

# Inside Real Estate

ANNUAL STRATEGY OUTLOOK FOR 2023

## 波乱の中の投資： シグナルとノイズを区別する

## Authors

### **INDRANEEL KARLEKAR, PH.D.**

Senior Managing Director, Global Head of Research & Portfolio Strategies

### **ARTHUR JONES**

Senior Director

### **JD STEHWIEN**

Senior Analyst

### **THOMAS MCGING**

Research Analyst

### **DANIEL TOMASELLI**

Manager

### **MADHAN RENGARAJAN, CFA**

Senior Director

## Global Research, Portfolio Strategies, and Data Analytics team

### Global Research

#### **INDRANEEL KARLEKAR, PH.D.**

Senior Managing Director,  
Global Head of Research  
& Portfolio Strategies  
[karlekar.indraneel@principal.com](mailto:karlekar.indraneel@principal.com)

#### **JONATHAN FRANK**

Manager  
[frank.jonathan@principal.com](mailto:frank.jonathan@principal.com)

#### **ARTHUR JONES**

Senior Director  
[jones.arthur@principal.com](mailto:jones.arthur@principal.com)

#### **THOMAS MCGING**

Research Analyst  
[mcging.thomas@principal.com](mailto:mcging.thomas@principal.com)

#### **MADHAN RENGARAJAN, CFA**

Senior Director  
[rengarajan.madhan@principal.com](mailto:rengarajan.madhan@principal.com)

#### **JD STEHWIEN**

Senior Analyst  
[stehwien.jd@principal.com](mailto:stehwien.jd@principal.com)

#### **DANIEL TOMASELLI**

Manager  
[tomaselli.daniel@principal.com](mailto:tomaselli.daniel@principal.com)

### Data Strategy & Analytics

#### **ARMEL TRAORE DIT NIGNAN**

Head of Real Estate Data Strategy  
& Analytics  
[traoreditnignan.armel@principal.com](mailto:traoreditnignan.armel@principal.com)

#### **BENJAMIN HARLANDER**

Sr. Quantitative Research Analyst  
[harlander.benjamin@principal.com](mailto:harlander.benjamin@principal.com)

#### **BELAY KASSIE**

Sr. Quantitative Research Analyst  
[kassie.belay@principal.com](mailto:kassie.belay@principal.com)

#### **JESSE WAITMAN**

Quantitative Developer  
[waitman.jesse@principal.com](mailto:waitman.jesse@principal.com)

# 主要テーマ

**インフレと中央銀行の金融政策が重要なシグナルであり、他のノイズは無視すべき。**インフレと中央銀行のインフレ抑制策が、投資家が注視すべき最も重要なシグナルとなるだろう。インフレの進行に伴い、中央銀行も対応策を強化する。各国の中央銀行が発しているシグナルは明確であり、それはインフレの抑制に重点を置き、その効果を発揮しているという確証が得られるまで、金融引き締め策を継続するというものである。

**世界経済の三つのシナリオ：「ローリング・リセッション」、「ハードランディング」、「完璧なインフレ抑制の成功」。**当社の基本シナリオでは、先進国が高い確率でローリング・リセッション（国レベルである業種から別の業種へ景気後退の波が移動する現象）に陥ると想定している。基本シナリオの確度はかなり高いと考えているが、今後12カ月間で「ハードランディング」または「完璧なインフレ抑制の成功」（いわゆるソフトランディング）という他の二つのシナリオが実現する可能性もあるとみている。ハードランディング・シナリオでは高水準のインフレが持続し、中央銀行は2023年も金融引き締め策を継続する。ソフトランディング・シナリオではインフレが予想よりも早く収束するという、より好ましい展開を想定している。

**2023年の不動産投資はスローペースに。**2022年上期中は年初から不動産売買取引量の増加が続いたが、下期になると金利上昇やトレンドを上回るインフレ率、不透明なマクロ経済環境の見通しが重しとなり、投資活動は減速した。2023年は商業用不動産にとり、価格発見の不確実性が極めて高い年になるだろう。

**デット市場が商業用不動産の価格発見を左右。**昔から「エクイティの価格を決めるのはデットである」と言われているが、不動産セクターにとり、現在（および2023年の）最も喫緊のマクロ経済上の問題は資本コストであり、各国の中央銀行が金融引き締め局面に入って以降、大幅に上昇している。2023年はデット市場が商業用不動産の価格形成を左右し、時間の経過とともにバリュエーションがますます意識されるようになるだろう。

**2023年は守りを固め、攻めに転じるための体勢を整える年。**景気後退入りの可能性が高いことから、当社は、投資家はディフェンシブな考え方に立ち、キャッシュフローの安定性と資本価値の保全に重点を置くべきであると考えている。デットの戦略的な相対価値は極めて魅力的だと考える。しかし、今は身軽さと相対価値を見極める能力が極めて大きな利益をもたらす可能性のある時期でもある。2023年は、市場環境の変化や展開に応じて、守りを固めるとともに攻めに転じる年であると当社は考える。投資家は、リスクを管理しつつ、自身のニーズに合う場合は、より多くのリスクを取る方向に転換する柔軟性を備えた投資戦略を検討すべきと考える。

**DIGITAL1とニッチが融合し、新たなコア不動産セクターに成長。**この数年間、当社は、いわゆる「ニッチな不動産セクター」が、商業用不動産ポートフォリオの中でますます大きな存在感を示すようになりつつあることに注目してきた。これらのセクターは投資対象の中での重要度が増しており、他のセクターの一部として見ることは出来なくなりつつある。当社は、「DIGITAL」と「ニッチ」が組み合わさることにより、大規模なコア不動産セクターに成長しつつあると考えている。

<sup>1</sup> DIGITALは、人口動態、インフラ、グローバル化、イノベーション&テクノロジーを中心とした長期的な成長ドライバー

## 目次

- 4 **第1章：**  
波乱の中の投資：シグナルとノイズを区別する
- 9 **第2章：**  
2023年は守りを固め、攻めに転じるための体勢を整える年
- 11 **第3章：**  
テーマ別の不動産投資機会
- 40 **第4章：**  
物件タイプ別投資戦略
- 41 **結論：**  
次のサイクルへの準備





## 波乱の中の投資： シグナルとノイズを区別する

世界経済が失速し始めるなか、投資家は逆風にさらされ、課題に直面しています。インフレ率が数十年ぶりの高水準となり、先進国の中央銀行は経済成長を抑制するために、金融政策の引き締めを行っています。金融政策の急激な転換は景気が良好な時期でさえ難しいものですが、地政学的な不確実性の大きさを踏まえると、先行きはさらに厳しいものになることが予想されます。投資家は今後12～18カ月間は波乱を想定しておくべきです。投資環境の変化に伴うノイズが避けられないなか、投資家にとって向こう1年間で最も重要なシグナルとなるのがインフレと中央銀行の金融政策です。

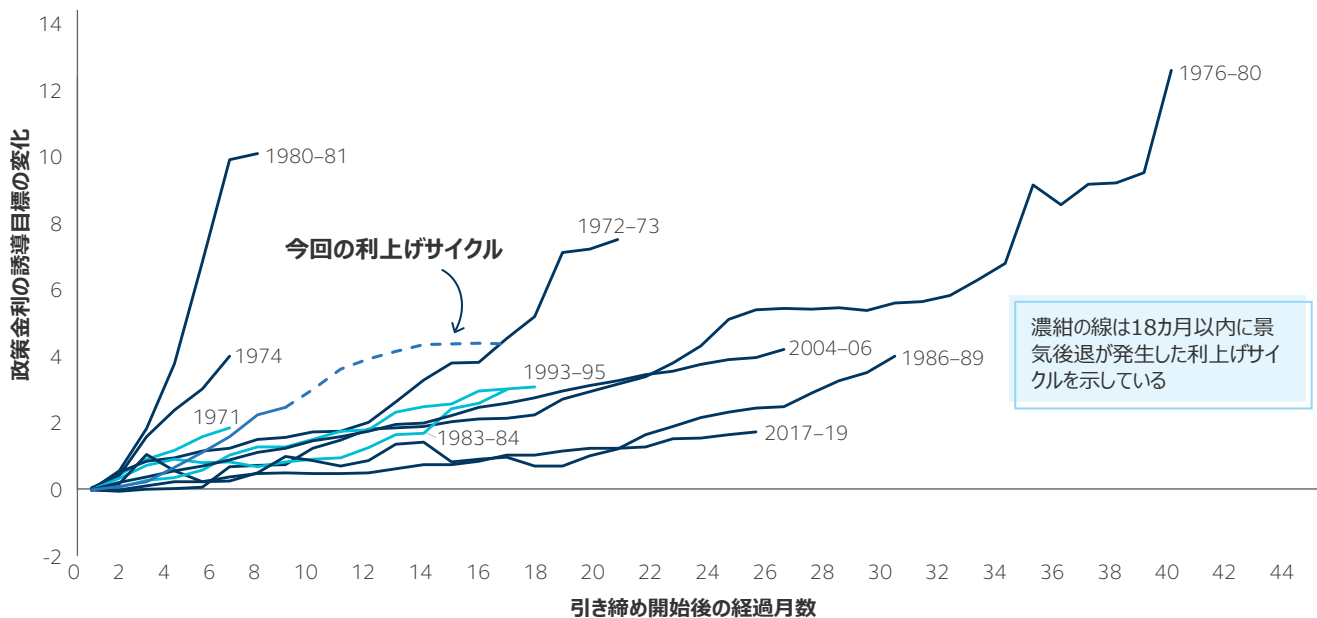
金融政策当局がインフレの抑制に成功したと考えるまでは、引き締め策が緩和されることはないでしょう。インフレが予想以上に上りつくと、中央銀行がさらなる対応を迫られる可能性があります。これは、確実性を切望する投資家にとって「グレーゾーン」で資金を運用しなければならないことを意味します。複数の問題が決着に時間を要するからです。中央銀行は2%のインフレ目標に固執するのか、それとも柔軟性を見せるのか？ 中央銀行が許容する失業率の水準は？ インフレの転換点を迎えるのはいつか？ こうした不確実性により、向こう数カ月の投資環境が波乱に満ちる可能性が高まるだけでなく、景気の見通しも予測が難しくなります。

複数の問題が決着に時間を要するため、確実性を切望する投資家は「グレーゾーン」で資金を運用しなければならない

### インフレと中央銀行の金融政策が重要なシグナルであり、他のノイズは無視すべき

インフレと中央銀行の行動が、注視すべき最も重要なシグナルとなります。中央銀行の政策を決めるのはインフレの動向です。現在の経済環境と資本市場の状況は、ほぼすべてが経済の成長を減速させ、インフレを抑制するために「何度もブレーキを踏んだ」中央銀行が作り出したものであると言えます。中央銀行が発しているシグナルは明確であり、それはインフレ期待をリセットしたいというものです。1980年代に、米連邦準備制度理事会（FRB）の当時のポール・ボルカー議長がフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標を極めて短期間でかつてない水準まで引き上げて深刻な景気後退を引き起こし、インフレを退治しました。中央銀行が金融引き締め局面に入ると、ほぼ確実に景気後退が始まることは、歴史が示しています（図表1）。このシグナルを真剣に受け止める投資家が好成績を上げることになるでしょう。一方、波乱の時期はユニークな投資機会が現れる時期でもあり、投資家は新たな局面に入る備えをすべきです。

**図表1：FRBの金融引き締め局面に入ると景気後退が発生する傾向**  
金融引き締め局面中のFF金利（%）



出所：Federal Reserve, Macrobond, Principal Real Estate, 2022年時点



## 世界経済の三つのシナリオ：

### 「ローリング・リセッション」、「ハードランディング」、「完璧なインフレ抑制の成功」

当社の本シナリオでは、先進国が高い確率でローリング・リセッション（国レベルである業種から別の業種へ景気後退の波が移動する現象）に陥ると想定しています。基本シナリオの確度はかなり高いと考えていますが、今後12カ月間で「ハードランディング」または「完璧なインフレ抑制の成功」（いわゆるソフトランディング）という他の二つのシナリオが実現する可能性もあるとみています。ハードランディング・シナリオでは高水準のインフレが持続し、中央銀行は2023年も金融引き締め策を継続します。その結果、世界経済は深刻な景気後退に陥ることが想定されます。ソフトランディング・シナリオでは、金融引き締め策が奏功し2022年末か2023年初頭にはインフレ率が低下し始め、中央銀行は引き締め策を一旦停止することが可能になります。不確実性の高さを踏まえ、当社はハードランディングまたはソフトランディングが起こる確率はそれなりにあると考えています。

すべてのシナリオにおいて重要な要因となるのがインフレと中央銀行の金融政策です。当社は、中央銀行が、1970年型のスタグフレーションに対する恐怖から、インフレ指標が目に見えて低下するまで金融引き締め策を継続すると考えています。したがって、金利が持続的に上昇し、その後金融政策が急速に緩和されるというシナリオは想定しにくく、中央銀行が迅速な方針転換を行う確率はやや低いと考えています。それが、すべての先進国が今後12カ月以内に景気後退に陥る可能性が高いと考える主な理由です（図表2）。

図表2：基本シナリオ「地域レベルでローリング・リセッションが発生」

#### 世界経済の3つのシナリオ（2022年11月～2023年11月）

シナリオ	見通し	インフレ	金融政策	消費者	企業	雇用
緩やかな景気後退 基本シナリオ 55%	緩やかな景気後退が 中期的に継続	2023年末には 中央銀行の目 標近辺まで回 帰	2023年上期で利上げ は終了	消費の緩やかな 減少	投資が小幅に減少	失業率の緩やかな上昇
「ホルカーの影」 悲観的シナリオ 25%	スタグフレーション/ 深刻な景気後退	インフレ率の高 止まり	2023年末または明確 なインフレ率低下の兆 候が現れるまで金融引 き締めが終了しない	生活費高騰が 長期化するなか、 消費の低迷が深刻化	設備投資の緩やかな、 ないしは大幅な減少 と、それに伴うコモディ ティ・セクターの倒産 増加	失業率の大幅な上昇
ソフトランディング 楽観的シナリオ 20%	緩やかながらも底堅 い成長	2023年第1四 半期までに総 合インフレ率が 持続的かつ大 幅に低下	2023年初頭に利上げ 終了	高水準の消費が 持続	現状以上の生産水 準を維持	失業率の上昇は限定的

出所：Principal Real Estate, 2022年12月時点



## 経済に関する基本シナリオ：中央銀行という笛吹きが経済を景気後退へと導く




各国の中央銀行は、ハーメルンの笛吹き男のように、経済を景気後退の洞窟へと導いています。当社は、多くの国が笛吹き男の笛から逃れられないと考えています。そして、各国がどのように笛吹き男の洞窟に誘導されるかをある程度予測しています。当社は、エネルギー価格の高騰が企業投資の減少を加速させ、ユーロ圏を筆頭に高い確率でローリング・リセッションが次々に発生すると考えています。冬期中にそうした痛みが頂点に達し、経済は景気後退入りすると想定しています。米国の金融環境はFRBの利上げ路線によってすでに引き締め局面に入っています。企業収益が陰ることですぐに労働市場が軟化し始め、2023年中に景気後退入りする可能性があります。英国については2022年末までに景気後退入りすると予測していましたが、エネルギー価格に上限を設定する財政措置によって、景気後退入りの時期が後ずれしています。消費者信頼感の低下と物価高騰を踏まえ、当社は英国も2023年中に景気後退入りすると考えています。

景気後退はダメージを伴うことが常ですが、企業部門に過度のレバレッジは存在せず、消費者のバランスシートも比較的健全な状態にあるため、当社は景気後退の期間も影響もそれほど厳しいものにはならないと、やや楽観視しています。通常ならば厳しい結果を招く前兆となる企業の過度のレバレッジはほとんど見られず、債務は大半が政府レベルの負債です。とはいえ、大半の指標（インフレ以外）が予測期間中に悪化する見込みです（図表3）。

図表3：成長関連の主要指標は今後悪化する見込み

景気見通しと主要指標（2023年）：基本シナリオ

悪化 ■■■■ 改善 ■■■■

	見通し	インフレ	金融政策	消費者	企業	雇用
	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■
	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■
	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■	■■■■

見通し	インフレ	金融政策	消費者	企業	雇用
ユーロ圏、英国、米国の景気後退リスクは非常に高い。	エネルギー問題とサプライチェーン関連の問題を要因とするインフレが引き続き経済見通しの重要な部分を占める。ただし、12カ月のうちにインフレ指標の鈍化を見込む。	過去数カ月間で劇的な金融引き締め策が実施された。中央銀行が経済データを見て対応を決める姿勢であることから、今後も政策リスクが高い。	個人支出は堅調に推移しているが、裁量的所得が圧迫されるため、減少に転じるリスクがある。	足元の企業のバランスシートは健全だが、コスト上昇と労働力不足により、利益率は縮小している。	労働市場は底堅さを示しているが、今後レイオフが増加する可能性がある。欧州の労働市場の構造の方は景気後退期には底堅さを発揮する可能性がある。

Source: Principal Real Estate, December 2022

## 主要景気指標：基本シナリオ

### インフレ

物価の上昇が、向こう12カ月間の金融政策を決定するうえで最も重要な要因となるでしょう。サプライチェーンの混乱、賃金の上昇、住宅コストのすべてがトレンドを上回るインフレ率の主な要因であり、インフレはいらだたいほどのしつこさを示してきました。しかし、これらの指標の多くが、緩やかながら改善の兆しを見せています。米国のインフレもしつこいですが、ウクライナの戦争に起因するエネルギーの供給不足がインフレの主な要因である欧州はさらに厳しい状況にあります。供給が制約されるなか、冬の暖房シーズンが始まり、今後数カ月でインフレがさらに高進する可能性があります。米国も欧州も、インフレの主な要因が中央銀行の政策手段では制御不可能であることから、容易な解決策は見当たりません。

### 金融政策

中央銀行がインフレ対応で著しく後手に回ったという批判は当たっていますが、中央銀行には物価高騰につながった外生的要因を未然に阻止する手立てがほとんどなかったかもしれません。米国では、FRBが物価の安定と完全雇用という二大責務をともに追求することを止め、当面はトレンド・インフレ率（景気循環や一時的なショックの影響を除いたインフレ率の趨勢的な水準）への回帰を金融政策の最重要責務として追求することを公に認めました。当社はFF金利が2023年第1四半期に約5%に達すると予測しています。欧州中央銀行（ECB）も積極的な対応を取っており、2022年6月以降、政策金利を0%から2.0%に引き上げました。当社は、最終的には政策金利が2023年夏までに2.75~3.0%に近づくと予測しています。ただし、米国とは異なり、ECBは量的引き締めについては実施しておらず、パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）は2024年まで続くことが想定されます。イングランド銀行（BoE）もFRBの前のめりの金融引き締め策に追随すると予想され、最終的に政策金利は2023年第1四半期に4.5%に達する可能性があります。

### 労働市場

欧州、英国、米国の労働市場は引き続き完全雇用または完全雇用に近い状態にあります。労働力不足は長期化し、求人数が失業者数を上回る状況が続いています。米国のインフレが緩和に向かうためには、求人数が減少し失業率が大幅に上昇する必要があります。しかし、ほとんどの産業で労働力不足が指摘されており、経営者側も労働者を手放したくないことから、そうした状況を実現するのは困難かもしれません。欧州では、物価の高騰や流動性の減少により、雇用者は生産活動や投資活動の見直しを余儀なくされており、労働市場は若干軟化する見込みです。しかし、就業者数が大幅に減少する可能性は低く、そのため賃金上昇圧力は持続し、インフレ圧力を抑制する取り組みは当面困難が予想されます。

### 企業・収益

企業部門は冬の時期を迎える可能性があります。景気動向調査は企業活動の減速や縮小、そして景況感の悪化を示唆しています。欧州ではサービス業、製造業ともに活動が縮小し、7月以降、総合購買担当者景気指数（PMI）は景況感の判断の分かれ目である50を下回っています。米国の調査結果はより楽観的ですが、企業、消費者ともに景況感に動揺が見られます。特に、消費者物価に敏感に反応するミシガン大学消費者信頼感指数は、エネルギー価格の高騰を受け、過去最低の水準まで低下し、全米独立事業者協会（NFIB）の中小企業楽観度指数も景気後退時の水準で推移しています。金利の上昇は消費者のバランスシートにも打撃を与えており、裁量的支出が圧迫され、2023年は企業収益にも影響が及ぶ見込みです。

### 消費者

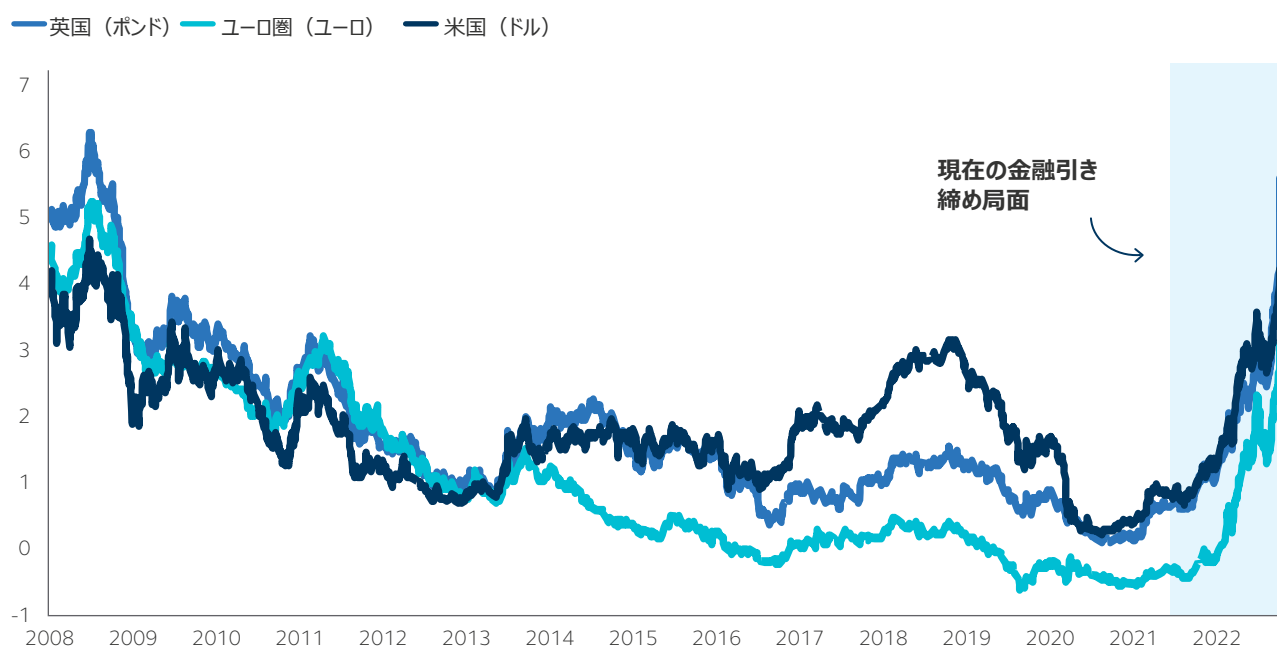
引き続き経済活動の基盤となっている消費支出は、過去数カ月間のトレンドを上回るインフレ率により深刻な打撃を受けています。米国、欧州ともにコア小売売上が減少し、消費者の借入額が増加しています。これは家計のバランスシートに近い将来に脆弱化する兆候です。エネルギーコストの上昇は、欧州を中心に家計の負担をさらに増加させるでしょう。高いインフレ率とエネルギー価格の高騰は（特に労働市場の軟化が始まる場合）、今後数四半期にわたる消費支出を押し下げる可能性があります。



