

2018年のトレンド

今後12カ月のグローバル不動産市場見通し

2017年12月

エグゼクティブ・サマリー

当資料では、今後の不動産市場の展望に目を向け、2018年以降の市況や投資成果に影響を与えると予想されるテナント動向や投資に関する8つの主要トレンドを提示しています。

- 1. 下支え要因であった潤沢な流動性の後退：**中央銀行が供給する流動性の低下と金利の緩やかな上昇は、資産価値を下支えしていた力が今後低下することを示唆しています。
- 2. 横這いの投資市場：**不動産投資の取引量は、投資家と貸し手の市場に対する慎重な姿勢を反映して横這いで推移しています。市場に供給される貸付資金量の減少により、規模の大きな物件取引は前サイクルに比べ少なくなっています。
- 3. 弱まる利回り（キャップレート低下）の貢献度：**トータルリターンを押し上げてきた利回り（キャップレート）の圧縮が観測される市場の割合は、現在グローバル市場の中で半数に満たず、低リターン環境が進行しています。
- 4. 雇用の増加、不動産スペースに対する需要の緩やかな伸び：**堅調な雇用見通しが必ずしも不動産スペース需要の伸びに結びついてはいません、若干の供給増もあるため、空室率が際立って減少するということはなさそうです。
- 5. 選別的なオフィス賃料の伸び：**主要オフィス市場ごとにオフィス賃料の伸びに関する見通しは大きく異なっています。空室率が非常に低く、賃料がさらに伸びることが予想される都市も多数あります。
- 6. 商業施設セクターをしのぐ物流セクター：**オンライン消費の伸びについては、現在のところその勢いが弱まる気配はほとんどありません。物流セクターは好調で、今年も引き続き商業施設セクターを上回る実績を残すと思われます。
- 7. 再び分化するパフォーマンス：**市場によって賃料の実績が異なることで、物件価値の格差が拡大し、その結果、関連の低下が進み分散投資のメリットが高まると考えられます。
- 8. さらに先を見据える投資家：**従来のコア資産のリターンが低下しつつあるため、これまでよりも多くの投資資金が不動産デット、インフラ、および非伝統的不動産セクターに流入しています。

はじめに

2018年は、世界の中央銀行が創り出してきた流動性の潮目が変わり始める年となりそうです。流動性の増加は間違いなく不動産を含む金融資産価値を下支えする要因になってきましたが、その流れが変わりつつある現在、歴史的な低水準にある利回りが見直され、不動産価格の見通しに不確実性が生じています。

そのため、いわゆる不動産にとっての「ファンダメンタルズ」、つまり経済、占有率、新規物件供給の伸び、および賃料に関する楽観的な見方と、資本市場に対する慎重な見方が市場には混在しています。投資家は物件価格の上昇を懸念しており、高額な物件取引に対する需要が鈍化し、物件取引量は横ばいの状態となっています。レバレッジの活用に対する慎重な姿勢がその一因となっています。

投資資金は依然として不動産市場に流入していますが、投資家の間では価格上昇への警戒感が高まっており、利回り（キャップレート）の圧縮によるリターンへの貢献割合が減少してきています。賃料の伸びは好調ですが、多くの市場で利回り（キャップレート）の圧縮が期待できない状況では、賃料の上昇ペースは十分とは言えません。

アジア太平洋地域と米国ではすでに不動産の利回りが低下しています。欧州でも今後は利回りが低下していくと見られ、すでに、フランスやドイツなどでは歴史的な低利回りが観測されています。

不動産価値は、ますますマクロイベントやファンダメンタルズの影響を受けやすくなっており、不動産のパフォーマンスは、再び多様化が進み、セクター、地域、市場ごとに大きなばらつきが見られます。オフィスの供給の伸びが大きい市場と小さい市場、あるいは、ネット通販拡大の恩恵をうける物流施設と従来型の商業施設を比べるとリターンの相関が低下していることが分かります。

同時に、これらのテーマは不動産投資家にとっての課題と投資機会を示唆しています。物件の取得時の利回り（キャップレート）が低く、物件取得競争が激しく、レバレッジの制約がある環境では、アンダーライティング時に取引を正当化するリターンを見込むことが容易ではありません。しかし、世界経済の見通しの改善と新規不動産供給ペースの鈍化は、投資環境が好転する可能性を示唆しています。

結果として2018年は、投資家がさらに対象範囲を広げる年となりそうです。たとえば不動産デット投資、非伝統的不動産セクター、あるいは広い意味での「実物資産」であるインフラプロジェクトなど投資資金を保護しつつ投資機会を多様化していくことでしょう。

