

グローバル不動産市場 - 四半期レポート

エグゼクティブ・サマリー

経済成長が期待外れで政治的な不確実性が依然として注目を集めているような時こそ、リサーチ担当者には市場価値を試算するよりも簡単にできることが他にある。投資家が(より)慎重になるにつれて、待機資金が膨らんでいるのは、こうした理由によるものである。今後数ヶ月のうちに、経済の見通しがより明確になり、中央銀行の緩和モードも手伝って、不動産価値への下方圧力が少なくとも弱まる可能性はある。しかし、投資を行う場合には、「慎重に、あるいは構造的変化に対して投資」という強いバイアスが依然としてある。それぞれの地域で何が起きているかを把握するとともに、今回の四半期報告では、こうしたテーマについてより詳しい分析を行った。

- 「米国不動産市場概況」では、食料品のオンライン販売が今後成長性することが想定される中で、食料品店を旗艦テナントとした商業施設への投資機会に着目した。また、なぜコア・ファンドが今年初めて純資本流入となったのか、株式市場との関連性について分析している。
- 「欧州不動産市場概況」では、経済の主要指標が今後の不動産市場の見通しについて何を示唆しているのかを分析した上で、それが空室率の低下した市場における賃料の上昇に影響を及ぼすかを検証する。また、英国のEU離脱問題に目を向け、政治的な不確実性の中で、どのような投資機会があるのかについて取り上げる。



詳細については、
以下までお問い合わせください。

Peter Hayes (博士)

グローバル・ヘッド

インベストメント・リサーチ

Peter.hayes@pgim.com

Tel: +44 (0) 20 7766 2435

四半期レポート - 米国不動産市場概況

2019年第3四半期 | インベストメント・リサーチ

主要なテーマ

- 食料品店を旗艦テナントとした商業施設は大きな変化に直面している
- 投資家はコア戦略に回帰しているのか

食料品店を旗艦テナントとした商業施設は大きな変化に直面している

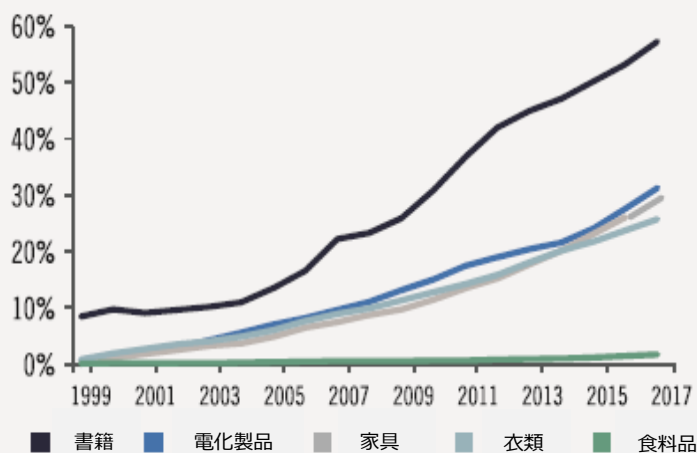
Eコマースの台頭は、引き続き不動産投資家としては大きな論点となっている。食料品店を旗艦テナントとした商業施設は、他の業態の商業施設と比較すると、その影響は小さいセクターだったが、食料品のオンライン販売は大きく成長しようとしている。これは食料品小売り業界に大きな変化をもたらすであろう。

書籍や電化製品の分野から始まったEコマースの市場シェアは拡大し続けている（図1）。Amazonやその他のオンライン小売企業は、当初は書籍など温度管理の必要がない、いわゆる「ドライ」商品の配送という比較的扱いやすい分野に注力していたが、食料品を次のビジネス領域と見なしており、Eコマースは同分野に大きな変化をもたらそうとしている。

2年前のAmazonによる食料品小売大手Whole Foodsの買収は、食料品のオンライン販売が新たな段階に差しかかったことを示唆するものだった。IGD & eMarketerは、米国における食料品のオンラインによる売上は2023年までに2倍以上になると予測している。今のところ米国の食料品売上高に占めるオンライン販売の割合は小さいが、韓国、日本、英国などの国々が潜在的な成長性を示している(図1)。