## デット市場が商業用不動産の価格発見を左右する

商業用不動産は、政策や景気の見通しが不透明であることからデールフローが減少し、厳しい状況にあります。しかし、同セクターにとって現在および2023年の最も喫緊のマクロ経済上の問題は資本コストであり、資本コストは各国の中央銀行が金融引き締め局面に入って以降、大幅に上昇しています。借入れコストの指標である5年物スワップレートは、秋に欧米で急上昇した後にやや落ち着き、米国は3.8%、ユーロ圏は2.6%となっています。(図表4)英国では、イングランド銀行とトラス政権の一貫性のない政策を受けて金融市場が一時的に混乱し、多くの貸し手が取引の停止やディールのやり直しを余儀なくされたため、さらに急激な上昇が見られました。

**図表4 : デット市場が商業用不動産投資家の今後に大きく影響**  
5年物スワップレート (%)



出所 : Macrobond, Principal Real Estate, 2022年第3四半期時点

### 戦術的な投資戦略 : シグナルとノイズを区別する

中央銀行が金融環境をインフレデータと連動させる可能性が高いという事実は諸刃の剣となります。金融引き締め策はインフレ指標が大幅に低下するまで続く見通しです。これは、当面の間、投資の見通しが厳しくなり、守りを固める動きが増えることを意味します。インフレ率が低下し始めれば、政策転換の明確なシグナルがあり、リスクを選好する動きが一気に強まると予測します。当社は、進むべき道がこれほど明確であると同時に、これほど微妙かつ困難であったことはかつてなかったことから、シグナルとノイズを区別することが極めて重要であると考えています。

## 2023年は守りを固め、攻めに転じるための体勢を整える年

景気後退入りの可能性が高いことから、当社は、投資家はディフェンシブな考え方に立ち、キャッシュフローの安定性と資本価値の保全に重点を置くべきであると考えます。デットの戦略的な相対価値は極めて魅力的だと考えます。しかし、今は身軽さと相対価値を見極める能力が極めて大きな利益をもたらす可能性のある時期でもあります。2023年は、市場環境の変化や展開に応じて、守りを固めるとともに攻めに転じる年であると当社は考えます。投資家は、リスクを管理しつつ、自身のニーズに合う場合はより多くのリスクを取る方向に転換する柔軟性を備えた投資戦略を検討すべきです。

### デットを活用したディフェンシブなキャッシュフロー戦略

当社の投資戦略を支える重要な柱となるのが、資本構造の中でディフェンシブな位置にあり、足元のキャッシュフローを重視するデットです。金利上昇が変動金利型ローンの魅力度を高める一方で、慎重な審査により劣後債務の返済も十分にカバーされると考えます。プライベート・デットと商業不動産担保証券（CMBS）のどちらもこうしたアプローチを支える柱となり得ますが、CMBSの方がボラティリティは高くなります。クレジットカーブが急勾配であることが、当社予測期間中はデットに相対的に高いバリューがあることを示しています。

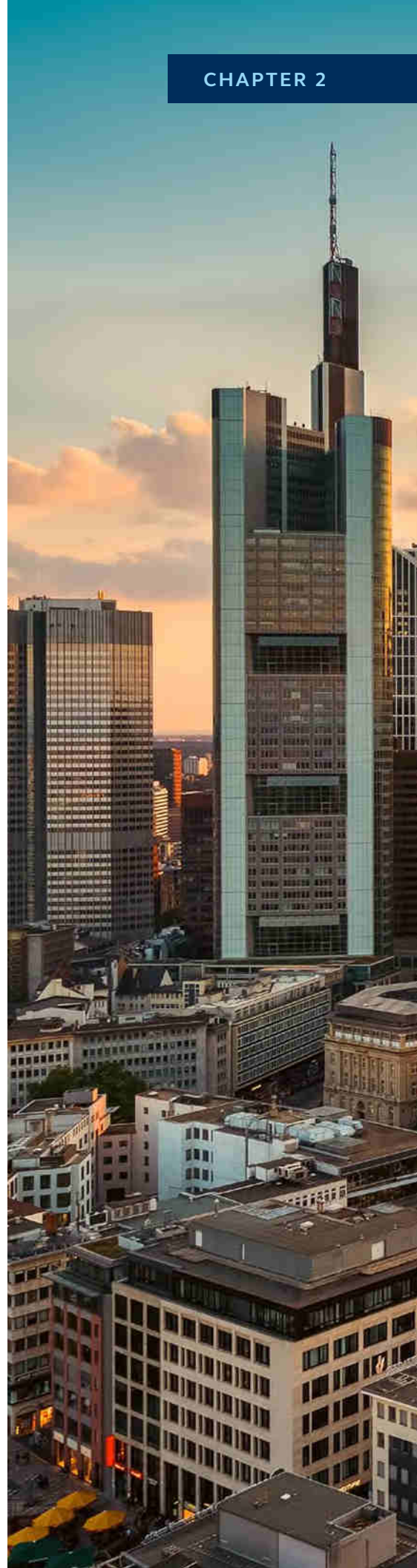
### パブリック市場を活用した機敏なリスクオンへの切り替え

より高リスクの資産に対する資金配分枠がある、あるいはより戦術的な運用を志向する投資家は、CMBSや不動産投資信託（REIT）のような流動性の高いパブリック市場に機動的に重心を移すことも選択肢となります。パブリック市場は不動産価値の再評価を反映して相対的に魅力的となっていると考えられる（2022年12月時点）のみならず、投資家はポートフォリオを速やかにリスクオンへと傾けることが可能となります。パブリック市場の価格が底を打つタイミングを計るのは、とりわけ景気後退入りの可能性が高いことを踏まえれば、ほぼ不可能ですが、当レポートの予測期間中に想定される中央銀行の金融政策の転換があった場合、投資家は市場の混乱期に機敏にアクセスし、市場の回復を想定したポジションを取ることが可能になります。

### オポチュニスティック型プライベート・エクイティでアルファを拡大

現在、景気や資本市場の見通しが不透明である（特にデット市場において）ことから、ディールの価格設定が見直されるとともに、資本構造の再構築も必要となり、結果として興味深いオポチュニスティック型投資の機会が2023年に出てくる可能性があります。投資家はドライパウダー（待機資金）を用意しておくべきです。また、新規開発案件も、適切に実行される場合、引き続き潜在的に有利なリターン特性をもたらすと考えています。特に興味深いセクターが、第3章で説明する賃貸住宅セクターとインダストリアルセクター（うち主に倉庫）です。見通しが不透明な環境の下で既存/レガシー物件を見極めるためには、立地とクオリティを厳選する必要があります。

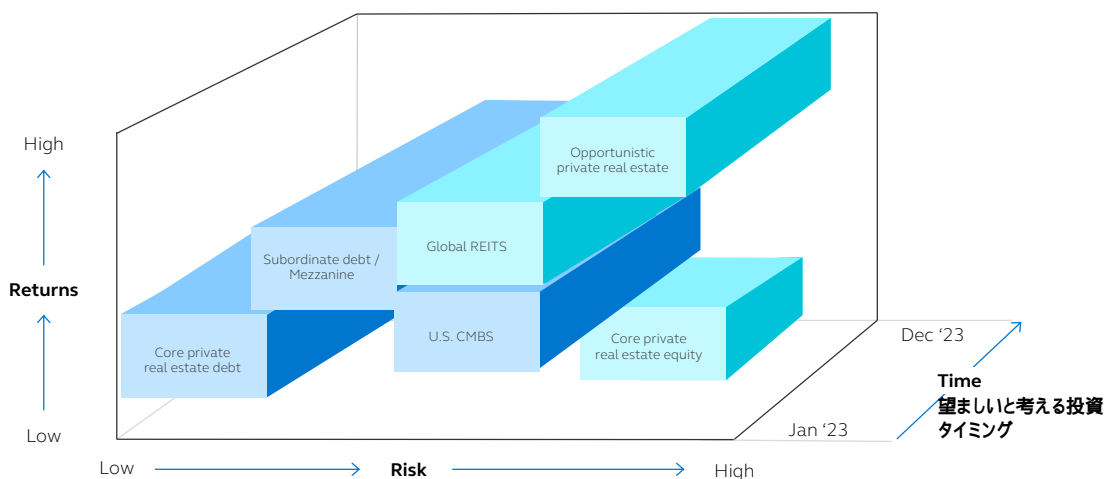
図表5は、デットを基礎に置き、パブリック市場とオポチュニスティック型プライベート・エクイティを機動的なリスクオン局面で機動的に活用する投資戦略ミックスを表したものです。



図表5： 2023年は守りを固めつつ、攻めに転じるための体勢を整える

投資戦略の進化

■エクイティ ■ デット



Source: Principal Real Estate, 2022

上記は説明のためのイメージ図であり、将来の投資及びリターンを保証するものではありません。

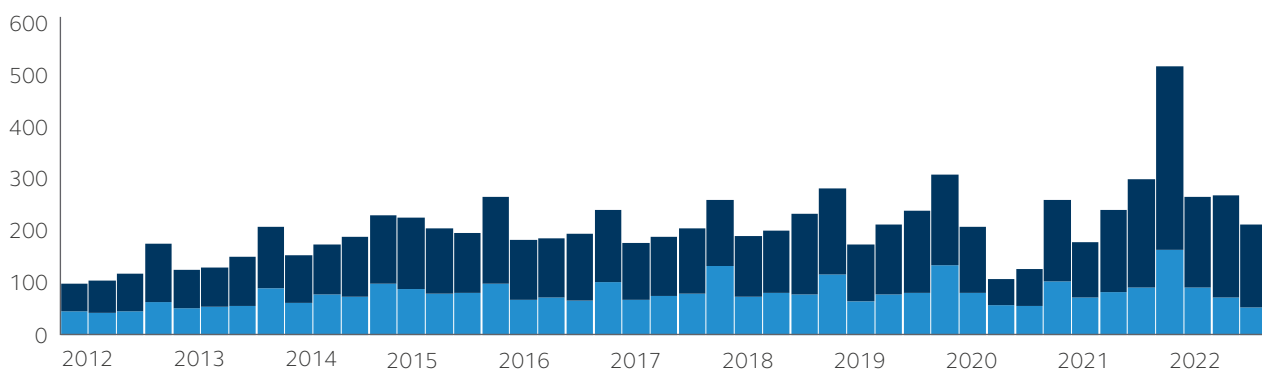
2023年の不動産投資はスローペースになる見通し

当社は、景気減速に伴い、商業用不動産に対する需要はやや減少すると予想しています。2020年半ば以降、力強い経済成長、緩和的な金利水準、大規模な財政刺激策が、伝統的な物件タイプのコア不動産と新たに登場しつつある成長セクターにとって追い風となりました。2022年に入ってもこうした状況は変わらず、上期中は不動産売買取引量の増加が続きましたが、下期になると金利上昇、トレンドを上回るインフレ率、不透明なマクロ経済環境の見通しが重しとなり、投資活動が減速しました（図表6）。

図表6： 取引のトレンドから2023年は減速が見込まれる

不動産売買取引の金額（10億ドル）

■ 欧州 ■ 米国



出所：Real Capital Analytics, 2022年第3四半期時点

世界的に取引活動が継続的に減速しています。取引価格の再設定が始まり、ビッド・アスク・スプレッドが拡大しました。夏以降の改善が期待外れで、取引量は低調に推移しており、何よりも借入コストの上昇、トレンドを持続的に上回るインフレ率、資本市場の非効率性などが重しとなることから、2023年は厳しいスタートとなることが予想されます。以上を踏まえ、当社の不動産市場に関する見通しはネガティブとなっています。最近まではほぼ全面的に改善を見せていた市場のファンダメンタルズに関して、過去2年間比較的好調であったセクターの一部でさえ動揺し始めたことを示唆する初期の兆候があります。





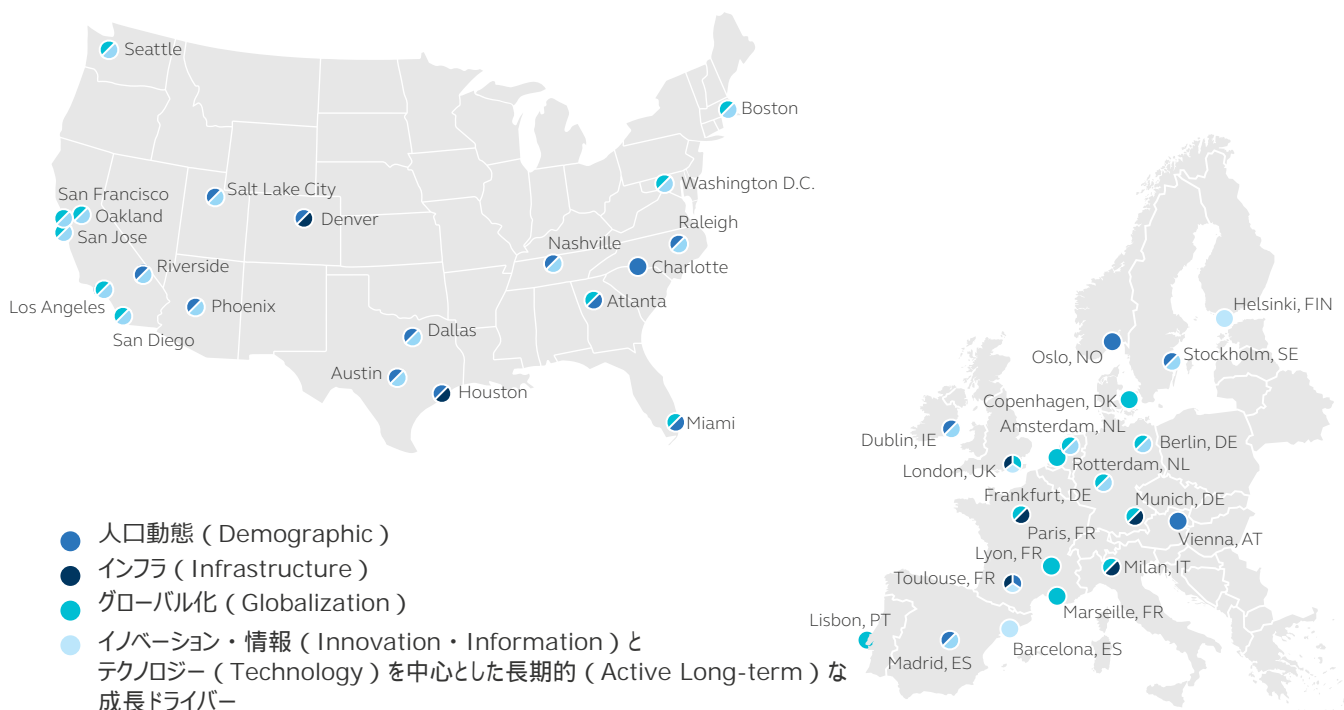
## テーマ別の不動産投資機会

### 戦略的な不動産投資戦略：

### DIGITAL<sup>2</sup>とニッチが融合し、新たなコア不動産セクターに成長

当社は、景気や資本市場の見通しが不透明な環境の下で投資家にとって重要なことは、安定性の高いテナント特性とキャッシュフロー特性を持つDIGITALな物件タイプと市場を中心としたポートフォリオを組み立てるべきであり、そうした物件が不動産ポートフォリオと戦略を支える中核となるべきだと考えています。DIGITALな市場や物件タイプを投資対象とするポートフォリオは、テナント、立地、キャッシュフローの安定性により、アウトパフォームが期待できると考えています。当社はDIGITAL不動産が新たなコアセクターになるとみており、すべての投資戦略でこうしたDIGITAL要因をオーバーウェイトとするように努めるべきであると考えています。

### 米国および欧州のDIGITAL不動産市場



Source: Principal Real Estate, December 2022

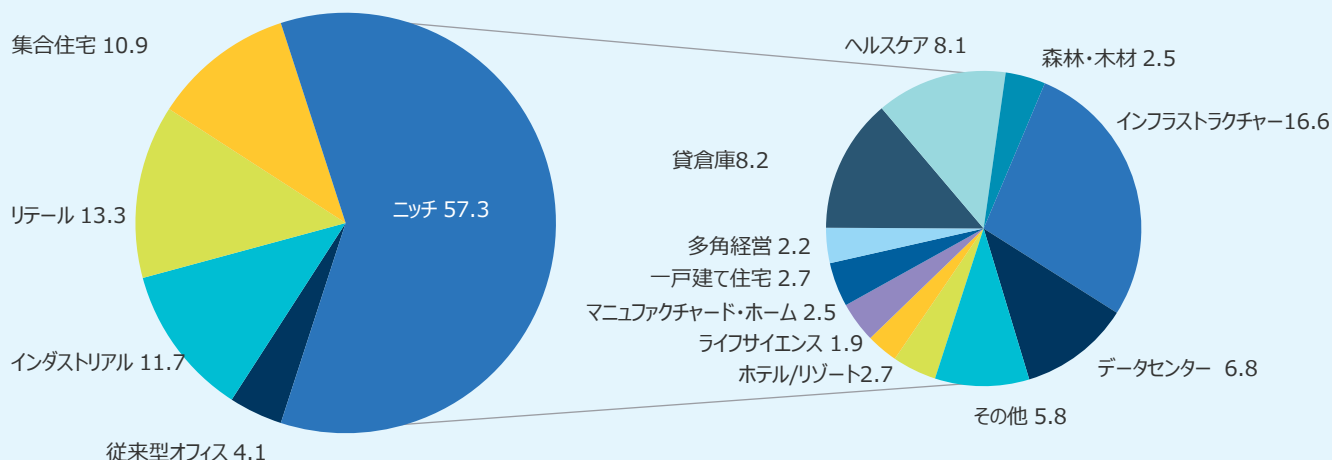
<sup>2</sup>DIGITALは、人口動態、インフラ、グローバル化、イノベーション&テクノロジーを中心とした長期的な成長ドライバー

### もはやニッチではない

この数年間、当社は、いわゆる「ニッチな不動産セクター」が、商業用不動産ポートフォリオの中でますます大きな存在感を示すようになりつつあることに注目してきました。これらのセクターは投資対象の中で重要な位置を占めるようになり、他のセクターの一部として扱うのは困難になりつつあります。例えば、今日構造的な逆風にさらされている従来型のオフィス物件と医療関連やライフサイエンス関連のオフィス物件とでは、需要要因が大きく異なります。データセンターなど、他の新たに登場しつつあるセクターはこれまで「インダストリアル」に分類されていましたが、大規模な近代的物流施設とはほとんど共通点がなく、上場REIT市場では独自の分類区分となっています。投資家の戦略の中核を占める定番セクターであった「集合住宅」でさえも、伝統的な郊外のガーデンスタイルの集合住宅から、一戸建て住宅、学生寮、高齢者住宅まである、今日の幅広い賃貸物件の選択肢をもはや十分に説明することはできません。

図表7は米国のREIT市場の物件タイプ別の内訳を、投資家がニッチ物件セクターと呼ぶものを含めて示したものです。

**図表7：新たに登場しつつあるセクターの受容が進む上場REIT市場**  
**米国NAREIT指数の構成（%、2022年9月時点）**



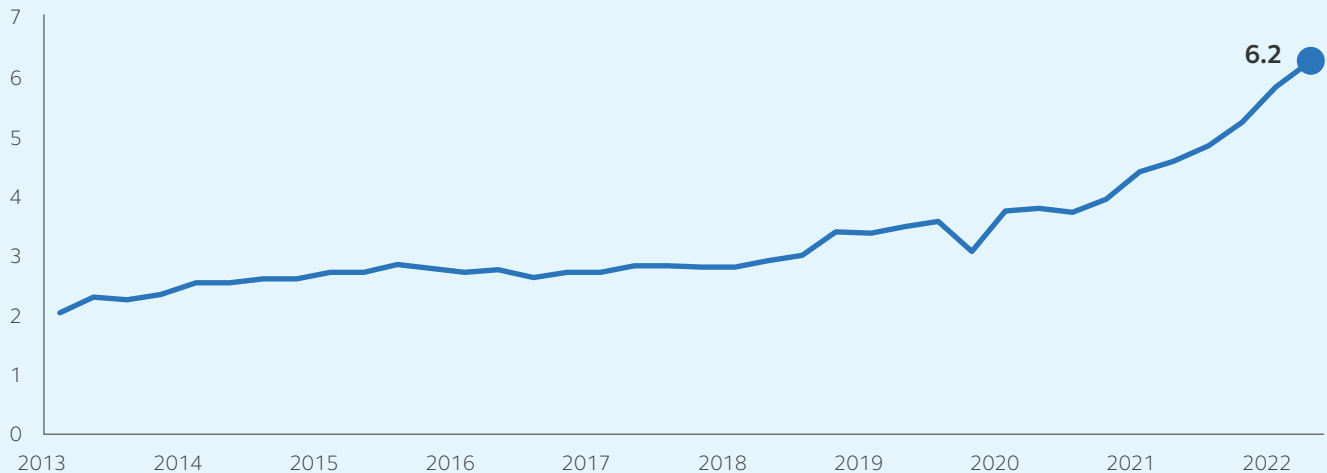
出所：NAREIT, Principal Real Estate, 2022年9月時点。米国NAREIT指数は、FTSE NAREITオール・エクイティREIT指数を参照しています。当該指数は実際に運用されているわけではないため、投資家が直接指数に投資することはできません。指数の概要については、巻末の「Important Information」をご参照ください。





米国では、1980年代前半から公表されている伝統的な米国不動産投資受託者協会（NCREIF）のNational Property Index（NPI）や Open-End Diversified Core Equity Index（ODCE）の古い定義に当てはまらないプライベート投資の機会を求め、投資家が増加しています。しかし、これらの指数をベンチマークとするプライベート投資の投資家は、より大きなリターンを追求するためにトラッキングエラーの拡大を受け入れることには否定的であり、大きな前進は見られませんでした。しかし状況は変わりつつあります。図表 8 は、NCREIFの調査データベースに含まれるオルタナティブな物件タイプが急速に成長し、10年弱で3倍超に増加したことを示しています。

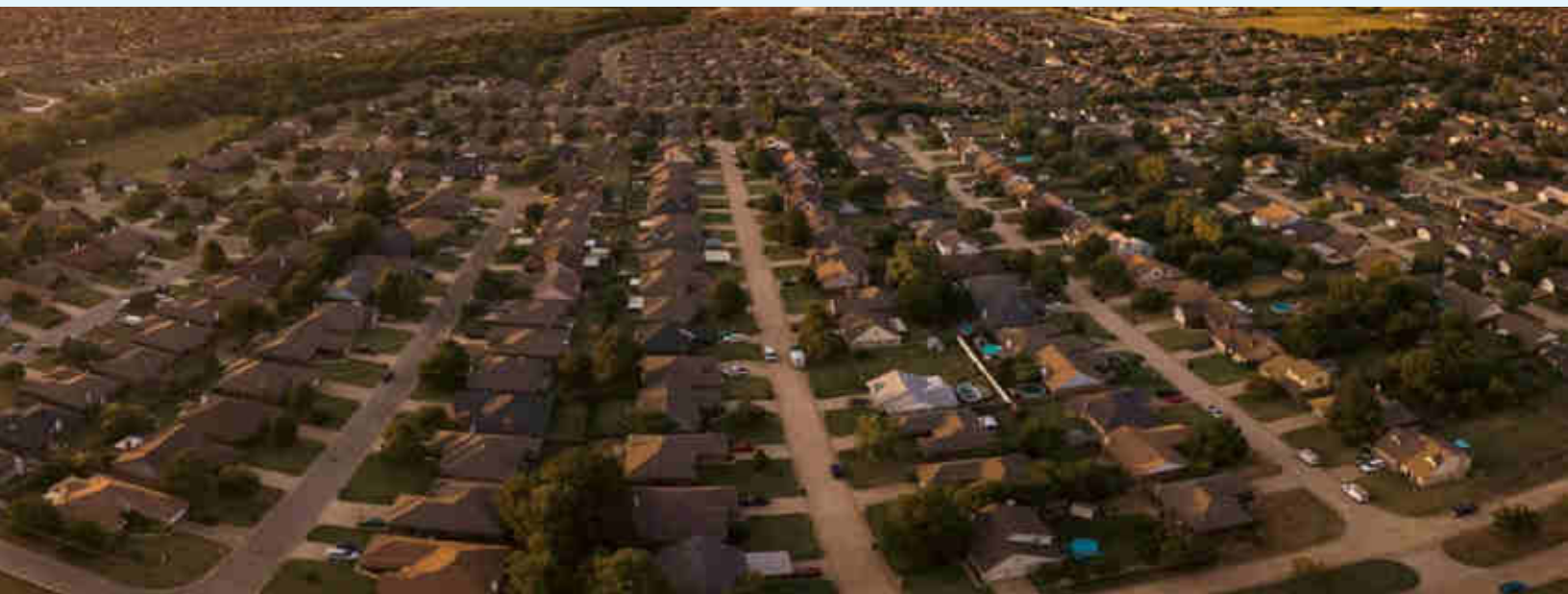
**図表 8 : 非上場オルタナティブ不動産への投資が急成長**  
ニッチな物件タイプがNCREIF National Property Index（NPI）に占める比率（%）



