

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「The Decisive Eye
A strategic bulletin on issues and opportunities in European real assets」を基に、プリンシパル・
グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

Real Estate



The Decisive Eye

欧州不動産の課題と投資機会

◆ Issue #25 | Summer 2022



欧州のインフレと不動産：
投資家は期待を持てるが、警戒も必要



INDRANEEL KARLEKAR, Ph.D.

Senior Managing Director

Global Head of Research & Portfolio Strategies, Principal Real Estate

要約

コスト上昇圧力とウクライナ紛争に起因するエネルギー価格の高騰が重なり、欧州のインフレ率は過去最高水準を付け、1980年代初頭以来の高水準で推移している。

インフレ率の高騰が欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BoE）に金融引き締めに向けた圧力をかけ、リスク資産のボラティリティと見通しの不確実性を高めている。

長期にわたり低インフレに慣れてしまった投資家は、運用ポートフォリオの実質リターンを守るための選択肢を探しており、商業用不動産がそのための重要な資産クラスとみなされる傾向が強まっている。

ユーロ圏では商業用不動産市場に関する十分なデータが足りないため、その投資パフォーマンスとインフレ率の関係を断定的に特定することは難しい。ただし、住宅とインダストリアル（産業施設）がインフレに強いセクターであることを示す心強い分析もある。

インフレに対抗するためには、そのペースに負けない成長力のあるインカムの確保が鍵となる。それを踏まえると、投資物件の特性は、賃料上昇期待が高く、テナントの賃貸契約期間が一般的に短いタイプが有利だ。今後、投資家はこうした物件タイプを重視することが極めて重要になる。

商業用不動産が様々な経済環境に適応する万能な資産とはいわないが、投資家は選定する物件タイプ、テナント属性、賃貸契約体系を適切に組み合わせることでインカムの拡大につなげることができるため、高インフレへの対応において優れた投資手段であると思われる。



初めに

世界経済は1980年代初めにかけての第二次石油ショック以来の高インフレに見舞われており、金融政策当局は物価上昇が長引くのを避けるため、過去のインフレ時と同様に利上げで対応しようとしています。前例のないレベルの金融緩和の背景にあった安定して低いインフレ率に長期にわたり慣れきった投資家は、高インフレが長期化する可能性にどのように備えるべきかを思案しています。運用資産をインフレから守る投資対象候補の一つに、実物資産、特に商業用不動産が浮上しています。本レポートでは、欧州の商業用不動産の投資パフォーマンスとインフレ率の関係について調査し、投資家の皆様に有益な情報をお届けすることを目的としています。ユーロ圏では商業用不動産の市場データが十分ではないため、分析は若干限定されますが、英国に関する過去データから、インフレ率が長期間高止まりした場合に投資家が取るべき対処策について洞察が得られると考えます。

当社の分析によると、商業用不動産の投資パフォーマンスは高インフレ期にある程度、底堅く推移しますが、この背景には経済成長が伴う必要があります。重要なのは営業純収益（NOI: net operating income）が伸ばせることであり、その実現性は、物件タイプによって異なる賃貸契約の体系と期間ならびにテナントの不動産需要を支える要因の有無などに左右されます。物件オーナーの賃料決定力の観点からは、これまで景気循環の影響を受けにくい、構造的な需要ドライバーを持つセクターおよび物件が、インフレ局面において総じてアウトパフォームしました。インフレ率が長期間にわたって高止まりした場合、そのような「耐性のある」物件タイプへのエクスポージャーが大きい投資家ほど、パフォーマンスも良好となる可能性が高いことが示唆されます。

欧州のインフレ見通しは金融政策当局にとって引き続き課題である

エネルギー価格と食品価格にけん引されて、ユーロ圏のインフレ率は5月に過去最高の前年同月比8.1%に上昇し、英国のインフレ率もこれを上回る同9.1%となりました*。現在のインフレ圧力は、世界的なサプライチェーンの混乱に伴う供給不足によるコスト上昇圧力が主な要因です。労働市場の逼迫に伴う賃金の上昇と個人消費の拡大も、インフレの上昇圧力につながっています。また、ウクライナ紛争によって引き起こされたエネルギー価格高騰も物価に追加的な上昇圧力をかけ、インフレ率がコロナ危機前の水準に戻る時期の不確実性を高めています。長年の低インフレと中央銀行の金融緩和姿勢に慣れきった投資家にとって、インフレに耐性を有する資産クラスを追加することが急務であり、商業用不動産は大きな注目を集めています。

