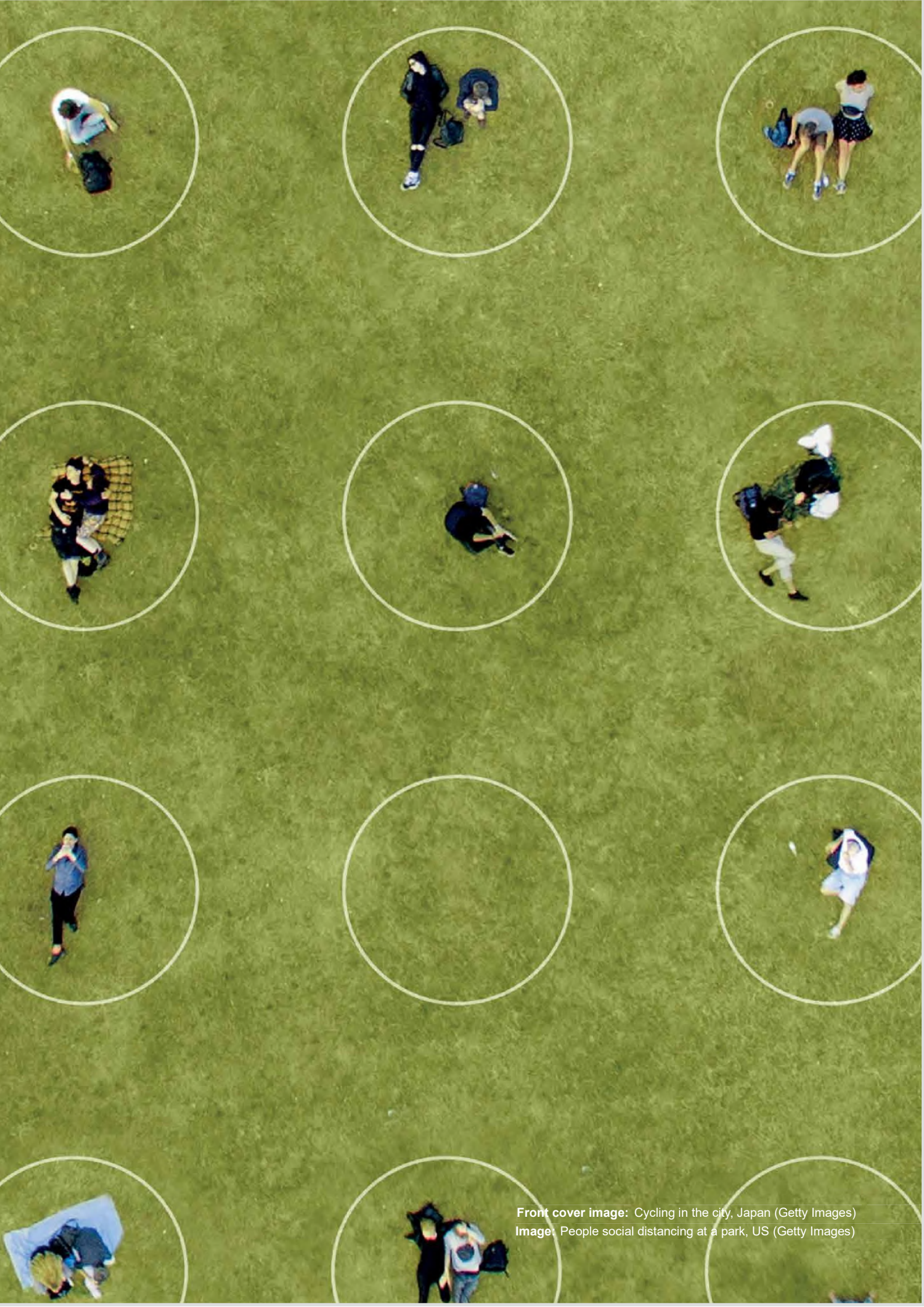


2021

Global outlook (翻訳版)

EMERGING TRENDS IN REAL ESTATE®





Front cover image: Cycling in the city, Japan (Getty Images)
Image: People social distancing at a park, US (Getty Images)

目次

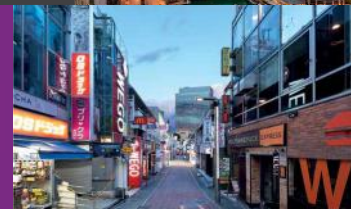
2

概要



4

回復への道



26

脱炭素化への
対応



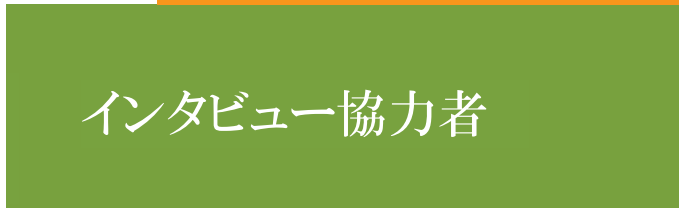
40

スポンサー企業



41

インタビュー協力者



“

オフィスはこのままなくなっていくのか。いや、私はほとんどの企業は将来、パンデミック前に利用していたオフィスに戻ってくると考える。しかし、オフィススペースの縮小は進むだろう。

US investment manager,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021

概要

「今後の先行きは、ウイルスの拡大と政策対応の有効性にかかっている。この最悪な事態を乗り切りたいと思うが、まだまだ森の中をさまよっている状況である」

European CIO,
Global Emerging Trends in Real Estate® 2021



Image: Empty riverwalk during COVID-19 pandemic, Chicago, US (Getty Images)

Emerging Trends in Real Estate® Global Outlook 2021

新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の発生から 1 年以上が経ち、不動産業界は、人々の生活や働き方の混乱による長期的な影響と相まって、循環的な景気後退という、恐ろしい 2 つの課題に未だに取り組み続けている。

不動産においては、地域や業種によってその影響の度合いは異なるだろう。しかし、COVID-19 がデジタル化、リモートワーク、オンラインショッピングなどの既存のトレンドを加速させていることは世界的にも明白であり、不動産業界が抱える ESG (環境、社会、ガバナンス) 課題を大幅に増加させている。

Global Emerging Trends を支える業界のリーダーたちは、2021 年後半に不動産事業が好転し、消費者支出主導の景気回復に期待を寄せている。しかし、その多くはワクチンの普及とロックダウン規制の緩和にかかっている。

別の見方では、アジア太平洋地域が景気回復を牽引しているという見方もある。他の欧米諸国と比較して、アジア太平洋地域の主要国が好調な動きを見せていることが一因となっている。また、アジア太平洋地域の主要国が今回のパンデミック危機を他の欧米諸国と比較してより確実な管理によって対処したとみなされていることが、グローバル投資家がこれらの地域へ資本配分を増やす重要な要素となっている。

また、世界経済を支える前例のない水準での財政・金融回復策には、市場のボラティリティに対する独自の脅威が伴うことも広く認識されている。昨年地域別 Emerging Trends 調査では、株式市場のバブルの出現と欧米における新たなインフレ圧力が、今日の不動産リーダーにとって、非常に大きな懸念材料となっていることを示した。

ボラティリティが上昇するリスクがあるにもかかわらず、非常に緩い金融環境によって、当面の金利を低く抑えており、不動産の他の資産クラスに対する利回りは、投資家にとって非常に魅力的なものとなっている。本報告書でインタビューした業界のリーダーのほとんどは、本来の不動産所得の魅力は、コロナ以前の時期よりも今年のほうがさらに強いと考えている。

対照的に、貸し手は今年、エクイティ投資家に比べ、はるかに慎重な不動産投資戦略をとることが予想され、1年前の最初のロックダウン期間におけるアプローチよりもさらに慎重になると思われる。銀行は当初、ビジネスを概ね支持していたが、常に政府や中央銀行の意向を受けており、業界のリーダーたちは、秋の2度目のロックダウン以降、融資基準が厳しくなったと証言している。

政府の支援策が終了すれば、困難に陥った債務は増えるだろうが、2008年の世界金融危機後の危機のレベルには達しないと考えられている。

不動産の借り手市場に対する圧力を踏まえ、業界のリーダーたちは、パンデミックの間に安定した利益をもたらした物流のような有利な部門と、最も大きな打撃を受けたホスピタリティ産業や商業のような部門との間の「価格の二極化」を報告している。

物流は、eコマースの急増に牽引され、3つの地域全てで驚くほどの成功を収めている。投資家の持続的な需要は、今年、さらなるキャップレートの圧縮を促すと広く期待されている。しかしこれらの変化は、株式のバブルに対する懸念を引き起こすものもある。構造的で長期的なものもあり、意見は分かれるところである。

また、住居は、その安定した利益が魅力だが、さらなる魅力もある。欧米のプレイヤーは、住宅(手頃な価格であり、ごく一般的な民間の賃貸料のもの)に投資することは、社会における基本的なニーズを満たすものであり、ESG議題の大部分を満たすものであると見ている。また、3つの地域全てのインタビュー回答者は、その圧倒的に好ましい需給バランスのために、住宅は当面の間、慎重な防御策となると考えている。

オフィス部門の見通しは、リモートワークの増加、従業員の福利厚生への意識の高まり、大都市における長距離通勤の魅力の低下といった、さまざまな影響を受けているため、予測は非常に困難である。

アジア太平洋地域ではあまり影響はないが、北米と欧州では、大手企業の入居者が企業の意思決定を遅らせたり、リモートワークへの依存度を高めたりすることを促進しているため、今年と来年のリース活動に悪影響を及ぼすことになる、インタビュー対象者は指摘している。

しかし、多くのインタビュー対象者は、会社とその従業員は、コロナ以前よりも「ハイブリッド」な働き方にはなるが、最終的にはオフィス勤務に戻るだろうと考えている。

いずれにせよ、より柔軟な対応ができる空間の必要性は高まるだろう。したがって、投資家の観点から、業界のリーダーは、高品質の建物(近代的で順応性がある)と、時代遅れで柔軟性のない建物との間の二極化を予測している。

しかし、インタビューから明らかなように、業界は、稼働率や投資利益を超えた幅広い責任を果たすことを見据え始めている。

建造環境からの二酸化炭素排出の影響を中心に取り組んでいる計画は最も良い例であり、Chapter 2で詳しく説明している。脱炭素化と気候変動は、数年前から課題として取り上げられてきたが、これらの問題が業界の最優先事項となったのは、ここ18カ月間ぐらいである。

これまでのところ、プレッシャーは金融業者と大規模テナントから来ている。しかし、政府は今後数年間で規制を強化していくだろうと考えられる。

多くの企業は、ビジネスの中心に脱炭素化を掲げた方針をこれまで以上に打ち出しており、人類の未来を担う課題を見据えながら、一方で下振れリスクを管理し、その過程で利益を実現している。

この分野に対する対策は長い間後れをとってきた。不動産は脱炭素化に関しては、未成熟な段階にあり、今でも多くの人々が建物からの二酸化炭素排出による広範囲にわたる影響を無視している。これらは、まだ知識のギャップが大きいことを示している。建設と運用の両方で、建物が使用するエネルギー量に関する十分なデータが収集されていない。

不動産の開発、所有、管理は非常に複雑であり、大企業でも効果的な戦略を立てることは困難である。

不動産のバリューチェーンを構成する開発者、所有者、占有者、その他全ての利害関係者が同じ目標を念頭に置いて協働することが必要であり、これを実行することは未だに困難となっている。

私たちがインタビューしたリーダーたちが結論づけているように、もし不動産業界が気候変動について対策をとる必要があるならば、脱炭素化の複雑さに対処するためには、業界がこれまでに比べてはるかに高いレベルの協力関係を結ぶことが必要になるだろう。

Chapter 1

回復への道

「われわれは現在、低金利の金融緩和政策環境下にあり、非常に低いコストで資金を借り入れることができる。したがって一部の有利な部門では、キャップレートに圧力がかかり、低くなっているにもかかわらず、それを相殺するに足るだけの巨額のデットの資金調達ができる。しかし、そこから出てくるリスクの1つは、景気回復が失速してしまうことである」

Global investment manager,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021



Image: Takeshita Street, Tokyo, Japan
(Getty Images)

COVID-19 の発生から 1 年以上経った今でも、不動産業界のリーダーたちは、パンデミックによる差し迫った経済的崩壊の影響は巨大であり、人々がどのように住み、働き、建築環境に関わりあうかについて広い影響があると考えている。

この Global Emerging Trends に参加した全てのリーダーが証言しているように、在宅勤務やオンラインショッピングなどのトレンドの促進剤としての COVID-19 は、世界中の業界のメインピックとなっている。

同時に、感染症による危機と長期のロックダウンは、欧米の大都市に対するそれまでの高密度化の動きに、疑問を投げかけることにもなっている。さらに重要なのは、パンデミックにより、ESG 課題（環境、社会、ガバナンス）が大幅に重要となったことである。

これは、他のあらゆる業界と同様に、現在もビジネスを継続しようとしている不動産業界にとって、長期的に大きな課題となっている。

単純に考えると、2021 年後半には世界中でワクチンの普及ペースが加速し、経済的な生産が再び急増するため、不動産業界は投資を後押しすると考えられるが、問題なのはこれが、他に前例のない危機であるということだ。

「われわれは標準的な景気循環にはない」と、あるインタビュー対象者は言う。「われわれは、何よりも健康や社会の危機に直面していて、2 次的には経済危機に陥っているが、今のところは金融システムの危機には至っていない。そのため、今まで私たちが使っていた言葉で現状を表すことはできない。おそらく景気後退と反発の急激さ、短さは経験したことのないものになるだろう」

国際通貨基金 (IMF) によると、世界経済は 2020 年に 4.4% 縮小した。これは 1930 年代の大恐慌以来の最悪の下落である。しかし 1 月には、国、地域、部門間にばらつきはあるものの、2021 年の世界の成長率は 5.5% と予測している。

不動産業界では、アジア太平洋地域がすでに先導的な役割を果たしていることが広く合意されており、このことは、域内の多くの国でパンデミックが確実に管理されていることに大きく寄与している。

最前線に立っているのは、昨年唯一成長した主要経済国であった中国である。インタビューで証言されているように、これがアジア太平洋への資本配分の増加の背後にある主な理由であり、もう 1 つの加速傾向である。

「近い将来、この地域全体が世界の他地域を上回る可能性は高いだろう」とある世界的な投資マネージャーは述べている。

また、世界的な成長の原動力の大半は、過去 1 年間に蓄積した個人貯蓄の解放（基本的には個人消費の再活性化として作用する）によるものと業界では広く予想されている。

多くのインタビュー対象者が指摘しているように、中国をはじめとするアジア地域では、すでにここ数カ月「支出の回復 (revenge spending)」(COVID-19 によって生まれた言葉の 1 つ) によって小売売上高が押し上げられている。

アジアと欧米の経済は非常に異なっているが、米国のあるインタビュー対象者によれば、同じような「活気」が戻ってくることが予想される。

米国のプレイヤーは、「一般的に言って、ワクチンとそれがもたらす信頼によって可能となる景気回復が期待される」と、成長促進論を要約している。

また「貯蓄は膨大であり、いくつかの国では貯蓄率は 25%、米国は 15% に近い。その中には銀行口座にとどまるものもあるが、その一部は支出され、経済成長を刺激するだろう」とも述べた。

しかし、ここでの仮定は全て、2021 年にワクチンを成功裏に展開することに依存する、という不確実性を誰もが認識している。

あるインタビューによれば、この見通しは「リスクに満ちている」ものである。また、「ワクチンを回避する可能性のある変異株が生まれることは分かっている。ワクチンの普及は、一部の国では人々が想定していたよりも速いペースだが、世界全体では、おそらく誰もが思っていたよりも遅いものである。そしてそれは予想外に否定的な方向に進むことがあり得る。あるいは、将来、他のパンデミックが発生する可能性もある。私たちはその中で生き抜いていかなければならない」とも述べている。

景気回復策には高いコストがかかる

他にも深刻な懸念材料がある。前例のないレベルの財政・金融刺激策は今日の投資に貢献しているものの、これが終わったときに何が起きるのか。IMF は、パンデミックの間の事業、従業員、失業者に対する直接的な財政支援は現在 12 兆米ドルを超えると見積もっている。量的緩和政策に加えて、各国政府と中央銀行は、「世界経済の底入れ」を目指し、総額 24 兆米ドルの景気回復策を打ち出してきた。

