

インベストメント・リサーチ

グローバル不動産市場：四半期レポート

7-9月期に不動産市場が転換点を迎えた中、我々は引き続きリスク要因とリターンの源泉に焦点を当て、経済と金融の不確実性がさらに広がる中でも、どのような戦略を追求するのが最善であるか判断している。通常、戦略的な決定は極めて明快なものであり、短期的な賃料成長と、構造的でより持続性のあるインカム収益との間で適切なバランスを取ることが最良の策となる。しかし、こうした2つの分類による区分はますます役に立たなくなってきており、第3の選択肢が現れつつある。それは、開発、設備投資、不動産融資における構造的な資金不足から派生する長期的な持続性のある成長機会である。これは長期にわたる回復だと考えることができるかもしれないが、本レポートでは、こうした長期にわたる回復の需要面が実際にどれほどの持続性があるのかの検証にも焦点を当てている。

本レポートでは、以下の各地域のリサーチチームが、それぞれの投資テーマと機会に焦点を当てて検証を行っている。

2 | アジア太平洋不動産市場概況

- アジアのオフィス稼働率はなぜこれほど差があるのか？
- アジア不動産市場の見通しはどれほど誤解を招きやすいものなのか？

7 | 欧州不動産市場概況

- すべての市場で不動産利回りは安定してきたか？
- 物流施設セクターで好調な市場はどこか？
- 欧州のセルフストレージを牽引する要因とは？

13 | 米国不動産市場概況

- 11月の大統領選：不動産市場にどのような影響をもたらすか？
- 消費の冷え込みが起きても、商業施設は引き続き魅力的なセクターか？

四半期レポート | インベストメント・リサーチ

アジア太平洋不動産市場概況

主要なテーマ

- ・アジアのオフィス稼働率はなぜこれほど差があるのか？
- ・アジア不動産市場の見通しはどれほど誤解を招きやすいものなのか？

アジアのオフィス稼働率はなぜこれほど差があるのか？

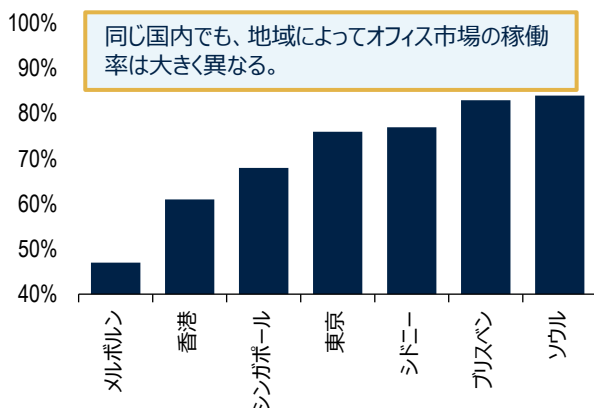
コロナ禍後のアジア不動産市場における疑問の1つとして、なぜオフィス回帰率にこれほど大きな差があるのかという点が挙げられる。雇用や新規開発にばらつきがあることを考慮しても、依然その差は大きい。さらに、こうしたオフィス回帰率は引き続き変化している。過去2年間、多くの都市でオフィス稼働率は徐々にではあるが上昇し続けている。そして、これが重要なのは、現状においてオフィス市場は価格に織り込まれていない回復力を示しており、こ

したオフィス需要が予想外に上振れする可能性があるからだ。

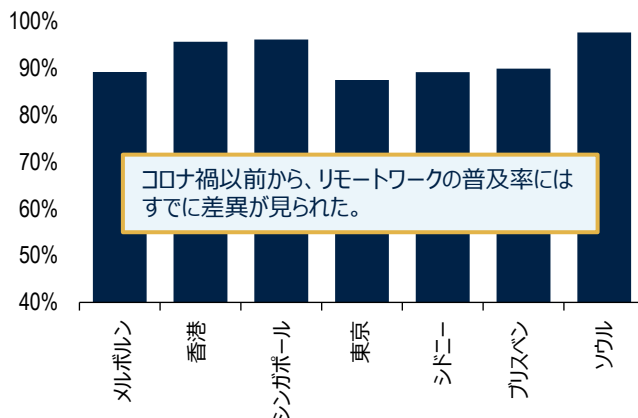
ICT（情報通信技術）を用いたオフィスワークの重要性、人口密度、中小企業の重要性などが都市によって違っていることが、こうした差を説明する一助にはなるものの、一貫性がある訳ではない。例えば、ICTを使ったオフィスワーカーの割合の高さによって、オーストラリアのオフィス稼働率を説明することができるが、東京やシンガポールなどの他の都市では、逆の現象が見られる（図表1）。

図表1：主要オフィス市場における2019年のオフィス稼働率予想に対する最新のオフィス稼働率データ¹

オフィス稼働率（2024年1-3月期）



オフィス稼働率予測（2019年）



1. PGIMの計算は、リモートワークに関する各国の推計値を示す多数の情報源を引用し、それらを“Telework in the EU before and after COVID-19: where we were, where we head to”（政策のための科学、欧州委員会、2020年）で詳述されているセクター間の相違と照合した。
出所：CBRE、サヴィルズ、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

もちろん、共通点がないことに何の問題もない。なぜなら、それは各都市がいかに異なっているか、そしてパンデミックによって一部の都市の変化が他の都市よりも早く進んだ可能性があることを示すものだからである。

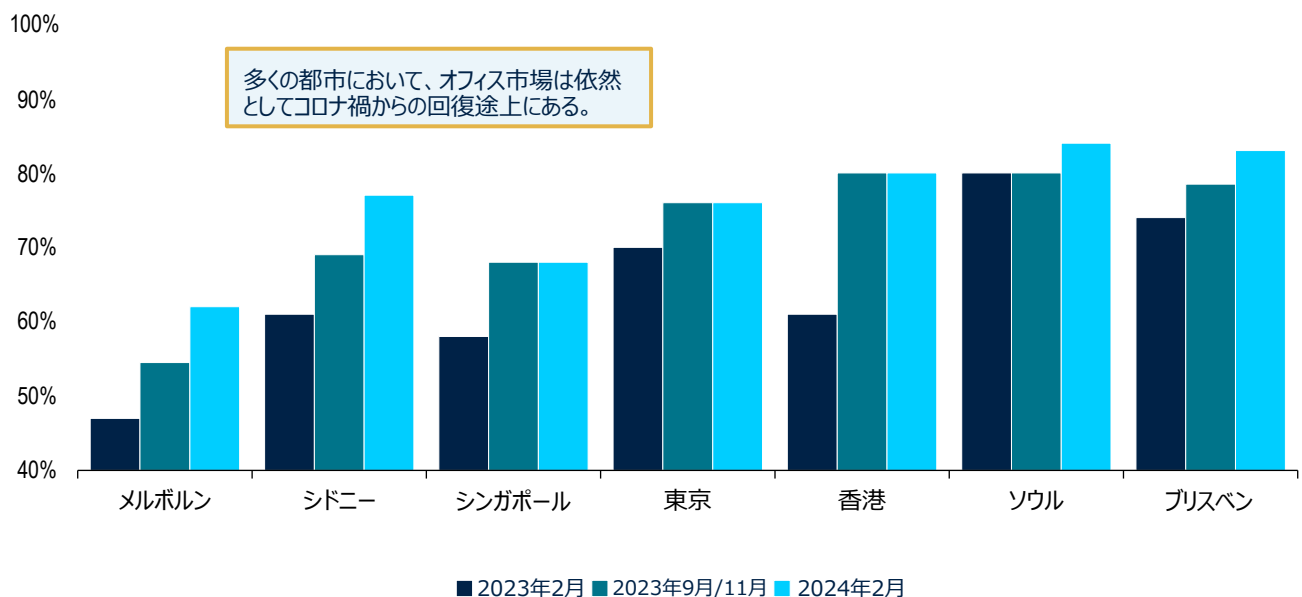
しかし、こうしたパンデミック後の違いや、なぜ労働者が依然としてオフィス回帰しているのかを説明する全容について我々は把握していない。図表2が示す通り、オフィ

ス稼働率の上昇傾向には、他の要因が作用していることが示唆される。

有力な可能性として、新型コロナウイルスのパンデミック自体に関連した要因が考えられる。理論的には、新型コロナウイルスを背景とした厳しい規制を実施した都市ほど、回復には時間がかかる。こうした事情より、一部の都市は依然として回復途上にあると考えられる。