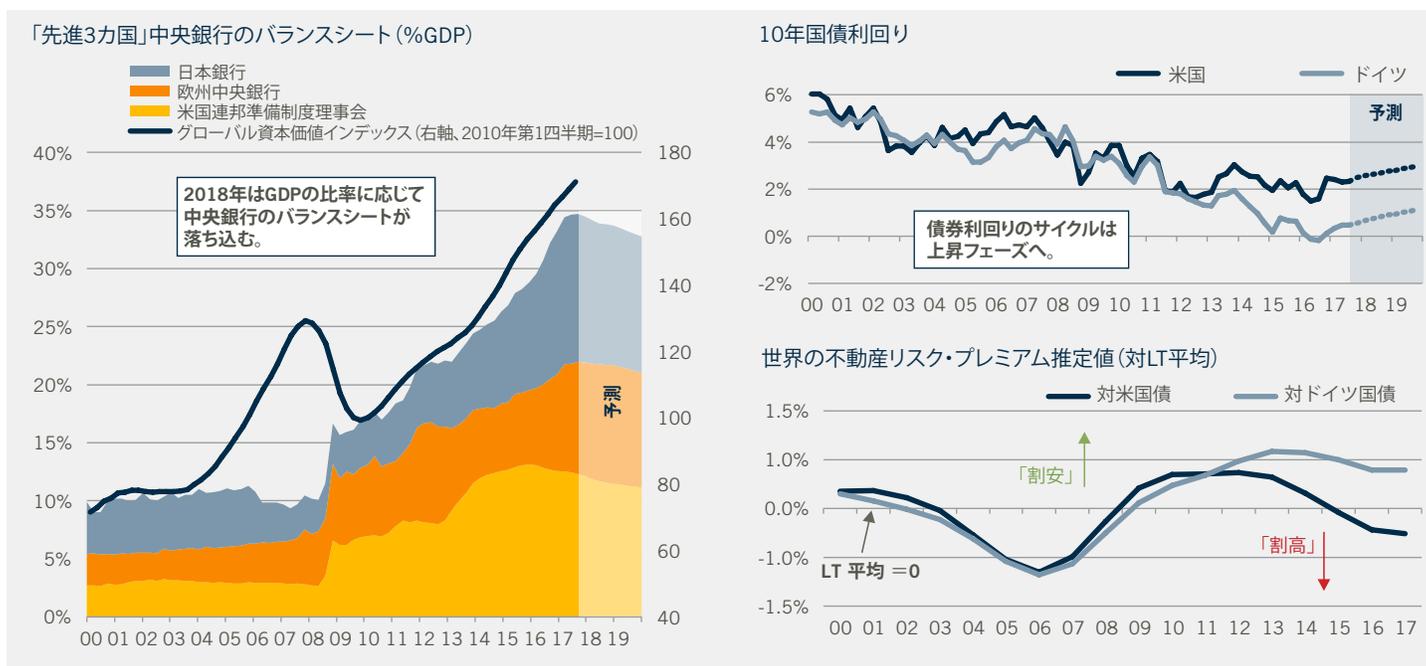
トレンド1:流動性による下支えの後退

中央銀行による流動性供給の減少と金利の緩やかな上昇は、資産価値の下支え効果の減退を示唆しています。

近年、世界中の流動性供給の流れは、間違いなく不動産価格を含む金融資産価値を下支えする要因になっています。2010年以降、この流動性と金融資産価値の相関の強さは顕著です。(図表1)しかし、足元の経済成長やテナントのファンダメンタルズの改善は、不動産価格の上昇が緩和的な金融政策の恩恵だけによるものではないことを示しています。

一方で、世界の中央銀行が創り出した流動性の潮目は変わり始めています。米国では連邦準備制度理事会がすでに引き締めモードに入っており、政策金利を徐々に引き上げ、2015年に導入した量的緩和(QE)プログラムに基づく資産購入額を減らしつつあります。一方で、欧州中央銀行と日本銀行はそれぞれのQEプログラムに基づき、引き続き資産の取得を計画しています。ただし、過去18カ月間でみるとそのペースは減速しています。

図表1:流動性、金利、および不動産価格



注記: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。

出典:ブルームバーグ、オクスフォードエコノミクス、CoStar、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PGIMリアルエステート(2017年12月17日現在)

最近の中央銀行の購入計画によると、今後2年間で先進G3各国の中央銀行のバランスシートは世界金融危機前以降初めてGDP対比の割合でみて縮小すると予想されています。

金融市場は流動性サポートの減少と短期金利の上昇の影響を価格に織り込み始めています。2017年には、ドイツと米国の10年国債の利回りが2016年に記録したサイクルの底ともいえる水準から上昇を続け、後2年は、利率はさらに漸増すると予想されています。

不動産投資家にとって、引締めサイクルは通常、堅調な不動産リターンを伴うものです。これは、引締めサイクルが経済成長と需要のファンダメンタルズ改善を反映しており、リスク・プレミアムの低下によって利上げを相殺することになるためです。しかし、ドイツの10年国債と米国10年国債間の利回り格差が非常に大きいため、足元では不動産価格の評価が難しくなっています。

現在の市場における長期期待収益（実勢利回りと将来の成長性予想をベースとしたもの）と米国債の利回りを単純に比較すると、世界的な不動産の価格設定は現在やや高めにあると見られ、リスク・プレミアムはこれまでと比べ上昇しています。しかし、信用格付けが高く、米国債の代替財となるドイツ国債で同様の計算をすると、不動産には依然として割高感はありません。

このような矛盾は、金融政策の行程が各国で異なるため、2018年も解決されないままとなりそうです。ただし、中央銀行がQEプログラムを解除し、金融政策を「正常化」する長期的かつ緩やかなプロセスは、市場先行きに不確実性をもたらしています。

今後2年間で
先進G3各国の中央銀行
のバランスシートは、
世界金融危機前以降
初めてGDPに対して
縮小すると予想されて
います。

トレンド2: 横這いの投資市場

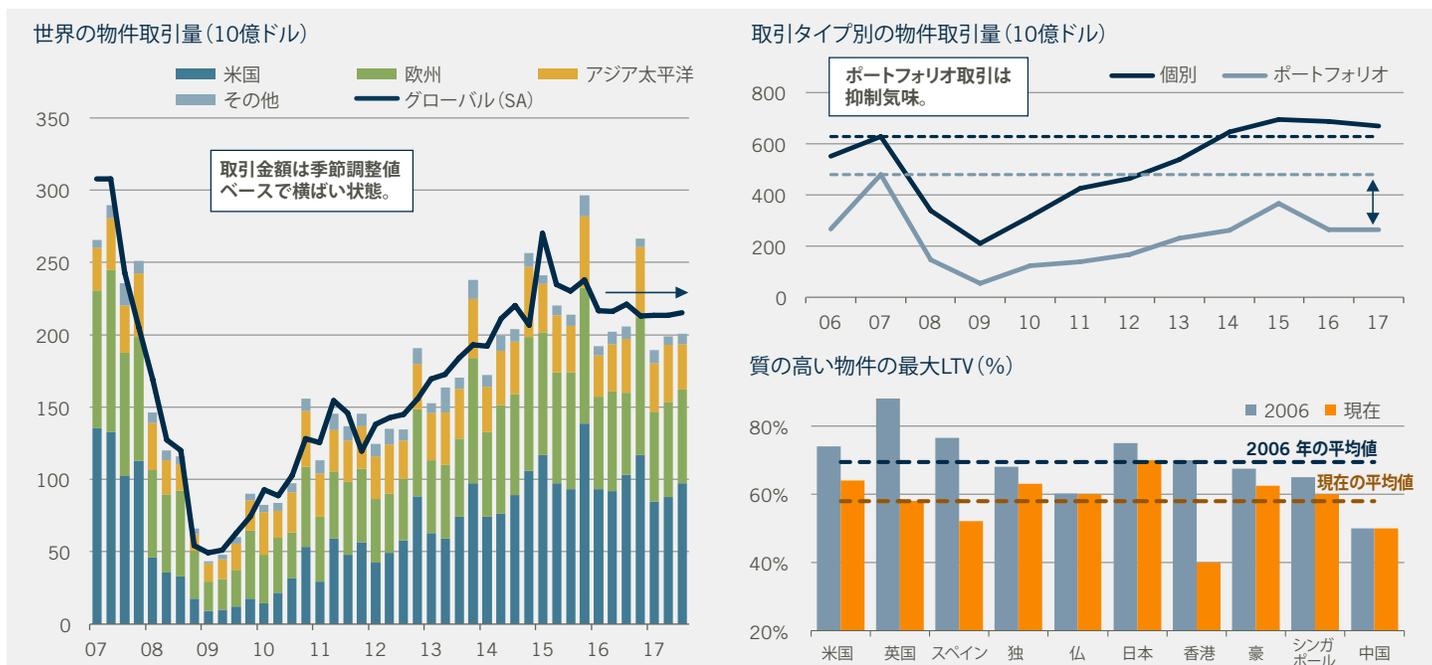
投資金額は、投資家と貸し手の慎重姿勢を反映して横這いに推移しています。利用可能な、または使用されている債務の減少により、規模の大きな取引は前サイクルよりも少なくなっています。