その結果、国際金融協会によると、世界中の政府、会社、家庭用の債務総額は史上最高の 281 兆米ドルに達し、世界の GDP の 355% 以上を占めている。

この状況からするに、警鐘が鳴らされ始めていると言えるだろう。大規模な量的緩和政策が昨今の米国、日本、ドイツ、フランスの株式市場の最高値を上昇させたが、企業収益とは乖離し、人々に不安をもたらしている。

「特に米国では、不動産自体はバブルに向かっていているとは思わない。しかし、さまざまなインデックスで取引されている企業のマルチプル(企業価値評価)を見ると、そちらのバブルがはじけるリスクがあると思われる、それが不動産に非常に重大な影響を与えると考えられる」と米国の投資マネージャーは言う。

昨年、多くの欧米市場の不動産業界は、商業用および居住用の賃貸料の滞納を考慮し、収入の確保について懸念を表明した。一部の市場において、政府が賃貸料の減免を承認したためである。ロックダウンが続くにつれて、投資家も貸し手も、政府の支援が止まったときに借り手は一体どうなるのか、と疑問に思わずにはいられない。そうなれば、困難に陥った不動産や会社の債務が増えることは避けられないだろう(詳細は 10 ページ参照)。さらに、失業とそれに続く経済への悪影響が急増する可能性が高い。

「2021 年に最も心配しているのは、コロナが生み出した構造的失業である。これは景気後退のためではなく、多くの産業、特に小売業やレジャー業が混乱しているためである」と、グローバルプレイヤーの 1 人は言う。

「景気回復後、以前のように仕事を得られないことに気付く人々が多くいるだろう。かつてそうだったように景気後退後に景気回復がある、と想定するのは正しくない。今起きていることはかつてとは違うのだから」

政府はパンデミックの終焉に重点を置いており、中長期的な回復には政策の空白のようなものがある。経済を回復させるということは、私たちの生活様式や働き方に対する構造的混乱を解決するということである。それはつまり不動産業界が、建物の新規規制から余剰不動産活用のための区画整理柔軟化までどのように対処していくのかについて、幅広く影響を与えることも意味する。

このインタビューで明らかになったのは、景気回復後に生き残るのは、健康と福祉、ESG 規制が強化された業界である。しかし、これにはかなりのコストがかかり、イノベーションが起これ、実際に企業に馴染むまでには、長い時間が必要である。ワクチンだけでは、差し迫った改革の痛みを取り除くことはできないだろう。



景気回復後、以前のように仕事を得られないことに気付く人々が多くいるだろう。かつてそうだったように景気後退後に景気回復がある、と想定するのは正しくない。今起きていることはかつてとは違うのだから。

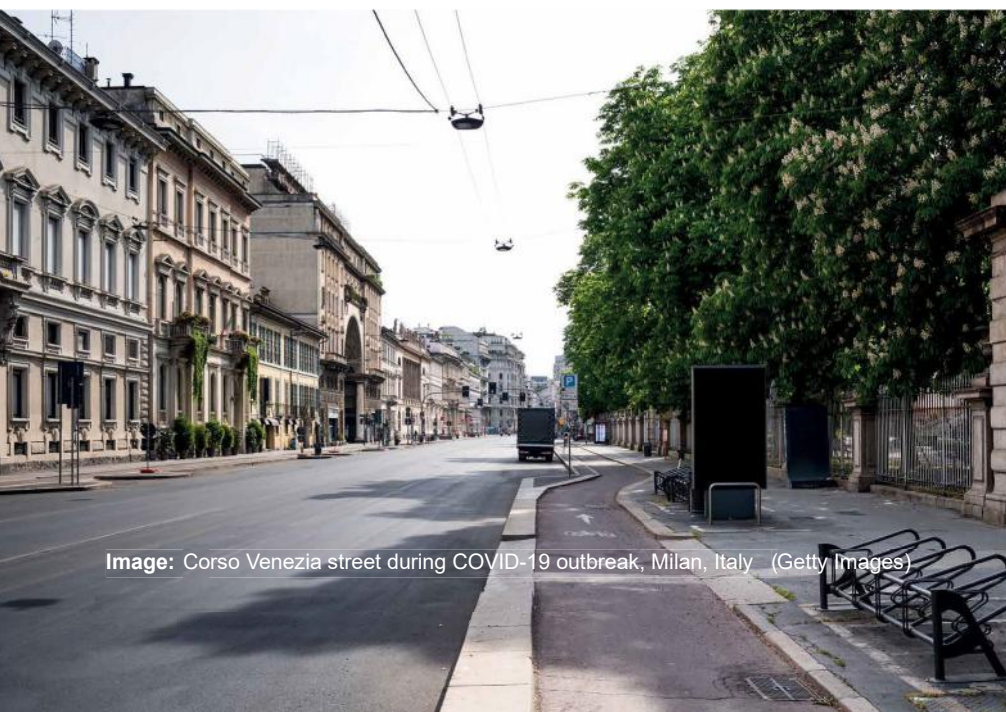


Image: Corso Venezia street during COVID-19 outbreak, Milan, Italy (Getty Images)

不動産には資本が集まり続ける

景気回復策や支援プログラムによって国家債務負担が増加するなか、政府や中央銀行は財政を安定的に維持するため、今年も低金利を維持することが期待されている。そうした中で、彼らはより高いインフレ率を許容する可能性が高く、すでに米国やユーロ圏ではインフレ圧力の兆候が見られており、市場が制御不能になるか、少なくとも市場のボラティリティが高まる恐れがある。現在のところ、米国とユーロ圏の修正後のインフレ目標は2021年に2%であり、これは不動産が依然として許容可能な利益を生み出すことができると考えられる水準である。

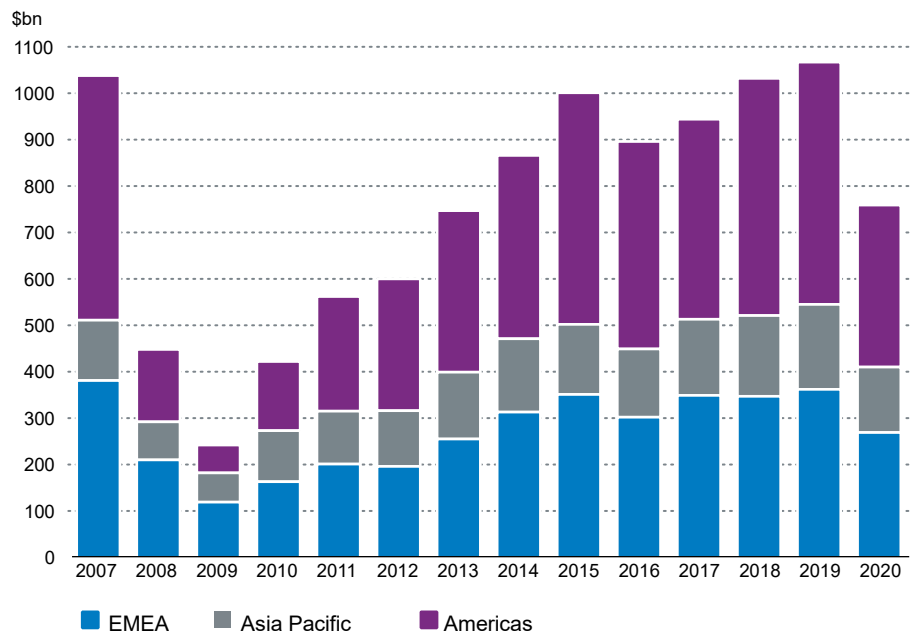
したがって、全ての地域の業界リーダーの多くが、不動産はさらに長い期間にわたる低金利環境の恩恵を受けると確信している。たとえ来年以降に金利上昇の可能性があっても、投資家にとって不動産の投資利回りは他の資産クラスよりも非常に魅力的だと彼らは考えている。

どちらかと言えば、不動産所得の本質的な魅力は、コロナ以前の時代よりも現在のほうが強いように思われる。

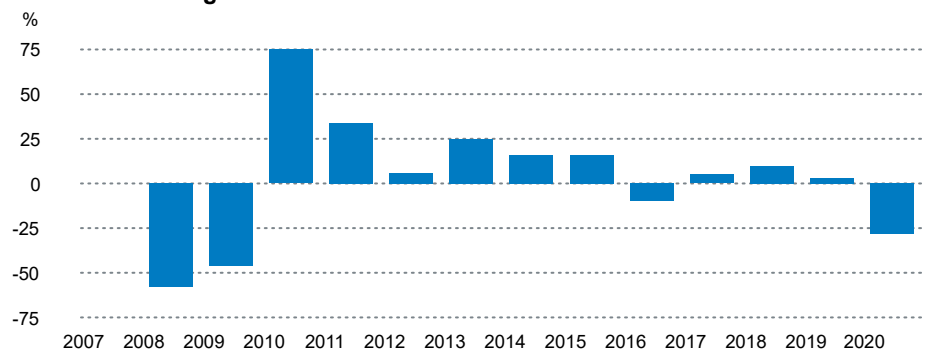
あるグローバル投資マネージャーは、「コロナがもたらした世界変動によって、資本のシフトが近づいている。それはインフレヘッジとともにリターンが得られるからである」と述べている。

これは一般的な見方であるが、不動産を対象とする資本が必然的に市場のボラティリティの増大を防ぐものであるとは、誰もが確信しているわけではない。

Figure 1-1 Global real estate capital flows 2007–2020



Volume YOY change



Global Capital Trends charts exclude development sites unless otherwise stated

出所:「Real Capital Analytics」

他のグローバルプレイヤーによると、パンデミックは、良好な金融環境下での投資を巡る確立された定義に挑戦するように、不動産への循環的・構造的変化をもたらしているという。「人間の行動の変化、人為的な低金利、信じられないほどの激変、それぞれが個別に、そして集合的に、自分のキャリアでは過去に経験のないレベルのボラティリティをもたらしている。正直なところ、物事がどこに向かっているのかを知っている人は誰もいない」と語った。

Real Capital Analytics (RCA)によると、収益不動産の世界的な取引は、2020年には29%減少して7,594億米ドルとなった。これは2008年の世界金融危機(GFC)のような急激な減少ではなく、一般的に予想されていた範囲である。またこの数値は、一部の国でワクチン接種プログラムが開始されたことによって年末までに多くの市場で改善が見られたことを示しており、これはGlobal Emerging Trendsのほとんどのインタビュー対象者が出した、2021年の慎重な楽観論を反映している。

“

キャップレートを下げるような資産もあると考えている。

投資家は資本をどのように機能させるかを、より慎重に判断するようになってきているので、私はこれがバブルだとは思っていない。

数字を見ると、多くの投資家が住宅や物流、データセンターなど、収入の安定性が高いとされている部門に資本を投資していることが明らかである。もう1つの長期的な傾向は、パンデミックの間、資本の「beds and sheds（住宅と物流）」へのシフトが急速に進んでいることである。特に物流は、世界の市場活動に占める割合が長期平均では13%であったのに対し、2020年には21%を占めた。それでいて収益力が高いように見えるため、物流を「取引をためらう」セクターであるとするインタビュー対象者は少数だった。

株式市場のバブルがまだ不動産全般に広がる可能性があるかどうかについては、意見が分かれている。特に、オフィスや商業施設などの主流部門にパンデミックがもたらす構造的な影響により、株価の低下や古い株式の価値が低下すると予想されるためである。

「不況に関係なく取引されている有利な部門と、ビッド・アスク・スプレッドが非常に広く、資産が取引されていない不利な部門の間には、極端な二分化が見られる」と、ある米国のインタビュー対象者は言う。

「キャップレートを下げるような資産もあると考えている。投資家は資本をどのように機能させるかを、より慎重に判断するようになってきているので、私はこれがバブルだとは思っていない」と、別の米国のインタビュー担当者は言う。「しかしもっと良い情報、もっと多くの知識を持つべきであると思う。そしてそれは、非常に不透明な不動産の将来に大きな変化をもたらすだろう」と語った。

しかし、あるグローバルプレイヤーは注意を促している。不動産投資家やファンドマネージャーは「全般的に楽観的すぎる」と。多額の資本投入を必要としているようなときに「逆張りの行動をとるのは非常に難しい」。このインタビュー対象者は「取引量は回復し、それに伴いリスクも増加する」と結論づけている。「しかし、何が起きるのかと言えば、今後5年間で何を購入し、何に支払ったかによって、結果が大きく異なるということだ。つまり、完全な勝者と完全な敗者が出てくるだろう」

価格設定についての彼らのスタンスがどうであれ、資本の配分について、業界のリーダーたちは次の点で合意している。「COVID-19の発生前に比べて今年は、投資判断におけるミスがより許されなくなっている」



Image: Shanghai Tower, Shanghai World Financial Center and Jinmao Tower, Shanghai, China (Getty Images)

不動産の ESG 課題

財務的な課題は業界にとって重大だが、パンデミックはその広範な役割と責任を浮き彫りにした。

Chapter 2 で建造環境の脱炭素化をめぐる問題の深刻化について検証するが、ESG の「S」の要素も投資家と不動産利用者の双方にとって、過去 1 年間で同様に重要になってきている。

昨年、米国の国全体を覆った社会的な不安や抗議活動は、米国とカナダの Emerging Trends の回答者に深い印象を与えたようである。

業界が過去に対策を何もしていなかったことを暗黙のうちに認めながらも、回答者の 70%以上が、不動産は制度的な人種主義に対処し、それを終息させるのに役立つと考えている。

こうした感情の変化は、業界内の多様性、公平性、包括性の促進から、サービスが行き届かないコミュニティの発展に向けた取り組みまで、多岐にわたる。

Emerging Trends Europe と ULI の報告書「Zooming in on the “S” in ESG: A Road Map to Social Value」によれば、不動産関係者は、社会的価値に対する理解を深めることに強い関心を持っている。それはすなわち、不動産関係者が社会的責任にどのように適合しているか、また、社会的価値創造の測定・管理・報告の方法についての理解を深めることでもある。このような関心の高まりとともに、インパクトインベストメント(社会的・環境的課題、あるいはその両方に取り組む一方で、財政的な利益を生み出すことを意図した投資)も台頭してきている。これは、副次的な位置づけというよりも、好機を得られる成長分野であると言える。



Image: Cycling in riverside park, Seoul, South Korea (Getty Images)

欧州調査の回答者の 5 分の 4 は、次の 5 年間で不動産へのインパクトインベストメントが増加すると考えている。

また、参加者の 58%が、2021 年には、自らのポートフォリオに社会的影響や社会的価値の拠出を組み入れることの重要性が高まると考えている。

また、手頃な価格の住宅の供給が、ここ数年間で業界の関心事となっていることは、欧米の調査からも明らかである。COVID-19 と失業率の上昇は、業界の対応に新たな弾みをつけながら、住宅供給をめぐる問題を強化している。

Global Emerging Trends でインタビューされた欧州の業界リーダーの 1 人は、COVID-19 の影響として、「ESG 課題に対する利害関係者のビジョンがより重要になった」と結論づけて、以下のように述べている。「われわれはコミュニティの一員であり、社会的義務があることに気づくべきである。多くの場合、基礎となる資本は保険会社と年金基金であることを思い出してほしい。ESG 課題に対する利害関係者、そして保険会社や年金基金の経営陣からすれば、契約執行の観点からのみ物事を見て、結果に対して無頓着であることは受け入れがたいだろう」



われわれはコミュニティの一員であり、社会的義務があることに気づくべきである。多くの場合、基礎となる資本は保険会社と年金基金であることを思い出してほしい。ESG 課題に対する利害関係者、そして保険会社や年金基金の経営陣からすれば、契約執行の観点からのみ物事を見て、結果に対して無頓着であることは受け入れがたいだろう。

Chapter 1: On the road to recovery

Image: Business district, Paris, France (Getty Images)

債務とディストレス: 困難な時代を迎えて

2021 年、貸し手は株式投資家に比べ、1 年前の最初のロックダウン期間よりもはるかに慎重な不動産投資アプローチをとることが予想される。

商業施設とホスピタリティ産業が苦境に立たされた事例は、パンデミックによる不運な企業遺産の 1 つだが、ほとんどの場合、これらの企業はすでに限界を超えて苦境に立たされていた。

