

# 2019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

2019年1月

### エグゼクティブ・サマリー

当資料では、2019年以降の市場環境と投資成果に影響を与えると想定される、不動産投資および物件テナントを取り巻く9つの主要トレンドを提示する。

1. **一段と引き締まる金融政策環境**：金融政策の引き締めが不動産リターンの低下を招くことが過去には示されているが、緩和的な財政政策によってその影響は相殺されると見られる。
2. **テナント市場の持ち直し**：堅調な世界成長が多くの市場を下支えしている。オフィスと物流セクターでは、需要が旺盛で空室率が低下しているが、商業施設セクターには低迷が見られる。
3. **建設費の高騰による供給の減少**：建設部門における物件開発能力の制約やコストの上昇を背景に供給の見通しが細っており、賃料成長見通しに上振れリスクがある。
4. **フレキシブル・オフィスの台頭**：コワーキング・オフィスやサービス・オフィス等のフレキシブル・オフィスは急速に成長しており、オフィス市場での存在感を高めている。これらのフレキシブル・オフィスの存在感は地域的に見ると、世界の主要ゲートウェイ都市のオフィス市場において最も顕著である。
5. **不動産利回り圧縮はさらに鈍化**：金利の上昇と、不透明な政策見通しに起因するリスク・プレミアムへの上昇圧力によって、不動産利回り（キャップレート）の圧縮はさらに鈍化すると見られる。
6. **取引量は横這いで推移**：取引量は安定しているが、新規ファンドの規模が最近大型化しており、2019年にはポートフォリオ案件取引の増加が見込まれる。
7. **商業施設セクターの価値修正**：商業施設リートが物件価値の評価損を計上する見通しであることから、商業施設は2019年も投資妙味の低いセクターになると予想される。
8. **オペレーショナル・リスクの拡大**：コア型戦略のリターンは低く、バリュー・アード型戦略の資金調達が増加しており、追加的なリスク・プレミアムを提供するホテルやシニアハウジングといったオペレーション（運営ノウハウ）要素の高い資産（オペレーティング・セクター）への投資拡大が予想される。
9. **貸し手の規律の遵守**：グローバル金融危機後、貸し手の間では一定の慎重な貸し出し姿勢が定着しており、ローン・トゥ・バリュー（LTV）比率が低目に抑えられている一方で、成長を続けるプライベート・デット・ファンドにとっての投資機会が創出されている。

# はじめに

現在の世界の不動産サイクルは、近年で最長となっており、米国においては10年にわたって不動産物件の資本価値が上昇している。

投資家や貸し手は、不動産価格の高騰、利用可能な在庫物件の不足、政治的な不確実性の高まりに対して警戒感を示している。足元のレバレッジの利用は、通常サイクルの後期において一般的に想定される水準よりも低く、取引量も増加するのではなく横這いの状況にある。

また、政策環境も転換点を迎えている。世界的に財政政策は緩和されつつあるが、不動産の投資家は金融の引き締めに備えている。金利が上昇し、これまでサポート要因となっていた量的緩和政策が縮小する中で、不動産利回り（キャップレート）の圧縮は鈍化し、リターンが低下している。

投資家はこのサイクルが永遠に続くわけではないと認識しているが、不動産市場に対する投資資金は依然として潤沢であり、短期的には先行きに楽観的な見方もある。

トレンドを上回る世界の経済成長率、テナント需要の高まり、空室率の低下を背景に、2019年も引き続き良好な短期モメンタムを享受する機会が生まれている。建設部門における物件開発能力の制約により、供給の見通しが細っており、賃料成長見通しに上振れリスクがある。

一方、市場ダイナミクスの変化は、テナント市場と投資市場の見通しにも影響を及ぼしている。フレキシブル・オフィスがテナント市場の拡大に貢献している一方で、商業施設は投資家の支持を得られなくなっており、リートの価格水準は近い将来に物件価値が下方修正される可能性を示唆している。

コア資産のリターンが低いことから、投資資金のバリューアッド資産へのシフトが見られ、追加的なリスク・プレミアムを投資家にもたらすと見られるオペレーティング資産への関心も高まっている。一方で、開発プロジェクトの様により高いリスク案件に貸付を行うプライベート・デット・ファンドの投資機会も存在する。

以上をまとめると、2019年は、リターンの低下、利用可能な在庫物件の不足、政策環境の変化、テナントおよび投資市場のダイナミクスの変化などの要因を背景に、投資家は投資対象の選択と運用成果の追求に苦慮する年となろう。サイクルの変化に備えて、現在の投資機会とのバランスを考慮し、短期的には、追加的なリスクを取り、好ましい市場モメンタムを活用することが求められるであろう。



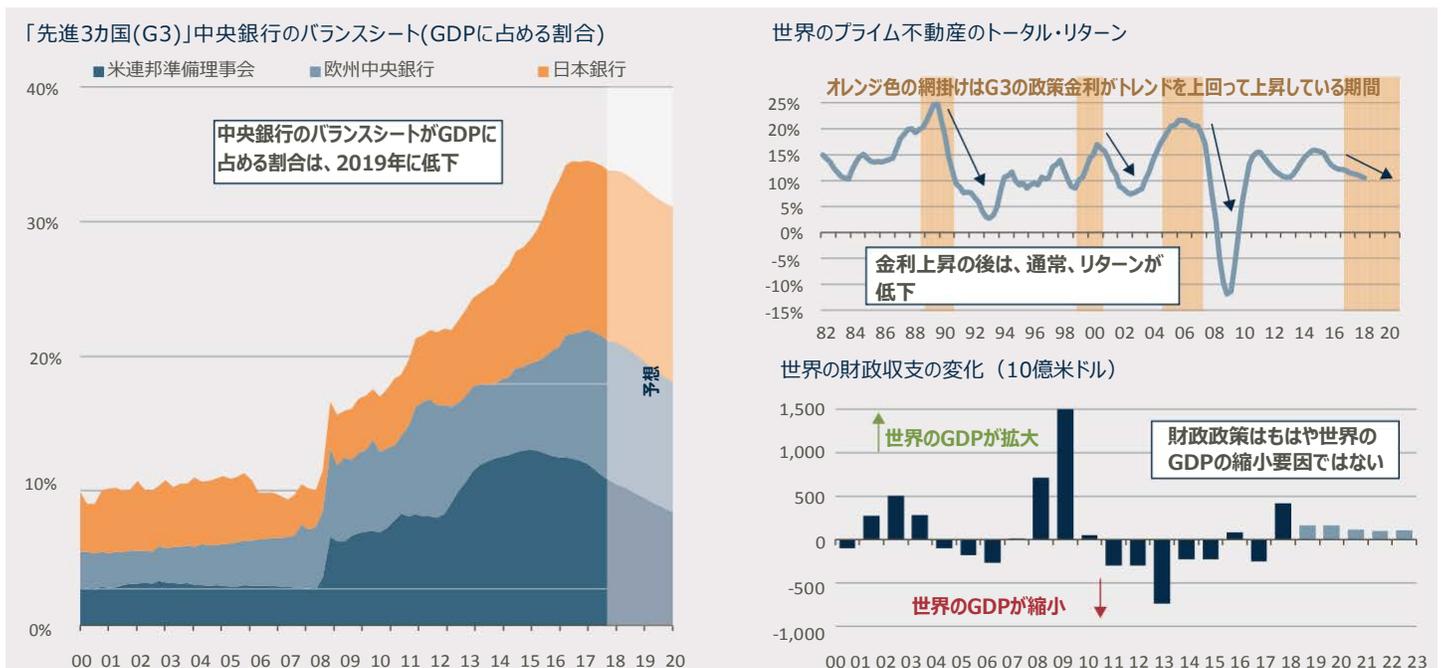
## トレンド1：一段と引き締まる金融政策環境

金融政策の引き締めが不動産リターンの低下を招くことが過去には示されているが、緩和的な財政政策によってその影響は相殺されると見られる。

中央銀行の流動性の潮流は変わりつつある。「先進3カ国（G3）」の中央銀行のバランスシートは縮小に転じており、欧州中央銀行もFRB（米連邦準備制度理事会）に続いて量的金融緩和政策の下での資産買入れを終了させることから、バランスシートがGDPに占める割合は、2019年にさらに低下すると予想される。（図表1）。

