

2023年11月

グローバル不動産見通し2024： 高金利環境と新しいパラダイムに 適応

「より高い金利をより長く」の観測が高まるなかで、世界の不動産市場はこの新しいパラダイムに徐々に適応しているように見えます。不動産利回りは上昇していますが、金利の上昇水準ほどではなく、利回り差が通常の水準に戻るには一層の価格調整が必要だと指摘する関係者もいます。しかし、果たして不動産投資のパフォーマンスは、債券に対するスプレッドが厚いときだけが良好だと言えるのでしょうか。スプレッドが厚くなくても他の要因によってパフォーマンスが良好であることはないのでしょうか。

インフレ圧力などの逆風が世界経済で渦巻くなか、M&Gは、地域や物件種類による構造的・循環的要因を考慮して賃料上昇の見通しを評価します。投資家は物件価格の上昇に目を向けがちですが、魅力的なインカム収入獲得の機会はないのでしょうか。今回のグローバル不動産見通しでは、投資の機会およびリスクについて解説します。

投資元本は変動し、投資から得られる利益は上昇することもあれば、下落することもあり、お客様の投資元本は保証されません。

本項に記載されている内容は現時点におけるM&Gの見解であり、投資に関する推奨、助言に該当するものではなく、また将来の状況やパフォーマンスを予測するものではありません。

当資料は、一般的な情報提供を目的としており、金融商品取引業登録に基づく業務または当社関連会社が組成するファンドの持分等の勧誘を目的としたものではありません。

主要なトレンド

「より低い金利環境を、より長く」後の世界におけるリターンの源泉

世界が当たり前感じていた超低金利環境に戻ることはないことは明白です。不動産市場は痛みを伴う価格調整の最終段階に近いように見えますが（分野によっては、(少なくとも当面の) 最終段階に入っているように見えるかもしれませんが）、投資家はリターンの一般的なけん引役である利回りの大きな低下に今後は期待することができません。その代わりに、(不動産デットを含め) より高いインカム収入が期待できる商品や、住宅や産業分野などの利回り上昇が期待できる分野への投資を通じたリターンの獲得を目指す戦略に重きを置くべきだとM&Gは考えます。高インフレ・高金利であった1980年代は、不動産の利回りが債券より低くても、賃料の力強い上昇によって好パフォーマンスを上げることが可能であることを実証しました。それは、実物資産である不動産は長期化するインフレの恩恵を受ける特性を備えているためだと考えます。

中国の景気減速への対応

この数年は、多くの主要国がすでに景気後退に近づいている（一部の国は既に景気後退入りしている）など、世界経済は脆弱な状態にあります。足元では、中国経済は多額の負債を抱える不動産セクターから生じる問題と国内個人消費の伸びの鈍化によって減速入りする懸念が生じています。中国におけるパンデミック後の景気回復が世界の経済活動に恩恵をもたらすという期待は、一転して懸念へと変化し、同国経済の規模、影響の範囲を考慮すると、地理的に影響を受けやすいアジア太平洋地域諸国はもとより、それ以外の地域にも悪影響が及ぶという懸念が生じています。

高い金利環境での不動産デットの投資機会

2022年初頭以降、不動産デットのコストは大きく上昇しています。これまでのところ、ディストレストの状態には陥っていませんが、今後2～3年の間に多くの案件のリファイナンスが予定されているなかで、コベナントの抵触が多発することが予想され、投げ売りのような売却が見られるようになるのは時間の問題だと考えられます。不動産の現所有者にとっては厳しい環境ですが、反対に、これから購入する投資家にとっては魅力的な価格水準で資産を取得する機会とも言えます。また、借入コストが大幅に上昇したため、レバレッジを効かせて不動産を所有することは困難になりましたが、不動産ローンの金利が上昇したことで、貸手は低金利時代よりもはるかに高いリターンを得ることができるようになりました。さらに、銀行がバランスシートの健全性を高め、自己資本をより効率的に利用するために不動産融資を縮小させているため、ノンバンクの貸手は、この機に乗じて、市場シェアを大幅に拡大できる可能性があります。

すべてのオフィス物件が同じではない

パンデミックを契機に多くの労働者が多少なりとも在宅で勤務するというハイブリッド勤務を続けています。このことで、テナントと投資家の双方がオフィスに対する考え方の見直しを迫られ、スペースが現在ほど必要ないというのが大方の考え方になりました。しかし、パンデミックが収束した現在、オフィスでの業務量をどの程度復活させるかは国によって大きく異なることが、オフィス分野の見通しが国ごとに異なる一因です。米国のオフィス分野が大きな打撃を受けているからといって、他の国の状況が同じというわけではありません。さらに、立地が良く、最高水準の仕様のオフィスと、郊外に位置し、テナントの減少が続いているような時代遅れで今後の見通しが立たない脆弱な物件とでは、見通しが大きく異なります。

英国 経済概観

英国経済はしつこいインフレから脱却しているのか

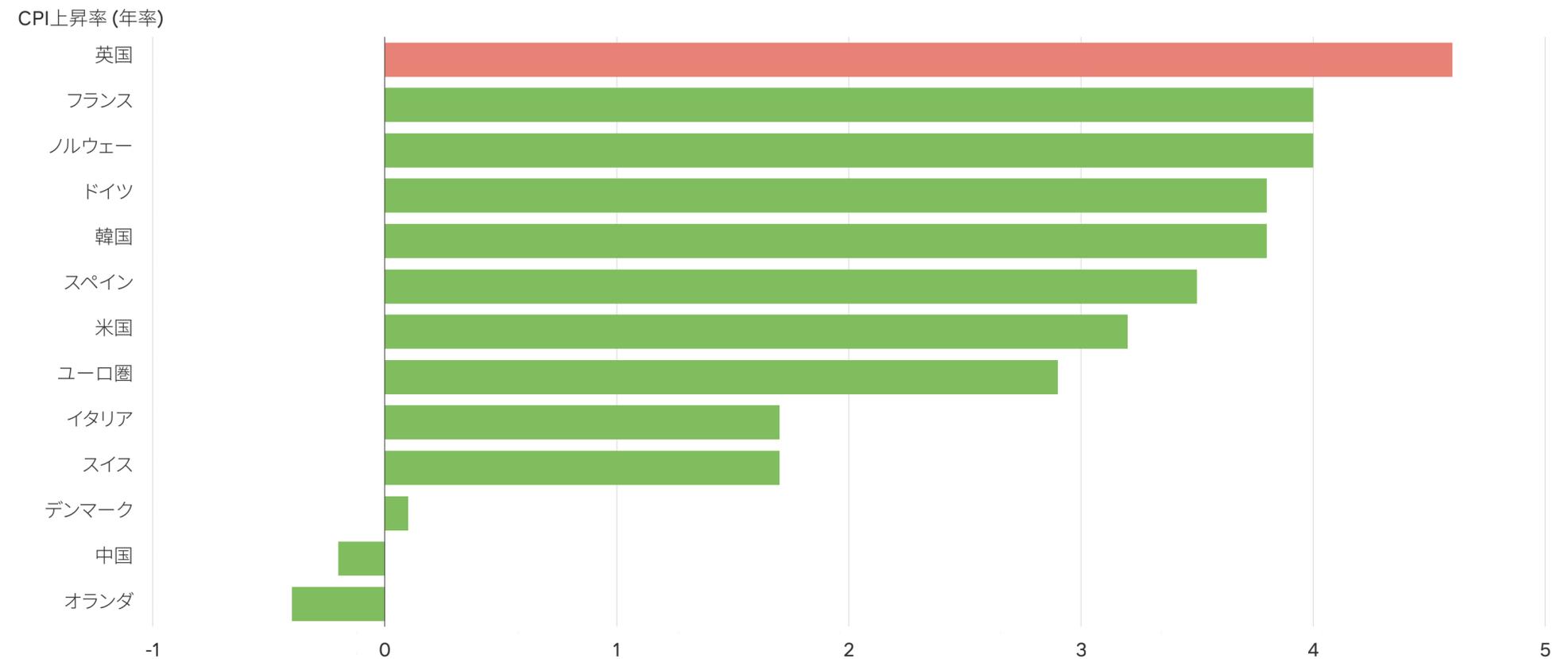
インフレの高進は世界的な傾向ですが、その中でも英国は特に顕著で、食料品やエネルギー価格が低下し始めているにもかかわらず、記録的な賃金の上昇が物価を押し上げ続けています。

インフレ率は確かに鈍化していますが、依然として目標値を大きく上回っており、家賃が2桁上昇していることや住宅ローン金利が急上昇するなど、生活費の高騰が家計を圧迫し続けています。

インフレに関しては朗報もあります。賃金上昇率が緩和し始めていることに加え、中国経済が減速していることやエネルギー価格の上昇が緩やかになることが予想され、世界的にインフレが落ち着く可能性があります。

しかしながら、中東の紛争が原油価格の上昇を誘引するかもしれないという新たな不透明要因が台頭してきているため、インフレ持続のリスクは払拭できません。実際にしつこくインフレが継続するようであれば、しばらくは、厳しい経済状況が続く可能性があります。

