

不動産市場の見通し

基本に立ち返る

| 2025年7月 年央アップデート

米国内での一般配布用。本資料は、米国内において一般に配布することを目的としたものであり、現地法および規制により許可された管轄区域内においてのみ、機関投資家、専門家、適格投資家および／またはホールセール投資家が使用することを目的としたものではありません。本資料は、Principal Real Estate の現時点での見解および意見であり、特定の投資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もので、またそれに依拠すべきものでもありません。

概要

不透明な環境下で ファンダメンタルズ がリターンの源泉

出所：Principal Real Estate、2025年7月

2025年初頭は楽観的な見通しが主流でしたが、政策と地政学的リスクが市場の力学を変化させたことで、投資家はリスクオフの環境に備える必要性が出てきました。とはいえ、商業用不動産は現在、過去3年と比べると状況は改善していると考えます。プライベート・エクイティ市場は底を打ったとみられ、稼働率は健全な水準にあり、営業収益は投資パフォーマンスの回復の支えとなっています。デットの投資機会は豊富であり、米国の上場REITは難しい環境下でも底堅く推移しており（年初来リターンは+2.1%）、欧州REITのリターンは極めて好調です（年初来リターンは米ドルベースで+25.4%、ユーロベースで+12.8%）。デットおよびREITの各市場は、歴史的にプライベート・エクイティ市場の先行指標となっています。

米国経済は、相互関税の発動、移民制度改革、高い調達金利をうまく切り抜けています。また、世界経済は、不確実性の高まりとインフレ率上昇の懸念に直面しながらも、消費は底堅く推移しています。ただし、完全雇用に近い労働市場によって時間を稼いではいるものの、米国では今後成長鈍化が予想され、景気後退はベースケース・シナリオではないものの、年初と比較するとその可能性は高まっていると言えます。一方、欧州は、財政支出拡大期待を背景に比較的堅調な足取りであると言えるでしょう。

このような背景を踏まえ、2025年不動産市場見通しの年央アップデートでは、変化しつつあるマクロ経済環境と商業用不動産市場について議論します。2025年は当初の予想を上回る困難な年となっていますが、今まさに転換期を迎えていることが再確認されます。システミック・リスクをより深く理解することで、投資家はこの微妙な環境を乗り切ることができるでしょう。世界金融危機（サブプライム危機、リーマンショック）後は歴史的な低金利がリターンを作り出しましたが、今後はファンダメンタルズがトータルリターンの源泉となるでしょう。従って、物件と市場の選択が極めて重要であると考えます。

米国における2025年のレバレッジ前のトータルリターンは、主にインカムリターンによって5%前後になると予想します。加えて、バリュエーションに影響を及ぼす主要ファクターに基づくシナリオ分析についても後述しています。欧州のトータルリターンは、経済見通しの改善、キャップレートの上昇、金利の低下などにより、6～7%程度になる可能性があります。引き続き、弊社ではプライベート・デットが4象限の中で最も魅力的な投資機会の一つであると考えています。

目次



01 マクロ経済概況

02 不動産資本市場

03 戦略別見通し

04 セクター別の投資機会

05 まとめ

マクロ経済概況

01

着実に、しかしゆっくりと

2025～2026年の経済見通し

2025年1月と2025年7月の比較

- 2025年の経済見通しは不透明さを増しています。世界の労働市場は引き続き堅調で、消費は概ね底堅いものの、リスクの高まりと緩和的とは言えない金融政策のなかで、2024年に見られた追い風の多くは弱まり始めています。
- 不動産投資家は景気の不透明感にもかかわらず自信を示し続けていますが、その楽観的な見方は当初よりも後退していると思われます。中央銀行が金融政策を据え置いていることとインフレ懸念の再燃が相まって、年内の回復のペースは緩やかになりそうです。

見通し		地域間の成長見通しが収れん
北米		減速傾向 堅調な雇用市場と底堅い個人消費は、依然として米国景気が拡大していることを示しています。しかし、今後1年間の成長率はトレンドを下回る水準まで鈍化すると予想されます。様々な政策が投資家と企業の双方に不確実性をもたらし、事業環境の評価が難しくなっています。金利上昇と関税によるインフレの可能性により、景気後退のリスクは依然として高い状態にあると思われます。
欧州		安定化 欧州経済は安定化しています。2025年への期待は依然として大きくはないものの、財政支出の増加が2026年以降の成長にプラスになると思われます。一方、労働市場は引き続き完全雇用の状態にあり、消費者は慎重ながらも楽観的です。インフレ圧力は米国ほど強くなく、中央銀行は引き続き利下げ方向にあり、企業や家計への圧力は後退しています。
アジア太平洋		減速傾向 アジア太平洋地域は、貿易摩擦と日本と中国の成長鈍化により、状況は現在よりも難しいものになると思われます。インフレ率は米国や欧州に比べれば相対的に良い水準にあるものの、景気は国ごとにばらつきがあり、さらには輸出主導型経済にとっては米国の関税引き上げが重荷となるため、今後12か月間は難しい局面が予想されます。

世界的な成長ショックが顕在化

米国主導の世界貿易の再編によって世界経済は減速

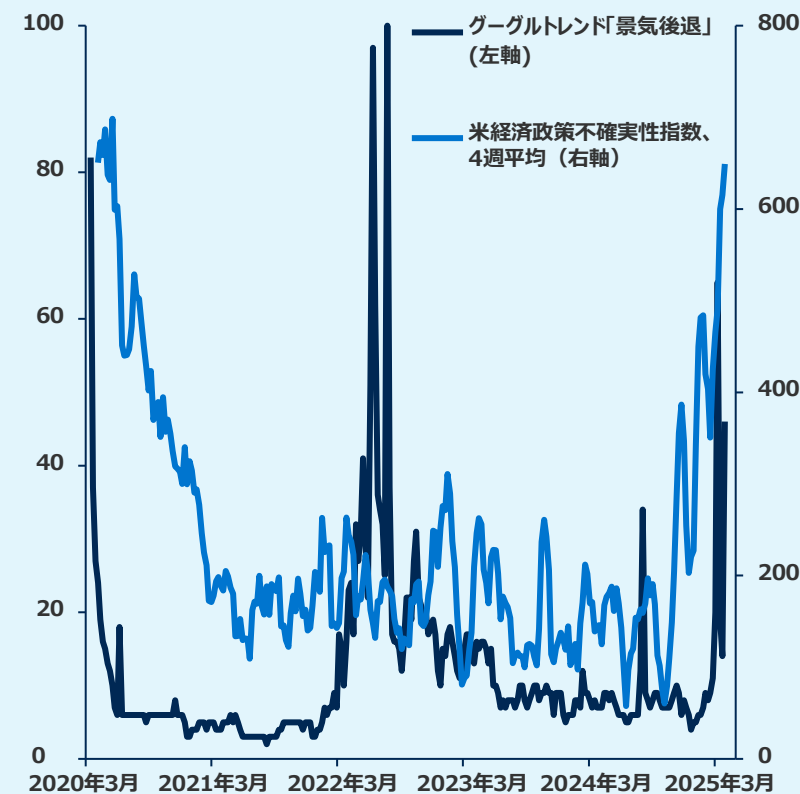
米国による関税引き上げは、今後1年から1年半の間、世界経済の成長を抑制する圧力になると予想されます。