不動産サイクルの観点では、量的金融緩和政策の巻き戻しの影響が大きくなる可能性がある。中央銀行が金融資産を買い取り、異例の低金利を維持してきたことで、不動産等のリスク資産への投資が促された結果、世界の不動産価値はここ数年で20%上昇したと推定される。

図表1:世界の中央銀行の流動性、不動産のリターン、財政政策



出典：ブルームバーグ、オクスフォードエコミクス、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；2018年12月現在。

しかし、中央銀行による買い入れ支援策の巻き戻しによる急激な調整をことさら懸念すべきではないとの指摘も多い。第一に、金融政策は依然として緩和的である。FRBを除いて、金利の引き上げは段階的に行われる見通しである。いずれにせよ、中央銀行は金融市場の安定化を維持するために、あらゆる資産価格の急落に対応し、新たな政策行動をとる可能性が高い。



第二の理由は、量的金融緩和策を手仕舞うペースが、導入時のペースより緩やかになると見られることにある。中央銀行は、保有資産を積極的に売却するのではなく、満期を迎える資産に再投資しないことを選択することで、資金供給者の役割を民間へと戻し、計画的かつ緩やかに金融緩和の巻き戻しを図っている。

金融政策を背景に急激な調整が発生する可能性は低いものの、過去には、金利がトレンドを上回って上昇した後に不動産のリターンが低下する局面があった。主要中央銀行による金融政策の引き締めと、緩やかながらも持続的な政策金利の上昇を受けて、2019年以降の不動産のリターンは低下傾向が続くであろう。

一方で、不動産市場において金融政策の影響が弱まるとみられる要因の一つに、緩和的な財政政策がある。2011年から2017年にかけて、政府予算はGDPの累積6.5%に制限され、経済活動の重石となった。対照的に、2018年は米国を中心に財政政策が緩和された。この傾向は今後数年にわたって続くと考えられ、経済成長がさらに後押しされ、同様に、テナント需要をサポートするとみられる。

## トレンド2 : テナント市場の持ち直し

堅調な世界成長が多くの市場を下支えている。オフィスと物流セクターでは、需要が旺盛で空室率が低下しているが、商業施設セクターは低迷している。

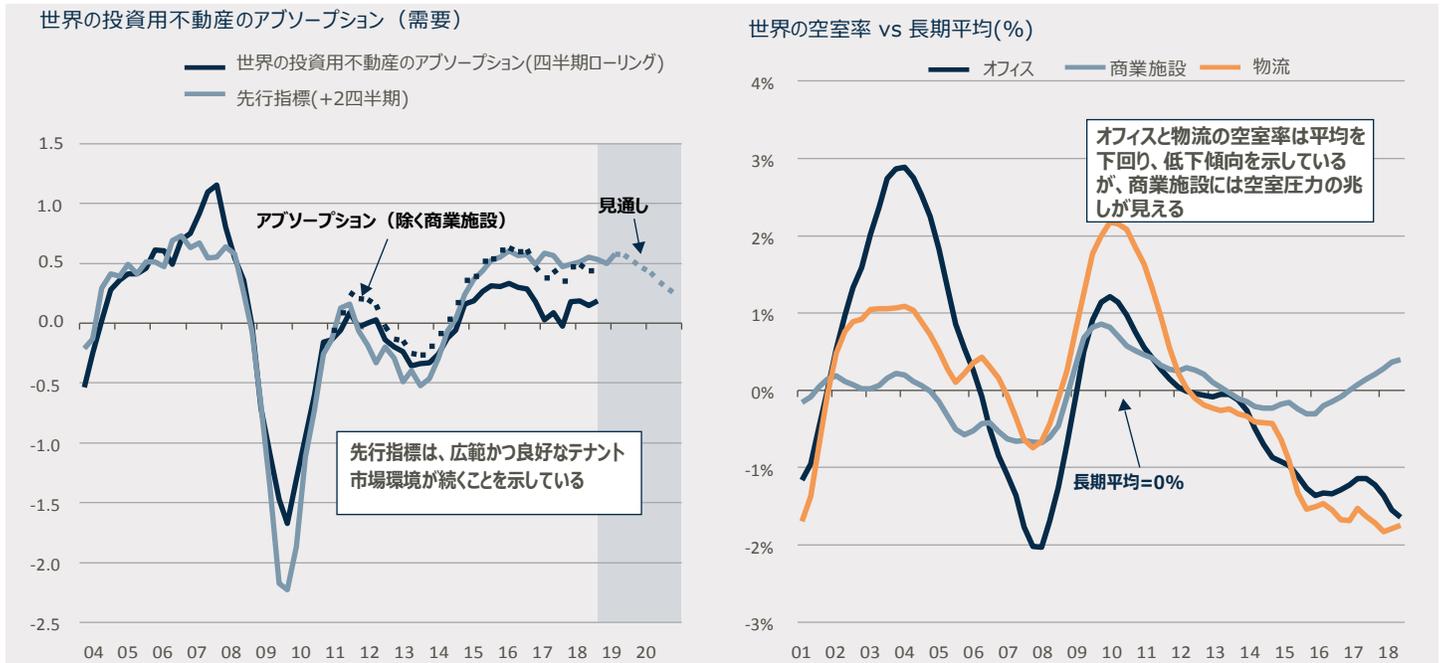
政治的な不確実性の高まり、イタリアの公的債務問題長期化の可能性、中国の経済成長の鈍化など、多くの懸念があるが、世界経済は依然として底堅く推移している。GDP成長率は、過去10年間の平均2.5%に対し、2019年は3%を超える水準になると予想される。

同様に、トレンドを上回る経済成長は、不動産市場にとって依然としてサポート材料となっている。企業の採用意向や消費支出のパターンを基に構築された先行指標によると、不動産のアップソーショ（需要）は、2019年には平均を十分上回る水準で推移し、雇用などの主要変数の予想が正しければ、2020年およびその先も平均を上回ると予想される(図表2、平均をゼロとして標準化)。

過去のデータは、金利上昇局面では、最終的に不動産のリターンの伸びが鈍化することを示唆。



図表2:テナント市場の需要と空室率



出典:オクスフォードエコノミクス, マンパワー, Eurostat, 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; 2018年12月現在。

