

米国プライベート不動産

COVID-19 がもたらす影響および投資機会

2020年7月

目次

1. 概要	2
2. COVID-19 の動向および不動産セクターにおける政策の影響	3
3. パンデミック発生時点における不動産ファンダメンタルズ	5
• レバレッジ – ローン・トゥー・バリュー (LTV)	5
• 空室および供給量	5
• 資本市場	7
4. COVID-19 の米国不動産への今後および将来の影響	8
5. 今後の不動産投資機会	14
• 市場の混乱に伴うディストレスト投資機会	14
• 非 GDP 連動セクター	15
• コア不動産	15
6. 投資家は何をすべきか?	16

1

概要

COVID-19の感染拡大は、米国経済に急激かつ深刻な影響を与えている。このことは、不動産市場に短期的には悪影響をもたらす一方で、長期的には構造変化をもたらす可能性がある。また、過去の景気後退局面との類似点が見られる一方で、複数の相違点も見られる。マイナスな相違点は、COVID-19による低迷のスピードが前例のないものだったことである。数日のうちに、特定のタイプの不動産（ホテルなど）のキャッシュフローは事実上停止し、大半の不動産セクターでは程度の差はあれ賃料徴収の減少が続いている。プラスな相違点は、過去の景気後退局面とは対照的に、不動産は堅調なファンダメンタルズ（過熱感が見られない供給面、低水準の空室率、健全な不動産取引量、適切なレバレッジ水準）を維持した状態で、COVID-19による低迷に突入したことである。景気後退の深さおよび長さを現時点で見通すことは困難である。しかしながら、景気後退に突入した時点での不動産の良好な状況に基づき、険しい道のりにはなるものの、不動産は中期的には強固な基盤を再び取り戻すという楽観的な見通しを維持している。

市場の混乱は投資機会を生み出すことになるが、今回のCOVID-19による低迷でも同様であると考えている。ほとんどの不動産セクターがマイナスの影響を受けることが見込まれるが、不動産タイプごとの格差は顕著になることが想定される。ディストレスト投資機会を活用する上で、ホテルや小売などのタイプの不動産をターゲットとするためには、逆張り投資への信念および強い確信を維持する必要がある。低金利環境はパンデミック後の数年間にわたって持続する可能性が高く、GDPとの相関が低く、経済成長への依存度が低いタイプの不動産が選好され、魅力が高まることが想定される。また、さまざまな経済推進要因との関連性を考慮した上で、不動産の種類、地域、キャッシュフローごとに、プライベート不動産ポートフォリオの分散化を図ることを重視する必要がある。

2

COVID-19 の動向および不動産セクターにおける政策の影響

不動産タイプごとの COVID-19 による影響および回復状況は、複数の要因に依存する。主な要因は以下のとおりである。

- **政府の政策**：政府が策定した 2 兆米ドル超の経済救済策（CARES 法¹）は、経済的混乱に対する保障を定めた大規模な財政ならびに金融支援策であり、不動産にもさまざまなかたちで保障を提供している。政策の内容は前例のないものではあるが、プログラムの有効期限終了後には、追加的な政策が必要となる可能性がある。不動産に関連する複数のプログラムは、延長されると考えている。
 - 中小企業局には 3,500 億米ドルの予算が割り当てられ、事業者ごとに上限 1,000 万米ドルの貸付を実施する。給与支払の維持、雇用の維持もしくは支払目的（家賃、住宅ローン、既存借入金）に当貸付を利用する場合、返済は免除される。不動産の観点からは、対象企業が従業員への給与支払、および、賃料支払を含むその他の義務を果たすことが可能となることから、この援助の恩恵は極めて大きい。当貸付制度は、1 件または複数のホテルを所有するフランチャイズオーナーにも適用される。パンデミックの期間を通じて多数の雇用の維持に貢献した給与保護プログラム（PPP）は、夏の終わりには期限切れとなる見通しであり、個人消費、および、家賃や住宅ローンの支払いに悪影響を与える可能性がある。プログラムが延長されない場合、マイナスの影響は経済および不動産市場全体に波及する可能性がある。
 - 個人に対しては総額 3,000 億米ドルの現金が給付された。収入 75,000 米ドル未満の個人の大半が 1,200 米ドルの一時給付金を現金で受領（夫婦の場合、より高い上限が適用）し、夫婦であれば各々 1,200 米ドル、また、子供がいれば一人あたりさらに 500 米ドルを受領した。こうした景気刺激策は、米国民の負債支払義務の履行をサポートし、住宅ローンの支払、アパートの家賃支払、および、小売店舗での支出の一助となったことで、経済の安定化に貢献したとともに、あらゆるタイプの不動産に恩恵をもたらした。
 - CARES 法により、失業手当の給付額が増加し、給付対象者の範囲も広がり、給付期間は 13 週間延長された。州政府が給付対象者への失業手当の支払を延長することに加えて、CARES 法に基づき連邦政府が週あたり 600 米ドルの追加給付を実施する。失業手当の拡大は、経済の安定化、および、個人へのキャッシュフローの提供に貢

¹ 米国財務省 “The CARES Act Works for All Americans” <https://home.treasury.gov/policy-issues/cares>