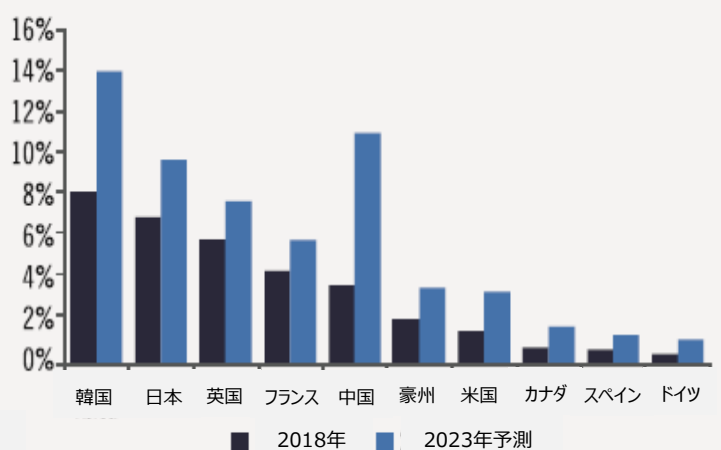
図1：米国が他国と同じ変化を迎えれば、食料品のオンライン販売は成長の可能性を秘めている

米国小売売上高に占めるカテゴリー別のEコマースの割合



出所：米国国勢調査局、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

食料雑貨売上高に占めるEコマースの割合



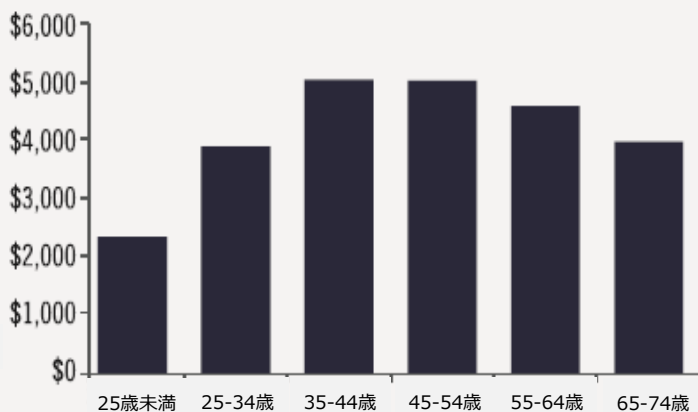
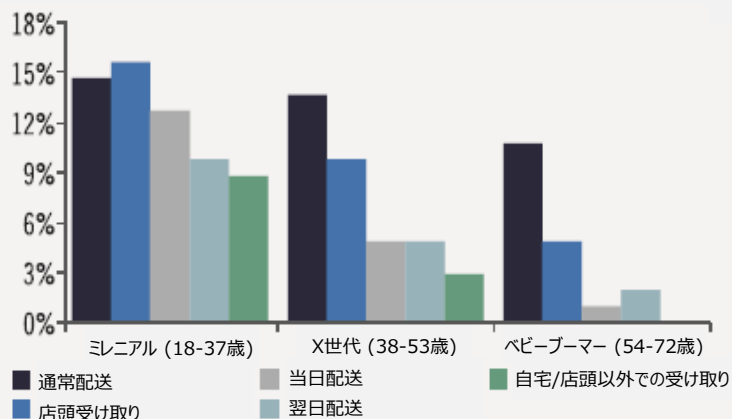
出所：IGD、eMarketer、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

この変化は消費者が主導する。多くの消費者は、既に何らかの形で食品品のオンライン購入を試している(図2)。生来のデジタル世代が家族を持つようになると、(利便性の必要とともに)食品品のオンライン購入額が急速に増加する可能性が高い(図2)。

図2：若い世代は既にオンラインで食品品を購入しており、年を重ねるごとに購入額は増加する

米国における世代別の食品品調達方法, 2018年

米国の世帯主年齢別に見た食品品に対する平均年間支出額, 2017年



出所：食品マーケティング協会、米国グロサリー・ショッパー・トレンド、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