しかし、セクター間のパフォーマンス格差はますます顕著になっている。オフィスおよび物流セクターではテナント数とアブソプションが増加し、空室率は過去の平均を下回り更に減少傾向にある一方で、商業施設は低迷している。

オンライン消費の拡大を背景に、小売業者は収益性の下押し圧力に晒されており、当面は統合・縮小傾向にあるとみられる。商業施設スペースのアブソプションは依然として低調である。商業施設セクターでは、新規供給不足が幸いして、他のセクターと比較すると物件在庫は少ないものの、空室率は世界金融危機以降で、最も高い水準に上昇している。

### トレンド3：建設費の高騰による供給の減少

建設部門における物件開発能力の制約やコストの上昇を背景に供給見通しが先細っており、賃料成長見通しに上振れリスクがある。

現在のサイクルにおける物件供給の伸びは、過去の拡大期と比べ、全ての物件セクターにおいて低下している(図表3)。一部では緩やかなペースで物件在庫が増えており、テナント市場の変化を反映している。具体例としては、従来に比べて従業員1人当たりのスペースがより少ないオフィスを求めるテナントの出現や、小売業者間の統合・縮小などが挙げられる。

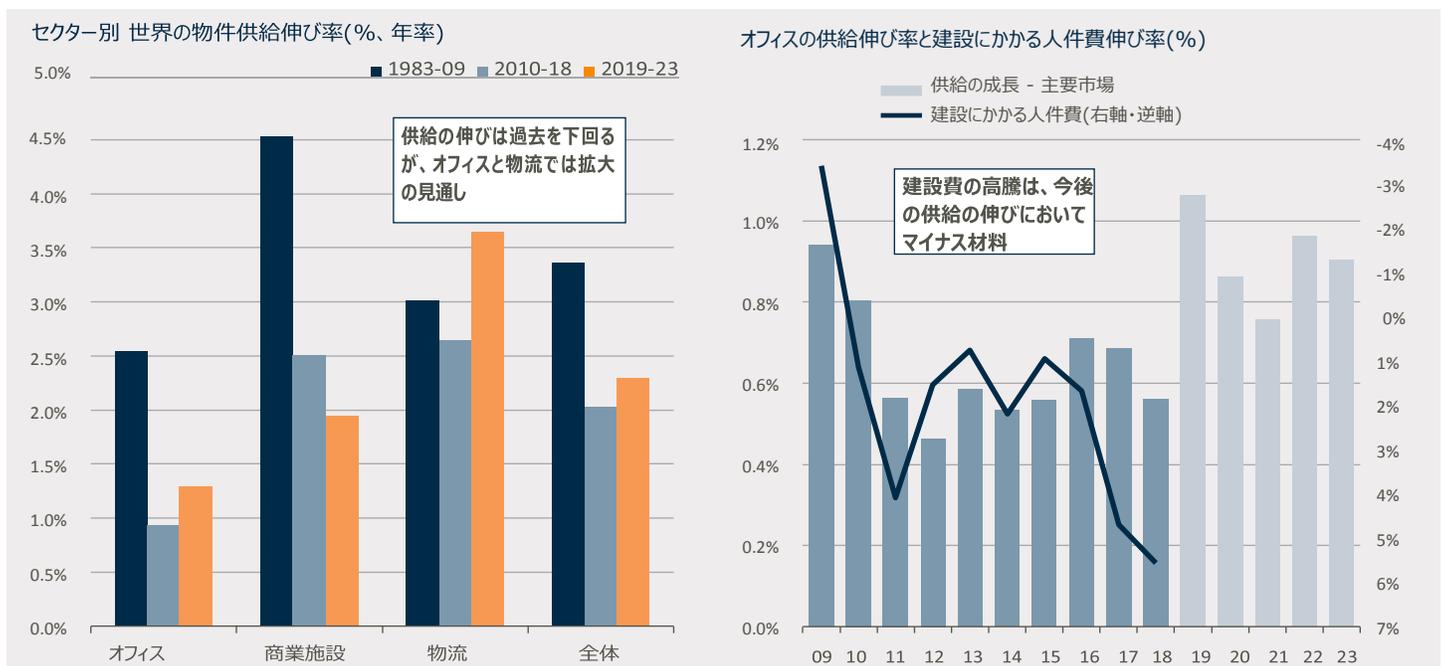
オフィスおよび物流では、テナント数とアブソプションが増加し、空室率は過去の平均を下回り、更に減少傾向にある一方、商業施設は低迷。



開発業者と貸し手は、過去のサイクルで経験した供給過剰による市場の悪化を繰り返さぬよう用心しており、厳格な規制環境の影響と相まって、今回のサイクルでは物件の建設に対して慎重な姿勢をとっている。

しかし、オフィスと物流市場の空室率は低下している。急速に拡大している物流拠点やCBD（ビジネス中心区域）のオフィス市場などでは、需要の拡大とともにより多くのスペースが必要で、ミュンヘンやパリではスペースの確保が困難となっている。今後5年間で、2010年以降のペースを上回る速さでオフィススペースが追加される見通しである。

図表3:世界の供給の伸び率と建設費用



出典:CoStar、クッシュマン&ウェイクフィールド、PMA、JLL、Eurostat、米国労働統計局、オクスフォードエコノミクス、PGIMリアルエステート、2018年12月現在。

しかし、建設業界が直面する制約によって、供給の伸びは現在の見通しよりも弱まる可能性がある。世界の建設業の人件費は、現在、年率5.6%で伸びており、ここ10年で最も速いペースで上昇している。

開発プロジェクトが実施される際、建設にかかる人件費は、資材価格、土地購入費用、テナントの需要見通しなどと並ぶ要素の一部に過ぎないが、人件費の上昇は、このセクターが直面している制約を示している。

過去2年を振り返ると、物件の建設に取り組むことを正当化するだけの十分な物件価値が見込まれるにもかかわらず、主要市場における新築オフィススペースの竣工は、コスト上昇を背景に減少した。

建設業界が直面する制約によって、供給の伸びは現在の見通しよりも鈍化する可能性あり。



結果として、建設費の上昇が開発事業計画に影響を及ぼすことから、一部のプロジェクトで遅延や延期が発生する可能性がある。また、物件開発事業の見通しが不透明で、物件供給の伸びが鈍化していることから、供給不足によって、賃料成長見通しが上振れする可能性も台頭している。

Aクラスオフィスのスペースは、オフィス市場でますます希少となっており、獲得競争によってCBDの賃料が上昇していることから、よりスペースを確保しやすいサブマーケットへと多くのテナントがシフトする可能性がある。物流市場では、新規物件供給量に制約があるため、賃料の上昇が一段と加速する可能性がある。特に、賃料成長の緩やかな大陸欧州では、ここ数年の伸び率は米国よりも低く、伸びしろがあると思われる。

