

TOKIO MARINE
ASSET MGT

(WEBセミナー報告) 「ポストコロナの海外不動産投資」

(本レポートは、2021年11月26日に開催したWEBセミナーの内容をダイジェストしてお伝えするものです。)

【サマリー】

I. イントロダクション～コロナ禍以降の海外不動産市場

コロナ禍により、2020年度3月に大きく下落した市場が多かったが、私募ファンド市場では大きな混乱は生じず、既に回復基調へ。

不動産市場では、地域間格差ではなくセクター間格差が発生した。

II. コロナ禍で観測されたマーケットのひずみ

不動産価格の決定要因である「資本市場」と「賃貸市場」との間に、「ひずみ」が発生。

また、セクターレベルでも「ひずみ」が生じており、良好なファンダメンタルズに支えられた産業セクターと住宅セクターが勝ち組に。

III. ポストコロナの不動産投資

産業セクターは極めて好調で、足元では特段不安はないものの、投資資金の殺到により投資実行までに時間がかかるなど過熱感が見られる。そのような場合には判断軸を設定し、定点観測することが重要。

一方、オフィスへの投資は慎重な姿勢が求められるが、ポストコロナのテナントニーズに対応可能な物件であれば、投資候補となる。

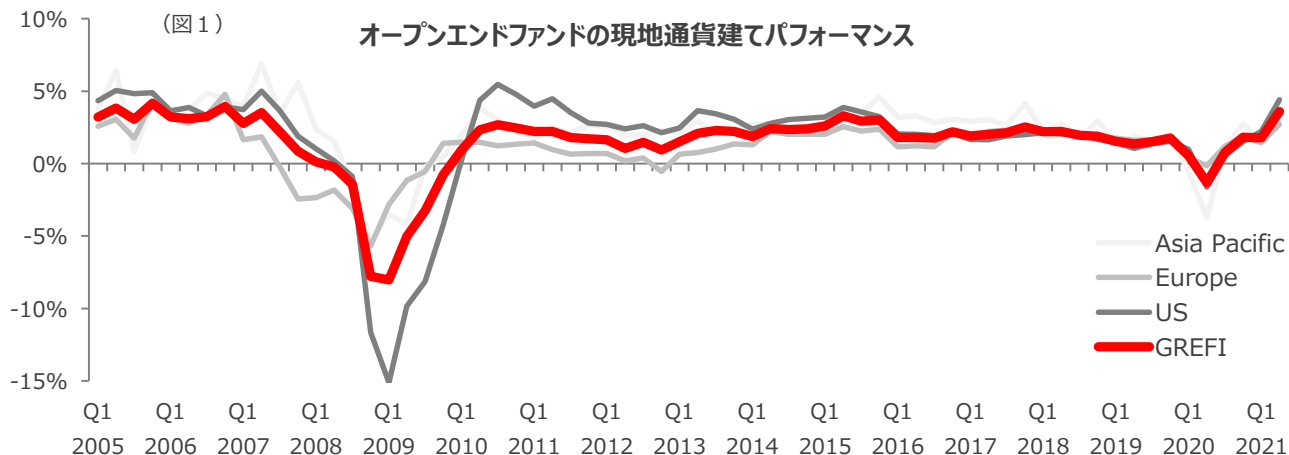
I. イントロダクション～コロナ禍以降の海外不動産市場

海外不動産投資部長
齊藤 理



(1) 前回の金融危機との比較

前回の金融危機時には、一時年率▲20%を超えるマイナスとなった米国を始め、不動産市場は大きなダメージを負いました。しかし、今回のコロナ禍では、上場市場は一旦急落したものの、私募市場では大きな混乱はなく、その後の回復も早かったと言えます。



