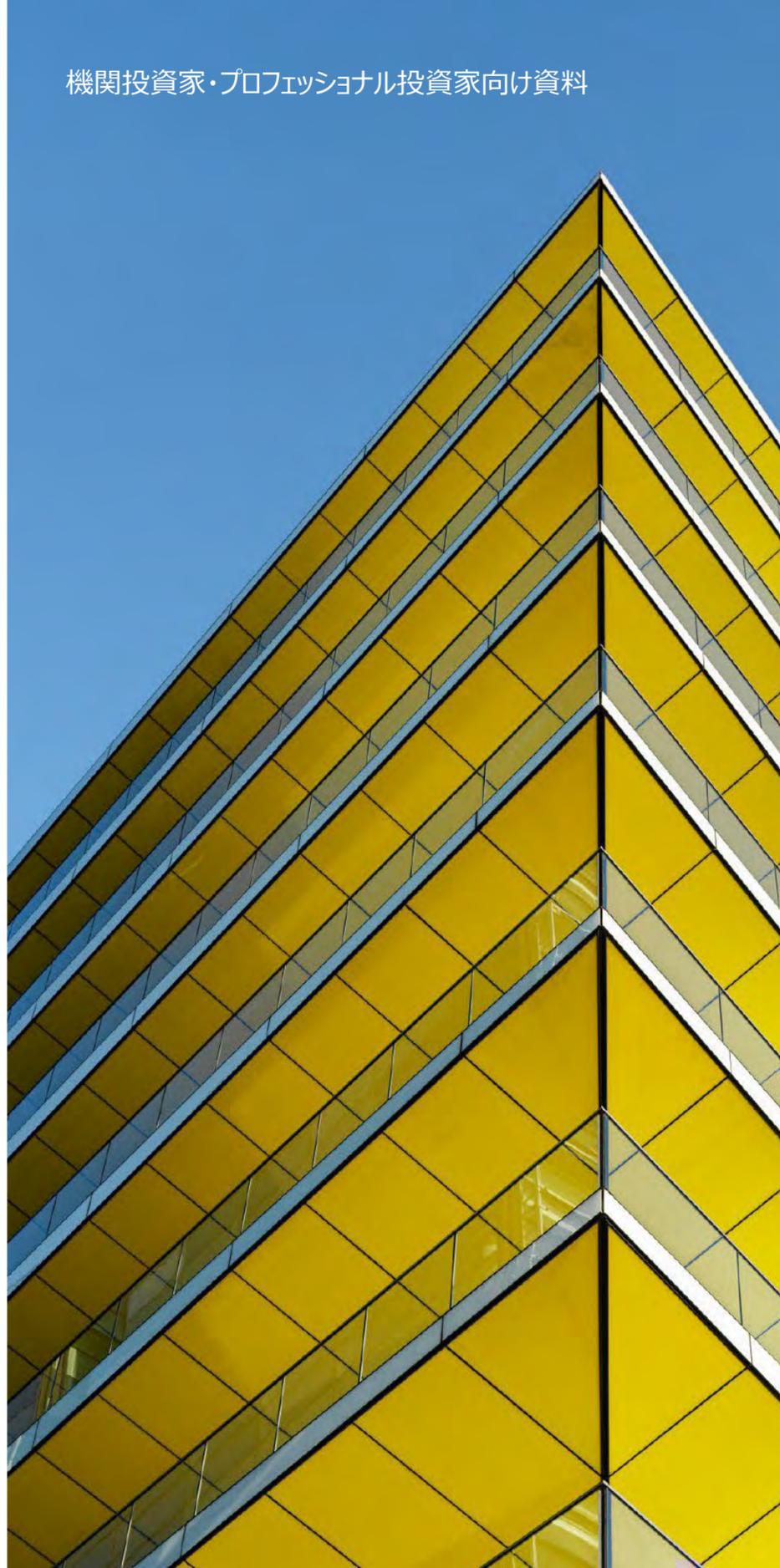




グローバル不動産見通し2025: 新たなステージの始まり



はじめに

世界的にほとんどの国で不動産市況が転換点に達し、物件価値が概ね安定したことや、一部地域では回復局面入りしたとみられていることから、不動産投資への関心が高まっています。また、市場が新たなサイクルに突入する中、手頃な物件価格と需要回復の強まりにより、魅力的なリターンが得られる可能性が高まっています。

不動産セクターには、供給面の制約や需要増加に支えられた構造的な追風を活用できる好機が訪れています。しかしながら、回復のペースは一律でないことが予想されるため、適切な物件やロケーションを選別することが超過収益の鍵となりそうです。

米国大統領選挙の結果を受けて、利下げの幅や期間に関する不透明感が増しているため、賃料の成長余地がより大きい物件への投資が一段と重要になっています。また、物件価格が比較的まだ手頃なサイクル初期段階で、脆弱な物件からより優良な物件へと入替えを図ることが良策と考えられ、これにより、価格回復の進展に伴う追加的なリターンも得られると予想しています。

2025年に向け不動産市場に対する楽観的な見通しが強まる中、近年で最も魅力的な収益機会となり得る、足下の上昇局面を捉えることが重要だとM&Gは考えます。

主要なトレンド

足下の上昇局面を捉える

過去2年間、不動産市場は、セクターや地域を問わず厳しい調整を経験しました。しかし足下では、下げ幅が大きかった物件でさえ、価格が概ね安定しており、新たなサイクルが始まることへの期待感が高まっています。痛みの後には常に回復が訪れ、新たなサイクルの始まりがもたらす機会に楽観的なムードさえ芽生えてきているようです。

価格調整を経て物件価格が割安となっている現状、不動産投資の妙味はこれまで以上に高まっています。M&Gは今後5年間は、不動産市場が過去10年間で経験した最高のパフォーマンスに近づく可能性が大きいと考えています。その要因としては、高いインカム・リターンに加え、需要回復に対して供給がひっ迫しているため、賃料成長の加速が見込まれることなどが挙げられます。

物件毎にパフォーマンスの開きが予想されるものの、不動産投資に対して楽観的な見方が強まり、リスク回避姿勢が後退すれば、人気が集中する物件については投資利回りの低下が再び顕著となり、パフォーマンスが押し上げられる可能性が高いとみています。特に人気の高まる、いわゆる「ベッズ&シェッズ（住宅と物流施設の複合物件）」セクターや、小売やオフィスセクターなどでも、コア資産が今回のサイクル初期段階で恩恵を受ける最有力候補になると予想しています。

一部の投資家にとっては、リスクと期待リターンがより高めの物件を検討するのに適したタイミングとも言えます。市場の回復が強まる中、構造的な問題や大幅な価格調整により割安感が強まっている物件へ投資を振り向けることにより、市場平均を上回るアルファの獲得が期待されます。

K字型回復の見極め

市場の回復が明確化する中、サイクルの上昇局面を捉え、賃料成長の恩恵を受ける物件へ投資を行う好機が訪れています。しかし、この回復は、全ての物件に当てはまる訳ではありません。

我々は、「K字型の回復」を予想しています。つまり、多くの物件の価格が回復を続けるとみられる反面、一部の物件については、今後も価格が下落する可能性があると考えています。分かりやすい例としてオフィスセクターが挙げられます。上位のオフィス物件は高パフォーマンスが継続し、かつ価格上昇が予想される一方で、老朽化のリスクが高く競争力が弱い下位の物件は、価格下落傾向から逃れられないでしょう。

また、次のサイクルでは立地も重要な要因になると思われます。特に小売やオフィスなどのセクターでは、入居者の需要がますます限定的になる中、立地が鍵を握るでしょう。

他方、融資の借換え確保に苦戦する物件はディストレス化する可能性があり、価格の低迷も長引く恐れがあります。しかしながら、こうした物件へ安価な水準で投資することができる投資家にとっては、これも好機となる可能性があります。

同様に、価格下落リスクがより高い物件については、資本構造上の別の側面である不動産デットへ投資することで、リスクの軽減化ができると考えられます。

「ブラウン・トゥ・グリーン戦略（持続可能性をより意識した物件への転換）」を推し進めることができる投資家は、物件の資産価値を抜本的に改善し、K字型回復の「下落側」から「上昇側」に移行させることも可能でしょう。特に好立地の物件は、そのポテンシャルが大きいと考えられます。

ただし、たとえ回復力がある種類の物件を選んだとしても、物件の管理や運営方法がパフォーマンスを大きく左右することは言うまでもありません。テナントの変化するニーズを理解し、例えば、技術革新などの運営上のリスクに敏感であることが重要なことは言うまでもありません。

世界的な住宅問題は依然として続く

多くの先進国では、インフレ率が最近のピークから劇的に低下した一方で、住宅コストは今後も高い上昇率が続く可能性が高いと思われます。

賃金が上昇しているにもかかわらず、多くの住宅市場では、構造的な要因を背景に住宅価格がますます手の届かない水準になっています。

家賃の上昇率が高い伸びを記録している背景には、コロナ後の市場混乱が一因としてあるものの、先進諸国において構造的な需給の不均衡が解消されないことがより大きく影響しています。主要な都市部では、国内外からの人口の堅調な流入増加が続いており、住宅需要は引き続き高い伸びを示すとみられます。

一方、住宅供給のペースは市場の不透明感が強く、かつ高い借入れや建築コストが住宅建設を抑制したことから、高まる需要に追い付けない状態が続いています。しかし、これは長期的

な問題です。先進国政府が掲げる野心的な新規住宅建設の目標は資金不足を理由に、これまでほとんど達成されることはありませんでした。特に、手頃な価格帯の住宅開発は実現が最も困難であり、結果的に低所得層が最も大きな影響を受けることとなり、住宅の取得が困難になっています。

