

Inside Real Estate

A year of
known unknowns

Annual strategy outlook for 2021

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

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

Authors

Indraneel Karlekar, Ph.D.

Senior Managing Director, Global Head, Research & Strategy

Arthur Jones

Senior Director, Research & Strategy

Madhan Rengarajan

Senior Director, Research & Strategy

Jonathan Frank

Manager, Research & Strategy

Sarah Bogus

Manager, Research & Strategy

Jonathan Ling

Senior Research Analyst, Research & Strategy

主要テーマ

グローバル見通し：世界経済にとっての「ニューノーマル」。当社の基本シナリオでは、世界経済は回復の道を歩み続けると想定しているものの、行きつく先は広範囲に渡る可能性がある。先進国の正常化はワクチン接種普及後の2021年第2四半期に始まる可能性が高いとみられるが、世界的な集団免疫が確立するのはさらに先になるだろう。世界経済は今後数年間、「ニューノーマル」に対処していくと予想される。

生活、仕事、遊びの再定義。消費者や企業の新たな行動パターンの影響は、生活様式に密接に関わる資産クラスである、商業用不動産に最も顕著に表れる可能性が高い。パンデミックの発生を受けて、長年続けてきた行動パターンは急速に崩れたが、変化が構造的なものか循環的要因によるものかは、時間が経ってみないと分からない。

地政学的リスクは2021年の主要テーマ。パンデミックがもたらす不確実性に加えて、投資家は地政学リスクの悪化にもうまく切り抜ける必要があるだろう。重要なイベントとして、米大統領選、ブレグジット、進行中の米中貿易摩擦、イランに端を発するボラティリティ上昇の可能性が挙げられる。

グローバル化は一時停止か、恒久的な路線変更なのか。我々は1980年代に始まった世界経済のグローバル化の循環的なピークを目撃しているのかもしれない。多国間主義の終わりを宣言するのは時期尚早かもしれないが、地政学的なストレスに関連した短期的なシフトや混乱は起こるだろう。それでも、世界の貿易、資本、労働力の長期的なトレンドは、引き続きつながっていると願いたい。

テクノロジー：味方か敵か？知識集約型経済において、テクノロジーがこれほど強力に破壊的進化をもたらすと同時に成長の源泉となったことはないだろう。テクノロジーの応用がもたらす変化を総合的に理解することは、今後数年間の投資機会を検討し、最終的に特定する上で重要な視点になると考える。多くの労働者や企業が立地に対する選好を変更し始め、新たな成長機会が顕在化するに連れて、投資家は市場に対する評価基準を調整する必要があるだろう。

デジタルエコノミーがESGを加速する。デジタル経済の成長を受けて、多くのパフォーマンス指標の可視性が高まり、ビジネス企業や投資家に対しての透明性がかつてないほどこれまで以上に向上する可能性がある。環境・社会・ガバナンス（ESG）戦略と連携したより最適なデータ/情報/主要パフォーマンス指標によって、リスクと機会がより明確になるだろう。

パンデミックによって所得格差はさらに拡大。既に差し迫った問題だが、今回のパンデミックによって所得不均衡が大幅に拡大し、業務スキルや賃金の格差に注目が集まっている。大半のホワイトカラー労働者は生活への影響を最小限に抑えながら、オフィス勤務からテレワークに移行した。一方、スキルの低い労働者は失業率が高くなり、賃金下落率も大きく、ウイルスに感染する潜在的リスクが高いのは言うまでもない。

金融政策はハト派姿勢を強めているが、経済成長を促進する政策効果は薄れるかもしれない。金利が低水準を維持するかどうかについて疑いがあったとしても、パンデミックとそれに続く世界的な景気後退があっさりと消し去った。FRBを筆頭に世界各国の中銀は大規模な政策で反応し、短期金利をゼロ近傍に引き下げたが、景気浮揚への政策効果についての疑問は高まっている。

インフレかデフレか—いずれの結果でも対応が不可欠。インフレ動向については多くの議論や意見の相違があるものの、2021年以降はインフレが顕在化すると思われる。当面インフレ圧力が芽生えた兆候はほとんど見当たらない。長期的には、中銀はインフレ率の引き上げを促進し支援するのを明らかに公約しているが、疑い深い投資家を納得させる必要があるだろう。

不確実な状況下でのディフェンシブ投資戦略。2021年にかけて、当社は、特定の市場の長期成長によって裏付けられるディフェンシブ投資を選好する。需要の構造的変化は、当社の見通しに関わる不確実性を打ち消す役割を果たし、様々なニッチセクターにおける成長をもたらすだろう。

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

目次

4	第1章：
	グローバル見通しと主
	要テーマ
16	第2章：
	不動産タイプ別の見通し
32	第3章：
	4つの分野の相対価値
	に基づく戦術的投資機会
36	第4章：
	結論および投資機会



グローバル見通し

再構築される世界と「ニューノーマル（新常態）」



「人類の歴史」には、文明の流れが変わった瞬間が散りばめられています。歴史研究家が2020年を振り返った時、今回の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的流行）について、私たちの生き方、働き方、そして社会生活を一変させたまさに「ブラックスワン（事前にほとんど予想できず、起きたときの衝撃が大きい事象）」であるとのレッテルを貼ることでしょう。長期的な行動様式が恒久的に変化するかどうかはまだ明らかではありません。それでも間違いなく、パンデミックの当面の影響は、今後数年間にわたって持続すると思われます。

言うまでもなく、このことは2020年末時点の投資戦略の展望を描くのを困難なものにし、はるかに大きな不確実性の扉を開くこととなります。米連邦準備制度理事会（FRB）による政策枠組みの大幅な変更、リスク資産の価格発見機能の低下、4兆ドルに達し拡大している財政赤字、継続中の財政支援、米中間の貿易摩擦の悪化、長引く中東での不安定な動き、ブレグジットを取り巻く問題など、多くの要素が複合的に重なり合うことで、今後数カ月の動きは不安定かつ不確実なものになると予想されます。それでも、2021年見通しでは今後の不確実性に依拠することなく、2021年以降の世界経済と投資環境に影響を及ぼすとみられる関連テーマを特定します。

2020年の前進に積み重ね

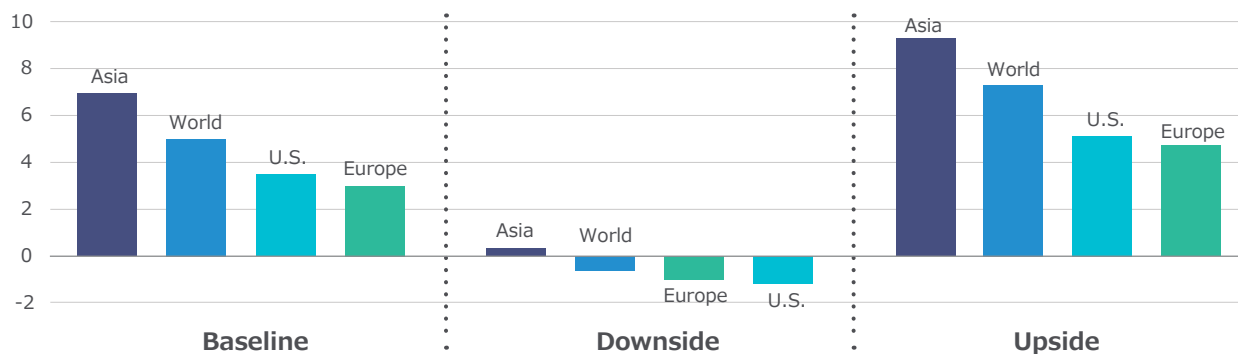
当社の基本シナリオの見通しでは、世界経済は回復の道を歩み続けると想定しているものの、行きつく先は広範囲に渡る可能性があると考えます。いくつかの前提を立てており、まず最初に、広範囲で長期にわたるロックダウン（都市封鎖）は世界的に実施されないと考えています。そうしたロックダウンは2020年上半期を特徴づけるものですが、経済活動に壊滅的な打撃を与えました。そうではなく、ワクチン接種による集団免疫が確立されるまでは、局所的・地域的なロックダウンが感染拡大への対応策として実施される可能性が高いと思われます。基本シナリオには、世界的な集団免疫が順調に確立するまでの明確なタイムラインは含まれていませんが、2021年初めには最初のワクチン接種が開始されると期待しています。上方シナリオと下方シナリオのカタリストは、感染レベルをめぐる両極端なものです。冬場に感染者数が急増すれば、抜本的なロックダウンを強いられ、より厳しい状況につながる恐れがあります。一方、感染封じ込めに成功した場合、多少前向きな見通しにつながりそうです（図表1）。

重要なポイント

当社の基本シナリオでは、世界経済は回復の道を歩み続けると想定しているものの、行きつく先はより広範囲なものとなる可能性があると考えます。

図表 1: コロナが2021年のグローバルシナリオを牽引

Annual real GDP growth | Percent



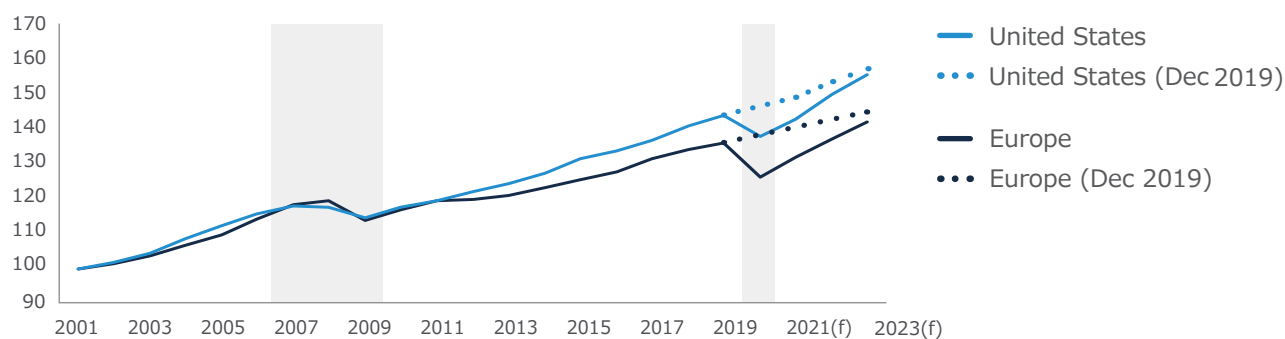
Source: Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, October 2020

米国と欧州：基本シナリオは景気回復だが、下振れも警戒

欧州と米国がパンデミックを阻止するために大規模なロックダウンを実施したことから、2020年上半期のグローバルおよび各国の経済成長率は急低下し、ピークから底までの落ち込みはそれぞれ10%と15%となりました。図表2は、コロナ前と現在では、経済成長率予想における連続性が途絶したことを示しています。幸いなことに、企業活動への深刻な打撃、雇用の喪失、中小企業の倒産は、グローバルな金融崩壊をもたらし得る長期的影響を資本市場に及ぼすには至りませんでした。迅速な財政・金融政策によってパンデミックの最悪の影響は阻止、または少なくとも軽減され、現時点で米国と欧州は経済の急激な悪化ではなく、緩やかな回復に向けた状況にあります。

図表 2: 短期間の不況だが、多くの生産が失われた

Real GDP level index | Index, 2001 = 100



Source: Moody's Analytics, Principal Real Estate Investors, October 2020

重要なポイント

前向きな見通しを持っているものの、有効なワクチンが承認され、ワクチン接種が広く普及するまでは、経済回復への道のりは一直線ではなく、不確実性に満ちていると現実的に考えています。

欧米に対する基本シナリオは、ウイルス感染の根本的解決策であるワクチン接種が普及するまでの間、感染者数が安定的に推移し、大規模なロックダウンが実施されないことを前提としています。また、追加の財政刺激策に向けた政治的意向が弱い一方で、中央銀行の強力な政策支援が継続されると予想しています。企業や消費者も経済活動の継続に必要な適応をしていると思われますが、今後数四半期の間には局地的なロックダウンの実施が見込まれます。今後の道筋を予想する上で、米国は先進国における世界的な景気回復を主導するのに良好なポジションにあると言えます。米国はFRBの政策と財政政策が協調している点が大きなプラスである一方、ユーロ圏では加盟各国が独自の政策を行っています。また、欧州各国は回復に向けて財政収支を調整する必要がありますが、米財務省とFRBは紙幣増刷により連邦政府の債務を資金調達できます。ただし、これは現在進行中のインフレに関する論議に拍車をかける可能性があります。

第3四半期の成長率が大きく回復したことで、米国の2020年GDP成長率はマイナス4%強になると予想されるのに対して、欧州は新規感染者数の急増を受けてマイナス6%近くに落ち込む見込みです。前向きな見通しを立てているものの、有効なワクチンが承認され、ワクチン接種が広く普及するまでは、経済回復への道のは一直線ではなく、不確実性に満ちていると考えています。長期の潜在成長率の水準に戻る前に、これまでに失われた生産量の一部埋め合わせにより今後2年間の米国経済成長率は平均で3.5～4.0%になると予想しています。一方、欧州では回復への道のは長く、より強い逆風も考えられます。

「ハードブレグジットはない」との前提において、2021年のGDP成長率は3%、2022年は小幅ながらさらに加速すると予想しています。欧米ともに見た目の成長率は上昇していますが、今後数四半期の間は、経済は依然としてコロナ前を下回った水準にとどまるという事実には変わりはありません。英国の経済見通しについては、ブレグジットをめぐる不確実性に加えて、ウイルス感染拡大に伴う打撃に直面し続けるサービスセクターへの依存度の高さを踏まえると、さらに困難なものとなりそうです。そのため、2021年の英国は相対的に経済面で他国に出遅れると予想します。

ウイルス感染の再拡大が、下方シナリオのきっかけになる

秋冬シーズンに感染者数が大幅に増加するか、ワクチンの実用化が遅れば、下方シナリオ実現のきっかけとなります。全国規模のロックダウンは概ね回避されているにもかかわらず、2020年第4四半期に成長は鈍化し始めています。下方シナリオでは、雇用者数の増加は伸び悩み、個人消費は減少するため、小売業者や企業にさらなる圧力が加わります。各国中銀は追加の信用手段を補強し、追加的な財政支出措置が実施される可能性が高くなります。国債利回りは過去最低を更新し続けると見込まれ、信用ストレスは世界金融危機（GFC）の水準に匹敵する可能性があります。回復ペースが減速する結果、先進国では景気の二番底を付け、回復局面が先延ばしになると推測されます。

感染者数の減少や医学的状況の改善は、より明るい見通しにつながる

それとは反対に、ウイルスの封じ込めが成功し、医学的状況が改善されることが、上方シナリオの柱となります。消費者信頼感が急上昇し、企業は営業再開や従業員の職場復帰に向けて動き出すことができます。第4四半期の生産量は好調を維持し、労働市場の回復は続き、コモディティ価格は堅調に推移するとともに信用不安も薄れます。長期債利回りは上昇する可能性が高いものの、中銀が極めて緩和的な政策スタンスを変えることはない予想します。GDP成長率の回復が加速し、GDPギャップは2021年末までに以前の水準に戻るとみられます。

欧米ともに見た目の成長率は加速していますが、今後数四半期の間は、経済は依然としてコロナ前を下回った水準にとどまると予想します。

選挙の年は見通しを不透明にするか？

米大統領選に関連した手順は全てきちんと文書化されており、通常の選挙年であれば波乱は生じません。しかしながら、2020年は通常の選挙年ではなく、健康や安全性の懸念から極めて多数の期日前投票と郵送による投票が