英国のインフレは他国ほど低下傾向になっていない



注：2023年10月までの12か月間のCPI上昇率

今後の金融情勢を左右する金利動向

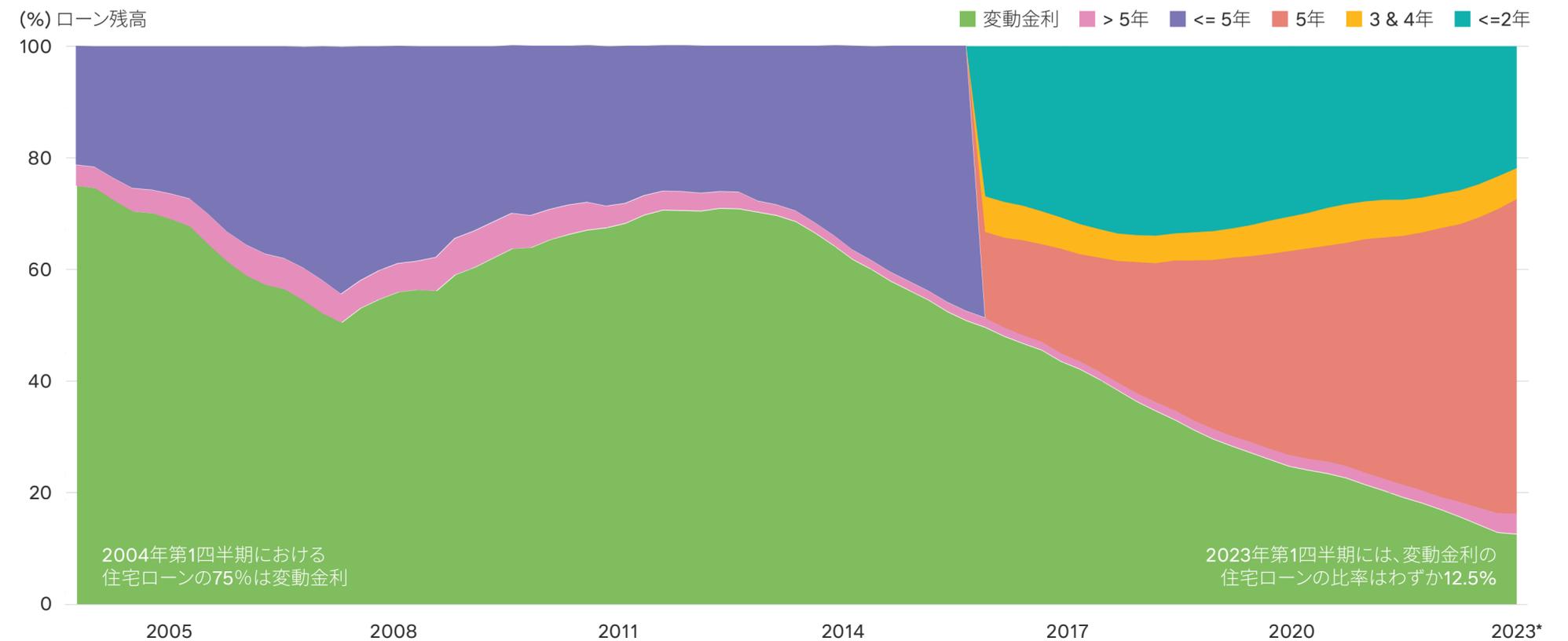
イングランド銀行は計500bpsの利上げを実施し、ようやく利上げサイクルが最終局面入りしたように見えます（もしかすると既にピークを迎えているかもしれません）。

政策立案者は、政策の遅効性を認識することになるでしょう。すなわち、金利上昇の影響がまだ経済に完全に行き渡っていないということです（特に住宅所有者にとって）。1980年代～1990年代の住宅ローンは変動金利が主流であったため、金利の変化が利払い負担に直結しましたが、現在は、当初2～5年が固定金利となっているため、住宅ローンの弁済額の増加に与える影響が遅れて表面化することを意味します。

英国では、広く予想されていたように景気後退に陥ってはいませんが、下振れリスクが払拭されたわけではありません。行き過ぎた利上げは、住宅市場が景気後退を引き起こす要因になる可能性があります。労働市場が悪化する兆候があるなかで、2024年には住宅ローンの金利見直しが進み、そのことで、消費が抑制される可能性が高いと考えられます。イングランド銀行は景気の腰砕けを避けるため、利上げを停止するなど慎重な姿勢を取る可能性が高いと考えます。

イングランド銀行は「(アラジンの) ジーニーを魔法のランプに戻す」ことを決意しましたが、同様に、利下げを早い段階で開始する、あるいは利下げ幅を大きくする可能性は低いと考えます。

英国の住宅ローンは、変動金利の代わりに固定金利が急速に普及



*2023年は第1四半期
出所：Financial Times/BuiltPlace、2023年6月

不動産投資のテーマ

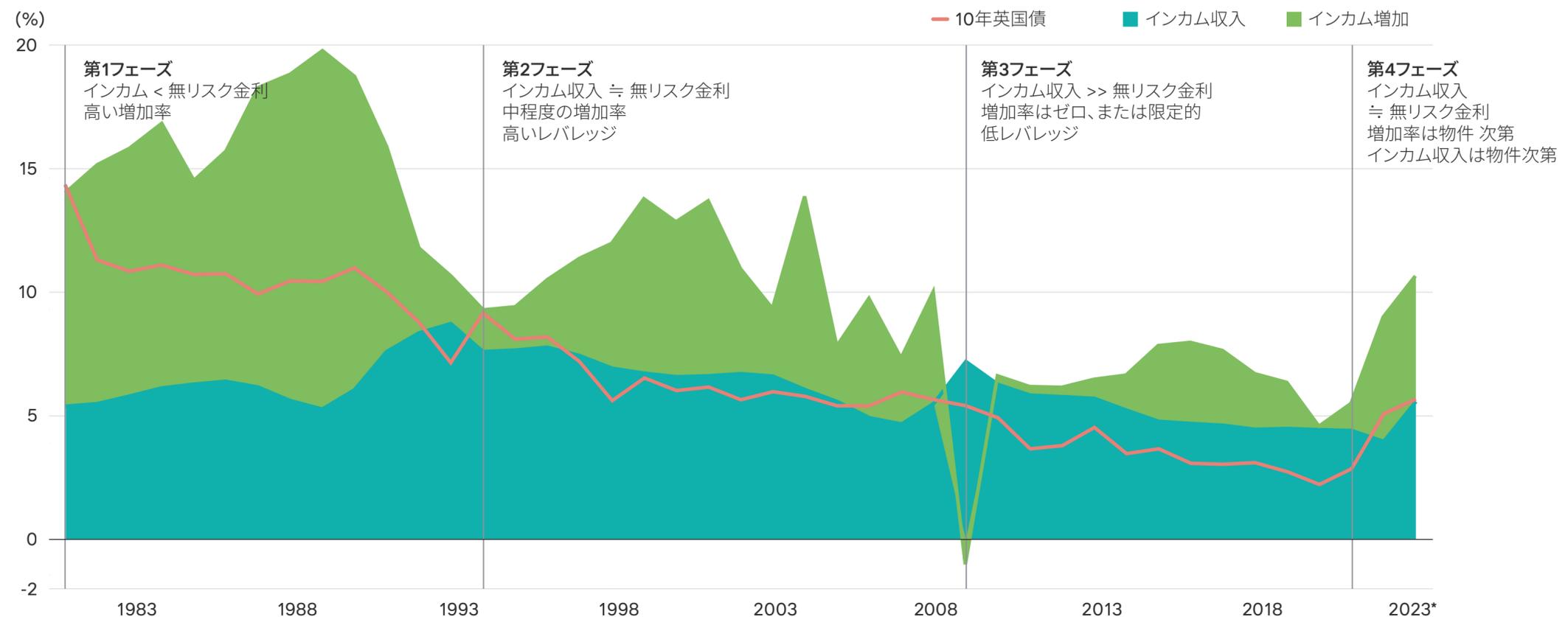
「より高い金利をより長く」の環境が英国のリテールのプライム物件の採算を好転させるか

英国における不動産と債券の利回り差は、若い投資家が経験したことのない水準に縮小しています。「より長く、より高い」金利は、不動産と債券の利回り差がこれ以上縮小する余地がほとんどないことを意味します。このような状況において、投資家がリターンを上げるためには何に投資すれば良いのでしょうか。

1980年代がその指標になるかもしれません。当時の英国の金利水準は非常に高く、オールプロパティ指数銘柄の対債券の平均スプレッドは、ゼロはおろか、マイナスになりました。そのような環境下でもリターンはプラスでした。それは、利回りの低下によるものではなく、インカム収入の増加や力強い伸びによってもたらされたものでした。

インカム収入の増加は産業用物件がもたらしたのに対し、インカム収入の力強い伸びはリテール物件がもたらしました。今回に関しては、その逆になるかもしれません。構造的な要因が目まぐるしく変化するなか、利回り水準や賃料水準は調整され、現在では、テナント層は業績が堅調な企業が主となっており、質の高いリテール物件が好パフォーマンスを上げると考えています。現在、英国の超優良ショッピングセンターでさえ利回りは8%を超えており、インカム収入を目指すリテール物件への投資が好採算につながる可能性があると考えます。

1980年代：マイナスの利回りを補って余りあるインカム収入の力強い増加



*2023年のデータは2023年9月時点
出所：MSCI (2022年末までの英国Annual Property指数)、Macrobond、2023年10月

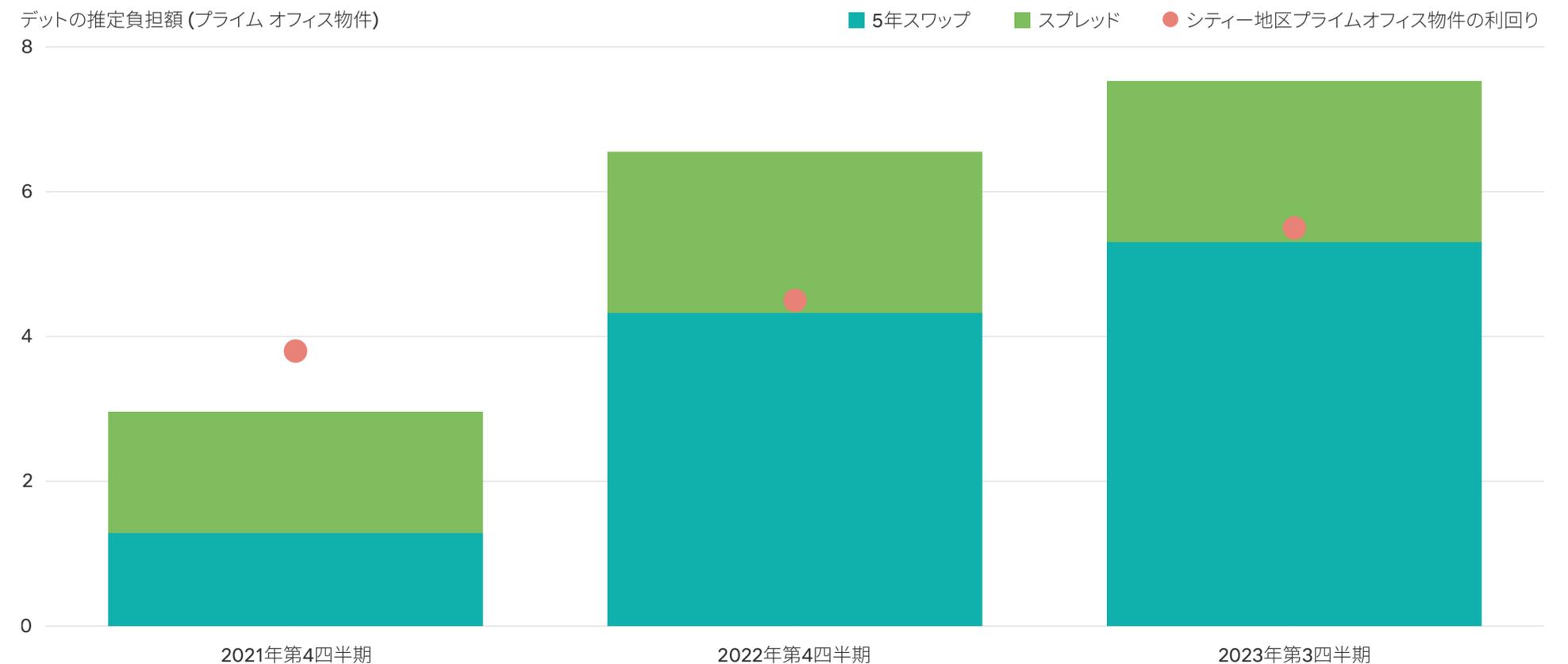
不動産デット：コストの急上昇に注意

英国の商業用不動産ローンの40%近くが2024年と2025年に満期を迎えます¹。これらのローンの利率は現在の水準よりもはるかに低い水準です。ベース金利とスプレッドの両方とも急上昇しているため、リファイナンス後は、毎月の弁済額が大幅に増加し、ローン更新時のインタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）のコベナントを充足できなくなる可能性があります。