献しており、大半のタイプの不動産に恩恵をもたらしている。ただし、景気刺激策の多くは今夏の終わりには終了するため、留意が必要である。

- **行動様式**：個人および企業の行動様式は、不動産セクターに短期的および長期的な影響を与える。米国全体での社会的距離確保（ソーシャル・ディスタンス）要請の影響を最も受けているのが、小売業、接客業、および、高齢者向け施設である。これらの措置および経済の悪化が、不動産取引市場の大幅な低迷の一因となっている。また、現在の社会的距離確保のガイドラインの下では、飛行機による移動は困難であり、不動産物件を実際に訪問することや投資候補案件を正確に査定することを困難なものとしている。
- **ウイルスの見通し**：将来の結果は、ウイルスが（治療またはワクチンによって）迅速に封じ込められるか、それとも、感染拡大の継続によりロックダウンの再開もしくはその他の制限措置が必要となるかどうかによって依存する。ウイルスの見通しは、すべてのタイプの不動産に直接的な影響を与える。

3

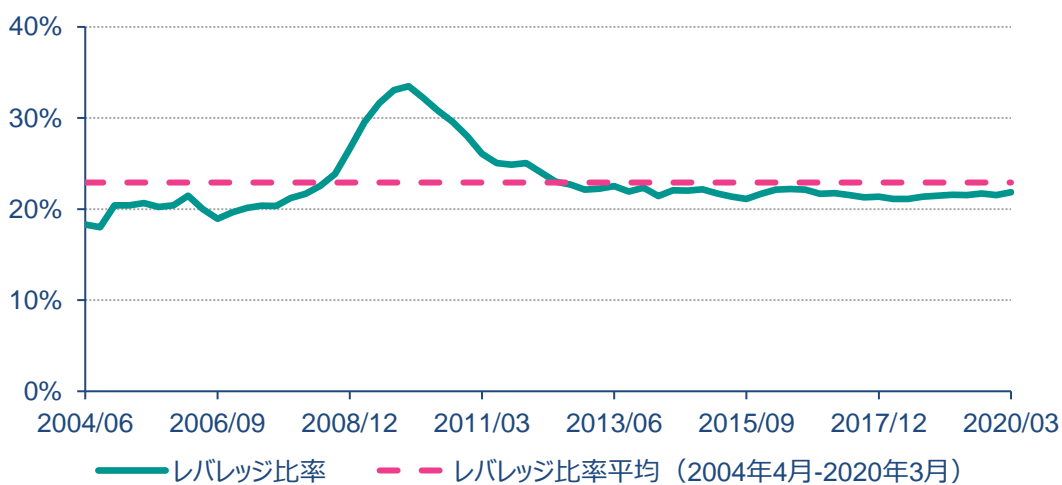
パンデミック発生時点における不動産ファンダメンタルズ

今回の景気後退の発生前、不動産は強固な基盤に支えられていた。大半のタイプの不動産は、短期的には深刻かつ急激な低迷の影響を受けると想定されるが、多くの投資家および貸し手が金融危機（GFC）以降に実施した計画的な取り組みによって、その影響は緩和される見通しである。

レバレッジ – ローン・トゥー・バリュー（LTV）

直近の不動産サイクル（2009年から2020年）を通じて、レバレッジ水準は、以前のサイクルとの比較において極めて適切な水準であった（図1）。GFC以降、政府の規制および伝統的な貸し手の保守的な貸出姿勢により、投資家はレバレッジの利用の縮小を余儀なくされた。こうした慎重な貸出環境が、GFC時よりも厚いエクイティ・クッションを有する資本構造につながっている。

図 1. NCREIF 不動産指数 レバレッジ比率（負債 ÷ 総資産）



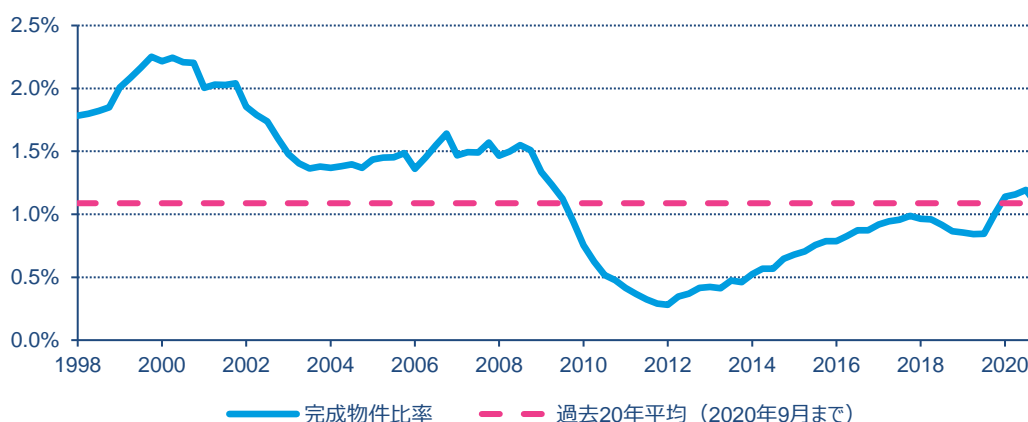
出所：NCREIF NPI, Mercer

空室および供給量

供給量の増加は、成長率が最も高い市場でさえも、GFC以前よりも抑制された水準となっている。このことは、2020年の力強いスタートにも貢献しており、入居に関する良好なファンダメンタルズが、大半のタイプの不動産（小売を除く）における賃