出所: INREV GREFI Open-end funds より、東京海上アセットマネジメント株式会社 (以下、TMAM) 作成

※上記は過去の市場実績であり、将来の状態を示唆・保証するものではありません。

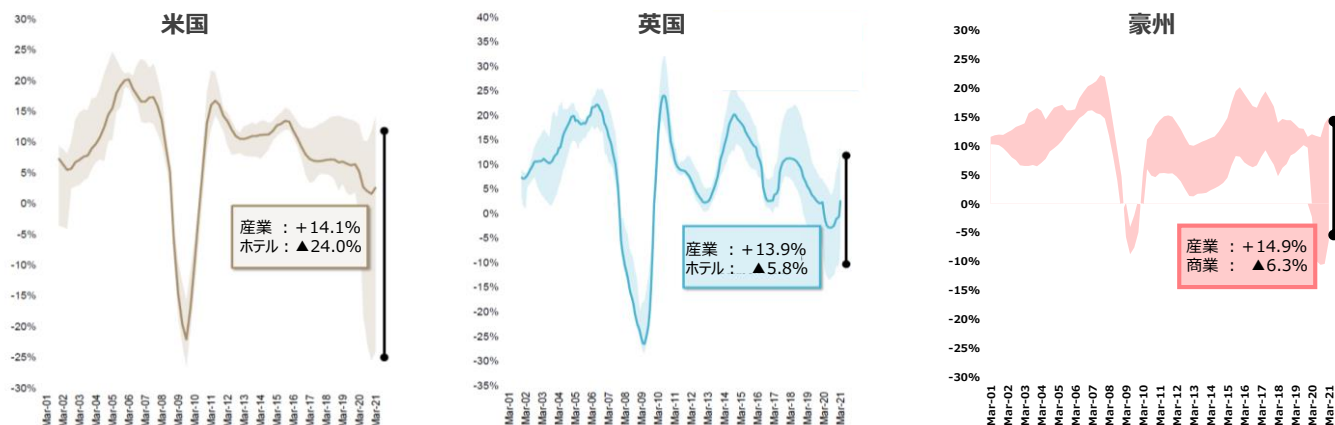
(2) 地域間格差からセクター間格差へシフト

過去の危機時には、地域間でパフォーマンスに格差がありましたが、コロナ禍の中では、各地域ともセクター間の格差が顕著となっています。

ポストコロナの海外不動産投資では、地域だけでなく「良好なファンダメンタルズ」を持つセクターを特定することが重要なテーマになってくると考えています。

(図2)

セクター別リターンのスプレッド推移



出所: (左・中央) MSCI, NCREIF, Lasalle Investment Management, 2021年5月、(右) MSCIデータより、TMAM作成
※上記は過去の市場実績であり、将来の状態を示唆・保証するものではありません。