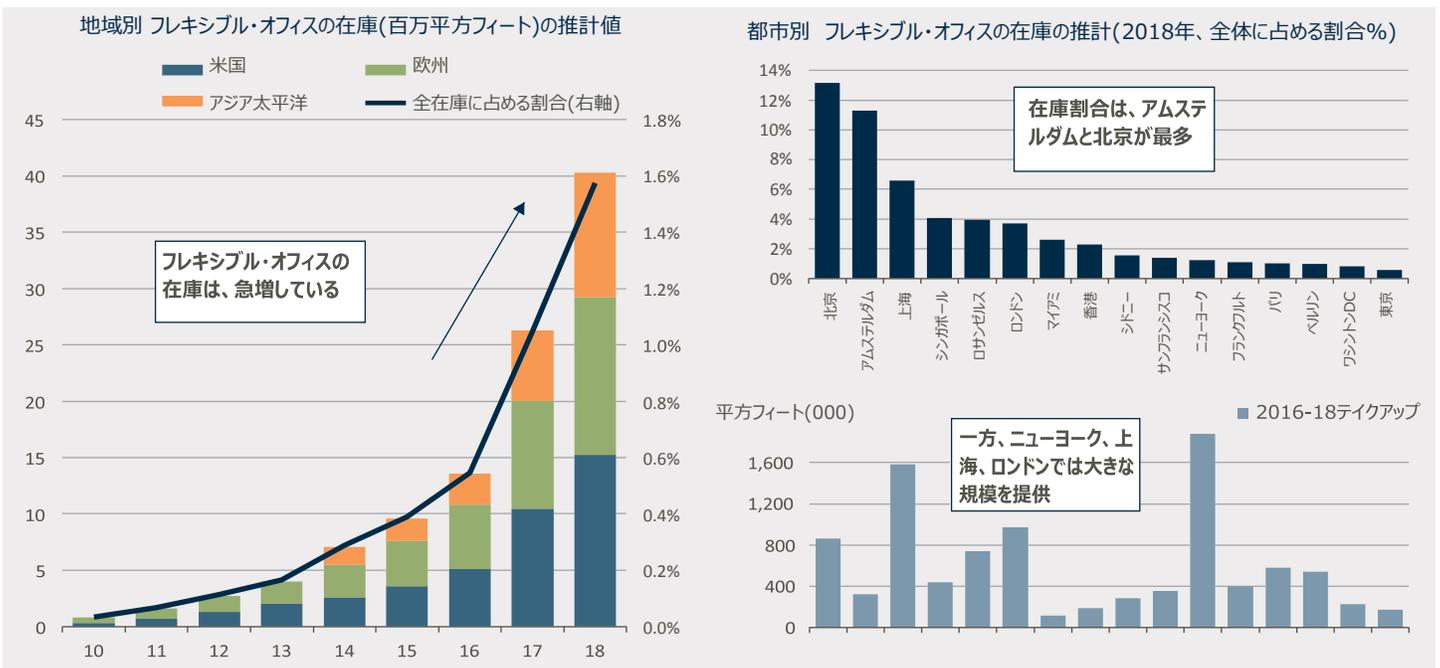
## トレンド4：フレキシブル・オフィスの台頭

コワーキング・オフィスやサービス・オフィス等のフレキシブル・オフィスは急速に成長しており、オフィス市場での存在感を高めている。フレキシブル・オフィスの存在感は地域的に見ると、世界の主要ゲートウェイ都市のオフィス市場において最も顕著である。

オンライン小売消費の普及と同様に、フレキシブル・オフィスの台頭は、世界のテナント市場における急速な変化の兆候である。これは、テレワークを容易にする新しい技術の利用と関連していると見られる。雇用主は物件オーナーに対して柔軟な賃貸契約条項やサービス水準の向上を求め、従業員は利便性が高く近代的な職場を選好するようになっている。

柔軟な働き方は明らかに世界的なトレンドとなっている。主要20オフィス市場を例に挙げると、フレキシブル・オフィス・プロバイダーの提供するスペースは、現在、推定4,000万平方フィートあり、2015年以降、4倍に増加している(図表4)。

図表4:フレキシブル・オフィスの在庫スペースとテイクアップ



フレキシブル・オフィスは増加の一途にあるものの、フレキシブル・オフィス・プロバイダーのテナントが現状都市部オフィスの在庫に占める割合は2%未満であり、足元では、全体への影響は依然として限定的である。市場に占める在庫割合はアムステルダムと北京で最も大きく、フレキシブル・オフィス・プロバイダーのリース活動の規模でみるとロンドン、ニューヨーク、上海などの主要ゲートウェイ都市が最も大きい。

柔軟な働き方へのシフトは今後も続くと考えられ、フレキシブル・オフィス・プロバイダーによるリース契約およびフレキシブル・オフィスの使用を目的とした物件在庫は、今後数年でさらに増加すると見られる。考慮すべき点は、このようなスペースの使用形態は、従来と比べて、従業員一人当たりのスペースが狭くて済むため、テナントの増加による需要を満たすのも、従来に比べて少ない供給で済むことである。

フレキシブル・オフィス・プロバイダーは伝統的なテナントと比べて、極めて柔軟性の高い賃貸条件を求めたり、長期賃貸契約を物件オーナーと取り交わす一方で顧客とは短期賃貸契約を交わすというビジネスモデルリスクが景気低迷による検証を未だ受けていない等、物件オーナーにとっての懸念点がある。さらに、フレキシブル・オフィスの主な入居者である小規模企業の需要は景気の影響を最も受け易いため、当セクターが景気減速期にどのような状況になるかについては未だ結論が見出せない。

今後オフィステナントは、より様々な快適なオフィス環境を提供するサービスを期待する方向にシフトしていくと見られる。フレキシブル・オフィスの持続的な成長傾向は、多くの物件投資家が今後こうしたテナントを物件に抱える可能性を示唆しており、当セクターは、2019年も引き続き市場における存在感を高めていこう。

