PGIM REAL ESTATE

インベストメント・リサーチ

2022年のトレンド

今後12カ月の不動産市場見通し

2021年12月

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。

目次

新型コロナウイルスの新たな変異株が浮上し、パンデミック（新型コロナウイルスの感染拡大）はまだ終息には程遠い状況にある一方、インフレ率の高進と市場金利の上昇を巡る懸念が根強く漂っている。とは言え、2022年における不動産市場を下支えするのは、新たな回復及び拡大局面への移行である。先行指標は上昇基調を示しており、また、市場間のパフォーマンスの差は引き続き大きいものの、ほとんどのセクターと地域において今後1年、投資パフォーマンスは現状維持または上昇する見通しである。但し、そうした楽観的な見通しが、「調達した資金の投入」という新たな課題を生み出している。コロナ禍を通して低調だった都市部のオフィス、賃貸住宅、商業施設は回復し始めており、デジタル化や高齢化、環境の持続可能性といった長期的なトレンドが高リターンの源泉になっているオペレーショナルアセットへの投資資金の流入も増加している。

本レポートでは、2022年以降の投資市場を形成するトレンドの中でも、特に重要となる9つのトレンドを解説する。

1 回復局面から拡大期へ

2021年下期には回復局面が確かなものとなったが、2022年には平均を上回る需要と広範に及ぶ賃料上昇を伴う本格的な拡大期に移行することが見込まれる。

2 都市部市場の復調

企業の新規採用意欲の急速な改善による雇用増加とスペース需要の拡大が、都市部のオフィス市場と都心の賃貸住宅市場にとって追い風となり、都市部における賃料成長率に改善の兆しが見られる。

3 商業施設セクターへの再注目

実店舗売上高の伸びの回復は、商業施設セクターの賃貸利益（NOI)見通しにとって明るい材料であり、より多くの市場とセクターで、評価額上昇の兆しも見られる。これらを背景として、商業施設への投資が増えてくることが見込まれる。

4 新規物件供給は引き続き低水準

今後数年、新規物件供給の伸びは上向く見通しであるが、それでも過去と比較するとやや低めの水準が続くだろう。賃料の実質成長率の改善によって、供給予想は上方修正される可能性はあるものの、建設コストの上昇が着工の抑制要因になっており、結果として将来の竣工も抑制されている。

5 潤沢な投資資金を背景に大型案件が増加

コロナ禍に伴う行動制限の緩和が続き、それによって物件取引額は通常の水準に回復している。2022年は投資活動が活発になる見通しであり、2020年に減少した3,000億米ドル分以上の上振れとなる可能性がある。

6 不動産デットの貸し手として非銀行系レンダーがシェアを拡大

銀行に対する規制強化により、収益不動産向けローン市場において構造的変化が起きており、不動産デット戦略への投資資金の流入に支えられ、私募デットファンドのシェアが拡大している。

7 オペレーショナルアセット投資が一段と人気を集める

投資家は、運用ノウハウの必要なオペレーショナルアセットへの投資を加速させている。人口の高齢化を背景とした投資先として、シニアハウジングのみならず、今後需要の大幅な増大が見込まれるメディカルオフィスやライフサイエンスセクターにも資金が流入している。

8 グリーン投資を重視する姿勢の高まり

市場参加者が炭素排出量実質ゼロ目標達成に向けて努力する中、環境・社会・ガバナンス（ESG）に配慮した投資を重視する投資家の姿勢が高まっており、ESG認証物件はより低い利回りとより高い賃料を実現することが実証され始めている。

9 パフォーマンスの差は縮まらない

都市やセクター間のパフォーマンスの大きな開きは埋まらない見通しだが、物件タイプによる差は縮小し始めており、立地が改めて相対パフォーマンスを左右すると見込まれる。

回復局面から拡大期へ

2021年下期には回復局面が確かなものとなったが、2022年には平均を上回る需要と広範に及ぶ賃料上昇を伴う本格的な拡大期に移行することが見込まれる。

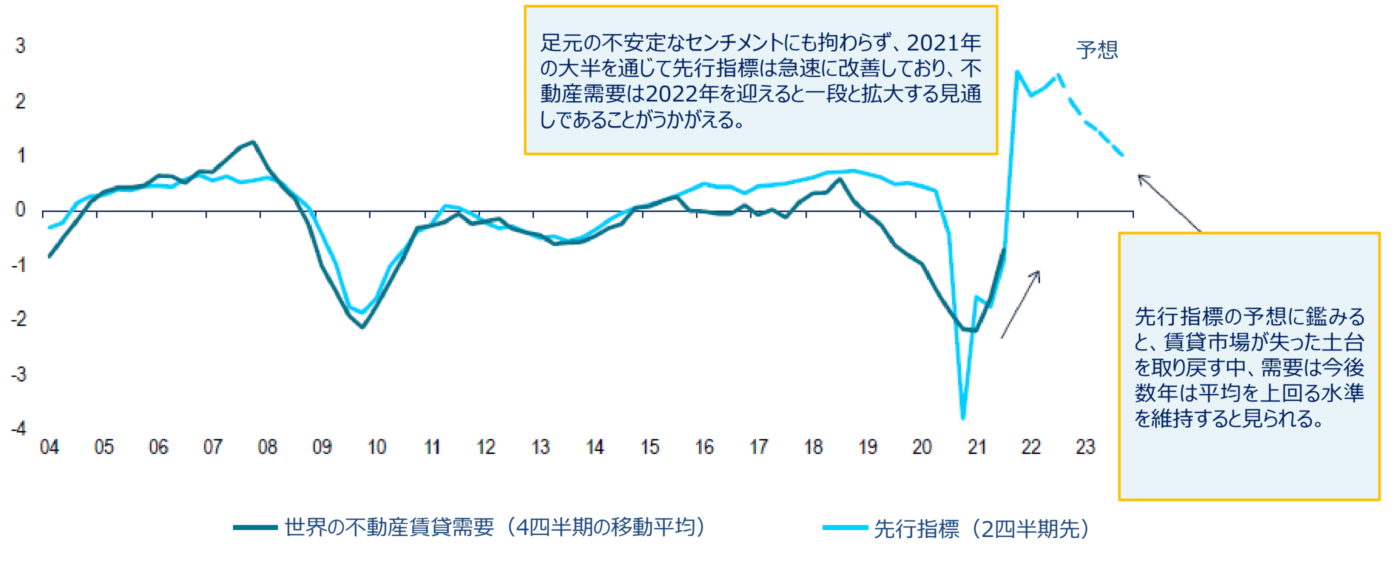
全ての指標が2022年の不動産市場は好調に推移することを示唆している。家計の支出に関する見通しは、雇用の回復、急速な賃金増加、そして積み上げられた貯蓄によって押し上げられている。主なテナントとなる企業は、財務的に健全な状態で2022年を迎えており、世界経済の回復がもたらす急速な成長を捉えるべく、事業拡大計画を改めて検討する動きを見せている。

ワクチン接種が進みサービス業の全面的な営業再開に向けた下地が作られ、それによりセンチメントが大きく押し上げられると、2021年を通じて先行指標は劇的に改善した（図1a）。サプライチェーンの問題やコスト増、インフレ圧力、新型コロナウイルス新規感染者数の増加、懸念される新たな変異株の出現などの要素に影響されて足元ではセンチメントが不安定になっているものの、不動産需要は急速に拡大しつつある。

主なテナント層が立地判断を先送りし、そして新型コロナウイルスに伴う制限が活動を阻害したコロナ禍中に失った土台を賃貸市場が取り戻す中、2022年を通じてスペースに対する総需要は一段と回復し、トレンドを上回る状態が維持されると予想される。

図1a：先行指標は賃貸需要の改善を示している

世界の賃貸需要と先行指標（正規化）



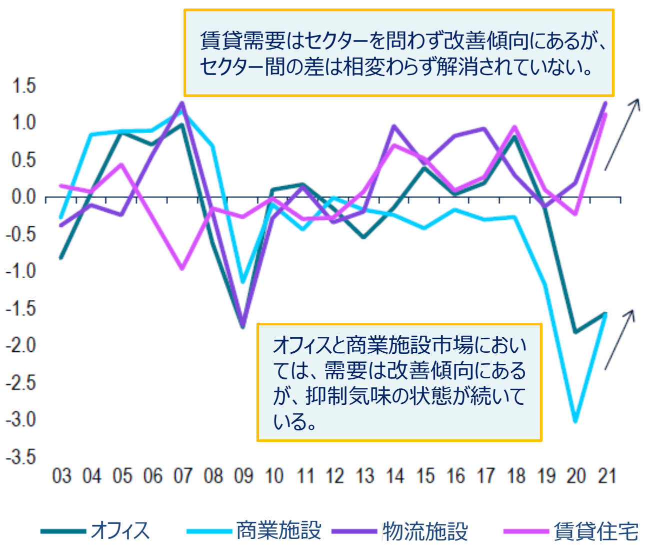
出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、ユーロ圏統計局、マンパワー、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

賃貸需要の改善は広範に見られるものの、セクター間の差は相変わらず解消されていない（図1b）。物流施設と賃貸住宅の需要は過去の平均を優に上回る水準を維持している一方、オフィスと商業施設セクターの需要の改善は、前回の落ち込みが大きかった反動によるものである。

高水準の需要が継続する見通しであることを踏まえると、2022年中には、より多くの市場で賃料が上昇すると考えられる。空室率が再び低下し始めているほか、世界の主要不動産市場の43%が2021年7-9月期に賃料のプラス成長を報告した。この値は、2020年末時点では僅か23%であり、賃料が下落している市場は減っている（図1c）。

