

Inside Real Estate

ANNUAL STRATEGY OUTLOOK FOR 2022

コロナ禍が不動産を**未来**に導く

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

実際の運用は、弊社の海外関係会社であるプリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが行っています。

Authors

INDRANEEL KARLEKAR, PH.D.

Senior Managing Director, Global Head of Research & Strategy

JONATHAN FRANK

Manager

ARTHUR JONES

Senior Director

JONATHAN LING

Senior Research Analyst

THOMAS MCGING

Research Analyst

MADHAN RENGARAJAN, CFA

Senior Director

ARMEL TRAORE DIT NIGNAN

Head of Real Estate Data Analytics

主要テーマ

グローバル見通し：成長は減速するも状況は改善。 2022年の世界経済は財政・金融の各政策による追い風が弱まり、減速すると予想する。パンデミックがもたらす変化や混乱が続く中、投資家はインフレ率、サプライチェーン、中銀の政策に注目すべきだろう。

インフレ：継続的か一過性か？ インフレは2022年も高止まりを続ける可能性が高く、投資家はポートフォリオ構築やリバランスニーズへの影響に柔軟に対応することが望ましい。サプライチェーンのボトルネックや労働市場の逼迫が和らげば、インフレは減速すると予想される。

金融政策に関心が集まる。 中銀は新型コロナウイルスに対応した異例の金融政策を縮小する時期が近づいていることを示した。インフレ見通しが不透明なことから、政策転換は容易ではなく、中銀には「ちょうどよい」政策を実施しなければならないという大きな重圧がかかると思われる。

パンデミックがもたらした変化が投資機会を創出。 当社の投資戦略は、パンデミックによって際立つことになった主要テーマや戦略的ドライバーを特定するもの。特に回復力を維持しているニッチ分野、あるいは非伝統的セクターはパンデミックによって生じた最も大きな投資機会の1つ。

オフィス需要は減退し、セクターのリバランスにつながる可能性。 都市部の低品質または立地条件の悪いオフィスの需要は明らかに減退しており、慎重なスタンスが必要。投資家はテナントのESG（環境・社会・ガバナンス）面の対応ニーズを満たす高品質な資産に注目しつつ、ライフスタイル、人材、人口動態の観点から説得力のある市場の投資機会をさらに追求する必要がある。

人口移動、人口動態、所得の変化を背景に当社は住宅を特に有望視。 こうした変化はマニファクチャード・ホームから一戸建て賃貸住宅に至るまでの大きな投資機会を生み出している。住宅セクターは幅広い所得水準と地域にわたり豊富な投資機会を提供している。

人々は買い物を続けており、小売業は生き残るだろう。 小売業に関しては様々な評価があるが、大きな課題があることは間違いない。ディスカウント店、生活必需品の販売業者、コンビニエンスストアは欧米においてパンデミック中も底堅く推移し、パワーセンターや飲食店やエンターテインメント施設を含む体験型店舗が中心のライフスタイル・センターには興味深い投資機会がある可能性。

産業施設は引き続き順調。 サプライチェーンの混乱とコスト上昇にもかかわらず、産業施設/物流拠点に対するテナントと投資家の需要はパンデミックにより加速している。産業施設の拡大に終わりは見えないが、コア資産の価格水準は若干の警戒レベルの引き上げが必要。

レジャー関連が復活。 過去6か月でレジャー・観光目的の旅行の繰延需要が急増し、レジャー・観光目的の宿泊客によりホテルの稼働率は回復している。だが、企業は出張に消極的であり、最高級ホテルやフルサービスホテル、ゲートウェイ市場は依然として苦戦している。

目次

- 4 第1章：
コロナ禍が不動産を未来に導く
- 9 第2章：
テーマ別の不動産投資
機会
- 33 第3章：
戦術的な投資機会
- 35 結論：
すばらしい新世界



INSIDE REAL ESTATE:

コロナ禍が不動産を未来に導く

世界は約100年ぶりにパンデミックに襲われましたが、人類がかつてないほど創意と努力を重ねる中、ロックダウンは解除されつつあり、人々の不安も薄れ始めています。科学とテクノロジーの急速な進歩により、新たなワクチンの承認と供給は過去に例のないペースで進みました。コンセンサス予想によると、世界のワクチン接種率は2022年末までに人口の70%に達する見込みです。そのため当社の世界経済成長見通しは12カ月前よりはるかに明るく、2020年に世界経済に打撃を与えた経済活動停止の再来を回避するのに十分な水準まで接種率が上昇すると考えます。

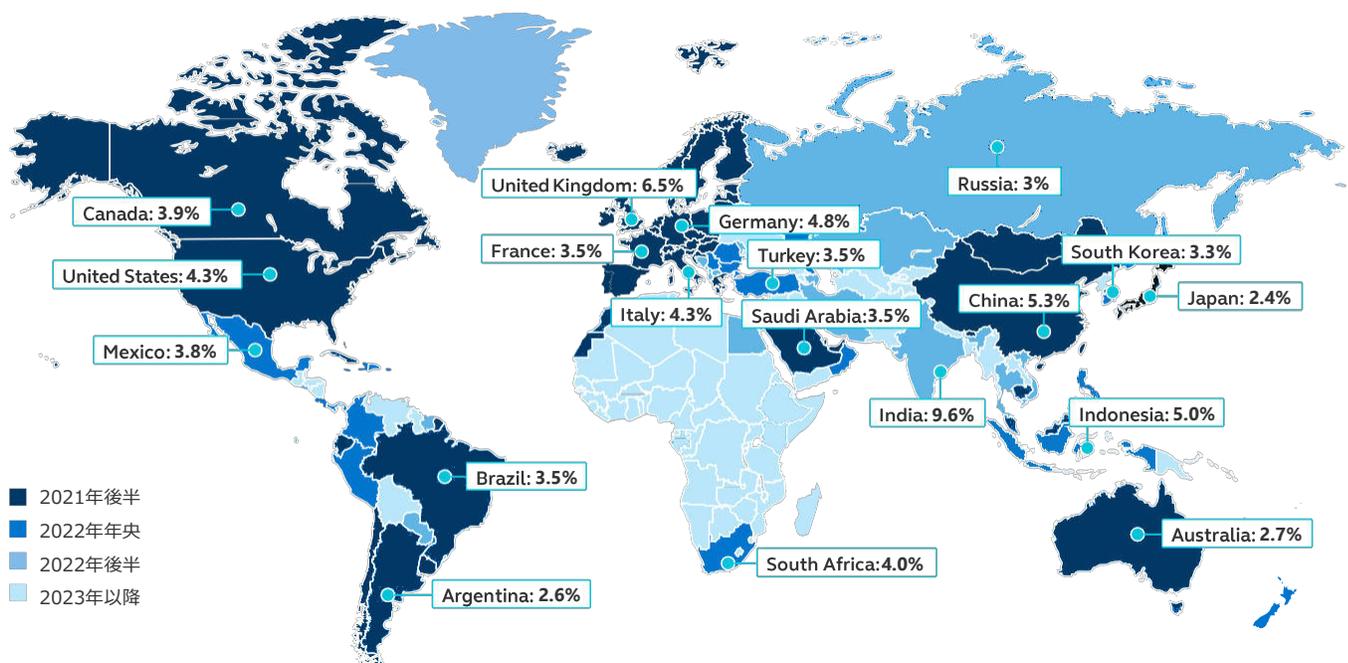
世の中が新たな日常に向かう中、不動産投資家はパンデミックがもたらした不透明要因によって難しくなった見通しに対応する必要があります。数十年続いてきた人々の行動様式が大きく転換し、パンデミック以前の行動規範の多くがもはや過去のものになったことが明らかになりつつあります。人々の行動が変化し、この先、仕事、生活、遊びの仕方は新時代を迎えるでしょう。こうした変化の多くは既に起きており、当社は2019年の年次戦略見通しにおいて、投資パフォーマンスを将来にわたり牽引していく注目テーマを「DIGITAL」（人口動態、インフラ、グローバル化、イノベーションとテクノロジー）として取り上げました。それから3年の時を経て、これらのテーマはさらに浸透し、一部はパンデミックによって加速しています。商業用不動産市場は多くの点で有望です。以前と変わらないように見えますが、驚くほど変化しており、投資機会は伝統的不動産セクター以外にも大きく広がっています。

“我々は今、2つの時代の転換期にいる。過ぎ去った過去には決して戻ることはできない...”

アーサー・C. クラーク

図表1: 集団免疫の獲得が正常化に道を開く

各国のワクチン接種率が人口の60%に達する時期の予想 *各国の数字は2022年のGDP成長率予想を示す。



Source: Economist Intelligence Unit, Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, October 2021

当資料中の意見及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。 4

基本シナリオ: ゴルディロックス(適温相場) だが2つの弱気要因が迫る

当社の世界経済の基本シナリオは、成長が持続し、回復は発展途上国にも拡大すると想定しています。昨年を見通しで予測した通り、世界の需要は急減しましたが、政策当局が前例のない強力な措置を打ち出しました。そのため今回2008年の世界金融危機（GFC）とは異なるタイプのものでしたが、その後の政策対応はGFC発生時の中央銀行のアプローチに倣ったものとなりました。今回さらに踏み込んだ点は、空前の規模と範囲で財政支援を打ち出したことです。多くの先進国では、政府から家計に過去最高に近いペースで、大規模な直接給付が実施されました。強力かつ迅速な政策対応は、ワクチン接種の急速な普及とともに、世界経済が活動を再開させ、一時的ではあるものの極めて深刻な景気後退局面からの回復を後押ししました。

その結果、2021年は景気回復の年となり、減速するものの、2022年も世界経済は成長すると当社は予想しています。成長を刺激する新たな要因（たとえば緊急経済対策、ワクチン、経済再開）はないため、成長はパンデミック前の水準で安定化するでしょう。ただ成長は主要地域全体に広がり、米国が大幅にアウトパフォームすることはなくなります。それを促すのは発展途上国におけるワクチン接種の加速であり、2022年にはこうした国々が成長の主要な牽引役になるとみられます。実際、2022年のワクチン接種対象の急速な拡大は、経済成長の重要な要因となるでしょう。このように、ワクチン普及率は経済成長率の重要な説明変数となり、普及が遅れる国は世界全体の回復ペースに出遅れるでしょう。

ワクチン以外に、世界経済の行方は主に2つの要因、すなわちインフレと金融政策に左右されます。昨年指摘したように、インフレに対するタカ派とハト派が持論の正当性を強調するための材料は数多くあります。2021年には、物価上昇リスクを強調してきたインフレ・タカ派が勝ったように見えたが、最終的に正しかったか否かはまだ判明していません。投資家は現在高止まりする米国のインフレを表現する米連邦準備制度理事会（FRB）の「一過性」という文言に注目してきましたが、インフレ率がFRBの目標である2%を超えたため、今後12カ月でFRBがどう対応するのかを理解することが一段と重要になっています。

当社の世界経済の基本シナリオでは、成長が持続し、回復は発展途上国にも拡大すると想定しています。

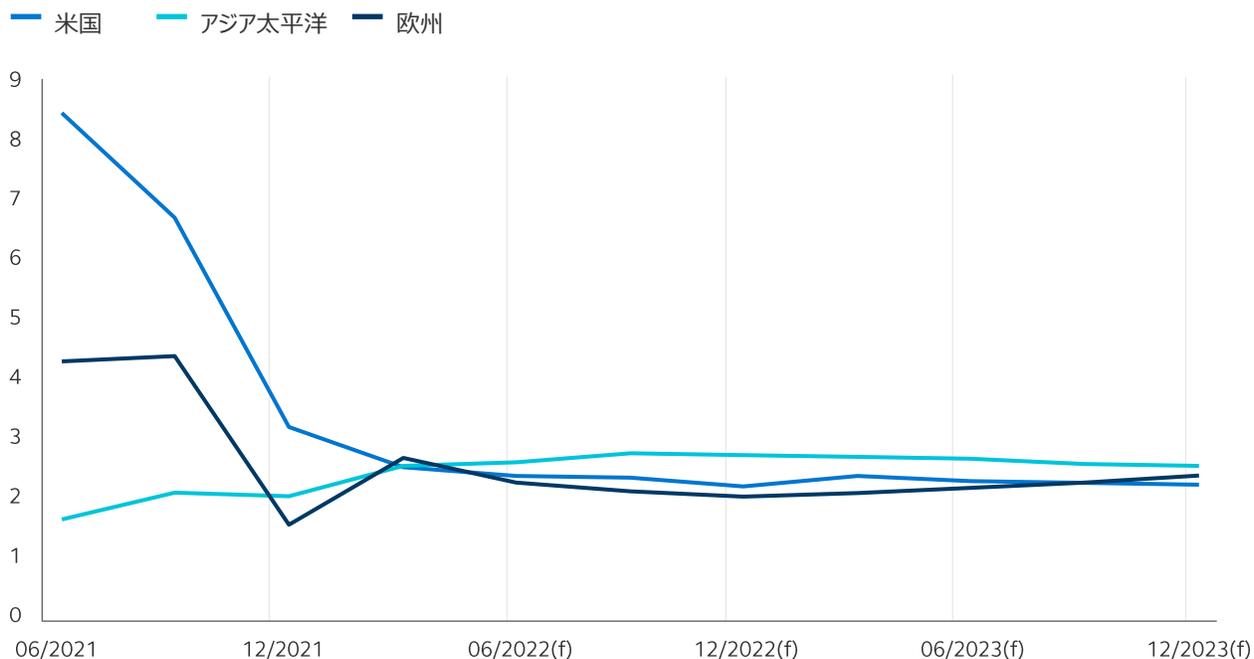
インフレ統計は2022年も高止まり

基本シナリオでは、今後6～12カ月の米国の物価上昇率はFRBの目標を大幅に上回って推移する可能性があるとともに、一過性のインフレ率上昇要因はサプライチェーンの混乱要因の後退に伴って2022年下半期に緩和または反転し始める可能性が高いとみています。賃金の伸びと米ドル相場は不確実要素であり、循環的要因（刺激策と低実質金利）と構造的要因（低い労働参加率、労働市場の長引く技能のミスマッチ、財政赤字の拡大）が、ともに当社の予想にやや不透明感をもたらしています。さらに、包括的なインフラ法案の影響、ならびにESGイニシアチブのための移行費用は、長期的なインフレ予測に十分織り込まれていないようです。

サプライチェーンの混乱が製造業の生産能力に深刻な打撃を与えている欧州でも、インフレ率の予想は容易ではありません。冬場のエネルギー価格の高騰はインフレ率に大幅な上昇圧力をかけ、欧州中央銀行（ECB）はジレンマに陥る可能性があります。このように、相反する要因が数多く、先行きの見通しも不透明な中、世界のインフレ率の見通しは引き続き複雑なものとなっています。それでも、サプライチェーンの回復に伴い物価高騰の勢いは弱まり、インフレは2022年下半期には低下すると予想されます（図表2）。