機関投資家にとっては、手の届く価格帯の住宅供給計画に資金を拠出することで、差し迫った社会的ニーズに応える絶好の機会がもたらされています。

持ち家あるいは賃貸の両方の形態において、住宅供給を増やすことは、家計の負担を軽減し、世界の主要都市の住みやすさを向上させるために不可欠です。

英国

経済ハイライト： 逆風が弱まり成長期待が強まる

英国経済は2024年に予想外の力強さを示し、それまでの軟調さから脱したことで、今後の見通しも改善しています。上半期の成長率はG7諸國中トップとなり、これを受けて経済協力開発機構（OECD）および国際通貨基金（IMF）は、ともに2024年と2025年のGDP予測を上方修正しました。

景気サイクルの観点から見ると、英国は引き続き失業率が低水準を維持しており、また2024年10月には、2021年4月以来初めてインフレ率がイングランド銀行の目標である2%を下回りました。こうした状況から、今後はさらなる利下げと実質賃金の伸びの両方が消費を支えると予想しています。

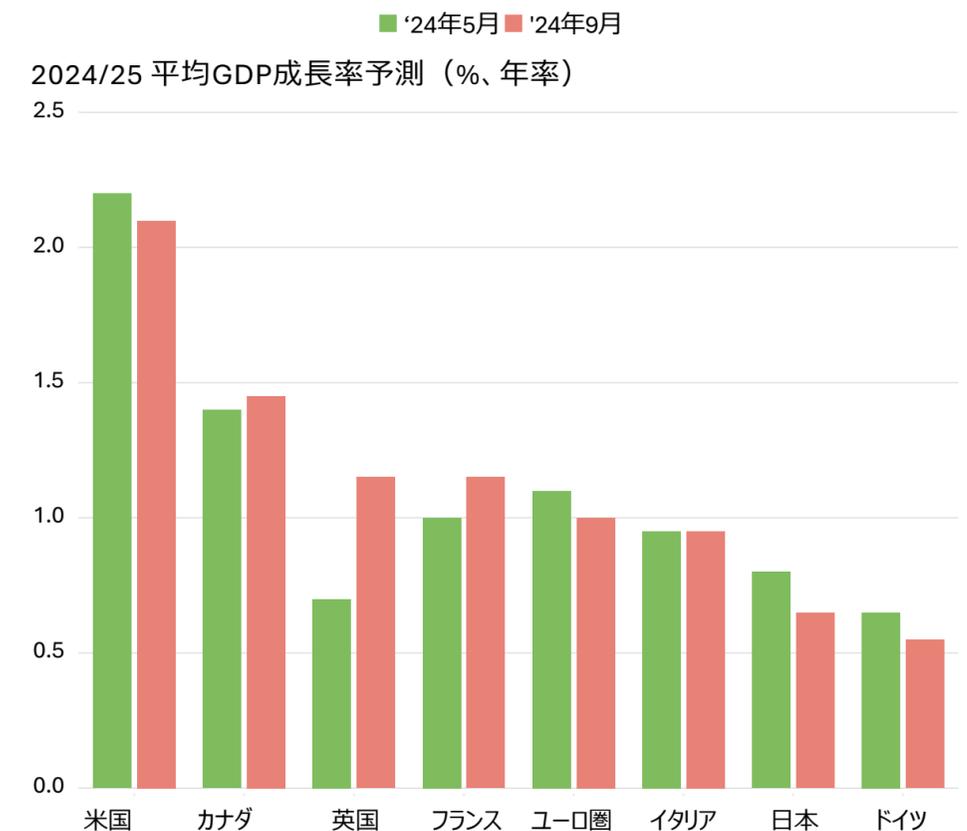
そして、より重要な点はEU離脱や「ミニ・バジェット」の失策、さらに政情不安など、数多くの問題が経済への信頼と投資を損なっていた状況が終息し、英国が他の先進国に比べ長期に及んだ不確実性の時代から抜け出したように見受けられることです。

不確実性の時期を乗り越えた英国は、景況感の改善から恩恵を受ける態勢が整ってきているとM&Gは考えます。

とはいえ、課題がないという訳ではありません。英国は、他の欧州諸国や多くの先進アジア諸国と比べて依然金利水準が高いため、相対的に高い債務返済コストが課題となっています。そのため、多くの先進国と同様に、長期的な財政負担に対する懸念が強い状態です。M&Gの見解では、英国が抱える喫緊の課題は、厳しい財政面の制約の下で生産性の向上を達成し、長期的な経済成長の促進を図ることにほかなりません。

しかし、英国経済が近年ニュースの見出しを独占していた、非常に悲観的なシナリオのいくつかを乗り越えたことで不確実性が和らぎ、投資を呼び込む条件が整ってきたことからテナント需要も喚起され始めているようです。

他のG7諸国と比較して
英国経済の見通しに対する楽観論が高まる



出所：OECD Economic Outlook (2024)

英国

不動産テーマ1： 回復局面を捉えてリターンを生み出す

英国不動産は、政治と経済の見通しが明るさを取り戻し、不動産の平均評価額が成長に転じました。M&Gは、市場の回復期に慎重にリスク許容度を高めたいと考えている投資家にとって、より高いパフォーマンスを得られる可能性がある英国不動産は魅力的であると考えます。

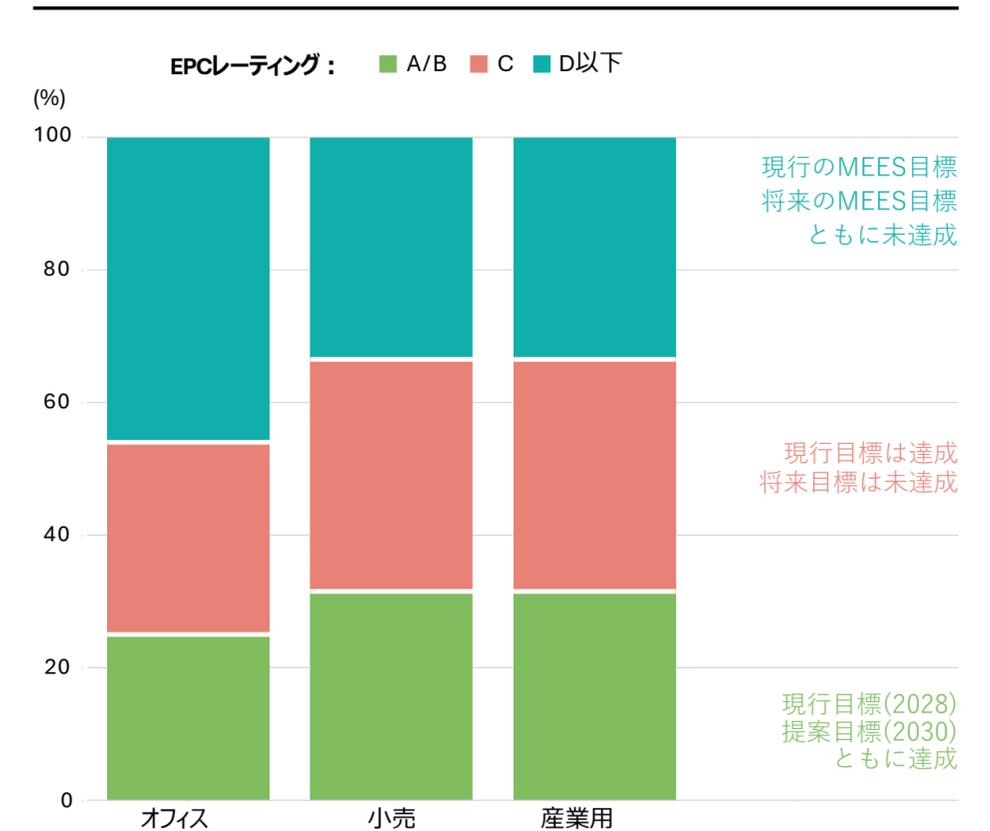
構造的な供給不足が次のサイクルの主な特徴となるでしょう。最も高品質かつ高需要な物件の提供と創出が高いリターンを達成するための重要な手段となると考えられます。

マルチレット型（複数テナント向け）産業物件セクターは、依然として投資家の注目リストの上位にあります。しかし、投資可能な物件を見付けることが難しく、取得はさらに困難なため、同セクターへの投資比率を高めたい投資家は、既成概念にとらわれずに考える必要があるかもしれません。中でも「ビルド・トゥ・コア戦略」は、開発リスクを負うことでパフォーマンスの増幅が期待でき、産業物件セクターにアクセスするうえで、魅力的な手段といえるでしょう。

一方、英国が新たなサイクルに入る中、「ブラウン・トゥ・グリーン戦略」は、より高品質で持続可能な資産を模索する投資家にとって、一段と大きな機会を提供する可能性があります。不動産市場の価格見直しを受けて、特にオフィス部門において、「最良」と「それ以外」の物件の間で賃料と評価額の両方の格差が拡大しています。地方自治体の姿勢も「改修優先」へとシフトしています。このような背景から、現在提案されている最低エネルギー効率基準（MEES）¹を満たさない約70%の物件（延べ床面積ベース）の一部を選別的にアップグレードすることは、環境面のみならず財務面でもこれまで以上に理にかなったアプローチだと言えるでしょう。

不動産市場全体の主な収益源がインカムとなる可能性が高いことから、「コアプラス戦略」または「バリューアッド戦略」などの既存物件の改善や新たな物件開発を伴う戦略が今回のサイクルでアルファを生み出し、アウトパフォームする可能性が高いとみています。

既存の床面積の3分の2以上が、提案されている将来のMEES要件を満たしていない



出所：Knight Frank, Meeting the Commercial Property Retrofit Challenge, Q3 2024

¹ Commercial Property Retrofit Challenge, Q3 2024, Knight Frank.