出所：NCREIF Research Database, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点。当該指数は実際に運用されているわけではないため、投資家が直接指数に投資することはできません。指数の概要については、巻末の「Important Information」をご参照ください。

以下のセクションでは、これらのセクターを今後のコア物件タイプとして取り上げ、当社が推奨する戦略を説明します。これらの物件タイプは、一つまたは複数のDIGITAL成長要因に関連しており、あらゆる機関投資家の不動産ポートフォリオにとり、ますます中核的な位置を占めるようになってきています。

この3年間で、これらのセクターの多くが、当社が提案する戦略の中でますます大きな役割を持つようになっており、当社としては、今後の機関投資家の商業用不動産ポートフォリオの基盤になると考えています。







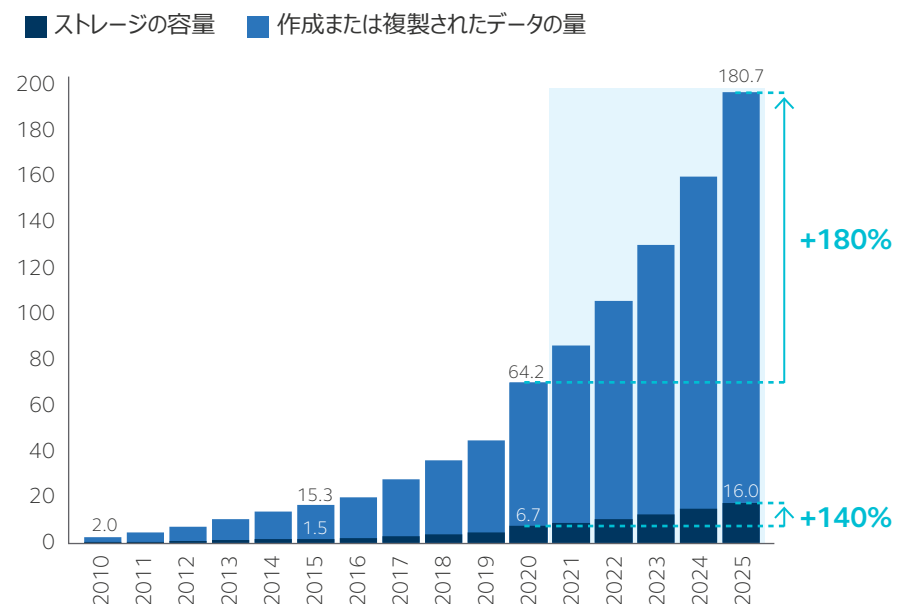
## データセンター：当社が最も高く評価するDIGITAL不動産

社会・経済のさまざまな側面がデジタル技術によって変貌を遂げてきました。仕事、教育、ヘルスケア、ショッピングなどは、個人や企業がオンライン上で行う活動の一例にすぎません。欧州委員会が2030年までの期間を「デジタル化の10年間（Digital Decade）」と呼ぶほど、現在のデジタル化の流れは極めて重要なものです。クラウド技術のビジネス利用の強化、公共サービスのデジタル化、5G機能の拡大を含め、デジタルなデータの活用や機能を強化する意欲的な取り組みが世界各国で進行中です。

データとデジタル技術の重要性は図表9を見れば分かります。今後5年間で、デジタルデータ・ストレージが登場してからこれまでに作成されたデータ量の2倍を超えるデータが作成される見込みです。この飛躍的な成長の背景には、自動運転車、スマートビルディング、パーソナルデバイスなどの新たなテクノロジーの採用と、途上国におけるインターネットの普及があります。世界的なマーケット・インテリジェンス企業のIDCの推計によると、世界のデータ量は2025年までに180ゼタバイトを超える見込みです。ちなみに、1ゼタは10の21乗（1の後に0が21個）を意味し、1ゼタバイトはDVDでいえば2,500億枚分のデータに相当します。簡単に言えば、この膨大な量のデータがデータストレージ・インフラへの投資を促進させる見込みなのです。

何らかの形で自動化されたシステムがますます増加するなか、私たちの絶え間ないデータ消費を支える原動力となるのがデータセンターです。データセンターは、物理的なインフラ空間を占める施設でありながら、現代社会が依存する仮想インフラに欠かせない存在でもあるという意味で魅力的だと考えます。インフラと不動産が交差する点に位置し、当社のDIGITAL概念のほぼすべての特徴と接点を有する資産クラスであると言えます。

図表9：飛躍的な速度で増加を続けるデータ作成量  
データ作成量 vs. 世界のストレージ容量（ゼタバイト）

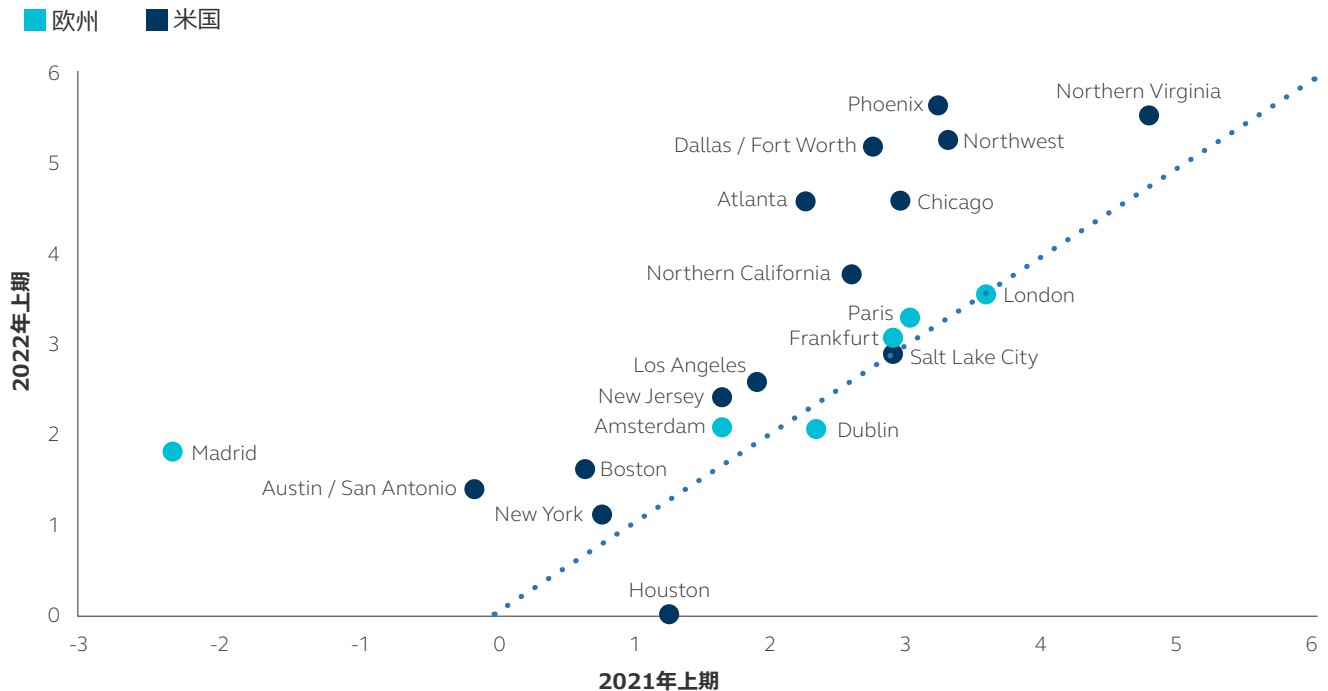


出所：IDC, 2022年時点

## 豊富な需要

既存のスペースに対するテナント需要は世界中で増加を続けています。欧州5大市場であるフランクフルト、ロンドン、アムステルダム、パリ、ダブリンでは、ソーシャルメディア、エンターテインメント、ゲーム、クラウドサービスなどのエンドユーザーのニーズに対応するために積極的に事業の拡大を続けるハイパー scaler（クラウドコンピューティングなどの大規模サービスのプロバイダー）からの過去最高に近い需要が、取引をけん引しました。米国では、バージニア州北部やフェニックスなどのデータセンター集積地を中心に、主要市場のほとんどで、新規リースから解約・退去リースを控除した数値である「ネット・アップソープション」（図表10）の加速が見られます。自治体によって課されたグリーン原則や送電網の制約により、供給サイドは需要の成長に追いついていません。例えば、アムステルダムは2年間にわたる新規開発の一時停止を実施しており、ダブリンは電力不足を理由に新規プロジェクトを停止しています。こうした制約から、大手のデータセンター業者は特定のテナントのニーズに応じて施設を設計・建設するビルド・トゥ・スツア型（BTS型）のソリューションを、多くの場合成熟市場以外で、追求するようになってきました。

図表10：加速を続ける世界のデータセンター需要  
市場別ネット・アップソープション（メガワット（MW）の自然対数）



出所：JLL Research, Principal Real Estate, 2022年上期時点

投資パフォーマンスの観点で恐らく最も重要な変化は、過去数年間にわたり減少していた賃料が反転し、上昇したことです。主要市場で空室率が過去最低水準となる一方で、需要は加速しているため、価格決定力のバランスが貸し手側にシフトしています。当社は、このシフトにより、今後賃料水準が上昇するとともに、賃料改定が進むと考えています。あらゆる物件タイプにおいてさまざまな形で問題となっているエネルギーコストの上昇、サプライチェーン問題、労働力不足の影響を、テナントであるデータセンター事業者が全く受けないわけではないので、この点は重要になるでしょう。

## 持続性の高い需要構造

データセンターは、スペース不足や拡張能力の限界などの、成長サイクル後期の物件タイプに多く共通する問題のいくつかに直面しています。一方で、このセクターは需要不足の問題には無縁です。データセンターに対する需要はあらゆる物件タイプの中で恐らく最も持続性が高いことが判明しています。データとクラウドコンピューティング能力活用の飛躍的な増加が、今後12～18か月間はこのセクターを引き続き支える見込みです。現在の資本市場の環境を踏まえ、当社はデータセンターが投資家にとってインカム成長の健全な源泉になるであろうと考えます。

## インダストリアル：循環的要因が成長を抑制するも、構造的なストーリーはなお健在

インダストリアルは世界で記録的な活況を呈しており、循環的および長期的な追い風が当セクターに恩恵をもたらしています。力強い経済成長と記録的な水準の個人消費は、財に対する需要と国際貿易の流れを世界的に加速させました。同時に、小売業界ではEコマースの市場シェアが拡大したため、新たな倉庫に対する需要が生まれています。さらに数十年にわたるグローバル化も加わり、インダストリアルが好調に推移し得る条件が整っています（図表11）。

**図表11**：成長が鈍化する中で、インダストリアルに対する需要は底堅さを維持  
米国と欧州のインダストリアルのネット・アブソープション（百万平方フィート）



出所：CBRE EA, CBRE ERIX, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

米国、欧州ともにサブセクターの倉庫を中心に好調に推移していますが、2023年にさしかかる中でそれぞれ異なる市場の動きに直面しています。米国のインダストリアル・セクターは転機を迎えつつあり、成功が裏目に出ている部分もあります。純収益（NOI）のプラス成長と需要が当セクターに資金を呼び込み、大規模な開発パイプラインに拍車をかけました。これにより、成長鈍化を迎える中で投資家はリスクにさらされています。当セクターは引き続き長期的な追い風を受けるとみられるものの、当社の景気後退予想と資本市場における短期的な混乱を踏まえると、今後12～18カ月間は減速と価格見直しの期間になるとみられます。

欧州では、景気の先行きやエネルギー危機に関する悲観的な見方が強まっているものの、当セクターは2022年の上半期には堅調なテナント需要に支えられ、底堅く推移しました。中国のゼロコロナ政策によるサプライチェーンの混乱や地政学的緊張の高まりを背景に、企業はジャスト・イン・タイムの在庫管理手法に代わり、在庫積み上げに対応するための追加的な倉庫スペースの確保に迫られています。



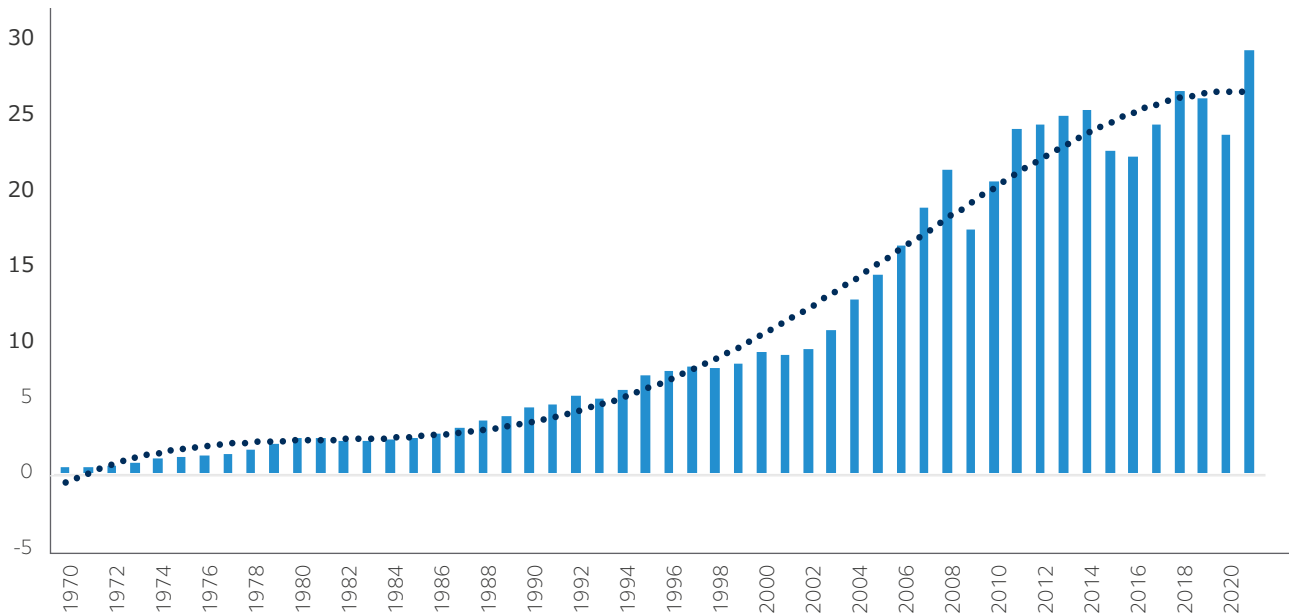
## スローバリゼーション（グローバル化の減速）

今後数年間、特に今後12カ月間のインダストリアル・セクターにとって特に重要なのは、世界貿易の状況です。投資家の中には、数十年に及ぶグローバル化が終焉し、各国がより国家主義的な貿易政策を進めていると考える者もいます。国内総生産（GDP）に占める世界貿易の割合が第二次世界大戦後の数十年間にわたり上昇した後、ここ数年間は頭打ちとなっている点は疑いようがありません。しかし、それは脱グローバル化の局面入りを示すシグナルであるというよりも、むしろ飽和とサプライチェーンの移転によるものであると考えられます。

しかし、この移行は米国や欧州の投資家にとってさほど重要ではありません。一つには、貿易の絶対量が継続的に伸びていることが挙げられます。財の流れに目を向けると、先進国は引き続き門戸を開き、グローバル・サプライチェーンへの依存度を高めていることが窺えます。世界の輸出額で計測される貿易水準はかつてないほど高い水準にあります（図表12）。国際通貨基金（IMF）は欧州と米国の財輸入額が2027年まで増加し続けると予測するなど、見通しも楽観的です。これは、近代的な物流資産への投資を支持する論拠となっています。

図表12：世界貿易はかつてない高水準に

財・サービスの輸出（単位：兆米ドル、現在の通貨価値）

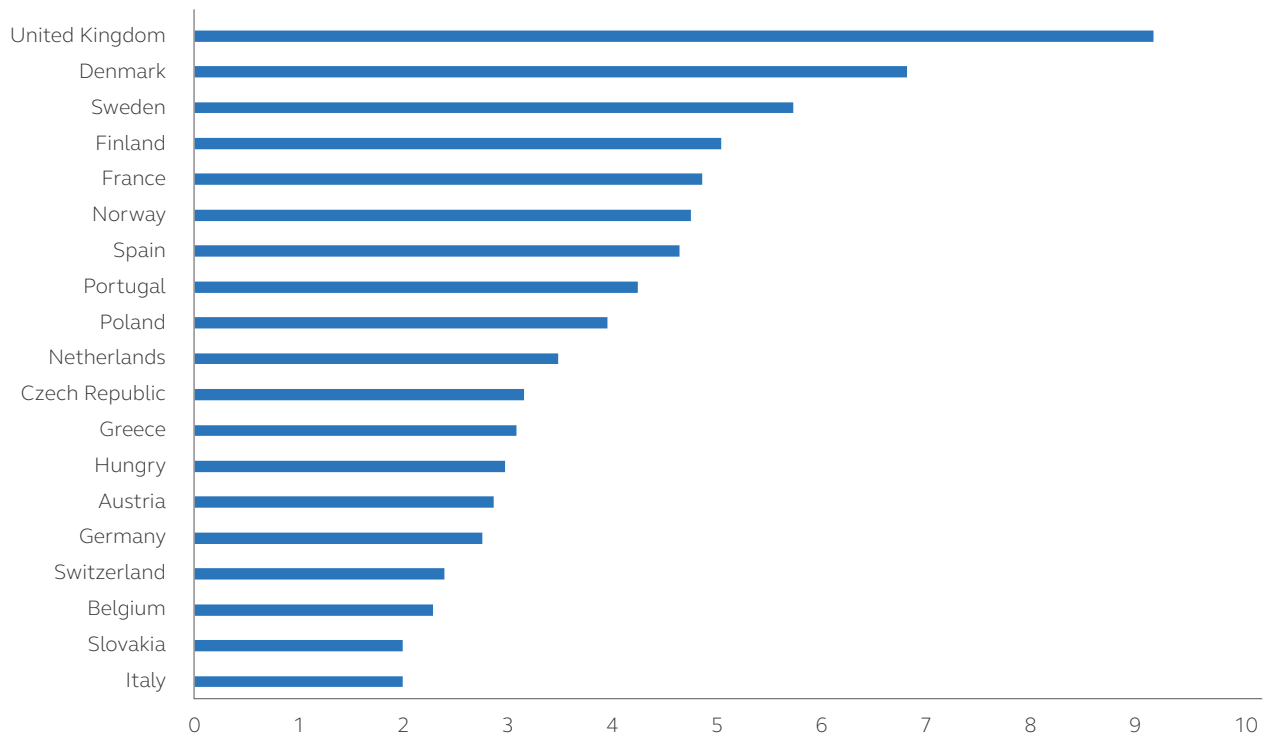


出所：World Bank, Principal Real Estate, 2022年時点

## Eコマースのつまずきは物流施設需要に影響せず

米国と欧州では、Eコマースが物流施設セクターにとって大きな長期的牽引役の一つであることに変わりありません。米国では、新型コロナのパンデミックによるロックダウンを背景に、以前にはオンライン・ショッピングに消極的だった消費者がオンライン・ショッピングを全面的に受容する流れが生み出されています。パンデミックが最高潮に達した時期に、米国のEコマースは急激に成長しました。売上高全体に占めるオンラインの割合は16%まで上昇した後、2020年末にかけての経済活動再開に伴い低下しました。欧州では、新型コロナのパンデミックがピークを打った後も、Eコマースは経済と社会にさらに深く根を下ろすようになっています。ただし、国によって大きな違いが依然としてあります。Eコマースの売上高がGDPに占める割合（「E-GDP」）のレンジは、英国の10%からドイツの3%やイタリアの2%まで幅広く、今後さらに成長する可能性が示唆されます。

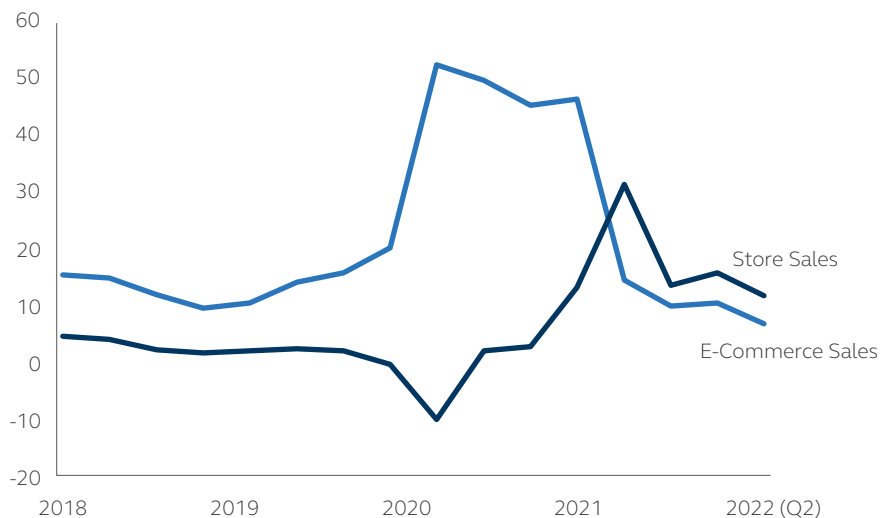
**図表 13 : エコマースは欧州全体にわたり経済と社会に深く定着  
2021年のGDPに対するエコマース支出の割合 (%)**



出所 : European eCommerce Report, 2022年時点

過去12カ月に浮上した話題の中で注目されるのは、アマゾンが倉庫の賃貸契約を解消し、不要と判断したスペースを市場に放出する決定を下したことです。しかし、それによって生じた空きについては、他の主要なエコマース業者や物流企業が引き取ったため、大半の主要市場では空室率とアベイラビリティ率（入居可能物件率）が過去最低に近い水準まで押し下げられました。エコマース売上高の継続的な伸びはインダストリアル・セクターに対する継続的な需要を後押しすると予想されます。

**図表 14 : 米国におけるエコマースの伸び率は実店舗を下回るが。  
米国のエコマースと実店舗の前年比売上高変化率 (%)**



出所 : Census Bureau, Moody's Analytics, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