図1b：セクター間の較差が根強く残る

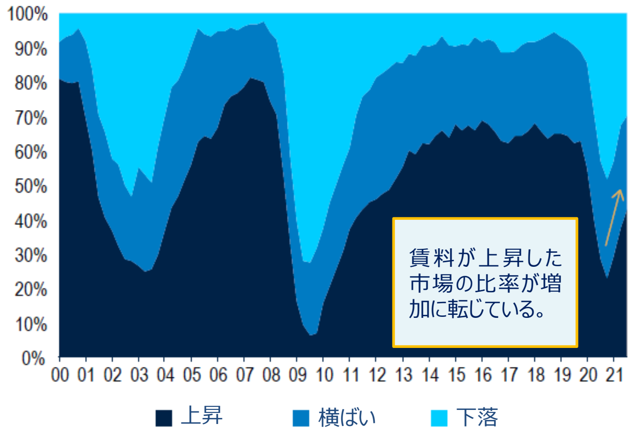
世界のセクター別賃貸需要（正規化）



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、2021年12月現在。

図1c：より多くの市場で賃料が上昇

6ヵ月前と比較して賃料が上昇・横ばい・下落となった市場の割合（%）



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、2021年12月現在。

> 物流施設と賃貸住宅の需要は過去の平均を優に上回る水準を維持している一方、オフィスと商業施設セクターの需要の改善は、前回の落ち込みが大きかった反動によるものである。

トレンド2

都市部市場の復調

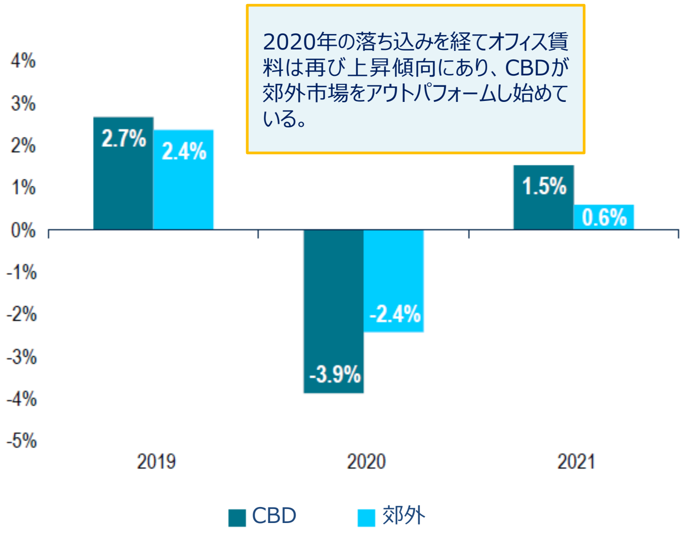
企業の新規採用意欲の急速な改善による雇用増加とスペース需要の拡大が、都市部のオフィス市場と都心の賃貸住宅市場にとって追い風となり、都市部における賃料成長率に改善の兆しが見られる。

オフィスの閉鎖によるリモートワークへの切り替え、それに伴う広いスペースと充実した生活環境を提供する郊外での生活を選好する心理の高まりを含む様々な一時的混乱が予想されるなど、パンデミックに対する主要都市の脆さを巡って当初は懸念が生じたものの、足元では主要物件タイプにおける都心部の需要は増加しており、賃料成長率に改善の兆しが見られる。

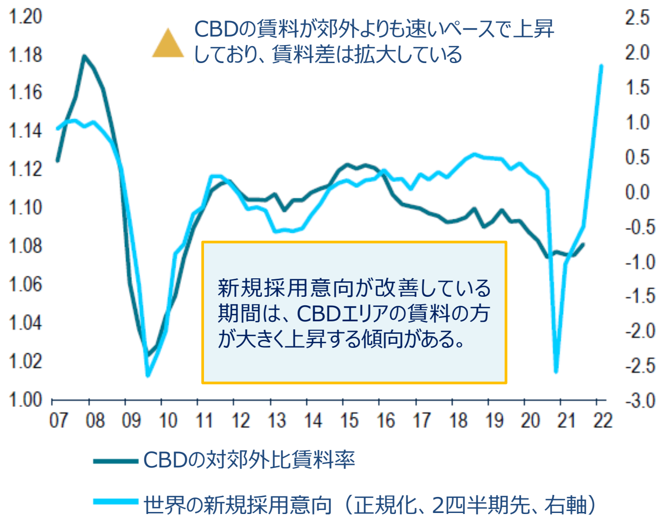
オフィスの回復はまだ始まったばかりだ。需要の絶対値はなお抑制的だが、オフィス勤務の再開や、企業テナントが先送りしていた長期的な立地判断をし始めるにつれ、最悪期は脱したように見受けられる。賃貸可能な最新鋭のAクラスオフィスが限定的なミュンヘンやロンドン、パリ、シンガポールなどのゲートウェイ市場においてはテナント間の競争によって賃料がより大きく上昇しており、世界のゲートウェイ市場全体では賃料の伸びはプラスに転じている（図2a）。

図2a：新規採用意向が改善する中、都心部（CBD）の不動産がアウトパフォームし始めている

オフィス賃料上昇率(年率）：ゲートウェイ市場（%）



郊外部と比較した都心部の不動産の賃料（%）



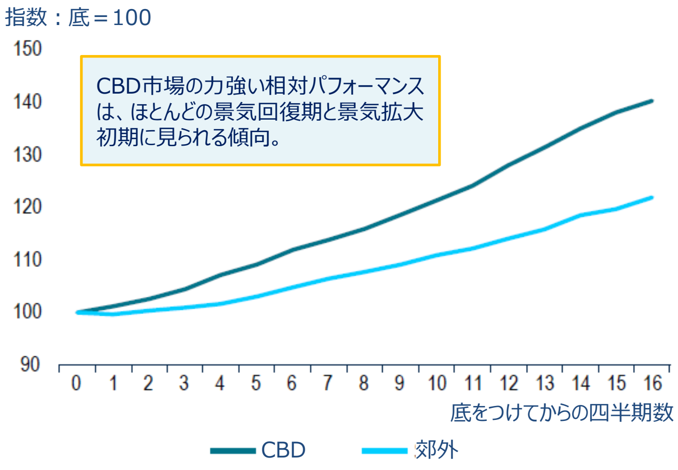
出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、ユーロ圏統計局、マンパワー、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

郊外市場の方がより持ち堪えた2020年と異なり、足元ではCBDエリアの方が郊外よりパフォーマンスが高い。そうした傾向は2021年7月-9月期になって浮上したばかりであるものの、2022年に入ってもこの傾向が続くと予想する理由にはいくつかある。1つ目の理由として、企業は競争の激しい労働市場では人材を呼び込むためにオフィス立地が重要な要素となることが挙げられる。現在のように新規採用意向が高い時期は、CBDの賃料は郊外よりも速いペースで上昇する傾向がある。

2つ目の理由として、中心地の密集の利点が寄与してCBD市場は回復期にアウトパフォームする傾向があるという単純な点が挙げられる。過去2回の回復期においては、CBDの賃料は底を打ってから4年にわたり郊外市場の2倍のペースで上昇した（図2b）。過去2年間で賃料水準が下落した結果、以前は高かったCBD立地の物件に割安感が生まれ、空室率もコロナ禍前の水準と比較して若干高いことからより魅力的な選択肢が増えており、今後想定される需要拡大期に賃料が上昇する条件が揃っている。

図2b：過去のサイクルはCBD市場がこの先好調に転じることを示唆

2000年以降の景気回復期におけるオフィス賃料
（過去のサイクルの平均）

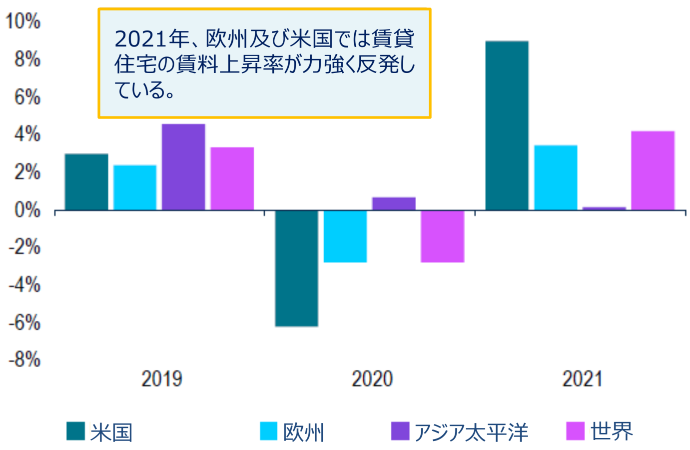


出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

同じようなパターンが主要賃貸住宅市場でも起きている。住宅の立地判断は、雇用の見込みや、生活環境やアクセス、そして言うまでもなくオフィス勤務が再開されているか否かといった要素に左右される。主要都市の賃貸住宅市場は2020年には低調であったが、オフィス勤務が再開され、企業が新規採用を再開するにしたがい、主要都市の賃貸住宅需要は急反発しており、賃料も急速に上昇している（図2c）。都心の空室率がコロナ禍前の平均をなお上回っている東京では賃料の伸びはまだ低調である一方、ボストンやワシントンDCなど米国の都市とロンドンでは賃料が急上昇しており、2020年の急速な調整で下落した分を取り戻している。

図2c：都市部の賃貸住宅市場では賃料が再び上昇

主要都市における賃貸住宅の賃料の伸び（年率、%）



注記：アジア太平洋は東京のデータ。東京は、機関投資家による住宅不動産への投資が同地域で最も大きい市場である。

出所：コースター、PMA、サヴィルズ、カンテイ、ARES、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