図表2: インフレの逆風は2022年に弱まるだろう

消費者物価指数（CPI）年率上昇率、%



Source: Moody's Analytics, October 2021

当資料中の意見及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。

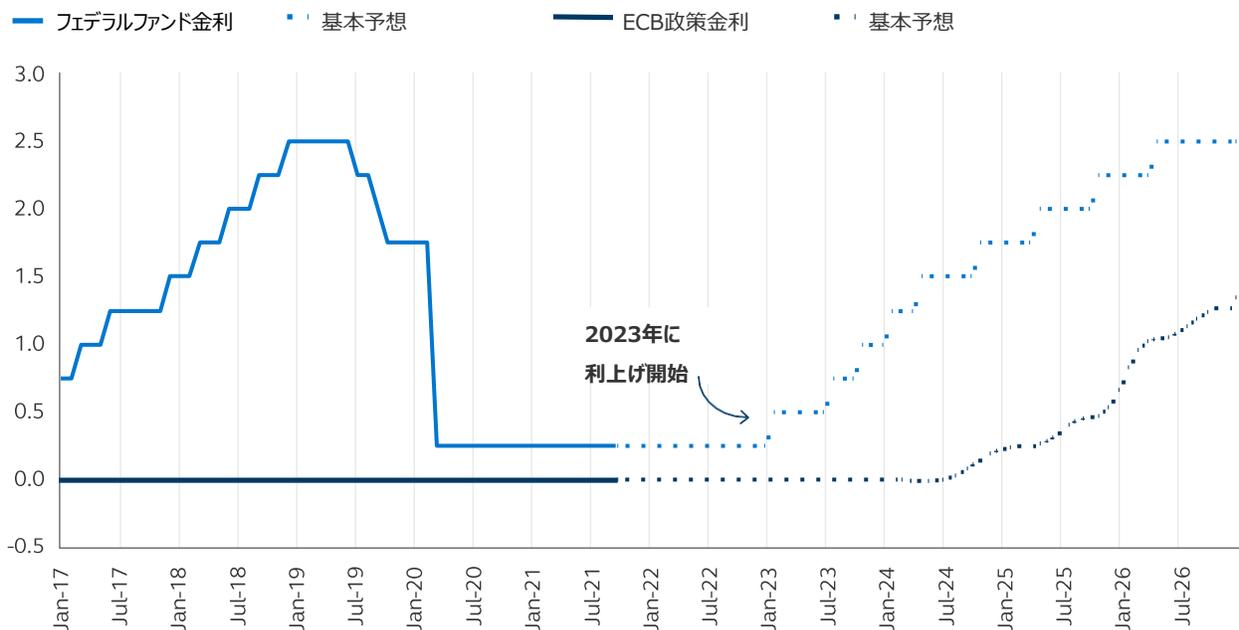
また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

中央銀行の支援策は縮小を開始

投資家が疑問を呈している8.1兆ドル規模の問題とは中央銀行が異例の金融緩和政策をいつ縮小し始めるかということです。インフレ率と資産価格は、政策の軸足が金融緩和から離れ始めていることを示しているようです。先進国ではノルウェーの中央銀行が最初に金融政策を引き締めました。FRBは9月の会合で2021年末までに債券購入プログラムの規模を縮小する準備を進めているとのシグナルを明確に示しました。また、2023年の金利正常化の開始と、その後の12カ月間での3回の利上げを示しました。政策金利推移の予想を示すドット・プロットは、金利は長期的に以前の水準に達することを示唆しており、当社の推定では2026年半ばになるとみられます（図表3）。

図表3: 金利は近い将来正常化へ

フェデラルファンド金利、%



Source: Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, October 2021

ECBの政策経路は米国に比べると相対的にハト派的ですが、最近発表されたパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の段階的減速（購入ペースの小幅縮小）はタカ派的と言えるかもしれません。ただし、緩和的金融環境を維持するというECBのコミットメントを踏まえると妥当に思えます。ECBはまた、政策目標の定義に柔軟性の余地を加えて高い基準を設定しました——インフレは次の3つの観点で評価されます。

1. 2%のインフレ目標達成が18カ月以内に見込まれること
2. インフレ率が向こう3年間、2%またはそれ以上の水準が維持され得ること
3. インフレを促すファンダメンタル要因が「継続的」であるとみなされること

政策の内容はおそらく12月のECB政策理事会後に明確になり、PEPPや強化された資産購入プログラム（APP）の段階的な縮小に関して、より具体的なガイダンスが示されるとみられます。今後、リスク資産に対する金融政策の追い風が弱まるのが明確になりつつあります。

当資料中の意見及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障するものではなく、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。



上方シナリオ： ゴルディロックス（適温相場）が一段と強まる

上方シナリオでは、ワクチン接種がより迅速かつ広範囲に普及し、世界の消費者心理を押し上げ、消費意欲を高めると想定し、世界経済の成長加速を予想しています。発展途上国でも海外渡航規制の緩和、企業活動の高まり、社員のオフィス復帰の一段の加速など、正常化に向けた動きが加速します。これにより、先進国が労働市場回復の恩恵を受ける中、個人消費は急拡大するでしょう。欧米の需要が予想を上回る中、アジア太平洋地域、特に中国の輸出は大幅な伸びを続けます。米国ではワクチン接種の普及により、レジャーや観光目的の旅行など、裁量的支出に弾みがつく中、経済成長は2021年下半期に加速します。このゴルディロックス・シナリオでは、中央銀行が慎重なペースで金融引き締めを続けることで、力強い成長の維持が可能です。リスク資産は高成長と適度に緩和的な政策環境の両方のメリットを享受できます。



下方シナリオ： スタグフレーションの気配

下方シナリオでは、新たな変異株の感染拡大を阻止するために必要なブースター接種を含め、世界的にワクチン接種ペースが減速し、現在のペースで成長することが難しくなると予想しています。このシナリオでは、世界のワクチン接種の普及が遅れるのに伴い、パンデミックによる混乱が増し、供給サイドのコスト圧力はなかなか解消されません。供給サイドのインフレ圧力に加え、パンデミックの長期化に消費者は慎重となり、消費は経済全般で減速します。供給サイドのショックは経済活動や労働市場に悪影響を与えるだけでなく、米国でインフレ率の高止まりにつながり、FRBはそのままインフレを加速させるのか早期利上げに動くのか難しい選択を迫られます。いずれFRBは毎月のインフレ率の上昇を抑制できるでしょうが、この状況は好ましいものではなく、米景気サイクルは基本シナリオや上方シナリオよりも早期に終了します。国内外の需要の落ち込みは追加の金融緩和と財政支援で穴埋めできるかもしれませんが、さらなる成長押し上げには力不足です。

テーマ別の不動産投資機会

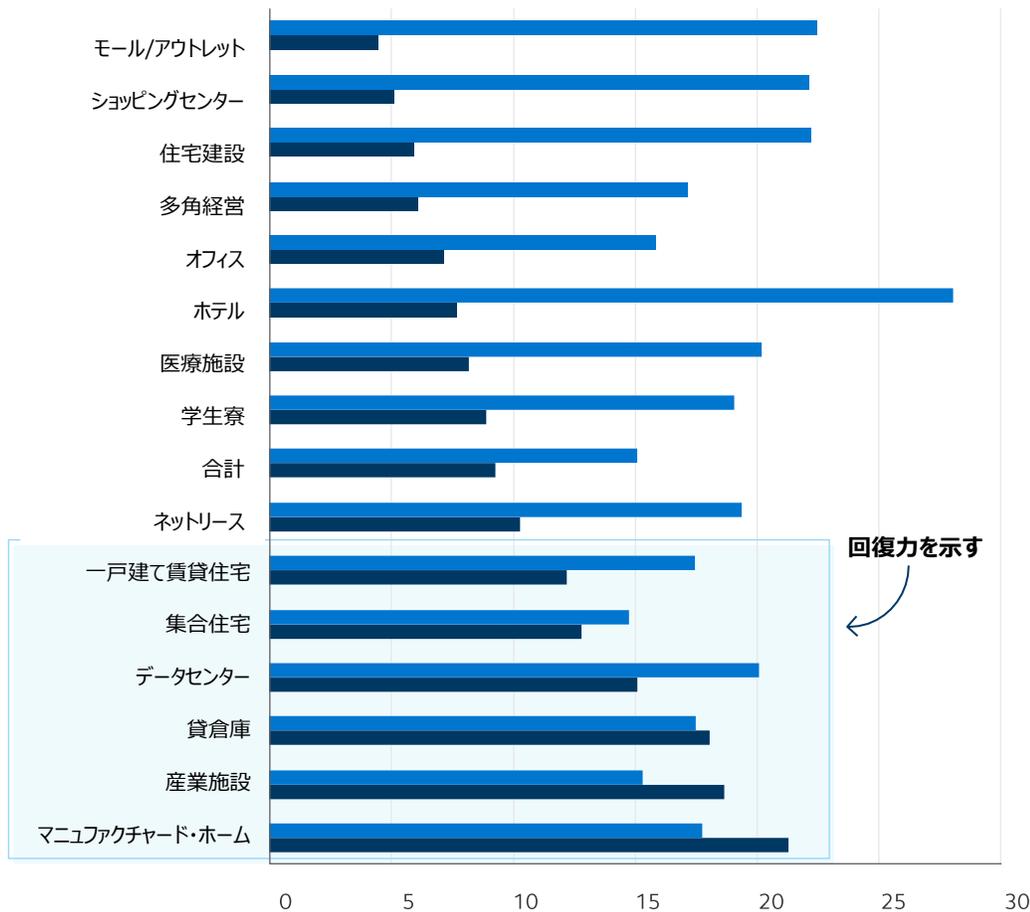
各時代の長期的トレンドは、その時々成長産業やセクターに追い風となるため、投資機会は絶えず変化します。この傾向は不動産市場でますます明白になっており、Eコマース、人口動態の変化、人口移動の傾向などの長期的なトレンドにより、非伝統的セクターが大きく台頭しています。データセンター、高齢者用住宅、一戸建て賃貸住宅などの新たな投資機会は、こうしたトレンドに直接連動して拡大するため、市場シェアを急激に増やしています。これらの長期的なトレンドの多くは持続性があるため、ライフスタイルや人口動態の調整に伴い構造的な需要要因になるため、長期投資家にとって強力な付加価値の源泉にもなっています。上場不動産市場が示すように、こうした非伝統的な物件タイプにはパンデミック中も回復力と成長が見られ、過去10年間に現れた投資機会の中でも特に突出したものとなっています（図表4）。

図表4: 上場不動産市場で、非伝統的物件タイプは回復力を示してきた*

主要セクターの過去10年のトータルリターンとボラティリティ、%

■ 標準偏差

■ 年率10年リターン

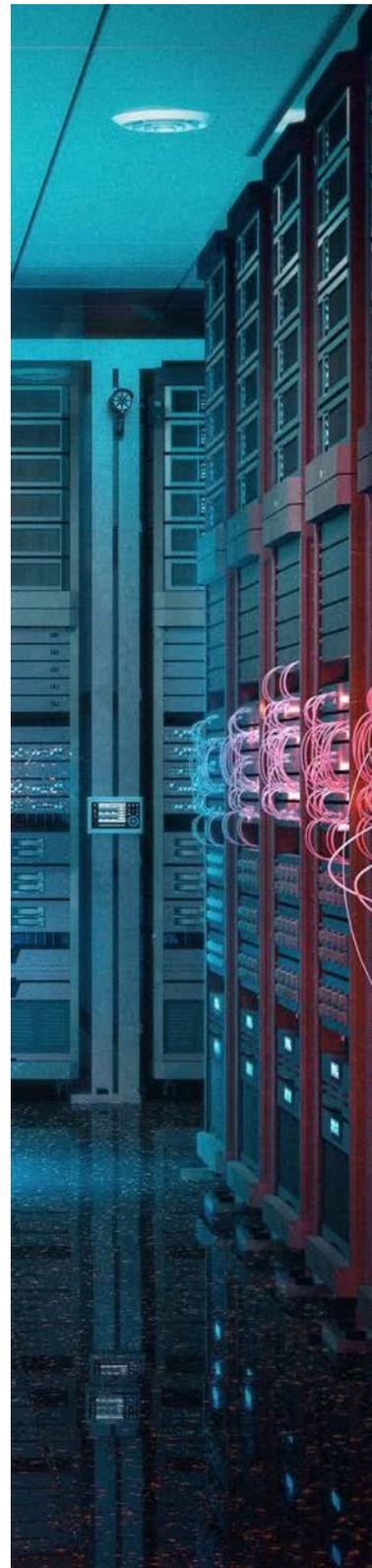


Source: FTSE EPRA NAREIT Developed Index, October 2021

*米ドルベース、09/30/2021までのグローバル・リターン

当資料中の意見及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。



以下のセクションでは、伝統的および非伝統的物件タイプ双方への投資に影響を及ぼす、主要なテーマを取り上げます。これらのテーマの多くは、おそらく既に構造的な要因になりつつあったものの、パンデミックが呼び水となって、需要の変化に直ちに対応する必要があるという危機感を投資家に与えました。先を見越してこうしたテーマを2022年の投資戦略に取り入れれば、これらのテーマが様々なセクターで成長を牽引し続ける中、長期間にわたって投資家はその恩恵を受けるでしょう。

オフィス勤務は復活するのか？ 環境変化がもたらす機会とリスク

過去10年で先進国の高齢化が進み、人々は裕福となり、成長が緩やかになるとともに、国民の間で所得および富の格差が拡大しました。米国、そして程度は低いものの欧州でも、家計や労働者はより質の高い生活を求め、物価の高い大都市圏から値ごろ感のある都市に移住しています。小規模な都市にも有能な人材が集まるようになり、オフィス需要の傾向にも変化が見られます。2020年3月にパンデミックが起きると、仕事や生活のパターンはそれまでと変化しました。専門性の高いビジネスサービス産業を中心に、テクノロジーを活用し大容量のプロードバンドアクセスを通じて、どこでも働くことが可能となりました。そのため、パンデミックが世界中に拡大する中、その後の2020年末まで、ほとんどのオフィスワーカーが在宅で働きました。在宅勤務が可能なのに驚きはありませんが、その有効性、迅速性、規模には目を見張るものがありました。

本稿執筆時点で、在宅勤務期間の開始から2年近くが経とうとしています。在宅勤務と組み合わせるハイブリッド勤務によってオフィス勤務もまだ続いており、出社率は20～30%のレンジで推移しています。要するに、現在の米国の需要データからも明らかなように、企業は実際の使用面積よりはるかに多くのスペースを占有して賃料を支払っているということです。米国のオフィスのネット・アブソープション（需要）はパンデミック開始以降でマイナス1億1,000万平方フィートと、2001年のITバブル以降で最大の減少となり、GFC後の落ち込みを大きく上回っています（図表5）。欧州では需要はそれほど大きく落ち込んでいませんが、以前の景気後退局面と比べると減少は空前の規模となっています。