料上昇の下支えとなっていることを示している。COVID-19 に至るまでの 10 年間における、完成物件数が在庫物件数に占める比率の平均値は 1%未満であったのに対して、GFC に至るまでには、同比率が 2%に達した時期もあった（図 2）。また、良好な需要と供給のファンダメンタルズは、過去最高水準に近い稼働率をもたらしている（図 3）。しかしながら、短期的には、過去最高となった失業率は、稼働率の低下要因となるだろう。ただし、前回の景気後退局面で見られた、過剰な新規供給によるさらなる稼働率の低下圧力は、今回は見られない。

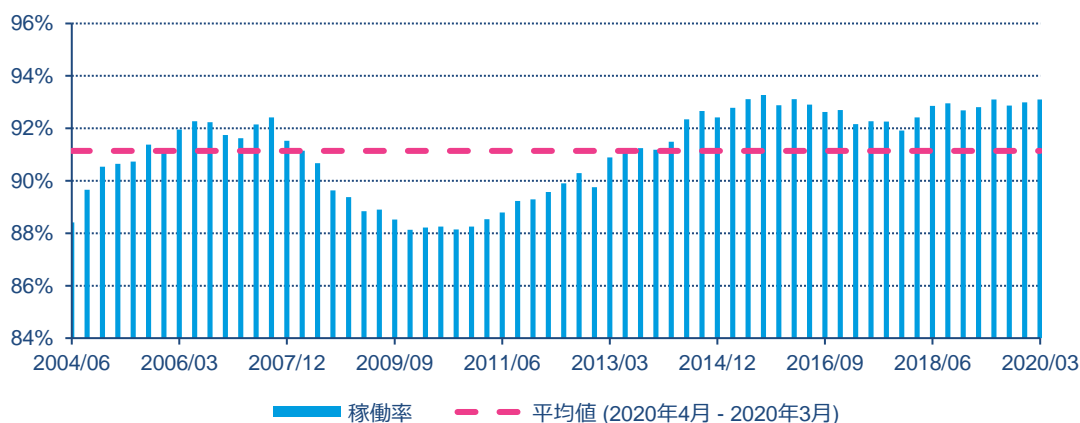
図 2. 完成物件数が在庫物件数に占める比率 – 米国プライマリー不動産セクター



出所：CoStar, Axiometrics, Heitman Research

注：2020年7-9月期のデータは推定値

図 3. NCREIF 稼働率

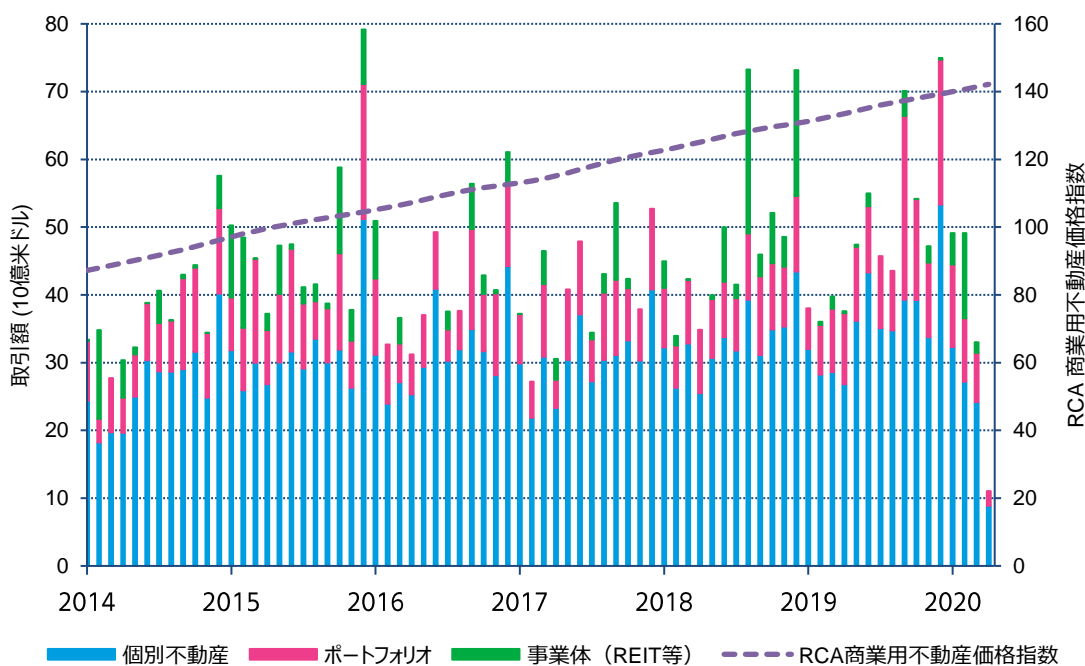


出所：CoStar, Axiometrics, Heitman Research, Mercer calculations

資本市場

不動産に関する多くのファンダメンタルズと同様に、2020年に至るまでの不動産取引も、相応に健全な水準であった。しかしながら、すべてのタイプの不動産が、COVID-19の影響を受けている。査定における判断材料が欠如していること、キャッシュフローを確実に予測できないこと、ワクチン開発の見通しが不透明であることにより、4月の不動産取引量は前年比71%減少し、110億米ドルとなった（図4）。この取引量は、2010年4月以来の最低記録である²。さらに、速報値では、5月の取引量も低水準であったことを示している。上述のように不動産取得希望者が減少している理由の一つは、投資マネージャーが不動産の現地調査（物件取得プロセスにおける重要な項目）を実施できないためである。出張および社会的距離確保の制限が解除されれば、ある程度の取引活動レベルの回復は想定される。