出所：米国内閣調査局、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

食品品小売企業は、収益性を伴うオムニチャネルのプラットフォーム構築という課題に対処すべく、さまざまなビジネスモデルを試行している。生鮮食品を消費者に直接配送するコストを考えると、短期的には、ほとんどの商品は既存の食品品店から配送される可能性が高い。それでもなお、このような変化に対応するためには、食品品小売実店舗の再編成や新しいシステムの導入など、多額の投資が必要になるであろう。食品品小売業界では、さらなる合併・統合が進むであろう。

これまで、食品品店を旗艦テナントとした商業施設は、景気の良し悪しに関わらず安定したインカム収益を投資家にもたらしてきたが、消費者がスーパーのチラシの割引券を切り抜いていた時代は、もう過去のものであると言っていいだろう。来るべき変化に最も耐性のある商業施設とは、強固な商圏を持った市場に立地し、異なる業態が入居できる汎用性の高い設計を有し、種類の異なる複数の食品品店を入居させている商業施設であろう。

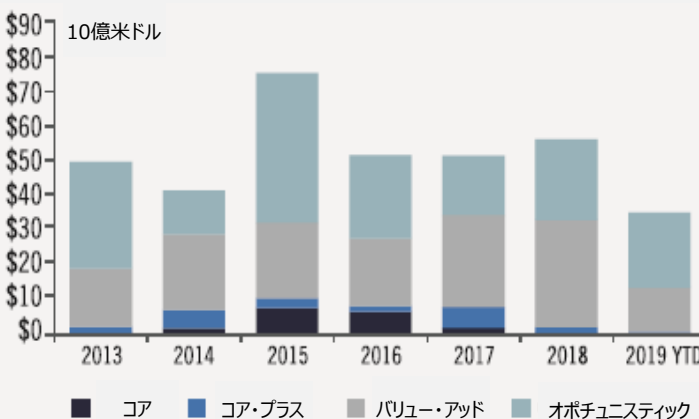
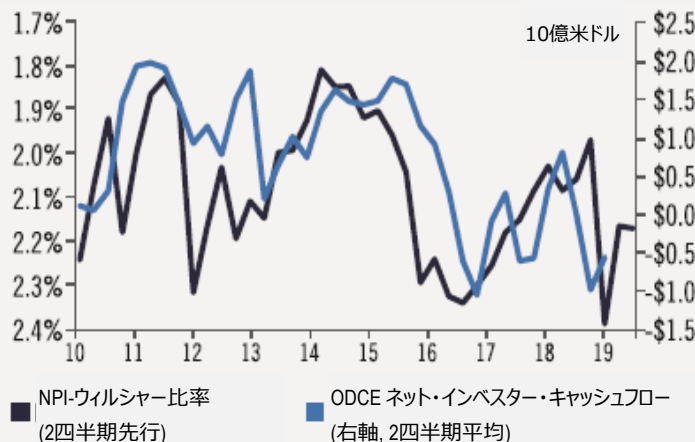
投資家はコア戦略に回帰しているのか

オープン・エンド型コア・ファンドへの資金流入は、上半期はマイナスとなった。これは株式市場において損失が生じた時期と重なり、相関関係が見られる(図3)。これは、投資家の不動産に対する関心が低下していることを示すものではなく、クローズド・エンド型ファンドにおける資金調達額(図3)および投資家を対象とした意向調査によれば、投資家は不動産への投資を拡大させていることが分かる。むしろ、オープン・エンド型コア・ファンドからの資金流出は、2016年以降の投資選好の変化が反映されたものであり、ノンコア投資への若干の資金移動に過ぎない。

