



不動産市場の展望

2023年6月

不動産市場 の展望

PIMCOの長期経済展望を踏まえ、不動産市場でデットとエクイティへの投資機会を幅広く捉えるため、PIMCOでは柔軟で長期的な視点で取り組んでいます。



著者

ジョン・マーレー
マネージング・ディレクター
グローバル・プライベート不動産
統括責任者

フランソワ・トラウシュ
PIMCO Prime Real Estate
最高経営責任者(CEO)兼
最高投資責任者(CIO)

要約

- PIMCOの長期経済展望を踏まえ、不動産市場でデットとエクイティへの投資機会を幅広く捉えるため、PIMCOでは柔軟で長期的な視点で取り組んでいます。
- ローンの新規組成市場とセカンダリー市場においてはデットに対して幅広い視点で取り組み、激変する市場においてはストレスのかかった資産に的を絞ることで、最良の投資機会を発掘できるとPIMCOでは考えています。
- 市場におけるボラティリティの上昇を背景に、プライベート・クレジットやスペシャル・シチュエーションズの分野における投資機会を投資家は捉えるべきであると考えています。
- 米国、欧州、アジア太平洋地域の各市場において、最大限の成果を上げるために各地域のトレンドに適応しつつ、住宅用不動産、物流、データセンターなどの有望なセクターに集中的に投資する機会があるとみています。

世界の商業用不動産市場では今、根底から変化がおきています。2020年以降、建物の利用方法の劇的な変化、過去40年以上で最速ペースでの金利上昇、欧米における銀行の経営難、そして景気後退入りへの懸念といったさまざまな要因が重なり合い、この市場を揺るがしています。

これは経験則を揺るがし、不動産投資において新たな与信アプローチを必要とするような劇的な変化と言えるでしょう。短期的には、商業用不動産市場のダイナミクスは改善する前に悪化に向かう公算が大きいようです。

投資家にとっては途方もない難題のように思われるかもしれませんが、一生に一度しかないような投資機会ともいえるでしょう。

短期的には、デット投資に前例のない潜在性があるとみています。多くの貸し手が様子見の姿勢に転じるなかで、新規組成の機会が期待されています。また、2025年以降に不動産担保ローンの返済ラッシュを控え(米国では1.5兆ドル以上、欧州では約6,500億ユーロ、アジア太平洋では1,770億ドルが満期を迎える見通し)、パブリック(公募)及びプライベート(私募)の両市場においてディストレスト・デットへの投資機会が生

まれる可能性があります。デットの分野には、照準を合わせるべき投資機会が潤沢に存在します。これに加えて、住宅用不動産、物流、データセンターなどの長期的に強力な追い風を受けるセクターにおける的を絞ったエクイティ投資の機会に備えて、ポートフォリオを構築するべきだと考えています。

不動産市場を取り巻く環境は複雑であり、他社とは異なる取り組みや、世界経済・グローバル市場に対する長期的な見解、そしてローカル市場のダイナミクスについての詳細な見識が求められます。グローバル経済の下振れリスクも認識しています。全体として、シニアクレジットの見通しは良好であり、株式についてはより慎重です(2023年6月発行 長期経済展望「アフターショック経済」をご参照ください)。

市場のトレンドは、国や地域
によって異なる展開を
見せるでしょう。



パンデミックのもとで、賃貸住宅、オフィス、小売を始めとするセクターは、さまざまな形で変化を遂げました。今後は、国や地域によって異なる展開が予想されます。例えば、サンフランシスコを始めとする都市部のビジネス街では、在宅勤務の増加によりオフィスビルが困難に直面しています。その一方で、ロンドン、シンガポール、その他のアジア諸国の首都では、魅力的な立地にあるサステナブルで高性能なオフィスに勤務する従業員を中心に、在宅勤務へのニーズは弱まっています。米国においても、2022年に時価総額の4分の1程度が失われた不動産投資信託(REIT)市場とプライベート市場の間に、価格格差が生じています。