## トレンド5：不動産利回り圧縮はさらに鈍化

金利の上昇と、不透明な政策見通しに起因するリスク・プレミアムへの上昇圧力によって、不動産利回り（キャップレート）の圧縮はさらに鈍化すると見られる。

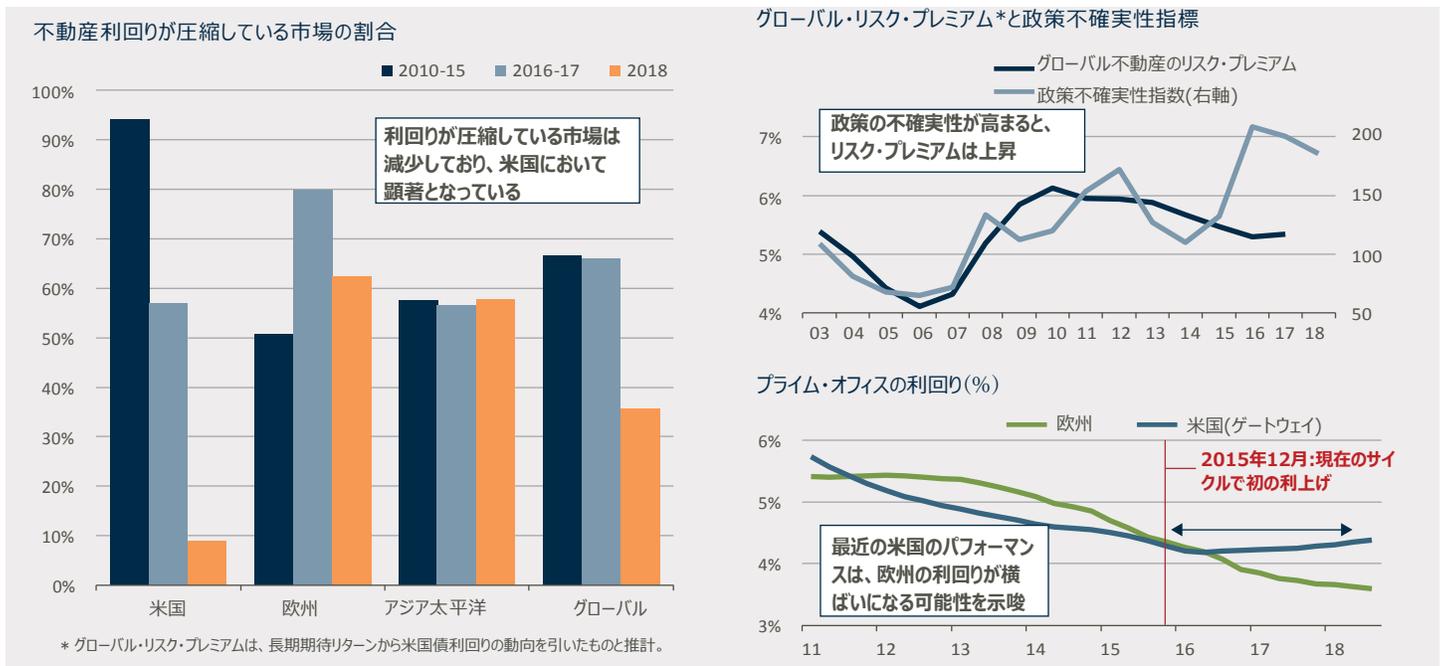
中央銀行の流動性供給と低金利に後押しされ、世界の不動産価値の上昇を牽引してきた同時かつ持続的な不動産利回り圧縮の時代は、終わりを迎えつつある。

不動産利回りの圧縮はすでに鈍化しており、特に米国では、いくつかの主要オフィス市場で不動産利回りが徐々に上昇している(図表5)。欧州とアジア太平洋地域では、プライシングの上昇モメンタムは依然として観測されるが、不動産利回りが低下している地域は、2010年以降は世界市場の3分の2の水準で推移していたのが、今では3分の1に過ぎなくなっている。

フレキシブル・オフィス・プロバイダーによるリース契約およびフレキシブル・オフィス用の物件在庫は、今後数年でさらに増加すると見られる。



図表5：世界の不動産利回りとリスク・プレミアム



出典:CoStar, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド, JLL, Economic Policy Uncertainty, PGIMリアルエステート; 2018年12月現在。

米国のみならず、2019年は多くの主要市場で金利上昇が予想されていることから、不動産利回り圧縮のさらなる鈍化が見込まれる。また、世界各地で政策の不確実性が高まっており、不動産のリスク・プレミアムに上昇圧力をかける可能性が高く、金利上昇を吸収する余地が限られている。

欧州の多くの市場でプライム物件の利回りの低さが懸念されている一方で、欧州の投資家にとって、2015年12月のFRBによる利上げ開始後の米国の市場環境は安心材料となっている。この間、不動産利回りは総じて安定的に推移しており、相対的に良好なリターンを維持しているからである。

2019年は多くの主要市場で金利上昇が予想されていることから、不動産利回り圧縮のさらなる鈍化を想定。

## トレンド6 :取引量は横這いで推移

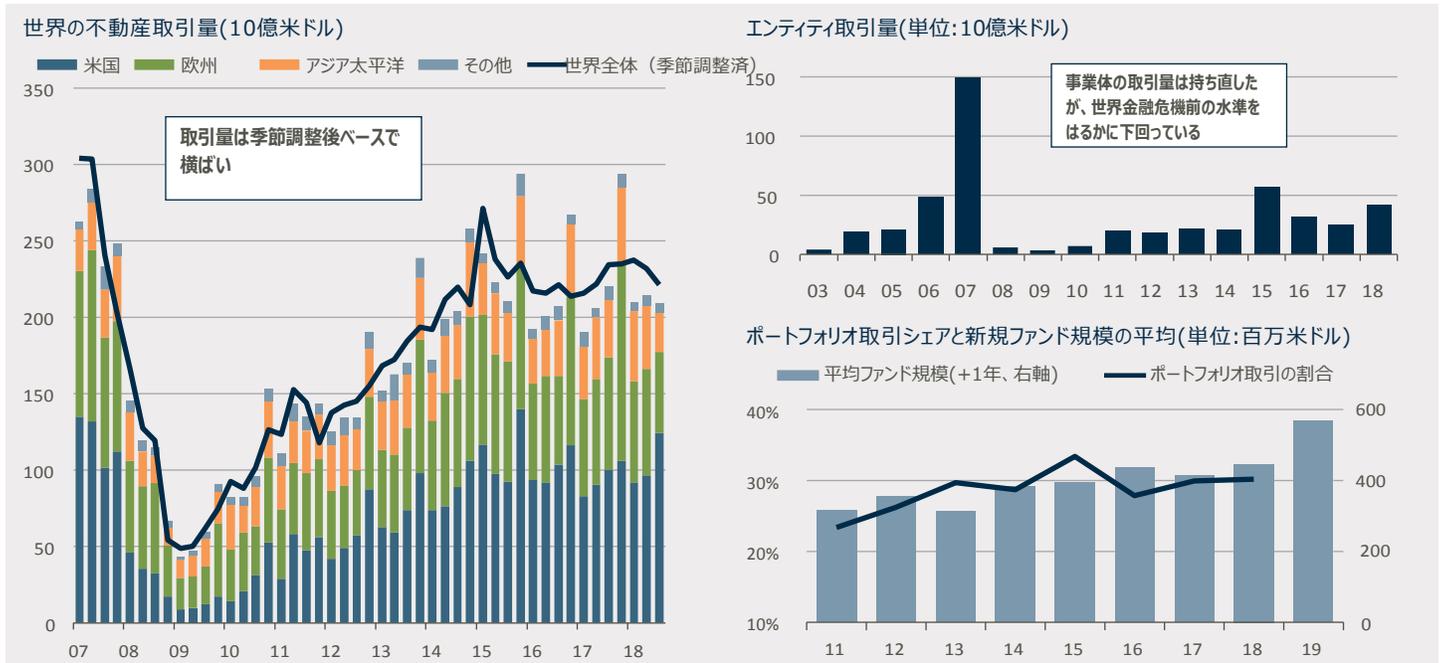
取引量は安定しているが、新規ファンドの規模が最近大型化しており、2019年にはポートフォリオ案件取引の増加が見込まれる。

世界の不動産取引活動は、ここしばらくの間、総じて横ばいで推移してきた。2015年半ば以降、インカムを創出する資産の四半期ごとの取引量は、季節調整後ベースで、2,100億米ドルから2,400億米ドルの間に留まっている(図表6)。

取引量は、過去と比べて依然増加はしているが、投資家の慎重姿勢、歴史的な低金利、多くの主要市場における物件在庫の不足、ローン・トゥ・バリュー (LTV) 比率を高める場合の資金調達手段が不足していること等により、その伸びは抑制されている。