流動性が徐々に引き締めに向かっていることを反映して、不動産投資市場での取引活動は活発だった2015年から後退し、現在は横ばいの状態です。季節要因調整後のベースで、不動産取引量は2016年の初めとほぼ同水準になっています（図表2）。

グローバルなトレンドとして多様性が顕著にみられるようになっています。米国では、ゲートウェイ市場における物件価格を投資家は懸念しており、英国では、ブレグジットに伴う不透明感から投資活動は低調となっています。経済成長見通しが改善しているユーロ圏では、引き続きコア市場（ドイツ、フランス、英国）に資金が集まっており、香港などのアジア太平洋地域の一部の中核市場では中国人投資家の旺盛な資金流入が続いています。



図表2: 世界の取引金額とデットLTV率



注記: 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。

出典: リアル・キャピタル・アナリティクス、CBRE、PGIMリアルエステート (2017年12月17日現在)

過去と比較すると、本サイクルでは、良好な投資環境にも関わらず不動産総取引額の伸びが抑制されているのは、負債の貸付が比較的控えられていることが一因となっています。コア不動産への貸付マージンは低く、金利はじり高にとどまっているため、実勢インカム利回りは低いものの、総負債コストは借り手にとって引き続き魅力的な水準にあります。上場市場では、REITは国債の金利水準に比べ、これまでにないスプレッドで債務を調達することが可能です。

しかし、投資家や貸し手は引き続き慎重な姿勢を崩していません。貸し手が希望するローン・トゥ・バリュー (LTV) 水準は世界金融危機前よりもかなり低くなっており、規制強化に伴う負担の増加が足かせとなっています。こうした環境では、銀行はコア市場をはるかに超えた範囲まで貸付対象を拡大することや過度な貸付リスクを負うこと、あるいは投機的な開発への融資には消極的です。

さらにCMBSの取引量は、特に米国以外ではまだ完全に回復していません。一方、上場市場では、REITがこれまでと比べてかなり低い債務水準を維持しており、これはレバレッジによる資本の活用度合いがまだかなり低いことを意味しています。グローバル不動産ファンド・インデックス¹によると、ファンドのレバレッジ水準は、ファンダメンタルズの改善や好調なパフォーマンスにもかかわらず、この2年間ほとんど増加していません。

結果として、利用できる、または使用されている債務の減少により、規模の大きい取引は前サイクルよりも少なくなっています。個々の物件取引の水準は2015年の水準からほぼ変わっていませんが、規模の大きいポートフォリオの取引量はこの2年間で20%以上下落しています。これは、金融危機前の2006年および2007年当時にポートフォリオ取引が増加したのとはかなり対照的です。

¹ ANREV、INREV、およびNCREIFが作成した非上場不動産資金パフォーマンスの指標。

結果として、利用可能な、または使用されている債務の減少により、大規模な取引は前サイクルよりも少なくなっています。

投資家は引き続き不動産価格水準とレバレッジの過剰利用に関するリスクを警戒しているのです。前回の景気低迷で多くの市場関係者の傷を悪化させたレバレッジの使用に対する慎重姿勢は当分の間続き、プライシングモメンタムを抑え込み、高額なポートフォリオ取引は抑制されると思われます。

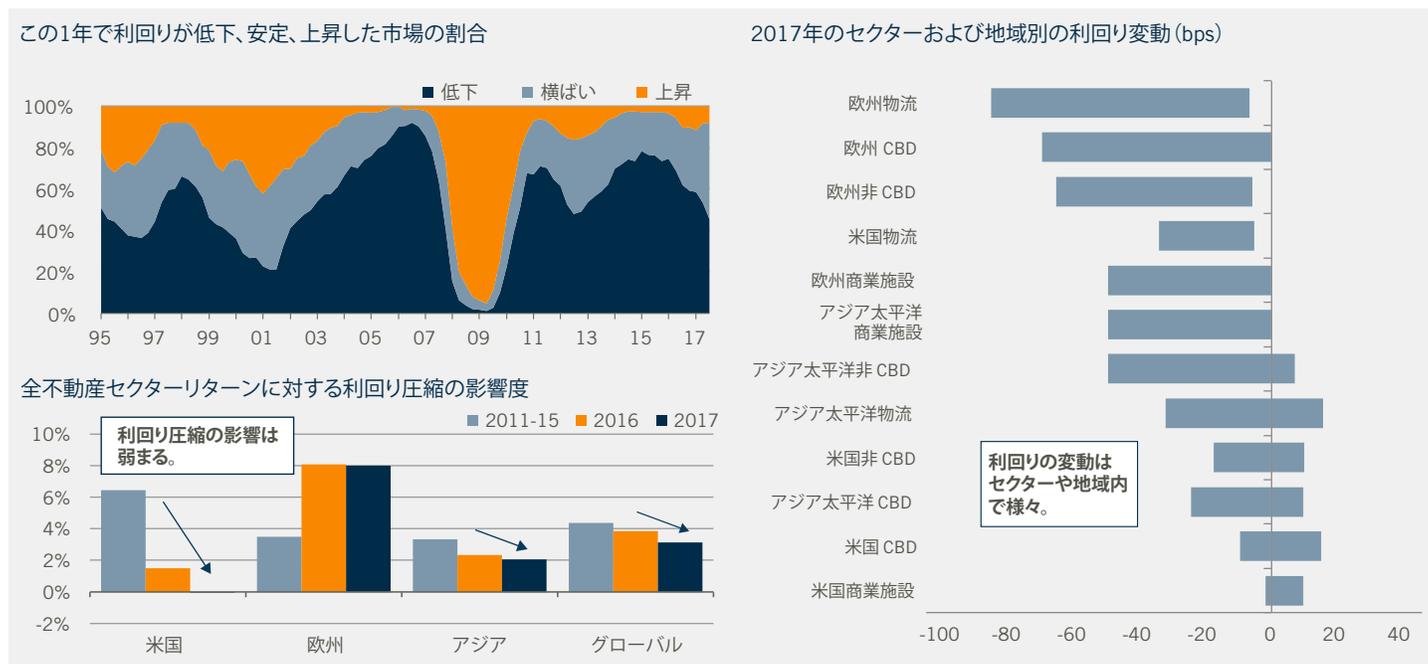
トレンド3:弱まる利回り(キャップレート低下)の影響

利回りの圧縮が観測される市場の割合は、現在グローバル市場の中で半数に満たず、低リターン環境が進行しています。

世界の不動産投資家に対する最近の調査²によれば、約60%の投資家が香港、シンガポール、および米国のコア資産価格は「高い」と考えており、フランス、ドイツ、および日本では、その割合は75%以上にのぼります。このような認識は、金融引締めへの緩やかな移行に伴い、利回り(キャップレート)の圧縮を抑制しています。