貿易力学が変化し、物価上昇の見通しが迫るなか、世界経済の成長予測は大幅に下方修正されました。

このような貿易関係のリセットは、主要貿易相手国の新たな協定の締結やサプライチェーンの再編につながることから、米国の景気後退リスクも高めています。

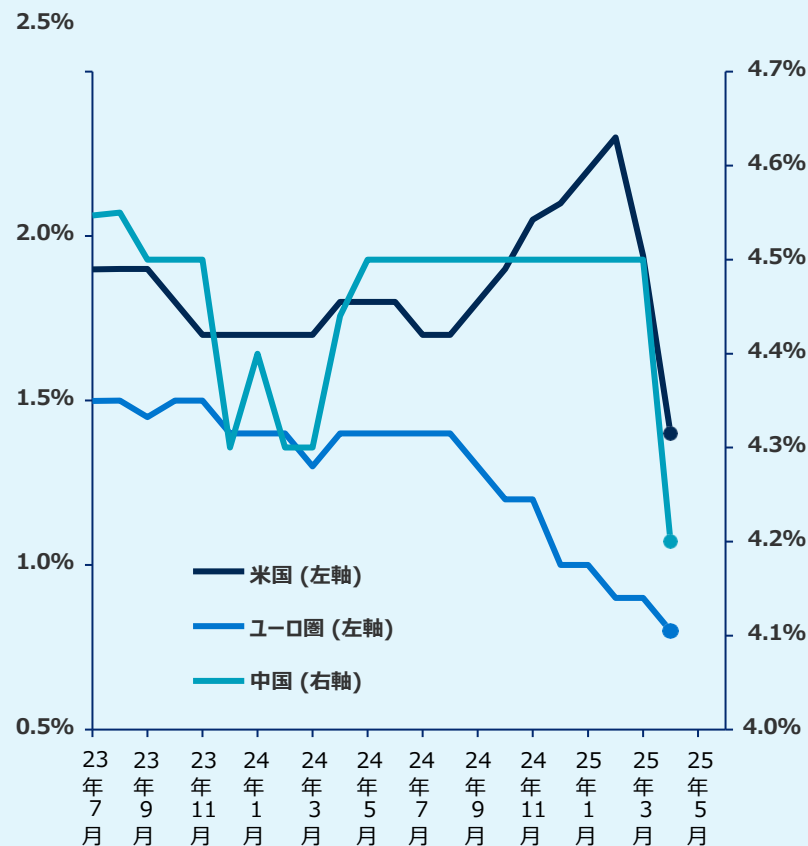
米国の景気後退の傾向

グーグルトレンド「景気後退」と不確実性指数



2025年GDP成長率見通し

米国、ユーロ圏、中国の2025年実質GDP成長率コンセンサス予想



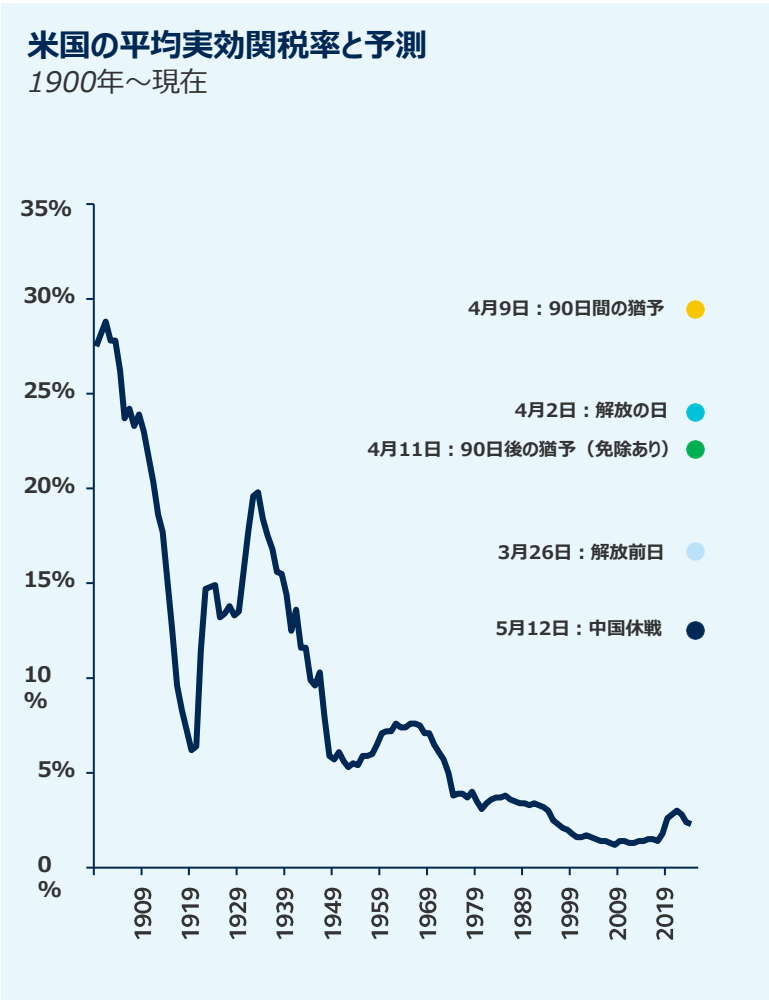
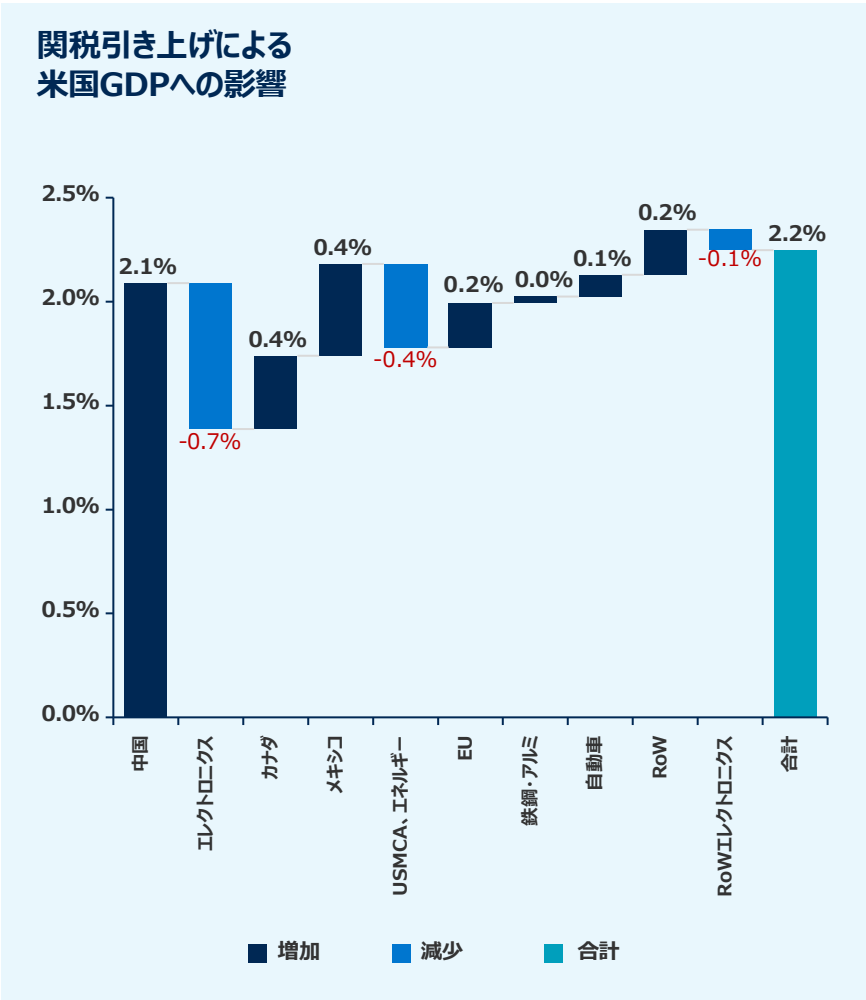
関税 - 米国のOWNゴールとなる可能性

米国の輸入関税が現在の水準で維持された場合、景気後退リスクが高まることを示唆

4月2日の「解放の日」の発表後、最低関税率は2%強から10%に引き上げられました。発表された関税がすべて維持されれば、関税率は20%強となり、1930年のスムース・ホーリー法にほぼ並ぶことになります。関税率は10%台半ばに落ち着くと予想されます。

関税はGDPに大きな影響をおよぼし、発表されたとおりに実施された場合、GDP成長率を2.2%ポイント低下させることが想定されます（様々な免除措置で調整後）。

弊社の見解は慎重ながらも楽観的ですが、発表された実効関税率の引き上げは2026年の景気後退の確率を高めると考えています。



出所：（左図）国際通貨基金、世界貿易機関、国勢調査局、ブルームバーグ、Principal Asset Management。データは2025年4月16日現在。注：（*）はトランプ政権による適用除外。
（右図）ブルームバーグ、Principal Asset Management。データは2025年5月12日時点

FRB：インフレと景気減速の狭間で

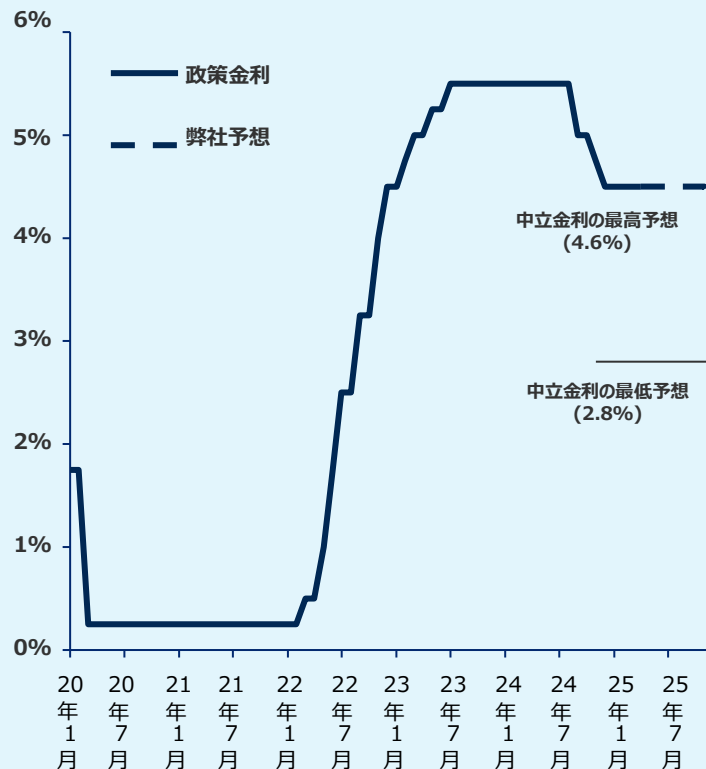
今後も利下げは実施されると予想するが、利下げ幅はインフレ懸念によって限定的となるだろう

現在、経済と商業用不動産が直面している主な課題のひとつは、今後の金利動向です。当初の予想では、2025年に4回程度の利下げが行われると見られていましたが、1回の利下げの可能性すら不透明で議論的となっています。

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、現政権の一貫性のない政策展開を背景に、利下げを据え置いています。

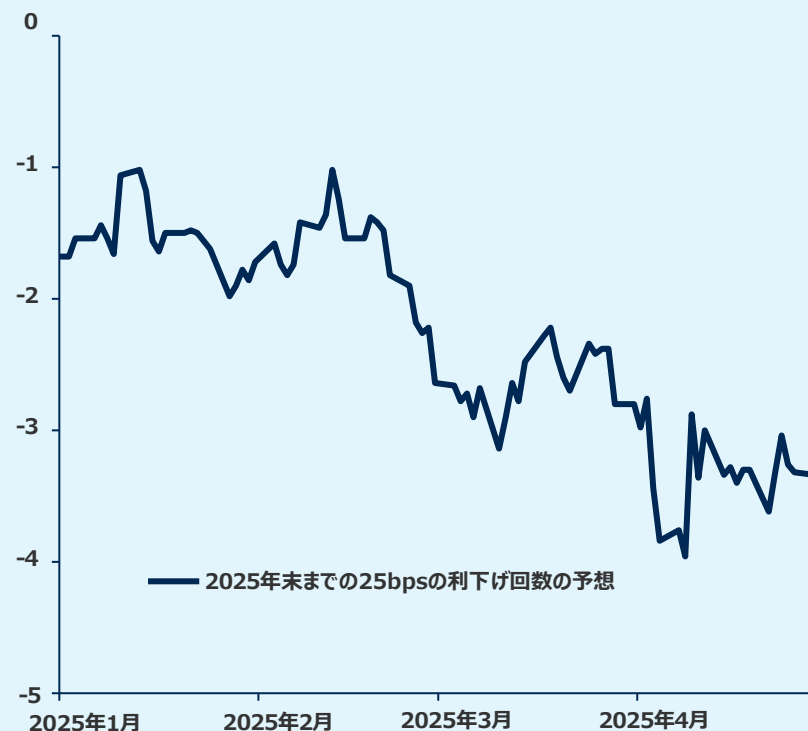
インフレ率の再上昇には至っていないものの、関税が徐々にコスト構造に組み込まれるにつれて、価格圧力が高まり始めています。