## 開発と成長鈍化

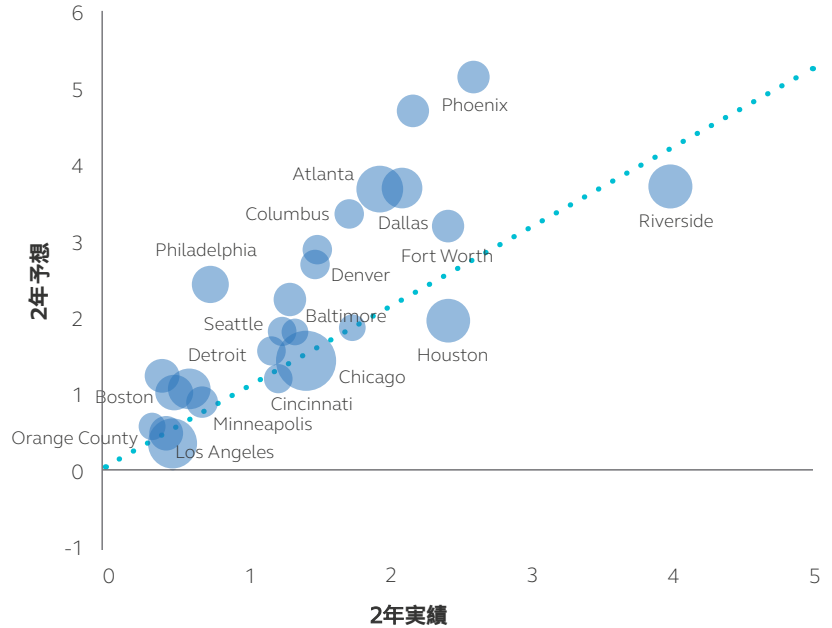
今日の米国インダストリアル市場にとって最も差し迫った問題は、おそらく市場に流入する新規供給の水準であると思われます。現在、この開発の大半は港湾や主要物流市場に区分化されていますが、それでも新規開発ペースは絶対ベース・相対ベースともに過去最高に近い水準にとどまっています。現在、米国では既存のインダストリアル物件に対する建設中のプロジェクトの割合がほぼ4%に達しています。米国と欧州ではいずれも、今後2年間の引き渡し物件が過去平均と同等もしくはそれを上回ると予想されます（図表15）。

データが異なるため比較は困難ですが、欧州の新規開発も米国と似たようなトレンドにあります。しかし、両地域の既存倉庫物件のほとんどは建設から少なくとも30年が経過しており、米国の大型倉庫（400平方フィート超）の3分の1は過去10年の間に引き渡されたものです。Eコマースの普及と翌日配達に対する要求が強まることで、10年前に建設された倉庫でさえ驚くべきペースで設備の陳腐化が進んでいます。最先端の倉庫に対する需要は、今日では事前契約に基づき引き渡しと同時に賃貸が開始されるケースの多い新規開発による供給を相殺するのに役立つとみられます。

## 投資家はインダストリアル・セクターのロングを維持するのが賢明

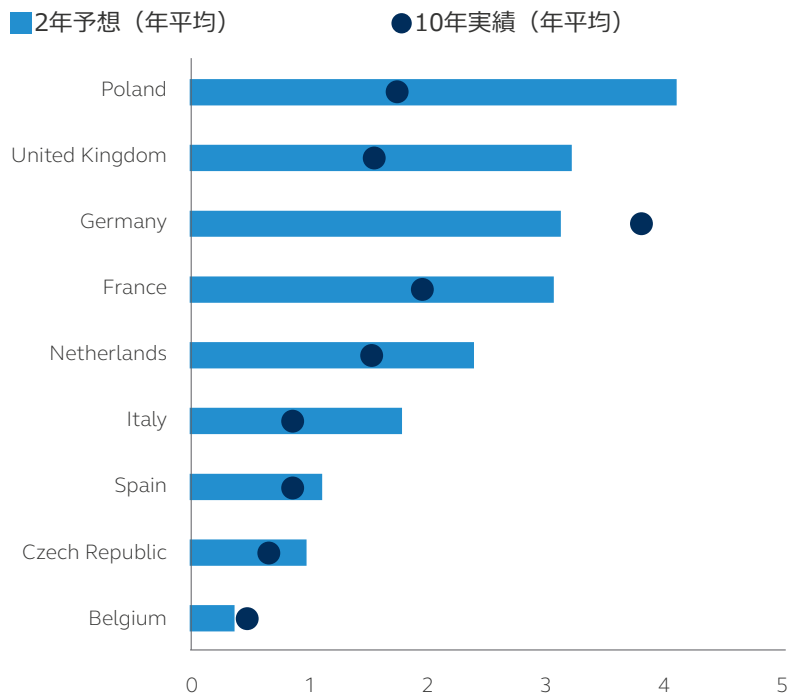
当社では、倉庫セクターは商業用不動産の資産クラスの中で最も高いパフォーマンスを上げるとの見方を崩していません。景気軟化によって近い将来に価値が幾分低下するものの、今後12～18カ月間は賃貸契約と立地条件の良い優良資産に対する旺盛な需要が、より安定的なインカム・リターンを引き続き投資家にもたらすとみられます。中核市場ではプライベート・エクイティ戦略とデット戦略において選別することを推奨するほか、堅調な基本的テナント需要のある市場でのゼロからの開発に価値を見いだしています。

図表15：米国と欧州の産業施設の引き渡しは依然として堅調  
米国の産業施設の竣工、既存物件の年平均変化率（%）



円の大きさは貸出可能面積（平方フィート）による市場規模を表しています。  
出所：CBRE EA, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

## 欧州の物流施設の竣工面積（百万平方メートル）



出所：CBRE, Principal Real Estate, 2022年時点



## ライフサイエンス：循環的な課題と長期的な追い風

ライフサイエンス・セクターは過去2年間に大幅な成長を遂げました。複数の新型コロナワクチンと治療薬が第2次世界大戦以降でおそらく最大の産業動員体制の中で緊急承認されたのに伴い、当セクターはパンデミック下における寵児となりました。当セクターは、医療支出がGDPの20%近くまで拡大している米国を中心とする先進国では、人口の高齢化への対処に伴い過去20年間に着実に勢いを増していましたが、パンデミックは当セクターにとって紛れもない起爆剤となりました。

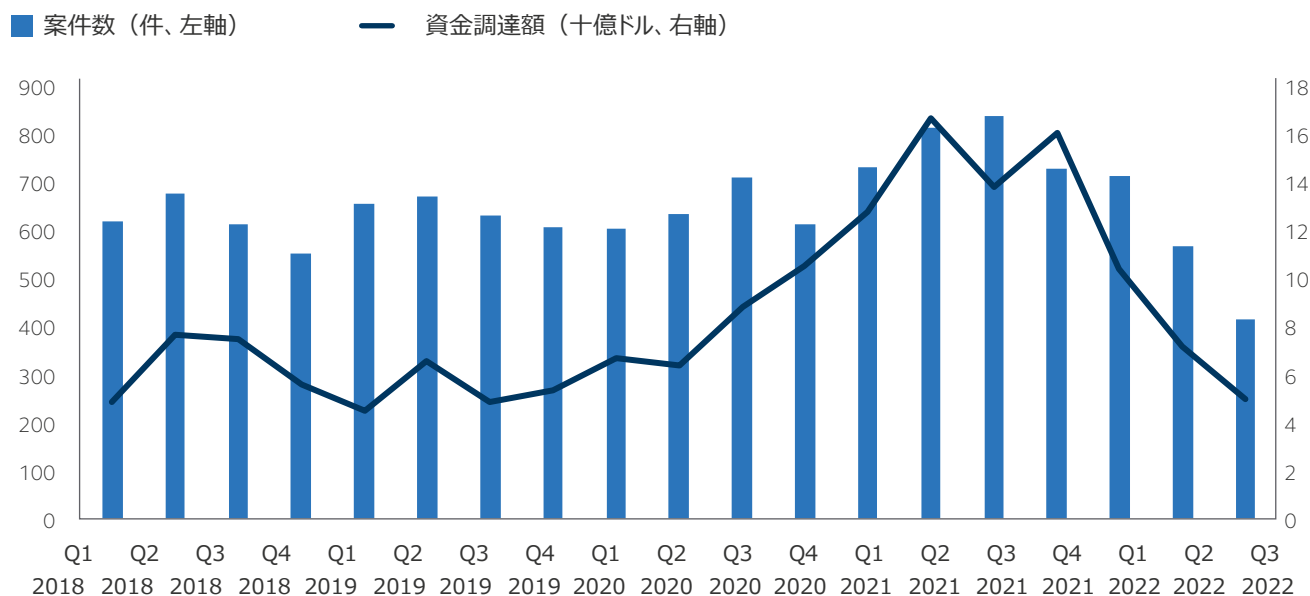
当セクターに関するデータは限定的ではあるものの、公的部門のほぼあらゆる指標からは、市場のファンダメンタルズが依然として良好なことが窺えます。当セクターにおける雇用は好調で、需要は概ね長期的なものであるため、資本市場をめぐる不確実性が高まり、経済成長率が鈍化する中で、ライフサイエンス・セクターは魅力的な見通しとなっていると考えます。その結果、当セクターは大半のセクターが直面する短期的な循環的課題を克服し、相対的にアウトパフォームする可能性があると考えられます。

### 資金調達に関する課題

ライフサイエンス産業の主要な特性の一つは非循環的な特性を持っていることです。このため、多くの場合、経済の混乱期にもアウトパフォームすることが可能と考えます。しかしながら、現在、当セクターは様々な課題に直面しています。直近の資本市場の低迷はテクノロジー企業にとってもとりわけ厳しいものとなり、ライフサイエンス企業に資本をつぎ込んできたベンチャーキャピタルの投資サイクルに変化が生じています。ライフサイエンス・セクターの中でも成長分野であるデジタルヘルス関連企業の四半期ベースの資金調達額はパンデミックの真っ只中には170億ドル近くに達していましたが、2022年第3四半期にはわずか50億ドルまで減少しています（図表16）。

図表16：ライフサイエンス・セクターの資金調達は資本市場のボラティリティと無縁ではない

#### 世界のデジタルヘルスの案件数と資金調達額



出所：CB Insights, Principal Real Estate, 2022第3四半期時点

上場市場では、そうした賃貸動向の軟化に対する投資家の懸念が強まるのに伴い、ライフサイエンス・セクターは2022年を通じてREITのベンチマークに対してアンダーパフォームとなりました。中小のバイオテクノロジー企業では、新規株式公開（IPO）や株式の売り出しが減少し、中小型株が売り込まれたことで、上場市場へのアクセスが一段と制約されました。

## 楽観視できる理由

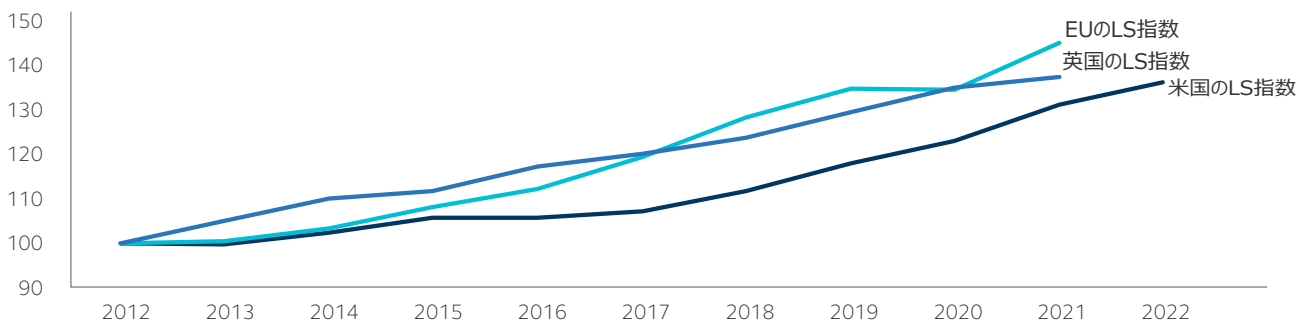
最近の逆風がライフサイエンス・セクターに影響を及ぼしているにもかかわらず、当セクターのファンダメンタルズは米国と欧州の双方で依然として極めて良好です。医療や革新的な治療法に対する需要の増加につながる人口の高齢化などの長期的な牽引要因は、長期的な需要を下支えすると考えられます。

最近、中小のバイオテクノロジー企業が逆風にさらされているにもかかわらず、スペース市場は軟調というよりも二極化しています。小規模なライフサイエンス企業が資金調達の問題に頭を悩ませている一方で、大手ライフサイエンス企業（ファイザー、ジョンソン・エンド・ジョンソン、ノバルティス）は十分な資本を持ち、ラボスペース市場で存在感を示しています。たとえば、欧州では英国がライフサイエンスの先端を走っており、2022年は資金調達額が減少したものの、成約面積と事前賃貸契約は堅調に推移し、最も人気の高い立地の大規模研究施設では、アベイラビリティ率（入居可能物件率）がほぼゼロ%となっています。

雇用は、今後12～18カ月の健全な構造的需要を示唆するもう一つの要素です。2000年以降、ライフサイエンス産業<sup>3</sup>の雇用は非農業部門雇用者総数の2倍を上回るペースで拡大しています（図表17）。米国ではライフサイエンスの人材パイプラインも拡大しており、生物科学や生物医学の学位取得は過去15年間で103%増加しており、労働力と商業スペースに対する需要の伸びを後押しするとみられます。

図表17：ライフサイエンス物件の需要は雇用の大幅な伸びに支えられている

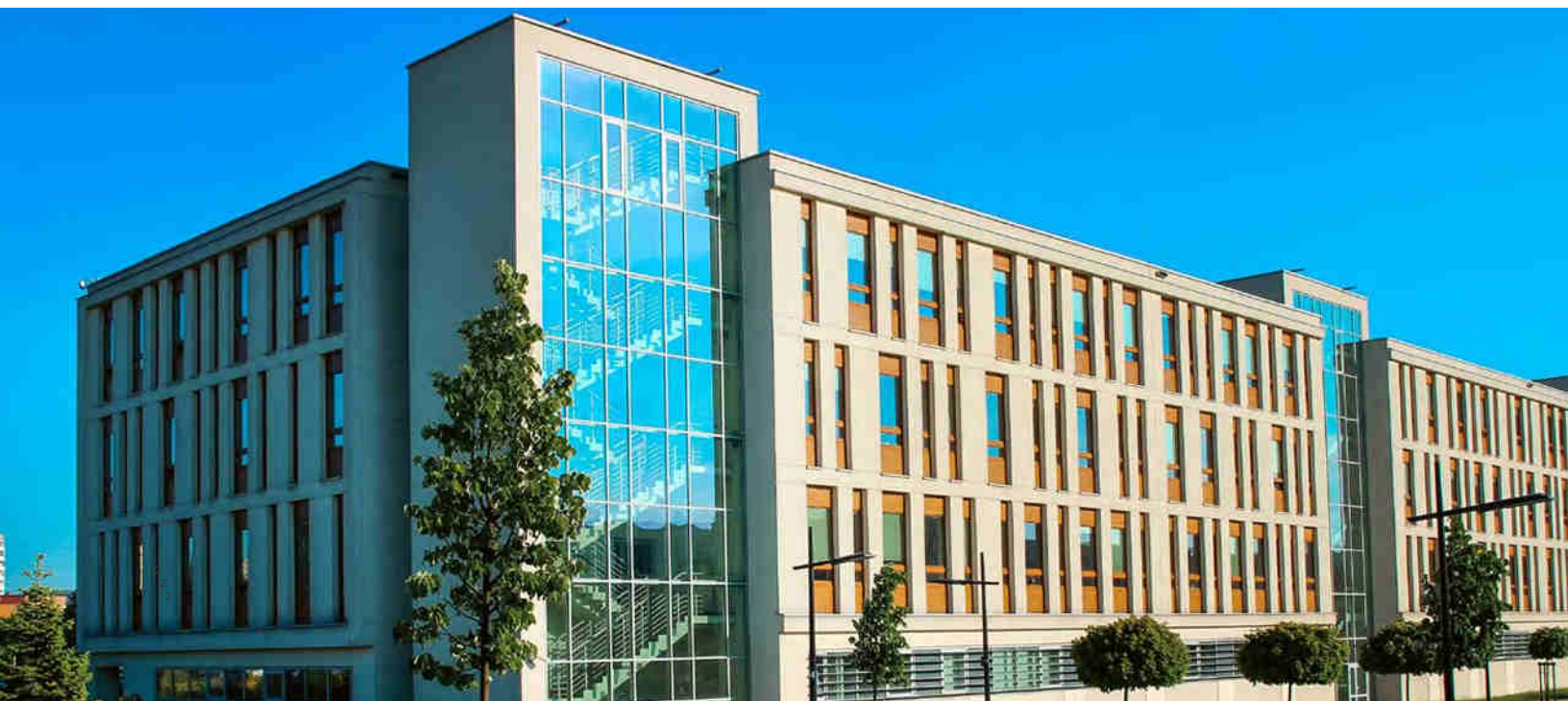
### ライフサイエンス（LS）分野の雇用の変化（2012年を100とする）



出所：Eurostat, ONS (UK), Moody's Analytics, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

英国の雇用統計は英国国家統計局による。EUの統計は現在のEU加盟27カ国を表し、EU統計局（Eurostat）による。米国の統計はムーディーズ・アナリティクスによる。

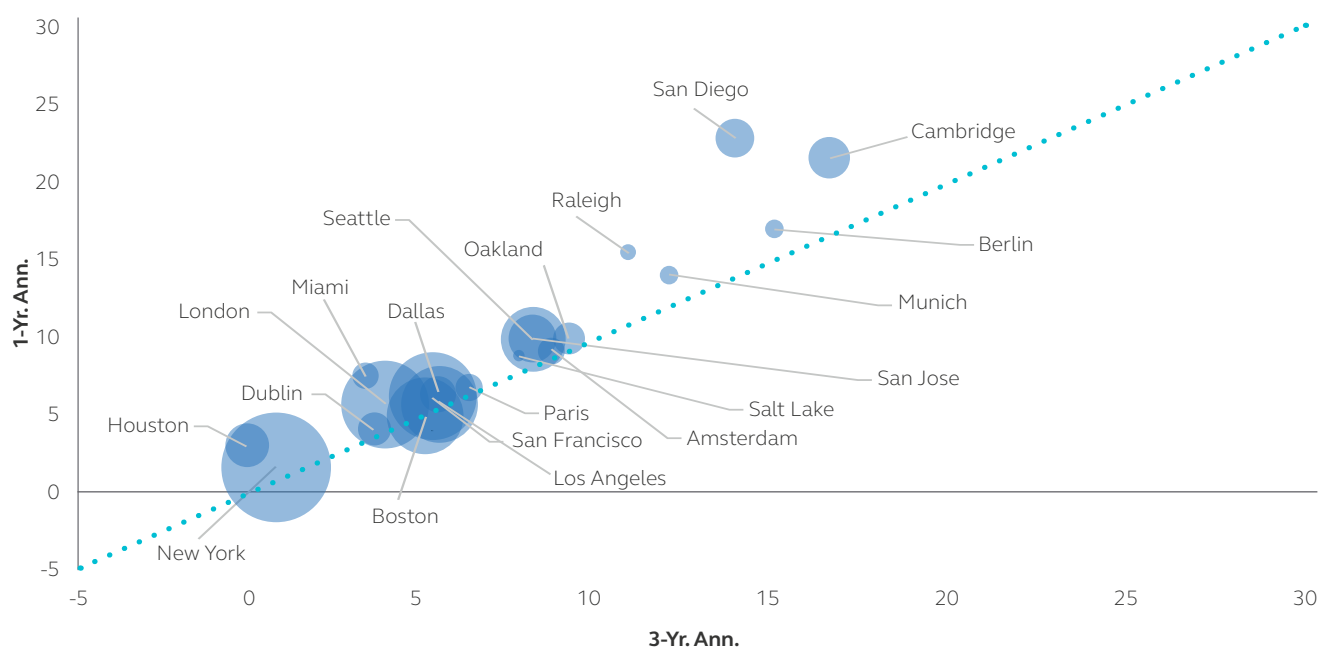
<sup>3</sup>ライフサイエンス産業とは、医薬品、物理・工学・ライフサイエンスにおける研究開発、医学・診断研究所を総合したものと定義されます。



### 健全なリターン特性

ライフサイエンス施設物件のデータは不足していますが、各地域のオフィスのパフォーマンスからは、既存および新興のバイオテクノロジー集積地を持つ大都市圏が明らかにパフォーマンスは優位にあることが示されています。図表18は、プライベート・エクイティが所有するオフィス物件の過去3年間の年率リターンを示しています。オフィス物件に対する投資家とテナントの需要が低迷する時期に、特にテクノロジーとライフサイエンスの雇用が集中する大都市圏が驚くほど高いトータルリターンを上げています。米国では、サンフランシスコ・ベイエリアとボストンのケンブリッジ都市圏において産業と資金調達が最も集中しています。すべてのライフサイエンス大都市圏で同等に好調なパフォーマンスが上がっているわけではありませんが、上位市場ではリターンが加速しており、広範な市場ベンチマークをアウトパフォーマンスしています。

**図表18**：ライフサイエンス大都市圏はオフィスのパフォーマンスを後押し  
 ライフサイエンス市場のある大都市圏におけるオフィスのトータルリターン (%)



出所：NCREIF NPI, MSCI, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

### 構造的な耐久性が投資パフォーマンスを後押しする見通し

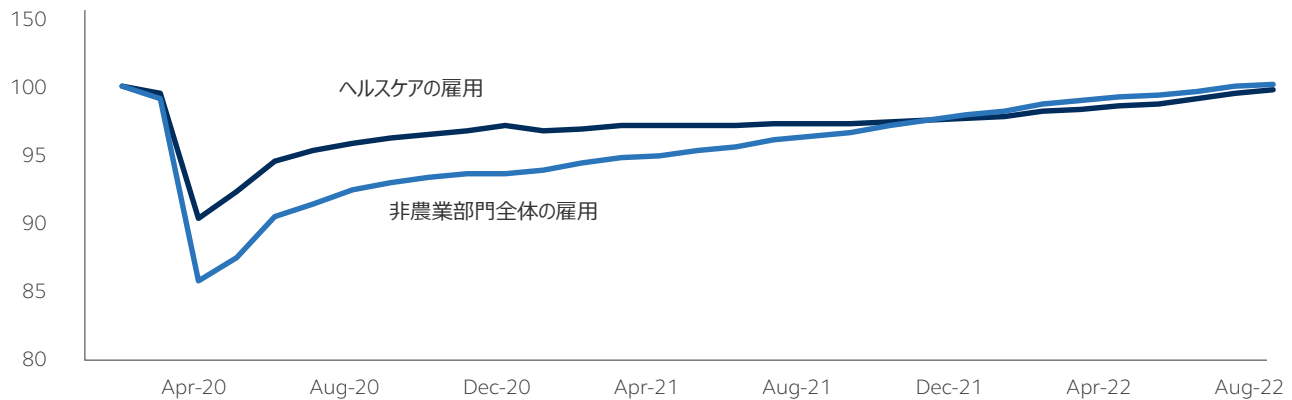
ライフサイエンス施設では、他の不動産タイプに影響を及ぼしているものと同じ循環的要因が作用しています。高金利、インフレ、経済的な不確実性により、資本市場は全体的に神経を尖らせています。当セクターは上場市場のセクターに対してはアンダーパフォームとなっているものの、当セクターの構造的な耐久性と相対的に非循環的な特性は魅力的であり続けるとみられます。米マサチューセッツ州のケンブリッジ、米カリフォルニア州サンフランシスコのベイエリア、そして英国のケンブリッジとオックスフォードとロンドンで構成されるゴールデン・トライアングルを含む上位のテクノロジー集積地は、今後もライフサイエンスのテナントを引き付ける見通しです。