行われました。本稿執筆時点では、バイデン前副大統領が当選に十分な選挙人を獲得し、共和党が上院を掌握しているようです。共和党と民主党では政策目標が大きく異なるため、経済成長や商業用不動産のパフォーマンスに対する影響を予測するのは困難ですが、リスク資産は議会と政権がねじれ状態にある時に、これまで良好なパフォーマンスを上げる傾向にありました。選挙結果が経済の成長軌道に直ちに

に影響したことはほとんどないことを指摘しておきます。むしろ、潜在的な労働力と生産性が成長の方向性を決める傾向があります。最も大きな影響は、需要と消費のパターンを変え得る政策の転換（両党間で大きな違いが見られます）を通じて生じます。選挙の結果が2021年のシナリオに大きな影響を及ぼすとは考えていませんが、トランプ大統領／バイデン前副大統領のいずれの候補者・政党が勝利するかによって、経済の長期的な方向性が変化するかもしれません。両党の政策路線とそれが経済成長と商業用不動産セクターに長期的に与え得る影響について、図表3にまとめました。以下の政策課題の多くは上下両院を1つの政党が支配するか超党派での幅広い合意が必要であり、最近の政治情勢では後者がまれであることも認識しています。

図表 3: 米国大統領選挙のシナリオと潜在的な影響

政策課題	バイデン	トランプ
COVID-19	連邦レベルでの協調性のある取り組み；2021年半ばまでにワクチン実用化	州主導の取り組み；2021年半ばまでにワクチン実用化
気候変動	クリーンエネルギー・イニシアティブ；政府出資企業に対する重点の強化；パリ協定	一層の規制緩和
インフラ投資	クリーンエネルギーとインフラを対象とした2兆ドル規模のファンドを政権第1期中に設定；国内でのR&Dに3000億ドルの投資	米国のインフラに投資；全米規模の高速無線ネットワークの構築
財政政策	より積極的	消極的
金融政策	変更なし	変更なし
税制	高額所得者に対する増税；2018年の企業に対するトランプ減税の撤回	全般的なさらなる減税
移民政策	移民の増加と不法移民の市民権取得のためのロードマップの構築；DACA（親と一緒に来た若者の強制送還の猶予措置）の温存	不法移民から納税者の税金による社会保障制度を守る；DACAの廃止
外交政策	同盟国との多角的/協調的なアプローチを主導；中国との戦略的な競争；環太平洋パートナーシップ協定（TPP）の修正	一方的なアプローチ；中国と距離を置く政策の継続
ヘルスケア	オバマケア；パブリック・オプションのヘルスケアプラン；薬価引き下げ；メディケア適用年齢の65歳から60歳への引き下げ	オバマケアの廃止；薬価引き下げ；医療保険料の引き下げ；全ての既往症をカバー
労働政策	連邦最低賃金を時間当たり15ドルに引き上げ、今後は平均時給と連動；組合設立の連邦としての権利の確立と公共セクターの労働者の団体交渉権の確立	製造業の雇用を中国から取り戻す
連邦財政	より進歩的なプログラムに対する支出の増加；増税；財政赤字の拡大	支出水準の維持；減税；財政赤字の拡大
影響		
雇用市場	自力で回復	自力で回復
貿易	より開放的な政策を受けて貿易は増加；関税の引き下げ/廃止	関税引き上げと貿易戦争の継続；海外からの製品輸入の減少
経済成長	短期的には緩やか；長期的には緩やかで息の長い景気拡大局面の素地が整う	パンデミックの終息を前提に、短期的には高成長の可能性；長期的な成長率は鈍化
資本市場	政策メッセージは安定へ；ただし企業に厳しい税制やより進歩的な政策課題を背景に、成長は鈍化	ボラティリティの高い状況の継続；全体的にやや良好なパフォーマンス；基盤となる経済との乖離が拡大
商業用不動産	短期的にはプライベート市場における魅力的な価格の出現；ESGや人口動態上のテーマに重点を置いた長期的な力強い成長が持続可能な成長をもたらす；海外からの良好な資本フロー	短期的な安定；資本市場で調整が起きた場合の価格低下リスク

Source: Principal Real Estate Investors, October 2020



生活、仕事、遊びの再定義

不動産は生活様式に密接に関わる資産クラスであるため、人々の新たな行動パターンの影響は、不動産に最も顕著に表れる可能性が高いと思われます。パンデミックの発生を受けて、買い物といった日常的な習慣から公共交通機関に至るまで、従来の人間の行動パターンは急速な混乱に陥りました。健康や安全性に対する懸念が日常生活の中で最重要視されるようになり、あらゆるタイプの不動産に波及的な影響を与えています。例えば、オンラインによる食料品の購入は、倉庫や冷蔵保管施設の需要急増につながりました。ウイルスの感染拡大に対する医学上の根本的解決策であるワクチン接種が世界中で実用化するまでは、足元の状況が人々の行動を左右し、商業用不動産のあらゆる側面に影響する「ニューノーマル（新常态）」であると考えた方が良くかもしれません。

投資家にとっての課題は、行動の変化が構造的なものなのか、それとも健康や安全を意識した一時的なものなのかを見極めることです。後者であれば、パンデミックが終息すれば元に戻る可能性があります。その解釈は多岐にわたるため、投資家の間でも意見が分かれている模様です。例えば、中心業務地区（CBD）に所在するオフィスへの投資は、ある投資家にとっては回避すべき対象かもしれませんが、別の投資家にとっては大きな投資機会になる可能性があります。投資家の認識もバリュエーションの決定要因となり、市場や物件タイプによって大きく異なると思われます。従って、構造的な変化と景気循環的な変化を分けて検討するとともに、投資戦略を明確にすることを推奨します。

新型コロナウイルスに対する医学上の根本的解決策であるワクチン接種が世界中で実用化するまでは、足元の状況が「ニューノーマル」であると想定するのが安全かもしれません....

地政学リスクは悪化する状況

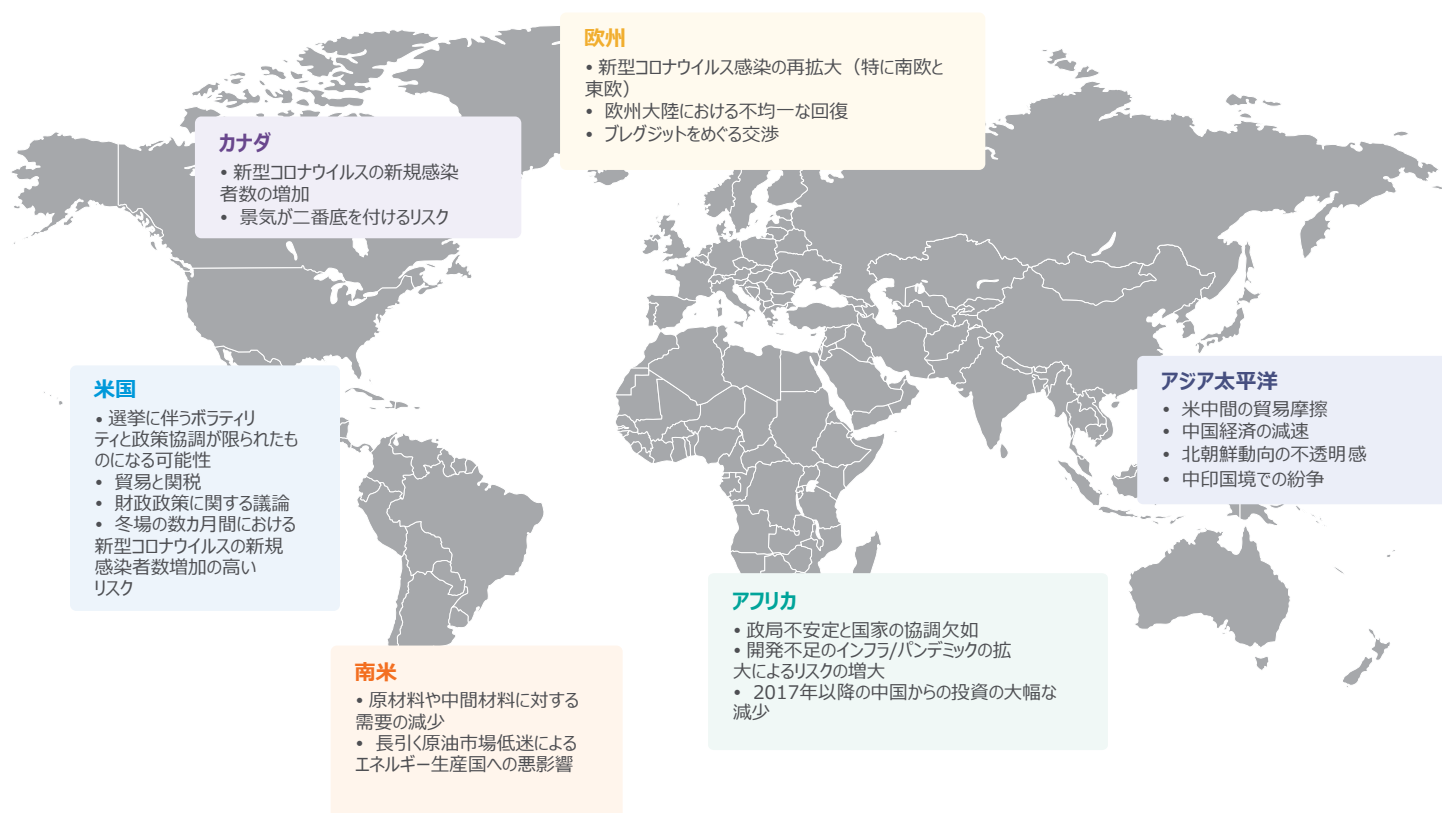
投資家はパンデミックに加えて、中銀の政策効果に対する懸念の高まりと並んで、今後数カ月の間に地政学リスク、国家レベルのリスク、およびグローバル化におけるリスクをめぐる不確実性の高まりを乗り切る必要があります（図表4）。興味深いことに、米大統領選とブレグジットは、ナショナリズム、グローバル化、そして国境を越えた貿易と協調の黄金時代は終焉を迎えつつあるといった、基調的な構造的テーマと結びついています。

米中の貿易摩擦は、波及効果による二次的打撃をもたらす恐れがある、もう1つの現在進行中の地政学リスクです。中国のソーシャルメディア企業であるTikTokにまつわる一般的な出来事は、こうしたストレスが企業にどのように影響し得るかを示す好例です。大統領選挙の結果にかかわらず、米中間の貿易と知的財産権に関する緊張はここ数年で急激に悪化しており、今後も弱まることはなさそうです。グローバル化に終止符が打たれるとは考えていませんが、今後数年間は同盟関係の変化やパートナーシップの再構築の可能性が高くなっています。そのため、投資家は、歴史的な関係や投資戦略への影響についての見直しに準備すべきであると考えます。

重要なポイント

グローバル化に終止符が打たれるとは考えていませんが、同盟関係の変化やパートナーシップの再構築の可能性が高くなっています。

図表4: 投資家が検討すべき世界の主な地政学リスク



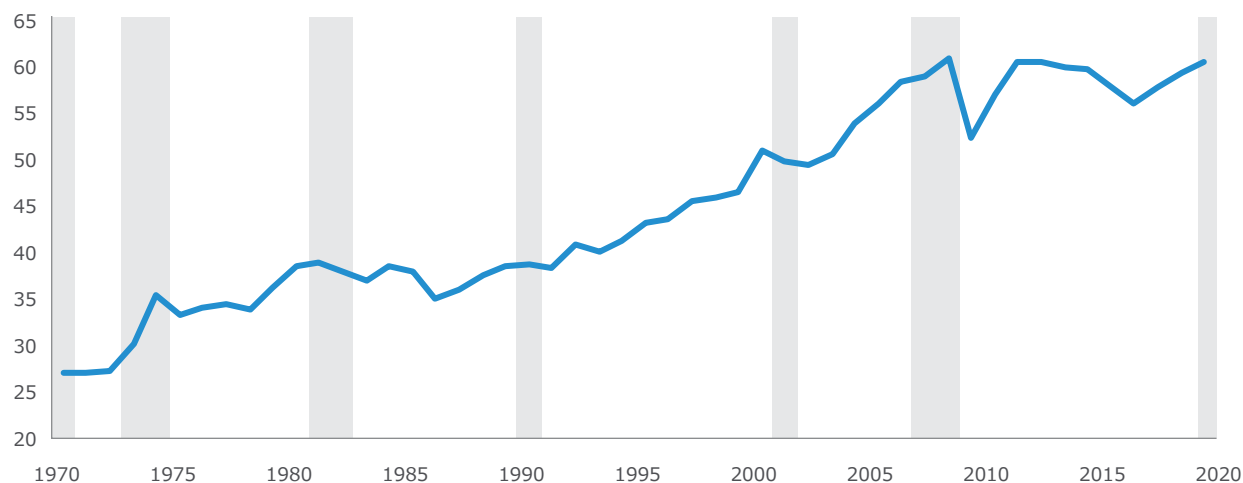
Source: Principal Real Estate Investors, October 2020

グローバル化は一時停止か、恒久的な路線変更か

米中間の貿易摩擦は、地政学的ストレスの高まりから派生した1つの結果と言えます。これは、1980年代に始まった世界経済のグローバル化の循環的なピークかもしれません（図表5）。多国間主義の終わりを宣言するのは時期尚早かもしれませんが、地政学的なストレスに関連した短期的なシフトや混乱は起こるでしょう。それでも、世界の貿易、資本、労働力の長期的なトレンドは、引き続きつながっていると願いたいと思います。さらに、グローバル化は一面的なものではなく、多層的な現象です。世界の貿易フローに一時的な混乱が生じる公算は大きいものの、過去数十年にわたって徐々に構築されてきた関係が突然終わるとは到底考えられません。一方、地域的、あるいはより小規模な貿易圏が誕生する可能性はあります。不動産投資家は、貿易、テクノロジー、人的資本など、需要の世界的要因に対するエクスポージャーを綿密に分析し、関係性がどのように変化するかを見極める必要があります。賢明な分散戦略には、投資家が新たなグローバル貿易関係の台頭に合わせて、潜在的な変化を受け止める姿勢が求められるでしょう。

図表 5: グローバル化はピークを迎えた？

World trade as a percent of GDP



Source: World Bank, Principal Real Estate Investors, October 2020

グローバル化は資本とテクノロジーをめぐっても展開しており、これらは不動産投資家にとって同様に重要な意味合いを持ちます。どちらも地政学やナショナリズムの影響を受けています。しかし、不動産が提供する相対価値と利回り追求の継続的な動きを背景に、グローバルな資本市場と国境を越えたフローが先進国を中心に、効率的に機能し続けると確信しています。グローバル化の混乱の可能性は否定できないものの、必ずしも労働力の移動という長期的トレンドに大きな変化があるとは思っていません。当社は、ブレグジットのように市場に変調や問題をもたらしかねない、短期的な混乱に注意しています。そうなれば、グローバル化の混乱を受けて、層の厚いグローバルな人材プールに依存する都市のオフィスや商業施設への需要が軟化する恐れがあります。とは言え、長期的に見れば、グローバルな労働力の移動は依然として、成長とイノベーションの重要な決定要因であると考えます。

