

プライベート・マーケット

2024年上半期

潮流の変化：
欧州バリューアッド型不動産
の波を捉える

BlackRock

FOR QUALIFIED, PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL AND WHOLESALE INVESTORS USE ONLY

欧州バリューアッド型不動産

ブラックロック不動産リサーチ
2024年上半期

主なポイント

- **循環的要因と構造的要因**に支えられて、不動産市場には新たな投資機会が生まれています。世界の他の地域と比べると、**欧州は価格調整の動きで先行しています。**
- 今回の**循環的調整からの回復は異なるものになると**予想されます。機動的なアセットマネジメント、緻密な物件選別、そして「**メガフォース**」との整合性が成功の鍵となるでしょう。
- **バリューアッド不動産投資**は、こうした特異な環境を活かして、コア型不動産を志向する投資家、及びその他の投資家にとっても魅力的な「**将来対応型**」物件の創出に寄与します。
- 投資家は、**魅力的なリスク調整後リターンとインフレヘッジ**を提供する欧州バリューアッド型不動産をポートフォリオの**分散効果を提供する投資**として活用できます。

物件価値を創造

足許の市場はこれまでのサイクルとは異なります。現在、市場は新たな局面（レジーム）を迎えていると当社は考えています。金利がパンデミック前の歴史的な低水準に戻るとは恐らくないため、資産価値の切り下げと構造的な長期トレンド（すなわち「メガフォース」）が魅力的な投資機会を生み出していると当社は考えています。今後、不動産戦略を成功させるためには、利下げ局面に依存するのではなく、物件固有のパフォーマンスを大きく高める必要があります。相対での案件のソーシング、巧妙な市場選別、好条件での資金調達、緻密なアセットマネジメントが、大きなリターンを生み出す鍵となります。

新たなレジームではパフォーマンスのばらつきが広がっているため、バリューアッド型投資の必要性は一段と増えています。現在、セクター間とセクター内の両方でパフォーマンスの二極化が進んでいます。バリューアッド型投資は、こうした機会を捉えて、リノベーション、新規物件開発、既存物件の用途変更を通じて「将来対応型」物件の創出を目指す戦略です。不動産の価値を高め、将来のテナントや投資家にとって魅力的な商品を生み出すには、機動的なアセットマネジメントのみならずサブマーケットの選別が極めて重要であるということが、今回の構造的・循環的調整によって明らかになりました。

構造的要因が、物件用途に変化をもたらしています。こうした変化はバリューアッド型戦略にとって追い風であり、その必要性を裏付けるものです。不動産は用途変更や改修が可能であるため、物件用途の変化を通じて潜在的な価値を引き出すことや、規制変更に対応することができます。このような機会の例として、老朽化したオフィスビルを住宅用のスペースに再開発することや、エネルギー効率要件を満たした建物に改修することなどが挙げられます。

将来のコア型物件を創出
企業のESGコミットメント



出所: JLL 2024年

不動産市場が変化する中でも、バリューアッド型戦略は投資家に柔軟性を提供します。エグジット戦略は事業計画が達成された段階（通常は取得後3～4年）で実行されますが、エグジットが早まる可能性は常に存在します。こうした柔軟な選択肢により、投資家は、市場の急回復に伴う価格上昇の波を捉えることや、リスク分散とインフレヘッジを提供するインカム主体の投資に対する需要から恩恵を受けることができます。

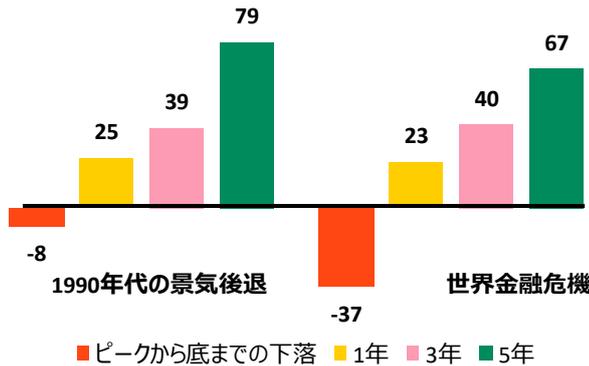
バリューアッド型投資におけるリスクは、複数のリターン源泉によって軽減されています。投資家は、ポートフォリオを構成する個別リスク（例：開発リスクやリーシングリスク）を分散させることが可能です。また、プロジェクトが実行されなかった場合に大きな損失を被るバイナリー・リスク（認可が必要な開発案件等）を回避することができます。現在の不動産市場サイクルでは、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの両方の獲得が見込めるバリューアッド型投資は魅力的な戦略であり、投資のリスクに見合った追加的リターンの獲得が見込まれます。キャピタル・ゲインの可能性は投資のタイミングに左右されますが、過去18カ月の不動産価格の調整によってダウンサイド・リスクは軽減されています。