図表6:世界の不動産取引金額



出典:リアル・キャピタル・アナリティクス, Preqin, PGIMリアルエステート; 2018年12月現在。

さらに、リート市場でのM&Aなどを含む、事業体そのもの取引するようないわゆるエンティティ取引によって、最近の不動産取引量は増加している。

新しい投資資金や、既存投資家が新規ファンド・ビークルに入ってくるというのではなく、他の資産クラスに循環する選択肢を提供しているという点で、エンティティ取引のような投資ビークル同士の合併は、分散された既存資金の再分類の動きと言える。世界のエンティティ取引は、2018年に70%増加したものの、取引量と取引活動の見かけを歪めるような効果は、2007年と比べるとわずかである。

2019年の不動産市場全体の取引量は、前年並みの水準を見込んでいる。資金調達活動のペースは横ばいで推移しており、不動産を対象とした資金調達についても、2018年と同程度になると見込まれる。

取引活動が上振れする可能性の1つに、ポートフォリオ取引の増加が挙げられる。過去一年間は比較的控えめだったポートフォリオ取引だが、新規調達資金の平均規模の急激な拡大により、ファンドマネージャーがファンド資金の投資を検討する際に、より大きな取引を手掛けるニーズが高まっていると見られる。過去のパターンどおりであれば、2019年のポートフォリオ取引は、投入資金全体の3分の1以上を占める可能性がある。

新規調達資金の平均規模は急激に拡大しており、より大きな取引へのニーズが高まっていることを示している。



## トレンド7：商業施設セクターの価値修正

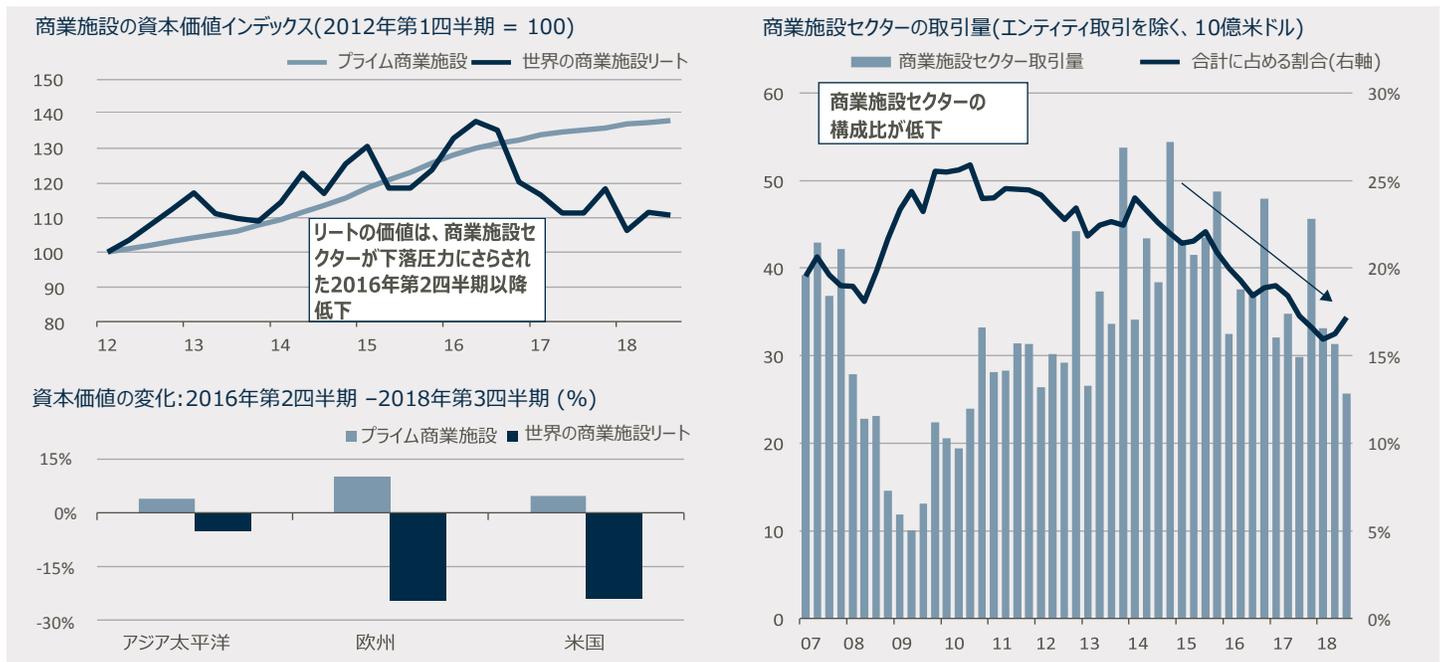
商業施設リートが価値の評価損を計上する見通しであることから、商業施設は2019年も引き続き投資妙味の低いセクターになると予想される。

今日の不動産市場で際立っている特徴のひとつに、商業施設セクターのパフォーマンスと投資家のセンチメントの乖離が挙げられる。商業施設セクターの賃料成長は、空室率の上昇に伴って鈍化しており、前回のサイクルに比べてはるかに弱含んでいるものの、名目賃料は様々な商業施設形態や多くの地域で安定的または上昇している。同様に、優良プライム物件の利回りにはほとんど悪化が見られない。オンライン消費への急速なシフトが商業施設セクターにとって脅威となっていることを投資家は懸念していることに加え、より広範な指標が商業施設セクターの軟調を示唆しているのとは対照的に、評価額には変化が表れていない。

上場セクターのデータは、商業施設セクターの価値が2019年には下方圧力にさらされることを示唆している。世界の商業施設リートの価値は、2016年半ば以降、約15%下落している。これは、私募市場で評価額がわずかながら上昇しているのとは対照的である(図表7)。この乖離は、実店舗型の小売業者が最も大きな圧力を受けている欧州と米国で最も顕著である。

上場セクターのデータは、商業施設セクターの価値が2019年には下方圧力にさらされると示唆している。

図表7:商業施設セクターの資本価値と投資額



出典:CoStar, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド, JLL, ブルームバーグ, リアル・キャピタル・アナリティクス, PGIMリアルエステート; 2018年12月現在。

リートはボラティリティが高く、市場の価格調整の影響を受ける可能性があるものの、最近の価格下落局面の多くは、株式市場が上昇する時期と一致している。そのため、下落圧力は少なくとも市場全般におよぶストレスが要因ではなく、不動産特有の要因によるものと考えられる。現在、商業施設リートの多くは、簿価に対して大幅に割安な価格で取引されている。



リートの価格調整は行き過ぎた可能性があるが、市場参加者は、実績か予想かにかかわらず、収益への下押し圧力に対して、素直に反応しているようである。収益の下押し圧力は、私募市場における商業施設セクターの評価価格には未だ反映されていないが、他方、商業施設セクターの取引量は減少している。取引額全体に占める商業施設セクターのシェアは、金融危機後の回復期初期の25%近辺から、2018年には約17%にまで低下している。評価損の計上が予想されるも、これを反映するような価格調整の兆しがないことから、商業施設は、2019年も引き続き投資妙味の低いセクターとなる見通しである。