テクノロジー：味方が敵か？

テクノロジーは常に破壊的な進化をもたらす主役であり、パンデミックの最中でもより大きな変革を推進する役割を担っています。テクノロジーと不動産の関係に再び注目が集まっており、不動産業界は小休止して再評価することを迫られています。以前にも「DIGITAL（人口動態の変化、イノベーション、グローバル化を軸とするドライバー）」¹ 戦略で強調したように、イノベーションとテクノロジーは不動産の利用方法を継続的に作り替えていくと思われます。テクノロジーのグローバル化には政府の介入と規制の強化も伴っており、今後も軽減するとは考えにくい状況です。位置データなどの不動産投資家に大事なデータのモニタリングと活用方法も、規制の影響を受けるかもしれません。

人間の行動変化への対処法を企業と労働者が評価する中で、テクノロジーの影響は市場全体で均一にはならないと思われます。このことは、商業用不動産にとって重大な疑問を投げかけています。すなわち、これまで多様な労働力や産業を引き付けてきた都市部からの構造的シフトが起きるのか、ということです。産業と労働力の確立されたネットワークを持つ世界的なゲートウェイ都市は、従来、商業用不動産投資において中心的ポジションを占め、過去のサイクルを通じて成長と再生の好循環を生み出してきました。知識集約型経済において、テクノロジーがこれほど強力に破壊的な進化をもたらすと同時に成長の源泉となったことはありませんでした。多くの労働者や企業が立地に対する選好を変更し始め、新たな成長機会が顕在化するに連れて、投資家は市場に対する評価基準を調整する必要があります。テクノロジーの応用がもたらす変化を総合的に理解することは、今後数年間の投資機会を検討し、最終的に特定する上で重要な視点になると考えます。

デジタルエコノミーがESGを加速する

デジタル経済の成長を受けて、多くのパフォーマンス指標の可視性が高まり、ビジネスや投資家に対しての透明性がこれまで以上に向上する可能性があります。その結果、該当する大量の情報を背景に、市場はESGイニシアティブによる影響を測定・評価することが可能になっています。このようにパフォーマンスデータの取得が容易になったことで、世代間の富の移転、社会的・経済的不安、気候変動、さらにはパンデミックなど、市場を動かす多くの要因が鮮明になりつつあります。これを受けて、職場でも家庭でも、サステナビリティと社会ガバナンスについての議論が活発化しています。

想像に難くないことですが、デジタル経済と大量の情報は、現時点では回答よりも多くの疑問を投げかけています。そのため、多くの物件オーナーや投資家は、これらの施策、新たに浮上した規制、コンプライアンス基準の最終的な価値を評価し、情報が高速で共有される市場においてリスクをどのように軽減するかを検討しています。デジタル経済はデータ分析と組み合わせることで、投資家が気候変動リスクを理解し、ステークホルダーとの対話やステークホルダーの満足度を判定し、再生可能エネルギーの価格優位性を把握し、規制リスク（2050年までに温室効果ガス排出量を削減するという欧州グリーンディール・コミットメントなど）を理解するのに有用です。このデータを使って不動産投資に及ぼす重要な影響を測るには多くの作業が必要となりますが、その基礎は現在構築されつつあります。

重要なポイント

デジタル経済はデータ分析と組み合わせることで、投資家が気候変動リスクを理解し、ステークホルダーとの対話やステークホルダーの満足度を判定し、再生可能エネルギーの価格優位性を把握し、規制リスクを理解するのに有用です。

¹ DIGITAL refers to key long-term growth drivers centered around demographics, innovation, globalization, infrastructure, and technology that Principal has identified as metrics of long-term market outperformance.

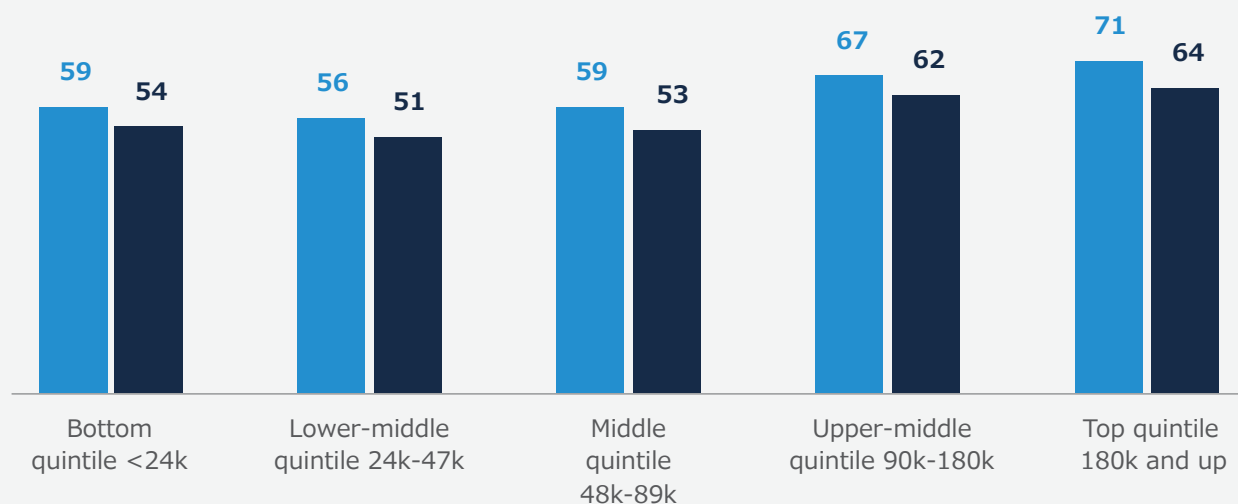
パンデミックによって所得格差はさらに拡大

今回のパンデミックによって経済的・社会的不均衡が大幅に拡大し、業務スキルや賃金の格差が浮き彫りになっています。大半のホワイトカラー労働者は生活への影響を最小限に抑えながら、オフィス勤務からテレワークに移行することができました。一方、スキルの低い労働者は失業率がはるかに高く、ウイルス感染にさらされる機会も多くなっています。ブルッキングス研究所の調査では、スキルと賃金にこのような際立った格差があることについて、米国の富裕層が低所得者よりもソーシャルディスタンス（社会的距離）をいかに確保できているかを提示しています（図表6）。

米国の富裕層は低所得者よりもソーシャルディスタンス（社会的距離）を確保できています

図表 6: 富裕層はソーシャルディスタンス（社会的距離）を確保

- 店舗や飲食店などの公共の場に行くのを避けている割合
- 家族や友人との集まりなど、少人数での集まりを避けている割合



Source: Brookings institute, March 2020

幸いなことに、企業に対する刺激策や一時帰休のインセンティブは、コロナ危機の期間中に低所得世帯に支援を提供してきました。しかし、知識集約型経済は引き続き、恒久的な下層階級である賃金交渉力や所得の伸びがほとんどない労働者を生み出しています。過去の実績データによると、富全体が大幅に増加した一方で、所得格差は過去10年間で悪化しました。スキルや教育による賃金の差は大きく、政治介入や再分配を求める圧力が強まっており、今後数年で増税が実施される可能性が高くなっています。このような所得格差の拡大は一部の不動産分野にとっても重大な意味合いがあります。

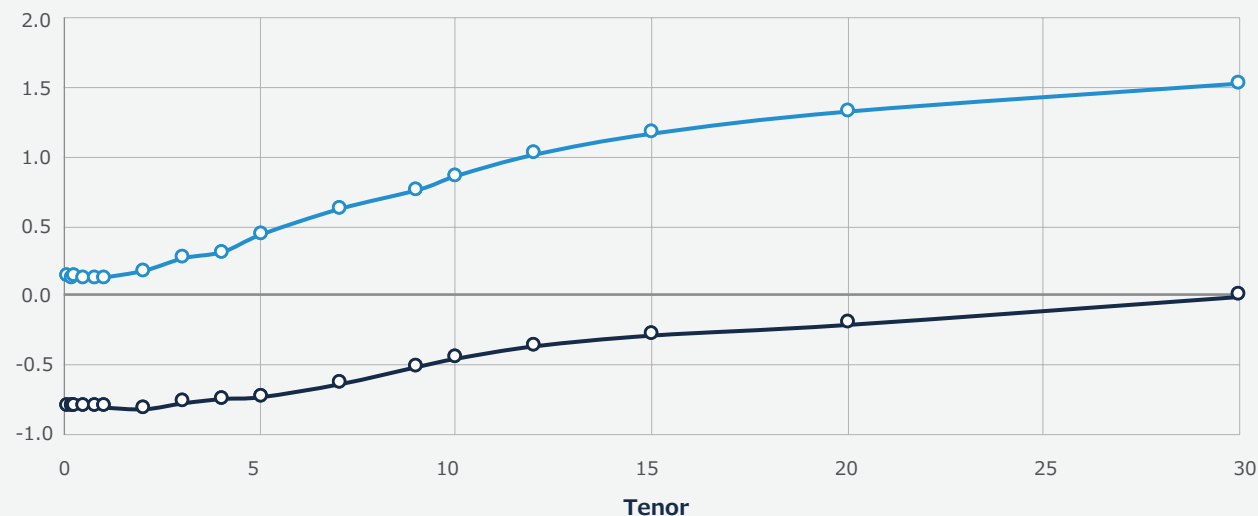
金融政策－低金利は成長の契機となるか

低金利の継続について疑問があったかもしれないが、パンデミックによってあっさりと消し去られました。FRBの低金利継続への明示的な方針転換は、各国中銀の対応と引き続き足並みが揃っています。中銀の政策は、追加財政支援に消極的な政治的意向を考慮して、パンデミックの最悪の影響を緩和するために全面的に展開されています。図表7から見て取れるように、フォワードカーブはすべての年限にわたり金利が低水準を維持すると市場が予想していることを示しています。しかし、パウエルFRB議長が最近のコメントで指摘したように、進行中の回復を下支えするのに金融政策だけでは十分ではないとの懸念を強めています。消費と総需要の伸びを支えるためには、財政政策と金融政策による協調的な対応が必要であるとFRBは示唆しています。

図表 7: フォワードカーブは、より長期にわたる低金利を示唆

—○— U.S. one-year projection —●— Europe one-year projection

Forward curve projections | Yield, percent



Source: Bloomberg, October 2020

短期金利が安定すると負債コストを低く抑えられるため、不動産エクイティ投資家にとって大きなメリットとなります。特に投資家が軟調を予想する相場では、レバレッジが再び高くなることさえあるかもしれません。逆にイールドカーブのスティープ化は、将来の成長の兆候として不動産にとっても明るい材料となる可能性があります。好立地の物件やリースされている物件をめぐる競争は激化し、強力なスポンサーが存在することで、デット投資家がリターンを達成するための環境は厳しくなると思われます。一方で、インフレ率が上昇する可能性があることを踏まえ、楽観的見方に対しては注意を喚起しておきます。FRBは、インフレ率が目標の2%を一定期間オーバーシュートすることを望む意向を示しています。

インフレかデフレか – いずれの結果でも対応が不可欠

インフレ動向については多くの議論や意見の相違があるものの、2021年以降はインフレが顕在化すると思われます。FRBはインフレ率を上昇させる意図を公表しており、それが議論を活発にさせています。議論の俎上にある主要要素として、米国と欧州における約4兆ドル規模の空前的財政刺激策が挙げられます。中銀のバランスシートもすでに大幅に膨らんでいます。中期的には、こうした資産購入、財政支援、ドル安が輸入品・サービスを中心に消費者物価に上昇圧力をかけ、実質賃金を押し下げる恐れがあります。これは過去において、大型の財政出動と金融緩和策が打ち出された後には貨幣の流通速度が上昇するため、インフレが加速したと整合すると言えるでしょう。² マネーサプライは2月以降、すでに欧州で10%近く、米国では20%以上増加しています（図表8）。しかし、足許でインフレ圧力が芽生えた兆候は限られています。コモディティ価格はインフレ圧力の一部を反映していますが、エネルギーセクターは陸運・空運ともに関連の燃料需要が弱く、消費者物価指数（CPI）上昇率は目標を下回ったままです。

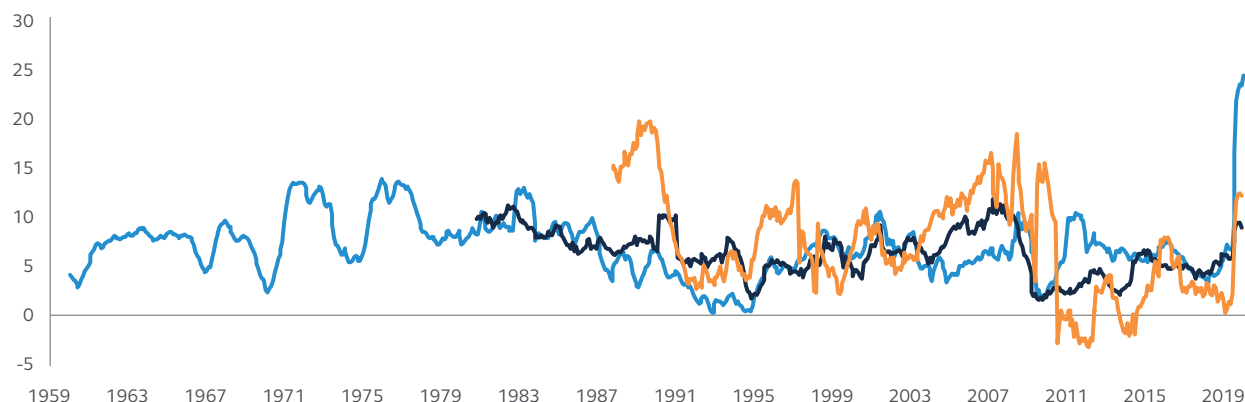
重要なポイント

もしインフレが本当に経済成長に起因するものであれば、その影響は賃料の伸びや入居者の動向にプラスになると考えられます。

図表8: コロナ後、中銀によるマネーサプライは増加

Change in M2 money supply | Year-over-year percent change

— U.S. — Europe — UK



Source: Federal Reserve Economic Database, Bank of England, European Central Bank, October 2020

² Milton Friedman wrote, "Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon." According to the widely accepted monetarist view, inflation occurs because there is too much money available to buy the same amount of goods and services produced in the economy. This view can also be represented by the "quantity theory of money," which relates to the general price level, the total goods and services produced in a given period, the total money supply, and the speed (velocity) at which money circulates in the economy.