これまで、COVID-19 の発生以降、銀行は産業全体を支えてきており、多くの国では、倒産という観点から見た経済的影響は緩やかであった。

例えば米国では、PwC の最新の「Turnaround and Restructuring Outlook」報告書によると、1,000 万米ドル以上の負債を抱える連邦破産法 11 条の提出は、2020 年に 16.5% 増加したが、昨年の事業の混乱を考慮すると、比較的小幅な増加であった。この数値は数年間で最も高いレベルであったが、2007 年から 2009 年の世界金融危機 (GFC) の間およびそれ以降のレベルをはるかに下回っている。

Global Emerging Trendsにおいて、業界リーダーは、金融危機の時期より現在のほうが、銀行システムがはるかに強固であると指摘している。あるインタビューでは、「現在の状況下での銀行の対応において、不良債権とみなされる水準は、はるかに高く、一方で借り手自身のレバレッジは低いので、パニックにならなかったのだろう」と述べられている。

このような資金調達への「順応性のある」アプローチは、これまでのところ、破綻した不良物件の強制的な売却が比較的小ないことにつながっている。Real Capital Analytics によれば、2020 年の総投資活動のうち、米国と欧州の強制売却は合計で 2% 以下であり、金融危機直後のレベルと比較すると、やはりごくわずかであった。

これが、パンデミック発生当初に多くの人が懸念していた「不動産の価格低下」がなかった理由の 1 つであると大半の業界関係者は言う。またある米国のインタビュー対象者は「貸し手は、借り手と合理的に協力関係を築いていた。彼らが親切というわけではなく、借り手を助けることによって彼らの損失を最小限に抑えようとしていたのである」と述べた。

欧州では、第 1 回ロックダウン時に、欧州中央銀行だけでなく、各国政府が銀行セクターに対し、法人顧客に対する「順応性のある」スタンスをとるよう指示したことが明らかになった。財政支援と低金利の下で、多くの借り手である企業は結果的に救済されることとなった。

“

現在の状況下での銀行の対応において、不良債権とみなされる水準は、はるかに高く、一方で借り手自身のレバレッジは低いので、パニックにならなかったのだろう。

借り手が直面する、さらなる 経済的困難

しかし、全てのインタビュー対象者が、経済的な影響が完全に明らかになった後には、銀行はそれほど支援的ではなくなる可能性が高いことを認めている。欧州では、すでに業界リーダーが銀行セクターによるはるかに厳しいアプローチを報告している。

銀行が融資基準を厳格化するにつれ、不動産投資家は金融危機後と同様に、不動産に比べリスクの低いエクスポージャーとして、より多くの債権に投資を始める兆候が出ている。あるグローバルプレイヤーは、「多くの伝統的な貸し手はこのパンデミックの間に急激に後退しており、これは銀行以外の貸し手(ノンバンク)にとって非常に大きなチャンスとなっている」と述べている。

しかし、全ての貸し手が融資対象不動産のテナントを評価する際に、深刻で未解決の問題に直面することとなる。COVID-19 以前および現在の状況においても自分たちでは確保できなかったであろう融資を、COVID-19 の政府支援によって得られたテナントがどれほどあることか。

同時に、「クッションキャピタル」の引き上げによって流動性を強化したものの、不確実性が続いており、さらなるロックダウンの可能性がある中で、より多額の債務返済とよりレバレッジの高い貸借対照表を管理しなければならない企業が、どの地域においても存在しているのが現状である。アジアでは、不動産資産を活用したセール・アンド・リースバック取引により、運転資本の調達を進める企業が増えている。

多くの業界リーダーが指摘するように、たとえビジネスがうまく運営されていても、現在の顧客と現金との不足によって、今後の数カ月間を乗り越えることは、不可能ではないとしても、困難になるだろう。

「規制当局が、現時点でキャッシュフローがゼロになるような信用リスクを銀行に引き受けさせることは、資本配分の観点から非常に困難だ。たとえそのキャッシュフローが、ワクチンが普及されれば全てうまくいくものだったとしても」と、ある欧州のインタビュー対象者は言う。

銀行の資本に対する主要な追加需要が過去 1 年間に発生したと指摘する人もいる。例えば長期インフラプロジェクトにおいて進捗が滞ったために、財務上のマイルストーンを逃し、借り換えや再構築が必要になるなどである。彼らがより脆弱な借り手になると、銀行はより慎重になる可能性があると言えるだろう。

PwC の米国調査では、小売業界が「過去 1 年間に比べて財務上の困難に陥った」ことが示唆されており、最もリスクにさらされている業界であることが強調されている。2020 年には、米国で 8,000 店以上の実店舗が閉鎖されたが、PwC の推計では、最終的に 2 万 5,000 店に達する可能性があるとしている。

英国に関する別の調査でも、PwC は同様の見解を示している。すなわち、1 万 7,500 以上の店舗、ホスピタリティ施設、レジャー会場が 2020 年に閉鎖されたということである。7,665 店舗の出店を除いても、9,877 店舗(主にショッピングセンター)の純減が発生し、ここ 10 年以上にわたって見ても最悪の年間減少となった。

「COVID-19 が店舗閉鎖に与える最終的な影響が分かるのは、これからまだまだ先だろう」と PwC のレポート「Store Openings and Closures – 2021」では指摘されている。



規制当局が、現時点で
キャッシュフローがゼロになる
ような信用リスクを銀行に
引き受けさせることは、資本
配分の観点から非常に困難
だ。たとえそのキャッシュ
フローが、ワクチンが普及され
れば全てうまくいくものだった
としても。

Global Emerging Trends でインタビューされた米国および欧州の業界リーダーは、レジャーやビジネストラベル関連のホスピタリティ産業だけでなく、小売業にとっても引き続き苦境が続くと予想している。米国では、小売業の不況が原因で、一部の専門モール型不動産投資信託が破綻しており、今後この傾向は続くと思われている。

アジア太平洋の多くの地域では同じように小売業とホスピタリティ産業が苦境に立たされているが、困難を取り巻くその状況は、それぞれのマーケットで異なっている。例えば中国では、インタビューによると、小規模な住宅開発業者は国際資本の受入機会がなく、流動性が逼迫している状況である。

対照的に、インドでは、Emerging Trends Asia Pacific で概説されているように、現地のノンバンク・金融会社の破綻により、外国のプライベートエクイティ・ファンドに機会をもたらしている。

そして、経済的な影響が最も深刻だったオーストラリアでは、市場の透明性が高まれば、より多くの購入見込み客が開拓される可能性が高い。

3つの地域全てにおいて、不動産の購入機会が何らかの形で新たに出現することが期待されている。全てのインタビュー対象者が同意するように、不動産業界の苦境は、2021年の後半から2022年にかけて、昨年よりも大きな問題となるであろう。当事者である企業にとっては悪いことではあるが、金融危機のように数年間にわたり影響を与えるようなものとなる可能性は低いとの見方が広まっている。

あるインタビュー対象者はこう述べている。「大規模な割引価格で購入することが自分たちの特権であると信じているプライベートエクイティの人々は失望するだろう。われわれはより多くの困難に直面するものの、彼らが望むほどのディスカウントにはならないだろうから」

“

大規模な割引価格で購入することが自分たちの特権であると信じているプライベートエクイティの人々は失望するだろう。われわれはより多くの困難に直面するものの、彼らが望むほどのディスカウントにはならないだろうから。

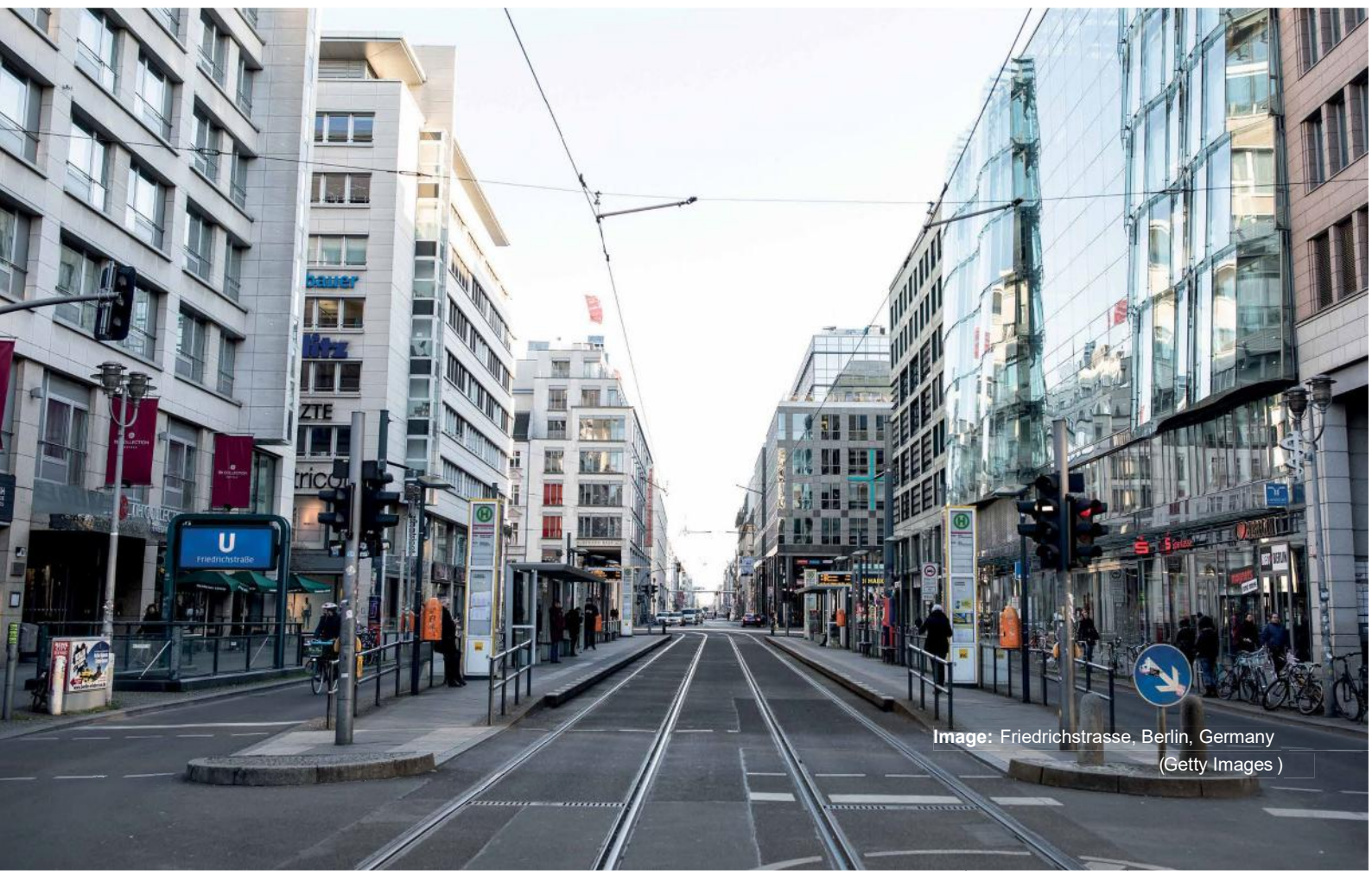


Image: Friedrichstrasse, Berlin, Germany
(Getty Images)

パンデミックで加速するトレンド: セクター別

パンデミックからの景気回復のペースは国によって異なるかもしれないが、3つの地域別の「Emerging Trends」と「Global Emerging Trends」に関するインタビューでは、各セクターの問題と有利な点が世界中で非常に似ていることが明らかにになっている。

オフィス

仕事の将来とそれがオフィスセクターにどのような影響を与えるかは、不動産業界ではおそらく最も魅力的で未知数の問題だ。それは入居者である企業が長期的な意思決定ではなく、パンデミック下での管理に注力し続けているためである。

初期の頃の極端な「オフィスの終わり」に関する声明は沈静化した。それでもCOVID-19は、特に借り手の健康とウェルビーイングに関する点において、オフィスビルの所有と管理が以前よりもはるかに難しいことを意味している。

投資家の視点から考えたときに、オフィスセクターの将来は、とある米国投資家が「資本集約度」と呼ぶものによって、他の不動産セクターの資産よりも複雑になっている。言い換えれば、オフィスは運営費用がかかり、収入の質と不況に対する耐性が投資家にとって重要な場合には、困難な時期に割高になるだけである。

オフィスについてコンセンサスが得られれば、資本市場の観点から、投資家は近代的で順応性のある高品質の建物を選びたいと思うだろうが、2次的なストックは需要の著しい低下に苦しむ可能性がある。

パンデミックにより、リモートワークが後押しされたことは間違いない。ある投資マネージャーもこう述べている。「全ての従業員と一緒にオフィスで仕事をする、以前のような環境に戻るつもりはない」。これは少なくとも欧米に関してであって、アジアでは話が少し違う。

インタビュー対象者が明らかにするように、この地域の主要都市、例えば香港や東京は非常に人口が密集しており、平均的な生活空間は比較的小さく、リモートワークに向きない傾向がある。

あるローカルプレイヤーは「カルチャー的に、多くのアジア企業は従業員がオフィスにいることを期待しており、そのように運営し続けるだろう。多国籍企業の間では、オフィスの運営方法にいくつかの変更があるが、西欧や北米よりも影響は少ない」と述べた。

実際、欧米の業界リーダーの多くは、従業員がオフィスで協働する際に発生する「創造性の拡がり」の重要性を企業に訴えており、それは彼ら自身の経験からも明らかとしている。「このような複雑な時期には、投資戦略の策定に独創性が必要となる。これはZoomのリモート会議では生まれない」と米国の投資マネージャーは言う。

欧州のインタビュー対象者によれば、大陸の主要都市から離れたところには「オフィス利用率が80~90%の市場が多くある」と指摘されており、パンデミックの影響が想定されているよりも低いことが示唆されている。「前例も多くある。在宅勤務の歴史があり、ゲルマン人の大部分を占める、北欧のほとんどおよびアムステルダムでは、リモートワークについて特に話題になっていない。それはすでにわれわれの業務形態に当たり前に組み込まれており、その上でオフィスは消えていない。ただ単に使われ方が異なるだけである」

「パンデミックの危機をきっかけに、誰もが永遠にリモートワークをし続けることは危険だとわれわれは考えている。もしそうなれば、時間が経つにつれ、チームワークとコラボレーションに基づいて会社の事業を成長させるのは難しいことに気づくだろう」と、あるグローバルプレイヤーは述べている。

しかし、この業界が現在、厳しい判断を迫られていることは誰もが認めている。「暫定的、または短期的にリモートワークの需要を引き受けることは非常に挑戦的なことだ。テナントからどのような要求があるか分からない。本当に未知数である」と米国のインタビュー対象者は言う。



Image: Empty shopping mall parking lot due to the coronavirus quarantine, US (Getty Images)

“

実際に商業施設には非常に興味深いチャンスがある。逆張りの投資になるだろうが、資産を取得しポジショニングし直すことができた場合、投資コストは当該資産の再調達コストを下回る水準になるだろう。

物流

物流は「あらゆる地域で勝者」と見なされており、急増するeコマースの急増によって記録的な投資レベルとなっている。ほとんどの業界関係者は、これを循環的なトレンドではなく、構造的なものとしている。しかし、それにもかかわらず、価格設定をめぐる懸念が表明されている。

「リスクを軽減する方法は、『big box Logistics』などの最も注目されている資産クラスに投資することではない。これらのうちのいくつかは、許容できないほどの価格で入札されており、場合によっては、質の悪い資産ということもある」と、あるグローバルプレイヤーは指摘する。

商業施設

実店舗部門の多くは、COVID-19の発生により業績が悪化する以前から何年もの間、オンライン販売による打撃を受けていた。とはいえ、必要不可欠で手軽なショッピングは注目に値する例外であることが証明された。

