

インベストメント・リサーチ

# 2022

# グローバル不動産市場 見通し

不確実な環境下における投資機会

2022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2022年5月に作成したレポート「2022 Global Outlook – Investing Throughout Uncertainty」（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2022年5月時点のものです。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。

# グローバルな投資機会

本稿では、需要の伸びを支える柱としての役割を果たし、かつ長期的な賃貸利益（NOI：Net Operating Income）の成長にも資するような、普遍的で長期的なテーマの恩恵を受けることが期待できる投資機会についてまとめる。

## ライフサイエンス

ライフサイエンス施設への需要は、高齢化が進む人口に対して医療サービスを提供する必要性があることから、急速に増加すると見込まれる。

## シニアハウジング

コロナ禍を経て高齢者向け住宅への需要が回復している。また、人口の高齢化により、長期的に需要が増大することが示唆されている。

## ESG対応オフィス

高価格帯市場では、高い環境・社会・ガバナンス（ESG）基準を満たすオフィス改修に魅力的な投資機会が存在する。

## 賃貸住宅

住宅購買力の低下によって、家計は賃貸住宅に目を向けている。機関投資家は、時勢に合った手頃な居住スペースの提供という側面で果たすべき役割がある。

## オムニチャネル商業施設

持続的なEコマースの拡大が、インダストリアル・セクターと商業施設セクター両方における更なる需要増大を示唆している。

## 都市部の物流施設

Eコマース関連の需要拡大が、欧州大陸における都市部に近い物流施設に対する需要を押し上げている。

## 物流施設

賃料の伸びが改善するとの見通しにより、引き続き近代的な物流施設の開発・所有に関する投資機会が生まれている。



## メキシコのインダストリアルおよび物流施設

メキシコのインダストリアルと物流施設は、高い利回りがカントリーリスク・プレミアムと低い賃料の伸びを補ってなお高いリスク調整後リターンを提供する。

## データセンター

データセンター設備に対する急速な需要拡大に供給が追いついていないため、長期にわたる魅力的な賃貸利益の増加期待が高まっている。

## 都心部のESG対応オフィス

力強い雇用の伸びはオフィス需要にとって良い兆候である。また、質の高い持続可能な資産を重視する傾向が強まっている。

## 賃貸マンションおよび物流施設

サンベルトにある都市が、過去数年にわたりアウトパフォームしてきたが、今後は沿岸部の市場に雇用の増加とこれまでの供給不足を牽引役とした魅力的な投資機会が存在する。

## 戸建賃貸住宅

戸建賃貸住宅の収益の伸びは、郊外における世帯数の増加や住宅購買力の低下などの追い風による恩恵を受ける公算が大きい。

 デジタル化

 高齢化

 構造的成長

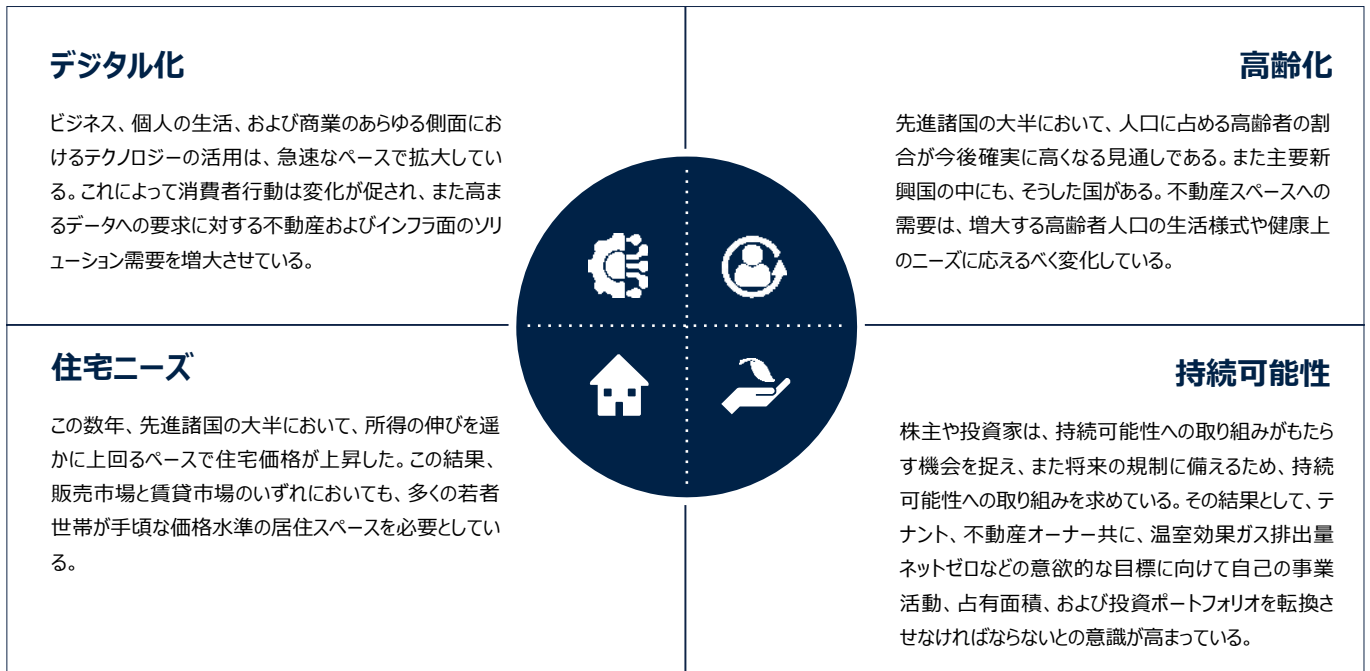
 住宅ニーズ

 持続可能性

 戦略的機会

## 長期的に有望な投資テーマ

我々は、需要の伸びを支える柱としての役割を果たし、かつ長期的な賃貸利益（NOI：Net Operating Income）の成長にも資するような、普遍的で長期的なテーマの恩恵を受けることが期待できる投資機会の特定に努めている。我々が有望だと考えている4つの投資テーマを以下に示す。



## 価格創造の原動力

不動産投資の期待パフォーマンスは、キャッシュ・フロー、期待できる賃貸利益の伸び、リスク、および価格設定に影響を及ぼす各種要因に左右されるが、リスク調整後リターンを評価する際は、これら全ての要素を考慮して行う。主な牽引要因は次の通りである。

### 構造的成長

確信の持てる長期的なテーマによって不動産需要に変化が生じていることを受け、こうした新しい需要が牽引役となる不動産に対して投資を行う。この「構造的成長」によって、長期にわたる賃貸利益（NOI）の力強い伸びが可能になるだけでなく、景気サイクルに対する耐性も生まれる。

### 戦術的機会

限られた期間の中で標準以上のリターンが期待できるような投資機会が発生する場合がある。そうした機会は、確信度の高い投資テーマに関連して生じたものである場合もあるが、相対的な価格差や調整局面後の割安感、あるいは供給を上回る短期的な需要などの要素から生じる質の異なる価値創造機会の場合もある。

# 戦略的投資配分

## 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安定的な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、以下が有望だと考えている（図表1も参照）。

- ・ **守りの姿勢に重点を戻すことで景気見通しを巡る脅威に対応すると同時に、構造的成長も重視する**

インフレ率と金利の上昇、供給の混乱、新型コロナウイルスの感染再拡大、地政学的対立などの最近の出来事を背景に、投資の重点は守りの姿勢へと急速に転換している。これは、確実なキャッシュ・フローを生み、かつ根本的に有利なトレンドが構造的に需要を支えるセクターや市場に属する不動産を重視すべきであることを示唆するものである。

- ・ **2022年の欧州は最もリスクに晒されており、新興国とともに注意が必要となる**

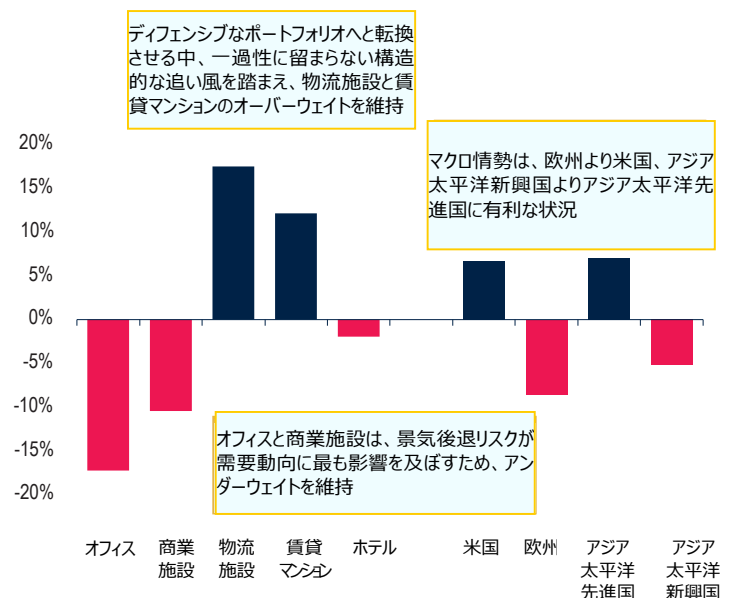
本質的には世界全体が今後の見通しを巡るリスクに晒されているが、ウクライナ紛争と地理的に近接していること、およびエネルギー供給不安という側面において直接的な影響を受けることを考慮すると、欧州経済の下振れリスクは他の地域と比べて高いと思われる。よって、直接的な影響がより軽微、かつ景気後退に陥ったとしても急速な回復が期待できる米国により配分を振り向けるのが賢明であろう。世界各国・地域で金融政策が引き締められる中、新興国のリスクも高まっており、アジア太平洋では先進国に重点を移すべきだと考えられる。

図表1：戦略的グローバル投資配分 - コア戦略エクイティ投資

#### 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	2021年 トレンド対比
オフィス	40%	22.5%	アンダーウェイト	▼
商業施設	18%	7.5%	アンダーウェイト	▲
物流施設	17%	35.0%	オーバーウェイト	▲
賃貸マンション	18%	30.0%	オーバーウェイト	▲
ホテル	7%	5.0%	アンダーウェイト	◀▶
地域				
米国	36%	42.5%	オーバーウェイト	▲
欧州	36%	27.5%	アンダーウェイト	▼
アジア太平洋先進国	20%	27.7%	オーバーウェイト	◀▶
アジア太平洋新興国	8%	2.5%	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（-）



上記は情報提供のみを目的としており、作成日におけるPGIMリアルエステートの意見を反映したものです。投資助言を意図したものではありません。

出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

- 住宅セクターのオーバーウェイト幅を引き上げる**  
 リスク・バランスが傾く中、住宅セクターの賃料の伸びは、居住する場所の確保という基本的なニーズ、および限定的な物件供給と多くの主要都市における住宅価格の上昇を背景とした手頃な価格水準の居住スペースに対する需要拡大を支援材料にして、堅調に推移すると見られる。金利上昇とインフレによる可処分所得の減少が脅威となり得るが、住宅セクターは伝統的に他の不動産セクターよりも安定的であり、下振れリスクへの備えとなる。これに基づき、住宅セクターが市場として確立しており、多くの投資機会を提供している米国の積み増しを検討すべきであろう。
- 住宅セクターにおいては、手頃な価格水準の住宅、戸建住宅、およびシニアハウジングに重点を置く**  
 世界的に、住宅セクターに対する関心は、都市にある高価格帯の賃貸マンションから現代のニーズに応えるような住宅へとシフトしている。住宅価格の高止まりと住宅ローン金利の上昇を背景として、世界の多くの都市では住宅購買力の低下が問題となっている。こうした中、機関投資家の資金は低所得～中間所得世帯の住宅ニーズに応えるような解決策の一端を担っている。米国では、これまで都市に居住していた世帯が郊外へと移る動きを背景に戸建賃貸住宅への機会が提供されている。また、欧州と米国の両方において、高齢化が進む人口のニーズに応えるようなシニアハウジングの需要が旺盛である。
- ECコマースの浸透拡大という構造的変化を背景に、物流施設への投資配分を増やす**  
 世界的なECコマースの浸透拡大に加え、サプライチェーンの混乱に対応するため保管スペースを増やすというテナント需要を背景として、物流施設の需要には構造的変化の追い風が吹いている。これらの要因は堅調な需要拡大を反映しており、物流施設セクターへのオーバーウェイトを正当化するものである。今後の価格動向については一定の注意が必要であるが、こうした需要に支えられた構造的変化の見通しは、景気循環的な流れの中にある他のセクターと比べても魅力的な状況にある。欧州の都市部における物流施設は、低利回りというマイナス要素を十分に相殺するよう力強い賃貸利益（NOI）の成長が見込まれている。米国では、既存の土地を活用した物流施設（インフィル物流施設）に引き続き魅力があるが、より価値の高い沿岸地域の市場へ重点が移りつつある。
- オフィスへの投資機会はESGに重点を置く…**  
 オフィス勤務再開の拡大に伴うモメンタムにも拘らず、景気循環的な需要に左右されるオフィスは世界経済の鈍化というリスクに再び晒されていることから注意が必要であり、昨年よりも当セクターのウェイトを引き下げる必要があることを示唆している。市場では二極化が進んでいる。アジア太平洋の見通しが最も堅調で、投資家は地域を問わず積極的に資金を振り向けているが、テナントからの要望が強まる一方で供給が十分でない先進的なAクラスの物件を提供することにより、ESG（環境・社会・ガバナンス）の問題を解決することに重点を置くようになっている。

#### …ライフサイエンスとテクノロジー分野についても注目

また、事業が拡大しており、これによって空室率の改善や賃料の成長がもたらされるようなテナント需要への対応にも重点を置くべきである。これには、人口高齢化やヘルスケアに対するニーズの拡大といったトレンドに支えられるライフサイエンスやテクノロジー分野が含まれる。

#### 商業施設とホテルはアンダーウェイトを維持する

消費者の動向に大きく左右されるセクターのモメンタムは年初には改善が見られたが、世界的なエネルギー価格の高騰や金利上昇が個人消費の見通しが急速に不透明となっている。これが商業施設とホテルの需要回復の阻害要因となっており、リスク・バランスは下振れ方向に傾いている。足元で、商業施設とホテルともに投資価値はよく持ち堪えており、今後数年のうちに広範な投資機会が再び生じると我々は予想している。

## 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。

- 大きく異なる点は貸出期間である。景気循環型セクターにおいては、短い貸し出し期間と変動金利の組み合わせが有効である。そこには間違いなくリスクが存在するものの、低い融資比率（LTV）と高い貸出金利の組み合わせにより、有効なリスク調整後リターンが可能となる。
- 構造的変化のトレンドの後押しが背景にあり、長期的に価値を押し上げるインカム収益の成長性が見込めるような案件の場合は、固定金利による長期貸し出しが妥当になる。このような案件においては長期的に物件価値が上昇することでLTVが改善し、貸し出し案件の質の向上が見込まれる。
- コアデット戦略に関しては、キャッシュ・フローが底堅い質の高い物件への貸し出しが好ましい。仮に経済成長が減速し不動産市場がより厳しい状況に直面したとしても、ローン金利の支払い能力が維持されるからである。
- 立地が重要な要素であり、主に住宅や物流など比較的安定した収益が期待できる景気循環性の低いセクターと好立地の案件によるポートフォリオ構築が望ましい。
- 短期的なリスクを踏まえると、貸出期間と賃料収入源の分散確保が重要である。例えば、賃貸契約の期間終了時期がまちまちで、かつ賃貸契約が更新される確率が高い多目的用途の複合施設案件などが挙げられる。

## コア以外の戦略

### エクイティ投資およびデット投資

よりリスクの高いエクイティまたはデット戦略へ投資を行う投資家に関しては、目標リターンがより高かつ投資期間がより短いため、投資配分決定の力学も変わる。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関しては、定められたグローバルベンチマークに従うことの重要性は低く、我々は次のようなアプローチが有望だと考えている。

- 賃貸利益（NOI）の構造的成長を期待できる不動産に注力**

景気循環セクターのリスクは間違いなく高まっており、バリューストック戦略の投資家は難しい舵取りを迫られている。力強い賃料の伸びを期待できる物件・セクター・市場に重点を置くことで、投資家は案件が出口を迎える際に長期金利の上昇に伴い利回りが上昇（価格は低下）してしまう、いわゆる出口リスクを軽減することができる。
- 住宅と物流施設の開発を続ける**

住宅と物流施設には、これら不動産スペースを増やす構造的な必要性がある。つまり、オンライン需要の増大に応えるためのより多くの物流スペース、より多くの手頃な価格水準の住宅、より多くの高齢者向け住宅が必要とされている。これらを背景に、将来のパフォーマンスを策定する際に、より強い確信が持てる。開発コストの上昇はマイナス材料だが、開発コストの上昇により新規供給が抑制されるため、将来の賃料上昇が見込める可能性がある。
- 大きな可能性を秘めるESG対応のオフィスを検討する**

企業を取り巻く様々な逆風とリモートワークを巡る不確実性が相俟って、オフィスの先行き見通しはまちまちと言える。その一方、質の高いAクラスの物件はESGの要件を満たすだけでなく人材も惹きつけるため、テナントにとっては魅力的である。そうした物件は供給が不足しているだけでなく賃料が上昇しており、バリューストック戦略における開発・改修の投資機会を生み出している。
- ライフサイエンス業界も併せて検討する**

同様に、ライフサイエンス業界の需要は著しく拡大しており、これが賃料上昇を促している。需要拡大に応じて供給を増加させる機会があるが、ライフサイエンス・オフィスは、通常のオフィス物件よりもより高度な専門性が求められる。
- データセンターへのエクスポージャーを構築する**

データ使用量の増大を踏まえると、データセンターは潜在的に確実な成長が期待できる。このセクターは物件の入手が容易ではないが、キャッシュ・フローが比較的安定していることに加え、データセンターの必要性が一段と顕著になっており、これにより賃料収入と価値の長期的な成長が促されると予想される。

# 目次

## パート I グローバル不動産市場 見通し

### 08 | 不安定な環境

ボラティリティが上昇し、不確実性が再び高まってはいるものの、浮き沈みの激しい現在の経済環境下での足元のパフォーマンスを見ると、世界の不動産市場は更に厳しい環境を迎えても乗り切れる態勢が整っていることが伺える。

### 10 | インフレの再来

この1年、物価予想は一貫して上方修正されてきた。とはいえ、前例のない事態という訳ではなく、賃料は長期的にはインフレに歩調を合わせる傾向があり、物件価値に破壊的影響を及ぼすような事態ではない。

### 12 | 高金利環境が意味するもの

不動産利回りが過去最低水準にある中、高金利環境に伴うリスクを最小限に抑制するには、安定した賃貸利益（NOI）の伸びを実現できるグローバル不動産ポートフォリオを構築することが不可欠になるだろう。

### 15 | 不動産デット：期間とインカムの分散

金利上昇が資金調達コストを押し上げている。一方、不動産ローンの借手は現在の金利水準で固定させることを模索しており、貸手には依然として絶好の機会が存在する。物件タイプと期間の分散が鍵を握る。

## パート II 地域別の不動産市場 見通し

各地域の経済と不動産市場の先行きに関する評価に基づき、今後12か月においてリスク調整後ベースで最も魅力的だと考えられる投資機会を特定する。

### 16 | 米州不動産市場見通し

### 29 | アジア太平洋不動産市場見通し

### 37 | 欧州不動産市場見通し

## パート I

# グローバル不動産市場見通し

### 不安定な環境

コロナ禍は最悪期を脱したが、世界経済および不動産市場への影響は今も残る。サプライチェーン寸断の影響とインフレ圧力が、長引くロシア・ウクライナ紛争を原因とした新たな緊張と不確実性と絡み合いながら存在している。

ボラティリティは高く、不確実性も再び高まっている。景況感や経済状況、および金融市場での価格推移、経済活動に関する主要指標が2019年末以降大きく変動しており、現在のデータや報道から将来の動向を読み取ることが難しくなっている。

言うまでもないが、中央銀行は投資家と同じ課題に直面している。つまり、政策当局が目標水準を上回るインフレ率への対処に追われる中、失策をするリスクが極めて高い状況にある。低い金利水準によってインフレがもたされていると中央銀行が説明しているが、これは急騰するエネルギー価格や供給の混乱などの多くのインフレ助長要因の1つに過ぎないという点を踏まえると、なおさらそのリスクは高い。エネルギー価格の急騰と供給の混乱は、他の様々な要因を背景として悪化に歯止めがかからない状態にあり、直近では、ウクライナ情勢と中国における新型コロナウイルスに伴うロックダウンの再発動が状況悪化の要因になっている。

不動産市場にとっては、政策ミスによるリスクの影響は分かり易い。利上げと量的緩和の解消を通じて過度な規模あるいは過度なペースで金融引き締めが実施された場合、景気後退がもたらされて消費者と企業による不動産スペース需要が抑制され、低金利環境の終焉見通しによって高水準の不動産価格が脅威に晒されることになる。