図4.不動産月次取引額および取引価格



出所：RCA transaction volume (月次データ、2014年1月 - 2020年4月)

GFC以前に発生した住宅市場の崩壊（サブプライムショック）は、数年前から何度も警告のサインが出ていた一方で、COVID-19による低迷は突然に発生した。今回は買い手の活動の低下が急激であることから、より速いペースで市場価格が底値に到達する可能性がある。

² Real Capital Analytics. US Capital Trends – The Big Picture, April 2020

4

COVID-19 の米国不動産への今後および将来の影響

上述のとおり、大半の不動産市場は、比較的健全なファンダメンタルズで今回の危機に突入した。したがって、多くの不動産投資は、限定的な損失で低迷を乗り越えることができるだろう。しかしながら、価格発見期間が過ぎて買い手と売り手との間で取引が成立し始めると、買い手には投資機会がもたらされることになるが、一部の投資案件および投資家は大きな影響を受けることになるだろう。不動産市場の変動および混乱は、一部の不動産セクターにおいて、もしくは、レバレッジ状況の不芳な物件において、魅力的な購入機会をもたらす可能性があるが、そのような機会は限定的であり、2021年までには消滅する見通しである。

パンデミックは、今回の景気後退が始まる前からすでに不動産市場で顕在化していた構造的な変化を加速させている。これらの変化は、産業セクターには追い風となり、実店舗とオフィス不動産には課題をもたらしている。

- 産業／倉庫：**イー・コマースは、既に産業セクターにおける主要な変化要因となっていたが、COVID-19への対応により、その採用がさらに加速している。小売企業向けのコンサルティング・サービスを手掛ける Acosta によると、3月および4月におけるオンラインでの食料品購入者の33%は、社会的距離確保および外出自粛のルールにより、初めてオンラインで注文した購入者であった。³パンデミックによって、消費者がオンラインで製品を購入することがさらに一般的になっており、これにより、小売売上高に占めるオンライン販売比率の増加率はさらに加速することになるだろう。
- 実店舗型の小売：**外出自粛により、大半のショッピングモールが少なくとも一時的に閉鎖されている。収益の減少により多くの小売業者が混乱し、店舗の閉鎖および倒産が急増しており、過去数年の傾向にさらに拍車をかけている。地方のショッピングモールや一部のライフスタイルセンターでは、すでに売上が低迷している状況において COVID-19 が発生した。実店舗型のサブセクターは、すでにテナントの閉鎖や小売スペースの過剰供給という課題に直面していた。COVID-19による低迷は、多くのショッピングセンターおよび小売テナントが抱える問題をさらに悪化させ、これらの不動産の市場価値をさらに押し下げることになるだろう。
- オフィス：**COVID-19に対応するためのリモートワーキングの急激な採用は、ワークスペースが柔軟であることを示している。パンデミックが始まってから数週間以内に、アメリカの労働者の半数近くが在宅勤務を実施し、リモートワーカーの割合は、2017年および2018年と比較して2倍以上となった。⁴したがって、イー・コマースと同様に、パンデミックはこの傾向を

³ Acosta. Grocery Shopping During the COVID-19 Pandemic, 3rd Edition, April 2020, <https://www.acosta.com/news/acosta-analyzes-new-wave-of-changes-to-us-consumer-behavior-amid-covid-19>

⁴ Guyot K, Sawhill IV. “Telecommuting Will Likely Continue Long After the Pandemic,” Brookings, <https://www.brookings.edu/blog/up-front/2020/04/06/telecommuting-will-likely-continue-long-after-the-pandemic/>

加速させた可能性がある。COVID-19の終息後、在宅勤務の実施は従来の水準に戻る可能性が高い。しかしながら、パンデミックにより、企業は柔軟な勤務環境を実現するために、必要なテクノロジーおよびカルチャーに投資することが求められるようになり、このことはオフィススペースおよびリース費用の削減につながる可能性がある。

COVID-19による在宅勤務の拡大によって顕在化するもう1つの課題は、企業が必要に応じてオフィススペースをリースする、WeWorkのような柔軟なオフィススペースの活用である。今回、中小企業経営者は、高価な長期リース契約を放棄し、バーチャル化を進め、会議など必要に応じて柔軟にオフィススペースを使用できることを認識した。