2017年に主要商業不動産セクターで利回り(キャップレート)の顕著な圧縮が観測されたのは、世界中の市場の半数に満たず、2009年以来最低となっています(図表3)。ただし地域によって格差が生じています。欧州市場においては、引き続き2016年と同様のペースで利回り(キャップレート)の圧縮は続いています。長期債の利回りがより高いアジア太平洋地域や米国の市場では著しく鈍化しています。

図表3:世界の利回り分析



² RICS、2017年第3四半期の世界の商業用不動産モニター

賃料の伸びは好調ですが、歴史的な低水準にある取得時利回り（キャップレート）を埋め合わせられるほど速い上昇ペースではなく、利回りの圧縮によるリターン押し上げ効果も低下しつつあるため、短期的には単純にリターンが低下する環境が想定されます。

不動産利回り圧縮のペースが鈍化しているということは、不動産資産から生じるインカム（収入）の伸びが不動産利回りの圧縮を正当化できるほど急速に成長していないということを示唆しています。レバレッジは依然として抑制されており、物件取引量も増加しそうにないため、利回りの圧縮による不動産リターンの伸びは2018年にはさらに縮小するでしょう。

全般的な傾向としては、去年と同様に、不動産市場内での多様化が進むと想定されます。ゲートウェイ市場における不動産利回りは各地域で低くなっていますが、米国と欧州では、セカンドティアまたは非CBDオフィス市場とCBDオフィス市場との利回りの差（イールドスプレッド）は引き続き拡大しています。一方アジアでは、投資活動が好転しているシンガポールなどの市場で不動産利回りがさらに圧縮される可能性があります。

トレンド4:雇用の増加:不動産スペースに対する需要の緩やかな伸び

堅調な雇用見通しが必ずしも不動産スペース需要の伸びに結びついていません。若干の供給増もあるため、空室率が際立って減少することはありません。

一見すると、テナント需要の増加と低水準の物件開発件数は、本サイクルにおける賃料のもう一段の伸びを後押しするように思えます。一方で、貸し手やデベロッパーが慎重姿勢を崩していないにもかかわらず、オフィス物件の開発はやや勢いを増しています。

ロンドン、サンフランシスコ、シンガポール、そしてアジアでは新たに上海などの主要新興都市で竣工数が増加しています。去年はオフィス供給の純増が2009年以来最速のペースで上昇しました。今後2年間の増加ペースは、年率1%近くという最近の平均値を上回って推移するでしょう（図表4）。

需要の面から見ると、景況感と世界のGDP成長予測の改善により、金融・ビジネスサービス（FBS）の雇用の見通しに明るさがみられます。世界の63の主要大都市圏全域で、FBSの雇用主は年率1.8%の割合で雇用を増やそうとしており、これは今後2年間では200万件の雇用が追加される見込みになります。ただし、これは、2000年以降の平均値をわずかに下回っている水準にすぎません。

しかし、雇用の増加と新規供給の低下という望ましいように見える組み合わせも、空きスペースの顕著な減少にはつながらない見込みです。ここ数年、雇用の伸びがそのまま直接不動産スペース需要へと繋がる率が低下しています。その背景としては、「グレースペース」と呼ばれる過去からの積み残しスペースの再占有、労働者1人当たりのスペースをあまり必要としない付加価値の低いサービス業へのシフト、コワーキング（共働）スペース提供者による物件購入の増加、テナントがより効率的な既存スペースの活用注力していることなどの要因が挙げられます。

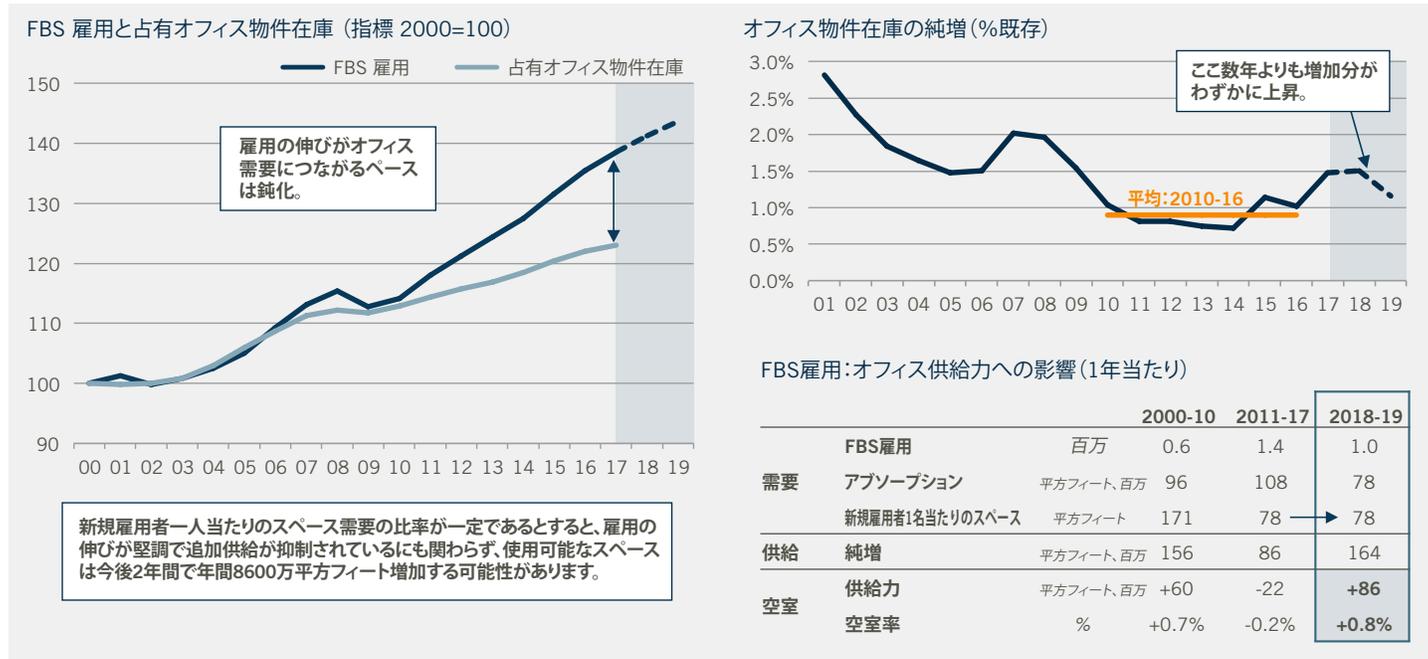
歴史的な低水準にある取得時利回り（キャップレート）を埋め合わせられるほど賃料の伸びのペースは高くなく、利回り圧縮によるリターン押し上げ効果も低下しつつあるため、短期的にはリターンが低下する環境が想定されます。

