

2025年の不動産市場の見通し

# パフォーマンス改善の兆候

| 2025年1月

<情報提供資料>

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「2025 Inside Real Estate Outlook」を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。

 **Principal**  
Asset Management<sup>SM</sup>

## 概要

# 待ちに待った マクロ経済と 市場の転換 点が到来する 予感

出所：Principal Real Estate, 2024年12月時点

## マクロ経済と商業用不動産の見通し

- 景気後退の可能性はほぼないと思われ、インフレ率が低下し、中央銀行は金融政策を緩和させており、世界経済の成長は継続すると思われる。
- 世界の労働市場と企業のバランスシートは、インフレと金利が上昇するなかでも堅牢であり続けた。外生的なショックがなければ、2025年も順風満帆であると予想される。
- 商業用不動産の価値は、現在の市場サイクルにおける調整がほぼなされており、2025年初頭に転換点を迎えるための態勢が整ったと思われる。しかし、我々はオフィス・セクターに対して引き続き慎重な見方をしており、今後12ヶ月間は構造的な成長が見込まれるセクターの物件に投資機会があると見ている。
- 2025年は、投資家が安定した経済成長に対する確信度を高め、資本コストとバリュエーションがより明確になるに従い、様々な投資機会が見出されると想定。

## 回復局面における投資機会

- 不動産デットにはコア・エクイティに対するプレミアムがあることに加え、満期到来が控えている借り入れが多いことから高い借り換え需要が想定されるため、2025年においても最も確信度の高い戦略の一つであると考える。
- 想定よりも堅調な経済成長が持続した場合、上場REITに新たな投資機会が生まれる可能性がある。
- プライベート・エクイティ不動産市場は殆どのセクターにおいて底入れをしたと見られ、デット投資の活性化に従い、バリュエーションは安定すると予想される。
- データセンター、物流施設、住宅など、社会の構造的変化により恩恵を受けるセクターは、2025年に投資が活発化した場合において良好な見通しが期待される状況にあると思われる。我々は、不動産の4象限すべてにおいて、これらのセクターを選択的にポートフォリオに組み入れることを引き続き提案する。

# 目次



01 マクロ経済概観

02 主要テーマ

03 不動産資本市場

04 4象限の見通し

05 セクターの投資機会

06 まとめ

# マクロ経済概観



2025年は、多様な投資機会とともに難局も想定される”

Seema Shah

# 01

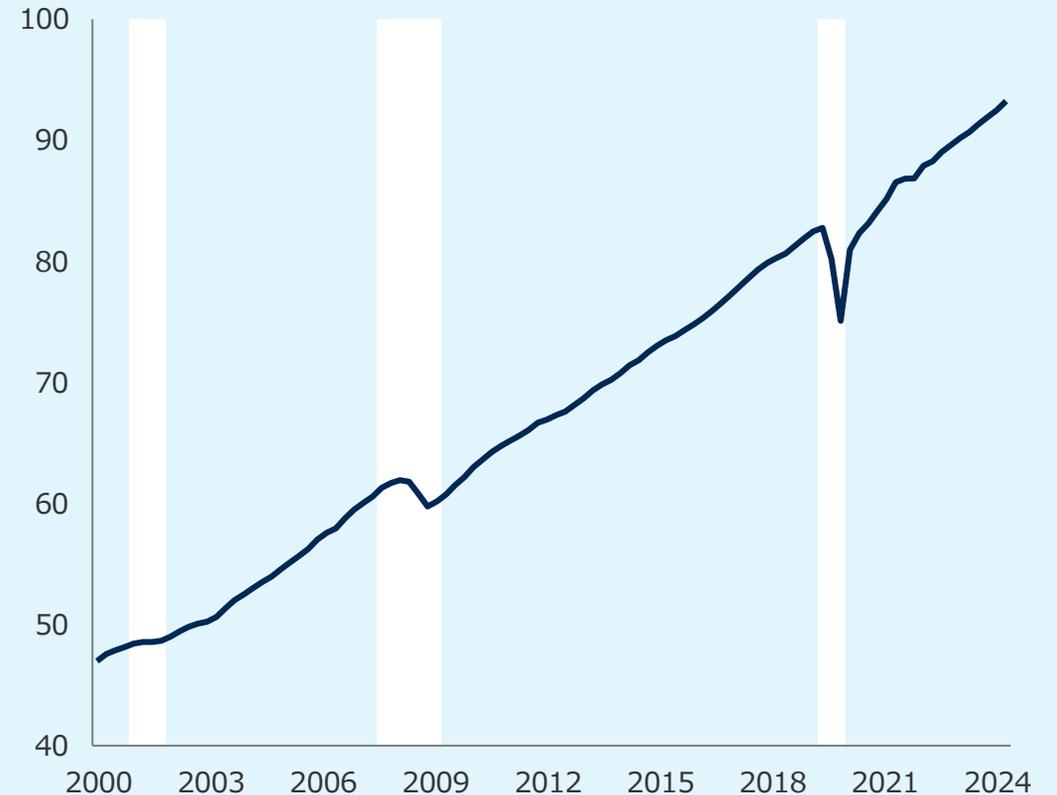
# 世界経済は2025年も成長を続ける

## 経済環境の主な前提

- デイスインフレの緩やかな進行、そして主要国経済の成長鈍化の兆候により、主要国の中央銀行は金融政策を緩和しつつある。
- 欧州、中国、そして米国でもインフレ率が低下し、中央銀行は政策の方向性を転換した。
- 世界経済は依然として底堅い。米国とアジアでは過去12か月間に経済活動が緩やかに加速しており、当面は景気後退の可能性は低いとの見方が強まっている。しかし、欧州経済はまちまちで、ドイツ、イタリア、フランスは成長見通しの鈍化に直面している。
- 欧州と米国の選挙ではナショナリズムの高まりが懸念され、今後の経済成長加速とインフレ率の低位安定にとって逆風となる可能性がある。決定的な結論を出すには、現時点ではまだ時期尚早である。
- 政策金利は引き下げられつつあるが、長期金利は高い水準で推移すると予想される。投資家はこの潜在的な変化に備えるべきだと考える。
- 我々は、中央銀行の政策転換がリスク資産の下支えとなることが予想されるため、2025年のメイン・シナリオとして堅調だがより緩やかなペースでの世界経済の成長を予想している。

## 世界のGDP

単位：兆米ドル、2017年米ドル、季節調整済み年率（SAAR）



グラフ中の白いバーは景気後退期を示す。

出所：Moody's Analytics, Principal Real Estate, 2024年12月時点

# 経済成長の安定は多くの国にとって目前の可能性

見通し

2025年は持続的な経済成長を織り込んで投資判断を

北米



2024年の米国経済成長率は予想を上回り、堅調な足取りで2025年を迎える。雇用の伸びは鈍化したものの、労働市場は依然として底堅く、失業率は長期的に見て最低に近い水準で引き続き推移している。米連邦公開市場委員会（FOMC）は、インフレ率が目標に近づきつつあることから、雇用市場にも焦点を当てることができるようになったことを認めた。大統領選挙後に問題となりうる通商政策や、地政学的対立の継続など、成長に対するリスクは根強いが、米国経済は1年前と比べ、予期せぬ逆風を切り抜ける態勢が整っている。

欧州



欧州経済は依然として回復と停滞の狭間にある。インフレ圧力の低下と金融政策の緩和方向の転換は経済に対して一定の効果をもたらすと思われるが、堅調な経済成長軌道を再び取り戻すには十分ではないかもしれない。実際、生産活動の継続的な縮小、投資判断を先送りしかねないドイツとフランスの政治的不確実性、パンデミック危機とエネルギー危機の間の過剰支出後の財政再建の必要性などを背景に、先行指標は2025年に向けての低迷と脆弱な業績を指し示している。イタリアを除く南欧諸国は、サービス業、観光業、外国投資の流入に牽引され、業績を伸ばすと予想される。

アジア太平洋



アジア太平洋諸国の経済成長率は、輸出がけん引することで他の多くの国々（特に先進国）を上回っている。しかし、輸出実績にはばらつきがある。インフレ率の低下と強い通貨は楽観材料だが、2025年には成長が逆風に直面する可能性がある。中国は依然としてアジア太平洋地域の足を引っ張っている。財政刺激策が一定の支えになる可能性はあるが、輸出の伸びが横ばいであることと持続的な景気停滞要因が、この地域全体の見通しの重石となり続ける可能性がある。さらに、米国の関税引き上げの見通しは、成長にとって逆風となる可能性がある。

GDP成長率、単位：%

市場

2023

2024-E

2025-F



2.9

2.7

2.1



1.5

1.1

1.8



0.4

0.9

1.5



-0.3

-0.1

0.7



0.9

1.1

0.9



1.5

-0.2

1.2



2.1

1.2

2.0



5.2

4.8

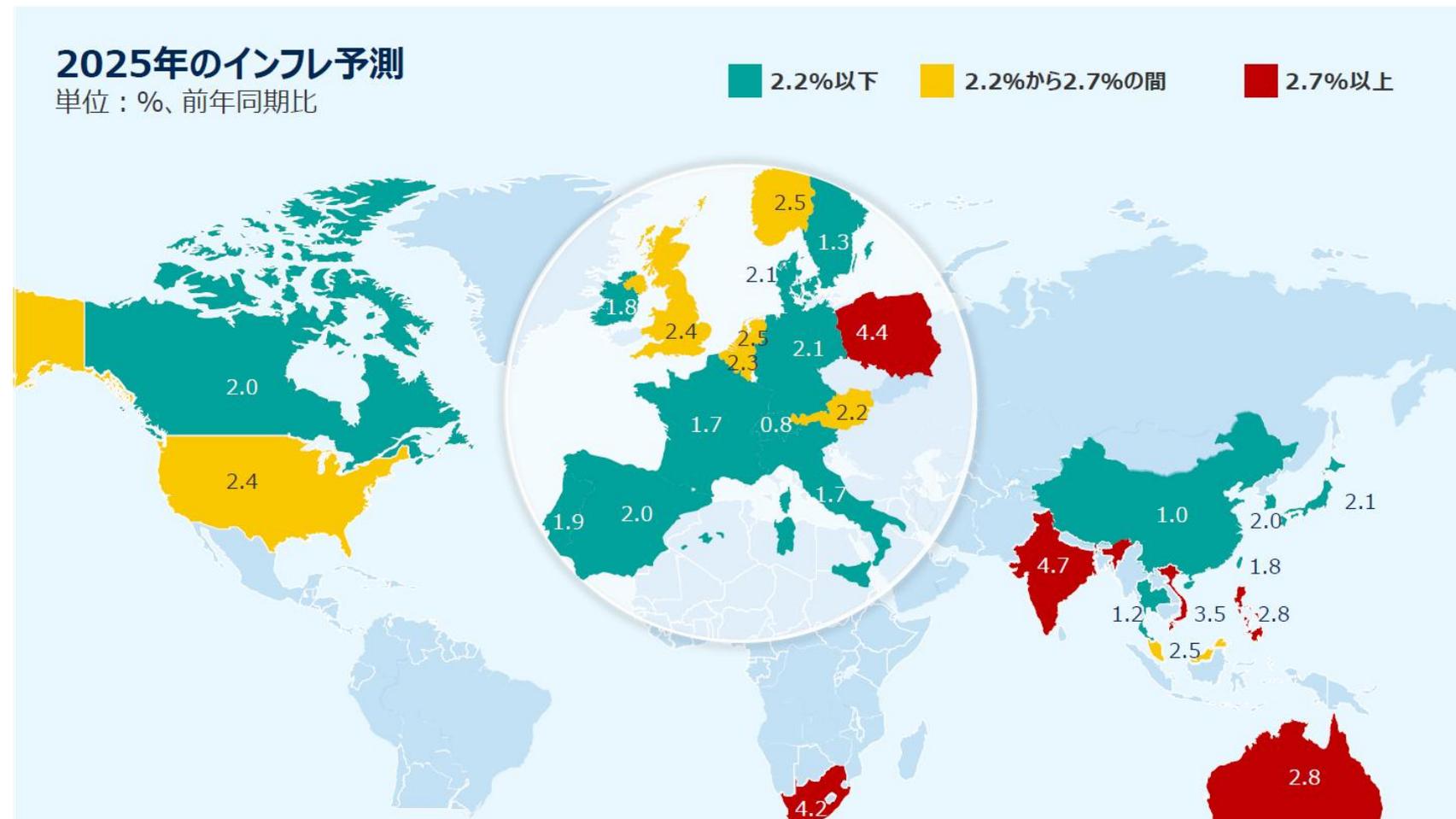
4.5

# デイスインフレ・トレンドが拡大

我々は、インフレ率の低下傾向が続くことについて楽観視しているものの、インフレ圧力が高まるリスクは引き続き認識している。

中央銀行はインフレとの闘いに対する勝利宣言を躊躇しているものの、政策決定に関する注目点はインフレ率から雇用市場と持続的な景気拡大にシフトさせている。欧州と中国の経済成長率の鈍化は、より緩和的な政策スタンスを後押しする。

賃金、エネルギー価格、地政学的貿易紛争によるサプライチェーンの混乱など、物価上昇につながるリスクを引き続き注視する。



# 中央銀行はより緩和的なスタンスを採用

世界的にデイスインフレを示す経済指標が確認され、中央銀行は制限的な金融政策のスタンスを転換し、現在は金利正常化モードにある。

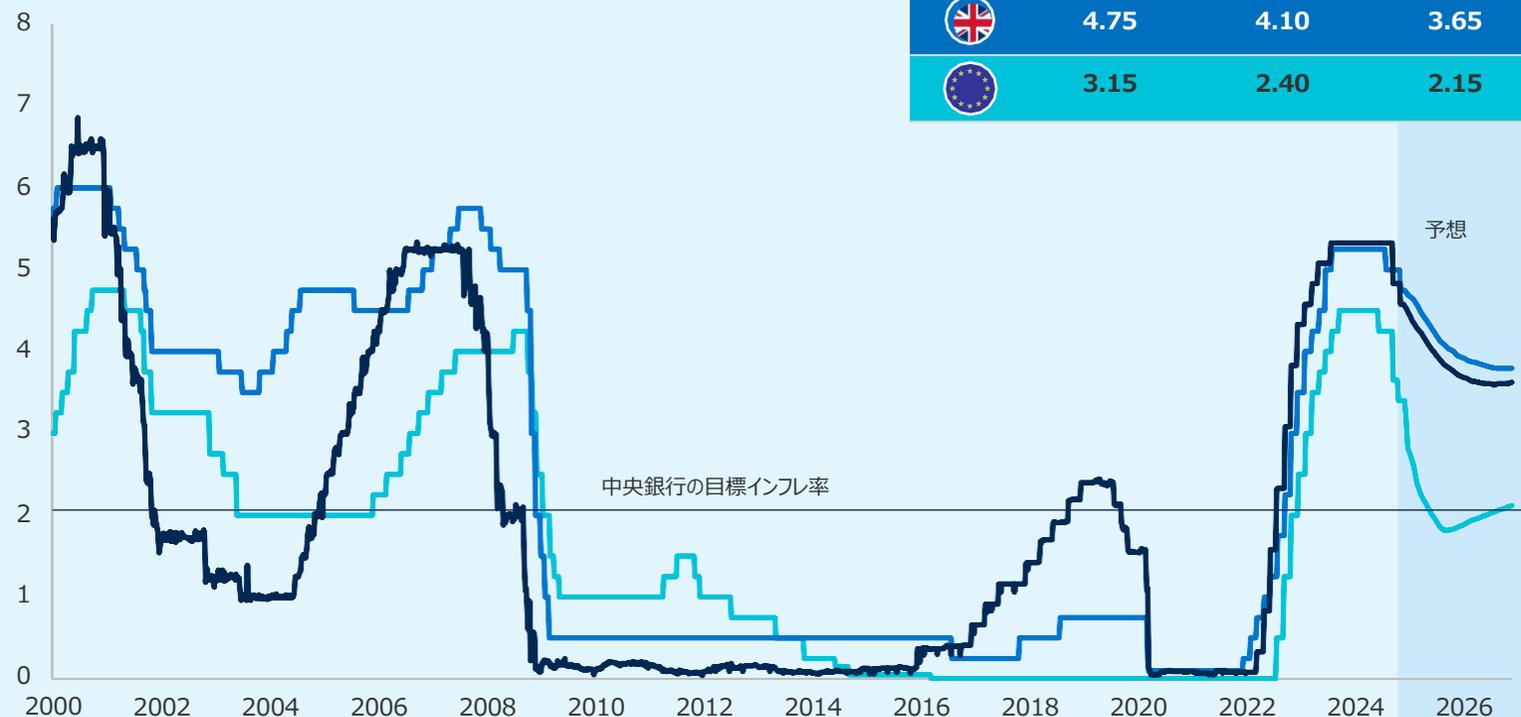
政策金利の引き下げは今後も続くと思われるが、中央銀行はインフレの再加速を示唆する経済指標に目を光らせているため、そのペースは慎重なものになるとされる。

米国では、新政権による政策転換によってインフレ圧力が高まる可能性があり、プライベート・エクイティ不動産市場におけるこれまでの価格発見プロセスの進展を妨げる可能性がある。

投資家は、高水準で金利が推移する新たな時代の到来に備えてバリュエーション見直しを調整する必要があると思われる。

## 中央銀行の政策金利

単位：%、過去および予想



# 主要テーマ



理解とはパターン  
を認識すること  
である"

ISAIAH BERLIN

# 02

# 構造的なテーマがダイバージエンスとリターンの差を生む

2025年は、インカムの成長がトータル・リターンの主要因になると思われる。従って、不動産の需給ファンダメンタルズに影響を与える要因を理解することが重要であると考えられる。

以下は、投資家が2025年を通じて注意深くモニターすべきと我々が考える主要な構造的テーマである（図中、緑色でハイライト）。

これらのテーマは、様々なセクターや地域に大きな影響を及ぼす可能性があり、不動産市場において異なるファンダメンタルズとリターンを生む要因になると考えられる。

これらのトレンドと趨勢に注目することで、投資機会を見出し、そして潜在的なリスクを回避することができると考えられる。

## 不動産市場に影響を及ぼす世界の構造的テーマ 2025年

■ 主要テーマ

マクロ経済	地政学	脱炭素化	テクノロジー	人口動態
<ul style="list-style-type: none"> <li>インフレ</li> <li>金融政策</li> <li>財政政策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域紛争</li> <li>関税</li> <li>米国の選挙</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>エネルギー安全保障</li> <li>グリーン・トランジション</li> <li>陳腐化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>人工知能（AI）</li> <li>モノのインターネット（IoT）</li> <li>リモートワーク</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>移住</li> <li>観光</li> <li>モビリティ</li> <li>エイジング</li> </ul>

