規定のグローバルベンチマークはあまり重要ではなくなる。バリューストック戦略のエクイティおよびデット投資家に対しては、我々は次の戦略を推奨する。

- **キャッシュフローの拡大余地に注目**  
広範囲にわたるデストレス状態や価格調整が見受けられない環境下では、バリューストック戦略はキャッシュフローの改善、拡大余地のある投資機会に注力することになるだろう。
- **デストレス案件への投資機会は厳選する必要がある**  
そうは言っても、リスクを取って価格の調整された物件を取得できる投資機会も存在する。投資機会は限定されるが、英国および欧州大陸の商業施設の一部、米国の都心部賃貸住宅の一部、ローンの貸し手に圧力がかかっている中国が魅力的に見え始めている。
- **先進的物件が投資機会の主流になる見込み**  
オフィスやホテルなどのセクターでは、コロナ禍後のテナント需要の変化を受け、築年数が古い一部の既存物件が実質的に陳腐化してしまうリスクがあり、投資資金や専門的なノウハウの必要性が高まっている。投資家は既存物件を改修して高品質なオフィスにアップグレードしたり、新規物件を開発したりすることにより、市場の回復局面からリターンを得ることができ、市場が安定した時点でコア戦略の投資家に物件を売却することで出口を迎えることができる。

- **物流施設や賃貸住宅のサブセクターに注力投資する**

安定稼働した物流施設や賃貸住宅のリターンは、バリューアッド戦略の投資家には見合わない。これらにはコア戦略の投資家の関心および資本が向けられているため、新規物件開発の利益率も低くなっている。冷蔵冷凍倉庫やシニアハウジング（高齢者向け住宅）などの非従来型のセクターは、より専門性が必要とされ、リスクも高まるが、開発や運営を手掛ければ大きなリターンプレミアムがもたらされる。

- **商業施設用地となる物件を取得し始める**

商業施設は賃料が低下し、それに伴う評価額の調整が続いていることから、今なお困難な状況にある。しかし、リスク選好度が高い投資家にとっては、短期的に安定した収入をもたらす、長期的には再開発によって賃貸収益を拡大できる可能性がある既存物件・用地案件が魅力的に見え始めている。

- **ホテルの需要回復に投資する**

ホテルの評価額は他のセクターより大きく下落している。回復が進むにつれ、ホテルへの投資、資本増強、改修によるアップグレード・用途変更などを行う投資機会が増える時期が到来するだろう。

# 目次

## パート I

### グローバル不動産市場 見通し

#### 09 | 概要

コロナ禍は今や最悪期を脱し、リスクは依然としてあるものの、投資家は再び資金を効果的に投下し、多岐にわたる投資機会に注目し始めている。

#### 10 | 短期見通しを方向づける5つの要素

2021年のグローバル不動産市場に影響を及ぼす主な5つの要素について我々の見解を示し、それらの要素がグローバル不動産市場の見通しや投資機会にとってどのような意味を持つのかを考察する。

#### 12 | 楽観的な見方の根拠

次のサイクルでのリターンは過去の実績より低くなると考えられるが、雇用が伸びるとの見通し、引き続き新規物件供給が少ない状況、アクティブ投資運用戦略への投資など、楽観的になる理由がある。

#### 16 | 魅力的なエントリーポイントとしてのデット

デットの投資機会は、不透明な状況下においては、評価額の下落に対する耐性が魅力だ。そうした投資機会は、安定稼働不動産が生み出す確実な収入から、市場の回復局面を十分に捉えるための比較的短期のローンまで、多岐にわたる。

## パート II

### 地域別の不動産市場 見通し

市場別の経済および不動産市場の見通しから、今後12カ月間、リスク調整後ベースで最も魅力的と考えられる投資機会について検証する。

#### 17 | 米州不動産市場見通し

#### 26 | アジア太平洋不動産市場見通し

#### 34 | 欧州不動産市場見通し



# パート I

## グローバル不動産市場の見通し

### 概要

- 引き続き世界的なコロナ禍の影響は続くものの、コロナ禍は今や最悪期を脱し、2021年は世界の経済や不動産市場にとって2020年より格段に良い年になりつつある。
- リスクは依然としてあるが、世界各国が協調して取り組んだ政策を反映し、金融市場や不動産投資市場が低迷する事態は回避された。インフレは引き続き抑制され、低金利が物件価格を下支えてしている状況ではあるが、2021年後半以降は更に堅調な成長が予想される。
- 投資家が再び投資機会を希求して資金を投下し始める中、グローバル不動産市場のさまざまなセクターで異なるパフォーマンスが見受けられている。それはつまり、市場サイクルの各局面で表出する投資機会が同時にもたらされているということである。
- 安定したコア不動産では、雇用回復や引き続き新規物件供給が少ない状況が稼働率や賃料水準を下支えするが、長期リターンの見通しは前回のサイクルより低くなる。
- 高リスクのエクイティおよびデット戦略に関しても、楽観的になる理由がある。なぜなら、収益を生みだし不動産価格を上昇させる潜在的な機会は、賃貸需要が回復する局面や、投資分野を拡大させ、物件のリノベーション、運営プラットフォームやグリーン戦略への転換に投資することで得られるからだ。
- 短期的には、過去の複数のサイクル事例や、エクイティおよびデット投資共に拡大している不動産投資需要は、市場がオーバーシュートする可能性があることを示唆している。

これはコア戦略の投資家にとっては大きな懸念事項ではなく、むしろ成長機会の源泉となるが、バリューアッド戦略の投資家にとっては価格調整リスクを生じさせるものである。

- 現在の投資機会は、不動産の用途・需要の変化に起因する賃貸需要のモメンタムを捉える投資、短期的に物件のリノベーション・用途変更などが必要な不動産、長期的な価格調整が起きている一部の市場における魅力的な価格の物件など、多岐にわたっている。



**現在の投資機会は、不動産の用途・需要の変化に起因する賃貸需要のモメンタムを捉える投資、短期的に物件のリノベーション・用途変更などが必要な不動産、長期的な価格調整が起きている一部の市場における魅力的な価格の物件など、多岐にわたっている。**

## 短期見通しを方向づける5つの要素

2021年のグローバル不動産市場に影響を及ぼす主な5つの要素について分析し、それらが同市場の見通しや投資機会において何を意味するのかを検証する。

### 1. コロナ禍は最悪期を脱却

不動産のテナントや投資家が引き続き困難な状況にあるのは明らかだが、あらゆる展開が予想された2020年初めから半ばにかけてが、コロナ禍の最悪期だった。当時は、企業の財務状況悪化が信用フローに影響を及ぼし、大量倒産によって不動産が創出する賃料収入を激減させかねないとの懸念があった。しかしその後、家計、企業、金融システムを下支えするという世界各国の政策コミットメントを受け、世界経済やグローバル不動産市場の大部分はコロナ禍における運営的な課題に適應してきた。そして、経済活動は今や上昇基調にある。

**当社の見解：**不動産のデストレス案件化が全く発生しないという訳ではないが、それが広範囲にわたって発生する可能性は、時間の経過とともに低下している。現時点で価格調整が起こっていないセクターや市場が、今後調整されるとは考えにくい。

### 2. 各国では、大規模で広範囲な支援策が継続

コロナ禍以降の世界各国の政策コミットメントは、過去の景気後退局面と比較しても大規模なものであり、これが不動産市場を大きく下支えしてきた。社会レベルでは、コロナ禍が発生しなければ健全であった企業が確実にコロナ禍を乗り越え、事業を継続できるような政策が実施された。不動産市場では、雇用維持政策に加え、家計や低迷する業種を対象とした金融支援策が、テナントからの賃料回収率にも反映され、厳しい経済状況下で想定されていた以上に高い回収率が維持された。また、中央銀行も重要な役割を果たした。大きな流動性を供給し、政策金利の低位維持をコミットすることで、企業の財務悪化を抑制し、不動産その他の資産価格を下支えした。コロナ禍は最悪期を脱却したものの、今後ある程度正常な状態を取り戻すまで、総じて各国は引き続き広範囲にわたる政策支援をコミットしている。

**当社の見解：**今後もしばらく大規模な支援策が継続されることで、不動産のキャッシュフローの確実性が高まる。低金利が維持される中、リターンに対する要求も低下し、不動産評価額は上昇する見通しである。

### 3. 2021年は前後半で大きく変化する1年になる見込み

2020年後半に見られた経済活動の初期的な回復は、明らかにV字型だった。しかし、その後多くの主要国で、新型コロナウイルスの感染拡大を抑制するための制限措置が解除され、その後再び制限が課されるといった動きが繰り返されていることを受け、回復の道筋は不安定なものとなっている。ただし、一部の地域ではワクチンの接種が進んでおり、今年後半には、経済活動に重要かつ広範な影響を及ぼし始めるだろう。コロナ禍以前の状況に直ちに回帰する訳ではないかも知れないが、広範な制限措置が緩和されるには十分な水準に達する可能性が高く、これが需要を大幅に拡大させるだろう。

**当社の見解：**2021年後半に制限措置が緩和され、それによって職場復帰が進み、サービス業が完全に再開できるようになるにつれ、テナントのセンチメントが急速に改善し、これが不動産の賃貸需要の持ち直しを下支えすると予想される。

4

#### 4. 経済活動の急速な回復が投資機会をもたらす

コロナ禍は過去の危機とは異なっており、長期間にわたる調整が必要となるような経済、金融面での大きな構造的問題が存在しない。主要先進国では、むしろ状況は過去の危機とは逆のように見える。雇用維持政策および家計を対象とした財政支援策が、必要以上に経済損失の軽減に成功しているように見受けられ、家計貯蓄は増加している。ひとたび制限措置が緩和されれば、経済が急速に回復する要件が整っていると言える。また、重要な点として、インフレ期待は引き続き抑制されており、今後も低金利が持続する可能性を示唆している。

**当社の見解：**足元のセンチメントは低調だが、経済が急速に成長すれば、センチメントも急激に改善し、企業は拡大モードに移行する。これにより、不動産の賃貸需要も拡大し、魅力的な投資機会が生まれる。

5

#### 5. セクター別パフォーマンスはかつてないほど乖離

景気後退や市場低迷局面では、常に勝者と敗者が存在するのは言うまでもないが、そのパターンが極めて早期に明確になったことが今回の危機の特徴と言える。通常は、不確実性の高い初期段階では、需要減少、リスクプレミアムの上昇、供給過剰といった共通要因によって、市場のほとんどのセクターが影響を受ける。しかし今回は、世界各国の支援策の規模やスピードに加え、一部の不動産需要には壊滅的なダメージを与える一方でEコマースには業容の拡大をもたらすなど、構造変化を加速させるコロナ禍の特性に基づいて、物流施設などのセクターは明らかな追い風を受けた。一方、商業施設やホテルといった、その他のセクターには逆風となり、苦戦する結果となった。

**当社の見解：**今回の危機はこれまでとは異なり、サイクルの全局面におけるあらゆる投資機会が同時にもたらされた。高成長を実現して資金を呼び込むセクターや市場がある一方で、テナント需要の低迷に直面するセクターや市場もある。

## 楽観的な見方の根拠

金利が下限近くを推移して利回りの縮小余地が少ないことから、次の市場サイクルを通して、リターン水準は2010～2020年のサイクルより低下するというのが我々の見方である。しかし、楽観的な見方をする理由も存在している。

### 雇用の回復がスペース需要を下支えする

不動産需要とは、本質的には物理的なスペースに対する需要である。近年の世界経済の成長に関して特筆すべきは、生産性の向上より雇用の増加が大きく寄与しているということだ。人々が働くためには物理的なスペースが必要である。そのため、従業員1人当たりの平均必要面積は年々減少していることに加え、直近のサイクルでは経済成長率が過去のサイクルより抑制的だったものの、雇用者数の着実な増加がサイクル全体を通して不動産需要を下支えた。

短期的な急拡大の先を見据えると、アジア太平洋の高成長地域を除いて、世界経済の長期的成長見通しは引き続き抑制的な水準で推移することが見込まれるインフレ期待は引き続き抑制的であり、これが一因となって主要国の中央銀行は拙速に利上げする意向を示していない。

概して言えば、雇用の増加が次のサイクル全体を通して経済成長の牽引役になる見通しである。これは不動産オーナーにとっては、物理的なスペースに対する需要が続くということを意味する。最も顕著なのはオフィス・セクターだが、それ以外のセクターでも一般的に需要が見込めるだろう。

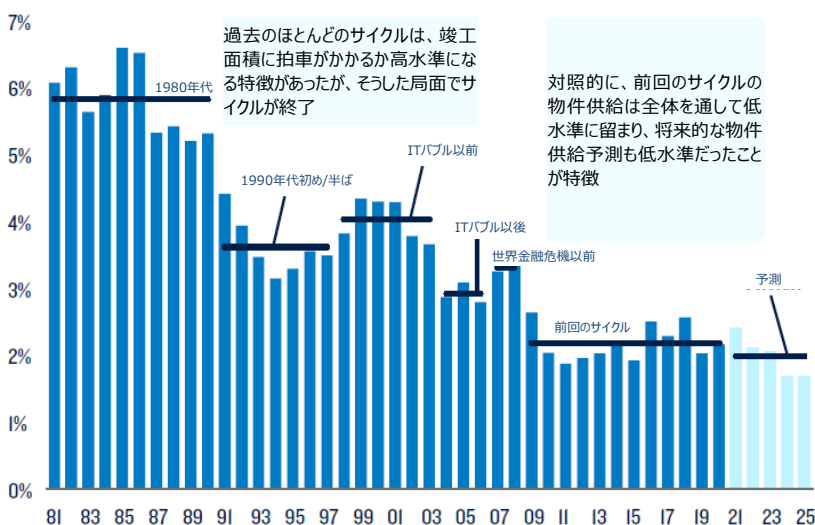
主要国において労働人口が減少する見込みであることが今後このシナリオの重石となる可能性があるが、当面にわたって経済活動が正常化するにつれ、スペース需要が着実に回復する可能性が高い。こうした状況によって稼働率や賃料収入の増加がもたらされるかは、新規物件供給との兼ね合いとなるだろう。

### 現在は依然として新規物件供給が少ない状況

コロナ禍は、どちらかと言えば、限定的な新規物件供給を助長したと言えるだろう。需要増に対応するために新規物件の供給が増え続けた物流施設セクターを別にすれば、オフィスや商業施設から人が消えた昨年の状況を踏まえ、開発業者は開発を再検討している。こうした中、開発プロジェクトの進行が遅延あるいはプロジェクトが開始されないことを受け、供給予測が下方修正されている（図表2）。

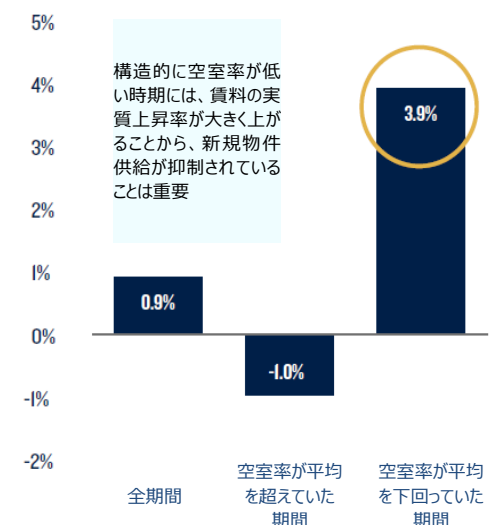
図表2：世界の全物件供給サイクルおよび空室率水準別のオフィス賃料上昇率

世界の全物件供給の伸び率推定（対既存物件比率、%）



出所：クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、REIS、PMA、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

1980年以降のオフィス賃料の実質上昇率（年率%）



不動産投資家にとっては、物件供給が抑制的であることが重要である。過去40年間を振り返ると、物件供給が多かった期間が、その後長く続く高水準の空室率をもたらしている。参考までにオフィス・セクターを例にとると、空室率が平均を下回る期間においては、貸し手が賃料を引き上げる交渉力が高まるため、明らかに賃料収入の成長率が高くなる。逆に物件供給が過剰な期間には、経済成長率が比較的高い局面であっても借り手の交渉力が強くなる。

不動産に向けられる投資資金は大きいと、こうした資金が最終的に新規物件供給の増加をもたらすリスクもある。しかし、ほとんどのセクターでは開発開始から竣工までに時間がかかるため、物件供給の伸びが低い状況が今後もしばらくは続くだろう。そのため、2020年にはコロナ禍を背景に空室率が急上昇したものの、概して低い水準で推移する空室率が、今後数年間の賃料上昇を下支えすると考える。

