

シュローダー 2022年市場見通し マルチアセット運用

2021年
12月作成

ヨハナ・カーランド CIO/マルチアセット運用グローバル・ヘッド



- 2022年の株式リターンは、底堅い企業業績が支援材料となりプラスを見込むも減速
- インフレは引き続き懸念材料、中央銀行にとって利上げ圧力に
- 新型コロナウイルス変異株のオミクロン株は、一部の地域でロックダウン等を招いており、2022年初に経済減速をもたらす可能性

ファンドマネジャーは、パフォーマンスが良好である時も、今後どのようにリターンを創出していくかについて気を揉むため、常に悲観的な姿勢を持つ傾向があります。特に、これまで力強い市場が続いてきたことから、この姿勢はより強く表れると考えられます。昨年についていえば、新型コロナウイルスワクチン開発のニュースが出た後に、ファンドマネジャーたちはようやく、下落リスクが限定的となり、高いリターンを獲得することとなった「経済再開」にまつわる投資への確信度を高めました。

我々のモデルによると、足元の経済サイクルは、景気回復における高い成長モメンタムが早晩ピークに達し、中央銀行が金融政策の引き締めを開始する局面に入りつつあることを示唆しています。このような環境下では、株式は底堅い企業業績が支援材料となり、リターンがプラスとなることが見込まれますが、以前のような大きいプラスのリターンは見込まれないと考えます。

主なリスクは？

インフレは、頻繁に話題に挙がってきたテーマですが、いよいよ賃金上昇や脱グローバル化、脱炭素化などを背景に、過去10年間と比べ、インフレ圧力の強い環境となっていくと考えています。短期的には、供給サイドのボトルネックの緩和に伴い、インフレのモメンタムはピークに達すると予想されますが、中央銀行は引き続き利上げを模索することが見込まれます。

銘柄レベルでは、投入コストや賃金の上昇が企業業績の圧力となる中においても、価格決定力を有している企業を特定することが重要となります。その一方で、中央銀行はインフレ圧力への対応として利上げを行う姿勢であることから、インフレ期待はある程度抑制されることが見込まれ、インフレ自体が市場のシステミックリスクになる可能性は今のところはまだ低いと判断しています。

新型コロナウイルス変異株のオミクロン株は引き続き懸念材料

オミクロン株の出現により、引き続きボラティリティの高い局面が続いています。変異株が出現する中においても免疫獲得率は以前より大幅に上昇しており、政府はより経験を積み、迅速に対応することが可能となっています。また、ワクチン開発のプロセスは、より効率化されているほか、市場参加者についても新型コロナウイルスを考慮するにあたりフレームワークを持つようになりました。

政府も市場も不透明感が非常に強かった2020年初に比べ、あらゆる面において進歩しています。一方で、オミクロン株はワクチン効果を低下させると報じられていることから、一部の都市ではロックダウンの実施につながっており、それが2022年初の経済成長の減速につながる可能性があると考えています。

本来ならば、世界経済が同時に力強く回復する場合には、投資の観点では、よりシクリカル銘柄やバリュー銘柄に入れ替えるべきなのでしょう。しかし現実には、オミクロン株の出現により、理想通りには行かない可能性もあると考えています。

また、中国は他の主要国とは異なり、政策が景気刺激的な方向に向かいつつあることから、これが市場のサプライズとなる可能性もあると考えています。

シュローダー 2022年市場見通し マルチアセット運用

2021年
12月作成

投資機会は存在も、舵の取りすぎには注意が必要

我々は、昔から使い尽くされた考え - 米国例外主義（米国は他国より優れているという考え方）や常に高い利回りを獲得したいとの衝動 - に固執してしまいがちです。

その結果、今すぐにも、金利や他の資産の平均回帰を見越して、投資をしたいと考えるかもしれませんが、舵の取りすぎには注意が必要であり、忍耐強くいる必要があると考えています。

財政政策は抑制されることから、民間セクターに期待

近年、経済成長のモメンタムが鈍化してきたことから、我々は、経済を僅かでも何らかのイベントが起こると途端に経済が失速しかねない「よるめく自転車」と例えてきました。しかしながら、新型コロナウイルスのパンデミックによって、各国政府はその自転車に補助輪を与えたことから、ボラティリティが高まる局面でも一時的に救済されてきました。しかしながら、この補助輪は、2022年に外される予定であり、今後の経済成長をけん引するためのバトンは民間セクターに託されることとなります。