米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利推移
FF金利と予測、2020年～現在



市場予想

2025年12月末までに予想される25bpsの利下げ回数
マイナス＝利下げ



政策による景気刺激が活発化

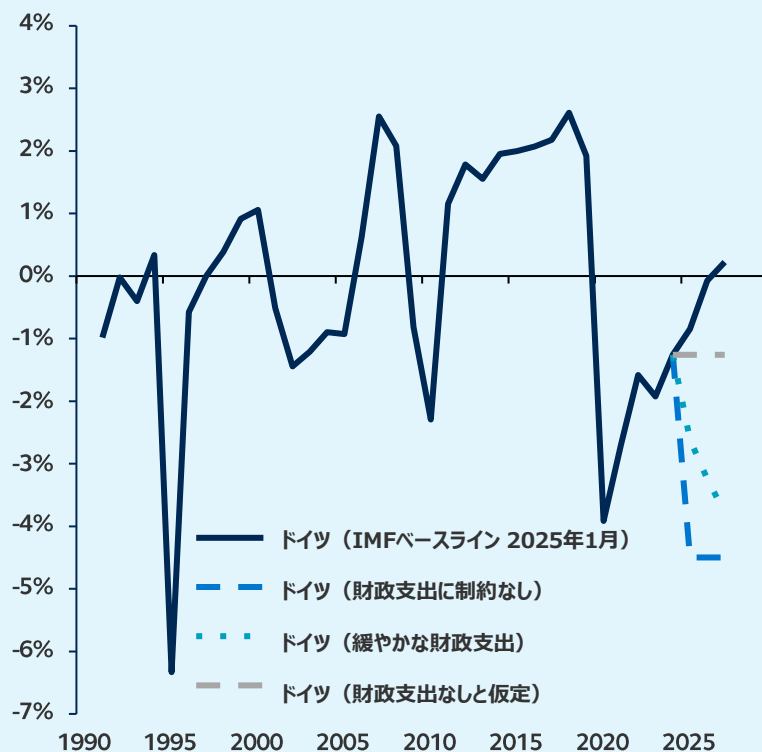
欧州の財政支出は 2026/2027年の経済成長を後押しする見通し

欧州は成長率に課題が残るため、財政と金融の両面の政策がより緩和的となり、世界的に成長に対する課題が高まるなかでも、政策の恩恵による成長が期待されます。

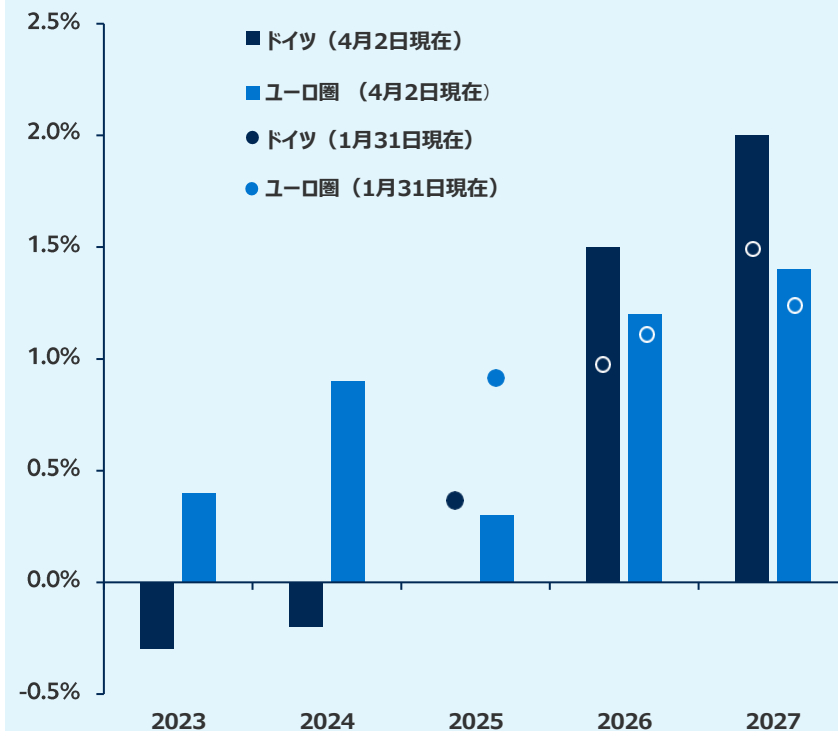
積極的な政策スタンスの結果、世界的な供給変動が不確実な状態にあるなかでも、この地域の経済はより強固になりつつあります。

よりバランスの取れた政策とビジネス環境は、投資の流れを持続させ、経済と商業用不動産価格に恩恵をもたらすと思われます。

ドイツのプライマリー・バランスのシナリオ
1990年～現在



ドイツとユーロ圏のGDP成長率予測改定値 2023-2027



世界的な反動に直面する米ドル

さらなる米ドル安は米国の政策に対する世界の信認感に左右される

米国外の投資家は、米国の商業用不動産の為替リスクをヘッジしようとするかもしれませんが、これにはコストがかかります。

「大きく美しい1つの法案」の第899条は、特定の国の外国人個人、政府、法人、信託、財団に対して、毎年5ポイントずつ上昇する追加源泉税を課しています。

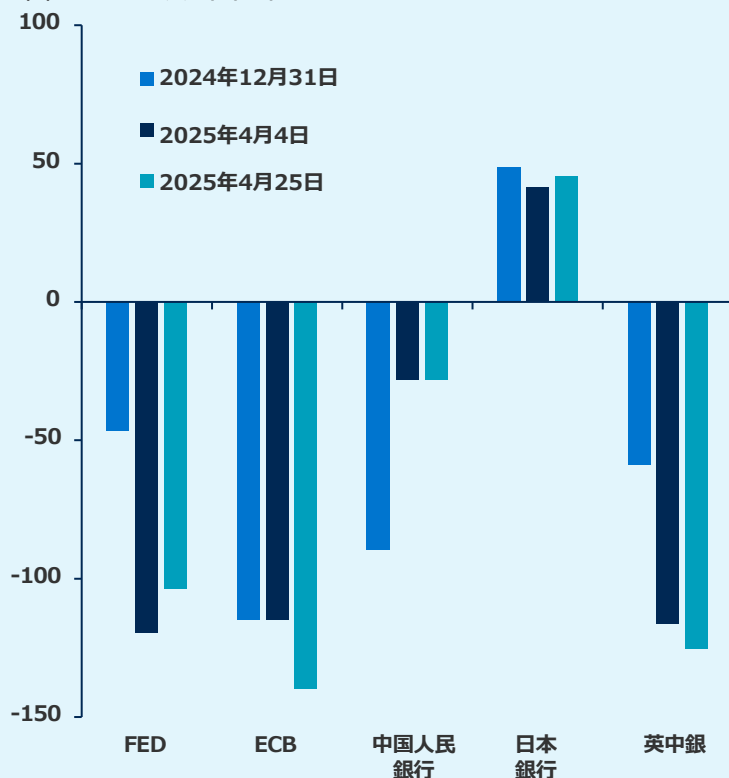
これらの報復税率は、下院版では適用される法定税率を20ポイント上回ることを上限としています。上院案は上限を15ポイントに設定。下院法案では発効日は最も早いもので2026年1月1日ですが、上院法案では2027年となっています。

尚、上記法案の第899条は、6月26日現在において、新設が見送られたと報道されています。

市場は2025年内の利上げを予測

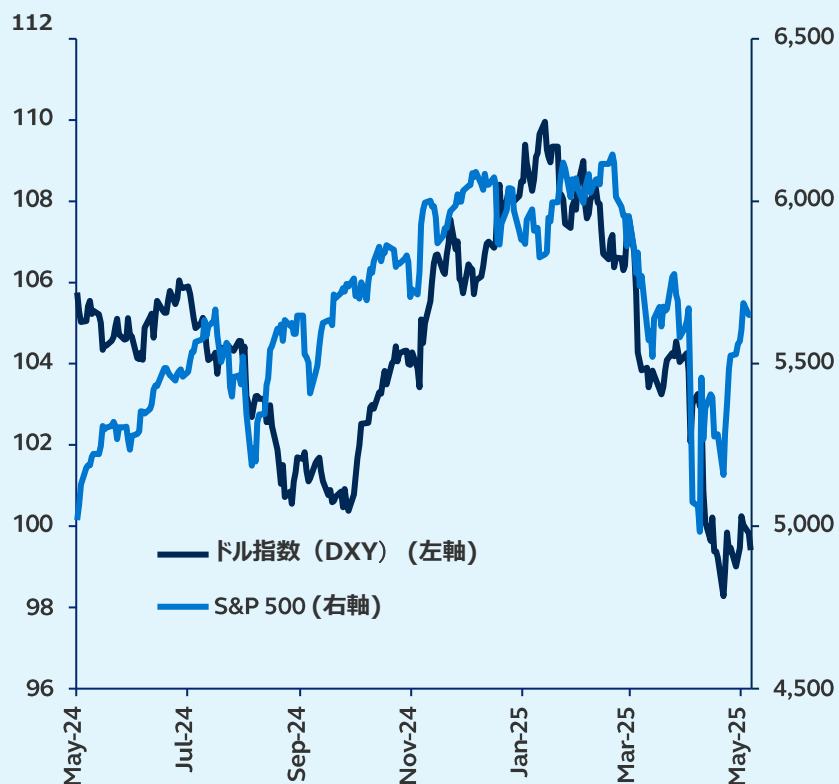
主要中央銀行が2025年に予想する政策金利の動き

単位：ベース・ポイント



ドル指数 (DXY)、S&P500、米国10年債利回り

2024年5月～現在



不動産資本市場

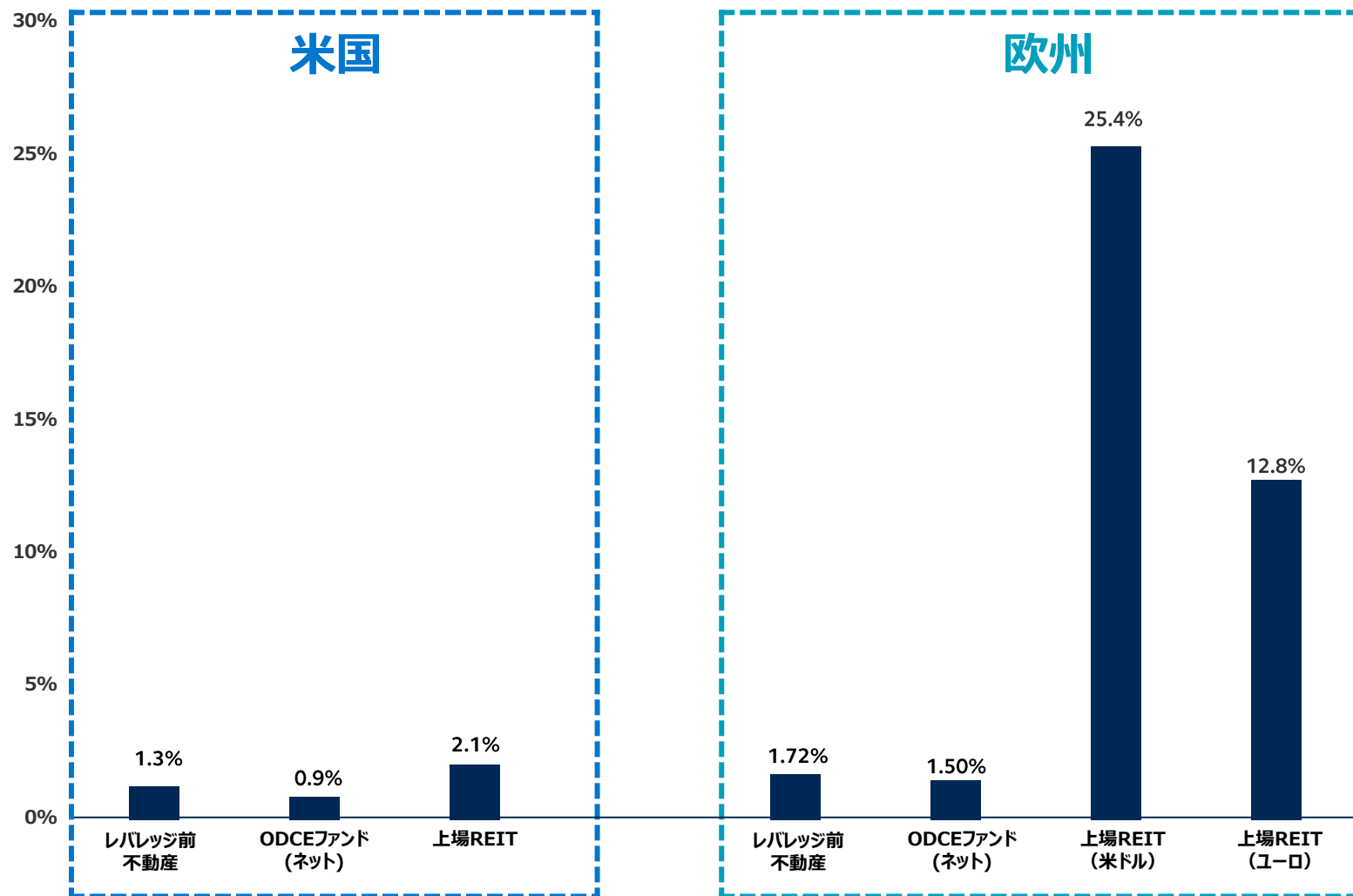
02

世界の年初来リターンのスナップショット

米国の上場REITの年初来リターンは+2.1%となり、厳しい環境下でも回復が見られました。最も好調な物件タイプと最も不調な物件タイプの間にはリターンに31.2%の開きがあり、物件タイプの選択が重要であることが明らかになりました。