図表2：労働者は依然としてオフィス回帰の途上にある

オフィス利用率（2023～24年）



出所：Nippon、CBRE、サヴィルズ、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

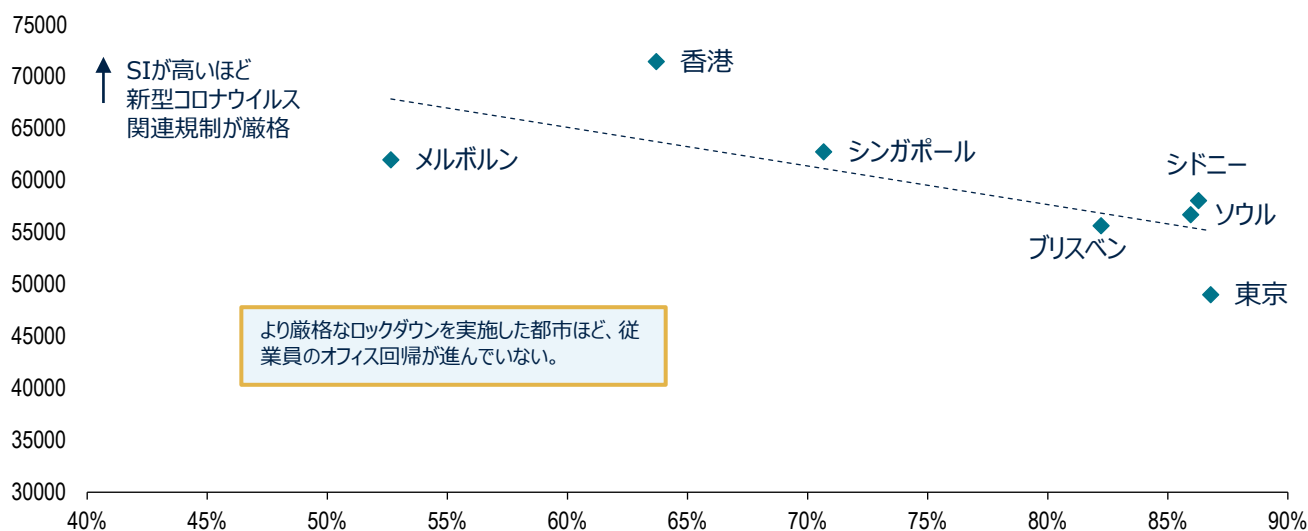
これを検証するため、各都市における新型コロナウイルス対策の厳格さを評価するのに使用しているオックスフォード大学の「厳格さ指数（SI）」²をプロットし、最新の稼働率データと比較した。世界的にみると、実施された新型コロナウイルスの対応策の内容には大きな違いが見られない一方で、実施された期間に大きな違いが見られた。想定通り、検証ではコロナ禍期間中の3年間のSIが高いほど、オフィスの稼働率が低いことが分かった（図表3）。

図表3は、より厳格な長期にわたる行動規制に直面した労働者がより在宅勤務に慣れ、その結果として、オフィスへの復帰が進まなくなったことを示唆している。

投資家にとってこれは重要な発見であり、オフィスへの出勤が継続的に増加していることを説明するとともに、オフィス市場が依然としてコロナ禍からの回復途上にあることを示している。これは、2019年時点のオフィス出勤率に回復することを示唆するものではないが、現在予想されているよりも多くのオフィススペース需要が今後見込まれることを意味しており、今後の賃料上昇を示唆するものである。それぞれの都市が完全に回復するまでにどの程度の時間を要するかは不明だが、オフィス市場は一部で考えられているほど簡単に見切りをつけるべきものではないことを示唆している。

図表3：より厳格な規制によってオフィス稼働率は低下

新型コロナウイルス対策の厳格さを表す指数（2020-22年）と コロナ禍以前に対するオフィス稼働率の比較（2024年1-3月期）



出所：Our World in Data、CBRE、サヴィルズ、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

2. 注記：正確には、オックスフォード・コロナウイルス政府対応トラッカー（OxCGRT）に基づいた 新型コロナウイルスの「厳格さ指数」。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

アジア不動産市場の見通しはどれほど誤解を招きやすいものなのか？

アジアの不動産市場の見通しを検証するに当たっては、投資を行う主要市場を統合してセクター概要を示すのが簡単なアプローチ方法となる。これにより、セクター間の比較が可能になるが、より多くの場合には欧州や米国の不動産市場との比較にも用いられる。これまでの、それで良かったかもしれない。しかし、アジアの不動産市場をこのようにひとまとめにして分析する場合には、それが各都市を十分もしくは公正に表すものでなくてはならないことを意味する。問題なのは、当然ながら、多くの場合にはそうっていないことである。現在の価格調整局面がまさにその好例である。

図表4は、アジア全体における3つの主要セクターについて、2024年4-6月期までのピーク価格から底値までを分析したものである。

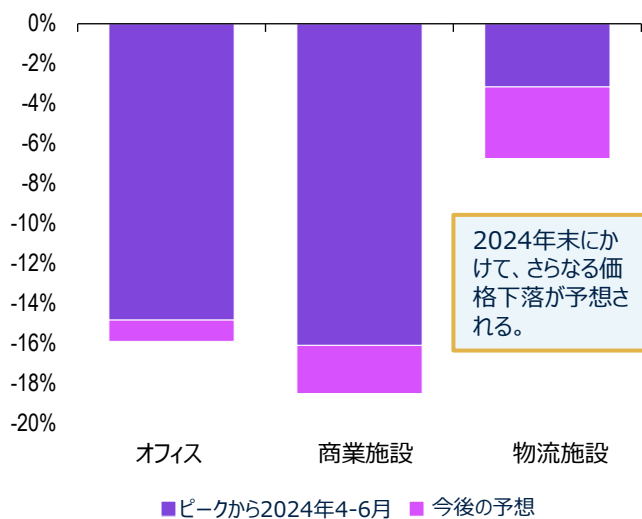
これらの数値を踏まえると、アジア不動産市場の価格調整は、足元で世界全体と同調した動きとなっており、最新の予測によると、価格下落が鈍化する中、アジアの不動産価格は年末頃に底を打ち、2025年には回復に向かうと見られる。

しかし、これらの数値は、それぞれの都市において実際に起こっていることを明快に表している訳ではない。図表5が示す通り、各都市の不動産価格の上昇率を見れば、都市間の違いがどれほど大きいか分かる。この図は、各セクターの

2024年6月末時点における最も高い上昇率と最も低い上昇率の都市をハイライトしている。都市レベルの掘り下げた検証を行わなければ、統合した数値の裏側で何が原因となっているかを実際には理解することができない。

図表4：統合したセクター見通しでは、価格のさらなる下落が見込まれる

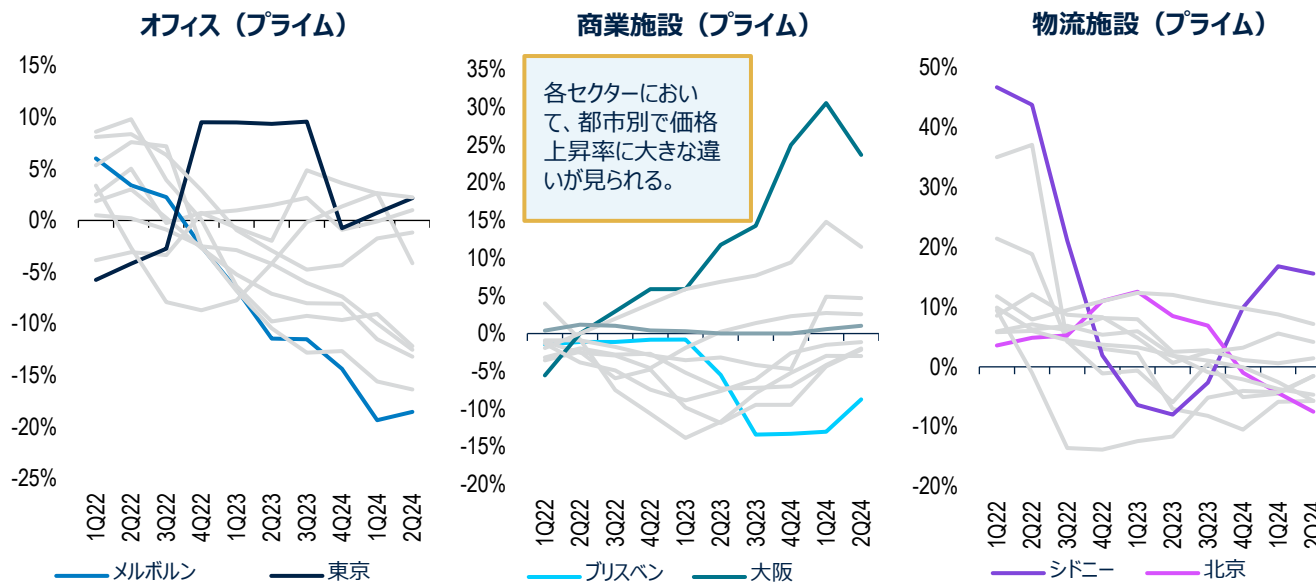
主要セクター別における、これまでのピークから底値までの価格下落率と今後の予測（％）