金利上昇が間違いなく懸念材料となるが、主要な国や地域で現在進められている、または間もなく突入することが予想される金融引き締めサイクルは、それほど長い期間にわたって維持されないと予想する理由が幾つかある。

- インフレはなお、広い意味では基本的に一過性のものと予想され、サプライチェーンとエネルギー供給に対する圧迫が解消されるにつれて落ち着く可能性がある。とりわけ、金融引き締めによりインフレ期待の過度な高まりに歯止めがかかれば、そうした展開になるだろう。
- エネルギー・コストの上昇を理由として、世界のGDP成長率に関する見通しが既に大幅に下方修正されている。よって、金融引き締めの余地と必要性は限られている。
- 資産価値が下落し始めた場合、中央銀行に対する圧力の方向が変わる可能性がある。
- 労働参加率が上昇に転じており、これが賃金上昇圧力を弱めている。

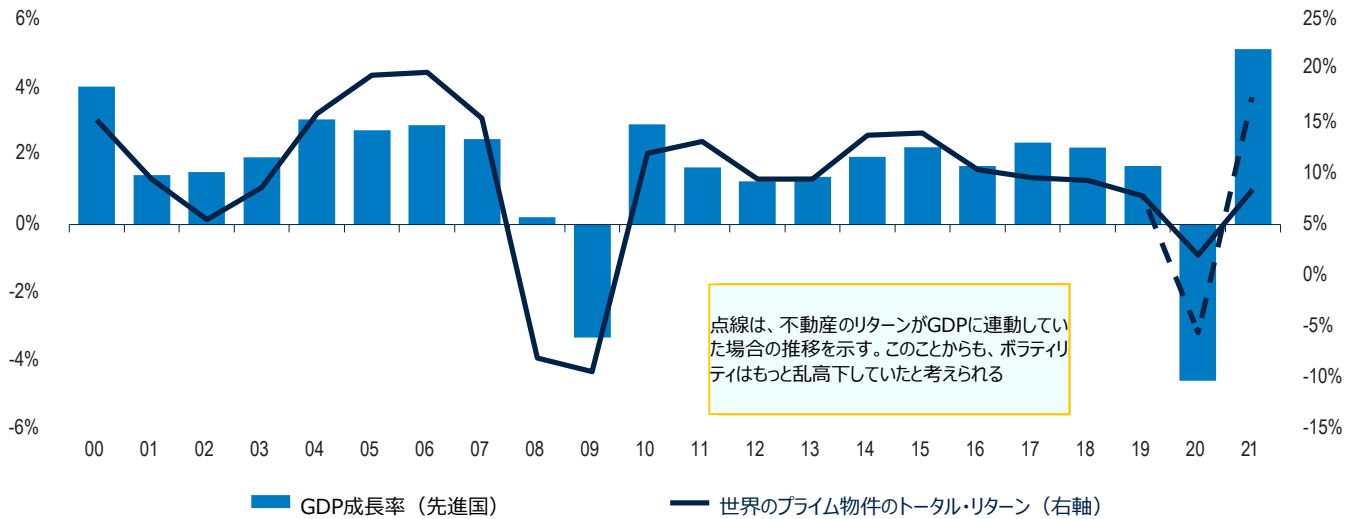
とは言え、世界金融危機以降、1つの資産クラスとしての不動産の存在感は高まっているものの、主流である株式や債券に比べるとまだ比較的小さな規模の資産クラスに過ぎないため、分母効果を原因とする資本の流出に対して脆弱である。分母効果とは、金融市場の他の領域での価格下落が影響して、投資家が不動産に過度に資金を振り向けている状態に陥り、その結果ポートフォリオのリバランスを迫られる（不動産への配分削減を迫られる）時に生じる効果である。

そうした脅威が漂うものの、過去数年にわたり世界の不動産市場は衝撃を受けても揺るがない耐久力を発揮している。一方、それは政策に助けられてきた面も否めない。コロナ禍においては、企業や労働者を支援するために講じられた様々な政策が持続的な不動産賃料支払いに寄与したほか、2020年と2021年には金融政策も支援材料となった。それでも、不動産のパフォーマンスは経済全体と比較するとよく持ち堪えたと言える。過去の不動産収益とGDPとの関係であれば、不動産収益はもっと急激に乱高下し、ボラティリティがもっと上昇しても不思議ではなかったが、不動産収益は小幅な低下に留まり、その後は回復に転じた（図表2）。



## 図表2：過去数年にわたり、不動産は変動の激しいマクロ経済情勢に対してよく持ち堪えている

### 世界のプライム物件リターン（年率）と先進国GDP成長率の比較



出所：コースター、クッシュマン&ウエイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

浮き沈みの激しい経済環境下での足元のパフォーマンスを見ると、世界の不動産市場は更に厳しい環境、つまり景気後退に陥ったとしても、それを乗り切れる態勢が整っていることが伺える。2022年1-3月期のデータは不動産がよく持ち堪えていることを示している。ロシア・ウクライナ紛争の最も直接的な影響を受けている欧州でも、データはそれほど悪くない。とは言え、複数年の賃貸借契約や指数連動性、主に四半期毎の物件評価の頻度などの要素により、不動産は景気に遅行することが多い。

最も重要なのは、最近および現時点の市場での出来事が、長期的な見通しに関して何を示唆しているかという点である。

- 現在の優良物件の低い利回り水準は、いずれ市場がまた低成長・低リターン環境へと回帰することを市場が織り込んでいることを反映したものだとする、やがて高いインフレ率および高い金利水準にも転機が訪れるのだろうか？
- あるいは、2022年の状況が今後もずっと継続し、高い水準の物価と金利が根強く持続することになるのだろうか？

投資家が今後数年にわたり自己のポートフォリオを運用する際には、両方の想定において不動産がどのように推移するかを理解すること、そしてどのような状況でも乗り切ることができる市場の領域を特定することが重要となる。

**投資家が今後数年にわたり自己のポートフォリオを運用する際には、両方の想定において不動産がどのように推移するかを理解すること、そしてどのような状況でも乗り切ることができる市場の領域を特定することが重要となる。**

## インフレの再来

インフレが爆発的な勢いで再来している。当初は、エネルギー価格の上昇、更には需要の急回復を原因とする供給の逼迫という要因を背景に、世界的に物価が上昇した。直近では、ロシア・ウクライナ紛争によって状況は悪化している。

当然ながら、こうした急速に変化する状況は政策当局の注目の的となった。全体的な物価上昇はエネルギー価格の上昇が主要因となっていることから、エネルギー価格が安定、あるいは価格上昇率が緩やかになりさえすれば自然とインフレ率は低下すると考えられるものの、国際通貨基金（IMF）が直近で分析した世界経済見通しによると、食品価格の上昇や、米国を中心とする賃金上昇など他の要素も作用していることが示唆された。

この1年、物価予想は一貫して上方修正されてきた。そして、当初は物価の急上昇は一過性のものであるとの自信に溢れていたが、物価高騰は当面にわたって続き、政策決定や経済、不動産市場に著しく大きな影響を及ぼすのではないかと懸念が浮上している（図表3）。

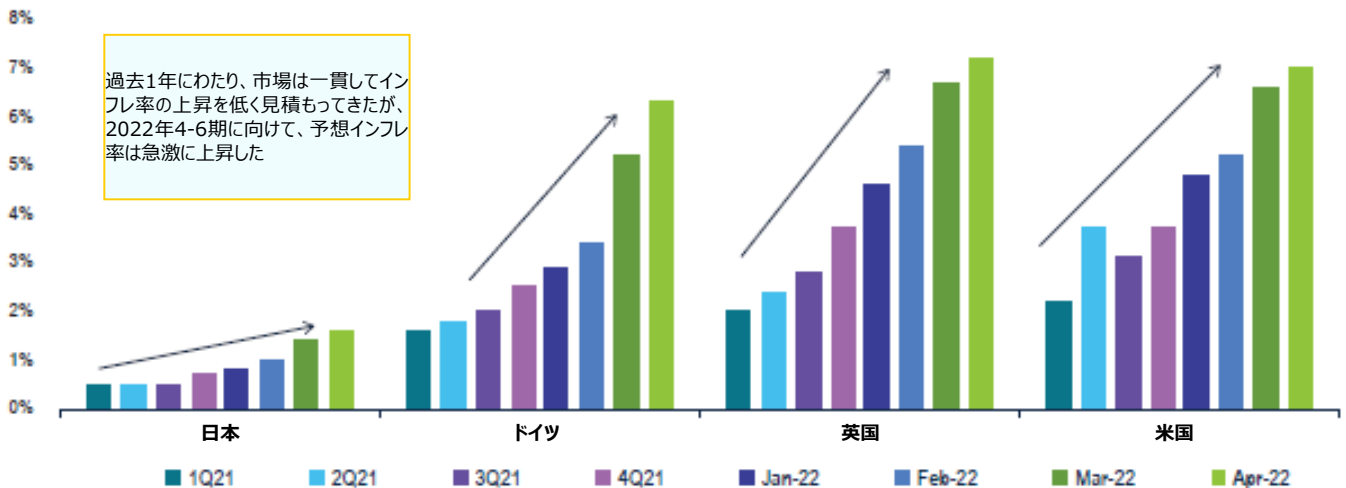
金利の見通しと不動産投資家にとって、どのような影響があるかを評価する前に、不動産がインフレに対してどのような反応を示すかという注目すべき問題を検証してみる。

過去40年ほどの間、不動産はほぼ完全なインフレヘッジを提供してきたと言える。このことは、世界の全不動産における賃料の実質上昇率が平均するとゼロになるという点からも明らかである。当然ながら、こうした傾向に反して賃料の実質上昇率がプラスまたはマイナスとなったセクターや市場もあるが、前述の事実は直感的に納得できるものである。通常は、賃料の力強い実質成長率が長期にわたって続く時は、賃料の下げ圧力となるような供給側の反応を引き起こす、あるいは最終的に賃貸市場にも影響を及ぼすような利上げなどの政策対応が必要となる力強い経済成長を伴っている場合が多い。

一方、賃料の実質上昇率はその長期平均を跨いで大きく変動しており、長期にわたって一貫して大きく上昇する期間もあれば小幅な上昇に留まる期間もある。今日の投資家にとって重要な問題は、不動産が高インフレ環境において機能するか否かの判断である。

図表3：これまで低く見積もられてきたインフレ見通しが足元で急上昇している

各時点における市場が予想する2022年のインフレ率



出所：コンセンサス・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

ここに表示している予測または予想は予告なしに変更される場合があります。実際の日付はこれから逸脱し、ここに反映されていない可能性があります。

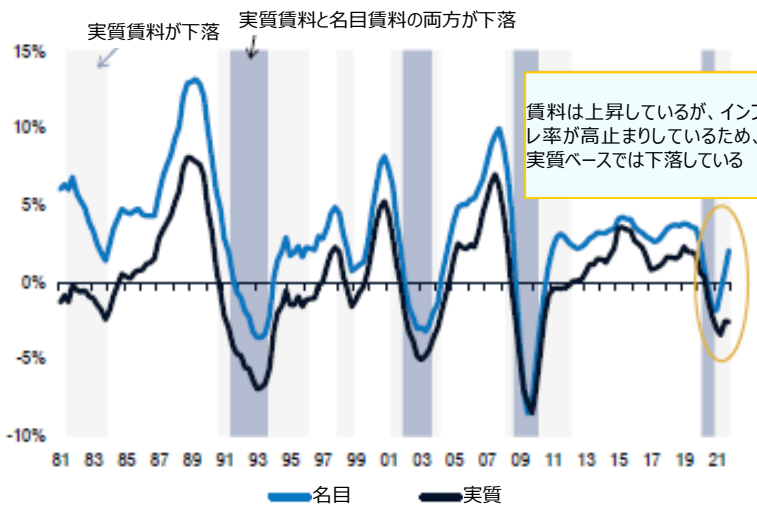
インフレ率が高止まりする中で実質賃料が低下する一方、物件供給が不足する中で名目賃料は上昇しており、2022年初めまで続いたコロナ禍からテナントが総じて回復している状態も鮮明になっている。こうした足元の動向については、歴史から一定の示唆を得ることが出来る。

現在の状況は、決して前例のない状況という訳ではなく、資産価値に大きな打撃を与えるものではない。むしろ、平均すると、実質賃料が下落する一方で名目賃料は横ばいまたは上昇していた期間においては、不動産利回りは概して低下していたことが分かっている（図表4）。また、実質賃料と名目賃料の両方が下落しているときに限り、利回り主導で価格調整が生じていることが多いということも明らかになっている。

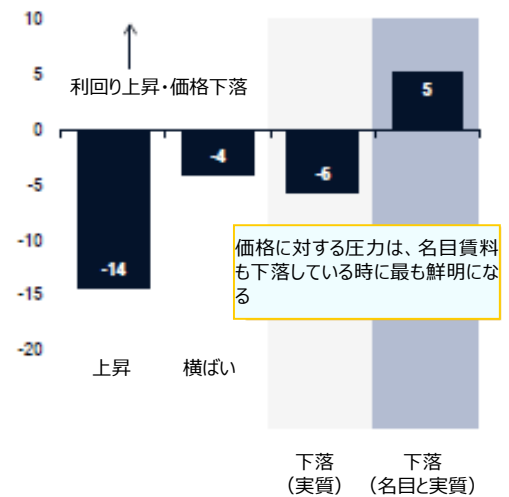
よって、インフレ自体がもたらす脅威は限定的と言える。インフレが一過性のもので終焉するようであれば、なおさら脅威は限定される。過去のデータによると、市場が単純にこれを見越していたことが伺える。むしろ、インフレがもたらす脅威はそれほど深刻なものではなく、インフレを抑制するための金融引き締めや、ロシア・ウクライナ紛争とコスト増に伴う企業の景況感悪化の再燃が需要回復を妨げることの方が脅威である。賃料に下押し圧力がかかり始め、名目賃料も下落し始めた場合は、価格もそれに応じて調整し始める可能性がある。

**図表4：利回りに対する圧力は、名目賃料と実質賃料が下落する場合に強まる傾向がある**

世界の全不動産の年間賃料上昇率の試算（％）



賃料の上昇・横ばい・下落時期における利回りの年間変動率（ベースポイント）



出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

## 高金利環境が意味するもの

低金利環境が終焉しようとしている。しかし、中期的な金利予想は基本的に変わっていない。インフレ率上昇によって短期的には金融引き締めが進められるであろうと市場では主に受け止められており、そうした状況を反映して債券利回りは2022年に入ってからの数ヶ月で急上昇した。

不動産利回りが歴史的低水準にある中、投資家の間では、高金利環境への移行が不動産にどのような影響を及ぼすかという懸念が拡大している。低成長と債券利回りの上昇という足元の組み合わせによって、景況感、資本の動き、価格推移に脅威がもたらされていることは明らかだが、2022年1-3月期においてその影響は限定的だった。

影響の大きさを見極めるに当たり、金利見通しに関する現時点での基本シナリオと、想定以上に金利が上昇し程度差こそあれ長期にわたり高金利環境が続くというシナリオの2つの想定を図表5に示した。

右側の図を見ると、予想される結果は明らかである。債券利回りの上昇は不動産にとって壊滅的な打撃ではない。高金利環境の移行による影響は一気に生じるというより長い時間をかけて生じる可能性が高い。

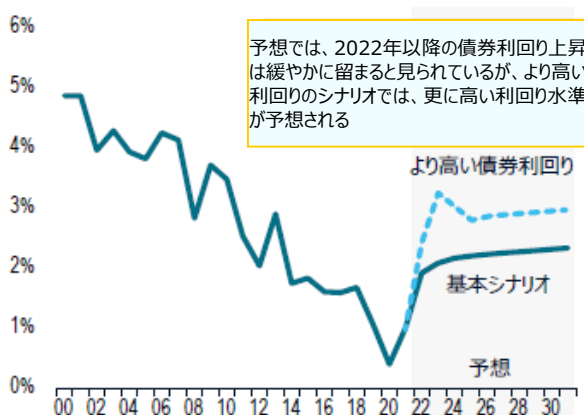
しかし、同様に右側の図を見ると、足元の市場における価格推移を正当化するためには、賃料が約50bps上昇する必要があることが見て取れる。こうした水準に達するためには、賃料は長期にわたって持続的に上昇し続ける必要があるかも知れない。

**高金利環境への移行に伴うリスクを最小限に抑制するには、安定した賃貸利益（NOI）の伸びを実現できるグローバル不動産ポートフォリオを構築することが不可欠になるだろう。**

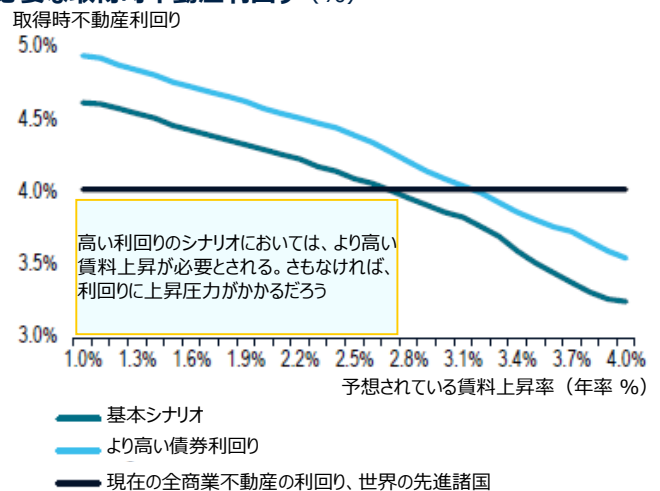
同時に、力強い賃料上昇を達成する条件は厳しくなりつつある。供給の伸びは依然として低水準であり、これが需給環境の支援材料になっているが、景気の先行きを巡る見通しは軟化している。これまで、長期にわたる利回り低下が大半の物件、セクター、および市場を押し上げた。しかし、今後もそれが持続するとは考えにくい。よって、高金利環境への移行に伴うリスクを最小限に抑制するには、安定した賃貸利益（NOI）の伸びを実現できるグローバル不動産ポートフォリオを構築することが不可欠になるだろう。

**図表5：金利が上昇する場合、現在の利回り水準を正当化するためにはより高い賃料上昇が必要になる**

### 世界の10年国債の利回り（%）



### 現在のプライム物件の利回りと、様々な予想賃料上昇率での必要な取得時不動産利回り（%）



出所：オクスフォード・エコノミクス、PMA、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

## セクター別の現状分析



## グローバル・データセンター

データセンター設備に対する急速な需要拡大に供給が追いついていないため、長期にわたる魅力的な賃貸利益増加期待が高まっている。

世界のインターネット業界は、増加するアプリケーションの数、仕事や遊びなどの人々の生活のあらゆる場面におけるこれらアプリケーションの幅広い活用が牽引役となって、過去数十年にわたり驚異的なペースで成長してきた。データ量そのものも驚異的に肥大化しており、直近10年はその傾向が特に顕著である。世界のインターネット利用者数は年間8%のペースで増加している一方、テクノロジーの更なる進化と1人当たり利用量の増加を背景として、データ生成量はそれを大きく上回るペースで増加しており、同じ期間中の年間平均増加率は32%に達する（図表6）。これら全てを背景として、データセンターに対する需要が拡大している。

データセンター・セクター内では、クラウドプロバイダーやハイテク企業など極めて大きな容量を必要とする一握りのユーザーをターゲットとする大規模施設であるハイパースケール・データセンターと呼ばれる施設に対する需要が特に旺盛である。世界のハイパースケール・クラウドの収益は2019年から2021年にかけて倍増したが、ストラクチャード・リサーチによると年率30%程度のペースで引き続き増加すると予想されている。

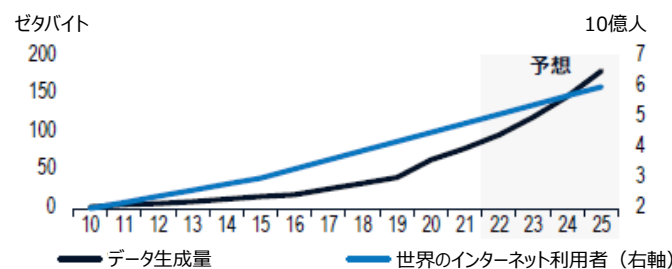
このように需要が急拡大する中、世界のデータセンター市場はそのペースに出遅れている。

2016年から2021年までの総容量の増加は年率20%に留まり、2021年の時点における総容量は12,700メガワットとなっている。今後3年の年間増加率は13%が予想されるなど足元で供給計画は減速しているほか、こうした計画はバージニア州北部やロンドン、シドニーなど既存のデータセンター集積地に集中している。クッシュマン&ウェイクフィールドによると、消費者需要を支えられる経済と人口の規模に加え、大規模なデータセンター集積地は電力供給量やクラウド運用の実績、光ファイバーケーブル網への接続など、多くの基準を満たさなければならない。