II. コロナ禍で観測されたマーケットのひずみ

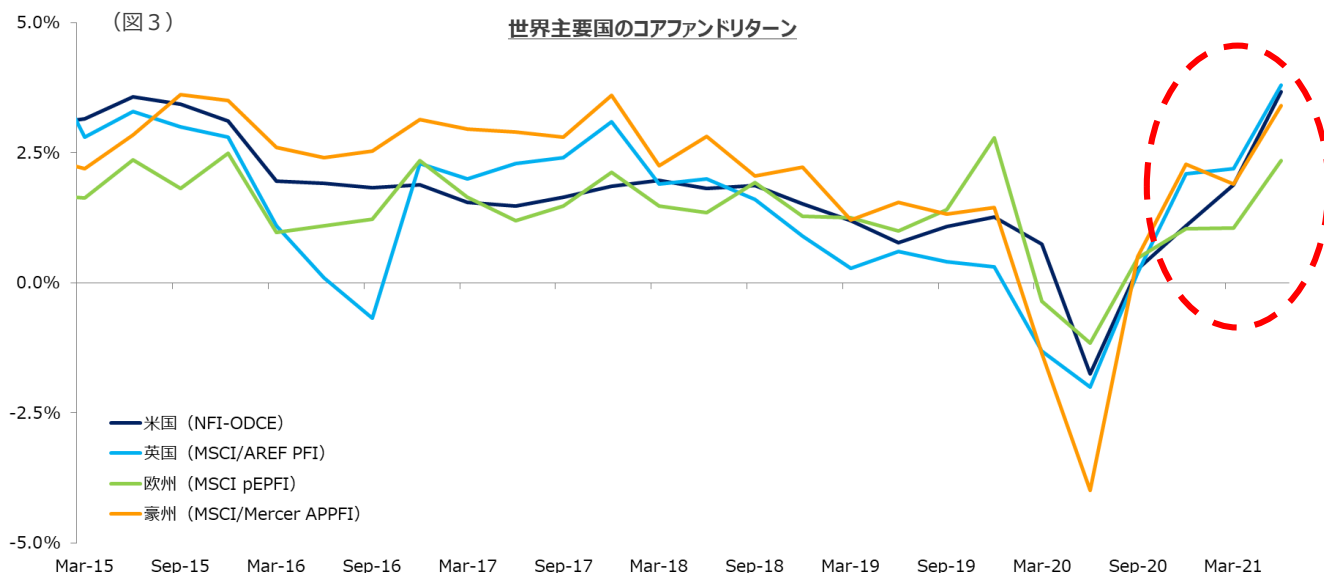
海外不動産投資部 マネージャー
椎名 一樹



(1) 世界主要国のコアファンドリターンは回復傾向

(図3)の通り、いずれの地域においても、「コアファンド」のリターンは回復傾向にあります。

しかし、全てのセクターが一様に回復しているのではなく、パフォーマンスの改善を牽引しているのは、ファンダメンタルズの良好な一部のセクターに限られています。



出所: NCREIF及びMSCIより、TMAM作成 (2021年6月時点)

※上記は過去の市場実績であり、将来の状態を示唆・保証するものではありません。

(2) コロナ禍により、賃貸市場と資本市場との間、およびセクター間において「ひずみ」が発生している

投資用不動産の価格は、単純化すると「不動産の賃料収益（テナントニーズ）」と「投資家の期待利回り」、つまり、それぞれに対応する「賃貸市場」及び「資本市場」によって決定されます。

コロナ禍以降、低金利環境の長期化により、「資本市場」では、他資産対比でインカムの高い不動産に対して投資資金が殺到しています。

一方、在宅勤務や移動制限による経済活動の制限により、オフィスや商業施設の賃貸需要は弱含んでおり、「資本市場」と「賃貸市場」の間には「ひずみ」が生じている状況です。

さらにセクター間でも「ひずみ」は生じており、それらを図で示すと下表のように整理することができます。

(図4)

	オフィス	商業	産業	住宅
賃貸市場	×	×	◎	◎
資本市場	△	△	◎	◎

※記載内容は2021年11月時点のTMAMの認識・見解であり、今後市場環境等により変更することがあります。

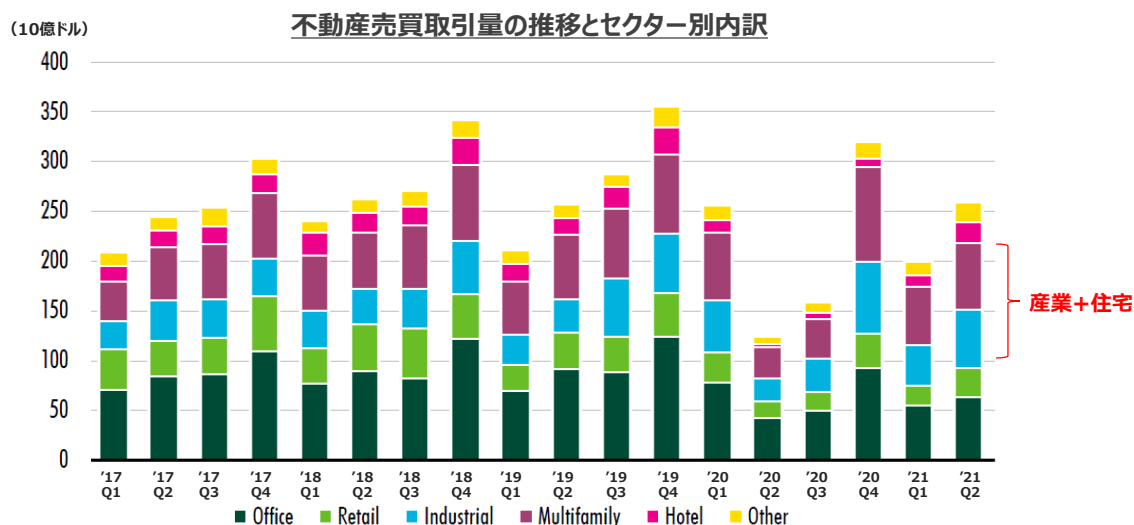
① 資本市場

不動産取引は、2020Q2～Q3に極端に減少しましたが、ワクチン接種の進展による経済活動の再開などにより、2021Q2はコロナ前の2019Q2と同水準まで回復してきています。

但し、取引対象は、産業・住宅セクターの取引が過半であり、特に過去取引の中心であったオフィスの取引量は少ないままとなっています。

投資資金は産業・住宅セクターに向かっており、この2つのセクターでは、既にコロナ禍前よりも高い価格で取引されています。それに対して、大きく価格が下落したオフィス・商業セクターでは、下げ止まっているものの、それは一部のハイクオリティ物件によるものと考えられます。なお、ホテルセクターは、移動制限の緩和による将来の回復を先取りする動きが一部で見られ、下落前の水準まで回復しつつあります。

