

インベストメント・リサーチ

2024 グローバル不動産市場見通し

不動産市場の変革

新たな不動産市場サイクルに向けた
ポートフォリオの構築

2024年7月

当レポートは、PGIMリアルエステートが2024年5月に作成したレポート「2024 Global Outlook - CHANGING THE NARRATIVE」をPGIMジャパンが邦訳したものです。当レポート内で示されている見解、投資判断、データは特に記載がない限り、原文レポートが作成された2024年5月時点のものです。

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。

2024 グローバル不動産市場見通し

重要なポイント

2024年のポイントは、世界の**不動産市場の変革**、および、それを踏まえたポートフォリオの再構築にある。

1

リターンが底打ちをしている中で、2024年はリスクが異なる多様な投資機会の全てにおいて**魅力的なエントリーポイント**になるだろう。

2

投資テーマは、現在すでに始まっている**構造的なトレンド**と、市場の歪みが生む**戦術的投資機会**によってもたらされるだろう。

3

回復力のある成長主導のポートフォリオを構築する場合、都市と地域の市場動向が重要になる。

PART I

GLOBAL OVERVIEW



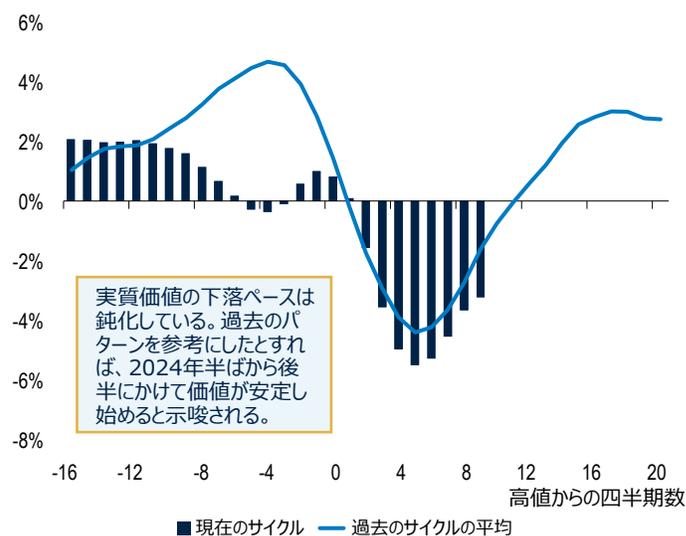
不動産市場の変革： ターニングポイントにある 世界の不動産市場

金融緩和と投資市場の流動性向上を背景に、世界の不動産価値は2024年にターニングポイントを迎える。

世界の不動産市場がターニングポイントに差し掛かっていることを確信させる重要な要因がいくつかある：

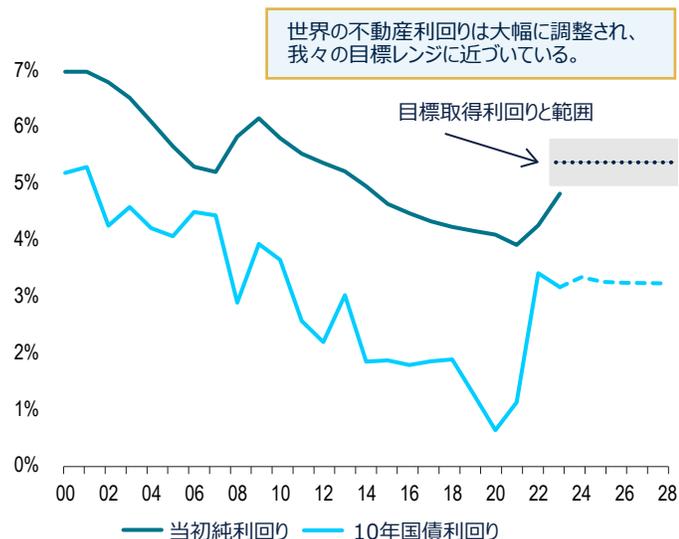
- **金融緩和**：資本集約型産業において、金利低下による借入コストの削減は、投資家の負担を軽減することになる。
- **歴史的な前例**：価格調整は転換点に差し掛かった。このパターンは過去のサイクルと一致しており、今年は安定化が進み、2025年には再び上昇に転じることを示唆している。
- **価格調整がほぼ完了**：我々のモデリングによれば、過去の金利上昇の影響はほとんど織り込まれている。不動産利回り水準はすでに当社が目標取得水準と想定するレンジに接近している。
- **供給が少なく、入居率も堅調**：景気後退リスクはあるものの、雇用の伸びの回復力と新規物件建設活動の低迷により、テナント需要に対する圧力は限定的となっている。賃料の伸びは依然として底堅い。

世界の全プライム/Aクラス不動産評価額の6か月変化率 (%)



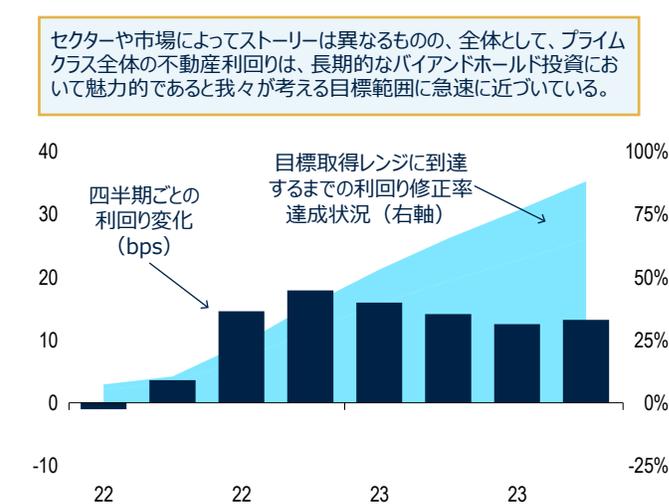
出所：CoStar, Cushman & Wakefield, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

世界の全プライム/Aクラス不動産の当初純利回り (%)



出所：CoStar, Cushman & Wakefield, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

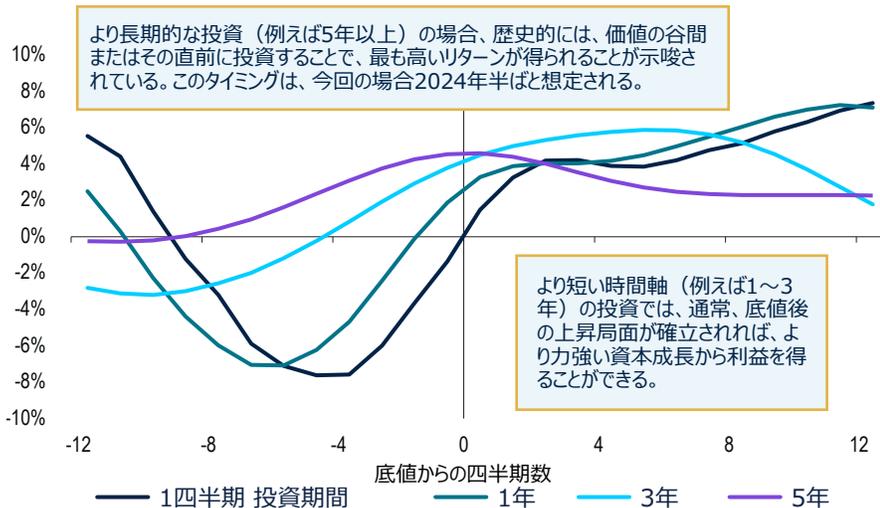
四半期ごとの世界の全プライム/Aクラス不動産利回りの変化



出所：CoStar, Cushman & Wakefield, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

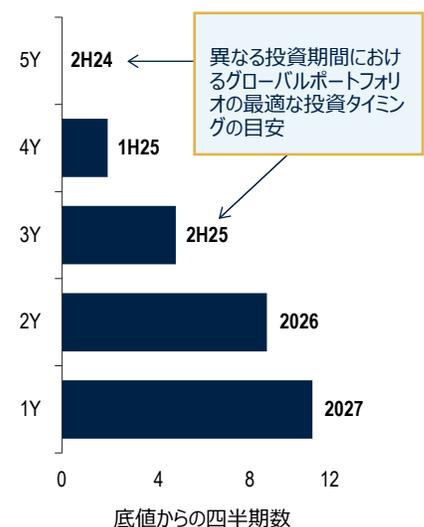
2024年と2025年は、非常に良い投資時期となる兆しがみられる

投資期間別、グローバル全プライム不動産資産価値の年次成長率 - 過去サイクルの平均 (%)



出所：PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

過去のサイクルの平均：投資期間別の最適な投資タイミング



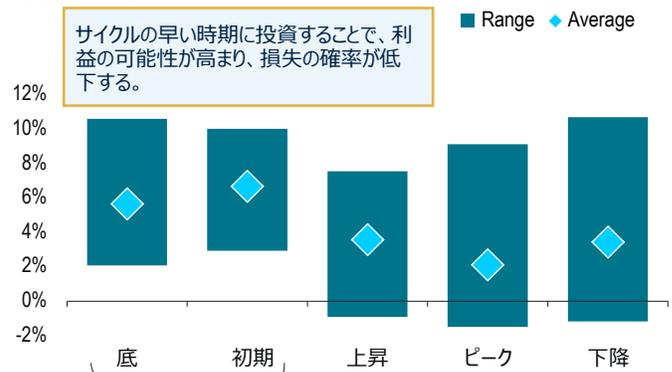
我々の見解では、世界の不動産価格は2024年半ばに底を打つだろう。過去の景気後退と回復を参考にすると、長期的な戦略をとる不動産投資家にとって、ターニングポイント、あるいはその直前に資本を投下することが最適であり、将来の景気後退局面で投資の出口を迎えてしまう確率を減らすことができる。

しかし、価格の上昇は上昇局面で加速すると予想されるため、より短い時間軸を持つ戦略は、2025年から2027年にかけて最も高いリターンを期待できる。例えば短期的な資産のリポジショニングに焦点を当てたバリューアド戦略にとって特に魅力的な時期となるだろう。

一方で、注意点もある。リスクとリターンのバランスが重要だ。世界の不動産価格はターニングポイントに近づいているように見えるが、もしまたネガティブなショックがあれば、今日投資することによってリターンが低下するリスクがある。これは、デット投資がこのタイミングリスクに対してより強い耐性を持っていることにより、エクイティとデットの投資エクスポージャーをバランスよく持つことの重要な意義を意味している。

不動産価格が底値に近づくとつれ、今後数年間の魅力的な投資リターンの機会がもたらされることを歴史は示唆している。

景気循環の段階別による5年先までの資本成長率の記録範囲 (年率、%)



不動産価格の底値では最も高いリターンと最も低い損失可能性が予想される：2024年半ば

出所：PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

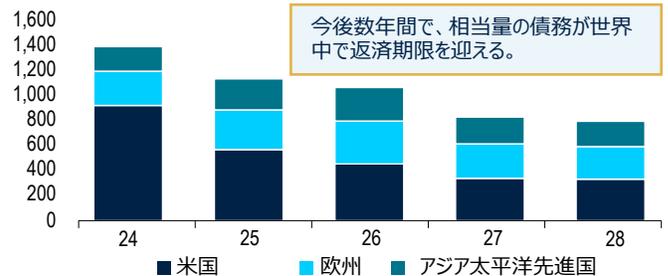
変革の時を迎える世界の デット市場

市場の変化は、市場における不動産ローンの出し手が伝統的な銀行融資から代替となる貸手資金へと移行が進んでいることを浮き彫りにしている。

主要テーマ

- 銀行に対する**規制圧力**と厳しい市場環境は、新規貸出のキャパシティを制限している。
- ローンの満期到来**は、借り換えニーズとデット戦略資金への需要を生み出す。
- 資金調達**の格差は、市場やセクターによって生じている。
- 金利引き下げ**は不動産価値低下圧力を緩和し、信用力と不動産オーナーのエクイティ出資によるクッションを強化する。
- リスクとリターンバランスの改善により、オルタナティブ・レンダーが**活路を見出す機会**は大いにある。

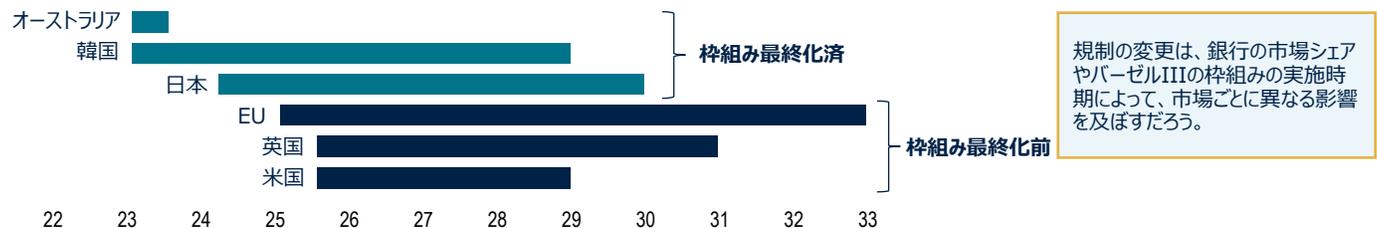
不動産ローンの推定満期到来額（10億米ドル）



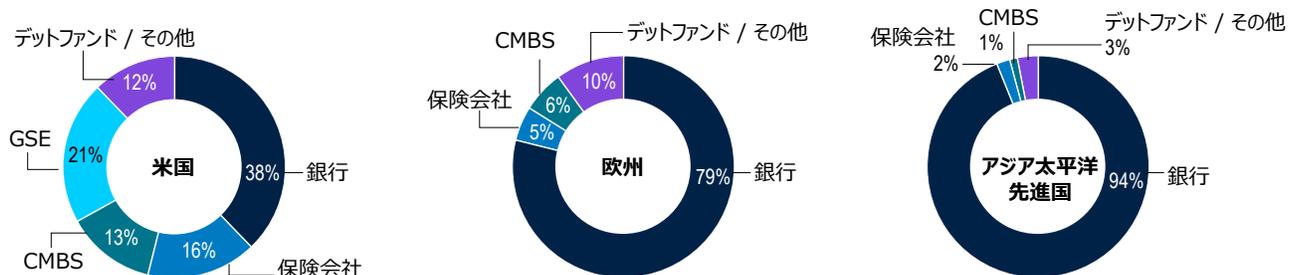
出所：Mortgage Bankers Association, AFME, ECB, Cushman & Wakefield, MSCI, Bayes Business School, IREBS, IEIF, APRA, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。推計は保証されたものではなく、将来の結果を示す信頼できる指標でもありません。

