

Inside Real Estate

2020年の不動産戦略

プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ

Authors

Indraneel Karlekar, Ph.D.

Senior Managing Director, Global Head, Research & Strategy

Arthur Jones

Director, Research & Strategy

Madhan Rengarajan

Director, Research & Strategy

Rachel Shone

Manager, Research & Strategy

Jonathan Frank

Manager, Research & Strategy

Sarah Bogus

Manager, Research & Strategy

Jonathan Ling

Research Analyst, Research & Strategy

※文中のブレクジットに関する注記

イギリスは1月31日午後11時、47年間加盟していたEUを離脱しました。

2020年12月末までの移行期間中はほとんどのEU法を遵守し、予算も拠出するなど、英国は離脱前とほぼ同じ関係をEUと保ちます。EU域内の自由移動も、12月末までは認められます。

主要テーマ

世界経済は減速するものの後退局面には入らず—世界経済の伸びは再び鈍化していきます。必要とされる「脱出速度」に届かず、貿易面と地政学面での不確実性の高まり、一部の新興国経済のマクロ経済的緊張、そして先進国の人口高齢化などの構造的な要因により、世界経済の2020年の成長軌道は弱まる方向にあります。暗雲垂れ込める場面がある可能性もありますが、世界経済は悪材料よりも好材料の方が多く、今後12カ月間にわたり拡大が続く確率は高い（70%）と思われます。当社の基本シナリオを裏付ける前提は、1) 地政学的な断絶が消失する、2) 製造業の軟化がサービス業には波及しない、3) 労働市場の安定は続く、4) 主要な各国中銀の緩和政策は継続する、5) 一段の景気刺激的な財政政策により中国経済は安定化する——というものです。

中央銀行は「必要なあらゆる政策手段を講じる」—2012年7月に欧州中央銀行（ECB）のドラギ総裁（当時）は、ユーロを安定化させるために「必要なことは何でもする」と述べました。7年後、主な各国中銀は口を揃えてその文言を引用し、成長鈍化から自国経済を守るために金融緩和の新たな段階を始めたようです。金融政策は先進国から新興国全般にわたりほぼ同時に緩和され、中銀の政策はすべて同じ方向を向いています。2020年に入ると金融市場はかなり緩和された状態となり、下振れリスクは軽減されるでしょう。

不動産は低金利と緩やかな成長が重なったことで恩恵を受ける—緩やかな経済成長と中銀による世界的な金融緩和体制は、不動産投資戦略を後押しする環境を創出するとみられます。供給は過去のパターンから考えて控え目な水準が続くと予想されるため、「過熱せず、かと言って冷え込んでもない」適温の経済環境において、不動産オーナーは引き続き賃料をインフレ率以上のペースで引き上げることができるとみられます。中銀は金融緩和の解除を急ぐことはないと思われるため、不動産のバリュエーションの支えとなる低金利は続くでしょう。インカムに対する継続的な需要と相まって、投資家が2020年に検討する一連のグローバル投資オプションの中で、商業用不動産は魅力的な選択肢であり続けると考えます。

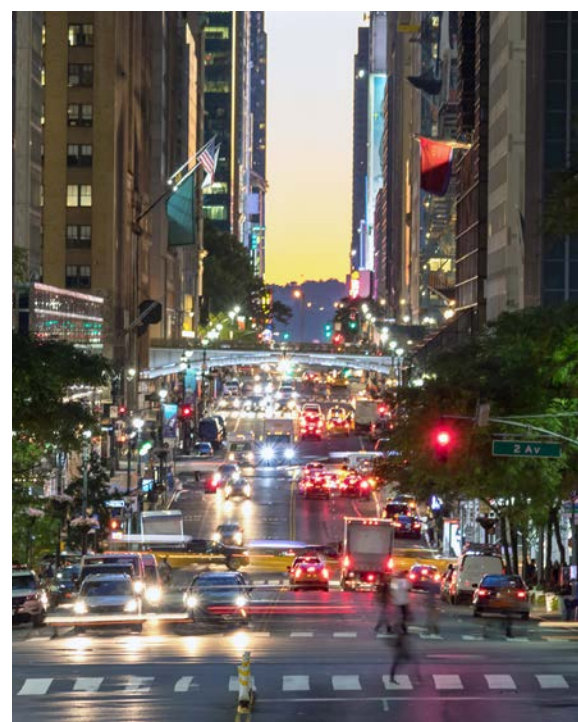
不動産投資パフォーマンスのカギとなるのは資産と市場の選択—当社の「銘柄選択」のテーマに変わりはなく、不動産投資家にはファンダメンタルズと明確な成長ドライバーを活用できる市場に注目することを推奨します。産業施設／物流施設と集合住宅といった不動産タイプに加えて、欧州の優良なオフィスは相対的にインカムの伸びを促すのに最適なセクターだと引き続き考えています。投資家は、リスク・リターン特性が異なる2つを組み合わせる「バーベル」戦略を検討したいと考えることもあるでしょう。低リスクのコア型資産としては、米国のハイイールド不動産デットに加えて、欧米の信用力の高い長期の非公開の不動産デットに投資機会があると考えています。高リスクでオポチュニスティック型の投資対象としては、マージンが厚くコストに対する利回りの高さを考慮して、「着工準備が完了している」開発プロジェクトを引き続き選好します。

人口動態の構造的トレンドは長年にわたり進展する—世界経済における人口動態の構造は今後数十年にわたって大規模に変化し、それに伴い不動産投資家に対する影響も時間を経て顕在化するとみられます。人々の生活様式や働き方は進化し、場所や空間に対して高まるニーズを満たすような多面的な投資機会が、不動産投資家に提供されると思われます。不動産需要は流動的であり、積極的な政策に加えて、移動の利便性、住宅取得能力、テクノロジーの進歩といった需要サイドの固有の決定要因からもますます影響を受けるようになっていきます。グローバルな人口動態の変化がもたらすさまざまな影響とそれらの意味を認識し、変化するニーズに合った柔軟なアプローチを取る投資家は、21世紀最大の構造変化に乗じた長期戦略の策定に成功するでしょう。

当資料中の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。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

見出し:

- 4 Chapter 1:
世界経済見通し
- 16 Chapter 2:
商業用不動産の
見通し
- 24 Chapter 3:
戦術的な不動産
投資機会
- 30 Chapter 4:
「DIGITAL」戦略
の柱を成す人口動態



世界経済見通し

不透明感はあるが、当社の見方は楽観的 「グラスにはまだ半分残っている」

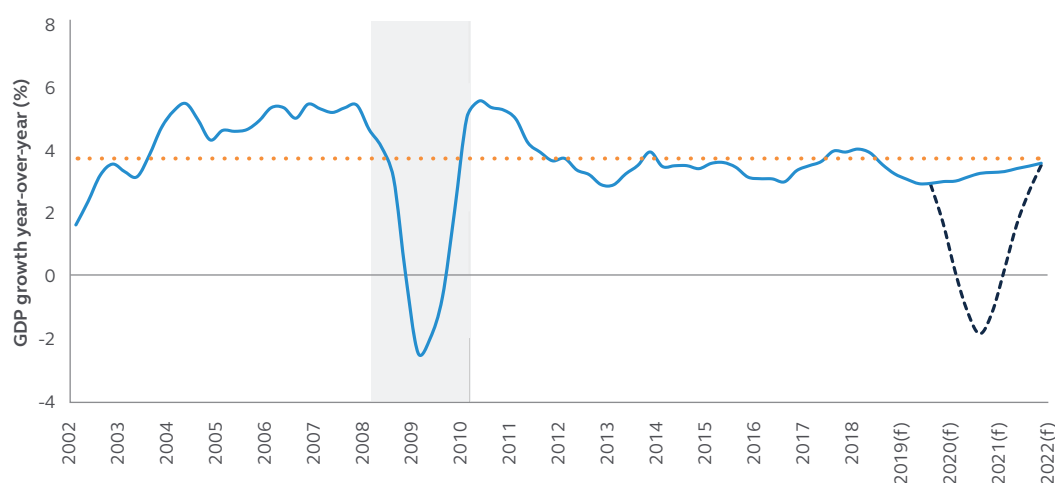
世界経済は同時に成長の減速段階に入りました。その時点では、不透明な地政学環境と製造業の軟化が見られ、ショックへの耐久力も低下していました。しかし、暗雲垂れ込める場面に見舞われる可能性はあるものの、世界経済は悪材料よりも好材料の方が多く、今後12カ月間にわたり景気拡大が続く確率は高い（70%）と考えます。当社の基本シナリオを裏付ける前提は、1) 米中貿易摩擦がエスカレートせず、ブレグジットによるテールリスクの低下など、主要な地政学的な断絶が消失する、2) 主要な各国中銀の緩和政策は継続する、3) 製造業の軟化がサービス業に波及しない、4) 底堅さを維持する労働市場、5) 一段の景気刺激的な財政政策により中国経済は安定化する——というものです。

経済成長の減速や景気後退のシナリオを回避するためには、全てのことが完全に実現する必要があると思われますが、景気サイクルには回復力が備わっているとみられ、世界金融危機（GFC）に続く今回の景気サイクルでは、既に何度も嵐を乗り越えています。図表1に、世界の経済成長率に関する当社の基本シナリオと下方シナリオを示します。

図表1: 世界の経済成長率見通しはトレンド成長率を下回る

世界のGDP成長率

— Base case (p=70%) - - - Moderate recession (p=30%) Long-term average (2002-2018)



Source: Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, November 2019.

Global GDP calculations based on USD purchasing power parity (PPP) terms, 2011, year-over-year change.

当資料中の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。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

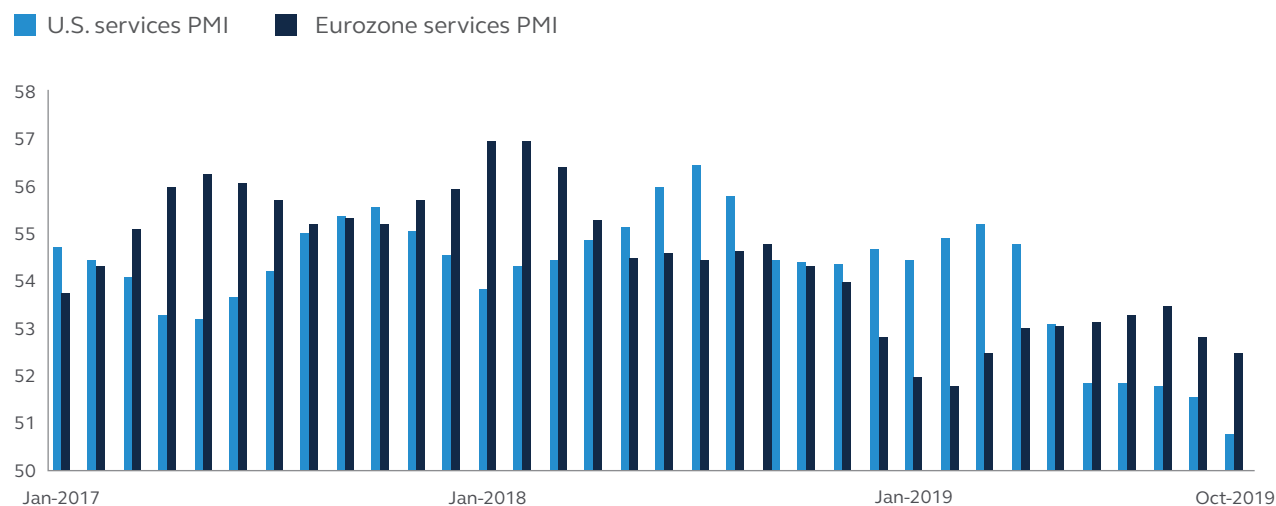
製造業の軟化にもかかわらず、サービス業はプラス成長

世界の製造業は軟化し、懸念すべき展開を示している可能性がある一方で、より大規模なサービス業は相対的に好調が続いており、他のセクターのファンダメンタルズ悪化の影響を受けていません（図表2）。米国のサービス業購買担当者指数（PMI）は低下したものの、2019年10月時点で拡大を報告している業界の割合（65%）は、製造業（17%）より高くなっています。米国以外の主要国のサービス業PMIは強弱まちまちで、英国はブレグジットに伴う不確実性を映して低下していますが、中国とフランスのサービス業PMIは上昇しました。先進国におけるサービスセクターの重要性、消費と企業利益に対する直接的な影響を勘案すると、世界経済がプラス成長にあることを再確信できます。サービス業の底堅さが2020年の世界経済成長にとって前向きな道標になるとみており、直近の経済成長率の鈍化は、2001年または2007～2009年の不況時ではなく、2015～2016年の世界経済が停滞した局面に近いと考えています。

“ サービス業の底堅さが2020年の世界経済成長にとって前向きな道標になるとみています ”

図表2: 欧米のサービス業は拡大局面が続く

米国とユーロ圏のサービス業PMI（3カ月移動平均）、50超の数値は拡大局面を示す



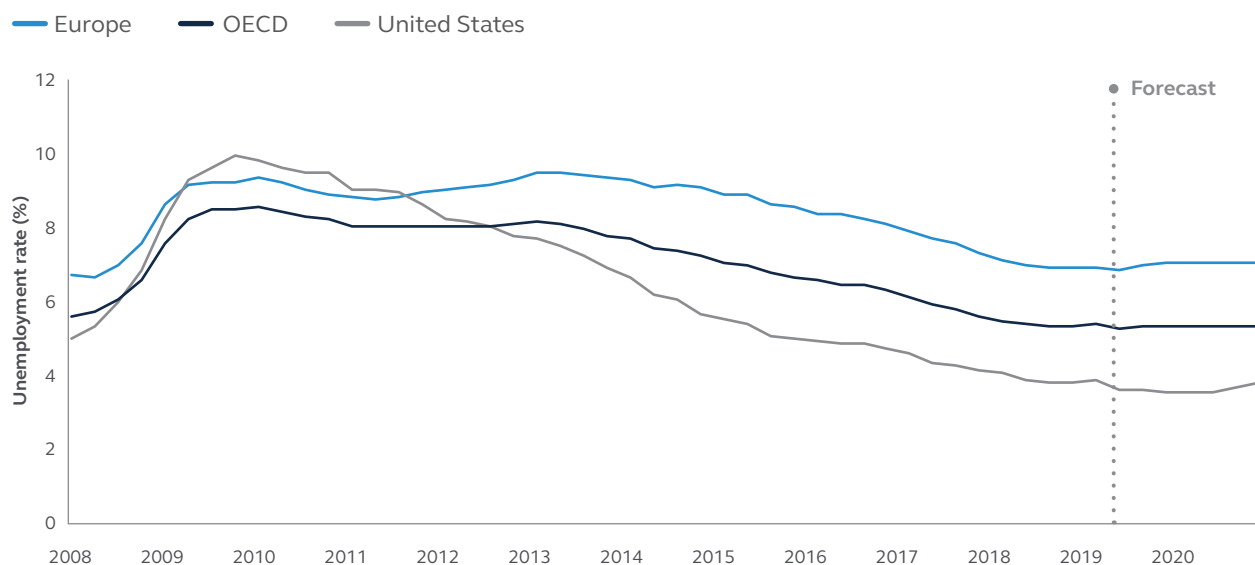
Source: Bloomberg, Principal Real Estate Investors, October 2019.

