Emerging Trends in Real Estate®

［北中南米版］

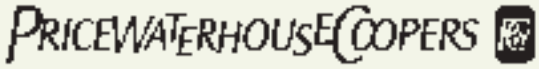
2009

Urban Land Institute

PricewaterhouseCoopers

Emerging Trends in Real Estate® 2009

共同報告書



Emerging Trends in Real Estate®

2009

目次

1 エグゼクティブサマリー／序

2 Chapter 1 一時しのぎの対策は役に立たない
4 不安と苦心
6 悪化する経済
6 過酷な時期
10 主要な課題
11 2009年における最善の策：投資
12 2009年における最善の策：開発
13 2009年における最善の策：不動産部門

14 Chapter 2 不動産キャピタル・フロー
15 資本はどこにあるのか
18 鉄槌を振るう
19 プライベート（非上場）投資家
20 米国の資金源
22 年金基金
22 REIT
23 外国人投資家
23 銀行と保険会社
24 CMBS
24 メザニンデット

26 Chapter 3 注目すべき市場
27 都心回帰
33 主要市場のレビュー
41 小規模市場の見通し

42 Chapter 4 不動産部門の先行き
45 賃貸集合住宅
47 産業施設
49 オフィス
51 ホテル
52 商業施設
55 住宅
56 ニッチ市場

58 Chapter 5 カナダの先行き
59 投資の見通し
62 注目すべき市場
65 不動産部門の分析
67 最良の策

68 Chapter 6 ラテンアメリカの先行き
投資の見通し

72 インタビュー回答者一覧

エディトリアル・リーダーシップ・チーム

Emerging Trends in Real Estate® 2009チェアー
Richard M. Rosan, Urban Land Institute
Robert K. Ruggles III, PricewaterhouseCoopers

主要執筆者
Jonathan D. Miller, Urban Land Institute Consultant

主要調査員／アドバイザー
Stephen Blank, Urban Land Institute
Chuck DiRocco, Urban Land Institute
Steven Laposa, PricewaterhouseCoopers
Dean Schwanke, Urban Land Institute

発行者／シニアアドバイザー
Rachelle L. Levitt, Urban Land Institute

シニアアドバイザー
Chris Potter, PricewaterhouseCoopers
Susan M. Smith, PricewaterhouseCoopers

アドバイザー／アシスタント調査員
Allen Baker, PricewaterhouseCoopers
Andrew Beattie, PricewaterhouseCoopers
Ken Griffin, PricewaterhouseCoopers
Rick Kalvoda, PricewaterhouseCoopers
Nicole Miles, PricewaterhouseCoopers
John Rea, PricewaterhouseCoopers
Doug Struckman, PricewaterhouseCoopers
Rick Wincott, PricewaterhouseCoopers

ULI編集／制作スタッフ
Nancy H. Stewart, Managing Editor
David James Rose, Manuscript Editor
Byron Holly, Senior Graphic Designer
Craig Chapman, Director of Publishing Operations
Karrie Underwood, Administrative Assistant

Emerging Trends in Real Estate は
プライスウォーターハウスクーパースの登録商標です。

Emerging Trends in Real Estate® 2009［北中南米版］はULI及びプライスウォーターハウスクーパースが英語で発行したEmerging Trends in Real Estate®2009の日本語版で、すべての著作権はULI及びプライスウォーターハウスクーパースに帰属します。

© October 2008 by ULI–the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP.

発行：米国

本書の内容の全部または一部を複写、記録、情報システムへの保存を含め電子的または機械的ないかなる形式によっても発行者に無断で転載あるいは複製することは禁じられています。

推奨文献一覧
ULI–the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP. Emerging Trends in Real Estate® 2009. Washington, D.C.: ULI–the Urban Land Institute, 2008.

ULIカタログ番号（英語版）
ISBN: 978-0-87420-106-2

エグゼクティブサマリー

世界的な信用危機が景気後退をもたらし、資産価値の損失、抵当不動産の差し押さえの増加や不動産収入の低下が引き起こされることから、商業不動産市場が厳しい時期に引き込まれることは間違いなさそうだ。不動産プライベートエクイティ期待投資収益の総計は、2009年に約20年ぶりのマイナス成長に転じる可能性が高い。住宅価格は未曾有の暴落を示した後、2009年内に底を打つはずだが、商業不動産部門の回復はその後のこととなるだろう。キャップレートは上昇を続けて歴史的な高さとなり、期待利回りを引き上げて、価格の下落現象を引き起こす。本報告書のインタビュー回答者は、リスクの回避、財源の収縮、景気後退に阻まれるため、緩やかな回復に向かうのは2010年に入ってからと予測している。REITの投資口はこれまでに大きな損失を記録したが、これが最初に回復に向かうだろう。

テナント需要が低下することで、ほとんどの不動産市場で空室率が上がり、賃料が下がる。そのため、市場が最高値を記録したときに高いレバレッジで資産を取得した、いわゆる「乗り遅れた投資家」たちは、借入金の返済時に大きな困難に直面することになる。物件を長期保有しているオーナーは、過去10年間に大きな利益を手にしてきたが、今後は含み損を抱えるため、適切な財務戦略を用いて下降期を乗り切らねばならない。また、貸手は市場の過熱時に放漫な融資を行った結果、問題を抱えてしまったが、これが住宅から商業不動産ローンへと波及することが予想される。

投資家は、既存テナントの維持と新規テナントの獲得に重点を置いた資産運用・リーシング戦略を重視して、不動産によるキャッシュフローの低下を食い止める必要がある。今後、信用市場に流動性が戻った際も、金融機関はこれまでの反省に立ち、借手に対して厳格な貸付条件を示すことだろう。投資家は高レバレッジや金融工学から離れ、取得戦略を再構築して、回復期にはほどほどのリターンを期待せねばならない。ノンレバレッジ投資家が有利となり、苦境に陥った所有者から物件を底値で入手する好機に恵まれるだろう。売手が降参し、所有者が価格を下げるのを、多数のエクイティ投資家が待ち構えているようだ。楽観論者は、厳しい市況にあって事態を静観しているエクイティ投資家が、市場の衝撃を和らげることができると考えている。だがインタビュー回答者の多くは、市場を支え取引を回復させるには、デット投資家による資金が再び流入することが不可欠だとしている。

一方、商業デベロッパーはかなり暗い年を迎えようとしている。新規建設への融資がなくなり、新たなプロジェクトではリースアップに苦労し、予想を下回る結果となるだろう。本報告書による新規開発案件のレーティングでは、ほとんどの都市・部門において、過去最低の水準に近づいている。これまでは、上昇局面においても商業活動がそれほど活発ではなかったため、多くの市場において、少なくとも需給は均衡していた。また、すでに厳しい状況に置かれている住宅建築業者は、モーゲージ（住宅ローン）市場が回復して雇用情勢が好転するまでは改善は期待できないが、2009年にはそうした事態は起こらないとしている。

インタビュー回答者は、ほとんどの市場で評価が一様に下がり投資の見通しがますます暗くなるのに伴い、投資対象の選定ポイントを品質に置いている。これは市況が悪化した際の常套手段だ。そのため彼らは、なじみのある沿岸部主要都市に引き続き目を向けている。主な大都市圏では、シアトルとサンフランシスコが最も人気が高く、ワシントンDC、ニューヨーク、ロサンゼルスがそれに続いている。ヒューストンは、石油などエネルギー産業が好調なことから、10数年ぶりに上位10位入りを果たした。デンバーも都心部や公共交通機関の整備によって比較的人気が高い。B～Cクラスの地方都市については、多様化が進んでおらず主要な交通網との統合も遅れていることから、インタビュー回答者は総じて、リスクが高いと考えているようだ。住宅価格が暴落している市場、特にフロリダ、南カリフォルニア、南西部は人気が急降下した。中西部の都市は、シカゴを除いてさらに落ち込んでおり、自動車メーカーが窮地に陥っていることもこれに拍車をかけている。

部門別では、賃貸集合住宅部門のみがいくらか力強さを持続している。若年成人や住宅を手離さざるを得なくなった人々が増えているため、賃料が比較的堅調さを保っているのだ。産業用不動産部門は常に人気が高いが、消費マインドの冷え込みを受けて商品の出荷や配送が減少し、低迷する可能性がある。オフィス部門は、企業が事業拡大の中止やダウンサイジングを行っていることから痛手を受けている。ホテル部門も、景気後退によって出張や観光旅行が減少して苦戦している。また、商業施設部門の売上も急速に落ち込んでいる。米国の消費者はクレジットカードの負債、住宅ローン問題、厳しい雇用情勢に苦しみ、カネに困っているためだ。

カナダでは融資や投資に対してより慎重なアプローチが取られており、米欧経済の苦境を受けて不動産業界が急落するのを防ぐバッファーとなっている。とはいえ、インタビュー回答者は市場の減速に危惧の念を強めているようだ。カナダ西部の市場はエネルギーやコモディティ（一次産品）を原動力としているため、カナダの製品に対する米国企業からの需要が減っても、トロントやモントリオールほどには影響を受けない。カナダの銀行は資金が潤沢なようだが、インタビュー回答者は、入手可能な資金が減少し、開発は抑えられ、取引活動も減少すると予測している。オフィスの空室率は過去最低に近いが、企業が慎重の度を強めるに従い、また特にトロント、及び比較的高い成長を続けているエネルギー都市のカルガリーやエドモントンにおいて新規プロジェクトが市場に出てくるにつれて、空室率も上昇するだろう。住宅市場は減速しているものの、米国に比べれば堅調と見られる。カナダではこれまでも、政府の規制や厳格な融資基準により、不動産ローンや住宅建設が抑えられてきた。全体として、世界経済の減速はカナダにも若干波及するかもしれないが、米国が直面しているほどの深刻な問題は回避できると考えられる。

ラテンアメリカの不動産を対象とした投資活動では、投資先はブラジルやメキシコに集中している。両国では中産階級の人口が拡大し、多様化が進む経済において購買力を高めつつある。だが、舵取りが難しい市場では、外国人プレーヤーが成功するには現地パートナーを確保する必要がある。インタビュー回答者は、透明性の問題があると警告しており、最善の投資機会は過ぎ去った可能性があると考えている。

序

Emerging Trends in Real Estate®は、アーバンランド・インスティテュート（ULI）とプライスウォーターハウスクーパースの共同報告書であり、不動産業界の動向や将来予測をまとめている。今回で30版を重ねる。今年の報告書はラテンアメリカの不動産市場まで対象を広げている。本報告書は不動産業界で最も高い評価を受け、最も多くの読者を持つ予測レポートである。また米国、カナダ、ラテンアメリカの不動産投資や開発動向、不動産金融市場と資本市場、不動産部門、大都市圏、その他不動産に関連した案件についての見通しを提示するものである。

2009年版はコンセンサス予測を提示し、調査プロセスの一環としてアンケート及び／またはインタビューに回答した700名を超える人々の見解を反映している。投資家、デベロッパー、不動産会社、金融機関、仲介業者、コンサルタントなど幅広い業界専門家の回答を得た。ULIとプライスウォーターハウスクーパースの調査員は270名超と個別インタビューを行い、またアンケートへの回答者は440名を超えた。回答者の所属する組織は以下のとおりである。

非上場不動産会社／デベロッパー	43.3%
不動産サービス会社	18.6%
機関投資家／エクイティ投資家／投資運用会社	17.2%
その他の法人・団体	7.8%
銀行、金融機関、証券化関連融資機関	4.8%
上場不動産会社／REIT	4.6%
住宅分譲会社／分譲地開発業者	3.7%

今年の調査インタビューの回答者一覧は、本報告書の末尾に掲載している。本報告書の完成には回答者の協力が不可欠であり、ULIとプライスウォーターハウスクーパースは、貴重な時間と専門知識を共有し、本書の作成にご協力いただいた全ての人に対して感謝の意を表したい。

STEEL

一時しのぎの対策は役に立たない

「dislocation」1．（名詞）転位や不連続を引き起こす出来事

2．秩序を崩壊させる行為。　同意語：「disruption」（混乱）

米国の商業不動産業界にとって2009年は、1991年から1992年に経験した不景気以来、最悪の年になると予想される。不動産価格が暴落し、抵当不動産の差し押さえや債務不履行が急増する上、経済の弱体化により、不動産が生みだすキャッシュフローは打撃を受けるだろう。かつての「常軌を逸した貸付」（この余波が信用制度全体に襲いかかっている）の結果、不動産市場は過剰レバレッジがはなはだしく、価格の下落によって大きな打撃を受けやすくなっている。最近まで、「業界の守り神」である「コントロールされた開発」により、ほとんどの不動産部門において適度な均衡が保たれてきた。だが、住宅市場の暴落と貸し渋りという二重苦が続けば需要が弱まる。消費者が買い物を控え、企業が人員削減を行って、「もはや財布から使えるカネが消えてしまう」。エネルギー価格の高騰、インフレ、株価の下落に加え、世界的な金融混乱が大きな打撃を与える。その結果、景気回復の見込みが遅れ、不動産投資の見通しがさらに暗いものとなる可能性がある。「誰もが信用危機に気をとられるあまり、足元から経済が崩れることに気付かなかった」。インタビュー回答者によれば、不動産価格は2007年半ばのピーク時に比べて平均15～20%下回り、B～Cクラスの地方都市における、質の劣る商業不動産ではさらに厳しい状況になると予想される。

「金融市場の混乱は速やかに正される」という投資家の確信は、ウォール街の大企業や大手住宅ローン会社の突然の破綻によって打ち砕かれた。これまで、不良資産を安く買い上げるハゲタカファンドが多数誕生し、価格の暴落を阻むクッションの役目を果たしてきたが、借入金の供給源がオーナーや投資家に対する融資を再開するまで、不動産事業は引き続き資金不足に苦しむだろう。「デットの世界は修復が必要だ」との指摘や、「大きな資金ギャップが生じ、デットの大半が消えた。現在のエクイティをすべてかき集めても、この穴を埋めるには不十分だ」との声もある。金融機関が政府の救済措置を受けて生き延び、バランスシートの巨額の債務を解消したとしても、すぐに積極的な融資を再開するとは考えられない。リスクを回避しようとする性向が続き、新たな規制が加われば、予見可能な将来においてデット資金の供給が抑えられ、取引活動が制限されることになりかねない。不動産ローンの更新を必要としている多くのオーナーは、今後数年にわたり、高い貸出金利や厳格化された査定、エクイティ・ファイナンスの要件の増加、リコース条件など、リファイナンシングの上で大きな障害に直面すると予測される。

そのため、価格が低下する中で借入金におしつぶされるオーナー、融資のための資金が不足している金融機関、不動産収入のフローの鈍化、かつてなかったほど強いリスク回避姿勢など、業界は「いくつもの断絶」に直面する。「不動産融資が再構築されるまでは価格の調整が行われず、下がり続ける」との意見や、「この過渡期に企業や個人が一掃される可能性がある」と警戒する声もある。既に住宅不動産市場は、住宅建設会社、貸出機関、土地投機家や「乗り遅れた買手」にとって特に容赦ないものとなっている。ローンが簡単に手に入るようになったため、住宅価格は持続可能な水準を越えて上昇し、またデベロッパーも過剰な住宅建設を進めた。これらが重なって、現在の窮地を招いたのだ。

住宅所有者など大半の不動産プレーヤーは、悪材料を乗り越え、この嵐を何とか切り抜けるだろう。金融市場と不動産市場は2009年に底を打ち、2010年にかけてもがきながら進み、予想外の大きな衝撃がなければ、緩やかながらまた上昇すると予測される。年金基金や不動産投資信託（REIT）のように長期借入金で固めたところや、高レバレッジを避けてきたオーナーは、踏みとどまる力とキャッシュフローを持ち、借入金を返済して、含み損に耐えることができるはずだ。「現状のポートフォリオで我慢できるのであれば、何とかなるだろう」。しかし、特に2005年から2007年の間に過剰な支払いや多額の借入れを行った投資家は、非現実的な支払予測を実現できず、瀬戸際に立たされるだろう。

インタビュー回答者の中には、「資本市場に永続的な変化が起き、それによって循環的な投資リスクの大半が払拭された」という魅力的な解釈を、なぜ受け入れてしまったのかと訝しがる声もある。振り返って考えれば、「構造変化はなかった。市場に流入する資本が一時的に急増したにすぎない」。それによってレバレッジが溢れ、取引手数料を巡る攻防が続いたが、一変して金融市場が暴落し、現在の業界収縮に繋がっている。少なくとも、キャップレートや期待利回りをより適正なものに戻さねばならない。今は「我慢の時」であり、「リーシングと運用面で競争相手を凌ぐことができる」企業が最初に勝ち組となる。最終的には、賢明で見識のある投資家が、必ずや訪れる「回復」から利益を手にするだろう。

「市場というものはいつだって回復する」のは確かだが、それが2009年ではないことも確かだ。

不安と苦心

深まる悲観主義

インタビュー回答者は、かつては強気の価格設定や価格の急上昇が続くことに戸惑いを示していたが、2006年の夏以降はサブプライムローン問題に懸念を強め、今では「商業不動産市場は大幅な調整の痛みを被る」という暗い認識を抱いている。また、米国の経済見通しや信用市場がすぐに回復する兆しがなく、行き詰まりを見せていることに危惧の念を高めるにつれて、業界のムードは一気に下降線を辿った。これに加え代表的な金融機関が急速に崩壊したことから、人々は動揺しパニック寸前になった。「それまでの強がりや（市場悪化の懸念に対する）否定は、苦痛に変わった」。「強気市場が長く続いたため、誰もがそれに麻痺していた」のである。

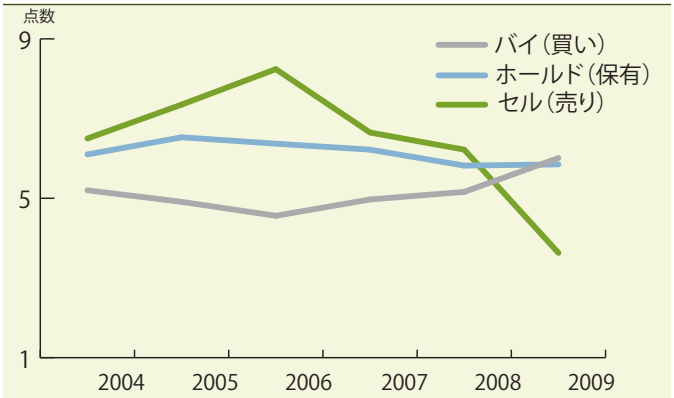
現在、大半の投資家にとってコントロール不能な「地雷原」に対する「不安感」が業界を覆っている。信用市場の混乱は大きく、グローバルな金融システム全体を揺るがしている。証券化商品が大混乱に陥り、リスクから逃れようと大騒ぎになった結果、「誰が何を保有しているのか、またどれほど価値があるのか、誰にもわからない」状態になっている。「私の知っている最も聡明な人たちの中でも、何人かが麻痺に陥っている」と経験豊富なモーゲージバンカーは発言している。業界のプレーヤーは、政府介入によって流動性が回復に向かうことを期待しているが、現実にはAIG、ワコビア、リーマン・ブラザーズ、メリルリンチ、フレディマック、ファニーメイ、ベアー・スターンズなどに代表されるように、大きな苦悩がほとんどすべての金融大手を襲っているのだ。「銀行は破綻し、レバレッジを最大限に活用した投資銀行は破綻している。もはや貸し出す資金がない状況だ」。

貸手の苦悩

インタビュー回答者は金融機関に対し、「資産評価の切り下げは不可避であり、それを実行して市場の『渋滞』を取り除いて欲しい」と望んでいるが、一方で、経理処理を急遽やり直せば損失が大きく、それによってさらに多くの企業が弱体化するとともに、突如として脆弱に陥った銀行制度に対する信頼が損なわれかねないことも理解している。だが金融機関は、政府の援助を求めて時間を稼ぎ、その間に買手に不良債権を選別させ、多くの借手に猶予を与えようとしている。「元金の返済期日やリファイナンス期日の延期を行い、厳しい判断を下す時期を遅らせている」のだ。7,000億ドル規模の救済措置などの緊急プログラムにより、金融機関が不良債権をオフバランス化し、競売によって処理の加速化を図る道が開かれた。「金融システムを崩壊させるわけにはいかないが、価格の現状を放置するわけにもいかない」。そのため、厄介な事実が明らかになる。すなわち金融機関は損失を被り、評価の切り下げを行い、過去数年に得た利益価値を帳消しにしなければならない、ということだ。銀行や投資銀行の破綻が増えかねず、ヘッジファンドの被害者リストも増加するだろう。商業不動産市場の調整によって発生した衝撃波が続いており、市場の信頼がさらに損なわれることになる。また、「流血が止まった」とプレーヤーが確信できるまで、投資意欲が削がれる。そうした確信を持てるまでは、意味の有る取引活動は再開されないだろう。

■キャッシュを持っている買手や低レバレッジの買手が「王様」となる
■生き残った銀行は厳格な融資条件を課し、更なるリコースとエクイティを要求する
■見捨てられた商業不動産担保証券（CMBS）市場は回復するが、規制がさらに増える
■オポチュニティファンドは、リターンを高めるために、大規模なレバレッジやキャップレートの圧縮に依存しない新たな投資モデルを必要とする

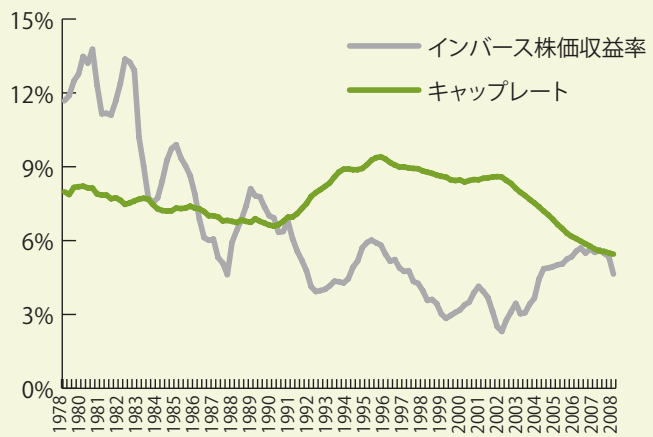
図表1－1
エマージングトレンドー先行きの指標　2009年



1=　非常に悪い
5=　良い
9=　非常に良い

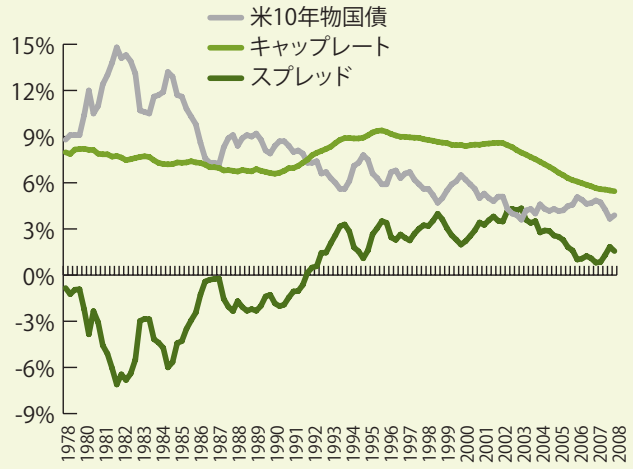
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表1－2
NCREIF キャップレートとS&P500種 インバース株価収益率の比較



出典：NCREIF、ムーディーズEconomy.com 、プライスウォーターハウスクーパース、スタンダード&プアーズ

図表1－3
NCREIFキャップレートと米10年物国債利回りの比較



出典：NCREIF、ムーディーズEconomy.com 、プライスウォーターハウスクーパース、米連邦準備制度理事会（FRB）

取引できない

プライベートエクイティ（以下、PE）の不動産オーナーにとって、「売却するにはすでに遅すぎる」という現実がある。事実、30年に及ぶ本報告書の歴史の中で、今が「売り」時だと指摘した回答者はこれまでで最も低い数字となっている（図表1－1参照）。一方、「買い」と答えた回答者の数は2006年の最低値から引き続き増加している。これは、投資家が期待利回りを高め、売手が降参してそれに見合うように努めることを、投資家が期待していることを示している。多くの不動産オーナーは、市場が苦痛に苛まれて「苦い」薬を飲んでいるときは取引を行うべきではないと考え、「困難な状況」を乗り越えて持ちこたえることのみに注力している。「現時点において最良の賭けとは、このサイクルを乗り切ることだ」。

評価切り下げの波がそこまで来ている

災難の予兆があったにもかかわらず、貸手は複雑なポートフォリオの評価切り下げの実施をためらい、鑑定人やPEのファンドマネジャーも、2008年を通して大幅な評価切り下げを避けてきた。価値の下落を図る上で意味のある取引がなく、また2006年頃の住宅市場のように、買手と売手の期待に大きなギャップがあることを、その理由として挙げていた。「売手は今から1年前の価格を求め、買手は1年先に予測される価格を求めている」。様々なオポチュニティファンドが「膨大」な資金（3,000億ドルに達するとも噂される）を調達したが、運用者は市場の下落が終わるまで物件の購入を控えている。市場が下降した状況では、売買の約束が反故にされるケースも出てくるだろう。だが、取引実績がないために評価の切り下げが行われず、オーナーも、やむを得ない事情がない限り「清算価格」で売却するつもりはない。また貸手は、自身の問題に対する認識が悪化するのを恐れて、借手に無理を強いることはない。このサイクルが崩れるには、銀行や特別サービサーによる差し押さえ件数が増えることしかなさそうだ。インタビュー回答者は、取引が少ない中で、2008年半ばの価格レベルが2007年のピーク時と比べて少なくとも10%下がっていると指摘している。

キャップレートの上昇

インタビュー回答者はキャップレートについて、最近の最低値から平均150～200ベーシスポイント上昇し、不動産部門や市場、資産の質に応じて7.5～8.5%という通常のレベルに近づく必要があるという点で意見が一致している。これは15～20%の減価を意味している。繁華街の看板物件のエクスポージャーは低く、キャップレートは50～75ベーシスポイントの上昇に留まるはずだが、B～Cクラスの物件については200～300ポイント上昇する可能性がある。インフレと金利の上昇が、ダウンサイドのリスクのさらなる要因となる。米連邦準備制度理事会（FRB）の政策立案者は、エネルギーコストの上昇がインフレを引き起こしたにもかかわらず、経済の混乱を避けようとして、2008年を通じて、引き続き金利を歴史的な低さに維持した。そして、低金利を有害な資産バブルの形成のせいにしている。長期的に金利は上昇して、キャップレートに対し上昇圧力が強まるはずだ。

二重苦

楽観論者はキャップレートの上昇による価値の下落を、物件のNOIで

相殺できると考えていた。しかし景気は精彩を欠き、その期待は裏切られた。オーナーは賃料の引き上げや維持をあきらめ、賃貸環境の悪化を受け入れて、譲歩やテナント誘致を行おうとしている。エネルギー費用の高騰やインフレ圧力によって営業費用が増加し、損益分岐点はさらに高まっている。収益は純損失となり、マイナスの度合いは景気後退の深刻さ如何によるという有様だ。インタビュー回答者は、この低迷を「長いダブルヘッダーのようだ」と嘆いている。「第1試合は信用危機のゲームで、まだ中盤にいる。この後には景気低迷という試合が控えている」。「経済に改善が見られない日が重なるごとに、不動産のリスクが高まっている」。

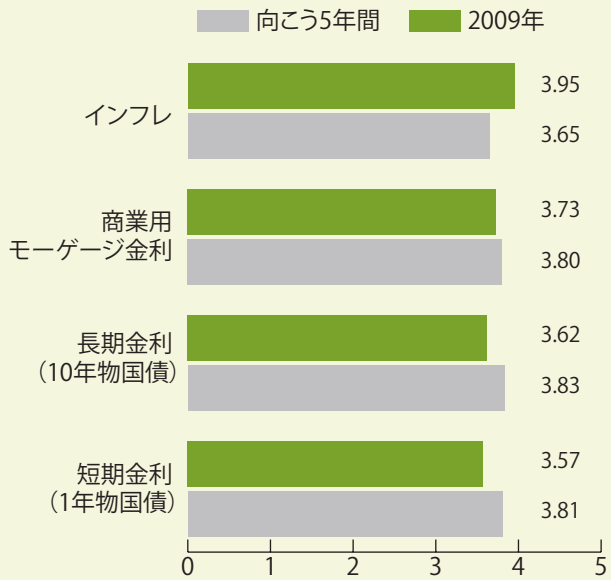
悪化する経済

エコノミストや政治家は、2008年を通じて景気後退の定義について議論してきた。だがインタビュー回答者の大半は、消費者が主導してきた米国経済が、失業、エネルギー価格の高騰、住宅危機、インフレの再燃、信用市場の暴落という厳しい現実に直面していると断言している。「経済が一度にこれほど多くのマイナス要因に見舞われた時代はなかった」。多くの人は住宅ローン、クレジットカード、自動車ローン、学生ローンといった債務の山を抱え、実質賃金の上昇が望めない中、医療費の増加や予測の難しい光熱費に対処しなくてはならない。一方で、住宅、株式、401kプラン（年金プラン）はいずれも価値が下がり、人々に不安感を与えている。国内で消費の低迷と信用危機が広がっているが、世界経済も失速しているため、輸出が米国経済を刺激する可能性は低い。加えてドル安、外国への債務、さらにはエネルギー供給を政情不安定な地域に大きく依存しているという事実が、景気回復の見通しを損なっている。「全体の状況を考えれば、楽観論の立場を取るのは難しい」。「成熟した米国経済の役割は低下しており、その結果、投資、消費、開発パターンの特徴が変化している」。

失業率の上昇

景気回復に関する不安は、雇用の改善見通しが暗いことからも高まっている。米国全体の失業率は2002年から2007年まで低い水準にあったが、雇用の創出や賃金の上昇という点では、景気拡大期には及ばなかった。製造業でも、人件費の高い業務は引き続き海外にアウトソーシングされ、あるいは福利厚生が少なく低賃金のサービス部門の「ディスカウントストア」に外注されている。多くのホワイトカラー企業は、通信やインターネット技術の恩恵を受けて、「知識ベース」業務を低賃金の海外市場に移転した。ハイテク部門は2001年の底値から反発したが、重要部門である金融サービス業界は重症だ。ことに、ウォール街でケタ外れの高給を取っていた人々にとって、ポストの喪失は深刻である。さらに悪いことに、州･地方政府の公共部門は大幅な税収減に直面しているため、2009年には規模が縮小されると見られる。公共部門の予算が削減されれば、民間企業との契約や非営利団体への資金供与が減り、政府機関における雇用の削減や一時解雇に繋がる。短期的に失業率が上昇し、消費マインドがさらに冷え込むことは避けられない。一方、雇用創出要因については、インタビュー回答者の大半は悩みつつも、エネルギー産業、医療産業、教育産業が雇用創出を牽引すると考えている。復活の鍵は、新技術によるエネルギー自給率の改善や、老朽化が進む道路、鉄道、輸送機関、空港、送電網、水道・下水道網等のインフラ整備を行うプログラムにある。だが、政治、ビジネス、財務の面での様々な障害を考えると、こうしたプログラムにすぐに弾みが付く可能性は低い。少なくとも2009年には間に合わないのは確実だろう。

図表1－4
インフレと金利の推移



1=大幅に下落
2=緩やかに下落
3=現行レベルで引き続き安定
4=緩やかに上昇
5=大幅に上昇

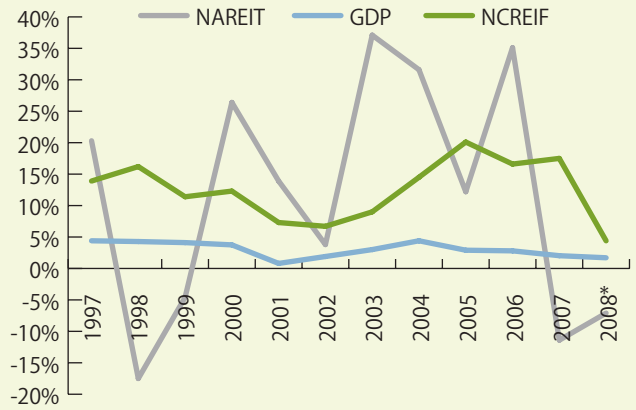
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

過酷な時期

ファンダメンタルズの悪化

株式市場は弱含みの調整局面に入っているが、これに続いて商業不動産市場も、信用の崩壊と脆弱な経済があいまって低迷すると見られる。問題は乱開発ではなく、需要の減少にある。ただし、総合的な住宅開発が積極的に進められた結果、多くの市場で過剰供給されてきた分譲マンションはその例外である。消費者の買い控えにより、ショ

図表 1-5
米国の不動産利回りと経済成長



出典：NCREIF、NAREIT、ムーディーズEconomy.com
＊2008年のデータについては、2007年第4四半期のデータを基に年率換算して算出

ッピングセンターの見通しに急ブレーキがかかっている。休暇や出張が減少しているため、ホテルの見通しも悪化している。オフィスビルのオーナーは長期賃貸契約によっていくらか安心しているものの、企業は事業拡大を控え、人員削減に着手することが予想され、空室率が上昇し賃料が下がると見られる。「誰もが投資するのを恐れ、守勢に回っている」。倉庫市場も、商品出荷量の減少によりテナント需要が減ると見られ、物流の専門家はエネルギーコストの削減を検討することになるだろう。住宅市場の低迷からメリットを受けるのはアパート市場のみと考えられるが、これは持ち家を購入する余裕のない人が賃貸を選ぶためだ。ロケーションでは、中核都市市場が遠方の郊外地域に比べて大きなメリットを得られるだろう。後者が自動車に依存しているのに対し、前者は自動車に代わる大量輸送機関を備えているからだ。また、将来の複合住宅プロジェクトに向けて、特に駅近くのインフィル開発用地をターゲットにする投資家やデベロッパーが増えるものと予測される。

開発の冷え込み

2009年には、新規開発が中断されるケースが増えると考えられる。建設費が固定されており、事前に賃貸契約を結んだプロジェクトであることを明確に示す証拠を建築主が示さない限り、貸手が大型開発案件に融資を行うことはないだろう。銀行も、開発案件において建築主が自ら多額の出資を行うことを求めている。「法外な費用がかからない融資を見つけるのは不可能に近い」。あるベテランの専門家は、「デベロッパーは全ての計画を中断すべきだ。進行中のプロジェクトについてはレバレッジを下げて、テナント入居時の改修費とマーケティング費用の引当金を増やすとともに、あらゆる点を再検討し、最悪の事態も想定しなければならない」と指摘している。需要が減少し、貸手が慎重な態度を崩さないのに加えて、エネルギー費用や建設資材の高騰により予算が上方修正され、利益率を引き下げると見られる。世界経済が減速する中で需要が減少すれば、少なくとも人件費は下がり、原料費も低下するかもしれない。だがいずれにせよ、2009年に新規オフィスの開設を予定している大半のデベロッパーにとって、これほど最悪のタイミングはない。新規建設が比較的抑えられた時期の後に需要が再び増加に転じれば、商業不動産市場は他の部門よりも早く回復を見せるだろう。しかし、大半の住宅市場は新築住宅の在庫を大量に抱えており、過剰供給になればさらに低迷することになる。土地の在庫を保有する多くの住宅建築業者は、土地を投売りして窮地を脱するか、銀行による差し押さえを待つしか選択肢がないだろう。

ブローカーの嘆き

デベロッパーが苦難に喘ぐ一方で、ブローカーの手数料は、買手が求める買値と売手が目指す売値の隔たりが大きく取引が成立しないため、消えてしまった。2008年の取引件数は2007年の20%にすぎず、2009年も大して改善されるとは思えない。「取引の手数料を収入とするブローカーにとって、今は最悪の時期だ」。インタビュー回答者は、売手が先にお手上げになると見ている。「現実を見つめる必要がある。窮地に陥ったオーナーは、入札価格が上昇することを期待して不良資産を手離す以外に選択肢はないだろう。過去数年の状況とは異なり、レバレッジを利用した買手や金融工学が消え去った今、キャッシュを持つ買手は有利な立場に立つようになる」。この見方が正しければ、オポチュニティファンドは数式や期待値を再設定する必要がある。デットからの支えがなければ、利回りやインセンティブは大して高くならない。利益は、キャップレートの圧縮や財務構造の変更によるのではなく、市場の回復の流れに乗って物件を手離すことにより生じるだろう。

市場からレバレッジがなくなれば、時間の経過とともに価格が上昇するが、それは以前より「適度なもの」となる。「債務レベルが下がり、また債務のコストが上がれば、その影響は、想定される価格上昇の度合いが低くなるということだ」。融資は期待や予測にではなく、過去12カ月間のキャッシュフローに基づいて行われるだろう。「キャッシュは再び重要なものとなっている」。第1段階の取引では、オーナーによる資本の増強や再編などが必要になる。「最も優れたプレーヤーでさえエクイティを必要としている」。だが、慌てて買いに走る者はいないため、ドル安によって有利な賃貸条件を備えた一部の優良物件が、海外の、潤沢な資金を持つ買手の注目を集めると見られる。過去の歴史が示しているように、こうした物件は下降期においても価格を維持する度合いが高い。それ以外では、誰もが現在の行き詰まりが終わるのを待つはずだ。あるブローカーは、「現在は景気サイクルの最悪の時期を迎えている。我々は誰に対しても愛想よく振舞わねばならない。特に貸手に対してはね」と皮肉混じりに指摘している。

規模の適正化

30～40代前半の不動産プレーヤーは、何年にもわたって増収や豊富な経費予算を享受してきたが、ここに来て初めて低迷市場に直面することになる。「誰にとってもパイが小さくなったため、業界は縮小するに違いない」、「ついた贅肉を落とさなければならない」。デベロッパーは「相当の期間にわたって建設プロジェクトが実行されないから、不要な経費を支払い続ける理由はない」として、人員削減を行うだろう。そしてブローカーは、成績の芳しくない者を解雇して「適正化」を図ろうとする。抵当銀行や住宅分譲会社は既に大規模な解雇を実施し、企業のCMBSチームはもはや「消え去るのみだ」。血を流しているのは法律事務所、鑑定士、会計士にまで及ぶ。多くの者にとって、2009年の最善のシナリオは雇用を確保されて安心感を持つことだろう。ある著名なヘッドハンターは、「不動産会社では攻撃から防御へと姿勢を大きく転じている」と指摘している。「1980年代後半に比べてはるかに速いペースで状況が変化しており、現在、人材の再配置が行われている」。取得や仲介の専門家がおいてきぼりになり、資産、賃貸、不良債権処理の専門家が躍進する。これらの職業は投資銀行業に比べて「派手さ」がなく、報酬も低い。「ボーナスもわずかで、（たとえあったとしても）ストックオプションも少ないが、今は我慢の時だ」。派手さや報酬の点で劣る職業も、よい面があるかもしれない。「来年にはこれまでの10年間よりずっと多くのことを学べることは確かだ」。