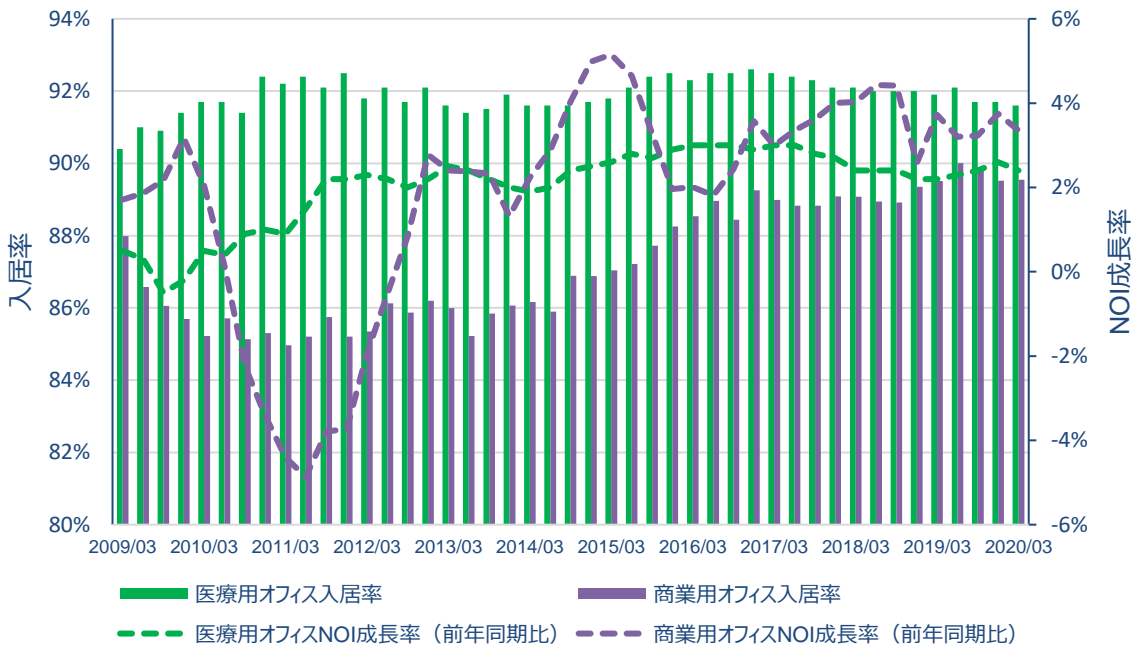
不動産投資家は、規律を維持し、長期的なポートフォリオ戦略の実行に注力する必要がある。マクロ経済要因への依存度が低く、人口動態などの投資テーマの恩恵をより強く受ける戦略を、不動産ポートフォリオに採用する必要がある。大半のタイプの不動産はCOVID-19による影響を受けるものの、いくつかの投資テーマに基づくセクター（高齢者向け施設を除く）は、一般的に回復力があり、短期的には魅力的な投資機会を提供するだろう。具体例は以下のとおりである。

- 手頃な価格のアパート：**全米集合住宅協議会（NMHC）によると、2020年4月の家賃支払率は94.6%と、2019年4月から3.1%ポイント低下した。2020年5月の同比率は95.1%で、2019年5月から1.5%の低下にとどまっている。⁵PPP（給与保護プログラム）と失業給付が、家賃支払の強力な下支えとなっている。2020年後半の景気刺激策終了後の家賃徴収状況については不確実性があるものの、CARES法の延長が当セクターの下支えとなるだろう。賃借人は、貯蓄と家族の支援により自身のアパートに住み続けようとするため、景気後退局面におけるアパートのパフォーマンスは、通常は良好である。さらに、景気後退局面では、住宅ローンなどの多額の借入契約を回避する傾向がある。政府の景気刺激策に下支えされた手頃な価格の住宅、および、所得水準と住宅価格との乖離の縮小により、アパートは引き続き魅力的な投資セクターとなるだろう。米国全体での住宅不足、ミレニアル世代による世帯形成、手頃な価格のアパートに対する需要、住宅ローンの厳格な借入要件により、大半のアパートへの投資は引き続き好調である。
- 高齢者向け施設：**COVID-19は、短期的には高齢者向け施設の需要（特に最先端のケアを提供する施設）および純収益（NOI）に深刻な影響を与えたが、当セクターには引き続き需要があると考えている。高齢者に対するCOVID-19のリスクは、入居率の低下、および、施設を清潔に保ちスタッフと居住者を保護するため、運営コストの増加をもたらしている。しかしながら、米国の高齢人口を考慮すると、差し迫った危機を克服した後の、高齢者向け施設に対する見通しは依然として強気である。現在の危機は高度ケア施設において最も深刻であるが、高齢者向け施設への投資は、自立支援型施設から高度ケア施設まで多岐にわたる。ベビーブーマー世代における需要を考慮すると、特に高齢者向け施設は、引き続き高い需要が見込まれる。

⁵ NMHC Rent Payment Tracker, <https://www.nmhc.org/research-insight/nmhc-rent-payment-tracker/>

- 医療用オフィス**：このタイプの不動産は、GFC 時の NOI がわずかに 2 四半期（2009 年 4 月-9 月）の緩やかな減少にとどまっており、強い回復力を証明した（図 5）。従来型のオフィスビルと比較して、医療用オフィスは GDP や雇用市場との関連性が低い。高齢者向け施設と同様に、主要なマクロ要因は、米国の高齢化と密接に関わる人口動態の変化、および、医療費の増加である。65 歳以上の米国居住者の数は 2010 年から 2040 年の間に倍増すると予想され、医療施設の必要性が高まるだろう。さらに、医療費還付政策の変更により、以前は病院でしか提供されていなかったサービスについて、患者が低コストの外来施設を利用するようになっている。過去数年間にわたって、供給と開発の増加により、医療用オフィスのパフォーマンスは、若干ではあるがマイナスとなった。しかしながら、同セクターはパンデミックの影響から迅速に回復し、強力な投資テーマに基づき、これまでの供給増加を吸収すると考えている。