出所：Nippon, CBRE, サヴィルズ, PGIMリアルエステート、2024年8月現在。
予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

図表5：地域によって価格上昇率に大きな違いがある

都市別の名目価格上昇率（年率、％）



出所：CBRE, サヴィルズ, PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

都市別での検証という観点に目を向けると、平均値に頼って判断することの課題に直面することになる。図表6は、2024年4-6月期時点の主要10都市におけるピーク価格から底値までの下落実績および予測を、主要セクター別および地域平均と比較して示したものである。この検証結果は驚くような内容ではないかもしれないが、以下の3つの際立った点を挙げる事が出来る。

- 1つ目は日本であり、最近の金利見通しの変化により、価格に下落圧力がかかっている。そのため、価格修正の動きという点においては、日本は他地域の中で出遅れた状況にある。また、日本の債券利回りはさらに上昇する見通しであることから、東京と大阪では今後2〜3年間にわたり価格の下落が継続すると予想している。
- 2つ目の点として、オフィスや商業施設よりも物流施設でさらなる価格の下落が広く予想されている。北京、香港、上海

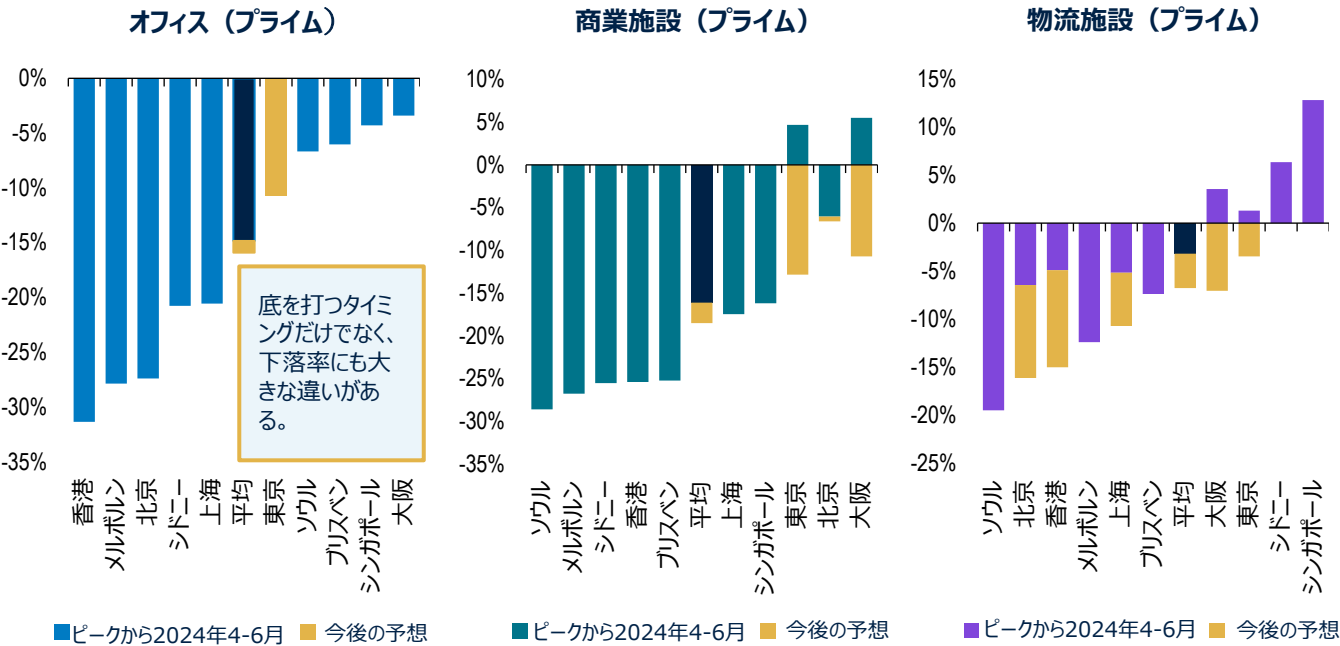
では、予想を下回る貿易の伸びや新規供給などの多くの要因が相俟って、2025年を通してさらに価格が下落すると見込まれる。

最後に3つ目の点として、ほとんどの市場において、特にオフィスを中心に商業施設も含め、価格の下落はすでに底を打っている。

この最後の点が非常に重要である。冒頭の平均値での分析にもかかわらず、実際には、アジア太平洋地域のほとんどの国がグローバルな不動産市場の回復を牽引している。これらを踏まえ、2つの結論が導き出される。第1に、特にアジアのように経済的に大きなばらつきが見られる地域についてひとくりにした見通しを立てることは、誤解を招く可能性があるということ。第2に、都市別の分析を踏まえると、アジアへの投資は今こそが好機であると考ええる。

図表6：都市、セクター、タイミングによって、ピークから底値までの差には大きな違いがある

現在までのピークから底値までの差と今後の予想（年率、%）



出所：CBRE、サヴィルズ、PGIMリアルエーステート、2024年8月現在。
予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

四半期レポート | インベストメント・リサーチ

欧州不動産市場概況

主要なテーマ

- すべての市場で不動産利回りは安定してきたか？
- 物流施設セクターで好調な市場はどこか？
- 欧州のセルフストレージを牽引する要因とは？

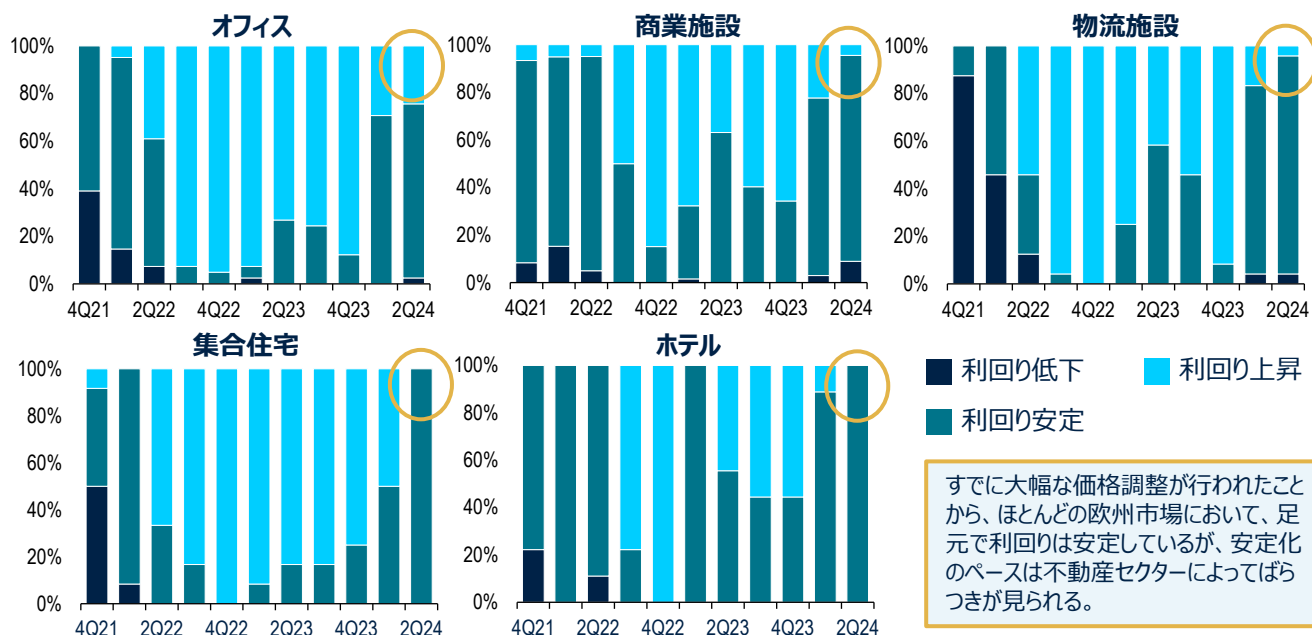
すべての市場で不動産利回りは安定してきたか？

すでに大幅な価格調整が行われ、各国中央銀行が金融緩和へと政策を転換させたことを背景に市場金利が低下し始める中、ほとんどの欧州市場におけるプライム物件の利

回りは足元で安定している（図表1）。欧州全体で見ると、2023年10-12月期には主要市場の76%で利回りが上昇したが、2024年4-6月期に利回りが上昇した主要市場はわずか9%にとどまった。

図表1：不動産利回りは安定化しているが、セクター間でばらつきが見られる

利回りが低下、横ばい、上昇となった市場の割合（％）



出所：クッシュマン&ウェイクフィールド、PMA、CBRE、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