雇用者一人当たりのスペース需要の比率が一定であるという前提を置くと、ごくわずかな供給増が、オフィススペース全体の増加につながる可能性があります。



新規雇用者一人当たりのスペース需要の比率が一定であるとする、雇用の伸びが堅調で追加供給が抑制されているにもかかわらず、63の大都市圏における使用可能なスペースは今後2年間で年間8600万平方フィート増加する可能性があります。このシナリオに基づくと、世界のオフィスの総空室率は、実際には1年につき0.8%上昇することになりそうです。

図表4: 世界のオフィス市場の需要と供給



注記: 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。

出典: CoStar、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート (2017年12月17日現在)

もちろん、新規雇用者一人当たりのスペース需要の数値が好転する可能性はあります。世界金融危機によって生み出された多くの「グレースペース」は現在吸収されており、企業のバランスシートは健全であるようです。これはスペース需要の拡大を制限していたコスト管理の制約がなくなる可能性があることを意味しています。

そうだとすると、競争入札において目標リターン水準をクリアしながら物件を獲得しなければいけない投資家は、物件の将来のパフォーマンスを想定するアンダーライティング分析時に一段高い賃料の伸びを前提条件とせざるを得ないプレッシャーを受けています。その為、空室率もある程度慎重な姿勢が必要とされる高さの水準に留まると見込まれます。今後の見通しに関しては市場ごとに個別評価することが重要です。

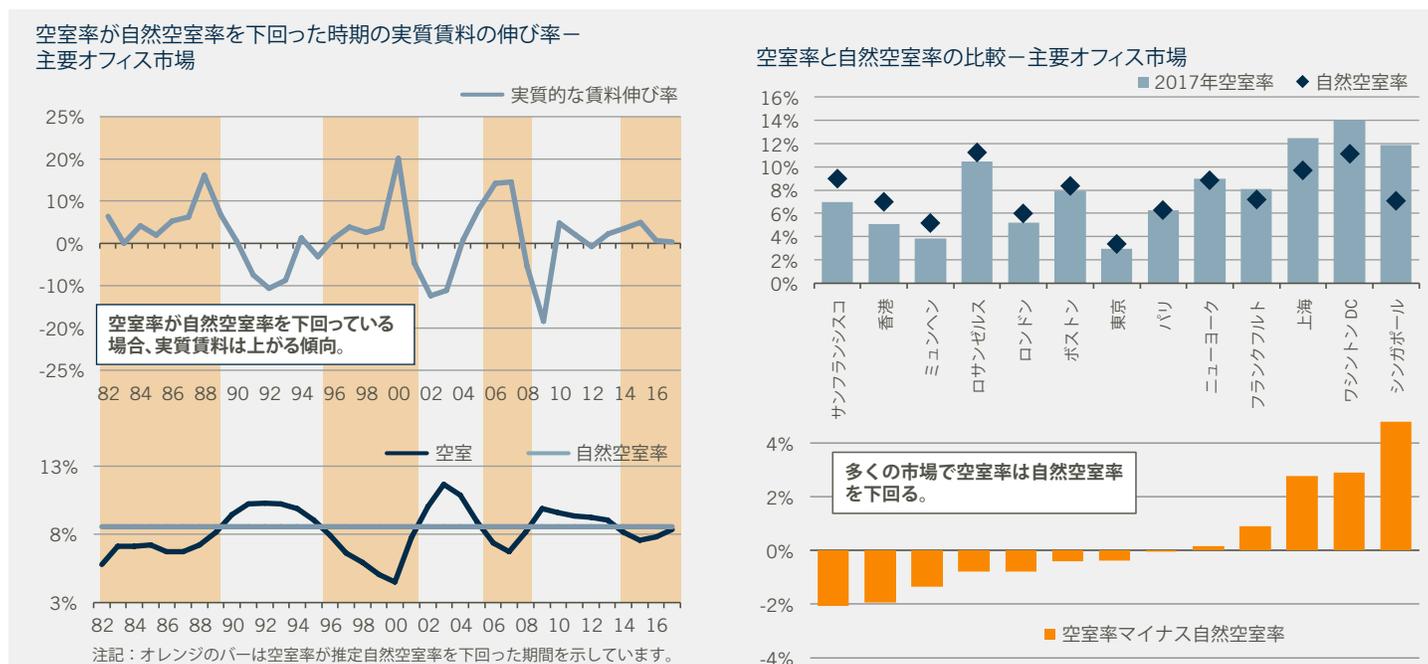
トレンド5: 選択的なオフィス賃料の伸び

主要オフィス市場ごとにオフィス賃料の見通しは大きく異なっています。空室率が非常に低く、賃料がさらに伸びることが予想される都市も多数あります。

全体的には、オフィスセクターに対しては、楽観的ながら慎重なアプローチが求められると考えます。特に空室率については、今のところ抑制されてはいるものの、今後数年間で若干上昇する可能性に留意しています。ただし、市場ごとに、状況と見通しは大きく異なっており、空室率がすでにかなり低く賃料の更なる上昇が見込まれる都市も多数あります。

ゲートウェイやその他の主要オフィス市場において、空室率と実質的な賃料伸び率には明らかな関連性があります。空室率が主要市場における「自然空室率」の予想値8.6%を下回っている期間は、実質的な賃料の伸び率は概して好調であり、空室率が高い場合には逆になる傾向が見られます（図表5）。

図表5: 主要オフィス市場の空室率と実質的な賃料伸び率



注記：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。

出典：CoStar、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート（2017年12月17日現在）

上海とシンガポールでは、この2年間の堅調な新規物件供給の追加により、空室率は平均すると自然空室率にじりじりと接近しています。その他のほとんどの主要市場では、実質的な賃料伸び率が、平均するとゼロに近付いています。空室率は、全体的に横ばいか低下傾向で、自然空室率近辺または、それを下回った水準にあります。

一方、空室率がすでに非常に低く、賃料がさらに伸びることが予想される都市も多数あります。

近年最も顕著に空室率が下がっているのはドイツで、特にミュンヘンではビジネス中心地区（CBD）の空室率が実質ゼロであり、フランクフルトも1990年代後半からの供給過剰の影響から脱却しつつあります。前述の2つの市場では、CBDの賃料の伸びが引き続き堅調であるだけでなく、非CBD地域での不動産スペースの新規賃貸契約および賃料水準も伸びています。