トレンド3

商業施設セクターへの再注目

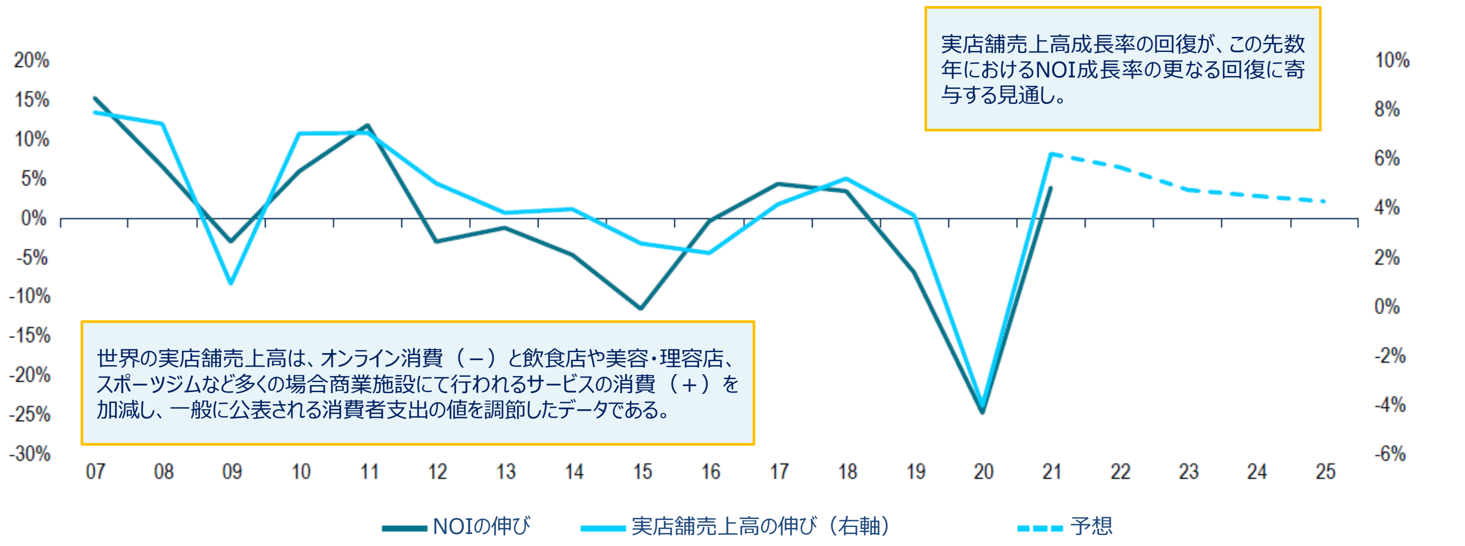
実店舗売上高の伸びの回復は、商業施設セクターの賃貸利益（NOI)見通しにとって明るい材料であり、より多くの市場とセクターで、評価額上昇の兆しも見られる。これらを背景として、商業施設への投資が増えてくることが見込まれる。

商業施設セクターは今も投資全体の大きな比率を占めるが、その先行きを見通すには、小売売上に関する従来の指標以外にも注目することが重要である。例えば、小売売上高のデータは、物品への支出という狭い範囲しかカバーしないため、同データは全体像を示していない。実店舗での売上高を把握するには、全体消費からオンラインでの消費を差し引かなければならないが、一般的に商業施設のテナントである飲食店や美容・理容店、スポーツジム等が提供するサービスに対する消費は含めるべきである。また、賃料収入は定額の場合もあれば売上高ベースの変動賃料としている場合もあるため、契約賃料と並んで賃貸利益（NOI）にも注目することが重要である。

2021年にサービス業が再開され、大幅に増加したオンライン消費の一部が実店舗消費へ回帰しており、それに伴う実店舗売上高の改善が商業施設のパフォーマンスを改善させている兆候が見られる。数年にわたり減少基調にあったNOIの伸びはプラスに転じており、今後も、実店舗売上高の見通しを背景に、数年にわたりプラスを維持すると考えられる（図3a）

図3a：実店舗売上高の伸びが商業施設におけるNOIの回復を支えている

MSCIグローバル商業施設NOI成長率と世界の実店舗売上高成長率（年率、%）



出所：MSCI、オックスフォード・エコノミクス、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

但し、リスクとリターンがトレードオフの関係にある中で、こうした商業施設セクターの改善がポートフォリオの中で投資比率を今より上げるほど魅力的なのかという疑問が残る。現在のパフォーマンスの回復は、拡大局面を迎えているというよりは、これまでに失った一部を取り戻しているという側面が強く、力強いというよりは緩慢な回復であり、リターンの見通しも非常に抑制的な水準に留まる。また、商業施設セクターは今も多くの難題を抱えている。デジタル化の波、オンライン消費の今後の拡大ペース、売上高ベースの変動賃料へのシフトといった要素をすべて踏まえると、必然的に大きなリスクプレミアムが必要である。

長く続いた不動産評価額の調整を経て、投資家は商業施設に再注目し始めている。2019年以降、商業施設の主要セグメントのほぼすべてで評価額が10%から30%下落している（図3b）。厳しい事業環境に直面して賃料、賃貸利益（NOI）、評価額（その多くが大幅に)が下落し、商業施設は絶対値ベースで調整が進んだ。また、この数年、利回りが横ばいあるいは緩かに上昇した結果、利回りが大きく下落した他の物件タイプとのスプレッドが大幅に拡大しており、相対ベースでも評価額の調整が進んだ。

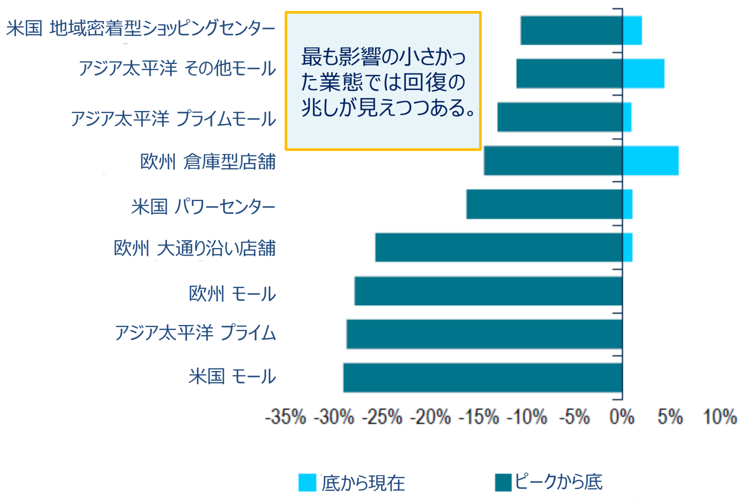
他方、こうした流れが変わりつつあることを示す明確な兆候もある。2021年7-9月期、世界の主要3市場である米国・欧州・アジアにおいて、商業施設の主要セグメントは評価額が上昇したか、2020年よりも下落幅が縮小した。

評価額が上昇している市場では、利回りの高さも相俟って、2022年には投資家の関心を一段と集めるだろう。好調なセグメントの共通点は明確であり、主に地域密着型でアクセスが良く、設備が充実した安価な買い物ができる店舗だ。具体的には、米国における地域密着型ショッピングセンターや欧州及びオーストラリアの倉庫型店舗、アジア太平洋における郊外の小型ショッピングモールなどだ。これら店舗は、価格競争力と利便性を武器にオンラインチャネルと渡り合えることに加え、スポーツジムや飲食店、美容・理容店などの実店舗でなくては受けられないサービスを提供できる。米国をはじめ、市場によっては、荷物の受取拠点や返品サービスなど、オンラインサービスと繋がりのある補完的サービスをこれらの施設が提供することもできる。

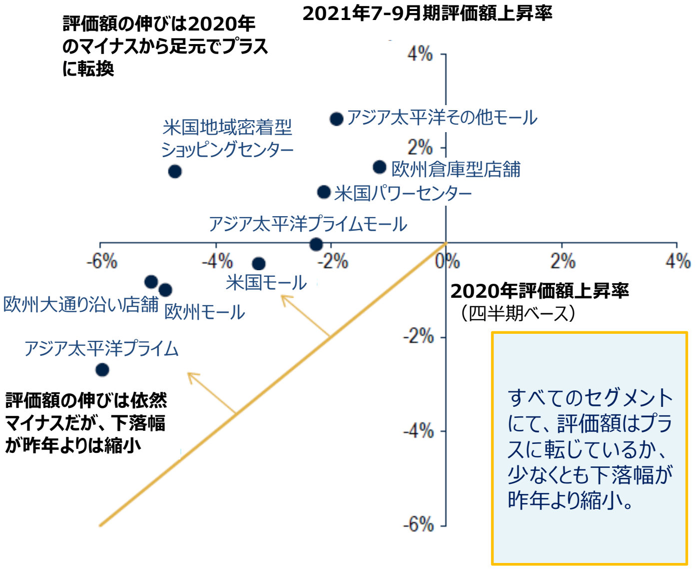
対照的に、ショッピングモールや多くのショッピング・ストリートの路面店舗は、既に地域密着型ショッピングセンターや倉庫型店舗よりも大幅に調整されているものの、その調整はまだ終わっていない。小売企業がこれらの立地を今後の店舗展開にどのように活用できるかを見直しているためだ。評価額は間もなく底を打つと見られるが、賃料にはなお一段の下落圧力がかかる可能性がある。そのため、高いリスクに見合ったリターンの獲得は今も容易ではない。

図3b：一部の商業施設は評価額が上昇に転じる

2019年以降における商業施設の評価額の変動
（地域と業態別、%）



商業施設評価額の伸び（四半期毎）：2021年7-9月期と2020年平均の比較（%）



出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、MSCI、PMA、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

トレンド4

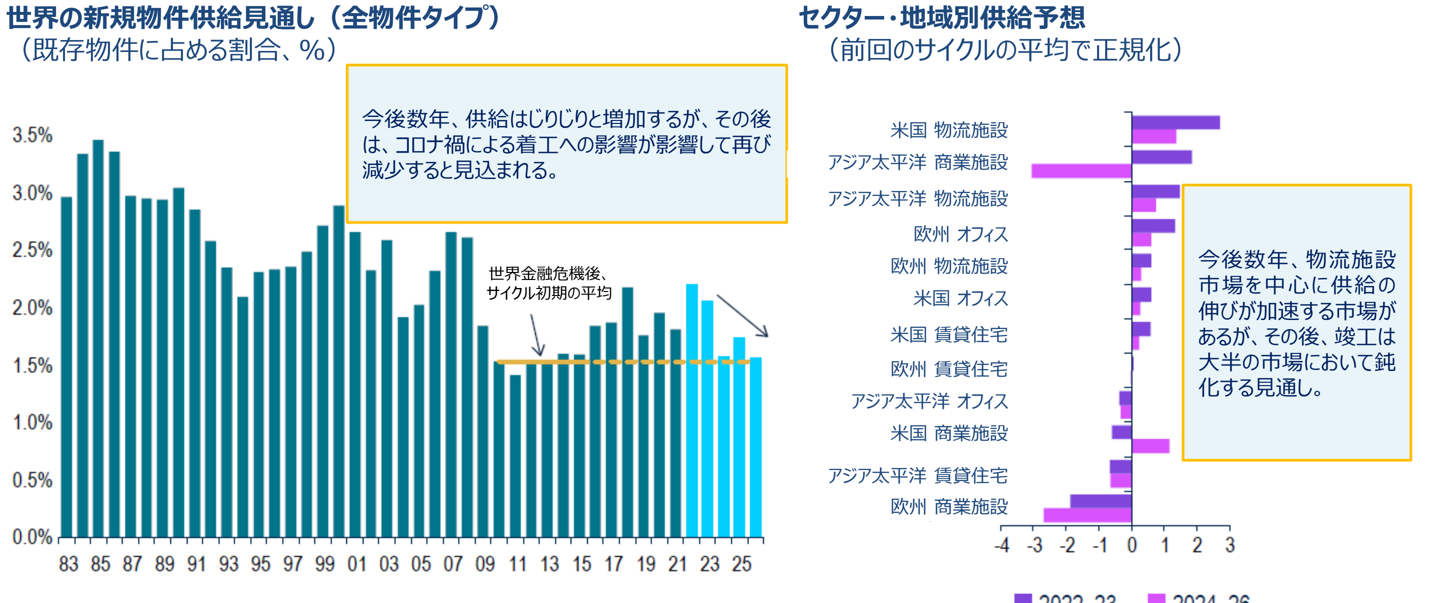
新規物件供給は引き続き低水準

今後数年、新規物件供給の伸びは上向く見通しであるが、それでも過去と比較するとやや低めの水準が続くだろう。賃料の実質成長率の改善によって、供給予想は上方修正される可能性はあるものの、建設コストの上昇が着工の抑制要因になっており、結果として将来の竣工も抑制されている。