英国

不動産テーマ2： 社会的投資の必要性が不動産投資に好機をもたらす

投資と生産性の向上は、英国において差し迫った課題となっています。過去数年間は、景気の不透明感を背景に、公共部門、民間部門ともに資本支出を抑えた状態が続きました。

そうした難局を乗り越え、英国は今や回復に向けて良好な状況にあるとみられます。成長に向けた条件整備の重視を明言する新政権の下では、投資と生産性の向上を目的に民間資本を活用する方向へ重点が移っています。

住宅や医療など重要なインフラに対する投資が数十年にわたって不足してきたことから、投資家は成長の促進につながる大きな機会を活用できるでしょう。

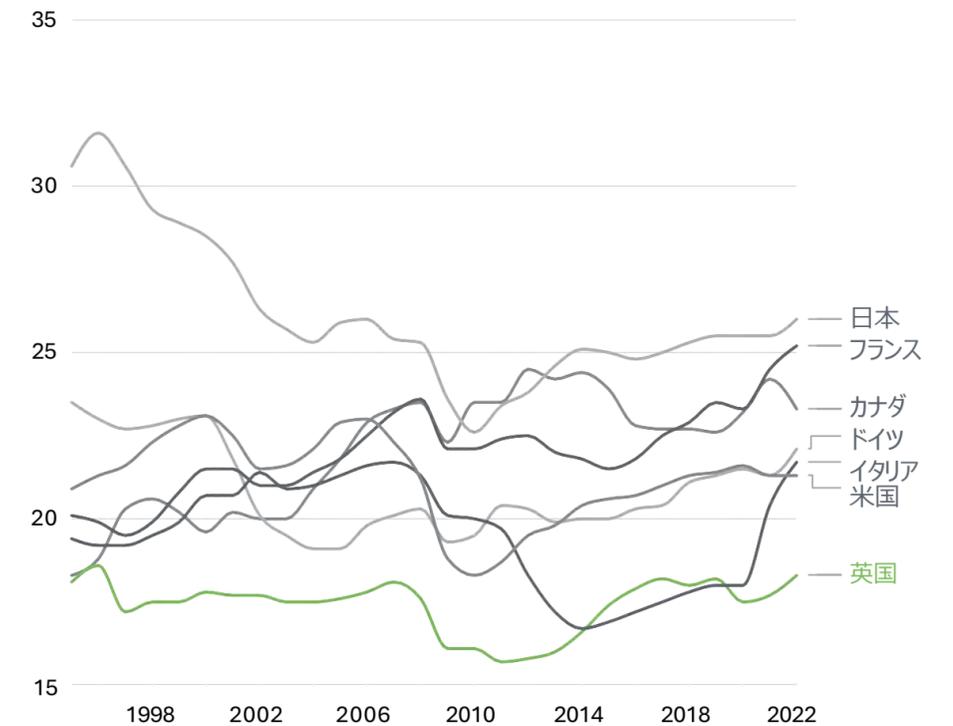
この構造的なニーズは、強力な超党派の政治的支援を得ており、野心的な整備計画があるにもかかわらず、民間からの資金が依然不足しているため、豊富なプライベート・アセットの投資機会が生まれるとM&Gは考えます。

これは、不動産投資において、経済的かつ社会的成果に貢献できる非常に大きな機会であるとともに、魅力的なインカム主導のリターンが期待できる点でも重要です。

英国不動産市場の大幅な価格調整を背景に、住宅、医療、学校など投資ニーズの高い主要なセクターへ、より魅力的な利回り水準でアクセスできる機会が生まれています。加えて、これらのセクターのリース構造がディフェンシブで、多くの場合インフレ連動型であることから、リスク調整後のリターンも魅力があります。

新規供給は大半の市場で抑制される見込み ... 但し例外もある

総固定資本形成（対GDP比、%）



出所：ONS 2023, whole economy investment
(総固定資本形成、公共および民間部門)

英国

不動産テーマ3： 適切な立地と適切な物件

前回のサイクルでは、産業物件が注目され、同セクターへの構造的な追風と物件価格上昇の可能性の高さを背景に、質の低い高利回り物件への投資でさえ、平均で年率10%を超えるリターンを生み出しました。これとは対照的に、小売セクターでは、最も質の高い物件を含めセクター全体のパフォーマンスが不動産市場の平均を下回りました²。

しかし、今回のサイクルは異なる展開を見せる可能性があると考えています。マクロのトレンドは、引き続き産業セクターに有利で、小売やオフィスなどのセクターにとっては厳しい状況が続く可能性が高いものの、マイクロレベルの話はもはやそれほど単純ではありません。

物流セクターは、過去数年間に物件の供給が急増したことにより、優良な物流施設であっても、中には空室率の高いものが見られるようになってきました。例えば、イングランド北部のヨークシャーにある高品質の物流物件は、空室率が近年の最高水準に近く、かつロンドンの2倍以上に膨らんでいるため、賃料成長が見通しにくい状況です。

一方、郊外の人気ショッピングセンターは、同サブセクターのパフォーマンスのトレンドに逆行するとみています。現状の高い利回りに加え、テナントが「適切な」立地の物件を再び探し始めるにつれて、賃料の成長も期待できると考えるためです。

オフィスセクターについては、悲観的な意見が多く聞かれますが、これもセクター全体に当てはまる訳ではありません。立地の良い優良物件は、引き続きテナントの強い需要を集めており、保険会社のような長期投資家からの投資需要が存在します。

このように、セクター内で様々な動きが見られることから、英国不動産のリターンは、短期的にはセクター主導から個別物件主導へと進化する可能性が高いと思われます。サイクルの転換とともに、適切な立地の適切な物件へ投資することが、優れたパフォーマンス達成の鍵になるでしょう。

**M&Gが所有する
40 Leadenhallのような
優良なオフィス物件は
テナントや投資家からの需要が
高まることが予想される**



² MSCI 四半期指数, Q3 2004.

英国 投資戦略

堅調を予想

手頃な価格の住宅：英国の住宅の供給不足は430万戸で、西欧諸国の平均³との比較でもかなり高い水準にあります。また、住宅価格が最高値へ近付いているため、英国では住宅、特に手頃な価格の物件に対する需要がますます高まると予想されます。強い需要に支えられていることや、社会貢献にもつながる可能性があることに加え、魅力的なRPI（小売物価指数）連動型のインカムが期待できることが同セクターの投資妙味であると考えます。

都市部のマルチレット型産業物件：賃料の伸びが過去数年の水準に戻る可能性は低いものの、この供給不足のサブセクターの賃料見通しは依然として魅力的です。特に、ロンドンと南東部の物件に投資家の需要が集中しており、これら地域における物件価格の上昇が中期的にリターンを押し上げると予想しています。

慎重を要す

ライフサイエンス：パンデミックの明確な勝者であるライフサイエンスセクターですが、ここ最近では、高インフレと金利上昇を背景にベンチャーキャピタルからの投資が急減しており、シクリカルな性質が浮き彫りになっています。同セクターが構造的な強い追風を受けていることを考えれば、依然として魅力的ではあるものの、テナントの需要が弱含んでいることを踏まえると、オックスフォードやケンブリッジなど、トップクラスで学術主導の市場に重点を置くことが、今後の成長を享受するうえで重要であることがわかります。

長期的な機会

データセンター：デジタル化のメガトレンドは、データセンターに対するテナントと投資家の需要を大幅に高め、その結果、力強いパフォーマンスを生む可能性があると考えられています。ただし、同セクターにも課題がないわけではではありません。例えば、データセンターは日進月歩に進化する、よりデータ集約的なAIの使用に適応しようとしており、一部の施設は急速に陳腐化する可能性があります。慎重な物件選択と、セクターを支える科学技術に関する深い知識が不可欠です。

戸建て住宅（SFH）：既存の「ビルド・トゥ・レント（BTR）」物件は、主に集合住宅に偏っていますが、戸建て住宅は民間賃貸セクター全体の半分以上を占めています。人口動態の追い風に加え、住宅ローン金利の高さなどから持ち家取得がより困難になっている状況を考えれば、郊外のSFHへの投資を通じてポートフォリオの分散化を図ることで、リスク調整後リターンを大幅に高められる可能性があると考えます。

地場の人気ショッピングセンター：10年以上続いた小売業の構造変化がようやく収束しつつあり、最上位のショッピングセンターでは、賃料の大幅な見直し後にテナントの需要が回復し、賃料が再び上昇し始めています。リスク調整後の利回りも魅力的であり、これらの物件のリターン特性は魅力的であると考えられます。

³ The housebuilding crisis, Centre for Cities, February 2023.

欧州

経済ハイライト1： 欧州大陸における不均等な景気回復

欧州大陸の経済は、ここ数年、波乱含みの展開が続いています。急激なインフレに加え、金利の上昇や世界経済の減速、さらに消費者の警戒感が重なり、企業の景況感ひいては経済成長に悪影響を及ぼしています。しかし一部には、回復の明るい兆しや力強い成長を示す分野も見られています。

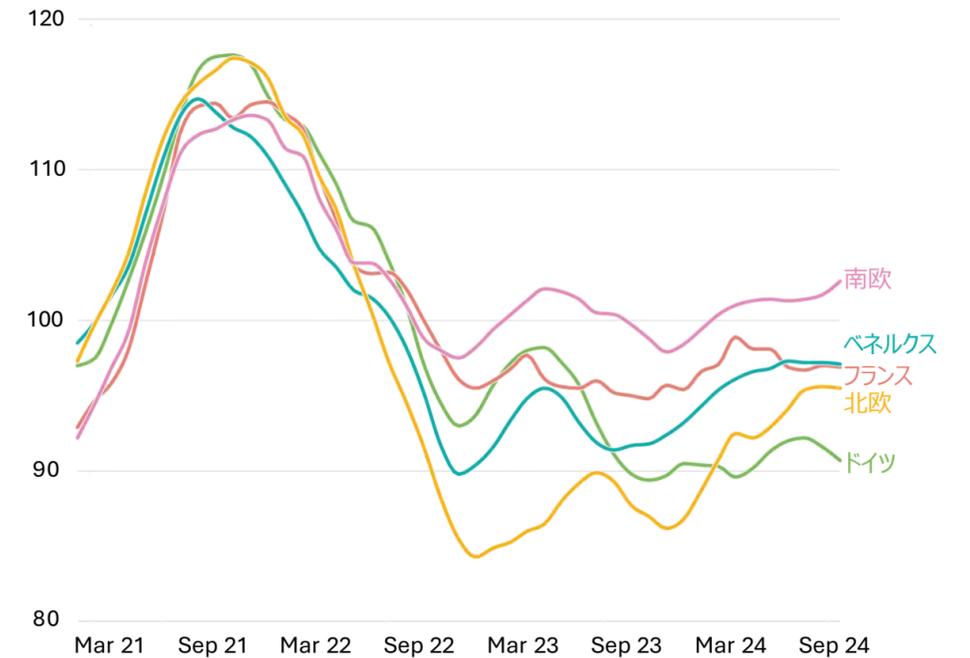
今後を展望すると、多くのマイナス要因が薄れ、あるいは好転するにつれて、2025年に循環的な回復の兆しが現われる可能性があります。ただし、回復は欧州全域で不均等なものとなる可能性があります。回復ペースの格差は、特に国レベルで顕著となり、また異なる経済セクター（例えば、サービス業と製造業）や都市別といった、より細かなレベルでも同様の状況が予想されます。