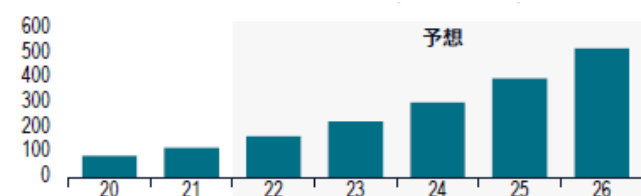
先述した通り、構造的な大きな追い風があるとは言え、データセンター・セクターは引き続き大きな課題を突き付けられている。第一に、サーバーハードウェア設計とデータセンター設計の両面における急速なテクノロジーの発展を受けた既存技術の陳腐化・価値低下リスクが挙げられる。前者のテクノロジーの進化は、データ記憶容量の増加と計算速度の向上に基づきサーバー使用の効率改善に繋がる一方、冷却技術の変化によってデータセンターの設計変更が余儀なくされるだろう。持続可能性に関する要求を背景として、電力を大量消費する当セクターでは二酸化炭素排出量を削減する差し迫った必要が生じており、データセンターの運営会社は主な解決策として再生可能エネルギーの活用やエネルギー利用効率の改善に努めている。

図表6：持続的で構造的な需要拡大がグローバル・データセンターへの需要を押し上げている

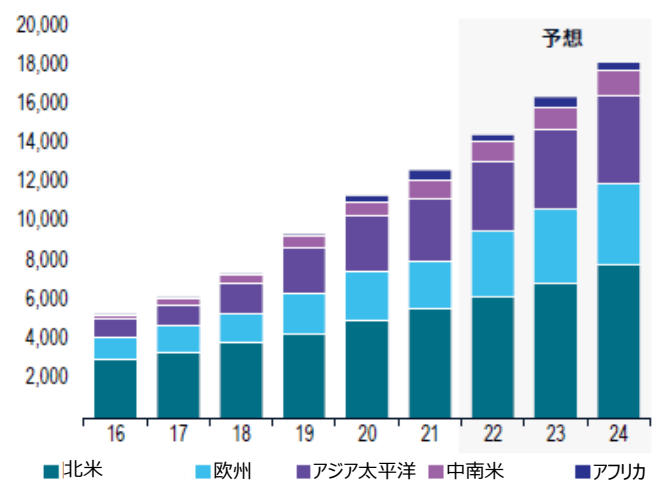
世界のインターネット利用者と年間データ生成量



世界のハイパースケール・クラウドの収益 (10億米ドル)



グローバル・データセンターの市場規模 (メガワット)



出所：ストラクチャード・リサーチ、データセンターホーク、CBREデータ・センター・ソリューション、アフリカン・データ・センターズ・アソシエーション、エクスアラーム・アナリティクス、エリクソン・モビリティ・レポート、各社レポート、PGIMリアルエステート。2022年5月現在

それでも、当セクターに対する投資家の関心は高まっている。投資家は自己のポートフォリオが時代遅れにならないよう、デジタル資産やデジタルインフラに重点を置いたデジタル戦略を取り入れたいと考えている。また、既存のデータセンターの物件取引量はこの2年で倍増した。より規模の小さい競合他社の統合を進めてきたデジタル・リアルティやエクイニクスなどの主要データセンター運営会社に加え、当セクターはオルタナティブ・セクターという位置づけの下で徐々に市場規模が拡大し、プライベートエクイティ投資会社や政府系投資ファンドなどの伝統的な不動産投資家がエクスポージャーを増やしている。

我々は、5GやIoT（Internet of Things：モノのインターネット）、クラウドテクノロジーの浸透拡大など、テクノロジーの更なる進化によって今後もデータセンター需要が押し上げられると見ており、今からこの分野に資金を振り向けようとする投資家にとっても決して遅くはない状況にあると考えている。

---

**データセンター・セクター内では、クラウドプロバイダーやハイテク企業など極めて大きな容量を必要とする一握りのユーザーをターゲットとする大規模施設であるハイパースケール・データセンターと呼ばれる施設に対する需要が特に旺盛である。**

---

# 不動産デット： デュレーションとインカムの分散

通常のサイクルであれば、ローン金利の信用スプレッドは、今後数年にわたる力強い経済成長を見越して、金利上昇に伴って縮小する傾向が見られる。しかし今回は、信用スプレッドは確かに一時縮小したものの、成長見通しの不透明感が増すにつれて改めて市場が見通しを見極めようとする中、再び拡大傾向にある。

国債利回りは上昇しているが、長短利回り差は縮小しており、経済成長の減速を受けて金利は再び低下に向かう可能性があることが示唆されている。一部の中央銀行がインフレを抑制すべく、追加的な利上げやより速いペースでの利上げ、更には自己のバランスシートで保有する資産を縮小させる量的引き締めを示唆しているにも拘らず、こうした利回り差の縮小が生じている。

金利変動に対する感応度は、ローンの利払いの大きさとその構成および残存期間とリスクフリー金利として使用される国債利回りとの関係によって大きく左右される。大部分がリスクフリー金利で構成され、かつ期間の長い低金利のローンは、期間が短く利払いの大半が信用リスクで構成される高金利のローンよりも、金利に対する感応度が高い傾向にある。

---

**大部分がリスクフリー金利で構成され、かつ期間の長い低金利のローンは、期間が短く利払いの大半が信用リスクで構成される高金利のローンよりも、金利に対する感応度が高い傾向にある。**

---

物件オーナーにとって、ローンのベース金利の上昇と利回り上昇は、資金調達コストを押し上げるとともに、融資比率（LTV）に押し下げ圧力を与え、その結果レバレッジ後の物件キャッシュ・フローは減少することになる。これによって投資に振り向けられる資金が減少するため、物件に対する需要と供給の両方に影響を及ぼす。つまり、物件の取得と開発に振り向けられる資金が減少することになる。とは言い、過去数年にわたりデットファンドによる活発な投資資金調達が行われてきており、貸付可能な資金は引き続き十分に残っていると見られる。

金利上昇により不動産の資金調達コストが上昇している中、投資家は物件利回りと資金調達コストの差に注視すべきである。この差は足元ではプラス領域にあるが、その幅は縮小しつつある。

中央銀行がより積極的な利上げを実施している市場では、特にこの差の縮小が進んでいる。こうした展開は、物件の利回りを押し上げ価格を引き下げる可能性がある。

不動産デットのようなインカム主体の投資戦略は、インフレがリターンに及ぼす可能性のある悪影響を受けやすい。先述の通り、不動産の賃料は長い目で見れば実質ベースでは概ね横ばいで推移し、よってインフレリスクに対する有効なヘッジ手段になることは歴史が証明している。しかし、短期的には、警戒感に促されてより質のよい案件が選択されたり、より強い物件オーナーや強い借手との取引関係が重視される動きが生じると考えられる。

インフレ率を上回るペースで上昇する抵抗力の強いインカムを生成する可能性のある物件タイプが、長期にわたる構造的トレンドと高い成長期待の恩恵を受けると見られる物件タイプと並んで選好されると考えられる。その代表例が物流施設と住宅である。これら資産は、足元の旺盛な需要と限定的な案件数から貸手の間でも選好されるセクターである。また、ライフサイエンス施設やデータセンター、シニアハウジングなど、先述したデジタルトランスフォーメーション、住宅需要、人口高齢化、持続可能性といった要素に関連した構造的なトレンドによってもたらされる力強い成長の可能性を有する特定分野に特化したセクターも期待できる。

オフィス、商業施設、ホテルに関しては、個々の物件の特性が一層重要となる。例えば、テナントと物件オーナーの間で広がっているESG重視の姿勢が、近い将来に導入されることが見込まれるESG基準を満たし、時勢を反映したオフィススペースに対する需要を押し上げている一方、古いタイプの既存物件は埋もれ始めており、物件レベルでの格差が広がりつつある。商業施設とホテルに対してはなお警戒感があるものの、生活に必要とされる様々な需要を満たし、またデジタル革命に沿って進化している商業施設にローンの貸手は注目している。また、人との繋がりを求める人々が利用者として回帰している傾向を感じているホテルもある。

資金調達コストの上昇は資金調達活動を抑制する傾向がある。しかし、2022年前半、新規貸出実行量は活況を維持し、活発な不動産取引、過去数年にわたって不動産投資用に調達された潤沢な投資資金、更には現在の金利水準で借入コストを固定させたいという借手の要求を背景とするモメンタムに引き続き支えられている。仮にこれらの要素が落ち着いたとしても、満期を迎える貸出が大量に積み上がっており、これが多くの借り換え機会を提供する。場合によっては、今よりも高い金利水準での借り換えがなされるだろう。しかし、物件タイプや対象市場の分散のみならず、インカム収益とローン期間の分散が引き続き重要となる。

# パート II | 地域別の不動産市場見通し

## 米州不動産市場見通し

### 市場見通しおよび投資機会を裏づける主な要素

- 米国私募不動産市場は2021年に記録的なリターンを記録したが、2022年は大半の物件タイプについてリターンの低下が見込まれる。
- テナントの需要は概ね堅調だが、経済成長が鈍化しており、景気後退リスクが大きく迫っている。インフレ率がこの数十年で観察されたことのない水準にあり、先行きは景気後退を引き起こすことなく利上げを行えるかという米連邦準備制度理事会（FRB）の手腕に大きく左右される。
- 景気後退リスクの高まりに直面する中、持続力のある長期的な投資テーマに投資機会がある。住宅に対する旺盛な需要が続くと考えられる。また、戸建賃貸住宅やシニアハウジングなどのニッチな住宅セグメントが、特に人口構成に関する強い追い風の恩恵を受けると考えられる。
- 賃貸マンションおよびインダストリアル単体の価格上昇と、リスクフリー金利の大幅な上昇を踏まえると、不動産利回りの低下余地はほとんどない。テナントに対する旺盛な需要は続く見通しだが、投資時の低い利回りと今後の新規物件供給増加の見通しにより、今以上に投資先を厳選する必要があるだろう。
- オフィス・セクター全般の見通しについてはこれまで弱気であったが、景気後退リスクが高まる中、なお一層その姿勢を強めざるを得ない。企業によるオフィス面積の見直しによる需要減少があっても、Aクラスのオフィス物件はアウトパフォームすると見込んでいる。また、一部のライフサイエンス市場にも投資機会が存在する。
- 商業施設のファンダメンタルズは改善傾向にあり、同セクターの投資機会は広がっている。インフレが実質ベースでの所得の伸びを押し下げているのは逆風だが、消費者の健全なバランスシートが一層の回復を支えたと考えられる。

### 投資機会まとめ

米州の経済と不動産市場の先行きに関する評価を基に、我々は向こう12か月について次の機会がリスク調整後ベースで最も魅力的であると考えます。

#### テーマ\* 投資機会



#### 賃貸マンションおよび物流施設

サンベルト地帯の都市圏がこの数年アウトパフォームしてきたが、今後は雇用の増加と限定的な新規物件供給によって沿岸部の市場に魅力的な機会が存在する。



#### 戸建賃貸住宅

戸建賃貸住宅の収益の伸びは、郊外における世帯数の増加や価格高騰による住宅購買力の低下などの追い風による恩恵を受ける公算が大きい。



#### シニアハウジング

コロナ禍を経て高齢者向け住宅需要は回復しており、また、人口の高齢化により、長期的に要求水準が高まりニーズが増大することが見込まれる。



#### ライフサイエンス

ライフサイエンス施設に対する需要は、増加する高齢者人口向け医療サービスのニーズと共に急速に増大することが予想される。



#### オムニチャネル商業施設

持続的なEコマースの拡大により、インダストリアル・セクターと一部の商業施設セクター両方における更なる需要増大が見込まれる。



#### メキシコのインダストリアル・物流施設

メキシコのインダストリアル・物流施設は、カントリーリスク・プレミアムと低い賃料上昇率を考慮しても魅力的な利回り水準を享受でき、高いリスク調整後リターンが期待できる。



#### データセンター

データセンターに対する急速な需要拡大に物件供給が追い付いていないため、今後長期的に魅力的な賃貸利益成長が期待できる。

\* テーマの説明については2ページを参照

● 構造的成長

● 戦術的機会



# 投資機会の概要



## 賃貸マンションおよび物流施設 構造的成長

この数年サンベルト地域がアウトパフォームしてきたが、今度は雇用の増加と限定的な新規物件が支援材料となる沿岸部の市場に魅力的な投資機会が存在する。

新型コロナウイルス感染発生以降、多くの都市において賃貸マンションとインダストリアル施設の賃料と不動産価格は急上昇してきた。とりわけ、米国サンベルト地域<sup>1</sup>の都市で、そうした状況が顕著であった。結果として市場タイプ間の利回り差が縮小し、非沿岸部のサンベルト地域における好調な市況に伴う新規物件供給予定が増加したため、今度は物件供給の制約が大きい沿岸部の多くの市場が魅力を増している。景気後退リスクが高まる中、大量の物件供給が想定されている市場については、リスク調整後リターンから十分に割り引く必要がある。

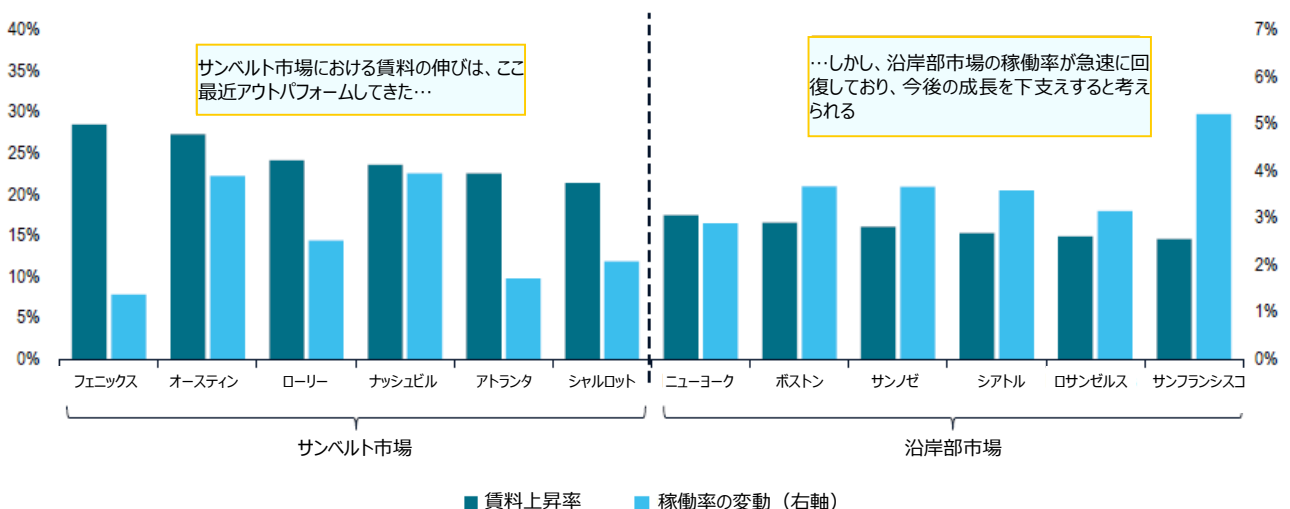
サンベルトの大半の都市において、過去の水準と比較して需給が逼迫しているため、物件開発を継続してもまだ需要が吸収できる。しかし、今後サンベルトの多くの都市において投資案件を評価するには、新規物件が増加する中、賃料上昇率が鈍化し新しいテナントの誘致におけるフリーレント等の割引が増えることを考慮に入れる必要がある。

現在の稼働率は非常に高いが、新規物件供給が加速する一方でGDP・雇用・人口の伸びは今後数年で鈍化すると考えられ、需要の伸びも鈍化すると考えられる。

賃貸マンションのセクターでは2020年、人口が密集している沿岸部の都市において賃料が大幅に下落した。新型コロナウイルスに伴う様々な行動制限や職場の閉鎖など、一時的な要因により需要が枯渇したことが背景にあった。サンベルト市場の賃料の伸びは他の大半の市場を依然として上回っているが、沿岸部の市況が大きく改善しており、稼働率の上昇という形でそれが表れている（図表AM1）。ボストンやニューヨーク、サンフランシスコなどの市場は、一般的に横ばいの新規物件供給予測と雇用の一段の回復見込みにより、一段の成長が期待できる。

### 図表AM1：沿岸部の賃貸マンション市場が回復している

2021年1月から2022年3月までの賃貸マンションの賃料の実質成長率と入居率の変動（％）



出所：リアルページ、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

<sup>1</sup> 米国南部に立地する都市で構成される非公式の地域。通常はマイアミやサンディエゴ、ロサンゼルスなど沿岸部の都市を一部含むが、本分析においては、サンベルトはフェニックスやナッシュビル、オースティンなど同地域における非沿岸部市場を指す。

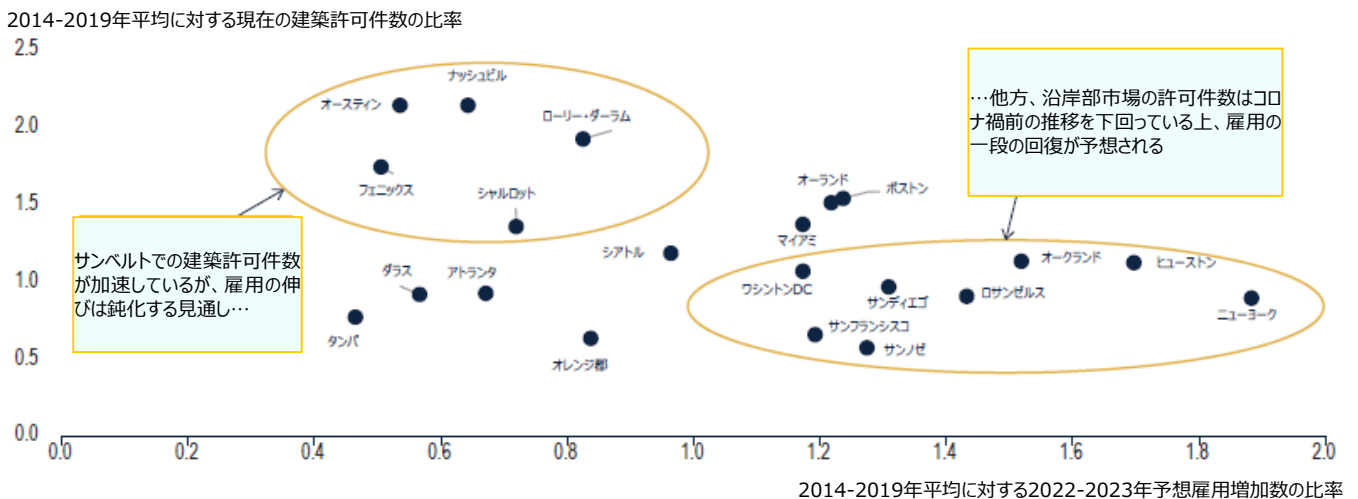
サンベルト地域では利用可能な土地が多いことに加え、規制も比較的緩やかであることから新規開発の障壁が低く、新規物件供給計画が膨れ上がっている。2019年末、これらサンベルト地域における賃貸マンションの建築許可件数は既存物件に対して3.7%だった。2022年1月現在、この値は4.7%の水準にある。米国で供給上の制約が最も少ない都市として名前の挙がるオースティンやナッシュビル、フェニックス、ローリーなどでは、賃貸マンションの建築許可件数は現在、2020年以前の2倍の水準で推移している（図表AM2）。

供給量以外の要素では、環境に優しい（グリーンビル）賃貸マンション物件に投資することで更に高いパフォーマンスを実現できる可能性がある。環境認証であるLEED認証を取得している賃貸マンション物件は、環境認証を取得していない同質の物件よりも賃料水準が高いというデータが報告されている。

インダストリアル・セクターに関しては、サンベルト市場と沿岸部市場の新規物件供給予測の推移を見てみると、賃貸マンションと同様に急速にその差が広がっている（図表AM3）。サンベルト地域における建設中のインダストリアル物件の総面積の既存物件に対する比率は、1年前は僅か2.7%だったが、現在は4.6%に達している。