堅調な労働市場

世界経済の強さを下支えする第二の柱は好調なグローバル労働市場であり、製造業の低調と米中貿易摩擦による明らかな悪影響にもかかわらず、極めて堅調に推移しています。OECDに代表される先進国では雇用が6,000万人近く増加し、各国の失業率は世界金融危機以降の最低水準に押し下げられました（図表3）。米国の失業率は50年ぶりの低水準にあり、雇用状況は回復の基調的力強さを示しています。欧米双方とも健全な雇用市場は賃金の伸びと消費を支えています。2020年にはいくつかの課題に直面する可能性があります。特定の国・地域では完全雇用近く、未就業の労働者数が減少していることから、雇用の追加や労働者の生産性の維持も一層困難になっています。このことは、現在の求人数が失業者数を上回っている米国、オランダ、ドイツ、フランスの一部で既に問題となっています。

図表3: 失業率は低下傾向が続く

OECD諸国の失業率



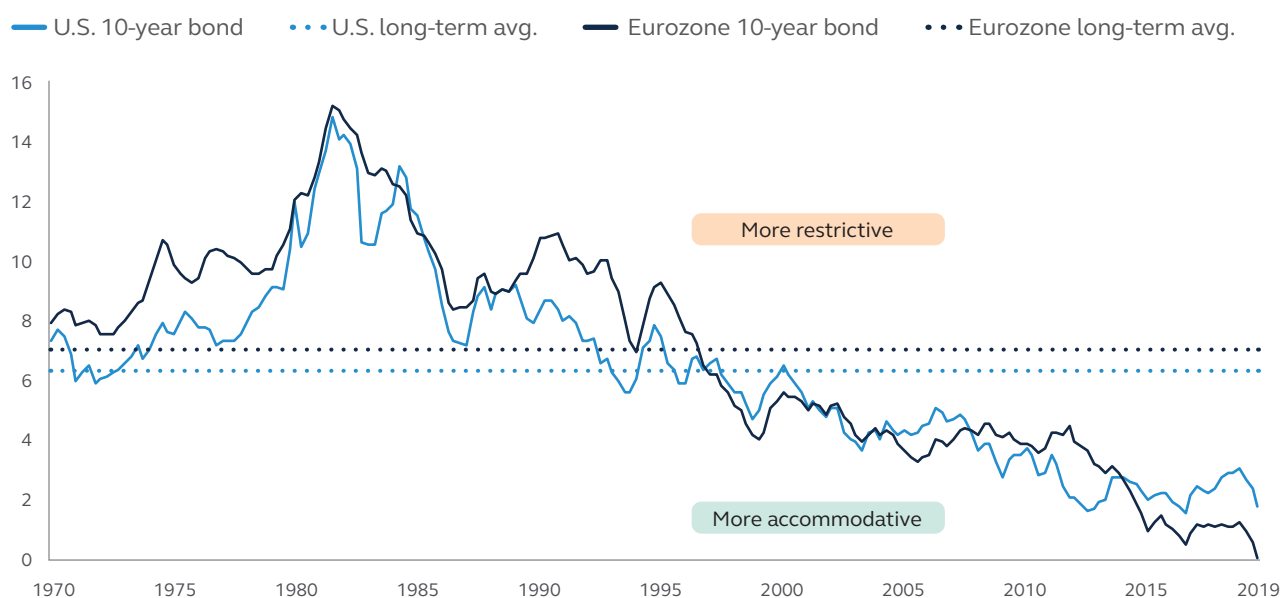
Source: Moody's Analytics, OECD, Principal Real Estate Investors, November 2019.

“ 先進国では雇用が6,000万人近く増加し、各国の失業率は世界金融危機以降の最低水準に押し下げられました ”

中央銀行は「必要なあらゆる政策手段を講じる」

2012年7月にドラギECB総裁（当時）が、ユーロを守り、ユーロ圏の信頼を回復するために「必要なことは何でもする」と発言したことは有名です。過去数カ月間、米連邦準備制度理事会（FRB）を筆頭に各国中銀は、その文言を金融政策に当てはめたようです。「必要なことは何でもする」は、今や世界共有のコンセンサスになりました。世界の経済成長が加速しそうなため、FRBは2019年10月30日に0.25%の追加利下げを行いました。日銀は今後のさらなる緩和を示唆しました。ECBも取り残されまいと、当面の間、超緩和的な状態を維持すると約束しました。そのため、成長率が明らかに大幅に加速しない限り、10年物米国利回りが2.5%を大きく超えて上昇するとは考えにくい状況です。一方、経済成長に勢いは見られず、景気後退が現実味を帯びる場合、国債利回りが過去最低を更新する可能性があります。金融緩和政策の継続は、利下げと的を絞った債券購入の両方を通じて、債券利回りに下方圧力をかけ続けます。利回りを低下させるこうした各国中銀の取り組みによって、金融政策は極めて緩和的となりました（図表4）。世界的な緩和状況には短期的にいくつかのプラス面があります。具体的には、低金利はリスク資産を支え、消費者心理にポジティブな後押しを提供し、効果的であれば、賃金上昇を通じてインフレの押し上げに役立つ見通しです。重要なことは、世界的な金融緩和によって、主要中銀が明確に示した成長重視の機運が強まり、その結果、FRBによる2018年の4回の利上げで生じた「金融政策が成長を抑制する」との懸念の高まりを軽減したことです。

図表4: 金融政策は極めて緩和的
米国と欧州の10年国債利回り (%)



Source: Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, September 2019.

中国は引き続き経済成長に取り組む

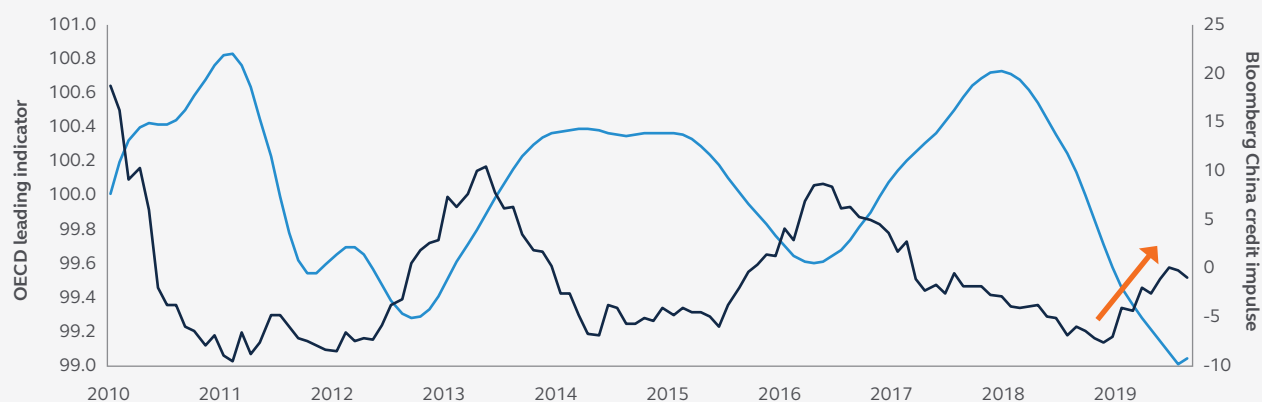
世界経済にとって極めて重要であり、重みが増している中国は、米国との貿易摩擦が続く状況において、景気刺激策を追加しています。政府は、財政、金融、規制のあらゆる手段を尽くしています。具体的には、モルガン・スタンレーによると、中国は約2,500億ドルの景気刺激策（GDPの約1.75%に相当）を実施しており、今後12カ月でさらに1,000億～1,500億ドルの減税やインフラ支出の形で実施されると見込まれています。先行指標がここ6カ月間に順調に上昇しており、財政支出拡大の成果が見られ始めています（図表5）。中国は「世界の工場」の役割を果たしていますが、消費主導の経済に変貌しつつあり、このことは世界経済の成長乗数がかつてなく大きくなっていることを意味します。

また、中国が他の主要国と比較して、景気サイクルに対抗する格好で財政政策と金融政策を実施していることも重要です。これは、ドイツや米国といった中国の需要に依存している市場にとって、かなりの追い風となるはずです。中国が手本となっていることで、経済成長の下支えのために財政政策も検討するよう他国に圧力がかかる可能性があります。2020年にドイツが従来の緊縮財政から転換し、米国が所得減税する可能性についての憶測が、既に市場に出回っています。このような財政政策が今後12カ月にわたり実施されれば、世界の経済成長にとってプラスの原動力になると思われます。

図表5: 中国は経済成長を維持するために景気刺激策を約束

中国のクレジット市場のモメンタムを示すブルームバーグの指標とOECDの先行指標

— OECD total leading indicators CLI amplitude adjusted SA
— Bloomberg Economics China credit impulse 12-month change



Source: Bloomberg, OECD, Principal Real Estate Investors, November 2019.

世界経済の見通しに対する当社の確信度は最近の中では比較的弱く、一部の重要な問題が解消されない、または悪化した場合、世界経済が景気後退に陥る可能性（30%の確率）があると強く認識しています。実際、経済成長とインフレに対する将来センチメントの重要バロメーターであるイールドカーブは、多くの主要国で数カ月間逆転していました。投資家は、世界経済の成長を阻害する

きっかけとなりうる要因が数多くあることを既に懸念しています。それらの要因として、(a) 米中貿易摩擦、ブレグジット、中東における緊張など未解決のグローバル地政学的緊張、(b) 世界的な製造業不況、(c) 企業利益の一段の落ち込みなどがあり、これらは全て資産価格、労働市場、個人消費にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

当資料中の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。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

地政学要因が世界の経済成長に影を落とす

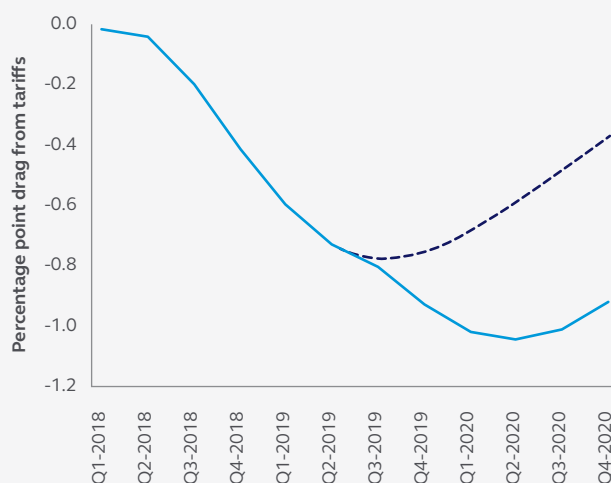
地政学的緊張の影響はもはや理論上ではなく、初期のデータから、その影響が例外なくマイナスであることが示唆されています。おそらく世界経済にとってこれまでで最も深刻なのは進行中の米中貿易戦争であり、2020年も引き続き世界経済成長に対する最大の脅威となっています。FRBは最近の分析で世界経済に対する貿易問題の影響を数量化し、通商政策の不確実性によって2019年上半期にグローバル経済成長率が0.8%低下したと推測しています¹。

当該分析ではさらに、貿易摩擦の2つの波によるGDPへの悪影響（図表6の実線）は2020年初めまで亢進し、累積で1%ポイント強の影響があることが示され、またその影響は米国、先進国、新興国でも同様です。図表6の破線は通商政策の不確実性の第一波のみのGDPへの影響を示しています。FDAの分析では、2019年5-6月に再び緊張が高まらなければ、GDPに対するマイナスの影響は2019年下半期に緩和されていたことを示しています。

図表6: 通商政策をめぐる不透明感が経済成長に及ぼす影響

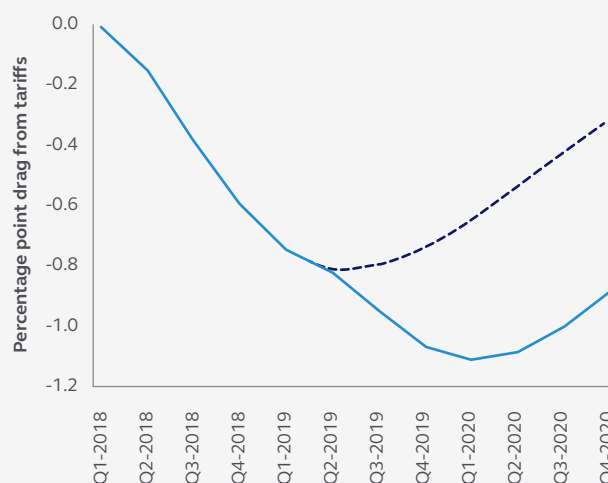
U.S. GDP

— U.S. total - - - U.S. first wave



Advanced economies, GDP

— AFE total - - - AFE first wave



¹ Source: Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino, and Andrea Raffo (2019). "Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity?," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, September 4, 2019. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.2445>

米中貿易摩擦が続く場合、政策決定から実施までのタイムラグを踏まえると、2020年には世界経済の成長に対する悪影響がさらに重大化する恐れがあることを意味します。ドイツを始め主要製造国も貿易戦争の後遺症に苦しんでいるため、影響は米中両国に限定されていません。また、解決に

至っていない他の潜在的な地政学ショック（ブレグジット、イラン、トルコ）と重なった場合、米中貿易摩擦における不満の残る解決策では、企業利益や消費者支出に重大なダメージを与える可能性があるとともに、2020年の世界経済成長に対する最も明確かつ数量化できるリスクをもたらします。

製造業は危険を事前に知らせる「炭鉱のカナリア」か？

米中を中心とする貿易摩擦の継続と米ドルの一貫した上昇が相まって、世界の製造業にマイナスの影響を及ぼしています。世界のPMIは、米供給管理協会（ISM）の景況感指数の悪化とユーロ圏の軟調なPMIを主因に、世界金融危機後の最低水準を更新しました。両PMIの低下は依然として広範にわたっており、2019年10月時点で製造業PMIの60%が下落しています。購買力平価（PPP）加重ベースで見ると、世界経済の78%で製造業PMIが景気拡大・縮小の節目である50を下回っています。9月には、PMIの2つの主要構成要素（新規受注と雇用）が引き続き低調でした。世界の新規受注指数はほぼ横ばいの48.5と、4カ月連続で50を割り込みました。ドイツを除く大半の先進国では、経済全体に占める製造業の割合が比較的小さいものの、製造業が他の産業と比べて高賃金の雇用を生み出し、経済活動に対する乗数効果が高い重要なセクターであることに変わりはありません。

世界の製造業の縮小が続けば、生産に係わる雇用者数の減少を通じて経済成長を阻害する可能性は高いのですが、経済活動の弱さが労働市場に波及する初期の兆候が顕在化しています。米国の労働市場については、求人数と労働時間の2つのデー

タを今後数カ月以内に注視する必要があります。求人数は高止まりしているものの、このところ減少しており、2019年の年初来では56万人減となっています。民間労働者の労働時間は2016年にピークを付けた後、減少に転じています。同様に、製造業の残業時間は世界金融危機前以来となる大幅な減少率を記録しました。米国の雇用市場の調整は広範な景気後退を伴った過去の経緯があるため、サイクル終了を示す明確な兆候となるでしょう。また、早ければ2020年にも世界的な調整を促す重要なカタリストとなるかもしれません。

企業利益の減少とその乗数効果

企業利益が減少し続ける場合、バリュエーションや株価だけでなく、企業景況感や消費者信頼感、ひいては労働市場にかなりの悪影響を及ぼす恐れがあります。米商務省経済分析局（BEA）の直近のデータによれば、米国では2017年に大幅な減税が実施されたにもかかわらず、企業の税引後利益は2016年以降実質的に横ばいで推移しています（図表7）。企業は今後投入する資金に対する将来のリターンを考慮に入れるため、利益が引き続き圧迫されれば、世界的に既に減少している設備投資に対する障害となりかねません。つまり、売上高と利益が低迷すれば、企業は当然ながら設備増強に消極的になるとみられます。

当資料中の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。
また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