一部の地域は、構造的な逆風に直面し続けるかもしれません。その例としては、エネルギーコストの高騰と変動によって重工業の産業基盤に課題を抱えるドイツや、政治リスクと財政上の懸念がすでに政府の債務コスト上昇に反映されているフランスが挙げられます。

一方、より見通しが明るい地域としては、オランダや北欧諸国が挙げられ、これらの国は特に家計部門などが金利に敏感なため、金利低下の恩恵を受ける可能性が高いでしょう。また、スペインや南欧諸国は、引き続き好調を維持すると見られます。その背景には、好調な観光セクターや高エネルギーコストに対する景気感応度の低さ、さらに、成長を牽引する移民の存在などがあります。また、公共支出や海外からの多額の投資もGDPを押し上げる要因となっています。

景況感の乖離が実体経済に波及する可能性が高い

景況感指数、長期平均 = 100



出所：M&G Real Estate based on European Commission (October 2024)

注：過去3か月の平均値、地域別スコアは各国を以下のウェイトで加重平均：ベネルクス（オランダ60%、ベルギー30%、ルクセンブルク10%）；北欧（スウェーデン33%、デンマーク33%、フィンランド33%）；南欧（スペイン40%、イタリア40%、ポルトガル20%）

欧州

経済ハイライト 2： 和らぐ消費者の警戒心

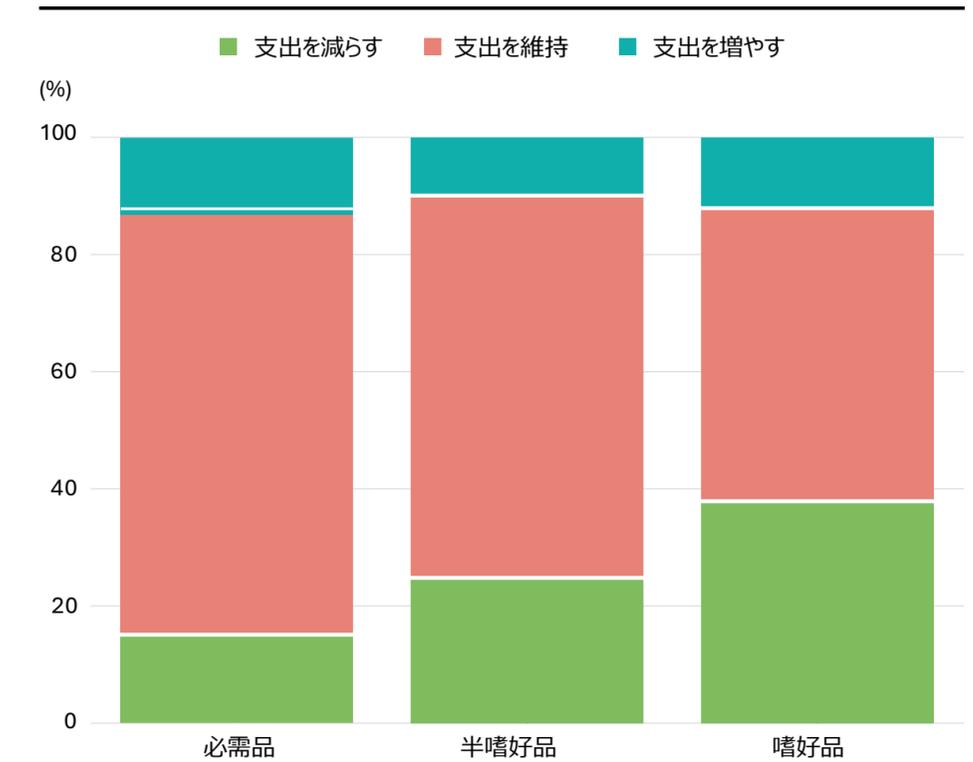
欧州経済の停滞を受け、欧州の消費者は弱気になっています。最近の高インフレを背景に、商品やサービスに対する消費支出にも、長期的なトレンドからの変化がみられます。

労働市場の逼迫に加え、組合と企業との間の協約による若干の後押しもあり、過去3年間、欧州の労働者は力強い名目賃金の伸びを享受しました。しかし、名目賃金の伸びが家計の実質的な購買力向上につながり始めたのは、インフレが低下傾向となったつい最近のことです。また、消費者の根強い警戒心が高金利と相まって、貯蓄率は依然として驚くほど高いままで、消費支出の明確な好転には至っていません。

とはいえ、今後の消費行動はより前向きな傾向を示すと考えており、特に小売、物流、レジャー、外食・旅行などのセクターに対する波及効果が期待されます。

個人消費の回復は、各国の経済情勢に正比例するものの、支出項目は、まだら模様の回復になるとみています。概して、生活必需品（食料品など）への支出は引き続き安定した動きが予想される一方で、より変動性の高い裁量型の消費は、景気や消費者心理の改善とともに循環的な上昇の恩恵を受けるでしょう。

拡大する個人消費は、嗜好品への支出よりも必需品が先行すると予想される



出所：M&G Real Estate based on McKinsey (September 2024)
 注：McKinsey ConsumerWise EU-5 Sentiment Data (France, Germany, Italy, Spain, and UK), Aug 2024より抽出 (n = 5,094)。マッキンゼーによる商品分類；必需品（7項目）、半嗜好品（7項目）、嗜好品（22項目）の平均スコア。

欧州

不動産テーマ1： 低水準の供給が引き続き成長を後押し

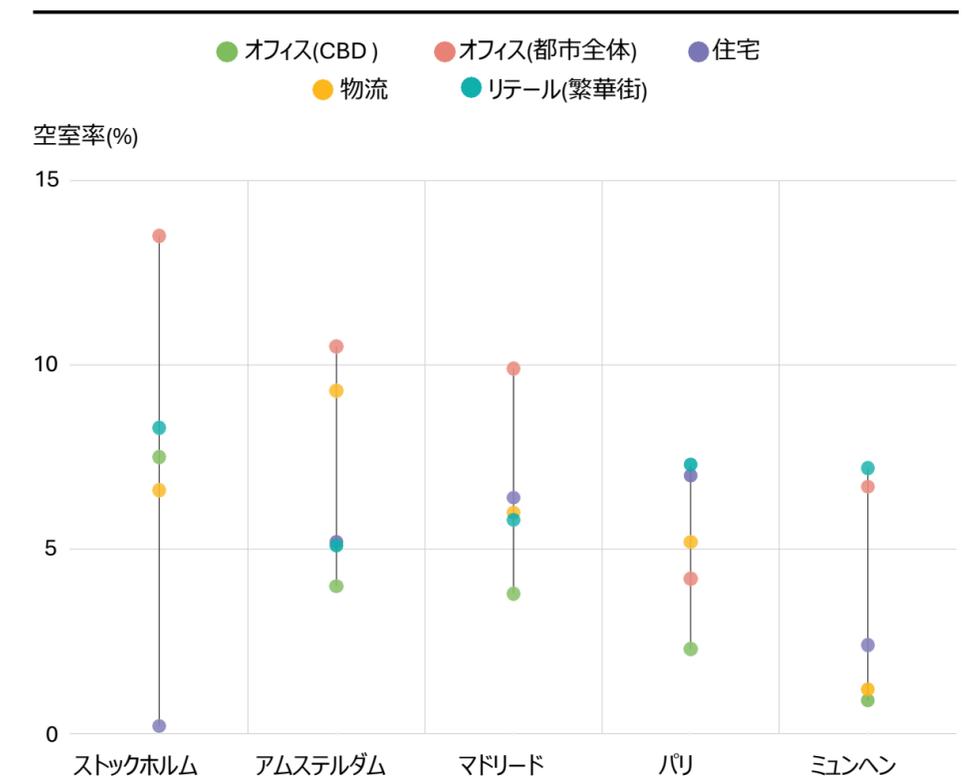
欧州のほとんどの商業物件市場では、ここ数年、物件供給が停滞しており、空室率は世界的または歴史的な基準でも低い水準にあります。これは今後も賃貸市場にとって追風になると考えています。一方、需要面は、底堅く推移している地域や、中には強い需要が見られる地域もあります。ただし、物件のタイプによって状況は異なります。

住宅セクターでは、すでに逼迫している賃貸市場が、竣工件数の減少と空き部屋数の不足により、さらに悪化する見込みです。住宅ローン費用の高騰など経済的な問題により、多くの民間家主が市場から撤退しており、入居者の転居率も低下傾向となっています。欧州の多くの都市では、規制が許す限り、2025年まで新規賃貸契約における賃料の上昇率が高止まりすると予想しています。賃貸物件の所有者や建設業者にとってファンダメンタルズは引き続き魅力的です。

物流セクターでは、2022年と2023年の供給のピークからは開発がいくぶん収まりを見せています。需要も落ち着き、空室率は記録的な低水準から徐々に上昇しています。とは言え、景況感の強まりは、物流セクター全体の継続的な賃料の伸びに拍車をかけると思われ、特に供給が制限されている都市部のサブマーケットや質の高い新築計画、高いESG特性を持つ物件においては、その傾向が顕著となるでしょう。