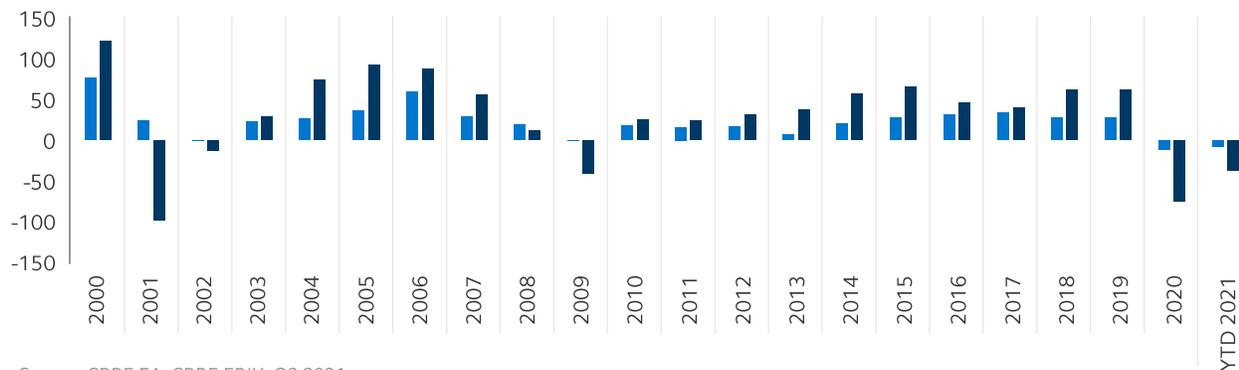
“
オフィスに出社して仕事するのは時代遅れだ”
”
ピーター・ドラッカー、
WSJ 1989年

図表5: オフィス需要は依然として厳しい状態にある

欧州および米国のネット・アブソープション、百万平方フィート

■ 欧州

■ 米国



Source: CBRE EA, CBRE ERIX, Q2 2021

ヨーロッパのネット・アブソープションは、ウィーン、ブリュッセル、プラハ、コペンハーゲン、パリ、ベルリン、フランクフルト、ミュンヘン、ダブリン、アムステルダム、ワルシャワ、バルセロナ、マドリード、ロンドン（シティ）、ロンドン（ウエストエンド）の合計です。

リモートワークは今に始まったことではないが、過去18カ月でかつてない規模に成長

過去数十年にわたるネット・アブソープションの長期的な減少から明らかなように、オフィス利用の減少は今に始まったことではありません。リモートワーカーの割合はパンデミック以前に既に上昇していました。実際、2004年から2019年の間に在宅勤務（WFH）を一部でも取り入れている被雇用者の割合は、欧州では10.6%から14.4%に、米国では15.3%から20.5%に上昇しています。リモートワークの増加と同時に労働者1人当たりのオフィス需要も減少しました。パンデミック中に在宅勤務の採用が急拡大したことを考えると、このトレンドは

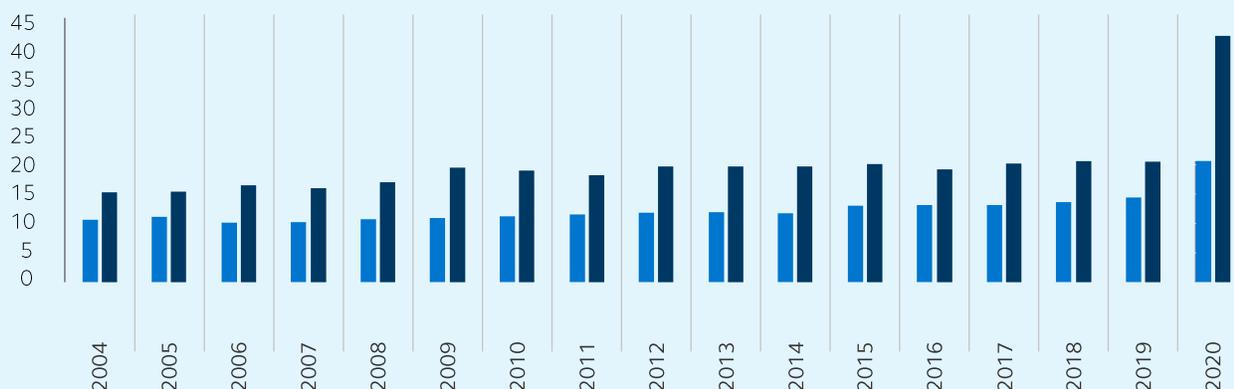
今後10年にわたり続くとみられます。たとえば2020年にはリモートで働く労働者の割合は米国で倍増し、欧州では40%以上増加しました（図表6）。当社の推定では、全労働者が週におよそ1日から1日半リモートワークを行うようになれば、今後10年間でテナント企業の実質的な所要オフィス面積は15～20%削減されることになります。ただし、すべてのオフィスが均等に影響を受けるわけではなく、立地条件のよい高級オフィス物件は需要が減少しても回復力を示すでしょう。

図表6: オフィス需要は引き続き厳しい状況

被雇用者の在宅勤務率、%

■ EU-27: 欧州連合（EU）加盟国27カ国

■ 米国（賃金・給与労働者）



Source: Moody's Analytics, BLS American Time-Use Survey, Eurostat; Principal Real Estate Investors, 2021

オフィスの進むべき道は、かつての「普通」ではない

今回の危機はこれまでとは大きく異なり、オフィス投資戦略における正常化の道のりではクリエイティブなアプローチが求められます。従業員がオフィスに再び出社するようになれば、入居する企業や投資家にとって難しい仕事が始まります。例えば、座席レイアウトの整理、適切な安全対策の決定、そして最終的には、今後の使用ニーズやハイブリッド勤務計画に関する指標を定義づけることです。これができるまで、世界のオフィス市場の見通しは不透明で、需要には地域や産業によって多少の違いが見られることになります。

ここにきて明らかになったのは、欧米のオフィス勤務の従業員の中には、週4～5日のオフィスへの出勤を今後も行わないことにした人がいる点です。むしろ、ほとんどの企業は、従業員に対して特定の日にオフィスにいることを義務づけて週の残りの時間はフレックスタイム制や在宅勤務に充てる、ハイブリッドなアプローチを採用することを検討しています。これがオフィス需要に対してわずかであってもマイナスの影響があることは間違いありませんが、これは、自宅で仕事をする従業員が増えているという過去20年の間に米国と欧州の両方で既に存在していたトレンドの延長線上にあります。

当資料中の意見及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。

では、投資家はどこでオフィスの投資機会を探すべきなのでしょうか

人口動態の変化に加え、需要の変化やリース状況の変化など、様々な要因が絡み合っているため、投資家にとってはオフィスセクターの投資機会の見極めが難しい状況となっています。過去を振り返ると、投資家は資本を効率的に投入して質の高いテナントにアクセスすることを目指して、このセクターを利用してきました。しかし人口動態の変化に加えて在宅勤務や生活の質への要求を念頭に置くと、投資家は、現在の経済的・社会的な追い風を利用したDIGITAL戦略に歩を揃えた市場やオフィスのサブセクターに軸足を移すべきだと考えています。

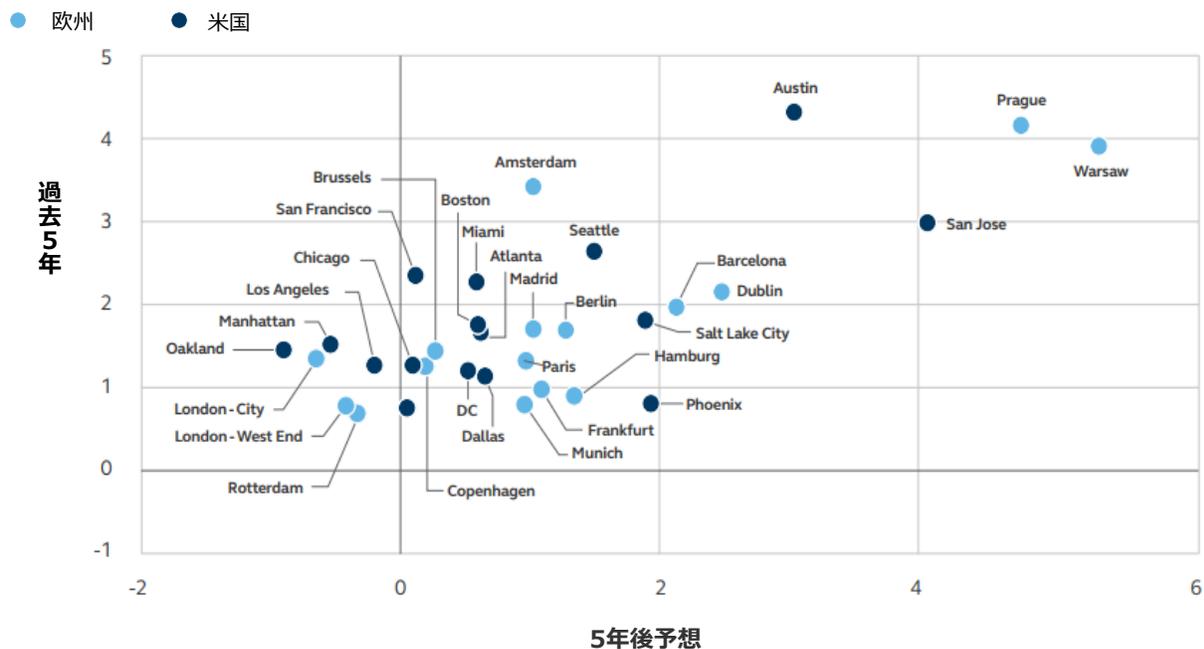
生活費の水準が魅力的で小規模な成長市場に注目

当社のオフィス投資戦略は構造的な変化とパンデミックによる変化を利用して、投資家の取るべき道を示しています。現在の人口動態の変化のうち、どの程度が循環的なものなのかにより明確になるまでは、人口密度がより高く毎日の通勤に公共交通機関の利用が必要とされるゲートウェイ都市や沿岸部の市場を戦術的にアンダーウェイトとすることを、投資家に推奨しています。パンデミック前の人口移動データによると、ニューヨーク、サンフランシスコ、シカゴなどの大都市圏では、外部への移動によって人口増加が鈍化する傾向にあることが示唆されていました。

当社は、より成長率の高い市場や、大都市の周りにあって郊外の核となる市場に注目することを提案します。これらの市場はパンデミックの際にはるかに優れた回復力を示し、人口動態のトレンドから恩恵を受ける可能性が高いと考えられます。例えば、米国ではパンデミックをきっかけにして、それまで一戸建て住宅や、より広くて手頃な価格の住居を探すのに遅れをとっていたミレニアル世代が、都心部から加速して流出しています。欧州でも、特に大都市での手頃な価格の住宅の入手が懸念される中、同様に小規模な市場への移動が見られます。

図表7: 小規模なセカンダリー市場に需要がシフトし始めた

オフィスのネット・アブソープション：米国および欧州 | 契約済み面積の年間平均変化率（％）



Source: CBRE EA, CBRE ERIX, Principal Real Estate Investors, Q2 2021

当資料中の意見及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。

オフィスセクターでは非伝統的なタイプの物件に注目

米国内の地域別投資配分では、サンベルト地帯や西海岸の市場に注目しますが、世界的にはオフィスセクターの中でも特殊なタイプの施設への転換が進んでいます。パンデミックに明るい兆しがあるとすれば、需要の変化に記録的な速さで対応したバイオテクノロジーや医療科学への注目が高まった点が挙げられます。世界的に高齢化が進み、パンデミックがなくても、テクノロジーとライフサイエンスの需要の高まりは、おそらく商業用不動産にとって最も重要かつ持続可能な構造的成長要因の一つとなるでしょう。オフィスセクターへの投資においては、経済と人口動態の構造的変化を利用するために、ライフサイエンス、ラボ対応のフレックスオフィス、メディカルオフィスに再度注目したり追加したりすることを意味します。以下の表は当社が提案する戦術的な投資機会を示しています。

投資機会	米国	欧州	コメント
ゲートウェイ/コア/CBD	↘	→	米国は戦略的には避け、価格と立地に基づいて機動的な投資機会を探す。欧州では、労働市場の動向や郊外のオフィスインフラの整備が小規模であることから、CBDのファンダメンタルズがより安定している可能性
都市郊外/地方	↗	↗	価格設定が最大の課題となるが、短期ではより魅力的な利回りを提供できるかもしれない。人口密度の高い地域に比べて大きな需要
高成長セカンダリー市場	↑	↑	沿岸部のコア都市からの移動による人口増加は長期的なもので、需要が増加。大都市の市場よりも相対的に有利な利回り
ライフサイエンス	↑	↑	ディールにおける価格設定やビッド価格は強気だが、構造的な要因は米国、欧州ともに好調を維持
メディカルオフィス	↗	↗	米国と欧州における人口の高齢化を背景とした強い戦略的見通し

↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

CBD: Central Business District 中心業務地区

人口移動、人口動態、所得が変化する中で、住宅は最善策の一つ

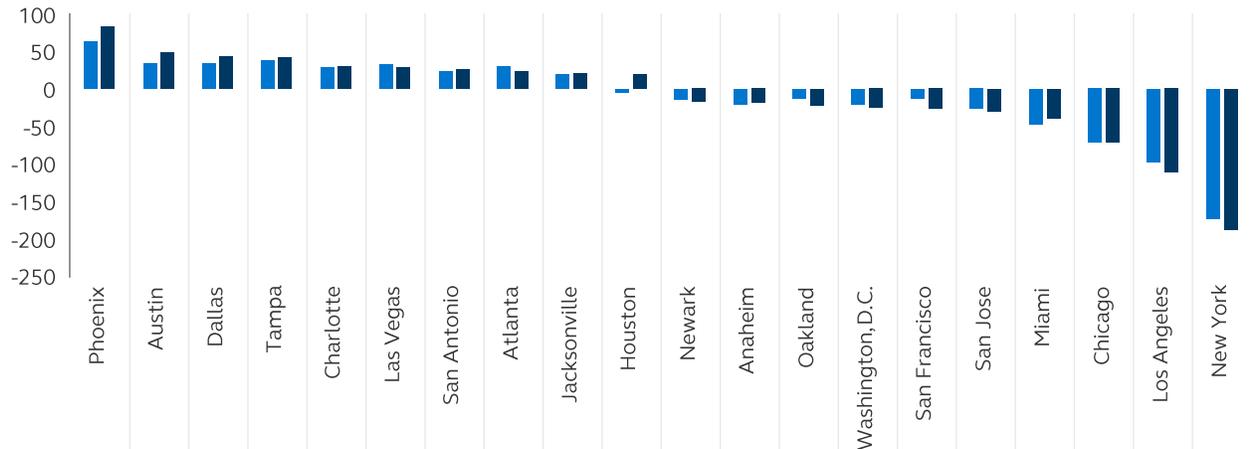
住宅セクターは、人口移動や就業パターンの変化により、幅広く様々な投資機会を持つセクターとして浮上しました。米国では、生活費の高いゲートウェイ市場から一定の水準の転出が続いています。欧州でも地域的な変化が見られ、手頃な価格を背景に小規模な市場が魅力的なものになりました。新型コロナウイルスのまん延は何百万人もの労働者をフルタイムでリモート環境に配置したという点が特徴的であり、多くの人にとって初めての経験でした。従業員と雇用者の両方にとって柔軟性が高まるという「ニューノーマル」は、個人がどこに住み、どこで働くかという関係が変化することで、不確実性と機会の両方を生み出しました。2020年には、リモートワークをしながらより物価の安い地域や温暖な地域に転居する人が、特に物価の高い都市部で見られました。特に米国では、サンフランシスコ、ニューヨーク、シカゴなどの生活費の高い沿岸部の都市から、コストの低いサンベルト地帯の都市への移動という傾向が続いています（図表8）。