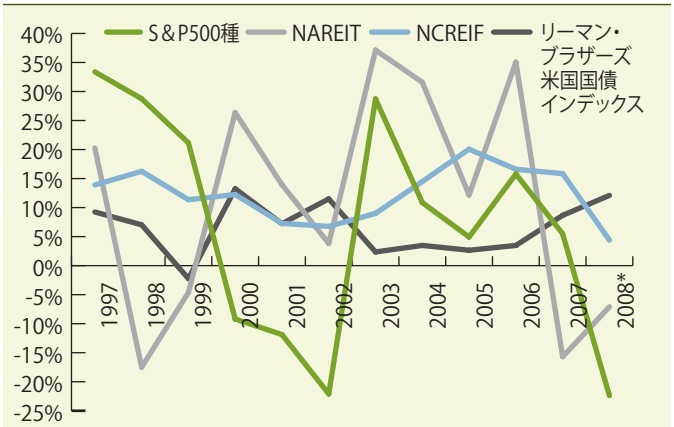
テナントの維持

オーナーが低迷を乗り切るためには、テナントの維持や賃料収入の確保が戦略の中心となるだろう。「テナントを引き止めるために、あらゆる方策を講じる」。オーナーは賃料の引き上げを求めるのではなく、稼働率を高い水準で維持することに注力しなければならない。さもなければ、他の物件のオーナーが賃料を下げてテナントを引き付け、代替テナントを見つけるのが難しくなる。「こうした状況では稼働率を高めスペースを守ることが大切であり、この点で競争相手を凌げば利益を得られるか、あるいは損を少なくできる」。オフィスビルのオーナーは、賃貸契約期間満了の18～24カ月前の時点でテナントに契約更新を働きかけ、「ブレンドアンドエクステンド」（現状と合わせて更新をする）取引によって、賃貸契約を1～2年間延長するよう求め始めている。テナントが優位な立場にあることは明らかだが、経済が不透明で不動産環境も常に変わっているため、多くの企業は決定に悩む。来年にかけて賃料が下がると見て、オーナーが折れてくるのを待つのが得策だとの意見もあるが、賭けとしては妥当なものだ。

回復を求めて

商業不動産市場が回復し、業界が正常な状態に戻るにはどれほどの時間を要するのか、誰もが知りたがっている。しばらく停滞が続くとの見方が支配的で、速やかに回復するとの意見は少ない。回復に向けて必要とされる点を以下に挙げる。

図表1－6
指数利回り：不動産指数と株式／債券指数の比較



出典：NCREIF、NAREIT、ムーディーズEconomy.com
＊2008年のデータについては、2007年第4四半期のデータを基に年率換算して算出

・プライベート市場の調整

仲介者や代理人は取引量が惨憺たる有様のため厳しい状況に置かれている。REITの投資口が急激な損失を被っている一方で、非上場不動産市場はそれほど損失を受けていない。貸手は自身のポートフォリオの問題を再評価するとともに、苦境に陥ったオーナーに対しては、積極的に物件を売却するよう働きかけねばならない。銀行の抱える問題の複雑さや深刻さを考慮すると、このプロセスは時間を要する。CMBSポートフォリオの合理化の場合は特にそうだ。また、CMBSの特定サービサーが差し押さえを始める時に何が起こるのか、本当に理解している者は少ない。ただ、訴訟の増加は確かに予想される。

・デット資金の流動化

政府の救済措置は別として、不安定な貸手は資本構成を再構築し、規制がさらに厳格化した市場での対応策を見出すまでは、融資を積極的に再開することはないと思われる。見捨てられたCMBS市場も、「正常さ」を取り戻すためには再構成が求められるだろう。証券化の仕組みも、「基本」に戻って簡略化する必要がある。それによって投資家は、元となる資産について確信を強めることができる。貸手の融資やデューディリジェンスは一層のドキュメンテーション（文書化）が求められ、負債比率（LTV）は低下し、デット・サービス・カバレッジ・レシオは高まる。言い換えれば、新たなデット資金が突如として市場を上昇させることは期待できない、ということだ。

・規制当局による、証券化市場への信頼の回復

格付け機関による公募の評価が正確さを欠くことが判明し、Bクラスの買手が自己規制に失敗したため、政府がモーゲージ証券化市場の監督に関わってくることになる。というのも、RMBS、CMBS、モーゲージ担保債務証書（CDO）の貸手を支援するためには、納税者の負担

「仲介者や代理人は取引量が惨憺たる有様のため厳しい状況に置かれている。REITの投資口が急激な損失を被っている一方で、非上場不動産市場はそれほど損失を受けていない」

が大きく、またフレディマック、ファニーメイやAIGの救済は巨額となるため、ただ資金を提供するだけではなく積極的に指導的立場に立たなければならないからだ。CMBS市場を回復させる中で制度の修復を行うことは、貸手や証券化事業者の行動が厳しく制限されるようになる一方で、コントロールの度合いを強めた大量のデット資金の流入に繋がるものである。

・経済状況の改善

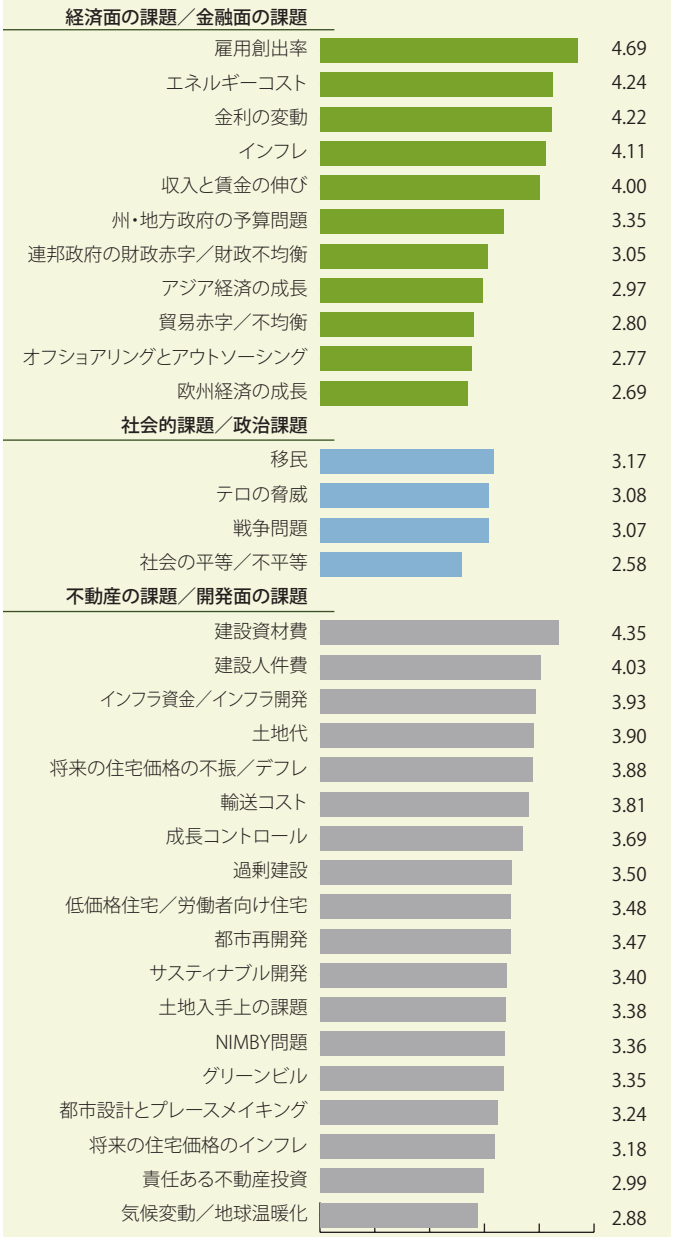
ファンダメンタルズの面では、2009年までは、スペース需要の落ち込みが不動産市場に大きな影響を及ぼすことはないだろう。急速な景気回復の見通しが立たず、不動産キャッシュフローは減少するか、2010年にかけて下方圧力にさらされる可能性がある。インタビュー回答者はV字回復という考えを捨て、より現実的な立場に立っている。「景気回復は日々遠のいている」。

・住宅市場の状況

住宅市場は過剰開発のせいで商業物件市場よりも早く暴落し、しかもより深刻だったが、早く回復するという兆しは一向に見られない。モーゲージバンカーにとっては「サブプライム問題は氷山の一角」に過ぎず、彼らはすべての融資分野において慎重さを忘れたのだ。現在、融資基準が厳格化され、また経済の弱体化により、住宅購入者市場は活気を失っている。投資家は損失の山に苦しみ、市場を去った。「市場に残った数少ない買手も100年間に1度の取引を求めており」、実際、潜在的な購入者の多くは、それ以上の価格を支払う余裕はない。貸手が回復し、米国民が金融の先行きに安心感を持てるようになるまで、住宅購入のペースは停滞する。FRBと米議会は銀行に対し、より厳格で保守的な貸出指針に従うよう圧力を加え、性急な行動を抑えるとともに、買手に対しては自己資金の拡大を求めるだろう。残念ながら、価格スパイラルの中で借換えを行った多くの人々は、持ち家がATMではなくルーレット盤のような働きをするということを学ぶはめになる。自分の家を持つことは依然としてアメリカンドリームでもあるが、最近の経験によって買手の熱狂が静まり、今後数年間にわたり、市場は警戒感を持つだろう。

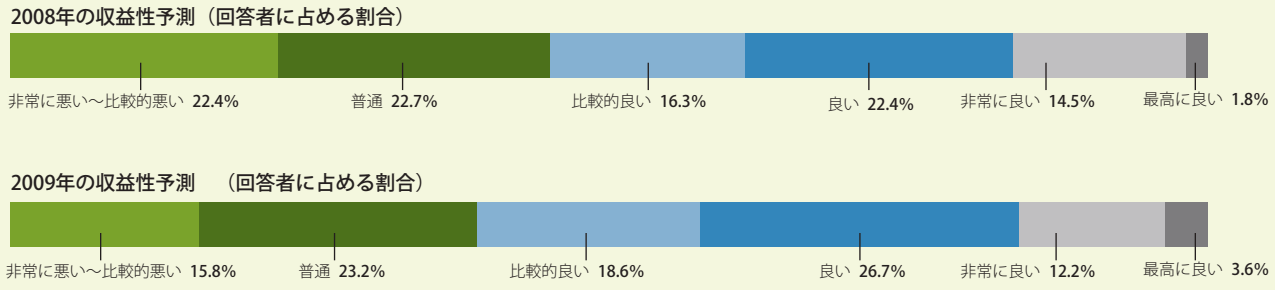
一時的な措置では到底無理だということを忘れてはならない。

図表1－7
2009年の不動産投資や不動産開発に影響を及ぼす課題の重要度



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

図表1－8
企業の収益性予測



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

主要な課題

インタビュー回答者の間では、沈没しかけている経済、雇用問題、金利の変動、エネルギー価格、インフレなどが最も大きな懸案事項として挙げられた（図表1－7参照）。テロや中東の戦争の影響についてはますます重要視されなくなり、こうした地政学的な問題は以前に比べ重要度が下がっている。だが一部のインタビュー回答者は、ロシアの復活と超大国としての米国の地位が弱まることについての懸念を表明している。貿易赤字と市場の不均衡は米国の石油依存やインフレ圧力に関連しているものの、幾分軽んじられている。デベロッパーにとっては、建設資材費が引き続き大きな懸念材料となっている。しかし地価や人件費については、価格が低下しており、また進行中のプロジェクトが減って使える作業者の数は増えているため、それほど深刻な課題とはなっていない。

減少する収益

昨年の報告書と比べ、不動産会社の利益予想が大きく低下したのは驚くに当たらない。インタビュー回答者の約45%は、2008年の利益について「芳しくない」「かなり芳しくない」と回答し、「非常に良い」から「最高に良い」と答えた者はわずか16%だった。2009年には、取引量が増加すれば利益もそれなりに改善する可能性がある（図表1－8参照）。

グリーンビルのトレンド

ポートフォリオの問題や建設の停滞、業界の不安の高まりにより、建物の二酸化炭素排出量削減やグリーン技術の導入に対する圧力がそらされる可能性がある。だが公共料金の上昇については誰もが関心を示している。「環境配慮」を優先事項とする大型テナントが増えており、生産性の向上や意欲ある若者の採用確保を目指して、環境を考慮した施設のPRや、高エネルギー効率システムによる費用削減を進め、また労働環境の改善を図っている。一部の投資家は、グリーンビル化することが価格の割り増しを意味するのか依然として疑問を投げかけているが、取引件数の減少や価格の低下により、適切な分析が行われていない。「取引件数が少ないため、グリーンの価値を把握することは難しい」と指摘する声もあった。「グリーンビルの経済性は実証されておらず、今のところ賃料の引き上げ要因とはなっていない」。また、「LEEDは重要だ」と主張するオーナーもいる。特にAクラスオフィスビルのデベロッパーは、テナント誘致の上でLEED認証が、環境に配慮していない既存のスペースに対して競争力を持つと認識している。成長性が高い開発案件市場では、グリーン技術にプロジェクト費用の3～5%を費やしていないデベロッパーは、それだけでリスクを取っていることになる。LEEDの適用範囲は賃貸集合住宅にまで広がっている。賃貸集合住宅の入居者、特に団塊ジュニアの世代が地球温暖化問題に高い関心を示し始めているためだ。市場がグリーン技術を十分に取り入れようとしなければ、地方政府がそれを強制するかもしれない。米国の主要都市ではエネルギー消費、水の使用、廃棄物処理、庭の水かけの利用を控えるよう、不動産オーナーに圧力をかけ始めた。州・地方政府も減税措置などのインセンティブにより、環境保護活動を推奨している。「環境対策を行っていないデベロッパーは、何も考えていないということだ」。

改修のオプション

一部のオーナーや運用者は既存のスペースを改修してエネルギーコストを削減し、運営費用を抑えようとしている。「エネルギー抑制の最大の鍵は人だ。電気を消し、夏にブラインドを下ろし、冬にはブラインドを開け、蛇口を閉めるなど、できることは数多い」。節水タイプのトイレ、省エネタイプの電球、低水量のランドスケーピング、汚水のリサイクルなど、簡単でほとんど費用がかからない（「1平方フィート当たりわずか1.50ドル」）変更により、多額の費用削減が可能で

ある。だが、既存の物件が新規物件に対抗するのは至難の業だ。新築ビルの床下空調システムや窓に関する技術などには、到底太刀打ちできない。

大規模小売店やショッピングセンターのオーナーや、倉庫を対象とする投資家は、日光の降り注ぐ地域で大きな屋根にソーラーパネルを設置することで、冷暖房費の大幅な削減などのメリットを真剣に検証している。

投資
2009年における最善の策

我慢とキャッシュが大切

投資家は腰を据えて、売手が折れるまで待つべきだ。「できるだけ多くの資金を保有して」市場を席巻する価格となるまで「とにかく待つ」。ピーク時から大きく下がった価格で取得できる機会が訪れ、忍耐が報われるだろう。「2009年に行う投資は将来大きなリターンをもたらす可能性がある」。

割引価格で融資を獲得

貸手は、悪化したバランスシートを修復するよう圧力が高まれば、大幅に割り引いた融資を増やしていくことが予想される。買手は担保物件をよく確認し、資産の質と回復力の乖離に注意を払う必要がある。またキャピタル・スタックにおけるローン･ポジションを精査しなければならない。メザニンやシニアデットの下部トランシェは「価値がないかもしれない」。

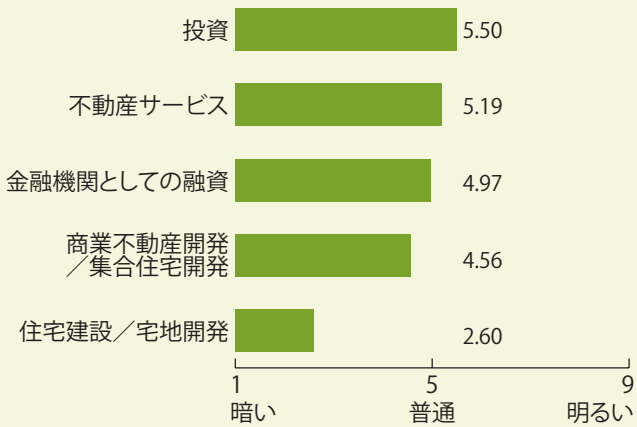
困窮した借手への資本注入

一部の過剰なレバレッジをかけたオーナーは、新たな資金源に生命線を探し、債務不履行を避けようとするだろう。投資家は主導権を握り、よりよい取引の仕組み、さらなる保証、元本の減額や、より大きなスプレッドを手にすることができる。満期のデフォルトや建設ローン／ブリッジローンに投資するか、メザニンポジションや株式の持分を獲得することだ。「デットのリスクでエクイティのリターンを手にすることができる」。

コア資産を持ち続ける

事実上、投資家には選択肢がない。ハゲタカファンドが目を光らせている中、売却しても意味がない。コントロール可能なロールオーバーのエクスポージャーがある、賃貸状況の良い物件は、何年にもわたって大規模な含み益を享受してきたが、今後は含み損を被ることになる。オーナーはテナントとの関係や賃料政策を強化し、稼働率とキャッシュフローの維持に努めるべきである。

図表 1 - 9
2009年における不動産事業活動の見通し



1= 暗い
5= 普通
9= 明るい

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

「2009年に行う投資は、**将来大きなリターン**をもたらす可能性がある」

上場REITの購入

REITの株価は、非上場市場で予想される下落の要因が織り込まれており、大きく値を下げている。商業不動産市場のデフォルトや差し押さえの増加に関するニュースが増えれば、さらに株価が下がると予想されるが、どの市場よりも先に回復するだろう。多くの大手REITは管理可能な債務を抱えているが、ファンダメンタルズの悪化によって生じる混乱をうまく舵取りできるはずである。株価の下落により、上場REITの分配金は投資家の目に再び魅力的なものに映ることだろう。

グローバルな有望市場（沿岸地域の不動産市場）への注力

24時間眠らない、沿岸地域の人気都市（ワシントンDC、サンフランシスコ、ニューヨーク、ロサンゼルス、ボストン、シアトル）では地価の維持度が高く、市場は最も早く回復するだろう。これらの都市はビジネスや文化の選り抜きの中心地であり、アジアや欧州の商業都市に直結しているため、コアプレーヤーや海外投資家は引き付けられると思われる。高い成長を示しているテキサス市場（ヒューストンとダラス）は、石油価格が高値を維持すれば、一時的ではあれ強さを示すだろう。

資産運用者、リーシングの専門家、不良債権処理の専門家の増員

「今は、資産基盤をできるだけ健全なものにするよう最善を尽くし、ある程度の価格低下は避けられないことを認識すべき時期だ。そして、価格の低下を抑えるように最善を尽くさなければならない。優良資産とB級資産を分ける必要がある。今、不動産市場はトリアージ（優先順位の決定）の時期だ。不良債権処理の専門家を配置して、売却の際には価格を最大限まで確保するよう努めること。そして最良の資産運用者やリーシングの専門家に優良物件を担当させ、キャッシュフローを改善し、将来の価格を引き上げる努力を進めることだ」。

開発

緊縮

融資が制限され、テナントが少なく、空室率は上昇し、建設費用は高止まりしている状況だ。

複合開発とインフィル開発への方向転換

生活の利便性を求める人が増えるため、エネルギー価格や道路の混雑が都市圏への回帰を加速させる。自動車に依存することなく、通勤時間の短縮や買い物の利便性を求めるようになるからだ。次の建設ブームでは、リテールの要素を備えた高密度の住宅建設プロジェクトの人気が高まるだろう。特に単身者や、子どもが独立した家庭にとっては、賃貸集合住宅やタウンハウスの生活は魅力が高まると考えられる。郊外の「準豪邸」の生活スタイルは、高い公共料金、ガソリン代、自動車ローンの支払い、固定資産税の上昇により経済性が悪化するのは明らかだ。

公共交通指向型の都市開発計画の増加

全国の大都市圏は、公共交通機関を建設または拡充して道路の混雑を解消する必要がある。交通渋滞は経済成長を抑制し、二酸化炭素排出量を増加させる要因となる。自動車での通勤を控える人が増え、代わりに地下鉄や電車などを利用するようになっている。デベロッパーは、停車場や駅の近隣にプロジェクト用地を確保することが肝要だ。

「今や資産基盤をできるだけ健全なものにするよう最善を尽くし、
ある程度の価格低下は避けられないことを認識すべき時期だ。
そして、価格の低下を抑えるように最善を尽くさなければならない」

グリーン政策の取り込み

ガス代や電気代が急激に下がり、地球温暖化問題がなくなると信じているのであれば、グリーン技術を導入するための追加コストを避けるのは合理的なことかもしれない。1970年代後半に石油危機が去った後、エネルギー効率に対する市場の関心が薄れていったのを覚えているだろうか。だが今日、グリーン技術の取り込みを怠っているデベロッパーは、テナントの需要を無視するという危険を冒している。運営費の上昇を抑える上で、エネルギーコストの削減を優先すべきだ。この施策に関する政府の助成金や割戻金も、費用削減の一助となる。

不動産部門

賃貸集合住宅はバイ（購入）またはホールド（保有）

賃貸集合住宅への投資は、いくつかの重要なトレンドによって大きく後押しされる。すなわち、親元を離れる若年成人の増加、高齢化するベビーブーマー世代による郊外型生活スタイルからのダウンサイジングの進展、自宅所有の割高感（住宅ローン費用の上昇や要件の厳格化により、潜在的な買手が感じる割高感）である。賃借人の需要が増加すれば、進行中の景気減速の影響が抑えられ、経済が上向いた際には確実なキャッシュフローの増加が見込まれる。

産業施設はバイまたはホールド

沿岸地域のゲートウェイや主要な国際空港ハブは、短期的な空室率の上昇にもかかわらず、グローバルな有望市場と共に機能する重要な倉庫市場としての位置づけを確固たるものにするだろう。資金繰りに困っているオーナーの動向に目を配り、一流市場で産業施設が格安で放出されるのを狙うべきだ。

オフィスビルはホールド

長期賃貸契約によって低迷を乗り越えることができる。

ホテルはホールド

稼働率が下がり客室料金が影響を受けるため、今は売り時ではない。

宅地用区画はバイ

住宅分譲会社は市場の暴落によって経営危機に陥る。破産や差し押さえにより、保有している区画を手放すことになる。ピーク時に比べて二束三文で売り飛ばされる。だが投資家は、しばらくの間は用地を保有し続ける覚悟が必要である。

売りに出されたマンションはバイ

これらの案件は、適正価格であれば収益性のある賃貸マンションとなり得る。一番のお勧めは、公共交通機関のハブに近い都市部に立地する物件だ。市場が回復すれば、分譲資産として売却することができる。

商業施設は折るほかない

ショッピングモールのオーナーは、消費者がショッピングする意欲を失っていないことを願っている。有力なスーパーマーケットやドラッグストアのチェーン店がアンカーテナントとなっているコミュニティ型ショッピングセンターが最良である。人は食事をしなければならないし、頭痛にはアスピリンも購入しなければならないからだ。

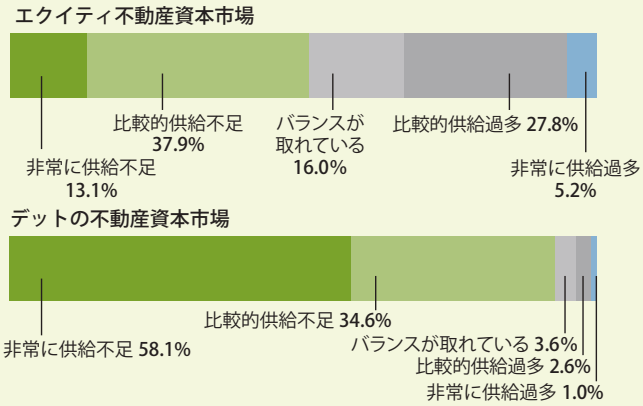
不動産 キャピタル・フロー

「流動性は常に一時的なものである」

米国の不動産には匿名の「他人資本」（＝負債）が大量に流入していたが、そのすべてが突然、2007年秋までに消えてしまった。資金に溢れていた市場は一転して過度の資金不足に陥った（図表2-1参照）。特に不足しているのが貴重な借入金である。以前は、債券投資家はモーゲージ証券の担保をそれほど考慮することがなかったが、これに対してサブプライム問題が初めて警鐘を鳴らした。不動産市場の様々な部門で不適切な取引が行われていたことを、誰もが突然認識したのだ。放漫な融資がサブプライムローンに限定されていれば、信用危機をコントロールできたかもしれない。だが企業向け市場のみならず住宅不動産や商業不動産でも過剰な融資が行われていたため、世界的な金融市場の混乱が引き起こされた。

不動産業者向けの融資では、貸手はデベロッパーによる借入の調節に意を注いできたため、商業用建物の供給は比較的コントロールされていた。にもかかわらず、低金利、緩い規制、これまでになかった金融商品、さらには貪欲さが加わって、不動産市場は混乱に陥ってしまったのだ。その責任は、複雑な仕組債を求めたウォール街の銀行家、「自分が何をしているのか理解していない」格付機関、「買手の危険負担」という基本原理を忘れた債券投資家など、様々な者が負っている。取引のボリュームが増え、ローンを証券化することで貸手の利益は膨れ上がった。またそうした証券化により、貸手のバランスシートのリスクが軽減されているように見えた。一方借手は、不動産であれば何であれ、価格を吊り上げては取得し、できるだけ早く次の買手（これまたレバレッジを利かせている）に売り渡すという行為を繰り返していた。「フロリダの沼地はAAAの格付けを持つ商品に変わった」。銀行、金融機関、格付機関、鑑定人、弁護士、ブローカーなど、間に入った者はいずれも、あらゆる取引から手数料を手にしていたが、規制当局は注意を払ってこなかった。「こうした事態に陥ったのは、ある意味で当然のことだ」。

図表2－1
2009年における不動産資本市場のバランス予測



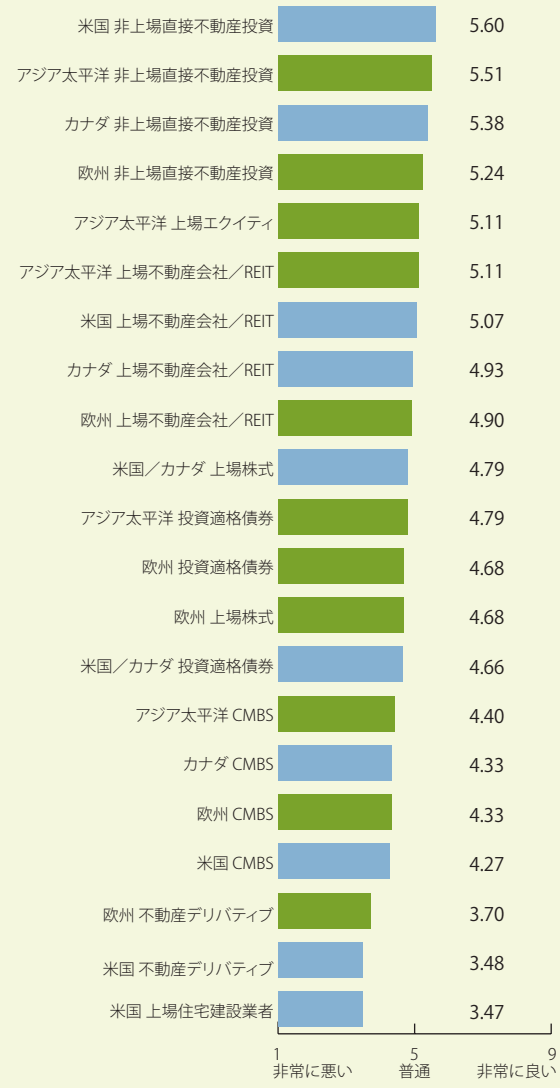
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

資金はどこにあるのか

勝手な想定は禁物

突如として資金不足に陥った不動産市場に資金戻ってくるのはいつか。投資を行えるのは誰で、どのくらいの規模の投資となるのか。これこそ、2009年に関する最大の疑問であり、誰もがその答えを求めている。市場のレバレッジ解消と調整が進むに従い、価格の再設定プロセスの期間と厳しさがどの程度かにより、資金の流れの回復やその

図表2－2
2009年における資産クラス別投資の見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

度合いに影響が出てくる。これについては安易な想定は禁物であり、ウォール街が壊滅的な打撃を受けた今ではなおさらだ。1998年のロシアの信用危機を経験した業界は、グローバルな資金フローと連動したCMBS市場が不動産の流動性を保証することはなく、投資が多様化しても制度リスクがなくなるわけではないということを学んだ。だが2008年には、一層大きな打撃によってこの制度リスクの教訓をさらに噛みしめることになった。つまり、資本の流れが止まっている時間が長引けば、深刻な結果をもたらすということだ。にもかかわらずインタビュー回答者は、市場が安定すれば底値で物件を購入するチャンスが訪れるため、エクイティ不動産投資家は約束を守って積極的に投資を行うようになる、という点で意見が一致している。だが、貸手やCMBS市場がまもなく回復するかどうかについては、回答者は楽観的な見方を取っていない。

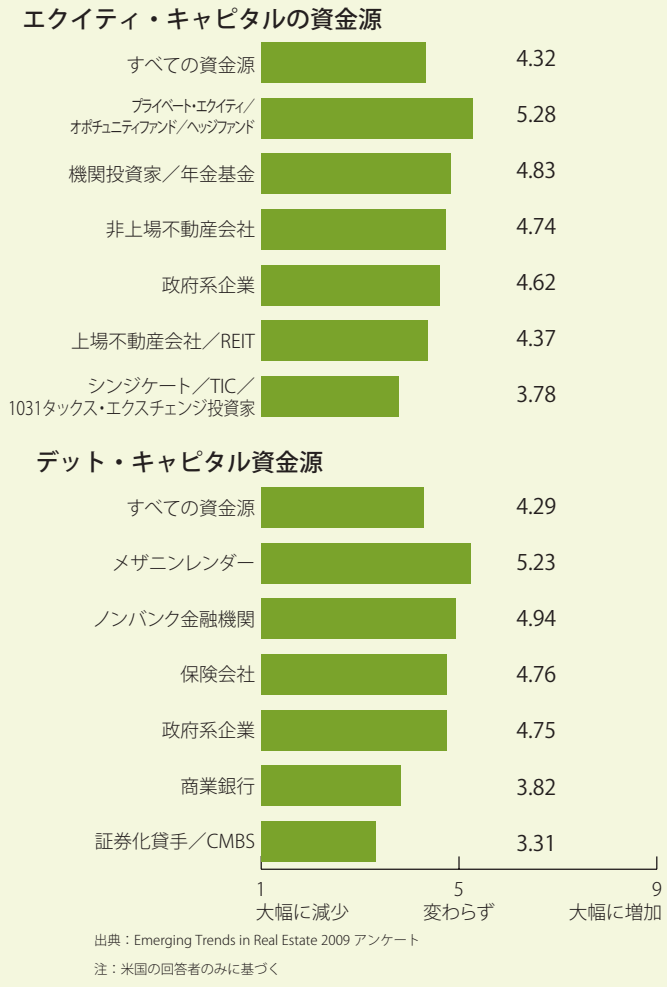
借入資本が伴わなければ、エクイティ資本が以前ほどアクティブにはならないことは明らかだ。低レバレッジの投資家（特にREIT）は活発な動きを見せるかもしれないが、オポチュニティファンドは戦略を転換する必要があるだろう。損失が予想以上に大きく、景気後退が長引く間にスペース需要が落ち込めば、常に慎重な姿勢を崩さない年金基金は投資の配分先を変更し、資金を引き上げる可能性がある。不動産市場よりも株式市場の方が早く回復しそうだが、そうなると投資家はバスに乗り遅れまいとして株式市場に向かい、当面の間不動産ポートフォリオを縮小するだろう。もはや、コアポートフォリオがかつてのような年率10%後半のパフォーマンスを再び達成するなどと期待する者はいない。それが平均的な水準に戻るということは、たとえ調整が行われた後でも、短期的には不動産に手を出さないのが賢明であることを示している。ある調査責任者は、「不動産に対する投資配分が減り、実質リターンは5%程度になる」と予測している。だが、今回のようにパフォーマンスが上下した後で、果たして投資家はそうした債券のような利回りに満足できるだろうか。

ここ数年の間に不動産が素晴らしいパフォーマンスを見せたことで、機関投資家のポートフォリオにおける資産分散の対象として、不動産の地位が確固たるものとなったと言ってもいいだろう。今後数カ月に何が起ころうと、これは確かなことだ。またドル安により、海外投資家は引き続き物件を購入していくはずだ。だが不動産業界は、たとえ資金源が回復しても、考えもなしに一気に取引や開発を始めてはならない。インタビュー回答者は2009年について、米国のプライベート不動産投資の見通しを他のどの資産クラスよりも高く評価している（図表2－2参照）が、これは希望的観測と思われる。あるいは、単に「ほかに投資するところもない」と考えているのかもしれない。その根拠が何であれ、「資本市場のダイナミクスは劇的に変化した」ということを明確に理解しなければならない。

資金の減少

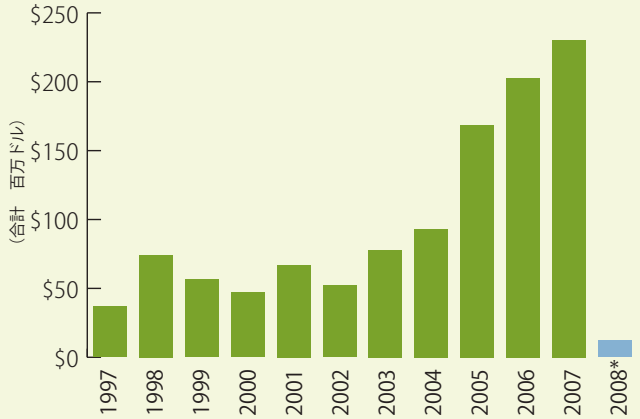
インタビュー回答者は、2009年には利用可能なデットとエクイティの資金が抑えられ、投資は「消極的なものになる」のは確実と考えているようだ（図表2－3参照）が、信用が激変している状況から見て、何も驚くことではない。実際、資金の入手可能性に関する評価（1から9までの数値）は全体として、過去30年にわたる調査の中で最も低いものとなっている。調査によれば、2008年を超える投資資金を持つのはオポチュニティファンドとメザニンの貸手に限られる。商業銀行やCMBSからの資金調達は著しく下がると予想される。プライベートシンジケートやレバレッジをかけない「タックス・エクスチェンジ」（売却した物件と同額の物件を購入して税金の支払を後伸ばしにする

図表2−3
2009年における不動産に対する資金調達源の変化



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表2−4
米国におけるCMBS発行額



出典：Commercial Mortgage Alert
＊2008年6月30日までの発行額合計

仕組み）を活用する買手は、以前は活発だったが、その多くが市場から去ると見られる。

エクイティ資金の様子見

インタビュー回答者が特に気にかけているのは、投資熱がピークに達し驚異的なパフォーマンスを達成した際に、様々なオポチュニティファンドや投資銀行が調達したとされる推定3,000億ドルもの資金の行方である。楽観論者は「大量の資本が還流して」急速な回復を見せ、「逆方向に過剰な調整すら行われる」ようになることを期待しているが、これは絵に描いた餅だ。むしろ、金融市場が激変した結果、投資を行うという約束を撤回する投資家が出てくるだろう。また、エクイティが流入しただけでは市場を転換させることはできないという指摘もある。「不動産はデット主導型のビジネスであり、我々にはデットが必要だ」。現在、様子見を決め込んで市場に流入してこないエクイティ資金には、インセンティブが働いていない。運用者はレバレッジを利用しなければ高い収益を上げることができないからだ。「リターンを増やすデットがなければ、投資意欲は刺激されない」。コア資産を割引で購入するのは現在のオポチュニティモデルに合致しないし、土地区画や分譲地をターゲットにした場合には、現状を大きく上回る長い投資期間が必要になる。一方、投資家は運用者に預けた資金が投資に回されることを望んでいるが、ある投資顧問は、「デット資金を入手できないまま、今後12カ月を切り抜けなければならない」と述べている。「投資期間は確実に着実に長期化しているが、資産運用会社は不利な取引に踏み切るか、さもなければ投資家から資金を引き上げられるかの狭間に立たされている」。

CMBSの回復

昨年の報告書で指摘したように、過去15年間にわたり、不動産はデットの証券化によって「ウォール街の投資対象」となり、世界中から様々な資金が米国不動産市場に大量に流れ込んだ。また、1990年代初頭に整理信託公社（RTC）によって救われたCMBSは、不動産融資に新しい方向性と活力をもたらした。インタビュー回答者も、流動性を回復し不動産市場の復活を早めるためには証券化市場の再生が不可欠だという点で意見が一致している。だが、信用危機によってCMBS市場は事実上破綻し、ウォール街の魔術師たちを打ちのめした。生き残った者も、自ら抱えるポートフォリオによる大量の損失、取引の失敗、株価の急落などに対応を迫られている。打撃を受けて規模が縮小したCMBS業界は、「ヘッドライトに照らされて目がくらんだ動物のようだ。ビジネスを再浮上させるきっかけを見つけられずに立ち往生している」。デット市場全体の暴落を反映して、2008年の証券化発行金額は前年に比べてごくわずかとなっている（図表2−4参照）。CMBSの買手が新たに投資しようという気になる