2021年の商取引見通しは、米国、欧州、アジア太平洋地域で依然として厳しいものがあるが、小売業の構造的な方向転換は続いている。

それでも、投資家はすでに「売られすぎの商業施設」に注目しており、「実際に商業施設には非常に興味深いチャンスがある」と述べている。「逆張りの投資になるだろうが、資産が買収され、より使い勝手の良い小売業態、あるいは住宅や都市の物流といった全く違うものへとリポジショニングできた場合には、投資コストは当該資産の再調達コストを下回る水準になるだろう」

ホスピタリティ

ホスピタリティセクターほど COVID-19 によって突然かつ壊滅的な影響のあったセクターはない。多くのホテルでは、稼働率と収入がパンデミック前の数分の 1 にまで落ち込んでおり、事業者だけでなく、観光業に大きく依存している都市にも深刻な経済的リスクをもたらしている。

驚くことではないが、2020 年の投資家の活動は世界金融危機以来のレベルにまで落ち込み、今年はすでに「割引済みの」ホテル取引を完了したとの報告もある。

小売とは異なり、レジャー観光の低迷はほぼ循環的であり、それは今後の好材料と見なされているが、国外旅行と観光は、2025 年までパンデミック前のレベルに戻らないだろうという予測もある。

回復はワクチンの普及と旅行制限の緩和にかかっており、米国のあるプレイヤーが言うように、レジャー関連のホスピタリティ産業は「制限が解除されたときには、かなりの速度で回復するだろう」というのがコンセンサスである。

ホスピタリティ産業の法人向けサービスははるかに不透明である。ある米国のインタビュー対象者は「ビジネスラベルはどの地域においても、すぐには以前と同じ状態に戻りはしないだろう。ホテルやそれに関連する全てのレストラン、飲食料品の収益に影響がある」と警告している。また、「今われわれが目目の当たりにしている都市化の逆行を考えると、これらの物件には、アパートへの転用のように明白な代替的利用方法が存在しないものもある」とも述べている。

住居

良好な需要により、3 地域全ての投資家は何年間も住宅への配分を増やしてきたが、COVID-19 はこの趨勢を明らかに加速させた。これは、ポートフォリオの防衛的なリバランスとみなされているが、同時に重要なこととして、不動産業界は、より手頃な価格の住宅を求める社会のニーズにも取り組んでいる。

ある世界的な投資マネージャーはこう述べている。「住宅は巨大な未開発のセクターであり、多くの国ではまだ初期段階にある。過去 40 年間の北米の動向を見てきたが、北米で住宅は、機関投資家にとって主要な投資可能な資産クラスとなっている。日本でも同じことが起きているが、先進国の他の多くの地域では、それはまだ本格的には始まっていない」

ライフサイエンス

COVID-19 によって、ライフサイエンスにスポットライトが当たっており、これまでのところ、アジア太平洋地域ではそのトレンドはあまり明白ではないが、米国や欧州の不動産投資家にとっては明らかに重要性を増している。

米国の投資マネージャーは、「投資家として最も確信を持っているセクターの 1 つである」と述べている。「パンデミック結果われわれは、人口統計学的または需要主導型の機会に、より一層投資を集中させてきた」



ビジネスラベルはどの地域においても、すぐには以前と同じ状態に戻りはしないだろう。ホテルやそれに関連する全てのレストラン、飲食料品の収益に影響がある。今われわれが目目の当たりにしている都市化の逆行を考えると、これらの物件には、アパートへの転用のように明白な代替的利用方法が存在しないものもある。

米国

Real Capital Analytics によると、2020 年の投資額は従来の 3 分の 1 ほどの 4,054 億米ドルに落ち込んだが、年末の総計である最終四半期には、より回復力のある不動産セクターにおける取引活動が活発化する兆しが見えてきた。

この投資の回復は、バイデン大統領選挙前後の政治的混乱にもかかわらず生じた。あるインタビュー対象者によれば、「投資家は、政治と政府の世界をビジネスの世界から切り離して考えることができる。株式市場は、これを示す最善の指標かもしれないが、不動産業界も同様であると思う」と言う。

2021 年の初期のデータは、取引活動の減少を示しているが、この報告書では、業界リーダーは、選挙後の米国経済に「より予測可能性がある」という「安心感」を表明している。「投資戦略に関する信念を構築することがより容易となった」と述べている。

バイデン大統領の 1 兆 9,000 億米ドル規模の景気回復策（米国の GDP の 10%）による債務負担が続くことへの懸念は依然として存在するが、大半の人々はそれを「コロナを乗り越えるための架け橋」として必要だと考えている。

Figure 1–2 Importance of issues for real estate in 2021

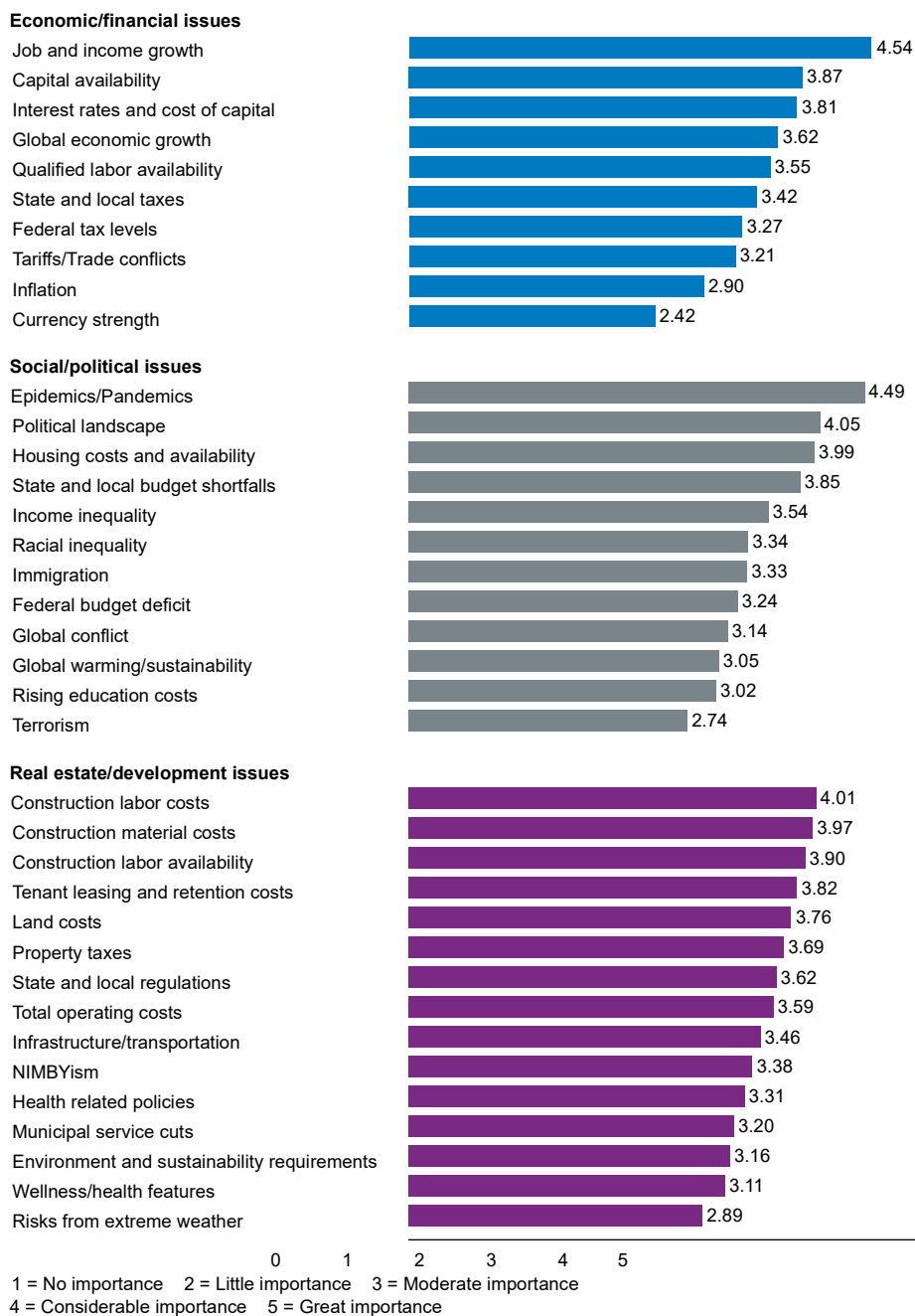
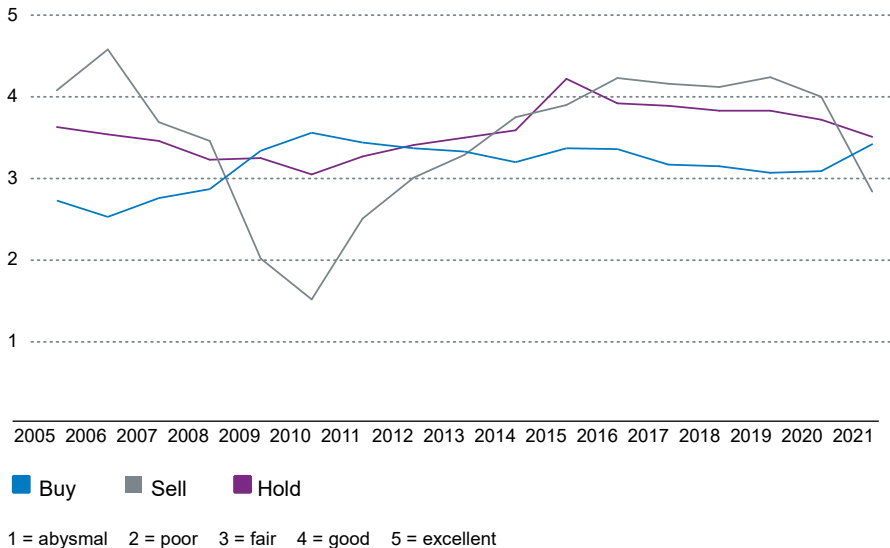


Figure 1–3 Emerging Trends barometer 2021



Source: *Emerging Trends in Real Estate United*
 Note: Based on US respondents only States and Canada

バイデン大統領が提案したインフラストラクチャープログラムと、それが環境保護であるという点に対する支持があるものの、米国は両方の観点で世界の他の地域に後れをとっている。「さらなる低炭素化社会実現のために、スマートで生産性の高い構造の建物の作り方があってほしい」と、あるインタビュー対象者は言う。

一方、物流、産業冷蔵倉庫、データセンター、医療オフィス、ライフサイエンス、郊外住宅部門は、この1年間で並外れた回復力を示している。

特に物流不動産の価値は横ばいで推移しており、2021年には上昇すると予測されている。

対照的に、老人向け施設は、パンデミックの間、一時的な下落と見られるものの、

歴史的に低い入居率であった。どの地域でもそうであるように、パンデミックによる危機の間、ホスピタリティ産業はひどく打撃を受けた。しかし、インタビュー対象者によれば、取引は依然として行われており、大幅にディスカウントされた価格設定は、確実に一部の投資家をこのセクターに戻らせる要因になっていると述べている。

しかし、商業施設は依然として暗雲の中にあり、COVID-19は従来の店舗からオンライン販売への移行を加速させている。米国のショッピングモールは何年も前にこの移行による被害を受けたが、米国投資家のほとんどは、最良のショッピングモールはうまく適応すると信じていた。しかし、依然としてこの困難の矢面にさらされている状況である。「モールのスペースは再開発が必要だ」とある人は言う。「住



より低炭素な社会の実現のために、スマートで生産性の高い構造の建物の作り方があってほしい。

宅、流通、その他の用途として何かしらその空間にはチャンスがある。おそらく商業施設の再編が成立する時は、短期的ではないが、いつか来るだろう。しかし、今日1,000あるモールのうち25%が今後12～24カ月でなくなる可能性が高く、非常に厳しい状況に変わりはない」と述べた。

一方、米国オフィスの短期的な見通しは、リモートワークの拡がりや人口統計による郊外の成長という状況から抜け出すのは困難、というものである。これは特に、サンベルトの市場においてそう言える。COVID-19は、世界中の大都市の魅力に疑問を投げかけてきたが、あるインタビュー対象者によれば、「郊外への人口移動」というのは、米国においてよりその傾向が顕著である。

Chapter 1: On the road to recovery

ある米国の投資マネージャーによると、この傾向がもたらす結果として以下が考えられる。「今後3～5年で、世界的な都市市場よりもオフィススペース、特に中古市場において、急速で力強い需要の伸びが見られるだろう」

しかし、ボストン、ロサンゼルス、ニューヨーク市、サンフランシスコ、ワシントンのゲートウェイ市場がなくなるとは誰も考えていない。「郊外戦略に対する需要はある程度持続しているものの、ゲートウェイ都市に対する支持は依然としてかなり説得力があり、盛り返してくる傾向にある」と米国の別のプレイヤーは言う。

このインタビュー対象者はこうも付け加えている。「どんなリスク特性にも何かがあると私は考えている。だから戦略を実行できるし、すべきだ。高値のセクターは無視して、ひと言こう言えばいい。不況によって物件の種類や地域の評価が変わる。だからわれわれは、家賃が落ち込んだ結果安値となった物件を買うことができたり、売り手または売り手との合併会社からより有利な条件を得ることができたりするんだ、とね。不況によって、チャンスが生まれると言えるのだ」

“

郊外戦略に対する需要はある程度持続しているものの、ゲートウェイ都市に対する支持は依然としてかなり説得力があり、盛り返してくる傾向にある。



Image: Medical Business Building, Scottsdale, Arizona, US (Getty Images)

欧州

膨大な量的緩和政策 (QE) と記録的な低金利は、欧州の不動産が COVID-19 の経済的悪影響を克服する手助けとなっている。

「興味深いのは、資本価値や賃貸料が、これまでのような GDP との連動を見せていないことである。これは非常に珍しいことであり、主に量的緩和政策によって推進されている」とある業界リーダーは言う。

これは、業界が在宅勤務や将来のオフィス物件の使用方法についての議論に揺れるなか、オフィスの価値と家賃が驚くほど持ちこたえている理由の 1 つである。

主要な企業テナントがコストを削減したり、意思決定を遅らせたりしたことで、オフィスの需要は 2008 年の世界金融危機 (GFC) 以来の最低レベルに落ち込んでいる。この傾向は 2021 年も続くと予想されている。それでも、ベルリンとパリは、コロナ以前と同じように、2021 年の都市の全体的な投資と開発の見通しに関する Emerging Trends Europe のランキングをリードしている。

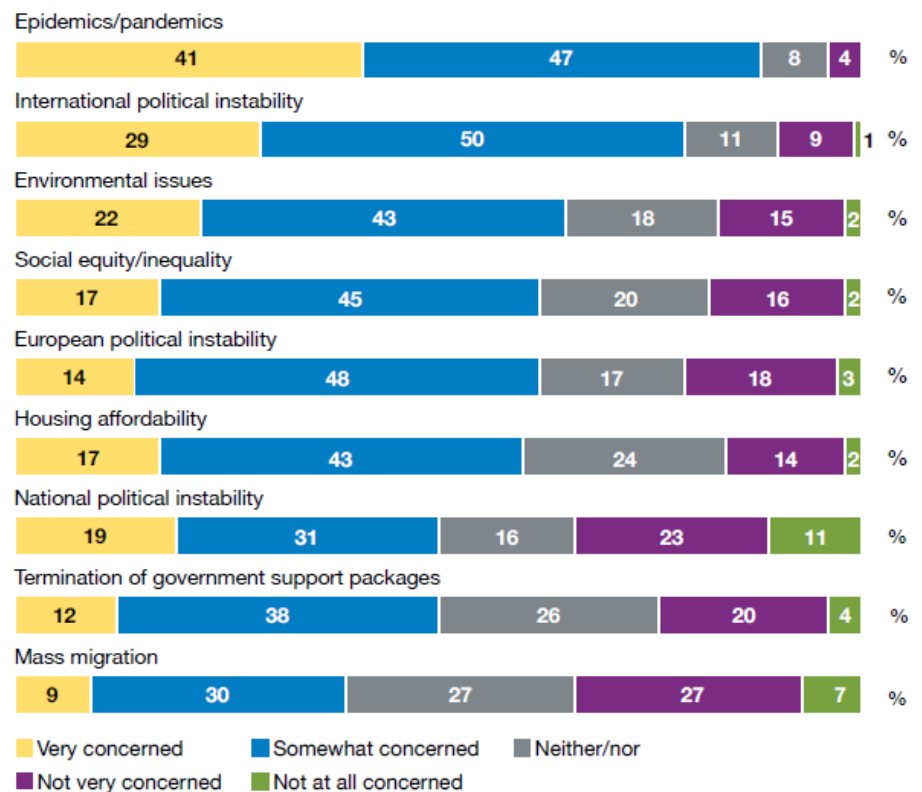
今回明らかになったように、ベルリンとパリの主要オフィスの利回りは、パンデミックの間、圧迫を受けたことが広く認められている。一方、英国では今年、EU に金融サービス事業を譲り渡したが、英国の EU 離脱後すぐに価格設定は安定している。