インフレにまつわる不確実性にもかかわらず、中銀は政策を介して長期的に高いインフレ率に戻したいと考えていると思われます。不動産投資家にとって、様子見のアプローチは対応としては十分ではないかもしれません。むしろ、インフレ・プロテクションを提供する可能性のある資産を予め分析し、追加することが有益と考えられます。当社の視点では、インフレが本当に経済成長に起因する場合、その影響は賃料の伸びや入居率の動向にプラスになると考えます。このシナリオでは、宿泊施設、集合住宅、そして高品質のオフィスからの収入の伸びはインフレ率と同等かそれ以上と予想します。産業用不動産も、テナントが長期的な追い風の恩恵を受けているため、アウトパフォームが見込まれるでしょう。一方、インフレ率の上昇が力強い成長を伴わない場合（例えば、何らかの形態のスタグフレーション）、長期的に居住用住宅物件のようにディフェンシブかつ賃貸収入の確保が可能な不動産タイプを選好します。

// インフレ・プロテクション
を提供する可能性のある
資産を予め分析し、
追加することが有益と考
えられます。

//



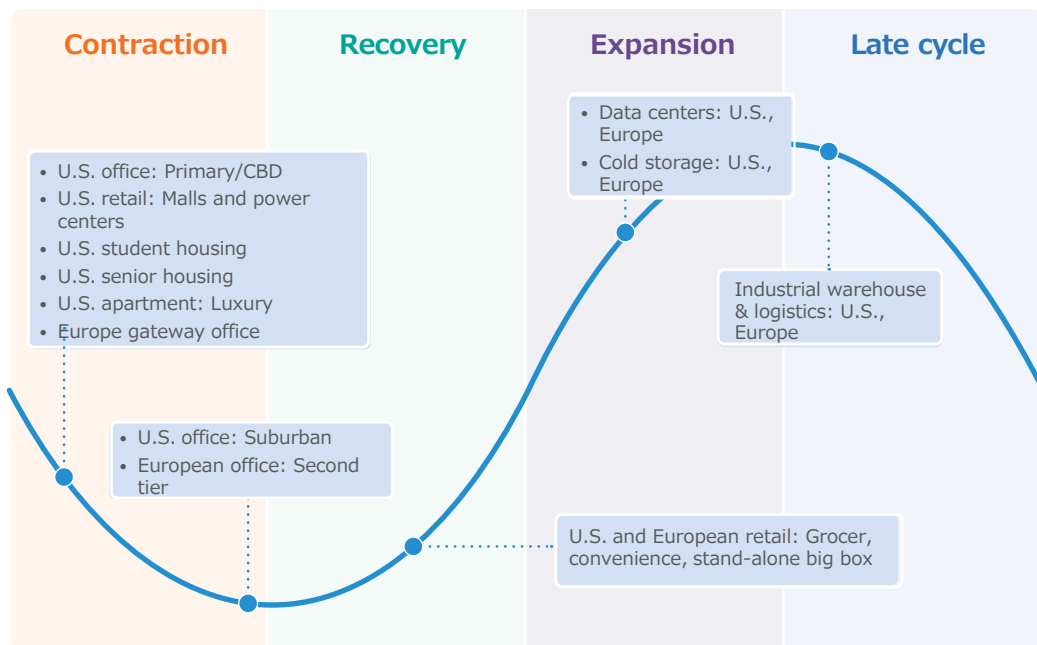
不動産タイプ別の見通し



10年間に及ぶ好調な入居率の上昇は、ウイルスのパンデミックの結果、急ブレーキがかかりました。これまでのところ、消費者や企業に対する政府の大規模な財政支援プログラムや、影響が顕在化するまで時間差があるという性質により、テナント市場の苦境は限定的でした。幸いなことに、パンデミック前の場所の貸し出し市場は総じて順調で均衡状態にあったため、賃料の調整に際して物件オーナーにある程度のクッションを提供できました。また、最近のサイクルにおいて上場市場やプライベート市場では妥当なバリュエーションを前提とした節度あるローンの引き受けが行われており、資本市場に対するシステミック・リスクの懸念も低下しています。

当社の基本シナリオでは、継続的な回復を背景に、すべての不動産タイプにわたりテナント市場が大規模な混乱に陥るとは想定していません。ただし、有効なワクチンが実用化されなかった場合の行動パターンの変化に対してテナントが引き続き脆弱な物件タイプでは、厳しい状況が予想されます。従って、ソーシャルディスタンスの確保などのウイルス対策の影響を最も受ける不動産タイプの稼働率は、最も深刻な難題に直面すると予想します。図表9は、主要物件タイプの不動産サイクルにおける位置を俯瞰したものです。

図表 9: 主要物件タイプの不動産サイクルにおける位置



Source: Principal Real Estate Investors, October 2020

集合住宅：過去、現在、そしてコロナ禍

重要なポイント

オフィスの閉鎖または最小人員での使用、さらにパンデミック関連の規制によってアメニティ施設が使用できなくなったことを受けて、都市部に所在する物件に対する賃料のプレミアムは、一時的ではあると思われますが、見られません。

2020年に入った時点で集合住宅セクターは、10年間に及ぶ空前の需要を受けて順調でした。同セクターはゲートウェイ市場を中心に、恩恵を受けていましたが、それは住宅価格の急上昇に対して家計所得の伸びが緩やかであるため、多くの世帯にとって住宅保有が経済的に持続不可能な状況だったためです。中間価格帯および値ごろ感のある一戸建て住宅の慢性的不足によって、賃貸住宅は安定していました。また、人口動態の変化を反映して、ベビーブーマー世代は特にアメニティ施設が充実した都市部において、持ち家から賃貸住宅に移行し始めていました。すなわち、コロナ禍前には、集合住宅セクターでは投資家と入居者の両方の需要がありました。とは言え、パンデミックの性質上、ある程度の警戒が必要であるほか、投資家は立地に対する嗜好の変化、最近の住宅保有率の上昇、世帯形成の減速の可能性について注視する必要があると思われます。

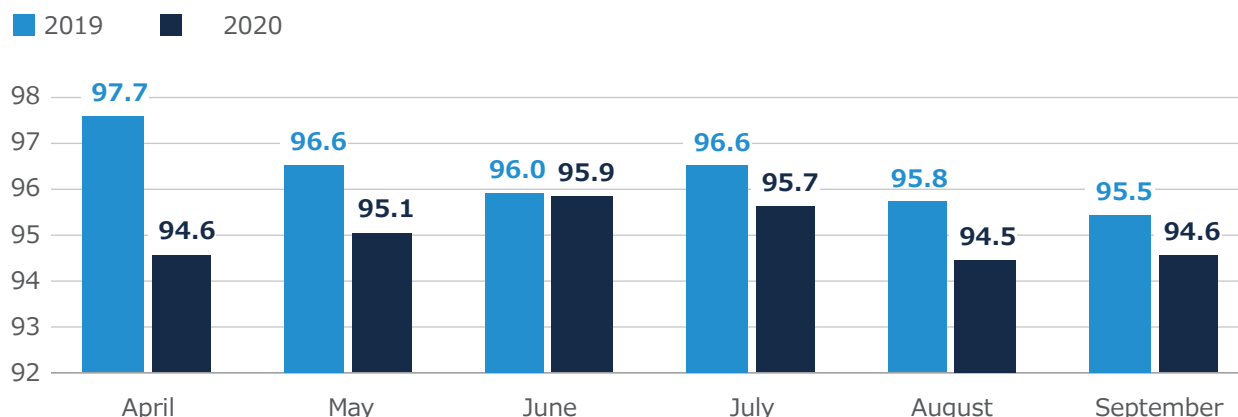
集合住宅は、ソーシャルディスタンスを確保するための厳格な措置に加えて、ホワイトカラー労働者のテレワークの増加によ

り、特に大きな影響を受けています。多くの都市部の集合住宅において不可欠な要素となってきた競争力の高いアメニティ施設は、プレミアムが乗った家賃の要因でしたが、パンデミックの影響で利用できなくなっています。長い間、充実したアメニティが重視されてきた都市部の生活はもはや評価されず、一部の賃貸世帯は健康と安全性への懸念やより広い居住空間を求めて、可能であれば郊外への移転を希望しています。このような賃借世帯のライフスタイルの急激な変化は、集合住宅の将来についての重要な議論を促しています。

パンデミックに伴う失業率の上昇は、賃借世帯と物件オーナーにとって最も大きな問題です。賃借世帯を保護することを目的とした国や州の規制が一時的に施行されましたが、まだ家賃回収の大きな障害にはなっていません。米国（CARES法）と欧州（復興基金）の大規模な財政支出プログラムは、直接支給と失業給付の拡充という形で、必要とされていた支援を提供しました。その結果、集合住宅の賃料回収率は、景気回復によって政府のプログラムの必要性も薄れることが期待される中で、かなり堅調に推移しています（図表10）。欧州では各国レベルでさらなる支援が実施されましたが、ウイルス感染の新たな波が経済活動を脅かし、困難な状況が続いています。そうした中、財政状況が健全な一部の国では、財政面で他の国よりも余裕があります。

図表 10: 政府の景気刺激策による、賃料回収率の伸び

Percentage of rent payments made by end of month



Source: National Multifamily Housing Council, October 2020

「さらば都会、 こんにちは郊外」?

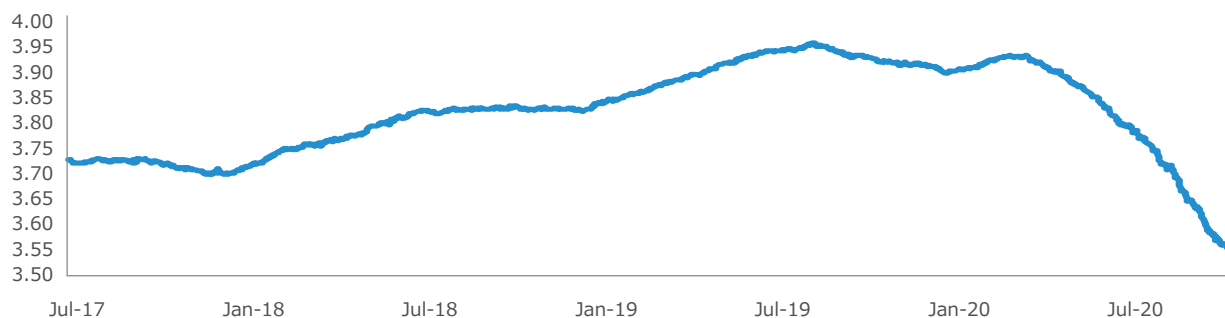
過去10年間に多くの人々が都市、特に大規模な都市部に流入しました。これは多様な労働市場、効率的な公共交通機関、そして多くの社会的・文化的なアメニティ施設が利用可能なことが誘因となりました。ところが今や、オフィスの閉鎖または最小人員での使用、さらにパンデミック関連の規制によってアメニティ施設が利用できなくなったことを受けて、都市部に所在する物件に対する賃料のプレミアムは、一時的に避けられているようです。その結果、これまでになく多くの労働者がオフィスの立地に関係なく住みたい場所を選択できるようになりました。これらの労働者の大多数は高収入のホワイトカラーの就業者であり、目下かつてないほど移動性が増しています。こうした大変化に直面している都市部の主要賃貸住宅市場の例として、サンフランシスコが挙げられます。サンフランシスコでは、多くの企業が従業員に対して少なくとも2021年までは職場復帰を再開しないと通知しているため、賃貸世帯が流出し、需要が郊外にシフトするという当初の影響が見られました。一夜にして住宅は転貸され、賃料は下がり始めました（図表11）。コストを

気にする必要がないため、こうした労働者は荷物をまとめ、家族の近くやより手頃な価格の住宅がある地域に移っています。

立地条件に加えて、賃貸世帯は在宅勤務環境に対応するために、より広い居住空間を求めて移転しています。従来、ワンルームやワンベッド・ルームの物件は都市部では非常に人気がありましたが、ホームオフィスやジムなどの最新設備が賃貸世帯の間で高く評価されています。この点も、コストとスペースの面で郊外の立地が最も優れているため、都市部対郊外という議論を再び活発化させています。郊外への人口流出に関する確定したデータはまだありませんが、ミレニアル世代が新たなライフステージを迎え、嗜好が一戸建ての持ち家を好む方向に変化する中で、注目する価値がありそうです。実際には、都市部から郊外への移動は一時的で、企業が従業員を職場復帰させる判断をすれば、直ちに元に戻る可能性があります。その意味では、これは堰を切ったような動きではなく、多くの賃貸世帯による試行的な動きと言えるかもしれません。

図表 11: サンフランシスコのアパートの賃料が圧迫されている

San Francisco daily asking rent per square foot | \$



Source: CoStar, October 2020

戦術的な不動産投資機会

短期的には、人口が密集する都市部のゲートウェイ市場は、軟調なテナント需要から悪影響を受けると予想しています。長期的には、価格の値ごろ感が引き続き制約になる公算が大きいと思われます。当社は当面、都市部の低迷の恩恵を受けそうな、ユニットサイズの大きな住宅が所在する郊外の立地を選好します。政策的な支援が可能な市場では、労働者向け住宅を対象とした戦略の策定も考えられます。さらに、価格の大幅下落が見られた場合、学生住宅など循環的な需要による打撃を受けた物件や、中核的な立地にある高級施設を備えた高齢者向け住宅などにも機会が生じるかもしれません。バリューアッド型やオポチュニスティック型の戦略を追求する投資家には、2021年末に都市部の物件を買い戻すことも選択肢となり得そうです。



インダストリアル：長期的な需要要因は健在だが、バリュエーションを注視

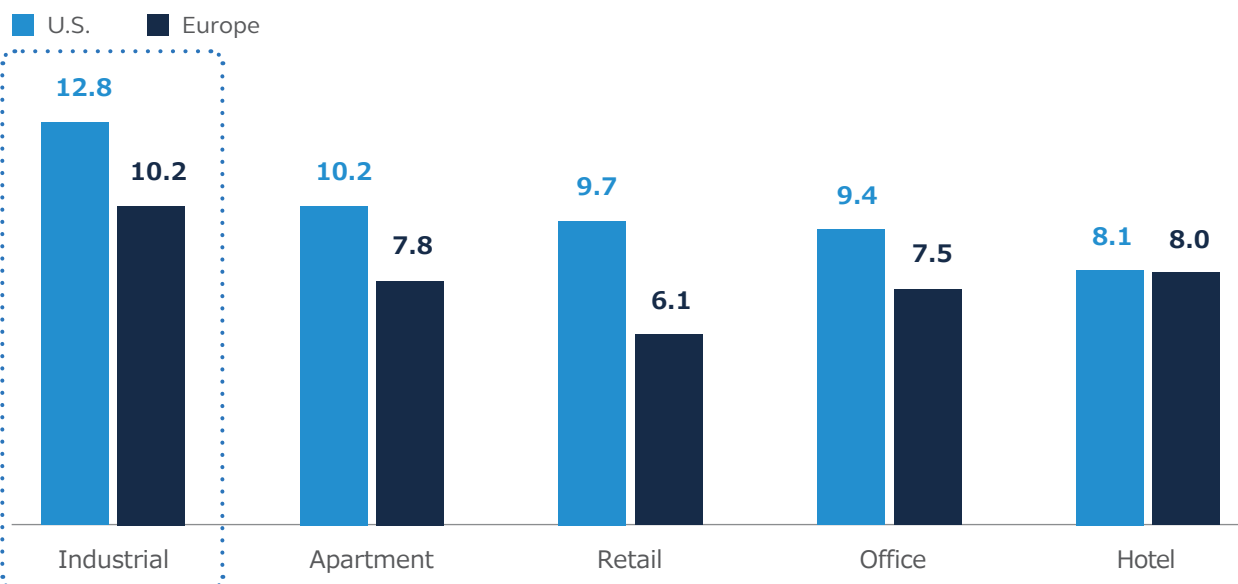
産業施設セクターは過去10年間、あらゆる不動産タイプの中で間違いなく最も好調なセクターとなっており（図表12）、この間、良好なマクロ経済のトレンドと当社の「DIGITAL（人口動態の変化、イノベーション、グローバル化を軸とするドライバー）」戦略のテーマを追い風に、最も優れたベータ投資戦略を提供してきました。産業施設セクターはパンデミック発生前から既に持続的トレンドから大きな恩恵を受け、中でもEコマースが需要の強い追い風となっていました。キャンプファイアの薪にガソリンを注ぐかのように、パンデミックがEコマースの普及を加速させただけでなく、データセンターや低温保管施設などのニッチ分野の需要を押し上げています。