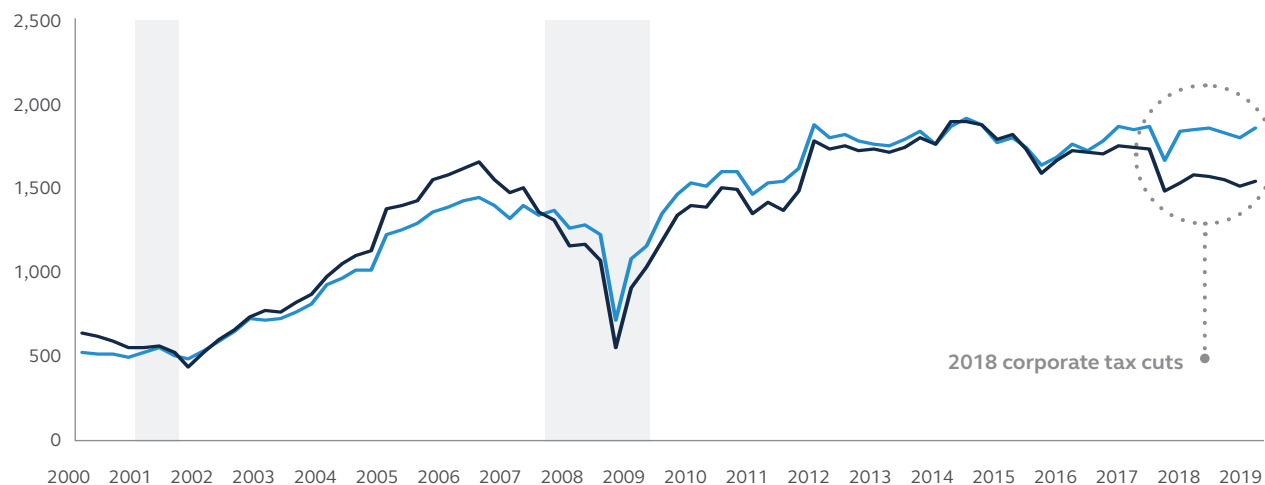


図表7: 法人税減税分を除くと、米国企業の利益は減少

企業利益 (10億ドル)

— Corporate profits after tax (without IVA and CCAdj)

— Corporate business: Profits before tax (without IVA and CCAdj)



Source: FRED, BEA, Principal Real Estate Investors, June 2019. IVA = Inventory Valuation Adjustment; CCAdj = Capital Consumption Adjustment

企業利益の減少は労働市場に対する圧力を高め、企業の人員拡張能力を制限し、さらには消費者心理と個人消費の悪化につながります。製造業が縮小する中で、労働市場がさらにソフトパッチに陥るのに大きな圧力は必要ありません。もちろん、企業利益が減少すればバリュエーションに影響する可能性があり、世界の株式市場が大きく下げれば、クレジットスプレッドは拡大し、デットによる資金調達に制限される恐れがあります。そうなれば、利益減少や持続不可能なビジネスモデルであるにもかかわらず、低い調達コストに支えられる形で生き延びてきた企業にとっては、重大な問題となりかねません。従って、企業利益の減少が

波及することで最終的に世界の景気後退につながることも考えられます。

昨年と同様に、当社は待ち受けている世界経済に対する様々な課題について、その発生確率と影響の予測を試みました（図表8）。世界の経済成長は明らかに転換点にあり、各種の潜在的カタリストが経済に打撃を及ぼすかもしれません。地政学的緊張はその規模と非線形的な特性を踏まえると、最も危険だと判断します。ただし、地政学リスクは極めて政治的色彩が強いため、前向きな解決に至れば、最も大きな上振れ余地があります。

図表8: 潜在的な下振れカタリストと確率

Event/catalyst	Impact	Probability
Geopolitical tensions, U.S.-China trade conflict worsen	High	Medium
Manufacturing recession	High	High
Falling corporate profits and multiplier effects	Medium	Medium

Source: Principal Real Estate Investors, November 2019.

1. 米国のマクロ見通し

米国経済は逆風の強まりにもかかわらず、2020年に1.8～2.0%の経済成長率を達成するとみられます。これは2010年以降の平均成長率（約2.3%）を若干下回る水準です。このいく分「味気のない」数字の裏には、全米経済研究所（NBER）が1854年に景気循環の統計集計を開始して以降、今回の景気拡大局面は最長を記録しているという事実が隠れています。景気拡大が11年目に入らないうちで、米国経済は高い地政学的不透明感、大統領選挙の年における潜在的に不安定な状況、金融政策の将来の道筋をめぐる中銀内の意見対立に引き続きさらされるとみられます。このため、当然かもしれませんが、2019年に当社に最も頻繁に寄せられた質問は「景気後退はいつ来るのか？」というものです。以前にも繰り返し述べた通り、景気拡大は寿命が尽きたという理由で終わるのではなく、経済のバランスシートにおける断層線や不均衡によって終わりを迎えます。米国の場合は通常、金融不均衡または政策主導の引き締めがこれに該当し、多くの場合コモディティ価格の急上昇、または2001年9月11日の同時多発テロなどの地政学ショックをきっかけに増幅されました。

現在の金融不均衡を分析したところ、企業のデット・カバレッジ・レシオ（DCR）は概ね健全な水準にあるものの、バランスシートにおけるレバレッジ比率はサイクル初期に比べて明らかに高いことが示されました。消費者のバランスシートも良好のようにみえますが、貯蓄率が8%近くに上昇しており、

平均的な家計が10年超に及ぶ足元のサイクルの次段階に向けて準備していることがうかがえます。過去に景気後退を引き起こしたそれ以外の要因としては、2018年に実施された過度な金融引き締め策が挙げられます。しかし、その後FRBが「サイクル半ばの調整」の一環として3回の利下げを行うとともに、今後12カ月以内の追加緩和の可能性を示唆したことで、このリスクは当面食い止められた模様です。FRBの利下げが時宜を得たものか、それとも遅すぎたかは、時間が経ってみないと分かりません。

それ以外としては、主要な経済指標からは、緩やかな景気拡大が向こう12カ月にわたり持続する可能性が高いことが示されています。労働市場は健全に推移しており、堅調な個人消費の源泉であり、消費者信頼感低下に対する重要な防波堤となっています。月次の雇用の増加は明らかに鈍化傾向にあります。それでも失業率を完全雇用の閾値を下回る水準に維持するのに必要なレベルを大幅に上回っています。賃金の伸びは雇用市場の逼迫に支えられて堅調に推移するとみられますが、これは個人消費を現水準に維持するために不可欠です。経済構造の潜在的な改善は、生産性向上の加速によってもたらされます。2019年第3四半期の非農業部門の1時間当たり労働生産性の変化率（4四半期移動平均ベース）は1.45%と、今回の景気拡大期の平均1.3%を上回りました（図表9）。

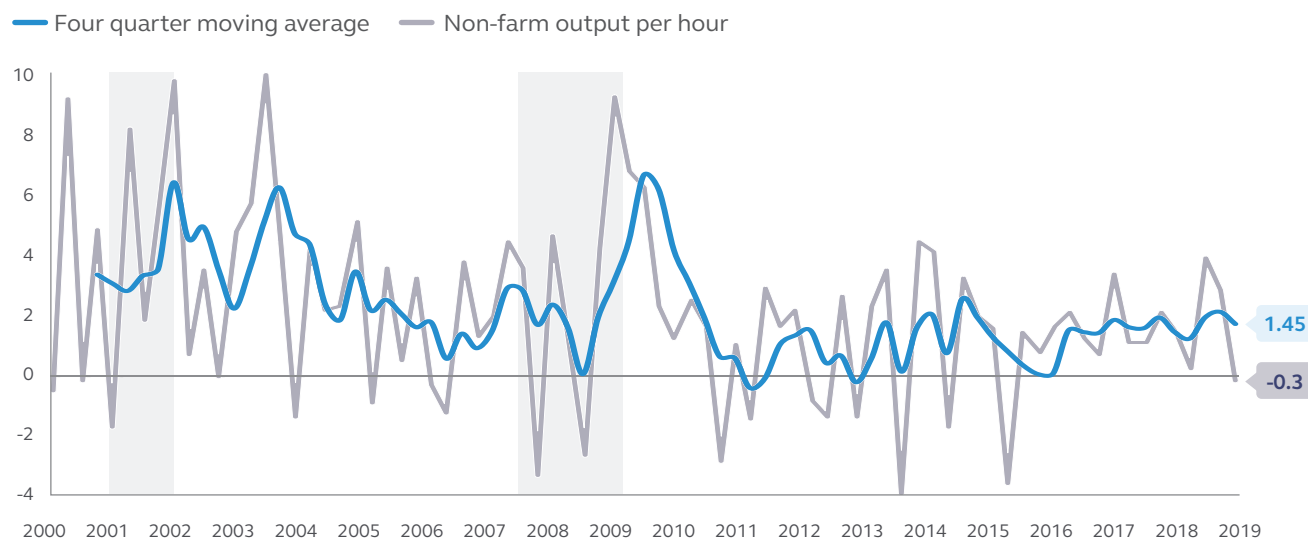
人口高齢化がもたらす構造的課題

世界経済が直面する主要な構造的課題は、人口高齢化が現実化していることです。第二次世界大戦後のベビーブーム期とは対照的に、米国や大半の先進国は人口増加の伸び鈍化に直面しています。ほぼ全ての先進国と多くの新興国では、合計特殊出生率（1人の女性が一生で出産する子どもの平均数）の低下を背景に、出生率は人口置換水準（人口数が長期的に一定となる水準）を下回っており、結果的に人口増加率の大幅な減速につながっています。多くの場合、特に重要な労働年齢層の人口は減少しており、主要な成長要因が経済

から奪われる構図となっています。例えば、米国の実質GDPの年間潜在成長率は1950～1970年には平均4%を上回っていました。ところが現在、議会予算局によれば、今後10年間の年間潜在成長率はわずか1.8%にとどまる見通しです。欧州と日本の成長率は米国を大きく下回るとみられ、このため、経済成長率は構造的に低下基調をたどる可能性があるものの、不動産投資家の視点からすると、状況ははるかに複雑で多様な投資機会が見込まれます。本稿ではこの点について後段で考察します。

図表9: 労働生産性は上昇傾向

非農業部門の1時間当たり労働生産性（前四半期比変化率%）



Source: National Bureau of Economic Research, Principal Real Estate Investors, September 2019.

一方、世界経済が直面する課題の一部を反映する形で、様々な逆風が差し迫っていますが、中には米国固有の逆風もあります。第一に、2017年に導入された税制面の景気刺激策の効果が徐々に薄れるのに伴い、米国企業の投資インセンティブは後退し、その結果、民間の実質固定資本投資は減少に転じています。米国にとって強みとみなされる労働市場は、労働時間数の減少にみられるように減速しつつありますが、それが広範な悪化を示す初期の兆候であるのか、それとも意欲のある未就業の労働者不足にあるのかを判断するのは時期尚早です。前者が実際に原因だとすると、労働市場の持続的な低迷が個人消費に影響し始め、既に大幅な鈍化に見舞われている企業利益をさらに圧迫する可能性も否定できません。政策決定が従来の課題のみならず固有の課題を多数抱える状況下では、消費者信頼感であれ企業景況感であれ、センチメントの重要性が今後ますます高まると思われます。

FRBはこれまでも、そして今後も重要な役割を担うでしょうが、リスク回避、総需要、設備投資など数々の問題に直面するため、FRBの政策の有効性を疑問視する意見が一段と高まると予想されます。ユーロ圏はさらに大きな圧力下にあるため、当社は欧米間の成長軌道の格差が縮小するという2019年の見通しから一転して、2020年には米国の経済成長が欧州を若干上回ると予想します。成長格差縮小という2019年の見通しは実現しましたが、残念ながら両市場とも成長率も減速しました。

“
ユーロ圏はさらに大きな圧力下にあるため、2020年に米国の経済成長が欧州を若干上回ると予想します
”

2. 欧州経済の見通し

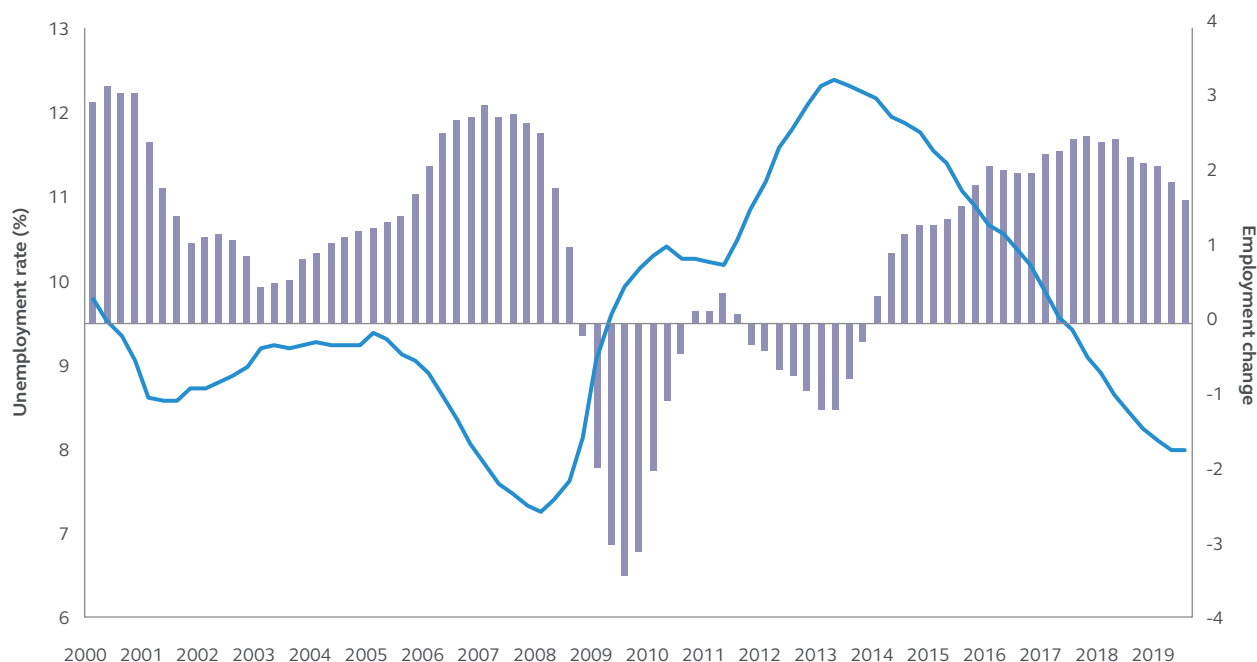
2020年を迎えて、欧州では経済の低迷と二極化が続いています。欧州最大の経済を誇るドイツは、米中貿易戦争の煽りを受けて大きな打撃を被りました。他方、英国はブレグジットをめぐる不透明感が消費者信頼感と企業景況感を引き下げています。フランス、スペイン、ポルトガルはかなり底堅く推移していますが、グローバル製造業の減速に伴いモメンタムが失われつつある模様です。世界的な需要の鈍化を背景に、製造業が直ちに好転するとは予想していません。欧州は米国よりも製造業に対するエクスポージャーが大きいため、現在の状況は経済成長に対する重大な脅威となっています。

ただし、消費者関連やサービス業が2020年の経済見通しの改善を後押しするなど、前向きな兆候も散見されます。労働市場は堅調さを維持しており、賃金は引き続き上昇しています。個人消費も継続的に平均を上回る好調な小売売上高を下支えしています。さらに、消費者信頼感は依然として長期平均を上回っており、景気拡大の状況を示唆しています。消費者セクターのパフォーマンスの主な牽引役はサービス業における雇用の底堅さで、ユーロ圏全体の失業率は7.4%と、労働市場は引き続き好調です（図表10）。こうした中で、不動産市場（特にオフィスと商業施設）は製造業よりもサービス業に大きく依存しており、その状況は大半の投資が集中する都市部でさらに顕著となっています。

図表10: ユーロ圏の労働市場は堅調を持続

ユーロ圏の雇用と失業率

— Eurozone unemployment rate [L] ■ Eurozone employment, Y/Y chg. mil. [R]



Source: Moody's Analytics, Eurostat, Principal Real Estate Investors, June 2019.