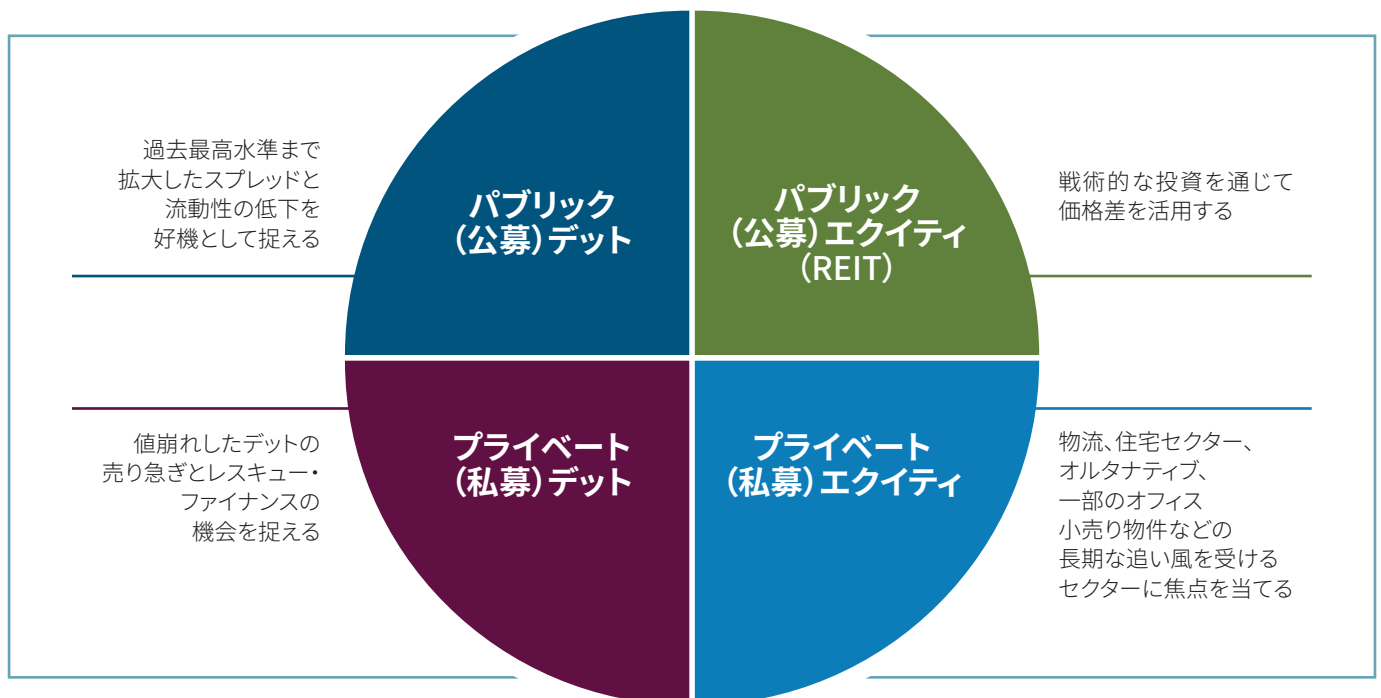
このような足並みの乱れにより、パブリック(公募)デットとプライベート(私募)デット、パブリック(公募)エクイティとプライベート(私募)エクイティという4つの象限において、ボラティリティが生じ、相対価値のある投資機会が生まれるとPIMCOでは考えています。

また、不動産の長期的な価値は最終的に需給関係によって決定されるため、忍耐力も重要になるでしょう。土地利用の制限と高い建設費用により、供給は過去のどの景気サイクルよりも減少する見通しであり、不動産の価値は長期的に下支えされるとPIMCOでは考えています。