重要なポイント

産業施設セクターはパンデミック発生前から既に持続的トレンドから大きな恩恵を受け、中でもEコマースが需要の強い追い風となっていました。

図表 12: 産業施設セクターは過去10年間にわたり好調

Trailing 10 year return, 2009 – 2019 | Average annual total return, percent



Source: NCREIF-NPI, MSCI-IPD, October 2020

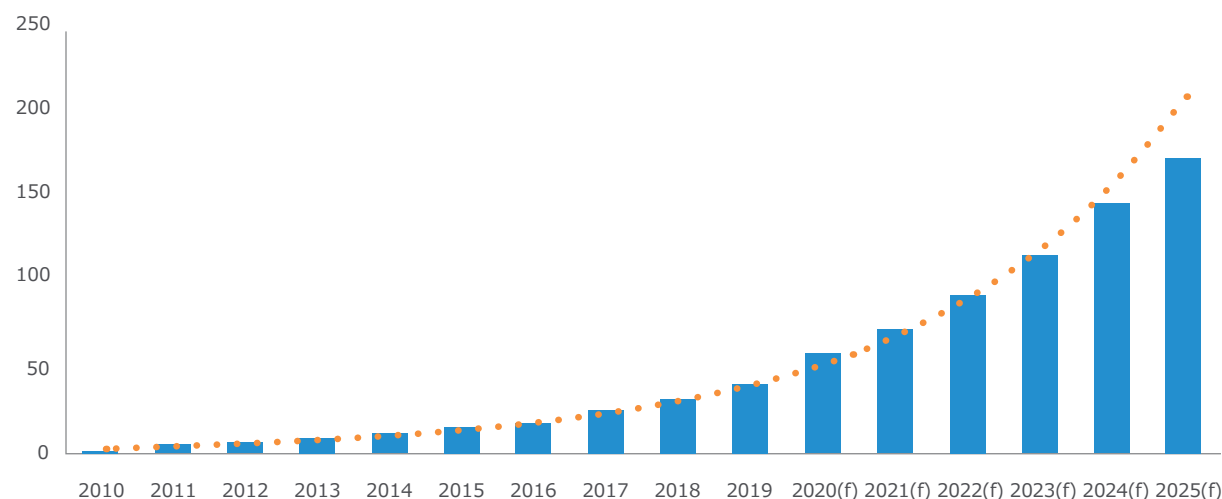
コロナ前の長期トレンドの一部は、産業施設セクターにとって引き続き有効であると確信していますが、コロナ後の新たな行動様式が維持されそうです。例えば、Eコマースの長期成長はコロナ禍の影響を受けておらず、むしろパンデミックが物流施設やEコマース関連の倉庫に対する需要をさらに押し上げています。Eコマースに牽引された産業用倉庫の需要を通じて、バリューとクオリティというテーマが浮上しています。経済やウイルス感染をめぐる不確実性が高い状況にあって、Eコマースは消費者需要に対する安全かつコスト効率的でタイムリーな業務へのニーズを解決しています。オンラインで同じ商品を購入できるのであれば、消費者は実店舗に向かいわざわざ感染リスクにさらす理由はありません。これまでに、Eコマースの普及が特に進んでいるのは、生活必需品の小売りです。

健康と安全性に対する懸念が、データセンターや冷蔵保管倉庫に対する急激な需要を副次的に生み出しており、これらのニッチな不動産タイプは産業施設セクターの中で一段と存在感を強めています。数百万人に上るホワイトカラー従業員がテレワークで勤務することに伴い、急速にテクノロジーがスケールアップする能力をデータセンターが促進しています。医学上の解決策であるワクチンが実用化されれば、従業員の職場復帰が予想されますが、一定の柔軟な働き方が継続され、長年にわたりデータセンター需要は維持される可能性が高いとみられます。図表13に示すように、データに対する世界的なニーズは急激に増加し続けています。

Eコマースに牽引された産業用倉庫の需要を通じて、バリューとクオリティというテーマが浮上しています。

図表 13: データに対する世界的なニーズは急増

Worldwide volume of data | Zetabytes



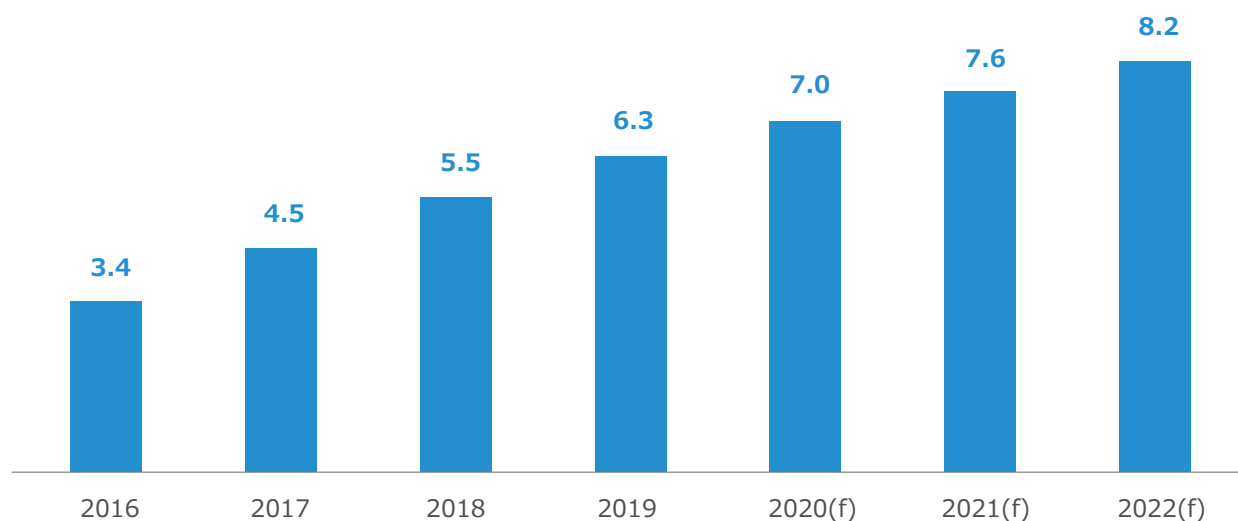
Source: International Data Corporation (IDC), 2018

パンデミック以降、消費者は実店舗での買い物を減らすためにオンラインでの食料雑貨の購入を受け入れており、こうしたオンライン購入の急増を受けて、冷蔵保管施設が食品サプライチェーンにおいて一段と重要な要素となり、消費者と企業双方のニーズに対応しています。需要が景気にかかわらずかなり硬直的な冷凍食品の伸びは最近まで安定推移していましたが、パンデミックの特異性と対面販売に対する懸念を受けて、需要動向は急速に変化しています。図表14に示すように、米国消費者の食品雑貨のネットスーパーの利用が急ピッチで広がっています。食料雑貨に牽引された冷蔵保管の急拡大が構造的なものか、目下のコロナ禍に関連しているものかはまだ不明です。答えはその中間にあるとみられ、一部の消費者は可能になれば再び対面での買い物に戻でしょう。とはいえ、冷温保管に対する需要を持続的に押し上げるのに十分な構造的変化も起きています。

パンデミックの特異性と対面販売をめぐる新たに浮上した懸念を受けて、需要動向は急速に変化しています。

図表 14: ネットスーパーの利用

Online share of total U.S. grocery spending | Percent

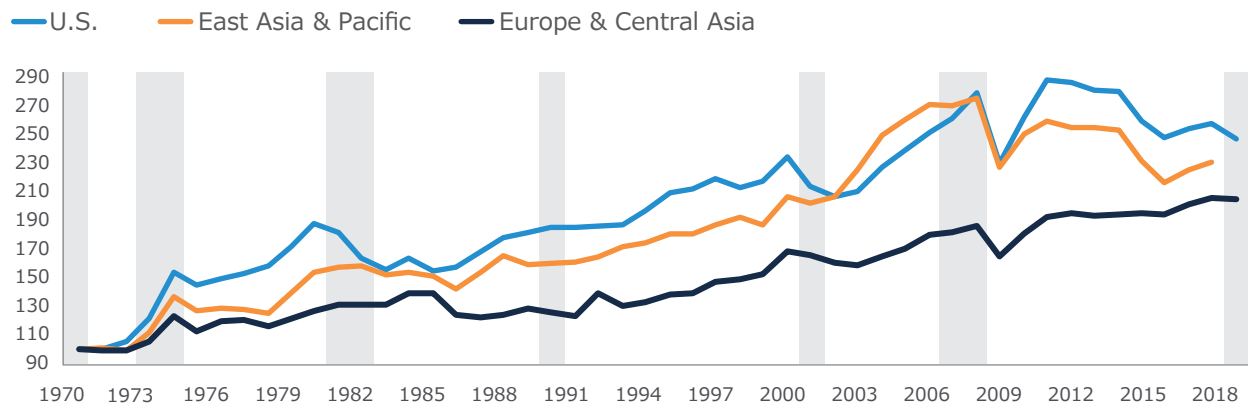


Source: Brick Meets Click Online Grocery Shopping Surveys, 2016-2019, Brick Meets Click Market Forecasting Model

構造的要因と循環的要因の組み合わせが産業施設セクターに有利な環境を生み出していますが、投資家が注視すべき潜在的な警告サインについても指摘しておきます。産業施設セクターのアウトパフォームを受けて、引き続き大量の資金がこのセクターに流入しており、安定稼働物件を中心とした投資戦略の実行は、一段と困難になっています。コアの産業施設物件の価格は、投資家の関心が高いゲートウェイ市場でとりわけ好調です。また、一部市場における投資家の投資意欲と需要動向のミスマッチに注視するべきでしょう。パンデミック発生の前から、米国の産業施設のスペース市場のファンダメンタルズは悪化の兆しが見られましたが、この背景には、物件開発の急増と世界的な貿易摩擦を主因とする需要減退がありました。例えば、米国の対中輸入額は2019年同期比50%減少しており、これはウイルス感染拡大による当初のシャットダウン（経済活動の停止）が一因となっているものの、保護関税と米中政府間の貿易摩擦も影響しています。世界貿易自体も停滞局面に入っており、進行中の貿易摩擦から過度に影響を受けそうな市場については、低迷の可能性に注意することを推奨します。

図表 15: 世界貿易は停滞局面

Trade as a percentage of GDP | Index, 1970 = 100



Source: World Bank, October 2020

戦術的な不動産投資機会

従来型の産業施設は引き続きアウトパフォームしており、長期かつ循環的な需要要因から十分に下支えされています。ただし、同セクターへのエクスポージャーを求めて流入し続ける大量の資金を踏まえ、安定したコア物件を取得できるビルド・トゥ・コア（長期保有を目的とする）型のアプローチを推奨します。さらに、顕在化しつつある長期トレンドを活用する手段として、データセンターや冷蔵保管施設など産業施設セクター内のニッチ分野にも注目しています。

現在、パンデミックによる大規模な混乱が産業施設セクターに有利に作用している模様ですが、テナント環境が長期的にどのように変化するかは未知数です。向こう数年間の人々の行動変容とそれが需要に及ぼす影響を注視することを強く推奨します。富裕層が多い人口密集地域を抱える沿岸部の大型市場付近の産業施設市場が、引き続き最も優れたパフォーマンスを上げるのでしょうか。それとも、より分散化された市場構造に移行し、従来見過ごされてきた市場で産業施設に対する需要が創出されるのでしょうか。テクノロジーの進展により、今後立地の重要性は低下するのでしょうか。連邦政府あるいはおそらく州レベルの財政見通しなど、他の要素も産業施設の投資機会を特定する上で、極めて重要になるでしょう。これらの問題をめぐる不確実性については、産業施設の確固たる基本的需要見通しを相殺して検討する必要があるでしょう。投資機会は間違いなく生み出されるものの、2021年以降は市場環境を巧みに乗り切るためのスキルも求められます。

商業施設：今後も問題は山積ながら、価値を精査することにより選別的な投資機会を見出す可能性も

重要なポイント

「イーターテイメント（テーマ型レストラン）」関連の飲食店は、ソーシャルディスタンス規制やロックダウン措置に対してビジネスモデルが簡単には適応できないため、深刻な打撃を受けている。

商業施設セクターは2020年を足元が心もとない状態で迎えた後、パンデミックから大打撃を受け、影響はかなり広範囲に及ぶ恐れがあります。商業施設はオフィスセクターと並んで、極めて経済活動と生活に密接な関係がある不動産タイプであり、客足の持続に大きく左右されます。一部の業態では底堅さの兆候を示しているとはいえ、現在の環境は商業施設セクター全般に引き続き重大な課題を突き付けるとみられます。構造的な業態の違いと小売店舗の密集度の低さから、おそらくユーロ圏の見通しは米国より多少良好であるものの、英国は米国と同様に多くの問題に直面しています。

商業施設セクターは構造的に、生活必需品を中心としたEコマースの普及拡大と小売企業における資金繰りの悪化という、主に2つの逆風を受けて低迷してきました。米国では、2016年にピークを迎えた小売実店舗の大幅な過剰供給により、こうした構造的な問題が増幅され、小売企業の相次ぐ破産が大型ショッピングセンターへの下押し圧力となってきました。

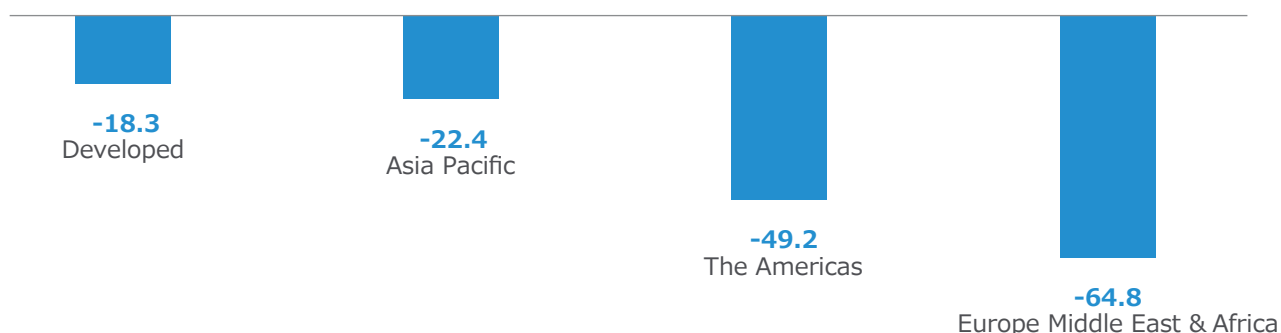
2019年末までに、これらの大型商業施設の場所貸し市場と資本市場のファンダメンタルズは、Eコマースが着実に浸透する中で大幅に悪化しました。欧州では、大型商業施設に対する打撃は顕在化が遅れているものの、今やテナントの経営悪化の兆候が表れており、英国でも米国と同じ様に圧力が増えています。幅広い市場に共通しているのは、多数の多国籍企業や地元密着の事業者が賃料の軽減を求めていることと、さらなる店舗閉鎖の発表です。

投資家の懸念は高まっており、公開/未公開市場データともに、生活必需品の小売テナントを抱える大型ショッピングセンターを中心に、今後大きな信用ストレスが襲ってくるかもしれないことを示唆しています。リアル・キャピタル・アナリティクスのデータによれば、2019年初めから米国の不動産取引額は減少しており、2019年は前年比25%減となった後、コロナ禍によるシャットダウンを受けて、足元では前年比70%減のペースで推移しています。欧州でも2020年上半期の取引額は前年同期比37%減少しました。米国の大型モールの民間鑑定評価額は10~12%減少しています。