規制圧力の高まりは、市場によってさまざまな影響を及ぼすだろう

バーゼルIII 最終化実施スケジュール



商業用不動産向けデット市場の投資家構成比率

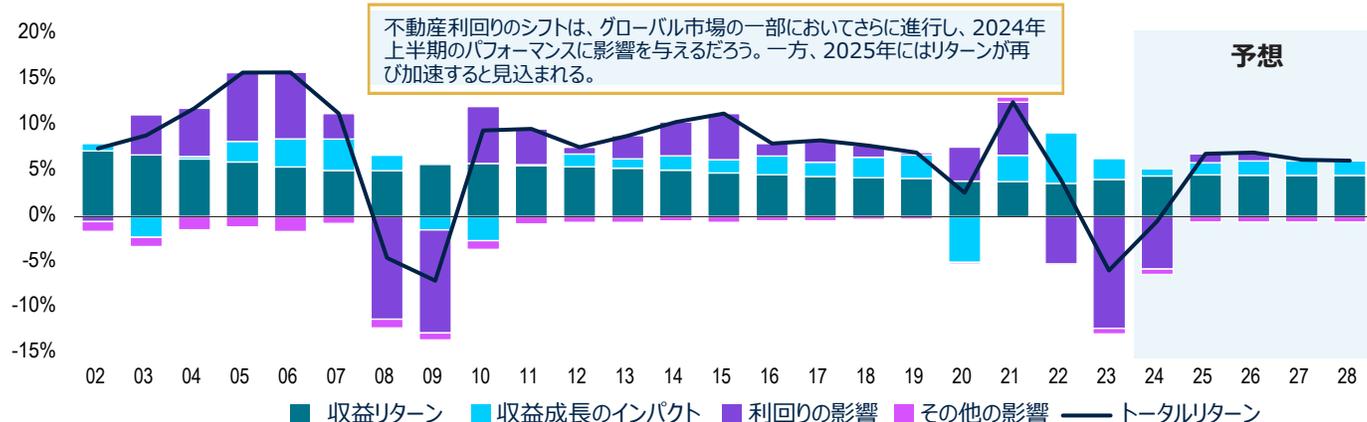


アジア太平洋地域の先進国とは、オーストラリア、香港、日本、韓国、ニュージーランド、シンガポールを指します。GSEとは政府支援機関を指します。
出所：Mortgage Bankers Association, AFME, ECB, Cushman & Wakefield, MSCI, Bayes Business School, IREBS, IEIF, APRA, Fitch Ratings, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

グローバル市場の リターンは2024年に 改善し、2025年に加速

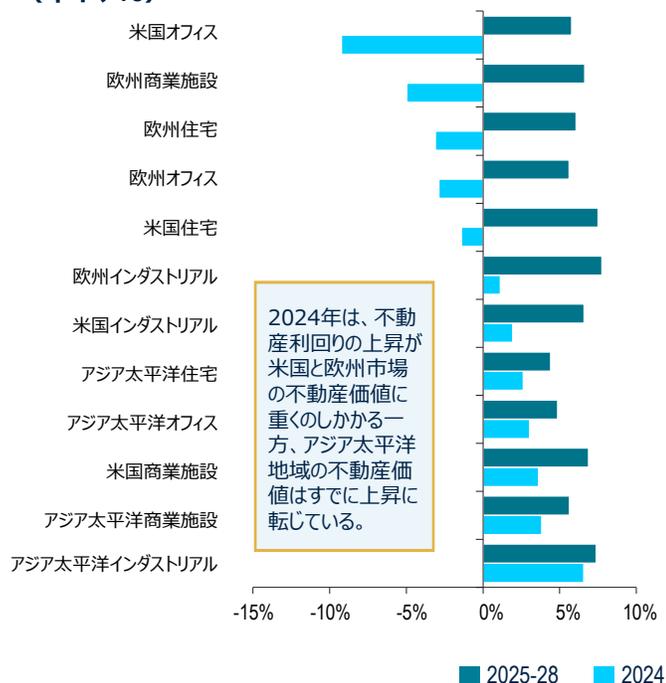
アジア太平洋地域は、世界の物流市場とともに2024年の回復をリードしており、2025年以降は全体的に収益が拡大すると予想される。

MSCIグローバル・アニュアル・プロパティ・インデックス（全物件トータルリターン、年率、%）



出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

セクター/地域別の MSCIインデックス予想トータル・リターン（年率、%）



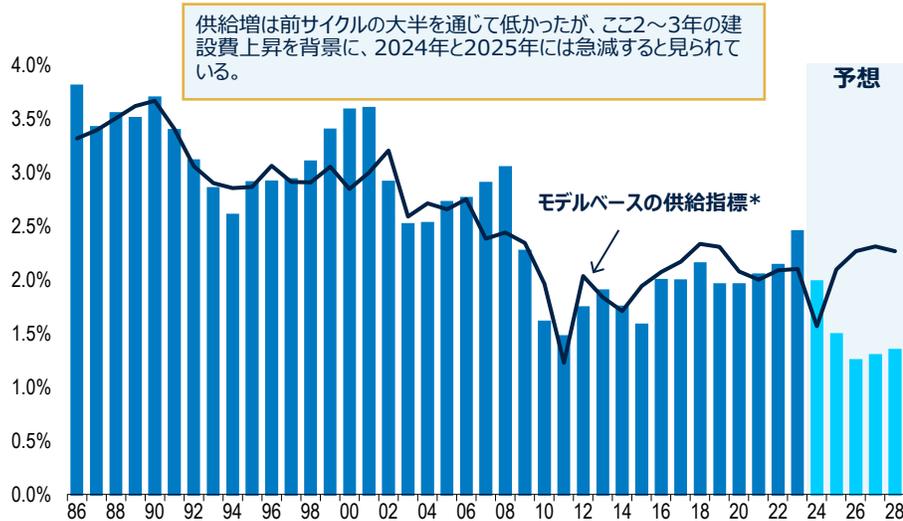
出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

グローバル市場の見通し：主要なポイント

- 市場の一部では、不動産価格の調整はまだ継続し、2024年の不動産市場の全体的なリターンの重荷となっている。特に、入居者の需要の不確実性が高い市場・セクター（米国オフィス、欧州商業施設など）、供給への懸念がある市場・セクター（米国賃貸住宅など）、利回りが依然として非常に低い市場・セクター（欧州賃貸住宅など）の一部で顕著である。
- 物流およびインダストリアルセクターは調整局面をほぼ終え、2024年以降はプラスのリターンが期待される。一方、米国の商業施設セクターでは相対価値の大幅な調整がすでに見られ、現在は純営業収益（NOI）成長見通しの改善の恩恵を受けている。
- 地域別に見ると、アジア太平洋地域は、前回の景気サイクルの終盤における不動産利回り低下が比較的緩やかであったことに加え、国内および地域の力強い成長力に支えられ、大幅な不動産利回り調整の必要性が限定されていることから、世界の不動産市場の回復を主導している。
- 全体として、セクター・地域別のリターンは、不動産価格調整と需給要因（需要の継続と供給の低下）を背景に2025年以降均等化すると見込まれる。したがって、地域市場の活発な動向は、ポートフォリオ構築を決定する上で考慮すべき重要な役割を果たすことになり、前回の景気サイクルに見られた物件タイプが主導する投資戦略モデルとは異なる視点が必要となる。

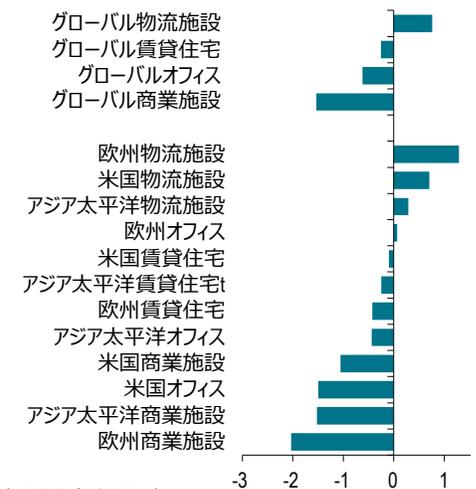
力強い需給関係が 堅調な所得成長を支える

世界の全不動産供給の純増（年率、%）



*注記：当社のモデルベースの供給指標は、世界の実際の建設コスト（3年遅れ）と世界の実際の主要全不動産賃料（2年遅れ）を含む回帰分析を使用して推定している。
出所：CoStar、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

セクター・地域別の供給増加予測（2024～28年、前回のサイクルの平均と比較した正規化値）



建設コストの高騰、不動産価格の下落、デット調達可能額の制限により、新規供給仕掛案件数は大幅に減少した。状況が改善したとしても、不動産担保ローン借入が制限されており、物件の供給増加はさらに数年間遅れる見込みだ。

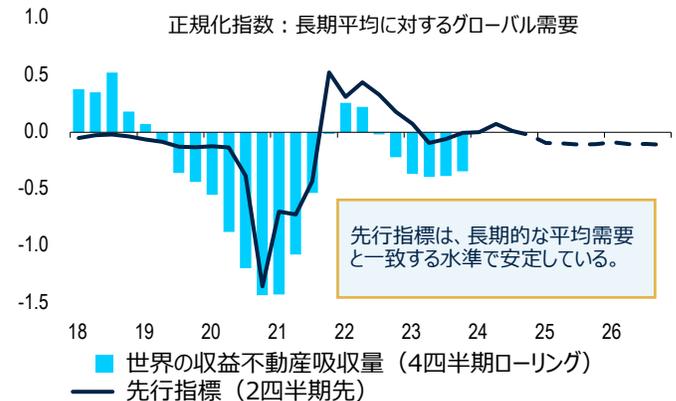
主な例外は物流施設であり、eコマース取引関連の需要の急速な拡大と賃料の上昇に応じて供給が依然として増加している。オフィスや商業施設市場では一般的に新規物件建設が低水準にあり、近年、特にサンベルト地帯の市場で増加していた米国の賃貸住宅の新規物件供給も減速している。

同時に、雇用創出と家計支出を支える堅調な世界的労働市場と、最近では経済状況が改善し始めているという楽観的な見方を背景に、需要の伸びは堅調に推移している。

これらはすべて、不動産の供給、特に高品質で新しい物件の供給が今後も低水準になることを意味している。需要が安定し、循環的な上昇に転じれば、賃料の伸びが大幅に加速する可能性がある。

今後数年間、新規物件供給の伸びは平均を下回る見通し

世界の収益不動産需要と先行指標



出所：CoStar、Cushman & Wakefield、JLL、PMA、Eurostat、Manpower、Oxford Economics、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

生産性重視の成長モデル が都市の賃貸動向に 変化をもたらす

テクノロジーの進歩が経済成長モデルを変えており、将来経済成長は生産性に大きく依存するようになると考えられる。これは不動産投資戦略にも影響を及ぼす。

前回の景気循環では、雇用の拡大が経済成長を支えた。しかし、ほとんどの先進国では人口の高齢化が進み、労働年齢人口が減少する見通しであることから、将来はAIを含むテクノロジーの進歩による生産性の向上に大きく左右されることになる。

この現象は世界中で起きているが、すでに米国ではテクノロジーセクターが成長しているため、前回のサイクルに比べて影響は小さいだろう。

これらの変化は地方市場の動向に影響を与えており、都市ごとの成長モデルも多様化している。

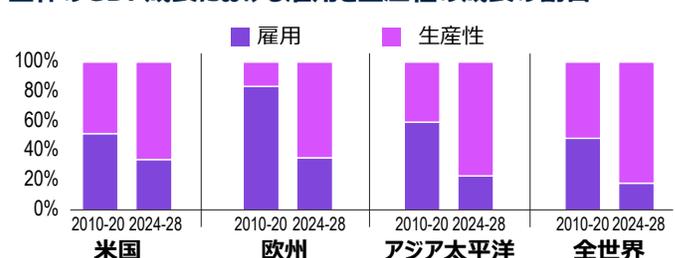
- 物生産性重視の都市では、時間の経過とともに実質賃料の伸びが高くなるが、回復力は低く、より循環的になる傾向が見られる。
- 雇用主導型の都市では、時間の経過とともに実質賃料の伸びは低くなるが、回復力が高く、循環性が低くなる傾向が見られる。

成長戦略は生産性の高い都市に資本を配分することに重点を置くべきだが、コアファンドとクレジット戦略ではこれらの都市のエクスポージャーのバランスを取る必要がある。

OECDの生産性、雇用、実質GDP成長率



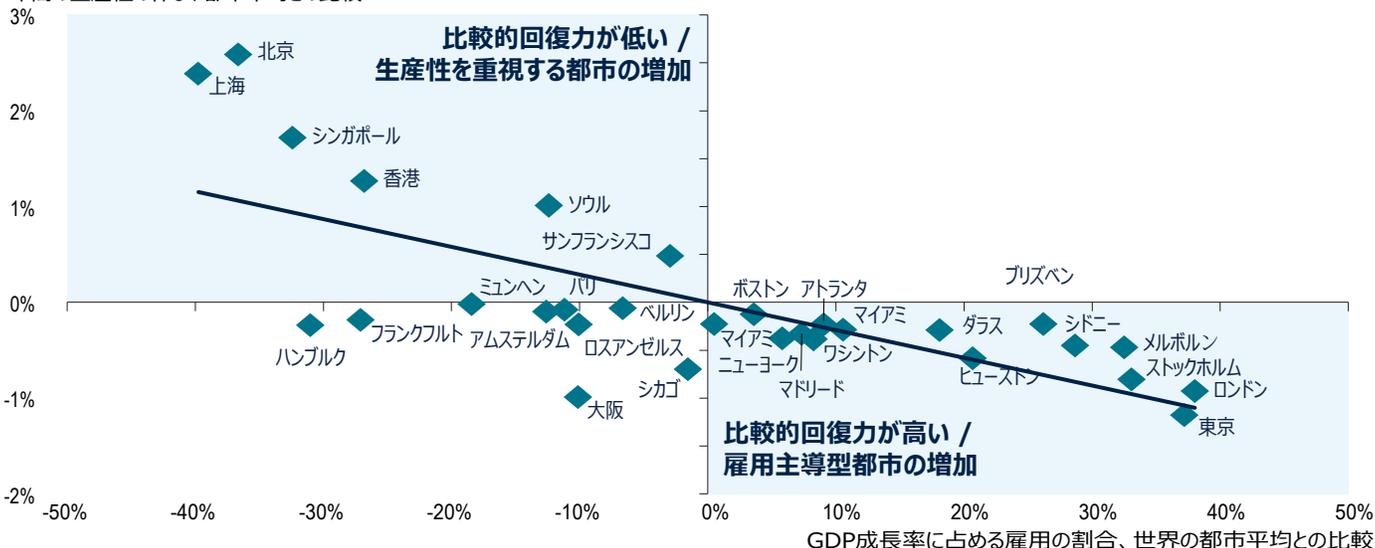
全体のGDP成長における雇用と生産性の成長の割合



出所：OECD、Oxford Economics、PGIMリアルエーステート、2024年5月現在。

相対的な生産性の伸びと雇用シェアの比較：世界の各都市（2024-28年）

年間の生産性の伸び、都市平均との比較



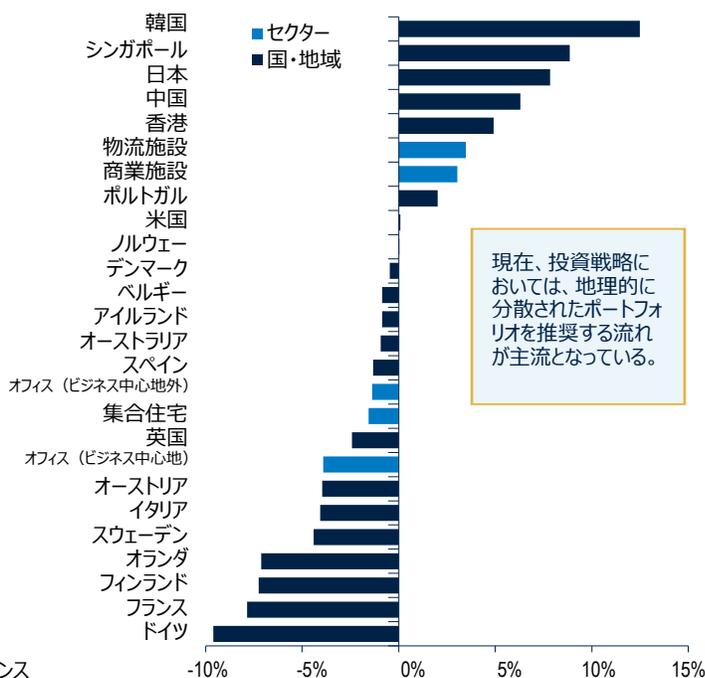
出所：OECD、Oxford Economics、PGIMリアルエーステート、2024年5月現在。