# 地政学的緊張の高まりは ワイルドカード

## ヨーロッパ



ロシアは、インフラ、選挙、メディアや政府に対する国民の信頼を標的としたスパイ活動を通じ、欧州社会を動揺させる努力を続けている。

ロシアのウクライナ侵略は、二国間が今後の交渉に先立ち、またその最中にも領土を最大化させるため、戦闘が激化する可能性がある。

ロシアからの継続的な脅威と相まって、ワシントンから欧州諸国への政治的圧力がさらに強まり、2025年には欧州全域で安全保障への財政支出が拡大すると予想される。

## アジア



中国に対する"タカ派"が次期政権において安全保障上の重要な役割を担うようになり、中国がもたらす外交課題への対応が重要性を増すことになると思われる。

関税の発動をちらつかせる或いは実際に発動することで、米国経済から中国製品のグローバル・サプライチェーンの締め出しがなされると思われる。

米国の対中投資の制限が浮上する可能性も考えられる。

南シナ海と東シナ海の領有権紛争に起因するアジア通商の安全保障上の懸念は、依然としてアジア地域の不安定要因となる可能性がある。

## 中東



アサド政権の崩壊とシリアからのロシアとイランの撤退が地域の安全保障環境を形成すると思われる。

トルコ、イスラエル、ロシアが、シリアの近未来を左右するさまざまな派閥間の影響力をめぐって新たな競争を繰り広げることになると思われる。

シリアの不確実性と、イランに対する米国とイスラエルの新たな圧力が相まって、2025年前半までの短期的な地域市場の不安定化要因となる可能性がある。

## 中南米



2025年初頭の米国の政策は、中南米諸国との交渉に焦点を当てることになると思われる。

各国政府は移民の強制送還の受け入れをめぐって、関税が米国の交渉において重要な交渉材料になると想定される。トランプ次期政権は、2026年に米国・メキシコ・カナダ協定の5年毎の見直しを、貿易以外の様々な交渉の材料として活用する可能性が高く、3か国間の貿易関係は大きく変化する可能性がある。

米政権は中南米の国々に対し、中国との商業・安全保障関係を縮小するよう圧力をかけ、この地域における中国の影響力の拡大を、米国外交の主要な課題として据える可能性が高い。

# グローバルな協力の時代が グローバルな競争への道を開く

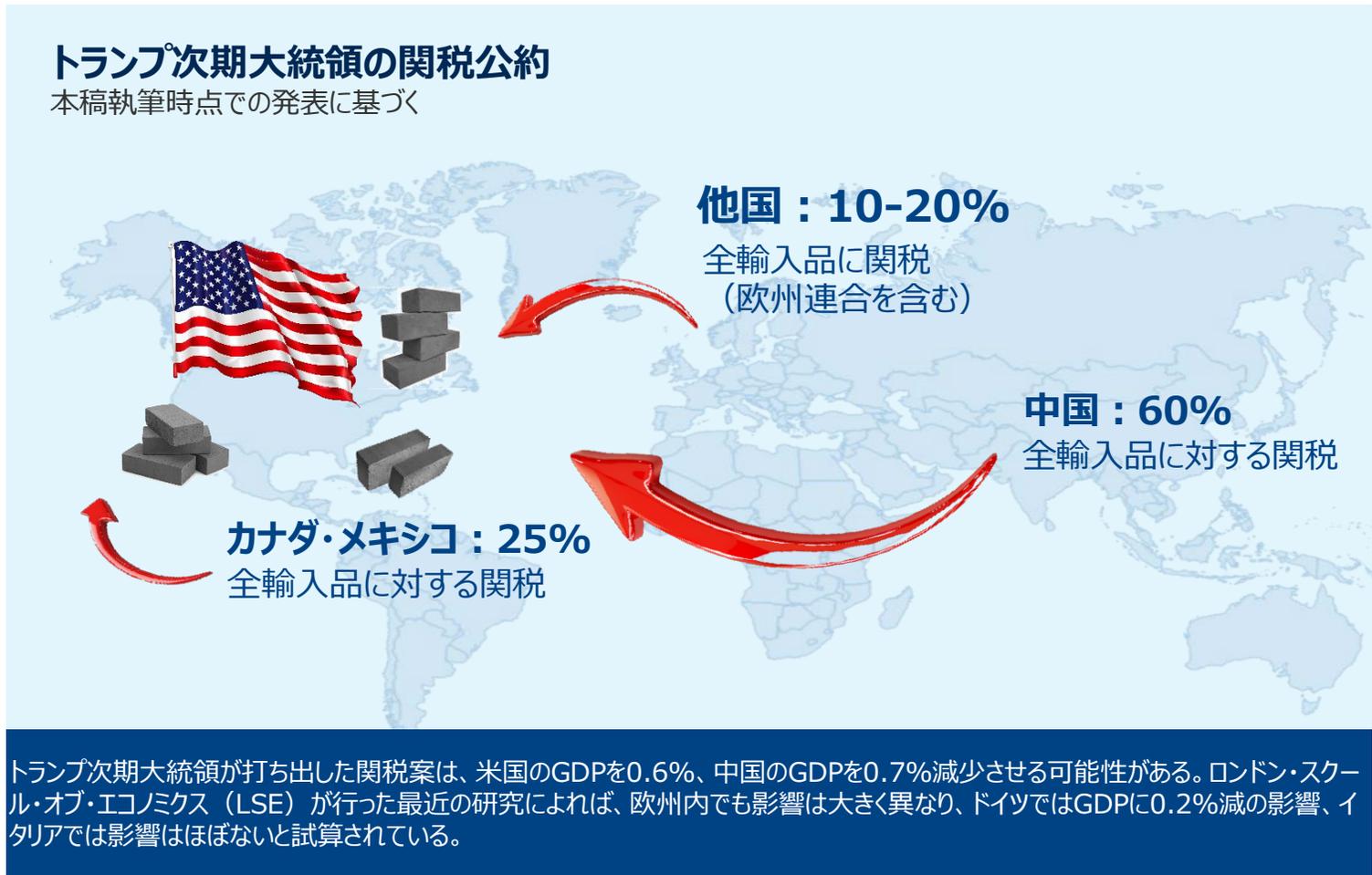
トランプ次期政権は、複数の国からの輸入品に広範な関税をかけると脅している。こうした政策の潜在的な影響は、貿易戦争の激化や商業的混乱、そしてインフレ圧力につながる可能性がある。

中国の反応は、共和党が優勢の州の産業にターゲットを絞った第一次トランプ政権時代の報復関税と同様に、政権へのダメージを狙ったものになる可能性がある。一方、欧州連合（EU）はすでに報復関税の可能性を示唆している。

本稿執筆時点では、最も可能性の高いシナリオは、移民や麻薬などの流入を防ぐために外国政府との連携など、他の問題で譲歩を勝ち取るための手段として関税の脅しが使われる可能性が想定される。地政学的緊張と不透明感の高まりは、投資やビジネス上の決断を先延ばしにせざるを得ないことがあるのは確かである。

## トランプ次期大統領の関税公約

本稿執筆時点での発表に基づく



トランプ次期大統領が打ち出した関税案は、米国のGDPを0.6%、中国のGDPを0.7%減少させる可能性がある。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）が行った最近の研究によれば、欧州内でも影響は大きく異なり、ドイツではGDPに0.2%減の影響、イタリアでは影響はほぼないと試算されている。

# 第二次トランプ政権が米商業用不動産市場に与える影響

↑ ポジティブ → ニュートラル ↓ ネガティブ

## 全セクター →



- 米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は2026年まで任期を務めることを表明した。つまり、米連邦公開市場委員会（FOMC）が物価安定と雇用最大化のために現在の政策スタンスを継続することを示唆している。
- 金利はインフレと雇用市場の見通しに反応して変動すると思われる。資本市場はそれに応じて反応すると思われる。

## 住宅 →



- トランプ次期大統領は住宅市場に対する具体的な改革案を提示していない。しかし、建設業者に対する規制を緩和し、初めて住宅を購入する人に対する税制優遇措置を検討するとの観測がある。
- トランプ次期大統領が関税の引き上げや移民の受け入れを抑制すると脅せば、インフレ圧力が高まり、労働力が減少し、借入コストが上昇する可能性がある。

## 物流 ↓



- トランプ大統領は、カナダとメキシコからの全輸入品に25%の広範な関税を、中国には60%の関税を課す意向を示している。
- 輸入の減少は倉庫の空室率に上昇圧力をかける可能性がある。
- 西海岸の港湾は、アジアからの輸入が多いため、深刻な影響が想定される。

## 小売 ↓



- 輸入品に対する広範な関税と、貿易相手国からの報復の可能性は、米国の小売業者に悪影響を及ぼす可能性がある。
- 消費者に転嫁される価格の上昇は、裁量支出に悪影響を及ぼし、主要小売部門の売上を減少させると想定される。

## オフィス ↑



- トランプ次期政権は法人税率を現在の21%から15%まで引き下げる可能性がある。
- 減税は、オフィスに入居する企業のバランスシートの改善と雇用を増やす点においてポジティブである。
- オフィス・セクターは、リース契約率の改善と稼働率の上昇の可能性がある。

# 高まるエネルギー需要と政治的緊張がエネルギー見通しを不透明にする

エネルギーの見通しは、かつてないほど複雑かつ多様である。エネルギーの確保、潤沢さ、入手可能性は、次の不動産サイクルにおいて、これまで以上に重要な投資決定要因になると思われる。

地政学的緊張の高まり、貿易戦争の脅威、制裁措置によって、国や産業によってはエネルギーの途絶や価格上昇に脆弱であることを証明してきた。例えば、ロシアの化石燃料に対するNATOの禁輸措置は、ドイツの競争優位性に長期的な影響を及ぼしている。また、トランプ次期大統領の関税案は、カナダからの石油輸入に依存する米国中西部地域にも同様の結果をもたらす可能性がある。

今日の不確実性を反映し、より安く、よりクリーンで、より信頼性の高いエネルギー供給を確保できる政府、自治体、企業は、短期的な不確実性を回避し、投資を呼び込み、経済成長を加速させ、より高い成果を得ることができるとされる。同様に、デジタル化とグリーン移行のトレンドは、エネルギー効率の低い物件の陳腐化を加速させ、従来型の物件とグリーンで持続可能な物件との性能格差を拡大させると想定される。

再生可能エネルギーのシェア(1)  
総発電量に占める割合、単位：%



発電コストのベンチマーク(2)

グローバルでの水準、メガワット時当たりのドルベースでのコスト、2022年時点の実質価格

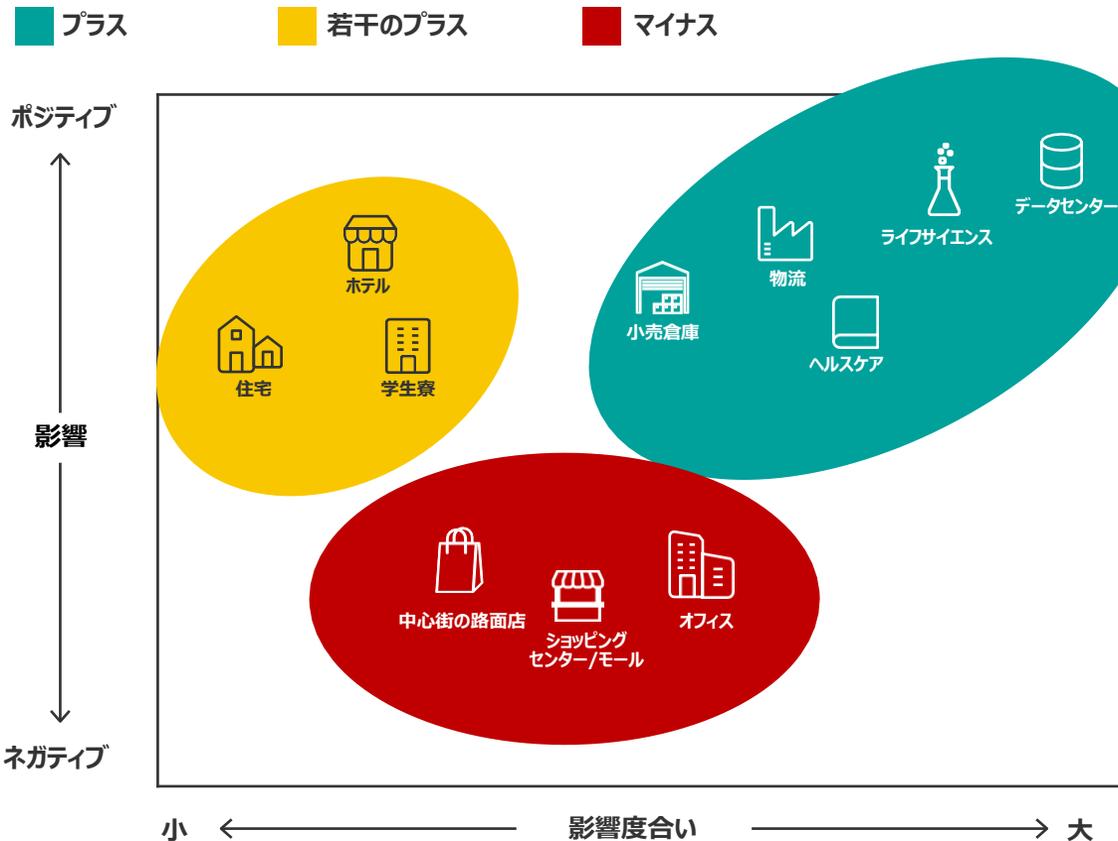


(1) 原子力を除く再生可能エネルギーの割合、(2) CCS = 炭素回収・貯留、PV = 太陽光発電  
出所：Bloomberg NEF, Principal Real Estate, 2023年時点

# AIはプラスとマイナスの両方向の変化をもたらす可能性

## 中期的な不動産セクター別AIの影響

2025-2030年



その多用途性、適応範囲の広さ、変革の可能性から、AIは既存のビジネスモデルを破壊し、社会に多大な変化による影響を及ぼす可能性が高い。企業や経済への正確な影響や波及効果を高い確度で予測することは難しいものの、我々の分析では以下の3つの不動産セクターを挙げている：

- プラス**：データセンター、ライフサイエンス、ヘルスケア、物流施設、小売倉庫など。程度の差こそあれ、AIの導入は入居者の需要を高め、あるいはテナントのビジネスモデルを強化する可能性が高いため、これらの不動産セクターは大きくポジティブな影響を享受すると考えられる。
- 若干のプラス**：「生活セクター」を構成する不動産タイプ、すなわちホテル、学生寮、住宅（集合住宅、一戸建て賃貸住宅、製造住宅、学生寮、高齢者向け住宅）。これらの事業を展開する企業は、AIによるプラスの影響を受けられるが、その程度は小さく、新たなビジネスモデルを生み出したり、需給ファンダメンタルズを変化させたりすることはなく、主に効率性の向上をもたらすものと思われる。
- マイナス**：オフィス、ショッピングセンター／モール、中心街の路面店など。AI技術の普及がこれらの不動産タイプに逆風をもたらす可能性が懸念される。

# 商業用不動産にとって引き続き人口動態が重要

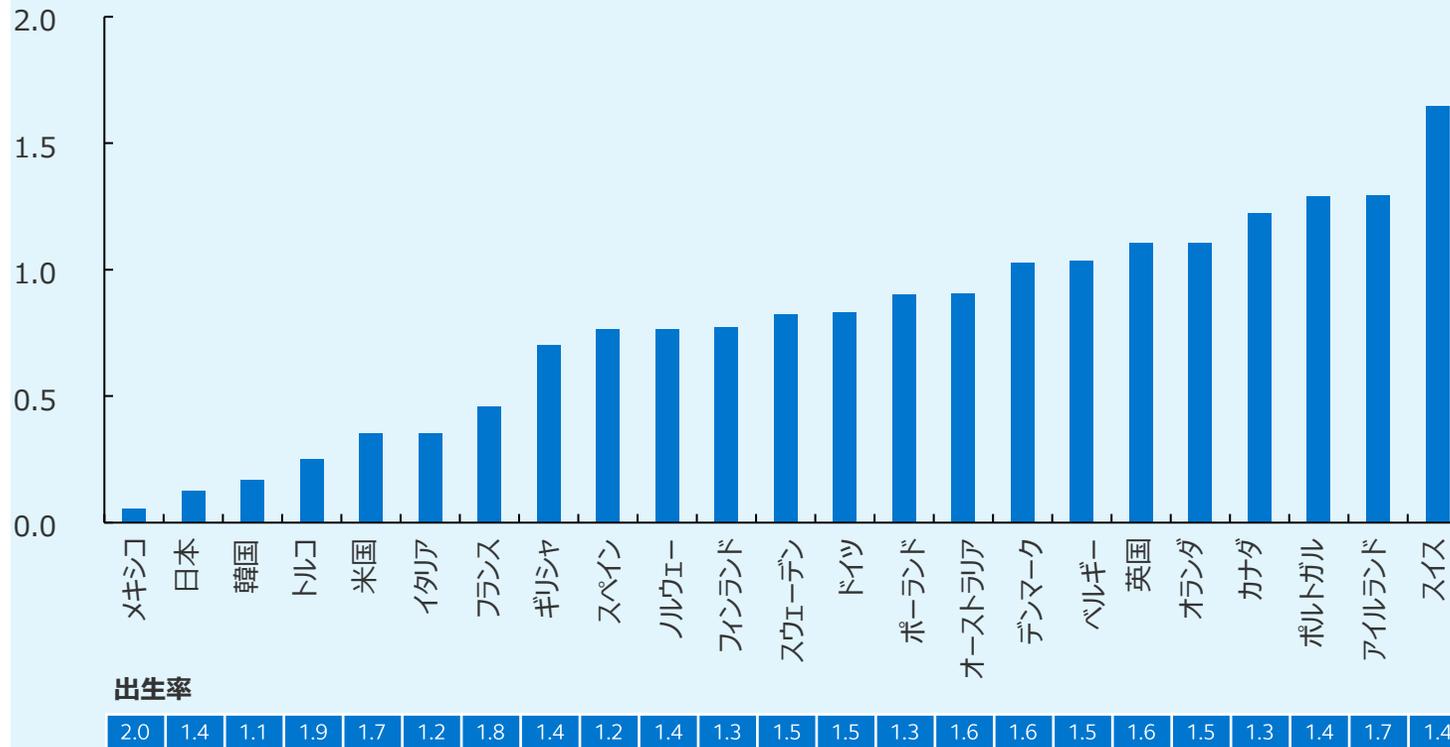
2023年、OECD加盟国への新規永住移民は過去最高の650万人となり、2022年から10%、2019年から28%増加した。

人口の高齢化が進み、出生率がほとんどの欧米諸国で代替出生率を下回る状況が続く中、移民は労働力不足を補い、財政福祉制度を支え、経済成長を維持する上でますます重要な役割を担うようになると思われる。

移民、特に高技能者を惹きつける魅力的な条件を提供する国や都市部は、より高い経済成長率となり、不動産投資によるリターンもより堅調となるその可能性が高い。

逆に、ポピュリズム運動や急進的な移民排斥政策を採用する国・地域は、その潜在成長力を達成する可能性は低いと思われる。このような停滞は、集合住宅、学生寮、ロジスティクスなどの不動産セクターのパフォーマンスも低下させられると思われる。

総人口に占める移民流入の割合  
OECD加盟国の割合（2023年）



OECD = 経済協力開発機構。

出所：OECD, Principal Real Estate, 2024年12月時点。特定の年の出生率は、各女性が出産適齢期の終わりまで生き、一般的な年齢別出生率に沿って子どもを産んだと仮定した場合の子どもの総数と定義される。

# 不動産資本市場



未来は流動的だ。  
あらゆる行動、  
あらゆる判断、そ  
して、その後の展  
開によって新たな  
可能性が生まれ  
、他の可能性は  
排除される"