在宅勤務を強く望む声は、ロンドン、シンガポールや他のアジア諸国の首都ではあまり顕著ではありませんでした。

不動産市場の展望は、先月米国カリフォルニア州ニューポートビーチで開催された、PIMCO初の「グローバル不動産投資会議(フォーラム)」において形成されたものです。短期経済予測会議(シクリカル・フォーラム)と長期経済予測会議(セキュラー・フォーラム)と同じように、今回のフォーラムにはPIMCOの世界各地の拠点から数百名の投資プロフェッショナルが集結し、短期的、長期的な観点から、世界の商業用不動産市場の見通しについて議論しました。2020年にPIMCOの親会社であるアリアンツの不動産部門と統合したことによって、PIMCOの不動産プラットフォームは世界最大級の規模に拡大しました(運用資産残高 約1,950億ドル)。約300名のプロフェッショナルを擁し、全世界の公募・私募両方のデット市場とエクイティ市場において、高リスクから低リスクの分野に至るまで、確固たる存在感を示しています(図表1参照)²⁾

図表1: グローバル商業不動産投資の4つの象限において、相対的価値を追求



出所: PIMCO 2023年6月現在

長期的なテーマと投資への意味合い

各地域の主要な商業用不動産セクターにおいて、短期的、長期的なトレンドがどのような展開になっていくのかを見ていきます。

住宅セクター

集合住宅は、都市化の進展、世帯形成の増加、住宅所有費用の上昇などの長期的トレンドの恩恵を享受すると予想しています。学生寮については、米国、英国、オーストラリアなどの国では、入学者数の増加が追い風になる可能性があります。供給が従来を下回る水準で推移していることから、価格の下落は限定的で、賃料は着実に伸びると予想しています。

銀行が様子見の姿勢に転じているため、開発プロジェクトや付加価値の高いプロジェクトを対象とする、魅力的なデット投資の機会が存在しています。一方、エクイティ投資の分野では、都市部のゲートウェイ市場の一部において、比較的新しい物件に割安な価格で投資する潜在的な魅力が見受けられます。

また、コア型（インカム・ゲイン主体）やコアプラス型（インカム・ゲイン＋キャピタル・ゲイン）の案件や、主要大学周辺のプロジェク​​トなどの分野に分散を図ることが、投資家の利益につながる可能性があります。他のセクターと同じように、オフィスや小売セクターからの投資資金が、集合住宅や学生寮に恩恵をもたらす可能性が高いでしょう。

近隣地域への外部委託が新しい地域や港近くで需要を促進している一方で、規制により土地の供給が制限されています。

物流セクター

物流セクターのようにパンデミックの恩恵を享受しているセクターは、ほとんどありません。電子商取引の普及によって、産業用の貯蔵施設や流通関連資産に対する需要は、今後も継続的に増加するでしょう。都市部においては、迅速な配達へのニーズが需要を牽引しています。特に欧州³では、炭素排出量の少ない近代的な新しい施設を求める傾向が、テナントの間で強まっています。近隣地域への外部委託が新しい地域や港近くで需要を促進している一方で、規制により土地の供給が制限されています。

成熟した市場では、物流施設の価格は既に幅広く下落しています。目立ったところでは、米国では10%程度、欧州では20%程度の下落が確認されています。供給が限定的であり、賃料が大幅に伸びていることから、物流セクターのキャップレート（収益還元率）はいち早く低下する可能性があります。市場価格がサイクルの底値近辺に達した場合、投資家は成長見通しを念頭に、ネガティブ・レバレッジ（借入れコストが純利益を低下させる状況）での投資さえも検討するかもしれません。

データセンター

データセンターの容量に対する需要の伸びは、グローバル経済において最も強力な実体のある長期的なトレンドの1つと言えるでしょう。容量の点では欧州は米国に大きく遅れをとっていますが、レイテンシ（通信遅延時間）やデジタル主権の観点から、施設の現地化が求められています。

しかしながら、不動産開発のノウハウと、データセンターの開発やリース、運営に必要な技術的専門性および経験を確実に結び付けることができるプラットフォームは、ほとんど存在していません。このように参入障壁が高いため、最も成長性の高い当市場では、膨大な量のデータを保存・処理できる施設に対する需要に応えるための、特別な機会が生じています。