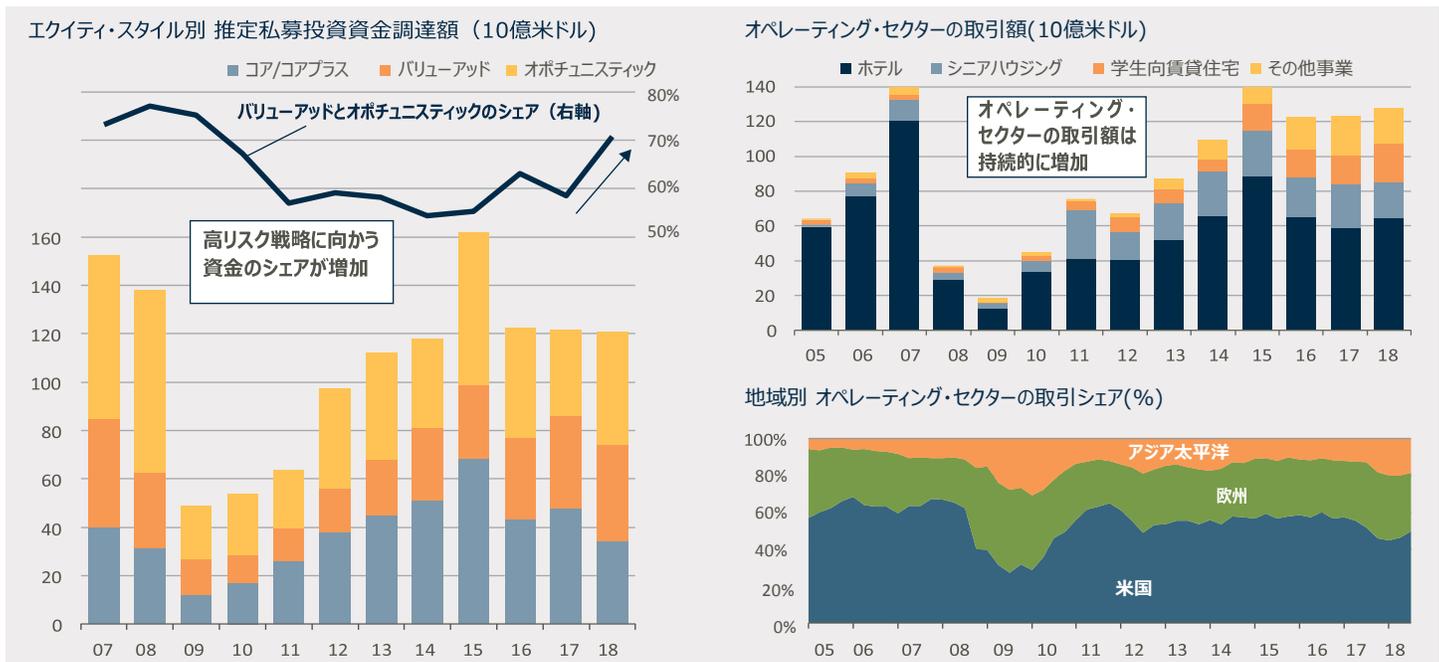
## トレンド8：オペレーショナル・リスクの拡大

コア型戦略のリターンは低く、バリューアッド型戦略の資金調達が増加しており、追加的なリスク・プレミアムを提供するホテルやシニアハウジングといったオペレーション（運営ノウハウ）要素の高い資産（オペレーティング・セクター）へ投資拡大が予想される。

金利の上昇、サイクルの長期化、主要市場におけるバイアードホルドのコア型資産のリターン見通しが低調であることから、投資家は次のような選択肢を迫られている。つまり、低リターンで相対的に魅力のある低ボラティリティ・セクター（アパートやシニアデットなど）に投資資金を配分するか、あるいはリターン・プレミアムを捉えるためによりリスクを取るかのいずれかである。

その中で、投資家の慎重な姿勢が後退している兆しが見られる。不動産エクイティ投資戦略全体の資金調達は、2018年はほぼ横ばいとなったが、よりリスクの高いバリューアッド戦略やオポチュニスティック戦略への投資資金の割合は、過去5年間の60%を大幅に上回り、71%にまで上昇した(図表8)。

図表8:不動産エクイティ投資資金調達額とオペレーティング・セクターへの投資額



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; 2018年12月現在。



オフィスと物流市場においては、テナント需要の拡大と供給の減少が相まって、開発案件やリポジショニングといったよりリスクの高い戦略への投資機会が存在している。オフィス・セクターでは、既存在庫のリポジショニングによってAクラスオフィスの在庫が増加し、物流セクターでは、拡大するテナント層の需要を満たす新しい物流スペースの開発につながっている。

しかし、バリュアードとオポチュニスティック戦略の投資家にとって、主要市場における価格上昇と商業施設セクターの不調は、伝統的な不動産セクターにおける投資機会が以前よりも少ないことを意味する。そのためこれらの投資家は、不動産とブランド力のあるオペレーティング・ビジネスを組み合わせたオペレーティング資産、具体的にはホテルやシニアハウジングへの投資機会に目を向けている。これらのセクターにおける投資活動は過去4年間において、市場全般のトレンドを上回る量を記録している。

オペレーティング資産への投資の魅力：学生専用賃貸住宅（スチューデント・ハウジング）や高齢者専用賃貸住宅（シニア・ハウジング）市場では機関投資家にとり投資可能な環境が整い、追加的なリスク・プレミアムの獲得機会が生じている。また、高齢化や観光客の増加といった追い風のトレンドを享受する市場における将来のインフレへの備えや成長の可能性がある。さらに、コスト管理または効果的なブランディングやマーケティングを行うことでそのビジネス・プラットフォームの価値を高める機会があると見られる。

注目すべきトレンドの1つは、以前はホテルがオペレーティング資産への投資の大半を占めていたという状況が大きく変化している点である。2007年以前は、ホテルがオペレーティング資産への投資額の約90%を占めていたが、投資家が他のニッチ・セクターに投資対象を広げたことから、現在のシェアは50%にまで低下している。さらに、これらの投資は市場全般で急速に拡大しており、特にアジア太平洋地域では、過去1年間で取引量が50%増加した。