新型コロナウイルスの感染拡大前に着手された開発の完了と、当初は2020年に予定されていた物件の引き渡しが重なり、全主要物件タイプで供給の伸びは2022年と2023年のいずれも既存物件の約2%に等しい水準になると予想される（図4a）。また、竣工率は過去の水準と比較すると低いものの、過去数年並びに直近サイクルの平均よりは高い。世界金融危機後における供給の伸びの緩慢な回復と現在の状況には類似する点がいくつかある。と言うのは、当時もローン調達の難しさと建設作業員の不足により開発案件の着工が抑制されたからである。

各賃貸市場間の大きく異なるトレンドを反映し、今後の展望はセクターによって異なる。世界の物流施設市場のほとんどにおいて、サプライチェーンへの高まる需要に応えるために供給が増えており、過去のサイクルと比較して供給の伸びは高い水準にある。

図4a：目先の物件供給増は持続しない見通し



注記：供給の伸びは、セクターと地域の市場規模によって加重平均している。

出所：コースター、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

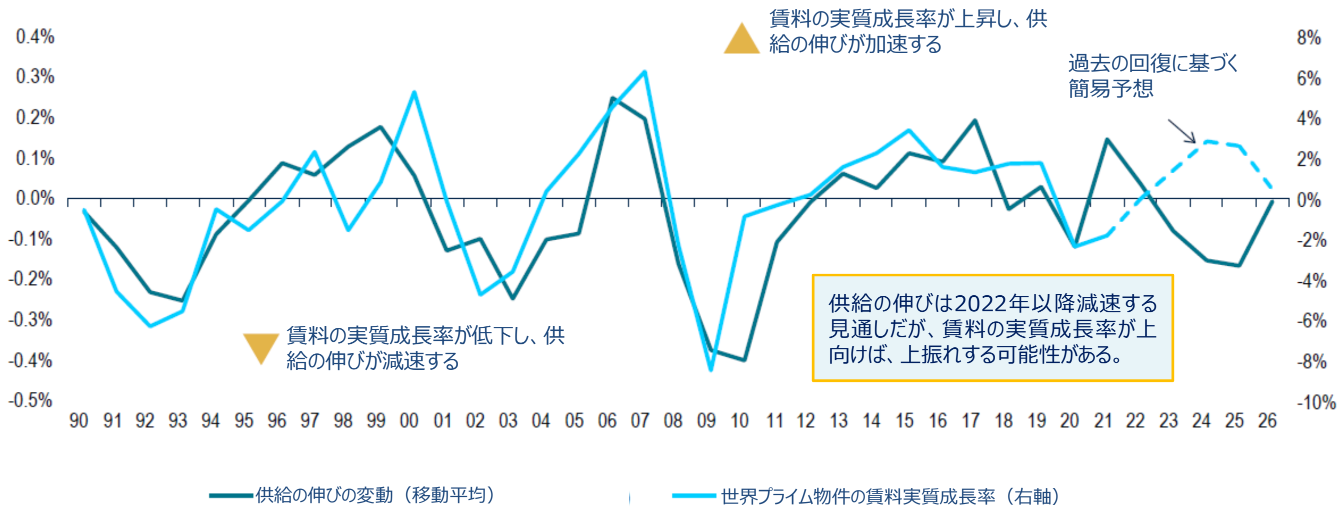
欧州と米国におけるオフィス供給の伸びは、低水準だった直近のサイクルと比較すると高い。一方、アジア太平洋においては、消費者支出の構造的増加を背景に、中国その他の途上国市場において商業施設が今も新たに供給されている。米国の賃貸住宅市場など、需要が急速に回復している市場では新規物件供給も高水準になるという状況が見られる。

先に目を向けると、大半のセクターおよび地域において供給の伸びは世界金融危機後の回復局面の水準にまで再び低下することが予想される。但し、そうした見通しは上振れ・下振れ両方の可能性がある。

上振れリスクについては、賃料の実質成長率が上昇した場合、供給の伸び率も上昇が見込まれる。一般的に、賃貸需要が改善する際、賃料の実質成長率は数年間マイナスで推移してから回復に転じる。賃料の実質成長率が過去のサイクルと同じようなパターンを辿った場合、現時点での2023年以降の供給予測が上方修正される可能性があるだろう（図4b）。要するに、完成した収益不動産の想定価格が上昇すると、投資妙味のある開発案件が増加する。

図4b：賃料の影響を受ける供給見通し

供給の伸びの変動（%）と賃料の実質成長率（年率、%）

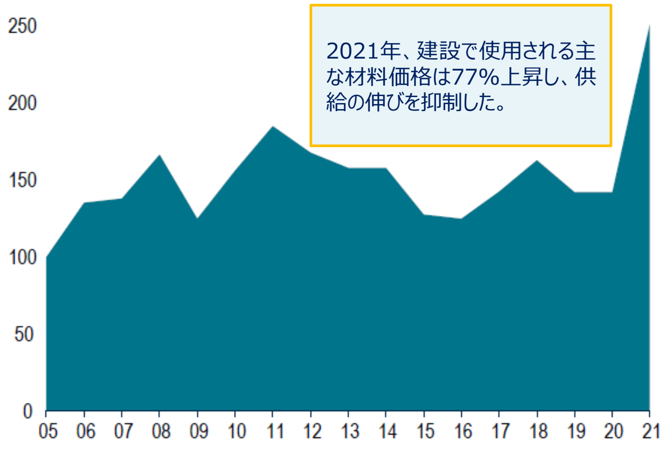


出所：コースター、クッシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

図4c：建設コストが急上昇

主な建設資材の価格指数

指数：2005年を100とする



注記：指数は鋼鉄、銅、木材の価格で構成される。

出所：オックスフォード・エコノミクス、世界銀行、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

同時に、建設コストが跳ね上がっており、賃料と反対方向に作用している。失業率の低下が欠員の補充を難しくしており、それが原因で賃金に上昇圧力がかかり、人件費が上昇傾向にある。労働力不足が低い労働参加率によって悪化している米国では、そうした状況が特に鮮明になっている。また、鋼鉄や銅、木材など建設に使用される主な原材料の価格も急上昇している（図4c）。

世界的な供給逼迫が解消されれば原材料価格は落ち着きを取り戻すと予想されるが、高騰しているコストが利益率を圧迫するのは明らかで、現在の建設着工の足枷になっている。よって、仮に賃貸需要と賃料がより大きく上昇し始めても、高騰したコストが今後の物件供給の伸びを抑制すると考えられる。

トレンド5

潤沢な投資資金を背景に大型案件が増加

コロナ禍に伴う行動制限の緩和が続き、それによって物件取引額は通常の水準に回復している。2022年は投資活動が活発になる見通しであり、2020年に減少した3,000億米ドル分以上の上振れとなる可能性がある。

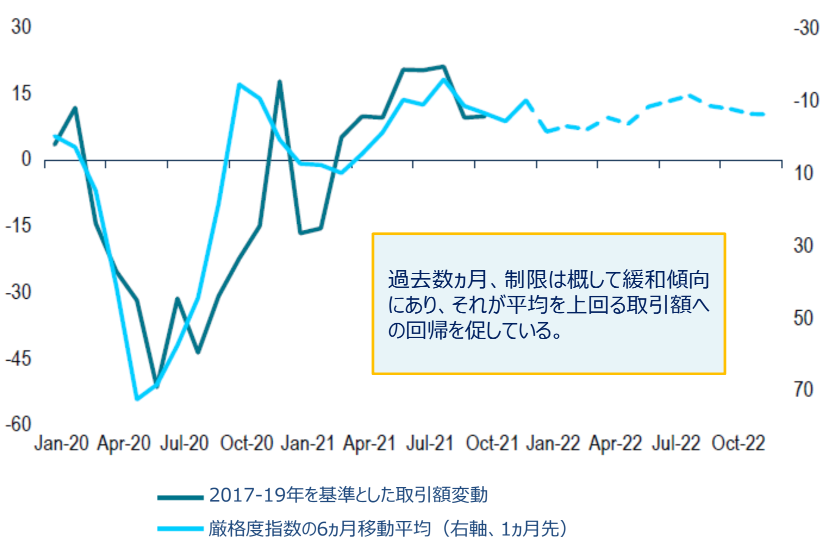
世界経済と金融市場は既にコロナ禍の先に目を向けているが、地域によっては日常的な制限が今も続いており、また在宅勤務や不要な移動を控えるなど自粛行動は今も広がっている。不動産市場においては、物件の評価や調査のために実際に自分の目で確かめることが投資家やレンダー（ローンの貸し手）にとっては重要であり、そうした新型コロナウイルスの感染拡大対策が物件取引に対する障害となっている。

2020年初め以降、コロナ禍前の平均と比較した際の取引額の変動は新型コロナウイルスの感染拡大対策の厳格度指数に連動している。一般的には、対策の緩和または強化の影響が十分に表われるには数ヵ月の遅れを伴う（図5a）。