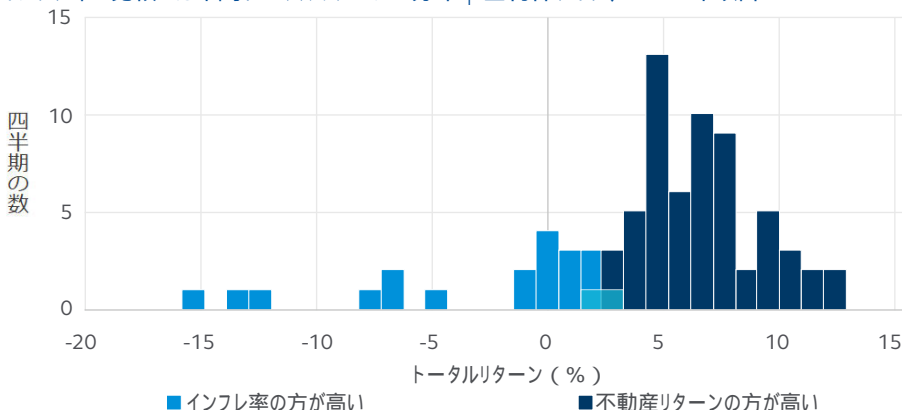
*ユーロ圏のインフレ率は1997年に算出開始。



不動産とインフレ率の歴史的な関係に関する経験的証拠はまちまち

欧州におけるインフレ率（消費者物価指数（CPI）で測定）と不動産投資パフォーマンスの関係性の分析は、十分なデータが不足していることから、その範囲が限られます。なぜなら、ユーロ圏の商業用不動産市場に関する入手可能なデータは、いずれも2001年以降のものであり、1980年代の高インフレ期を対象範囲としていないためです。従って、サンプルサイズは理想よりも小さいですが、当該データに基づけば、これまで81の四半期のうち61回、商業用不動産のパフォーマンス（トータルリターン）がインフレ率を上回った四半期が観察されています（2022年3月末時点）。この傾向は米英における同様の分析結果と一致します¹。逆に、商業用不動産のトータルリターンがインフレ率を下回った四半期は、景気後退に続いて商業用不動産価格の相場が下落した四半期に集中しています。

図表1: ユーロ圏の不動産のパフォーマンスとインフレ率の比較
インフレ率と比較した年間トータルリターンの分布 | 全物件タイプ、2001年以降



Source: Moody's, INREV Quarterly Index, Principal Real Estate, March 2022

2000年から2020年の期間に顕著なインフレが発生していない点において、ユーロ圏のインフレ率と商業用不動産の投資パフォーマンスの関係性の十分な検証はできません。実際、CPIと不動産のパフォーマンスの相関性分析は、2001年以降の両者間の緩い正の相関を示すに止まります。その中、住宅セクターは最も強い相関を示しており、この結果は、同セクターで一般的な短い賃貸契約期間とインフレ率との連動性の高い性質の賃料相場がもたらす特性を踏まえれば、それほど驚きではありません。

図表2: 欧州の不動産のパフォーマンスとインフレ率の相関、1年のタイムラグを設定

物件タイプ	相関
ホテル	-44%
オフィス	6%
産業施設	5%
リテール	2%
住宅	20%

Source: Moody's Analytics, MSCI-IPD, Eurostat, Q4 2021.