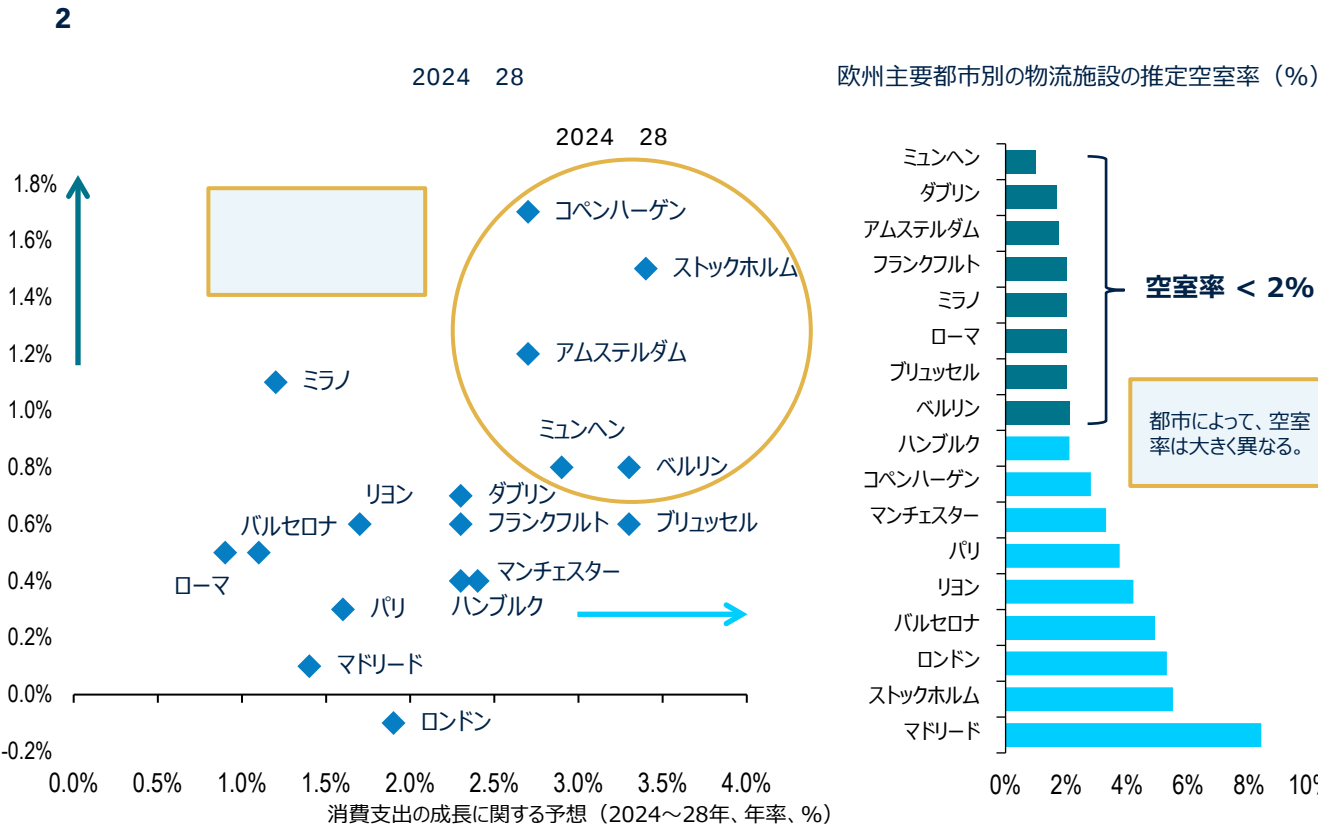
95%

25%

CBD

CBD

2



出所：コリアーズ、PMA、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。
予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

次のサイクルでは、各都市のパフォーマンスにとって供給面も重要な役割を果たすことになるだろう。過去数年間活発な開発が行われた結果、欧州全域で物流施設の空室率が上昇している。多くの都市では依然として空室率は低水準にとどまっているが、特に、テナントの確定していない物件の開発が過去数年にわたり多く行われてきたマドリッドなど、一部の都市では供給面のリスクが高まっている。例えば、消費者に近い都心部立地に限定されるラストマイルと呼ばれる物流施設など、こうした都市においても引き続き厳選された投資機会は存在するが、市場の空室率上昇は間違いなく警戒すべきリスクである。

テナントおよび資本市場の見通しを含む様々な指標を評価すると、主に需給が良好であることから、特にアムステルダム、ドイツの主要都市、パリなどの物流施設は他の都市と比

べてより魅力的に見える（図表3）。対照的に、スペインでは供給予定案件の増加が懸念材料となっている。また、英国では、Eコマース普及率の鈍化、およびここ数年における大幅な賃料上昇による値ごろ感の後退を受け、今後の賃料上昇余地が限定的となっている。

時間の経過とともに市場が成熟する中、Eコマースの成長鈍化が主なリスクとなる。Eコマースの普及率に関する見通しは、予想を上回る実店舗での消費への回帰により、1年前と比較してすでに下方修正されている。とはいえ、最新の見通しによると、Eコマースの需要を満たすために大規模な物流スペースが必要であることが引き続き見込まれている。欧州全体では、今後数年間にわたり年間約3%のインカム収益の伸びを見込んでおり、さらに物件価格の調整により、インカムリターンは過去数年の水準と比べて大幅に高いものとなることを意味している。

図表3：一部の都市の物流施設は、他の都市よりもより魅力的

		総合	需要	供給	賃料の 伸び	価格調整	トータル リターン	流動性
より魅力的 ↑	アムステルダム							
	ダブリン							
	フランクフルト							
	コペンハーゲン							
	ミュンヘン							
	パリ							
	ブリュッセル							
	ベルリン							
	ロンドン							
	ストックホルム							
	リヨン							
	ミラノ							
	マンチェスター							
	ハンブルク							
	ローマ							
	バルセロナ							
	マドリッド							

出所：クッシュマン&ウェイクフィールド、コリアーズ、PMA、オックスフォード・エコノミクス、MSCI、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

欧州のセルフストレージを牽引する要因とは？

現在、欧州のセルフストレージ市場は厳しい事業環境に直面している。「4つのD」とも呼ばれることのある、「死：Death」、「転居：Dislocation」、「離婚：Divorce」、「よりコンパクトな住居：Downsizing」は、一般的に住宅売買につながり、それが当セクターの主要な需要の促進要因である。過去数年は、高金利と住宅ローン費用の増加により住宅需要が低迷しており、その結果としてセルフストレージの稼働率が低下していることは驚きではない（図表4）。

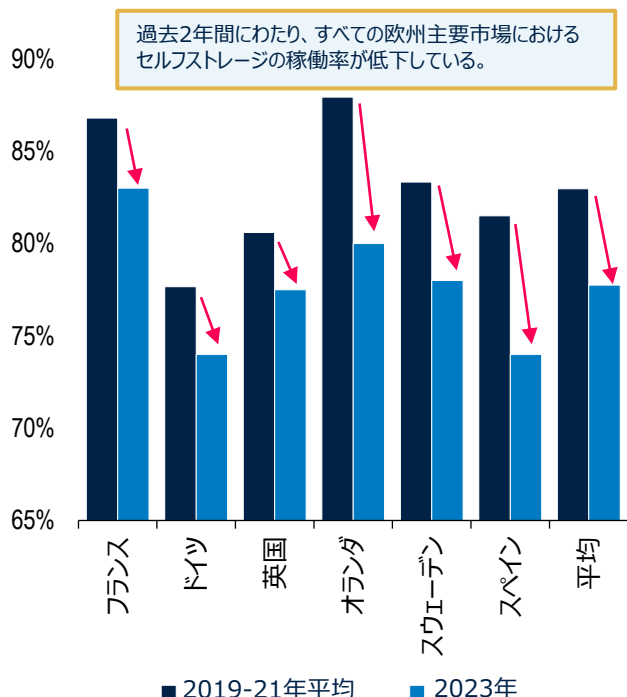
供給も増加していることに加え、需要のもう一つの重要な

牽引要因である中小企業の設立も金利上昇という逆風に直面しており、欧州各国（および、より成熟した米国市場）が似たような状況に置かれている。

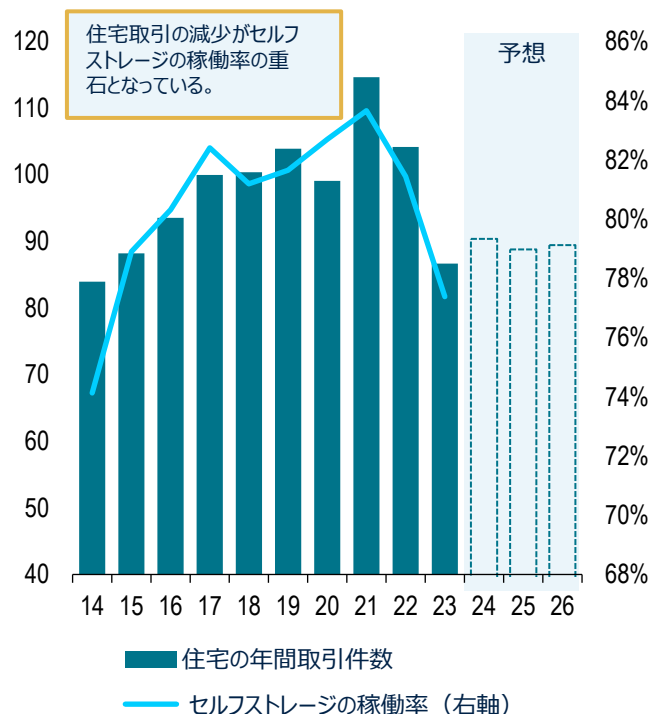
同時に、同セクターに対する投資家や貸し手の関心は高まっているが、セルフストレージは依然として投資資産全体の中で小さな比重を占めるにとどまっている。Real Capital Analytics によると、過去数年間で不動産への投資額全体が大幅に減少したのとは対照的に、2022年以降のセルフストレージへの投資総額は年平均3.3億ユーロとなっており、前サイクルの年平均1.47億ユーロから増加している。