さらに、香港、東京、パリなどの市場では、空室率が低く、2018年には実質的な賃料の伸びが予想されています。ただし、賃料が高く、テクノロジー関連の雇用が鈍化しているサンフランシスコと、ブレグジットの不確実性の影響を受けているロンドンでは、賃料の伸びは勢いを失っています。

市場毎に、テナント需要、空室率、建設率にはばらつきがあり、2018年も引き続き各市場におけるパフォーマンスが多様化することを示しています。

トレンド6: 商業施設セクターをしのぐ物流セクター

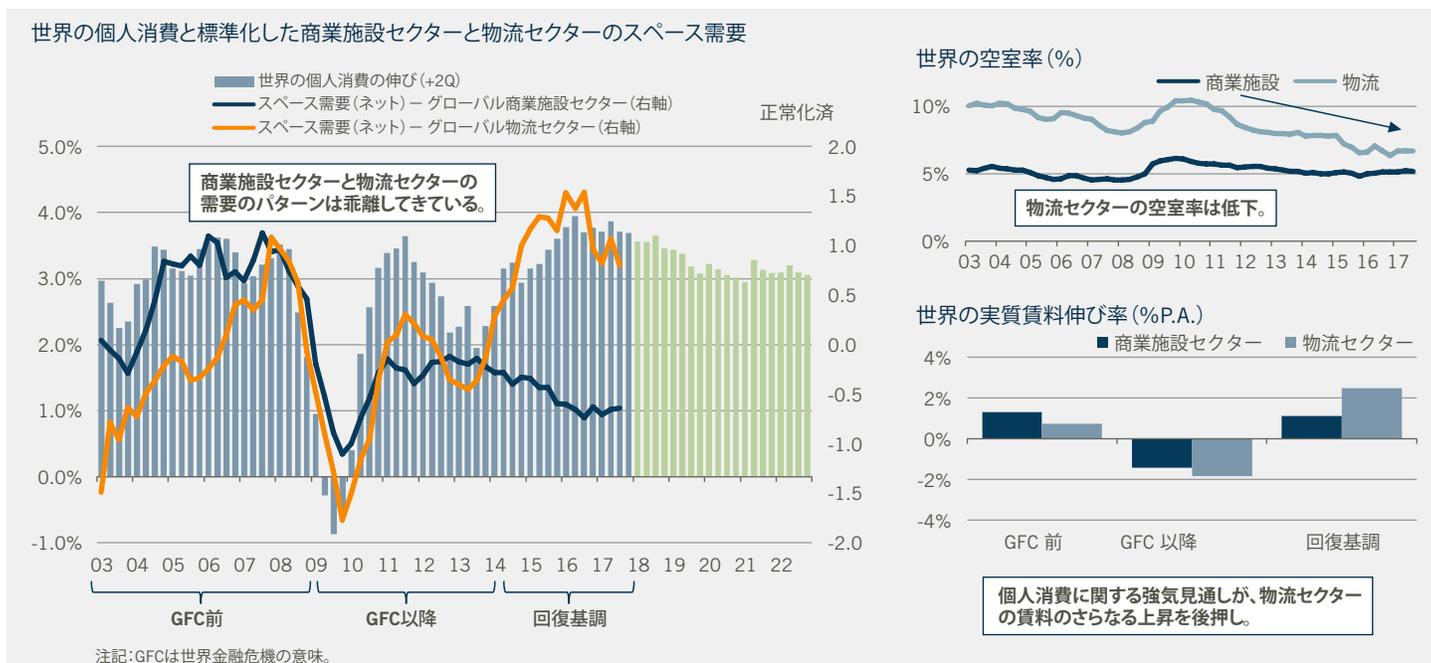
オンライン消費の伸びについては、現在のところその勢いが弱まる気配はほとんどありません。物流セクターは好調で、年間を通じて引き続き商業施設セクターをアウトパフォームすると思われる。

個人消費は商業施設セクターと物流セクターを牽引する重要な要素ですが、Eコマースによりこれらのセクターの力学が変化しつつあります。世界金融危機以前は、ネットショッピングはまだ初期段階にあり、商業施設セクターのネットアブソープション（不動産スペースに対する需要の純増）と個人消費の伸びには高い相関性がありました。しかし、ここ数年は、消費者動向と小売店需要との関連性は低下しています（図表6）。オンライン上の競争相手との厳しい戦いに直面した従来型の小売店は、新規出店数を減らし、不採算部門を迅速に閉鎖しています。

消費財の最終需要は、常に物流におけるサプライチェーン全体の活動を牽引する最も重要な要素でしたが、このつながりはより強固なものになっています。2014年以降、最近の世界的な個人消費の増加が、物流施設運営業者の追い風となっていることがより明らかになっています。これは専門のオンライン小売業者と従来型小売店の双方がサプライチェーンを拡大しており、マルチチャンネルによる商品提供能力を構築していることによるものです。商業施設セクターとは異なり、物流施設市場のスペース需要はこれまでと比べて高いものになっています。

サプライチェーンの拡大により、物流施設運営業者は、世界的な個人消費の増加の恩恵を受けています。

図表6: 世界の商業施設セクターおよび物流セクターにおける不動産需要と実質的な賃料伸び率



注記: 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。

出典: クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド、CoStar、JLL、PMA、オクスフォードエコノミクス、PGIMリアルエステート(2017年12月17日現在)

物件の供給については、上海やワルシャワなど一握りの新興国市場を除き、商業施設の開発案件パイプラインはほとんどありません。新規供給がないにもかかわらず、以前は好ましいロケーションであった欧州の都心の一等地や米国のAクラスのショッピングモールでさえ、空室率が徐々に上がっています。商業施設セクターの賃料の伸びは、特に物流セクターと比較すると非常に弱いままです。物流セクターでは新規物件の建設ペースが需要の拡大に追いつかず、空室率が低下し、結果として、賃料は堅調に上昇しています。

今後は、ほとんどの先進国市場で雇用の創出と賃金の伸びが加速することが予想され、個人消費には年間を通じて追い風が吹くと見られます。売上全体に占めるオンライン販売の割合は、将来どこかの時点である程度限界に到達すると思われるかもしれませんが、現在のところ、その成長の勢いが弱まる気配はありません。そのため、物流セクターは引き続き好調で、年間を通じて商業施設セクターをアウトパフォームすると思われる。