## 図表AM2：賃貸マンションの建築ペースが加速している

### 雇用の増加見込みと賃貸マンション建築許可件数の推移

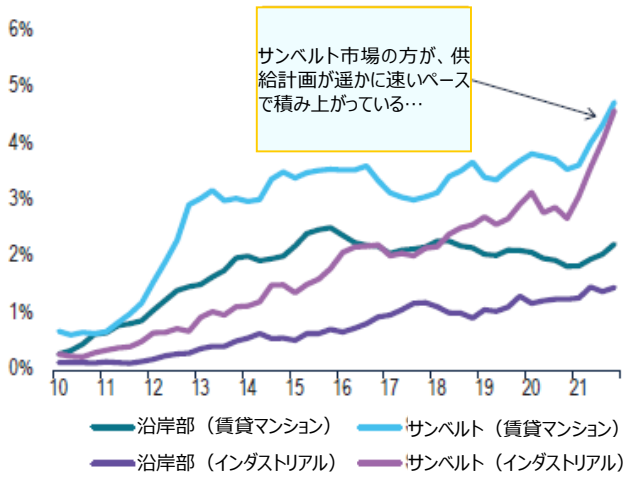


注記：2020年と2021年については、雇用の伸び変動が激しかったため、この分析から除外している。

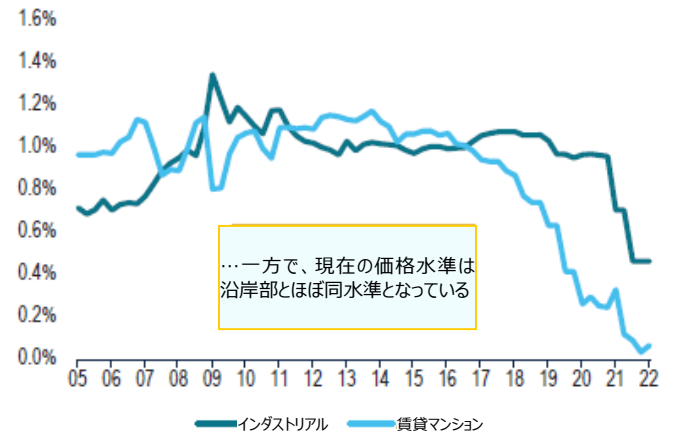
出所：米国国勢調査局、PGIMリアルエステート。2022年5月現在

### 図表AM3：サンベルトと沿岸部は同等の価格水準にあるが、建築ペースは差が広がっている

既存物件に対する新規物件供給の比率（％）



不動産利回りの差：サンベルトから沿岸部を差し引いた値（％）



注記：賃貸マンションの値は直近12か月の建築許可件数、インダストリアルの値は建築中の面積を使用している。

出所：米国国勢調査局、グリーン・ストリート・アドバイザーズ、コースター、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

また、2020年以前はサンベルト市場の利回りは沿岸部市場よりも高かったが、現在はその利回り差が概ね消滅している。しかし、経済成長の鈍化が見込まれ、そして景気後退という下振れリスクが現実味を帯びている中、新規物件供給見込みが膨れ上がっている市場（その大半がサンベルトに位置する）のリスク調整後リターンを予想する際には、その分を割り引く必要がある。こうした点を踏まえると、賃貸マンションとインダストリアル・セクターのいずれにおいても、相対的に過小評価されている多くの沿岸部市場に魅力的な投資機会が存在すると我々は見ている。



## 戸建賃貸住宅 構造的成長

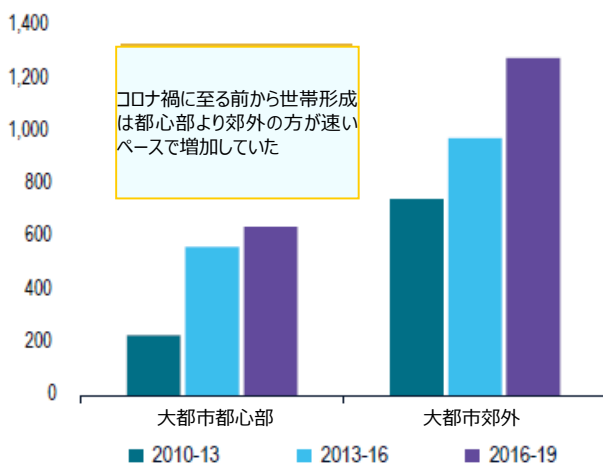
**戸建賃貸住宅の収益の伸びは、郊外における世帯数の増加や価格高騰による住宅購買力の低下などの追い風による恩恵を受ける公算が大きい。**

人口構成の推移や柔軟な勤務形態が、ビジネス街から離れた人口密度の低い市場に立地する住宅に対する旺盛な需要を支える中、戸建賃貸住宅は今後5年間にわたり、他の物件タイプと比較して平均を上回るリターンを達成すると予測される。目先の景気見通しを巡っては不透明感が高まっているものの、戸建賃貸住宅需要を支える構造的傾向は短期的なボラティリティよりも長く続くトレンドと見ている。

10年前に都市部の住宅に対する需要を押し上げた、大きな人口規模のミレニアル世代後期の層は、足元で30代を迎えつつある。過去のトレンドを踏まえると、こうした年齢は結婚や子供が生まれるなどにより、住宅に求める条件の優先順位が家の広さや学校への近さにシフトすることが多い年代である。よって、郊外の住宅に対する需要の増大は、単にコロナ禍に伴う行動制限や職場の閉鎖を反映しているのみに留まらない。大都市の郊外における世帯の増加は、2020年以前から既に加速し始めていた（図表AM4）。

### 図表AM4：郊外の世帯数はコロナ禍前から増加していた

都市のエリア種類別世帯数の変化（1,000世帯）



出所：ジョイント・センター・フォー・ハウジング・スタディーズ、米国国勢調査局、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

<sup>2</sup> ホセ・マリア・バレロ、ニコラス・ブルーム、スティーブン・J・デビス、2021年“Why working from home will stick（在宅勤務が定着する理由）”、全米経済研究所ワーキングペーパー-28731。

販売用戸建住宅市場は、戸建賃貸住宅にとっては競合になるが、十年にわたり戸建住宅の建設が少ない状態が続いたことで価格が高騰している一方、住宅購買力は一層低下しており、それが影響して戸建賃貸住宅に対する旺盛な需要が続くと考えられる。世界金融危機後、戸建住宅の建設は回復が遅れ、住宅開発は賃貸マンション物件に大きく偏ってきた。

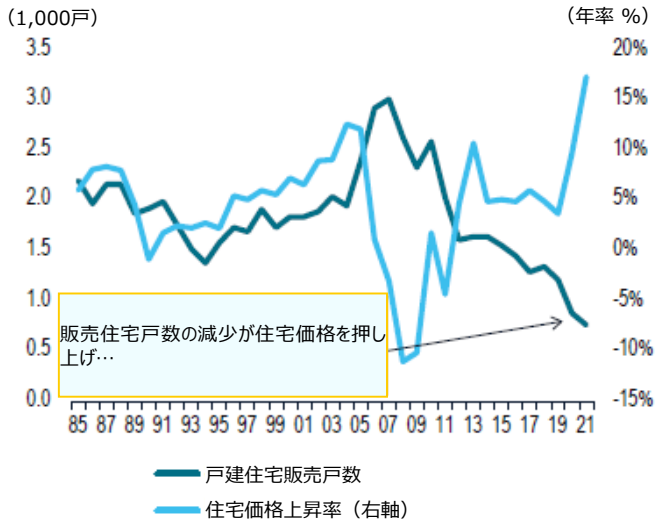
当初は、住宅ローンの貸出基準の厳格化と悪化した家計のバランスシートが戸建住宅の購入需要を抑制し、デベロッパーは出番を失った。その後建設は増えているものの、在庫は住宅需要の変化に対応し切れていない（図表AM5）。足元の住宅ローン金利の急上昇により借入コストが2022年1月から4月までで2.5%上昇したが、これも住宅購入の障壁になっている。

また、柔軟な勤務形態が浸透し、今後も人々が毎日オフィスに通勤する必要はなくなるだろう。在宅勤務が可能な職に就いている就労者を対象とした最近の調査結果によると、雇用主は今後も少なくとも週に二日は在宅勤務を認める意向である。この日数は、時間の経過とともに一貫して増え続けている<sup>2</sup>。そうした形態による勤務が浸透する影響で、長い通勤距離が今より許容されるようになり、都市部から離れたエリアに住居を構える選択が増えると予想する。

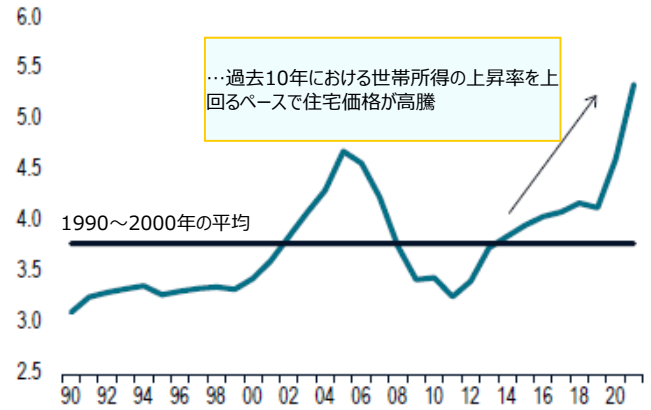
戸建賃貸住宅は、今までも賃貸マンションを持続的にアウトパフォームしてきた。過去6年の市場収益の年間成長率（各市場における稼働率と賃料の変動を組み合わせた指標）は、従来型の賃貸マンションが2.3%であったのに対して戸建賃貸住宅は6.5%に達する（図表AM6）。戸建賃貸住宅のアウトパフォーマンスは、新型コロナウイルス感染拡大発生後の2020年と2021年が特に顕著であったが、2016年から2019年の期間においても戸建賃貸住宅の方が既に200bps近く高い伸びを記録して推移していた。

図表AM5：価格高騰により住宅購買力が急速に低下している

戸建住宅販売戸数と住宅価格の推移



世帯所得に対する住宅価格の比率（中央値）



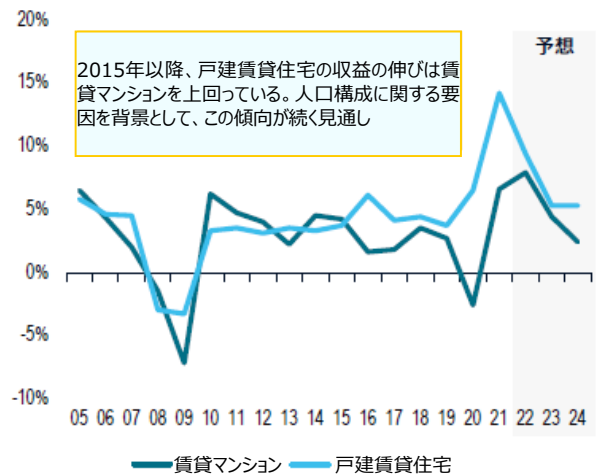
出所：ムーディーズ・アナリティクス、全米不動産協会、米国国勢調査局、ジョイント・センター・フォー・ハウジング・スタディーズ、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

戸建住宅は、土地の上に1軒の住宅が建ち、多くの場合には庭がついているという構造を踏まえ、賃貸マンションよりも人口密度が低い。また、戸建住宅開発用の敷地は、賃貸マンションの敷地よりも、新規物件供給の障壁が低い郊外にあることが多い。将来の供給リスクを考慮すれば、立地および立地する市場の質を厳選することが鍵になるだろう。質の高い教育が受けられ、かつビジネス街への通勤が毎日とは言わなくても週に数日は可能な立地はアウトパフォームする公算が大きい。

当然ながら、新規物件供給リスクには一定の留意が必要だが、人口構成の変化や住宅価格の高騰、在宅勤務の定着といった戸建賃貸住宅に対する需要を増大させるトレンドは今後も続くと考えられ、戸建賃貸住宅への投資は依然として説得力がある。

図表AM6：戸建賃貸住宅の収益成長率は引き続き強い

住宅種別市場収益成長率（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、2022年5月現在



## シニアハウジング 構造的成長

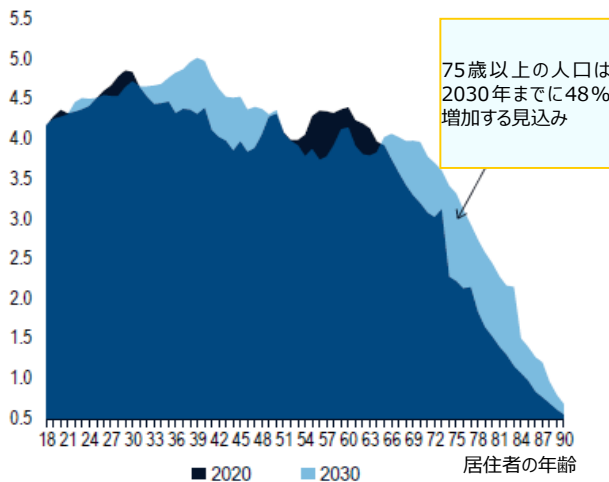
コロナ禍を経てシニアハウジング（高齢者向け住宅）需要は回復しており、また人口の高齢化を考慮すれば、長期的にニーズが増大することが示唆されている。

米国の人口高齢化により拡大する需要に応える不動産の提供も、短期的な景気の懸念よりも長続きすると考えられる息の長い投資テーマである。今後10年、高齢化する人口向けに住宅を提供する必要性、そして新しい医療を開発する必要性が、シニアハウジングとライフサイエンス物件に対する旺盛な需要を支えたと考えられる。2030年までに75歳以上の米国人人口は1,100万人以上増加すると試算されている。これは、対2020年比で48%の増加に相当する（図表AM7）。

シニアハウジングへの需要は加速度的に拡大すると見込まれ、今後10年で最も高いリターンを実現する物件タイプの1つに回帰すると予想する。足元では、新型コロナウイルス感染拡大に関する懸念が原因で2020年に需要が急激に減少した後、感染状況が落ち着くにつれて需要が反転するなど、稼働率は極端に変動の激しい状態が続いている。足元の新規需要水準が持続した場合、2020年から2021年にかけて減少した需要は今後1年で回復するだろう（図表AM8）。一方、建設中のシニアハウジングは2018年のピークと比較すると30%近く減少している。

### 図表AM7：不動産ニーズは人口の高齢化に伴い変化している

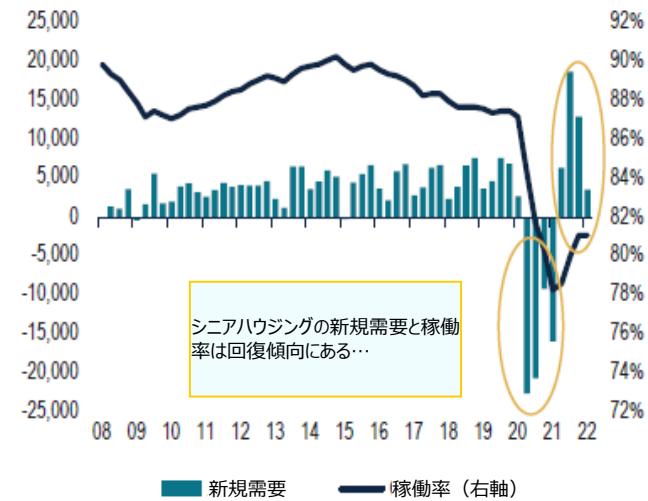
2020年と2030年の年齢別人口構成の比較（百万人）



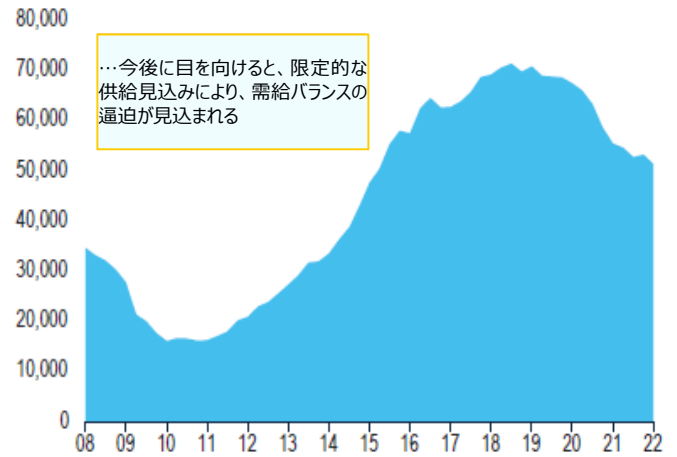
出所：米国国勢調査局、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

### 図表AM8：シニアハウジングに対する需要は回復傾向にある一方、建設は減速している

シニアハウジングの四半期別新規需要（戸数）と稼働率（%）



建設中のシニアハウジング戸数



出所：ナショナル・インベストメント・センター・フォー・シニアズ・ハウジング&ケア、PGIMリアルエステート、2022年5月

足元で見られているコロナ禍からの需要の反発以上に、人口動態を要因とした大幅な需要の増大が見込まれており、今より遥かに多くのシニアハウジングの開発が必要になるだろう。我々が試算した新規需要に基づくと、新規物件供給が再加速し、コロナ禍前の5年間と同様の急速なペースで供給が増加したとしても、今後10年にわたり空室率は過去最低水準付近で推移すると予想される。

## セクター別の現状分析



## ライフサイエンス

高齢化社会が進むにつれて医療サービスの必要性が増すことから、ライフサイエンス物件への需要は急拡大が予想される。

ヘルスケア関連の支出は大幅な増加が見込まれ、技術の進歩が新たな医療の研究・開発（R&D）を支える。ライフサイエンス分野の今後の先行指標となる公的および民間資金によるR&D融資は、過去数年で急拡大している。米国立衛生研究所によると、過去5年間で公的融資は33%増加した。またCBREが公表したデータに基づくと、2021年のライフサイエンス企業のベンチャーキャピタル調達額は2016年の水準に比べ3倍以上に増えた。

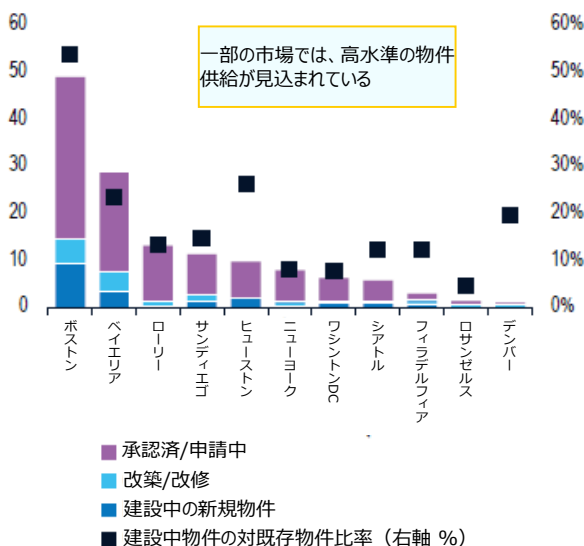
ライフサイエンス物件の需要見通しは良好で、足元で多くの施設が建設中または計画されている（図表AM9）。新規施設の建設計画と並行して、不動産オーナーは既存のオフィス物件の再開発にも注目している。在宅勤務の浸透が従来型のオフィス利用の見通しに影響を落としていることがその背景にある。ボストン、デンバー、ヒューストン、サンフランシスコベイエリアでは、2021年末時点で建設中の物件が既存物件の20%以上に達した。

ライフサイエンス施設の3大集積地であるボストン、サンディエゴ、サンフランシスコベイエリアへの集中は今後も高い状況が続くと見られるが、物件供給による各市場の需給バランスへの影響は異なる。注目すべきはボストンで、足元で既存物件の50%を上回る施設が建設中である。一方、サンディエゴは主要市場の中で空室率が最も低く、供給過剰リスクがほとんどない。

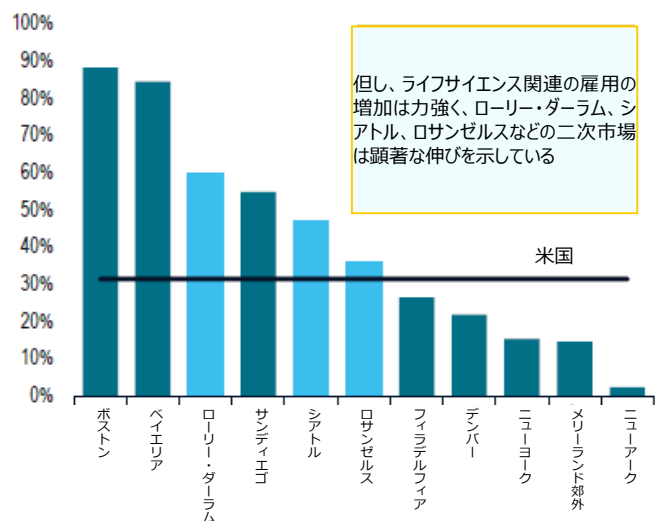
これら地域以外でも、拡大が続くライフサイエンス市場において投資機会が存在している。先行市場が成熟化するのに伴い、企業は相対的に規模の小さい二次的なライフサイエンスの集積地でプレゼンスを確立すると見られる。ロサンゼルス、ローリー・ダーラム、シアトルでライフサイエンス関連の雇用が大幅に増加すると見られる中、予想される需要に対し物件供給が比較的抑制的である点は注目すべきである。これら3市場がいずれもライフサイエンス関連分野において高ランクの研究大学を擁していることは、ライフサイエンス企業の事業拡大の候補地としての魅力を高めている。

