

不動産デット市場への考察

主要なテーマ

- 米国10年債利回りの上昇は、不動産デット市場（不動産担保ローン市場）にどのような影響を及ぼすか？
- 市場の様々な指標の上昇は、不動産デットのリターン見通しにどのような影響を及ぼすか？
- 不動産市場の回復によって、どのような資金調達の手機が生まれるか？

米国10年債利回りの上昇は、不動産デット市場（不動産担保ローン市場）にどのような影響を及ぼすか？

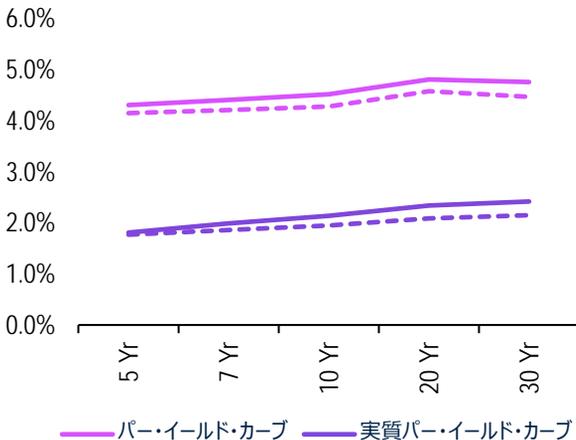
根強いインフレ（図表1）と政府債務に対する懸念によって、米国10年債利回りの見通しは足元で上方修正されているが、これは長期にわたって借入コストが高止まりすることを示唆している。不動産デットにとって、これは投資利回りが上昇し、力強いインカム収益が生み出される機会が拡大することを意味する。

借入コストの上昇は、ローンや債券などのクーポン金利上昇を意味し、デット投資には潜在的なリターン増加がもたらされる。インフレ圧力が持続し、利回りがさらに上昇した場合には、デット投資はさらに力強いインカム収益の恩恵を受けて、より魅力的なリターンを提供すると考えられる。

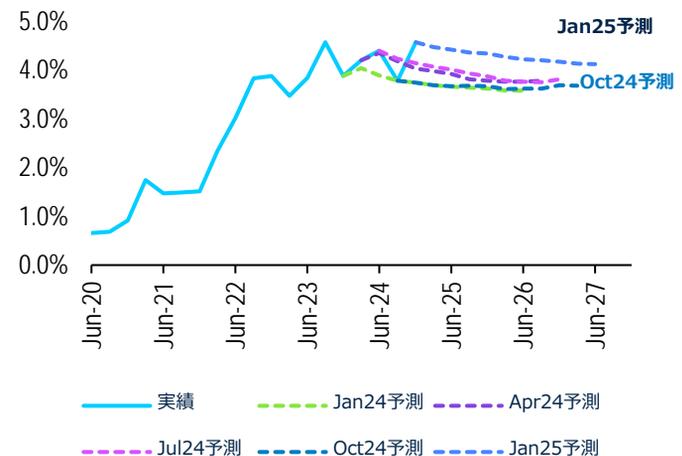
こうした高金利環境に対処する必要のある借り手にとって、利回り上昇の影響は不動産デットの信用スプレッド縮小によって一部相殺されている。

図表1：インフレ期待の高まりにより、米国10年債利回りの見通しは上方修正

インフレ期待：パー・イールド・カーブ（最終利回り曲線）と実質パー・イールド・カーブ（実質最終利回り曲線）



米国10年債利回り：利回り見通しの推移と予測の変遷



点線は2024年10月31日時点におけるイールドカーブ、実線は2025年1月30日時点における現在のイールドカーブを示している。

出所：米国財務省、ブルームバーグ、PGIMリアルエステート、2025年3月現在。

予測は達成されない可能性があり、将来の結果を保証するものでも信頼とな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。

これは、不動産市場の回復と流動性の高まりに対する期待を背景としたものであり、借り手の金利負担の抑制につながる。

NOI（不動産物件の賃料を主体とした純収益）のより力強い成長期待、不動産価格の回復、堅調な物件取引件数の増加および借り換え活動により、不動産デット市場は市況の好転から恩恵を受けることになる。

簡潔に言えば、米国10年債利回りの見通しが上昇すると、貸付金利も上昇し、不動産デット市場でリターンを持続的に生み出す機会が創出され、インカム収入を軸により力強いリターンを得られる機会が拡大する。

