

ウクライナ紛争の欧州不動産への影響： 初期段階の見解



INDRANEEL KARLEKAR PH.D.

Senior Managing Director
Global Head of Research and Portfolio Strategies

ウクライナとロシアの紛争は、長期的な影響が予想されるが、短期的には成長を阻害するものと考え
ウクライナ紛争は情勢が刻一刻と変化していますが、経済的・人的な影響は今後数カ月から数年間で徐々に判明すると想定されます。ウクライナ紛争後の展開は、これまでとは大きく異なる新たな地政学的環境となり、経済や資本市場に大きな影響を及ぼす可能性があります。しかし、弊社は、経済成長、インフレ、金融政策、そして商業用不動産に短期的に及ぼす影響については予想可能と考えています。

成長見通しへの圧力

ユーロ圏と英国は、新型コロナウイルスのオミクロン型の感染拡大ペースが急速に低下し、経済活動が広範囲にわたって再開されることに市場の注目が移り、2022年を楽観的に迎えました。欧州中央銀行（ECB）は、多額の貯蓄によって回復力のある消費行動、そしてインフレ圧力が後退する兆候などを確認しながら、パンデミック緊急購入プログラムを終了の方向で検討していました。しかし、ロシアとウクライナの紛争は、こうした見通しに水を差す結果となりました。欧州はロシアの石油製品・天然ガスに依存しているため、天然ガスや石油価格の高騰に対して極めて脆弱であり、短期的なスタグフレーションの可能性が非常に高いためです。紛争がさらに激化・拡大し、ロシアからのエネルギー供給が停滞すれば、欧州大陸の景気後退リスクは大幅に上昇すると想定されます。英国はロシア産エネルギーへの依存度はかなり低いものの、エネルギーコストの上昇とブレグジット後の労働市場の逼迫に直面しています。紛争が長引けば、新型コロナウイルス感染拡大の被害によって既に脆弱になっている企業や消費者のセンチメントに大きな影響が及ぶ可能性が高いと考えます。

インフレは短期的に加速すると予想

ロシア・ウクライナ紛争は、短期的には大陸欧州と英国で明らかなインフレを引き起こすと想定されます。エネルギー価格の上昇は短期的には間違いなく経済成長の阻害要因になると考えられますが、長期の視点では、欧州は自然エネルギーへの移行をより迅速に進め、そして米国などの代替エネルギー源確保を急ぐことで、エネルギー安全保障を重視することになると想定されます。

ECBとイングランド銀行（BoE、英中央銀行）は経済成長率の維持に注力

この不確実且つ不安定な環境により、ECBは特に厳しいジレンマに陥り、BoEは利上げペースの減速を検討する状況になっていると思われます。ECBは量的緩和策を終了する方向にはありますが、積極的な利上げと金融引き締めは2023年に後ずれる可能性が高いと思われます。BoEも、2022年に利上げを停止することはないと想定されますが、さらなる引き締め政策には慎重姿勢に傾くことが考えられます。

主要なマクロ経済指標の弊社予想は以下の通りです：

ユーロ圏予想	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
実質経済成長率（前年比）	5.0%	3.3%	1.6%	1.8%	1.9%	1.6%	1.4%	1.2%
政策金利（各四半期末時点）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.30%	0.30%	0.30%
10年国債利回り（各四半期末時点）	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
CPI（前年比、各四半期末時点）	5.3%	4.5%	3.9%	2.5%	1.3%	1.4%	1.7%	1.8%
英国予想	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23
実質経済成長率（前年比）	8.3%	3.3%	3.1%	2.6%	2.5%	2.1%	1.7%	1.6%
失業率（各四半期末時点）	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
政策金利（各四半期末時点）	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%	1.50%	1.50%	1.75%
10年国債利回り（各四半期末時点）	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%
CPI（前年比、各四半期末時点）	6.4%	5.8%	5.1%	3.2%	2.8%	1.9%	1.8%	2.0%

出所：プリンシパル・グローバル・インベスターズ（2022年3月8日時点）

欧州商業用不動産への影響

上場市場（リート）の投資家は紛争の勃発に迅速に反応し、欧州リート指数の年初来リターンは3月7日現在までに約12%の下落となっています¹。プライベート市場では、グローバル投資家のウクライナ/ロシアへの直接的なエクスポージャーは小さいこともあり、まだ重大な影響は出ていません。また、ロシアから欧州の機関投資家向け不動産市場への資金流入もごく僅かです。しかし、ポーランド、スウェーデン、フィンランドなど、ウクライナと地理的に近い機関投資家向け不動産市場の一部には、状況がはっきりするまでリスク回避行動をとる投資家の存在が顕在化する可能性があります。

紛争の経済への影響が顕著になり、入居者がリース契約に対してより慎重になれば、不動産需要の見通しはより厳しくなる見通しです。消費者および企業心理が悪化した場合、エネルギーを含むコモディティ価格の上昇の影響を受けやすい不動産タイプもあります（小売業とオフィス）。また、レジャー旅行が停滞し、そして海外旅行の回復がさらに遅れれば、ホテルセクターも影響を受ける可能性があります。一方で、データセンター、物流、住宅など、より構造的トレンドが需要を支えている不動産タイプは、影響は相対的に限定されると思われます。また、エネルギー安全保障や再生可能エネルギーへの関心が高まる中、カーボンニュートラルやESGの重要性がより一層クローズアップされるでしょう。

需要の見通しはやや不透明ですが、ECBが利上げの開始を2023年まで見合わせる可能性は高く、国債利回りは抑制されるとの見方が強まっていると考えます。ECBの任務としては、今後12ヶ月間の経済成長率の維持に注力することが想定されます。しかし、全ての市場が同じ動向を示す訳ではなく、リスクに対する意識の高まりを反映し、投資家が要求するリスクプレミアムが高まれば、欧州新興国市場の利回りは今後数ヶ月のうちに上昇する可能性があります。紛争が長期化した場合、景気変動の影響を受けやすい不動産は、入居者や資本市場から厳しい評価を下される可能性があると考えています。むしろ、今回の紛争により、私たちが提唱する「デジタル²」テーマとその背景にあるトレンドに対する確信度は高まったと言えます。

¹ 2022年3月7日時点 FTSE EPRA指数（現地通貨建て）

² 人口動態、インフラ、グローバル化、およびイノベーションとテクノロジーが牽引する長期的なトレンド

Risk Considerations

Past performance does not guarantee future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including: value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate.

Important information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is issued in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- United Arab Emirates by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- Other APAC Countries, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such terms may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Principal Global Investors leads global asset management at Principal®. Principal Real Estate Investors is a dedicated real estate investment management group within Principal Global Investors.

© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world.

■重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目1番1号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第462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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会