¹ 米国のプライベート不動産市場の分析からは、1980年までさかのぼる168の期間のうち147の期間でトータルリターンがインフレ率を上回ったことが示されています。米国の商業用不動産のトータルリターンがインフレ率を下回ったのは、1980年代末から1990年代初めにかけての貯蓄貸付組合（S&L）危機、あるいはグローバル金融危機の直後の期間でした。

上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

英国の1986年以降の不動産関連データからは、1986年から2020年までの期間に、全てのセクターでインフレ率と商業用不動産のリターンに統計的に有意な、よりはっきりとした関係性があることが示されています。英国でも住宅セクターで最も強い相関が観察されていますが、産業施設セクターやホテルセクターでも、インフレ率と有意な相関関係が見られます。

図表3：英国の不動産の月次パフォーマンスとCPIの相関
1986年－2022年

ラグ	全体	ホテル*	産業施設	オフィス	住宅**	リテール
0カ月	38%	36%	45%	32%	42%	30%
1カ月	35%	41%	41%	31%	44%	27%
2カ月	30%	45%	36%	28%	45%	23%
3カ月	26%	46%	32%	25%	47%	18%
6カ月	13%	42%	20%	15%	41%	4%

Source: Moody's Analytics, MSCI-IPD, Eurostat, Q4 2021.

*Hotel data starts Aug 2008.

**Residential data starts Apr 2014.

インフレ率と住宅および産業施設セクターの間に特に強い相関性があるのはなぜでしょうか。住宅セクターでは、おそらく相対的に短い賃貸期間が最も重要な要素であると思われますが、過去を振り返ると、当セクターは最近まで、機関投資家による保有割合が低かった点に注意が必要です。もっとも、英国の持家市場とインフレ率の間にも、1970年代から1980年代の高インフレ期を中心に、強い正の相関性が見られます（図表4）。住居は必要不可欠なものであるため、住宅需要は価格に対する弾力性が低いと推察されます。産業施設セクターとインフレ率の間に強い正の相関性があるのは、英国では同セクターにおける一般的なテナントの賃貸契約期間が（オフィスなどのセクターに比べて）相対的に短いため、物件オーナーが契約更新時に賃料を引き上げることができたことが背景にあると思われます。

図表4：他の資産クラスと比較した、英国の住宅セクターのインフレ率との相関性

英国のCPIとの相関性
月次データ（前年比、％）
1970年-2021年

EAFE*	-7%
ユーロ圏債券指数	-35%
英国平均住宅価格	20%

Source: Eurostat, Bloomberg, MSCIIIPD, UK Office for National Statistics (ONS), Moody's Analytics, Principal Real Estate, March 2022.

*Europe, Australasia, and the Far East.

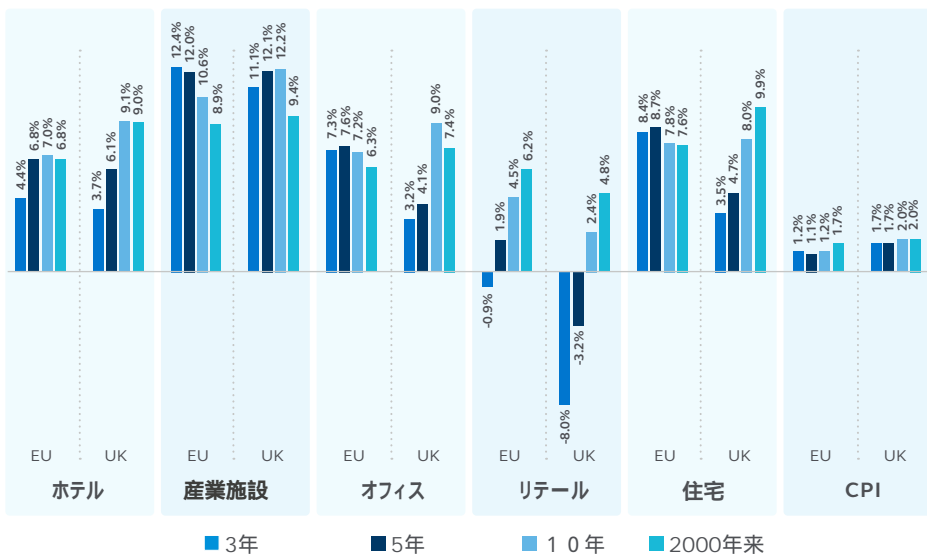
上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。