には、現在保有しているCMBS（市場の悪化により問題化した担保による様々なトランシェ）の整理が必要となる。まずは、銀行とスペシャル・サービサーが問題のある融資を特定し、市場から一掃しなければならない。次に、業界は担保物件の透明性を確保し、債券の格付けに対する信頼を回復させる必要がある。格付機関は新規発行の評価能力や複雑な仕組みに関する理解力が欠けていることが明らかになったからだ。発行者が彼らに支払っている多額の手数料も、容認できない利益相反である。債券投資家も、Bクラス債券の引受人が新規発行を精査し不良な債券を取り除くことができると考えていた。だが、発行が急増したことと、投資銀行の仕組みが「脆弱」だったことから、こうしたカルテルは統制力を失った。今となっては、インタビュー回答者の大半は、信頼回復のためには政府規制当局の関与が必要であることを認めている。「事態改善のためには何でもあり」というわけだ。

基本に戻る

上場市場の透明性についていかに都合よく説明しようとも、CMBSが不透明な投資商品になってしまったことに変わりはない。現在のCMBSは、レバレッジを使い、複雑なスワップによってヘッジされ、細切れにされたモーゲージトランシェの塊である。「アルバート・アインシュタインでもなければ、こうした債務担保証券（CDO）の仕組みなど理解できるわけがない」と嘆く投資家もいる。だがウォール街は利回りを引き上げ、格付機関はお墨付きを与えた。債券を購入する人の多くは、CDOの担保となっているのがタルサ郊外の住宅地だろうと、あるいはサンフランシスコ中心部のオフィスビルだろうと気にかけないため、これで十分であった。「業界は不動産という基盤を忘れ、資産の質によって区分することもせず、ポジティブなシナリオに基づいた想定を押し進めた」のだ。「不良資産からカネを得ることはできない」。インタビュー回答者は、CMBSが本来の姿、すなわち小規模なポートフォリオ、資産担保付きトランシェ、資産と負債の良好なバランス、妥当な負債比率（65～70%）という構造に戻らねばならないと指摘している。「スプレッドが下がれば買手は戻ってくるが、スプレッドが縮まるには2、3年かかるかもしれない」。結局のところ、投資家を再びひきつける上でも、不動産のファンダメンタルズの健全性が不可欠なのだ。

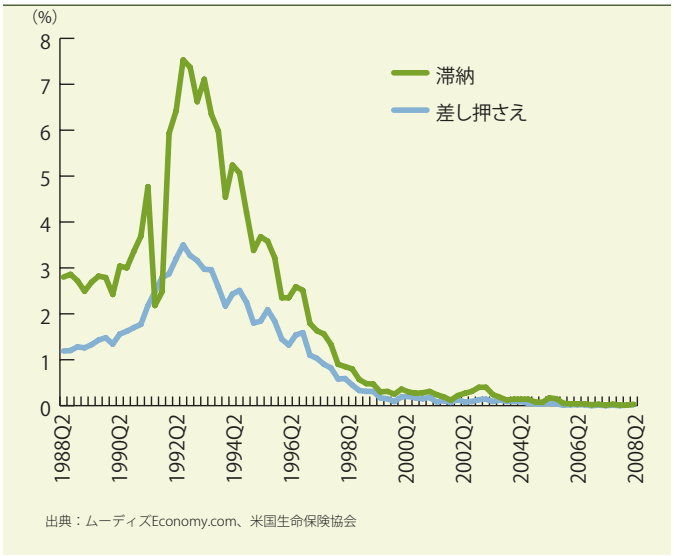
CMBSの仕組みを修復して、投資家の信頼を回復するのは容易なことではない。

鉄槌を振るう

債務不履行と滞納の増加

住宅ローンの債務不履行と抵当不動産の差し押さえ件数が1929年の大恐慌以来の急上昇を見せる一方で、商業不動産ローンの滞納は、市場ファンダメンタルズの悪化にもかかわらず依然として非常に低いものになっている（図表2－5参照）。こうした不確実な市場では、借手が期日を守る限り、貸手やサービサーは契約条項を大目に見たり、支

図表2－5
米国の生命保険会社のモーゲージ（住宅ローン）滞納および抵当不動産の差し押さえ率



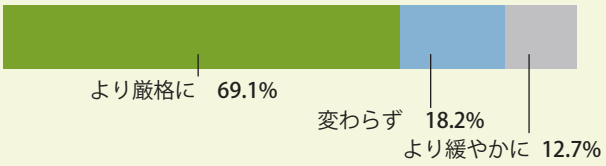
出典：ムーディズEconomy.com、米国生命保険協会

払い条件の延長を行ったりしている。だが資金プールが枯渇し始めており、2005年から2007年にかけて物件購入や借換えを行ったオーナーの多くは損をだしていると思われる。「これから満期を迎えるローンでは債務者による不履行の件数が増え始め、借手は必要な資金を手にできなくなるだろう」。2009年には、貸手が清算について苦渋の決断を迫られ、商業不動産ローンの差し押さえ件数が増加して、スペシャル・サービサーが忙しくなるものと予想される。債務不履行や滞納は1990年代前半のレベルには達しないものの、既存のローン件数の3～4%に達するかもしれない。「アナリスト、規制当局、そして銀行の新しい経営陣は、銀行融資の質を高めるよう圧力を強めるだろう」。ヘッドハンターによれば、銀行は不良債権処理チームの雇用に「真剣に」取り組み始めている。1990年代初頭に金融破綻を経験したベテランは、銀行は問題が山積みになり差し押さえが増加するまで「安心していた」と当時を振り返り、現状を危惧している。「不良案件が増えるにつれ、清算処理は厳しさを増すに違いない。現在はまだ剥ぎ取り合戦が始まってはいないが、ファンダメンタルズが悪化し始めれば、礼儀もなにもなくなるだろう」。債務不履行や滞納件数を抑えられるかどうかは、不動産キャッシュフローを支えるテナント需要に大きく左右される。「すべては景気にかかっている」のだ。

訴訟の悪夢

業界プレーヤーは、CMBSのスペシャル・サービサーが債務不履行や清算の増加に直面したときに何が起こるのか、何年も思いを巡らせてきた。そうしたサービサーは融資条件に文字通り従って借手に差し押さえを迫るのか、それとも地方銀行が得意客に行っていたように、特

図表2−6
米国の貸出基準に関する予測



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

別な措置を検討するのだろうか。また債権者にとっては、どのトランシェが優先的に資金を回収でき、損害を被る劣後トランシェはどれだろうか。CMBSのトランチング（複数の投資商品への切り分け）とパッケージングは、多くの場合、「見分けがつかないほど投資を歪めてきた」。その複雑さのため、「債権者対スペシャル・サービサー対借手」という訴訟は悪夢のような状態を生み出すかもしれない。スペシャル・サービサーは「自分で対処することができない泥沼」に陥り、弁護士も「実態を明らかにするのはお手上げ」となる。何が起こるか誰にも分からないが、正念場は迫っている。CMBS市場が今後生き延びることができるのか、受け入れられるのか、そしてどんな方向に行くのかは、借手と投資家がどのように扱われるかによって左右されるだろう。

規律が戻ってくる

危機は反射的に、不動産市場に規律をもたらす。最近まで大胆な取引を行ってきた貸手も、リスクの大半が取り除かれるような取引構造でなければ、不動産ローンの融資を躊躇するようになる。そして、借手のエクイティ（自己資金）やリコース、安全な不動産キャッシュフロー、テナントのロールオーバーに対する低エクスポージャーを要求するだろう。1億ドルを超える融資を行う者はいない（シンジケーションすら手を出さない）。これまで、証券化を立地や不動産タイプで分けてこなかったため、条件や要件、LTV比率などはどれも同じだった。だが、商業銀行は再び区別を行っており、「24時間眠らない街」の賃貸集合住宅とAクラスオフィスビルを特に高く評価する一方、他の部門や地方市場の物件については融資条件をはるかに厳しくしている。「商業銀行は自制しており、優良顧客や優良物件用に資金をリザーブしている」。インタビュー回答者は、貸手のバランスシートが改善され、不動産市場が危険地帯を抜け出すまでは、厳格な基準が下ろされることはないと見ている（図表2−6参照）。皆が利益を得られるようになれば、融資のガイドラインは次第に緩くなり、「10年後には再び見さかいのない無規律な状況に陥るだろう」。

プライベート（非上場）投資家

オポチュニティファンド

巨額の投資コミットメントを抱えているオポチュニティファンドは、市場が動揺する中で好機が生まれているにもかかわらず、取引できないことに苛立ちを覚えている。一部の運用者は、しびれを切らして宅地用の区画に飛びつき、既に損を出しているようだ。ファンドは資金調達を続けているものの、「期待する額には届いていない」状態であり、デット市場が混乱しているため、パフォーマンスの見通しも下げざるをえない。「オポチュニティファンドは、クライアントに約束した利回りを実現できないだろう」。市場が価格の低下を回避できるという期待が失せる中、高いレバレッジを使っている既存のポートフォリオは、以前の取引の「値下げ」や借換え面での困難に直面するはずだ。一方、過去6年にわたって投資を行ってきた有力ファンドは早い時期に利益を手にしたため、最近の厳しい環境にもかかわらず、全体として年率換算では優れた利回りを達成している。あるポートフォリオマネジャーによれば「30%台半ばではないにせよ、20%台の収益を上げているだろう」。現在、インタビュー回答者は、「投資を約束している資金は、引き金を引くときが来れば、どれも姿を現すのだろうか」と思いを巡らせている。だが、ウォール街の大量解雇の中で、舞台から完全に姿を消したファンドマネジャーもいるのだ。

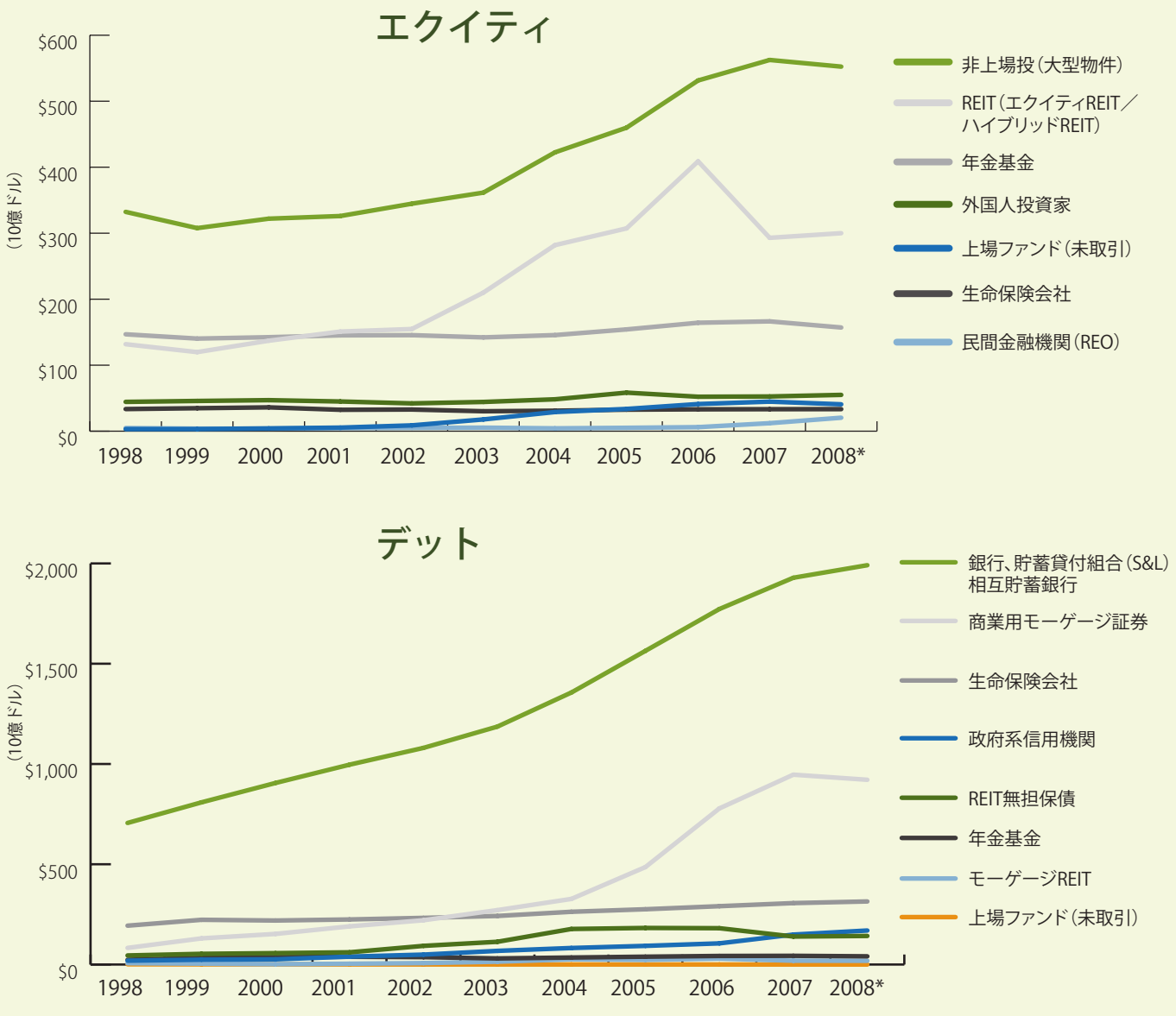
ヘッジファンド

借換えに悩む借手に対して、短期の高金利ブリッジ・ローンを提供して融資のギャップを埋めようとしているヘッジファンドもある。そうしたヘッジファンドは、割引された住宅ローンやCMBSポートフォリオの購入にも目を向けている。だが不動産の専門家は、「ヘッジファンドの運用者は不動産の経験が乏しく、取引にも金を支払いすぎている」と相変わらず不満を漏らしている。「ヘッジファンドはデットの専門家であり、担保になっている物件のことなど考えていない。分析を適切に行っておらず、教訓を学んでいないのだ」。これが事実かどうか、時が経てば明らかになるだろう。2005年から2007年にかけての投資熱に積極的に関ったヘッジファンドは、市場の調整が進むにつれ、抱えているポートフォリオの問題が膨らんでいくだろう。

「業界は不動産という**基盤**を忘れ、資産の質によって区分することもせず、ポジティブなシナリオに基づいた想定を押し進めた」

米国の資金源

図表2－7
米国の不動産資金（1998年－2008年）

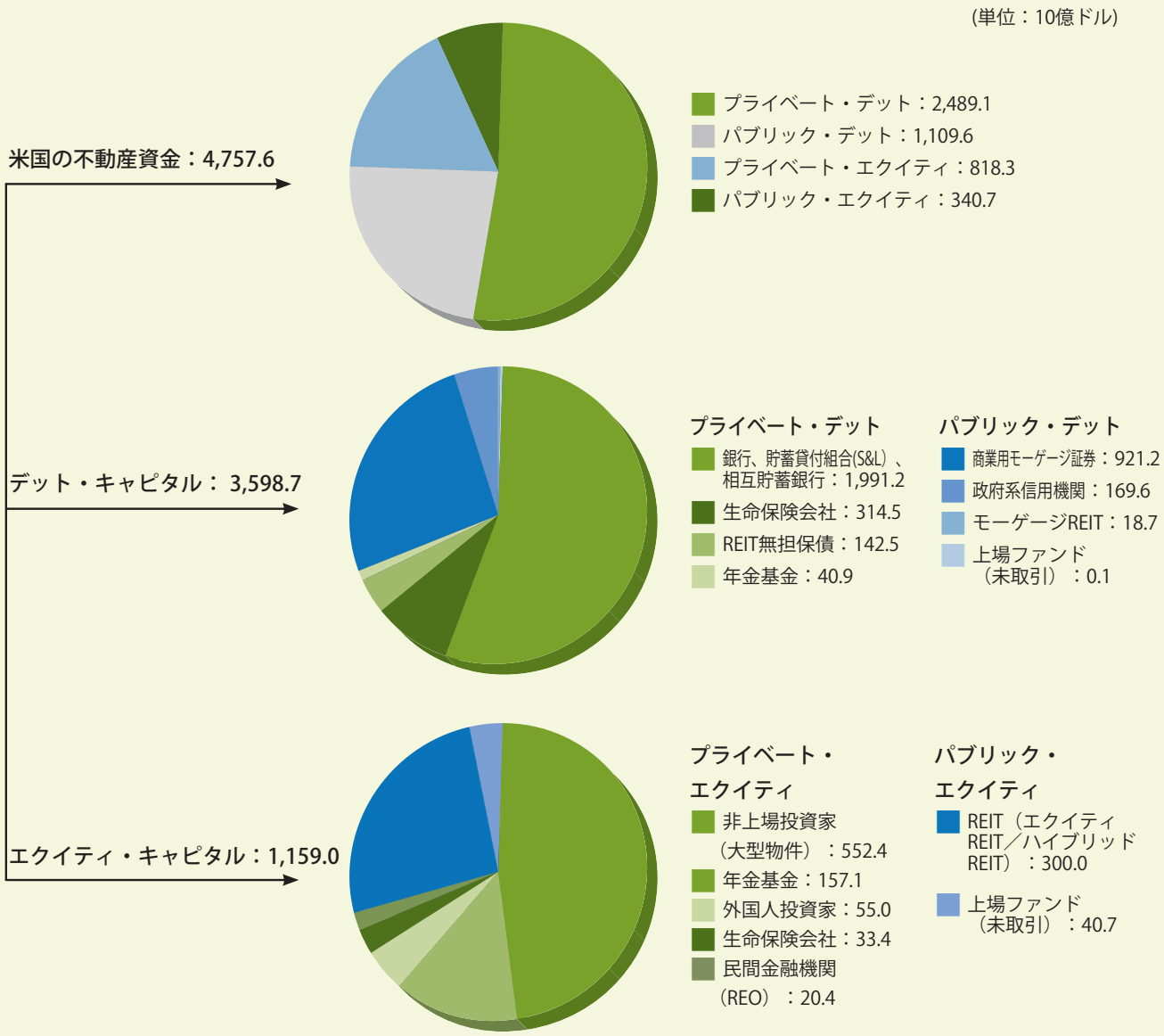


出典：米国生命保険協会、CMSA/Trepp Database、Commercial Mortgage Alert、米連邦準備制度理事会、FannieMae.com、IREI、NAREIT、プライスウォーターハウスクーパース、リアル・キャピタル・アナリティクスなどの資料をもとにRoulac Global Placesにて作成

注：法人・非営利団体・政府機関のエクイティ不動産所有物、および単一世帯および持ち家は除く

＊2008年は第2四半期までの数値、または場合によって第2四半期を通した予測値。

図表2－8
米国の不動産資金源（2008年）



出典：米国生命保険協会、CMSA/Trepp Database、Commercial Mortgage Alert、米連邦準備銀行、FanniMae.com、IREI、NAREIT、プライスウォーターハウスクーパース、リアル・キャピタル・アナリティクスなどの資料をもとにRoulac Global Placesにて作成

注：法人・非営利団体・政府機関のエクイティ不動産所有物、および単一世帯および持ち家は除く

＊2008年は第2四半期までの数値、または場合によっては第2四半期を通した予測値。

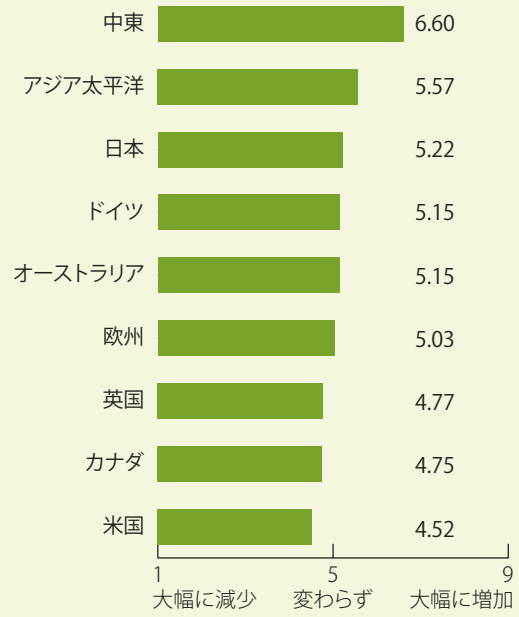
シンジケート、富裕層投資家、1031（タックス・エクスチェンジ）投資家

レバレッジを活用する投資家シンジケートの多くは影が薄くなったが、コア志向のファンドの一部は引き続き「質には金を出す」姿勢でいる。運用者は市場のピーク時に高値で売却したため、再投資のための資金を持っているのだ。「彼らはすごい取引を行っているわけではないが、現在の短期的な落ち込みの先を見越して、賃貸状況の優れた物件を購入している」。彼らが値洗い（時価による評価替え）をしない投資を行っているのも有利点だ。一方、多くの富裕層投資家は賢明な戦略をとり、現在は手を引いている状況だ。1031市場は、住宅価格の低下と景気の後退とともに消えてしまった。税金対策を兼ねた投資は、利益を得られなければ輝きを失う。

年金基金

2年前まで、コアのオープンエンドファンドは10%台後半という驚異的な利回りを記録したが、年金基金は「あの時に手を引くべきだった」。「今では、年金基金は値洗いされているファンドで損失を出すことになるだろう」。多くの年金基金は我を忘れ、自分たちの資産モデルにおいて不動産への配分目標を5〜10%に引き上げて、バリューアッドファンドやオポチュニティファンドによる「さらに高いリスク分野で」新たな投資をしていった。だが、不動産投資の強化と株式市場の下落が重なり、強力な「デノミネーション効果」を再び生み出している。多くの投資プランで不動産投資の配分が目標値を超えたため、さらなる不動産投資のコミットメントを実施するために「これまでの投資プランの中止」に追い込まれているのだ。遅ればせながら、ファンドから引き上げる動きが始まっている。だが、あるアドバイザーは「資金調達は険しい崖で岩を押し上げるようなものだ」と苛立ちを口にしている。「投資プランのスポンサー（年金基金）は長期的な戦略や配分には取り組むが、短期的な戦術を見落とす傾向にある」。投資運用者は、既存クライアントである年金基金の関心を新たなクローズドエンド型ファンドに向けさせようと苦心している。「年金基金は、再投資するためにはまず現在のファンドから資金を引き上げたいと考えている」のだ。アドバイザーはさらに厳しい事態に直面するかもしれない。市場が予想した通りに悪化すれば、大半の年金基金は財布の紐を締めたままにするはずだ。「厳しい時期に投資しようとは考えない」からだ。インタビューに答えた公的年金は、運用者やファンドの数を減らしてスタッフの監視を強化することを検討している。スタッフの選別では、上場／非上場市場やグローバルマーケットにおいてのみならず、様々なリスク・リターンの投資対象において「確固たる運用実績」がある優秀な運用者が好まれている。ある運用担当者は、「市場が落ち着きを取り戻せば、年金基金は最良の機会を失うことになる。彼らは決して最初に動こうとはしないからだ」と指摘している。

図表2−9
2009年における不動産に対する資本調達源の変化（国別）



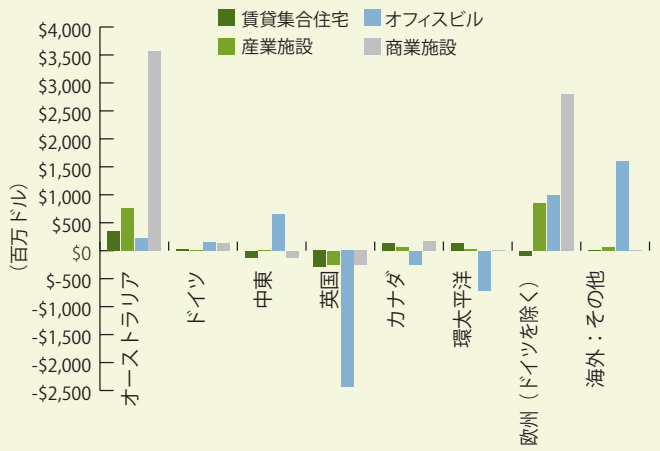
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

注：米国の回答者のみに基づく

REIT

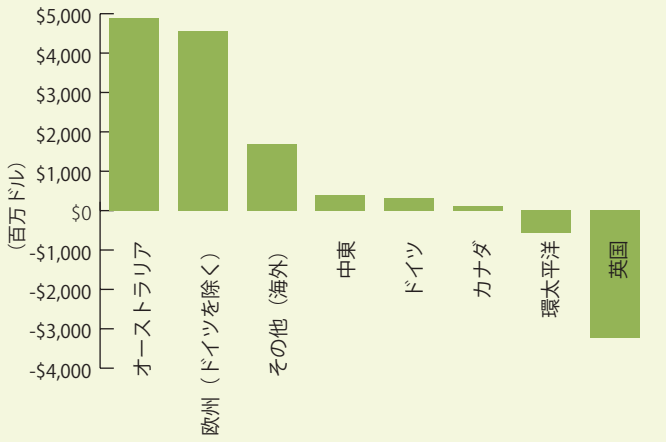
「投資主が純資産価額（NAV）の低下を予想したため」、上場REITは株式市場の混乱の中で既に投資口価格が低下している。だが、商業不動産市場の厳しい状況に関して悪いニュースが多く流れれば、投資口価格はさらに打撃を受ける可能性がある。とはいえ上場REIT市場は非上場市場よりもかなり前に回復すると思われ、投資家にとっては「2009年は買い時かもしれない」。見込みのありそうなREITが多い。「資金が高品質へと流れる動きによりREITはメリットを得られる」し、高水準の分配金を提供するREITは投資家の気に入るはずだ。REITはこのところ資産を売り越しているが、危機を見越して、賃貸条件の強化に当たる専任チームを編成しており、またレバレッジも「適度」な水準にあることから、キャッシュフローの面でもトラブルに見舞われることなく、「あらゆる問題を切り抜ける」はずだ。そのため市場が安定すれば、REITは早い段階で積極的な購入に転じると予想される。「REITはあらゆる機会を捉えるに足る信用枠を持っている」。

図表2－10
外国人投資家による物件タイプ別の対米不動産投資



出典：リアル・キャピタル・アナリティクス
注：2007年第2四半期から2008年第2四半期までの正味キャピタル・フロー

図表2－11
外国人投資家による対米不動産投資



出典：リアル・キャピタル・アナリティクス
注：2007年第2四半期から2008年第2四半期までの正味キャピタル・フロー

外国人投資家

20年前の日本からの投資家を思い起こさせるかのように、中東のプレーヤーは主要な「24時間眠らない街」で優良物件を探し求めている。資本の回転がスローになっている市場環境において、彼らは「頼れる投資家」の一群となっているのだ。これらの投資家は多種多様で、政府系投資ファンド、年金基金、資産家のほか、オイルマネーを投資できる富裕層による投資家ネットワークなどが挙げられる。「彼らは巨額の資金を動かすことができる」のみならず、「ほとんど値洗いすることなく、長期的な投資が可能だ」。資金を守ろうとする投資家は米国に関心を集中させる傾向にあるが、オポチュニティ投資家は世界を見渡し、BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）に投資を行ってきている。アンケート回答者は、中東の投資家が2009年も投資を続けると予測しているが、インタビュー回答者の中には、彼らが慎重な姿勢を強めると示唆する者もいる。「あのような投資ペースをいつまでも続けられるはずがない」。

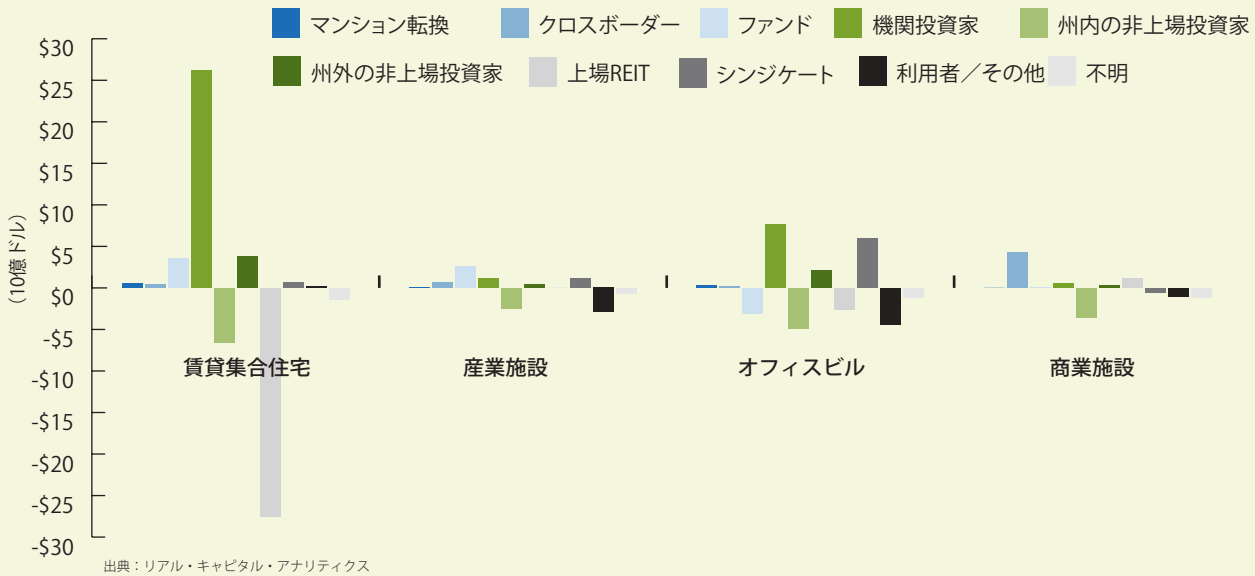
欧州の投資家は、欧州経済が減速するのに合わせて投資を控えている。特に、これまで積極的に投資を行ってきたアイルランドの投資家は既に撤退した。一方、ドイツの投資家は市場の混乱が過ぎ去るのを待っている。主に投資対象としているコア不動産のキャップレートの圧縮幅が大きく、また価格が高いことに早くから神経をとがらせていたためだ。オーストラリアの投資家は米ドルが安いのを利用して、市場のピーク時やそれに近い時点で散財し、「投資し尽くしてしまった」と見る向きもある。カナダの年金基金は米国への投資の拡大を望んでいるが、下落している市場に慌てて向かうことはないだろう。同様に、米国への投資の準備を進めていた日本や中国の投資家も、早急に投資を行うことはないと考えられる。

銀行と保険会社

深刻な住宅危機と金融市場の混乱によって銀行の融資が損なわれ、破綻する金融機関が増える危険性が生まれた。銀行は、現在抱えているポートフォリオ問題を解決しない限り、積極的な融資を行うことができない。また、資本注入や連邦政府の介入にもかかわらず、銀行の財務状態は悪化を続けている。経営危機に陥っている住宅建設業者への融資が原因で、破綻する地方銀行が増えることも考えられ、マネーセンターバンクはさらなる支援を求められる可能性がある。商業不動産市場が少しでも悪化すれば、バランスシートのダメージは広がる。2009年には銀行が安定する可能性はあるが、融資は引き続き極度に限られたものになると予想される。「銀行がリスクを背負う場合、相当な対価を求めるだろう」。

過去10年間、保守的な傾向の強い生命保険会社はCMBSのエンティティと商業銀行によって脇に追いやられていたが、富裕層に長期のパーマネントローンを提供するというニッチ市場を確保した。「今や街の新たな保安官となった」生命保険会社は、最高の融資機会から慎重に融資先を選び出している。ある保険会社の役員は「のろまの復讐だよ」と語る。「選択と集中によって、望ましいスプレッドを手にすることができるのだ」。これらの生命保険会社はオフィス部門と物流部門に注力し、概して商業施設やホテルを避けている。ファニーメイやフレディマックが賃貸集合住宅で圧倒的なポジションを誇ったため、

図表2－12
米国の買手と売手の比較：資金源別不動産部門の正味キャピタル・フロー



出典：リアル・キャピタル・アナリティクス
注：2007年第2四半期から2008年第2四半期までの正味キャピタル・フロー

保険会社はこの分野を避けてきた。だが、保険会社が「救世主」になることはなく、彼らが不動産への配分を増やさねばならない理由もない。保険契約や年金保険販売の低迷により、不動産向け融資の拡大は制限されている。保険会社のモーゲージ・ポートフォリオにも問題が生じないわけではない。「借換えに困ってさらにエクイティが必要となる借手も出てくるだろう」。

CMBS

「証券化市場の形成には20年かかったが、わずか数カ月で破綻に至った」。インタビュー回答者の大半は、市場の改革と回復には「数年」が必要で、「それまで流動性が得られないだろう」と認めている。不動産ファンダメンタルズが悪化すれば問題を増え、解決が遅れる可能性がある。「誰も落ちてくるナイフを掴もうとはしない」。コンデュイット（導管体）レンダーが一時的に引き上げているため、B～Cクラスの市場における小規模オーナーは、借換えが必要なときにも借入れのオプションがほとんどない。

インタビュー回答者は「CMBSのコンセプト自体には何ら問題はなかった。だが残念ながら、融資の実施やそのストラクチャーが適切なものではなかった」と強調している。Bクラス債券の買手は「かなりの利益を得て、しかも抱えているローンは依然としてうまくいっている。まもなく、規律を守りながら市場に復帰してくるだろう」。その他の債券投資家は、「誰も格付機関を信用しない」ため、再び安心するにはある程度の政府の監督を必要とするだろう。「欧州の投資家は去り、年金基金は退却に向かった」。ある導管体の役員は、今後のCMBSの融資が変動金利ではなく固定金利で行われ、今よりも小さな地方市場で500万ドル～1,000万ドルのローンが主体となると示唆している。「年間2,000億ドルを超えるような証券化ではなく、700億ドル程度としなければならない」。インタビュー回答者の中には、「CDOは回復できるが、その金額を吸収できる者はいない」と予想する者さえいる。CMBSは優れた投資商品であり、依然として買い手は見つかるだろうが、状況は厳しい。なぜなら、もっと優れた「投資商品」が大量に供給されるのだから。

メザニンデット

オポチュニティファンドとヘッジファンドは苦境にあるオーナーを取り囲み、短期債務の注入によって時間を稼ぐよう呼びかけている。また高金利のローン・トゥ・オウンの仕組みによって、メザニン・レバレッジを装っている。だが、メザニンポジションを取る貸手は、慎重に投資に対応すれば、資本を増強することによって「優れたリスク調整後の収益」を手にすることができる。「誰もが自分のしていることを理解しているわけではない。高い利回りを生み出すメザニン取引へと、サブプライムローンから大量の『ダムマネー（知識がない資金）』が流れ込んでいるのだ」。従来型のメザニン銀行は、物件価値の75～85%に相当する部分に投資しているが、「新規取引よりも資産運用に多くの時間を充てて」、既存ポートフォリオに注力しなければならない。証券市場の破綻によって彼らの資金源が制限されており、必要な利回りを獲得するには調達金利の引き上げが必要になる。こうした従来型メザニンレンダーの多くは、少なくとも一時的に、市場からの徹底を余儀なくされている。

「誰もが自分のしていることを理解しているわけではない。
高い利回りを生み出すメザニン取引へと、サブプライムローンから
大量の『ダムマネー（知識がない資金）』が流れ込んでいるのだ」

Powell
DO NOT BLOCK INTERSECTION
DO NOT BLOCK
POWELL & MASON Sts.
SAN FRANCISCO MUNICIPAL RAILWAY

注目すべき市場

「質への逃避が始まっている」

米国の著名な「パスウェイ」都市（沿岸地域の有力都市）は、投資先として人気を集め、「経済の中心部」として幅広く認知されている。今後、市場調整が進む中で、こうした「沿岸部の24時間眠らない中心都市」の優位性はさらに高まっていくだろう。パスウェイ都市は価格維持の点で優れ、他の地域よりも早い回復が見込まれる。一方、投資家や金融業者は地方都市から撤退すると予想される。調査対象となった都市のほぼすべてにおいて、投資評価は昨年より大幅に下がった。「突出した市場はない」状況だが、中でも、分譲住宅以外に成長要因を持たない小都市や地方の見通しは暗いものとなっている。「主要市場はシェルター（逃げ場）」であり、「長期的に収益が期待できる」。「高い都市機能によって質の高い生活を送ることができるため、依然として魅力がある。どんな障害があっても、主要都市なら何とか対応できるだろう」という意見もある。

西海岸の玄関口であるシアトルとサンフランシスコは、ウォール街の凋落に揺らぐニューヨークからトップの座を取り戻すだろう。ワシントンDCとロサンゼルスは堅調さを維持する一方、リバーサイドやオレンジカウンティ（カリフォルニア州南部に位置する、郊外のサテライト市場）は住宅ローン商品や住宅市場の低迷により大幅に落ち込むと予想される。サンディエゴも同様の状況だが、それほどひどくはない。皮肉なことに、長らく見捨てられていたテキサス市場は、投資の見通しが上向いている。これはテキサスが、好調なエネルギー産業の中心地だからだ。一方で、やはり急成長を遂げてきたフロリダの都市は、住宅市場の大混乱を受けて低迷している。爆発的な成長を遂げた砂漠の都市であるフェニックスとラスベガスは大打撃を受けた。また、中西部では地域全体の地価が下落し続けているが、特に工業都市が脆弱さを強めている。唯一の例外はシカゴで、いくらか明るい展望が持てる。