ここ数年のオフィスセクターの新規供給は、従来のような都市の中心部ではなく、郊外や周縁部に集中しています。近年は、一部の市場で物件の供給が急増しているにもかかわらず、ビジネス中心地区（CBD）のオフィス空室率は平均4.6%と都市全体の平均8.1%⁴に対して低水準を維持しています。そのため、CBDの賃料の見通しは、中心を外れた地区のオフィス物件比べて遥かに良好です。

欧州の多くの都市では供給が限られているため、空室率が低く、賃料の伸びが期待できる



出所：M&G Real Estate based on PMA (2024), CBRE (2024), Cushman & Wakefield (2024), Local Statistical Authorities (2024)
注：全データとも直近で取得可能なデータ、商業データは主に2024年第2四半期、住宅は2021-23年

⁴ 欧州主要13都市の厳選サンプル、現地ブローカーのレポートによる2024年第2四半期のデータに基づく。

欧州

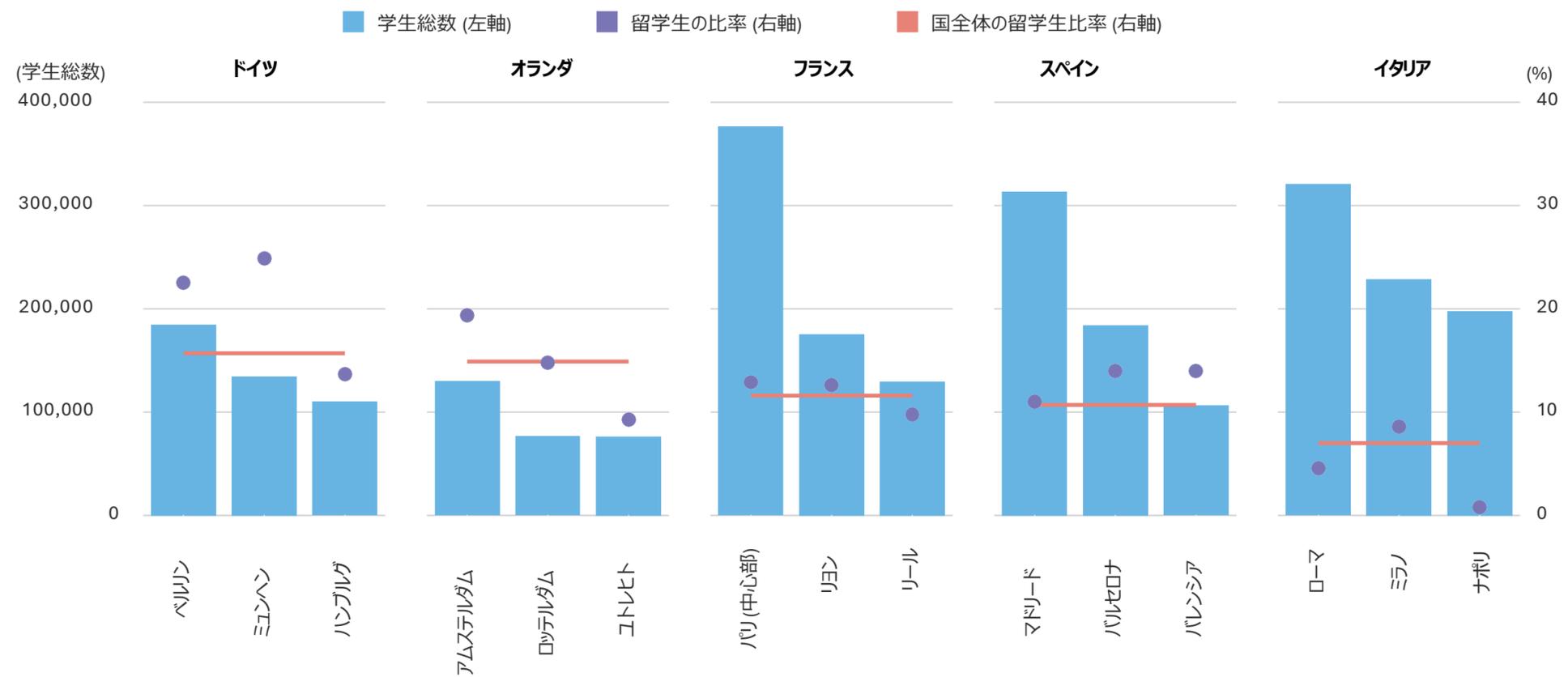
不動産テーマ2： 欧州の住宅セクターにおける需要の動向

住宅需要の強さは、欧州の主要都市では比較的良好に見られる現象です。マクロ経済の難局が数年続いたにもかかわらず、さまざまな人口層や所得層からの適切な住宅への需要は、今後も急速に伸び続けると見込まれています。長期にわたる構造的な追い風が短期のシクリカルな要因と相まって、急成長する欧州住宅セクターへ新規投資を行ううえで絶好の環境を生み出しています。

学生数は過去10年間で8.5%増加しました。この増加の原動力となっているのは海外からの留学生（+72%）です。高等教育の入学者数は引き続き増加するとみられ、域内の人口動態が良好であることや海外からの留学生がさらに増えることにより、2027/28年までに学生数が10%増加するとみられています。しかしながら、学生宿舎の需要には国や都市によってばらつきがあるでしょう。質の高い教育機関が複数存在し、英語によるカリキュラムが増加傾向で、さらに費用水準（学費と生活費の両方）が魅力的な地域は、学生宿舎に対する需要が大きく進化し、新たな物件開発の魅力的な機会が生まれると考えます。

広く民間賃貸セクターを見た場合、都市化や移民の流入、持ち家にますます手が届きにくくなっているなどの長期的な傾向が賃貸住宅の需要を引き続き牽引すると思われます。景気サイクルの影響はピーク時から僅かに後退している可能性があるものの、引き続き賃貸需要を牽引する強力な要因であることに変わりありません。例えば、金利低下により持ち家の購入費用は若干安くなりますが、ほとんどの都市では住宅ローンのコストが依然として家賃よりも高くなっています。また、コロナ後に増加した域外からの移民流入は落ち着きを見せているものの、特に新たに都市に移住した人々にとって、最初の住居は賃貸住宅となる可能性が最も高く、世帯形成が引き続き賃貸セクターにとっての強力な成長の原動力となると思われます。

主要な大学がある欧州都市における学生宿舎の需要の強さは、
一部の大都市を除き、海外からの留学生の比率の高さがその一因となっている



注：各国の2022/23年の学生数上位3都市を記載(全都市のデータ取得可能な直近年)
出所：各国の政府および大学の統計をもとにM&G Real Estate作成 (ともに2024年)

欧州

不動産テーマ3： オルタナティブ・レンダーにとって魅力的な参入機会？

金利の急上昇は不動産取引市場の停滞を招き、不動産の購入を目的とする新規借り入れやリファイナンス取引も鈍化しました。金利はすでにピークに達し、今後は低下することが予想されることに加え、ファンダメンタルズも持ちこたえているため、エクイティとデット双方の不動産市場への信頼が回復しつつあります。

不動産市場が回復を続ける中、2025年は銀行以外の資金の出し手（オルタナティブ・レンダー）にとって、リスク調整後の好リターンを狙える参入機会となる可能性があります。貸し手の「Extend and Pretend（問題を先延ばしにし、問題ないふりをする）」姿勢が後退したことで、様々なセクターや地域で借り換えが増えた一方で、改修や開発を含む新規取引では借入れを活用した投資が必要になるでしょう。

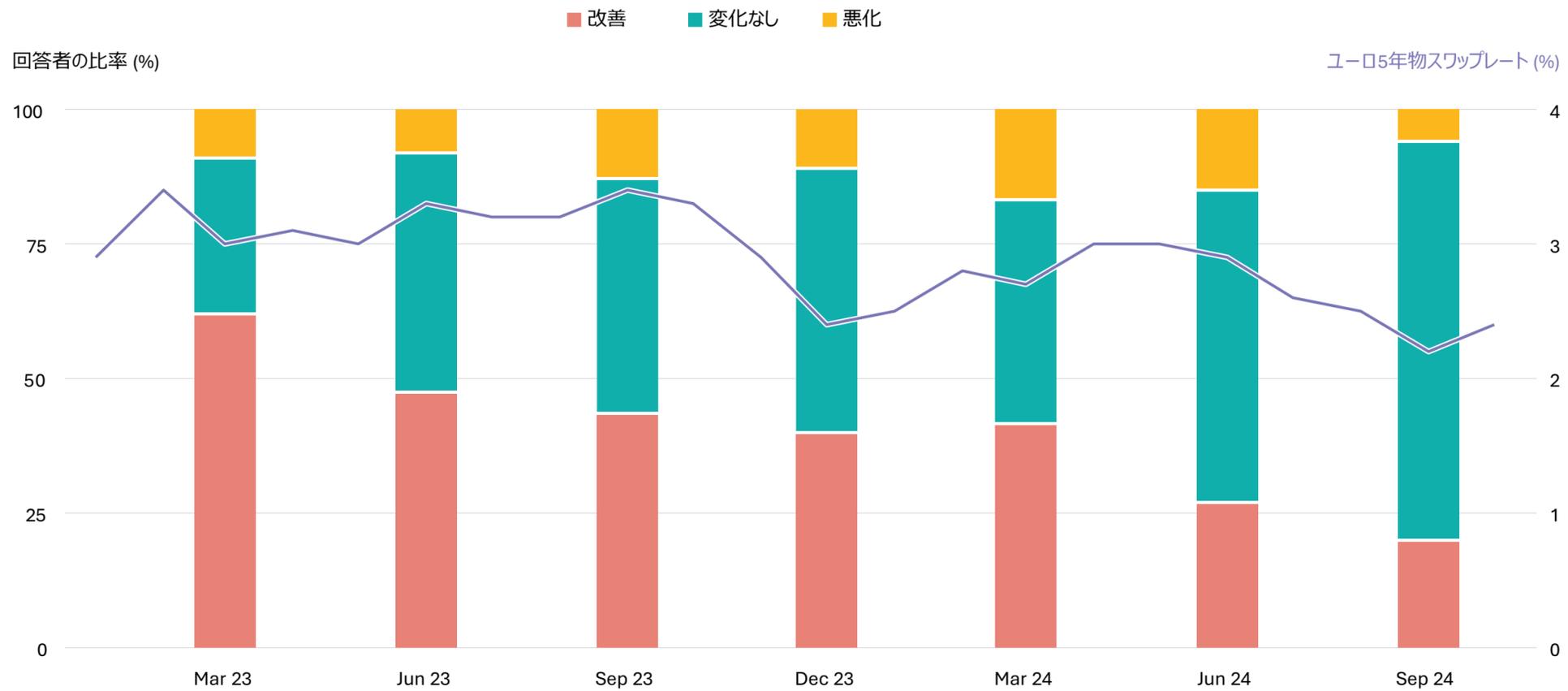
物件価格のさらなる下落に対する懸念は、資本構造上のシニア・ポジションで融資を行うことにより払拭される可能性があります。また、より高いリターンを求める投資家にとっては、変革的なプロジェクト向けのメザニン・ファイナンスや転換社債、優先株式などの異なる形態による融資・出資も魅力的かもしれません。