インフレに対するプロテクションでは、物件タイプの選択が重要

英国のデータが示すように、インフレ率を上回る賃料の伸びを実現できる適切な物件を保有すれば、投資家はインフレに対する優れた基礎的なプロテクションを得られるかもしれません。これは時代遅れな考え方にも思えますが、インカムを保全手段としての物件選択の重要性が強調される点でもあります。一例として、リテールセクターをオーバーウェイトしている投資家が、産業施設や住宅セクターへの投資と同様に効果的にインフレ率を上回るリターンを上げた可能性は低いと思われます（図表5）。

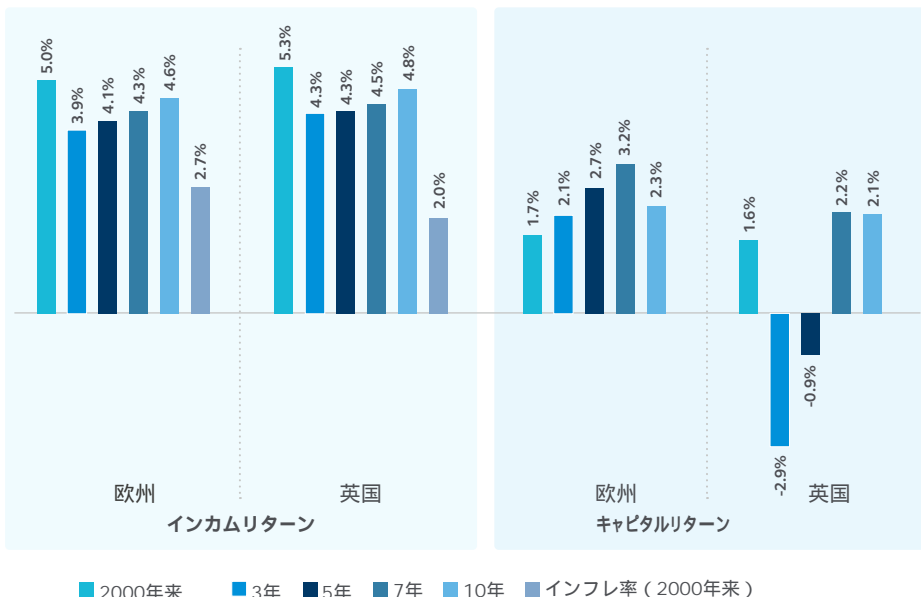
図表5：不動産のパフォーマンスとインフレ率の比較
2000年－2020年



Source: Moody's, MSCI, UK Office for National Statistics (ONS), Principal Real Estate, March 2022（現地通貨ベース）
上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

実際、インカム成長性は不動産投資の魅力度という点において重要です。欧州では2001年以降、インカムがトータルリターン75%以上を占め、トータルリターンに圧倒的に重要な貢献をしてきました（図表6）。

図表6：インカムとキャピタルゲインによる不動産のパフォーマンス
英国と欧州 | リターンの内訳、2001年-2021年



Source: Moody's, MSCI, UK Office for National Statistics (ONS), Principal Real Estate, March 2022（現地通貨ベース）
上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

インフレ耐性のあるポートフォリオの構築には、構造的に需要が底堅い物件タイプを追加する必要がある

世界は40年ぶりの水準のインフレに見舞われており、投資家は投資のインフレ調整後のパフォーマンスを守るために、不動産を含む実物資産に運用戦略の軸足を移しつつあります。ロシアへのエネルギー依存度の高い欧州は、ウクライナ紛争によるエネルギー主導のインフレショックの影響を最も受けます。欧州の商業用不動産のパフォーマンスとインフレ率のデータからは、緩やかな正の相関が確かに示されていますが、これらのデータには高インフレ期が含まれていません。英国のより長期のデータからは、住宅セクターを中心に、商業用不動産のパフォーマンスとインフレ率により強い相関があることがある程度裏付けられています。これは、テナントからの需要が構造的な成長要因にけん引される物件タイプは、インフレ率が平均水準を上回る環境下で将来の賃料収入を拡大させやすいことを示唆する重要な客観的データであると考えます。高インフレ環境の長期化によって景気が悪化した場合、景気循環型のビジネスやテナントの不動産需要は下方圧力にさらされる可能性が高いと思われます。