(図5)



② 賃貸市場

賃料水準もセクターごとに明暗が分かれて来ています。

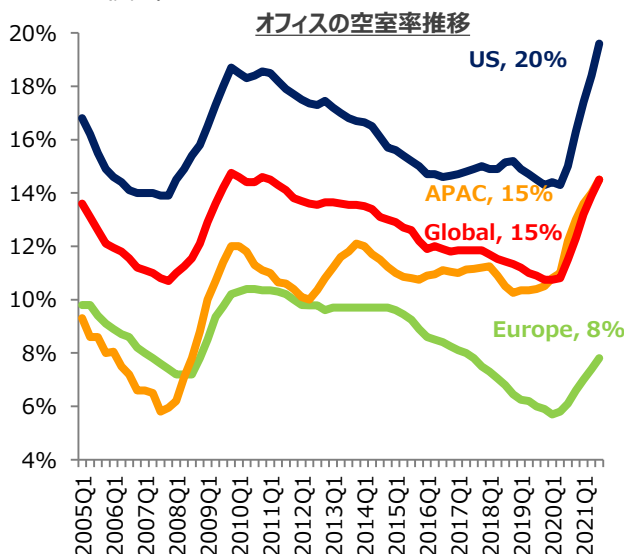
産業セクターでは、コロナ禍においても、Eコマースの拡大に伴う需要増により、右肩上がりに成長しています。

商業セクターでは、実店舗需要の減退から賃料水準が鈍化してきていたところへのコロナ禍を受けて、下落傾向が大きくなってきています。

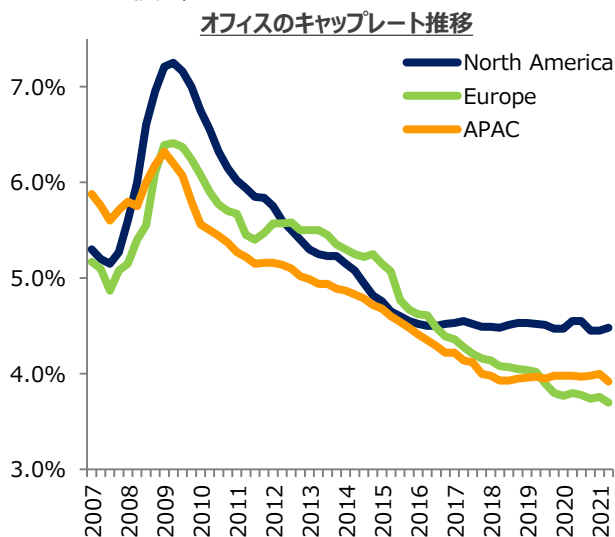
テナント需要減退にともない空室率が上昇しているオフィスは、賃料水準は下落傾向にはありますが、過去の危機時とは異なり、キャップレートの上昇は見られず、賃料の急落は生じておりません。

これらを基にして、将来の賃貸収益予測でも、セクターごとに差が出ています。

(図 6)



(図 7)



出所：(図 6 (左)) JLL公開データをもとにTMAM作成、(図 7 (右)) CBRE公開データをもとにTMAM作成
※上記は過去の市場実績であり、将来の状態を示唆・保証するものではありません。