図表8: パンデミックがゲートウェイ市場からの人口移動を加速

米国内の純人口移動数 (千人)

■ 2017-2019平均

■ 2020



Source: U.S. Census Bureau, October 2021

都市部のゲートウェイ市場の衰退という見出しは投資家の注目を集めるものですが、(a)永続的な大移動の主張を裏付ける十分なデータはなく、(b)小規模都市への移動の一部はパンデミックの発生前に既に進行していたという証拠もあります。投資家が考えるべき重要な問題は「世帯の移動を促したものは何か、そしてそれがもたらす投資機会は何か」です。

世帯移動のパターンが変化している背景には、生活の質に対する懸念があり、それはしばしば購入可能な住宅の価格と関連しています。供給不足と価格の高騰により、大多数の中間所得者層は住宅を所有することができません。また、数十年にわたって賃金の上昇が抑えられてきたことで家計所得が低下しており、世界のいくつかの都市では家を借りることも困難になっています。同時に、人口動態の変化も続いています。ベビーブーマー世代が退職し、ミレニアル世代が成人して世帯を形成することで、より広いスペース、より良い学校、より高い生活の質を提供する郊外型住宅への需要が高まり、この傾向はますます強まっています。特に若い世代にとってはテクノロジーを活用して自宅で仕事をするのが快適であるため、パンデミックはまさにこのシフトを加速させるきっかけとなりました。

投資家が考えるべき

重要な問題：

「世帯の移動を促したものは何か、そしてそれがもたらす機会は何か」

欧米では手頃な価格の住宅が不足

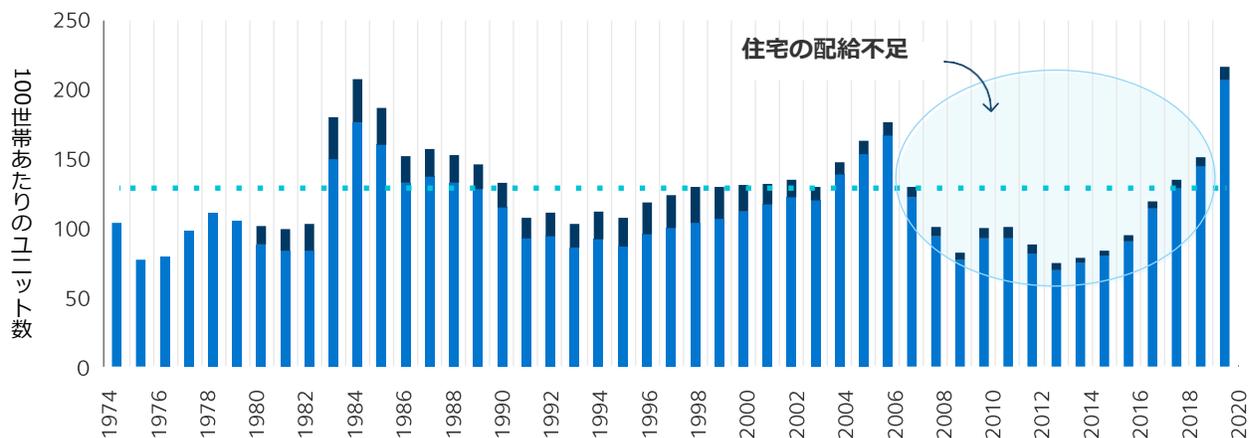
新築住宅の不足は最も差し迫った問題の一つであり、住宅価格と家賃の両方に直接影響を与えています。図表9が示すように、GFC以降の米国の住宅完工件数は過去の平均値（新たな世帯形成100世帯に対して平均130戸）を大きく下回っています。この過去の平均値は、新たな需要を満たすと同時に、現代の基準に合わず、使い勝手が悪くなった古い住宅を建て替えるための基準値にもなっています。そのため、GFC以降の住宅建設の遅れにより、米国の住宅市場は170万戸近くも供給不足に陥っています。¹ 新たな住宅建設に対して世帯形成が遅れており、現時点では新規住宅の供給量は過去のトレンドを上回っているように見えますが、供給不足は依然として続いています。

¹ 2007年以降の新規1世帯に対して、1.3戸の建て替え数を想定。

図表9: GFCI以降新規世帯数は供給不足に陥っている*

100世帯あたりの住宅完成数と配置数

■ 住宅完成数 ■ マニファクチャード・ホーム設置数 ● 過去平均（1974-2006年）



Source: Moody's Analytics, U.S. Census Bureau, September 2021

*新規世帯形成は3カ月の移動平均

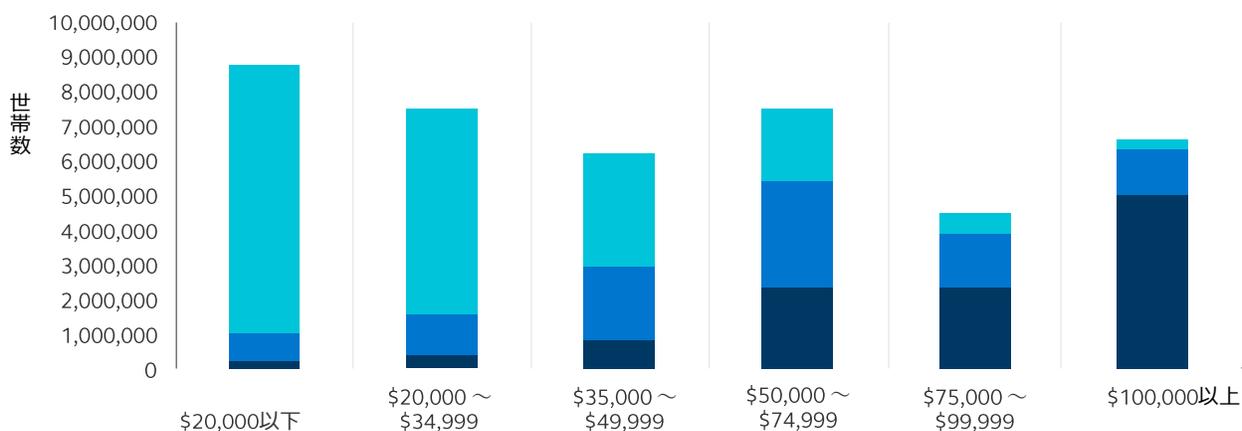
賃金の低迷と格差の拡大で住宅の購入がより困難に

賃金の伸びが十分でないため、ゲートウェイ市場では、賃貸や住宅の取得がかなり困難になっています。実際、米国では世帯年収7万5,000ドル未満の世帯の多くが、現在の家賃を重荷に感じています（図表10）。これを投資家の視点から見ると、地域の世帯収入の中央値の80%から120%の世帯をターゲットとして年率3~4%の緩やかな収入増加を目指す中間所得層戦略が支持されることになります。このような中間所得層向けのアプローチでは、ゲートウェイ市場に集中して供給が増加している高級住宅分野も避けることになります。

図表10: 7万5,000ドル未満の収入の世帯は家賃負担が大きい傾向

世帯収入に占める家賃の比率（所得水準別）

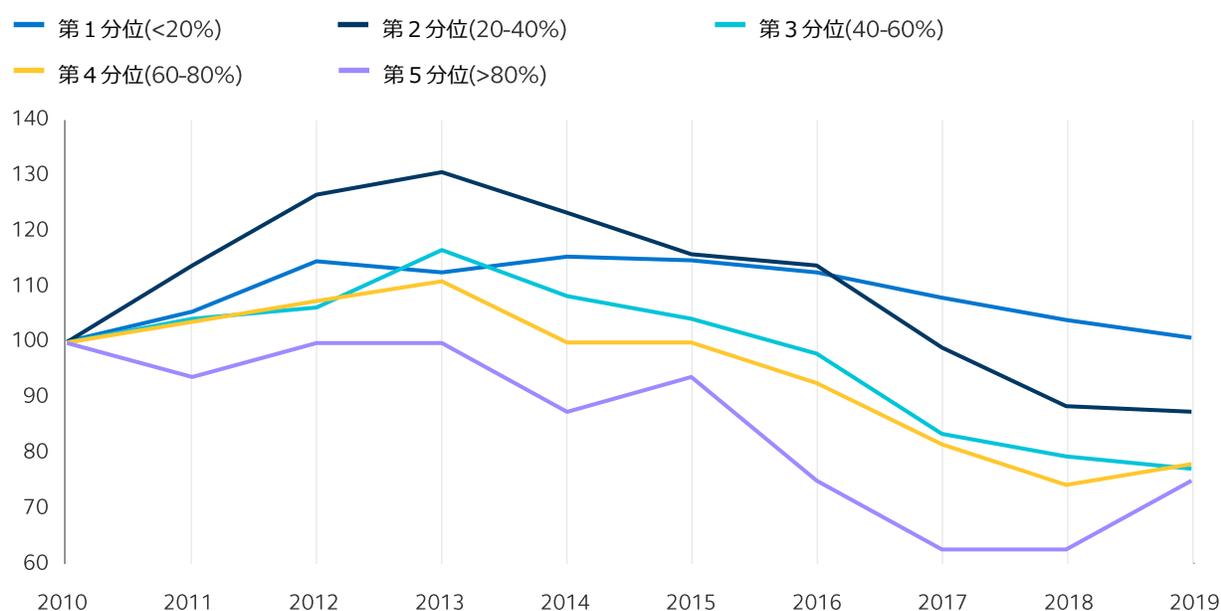
■ 20%未満 ■ 20%~29% ■ 30%以上



Source: U.S. Census Bureau, ACS, 2019

欧州では数十年にわたって所得格差が拡大しており、低所得世帯にとって住宅費の負担は非常に大きくなっています。住宅費過重負担率は、収入の40%以上を住宅に費やしている人の比率を示す家計の余裕度を表す指標です。図表11に見られるように、所得水準の下位20%までの人にとって、住宅費の負担が非常に大きくなっています。欧州では最も高い所得者層では改善が見られるものの、多くの国で住宅費負担率は重要な課題となっているにもかかわらず、全体的に高い水準にとどまっています。

図表11: 進展はあっても、欧州の住宅費負担は低所得世帯にとって依然として高い*
所得5分位ごとの住宅費負担率の変化 | 2010年を100として指数化



Source: Eurostat, September 2021

*人口を世帯収入によって20%ずつの五分位グループに分け、第1分位は最も低い所得層、第5分位は最も高い所得層を表します。



当資料中の意見及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。

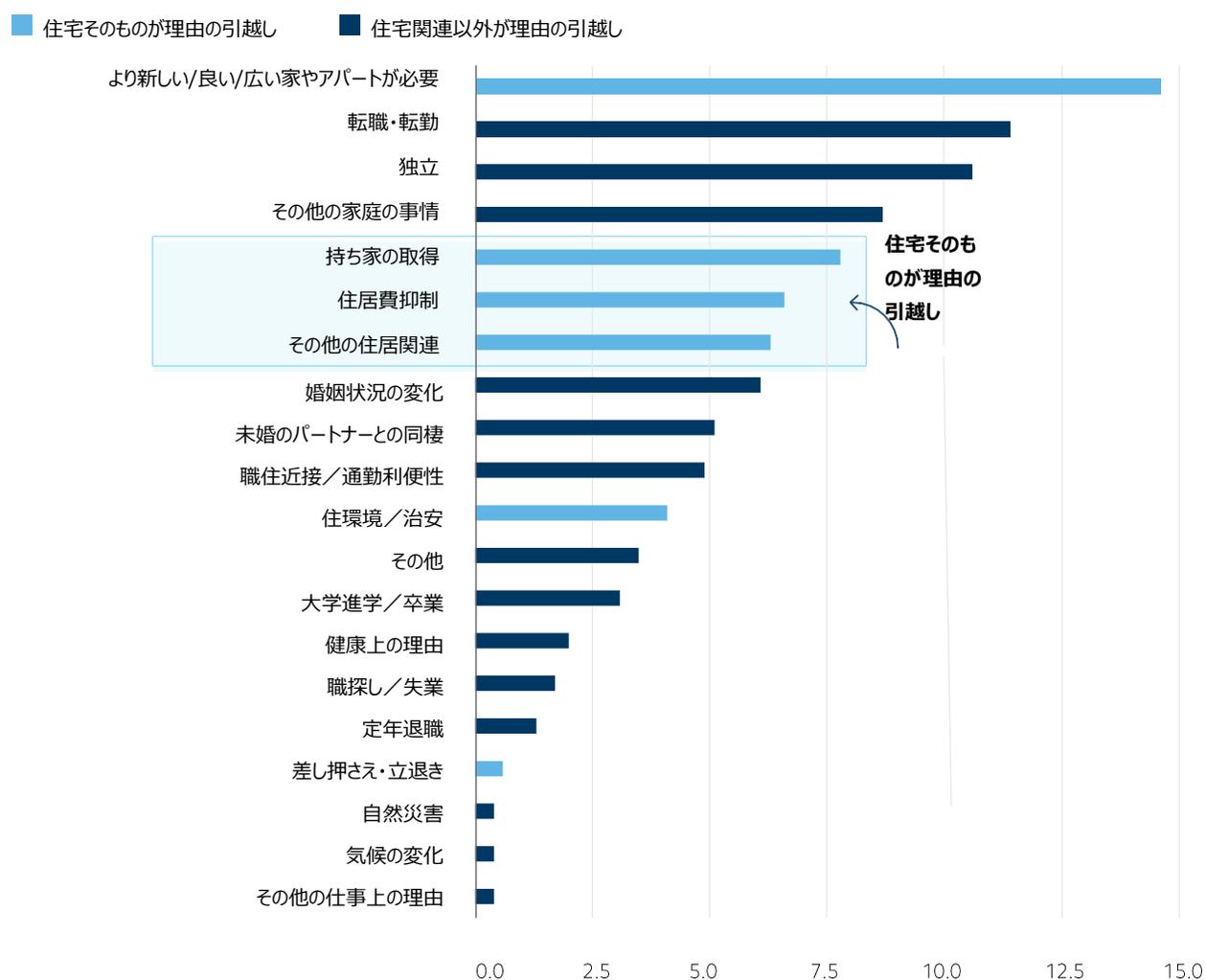
また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

生活費やライフスタイルの変化がパンデミックで加速

この10年間で明らかになったことは、住宅取得に関わる支出は家計に占める比率が大きいため、将来の資産形成に大きな影響を与えるという点です。結果として、家賃が比較的低い郊外や小規模なローカル市場に世帯が移るようになってきました。米国には住宅が人口移動の重要な要素であることを示すデータがあります。世帯は主に、手頃な価格、または住宅の質や大きさのグレードアップを優先します。下記の図表12は、賃貸住宅の利用者が重視している問題を示しています。この傾向は過去20年間で強まっており、世帯の地理的な自由度を高めているリモートワークの傾向と合わせて、さらに顕著になる可能性があります。