しかし、インタビュー対象者は、ロンドンとパリが、より小さな競合都市と比較して、パンデミックによるいくつかの副作用に苦しんでいると指摘している。外国観光産業の崩壊はさておき、これらの大都市はいずれも公共交通への依存度が高いため、ロックダウンが終了した後も、長距離で混雑する通勤が敬遠される。また、従業員 1 人当たりのオフィス密度が高いというソーシャルディスタンスの問題も抱えている。

これらのパンデミックに関連する課題は、都市化、密度化、将来の機会の所在をめぐる未解決の業界の議論に情報を提供している。「実際には、都市化に関する統計は非常に説得力がある。ロンドンとパリはコロナから、より大きな影響を受けている。一方で、基本的にコペンハーゲン、ハンブルク、ミュンヘンのような小都市は、今でも成長を続けている」とあるインタビュー対象者は言う。

「興味深いのは、資本価値や賃貸料が、これまでのような GDP との連動を見せていないことである。これは非常に珍しいことであり、主に量的緩和政策によって推進されている。」

Figure 1-4 Social-political issues in 2021



Source: Emerging Trends in Real Estate Europe 2021

不動産業界はまた、欧州各国政府がパンデミックにどのように対処しているかを調査している。ドイツのケースでは、ドイツキリスト教民主同盟いる連立政権が 12 月中旬から発動した強固なロックダウン前の政府対応が、不動産投資を後押しした。ある投資マネージャーは「ドイツは 2020 年のほとんどの期間、通常通りのビジネスをしていた」と言う。

Real Capital Analytics (RCA)によれば、ドイツの総取引高は 2019 年から 23%減少したものの、ドイツが昨年、欧州で最も活発な投資国市場としての地位を維持したのは、間違いなくその国内の移動の自由によるものである。

2020 年の欧州全体の取引量は 27%減の 2,549 億ユーロであった。その中でも特に、米国からの海外投資家への依存度が高いスペインやポルトガルなど南欧の市場が、強固な国内資本基盤を持つ国々よりもはるかに悪化していることは明らかである。

COVID-19 は多くの不動産のトレンドを強めているが、最も注目すべき例の 1 つは、欧州ですでに重要な意味を持っていた「beds and sheds(住居と物流)」への資本配分の増加である。RCAによると、2020 年には、アパートと物流への投資が欧州の取引活動全体の 37%を占め、これにより初めてオフィス取引量を上回った。

Figure 1–5 European business environment in 2021

Business issues

European economic growth



Business interruption



Global economic growth



Health and wellbeing of staff



Business liquidity issues



Sudden shifts in consumer demand



Cybersecurity



Digital transformation



Deglobalisation



Currency volatility



Interest rate movements



Inflation



■ Very concerned ■ Somewhat concerned ■ Neither/nor
■ Not very concerned ■ Not at all concerned

Source: Emerging Trends in Real Estate Europe 2021

インタビュー回答者は、今回のパンデミックは、欧州における物流投資の論的根拠を、単に金融緩和の環境に求めるのではなく、以前よりもさらに説得力のあるものにしたことを示唆している。ある人は「これは構造的な変化の一例である」と言った。「また、入居者のニーズに応えたものでもある。これは持続可能な投資にとって非常に重要であるが、過小評価されることがよくある」

一方、欧州の不動産業界は、住宅（ごく一般的な、手頃な価格の民間賃貸住宅）への投資は、社会の基本的なニーズを満たすと同時に、景気が不透明なときには慎重な防衛的役割を果たすものであると見ている。ドイツ、デンマーク、英国ではいずれも、過去1年間に、住宅に対する投資家の強い需要が見られる。しかし、少なくとも2021年においては、学生寮、高齢者用住宅、シェアハウスに対する、パンデミックに関連した警戒心が強まっている。

ある投資マネージャーは「あらゆる部門において、どこでリスクをとるかが非常に厳しく選別されるだろうが、住宅部門の需要は欧州のあらゆる地域で供給を上回っている。また、金融危機以降、そして金融危機以前においてさえ、需要に見合うだけの十分な住宅設備を建設できていない」と言う。

短期的には、2021年後半に投資が上向くことを業界は期待しているが、特に9月の選挙後のドイツでは、その多くはワクチンの供給と、パンデミックに対する政府の政策対応にかかっている。メルケル首相が第4期以降は続投しない立場をとっていることから、いわゆる「super election year」は、ヨーロッパの安全な資本逃避先としてのドイツの地位が試されることになるかもしれない。

“

あらゆる部門において、どこでリスクをとるかが非常に厳しく選別されるだろう。

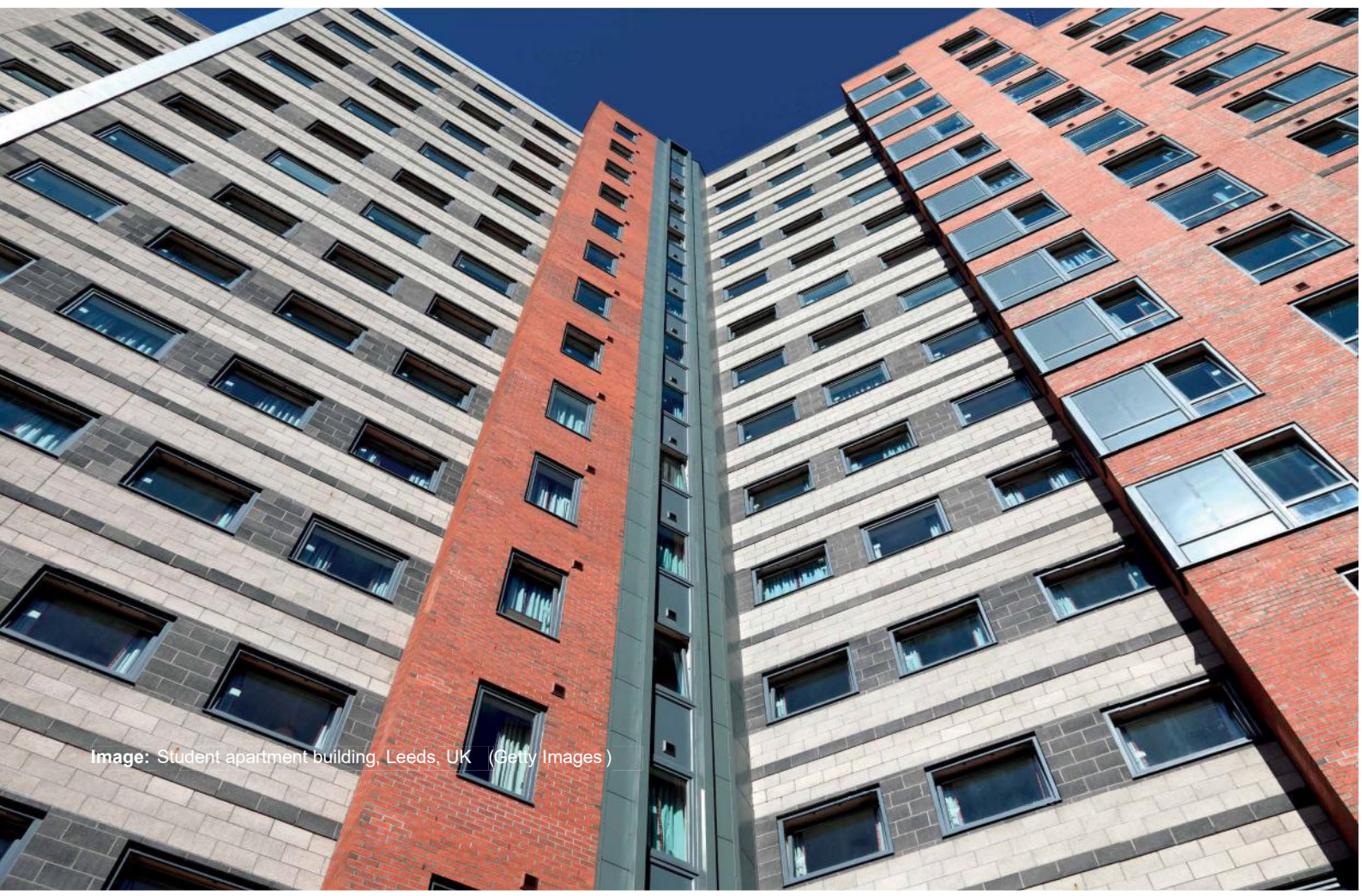


Image: Student apartment building, Leeds, UK (Getty Images)

アジア太平洋 洋

アジア太平洋地域の政府による、COVID-19 蔓延に対する封じ込めの成功は、2021 年以降の投資先として当該地域の相対的な強さを表し、世界の投資家を安心させる重要な要因となっている。

今回のインタビューは、多くのグローバル投資家がアジア太平洋地域の一部で「最大の成長に賭けている」ことを示唆している。ある業界のリーダーが指摘するように、こう言えるだろう。「2020 年 3 月まで遡って考えたときに、(経済的に)最初に回復した地域と、パンデミックによりうまく対処した地域との間には、おそらく相関関係があるだろうと、皆が結論づけている」

Figure 1–6 Most problematic issues for real estate investors



1 = Least problematic 5 = Neutral 9 = Most problematic

Source: *Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2021*



Image: Shibuya Scramble Crossing, Tokyo, Japan (Getty Images)

「中央集権的で権威ある政府が多く存在しており、政治的なことを抜きにして考えれば、それはパンデミック時にはうまく機能し、より状況をコントロールしやすいという現実がある」と、ある地域のプレイヤーは言う。

COVID-19 の発生以前にグローバル資本をアジア域内に集中させるのに役立ったメガトレンド(貯蓄の増加や、中国やインドなどに存在する巨大な新興中産階級)は、これまでと同じくらい重要であるとの指摘もある。

あるグローバル投資家は、「アジアにいてのは、アジアの需要の原動力を信じているからであり、国際的な資本移動のためでもなく、多国籍のテナントのためでも、それ以外のためでもない。それらも一因ではあるものの、経済界全体においてはほんの一部にすぎない」と指摘した。

Real Capital Analytics (RCA)によれば、取引額は全体で前年同期比 23%減の 1,412 億米ドルとなったが、第 4 四半期の活動は好転した。

このように異なる経済地域間における資本の傾向の差異を明確にすることは、依然として価値がある。特に、シンガポールとオーストラリアにおける国内と国外のプレイヤーの投資の急激な減少は、2020 年の取引金額を引き下げたが、2021 年にはコア資本が両市場に戻るとの見方がある。

対照的に、インド、台湾、韓国は昨年、いずれも過去最高の投資額を達成し、勢いが失われる兆しは見られない。韓国の場合、国内機関によるオフィス・商業施設への投資の急増により、ソウルは 2020 年には世界最大の商業施設取引市場となり、パリに次ぐ第 2 位のオフィス市場となった。

これらはいずれも、投資を行う上での複雑な地政学的背景を帳消しにするものではない。COVID-19 は必然的に米中の緊張をもたらした。2019 年の貿易戦争が今日においてより「体系的な競争」になっている。また、香港では民主主義を支持する抗議が行われた。しかし米国の一部のプレイヤーにとっては、まだ問題がある。ある世界的な投資マネージャーは、米国の同僚との最近の会話を思い出して、「今のところ、中国を投資委員会に通すには、人生は少々短すぎる」と言った。

しかし、RCA の記録によると、アジア太平洋地域の他の地域では、2020 年も北米からの資本の流れは「回復力」を維持し、欧州の投資家がこの地域に 90 億米ドルを投資したとの記録がある。これは、世界的な旅行制限があったにもかかわらずのことであり、年間支出額は 2 番目に多かった。

業界のリーダーはまた、国内の機関投資家や地域内のクロスボーダー投資家の重要性が高まっていることを強調する。あるインタビュー対象者はこう述べている。「アジアは A クラス不動産をたくさん持っている。投資可能な資産として整えられた状態で機関投資家が保有しているという意味ではない。その資本の集約は今まさに始まったばかりで、ただ自由に動き始めている。長期的で持続可能な利益を生み出し、制度的に質の高い資産によって構成されているのであれば、いったいどれだけ多くの人がある利益を得たいと思うか。これは複数のセクターに当てはまることだ」



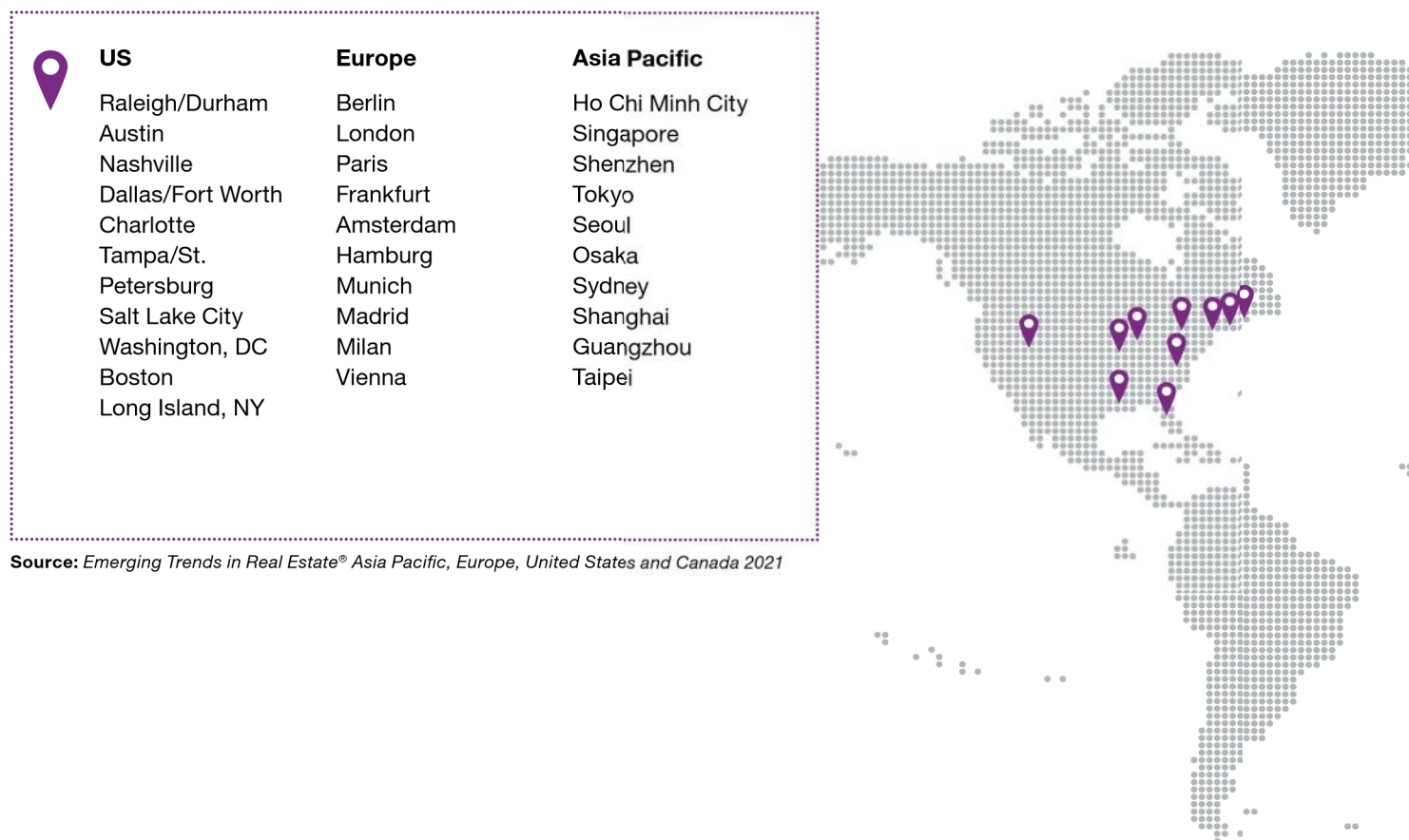
アジアにいてのは、アジアの需要の原動力を信じているからであり、国際的な資本移動のためでもなく、多国籍のテナントのためでも、それ以外のためでもない。それらも一因ではあるものの、経済界全体においてはほんの一部にすぎない。