一方、不動産価格は2022年半ば以降で平均20%以上も下落しており、特定の分野やコアでない物件の下落率はそれ以上になっています。LTV（負債額/物件価値）の水準が世界金融危機時よりも低いとはいえ、以前ならば正常債権に分類されていたローンでも現在の銀行の融資基準では不適として分類される可能性があります。銀行以外の金融機関から、より高いLTVで受けている融資の場合でも、現在の環境ではリファイナンスするのが容易でなく、投げ売りをせざるを得ない状況に追い込まれる可能性があります。

その結果、融資の需要と供給のミスマッチが発生し、市場から撤退する銀行に代わって参入を希望するノンバンクの貸手にとっては好機であり、デット投資家にとっても、英国不動産の価格調整に乗じて、リスクを抑えながら魅力的なリターンを獲得できる機会になる可能性があります。

デット サービス負担の大幅増加：借手には厳しく、貸手には好都合



出所：Macrobond Chatham Financial、2023年第2四半期、PMA、2023年10月

¹ ベイズ・ビジネススクール『Commercial Real Estate Lending Report 2022年末』

新規供給の減少により手頃な価格の住宅不足問題が深刻化

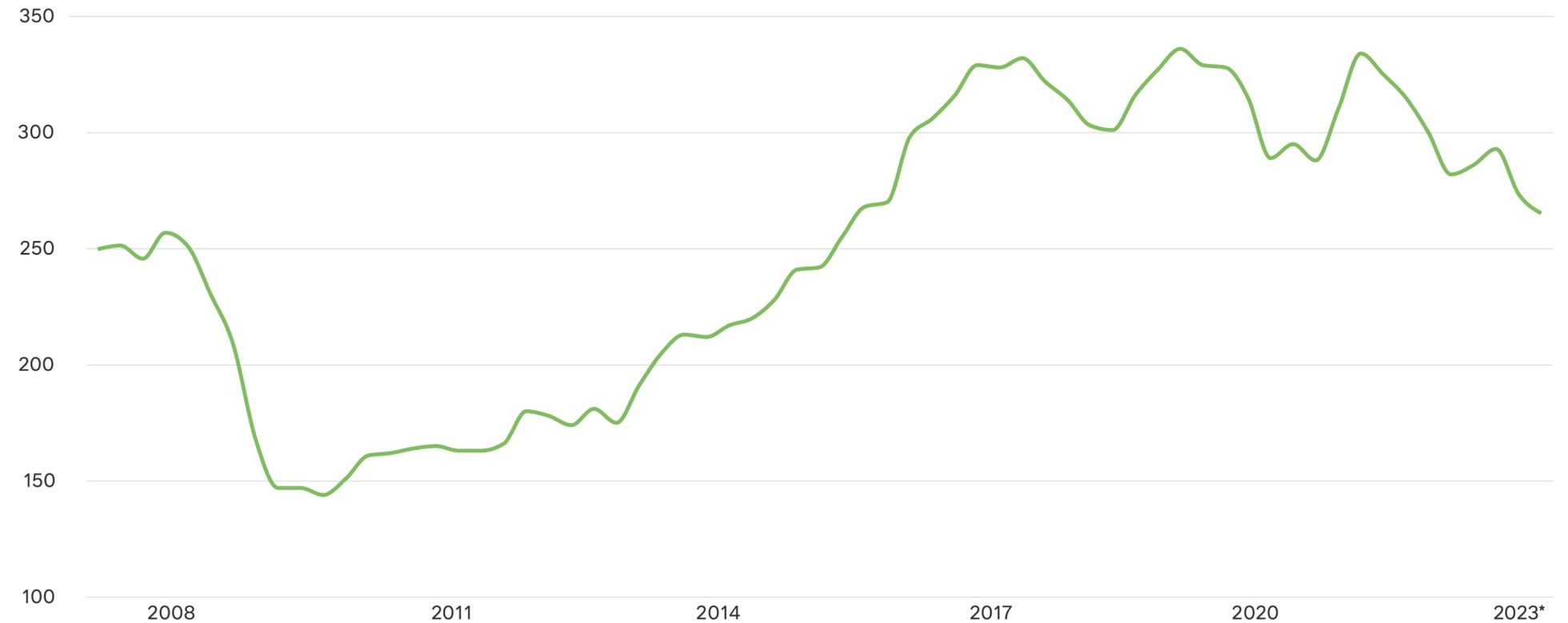
住宅建設企業は、買手が購入を控え、住宅価格が下落しているなかで、資金調達コストと建設コストの上昇に直面しています。この事態を受けて、以前から減少傾向にあった新規住宅供給の減少が加速すると考えられます。

長期的には、供給の減少が住宅価格を押し上げることになるでしょう。低所得世帯が手頃な価格の住宅の減少の影響を最も大きく受けることになるでしょう。この層は、現在でも民間住宅のコスト上昇に苦慮しており、持家、賃貸住宅を問わず、手頃な価格の住宅への依存は高まる一方でしょう。

一方、手頃な価格の住宅関連の業界も大きな問題に直面しています。建設コストの上昇や建物の安全性に関する法律の強化により、業界は新築ではなく既存物件の改装を優先させています。一方公的部門は、現在の不況の下で従来の新規住宅の安定した供給源としての役割を果たせなくなっており、公的部門に代わり機関投資家の資金がその役割を果たすというニーズが生じています。

多くの逆風要因により住宅供給の建設認可が激減

認可件数 (千件、直近12か月間)



*2023年6月

出所：DLUCG・Glenigan、2023年10月

投資戦略

強靱性

賃貸住宅

民間の賃貸住宅セクター(PRS)および学生専用宿泊施設(PBSA)は、テナントの需要が高まるなか、深刻な供給不足に直面しています。建設コストの上昇を受けて、新規案件の開発パイプラインが縮小しているため、ただでさえ不均衡な状態にある需給関係がさらに悪化する可能性が高く、景気見通しがそれほど芳しくないにもかかわらず、賃料が堅調に上昇することが予想されます。

都市に所在するマルチレット型(複数テナント向け) 産業・物流物件

産業、物流物件は、大幅な価格調整を受けましたが、長期的には堅調な需要が期待されており、特に都市に立地するESG要素に優れた物件は堅調です。土地の供給が抑制され、人口動態が好ましいロンドンや英国南東部は、成長が大きく期待できる地域だと考えます。

注意深く前進

南東部のオフィス

現在、英国の不動産市場は、ESG要素やハイブリッド勤務など、循環的、構造的な課題を抱えており、現在でも高い空室率に苦しんでいる南東部における質の低い物件の価値は下落を続けると考えられます。ただ、オックスフォードに関しては、力強い成長が続くライフサイエンス関連の需要に支えられているため、例外として位置付けられると考えます。

データセンター

データセンターに対する需要が構造的に高いのは事実ですが、多くのエネルギーと水を必要とする分野であり、投資家が運用する広範なポートフォリオのESG指標を悪化させる要素を内包していることを看過するべきではないでしょう。プライム物件は魅力的なリターンを提供するかもしれませんが、一方で、投資家のネットゼロ目標に与える影響を慎重に考慮したうえで緩和策を講じる必要があると考えます。

長期的な投資機会

手頃な価格の住宅

手頃な価格の住宅は、住宅建設企業が直面している資金調達と建設コストの上昇など、多くの障害が存在するため、需給関係は今後さらに悪化する様相です。投資家は、供給の増加を通じて需給の不均衡を改善させるために重要な役割を担っていますが、同時に安定した長期収入源を獲得することも可能です。

訪れること自体が目的となっているショッピングセンター

長期間不況であったリテール物件の賃料は、現在では大幅に調整され、さらに安定しつつあります。不動産全般の利回りの低下がそれほど見込まれないことから、プライムのショッピングセンターはアウトパフォームすると考えられます。質の非常に高い既存物件でも利回りは8%を超えており、ショッピングセンターは、減価償却費が賃料に適切に織り込まれているかぎり、インカム収入を目的とした運用対象物件として大きな可能性を秘めています。

欧州大陸 経済概観

向かっている方向は正しいが、まだ森を抜け出したわけではない

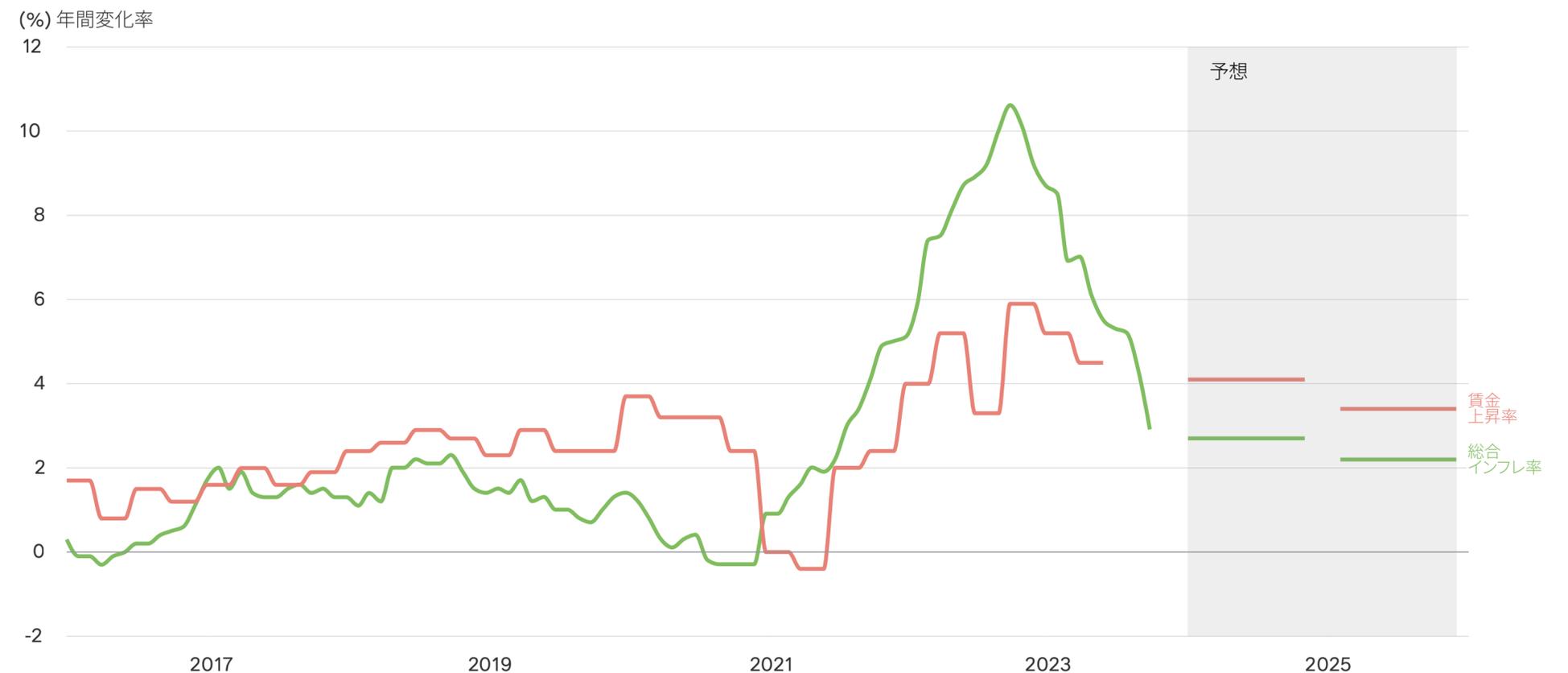
相対的な意味では、欧州各国の経済は落ち着きを取り戻しているように見えますが、短期的に景気後退に陥る可能性がまだ残っており、先行きがバラ色だと言える段階では決してありません。