地理的要因が アウトパフォーマンス の原動力に返り咲く

地理的要因の重要性はセクターのそれを上回り、収益の最も重要な要因として再び注目されており、ポートフォリオの意思決定は、テーマと立地の決定を組み合わせることでこの新しい現実を反映する必要があります。

- 前回のサイクルでは、eコマースの世界的な台頭とそれに伴う物流施設と商業施設の競争により、相対的なパフォーマンスを左右する主な要因として、地理的な選択よりもセクターの選択が重視された。その傾向はコロナ禍で加速したが、現在は緩和されている。
- 国際貿易パターンの変化、地域特有のショック、世界的な出来事に対する地域ごとの異なる対応により、国や地域の収益に差が生じている。
- リターンの時系列ランキングは、前回のサイクルにおける米国の物流施設において、他のセクターを凌駕するリターンや成長が持続する可能性があることを示しているが、分散されたポートフォリオを保有することで、特定のセクターや地域におけるアンダーパフォーマンスのリスクを低減できることも示している。

相対的なトータルリターンパフォーマンス：都市とセクター（2023年）



投資モデルごとのアウトパフォーマンス要因 (%)



出所：PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

出所：PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

MSCIのセクターと地域別の年間リターンの推移（年率、%）

主要セクター	米国 オフィス	米国 商業施設	米国 インダストリアル	米国 集合住宅	欧州 オフィス	欧州 商業施設	欧州 インダストリアル	欧州 集合住宅	アジア太平洋 オフィス	アジア太平洋 商業施設	アジア太平洋 インダストリアル	アジア太平洋 集合住宅
2003	16.7%	11.6%	10.2%	9.9%	9.2%	8.6%	7.8%	7.3%	6.8%	6.8%	5.7%	4.3%
2004	18.4%	13.6%	13.3%	12.6%	12.2%	11.1%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	9.7%	8.8%
2005	22.7%	19.5%	18.0%	15.3%	15.1%	14.2%	13.2%	12.7%	11.0%	11.0%	10.1%	9.7%
2006	18.1%	16.6%	15.7%	14.2%	12.0%	12.0%	10.5%	8.4%	8.4%	8.4%	7.3%	7.3%
2007	17.1%	15.1%	12.0%	12.0%	11.0%	11.0%	10.5%	8.4%	8.4%	8.4%	7.3%	7.3%
2008	2.9%	2.1%	1.9%	-0.4%	-2.5%	-4.8%	-5.6%	-5.8%	-5.8%	-5.8%	-8.0%	-8.0%
2009	3.3%	1.6%	1.5%	0.3%	-0.1%	-0.5%	-3.9%	-4.4%	-4.4%	-4.4%	-16.6%	-16.6%
2010	17.6%	13.7%	12.9%	9.8%	9.7%	9.6%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%	6.2%	6.2%
2011	15.6%	14.6%	13.0%	12.7%	12.7%	12.7%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%	6.1%	6.1%
2012	11.5%	11.3%	10.9%	10.5%	10.5%	10.5%	6.7%	6.0%	6.0%	6.0%	4.3%	4.3%
2013	13.3%	12.5%	10.5%	11.6%	11.6%	11.6%	8.0%	7.7%	7.7%	7.7%	6.2%	6.2%
2014	14.8%	12.9%	11.7%	11.6%	11.4%	11.4%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	6.2%	6.2%
2015	13.9%	13.8%	12.1%	8.2%	10.9%	10.9%	7.4%	9.0%	9.0%	9.0%	6.6%	6.6%
2016	11.6%	8.6%	8.4%	9.7%	7.9%	7.9%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%	6.1%	6.1%
2017	14.8%	12.1%	10.0%	9.7%	8.8%	8.8%	8.0%	7.1%	7.1%	7.1%	6.1%	6.1%
2018	14.8%	13.5%	9.1%	8.8%	8.1%	8.1%	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%	6.1%	6.1%
2019	12.3%	10.7%	9.2%	9.0%	8.1%	8.1%	6.8%	6.2%	6.2%	6.2%	4.3%	4.3%
2020	11.0%	10.5%	7.8%	6.3%	5.3%	5.3%	2.6%	1.7%	1.7%	1.7%	0.2%	0.2%
2021	39.8%	27.3%	17.1%	11.5%	11.3%	11.3%	7.9%	5.8%	5.8%	5.8%	4.9%	4.9%
2022	15.3%	8.3%	7.0%	6.4%	4.4%	4.4%	3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.7%	3.7%
2023	0.8%	0.6%	0.2%	-1.5%	-2.0%	-2.0%	-2.1%	-2.7%	-2.7%	-2.7%	-6.8%	-6.8%
2024	6.6%	3.8%	3.6%	3.0%	2.6%	2.6%	1.9%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-5.0%	-5.0%
2025	9.0%	8.1%	7.5%	7.2%	7.1%	7.1%	7.0%	5.9%	5.9%	5.9%	4.8%	4.8%
2026	8.9%	7.9%	7.5%	7.5%	7.3%	7.3%	7.0%	6.4%	6.4%	6.4%	4.4%	4.4%
2027	7.8%	7.6%	6.9%	6.8%	6.5%	6.5%	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%	4.2%	4.2%
2028	7.4%	7.3%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	5.7%	5.7%	5.7%	4.2%	4.2%

出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

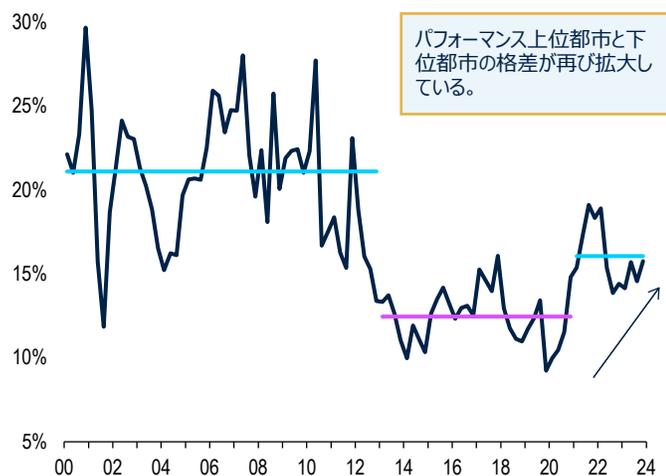
都市ごとのパフォーマンス格差が拡大している

都市ごとの動向は、次のサイクルにおける投資パフォーマンスを決定する上で重要な役割を果たすことになるだろう。

都市ごとのリターン分析：重要なポイント

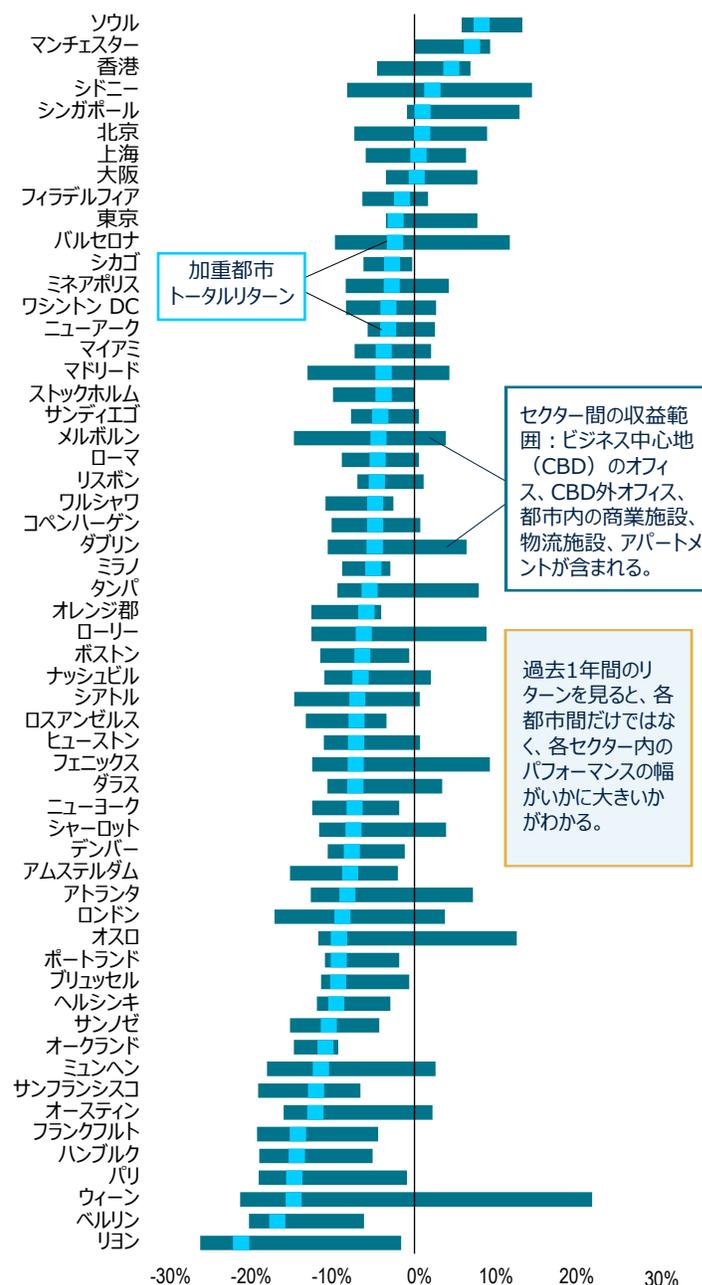
- 前回の景気循環の大部分では、セクター別の話題と低金利の影響が議論の中心となり、個々の都市間のパフォーマンスに大きな差異はなかった。
- すでに状況は変化し始めており、好調な地域と低調な地域の間格差は大幅に拡大している。～
- もちろん、セクター別のストーリーは引き続き重要だが、次のサイクルはポートフォリオレベルでのリターンに対する地理的差異をもたらす新たな影響がより重要になると我々は考えている。

世界の都市の年間収益の四分位範囲 (%)



出所：PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

世界の主要都市の年間リターン (2023年, %)



出所：CoStar、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

PART II

PORTFOLIO CONSTRUCTION



グローバル コア/コアプラス戦略

キーポイント

コア戦略については、状況が変化している。大幅な価格調整の後、2024年は魅力的な投資機会になりうるだろう。

次のサイクルはこれまでと違ったものとなり、コア・ポートフォリオ構築には新たなアプローチを必要とするだろう。金利低下と大型セクターがリターンを左右した前回のサイクルとは異なり、今回はよりバランスの取れたものになるだろう。不動産利回りが以前よりも高い水準にある環境下で、不動産のリターンは賃料上昇を背景にした、インカムリターンによって支えられよう。ポートフォリオ戦略においてタイミングは極めて重要である。短期的には依然としてリスクが残っているため、2024年のポートフォリオ戦略はよりディフェンシブな傾向を維持し、回復が確立した後は成長主導型戦略のウェイトを高める方向に転換すべきだろう。

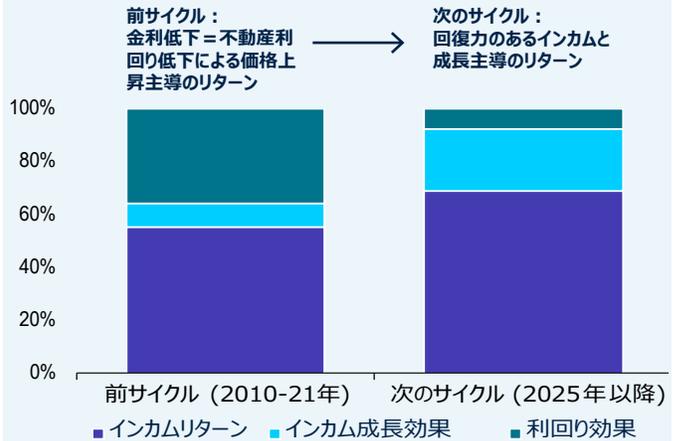
現在の注目ポイント：

- ディフェンシブなインカム特性を備えた生活必需品ニーズ、住居、デジタル化といった構造的テーマに関連した物件。
- 生産性重視の市場よりも雇用率の高い都市に重点を置くことで、ボラティリティと下振れリスクを抑制する。
- ディフェンシブなインカム特性をもち、より高い利回りを確保できる商業施設への配分を再検討する。



キーファクター： サイクルを通じてコアリターンを高めるためにインカム成長に焦点を当てる

MSCI グローバル全不動産トータルリターンの内訳 (%)



出所：MSCI, PGIMリアルエステート, 2024年5月現在。

なぜ今コア戦略なのか？

世界的な価格調整はほぼ完了し、借入金利は緩和される見込み

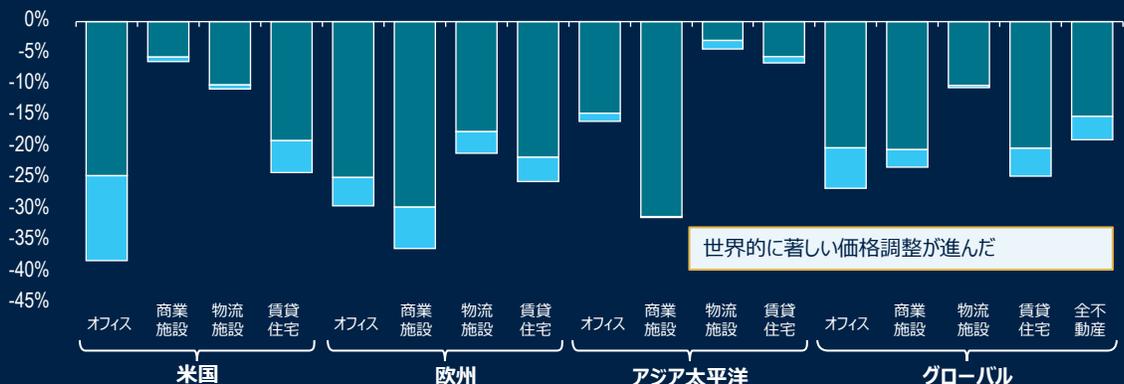
大幅な価格調整後に物件を低価格取得し、低価格取得後のエントリー可能

魅力的な投資対象、2024～25年は長期投資戦略に最適

前回の景気循環の大部分よりも高いインカムが見込まれる

低供給環境における構造的トレンドと連動した堅調なインカム成長

セクターおよび地域別の最高値から底値までのプライム価値の調整予想 (%)