欧州の大型小売店は今年これまでのところ、ホーム&日用品の販売増を追い風に評価額の低下幅は最小にとどまっています。ただし、公開市場でのシグナルから推測すると、プライベート不動産投資家にとってさらなる価値の喪失が示唆され、ダメージの解消には至っていないようです（図表16）。

図表 16: 公開市場におけるプライベート不動産のリターン

1-year REIT total return | Percent

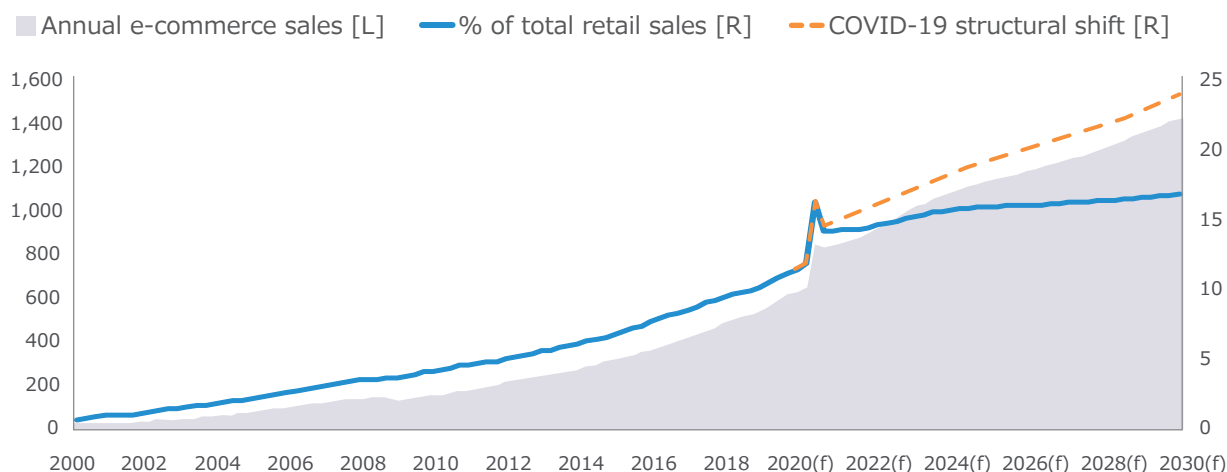


Source: FTSE EPRA NAREIT, September 2020

健康と安全性に対する価値と利便性が最優先される局面にあって、実店舗を運営する小売企業は高コスト構造が喫緊の課題となっています。ECマースは構造的な追い風から既に恩恵を受け、明らかな勝者となっていますが、オンライン販売の低い利益率を踏まえると、現在のECマースへの急速な移行が恒久的なものなのか、一時的な動きなのかは不透明です。そうは言っても、オンラインショッピングは消費者が最も必要な時期に割安な価格で安全かつ利便性の高い選択肢を提供しており、価格の透明性とダイナミック・プライシング戦略もECマース企業の大きな強みです。パンデミック前は小売売上高の90%近くを実店舗が占め、ECマースの普及率は今後10年間で15%以上になると予想されていましたが、米国ではパンデミックが消費者の行動を変容させたことで、25%以上に上振れする可能性が浮上しており、英国でも同様の傾向が見られます（図表17）。

図表 17: ECマースの急速な普及拡大

E-commerce sales | \$ Billions [L], Share of sales, percent [R]



今般ヒットしていた「コト売り」志向の小売形態は、パンデミックの影響を大きく受けています。イータータイム（テーマ型レストラン）関連の飲食店は、ソーシャルディスタンス規制やロックダウン措置に対してビジネスモデルが簡単には適応できないため、深刻な打撃を受けています。一部の小売企業はこうした規制下でも業態を維持するために取り組んでいます。例えば、映画館運営会社はモールの駐車場の空スペースに移動式スクリーンを設置し、観客がソーシャルディスタンスを確保しながら映画鑑賞できるようにしており、音声は携帯電話のアプリを通じて視聴し、モールのフードコートからデリバリーを注文することも可能です。また、空きスペースを「ゴースト」すなわちバーチャルキッチンに転換し、レストラン運営会社に対してテイクアウトやデリバリーの需要増に応じた調理スペースを提供している小売企業もあります。バーチャルキッチンは、食事スペースは提供せず、テイクアウトでフードを提供する、レストランを簡素化したモデルです。ただし、こうした形態では小売企業が構築し依拠してきたフルサービスを補完できず、その意味では、最終的に多くの物件オーナーの経済状況を抜本的に支援するとは考えにくいです。

一方、全ての小売業が失われたわけではありません。Eコマースの普及拡大やコロナ禍でも、食料雑貨店主体の店舗やコンビニ、ディスカウントストアなどの業態は安定的に推移しています。全ての小売形態がオンラインショッピングに対して、一様に脆弱でないのは確かです。国際ショッピングセンター協会

(ICSC) によれば2016～2018年の3年間に、ディスカウント百貨店では顧客の総支出額の平均96%（各業態の中で最高）が店舗によるものでした。自動車部品、食品/飲料のカテゴリーはEコマースの普及率が最も低く、アパレル、ファッションアクセサリは20%以上です。欧州のコンビニおよびディスカウントストアは底堅さを維持しており、市場における膨大な多様性を踏まえれば、引き続き妥当な売上げを達成しています。また、従来型小売企業は、顧客に対する価値提案の向上や存続をかけてより大胆な戦略の検討を通じて対応を図り、デジタルプラットフォームに多額の設備投資を行い、注文の履行と配送機能を拡充しています。実店舗小売企業も競争力の維持とデジタルプラットフォーム・実店舗間での売上げ増を目的に、積極的に全方位チャネルの基盤を拡張しています。ICSCの2019年レポート「The Halo Effect II」によれば、アパレルのオンライン購入者の62%が店舗での商品受け取りを希望しており、店舗来店がカスタマーエンゲージメント、ひいては追加の売上げ創出の機会につながっています。最後に、バリュー小売業者など多くの小売企業は損益分岐点が格段に低く、Eコマースの拡大に対抗できる市場ポジションを構築しています。これらの多くは大型店舗、パワーセンターの形態を取っており、物件価格の調整が進んでいることを背景に、バリューアッド型とオポチュニスティック型の投資の観点から魅力度がさらに高まっているように思われます。

当社は引き続きコンビニエンスストアと、良好な市場ポジションにある食料雑貨店主体のショッピングセンターに焦点を当てており、潜在的に優れたキャッシュフローの創出が見込まれる信用力の高いクレジットを明確に重視しています。来店者数が多い米国を中心に、ディスカウントストアも当社の検討対象として極めて重要な要素です。より選別的な観点では、欧米双方のパワーセンターとライフスタイルセンターは、適正な価格とテナントのシナリオの下では、有効な戦術的投資対象とみなすことができます。商業施設セクター全般においては、消費者とテナントの観点からみたバリューとクオリティという基調的テーマを等しく重視します。



オフィス：需要のばらつきがさらに拡大する恐れがあるため、先行きは不透明

重要なポイント

オフィス市場は場所・空間の需要と利用方法を考慮すると、まさに分岐点にあります。

オフィス物件は一般に景気循環に左右される傾向があります。10年に及ぶ持続的な経済成長と資本市場における潤沢な流動性を背景に、オフィスセクターは2020年初めの時点では活況を呈していました。欧米双方の労働市場が完全雇用を上回る中で、オフィス市場の需要はスペース過密度化の逆風から脱する状況にありました。一方、開発は依然として概ねバランスの取れた状態にあったため、市場は均衡状態を維持し、物件オーナーにとっては総合インフレ率を上回る賃料の引き上げが可能でした。ところが、パンデミックの発生を受けて、オフィス勤務者が在宅勤務に切り替え、企業が広範な景気減速に立ち向かうのに伴い、テナント側にも物件オーナーにとっても不透明な局面が生み出されています。その結果、プライベートエクイティ市場は世界金融危機（GFC）以来初めての重大な価格発見局面を迎えており、投資家は見通しが明確になるまで様子見姿勢を取っています。

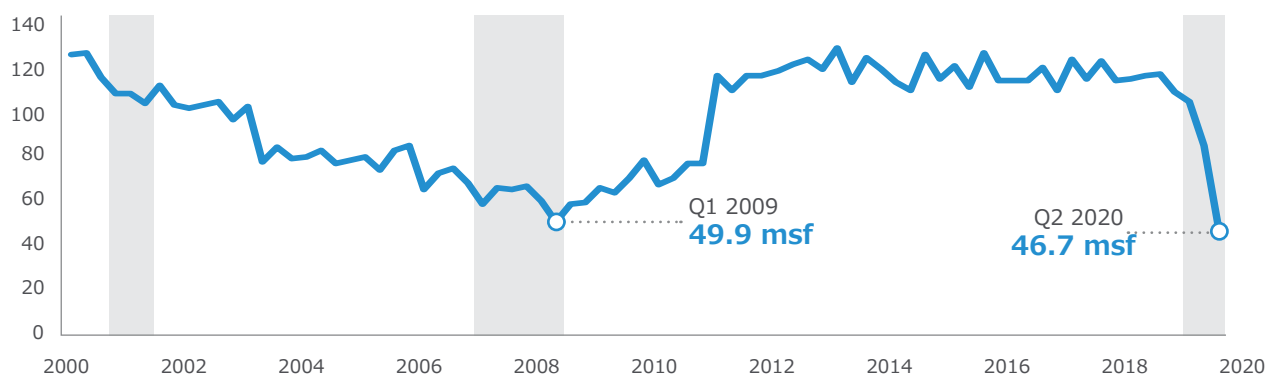
オフィス勤務者は欧米ともに3月以降、実質的に在宅勤務に移行したため、オフィスビルはほとんど「空」の状態となり、実効入居率は15～20%にとどまっています。大半の企業テナントは従業員のテレワークを容認し、エッセンシャル

ルワーカーのみがオフィスに出勤しています。フェイスブックやグーグルなどの大手ハイテク企業では、2021年半ばまたはそれ以降まで従業員を職場復帰させる計画はありません。一方、一部の金融サービス企業では従業員が交代制で出勤し始めています。これが長期的なオフィス需要の行方にとってどのような意味合いを持つのかはまだ不明ですが、オフィスセクターは今後12～18カ月にわたり重大な問題に直面する見通しです。

米国と欧州のオフィス物件のアベイラビリティ率（入居可能物件率）は景気循環基準から見て概ね健全な水準を維持していますが、回復プロセスはなお不透明です。米国では、空室率が既に14%まで上昇し、市場が世界金融危機から回復しつつあった2015年以来の高水準を記録しています。幾つかの主要市場ではテナントが退去し、オフィススペースを市場に戻す動きが見られるのに伴い、サブリース市場の取引も活発化しています。サブリース物件の賃料は直接賃貸物件に比べて大幅な割引となる傾向にあるため、こうしたトレンドは物件オーナーにとって厄介です。オフィスセクターの物件の急速な変化を背景に、賃貸面積が急減する中、ネット・アブソープション（需要）は2020上半期を通じて既にマイナスとなりました（図表18）。ロンドン、ニューヨーク、パリ、サンフランシスコなど、公共交通機関に依存し、高密度のオフィス配置によってキャパシティを下回る運営がほぼ不可能な中核グローバル市場では、この傾向が特に顕著です。

図表 18: リース需要は世界金融危機（GFC）以来の落ち込み

Total office leasing | Square feet, millions



Source: CoStar, Principal Real Estate Investors, September 2020

オフィス市場が直面しているもう1つの問題は、オフィス使用企業の間でかなり多くの雇用喪失が生じていることです。低賃金労働者や非正規労働者の雇用喪失については盛んに言及されてきましたが、オフィスを使用する職場でも2020年初め以降、大幅な雇用減少に見舞われています。実際、米国のオフィス使用企業の雇用はピークから底までの期間に、世界金融危機後並みの280万人の減少を記録しました。とは言え、今回は金融サービス、IT、専門・技術サービスの雇用が格段に良く持ちこたえているという点で、雇用喪失の構成は以前とは異なります。金融危機の際には金融サービスの雇用がピークから底までの期間に9%近く減少したのに対して、今回の減少は3%程度にとどまり、そのうちの約3分の1の雇用がこれまでに回復しています。

今回の景気後退は単に雇用喪失にとどまらず、オフィススペースの利用に対する意味合いを持っている可能性があります。今後、在宅勤務制度の有効性に関する新たなデータが発表され、労働者1人当たりのオフィススペースの最適化や、どの職業がテレワークやオフィス勤務に適しているかといった点に関する調査研究が進むとみられます。また、今後10年間に、健康や安全性への懸念を理由にオフィススペースが縮小することも考えられます。パンデミック発生の初期には、ツイッターやフェイスブックなど複数の企業が従業員のテレワークを無期限で容認すると発表し、保険会社のネーションワイドに至っては、米国の事務所20カ所のうち16カ所を閉鎖すると発表しました。シャットダウン直後には、コスト削減とスペース縮小が明らかに望ましいと考えられていましたが、全ての労働者が在宅勤務を好むわけではないのと同様に、オフィスを使用する全ての職業がテレワークに適しているわけではないことが明確になっています。例えば、ハーバード・ビジネス・レビューの調査研究では、テレワーカーの場合、孤立感や低いエンゲージメントによって離職の可能性が高まったり、仕事と私生活を切り離すことが難しいと思ったり、毎日の交流がなくて寂しいと感じたり、割り当てられた仕事やプロジェクトでコミュニケーションが約80%低下することなどが判明しています。

さらに、オフィスは企業が自社のブランドや企業文化を確立し、人員を採用し定着させる場所です。オフィス市場はスペースの需要や利用方法を考慮すると、まさに分岐

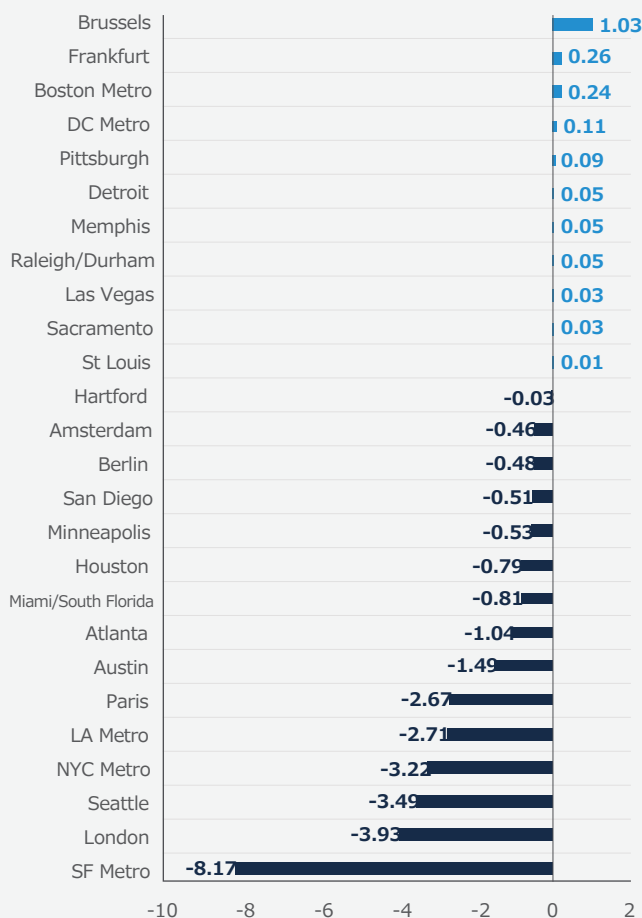
点にあります。多くのことは、健康をめぐる懸念を緩和するために有効なワクチンがいかに速やかに実用化され、いかに広く接種されるかにかかっています。これは短時間では実現しない可能性があり、景気後退局面の中で労働者を再雇用するプロセスにも時間を要するとみられます。このため、空室率と賃料の回復は長い道のりになると推察されます。米国では、賃貸契約の期限切れに伴いより有利な条件を確保するため再交渉するか、もしくは退去するケースが見込まれるため、オフィススペースの需要は今後12カ月間で縮小すると予想しています。欧州ではコロナ禍の後遺症は比較的軽いかもしれませんが、経済的な優位性の違いから、地域によって回復の進展度合いにばらつきが生じる見通しです。欧州の中でさえ、影響は様々なものになるでしょう。なぜなら、ロンドンやパリは米国の世界的なゲートウェイ都市と同様に相対的に厳しい逆風に見舞われる恐れがある一方、それ以外の欧州では、比較的影響の小さい地域における小規模で安定的な市場が、労働者の段階的な職場復帰に伴い、相対的に恩恵を受けるとみられるためです。