図表4：欧州のセルフストレージ事業者は、低調な住宅市場からの逆風に直面している

主要国別のセルフストレージの稼働率（%）



住宅の年間取引件数に関する指標（2017年を100として指数化）とセルフストレージの稼働率（%）：欧州



出所：ユーロスタット、PMA、欧州セルフストレージ協会（FEDESSA）、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

短期的な需要面での逆風にもかかわらず、欧州におけるセルフストレージの投資見通しを下支える要因がいくつかある。

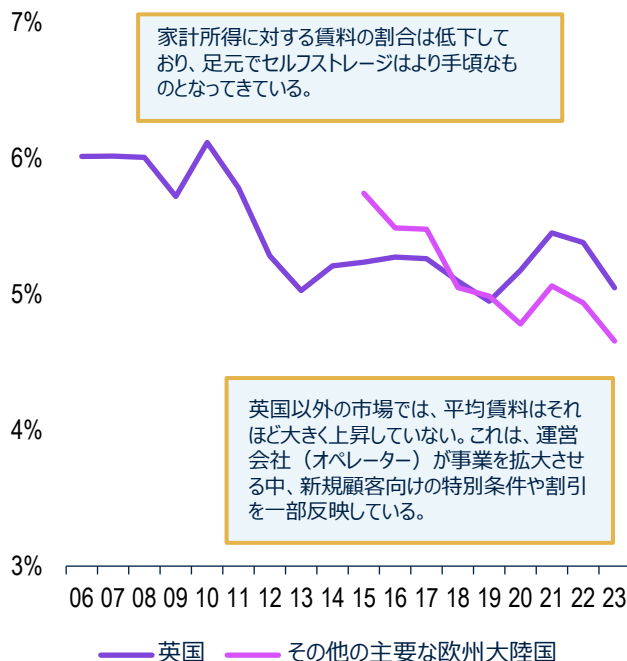
- i) **高い利回り。**単純に利回りは標準的なインダストリアル物件よりも高く、投資家はセルフストレージ運営事業にも投資することでさらに高いリターンを享受することができる。これはバリューアッド投資家にとって魅力的であろう。
- ii) **手頃な賃料。**近年では、家計所得に占める募集賃料の水準が低下しているが、それは、特に運営会社（オペレーター）が新規参入し、新規顧客を獲得するために積極的に値引きを行う、比較的新しい大陸欧州市場でより顕著である（図表5）。こうした傾向は、より成熟した英国市場ではそれほど顕著ではなく、過去10年間にわたる所得に占める賃料の割合は安定している。

労働市場の逼迫、賃金の上昇、今後数年に経済成長が改善するとの見通しを背景に、家計所得が増加する中、過去数年の英国と同様に、所得に占める賃料の割合が安定すると仮定すれば、セルフストレージの賃料は現在の水準から大幅に上昇する余地がある。もちろん、これは物件供給を今後の需要が吸収できる水準で、全体的な稼働率が安定することが条件となる。

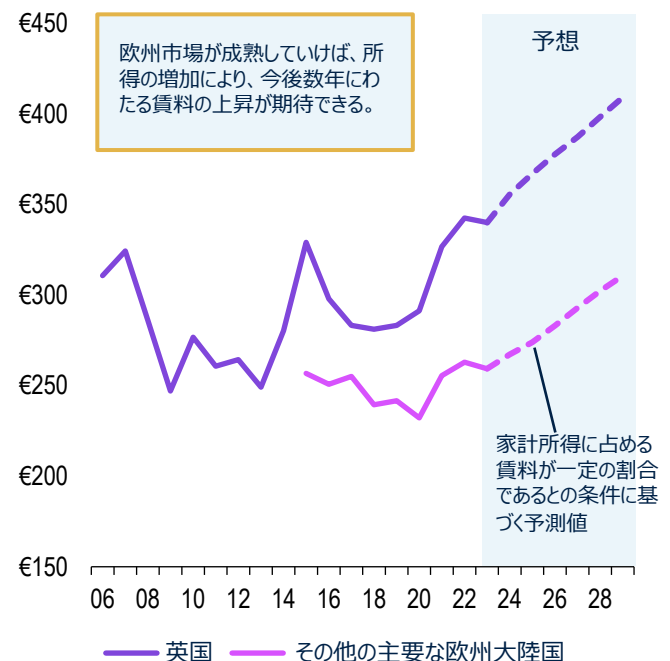
- iii) **人口密度。**米国のセルフストレージ市場（欧州と比較して、1人当たりのスペースは20倍近く）との比較は困難を伴う。第一に、米国の家計は欧州の家計よりも裕福であり、一般的にセルフストレージで保管される娯楽用品や家具などの商品をはるかに多く購入している。

図表5：セルフストレージの賃料は上昇の余地がある

10平方メートル当たりのセルフストレージの賃料が家計所得に占める割合（％）



セルフストレージの平均賃料（ユーロ/平方メートル/年間）



注記：欧州大陸の主要国とは、デンマーク、フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スウェーデン、スペインを指す。

出所：欧州セルフストレージ協会（FEDESSA）、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

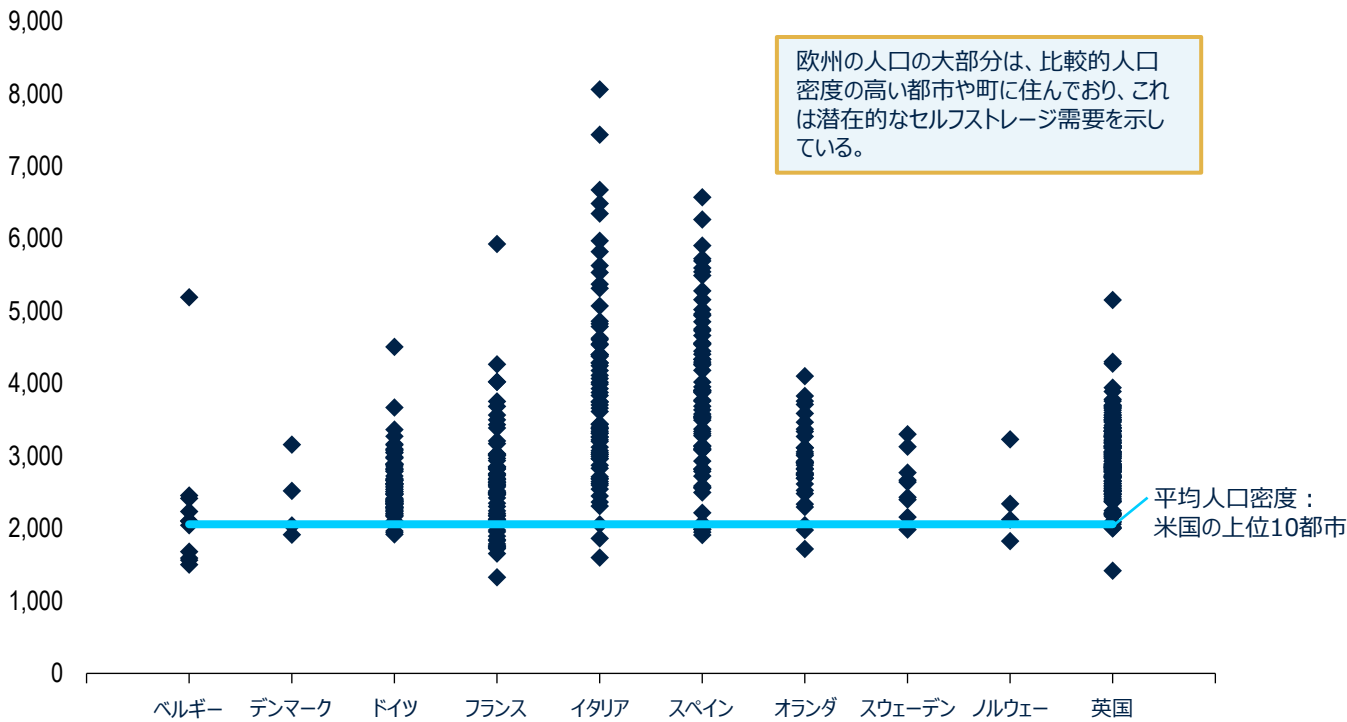
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