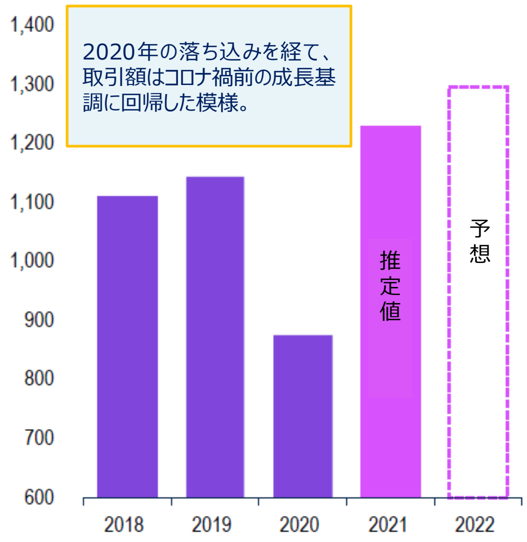
新たな変異株の出現により、欧州の一部を中心に北半球では冬のあいだ制限が再発動される公算が大きいが、全般的には世界の厳格度指数は時間の経過とともに緩和基調にあり、市場での取引活動が正常化する水準にある。

図5a：制限の緩和が進むにつれて不動産取引額の回復が続く

コロナ禍前の水準に対する世界の不動産取引額（10億米ドル）



世界の不動産取引額（10億米ドル）



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、ブラバトニク・スクール・オブ・ガバメント/オックスフォード大学、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

トレンド5 | 潤沢な投資資金を背景に大型案件が増加

力強い2021年下期の取引動向に押し上げられ、2021年通年の世界の不動産取引額は総額約1兆2,300億米ドルに達すると試算されている。これは急激な落ち込みを記録した2020年と比較して43%増の水準であり、今後も取引額は一段と増加することが見込まれる。制限の更なる緩和とコロナ禍前の平均への回帰を前提として2022年について簡易予想をしてみると、投資額は1兆3,000億米ドルに達する見通しである。

取引額は平常時水準に回帰しつつあるかも知れないが、制限措置の影響により2020年に中止となった推定3,000億米ドルの案件に加え、2016年以来、不動産投資に向けられる投資資金と物件取引額の間に大きなギャップが生じてきた。その結果、運用会社がまだ物件に投入していない資金、いわゆる投資待機資金（ドライパウダー）がこの数年で顕著に増加し、取引額が回復したにも拘わらず2021年においても膨れ上がったままになっている（図5b）。

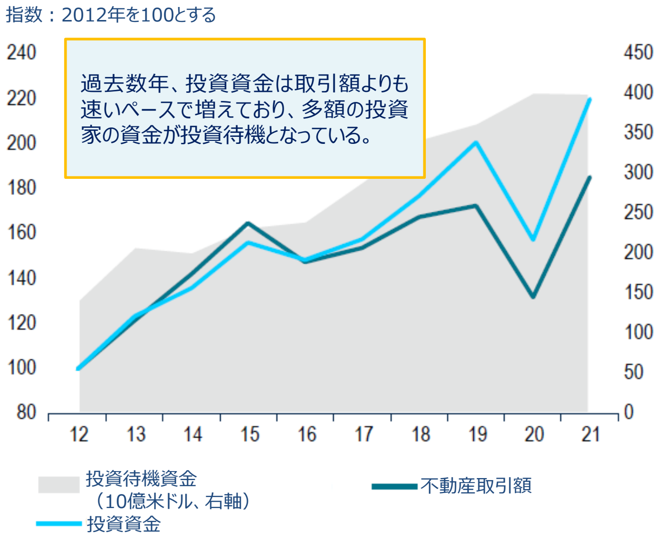
2021年に投資に向けられた資金とそれまでに積み上がっていた巨額の投資待機資金が、2022年の取引額が一段と増加するという見方の裏付けになっており、今後数年にわたり投資水準が著しく上振れする可能性があることを示唆している。

更に詳しく見ると、新規ファンドの規模も大幅に拡大しており、その規模は2021年に28%拡大して平均5億4,200万米ドルとなった。運用会社は、分散の効いたポートフォリオを構築する必要がある一方で、取引件数が増えることによる手間およびコストの上昇と追加的なリターンとの間でバランスを取ろうと考える。

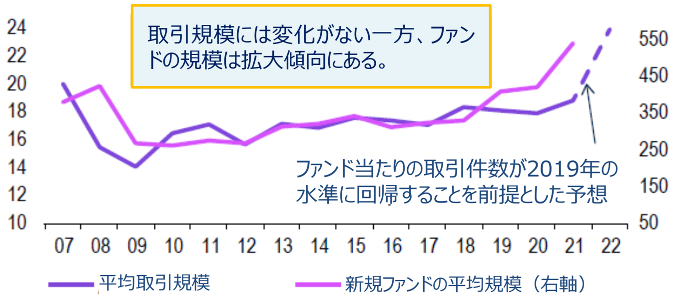
こういった背景から、取引案件の規模は拡大する見通しである。現在の平均的な案件規模を前提とすると、平均的なファンドは資金を全額振り向けるためには、2019年の23件より多い29件の取引を実行しなければならなくなる。逆に、取引件数をコロナ禍前の水準に固定した場合、取引規模の平均は2,400万米ドル、27%の拡大になる。資金をより迅速に振り向ける手段として、複数物件をまとめて取得するポートフォリオ取引や開発案件、事業取引の増加に加え、物件規模の大きな商業施設やオフィスなどの主要物件タイプの取引も増える見込みだ。■

図5b：投資案件規模の拡大圧力

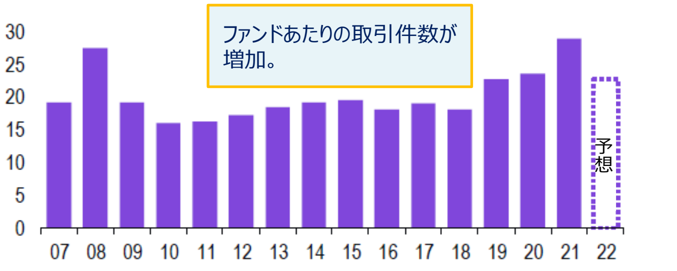
世界の不動産取引額と不動産投資資金の指数
（2012年を100とする）



世界の物件取引と新規ファンドの平均規模（10億米ドル）



ファンドあたりの取引件数想定



出所：プレキン、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12月現在。

トレンド6

不動産デットの貸し手として非銀行系レンダーがシェアを拡大

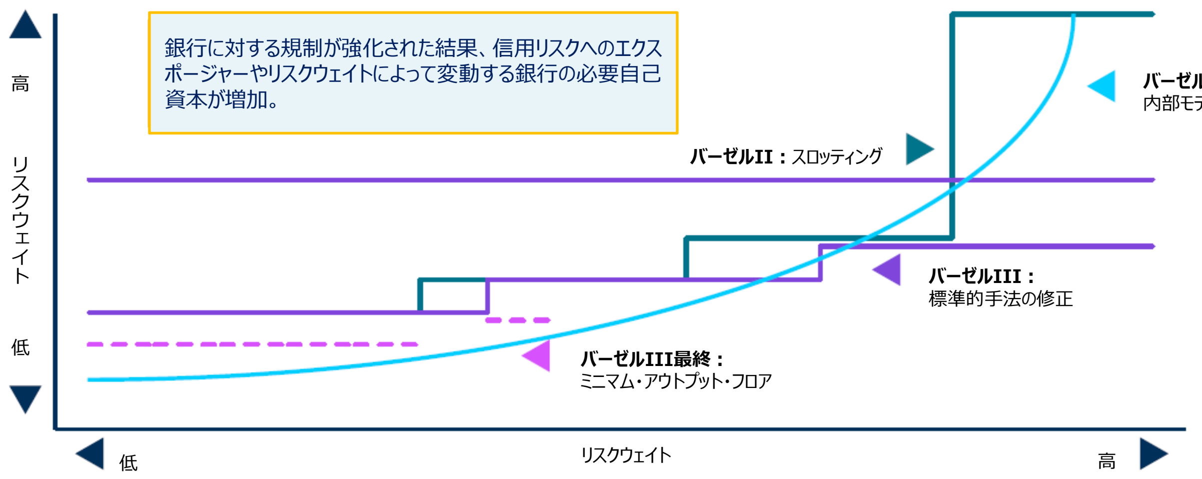
不動産ローン市場では銀行に対する規制強化を要因とする構造的変化が起きており、不動産デット戦略への投資資金の流入に支えられ、私募デットファンドのシェアが拡大している。

過去数年にわたり不動産取引額が投資資金に追い付いてない一因として、過去のサイクルと比べると明らかに強化された銀行に対する規制が挙げられるる。これは、不動産ローンの貸し手として銀行が非常に高い割合を占めてきたオーストラリアや欧州においてより鮮明だが、貸し手の分散が既に進んでいる米国市場の流動性にも影響を及ぼしている。

もっとも、世界の不動産市場に対するローンの供給は従前とは姿を変えつつある。銀行は、空室のある物件や開発リスクを伴う物件、不動産価格に対する借入比率の高い物件への貸し出しなど、よりリスクの高い貸し出しを限定する厳しい規制の枠組みを受けて、バランスシートを縮小させている（図6a）。

図6a：規制強化を背景として不動産デットの供給市場に構造的変化が起こっている

銀行に対する資本規制の変化



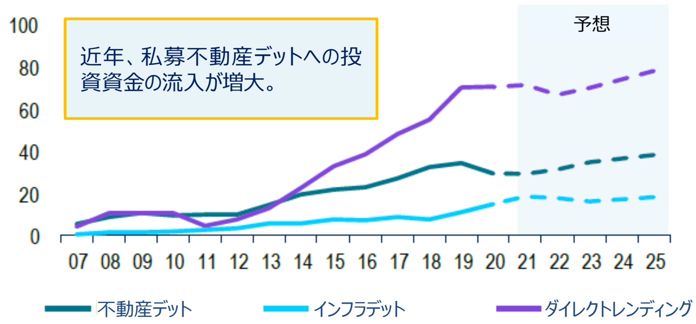
注記：この図は例示を目的としたものであり、詳細な描写ではなく、投資用不動産エクスポージャー（商用不動産を担保とするノンリコース貸出）に関するリスクウェイトの簡単な説明を意図したものである。