## メディカルオフィス：パンデミックからの回復

ライフサイエンス施設のストーリーと密接な関係にあるのが、メディカルオフィスに対する長期的な需要です。パンデミックの局面では皮肉なことに、医療の利用が記録的な水準に達したにもかかわらず、ヘルスケア業界とメディカルオフィスは大打撃を受けました。実際、ライフサイエンスと並んで、メディカルオフィスは、おそらく人口の高齢化と医療に対する需要の変化という最も優れた長期的需要の牽引要因を備えており、当社のDIGITAL不動産タイプの一つです。そのため、当セクターは不動産の中で景気後退に最も強い不動産の一つとしばしば言われています。パンデミック以降、米国の医療従事者の労働市場は急速に回復し、シャットダウン（都市封鎖）の際に失われた160万人の雇用のほぼ全てを取り戻しました（図表19）。最も重要な点として、ヘルスケア業界はメディカルオフィス物件の需要の牽引役を務めています。

**図表19：**ヘルスケアの雇用はパンデミック時に据え置かれた  
ヘルスケアと非農業部門の雇用（2020年2月を100とした指数）

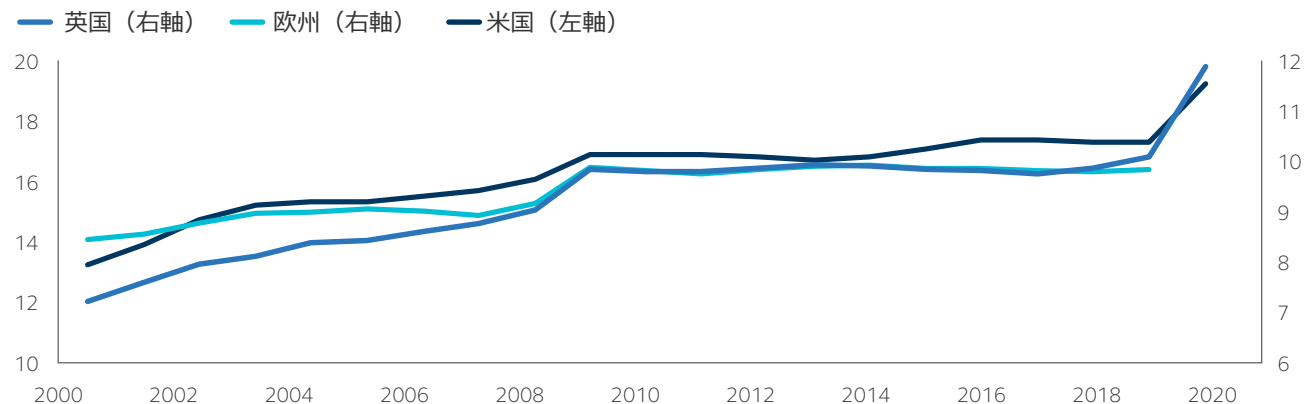


出所：BLS, Moody's Analytics, 2022年時点

## 生来の底堅さ

メディカルオフィス・セクターは、高齢化する人口ピラミッドという、不動産タイプの中で最も優れた生来の長期的需要要因の一つを備えています。米国と欧州では人口の高齢化が進んでいるため、あらゆる種類の医療に対する需要が高まっています。今日、米国と大半の欧州の国々は世界で高齢化が最も進んだ部類に入っています。人口の年齢の中央値は米国で38歳強、欧州で44歳であるのに対して、世界全体の中央値は31歳にすぎません。図表20に示す通り、対GDP比で計測されるヘルスケア・サービス需要は過去20年間に着実に上昇しています。米国のヘルスケア支出の対GDP比は世界の中で依然として最も高い水準にあります。

**図表20：**世界のヘルスケア支出は加速中  
ヘルスケア支出の対GDP比 (%)



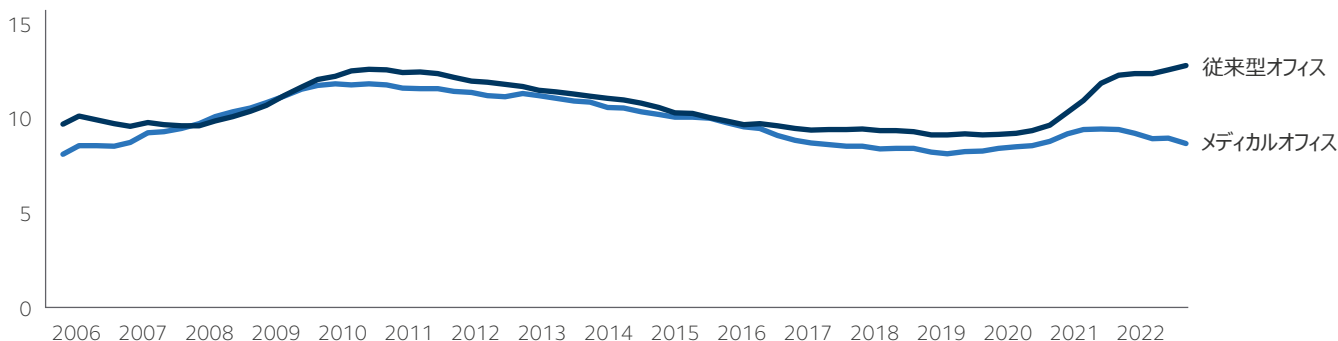
出所：World Bank, CDC, Principal Real Estate, 2022年時点

### 医療従事者の在宅勤務？

過去数十年間、特にパンデミックの期間中に勢いを増してきた主要なイノベーションは遠隔医療です。遠隔医療はパンデミックの局面で劇的に増加しました。医療機関の受診全体に占める割合は、パンデミック前に1%程度だったものが、パンデミックの影響が最も深刻だった地域では80%にも達しましたが、利用率はそれ以降低下しています<sup>4</sup>。遠隔医療サービスはメディカルオフィスへの訪問回数を低減し、医師がより多くの患者を診療することを可能にしますが、対面診療に取って代わることはできません。その意味で、メディカルオフィスは従来型オフィスと同じ宿命に見舞われているわけではありません。商業用不動産の情報・分析サービスを提供するCoStar社のデータによると、メディカルオフィスの空室率は過去2年間で大幅に低下してわずか8%となっているのに対して、従来型オフィスの稼働率は低下し、入居率は世界金融危機以降で最低の水準まで低下しています。

図表21：メディカルオフィスと従来型オフィスの空室率は乖離しつつある

平均空室率 (%)



出所：CoStar, 2022年第2四半期時点

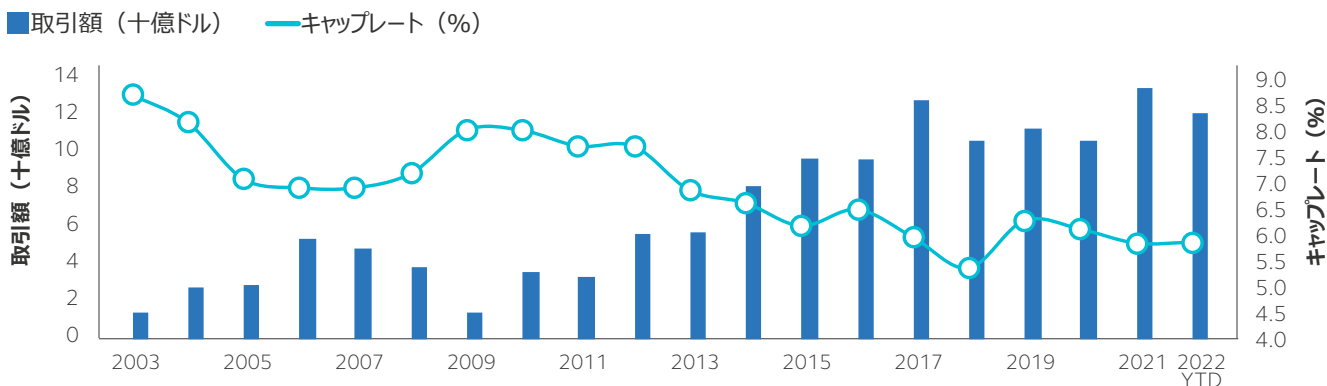
注：米国の主要54市場を含む

### 投資家の需要は安定的に推移

メディカルオフィス・セクターが従来型オフィスの代替として浮上し始めるのに伴い、メディカルオフィス物件に対する構造的需要は拡大しています。現在、当セクターは他の業界と同様に資本市場の逆風にさらされており、キャップレートは過去6カ月間で上昇しています。しかし、2022年上半期の取引案件からは、価格設定が比較的到底堅く、投資家の需要が堅調であることが窺えます。9月までの取引額はほぼ2021年並みとなっています。これは现阶段で他の多くのセクターにはあてはまらないことです。医療サービスに対する構造的かつ非弾力的な需要に支えられ、ヘルスケア・セクターは2023年も当社が引き続き選好するセクターの一つとなっています。

図表22：投資家のメディカルオフィス需要は高水準を維持

メディカルオフィスの取引額とキャップレート



出所：Real Capital Analytics, Principal Real Estate, 2022年9月時点

<sup>4</sup>「National Survey Trends in Telehealth Use in 2021: Disparities in utilization and Audio vs. Video Services」(2021年の遠隔医療利用における全国調査のトレンド：利用率の格差と音声サービス対動画サービス)

<https://aspe.hhs.gov/sites/default/files/documents/4e1853c0b4885112b2994680a58af9ed/telehealth-hps-ib.pdf>

## 住宅セクター：多様性と成長性が両立

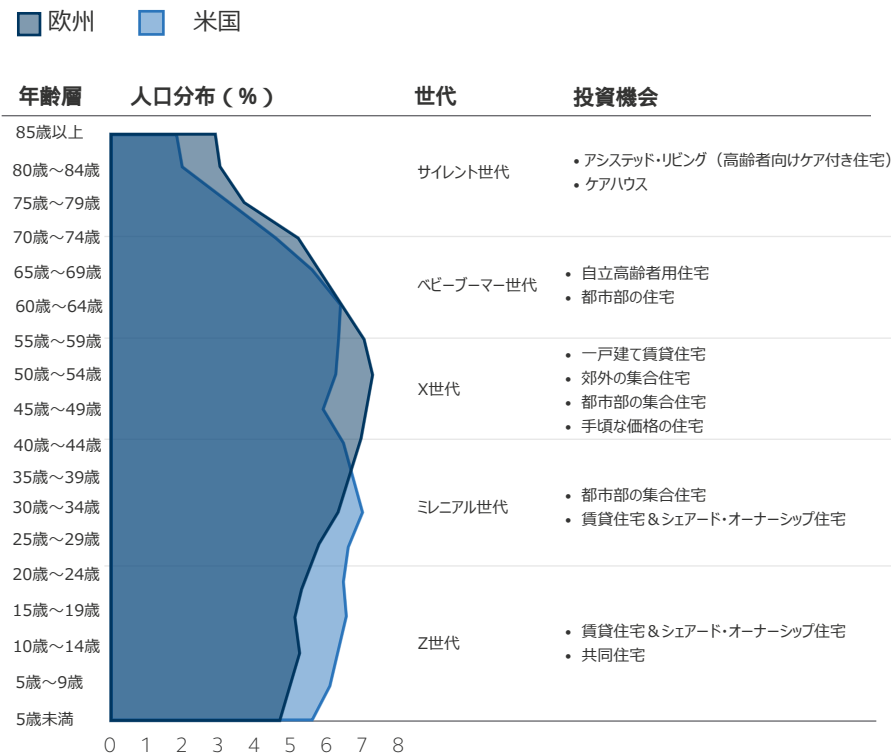
住宅セクターは奥深く幅広いセクターであり、当社が選好するDIGITAL投資アイデアの一つです。住宅セクターは長きにわたり景気後退に強いセクターの一つとみなされてきましたが、当社では当セクターが経済環境の変化の影響を依然として受けやすい点について認識しています。景気見通しの悪化にもかかわらず、当セクター、特に中価格帯のサブタイプでは、供給不足が続いています。米国と欧州ではいずれも入居率が均衡水準を大幅に上回っているため、今後12カ月に賃貸活動が若干減速しても、当セクターは相対的にアウトパフォームする可能性があります。

### 新型コロナ後の世界における人口動態と経済の変化

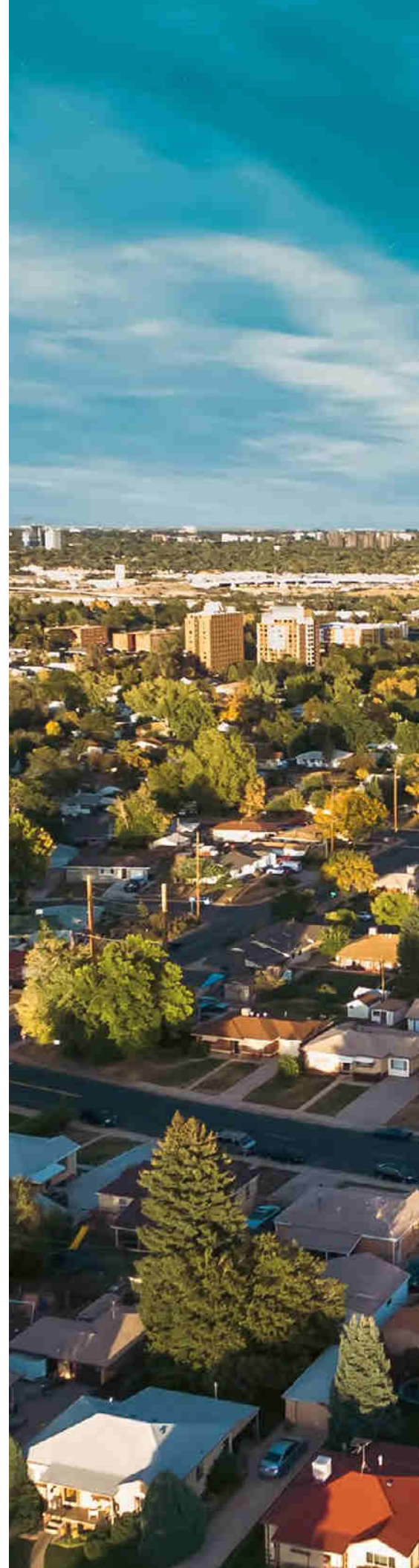
人口動態の変化によって住宅需要の様相は変化しています。たとえば、現在、ミレニアル世代（26歳～41歳）は米国と欧州ともに人口全体の約20%と大きな部分を占めています。Z世代を含めると、この主要賃貸年齢層は人口全体のおよそ40%を占めています。

このように賃貸年齢人口の占める割合が高いにもかかわらず、米国と欧州ではともに高齢化が相対的に進んでおり、この傾向は今後10年間に強まるとみられます。図表23は米国と欧州の人口分布を示しています。このように高齢化が進む特有の人口構成の結果として、構造的な住宅需要は依然として健全ですが、多様な住宅ソリューションがますます求められるようになっていきます。

図表23：求められる住宅ソリューションは年齢層によって異なる



出所：Census Bureau, Eurostat, Moody's Analytics, 2022年時点

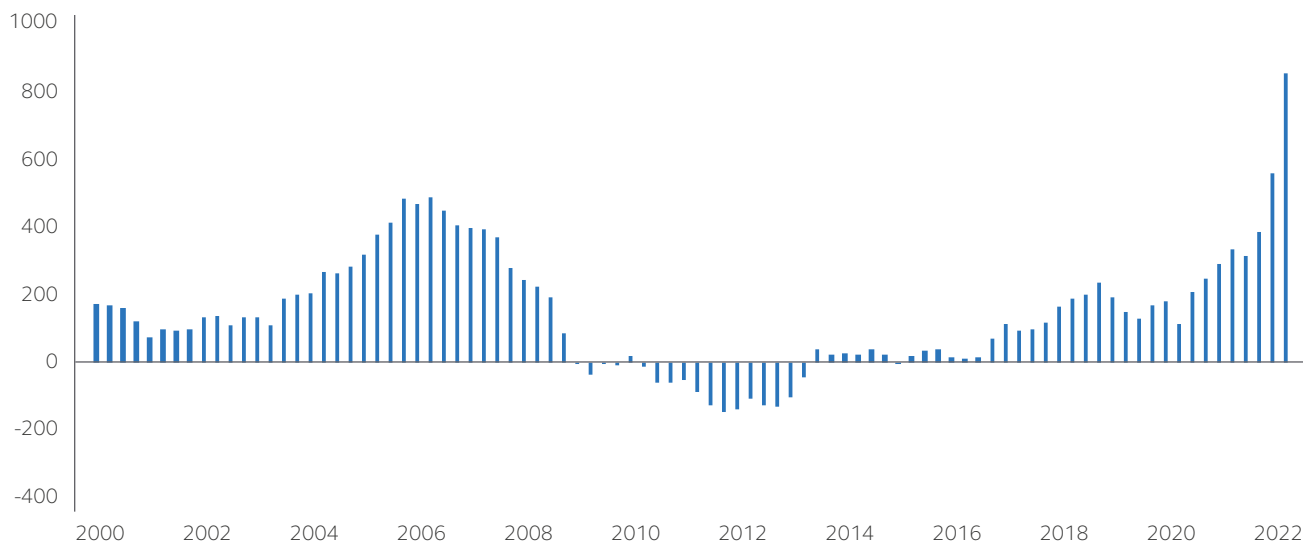


### 一戸建て住宅所有の経済性には課題が残る

賃貸住宅物件に有利となる主要なトレンドは、経済と富の分布の歪みです。特に米国では、過去数十年にわたり賃金の伸びが鈍化してトレンドを下回っているため、住宅所有指標は上位所得層に偏っています。循環的には、金利上昇によって30年固定の優良住宅ローンの金利が当レポートの執筆時点で約7%まで押し上げられたことに伴い、状況は悪化しています。英国では、住宅ローン借入コストの主要指標である2年固定金利住宅ローンの平均金利が最近6.4%まで上昇し、2008年来の高水準となっています。このため、2024年に借り換えが必要となる変動金利型住宅ローンを抱える200万人超の住宅所有者の家計が圧迫され、新規住宅購入を検討する人々にとっては値頃感が薄れています。ユーロ圏では、銀行や貸付機関が所得審査を強化し、住宅購入検討者の借入可能額の上限を引き下げています。

言い換えれば、住宅価格の急上昇と金利上昇を背景に、賃貸と比較した住宅所有コストは空前の水準まで上昇しています（図表24）。現水準では、所得が中央値または中央値近辺にある多くの世帯にとって、住宅所有の妙味は全くなっているため、人口全体に占める賃借人の割合は否応なく上昇するとみられます。今後12～18カ月間で見ると、これは一戸建て住宅市場にとって悪材料かもしれませんが、賃貸の様々な選択肢に対する持続的な需要を生み出すと考えられます。

**図表24**：米国の住宅所有コストは過去最高水準に  
初回購入者向け一戸建て住宅を賃貸する場合と比較した所有コスト（月当たり、ドル）



出所：CoStar, NAR, Federal Reserve, Moody’s Analytics, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点  
注：所有コストは、住宅価格中央値の80%の住宅を、頭金5%、30年固定金利住宅ローンで購入すると想定し、ローン金額の1%に相当するプライベートモーゲージ保険（PMI）、および購入価格の1%を毎年の維持費と想定して含めています。

### 中価格帯の住宅

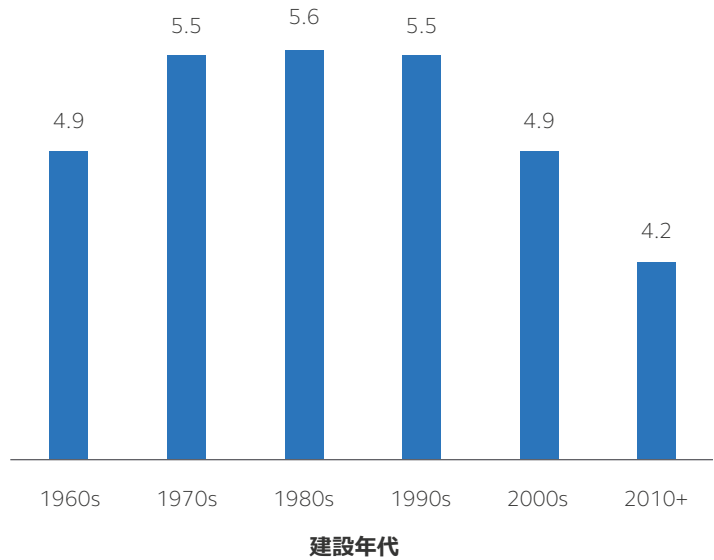
現在、住宅セクターにおける最大の課題は、おそらく既存の需要に見合った値頃感のある住宅を供給できるかどうかという点でしょう。米国では、過去20年間にわたり新規住宅供給が世帯形成と人口の伸びに追いつかない状態が続いた結果、およそ140万戸分の集合住宅が不足しています。賃料上昇率を示す保守的な指標である消費者物価指数（CPI）で計測した住宅賃貸コストは家計所得の伸びを16%上回っています。こうした動きから、手頃な価格の住宅へのニーズはますます高まっています。



値頃感のある住宅は一般に標準的な住宅予算の60%~120%、つまり家計所得の中央値の3分の1程度と考えられています。現在、これは家計の年間所得の中央値を約7万ドルと想定すると、月額で1,065ドル~2,131ドル程度です。機関投資家が運用する2ベッドルームの住戸の全米平均は約2,000ドルとこの範囲の上限にあります。市場によって大きく異なります。このため、市場がますます逼迫する中で、多くの賃貸世帯にとって選択肢が制限されています。

中価格帯の住宅不足は、課題と同時にチャンスに投資家にもたらしています。コスト・ベースでは開発が難しいものの、既存の中価格帯住宅、特に築年数の古い住戸はアウトパフォームする傾向にあることが示されています。図表25は、過去5年間の年率の賃貸パフォーマンスを建設年代別に示しています。この期間中には古い住宅が2000年以降に引き渡された住宅をアウトパフォームし、より大幅な純収益（NOI）の伸びが投資家にもたらされています。

図表25：築年数の古い住宅はより大幅な賃料の伸びを提供可能  
集合住宅の賃料の建設年代別の伸び（年率変化率、2017年~2022年）(%)



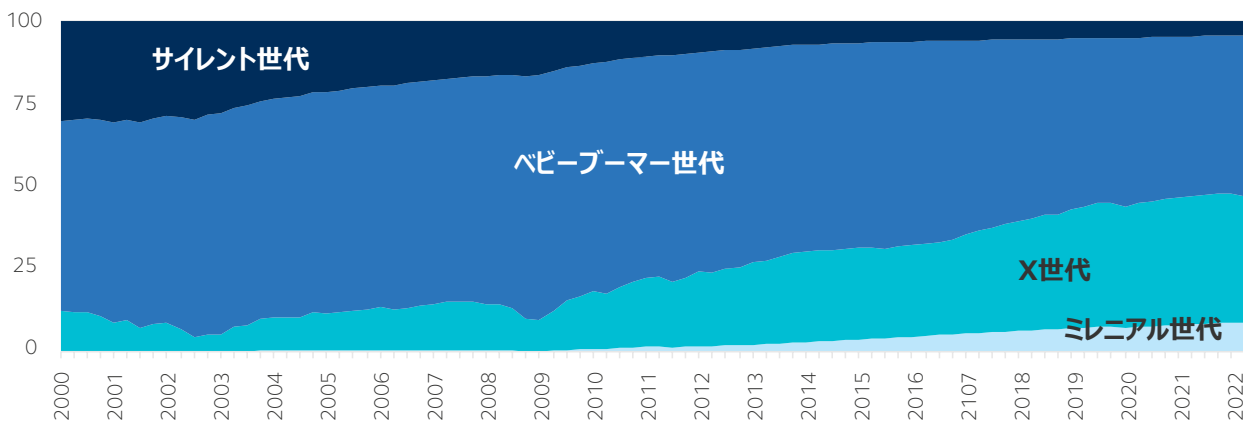
出所：CBRE, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