投資家は、不動産とブランド力のあるオペレーティング・ビジネスを組み合わせた、ホテル、シニアハウジング等のオペレーティング・セクターに目を向けている。

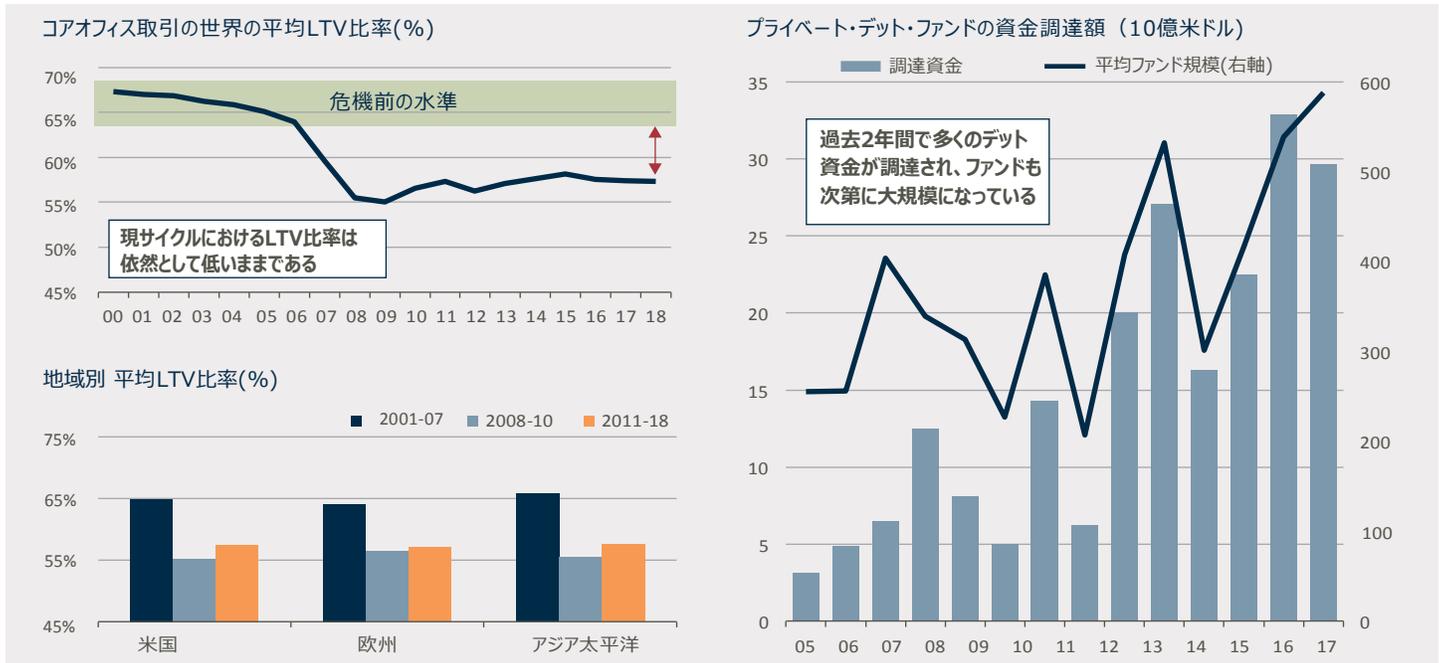
## トレンド9：貸し手の規律の遵守

グローバル金融危機後、貸し手の間には一定の慎重な貸し出し姿勢が定着しており、ローン・トゥ・バリュー（LTV）比率が低目に抑えられている一方で、成長を続けるプライベート・デット・ファンドにとっての投資機会が創出されている。

より広範な不動産取引市場において、リスクを選好する傾向が一時的に見られるものの、貸し手は規律を遵守する姿勢を維持している。通常の実務で適用されているLTV比率は、世界金融危機後に記録した最低水準からほとんど変化していない。例えば、世界のコアオフィスの取引で適用されているLTV比率の平均は、危機以前は65～70%であったのに対し、現在は約57%である(図表9)。



図表9:典型的なLTV比率(銀行および保険会社)とプライベート・デットの資金調達



出典:Prequin, リアル・キャピタル・アナリティクス, PGIMリアルエステート; 2018年12月現在。

米国では、ローン期間中の元本返済が無く利息だけを支払うインタレスト・オンリー・ローンが再び一般的になってきている等、貸出条件の部分的な緩和が見られるが、全般的には引き続きLTV比率は低水準を保っている。これは、いくつかの要因を反映していると考えられる。ひとつには、グローバル金融危機の負の記憶として残る一定の慎重さであり、貸し手がサイクルの終盤において貸し出し条件を緩和することを望んでいないことの現われである。但し、2008年の金融危機に比べて、将来の景気後退がそれほど深刻ではないという前提の下では、現在のアプローチはあまりに慎重すぎるかもしれない。

もう一つの要因は、より厳格な規制環境であり、銀行を中心とする一部の貸し手がLTV比率の高い貸出を行うことが制約されているということである。これは、貸し手の間で最良の取引案件をめぐる競争があるにもかかわらず、貸し出し条件がそれほど緩和されてこなかった背景となっている。

開発やその他一定期間インカムを生まない資産への資金拠出を制限するような財務条項を設けたりや、ローン開始時に一定のインカムを必要とする等、銀行や保険会社といった伝統的な貸し手が、比較的慎重な貸し出し姿勢を取ることによって、ローンファンドの様な非伝統的なローン提供者にとっての機会が創出されるという副次的効果が生じている。

プライベート・デット・ファンドは、不動産融資市場全体に占める割合としてはまだ比較的小さいものの、近年ではかなりの額の資金を調達しており、着実に拡大している。プライベート・デット・ファンドは、柔軟性が高く、規制上の負担が少ないため、ホールローンやジュニアローンの提供を通じて、より高いLTV比率での融資が可能となっている。また、利息を元本に組み入れていくことにより一時的にキャッシュフローが無くても将来利息を支払うバリューアッドや開発案件への融資も可能である。

プライベート・デット・ファンドは、不動産融資市場全体に占める割合としてはまだ比較的小さいものの、近年ではかなりの額の資金を調達しており、着実に拡大している。



# 結論

投資家にとって追い風となっていた過去数年の市場環境とは異なり、2019年は世界の不動産市場にとって、2018年よりも厳しい年になると予想されている。

コア資産のリターンは低下しており、量的金融緩和策の終了や金利上昇の形で政策もたらず逆風が強まっている。市場ダイナミクスの変化は、既存テナントや投資家のビジネスモデルに対する懸念材料となる可能性があり、足元の長期的なサイクルにおいては、市場の価格調整に対する懸念が高まっている。

しかし、投資資金は依然として不動産とその取引活動を投資対象としており、その水準は引き続き高い水準にある。市場のダイナミクスの変化は、投資機会を提供する一方で、フレキシブル・オフィスのスペースの提供や、リスク・プレミアムを提供するオペレーティング資産への投資などがリスクとなっている。

一方で、市場の一部で高まっている警戒感行き過ぎとみられ、投資機会の存在を示唆している。貸し手の慎重姿勢と物件開発業者に対する制約によって新規物件供給は低下し、賃料上昇の可能性が見込まれる。また、伝統的な貸し手が、LTV比率の高い貸し出しに消極的なことも、プライベート・デット・ファンドの活動を促している。

市場が調整または下落する可能性は、2019年を通じて不透明であり、投資家はジレンマに陥っている。つまり、リスクを取らずに低いリターンを許容するか、投資に有利なモメンタムを利用して追加リスクを取って短期的な物件価値の成長を目指すか、の選択を迫られている。

不動産への投資資金流入におけるバリューアッド戦略のシェアが拡大し、成長性のあるオペレーティング・セクターへの関心が高まっていることは、多くの投資家が依然として不動産市場におけるモメンタムを追求していることを示している。その一方で、デット・ファンドへの資金流入はリスク・エクスポージャーの減少を示している。市場の調整が起こるまでの間、投資家がポートフォリオにおいて攻守の最適な組み合わせを追求する動きが続くだろう。

---

投資家にとって追い風となっていた過去数年の市場環境とは異なり、2019年は世界の不動産市場にとって、2018年よりも厳しい年になると予想。

---



## 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。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。

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は受託者の役割を担うものではありません。

© 2018 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“Trends for 2019 – 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。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。

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。

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、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。

“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、英国ブルーデンシヤ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  
PGIMJ201901240071

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\\_Investment\\_Research\\_Trends\\_for\\_2019.pdf](http://www.pgimrealestate.com/re/pdf/PGIM_RE_Investment_Research_Trends_for_2019.pdf)