欧州中央銀行（ECB）による史上最大の利上げの影響は、实体经济に完全には現れておらず、米国と異なり、パンデミック時代に蓄積された貯蓄は経済に注入されることなく、大方は流動性の低い貯蓄口座にとどまっています。

しかし、楽観視しても良い理由もあります。欧州においては、銀行が受ける規制はより厳格であるため、資本の厚い欧州銀行は米銀が受けている逆風を受けることはなさそうです。加えて、労働市場のひっ迫は続いており、労働者は2020年末以来で初めて実質賃金が増加しそうです。

足元のインフレ率がECBの目標である2%に向けて急速に低下していることは、政策当局者の懸念の緩和につながっている極めて重要な兆候です。これ以上金利が上昇しないとの見方が主流になったとはいえ、引締めが完全に終了したと言い切れる状況にはないと考えます。

賃金上昇率はインフレ率を超えており、実質賃金が上昇に転じる日が近いと考えられる



出所：Macrobond、Eurostat、ECB専門家予測調査に基づきM&Gリアルエステートが作成、2023年第3四半期（すべて2023年）

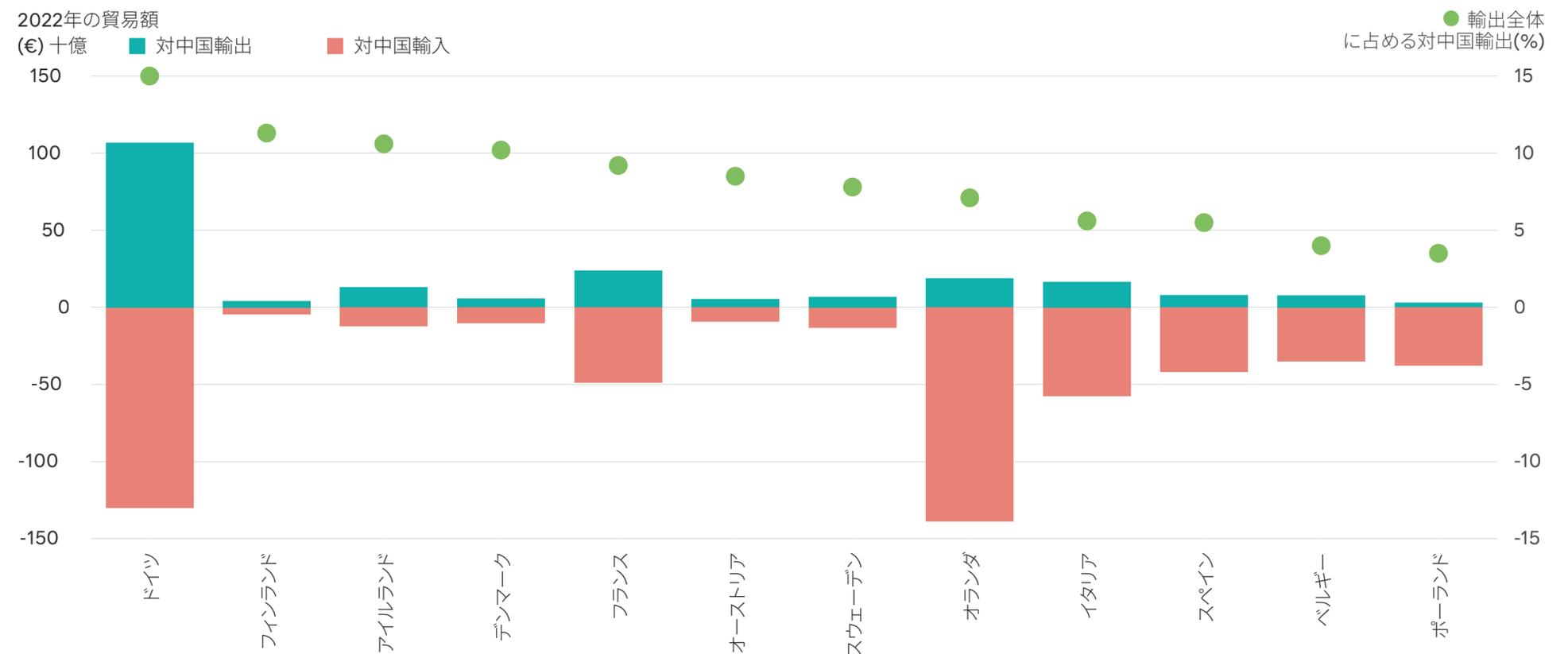
処方箋が1枚だけでは欧州のすべての国は治癒しない

マクロ経済的な意味では同じような逆風に直面していますが、国ごとの経済の特性が異なるため、脅威も投資機会も異なります。このような構造的な違いや人口動態やグリーン転換といった大きなトレンドに対する各国の対処に違いがあるため、来年以降の見通しは国ごとに異なります。

ドイツはこの15年間、欧州で最も好調な経済を維持してきましたが、今後は平均を下回る見通しです。これは現在の世界経済の脆弱性を反映したものです。具体的には、対中国輸出の依存度が相対的に高いなかで輸出が弱含んでいることや、ドイツ経済をけん引しているエネルギー集約型の産業がネットゼロという課題に対処しなければならないことなどが理由です。

南欧諸国の経済は、世界中からの旅行者が戻ってきていることを背景に好調さを維持していますが、旅行者の増加が落ち着くにしたがって追い風は弱まるでしょう。一方、北欧諸国では（特にスウェーデンとデンマーク）、住宅市場の低迷が消費者信頼感と消費額に影響を及ぼしています。

欧州先進国の対中国貿易依存度



注) 輸出は対EU諸国向けを除く

出所: Eurostat (2023年) に基づきM&Gリアルエステートが作成

不動産投資のテーマ

オフィス物件の見通しは米国よりも良好

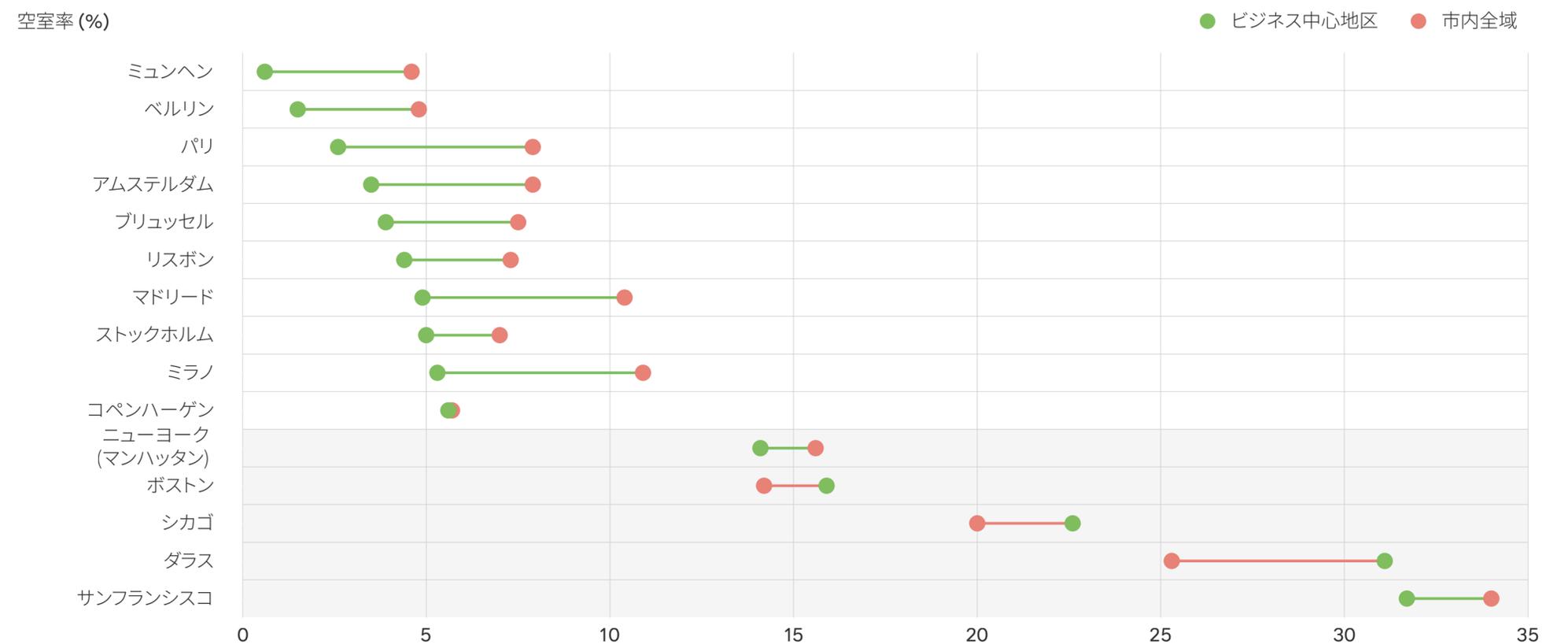
世界のオフィス物件の状況は、2023年の年初から厳しさが続いています。欧州では、部分的にせよ、回復力と力強さが見られます。労働者確保に対する企業の意欲は依然として強固ですが²、景気に対する懸念が払拭されないことや企業信頼感が低いことを反映して賃料は急激に下落しています。テクノロジー企業への依存度が高い都市のなかには、大きな影響を受けている都市もあります。