ドイツは欧州経済の中核的存在ですが、輸出産業は世界的な不透明感と国内外の需要の鈍化による逆風に引き続きさらされています。海外市場の低迷が続けば、消費者市場と労働市場に波及する恐れがあり、そうなれば民間部門の投資が負のスパイラルに陥りかねません。低迷の加速に対抗するため、ECBは企業と消費者の借入コストを低位に維持するという明確な意図を掲げて中銀預金金利を引き下げるとともに、債券購入プログラムを再開しました。金融政策の有効性を確実に高めるためには、実質的な財政面の景気刺激策が多くの加盟諸国で必要になるとみられます。これまでのところ、財政政策を強化しているのはオランダだけで、ドイツとフランスは必要な支援策を講じるのに消極的にみえます。

製造業は軟化しているものの、欧州にとって主要な課題は政治的・経済的不確実性です。ブレグジットは別にして、保護主義を掲げる右派政党（例えば、ポーランドの「法と正義（PiS）」党など）の政権確立といったナショナリズムの高まり

や、EUの連邦政策に対するあからさまな挑戦は、前途に多数の難題が立ちはだかっていることを明示しています。地政学的な亀裂は経済にダメージを与える恐れがあります。最近の分析によれば、ブレグジットをめぐる不確実性は、過去3年間に実質経済成長に約700億ポンドの損失を英国経済に与えました²。

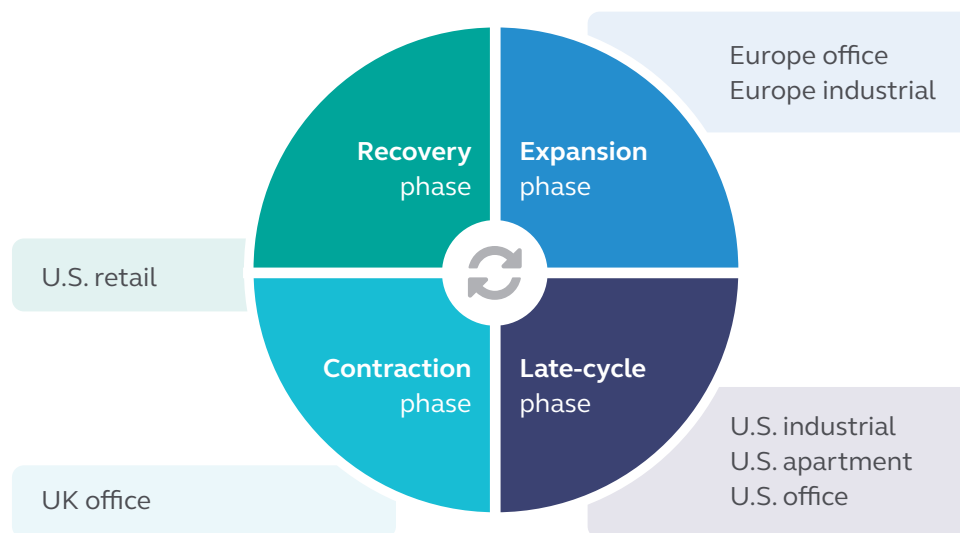
明るい進展として、英国はようやくブレグジットに到達できるとみられ、足元のハードブレグジットのリスクは完全に払拭されたとは言えないまでも大幅に後退しています。政治情勢は流動的であり離脱完了までには紆余曲折が予想されますが、英国とEUの双方にとって最も重要な懸念事項（ハードブレグジット）は差し迫っていないとみられるため、2020年の成長と投資活動に対する重大な逆風は解消される見込みです。英国の将来が見通せるようになれば、商業用不動産などのリスク資産にとってプラス材料となり、特にロンドンテナントと投資家の心理改善の恩恵を受けると考えます。

² Centre for European Reform, October 2019.

商業用不動産の見通し

小幅ながらもプラスの経済成長、低金利、入居率の大幅な上昇が10年にわたり続いたことで、世界の商業用不動産にとってはゴルディロックス（適温状態）環境が生み出されています。入居率は概して均衡水準を大きく上回り、物件のアブソープション（需要）の見通しは、多くの主要国経済の減速にもかかわらず、極めて堅調に推移しています。低利回り環境の中で、商業用不動産に対する世界的な投資資金は依然として潤沢であるため、大半の市場で不動産価格が押し上げられています。過去のサイクルとは異なり、ローンの引受けに対しては一般に慎重な姿勢が見られ、証券化は規律を維持しているため、債務をめぐるシステム・リスクに対する懸念は（今のところ）後退しており、信用力は長期化した不動産サイクルで散見される状態よりも良好です。その結果、大半の不動産タイプは拡大期またはサイクル後期にあります（図表11）。

図表11: サイクル後期に移行するセクターは増加



Source: Principal Real Estate Investors, November 2019.

長期サイクルにおいて商業用不動産投資家は建設ラッシュによる供給過剰への対応に慣れっこになっていましたが、現時点では供給過剰は見られません。過去数年間におけるハイイールドのデットファンドの台頭にもかかわらず、（主に格段に厳しい規制環境によってもたらされた）デット市場の規律強化は、世界的に開発抑制に一役買っています。しかし、一部の不動産タイプでは、今後の竣工率次第では問題が生じかねない兆候が浮上し始めています。差し当たり、オフィス、産業施設、集合住宅市場は均衡が取れている模様であり、資本市場は効率的に機能しています。販売件数と販売価格はいずれも鈍化の兆候を示していますが、これはサイクル後期の市場動向を示す典型的な指標であり、投資家はグローバルな景気拡大の着地点がどこになりそうか不安視しています。

当資料中の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。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

米国のテナント市場は堅調を維持する見込み

米国の商業用不動産は現在、健全な状態にあります。投資家の視点からすると、プライベートエクイティ不動産には依然として価格競争力があります。価格は長期にわたり再調達コストを上回っているものの、新規供給は概ね抑制されています。それが端的に表れているのが、供給を吸収する態勢が最も整っている市場や不動産タイプです。商業施設セクターを突出した例外とすると、入居率は20年来の高水準にあり、賃料の伸びは広範なインフレ指標を大きく上回っています。拡大期が延長されるのに伴い、物件レベルの価格上昇は鈍化するとみられ、投資パフォーマンスは賃貸収入利回りに向かってさらに収斂していくでしょう。

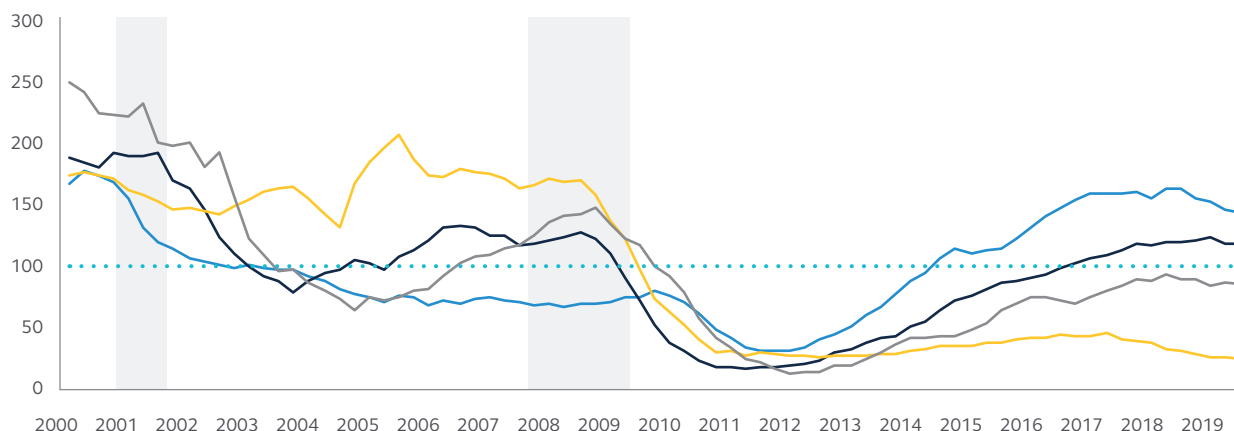
2020年に目を向けると、現時点の見通しと過去数年間の見通しの主な違いは、目前に迫る米国経済の成長鈍化の確率にあります。景気後退の確率は過去12カ月間に上昇しており、従来の道標からは、現サイクルが永遠には続かないことが示されています。しかし、米国の投資家にとってより重要なのは、経済成長率の減速または潜在的な落ち込みが商業用不動産の需要とパフォーマンスにどの程度波及するかという点です。足元のサイクルがいつどのようにして

終わりを迎えるかは分かりませんが、現在の商業用不動産のファンダメンタルズと資本市場の状況を理解することによって、不明な部分を補うことは可能です。

商業用不動産は賃貸市場と資本市場における大半のファンダメンタルズ指標によれば、目下、過去3回のどのサイクルよりも格段に良好な状況にあります。まず最も重要な点として、過去10年間に新規供給について厳格な比較評価と選別化の両方が起こりました。特にオフィス・セクターと産業施設セクターでは、世界金融危機の期間に空室率が高水準に達し賃料が低下した結果、供給の低迷が顕在化しています（図表12）。オフィス・セクターでは、開発件数はまだ過去平均を大きく下回っています。ニューヨークやボストンなど少数の主要ゲートウェイ市場を除き、注目されているのは西海岸のテクノロジー・ハブで、この地域では経済と労働市場の大幅な成長に比例して、建設は活発な水準にあります。

図表12: 市場の需給は各種不動産タイプで概ね均衡している
竣工率（過去平均を100とする）

— Apartment — Industrial — Office — Retail Historical average (1999 Q3 - 2019 Q3)



Source: CBRE EA, Principal Real Estate Investors, September 2019.

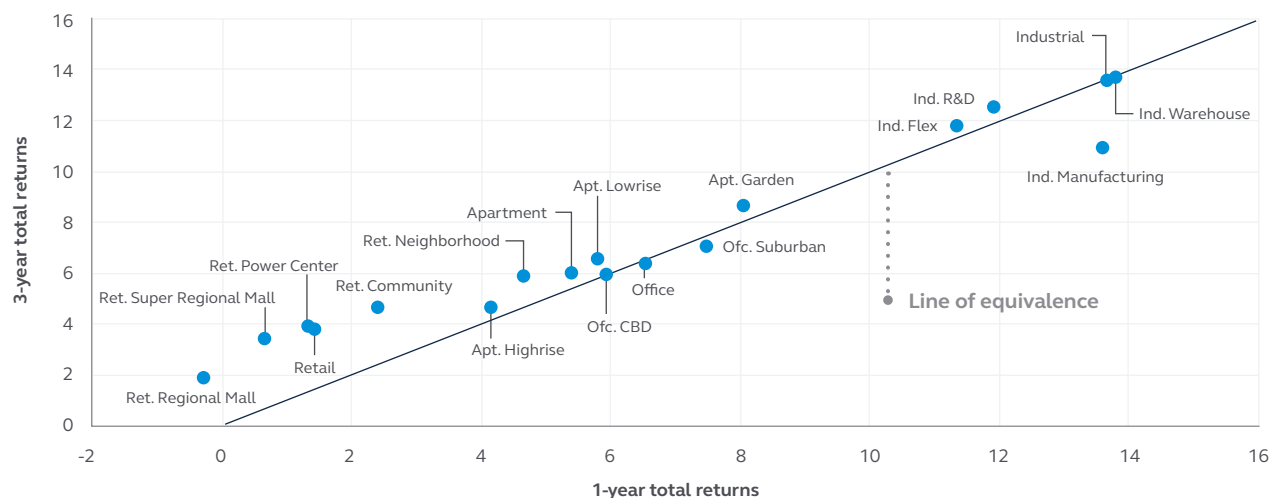
産業施設の需要は旺盛ながら、当社は供給を注視

産業施設物件のテナント需要は極めて堅調であるため、新規開発は当然ながら上向いています。まだ重大な懸念材料にはなっていないものの、産業施設の開発は長期平均を若干上回る水準で推移し始めています。そうした中で空室率が大幅に上昇する事態には至っていないとは言え、一部の市場では需要軟化の兆候が現れており、その結果として稼働率が上半期を通じて頭打ちとなりました。オレンジ郡、オーランド、ボストン、ナッシュビルなど注目すべき市場では過去2年間に需要鈍化の兆候が示されています。しかし、産業施設の需要見通しは同セクターにとって追い風であるEコマースの伸びに支えられ、引き続き良好に推移すると当社は考えます。供給はまだ問題にはなっていませんが、適切なテナント需要によって相殺される状況ではないため、当社は投資家の楽観的見方に警戒姿勢を取りたいと考えます。建設が比較的簡単なこの不動産タイプでは、需給のミスマッチがとりわけ問題となる可能性があります。

産業施設（特に倉庫）は、インカムの伸びと価格上昇の点で最も高いパフォーマンスを上げている一方、集合住宅セクターは引き続き当社のディフェンシブ投資の主要な推奨セクターの一つです。新規供給が記録的な高水準にあるにもかかわらず、集合住宅投資家は積極的な姿勢を崩しておらず、2019年初来の取引総額の3分の1以上を占め、2019年上半期の取引額は前年同期比で26%増加しました。スペース市場の観点から見ると、特に（取得可能な住宅のベンチマークとなる）ガーデンスタイルの低層セクターでは、低い空室率と賃料の持続的な伸びが価格上昇の加速・持続を促しています。実際、過去12カ月のトータルリターンに基づく、ガーデンスタイルの集合住宅のリターンは産業施設セクターに続いて2番目に高く、価格は上昇しています。また、サイクルの成熟に伴い、人件費と取得可能な住宅価格によってキャップレートが大きく圧迫されているにもかかわらず、インカムリターンは過去数四半期にわたり安定的に推移しています（図表13）。

図表 13: 商業施設を除き、リターンは安定的に推移

NCREIF不動産指数（NPI）の年率換算トータルリターン（%）



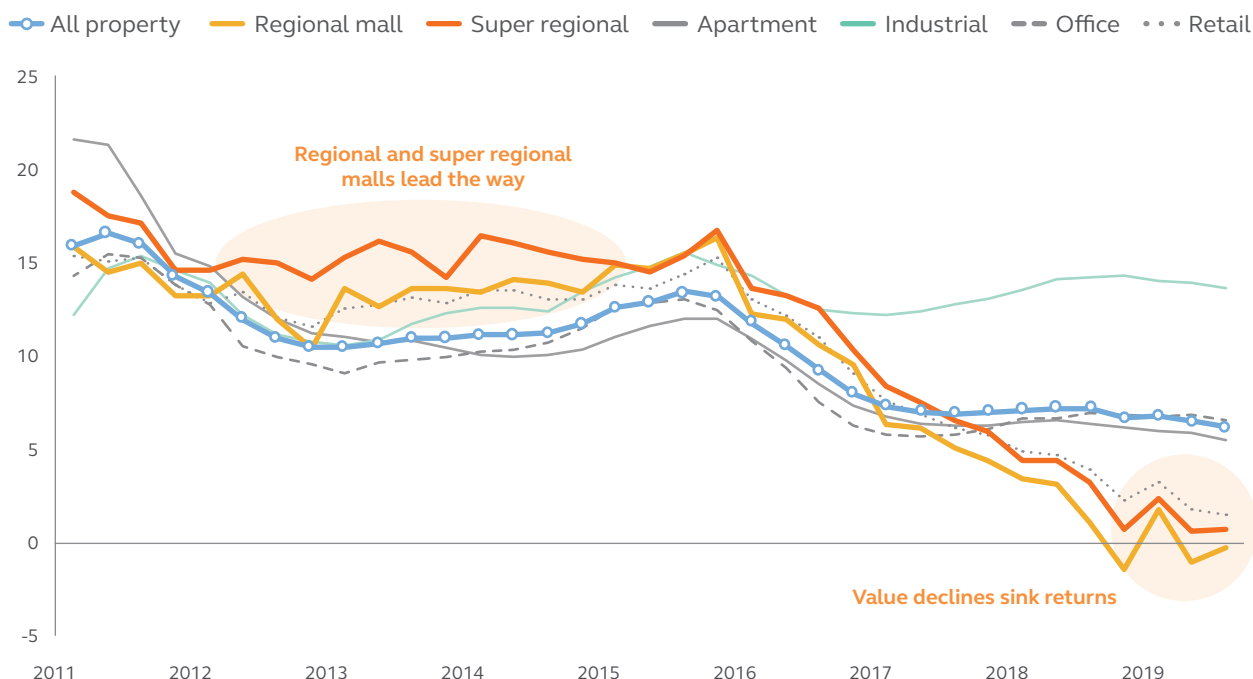
Source: NCREIF, Principal Real Estate Investors, September 2019.