図表12: 多くの転居の理由は住宅そのものと住宅関連の家計負担

引越しの理由 | 全ての転居者に対する比率 (2019~2020年)



Source: U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Annual Social and Economic Supplement, September 2021

値ごろ感、人口動態、テクノロジーが幅広い住宅セクターの投資戦略を提供

住宅セクターは、人口動態の変化と所得トレンドが交錯する中で、幅広い投資機会があることを明確に示しています。パンデミックの影響で、手頃な価格と生活の質の向上を求める傾向が住宅需要を左右する主要な要因となっています。様々な需要の要因があるため、投資家にとっては従来の集合住宅よりもはるかに豊富な投資機会があります。住宅セクターは、マニファクチャード・ホームから高級一戸建て賃貸住宅まで、幅広い所得層に伸びています。これは、このセクターの規模の大きさを示すと同時に、異なるリスクとリターンに対応した投資機会の存在を意味します。

投資機会	米国	欧州	コメント
都市型マルチファミリー	↘	↘	割高感があるほか、最近の供給増加によって高級賃貸住宅は過飽和状態
郊外のマルチファミリー	↑	↗	ミレニアル世代が世帯を形成し、中心となってくることから、人口動態のトレンドが下支え。当セグメントの値ごろ感から将来の家賃収入は増加の可能性
一戸建ての賃貸/ 賃貸用住宅開発	↑	↑	ミレニアル世代の世帯形成が成長を牽引するが、スペースに対するニーズの高まりも後押し。ホームオフィス、仕事部屋、庭などのニーズの高まり
高齢者住宅	↗	↑	セグメント全体で値ごろ感に限られており、一部の市場では供給が多くなっているが、人口の高齢化は将来の需要の下支え
学生寮	→	→	投資家の関心の高さから、主要大学では供給が拡大。このため利益率は低い水準に保たれているが、大学によって結果は大きく異なる。留学生の減少も当面の需要にマイナスの影響
マニファクチャード・ホーム	↑	↑	供給制約は残っており、当セグメントの需要は依然として堅調

↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

人々は買い物を続け、小売業は生き残る

15年前にニッチな概念として登場したEコマースは瞬く間に主流となり、人間の消費行動に地殻変動をもたらして、今や世界経済の構造的な一部となっています。Eコマースは私たちの日常生活に深く浸透し、ショッピングという行動を完全に変わらしてしまいました。Eコマースの導入が遅れていた欧州を中心とした一部の市場では、パンデミック対策の一環で小売業者が休業を余儀なくされたため、パンデミックを通じてEコマースの重要性を思い知りました。Eコマースの進出に遅れをとっていた業者は、迅速な対応を行うか、撤退に追い込まれました。Eコマースがバリューチェーン全体に浸透したことで、実店舗を持つ小売業者の間で生き残りをかけた死闘が繰り広げられています。特に米国では、商品が豊富な一方で実店舗需要が不足していることから、供給過剰が深刻化しています。

当資料中の意見及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。

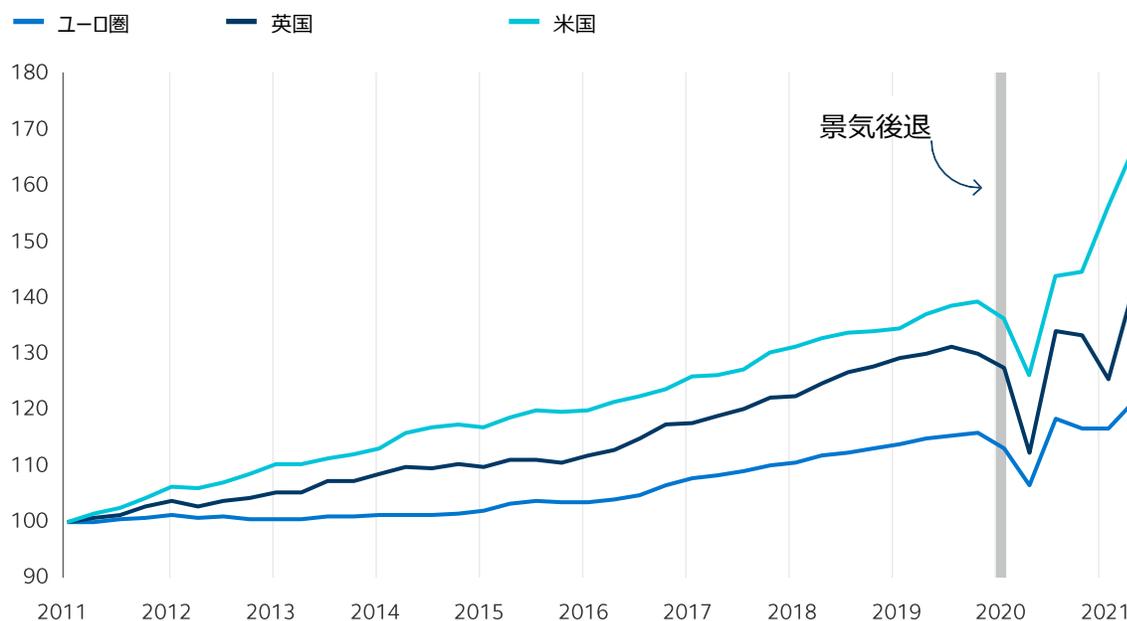
小売業の壊滅もありえたが、財政支出がその危機を救った

パンデミックが発生して経済が完全にロックダウンされると小売業者や物件オーナーも危機にさらされ、倒産が相次ぐ中、小売業の終焉との声が聞かれるようになりました。しかし1年半が経過した現在、従来型の小売企業は存続しているだけでなく、2015年以降で初めて業績の改善が見られます。労働市場を支える必要性から大規模な経済対策・財政支出が世界中で実施された結果、政府から世帯や企業に給付金が支給されました。一部の国で現在も継続しているこの経済対策は、何百万人もの人々と小売業にライフラインを提供しました。

図表13に示されるように、欧州と米国の小売売上高は、1年も経たないうちに危機以前のピークに戻りました。これは不況の深刻さを考えると驚異的な好転であり、経済危機に直面した際の財政刺激策の有効性を証明するものです。一部の専門家が予測したように小売業者が姿を消すことはなく、生き残ったのです。しかし、投資対象としてのリテールセクターは、消費者の嗜好、テクノロジー、所得などの変化が交錯しており、投資判断は複雑に絡み合っている要因を考慮する必要があります。

図表13: 旺盛な財政出動がもたらした消費の力強いリバウンド

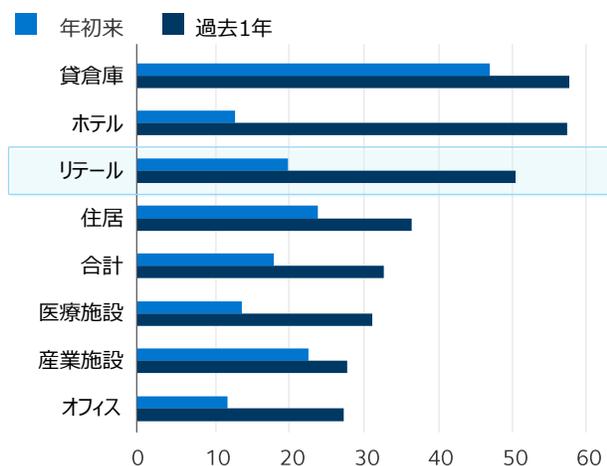
小売売上高 | 2011年第1四半期を100として指数化



Source: Moody's Analytics, Eurostat, U.K. Office for National Statistics, U.S. Census Bureau, Q2 2021.

欧州の小売企業は規模の適正化に焦点を当てたアプローチをとっていたため、パンデミック前の状態は米国の小売企業に比べてはるかに良好な状態にあった一方で、米国の従来型の小売業の経営者は、ショッピングは人間の本能が求める活動の一つであることを前提にしたような企業活動を復活させました。店舗の数と面積の両方で計った米国の開店数は年初来で閉店数を上回っており、これには経験豊富なリテールセクターの投資家でさえ驚きを隠せません。商業施設は依然として多くの課題に直面していますが、2020年にこのセクターを脅かしていた嵐の雲は部分的に去り、投資機会が少しずつ広がっています。確かに、上場REITでは商業施設が底打ちしたことを示唆しているようです（図表14）。

図表14: リテール向けに加熱する上場REIT市場
グローバル（先進国）REITのリターン | %



Source: Moody's Analytics; Dow Jones/S&P REIT Index, September 2021

バーベル型の投資アプローチで構造的・戦術的なトレンドを捉える

リテールセクターの投資環境は「利便性」「必要性」「価値」など、社会的に重要になってきた構造的なテーマの多くを反映したものとなりそうです。米国では、所得分布と中間層の減少も考慮すべき点であり、価値を重視した従来型の小売店とEコマース業者が選好される中で、いくつかの小売業の衰退につながっています。

人口動態は、小売業の売上高とショッピングセンターのポジショニングの両方にとって、もう一つの重要な要素です。ベビーブーマー（はもはや最大の世代ではありませんが、その世代の消費の力は消費者の動向に大きな影響を与えています。また、他の世代の消費パターンと比べると、現在のベビーブーマーは収入よりも支出が多い状況にあります。消費支出の構成要素は若い世代とは大きく異なるため、ベビーブーマーの消費行動に合わせるには柔軟性がより一層求められます。そのため、ショッピングセンターでは、付加価値の高い店舗や生活必需品の店舗に加えて、ヘルスケアサービスやメディカルオフィスなどを交えてテナントを再配置する必要があります。

一方、ミレニアル世代の世帯形成率は高まっており、多くの人が初めて住宅を購入することで全体としての支出の増加につながっています。しかし、この支出がEコマースと従来型の店舗の間で分かれる割合が問題となります。小売業が直面している様々な問題を考えると、リテールセクターは新たな投資機会の発掘が最も難しいセクターの一つだと言えます。



当資料中の意見及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。

リテールセクターの投資機会は慎重な選別が必須

当セクターへの投資では、構造的なトレンドが明らかにカギを握っていますが、価格発見機能のある市場では、バリュエーション指標を重ね合わせることで興味深い投資機会を見出すことができます。クオリティにおける最上位では、特定のクラスAのモールや食料雑貨を主体とするショッピングセンターが好調を維持しており、コア投資によっては質の高いキャッシュフローが得られます。リスクカーブの上方では、欧米のパワーセンターやライフスタイルセンター、屋外の大型ショッピングセンターがバリューアッド型を好むデット投資家とエクイティ投資家の双方の関心を引いています。人口動態が良好な住宅地区を中心とした複合施設の開発も、投資家のポートフォリオにリテールを追加する興味深い選択肢を提供しています。

投資機会	米国	欧州	コメント
クラス A+のリージョナル型/スーパーリージョナル型モール	↗	→	ハイリスク・ハイリターン。機関投資家向けのクラス A の施設は、投資家に強力なキャッシュフローをもたらすが、商業施設市場の変化による大きなリスクを伴う。高い保有コストを考慮する必要がある。
クラス B のリージョナル型モール	↓	↓	クラス A とそれ以外のクラスでは大きな格差がある。当セグメントではさらなる混乱と価値の低下が予想される。リポジショニング以外の機会は少ない。
食料雑貨主体のセンター/コンビニエンスストア/DIY センター/ディスカウントストア	↑	↑	食品雑貨とバリュー志向の小売店に照準を定め、好立置のセンターは依然として魅力的だが、物件価格は堅調な動向を反映している。欧州のコンビニエンスストアは集客力を維持し、底堅く推移している。
パワーセンター	→	→	住宅関連とバリュー志向の小売店を組み込み、好立置のセンターには特定の投資機会があるが、プライシングが依然として課題。脆弱なセンターは引き続き E コマース普及の標的となっており、テナントの入れ替えが求められる。
ライフスタイルセンター	→	↗	体験重視型の小売店を組み込んだ屋外ショッピングセンターに注目。投資機会は限られており、適切なテナント構成とプライシングを慎重に検討する必要がある。
複合施設	↗	↗	小売店を徒歩圏に組み込んだ居住地区を開発・管理する機会。

↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

当資料中の意見及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。

産業施設は順調に進展

人間の適応力と変化への対応力には驚くべきものがあり、テクノロジーの力の活用によって、24時間/週7日、「いつでも、どこでも」消費者を受け入れる環境への移行はほぼ完了しています。消費者や中小企業は、10年前にはほとんど不可能だった48時間以内に消費ニーズを満たす力を持つようになりました。これを可能にしたのは、物流への大規模な投資によって推進されたEコマースの大幅な成長です。新型コロナウイルスのパンデミック発生前から、EコマースはすでにDIGITALのテーマの重要な分野の一つでした。現在、Eコマースとその高度化（例：自動運転の配送車やドローン）によって、Eコマースはパンデミックを契機とした重要な構造的な成長原動力の一つとして定着しています。その結果、産業施設セクターは、消費パターンの変化、人口動態の変化、新技術の導入などによる長期的な変化の波に乗り続けています。残念ながら、歴史的に見ると、旺盛な資本流入の後には調整が起こる傾向にありますが、現在、産業施設の投資家にとっては絶好の時期と言えるでしょう。それは、現時点で当セクターを牽引しているのは、景気循環的な追い風ではなく、テクノロジーと消費活動が活況を呈する中でEコマースとサプライチェーンの近代化という構造的な波であるからです。

新型コロナウイルスによるEコマースの普及

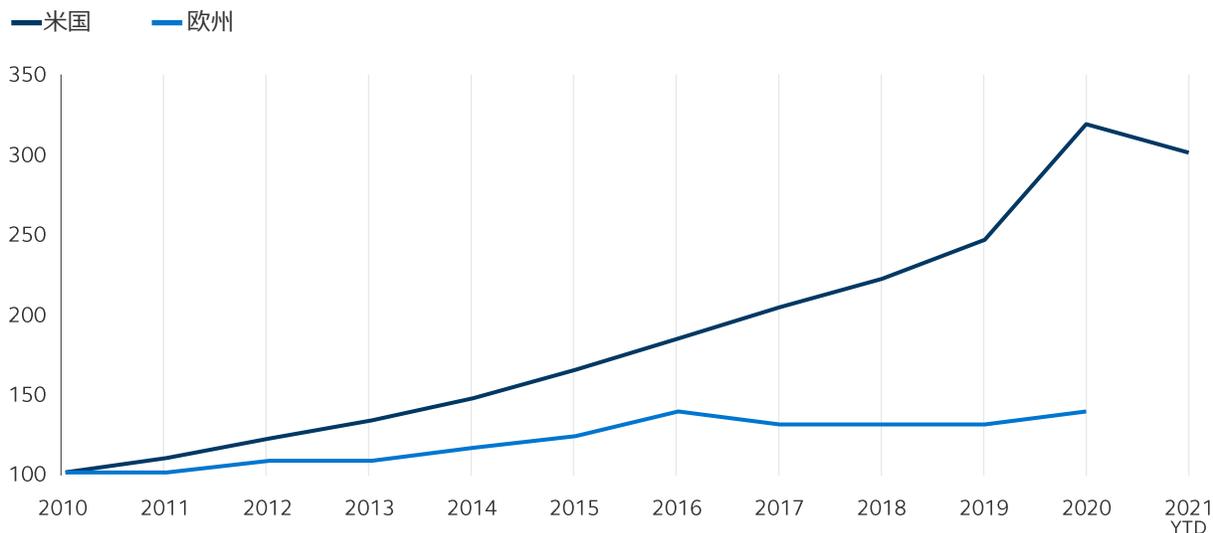
パンデミックが世界経済を落ち込ませ、オフィスや商業施設などの他の不動産セクターを混乱に陥れたのは明らかですが、それと同時にEコマースの急速な成長をさらに加速させ、産業施設セクターを再活性化させたことも事実です。2019年当時、キャップレートとスプレッドは過去の基準を大きく下回る傾向にあり、物件価値の上昇はプラスを維持していたものの、サイクル後期に見られる他セクターと同水準に近づき始めていました。厄介なことに、世界の貿易取引量が低下しており、米国や欧州では保護主義的な動きが強まる中、アジア太平洋地域からの輸入が減少していました。また、特にカリフォルニア州南部や北東部の高価格帯の米国沿岸市場では、新規供給の活発化に伴って空室率が上昇し始めていました。