世界的に著しい価格調整が進んだ



キーファクター：

価格調整はほぼ完了、魅力的なエントリーポイントに

出所：CoStar, Cushman & Wakefield, JLL, PMA, MSCI, PGIMリアルエステート, 2024年5月現在。

現在のバリューアッドの方程式

価値が下落し、高金利の状況で多額のローンが満期を迎える



資本需要の高まり、例：

- 設備投資/改修
- ESG要件の充足
- 運営費用



ファンディング・ギャップが発生、資本不足による資本構造へのストレス

世界的な価格回復が進む中、成長を目指して魅力的な水準で資本を注入

キーポイントの要約

I. 構造的アプローチ：構造的な追い風の恩恵を受けているセクター、すなわち、長期的に持続的に需要が高まるセクターにおいて、入居者のニーズを満たす物件を開発・再保有する。主な投資機会の例は次のとおり：

- 世界的な住宅不足と住宅販売価格の高騰を背景に注目される賃貸住宅。
- 世界的にeコマースの浸透がさらに進み、進化していく都市物流施設。
- デジタルストレージ容量に対する需要の急増と供給制約を背景に注目されるデータセンター。
- 人口動態の動向と連動しており、リターン向上のために専門のプラットフォームが運営している高齢者や学生向けの住居。

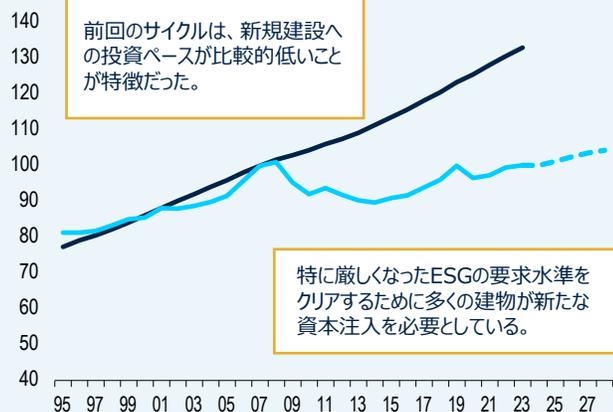
II. 戦術的アプローチ：増大する観光需要などの短期的な循環要因を活用するとともに、設備投資の不足やファンディング・ギャップが生じた際に資本を投下する。主な注目分野の例は次のとおり：

- 観光需要が増加している地域のホテルおよび市内商業施設。
- 空室率の低いCBD地区でのオフィスのバリューアッド戦略、特に生産性向上による循環的な成長ポテンシャルを持つ都市に着目。
- 借入など資本構造面で厳しい状況に置かれている物件。



キーファクター：低調な投資サイクルの後、多くの建物は新たな資本注入を必要としている

世界の設備投資支出指数（%）



出所：MSCI、OECD、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5月現在。



キーファクター：アウトパフォーマンスの鍵は都市とセクターの選択

世界主要都市の物件賃料指数（2001年1-3月期を100として指数化）



出所：CoStar、Cushman & Wakefield、JLL、PMA、PGIMリアルエステート。

グローバル クレジット戦略

デットリターンの原動力

高い利息収入

スプレッドの縮小と金利低下が予想されるにもかかわらず、新規デット案件の変動金利からの収入が高いリターンを支える。

低水準の貸出比率

貸し手が、引き続き新規ローンに対してより厳しい融資基準を要求するため、物件におけるキャッシュフローの債務返済能力が借入比率を左右する要因となるであろう。

魅力的な相対価値

収益用不動産へのデット（ローン）は同等の社債に対して大幅なスプレッドプレミアムを提供する。2024年にはデットリターンは不動産エクイティ投資戦略のリターンを上回ると期待される。

コア戦略

- 高い金利とマージンを伴う固定金利融資。
- 循環的に高いオールインクーポンレートのローンのポートフォリオを構築。
- 堅実なインカム成長が見込まれる都市やセクターの物件に注力。
- 時間の経過とともにローンの信用力が向上し、リスク・リターン水準を向上させる。さらに、純営業収益（NOI）の成長と資本価値の回復が予想され、キャッシュフロー、債務カバレッジ比率、およびローン・トゥ・バリュー（LTV）の改善につながる。

コアプラス戦略

- 不動産価値の回復が予想されることに関連する追加価値の上昇をもった変動金利ローンを重視。
- より低い借入金利とマージンが、より高い案件取り組み量と物件価格上昇に伴う利益の分配を得る手法で相殺されることによって市場環境の改善から利益を享受。
- 新規供給が低迷する状況において、改装による付加価値を生む戦略を検討。

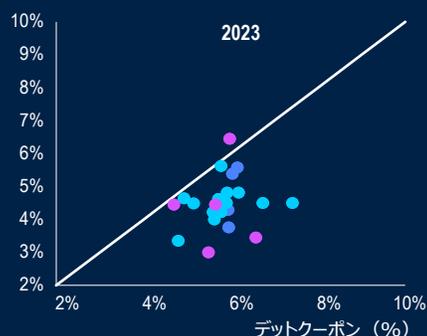
ハイールド戦略

- ジュニアおよびメザンレンディング。
- 今後、新規にシニアローンを取り組む際に調達可能な借入額が減少するために大きなファンディング・ギャップ（物件オーナーが借りたいと思う金額と実際に銀行が貸してくれる金額の差）を生み出し、投資機会をもたらす。
- 金融市場環境の改善はデットファンドのレバレッジコストの低減につながり、レバレッジ後リターンを増加させ、デット戦略の魅力を高めることとなる。

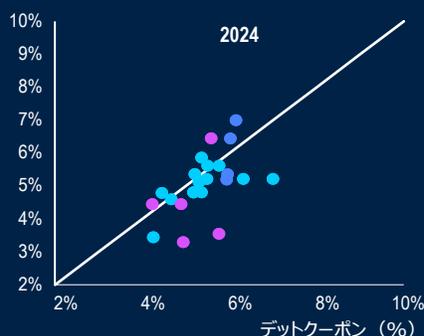
キーファクター： 将来の金利低下は、不動産デットの供給を促し、それが再び不動産取引の増加要因となり、デットの案件取引量も増加することとなる。

全不動産利回り対負債コスト（主要国、%）

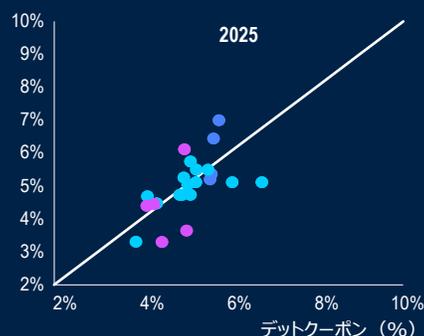
不動産利回り（%）



不動産利回り（%）



不動産利回り（%）



*注記：アジア太平洋はオフィスのみを表示。

出所：PMA、Chatham Financial、Knight Frank、Bloomberg、Oxford Economics、CREFC、Trepp、JLL、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

PART III

KEY INVESTMENT THEMES



世界中の投資機会を促進する要因は？

世界の投資機会と価値を生み出す主要因の概要：エクイティとクレジット

	価値を生み出す原動力	投資機会の性質	不動産アプローチ
構造的トレンド	年齢と所得の人口動態	住宅需要 投資機会の主要因：年齢動態、都市人口の増加、住宅所有費用の負担能力、供給不足/過密化、所得の増加、供給制約のあるサブマーケット、都市の密度。	<ul style="list-style-type: none"> 郊外の賃貸住宅 戸建賃貸住宅 シニアハウジング 学生向賃貸物件
	デジタル化	eコマース需要とサプライチェーンの進化 投資機会の主要因：強靱なeコマースの成長、低供給、都市およびサブマーケットの動向、都市物流の需要増加、サプライチェーンの進化。 デジタル・インフラストラクチャー 投資機会の主要因：データの長期的な需要増加、継続的な投資および新しいデータセンター施設の必要性。	<ul style="list-style-type: none"> 都市物流施設 大型商業施設店/サプライチェーン 国境沿い物流施設 ハイパースケールおよびコロケーションデータセンター
	堅調な雇用	裁量外支出（必需品支出 = 非嗜好品支出） 投資機会の主要因：雇用主導の需要、生活必需的ニーズ/食料品店を中心とした商業施設、ディスカウントコンセプト、ディフェンシブなキャッシュフロー、魅力的な参入価値。	<ul style="list-style-type: none"> 食料品中心の商業施設 ディスカウントショップ 商業施設倉庫
戦術的投資機会	家計消費と観光の循環的回復	裁量消費の成長 投資機会の主要因：雇用主導の所得成長、観光主導の小売支出、魅力的な参入価値、平方メートル当たりの支出/空室率の低下、循環的な上昇。 投資機会の主要因：RevPARの上昇、限定供給、持続的な需要成長。	<ul style="list-style-type: none"> 観光客の多い都心部の商業施設 観光客主導のホテル
	循環的な生産性向上	モダン・ワークプレイス 投資機会の主要因：生産性向上によるスペース需要と都市中央部での高賃料、低い新規物件供給量の継続、ESG規制、適切なAクラス不動産の不足、魅力的な参入価値。	<ul style="list-style-type: none"> 供給不足のCBDオフィス
	資本市場の混乱	ファンディング・ギャップ 投資機会の主要因：高金利下での借り換え需要、規制強化による銀行の撤退、新たな貸付資金の必要性。	<ul style="list-style-type: none"> 資産固有のアプローチ デットの借り換え 設備投資プロジェクト

パートIII

主要投資テーマ

構造的 トレンド

継続的な需要を生み出す
長期的・構造的な変化や
普遍的なニーズに基づく、
確度の高い投資



住宅需要

住宅需要を狙った戦略は、住居という普遍的なニーズに結びついた、耐性・復元力のあるインカムを生み出す。住宅の供給不足と分譲住宅価格の高騰が、集合住宅や戸建の賃貸物件の成長ポテンシャルを牽引している一方、高齢化に紐づいた需要の大きさが、シニアハウジングの見通しを支え続けている。

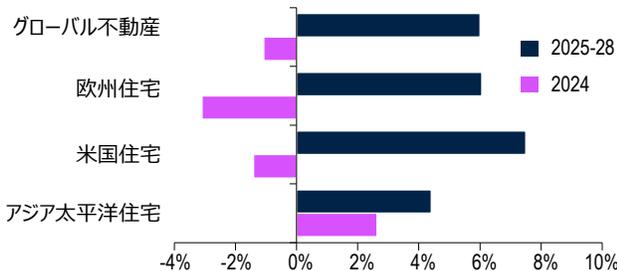
主要な投資機会

- ・ 米国郊外賃貸住宅
- ・ 米国サンベルト地域および英国の戸建賃貸
- ・ 欧州主要都市の賃貸住宅
- ・ 米国シニアハウジング

キーポイント

- ・ 住居という普遍的な需要に紐づいており、数多くの分散されたテナントが支える利益をもたらす住宅物件は、所得増に連動して成長する可能性を持つ安定したリターンを提供する。
- ・ インカム利回りは他のセクターよりも低いが、現在の市場環境では成長の可能性と景気変動への防御力のバランスを取る必要があることを考えると、住宅需要への投資戦略は魅力的な投資対象であると思われる。現在のところ、リターンは過去の平均程度だが、特に供給や空室率が低い地域などで、リスクは低いと言えよう。
- ・ 高品質な賃貸物件の不足は、建設コストの高騰や近年の開発を阻んできた厳しい計画規制と関連している可能性がある。
- ・ 住宅価格の高騰により住宅の所有が難しくなる中、生産性の伸びの加速に伴う賃金上昇が見込まれ、世帯収入の増加によって、今後5年間、世界の各都市で家賃は年平均3%上昇すると予想される。
- ・ この状況の唯一の例外は米国の賃貸住宅市場である。同市場では供給過剰が続いているが、入居率は現在安定しつつある。
- ・ 小規模な機関投資家による住宅投資セクターを持つアジア太平洋は、短期的には高いリターンをもたらすと思われるが、価格再調整が終わるとともに、2025年以降は米国の主要市場と欧州の一部に投資機会が集中することになるだろう。

セクターおよび地域別のMSCI指数トータルリターン予測（年率、%）

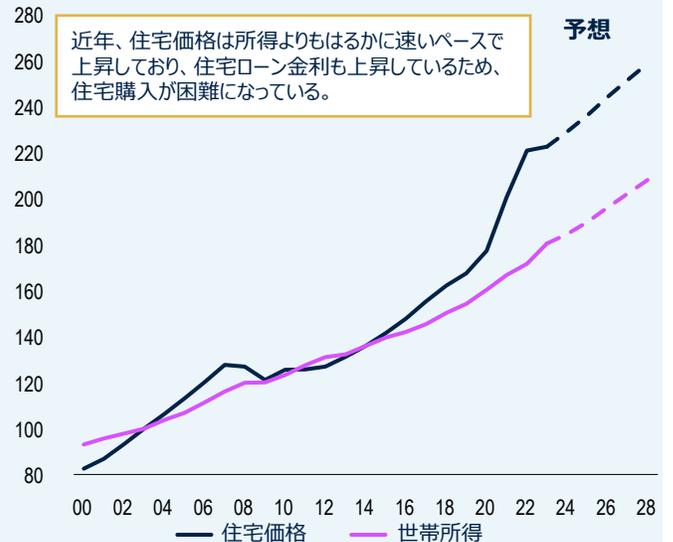


出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。



世界共通のテーマ：
高騰する住宅価格と住宅不足

世界の住宅価格と世帯所得（2003年を100として指数化）



出所：Oxford Economics、CoStar、PMA、米国国勢調査局、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

主要経済国における世界の住宅不足の推定値（全世帯数に対する割合）



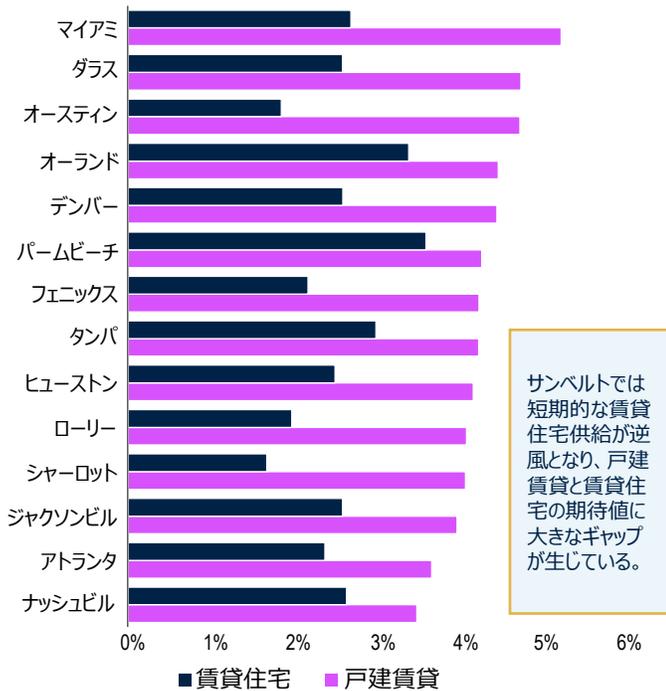
出所：Oxford Economics、CoStar、PMA、米国国勢調査局、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