図 5. 医療用オフィスおよび商業用オフィスにおける入居率および NOI 成長率(2009 年 1 月-2020 年 3 月)



出所：Heitman, Revista, NCREIF NPI

- ライフサイエンス／研究所**：COVID-19 の発生前、当セクターは複数の理由から魅力的なポジションにあった。豊富な資金供給が、引き続き当セクターをサポートしている。たとえば、ライフサイエンスを投資対象とするベンチャーキャピタルは、2004 年の 40 億米ドルから 2018 年には 160 億米ドルまでに成長し、バイオテクノロジー関連の雇用は米国の雇用全体の 5 倍のスピードで成長している。COVID-19 は、研究開発資金（R&D）の拡大という追い風を強めるとともに、COVID-19 関連の R&D に対する高い需要をもたらしている。パンデミック発生時は、COVID-19 を特定するための診断

法の開発が盛んに実施された。中期的には、ライフサイエンス施設は、治療法とワクチンの特定およびテストに利用されるだろう。長期的には、パンデミックによって、新たな治療法を開発し、ワクチンを大量生産する緊急性が高まっている。次のパンデミックを引き起こす可能性のある危険なウイルスが他にも存在することから、感染症全般の研究に対する必要性の認識も高まっている。最後に、医薬品のサプライチェーンを米国に移管して国内備蓄を増強する政府主導の取り組みは、当セクターの魅力度をさらに高めている。

- データセンター**：このタイプの不動産は、COVID-19の影響をほとんど受けておらず、むしろ、イー・コマースおよび柔軟な働き方の拡大により、パンデミック期間中にデータセンターの需要は高まっている。短期的には、企業が分散化および在宅勤務システムの強化の必要性を認識したことにより、クラウドへの依存度が高まっている。長期的には、データセンターは良好なファンダメンタルズを維持している。専門家は、データの使用量および保管量は、主に人工知能やオンラインゲームなどのテクノロジーによって、今後5年間で指数関数的に増加すると予測している。⁶さらに、アマゾン、グーグル、マイクロソフト、フェイスブックなどの大手クラウドプロバイダーは、データセンターへの設備投資支出の拡大を毎年継続しており、さらなるデータ保管用施設の必要性を示唆している。
- 高利回り不動産デット**：当セクターでは、不動産収益見通しの信頼性が高まるまで、貸し手が融資を手控えていることから、取引量の大幅な減少が継続している。また、買収にあたり借入を必要としない借り手の多くは、現在、新規ローンの借入を実施していない。政府出資の金融機関は貸付を継続しており、大手保険会社および銀行は限定的に貸付を再開したものの、低いローン・トゥー・バリュー（LTV）、高いスプレッド、および、厳格なコベナンツが求められる。これらの伝統的な貸し手は、貸出を削減し、優良スポンサーが手掛ける集合住宅、オフィス、および、産業用物件を中心とした、安定性および品質が高い不動産資産に貸出を限定している。

リスク調整後リターンで魅力的な投資機会は、バリュー・アッド型の不動産全般、および、流動性の問題により、多数のBノート、メザニン、優先株形態での貸し手が縮小もしくは撤退した、不動産開発セクターに存在する。ストラクチャード・クレジット市場の混乱は、ストラクチャード・プロダクトにおける資金の貸し手にも大きな影響を与えており、当初は証券化を目的としていたが、証券化できずに銀行が抱え込む結果となったローンが、かなり発生している。こうした市場の混乱により、ブリッジ・ファイナンス、レスキュー・ファイナンス、コンストラクション・レンディング（建設期間中の貸付）、および、セカンダリー市場における債権売却といった投資機会が生じた。猶予期間が終了し、銀行が返済請求を開始するようになると、セカンダリー市場における債権売却は増加すると予想している。全体的に、高利回りデット市場の主体は貸手に、なかでも十分な利用可能資本および強力なローン・オリジネーション・ネットワークを有し、資産リスクの引受が可能な貸手

⁶ CBRE North America Data Center Trends Report, H2 2018

に、大きくシフトしている。貸出量の減少は継続することが想定されるが、その結果、投資家には魅力的なリスク調整後リターンへの期待と高利回り不動産デットにおける有利な投資機会がもたらされるだろう。

- **ホテル**：見逃してはならないタイプの不動産は、宿泊施設である。当セクターへの COVID-19 の影響は非常に急速であったため、評価額の低下は前例のない水準となった。産業、小売、オフィスとは異なり、ホテルについては、パンデミックの影響を受けて従来の投資テーマがプラスにもマイナスにも変化することはなかった。現在、ホテル市場の流動性は、ほとんど失われている。経済閉鎖と旅行規制により、投資目的でのホテルの取引は停止し、その結果、4月に売却されたホテルはわずか8件のみとなった。これは、**Real Capital Analytics** による調査開始以来で最少の月間取引件数である。⁷