## 不動産市場はオーバーシュートする傾向がある

グローバル不動産市場は、一見したところ概ね長期的な均衡水準で推移しているように見える。

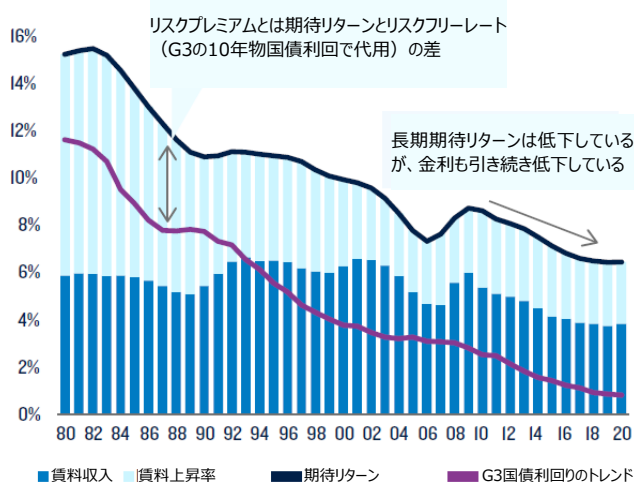
最も長期間のデータが入りできるオフィスを例として取り上げると、利回り、インフレ率、生産性の低下を主要因とする近年の期待リターンは、概ね長期リスクフリーレートの低下傾向に沿った形で低下していることが分かる（図表3）。なお、リスクフリーレートは、G3（米国、ユーロ圏、日本）の10年物国債利回りの傾向線（トレンドライン）を代用した。

リスクフリーレートに対するリスクプレミアムの水準は、時間の経過とともに変化してきたが、1990年代後半以降は安定的に推移している。更に重要なことに、期待リターンはリスクプレミアム曲線を中心に上下しながら推移している。基本的には、不動産賃料が上昇する可能性や市場金利水準を勘案した上で、利回りが低すぎる局面がオーバーシュートとなる。

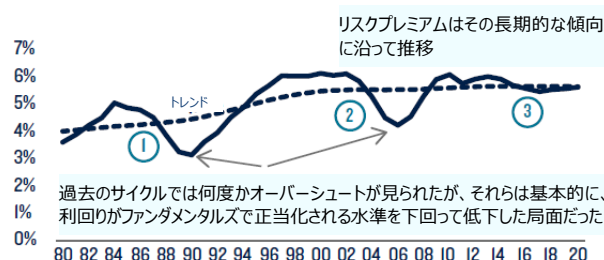
1980年以降のオーバーシュート局面は3回あり、直近のオーバーシュートは、利回りの低下が鈍化し、その後世界的なコロナ禍が発生して、利回り低下が完全に止まったことで急速に収束した。過去の事例を見ても、次のサイクルでは、リスクプレミアムがその回帰曲線上から乖離せずに推移するとは言えないだろう。妥当と考えられるリスクプレミアムを超えるまたは下回る局面もありそうだが、投資資金の増加やモメンタムを考慮すればオーバーシュートする可能性の方が高いだろう。

図表3：世界のオフィス・セクターにおける長期期待リターンおよび推定リスクプレミアム

プライムオフィスの長期期待リターンおよび国債利回りの推移（トレンドライン）－世界の先進国市場（%）



世界のオフィスの想定リスクプレミアム（%）



過去のオーバーシュート事例

- ① 1980年代後半から後半には、投資家は金融緩和に支えられ、楽観的な試算に基づいて不動産を値付けた。つまり、1990年代初めに経済成長が減速した局面では利回りが低すぎた（また、新規物件供給も多すぎた）。
- ② ITバブル後の世界的な過剰流動性局面が、不動産利回りを求める投資資金を増加させた。不動産価格は世界金融危機が起こるまで、当時の認識では底堅いとされていた経済や金融市場に支えられた。
- ③ 直近のサイクルでは、利回りを希求する動きによって物件取引が急増し、不動産利回りは過去最低水準まで低下した。ただし、それに続いて金利もなお一層低下したことから均衡水準を回復した。

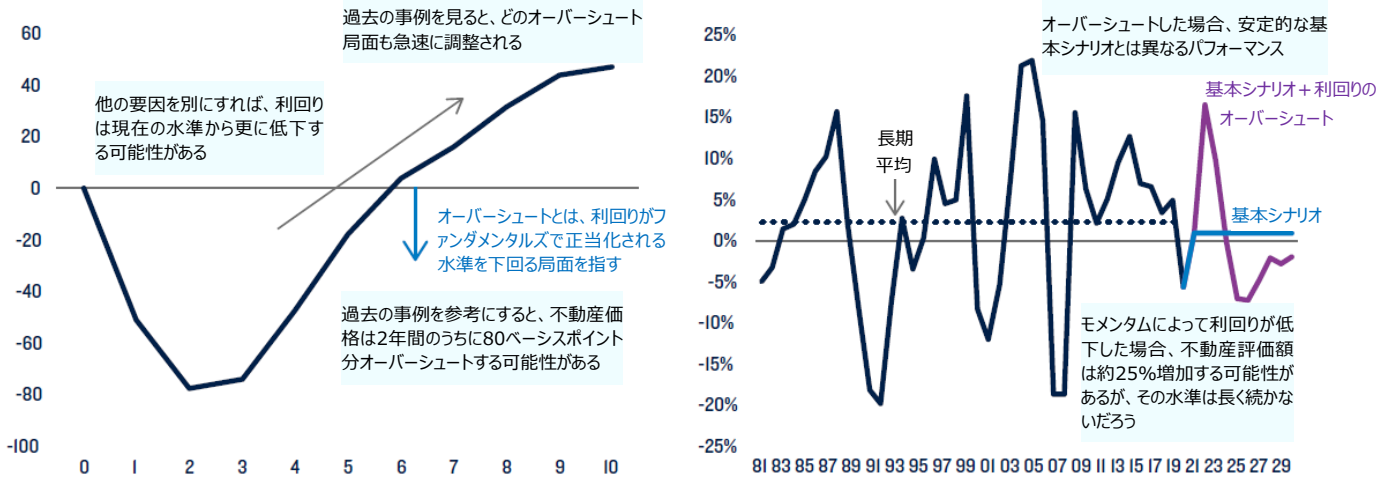
注記：G3とは米国、ユーロ圏、日本を指す。

出所：クシュマン&ウエイクフィールド、JLL、REIS、PMA、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

図表4：利回りのオーバーシュートとそれが不動産評価額の伸びに及ぼす影響

オフィス利回りがオーバーシュートした過去の期間の平均（ベースポイント）

不動産評価額の実質成長率－世界の先進国オフィス市場（年率 %）



出所：クシュマン&amp;ウェイクフィールド、JLL、REIS、PMA、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## したがって、市場成長率が高くなる局面がありえる

図表4では、過去の平均を用いてオーバーシュートについて分析している。投資資金の流入やセンチメントが主要因となって利回りが均衡水準から低下していくが、ボトムに達するまで通常2～3年かかり、その後利回りは最終的には調整されて均衡水準に向けて回帰していく。このオーバーシュートのパターンを当てはめると、安定的な利回りと賃料の実質上昇率を反映した基本シナリオよりはるかに変動の大きい実質不動産価格の動きが導き出される。過去事例を見ても、こちらの方がより現実的なシナリオと言えるだろう。

図表3および4で示した分析には次の2つの意味合いがある。

1. コア戦略の投資家にとっては、現在の不動産価格は長期的に見て概ね妥当な水準となっている。短期的には、オーバーシュートに伴って評価額が若干上昇するかも知れないが、その後均衡水準に回帰するにつれ、こうした上昇分はいずれ帳消しになるだろう。マルチアセット戦略の観点では、評価額が今後1～2年で10%か15%上昇する場合、それは利益を確定し、その資金を他の資産クラスに回すべきだという合図になるだろう。
2. バリューストック戦略の投資家にとっては、評価額がファンダメンタルズを上回って更に上昇する見通しが、短期的な賃貸需要の良好なモメンタムや構造的なトレンドに支えられた戦略を追求する追加的な理由となる。

利回りが改めて低下することでリターンが短期的に拡大するかも知れないが、その後調整されるリスクがある。物流施設などのセクターは、リスクプレミアムが長期的に低下していく可能性が高いため、今後の調整に対してより耐性が高いが、それでもこの変動は免れない可能性がある。

## 価値を創造するには他のアプローチもある

不動産投資とは、安定的なリターンを享受するだけのものではない。不動産の既存物件の価値は一定ではない。よって、そこから創出される賃料収入を通じた投資家にとっての価値も一定ではない。投資家は保有物件を積極的に運用してその物件価値を根元的に変えることができ、経済活動からの保有物件の利益を享受する立場に立つこともできる。

安定した市場パフォーマンスを超過するためのアプローチの事例を次に示す。

- **アセット・マネジメント（物件運用）を通して賃料収入を増やす**：投資家は物件レベルの賃料収入を増やし、それによって評価額の上昇を促すことが可能である。現在の環境下において、例えば契約賃料が一定でも、空室率を減らすか契約時の割引を縮小することが近道となる。これにより、契約賃料のトレンドや予測が示唆する以上に物件全体の賃料収入が増加する可能性が高まる。
- **運営ビジネスに投資する**：不動産投資家は、不動産という四方の壁と天井からなる建物以上に、その価値創造の可能

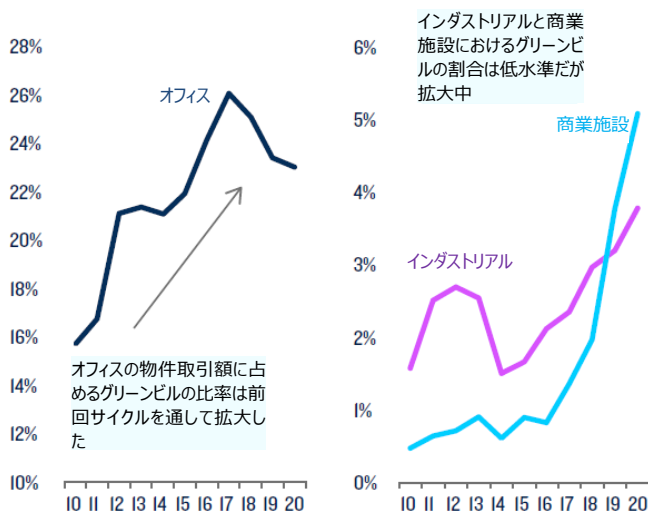
性が広がっていることを認識し始めている。データセンター、冷凍冷蔵倉庫、シニアハウジング（高齢者向け住宅）の一部など特殊用途の不動産は、専用設備、運営面の専門性、ブランドとしての認知度が必要である。不動産の貸し手は運営者でもあり、より高い賃料を獲得したり、そうした特殊用途から得られる利益の一部を享受したりすることで、リターンを高める可能性があるだろう。もちろん、これに伴うリスクも高まる。とりわけ、建物や設備の陳腐化、維持費の増加、従来型の定期賃貸とは異なる利益連動の変動賃料となる収益構造に関連するリスクが挙げられる。

- リノベーション・改修：**家計や企業にとって、コロナ禍の余波は、自身の今後の不動産ニーズを評価する良い機会になっている。より築年数が進んだ建物や既存の住宅物件は、コロナ禍後の職場の換気や感染抑制に関する規制に加え、家計が志向するライフスタイルの変化に、これまで以上に晒されるようになってきている。こうしたニーズに合致する既存物件は実際には限定的であり、将来的なニーズに合致するような空間を提供するために、保有資産の大規模改修や新たな物件開発が見込まれる。これにより、多くのセクターにおいて投資機会が増している。

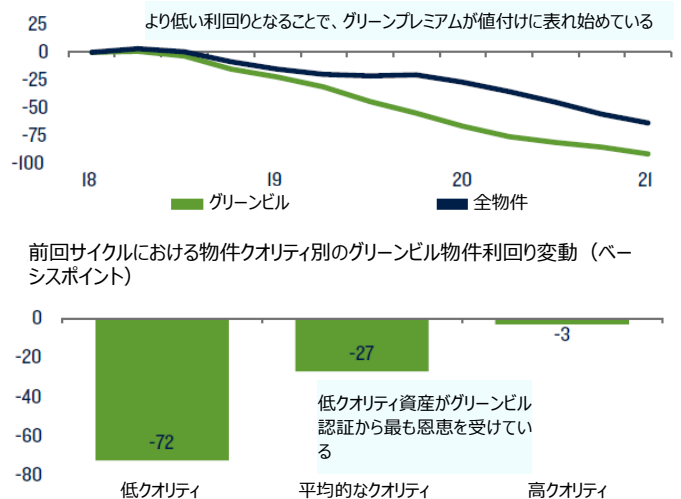
- グリーン投資戦略に資金を回す：**投資家の間でグリーンビルに着目する動きが明らかに増えている。例えば、建築物の環境性能を評価するBREEAMやLEEDなどの認証を取得した建物が増加している。この傾向は商業施設とインダストリアルセクターで最も顕著だが、オフィスでも明らかに見てとれる。そして重要な点として、昨今ではグリーンプレミアムが付与されるようになりつつある。つまり、不動産のクオリティに拘わらず、認証を取得した物件が通常の物件より高い価格を実現している（図表5）。利回りの更なる低下によって、グリーン投資戦略に振り向けられる資金が増加しており、今後もこの傾向は継続するだろう。加えて、グリーンビルが生み出す賃料収入の成長性が、更なる利回り低下に寄与している。

**図表5：世界の不動産投資に占めるグリーンビルの比率および価格水準**

世界のセクター別物件取引額全体に占めるグリーンビルの割合（％）



2018年1-3月期以降の世界のオフィス物件取引における利回りの変化



注記：グリーンビルは、BREEAM（優良～極めて優良）またはLEED（ブロンズ～プラチナ）のいずれかの認証を取得した資産。

出所：リアルキャピタルアナリティクス、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## 魅力的なエントリーポイント としての不動産デット

### コア不動産デット戦略の投資家は引き続き着 実なインカム収益を評価

安定稼働物件からの確実な収入が、引き続きコアデット戦略の着実な収益源になるだろう。賃貸の稼働状況によってキャッシュフローが予測可能になるほか、評価額の上昇が担保価値に恩恵をもたらす物流施設や賃貸住宅などのセクターでは、こうした収益源は特に魅力的である。国債や投資適格社債のリターンが低いことを考慮すれば、底堅い賃料収入がある物件を対象としたローンは、長期デット戦略にとって魅力的であり続けるだろう。

同時に、投資資金の流入により競争が激しくなっていることで、信用スプレッドは縮小していくと考えられるが、今後長期的に成長する可能性の高いセクターや市場においてデット投資機会は存在している。その例として、冷凍冷蔵倉庫、ラストマイル物流施設、医療施設、シニアハウジング（高齢者向け住宅）といった人口動態に関するトレンドに裏づけられたセクターや、デジタル時代のインフラを提供するデータセンターなどのセクターが挙げられる。

### 回復局面を取り込むデット投資

オフィスや厳選した一部の商業施設やホテルなどの、調整を経て持ち直すあるいは回復に向かっているセクターでは、デット戦略は興味深いエントリーポイントとなる。回復のスピードや持続性をめぐる不透明感は依然として強いものの、コアデット戦略は評価額の更なる下落に対する耐性を提供することができるからだ。また、リスクリターンより高いデット投資では、生活必需品を扱う商業施設、ホテル、一等地の高品質なオフィスといった物件が回復するに従って、それらの評価額上昇の一部を捉える投資機会も得られる。

この分野では、回復局面を捉えるための柔軟性を有していることから、特に短期デット投資が魅力的だ。短期ローンには金利上昇に対する耐性という利点もある。短期ローンは柔軟性を有しており、不動産サイクルのより好ましい局面になった時点で満期が到来し、これによって回収した投資資金をより高い貸出金利で再投資できる可能性がある。

### デレション・規制・市場の混乱

#### 利回りが高まる中、デレションがリターンを牽引

米国の場合

- 米国では、経済活動の好ましいモメンタムがインフレ期待の高まりという形で現れ、イールドカーブのスティープ化につながっている。
- こうした状況では、市況が更に改善して金利が上昇した局面で再投資できる短期デット投資が魅力的な投資機会となっており、特に回復が見込まれる市場には好ましい。
- 盤石な収入に重点を置いた長期デットを愛好するコアデット戦略も、引き続き魅力的である。これは、投資適格債券への需要が続くことで市場金利の上昇が抑制されるほか、市場で現在高まっている経済成長期待が後退すると我々が予想していることも理由として挙げられる。

#### 規制による銀行のリスク回避で、デットの貸し手がさらに多様化

欧州の場合

- 欧州の銀行セクターへの規制圧力が続いている関係で、投資用不動産デット市場における銀行のシェアが低下している。これは、銀行が引き続き融資ポートフォリオのリスク低減を進める既存の構造的なトレンドによるものであり、コロナ禍によってこのトレンドは加速している。
- それでも、貸出資金は不足していない。これは、欧州において過去10年間のうちに、あらゆるデット投資において、非銀行系の貸し手市場が確立したためだ。借入人の借入ニーズを満たすべく銀行と非銀行系の貸し手は協働しており、これが市場の安定化に寄与している。
- 欧州の3大市場であるフランス、ドイツ、英国では、合計すると年間平均約1,000億ユーロの満期による借り換え需要があり、投資用不動産デット市場では一定のペース、あるいは更に貸し手が多様化する機会が生まれている。

#### 資本市場の混乱

中国の場合

- 中国は不動産セクターの信用引き締めや融資の増加抑制を行っており、私募デット市場を中心に、不動産投資家にとって投資機会が拡大している。
- 中国政府による銀行融資の引き締め継続を受け、不動産開発業者は会社規模を問わず、借入債務の返済や新規用地の取得資金を賄うべく、物件を売却しようとしている。同時に債務の不履行も増加しており、ディストレス案件が市場に出回りつつある。