JACQUE FRESCO

# 03

# マクロ経済要因の 不動産市場への 影響

引き続きデット投資が魅力的だが、  
エクイティにも投資機会があると考え

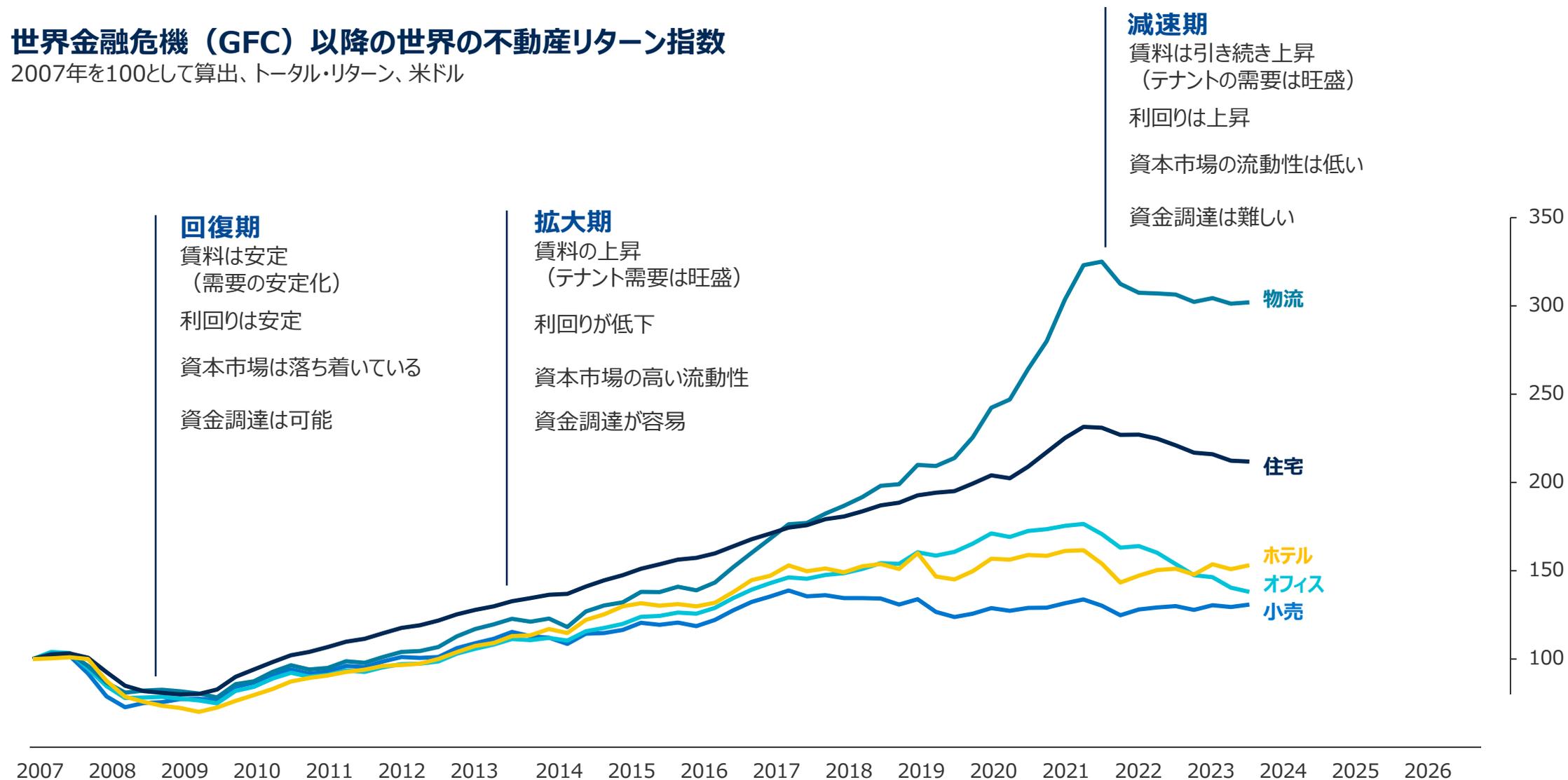
- ・ 不動産デット市場は魅力的であり、相対的に健全なリターンが想定され、貸し手はより安定した金利環境の恩恵を受けると考えられる。
- ・ バリュエーションの安定化はエクイティ投資の回復を示唆する。逆風は残るものの、緩和されつつある。
- ・ 我々は引き続き、質の重視と慎重なセクター選択がポートフォリオ構築において重要であると考えている。
- ・ 本格的な回復は当初の想定よりも1年程遅れているかもしれないが、2025年は不動産投資家にとって魅力的なビンテージになると考える。



# 新たなサイクルの到来

## 世界金融危機（GFC）以降の世界の不動産リターン指数

2007年を100として算出、トータル・リターン、米ドル



### 回復期

賃料は安定  
(需要の安定化)  
利回りは安定  
資本市場は落ち着いている  
資金調達は可能

### 拡大期

賃料の上昇  
(テナント需要は旺盛)  
利回りが低下  
資本市場の高い流動性  
資金調達が容易

### 減速期

賃料は引き続き上昇  
(テナントの需要は旺盛)  
利回りは上昇  
資本市場の流動性は低い  
資金調達は難しい

物流

住宅

ホテル  
オフィス  
小売

2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025 2026

出所：MSCI, Principal Real Estate, 2024年10月時点

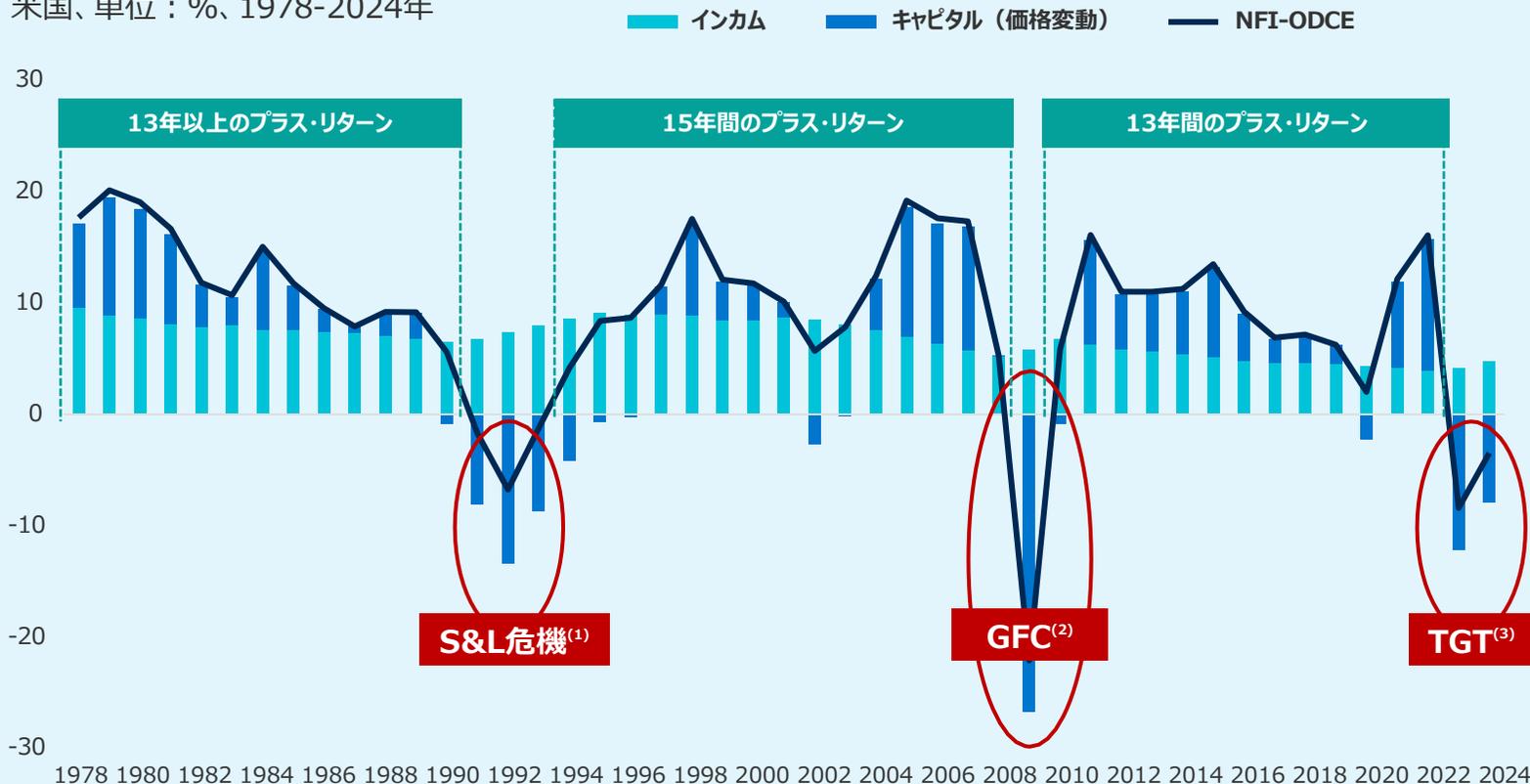
# 通常は長期的な安定と拡大の歴史

## 投資家は、安定した収益の成長と長期にわたるプラスのリターンを得てきた

- 商業用不動産投資の特徴のひとつは、サイクルを通じて安定していることにある。トータルリターンのうちインカムが約2/3と高い割合を占める。
- 過去45年間で、リターンがマイナスになった暦年は5回しかない。
- 商業用不動産投資は、調整後の回復期が13年から15年と長期の傾向が見られる。回復期の年率平均リターンは11%となっている。
- 2025年は、商業用不動産への新規投資にとって絶好のビンテージになると考える。

## 過去のパフォーマンス：NCREIF年間リターン

米国、単位：%、1978-2024年



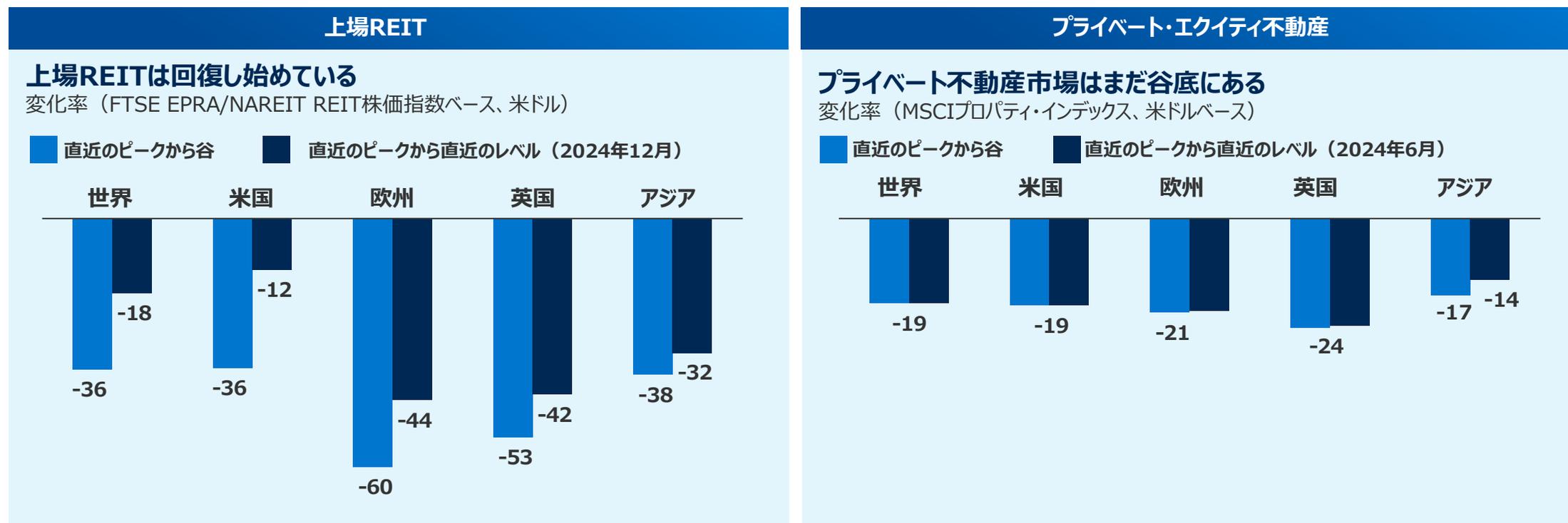
(1) 貯蓄貸付組合危機（1991-1992年）；(2) 世界金融危機（2008-2009年）；(3) 世界的な金融引き締め（2023-2024年）

NFI-ODCE = The NCREIF Fund Index（オープンエンド型分散コア・エクイティ）。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストを考慮していません。また、インデックスに投資することはできません。出所：NCREIF NPI, Principal Real Estate, 2024年10月時点。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

# 上場REITが先行して回復、プライベート不動産が続く

2024年は当初予想よりも難しい年となったが、プライベート・エクイティ不動産が調整局面にあったのに比べ、上場REITは良好なパフォーマンスとなった。上場REITは回復局面に入りつつあり、バリュエーションは、景気拡大が続くという我々のメイン・シナリオに沿ったものとなっている。

一方、プライベート・エクイティ不動産は調整局面の谷間にあるようだ。いくつかのセクターは、市況の改善とともに2025年のバリュエーションの回復が見込まれる。



出所：MSCI, FTSE EPRA/NAREIT, Principal Real Estate, 2024年12月時点。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストを考慮していません。また、インデックスに投資することはできません。

# 2025年には資本市場の動きが 変化すると予想される

2024年に取引高は増加に転じると予想していたが、実際には世界の取引高は23%減少し、2年連続で減少した。

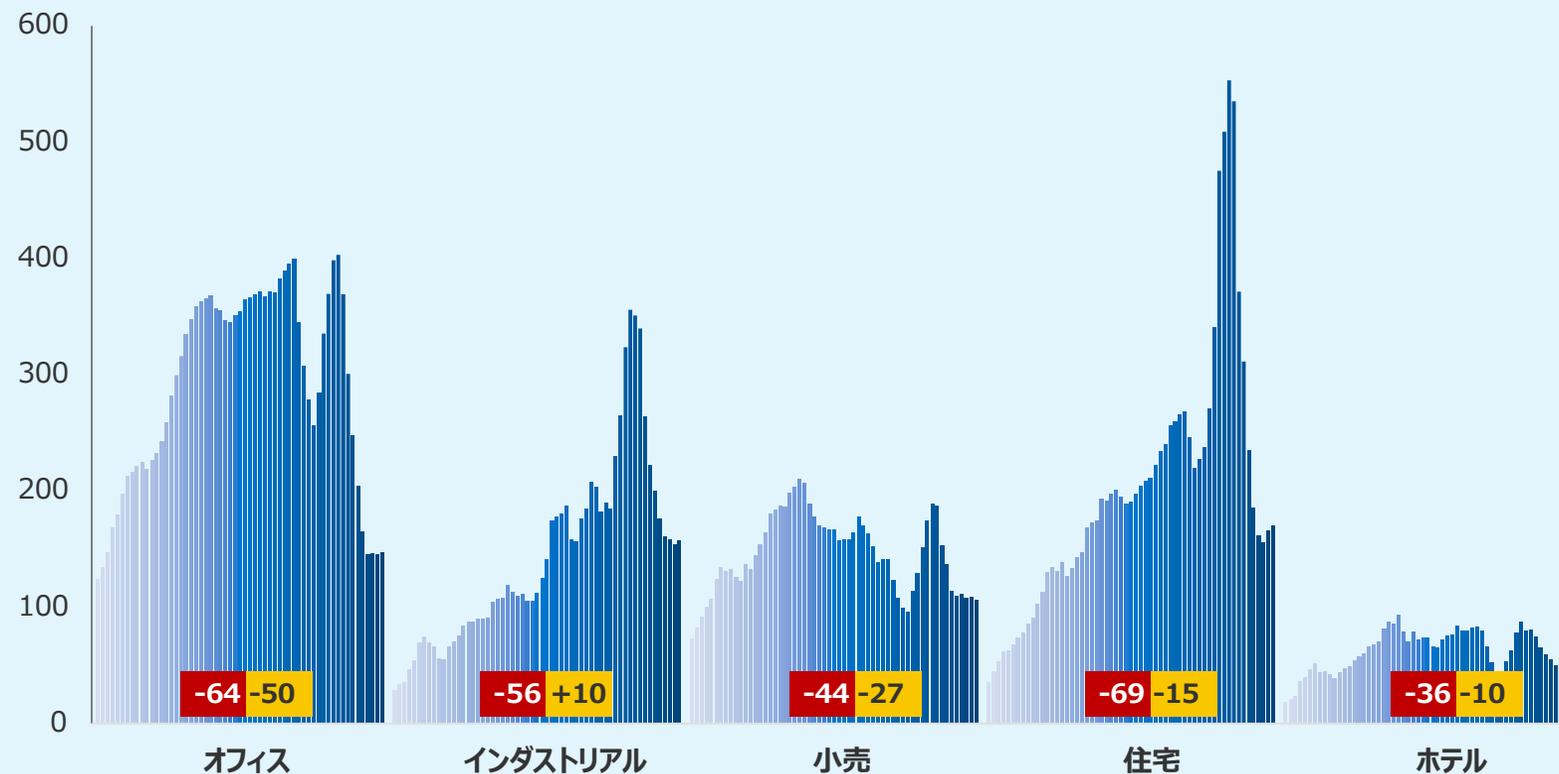
減少の主因はアジア太平洋地域にあり、北米・南米と欧州・中東・アフリカ地域の取引高は、2023年の取引高とほぼ同水準であった。これは、不況の最悪期が過ぎ去り、商業用不動産が回復局面に入ったことを示唆していると考えられる。

これは特に欧州、そして潜在的には米国に当てはまることだと感じている。価格は既に大幅に下落しており、2025年に金融政策は更に緩和的になることもあり、投資家心理にマッチして回復局面に入ると予想される。

## 取引高の推移

4四半期累計、単位：10億ドル、2010年第1四半期から2024年第3四半期

■ ピークからの変化率  
■ 長期平均からの変化率(1)



(1) 長期平均：2010年第1四半期～2024年第3四半期

出所：RCA, Principal Real Estate, 2024年第3四半期時点

# 4 象限の見通し



混乱の中にまた  
好機あり”

孫子

04

# 4象限の各チームヘッドの見通し

不動産の4象限すべてを網羅する我々の包括的な運用能力は、2025年も総合的かつ実効性の高い運用戦略を提供



**DEVIN CHEN**  
プライベート・エクイティ・  
ポートフォリオ・マネジメント  
責任者

「安定した信用市場、需要見通しの改善、新規供給の減少を背景に、2025年には商業用不動産取引は活発化すると予想される」

プライベート・エクイティ →



**KELLY RUSH, CFA**  
不動産証券CIO兼パブリック・  
リアル・アセットCEO

「REITは持続的な成長ドライバーを持つオルタナティブ資産へのエクスポージャーを有しており、投資家にとって、今後1年間、魅力的な投資機会を提供するだろう」

パブリック・エクイティ →



**CHRIS DUEY**  
プライベート・デット・ポート  
フォリオ・マネジメント  
責任者

「2025年の市場環境は、プライベート・デット投資家にとってより堅牢となるだろう。クレジット市場は活発で、スプレッドはタイトなままであり、銀行が市場に再参入している」

プライベート・デット →



**LAURA RANK, CFA**  
ストラクチャード・クレジット部門責任者  
ポートフォリオ・マネージャー

「CMBS市場は借り手にとって魅力的な資金調達の実選択肢であり、新規発行額は2025年にかけて増加すると予想している」

パブリック・デット →

# 引き続きレンダーにとって有望な1年であり エクイティも改善傾向

## 4象限の見通し

商業用不動産エクイティの見通しを上方修正

↑ 魅力的

↗ 改善

→ 安定的

↘ 軟化

↓ ネガティブ

### プライベート・エクイティ



コア、バリューアッド、  
オポチュニスティック

価格調整はほぼ完了し、2025年は大半の投資戦略における新たな投資機会をもたらす有望な1年となるだろう。構造的な成長ドライバーを持ち、回復のポテンシャルが高いセクターに注目が集まる見込み。

### パブリック・エクイティ



REIT

ファンダメンタルズの改善と良好なセクターエクスポージャーがサポート材料。バリュエーションは価格の回復により上昇しており、とりわけ新たな成長テーマを有するセクターで顕著。