しかし、欧州に特徴的な要因の1つとして、人口密度の高さが挙げられる。欧州の都市や町は、特に、セルフストレージ市場が確立している米国の主要都市の多くと比較しても、中心部の人口密度が高い（図表6）。

注目すべきは、フランス、イタリア、スペインなど、全体的な人口密度は比較的低い国であっても、主要都市部の人口密度は高いことである。これは、特に相対的に高い所得水準と都市部の高い人口密度を有する欧州の一部の国において、非常に低い水準からではあるがセルフストレージ需要がさらに拡大する可能性がある。

図表6：欧州の多くの都市部では人口密度が高い

国別の都市および町の人口密度の分布（人口50,000人以上の都市および町、1平方キロメートル当たりの住民数）



出所：欧州委員会のグローバル・ヒューマン・セトルメント・レイヤー、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

米国不動産市場概況

主要なテーマ

- ・ 11月の大統領選：不動産市場にどのような影響をもたらすか？
- ・ 消費の冷え込みが起きても、商業施設は引き続き魅力的なセクターか？

11月の大統領選：不動産市場にどのような影響をもたらすか？

不動産価格が大きく変動した3年間を経て、労働市場は依然として逼迫している中、政策の変更が、不動産市場の回復を遅れさせるか加速させるかを左右する可能性がある。

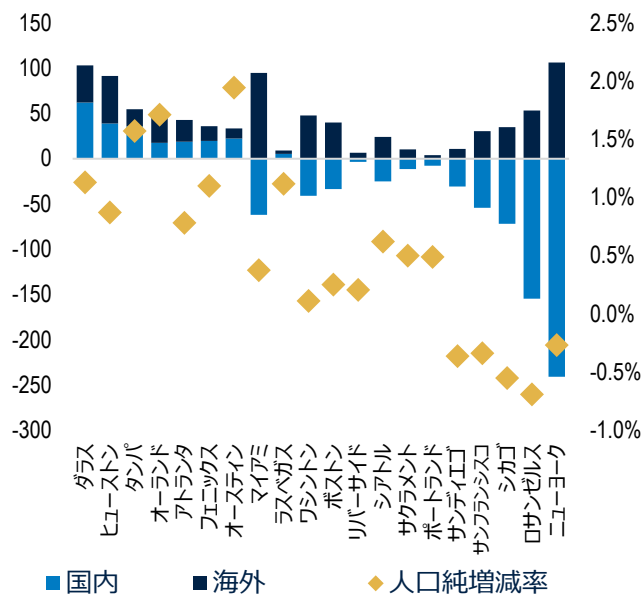
我々は、選挙結果の二つのシナリオを以下のように分析した。①民主党の大統領および各党僅差の議席数で分断した議会という現状維持のシナリオ、②共和党が選挙で圧勝し、行政府と立法府の両方を新大統領が掌握するというシナリオ。後者のシナリオが実現した場合、政策が大きく転換されることが見込まれ、特に3つの政治的分野に焦点を当てると以下のようなことが考えられる。

- ・ 合法的移民および不法移民の減少による**流入人口の減少**。
- ・ 新たな高関税の導入による、**より制限的な貿易政策**。
- ・ **個人および法人を対象とした減税**による、名目経済成長率の上昇および国債利回りの上昇。

足元の逼迫した労働市場を踏まえると、**移民の減少**は人件費の上昇圧力になると考えられる。図表1が示す通り、移民は米国の各都市によってばらつきがあり、特に右側に示された大都市は賃金コストの圧力に晒されることになる。

図表1：移民の減少が労働市場をさらに逼迫させる見通し（凡例：国内・海外・人口純増減率）

2023年の人口流出入（千人）と過去10年間の純人口増減率（人口に占める割合、%）



出所：労働統計局、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

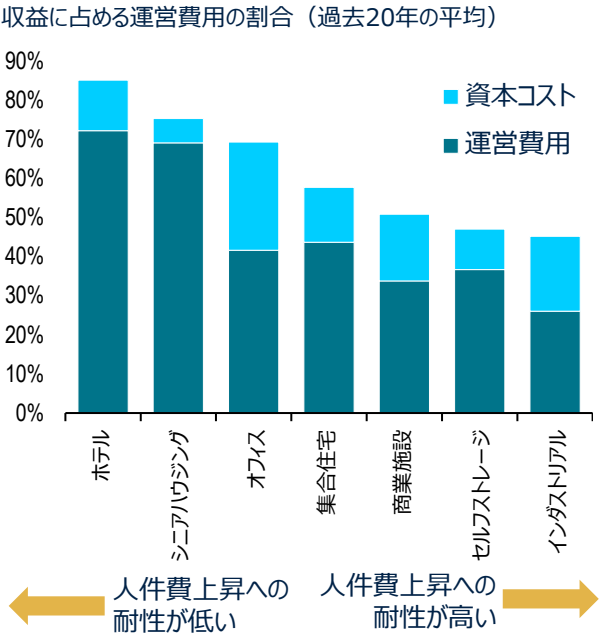
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

また、人件費の上昇は特に運営費用が高いセクターに打撃を与えることになる。図表2に示されているように、商業施設、セルフストレージ、インダストリアルが、さらなる賃金上昇局面を相対的に乗り切りやすいセクターである。

より制限的な貿易政策も、地域によって影響が異なる。図表3が示す通り、関税の引き上げは、図の左側に示された貿易依存度の高い都市に最も大きな打撃を与えるだろう。欧州で製造された自動車やその他の商品の主要な玄関口となっている、サバンナ、チャールストン、ノーフォークといった東海岸の小規模な港湾都市の見通しは特に不透明である。

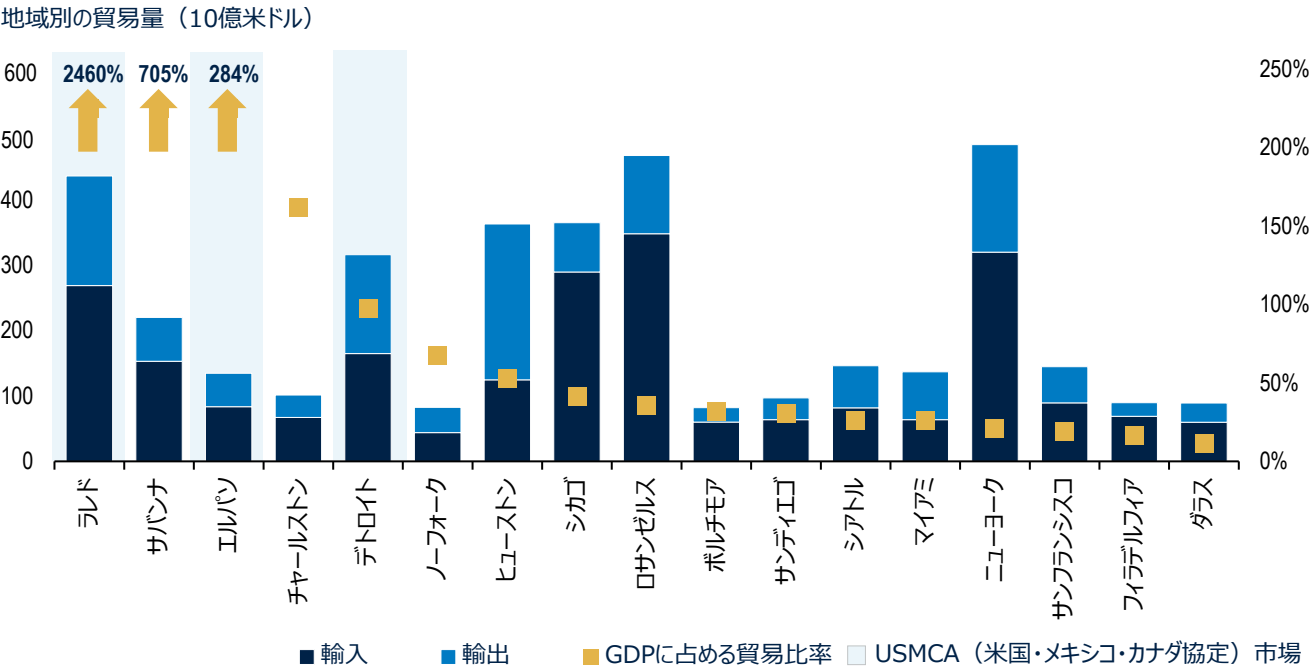
対照的に、メキシコやカナダとの国境沿いにあるラド、エルパソ、デトロイトなどの市場は、自由貿易協定に基づいてメキシコとカナダが引き続き関税免除措置の対象国となる場合、少なくとも2026年までは関税の影響を受けないだろう。