# パート II

## 地域別 不動産市場 見通し

### 米州

#### 市場見通しおよび投資機会 を裏づける主な要素

- ワクチンの接種が進むにつれ、米国経済は今年後半を通していくつかの追い風から恩恵を受ける見込みである。それらの追い風には、経済活動が完全に再開するとの見通し、膨らんだ貯蓄を原資とした消費支出の増加、追加財政刺激策が含まれる。一方、中南米が回復するには時間がかかるだろう。
- 経済状況の改善や労働市場の拡大に支えられ、不動産テナントの需要は最悪期を脱している。
- 米国連邦準備制度理事会（FRB）は引き続き金融政策による経済支援を明言している。引き続き低金利が続くとの見通しは、利回りのさらなる縮小を示唆している。
- 商業施設やオフィスの一部は構造的な逆風に直面しているため、インカム収益を中心とする底堅いパフォーマンスをあげられる非従来型セクターに投資家はますます注目している。
- メキシコでは、減少した国内需要の回復スピードは遅れると見込まれる一方、輸出中心の製造業やEコマースセクターが引き続き拡大している。

#### 投資機会まとめ

米州の経済および不動産市場の見通しに関する我々の評価に基づく、今後12カ月間にわたる最も魅力的なリスク調整後ベースの投資機会として以下が挙げられる。

##### ■ 短期的な回復

###### 都市部の賃貸住宅

都市部の賃貸住宅市場は調整に苦しんだが、職場や周辺施設が再開するにつれ、パフォーマンスが急速に持ち直すと予想される。

###### Aクラスのオフィス

オフィスの今後の使い方は急速に変化しつつあるが、その変化は既存トレンドの延長と言える。需要はますますAクラスのオフィス物件に集中していくだろう。

##### ■ 長期的な調整

###### ラストマイル商業施設

住宅地に隣接する地域密着型ショッピングセンターにはオンライン消費の増加に対する耐性があり、商業施設が完全再開するにつれ、良好なパフォーマンスをあげられる見込みである。

##### ■ 継続する追い風

###### 非従来型セクター

キャッシュフローの底堅さ、資本的支出の少なさ、分散投資の観点から、非従来型の物件タイプが機関投資家の注目を集めている。

##### ■ 加速する変化

###### メキシコの物流施設

メキシコの大都市において、オンラインショッピングの増加に伴う物流需要が生まれている。現在のEコマース普及率はまだ低く、テナント需要が成長余地は大きい。

## 投資機会の概要

### 1. 都市部の賃貸住宅

#### 短期的な回復

**都市部の賃貸住宅は調整に苦しんだが、職場や周辺施設が再開するにつれ、パフォーマンスが急速に持ち直すと予想される。**

コロナ禍が米国およびグローバル不動産市場の大部分に及ぼした影響は、概して驚くほど軽微だったが、都市部の賃貸住宅では賃料や評価額が大幅に調整した（図表AM1）。我々は、今後想定されるオフィスやレストランの再開によって、都市部居住を好む傾向は若年層で回復すると見ている。そのため、都市部立地の賃貸住宅の需要や賃料は持ち直す見通しであり、それらが潜在的な投資リターンを押し上げるだろう。

一方、同セクターおよび投資家にとっての投資機会は変化したと認識することも重要である。柔軟な勤務形態の導入拡大は、従業員がオフィスにそれほど縛られなくなったということを意味する。そのため、職場には近いが賃料の高い立地より、周辺施設が整った都市部近郊の賃貸住宅の方が魅力的になっている。

都市部の賃貸住宅の賃料は、世界的に新型コロナウイルスの感染が拡大し、人々が職場に近く賃料の高い賃貸住宅から引っ越したことで下落した。こうしたテナントの行動は、新規物件供給の大量追加によって増幅されたが、それでも都市部の賃貸住宅の投資パフォーマンスは最悪期を脱したように見受けられる。

具体的には、新規需要が2四半期連続で減少した後、2020年10-12月期にはプラスに転じている。実効賃料も今では下落しておらず、市街地市場の一部ではワクチン接種の進捗や職場再開によってテナントのセンチメントが後押しされているとして、賃料の上昇が見られる。

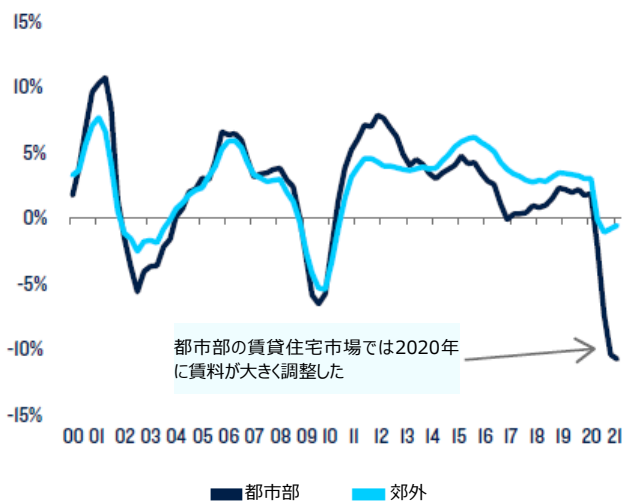
短期的な回復を別にすると、年齢層が上昇したミレニアル世代が賃貸から持ち家や郊外居住に転居し、今後の賃貸需要の重石になるとの懸念があるが、こうした懸念は過剰評価されていると我々は考えている。

都市部居住への選好度合いは確実に変化してきた。具体的には、2006年以降ではその時点で25～34歳ならびに35～45歳である人口が都市部居住に一層集中するようになってきている（図表AM2）。年齢層に代えて世代別で見ても、同様にミレニアルが、彼らより前の世代が彼らの年齢だった時期以上に都市部居住に傾倒しているように見受けられる。実際に、1989年以前に生まれた前期ミレニアル人口の都市部居住比率は、過去10年間で大きく上昇してきた。

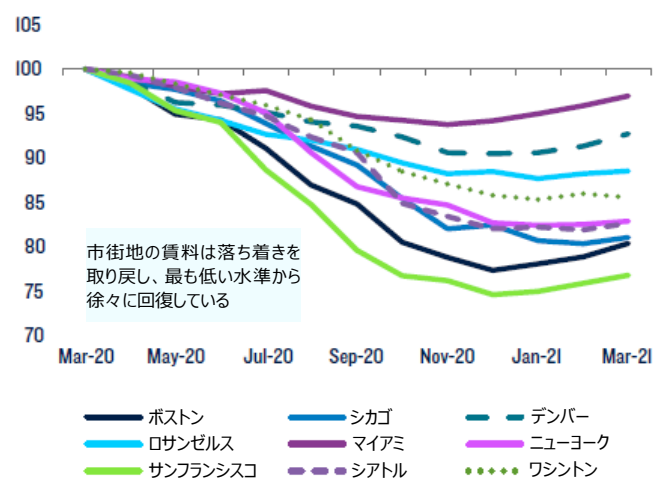
結論としては、コロナ禍が及ぼす短期的な影響は最悪期を脱しており、都市部立地の賃貸住宅は底を打った後に回復する見込みであり、短期的に見れば相対的に高いリターンをもたらすだろう。

**図表AM1：市街地に立地する賃貸住宅の賃料上昇率および実効賃料水準**

賃貸住宅の実効賃料上昇率（年率%）



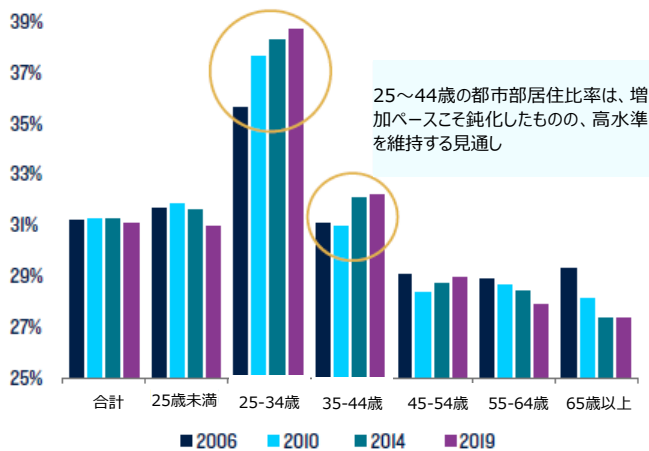
市街地の賃貸住宅の実効賃料指数（2020年3月=100）



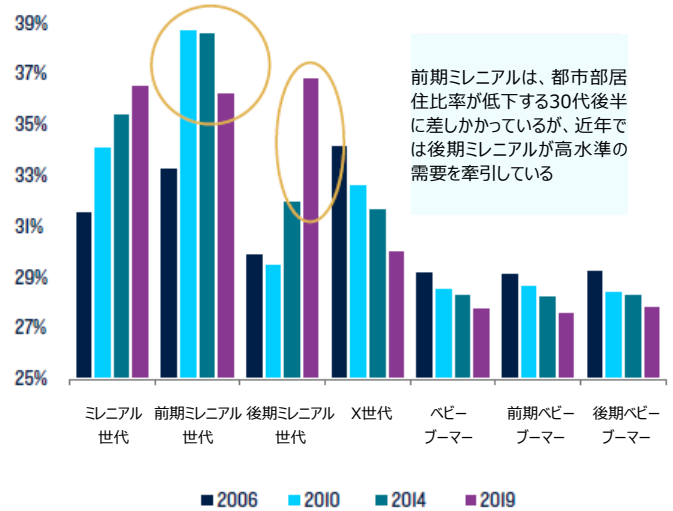
出所：リアルページ、PGIMリアルエステート。2021年5月現在。

図表AM2：年齢層および世代別の都市部居住に対する選好度

都市部居住人口の年齢層別構成比 (%)



世代別の都市部に居住する人口比率 (%)



注記：コロナ禍前の選好を示すには、一時的な要因が都市部居住にマイナスの影響を及ぼした2020年より、2019年のデータを使用した方が適切な指標であると我々は判断した。

出所：米国コミュニティ調査（2006～2019年）、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## 2. Aクラスのオフィス

### 短期的な回復

**今後のオフィスの使い方は急速に変化しつつあるが、それは既存トレンドの延長と考えられる。需要はますますAクラスのオフィス物件に集まっていくだろう。**

在宅勤務がオフィスの賃貸需要にとって脅威であることは事実だが、企業が事業を営む上でオフィスは今後も不可欠な要素であり続けると我々は想定している。経済が再開し、賃貸市場がコロナ禍後のニーズに適応していく中で、クオリティがこれまで以上に重要になっている。一方で、都市中心部の一等地に立地する最新の高品質なオフィスの供給は不足している。そのため、新規オフィスビルの開発や既存物件の大規模リノベーションによる物件のアップグレードによって、立地が良く質の高いオフィスを提供する案件は、インカム収益を成長させる投資機会になると考える。

これは1つには、従業員間の協働を促進する、研修や教育を実施する、企業文化を醸成・維持するといった目的のために、オフィスが引き続き重要な役割を果たすと想定されるためである。テナント企業は、コスト削減の可能性や高水準の人材を維持するという観点から、在宅勤務の拡大を実現する必要に迫られており、今後の働き方は、在宅勤務とオフィス勤務のバランスを取るハイブリッドモデルに変換していくだろう。

そうした変換には先進的なAクラスのオフィス物件が必要になるが、該当する物件は限定的である。オフィスの新規物件供給は過去20年間にわたって下降線を辿っており、既存のオフィス物件の70%以上が1990年以前に建設されたものである一方、2010年以降の建設は僅か9%に留まっている（図表AM3）。今後の物件供給計画も減少している。

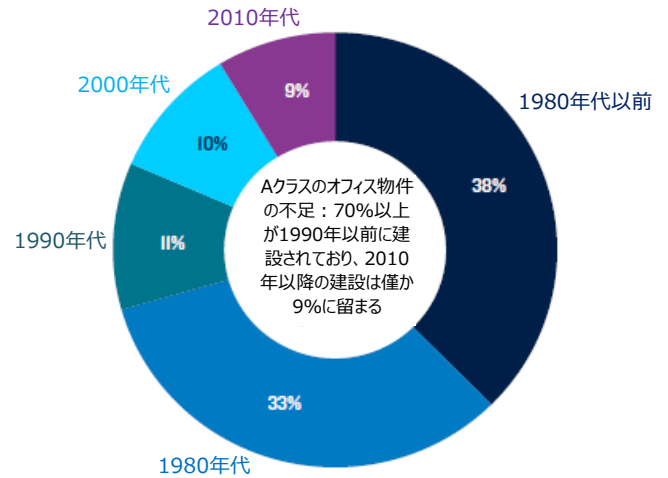
一方で、2010年以降に建設されたかリノベーションされたオフィス物件は、コロナ禍以前に既に高い賃料上昇率を実現していた（図表AM4）。

但し、Aクラスのオフィス物件を供給するという投資戦略にも課題はある。具体的には、クオリティが高いAクラスのオフィス物件の維持管理費用が上昇している。近年、資本的支出の必要性が急速に高まり、2015～2019年の間にその額はほぼ倍増している。

我々が選好する具体的な戦略は、新規物件供給が少なく、教育水準の高い人材が多いサンフランシスコやニューヨークなどの都市の一等地の立地を選び、Aクラスのオフィス物件を新しく開発あるいは既存物件のリノベーションによるアップグレードによって、需要に対して供給が不足している状況を投資機会として捉えるものである。これらの市場はコロナ禍で大きな打撃を受けたが、主要なテナント企業が職場を再開させていけば速やかに回復することが見込まれる。

図表AM3：既存オフィス物件の築年数

既存オフィス物件の建築時期分布%

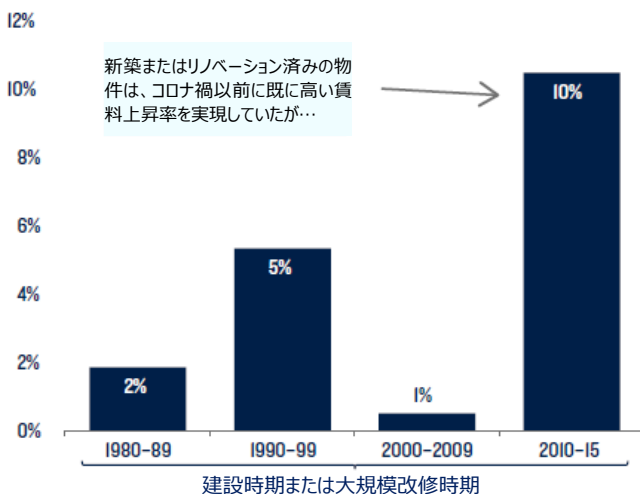


注記：データは当初建設された年代を参照しており、取り壊し、再開発、改修活動は考慮していない。

出所：REIS、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

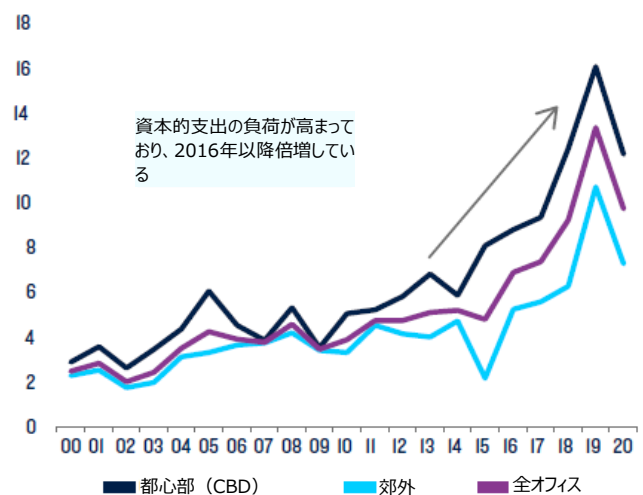
図表AM4：オフィスの建築時期別賃貸利益（NOI）成長率および資本的支出の推移

建築時期または大規模改修最終実施時期別オフィスの賃貸利益（NOI）成長率（2017～19年、年率%）



出所：NCREIF、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

テナント向け改装およびビル修繕費用（1平方フィート当たり、米ドル）



### 3. ラストマイル商業施設

#### 長期的な調整

**住宅地に隣接する商業施設にはオンライン消費の増加に対する耐性があり、商業施設が完全再開するにつれ、良好なパフォーマンスをあげる見込みである。**

商業施設は引き続き投資家が回避しているセクターではあるが、同セクターの一部は投資家にとって魅力的な安定したキャッシュフローを提供することができると我々は見ている。地域密着型ショッピングセンターなど、生活必需品を扱う店舗が入居する商業施設では既に空室率が低く、米国経済が再開するにつれて需要が大きく持ち直すはずである。この業態は、人口動態が牽引する郊外住宅への人口増加の恩恵を受ける。更に、これらの物件は適切なアセットマネジメントを行えば、低コストの配送拠点として機能し、オンライン消費拡大の恩恵を受けることも可能である。