米国賃貸住宅と戸建賃貸住宅

郊外の賃貸住宅の機会は人口動態と供給ギャップによって支えられている。

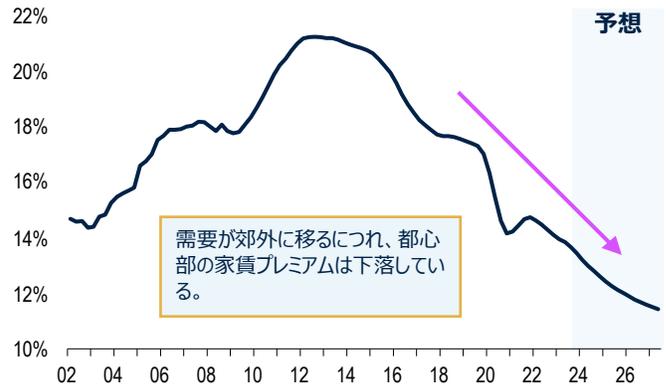
- 米国の人口動態は特に郊外の賃貸需要の見通しに追い風である一方、住宅の所有は引き続き厳しい状況にある。
- 今後10年間で35歳から50歳の人口が530万人増加する見込みであり、この年齢層は通常、郊外で可能になるより広い住居や良い学校を求める傾向がある。
- 2000年代には、都市部の市場の成長が郊外の低家賃地域の成長を上回ったため、地域間のアパート賃料の格差が拡大した。しかし、相対的な新規物件供給低下と人口動態の傾向により、この傾向はしばらく前から逆転している。
- 米国全土で、都市中心部の賃料プレミアムは低下し続けており、需要が郊外の低賃料地域に移行している。
- 2024年のアパート賃料の成長予測は短期的な供給の増加により抑制されるが、2026年までには長期的な成長率を上回る賃料成長に加速すると予想している。郊外市場は、最も強い成長モメンタムを維持する見込みである。

2024~28年の賃料成長予測（年率、%）

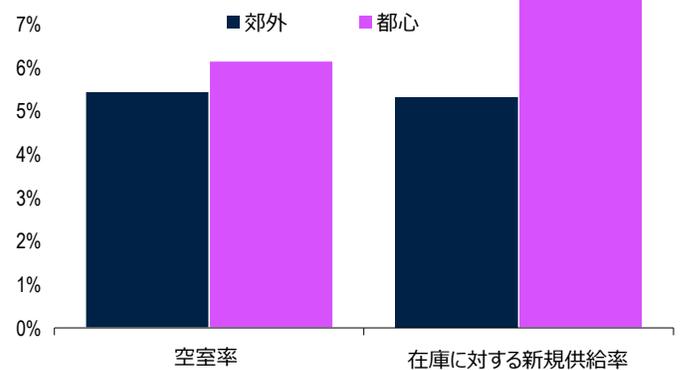


出所：CoStar、RealPage、Green Street Advisors、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

米国サブマーケット住宅賃料の平均分散（変動係数、%）



米国地域別の住宅空室率と供給率（%）



出所：RealPage、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

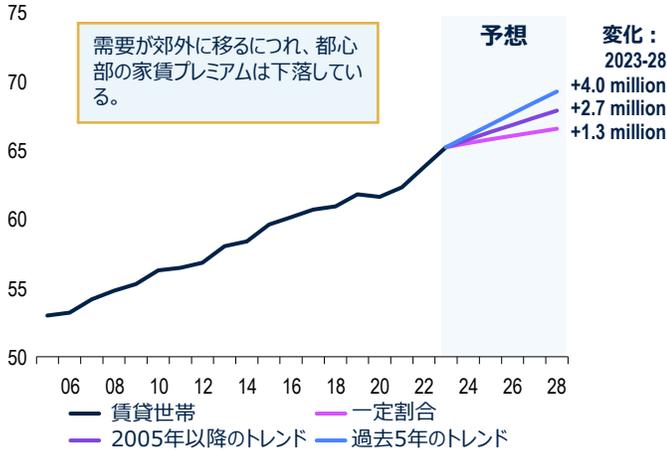
米国サンベルト地域：ターゲットは戸建賃貸

- 戸建賃貸住宅（SFR）は、屋外スペースにアクセスでき、多くの場合ガレージが付属する非集合住宅として定義され、35～50歳の年齢層の家族の増加による恩恵を最も享受しやすい住宅セグメントである。SFRは、多くの家族が価格の面で手が届かない庭とガレージ付きの戸建住宅の所有に対する直接的な代替手段となっている。
- SFRに対する強い需要が続くことで、高い入居率が維持され、2024年から2028年までの年間賃料成長率は4%を超え、物件初期利回りは同等にもかかわらず、アパート賃料成長の予測を上回ると見込まれる。
- 米国南部の市場では、集合住宅に対する需要が特に強く、2024年から2025年にかけて他の都市よりも供給が賃料成長に大きな影響を与える。したがって、投資家はこれら南部市場でSFRの強い成長を継続して見込む一方で、サンベルト地域のアパート賃料の短期的な成長が制限されることを見込んでポジションを取るべきである。

欧州とアジア太平洋地域の賃貸住宅

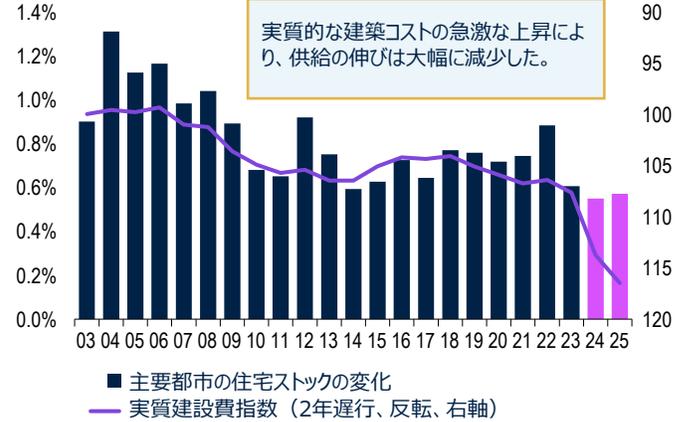
欧州：需要の高まりと現代的な物件の在庫不足が賃貸料の伸びを牽引

主要欧州諸国の賃貸世帯数（百万戸）

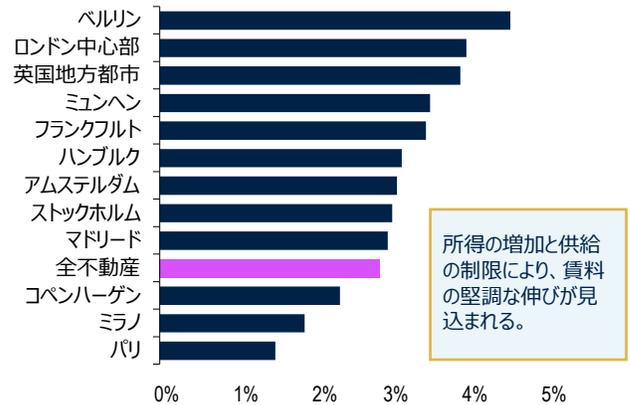


- 近年、欧州における賃貸世帯の数は大幅に増加している。このペースが過去5年間と同様に続けば、2028年末までにさらに400万世帯が賃貸市場に加わる見込みである。
- 供給の伸びは、建築コストの上昇と価格調整による出口利回りの上昇の組み合わせによって制限されている。
- 住宅の不足は欧州の主要都市における大きな問題であり、家主は世帯所得の増加に連動した賃料の引き上げを実施する価格決定力を持っている。
- ほとんどの都市では、今後5年間で年率3%以上の賃料成長が見込まれている。

住宅ストックの変化（年率、%）と実質建設費（指数）



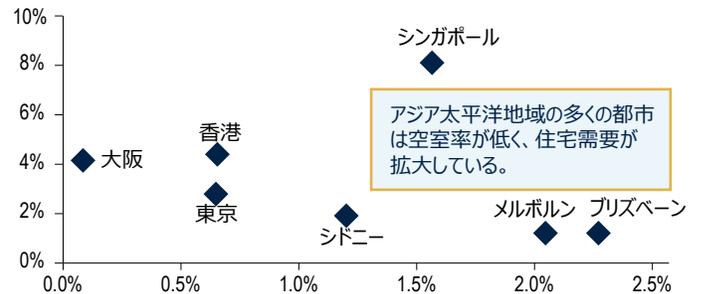
主要都市別家賃の伸び予測（2024～28年、年率、%）



アジア太平洋：世帯数の増加に伴う投資機会

- 住宅需要と賃料成長の可能性は、今後5年間で安定した成長が予測される主要都市部の家族数の増加によって支えられ、短期的には空室率は低い状態が続くだろう。
- 日本を除き、賃貸住宅市場はまだ初期段階にあるが、投資家にとっては増大するニーズに応えるための専門的かつ一貫して住宅を提供するという投資機会が存在している。例としては、香港やシンガポールのコリビング（共同住宅）やオーストラリアの学生向け賃貸住宅などが挙げられる。

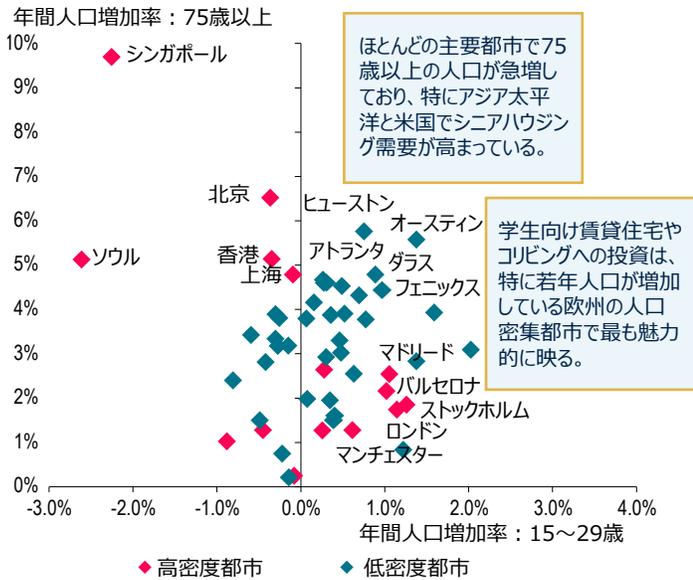
世帯数増加率（2024～28年、年率、%）とアパート空室率（2023年）



特化型住宅戦略

人口動態と人口密度は都市レベルでの住宅投資の重要な要素である

年齢層と人口密度別の年間人口増加予測（2024～33年、年率、%）

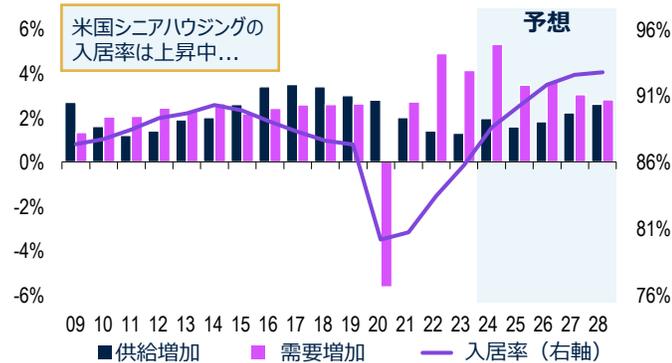


出所：Oxford Economics、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

- 米国では、ヒューストン、オースティン、アトランタ、ダラス、フェニックスなど、ほとんどの主要都市で75歳以上の年齢層によるシニアハウジング需要の大幅な増加が見込まれている。
- 欧州では、高齢者人口の増加率は若干低いものの、それでも時間の経過とともにシニアハウジングの需要が大幅に拡大することを示唆している。アジア太平洋では、シンガポール、ソウル、北京、上海などの大都市で、今後10年間で75歳以上の高齢者の数が急増すると予想されている。高騰する住宅価格が手頃な賃貸物件を後押しし、機関投資家の参加も増加する見込みである。
- 学生向け賃貸物件やコリビング（共同住宅施設、通常は柔軟なリース条件で完全に家具付き）などの居住コンセプトに関しては、人口密度が高く、供給が限られており、住宅価格が高騰しており、若年層の人口が安定または増加している都市において最も大きな可能性が存在すると思われる。例としては、アジアでは香港や上海、欧州ではマドリード、バルセロナ、ストックホルム、ロンドン、マンチェスターなどの市場が挙げられる。

米国シニアハウジング

米国シニアハウジングの四半期ごとの需給と入居率（%）



出所：National Investment Center for Senior Housing Care、Green Street Advisors、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

米国シニアハウジングの賃料上昇率



- 米国では、今後10年間で500万世帯以上がシニアハウジングの料金を支払うことができるようになることが予想されており、堅調な需要の伸びが継続と予想されている。
- 稼働率は上昇しており、今年末までに過去のピークを超えると予想されており、継続的な賃料成長を牽引する。
- 賃料成長の予測は、シニアハウジングの賃料を支払うための経済的余裕を持つ世帯数が急速に増加するという期待に基づいている。
- 2032年までに、中間所得世帯のインフレ調整後の平均純資産は50万ドルに達し、主な資産は持ち家となっているだろう。これは、最も高額なシニアハウジングでも約2年間の費用を支払うのに十分な額であるが、さらに言えば、ほとんどのシニアハウジングの住民は中間層よりもかなり裕福な水準にある。
- シニアハウジングに5年間入居し続ける資金を持つ世帯数は、今後8年間で90%増加し、1,170万世帯に達する見込みである。

eコマース需要とサプライチェーンの進化

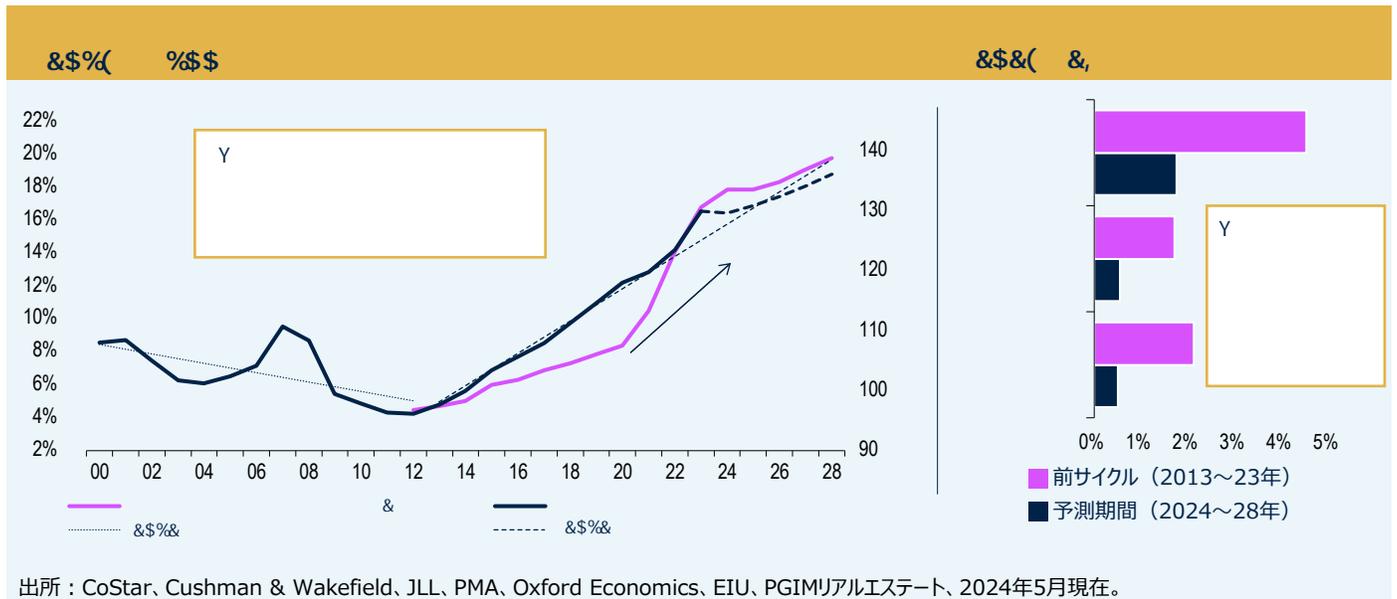
主要な投資機会

- ・ 低密度の米国都市における高家賃市場の都市物流施設
- ・ 急速にeコマースが成長している欧州都市におけるラストマイル物流施設
- ・ 欧州とアジア太平洋の中核物流経路
- ・ メキシコ国境地域のインダストリアル

eコマースの堅調な成長は、物件需要に反映され、物流セクターが賃料成長を続けられるセクターであることを立証している。都市物流施設だけでなく、サプライチェーンの最適化と貿易フローも需要を牽引している。