### プライベート・デット



商業モーゲージローン、  
劣後デット

金利の持続的な上昇により、他のリスク資産と比較して価格の魅力は維持されている。ディストレスは限定的であるため下振れリスクは軽減される一方、満期が近づくにつれて幅広い戦略で投資機会が生まれると予想。

### パブリック・デット



商業不動産担保証券  
(CMBS)

オフィスセクターのエクスポージャーに関連するリスクは残るものの、他のセクターは依然均衡を保っている。現在のバリュエーションからすると妥当な価格水準となっており、社債に比べ投資妙味があると考えられる。

# 2025年にプライベート・エクイティの投資機会が到来すると予想

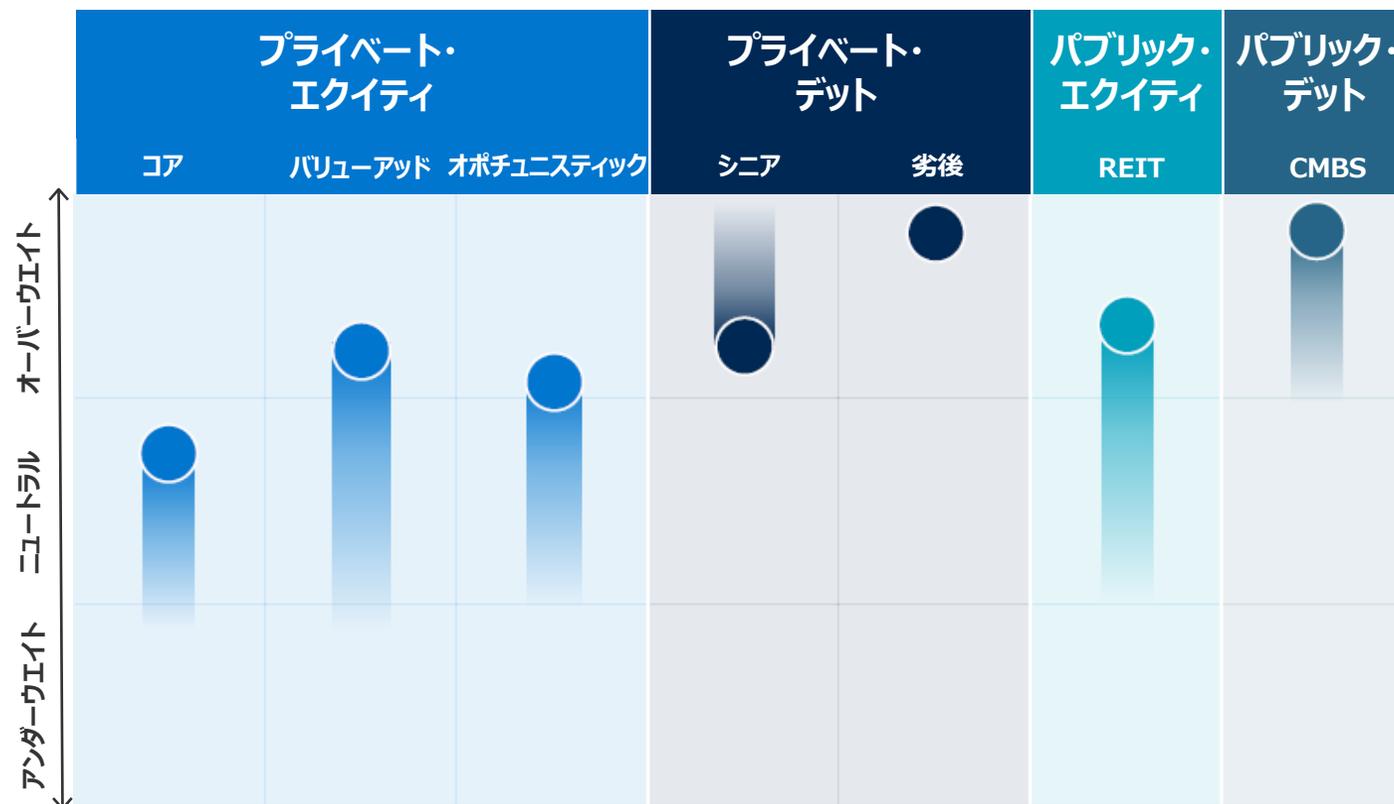
不動産デットは、引き続き魅力的な絶対リターンと相対リターンを提供するだろう。資本価値を維持し、短期的にインカムを得るための魅力的な戦略であると確信している。

プライベート・エクイティは、金利環境の改善から恩恵を受け、より明確な資産評価により投資家の信頼感を高めるだろう。2025年に向けて不動産価格が底入れする可能性が高いなか、回復の兆しが見られるセクターに魅力的な投資機会があると考えており、状況の改善とともにリターンの向上が見込まれる。

パブリック・エクイティ（REIT）も魅力的な投資機会を提供すると考える。REITは価格調整が完全に完了しており、新たな成長セクターへのエクスポージャーを有する。そのため、市場の回復をとらえようとする投資家にとっては、REITはポテンシャルの高い注目資産となっている。

## 4象限戦略の進化

プライベート・エクイティは2025年に足場を固めるだろう



# 不動産価格は底入れし、取引量は増加傾向

## プライベート・エクイティが2025年に再浮上

ここ数年、プライベート・エクイティが直面してきた逆風は、市場環境の改善とともに緩和されつつある。信用状況の安定化、需要見通しの改善、新規供給の減少を背景に、2025年には取引活動が活発化すると予想される。オープンエンド型ファンドの償還キューは、バリュエーションが市場で清算した際の水準に近づくにつれて減少しており、上場REITのバリュエーションが正常化していることから、コア投資家がネット購入者になる可能性が高いと考える。

プライベート・エクイティは、健全な経済と資本コストの改善から引き続き恩恵を受ける可能性が高いと考える。しかし、長期金利はパンデミック以前の水準を上回り続ける可能性が高く、インフレリスクは投資意欲を減退させ、景気回復を長引かせる可能性がある。

我々は2025年をチャンス之年と見ている。オフィスや一部の集合住宅やリテールセクターにおけるディストレスの売却は、バリューアッド投資家やオポチュニスティック投資家にとって魅力的な投資機会を創出する可能性がある。さらに、記録的な水準で借入れが満期を迎え、価格の透明性が向上すれば、資本の再構成が進むはずである。

我々が選好するセクターは、データセンター、住宅、ロジスティクスなど、長期的かつ継続的な需要トレンドに牽引されるセクターである。また、魅力的なキャッシュフローを提供し、市場のボラティリティに対するヘッジの役割を果たす、食料品店を中心としたショッピングセンターなどの非裁量小売業についても、引き続き楽観的な見通しである。

## 全セクターにおいて完工件数が占める割合(1)

単位：%



(1) 集合住宅、産業施設、オフィス、小売の総完工件数

出所：Principal Real Estate, 2024年12月時点。上記は12か月間の相対的な投資機会に関する当社の見解を反映したものです。特定の投資対象や市場全般に関する将来の事象の予測や保証を意図したのではなく、またこれに依拠すべきでもありません。

# 持続的な拡大はREITの健全なパフォーマンスを示唆

## 2025年の見通しは良好

REIT市場は、好景気やより有利な資本コスト、大半のセクターにおける堅調なファンダメンタルズによる恩恵を引き続き受けている。2025年に向けて供給の逆風が弱まり、経済がソフトランディングする可能性があることから、2025年はREITの収益が再加速する見込み。

セクター別では、人口動態により成長が促されるオルタナティブセクター（非伝統的セクター）に引き続き投資機会があると考え。高齢者向け住宅は、人口動態の強い追い風と低水準な供給に支えられ、パンデミック以降、ファンダメンタルズは改善が続く。

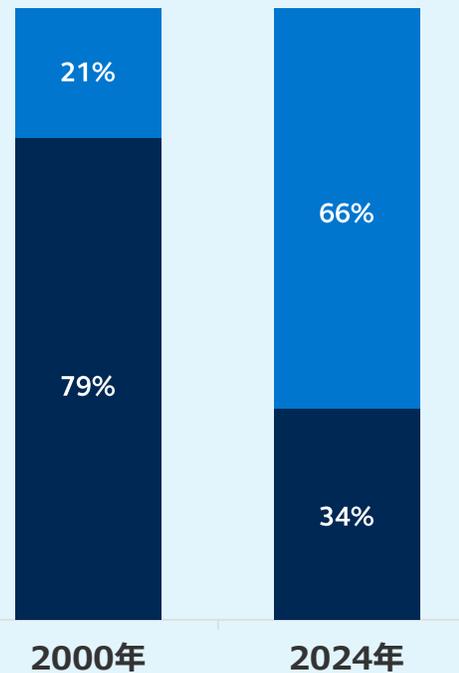
一戸建て賃貸住宅は、ミレニアル世代とベビーブーマー世代の双方における賃貸志向の高まりに加え、住宅価格の高騰と住宅ローン金利の上昇により住宅購入が困難な状況による恩恵を受けると考える。

2025年を迎えるにあたり、最大の逆風となる可能性があるのはインフレの再加速であり、その結果、金利が上昇し、不動産のキャップレートに上昇圧力がかかる可能性がある。REITは持続的な成長ドライバーを持つオルタナティブ資産へのエクスポージャーを有しており、投資家にとって、今後1年間、魅力的な投資機会を提供するものとする。

## US REITのセクター比率

2000年と2024年の比較

■ 伝統的セクター ■ 非伝統的セクター



セクター比率	2000年	2024年
電波塔	0%	13%
ヘルスケア	3%	12%
ネットリース	2%	11%
データセンター	0%	9%
貸倉庫	3%	8%
その他	1%	3%
ホテル・リゾート	9%	2%
一戸建て賃貸住宅	0%	2%
森林	1%	2%
簡易住宅	1%	2%
産業施設	7%	12%
集合住宅	16%	9%
ショッピングセンター	8%	5%
モール・アウトレット	15%	4%
オフィス	14%	3%

出所: FactSet, FTSE NAREIT Equity All REITs index, Principal Real Estate, 2024年12月時点。上図の2024年のデータは、2024年9月30日時点。上記は12ヵ月間の相対的な投資機会に関する当社の見解を反映したものです。特定の投資対象や市場全般に関する将来の事象の予測や保証を意図したのではなく、またこれに依拠すべきでもありません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

# 金利の安定が2025年のプライベート・デットの鍵となるだろう

## レンダーは慎重ながらも楽観的

2024年はレンダーにとって絶好の年と言われていたが、実際には金利上昇と取引量の低迷により、厳しい環境となった。

2025年はプライベート・デットのレンダーにとって、より底堅い環境になると考える。クレジット市場の流動性は高くスプレッドはタイトであり、銀行も再び市場に参入している。

今後12カ月間は満期を迎える借り入れが多く、売却案件の増加が見込まれることから、レンダーにとって格好の投資機会がもたらされるものと予想される。また、一時的に稼働率が低下している物件に融資する機会も増加するだろう。

需給のファンダメンタルズは集合住宅と産業施設に圧力をかけている一方で、建設融資は建設パイプラインを引き締めるほど減速している。

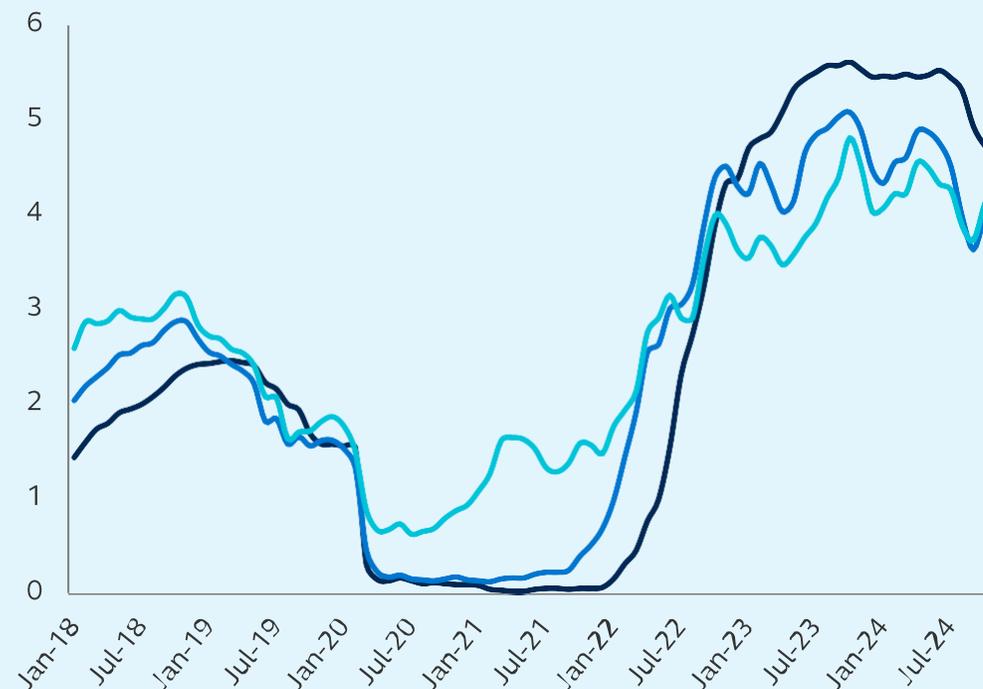
今後の最大の課題は、資本市場の状況である。2025年については、米国10年物国債利回りが安定し、理想的には4%台前半になるとの楽観的な見方をしている。担保付き翌日物調達金利（SOFR）の低下も、特に変動金利市場にとって有益だと考える。

オフィスセクターは引き続き厳しい状況が想定されるが、オルタナティブセクターの成長と、集合住宅と産業施設のファンダメンタルズの改善により、次のサイクルにおける興味深くダイナミックな投資機会が創出されるだろう。

## 米国債利回り

単位：%

— 3カ月物 — 2年物 — 10年物



# 魅力的なスプレッドと新規発行の増加が2025年のCMBSの支援材料

## CMBSの魅力的なリスクプレミアム

2025年の経済・政策情勢は、インフレ鈍化、金利低下、安定成長が特徴になると考えており、商業用不動産市場の回復とCMBS市場の双方にとって良い兆候と言える。ストレスの多くは依然としてオフィスセクターに集中しているが、悪化のペースは管理可能であり、現在のCMBSスプレッドにほぼ織り込まれている。

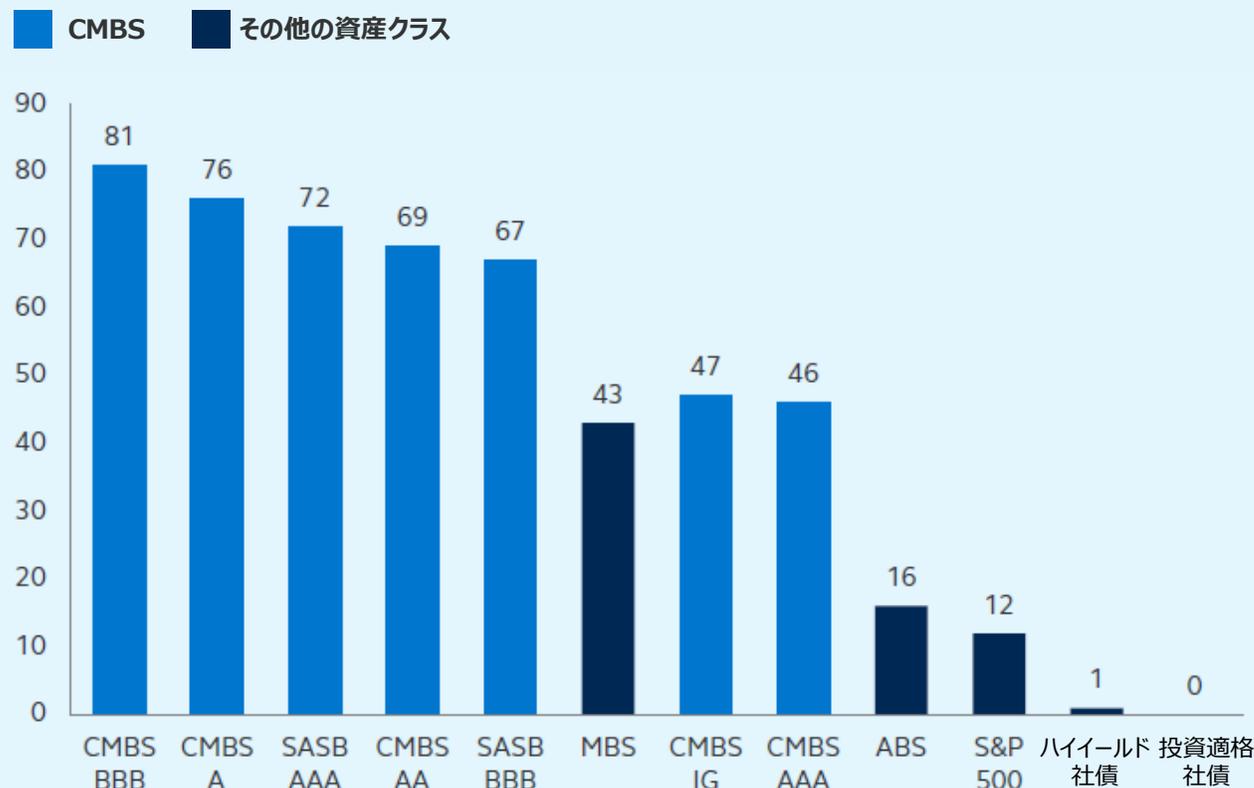
CMBS市場は借り手にとって魅力的な資金調達の実選択肢であると引き続き見ており、新規発行額は2025年にかけて増加すると予想している。公募CMBSのスプレッドはこの1年で縮小したが、さらに縮小する余地は残っており、現在の利回りは魅力的であると考え。これは特にコンデュイット型とシングルアセット/シングルボロワー（SASB）型で顕著であり、スプレッドは投資適格社債と比べて魅力的であると考え。

景気後退を除けば、このセクターにとっての主なリスクは、長期にわたる金利上昇につながるインフレの再加速である。

とはいえ、CMBSへのバランスの取れた配分は、伝統的な投資適格債券との相関が低い魅力的なインカム獲得手段になるものと考え。

## 資産クラス別のリスクプレミアム

単位：%、現在のスプレッドのパーセンタイル、期間：1998-2024年



出所：Bloomberg Index Services Limited, J.P. Morgan, Bloomberg, Principal Asset Management、2024年12月時点。2024年9月30日までのデータ。インデックスの説明については重要情報を参照してください。インデックスは管理されておらず、手数料、経費、取引コストを考慮していません。また、インデックスに投資することはできません。上記は12か月間の相対的な投資機会に関する当社の見解を反映したものです。特定の投資対象や市場全般に関する将来の事象の予測や保証を意図したのではなく、またこれに依拠すべきでもありません。

# 2025年の投資機会は地域により様々

## 地域間のパフォーマンスは今後も重要な注目点

社会の構造変化や人口動態による需要の強い追い風を受ける成長性の高い不動産セクターを優先すべきだと考える。人口動態とインカム成長は、引き続き商業用不動産投資のパフォーマンスを左右する大きな要因であると考えられる。

2025年の投資戦略の成功のためには、セクター配分が極めて重要であるが、地域配分にも注力すべきだと考える。人口の伸びが底堅く、一流の研究機関に近接し、高付加価値産業が存在する地域は、アウトパフォームが期待される。