供給パイプラインの制約がますます強まる中、今後もタイトな需給が予想される幅広いセクターの賃貸市場への開発融資にも注目しています。

借り入れ需要の増加が予想される反面、ファンドブリーフ^{訳注}を発行する伝統的な銀行が幅広い資金需要を満たすことは難しいことが予想されます。このギャップを埋める上で、デット・ファンドを含むオルタナティブ・レンダーは、重要な役割を果たすことができるでしょう。

訳注：ドイツにおけるカバード・ボンドの呼称。

景況感の乖離が实体经济に反映される可能性が高い



出所：IM&G Real Estate based on INREV (October 2024) and Macrobond (November 2024)

欧州 投資戦略

堅調を予想

新築集合住宅：欧州の主要都市やゲートウェイ都市では、需給の不均衡が続いているため、一貫して高い入居率と魅力的な賃料上昇が見込まれます。新築物件は、エネルギーコストの低減など管理面のメリットもあり、さらに、住宅市場の中でも規制が緩やかな部類に入る傾向があります。今回の市場サイクルでは、新規開発のためのフォワード・ファンディングなどの方式が、特に魅力的だと考えます。

ビジネス中心地区（CBD）のプライム・オフィス：オフィスセクターに対するセンチメントは、総じて悲観的ですが、最上級の物件については、パフォーマンスは堅調です。欧州のCBDは、通常供給に制約のある古くからの中心地に位置するため、新規供給の影響が限定的で空室率も低く抑えられており、賃料の強い成長を促しています。オフィス市場全体が減速する中、最良の立地に位置する物件に対する需要は持続しており、この傾向は景気回復期を通じて継続するものと思われれます。

慎重を要す

ファッション主導のショッピングセンター：ファッションアイテムに対する店頭での消費支出がオンライン小売に流れる傾向は、今後も多くの欧州市場で継続することが予測され、比較的バランスが取れている小売セクターの中で、当セグメントが重大な弱点となっています。立地が良好な商業施設の場合は、テナント構成の多様化を図ったり、または本格的な複合施設として、ホテル、医療その他の施設を加えるなどの形で、再開発を推進することが有効と考えます。

「ブラウン」および非中核倉庫：物流セクター全体では、堅調な賃料パフォーマンスが続くと予想される一方、立地条件の悪い古い施設は脆弱さが懸念されます。太陽光パネルを設置できないなどの技術的仕様が低い物件や、主要な物流回廊から外れた物件は、今後テナントや投資家の需要が低下する可能性が高いと考えています。また、地価の下落により、既存施設が地元主導の新規開発物件に取って代わられる可能性もあります。

長期的な投資機会

シニア向け住宅：欧州の人口動態の変化は、今後アクティブな高齢者に適した住居への強い需要が生み出す可能性があります。政策や社会的な思想の変化が、高齢者が引退後に持ち家を売却して専用施設に入居することを後押ししていることや、高齢者向け施設の運営面の成熟度が増すことで、入居者の期待に沿った洗練された施設が増加するでしょう。

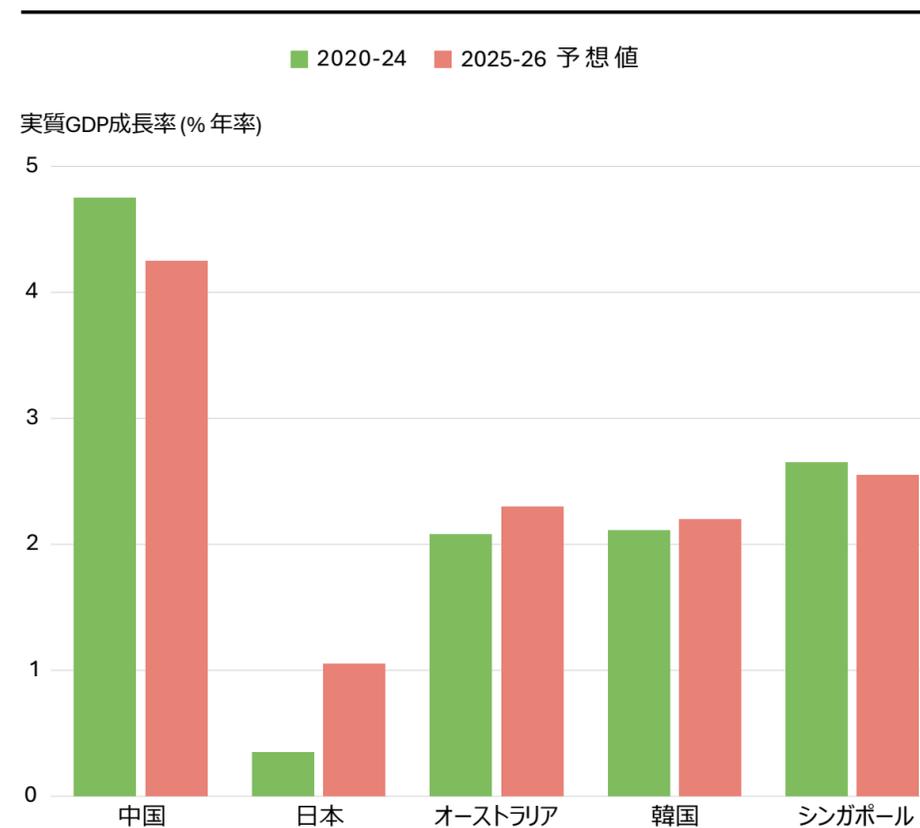
大型リテールパーク：主要なリテールパーク（都市郊外に立地する小売向け大型店舗、食料品店が併設されていることが多い）は、堅調なテナント需要と来店客数の増加に加え、魅力的な初期投資利回りにより、欧州における小売復興の最前線に立っています。スーパーマーケットやDIYストアなど、定着率の高いコア・テナントが高い稼働率をもたらし、賃料の伸びが期待されます。他の小売業と同様に、立地は最も重要な要素であり、（通常は車で）アクセスしやすく、集客エリア内に比較的高所得層が多く居住していることも重要です。

アジア太平洋 経済ハイライト1： 景気的好転と追加的な追風の可能性

2024年半ば以降、先進アジア太平洋諸国は予想を上回る経済成長を遂げています。韓国およびシンガポールにおける主要品目の輸出額は、2024年第3四半期に前年同期比+8~12%の伸びを示し、半導体やAI関連電子機器に対する世界的な強い需要を背景に、この勢いは今後も続くと考えられます⁵。

中国の成長が鈍化する一方で、ほとんどの先進アジア太平洋諸国、特に日本において、2025年から2026年にかけて過去5年間を上回るペースの経済成長が期待されます。さらに、投資と消費の幅広い改善がオフィス、物流、小売、ホテルなどの物件に対する需要を域内全体で支えるとみえます。

大半のアジア太平洋先進国におけるGDP成長はさらに勢いを増す見込み



出所：M&G Real Estate based on PMA (October 2024)

地域全体の金融・財政政策もさらなる追い風となる可能性があると考えます。米国および欧州の中央銀行による利下げに続き、韓国と香港でも、4年以上ぶりに利下げが実施されました。また、オーストラリアとシンガポールも、近い将来、金融緩和に動く可能性があります。

さらに、中国政府の大胆な景気刺激策による経済の再活性化が実現すれば、オーストラリアのような密接な貿易相手国への好影響が期待されます。加えて、日本と韓国による防衛支出⁶および半導体製造に関する投資の大幅拡大は、両国の経済に乗数効果をもたらすことが期待されます。