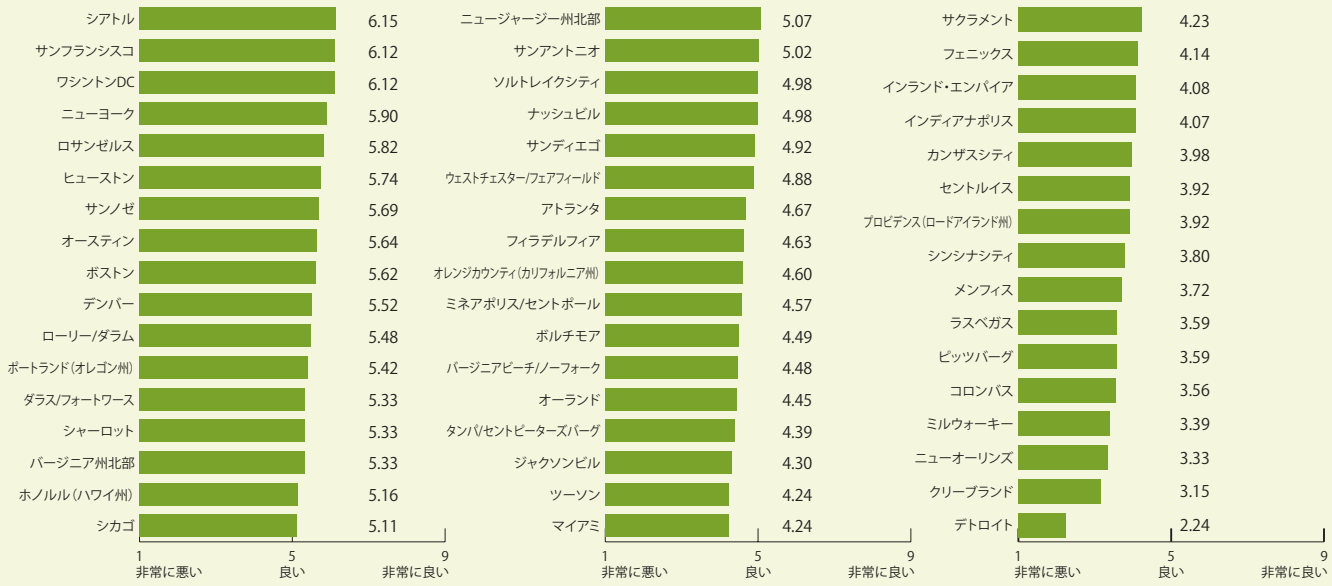
都心回帰

都心居住物件が望ましい

「住みたい街」に関して、人々の意識は大きく変化している。都心の近郊や都心居住物件の利便性に対する需要が高まっており、ガソリン価格や公共料金の高騰がそれに拍車をかけている。整備の不十分な道路網が老朽化し、郊外では渋滞が深刻化していることから、自動車依存からの脱却を図る社会へと意識が変わってきているのだ。ほとんどの都市圏では通勤時間が着実に増加しており、貴重な時間を奪われる運転者の我慢は限界に達している。郊外のコミュニティでは、公共交通機関の整備が不十分なため、一世帯当たり3〜4台の自動車を持つのが一般的だ。月々の自動車ローンの支払い、定期点検代、修理代、保険料（台数分）に加え、1ガロン当たり3.50ドルを超えるガソリン価格が重くのしかかっている。そのため、職場や店舗に近く人口密度の高い都心居住物件で生活すれば、費用を大幅に削減できるというわけだ。自動車を1〜2台処分すれば高い家賃を賄えるし、利便性も得られる。電気代や暖房費の高騰が続けば、郊外の分譲地に建つ「準豪邸」の生活はますます厳しいものになるだろう。小型住宅や分譲マンションでの暮らしが突然、多くの人々の目に魅力的で経済的なものに映り始めている。以前のレポートで述べたように、子供が独立して夫婦二人となった団塊世代やその子供である若年世代には都市型の生活を好む者が多く、郊外から都心への回帰現象が起きている。

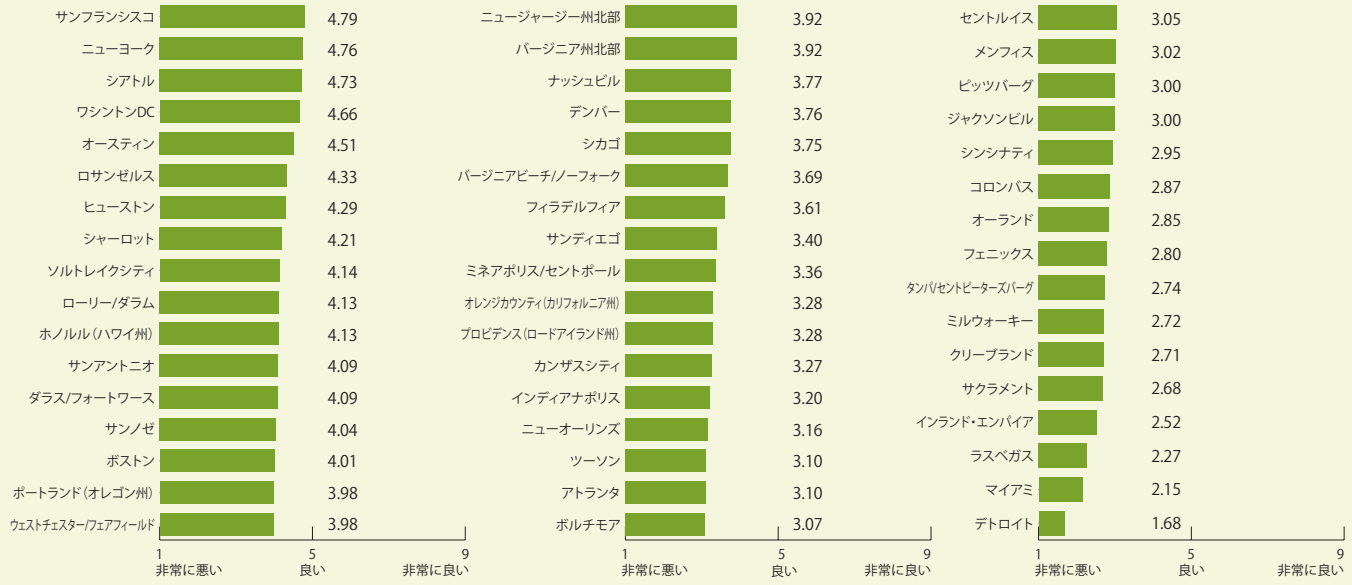
サンフランシスコ（カルフォルニア州）

図表3-1
米国市況：商業施設／集合住宅への投資



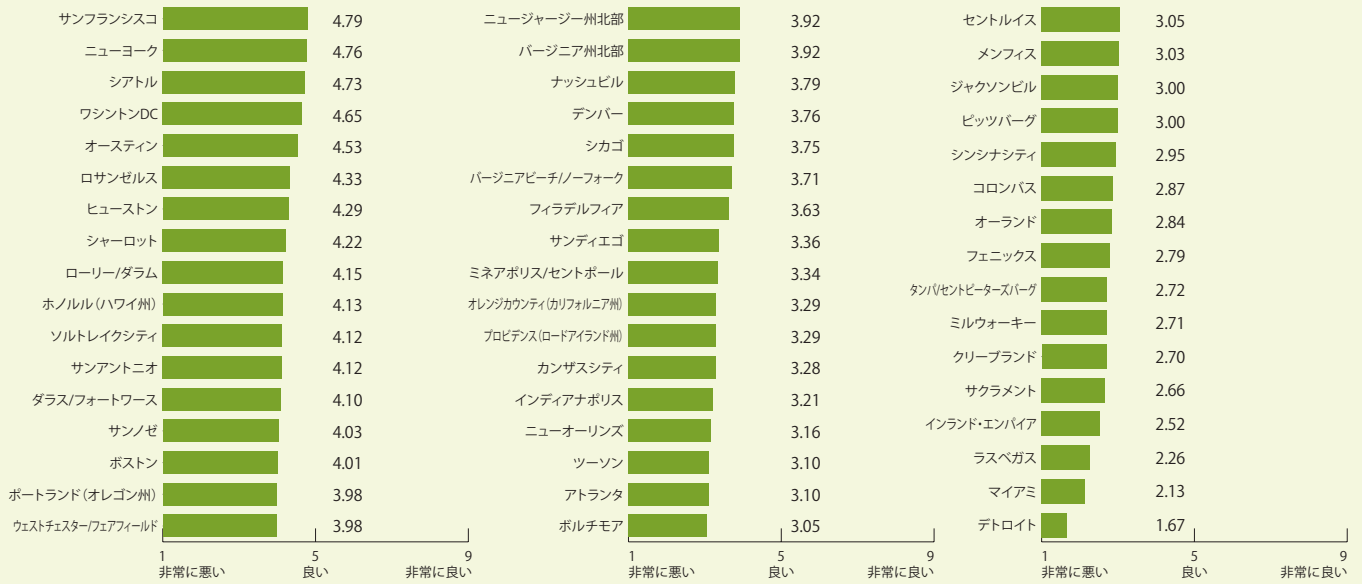
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

図表3-2
米国市況：商業施設／集合住宅の開発



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

図表3-3
米国市況：分譲住宅開発



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

自動車依存からの脱却

ニューヨーク、ボストン、シカゴ、サンフランシスコ、ワシントンDCといった「24時間眠らない街」はいずれも、地下鉄、通勤列車、バスやフェリーなどによる効率的な「ハブ・アンド・スポーク」型の公共交通網が大きなメリットを提供している。これに対し、米国南部のサンベルト地帯では1960年代から70年代にかけ、州間高速道路を頼りに急速な発展を遂げてきた。道路の交通量が限界に近くなるまでは、自動車に依存した社会の将来がどうなるかを案じる者は皆無だった。だが今では、自動車を使うことで発生する費用が高騰していることから、このまま「水平型開発」を続けても採算性が取れなくなるとか、郊外に集積している都市が弱体化するのではないかといった懸念が強まっている。今後の成長に伴って難問が発生することが予想されるため、政府高官や都市計画家は地元の商工会議所メンバーや不動産関係者と対応策を協議し始めた。これは、スプロール型開発をこのまま拡大しても、都市圏の繁栄を維持することができないと判断された証拠だ。

先行するデンバー

このところ、デンバーやアトランタといった都市では方向性の見直しが行われている。10年以上前のデンバーは夜間人口のない街だったが、その後は都市としての魅力を高めて再生を図る取り組みが進められてきた。まず、ロウアーダウンタウンの倉庫街が再開発され、魅力的な商業・娯楽・住宅地区へと生まれ変わった。さらにコロラド州の支援を受けて、郊外の住宅地と都心を結ぶ路面電車や通勤電車の路線網が大々的に整備された。それによって大通りは「歩行者の道」に変身し、駅と結ぶシャトルバスが運行することになった。この「交通革命」は郊外の駅にも及んでいる。交通網が整ったため、ステープルトン空港跡地の再開発計画が着手され、新たな都市型コミュニティの形成が進んでいる。また、市街地の内外にわたって住宅の再開発が行われ、「24時間眠らない街」に向けた整備が進められている。これまでは郊外の商業集積地の発展に押されて都心がさびれてしまっていたが、今では重要なビジネス街として都心が再び浮上している。デンバーが過去4年間にわたって米国の上位10都市にランクインしているのは偶然ではない。

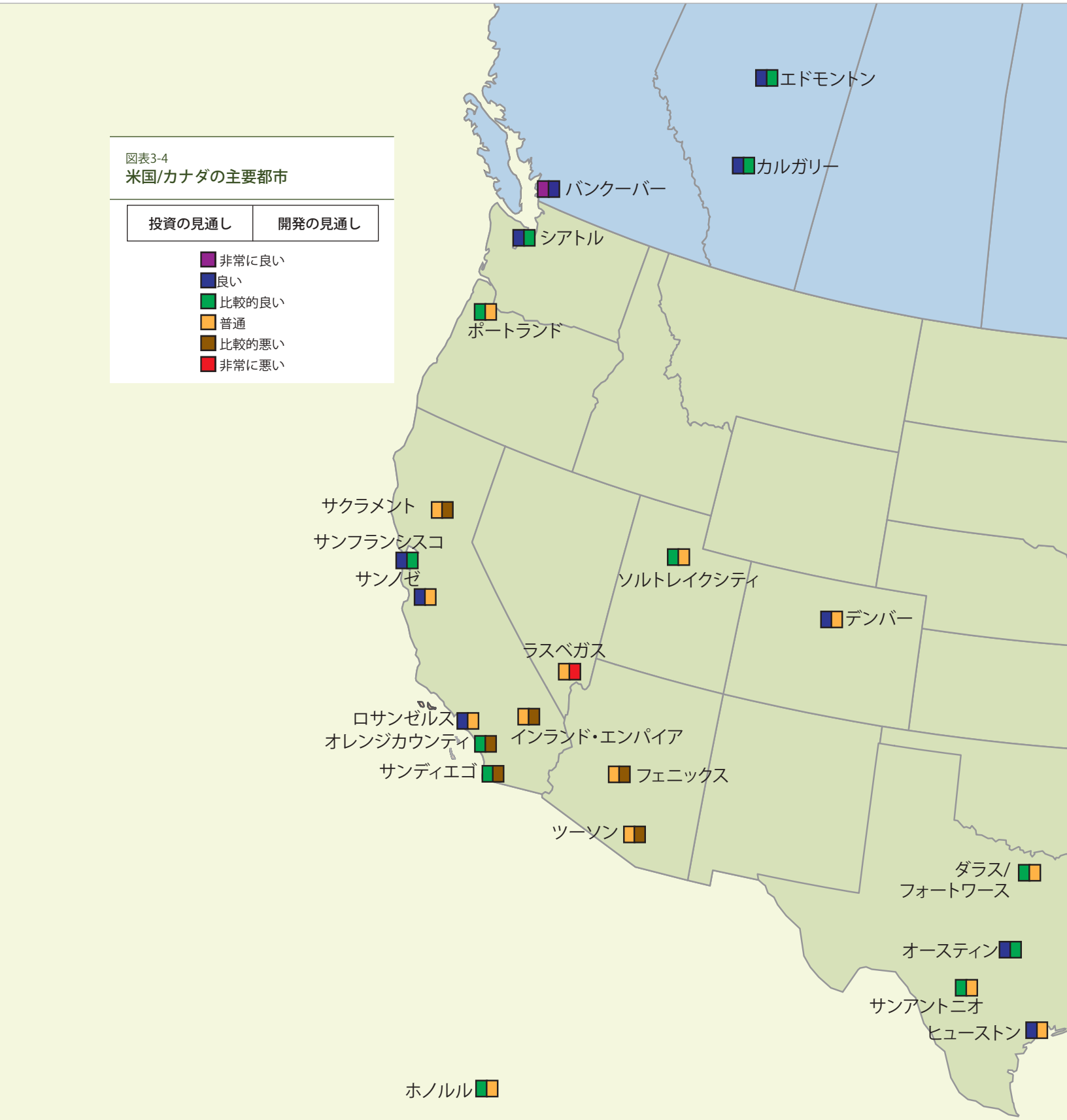
再生を進めるアトランタ

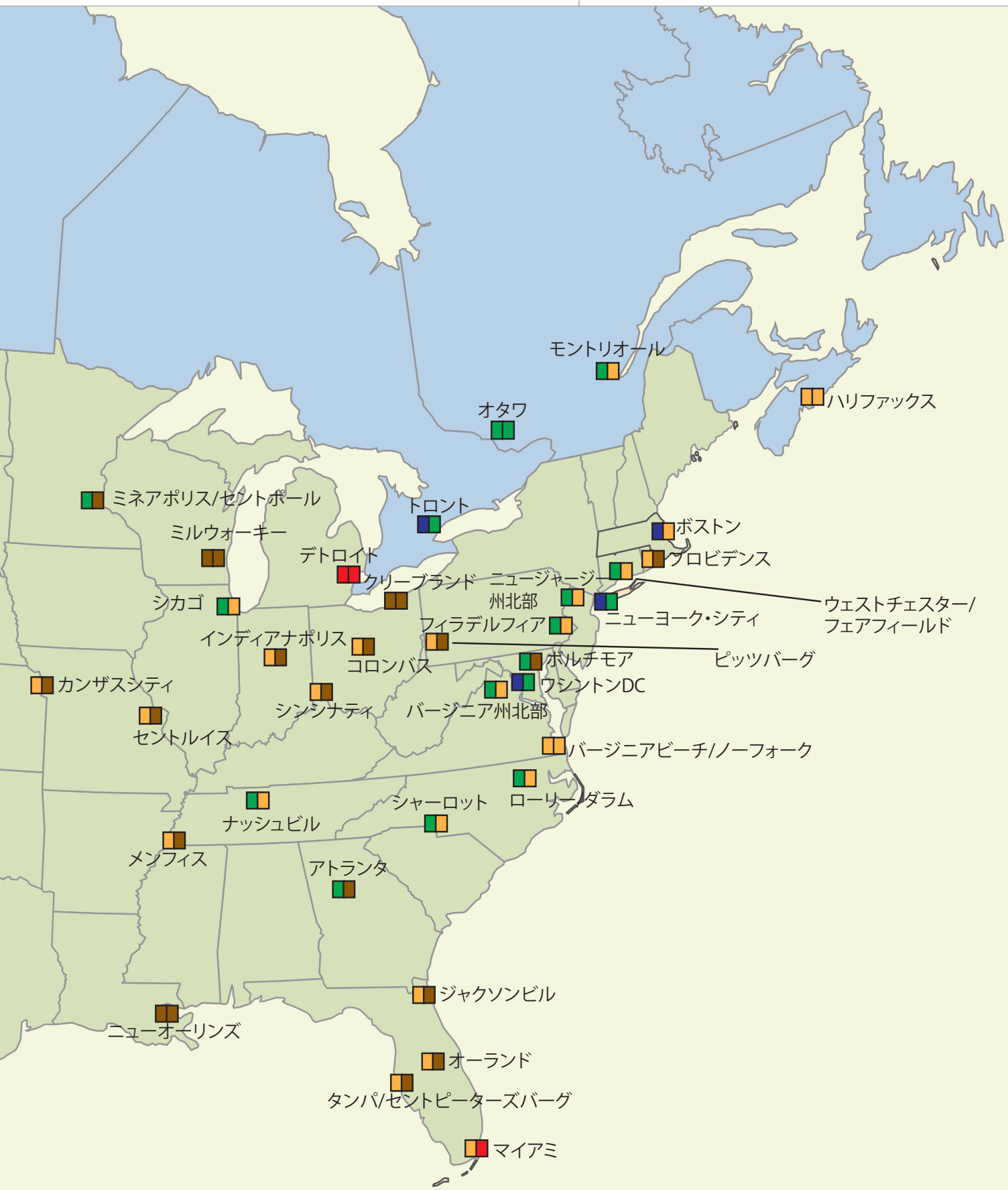
米国南東部のアトランタは1996年のオリンピックに向けて急成長を遂げ、米国の都市第1位に輝いた。しかし1997年以降は、本報告書の上位10都市に顔を出してしていない。アトランタでは過剰な郊外開発が行われた結果、中心街は荒廃し、市の周辺部では深刻な交通渋滞が引き起こされた。だが、「人口密度の上昇に将来の希望がある」を合言葉に、過剰な郊外発展がもたらした負の遺産を乗り越えるための新たな行動を開始した。現在、中心街を救済し、商業地区の「ミッドタウン」や住宅地区である「バックヘッド地区」に繋がるシティセンターに再構築することを優先的に進めている。高層住宅が建ち並びつつあり、ビジネス街に近く徒歩で通勤可能なことから、都市での生活を望む若年労働者を呼び込んでいる。中心街にあるオリンピック公園の周辺では、デンバーのロウアーダウンタウンのようなカルチャーとエンターテイメントの地区も出現している。デベロ

図表3-4
米国/カナダの主要都市

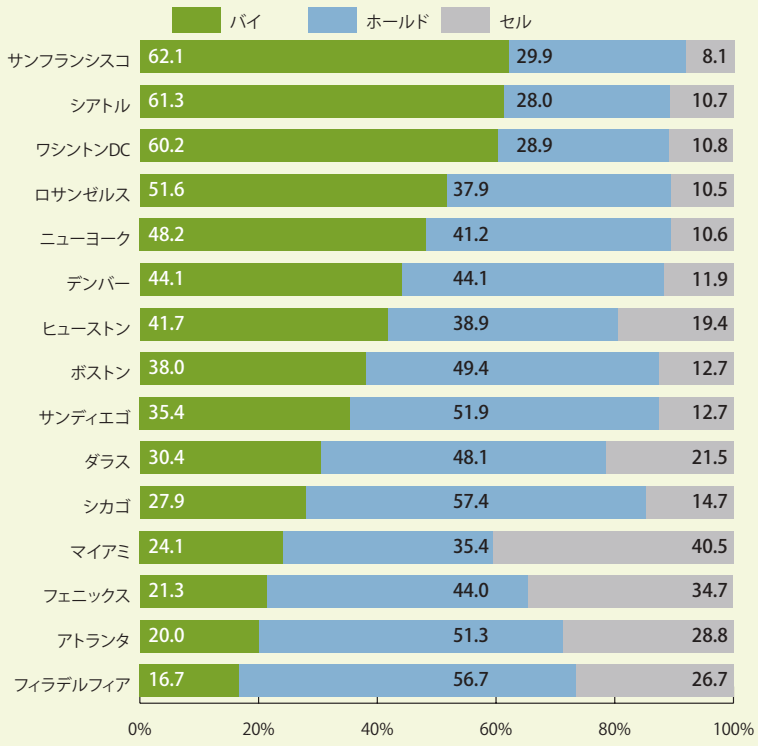
投資の見通し	開発の見通し

- 非常に良い
- 良い
- 比較的良い
- 普通
- 比較的悪い
- 非常に悪い




モントリオール
ハリファックス
オタワ
ミネアポリス/セントポール
トロント
ミルウォーキー
ボストン
デトロイト
プロビデンス
クリーブランド
ニュージャージー州北部
ウェストチェスター/フェアフィールド
シカゴ
ニューヨーク・シティ
フィラデルフィア
インディアナポリス
ピッツバーグ
コロンバス
ボルチモア
カンザスシティ
ワシントンDC
シンシナティ
バージニア州北部
セントルイス
バージニアビーチ/ノーフォーク
ローリー/ダラム
シャーロット
ナッシュビル
メンフィス
アトランタ
ジャクソンビル
ニューオーリンズ
オーランド
タンパ/セントピーターズバーグ
マイアミ

図表3-5
米国における都市圏別 賃貸集合住宅のバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

ッパーは地下鉄駅の周辺で新たな複合施設の開発に乗り出している。また市当局は、アトランタ都市圏の外周に位置する地区を地下鉄の駅につなげるために、路面電車、定期往復便、バスなどによる解決方法を検討している（地下鉄は利用度が上がっているが、まだ路線が少ない）ほか、中心街の周辺に緑地帯を設けて人々の憩いの場とするために、土地の権利を確保する施策を打ち出している。こうした様々な取り組みや構想はいずれも、アトランタを「24時間の街」に変えることを目指したものだ。よりサスティナブルな都市景観に向けて、コミュニティの建設や、予想される人口増加に対応した施設の建設が進められている。だがその一方で、デベロッパーの熱意が過剰な建設を招き、大量の分譲マンションが売れ残っている。これはアトランタの風土によるものなのかもしれない。

垂直型開発の波

その他の都市でも、かつては荒廃していた都心が、高層住宅の新規建設ラッシュの中で息を吹き返しつつある。ロサンゼルスの都心部では賃貸集合住宅や分譲マンションの建設件数が着実に増加し、ダラスの住宅地、ヒューストンの都心部とギャラリア、ブルックリンの都心部、セントルイス、ミルウォーキーでも同様だ。郊外のオフィス集積地でも、オフィス地区の中や地域ショッピングセンターの周辺に高層の住宅、小売店、レストラン施設を導入している。「将来は都市型のセンターが牽引要因となる」。「施設、商業施設や文化施設がそろい、活気に溢れた都心への回帰が見られる」。「人々は人生を謳歌したいと望んでいるが、そうした要素は都市環境の中にこそ多くみられると思う」。

郊外の強み

子供を持ち、望ましい学区や育児にふさわしい環境を求める世帯の間では、郊外は高い人気を保ち続けると見られる。だが、住宅ローン問題や自動車維持費の上昇、固定資産税の増加などにより、静かな郊外生活はかき乱されている。「子育ては大きな犠牲を伴うようになった」。過去数十年にわたり、国からの補助金によって道路や下水道が拡張されたことで、分譲地の拡大や郊外の発展がもたらされてきた。しかし、もはやそれも終わりだ。ガソリン税の増税を行わなかったため、連邦道路信託基金の資金が不足し、政府の財源を圧迫している。インフラを整備・維持する責任は地方自治体に移管されたものの、その結果、道路や交差点のカーブを整備するために地方税の増税を余儀なくされた。多くの住宅所有者は高額な住宅ローンの支払いに加え、こうした予期せぬ増税に苦しんでいる。

犯罪と「水」問題

景気の後退、不動産価格の下落、不動産取引件数の減少により、都市も郊外も等しく財政が逼迫している。当然ながら、税収の減少は行政によるサービスの低下に繋がっている。24時間眠らない街の魅力が高まっているにしても、警察、消防、上下水道サービスへの支出が削減されて治安や環境の悪化を引き起こすのであれば意味はない。特に、犯罪率の上昇は街の活力の低下に直結する。

爆発的な成長を遂げている米国南部のサンベルト地域では、上水道問題がますます悩みの種となっている。アトランタでは最近の干ばつにより、貯水体制の不備が浮かび上がっている。コロラド川の貯水量低下はラスベガスやフェニックスなど南西部全域の都市を脅かし、カリフォルニアでは1974年の映画「チャイナタウン」のように、給水に絡んだ汚職事件すら起こりかねない状況だ。これらの地域は、節水の強化や新たな水源開発などによって上水道問題を解決しない限り、将来の人口増加に対応できないだろう。

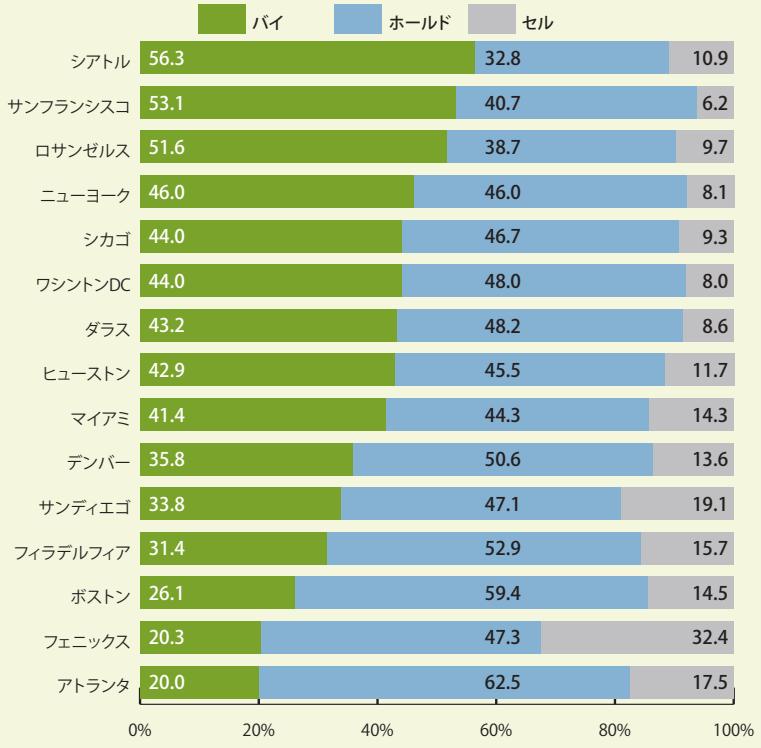
主要市場のレビュー

いわゆる「スマイルインベスティング」（笑顔で投資）の流れが続いており、太平洋沿いではシアトル、サンフランシスコ、ロサンゼルス、東海岸ではニューヨーク、ボストン、ワシントンDCなど、常に人気の高い沿岸都市が2009年も好まれそうだ。これらのゲートウェイ都市は、グローバル市場と共に繁栄すると考えられ、景気の減速に対しても「リスクが低い」。同様に、「米国中央に位置する主要三都市」であるシカゴ、ダラス、アトランタは大型国際空港を持ち、世界の貿易と直結している。だが、世界と繋がる「パスウェイ」から外れている都市は、今後も不利な条件下に置かれるだろう。そうした都市は、テキサス州以外の全地域で評価が下がっている。テキサスはエネルギー産業の主要都市であるヒューストンとダラスを擁し、両市の評価は大きく高まっている。住宅建設の波に乗っていた南東部と南西部の市場は、大幅な低下を見た。調査結果によると、重工業地帯や中西部の多くの都市では、景況感が過去最低水準に下がっており、経済成長の流れから外れていたことを示している。

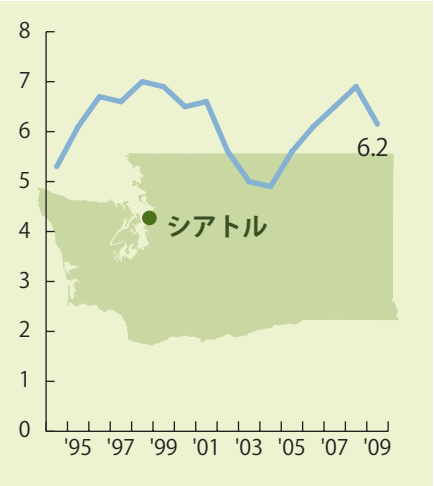
シアトル

先端産業が集まる北西部の都市シアトルは、米国でも重要なゲートウェイとなり、また就業先の街に発展を遂げている。「偉大な創造、革新的なアイディアと新規事業の都市」なのだ。マイクロソフトやボーイングのほか、巨大なビジネスグループや最先端企業がシアトルに拠点を置いている。だが、この堅調な市場も、いくらか成長の鈍化に向かっている。新たに350万平方フィートのオフィススペースが供給されるが、雇用の伸びは、緩やかになっているため、賃貸相場が伸び悩み、オーナーはテナントに譲歩せざるを得なくなる。都心部のオフィスの空室率は10%を切っているが、これも上昇するだろう。ワシントン・ミューチュアルの破綻やスターバックスの店舗縮小に伴い、物件のオーナーはテナント探しに奔走している。またシアトルのベッドタウンであるベルビューは、オフィス

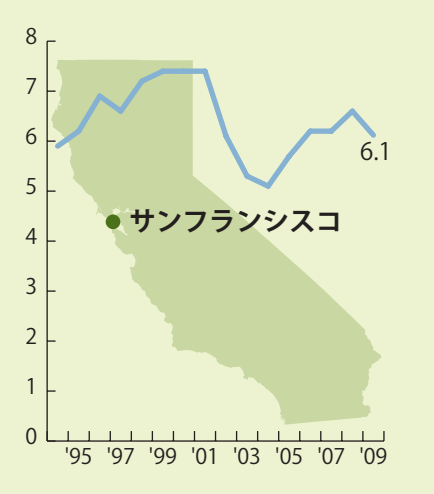
図表3-6
米国における都市圏別 産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート



ビル建築ブームに乗って発展し、オフィスのほとんどをマイクロソフトが占めているが、同社が今後レイオフを行えば大きなダメージを受ける可能性がある。シアトル地域の住宅需要は低下し、価格も下落すると見られるが、全国平均のかなり上で踏みとどまるはずだ。遠い郊外の地域は、価格の急落がさらに激しく、苦しむことだろう。まさに、公共交通網の欠如とガソリン価格の高騰が周辺部を襲った格好だ。分譲マンション建設業者は混乱の渦中にあり、販売件数・竣工前販売件数は「大幅に落ち込む」。だがインタビュー回答者は、分譲マンションが買い時だと強調している。賃料が上昇し、空室率が急減に低下し、新規案件も少ないためだ。商業施設も、稼働率が高いため消費低迷の影響をなんとか

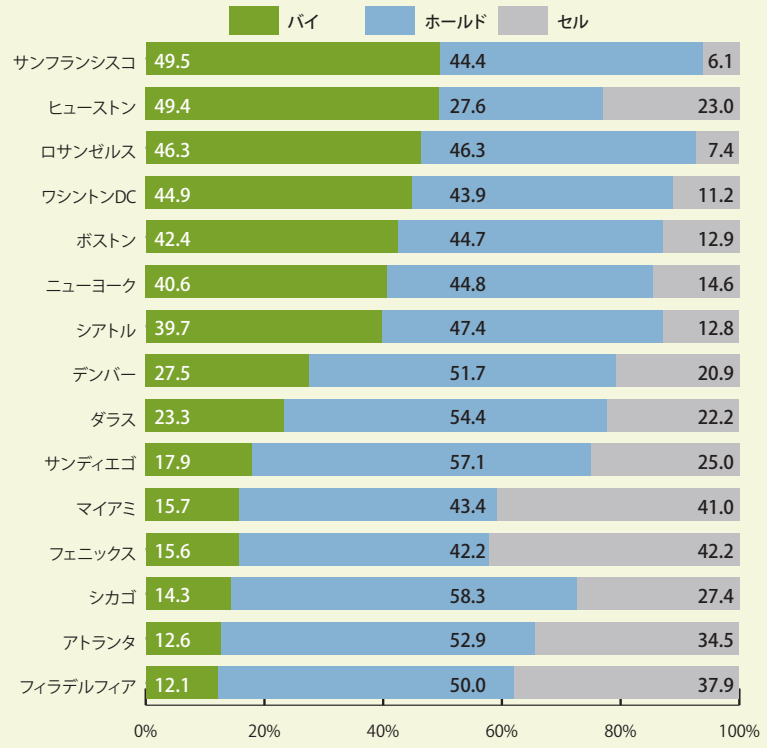


持ちこたえると見られる。「（商業施設の）オーナーは風邪を引くかもしれないが、肺炎にはならないだろう」。また「ピュージェット・サウンドの港湾地域は全米の産業市場の中でも断然『バイ（買い）』だ」と指摘する向きもある。

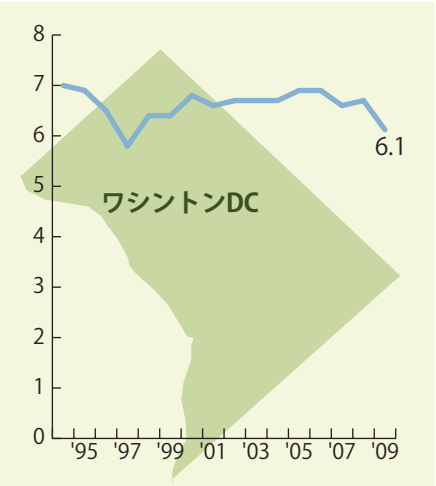
サンフランシスコ

太平洋の玄関口であるサンフランシスコは、「ベイサイドシティ」として親しまれている。参入が困難で生活環境が非常に優れていることから、本報告書のアンケートで上位ランクから急激に転落したことはない。また、他の「24時間眠らない都市」と比べても、かなりの人気を集めている。価格・価値の下落が予想されているが、2000年～2001年のITバブル崩壊の時に比べれば、「あれほどひどくはならない」と見られている。当時はオフィスビルや賃貸集合住宅のデベロッパーが過剰開発を行っていたが、「今回は過剰な建設が行われていない」からだ。多様化の進んだサンフランシスコ経済は全米平均を上回り、これがすべての不動産分野にプラスに働くと予想されている。事実、開発と住宅建設では（得点としては平凡なものだが）第1位となっており、集合住宅とオフィスについてもトップの「買い市場」と評価されている。サンフランシスコはウォーターフロントとして素晴らしい立地を誇り、観光客を呼び込む魅力があるためホテルも稼働率が高く、さらに港湾はアジアとの貿易において重要な役割を果たしている。高騰している住宅価格は下落するが、差し押さえなどの法的措置はかなりの程度抑えられるはずだ（特に、建設過剰だったカリフォルニア南部の市場と比べてかなり抑えられる）。サンフランシスコの南に位置するシリコンバレーは、ハイテク産業の復活に支えられ、「活力と熱気が戻るだろう」。とはいえ、ソフトウェア企業とて今回の景気後退の下降気流からは逃れられないとする向きもある。「それはやがてやってくる大惨事だ」。

図表3-7
米国における都市圏別 オフィスビルのバイ／ホールド／セルの推奨



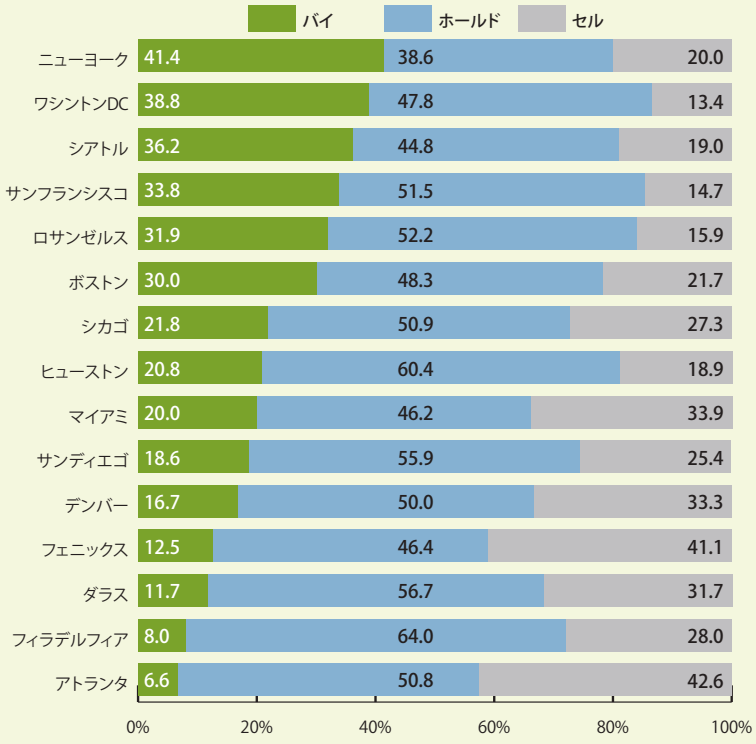
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート



ワシントンDC

米国の首都ワシントンDCは、枯渇することのない政府支出の恩恵を常に受けている上、行政やロビー活動、防衛、ハイテク、バイオテ

図表3-8
米国における都市圏別 ホテルのバイ／ホールド／セルの推奨

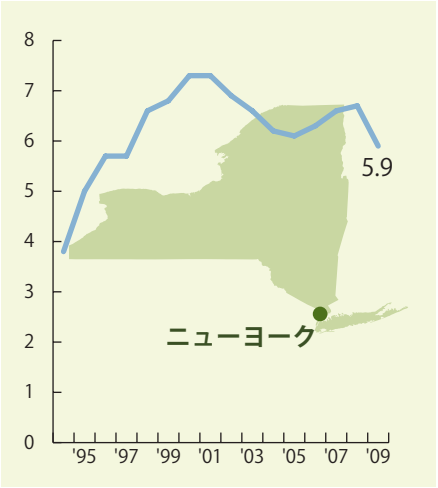


出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

クノロジー、教育などに関する専門職で溢れている。そのため景気低迷の時の不動産投資としては、究極の「ホールド」市場となる。都心のオフィスビルの空室率は10%を下回り、集合住宅は「立地を問わず、黙っていても入居者が来る」。だが、デベロッパーがマサチューセッツ・アベニューの北側や新設の野球場周辺で過剰な建設をしているとの指摘もある。ベテスダ、アレクサンドリア、アーリントンなどのインフィル型開発が行われている郊外は順調と思われるが、バージニア州北部では最近の建設ラッシュによりオフィスの空室率が急激に悪化している。ワシントンDCから出てレストンやハーンドンに向かうと「有料道路沿いに空ビルが目立つ」。メリーランド州ロックビルのオフィス市場も軟化する。全米平均の約2倍という上昇率でトップを走っていた分譲マンションや住宅の価格も、全米平均を遥かに凌ぐ勢いで落ち込むかも知れない。商業施設の潜在性については、雇用と賃金が維持されるため消費活動が衰えないとして、アンケート回答者からは特に人気が高い。問題があるとすれば、バージニア州北部を中心に郊外で発生する渋滞の悪化であろう。計画性が乏しいことが原因だ。そのため、今後の成長を促進するためには地下鉄網を拡大して渋滞を緩和することが不可欠だ。交通を重視した開発を行えば、この地域は大きく「飛躍」するだろう。

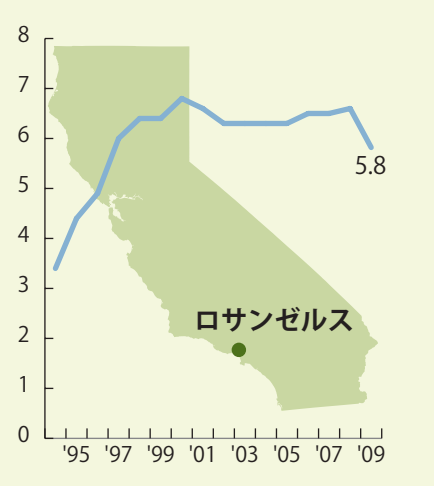
ニューヨーク

ウォール街の内部崩壊は、米国で最大規模を誇る「パスウェイ」であるニューヨークに暗い影を落としている。投資会社での解雇が会



計会社、弁護士事務所、広告代理店、自動車販売会社、レストランなどにおいて「解雇の連鎖」を生み出すほか、生き残ったトレーダーや銀行マンも2008年末のボーナスが小額となり、消費がさらに減速するのは確実だ。

「だからといって、我々がまもなく消え去ると思うのは間違いだ」。確かに、多数の巨大金融企業が退場するのに伴い、オフィスビルの空室率はさらに悪化するかも知れない。テナントに有利な賃貸条件が増えるとともに、不安に駆られたオーナーたちが、2010年以後に「契約更新が行われないリスク」に備えて再契約を持ちかけている。そのため賃料相場は「非常に高い」レベルから「耐え得る」水準にまで下がることだろう。また、建物のオーナーや投資家は、障壁が多すぎたために投機的な開発が行われなかったことに安堵している。とはいえ、転貸物件が数多く市場に出回り始めれば、テナントにとって好条件で取引できるようになる。「グラウンド・ゼロ」（世界貿易センター跡地）に巨大なオフィスビルを建築する計画については、未曾有の金融崩壊の後であるため、慎重派は疑問の目を向けている。ハドソンヤードの開発も計画されているため、一体誰が借りるのか、という点が懸念される。ホテルについては、約50件の新規プロジェクトが計画中または進行中であるため、ニューヨーク市のこれまでのホテル不足が大きく反転する可能性がある。だが、海外の景気減速がさらに進めば、ホテルは外国人観光客を当てにできないだろう。小

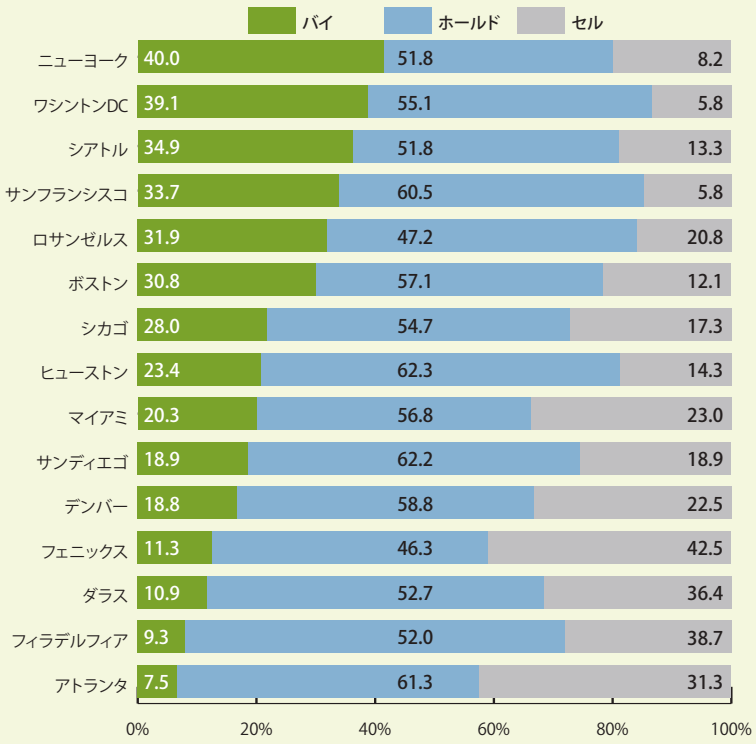


売については、消費熱は冷めるものの、富裕層はニューヨークに集中しているため、マディソン・アベニューのブティックは営業を続けられるはずだ。コーポラティブハウスや分譲マンション市場は遂に軟化し、デベロッパーは購入需要の低迷を危惧している。不動産取引件数が伸びず所得も低下するため、税収が減って行政サービスも削減されることが予測される。老朽化した公共交通網の改修や拡張に必要な資金すら出ない可能性もある。また当然ながら、郊外市場も悪影響を受けるものと予想される。

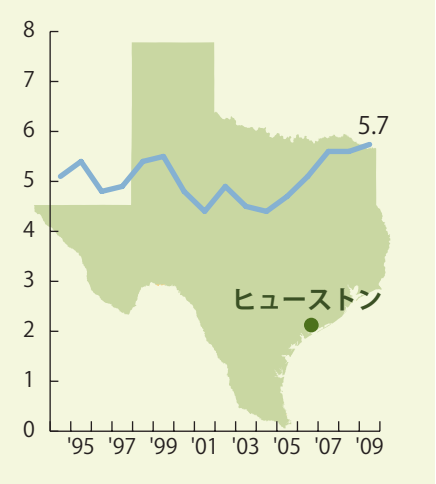
ロサンゼルス

カリフォルニア南部はサブプライムローンで大損害を被ったが、その中にあってロサンゼルスは最も良好な市場を維持している。経済が高度に多様化されていることに加え、オレンジカウンティやインランド・エンパイアなど近隣の郊外市場に比べて参入障壁が高いこと、また都心居住物件開発が幸いしているからだ。とはいえ、需要の減少やオフィス建設の影響により、2010年までは市場が軟化する恐れがある。今回の金融サービス業の崩壊が、一等地であるロサンゼルス西部を直撃したためだ。都心部は依然として分譲マンションや集合住宅の建設プロジェクトが進んでおり、巨大なオフィスタワー群が林立する「24時間眠らない街」としての環境を充実させているが、富裕層向けの高級住宅地に近いパセディナ、グレンデール及びロサンゼルス西部の商業地の方がいまだに優勢を保っている。だが、車で都心に向かうのは年々困難になっており、ガソリン価格の上昇によって自動車通勤に対する苛立ちが募っている。だが全体として、集合住宅の基盤は安泰だ。「5年から10年のスパンで投資を考えるなら、集合住宅への投資で損失を負うことはまずないだろう」。ホテル業界は「パスウェイ」（世界への通り道）という同市の立地による恩恵を享受している。だが住宅については、かつては大きな伸びを見せていたサンバナディーノやリバーサイドでも、法的措置が取られるケースが増え、住宅価格も急落し、住宅建設業者は壊滅的な打撃を受けている。さらに、隆盛を極めていたインランド・エンパイアの産業市場も、一時的に沈静化すると見られている。これは全米規模で消費が縮小し、米国最大の港湾であるロサンゼルス／ロングビーチの近隣にもその波が押し寄せて、倉庫需要に影響を及ぼすためだ。「大型倉庫のデベロッパーはやり過ぎた」し、「建設スケールが大き過ぎた」。「サブプライムローン崩壊の震源地」と言われているオレンジカウンティは、住宅ローン会社が集中しているため、その縮小や崩壊によって打撃を受けるだろう。また、オフィススペースの空きを埋めるには「3、4年の時間がかかる可能性がある」。オレンジカウンティの住宅市場については、住宅価格が急落するため見通しはさらに暗い。カリフォルニア南部全体では、家計の信用が収縮して購買力が低下しているため、ショッピングセンターの展望は暗いものとなっている。

図表3-9
米国における都市圏別　商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨

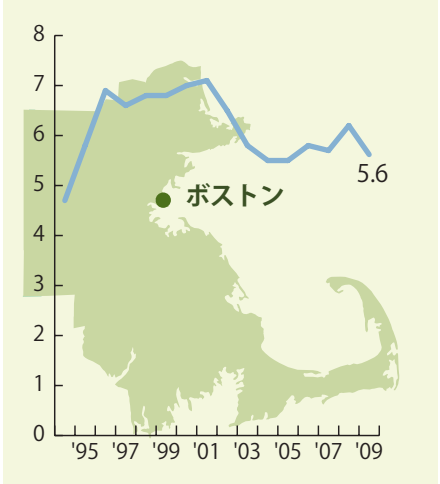


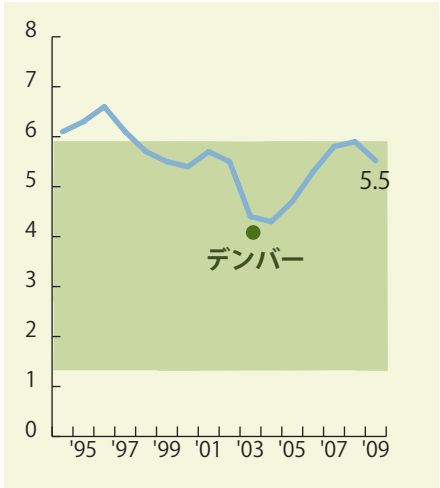
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート



ヒューストン

数々の大手石油会社が本拠を構えるヒューストン。「旺盛なエネルギー需要が続く限り、熱気が冷めることはないだろう」。燃料価格と光熱費の記録的な高騰に全米が呆然としている中で、ヒューストンは1995年以来初めて、本報告書の上位10都市に浮上した。オイルショックで石油景気に沸いた「1970年代後半に戻ったかのようだ」。「もっと多様化すべきだ」との議論はさておき、ヒューストンで見られる過剰開発の傾向にスペース需要が追いついたのは、ひとえに石油価格の高騰のおかげである。とはいえインタビュー回答者は、ヒューストンには他にも十分な強みがあるという。ジョンソン宇宙センター、世界トップクラスの医療施設、成長を遂げる港湾、メキシコとの貿易などだ。就業率が高く生活費も手頃なため、人口は増加の一途を辿っている。これまで住宅価格が高騰することがなかったので、サブプライム危機に際してもさほど下落していない。さらに、建設ラッシュに沸いた市場にしては驚くべきことに、オフィスの空室率は10%近くまで下がっており、アンケート調査の結果は買い時であることを示している。だが進行中の開発案件が多いため、賃貸市場は軟化している。交通渋滞がひどく、公共交通網の不備により、スプロール型の成長は必然的に抑えられるだろう。ハリケーン「アイク」で被害を受けたが、自動車数の増加と石油価格の高騰によってそれを乗り越え、先行きは明るいものとなっている。



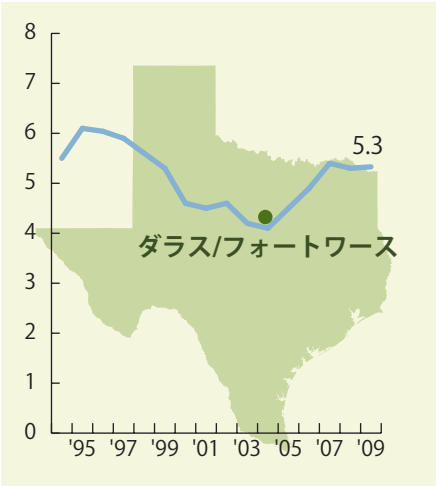


ボストン

企業のM&Aや銀行の買収が進み、さらにフィデリティが地価の安いロードアイランドに業務を移転するなど、金融関係の事業所数は確実に減っている。にもかかわらず、ボストンは何とか持ちこたえている。好材料としては投資・資産運用関係の業務がまだ多数あること、医療、バイオテクノロジー、教育が多少なりとも職の維持に役立っていること、そしてボストンの一流大学が将来の労働力として優秀な人材を提供していることが挙げられる。金融地区の敷地が限られており、バックベイでの商業開発が少なかったことも、オフィスの空室率が低い水準で維持される一因となった。一方で、港の近くに新しいホテルが建設されており、これが「古くからのホテルに悪影響を及ぼす」恐れがある。郊外市場はITバブルの崩壊から完全には立ち直っておらず、市内に比べ不安定に見受けられる。不動産価格の低下が予想されており、既に住宅価格は、いったん急騰した後に相当な落ち込みを見せている。

デンバー

ロッキー山脈の西側に位置するデンバー地域は、技術、通信、航空、宇宙、エネルギーと金融業を中心とした多様化の進展と順調な人口増加のメリットを引き続き享受している。特に、「代替エネルギー産業がブームに沸いている」。コロラド州の州都であり、連邦政府の主要機関が出先機関を置いているため、現在の景気後退の中でもある程度の雇用を維持している。「大規模な市場ではないが、以前よりも安定している」。郊外の密集地の一部では空室率が上昇しているが、その影響は都心部の再生によって抑えられている。住宅の需給バランスも、ほとんどの地域に比べ良好だ。また、自



動車に代わる公共交通網が拡張されていることや、米国政府がデンバー都心部を地域ハブとして強化しようと取り組んでいることが、将来の繁栄を支えるとして期待されている。郊外の鉄道駅周辺では「複合住宅開発」が進められ、中には先走っているものもあるが、公共交通機関の重要性が増すことにより、いずれは優れたパフォーマンスを示すことだろう。

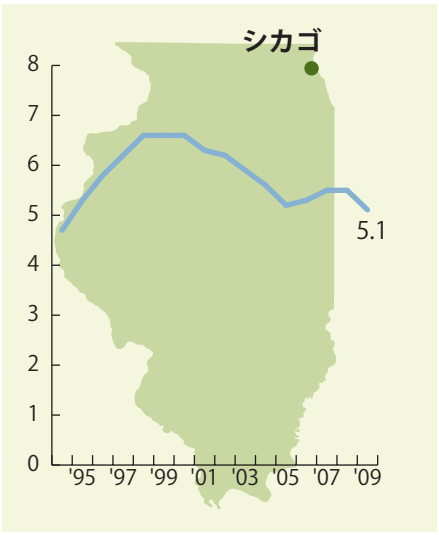
シカゴ（イリノイ州）

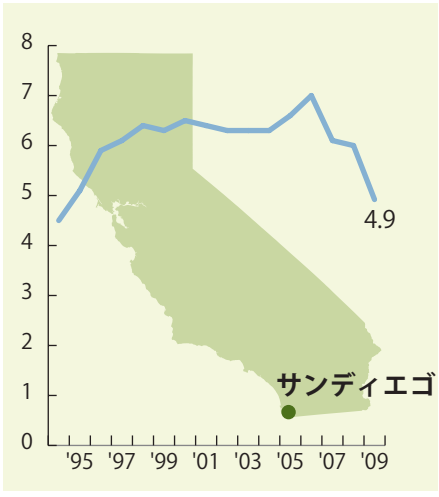
ダラス

「テキサスが雇用を創出する」中、ダラスはヒューストンと同様に、高い評価を得ている。エネルギー関連事業に牽引され、両市とも他の急成長市場を凌いでいる。世界への「パスウェイ」であることに加え、ダラス・フォートワース国際空港の存在が、ダラス市の地位を確固たるものとしており、これはAT&Tがサンアントニオから移転してきたことでも証明されている。とはいえ、過度の期待は禁物だ。オフィスの空室率は20%前後と低迷しており、常に苦戦している都心部での空室率はさらに高くなっている。地元デベロッパーは慢性的に建設過剰を続けてきたが、金融破綻によって遂に力尽きたと見られている。建設ローンの利用者が急速に減っているため、いよいよ建設の槌音が消えつつある。ライフスタイルも都市型に移行しており、メトロプレックス（ダラス・フォートワース地域）は「もはや単なる水平型開発から脱却した」との声もある。また、商業密集地の周囲では中高層の集合住宅が林立しつつある。「コアシティを好むテキサス人が突然増えた」からだ。賃貸住宅も好調だろう。低所得層が多いため、そうした人々の入居が見込まれるのがその理由である。そのため開発業者は建設を続けている。また、他の地域と同様、戸建て住宅の建設業者の足取りは重いが、これまで住宅価格が急騰することがなかったため、戸建て住宅価格の下落は比較的穏やかだ。ここでも交通渋滞とガソリン価格の高騰に直面しているが、州政府と自治体はメトロプレックスの公共交通網の統合・拡大に向けて具体的な措置を講じようとしている。

シカゴ

「外見はニューヨーク、中身はアトランタ」といわれるシカゴでも、ビルが「安易に建てられ過ぎ」、中西部最大級の「24時間眠らない街」であるにもかかわらず、オフィス賃料の上昇率は小幅もしくは「ゼロ成長」となっている。ある地元の投資運用者は、「シカゴの実情を知りすぎているから、投資しようとは思わない」。10%台前半のオフィス空室率は、「アンバランスな経済」のせいで悪化している。新しいビルが竣工して、年数のたったビルからテナントを誘い出されれば、シカゴの経済はさらに低迷することになる。流通市場では、通勤電車が近くを走っているウエストループが相変わらず最も良好だ。分譲マンションは、供給過剰のため弱体化するだろう。しかも、これまでの購入者の4分の1以上が投資家だったため、「何も売れていない状態」に等しい。そのせいもあってか、「アマチュア投資家」の多くは住宅ローンの支払い

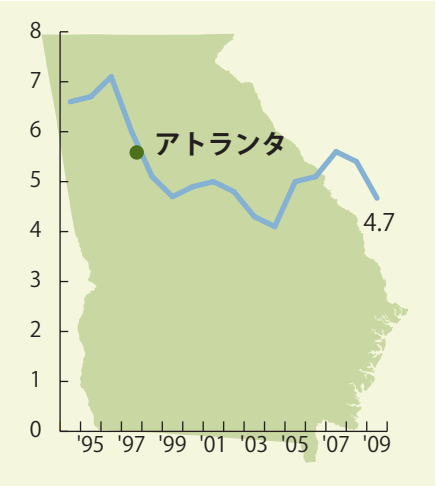




が困難になっている。しかし若年労働者は、夜でも活発な都心の周辺での生活を求めており、賃貸集合住宅は「堅調」だ。これに対して、準郊外の住宅価格は落ち込んでいくはずである。「不動産は将来の保険になる」という考えは、都心に近い住宅の所有者にしか妥当しない。産業用不動産については、オヘア空港を有し、穀物地帯の中心に位置するという立地から、「パスウェイ」としてのシカゴの重要性が保たれている。「シカゴの経済は減速も加速もしておらず、良好で安定している。人口動態、交通、労働人口、インフラも申し分ない」。2016年のオリンピック開催候補地であることから、「期待と活気」が生まれている。

サンディエゴ

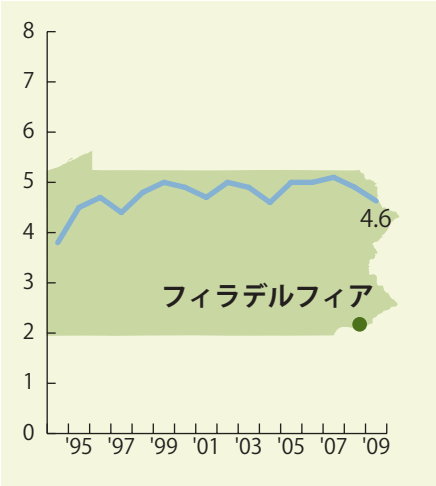
住宅市場がデフレに陥り、住宅価格の上昇の勢いがストップした。かつて高騰していた住宅価格は、今や急落している。だが投資家はパニックに陥ってはいない。カリフォルニア南部のサンディエゴは理想的な天候に恵まれ、確固たる「ホールド」市場として、いずれ反発するはずだ。「サンディエゴはサブプライム問題や住宅で大きな打撃を受けたが、オレンジカウンティほどではない。今後は横ばい状態も和らぎ、長期的には素晴らしい見通しが得られる」。オフィス物件は、転売が繰り返されて維持不可能なレベルに達し、売り逃げできなかった者が損失を被っている。



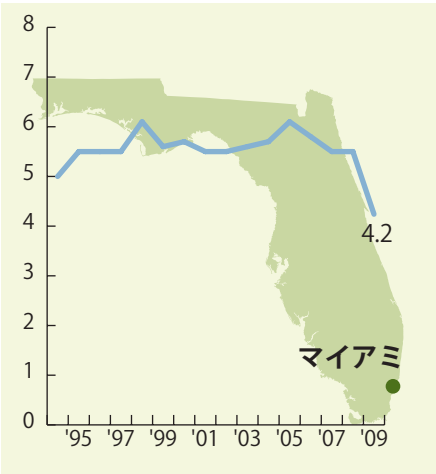
また、雇用が振るわず、オフィス空室率は10%台半ばまで跳ね上がってしまった。こうした状況により消費意欲の冷え込みや信用低下が起こり、長年にわたり抜群の実績を誇ってきたショッピングセンター市場が揺らぐことになるだろう。ホテルやコンベンションセンター、さらには大型の空港が建設され、東海岸や海外の主要拠点との直行便が増えれば好転が見込まれる。だがロサンゼルス国際空港やロングビーチ港があるために、世界への「パスウェイ」の地位は、サンディエゴの北方110マイルのロサンゼルスが確保している。

アトランタ

過剰建設の余波が依然として残っており、需要も低下して投資家を苛立たせている。アトランタが2009年に「困難な時期」を迎えるのは確実だ。アトランタの経済は高い成長を維持しているが、他の地域を支えているエネルギー部門やハイテク企業が存在しない。不動産はいずれの部門も、今は買い時ではない。バックヘッド地区は「大幅な下落が目前に迫った」状況であり、オフィスビルのデベロッパーたちが「度胸比べを行っている」。従来、この市場は年間50万平方フィートの新規オフィスビルの供給に見合う新規需要があったが、現在約250万平方フィートの投機的なオフィスビルが建設中だ。これは「説明のつかない愚行」だと言われている。分譲マンションや集合住宅建設業者も、需要が見えないまま新規建設に着工しており、アトランタ



風の無分別な拡大の罠に自ら陥っている。驚くことに、産業用不動産市場も過剰供給で苦しんでいるのだ。一方、多くの団塊の世代が「都心回帰」を行っている典型的な市場でもある。「今15歳の子供が自立したら、すぐにイーストコブからミッドタウンのマンションペントハウスに引っ越すつもりだ」。アトランタ市の行政は、交通渋滞の緩和と並んで、貯水容量の増加や飲料水源の確保に必死で取り組んでいる。道路の新設や公共交通機関の拡大、上下水道の敷設といったインフラ整備は、いずれも将来の増税に繋がる。「つまり、アトランタがコスモポリタンになるにつれて生活費が増加する」ことになり、「もはや快適さと生活費の削減を求めてアトランタに住み替えることはないだろう」。



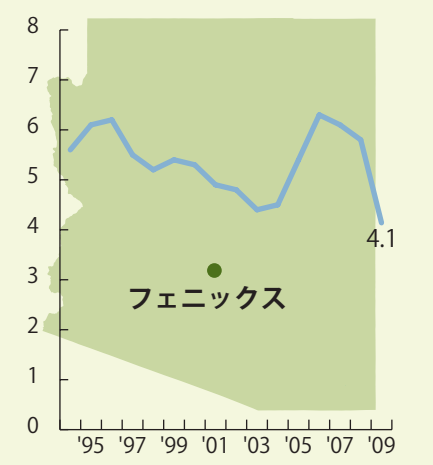
フェニックス（アリゾナ州）

フィラデルフィア

フィラデルフィアは、インタビュー回答者が考える投資対象からは常に外されているものの、文化的・歴史的な施設、まずまずの住宅街、医療施設、大学、複数の通勤電車路線など、「24時間眠らない街」として好ましい特性を備えている。だが、製造業で失われた雇用を他分野で十分回復することができず、そのため都心の高級住宅地化が遅れている。その結果、フィラデルフィアは全部門において、購入／売却とも評価が非常に低い。しかし、市の北東を走る高速鉄道が建設されれば話は変わってくる。それによってニューヨークやワシントンDCといった確立した大都市市場と直結され、北東の近隣都市に取って代わる便利で低コストの市場として、フィラデルフィアの見通しが向上するからだ。

マイアミ

「フロリダの経済全体が海の底へと落ち込んでいくようだ」。フロリダの輝きが失われたのは間違いない。過剰供給と差し押さえによって住宅価格が急落し、保険料が急騰した。



ハリケーンに対する恐怖感が増している上、税収が落ち込んでいることから将来の増税が予見される。「分譲マンションや集合住宅市況は悪すぎて、ハゲタカファンドでさえ手を出さない」とされ、住宅価格が30%以上も下落して建売業者を叩きのめし、投機筋は「や

がて我々も打ちのめされるだろう」と予想している。これに対し、オフィス部門では「ホールド」を続けるべきだ。空港周辺の産業用不動産は供給不足のため常に需要が高い。ホテルは堅調な稼働率を長く保っていたが、ピークを迎えた。サウスビーチ沿いで開かれるパーティの回数は、明らかに減少している。

フェニックス

「ダイナミックな急成長地域」だったフェニックスは、住宅や集合住宅のデベロッパーが常識を逸脱してしまったため落ち込み、再生を図る必要に迫られている。その影響で「オフィスもつまずいた」状況にある。「先を争って市場に乗り込んだものの、全員が打ちのめされる」結果となった。だが、不動産価格は急落したものの、「市場が低迷している今こそ投資を見直す時期かもしれない」との意見もある。銀行は建設への融資を停止したが、将来的に人口が増加し、コストが上昇することが見込まれるため、企業は現在の低コストの環境を好ましく受け止めている。一方、キャッシュを持っているオポチュニティ投資家は、激動と不安定の中から好機を見出すだろう。また、フェニックスはスプロール現象を抑え、上下水道問題に取り組み、公共交通網に資金を投入する必要がある。郊外への集積に伴い、様々な問題が浮上してくるのは確実だ。

小規模市場の見通し

投資対象を優良物件へと見直す動きが続いており、投資家は小規模市場から遠ざかっている。小規模市場では「大きな成長が見込めない」からだ。最近、航空会社が便数を減らしているところは「小規模市場の証拠」であり、出張先として不便で高くつくところになっている。大手企業が大規模なリストラを行えば、市場としての展望が決定的なダメージを受けかねないと投資家は恐れている。さらに、状況を見かねた投資家が引き上げれば、エグジットの選択肢が狭まってしまう。概して、小規模市場の方が価格の下落幅が大きく、回復にも時間がかかるというのが大方の見方だ。

テキサスが急上昇する中、**オースティン**が優れたパフォーマンスをあげている。テキサス州政府が置かれているほか、テキサス大学や多数のハイテク企業の存在が好調さを牽引している。「比較的輝いている都市」という声もある。だがデベロッパーの中には、「歩調を緩める必要がある。建設中の集合住宅が多すぎる」と指摘する向きもいる。都心部は中高層住宅が増加し、空に向かって伸びている。近くに位置する**サンアントニオ**も、テキサス州の勢いの恩恵を受けるだろう。

南北カロライナ州に位置し最高の気候に恵まれている**ローリー／ダラム**と**シャーロット**は、北東部やフロリダより安い代替候補地として成長を続けている。だがシャーロットは、ワコビア銀行が破綻したことで「恐怖におののいている」。「シャーロット市場は銀行2行と巨大企業9社に依存している」からだ。**ポートランド**はシアトルの影で繁栄しているが、脇役の感が強まっている。**ホノルル**は、航空運賃の値上がりや消費者が財布の紐を締め始めたことから、既に米国内からの観光客が落ち込んでいるため、アジアからの旅行者数の減少に神経をとがらせるだろう。

カリフォルニアから生活費の安い**ソルトレイクシティ**に転居する人の数は減りつつある。**ナッシュビル**はカントリーミュージックの聖地であり、それによる娯楽産業の発展から恩恵を受けている。多数のスターやファンが住宅を購入しており、「高級集合住宅が一番のお勧めだ」。

中西部では、**ミネアポリス**と**セントポール**が製造業にとらわれずに経済の多様化を進め、どうにか持ちこたえている。**タンパ、オーランド、ジャクソンビル**はフロリダの景気後退に苦しんでいるようだ。分譲マンションや一戸建住宅の過剰建設がこれらの市場を窮地に追い込んでいるが、オーランドはディズニーのおかげで海外からの観光客が一助となり、ジャクソンビルでは拡張された港湾が優良資産となっている。小売については、フロリダ州全域が「過熱状態」にあり、「価格の調整後に投資機会を得られるかもしれない」。

サクラメントはカリフォルニア州の州都であり、州政府の存在が活気をもたらしているが、標高が低いため地震発生時の河川の氾濫が懸念される。**ラスベガス**は過剰な建設に走ったため、「すべてが台無しになってしまった」。カジノオーナーは、自分の「手」以上に強気に攻めすぎたのだ。ラストベルト地域は、自動車メーカーが破綻したため、投資家の関心を引き寄せることはできないだろう。**ニューオーリンズ**は、さらなるハリケーンの被害は避けられるかもしれないが、過去25年間にヒューストン、アトランタやダラスに移っていった大手企業を呼び戻すことはできないかもしれない。

不動産部門の先行き

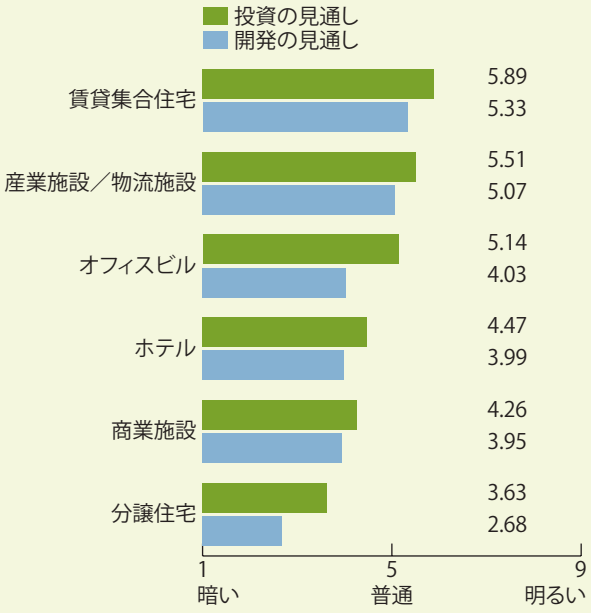
2009年には、問題が山積みとなった経済状況の下で業績の悪化や需要の落ち込みが見られ、各不動産部門のパフォーマンスが低迷することが予想される。また、「物件の所有者は稼働率をできるだけ高く保とうと、テナントに有利な条件や無料の賃貸期間を設定するだろう」。大きく低迷する不動産部門も出てくる可能性がある。住宅の見通しはさらに悪化し、過去の調査結果を下回っているが、やがて底を打つだろう。商業不動産部門への投資の見通しは暗くなり、「比較的悪い」評価となった。ホテルは「良好から悪い」の範囲に、オフィスは「良好」に下がったが、産業施設・倉庫は若干上がって「良好から比較的良い」となった。最も高い投資パフォーマンスが期待されるのは賃貸集合住宅で、「比較的良好」の評価を維持した（図表4-1参照）。開発の見通しについては、投資の見通しをさらに下回り、開発案件は各不動産部門において限定的なものになるだろう。ただ、新規案件の見通しが明るい賃貸集合住宅と、産業施設は恐らくこの限りではない。

■賃貸集合住宅と物流施設／倉庫施設が引き続きランキング上位を占める。2009年には賃貸集合住宅が1位に返り咲くと見られる。人口動態（若年成人の増加）や住宅市場の低迷によって賃貸層が増加するため、賃貸集合住宅は高い稼働率を維持し、賃料相場は底固いものになると予想される。高級賃貸集合住宅市場は軟化し、分譲マンションの開発も途中で賃貸集合住宅に切り替えられるケースが出てくるだろう。

■産業施設は安定したキャッシュフローが期待でき、引き続き有力な投資候補となるだろう。だが消費の低迷が長引けば、在庫や出荷量が減る可能性がある。ハイテク企業の業績は経済全体のパフォーマンスを上回るが、研究開発関連施設は横ばいと考えられる。

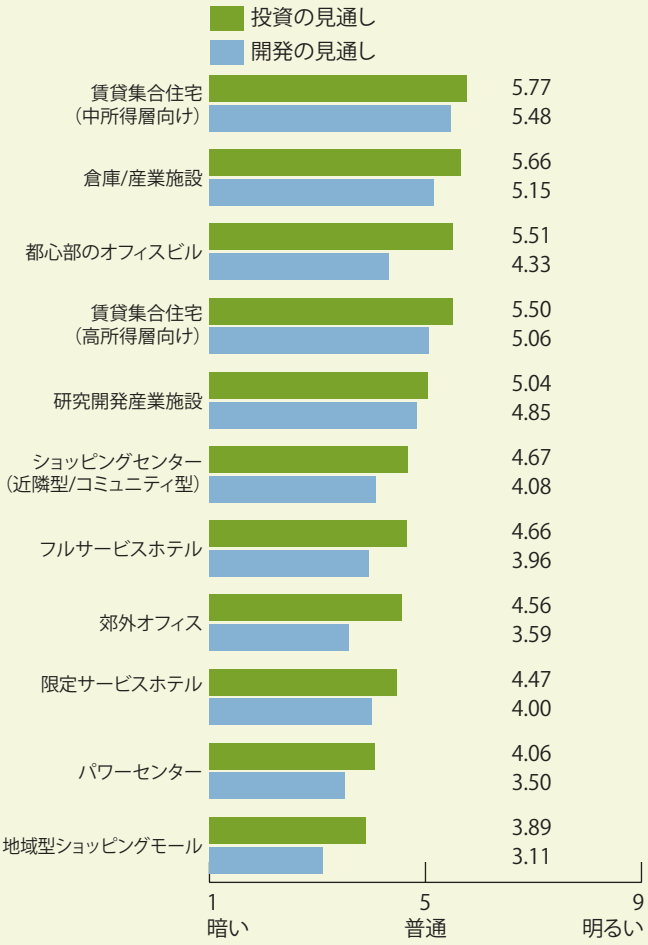
■都心部のオフィスは、郊外オフィスに比べテナントの減少をうまく乗りきれると思われる。投資家はビジネスパークや郊外の集積地で行

図表4-1
2009年における主要な不動産タイプの見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-2
2009年の部門別見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

われる開発案件よりも、ビジネスセンターの主力物件の方に関心を持つだろう。郊外の集積地は開発が容易というメリットがあるが、現実には空室率が高く、またテナントの入れ替わりが激しいため、賃料の引き上げや維持は困難になると見られる。

■ホテルは不安定で、経済的要因の影響を受けやすい。つまり、景気後退期には稼働率や客室料金が急落する可能性が高い。企業は出張費を減らし、行楽客も近場で済ませるか外出を控える傾向にある。主要市場の「フルサービスホテル」は、郊外やインターステートハイウェイのインターチェンジ沿いに立つ「限定サービスホテル」を上回るパフォーマンスを示すだろう。

図表4-3
キャップレートと内部投資収益率の見通し

	キャップレート 2008年7月（%）	期待キャップレート 2009年12月（%）	期待キャップレートの変動（ベーシスポイント）	レバレッジなしの期待内部収益率*（予想）
限定サービスホテル	8.18	8.91	+73	11.65
パワーセンター	6.91	7.57	+66	10.29
郊外オフィス	7.18	7.81	+62	10.45
フルサービスホテル	7.54	8.13	+59	11.27
地域型ショッピングモール	6.19	6.77	+59	9.68
研究開発産業施設	7.31	7.83	+52	10.70
ショッピングセンター（近隣型/コミュニティ型）	7.01	7.54	+52	10.46
都心部のオフィスビル	6.34	6.86	+52	9.77
賃貸集合住宅(中所得層向け)	6.38	6.86	+48	10.10
賃貸集合住宅(高所得層向け)	5.95	6.43	+47	9.88
倉庫/産業施設	6.83	7.26	+42	10.10

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
*保有期間内の数値
注：米国の回答者のみに基づく

■商業施設が有力な投資対象となってきた時代は終わった。失業率は上昇し、消費者はクレジットを使い果たしている。住宅関連の問題が経済への信頼を揺るがす一方、消費者はガソリン価格の高騰によって自動車での買い物を控えるようになっている。巨大モールや高所得者層の住む都心居住物件地域、あるいは近隣型ショッピングセンターへの投資は堅調だが、B～Cクラス物件は投資先としては厳しいだろう。

■住宅価格が安定し、銀行の住宅ローン融資が正常に戻ることを、誰もが待ち望んでいる。2009年は差し押さえや不良物件の売却件数が増加する厳しい一年となる。不良物件が一掃され、住宅建設業者は在庫整理に走ると見られる。金融機関が体力を回復するには時間がかかるため、住宅価格が突然反発するようなことはないだろう。