短期的には、セクターや地域によりパフォーマンスにばらつきを生じさせる可能性がある循環的な要因には、引き続き慎重なスタンスとする。

## セクター別／地域別の魅力度マトリックス

賃料の伸び、価格動向、需給の不均衡、その他ファンダメンタルズに基づく

■ 高い

■ 若干高い

セクター	米国						欧州					
	北東部	サンベルト	中西部	パシフィックノースウエスト	北カリフォルニア	南カリフォルニア	英国	ドイツ	フランス	南欧	ベネルクス	北欧
データセンター	高い	高い	若干高い	高い	若干高い	若干高い	高い	高い	高い	高い	高い	若干高い
物流施設	高い	高い	高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
ホテル	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
一戸建て賃貸住宅	若干高い	高い	若干高い	高い	高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
集合住宅	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
メディカルオフィス	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
生活必需品型小売	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
高齢者向け住宅	高い	若干高い	若干高い	若干高い	高い	高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
学生寮	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
貸倉庫	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
中心街の路面店	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
オフィス	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
ライフサイエンス	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い
モール	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い	若干高い

# セクターの投資機会



何を保有しているかを  
知り、なぜそれを保有  
しているのかを知る”

ピーター・リンチ

05

# 商業用不動産セクターの状況

- 確信度の高い投資機会
- 中立セクター
- 注意が必要なセクター

## 米国



### データセンター

堅調な需要を背景に、投資家からの需要が引き続き最も高いセクター



### 住宅

一部セグメントでは過剰開発が解消されつつある一方より広範には住宅供給の不足が継続



### 産業施設

一部に弱さが見られるものの需要は回復。サプライチェーンの再編とEコマースが長期的な需要を支える見込み



### 小売

開発不足と堅調な消費者基盤により、見通しは良好。バリュー志向の資産は、経済が不安定な時期に安定性を提供

## 欧州



### データセンター

構造的な需給不均衡により、見通しが最も明るいセクター



### 住宅

価格はピーク時から14%下落した後、2024年第2四半期にはプラスに転じた。住宅不足と住宅購入の割高感がサポート要因



### 産業施設

供給は比較的タイト。近代的でエネルギー効率の高い物件へと需要がシフト



### ホテル

活況な観光産業と出張需要増加を受けた投資家心理改善の恩恵を受ける



### ヘルスケア

ファンダメンタルズの改善により、サービス提供能力の不足が浮き彫りに。熟練ワーカーの不足は依然最大の逆風



### 学生寮

ファンダメンタルズは健全なもの、新規供給の増加と不透明な入学者数の動向が相殺



### ライフサイエンス

パンデミック後のワクチン接種率の低迷と供給過剰が重石



### オフィス

ファンダメンタルズの改善は明らかなものの、実効賃料の低下は厳しい事業環境を示唆



### 小売

ドイツやフランスを中心とする不安定な政治、経済環境により、見通しは弱い



### 学生寮

英国では、学生ビザの制度変更の影響が顕在化するまでは、短期的には注意が必要



### ヘルスケア

労働力不足、資金不足、事業者の財政難などの課題が進行中



### オフィス

見通しとセンチメントは依然として弱く、他のセクターに劣後する見込み

## 🗄 データセンター（グローバル）

# 電力供給の増加は依然 需要に追いつかず

データセンターセクターは、主にAIアプリケーションの拡大に牽引され著しく需要が伸びており、北米の主要市場では空室率が2%を下回り、賃料も2桁の伸びを示している。

2024年上半期には、グローバルで3,000メガワット（MW）を超える新規データセンター契約が締結され、その75%は米国が占めるなど、データセンターセクターは堅調に拡大。

巨額の開発コストと長期の建設期間という課題があるにもかかわらず、プラスのキャピタルリターンを生み出す数少ないセクターであるデータセンターに対し、機関投資家はますます魅力を感じているとみられる。

世界の市場別利用可能電力  
メガワット（MW）



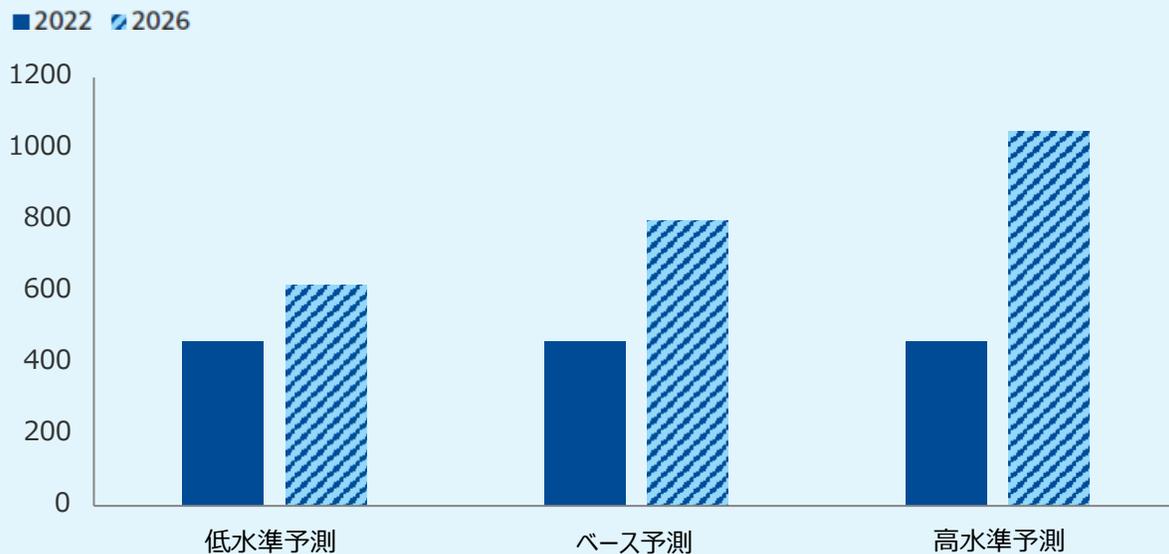
## 🗄 データセンター（グローバル）

# 需要は旺盛で、キャパシティ増強の必要性が高まるだろう

現在の需要の約80%はハイパースケイラーが占めており、その60%はわずか3社が占める

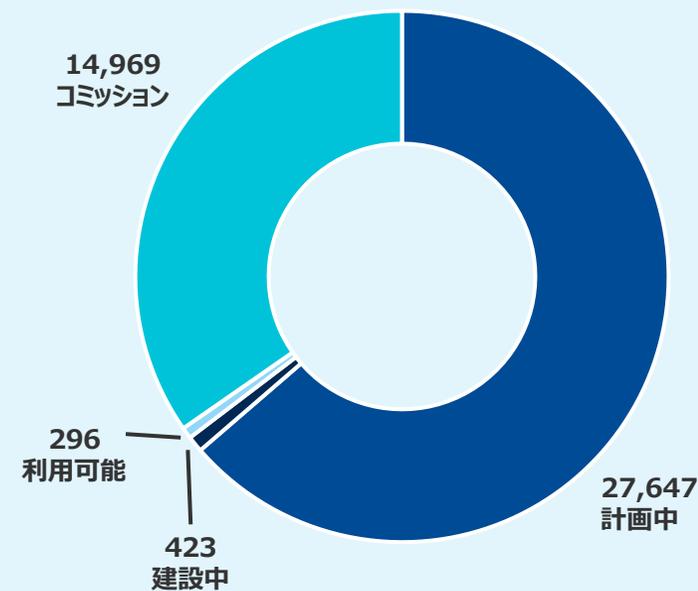
### データセンター、AI、暗号通貨による グローバルの電力需要予測

単位：テラワット時



### 北米コロケーション

単位：メガワット (MW)



## 産業施設（米国）

# 需要復活により2025年は好調に

産業施設セクターでは、2025年には、資本コストの高騰と資本価値の小幅な下落を背景に、建設中のプロジェクトが50%以上減少。大手Eコマース企業のリース活動が回復し、大半の地域で稼働率の安定に寄与。

米ドル高は米国にとって輸入の増加を意味し、国際貿易において重要な意味を持つ。米国は輸入先のグローバル化を進め、中国への依存度を低減。米国の関税引き上げに対抗して、他国が通貨切り下げに踏み切る可能性もある。

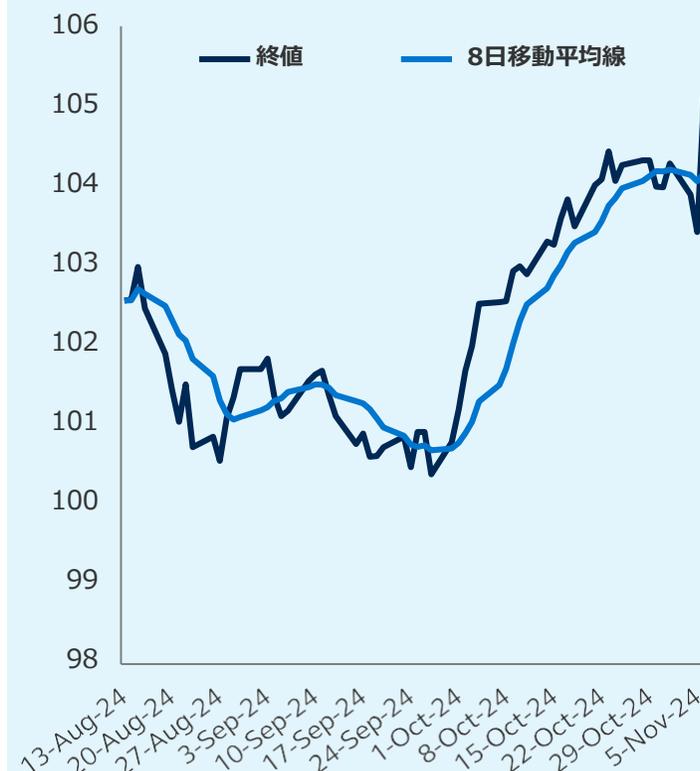
構造的な需要要因は引き続き堅固であり、資本も潤沢であることから、2025年の回復と成長のための強固な基盤となるだろう。

### 在庫に占める建設中物件の割合

単位：%



### 米ドル指数 (DXY)



## 産業施設（欧州）

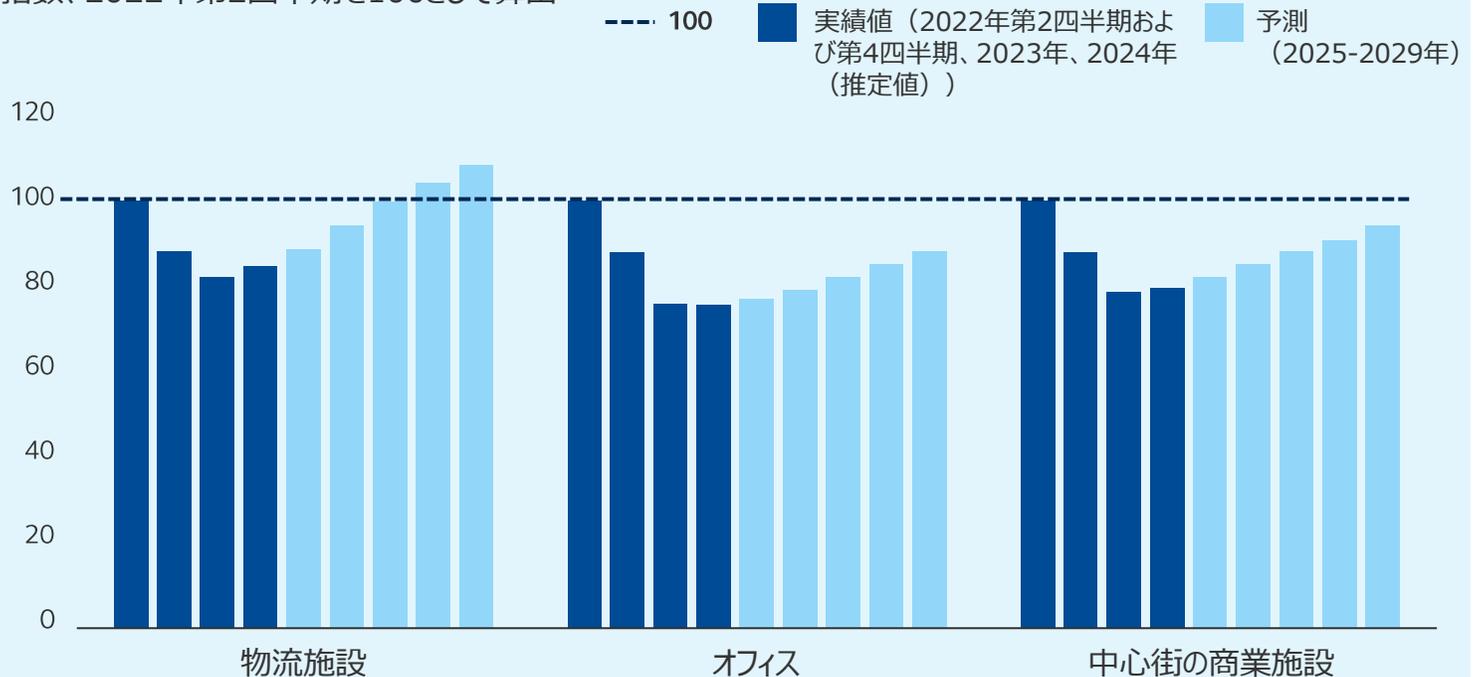
# ECOMMERCE、自動化、サステナビリティ規制により収益力が向上

産業施設は、3つの構造的トレンドが業績を下支えするため、他の伝統的不動産セクターをアウトパフォームするものと予想：

1. 欧州では、ECOMMERCEの普及率がグローバルで見ても相対的に低いため、特に欧州本土では、産業施設が成長する機会がまだ多く残されている。
2. 既存産業施設の大半は築20年以上経過しており、近代的なオペレーション要件を満たすことができない。AIと倉庫ロボット工学の急速な進歩は、より高層でより小規模、そしてより最終顧客に近い築浅の物件へのシフトを加速させるだろう。
3. サステナビリティ規制が強化されれば、未開発の土地での開発計画の実行はますます困難になり、新規供給の抑制につながるだろう。

### 欧州のセクター別価格指数の調整と回復予測

指数、2022年第2四半期を100として算出



## 🏠 一戸建て賃貸住宅（米国）

# 一戸建て賃貸住宅は一般世帯に手頃な選択肢を提供

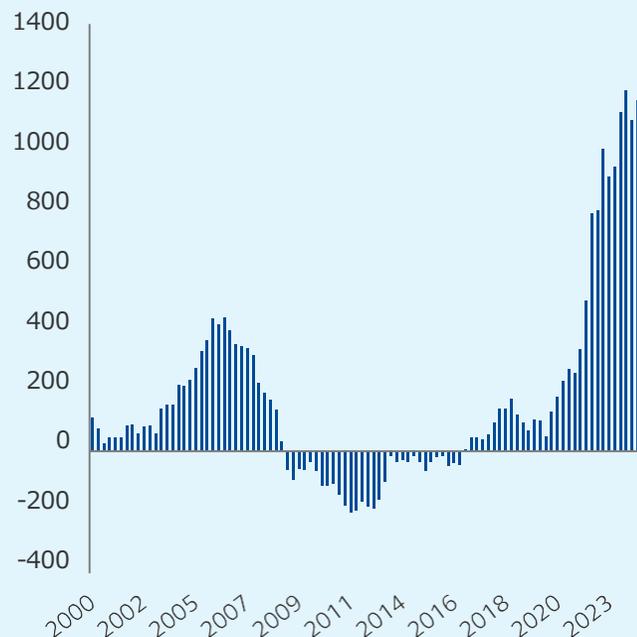
一戸建て賃貸住宅は、住宅販売市場の混乱により良好な状況。住宅のアフォーダビリティ（取得可能性、値ごろ感）をめぐる、家計所得の伸びが住宅価格の急速な上昇に追いつかず、依然、過去最も厳しい状況。

米国サンベルト地域の一部都市では開発が活発化しているものの、同地域の稼働率と賃料の伸びは依然として堅調。2024年には、一戸建て賃貸住宅セクターはインデックス全体をアウトパフォームし、資産価値は上昇。

金利低下により、住宅販売市場に需要が回帰するリスクはあるものの、現状の家計所得の水準と、高騰した住宅価格との乖離が調整されるまでは、数年はかかる見込み。一戸建て賃貸住宅の安定的なインカム成長と高い入居率は、住宅セクターのなかで魅力的な投資機会を提供し続けると考える。

### コンパクトな一戸建て住宅の購入費用と賃貸費用の差 (1)

単位：米ドル



### 賃料の伸び

前年比、単位：%



(1) 住宅価格中央値の80%、頭金5%、30年固定金利の住宅ローンで購入した場合を想定。PMI保険はローン額の1%、維持費は毎年購入額の1%とする。また、住宅所有者保険は2022年ベースの価格で1,353ドル、不動産税は1.53%として購入費用に含めて算出。  
出所：CensusBureau, Moody's Analytics, Principal Real Estate, 2024年11月時点

## 🏨 ホテル（欧州）

# 著しい回復基調

ホテルセクターの収益率の回復は著しく、大半の市場で過去のピークである2019年の水準を上回り、欧州・中東・アフリカでは2019年比123%、欧州では130%に達した。

同様に、資本フローの面でも、欧州のホテルセクターは、2022年の低水準から回復した唯一のセクターであり、これは、観光客の継続的な急増と出張需要の増加が投資家から注目されたことによる。

世界経済の成長と新興国市場における中産階級の増加が、ホテルセクターの中長期的な力強い成長を支えており、特に世界の空港降客数の約3分の2を占める欧州地域では、その傾向が顕著。

### RevPARの回復

2019年比の地域別RevPAR回復率  
(2024年第3四半期)

欧州・中東・アフリカ 123%

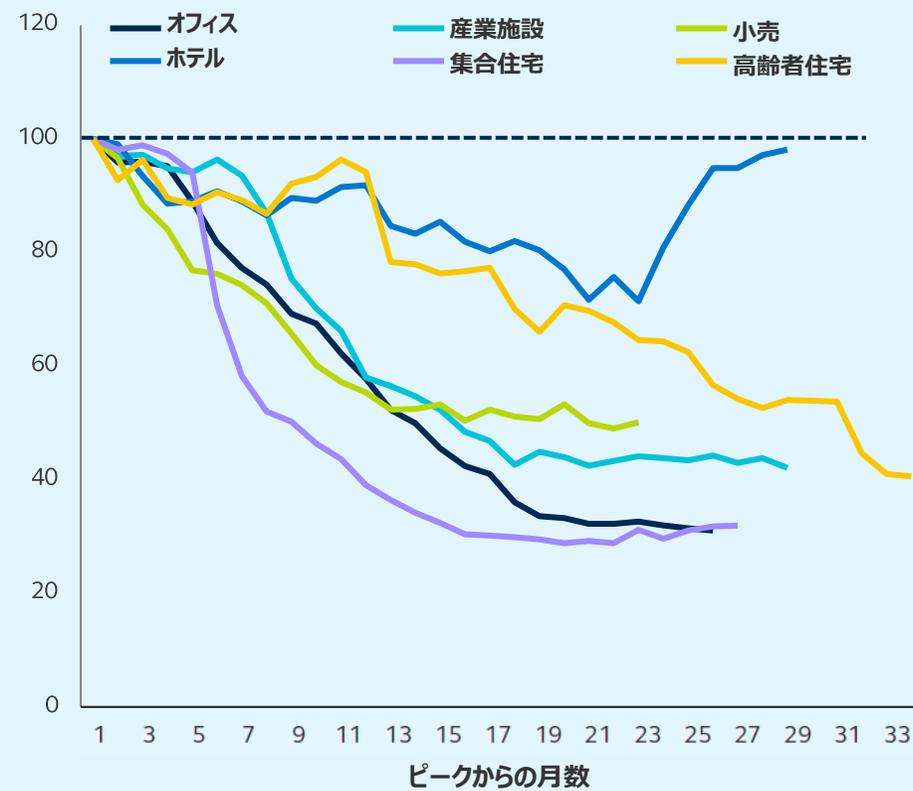
米国 116%

世界 113%

アジア 89%

### 取引量の回復

指数、欧州、4四半期ローリング、コロナ禍前のピーク出来高を100として算出



## 🏨 ホテル（欧州）

# 若い世代の旅行需要により、観光業は今後も成長

モビリティの向上や、レジャー、旅行、旅先での体験への関心の高まりといった良好な構造的トレンドのなかで、特に若い世代を中心に、観光業の見通しは極めて有望である。

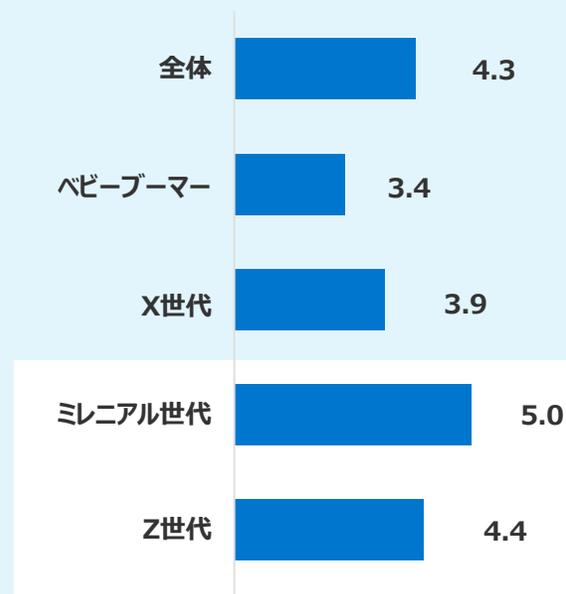
旅行は多くの人々にとって、単なる興味ではなく、経済状況が不透明な時代であっても、むしろ優先事項となっている。