Y



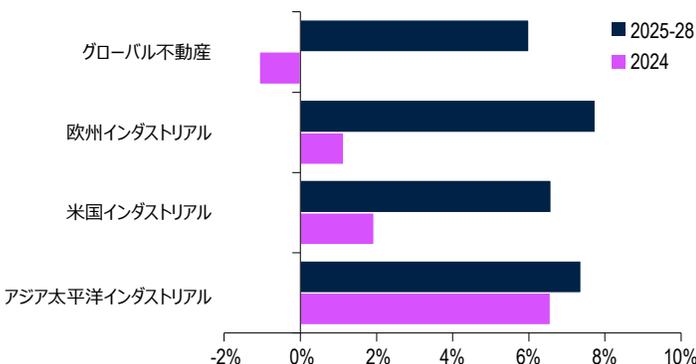
キーポイント

- ・ eコマースの採用率は鈍化しているものの、実質的な賃料成長は依然として構造的に高い傾向にあり、国によっても大きな差がある。さらに、eコマース取引の普及率が飽和点に近づいている兆候も見られるが、そのレベルは異なる。

- ・ これらの地域動向の差は、金利変動がリターンにもたらす影響が限定的であることも相まって、地域ごとの需要や賃料などの動向がリターンにとってより重要であることを示している。それでも我々の予測では、米国、英国、中国、韓国以外の主要市場では、eコマース普及率がはるかに低い市場のほうが、継続的かつ強力な実質賃料成長の可能性を示唆している。

セクターおよび地域別のMSCI指数トータルリターン予測 (年率、%)

- ・ 国ごとの違いは異なる投資戦略を示している。米国では各都市で供給リスクに直面している一方、アジアや欧州の都市はより高い成長可能性と都市開発の機会がある。ただし、オンライン支出の伸びが鈍化した場合には、大規模な新規物件供給がもたらすリスクも存在する。見通しによれば、5年後のeコマース普及率は、すでに1年前から引き下げられている。

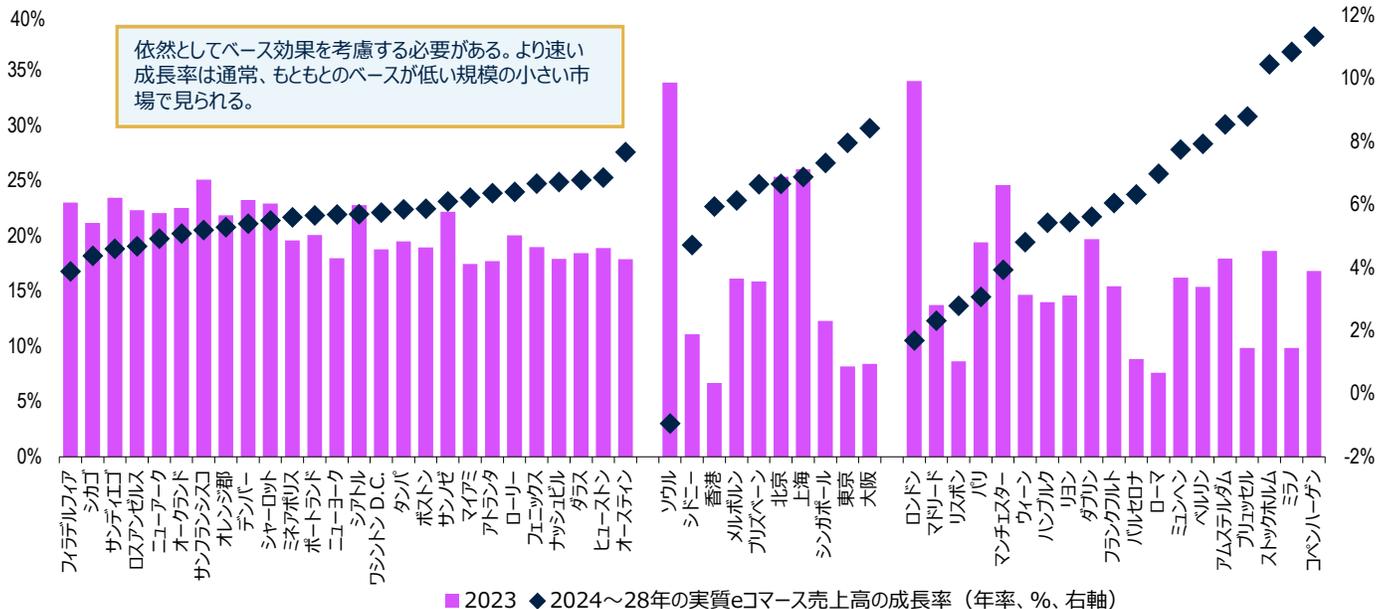


- ・ 都市物流以外では、サプライチェーンの耐性および回復力と最適化が大きなテーマであり、国の配送市場、国境地帯、港や空港周辺の貿易主導市場における投資機会を左右している。これは特に香港、シンガポール、そしてそれほどではないがソウルに当てはまり、世界経済の回復に伴いアジア太平洋地域の貿易が回復すると見込まれている。賃料の成長はさらに強まる可能性がある。

eコマースが牽引する物流施設

世界の都市におけるeコマース取引の導入率が重要

都市別eコマース普及率と予測成長率

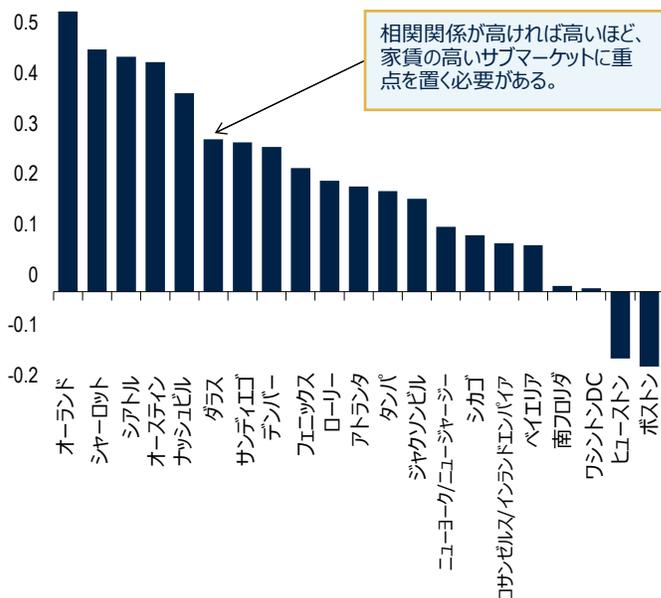


出所：Oxford Economics、PMA、EIU、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

- 欧州のロンドン、アメリカのサンフランシスコ、アジア太平洋地域のソウルなどの都市では、オンライン販売の普及率が非常に高い。都市の人口密度が普及率の推進要因であり、経済的余裕はあるが時間的余裕のない多忙な世帯の需要を吸収して、配送ビジネスは拡大し、早期の収益実現を可能にしている。
- 都市開発は計画規制や高い地価などの要因から、依然として実行が難しい。特に米国以外において、大都市での都市物流施設の必要性は世界共通のテーマである。
- 通常、現在オンライン普及率が低い市場は、より強い成長見通しを有するが、リスクも存在する。予測によれば、マドリード、ミラノ、シンガポール、シドニーを含むいくつかの欧州およびアジアの都市は、米国や英国のパターンには従わないと示唆されている。これらの市場では、供給過剰と未利用の物件のリスクが高い。
- 米国では、低密度の内陸市場（シャーロット、オースティン、ナッシュビル、ダラスを含む）の特徴として、主要人口中心地に近い高賃料サブマーケットがより良いパフォーマンスを示す傾向があることが挙げられる。
- 同時に、低賃料サブマーケットでは建設による物件供給が多く、空室率が高くなっている。これらの市場では、どのサブマーケットを選択するかという戦略を通じてより高いリターンを上げることが出来る可能性が、サブマーケットパフォーマンスが一貫している大規模ゲートウェイ市場よりも高い。

米国ではサブマーケットの動向が重要

米国の都市圏ごとのサブマーケット入居率と賃料水準の相関関係

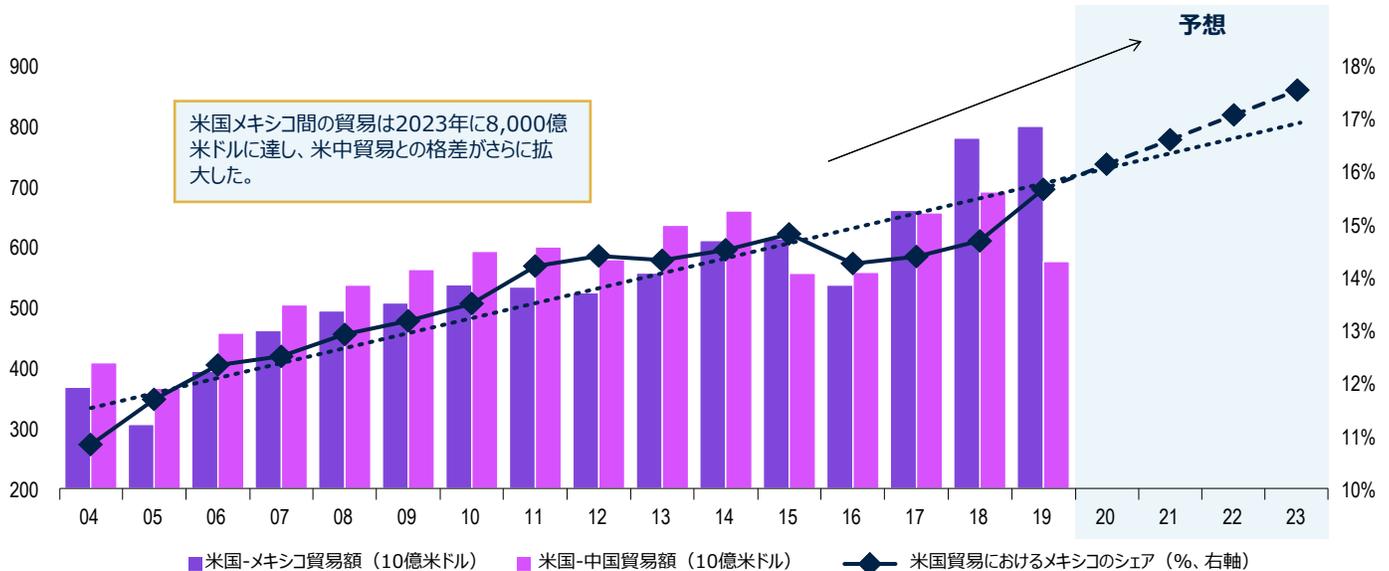


出所：CoStar、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

メキシコにおけるサプライチェーンの進化

米国とメキシコ間の貿易が増加傾向にある

米国の対メキシコ・対中国貿易額（10億米ドル）



出所：米運輸省、米国情勢調査局、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

- 世界貿易は回復と進化を続けており、それが物流施設および産業施設セクターにおける広範な機会を生み出している。
- 米中関係の変化により、メキシコは米国との貿易量を増加させることで利益を得ることができた。
- メキシコの主要貿易相手である米国との貿易シェアは、2008年の11%から2023年には16%に増加しており、これは自動車、トラック、医療機器、家電、コンピュータの生産における長年の強みが支えとなっている。これに伴い、メキシコの産業用不動産（物流施設）の需要が増加し、空室率は過去最低水準となっている。
- メキシコの産業施設需要と賃料の成長は魅力的な投資機会を生み出し、この動きは特にモンテレイ、ティファナ、フアレスのような製造拠点で顕著である。製造業がこれらの地域に増え、現地での存在感を高めて行くことから、今後5年以上にわたって賃料の成長が続くと予想される。
- 恩恵を受けるメキシコの国境地帯：
 - バハ・カリフォルニア州（輸送機器、IT/エレクトロニクス）
 - ソノラ州（輸送機器、鉱物・金属）
 - チワワ州（輸送機器、IT/エレクトロニクス）
 - コアウイラ州（輸送機器、鉱物・金属）
 - ヌエボ・レオン州（輸送機器、電力）
 - タマウリパス州（輸送機器、IT/エレクトロニクス）

空室率は低く、産業用施設の賃料は急上昇している

メキシコの産業用施設空室率と賃料上昇率



出所：CBRE、Green Street Advisors、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

デジタル・インフラストラクチャー

主要市場における先進的な仕様のデータセンターは長期的な需要成長が見通せる状況に反して不足している状況にある。データセンター市場における強い賃料成長が予想されている。エネルギー効率の高いデータセンターの開発が市場参入の最適なルートである。

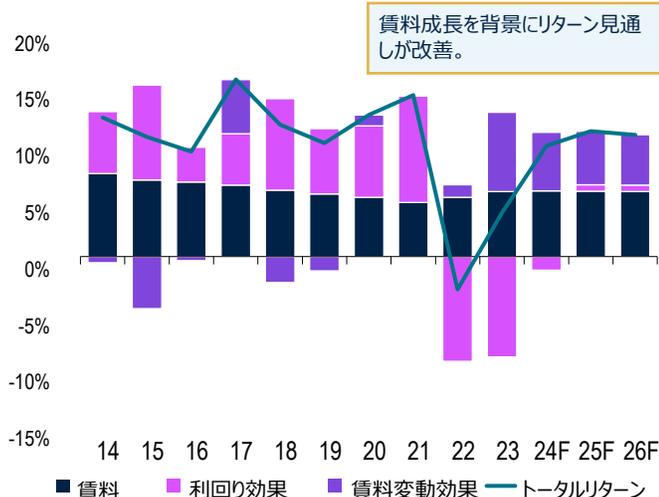
主要な投資機会

- ハイパースケールデータセンター
- 供給制約のある都市部にサービスを提供するコロケーションデータセンター

キーポイント

- 現在進行中の技術変革は、AIの新たな開発やクラウドコンピューティングの継続的な採用など、主要な世界のデータセンター市場におけるデータセンターの需要見通しを支えると期待されている。
- しかし、供給はこれまで需要に遅れをとっており、これは特に再生可能エネルギーの確保や計画許可の取得に高い障壁があるためである。欧州全域でデータセンターの不足が予測されており、特にアムステルダムでは、過去の政策制限によって今後の開発案件が限られているため、欧州でも最大の供給不足が見込まれている。
- データセンターの運営上の特性はまた、投資家にさまざまなレベルで参加できる幅広いリスク・リターン特性を提供しており、従来の不動産リースに似た比較的安定した賃料収入から、高リスクの運営事業からの利益共有形態に至るまで幅広い。現時点で市場に参入する最も興味深いルートは、運営パートナーと組んだ新規物件開発である。

世界のデータセンターにおける推定年間リターン (レバレッジなし、電力供給シェルおよびコア資産)



出所：Green Street Advisors, CBRE, Structured Research, JLL, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