ビンテージの優位性

2024年は、市場サイクル毎に一度しか到来しない投資タイミングであると当社は考えています。直近まで英国と欧州では、不動産評価額がそれぞれ24%と15%下落しています¹。市場における価格の歪みは今後も続くと思われており、バリューアップの余地がある物件を割安に取得できる好機が到来しています。

調整局面後のアウトパフォーマンス

英国不動産の累積リターン (%)



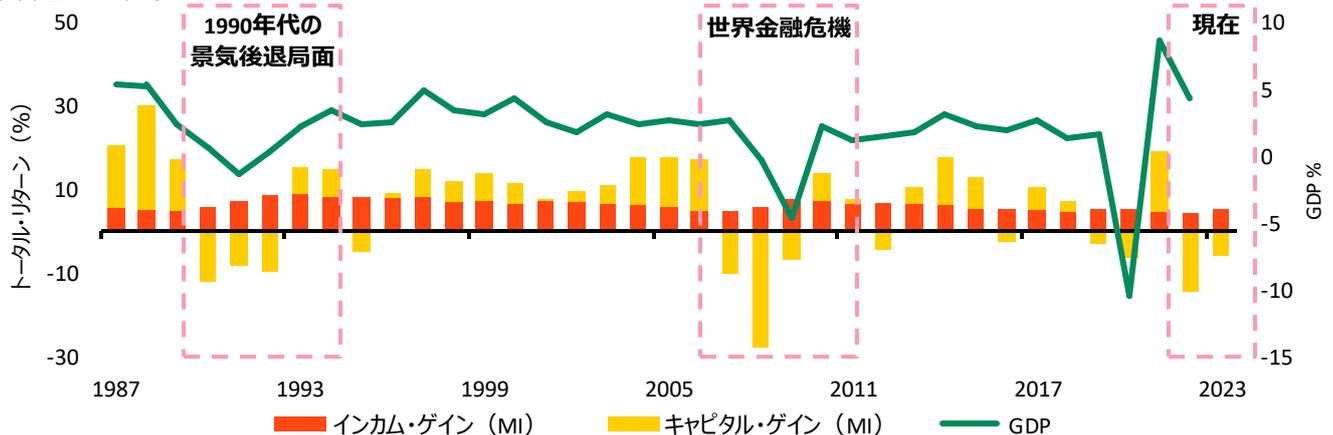
出所：MSCI、2024年2月

不動産評価額の切り下げ、資金調達コストの上昇、困難な借り換え等によって物件所有者はエクイティ・ギャップに陥っており、多くは流動性を確保するため保有物件の処分を迫られています。これは特に英国や欧州の一部で顕著に見られ、含み損を抱えた物件の売り手や資金繰りが悪化したデベロッパーが市場で優良物件を売却しています。ドライパウダーを有する投資家は、こうした状況を活用し、比較的低リスクの不動産物件を大幅なディスカウントで取得できる可能性があります。

これまでの市場サイクルとは異なり、マクロ経済面の逆風に直面する中でも、不動産市場の**ファンダメンタルズは堅調さを保っています**。空室率はおおむね安定しており、特に確信度の高いセクター（住宅と産業セクター）では、賃料上昇も安定しています。

投資機会の循環

英国不動産の市場サイクル



出所：Oxford Economics、MSCI、2024年2月。¹ MSCI Capital Values、2024年2月

これまで、景気後退局面の後には大幅なリターンが生み出されてきました。市場サイクルの底を正確に見極めることは不可能ですが、欧州の金利はピークに到来している可能性があり、インフレも安定しています。バリュー・アド型投資にはリスクが伴うものの、市場の大幅な調整によってアップサイドの可能性は高まっており、リスクに見合ったリターンが生み出されると当社はみています。割安になった優良物件の取得と、構造的なトレンドに沿った物件の取得を組み合わせることで、安定的なインカムが創出され、アップサイドの可能性がダウンサイド・リスクを上回る「ビンテージ・アドバンテージ」が得られると考えています。