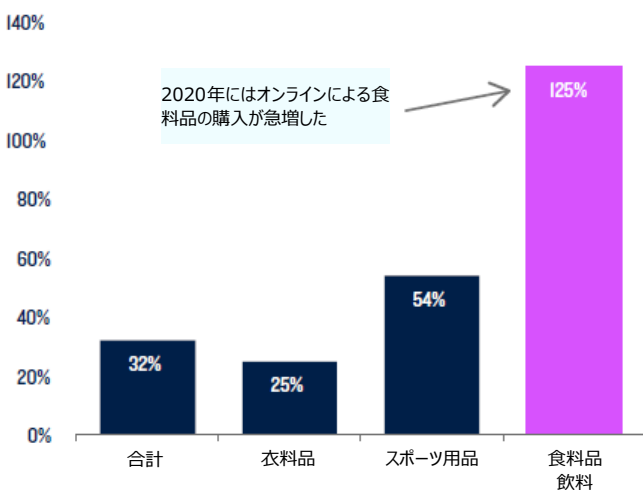
商業施設セクターは、コロナ禍によって大きな打撃を受けた。近年はEコマースが拡大を続けていたため、商業施設の一部は、テナントをサービス業中心に入れ替えることで「消費」ではなく「体験」を消費者に提供し、訪れることを目的とする体験型施設への転換に成功してきた。

残念ながら、こうした業態はコロナ禍による打撃を最も大きく受け、多くの中小店舗、レストラン、その他サービスを中心としたテナントは、コロナ禍を乗り切るために賃料救済措置に頼らざるを得なかった。しかし、コロナ禍において消費者が積み増した貯蓄や先送りした消費によって、レストラン、美容院等の体験型サービスに対する需要が急速に持ち直す可能性が高く、同業態の今後のインカム収益の改善に寄与するだろう。

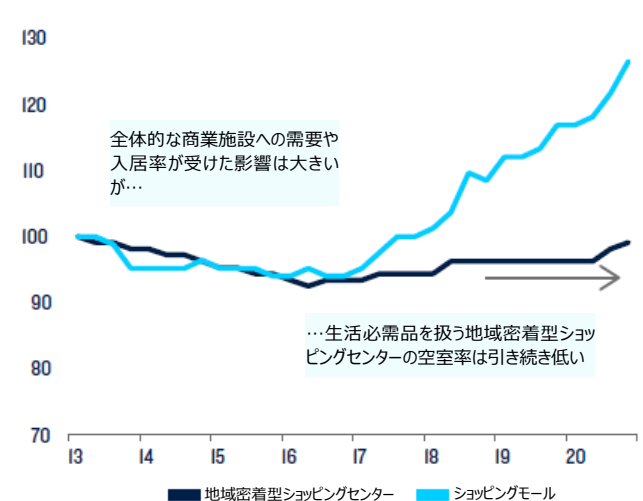
全体として見れば、商業施設は今もオンライン消費の継続的な拡大の逆風を受けている。多くの小売業者はそれに適応せざるを得なくなっており、直近では生活必需品についても圧力が強まっている。具体的には、コロナ禍以前はEコマースの影響を比較的受けていなかった食料品が、今ではオンライン販売で最も成長著しいセグメントになっている。昨年都市封鎖（ロックダウン）中に購入が急増し、小売店舗が再開しても高水準のままであることから、顧客が完全にオンライン購入に切り替えた可能性がある（図表AM5）。食料品市場に占めるオンライン販売の割合は依然として6%と小さいが、2019年の僅か2%から急上昇している。

**図表AM5：商業施設の業態別オンライン消費上昇率および空室率**

業態別オンライン消費上昇率（2020年、%）



商業施設の業態別空室率（2013年 = 100として指数化）



出所：米国勢調査局小売指標部門、REIS、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

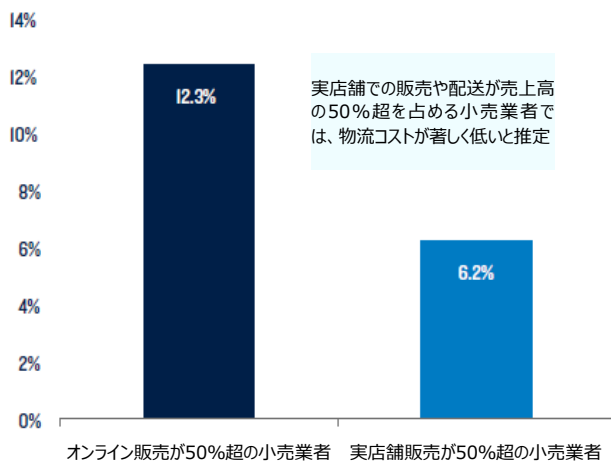
こうした急速な需要の増加により、立ち上がったばかりの食料品物流インフラでは、消費者への配送をカバーし切れていない。こうしたオンライン消費への転換が進む中、食料品を扱う店舗を主要テナントとしてきた地域密着型ショッピングセンターは、役割を失うのではなく変化に適応し、今ではラストマイル配送拠点として活動している。その結果、地域密着型ショッピングセンターの空室率は低い状態が続いている。

問題は、こうした一時的な解決策が、商業施設需要を支える長期的なトレンドになるかどうかである。実際にはオンライン販売の物流コストは高いため、小売業者は特に食料品や日用品などの薄利多売の必需品については、店舗での購買に消費者を誘導し続けるだろうと我々は予想している。

ショッピングモールなど、苦戦が続く他の商業施設セグメントとは大きく異なり、地域密着型ショッピングセンターは昨年にとり非常に厳しい状況だったにも拘わらず、こうした変化に適応することによって安定性という強みを維持することに成功した。生活必需品を扱う商業施設が生み出す安定したキャッシュフローは、投資家の不動産ポートフォリオ構築において有効であるため、同セグメントには徐々に投資家の資金が回帰して不動産価格を下支えすることになると我々は予想している。

#### 図表AM6：小売業者の物流コスト

小売業者の倉庫および輸送コストの対売上高比率（％）



出所：フリーウェブス、ガートナー、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## 4. 非従来型セクター

継続する追い風

**キャッシュフローの底堅さ、資本的支出の少なさ、分散投資の観点から、非従来型物件タイプが機関投資家の注目を集めている。**

低リターン環境に加え、商業施設やオフィスといった伝統的に不動産投資を支配してきた従来型セクターの需要が圧力に晒される中、非従来型の物件タイプは引き続き底堅いキャッシュフローやアウトパフォームの可能性を投資家に提供している。これら物件タイプにおいては、特に物件運営が必要になる場合にはリスクも高まる場合が多いが、賢明な投資家は、データセンター、シニアハウジング（高齢者向け住宅）、セルフストレージ（個人向け倉庫）などのセクターに投資するのに必要な専門性を利用することができる立場にある。

キャップレート（不動産利回り）のスプレッドが縮小した後の局面で、投資家の関心が非従来型セクターに集まるのは珍しい。投資家はリターンが低下した局面で利回りを追求するため、サイクルの後半でこれらのセクターに投資するのが通常である。

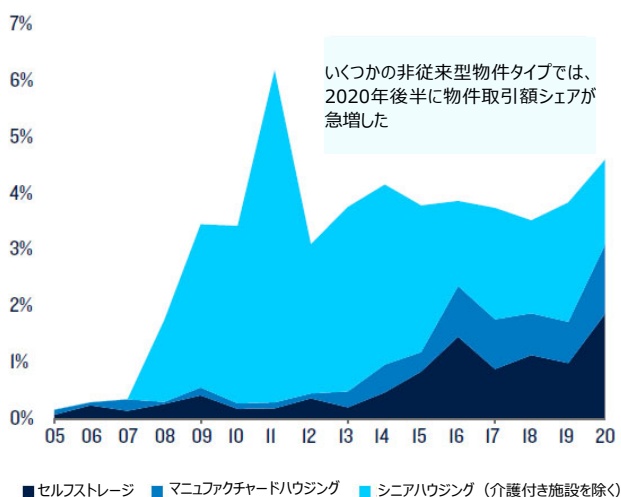
市場規模が大きい非従来型セクターのうち、セルフストレージ、マニファクチャードハウジング、シニアハウジングの3物件タイプへの投資は2020年後半に急増したが、依然として取引額全体の5%未満に留まっている（図表AM7）。

なお、非従来型の物件タイプには専門性が必要とされるという事実は、私募不動産市場が、保有不動産の50%以上が従来型の4大物件タイプ以外である不動産投資信託（REIT）市場と大きく異なる動きをする理由を理解するのに役立つ。実際に、現時点におけるREITのユニバースで最大の物件タイプはインフラ施設であり、その大部分が携帯電話用の電波塔だ。加えて、データセンターの構成比もオフィスより大きい。

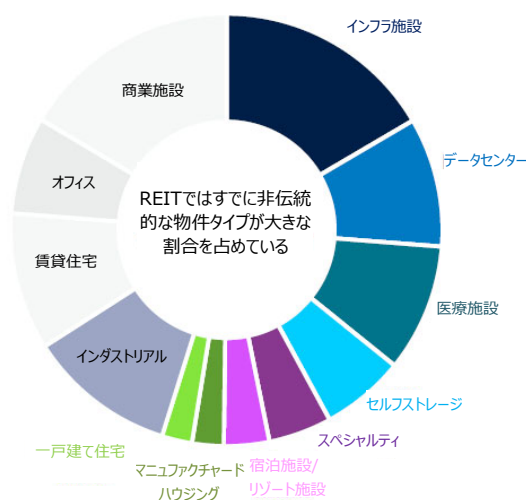
非従来型の不動産については、そのセクター特化型のビジネスモデルや資金の集めやすさから、REITが先に投資を開始することが多い。REIT市場のトレンドは、今後私募不動産市場でも非従来型セクターの比率が高まっていくことを示唆している。それは1つには、私募投資家向けに各社が投資運用の専門性を高めてきたためであり、逆に言えば、これはデータセンターなど一部の物件タイプにとっては急成長する機会とも言える。

図表AM7：非従来型セクターの物件取引額および米国REIT市場の物件タイプ内訳

物件取引額の物件タイプ別構成比（%）



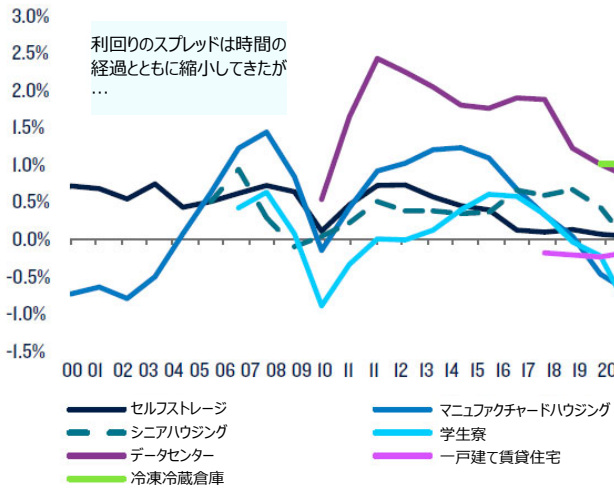
米国REIT時価総額の物件タイプ別構成比（%）



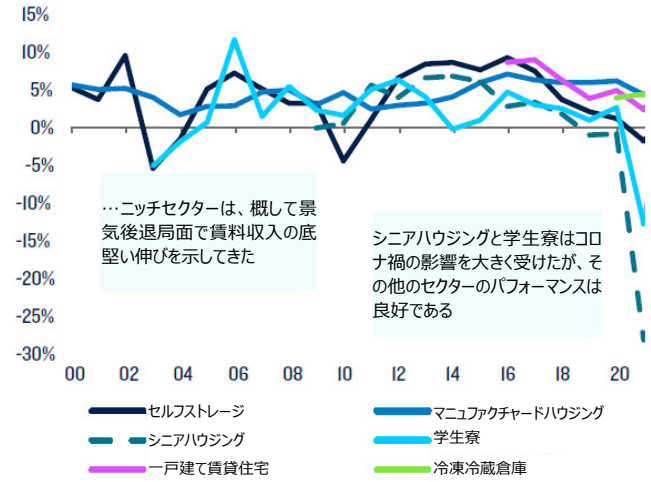
出所：リアルキャピタルアナリティクス、NAREIT、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

図表AM8 : 米国の非従来型セクターにおける利回りスプレッドおよびインカム収益成長率

従来型物件タイプの平均に対する利回りスプレッド (%)



賃貸利益 (NOI) のセクター別伸び率 (年率%)



出所：グリーンストリートアドバイザーズ、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

非従来型セクターの魅力は、景気後退局面を通して底堅さが証明されている点である。具体的には、ドットコムバブルや世界金融危機後の景気後退局面で、賃貸利益 (NOI) の伸び率が概ねプラスを維持するか、若干のマイナスに踏みとどまっている (図表AM8)。

今回は、シニアハウジングと学生寮がコロナ禍で一時的に打撃を受けたが、2021年初めには需要が持ち直し始めている。また、他のセクターの2020年の賃貸利益は安定あるいは増加し、キャッシュフローが従来型の物件タイプより底堅いことを証明した。

よって、利回りが高いからという理由はもはや当てはまらないものの、不透明な環境下では非従来型物件タイプに投資すべきだという議論は引き続き有効だ。何故なら、これらのセクターはキャッシュフローの底堅さに加えて資本的支出も少なく、分散投資効果も期待できるからだ。機関投資家向けの不動産市場で非従来型の物件タイプの割合が高まるにつれ、これら専門性が必要となるセクターにおいて新規物件を開発、運営、取得する投資機会が増え、いくと我々は予想している。



## 5. メキシコの物流施設

### 加速する変化

**メキシコの大都市では、オンラインショッピングの増加に伴う物流需要が生まれている。現在のECマース普及率は依然として低く、今後テナント需要が伸びる余地が大いにある。**

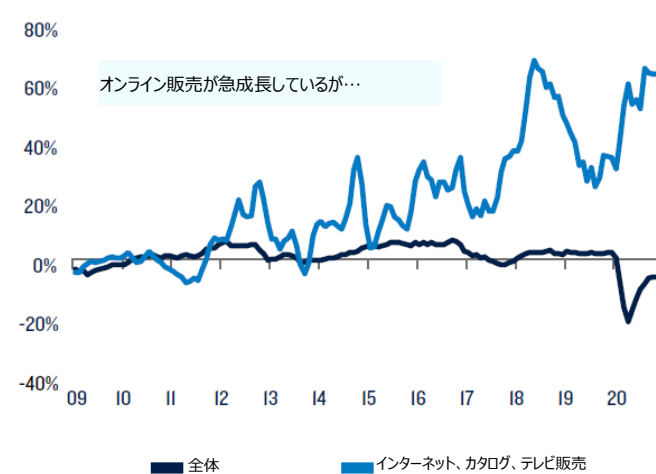
メキシコシティ市内のほか、グアダハラやモンテレイを含めた富裕層人口が多い都市に立地する物流施設では、ECマースの普及率が上昇するにつれて旺盛な需要が続くだろう。しかし、都市部の市街地で同日や翌日配送のニーズを満たそうとすると、入居可能な物件があまりないという課題に直面する。そのため、市街地に近い物流施設は、輸出中心の製造業のニーズを満たす地方立地の物件より、賃料や評価額が高い伸びを続けている。

メキシコのオンライン消費は、消費全体が落ち込んだ2020年に絶対額ベースでも小売売上高全体に占める割合でも急増し、物流施設の需要増につながった。急増した理由の1つとして、ロックダウン期間中に買い物客が実店舗を一時的に避けたことが挙げられるが、これは高い割合で恒常的な行動変化につながるだろう。なお、メキシコでECマースが小売売上高全体に占める割合は現在3.5%であり、米国の14%や全世界の18%より低水準となっている。

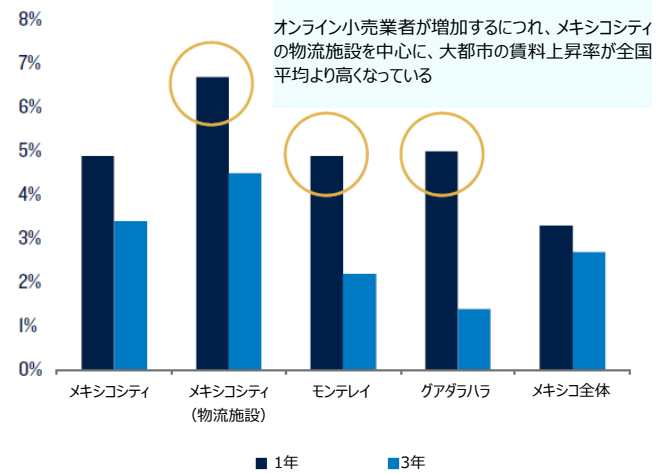
また、深刻な景気後退にも拘わらず、メキシコのすべての主要都市でインダストリアル物件の賃料が上昇している。これは、消費が緩やかに減少した際に賃料が横ばいで推移あるいは下落した2017年とは対照的で、今後もECマース需要が増加する限り、賃料が底堅く推移する可能性が高い（図表AM9）。

**図表AM9：メキシコの販売チャネル別小売売上高および主要都市のインダストリアル賃料上昇率**

メキシコの販売チャネル別小売売上高伸び率（年率%）



メキシコのインダストリアル賃料上昇率 - 2021年第1四半期（年率%）



出所：CBRE、INEGI、メキシコインターネット協会、スタティスタ、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

# 地域別 不動産市場 見通し

## アジア太平洋

### 市場見通しおよび投資機会 を裏づける主な要素

- アジア太平洋地域の経済は、中国の早期回復が主導する形で既に拡大モードへと回帰しており、2021年に日常生活が正常な状態を取り戻すにつれ、高い成長率を実現する見通しである。
- 不動産需要も持ち直しつつある。テナントは依然としてコストを抑えようとしているが、質の高い物件への入居に注目が集まっている。
- 不動産評価額は2020年に若干下落したが、足元では景気回復に伴って需要や賃料に回復が見られるほか、長期的な構造変化が支援材料となるとの見方に裏付けされた投資機会が見直されつつある。