図表AM9：需要拡大に対応してライフサイエンス物件の新規供給が増加

ライフサイエンス物件の新規供給（百万平方フィート）



ライフサイエンス関連雇用の累積伸び率（2011-21年、%）



出所：ニューマーク・ナイト・フランク、米国勢調査局、PGIMリアルエステート、2022年5月現在





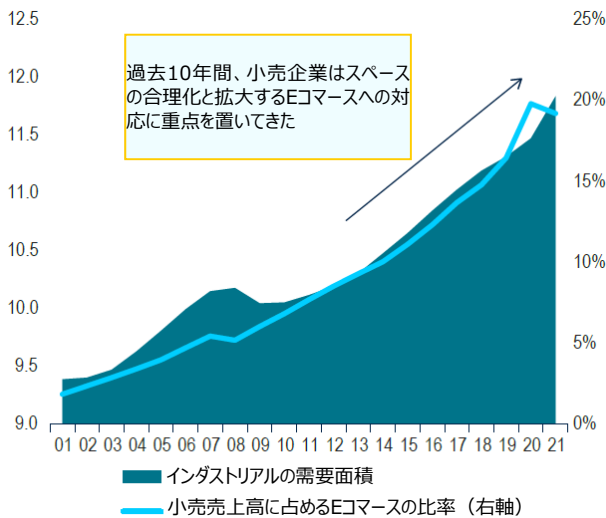
## オムニチャネルの商業施設 戦術的投資機会

継続的なEコマースの拡大は、インダストリアルおよび商業施設セクターの需要の伸びを一段と加速させる。

小売のファンダメンタルズが改善しつつある中、サービスと物販店舗をうまく融合させたショッピングセンターは、オンラインと実店舗間のシームレスな移行を可能にするオムニチャネルのサービスを提供することで、魅力的な投資機会を提供する。米国南部、フェニックスやデンバーの位置する山岳部、人口密度が高く裕福な人口の多い大都市圏郊外の高成長市場は、開発および再開発の投資機会が大きいと考えられる。インフレ上昇が実質所得の伸びに及ぼす影響は逆風ではあるが、消費者の健全な財務状況は更なる回復を後押しすると見られる。

### 図表AM10：Eコマースの普及率上昇がインダストリアル需要を牽引

インダストリアルの需要面積（十億平方フィート）とEコマースの市場シェア（%）



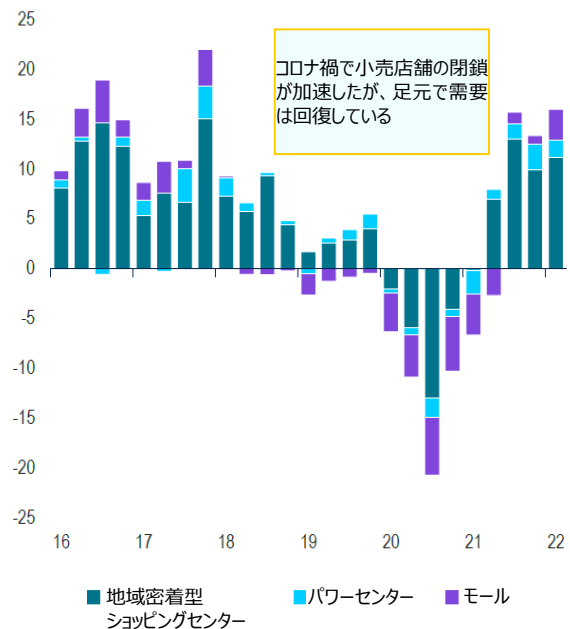
出所：米国勢調査局、コースター、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

Eコマースの着実な拡大は、商業施設および物流施設セクターに引き続き転換をもたらしている（図表AM10）。デジタルに精通した小売企業も従来型の小売企業も、消費材の卸売企業も、店舗の商品棚に定期的に商品を配送するだけでなく、消費者の玄関先までタイムリーに商品を届けるニーズに対応すべく、サプライチェーンを再構築してきた。この結果、消費者への近接性が重要度を増し、インダストリアルの面積需要と立地の選好の双方に変化が生じている。

Eコマースの市場シェアが拡大し続けていることに伴い、過去数年にわたって商業施設セクターは移行局面にある。オンライン専門の小売企業であっても実店舗市場に参入し、既存小売企業の多くが消費者のオムニチャネル志向に対応すべくオンラインと実店舗の体験を融合させるなどの運営を導入し、変化し続ける消費者ニーズに対応した。

### 図表AM11：商業施設需要は回復傾向

商業施設の新規需要（百万平方フィート）



出所：コースター、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

新型コロナウイルスの感染急拡大はこうした移行に拍車をかけ、2020年の小売企業の破綻と店舗閉鎖は過去最高を記録した。

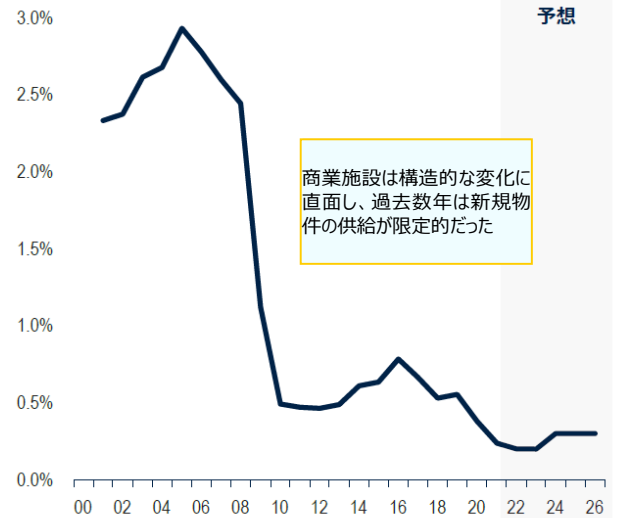
商業施設は2021年上半期に回復に転じ、昨年の店舗閉鎖は過去数年で最も低い水準となった。商業施設の全セグメントで新規需要が改善し始め、地域密着型ショッピングセンターの年間新規需要は2017年以降で最も大きかった（図表AM11）。コロナ禍の難局を乗り越えた限られた小売企業は、競争が弱まったことで質の高い立地を確保できるようになっており、新たな小売事業の創出も盛況である。

近年の商業施設セクターの苦戦を受け、新規開発は低水準で推移してきた（図表AM12）。郊外に立地し大通り沿いのミニモール（ストリップセンターとも呼ばれる）の物件供給の伸びは歴史的な低水準にある一方、人口動態によって、今後10年にわたる先進的な商業施設の需要は拡大すると考えられる（図表AM13）。サンベルトおよび郊外地域は人口の高い伸びが続き、こうした場所では人口増と新たな住宅地に対応する商業施設が必要となる。

現代的な消費者はオンラインと実店舗の利便性の両方を求めるようになっており、新たな若い世代の人口が増えている人口密度の高い郊外市場では、古い商業施設のリノベーションや業態の再構築という投資機会が生じている。

### 図表AM12：過去数年は商業施設の供給が限定的だった

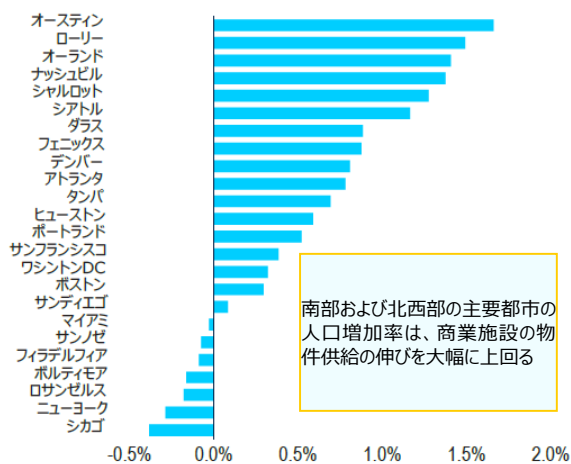
郊外型ミニモール（ストリップセンター）の供給の伸び（年率 %）



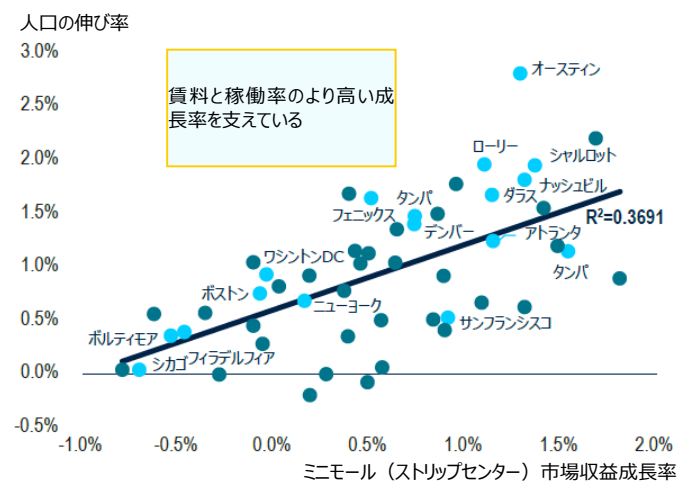
出所：グリーン・ストリート・アドバイザーズ、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在。

### 図表AM13：供給の低い伸びは人口増加率が高い市場への追い風\*

人口増加率と商業施設の供給増加率の差（2011-21年、年率 %）



人口増加率とミニモール（ストリップセンター）市場収益成長率の比較（2011-21年、年率 %）



\*注記：市場収益成長率は賃料および稼働率の成長率を反映した指標。

出所：グリーン・ストリート・アドバイザーズ、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在



## メキシコのインダストリアル・物流施設 構造的成長

**メキシコのインダストリアル・物流施設は、カントリーリスク・プレミアムと低い賃料上昇率を考慮しても魅力的な利回り水準を享受でき、高いリスク調整後リターンが期待できる。**

メキシコのインダストリアル・セクターは、過去20年間の間に、米国、カナダ、および国内市場向けの製品を製造する企業の多くに選好されるようになった。これらの国々との地理的な近接性と競争力の高い生産コストが、拠点としてメキシコを選択する重要な要因となっている。

世界の主要市場のインダストリアル・セクターと同様、メキシコのインダストリアル・セクターの利回り（キャップレート）は2015年以降低下を続け、継続的に賃料も上昇している。メキシコのインダストリアル市場と最も関連性が強いのは米国とカナダで、地理的な近接性に加え、大部分の製品の関税なしの輸出を保障する米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）がその背景にある。よって、メキシコのキャップレートの低下と賃料の上昇が他の北米市場ほど顕著でなく、カントリーリスクと供給制約によって説明付けられる以上にスプレッドが大きい点は注目に値する。

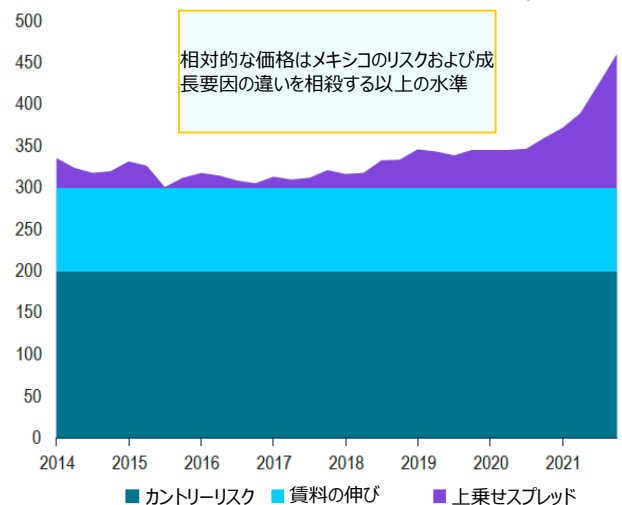
メキシコのインダストリアル物件は、特に海外投資家を中心として、米国などのより発展した市場に対するリスク・プレミアムが求められる。機関投資家の保有は過去20年で増加したが、依然として物件取引は少なく、流動性も低い。市場の下降局面においては、特にこうした傾向が強まる。また、メキシコのインダストリアル物件は輸出依存度が非常に高い。国民の収入の低さから国内需要が抑制されていることに加え、足元で非輸出セクターの成長が停滞していることも背景にある。こうした輸出依存度の高さにより、メキシコのインダストリアル・セクターは米国とカナダの景気後退に対して脆弱である。

また、波乱の4年間を経て2020年にUSMCA協定が締結され、地域貿易政策の確実性は増したとは言え、メキシコに長期投資を行う製造業者は、将来的に貿易政策が変化するリスクを考慮する必要がある。水道や電気といったインフラや、価値の高い工業生産を支える専門教育の不足も製造業者の事業拡大能力を制約する要因となる。

しかし、現在のインダストリアル物件の価格にはこうしたリスクが織り込まれていると我々は考える。我々はメキシコのカントリーリスクに関しては、米国債に対するメキシコ社債のスプレッドと同等の200bpsと推定する。また、メキシコでは多くの地域において用地取得やその他の物件供給の制約が米国ほど多くなく、相対的な賃料の伸びの低さを補完するのに必要な追加的プレミアムを100bpsと推定する。歴史的に見ると、メキシコのインダストリアル物件は米国物件に対し合計で約300bpsのプレミアムで取引されてきた。足元のスプレッドは460bpsで、メキシコのキャップレートのスプレッドは現行水準から縮小する余地がある（図表AM14）。

### 図表AM14：メキシコのキャップレートのスプレッドは拡大している

メキシコと米国のキャップレートスプレッドの要因（bps）



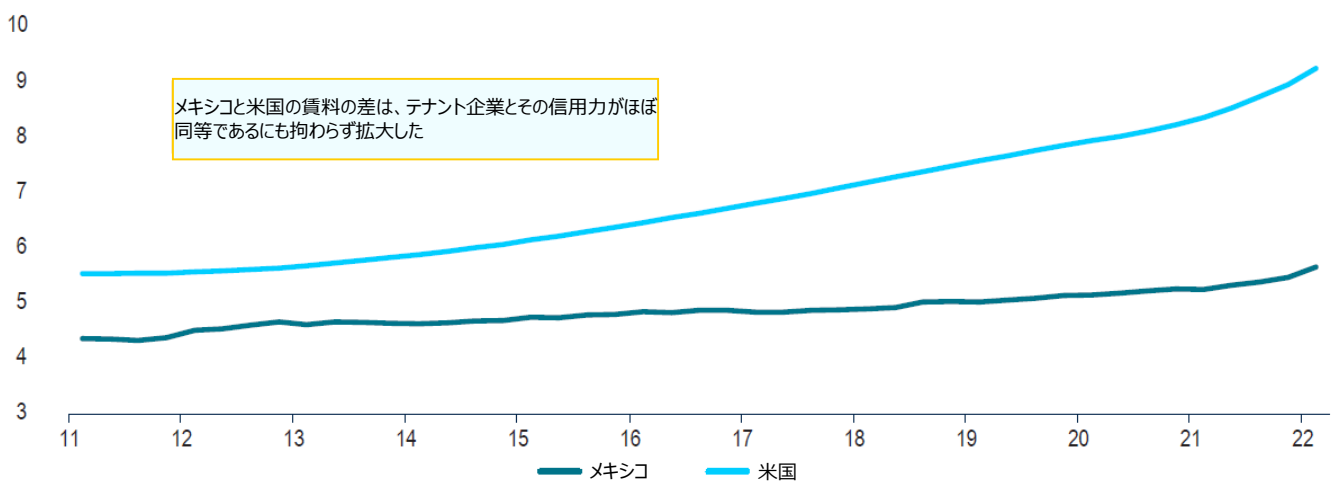
出所：PGIMリアルエステートバリュエーションズ、NCREIF、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

インダストリアル物件の大部分は米ドル建てで、テナントの多くは信用格付を有する多国籍企業であるにも拘わらず、メキシコのインダストリアル物件の賃料はキャップレートと同様に米国物件を大幅に下回っている。

2015年にはメキシコ全体のインダストリアル物件の賃料は米国全体のインダストリアル物件の賃料を平均で20%下回る水準だったが、その後、米国の賃料が急上昇し、その差は拡大した。現在、メキシコの平均賃料は米国の賃料を50%近く下回っている（図表A15）。

大部分のテナントにとって、メキシコの拠点を（国境を超えた）米国の拠点で代替することは困難だ。米国のオペレーションは主に国内の流通ニーズに対応しており、テナントはメキシコ側の労働力とサプライチェーンを必要としている。それでも、賃料の差は今後、過去の平均水準に向けて縮小していくと予想される。足元の不透明な経済見通しは短期的にインダストリアル物件の賃料上昇見通しに影を落としている。しかし、将来的に米国との賃料水準の差が正常化することを見据えると、メキシコの賃料は今後より高い伸びを示す可能性が高い。

**図表AM15 : メキシコのインダストリアル賃料は米国を大幅に下回る（米ドル、平方フィート当たり）**



出所：CBRE、コースター、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

# 地域別の不動産市場見通し

## アジア太平洋不動産市場見通し

### 市場見通しおよび投資機会を裏づける主要要素

- アジア太平洋地域の経済見通しは、広範にわたる国境再開と域内経済の力強さに支えられている。
- 不動産需要は回復しつつあり、堅固な労働市場がオフィス需要の伸びを支えている。ホテルおよび優良商業施設セクターは旅行分野の回復から恩恵を受けると見込まれる。物流施設および賃貸住宅セクターでは引き続き力強い構造的需要が見られる。
- 主要アジア市場全体にわたり賃貸住宅市場は今後10年間で大幅な拡大が見込まれる。日本を除くと、このセクターでは機関投資家の存在感が欠如しており、このことは逆に長期的な成長が予想される賃貸住宅セクターに魅力的な投資機会が存在していることを示唆している。
- 物流セクターでは、より力強い成長が見込まれるオーストラリア、中国、香港、シンガポール市場に投資機会がある。日本については、東京圏以外の地方の先進的な物件開発に魅力的な機会がある。
- 空室率の低下と限定的な供給は、当面にわたり賃貸オフィス市場のより堅調な伸びを下支えする。但し、需要は引き続き質の高い都市部のオフィスに集中し、環境認証を取得した優良物件が最も注目を集めている。

### 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を評価した結果、今後12カ月間、リスク調整後ベースで最も魅力的な投資機会として以下が浮かび上がった。

#### テーマ\* 投資機会



#### 賃貸住宅

住宅価格の高騰を受けて、賃貸住宅に居住する世帯が増えている。無理なく支払える賃料水準で新しい仕様の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。



#### 物流施設

堅調な賃料上昇見通しは、先進的な物流施設の開発および投資の機会を引き続き下支えする。



#### 日本の物流施設

地方の物流施設市場は先進的な既存物件が乏しく、魅力的な開発による投資機会が存在している。



#### 都心部のESG（環境・社会・ガバナンス）適合オフィス

堅調な雇用の増加はオフィス需要の追い風となり、質が高くサステナブルな性質を備えた物件への関心が急速に高まっている。



#### データセンター

データセンターに対する需要の急拡大に物件供給が追い付かない中、こうした状況が魅力的な賃貸利益の成長見通しを後押ししている。

\* テーマの説明については2ページを参照

● 構造的成長

● 戦術的投資機会

# 投資機会の概要



## 賃貸住宅 構造的成長

住宅価格の高騰を受けて、賃貸住宅に居住する世帯が増えている。無理なく支払える賃料水準で新しい仕様の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。

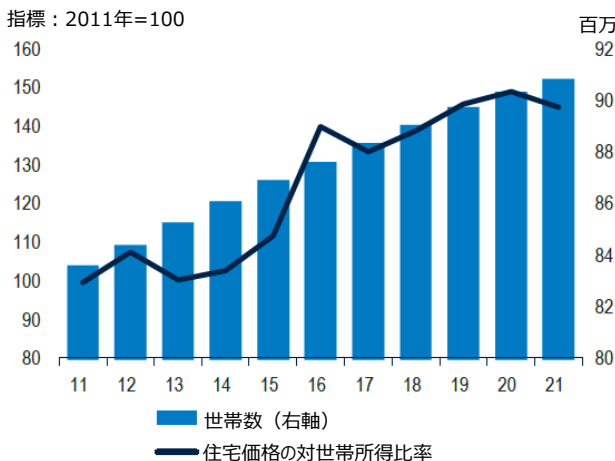
世帯数が増加する一方で手頃な価格水準の住宅が不足する状況は、構造的な成長が見込まれる住宅セクターにおける魅力的な投資機会を示唆している。アジア太平洋地域の主要市場では、過去数年にわたって住宅需要が拡大しており、1世帯当たりの人数の減少や、親元を離れて暮らす若年層が増えていることも背景にある。

同時に、過去10年にわたって住宅価格の上昇が所得の伸びを上回り、住宅の取得しやすさは低下している。（図表AP1）。現在、アジア主要都市の住宅価格は世界で最も手が届きにくい水準となり、住宅価格中央値の世帯所得に対する比率はシドニーとメルボルンの約9倍から北京、上海、香港の30倍超にまで及んでいる。