商業施設セクターは、従来型実店舗からの構造的な移行だけでなく、数十年に及ぶ過剰建設と、最近苦境に陥っている老朽化した高コストのモール・サブセクターが足かせとなり、不人気が続いています。ほんの3年前まではスーパーリージョナル／リージョナル・モールは機関投資家向けユニバースの中で相対的に堅調なサブタイプとみなされており、オフィスや産業施設セクターよりベータが低い一方で、一貫して高いリターンを提供してきました。状況が変わり始めたのは2016年で、従来型モール・テナント、中でも中価格帯の日用品販売業者はオンライン取引業者との競争で、急速に地歩を失いました。これは小売業全体の問題であると広く捉えられましたが、モールは質の面でAクラスを下回るとみなされるリージョナル・モールを中心に、最も大きな打撃を受けました。今後、商業施設にとって上振れ要因が一つあるとすれば、それは開発が不足している点です。米国では過去10年間に少数のモールが建設されただけです。ただし、時代遅れのモールやショッピングセンターは今後数年間に用途変更に直面するとみられる一方、投資家はこれらのサイトの多くについて、利用頻度が高く最適な新たな用途を検討しているため、取り組むべき課題はなお山積しています。図表14に、米国のモールと他の不動産タイプのパフォーマンスの比較を示しています。

“商業施設セクターは、数十年に及ぶ過剰建設と老朽化した高コストのモール・サブセクターが足かせとなり、不人気が続いています”

図表14: モールのパフォーマンスは2016年以降急低下

トータルリターン（前年比変化%）



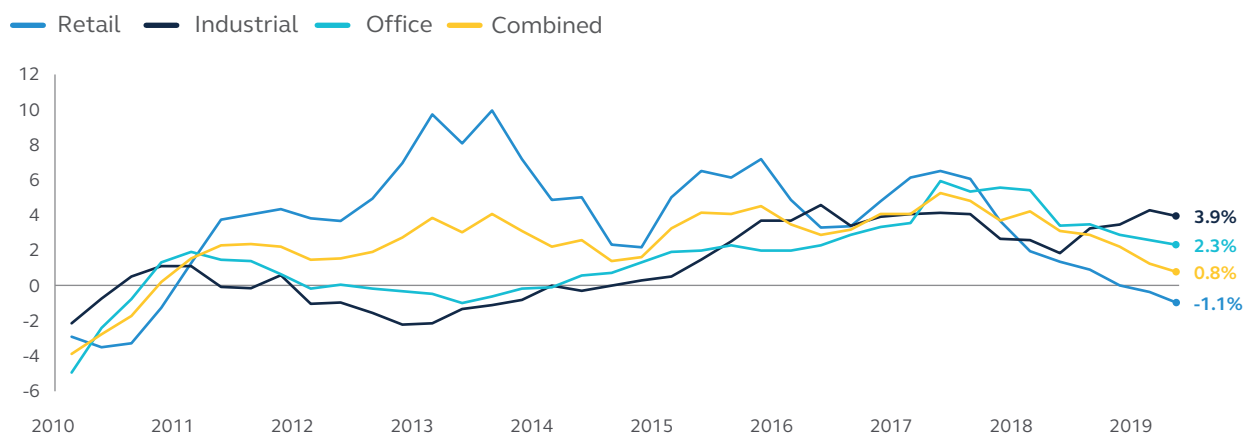
Source: NCREIF, Principal Real Estate Investors, September 2019.

最終的に、投資家のニーズは市場心理を示す最良のバロメーターと言えますが、2019年の取引活動は低調な幕開けとなった後、2018年並みの水準で推移しています。市場の基調的強さを示す最適な指標と考えられる個別物件の取引高は、2018年の事業体レベルおよびポートフォリオ・レベルでの取引不足にもかかわらず、健全な状態を維持しています。オフィス、産業施設、集合住宅の物件取引額は前年同期と同等以上の水準が続いている一方、商業施設の取引は大幅に減少しています。12カ月前より商業施設の取引額が低迷していることは、全くの予想外というわけではありません。なぜなら、2018年にモールを中心に大型のポートフォリオ取引があったからです。金利（特に10年米国債利回り）はここ数カ月の間に低下し、相対的にタイトなスプレッドに対する圧力を幾分緩和していますが、キャップレートの縮小ペースは鈍化しています。このように安定した資本フローは投資家の信頼感を示すシグナルであり、当社は不動産取引が引き続き堅調に推移すると予想しつつも、資産と市場の質を一段と重視しています。

欧州の多様性は不動産にとって強み

欧州は多様性を背景に、マクロレベルのトレンドに応じてパフォーマンスが市場ごとに大きく異なるため、不動産市場を大局的に数量化するのはかなり困難です。しかし、地域レベルで見ると、欧州の引き続き旺盛なテナント需要（今のところ、資本市場における懸念要因とは無縁とみられる）が市場のファンダメンタルズに好影響を及ぼしており、世界最大級の不動産サービス会社のCBREによれば、優良物件の空室率は2019年後半時点で6.8%に低下しており、これは世界金融危機前以来の低水準です。賃料の伸びも足元では鈍化している模様とは言え、際立っており、特にオフィスと産業施設セクターでは賃料の伸びは、幅広いインフレ率と同等以上です（図表15）。これに加えて特筆すべき重要な点として、欧州主要市場の経済成長率が国レベルの経済指標が示唆する水準を上回っていることが挙げられます。これは、相対的に大規模で流動性の高い市場を選好する傾向にあるグローバル投資家の視点からすると、重要なポイントです。投資パフォーマンスも安定しており、少なくとも大型プライマリー市場に関しては、米国における過去12カ月間の実績と遜色はありません。

図表 15: 欧州の賃料の伸び率は減速しているものの、プラスを維持する見通し
ユーロ圏のプライム物件の賃料（前年比での変化%）



Source: CBRE ERIX, Principal Real Estate Investors, June 2019.

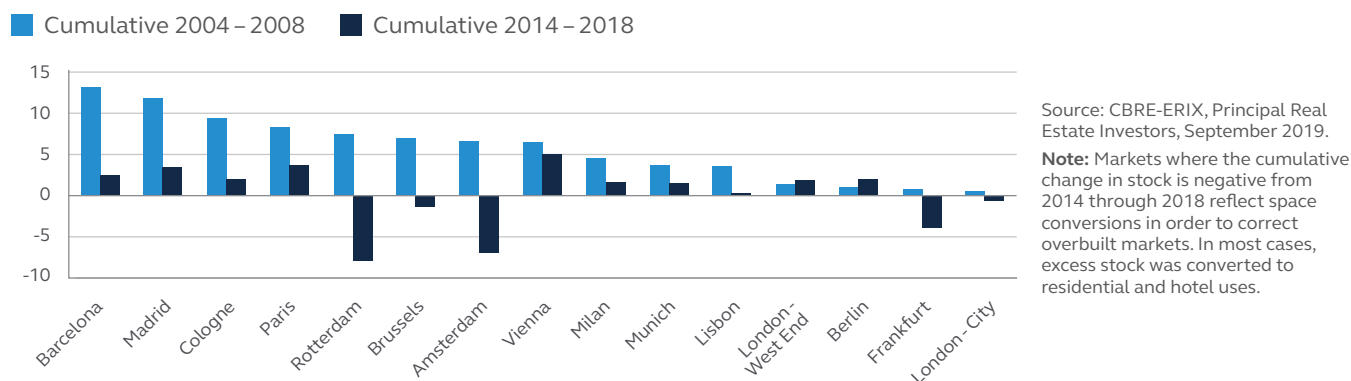


オフィスの賃料は予想外の上昇

大半の欧州オフィス市場において賃料は階段状に動く傾向がありますが、ややポジティブ・サプライズとなっているのは、多くの主要市場で賃料の上昇が加速している点です。背景には一部の主要市場で空室率の低下とオフィスの抑制された供給によって、物件オーナーの価格決定力が強まったことがあります。地域別に見ると、成長している市場と鈍化（または縮小）している市場との格差が引き続き拡大しており、アムステルダム、マドリード、ベルリン、パリ（中西部）などの市場ではいずれも過去12カ月間のオフィスの年間賃料上昇率が1桁後半から2桁前半を記録しました。一方、ダブリン、チューリッヒ、ロンドン（ウエストエンド）などの市場では、概ね低迷が続いています。ロンドンは引き続きブレグジットをめぐる不確実性に直面しているため、優良買収案件を除き投資家のニーズが減退するとともに、一部の周辺市場ではオフィスの賃料への打撃となり始めています。ただし、現サイクルを通じて、欧州全体のオフィス開発は少数にとどまっています。国レベルでの経済成長鈍化の逆風にもかかわらず、多くの大都市圏の拡大持続はオフィス需要の増加、賃料の伸び、空室率の低下を促しており（図表16）、こうしたファンダメンタルズは短期的に持続する見込みで、これまでのところオフィス・サイクルの長期化につながっています。

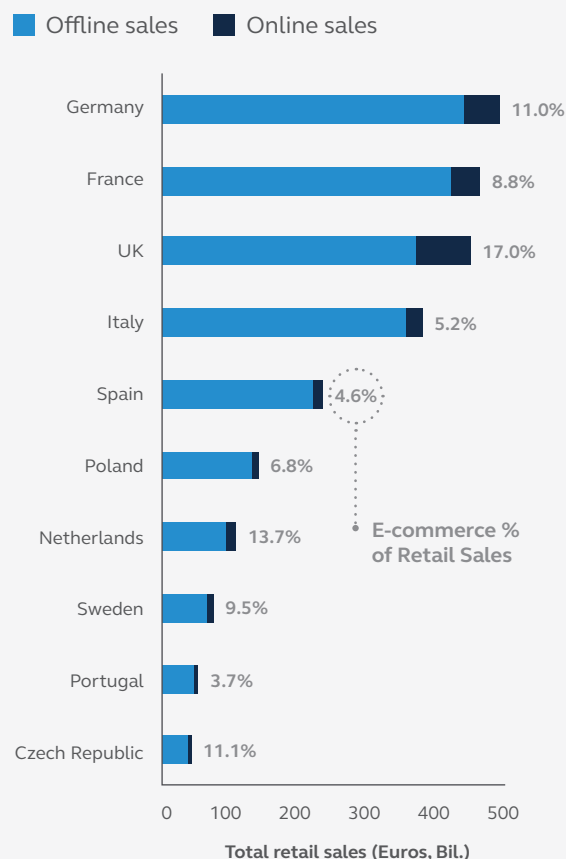
図表16: 欧州のオフィス開発は世界金融危機前のサイクルよりも抑制されている

オフィス在庫の累積変化 – 世界金融危機前のサイクルと現サイクルの比較 (%)



物流施設は引き続き好調ですが、投資家の旺盛な投資意欲がテナントの需要を上回っている可能性があることが懸念材料で、一部の市場ではテナント需要は一服しています。これはユーロ圏全体にわたる経済活動の鈍化の影響です。竣工が過去平均に比べて高水準にある市場では、賃料が軟化し始めています。一方、利回りは引き続き縮小しているため、短中期的に資産価格は押し上げられるとみられます。投資の観点からすると、当社は産業施設／物流施設タイプについては固有の強みを認識し、引き続き選好していますが、倉庫・物流施設の新規のハブとして参入障壁が高い市場を強く推奨します。スペインでこのような戦略を取っている例として、バルセロナとマドリードはいずれも賃料の伸びが好調ですが、今後はスペース拡大の制約があるという理由から、バルセロナを選好しています。

図表17: 欧州のEコマース市場には地域差
Eコマースと実店舗の小売売上高



Source: CBRE, Forrester Analytics, Principal Real Estate Investors, November 2019.

商業施設セクターの多様性はプラス要因

商業施設セクターは、特にEコマースの急成長により著しい圧力にさらされています。米国では、市場の変わり身の速さを物語るように需要は急減しましたが、欧州の商業施設は、テナントの信用力が弱まる兆しを示しているものの、底堅さを見せています。欧州では小売市場の多様性、消費文化、新規供給に対する厳格な規制のおかげで、Eコマースによる打撃は今のところ大きく広がっていません。Eコマースについて分析すると、欧州市場ではオンラインショッピングの浸透度に差があることが明らかです（図表17）。ドイツ、フランス、英国などではインターネット・インフラ、Eコマース業者、流通ネットワークなど環境が十分に整っています。こうした市場では、伝統的な一般の小売業者は米国の小売業者と同じように圧力を受ける可能性が高く、従って、実店舗で購入することが通例となっているような生活必需品関連の業態や市場に注目することを投資家には推奨します。

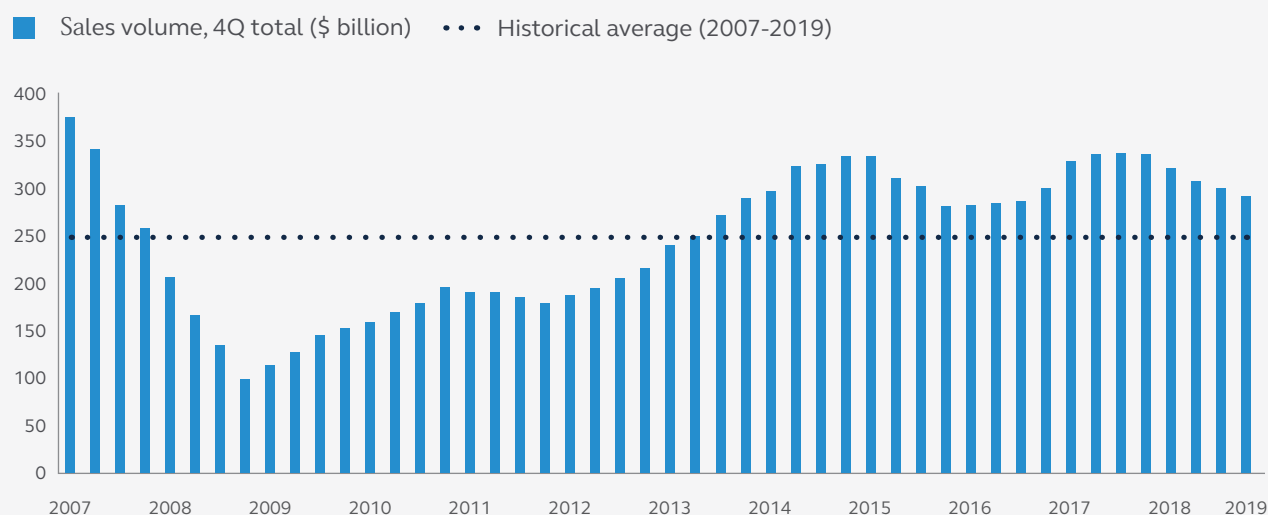
一方、こうした多様性は、投資家が商業施設について検討する上で戦略的な価値をもたらす可能性があります。Eコマースの浸透度が国ごとに異なるだけでなく、消費体験に対する考え方も文化によって大きく異なります。多くの国では、主に都心部にコミュニティが集まり、そうした場所に位置するショッピングセンターなどが大きな需要源となっています。従って、商業施設セクターの投資機会については、Eコマースの普及状況に加えて、文化的規範や規制当局の動きを慎重に比較して判断する必要があります。



欧州は引き続きグローバル投資家の注目の的

市場の状況を最も的確に示すのは投資家心理であり、不動産投資家は引き続き欧州を世界的に有望な投資対象とみています。欧州の過去12カ月間の不動産取引額は過去平均を大幅に上回って推移しています（図表18）。主要なグローバル市場と東欧を中心にオフィスと産業施設に対する旺盛な需要が、資本フローを促し、市場の流動性維持に寄与してきました。さらに、欧州の投資家は、米国で7年ぶりに商業不動産を売り越しています。おそらくこれは、欧州の投資家が、市場価格が完全に織り込まれている世界の主要なゲートウェイ市場に比べて、域内市場に優れた潜在価値があるとみている証左でしょう。

図表18: 不動産取引額は堅調に推移
欧州の不動産取引額（10億ドル）



Source: Real Capital Analytics, Principal Real Estate Investors, September 2019.