図3：「デノミネーター(分母)効果」はコア・ファンドの資金フローに影響を与えるが、ノンコア・ファンドの資金フローには影響を与えない

NPI-ウィルシャー比率(%)とODCE ネット・インベスター・キャッシュフローの対比

米国における戦略別のクローズド・エンド型ファンドによる資金調達額



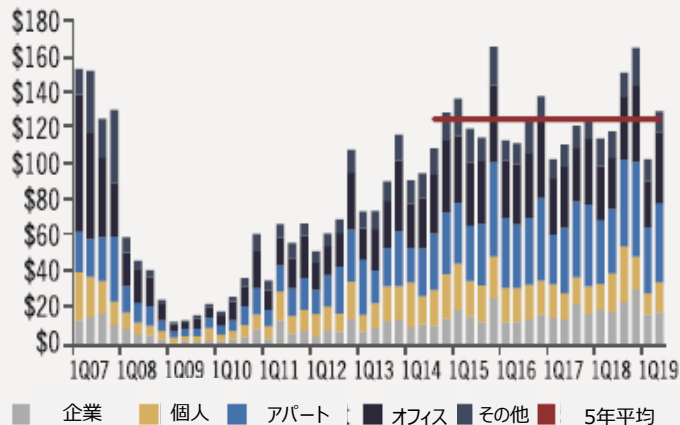
出所：NCREIF、ウィルシャー、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

出所：Preqin、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

その一方、年初に不動産取引量が鈍化するのはい年のこととはいえ、2019年の第1四半期は、2018年第4四半期比で37%減少し、2011年以降で最大の減少幅となった(図4)。因果関係を証明するのは常に難しいものの、2018年末近くに株式市場が暴落した直後のタイミングであったということは合理的な説明であると言える。

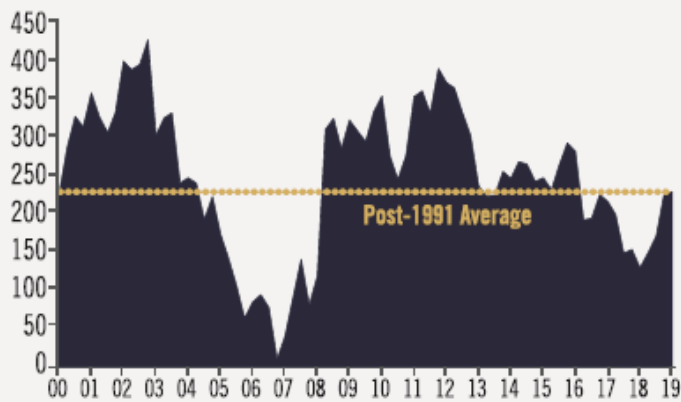
図4：価格は標準的な水準に戻っており、第1四半期の小休止は一時的なものである可能性が高い

米国における物件タイプ別の不動産取引額 (10億米ドル)



出所：リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

NPI キャップ・レートの10年国債に対するスプレッド (bps)



出所：NCREIF、FRB理事会、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

不動産取引量の減少とコア・ファンドへの低調な資金流入は相関関係がある可能性が高い。クローズド・エンド型のノンコア・ファンドが、過去3年間で1,500億米ドル以上調達していることから考えても、安定稼働前の不動産の買い手は数多く存在しているが、その売り手は少ない。一方で、投資家がコア不動産への投資を拡大していた数年前ほどの高い関心は、現在のコア不動産に集まっていないかもしれない。

しかしながら、株式市場のパフォーマンスとコア不動産への資金フローが、平均して2四半期遅れで相関する傾向が続くとすれば、2019年後半にはコア戦略への関心が高まることになる。こうした変化の兆候として、第1四半期におけるオープン・エンド型のコア・ファンドの純償還額が9億500万米ドルだったのに対し、第2四半期ではわずか7,400万米ドルに留まっていることが挙げられる。

また、昨年10月以降、10年米国債利回りが150bps以上も下落したことを受けて、無リスク金利に対する不動産利回りのスプレッドは過去の平均的な水準まで回復している(図4)。これにより、投資家はリバランスのために債券から不動産へと資金を振り向ける可能性があり、その資金の多くは、より高いリターンを目指す資産よりも、むしろ安定性の高いコア資産に向かうであろう。

Peter Hayes (博士)