住宅購入力の低下を受けて、住宅保有率もアジア太平洋地域全体で一貫して低下傾向にある。住宅保有に対する意欲や能力が低下した若年層では、賃貸住宅が一般的な選択肢となっている。住宅賃貸費用は急増し、今後10年においても大幅な増加が見込まれる（図表AP2）。北京や上海、シドニーやメルボルンといった中国とオーストラリアの主要都市では、賃貸住宅市場の規模が今後10年間で倍増すると予想され、香港、ソウル、シンガポールなどアジア太平洋地域のその他のゲートウェイ都市の賃貸住宅市場も大幅な拡大が見込まれる。

### 図表AP1：世帯数が増加する一方で手頃な価格水準の住宅が減少している

#### アジア太平洋地域における住宅価格の対世帯所得比率および世帯数

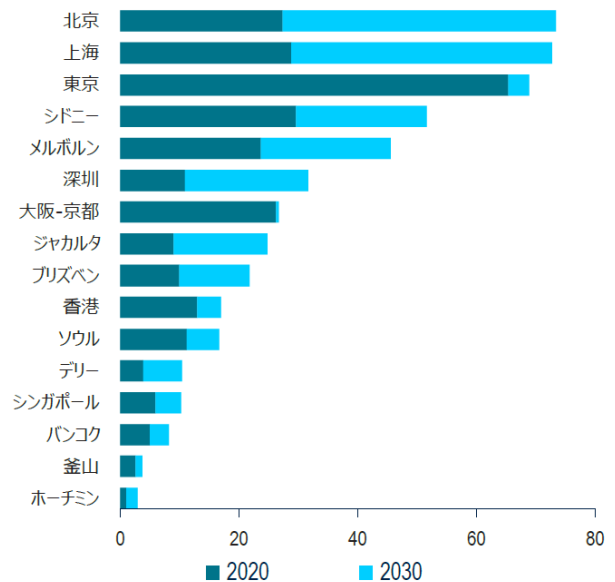


注記：世帯数の合計データはオーストラリア、香港、日本、シンガポールおよび韓国で構成される。

出所：オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在。

### 図表AP2：家賃は今後10年間、増加が予想される

#### 年間の家賃（十億米ドル）

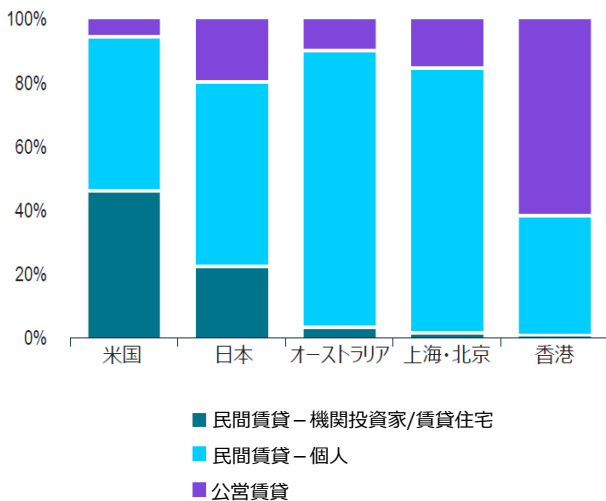


出所：オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在。

賃貸住宅のニーズは増しているものの、機関投資家が投資対象とするような、専門業者の管理する質の高い物件が提供される住宅市場は依然として日本を除き非常に限定的である。米国では機関投資家による賃貸住宅の保有比率が約50%であるのに対し、大部分のアジア市場では機関投資家の参入比率が依然として非常に低い。例えば、オーストラリアと中国の賃貸住宅市場では、個人および小規模民間オーナーの保有比率が圧倒的に高い（図表AP3）。

### 図表AP3：アジア太平洋地域全般において、機関投資家の保有比率は依然として低い

#### 賃貸住宅市場の保有構成の推定（%）



出所：賃貸住宅金融調査、英国国家統計局、住宅・土地統計調査、クッシュマン&ウェイクフィールド、レーティング・アンド・バリュエーション・デパートメント、オーストラリア統計局、CBRE、JLL、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

専門業者の管理する賃貸住宅物件が欠如しているという状況は、機関投資家にとって投資機会が豊富であることを意味する。政策や規制の変化も機関投資家に有利な環境をもたらす。中国政府は最新の5か年計画で、住宅価格の上昇を抑制して国民にとってより手の届きやすい住宅を提供するという目標を明確に打ち出した。手頃な価格水準の住宅や賃貸住宅を建設する開発企業にとっては、既により好ましい条件で用地を取得できるような環境となっている。また、オーストラリアでも適格な賃貸住宅開発を対象に地価税が最大50%引き下げられた。

これらはいずれも、今後数年間にわたってアジア太平洋地域の賃貸住宅セクターの力強い持続的成長を後押しすると見られる。実際、投資家はこうした動きに反応しており、確立された日本の住宅市場に引き続き関心を示しているほか、その他の賃貸住宅市場への投資も拡大させている。CBREによると、オーストラリアでは新規開発物件の半分以上が海外機関投資家から資金調達されている。また、賃貸住宅セクターの一つの形態であるコ・リビング（シェアハウス）にも機関投資家からの資本が力強く流入しており、香港、シンガポール、中国における投資活動を牽引している分野である。

日本以外の市場は厚みがなく（新興セクターに共通の特徴）、現在は投資家が投資に参加する手段が限られている状況であるが、良好な長期的要因を背景に賃貸住宅セクターは今後成熟化していくと考えられる。



## 物流施設 構造的成長

### 堅調な賃料上昇見通しは、先進的な物流施設の開発および投資の機会を引き続き下支えする。

アジア太平洋地域では、物流施設セクターの賃料が上昇する見通しが強まっており、多くの主要市場でその勢いが加速すると予想される。東京とソウルを除けば物件供給は依然として比較的限定されている状況で、Eコマースへの持続的なシフトに下支えされた旺盛な需要が、オーストラリア、中国、香港、シンガポール市場の賃貸ファンダメンタルズおよび賃料上昇の支援材料になると見られる。

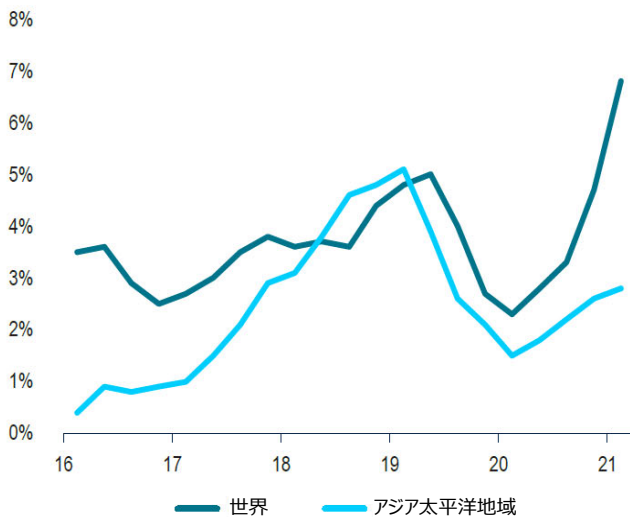
アジア太平洋地域の物流セクターの賃料上昇率は、過去数年にわたり世界の物流セクターを大きく下回って推移した（図表AP4）。力強い需要拡大にも拘わらず、いくつかのアジア主要市場における供給面のボトルネックがその一因となった。

アジア太平洋地域の主要市場における2021年の物流施設スペースの純増は600万平方メートルで、それ以前の5年間平均の400万平方メートルから急増した。先進的な物件の供給は物流施設の質の刷新と流通セクターの生産性向上をもたらすが、同時に賃料上昇を抑制する効果もある。

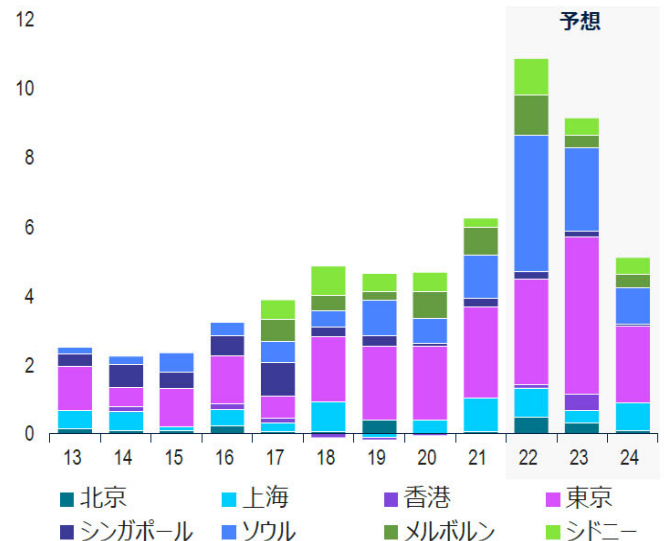
とはいえ、今後の物件供給は主にソウルと東京の2大市場に集中する見込みである。これら2市場の今後2年間の新規開発物件は、アジア太平洋地域の物流施設の供給全体の70%以上を占めると予想される。その他の主要アジア市場の物件供給は比較的抑制されたものになることが想定される。オーストラリアの用地価格上昇や建設コストの高騰、中国の用地供給規制強化といった新規開発障壁の高まりは、これらの市場の物件供給を抑制する要因となる。

### 図表AP4：アジア太平洋地域の物流施設の供給の伸びは2022年をピークに減速に転じると見られる

世界の物流施設の賃料上昇率（年率 %）



アジア太平洋地域の物流施設の年間の供給増加  
（百万平方メートル）



出所：JLL、PGIMリアルエステート、2022年5月現在



需要面に関しては、eMarketerの見通しによると、アジア先進国のEコマース普及率は現在の平均5%程度から2026年には25%超に上昇することを示しており、オンライン小売業者と物流企業の倉庫需要が拡大し続けることを意味する。短期的には、国際貿易や鉱工業生産などのその他の主要な需要の牽引役が引き続き物流活動を支え、倉庫需要の安定的な推移に寄与すると見られる（図表AP5）。

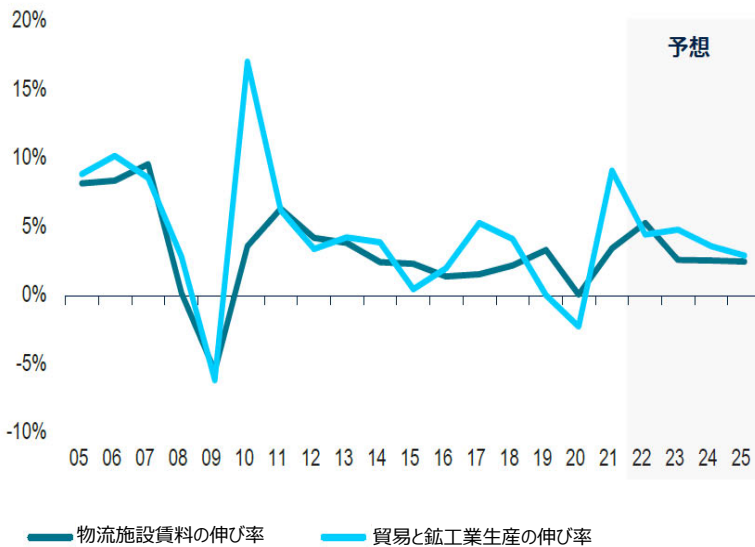
今後、物流施設の賃貸借のファンダメンタルズは、多くの主要市場において物件オーナーにより有利な状況で推移すると見られる。実際、直近の2022年1-3月期のデータは賃料上昇の勢いが加速していることを示しており、メルボルンとシドニーは年率換算で約13%、シンガポールは約7%上昇した。東京のように供給量の多い市場でも、新規スペースへの旺盛な需要により、低い空室率と小幅ながらも賃料の上昇が持続している。

我々は、輸送リンクの利便性が高く、都市部の住宅地域に近い、確立されたサブ市場に立地する先進的物流施設が引き続き魅力的であると考えている。迅速な配送を望む消費者のニーズと輸送コストの上昇を背景に、物流企業にとっては、移動距離が短く、業務の効率化を図ることのできる流通拠点の優先順位が高い。また、炭素排出量が少なく、サステナビリティに取り組んでいる、ESGに配慮した物件へのテナントの注目度も高まっている。

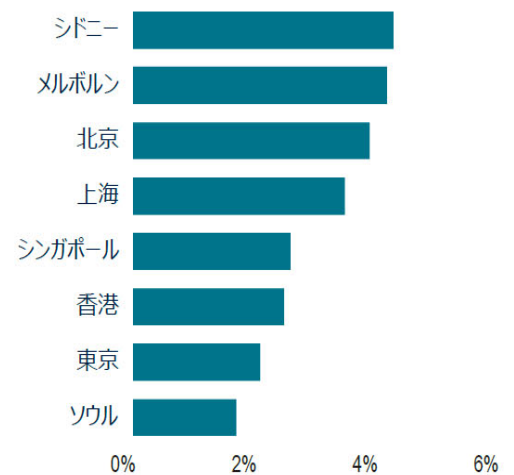
物流施設市場は、今後一段と二極化が進むと予想される。エネルギー、輸送、業務効率の向上を通じてより低い維持費をテナントに提供できる物件の業績は伸び、より大幅な賃料上昇を実現できると考えられる。

**図表AP5：物流施設の需要を牽引する要因は回復しつつあり、複数の地域市場で賃料上昇が加速すると予想される**

貿易と鉱工業生産、および物流施設賃料の伸び率（年率 %）



物流施設の賃料上昇予想（2022-26年、年率 %）



出所：オックスフォード・エコノミクス、JLL、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

## セクター別の現状分析



## 日本の物流施設

地方の物流施設市場は先進的な既存物件が乏しく、魅力的な相対価値と開発の投資機会が存在している。

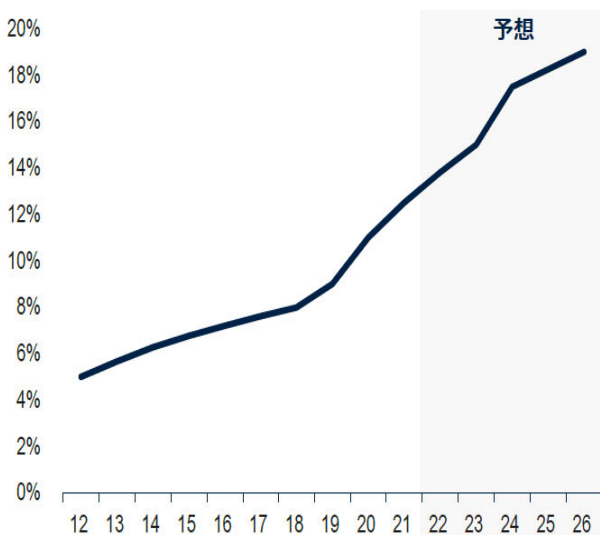
日本の物流施設市場はEコマースの拡大（図表AP6）と、それに関連した業務効率化を支える自動化の進んだ先進的物流施設への需要が牽引役となり、過去10年で大きな先進化の構造的変化を遂げた。

しかし、開発はほぼ東京圏に集中しており、地方の市場は開発が進んでおらず、既存物件全体に占める先進的施設の割合は東京の15%に対し、名古屋はわずか3%、福岡は4%、大阪も9%に留まっている。同時に、これら主要都市のEコマース普及率は日本の全国的なトレンドを反映して拡大しており、物流施設スペースへの需要は強く、これらの市場では新規物件の空室率が1%を下回っている。

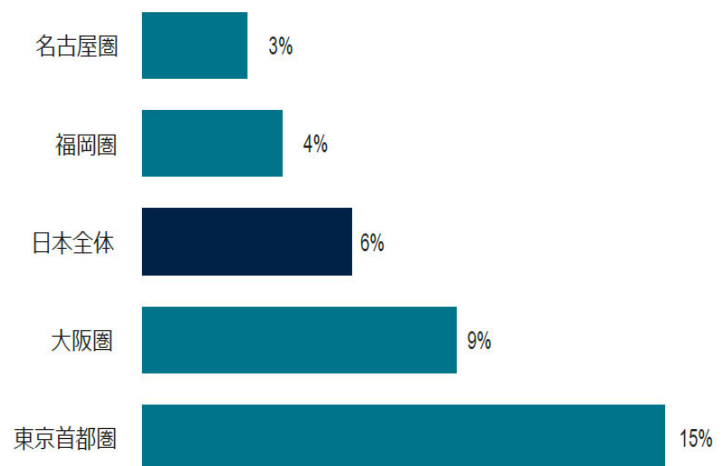
需要拡大見通しが裏付けるように、地方都市における先進的物流施設開発の投資機会は存在するものの、これらの市場の規模は東京に比べて格段に小さく、テナントの厚みも限定的である。一方、多くの投資家が東京市場において採用した、テナントの決まっていない物件を開発するというアプローチはリスクが大き過ぎる可能性がある。そのため、（テナントを予め確保し、テナントの要望に合わせた施設を開発する）ビルド・トゥー・スーツ型のアプローチでテナントを確保するアプローチの方が完成時の賃貸リスクをコントロールできるため、地方市場において一般的に相対的に高い開発マージンを獲得する上で効果的だと考えられる。

### 図表AP6：Eコマースの普及拡大と先進物流施設への需要を背景に、地方における開発が投資機会を牽引する

日本の小売売上高に占めるEコマースの割合（%）



物流施設の既存物件全体に占める先進的施設の割合（地域別 %）



出所：PMA、CBRE、PGIMリアルエステート、2022年5月現在。



## 都心部のESG（環境・社会・ガバナンス）対応オフィス 戦術的投資機会

堅調な雇用の増加はオフィス需要の追い風となり、質が高くサステナブルな性質を備えた物件への関心が急速に高まっている。

アジア太平洋地域の先進国において新型コロナウイルスに関連した移動規制の緩和が続く中で雇用が増加し、賃貸オフィス需要は過去12か月で大幅に回復した。2021年の主要オフィス市場の新規需要は180万平方メートルとなり、2019年のコロナ禍前の水準を27%上回った（図表AP7）。

テクノロジーおよびビジネスサービス・セクターを中心とする雇用増は、引き続き堅調なオフィススペース需要を支えると見られる。アジア太平洋地域の主要多国籍企業では柔軟な勤務形態が広がっているが、これまでのところ在宅勤務がオフィス需要に与える影響は従業員の増加により相殺されている。

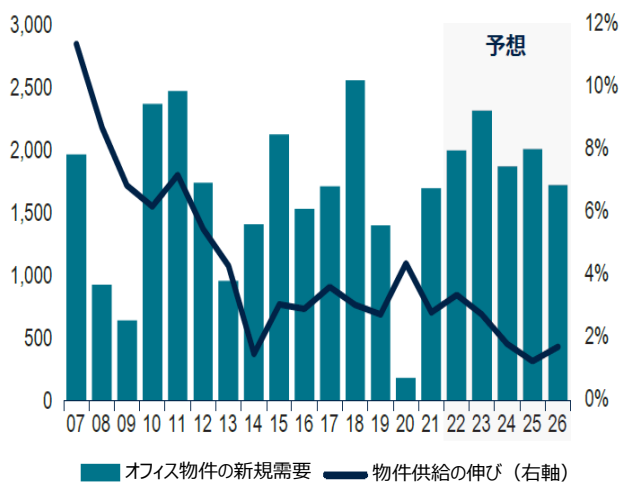
従業員の健康的な生活に対する意識が急速に高まり、従業員間の双方向型コミュニケーションによる協働の場の中心的な存在としてのオフィスの価値が再定義される中、企業はオフィス計画の策定においてオフィスの質と立地に細心の注意を払うようになった。

顧客企業や取引先に近く、アクセスが容易な都心部（CBD）の中央に位置し、充実した共用部を提供するオフィス物件は、中心部から離れたサブ市場に位置してアクセスが容易でないオフィスと比較して強いテナント需要が見られる。オーストラリアの直近の新規需要データはこうしたトレンドを顕著に反映しており、香港、ソウル、シンガポールでも同様のトレンドが確認できる。