今後の可能性としては、アップサイドは限定的で、リスクは上昇することが予想されることから、リスクを分散させることが重要となると考えています。

【本資料に関するご留意事項】 本資料は、情報提供を目的としてシュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が作成した資料であり、いかなる有価証券の売買の申込み、その他勧誘を意図するものではありません。本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、内容の正確性あるいは完全性については、これを保証するものではありません。本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。シュローダー/Schrodersとは、シュローダー-plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。

- 2022年に向けて、エマージング市場の新型コロナウイルスへの対応力は1年前よりもはるかに高まっています。
- パンデミック後の経済成長は、中国の景気減速や、他のエマージング諸国での金融・財政政策の引き締めなどにより、鈍化しています。
- インフレ圧力が弱まれば、政策の引き締めも弱まるはずです。

2022年に向けて、オミクロン株のような新しい新型コロナウイルスの変異株がまだリスクをもたらす可能性があるとしても、エマージング諸国でのワクチン接種率が著しく加速していることは非常に心強いことです。これが経済成長の支えになっていますが、2022年は減速することが見込まれます。

しかし、エマージング諸国の成長が緩やかになるという見込みは市場ですでに織り込まれています。従って、もしその織り込みよりも好転した場合、来年はエマージング諸国がポジティブサプライズをもたらす可能性があります。

シュローダーのエマージング市場ポートフォリオマネジャーは、インフレの見通しと見込まれる転換点について注意深く監視しています。中国の経済成長についても転換点を探っています。

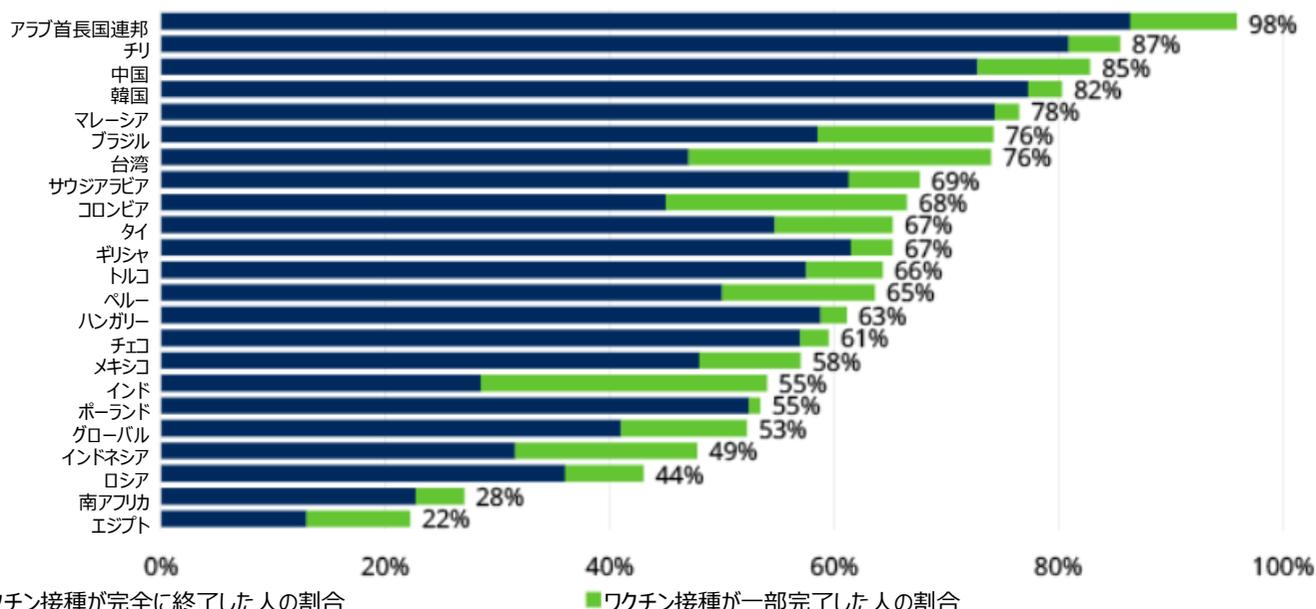
また、地政学的リスクも継続的に注視しています。加えて、3月の韓国を皮切りに、10月のブラジルの大統領選挙など、いくつかの重要な選挙があります。