欧州に投資すべき理由

欧州のマクロ経済リスクは緩和され、センチメントが回復しつつあります。この数年、マクロ経済面の逆風と地政学的混乱が世界経済の足かせとなってきましたが、欧州ではこうした逆風が弱まっています。金融引き締めが奏功したことでインフレ圧力は沈静化し、2024年には中央銀行の目標である前年比2%にまで減速する見通しです。市場は、英国では5.25%、欧州では4.5%のピーク金利を織り込み済みであり、イングランド銀行と欧州中央銀行（ECB）はかなりの期間、政策金利をこの水準で据え置いています。現在、市場は2024年前半の利下げ開始を織り込んでおり、センチメントの改善につながっています。このことは、市場がサイクルの転換点に近づいている可能性を示唆しています。実際、不動産市場は景気底入れと共に持ち直す傾向があるため、景気回復が進むにつれて堅調なリターンを獲得できる可能性があります。

構造変化の波を捉える

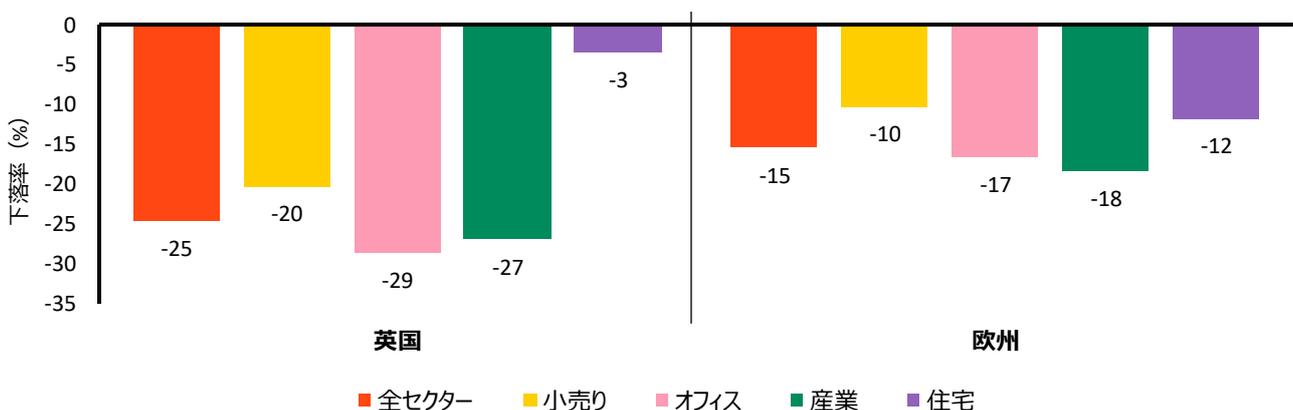
不動産取引の回復が見込まれています。2023年の欧州不動産投資は2012年以来の最低水準まで落ち込み、取引量は2022年比で50%減少しました²。政策金利の引き下げによって借入が容易になり、市場に余裕が生まれ、投資家心理が改善すると考えられます。その結果、利回り上昇圧力が緩和され、買い手と売り手の間の期待取引価格（ビッド/アスクの спреッドのギャップ）も縮小するでしょう。こうした動きは、2024年を通して不動産投資取引が徐々に回復するきっかけとなると当社はみています。バリューアッド型投資ファンドのドライパウダーは世界で約840億ドルあると推計されており、価格が底打ちしたと判断されれば、市場の活動は急ピッチで回復すると予想されます³。

欧州不動産市場は、価格調整が先行する特性を有しています。分母効果によって流動性が必要となった一部のファンドはポートフォリオをリバランスするために不動産の一部売却を迫られました。こうした売却は不動産価格を押し下げるとともに、不動産評価のベースとなる売買価格情報を提供してきました。また、比較可能な取引がない場合、欧州では不動産評価額がセンチメントに左右されやすい傾向があります。2023年に見られたように、欧州では他の地域よりも急ピッチかつ大幅な価格調整が起きやすいです。他の地域と比較して、欧州の不動産市場は価格調整の幅が大きいことから、調整が行き過ぎた可能性のある物件に投資できる絶好の機会が到来していると思慮されます。

歴史的に見ても、欧州は不動産投資において世界で最も透明性の高い地域の1つです。最新のJLL Global Real Estate Transparency Indexによれば、世界の不動産市場の透明度ランキング上位10地域のうち、6地域が欧州諸国の市場が占めています。平均すると、欧州諸国は2020年以降、不動産市場の透明度が世界で最も大きく改善しています⁴。規制基準の厳格化、ガバナンスと公正な開示内容により、欧州は世界中の投資家にとって魅力的な市場となっています。