マネージング・ディレクター
グローバル・ヘッド・オブ・インベストメント・リサーチ
peter.hayes@pgim.com

Lee Meniffee

マネージング・ディレクター
ヘッド・オブ・米州インベストメント・リサーチ
lee.meniffee@pgim.com

四半期レポート - 欧州不動産市場概況

2019年第3四半期 | インベストメント・リサーチ

主要なテーマ

- 経済のモメンタムには減速が見られるが、まだ後退局面入りしていない
- 低い空室率の中、賃料は上昇
- 構造的傾向が、英国における投資機会を創出

経済のモメンタムには減速が見られるが、まだ後退局面入りしていない

欧州経済の先行きには、減速の兆しが続いている。先行きのセンチメントに関する指標は、今後しばらくはわたって経済活動が停滞することを示しており、欧州全域にわたってGDP成長率は鈍化している。これまでのところ、世界的な貿易上の懸念を背景とした製造業セクターの不振と、特に英国を中心とした長引く政治的不確実性を主な要因として、経済成長は減速している。

我々の「サイクル・ウォッチ」は、経済のモメンタムを示す指標を不動産市場の見通しに関するシグナルに置き換えたものである（図1）。緑色は景気サイクルにおける良好な局面を示すモメンタム、黄色は一定の不確実性を抱えた状態、赤色は各指標が不動産市況の悪化に結び付く状況となっていることを表している。

図1：市場サイクルにおけるリスクの高まり

市場サイクルの先行きを示す関連指標の例

Indicator	Linked to:	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
経済センチメント	トータル・リターン	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
サービスセクターの求人意欲	オフィスの賃貸需要	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
製造業セクターの求人意欲	オフィス / 物流施設の賃貸需要	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Red
消費者信頼感指数	商業施設の賃料	Yellow	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Yellow
小売業売上高	商業施設 / 物流施設の賃貸需要	Yellow	Yellow	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow
輸出注文量	物流施設の賃料	Yellow	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Red	Red
市場金利	不動産評価額、借入コスト	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Green
不動産市場の予測修正	賃料の上昇	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Green	Green	Green	Green	Green
賃料のモメンタム	賃料	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow
利回りのモメンタム	利回り	Green	Green	Green	Green	Green	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow

出所：PGIMリアルエステート 2019年9月現在

企業収益の低迷や低調な雇用拡大などの要素は、不動産の賃貸需要にマイナスの影響を与えるため、景気減速に関する指標を幅広く確認することが重要である。現在のところ、サイクル・ウォッチは主に黄色が大部分を占めており、不動産市場の差し迫った下落を示唆していない。しかし、主に緑色が指標の大部分を占めていた2018年初めから様相は大きく変化しており、今後の見通しに関する不確実性は高まっていると言えるだろう。

しかし、リターンは低下している一方で、不動産のパフォーマンスには大きな減速は見られなかった。その理由については、2つの緑色で示された指標から説明可能である。GDP成長率の減速と長引く低インフレを背景として、欧州中央銀行のフォワードガイダンスはよりハト派的なスタンスに転じており、年末までにさらなる金融刺激策が講じられることが想定される。市場金利は依然として非常に低い水準にあり、これが不動産価格の下支えとなっている。同時に、多くの欧州市場において今後の不動産供給量が低水準に留まることを主因として、不動産賃料の予測が上方修正された。

低い空室率の中、賃料は上昇

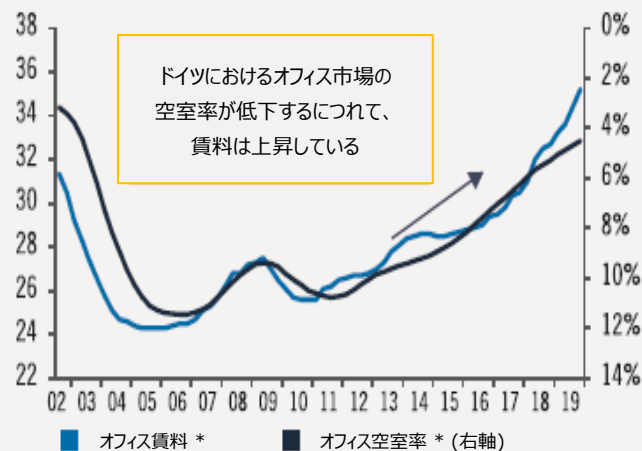
供給が少ないことで空室率が低下し、これが不動産市場全体のパフォーマンスを押し上げている好例が、市場規模の大きいドイツのオフィス市場である。景気の減速を反映して、最盛期より下落しているものの、新規求人意欲・新規賃貸需要は依然として高い水準を維持している(図2)。ドイツにおけるサービス業の新規求人拡大傾向は鈍化しており、これは全国的にオフィスの新規賃貸需要が低下していくことを意味する。通常、こうした傾向は、不動産物賃貸市場のパフォーマンスが減速しはじめる兆候であると見なされている。