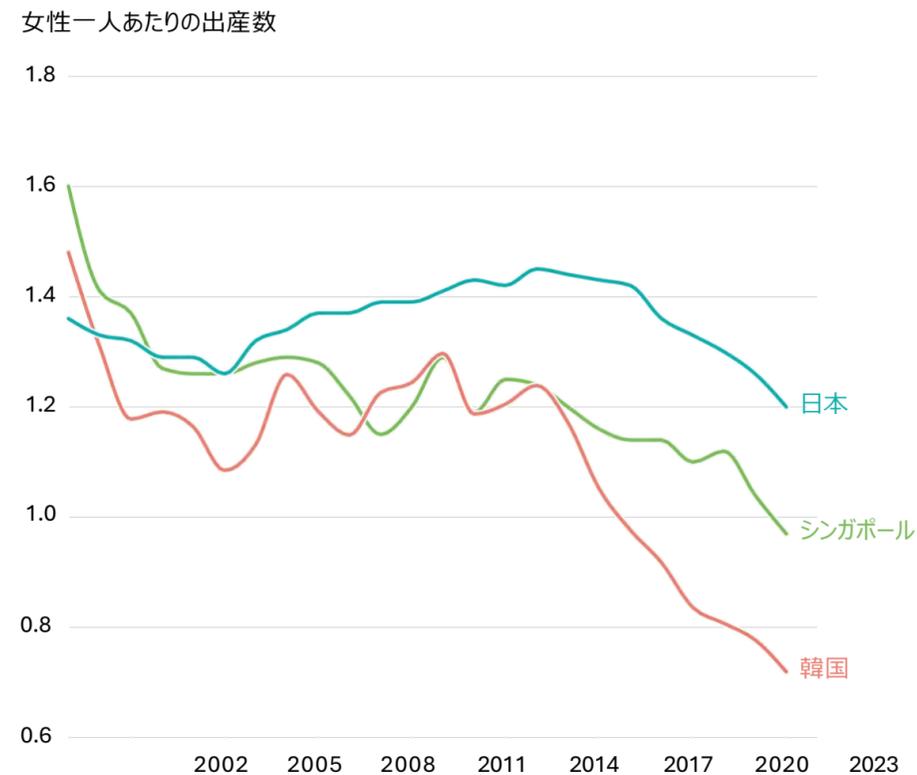
⁵ 出所：Enterprise Singapore, Korea Customs Service (2024年10月)

⁶ 韓国の2025年の防衛支出は、史上初めて60兆ウォン（455億米ドル）を超える見込み。出所：Korea JoongAng Daily, August 24

アジア太平洋 経済ハイライト 2： 各国政府は人口動態の変化に適応

先進アジア太平洋諸国では、急速に高齢化が進んでいます。出生率は数十年にわたり低下していましたが、コロナ後はさらに急減しています。そのため、経済成長を維持・活性化するために、各国政府は労働年齢人口を自国へ引き込む努力を一段と強化するとみられます。2024年には、中国が法定退職年齢の引き上げを法律で定め、またオーストラリアは、労働力不足への対策として、年間の熟練労働者の移民受け入れ数を、約50%増加させています⁷。一方、日本では、デジタルノマド（国際的なリモートワーク等を目的として本邦に滞在する労働者）を誘致し、外国人留学生の卒業後の就労を支援する新たな規制も導入されました⁸。

コロナ以降、出生率の低下が加速



出所：シンガポール、韓国、日本の各国統計局のデータをもとにM&G Real Estate作成 (October 2024)

都市の持続可能な長期成長を支えるためには、住宅を含む社会インフラが必要となります。例えばオーストラリア政府は、住宅賃料の急騰を受け、2025年に向けて留学生の受け入れを制限する提案を行いました。

世界的にも、若年層の就労者や学生向けの賃貸住宅開発を進めるための政策が増加すると考えられます。また、寿命が延びる中で健康な高齢者が一人暮らしを選ぶケースも増えており、都市部の娯楽施設やレジャーに近い新たな賃貸住宅を求めています。そのため、住宅需要が集中するエリアでの供給は、投資家にとって大きなチャンスを生み出す可能性があります。

⁷ 永住する熟練労働者の移民流入者数は、2020-21年の89,063から、2024-2025年は132,200へ増やす計画、出所：Department of Home Affairs, as at October 2024

⁸ 出所：The Japan Times, Nikkei Asia, as at August 2024

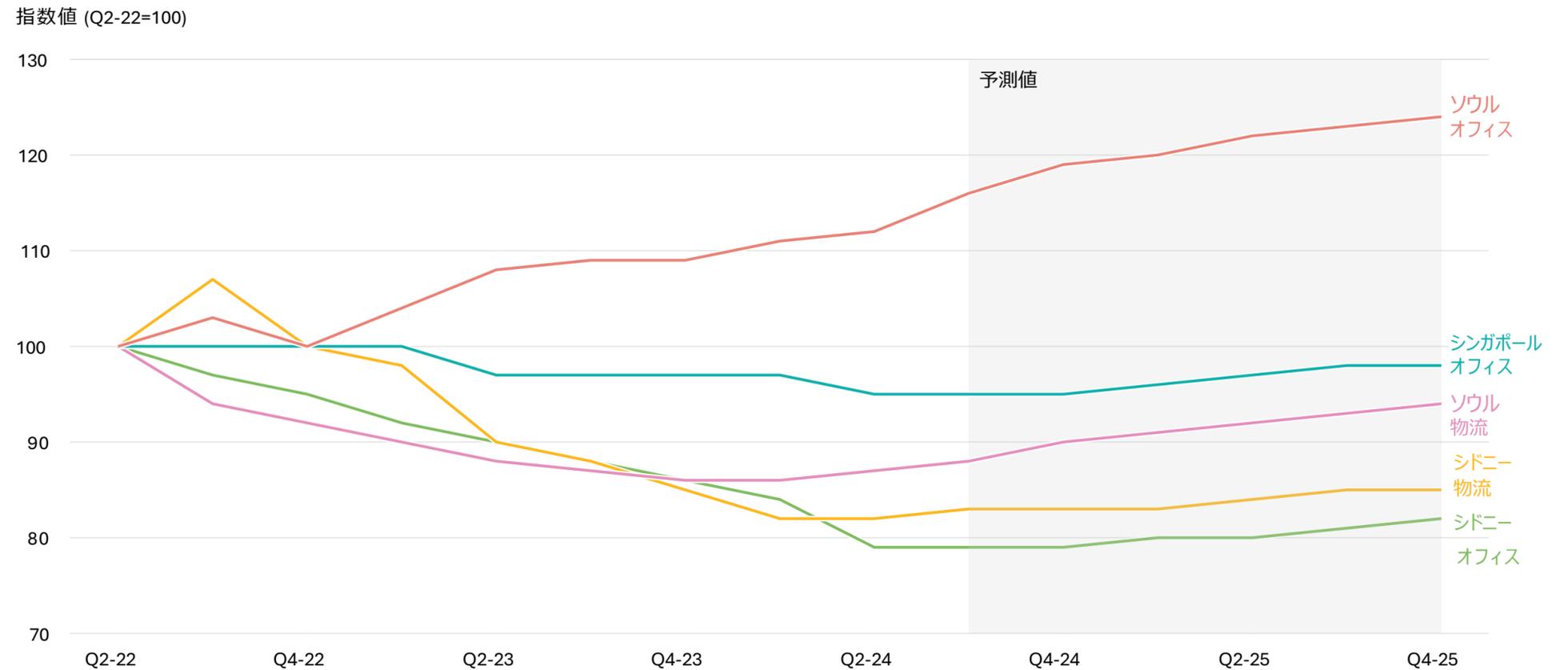
アジア太平洋 不動産テーマ1：転換点に差し掛かる

多くの先進アジア太平洋市場における不動産価格は、過去2年間で最大20%下落した後、2024年第3四半期に転換点を迎えました。投資額も前年比28%増加し⁹、2022年第2四半期の利上げサイクル入り前の水準に戻りつつあるため、投資家は景気見通しと市場参入に対して楽観的になっています。

価値調整が進んだことで、先進アジア太平洋地域の多くの不動産市場では、利回りが過去10年間の最高水準に達しています。堅調な賃料成長を考慮すれば、今後3～5年間の年率トータルリターンは、2022年半ばに不動産市況が悪化し始める前の数年間に見られた水準を大幅に上回ることが予想されます。M&Gの予想では、金利が過去のサイクルほど大幅には低下しないとみられることから、利回りの圧縮によるリターンへの貢献は、トータルリターンの5分の1以下にとどまるとみています。

2025年は金利低下が予想されるものの、投資家はポートフォリオのレバレッジをさらに削減する可能性が高いとみられます。これは、満期を迎えるローンの借り換えを3～4年前よりも低い担保価値と高い金利を前提に行う必要があるためです。この動きは物件売却を促し、反対に資金力のある投資家にとっては、物件取得の機会が広がる可能性があります。

不動産価格の下落は一段落し、回復の兆候が見られる



⁹ アジア太平洋において約388億米ドルの商業不動産投資が行われ、2022年第2四半期の利上げサイクル入り以降で最高水準を記録、出所：JLL, as at October 24

アジア太平洋 不動産テーマ2：日本の利上げ

2024年7月、日本は政策金利を0.25%引き上げ、2007年以来最大幅の利上げを実施しました。ここ2年間、賃金の成長は予想を上回り、企業は消費者に対する価格転嫁を始めています。GDPの約60%を占める消費¹⁰は予想を上回り、労働市場の回転率やサービス業の景況感も安定的に上昇しています。