大半の市場では空室率が均衡水準を上回るペースで上昇するとみられるため、賃料の伸びも厳しい状況が続くでしょう。米国では賃貸価値が15~20%低下する可能性がありますと予想しています。この下落率は、金融危機後のピークから底までの調整幅にほぼ匹敵します。直近のサイクル期間中に設備投資を拡大した結果、利益率低下への対処に迫られているオフィス物件オーナーにとって、これは重大な問題となっています。

上場/プライベートの資本市場はともに、価値を精査する局面にある模様です。公開市場は約20%（ニューヨークなどのゲートウェイ市場では40~50%）の価格下落を織り込みつつあります。公開市場はすぐさま反応するため、プライベート不動産市場における同様の下落の予兆となる傾向があります。価格調整はまだ初期段階にあり、数カ月分のデータしか入手してないため、どの程度広く調整が起こるかを予想するのは時期尚早です。プライベート市場では取引活動が不足していることも見通しの悪さにつながっています。当社は公開市場の価格動向と、プライベート市場の鑑定評価レポートを前もって評価していく方針です。

図表 19: オフィスセールの下落

Top and bottom office markets: H1 2019 vs. H1 2020 Office sales, \$ billions



Source: Real Capital Analytics, Principal Real Estate Investors, October 2020 *European transactions over \$10m and US transactions over \$5m USD

オフィス物件の利回りは、現時点で上昇する兆しがほとんど見られませんが、これは2020年上半期の純営業利益（NOI）が大幅に減少したことに加えて、評価のタイムラグもあるためです。しかし、この状況は2021年に入ると調整される見込みです。世界的に異例の低金利環境と緩和的な金融政策を受けて、割引率は極めて低位にとどまっています。その結果、キャップレートはある程度低下するものの、過去のサイクルほどではないと予想します。また、目下、長期的な利回り低下局面にあります。経済環境が正常な状態に戻れば不動産価格を押し上げる見込みだということも、認識する必要があります。当社はオフィスセクターの景気循環的な特性を踏まえ、経済成長率の上昇を伴わない場合の金利の突発的な上昇について引き続き注視しています。

当社は2021年が価格発見と投資家のリバランスの年になると予想しており、特に欧米の世界的なゲートウェイ市場の入居率の動向と価格を引き続き注視するよう注視しています。健全な入居率と強力なテナントを擁する好立地のクラスA物件の需要と利回りは、競争力を維持する見込みです。一方、当社の戦略的「DIGITAL」の枠組みにおける他のオフィス市場は、堅調な長期の投資機会として浮上する可能性があると考えます。米国のフェニックス、ナッシュビル、ローリー、オースティンなどの都市や、欧州のバルセロナ、ミラノ、リヨンなどの都市については、注意深く見直す必要があるようです。実際、米国のケンブリッジ（ボストン）やサンディエゴ、英国のケンブリッジやオックスフォードのバイオ企業/研究所といった戦術的テーマも台頭するかもしれません。

戦術的な不動産投資機会

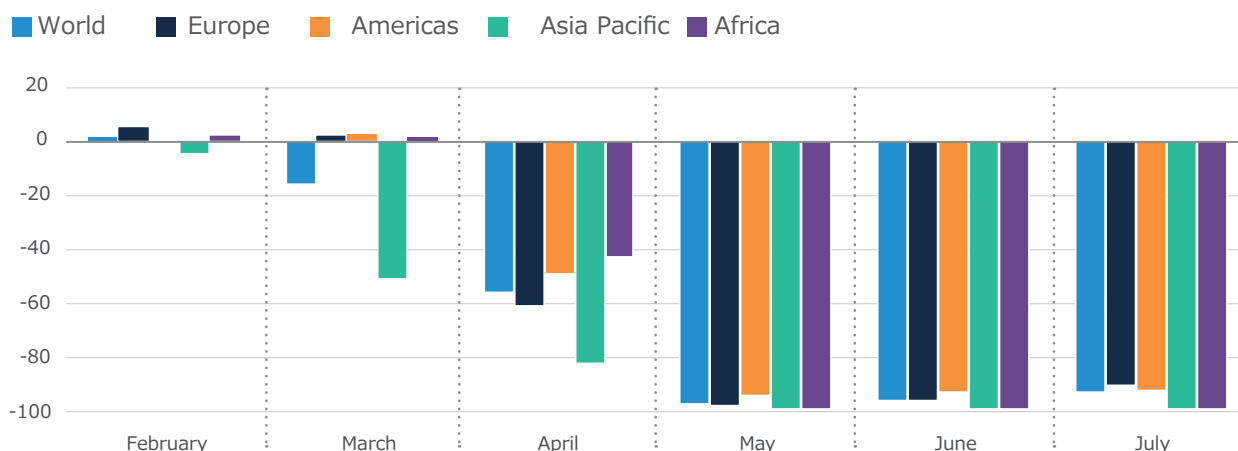
2021年については全体的に、在宅勤務の継続期間や、医学上の解決策である有効なワクチン接種による大多数の労働者の職場復帰が見通せないことを勘案し、郊外や非ゲートウェイ市場における新たな中核的投資機会に注目するべきだと考えます。中心業務地区（CBD）のオフィスについては、強力な構造的要因があることを必須条件として、適切な価格形成が行われていれば、投資対象として検討する方針です。また、投資家は、研究所やライフサイエンス企業オフィスといった代替的な選択肢についても、旺盛な需要が続くとの見方から、投資対象として考慮したいと考えるかもしれません。

ホテル：観光およびビジネス需要は前例のない落ち込み

宿泊施設の需要は、観光およびビジネスを牽引役に数十年にわたる堅調な伸びを記録した後、前例のない落ち込みに見舞われています。世界全体のレジャー旅行および出張の減少によって、ホテルの稼働率は急激に低下し、多くの物件オーナーは急速に資金繰りが悪化しています。客室料は急激に落ち込み、以前には満室状態だった宿泊先は思いもよらぬ低稼働率に苦戦しています。パンデミックとそれに伴う政府のシャットダウンによって、世界各国で海外への渡航が実質的に禁止される中、ホテルはダブルパンチに見舞われています（図表20）。その結果として生じた景気後退によって、循環的に変動する不動産タイプの需要は吹き飛びました。

図表 20: パンデミックにより観光需要は前例のない落ち込み

International tourist arrivals | Year-over-year percent change



Source: World Tourism Organization (United Nations), 2020

景気が出張と観光に悪影響を及ぼしたにもかかわらず、市場全体にわたる価格急落を示す深刻な兆候はまだ顕在化していません。2020年第2四半期には、米国の上場株式市場と債券市場を中心にほころびが生じたのは確かですが、ホテルは夏場に損失の一部を取り戻しました。しかし、米国の証券化デット（CMBS）市場は、今後数カ月間にホテルの延滞率が高水準に達すると予想しています（図表21）。欧州では、流動性が極めて高い資本市場とホテルセクターの大半を占める非上場デットが、価格に対する緩衝材となっているため、これまでのところ資産価値の混乱を示す兆候はほとんど見当たりません。

図表 21: 証券化デット市場のホテルローン延滞率予想

	Total CMBS	Conduit	SASB*
<30 days delinquent	3.9	7.0	0.0
30+ days delinquent	21.4	23.7	20.0
SS (%)	22.4	21.1	25.9

Source: JPMorgan, Trepp, September 2020. CMBS - Commercial Mortgage-Backed Securities. *SASB = Single Asset Single Borrower

相対価値の機会を模索するグローバル投資家にとって、欧米における価格発見の潜在的に相反する動きは重要なテーマかもしれません。短期的に見ると、上場デットレンダーと非上場デットレンダーが差し押さえ権を行使した場合、米国は欧州よりもバリューとディストレスにおける優れた投資機会を提供する可能性があります。欧州のホテル向け貸出市場では非上場デットが大半を占めているため、流動性を源泉とする資本市場と広範な貸出ユニバースが組み合わせられることで、価格発見ペースが減速したり制限される恐れがあります。このため、ホテル投資家にとって、欧州は相対的に小規模で的を絞り込んだ機会を提供する可能性がありますが、経済情勢と旅行が回復しなければ、より広範な苦境に見舞われるかもしれません。

従来、ホテルは景気循環色が極めて強い資産ですが、2021年の景気の回復・拡大にもかかわらず、パフォーマンスの大幅な改善には時間がかかるとみられます。回復は老朽化したホテルの解体および住宅などへの転用によっても下支えされる可能性があります。今後数年間の供給撤退とパンデミックに対する有意義な制御も求められます。それまでは、人々の新たな行動変容（特に旅行）が続くと予想し、ホテル資産の主要な投資基準としてバリューに重点を置くアプローチを推奨します。

固定費と損益分岐点が低く、利益率の高い運営コンセプトを持ち、コスト意識の高い観光客を対象とする、低・中間価格帯のサービス限定型ホテルのセグメントでは、投資機会を示す早期兆候が浮上する見通しです。一方、固定費が高く、大規模で出張者/海外旅行者への依存度が高い高価格帯のホテルや大型会議室を備えたホテルは、景気が大幅に回復するまで価値を提供する公算は小さいとみられます。しかし、こうした物件の中には、転用や価値獲得の機会を提供し得る物件もあります。従って、このバリュー志向のセグメントでは、価格に妙味のある投資機会を追求する方針です。さらに、ソフトブランドやホワイトラベル事業者が大手ホテル・グループとの従来型ホテル管理契約によって課せられる、価値を損なう制限を回避する中で、当社は新たなフランチャイズ契約や業務契約の検証も検討する方針です。

2021年の景気の回復・拡大を予想している当社の見通しでさえ、パフォーマンスの大幅な改善には時間がかかるとしています。

海外観光旅行は壊滅状態にあるにもかかわらず、地方、国内、地域の観光・旅行は回復しています。この点に関して言えば、パンデミックが終息するまでの期間に、ホテルセクターの中で最も魅力的な機会が見出せそうな市場は、地方や地域主導の観光が大半を占める市場です。世界的な都市やゲートウェイ市場は、依然として継続的な渡航制限や到着後の隔離措置が課せられる恐れのある大陸間の航空旅行に依存しているため、回復にはより長い時間がかかる見通しです。さらに、パンデミック終息後も、心理的な後遺症や価格に対する抵抗感が残るとみられます。こうした世界的な都市は、高価格帯のホテルやフルサービス型ホテルの割合が極めて高いため、グローバル観光業が完全に回復するまでは引き続き圧力にさらされるでしょう。

一方、バリューに関するテーマのもう1つの構成要素は、混乱に見舞われた資産が浮上する主要なグローバル市場で投資機会を発掘することです。世界的な旅行需要が2023～2024年までに回復するとの見解に基づくと、大幅なディスカウントとなっている質の高いホテル物件の浮上は、5年の投資期間で資金を投入する興味深い機会を投資家にもたらす可能性があります。

戦術的な不動産投資機会

ホテルはパンデミックによって最も大きな悪影響を受けたセクターの1つであると同時に、医学上の解決策であるワクチンが実用化し、景気上向きの最初の兆しが見られる際に回復をもたらすと考えている不動産資産クラスでもあります。投資家（特に欧州の投資家）にとって、前例のない流動性によって下支えされた相対的に高いバリュエーションを踏まえると、2021年の投資機会は限定的となりそうです。ただし、中期的に見ると、セカンダリー市場のサービス限定型ホテルは、主たるグローバル市場における格安の中核資産と並んで、最も興味深い機会を提供する可能性があります。



4つの分野の相対価値に基づく戦術的投資機会



2021年にかけて、当社は特にディフェンシブ投資を推奨し、エクイティより不動産デットを選好しています。エクイティのエクスポージャー追加を検討している投資家には、(a) 長期的な成長を示すセクター、(b) コア型物件タイプにおける市場選択を重視するよう勧めます。当社の基本シナリオでは、パンデミックに対する医学上の解決策であるワクチン接種が2021年初めに始まると予想していますが、ワクチンの供給が開始しても日常に戻るまで時間を要するとみられるため、慎重姿勢も維持しています。パンデミックに起因するこうしたリスクは徐々に明確になる見込みで、2021年には見通しがより鮮明になるため、来年中に戦略をさらに調整できるでしょう。それまでは、経済や雇用の成長の行方に左右されにくい戦略を特に強く選好します。

また過去数年の間、戦略全般でリスクプレミアムが着実に縮小している点にも注意が必要です。稼働率に対する圧力が一部の物件タイプに影響し始める中、コア型戦略とバリューアッド型/オポチュニスティック型戦略の利回りスプレッドが再び拡大すると見込まれるため、この動きは反転する可能性があります。ただし、利用可能な投資家資金が潤沢なことから、基本シナリオの下、市場を一掃するようなイベントにより広範囲にわたり打撃が広がることは、宿泊施設とモールを除けばないでしょう。むしろ、より局所的で、物件/セクター固有の投資機会が顕在化するとみています。つまり、不動産タイプや市場/地域ごとに価格調整に大幅なばらつきが生じる可能性が高いということです。

不動産エクイティの投資機会

— リターン向上のためニッチセクターおよび一部のバリューに注目

◆ コア型：コア型戦略の見通しには慎重だが、ニッチ戦略の見通しは明るい

投資家は、パンデミックが稼働率のトレンドに与えた影響をいまだに評価している最中であり、プライベート不動産の4つの分野における価値の発掘は現時点で依然として不完全です。それでも、注目すべき重要な相違点がいくつかあります。第一に、欧州の価格は米国に比べてかなり硬直的と思われるものの、足元の景気や入居者需要は同じ様に軟調です。そのため、当社は欧州のオーバーウェイトを撤回し、価値の発掘でより大きな投資機会が生まれる可能性の高い米国にポジションを傾けています。また、構造的かつ景気循環的な追い風の効果で、ディフェンシブと受け止められている物件タイプは、引き続きテナントからも投資家からも同じ様に需要があります。市場や物件タイプごとの差異、ならびにプライベート不動産の価値はさらに調整される可能性が高いことを踏まえ、2021年のコア型戦略のエクスポージャーを中立にすることを推奨します。データセンター、低温保管施設、戦略的な立地にある産業用倉庫など、ニッチな物件タイプがますます人気を集めています。供給が限定的で構造的な追い風があることから、当社はこれらのニッチセクターに有望な機会があれば厳選してコア・ポジションを積み増すつもりです。ただし、稼働率が高く立地条件の良い賃貸物件への資本配分は価格水準をさらに押し上げる可能性があり、当社は可能な場合にはこれに対応するため、ビルド・トゥ・コア型戦略を引き続き推奨しています。