パンデミックを受けて経済活動は停止し、小売業者や消費者は生活必需品の購入でさえもEコマースへ急速にシフトしました。その結果、Eコマースの対象は一般の商品から、それまでオンライン事業者が苦手としていたより専門的な商品、さらには食料雑貨へと広がっていきました。2020年、米国ではオンライン販売の着実な成長が過熱状態へと変わり、非店舗販売の取扱額が急増しました。実際、小売売上高全体に占めるEコマースの割合は11%から2020年のピーク時には16%へと加速し、年間平均では14%となりました（図表15）。欧州では、増加幅ははるかに小さかったものの、消費額ではなく企業の売上高がその指標となっています。これは、欧州市場が米国市場よりもはるかに成熟度が高くバランスの取れた小売市場であることを示すものであり、欧州市場は都市部の人口基盤に対応した小規模な拠点に注目しています。

パンデミックの発生を受けて
経済は停止し、小売業者
や消費者の間では生活必
需品の購入でさえもEコマ
ースへの急速なシフトが進
みました。

図表15: Eコマースは依然として産業施設需要の重要な牽引役

小売業総売上高に占めるEコマースの割合* | 2010年を100として指数化



Source: U.S. Census Bureau, Eurostat, Principal Real Estate Investors, 2021.

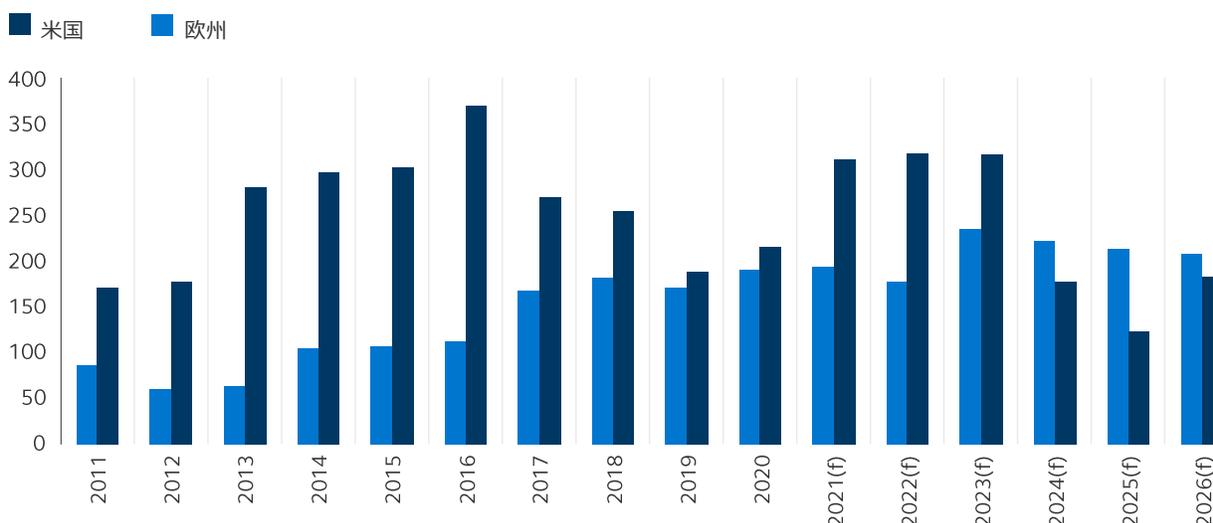
欧州のデータは年1回発表されるため、本稿執筆時点では2021年前年同期の数値は入手不可能です。

*欧州、売上高に占める割合（Eコマースの売上高が1%以上の企業）

産業施設セクターの急成長の背景には、Eコマースによって、大型倉庫からラストマイルセンター(配送先に距離が近い、配送センターなどの物流施設)に至る、さまざまな物流施設に対する膨大な需要が生み出されたことがありました。米国では2020年だけを取っても、アマゾンが新規の産業施設リース全体の半分強を占め、2021年初来では約15%を占めています。² この桁外れのリースの数値は、アマゾンがラストワンマイル配送の課題を克服する目的もあって、人口が中規模から大規模の都市で倉庫を急拡大することで、業務能力を高める戦略を取っていることに直接起因しています。当社ではEコマースの構造的に良好な見通しを踏まえ、産業施設のアブソープション（需要）については非常に強気の見方をしています（図表16）。

図表16: 産業施設のアブソープション予測は堅調

米国および欧州の産業施設のネット・アブソープション* | 百万平方フィート



Source: CBRE EA, CBRE ERIX, Principal Real Estate Investors, Q2 2021

*ベルギー、チェコ、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、ポーランド、スペイン、英国の合計に基づく欧州のネット・アブソープション

² CoStar, October 2021.

当資料中の意見及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。

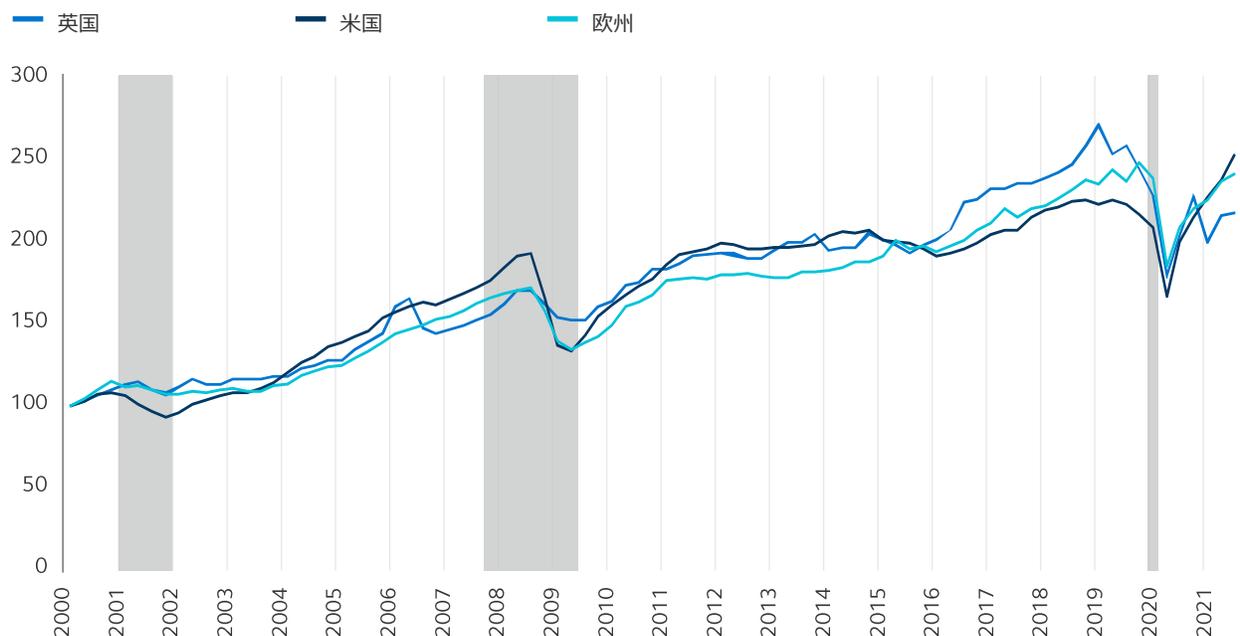
世界貿易の回復に伴い、産業施設の需要はEコマースだけではなくなる

Eコマースはその潜在力を考慮すると物流施設セクターの構造的な牽引役である、と指摘するのは簡単です。しかし、産業施設セクターにとって同様に重要なのは、パンデミック前から逼迫していたグローバルなモノの流れです。貿易摩擦は今後も続く見通しですが、世界貿易の大きな障害となってきたサプライチェーンのボトルネックは緩和されるはずで、欧米の主要港以外でのコンテナ船の増便は、貿易が実際に急回復していることを示しています。また、先進国の消費が堅調に推移すると予想されることから、世界の貿易量も加速し、産業施設セクターに対する需要が増加する見込みです（図表17）。

図表17: 世界貿易は再び軌道に乗る

商品・サービスの輸入|2000年を100として指数化

グレーの部分は景気後退を表す



Source: Moody's Analytics, Bureau of Economic Analysis, U.K. Office for National Statistics, Eurostat, 2021 Gray shaded bars reflect economic recessions.

当資料中の意見及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。

データセンターはEコマースと貿易にとってのインフラ

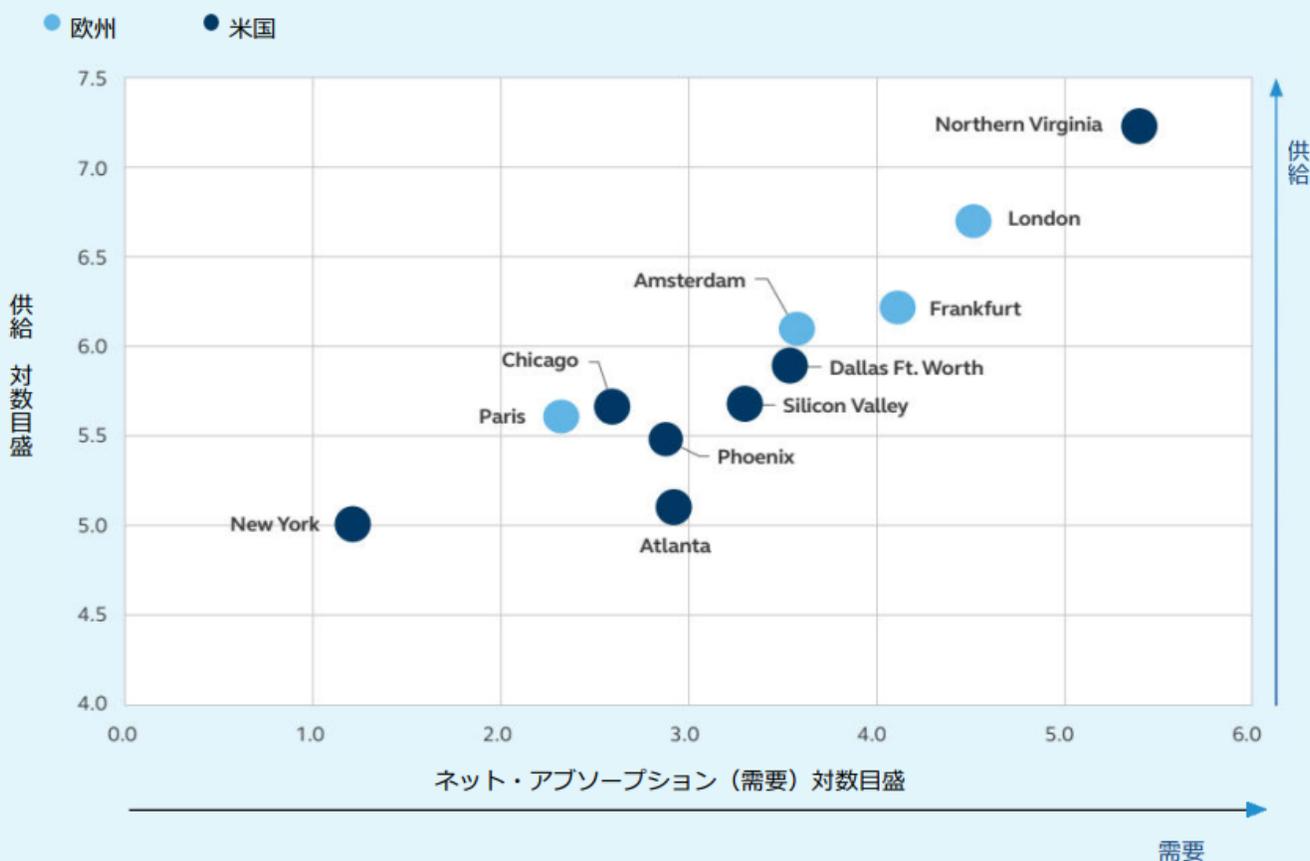
データセンターは現代経済における「重要な歯車」であり、商業用不動産の中心的存在として、あらゆる不動産タイプとニューエコノミーとを結びつけています。このことが最も如実に示されたのは、2020年にオフィスワーカーがリモートワークを余儀なくされ、欧米の多くの人々が生活必需品をオンラインで購入するようになった時でした。データセンターは産業施設セクターに分類されていますが、純粋に当セクターの一部としてではなく、サプライチェーン拡大の促進要因として、サプライチェーン管理から将来の自動運転トラックに至るあらゆる分野に影響を与えています。

世界全体へのテクノロジーの急速な普及に伴い、データストレージの必要性も高まっています。実際、現在のデータ全体

の90%は過去2年間に作成されたものです。³ この成長ペースが続くと、世界のデータは2025年には175ゼタバイトに達すると予想されています。ちなみに、175ゼタバイトのデータをDVDに保存した場合、地球の222周分の長さになります。⁴

世界経済の主要なハブである米国と欧州はデータ革命を主導しています。両地域の供給は急速に増加していますが、それは世界中の膨大なデータ作成と需要に対応したものです。家庭や公共の場に加えて、スマートフォン、自動車、家電からのインターネットへのアクセスが増え続け、急激に大量のデータとそれを保存する必要性が生まれ出されています。下記の図表18に示すように、世界経済におけるデータ・ストレージ・インフラの継続的な拡大に伴い、ネット・アブソープション（純需要）も急速に増加しています。

図表18: データセンターに対する需要は大規模なハブに集中
2020年ホールセール・プライマリー市場のファンダメンタルズ



Source: CBRE North American Data Center Report 2020 H2, CBRE Europe Data Centers Report Q1 2021, Principal Real Estate Investors calculations, 2021

³Source: Forbes, *How much data do we create everyday?* May 21, 2018

⁴Source: Bernard Marr & Co., Content ID 1846, IDC Data Age 2025 paper, November 2018