出所：CREFCヨーロッパ、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

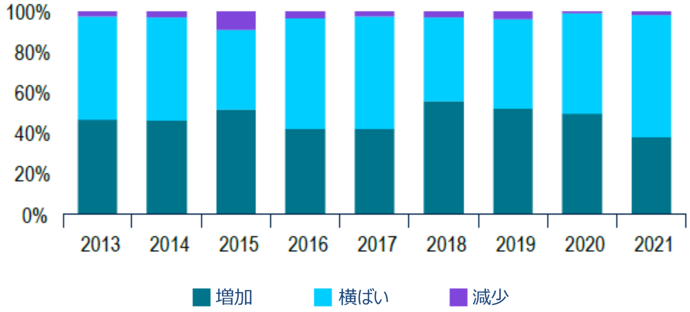
同時に、私募不動産デット戦略に向けられている潤沢な投資資金に支えられて、保険会社や年金基金、デットファンドのような非銀行系の貸し手が供給する私募不動産ローンが急増している（図6b）。

図6b：私募不動産デットに投資資金が流入

私募不動産デット戦略の投資資金（3年平均）
（10億米ドル）



不動産デットへ振り向ける投資資金の増減意向
（回答者の割合）



出所：プレキン、ANREV、INREV、PREA、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

> 基本的に借手のキャッシュフローは大幅な黒字であり、金利が上昇してもそのコストを吸収しやすい。

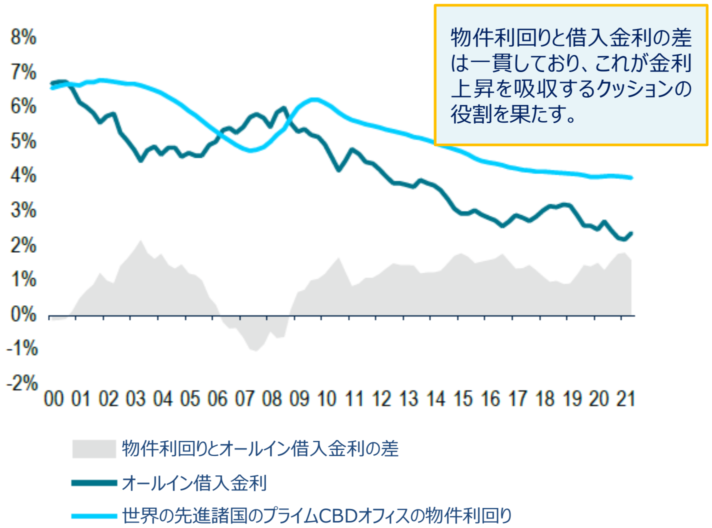
ほぼすべてのデット投資家が、不動産デットの投資比率を維持するか増やす計画をしており、銀行に対する圧力をよそに2022年を通じて流動性の高い状態が続くだろう。

世界各国・地域におけるインフレ率の急上昇により、一部の中央銀行が予定よりも早い時期に利上げに踏み切ることを検討している中、2021年下期に市場金利は徐々に上昇した。そして、金利の上昇は新しい貸手にとっては魅力的であるものの、既存のローンには脅威となる。借り換えが難しくなるほど金利が上昇するような場合ではより深刻だ。

過去のサイクル、とりわけ世界金融危機前のサイクルと異なり、足元のオールイン借入金利は平均的な現行利回りを大きく下回っている（図6c）。つまり、基本的に借手のキャッシュフローは大幅な黒字であり、金利が上昇してもそのコストを吸収しやすい。また、過去と比較して利回りと金利の差も大きく、金利が上昇した際には縮小余地がある。

図6c：デット戦略には金利上昇を吸収する余裕がある

世界のオフィス物件利回りとオールイン借入金利



出所：ブルームバーグ、ベイズ・ビジネス・スクール、CBRE、PMA、ACLI、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12月現在。

トレンド7

オペレーショナルアセット投資が一段と人気を集める

投資家は、運用ノウハウの必要なオペレーショナルアセットへの投資を加速させている。人口の高齢化を背景とした投資先として、シニアハウジングのみならず、今後需要の大幅な増大が見込まれるメディカルオフィスやライフサイエンスセクターにも投資資金が流入している。

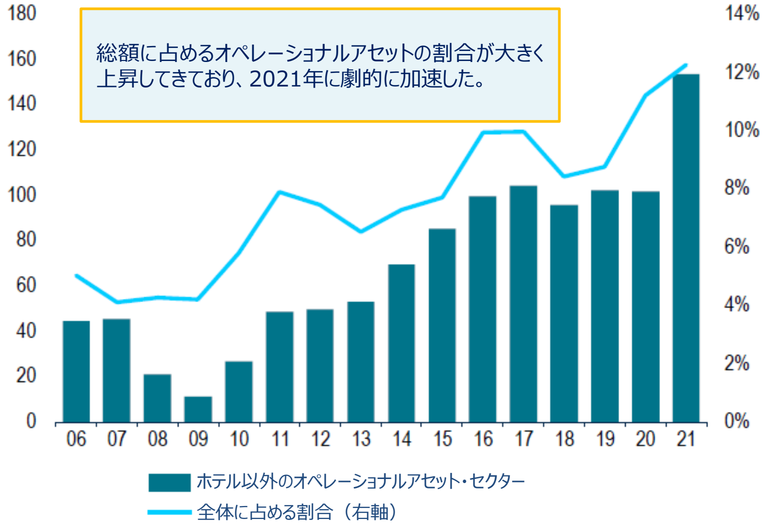
積み上がった投資待機資金が投資先を探している中、賃貸市場の見通しは改善しているものの、低い利回りと激しい取得競争に晒されている。結果として、エクイティ投資家・デット投資家ともに、従来型の純粋な賃貸不動産以外にも目を向ける動きを強めている。

オペレーショナルアセットは、不動産に加えて運営基盤や収益性の高い事業へ投資をする物件タイプの総称で、リスクは高まるもの、魅力的なリターンを創出する幅広い投資機会を提供し、投資家にとっての選択肢を広げた。また、確立されたホテル・セクター以外を見てみると、シニアハウジング（高齢者住宅）や冷凍・冷蔵倉庫、データセンターなど、運営（オペレーション)を伴うニッチなオペレーショナルアセットの多くが、高齢化やオンライン消費の拡大、デジタル化というマクロ・トレンドを成長要因としている。

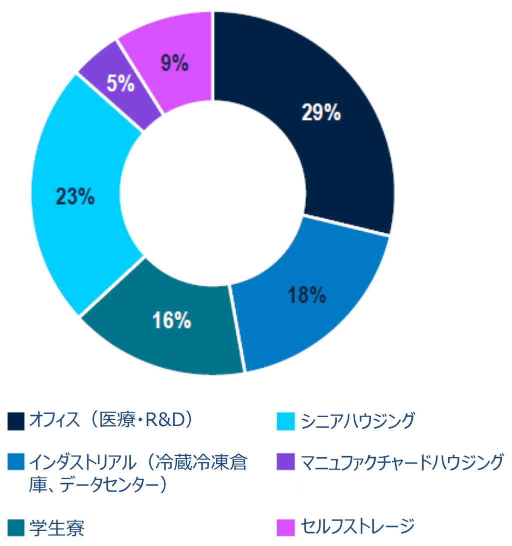
世界の不動産取引額に占めるオペレーショナルアセットの割合は推定12.3%と限定的だが、この比率は過去のサイクルで2倍以上に上昇した（図7a）。

図7a：オペレーショナルアセットの占める割合が急上昇している

世界の不動産投資額（10億米ドル）



世界のオペレーショナルアセット（ホテル以外）の投資比率（2019-21年、%）



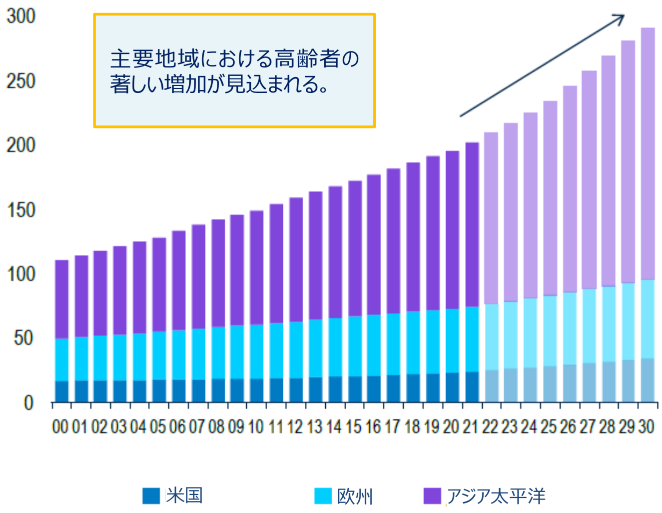
出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

トレンド7 | オペレーショナルアセット投資が一段と人気を集める

多様なオペレーショナルアセット・セクターへの投資に拍車をかけている大きなトレンドの一つとして、人口の高齢化が挙げられる。今後10年、アジア太平洋、欧州、米国における75歳以上の人口は1億人増加することが見込まれており、これは、過去20年の増加人数と同数であり、人口の高齢化が急加速することが示唆されている（図7b）。

図7b：急速に進む世界人口の高齢化

主要地域別の75歳以上の人口（100万人）



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、2021年12月現在。

> 新型コロナウイルスの感染拡大によって公衆衛生に注目が集まる中、メディカルオフィスやライフサイエンスなどヘルスケア関連の不動産が一段と関心を集めている。

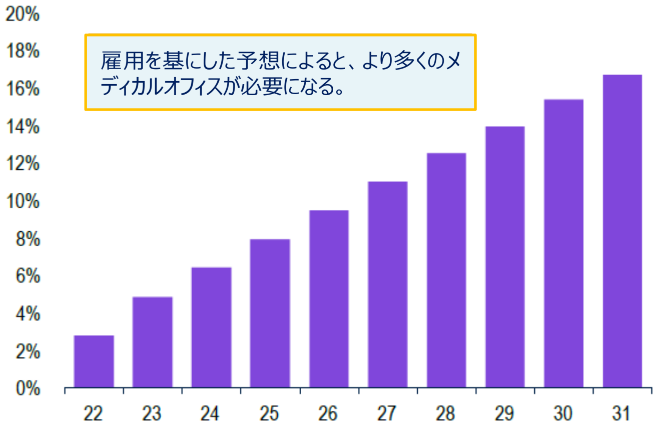
シニアハウジング（高齢者住宅）は既に定着しているセクターだが、人口高齢化は住宅以外の不動産にも影響を与える。