ホテルセクター

ホテルセクターはパンデミックに起因する打撃を乗り越え、経済環境が悪化し営業費用が増加するなかでも底堅さを維持しています。出張増の動きは減速する可能性があるものの、日本や中国などからの観光が、需要を引き続き喚起すると予想しています。また、サステナビリティに対する関心が、エネルギー効率が高く環境に優しい営業を促進すると考えられます。

ホテルセクターは業務の特性から、伝統的に資金調達を商業用不動産ローン担保証券（CMBS）や地方銀行に強く依存してきました。これらの資金源が縮小する結果、複雑性の高い不動産関連資産の審査能力を備える貸し手には、魅力的な運用の機会が到来する可能性があると考えています。

小売セクター

近年、小売セクターでは、電子商取引の拡大が賃料とバリュエーションに下押し圧力を加えています。米国では、景気後退入りに伴い個人消費が抑制される見通しです。非必需品を提供する企業は、さらなる下落に対して特に脆弱だとみられます。

一方で、クラスA物件については、大幅な追加的価格調整は想定していません。

PIMCOでは、投資家は一等地に所在するマルチ・テナント型の物件に注目すべきだと考えています。そのような物件は底堅さが証明済みであり、賃料は伸び悩む見通しですが、投資家は戻りつつあります。米国では、伝統的な一等地にある食料品店や小売店を主体とするショッピングセンターへのエクイティ投資が、魅力的にみえます。他方、欧州では、同じ資産でもデット投資の方が望ましいかもしれません。

不動産開発のノウハウと、データセンターの開発やリース、運営に必要な技術的専門性および経験を確実に結び付けることができるプラットフォームは、ほとんど存在していません。

オフィスセクター

不動産セクターの中で、オフィスビルほど大きな打撃を受けたセクターはありません。パンデミックのもとで定着した在宅勤務は、米国市場に長期的な影響を及ぼすと予想しています。これに対して欧州では、労働環境が優れた近代的なオフィスで働く従業員を中心に、職場復帰の動きが全般に進んでいます。この違いは価格にも反映されています。足元でオフィス物件の取引価格は、米国では2021年の水準から25%程度、場合によっては40%以上も下落しているのに対して、稼働率の高い欧州とアジア太平洋地域では、15~20%の下落にとどまっています。このような環境において、欧州とアジアの市場では売却の動きが選別的かつ限定的になるのに対し、米国市場ではデストレストの水準での売却が増加すると予想しています。

この先、オフィスセクターは3極化すると予想しています。炭素排出量が少なく、設備と立地が魅力的な稼働率の高いオフィスビルのように、最高品質の物件は難局を乗り越える公算が大きいです。また、とりわけ欧州やアジア太平洋地域の一等地においては、「ブラウンからグリーン」に分類されるクラスB+やクラスA-の物件にも、投資機会が見られます。しかし、中程度の品質の建造物については、生き残りを図るための改修が必要になるでしょう。また、最低品質の資産は時代遅れとなり、所有者は大規模な損失に直面することが予想されます。