若い世代は、目新しいものへの渴望に駆られ、モノよりも体験を優先する傾向。

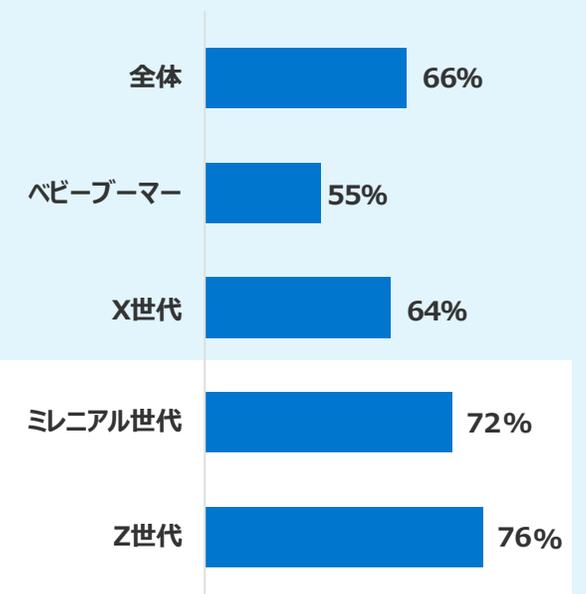
格安航空会社の普及、モバイル接続、翻訳ソフト、ソーシャルメディア、リモートワークなどが、頻繁に旅行することのハードルを下げる要因に。

旅行は、個人消費の急成長分野のひとつであり続けることが予想され、ホテルセクターはその恩恵を最も受けるものと考えられる。

世代別の2023年の旅行回数  
国内外を含めた平均回数



旅行への関心が高い人の割合  
回答者全体に占める割合



ベビーブーマー = 58歳以上、X世代 = 42歳から57歳、ミレニアル世代 = 26歳から41歳、Z世代 = 18歳から25歳。  
調査結果は、2024年2月から3月にかけて実施された5,000人以上のインタビューに基づく。

## 開 集合住宅（米国）

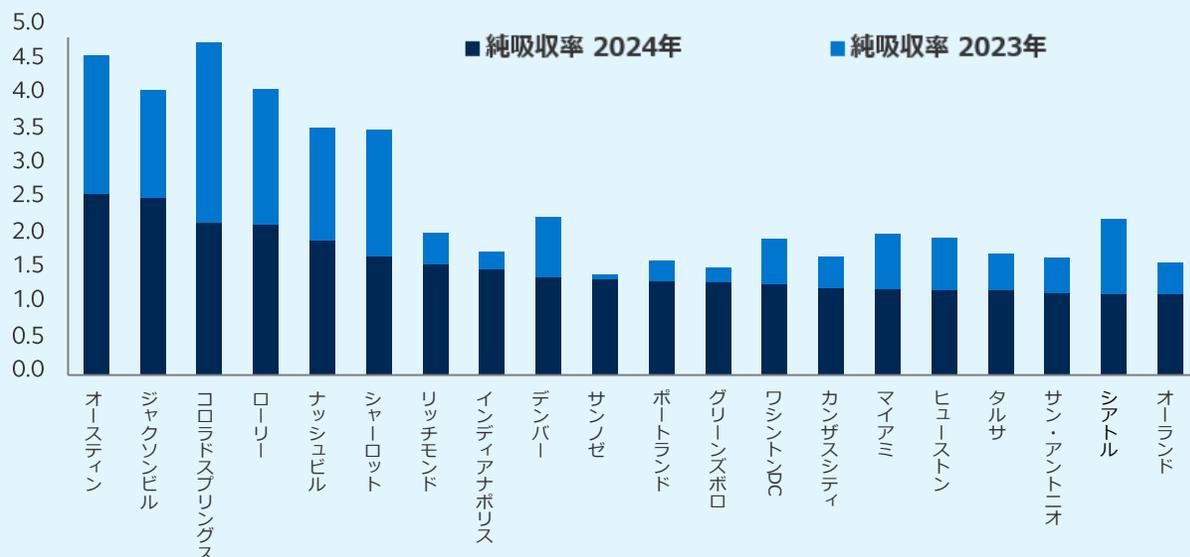
# ファンダメンタルズは安定し始め、 価格は依然割安な水準

ファンダメンタルズは安定しつつある。2年ぶりに空室率は低下し、賃料は横ばいから一転して上昇、ネット・アブソープション（需要吸収）は堅調な水準にあるなど、集合住宅セクターが折り返し地点にある兆候を示す。

需要が勢いを取り戻すなか、経営難や価格低迷が見られる物件が、一部の投資家にとって魅力的な投資機会を創出。

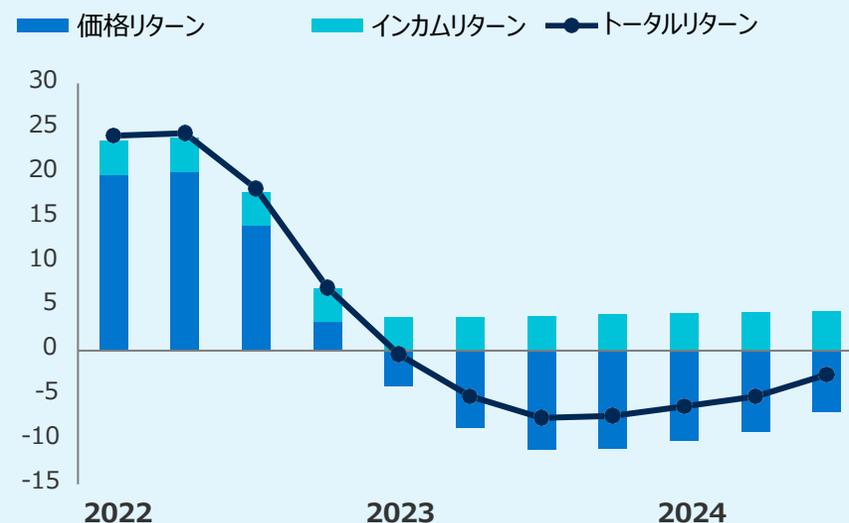
### ネット・アブソープション（需要吸収）

年率、単位：％、2024年第3四半期現在



### 米国集合住宅の年間リターン

年率



## 開 集合住宅（欧州）

# 住宅価格の高騰と供給不足問題が投資機会を生む

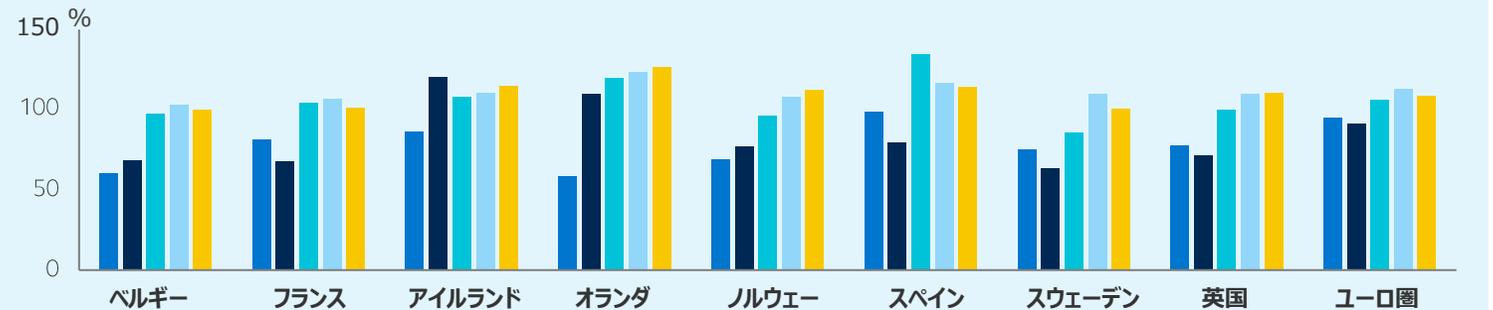
欧州の住宅セクターは比較的歴史が浅く、細分化されているため、欧州市場の一部では機関投資家向け物件の供給が限られている。賃貸住宅セクターへの機関投資家の進出は限定的で、ドイツでは13%、英国では2%未満。

一方、過去10年間、移民、世帯構成の変化、都市化による住宅需要の高まりにより、大半の地域では一貫して需要が供給を上回っており、その結果、欧州のほとんどの地域で価格高騰と供給不足の問題が広がっている。

これは、住宅セクターと政策立案者にとっては困難な課題ではある一方、欧州の住宅投資のポテンシャルは極めて大きいことから、またとない投資機会を創出していると考ええる。

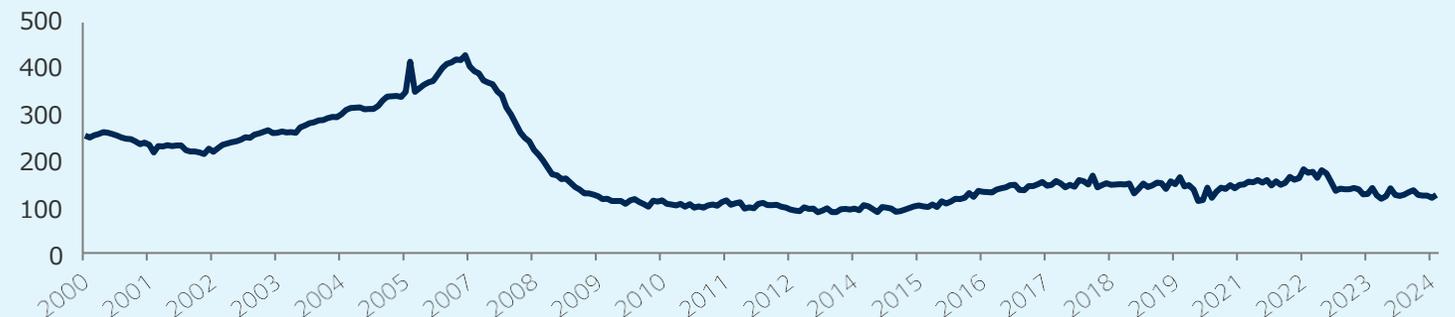
### 住宅価格の高騰

欧州住宅市場における住宅価格対所得比率



### 集合住宅許可件数

EU27カ国: 建築許可件数（2棟以上）、2015年を100として算出、暦年調整済、季節調整済み



出所：OECD, Eurostat, Principal Real Estate, 2024年第4四半期、EU27カ国：オーストリア、ベルギー、ブルガリア、クロアチア、キプロス、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン。

## ☐ メディカルオフィスビル（MOB）（米国）

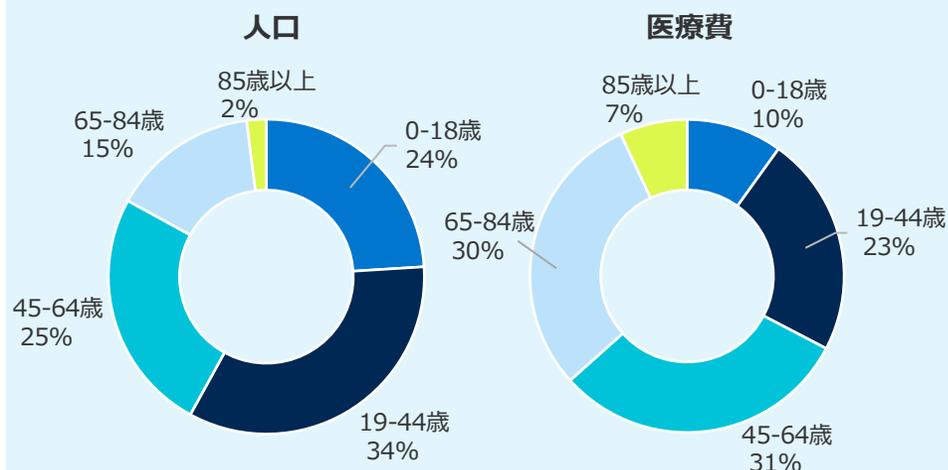
# 限定的な供給と人口動態の追い風による 需要の恩恵を受ける

メディカルオフィスセクターは、コスト削減と患者の利便性向上を目的とする入院医療から外来医療への移行の恩恵を受けており、入院患者数は過去10年間で15%減少している一方、外来患者数は10%増加。

高齢化社会が外来診療への需要に拍車をかけており、メディカルオフィスビル（MOB）の稼働率は上昇する一方、建設パイプラインの動きは鈍い。

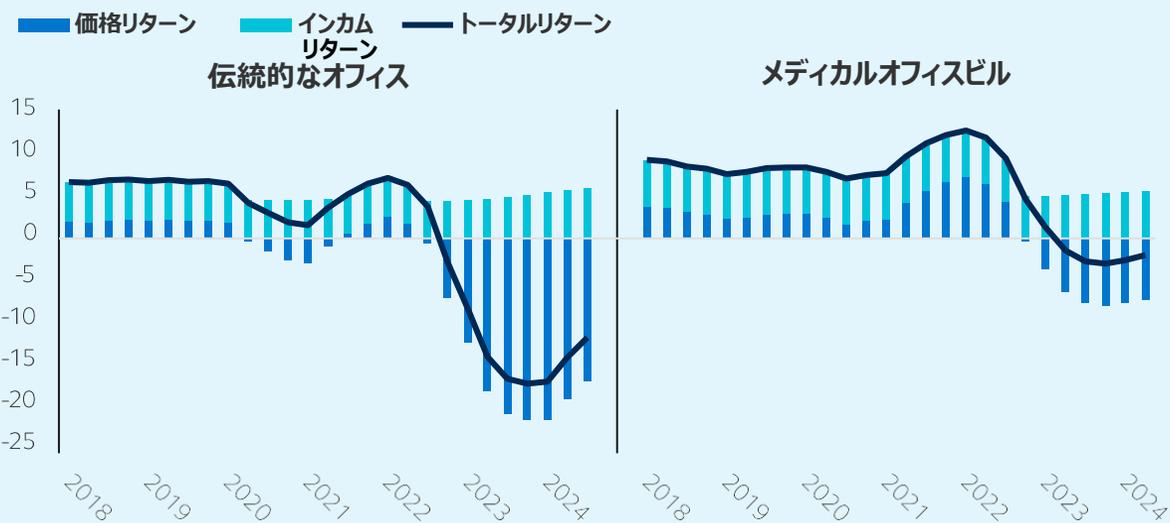
成長する外来診療市場にビジネスチャンスがあるとの認識が投資家の間で広まったことから、取引量は前四半期比で60%増加。

### 人口と医療費の年齢別割合



### トータルリターンの構成要素

NCREIF指数に基づく前年比、単位：%



## 🛒 生活必需品型の小売（米国）

# 生活必需品型小売業の ファンダメンタルズは健全

小売セクターは、新規供給が限定的なためバリュエーションが安定し、稼働率も健全な水準にあることから、他の大半のセクターを引き続きアウトパフォームしている。

小売セクターは、健全な経済成長に支えられた力強い個人消費の恩恵を受けている。家計のバランスシートはパンデミック後からは軟化したが、依然底堅い。

経済成長の鈍化とインフレ再燃の可能性が、同セクターの好調なパフォーマンスにとってリスク要因ではあるが、必需品やバリュー志向の小売に焦点を当てることで、小売エクスポージャーの安定性が高まるだろう。

### 小売の空室率と賃料の伸び

単位：%



### 米国の実質消費支出

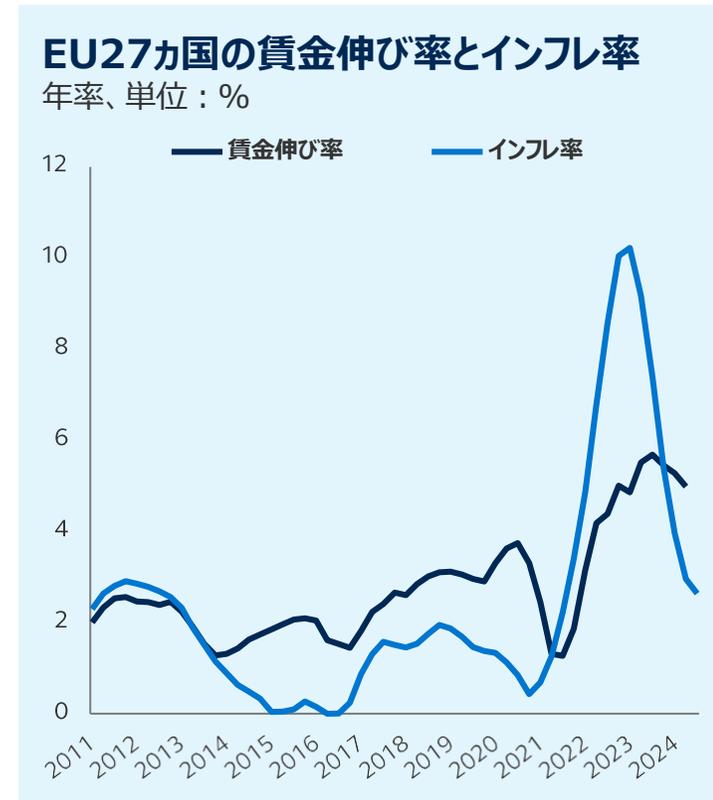
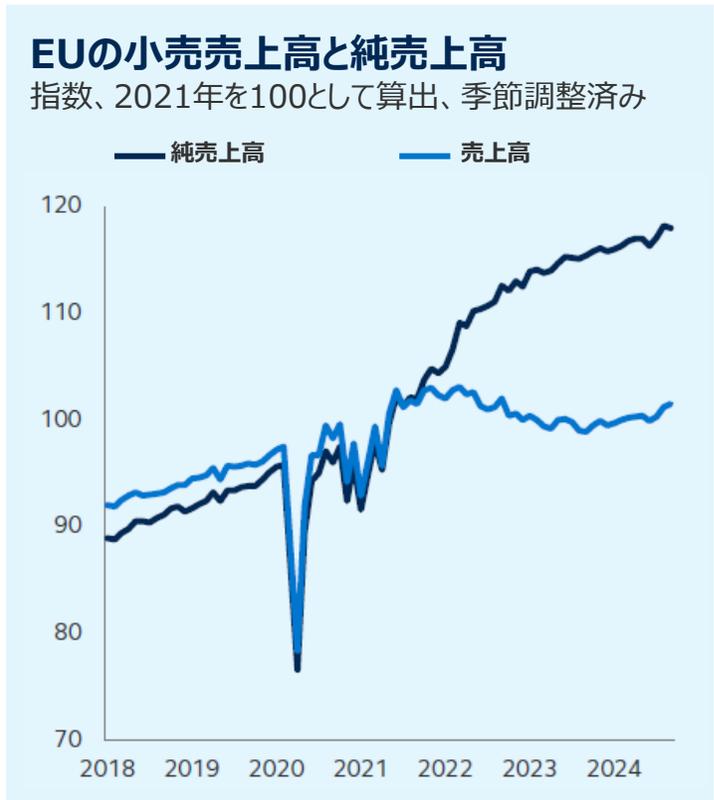
2020年2月を100として算出