調整局面からリターン獲得機会

ピーク時（2022年6月）からの不動産評価額の下落率



欧州全体では構造的要因、すなわち「メガフォース」が進行中であり、物件用途への影響を与えています。また、セクター間、セクター内のパフォーマンスには引き続きばらつきが見られるでしょう。投資家は、欧州のメガフォースを捉えることで、パフォーマンスが二極化する中でも価格上昇の波に乗ることができると思われます。そのための手段がバリューアッド型戦略であり、欧州全域で進行している以下の構造的変化を捉えることを目指しています。

- 地政学的分断：**パンデミックやウクライナ戦争、紅海での船舶攻撃など、企業のサプライチェーン強化に対する必要性が改めて浮き彫りになりました。ニアショアリングやオンショアリングの動きは一段と拡大し、以前から高水準にあった欧州産業不動産への需要がさらに高まっています。
- デジタル化：**デジタル化のメガトレンドを捉えるには、ライフサイエンスやデータセンターなど、よりニッチなオルタナティブ・セクターへの投資が有効な手段となり得ます。
- 人口動態：**欧州では高齢化が進んでおり、様々なセクターで投資機会を創出しています。例えば、インクルーシブな職場スペース、ヘルスケア施設、介護施設や高齢者向け居住施設などが挙げられます。
- 低炭素社会への移行（トランジション）：**持続可能な資産と持続不可能な資産の間で需要の二極化が進んでおり、今後、ESG基準に適合する物件は賃料の上昇と価値の増加が見込まれます。こうした物件を創出するにはバリューアッド型投資が不可欠です。

出所：MSCI Capital Value Decline、2024年2月。² RCA 2023 Transaction volume。³ Preqin、2024年3月。⁴ JLL Transparency Index 2022、2023年3月

トランジションに適應する

バリューアッド型投資は、トランジションに関連した投資機会を捉えることでリターンの獲得が見込める戦略です。こうした環境シフトを捉えるための循環的・構造的な投資機会が存在しています。当社は、すべてのアセットクラスでパフォーマンスの二極化が進むと予想しており、トランジションに備えた戦略を実施する投資家が優位に立つとみています。

欧州ではサステナビリティに配慮した高品質物件に対する投資家の需要は高く、他の地域をリードしている特性を有しています。英国と欧州では高度な規制は継続的に変化、改正されています。政府、投資家、テナントはいずれも不動産業界が直面している課題の重要性を認識しており、その解決に沿った投資を実施する事で価値が創出されます。

ESGを投資戦略に組み込むことは、単なる投資テーマではなく、長期的な物件価値を維持するために不可欠です。低炭素基準を満たしている物件の多くは、グリーンプレミアムを提供しています。これらの資産は、一般的に運営コストが低く、より好条件での資金調達が可能で、稼働率も改善されています。なぜなら、厳格なESGコミットメントを有する企業にとっては入居可能な物件が少ないからです。規制基準を満たす物件が大幅に不足している状況は継続しています。例えば、ロンドンのオフィス物件の80%以上はEPC格付（建築物のエネルギー効率性を示す認証）がBランクを下回っていますが、2030年にはBランク以上の格付取得が求められるようになる見通しです⁵。改修や用途変更のための投資が行われない場合、物件の今後の用途について不透明な状況下に陥る可能性があります。