他の地域と同様、アジア全域においても、物流は、主に e コマースの成長に牽引されており、パンデミックに対して最も強い部門であるとみなされている。

物流施設に対する価格設定は割高すぎる。だが、中国のような主要な市場では「適切な A クラスの物流施設が大幅な供給不足となっている」と地域のプレイヤーは指摘している。

一方、住宅投資は、来年の日本などの市場において、重要な防御策となることが期待されている。あるグローバル投資家は、「日本住宅への関心は特に強いと思われる。移動が制限される状況から脱し、人々が移動できるようになれば、より多くのチャンスが生まれると思っている」と語った。

2021 年の不動産投資の上位都市



2020 年における各国の推移

Table 1–1 Transaction volumes, 2020

Americas			EMEA			Asia Pacific		
	Volume (US\$ bn)	YOY (%)		Volume (US\$ bn)	YOY (%)		Volume (US\$ bn)	YOY (%)
United States	328.6	-33%	Germany	70.9	-22%	Japan	38.0	-15%
Canada	17.4	-28%	United Kingdom	51.6	-16%	China	33.4	-21%
Brazil	2.2	-36%	France	34.7	-35%	Australia	25.1	11%
Mexico	0.7	-61%	Netherlands	18.5	-25%	South Korea	18.0	-45%
			Sweden	16.9	-17%	Hong Kong, SAR, China	8.6	-43%
Americas	349.2	-33%	EMEA	268.9	-26%	Asia Pacific	141.2	-23%

Source: Real Capital Analytics



Table 1–2 Global transaction volumes by property type 2020

	Volume (%)	YOY (US\$ bn)
Office	254.6	-34%
Industrial	162.5	-7%
Retail	88.9	-35%
Hotel	28.1	-65%
Apartment	208.9	-19%
Seniors housing & care	16.4	-43%
Income properties	759.4	-29%

Source: Real Capital Analytics

“

マイナス金利、低リターン環境下における債券投資の困難さというグローバルなテーマを見ると、世界中のあらゆる投資家は、インフラ、債券、不動産などの代替投資(オルタナティブ投資)への配分を増やしたいと言う。資本は不足していない。

European CIO,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021

“

3年から5年先を見据えると、世界的なゲートウェイであるサンフランシスコ、ロサンゼルス、ニューヨーク市、ワシントンの市場は、需要の面で最も困難な道を辿るだろう。これらの都市では、やがて住宅とオフィスの両方において需要と供給が等しくなる均衡点を見出すが、それにより賃料は下がり、苦しくなるだろう。

US investment manager,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021

Chapter 2

脱炭素化への対応

「ネットゼロの話をしているときは、建物のどの部分の排出削減を保証するのかを注視しなければならない。取り壊して建て直すほうが賢明な場合もあるが、もし可能ならば、改修は新規建築よりも常に優れた選択肢と言える」

Global investment manager,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021



Image: Modern energy-efficient apartment buildings, Tübingen, Germany (Getty Images)

「急速に動いており、今年の年末には雪崩のようになっているだろう」。建造環境から排出される二酸化炭素の影響に業界自身が取り組まなければいけないという意識が不動産全般において高まっていることを、ある投資マネージャーはこのように表現している。

脱炭素化と気候変動は、何年もの間、議題に上がってきているが、Global Emerging Trends においてインタビューを受けた不動産の専門家は、これらの問題が業界の最優先課題になったのは、過去 12 カ月から 18 カ月の間であると述べている。

多くの理由から、これまでにないほど多くの、あらゆる分野の建造環境に係る会社が、利益を実現しつつ人類の将来を定義するという課題を受け入れて、脱炭素化をビジネスの中心に据える方針を打ち出している。

しかし、二酸化炭素の排出削減に関しては、業界は未成熟であり、進むべき道は複雑で、詳細な思考と、かつては想像もできなかったレベルの協力が必要である。

不動産に係る多くの人々が建物から排出される二酸化炭素が広範囲に影響を及ぼしていることを未だ無視していると、業界のリーダーたちは認めている。また、技術的な面だけでなく、建物がどれだけエネルギーを使用しているかについてデータが収集されているかという点についても、大きなギャップがある。

不動産の開発、所有、そして経営には驚くほどの複雑さが残っており、この問題の専門家を雇うことのできる大企業でさえ、有効な戦略を策定することは困難である。不動産バリューチェーンの各段階にある複数の企業が、同じコミットメントとゴールを念頭に置いてともに仕事をする必要があることを考えると、この方針を実行することはより難しくなる。

また、産業界はビルの運用中に排出される二酸化炭素 (operational carbon) に注目しすぎていて、工事中に排出される二酸化炭素 (embodied carbon)、つまり製品の生産や輸送中に排出される二酸化炭素には全く注目していない、と指摘する人もいる。そうなれば、損害をもたらすグリーンウォッシング (うわべだけの環境保護) の可能性が生じ、良い形で実施された仕事を部分的に損なうかもしれない。

しかし、業界はこれらの問題を乗り越えるために努力している。地球だけでなく、企業にとっても、二酸化炭素を取り除き、排出量を削減しようとする努力は、将来への投資とみなされるようになっている。これは、会社、都市、政府が、これまでになく方法で協力し、おそらくどの世代もが抱える大きな課題を解決することを求める、感動を呼ぶ行動である。その未来への投資は本質的に希望の行為であり、不動産はその役割を果たすことを望んでいる。

“

急速に動いており、今年の年末には雪崩のようになっているだろう。



われわれは机上での分析に数年を費やした。今は分析から実施の段階に移行している。

分析から実施への移行

不動産業界では、過去 12~18 カ月の間に脱炭素化への注力が飛躍的に高まっており、今後もさらに加速すると見込まれていることに、ほぼ全てのインタビュー対象者が同意している。

Science Based Targets (科学的根拠に基づく温室効果ガス排出削減目標) イニシアチブ(SBTi)によれば、不動産業者の合計 67 社が、科学に基づいた目標を掲げ、ポートフォリオから operational carbon をネットゼロにするための方針を策定したか、または策定することを約束した。言い換えれば、気候変動の最悪の影響を回避するために IPCC (気候変動に関する政府間パネル) が設定した目標である、地球温暖化を 1.5~2℃に抑えるのに役立つ厳格な基準に裏打ちされた方針にコミットしたのである。企業数は不動産分野全体から見れば少ないが、成長している。

インタビュー対象者は、相互に関連する多くの社会的、経済的、政治的、規制上の要因全てが、業界を脱炭素化に向かわせていると考える。

「われわれは机上での分析に数年を費やした。今は分析から実施の段階に移行している」と、ある投資マネージャーは言う。2015 年にパリ協定に署名した後に策定された政策は、今や実務的な影響を発揮し始めている。

一部には、気候変動の影響が目に見える形になってきたことが背景にある。あるアドバイザーはこう述べている。「人々は自分の目で見た証拠に反応している。カリフォルニアやオーストラリアは火災に見舞われ、100 年に 1 回と言われるような規模の暴風雨がますます頻繁に起こるようになってきている」

Science Based Targets イニシアチブ(SBTi)

Science Based Targets イニシアチブ(SBTi)は、CDP(旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)、国連グローバル・コンパクト、世界資源研究所(WRI)、世界自然保護基金(WWF)の間のパートナーシップであり、気候変動の最悪の影響を防止するために、企業が温室効果ガス排出量をどの程度削減し、どの程度のスピードで削減する必要があるかを示し、二酸化炭素削減に向けた明確な道筋に導くものである。

企業は、気候変動を制限するという観点から、特定の目標(理想的にはこれを 1.5℃、最大 2℃までに制限する)に達するように、二酸化炭素削減に向けた具体的な方法を示すことを約束している。

建造環境では、不動産会社 67 社、工事・エンジニアリング会社 37 社、建材会社 17 社、住宅メーカー 10 社がこのイニシアチブに署名している。不動産会社の拠点は、欧州 28 社、北米 18 社、アジア 14 社、オセアニア 4 社、アフリカ 2 社、ラテンアメリカ 1 社である。



長い間、たくさんのグリーンウォッシングが行われてきた。それは単なる言葉と人々のリップサービスにすぎなかった。今、われわれは行動を目の当たりにしている。パリ協定が大きなきっかけとなったのだ。

Adviser,
Global Emerging Trends in Real Estate 2021



Image: Modern energy-efficient suburb, Esslingen am Neckar, Germany (Getty Images)

規制圧力

しかし、とりわけ、市場や規制の力によって、二酸化炭素削減はビジネスにとって無視できないものとなっており、最終損益に直接的な影響を与えている。

「不動産の全ての人々が突然、環境保護に目覚めたとは思えない。これはリスクについての話なんだ」とある投資マネージャーは言う。

かつて不動産においては、建物の二酸化炭素排出量削減に投資するコストに見合う経済的なリターンを得られるかどうか大きな議論となっていた。

今や、少なくとも大手投資家や投資マネージャーの間では、会話が変わった。ポートフォリオの脱炭素化をせずに、許容できないようなリスクをとるのか、と。

そのプレッシャーは、資金提供者と最大のテナントの両方から来ている。ある機関投資家は、「年金受給者は金銭的リターンを望んでいるが、パリ協定の目標にも応えない」と述べている。

「機関投資家は、ネットゼロ・カーボン目標を設定し始めており、これは、機関投資家が今や脱炭素化の圧力にさらされているということだ。彼らから資金を調達したい、あるいは既存の投資分を維持したいと望むならば、ネットゼロ・カーボン目標も考慮しなければならない」と、ある投資マネージャーは言う。また、その投資マネージャーはこう付け加えている。「機関投資家からの質問には、ESG、多様性、デジタル化が3つのメインテーマとしてある。ほんの数年前はこうではなかった」

それは決して大きな変化ではない。どういうことかという、ある不動産会社の役員は、投資家が二酸化炭素削減に注力する金額は、規模と密接に相関していると指摘している。また、欧州やカナダの投資家は、この話題にずっと注目していたにもかかわらず、米国やアジアの投資家が急速に追いついてきている、との意見もある。

年金運用者の姿勢の変化もその一因ではあるが、このテーマが関心を引いているのは、都市、地方、国家政府が今後数年内に規制を強化すると予想されていることが背景にある。

「政府や都市は、独自のネットゼロの目標を設定し始めている。現時点では、それが建物にどのような影響を与えるかは分からない。しかし、全体における建造環境からの排出割合を考えると、この部門の規制は増やす必要があるだろう」と、ある投資マネージャーは述べている。

行動に影響を与える法律の例として一般によく挙げられているものとして、New York Local Law 97がある。これは、建物が二酸化炭素排出レベルに違反した場合、不動産所有者に罰金を科すものである。ベンチャーキャピタルのフィフス・ウォールは、建物をコード基準まで持ち込まないと、同市の建物の所有者に年間100億米ドルの罰金がかかる可能性があると試算している。

ロサンゼルスは、最近のグリーン・ニューディール(GREEN NEW DEAL)関連の法令で、それほど厳格ではないものの、同様の規制を実施している。ある投資家は次のように語る。「米国の他の都市が、これらの都市のやり方に追随するだろう」。他のインタビュー対象者はこう言う。「われわれは都市にいる投資家だ。つまり、政府が何をするかよりも都市が何をするかの方が、私たちにとって重要なのだ」



Image: Modern zero-energy houses, Tübingen, Germany (Getty Images)

“新規案件を検討するたびに、その建物をネットゼロにするためにどれだけの費用がかかるか試算している。

欧州では、英国はエネルギー効率の最低基準を設けており、一定基準以下の商業ビルはリースできないことになっている。オランダは、オフィスビルを対象に同様の基準を導入しているところである。

ドイツは最近、一定量以上の二酸化炭素を排出する商業ビルに影響を与える炭素税を導入した。現在のところ税金は非常に低く、結果として行動に影響を与えるとは考えられていないが、徐々に税金が高くなると予想されている。

欧州についてもっと広く言うと、EUの「グリーン・ディール」は、2050年までに同圏を「気候中立」にすることを目指した一連の政策イニシアチブであり、そのために個々の加盟国はより厳しい規制を実施する必要がある。

不動産について言うと、当該イニシアチブは、既存の建物の改修と、建物が稼働中に排出する二酸化炭素に関するより強固な規制の実施に焦点を当てている。

アジアでは、中国とシンガポールが最近、ネットゼロの目標を発表した。同時に、この目標を確実に達成するためには、不動産に対する規制がより強化されるだろうという見通しも発表している。

米国では、バイデン新政権が早い段階でパリ協定への再加入を表明したことに代表されるように、同政権が米国経済における脱炭素化をめぐる物語を変えるだろうと思われる。「彼は人々の気持ちを大きく変えることができた。米国は欧州に、あっという間に追いついている」とある投資マネージャーは言う。

また、世界的には、規制そのものではないが、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)に参加する機関投資家が増えている。これは、気候変動によってもたらされる可能性のある、事業に関するリスクを投資家が開示するための基準を定めたものである。

そして、これらの変化は今日の不動産投資と賃貸市場に影響を及ぼしている。あるサービスプロバイダーは、上位200社のクライアントのうち、60%がネットゼロ・カーボン目標を設定していると指摘している。

グリーンプレミアムか、それともブラウンディスカウントか？

ある投資マネージャーはこう述べた。「われわれは、これが今、価値に影響を及ぼし始めていると確信している。今は全ての取引に影響を与えているわけではないが、今後10年以内にはそうなるだろうし、不動産においては基本的に今そうなっている」

この意思決定の原動力となっているのは、ますます厳しくなる二酸化炭素排出規制に既存または新規の建物を確実に対応させるために必要、と投資家が感じている資本的支出である。この課題を無視すれば、「座礁資産 (stranded asset)」を生み出すリスクを抱えることになる。「座礁資産」とは、規制に沿っていないため、買い手や借り手がつかないもののことで、投資家の間でますます流行している言葉である。環境により配慮している建物が、ますます売れるものと見なされるようになってきている。

「新規案件を検討するたびに、その建物をネットゼロにするためにどれだけの費用がかかるか試算している」と、ある投資マネージャーは言う。こう言う者もいる。「もしも、建物をネットゼロにするための資本的支出の予算を見積もらずに投資委員会に参加すれば、その予算を見積もってから来いと追いつめられるだろう。その予算が分かるまでは、その取引を見ることすらないんだ」

全ての投資家がこのように考えているわけではない。相対的に保有期間が短い、オポチュニスティックな投資家が、長期的なコミットメントが必要なネットゼロにどれほど本気で関与するかは、未知数である。

ある投資マネージャーは、彼らは世界全体で一律のアプローチをとってはいないと指摘している。この考え方は、規制が最も急速に強化されると予想される場所、つまり米国とアジアに先立って欧州諸国で最初に適用されるだろう。

しかし、そうした場所では、建物のブラウンディスカウント、つまり建物をネットゼロ・カーボンにするコストが比較的高い分、買い手が取引価格の割引を要求するという実例がすでに見られている、との報告もある。また、より「汚い」建物は、すでにほとんど売れない水準に近い、との見方も広まっている。

ある投資マネージャーはこう言う。「不動産の全てがそうであるように、これも交渉だ。もしも、とある資産に20人の買い手候補がいたら、君は交渉力をほとんど持たない。もしも買い手候補がほとんどいなければ、君には交渉の余地がある」