### 一戸建て賃貸住宅

一戸建て賃貸住宅は、広範な住宅用不動産の中では依然として小規模ながらも成長しているセクターです。賃貸用住宅と販売用一戸建て住宅の深刻な不足は住宅所有コストの上昇と相まって、これらの賃貸需要を引き続き押し上げています。住宅が直面し、かつ一戸建て賃貸住宅の需要に拍車をかけている最も差し迫った問題は、現在の潜在的な初回住宅購入者とそれ以前の世代との絶対的・相対的な資産格差であると考えられます。ミレニアル世代は絶対および相対ベースでの所得および資産の蓄積の点で、それ以前の世代に対して大きく遅れた状態が続いています（図表26）。現在、資産全体に占めるミレニアル世代の割合はX世代が同年代の時の割合を大きく下回っています。

図表26：ミレニアル世代の頭金はどこから捻出されるのだろうか？

資産の世代別構成（全体に対する割合%）



出所：Federal Reserve Survey of Consumer Finances and Financial Accounts of the United States, 2022年時点

このように遅れを取っている原因は数多くありますが、多くのミレニアル世代にとっては初回住宅購入のために十分な貯蓄を行うのが難しかったというのが結論です。特に住宅価格が年平均で20%近く上昇した過去2年間は、賃金の伸びが住宅価格の上昇に追いつかなかったのです。それでも、こうした資産と所得の不均衡が理由となって物件に対する需要が抑制されているわけではありません。ミレニアル世代は家族が増えることに対応してより広いスペースを求めているため、一戸建て賃貸住宅は一段と魅力的な選択肢となっています。

一戸建て賃貸住宅については、当社が選好するDIGITAL戦略の一つとして引き続き注目していますが、住宅の中では景気の影響を受けやすいサブセクターの一つであることに変わりありません。住宅は需要の価格弾力性が比較的低い傾向にあるものの、セクター内には別の選択肢が数多く存在します。一戸建て賃貸住宅は賃貸用住宅市場の中で価格が相対的に高い部類に入ります。値頃感がさらに薄れるのに伴い、販売用一戸建て住宅在庫の供給増加は金利上昇と相まって、当セクターの軟調さにつながっています。これによって、最終的に機関投資家市場の拡大が後押しされ、新たな賃貸住宅がより魅力的な条件で提供される可能性があります。

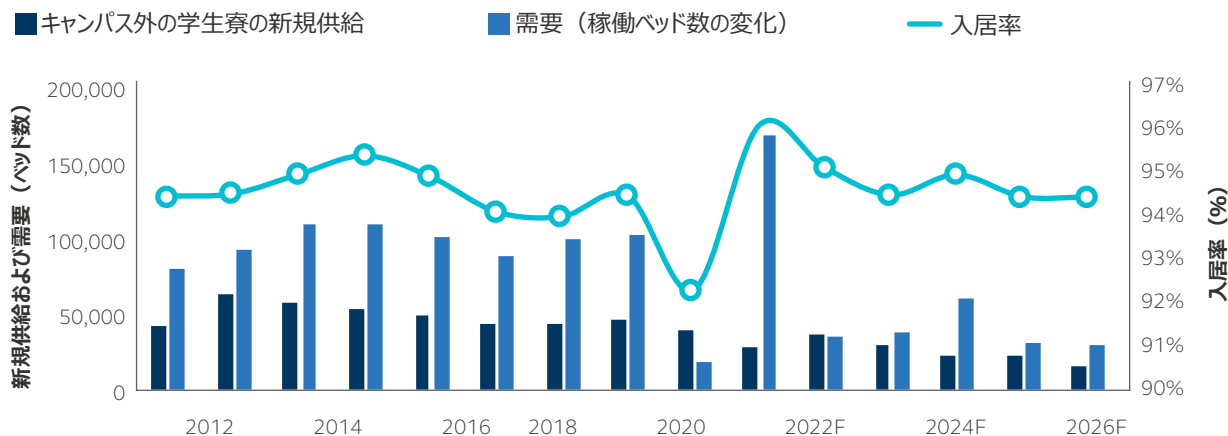
### 学生寮

学生寮のファンダメンタルズは、パンデミックの局面ではリモート授業モデルやハイブリッド型授業モデルによるマイナスの影響を受けましたが、その後改善しています。学生寮セクターはパンデミック関連の制限緩和の恩恵を受けており、民間の学生寮に対する需要は極めて堅調に推移しています。

米国では、2022-2023学年度のテナント需要が堅調で年初来で予想を上回っており、堅調なパフォーマンスが見込まれています（図表27）。入学者数のトレンドもパンデミック前の水準から改善していますが、これは当セクターの長期的なトレンドに反するものです。当セクターに対する長期的なリスクとしては、従来の4年制大学に代わる新たな選択肢の出現に起因する入学率の頭打ちなどが挙げられます。また、金利の上昇は、教育を受けるために借入れが必要となる学生にも負担を強いることとなります。立地の選択と物件の質は引き続き極めて重要な要素になるとみられますが、現在、景気の不透明な局面を迎える時期に当セクターが強い状況にあることは明々しいです。

図表27：学生寮の需要はこれまでのところ好調

#### 民間学生寮



出所：Axiometrics, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

欧州の大学集積地でも学生寮の入居率は既に過去最高水準にあります。高等教育への進学率の上昇、外国人留学生の増加、政府の支援策に支えられ、需要は中期的に拡大すると予想されています。さらに、当資産クラスは景気後退に比較的に強いいため、現在の経済情勢を切り抜ける上で良好な位置にあります。英国は欧州の学生寮市場の中でも依然として最大の市場であり、取引全体の約50%を占めています。しかし、フランス、ドイツ、スペインなどの他の市場でも動きが活発化すると予想されています。



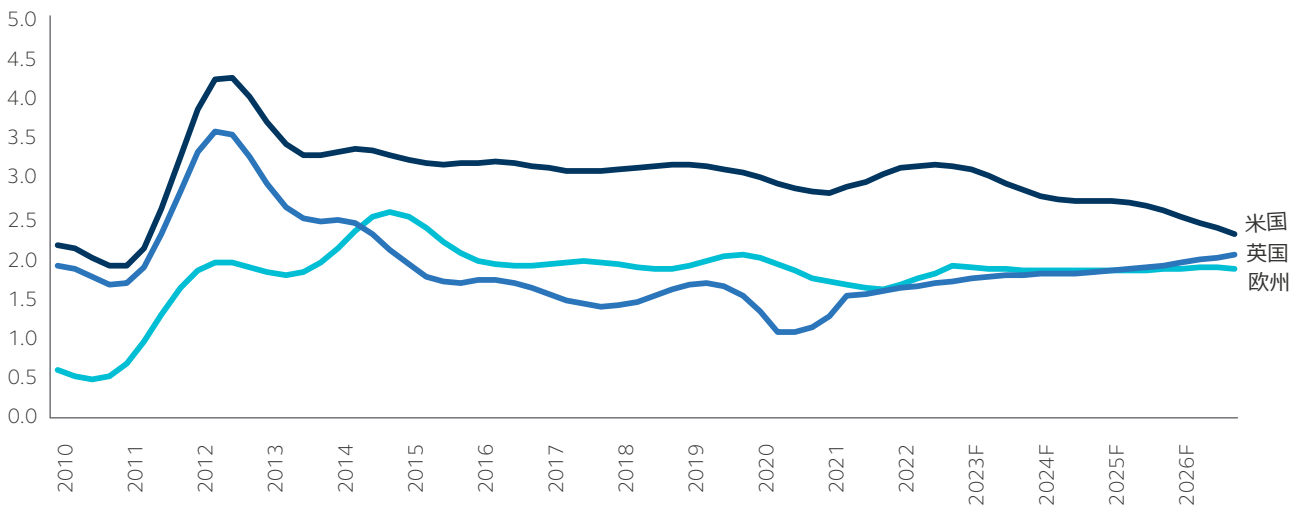
## 高齢者向け住宅

メディカルオフィスおよび学生寮と並んで、高齢者向け住宅セクターはパンデミックの局面でパフォーマンス下位に沈みました。米国の入居率はパンデミックが最高潮に達した時点で77.9%まで落ち込み、過去2年間にわたり低調に推移しました。この一因は、パンデミックの初期段階に老人ホームや高齢者向け施設で感染が多発したことにあります。しかし、複数のワクチンと治療薬の登場によって、当セクターは本格的な回復の途上であり、入居率が現在のペースで改善すれば、今後12カ月内に完全な回復が実現する見込みです。

構造的には、高齢者向け住宅に対する需要は堅調に推移しています。65歳以上の人口増加が引き続き需要の主な牽引役となっており、65歳以上は先進国で最も急速に拡大している年齢層の一つです。米国では65歳以上の人口は今後5年間に年平均で2.6%増加すると予測されています。これに対して同期間中の全人口の増加率は0.4%とされています。欧州（1.9%と0.1%）と英国（1.9%と0.6%）のデータも同様なトレンドを示しており、アシステッド・リビング（高齢者向けケア付き住宅）から認知症患者向け介護施設に至るまで、高齢者向け住宅に対する需要が増大していることが窺えます。

図表28：人口動態は高齢者向け住宅の需要に影響

### 65歳以上の人口増加率（前年比変化率%）



出所：Eurostat, UK Office for National Statistics, Census Bureau, Moody's Analytics, 2022年第2四半期時点

目先、当セクターにとっての主要な課題は労働力の確保とコスト、次いでインフレと金利上昇です。高齢者向け住居施設は資本集約的かつ労働集約的な特性により、他の住宅形態と比較して価格が高い傾向にあります。特に米国では、施設収入は個人の支払い能力に左右されるため、介護の度合いが上がるにつれて問題が発生します。国民皆保険医療制度によって社会がリスクをかなり引き受けている欧州と英国では、これはさほど懸念材料にならないかもしれませんが、従属人口比率（生産年齢人口に対する65歳以上の人口の割合）は欧州全体で急上昇しているため、各国では高齢者介護費用の捻出が一段と困難になっています。民間事業者と不動産投資家は、確固とした長期的率引要因を備えながらも依然としてかなり細分化されているセクターで、そのプレゼンスを拡大・強化するチャンスを掴むことになるかもしれません。

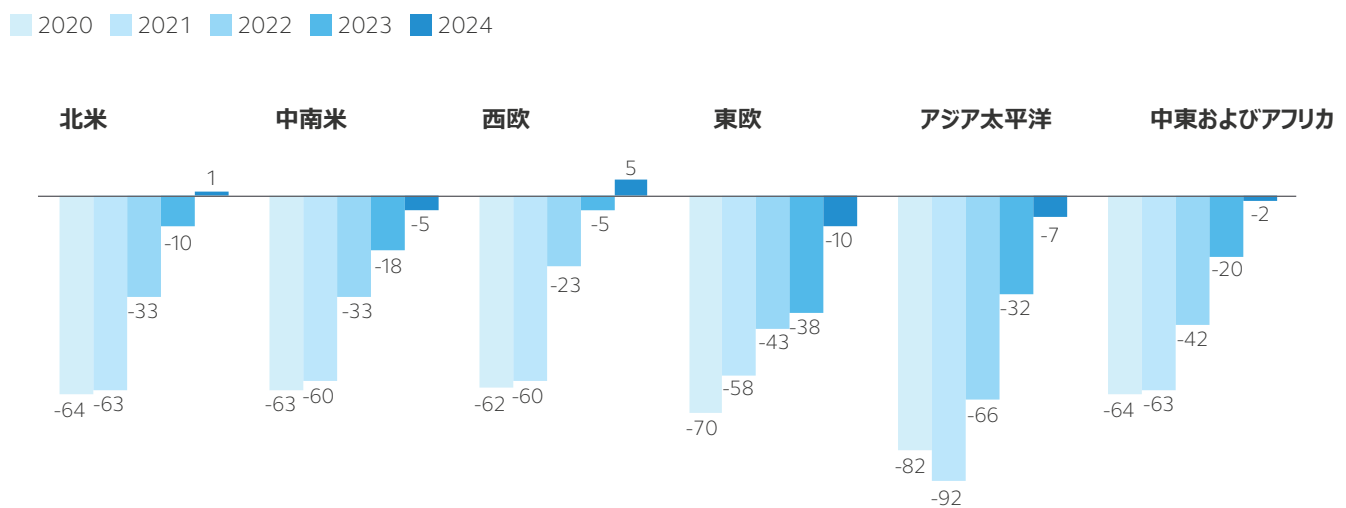
## レジャー: モメンタムを利用して景気循環の逆風に備える

宿泊セクターのこの1年のパフォーマンスは順調で、稼働率と宿泊料は急速に回復しました。海外旅行は世界中で増加傾向にあるものの、まだパンデミック前の水準に届いていません。新型コロナウイルスは既にパンデミックからエンデミックへとほぼ移行し、生活様式や働き方、遊び方は概ね日常に戻ったものの、世界的な健康危機の痕跡はまだ見て取れます。

たとえば、米国のビジネス旅行は正常化し始めたばかりです。会議やコンファレンスは依然として対面からバーチャル形式に移行したままのケースが多く、コロナ禍前の状態に「完全に」戻るのか疑問視されています。旅行に際してのコロナ関連のプロトコルは完全に撤廃されておらず、休暇旅行の計画を立てる人々の心にはパンデミックの記憶が今もなお重くのしかかっています（図表29）。欧州でも同様に、夏の間の宿泊セクターの急回復を牽引したのはレジャー旅行であり、バルセロナ、ロンドン、パリ、ローマなどの主要観光地では特に最高級ホテルのパフォーマンスが好調でした。

図表29：旅行の再開

地域別インバウンド旅行者数、対2019年比 (%)



出所：World Travel and Tourism Council, 2022年時点

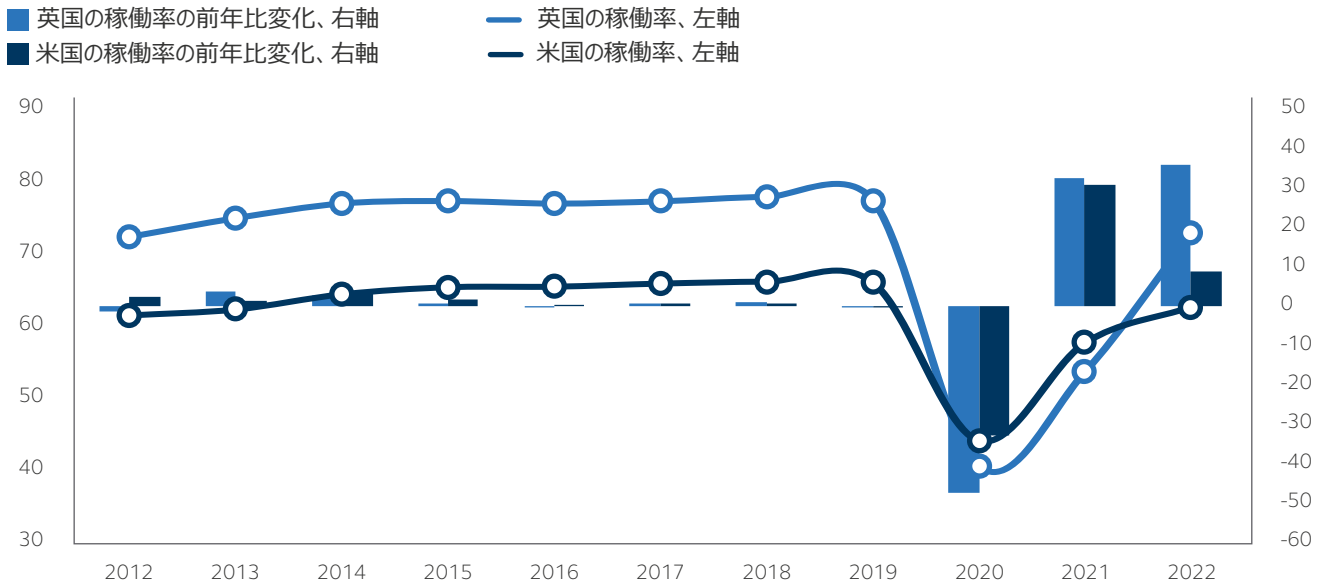
## 良好なファンダメンタルズ、厳しい事業環境

ホテル運営業者は確かに旅行増加の恩恵を受けており、ほとんどの指標は2022年が同セクターにとって素晴らしい1年だったことを示しています。営業利益は増加しており、客室稼働率は均衡水準を上回っています（図表30）。小規模な市場と大規模なゲートウェイ都市の間には、依然としてやや格差はあるものの、レジャー旅行に大きく出遅れていた出張の再開に支えられて、その差は縮小しています。ビジネス旅行の増加はセクター間、とりわけリゾートホテル、中規模ホテル、最高級ホテルの間の大幅な格差縮小にもつながっています。最高級ホテルでは価格弾力性がまだ不十分なままですが、ホテル運営業者はパンデミック前の水準より宿泊料を引き上げることで予想以上の成果を上げています。



図表30：ホテル需要は順調

米国と英国のホテル稼働率と前年比変化、%

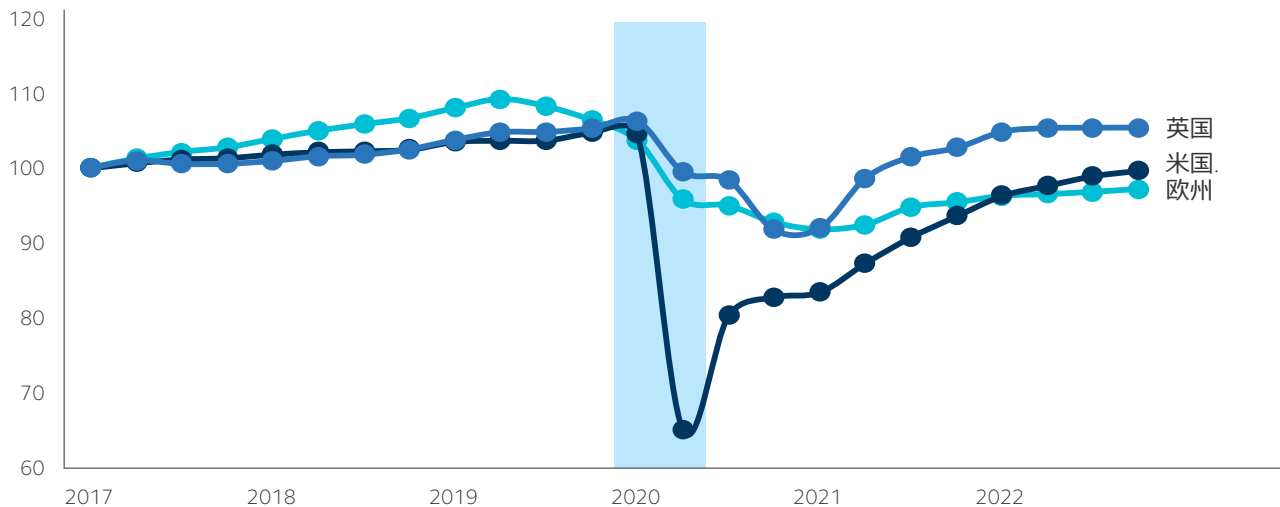


出所：CoStar, 2022年9月時点

ホテル・セクターは回復に向けた措置を講じてきましたが、先行き逆風が待ち構えています。ホテル運営業者によると、ビジネス旅行はパンデミック前の水準を取り戻していません。客室稼働率は高水準にあり、過去12カ月で改善していますが、さらに改善する余地があります。労働力不足もあらゆる規模のホテルチェーンで運営業者のサービスに影響を及ぼしています。ほとんどの産業が影響を受けていますが、レジャーとホスピタリティは米国と欧州の双方で危機前のピークに達していない数少ないセクターです（図表31）。欧州では、ホテル、リゾート、空港、旅行会社で人員不足が特に広がっています。英国では、ブレグジットと新型コロナウイルスの影響により、欧州連合（EU）の労働者が減っています。南欧諸国では、パンデミック中に失業した労働者の多くが、建設や倉庫など、季節や、コロナ禍に伴う新たな規制の影響を受けにくい他のセクターに移りました。

図表31：労働力不足がホスピタリティ産業の採用を圧迫

雇用：宿泊および食品関連サービス活動、2017年第1四半期 = 100



出所：Eurostat, UK Office of National Statistics, BLS, Moody's Analytics, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

労働力不足、および賃金と営業費用の高騰は、ホテルの値上げを難しくしています。とりわけ企業も家計も予算が厳しい中、出張であれレジャー旅行であれ、人々はサービスの充実がないにもかかわらず以前より高い価格を支払うことに躊躇するでしょう。

### 景気循環の逆風

宿泊セクターは景気循環の変化に最も影響されやすいセクターの一つです。一般的に宿泊セクターの軟化の前兆とされる国内総生産（GDP）成長率の減速にもかかわらず、同セクターはモメンタムをかなり維持していますが、旅行は景気後退局面で最も悪影響を受けるセクターの一つです。ホテルは僅か1泊と、どのセクターよりもリース期間が短いだけでなく、旅行は消費者の生活に必要不可欠なわけではなく、企業にとっては変動費です。特に低中所得層がエネルギー危機や生活費高騰の影響を受けている欧州では当セクターにとって逆風ですが、前述の通り、人気の高い場所にあるレジャー向けの最高級ホテルは強みを発揮し、相対パフォーマンスの向上につながる可能性が高いでしょう。



## 欧州のホテルはバリューアッド型投資家に機会を提供

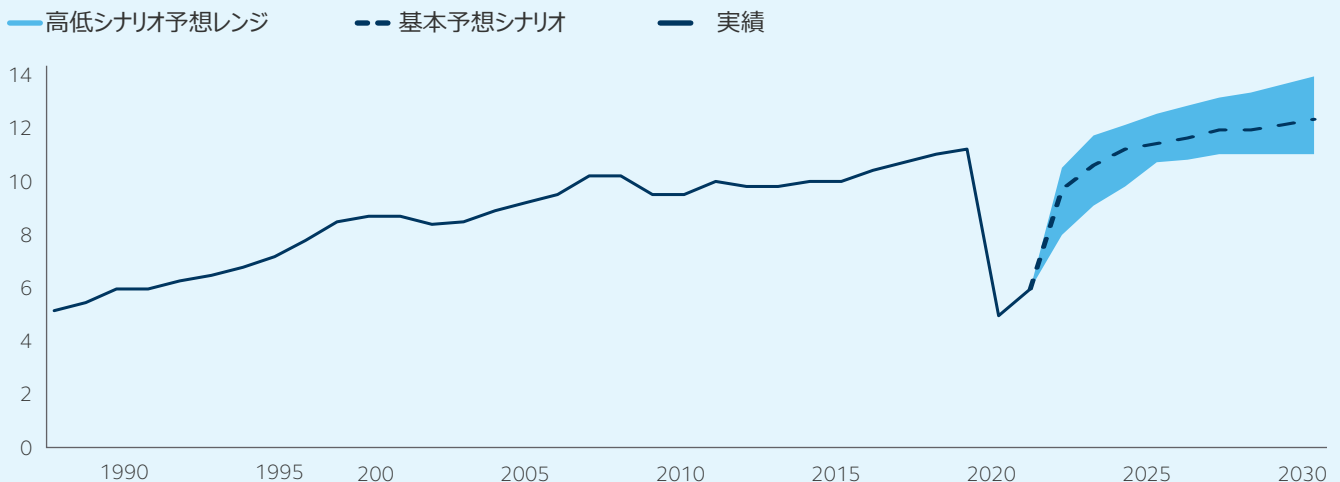
旅は人々の生活に根付いています——それがレジャー旅行であれビジネス旅行であれ。コロナ禍による世界的な旅行停止は、多くのホテル運営業者に大打撃となっただけでなく、旅行の大前提を崩しました。しかし人類の努力は報われ、医療の選択肢が大きく広がり、コロナ禍をめぐる懸念の緩和に寄与したため、2022年にはレジャー旅行を中心に旅行が回復しました。しかし、世界経済が後退局面に近づき、ホテルのオーナーや運営業者の間で2023年の旅行の減速見通しが懸念される中、聞こえてくるのは「無料のランチはない」という格言です。旅行の回復が特に顕著だった欧州の場合、2023年の成長減速は魅力的な投資機会を生み、投資家はその後の回復を捉えることができるでしょう。欧州のホテルは世界中から集まる観光客により構造的に支えられていますが、ホテル運営業者は、エネルギー価格と人件費の高騰そして負債コストの大幅な上昇という3つの景気循環の逆風から向こう12～18ヵ月にかけて難局にさらされる可能性もあります。特に小規模な運営業者／オーナーはこうした環境を乗り切るのに苦戦することも考えられ、熟練のホテル投資家にとっては、ポジションや資本・負債を再構成する魅力的な機会につながる可能性もあります。