一方、欧州REITは、米ドルベースで+25.4%、ユーロベースで+12.8%と極めて良好なパフォーマンスとなりました。これは、より強い経済環境が反映されている可能性があります。

2025年第1四半期の不動産物件のレバレッジ前のリターンは、米国では+1.3%だったのに対し、欧州は+1.7%でした。これは、米国では主にキャピタルリターンによって2025年のレバレッジ前のトータルリターンが5%になるとの想定と一致したものでした。欧州では、経済見通しの改善、より高いキャップレート、金利の低下などによって、6～7%程度になる可能性があります。



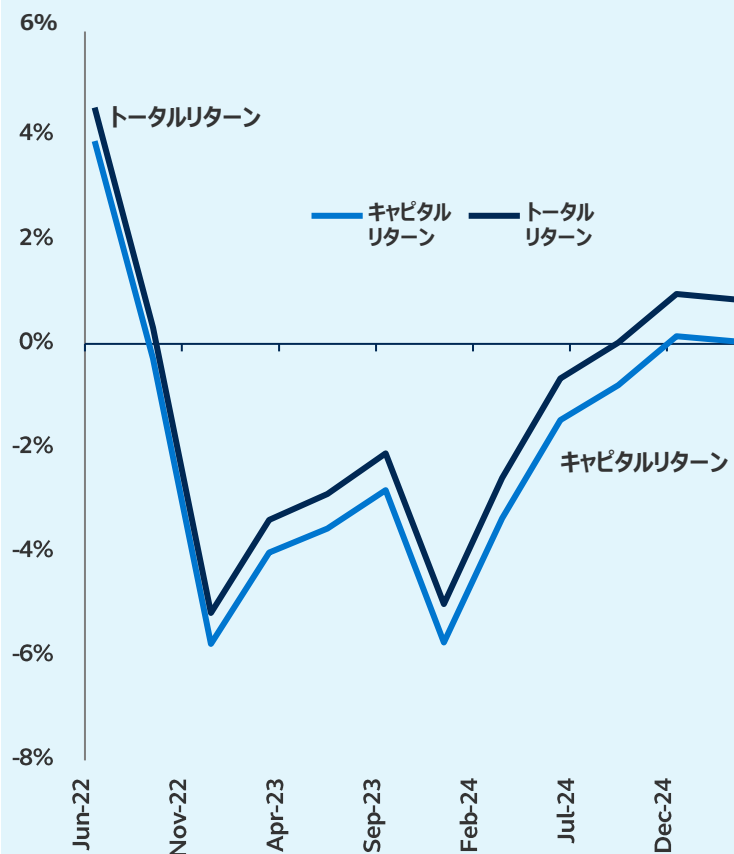
ODCEのトータルリターンは足元でプラスに転換

米国のODCEキャピタルリターンは、2022年第3四半期から2024年第3四半期まで9四半期連続でマイナスとなり、累積リターンは-24.7%となりました。

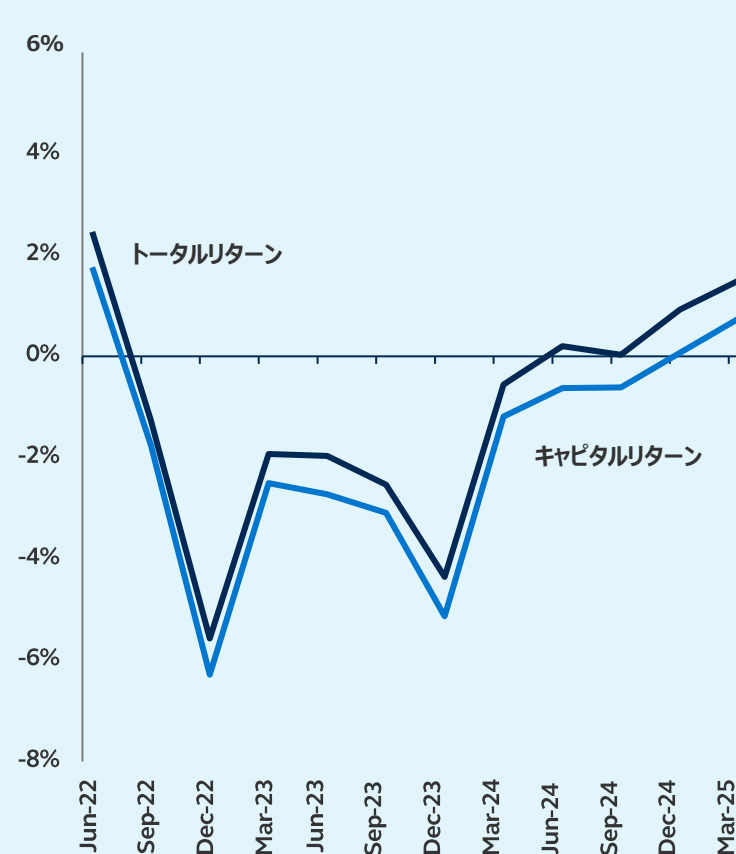
同様に、欧州のODCEキャピタルリターンは2022年第3四半期から2024年第3四半期まで9四半期連続でマイナスとなり、累積リターンは-20.7%となりました。

しかし、リターンは直近数四半期で回復しています。米国と欧州の過去2四半期（2024年第4四半期と2025年第1四半期）のキャピタルリターンは、それぞれ+0.2%、+0.82%となりました。また、2024年第3四半期～2025年第1四半期の3四半期のトータルリターンは、それぞれ+1.8%、+2.5%となりました。

米国ODCEのネット・トータルリターン



欧州ODCEのネット・トータルリターン



商業用不動産資本市場の状況は改善

取引が増加し、貸出条件は緩和の兆し

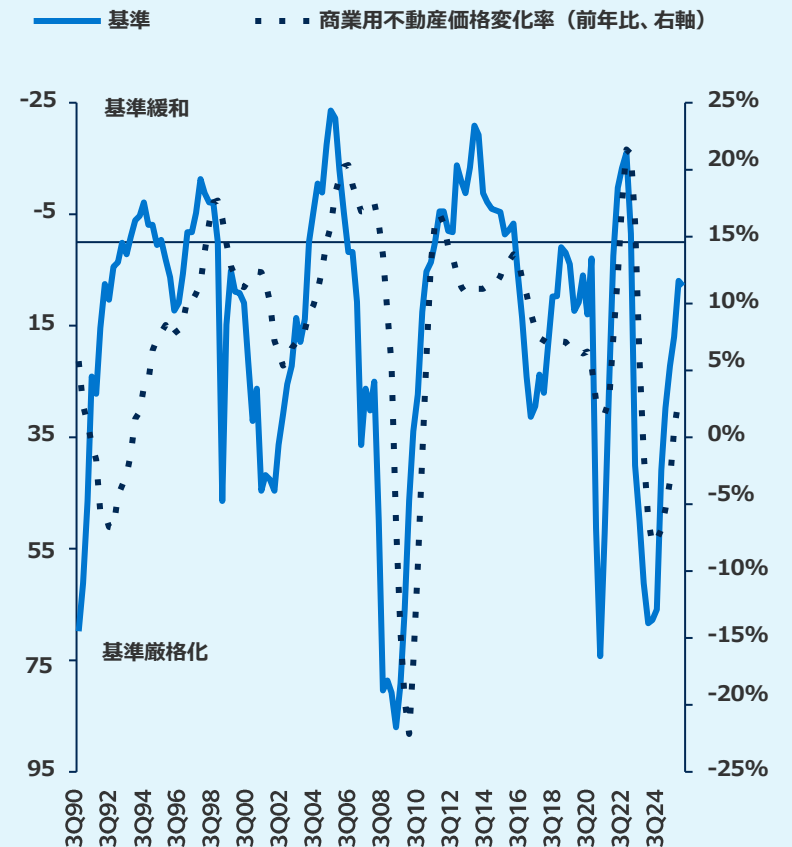
前年比の取引件数は増加しており、2024年は+13%、2025年第1四半期は+14%、2025年4月はほぼ横ばいとなりました。これは、売り手の売却希望価格と買い手の購入希望価格が拮抗し、不動産評価額を押し上げていることを示している可能性があります。

同時に、貸出条件は2024年を通じて改善しており、これが不動産価格の底入れと回復転換に寄与したと思われます。2025年第1四半期は、関税引き上げによる市場の変動性上昇の中、融資基準は2023年第3四半期以来の安定した水準となりました。大手銀行は基準を緩和し、中小銀行は厳格化しました。対照的に、銀行は法人向け融資および消費者向け融資の基準を厳格化しました。融資需要は引き続き改善しています。