図2：低い空室率の中、賃料は上昇

新規求人意欲およびオフィス新規賃貸需要 - ドイツ



オフィス賃料(ユーロ/m² 百万/月) および
オフィス空室率(右軸 %) - ドイツ



出所：クシュマン&ウエイクフィールド、EC統計局、オクスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

* 空室率および賃料は、ベルリン、デュッセルドルフ、フランクフルト、ハンブルク、ミュンヘンの非加重平均

しかし、足元の低下傾向にある需要と比較したとしても、不動産の新規供給は低い水準にある。ドイツのオフィス空室率は引き続き低下傾向にあり、世界金融危機のはるか前の水準に達している(図2右側の図の右軸)。ドイツの5大オフィス市場であるベルリン、デュッセルドルフ、フランクフルト、ハンブルグ、ミュンヘンの平均空室率は現在4.5%となっており、2011年に始まった現行サイクル開始時には10.8%であった空室率の半分以下の水準である。

この結果として、ドイツのオフィス市場全体では賃料の上昇が続いており、賃料水準も現行サイクルを通じて大幅に上昇した。ベルリンのような都市においては、賃料の上昇によって、一部のスタートアップ企業や生産性の低い入居者のオフィス確保に問題が生じるのではないかと懸念を我々は持っている。しかし、供給量が非常に限定的であるため、オフィス需要がさらに冷え込んだとしても賃料水準が低下する可能性は低い。テナントの決まっていない不動産開発に対する貸出の不足や建設業界のキャパシティー(受注可能量)などの要素を考慮すれば、短期的には物件供給が急増する見込みはなく、今後の限定的な供給量の増加がドイツのオフィス市場の賃料水準を上昇させる可能性が、引き続き中期的なリスクとなっている。

構造的なトレンドが、英国における投資機会を創出

英国のEUからの離脱(ブレグジット)に関する不確実性は、依然として英国経済および不動産市場に影響を与えている。これまでのところ、英国以外の欧州諸国において不動産利回りが縮小し、平均を上回る賃料の上昇が続いているのと比較して、英国の不動産価格は横ばいで推移し、不動産賃貸市場のパフォーマンスも落ち着いた推移を見せている。政治的不確実性が後退し、英国のEU離脱に関する最悪のシナリオが排除された場合には、英国市場は他の欧州諸国と比較して相対的に割安になると我々は考えている。

実際問題として、政治的不確実性は依然として高く、英国経済や不動産市場に悪影響を及ぼすような、無秩序な「合意なき」離脱となるリスクは大きい。英国における不動産投資活動は通常よりも低調であるが、それでも投資機会を創出する構造的な要因が存在している。1つ目のトレンドとして、持家から貸家への移行が進んでいることが挙げられる。ロンドンの賃貸住宅市場は従来から大規模な市場であるが、足元では機関投資家の投資機会は、地方の大都市にも拡大している。

図3：英国における賃貸住宅及び物流施設への投資機会

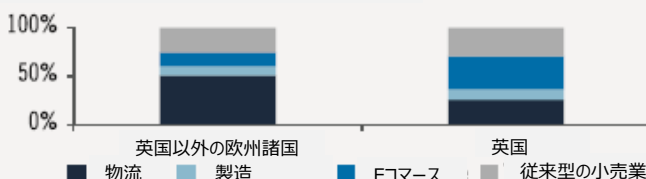
英国における住宅の年間着工及び竣工戸数 (1,000戸)