### 🛒 生活必需品型の小売（欧州）

# 生活必需品型小売業のファンダメンタルズは健全

小売売上高が底堅く推移し、足元では賃金伸び率がインフレ率を上回っており、食料品販売におけるEコマース拡大の影響は軽微であることから、生活必需品型小売業は堅調に推移。



出所：PMA, Eurostat, Global Data, Principal Real Estate, 2024年12月、EU27カ国：オーストリア、ベルギー、ブルガリア、クロアチア、キプロス、チェコ、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スロベニア、スウェーデン。

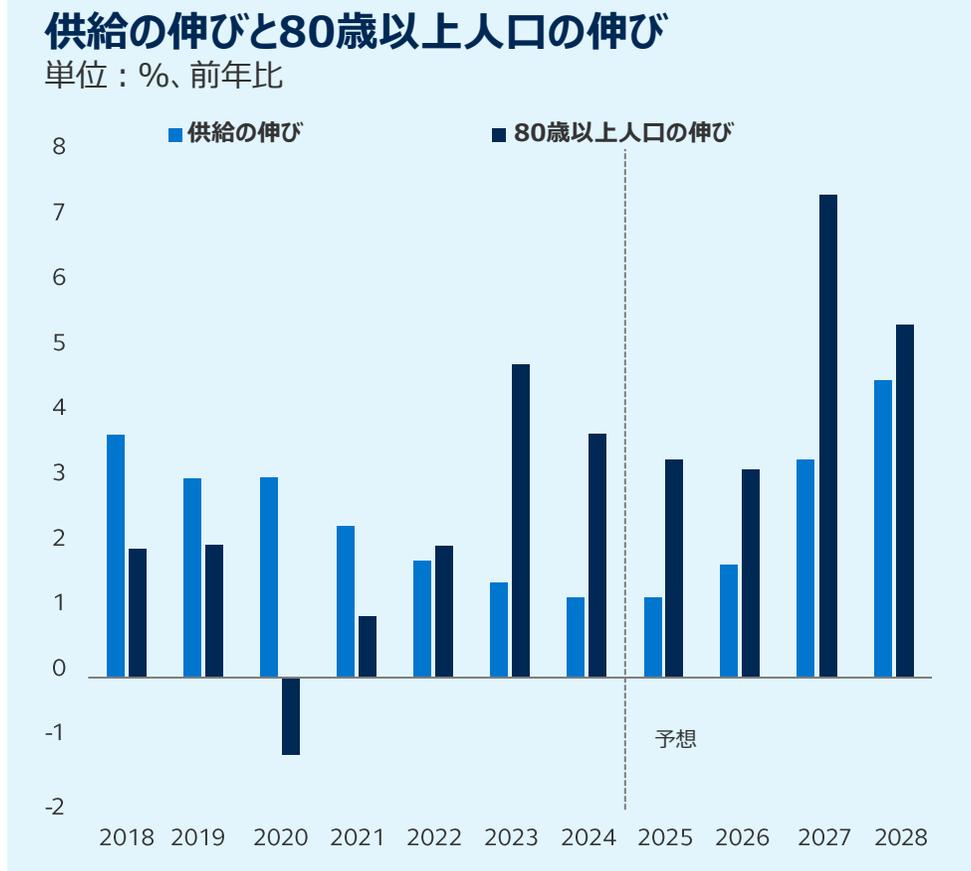
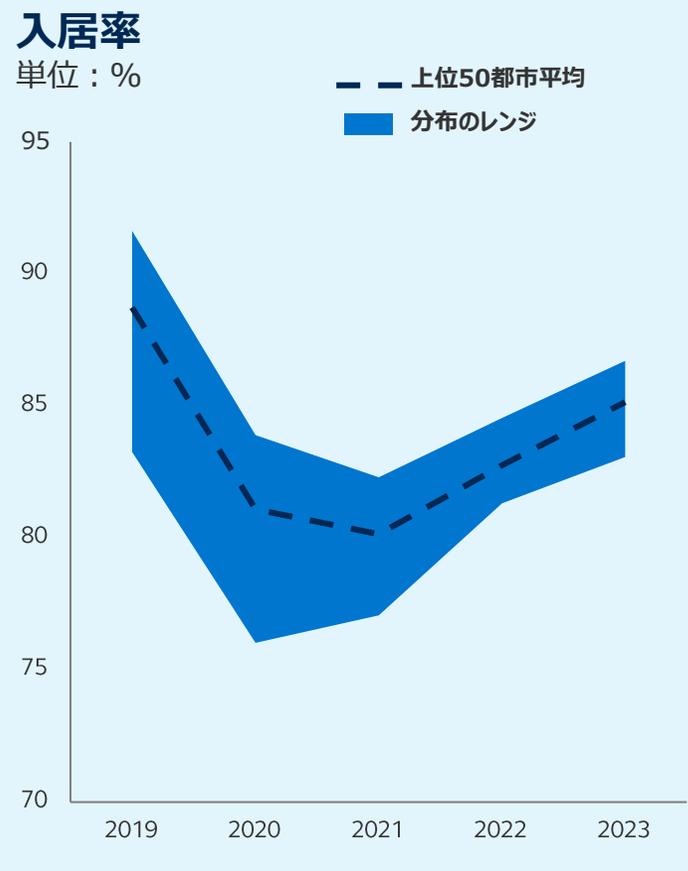
(1) Pol=ポーランド、Ita=イタリア、Ger=ドイツ、Spa=スペイン、Den=デンマーク、Ire=アイルランド、UK=英国、Fra=フランス、At=オーストリア、Cze=チェコ

## 🏠 高齢者向け住宅（米国）

# 人口動態のトレンドは、高齢者向け住宅への投資が可能になれば後押しとなるだろう

ベビーブーマー世代の高齢化により、高齢者向け住宅への高水準な需要が見込まれる。需要に供給が追いつくためには、今後10年間で新規開発への投資を増やす必要がある。

パンデミック後、入居率は順調に回復しているが、資本コストの上昇により、当面の建設ペースは鈍化する可能性がある。供給不足を防ぐには、不動産オーナーやデベロッパーによる適切な建設計画が不可欠。



## 開 学生寮（米国）

# 足元のファンダメンタルズは堅調だが、 長期的な逆風が吹き始めている

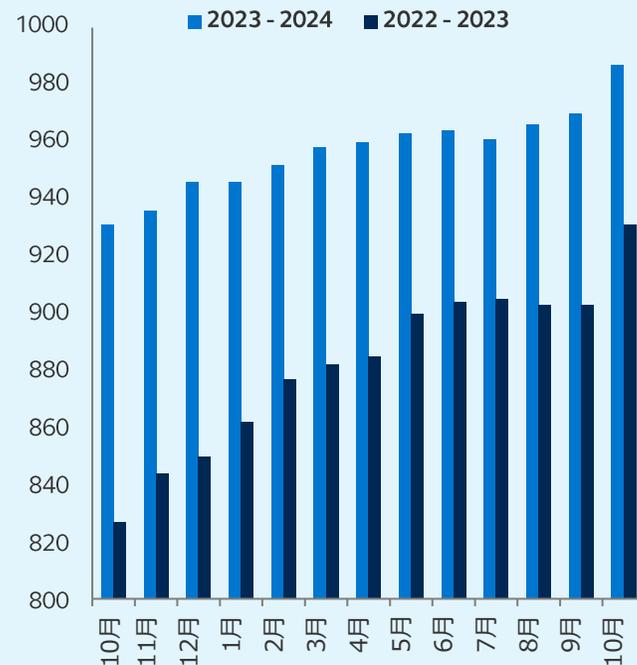
学生寮のファンダメンタルズは引き続き堅調で、大学が管理する物件の賃料は上昇を続けている。一方、大半の需要が消化されつつあることから、学生寮セクターの競争はますます激化。

フロリダ州やジョージア州など南東部への移住が増加していることから、楽観的な見方が広がっている。実家から遠くに離れたくない学生は、住居の選択肢が限られることが多く、これがデベロッパーにとって商機となっている。

こうしたポジティブな動きにもかかわらず、競争激化が賃料に影響を及ぼしていること、また4年制大学の入学者数の伸び率が落ち着いているため、学生寮セクターについては慎重な見方を維持している。この傾向が続けば、不動産オーナーにとって長期的な課題となる可能性がある。

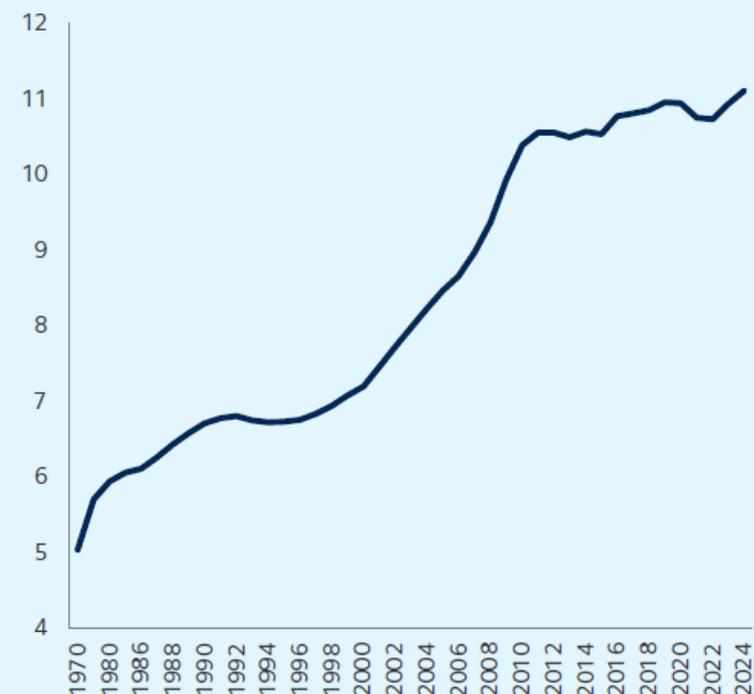
### 賃料動向

単位：米ドル



### 秋の入学者数:4年制大学

学生数、単位：百万人



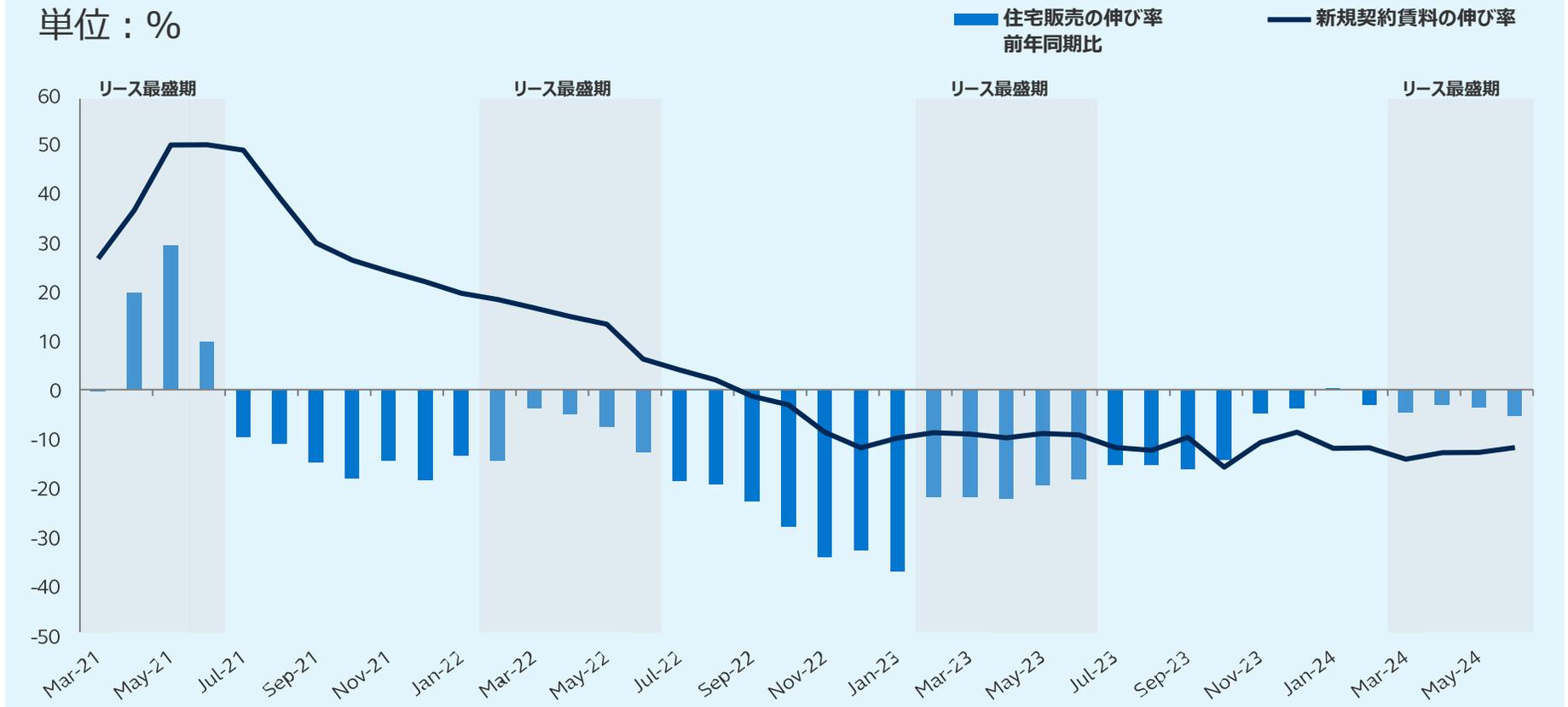
# 住宅セクターへの依存が懸念材料

貸倉庫需要と住宅販売の高い相関は、パンデミック以降も引き続き変わらない状況。一戸建て住宅の販売は歴史的な低水準にあり、貸倉庫需要には逆風となっている。

既存物件の賃料は底堅いが、住宅市場が活気を取り戻さない限り、当面の見通しは厳しいものと判断。

## 稼働率の推移

単位：%



## 🏢 オフィス（グローバル）

# 最悪期は過ぎ去ったが、先行きは依然不透明

注意が必要

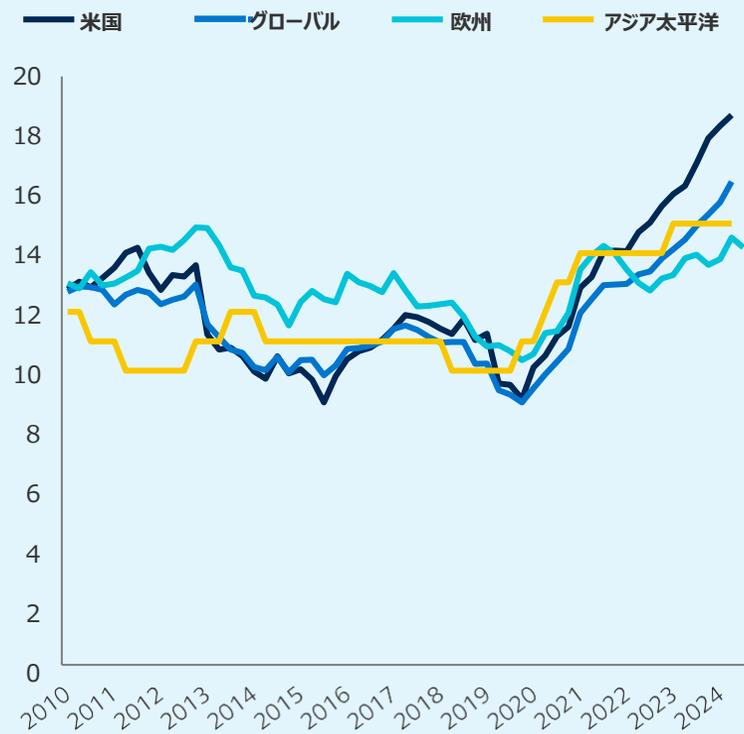
世界のオフィス需要は2024年に安定したが、オフィスセクターが投資家にとってかつての魅力をおぼろげでも取り戻すまでにはまだまだ多くの課題がある。オフィス取引市場は、米国における事業体レベルでの大型案件を除き依然として低水準であり、中心業務地区（CBD）内での取引も乏しいままである。

バリュエーションの低下が続いているため、オフィスセクターは依然として異常値とも言える状況であり、これは2025年まで続く予想される。

コア投資家にとってオフィスセクターは依然としてリスクが高いが、価格下落を利用しようとする投資家の間に動きが見られることから、底入れが近い兆しであると考えられる。

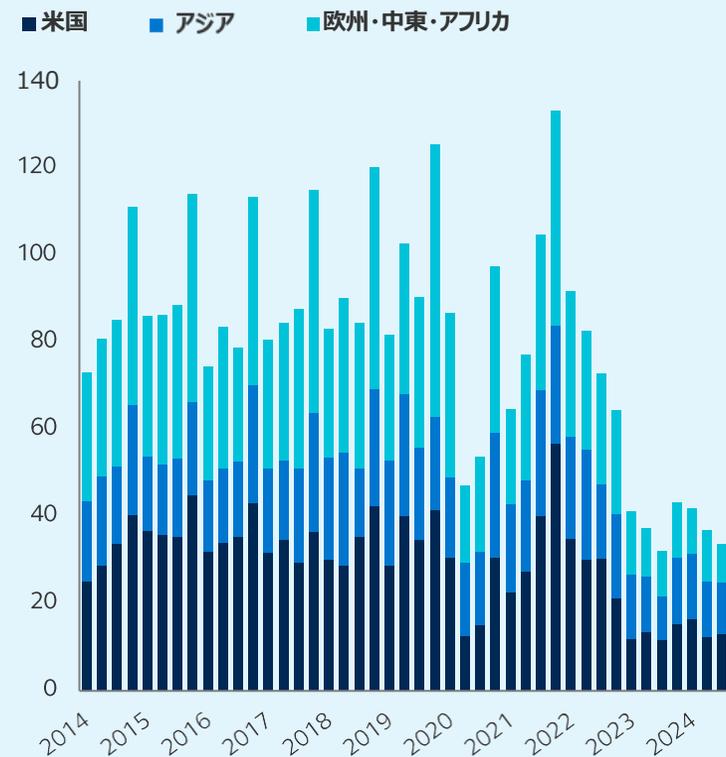
### オフィス空室率

単位：%



### 世界のオフィス取引量

単位：10億ドル、四半期



## □ 介護施設（欧州）

# 資金調達が介護施設に重くのしかかる

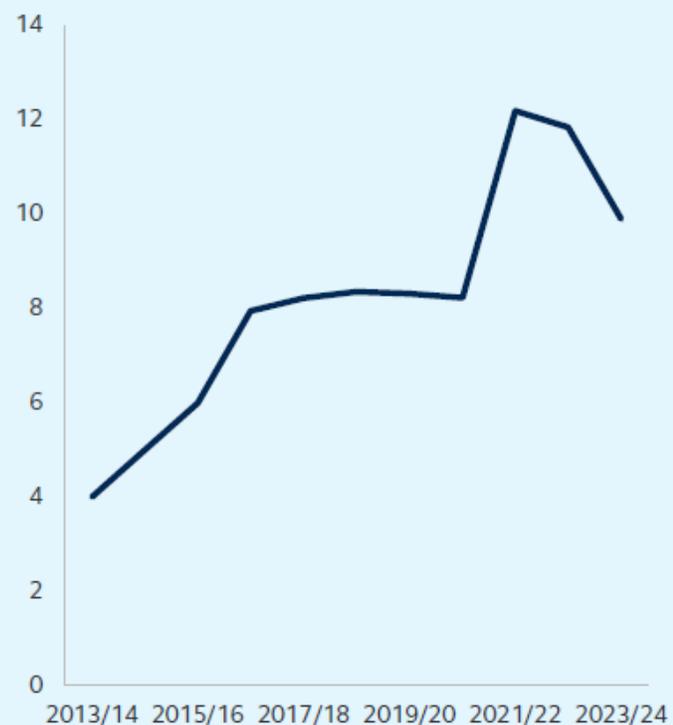
ヘルスケアセクターは、高齢化や慢性疾患の増加といった長期的なトレンドがサポート要因である。しかし、現在は循環的な課題に直面している。