四半期取引高の変化



融資担当者調査



米国へのクロスボーダー資金フローはすでに減少

2024年および2025年第1四半期の米国の商業用不動産取引高は、米国外からの投資除きでもなお増加

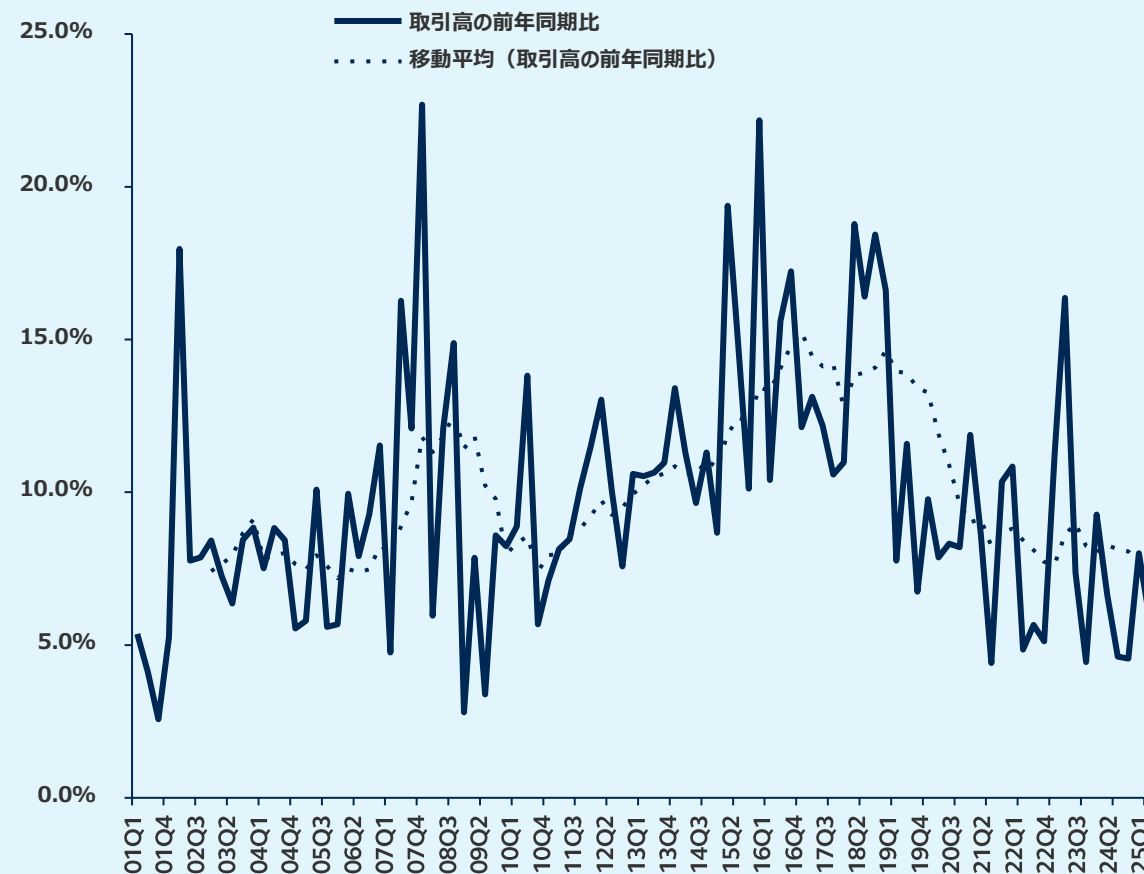
リアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）によると、過去10年間に於いて米国商業用不動産の取得総額の10.9%を米国外からの資金が占めました。ピークは2018年の17.5%で、2024年は6.1%でした。

RCAによると、2024年はカナダが米国外投資家の35%を占めて最大であり、次いで日本（10.4%）、英国（10.2%）、ノルウェー（7.4%）、シンガポール（5.6%）が続きました。アジア非上場不動産投資家協会

（ANREV）、欧州非上場不動産投資家協会（INREV）、米国不動産投資受託者協会（NCREIF）が発表した2024年グローバルファンドマネジャー調査では、北米の投資残高の21%は欧州からの資金であり、15%がアジア太平洋地域となっています。米国年金不動産投資協会（PREA）の2025年投資意向調査では、アジアの投資家の対米投資比率は17%、欧州は、直接投資、ファンド、ジョイント・ベンチャー／クラブ・ディール、セパレート・アカウント、上場不動産投資信託（上場REIT）、デットなどの合計で14%となっています。

さらに、米国外の銀行は米国商業用不動産市場にとって負債資本の重要な供給源であり、2015年から2024年までの貸出総額に占める平均シェアは約6%でした。従って、米国商業用不動産への米国外からの投融資の減少は、市場の成長にとって逆風となる可能性があります。但し、米国商業用不動産の直接取引高は、米国外からの資金を除いても2024年と2025年第1四半期に増加しています。

米国取引高の前年同期比



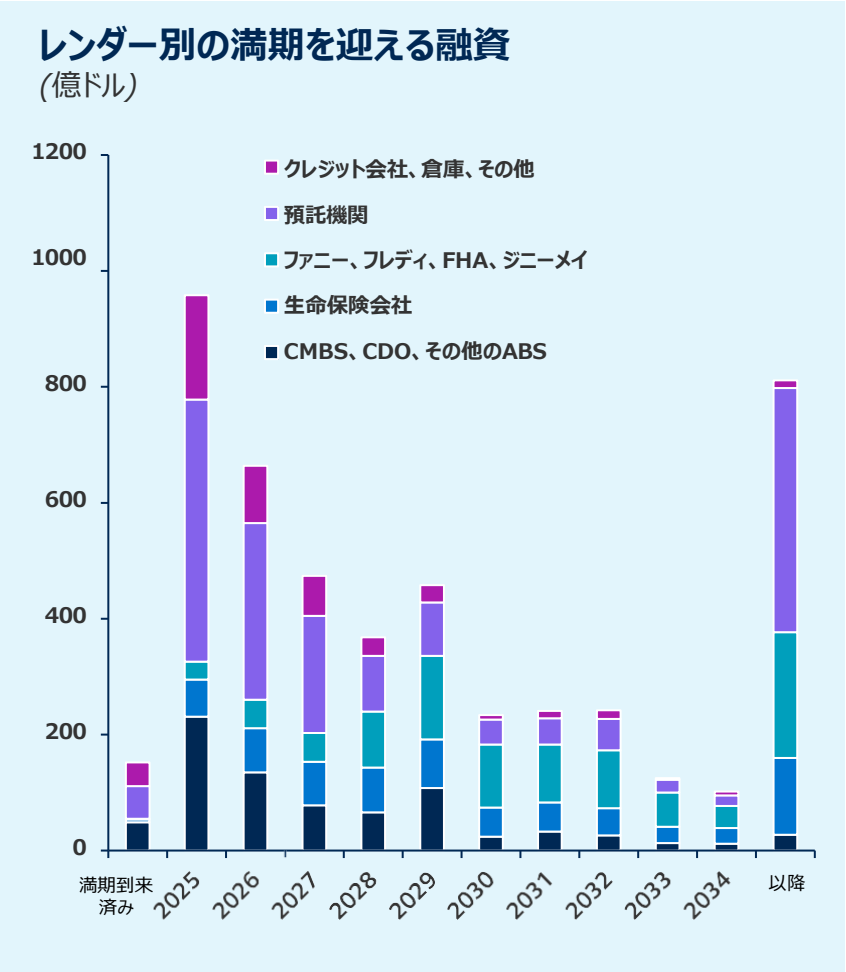
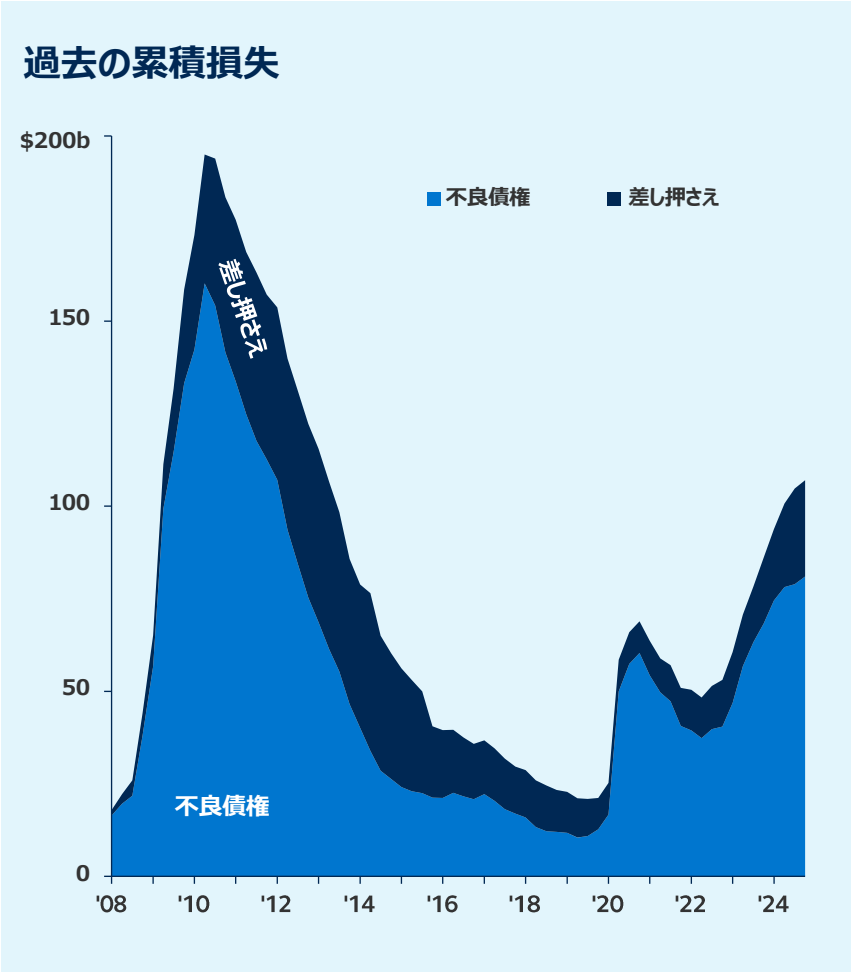
間近に迫った融資の満期は投資機会の起爆剤となる可能性

ノンバンク・レンダーに機会を提供

2025年から2027年にかけて2兆ドル以上の商用不動産向け融資が満期を迎えます。現在、融資の50%近くが銀行のバランスシートで保有されています。

同時に、米国の不良債権化した融資は1,164億ドルに達し、前年同期比で23%増加しました。2025年第1四半期の純増額は50億ドルで、内訳は破綻処理額72億ドル（減少要因）と新たに不良債権化した120億ドル（増加要因）でした。2025年第1四半期の不良債権純増額である50億ドルは、前年同期の第4四半期の45億ドルよりも増加している一方で、2024年第1四半期の78億ドル増と比べると37%減となります。

2025年第1四半期は、総売却取引額に占めるディストレス売却の比率は2.4%でしたが、1年前の2024年第1四半期は2015年第4四半期以来の高水準となる3.5%でした。



出所：（左図）RCA、Principal Real Estate、2025年第1四半期時点（右図）MBA、Principal Real Estate、2024年12月31日時点