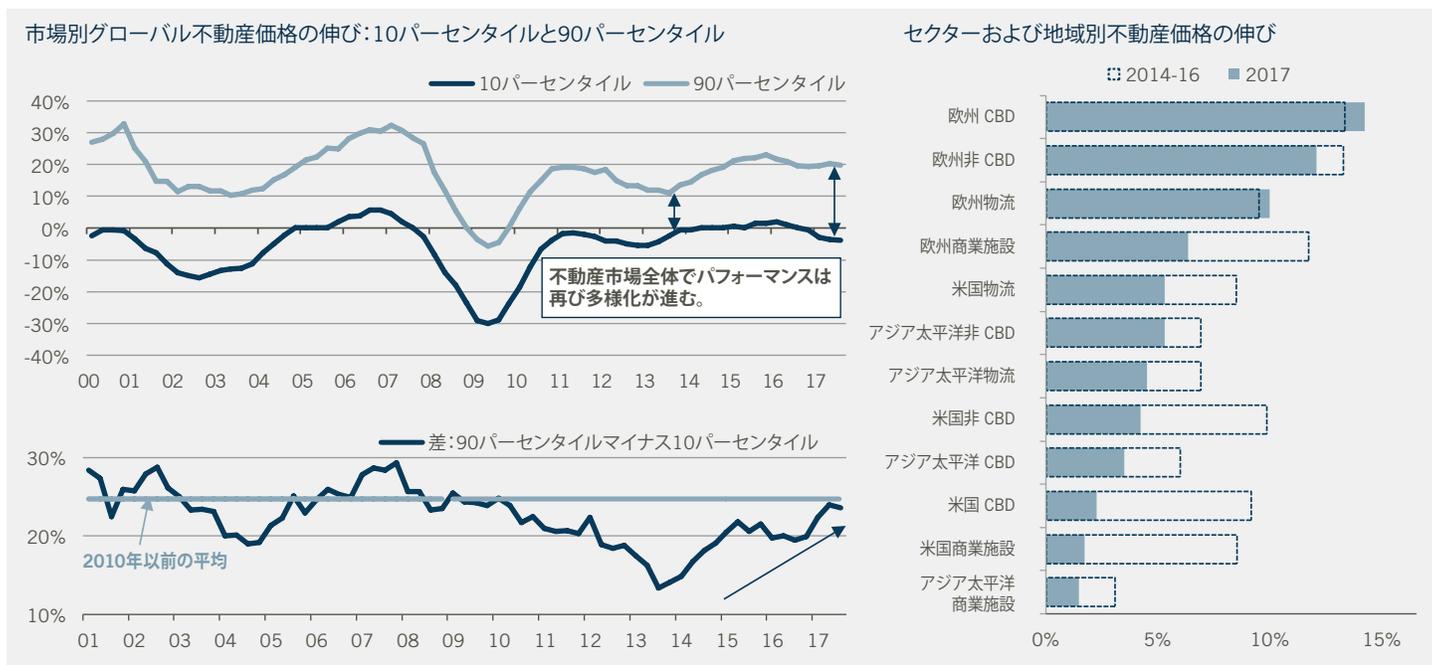
トレンド7: 再び分化するパフォーマンス

市場によって賃料の実績が異なることで、物件価値の格差が拡大し、その結果、相関の低下が進み分散投資のメリットが高まると考えられます。

利回りの圧縮によるトータルリターンへのプラスの影響が(米国では顕著に)弱まるにつれ、テナント市場ごとに異なるさまざまな見通しによって物件価値が変動し、不動産市場のパフォーマンスは、セクターや地域によって再び多様化が進むと見られます。2010年から2016年までは、セクター別にみて、最も高いリターンと最も低いリターンはごく僅差だったのに対し、昨年は、その差が長期的な平均値近辺に回帰しています(図表7)。

不動産パフォーマンスはセクターや地域によって再び多様化が進むと見られます。

図表7: グローバル不動産価格の伸び率分析



注記: 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。

出典: CoStar, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド, JLL, PGIMリアルエステート (2017年12月17日現在)

2017年は、過去数年と比べ、セクターや地域によるパフォーマンスの格差が大きくなりました。例えば、欧州のオフィス市場は、供給の低下と賃料の上昇の恩恵を受けており、英国を除き、利回りの圧縮傾向は継続しています。対照的に、供給の増加が賃料上昇の見通しを曇らせているニューヨークでは、オフィスの利回りが、これまでの低水準から上昇しています。セクター単位で見ると、商業施設のパフォーマンスは明らかに低下しています。これは従来型小売店のスペース需要が低下し、空室率が上昇しているためです。

今年、利回り圧縮を反映した不動産価格の上昇が勢いを失う中、賃貸市場のパフォーマンス格差が、物件価値の騰落に影響すると見られます。リターン伸びしろは縮小していますが、市場とセクターの相関が崩れており、分散効果の恩恵を実現する機会が出現しています。

トレンド8: さらに先を見据える投資家

従来のコア資産のリターンが低下しつつあるため、より多くの投資資金が不動産デット、インフラ、および非伝統的不動産セクターに流入しています。

足元では、従来のコア不動産資産（特に商業施設やゲートウェイ市場のCBDオフィス）のリターンが低下しており、投資家が魅力的なリスク調整後収益の獲得機会をできる限り広範囲に求めるのは当然の流れです。

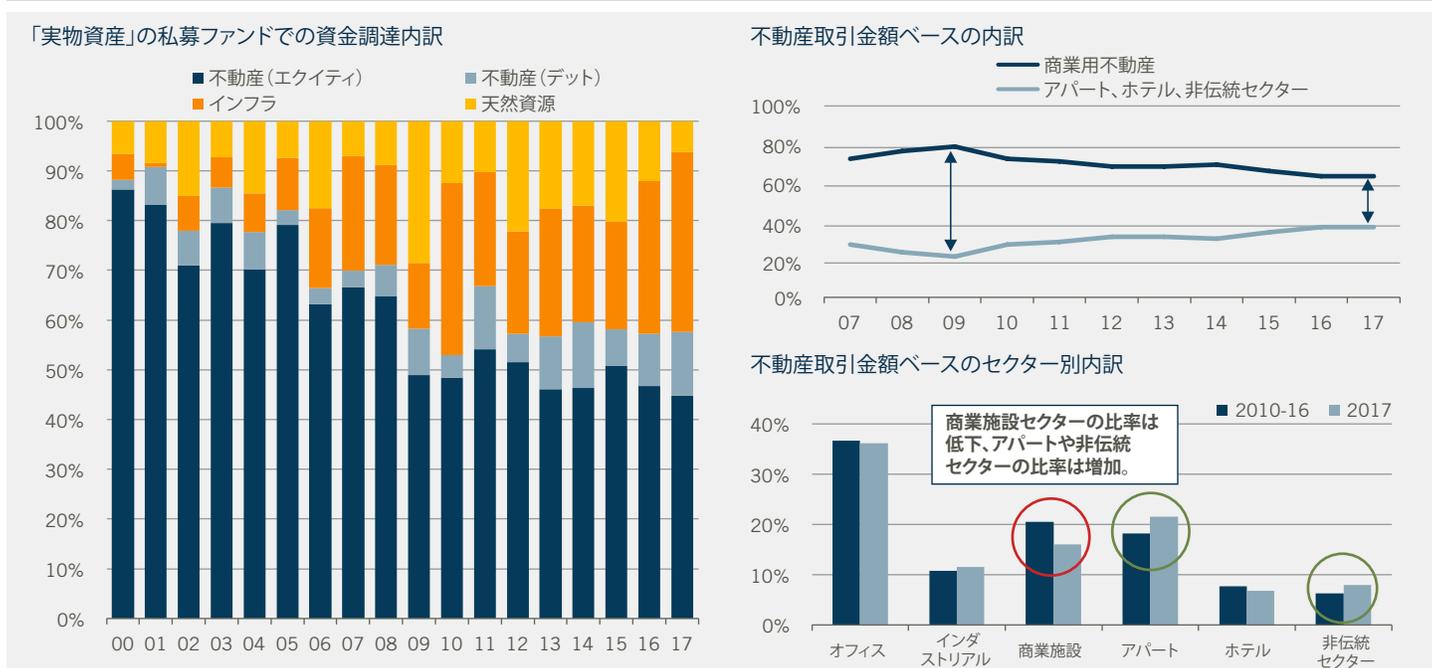
不動産は、インフラプロジェクトや農地または森林地等の天然資源への投資といった、インカムの創出と本源的価値を保つという特性を持つ実物資産のひとつとして扱われるようになってきています。