*Includes property or portfolio sales of \$10 million or greater across apartment, industrial, office, retail and hotel property types

見通しの不確実性は高まったものの、不動産市場は相対的に順調

当社の2020年の不動産市場の見通しは、2019年よりも不透明感の高まりが反映されています。しかし、以前のサイクルと違い、こうした見方は過度に投機的な賃貸活動、開発、融資とはあまり関係なく、むしろ世界各地で発生するボラティリティの原因や景気見通しに対する当社の確信度合いと関係があります。実際のところ、現在の市場状況はテナント需要と資本市場の間で十分均衡が取れています。世界的な景気後退が起らない限り、テナント需要は堅調に推移し、当社の基本シナリオ通り、減速しながらも成長を続けると考えます。

戦術的な不動産投資機会

本セクションでは、ポートフォリオのリスクを抑制しつつ追加リターンの源泉を提供できる相対価値ベースの投資機会を、市場が非効率的で固有の特性を有することを認識した上で、投資家が検討できるように4つの分野から特定したいと思います。世界経済が減速し、潜在的ショックに対する脆弱性が高まるという見通しに基づき、2020年に最も多くの機会を提供するとみられる分野を特定していきます。当社は基本シナリオに基づき、ディフェンシブ・バイアスを取っており、エクイティよりデットを選好し、可能な場合はクオリティを明確に選好します。また、ボラティリティの動きを主導し変動が大きくなる傾向がある公開市場より、非公開市場を選好します（特に資本市場の不確実性が高まりそうな環境において）。今後12～24カ月にかけては純営業利益（NOI）が投資パフォーマンスを主に左右するとみられるため、NOIの伸びが力強い市場や物件タイプに引き続き注目しています。

地域や戦略による投資リターンの差は縮小しているため、リスク・リターン特性が明確に異なる2つを組み合わせるバーベル戦略の検討を提案します。低リスクのコア型では、高利回りの不動産デットと、信用力が高く賃貸契約期間が十分ある非公開の不動産を選好します。高リスクのオポチュニスティック型では、利益率が高い点を踏まえ、直ちに着工可能な開発プロジェクトを引き続き選好しています。図表19に4分野のトータルリターン予想を示しました。

今後12～24カ月にかけては純営業利益（NOI）が投資パフォーマンスを主に左右するとみられるため、NOIの伸びが力強い市場や物件タイプに引き続き注目しています

図表19: サイクル後期に相対リターンの向上を目指すには、相対リスクを引き上げる必要がある —— 当社の今後12カ月のトータルリターン予想を以下の4分野について示す

Private Real Estate Equity	Forecast range
Core	
U.S.*	5-6%
Europe (ex-UK)	6-7%
Value-add	
U.S.	7-8%
Europe (ex-UK)	7-9%
Opportunistic	
U.S.	12-14%
Europe (ex-UK)	12-14%
Private Real Estate Debt	
Core	
U.S.	2-3%
Europe (ex-UK)	1-2%
High-yield	
U.S.	6-8%
Europe (ex-UK)	5-6%
Public Real Estate Equity	
U.S.	4-5%
Global	5+%
Public Real Estate Debt	
U.S.	4-5%

Source: Principal Real Estate Investors, November 2019.

* Includes 20% leverage

Exhibit 19: The forecasted return ranges are not intended to predict future events or guarantee the return of any fund or strategy managed by Principal Real Estate Investors. These ranges do not reflect any deductions for investment management fees or expenses that would reduce the actual returns realized by investors. Investors should keep in mind that the real estate markets are volatile and unpredictable and there is no guarantee that the above forecasted return ranges will be realized or achieved or that any investment strategy will be successful. This is shown for illustrative, informational purposes only and subject to change without notice.

不動産エクイティの投資機会

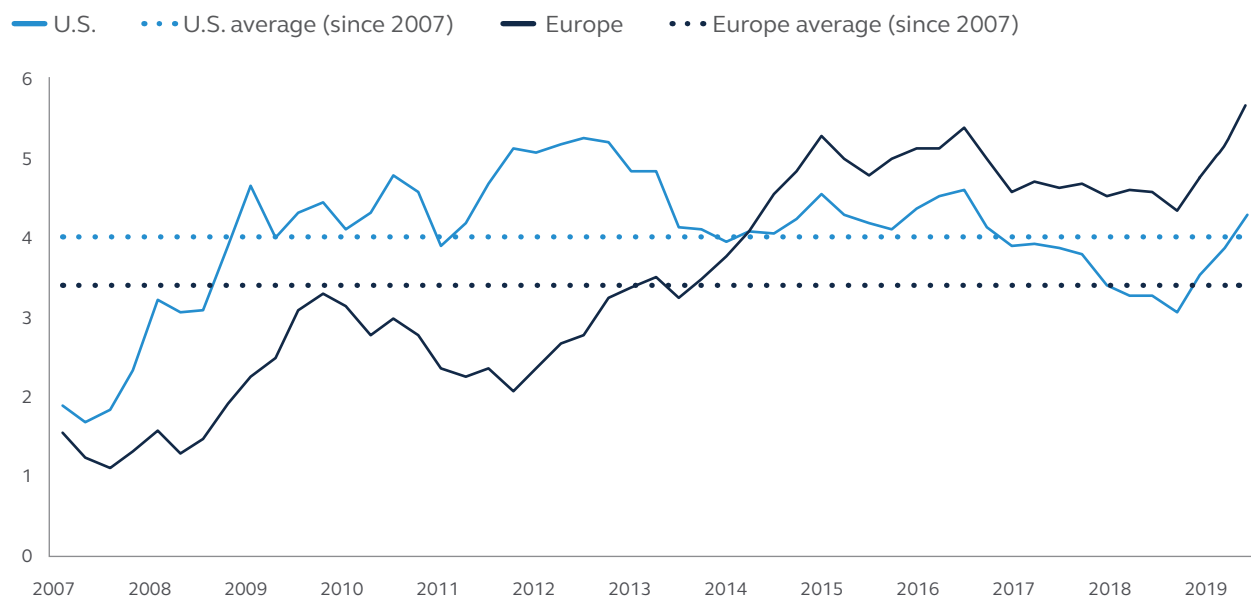
◆ コア型

ユーロ圏を引き続き小幅選好

当社は2018年に、ユーロ圏のコア型不動産戦略には米国に比べて、(a) デット資本コストが低く、上昇の余地がある、(b) 欧州は景気回復で出遅れているため賃料上昇機会が大きい、という2つのメリットがあると指摘しました。そしてこの点に基づき、コア型戦略で相対価値を模索する投資家に、ユーロ圏の小幅オーバーウェイトの検討を提案しました。2020年も、欧州選好の根拠となったファンダメンタルズは概ね健在です。FRBが利下げを実施し、金融政策に柔軟に対応する方針を示したため、欧米の金利差は縮小しています。しかし、両者の金利差は引き続き大きく、特にドイツの銀行ではその差は顕著です。また、ユーロ圏のリスクプレミアム（キャップレートの債券利回りに対するスプレッド）は米国を上回っています（図表20）。イールドカーブの差も、欧米で投資機会を検討する多くのグローバル投資家にとっては、ヘッジコストの上昇につながる要因です。入居者の観点からは、両地域とも賃料の伸び率はインフレ率を上回る方向にあるものの、一部の欧州市場では賃料はまだピークに達していないため、ある程度の上昇余地があります。以上から、金利と賃料伸び率の差は縮小したものの、当社は資本コスト面のメリットに基づき、2020年にユーロ圏のコア型戦略を若干選好します。

図表20: 欧州のキャップレート・スプレッドは米国を大きく上回る

全不動産取引のキャップレート・スプレッド、%ポイント



Source: Real Capital Analytics, Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, September 2019.

◆ バリューストック型およびオポチュニスティック型

投資機会はより限定的

コア型の予想パフォーマンス低下を相殺する高リスク・リターン戦略の中では、バリューストック型より開発物件を選好しています。取引データから明らかなように、バリューストック型戦略とコア型戦略のプレミアムは大幅に縮小しており、投資家は多くの場合、前者をコア型のようにプライシングしています。数年前には、レバレッジが50%を超える「伝統的」なバリューストック型戦略（修繕により物件の価値を上げて再リースする）はコア型に対して300bp以上の超過リターンの創出が期待できました。現在の環境では、こうした機会があっても投資家がすぐに気づいてアービトラージの余地が減るため、この水準のスプレッド・プレミアムはほとんど見つかりません（代表例は、労働者向け住宅や学生住宅寮）。従って、当社はリスク・リターンの観点から、バリューストック型戦略の投資機会にあまり魅力を感じていません。

当社が選好するオポチュニスティック型戦略は、許認可手続きや建設規制リスクが取り除かれている着工可能な開発プロジェクトです。また、開発期間の「デュレーション」が短いものを選好しており、このため収益安定化までの期間が極めて短い物件タイプ（通常、集合住宅や産業施設プロジェクト）をターゲットにしています。また、投資結果が複数年のプロジェクト受け渡し期間に依存することを避けるため、単一フェーズの開発戦略を選好します。投資家からは「不動産開発は、特にサイクル後期に、リスクに見合うリターンを狙えるのか？」という質問をよく受けますが、当社の答えはイエスです。投資プロセスに、建設リスクを軽減し竣工後の資産の賃貸と収益安定化を促す安全装置が組み込まれていれば、問題ありません。現在の環境でこのようにコントロールされた開発戦略を採用すれば、バリューストック型のエクイティ・リスクと同水準で、オポチュニスティック型のエクイティ・リターン余地を提供できると当社は考えています。

◆ 不動産投資信託（REITs）

パフォーマンスは2019年の力強い水準からコア型並みに戻る見込み

2019年は各国中銀が引き締めバイアスから緩和バイアスへ移行したことを背景に、REITのパフォーマンスは予想よりかなり好調で、バリュエーションの大幅拡大につながりました。しかし、世界経済の同時減速の見通しは、現物不動産のファンダメンタルズにまだ完全に織り込まれていません。通常、不動産利益は、そうした見通しから遅延する傾向にあることから、前期比利益は他の資産クラスと比べると健全に推移しています。実際、最近の増益率予想は多少上向いていますが、これは減速傾向にある経済と雇用の伸びとは食い違っていません。デット資本コストの低さと適正なリスクプレミアム（対ソブリン債のスプレッドは約260bp）は支援要因です。以上から、米国では依然として増益が見込まれますが、対照的に、欧州では利益予想が悪化している模様で、ブレグジットをめぐる不透明感と最近のバリュエーション拡大が持続しない可能性からみて、英国は不確定要素といえます。このため慎重スタンスを強め、バリュエーションがより魅力的な水準になった時に戦略的にREITのエクスポージャーを追加することを推奨します。2020年には、両地域ともトータルリターンは小幅となり、コア型不動産エクイティ並みのパフォーマンスと予想されます。資本市場は2020年の世界の地政学環境の変化を警戒しており、ボラティリティが上昇した場合リスク調整後リターンはおそらく影響を受けるでしょう。物件タイプ別では、引き続き集合住宅と産業施設に加えて、セルフストレージやデータセンターなどのニッチセクターを選好しています。



不動産デットの投資機会 — 投資機会に微妙な差異

世界経済に対する慎重な見通しに基づき、当社はエクイティよりデットを選好していますが、今後1年間の投資機会には微妙な差異があります。ECBに続いてFRBも緩和スタンスを取り、政策金利を引き下げたため、特に貸し手が利ざやを縮小して競争力維持を図った場合、2020年のデットの投資リターンはおそらく圧力にさらされると予想されます。しかし、不動産デットは構造的に投資家に、(a) ギアリング削減戦略（借換戦略）およびレバレッジ再拡大戦略の資本を提供する能力、(b) 不動産価値下落時に返済順位が劣後するエクイティによるクッションを与えます。

2020年の不動産デット投資機会の見通しに関しては、2019年よりリターンが低下する公算が大きいことに注意が必要です。保険会社など長期の貸し手は、シニアデットやコア・モーゲージ・セクターでは、対ソブリン債で相対価値を見出すことが依然として可能ですが、絶対リターンの獲得には苦戦すると思われます。

ハイイールドの不動産デット商品は、特にモーゲージ・クレジット・カーブがスティープ化している米国において、ローン・トゥー・バリュー（LTV）比率が40～55%を超えた水準で、相対価値および絶対価値に魅力が見いだせると考えています。米国のハイイールド不動産デットは6～8%のトータルリターンを上げると期待でき、コア型エクイティ不動産に比べてかなり投資妙味があります。欧州では、金利水準が大幅に低下しているため、ハイイールド不動産デットの利回りの絶対水準は低下しています。欧州のモーゲージ・クレジット・カーブは米国と同様であるため、LTV比率が65%を上回る水準でリターンに上昇余地があると考えます。

劣後デットは、社債に比べて魅力的な利回りを提供する可能性があり、最終利回りも、レバレッジのない非公開の不動産エクイティに比べて、特にリスク調整後ベースで魅力的なことから、引き続き2020年の最有望戦略の一つです。さらに、投資家は景気減速やクレジットスプレッド拡大に対応して信用力の高い銘柄にシフトできるため、劣後デット投資戦略は現在の環境、そしてサイクル後期には、柔軟性を提供する魅力的な手段と考えています。

当資料中の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。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

産業施設と集合住宅を引き続き短期的に選好

戦術的には、あらゆる地域で集合住宅と産業施設を引き続き選好しており、特にビルド・トゥ・コア戦略（長期保有による賃料収入を目的とする新規物件戦略）に注目しています。集合住宅も産業施設も旺盛な需要の追い風を受けています。集合住宅は、賃貸で暮らすライフスタイルを選択する世帯の増加に引き続き支えられています。他にも、集合住宅市場の需要拡大が続く背景には、米国の一戸建てセクター（特に主要市場）を中心に、住宅取得能力の低下や資金調達が難しくなっていることがあります。また、集合住宅セクターはディフェンシブな資産タイプと見なされています。加えて、集合住宅は欧米で旺盛な需要という追い風の恩恵を受けています。例えば、欧州では賃貸世帯が大幅に増加しており、米国では構造的な住宅不足に加えて住宅取得費用の負担感が増している指標の弱さが示されています。