米国の純収益（NOI）は大半の物件タイプで 堅調な伸び

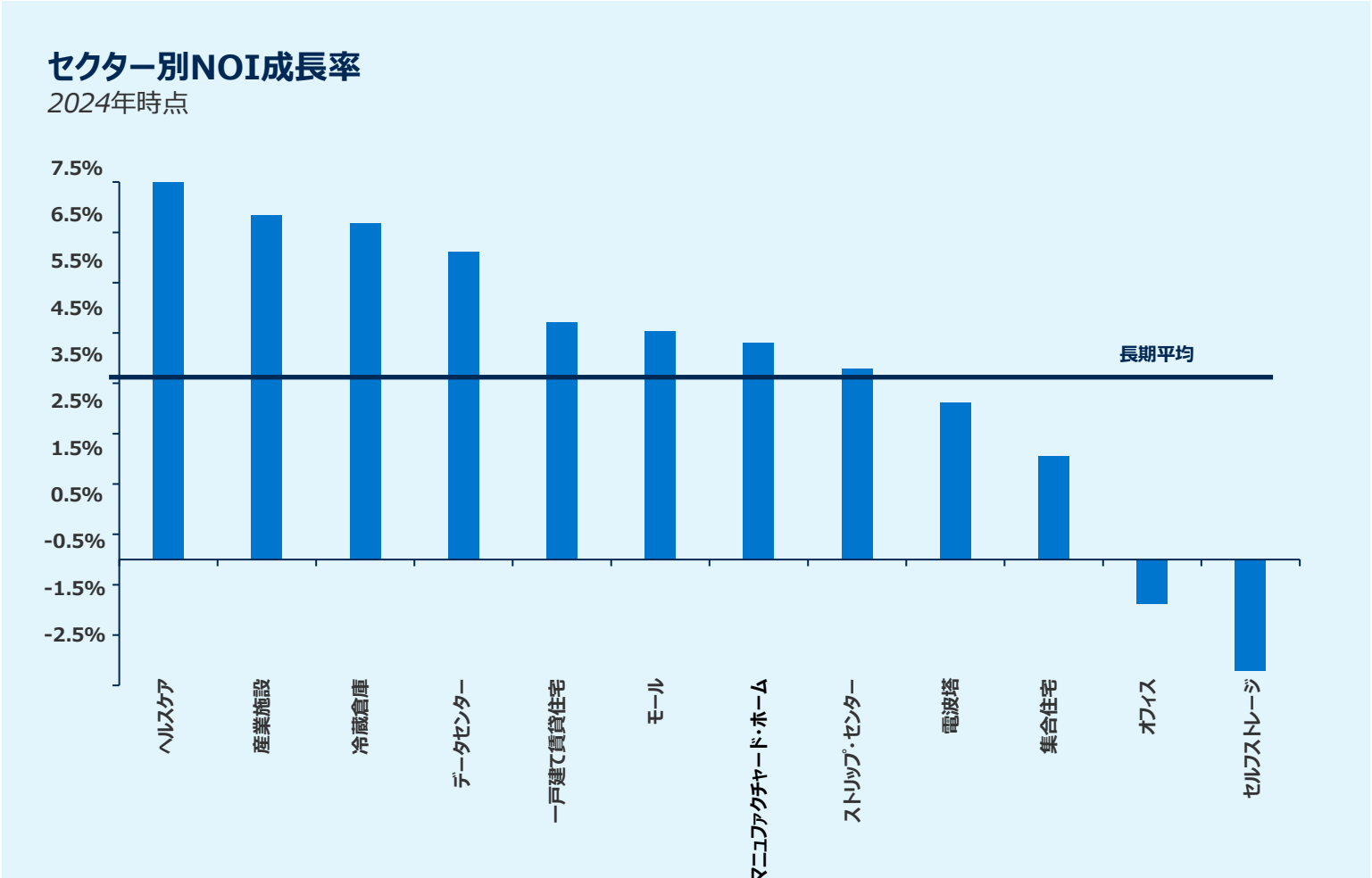
米国と欧州で成長見通しが正 常化する可能性

米国の商業用不動産市場は、過去20年間で著しく多様化が進みました。米国上場REIT市場の時価総額の70%近くがオルタナティブ・セクターに集中しており、商業用不動産プライベート・エクイティ市場においてはその約40%がオルタナティブ・セクターであると推定されます。一方、不動産プライベート・エクイティのコア・ファンドでは、オルタナティブ・セクターへの配分が依然として不十分であると思われます。

これらのセクターの多くはNOI成長率が堅調です。例えば、ヘルスケアの2024年の成長率は+7.6%で、冷蔵倉庫の+6.7%、データセンターの+6.1%、一戸建て賃貸住宅の+4.7%と比べても遜色ありません。これは商業用不動産全体の長期平均である+2.5%を大きく上回っています。

商業用不動産の多様性は、景気減速の潜在的リスクの軽減に寄与すると考えられます。とはいえ、欧州の経済情勢が米国よりも強固であることから、2026年と2027年には米国と欧州のNOI成長率が収れんする可能性があります。

出所：グリーン・ストリート、Principal Real Estate、2024年12月31日時点



4象限の見通し

03

引き続きエクイティよりもデットを選好

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

上半期

下半期

↗

→

大幅な景気後退がない限り、プライベート・エクイティの価格調整はほぼ完了したものと見ています。資本市場の不確実性が続くなか、インカムゲインを重視したコア戦略は引き続き最も魅力的な投資アプローチの一つでしょう。2025年はインカム主導で1桁台半ばのリターンが期待され、10年間の年率換算リターンは、過去平均である8～9%程度となるものと予想します。

パブリック・エクイティ
REIT

上半期

下半期

↗

→

ここ数年、REITの株式対比のバリュエーションは、歴史的に割安な水準にあります。REITは関税やその他のトランプ政策の直接的な影響を比較的受けにくく、収益は底堅くバランスシートは堅固です。金利の不確実性がリターンの制約要因となる可能性があります。オルタナティブ・セクターは魅力的です。グローバルREITは、海外投資家による米国資産からの資金逃避や米国の景気後退に対するリスクヘッジの役割を果たすでしょう。

プライベート・デット
商業モーゲージローン、
劣後デット

上半期

下半期

↑

↑

金利上昇と債務の満期到来の増加は、貸し手にとって有利な環境を生み出しています。現在のプライシングは他のリスク資産と比較し魅力的な水準で、不良債権も限定的なことからダウンスайдリスクは軽減されており、幅広い戦略に投資機会があります。貸出基準は安定していますが、様々な資金調達先からの競争が激化する兆しがあります。

パブリック・デット
商業不動産担保証券
(CMBS)

上半期

下半期

↑

↗

スプレッドの拡大にもかかわらず、パブリック・デット市場のファンダメンタルズは引き続き健全です。オフィスは引き続き注視する必要がありますが、同市場はおしなべて良好で、魅力的な価格水準にあります。社債と比較したバリュエーションは引き続き優位であり、市場の不確実性が高まったことで、より質の高い証券へのシフトが顕著となっています。

米国4象限におけるアクティブ・セレクションが リターンを最適化

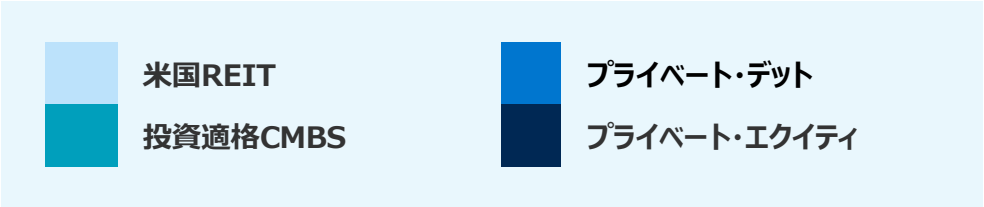
4象限のパフォーマンスは、年によってまちまちの傾向を示しています。

ダイナミック・アロケーションは、どのような環境においても投資機会を最大化し、投資家に最良の投資成果をもたらす可能性があるでしょう。

2007年以降の4象限間のリターン差※の平均 : **21.03%**
グロス・トータルリターン

※下表最下段の数値：当該年におけるパフォーマンスが最も高いサブアセットクラスと最も低いサブアセットクラスのリターン差

インデックス:
米国REIT: U.S. REIT Linked Index
投資適格CMBS: Bloomberg US CMBS Investment Grade Index
プライベート・デット: Giliberto-Levy Index
プライベート・エクイティ: ODCE variable-weight index

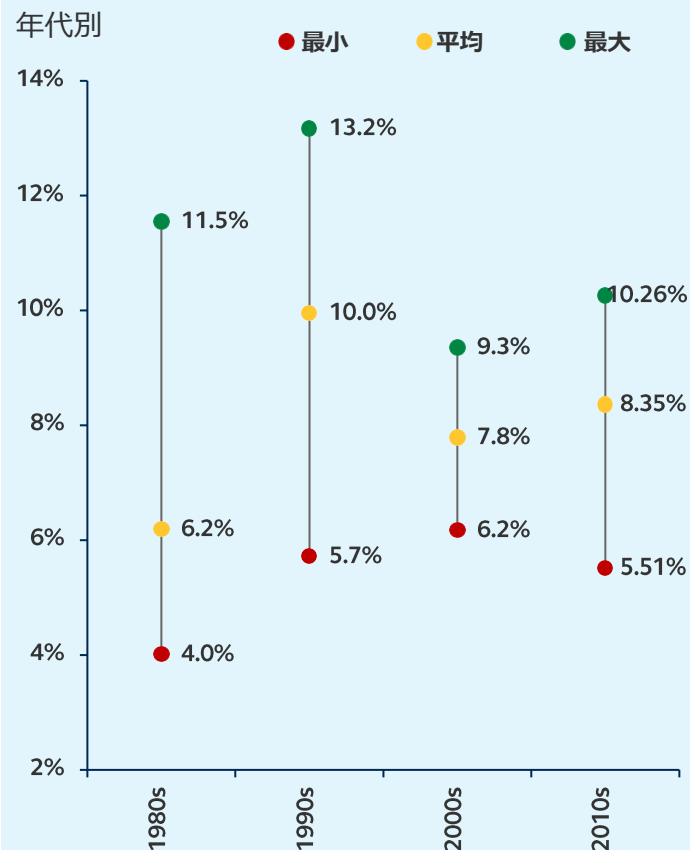


2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
16.0%	-4.1%	37.1%	20.8%	16.0%	27.7%	13.9%	15.0%	15.0%	8.8%	10.4%	8.3%	21.9%	7.6%	26.1%	7.5%	9.7%	5.0%
5.7%	-10.0%	28.1%	19.6%	6.9%	10.9%	3.7%	12.5%	2.7%	4.1%	7.6%	2.6%	8.3%	6.3%	22.2%	-9.0%	5.6%	5.0%
4.6%	-22.7%	14.7%	16.4%	6.5%	10.0%	2.9%	7.4%	0.9%	3.5%	5.7%	1.0%	8.1%	1.2%	1.9%	-10.9%	5.3%	0.9%
-7.4%	-48.2%	-29.8%	10.2%	-6.5%	4.7%	0.2%	4.2%	-0.8%	2.9%	3.5%	-5.6%	5.3%	-9.0%	-0.9%	-25.1%	-12.0%	-1.4%
23.4%	44.1%	66.9%	10.6%	22.4%	23.1%	13.8%	10.8%	15.8%	5.9%	6.8%	14.0%	16.6%	16.6%	27.0%	32.6%	21.7%	6.4%

出所：Principal Real Estate、2024年12月31日時点
インデックスは以下のとおり、米国REIT：U.S. REIT Linked Index、投資適格CMBS：Bloomberg US CMBS Investment Grade Index、プライベート・デット：Giliberto-Levy Index、プライベート・エクイティ：ODCE variable-weight index
過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示すものではありません。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ないため、インデックスに投資することはできません。