欧州のホテル市場はかなり細分化されており、依然として客室の60%以上を独立系の運営業者とオーナーが占めています。立地条件が極めてよいにもかかわらず、こうした物件の中には長年の投資不足で改修が必要なことから、パフォーマンスを完全に発揮できていないものもあります。当社の予想通り、今後数ヵ月で景気が減速すれば、消費者と企業は休暇旅行、報奨旅行、出張を含む裁量的な支出を削減するとみられます。2年に及ぶコロナ禍による制限で既に財務状況が逼迫している独立系ホテル運営業者にとって、宿泊需要の減退、加えて光熱費や人件費の高騰や金利上昇は特に大きな逆風になるでしょう。

今後12～18ヵ月で、好立地のホテルを景気循環における低い価格で取得し、リース契約の再構築と的を絞った設備投資を組み合わせることでそうした物件を再生できるような状況になる可能性もあります。既にホスピタリティ・セクターの一部では価値が下落し始めており、たとえば、管理が不十分なディストレスト資産を割安な水準で取得すれば、事業戦略や設備投資を通じて価値を高め、再生後、ホテル市場が回復軌道に戻った段階で物件を売却することも可能です。

パンデミック後のブームは、経済が正常化すれば観光産業が直ちに回復することを示しており、次の不動産サイクルも例外ではないでしょう。言い換えると、2023年は循環的には低い状況にあるものの、長期的なファンダメンタルズが強固なセクターに参入できる希少なタイミングになるということです。国際通貨基金（IMF）によると、旅行および観光業は過去数十年で最も急成長を遂げてきた経済セクターの一つです。業界の事業環境の指標である海外からの渡航者数は1950年の2,500万人から2018年には14億人に増加しており、欧州が全体の約半分を占めています。また向こう10年で観光旅行に出かける人口の割合は世界全体でさらに増えると予想されるため、中期的な成長余地は引き続きかなり明るい見通しです。

**図表32： 欧州の航空便運航便数は2024年にパンデミック前のピークを上回る見通し**  
**欧州の運航便数、年間（百万便）**



出所：Eurocontrol, 2022年4月時点





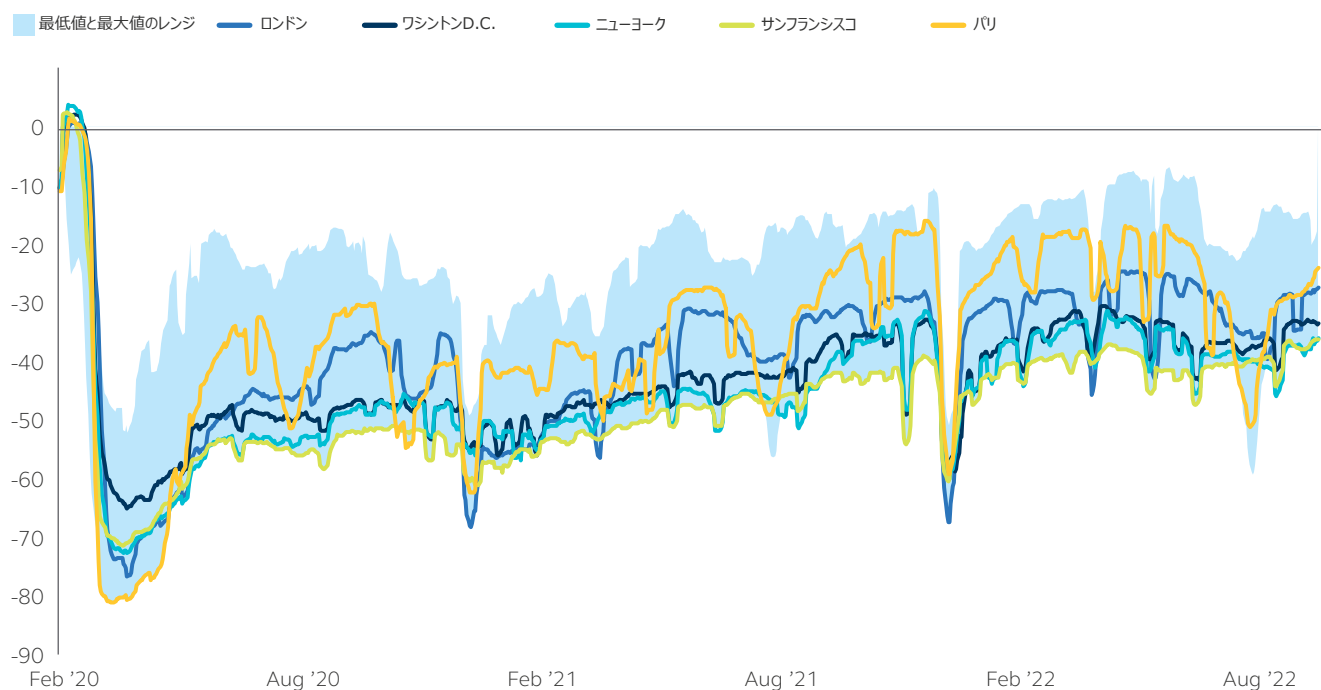
## 逆風に直面する2つのセクター：米国のオフィスとリテール

当社が注目するDIGITAL物件タイプはテナントおよびキャッシュフローが構造的に強固なことから、景気減速局面でも底堅く推移する見通しです。一方、米国のオフィスおよび大規模商業施設では、景気循環の逆風と構造的な弱さからテナントは景気悪化の影響を受けやすいでしょう。このため、当社はこれらの物件タイプを投資家のための2023年要警戒リストに載せています。

### 伝統的オフィス：長期的な逆風環境から、長期的な下落軌道に移行か？

パンデミックが始まってから2年で、パンデミック前の多くの習慣が復活したことは、自動車の走行距離、航空機の搭乗者数、外食回数、イベント参加数などを追跡したデータから明らかです。例外は、職場勤務に戻りたいと考える人が少ない点で、その傾向は特に米国で顕著です。オフィスワーカーの稼働率はパンデミック前の標準的水準を大きく下回ったままで、調査データによると、在宅勤務はパンデミック前の標準的水準を引き続き上回っています。この先に職場勤務が完全に復活するのかどうかは依然として不明であり、高水準の稼働率から得る収益に依存するビル所有者の懸念は続いています。

**図表33：労働者は依然としてオフィス復帰に消極的**  
パンデミック前の標準的水準と比較した1日当たりの出勤者数



出所：Google workplace mobility index, 2022年10月時点

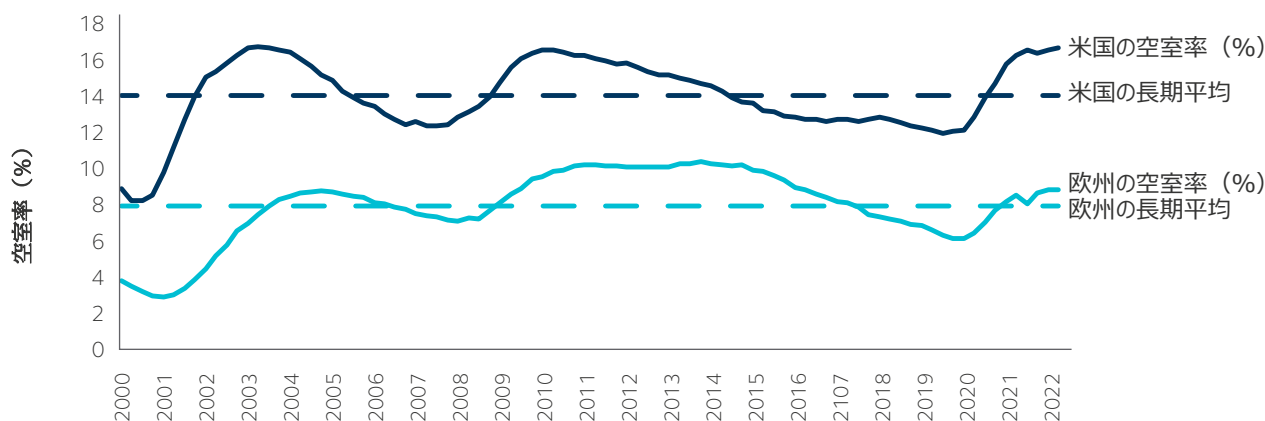
1. 標準的水準は2020年1月3日から2月6日までの5週間の中央値。指数は7日移動平均に平準化。
2. 最低値と最大値のレンジの対象はロサンゼルス、ニューヨーク、フィラデルフィア、サンフランシスコ、ワシントンD.C.、アムステルダム、ベルリン、ロンドン、ミラノ、パリ。





状況は欧州に比べるとまったく深刻ではありませんが、米国のオフィス・セクターは世界金融危機(GFC)以来で最悪となっています。欧米ともに失業率は、オフィス需要の重要な指標とされることが多い完全雇用の水準を大きく下回っていますが、空室率は依然として上昇を続けています。たとえば米国では、全国空室率は17.1%と、1990年代初頭の米貯蓄貸付組合（S&L）危機以来の高水準に上昇しています。欧州でも、オフィスの空室率は長期平均を上回る8.9%に上昇し、企業が勤務慣行や所要床面積を見直す中、占有率はパンデミック前を約20%下回る水準で安定しています。企業は労働者が一斉にオフィス勤務を再開してくれることを望んでいますが、難しいようです。パンデミックに起因する労働力不足により、労働者は価格決定力、および勤務形態と勤務場所に関する交渉能力を手に入れました。

**図表34： オフィス市場のスラック（需給の緩み）は長引く課題  
オフィスの空室率**



出所：CBRE EA, CBRE ERIX, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

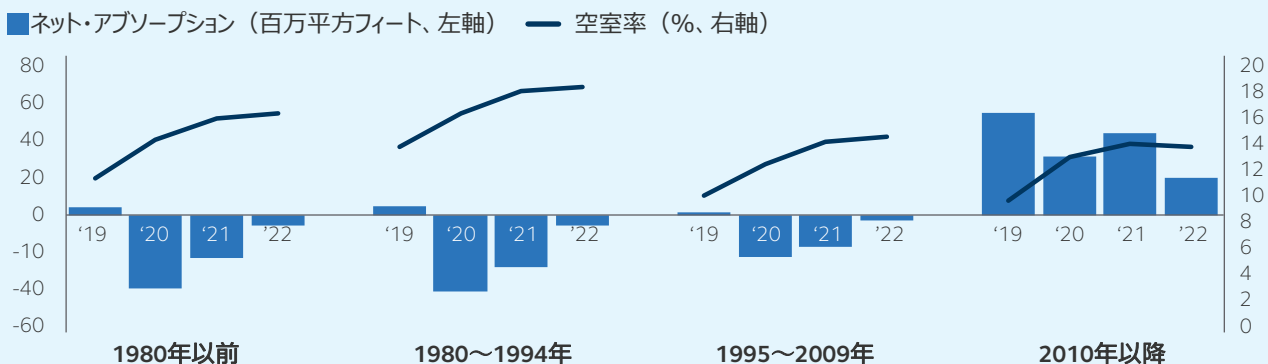
米国では、スペースのネット・アブソープションは2021年下半年に一時的に回復した後、ほぼ横ばいで、足元では新規供給の緩やかなペースを下回る水準まで鈍化しています。経済が停滞しているため、今後12～18カ月でオフィス・セクターが回復する可能性は低いとみられます。これが今後数カ月にわたり、採用や企業のリース契約更新の判断に影響を与えるのは間違いありません。さらに厄介なのは、地方銀行も大手銀行も伝統的オフィス物件への融資に消極的なことです。現在の環境において、これは債務の借り換えのための資本不足を意味します。

プライベート・エクイティの観点からは、投資家はオフィス・セクターのエクスポージャーの削減も目指してきました。NCREIF不動産指数（NPI）のオフィスの比率はパンデミック前の35%から本稿執筆時点で27%に低下しています。オフィスのバリュエーションが今後12～18カ月で低下するのはほぼ間違いなく、同セクターは景気後退シナリオの下ではアンダーパフォームするでしょう。ただし伝統的オフィス物件の間に大きな差があることに留意することは重要です。

### 高品質の物件ほどファンダメンタルズは良好

図表35は米国オフィス・セクターのビンテージ別パフォーマンスです。前述の通り、米国オフィス市場の物件の大多数は築30年以上です。そうした在庫の多くは郊外や旧都市部にあります — はっきり言うとそれらは陳腐化しているということです。比較的新しいオフィス物件、特に築10年未満の建物のパフォーマンスはパンデミック中もかなり好調でした。世界金融危機後に供給されたオフィス物件の空室率はセクター全体の平均を3%下回っており、パンデミック以降、年間でネット・アブソープションがマイナスになったことは一回もありません。

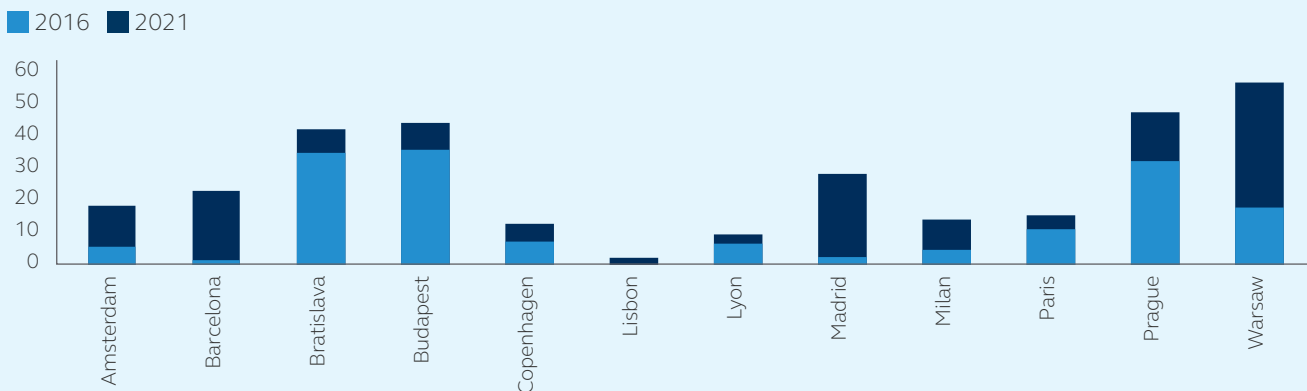
**図表35：比較的新しいオフィスの稼働率はパンデミック以降底堅く推移  
オフィスのネット・アブソープションと空室率（ビンテージ別）**



出所：CBRE EA Peer Select, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

欧州も同様で、企業等が温室効果ガス排出削減を優先課題とする中、高品質でサステナブルなオフィス・スペースをめぐる競争は激化しています。この先、カーボンニュートラル達成の優先順位は企業、政府、投資家にとってますます高まる見込みで、環境・社会・ガバナンス（ESG）の認証を取得し、快適性に優れ、最適な立地条件を備えた近代的ビルへのシフトが加速するでしょう。高品質の物件や環境に配慮したグリーンビルディングが多く集まる近代的な都市の中心部、たとえばフランクフルト、ロンドン、パリなどはこうしたトレンドの恩恵を受けるでしょう。

**図表36：環境認証取得オフィスがオフィス在庫全体に占める割合（%）、2016年と2021年の比較**



注：BREAM、LEED、DGNB、HQE、WELLの認証。パリとリヨンのデータはLEEDおよび「内部」認証を除外しています。

出所：CBRE, 2022年時点

オフィス戦略の成功の鍵となるのはエンゲージメントを通じた稼働率の維持です。世界金融危機後、空間効率という考え方が盛んに提唱されるようになり、空間密度が引き下げられるようになりました。現在雇用主は、快適性向上につながる施設・設備を備えることで労働者を惹き付けたり、チームや個人の生産性向上に資する環境を整備したりすることで、出社率を高める努力をしています。古い物件ほど近代的な施設・設備を備えるために必要なコストがかかるため、テナントをめぐる競争が激化する中で投資パフォーマンスに悪影響が及ぶ可能性もあります。再構築に多額の費用が必要なオフィス物件の中には別の用途に変更した方がよいケースもあり、こうしたことからオフィスの自然淘汰が続くと考えられます。

### 市場選択が引き続き鍵を握る

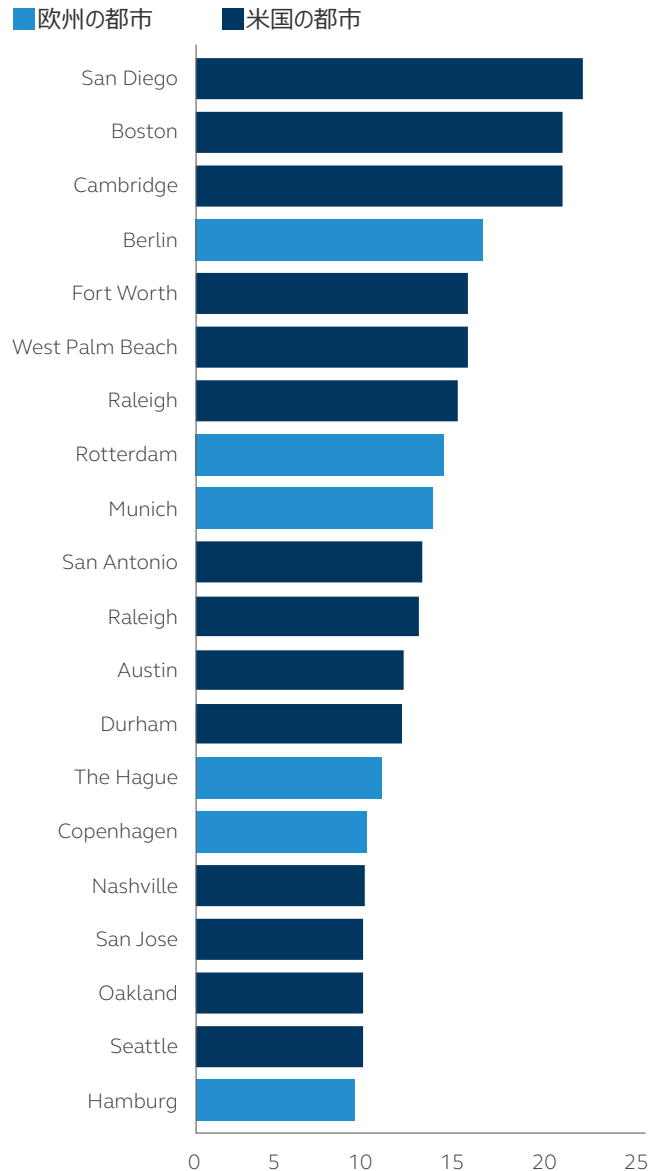
投資家は成長の力強い牽引役のある地域のエクスポージャーを重視するとよいでしょう。パンデミック中およびその後の需要と稼働率の低さにもかかわらず、ハイテク産業が大量に流入し集積しているオフィス市場のパフォーマンスは引き続き好調で、中にはNPIの他のセクターをアウトパフォームしている例もあります。図表37に示したように、米国のオフィスの過去12カ月間のトータルリターンは指数全体に対して平均で6.1%のアンダーパフォームとなっています。しかし上位5市場のリターンはいずれも2桁台です。そのうち、サンディエゴ（カリフォルニア州）、ケンブリッジ（マサチューセッツ州）、ローリー（ノースカロライナ州）は、いずれもライフサイエンス産業の集積地とされています。オースティン（テキサス州）も、北カリフォルニアより生活費が安く事業コストの点でも有利なことから、シリコンバレーの企業が大量に移転しており、恩恵を受けています。

欧州でも、オフィス投資家は同様の逆風に直面しています。2022年のオフィス市場のパフォーマンスは平均的には不動産セクター全体と同等ですが、内訳を見るとかなりばらつきがあり、スイス、ベルギー、オランダ、ルクセンブルクが最も底堅く、特に低調だったのは北欧諸国とドイツです（後者で上場されている企業はセクター内でレバレッジの高さが最も上位の企業）。

長期的なオフィス需要は引き続き不透明で、不動産投資家の間でも議論が絶えません。コロナ禍で止まっていた経済活動が再開するのに伴って雇用や採用が力強く回復する一方で、在宅勤務は引き続き驚くほど広く普及しており、今後もその状態は続きそうです。1日当たりのオフィス稼働率はほとんどの市場でパンデミック前の水準を依然として大きく下回っていますが、このトレンドが及ぼす影響はオフィス物件のタイプにより異なることに留意する必要があります。現在、市場を差別化する要因はますます細かくなっており、特に資産の質や立地条件の違いが鍵を握っています。

図表37：一部のオフィス市場はパンデミック後のパフォーマンスが極めて好調

米国と欧州の2022年第2四半期までの12カ月トータルリターン(%)：上位市場



出所：NCREIF NPI, MSCI, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点

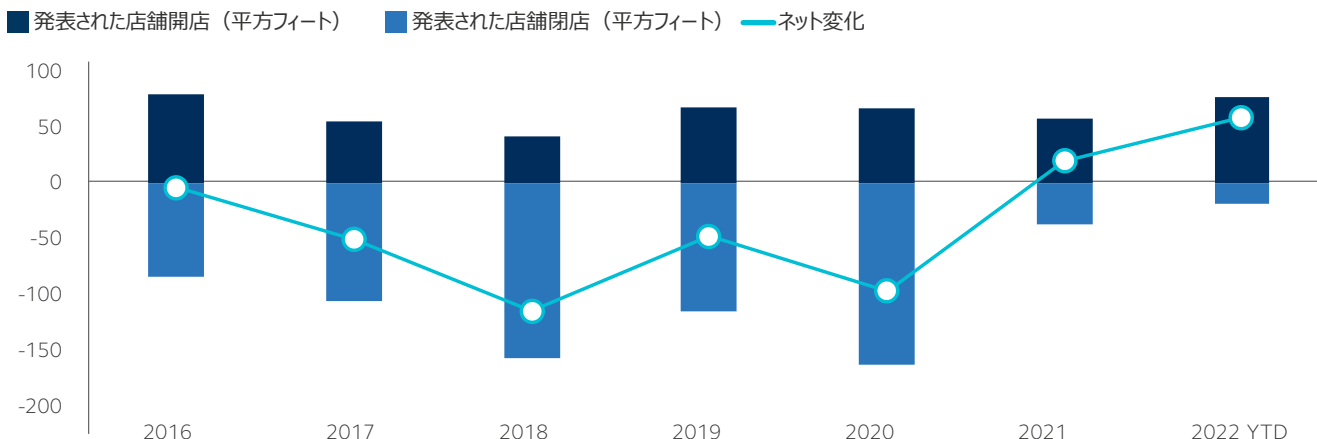




## リテールは大きな危機を脱したのか？

リテール・セクターは2020年初めのパンデミック開始で著しい難局に陥ったというのが大勢の見方でした。しかし2021年半ば以降、消費支出が上向き、Eコマース普及率の揺り戻し、客足の復活により、米国と欧州ともに、ほとんどの消費形態の見通しが押し上げられています。米国では、その最たる証拠として、店舗開店の勢いが上向いていること（図表38）があげられます（2021年以降プラスで推移）。小売業が今後も消費者の買い物の仕方によって変化していくのは確かですが、対面販売の消滅があり得ないことは明らかです。