バイ／ホールド／セルの推奨

アンケート結果では予想通り、「バイ／ホールド」の最も適した不動産部門として低中所得層向け賃貸集合住宅、倉庫、都心部のオフィスが挙げられた。いずれも、他部門に比べ価格維持力に優れ、キャッシュフローが安定している。「バイ」の対象として最も評価が低いのは地域モールや巨大ショッピングセンターで、インタビュー回答者は商業施設を投資の対象外としている。反面、「セル」の点数が最も高かったのはホテルと郊外オフィスだった。全体的な意見としては、買手が高い利回りを求めている時期に売却するのは適当ではないとして、現在の苦しい時期を我慢して物件を持ち続けるという方向に強く傾いている。

キャップレート

過去数年間、キャップレートは記録的な低さに抑えられてきたがそれも終わり、2009年を通して、倉庫／産業施設の0.42%から限定サービスホテルの0.73%まで、キャップレートの上昇が予想される（図表4-3参照）。「従来のレベルまで戻りつつある」。これまでのパターンどおり、ショッピングセンターやホテルの上昇率が最も高く、産業施設や賃貸集合住宅の上昇率が最も低い。インタビュー回答者が示したキャップレートでは、2007年の5～7.5%に対し、2009年には6～9%まで上昇する。レバレッジなしのIRRは、どの部門も10%超まで上昇すると予測され、全部門が昨年の報告書の結果を上回るだろう。

開発への急ブレーキ

デベロッパーは融資に消極的な金融機関に頭を抑えられ、需要の低迷や高止まりしている原材料費に手足を縛られるため、2009年は大きな動きのない年になると諦めている。大型案件向けに建設ローンを調達するのは事実上不可能だ。金融機関は住宅建設を融資の対象から外しており、また特に商業施設に対する融資にも不安を感じている。リスクを冒すに足りる収益性が見込まれるのは、賃貸集合住宅や一部の倉庫案件に限られる。しかし、建設が適切にコントロールされるため、2010年以後は市場の回復が加速し、抑制された需要に応じて一連の持続的な開発が行われるものと期待される。

賃貸集合住宅

強み

賃貸集合住宅はいずれ、「リスク調整された、不動産のコア投資」という地位を確立するだろう。住宅バブルの崩壊によって債務不履行に陥った住宅所有者は貸借を余儀なくされている。住宅ローンの条件が厳しくなったため、住宅が購入できなくなった人も出てきている。若年成人層の需要が急増しているからだ。「住宅の所有に適さない人も多い」。初婚年齢が高まるにつれ、賃貸集合住宅に住み続ける年数も増えている。また、子供が自立して夫婦二人になった世帯や退職者が、維持管理の簡単さや便利さを求めて、郊外の一戸建てから都心の賃貸集合住宅に転居する例が増えている。そのため「苦戦している部門が多い中で、賃貸集合住宅は明るい材料だ」。機関投資家が飽くことなく賃貸集合住宅物件を購入しているのも当然だろう。「出口戦略は必ず見つかるはずだ」。

弱さも現れている

フロリダ、フェニックス、ラスベガスでは建設業者が建設過剰に陥り、売れ残ったマンションが賃貸に転換されているにもかかわらず、高所得層向け集合住宅の需要は依然として低迷している。そのため、集合住宅のオーナーは物件を処分できずにいる。経済が不安定で失業者が増加していることから、市況が弱気になっており、それがテナントの質の低下を引き起こし、そのため賃料相場や営業収益が悪影響を受けている。さらに、エネルギーコストと公共料金の高騰により営業費用が増加し、採算性を圧迫している。「賃料を確実に引き上げるには、景気の好転が不可欠」だ。雇用情勢がさらに悪化すればルームシェアが増え、大学の新卒者は親元に返り、需要は減速に向うだろう。米政府が米連邦住宅金融抵当金庫（フレディマック）と米連邦抵当金庫（ファニーメイ）の救済に動いたのは周知のとおりだが、両者は賃貸集合住宅への投資に資金を提供しており、政府がこれを支持していけるかどうかが、賃貸集合住宅の鍵を握る。「民間は賃貸集合住宅の流動性を必要」としており、フレディマックとファニーメイがなければ、この部門は極めて弱いものとなる。

図表4-4
米国の賃貸集合住宅（中所得層向け）

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	5.77	1位
開発の見通し	普通	5.48	1位

2009年12月時点の期待キャップレート　6.9%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.1%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-5
米国の賃貸集合住宅（高所得層向け）

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	5.50	4位
開発の見通し	普通	5.06	5位

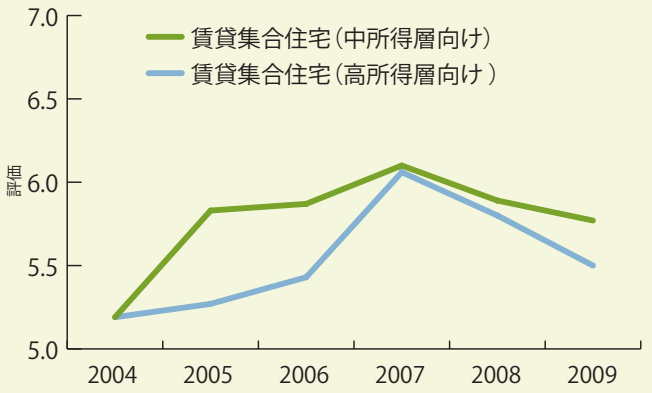
2009年12月時点の期待キャップレート　6.4%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　9.9%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

最善策

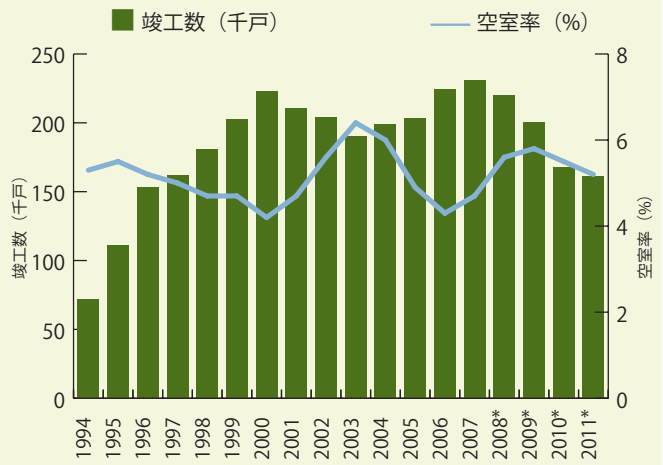
誰もが評価する不動産投資は、需要の堅調な地域において、古い物件を労働者層向けの住宅に造りかえるというバリュー・アッド戦略である。また、政府の助成金によって思いがけない収入を得られる場合もある。さらに、「Bマイナスや Cプラス級の物件に、一室あたり5,000

図表4-6
米国の賃貸集合住宅への投資展望



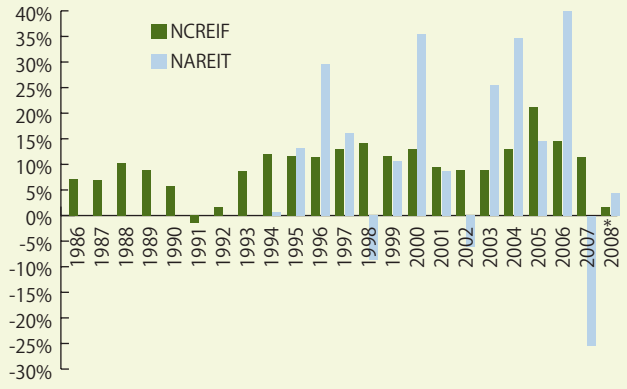
3=悪い　4=比較的悪い　5=普通　6=比較的良い　7=良い
出典：Emerging Trends in Real Estate アンケート

図表4-7
米国の集合住宅竣工数および空室率



出典：REIS（上位市場の合計）
*予想

図表4-8
米国の賃貸集合住宅の総利回り



出典：NCREIF、NAREIT
*2008年6月30日時点のデータ

ドルから10,000ドル投資してＢやＢプラスの物件にグレードアップし、価格を上げてコア投資家に売却するのも良いだろう」。

オーナーは、リーシングの活性化とテナント維持を行える「適切な」運用者を雇うことに力を注がねばならない。

急成長市場で、建設過剰に陥っている中から格安物件を探し始めるといいだろう。需要が回復すれば、頓挫していた開発案件がいち早く反発する可能性が高いからだ。

回避すべき対象

「過熱しすぎた」分譲マンション市場での高所得層向け賃貸集合住宅は、売れ残った分譲マンションが賃貸に転換されて供給過多になるというリスクが大きい。また、デベロッパーが血迷った新規案件は考慮してはならない。商業の中心地から遠く、自動車がなければやっていけない地域での物件については、投資する前に熟考する必要がある。

開発

公共交通網の駅や停車場近くの住宅物件よりも交通が不便な郊外市場の都心部高密度地域に注意を向けるべきだろう。さらに、都市化の進む郊外集積地で建設される複合案件では、「24時間眠らない街」の魅力を向上させ、小売需要を創出するために、ほぼ必ず住宅部分がついてくるものだ。24時間眠らない都市では生活費が高いため、地元政府は引き続きデベロッパーに対し、低所得層向け住宅を供給するよう求めるが、その見返りとして、収益性の高いオフィスや分譲マンションプロジェクトを認可するものと見られる。

展望

経済指標が悪化すれば、賃貸集合住宅の価格は持続すると思われるが、「価格が上がるのを期待しない方が賢明だ」。他の部門での下落と比較して、賃貸集合住宅の価格は下げ止まっていると言えるため、投資家はこの点で不平を言うべきではないだろう。少なくとも、予測されるキャップレートの上昇分をキャッシュフローで相殺することができる。都心居住物件市場に人口が戻り、郊外の都市圏が垂直型へと進化していくのに伴い、賃貸集合住宅の需要と開発は増加の一途をたどると思われる。

産業施設

強み

機関投資家は、主要ゲートウェイや国際空港に近接する大型倉庫施設の取得に強い意欲を見せており、この意欲は一向に衰えそうにない。こうした物件は堅実なコア型投資として安定したキャッシュフローを生み出し、急激な価格変動もない。「買いたいと望む者は多いが、購入可能な物件は少ない」ため、不況下であっても価格の低下は穏やかなものだ。建設のリードタイムも短く、またテナント需要が減っている場合にデベロッパーは比較的簡単に中止することができる。そのため過剰建設もある程度まで抑えられる。2009年には需要を促進する要因が弱まると予想されているため、これは強みであると言える。

弱み

消費の低迷によって輸入量が減れば、倉庫利用の低下に繋がる。太平洋岸の倉庫施設は、米国市場に安価な製品を供給するアジアの製造業者を対象にしているが、既に空室率が上昇し始めている。米国の輸出が強化されても、その穴埋めには足りないのが現状だ。住宅建設業者による建築資材の購入が減り、また新築住宅の購入者数が減少すれば、「資材の発注が減速して在庫を押し下げる」ため、住宅建設に関連した倉庫市場も軟化するものと予想される。さらに、ガソリン価格の高騰によって荷送人がトラック利用を減らして列車利用を増やすため、物流ルートや輸送ルートの再検討を余儀なくされる。これは「誰もが対策を検討中」の状況だ。一方、西海岸の港が滞ることで、メキシコからライバルが出現する可能性がある。ただし、メキシコから米国への輸送には優れた鉄道インフラが不可欠だ。また様々な小型施設を取得して資産構築を行うポートフォリオ投資家にとっては、「取引費用がかさむ」ことだろう。

最善策

景気減速により、短期的には下降が見込まれる。だが湾岸沿いの主要市場は、世界市場の急成長に伴って増え続ける輸出入を支え続けるはずだ。アジアからの輸送需要は将来的に拡大することが見込まれるが、ロサンゼルス／ロングビーチ、サンフランシスコ、シアトルでは倉庫の供給の伸びが鈍化しており、そうした拡大への対応が難しくなることが予想されている。同様に、東海岸ではニューヨーク／ニュージャージー地域がキャパシティの問題に直面し、チャールストン、サバンナ、ジャクソンビル、ヒューストンに投資機会が生まれるだろう。だがこれらの都市は港を整備して、超大型コンテナ船の入港に対応できるようにならなければならない。

図表4-9
米国の倉庫／産業施設

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	5.66	2位
開発の見通し	普通	5.15	2位

2009年12月時点の期待キャップレート　7.3%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.1%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-10
米国の研究開発産業施設

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	5.04	5位
開発の見通し	普通	4.85	3位

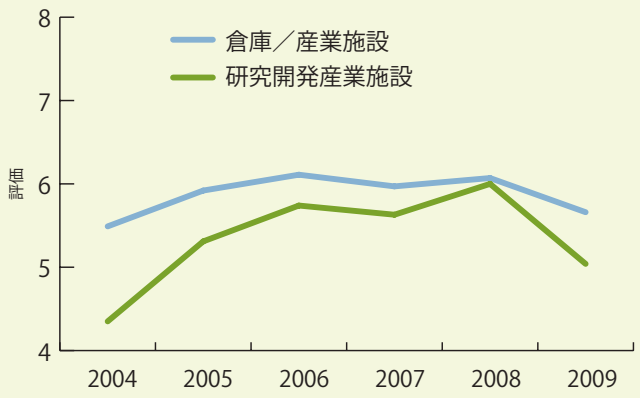
2009年12月時点の期待キャップレート　7.8%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.7%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

回避すべき対象

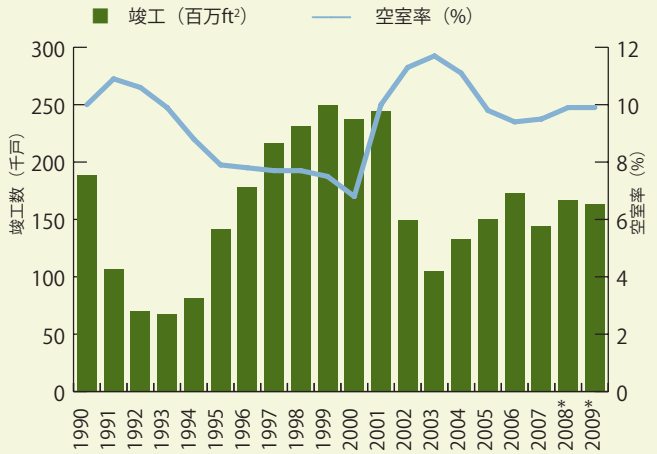
テキサス市場の潜在的な輸送ハブや、カンザスシティ、メンフィス、コロンバスなどに早期に投資するのは要注意だ。確かに、これらの市場が将来において重要な物流センターとなる可能性はある。また、インターステートハイウェイや老朽化しつつある鉄道網を代替・補完するものとして、新たなインターモーダル輸送経路が必要不可欠になっていくのは確かだ。しかし、そうした次世代ネットワークを計画して国としての競争力を維持しようとするには、連邦政府が州、荷送人、

図表4-11
米国の産業施設／物流施設への投資展望



3=悪い　4=比較的悪い　5=普通　6=比較的良い　7=良い
出典：Emerging Trends in Real Estate アンケート

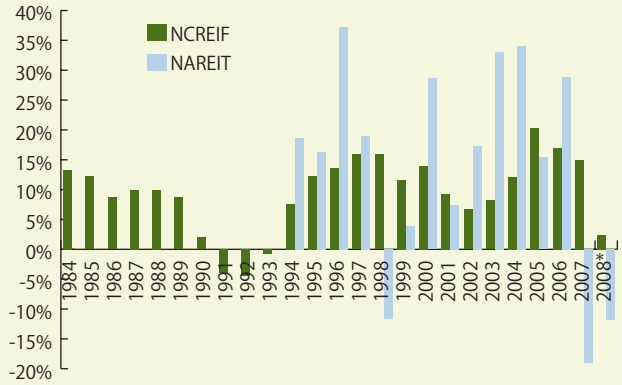
図表4-12
米国の産業施設竣工数および空室率



出典：Torto Wheaton調査
*予想

鉄道会社と協力する必要がある。コストのかかるインフラ整備は一朝一夕にできるものではない。とはいえ、いずれは勝敗を決する要因となるだろう。

図表4-13
米国の産業施設の総利回り



出典：NCREIF、NAREIT
*2008年6月30日時点のデータ

開発

建設業者は撤退した方がよいだろう。空室率の上昇、建設費用の増加、資金調達力の限界などにより、短期的にはプロジェクトが大打撃を被ると思われる。

展望

産業施設は他の不動産部門に比べ、調整や転換の可能性が非常に高い。用途の変更・転換によって新たな産業施設に生まれ変わることも多い。投資家は、石油価格の上昇によって輸送パターンや倉庫の選択基準がどのように変わるか見守る必要がある。メキシコ経由で輸送されるアジアの貨物が増えれば、テキサス市場がその恩恵にあずかると思われる。同様に、米国を横断する輸送で、ガソリンを大量に消費するトラックの利用が減って鉄道にシフトすれば、インターモーダル輸送の戦略上、米国中央部に位置する市場が重要度を高めるだろう。また、数年後にはパナマ運河が拡張され、アジア企業がメキシコ湾岸や東海岸の港にアクセスするのが容易になる。これにより西海岸の港に対する能力増強の圧力は弱まるが、経済がさらにグローバル化し貿易量が確実に増加するため、新たに物流施設が増え、また主要ゲートウェイに対する需要の着実な増加が見込まれる。米国は、現状のインフラでは将来的に不十分なためこれを是正し、効率を高めた効果的な輸送システムを構築する必要に迫られるだろう。

研究開発施設

倉庫施設や物流施設に比べると多少不安定さがあるが、研究開発施設も安全な資産と考えられる。テクノロジー関連製品・サービスに対する世界の需要が現在の水準を維持する限り、価格が大幅に低下するこ

となく、この経済的混乱を乗り切れる可能性が高い。研究開発施設は、現在住宅や金融部門に集中している問題に巻き込まれずに済むかもしれない。ハイテク、ソフトウェア、バイオテクノロジー企業の大半は、2000年～2001年のITバブル期に過剰に拡大したが、ITバブル崩壊による凋落を経て、今では強固な体制を作り上げている。インタビュー回答者の間でも、研究開発物件は「絶対にホールド」と評価され、「バイ」とする者もかなり見られた。また投資家アンケートでも、シアトルやサンフランシスコ地域市場（サンノゼを含む）がトップにランクインする上で、ハイテクが要因のひとつになっている。

オフィス

強み

オフィス市場がピークを過ぎた後も、オフィスビルのオーナーは長期賃貸契約によって守られると考えられる。また、都心部市場の大半において開発が抑制されたことも、投資家のダメージを和らげる要因になると見られる。投資家は「この嵐を乗り越えられる」だろう。ま

図表4-14
米国の都心部のオフィスビル

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	5.51	3位
開発の見通し	比較的悪い	4.33	4位

2009年12月時点の期待キャップレート　6.9%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　9.8%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

た、市場の縮小によって新規案件の着工が見合わされているため、「景気が回復すれば賃料もすぐに回復する」可能性は高い。最近の上昇サイクルにおいて大半の企業がスペースを拡大したため、賃貸スペースに対するニーズは落ち着いている。また、雇用も控えめで社員数も合理化をしたことにより、一人当たりのスペースは約180平方フィートと最小限に絞られていた。「企業側はオフィスの増床を求めておらず、若手従業員も協力的でオープンな職場環境を好んでいる」。インタビュー回答者は、企業がレイオフについてこれまで以上に慎重になると見ており、またサブリースでの空室率は前回の底をさらに下回ると考えている。エネルギーやハイテク市場では、緩やかな成長の傾向を維持できる可能性すらある。

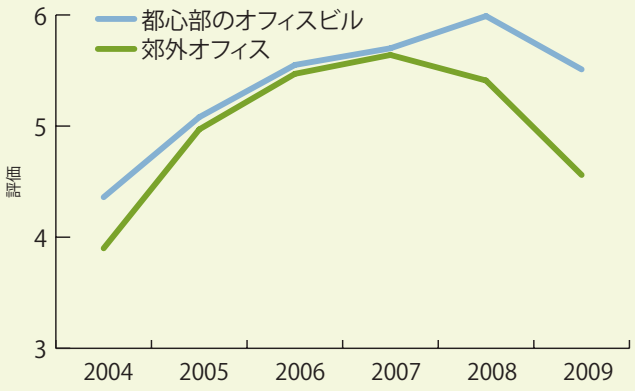
図表4-15
米国の郊外オフィスビル

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	4.56	8位
開発の見通し	比較的悪い	3.59	7位

2009年12月時点の期待キャップレート　7.8%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.4%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-16
米国のオフィスビルへの投資展望

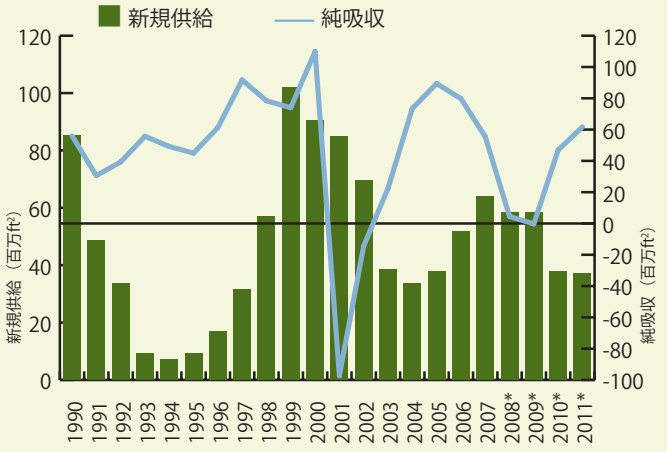


3=悪い　4=比較的悪い　5=普通　6=比較的良い　7=良い
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

弱み

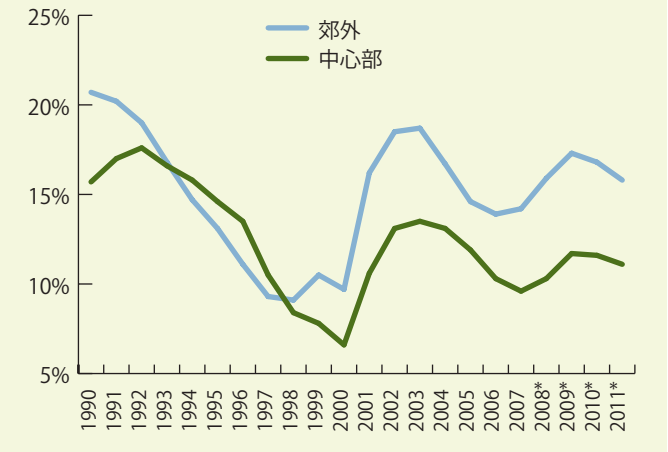
特に金融会社や投資会社が集中する市場ではリーシングが減速し、テナントにとって一層の好条件が提示され、あるいは賃料が低下する可能性があり、「借手市場になりつつある」。オフィス地区が郊外寄りにある都市圏の一部では開発活動が進展し、また参入障壁が低下した結果、空室率の上昇やテナントの移動が起きてダメージを受ける可能性が高い。フェニックス、オレンジカウンティ、バックヘッド、バージニア州北部の郊外、それにラスベガスは、一層厳しい状況に陥るだろう。賃料が横ばいになる一方、公共料金や燃料費の高騰によって営業純利益が損なわれると考えられる。長期的な需要動向には伸び率の

図表4-17
米国の新規オフィスビル純供給および吸収



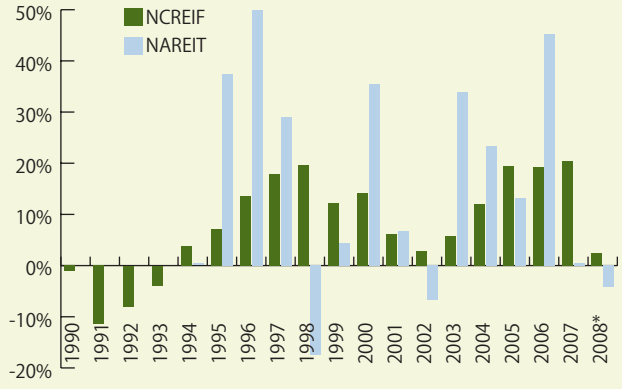
出典：Torto Wheaton調査
* Torto Wheaton予想

図表4-18
米国のオフィスビル空室率



出典：Torto Wheaton調査
* Torto Wheaton予想

図表4-19
米国のオフィスビルの総利回り



出典：NCREIF、NAREIT
*2008年6月30日時点のデータ

鈍化が見られる。企業は今後も徹底した費用削減を行い、海外への業務委託を加速させ、費用負担の大きい福利厚生やデスクを必要としない外部コンサルタントへの委託などを進めるだろう。また、技術の発達により、自宅勤務も可能になっていく。

最善策

不況期にも稼働率を維持するために、オフィスビルのオーナーはテナントの理解を得られるよう積極的に働きかけねばならないが、「テナントに有利な条件を飲んで、信用性の高いテナントを引き入れる方が理にかなっているかもしれない」。大手テナントは、サブリース対象として市場に戻すオフィススペースの上限を見直す必要がある。「24時間眠らない街」の中心業務地区（CBD）で市場にスペースを戻し過ぎれば、スペースに対するこれまでのコントロール力が失われかねず、回復に向けたオプションが制限される恐れがある。一方、「24時間眠らない街」の市場における優良オフィス物件は、他の市場に比べ価格があまり下がらず、景気が上向きに転じると価格が素早く反発するのは、既にご存じのことだろう。

回避すべき対象

優良物件に資金が向かう中、地方都市における急激な価格下落に注意が必要だ。地方都市では、拠点を置いている大企業が人員を削減すると、市場全体がマイナスの影響を受ける。「地方都市は大規模な市場に比べ、変動幅が大きいのが常だ」。

開発

オフィス開発に融資する金融機関は1980年代後半の手痛い経験から、最近の景気サイクルにおいても比較的厳しい規律を守った。現在の過激な「貸し剥がし」は、オフィス開発にとって最後の一撃になってい

る。大半のデベロッパーは1年間休業した方がよいだろう。着工を控えている物件については、最終利益の減少に備える必要がある。

展望

オフィスビルのオーナーは、価格の調整から逃れられず、賃料も横ばいとなることを覚悟しなければならない。需要が安定し、今後のロールオーバー・リスクが抑えられるレベルにまで景気が回復することが望まれる。2006年から2007年にかけて法外な値段でAクラス物件を取得した者は、市場の低迷によって手痛い目に遭うものと見られる。ランクの上位に位置する市場では、適切なバランス状態から大きく乖離することはなく、2010年か2011年に企業が採用凍結を解除するときには、賃料が再び上昇を始めるだろう。

ホテル

強み

海岸沿いの主要都市「パスウェイ」には、ユーロ圏や日本からの旅行者が引き続きやってくるだろう。ドル安により、割安で米国旅行ができるためだ。ニューヨーク、ロサンゼルス、オーランド、サンフランシスコは「今後も多くの観光客を受け入れることになる」。一方、他の市場は苦戦すると見られる。だがインタビュー回答者の間には、米国の景気低迷に続いて世界経済が後退すれば、外国人観光客の増加がいつまで続くか疑問視する声もあり、上位にランクインした観光市場でさえ不安が高まるだろう。ちなみに過去の事例から言えば、需要の低迷期には高級ホテル部門や宿泊特化型の中規模ホテルが好業績を残している。過去最高を記録した稼働率は2009年に下降し、過去4年間「小景気」に沸いた1日当たりの客室売上高の伸び率も横ばいになると見られる。ホテルはほとんどの不動産部門より早く、かつ深刻に景気悪化の影響を受けるという現実は、業界の専門家も認めるところだ。とはいえホテルの客室料は夜間の宿泊ベースで調整できるため、迅速な回復を見せることも考えられる。

弱み

企業の経営陣が出張費や会議費の予算削減を命じ、消費者が支出を抑えて旅行を取り止め、航空会社が主要ビジネス市場以外への便数を減らす（多くの観光地が減便の対象となる）中、国内旅行は低下すると見られる。航空会社の減便は特に地方都市に偏っており、対象都市では旅行者数の減少が予想される。ラスベガスや人気のフロリダ市場でさえ、景気の冷え込みに対処しなければならない。全般的に、郊外の限定サービスホテルは好景気時に建設過剰に陥るが、ここ数年も例外ではなかった。だが、ガソリン代を節約するために消費者が自動車での移動を控えるに伴い、インターステートハイウェイのインターチェンジに立地するホテルやモーテルは稼働率が落ちるだろう。「ホテルは岐路に立たされている」。

図表4-20
米国のフルサービスホテル

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	4.66	7位
開発の見通し	比較的悪い	3.96	9位

2009年12月時点の期待キャップレート　8.1%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　11.3%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-21
米国の限定サービスホテル

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的悪い	4.47	9位
開発の見通し	比較的悪い	4.00	8位

2009年12月時点の期待キャップレート　8.9%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　11.7%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

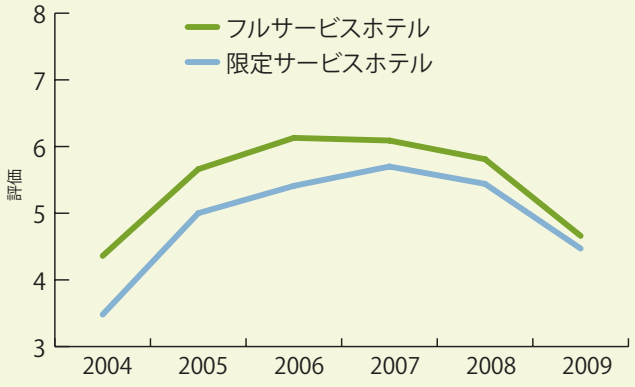
最善策

大手ホテルは稼働率を上げるために、「2泊すれば1泊分無料」のサービス、食事無料サービス、スパでのマッサージ優待といった特典の提供を始めると予想される。一方、投資家やデベロッパーは海外に目をむけ、中東やアジアの成長市場での好機をうかがおうとするはずだ。米国内のホテル資産については、投資家は「ホールド」以外に選択肢がないと思われる。購入機会としては、開発の時期が悪かった案件が考えられる。具体的には、燃料費の高騰によって航空会社や自動車利用者から見離された市場に新規オープンした開発物件で、債務返済ができず不良資産化する寸前のものだ。だが購入するには、石油価格が落ち着くことと旅行者数が徐々に戻ることに賭けるしかない。

回避すべき対象

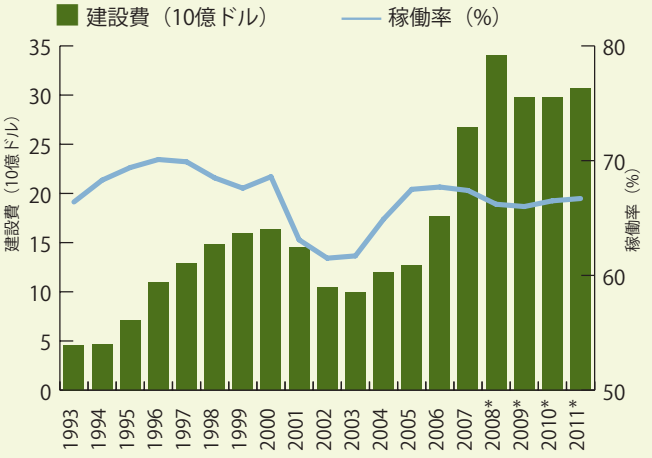
不良資産の処理などで景気が立ち直るまで、大半の市場のホテル部門には「プラス要素」が何も見当たらない。ラスベガスについては、「厳しい」としか言いようがない。

図表4-22
米国のホテルへの投資展望



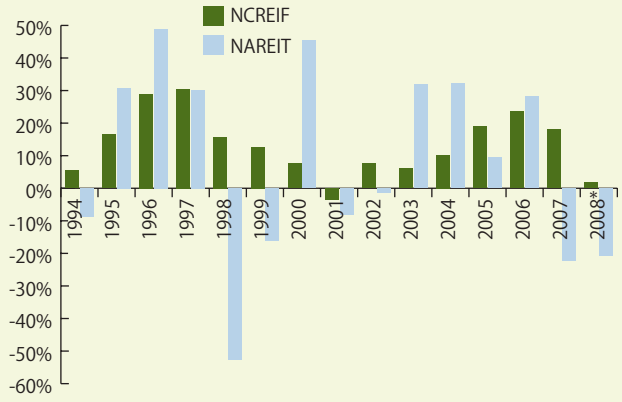
3=悪い　4=比較的悪い　5=普通　6=比較的良い　7=良い
出典：Emerging Trends in Real Estate アンケート

図表4-23
米国のホテル建設費と稼働率



出典：米国・国勢調査局，　ムーディ社 Economy.com、Torto Wheaton 調査
*予想

図表4-24
米国のホテル／宿泊施設の総利回り



出典：NCREIF、NAREIT
*2008年6月30日時点のデータ

開発
今、これを考えている人はいないはずだ。

展望
宿泊部門は「まさしく玉石混淆」で、ニューヨークやロサンゼルスのフルサービスホテルは稼働率と収益を維持できる可能性が高い。ハブ空港を中心とするビジネスセンターのホテルも健闘すると見られる。だが、「行動ルートから大きく離れている」都市圏や郊外市場では「膨大な赤字に見舞われかねない」。業界ベンチマークの平均が成長または横ばいになるか、あるいは大幅に低下するかは、景気の谷間がどれだけ続くかによるだろう。

商業施設

強み
市場を独占しているような大型モール（その大半はREITの所有）や、高所得層地域の近郊にあるコミュニティ型ショッピングセンターは、他の商業施設よりもうまく消費の低迷を乗り切れるだろう。インタビュー回答者は、主要な「24時間眠らない街」の都市型商業施設について、比較的ポジティブな見方を保っている。

弱み
ショッピングセンターは「ハイリスク」商品となるだろう。インフレや燃料費の高騰によって小売店の売上が蝕まれ、雇用見通しの暗さや

住宅バブルの崩壊により、消費が冷え込むと見られる。REITは「投資主から強く成長を求められ」ており、デベロッパーは「不要な案件で騒ぎたてている」が、そうした時期において小売業者は、「長年先延ばしにされてきた問題の調整」のために「倒産する」ことが予想される。インタビュー回答者の多くは「店舗の床面積が広すぎるし、消費者の財布は空っぽだ」、「大惨事が待ち受けている」、「多くの小売業者に破綻が迫っている」と見ている。資金調達がより困難であったら、もっと早く倒産していたチェーン店もあるだろう。過去10年を超える好景気が終わった今、「小売業の墓場が再び埋まりつつある」のだ。「ダーウィンの進化論」（＝自然淘汰）のような今日の環境では、小売業者は以前のように売上が上位のショッピングセンターに集中し、売上の劣るBクラスの店舗を閉鎖しなければならない。多くのショッピングセンターはテナントが去り、生き延びるのに必死となる。近隣型ショッピングセンターの中には、個人商店の倒産のあおりを受けて苦しむところも出てくる。GMSやレジャー／パワーセンターも淘汰の波に直面するだろう。「少しでも安心するためには、信用度の高いアンカーテナントが必要だ」。また、ドラッグストアの代わりに会員制の大型卸売店を利用する買い物客が増える一方、「道路沿いのショッピングセンター（ストリップセンター）にこれほど多くのドラッグストアが必要なのか」と疑問を呈するインタビュー回答者もいる。本報告書では「スターバックス」についても同様の指摘をしていたが、その結果は明白だ。

図表4-25
米国のショッピングセンター（近隣型／コミュニティ型）

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	4.67	6位
開発の見通し	比較的悪い	4.08	6位

2009年12月時点の期待キャップレート　7.5%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.5%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-26
米国のパワーセンター

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的悪い	4.06	10位
開発の見通し	比較的悪い	3.50	10位

2009年12月時点の期待キャップレート　7.6%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　10.3%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

図表4-27
米国の地域型ショッピングモール

2009年	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的悪い	3.89	11位
開発の見通し	悪い	3.11	11位

2009年12月時点の期待キャップレート　6.8%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率　9.7%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

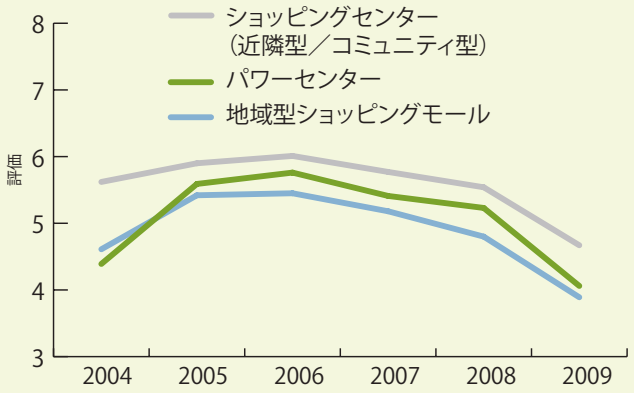
最善策

モール型REITの株式は「バイ」または「ホールド」がお薦めだ。こうしたREITのポートフォリオの大半が大型モールであり、モールで店舗展開を続けるよう小売業者に圧力を掛けている。今後も打撃を受ける可能性はあるが、株価はそうしたダメージの大半を織り込み済みだ。消費者は安売りを強く望んでいるため、アウトレットセンターや会員制ディスカウントストア、総合スーパーは何とかなるだろう。また、好立地のストリップセンターや、大手スーパーがアンカーテナントになっているところは、今後とも生活必需品の買い物客を集めることができるはずだ。

回避すべき対象

ライフスタイルセンターの本来のコンセプトは、高級住宅地近くの大型モールに店舗を集中させることだった。だが最近は、郊外のはずれの低所得者層地域で開発を行ってきた。そこで開発されたセンターは「大打撃」を受ける。古いBクラスやCクラスのコミュニティ型ショッピングセンターはゴーストタウンならぬ「ゴーストモール」になり、将来の複合開発に向けた潜在的な敷地に変わるだろう。