### 投資機会まとめ

アジア太平洋地域の経済および不動産市場の見通しに関する我々の評価に基づくと、今後12カ月間にわたる最も魅力的なリスク調整後ベースの投資機会として以下が挙げられる。

#### ■ 加速する変化

##### 物流施設および冷蔵冷凍倉庫

コロナ禍によってオンライン消費へのシフトが加速し、長期にわたって物流施設への旺盛な需要が続く。

#### ■ 継続的する追い風

##### 住宅セクター

ゲートウェイ都市の人口が引き続き増加するにつれ、購入および賃貸ともに、再都市化トレンドによって住宅需要は恩恵を受けらるだろう。

##### 中国のデレバレッジ

中国国内の過剰債務を削減する政策により、エクイティおよびデットの全域にわたって投資機会が生まれている。

#### ■ 短期的な回復

##### Aクラスのオフィス

オフィス需要は最悪期を脱しており、従業員が職場復帰するにつれ、高品質なオフィス・セクターが景気循環的な投資機会を提供している。

##### ホテル

大きな打撃を受けたホスピタリティ・セクターは、今後需要が徐々に回復することが想定され、現在のサイクルとは異なる投資機会を提供している。

## 投資機会の概要

### 1. 物流施設および冷蔵冷凍倉庫

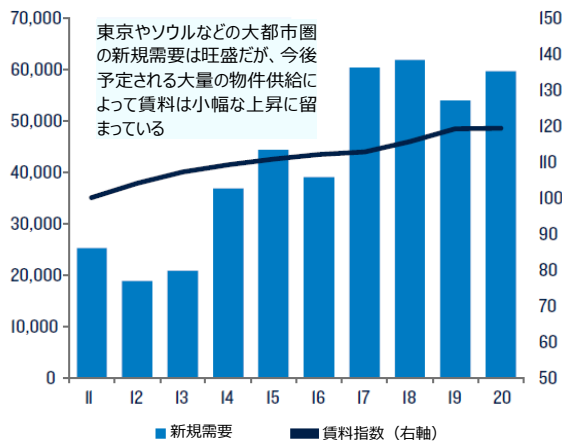
#### 加速する変化

**コロナ禍によってオンライン消費への更なるシフトが加速し、長期にわたって物流施設への旺盛な需要が続く。**

アジア太平洋市場の全域でEコマースの構造的な拡大が続いており、物流施設は引き続き投資家にとって魅力的なセクターとなっている。コロナ禍を背景としたオンライン消費への需要が加速的に押し上げられたのに加えて、オンライン小売業者や物流業者の間では、早急に物流スペースを拡大すべきだという危機感が植え付けられた。同地域では2020年の全体的な小売売上高は減少したにも拘わらず、物流施設の新規需要は今なお記録的な水準を維持している（図表AP1）。

**図表AP1：物流施設の需要**

アジア太平洋地域の新規需要（千平方フィート）および賃料指数（2011年 = 100）



出所：CBRE、JLL、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

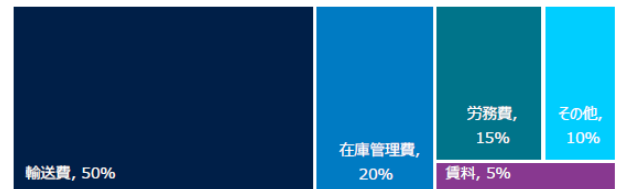
また、Eコマースや物流企業からのスペース需要が増加する中、投資家の高い関心によって物件開発は活発であり、中国、日本、韓国を中心に今後も引き続き高水準の物件供給が予定されている。このように、供給面のボトルネックが比較的限定的であることから明らかに賃料上昇率は抑制されており、2016年以降の賃料上昇率は年平均僅か1.5%となっている。

しかし投資家は、新規物件の供給が増加するとの見通しに留意し、規律を維持しつつ投資機会をより厳選すべきである。東京とソウルでは、今後2年間にわたって記録的な水準の物件竣工が続く見込みである。

我々は、市場や物流施設の種類による格差が拡大し、パフォーマンスにも乖離が生じると予想している。立地もそうした要素の1つである。東京の湾岸地区や上海周辺の衛星都市のように人口の多い中核都市の近郊や、ソウルに近いインチョンのように中継が容易な輸送結節点の確立した物流集積地に立地する物流施設は引き続き安定性が高く（ディフェンシブ）、消費者が配送時間の短縮を求めていることから高水準の需要が続くだろう。

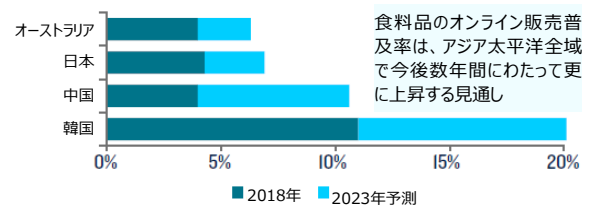
**図表AP2：物流コスト構造および食料品のオンライン販売**

物流業務受託企業の典型的なコスト構造（構成比、%）



賃料は物流コスト全体のごく一部に過ぎない

食料品のオンライン販売（構成比、%）



食料品のオンライン販売普及率は、アジア太平洋全域で今後数年間にわたって更に上昇する見通し

出所：フォーレスター、デロイト、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

賃料は物流企業の操業コスト全体のごく一部に過ぎず、配送業務で生じる輸送費の合計と比べても非常に小さい（図表AP2）。そのため、物流企業や小売企業が配送スピード、在庫保管コスト、輸送コストのバランスを取ることができる好立地の市場では、貸し手が賃料を引き上げられる余地が大きい。

物流施設の種類も重要になる。アジア太平洋地域の主要国では、食料品のオンライン販売普及率が今後数年間で倍増すると予測されており（図表AP2）、多くの市場で依然として物件供給が十分でない温度と湿度の調節機能を有する冷蔵冷凍倉庫の需要が高まるだろう。

## 2. 住宅セクター

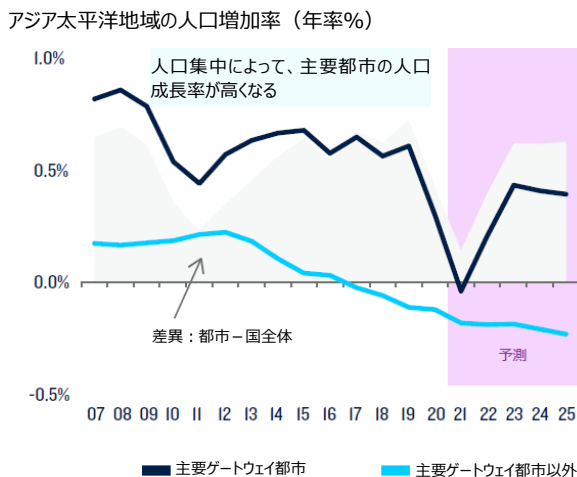
継続する追い風

**ゲートウェイ都市の人口が引き続き増加する再都市化トレンドによって、購入あるいは賃借ともに、住宅需要は恩恵を受ける。**

アジア太平洋全域で、人口動態の追い風や住宅価格の高騰を受け、物件タイプとして確立しつつある賃貸住宅セクターが拡大を続けており、機関投資家には投資機会がもたらされている。

経済や雇用の中核都市に、国内外から人口が流入する構造的な人口集中のトレンドにより、ゲートウェイ都市の人口増加率は、それぞれの国の他の都市を凌駕している。コロナ禍による混乱を背景に、少なくとも2022年までは増加率が鈍化する見込みだが、出入国規制が正常化すれば、こうした人口集中トレンドが回復すると予測されている（図表AP3）。

図表AP3：主要ゲートウェイ都市の人口増加率



出所：オックスフォード・エコノミクス、CEIC、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

都市化や主要ゲートウェイ都市への人口集中というトレンドが住宅需要を押し上げてきたが、土地価格の上昇が原因となり、新規物件供給は大きく伸びていない。このため、住宅価格は平均所得を大きく上回って上昇しており、結果として、東京、ソウル、シドニー、香港といった主要ゲートウェイ都市では、住宅価格が手に届きにくい水準になってきている。コロナ禍によって一部の住宅価格は調整されたが、住宅価格と所得の比率で示す住宅の買やすさ（住宅購買力指数）は10年前より低い水準に留まっている。



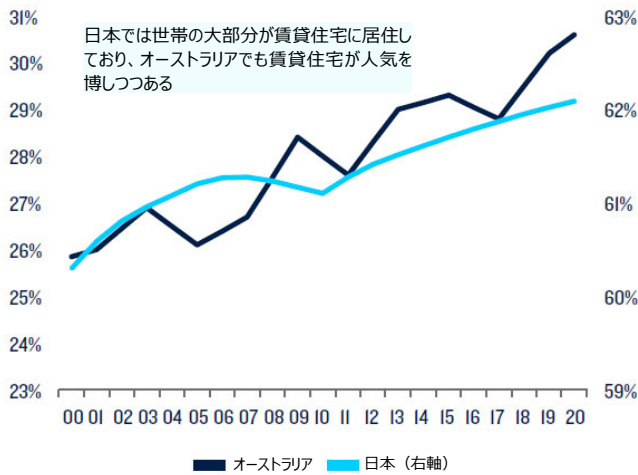
**都市化や主要ゲートウェイ都市への人口集中というトレンドが住宅需要を押し上げてきたが、土地価格の上昇が原因となり、新規物件供給は大きく伸びていない。**

シドニーのように、人口流入が成長を牽引している都市における住宅需要は、2020年にはコロナ禍の影響で軟化した。しかし、住宅価格は大きく回復する見込みであり、住宅購買力は再び低下するだろう。更に、購入ではなく賃借で構わないという消費者意識は、オーストラリアや韓国を中心に高まっており（図表AP4）、既に古くから確立している米国や日本と比べると大きく出遅れているビルト・トゥ・レント（開発事業者が賃借を目的として開発する住宅）市場拡大の追い風となりそうだ。

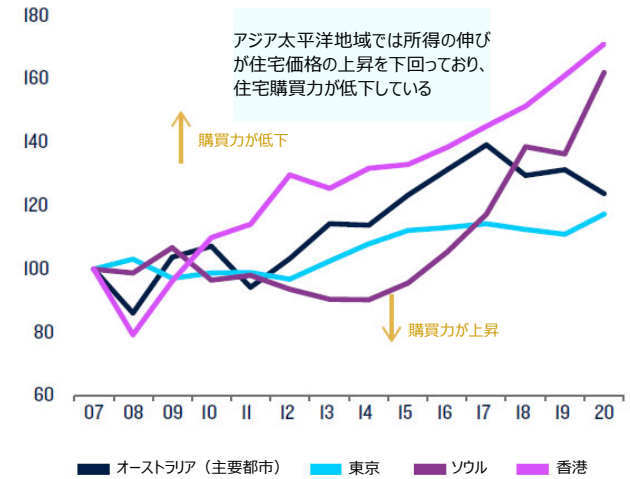
ビルト・トゥ・レント市場への投資家の関心は高まっており、昨年の物件取引額は30%増加した。こうした増加分の大部分は、アジア太平洋地域で唯一同セクターが確立されている日本におけるものであり、安定稼働した賃貸住宅案件には物件売却時の流動性が必要であることが示唆されている。同時に、オーストラリアや韓国などは、同セクターが確立していく初期段階にあり、これが機関投資家にとって先行者利益を得られる魅力的な投資機会となり得るということも示唆されていると言えるだろう。実際、旺盛な需要が牽引役となって、販売目的の開発案件への投資機会が促されるような場合もある。ただし、この場合は、立地や物件タイプについて、より厳選する必要があるだろう。

図表AP4：賃貸住宅の市場シェアおよび住宅購買力指数

オーストラリアおよび日本の世帯全体に占める賃貸住宅入居者の割合（％）



住宅購買力指数（2007年 = 100）



注記：住宅購買力指数は住宅価格中央値の対世帯可処分所得比率として測定し、2007年 = 100として指数化している。オーストラリアの主要都市とは、シドニー、メルボルン、ブリスベンを指す。

出所：豪国家統計局、CEIC、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

### 3. Aクラスのオフィス

#### 短期的な回復

**オフィス需要は最悪期を脱しており、職場が順次再開するにつれ、質の高いAクラスのオフィス物件が景気循環的な投資機会を提供する。**

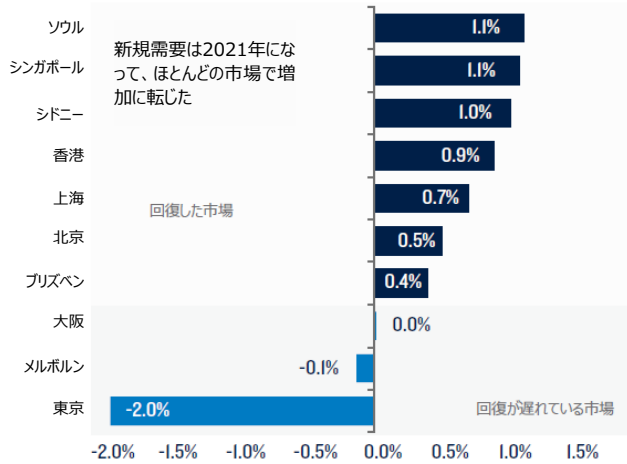
オフィス・セクターは景気が回復するにつれ、魅力的で景気循環的な投資機会を提供する。実際、オフィスの新規需要は低迷期を経て、2020年10-12月期から2021年1-3月期にかけて多くの都市で好転している（図表AP5）。アジア太平洋地域のオフィスのファンダメンタルズは、景気回復に加えて、テクノロジー・セクターの雇用増や、急成長中の中国企業をはじめとしたアジアを拠点としたグローバルなテクノロジー企業の賃貸需要が牽引する見通しである。

コロナ禍が収束に向かうにつれ、企業は顧客企業や取引先に近い都心の中心部（CBD）に立地し、高クオリティのオフィス区画や充実した共用部を提供するAクラスのオフィス物件を選好するようになり、これによって質の高いAクラスのオフィス物件は競争力および安定性を維持し続けるだろうと我々は予想している。

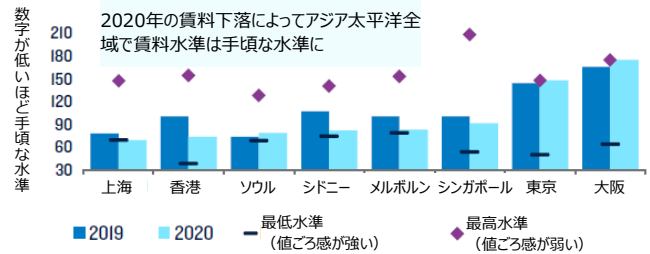
また、主要都市の中心部に立地するAクラス・オフィスの実質賃料は2020年に調整されており、テナント企業にとって無理なく支払える水準になっている。これが、入居企業の誘致において大きな役割を果たすだろう。シンガポールや上海では2020年に賃料が10%低下し、シドニーやメルボルンの賃料はそれ以上に調整された。こうした調整により、シドニー、メルボルンの賃料水準は過去数年で最も手頃な水準にある。

**図表AP5 : アジア太平洋地域の主要オフィス市場の需要、賃料水準、物件供給**

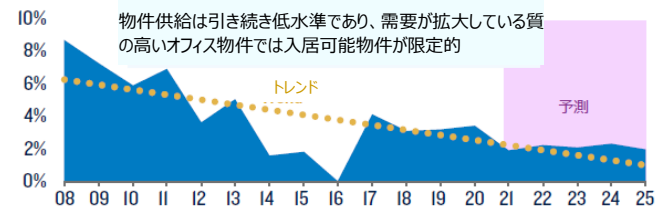
アジア太平洋地域の新規需要の変化（2020年10-12月期・2021年1-3月期平均から2020年4-6月期・7-9月期平均を差し引いて算出、%）



オフィス賃料値ごろ感指数（2001年以降の平均 = 100）



オフィス物件供給の推移（対既存物件比率、%）



注記：オフィス賃料の値ごろ感指数は、オフィスの賃借コストの対企業収益比率として測定した。同比率が低ければ低いほど、入居者にとって無理なく支払える賃料になる。

出所：JLL、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

企業が従業員のオフィス勤務と在宅勤務の最適なバランスを見定めようとする中、オフィス・セクターにおける課題も変化し続けている。一方で、アジア地域の企業は、従業員が職場に戻ることを奨励しており、オフィスの使用率は回復している。コロナ禍後にはオフィスの使い方が変化すると見られるものの、例えばオフィスの需要全体が軟化しても、都心部（CBD）に立地するオフィスは底堅く推移するだろうと我々は予想している。オフィス勤務と在宅勤務を組み合わせたハイブリッド型の勤務形態には、対面によるオフィス業務や打ち合わせに便利な中心部の立地が選好されるだろう。オフィスの総面積を縮小しようとしている企業でも、よりクオリティの高いオフィス物件を賃借して、入居コスト総額をこれまでと同程度に抑えるという選択肢がある。需要回復に加えて、新規物件供給の伸びが鈍化していることも、アジア太平洋地域の主要オフィス市場の更なる支援材料になるだろう。