図表2：運営費用負担の低いセクターほど賃金上昇圧力に強い



出所：NCREIF、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

図表3：関税は東海岸および西海岸の輸送拠点にとって重石となる



出所：米国国勢調査、オックスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

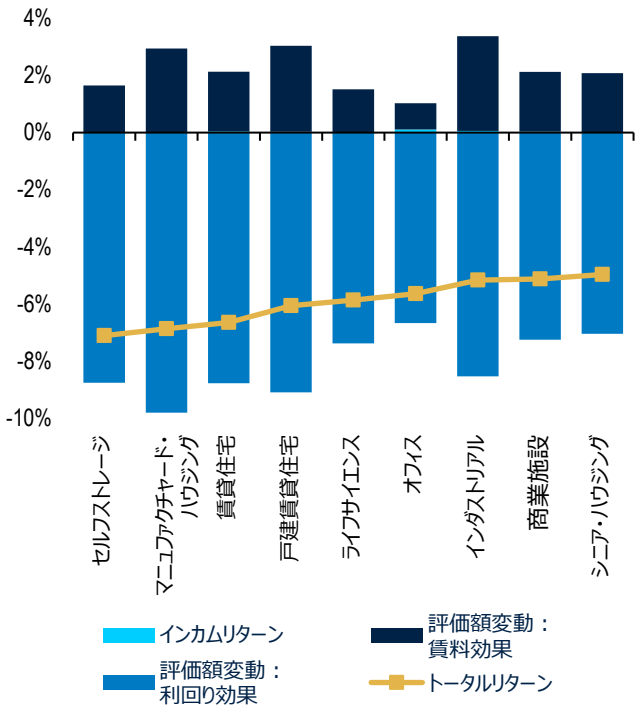
最後に、**減税**は経済成長の追い風となるが、大幅な歳出削減によって相殺されない限り（2024年の政策綱領の一部に、どちらの政党も大幅な歳出削減を盛り込んでいない）財政見通しは悪化し、長期債利回りが長期間にわたって高止まりする原因となる。

図表4は、米国10年債利回りが100bps上昇した場合の影響に関する我々の予想を示したものである。左図が示す通り、一次的な効果として、不動産投資に係るリスクプレミアムを確保するために不動産価値のさらなる下落が予想される。この場合、セルフストレージやマニユファクチャード・ハウジングなど、キャップレートが最も低い水準にある物件タイプが最も大きく影響を受けると考えられる。

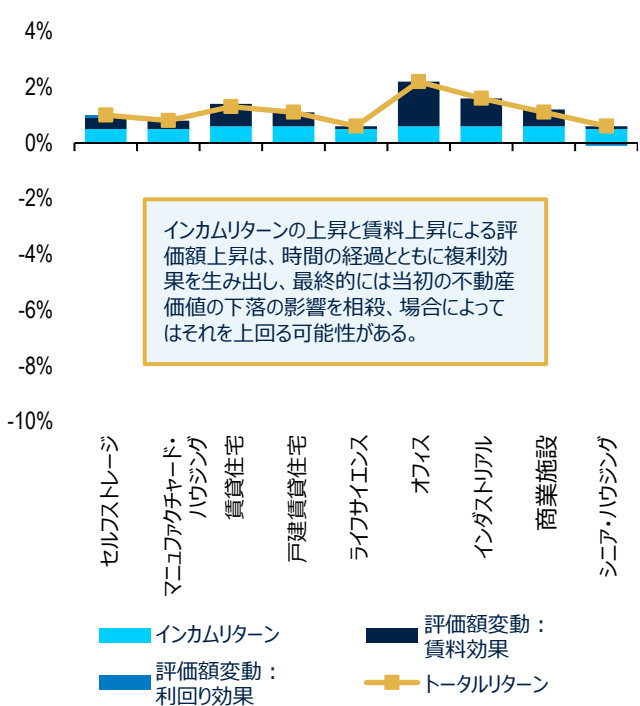
しかし、二次的な効果として、借入コストが上昇するため新築物件供給が減少し、テナント需要は若干改善することで、インカムリターンがより上昇し、ほとんどの物件タイプでプラスの影響となるだろう。この図の尺度は誤解を招きやすいが、プラスの効果は累積となり、最終的には当初の不動産価格の下落分が相殺されるだろう。

図表4：金利が上昇した場合、不動産価格のさらなる下落を高いリターンが相殺するというサイクルが繰り返される

基本シナリオに対する年間リターンの差（2025年）



基本シナリオに対する年間リターンの差（2026～28年）



出所：連邦準備制度理事会、オックスフォード・エコノミクス、リアルページ、ムーディーズ、アメリカン・コミュニティ・サーベイ、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

消費の冷え込みが起きても、商業施設は引き続き魅力的なセクターか？

商業施設は、6年間にわたる百貨店の破綻、コロナ禍、そしてEコマースによる実店舗売上高の継続的な減少に持ち堪えてきた。それにもかかわらず、過去1年の商業施設のリターンは、他のどの主要セクターも上回っている。商業施設は次の難局である「消費の減退」も乗り切ることができると我々は考えている。

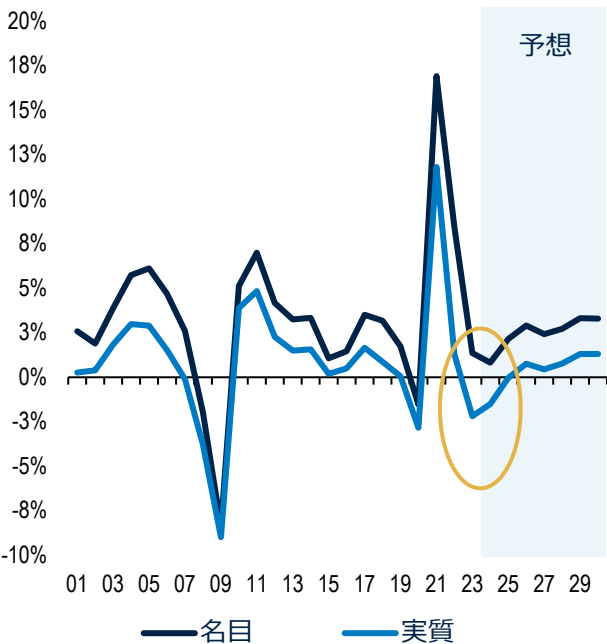
図表5の左図で示された実店舗の売上高に関するデータは注目に値する。小売売上高の名目成長率はプラスとなっているが、インフレ率を考慮すると、2020年とほぼ同程度に小売売上高は減少している。2022年にリベンジ消費をした後で、消費行動が一服するのは驚くべきことではない。

さらにいくつかの要因がある。第一に、小売企業が注視する指標は、実店舗での売上高だけではない。一部の小売店は、オンライン販売を促進するためのショールームとして機能しており、実店舗の売上高よりもブランディングが重要視される。

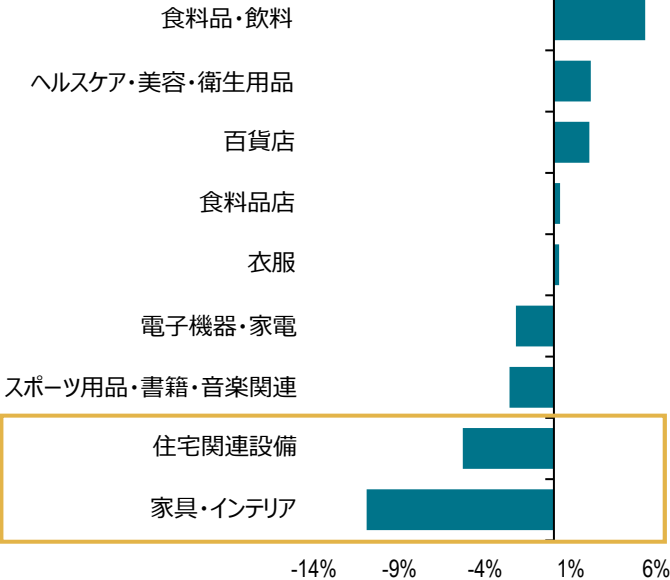
第二に、右図が示す通り、消費者は食料品などの日用品の購入や外食をやめたわけではない。小売売上高が落ち込んでいるのは、住宅の購入が減少したことにより住宅関連設備や家具の売上高が低迷していることによる。こうした傾向は、少なくとも住宅ローン金利が高い水準にある限り続き、経済成長が鈍化すれば、さらに長引く可能性もある。

図表5：住宅購入の低迷により、実店舗の小売売上高が圧迫されている

実店舗の小売売上高（対前年比）



小売売上高の名目成長率（2023年1-3月期に対する2024年1-3月期、対前期比）*



*注記：2024年1-3月期と2023年1-3月期の比較。

出所：ムーディーズ・アナリティクス、PGIMリアルエステート、2024年8月現在。
予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