エマージング諸国経済

デビッド・リース シニア・エマージング・マーケット・エコノミスト

オミクロン株に関する不確実性が示すように、新たな変異株の脅威は常に注意すべきリスクであり、これによって見通しが大きく変わる可能性があります。しかし、エマージング諸国の大部分は、今後数ヶ月の間に国民の大半に予防接種を行う予定です。これは、景気に対してプラスに働くでしょう。そして新型コロナウイルスの影響が改善されることはエマージング諸国にとって朗報であり、特に観光に大きく依存しているようなサービス業中心の経済に恩恵をもたらすことが想定されます。

(図表1：エマージング諸国における新型コロナウイルスのワクチンの普及)



出所：Our World in Data 2021年11月29日時点

しかし、2022年にはエマージング諸国の経済成長が鈍化する可能性が高まりそうです。多くの国では、経済がすでにパンデミック前の水準まで回復しており、過去平均以上の成長率を維持することは当然難しくなっています。2021年については、昨年はパンデミックの影響で経済成長率が低かった反動で、高成長と見えており、それが平準化する2022年の成長率は、鈍化することがほぼ確実視されています。このようなテクニカルな理由だけでなく、成長が鈍化すると予想する、より根本的な理由もあります。

先進国経済の予測成長率が下方修正されたことにより、製造業に対する需要が弱まる可能性があります。世界貿易はエマージング諸国の成長の重要な原動力であり、パンデミック後の企業による在庫の積み増しは短期的な支援材料となるかもしれませんが、2021年に見られた輸出の高い伸び率は持続しそうにありません。このことは、アジアや一部中東欧の小国や開放経済の国、メキシコなどにとってはマイナス要因となりそうです。

中国の見通しの悪化は、特定のエマージング諸国に影響を与える可能性があります。例えば、不動産セクターが低迷すると、工業用金属などのコモディティに対する需要の減少につながり、このことは中南米やサブサハラアフリカ諸国（サハラ砂漠以南のアフリカ諸国）の輸出に打撃を与えるでしょう。

エマージング諸国内では、金融・財政政策の引き締めがますます成長の重荷となるでしょう。2021年に多くのエマージング諸国の重しとなり中央銀行に比較的積極的な金利引き上げを迫ったエマージング諸国のインフレ率の急上昇は収まることが想定されます。しかし、金利上昇が経済に影響を及ぼすまで、通常6ヶ月から9ヶ月のタイムラグが生じます。各国政府がパンデミックによる財政状況の悪化を修復しようとするため財政が縮小する可能性があることと合わせて、政策の引き締めは経済の大きな足かせになると思われます。その結果、中央銀行は市場に織り込まれているほどの引き締めを実施することはなく、各国の投資家に投資機会をもたらすことになるかもしれません。

その結果、エマージング諸国のGDP成長率は、2021年の6.5%から2022年には4.5%程度に鈍化すると予想しています。

エマージング株式

トム・ウィルソン エマージング株式ヘッド

流動性の拡大は見られなくなり、米国の量的緩和縮小が差し迫っていることから、新型コロナウイルスのパンデミックに対する世界的な景気刺激策は、現在は弱まっています。金融引き締めが予想されることで米ドルに上昇圧力がかかり、エマージング諸国の財政にとっては逆風となる可能性もあります。また、ボトルネック、労働市場の混乱、エネルギー価格の上昇、新型コロナウイルスの感染拡大後の経済回復により、予想以上に持続的なインフレが発生しており、スタグフレーションの懸念が高まっています。