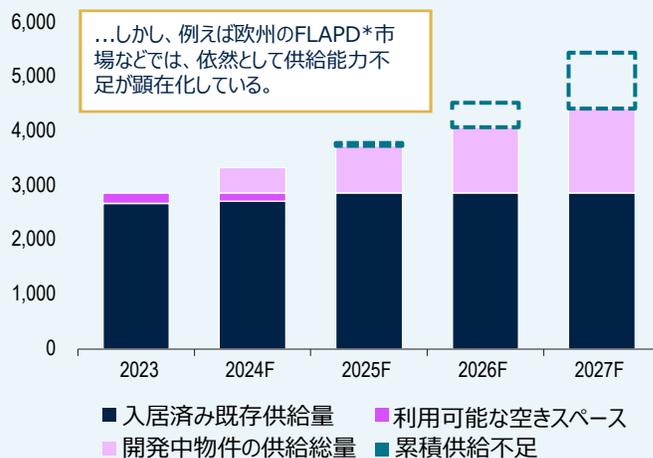


共通の世界的テーマ：
長期的な需要成長の一方、供給限界に直面

世界のデータセンター供給電力量（メガワット）



欧州データセンター供給不足量 - FLAPD*（メガワット）



*FLAPDはフランクフルト、ロンドン、アムステルダム、パリ、ダブリンを指す。

出所：datacenterHawk, Structured Research, CBRE Data Centre Solutions, African Data Centre Association, Xalam Analytics, Company Reports, DC Byte, Green Street Advisors, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

生活必需品への支出

必需品を扱うテナントを中心とする商業施設では、雇用の増加や急激な景気後退後の低い参入コストに支えられたディフェンシブなインカムリターンが得られる状況にある。eコマースという逆風はあるものの、大規模ショッピングセンター、ストリップ型ショッピングセンター、ディスカウント店のパフォーマンスは堅調である。

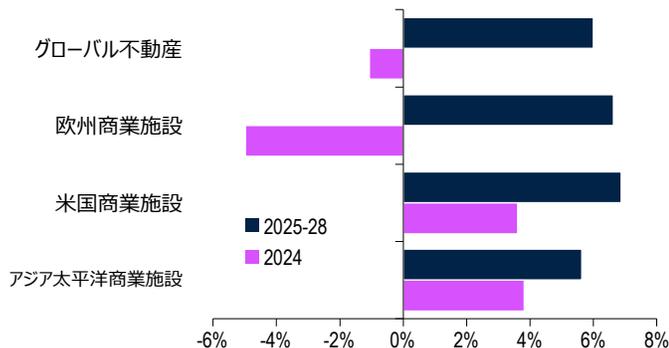
主要な投資機会

- 米国のストリップ型ショッピングセンターや大型ショッピングセンター
- 欧州大陸および英国の大規模ショッピングセンター
- ドイツとフランスのディスカウント商業施設
- シンガポールやオーストラリアなどのアジア太平洋の地域密着型商業施設

キーポイント

- 必需品を扱う商業施設は、オンラインショッピングとの競争が少なく、実質家計収入が圧迫されている中で、特に食料品やディスカウント商品などの保守的な消費を捉えている。高い雇用増加率や新規物件供給がこの数年少ないことも、幅広い需要を生み出すのに一役買っている。
- このセクターは、流動性と商業施設セクターの価値が低下していることを考慮すると、インカム主導の堅実なリターンが見込まれ、魅力的に映る。
- 米国では、便利な近隣の商業施設と大型ディスカウント店が中心のストリップ型ショッピングセンターが引き続き魅力的である。稼働率は引き続き上昇しており、賃料の上昇をもたらしている。
- 欧州では、ディスカウント店を中心とした大規模ショッピングセンターや食料品店を中心とする計画に引き続き投資機会が集中している。欧州の主要市場は最も堅調に推移しているように見えるが、英国では賃料と金利の大幅な調整により、低い価値基準からスタートすることになる。
- アジアでは、ブリスベン、シドニー、シンガポールなど、一等地とは対照的に賃料の値ごろ感が向上している地域を中心に、便利な近隣の商業施設市場などに投資機会が広がっている。

セクターおよび地域別のMSCI指数トータルリターン予測（年率、%）



出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

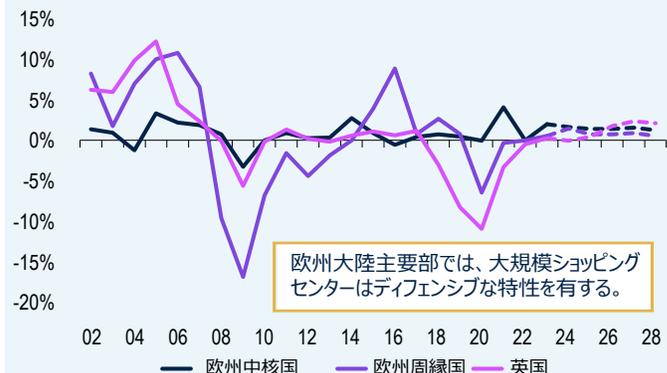


世界共通のテーマ：
生活費の高騰と新規開発物件供給の少なさ

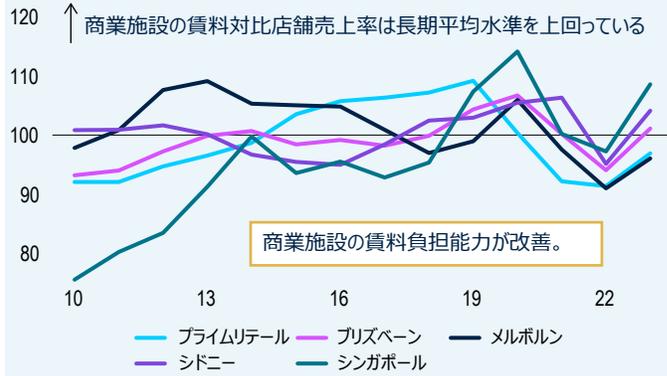
米国：商業施設供給純増とストリップ型ショッピングセンター稼働率



欧州の大規模ショッピングセンターの賃料成長率（%）



アジア太平洋郊外商業施設賃料指数（長期平均を100として指数化）



パートIII

主な投資テーマ

戦術的 投資機会

短期的な成長、予想される
循環的な価値の回復、市場
の混乱から生じる投資機会。



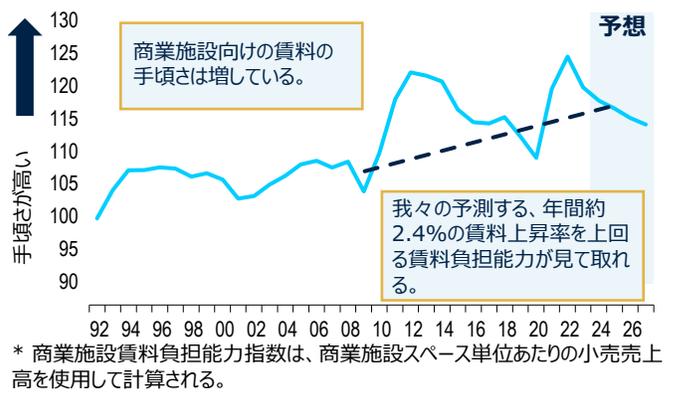
世界共通のテーマ：
主要都市内の商業施設賃料は（ほぼ）どこでも安い



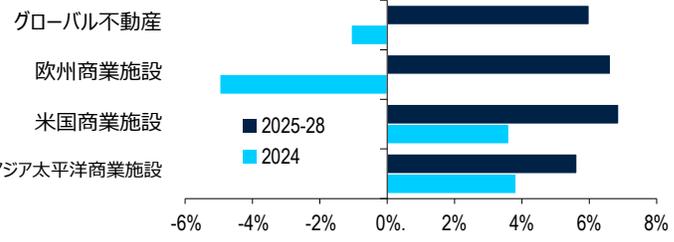
キーポイント

- 大半の主要商業施設形態で賃料は下落しており、不動産利回り上昇による物件の価格調整は、現在の世界的な価格下落が始まる以前にすでに調整済であった。
- 同時に、供給の伸びは非常に低く、古いスペースは市場から除外されてきた。空室率は全体的に上昇しているが、この調整は鈍化しており、家賃は再び手頃な水準となり始めている。
- 世界の主要商業施設市場の多くでは、先行きの見通しが改善している。米国では、近年のテナントの賃料負担能力の力強い改善により、賃料の成長見通しが高まっている。
- アジア太平洋および米国の商業施設セクターは回復を始めているが、欧州市場は調整プロセスの初期段階にある。見通しは改善しているが、支出の伸び悩みと空室率の高さにより、質の高い商業施設物件の短期的な収益見通しは抑制されている。

米国：商業施設賃料負担能力指数*



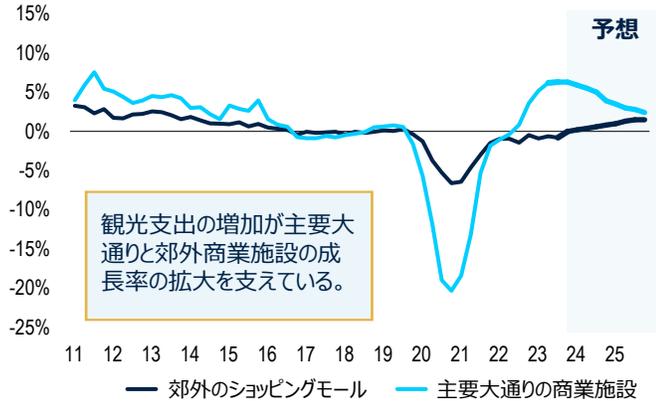
セクターおよび地域別のMSCI指数トータルリターン予測（年率、%）



商業施設とホテル

アジア太平洋：観光業の回復が主要大通りの賃料成長予測を支える

セグメント別商業施設賃料成長率（年率、%）



出所：JLL、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

- ・ 経済情勢の改善は、家庭や企業による非生活必需品への支出の回復をもたらしている。これは、小規模でありながら進化を続ける実店舗型の商業施設セクターを活性化させており、特にサービスに重点を置く業種、特にホテルのようなレジャー関連セクターを復活させている。
- ・ 米国では、特に南部全体での強力な雇用成長が力強い小売売上への成長に繋がり、商業施設回復の主な要因となっている。商業施設の供給不足とともに、これが地域ごとの賃料見通しの大きな差異を生み出している。
- ・ 米国以外では、成長見通しとeコマースの脅威度の違いにより、アジアと欧州全体で異なる機会を提供している。観光関連の市場は好調で、特に香港、東京、パリ、ロンドンなどの市場では、主要大通りの賃料が力強く回復しており、コロナ禍以前の水準に戻っている。小売売上高の増加によるテナントの賃料負担能力の向上が見通しをさらに強化している。
- ・ ホテルについては、米国および欧州の一部でビジネス関連の旅行が増加しているが、特にフランクフルト、ミュンヘン、アムステルダムなどの市場で強力なRevPAR（1室あたり収益額）成長の見通しが見られる。しかし、米国と欧州の両方において、生活費の圧迫により国内旅行の成長が鈍化している。
- ・ 海外旅行の回復に関連する市場は、少なくとも短期的にはホテルの新規供給が追いつかないため、より高いペースでのホテル収益の増加が見込まれる。欧州では、パリ、ローマ、マドリッドなどの伝統的な観光地の都市が他の都市を上回る活況を呈している。一方アジアでは、香港やシンガポールなどの観光地がコロナ禍後に力強い回復を果たしているが、これは力強い海外旅行の増加傾向と一致している。

米国：商業施設は南部の雇用の多い市場において好調である

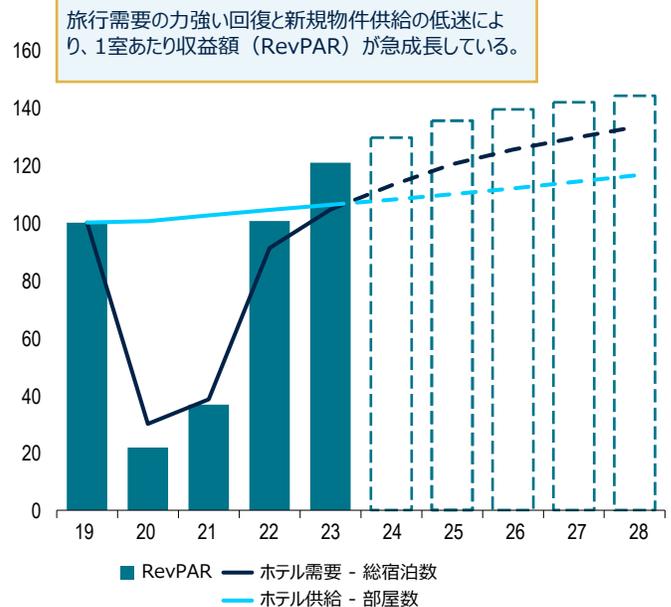
市場別の賃料上昇率（年平均成長率、2024~28年）



出所：CoStar、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

欧州のホテル：堅調な需要回復が収益を牽引

欧州のホテル需要、供給、REVPAR指数推移（2019年を100として指数化）



出所：PMA、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

モダン・ワークプレイス

主要な投資機会

- ・ 新規供給が低迷する欧州CBDオフィス市場
- ・ アジア太平洋先進地域のCBDオフィス市場
- ・ 欧州とアジア太平洋地域の老朽化物件を再生させるバリューアッド戦略

オフィスは依然としてハイブリッドワークからの逆風に直面しており、このセクターへの投資は困難な状況にある。米国の都市では依然として調整の余地があるが、アジア太平洋および欧州のCBD地域での供給の少なさにより、賃料成長が投資機会を生み出している。



世界共通のテーマ：
空室率の上昇によりオフィス賃料の伸びが制限される

地域別のオフィス空室率と年間実質賃料成長率

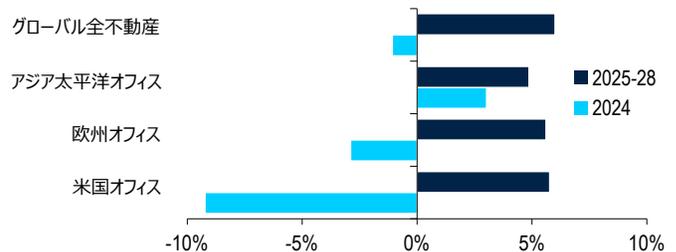


出所：CoStar, Cushman & Wakefield, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

キーポイント

- ・ オフィス市場の見通しは一般化することは難しい。全体的に経済見通しは改善しているが、雇用成長は遅れており、動きは依然として低調である。コスト管理と拡張計画の見直しは、2024年の残りの期間を通じて、主要なオフィス入居者グループに影響を与え続けるだろう。
- ・ オフィスの利用率は改善してはいるが、依然として低調である。ハイブリッドワークへのシフトは特に欧州と米国の大都市でより大きな影響を与え続けている。しかし、それでも文化的、物理的、セクター別、および法的要因によってその影響度には大きな違いがある。
- ・ 依然として投資機会には課題がある。各地域で空室率の上昇と実質賃料の成長低下という同じパターンが見られる。主要都市のCBD地域での空室率が倍増している米国では、賃料が下落し、依然として物件価格が調整中である。流動性の低下がこの困難な市場の状況を悪化させている。賃料と物件価値の修正はさらに進む余地があり、短期的な下方リスクが高い。
- ・ 対照的に、欧州およびアジアの一部のCBDオフィス市場では賃料成長が報告されている。空室率の変動は比較的小さく、中心部ではテナント需要が強い。ESG要因も役割を果たし、郊外よりもCBDに位置することが多いモダンで効率的なスペースへの需要を推進している。オフィスの品質を重視する需要の回帰という、テナント需要の長年の傾向は今後も続くことだろう。