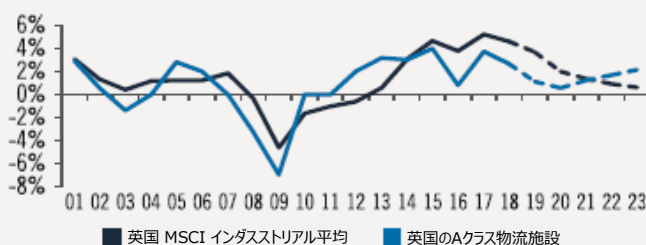
注記：必要とされる戸数の予想値は世帯形成率予測を基に、足元の供給不足を控除した上で、一般的な解体率を加味したものである。

出所：国家統計局、PMA、PGIMリアルエステート 2019年9月現在

物流施設における新規賃貸需要の内訳



英国におけるインダストリアル・セクターの賃料上昇率



世帯形成率の動向と足元の供給不足を考慮した上で、一般的な解体率による調整も加えると、英国では現在、年間約5万戸の住宅供給不足が発生していると我々は推計している(図3)。これらすべてが賃貸住宅への需要となるわけではないが、ブリストル、マンチェスター、バーミンガムといった供給が不足している地方の大都市において、良質かつ手頃な価格の賃貸住宅物件が提供されることによる投資機会は大きい。

英国における投資機会を創出している2つ目の構造的なトレンドは、インダストリアル&ロジスティクスと呼ばれる物流施設および産業施設セクターの台頭である。このセクターは、従来型の小売企業と市場に新規参入するEコマース企業による賃貸需要の増加によって成長している。英国以外の欧州諸国では、賃貸需要の大部分は依然として伝統的な物流企業や製造業企業のサプライ・チェーン部門からの需要が占めているが、英国では小売企業が物流施設における賃貸需要の半分以上を占めている(図3)。その結果、より小規模で軽作業を行うことのできる産業拠点の賃料上昇率は、Aクラス物流施設の賃料上昇率よりも高くなっている。なぜなら、より小規模な拠点は、一般的に都市部に近い場所にあり、小売企業にの「ラストワンマイル」と言われる宅配需要を満たすことができるからである(図3)。

Peter Hayes (博士)

マネジング・ディレクター
グローバル・ヘッド・オブ・インベストメント・リサーチ
peter.hayes@pgim.com

Florian Richter

アシスタント・バイス・プレジデント
欧州インベストメント・リサーチ
florian.richter@pgim.com

重要な情報

PGIMは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の資産運用ビジネスの中核を担っています。PGIMリアルエステートはPGIMの不動産運用ビジネス部門として、登録投資顧問会社であるPGIMインクを通じて業務を行っています。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、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。英国では、PGIMリミテッドの関連会社であるPGIM リアルエステートが情報提供を行います。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構（FCA）の認可を受けており（登録番号 193418）FCAの規制が適用される他、欧州経済領域（EEA）内のさまざまな法域でも正式に認可を受けています。本資料はPGIMリミテッドがFCAの金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。米国企業であるPFIは、英国で設立されているプルデンシャル社とは何ら関係がありません。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理庁（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。香港では、本資料はPGIM（香港）リミテッドより情報提供されます。PGIM（香港）リミテッドは、香港証券先物取引委員会に登録されており、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情報提供を行っています。

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

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

利益相反：PGIMリアルエステートのファンドまたは商品の投資委員会で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外の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。

本資料は情報提供を目的としています。本資料において提供される情報は投資助言を意図するものでも、当該資産の運用或いは投資を推奨するものでもありません。本資料を提供するにあたり、PGIMは労働省の定める受託者の役割を担うものではありません。

© 2019 PFI and its related entities.

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オンライン・ニュースレターである“QUARTERLY INSIGHTS – Third Quarter 2019 | Investment Research”をPGIMジャパン株式会社が抄訳・編集したものです。抄訳・編集にあたり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。
- 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
PGIMJ201910041157