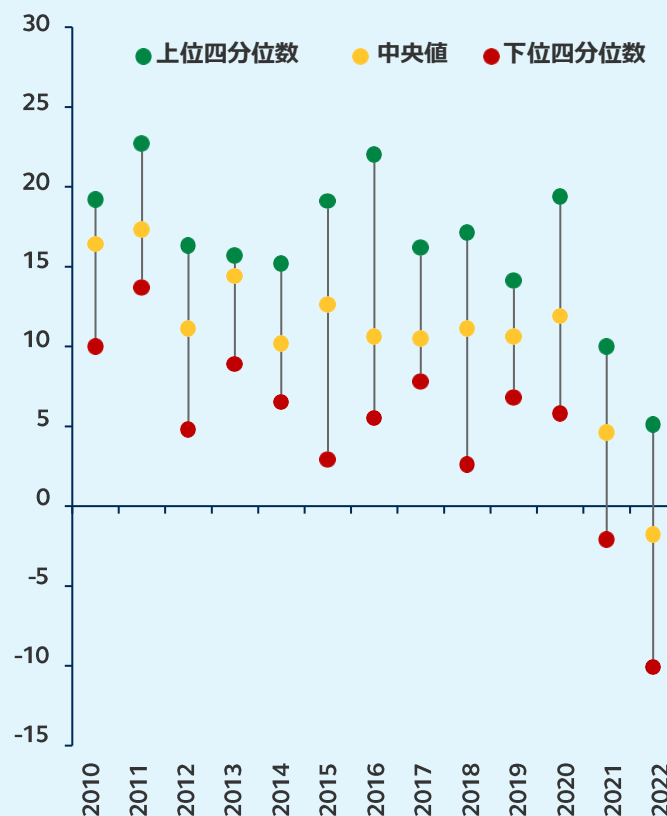
米国プライベート・エクイティの過去のリターン

レバレッジ前の10年「コア」リターンの年平均推移



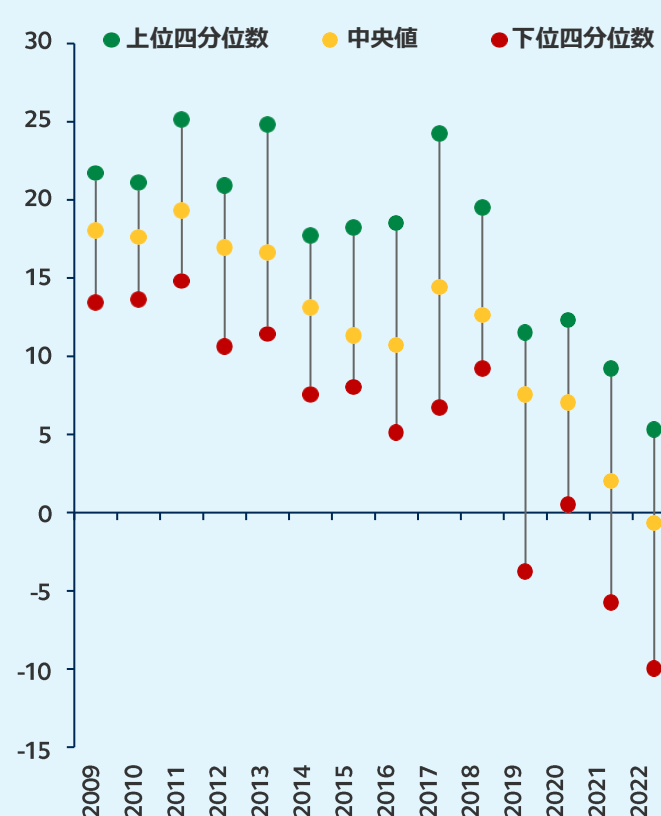
北米オポチュニスティック・ファンド

IRR (%)

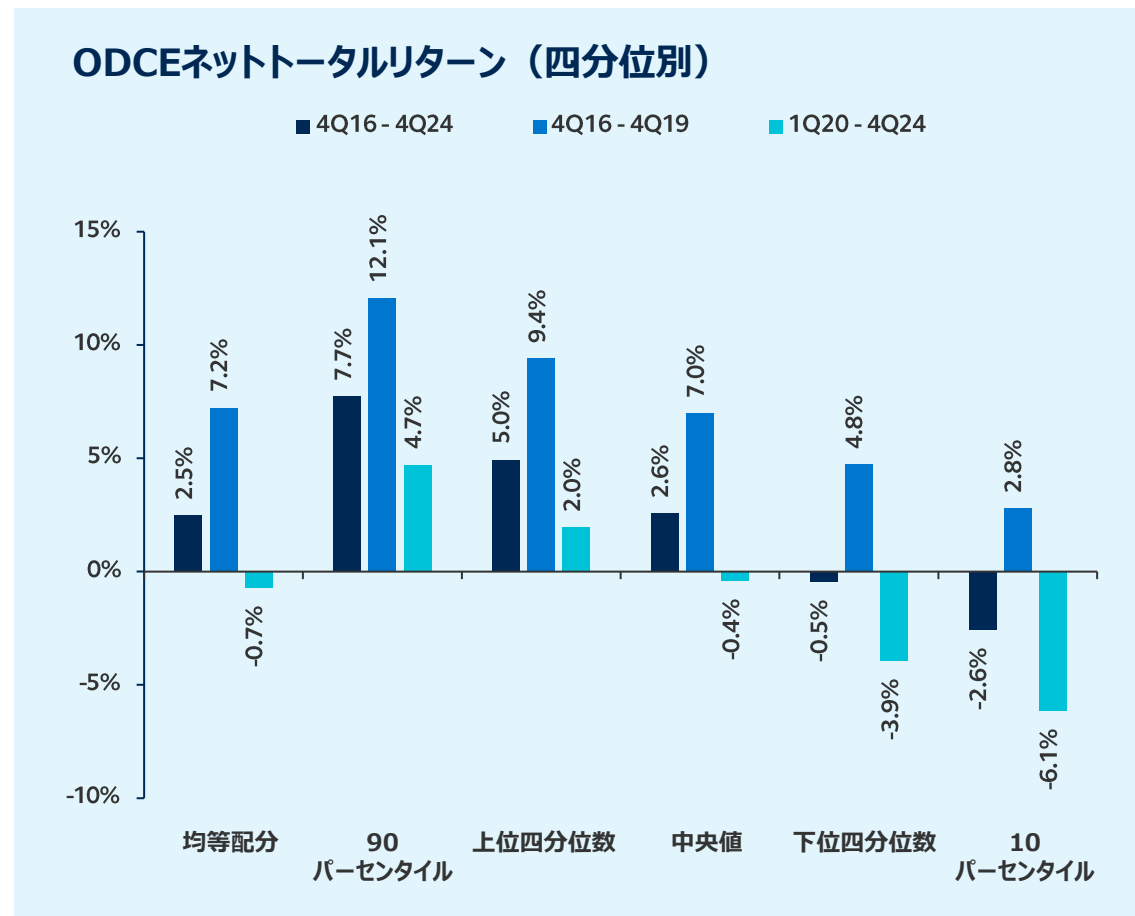
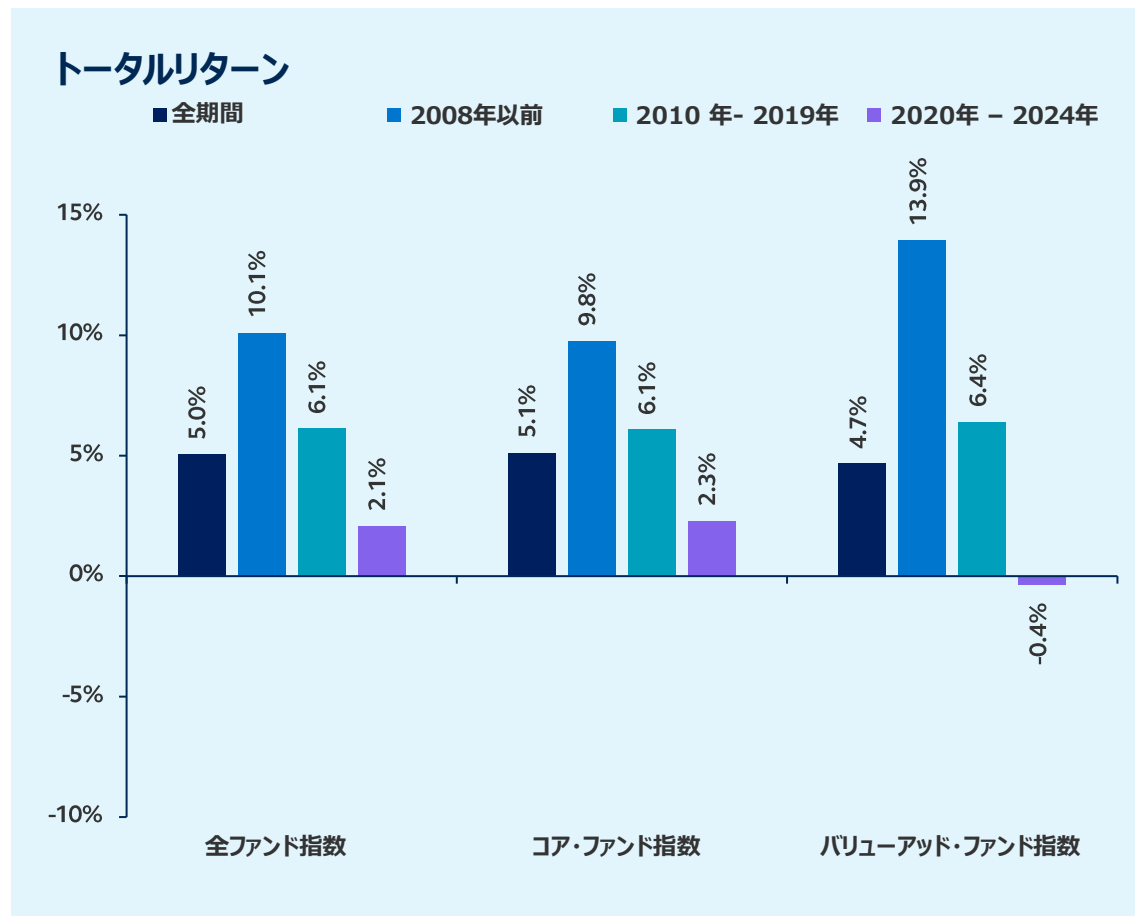


北米バリューアッド・ファンド

IRR (%)



欧州ファンドのビークルタイプ別 過去のリターン



米国商業用不動産のバリュエーションを左右する 主要ファクターに基づくシナリオ分析

シナリオ1：景気減速だがリセッションには陥らず（ベースケース）

商業用不動産のトータルリターンは、キャピタルリターンが低調ななか、主にインカムリターンに牽引され年間約5%の水準となるでしょう。このシナリオでは金利はレンジ内で推移し、NOIの伸びは堅調で、貸出基準は安定的な環境を想定しています。これは、米国の上場REIT市場が年初来で+2%のリターンを記録し、「解放の日」以降の実質金利の平均が2.08%と、1.92%から2.23%のレンジで推移しており、クレジットスプレッドが4月中旬以降縮小している環境に基づく想定です。不確実性が高いなか、この予想は楽観的に見えるかもしれませんが、過去10年間の年率換算リターンは歴史的に平均8～9%であり、商業用不動産は調整後の回復局面で最も高いリターンを創出する傾向があることは注目すべき点で、これは足元の状況と類似していることから比較的保守的な見方と言えるでしょう。

シナリオ2：ノーランディング（ブルケース）

商業用不動産の年率リターンは7%から10%を想定。投資家は景気見通しと資産価格の双方に確信を深めるでしょう。このシナリオでは、米10年債利回りは4%を上回る水準で均衡する一方、インフレ率は3%超と高水準での継続を想定、堅調な景気を背景に失業率は抑制され、NOIの成長要因である需要が維持されることでインフレと金利上昇の影響が効果的に相殺されるでしょう。この見通しはインフレヘッジとしての商業用不動産の役割を促進し、マクロ経済的な課題に直面してもファンダメンタルズ主導で不動産価格が着実に上昇した世界金融危機（GFC）以前の時代（1994～2003年）の「オールドノーマル」を想起させます。