投資家は好立地のAクラス・オフィス物件への投資が、こうした需要回復期には魅力的な投資機会となる。同セグメントでは、今年以降賃料が回復するに従って、投資センチメントも改善すると我々は見ている。シンガポール、ソウル、上海のオフィス市場の賃料が早期に回復する見込みである一方、東京、大阪、メルボルンにおける需要は回復が遅れると見られる。こうした市場では、評価額やファンダメンタルズが短期的に調整されており、これを背景として魅力的な水準で市場参入してエクスポージャーを構築するという投資機会がもたらされている。

## 4. ホテル

### 短期的な回復

**大きな打撃を受けたホスピタリティ・セクターは、需要が今後徐々に回復していくことが想定される中、サイクルとは異なる投資機会を提供する。**

ホスピタリティ・セクターは、海外渡航が徐々に正常化していく局面を投資機会として捉えることができるという、景気サイクルとは異なる機会を提供している。

コロナ禍発生から1年間にわたって、多くの主要国は国境をほぼ閉鎖していた。2021年前半もアジア太平洋地域を訪問する海外旅行者数がゼロ同然の水準となっており、旅行セクターは大きな打撃を受けている。しかし、アジア主要国が2021年末までに国民の大部分にワクチンを接種させるとの目標を掲げていることから、コロナ禍の期間中に旅行を先延ばしてきた積み上げ需要が牽引する形で、2022年以降アジアを訪問する海外旅行者は徐々に回復すると見込まれている（図表AP6）。

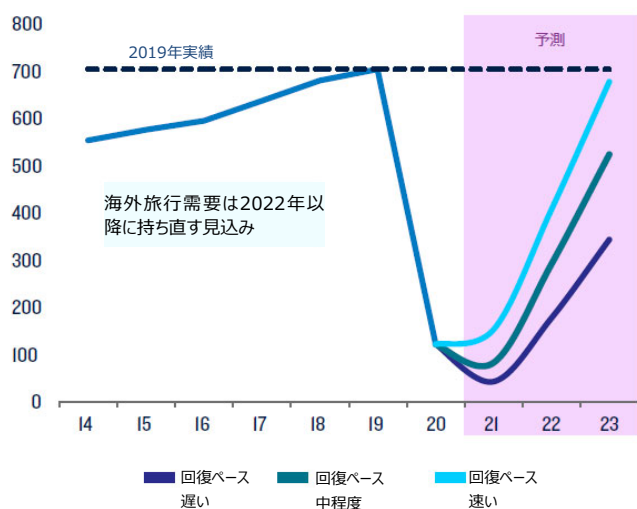
ホテルセクターは過去1年間にわたり、賃金助成制度、コロナ隔離対策向けの需要、国内旅行奨励政策など、各国政府による様々な支援に頼らざるを得なかったが、旅行者が戻ることが同セクター待望の支援材料となるだろう。なお、ホテル稼働率はこうした支援を受けて2020年末には50%超にまで上昇し、最も稼働率が低かった同年3月の25%前後から改善している。

ただし、アジア太平洋全域を示す数値だけでは、各国で見られる大きな格差を見落とすことになる。中国は他の国よりコロナ禍後の正常化という点で大きく先行しており、上海と北京のホテル稼働率は2020年後半に約40%にまで上昇しているが、その他の主要な都市では僅かな改善しか見られない。

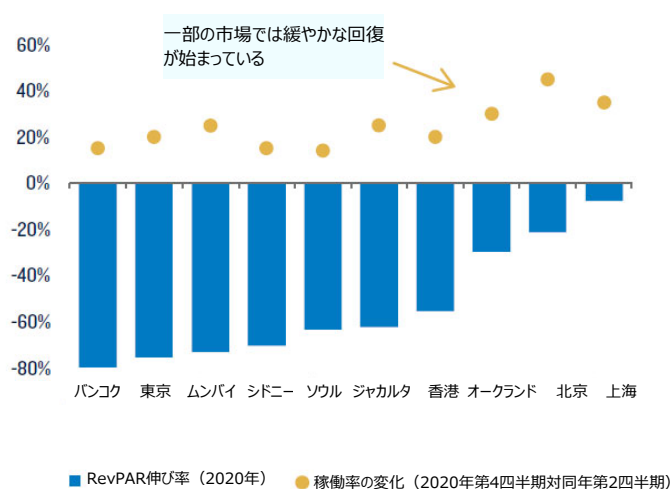
中国以外の主要都市では、ホテルの客室1室当たりの売上高（RevPAR）が依然として前年比40～80%減少しており、東京やシドニー市場の減少幅が最も大きくなっている。2022年以降にアジアを訪問する海外旅行者の回復が見込まれることから、客室料や収益が大きく改善すると我々は予想している。

**図表AP6：海外旅行需要および主要市場におけるホテルのパフォーマンス**

アジア太平洋地域を訪問する海外旅行者数（百万人）およびその回復シナリオ



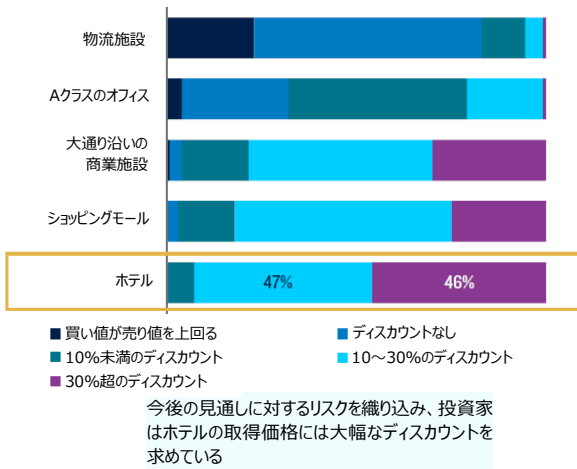
アジア太平洋地域のホテルのRevPAR伸び率（年率%）および稼働率（%）



出所：太平洋アジア観光協会、STR、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## 図表AP7：物件売却価格に対する投資家の期待

セクター別物件売却価格に対する投資家の期待（構成比、%）



出所：CBRE、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。



アジア主要国が2021年末までに国民の大部分にワクチンを接種させるとの目標を掲げていることから、コロナ禍の期間中に旅行を先延ばしてきた積み上げ需要が牽引する形で、2022年以降アジアを訪問する海外旅行者は徐々に回復すると見込まれている。

ホテルの物件取引は2020年に50%以上減少した。投資家を対象とした意向調査によると、多くの投資家がホテル案件には30%以上の大幅なディスカウントを求めている（図表AP7）。一方で、こうしたディスカウントによる価格水準で売却しようとする売り手は少ないことが分かる。投資機会は、物件の運営状況など個別性が高く、限定的なものになるだろう。



## 5. 中国のデレバレッジ

継続する追い風

### 中国国内の過剰債務を削減する政策により、エクイティおよびデットの全域にわたって投資機会が広がりつつある。

中国政府は不動産セクターの信用リスクを圧縮し、不動産融資の伸びを抑制する政策を実施しており、これが不動産評価額の足枷となっている。既存の不動産融資の満期時に、同じ貸し手が同額融資することが困難になっていることから融資資金の不足が生じ、私募デット市場を中心に不動産投資家が資金の出し手となる絶好の機会がもたらされている。

背景には、中国が国内のコロナ禍を早期に収束させ、経済を速やかに正常化させたことがある。中国は世界の主要国で唯一、2020年にプラスのGDP成長率を記録した。中国政府による緩和的な金融政策に加え、同国内や企業の底堅い消費需要が経済活動の回復を下支えした。

2021年後半には経済成長が通常のトレンドに回帰する見通しであり、中国政府は金融政策も正常化する意向である。その結果、借入コストは概ねコロナ禍以前の水準に戻っている。中国人民銀行は引き続き幅広い経済活動を支える金融支援を公約している一方、レバレッジ比率が高過ぎると見なされている不動産セクターへの監視を強めている。不動産セクターは引き続き、当時の不動産融資が拡大させた住宅開発セグメントを中心に、重要な融資削減分野となっている。

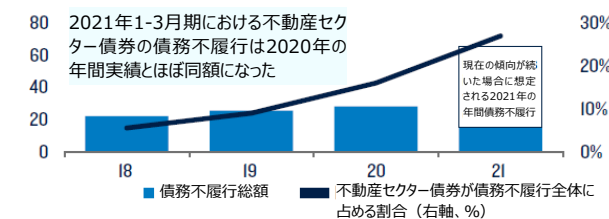
ほとんどの中国の上場不動産会社が、政府が借入指針で定めている負債、純負債、現金保有比率それぞれの最低水準を少なくとも1つは下回っている。その上、全体の19%に相当する企業が3つの最低水準全てを下回っており、最も危機的なレッドゾーンにある。CBREは、不動産セクターが政府の要件を満たすためには、300億米ドル以上の債務を削減しなければならないだろうと試算している。当然ながら、不動産向け融資の伸び率は鈍化が続き、2020年は11%増に留まった。中でも、新規開発プロジェクト向け融資の伸び率はそれ以上に大きく鈍化した（図表AP8）。

また、社債の債務不履行が増加しており、債務不履行全体に占める不動産セクターの比率も上昇しているなど、金融システムに負荷がかかっている初期の兆候が見受けられる。我々は、政府が負債過多のデベロッパーに断固たる措置をとり続けられれば、ディストレス案件となって売り出される不動産が増え、不動産投資家にとってデットおよびエクイティの投資機会が増える可能性があると見ています。なお、2020年の物件取引額は横ばいで推移し、収益不動産の評価額は4%下落した。

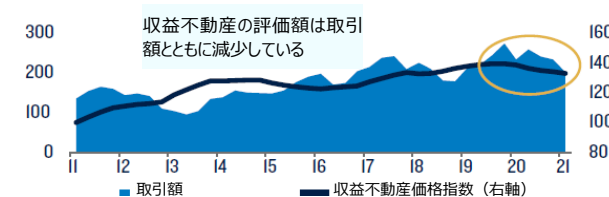
中国政府が不動産セクターへの規制圧力や債務削減圧力を強めるにつれ、負債過多のデベロッパーは財務健全性を高め、新たに課された要件を満たすため、コア以外の不動産、コア不動産の一部を売却してバランスシートを縮小し始めるだろう。投資家にとっては、これまで売りに出てこなかった物件がディスカウントされた水準で市場に供給されるため、新たな投資機会となるだろう。また、私募市場のノンバンク系の貸し手にとっても、これまで銀行が長年にわたって担ってきた新規融資や借り換え融資において今後融資資金の不足が生じる可能性があり、これを埋める投資機会が生まれるだろう。

図表AP8：中国の貸付市場および収益不動産市場

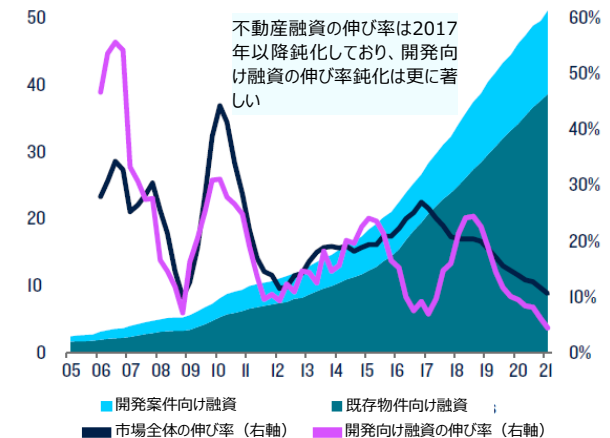
中国債券の債務不履行：オフショアおよびオンショア（10億元）



収益不動産の取引額（10億元）



中国の不動産融資市場（兆元）



出所：ブルームバーグ、リアルキャピタルアナリティクス、NBS、CEIC、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

# 地域別 不動産市場 見通し

## 欧州

### 市場見通しおよび投資機会を裏づける主な要素

- ワクチン接種の拡大によりサービス産業が再開し、積み上がった家計の貯蓄が消費に回ること、2021年後半の力強い景気回復をもたらされる見込みである。
- 経済の絶対的な水準は悪化したものの、経済成長率の上昇は不動産需要にとって追い風となり、投資家に投資機会をもたらすだろう。
- 低金利政策や流動性支援プログラムは当面維持される見込みであり、これが不動産の低利回りを下支えする見通しである。
- 次のサイクルにおいては、期待利回りの低下よりも賃料収入の増加が主なリターンの源泉となるだろう。
- 低迷しているセクターの回復、需要が旺盛なセクターの物件取得によるインカム収益の拡大、セクター全般における物件開発や大規模改修案件などにより、市場水準をアウトパフォームする投資機会が見い出されるであろう。
- 市場のリスク許容度が再び改善しつつあり、これが物件運営のノウハウが必要とされるリターン水準の高いセクターには追い風となる。

### 投資機会まとめ

欧州の経済および不動産市場の見通しに関する我々の評価に基づく、今後12カ月間にわたる最も魅力的なリスク調整後ベースの投資機会として以下が挙げられる。

#### ■ 短期的な回復

##### Aクラスのオフィス

オフィス・セクターは過去1年にわたって逆風を受けたが、職場が再開するにつれて雇用が伸び、これが牽引役となって経済が成長するという見通しにも支えられ、景気循環的な回復が見込まれる。

#### ■ 継続する追い風

##### 現代的な住宅スペース

若年層にも高齢者にも無理なく支払える賃料水準で現代的な住宅スペースを提供する必要性があり、その中で機関投資家市場の役割は重要性を増している。

#### ■ 加速する変化

##### 物流施設および冷蔵冷凍倉庫

欧州の物流施設は、賃貸需要の力強い拡大が続く中、引き続き高いリターンをあげる見通しである。

#### ■ 長期的な調整

##### 低迷する商業施設

商業施設は評価額が大きく調整されているが、英国は概ね底値に近づきつつあり、大陸欧州も英国に少し遅れて底値に近づいている。

## 投資機会の概要

### 1. Aクラスのオフィス

#### 短期的な回復

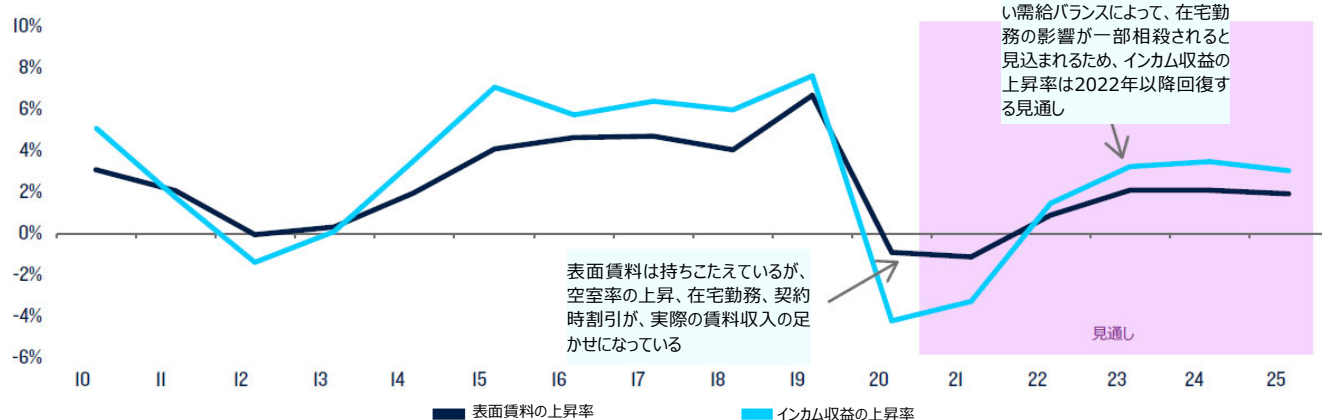
オフィス・セクターは過去1年にわたって逆風を受けたが、職場が再開するにつれて雇用が伸び、これが牽引役となって経済が成長するという見通しにも支えられ、景気循環的な回復が見込まれる。

オフィスは再び魅力的な投資機会となり始めている。2021年後半以降に経済成長率が急速に持ち直し、職場の再開も相俟って需要が回復する中、都心部（CBD）に立地するAクラス・オフィス物件には、インカム収益の大きな成長が期待できると我々は見ている。こうしたAクラス・オフィス物件は既存および今後の新規物件の供給が限定的であることもその背景にある。

コロナ禍は賃貸オフィス市場に大きな打撃を与えており、昨年は欧州の主要市場のほとんどで賃料の実質上昇率が大きく鈍化、あるいはマイナスに転じている。これには、欧州の景気後退の深刻さに加え、大きな割引なしでは新たな賃貸借契約を締結しようとするテナント企業側の姿勢、オフィス勤務を妨げる行動制限が反映されている（図表EU1）。