世界的な物流およびサプライチェーン改革やEコマースの増大で、産業施設に対する需要が長期化し、産業施設はテナントや投資家からの引き合いが特に多くなっています。開発の観点からは、産業施設プロジェクトのライフサイクル（プロジェクトの建設、賃貸、売却に必要な期間）は短く、建設期間は通常12カ月以下です。サプライチェーンのグローバル化に伴う産業施設の変化は長期的に続くテーマであり、産業施設は投資家のポートフォリオの組入対象と考えています。



投資機会の概要

当社の2020年の基本シナリオでは、世界経済は過去10年間のいずれの時点よりも景気後退入りしやすい状態が続き、政策手段の限界が試されます。各国中銀は利下げ、債券購入、積極的なコミュニケーションによるイールドカーブ管理など、金融政策手段をフル活用し、政治的に可能な国では、政府の財政政策による支援の必要性も高まるでしょう。乖離するかに見えた欧米の金融政策は、2020年に同調的な動きが見込まれます。当社は景気低迷を受けて不動産の資産価格が軟化する場合には、下振れリスクをプロテクションする観点から、資本構成の中で保険としてエクイティよりもデットを 선호します。景気サイクルおよび不動産サイクルの現時点では、自己資本によるクッションがあることが望まれます。

コア型不動産に上限まで資本配分したい投資家には、極めて低い負債コストと賃貸市場で見られるなお明るいモメンタムを踏まえて、引き続き米国よりも欧州をやや選好します。予想通り、ブレグジットによるテールリスクが大幅に後退すれば、コアのロンドン市場への投資も有利な検討対象になるかもしれません。当社はバーベル戦略の一環として、特定市場の着工可能な開発プロジェクトや、コア型リターンに対して魅力的なスプレッドが得られる不動産タイプに投資機会があると引き続きみています。言うまでもなく、この戦略を追求する場合には、事業計画とパートナーとの適合性を慎重に分析することを推奨します。

デット投資家にとっては、当社の基本シナリオで不動産の資産価値は概ね横ばい推移が予想されるため、投資家がコア型リターンを実現でき、追加的に自己資本のクッションがある劣後デットへの投資機会を前向きにみています。コア型モーゲージは魅力度が劣るものの、同様の年限と信用力のソブリン債に比べると妙味があります。上場不動産株式会社では、REITの長期債利回りに対するスプレッドが有利な欧州を引き続きやや選好します。図表21に、当社が主な短期的な投資機会と考える分野を示します。

図表21: 当社が短期的な投資機会とみなす主な分野

● Over weight ○ Neutral weight ▼ Under weight

	Private Equity			Public Equity	Private Debt	
	Core	Value-Add	Opportunistic**		Senior	Sub-debt/Mezz
Eurozone	●	○	●	○	▼	○
UK*	○	▼	▼	○	▼	○
U.S.	○	▼	●	○	▼	●

*Neutral weight to London with the potential to over weight, under weight rest of UK.

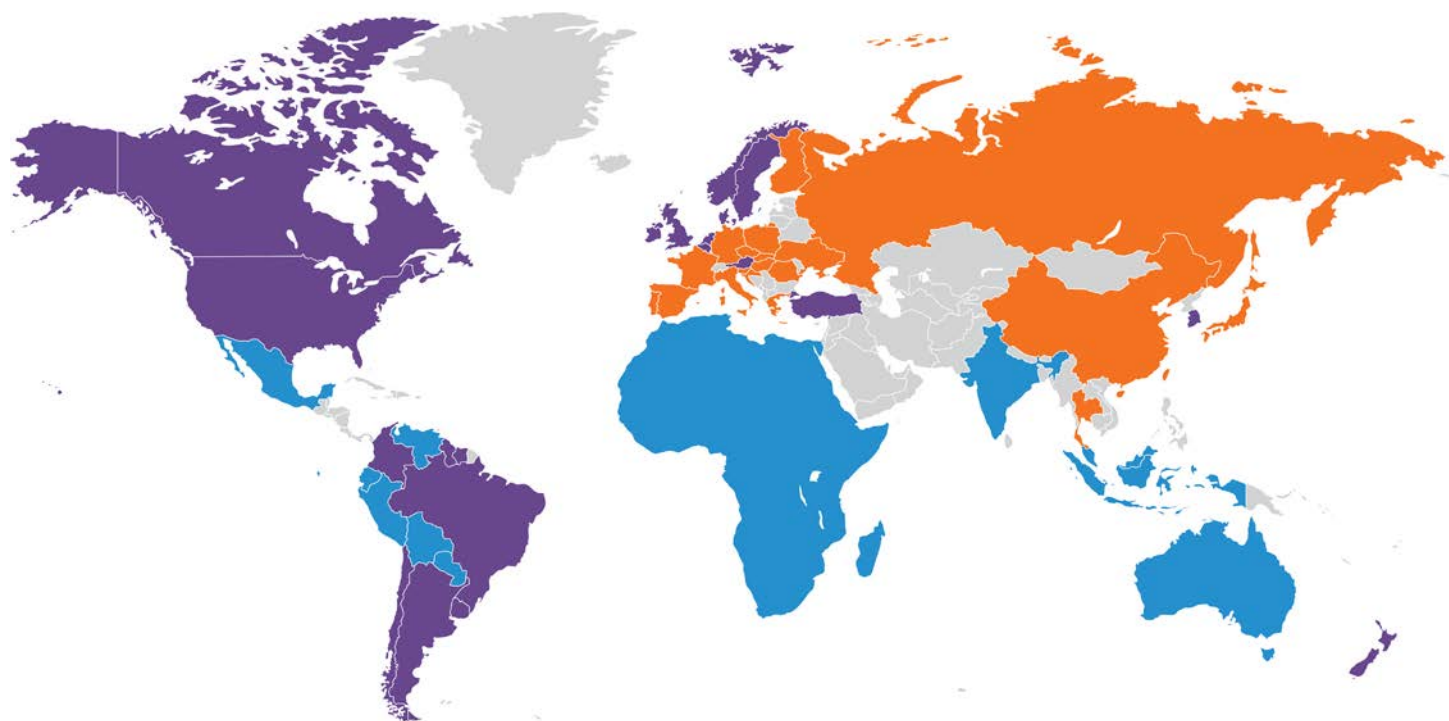
**We prefer shovel ready development projects focused on the industrial and multifamily sector

当社の「DIGITAL」戦略の柱を成す人口動態

この最後のセクションでは、当社が「DIGITAL（人口動態の変化、イノベーション、グローバル化を軸とするドライバー）」戦略の主要要素とみなす人口動態の状況について、簡単に考察します。世界経済の人口構造は向こう数十年間に大きな変化を経験し、不動産投資家に対する影響は徐々に顕在化してくるでしょう。高齢化は先進国の経済成長と生産性に重大な影響を及ぼします。先進国の出生率は既に過去最低の水準にあり、一段と低下が予想されます。出生数の減少と平均寿命の長期化は極端な高齢社会につながるため、こうした予想に専門家は警戒しています。また国連の予測によれば、一部の国では今後20年間に人口は減少に転じる見通しです（図表22を参照）。人口増加の伸びは長期的に消費を下支えするとともに、経済の需要と商業不動産のパフォーマンスのおそらく最も重要な構造的要因であるため、今後人口の拡大ペースが鈍化すると見通しに、エコノミスト、政策担当者、投資家の関心はますます高まっています。

図表 22: 世界の人口増加率は今後20年間に鈍化
国別の年平均人口増加率：2019年 - 2039年

● 0.66% to 2.26% ● 0.05% to 0.66% ● -0.68% to 0.05%



Source: United Nations World Populations Forecast, Principal Real Estate Investors, November 2019.
 Countries shaded in gray were excluded from this analysis.

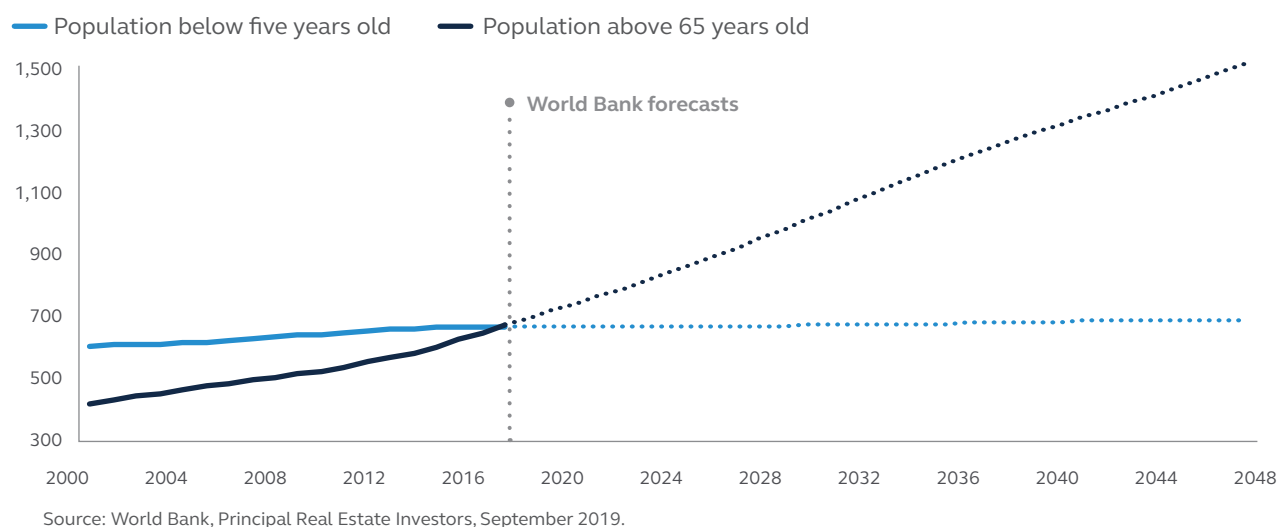
“**商業用不動産は、人口動態の大きな変化に対する解決策を提供するとともに、生活や労働のあり方の不可欠な要素であり続けると当社は考えます**”

商業用不動産は、向こう数十年間に世界が経験する人口動態の大きな変化に対する解決策を提供するとともに、生活や労働のあり方の不可欠な要素であり続けると当社は考えます。後者の要素は、都市の未来とその成長パターンに重大な影響を及ぼすでしょう。本セクションでは、不動産需要を左右する長期的要因である高齢化について考察するとともに、当資産クラスを人口動態変化の前面に押し出す政策措置と固有の要因について取り上げます。もっとも、世界の経済成長のバランスが変化する中で、世界経済と労働市場の重大な変化となる事象を表面的になぞることぐらいしかできません。

高齢化の進行 —投資家にできることは何か？

基本的に高齢化は、地域の人口に占める生産年齢人口の割合が縮小し、より少ない生産年齢人口で経済活動の創出と公共インフラ拡大の支援を担う必要があるため、総労働生産性と経済成長全体の両方に悪影響を及ぼします。図表23に示すように、現在、65歳超の人口が5歳未満の人口を上回っており、こうした人口動態が社会保障制度と世界の年金制度を支えるために、生産能力とプライムエイジの労働人口にさらに圧力をかけています。

図表23: 現在、65歳超の人口は5歳未満の人口を上回る
世界人口（100万人）



人口動態は必ずしも運命ではない

「人口の高齢化は運命だ」という頻繁に使用される文言は、将来的に人口増加の乖離が世界の繁栄に大きな影響を与え、高齢化の進む先進国にとりわけ厳しい状況をもたらすことを示唆しています。しかし、政策担当者は高齢化の経済成長への影響を少なくとも部分的に緩和する有意義な移民法制度を通じて、人口動態の変化を促すことができます。当社は、前向きな人口動態変化に有効な環境作りのために検討に値する、5つの複合的な政策措置の組み合わせを特定しました。すなわち、(1) 移民、(2) 雇用と雇用機会、(3) 住居、医療などの基本的ニーズ、(4) 教育とスキル、(5) 機会、平等、安全で、これらの要素に基づき、主要先進国をマトリクス図でランク付けしました。

図表24: 積極的な移民政策を導入する国は高齢化への対応に優れている

		Composite	Migration	Employment	Basic needs	Education	Opportunity and equality
Green	Australia	7.4	5.7	6.7	7.4	8.6	8.6
	Canada	7.0	4.0	6.5	8.7	7.9	7.8
	Germany	6.3	4.5	6.3	7.1	7.7	6.1
	Netherlands	6.1	2.4	5.6	7.9	7.4	7.0
Yellow	United States	6.0	2.1	7.1	7.7	6.5	6.6
	United Kingdom	5.9	2.1	6.7	6.5	6.8	7.1
	France	5.4	2.6	5.3	7.1	6.1	5.7
	Poland	5.1	4.2	4.0	5.4	7.6	4.2
Red	Italy	4.8	2.7	4.1	6.2	4.8	6.1
	Japan	4.8	2.4	6.0	5.6	6.7	3.3
	Russia	4.2	2.3	3.8	4.0	5.8	5.1
	Brazil	4.0	3.8	2.1	6.3	1.7	6.1

Source: DEMIG, United Nations World Population Prospects, OECD, Principal Real Estate Investors, 2019.

Each factor is averaged with equal weights and normalized relative to other developed nations for these ranking purposes. For a full list of each factor's components, see below.

Migration - Policy restrictiveness and net migration rate.

Employment - Disposable income, household wealth, labor market insecurity, employment rate, long-term unemployment rate and personal earnings.

Basic needs - Percentage without basic facilities, housing expenditure as a percentage of income, rooms per person, life expectancy and self-reported health.

Education - Educational attainment as a percentage, student skills and years in education.

Opportunity and equality - Quality of support network, stakeholder engagement for developing regulations and voter turnout.