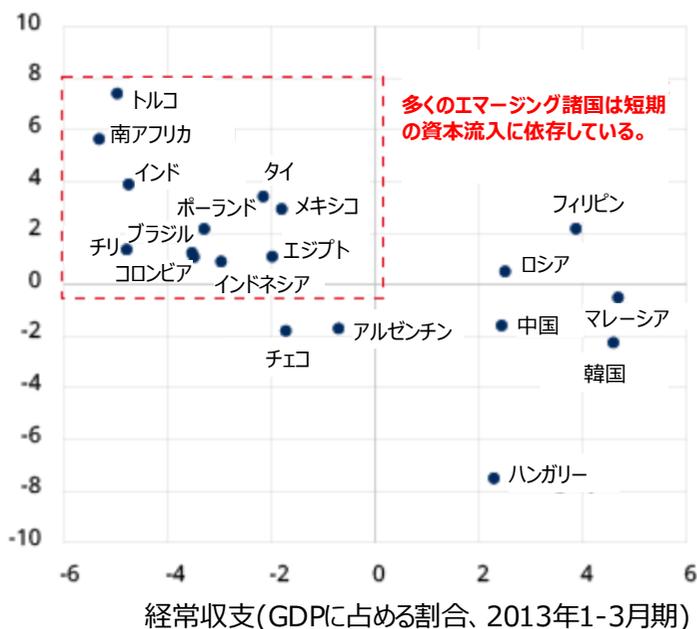
世界的には、ワクチンの流通や感染後の高い免疫に支えられて、正常化が進んでいます。エマージング諸国におけるワクチンの普及率は先進国に追いついてきており、インドをはじめとする研究では、新型コロナウイルス感染後の自然免疫が高いレベルにあることが示されています。このことは、2022年には経済活動に対する制限が少なくなったり、ボトルネックへの対処が可能となること、製造や物流の混乱の軽減につながる等と考えられます。

一方、景気刺激策が終了したり外出規制等で蓄積してきた需要の一巡感を背景に、インフレ圧力が緩和され、スタグフレーションの懸念が緩和される可能性があると考えます。もちろん、新たな変異株は引き続きリスクであり、特に既存のワクチンが効かず死亡率の上昇につながる場合は、見通しが大きく変わる可能性があります。

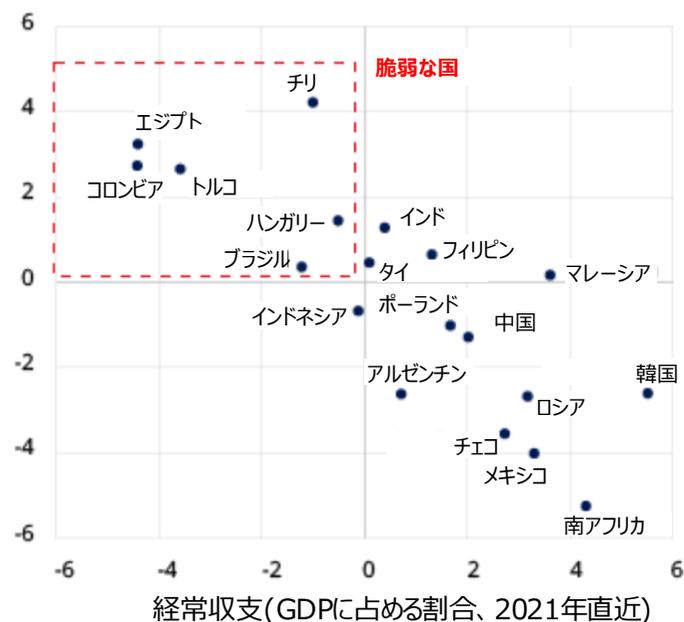
米国における政策引き締めは逆風となる可能性がありますが、図表2が示すように、前回の米国の引き締め時と比較すると、エマージング諸国は耐性を高めているといえます。国際収支は概して良好な状態にあり、足元の資本流入は2013年より緩やかであり、エマージング諸国の通貨は全般的に割安です。

(図表2：2021年のエマージング諸国は、2013年と比べ米国の政策引き締めに対する脆弱性は低い)

短期的な資本流入(GDPに占める割合、2013年1-3月期)



短期的な資本流入(GDPに占める割合、2021年直近)



出所：Refinitiv, Schroders Economics Group, 2021年11月時点

中国では、国内総生産(GDP)に対する新規与信の伸び率であるクレジットインパルスが低下していることや、広範におよぶ規制措置等を背景に、経済状況の悪化が見られます。規制措置は不確実性をもたらし、不動産セクターを通じて直接的な経済的影響を与えています。今後は政策がより刺激的になり、クレジットインパルスは底を打って回復すると予想しています。また、規制強化について今後はその頻度は減少する可能性があると考えています。

図表3が示すように、クレジットインパルスは通常、9か月の遅れをもって経済活動に影響を与えるため、中国経済は来年半ばまで軟調に推移すると考えられます。しかし、2022年後半には、中国のマクロ経済の見通しが改善する可能性があります。今年の成長鈍化による企業業績への影響は払拭できないものの、市場は回復を織り込み始める可能性があります。

(図表3：中国の経済見通しは改善)