図表EU1：オフィス賃貸市場のパフォーマンス見通し

オフィスの賃料上昇率およびインカム収益増加率（年率%）



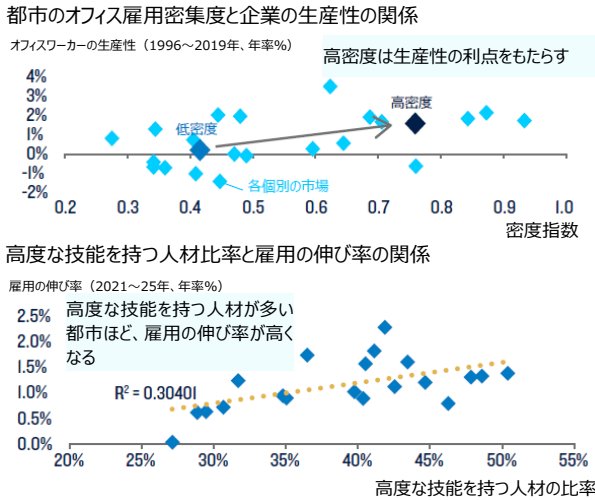
注記：インカム収益の上昇率は、表面賃料に空室率や契約時割引の変動を反映させた実質賃料収入の変動率である。  
出所：クシュマン&ウエイクフィールド、PMA、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。



2022年になると、経済が持ち直して雇用が再び増加する見込みであり、迅速に回復局面に入ると我々は予想している。

我々の想定するオフィス市場の基本シナリオでは、2021年には賃料収入全体が更に減少する。このシナリオには、年初に多くの主要国がコロナ禍に関する行動制限を再び強化し、これによってセンチメントが悪化することが織り込まれている。しかし、2022年になると、経済は持ち直して雇用が再び増加する見込みであり、迅速に回復局面に入ると我々は予想している。

図表EU2：オフィス密集度、人材、雇用の伸び率



出所：経済協力開発機構、オックスフォード・エコノミクス、センターフォーシティーズ、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

在宅勤務の導入拡大は脅威ではあるが、その影響は限定的となる見込みである。長期的なオフィス需要について我々が自信を持っている理由の1つとして、従業員の在宅勤務が一定水準を上回ると、企業の生産性が低下するという事実が挙げられる。オフィス雇用の密集度が高い都市は、これまで概して生産性も高い伸びを示してきた（図表EU2）。

雇用見通しを詳細に検証すると、アムステルダム、パリ、ミュンヘン、ロンドンをはじめとする高度な技能を持つ人材を多く抱える都市では、雇用の増加見通しがより力強く、こうした市場におけるオフィス需要は拡大するだろう。特に中心部（CBD）の立地は、その雇用密集度の高さがテナント企業の高い生産性に寄与するため、需要拡大が顕著であろう。

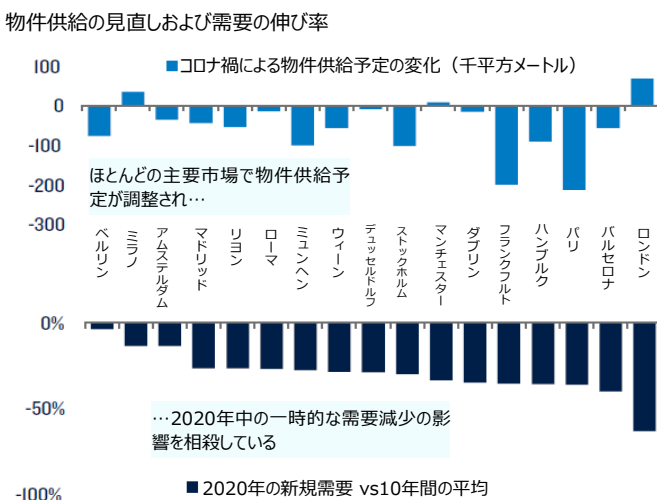
コロナ禍がオフィス需要に大きな影響を及ぼしたのは間違いない。例えばロンドンでは、2020年の入居率が長期平均水準を60%下回ったほか、ほとんどの市場で新規物件供給量も調整された。一方、高度な技能を持つ人材を多く抱えるベルリン、パリ、ミュンヘンをはじめとする都市の中心部（CBD）市場の多くは、空室率が非常に低い状態で現在の景気後退局面を迎えた。

また、需要減少に伴って空室率が上昇したが、ほとんどの市場において2020～2021年の新規物件供給予定が見直され、供給物件数は減少した。ロンドンでは例外的に幾つかの大規模物件が竣工したが、今後数年間の物件供給は著しく減少するだろう。

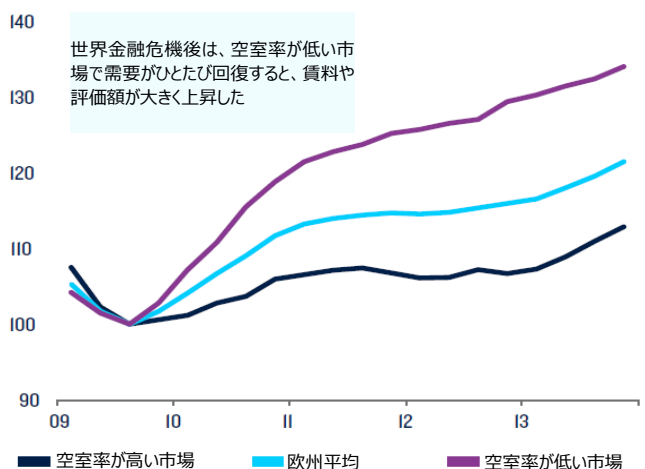
フランクフルトやストックホルムでは今後の物件供給予定が調整され大幅に減少した。バルセロナ、ベルリン、パリなどのその他の市場では竣工物件は減ったものの、新規物件供給は2022年に繰り越されただけであり、これらの市場は最終的に回復というデベロッパの見方が反映されている。

在宅勤務の導入拡大に伴うリスクはある程度残るが、需要がひとたび持ち直せば、テナントからの需要が高まっている先進的なAクラス・オフィス物件は直ぐに供給不足になるだろう。加えて、過去実績の実績に照らせば、そもそも空室率の低かった市場は賃料や評価額は急速な回復を見せる（図表EU3）。

図表EU3：コロナ禍による需給への影響および世界金融危機後の評価額推移



世界金融危機後のプライムオフィス評価額指数  
 (2009年第3四半期 = 100)



出所：PMA、クシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

## 2. 現代的な住宅スペース

継続する追い風

**若年層にも高齢者にも無理なく支払える賃料水準で現代的な住宅スペースを提供する必要がある中、機関投資家市場の役割は重要性を増している。**

欧州においては、ディフェンシブで分散の効いた確度の高いインカム収益をもたらす一方で、リターンプレミアムが高い住宅セクターを我々は最も選好している。安定稼働したコア物件への投資に加え、2020年のディフェンシブな投資アプローチから今後はより楽観的な見通しに基づく投資アプローチへと移行するにつれ、需要が拡大している現代的な賃貸住宅開発への投資機会が生じるだろう。また、シニアハウジング（高齢者向け賃貸住宅）や学生寮といった非従来型の住宅セクターに投資して高いリターンを得る機会も生まれる。

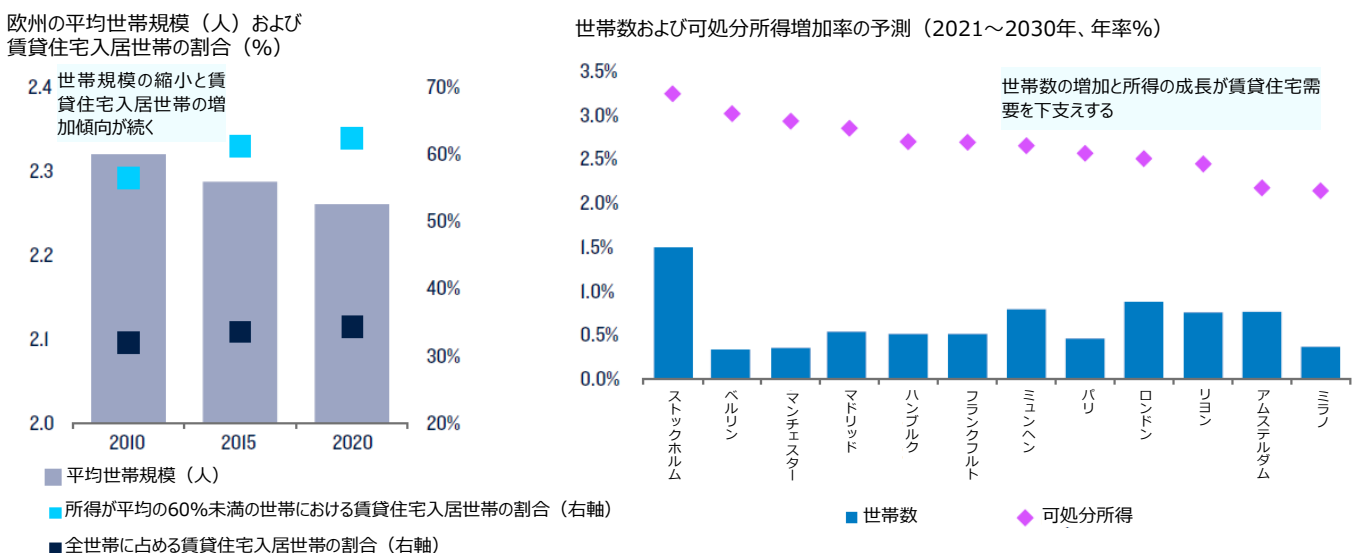
欧州全域の住宅需要はコロナ禍発生以降も十分に持ちこたえており、また1世帯当たり人数が減少し続けるという長期的な傾向も持続しており、世帯数が増えることで賃貸住宅に居住する必要のある世帯数も増えている（図表EU4）。

欧州における、機関投資家による賃貸住宅の保有割合は概して低く、多くの場合、各住戸は居住人数が多すぎる過密状態になっているか標準未満のクオリティとなっている。例えば英国では、民間賃貸住宅の1/4に当たる合計110万戸が標準未満のクオリティに分類されている。

手頃な水準の住宅に対する需要は低所得世帯の間で顕著であり、欧州全域ではそれら世帯の60%以上が賃貸住宅のテナントとなっている。こうした状況を背景として、小規模都市や大都市圏のベッタウンー帯を中心に、手頃な賃料水準の賃貸住宅に対する力強い需要が継続している。

住宅需要の拡大と賃料上昇の追い風となる要因が更に2つある。1つ目として、主要都市の世帯総数が今後10年間にわたって着実に増えると予測されている一方で、新規物件供給は少なくとも短期的には抑制されたままであることが挙げられる。2つ目には、コロナ禍に伴う景気後退やその余波による数年間の低迷の後、失業率が低下し賃金が上昇することで世帯収入の伸びが回復し、平均ペースで見て過去10年間を上回るペースになる見通しであることが挙げられる。

**図表EU4：賃貸住宅需要の推移ならびに世帯数および可処分所得増加率の予測**



出所：ユーロスタット、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

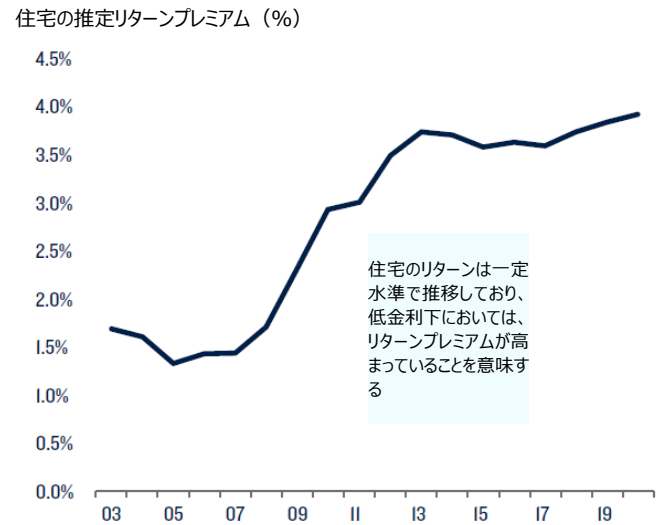
ベルリンやパリといった欧州の幾つかの主要都市は家賃規制を導入しており、入居者の経済状態が改善しても、それに準じて貸し手が自由に賃料を上げることは難しい。しかし、こうした規制および歴史的に見ても非常に低い現行の利回り水準を織り込んでみてもなお、住宅セクターは長期平均を大きく上回るリターンプレミアムを提供している（図表EU5）。

当然ながら、安定稼働している住宅物件のリターンは長期にわたって非常に安定している。よって、どちらかと言えば低金利環境がリターンプレミアムにより大きく寄与していると言える。一部の投資家は、住宅セクター投資による分散投資効果を得たい一方で、より高いリターンを必要としている。そのため非従来型の住宅セクターに照準を定める資金も増えつつある。

こうしたセクターの中で最も魅力的なものの1つとしてシニアハウジング（高齢者向け住宅）が挙げられるが、欧州の高齢者人口が大きく膨らむとの見通しとその背景となっている。英国、フランス、ドイツの65歳以上人口は2035年までに1,200万人以上増加すると予測されており（図表EU6）、これがあらゆる種類のシニアハウジング需要を支えている。既存物件の多くが老朽化しているため、必然的に今後の需要に応えられる先進的な物件の開発に資金を投じる必要が大いにあると言える。

完全な介護サービスではなく、簡易的な居住サポートを提供するケアホームのような特化型住宅を開発・運営することにより、投資家は、専門性の必要なセクターのエクスポージャーを獲得できる。バリューアッド戦略の投資家は、保有施設の運営を行うことにより、長期保有をコア戦略でプライム住宅と同水準の利回りを得るよりも、はるかに高いリターンを上げることができる。

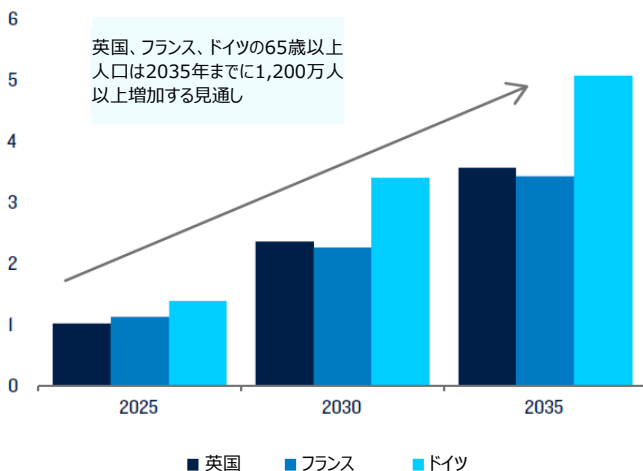
図表EU5：住宅リターン分析



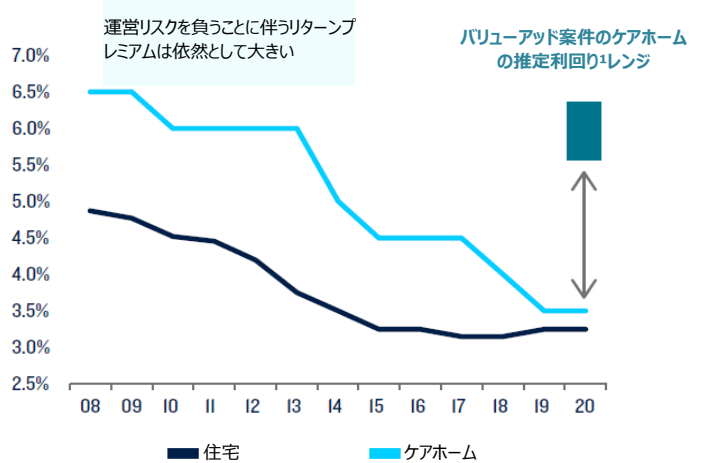
出所：PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

図表EU6：欧州主要国の高齢者人口予測および英国ケアホームのリターンプレミアム

65歳以上の人口の伸び（百万人、2020年の水準との比較）



英国のプライム住宅およびケアホームの利回り (%)



出所：オックスフォード・エコノミクス、クシュマン&ウエイクフィールド、ナイトフランク、PMA、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

<sup>1</sup> EBITDARM(利息・税金・償却・賃料・運営費用控除前の物件営業利益)を元に算出しています。

### 3. 物流施設および冷蔵冷凍倉庫

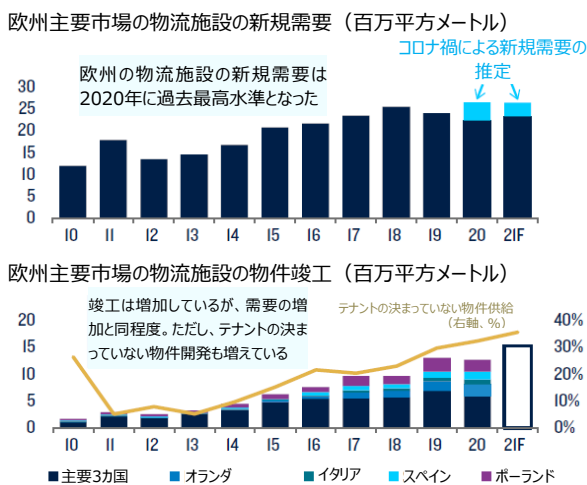
#### 加速する変化

**欧州の物流施設は、賃貸需要の力強い拡大が続く中、引き続き高いリターンをあげる見通しである。**

欧州の物流施設への投資機会は、既に始まっていたオンライン消費へのシフトがコロナ禍で加速したことによる好ましいモメンタムを背景として拡大している。サプライチェーンはこうしたシフトに順応しつつあるが、拡大する賃貸需要を満たすには更なる物流施設が必要であり、同セクターは当面にわたって投資資金を必要とするだろう。