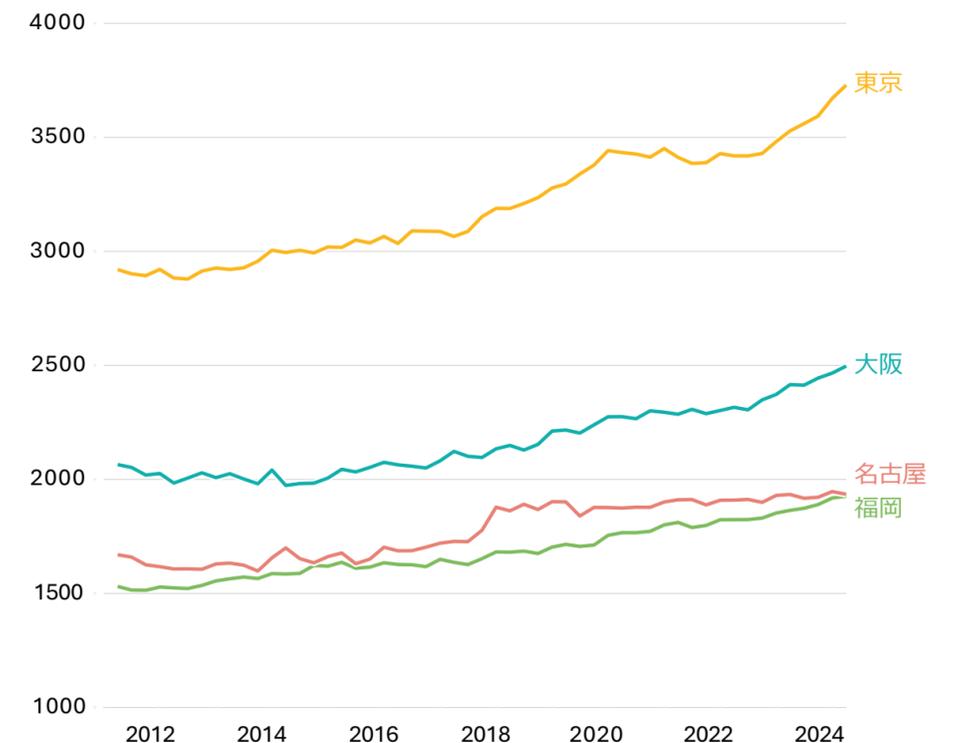
金利上昇は今後も続く見通しですが、不動産価値への影響は一筋縄では行きません。不動産ファンドは、キャップレートの上昇ないし、安定した賃貸物件の伸びを通じて、金利上昇に見合ったリターンの上昇を狙うと予想されます。理論的には、資金調達コストが50ベーシスポイント（bps）上昇した場合、キャップレートが上昇しなくても、賃貸物件が50bpsの伸びを示せば、コスト増がカバーできることとなります。

2024年は、いくつかのセクターが顕著な成長を見せています。年初来、オフィスと集合住宅（マンション、アパート）の賃料は前年比5%増加し、さらに小売物件の賃料は16%急騰しています¹¹。集合住宅の賃料は、今後も賃金の上昇に合わせて成長を続けることが予想されます。特に東京では、過去23年のうち19年間でインフレを上回る上昇率を記録しています¹²。

反面、賃料成長の見通しが乏しい資産は下振れリスクが高まっています。投資家は、金利上昇による収益への影響を最小限に抑えるために、ローンコストや管理費用、また開発コストの管理を能動的に行う必要があります。資本コストが上昇する中で、より多くの企業が株主資本利益率を改善するために、非中核事業や不動産の売却することが予想され、それにより物件取得の機会が増えると思われます。

東京の集合住宅の賃料は、2024年初来9か月間で前年比5.5%上昇

集合住宅の月間賃料(平方メートル当たり、円)



出所：M&G Real Estate based on PMA (October 2024)

¹⁰ 出所：日本銀行、2024年9月現在

¹¹ 出所：PMA、2024年10月現在

¹² 出所：PMA、2024年10月現在

アジア太平洋 不動産テーマ3：AIの勝者

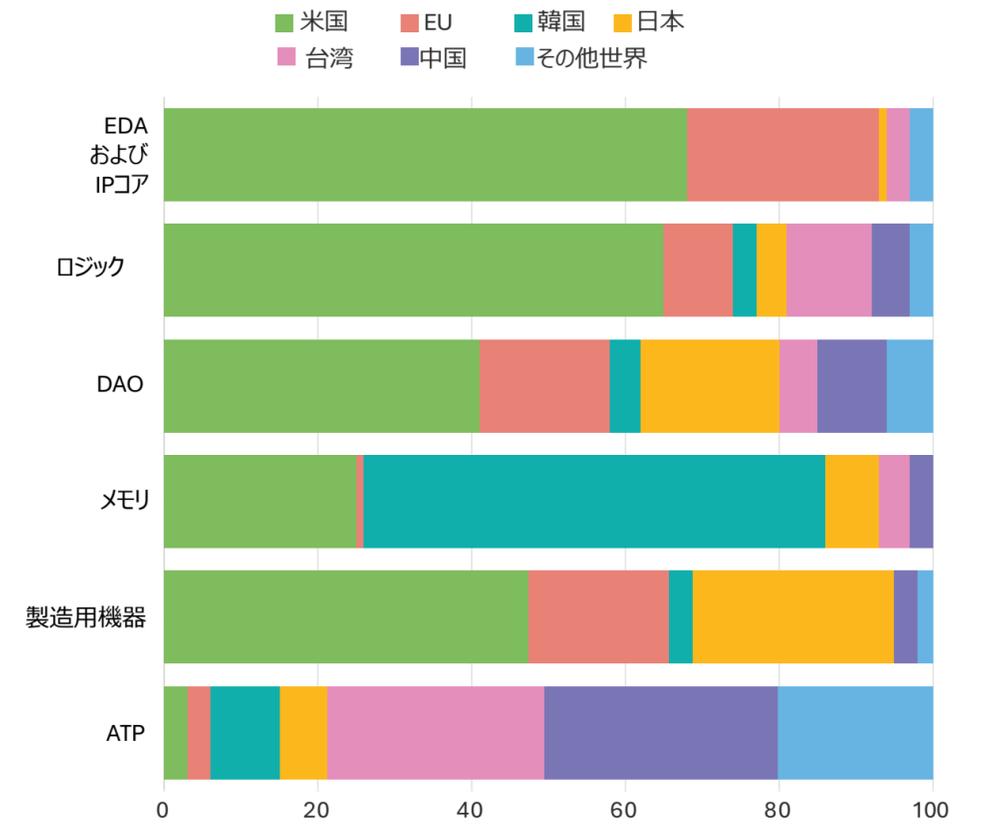
昨年、コピーライティング、画像生成、コーディング作業などの分野における生成AIの新たな導入が、ホワイトカラーの仕事に影響を与えました。AIの利用が拡大する中、今後、都市間で格差が拡大し、勝ち組と負け組の都市が現れるでしょう。

M&Gは、AIが雇用の安定性や所得の傾向に大きな影響を与えると考えます。そのため、モビリティの高い専門技術者は、収入の最大化のため、AIに対応した都市へ移住する傾向が高まるとみています。これらの都市は、AIインフラへの投資を行い、最新の関連設備を慎重に活用し、知的財産権、データの取扱い、プライバシーなどの問題を率先して法制化していくと考えられます。

企業や資本は、競争を勝ち抜くべく、有能な人材の流れを追い、勝ち組都市では住宅や商業物件の賃料および価格がインフレや他のセクターを上回る成長を続けると考えます。この観点から見ると、シンガポール、日本、韓国、オーストラリアは、IMFのAI準備指数（AIPI）で、上位10%にランクインしています。

一方、AI関連の半導体や製造装置の需要は引き続き成長が見込まれ、これら製品のアジア太平洋における輸出業者に利益をもたらすとみられます。日本は主要な半導体製造装置の製造国であり、世界シェアの約26%を占めています。さらに、先進的なAIの機能を実行するために必要な10ナノメートル以下のサイズの半導体に至っては、製造能力のほぼ70%が韓国と日本に所在しています。

半導体産業の活動別および地域別付加価値



出所：M&G Real Estate based on Semiconductor Industry Association (October 2024)

アジア太平洋 投資戦略

堅調を予想

東京の集合住宅

我々は、2024年の東京における集合住宅の賃料の急上昇は、今後数年に及ぶトレンドの始まりに過ぎないと見えています。人口流入の増加や賃金の堅調な上昇、さらに手頃な賃料が賃貸物件の強い需要を支えています。また、住宅価格の高騰が賃貸契約を継続する要因となる可能性もあります。一方供給側も建築および借り入れコストの上昇により、新規の物件供給が一段と抑制されると思われます。

韓国・日本の近代的な物流施設

これらの物件の需要と賃料は引き続き好調で、供給はピークに達しています。両国ともに、半導体供給チェーンにおける確固たる地位を築いており、部品供給業者と熟練技術者、さらに先進的なデジタルインフラが深く結びついたエコシステムに支えられています。

慎重を要す

中心地を外れた非中核オフィス

生成AIの普及に伴い、今後数年間で事務系の業務が減少する可能性があります。従来、企業はそういった業務を、低コストの新興国や、シドニー、シンガポール、ソウル、東京などの中心地を外れた地区に立地するオフィスハブにアウトソースしてきました。AI活用のトレンドは、非中核オフィスがすでに直面している脱炭素化のための設備投資、在宅勤務の増加に伴うオフィス需要の減少といった構造的変化に伴う逆風をさらに強めることとなります。

長期的な投資機会

オーストラリアの地場小売センター

メルボルンとシドニーにおける地場の小売物件の利回りは、過去10年で最も高い水準にまで上昇しています。その一方で、テナント需要は景気の低迷期も堅調で、売上も人口増加と必需品の購入に支えられ維持されています。新たな建設計画も乏しく¹³、賃金の上昇や金利・生活費の低下が予想される中で、賃料成長の見通しは明るい状況です。

オーストラリアの住宅

オーストラリアにおける住宅の賃料と価格は、政府が移民の流入制限を継続する中で、緩やかな下落の兆しを見せています¹⁴。しかし、オーストラリアの住宅セクターの中期的な見通しは堅調であり、引き続き慎重に調整された人口増加、限られた新築住宅、そして支援的な税制改正によって支えられています。

¹³ 今後2年間に供給が予定されているサブリージョナルおよび近隣型ショッピングセンターの底面積は、過去20年平均の約70%にとどまっており、地場ショッピングセンターの開発は行われていません。出所：JLL, as at October 2024.

¹⁴ 2024年7-9月期に、シドニーの住宅価格が0.5%上昇した一方、メルボルンでは1.10%下落しました。また同時期の全国の賃料指数は0.1%と僅かな上昇にとどまり、過去4年間で最も小さい3カ月の伸びとなりました。これらの動きは、2023年初頭のピークと比べ移民流入が15%したことを反映している可能性があります。出所：CoreLogic, Australia Bureau of Statistics, as at October 2024

本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。本資料が提供する情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

当社は英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plcおよびその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Inc.および英国を本社とするPrudential plcとはいかなる関係もありません。当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語)に差異がある場合は、[原文](#)を優先します。

M&G Investments Japan 株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長（金商）第2942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 第二種金融商品取引業協会