二酸化炭素集約度の低い建物と高い建物の価格に、グリーンプレミアムやブラウンディスカウントがあるかどうかのデータは少ない。しかしリース面では、これは明確になってきている。JLLが2019年に発表した報告書では、ロンドン都心部のオフィスのサンプルで、BREEAMの評価が高い建物は、低評価の建物よりも賃料プレミアムが6~11%高く、またより早く賃貸されていることが示されている。BREEAMのような認証は、もちろん、建物の二酸化炭素排出量の直接的指標ではなく、代理指標にすぎない。しかし、少なくとも、持続可能性に対する認識がリースにグリーンプレミアムをもたらすことを示している。

ある不動産会社の役員はこう言う。「最良のテナントと最良の賃貸料を得るためには最良の建物が必要であり、この事実から、財務的な価値が生まれている」

別の投資家は、特に米国のハイテク企業からプレッシャーがある、と付け加えている。ネットゼロ・カーボン目標を持つ企業が、自社の建物がどのようにカーボンフットプリント(商品やサービスの原材料調達から廃棄・リサイクルに至るまでのライフサイクル全体を通して排出される温室効果ガスの排出量をCO₂に換算して、商品やサービスに分かりやすく表示する仕組み)に貢献しているかを評価しているという事実がある。サービス企業にとっては、建物は彼らの炭素排出総量において非常に大きな部分を占めると言える。

このような考え方をどうやってもっと一般的なものにするかという点において、何人かのインタビュー対象者は、おそらく見落とししているグループがあり、それは評価者と鑑定者である、と指摘している。

建物をネットゼロにするために改修するコストを考慮に入れる評価手法が変更されれば、業界は変わらざるを得ないだろう。ある不動産会社の幹部は、「現在コストとなっているものをバリュードライバーに変えられるだろう」と語った。

これは業界のベストプラクティスを変えるだろう。また、鑑定者はその職業を規定する規則内でのみ機能するが、評価と鑑定の仕組みを規定している当局も変わらざるを得ない可能性が、さまざまな国においてある。投資家の中には、素早く行動を起こし、この変化を自ら起こしている者たちもいる。市場全体がブラウンと言える建物をディスカウントするようになれば、評価者もこれに続くだろう。多くの国において評価は比較基準および市場でのあるべき取引価格に基づいている。しかし、評価基準を変更するか、あるいは二酸化炭素削減が不動産の価値をどのように変化させるかについて評価専門家に対する教育をより強化すれば、全ての投資家は、ネットゼロの不動産を重視せざるを得ないだろう。

何を指すのか？

何十年もの間、二酸化炭素排出を自由に行ってきたが、これを逆転させることは、本質的に複雑な問題である。しかし、建物に適用できる認証や基準は広く、しばしば無数にある。建物の所有者が、事業と地球のために最善を尽くすため、どのような目標を立てようとしているのかを見極めることは、非常に困難である。

ほとんどのインタビュー対象者は、ネットゼロ・カーボンが気候変動や脱炭素化の観点から建築物にとって最も重要な基準になりつつあることに同意している。ネットゼロ・カーボンは LEED や BREEAM のような団体によって与えられる認証よりも重要視されており、実際に団体の多くはその認証内容にネットゼロを取り入れ始めている。

しかし、建物についてネットゼロ・カーボンとは何を意味するのだろうか。さまざまな組織によって提供される定義は数多くあり、それらはしばしば微妙ではあるが重要な違いがある。またその中には、他の組織よりも重みと厳密さを伴うものもある。

建物をネットゼロと呼ぶときには、運用上の二酸化炭素排出量、作業期間中に発生する排出量、あるいは建設中の資材の生産や輸送から発生する排出量だけを指すのだろうか。正味のゼロ・オペレーショナル・カーボンとは、建物のオーナーが管理する領域から排出される二酸化炭素だけを意味するのか、それともテナントによって排出される二酸化炭素も意味するのか。それとも、人々が建物にアクセスする方法を考慮に入れるべきなのか。もしも建物に自動車でしかアクセスできないなら、ネットゼロ評価において、それを考慮に入れるべきなのか。

あるサービス提供者は「人々は、国連の『持続可能な開発目標』のような基準に引き寄せられている。なぜなら、そのような基準は比較的明解だからだ」と述べている。ある運用担当者はこう付け加えている。「守るべき基準が1つだけであれば、確かにもっと簡単な話なんだろうが」

このように、おびただしい量の認証、基準、対象、専門用語がグリーンウォッシングの可能性を生んでいる。グリーンウォッシングは、実際はストーリーの一部にしか焦点を当てていないにもかかわらず、ブランド維持と資本の呼び込みのために見せかけの脱炭素化を表している。言いづらいことだが、この複雑さは、不動産の専門家

に無意識に間違った道を選ばせ、目標を達成できないような戦略を実行させるかもしれないのだ。

Emerging Trends Europe調査の回答者の73%が、ブランドと評判が今後不動産業者の成功にとってより重要になると確信していることに鑑みれば、彼らがなぜ正しいことをしていると見られたいのかは明らかである。しかし、エビデンスに基づいた明確な目標を持って、慎重な戦略を立て、実行していないこと、端的に言うと脱炭素化を官僚主義的にこなし「ネットゼロ」を会社案内のお飾りとして扱うことは、善よりも害をもたらす可能性がある。ある運用担当者はこう述べている。「多くの人々が脱炭素化に殺到し、間違いを起こさないか心配している。私たちは何年も脱炭素化を進めてきたが、多くの人はそうではない」

建物の所有者がこの複雑さを打開するためのツールがある。例えば Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) は、世界各地の所有者がポートフォリオに含まれる個々の資産の詳細を入力すれば、特定の期間内に、どのような対策が必要で、どのようなタイミングで脱炭素化するべきなのかを示してくれる。



Image: Green building with vertical garden, Barcelona, Spain (Getty Images)

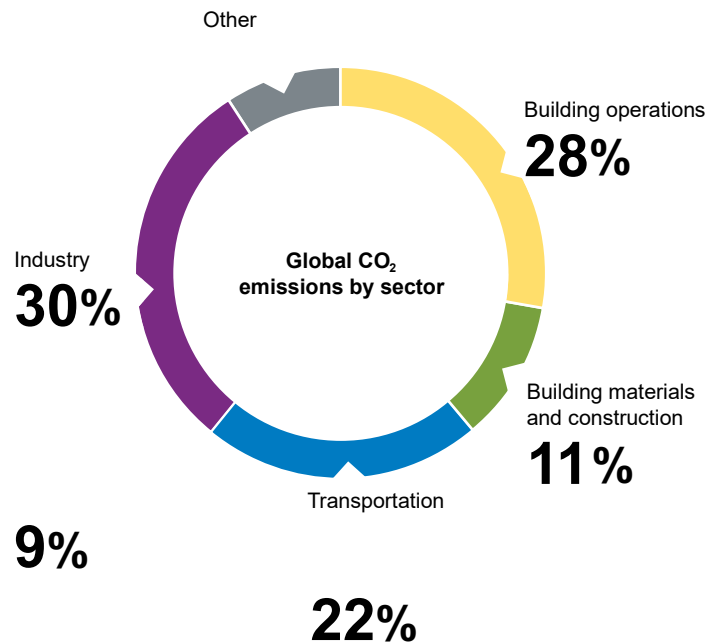
単純な嘘と複雑な真実

現在生じている主要な論争のうちの1つは、すでに取り込まれた二酸化炭素をどのように測定し、説明するかである。つまり、建物等が稼働する前、工事や建材の生産・輸送時に排出される二酸化炭素である。「建物および建築のグローバルアライアンス」によると、建設と解体における建材を原因とする排出量は、世界の年次カーボン排出量の約11%を占めている。

国連と米国エネルギー情報局(EIA)の数値を使用した、Architecture 2030による調査によると、建物のライフサイクル中に排出される二酸化炭素の約74%は建設と解体によるものであり、運用によるものはわずか25%である。建設によって排出される二酸化炭素の量を考えると、低排出の建物を新しく建設する価値はあるのだろうか。

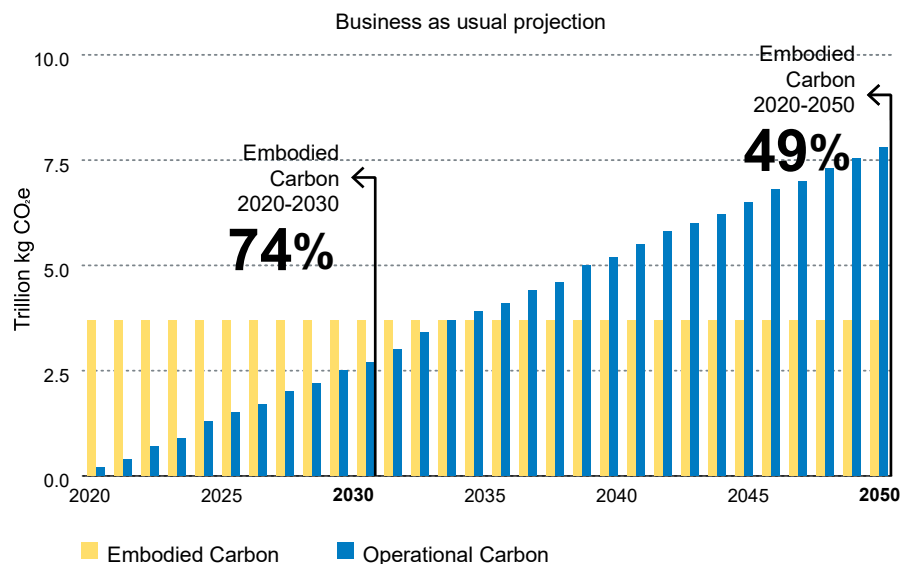
建物が運用中に排出する二酸化炭素の量に関するデータは膨大にあるが、特に非常に古い資産では測定がはるかに困難であるため、建物にすでに取り込まれたカーボンフットプリントの情報はほとんどないと、ある大手の投資マネージャーは認めている。セメントと鉄鋼の製造は非常に二酸化炭素集約度が高いため、「非常に有害」である。これに加えて、運用上の二酸化炭素効率を改善するために使用される追加のガラスまたは断熱材自体が、製造時に二酸化炭素を排出しているという事実がある。

Figure 2-1 Global CO₂ emissions by sector



Source: Architecture 2030

Figure 2-2 Total carbon emissions of global new construction from 2020-2050



Source: Architecture 2030



建物の改修は魅力的だ。
そこから本当に大きな利益
を得られる可能性がある。

不動産業界が進んでいる道筋を批判する者は、建物に適用されるネットゼロ・ラベルにおいても、企業が実施している戦略の両方においても、建物の運用中の排出二酸化炭素に焦点を当てすぎている、と話している。

ある不動産会社のマネージャーはこう述べている。「業界は嘘だらけで、ある種のグリーンウォッシングと言える。データを見れば、最もエネルギー効率の良い新築の建物でさえ、工事中に発生する二酸化炭素の量を相殺することはできないことが分かるにもかかわらず、運用中の排出二酸化炭素にばかり注目が集まっているのだ。これは運用上の排出量に注目するほうが簡単だからだ。まるでアレクシス・ド・トクヴィル(フランスの革命的な著作家)の言うことのようにだ。複雑な真実よりも単純な嘘のほうが世界に受け入れられやすい、とね」

国連・EIAによると、世界の二酸化炭素排出量の約 28%は不動産業から、約 11%は建設業から排出されている。運用中の二酸化炭素排出量は減らすことができたとしても、建物の建設時に発生する二酸化炭素はすでに大気中に排出されてしまっていて、これらはどうしようもすることができない。

不動産業界は、建物の運用に注目することで、次の事実を無視している。それは、多くの国で電力網がますます再生可能エネルギーを中心としたものになってきているので、建物の運用はいずれにせよネットゼロ・カーボンになるであろうということだ。

解決策としては、新しい建物を開発することよりも、既存の建物を改修することに、より注目すべきだ。もちろん建物にすでに取り込まれた分はそのままだが、建物を解体して新しくするよりもはるかに低いカーボンフットプリントだと言える。カーボンフットプリントが小さいということは、再開発段階で排出される二酸化炭素量よりも、事業活動の間に生み出される効率的な二酸化炭素削減分のほうが、大きい可能性があるということの意味する。

「建物の改修は魅力的だ。そこから本当に大きな利益を得られる可能性がある」と、あるアドバイザーは言う。

この点に関してしばしば引用される事実は、2050 年時点において存在すると推定される建物のうち、80%が既存の建物だということだ。新しい建物を開発するよりも、既存の建物のエネルギー効率を改善するほうが、ネットゼロ・カーボンの目標を達成する上で大きな影響をもたらすであろう。国際エネルギー機関のデータによれば、環境に配慮するための改修事業は、グローバルベースで、コスト 100 万米ドル当たりで生み出す雇用が他の環境配慮のための事業よりも多い。

建物の建設時に発生する二酸化炭素を削減する方法が存在する。建築材料に鉄ではなく、ローカル産の木材を使うことだ。例えば、フランス政府は、2022 年以降に開発される新しい公共建築物の全てで 50%の木材を使用することを義務づけたばかりである。しかし、ここでも複雑な問題がある。木造建築物が火災に対する安全基準を達成するのは難しく、保険コストが高くなる恐れがある。不動産業界、規制当局、保険会社の間で、より緊密な協力関係を結ぶことが、より優れた解決策のためには必要である。

建材メーカーも、二酸化炭素集約度の低いコンクリートづくりの研究を進めている。実際、ある大手開発業者は、ナノ粒子をコンクリートに注入してセメントの使用量を減らす技術など、この分野の研究に資金を提供していると述べている。「われわれはコンクリートを多く使用しているので、この研究は目標達成に向けて大きな役割を果たすことができる」



Image: Construction site, China (Getty Images)

工事工程に携わる別のインタビュー対象者によれば、一定のエネルギー効率基準を満たさない限り、その資材を除外する方針だという。彼らは「二酸化炭素を削減できる革新的な」新素材に重点を置いている。「材料メーカーにおいてこれらの製品はまだベータ段階かもしれないが、われわれはこれらを大量生産できるように支援したいと考えている。そうすればコストは下がる」

オランダを拠点とするマダスターのような組織は、建築物の建設に使用される全ての材料を文書化し、登録し、保管する材料登録スキーム、すなわち「パスポート」を開発中である。

そうすれば、建物の寿命が尽きたときに、単に取り壊すのではなく、「分解」してできるだけ多くの建築材料を再利用することができる。

しかし、国連と EIA のデータに厳密に従えば、古い建物をよりエネルギー効率の良いものにすることが一番良い方法だ。

建物の新築から改修に焦点を移すことで、不動産が常にコントロールできなかった人々、つまりテナントの人々の行動も変わるかもしれない。もしテナントがその脱炭素化目標を達成しようとする際に、建設時に発生する二酸化炭素よりも運用時に発生する二酸化炭素を優先するならば、改修された建物ではなく新築の建物を選ぶだろう。実際、建設時に排出される二酸化炭素は考慮されていない。ある投資家はこう言う。「テナントの好みを変えることは簡単ではない」

しかしながら、もしテナントの行動が変わり、ネットゼロの目標を評価する際に建設時に発生する二酸化炭素がもっと考慮されるようになれば、不動産業界が新しく建物を開発するインセンティブは大幅に減少するであろう。もちろん、物流、ライフサイエンス、データセンターなど、急成長を遂げている分野では、これはさらに大きな課題となるだろう。また、開発業者や建築業者は、古くなったそれぞれの資産を、取り壊したり建て直したりしないで利用するにはどうしたらいいのか、慎重に検討する必要があるだろう。

「建物を新しく建てるよりも改修するほうが良いに決まっているとは言え、自分たちが本当の意味でネットゼロを実現できるという冗談を信じるのは止めなければいけない」と、ある不動産会社のマネージャーは言う。

「二酸化炭素排出量を減らすために支払わなければならないコストが高すぎて、投資家は不動産から資金を引き揚げて、別の分野の二酸化炭素抽出技術に投資したほうが良いのではないかと思うほどだ」

このような世界観の下では、建設時に発生する二酸化炭素を思考の前面や中心に捉えていない認証やネットゼロ基準が、不動産業界を誤った方向に導く危険性がある。そうすれば、二酸化炭素排出量の削減には効果のない取り組みに資金が使われてしまう一方で、本当に必要な分野でのイノベーションが妨げられてしまうだろう。