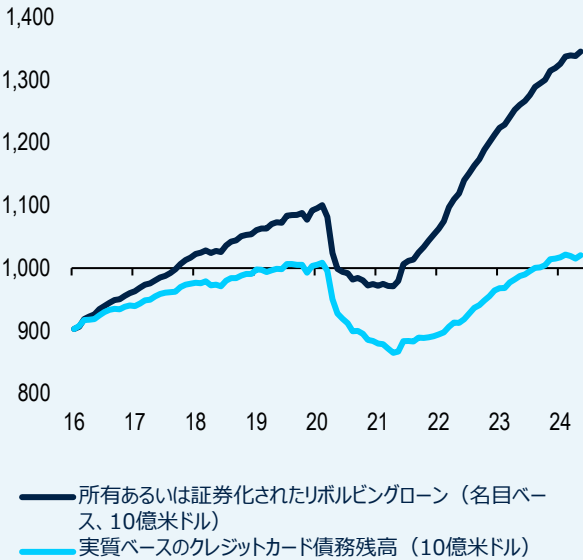
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

また、クレジットカードおよび貯蓄に関する指標も、消費者が必要からではなく、自らの意思で支出を控えていることを示している。図表6の左図が示す通り、クレジットカード利用残高の名目成長率は、コロナ禍以前と同じペースでの伸びを示しているが、インフレを加味した実質ベースでは、最近になってようやく2020年初旬のピークを上回ったにとどまる。より最近では、実質ベースのクレジットカード利用残高は横ばいで推移しており、消費者が支出を控えていることを示唆している。

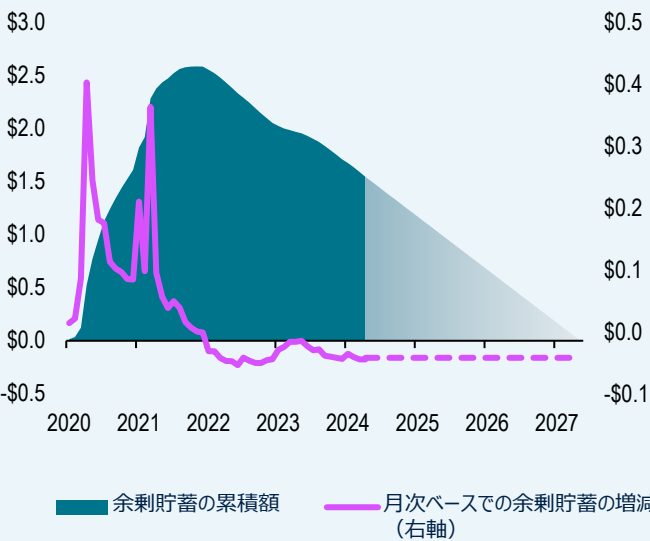
さらに、右図が示す通り、2020年と2021年に実施された景気刺激策からの給付金の大半を貯蓄に回したことから、家計には引き続き十分な貯蓄がある。こうした「余剰貯蓄」（2020年以前の貯蓄率と実際の貯蓄との差額）は、2022年半ばに2.5兆米ドルでピークを付けて以降、消費者はこれを切り崩している。しかし、「余剰貯蓄」の半分以上が依然として残っていると我々は試算しており、再び消費したいときに備えていると推定される。

図表6：消費者は、消費したければ続けることができる

クレジットカードの債務残高

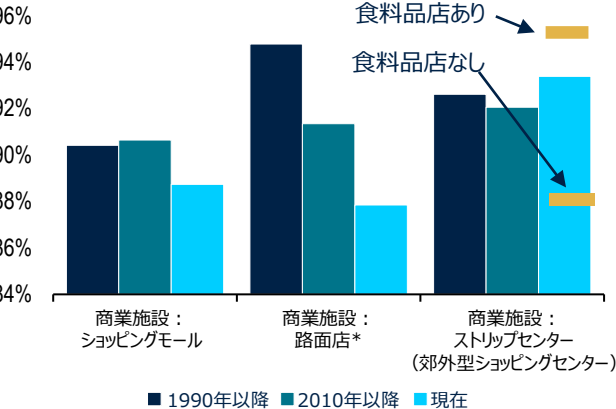


コロナ禍前のトレンドに対する余剰貯蓄の累積額（1兆米ドル）



出所：セントルイス連邦準備銀行、米国経済分析局、米国労働統計局、PGIMリアルエースト、2024年8月現在。
予測は将来を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。

図表7：郊外型ショッピングセンターの入居率は高い



最後に、生活必需品を扱う商業施設は、過去数十年でこれほど好調だったことはない。図表7が示す通り、ショッピングモールや路面店は依然として低迷しているものの、ストリップセンターと呼ばれる郊外型ショッピングセンター（複数の店舗が長屋のように連なった商業施設）の入居率は足元で93%を超えている。また、同セグメント内でもばらつきが見られ、食料品店のないストリップセンターの入居率は平均91%であるのに対し、食料品店がある場合には現在95%となっている。

短期的な消費の見通しは、過去数年に比べると明るくないものの、商業施設セクターは良好な状態でこうした環境を迎えている。

*注記：商業施設：路面店に関するNCREIFのデータは、1995年までしか遡及することができない。出所：NCREIF、PGIMリアルエースト、2024年8月現在。
当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。

PGIMは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用ビジネスの中核を担っています。PGIMリアルエステートはPGIMの不動産運用ビジネス部門として、登録投資顧問会社であるPGIMインクを通じて業務を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。**米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。**英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁（FCA）の認可および規制を受けています。（企業参照番号：193418） 欧州経済領域（EEA）では、ルクセンブルク金融監督委員会（CSSF）の規制下にあり、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しているPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって配布されます。PGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.の登記上の所在地は以下の通りです：2, boulevard de la Foire, L1528 Luxembourg。PGIM Real Estate Luxembourg S.A.（登録番号：A00001218）特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令2014/65/EU（MiFID II）で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。ドイツにおいては、本資料は、PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGによって配布されます。PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGは、ドイツ連邦金融監督所（BaFin）によって規制されています。日本では、関東財務局に登録のある資産運用会社であるPGIMリアルエステート（ジャパン）Ltd.によって情報が提供されます。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理局（MAS）に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社であるPGIM（シンガポール）プライベート・リミテッドが担当しています。PFIM（香港）リミテッドでは、本資料は香港証券先物取引委員会に登録しているPGIM アジア・ファンドマネジメント・リミテッドが証券先物条例スケジュール1 パート1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd.（PGIM オーストラリア）が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMリアルエステートの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、作成時点でPGIMリアルエステートが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、PGIMリアルエステートはその情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、作成時（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMリアルエステートは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMリアルエステートおよびその関連会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾した投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMリアルエステートのファンドまたは商品の投資委員会で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外のPGIMリアルエステートの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見または独自の投資アイデアを、口頭もしくは書面でPGIMリアルエステートのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMのフォーム ADV第2部をご覧ください。

パンデミックが発生することで、その規模にもよりますが、全国的な経済状況あるいは地方経済の状況がそれぞれ各様の損害を被る可能性があり、これによって当ファンドおよび当ファンドの基礎となる投資不動産の価格にも影響が及ぶ可能性があります。感染症や伝染病が広範囲に拡大することで経済が混乱し、こうした混乱が不動産のバリュエーション、ファンド投資、将来的なファンドのリターンに悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、新型コロナウイルスの感染は拡大を続けており、これによって不動産価格、パフォーマンス、ファンド投資の一部あるいは全体的な財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。また、ファンドが投資対象を確保し投資を実行する能力にも悪影響を及ぼす可能性があります。新型コロナウイルスが今後どのように推移するか、その結果どのような影響があるかについては依然として不透明です。

この資料は、情報または教育を目的として作成されたものです。この資料の提供にあたり、PGIMは、(i) お客様に対して受託者としての役割を果たしておらず、また受託者としての立場で助言を提供するものでもなく、(ii)投資運用サービスの提供にはその対価として報酬が生じるため、ここでは公平な投資アドバイスについて提供するものでもありません。

留意事項 2

- 本資料に記載の内容は、PGIMリアルエステート作成した"INVESTMENT RESEARCH QUARTERLY INSIGHTS 3Q24"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。
- 本資料は、PGIM ジャパン株式会社が当社お客様向けに情報提供するものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。
- ここに記載されているモデル・アロケーションは例示を目的としたものであり、個別銘柄の購入や売却など、いかなる投資の推奨も目的としたものではありません。また、当社グループが運用するポートフォリオにおける今後の投資行動について示唆するものでもありません。
- 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。
- 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- “Prudential”、“PGIM ”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392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
PGIMJ112923
3959849-241022