物流施設に対する高水準の新規需要が継続している。2020年には、オンライン消費の加速度的な需要が景気後退の影響を補完する格好になって更に増大し、それがEコマース事業者や物流企業による物流スペース拡大を促したと我々は見ている（図表EU7）。

**図表EU7：物流施設の需要および供給**



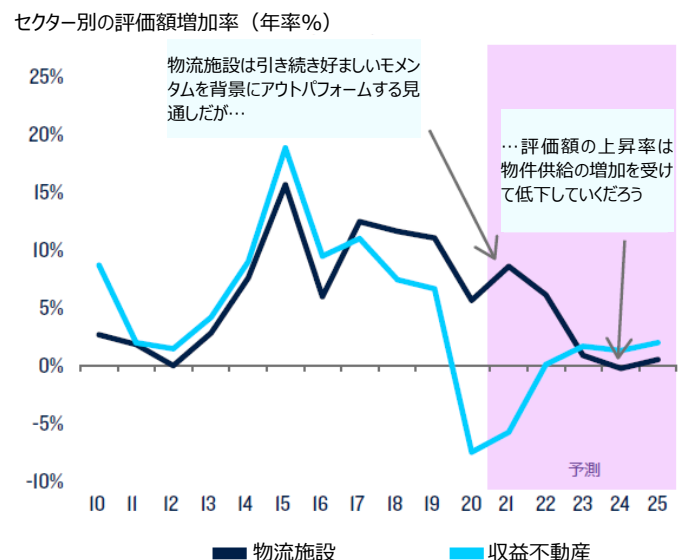
出所：PMA、クシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

2021年は家計支出の回復に支えられ、需要が更に増加すると我々は予想している。テナントの決まっていない物件開発比率の上昇も含め、欧州全域で新規物件供給は増加しているが、需要の増加が今のところ平均を上回る賃料上昇率をもたらしており、こうした状況は2022年に入っても続く見通しである。

利回りが低いのは事実だが、賃貸需要の見通しが改善していることからリスクプレミアムは低下しており、低金利環境下で更に平均を上回る賃料成長率を実現していることを考慮すれば、物流施設の評価額は妥当な水準を保っていると我々は考えている。賃料が成長する見通しに加え、同セクターに集まる投資資金の規模を考えると利回りが更に縮小する見通しであることから、極めてモメンタムに依拠した投資機会であると言える。

評価額の上昇見通しも他の収益不動産セクターより高い。ただし、今後利回りが底を打ち、新規物件供給の増加により賃料上昇が鈍化すれば、その差は消滅していくと我々は考えている（図表EU8）。

**図表EU8：物流施設の評価額増加率見通し**



出所：PMA、クシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

同セクターでより高いリターンを実現するには幾つかの選択肢がある。1つは主要コア市場における物件開発であり、賃貸需要のモメンタム、賃料上昇、売却時の利回り低下からリターンを上げることを目指すものである。もう1つの選択肢としては、イタリアやスペインなどの高利回りノンコア市場における投資機会を捉えることである。こうしたノンコア市場では、オンライン消費の浸透率が他国よりも低く、その上昇余地が大きい。また、冷蔵冷凍倉庫などのニッチな物流施設セクターへの投資も、高い設備導入コスト、運営面で必要とされる専門性、若干の追加的リスクの対価として高いリターンを実現できる可能性が高い。

## 4. 低迷する商業施設

### 長期的な調整

**商業施設は評価額が大きく調整されているが、英国は概ね底値に近づきつつあり、大陸欧州も英国に少し遅れて底値に近づいている。**

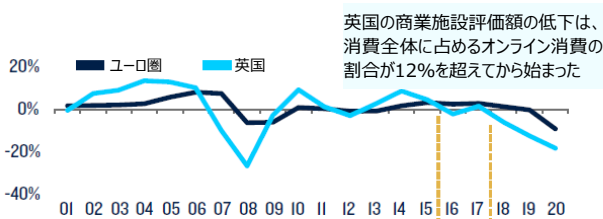
商業施設セクターの状況は厳しいが、評価額は大幅に調整されており、調整後の水準であれば同セクターが安定し、最終的には回復することを見込んだ投資機会が生まれている。ただし、商業施設はあまりに多く、中には単純に陳腐化して終わる物件もあると考えられ、リスクの高い投資である。

商業施設の物件取引は厳しい状況が続いており、既に評価額の大幅な調整も起こっている。具体的な例は英国で、小売売上高全体に占めるオンライン販売割合の上昇ペースが加速した2016年以降、商業施設の評価額が下落しており、その割合が16%を超えた時点で評価額の下落幅が拡大した。大陸欧州は2021年にその16%という水準に達する見込みである（図表EU9）。

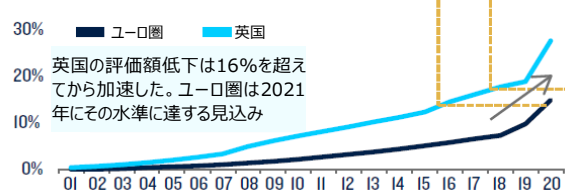
オンライン消費へのシフトにより、商業施設が余剰な状態に陥っている。そして、需要を供給が上回る供給過剰状態が長引くという構造的な低迷局面では、次の3つの理由からインカム収益はマイナス成長に転じる。

### 図表EU9：オンライン販売が商業施設の評価額成長率に及ぼす影響

MSCI商業施設価格成長率（年率％）



オンライン消費が消費全体に占める割合（％）



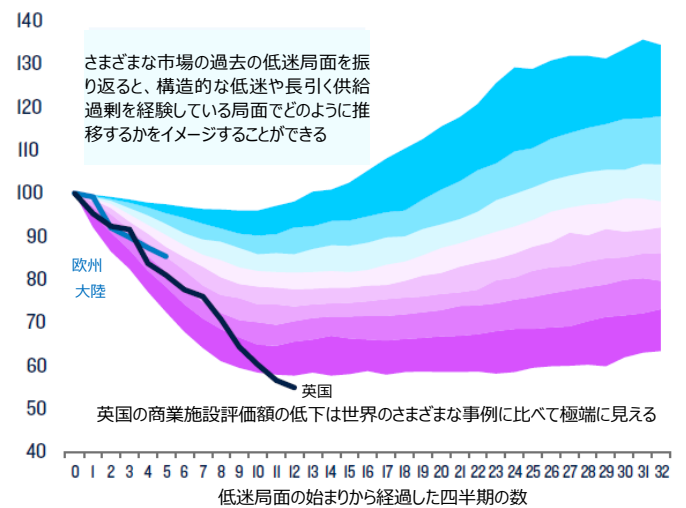
出所：MSCI、クシュマン＆ウェイクフィールド、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

(1) テナントを誘致して賃貸することが困難になる (2) リスクプレミアムが上昇することで利回りが拡大する (3) 評価額が大きく低下する。

英国では過去数年間にわたってこのメカニズムが働き、プライム商業施設の評価額が実質ベースで40%以上下落した。これは、長期間にわたる構造的な低迷局面のその他の事例に比べても極端に大きい調整である。欧州大陸の実質評価額はこれまでのところ15%の下落だが、英国と同じ道筋を辿っていると言える（図表EU10）。

### 図表EU10：過去の低迷局面に照らした商業施設評価額の低下

低迷局面のプライム商業施設の実質評価額指数（ピーク=100）



注記：上記グラフは、世界のさまざまな都市やセクターの1980年代以降の低迷局面を検証している。網掛け部分は百分位数で見て10～90パーセンタイルの範囲を指す。

出所：クシュマン＆ウェイクフィールド、PGIMリアルエステート、2021年5月現在。

今後陳腐化する、あるいは評価額の更なる低下に苦しむ可能性がある物件に投資するリスクは今なお高いものの、価格が調整されることで投資機会が生じる。評価額の調整により、商業施設の借入（レバレッジ）が満期を迎えるに伴ってディストレス案件が増加することが想定され、物件のオーナーや当該案件への貸し手は新たな資金が必要となる。

生活必需品を扱う商業施設は底堅く、欧州大陸でも英国でも、評価額の低下幅が限定的か、あるいは低下ペースが鈍化する傾向が見られる。具体的な例として、オンライン販売にも対抗できる低コストの大型ショッピングセンターが挙げられる。新規資金を投じようとしている投資家の目標は、キャッシュフローを安定させ、現行賃料水準で底堅い賃貸需要があることを示すことで、現在の高すぎるリスクプレミアムを低下させて利回り縮小からリターンを上げることにある。



# インベストメント・リサーチ・チーム

## 著者

**GREG KANE**, エグゼクティブ・ディレクター、インベストメント・リサーチ 欧州責任者

**HENRI VUONG**, エグゼクティブ・ディレクター、インベストメント・リサーチ 不動産デット責任者

**KELLY WHITMAN**, エグゼクティブ・ディレクター、インベストメント・リサーチ 米州

**KAI YIP**, バイス・プレジデント、インベストメント・リサーチ アジア太平洋

**FLORIAN RICHTER**, バイス・プレジデント、インベストメント・リサーチ 欧州

## グローバル

**DR. PETER HAYES**

マネージング・ディレクター

インベストメント・リサーチ グローバル責任者

## 米州

**LEE MENIFEE**

マネージング・ディレクター

インベストメント・リサーチ

米州責任者

**KELLY WHITMAN**

エグゼクティブ・ディレクター

**BRADLEY DOREMUS, CFA**

バイス・プレジデント

**DEAN JOSEPH DEONALDO**

アシスタント・バイス・プレジデント

**PHOEBE KEEGAN**

アソシエイト

**YVONNE WHITE**

アソシエイト

**KAIA HENRIKSEN**

アソシエイト

## 欧州

**GREG KANE**

エグゼクティブ・ディレクター

インベストメント・リサーチ

欧州責任者

**FLORIAN RICHTER**

バイス・プレジデント

**MATTHEW HUEN**

バイス・プレジデント

## アジア太平洋

**DR. CUONG NGUYEN**

エグゼクティブ・ディレクター

インベストメント・リサーチ

アジア太平洋責任者

**KAI YIP**

バイス・プレジデント

**YIWEN CHEN**

アナリスト

## 不動産デット

**HENRI VUONG**

インベストメント・リサーチ

不動産デット責任者

## 留意事項

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。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、ルクセンブルク金融監督委員会(CSSF)の規制下にあり、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しているPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって配布されます。PGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.の登記上の所在地は以下の通りです：2, boulevard de la Foire, L1528 Luxembourg。PGIM Real Estate Luxembourg S.A. (登録番号：A00001218) 特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。ドイツにおいては、本資料は、PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGIによって配布されます。PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGIは、ドイツ連邦金融監督所 (BaFin)によって規制されています。

本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理庁 (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。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。

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、意見および提言について示したものです。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、および情報に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した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PGIM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。

この資料は、情報または教育を目的として作成されたものです。この資料の提供にあたり、PGIMは、(i) お客様に対して受託者としての役割を果たしておらず、また受託者としての立場で助言を提供するものでもなく、(ii) 投資運用サービスの提供にはその対価として報酬が生じるため、ここでは公平な投資アドバイスについて提供するものでもありません。

## 留意事項

- ◆ 本資料はPGIMリアルエステートが作成したものです。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。
- ◆ 本資料はPGIMリアルエステートが作成した“2021 Global Outlook”をPGIMジャパン株式会社が邦訳したものです。邦訳に際し解釈および表現に違いがある場合は原文が優先します。
- ◆ 本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、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。
- ◆ 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。
- ◆ 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について我々が保証するものではありません。
- ◆ 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等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。
- ◆ 我々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。

## リスクについて

投資一任契約に基づき我々がPGIM リアルエステートが運用を行う不動産投資戦略に投資を行う場合、次のようなリスクが含まれている場合があります。以下のリスクにより元本欠損が生じる可能性または当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。以下のリスクは、主なリスクであり、これらに限定されるものではありません。

- ◆ 国内または世界経済の悪化、地域市場やテナントの財政状態の悪化、物件の売手及び買手の数の変動、物件の需要供給バランス、融資の供給状態、金利の上昇、為替の変動、不動産に関わる税制の変更、エネルギー価格及びその他の経費の変動、環境に関わる法律や規制の改正、都市計画法やその他政府の取決めや財政政策の変更、キャッシュフローへの依存度が高いという特性に起因する物件リスクに対する人々の選好度の変化、使用されている建築資材に関わるリスクや運営上の問題点、天災、保険で保障されない不可抗力やその他 PGIM リアルエステートのコントロールを超えた要因で発生しうるリスクがあります。
- ◆ 不動産エクイティおよびデットは、他の資産クラスに比べ比較的流動性の低い資産です。そのため、投資家の償還要求を満たすまでに、かなりの時間を要する場合があります。
- ◆ PGIM リアルエステートは各投資家に対する受託者としての義務を果たすもので、償還請求を満たす目的で、投資資産の売却やその他の行動を起こす義務を負いません。加えて、最近の経験が示すように、不動産は長期的なサイクルを描く傾向にあり、このことは不動産価格のボラティリティを著しく高めることとなります。
- ◆ PGIM リアルエステートが投資を行う物件と運用戦略のパフォーマンスは、投資を行う米国市場およびそのサブ市場における健全な経済環境に左右されます。
- ◆ パフォーマンス目標を達成するのに必要な要素には物件タイプや地理的分散が含まれており、これらはリスクを減らし、広く分散したポートフォリオを維持することを意図しています。物件の立地、資産クラス、物件タイプ、投資戦略および投資の資金調達の方法という様な、物件に関する選択とパフォーマンスは目標リターン達成に対して影響を与えます。
- ◆ パフォーマンス目標の達成を妨げる要素の一部には次の様なものが含まれます。米国市場又は特定の市場や一部の市場に影響を与える、経済および資本市場および人口動態トレンドにおける予期しない突然の大きな変化。またそれらは物件のパフォーマンスや投資家の商業不動産に対する需要に影響を与えます。
- ◆ 外貨建の有価証券については、為替相場の変動等により、受取り円貨額が当初円貨での支払いから変動する可能性があります。これにより投資元本を割り込むことがあります。
- ◆ レバレッジを行う場合、運用資産を担保とすることから、保有する資産価格が急激に下落した場合には、必要証拠金の充足が不可能となり、場合によっては投資元本を上回る損失が生じることがあります。
- ◆ 不動産デットには固定クーポンものも含まれることから、金利の変動により不動産デットの価値が上下する可能性があります。
- ◆ 不動産デット戦略のパフォーマンス目標を達成するのに必要な要素には投資案件の選択、ファンドマネージメントチームの案件をソーシングし選択する能力、それらを実際に問題無く執行する能力、商業不動産市場においてデットの需要が継続すること等が含まれます。このパフォーマンス目標の実現を妨げる要因には、マクロ経済環境や商業不動産業界における著しいマイナスの変化や商業不動産に対して提供されるデットの過剰供給、そして対象物件のパフォーマンス低下等が含まれます。

## 費用について

PGIM リアルエステートが運用を行う不動産投資戦略への投資にあたっては、PGIM ジャパン株式会社と投資一任契約を締結していただくことを前提としています。

- ◆ 投資顧問業務の対価として、投資顧問報酬（資産残高に対し最大 1.10%（税抜き 1.00%）※の逓減料率）が費用として発生します。投資顧問報酬については、契約資産の性質、運用方法、対象等に応じて、別途協議のうえ取り決めることがあります。
- ◆ 我々と投資一任契約を締結いただいた上で、PGIM リアルエステートが運用を行う海外籍のリミテッド・パートナーシップ等のビークルを通じて、PGIM リアルエステートの不動産投資戦略に投資を行う場合、当該ビークルの資産から間接的にご負担いただく運用報酬とは別に、投資一任契約報酬として最大 0.165%（税抜き 0.15%）が発生します。
- ◆ 上記投資一任契約報酬とは別に、保管等に係る諸費用が発生し、契約資産から控除されることがあります。これらの費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。したがって、お客様が支払うべき手数料の金額の合計もしくはその上限を記載することはできません。
- ◆ ビークルにかかる運用報酬は、ビークルにより異なりますので、金額およびその上限額を記載することはできません。ビークルの資産から間接的にご負担いただく運用報酬とは別にリーガル費用、ドキュメンテーション費用、監査費用等の諸費用が発生し、ファンドの受託資産から控除されます。これらの費用は、運用状況により変動するため、事前に具体的な料率・上限額を表示することができません。このように金額およびその上限額を記載することができない費用があることから、ファンドの受託資産から控除される形で投資家が実質的に負担する費用の合計額もしくは上限を記載することはできません。
- ◆ 金額及びその上限額を記載することができない費用があることから、お客様が支払うべき手数料の金額の合計もしくはその上限を記載することはできません。

※ 記載の数値は我々が現在、投資顧問業務で提供している運用戦略にかかる投資顧問報酬で最も高いものを記載しております。実際の投資顧問報酬は、個別の契約内容、受託資産残高等によって異なります。

## 会社概要

商号	PGIM ジャパン株式会社 PGIM Japan Co., Ltd.
所在地	東京都千代田区永田町 2-13-10 プルデンシャルタワー
代表取締役社長	国澤 太作
設立年月日	2006 年 4 月 19 日
主要株主	Prudential International Investments Company, LLC (100%)
資本金	2 億 1,900 万円
主要業務	① 投資運用業 ② 投資助言・代理業 ③ 第 2 種金融商品取引業
登録番号等	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号
加入協会	一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会