オフィス分野でパフォーマンスが最も良好なのはプライム物件です。テナントが最高級の品質の物件を求める傾向が続いているため、多くの都市でプライム物件の賃料が記録的な高水準に上昇しています。ESG要素を満たしていること、および都市中心部という立地というピンポイントの要求が多いことで、市場は2極化（プライム、セカンダリー）、場所によっては3極化（プライム、ウルトラ・プライム、セカンダリー）しています。

ジョーンズ・ラング・ラサール（JLL）によると、米国におけるオフィスでの業務への回帰は進んでおらず、平均してパンデミック以前の50%程度にとどまっています。一方欧州では、住居が狭いこと、平均通勤時間の短さとコストが低いことを背景に、75%程度と相当高くなっています。そのため、欧州の多くの都市におけるオフィス物件の空室率は米国の都市よりも大幅に低くなっています。

² 欧州委員会『景気動向指数および雇用期待指数 2023年10月』

欧州のビジネス中心地区におけるオフィスの空室率は、各国の基準でも国際的な基準でも低い



注) 2023年第2四半期、ただしサンフランシスコは2023年第3四半期
出所：証券各社の2023年のレポートに基づきM&Gリアルエステートが作成

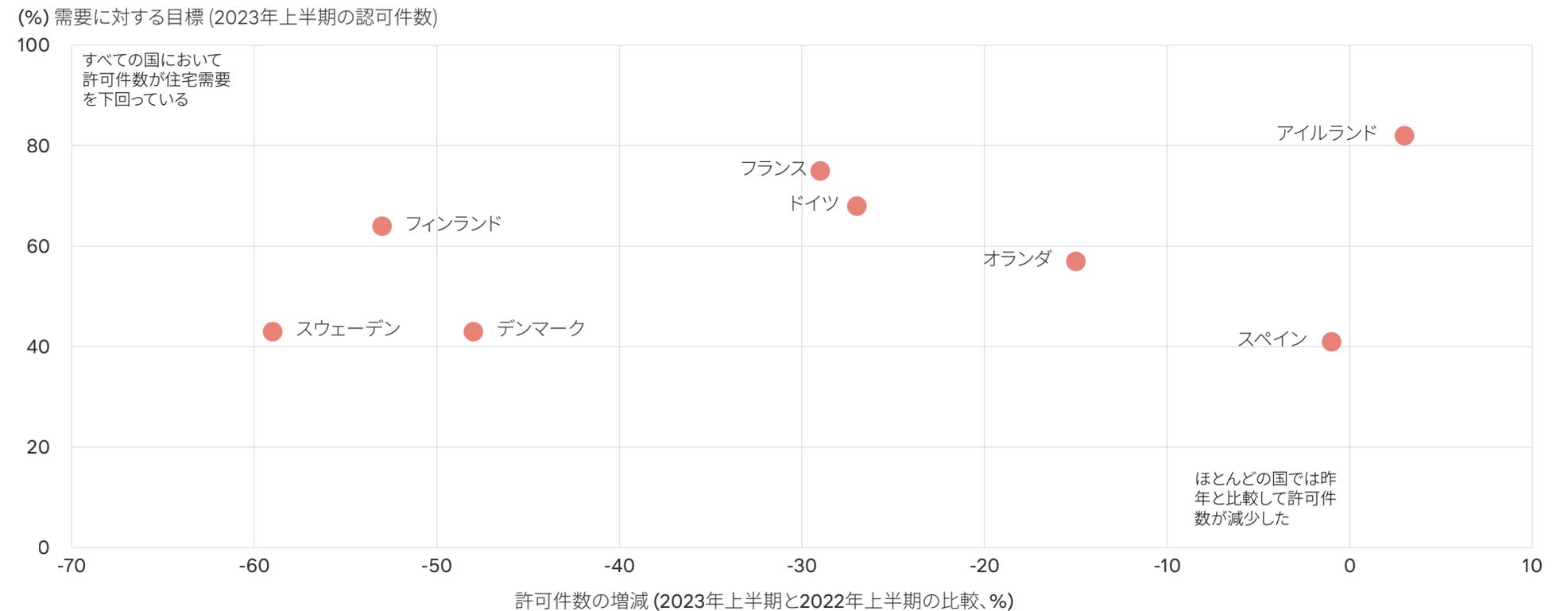
欧州の賃貸住宅市場を押し上げる循環的要因

建設コストおよび開発資金の調達コストの上昇は、既に欧州の開発業者に打撃を与えています。認可申請件数が減少していることを勘案すると、今後2～3年の間で竣工する物件数は需要を大幅に下回る見通しです。そのような状況のもと、住宅ローン金利の上昇によって持家を諦める層が賃貸住宅に対する需要を押し上げると考えられます。

需給のひっ迫による影響は、最大の市場である、民間による賃貸用集合住宅にとって最も深刻ですが、対象となる層が限定される学生向け宿泊施設や高齢者向け住宅にも影響は及んでいます。この循環的要因が市場に行き渡るにつれて、賃貸住宅の所有者にとって入居率と賃料収入が改善されると考えられます。

一方、国の規制次第では、投資家による新築物件の開発や、ESG要素を満たしていない古い物件への投資意欲を削ぐことにつながる可能性があり、需給をさらに悪化させる要因になり得ます。対照的な政策を採用しているのはドイツとオランダです。ドイツでは、新規の住宅建設の収益性向上を目的とした数多くの政策の導入が検討されているのに対して、オランダでは、既存の賃貸物件に混乱を招くような規制の強化を図っており、不透明な状況を作りだしています。

この1年間における認可件数は鈍化しており、欧州主要国における今後の供給戸数は目標を20～60%下回る見通し



注) 住宅建設の目標・需要は、政府の公式目標を含めて、最新の新規住宅需要を使用。過去の実績では、許可を受けて全案件が竣工するわけではなく、現在の市場環境を考慮すると、竣工率がさらに低くなる可能性が高い
出所：各国の資料 (2023年) に基づきM&Gリアルエステートが作成

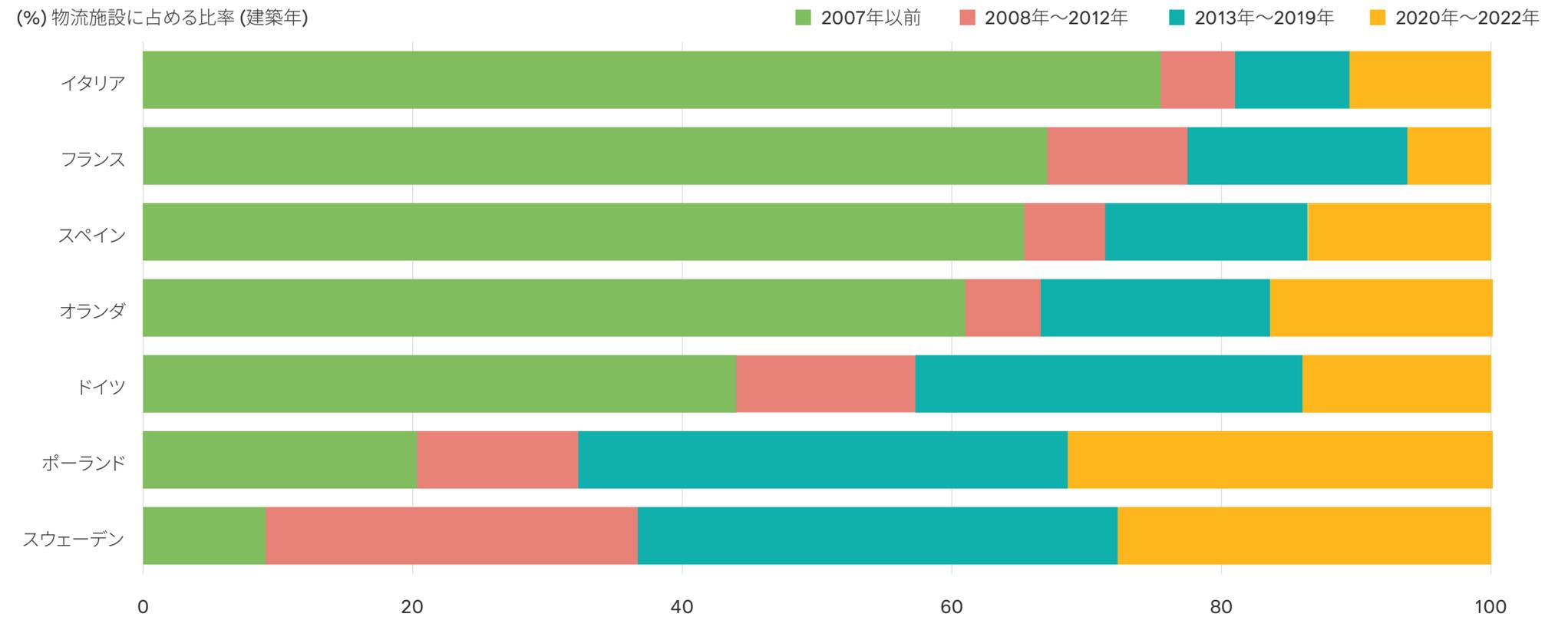
物流：ESGリスクの引下げに寄与するか

資産所有者がポートフォリオ全体のネットゼロを達成するための行動計画を検討する際、物件種類によっては達成が困難な種類もあれば、それほどでない種類もあります。物流倉庫は、相対的に二酸化炭素排出量が少なくエネルギー集約型の物件種類であり、温室効果ガス排出量は商業ビルより60～70%、住宅より20～25%少ない物件です³。そうは言っても二酸化炭素排出量の削減は必要です。

一方で、物流施設のテナントも、自社のESG目標の達成に力点を置く傾向が高くなっており、物件の所有者は、既存物件のESG要素を改善するための設備投資や、最近開発された物件を購入することで（ただし、国によっては新規物件の入手は困難）、物件のESG要素を改善させることができます。

テナント需要は、グリーン認定を受けた新規物件に集中しており、太陽光発電や電気自動車用の充電設備などが不可欠になっています。一般的に、テナントは最高品質の物件に対しては割高な賃料を支払うことをいとわず、現在の空室リスクは無視できる水準にあります。

物流施設に占める新規物件の比率が国ごとに異なっていることで、リスクと投資機会の両方が存在する



注) 物件数には一般的に契約期間が長い物件、所有者自身が使用する物件、BTS物件 (テナントのニーズに応じて建設する物件)、および市場慣行の契約書式を使用して機関投資家が賃貸する物件を含む
出所：JLL (2023年) のデータに基づきM&Gリアルエステートが作成

³ Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM)『Global Decarbonisation Pathways』の第2フェーズにおける2020年のデータに基づく

投資戦略

強靱性

コアとなる物流ルート沿いに立地する物流倉庫

電子商取引の拡大やサプライチェーンの変化などの構造的な追い風要因が、引き続き欧州のコアな都市に立地する物流倉庫の需要を支えています。

物流ルートは欧州大陸の各国を結んでいるのが一般的です。多くの人口をもつ主要都市へのアクセスに優れたブルーバナナ地域 (オランダ、ドイツ西部、フランス南部、イタリア北部) 沿いの物件は、魅力的な投資対象となる可能性があります。特に昨今の価格調整により利回りが向上した物件は魅力的です。

都市と通勤圏の新築PRS

民間の賃貸住宅セクター (PRS) は、構造的および循環的、双方の恩恵を受けており、需給の不均衡が深刻なことが影響して入居率が高く、賃料も継続的に上昇しています。

ベルリン、パリ、ミラノ、コペンハーゲンといった欧州の主要都市に加え、ウプサラ、ライデン、バレンシアといった「状況が改善している」都市においても、魅力的なリスク調整後リターンが期待できる魅力的なファンダメンタルズがあると見ています。

注意深く前進

プライムでない地域に立地する質が劣るオフィスビル

厳格な「プライム」条件を満たしていないオフィス物件は、賃貸のリスクが高く、賃料も期待できません。このような物件は主に、都市中心部から少し外れているか、中心業務地区から完全に外れた場所にある、2000年頃に建設された古い物件です。

オフィス以外の用途に転換することは、価値下落を防ぐ方法として注目されていますが、物理的な制約や高いコストが障害となり、一般的になっているとは言えません。

大規模な設備改修のための投資が必要な古い住宅

古い住宅 (1960年代～1990年代に建築) を「茶色 (SDG要件をそれほど満たしていない) から緑色に」改修する戦略は、特に、規制により、改修しても家賃を市場価格に改定することが認められていない国において、実現が困難である可能性があります。

しかしながら、古い住宅がESG要素を満たすことを奨励するための施策 (税制優遇措置、利子補てん、賃料設定権の拡大など) が導入される方向になることが予想され、実現した場合は状況が一変する可能性があります。

長期的な投資機会

欧州のにぎやかな学生都市におけるPBSA

大学に進学する若者は欧州で増加していることを受け、自国・海外を問わず自宅以外に居住する人口が増えているため、主要都市や学園都市において学生専用宿泊施設 (PBSA) を提供することは魅力的な投資機会に見えます。

民間によるPBSAの供給量は、学生都市では学生の10人に対して1人にも満たない状態にあり、手頃な価格でありながら質の高い学生向け宿泊施設に対する需要が満たされていないことを表しています。これは、人口増加により民間の賃貸住宅が不足がちな都市において顕著です。

主要都市圏に立地する大型リテールパーク

リテールパーク (都市郊外に立地する小売向け大型店舗、食料品店が併設されていることが多い) は、この数年の逆風の間でも耐性を示し、足元では欧州全域で賃料が緩やかに上昇しており、空室率も低下しています。本稿執筆時点では、リテール関連の中でもリテールパークは、魅力的な利回りが期待できる分野です。

M&Gは、所得の高い大都市の近郊に立地し、レジャー施設を併設するリテールパーク物件を選好します。

不動産デット

銀行が自己資本規制に対処するためにリスク資産の抑制に奔走している影響により資金調達コストが大幅に上昇していることを受けて、不動産融資、特に大口案件の動きが悪くなっています。今後リファイナンスが必要となるローンの金額は非常に大きく、市場が正常化するにつれて需要の増加が予想される新規ローンと相まって、欧州全域では数百億ユーロ規模のデットが組成される可能性があります。

欧州大陸におけるノンバンクの融資シェアは、10%未満と小さい割合が続いていましたが、上記の資金需要に対応することにより、魅力的なリスクリターンを獲得できる案件に資金を供与できる絶好の立場にあると言えるでしょう。

アジア太平洋 経済概観

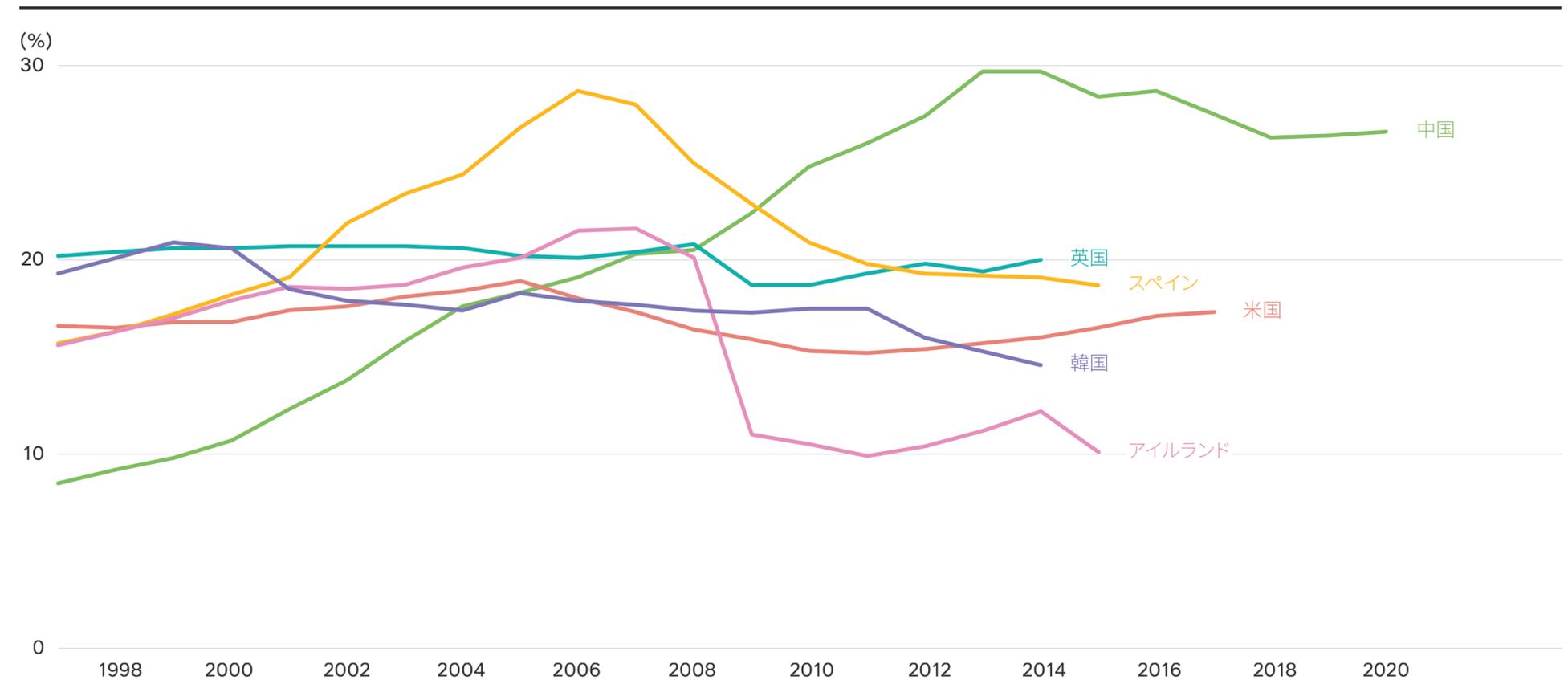
問題となっている不動産市場は成長の鈍化要因だが、経済をけん引する構造的要因は健在

2023年の中国の実質経済成長率は5%前後で着地するでしょうが、成長の重要な柱である不動産セクターにおける逆風により、2024年は4.2~4.4%へと減速する見通しです⁴。多額の負債に苦しむ不動産開発業者によるキャッシュフローや債券のデフォルトとの戦いが続くと考えられます。

最近の金利引下げ、住宅ローン金額の上限撤廃、住宅購入制限の撤廃などの政策も不動産に対する不信感を払拭するには至っていません。国内消費の伸びは依然低迷しているほか、世界的にテクノロジー分野が減速していることも中国の輸出に影響を及ぼしています。

不動産市場の浮揚策が民間企業の救済にまで踏み込む可能性は低く、市場の回復には時間を要すると考えられます。ただ、忘れてはならないのは、都市化の進展など経済を成長させてきた構造的要因は不変だということです。現在起きている景気減速が崩壊を招くのではなく、単に循環的な出来事であり、やがては成長軌道に復帰すると考えられます。スペインでも2007年に同様の状況に直面しましたが、後にそれが循環的であり、回復に向かったという実例もあります。