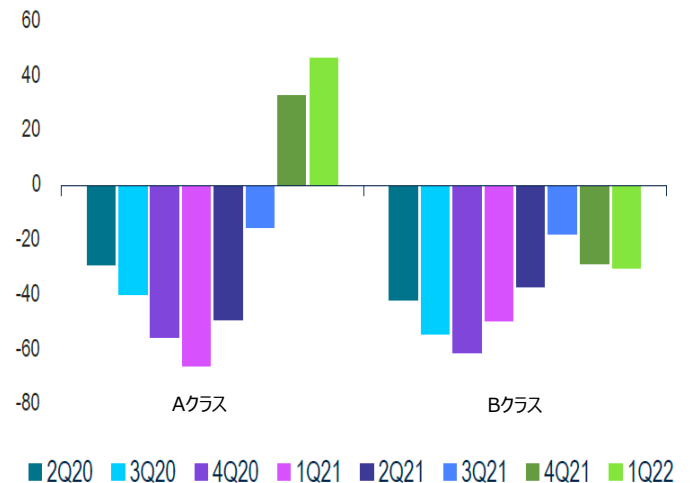
多数のAクラス・オフィス物件の完成が間近な東京と大阪を除けば、大部分の市場は依然として需給が逼迫しており、アジア太平洋地域全般に賃貸のファンダメンタルズはCBDに立地するオフィス物件の力強い賃料上昇見通しを支えている。JLLが公表した2022年1-3月期の実効賃料データによると、シンガポール、香港中心部、ソウルCBD、シドニーCBDを含む多くの市場で2022年の賃料上昇が年率10%のレンジになることが示唆されている。

### 図表AP7：都心部のオフィス需要は質の高い物件が牽引役となって回復

アジア太平洋地域の新規需要（千平方メートル）と  
物件供給の推移（対既存物件比率 %）



オーストラリア都心部のオフィス物件の新規需要（クラス別、千平方メートル、季節調整済）



注記：オーストラリア都心部オフィスの新規需要の数値はメルボルンとシドニーで構成される。  
出所：JLL、PGIMリアルエステート、2022年5月現在。

新規物件供給量は3年累積ベースで数十年ぶりの低水準にあり、今後は総じて逼迫した需給見通しが賃料回復の勢いを更に下支えすると見込まれる。加えて、これまでのところは建設中のプロジェクトの大幅な遅延や中止に繋がっていないものの、建設コストの上昇は開発業者の利益率を圧迫し、開発プロジェクトにおけるコスト障壁を高めると見られる。供給環境が更に制約を受けることは賃料見通しにとって明らかに追い風となる。

我々は、質が高く都心部に位置するオフィス物件を選好するとともに、グリーンビルディングには付加価値が存在することと、他の物件を凌ぐ実績が期待できると考えている。環境認証を取得し、高いエネルギー効率を提供するオフィス物件は、より強い賃貸需要を引き付け、中長期的により高い入居率とより力強い賃料上昇を実現するであろう。言い換えれば、環境認証を取得せず、良好でない立地に位置する中古物件は、陳腐化やアンダーパフォーマンスのリスクがより高いと言える。

オフィス物件の見通しは二極化が進みつつある。質の高さや持続可能性の評価と立地が主な要因となって、勝ち組と負け組のパフォーマンス格差は拡大している。足元の経済状況において、オフィス・セクターの投資家はオフィス賃貸の堅固なインフレヘッジ特性からも恩恵を受けると見られる。つまり、現在の良好な賃貸ファンダメンタルズを背景に、短期の賃貸契約を取り入れることにより、市場賃料の伸びに早いペースで賃料設定を合わせることが可能となる。そうすることによってオーナーは、堅調なインカム収益の伸びを実現することが可能となる。

# 地域別の不動産市場見通し

## 欧州不動産市場見通し

### 市場見通しおよび投資機会を裏づける主要要素

- 投資機会は変化している。2021年の力強い景気回復基調は弱まり、ロシアによるウクライナ侵攻、サプライチェーンの混乱、インフレの上昇に伴う不確実性と景気後退の懸念が高まっている。
- 予想を上回るインフレ率が続き、金融政策の引き締めが実施されている。不動産市場では実質賃料が圧力を受けている。
- これまでにファンド等へ投資資金が潤沢に流入してきたことを背景に、不動産投資額は底堅く推移すると見られるが、利回りが更に大きく低下する可能性は低く、評価額の伸びは全般的に減速すると見られる。
- 景気循環的な回復を捉える投資戦略から、構造的な要因により賃料収益が伸びる可能性のあるディフェンシブなセクターに注目が移っている。
- 足元の不確実性のその先を見据えた、開発や改修を通じた将来のNOIの伸びや評価額の上昇を狙う取引に投資機会がある。

### 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。

#### テーマ\* 投資機会



#### 都市部の物流施設

Eコマースに伴う需要増が、欧州大陸の都市部に隣接した物流施設需要を後押ししている。



#### 賃貸住宅

住宅購買力の低下を受けて、賃貸物件へと向かう世帯が増えており、その需要に対して新しく手頃な価格水準の住宅環境を提供できる機関投資家資金の役割が高まっている。



#### シニアハウジング

コロナ禍以降、シニアハウジング需要が回復しており、継続的な高齢化は長期的にこのセクターに対するニーズが拡大することを示している。



#### ESG対応オフィス

質の高い主要市場では、既存オフィスに対して高いESG（環境、社会、ガバナンス）基準を満たす改修を施す戦略が魅力的な投資機会となる。



#### ライフサイエンス

高齢者に対する医療サービス提供ニーズに関連して、ライフサイエンス施設の需要が急速に拡大すると予想される。



#### データセンター

データセンター容量の急速な需要拡大に供給が追いついておらず、長期的に魅力的な純営業収益が拡大する見込みが高まっている。

\* テーマの説明については2ページを参照

● 構造的成長

● 戦術的投資機会

# 投資機会の概要



## 都市部の物流施設 構造的成長

ECコマースに伴う需要増が、欧州大陸の都市部に隣接した物流施設需要を後押ししている。

欧州全域で経済見通しに対する不確実性が高まるにつれて、底堅い賃貸需要、安定したキャッシュ・フローとNOIの伸びを兼ね備えたセクターと物件タイプへのシフトが進んでいる。こうした中、近年では一貫して低下してきた利回りが評価額の上昇を牽引してきたが、今後も引き続き欧州の物流施設は魅力的な投資機会を提供すると見られる。

有利な賃貸環境が続いており、特に主要都市部に隣接する地域は、相対的に人口密度が高く、ECコマースに関連する需要という強い追い風が吹いている。サプライチェーンは消費者の購買習慣の変化に対応しつつある。オンライン支出の拡大というトレンドは当面にわたって続く見られ、主要テナントは短期的な不確実性のその先を見据えている。インフレ高進、エネルギー価格の高騰、家計支出の低下は商品支出に対する見通しを低下させるものではあるが、小売業者や物流業者は長期的な在庫ニーズの拡大を見越して物件スペースの賃借を進めている。

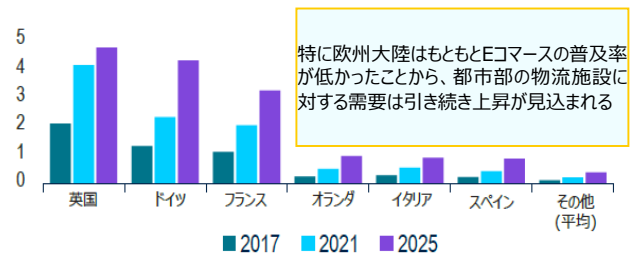
供給の大幅な増加にも拘わらず、物流施設への需要は引き続き高く、昨年は一貫して賃料の伸びが力強かった。景気悪化や短期的な見通しの引き下げにも拘わらず、今年も1-3月期は好調な地合いが続いた。

足元では、物流施設のテナントが需要の拡大に応じてサプライチェーンを再構築し、自社施設を消費者の近くに移設している。都市部の賃料が高いということは、それでもテナント企業が都市部に物件を借りるメリットが高いことを示している。ECコマースが牽引する都市部の物流施設に対するニーズは近年において著しく高まっており、我々の推計によると、2017年以降欧州の3大小売市場である英国、ドイツ、フランスで年平均17%上昇している（図表EU1）。

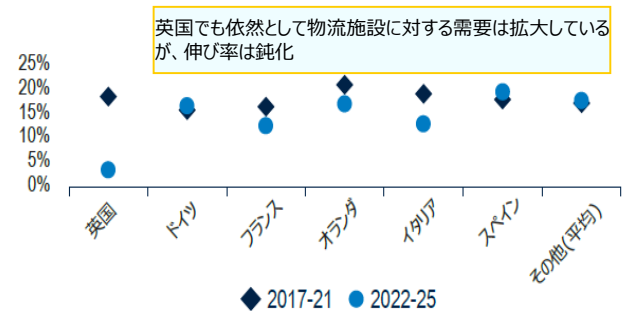
今年、たとえ実質家計支出の伸びが鈍化したとしても、ECコマースの普及率が高まっていることを受け、今後も物流施設需要は拡大すると予想する。この影響が最も大きいのが、もともとオンライン消費があまり普及していなかったものの、足元で急速に拡大しているドイツ、フランスおよびその他欧州大陸市場であろう。対照的に、英国ではECコマースが伸び悩み始めており、需要の伸びも鈍化すると見られる。但し、既存の市場規模を見る限り、は依然としてテナントからの需要が高いことを表している。

### 図表EU1：ECコマースの普及拡大に伴い、物流施設に対する需要は増加している

ECコマース普及拡大に伴う都市部の物流施設に対する需要（100万平方メートル）



### ECコマース普及拡大に伴う需要の伸び（年率 %）



注記：数字は、電子商取引活動に通常必要とされる床面積と、オンライン商品支出の合計価額の見積りから推測したものである。

出所：オックスフォード・エコノミクス、PMA、ナイト・フランク、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

そもそも利用できる場所が限られていることに加え、その他の土地利用目的との競合が激しいことから、大都市に隣接した物流施設は、大型物流施設が立ち並ぶ地域と比べて賃料が高い。

過去のサイクルでは、単価の低い物件の賃料が急速に伸びた。しかし、上述のECコマース普及拡大に伴う急速な需要増との関連で、近年そのパターンが反転している（図表EU2）。2015年以降、都市部に多く見られる高賃料市場のパフォーマンスが著しく上がっており、低賃料市場を年率で約1.5%上回っている。低賃料市場では足元の需要が堅調であるものの、大型物流施設の供給が着々と増えて賃料が伸び悩んでいることにより、こうしたパフォーマンス格差が生じていると考えられる。

都市部での急速な賃料上昇というトレンドに資金が追随していることは驚くべきことではない。幅広い物流施設への投資が加速しているが、最近では10,000平方メートル以下の小規模物件、端的に言えばラスト・ワン・マイルの物流要件を満たす物流施設に対する投資が顕著に伸びている（図表EU3）。ロンドン、パリ、ベルリン、ミラノ、バルセロナといった多くの主要都市で、都市部の物流施設に対する投資が急増している。

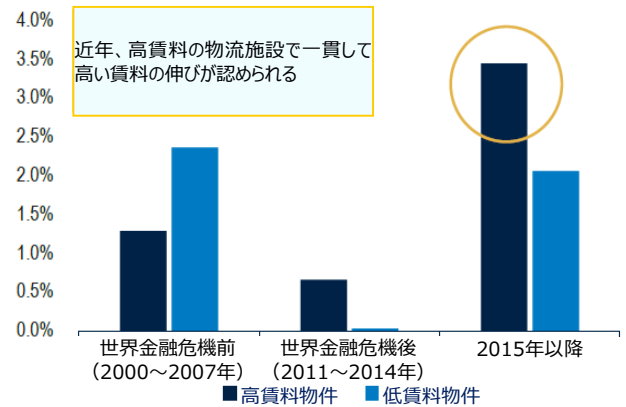
物流施設の価格動向には、一貫した賃料の力強い伸びと、その結果として都市部の物流施設をターゲットとした投資資金の流れが反映されている。都市部の優良物流施設の利回りは、一般的に大型物流施設よりも100bps低く、過去数年間よりも早いペースで低下している。

年後半の投資動向の見通しに不確実性が大きな影響を及ぼしていることに疑いの余地はない。しかし、足元の需要は今後数年にわたって更なるEコマース普及拡大が牽引役となった成長によって底堅く、都市部の物流施設を取り巻く環境は引き続き魅力的である。

優良物件においては、力強い賃料の伸びを受けて都市部の物流施設が引き続きアウトパフォームするというシナリオがほぼ織り込まれている。しかし、都市部では大型物流施設が立ち並ぶ地域よりも建物が少なく、需要を満たすには更に多くの物件が必要となるだろう。都市部にある平均的な質の物流施設を近代的なESG適合基準を満たす物件へと改修できるならば、現状の高い利回り水準（優良物件の利回りと比較した際の差に基づく）、及びその利回りの縮小余地を踏まえ、それら物件の価格は魅力的な水準にある。

### 図表EU2：近年は、高賃料の物流市場で急速な賃料の伸びが認められる

欧州の物流施設の賃料の伸び（賃料水準別、年率 %）

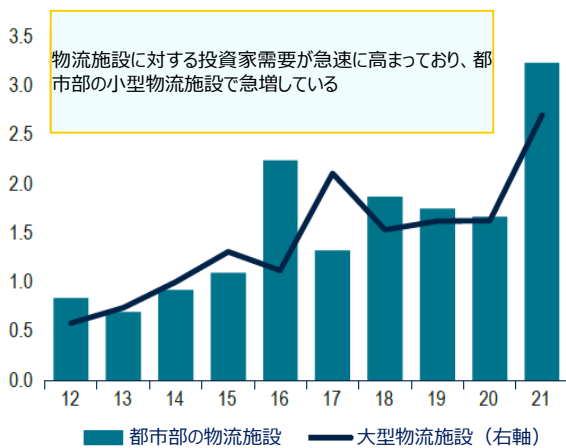


注記：高賃料物件の基準は、物流施設の1平方メートル当たりの表面賃料が約80ユーロとしている。これは、様々な欧州市場の上位25%に当たる。

出所：クッシュマン&ウエイクフィールド、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

### 図表EU3：都市部の物流施設に対する投資家需要は拡大傾向

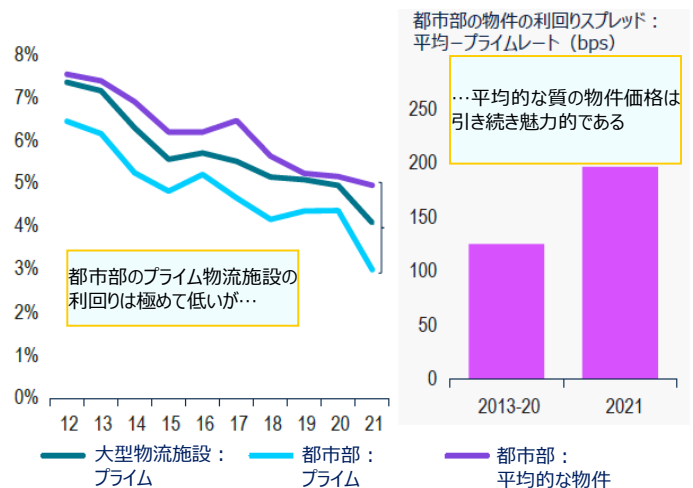
欧州の物流施設に対する投資額  
(10億ユーロ、4 四半期ローリング)



注記：大型物流施設には、英国、ドイツ、フランス、イタリア、スペイン、オランダの10,000平方メートル以上の物件が含まれる。都市部の物流市場は、これらの国の最大都市圏における10,000平方メートル以下の小型施設で構成される。

出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、PMA、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

欧州の物流施設の不動産利回り (%)





## 賃貸住宅 構造的成長

住宅購買力の低下を受けて、賃貸物件を借りざるを得ない世帯が増えており、近代的で手頃な価格水準の住宅環境を提供する上で機関投資家の役割が高まっている。

欧州全域で住宅購買力が圧力を受けており、機関投資家の資金がその解決策の一翼を担うようになっている。住宅市場は、例えば供給制約、規制、機関投資家の参加率などにより、欧州域内でも状況は異なる。

共通の要因は、大半の市場において需要が増加しているということだ。その背景としては、家計の可処分所得が伸びていることや世帯形成率の上昇、コロナ禍の期間中に在宅勤務が増えたことによる住宅の使用度合いの高まりなど、いくつか挙げられる。

これらは全て、供給が比較的少ないという状況に由来したものである。2010年から始まる前回のサイクルの序盤は、世帯形成に比べて住宅建築率が低いという特徴が見られた（図表EU4）。こうした状況はコロナ禍が猛威を振るった数年の間に修正され始めたものの、大半の欧州主要市場では実質的に住宅戸数が著しく不足している。

需要増加、低金利および供給不足により、住宅価格は特に過去5年間で急激に上昇している（図表EU5）。

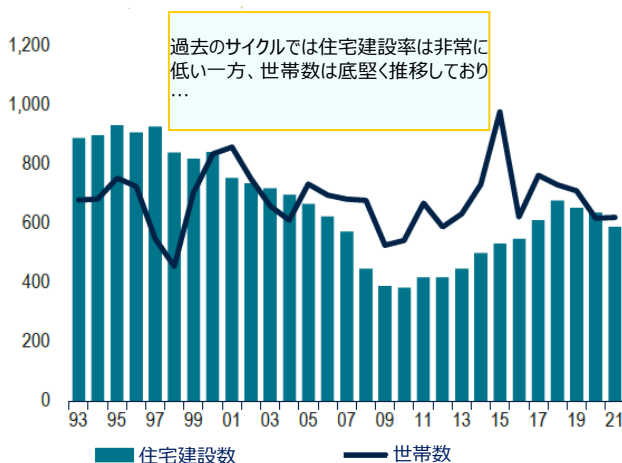
賃料は概ね家計所得の動きに連動しているが、直近のサイクルにおける急速な借入利率の低下は価格の急騰を裏付けるものである。例えば、ドイツでは、2008～2020年の間に10年の住宅ローン金利が約400bps低下した。

欧州3大経済であるフランス、ドイツ、英国では、住宅価格は2015年以降に全体として年率6%で上昇しており、これにより既に大きかった住宅価格と賃料の格差が更に拡大した。結果として、借入金利は低くても、多額の頭金を用意しなければならないことが、特に低所得家計や初めて住宅を購入する人にとって住宅所有の障害となり、持ち家に住むコストが高まっている。

金利上昇が住宅価格の伸びを抑える一方で、住宅購買力に伴う問題から賃貸住宅に住まざるを得ない世帯が増えている。不動産の機関投資家は、近代的で手頃な価格水準の住宅在庫を提供することで、こうした層の住宅ニーズを満たす解決策の一翼を担いつつ、安定していて想定が易く、小口化されたキャッシュ・フローに基づく魅力的なリスク調整後リターン（但し、コア市場のためリターンはかなり低い）の獲得を目指すことができる。

### 図表EU4：住宅供給の伸びは、世帯数の増加に追いついていない

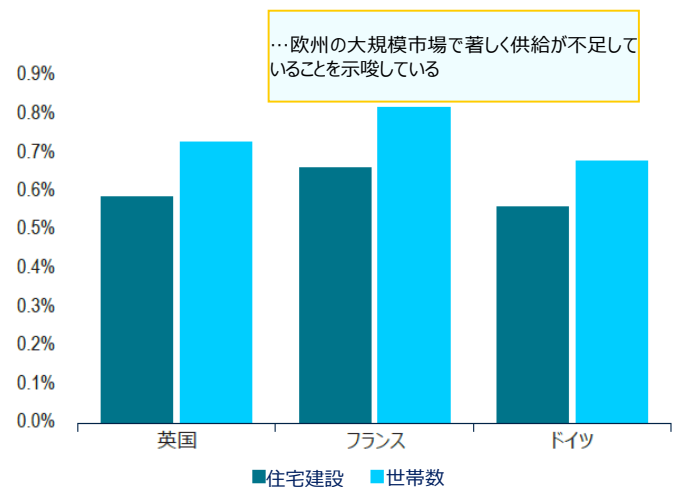
欧州3大市場：住宅建設数と世帯数（千）



注記：欧州3大市場とは、フランス、ドイツ、英国を指す。フランスのデータには、空き家やセカンドハウスとして所有されている既存物件は含まれていない。

出所：デスタティス、INSEE、イギリス国家統計局、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

### 2010年以降の住宅建設および世帯数の増加率（年率 %）

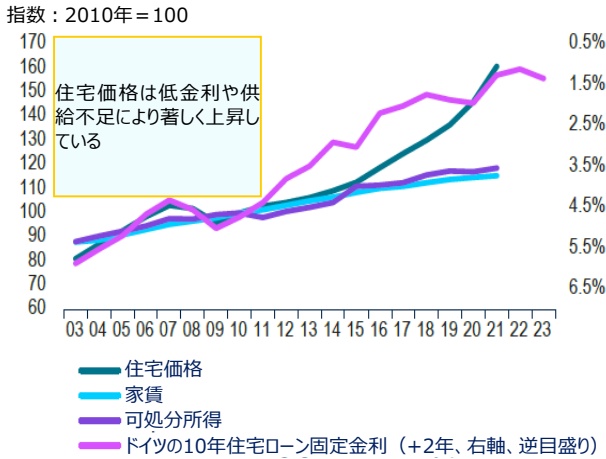


…欧州の大規模市場で著しく供給が不足していることを示唆している



## 図表EU5：過去のサイクルの間に住宅購買力は悪化した

### 3大市場の住宅価格、家賃、可処分所得（指数）、ドイツの住宅ローン金利（%）



投資家にとって、如何に最善の投資機会を見出すべきかが問題となる。その際に検討すべき要因はいくつかある。1つ目は、単純に投資機会の大きさである。これは世帯総数、市場の流動性、機関投資家の浸透度、持ち家に対する賃貸住宅の割合などの要因によって概ね決まる。