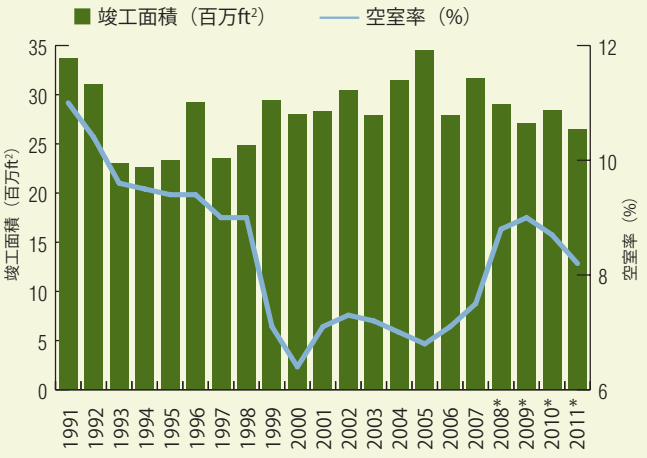
図表4-28
米国の商業施設への投資展望



3=悪い　4=比較的悪い　5=普通　6=比較的良い　7=良い

出典：Emerging Trends in Real Estate アンケート

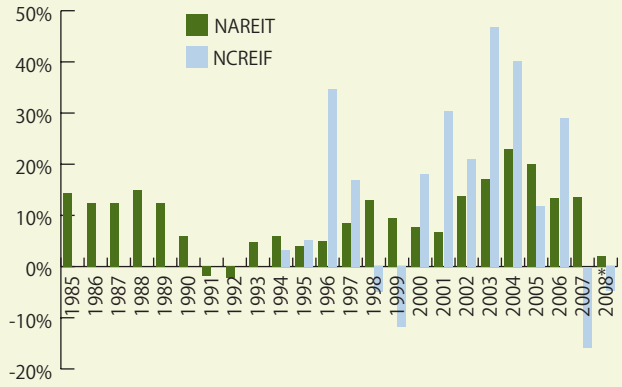
図表4-29
米国の商業施設竣工面積および空室率（上位50の市場）



出典：REIS（上位市場の合計）

*予想

図表4-30
米国の商業施設の総利回り



出典：NCREIF、NAREIT

*2008年6月30日時点のデータ

開発

開発の可能性は低い。REITは新規プロジェクト向けに狙っていた土地を手放すと見られる。二番目の環状道路沿いにあるショッピングセンターは新たな環状道路の開発を恐れていたが、「彼らを飛ばして開発が行われることはない」ため、その心配は無用となるだろう。主要な都心部高密度地域にある、やや古い「十分に活用されていない」ショッピングセンターは、将来において付加価値開発（もしくは買収）のターゲットにされる可能性がある。ここでのキーワードは「将来」だ。住宅・商業・オフィスの複合利用コンセプトが時と共に都心部高密度地域にも拡大し、「24時間眠らない街」の利便性が一層提供されるだろう。

展望

ショッピングセンターのオーナーは、価格の低下や営業収益の減少に備えねばならない。小売業者が経費の節減や戦略の見直しに取り組むため、退去するテナントの後継テナントを探すのがますます難しくなるだろう。雇用が再び増加し、ガソリン価格が落ち着くまでは、消費意欲の低迷が予想される。また、住宅価格の下落や高金利がさらなる障害となる。借入への依存過多の消費者がモールで安心して消費するためには、クレジットカードや住宅ローン、学生ローンや自動車ローンなどをうまくコントロールできるよう抑える必要がある。そのため、商業施設はしばらく落ち込んだままだろう。

「過去の世代にとっては、
住宅の購入は住むことが目的であり、
富を産むものとは
見なされていなかった。
近年は考え方が変わって投資対象となり、
人々は手を広げすぎた。
住宅購入は経済的自立への道だという宣伝が
行き過ぎ、住宅の販売が過熱したのだ」。

住宅

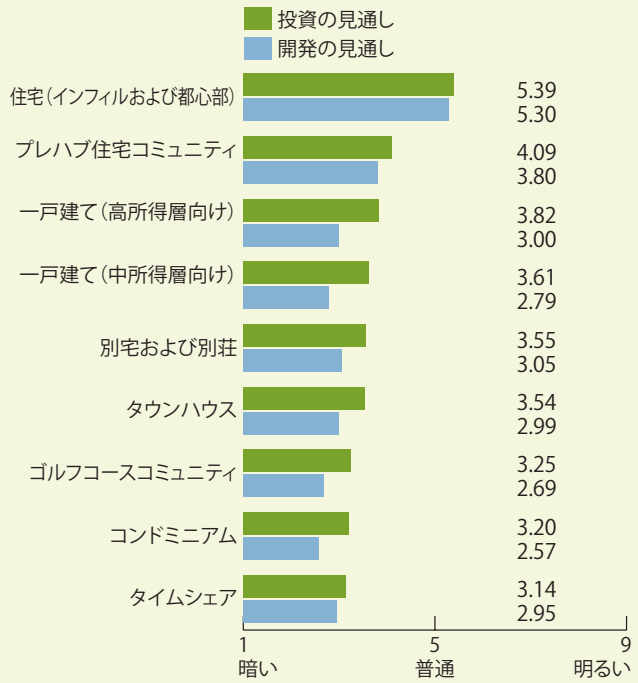
強み

住宅価格は1929年の世界恐慌以来最速というペースで下落した。だが、住宅価格は何年にもわたって順調に上昇してきたため、適度な住宅ローンを組んだ長期所有者の大半は、購入価格に比べて大幅な「含み益」を維持できることだろう。この背景には、「過去の世代にとっては、住宅の購入は住むことが目的であり、富を産み出すものとは見なされていなかった。近年は考え方が変わって投資対象となり、人々は手を広げすぎた。住宅購入は経済的自立への道だという宣伝が行き過ぎ、住宅の販売が過熱した」という事情があり、また容易に入手できるレバレッジを利用した投機筋が市場を競り上げたためだ。差し押さえや投売りが増加し、住宅建設業者の在庫が大幅な割引価格で処分されているが、ようやく住宅価格の底が見えてきている。恐らく2009年後半には底を打つと思われる。「最悪の時は過ぎた」のだ。

弱み

分譲地の開発業者は大打撃を被るだろう。分譲地のエクイティのすべてを失うのに加え、多額のレバレッジの返済義務を個人的に負っている場合がある。中には95%まで借りた者もいる。地価は下落の一途を辿っており、「値が下がり始めた時に土地を購入した人は後悔している」。不良資産が市場で処理されない限り、住宅購入希望者と販売者の価格が合致することはない。裕福な購入者も多額の住宅ローンに手を出したため、問題はサブプライムローンをはるかに越え、あらゆる価格の住宅に

図表4-31
2009年における分譲住宅の見通し



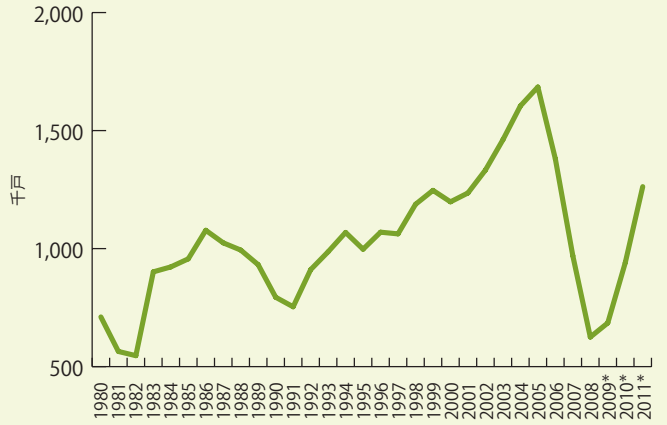
出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

まで及ぶはずだ。「まずは2003年から2004年の価格レベルに戻る必要がある」。希望価格がリーズナブルな価格帯へと急落しつつあっても、平均的な購入者にとっては住宅の購入がますます難しいものとなる可能性がある。住宅ローンの貸手側は大敗を喫したため、エクイティ要件や住宅ローンの条件をさらに厳しいものとし、これについて譲歩することはないだろう。金利が上昇すれば、必然的に住宅ローンの利率も上昇する。「雇用の拡大と賃金の上昇が必須だが、2009年にはどちらも起こらないだろう」。「どんな住宅であれ、売るのは難しい。ニューヨークの市内でも例外ではない」。最悪の事態は既に終わったかもしれないが、「さらなる苦痛がまたやってくる」。

最善策

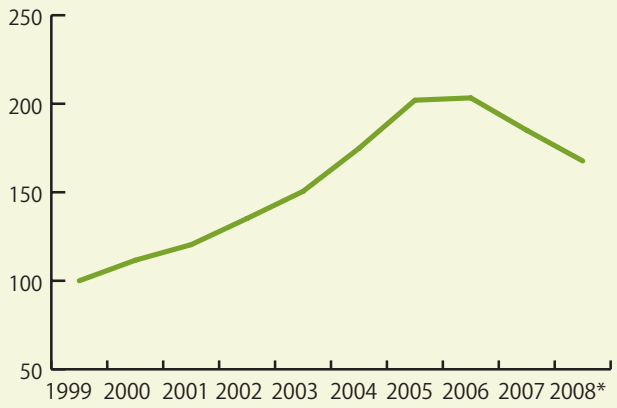
主要な商業中核地に近い住宅は、価格の点で他を上回るパフォーマンスを示すだろう。「もはや3,000平方フィートの広さや4台の自動車など必要でないことに人々は気づいている」。大西洋を望むマイアミの高級マンションも、そのうち購入に適したものとなる。「1975年にはフロリダ州南部で3万戸のマンションが売れ残り、1988年にも同じことが起きた。今はその三度目が起きているだけだ」。オーシャンビューの物件には、常に市場が生まれてくるものだ。

図表4-32
米国の一戸建て建設許可数



出典：米国・国勢調査局、ムーディ社Economy.com
*予想

図表4-33
S&P／ケース・シラー住宅価格指数



出典：スタンダード＆プアーズ（S&P）
*2008年6月30日時点のデータ

回避すべき対象

近隣の都心部高密度地域への市場の需要が移るにつれ、外周部の郊外や準郊外地域の損失はさらに大きなものとなると思われる。売れ残っている「準豪邸」の分譲は、ダブルパンチに苦しむだろう。販売者は自動車通勤のコストを避けようとする動きに苦闘しているが、広い住宅にかかる光熱費の高騰がそれに追い討ちをかけるからだ。

開発

（ありえない）

展望

市場の安定化に伴い、住宅の建設と購入、及び住宅融資に対する姿勢は、急激な調整を経て過去の状態に戻るだろう。住宅を所有することはローン返済の問題だけではないことを人々は学んだ。「それ以外にもいろんな費用がかかり、十分な貯金が必要だ」。さらに、住宅価格は右肩上がりがずっと続くというとの考えも消え去った。アメリカンドリームはいとも簡単に悪夢に変わり得ることを、現実が示している。言葉をいくら取り繕っても、「住宅を所有するだけの財力がなく、また所有すべきでない」人々がいるのは確かなのだ。生き残った住宅建設業者は「複合利用、街の中心部、人口密度の高いコミュニティ」という都市居住構想に再び力を入れるだろう。規制当局の厳しい追及にあい金融機関は、融資基準を厳格化する一方、ローンの件数をある程度犠牲にして、購入者の信用力を詳細に審査する必要があることを認識するはずだ。米国は再び、良いこと（低コストのレバレッジ）も度が過ぎれば"禍"になりうることを理解するだろう。回復の足取りは重く、不確実なものと予測される。

ニッチ市場

ニッチ市場や複合利用に対する関心は消え失せると見られる。投資家は「利回りを求めて藪をつつくには問題を抱えすぎている。ニッチ市場は存在すら話題にならない」。インタビュー回答者は、これらの市場が概して「厚みがない」もので、「わずかしか投資を展開できない」点を不服としている。「不確実性を評価検討するのが難しい上、それにかかる時間や資源に見合うほどの取引量もない」。数年前にはコア投資家が、クリニック、学生向け住宅、トランクルームなどの代替分野で投資先を探していた。主なターゲットの価格が既に上がっていて、投資しても利益が得られないからだった。だがその頃に比べ、今ではニッチの魅力は落ちている。ニッチから得られる利益にはムラがある（診療所やトランクルームは比較的良好だ）。「主な不動産部門に比べキャップレートの上昇が早い」とか、「取引に見合う数字が得られなかった」という声が聞かれた。

インタビュー回答者の中では、人口動態の点から、学生向け住宅、クリニック、シニア住宅市場を上位に置いている（図表4-34参照）。また米国では道路、公共交通網、上下水道、配電網の改修にかなりの投資が必要なため、インフラも有望と見ている。労働層向け住宅の需要も伸び続けているため、税金の控除対象となっている集合住宅は今後も堅調と見られる。複合開発や「ブランド・コミュニティ」の計画は、住宅市場や信用供与が落ち込んでいるため、消えていくだろう。

学生向け住宅
人口動態に頼りきった賭けといえる。団塊ジュニア世代が大挙して大学に押し寄せ、全員を大学寮に入れるのは困難と見られる。

診療所
団塊ジュニア世代と同じほどの人口を持つ団塊世代が、身体の調子を崩して慢性病を患う年齢に達してきている。「年を重ねるほど、通院に費やす時間が増える」。

インフラ
米国は年間約1,400億ドルを道路や公共交通網に投じているが、連邦政府の試算では、国を維持するためのプロジェクトには2,400億ドルほど必要としている。連邦政府が州政府や地方自治体に対し財源や予算の仕組みをよく解説するとともに、ドライバーに課す道路料金の値上げが必要なことを理解してもらえれば、この大きなギャップの一部は、民間の投資家が埋めることも可能だろう。

税金の控除対象の住宅
手頃な賃貸住宅の不足は深刻で、低所得層が住宅に手を出せなくなった都市の多くで、重大な問題になっている。ファニーメイとフレディマックによる補助金が新規案件を支えてきたが、この2機関が破綻し、政府がその再建方針を決定した後でも資金が継続するかは大きな疑問である。

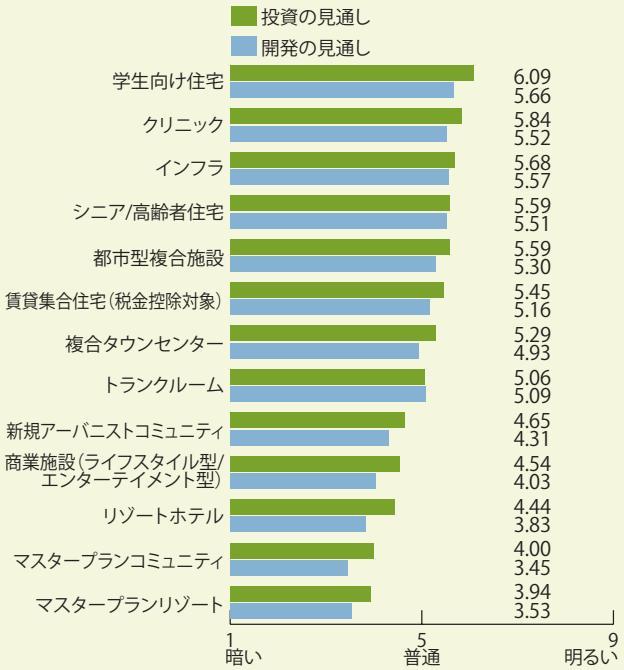
シニア住宅
数字は相変わらず説得力がある。高齢者人口の増加により、55歳超を対象とした分譲住宅や賃貸集合住宅、介護付き住宅、老人ホームなど、シニア向け施設に対する需要は著しく増加すると見られる。

都市部の複合施設
人々は利便性を求め、都心部に戻ってきている。その一方、急成長中のサンベルト地帯に位置する郊外集積地は、将来の成長を目指して、インフィル地域の人口密度の増加を図っている。その中心にあるのが複合プロジェクトだが、短期的には資金調達が難しいだろう。

トランクルーム
住宅市場が一変したことで、立ち退きを迫られ、狭い家に住む人々が増加している。そのため、引き取り手のつかなかったソファーや家具などを収めるために、トランクルームを利用しなければならない人が増えるだろう。

マスタープランコミュニティ、新規アーバニスト、リゾート
開発や住宅に関係するものは、いずれも魅力が薄いだろう。

図表4-34
2009年におけるニッチおよび複合利用物件の見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：米国の回答者のみに基づく

カナダの先行き

「厳しい状況が予想されるが、米国ほど悪くない」

カナダの不動産市場はそれほど不安定ではないが、「隣国の巨大経済」からの衝撃波を回避することはできないだろう。米国の信用危機、ドル安、カナダ製品に対する米国需要の低下、米国経済の「閉塞感」により、堅調と言えるカナダの勢いが削がれ、確固たる需給ファンダメンタルズが弱まっている。インタビュー回答者は先行きの不透明感に警戒心を強め、悲観的な見方に転じている。「2009年には平凡であることが幸せに感じられるようになるだろう」。「厳しい状況が予想されるが、米国ほど悪くない」。回答者は特に、米国の景気後退の悪化や長期化によってカナダ市場が冷え込むことを懸念しているが、「破綻」というよりは「減速」の可能性が高い。「我々は島国ではなく米国と陸続きだから、影響を受けるのは避けられない」。

カナダ経済は「西部と東部」に二分される。東部の、特にオンタリオとケベックが強い逆風を受けており、米経済の減速とカナダ・ドル高によって製造業が停滞し、米国の消費者はカナダからの輸入品の購入を手控え、自動車産業の不振によって産業施設市場は低迷している。一方西部では、原油価格や天然ガス価格の高騰を受け、カルガリーやエドモントンが牽引するエネルギー市場が急成長を見せてきた。だが、世界経済の減速がエネルギー価格に影響を及ぼすため、「単に先走りしているだけかもしれない」。「資源セクターが好調なので大きな打撃は逃れている」状況だ。消費者は過度の借入れに走ってはいないが、それでも「全体として2009年の経済見通しはそれほど良くはない」。

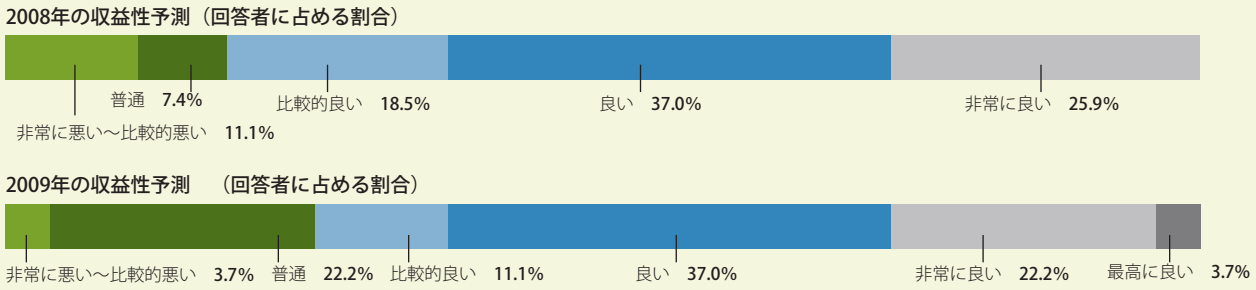
投資の見通し

慎重な融資

米国の貸手が自制心を失ったのに対し、カナダの銀行や政府規制当局は慎重な融資基準を貫いたため、住宅価格の高騰や商業不動産市場のバブルを回避することができた。「我々は80～90%といった過度のレバレッジを設定したり、複雑な融資ストラクチャーを導入することもなかった」。カナダの5大オフィス市場であるトロント、モントリオール、カルガリー、エドモントン、バンクーバーでは、空室率がいずれも１桁台という健全さを誇り、その他の不動産部門も需給バランスが比較的保たれている。「カナダの取引市場は適度にコントロールされており、米国のような取引の過熱は見られない」。機関投資家グレードのコア不動産は、一握りの主要年金基金のポートフォリオに集中している。これらの年金基金は資産の購入や入れ替えを行わないため、価格が大きく上昇することはない。「好況時には、国外で不動産を売って大儲けしたという話を聞いて悔しい思いもするが、現在のように厳しい時期には、むしろ居心地のよさを感じている」。開発プロジェクトも、エネルギー産業に後押しされて急成長を遂げているカルガリーやエドモントンを除き、抑えられてきた（カルガリーとエドモントンでは過熱の兆しが見られる）。「1990年代初頭の深刻な不動産不況時には、事前に賃貸契約を結ぶことなく、リスクの高い大型ビルが建設されたが、現在は状況が大きく異なっている」。

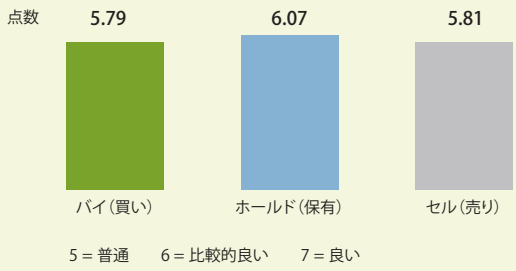
トロント（カナダ）

図表5-1
企業の収益性予測



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-2
エマージングトレンド－先行きの指標　2009年



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-3
キャップレートと内部収益率の見通し

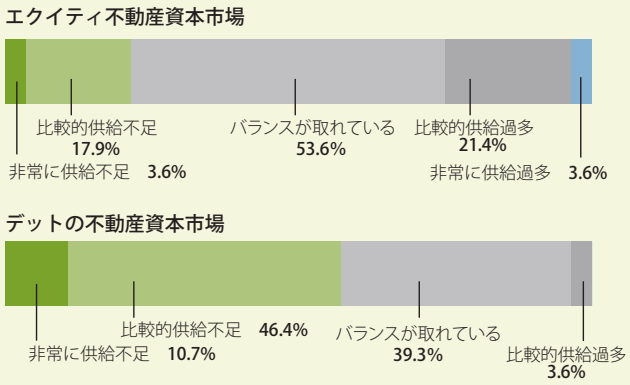
	キャップレート（2008年7月）(%)	期待キャップレート（2009年12月）(%)	期待キャップレートの変化（ベーシスポイント）	期待内部収益率（レバレッジなし）＊
パワーセンター	6.45	6.90	+45	7.96
郊外オフィス	6.75	7.17	+42	8.75
ホテル：限定サービス	7.97	8.38	+41	9.64
ホテル：フルサービス	8.08	8.48	+40	9.86
研究開発産業施設	6.97	7.36	+38	8.57
ショピングセンター（近隣型/コミュニティ型）	6.84	7.20	+36	9.72
倉庫／産業施設	6.70	7.02	+33	8.03
都心部のオフィスビル	6.12	6.44	+32	8.30
賃貸集合住宅：中所得層	5.95	6.18	+23	7.86
賃貸集合住宅：高所得層	5.55	5.78	+23	7.61
地域型ショッピングモール	5.82	6.02	+20	7.50

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
*注：保有期間内

キャップレートの上昇

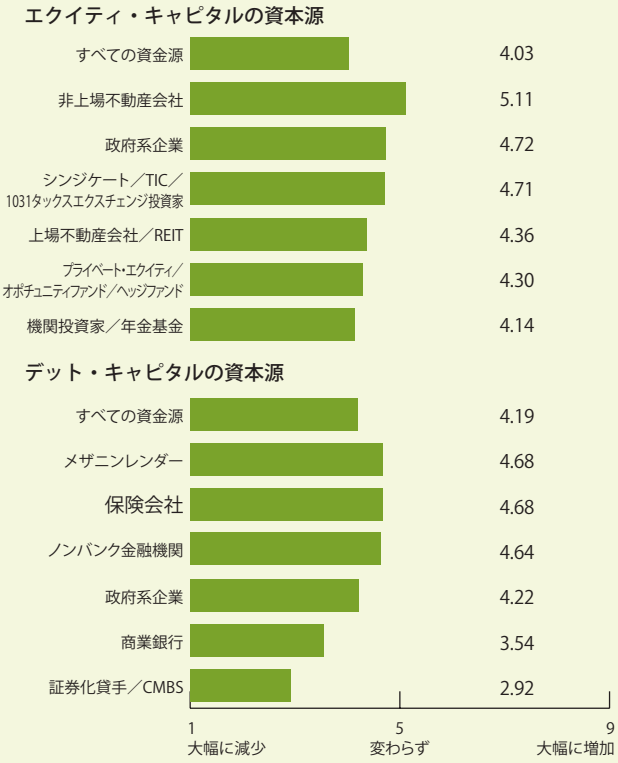
バイ／ホールド／セルの指数はほぼ同一となっており、市場が転換期を迎えつつあることを示している。昨年の報告書と比べ「バイ」の点数は上昇し、「セル」の点数は若干下がり、「ホールド」は上昇した（図表5-2参照）。インタビュー回答者は概して、特に地方都市においてB～Cクラスの不動産資産の価格が下がると予測している。都心部のオフィスビルや地方の代表的なショッピングモールといった優良物件は価格を維持するだろう。いずれにせよ、これらのAクラス物件は大型年金基金が保有し、取引されることはほとんどない。アンケート結果によると、キャップレートの緩やかな上昇（20～45ベーシスポイントの上昇）が見込まれる（図表5-3参照）。上昇幅はショッピングモール、賃貸集合住宅、都心部のオフィスビルが最も小さく、パワーセンター、郊外のオフィスとホテルが最大となるだろう。「資金を呼び込むために、キャップレートは7%強という一般的な水準に戻りつつある。賃料が現状に留まるのであれば、物件価格が若干下がることが予想され、特にB～Cクラスの物件で顕著になると思われる」。

図表5-4
2009年における不動産資本市場のバランス予測



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-5
2009年における不動産に対する資本調達源の変化



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

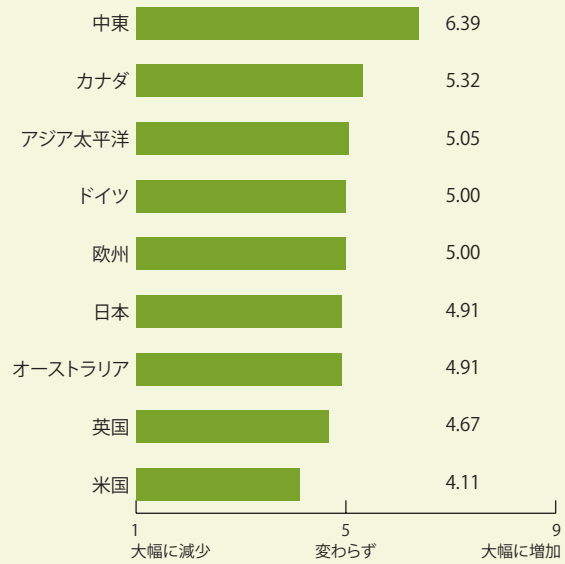
さらなる注意が必要

2005年から2007年には、米国の買手をまねてレバレッジを利かせた買手が積極的に取引を行ったため価格が上昇したが、2008年には取引量が減少した。カナダの金融機関は米国での信用問題とその反応を見て警戒を強めており、デットに依存した投資家の大半を市場から追い出そうとしている。「現在、銀行は不動産に対するエクスポージャーが高まることを望んでいない」ため、エクスポージャーの上限、価格設定、契約条項を通して融資を制限している。評価の高い借手は65～70%のLTVが可能だが、スプレッドが拡大しコストが上昇するほか、銀行がリコースを求めている。アンケートの回答者の過半数は、2009年にエクイティ市場では需給バランスが比較的取れるものの、デット市場は大幅な、あるいはある程度の供給不足に陥ると予測している（図表5-4参照）。

資金の減少

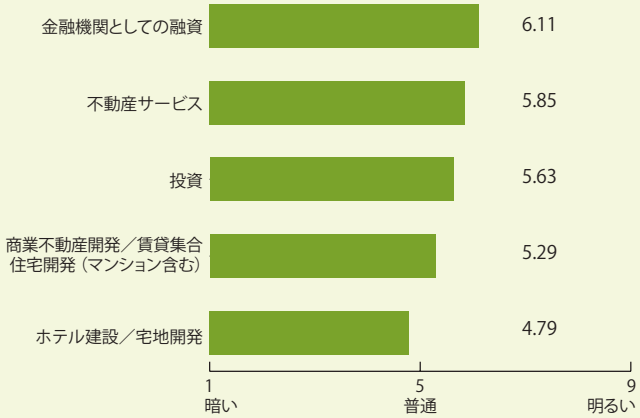
アンケート結果によると、非上場の不動産会社を除いて、あらゆる資金源から資金の供給が減ると予想されている（図表5-5参照）。商業銀行が資金の供給をますます渋っていることに加え、CMBS市場の低迷がデットの流れを妨げている。大型年金基金は国内の優良資産を保持し続ける一方、「よりホットな物件を求めて」国外の新規投資に目を向けている。REIT（特に資本調達に苦しむスモールキャップ銘柄）は「引き続き低迷するだろう」。大型REITによる買収や統合にさらされて「消えるREITも出てくると予想される」。「不動産人気が戻ってくれば大型REITは回復するだろう」が、「しばらくはそうしたことにならないと思う」。譲渡税の増税や政府規制がハードルとなって、外国人投資家は厳しい投資状況に直面するだろう。海外投資家の中でも、潤沢な資本を抱えている中東のプレーヤーが最も積極的な動きを見せると考えられる（図表5-6参照）。一方、米国の投資家はドル安により、これまでのような為替上の優位性を享受できなくなる。全体的に、キャッシュバイヤーは有利な取引を求めて市場を静観し、レバレッジを利用する小規模の買手が一掃されるのを喜んでいる。また、オーナーは「昨日と同じ価格を確保できないのであれば」売却から手を引くだろう。インタビュー回答者は、2009年には意欲的な売手（資金が不足しているオーナーや借入環境の悪化により苦戦している小型REITなど）が増加する中で、キャッシュバイヤーが良い投資機会を手にすると予想している。

図表5-6
2009年における不動産に対する資本調達源の変化（国別）



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-7
2009年における不動産事業活動の見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

開発案件の減少

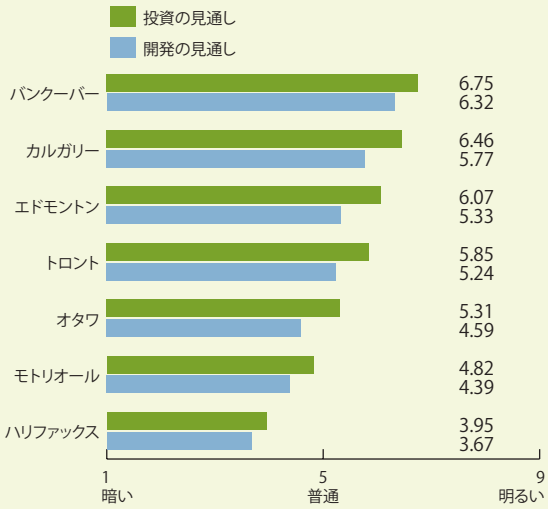
2009年の開発活動は著しく落ち込むものと予想される。景気減速によりスペース需要が低下する中、資金調達コストの上昇、建築資材の高騰、建設労働者市場の逼迫により、プロジェクト予算が次第に増えて「危険な」レベルに達すると考えられる。「延期されるプロジェクトが出てくる」し、銀行が融資を凍結すれば中小デベロッパーは市場から追いやられるだろう。あるデベロッパーは「カナダの金融機関は米国の問題を利用して自分たちの利幅を高めている」と指摘している。だが土地所有者は「潤沢な資金を抱えているため」、地価が急激に下がることはないと思われる。グリーンビルについては、「口先だけの同意」は数多く得られている。デベロッパーは二分されているようだが、エネルギー効率を高める技術や手法が主流になるだろう。光熱費が上昇する中、省エネや運営コスト削減に対する注目が高まるはずだ。建設業者の多くは、グリーン・イニシアチブにはマーケティング面でメリットがあることを認識しているが、デベロッパーの中には、利幅を低下させる追加費用だと捉えている者もいる。「今のところ市場ではグリーン・イニシアチブの競争優位性は示されておらず、その方向への転換期が訪れているとは到底言えない」。

注目すべき市場

カナダは人口密度の低さでは世界有数だが、少数の大都市圏に人口が集中している。特にトロント、モントリオール、バンクーバーは中心的な大都市であり、コスモポリタンな環境を備えている。またカルガリーは重要なアーバンセンターへと発展している。その他の主要都市も、郊外が延々と広がるという方向ではなく、従来からの「都心と郊外」というリングモデルに沿って発展を見せている。ガソリン税が高いため車は米国より割高になっているが、昨今の原油価格の高騰により、公共交通機関へのアクセスの良さなど、都心居住物件での生活志向が高まっている。特にトロントは、北米の中でも賃貸集合住宅の利用者が多い都市である。だが、オンタリオ湖沿いの活気に満ちた都市部及びその周辺では分譲マンションの建設が活発に進められている。「郊外の混雑やガソリン価格の高騰により、人々や企業の都心回帰がさらに進むだろう」。「そのメリットを受けるのは地下鉄駅周辺のオフィスビルや住宅だ」。都心から離れた郊外が悪影響を受け、地方都市の人気が失われていくことになる。

2009年には大都市圏の全地域で需要が冷え込み、人気は「西高東

図表5-8
カナダの注目すべき不動産市場



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

低」になると予測されている（図表5-8参照）。バンクーバーは、昨年上位に名を連ねたカルガリーやエドモントンを抑えて第一位となった。驚くには当たらないが、東部ではトロントが最も優勢で、南東部のオタワ、モントリオール、ハリファックスがこれに続いている。

バンクーバー

人気都市バンクーバーは「熱気が冷め」て供給が抑制されているため、オフィスビルと賃貸集合住宅が高い稼働率を維持している。2010年の冬季オリンピックが追い風になるはずだ。太平洋岸の主要な港湾都市での産業用不動産が人気を集めるだろう。一方、分譲マンションの販売は冷え込み（住宅価格は上昇した後安定する）、観光業界も落ち込みを見せると見られる。内陸地の製材業や鉱業は好況から一転して不況に転じ、この影響が地域全体に現れると思われる。開発機会が限られ、また都心部における建物の在庫が平均以下のため、投資家が基盤を確立するのは難しそうだ。カナダの大型年金基金は、機関投資家グレード不動産の大半を自ら保有している。インタビュー回答者は、バンクーバーの不動産資産は「断固としてホールド」で意見の一致を見ている。

カルガリー

急成長を遂げている大都市カルガリーは、開発ブームに乗って不動産価値が大きく上昇し、ピークを極めた感がある。「賢明に一歩身を引く」か、さもなければ「報いを受ける日が近づく」。現在、デベロッパーは3,800万平方フィートの市場で700万平方フィートという大規模な新規オフィスのスペース開発を行っている。住宅については、「大量供給」が行われても価格が「高くなりすぎた」ため、需要が抑えられる。投資家にとっては、アルバータのエネルギー産業がもたらす「多大なる富」がせめてもの慰めだが、市場のリスクが高まることは確実である。

エドモントン

数年前、オフィス物件の賃料は10ドル未満だったが、現在では50ドルに達する勢いだ。この大都市圏地域はタールサンド（すなわち石油）からドルを搾り取り、大成功を収めている。石油会社は猛烈な勢いで拡大しているが、価格は「行き過ぎているようにも思え」、インタビュー回答者は「価格の下落」を予測している。ヒューストンと同様に、エドモントンはエネルギー業界に大きく依存しているのだ。

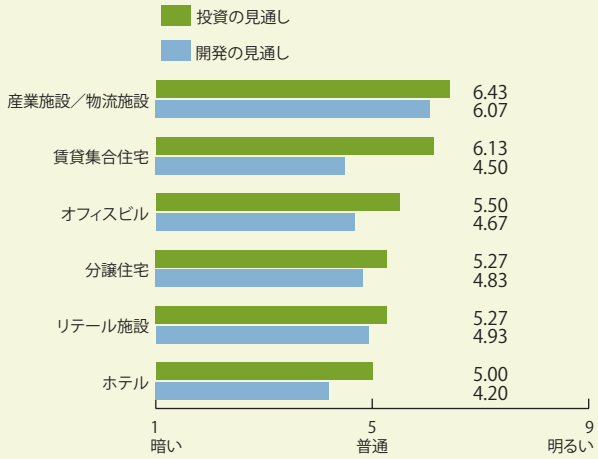
トロント

トロントはカナダの「究極の先導市場」として、また24時間眠らない特別な街のトップとして、全国の企業や製造業の本社が集中している。「エネルギー産業以外で、カナダで事業を展開するのであれば、トロントに拠点を置かねばならない」。だが、金融部門と製造部門の低迷により、熱狂に陰りが出ている。新規オフィスビル（大半は事前賃貸契約）の建設によってトロントの在庫は5%増加し、空室率は一桁台後半に上昇した。B～Cクラス物件の所有者は「気を引き締めなければならないだろう」。分譲マンションの販売は、高層住宅の建設ラッシュ後に一段落しており、デベロッパーは賢明な選択を行って、一部の開発案件を延期している。「ここはマイアミではないが、新聞には分譲住宅の広告が次から次へと掲載されている」。都心から離れた場所に立地する住宅物件の価格はさらに下がっていく。だが、賃貸集合住宅や産業施設は引き続き好調だ。時間の経過とともに、投資家はこのグローバルなゲートウェイで成功を収めることだろう。

オタワ

連邦政府の行政機関が集中しているため職も多く、緩やかな成長と安定性が保たれている。そのため不況になっても、ここでは投資家はより大きな安心感を手にすることができるはずだ。

図表5-9
2009年における主要な不動産タイプの見通し



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

モントリオール

最近、都心部のオフィスビルの空室率が一桁台半ばに下がり、一部のインタビュー回答者の驚きを誘った。「驚くほど好調だ」。ハイテク企業やローカル企業の本社ビル、行政機関の庁舎などがオフィス需要を支えているが、「賃料を押し上げるまでには至らないだろう」。「大都市なのに、なぜか特別な出来事が起こらない街だ」。モントリオールの回答者はこの街のメリットとして、電気料金の安さや生活費がトロントよりも低いことを挙げている。賃貸集合住宅の稼働率は大量の移民によって安定し、分譲マンションの建設は適度に抑えられている。「市場はあまり大きなマイナス点を抱えていない」。投資家はほどほどの、「債券のような利回り」が期待できるだろう。

ハリファックス

大西洋岸の都市ハリファックスは、最近発見された海底油田や軍事基地の恩恵を受けている。海岸などの物件は安価である。だが、カナダ経済の中心地から離れていることや欧州への直行便が出ていないことから、ダイナミズムに欠け発展の可能性は低い。現地プレーヤーであれば良いかもしれないが、機関投資家の投資対象に適うものは少ない。