出所：Refinitiv Datastream, Schroders Economics Group 2021年10月時点

2022年に向けたリスク

今後のリスクとしては、地政学的な問題やワクチンの効かない新型コロナウイルスの新たな変異株が出現する可能性、インフレが一時的なものにならないリスクや、中国における今後の規制動向等が挙げられます。中国の規制動向については、格差是正と社会的流動性の向上という観点から、政府が掲げる「共同富裕」という目標に関連するものです。新たな規制のペースは緩やかになってきているようですが、特に来年の第20回党大会に向けて、引き続き動向を注視していきます。

株価の魅力度

全体的に見て、エマージング諸国の株価水準は、過去と比較して魅力的ではありません。しかし、これは国、セクター、銘柄、投資スタイルによってかなりのばらつきがあります。また、金融政策の引き締めによる経済成長への圧力から、来年の企業業績には不確実性があります。しかし、米国と比較した場合、株価水準は魅力的であり、エマージング諸国の通貨もますます安くなっています。

2022年に入ると、よりポジティブな要素が見えてくるかもしれません。金融政策はインフレ率の上昇を見込んでおり、実質金利は魅力的な水準にあります。インフレ圧力が緩和されれば、金融緩和の余地が生まれる可能性があります。また、中国の経済が改善に向かう可能性もあります。

各国に対する見方

中国については、相対的には魅力度は低いとみています。インドについては、改革の進展を背景とした長期的な成長が期待できると考えていますが、株価水準が割高である点を懸念しています。

一方、東欧のポーランドとハンガリーは、経済成長率が高く、株価水準も妥当であると考えています。ロシアは、魅力的な株価水準と、コモディティ価格の上昇の恩恵を受けており魅力度は高いとみています。しかし、地政学的リスクは依然として存在しており、最近では欧米との緊張関係が高まっているため、動向を注視しています。

ブラジルも2022年にチャンスがあるかもしれません。株価水準は政治的リスクの高まりが反映されており、来年後半にはインフレが好転して金融緩和の余地が出てくるかもしれません。韓国については、魅力的な個別銘柄への投資機会や株価水準を評価し、魅力的であると評価しています。

エマージング債券

ジム・バリノー ヘッド・オブ・エマージング債券ストラテジー

エマージング債券の投資家にとって2021年は2013年のテーパントラムのフラッシュバックに苦しめられた年となりましたが、そのような年の締めくくりとして11月に米連邦準備制度理事会(FRB)が量的緩和縮小(テーパリング)を正式に開始しました。FRBは前回と同様の流れで金融緩和縮小を進めていますが、今回の状況は当時とは異なり、投資家が2013年から2015年のような低迷を予想していないとわれわれは見ています。

投資家は米金利上昇の影響を警戒する可能性はありますが、その多くは既に価格に織り込まれていると考えます。図表4が示すように、前回の利上げサイクルの開始時点である2015年12月は、現地通貨建てエマージング債券市場の回復の開始時点と重なり、現地通貨建てエマージング債券の回復はその後約2年間継続しました。テーパリングの議論からテーパリング開始、そして、利上げ開始に向けた今回のサイクルは、当初想定より短くなる可能性が見込まれてきたことから、利上げ開始までのエマージング市場に対する痛みについては、かなりの割合が既に織り込まれてきたことが示唆されています。

(図表4：現地通貨建てエマージング債券市場の推移と米国政策金利(FFレート))



出所：Bloomberg、2021年11月29日時点。603230

米ドルは前回サイクルの開始時に比べて約18%高くなっています。また、エマージング諸国の中央銀行の多くは先手を打って既に利上げを実施しており、先進国との名目利回り格差が拡大しています。そして、エマージング通貨は概して最初のテーパリングのサイクルの前の実質為替レートの水準を完全には回復していません。このように足元の水準は魅力度が高いと考えます。

インフレ率が緩やかにになり、2022年に中央銀行の目標値に近い水準に戻った場合、現地通貨建てエマージング債券投資家にとっての見通しは非常に明るいものとなるでしょう。2021年は利上げサイクルの進行に伴い、現地通貨建てエマージング債券の代表的指数であるJPMorgan GBI-EM Global Diversified指数の利回りは4.2%から5.65%に上昇しました。また、同指数のスプレッド（同程度のデュレーションの国債との利回り格差）は430ベースポイント強まで上昇しています。