投資への意味合い

- 総じて言えば、流動性の低下、ファンダメンタルズに対する下押し圧力、地政学的な緊張関係を背景に、短期的、中期的に値崩れが生じる可能性があります。米国では、急激な金利上昇が、デフォルトの増加や地銀セクターにおける経営難を生み、貸出基準の厳格化の要因になりました。欧州では、エネルギー危機とロシア・ウクライナ戦争に関連する不確実性が、アジア太平洋地域では地政学的な緊張関係が懸念されています。また、この先数年間に世界中で総額約2.4兆ドル¹の不動産担保ローンが返済期限を迎える見通しであり、最終的な解決策が求められています。
- PIMCOでは、トランジショナル・ローンを含む、ローンの新規組成市場とセカンダリー市場を 선호しています。投資家は、デット投資においては幅広く、エクイティ投資では狭く深く取り組むべきでしょう。また、値崩れを起こし、喫緊の流動性ニーズに直面しているストレス資産を対象とした、確信度の高い戦術的な投資にも注力するべきでしょう。全体としてPIMCOでは、短期的にデイトレスト状態に陥った資産と、長期的なテーマが追い風となる資産を組み合わせることを 선호しています。
- プライベート・クレジットとスペシャル・シチュエーションズ分野が脚光を浴びる見通しです。デイトレストの銀行セクターでは、ノンバンクの金融機関から市場シェアを獲得する機会が提供されます。PIMCOでは、商業用不動産ローン、ローン・ポートフォリオの売却、不良債権、レスキュー・ファイナンスの分野において、潜在的な投資機会を見出しています。LTV比率（資産価値に対する借り入れ比率）が低くスプレッドに妙味のある質の高い資産は、投資家に恩恵をもたらす可能性があります。また、ネガティブな評価を受けるCMBSに、額面を大幅に下回る価格で投資することによって、高い利回りが期待できる場合もあります。
- 市場のボラティリティの上昇を受けて、パブリック/プライベート両方のデット市場とエクイティ市場において、相対価値の投資機会が浮上する見通しです。機動的に投資を行ない、パブリック市場とプライベート市場の間の価格差を投資機会として捉えるためには、グローバルな投資体制が適していると言えるでしょう。
- PIMCOでは、米国、欧州、アジア太平洋地域の住宅用不動産、物流、データセンターの各セクターに、大きな投資機会を見出しています。もっとも、これらのセクターは地域ごとに多様な形で変化していくと予想されます。

結論

足元のマクロ経済環境は困難であり、柔軟性、忍耐力、長期的な視点が求められます。投資家は不動産市場では、短期的には潤沢なデットの投資機会に注力しつつ、エクイティの分野では戦略的で忍耐強いアプローチを維持するべきであると、PIMCOでは考えています。長期投資を検討されている投資家にとっては、人口動態、デジタル化、脱炭素化などの長期的なトレンドから恩恵を受ける資産に焦点を当てたエクイティ戦略が、足元の景気サイクルにおいて付加価値の創出につながると考えています。



1. ジョーンズ・ラング・ラサール (JLL)、モルガン・スタンレー、CBRE
2. PIMCO、2023年3月31日現在
3. Green Street、2023年4月および5月現在

全ての投資にはリスクが伴い、価値は下落する場合があります。**住宅／商業モーゲージローンと商業不動産ローン**への投資には期限前返済、支払遅延、担保権執行（フォークロージャー）に関するリスク、損失リスク、サービシングのリスク、規制変更リスクを伴い、不良債権の場合にはそれらが高まる可能性があります。**不動産及び不動産に投資するポートフォリオ**の価値は、災害または収用による損失、地域経済または経済全般の状況の変化、需給、金利、固定資産税率、家賃に関する規制、都市計画法また運営費などにより変動します。**モーゲージ担保証券や資産担保証券**に対する投資は極めて複雑なものであり、金利水準の変化や繰り上げ返済リスクにさらされる場合があります。債務担保証券（CDO）などの**ストラクチャード商品**も極めて複雑な投資対象で、通常、高度のリスクを伴います。このような商品を投資対象とすることで、投資元本以上に損失が発生する可能性のあるデリバティブが含まれる場合があります。**プライベート・クレジット**は、流動性リスクを伴う可能性のある非公開有価証券に投資する可能性があります。プライベート・クレジットへの投資ポートフォリオにはレバレッジが利用される場合があり、投資の損失のリスクを増加させる可能性のある投機的な投資行動を伴うことがあります。

金融市場の動向に関する記述は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に適するという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、その見解は予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的としたものです。本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ビムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。

PIMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エルエルシーの米国およびその他の国における商標です。本資料の一部、もしくは全部を書面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。©2023年
(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味しその関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ビムコジャパンリミテッド 東京都港区虎ノ門4-1-28虎ノ門タワーズオフィス18階
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第382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