Ⅲ. ポストコロナの不動産投資

海外不動産投資部 シニアマネージャー
森園 義史



(1) 不動産コア投資におけるTMAMのテーマ

弊社では、コロナ禍以前より、海外不動産のコア投資の位置付けでポートフォリオを構築する場合には、次の3つを考慮してきました。

- ① 未実現のバリューを内包しているか
- ② 市場の構造変化を捉える投資か
- ③ ダウンサイドプロテクションを享受することが可能か

長期投資を前提とするコア投資においては、地域、セクターを分散して、リスク低減も図るポートフォリオを構築することが基本になります。

以下では、上記の②、つまり市場の構造変化という点において、セクター間の差が大きくなってきていることにフォーカスして、弊社の視点をお話したいと思います。

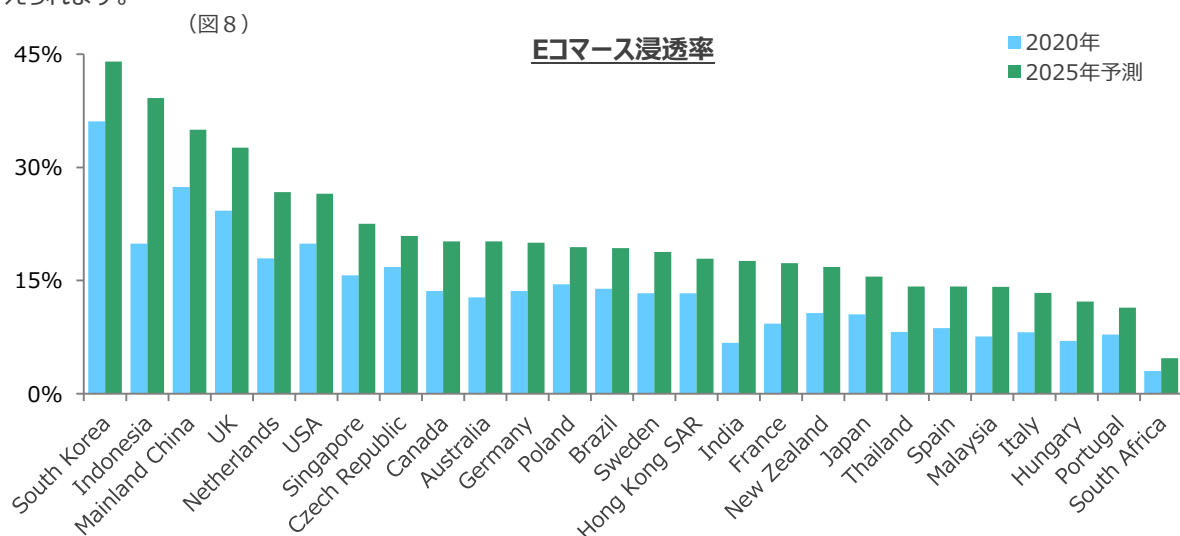
(2) 各セクターについてのTMAMの着目点

A. 産業セクター

人気が集中しており、投資実行までに時間がかかるなど、今から投資するのでは遅いのではないか、という懸念もあろうかと思います。

そういったマーケットの過熱感に対しては、判断軸を持って見ていくことが肝要と考えます。具体的には、上述してきたように、賃貸市場と資本市場の両方の面から判断していくことが必要となります。

資本市場では、他セクター対比で比較的利回りが高かった産業セクターも、直近の投資家資金の殺到を受けて、利回りはオフィスセクター並みの水準にまで低下しています。一方、賃貸市場を見ると、新規供給を上回る水準の需要が存在し、高稼働率を維持している状況です。拡大するEコマース需要に対応するサービス（例：配送時間の短縮）強化に向けたサプライチェーンの側面からのニーズは当面の間続くものと思われ、将来の賃料成長予測も堅調に推移することが期待されています。したがって、他セクター対比での優位性も続くと考えられます。



出所:CBRE公開情報をもとにTMAM作成

※上記は過去の市場実績であり、将来の状態を示唆・保証するものではありません。将来の予測は情報提供元が作成したものであり、TMAMの見解を示したものではありません。

B. オフィスセクター

オフィスセクターも構造変化の波を受けています。コロナ禍により多くの企業で働き方に変化が生じていますが、未だ統一見解の形成には至っておりません。しかし、柔軟な働き方は浸透しつつあり、出社日数などがコロナ禍前の状態に100%戻るといったことはないと思われます。

したがって、柔軟な働き方が浸透することにより、オフィス全体の需要は減退することが見込まれます。今後は新しい働き方を踏まえたテナントニーズを充たす物件かどうかをもとに、個々に判断されるとみています。セクター全体では、将来需要の不確実性が将来の賃料成長を阻害していると言え、産業セクターのような成長予測にはなりづらい状況にあります。

C. その他のセクター

データセンターや、ライフサイエンスなど、コロナ禍でも堅調にパフォーマンスをあげており、今後の成長が見込まれる分野もあります。

しかし、現時点では純粋なコア投資としての投資機会は限定的で、今後の市場拡大が期待されるニッチなセクターとの位置付けとして、投資家の方のリスク許容度に応じて取り組むか否かを判断していく必要があります。

(3) セクター見通しのまとめ

以上をまとめると、図9のように整理することができます。

(図9)