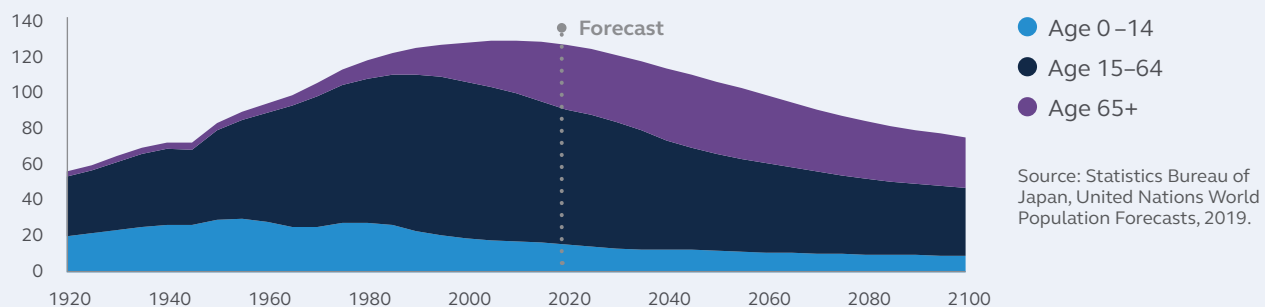
「緑色」の国は、将来の人口増に対して相対的に魅力的な環境を整備しています。一方、「赤色」の国は、抑制的な移民政策を採用したり、機会、基本的ニーズ、教育、雇用の面で劣るケースが多く見られます。このマトリクス図が投資家に示唆していることは、国が人口の増加を促進し喚起する戦略を検討する意志さえあれば、必ずしも高齢化の問題に直面することはないという点です。こうした戦略を採用する国はしばしば、長期的に堅調な経済成長を生み出すだけでなく、不動産投資家に多角的な投資機会も提供するはずです。



日本のケース・スタディ： 人口動態と不動産の役割

日本は、高齢化が経済成長、生産性、投資リターンに及ぼす影響を理解する上で最も好例であると言えます。平均年齢が47.3歳と先進国の中で高齢化の度合いが著しく、人口構成の若い新興国が含まれるアジア太平洋地域の中では、高齢化が頭抜けて進んでいます。1970年代から1980年代にかけて製造業・輸出大国に台頭する中で、日本は世界有数の経済力を誇り、この期間に繁栄を謳歌しました。ところが、1990年代半ばに日銀の金融引き締めと出生率の長期的な低下傾向を受けて、「失われた10年」と呼ばれる時代に入ると、経済成長は失速しました。

図表25: 日本は先進国の中で高齢化が最も顕著
日本の年齢層別人口（100万人）



高齢化と経済成長減速との明確な相関

日本では景気停滞に加えて高齢化の進展による影響もあり、より活力のある労働市場を求めて都市部に流入する若年層が増加しました。2010年に始まった人口減少とともに、平均寿命の向上と所得二重化を受けて、女性と高齢者の労働参加率も上昇しています。人口減少は経済成長に明確な影響を及ぼしており、過去10年間のGDP成長率は平均0.7%と、1980年代の4.6%から低下しました。

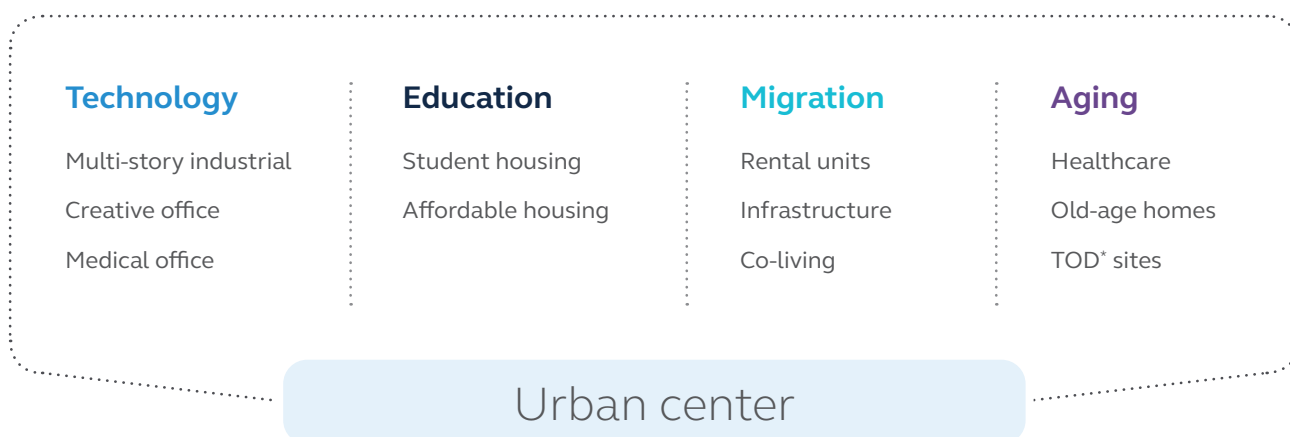
目下、日本経済と政府は高齢化と人口減少による圧力の下で苦闘しています。さらに、産業大国の地位を維持しようと奮闘する日本のありさまを観察することで得られる教訓は、今日の先進国に重要な意味合いを持ちます。日本は人口の低迷が経済動向や経済的地位に及ぼす可能性がある影響を如実に示していると言えますが、これは決して日本固有の現象ではありません。国連の人口予測（本セクションの冒頭に掲載）によると、欧州の大半が20年以内に同様の状況に陥る見通しで、米国もその10年後には同じ道をたどる可能性があります。投資家にとって、こうした見通しは、世界の人口に関するこうした基本シナリオの下で、経済の潜在的成長力が鈍化し、おそらくリスク資産のリターンが低下することを意味します。また、不動産が提供するようなインカム投資戦略に対する需要が高まることも示唆しています。ただし、東京や大阪などの経済活動が活発な大都市を抱える日本は、都市化の進行の実例でもあります。高齢化は経済成長にとって明らかに構造的な問題ですが、不動産投資家にとってのシナリオはより複雑であり、重要なメッセージは「世界の人口の変化によるニーズを満たす市場と不動産タイプに注目すべき」ということです。

人口動態が不動産投資家に提供する 多面的な機会

人口動態はおそらく最も予測可能かつ基本的な需要要因である一方、テクノロジーの進歩によって社会の適応能力を長期的に見通すことは困難になっています。有利な人口動態は投資リターンの改善につながるはずですが、都市化という世界的な現象に加えて、特有の要因や政策の変化を踏まえると、商業用不動産投資家は有利な立地条件に位置し長期的に価値が維持される資産や市場に重点を置くべきでしょう。プライムエイジより高い年齢の労働者が増加するのに伴い、この年齢層の大きな規模が、今日考えられる従来の商業不動産に対する需要を変え、新たな代替セクターへの需要を生み出すと思われます。目下ニッチとみなされる不動産タイプ（コリビング、アフォードブル住宅など）が、将来の投資ユニバースの重要な要素となる可能性があります。

不動産に対する需要は流動化し、積極的な政策や移動性、取得可能性、技術進歩などの固有の需要要因から一段と大きな影響を受けるとみられます。グローバルな人口動態における多層的な変化と意味合いを認識し、変化するニーズに合った柔軟なアプローチを取る投資家は、21世紀最大の構造変化に乗じた長期戦略の策定に成功すると考えます。図表26は、都市が投資家に提供する不動産投資の潜在的機会を示しており、今後、多次元的な投資機会が浮上する可能性が高いことを裏付けています。

図表 26: 都市とその多次元的な不動産投資機会の例



* TOD = Transit oriented development

結論

地政学的懸念が高止まりし世界経済の減速が重なる時期にあって、経済的・政治的判断が非常に大きな重要性を帯びています。投資家は、政治的緊張が既に脆弱な世界経済を一段と悪化させ、金融政策（広範に利用されている唯一のツール）の効果が薄れつつあることを懸念しており、経済成長、インフレ、ひいては金利の構造的経路が恒久的に変化したことを心配する意見も聞かれます。こうした問題を読み解くには時間とデータが必要です。

当社は短期的には、金融緩和とおそらくは財政刺激拡大などの政策決定が、2020年の世界の経済成長を引き続き後押しすることを期待しています。緩やかな成長と各国中銀の緩和的な金融政策という組み合わせは、不動産投資戦略に有効な環境を生み出すでしょう。供給は過去の基準と比べて控え目になると予想されるため、「熱すぎず、冷たすぎない」適温の経済環境において、不動産オーナーは引き続き賃料をインフレ率以上のペースで引き上げることができるとみられます。インカムに対する継続的な需要と相まって、商業用不動産は投資家が2020年に検討するグローバル投資オプションの中で、魅力的な選択肢であり続けると考えます。

“ **インカムに対する継続的な需要と相まって、商業用不動産は2020年も魅力的な投資の選択肢であり続けるでしょう** ”



プリンシパル・リアル・エステート・インベスターズ について

プリンシパル・リアル・エステート・インベスターズは、プリンシパル・グローバル・インベスターズにおける専門の不動産投資グループです。当社の不動産関連の運用能力は上場株式からプライベートエクイティ、デット投資に至るまで広範囲にわたります。市場に関する専門知識と、世界中に拠点を有する経験豊かな専門チーム、不動産関連の4つのセグメント全てを網羅する広範なネットワークを活用し、顧客の皆様のために投資機会を最大化し、最高の相対価値を見出すことに取り組んでいます。

世界で
上位10位
の不動産マネジャー¹

857億ドル
の不動産の資産運用額²

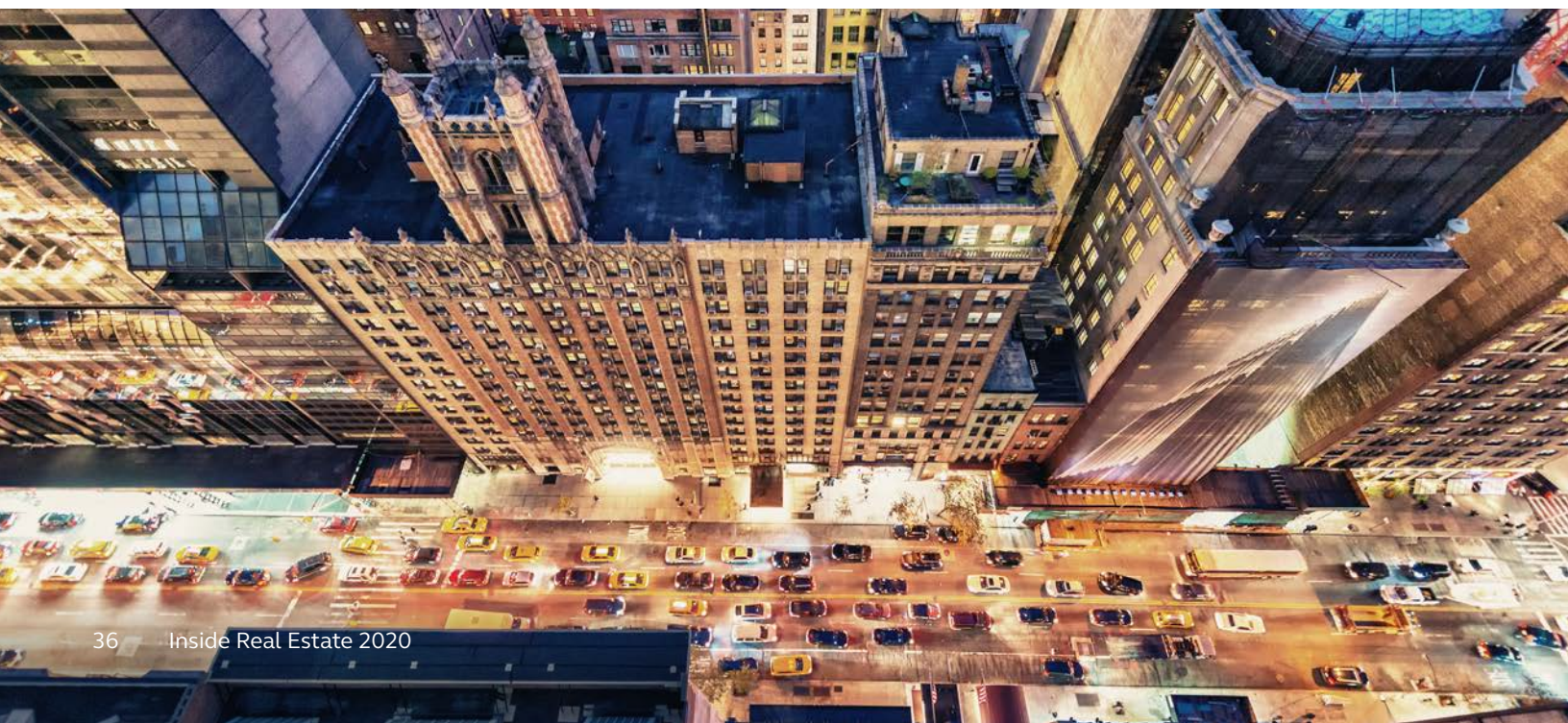
60年以上
に及ぶ不動産投資の経験³

過去10年間で
870億ドル
不動産デットおよびエクイティ取引額

¹ Managers ranked by total worldwide assets (net of leverage), as of 30 June 2019. “Largest Real Estate Managers”, Pensions & Investments, 30 September 2019.

² As of 30 September 2019.

³ Experience includes investment activities beginning in the real estate investment area of Principal Life Insurance Company and continuing through the firm to present.





“

顧客の皆様は当社と協働することで、各セグメントチームの専門的な経験、様々な洞察、チーム間の連携を通じた潜在的な付加価値など、多くのメリットを享受できます。

”

リスクについて

商業用不動産の投資には以下のようなリスクがあります。

不動産証券（REIT 含む）：

価格変動リスク：受託資産に組み入れられた株式・不動産投資信託証券等の価格変動に大きく影響されます。

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

新興国に関するリスク（グローバル戦略の場合）：新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる可能性があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べ一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いので、株価の変動も大きくなる可能性があります。

為替変動リスク：為替ヘッジをご希望される場合は、組入資産について対円での為替ヘッジを行い、為替リスクの低減を図りますが、完全にヘッジすることは困難なため、米ドルの為替変動による損失が発生することがあります。また円金利が米ドル金利より低い場合、米ドルと円の金利差相当分のヘッジ費用がかかります。為替ヘッジをご希望されない場合は、外貨建資産への投資に関しては為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。

商業不動産担保証券（CMBS）投資特有のリスク：

CMBS は商業用不動産を担保としたローンを裏付け資産としているため、一般的な債券運用のリスクに加えて、商業用不動産ローンを直接保有した場合と同様のリスクがあります。CMBS のキャッシュフローや価値は、担保としている商業用不動産を源泉としているため、不動産市況に左右されます。また、ローンの借り手がデフォルトしたり、不動産の担保価値が下落する可能性や流動性が低くなる恐れ等があり、ローンについては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

米欧商業用不動産投資：

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、保有不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：米ドル建てまたはユーロ建てであるため、日本円から米ドルあるいはユーロに交換して投資を行う日本の投資家は、米ドルと日本円、あるいはユーロと日本円との為替リスクが生じます。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

米国不動産デット投資：

価格変動リスク：実質的に米国商業用不動産を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、担保不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や貸出債権の差し押さえ、場合によっては保有する他の資産の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：米ドル建てであるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：主に現物不動産を担保とする貸出債権に実質的に投資しますが、貸出債権は、流通市場がないため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。このため、組入貸出債権を売却する必要がある際には、相対で買い手を見つける必要があり、買い手が見つかった場合でも、その価格は売り手に不利な条件となることが想定されます。こうした場合、価格が下落する要因となります。また、市場サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、投資する不動産デットの元利金回収が遅延ないしは不能となる可能性があります。

倒産リスク：取引相手の支払不能や倒産等によって著しい損失を被る可能性があります。

商業用不動産投資には上記のような様々なリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、弊社とのご契約をご検討いただく際には、契約締結前書面等の内容をよくお読みいただき、お客様ご自身の判断と責任においてご決定していただく必要があります。

運用報酬について

主な不動産戦略の報酬は以下のとおりです。

グローバル不動産証券トータルリターン戦略およびグローバル不動産証券インカム戦略

下記の料率表は、上記戦略の弊社との投資一任契約における標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた低減料率となります。運用報酬の他に、売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議の上報酬額を取り決めることがあります。

資産残高(時価ベース) (税抜・年率)	グローバル不動産証券 トータルリターン戦略	グローバル不動産証券 インカム戦略
25 億円までの部分	0.80%	0.90%
25 億円超 50 億円まで	0.70%	0.80%
50 億円超	0.60%	0.70%

なお、PRINREI CMBS 戦略、PrinREI 米国不動産コアプラス戦略、PrinREI 不動産ディベロップメント戦略、PrinREI 欧州コア不動産戦略、PrinREI 米国不動産デット戦略については、投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載することができません。その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても事前に表示することができません。

また、自社が設定する国内籍投資信託あるいは関係外国法人が発行または運用する投資信託等を組み入れる場合の運用報酬料率については、投資一任契約口座の残高に対し 0.10%（税抜）を標準とします。但し、年間運用報酬が、1,000,000 円に満たない場合は 1,000,000 円を標準とします（いずれも税抜）。

上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。

重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく当社の戦略の情報提供を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料の情報は、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。本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、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。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

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

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

金融商品取引業者登録番号：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