ドイツは群を抜いて最大の機関投資家市場であり、それに続く英国は、もともと賃貸市場が小規模だったものの足元で急速に拡大している（図表EU6）。オランダとスウェーデンは比較的小規模な市場ながら高い流動性を提供しており、フランスは賃貸住宅市場という点で規模は大きい。今のところ機関投資家の浸透率は低い。

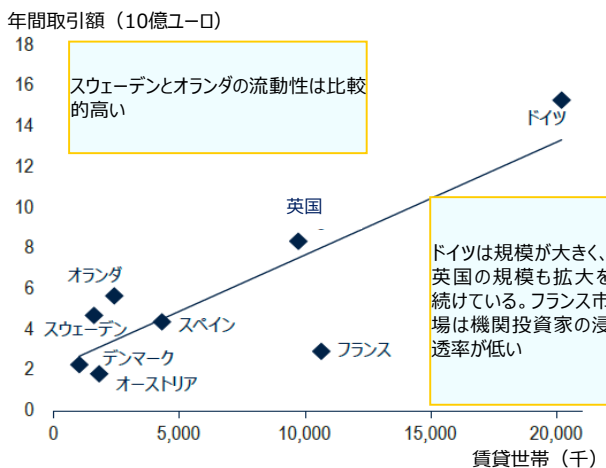
2つ目の要因は、少なくとも2023年まで持続すると見られる高インフレ環境である。賃貸住宅の所有者は、実質的な価値を維持するために賃料の引き上げという形でインフレ上昇分を取り戻さなければならない。しかし、エネルギー価格の高騰を受けて家計所得は逼迫しており、実際には容易な話ではない。

一方、土地利用の制約や建設費用の上昇は、供給の伸びが相対的に低水準に留まることを意味している。競争環境は維持され、機関投資家が所有者として提供する近代的で効率的な住戸に対する価格競争力も維持されるだろう。欧州市場の民間賃貸住宅の多くは、個人が所有する数多くの物件が大半であり、住居の質は低水準に留まる。

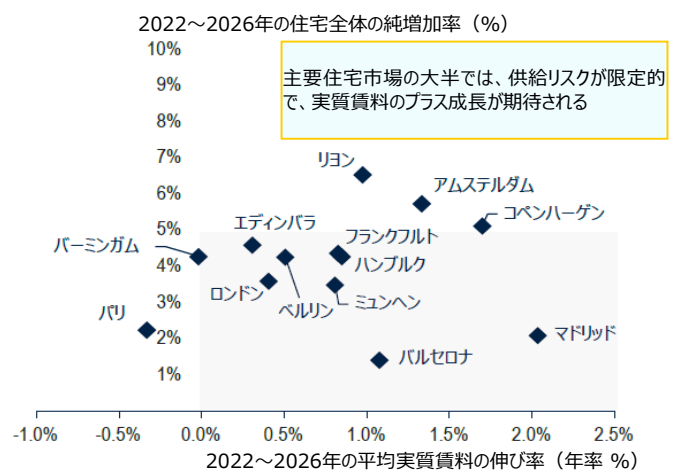
インフレ率の上昇にも拘わらず、今後数年にわたり欧州全体で実質賃料は引き続き上昇すると予想する。投資家にとっては、特に賃貸期間が比較的長い場合は、名目賃料の引き上げを賃貸利益の増加にいかに関わり付けるかが課題となるだろう。また、ベルリンなど一部のドイツ市場や、アムステルダム、コペンハーゲン、パリでは規制により賃料が抑えられる可能性がある。一方、英国の景気見通しは比較的軟調ではあるものの、賃貸住宅は欧州大陸よりも利回りが高く、家主が欧州大陸よりも家賃を市場水準に調整しやすいため、短期的には魅力的に見える。

## 図表EU6：規模および成長見込みがもたらす住宅投資機会

### 物件取引額と賃貸市場規模の対比



### 実質賃料伸び率と住宅の純増加率の対比



## セクター別の現状分析



## シニアハウジング

コロナ禍以降、シニアハウジング需要が回復しており、高齢化が進む人口動態を背景に長期にわたってシニアハウジングに対するニーズが拡大することを示している。

欧州においては、急速な高齢化に伴う将来的なニーズを満たすのに必要なシニアハウジングが現状では全く足りていない状況にあり、その意味において投資機会が存在している。これは、コロナ禍で需要が一旦落ち込んだものの足元では回復傾向にあり、今後は更に需要拡大が期待できるという構造的な要因に加え、新たな物件建設に対する根強いニーズを意味するものでもある。

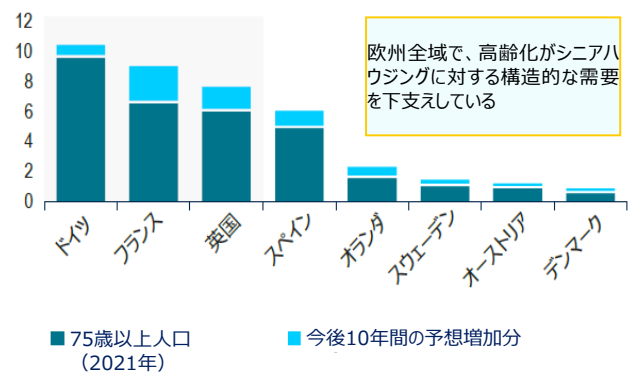
全般的な住宅供給と同様、高齢化社会を背景に増大するシニアハウジング需要に対応する不動産開発において、機関投資家の資本が重要な役割を果たすこととなる。欧州全域における75歳以上の居住者（自立型および介護型物件の主な入居者層）は、今後10年で大幅に増加すると予想される（図表EU7）。フランス、ドイツ、英国を合わせた75歳以上の人口は、2031年までに450万人増加すると見込まれる。

一方で、同セクターは、多くの課題も抱えている。短期的に見ると、インフレ率の上昇、コロナ禍を背景とした運営コストの増大、更には賃金上昇が運営会社の利益率を圧迫している。同時に、住宅価格の高騰は、入居者が自身の介護ニーズを賄うためにキャッシュ化できる自己資産が増えることからシニアハウジングにとって追い風となる。

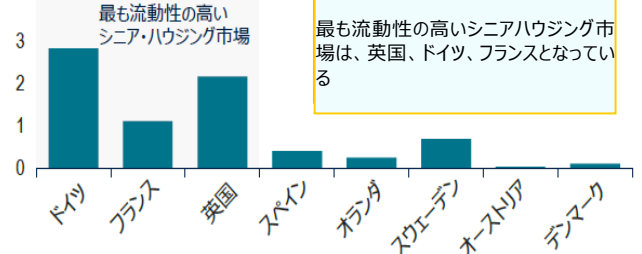
全般的な住宅供給と同様、欧州各国における民間企業による物件供給や機関投資家の参加状況が異なっており、よって投資機会も一律ではない。英国は、住宅市場の規模に比して、最大かつ最も確立されたシニアハウジング市場を有する。ドイツの市場規模は大きく、これまでシニアハウジングの市場規模が小さかったフランスは急速に拡大しつつある。

## 図表EU7：シニアハウジングに対する構造的な需要増

欧州主要各国の75歳以上の人口（百万人）



シニアハウジングの取引額（10億ユーロ、2021年）



出所：オックスフォード・エコノミクス、リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエステート、2022年5月現在



## ESG対応オフィス 戦術的投資機会

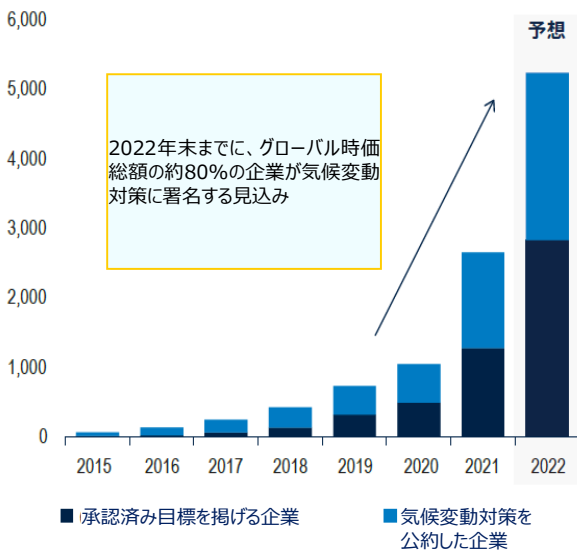
**物件価格帯の高い主要市場では、高いESG（環境、社会、ガバナンス）基準を満たすオフィスへの改修が魅力的な機会となる。**

環境への配慮や、従業員の採用・維持のための近代的な職場環境を求める入居企業の需要の変化を受けて、ESG対応オフィスへの投資を重視する機運が高まっている。

グローバル時価総額で見た約半分の企業が、科学的根拠に基づいたESGに関する目標に取り組むべく、自社の二酸化炭素排出量の削減に向けた署名をしている（図表EU8）。これを背景として、結果的に企業は具体的なESG目標を設定し、この目標を達成できるような不動産物件への需要も高まることになると考えられる。

### 図表EU8：オフィス物件のテナントは気候変動対策に注力している

#### 気候変動対策に署名している企業数



出所：SBTイニシアチブ、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

欧州のオフィス賃貸市場の表面賃料を見ると、テナントの動向がパフォーマンスにも表れ始めている。過去数年、コロナ禍の期間中の職場閉鎖に伴う需要減退や、多くのテナントがコロナ禍前に比べて床面積が少なく済むハイブリッド型入居モデルにシフトしたことにより、オフィス全体の空室率が上昇した。

図表EU9から分かる通り、2020年初め以降と同等の水準で空室率が上昇すれば、通常は賃料が下落する。しかし、プライムオフィスの賃料は足元で上昇しており、2021年は欧州主要市場全体で賃料が3.2%上昇した。

当然ながら、労働者を雇用・維持するために質の高い物件が必要だったなどの様々な要因が背景として考えられる。しかし、グリーン・プレミアムを正確に推量することは難しいとは言え、質が高く近代的なESG対応オフィス物件（全部とは言わないが、大半がプライムオフィス）の供給が比較的少なく、よって市場全体よりも賃料の上昇率が高かったことが示唆されている。

グリーン・プレミアムに比べれば、価格動向は容易に把握できる。テナント需要が市場の一定分野に集中しているという認識（および、その証拠）を反映して、グリーン認証を受けた資産価格が大きく上昇している。2018年以降、欧州のグリーン認証オフィスビルの利回りは、80bps変動する一方、オフィスビル全体の利回り変動幅は50bpsを僅かに超える程度である。これは、堅調な賃貸環境を反映した資産価値の上昇分を差し引いても、グリーン認証オフィスビル評価額が約11%上昇したことを意味する。

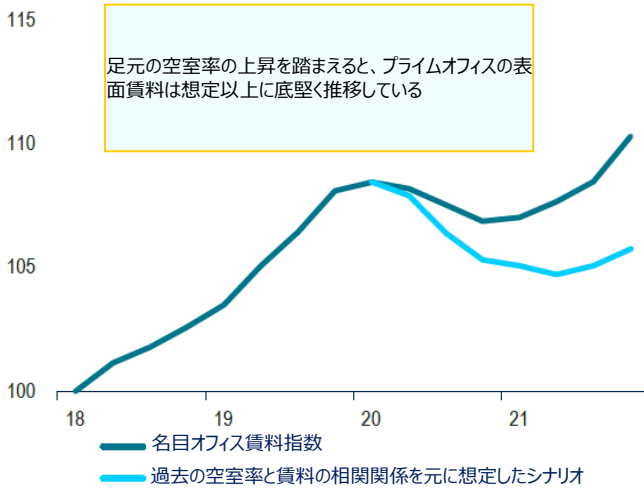
一方、古いオフィスビルは規制変更に加えて、テナントや投資家の選好の変化という大きなリスクに直面している。流通市場の利回りは、エネルギー効率を近代建築基準に引き上げるための改修コストを織り込んだ水準まで圧力を受けている。こうした市場の二極化は、今後数年にわたって続く予想される。

同時に、物件の価値向上ニーズは、バリューアッドの不動産エクイティ投資戦略およびデット戦略にとって、適正価格での投資機会が継続することを示唆している。欧州全体で既存物件の改修コストが一定だと仮定するならば、現時点の評価額に基づく単純な分析からは、ロンドン、パリ、ドイツに加えて、ストックホルムやミラノなどの物件価格帯の高い主要市場において、より効果的な改修機会があることが明らかだ（図表EU10）。こうした市場では、二酸化炭素排出量ネットゼロを目指す改修工事のための費用が、高い物件評価額に対して相対的に割安となる。

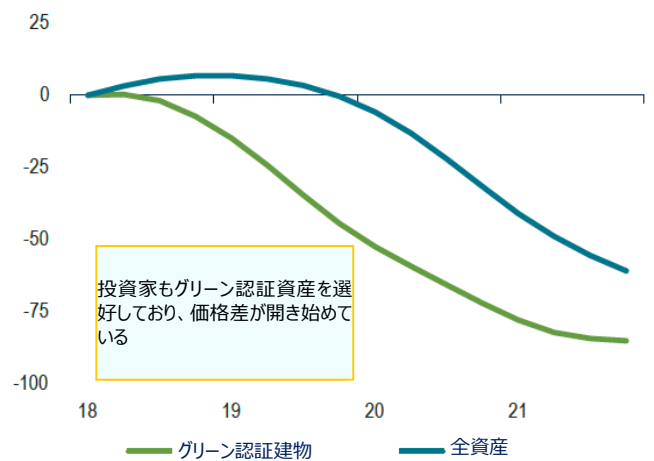
反対に、リヨン、マンチェスター、ウィーンといった物件価格帯が比較的低い市場では状況が逆になる。つまり、物件評価額に対して同様の改修費用が割高になってしまう可能性がある。高価格帯市場での改修工事と比べて低価格帯市場における工事価格自体が大幅に低くない限り、ゼロからの開発プロジェクトの方が有効なアプローチだと考えられる。

### 図表EU9：グリーン物件がアウトパフォームする兆候が見え始めている

2018年1-3月期以降の欧州賃貸オフィス市場の表面賃料 (指数：2018年 = 100)



2018年1-3月期以降の欧州オフィスビルの取引利回り (ベースポイント)



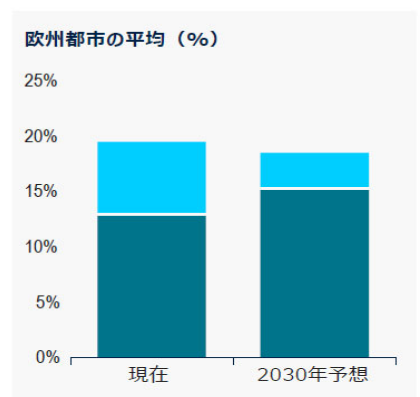
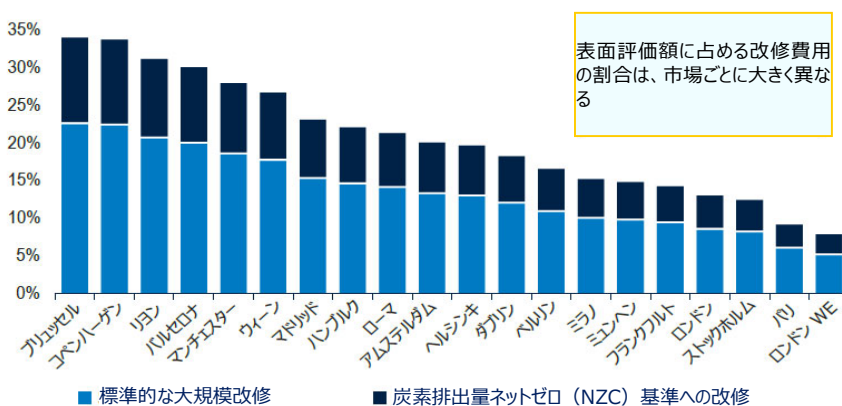
出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、PGMIリアルエステート、2022年5月現在

当然ながら、長期的に見れば市場環境は変わる可能性があり、高い費用を要する改修や開発戦略はリスクを伴う。また、例えば、より環境に優しいエネルギー供給網が整備されるなどの技術革新が進むにつれて、エネルギー効率に関する基準の高いビルと低いビルの能力格差が収斂するかも知れない。

但し、当面これには時間がかかると見られ、短期的に見れば供給が比較的少ないESG適合物件に有利な環境にあり、こうした物件が引き続き市場全体をアウトパフォームすると思われる。

### 図表EU10: ESG対応オフィスへの改修戦略は高価格帯市場での実施がより有効

表面評価額に占める見積改修費用の割合 (都市別 %)



より環境に優しいエネルギー供給網の整備や技術革新が進むにつれて、長期的に二酸化炭素排出量ネットゼロへの移行費用は相対的に低下すると考えられる

出所：PMA、クシュマン&ウェイクフィールド、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

## セクター別の現状分析



## ライフサイエンス

高齢者に対する医療サービス提供ニーズに関連して、ライフサイエンス施設の需要が急速に拡大すると予想される。

近代的なオフィス物件に対する旺盛な需要が持続するというシナリオを支える要因として、その様な物件が集積する条件を揃えた地域が存在すること、専門性の高いテナントが利用する物件タイプであること、および需要の追い風があることが挙げられる。ライフサイエンス・セクターには多額の資金が流入しており、この業界向けの不動産への人気が高まっている（図表EU11）。

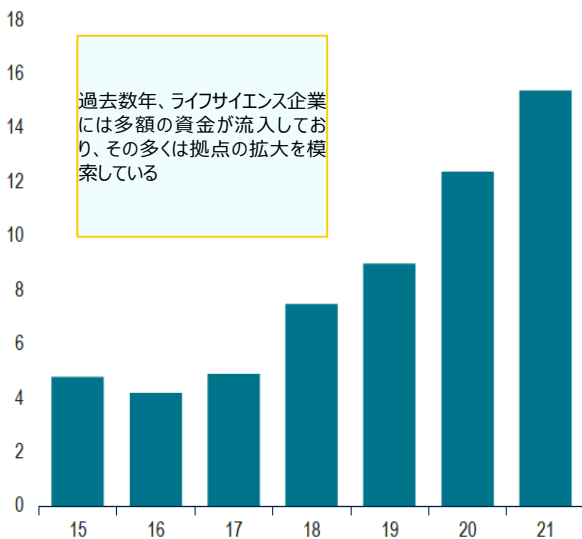
新型コロナウイルスの感染拡大により、それに関連したベンチャーキャピタルの関心が明らかに高まっている。しかし、これは欧州における人口の高齢化に伴う将来的なヘルスケア・ニーズ、すなわち薬や治療ニーズが高まるとの見直しにも関連したものである。こうしたベンチャーキャピタル資金の大半はスタートアップ企業に振り向けられているが、スタートアップ企業は事業を立ち上げると小規模な建物に入居し、徐々に事業拡大を模索するという共通した傾向が過去数年で見られている。

近年、ロンドン、オックスフォード、ケンブリッジで構成される英国のゴールデン・トライアングル、パリ近郊、ドイツのルール地方などの古くからライフサイエンスが集積している市場では、オフィス市場全体と比べて賃貸活動がより活性化しており、これを背景に空室率はより低く、賃料も力強く伸びている。

欧州では、ライフサイエンス施設は比較的新しい投資対象であり、通常は入居企業や、規模は小さいながらも各国内において当セクターを専門とする有力な投資家が施設を所有している。しかし、増床ニーズが急速に拡大しており、幅広い投資家の参加が必要となっている。

## 図表EU11: ライフサイエンス業界が急速に拡大中

欧州のライフサイエンス企業に対するベンチャー投資総額  
(10億米ドル)



出所：SBTイニシアチブ、PGIMリアルエステート、2022年5月現在

# 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  
**BRADLEY DOREMUS, CFA**、バイス・プレジデント、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**  
シニア・アソシエイト

**YVONNE WHITE**  
ディレクター

**PHOEBE KEEGAN**  
アソシエイト

**MAXIMILIAN KREMER**  
アナリスト

## 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, CFA**  
シニア・アソシエイト

## 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**  
シニア・アナリスト

## 不動産デット

**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

## 留意事項1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。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でもありません。

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・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

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、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 2

- ◆ 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“2022 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。
- ◆ 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨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、英国ブルー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PGIMジャパン株式会社が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仕方という様な、物件に関する選択とパフォーマンスは目標リターンの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。
- ◆ PGIMジャパン株式会社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その上限を記載することはできません。
- ◆ 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、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PGIMジャパン株式会社が現在、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