**図表38：実店舗小売業は引き続き拡大  
米小売店舗の開店と閉店（百万平方フィート）**

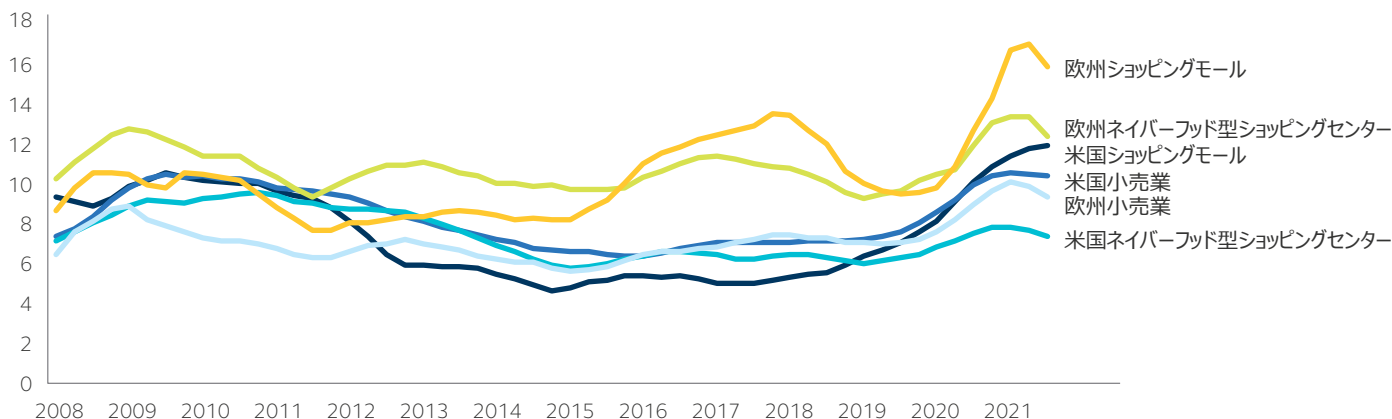


出所：CoStar Strategy, 2022年第2四半期時点

## リテールは現時点で回復段階

財政刺激策 — 特に米国では — を受けて家計が消費に回す余剰キャッシュを手に入れたことで、小売セクターは5年ぶりの回復局面に入りました。現在、経済は逆風を受けインフレは長期トレンドを上回っているものの、消費支出は持ちこたえているため、小売業者のリース面積は数年ぶりに増加しました。業態によって好調な状況は異なりますが、今後数カ月でリテール・セクターは逆風に直面するため見通しは厳しさを増しています。図表39に欧州と米国のリテール市場のバランスを示しました。大型ショッピングセンターは欧米とも引き続き厳しく、数年に及ぶEコマースの普及により、ショッピングセンターの集客の柱である日用品主体のアンカースタアの多くが空洞化した影響は依然として続いています。したがって、当社は日用品を主体とする大型モールの見直しに対する確信度を後退させています。

**図表39：リテール・セクターでは生活必需品主体の小売業者のパフォーマンスが最も好調  
リテールの空室率（%）、4四半期移動平均**



出所：MSCI, NCREIF NPI, Principal Real Estate, 2022年第2四半期時点



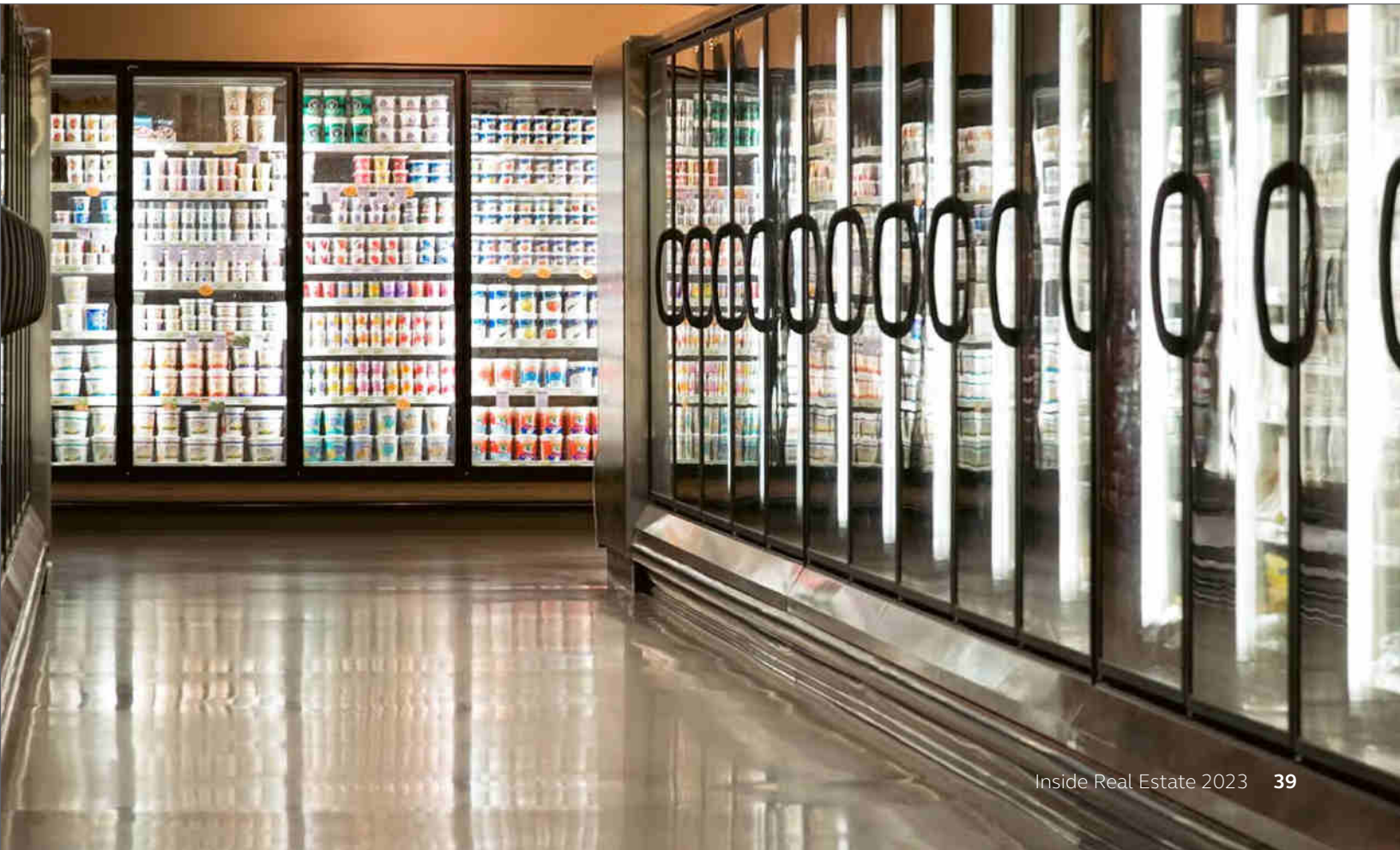
現在、米国と欧州では、求人が多く賃金が上昇し労働市場の逼迫が続く中、リテール・セクターの状況は概ね均衡しています。そのため、セクターの生産性は高く、賃料の基調は大幅に改善しています。ただ欧米ともに逆風が待ち構えています。米国では、消費支出は増加を続けていますが、ペースは2021年より減速しています。財政刺激策が十分でなく、インフレによりコストが上昇し、消費者心理が低調なことから、裁量的支出に下押し圧力がかかり始めています。景気の先行き不透明感も今後12～18カ月にかけて小売業の回復の勢いを削ぎ、資本市場の基調を弱めそうです。

一方、ユーロ圏では、小売売上高は既に落ち込み始めています。ロシア関連の地政学的イベントとエネルギーの輸入禁止により、インフレは過去最高水準にまで上昇しました。このシナリオでは、消費支出はさらに減少する可能性が高く、小売業者の利益率は低下しています。インフレ上昇の影響は消費者の信頼感だけでなく、事業者の投入コストやスタッフの賃金にも及ぶため、大規模小売チェーンの中には既に予想利益を引き下げたところもあります。

絶対ベースでは、当社の見通しは昨年よりかなり前向きです。しかし、それは、「価値」「必要性」「利便性」などのテーマに合致した生産性の高いサブセクターを重視するという投資方針に基づいてセクターを選別することの重要性をさらに裏付けただけです。

### 投資家は非裁量的商品を扱う小売業態に注目すべき

今後12カ月で新たな価格が形成される時期に入るため、資本はより選別的になると予想されます。その結果、厳しさを増す環境において相対価値の重要性が高まるでしょう。セクター内でトップクラスのクオリティに引き続き注目することが重要だと考えます。特に食料雑貨店をアンカーストアとするショッピングモール、そして価値を重視するテナントを集めた有望なパワーセンターは、景気減速局面でも質の高いキャッシュフローへのアクセスを提供する可能性があります。住居エリアを中心とする複合施設内の商業施設は、アウトドア型のショッピングモールと体験型店舗などの、投資家に興味深い選択肢を提供する可能性があります。投資家はまた、価値と利便性を重視する事業者を念頭に、小規模なショッピングセンターに対するポジションの再構築の機会を模索すべきだと考えています。



## 物件タイプ別投資戦略

2023年の世界経済には逆風が待ち受けており、不動産投資家は安定したキャッシュフローの維持や資本価値の保全を引き続き重視すべきでしょう。投資戦略の観点からは、当社はパブリック市場やオポチュニスティック型プライベート・エクイティに戦術的に投資する機動性を維持しつつ、保有資産の中核としてデットを愛好しています。

不動産タイプとしては、戦略にかかわらず、DIGITALテーマを引き続き重視すべきでしょう。一つ以上のDIGITAL要因にエクスポージャーをもつ不動産タイプは、稼働率、ひいてはキャッシュフローが逆風の影響を受け難いと当社はみています。さらに、安定したキャッシュフローは、景気悪化に伴って進む不動産需要の構造変化において資本価値の保全にも役立つと考えられます。当社が注目するDIGITALテーマに基づく不動産マートリックスでは、急成長するオルタナティブまたはニッチな物件タイプを愛好しています。両者の融合は不動産投資家の新たなコア資産となりつつあります。

図表40：DIGITAL<sup>5</sup>物件タイプはより底堅さを示す見通し<sup>6</sup>

セクター別の戦術的（短期）および戦略的（長期）見通し

ネガティブ ■■■ ポジティブ ■■■

セクター		見通し		戦略
		戦術的	戦略的	
インダストリアル	インダストリアル	■■■	■■■	ビジネスサイクルのブームが終盤を迎え、供給過剰の可能性。価値はピークに近い。
オフィス	欧州CBD	■■■	■■■	DIGITALテーマの恩恵を受ける小規模市場に注目。
	米国CBD	■■■	■■■	物件を厳選し、DIGITALテーマの恩恵を受ける成長市場に注目。
	欧州郊外	■■■	■■■	研究型大学や雇用増が見込まれるIT企業集積地に近い市場に注目。
	米国郊外	■■■	■■■	失敗コストが安い都市、盤石な教育ハブに注目。
	医療	■■■	■■■	長期需要にとって有利な人口動態。
リテール	コンビニ/ディスカウントストア	■■■	■■■	堅調な分野だが、需要により価格設定に圧力。Eコマースにより破壊され難い。
	N&Cセンター	■■■	■■■	Eコマースの影響を受け難く（特に生鮮食料雑貨店の存在感上昇により）、価値重視の要素を取り入れやすい。
	パワーセンター	■■■	■■■	価値重視や住宅改修の要素のあるセンターに注目。価格設定は良好だが最良とは言えない。
	ショッピングモール	■■■	■■■	戦略的見通しの確信度は低く、適正な根拠に基づく短期的なデット戦略。
住宅	郊外の集合住宅	■■■	■■■	参入障壁が高い市場で、必要に迫られて賃貸住宅に住む中間所得層（中央値の80～120%の層）に注目。
	都市部の集合住宅	■■■	■■■	一戸建て住宅の取得が難しい、高コスト/ハイテクの都市部に注目。
	一戸建て	■■■	■■■	資産/世代間格差や空間に対するニーズを利用。
オルタナティブ	データセンター	■■■	■■■	見通しは明るい長期に債券のような値動きを見せる可能性。
	欧州ホテル	■■■	■■■	旅行の順調な回復。オーナー/運営業者が細分化した市場に戦術的機会。
	米国ホテル	■■■	■■■	国内レジャー旅行が回復。目先、価格形成が難しくなる。
	ライフサイエンス	■■■	■■■	目先は価格設定が課題となる可能性があるが、引き続き長期戦略的投資機会を提供。
	学生寮	■■■	■■■	需要が回復し、長期的に興味深い投資機会を提供する見通し。
	高齢者施設	■■■	■■■	今後10～15年でブームが見込まれるが、米国の高齢者施設は供給過剰の傾向。

出所：Principal Real Estate

<sup>5</sup> DIGITAL：人口動態、インフラ、グローバル化、イノベーション&テクノロジー

<sup>6</sup> 色は相対的見通しを示す

N&Cセンター = ネイバーフッド型ショッピングセンター

パワーセンター = 大型のショッピングセンターだが、ショッピングモールよりは小規模なもの



商業用不動産に大きく影響する要因について長期的な視点を持つ投資家は、人口動態の変化、技術革新、足元で進む社会経済的な変化に戦略的な焦点を当てるのが有効であると考えます。

## 次のサイクルへの準備

当社の2023年の見通しは、過去数年に比べてはるかに慎重です。世界金融危機以降で初めて、今後12カ月での循環的な景気後退入りの確率が高いとみており、商業用不動産の需要は必ず影響を受けるでしょう。そのため、伝統的物件タイプに対する圧力はファンダメンタルズと資本市場の両面から高まるとみています。

これは、厳しい投資環境を生み出し、一部の資本の出し手から敬遠される可能性がある一方で、戦術的（短期）の投資戦略を採用する投資家や金利上昇環境に立ち向かう意欲のある投資家には新たな機会をもたらすと考えています。さらに、経済環境の変化に伴い、不動産セクターでも変化が進んでおり、商業用不動産に大きく影響する要因について長期的な視点を持つ投資家は、人口動態の変化、技術革新、足元で進む社会経済的な変化に戦略的な焦点を当てるのが有効であると考えます。

これらは当社のDIGITALフレームワークの要であり、今後1年だけでなく、10年にわたり、相反する動きを見せるさまざまな物件タイプの需要の方向性をそれぞれ明確にするのに役立つでしょう。当社がDIGITALフレームワークを通じて特定した戦略と物件タイプにより、投資家は2023年に極めて重要性を増すマクロ面のシグナルに着実に注目し続けられるだけでなく、その後を訪れる可能性のある成長・再生期に備えることができると考えています。

# Principal Real Estate

## Access the full spectrum of today's commercial real estate investment opportunities.

Principal Real Estate is the dedicated real estate investment group within Principal Asset Management. We have a 360° view of real estate, with capabilities that span the spectrum of public and private equity and debt investments. We seek to maximize opportunities and find the best relative value on behalf of our clients using our specialized market knowledge, dedicated and experienced teams around the globe, and extensive connections across all four real estate quadrants.

## Top 10

global manager of real estate<sup>7</sup>

## \$115 billion

in real estate debt and equity transactions over the past decade<sup>10</sup>

## More than 60 years

of real estate investment experience<sup>8</sup>

## Recognized globally

as a leader in sustainable investing<sup>11</sup>

## Over \$98 billion

in real estate assets under management<sup>9</sup>



[PrincipalAM.com/realestate](https://PrincipalAM.com/realestate)

<sup>7</sup> Managers ranked by total worldwide real estate assets (net of leverage, including contributions committed or received, but not yet invested; REOCs are included with equity; REIT securities are excluded), as of 30 June 2022. "The Largest Real Estate Investment Managers," Pensions & Investments, 3 October 2022.

<sup>8</sup> Experience includes investment activities beginning in the real estate investment area of Principal Life Insurance Company and continuing through the firm to present.

<sup>9</sup> As of 30 September 2022. Includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates. Does not include assets that are managed by Principal International and Retirement and Income Solutions divisions of Principal. Due to rounding, figures shown may not add to the total.

<sup>10</sup> As of 31 December 2021. Excludes public REIT transaction volume.

<sup>11</sup> As recognized by the Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessment, 4-Star rating seventh consecutive year for U.S. Core Strategy, 2022, top 40% worldwide performance; data as of December 2021; ENERGY STAR: Partner of the Year, Sustained Excellence 2018–2022, April 2022. In order to receive a ranking, the Firm paid GRESB an application fee to be evaluated and rights to use the rating. Principal Global Investors became a signatory of the Principle of Responsible Investing in 2010.



## Risk Warnings

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance does not guarantee future results. 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 and 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.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

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.

Index descriptions: The FTSE NAREIT All Equity REITs Index is a free-float adjusted, market capitalization-weighted index of U.S. equity REITs. Constituents of the index include all tax-qualified REITs with more than 50 percent of total assets in qualifying real estate assets other than mortgages secured by real property. The NCREIF Property Index (NPI) provides returns for institutional grade real estate held in a fiduciary environment in the United States. Index performance information reflects no deduction for fees, expenses, or taxes. Indices are unmanaged and individuals cannot invest directly in an index. The NCREIF Open-End Diversified Core Equity Index (ODCE) is an index of investment returns reporting on both a historical and current basis the results of 36 open-end commingled funds pursuing a core investment strategy, some of which have performance histories dating back to the 1970s.

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 authorized 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 term 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.

## 不動産投資に伴う主なリスク

### 【パブリック・エクイティ】

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：新興国に投資する場合には、新興国特有のリスクがあります。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。

### 【プライベートエクイティ】

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：現物不動産は、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する場合は、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。

## 【パブリックデット】

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。

## 【プライベートデット】

価格変動リスク：実質的に商業用不動産またはその持分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：不動産を担保とする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。また、担保不動産の価値毀損等により、担保権を行使した場合においても、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。

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。

## **投資形態(リミテッド・パートナーシップ)に係る特有のリスク：**

### オープンエンド型

換金リスク：換金はリミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）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等）を受けます。また、解約金はLPSの流動資産（現金および短期金融資産）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資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：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。

投資の順番待ちのリスク：投資申込みを行った投資家の順番待ちがある場合などにおいて、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。

### クローズドエンド型

換金リスク：ファンド運用期間中の途中売却はできません。従って、投資一任契約の途中解約もできません。

投資一任契約の締結をもって速やかに投資が開始できるものではありません。

**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。**

## 運用報酬等の費用について

### 直投スキームを採用の場合

以下の料率表は弊社の標準的な運用報酬体系（消費税10%を含む）であり、資産残高に応じた逓減料率となります。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うえ報酬額を取り決めることがあります。

#### 不動産（パブリック・エクイティ）

資産残高 (時価ベース) 年率最大	プリンシパル グローバル不動産証券 戦略	プリンシパル グローバル不動産証券 インカム戦略
25億円までの部分	0.880%	0.990%
25億円超 50億円まで	0.770%	0.880%
50億円超	0.660%	0.770%

### ファンド組入れスキームの場合

以下の戦略については、投資一任契約資産から外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でご提供することも可能です。この場合の諸費用は以下の通りとなります。この他、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（パブリック・エクイティ）

諸費用	プリンシパル グローバル不動産証券戦略
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%
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。

### リミテッド・パートナーシップ組入れスキームを採用の場合（不動産：プライベートエクイティ：PE、プライベートデット：PD）

以下の戦略については、投資一任契約資産から外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）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 米国不動産コア戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 米国不動産コアプラス戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 米国不動産デット戦略 (オープンエンド型PD)
管理報酬	<p>出資額に応じ、以下の料率<sup>※</sup>を適用。</p> <p>※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>出資額に応じ、以下の料率<sup>※</sup>を適用。</p> <p>※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3億米ドル未満：0.85% 3億米ドル以上：0.80%</p>	<p>出資額に応じ、以下の料率<sup>※</sup>を適用。</p> <p>※出資時価 (NAV) に対する料率。</p> <p>5,000万米ドル未満：1.00% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：0.90% 1億米ドル以上：0.80%</p> <p>※同一コンサルタントのお客様は、それぞれのコミットメント金額を合算して料率を判定。</p>
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%	—
開発監理 手数料	—	開発案件について、通常、開発コスト (開発案件に共同投資者がいる場合は、当ファンドの持分に応じた金額) の0.75%を運用会社が受け取る場合があります。(ファンド投資家は、ファンドのNAV (純資産価格) の変動を通じて、各出資持分に応じた負担をすることとなります。)	—
その他費用 (第三者機関への費用、 設立・組成費用等)	法務、会計、その他費用等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。		ファンド設定費用 (弁護士費用、会計に関する費用、届出費用、印刷費用等) は175万ドルを上限にファンドが負担。 その他費用等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。

費用	プリンシパル 欧州コア不動産戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 欧州データセンター戦略 (クローズドエンド型PE)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 出資時価 (NAV) に対する料率。  5,000万米ドル未満：1.10% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.00% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：0.90% 1.5億米ドル以上：0.80%	出資額に応じ、以下の料率 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 出資時価 (NAV) に対する料率。  5,000万ユーロ未満：1.25% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.15% 1億ユーロ以上：1.00%
成功報酬	—	LPS (投資家) が年率8% (ユーロ建て、管理報酬・手数料、諸費用控除後) のトータル収益 (利益分配および出資金の全額償還) を受け取った後、それを上回る収益は、LPS (投資家) とGP (運用者) に50%ずつ分配。GP (運用者) への分配がトータル収益の20%超に達した場合は、LPS (投資家) に80%、GP (運用者) に20%を分配。
開発監理手数料	開発案件について、通常、開発コスト (開発案件に共同投資者がいる場合は、当ファンドの持分に応じた金額) の0.50%を運用会社が受け取る場合があります。(ファンド投資家は、ファンドのNAV (純資産価格) の変動を通じて、各出資持分に応じた負担をすることとなります。)	—
その他費用 (第三者機関への費用、 設立・組成費用等)	ファンドの設立、運営、管理にかかる費用は、ファンド口座から支弁されます。ファンドは、出資金の5bps (年率) 相当の金額を5年間、ファンド設立関連費用の精算金に充当します (但し、ファンドによる当該費用の未精算残高がない場合は、その限りではありません)。  その他の費用の金額は状況に応じて変動するため、事前に料率やその上限額等を提示できません。	第三者機関への費用 (仲介、監査、税務、評価、アドバイザー成功報酬、法務、物件管理等)、設立・組成費用はLPSが負担。  法務、会計、その他の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。

なお、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。

**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：<https://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



© 2022 Principal Financial Services, Inc. Principal<sup>®</sup>, Principal Financial Group<sup>®</sup>, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset Management<sup>SM</sup> is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Real Estate is a trade name of Principal Real Estate Investors, LLC, an affiliate of Principal Global Investors.

MM13196 | 122022 | 2624595-123123