ホテルの稼働率も前例のないレベルまで低下しており、多数のホテルが一時閉鎖する事態にまで至った。一般的な平均宿泊期間は1~2泊であることから、当セクターのGDPへの感応度は非常に高い。ホテルの収益は、個人や企業が旅行を減らす際に減少し、通常は景気後退期がそれに該当する。旅行制限およびグループミーティングの中止によって利用が大幅に減少したため、一部のホテルは閉鎖しており、制限が解除されてレジャー目的の旅行および出張が実現し始めるまでは、再開されない見通しである。

営業再開の時期に関わりなく、旅行が過去の水準に戻る時期を想定するのは困難である。ただし、衛生基準が高く、優れた資産管理を実践している、立地の良い新しいホテルは、COVID-19以前のレベルまで速やかに回復すると想定している。宿泊施設セクターのリターンは、運営コストを削減し、よく整備された新しいセレクトサービスホテル（宿泊サービスのみを提供するホテル）と、会議目的での利用を中心としたフルサービスホテル（飲食、会議、その他の付随的な収入からの追加収益に依存するホテル）とで、差が生じるものと想定される。

⁷ Real Capital Analytics. UA Capital Trends – Big Picture, April 2020.

図 6. COVID-19 前後の各不動産セクターの見通し（2020年7月時点）

不動産セクター	COVID-19 発生前 の状況	COVID-19 の影響	
		短期	長期
産業／倉庫	良好	● 影響小	● 影響小
小売 – ショッピングモール／ライフスタイルセンター	悪化	● 影響大	● 影響大
小売 – スーパーマーケット／パワーセンター	良好	● 影響中	● 影響中
オフィス	良好	● 影響中	● 影響中
アパート – 高級	良好	● 影響中	● 影響中
アパート – 手頃な価格	良好	● 影響中	● 影響小
高齢者向け施設	良好	● 影響大	● 影響小
医療用オフィス	良好	● 影響大	● 影響小
ライフサイエンス	良好	● 影響小	● 影響小
データセンター	良好	● 影響小	● 影響小
高利回り不動産デット	良好	● 影響中	● 影響小
セレクトサービスホテル	良好	● 影響大	● 影響中
フルサービスホテル	悪化	● 影響大	● 影響中
	良好 悪化 ● 影響小 ● 影響中 ● 影響大		

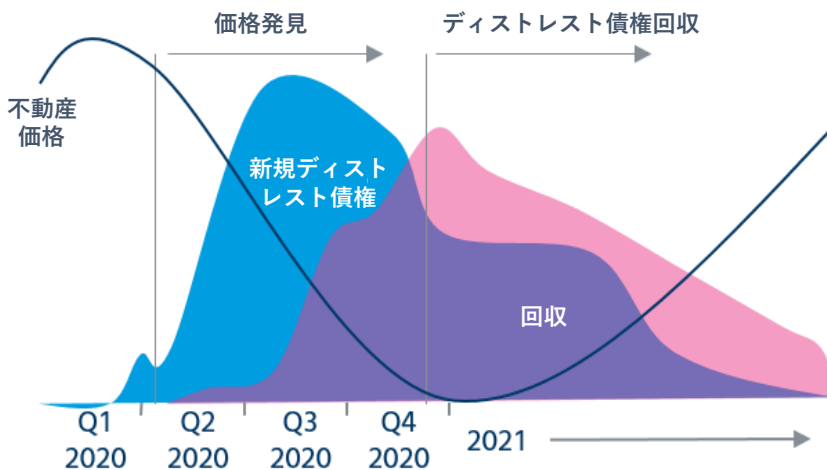
5 今後の不動産投資機会

市場の混乱に伴うディストレスト投資機会

足元の不動産市場の混乱を投資機会として活用しようとする投資家は、辛抱する必要があるだろう。現在の投資刺激策や借り手との協業を図る貸し手の方針によって、困難な状況にある不動産所有者も「問題を先送りすること」が可能となり、市場の混乱に伴う魅力的な投資機会と長期的に問題のある資産とを区別できるまでには、まだ時間を要するためである。

CARES 法により、2020 年 10-12 月期のある時点までは、企業は従業員に給与を支払い、賃借も継続することができるだろう。多くのバランス・シート・レンダー（貸付債権をセカンダリー市場などで売却せずに保有し続ける貸し手）は、90 日超の猶予期間を設定しているが、年末までに猶予期間は終了するだろう。ある時点では、貸し手は借り手に対して、LTV やその他のコバナンツを満たすことを要求すると想定される。したがって、困難な状況にある不動産所有者（特にホテルや小売）は、大半の場合は救済資金の形態で、別の資金提供先を見つける必要があり、その多くはプライベート不動産エクイティならびにデットの投資マネージャーによって提供されるだろう。救済資金は、ブリッジローンや優先株式の形態をとると想定している。2020 年の大半の期間は価格発見に費やされる可能性が高いと想定している。一方で、ディストレスト投資の機会は 2021 年がピークになると予想している（図 7）。