新型コロナウイルスの感染拡大によって公衆衛生に注目が集まる中、メディカルオフィスやライフサイエンスなどヘルスケア関連の不動産が一段と関心を集めている。そして、こうした例はいずれもオフィススペースの特殊な使用だとと見なすことができる一方、メディカルオフィスは外来医療サービスを提供し、ライフサイエンス不動産は薬理学やバイオテクノロジーなどの分野における研究開発のためのスペースを提供する。

これらのセクターの賃貸需要に相関の高いヘルスケア業界の雇用は、高齢化が進む社会に応えるために増加が見込まれる。世界のヘルスケア業界の雇用と医療関係の従業員一人当たりの必要面積の予測に関する分析によると、今後10年間で新たに17%のオフィススペース面積が必要になる（図7c）。また、メディカルオフィスをこれまでより速いペースで供給するために、多額の投資資金が必要になる。

図7c：ヘルスケア関連のスペース需要が増大する見通し

世界で必要とされる新規メディカルオフィス面積の試算（2021年対比、%）



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、2021年12月現在。

上述のトレンドは長期間にわたり持続する見通しだが、 オペレーショナルアセット投資に対する関心の増大も2022年に入っても維持されるであろう。その背景にあるのは、「安定的なインカム収益」、「物件開発による開発利益を含むより高いリターン」、「投資規模の大きさ」を満たす物件に投資したいという投資家のニーズだ。

トレンド8

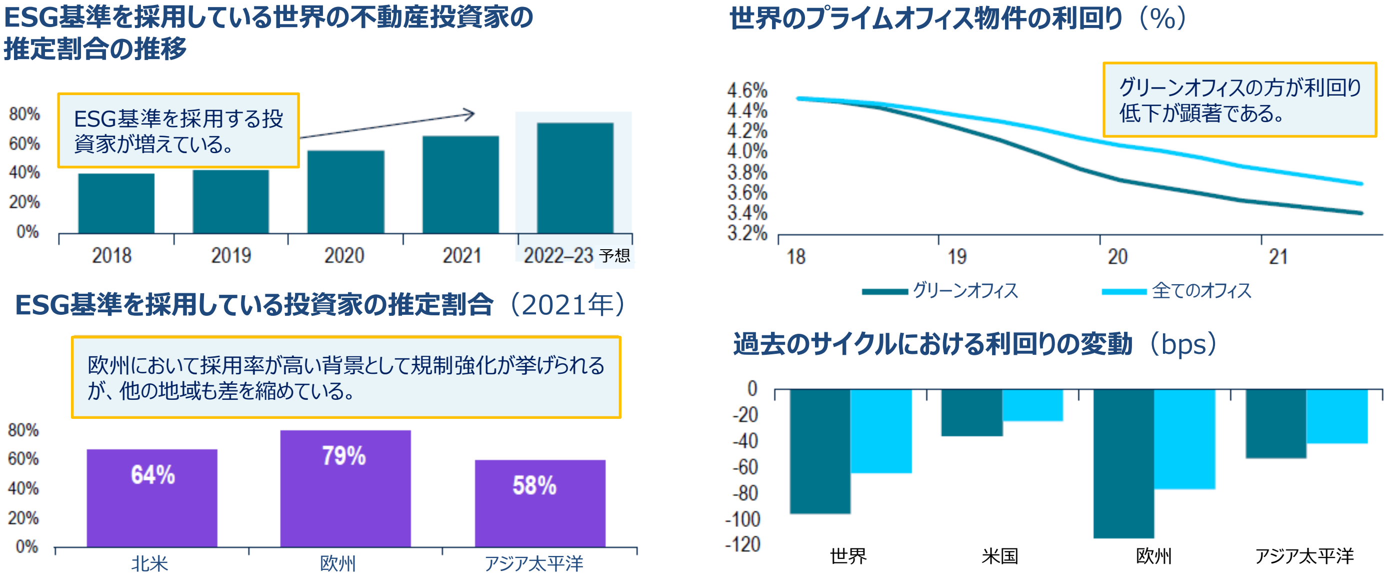
グリーン投資を重視する姿勢の高まり

市場参加者が炭素排出量実質ゼロ目標達成に向けて努力する中、環境・社会・ガバナンス（ESG）に配慮した投資を重視する投資家の姿勢が高まっており、ESG認証物件はより低い利回りとより高い賃料を実現することが実証され始めている。

調査結果に基づくと、不動産投資家および不動産投資運用会社のおよそ3分の2が、既にESG基準を自己の投資プロセスへ正式に組み込んでおり、その割合は今後更に上昇すると考えられる（図8a）。

ESG、特に環境要素を重視する姿勢の広がりは比較的新しいものだが、そうした傾向は既に価格形成に表れている。世界のオフィス物件の取引を見ると、近年では環境評価の高い建物の利回りが市場全体よりも速いペースで低下していることが分かる。しかし、地域的な要素も作用しており、コロナ禍前から規制強化を背景としてESGに配慮した投資へのシフトが始まっていた欧州では、より顕著な転換が生じている。反対に、アジア太平洋および米国では、より最近になって大きな転換が生じており、こうした動きは2021年以降に著しく加速した。

図8a：投資家はESGを重視している



注記：各種調査基づく推定割合で、2022-23年の予測値は、将来に関する質問に対する回答に基づく。

出所：CBRE、PMA、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12月現在。

エネルギー認証を取得していない建物のオフィスと比較すると、グリーンオフィスは概してエネルギー効率がより高く、炭素排出量も少ない。環境認証の影響を建物の他の特徴と完全に切り離すことは難しいものの、環境認証を取得した建物はより高い賃料を獲得していることを示す証拠が増えている。英国と米国における各種調査を分析すると、環境認証を取得することで5%から15%、平均しておよそ10%の賃料プレミアムを実現していることが示された（図8b）。

今後に目を向けると、投資家同様テナントも炭素排出量の削減目標を掲げており、環境配慮型の建物は競争上の強みであり、優秀な人材を取り込み維持する手段と捉える姿勢を強めている。

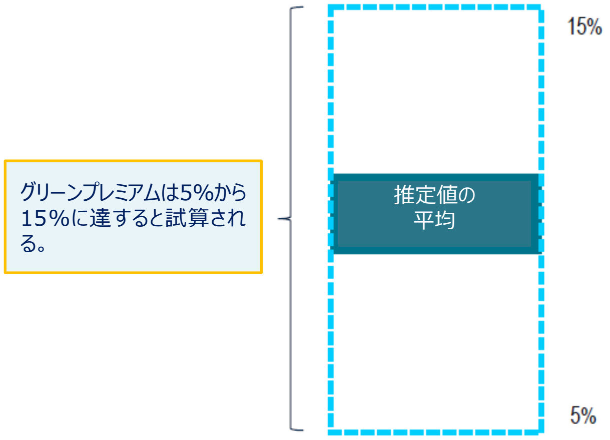
米国では、環境認証を取得した物件とそうでない物件の間に明確な差が生まれている。2021年、LEEDプラチナ認証を取得しているオフィスの賃料は、認証を取得していない建物よりも力強い伸びを記録したと試算されており、参考予測はそうしたアウトパフォーマンスが今後も続くことを示唆している。

より高い価格、より力強い賃料上昇見通し、そして手を入れても規格を満たせない物件の陳腐化リスクを踏まえると、今後はESG基準が物件レベルのパフォーマンスを左右する重大な要素になることが見込まれる。投資家にとっては、新しい高規格の建物の開発や、より厳しい規格を満たすための既存物件の改修といった投資機会が生じるだろう。これらすべてが一定のコストを伴うものの、規格を満たすべく改修・適応できない質の低い古い既存物件に伴うリスクは急速に高まっている。

> 投資家同様テナントも炭素排出量の削減目標を掲げており、環境配慮型の建物は競争上の強みであり、優秀な人材を取り込み維持する手段と捉える姿勢を強めている。

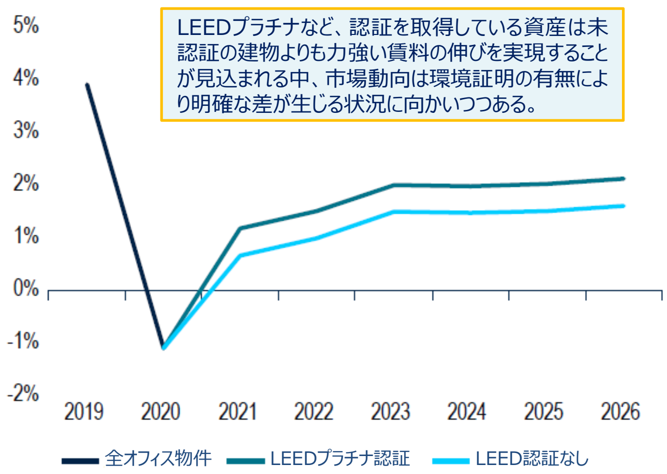
図8b：環境配慮型資産がアウトパフォームする兆候が見え始めている

環境認証による世界の賃料プレミアムの試算



注記：グリーン賃料プレミアムは、試算を公表している各種調査の分析に基づく参考値である。

オフィス賃料の伸びに関する参考予測：米国（年率、%）



出所：PMA、CBRE、米国グリーンビルディング協会、コースター、PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