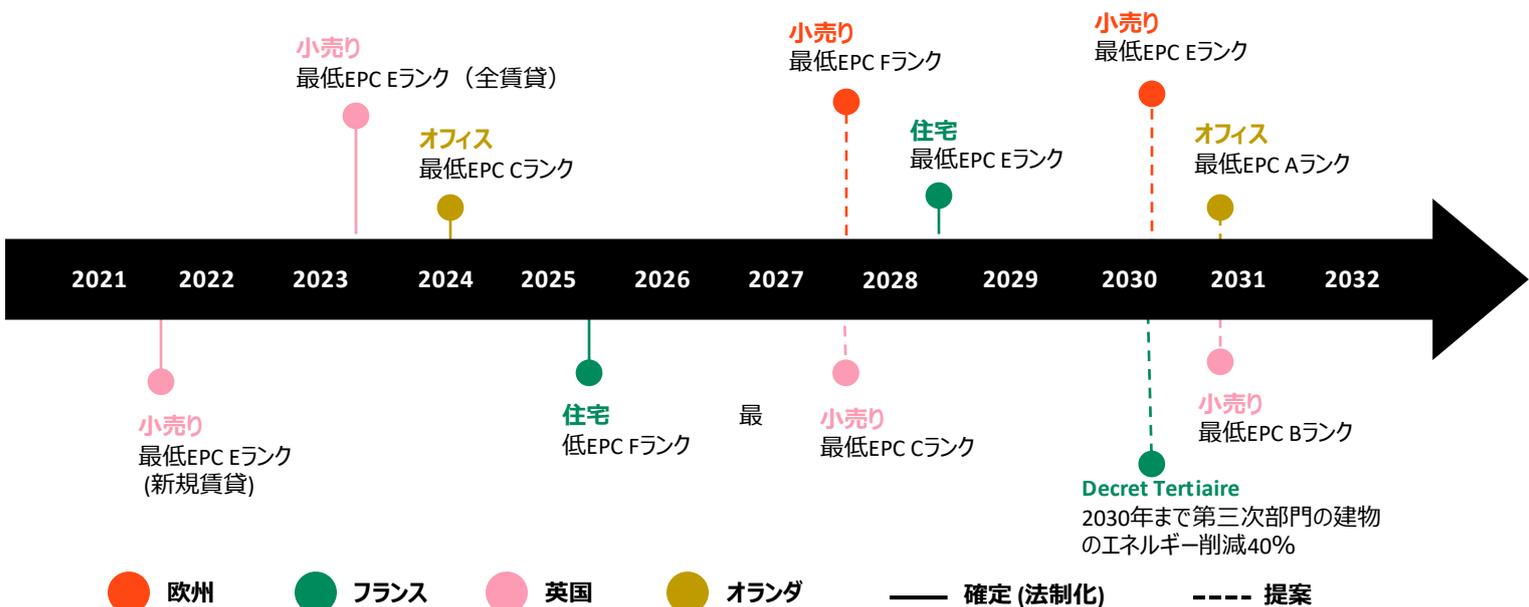
規制リスクに加えて、テナント需要をめぐる不確実性も懸念材料です。入居するオフィスビルがテナント企業のESG理

念との整合性を重視する圧力が高まっています。こうした圧力は、最良のサステナビリティ認証を取得している物件の供給が需要の急増に対して逼迫し、その結果、賃料プレミアムをもたらす重要な要因となります。特に、不動産の市場サイクルの底値からの回復に向かう過程で、当該問題の重要度は増えています。更に、建設コスト等の上昇によって新規物件開発にさらなる遅れが発生した結果、物件の需給が一層逼迫しているためです。

投資家は主にオフィス・セクターでのESG投資を追求してきました。しかし、新たな規制の拡大によって、投資家はすべてのセクターで環境面の影響を注視する必要に迫られています。例えば、欧州では住宅の約60%がDランクのEPC格付で、2025年までに全ての賃貸物件にCランクを取得させるという政府目標を大きく下回っています⁶。これは市場にとってはリスクですが、バリューアッド型戦略の投資家にとっては好機となります。

バリューアッド型投資は、欧州不動産のトランジションにおいて重要な役割を担います。物件の改修、アセットマネジメント、改装などを通じて、物件の価値を引き出せる大きな機会が到来しています。その実現には、専門知識と十分な資本支出だけでなく、コア型戦略と比べて一定のリスク許容度が必要になります。一方、ESGを効果的に組み込んだ戦略を実施する事で追加リターンの獲得可能性は明確に拡大します。

規制変更スケジュール



出所：ブラックロック、2024年。⁵ PMA Analysis、2024年3月、⁶ Savills 2024

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第375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、日本証券業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

〒100-8217

東京都千代田区丸の内一丁目8番3号

丸の内トラストタワー本館

03-6703-4100 (代表)

www.blackrock.com/jp/

本資料は、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、弊社及び弊社が所属するブラックロックのグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）の市場・経済環境見通しをもとに情報提供を目的として作成したものです。特定の金融商品取引の勧誘や、投資資産やセクター・アロケーション等の推奨を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

当資料は、ブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、当資料中の各種情報は過去のもの、または、見通しであり、今後の運用成果等を保証するものではなく、当資料を利用したことによって生じた損失等について、ブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。さらに、本資料に記載された市況や見通しは作成日現在のものであり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し、予告なく変更される可能性があります。

弊社が投資一任契約または投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。弊社がご提供する戦略毎のリスク、コストについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態に沿ってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役職員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。

なお当資料は、適格機関投資家様、年金基金様、販売会社様のみを対象としています。個人投資家様への配布などはお控え頂きますよう、よろしくお願いたします。当資料の内容を複製もしくは第三者に対して開示することはご遠慮ください。

BlackRock

FOR QUALIFIED, PROFESSIONAL, INSTITUTIONAL AND WHOLESALE INVESTORS USE ONLY

INKJING0012025A38938727646/6