GDPに占める不動産の割合



2019年・2020年の予測値は速報値
出所：PMA、Rogoff and Yang、2023年10月

⁴ 出所：世界銀行、IMF、2023年10月

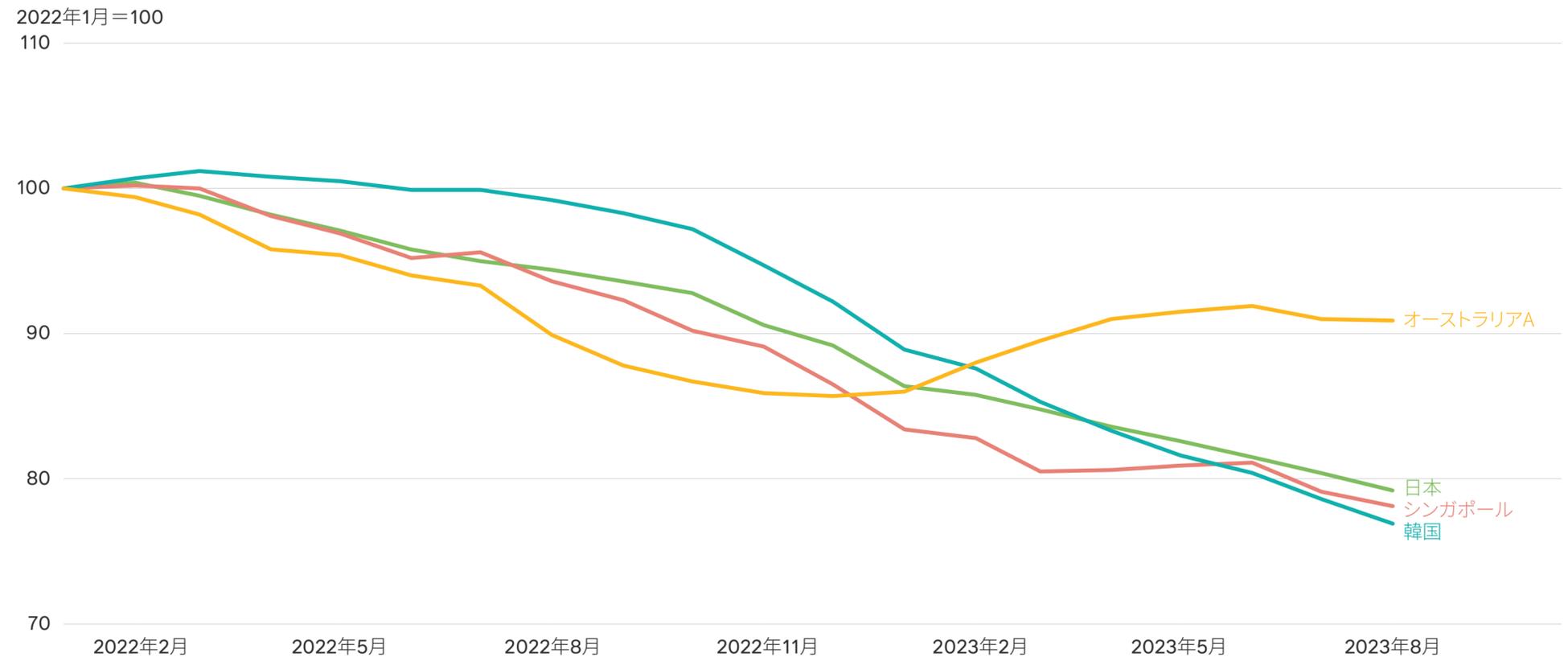
中国の成長鈍化はアジア太平洋地域の主要貿易相手国に影響を及ぼす

アジア太平洋地域諸国と中国は貿易の重要なパートナー関係にあります。アジア太平洋地域諸国から中国への輸出量は2022年に入ってから前年比ベースで10～25%減少しています。オーストラリアと韓国の2024年の実質GDP成長率は、最近の平均的な成長率である2.9%と1.7%を大きく下回る1.4%と1.3%と予想され、景気が引き続き低迷すると予想されています⁵。

商業用不動産への入居者の需要が影響を受けると考えられます。特に、影響が大きいのはソウルのオフィスとオーストラリアの物流施設であり、これまで堅調であった賃料上昇率が来年には先細り傾向になると予想されます。

世界のエネルギー消費の約3分の1を占め、最大のエネルギー輸入国である中国における成長鈍化は、世界全体のインフレ圧力とエネルギー価格の抑制につながる可能性があります。これにより、オーストラリアや韓国などの国で利上げの打止めにつながる事が予想され、金融緩和すら可能にするかもしれません。

アジア太平洋地域諸国の対中国輸出量 (12か月移動平均)



出所：各国の政府統計、2023年10月

⁵ 出所：オックスフォード・エコノミクス、2023年10月

不動産投資のテーマ

構造転換が礎となっている日本の回復力

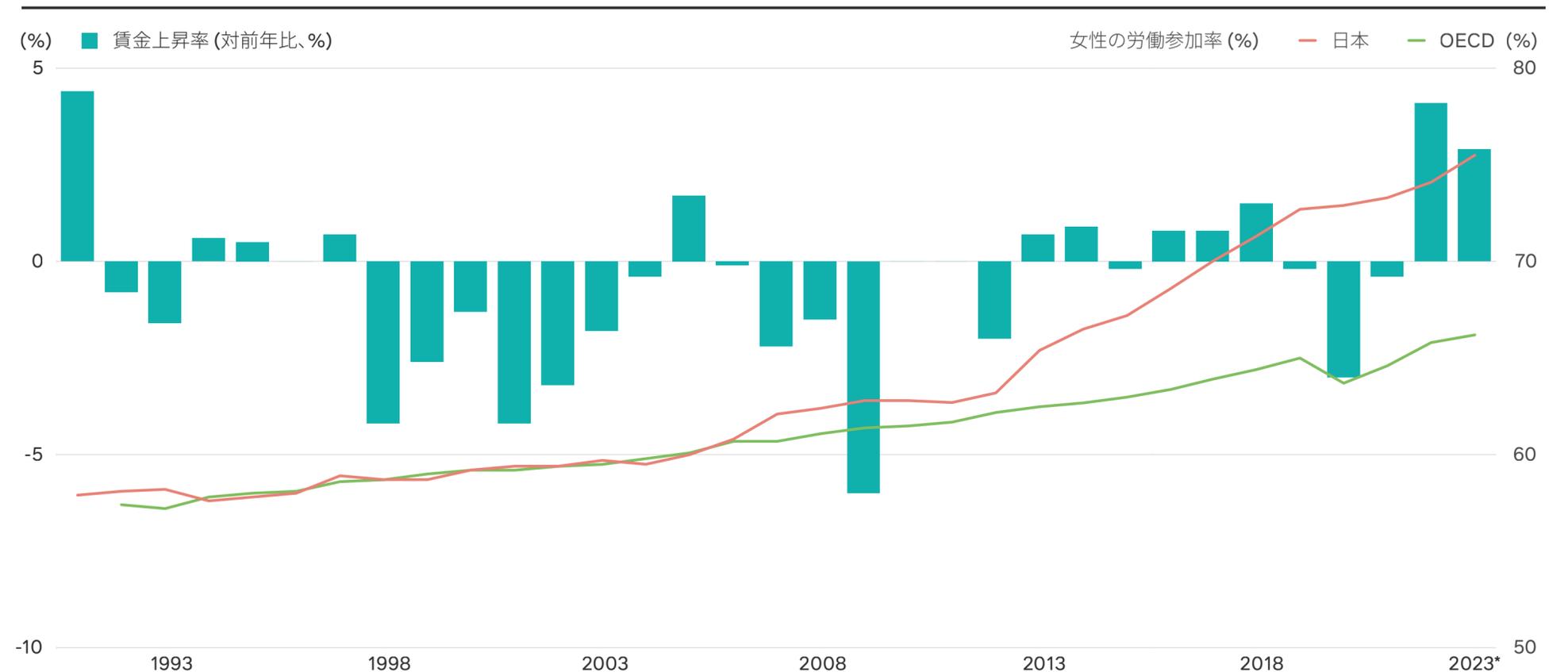
日本では、女性による労働参加率が、2012年の63%から2023年には76%と過去10年間でOECDの平均を上回る上昇を達成するなど、女性労働力を強化することに成功しました。また、共働き世帯も過去30年間で40%増加しました⁶。

30年にわたるディスインフレとデフレとの格闘の末、ようやくインフレを起こすことに成功しました。労働市場のひっ迫を背景に、名目賃金もここにきて大幅に上昇しています。

このような傾向は日本の不動産市場の活性化につながると考えられます。集合住宅の賃料上昇率は歴史的にインフレ率を上回ってきましたが、さらに、現在予想されている上昇率を上回る可能性すらあります。また、オフィスや物流施設に対する需要に関しても、加速する個人消費、企業による設備投資や電子商取引の普及の恩恵を受けると考えられます。

ただ、賃金の上昇とインフレの高進が持続する事態となれば、日銀は金融引締めを度合いを高め、利上げに踏み切るようになるかもしれません。そうなると、不動産の利回りに上昇圧力がかかる可能性があります。

日本の労働参加率と賃金上昇率



出所：OECD、日本銀行、2023年10月時点

⁶ 出所：労働政策研究・研修機構、2023年10月

長期的な構造変革の追い風を受ける物流分野

2023年に入り輸出の伸びは鈍化していますが、東京圏とソウル圏における物流物件に対する賃貸需要は堅調に推移しています。ネット・アブソープション（期初空室面積+新規供給面積-期末空室面積、「Net Absorption」）に関しては、2023年はわずか9か月間で2022年の通年を上回りました。

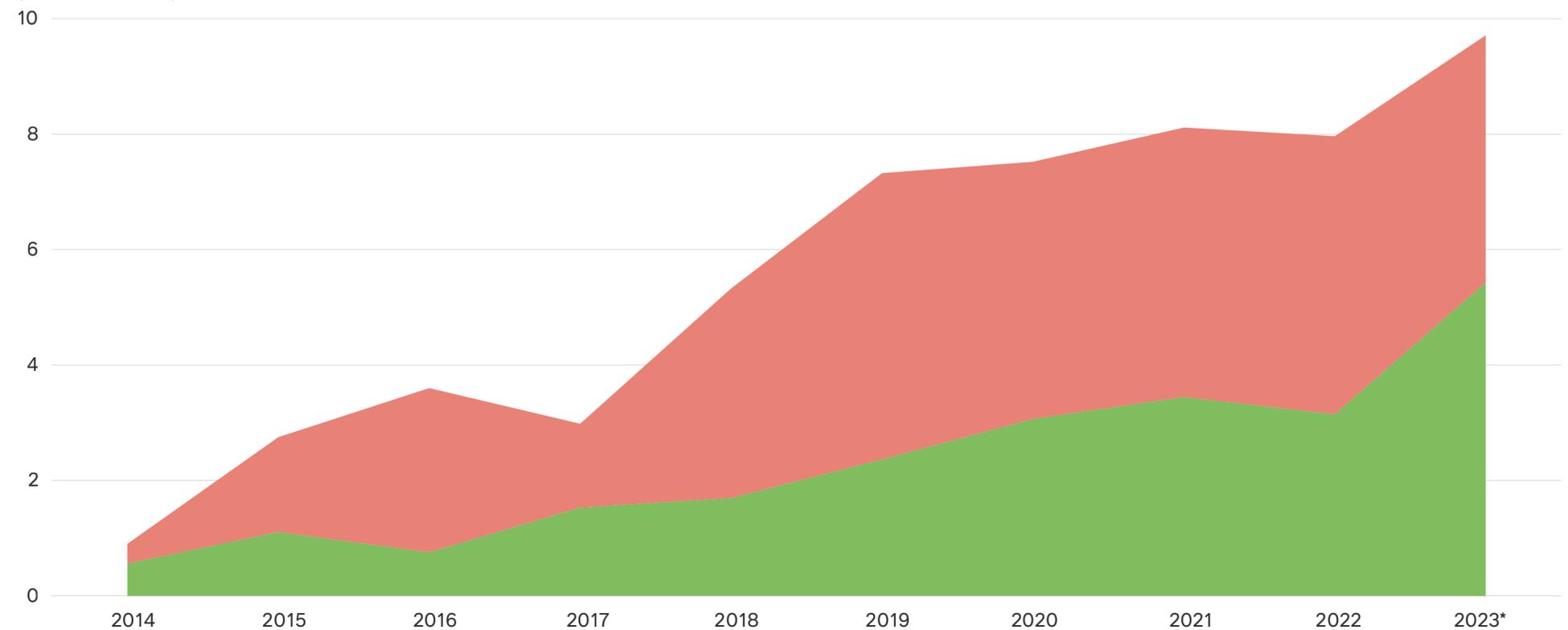
経済成長の鈍化と輸出の低迷は、短期的には賃貸物件に対する需要と賃料の伸びにとって逆風要因になると考えられますが、物流セクターが受けている追い風は構造的に強く、中期的には成長を持続できる要件を備えていると考えます。