大小のソリューション

建物の二酸化炭素排出量を削減するためにオーナーが戦略を立てているという状況は、不動産産業にとって最大の課題の1つであると同時に、最大のチャンスでもある。

「われわれはポートフォリオの半分のデータしか保有しておらず、残り半分は推測にすぎない」。ある投資家がこう述べたが、これは他の多くのインタビュー対象者も同様である。新しい建物にはエネルギー使用量を基準とする管理システムがあるが、古い建物はそうではない。そのようなシステムを追加できれば、多額の報酬を得られるだろう。

「システムのコストに対する投資回収期間は、節約されたエネルギーコストに換算すると10分間程度のものであり、それによりわれわれは3年間で65万ポンド以上のエネルギーコストを節約できた」。ある投資マネージャーはこう続けた。「それに、このシステムはわれわれが気づいてさえいなかった、これまでのマネジメントの欠点を教えてくれた。というのは、PMが週末に建物の電源を切るための人を雇いたくなかったがために、建物を使用されていないときも全てのシステムは稼働していたのだ」

さらに安価な省エネソリューションとしてLEDライトを挙げる人もいる。より高価ではあるが定期的に利用されているのは、建物の断熱性を向上させることである。ただし、断熱材や二重ガラスの製造は、多くの二酸化炭素を生み出している。また、ガスボイラーが電力利用のものに置き換えられることもあるが、これはその建物が設置されているエネルギーネットワークが脱炭素化されている場合にのみ有用である。

よりエネルギー効率の高いモーターを搭載したHVACシステムは、高価だが非常に重要である。調査会社のGlobal Efficiency Intelligenceは、IEAと米国エネルギー省のデータを取り上げ、商業ビルの電動モーターが世界の電力使用量の約4分の1を占めていることを示している。効率化は不可欠であり、投資回収期間は通常5年未満であると社は述べている。

多くのインタビュー対象者は、建物のエネルギー源を再生可能エネルギーに切り替えることを、非常に重要な戦略と述べている。再生可能エネルギーインフラの普及がより進んでいる国では、再生可能エネルギーはそうでないエネルギー源と同価格か、わずかに高いだけである。



われわれはポートフォリオの半分のデータしか保有しておらず、残り半分は推測にすぎない。

残念ながら、これは世界各地の投資家たち全員が利用できるものではない。香港には開かれた分散型のエネルギー市場は存在しないと、あるインタビュー対象者は指摘している。これは、エネルギー効率目標を達成するためにはカーボンオフセットに頼るか、独自の再生可能エネルギーを導入するかのどちらかだということを意味している。中国と米国も、再生可能エネルギー源への切り替えが難しい市場である。

すでに触れたように、一部の不動産会社は、資産をより持続可能なものにするために、従来の不動産会社の視点を越えた研究開発に投資している。

ある物流部門の投資家兼開発業者は、サプライチェーンにおけるゼロエミッション車両への移行を加速させるため、電気自動車両の電池貯蔵技術に投資している。また、彼らは貨物トラックがいつ施設に到着するか正確に予測するAI技術にも投資している。これが分かれば、貨物トラックはアイドリングの時間を減らし、排気ガスの排出を減らすことができるからだ。

イノベーションコンペに投資している投資家もいる。このコンペでは、スタートアップ企業によって二酸化炭素排出量削減に役立つ技術的ソリューションが競われ、最も優秀な提案をした企業が出資を受けることができる。

セクターによる排出量の違い

どの不動産セクターが最も多くの二酸化炭素を排出しているかについて、建設中の分にせよ、運用中の分にせよ、厳密なデータは存在しない。しかし、排出量における各セクターの序列については、インタビュー対象者の中で、はっきりとした認識がある。

運用レベルでは、冷却によって消費されるエネルギー量のため、データセンターは二酸化炭素排出量が多くなる。物流資産は比較的単純な建物であり、また、太陽光パネルを屋根に置いて使用電力の一部を賄っている場合もある。オフィスは、HVAC システムが必要とする電力のため、エネルギーを多く使う。

インタビュー対象者たちは、資産の性質が資産の種類よりも重要だと言う。「オフィスであれ、小売であれ、住宅であれ、テナントが多くなればなるほど二酸化炭素排出量の削減は難しくなる。というのも、テナントが多ければ多いほど、その行動様式を変え、スペースを効率的に利用することは難しいからだ」と、ある投資家は報告している。

“

オフィスであれ、小売であれ、住宅であれ、テナントが多くなればなるほど二酸化炭素排出量の削減は難しくなる。



Image: Distribution warehouse with solar panels, Germany/Getty Images



Image: Rooftop solar system, Hong Kong, China (Getty Images)

“

所有者は、自国や都市のエネルギーネットワークが再生可能エネルギー源にアクセスできなければ、自らの資産の二酸化炭素削減を控えるだろう。

協働の必要性

不動産が気候変動の「逆転」に貢献するためには、建造環境における脱炭素化の複雑さに対処するために、産業界は何らかの形で一体となって行動を起こす必要があるだろう。

そもそも不動産は協働作業に長けている。ジョイントベンチャーは一般的で、地方当局のような複数の利害関係者と協力する必要もある。しかし、二酸化炭素排出量を削減するには、かつてないレベルでの業界連携が必要になるだろう。開発業者、所有者、サプライヤー、アドバイザー、顧客、国・都市の政策立案者、国際機関は全て、同じ共通の目標と同じ戦略を持って、ともに働く必要があるだろう。

本報告書全体で概説されている複雑さが、本質的に困難をもたらしている。火災安全規制や保険コストは、コンクリートや鉄鋼への依存から脱却するプロセスを遅らせている。ネットゼロのような認証やラベルは建物のライフサイクル全体、つまり建築、運用、解体の全ては考慮されていないため、排出量削減という点において不動産業を誤った道に導くリスクがある。所有者は、自国や都市のエネルギーネットワークが再生可能エネルギー源にアクセスできなければ、自らの資産の二酸化炭素削減を控えるだろう。

個々の不動産投資家は、二酸化炭素削減には金銭的なメリットがあり、リスクを減らし、資産の流動性を高め、徐々に環境配慮型の資産をより価値のあるものにするという考え方に向かっている。しかし、不動産部門が全体的な排出量を削減しようとするのであれば、不動産サプライチェーンのあらゆる段階にこの姿勢を浸透させる必要がある。

投資家は、サプライヤーやサービス業者に脱炭素化の共通目標を採用するよう促す力を持っている。たとえば、サプライヤーやサービス業者にとって目標の採用が容易ではなかったり、彼らにとって望ましいものではなかったりしたとしても。ある機関投資家のマネージャーはこう述べている。「われわれが雇っている投資マネージャーの多くは、特に新興成長市場において、私たちが求めるデータや能力を持っていない。しかし、われわれは大手であるため、通常求めるものを手に入れることができる」

建築設計事務所の Gensler は、2030 年までに、設計しているプロジェクトの全てをネットゼロ・カーボンにするというコミットメントを表明している。年間 10 億平方フィート以上のプロジェクトが実施されているため、このコミットメントは仕入先に脱炭素化についてよく考えるよう迫る可能性がある。建築設計事務所は、不動産のサプライチェーンのトップに立つとは一般的には見られていないが、彼らの調達力は大きく、目立った変化を引き起こすかもしれない。

ただし、サプライチェーンの改善は単純な話ではなく、ある程度の信頼を必要とする。「自分たち自身のスタッフの分でさえ、何を行っているのかを追跡し記録することは難しいのに、サービスプロバイダーの分が困難であることは言うまでもない。この分野にもスキルや知識に大きなギャップがある」と、ある投資マネージャーは言う。

育成すべき重要なパートナーシップの 1 つは、オーナーとテナントとの間のパートナーシップである。テナントによって、その建物でどれだけのエネルギーを消費するのかが大きく変わる。「テナントの行動をこちらがコントロールすることはできない、それこそが問題だ。ネットゼロの建物を持ったところで、テナントがエネルギーをたくさん消費し続けているかもしれない」と、ある投資マネージャーは言う。また、彼はこうも指摘した。大規模テナントは独自のネットゼロおよび脱炭素化の目標を持っているかもしれないが、世界中の不動産の大部分は小規模企業が借り手である。

グリーンリースは 1 つの解決策である。テナントがエネルギー源を再生可能なものに切り替え、自らのエネルギー消費を削減するインセンティブを与える。こうしたリースを導入する会社は、オープンソースの方法でコンテンツを共有し、より幅広い適用を促すことが多い。フランスでは、建物のエネルギー消費にオーナーとテナントが平等に責任を負うようにするための新しい法律が提案されている。「これは両者を結び付ける」。あるアドバイザーは、そう述べた後、これがマイナスをプラスに転じる素晴らしい機会だと付け加えた。「多くの場合、ESG はこれまで対話のなかったテナントとの対話のきっかけになり得る素晴らしい方法だ」

“

われわれが雇っている投資マネージャーの多くは、特に新興成長市場において、私たちが求めるデータや能力を持っていない。

スポンサー企業



PwC のリアルエステートプラクティスは、不動産都市顧問業者、不動産投資信託、上場・非上場の不動産投資家、法人、不動産運用ファンドによる不動産戦略の策定、不動産の取得や売却の評価、不動産の鑑定や評価を支援しています。専任の不動産専門家からなるグローバルネットワークを生かし、資本市場、システム分析・導入、研究、会計、税務の各分野の専門家で構成された最も適切なチームを編成し、クライアントにサービスを提供しています。

Global Real Estate Leadership Team

Craig Hughes

PwC Global Real Estate Leader

Angus Johnston

PwC EMEA & UK Real Estate Leader

Byron Carlock & Frank Magliocco

PwC US Real Estate Practice Leaders

Gareth Lewis

PwC ETRE Global and EMEA Leader

Ross Hamilton

PwC Real Estate Leader, Australia

Shashank Jain

PwC Real Estate Leader, India

KK So, Ginger Jiang and Wayne Chen

PwC Real Estate Leaders, China/Hong Kong

Hiroshi Takagi

PwC Real Estate Leader, Japan

Chee Keong Yeow

PwC Real Estate Leader, Singapore

Yanni Toun PwC ETRE

Project Manager

www.pwc.com



アーバンランド・インスティテュート(ULI)は会員によって支えられている世界的な組織で、45,000 名を超える不動産および都市開発の専門家で構成されています。これらの会員は、責任ある土地利用においてリーダーシップを発揮し、世界中で繁栄するコミュニティを創出・維持するという ULI の使命の推進に取り組んでいます。

ULI の会員はさまざまな専門分野にまたがり、デベロッパーや不動産所有者、投資家、建築家、都市計画担当者、公務員、不動産仲介業者、不動産鑑定士、弁護士、技術者、金融業者、学者など、不動産業界のあらゆる側面を代表しています。ULI の設立は 1936 年に遡り、現在は 80 カ国からの会員により米州、欧州、アジア太平洋地域にわたってプレゼンスを発揮しています。

ULI は、都市化や人口動態の変化、経済の新たな牽引役、技術の進歩、環境への配慮など、建築環境を左右するさまざまな要因について会員間で共有し、それによって土地利用に関する意思決定に大きな影響を与えています。

ULI では毎年、数千回に及ぶ会合を持ち、会員間で知識を共有することにより同業者の情報・意見交換を行い(2019 年だけでも世界約 332 都市で 2,443 件超のイベントを開催)、土地利用および不動産に関する世界的権威としての ULI の地位を強化しています。

会員の取り組みを通じて、ULI は世界中のコミュニティを利用する都市設計と都市開発においてベストプラクティスを認定し、会員間で共有しています。

ULI に関する詳細情報についてはウェブサイト(uli.org)をご覧ください。また、Twitter、フェイスブック、LinkedIn、Instagram といった SNS をご活用ください。

Gwyneth Jones Coté

President
Urban Land Institute
(Americas)

Anita Kramer

Senior Vice President
ULI Center for Capital
Markets and Real Estate

Lisette van Doorn

Chief Executive Officer
Urban Land Institute (Europe)

Elliott Hale

Director of Research
Urban Land Institute (Europe)

David Faulkner

President
Urban Land Institute
(Asia Pacific)

Colin Galloway

Content Consultant
Urban Land Institute
(Asia Pacific)

インタビュー協力者

Actis
Brian Chinappi
Aecom
Scott Dunn
Alstria
Olivier Elamine
Apple
Kristina Raspe
Bank of America
Struan Robertson
BentallGreenOak
Amy Price
BNP Paribas Real Estate
Nathalie Charles
CapitaLand Group
Lynette Leong
CBRE Global Investors
Aleksandra Njagulj

Eastdil
Roy March
Gensler
Diane Hoskins
GLP
Meredith Balenske
Greenberg Traurig
Robert Ivanhoe
Grosvenor
James Raynor
Heitman
Mary Ludgin
KKR
Ralph Rosenberg
LaSalle Investment Management
Mark Gabbay
Philip La Pierre

Longevity Partners
Etienne Cadestin
New World Development Company
Ellie Tang
Nuveen
Abigail Dean
Patrizia
Anne Kavanagh
PGIM Real Estate
Benett Theseira
PGGM
Guido Verhoef
PwC
Steven Fleming
Amit Gupta
Victor Jong
Vishal Thapliyal
Savills Investment Management
Alex Jeffrey

著者

Doug Morrison
Editor and Author

Mike Phillips
Author

日本のお問い合わせ先

翻訳: PwC あらた有限責任監査法人

太田 英男 パートナー

太田 いつみ シニアマネージャー

比田井 猛久 マネージャー

「Emerging Trends in Real Estate© Global Outlook 2021」は英語版の原文を翻訳したものです。万が一誤訳や間違った解釈があった場合は英語版が優先します。なお、図表については原文のまま記載しています。

Emerging Trends in Real Estate®

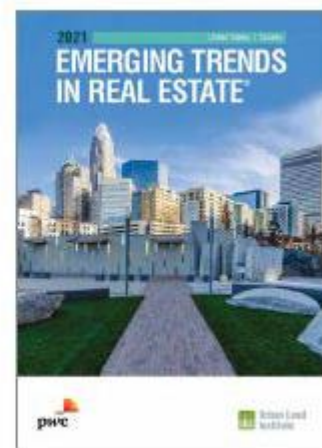
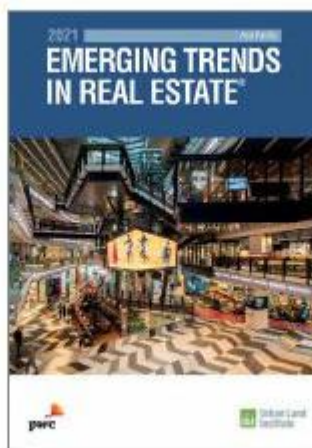
Global Outlook 2021

「Emerging Trends in Real Estate® United States and Canada, Europe and Asia Pacific Reports」は、Urban Land Institute と PwC が最高峰の不動産プロフェッショナルへのインタビューに基づき、毎年作成しており、世界の不動産に対する意見の主要な指標になっています。

私たちは追加的なインタビューを行い、世界中の最も関連性のある投資と開発のトレンド、不動産金融と資本市場の見通しと業界に対するメガトレンドの長期的な影響に焦点を当てています。

www.pwc.com/real-estate-trends-global

www.uli.org #ETRE21



Emerging Trends in Real Estate® is a registered trademark of PricewaterhouseCoopers LLP (US firm) and is registered in the United States and European Union.

© March 2021 by the Urban Land Institute and PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. No part of this publication may be reproduced in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying and recording, or by any information storage and retrieval system, without written permission of the publisher.

This publication has been prepared for general guidance on matters of interest only, and does not constitute professional advice. You should not act upon the information contained in this publication without obtaining specific professional advice. No representation or warranty (express or implied) is given as to the accuracy or completeness of the information contained in this publication, and to the extent permitted by law, the Urban Land Institute and PwC do not accept or assume any liability, responsibility, or duty of care for any consequences of you or anyone else acting, or refraining to act, in reliance on the information contained in this publication or for any decision based on it.

Recommended bibliographic listing: PwC and the Urban Land Institute. *Emerging Trends in Real Estate® Global Outlook 2021*.

London: PwC and the Urban Land Institute, 2021.

Emerging Trends in Real Estate® Global Outlook 2021