中央銀行に対する信頼性が高いロシアやメキシコは、利上げにブレーキをかける最初の国になると考えます。一方、中欧やブラジルの中央銀行はインフレ傾向の抑制にさらに数ヶ月を要するとみています。アジア諸国の信頼性は他のエマージング諸国に比べると先進国市場に近く、現地通貨建て債券の利回りは低いものの、通貨のボラティリティはかなり抑えられています。2022年中には当資産クラス全体の利上げサイクルが事実上完了し、それに伴い実質金利は先進国を大きく上回る水準となり、利下げサイクルが視野に入ってくる可能性もあるとみています。

多くの投資家が魅力を感じて投資するためには、通貨が強気の金利見通しに呼応する必要があります。中国の実質金利は当資産クラスの中で最も高くなっており、人民元の安定性の高さは、不動産市場における懸念にも関わらず、高水準の実質利回りが投資家にとっては魅力的な要素となっていることを示していると考えます。マレーシアおよびインドネシアも同様に実質利回りが魅力的な水準にあると考えます。ロシア・ルーブルは対外黒字の大きさが通貨の支援材料となるとみています。ラテンアメリカでは、米国からの恩恵が受けやすく、また、新型コロナ危機の中でも財政規律を維持したメキシコに注目しています。

米ドル建てエマージング債券については、見通しの明るさは現地通貨建て債券と比べて劣ると考えます。投資適格エマージング債券の米国債に対するスプレッドは歴史的に見て低水準にありますが、同様の格付けの先進国の債券に比べれば、若干の利回りの上乗せを提供しています。ハイ・イールド・エマージング債券のスプレッドは、米国ハイ・イールド債券の利回りに比べて魅力的といえますが、運用環境の安定は期待しにくいでしょう。低格付けの債券の中には、資金調達必要性や財政引き締め必要性に苦しんでいる国があり、注意が必要です（多くのサハラ以南諸国やフロンティア諸国）。また、経済成長と財政支出の両方が鈍化する中で、債務の持続可能性を取り戻すための政治的な問題に悩まされる国も存在しています。

本資料に関するご留意事項

2021年
12月作成

本資料は、情報提供を目的としてシュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が作成した資料であり、いかなる有価証券の売買の申込み、その他勧誘を意図するものではありません。本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。予測値は将来の傾向を例示することを目的とするものであり、その実現を示唆あるいは保証するものではありません。実際には予測値と異なる結果になる場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、内容の正確性あるいは完全性については、これを保証するものではありません。本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。シュローダー/Schrodersとは、シュローダーplcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会



ソフィー・ヴァン・オステロム

グローバルヘッド・オブ・不動産

気候変動との戦いにおいて不動産が重要な役割を果たす理由や、投資家が気候変動を投資家に有利に転換させる方法など、来年以降の欧州不動産市場の見通しについて解説します。

今年はコロナワクチン接種の進展が、入居者と投資家間の信頼を改善させたことで、欧州の不動産市場は回復を見せています。オミクロン変異株は懸念事項ではありますが、幸いなことに企業は政府による新型コロナ関連制限への適応に長けてきています。2022年にむけた経済の明るい見通しは、市場レベルでの不動産需要と賃料の伸びに好影響を与えています。

シュローダーは、ユーロ圏と英国のGDPが2022年に約4～5%、2023年に約2～3%成長すると予測しています。Covid-19以外の主なダウンサイドリスクは、最近のインフレ率の急上昇が賃金価格スパイラルの引き金になることです。この場合、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BoE）は、段階的な引き締めではなく、急激な金利の引き上げを余儀なくされる可能性があります。

より可能性の高いシナリオとしては、サプライチェーンが正常化し、エネルギー価格の高騰が懸念事項から外れ、2022年後半にかけてインフレ率が急低下する可能性があります。

より細部な視点では、2022年の不動産需要は、主に以下の2つの要因の相互作用によって決定されることになるでしょう。

1. サステナビリティ
2. パンデミックが入居者の行動に与える影響

サステナブル投資に焦点をあてる投資家にとって不動産投資が不可欠な理由

現在、全世界で5,000以上の企業や非政府組織（NGO）が、ネット・ゼロ達成を目指す国連の「Race to Zero」キャンペーンに署名しています。Race to Zeroの目標の一つは、2030年までに炭素排出量を50%削減させることです。それを達成するための主な手段の一つは、建物のエネルギー効率を高めることです。加えて、建物は廃棄物を削減し、干ばつ、洪水、熱波などの異常気象に対応できるようにする必要があります。