運営コストの上昇、労働力不足、資金調達の制約が、多くの事業者のバランスシートを圧迫している。この状況は、とりわけ介護施設で顕著であり、コスト増を入居者に価格転嫁できないことが多い。

そのため、ヘルスケアセクターの回復は、他のセクターに比べて遅れると思われる。

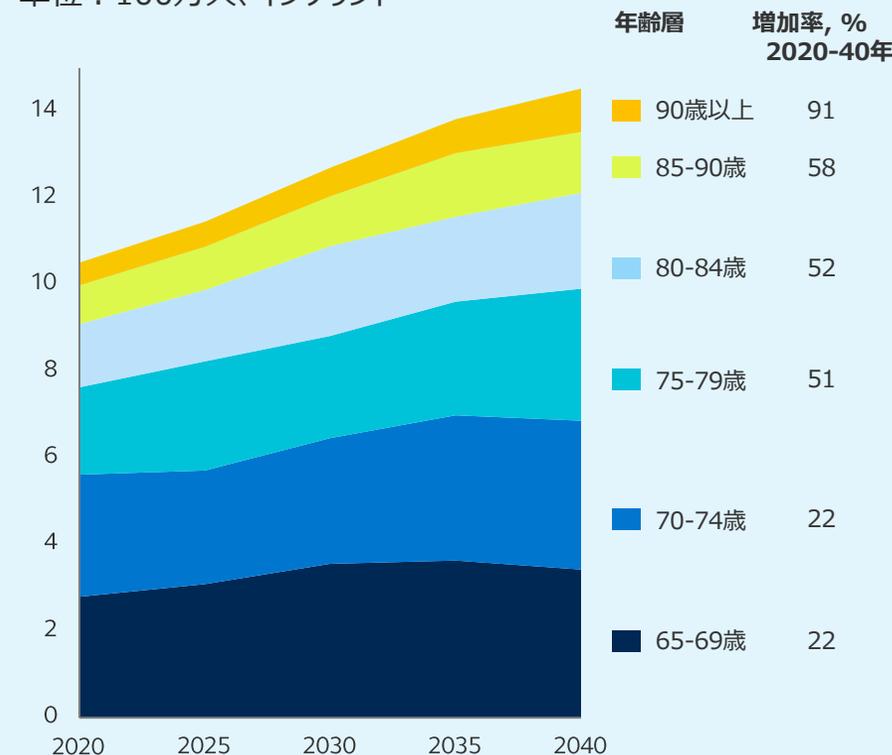
### ケアワーカーの不足率

単位：%、イングランド



### 65歳以上の人口推移

単位：100万人、イングランド



## 🏪 ショッピングセンター（グローバル）

# 運営会社と消費者ともに インフレの影響を痛感

ショッピングセンターのオーナーは、大型施設の運営コストが増加の一途をたどっているため、利益の確保に苦戦。オンラインストアは、コスト抑制に効果的な代替手段となっている。強力な体験型アトラクションを有するショッピングセンターは優位なもの、総じてショッピングセンターセクターはアンダーパフォームすると考える。

世界中の消費者は、過去数年間、インフレ、地政学的リスク、債務の増大などによる下方圧力を感じており、裁量支出の削減を迫られている。

### NOI成長指数

2009年第4四半期を100として算出



### 消費者信頼感

消費者意識調査、通常 = 100、季節調整済み



## ライフサイエンス（グローバル）

# 資金不足で研究が難航

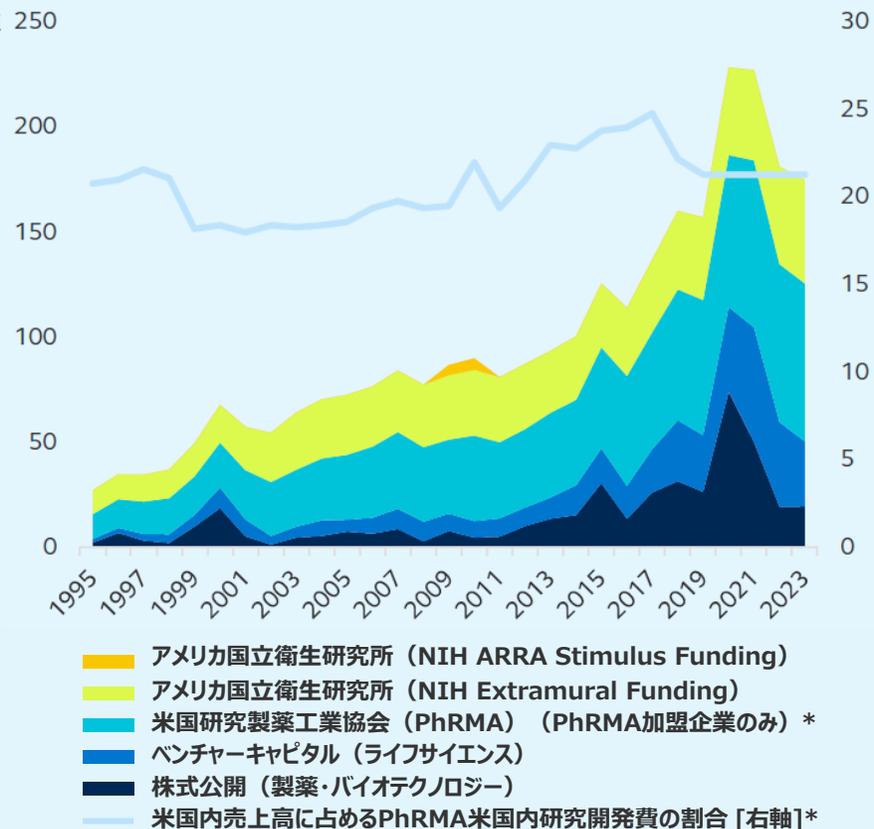
資金繰りの悪化と過剰開発がライフサイエンスセクターの懸念材料。昨年来の資本コストの上昇が、多くのライフサイエンス企業の成長を妨げている。

巨額の研究開発費によるバランスシート悪化により、資本市場からの資金調達は難航。

名門大学との結びつきが強い都市では、大学からの研究資金拠出により好調さを維持できる可能性がある。

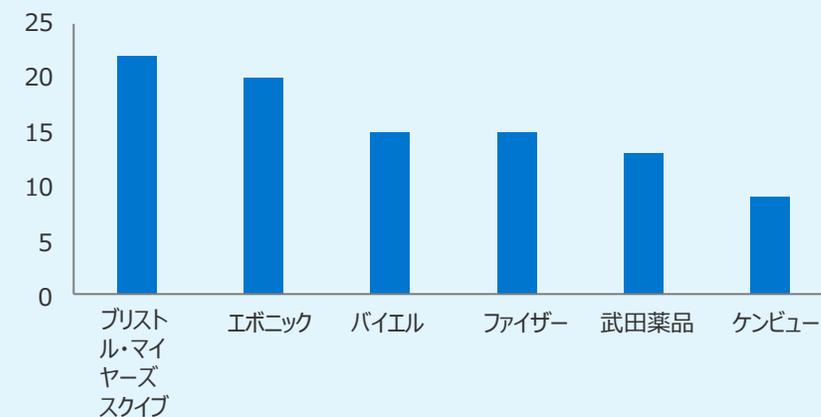
### 米国ライフサイエンス企業の研究開発費と資金調達先

単位：10億米ドル（左軸）、%（右軸）



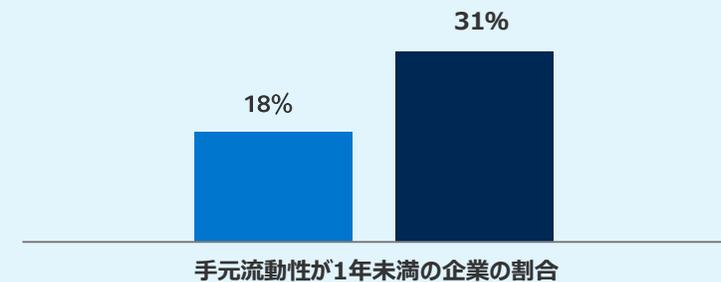
### 2024年に実施された製薬会社の大規模人員削減

単位：千人



### 手元流動性が1年未満の企業の割合

■ 2021  
■ 2023



\*入手可能なデータがないため、2023年の数字は2022年にに基づき推定。

出所：Bloomberg, NIH, Pharmaceutical Research & Manufacturers of America, PitchBook, Company Disclosures, Green Street, Principal Real Estate, 2024年第3四半期時点

# まとめ： 2025年はより良い 年になると考える



顔を常に陽の光  
に向ければ影は  
後ろに落ちるだろ  
う"

WALT WHITMAN

# 投資環境の改善を活用する

## 1. 2024年は期待以下だったが、それが2025年にチャンスをもたらすと考える

2025年は引き続きデット市場にチャンスがあると予想される一方、資本市場の環境が改善することは、2022年からの価格下落を投資機会とするエクイティ投資家の良いエントリーポイントになると思われる。資本コストの低下と緩和的な金融政策も、バリュエーション見通しの透明性が高まる要因となっている。

## 2. 引き続き構造的な変化による追い風を受けているセクターに注目

データセンター、物流施設、住宅セクターは2025年の最有力投資先候補だと考える。これらのセクターは引き続き供給が不足している一方で需要は底堅いため、ポートフォリオのパフォーマンス向上に寄与すると考えられる。

## 3. 2025年は不動産投資にとってより良い年になると考える

足元の市場環境は、不動産市場の調整局面の終盤にあり、2025年は投資家にとって非常に魅力的なビンテージになると思われる。回復局面を活用する意欲のある投資家にとって、今後12ヵ月間、物件の質とセクター選択が引き続き重要であるだろう。

# About Principal Real Estate

Access the full spectrum of today's commercial real estate investment opportunities.

Principal Real Estate is the dedicated real estate investment team within Principal Asset Management.

We have a 360° view of real estate, with capabilities that span the spectrum of public and private equity and debt investments. We seek to maximize opportunities and find the best relative value on behalf of our clients using our specialized market knowledge, dedicated and experienced teams around the globe, and extensive connections across all four real estate quadrants.

- Top 10 global manager of real estate <sup>(1)</sup>
- \$102 billion in real estate assets under management <sup>(2)</sup>
- Over 60 years of real estate investment experience <sup>(3)</sup>
- More than \$124 billion in real estate debt and equity transactions over the past decade <sup>(4)</sup>
- Recognized globally as a leader in sustainable investing <sup>(5)</sup>

[PrincipalAM.com/RealEstate](https://PrincipalAM.com/RealEstate)



PRINCIPAL  
REAL ESTATE

# Global Research & Strategy and Data Analytics

## Global Research & Strategy

**MADHAN RENGARAJAN, CFA**

*Senior Director*

[rengarajan.madhan@principal.com](mailto:rengarajan.madhan@principal.com)

**ARTHUR JONES**

*Senior Director*

[jones.arthur@principal.com](mailto:jones.arthur@principal.com)

**DANIEL TOMASELLI**

*Manager*

[tomaselli.daniel@principal.com](mailto:tomaselli.daniel@principal.com)

**JONATHAN FRANK**

*Manager*

[frank.jonathan@principal.com](mailto:frank.jonathan@principal.com)

**JD STEHWIEN**

*Senior Analyst*

[stehwien.jd@principal.com](mailto:stehwien.jd@principal.com)

**THOMAS MCGING**

*Research Analyst*

[mcing.thomas@principal.com](mailto:mcing.thomas@principal.com)

## Data Analytics

**ARMEL TRAORE DIT NIGNAN**

*Head of Real Estate Data Strategy & Analytics*

[traoreditnignan.armel@principal.com](mailto:traoreditnignan.armel@principal.com)

**WESLEY BRUELAND**

*Quantitative Developer*

[brueland.wesley@principal.com](mailto:brueland.wesley@principal.com)

**BELAY KASSIE, Ph.D.**

*Sr. Quantitative Research Analyst*

[kassie.belay@principal.com](mailto:kassie.belay@principal.com)

**THOMAS REISING**

*Associate Quantitative Developer*

[reising.thomas@principal.com](mailto:reising.thomas@principal.com)

**JESSE WAITMAN**

*Quantitative Developer*

[waitman.jesse@principal.com](mailto:waitman.jesse@principal.com)

**ERIC YUAN, CFA**

*Sr. Quantitative Research Analyst*

[yuan.eric@principal.com](mailto:yuan.eric@principal.com)

# Important information

Indices are unmanaged and do not take into account fees, expenses, and transaction costs and it is not possible to invest in an index.

## Index descriptions

**NFI-ODCE:** The NCREIF Fund Index (open end diversified core equity) is an index of 20+ institutional perpetual funds ("core funds") that pensions and endowments have invested in to get durable, income-oriented real estate exposure for the last 40 years.

**MSCI Property index:** Report the market returns of the 25 most mature real estate markets, together with Global and Pan-Europe composite indexes, measured by MSCI and their partners

**FTSE EPRA/NAREIT REITs share price index:** Is designed to represent general trends in listed real estate equities.

**Bloomberg US CMBS Investment Grade Index:** Measures the market of US Agency and US Non-Agency conduit and fusion CMBS deals with a minimum current deal size of \$300mn

**Bloomberg US Corporate High Yield Index:** Measures the USD-denominated, high yield, fixed-rate corporate bond market. Securities are classified as high yield if the middle rating of Moody's, Fitch and S&P is Ba1/BB+/BB+ or below.

**Bloomberg US ABS Index:** Is a broad-based flagship benchmark that measures the investment grade, US dollar-denominated, fixed-rate taxable bond market. The index only includes ABS securities.

**Bloomberg US Mortgage Backed Securities Index:** Tracks fixed-rate agency mortgage-backed pass-through securities guaranteed by Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA), and Freddie Mac (FHLMC).

# Important information

<sup>(1)</sup> Managers ranked by total worldwide real estate assets (net of leverage, including contributions committed or received, but not yet invested; REOCs are included with equity; REIT securities are excluded), as of 30 June 2024. “The Largest Real Estate Investment Managers,” Pensions & Investments, 7 October 2024

<sup>(2)</sup> As of 30 September 2024. Includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates. Does not include assets that are managed by Principal International and Retirement and Income Solutions divisions of Principal. Due to rounding, figures shown may not add to the total.

<sup>(3)</sup> Experience includes investment activities beginning in the real estate investment area of Principal Life Insurance Company and continuing through the firm to present.

<sup>(4)</sup> As of 31 December 2023. Excludes public REIT transaction volume.

<sup>(5)</sup> As recognized by 2024 Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessments representing data from 1 January 2023 to 31 December 2023. The Firm paid GRESB an application fee to be evaluated and use the ranking. In order to receive a ranking, the firm paid GRESB an application fee to be evaluated and rights to use the rating. Principal Real Estate recognized as ENERGY STAR Partner of the Year 2016-2024, Sustained Excellence Award 2018-2024. The U.S. Environmental Protection Agency (EPA) annually honors organizations that have made outstanding contributions to protecting the environment through energy efficiency, April 2024.

## Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of Principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate. Data Center properties are only attractive to a unique type of tenant, so a limited tenant base increases the risk of vacancy. Additionally, a property designed to be a data center may be difficult to relet to another type of tenant or convert to another use. Thus, if operating a data center were to become unprofitable, the liquidation value of properties may be substantially less than would be the case if the properties were readily adaptable to other uses.

## Important information

This material covers general information only and does not take account of any investor’s investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This material may contain ‘forward looking’ information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

**For Public Distribution in the United States. For Institutional, Professional, Qualified and/or Wholesale Investor Use Only in other Permitted Jurisdictions as defined by local laws and regulations. These are the current views and opinions of Principal Real Estate and is not intended to be, nor should it be relied upon in any way as a forecast or guarantee of future events regarding particular investments or the markets in general.**

# Important information

This document is intended for use in:

- **The United States** by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- **United Arab Emirates** by Principal Investor Management (DIFC) Limited, an entity registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as an Authorised Firm, in its capacity as distributor / promoter of the products and services of Principal Asset Management. This document is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- **Europe** by Principal Global Investors (Ireland) Limited, 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 R296, Ireland. Principal Global Investors (Ireland) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (Ireland) Limited ("PGII") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGII, PGIE or PGII may delegate management authority to affiliates that are not authorised and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID).
- **United Kingdom** by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- This document is marketing material and is issued in **Switzerland** by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- **Singapore** by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg.No.199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- **Australia** by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is only directed at wholesale clients as defined under Corporations Act 2001.
- **Hong Kong SAR (China)** by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission. This document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.
- **Other APAC Countries/Jurisdictions**, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Principal Asset Management is the global investment management business for Principal Financial Group® and includes the asset management operations of the following : Principal Global Investors, LLC; Principal Real Estate Investors, LLC; Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates; Spectrum Asset Management, Inc.; Post Advisory Group, LLC; Origin Asset Management, LLP; Claritas Investimentos; Principal Global Investors (Europe) Limited; Principal Global Investors (Singapore) Limited.; Principal Global Investors (Australia) Ltd.; Principal Global Investors (Japan) Ltd.; Principal Asset Management Company (Asia) Ltd., and include assets where we provide model portfolios. Marketing assets under management include certain assets that are managed by Principal International and Retirement and Income Solutions (RIS) divisions of Principal.

Principal Funds are distributed by Principal Funds Distributor, Inc.

© 2024 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset Management<sup>SM</sup> is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Real Estate is a trade name of Principal Real Estate Investors, LLC, an affiliate of Principal Global Investors.

MM13826-01 | 01/2025 | 4066702-01202

**For Public Distribution in the United States. For Institutional, Professional, Qualified and/or Wholesale Investor Use Only in other Permitted Jurisdictions as defined by local laws and regulations. These are the current views and opinions of Principal Real Estate and is not intended to be, nor should it be relied upon in any way as a forecast or guarantee of future events regarding particular investments or the markets in general.**

## 重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社  
東京都千代田区有楽町一丁目5番2号 東宝日比谷プロムナードビル  
お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com  
ホームページ：https://www.principalglobal.jp  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第462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

情報提供資料：4167168(4159246)  
(EXP：2025/12/31)