アジア太平洋地域における電子商取引の規模は今後も拡大すると予想されます。業務の効率化やコスト管理の観点から、都市部に立地する高品質で最新の物流物件への需要が高まることが予想されます⁷。

このような需要は、サプライチェーンを単一国に依存することから、リショアリング(海外に移した事業拠点を自国に戻す) やニアショアリング(事業拠点を地理的に近い国に移転させる) によって強化を図る企業戦略によってさらに高まっています。韓国や日本など、研究開発、部品供給網、高度な技術を備える労働力など、エコシステム(企業同士が協業・連携することで共存していく仕組み) が充実している国は、グローバルなメーカーが新たな工場を建設する際に恩恵を受ける可能性が高いと考えます。

東京とソウルで急増する物流施設のネットアブソープション

(百万平方メートル)



*2023年は第1～3四半期

出所：JLL、2023年10月

⁷ 一般的に物流コスト全体に占める倉庫のコストは3分の1未満です(輸送コストは50%程度)。このことから、最新の物流施設に戦略的な投資を実施することでコスト削減を図ることがテナントにとって経済的に重要であることがわかります。(出所：CBRE、2023年10月)

オーストラリアの商業用不動産デット市場で資金不足が拡大

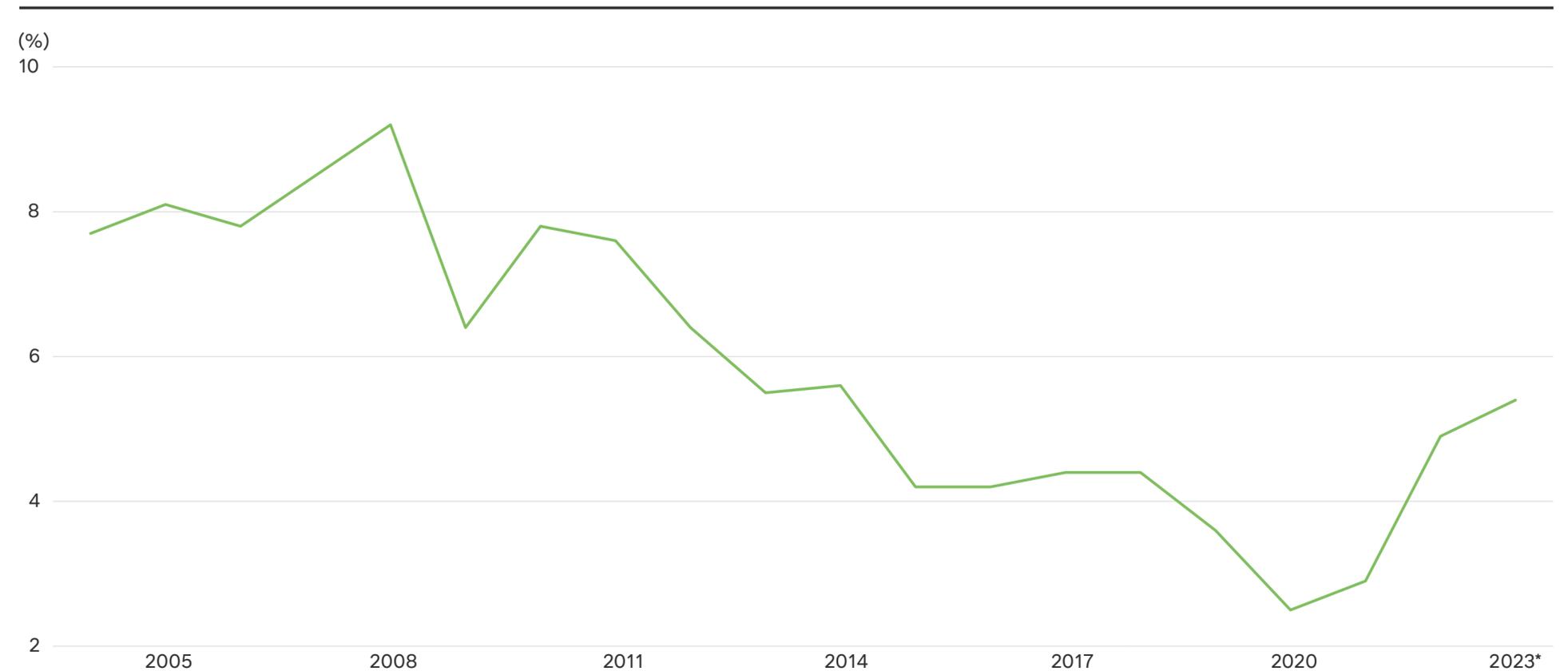
オーストラリアの政策金利はこの2年間で400bps以上引き上げられましたが、この引上げ幅はアジア太平洋地域で最大です。2020～2021年に実行されたローンは2024～2025年にリファイナンスの時期を迎えますが、実行時の利率が2.5～3%であったのに対し、リファイナンスに適用される利率が当初の2倍にあたる5.5～6.5%になることが予想され、キャッシュフローとインタレスト・カバレッジ・レシオへの影響が表面化することが予想されます。

一方、オーストラリアのオフィス物件の価値が下落しており、ローンのLTV条項に抵触する可能性があります。CBREの試算によると、これらの金額を合算すると、15億豪ドル程度の資金不足が生じることになります。

不動産所有者の一部は、損失覚悟で物件の処分に走る可能性があるため、機関投資家にとって新規投資の魅力的なタイミングになる可能性があります。

銀行が融資に慎重になっているため、プライベートデット投資戦略を運用する運用会社はその不足分を供与することで、優良な資産を担保にした融資で魅力的な利回りを獲得する投資機会がこれからの2年で訪れると考えます。オーストラリアのノンバンクによる商業用不動産デットのシェアは現在5%未満であり、これは近いうちにシェアを2倍に拡大させる余地が大きいことを表しています⁸。

オーストラリアにおける期間5年の借入コスト



*2023年は上半期

出所：ブルームバーグ、2023年10月現在

⁸ 出所：OECD、2023年10月現在

投資戦略

強靱性

ゲートウェイハブの大都市に立地するプライムの物流施設

長期的な構造要因に支えられ、物流物件のテナントのファンダメンタルズは引き続き健全です。世界の傾向は物流施設の自動化やロボットの導入であり、このような最新の物件に対する需要が高くなっているなか、設備が必ずしも最新でない物流施設が立地する東京や大阪のような都市には、魅力的な価値創造と開発の機会が潜在的に存在すると考えられます⁹。新規物件の建設計画が豊富な市場では、中心部に立地する最新式の物流物件がアウトパフォームすると考えられます。

集合住宅とビルドトゥレント住宅

住宅価格が手頃でなくなっていること、若年層が増加している人口動態、賃貸住宅に対する考え方の変化などの要因を背景に、集合住宅やビルドトゥレント住宅（賃貸のために建設される住宅、「BTR」）はディフェンシブで安定的なインカム収入を提供すると同時に、潜在的なインフレのヘッジ手段として魅力的な投資対象であると考えられます。金利上昇の環境下では、インフレ率を上回る賃料上昇率が期待できる物件種類は、キャップレート（還元利回り）の上昇に耐えられる可能性が高いと考えられます。

日本はアジア太平洋地域の中でこの分野が最も確立された市場であり、インカム収入を重視するコア投資家を惹き付けています。

一方、歴史が浅いオーストラリアのBTR市場は、フォワードファンディング方式や開発リスクをいとわない投資家にとって魅力的である可能性があります。

注意深く前進

オーストラリアの主要都市以外の老朽化が進むオフィス物件

欧米諸国、特に米国と比較すると、アジア太平洋地域諸国におけるオフィス需要は、主にオフィスでの業務に対する志向が強いことに支えられています。そのなかで、オーストラリアではオフィス回帰が他のアジア太平洋地域諸国に比べて遅れています。テナントと投資家の双方が、コアな立地にあり、ESG要素を満たすような優良なオフィスにのみ焦点を当てているため、オフィス分野の見通しの二極化がますます顕著になっています。つまり、テナントは老朽化した低品質のオフィス物件に関しては、見向きもしない傾向があるため、物件の価値が下がるリスクが必然的に高まっています。

コアでもなくESG要素も劣る物件

アジアでネットゼロ目標を掲げる企業数は、この3年間で3倍になりました¹⁰。生産性のみならず業務効率の向上が重視されるようになったことを受けて、オフィスや物流の物件で持続可能性が担保されないようなコアでない物件は、テナントの確保に苦しむ状況が続くと考えられます。

長期的な投資機会

都市中心部に立地する生活に欠かせないリテール施設

食料品店など生活必需品を取り扱う小売業は、その本質から、景気が低迷しているときでも生活に欠かせない、いわばディフェンシブな特性を有する分野の一例です。生活費が上昇し、消費需要が減退している現在、コスト上昇を消費者に転嫁するのがそれほど困難でない生活必需品型の小売業に比べて、裁量消費型の小売業は大きな圧力を受ける可能性が高いと考えられます。

オーストラリアの不動産デット

これからの2年間、オーストラリアでは、借入コストの上昇、資産価値の下落、そして（特に伝統的な銀行の）融資基準の厳格化が同時に起こることにより、資金調達が著しく困難になる可能性があります。調達を要する資金が存在することは、ノンバンクやプライベートデット投資戦略を運用する運用会社にとって優良な資産を担保にした融資で魅力的な利回りを獲得する投資機会となると考えられます。□

⁹ 東京と大阪における最新の物流施設は全体のそれぞれ約25%と約18%にすぎない。出所：JLL、2023年10月

¹⁰ 出所：ネット・ゼロ・トラック、2023年10月

執筆者

リチャード・グウィリアム
不動産調査責任者

ホセ・ペリサー
不動産投資 投資戦略責任者

エマ・グリュー
ディレクター 不動産調査 (英国)

トム・コルソープ
アソシエイト・ディレクター 不動産調査 (欧州)

レジーナ・リム
不動産調査 (アジア) 責任者

ディクソン・コー
マネージャー 不動産調査 (アジア)

ジョーダン・レイニー
シニア・アソシエイト 不動産調査

トム・カイナストン
アソシエイト 不動産調査



本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。本資料が提供する情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。本資料は M&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁)の認可、規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、原文を優先します。 **NOV 23 / 1104904**

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商)第2942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 第二種金融商品取引業協会