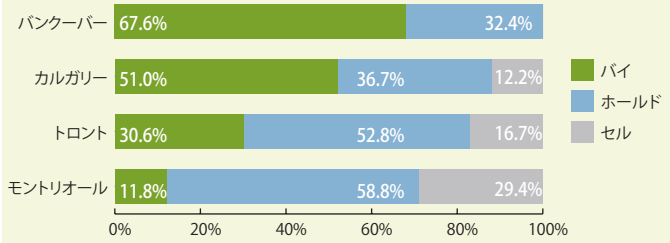
図表5-10
カナダの産業施設／物流施設

2009	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	6.43	1位
開発の見通し	比較的良い	6.07	1位

2009年12月時点の期待キャップレート 7.1%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率 8.1%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-11
カナダにおける都市圏別　産業施設／物流施設のバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

その他の市場

マニトバやサスカチュワンといった小規模な市場は、カナダ西部がコモディティの世界的な需要に関連して全体的な強みを発揮することから、弾みがつくだろう。石油や穀物（小麦など）に加えて、カリ肥料がこの地域の主要輸出品となっている。ウィニペグは空室率が低下し、再び活況を呈している。ウィンザーは自動車業界の低迷を受け、厳しい状況にある。ケベック・シティはモントリオールの影に隠れ、事業者もあまり近寄らない。

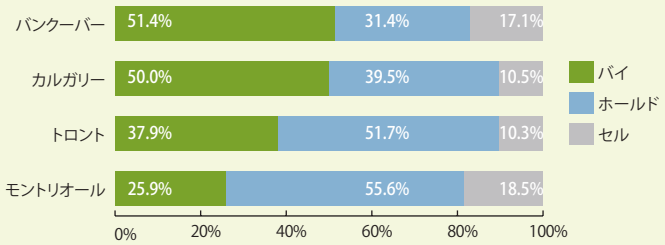
図表5-12
カナダの賃貸集合住宅

2009	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	6.13	2位
開発の見通し	普通	4.50	4位

2009年12月時点の期待キャップレート 6.1%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率 7.3%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-13
カナダにおける都市圏別　賃貸集合住宅のバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

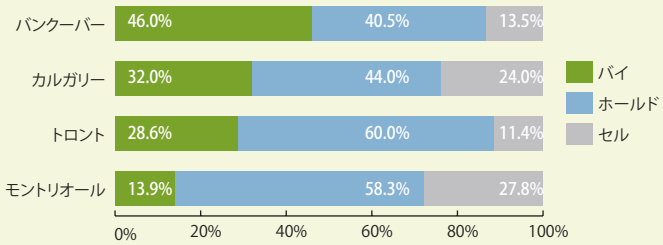
図表5-14
カナダのオフィスビル

2009	見通し	評価	順位
投資の見通し	比較的良い	5.50	3位
開発の見通し	普通	4.67	3位

2009年12月時点の期待キャップレート 6.8%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率 8.5%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-15
カナダにおける都市圏別　オフィスビルのバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

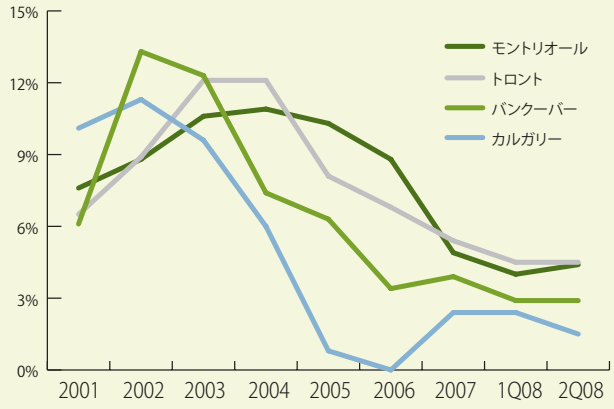
不動産部門の分析

インタビュー回答者は、ほとんどの不動産部門において需給シナリオが弱まると予測している。しかし産業施設や賃貸集合住宅については、「比較的堅調」な見通しである。他のセクターでは、オフィスビル、住宅、商業施設、ホテルは「悪くはない」見通しだ（図表5-9参照）。過去数年、Aクラス物件は価格を維持し収益をあげてきたが、今後は横ばいになるだろう。だがB〜Cクラス物件の利回りは下がり、「物件価格の二極分化が進むと考えられる」。基本的に、都心部に立地するAクラスの主要オフィスビルや大型モールが取引されることはないはずだ。機関投資家がオーナーになっている場合、こうしたドル箱物件から生じる確実な収入を有効に活用することになる。キャップレートが上昇し、テナント需要が落ち込むにつれ、品質の劣る物件では価格が低下するだろう。景気の悪化や、レバレッジを使った買手が少ないことから、Bクラス以下の物件は影響が大きい。資金に困っているオーナーの一部は、安物買いを狙っている者に売却する以外、選択肢がないかもしれない。

産業施設

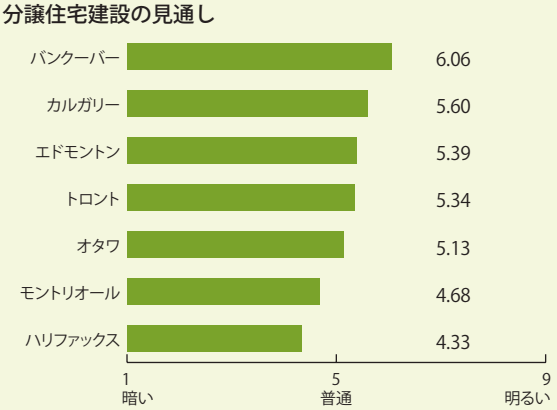
カナダの製造業の中心地であるオンタリオでは、倉庫の建設費用が通常よりも高いため、供給は逼迫し続けている。また、トロント周辺の地価は高く、デベロッパーにとって障害となるだろう。インタビュー回答者の大半は、需要の減少によって空室率が若干押し上げられると予測している。「それほど大幅に上昇することはないだろう」。景気が予想よりも減速して対米輸出が回復しなかった場合、倉庫の見通しもあまり良くなくなる可能性がある。

図表5-16
カナダ：都心部のオフィス空室率－Aクラス物件



出典：シービー・リチャードエリス

図表5-17
カナダの注目すべき不動産市場



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート

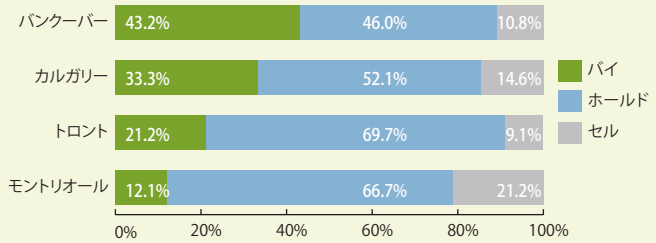
図表5-18
カナダの商業施設

2009	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	5.27	4位
開発の見通し	普通	4.93	2位

2009年12月時点の期待キャップレート 6.9%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率 9.8%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-19
カナダにおける都市圏別　商業施設のバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

賃貸集合住宅

「どの都市かを問わず、賃貸集合住宅はバイである」。多世帯住宅に対する需要は、景気よりも人口動態、移民の流入、ベビーブーム世代の高齢化、若年成人との関係が深い。こうした人々はいずれも増加しており、しかも都市部とその周辺地域で生活することを望んでいる。空室率は2～3%を大きく超えることはなく、「最も安定した資産クラス」である。近年の分譲マンションブームによって地価が押し上げられ、賃貸集合住宅開発の採算性は下がっている。失敗に終わった分譲マンションプロジェクトでは、賃貸集合住宅への転換が行われる可能性があり、分譲マンションの問題が賃貸集合住宅に対する需要を支えると考えられる。また原油価格の高騰により都心回帰が強まり、職場に近い賃貸集合住宅への需要が伸びると予想される。住宅から賃貸集合住宅に転居する借主は、光熱費の削減というメリットも得られるだろう。

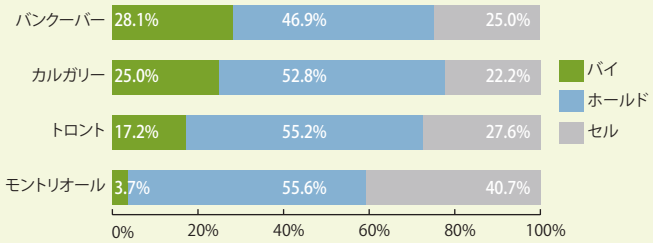
図表5-20
カナダのホテル

2009	見通し	評価	順位
投資の見通し	普通	5.00	5位
開発の見通し	比較的悪い	4.20	5位

2009年12月時点の期待キャップレート 8.5%
保有期間中のレバレッジなしの期待内部収益率 8.9%

出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

図表5-21
カナダにおける都市圏別　ホテルのバイ／ホールド／セルの推奨



出典：Emerging Trends in Real Estate 2009 アンケート
注：カナダの回答者のみに基づく

オフィスビル

空室率は一桁台前半から半ばで、「これ以上低くなったことがない」水準だが、大半の市場で上昇するだろう。トロントでは新規開発プロジェクトの完了により、空室率が大きく変動すると見られる。カルガリーは大量のスペースが余ると予想される。雇用の拡大も減速して需要が減少し、賃料の上昇が止まり、または下落する市場も出ると考えられる。郊外地域は都心部に比べ、需要が落ち込む際の影響を受けやすい。

住宅

全般的に、住宅価格は最高水準に達しており、今後は若干下がると見られる。しかし「価格が暴落するようなことはほとんどあり得ない。とはいえ、入札での高値合戦は終わった」。郊外地域は、価格を維持している都心周辺部よりも悪化すると見られる。カルガリーやエドモントンなど、供給過剰の大都市圏では軟化が予想されるが、西部の市場は、大まかに言って東部よりも好調となるだろう。「満開の季節が去った」後、一戸建ての住宅建設は激減する。銀行は警戒を強めて「40年型住宅ローン」の提供を打ち切ると予想される。借手は思うようにローン契約を結ぶことができず、潜在的な買手の多くは様子を見ると思われる。市場から投機家が去ったため、分譲マンションの販売は減少すると考えられる。失業率が上昇するというシナリオが、さらに暗い影を落とすだろう。

商業施設

商業施設の新規開発は、都市のインフィル開発や、コスコやウォルマートといったスーパーストアが中心になると予想される。ライフスタイル・センターの開発は、カナダでは流行らなかった。極寒地でもあるカナダでは、アウトドアのコンセプトはあまり人気がない。新たな地域型ショッピングモールの開発もない。パワーセンターは、小型のCクラスショッピングモールを「圧倒する」ものと見られる。個人消費は、賃料の伸びが減速する中部と東部の諸州で次第に減少するだろう。経済の不透明さが消えるまで、テナントは拡大を棚上げするはずだ。既存の地域型ショッピングモールや都心の商業施設の周辺で行われる複合開発が、将来の開発機会となるだろう。

ホテル物件

「よくてもせいぜい横ばいだ」。コンベンションが開催されない限り、各都市は大量の非稼働客室を抱えることになるかも知れない。「トロントには高級ホテルがもっとあってもいいが、地価が高いため建設は難しいと言われている。それに宿泊料金を上げるのも難しい」。カナダ・ドル高によって、ホテルやリゾート施設は厳しい時を過ごすはずだ。米国の旅行者は国内旅行を選択し、米国に出かけるカナダ人が増えることになる。銀行は融資を手控え始めるし、買手は「融資の獲得に苦心するだろう」。一部の借手は、返済の圧力にさらされるかもしれない。

最良の策

- 賃貸集合住宅のバイまたはホールド
- 都市部での投資を維持
- 新規の機会に備えて資金を蓄える
- バンクーバーで生活する

ラテンアメリカ の先行き

「ラテンアメリカが安定した投資先となるのを阻害してきた要因は軽減された」

今年の報告書では初めてラテンアメリカ市場の評価を行い、インタビュー回答者の見解や分析をまとめた。来年は、この重要かつ成長を遂げている経済圏の不動産市場を対象とする地域的なアンケートを実施し、その調査をさらに深めていく予定である。

過去20年間、欧米の投資家たちは機会を見つけては、人口と富を増やし続けているラテンアメリカへの参入を繰り返し、まだ十分に開拓されていない不動産市場に足掛かりを得る手段を探ってきた。だが投資家とデベロッパーの試みは、数々の課題にぶつかった。まず、急激なインフレ、高い金利、債務を抱えた政府、蔓延する貧困を原因とする経済の混乱によって繰り返し挫折を味わった。また、政情不安、汚職、先行きの不透明感や様々な規制のハードルによって事業は阻害され、信頼できる現地パートナーを見つけるのにも苦労した。

成長と機会

ラテンアメリカにおける不動産投資の展望は、依然として障壁が残っているものの、以前に比べて幾分魅力を増し、安定したものに映っている。コモディティの価格は高く、ラテンアメリカ経済を活性化させており、ブラジルとペルーはメキシコやチリに次いで「投資適格」の評価を受けている。また、新たな金融政策によって個人消費や住宅の購入に弾みがついており、小売業界の発展に伴って商業施設への需要も伸びている。さらに、製造業（自動車産業や航空宇宙産業）が安価な労働力を求めて工場を設立し、雇用を創出している。主要なオフィス市場であるサンパウロ、メキシコシティ、ブエノスアイレスではAクラス物件が不足しており、稼働率は極めて高く、需要増を受けて賃料が堅調に上昇している。そのため、海外不動産プレーヤーの関心を再び引き寄せており、物件価格が比較的安く利回りが高いことから、

図表6－1
ラテンアメリカの主要指標

	失業率	インフレ
アルゼンチン	9.2%	8.5%
ブラジル	9.3%	4.5%
チリ	7.8%	7.8%
コロンビア	11.1%	5.0%
コスタリカ	5.5%	10.8%
エクアドル	7.5%	3.3%
メキシコ	3.7%	3.5%
パナマ	7.2%	4.2%
ペルー	8.0%	3.9%
ウルグアイ	9.2%	8.5%
ベネズエラ	7.2%	22.5%

出典：クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

特定の市場や不動産部門で選択的な投資が始まっている。あるインタビュー回答者は「ラテンアメリカが安定した投資先になることを阻害してきた要因は軽減された。昔のような経済的な不安定や通貨問題はない」と述べている。

選択的な投資

新興成長地域において大きなリスク調整後利益の確保を狙うオポチュニティファンドは、対BRICs諸国戦略の一環として、世界第9位の経済規模と世界第7位の消費を誇るブラジルに特に照準を定めている。メ

サンパウロ（ブラジル）

図表6－2
ラテンアメリカの経済成長率

	実質GDP成長率		
	2008年＊	2007年	2006年
南米およびメキシコ	4.3	5.6	5.3
ペルー	7.0	9.0	7.6
アルゼンチン	7.0	8.7	8.5
チリ	4.5	5.0	4.0
コロンビア	4.6	7.0	6.8
エクアドル	2.9	1.9	3.9
ウルグアイ	6.0	7.0	7.0
ブラジル	4.8	5.4	3.8
ベネズエラ	5.8	8.4	10.3
メキシコ	2.0	3.3	4.8

出典：世界銀行（年率換算して算出）
＊予測

キシコに対する関心も高まっている。米国市場向けで好調な製造業によって弾みがつき、急増する中所得層が消費を増やし、より良い住宅を求めているためだ。「ブラジルやメキシコは、不動産の基本的な需給関係を示している。つまり需要が伸びているものの、供給が抑えられてきた」。「ペルーやチリの不動産市場ではすでに不動産価格が上昇し、市場は成熟化しているがコンパクトであるため、我々投資家の資本を必要としていない」。「投資家はアルゼンチンの政情が不安定なため、投資するのは難しいと感じている」。ベネズエラ（ウゴ・チャベス）とコロンビア（反政府闘争や麻薬密輸）は、投資対象から外れている。ほとんどの政府はインフレ抑制のために高金利を設定しており、「資本市場は米国人には理解できないものと映るだろう」。ブラジルでさえ金利は15%近くにのぼっている。

注意が必要

目下のところ、投資熱の高まりに反して、投資の照準は保守的で狭く、比較的限定されたままである。インタビュー回答者は投資先候補として5つの都市を挙げている。筆頭はサンパウロ（ブラジルのビジネス中心地でGDPの約30%を占める）とメキシコシティ（「何しろ大きいからね」）で、リオデジャネイロ、ブエノスアイレス、モンテレー（メキシコにおける米国向け製造拠点の集積地）が続くが、サンパウロやメキシコシティに比べて関心度はかなり落ちる。「全体的に、依然として文化的に大きく分断されており」、また経済は透明性が低いため、「裏で動く用意が必要だ」。これらの国では、現地パートナーを確保できなければ事業を行うことを考えない方がいい。「具体的な情報を入手することも難しく、一切が個人的なコネに拠っていて、あらゆるビジネスがフェース・トゥ・フェースで行われる」。また、メキシコでは油断が禁物である。治安が悪く麻薬密売組織や暴力がはびこっており、「行き先によってはボディガードが必要になる」。

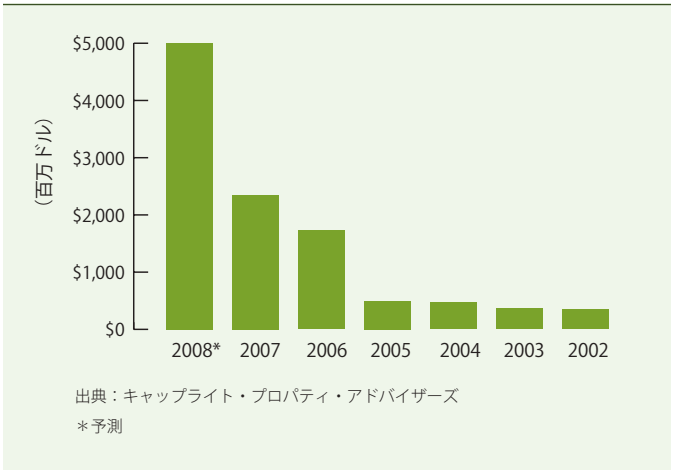
ブラジルは優勢

ブラジルは「何十年も待ち続けたが、ついに投資市場として浮上したと言えるかもしれない」。政府による監督が改善し、コモディティが強く、高い成長率を誇っているが、インタビュー回答者はこれらについて「慎重な楽観論」を示している。インフレ率は1990年に2,500%というすさまじい数値を記録したが、現在は約5%に抑えられており、また広大な国土から採れるバイオマス資源からフレックス燃料を精製しているため、エネルギーコストの高騰を回避できている。通貨であるレアルは、かつては乱高下を繰り返したが、最近では米ドルやユーロに対してレートが上がっている。現在、「投資適格」の格付を受けていることから、借入れ費用が減少し、信用経済の度合いを高めている。開発については、資本不足のため過去25年間にわたってどの不動産部門でも困難だったが、今ではファイナンスが容易になったことから可能になった。デベロッパーにとって、数多くの潜在的な機会が存在する。

- いくつかの試算によれば、累積需要を満たすにはさらに800万戸の住居が必要になる
- 2億人に近い人口に対して、ショッピングセンターは全国でわずか400店しかない
- リオデジャネイロやサンパウロには、Aクラスオフィスビルがない
- 倉庫施設の数は限られており、しかも老朽化している

海外投資家がブラジルで手にする最良の機会は住宅部門であり、最も入りにくい部門は商業施設である。最近「30年不動産ローン」が導入され、また借入金比率が70%まで認められたため、住宅や集合住宅を購入できる人が増えた。従来、売手による融資は購入金額の50%のみで、しかもアモチゼーション期間は7年間だったが、住宅ローン市場が緩和されたため、住宅建築やマンション建設は「非常に好調」となっており、「800戸の開発プロジェクトが週末に完売することもある」。一方、商業施設の主要オーナーによる限られたグループがショッピングセンターのテナントを「コントロール」しているため、豊富なコネを持つ有力なパートナーがいない新規プレーヤーは、商業市場に参入する機会がない。「開拓時代の西部に幾分似ている」。オフィスビルの投資家にとって、「再調達原価法で評価した場合、サンパウロやリオデジャネイロのオフィスビルの価値はボストンに匹敵してきている」。また、複数にまたがる所有権者や空中権といった難問があり、権利関係をクリアにするのは「まるで悪夢」で、非常に高額な費

図表6−3
ブラジル不動産への外国直接投資



出典：キャップライト・プロパティ・アドバイザーズ
＊予測

用がかかるものとなる。そのため、都心部高密度地域で新たな超高層開発プロジェクトを進めようとする場合、予算が膨れ上がる可能性がある。

メキシコの旺盛な需要

メキシコでは中流層が拡大しており、その需要を満たすには「あらゆるものが必要になっている」。またブラジル同様、消費者向けクレジット制度も浸透し、買い物熱に拍車がかかっている。米国のディスカウント店など、国際的な小売業者が市場に参入しており、現在、複数のショッピングモールプロジェクトが進行中で、その総額は60億米ドルに達する。メキシコでは、従来のショッピングセンターの形態はほとんどの市場にそぐわないのが実態だということを、ショッピングセンターの投資家は理解しなければならない。というのも、メキシコやラテンアメリカでは車を持たない人が多いため、徒歩では行けないようなショッピングセンターでは困るからだ。これは、投資家がメキシコシティに注力すべき理由の一つとなっている。首都であるメキシコシティは近代的なインフラを備え、自動車所有率が高いためだ。政府も、メキシコシティ及び周辺地域でのインフラ整備（公共交通機関など）に注力しており、デベロッパーにとって機会が増えている。住宅建設（特に郊外の中低所得層向け住宅）も、住宅ローンの利用が容易になったことで勢いを増している。メキシコ経済は対米輸出に依存しているため、米国の消費者が財布の紐を締める中、短期的な投資家は懸念を抱いている。また、メキシコの経済成長の柱となってきた石油産業も、海底油田の埋蔵量が急激に下がっているため、警戒感が高まっている状況だ。とはいえ、中国などアジアの製造拠点で人件費が上昇していることから、米国の輸出市場に近いメキシコに工場を戻すケースが増えている。欧州の製造業も、輸送コストの削減など、メキシコで米国向け製品を製造することの利点を見出している。原油価格の上昇により、輸送距離が短い方が安く済むのは当然だからだ。

遅すぎるのか

インタビュー回答者の中には、ラテンアメリカの新興市場が「スピードバンプや見えない穴に出くわす可能性がある」と警告する声もある。あるアドバイザーは、ブラジルとメキシコに投資家が押し寄せて価格をせり上げてしまったため、「もう旨みがなくなっている」と指摘している。早くから参入した者は、2009年に新たに参入する者よりも良い結果を得られるだろう。投資の利回りは20%台後半だったが、資本市場や投資に関する政治的リスクがあることから、現在は10%台後半にまで下がっている。ブラジルとメキシコでは新たに資金需要が高まっているが、これは将来に問題を起こす可能性がある。高金利が続いており、また経済状況が不安定であることや景気後退に陥りやすい傾向を考えると、借手がどのように返済を行っていくのか、よく注意する必要がある。価格が維持可能なレベルを超える状況下で、巨額の融資が突如不良債権化した場合に起こり得る事態については、米国が反面教師となるだろう。

インタビュー回答者一覧

Ackerman & Co.
Kris Miller

Ackman-Ziff Real Estate Group LLC
Gerald Cohen
Patrick Hanlon
Arti Hart
Jason Krane
Adam Steinberg
Simon Ziff

AEW Capital Management
Michael J. Acton
Marc L. Davidson
Robert J. Plumb

AGN Realty Partners LLC
Gregory N. Senkevich

Allied Properties Real Estate Investment Trust
Michael Reid Emory

AM Connell Associates, LLC
Alice Connell

Arizona Real Estate Center
Jay Q. Butler

Aspac Developments Ltd.
Gary Wong

Aviva Capital Management
Edward M. Casal

Babcock & Brown Residential
Philip Payne

Barclays Capital
P. Sheridan Schechner

Barratt American
Michael D. "Mick" Pattinson

bcIMC Hospitality Group (Formerly CHIP Hotels REIT)
Edward Pitoniak

Berkshire Income Realty, Inc.
David C. Quade

BioMed Realty Trust, Inc.
Kent Griffin
Greg Lubushkin
Matthew McDevitt

BlackRock
Jay Alexander
Cathy Bernstein
John Chang
Keaton Edwards
Craig Estrem
William Finelli
Shelton Getter
Ted Koros
Mike Krier
Shawana McGee
Larry Mohr
Kevin Scherer
Elysia Tse
Michael Yurinich
Barry Ziering
Ron Zuzack

Boston Properties, Inc.
Michael LaBelle

Buzz McCoy Associates, Inc.
Bowen H. "Buzz" McCoy

Caisse de Dépôt et Placement du Québec
Fernand Perreault

Calloway Real Estate Investment Trust
Simon Nyilassy

Canadian Apartment Properties Real Estate Investment Trust
Thomas Schwartz

Capmark Finance
John Cannon

Capright Property Advisors, LLC
Jay Marling

CB Richard Ellis, Inc.
Dan Calihan
Raymond Wong

CB Richard Ellis, Inc.
Tyler Anderson
E.M. Blake Hutcheson
Mindy Korth

CenterPoint Properties Trust
Paul Fisher

Champion Partners, Ltd.
Jeff Swope

Chartwell Seniors Housing Real Estate Investment Trust
Stephen A. Suske

Chase
Mark Snow

Churchill Commercial Capital
Cindy Hammond

Citigroup Property Investors
Lawrence Ellman

Colliers International
Ross Moore

Colony Capital, LLC
Richard B. Saltzman

Column Financial, Inc.
Kieran Quinn

Commercial Mortgage Alert
Donna Knipp

Commercial Mortgage Securitization Association
Dorothy Cunningham

Continuum Partners
Mark Falcone

Cornerstone Real Estate Advisors LLC
Graham J. Bond
Tony Pierson
David J. Reilly

Cousins
Tad Liethead

Crown Realty Partners
Michael A. Pittana

Cushman & Wakefield
James Carpenter
Mark Detmer
Bruce Ficke

Cushman & Wakefield of Arizona
Steven R. Gragg

Cushman & Wakefield Sonnenblick-Goldman
Mark Gordon
Steven Kohn
Thomas MacManus

DCT Industrial
Phil Hawkins

Deloitte
Dorothy L. Alpert

DeRito Partners Development Inc.
Andy Kroot

Donahue Schriber
Lawrence P. Casey
Patrick S. Donahue

DTZ Rockwood
Craig Callaway
Matthew Jordan
Alex Ray
Jason Spicer
Brian Waldman

Dundee Real Estate Investment Trust and Dundee Realty Corporation
Michael Cooper

Eastdil Secured
Christopher Casey

Emigrant Savings Bank
Patricia Goldstein

Empire Communities
Paul Golini, Jr.
Andrew Guizzetti
Daniel Guizzetti

Equity Residential
David Neithercut

Ernst & Young
Dale Anne Reiss

Everest Holdings
C. Joseph Blackbourn

First Capital Realty Inc.
Dori J. Segal

First Industrial Realty Trust, Inc.
David Harker
Bob Hubbard

Florida State Board of Administration
Douglas Bennett

Forest City Commercial Group
James Ratner

FPL Advisory
Bill Ferguson

GE Real Estate
Ronald Pressman

GID Investment Advisers
William P. Chiasson
William H. Roberts

Gray Development
Mike Crow

Great Point Investors
Joseph Versaggi

Griffin Realty Advisors
James Ryan

GWL Realty Advisors Inc.
Paul Finkbeiner

Heitman
Richard Kateley

Hendricks Partners
Mark Forrester

Heron Group of Companies
Hugh Heron

HIGroup, LLC
Douglas Cameron

Hines
Kurt Hartman
Ken Hubbard
Bill Olson

HomeFed Corporation
Paul J. Borden
Chris Foulger

Hospitals of Ontario Pension Plan
Michael Catford

Host Marriott Corporation
Dexter Wood

Houlihan Lokey
Jonathan G. Geanakos

Hyde Street Holdings
Patricia R. Healy

IMH Real Estate Partners
Shane Albers

ING Clarion
Stephen J. Furnary
Stephen B. Hansen
David J. Lynn

ING Real Estate Canada
Lou J. Maroun

Institutional Real Estate, Inc.
Geoffrey Dohrmann

InStorage Real Estate Investment Trust
James Tadeson

Investcorp
Herb Myers
Peter Petron
Brian Rosen

The Irvine Company
Rick Fromm
Craig Jones
Peter Koenig
Russell H. Lowe
Thomas G. Miller
Kim Ernest Tobler

Ivanhoé Cambridge
René Tremblay

Jamestown
Matt Bronfman

J.E. Robert Companies
Michael E. Pralle

J.P. Morgan Investment Management Inc.
Jean Anderson
Wayne Comer
Kevin Faxon
Michael Giliberto
Lewis Jones
Ellie Kerr
Anne S. Pfeiffer
Frederick Sheppard
James Walsh
Michael Winter

The John Buck Company
Charles Beaver
Steve Schiltz

John Hancock Financial Services, Inc.
Joseph Shaw

Jones Lang LaSalle
Bill Argeropoulos
John Pierson

KBS Real Estate Advisors
Charles J. Schreiber, Jr.

Kennedy Wilson
Stephen Pyhrr

Keystone Property Group
Matthew Sigel

Killam Properties Inc.
Philip Fraser

KingSett Capital Inc.
Jon Love

Kingswood Capital Corporation
Joseph Segal

Lachman Associates
Leanne Lachman

Land Advisors Organization
Steve LaTerra

Larco Group
Amin Lalji

LaSalle Investment Management
Richard W. Kleinman
Lynn Thurber

Lauth
Dave Carder

Lazard Real Estate Partners, LLC
Robert C. Larson

Lee Associates
Craig Cappola

Lehman Brothers
Michael McNamara

LEM Mezzanine, LLP
Herb Miller

Lincoln Property
David Krumwiede

Mack Cali Realty LP
Mitchell Hersh

Madison Homes
Miguel Singer

Manulife Financial
Constantino Argimon
Ian R.E. Beverley
Ted Willcocks

Mattamy Homes
Peter E. Gilgan

MCAP – Groupe Financement Immobilier
Alfonso Graceffa
Benoît Houde

The McNaughton Group
Mark Huppert

McWhinney
Chad McWhinney

Metzler
James Neal

MKA Capital Group Advisors LLC
Michael Abraham
George Baker
Gregory Contillo
Jason Sugarman

MMA Realty Capital Inc.
Frank Creamer

Monarch Group
Sarah Kruer Jager
Steven J. Paull

Moody's Investors Service
Merrie Frankel

Morgan Stanley
Scott Brown
Jay H. Mantz

Nathan & Associates, Inc.
Nate Nathan

National Association of Real Estate Investment Trusts
Steven A. Wechsler

National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
Douglas Poutasse

New Boston Fund, Inc.
Jonathan D. Gillman
David H. Keiran
James P. Kelleher
Jerome L. Rappaport, Jr.

NewTower Trust Company
Brent A. Palmer

Nichols Partnership
Randy Nichols

Opus West
Phillip Hamilton

Pacific Office Properties Trust, Inc.
Dallas E. Lucas

Pacific Real Estate Partners, Inc.
Stuart Williams

Perseus
Paul Doherty

Phoenix Commercial Advisors
Greg Laing

Piedmont Office Realty Trust
Don Miller

PNC Real Estate Finance
William G. Lashbrook

Principal
Steve Walker

Principal Real Estate Investors
Michael J. Lara

ProLogis
Walt Rakowich

Property & Portfolio Research, Inc.
Bret R. Wilkerson

Prudential
Alyce De Jong
Gary Kauffman
Youguo Liang
Roger Pratt
Kevin Smith

Prudential Real Estate Investors
J. Allen Smith

PSP Investments
Neil Cunningham

Ramius
Michael D. Boxer

RBC Capital Markets
Carolyn A. Blair
Doug MacGregor

Real Capital Analytics, Inc.
Robert M. White, Jr.

The Real Estate Roundtable
Jeffrey DeBoer

Real Property Association of Canada (REALpac)
Michael Brooks

Redcliff Realty Advisors
Patrick Lai

Retail Property Solutions
Daryl Mangan

Rosen Consulting
Kenneth Rosen

RREEF
Charles B. Leitner

Sares•Regis Group
John S. Hagestad
Geoffrey L. Stack

Scott's Real Estate Investment Trust
Evelyn Sutherland

Seven Hills Properties
Luis A. Belmonte

Shidler Group
Danny Swancey

Shorenstein Properties
Robert S. Underhill

SL Green
Isaac Zion

The Sorbara Group
Leith Moore
Edward Sorbara
Joseph Sorbara

Spring Creek Development
Frederick R. Unger

STRS of Ohio
Stanton A. West

Sunbelt Holdings
Heidi Kimball

Suncor
Steve Betts

TIAA-CREF Global Real Estate
Chris Burk
Derek Landry

Timbercreek Asset Management Inc.
R. Blair Tamblyn

Transwestern Investment Company
James H. Kammert
Reagan Pratt
Stephen R. Quazzo

Trilyn LLC
Mark Antoncic

Trinity Real Estate, Inc.
Richard Leider

Triyar
Mike Mahoney

UBS Realty Investors LLC
Matthew Lynch

Urban America
Richmond McCoy

Urban Renaissance Group
Pat Callahan

2009年版 諮問委員会

Verde Realty
Jeanette Rice

Vestar Development Company
Lee Hanley

Vornado Realty Trust
Michael D. Fascitelli

Warnick & Company
Bob Hayward

Washington REIT
Thomas Regnell

Watson Land Company
Bruce A. Choate

WCB Properties
Sean M. Tabor
Terry W. Thompson

Wells Fargo
Charles H. ("Chip") Fedalen, Jr.

Westcor
Scott Nelson

Westfield LLC
Gavin Quinn
Randall J. Smith

Whiterock Real Estate Investment Trust
Jason Underwood

Wright Runstad & Company
Greg Johnson

Joseph Azrack
Apollo Global Real Estate
New York, New York

John C. Cushman III
Cushman & Wakefield, Inc.
Los Angeles, California

Mark Eppli
Marquette University College of Business Administration
Milwaukee, Wisconsin

Stephen J. Furnary
ING Clarion Partners
New York, New York

David Geltner
MIT Center for Real Estate
Department of Urban Studies and Planning
Massachusetts Institute of Technology
Cambridge, Massachusetts

Jacques Gordon
LaSalle Investment Management
Chicago, Illinois

Joseph Gyourko
Zell/Lurie Real Estate Center
The Wharton School
University of Pennsylvania
Philadelphia, Pennsylvania

Susan Hudson-Wilson
Hawkeye Partners, LP
Chebeague Island, Maine

Mike Miles
Guggenheim Real Estate
Chapel Hill, North Carolina

James O'Keefe
UBS Global Asset Management
Hartford, Connecticut

Ken Rosen
Fisher Center for Real Estate and Urban Economics
Haas School of Business
University of California at Berkeley
Berkeley, California

Richard B. Saltzman
Colony Capital, LLC
New York, New York

C.F. Sirmans
University of Connecticut
Storrs-Mansfield, Connecticut

James R. Webb
James J. Nance College of Business
Cleveland State University
Cleveland, Ohio

Emerging Trends in Real Estate® 2009のスポンサー団体

Urban Land Institute

アーバンランド・インスティテュート（ULI）

会員によって支えられている非営利の教育・研究機関であるULIは、責任ある土地利用及び世界中に活気のあるコミュニティの創生と繁栄について、リーダーシップを発揮することを使命としている。

■不動産各分野や土地利用政策のリーダーの招集、意見交換によるベストプラクティスの共有、コミュニティニーズの充足を推進
■指導プログラム、対話、問題解決を通じて、ULIの会員同士または外部との協力を推進
■都市化、環境保全、都市再生、土地利用、資本形成、サスティナブル開発に関する課題を探求
■建築環境および自然環境の独自性を尊重する土地利用政策や設計方針を推進
■教育、応用研究、出版物、電子媒体を通じた知識を共有
■現地慣行の広範なグローバルネットワークを活用し、現在及び将来の課題に向き合うアドバイザリー活動を実践

1936年に創設され全世界で40,000人を超える会員を擁するULIは、不動産開発や土地活用部門に直接または間接的な立場から関わる人々のための「ベストプラクティス」を推進し、会員の積極的な参加及び経験や知識の共有を通じて不動産開発の実践における優れた基準を定めており、都市の計画、発展、開発に関する客観的な情報源として世界中から高い評価を受けている。

シニアエグゼクティブ

Richard M. Rosan
President, ULI Worldwide

Cheryl Cummins
President, ULI Americas

William P. Kistler
President, ULI EMEA/India

Rachelle L. Levitt
Executive Vice President, Global Information Group

ULI–the Urban Land Institute
1025 Thomas Jefferson Street, N.W.
Suite 500 West
Washington, D.C. 20007
202-624-7000
www.uli.org

PricewaterhouseCoopers

プライスウォーターハウスクーパース

プライスウォーターハウスクーパースのリアルエステートグループは、不動産投資顧問業者、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、不動産の鑑定や価値算定を支援しており、専任の不動産専門家からなるグローバルなネットワークを活かし、資本市場、システム分析、実施、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る。

グローバル・リアルエステート・リーダーシップ・チーム

Marc Saluzzi
Global Investment Management & Real Estate Group Leader
Luxembourg, Luxembourg

Uwe Stoschek
Global Real Estate Tax Leader
Berlin, Germany

Henrik Steinbrecher
Global Real Estate Leader
Stockholm, Sweden

K.K. So
Asia Pacific Real Estate Tax Leader
Hong Kong, China

James Dunning
Asia Pacific Real Estate Assurance Leader
Sydney, Australia

John Forbes
European Real Estate Leader
London, United Kingdom

Timothy Conlon
United States Real Estate Leader
New York, New York, U.S.A.

Robert Grome
Asia Pacific Investment Management and Real Estate Leader
Hong Kong, China

Paul Ryan
United States Real Estate Tax Leader
New York, New York, U.S.A.

Mitchell M. Roschelle
United States Real Estate Business Advisory Services Leader
New York, New York, U.S.A.

www.pwc.com