当資料中の意見及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。

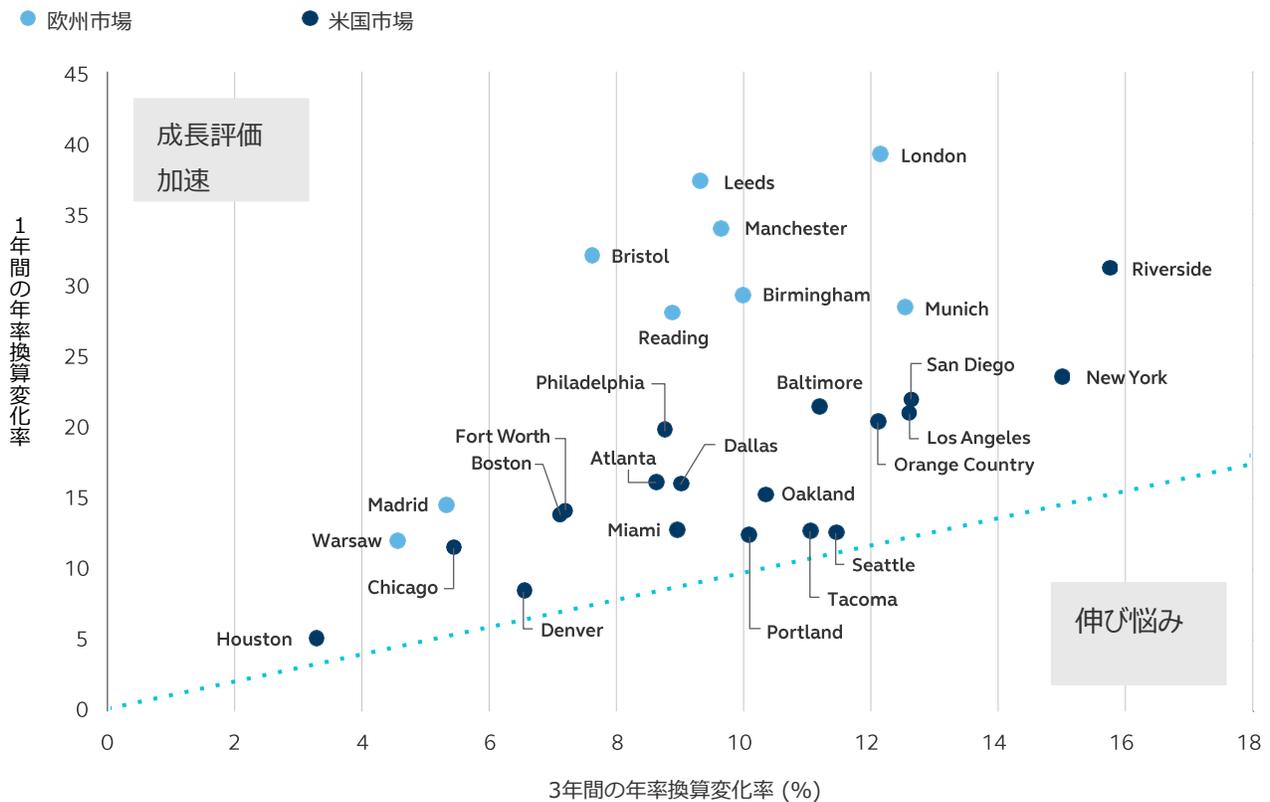
投資家は産業施設の構造的なストーリーに注目

投資家は産業施設セクターの変化に素早く反応しています。かつては「小屋」という蔑称で呼ばれていた産業用不動産は今や世界的なサプライチェーンの中のハイテクな歯車となり、非常に洗練されたユーザーがテナントとなっています。そのため、投資家は前例のない勢いでこのセクターに乗じており、欧米の中核的な物件のキャップレートは3%前半から半ばになっています。

現在、このセクターの物件価格上昇率は米国では市場全体で20%近く、欧州ではさらに高い水準で順調に推移しています。また、低水準の借り入れコストによって割引率が抑制され、これが利回りのさらなる低下につながっています。倉庫施設についてはすでに米国ではプレミアム価格で取引されていますが、欧州市場の最近のパフォーマンスはさらに目覚ましいものがあります。ただし、急激な価格上昇がより多くの資本を引き寄せて開発が行われる傾向があるため、黄色の警戒信号が点灯する可能性があります。これまでのところ、新規開発による市場の過剰感は見当たりませんが、向こう12カ月間の動向を注視する必要がありますでしょう。

図表19: 産業施設の価値は欧州で高値を更新

産業施設の資本価値上昇



Source: MSCHPD, NCREIF-NPI, Principal Real Estate Investors, Q2 2021

当資料中の意見及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。

投資家に対しては、産業施設をオーバーウェイトとする一方、投資物件については選別的な姿勢を取ることを推奨

産業施設セクターでは、テナント、物件オーナー、投資家のいずれの需要も衰える兆しはほとんど見当たりません。バリュエーションはこの旺盛な需要を反映しているとの見方から、投資家に対しては当セクターに乗る姿勢を引き続き推奨します。しかし、相対価値の観点から言えば、コア型資産の価格水準を踏まえ、選別姿勢をある程度取ることを推奨します。当社ではコア型資産の利回りの優位性や、テナントの要求の変化に合わせて解決策をカスタマイズする能力を踏まえ、ビルド・トゥ・コア型戦略を偏好しています。産業施設セクターへの融資も、当社が偏好する戦略の一つです。

大規模な沿岸地域から人口が流入している高成長の都市を対象とするようなセカンダリー市場は、相対価値をある程度提供するだけでなく、投資テーマのための確固とした基盤も提供しています。当レポートで前述した人口動態の変化の恩恵を受けている小規模市場は、伝統的なゲートウェイ市場を上回る相対価値を提供する可能性があります。ただし、物流の性質を踏まえ、当社は主要なグローバル・ゲートウェイ市場への投資を引き続き推奨します。また、ロサンゼルス/ロングビーチ、ニューヨーク/ニュージャージー州北部、ロッテルダム、ハンブルグなどのグローバルな港湾においては、需要と供給の双方のリスクを考慮しながら、引き続き選択的かつ戦術的に偏好しています。

投資機会	米国	欧州	コメント
グローバルな通関港湾市場	↑	↑	世界貿易の再開によって港湾市場は活性化したが、同時に価格も最高値を更新した。キャップレートの圧縮と高水準のバリュエーションは中核資産にとってリスクとなる可能性がある。長期的な投資戦略としては、引き続き妙味がある。
倉庫・物流	↑	↑	E コマースとサードパーティー・ロジスティクス（3PL）を中心に需要は旺盛。当分野ではアマゾンが2019年以降のリースの大半を占めており、拡大が頭打ちになると需要とバリュエーションにとって若干リスクとなる可能性がある。
ラストマイル/都市部のインフィル開発	↑	↑	業務執行を継続的に推進した結果、E コマース需要は高止まりしているため、スペース市場は極めてタイト。激しい資産獲得競争が続いており、立地の良いインフィル開発地の老朽化した小型物件の価格が押し上げられている。
データセンター	↑	↑	デジタル経済の屋台骨として追い風を受ける。新たなテクノロジーとデータ作成を踏まえると、需要は引き続き拡大する見通し。
冷蔵保管施設	↑	↑	需要に対する強力な長期的追い風。供給は現在の需要環境に大きく出遅れている。

↑ ポジティブ ↑ ややポジティブ → ニュートラル ↓ ややネガティブ ↓ ネガティブ

当資料中の意見及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。

レジャー旅行は回復するも、ホテル戻らず

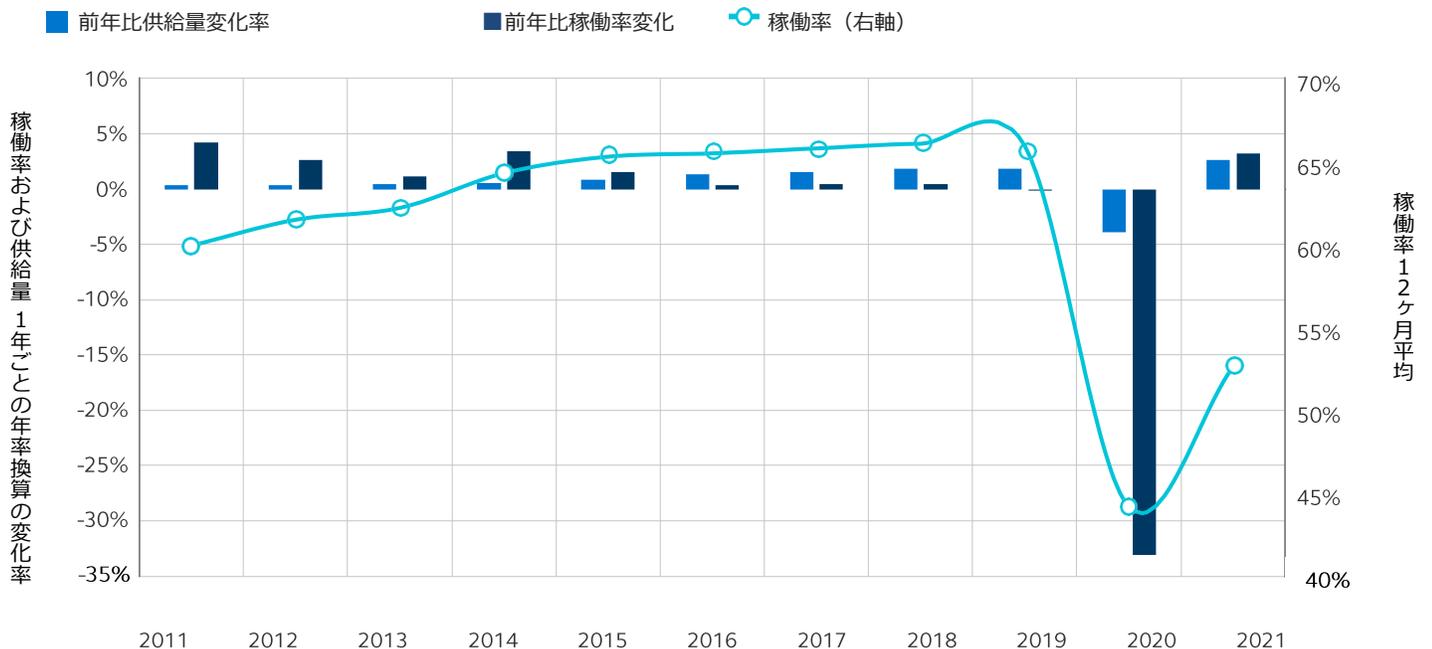
世界経済に貢献する「人中心」の事業の一つであるホテル業界は、パンデミックによって致命的な影響を被りました。ワクチン接種が加速するまで、ホテル業務はゾンビのような状態が続き、象徴的なランドマークが閉鎖されるケースもありました。ここ数カ月間で多くの事態が改善しており、今後は主にレジャー旅行者が戻って来るのに伴い、ファンダメンタルズの改善が続くと予想しています。こうした中で、レジャー旅行の力強い伸びが予想されながらも、バリエーションがまだ割高になっていない市場を特定することが、当面の投資機会となります。こうした機会は極めて少なく、これはダイナミックに変化する環境の中でホテル運営事業に投資するという課題を反映しています。

休暇を再び取りたいという欲求

2021年にはホテル運営、特にレジャーのファンダメンタルズが大幅に改善しました。背景には、米国と欧州の双方で制限の緩和に伴い旅行が復活したことがあります。レジャー旅行者は2020年初めのロックダウンから解放され、巣ごもり状態から待望の息抜きを求めて気軽に外出できるとの感触を得ると、真っ先に旅に出かけました。パンデミックの初期段階でさえも、マスク着用と衛生面のガイドラインを順守して自動車で旅行するのは安全でした。現在、欧米では制限緩和とワクチン接種を背景に、レジャー向けホテルの需要が急回復しています。デルタ変異株の感染の急拡大が収まるのに伴い、改善がさらに進むと予想しています。米国では、夏場までの3カ月平均の稼働率がほぼ均衡水準まで回復していますが、12カ月平均で見ると危機前の水準を依然として大幅に下回っています（図表20）。

図表20: ホテル・セクターは回復が進んでいるが、今後は課題に直面

米国のホテルの需要と供給*



Source: CoStar, August 2021

*8月までの2021年データ

当資料中の意見及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。

稼働率
12ヶ月平均

人々がどこで休暇を過ごしたいかが 大変重要

経済成長率の上昇と旅行需要の拡大にもかかわらず、ホテルの回復は単に形態別だけではなく、二極化が続いています。背景には、人口密度の高いゲートウェイ都市とサンベルト地帯の格差が続いていることがあります。この一因は、特に出張とレジャー旅行の需要の偏りにあるのかもしれませんが。このトレンドは少なくとも2022年半ばにかけて続く予想しています。

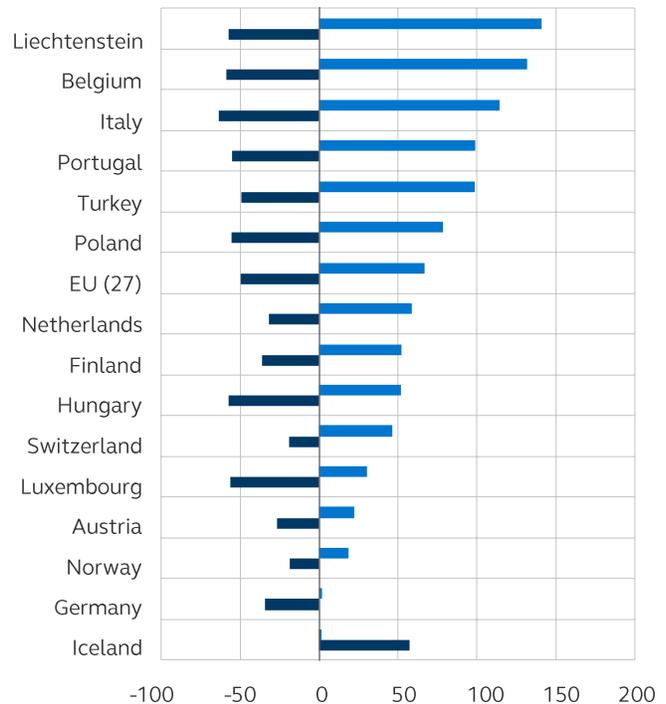
米国と同様に、欧州のホテルの見通しは依然として地域や国によって異なります。例えば、レジャーとホスピタリティが経済の牽引役を務める小国では、2020年から急回復しています（図表21）。一方パンデミックの期間中に最も厳しい部類に入る行動制限を導入したドイツでは、宿泊施設での観光宿泊数がほとんど回復していません。米国と同様に、沿岸部や人口密度の低い都市では、客室稼働率とRevPAR（1日当たり販売可能客室当たり売上）が最も大きい伸びを示した一方、大都市では、引き続き特に夏の観光シーズン中に出遅れる格好となりました。