新しい建物を建設するという選択肢もありますが、セメントや鉄などの材料は炭素の排出源であり、また欧州地域の新規建設率の低さを勘案すると、これは部分的な解決策に過ぎません。2030年にむけて使用される建物の90%はすでに建設されているからです。

したがって真の課題は、既存の建物をサステナブル基準に適合させることです。暖房や換気設備のアップグレード、アプリやセンサーを使用した暖房や照明の最適化、断熱性の向上などは、すべて建物の効率化を実現するための手段です。

調査によると、入居者はエネルギー効率の高い建物に対して、より高い賃料を支払っても構わないと思っていることが明らかとなっています。対照的に、政府が暖房用燃料の「炭素税」を引き上げ、エネルギー効率の低い建物を貸し出すことを家主に禁止すれば、「汚染を引き起こす」建物の空室化はますます進行するでしょう。このような制度が導入された場合、建物の相対的評価は直ちに影響を受けるでしょう。

サステナビリティのもう一つの側面は、社会的にプラスの影響を与えることです。不動産では公営住宅、手頃な価格帯のワークスペース、医療施設、裕福ではない地域の公共空間への投資によって、これを実現することができます。また建築プロジェクトが地域の人々の雇用や訓練の場につながるようにすることも必要です。ここで重要な点は、地方自治体や地域社会と協力してプロジェクトをすすめることです。

行動の変化：どの「パンデミック禍における行動」が定着するのか？

2022年の不動産需要に大きく影響を与える要因の2つ目は、パンデミックによって入居者の行動を恒久的に変化させたことに関連すると予想されます。ロックダウンは、オンラインショッピングやリモートワークのさらなる普及につながりました。

サプライチェーンは、在庫を多く確保し、現地調達に置き換えることで強化されました。ヘルスケアへの投資も大幅に増加しました。これらの変化がデータセンター、研究所、物流、貸倉庫、都市型農場にとってプラスの影響を与えた一方で、ビジネスホテル、従来型のオフィス、店舗型小売業にはマイナスに作用しました。

ただし、物事の裏側を見ることは重要です。様々なサブマーケットにおいて二極化が見られました。例えば欧州の店舗やショッピングセンターの賃料は、小売業者のオンライン化の進展に伴い、2022年から2023年にかけて下落を続けると予想されます。一方、食料品店や大型商品を扱う郊外の大型店舗の賃料は、インフレに連動して上昇すると思われる。

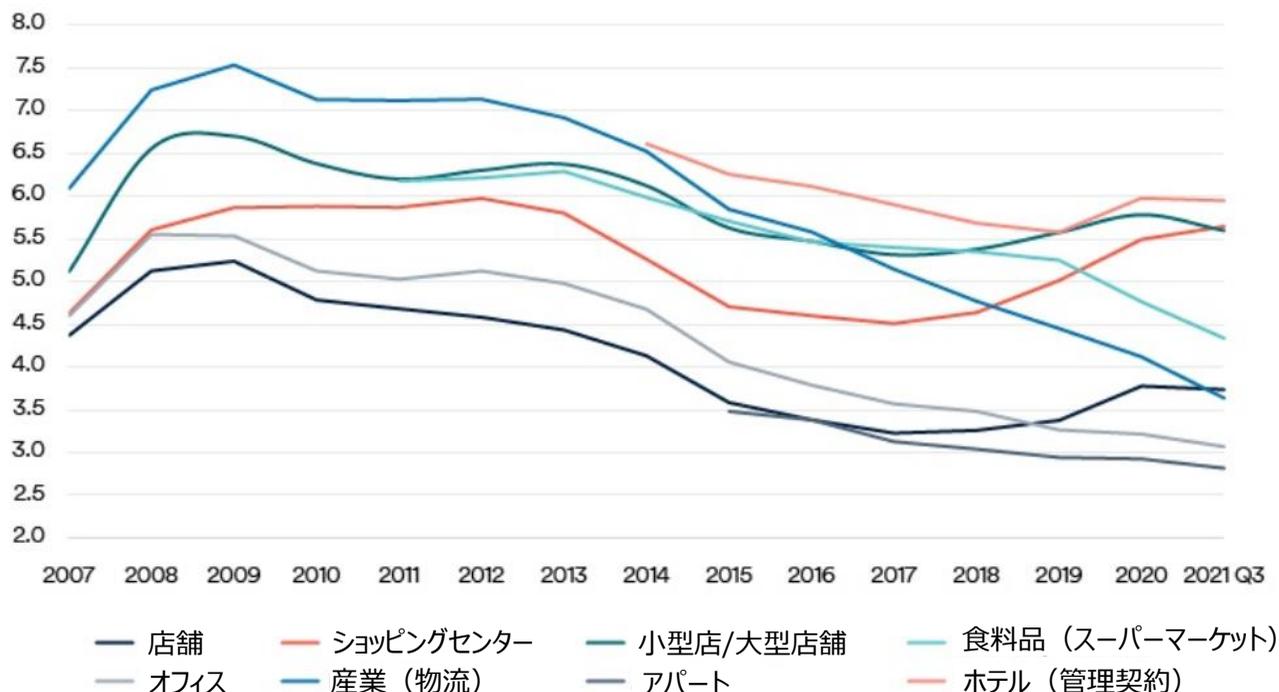
同様に欧州ではリモートワークの導入により、短期的にオフィスの占有率が約15%減少すると推測されます。ただしエネルギー効率が高く、柔軟性があり、優秀なスタッフにとって魅力的なオフィスへの需要は維持されるでしょう。このため、アムステルダム、フランクフルト、ロンドン、ストックホルムなどの都市のプライムオフィスの賃料は、今後2年間で上昇する可能性が高いと思われる。