開発戦略は2021年に幾つかの興味深い投資機会を提供すると考えます。

◆ バリューストック型：回復局面を利用？

バリューストック型戦略の投資機会は、パンデミックが引き起こし、さらにクレジット関連のストレスが拍車をかけた稼働状況の低迷に起因して生じる可能性が高そうです。集合住宅やオフィスなどのコア型物件タイプの空室率の低下は、経済や稼働率の見直し改善で可能となる再生戦略を実行する機会を投資家に提供する可能性があります。集合住宅、高級物件、学生寮、高齢者住宅では、需給バランスが一時的に大きく崩れたことで、バリューストック型戦略が実施される可能性が広がっています。短期的なデスロケーションが大きいほど、本稿で取り上げたテーマから引き続き恩恵を受けている市場を中心に、より高い投資リターンを獲得する興味深い機会は増えます。おそらくレバレッジも徐々に拡大するとみられますが、破綻/再生取引ではレバレッジの利用はより難しくなり、スポンサーの質や事業計画が極めて重要な要因になるでしょう。クレジットカーブがスティープ化する公算が大きいとの当社予想を踏まえ、エクイティ投資家にはデット資本のコスト上昇を想定シナリオに織り込むことを勧めます。

◆ オポチュニスティック型：ターゲットはストレスのかかった資本構造

ファンダメンタルズの弱まりで資本構造が不完全となっている物件タイプを対象にするべきだと考えます。エクイティの観点からは、宿泊施設や商業施設など、かなり苦戦しているセクターの一部で発生する可能性がある清算型シナリオに引き続き注意します。急激な価値の低下やコベナント抵触は、稼働状況によるデスロケーションに特に影響されやすい物件タイプ、すなわちホテル、地方モール（特に米国の）、高級集合住宅の大幅な資本再構成につながる可能性があります。オポチュニスティック型投資家は、(a) 具体的な事業計画を注意深く検討すること、(b) 足元の市場動向に確信があることを前提に、破綻した資本構造、賃貸活動の再生シナリオ、資本再構成に注目するとよいでしょう。また開発戦略は2021年に幾つか興味深い投資機会を提供するとみられます。特に、需要の変化がパンデミックで加速している、産業施設や集合住宅などの物件タイプが注目です。構造的な需要要因に牽引されたキャッシュフローの力強さが認識される中、収益安定化物件に対して現在も続く需要を基に、ビルド・トゥ・コア型戦略の実行も可能かもしれません。

不動産投資信託（REIT）：ボラティリティが上昇の中、2021年はパフォーマンス/回復の動きが二極化する可能性

REITの2020年のパフォーマンスには、コロナ禍後の急激な景気後退による打撃が鮮明に表れています。また、空前の規模の財政刺激策、ならびに過去最低水準の利回り、有利なデット資本コストにもかかわらず、価格は引き続き圧力にさらされています。利益成長軌道への道のりは平坦ではなく、景気回復の形状に左右され、物件タイプによって異なるとみられます。損失負担能力が脆弱な宿泊施設や商業施設セクターで、失業率が高止まりすれば、分配金は圧力にさらされる可能性があります。今後については、商業施設や宿泊施設セクターが総じて低調に推移する一方、データセンターやセルフストレージなどのニッチセクターならびに産業施設は長期トレンドの恩恵を受けるため、パフォーマンスが二極化する傾向は続きそうです。

REITは借入れコストが大幅に低下する中（特に高格付けクレジット）、政策支援の恩恵を多少受けてきました。またエクイティのリスクプレミアム（対米国債スプレッド）は高く、大幅な軟化を既に織り込んでいるようです。ただし、過

去の観点からは、バリュエーションは相対的に高く、REITセクターは基本シナリオ（現在の政策支援が続き、10年利回りが低く抑えられる中、利益は2～3年かけてコロナ前の水準に戻る）に沿った回復を織り込んでいます。宿泊施設/商業施設の回復はペースが遅く、時間がかかり、労働市場の停滞見通しは、2021年にかけて価格の重石となる可能性があります。産業施設とニッチセクターはファンダメンタルズの観点から依然として相対的に良好なポジションにありますが、これは既にプライシングに反映されている可能性があります。全般的には、当社は、ボラティリティが高止まりする可能性があるため、短期的に慎重姿勢を維持していますが、景気回復の持続が引き続き示され、支援的な政策が維持される場合、高ベータ・ポジションは2021年、少なくとも戦術ベースで魅力的かもしれません。魅力的な短期取引利益を創出する可能性は興味深いテーマになるでしょう。REITは経済や不動産事業のファンダメンタルズ改善の兆候を最初に示すとみられることから、当社は戦術的に中立ポジションに変更します。

不動産デット：クレジットカーブ全体にわたり魅力的なスプレッド

コロナ禍後の価格の精査局面が続いていることから、より高格付けのデットへのバイアスを維持していますが、比較可能な格付けを有する社債に対する超過スプレッドは、引き続きクレジットカーブ全体にわたり非常に魅力的です。10月終盤時点で、同等格付けの社債に対するクレジットスプレッドは、流動性プレミアムを反映し、50～100bpでした。現在、社債に対する強力な政策支援が継続していることから、このプレミアムは続く公算が大きいとみられ、モーゲージは資産負債管理（ALM）が必要な投資家にとって妙味があります。ただし、高格付けデット取引の競争は激しく、絶対金利は低位にとどまると予想されます。また、コンデュイット市場では引き続き高格付け取引が有利であり、モーゲージ/CMBSのスプレッド格差は十分にあります。

2020年半ばに示した当社のデュレーション長期化予想は、おそらく2021年初めまで変わりませんが、インフレ率が十分に抑えられていることが条件です。政策金利は少なくとも2023年までゼロ近傍に維持され、長期利回りの安

定化につながると予想されるため、FRBのガイダンスはプラス要因です。とは言え、これも、FRBの債券購入額が、2020年の大半を通じて継続してきた月額800億ドルから大幅に引き上げられることが前提です。戦術的には、ロング・デュレーションのエクスポージャーはダウンスайдリスクをヘッジし、1桁台半ばから後半のリターンを上げる可能性があります。短期間に限られるでしょう。

クオリティ重視と不動産価格への圧力により、モーゲージ・クレジット・カーブはスティープ化しており、その結果、メザニン/劣後クラスのデット投資のリスク調整後リターンに妙味が生まれています。取引額は景気後退後に大幅に減少したため、投資機会は限られてきました。資本構成においては、商業施設、宿泊施設、おそらくオフィスなど、様々なセクターで完全には引受が機能していない可能性はあるものの、取引額は増加すると予想されます。そのため、劣後デット戦略は引き続き当社の2021年の推奨戦略の1つであり、7%を超える利回りを創出する可能性があります。

商業不動産担保証券（CMBS）：健全な価値の発見が戦術的な選択肢を提供

CMBSセクターはREITと同様の要因により打撃を受けており、商業施設と宿泊施設セグメントが延滞率を過去最高水準近くに押し上げています。しかしながら、価格の発見の観点からは相対的に健全とみられ、劣後トランシェは担保価値の約20%下落を織り込み、BBB格債は格付けが4～5ノッチ低い社債（B+格など）と同水準で取引されてきました。

これは基本シナリオに実質的に沿った水準であり、従って回復が予想よりも好調となった場合、魅力的な投資機会を提供します。一方、軟調が長引き、政策からの下支えが同様にないハイイールド社債市場のスプレッドがタイトなことから、米国債とハイイールド社債の利回り/価格の変動率は脆弱な状態が続いています。

とは言え、FRBからの限定的（AAA格トランシェ）支援を踏まえると、おそらく流動性プレミアムが含まれており、社債に対する超過スプレッドはクレジットカーブ全体で引き続き魅力的です。2021年にかけてのクオリティに対するポジティブ・バイアスは慎重に見えますが、新たに生じる状況に対応してリスクを増減できる魅力的な機会を提供しています。戦略的な観点からは、A格トランシェを魅力的なスプレッドで積み増すと、景気が後退した場合の強力なダウンサイド・プロテクションを提供することにより、この回復局面で優れた投資成果を提供することが見込まれます。個別物件/単一相手先型を含む、高格付けモーゲージを裏付けとする新発債の投資機会は、かなり選別的になる可能性があります。当社は2021年、クオリティを特に重視しつつCMBSの戦術的オーバーウェイトを維持します。また、モールと宿泊施設へのエクスポージャーが大幅なことを踏まえ、価格のディスロケーションとボラティリティが高止まりする可能性があることを認識しています。銘柄選択が良好な投資パフォーマンス実現のカギを握ると考えています。



結論および投資機会

2021年の当社の基本シナリオでは、世界経済は引き続き回復に向けて前進すると予想していますが、新型コロナウイルスの感染再拡大で広範囲にわたりロックダウンが実施された場合、大幅な景気減速に陥りやすい状態は続いています。金融政策は今後も成長の強固な源泉の役割を果たすとみていますが、中銀の政策が限界に近づいている可能性を認識しておくことは重要です。消費や需要が自律的な回復軌道に乗るまでの橋渡しとして、追加の財政措置が必要かもしれません。医療上の対応が必要な今回のコロナ危機の特異性やワクチン実用化に見込まれる時間を踏まえ、当社は戦術的に大幅な価値の減少に備え、エクイティ・クッションが提供されているデットを 선호します。これは不動産エクイティを排除するという意味ではありません。実際、価格や稼働状況に一時的に不均衡が生じているものの、ファンダメンタルズに基づく旺盛な需要の牽引役を有する不動産エクイティには非常に魅力的な投資機会があるとみています。

従って、当社は以下の方法を戦術的に取り入れることで、投資機会が生まれる可能性があると考えています。
[1] 価値の発見と回復ペースが減速していることを踏まえて、コアの欧州選好を撤回します。その代わりに、デット・コストの低さに支えられ、価値を見出すことが容易で興味深い投資機会が見込まれる米国に重点を移します。

[2] プレグジットの先行きが明確ではなく、加えて稼働状況が低調な英国のコア・エクイティをアンダーウェイトします。

[3] 循環的な稼働状況の軟化で見込まれるバリュエーション型、あるいはオポチュニスティック型のプライベートエクイティ不動産への機動的な投資機会を引き続き模索します。

[4] ニッチ戦略や長期テーマにおける良好な遂行状況に注目します。

[5] モーゲージ・クレジット・カーブがスティープ化しているため、追加のエクイティ・クッションを備えながらコア・リターンを実現できる劣後デットへの投資機会に前向きなスタンスを維持します。

[6] ALM投資家には、同等の満期と格付けを有する社債と比較して超過リターンが魅力的なことから、モーゲージをコア資産として推奨します。

[7] CMBSに関しては、特に格付けが上位にあってダウンサイドが限定される、高格付け債に魅力的な価格水準で投資することにより、「2つの異なる世界のメリットをそれぞれ」享受できることから、戦術的オーバーウェイトを採用します。

[8] 上場不動産エクイティに中立ポジションを取ります。ただし、同セクターは景気の改善を急速に反映する傾向が特に強いことから、ポジティブ・バイアスを採用します。

そして、規律ある価格形成を考慮した、資産/市場の選択が、2021年の力強い投資成果の実現には不可欠だと強く考えます。

図表 22: 弊社の考える短期的な投資機会

● Over weight ○ Neutral weight ▼ Under weight

	Private Equity			Public Equity	CMBS	Private Debt	
	Core	Value-Add	Opportunistic			Senior	Sub-debt/Mezz
Eurozone	▼	▼	▼	○		▼	○
UK	▼	▼	▼	○		▼	○
U.S.	○	○	○	○	●	▼	●

リスクについて

商業用不動産の投資には以下のようなリスクがあります。

不動産証券（REIT 含む）：

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

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

新興国に関するリスク（グローバル戦略の場合）：新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなることがあります。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ことがあります。

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。

商業不動産担保証券（CMBS）投資特有のリスク：

CMBS は商業用不動産を担保としたローンを裏付け資産としているため、一般的な債券運用のリスクに加えて、商業用不動産ローンを直接保有した場合と同様のリスクがあります。CMBS のキャッシュフローや価値は、担保としている商業用不動産を源泉としているため、不動産市況に左右されます。また、ローンの借り手がデフォルトしたり、不動産の担保価値が下落する可能性や流動性が低くなる恐れ等があり、ローンひいては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

米欧商業用不動産投資：

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：米ドル建てまたはユーロ建てであるため、日本円から米ドルあるいはユーロに交換して投資を行う日本の投資家は、米ドルと日本円、あるいはユーロと日本円との為替リスクが生じます。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

米国不動産デット投資：

価格変動リスク：実質的に米国商業用不動産を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、担保不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や貸出債権の差し押さえ、場合によっては保有する他の資産の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：米ドル建てであるため、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：主に現物不動産を担保とする貸出債権に実質的に投資しますが、貸出債権は、流通市場がないため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。このため、組入貸出債権を売却する必要性が生じた際には、相対で買い手を見つける必要があり、買い手が見つかった場合でも、その価格は売り手に不利な条件となることが想定されます。こうした場合、価格が下落する要因となります。また、市場サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、投資する不動産デットの元利金回収が遅延ないしは不能となる可能性があります。

倒産リスク：取引相手の支払不能や倒産等によって著しい損失を被る可能性があります。

商業用不動産投資には上記のような様々なリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、弊社とのご契約をご検討いただく際には、契約締結前書面等の内容をよくお読みいただき、お客様ご自身の判断と責任においてご決定していただく必要があります。

運用報酬について

主な不動産戦略の報酬は以下のとおりです。

グローバル不動産証券トータルリターン戦略およびグローバル不動産証券インカム戦略

下記の料率表は、上記戦略の弊社との投資一任契約における標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた低減料率となります。運用報酬の他に、売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議の上報酬額を取り決めることがあります。

資産残高(時価ベース) (税抜・年率)	グローバル不動産証券 トータルリターン戦略	グローバル不動産証券 インカム戦略
25 億円までの部分	0.80%	0.90%
25 億円超 50 億円まで	0.70%	0.80%
50 億円超	0.60%	0.70%

なお、PRINREI CMBS 戦略、PrinREI 米国不動産コアプラス戦略、PrinREI 不動産ディベロップメント戦略、PrinREI 欧州コア不動産戦略、PrinREI 米国不動産デット戦略については、投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載することができません。その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても事前に表示することができません。

また、自社が設定する国内籍投資信託あるいは関係外国法人が発行または運用する投資信託等を組み入れる場合の運用報酬料率については、投資一任契約口座の残高に対し 0.10%（税抜）を標準とします。但し、年間運用報酬が、1,000,000 円に満たない場合は 1,000,000 円を標準とします（いずれも税抜）。

上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。

無登録格付に関する説明事項（Moody's）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 2 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリック後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項（S&P）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 5 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項（Fitch）

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引 法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称： フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号： フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 7 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を無登録業者から入手する方法」

フィッチ・レーティングスのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

上記の情報は当社が考えた情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

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していますが、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