市場の様々な指標の上昇は、不動産デットのリターン見通しにどのような影響を及ぼすか？

米国10年債利回りの上昇は、不動産デット市場におけるリスクとリターンの力学を変化させている。利回りの上昇は借り手にとっての借入コストを押し上げる一方で、不動産デット投資においてより魅力的なリターンをもたらす要因にもなっている（図表2）。

パブリックおよびプライベート資産の信用スプレッドがともに縮小する中、不動産デットの信用スプレッドも、貸し手間の競争増

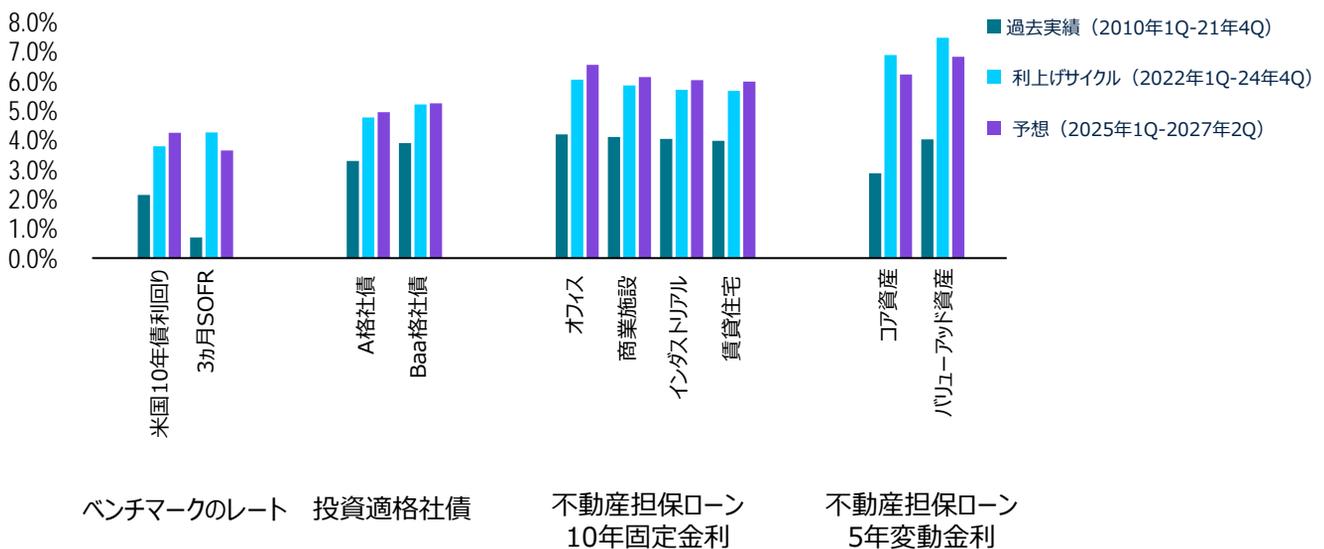
加と不動産価格回復に対する期待から正常化（低下）している。不動産価格の調整は概ね終了し、今後数年にわたっては底堅く推移すると予想される中、力強い経済成長が堅調なNOI予測を下支えている。

しかし、継続的な市場のボラティリティと不確実性を踏まえ、貸し手は慎重な姿勢を維持すると予想される。シニア・レンダー（先順位の貸し手）は、信用リスクの観点からデット・サービス・カバレッジ（DSCR：元利金返済カバー率）を適正な水準に保つ必要があり、引き続きレバレッジ水準を制限するだろう。現状、銀行などの伝統的な貸し手が手を引いたことによって発生する借り手のニーズ（資金ギャップ）が発生している。そのような状況は、資金ギャップを埋めるのに適した体制を備えたデットファンドなどの代替的な貸し手に恩恵をもたらすものである。

高水準の国債利回りによって新規ローンのクーポンも高止まりし案件のキャッシュフローに圧力がかかるが、保守的な事前案件審査によって貸出比率（LTV）を厳しく設定することにより、ダウンサイドリスクは軽減される。こうした特性は、特に不動産市場が回復に向かうにつれ、不動産デットのリスク調整後リターンを押し上げることになる。

図表2：高水準の国債利回りによって新規ローンのクーポンも高止まりする

新規ローンのクーポン（%）



出所：ブルームバーグ、CREFC、Trepp、クッシュマン&ウェイクフィールド、PGIMリアルエステート、2025年3月現在。

予測は達成されない可能性があり、将来の結果を保証するものでも信頼とな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。