図 7. COVID-19 による不動産サイクルの局面見通し



出所：マーサー。例示を目的としたものである

非 GDP 連動セクター

技術の進歩や人口の増加など、好ましい人口動態の変化および構造変化は、高齢者向け施設、ライフサイエンス／研究所、医療用オフィス、データセンター、トランクルームなどの非伝統的タイプの不動産を引き続き下支えている。これらの不動産は、ニーズに基づき提供され、収益性が高く、GDP との相関が低い傾向にある。このような人口動態をテーマとした投資戦略は、特に COVID-19 によるパンデミックなどの市場低迷時に、不動産サイクルを通じての多様性、安定性、および回復力の向上をもたらすと考えている。GFC 以降、非 GDP 連動セクターは、多くの不動産ポートフォリオの成長要因となり、（第 4 章で説明したとおり）COVID-19 は、これらの不動産の魅力を高める構造変化を加速させると考えている。

コア不動産

コア不動産は、安定したテナントとキャッシュフロー特性を備えた、高品質で立地が良好なリース不動産と定義される。コア不動産の市場価値は通常四半期ごとに変動するが、2020 年の残りの期間においては、市場価値は横ばいもしくは下落すると予想される。評価額が底を打つ時期を正確に予測することは困難であるが、コア不動産はいくつかの要因によって、現在の危機から強力に回復することが予想される。

まず、危機に突入した時点で、コア不動産投資は、高い稼働率と強力なキャッシュフローを示していた。また、図 8 が示すように、コア不動産ファンドに投資する適切なタイミングは、キャップレートと国債のスプレッドが長期平均を 1 標準偏差上回る時期である。現在、スプレッド水準は 1 標準偏差を上回っているが、過去の同様なケースでは、その後の 3~5 年間で 2 桁のリターンを生み出していることは注目に値する。キャップレートが上昇し、金利は比較的安定して推移すると予想されることから、今後スプレッドは拡大する可能性がある。歴史的には、コア不動産市場に投資する最適な時期は、市場低迷後であることが示されている。したがって、2021 年上半期は、コア不動産をポートフォリオに追加する絶好の機会になると考えている。

図 8. NCREIF イールドスプレッド推移（キャップレートと 10 年国債利回りの差）



出所：NCREIF NPI, Mercer calculations

6

投資家は何をするべきか？

COVID-19によるパンデミックが米国を襲った時点で、米国不動産のファンダメンタルズは堅調であったことから、同市場は比較的急速に回復するという、楽観的な見通しを維持している。近年のあらゆる経済の低迷と比較して、パンデミックは突然に発生したものの、政府の迅速な政策対応により、低迷脱却への足がかりが生まれると考えている。米国経済の一部は再開し始めていることから、残る最大の課題は次のとおりである。

- **政府の政策**：現在の景気刺激策が終了した後、追加の政策が必要となるか？既存のいくつかの政策について、政府が期間延長や規模拡大などを実施しなければ、大半のタイプの不動産が影響を被る期間が、より長期化すると考えている。
- **行動様式**：個人および企業は、どの程度まで通常の状態に戻ることができるか？今後明らかになることではあるが、COVID-19はイー・コマースおよびクラウドのより効率的かつ低コストでの活用をもたらしたと考えている。不動産への影響は一様ではなく、勝ち組と負け組に分かれるだろう。
- **ウイルスの将来**：治療法もしくはワクチンの開発にはどのくらいの時間がかかるのか？ウイルスの将来および不動産市場への影響は、最終的にはこれらの開発にかかっている。2020年後半から2021年にかけてCOVID-19の感染患者が急増する局面が発生した場合、大半の経済予測が強い影響を受けるだろう。
- **その他のイベント**：米国内のイベント（貿易戦争や大統領選挙における不確実性など）およびグローバルでのイベント（香港と中国との関係など）が、現在の景気後退を加速させることになるか？

多くのプライベート不動産で発生している長期的な構造変化にも牽引され、不動産投資は今後も回復性が期待できる戦略であると考えている。上述のとおり、これらの変化の1つは、イー・コマースへの継続的な構造的シフトであり、これによって、産業セクターおよび小売セクターの特性が根本的に変化している。社会的距離確保および外出自粛の間、消費者によるイー・コマースの利用が大幅に増加したが、この変化が加速すると予想している。また、人口動態の変化をテーマとした魅力的な投資トレンドは、今後数十年にわたって継続すると予想している。

大半のタイプの不動産、特にホテルや小売不動産におけるディストレスト投資機会が、COVID-19による混乱から生じると予想される。しかしながら、投資家はこれらの投資機会を追求するにあたって、逆張り投資への信念および強い確信を維持する必要がある。また、プライベート・コア不動産は、リスク調整後リターンにおいて魅力的な投資機会をもたらすと考えている。

COVID-19 の先を見てみると、人口動態の変化による投資機会の拡大が長期的に継続すると考えている。これは、米国の歴史における 2 つの世代によってもたらされている。ベビーブーマー世代（1946 年から 1965 年生まれ）は、医療用オフィスや高齢者向け施設などのヘルスケア関連戦略、ミレニアル世代（1980 年から 1995 年生まれ）は、手頃な価格のアパートやイー・コマース関連セクターへの需要を高めている。



Paul Kolevsohn
Asset Class Specialist, Real Estate

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又はwww.mercer.com/conflictsofinterestをご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。