図表21: 欧州では観光客がホテルの客室稼働率を押し上げている

宿泊施設での観光宿泊数

対前年同期比（%）

■ 2021年6月 ■ 2020年6月



Source: Eurostat, June 2021



当資料中の意見及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。

企業は出張の価値を評価し直す

しかし、企業ははるかに慎重な姿勢を取り、パンデミックの期間中に一般的となったオンライン会議を継続しています。大半の企業では出勤率が依然として30%を下回る中、出張を強要することは合理性に欠けました。ましてや、社員が会社の命じた活動中に新型コロナウイルスに感染した場合、責任を問われる可能性もありました。要するに、ビジネス需要や会議需要の復活は、解決し難い問題にみえます。会議や顧客へのアプローチを効率的に行うためのテクノロジーの有効性が高まったことで、オフィスや商業施設の投資家が直面しているのと同様の長期的なシフトと潜在的な逆風が生じています。また、簡単なビデオチャットで十分なのに、なぜ莫大な予算と膨大な時間をかけて出張するのかという疑問も生じています。このようにテクノロジーの脅威は依然として存在しますが、人と人との交流に代わるものはありません。最初のドミノが倒れて一つの競合他社が境界線を越えれば、他の企業もすぐに追随し、業界は新たな均衡に向けて再びバランスを取り始めるでしょう。

バーベル戦略の機会集合が前途に横たわる

レジャー主導の小規模市場は、投資家にとって興味深い機会を提供する可能性がありますが、特に市場の流動性が低い欧州では、適正な価格に関して不透明な状態が続いています。米国では、投資家は物件価格下落（NCREIF不動産指数によると、ホテルの価値は2019年の水準を27%下回っている）に着目したいと考えるかもしれません。ただし、取引市場は閑散としています。当社では、逆に資本力のあるホテル運営企業に劣後デットによる貸し出しが魅力的な戦略だと考えています。オポチュニスティック型投資家にとって、ゲートウェイ都市におけるビジネス旅行者市場への参入は時期尚早かもしれませんが、デットまたはエクイティ市場で値崩れした価格が形成されるようになれば、検討する価値はあるでしょう。これまでのところ、欧州でも米国でも値崩れした資産の取引はほとんど見当たらないため、ホテル・セクターのエクイティ投資家は忍耐強く取り組む必要があることが示唆されます。

投資機会	米国	欧州	コメント
世界的な都市	→	→	ビジネス需要の不足による課題は残るが、観光の増加と旅行制限の緩和は主要なゲートウェイ市場に追い風となる見通し。
ビジネス/会議	↘	↘	テクノロジー活用が増えた場合にどの程度出張が減ることになるのかに関しては不確実性が残る。企業のニューノーマル再開までの今後 12カ月間の見通しは依然として不透明。
レジャー リゾート観光	↗	↗	レジャー旅行は回復中。新型コロナウイルスの変異株による混乱リスクは依然として懸念材料だが、世界経済の力強い成長は、休暇旅行者がこれまでの分を取り戻すため、このセクターの下支えとなる見通し。

↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

当資料中の意見及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。

戦術的な投資機会

パンデミック前の「ノーマル」が戻って来ることはなく、投資家は機会と課題が入り交じった新たな時代を迎えることになるでしょう。当社の基本シナリオでは、大規模な金融・財政刺激策という強力な頼みの綱が弱まることが予想されます。政策支援の重要性、ならびに依然として進行中の新型コロナウイルスとその変異株が行動パターンに及ぼす影響を踏まえると、2022年は投資家にとって舵取りの難しい年となる可能性があります。今回の2022年年次戦略の見通しでは、乗り越えていく必要のある、政策変更とそれに伴う人間の行動パターンがもたらす複雑な相互作用を明らかにしました。

Eコマースの成長などの進行中の構造的な変化は、パンデミックによって劇的に促進されています。一方人口密度が高く割高なゲートウェイ市場から、値ごろ感のある郊外や都市部への移動、といった変化は、徐々に和らぐ可能性があります。これらの変化は本質的に人間が関わっているため、定量化が難しいのは確かです。しかし、投資家として、これら一部の深い構造的変化の重要性を把握して、それをパンデミックによる混乱と関連付けて考えると、こうした変化を活用できる戦略を特定する方法（下記を参照）を模索できます。

当資料中の意見及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。

Chapter 2

テーマ 主要な構造的要因	サブセクター	戦術的	注目の投資戦略
ショッピング ・Eコマース(↓) ・供給過剰(米国)(↓) ・所得配分の偏り(→)	クラスAモール(→) クラスB/Cモール(↓) 食品雑貨主体/コミュニティセンター(↗) パワーセンター/ライフスタイルセンター(↗) 小売店/住宅を含む複合施設(↑)	資本金のある強力なテナント プライシングの透明性欠如、コモディティタイプのテナント 強力な価格設定/弾力性のある信用力 上振れの可能性を備えた進展 小売店/住宅を組み合わせた複合施設	コア・デット コア・デット/エクイティ コア/コアプラス・デット/バリューストック型エクイティ コア/コアプラス・デット/オポチュニスティック型エクイティ
仕事 ・在宅勤務(→) ・生活費に関する考慮事項(→) ・人口動態の変化(→) ・イノベーション・エコノミー(↑)	中心業務地区(CBD)/主要市場(→) 郊外/DIGITALの市場(↗) 診療所(↑) ライフサイエンス(↑)	人口移動のトレンド/在宅勤務/プライシング 特定の市場が恩恵を受ける見通し 良好な人口動態のトレンド パンデミックによる促進/予防看護	コア/バリューストック型デット コア/バリューストック型デット&エクイティ、またはREIT、CMBS コア/バリューストック型デット&エクイティ、またはREIT、CMBS コア/バリューストック型デット&エクイティ、またはREIT、CMBS
貿易とEコマース ・Eコマース(↑) ・インソーシング(↑) ・イノベーション・エコノミー/リアルタイム・データ(↑) ・商品の流通/グローバル化(→)	沿岸/ゲートウェイ市場(→) インフィル市場/流通拠点(↑)	材料がすべて織り込み済みの市場 進展中の市場/サービスが行き届いていない市場/ 成長市場	コア/コアプラス・デット、バリューストック型/オポチュニスティック型エクイティ、またはREITおよびCMBS コア/コアプラス・デット、バリューストック型/オポチュニスティック型エクイティ、またはREITおよびCMBS コア/コアプラス・デット、コア〜オポチュニスティック型エクイティ、またはCMBS
	データセンター(↑) 冷蔵保管施設(↑)	長期リース、十分な信用の質、魅力的なスプレッド 魅力的なスプレッド、老朽化、供給不足	長期リース、十分な信用の質、魅力的なスプレッド 魅力的なスプレッド、老朽化、供給不足
住宅 ・値ごろ感(↓) ・ミレニアル世代の世帯形成(↑) ・ライフスタイルの好み(→) ・人口の高齢化(↑) ・住宅のサイズ(↓) ・所得配分の偏り(→)	都市部の集合住宅(→) 郊外の集合住宅(↑) 賃貸用一戸建て(↑) プレハブ住宅(↑) 学生寮(→) セルフストレージ(↑) 値ごろ感のある住宅(→) ヘルスクエア/高齢者施設(→)	人口移動のトレンドをまだ完全に織り込んでいない 良好な人口移動と所得のトレンド アフォーダビリティ格差解消の動き 限定的な供給、底堅い需要 高水準の供給、需要の落ち込み 底堅い需要、人口移動トレンドの変化 限定的な供給、底堅い需要 需要の急拡大	コア/バリューストック型デット コア/バリューストック型デット、コア〜オポチュニスティック型エクイティ、またはREIT、CMBS コア・デット/コア〜オポチュニスティック型エクイティ、またはREIT コア・デット/コア〜オポチュニスティック型エクイティ、またはREIT コア/コアプラス・デット/エクイティ コア/コアプラス・デット/エクイティ コア・デット/コア〜オポチュニスティック型・エクイティ、またはREIT コア・エクイティ(欧州)、またはREIT
宿泊 ・レジャー需要(↑) ・ビジネス・会議需要(→)	手頃な価格帯の市場/サービス限定型市場/小規模市場 高級/都市部CBD/フルサービス型	休暇向けホテルに対するペントアップ需要 ビジネス需要の急減/割高な価格	バリューストック型/オポチュニスティック型デット&エクイティ

↑ ポジティブ ↗ ややポジティブ → ニュートラル ↘ ややネガティブ ↓ ネガティブ

赤色の太字 = 混乱状態 青色 = プリンシパル・リアルエステート・インベスターズの2022年のベスト投資アイデア

当資料中の意見及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。

イノベーションとテクノロジーは、生活の質を改善させたいという願望と相まって、人々の嗜好と行動を変化させている

「すばらしい新世界」

投資家にとって、当社の見通しはオルダス・ハクスリーが『すばらしい新世界』の中で描いた暗黒世界的なものではなく、不動産投資の世界が新型コロナウイルスのパンデミック発生前とは異なることを認識したものです。テクノロジーの飛躍的な発展によって人類の多くが安全な環境の中で働き、生活できるようになったことは、新たな変化の時代の到来を告げ、既存の行動パターンに疑問を投げ掛けています。大規模で割高なグローバル市場から、小規模で手頃な価格の市場への人々の移動といった構造的な変化は加速しました。所得格差は広がり、環境への関心は急速に高まっています。イノベーションとテクノロジーは、生活の質を改善させたいという願望と相まって、人々の嗜好と行動を変化させています。こうした変化の中には恒久的に続くものもあれば、新たな長期的トレンドとともに消え去るものもあるでしょう。投資家はこうした構造的変化とパンデミックによって引き起こされた変化がどのように交じり合うかを理解することで、幅広い投資機会がもたらされるでしょう。そのため、これまで聖域となっていたものを検証し直し、新たな投資機会を受け入れる必要があると思われます。機会に満ちたこの新たな世界を見極め、足を踏み入れることのできる投資家は、成長とアウトパフォームの先頭に立つことができるでしょう。

当資料中の意見、予測及び運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動当為より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。

リスクについて

下記は不動産関連投資に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

【不動産エクイティ投資リスク】

パブリック：不動産証券（REIT 含む）

価格変動リスク：不動産証券（REITを含む）投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる価格の変動に大きく影響されます。また、REITは不動産、不動産を担保とする貸出債権等に投資して得られる収入や売却益などを収益源としており、不動産等に関する規制環境や、賃料水準、稼働率、不動産市況などの影響を受け、価格が変動し損失が生じるリスクがあります。さらに、不動産の老朽化や立地条件の変化、火災、自然災害などに伴う不動産の滅失・毀損などにより、価格が影響を受ける可能性もあります。

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。

カントリー・リスク：投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果株価が上下し、受託資産に損失が生じることがあります。

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。

プライベート：コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック

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：外貨建てであるため、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：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。

不動産開発に関わるリスク：不動産の新規開発案件に投資します。建設が計画通りに進まないことや、景気動向や不動産市場における需要の悪化等により、プロジェクトの採算性が低下し、経済的損失が発生する可能性があります。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

換金リスク（コア、コアプラス）：換金はLPSの契約を解約することで行うため、当該契約上の制限（解約の事前通知の所要期間など）を受けます。また、LPSの解約金はLPSの流動性資産（現金および短期資産）から払い出されます。そのため、LPSが同時期に受付けた各リミテッド・パートナーからの解約請求の総額（未払解約金があれば、その額を含む）に当流動性資産が満たない場合、解約ができない、または複数回の分割解約となる可能性があります。

強制売却リスク：LPSの運用者であるジェネラル・パートナー（GP）が解約請求に応じるために保有不動産の強制的な売却や負債の追加調達等を行うことで、純資産価格が悪影響を受けることがあります。なお、LPSの解約金額は各解約時点における純資産価格により決定されるため、実際に解約されるまでの期間、純資産価格変動の影響を受けます。

譲渡制限に係るリスク（コア、コアプラス）：通常、LPSのGPの書面による事前承認がない場合、ファンドの持ち分譲渡はできません。

投資申込みを行った投資家の順番待ちの場合は、投資申込みを行って直ちに又は速やかに投資が開始できるものではありません。

【不動産デット投資リスク】

パブリック：CMBS

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、ローンひいては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

プライベート：コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック

価格変動リスク：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：外貨であるため、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生じた際には、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。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

運用報酬について

主な不動産関連戦略の報酬は以下のとおりです。

【不動産エクイティ投資：パブリック】

不動産証券（REIT 含む）：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、直投スキームを採用する場合の、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) (消費税10%を含む・年率最大)	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	0.88%	0.99%
25億円超 50億円まで	0.77%	0.88%
50億円超	0.66%	0.77%

グローバル不動産証券トータルリターン戦略は、投資一任契約資産からプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率
投資一任契約に係る運用報酬 (消費税10%を含む)	年率最大0.11%または年間110万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の年率0.80%
ファンド受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022% ただし、年間最低受託報酬額は1万5千米ドルとします。

上記のほか、その他の費用（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、料率や上限等を事前に表示できません。また、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、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

【不動産エクイティ投資：プライベート】

コア、コアプラス：米国商業用不動産コアプラス戦略、米国不動産コア戦略、欧州コア不動産戦略

外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、ファンド）を通じてご提供することを想定しています。投資一任契約に係る報酬として、年率最大0.11%（税込）の投資顧問報酬を信託財産の中から徴収します。但し、年間運用報酬が、1,100,000 円に満たない場合は 1,100,000 円を標準とします（いずれも税込）。また、投資するファンドの中で、以下の費用（年率）が控除されます。詳しくは弊社までご照会ください。

費用	プリンシパル米国商業用不動産コアプラス戦略	プリンシパル米国不動産コア戦略	プリンシパル欧州コア不動産戦略
管理報酬	<p>出資額に応じ、以下の料率※が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。</p> <p>100万米ドル未満：1.50% 100万米ドル以上500万米ドル未満：1.40% 500万米ドル以上1,000万米ドル未満：1.30% 1,000万米ドル以上5,000万米ドル未満：1.20% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.10% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：1.00% 1.5億米ドル以上：0.85%</p>	<p>出資額に応じ、以下の料率※が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。</p> <p>1,000万米ドル未満：1.10% 1,000万米ドル以上2,500万米ドル未満：1.00% 2,500万米ドル以上1億米ドル未満：0.95% 1億米ドル以上2.5億米ドル未満：0.80% 2.5億米ドル以上7.5億米ドル未満：0.75% 7.5億米ドル以上：0.73%</p>	<p>コミットメント額に応じ、以下の料率※が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。</p> <p>5,000万ユーロ未満：1.10% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.00% 1億ユーロ以上1.5億ユーロ未満：0.90% 1.5億ユーロ以上：0.80%</p>
	プリンシパル米国商業用不動産コアプラス戦略およびプリンシパル米国不動産コア戦略の両方に投資している場合、適用料率は両戦略への出資額を合算して判定します。		—
成功報酬	内部収益率（IRR）11%（諸費用・手数料控除後）を超過する収益に対して15%	—	—
開発報酬	開発コスト（当戦略の投資持分に応じた金額）の0.75%	—	開発コスト（当戦略の投資持分に応じた金額）の0.50%
その他費用	法務、会計、ファンド設立、運用、管理にかかる費用およびその他費用については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。 また、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様に表示することができません。		

バリューアッド、オポチュニスティック

ご提供方法や投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、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。

【不動産デット投資：パブリックおよびプライベート】

CMBS、コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック

ご提供方法や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ので、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。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載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。

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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