まとめると、不動産デット市場は、利回りの追求と慎重なリスク管理のバランスを取ることができる貸し手と投資家にとって魅力的な機会を提供している。市場が安定化するにつれ、今後ますます良好なリスク・リターン特性の恩恵を受けることができると考えられる。

不動産市場の回復によって、どのような資金調達の機会が生まれるか？

市場のファンダメンタルズ改善と借入資金調達力の向上によって、収益用不動産の取引量は勢いを増して回復してきている。

物件からのキャッシュフローの向上と不動産価格の回復によって、投資活動が再活性化する環境が整いつつある一方、これまで蓄積されていた需要が市場流動性の改善によって解放されつつある（図表3）。貸し手が再び市場に参入し、不動産価格の見通しが安定化するにつれ、取引活動は加速すると予想される。

NOI成長率が高まっていることで債務返済能力がより強化

され、長期にわたり続的に不動産価格が上昇する可能性があることから、資金調達がしやすい状況になってきている。

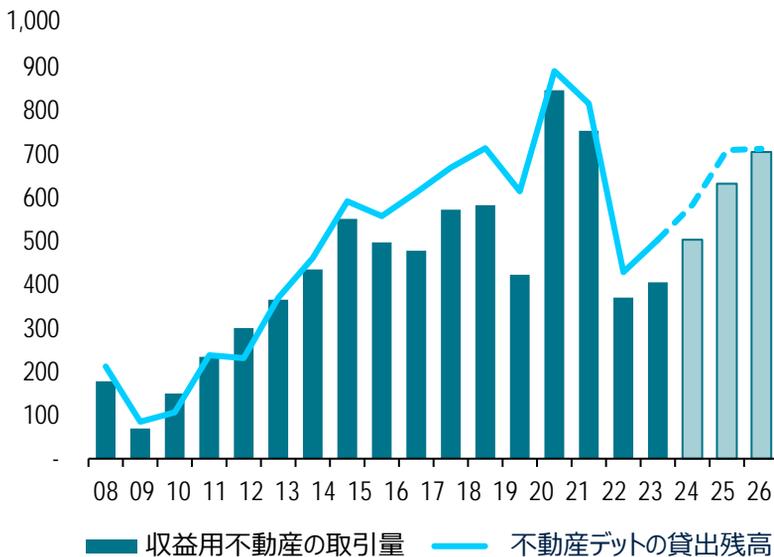
こうした潮流によって、貸し手は資本をより積極的に投下するようになっており、特に大型ローンの借り換えや繰延満期が迫る中での借り換え機会において、その傾向がより顕著になっている。

伝統的な銀行による不動産に対する貸出は依然として限定的だが、デットファンドなどの代替的な貸し手は高まる資金需要に応えるべく、柔軟なファイナンス・ソリューションを提供できる態勢を整えている。貸し手間の競争が高まるにつれ、信用スプレッドは縮小傾向にある。こうした流動性の改善は、物件価格見通しの改善と物件取引実行にとってプラス材料となり、取引量をさらに押し上げるだろう。

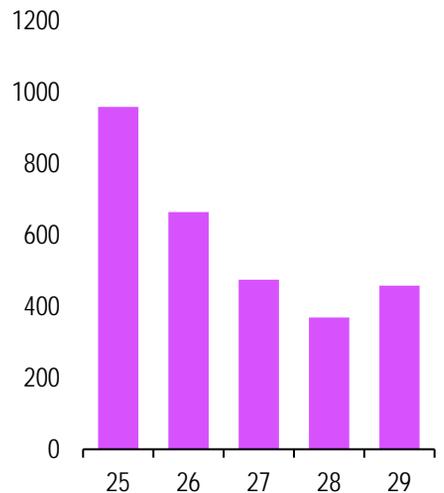
資本の流れが改善し、市場のファンダメンタルズが強化されるにつれ、収益用不動産を巡る資金調達環境はより活性化する見通しだ。こうした変化を続ける市場環境に対処できる投資家は、市場の回復局面における投資機会を捉えることができるだろう。

図表3：取引量と借り換えの増加により、資金調達の機会が拡大

取引量および貸出残高の推移*（10億米ドル）



満期を迎えるローン（10億米ドル）



■ 満期を迎える商業用および賃貸住宅向けローン

* 2025年2月時点のCREFの貸出予想

出所：米抵当銀行協会、RCA、PGIMリアルエステート、2025年3月現在。

予測は達成されない可能性があり、将来の結果を保証するものでも信頼とな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。

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"PRIVATE CREDIT INSIGHTS"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・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
PGIMJ117422
4363077-20250401