セクター	評価	コメント
産業	◎	・Eコマース需要の底堅い増加が見込まれ、特に都市近郊施設については需要の高まりに対して供給が不足 ・需給ギャップによる賃料上昇が投資資金を引き込み、物件価格の上昇が期待される ・相対的に高い賃料上昇が、低い利回りでの取得を一定程度許容する
住宅	◎	・生活に必要なインフラとして底堅い需要が見込めるため、一般的に景気連動性も低い ・分散されたリース契約による、安定的なインカム創出とリスク低減 ・住宅価格高騰による賃貸需要の高まりと、アフォーダビリティ（一部都市では賃料キャップの設定も）
オフィス	△	・企業によってオフィス利用の対応姿勢は区々であり、将来の床需要に対するマーケットの統一見解形成に至らず ・程度の差はあれど、各企業による柔軟な勤務体制の導入は全体としてはオフィス需要を減退させる ・テック系企業が集積するマーケットの物件や、テナントのクレジットが高い等の高品質な物件は高値で売買が成立
商業	×	・Eコマースの台頭により、商業施設へのニーズは、「コト消費」（体験）の場としての意味合いが強くなっている ・「モノ消費」の場としての従来型店舗は、今後も苦戦が継続する ・他用途（Eコマース用の配送センターや住宅）へ転換される事例もあるが、立地・躯体面でハードルは高い
その他	△	・ホテルはワクチン普及にともなって回復が見えるが、再度の感染拡大の影響を受けやすいことに変わりはない ・データセンター、ライフサイエンス、個人向け倉庫のように、コロナ禍でも堅調なセクターはある ・ニッチセクターは今後の市場拡大の期待はあるが、足元ではコア投資としての投資機会は限定的

※記載内容は2021年11月時点のTMAMの認識・見解であり、今後市場環境等により変更することがあります。

(追記) 以下の点につき、個別にコメントがありましたので、ご紹介いたします。

・インフレや金利上昇の影響

元々不動産は、インフレヘッジ資産としての性格（タイムラグはあっても賃貸料がCPIに連動する契約）を有しており、また金利上昇は通常景気拡大を伴うことから、大きな影響は受けないと考えられます。但し、スタグフレーションには留意する必要があります。

・コストの高い地域からのオフィスの移転など

米国では、東海岸や西海岸といった賃料の高い地域から南部へ移転する動きが、人口動態的な傾向として見られています。一般的に人口が伸びる地域は不動産価格は上がっていく傾向にありますが、南部では建築規制が相対的に緩い都市も多く、過剰供給によりマーケットが軟化する可能性も高いことから、投資するセクターは慎重に検討する必要があります。

当プロダクトに係るリスクについて

当運用プロダクトは、主に海外に所在する不動産や不動産関連資産を投資対象とする私募不動産ファンド等（以下、「投資先ファンド」といいます。）を投資対象としますので、実質的に組入れている不動産関連資産等の価格下落、投資先ファンドの財務状況又は信用状況の悪化等により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「不動産の価格変動リスク」「為替変動リスク」「カントリーリスク」「信用リスク」「流動性リスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

当プロダクトの運用報酬

● 海外不動産・私募ファンドコア戦略（FoFs型）

【投資一任報酬】年率0.2200%＜税抜、0.200%＞の率を乗じて得た額とします（特金口座から徴収する分）。【運用者報酬】運用資産額（各四半期末の一口当たりNAV）に対して年率0.80%の率を乗じて得た額とします（ケイマン籍リミテッドパートナーシップの運用報酬分）。【私募取扱報酬】私募取扱報酬として、「運用者報酬」に加え、出資の受付ないし払込があった四半期毎に、ケイマン籍リミテッドパートナーシップより50万円（投資家毎ではなく、ファンド全体で）を受領します。その他費用：事務管理会社報酬、監査報酬、各種専門家報酬、LPSが組入れるファンドに係る費用、その他ファンド運用・管理・運営に要する費用がかかります。その他費用は実際の取引に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に事前に表示することはできません。

● 海外不動産・私募ファンドマルチ戦略（カスタマイズ型）

【投資一任報酬】年率0.88%＜税抜、0.800%＞の率を乗じて得た額とします（特金口座から徴収する分）。※弊社および助言者（Townsend）両社合計の報酬額
その他費用：投資候補先ファンドの運用報酬及び各種専門家報酬に要する費用等が別途かかります。
その他費用については、実際の取引に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料の合計金額についても、同様に事前に表示することはできません。
詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110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

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。