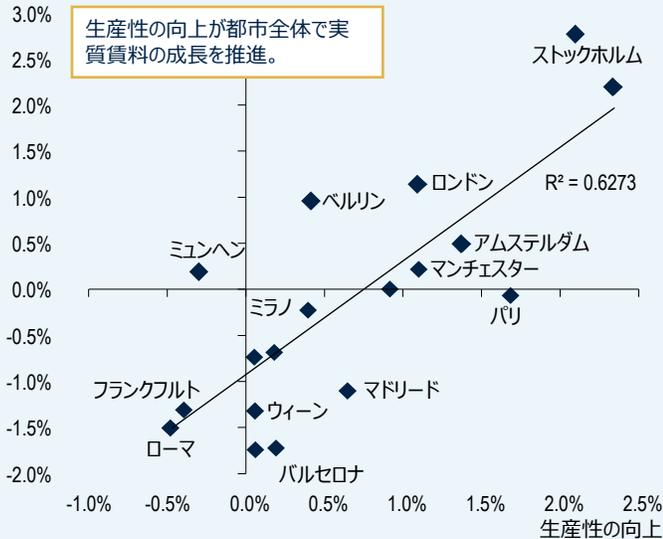
セクターおよび地域別のMSCI指数トータルリターン予測（年率、%）



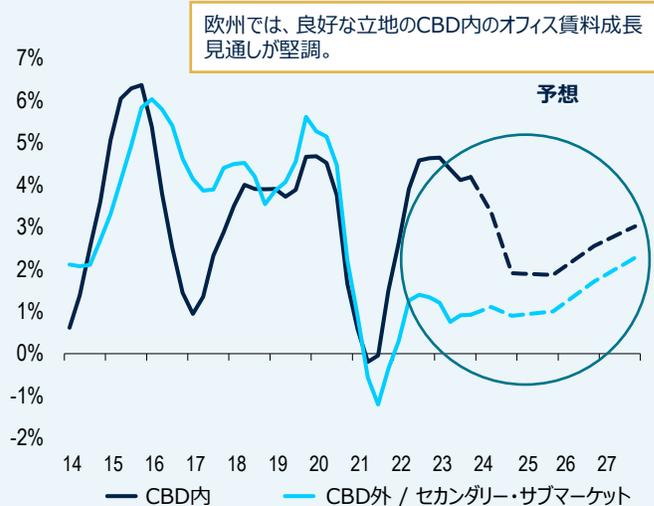
出所：MSCI, PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

欧州：オフィスの生産性がビジネス中心地の賃料成長を推進

都市別オフィス生産性成長率とオフィス実質賃料成長率
(2003年～2023年)



欧州のオフィス主要賃料成長率 (%)



世界的に見ても、欧州のオフィス市場はオフィスセクターにおける最も包括的な投資機会を提供している。理由は以下の通り：

- 主要都市にわたる投資市場の規模。
- 空室率増加が比較的限定的なことで、限られた新規供給。
- 多くの市場では、すでにハイブリッド型（例：アムステルダム、ストックホルム）であったが、これ以上のリモートワークの増加に対する抵抗を示しており（例：ミラノ、フランクフルト、ミュンヘン、マドリード）、テナント需要への影響は限定的である。
- テナント企業と所有者の間で ESG要件が重視され、（古くて立地の悪い物件を犠牲にして）高品質のオフィス物件に対する需要が高まっている。

さらに、依然として厳しい入居環境の中、生産性重視のオフィススペースの回復による質への逃避が進み、CBD内の賃料上昇率はその外の地域の賃料上昇率を上回り続けると予想されている。このようなシナリオは、高い雇用シェアを持つ都市（例：ストックホルム、ロンドン）が、収益の回復力と生産性向上に関連する賃料成長の可能性をもたらすことを示している。

オーストラリアでも同様の状況が見られ、雇用成長が経済活動を支え、CBD内オフィスへの明確なシフトが進んでいる。シドニー、メルボルン、ブリスベンでは、少なくとも2028年までCBD内の賃料上昇がその外の地域の賃料上昇を上回る見込みである。オーストラリアは、雇用成長の動向を考慮すると、堅実な成長を提供するもう一つの例である。

例えば、ソウルやシンガポールなどの都市はシドニーよりも好調で、短期的な賃料上昇率も高い。生産性を牽引役とした賃料上昇はより循環的であり、投資のタイミングがより重要である。

アジア太平洋でも物件の質の差による乖離が見られる

オーストラリアのオフィス賃料成長率：CBD内 対 CBD外（年率、%）



ファンディング・ギャップ

事業用不動産ローンの相当量が満期を迎え、借り換えが急増する状況が整い、銀行やCMBSが規制や市場の制約に直面する中、オルタナティブ・レンダーが利益を得る環境が整っている。

主要な投資機会

- ・ ファンディング・ギャップへの融資
- ・ ギャップファイナンス
- ・ 建設ローン

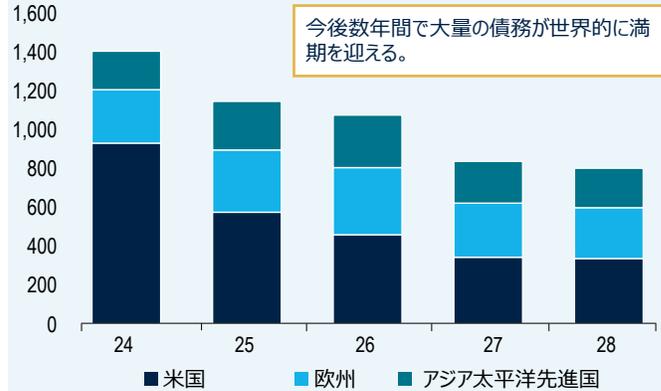
キーポイント

- ・ 今後数年間で多くの債務が更新期限を迎え、ノンバンクレンダーに投資機会が訪れる。
- ・ 金利が低下するにつれて、不動産ローンがより実現可能になり、取引に付加価値をもたらす。同時に、賃料の成長は過去の平均を上回ると予想され、キャッシュフローが増加し、債務返済能力が向上する。さらに、賃料の成長と若干の不動産利回り圧縮による2024年以降の物件価値成長が、既存債務のローン資産価値比率（LTV）を改善する。
- ・ これらの組み合わせで、ローンの貸し手にとっての案件の信用力が強化され、物件オーナーの出資資本による不動産価格変動リスクの吸収力を向上させ、事業用不動産向けデット投資におけるリスクとリターンバランスが改善される。



世界共通のテーマ：
大量の債務の満期到来が差し迫っている

推定不動産ローン満期（十億米ドル）

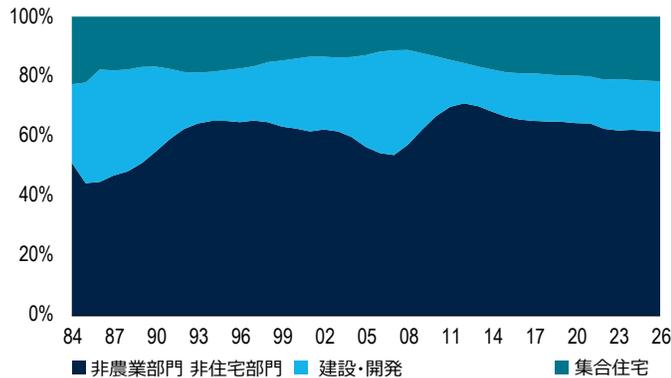


出所：Mortgage Bankers Association、AFME、ECB、Cushman & Wakefield、MSCI、ベイズ・ビジネス・スクール、IREBS、IEIF、APRA、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

米国の銀行は建設融資から撤退している

米国の銀行はバーゼル規制に基づく、高い規制資本要件に直面しているため、建設および物件開発に対する貸付資産を削減し続けると予想されている。

米国の銀行の事業用不動産向け貸付資産構成（%）

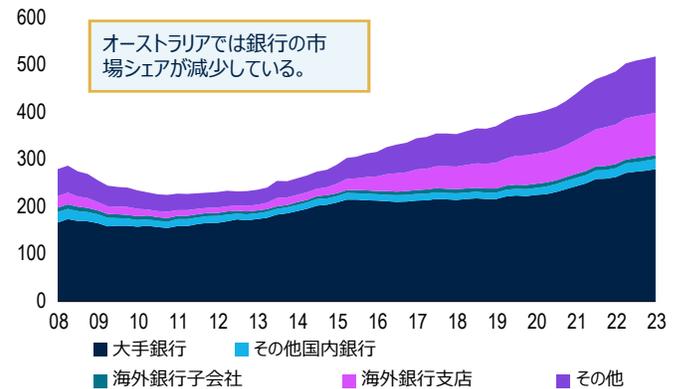


出所：FDIC、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

オーストラリアで市場シェアを拡大するノンバンクレンダー

オーストラリアの主要銀行は、他の貸し手よりも商業不動産のエクスポージャーの引き上げペースが遅く、主要銀行の市場シェアは70%から60%へ減少している。土地からの物件開発のエクスポージャー限度額は、この先ほとんど伸びないと予想される。

オーストラリア公認預金取扱機関（ADIS）の投資家グループ別事業用不動産向け貸付エクスポージャー限度額（十億豪ドル）



出所：APRA、PGIMリアルエステート、2024年5月現在。

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。

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ものです。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"2024 GLOBAL OUTLOOK : CHANGING THE NARRATIVE"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ものです。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・リ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、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

リスクについて

投資一任契約に基づき当社がPGIMリアルエステートが運用を行う不動産投資戦略に投資を行う場合、次のようなリスクが含まれている場合があります。以下のリスクにより元本欠損が生じる可能性または当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。以下のリスクは、主なリスクであり、これらに限定されるものではありません。

- ◆ 国内または世界経済の悪化、地域市場やテナントの財政状態の悪化、物件の売手及び買手の数の変動、物件の需要供給バランス、融資の供給状態、金利の上昇、為替の変動、不動産に関わる税制の変更、エネルギー価格及びその他の経費の変動、環境に関わる法律や規制の改正、都市計画法やその他政府の取決めや財政政策の変更、キャッシュフローへの依存度が高いという特性に起因する物件リスクに対する人々の選好度の変化、使用されている建築資材に関わるリスクや運営上の問題点、天災、保険で保障されない不可抗力やその他PGIMリアルエステートのコントロールを超えた要因で発生しうるリスクがあります。
- ◆ 不動産エクイティおよびデットは、他の資産クラスに比べ比較的流動性の低い資産です。そのため、投資家の償還要求を満たすまでに、かなりの時間を要する場合があります。
- ◆ PGIMリアルエステートは各投資家に対する受託者としての義務を果たすもので、償還請求を満たす目的で、投資資産の売却やその他の行動を起こす義務を負いません。加えて、最近の経験が示すように、不動産は長期的なサイクルを描く傾向にあり、このことは不動産価格のボラティリティを著しく高めることとなります。
- ◆ PGIMリアルエステートが投資を行う物件と運用戦略のパフォーマンスは、投資を行う米国市場およびそのサブ市場における健全な経済環境に左右されます。
- ◆ パフォーマンス目標を達成するのに必要な要素には物件タイプや地理的分散が含まれており、これらはリスクを減らし、広く分散したポートフォリオを維持することを意図しています。物件の立地、資産クラス、物件タイプ、投資戦略および投資の資金調達の方法という様な、物件に関する選択とパフォーマンスは目標リターンの達成に対して影響を与えます。
- ◆ パフォーマンス目標の達成を妨げる要素の一部には次の様なものが含まれます。米国市場又は特定の市場や一部の市場に影響を与える、経済および資本市場および人口動態トレンドにおける予期しない突然の大きな変化。またそれらは物件のパフォーマンスや投資家の商業不動産に対する需要に影響を与えます。
- ◆ 外貨建の有価証券については、為替相場の変動等により、受取り円貨額が当初円貨での支払いから変動する可能性があります。これにより投資元本を割り込むことがあります。
- ◆ レバレッジを行なう場合、運用資産を担保とすることから、保有する資産価格が急激に下落した場合には、必要証拠金の充足が不可能となり、場合によっては投資元本を上回る損失が生じることがあります。
- ◆ 不動産デットには固定クーポンものも含まれることから、金利の変動により不動産デットの価値が上下する可能性があります。
- ◆ 不動産デット戦略のパフォーマンス目標を達成するのに必要な要素には投資案件の選択、ファンドマネジメントチームの案件をソーシングし選択する能力、それらを実際に問題無く執行する能力、商業不動産市場においてデットの需要が継続すること等が含まれます。このパフォーマンス目標の実現を妨げる要因には、マクロ経済環境や商業不動産業界における著しいマイナスの変化や商業不動産に対して提供されるデットの過剰供給、そして対象物件のパフォーマンス低下等が含まれます。

費用について

PGIM リアルエステートが運用を行う不動産投資戦略への投資にあたっては、PGIM ジャパン株式会社と投資一任契約を締結していただくことを前提としています。

- ◆ 投資顧問業務の対価として、投資顧問報酬（資産残高に対し最大 1.10%（税抜き 1.00%）※の通減料率）が費用として発生します。投資顧問報酬については、契約資産の性質、運用方法、対象等に応じて、別途協議のうえ取り決めることがあります。
- ◆ 当社と投資一任契約を締結いただいた上で、PGIM リアルエステートが運用を行う海外籍のリミテッド・パートナーシップ等のビークルを通じて、PGIM リアルエステートの不動産投資戦略に投資を行う場合、当該ビークルの資産から間接的にご負担いただく運用報酬とは別に、投資一任契約報酬として最大 0.165%（税抜き 0.15%）が発生します。
- ◆ 上記投資一任契約報酬とは別に、保管等に係る諸費用が発生し、契約資産から控除されることがあります。これらの費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。したがって、お客様が支払うべき手数料の金額の合計もしくはその上限を記載することはできません。
- ◆ ビークルにかかる運用報酬は、ビークルにより異なりますので、金額およびその上限額を記載することはできません。ビークルの資産から間接的にご負担いただく運用報酬とは別にリーガル費用、ドキュメンテーション費用、監査費用等の諸費用が発生し、ファンドの受託資産から控除されます。これらの費用は、運用状況により変動するため、事前に具体的な料率・上限額を表示することができません。このように金額およびその上限額を記載することができない費用があることから、ファンドの受託資産から控除される形で投資家を実質的に負担する費用の合計額もしくは上限を記載することはできません。
- ◆ 金額及びその上限額を記載することができない費用があることから、お客様が支払うべき手数料の金額の合計もしくはその上限を記載することはできません。

※ 記載の数値は当社が現在、投資顧問業務で提供している運用戦略にかかる投資顧問報酬で最も高いものを記載しております。実際の投資顧問報酬は、個別の契約内容、受託資産残高等によって異なります。

会社概要

商号	PGIM ジャパン株式会社 PGIM Japan Co., Ltd.
所在地	東京都千代田区永田町 2-13-10 プルデンシャルタワー
代表取締役社長	國澤 太作
設立年月日	2006 年 4 月 19 日
主要株主	Prudential International Investments Company, LLC (100%)
資本金	2 億 1,900 万円
主要業務	① 投資運用業 ② 投資助言・代理業 ③ 第二種金融商品取引業
登録番号等	金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号
加入協会	一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会