不動産エクイティ商品は引き続き多額の投資資金を引き付けています。(Preqinによると、2017年は私募ファンドにより推定900億ドルを集めた)ただ、実物資産セクター全体におけるその割合は、徐々にではありますが低下しています。(図表8)。天然資源への投資は、ここ2年ほどはコモディティ相場の軟化を反映して低調ですが、インフラファンドには、長期的なインカム収入と分散効果への期待から、資金が集まっています。

最近では、劣後デットやメザニンデットを対象とする不動産デットファンドの人気の高まっています。固定や変動のクーポン収入、不動産の価値上昇益を借入人と分配する仕組み、そして、最初に不動産の損失を被るエクイティよりも次順位に位置しているために一定の投資元本保護機能を有しているといった特徴に投資家が魅力を感じているためです。割高な物件価値と銀行の融資を抑制するための規制変更を投資家は懸念しており、2018年以降もデットファンドには資金が集まり、市場での存在感が増すと見られます。

劣後デットや
メザニンデット投資を
ターゲットとする
不動産デットファンドは
投資家の間で一層人気が高まっています。

図表8:セクターごとの投資資金の集積と不動産取引シェア



注記: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。

出典:Preqin、リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエステート(2017年12月17日現在)

不動産における、エクイティとデット投資に対する投資家の好みも変化しています。オフィス、商業施設、インダストリアルといった伝統的な不動産セクターのシェアは、10年前は不動産取引全体の80%近くあったものが現在は60%に減少しています。世界金融危機後の2010年から2016年の期間と2017年を比較すると、最も大きな変化は商業施設セクター離れであることがわかります。商業施設セクターについてはテナント需要の見込みが著しく弱まっています。

対照的に、マニュファクチャード・ハウジング(工場で組立て現地にトレーラーで運ぶ住宅)、セルフストレージ(個人向け倉庫)、スチューデント・ハウジング(学生寮)などの非伝統的不動産セクターの取引量が増加しています。伝統的不動産セクターにおけるリターンの低下は、一般的に利回りが高い非伝統的セクターに対する需要の伸びを後押しすることになっているようです。これら非伝統的セクターは、高齢人口や学生数の増加などの構造的な需要の伸びによる恩恵を受けることがしばしばあります。

結論

様々な角度から見て、2018年の投資環境は引き続き良好だと思われます。投資資金は引き続き不動産に流れ、物件取引量は高水準を維持し、金利は全体的に低く、世界経済の成長見通し改善は主要なテナントの不動産スペース需要を後押ししています。ごく一部の主要オフィス市場において供給増加がみられるものの、全般的な供給の伸びは低調です。

しかし、同時に、投資環境はますます容易なものではなくなっています。金融政策による下支え効果が徐々に剥落し、低利回りと高い価格水準に加えて、賃料の上昇ペースが加速するのではなく鈍化するという見通しが、投資家心理の重石となりつつあります。コア物件の獲得競争は依然として厳しく、目標リターンを達成できるような条件での物件取得は容易ではありません。大型の商業施設はオンラインショッピングの興隆に押されて、苦戦しています。

足元の環境下で投資成果を上げるには、投資家はさらにもっと先を見据え、選別的にリスクを取る必要があります。例えば、一部のオフィス市場では、短期的な供給増に対し需要も堅調で、ファンダメンタルズは良好です。また、構造的な成長性のある非伝統的不動産セクターへの関心も高まっています。

利回りの圧縮が鈍化しているため不動産リターンの低下は避けられないように思われますが、市場やセクターごとのマクロ要因によるパフォーマンス格差が広がっており、分散投資がより重要になっていると考えます。少なくとも市場の一部ではサイクルが下降する、または成長速度が鈍化する可能性が高まっています。こうした環境では、最初の損失をエクイティ部分がとってくれることで損失リスクからある程度守られているデット投資ファンドの存在感が市場では高まるでしょう。

これらはすべて、現在の環境において、投資家がさらに先を見据え、選別的にリスクを取る必要を示唆しています。

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。情報提供については、英国では、PGIMリミテッドの関連会社であるPGIMリアルエステートが担当しています。PGIMリミテッドは英国金融行動監督機構（FCA）の認可を受けており（登録番号 193418）FCAの規制が適用される他、欧州経済領域（EEA）内のさまざまな法域でも正式に認可を受けています。本資料はPGIMリミテッドがFCAの金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。PGIMリミテッドの登記上の事務所はGrand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HRです。米国企業であるPFII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。PFIM（香港）リミテッドでは、本資料は香港証券先物取引委員会に登録しているPGIMアジア・ファンドマネジメント・リミテッドが証券先物条例スケジュール1パート1で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMリアルエステートの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、作成時点でPGIMリアルエステートが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、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する投資判断を下す可能性があります。

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

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

https://adviserinfo.sec.gov/IAPD/Content/Common/crd_iapd_Brochure.aspx?BRCHR_VRSN_ID=389246

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は米国労働省によって定義される受託者の役割を担うものではありません。



留意事項

本資料は、PGIMリアルエステートが作成した“Trends for 2018 – Global 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。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMリアルエステートの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMリアルエステートが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMリアルエステートは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIMインクの不動産投資運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。詳細は原文（英語版）をご参照ください。

“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 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ201803070271

原文（英語版）につきましては以下のリンクからご覧いただけます。

http://www.pgimrealestate.com/re/pdf/PGIM_RE_trends_for_2018.pdf