一方賃料が低すぎて改修が困難な、安価な立地にあるセカンダリーオフィスは大きな打撃を受けるでしょう。過去12ヶ月間の建築資材価格の高騰（英国では22%上昇）は、多くの改修計画の実行可能性を損なっています。

商業施設やオフィス市場では、建物の種類や質によって需要が二極化しており、投資家はそれぞれの建物を別個のビジネスとして扱う必要があることを示しています。これは、各テナントに対して適切なサービスやサポートを提供することを意味します。エネルギー使用の最小化、リサイクルの最大化、そして家主とテナント双方にとって最適な契約モデルを見出すことは、相互に利益をもたらします。

シュローダーでは、「ホスピタリティ」の考え方を採用する投資家が、経済的リターンとESG目標の両方において、優れたパフォーマンスを達成できると信じています。

欧州不動産プライム実質利回り



出所：CBRE、シュローダー。2021年10月。ベルギー、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン、スウェーデン、英国の非加重平均。

不動産市場の回復力

今年の驚きの一つは、不良資産の売却が少なかったことです。これは政府がロックダウン中に企業を財政面から支援したことや、銀行が問題債権を処理するのに長い時間を要することから、ある程度は説明できます。

しかしこれはまた同時に、2020年に不良資産の買取に約150億米ドルという巨額の資本が投入されたことを反映しています。これはオポチュニスティック系の投資家が期待したほどには価格が修正されていないことを意味します。

最初に英国、そしてユーロ圏の金利が徐々に上昇するという見通しは、2013年から始まった欧州の不動産利回りの低下が一段落したことを意味するとシュローダーでは考えています。ただし物流セクターをターゲットとする大量の資本流入をふまえると、物流セクターは例外となる可能性があります。物流セクターのプライムレートは3.25%~3.75%であり、将来の賃料上昇に関する良いニュースはすべて織り込み済みであると我々は考えています。来年金利がおおむね安定した推移となり、物流セクターとプライムオフィスの賃料が上昇した場合、2022年の欧州コア不動産のレバレッジ前のトータルリターンは、5~7%になる可能性があります。

この見通しは、債券利回りが歴史的な低水準で推移することを前提にしていますが、インフレ率の上昇が恒常化し、中央銀行が利上げを余儀なくされるリスクもあります。ただし、将来のインフレおよび賃金需要に対する人々の期待に多くを依存するでしょう。

インフレ率の上昇はインデックスに連動する賃料に反映されますが、債券利回りの急上昇は少なくとも部分的には不動産利回りに反映されるため、不動産の資本価値と収益には、短期的にはおそらくマイナスに作用することが予想されます。1970年代に見られたインフレ率上昇時の経験は、不動産がインフレに対する部分的なヘッジにしかならないことを示唆しています。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。