トレンド9

パフォーマンスの差は縮まらない

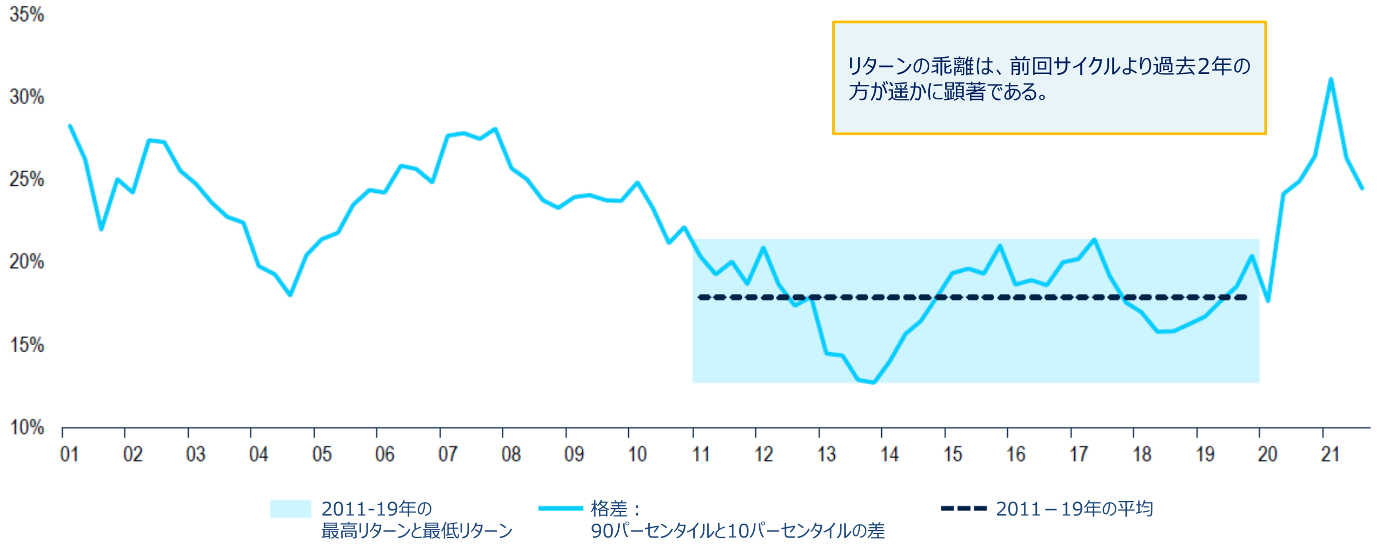
都市やセクター間のパフォーマンスの大きな開きは埋まらない見通しだが、物件タイプによる差は縮小し始めており、立地が改めて相対パフォーマンスを左右すると見込まれる。

コロナ禍、および経済の回復・拡大期にある足元の不動産のパフォーマンスにおける大きな特徴の一つとして、好調な都市・セクターと不振な都市・セクターの明暗が大きく分かれていることが挙げられる。理由は明確である。投資家が、高級ショッピングモールのような不透明感が強く賃貸需要の低迷に直面しているセグメントよりも、安定したインカムと構造変化による需要の拡大が享受できるセグメント、特にオンラインショッピング拡大の恩恵を受けている物流施設やリモートワークの恩恵を受けている郊外の住宅への投資を選好しているのだ。

世界の不動産市場におけるリターンの格差は2021年初めにつけたピークの30%余りから徐々に縮小しているものの、過去の平均を大きく上回る水準を維持している（図9a）。パフォーマンスの大きな差は、セクターおよび都市間のリターンに差があまりなかった2011年～2019年までの前回サイクルと対照的だ。当時は、投資資金の流入と金利低下による構造的な利回り低下がセクターや地域を問わず不動産価格を一斉に押し上げ、賃貸需要動向による差は顕著でなかった。

図9a：好調な市場と不調な市場の差は依然として顕著

世界の不動産市場におけるプライム物件の年間トータルリターンの格差（%）



出所：PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

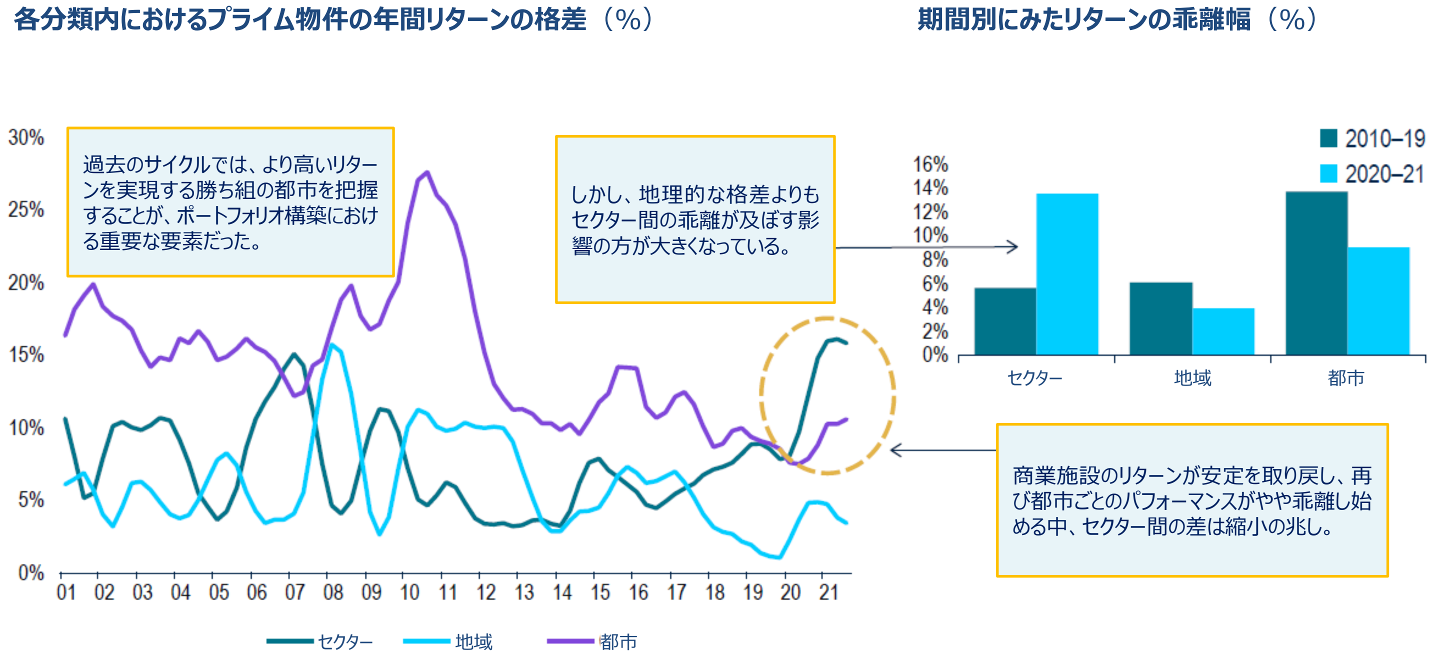
過去数回のサイクルでは、主要都市間のリターンの差が大きく拡大することが多く、いわゆる勝ち組の都市を特定することが最も重要だった。世界金融危機時には特にそれが顕著になり、例えば、金融セクターへのエクスポージャーの程度によって不動産価格の変動に差が生じた。しかし、足元では、パフォーマンスの差を生じさせている主因としては都市よりもセクターの影響の方が大きい（図9b）。

こうした傾向は長くは続かないであろう。商業施設は安定を取り戻し、物流施設のリターンも落ち着き始めており、差は既に縮小傾向にある。足元の利回り低下がいつまでも続くことはないため、一定の減速は避けられない。セクター間の差の大部分は、例えばデジタル化による消費パターンの変化を反映させるための一時的な価格調整と、それに伴う商業施設と物流施設の投資比率の変動などによるものと言えるだろう。

こうした考察から、いくつかの結論が導き出される。明らかに、パフォーマンスの大きな乖離は2022年も続く公算が大きい。セクター間の差は根強く残るほか、同じセクター内でも、物件間の差が著しく乖離するだろう。とりわけ、オフィスセクターでは、最新で自由度の高い、ESGに配慮したスペースに対する需要動向は、より古い中古物件のそれとは異なる。しかし、セクター間のパフォーマンスの差は縮小すると考えられ、徐々にまた都市ごとの投資判断と投資分散が行われるようになるだろう。都市ごとのパフォーマンスの差は新規物件供給面の制約や土地の希少性、テナント企業の業種構成、集積効果、労働力の生産性などの不動産ファンダメンタルズによって生まれるようになる。

コロナ禍の影響から世界経済の回復が続く中、都市間の差は拡大する公算が大きい。過去サイクルと同様、パフォーマンスが最も好調な立地の選定が、より高い運用成果を実現する上での重要な要素になると見られる。

図9b：2019年以降はセクター間格差の影響が大きいが、徐々に縮小の見通し



出所：PGIMリアルエステート、2021年12月現在。

インベストメント・リサーチ・チーム

著者

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
GREG KANE、エグゼクティブ・ディレクター、欧州インベストメント・リサーチ責任者
HENRI VUONG、エグゼクティブ・ディレクター、不動産デット・インベストメント・リサーチ責任者
FLORIAN RICHTER、バイス・プレジデント、欧州インベストメント・リサーチ
MATTHEW　HUEN, CFA、アソシエイト、欧州インベストメント・リサーチ

グローバル

DR. PETER HAYES
マネージャー・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

米国

LEE MENIFEE
マネージング・ディレクター
米国インベストメント・リサーチ責任者

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

欧州

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

FLORIAN RICHTER
バイス・プレジデント

MATTHEW HUEN, CFA
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
アジア太平洋インベストメント・リサーチ責任者

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

重要な情報

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、プルデンシャル・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、プルデンシャル・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。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャルル・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。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AG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AGは、ドイツ連邦金融監督所 (BaFin)によって規制されています。日本では、関東財務局に登録のある資産運用会社であるPGIMリアルエステート（ジャパン）Ltd.によって情報が提供されます。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が、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で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外のPFIMリアルエステートの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見または独自の投資アイデアを、口頭もしくは書面でPGIMリアルエステートのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMのフォーム ADV第2部をご覧ください。

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

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。

PGIM REAL ESTATE

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”TRENDS FOR 2022 REAL ESTATE TRENDS SET TO SHAPE THE NEXT 12 MONTHS”をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。翻訳に際し解釈および表現に違いがある場合は英文が優先します。
- 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ものですが、その情報の正確性、確実性について当社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。
- 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- “Prudential”、“PGIM ”、それぞれのロゴおよびロック・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、英国プルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人 投資信託協会 、一般社団法人 日本投資顧問業協会

PGIMJ88201

PGIM REAL ESTATE