当社では、投資家は構造的に耐性のある複数の物件タイプと更新頻度の高い（賃上げ機会の多い）賃貸契約を組み合わせることで、今後数年間にインフレ率と同等かそれ以上に賃料収入が伸びる商業用不動産ポートフォリオの構築が可能だと考えています。図表7は、ポートフォリオを構築する際に投資家が検討すべき、インフレに対するプロテクションの強弱となり得る各セクターの特性を簡単にまとめたマトリクスです。

図表7：インフレと不動産
投資家が考慮すべき事項

物件タイプ	構造的需要	循環的需要	契約期間	インフレ連動	投資家需要
産業施設			中短期	強	強
オフィス			中長期	弱	まちまち
リテール			長期	弱	まちまち
マルチファミリー			短期	強	強
非伝統的物件タイプ			中期	強	強

Source: Principal Real Estate, June 2022.



結論

確実な手段ではないが、適切な組み合わせの商業用不動産ポートフォリオは、インフレに対する一定のプロテクションが得られると考えられる。

当社の欧州を対象としたインフレに関する分析は、セクターと物件の選別的投資およびテナントの賃貸借の期間と契約体系が、商業用不動産のインフレ調整後の投資パフォーマンスを左右する重要な要素であることを示しています。ユーロ圏の多様な経済と成長の原動力を踏まえれば、投資家はポートフォリオにインフレに対するプロテクション機能を追加するうえで、物件タイプと賃貸契約の適切な組み合わせを見出せるでしょう。商業用不動産は高インフレに対処する投資手段として決して完璧ではないものの、その運用において、テナント、物件、賃貸契約を戦略的かつ適切に組み合わせることは投資パフォーマンスを守るうえで有益であると考えます。

当戦略の運用は、弊社の海外グループ会社であるプリンシパル・リアルエステート・インベスターズが行っています。当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こり得る事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく変わる可能性があります。

About Principal Real Estate

Principal Real Estate is the dedicated real estate investment group within Principal Global Investors. Our real estate capabilities span the spectrum of public and private equity and debt investments. Our specialised market knowledge, dedicated and experienced teams around the globe, and extensive connections across all four real estate quadrants support our efforts to maximize opportunities and find the best relative value on behalf of our clients.

Top 10
global real estate
manager²

\$106.2 billion
in real estate assets
under management³

More than
60 years
of real estate experience⁴

² Managers ranked by total worldwide assets (net of leverage, including contributions committed or received, but not yet invested, REIT securities are excluded), as of 30 June 2021. "The Largest Real Estate Investment Managers," Pensions & Investments, 4 October 2021.

³ As of 31 March 2022. Includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates.

⁴ Experience includes investment activities beginning in the real estate investment area of Principal Life Insurance Company and continuing through the firm to present.

Risk Considerations

Past performance does not guarantee future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. 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. All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted. Investing involves risk, including possible loss of principal.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information 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.

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.

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 authorised 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.

リスクについて

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

【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。

投資形態に係る特有のリスク：

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

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

譲渡制限に係るリスク：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。

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

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）

以下の戦略については、投資一任契約に基づき、弊社が運用権限を委任されたお客様の信託契約口座から、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LPSレベルで、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 欧州コア不動産戦略
管理報酬	<p>コミットメント額に応じ、以下の料率※が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。</p> <p>5,000万ユーロ未満：1.10% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.00% 1億ユーロ以上1.5億ユーロ未満：0.90% 1.5億ユーロ以上：0.80%</p>
成功報酬	—
開発報酬	開発コスト（当戦略の投資持分に応じた金額）の0.50%
その他費用	<p>法務、会計、ファンド設立、運用、管理にかかる費用およびその他費用については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。</p> <p>また、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様に表示することができません。</p>

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：http://www.principalglobal.jp

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

広告資料：2330237
(EXP:2022/12/31)