シナリオ3：スタグフレーション（ベアケース1）

スタグフレーションは、1980年代前半の物価高騰と深刻な不況を想起させます。最悪のシナリオでは、失業率と消費者物価指数の上昇率を加算して算出される「悲惨指数」が急上昇し、経済は混乱に陥ります。この状況が現実となれば、**インフレの長期化と金利上昇、経済成長の停滞により、商業用不動産価格は10%以上下落する可能性があります。**資金調達コストの上昇、貸出基準の厳格化、NOI成長率の鈍化という三重苦が、バリュエーションに大きな下落圧力をかけるでしょう。この状況は、上場REIT市場が大幅にアンダーパフォームした2022年から2023年初めの状況に類似しており、プライベート市場下落の前兆となるでしょう。

シナリオ4：ハードランディング（ベアケース2）

このシナリオでは、消費者心理が弱まり、物価上昇により裁量的支出が減少するという、通常の景気後退の状況を想定します。企業は利益率維持のために雇用を削減し、負のループを引き起こします。商業用不動産価格の下落の度合いは、政策対応のスピードと効果に大きく左右されるでしょう。一方、このケースでは、インフレはより迅速に緩和し金利低下を促します。その結果、セクターによって結果は大きく異なるものの、**商業用不動産のバリュエーションは全体としては5%以下の下落にとどまる**でしょう。商業用不動産は、ある程度下落は既に織り込み済みであるため、他のリスク資産をアウトパフォームすると予想します。シクリカルセクターはNOIの低下と信用収縮により価格の急落が予想される一方、長期的な需要の追い風に支えられたセクターは持ちこたえる可能性が高いでしょう。商業用不動産ではK字型回復は一般的ではありませんが、このシナリオではその可能性が高いでしょう。

セクター別の 投資機会

04

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

不動産価格と賃料の伸びの加速により、同セクターのサイクルは中期から後期にある。供給不足が主要な懸念材料。



住宅

困難な1年を経て、入居率と賃料は再び改善傾向。不動産価格は底を打ち、2025/26年には強い需要が見込まれる。



ヘルスケア

高齢化社会と外来患者数の急増、新規建設の抑制がヘルスケアセクターをサポート。



小売

人流の増加と新規開発の抑制により、引き続き有利な状況。一方で、二極化の進行と消費支出の弱含みが懸念材料。



産業施設

需要は回復し、投資家の関心も高まっているが、供給とトランプ関税により、短期的には慎重なアプローチが必要。



学生寮

入学者数の鈍化傾向が逆風となっており、選別がより重要に。



ライフサイエンス

ベンチャーキャピタルは引き続き選別的であり、空室率は上昇。短期的な見通しは依然として厳しく、特に政府の支出削減が悪材料。



オフィス

2025年には回復するものと予想されたが、未だ途上。大半の物件では空室率は依然高い水準であり、リース動向は厳しい状況が続く。

欧州



データセンター

引き続き最も魅力的なセクターの一つ。需給バランスはタイトで、空室率は記録的な低水準。



住宅

欧州の複数都市における住宅のアフォーダビリティ問題と供給不足がサポート材料。景気循環に左右されにくい性質と安定性も魅力。



産業施設

ファンダメンタルズは均衡状態。2026年以降の拡張的な財政政策により、短期的な貿易の不確実性は十分相殺される見込み。



ホテル

消費者は引き続き旅行や体験を重視しているが、マクロ経済の不確実性により短期的な業績については留意が必要。



小売

グレードの劣る物件は依然としてリスクが高い状況だが、プライム物件はより安定しており、特に南欧の主要都市ではその傾向が顕著。



学生寮

英国では、中位から下位の大学への出願が鈍化していることから、一定の注意が必要。



ヘルスケア

長期にわたる運営上の混乱を経て、安定化と再編の兆しが見える。



オフィス

総じて課題が残るものの、一部の特定のサブ市場や物件タイプでは、明るい見通しも見られる。

米国のデータセンター

市場環境の変化のなかでも、 需要は引き続き堅調

データセンターは、巨額の開発コストと長期の建設期間といった面から、他のセクターとは一線を画します。

データ作成とその消費の増加は、デジタル・ストレージの容量増加を上回るスピードで加速しており、長期的な見通しは強いでしょう。

DeepSeekのようなAI（人工知能）の進歩は、データの増加が現在のペースを維持するかどうかについて不確実性をもたらします。

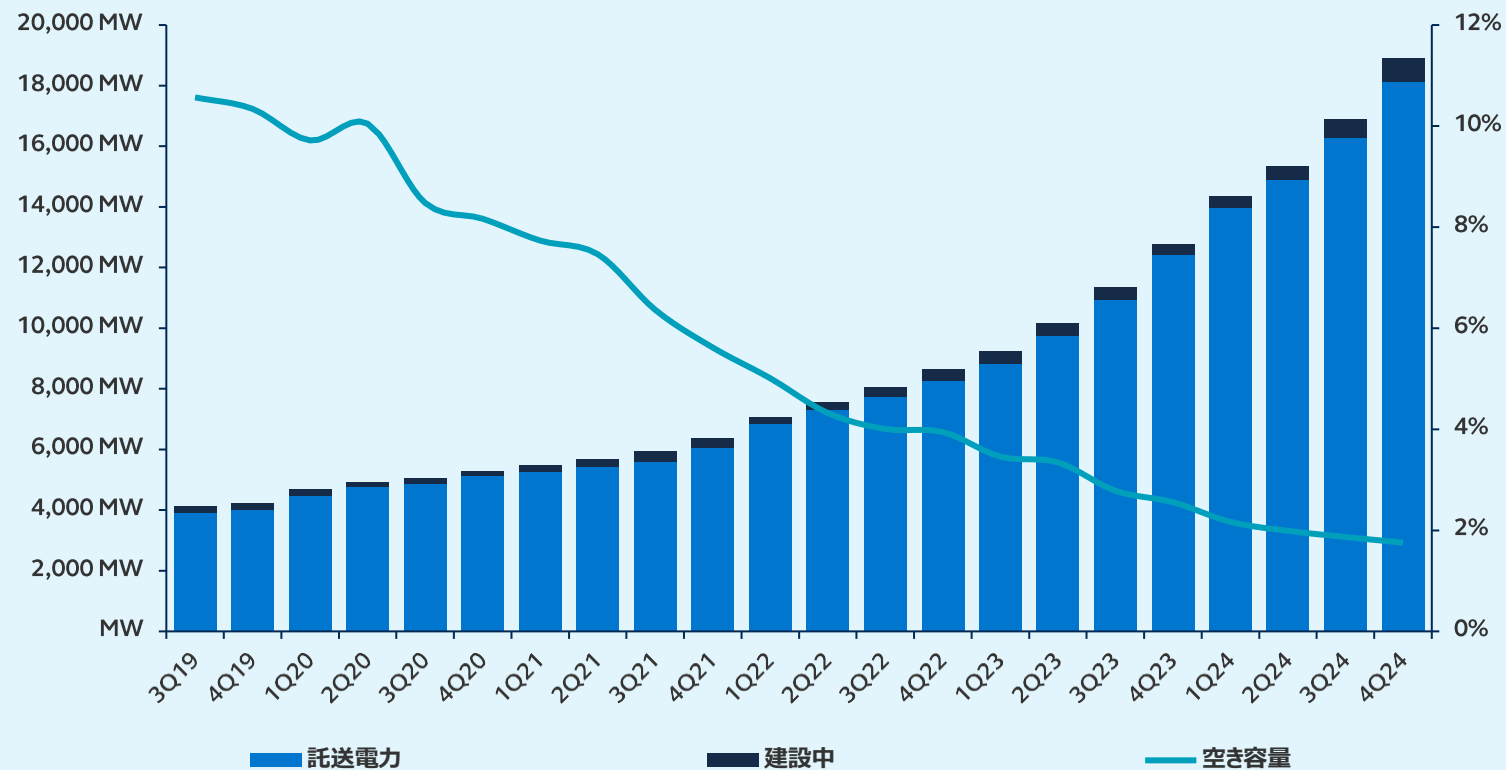
ハイパースケーラーは市場の安定を支えてきましたが、マイクロソフトのような大手企業によるデータセンターへの慎重姿勢は、センチメントが変化する可能性を示唆しています。

最も戦略的かつハイクオリティな資産への投資であるとされてきたデータセンターへの多額の資本流入の正当性が、改めて精査されるでしょう。

これまでアウトパフォームしてきたデータセンターですが、グローバルなデータ需要の伸びの持続性が、今後も市場の注目点となるでしょう。

データセンターのファンダメンタルズ

メガワット（MW）



欧州のデータセンター

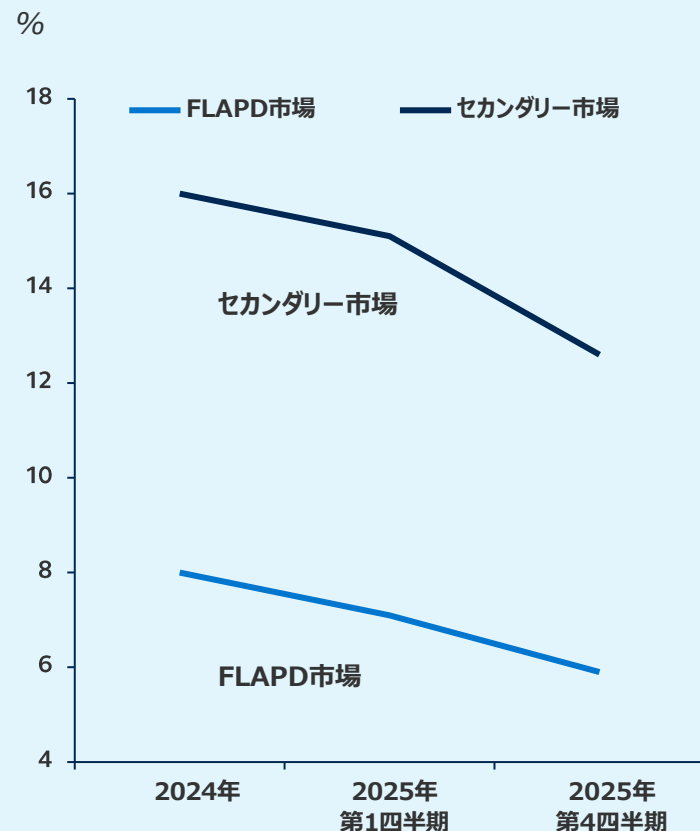
欧州全域で需給バランスが逼迫

欧州全域で需給バランスの逼迫が続いており、プライマリ・マーケット（FLAPD市場*）とマドリード、ベルリン、ミラノなどのセカンダリー・ハブの両方で空室率は低下基調にあります。

ハイパースケール・クラウド・インフラの拡大が引き続き主な需要の牽引役である一方、スペインのアラゴン地方や北欧諸国といった土地が豊富で再生可能エネルギーへのアクセスが可能な市場においては、AIサービス・プロバイダーが新たな成長牽引役として台頭しています。

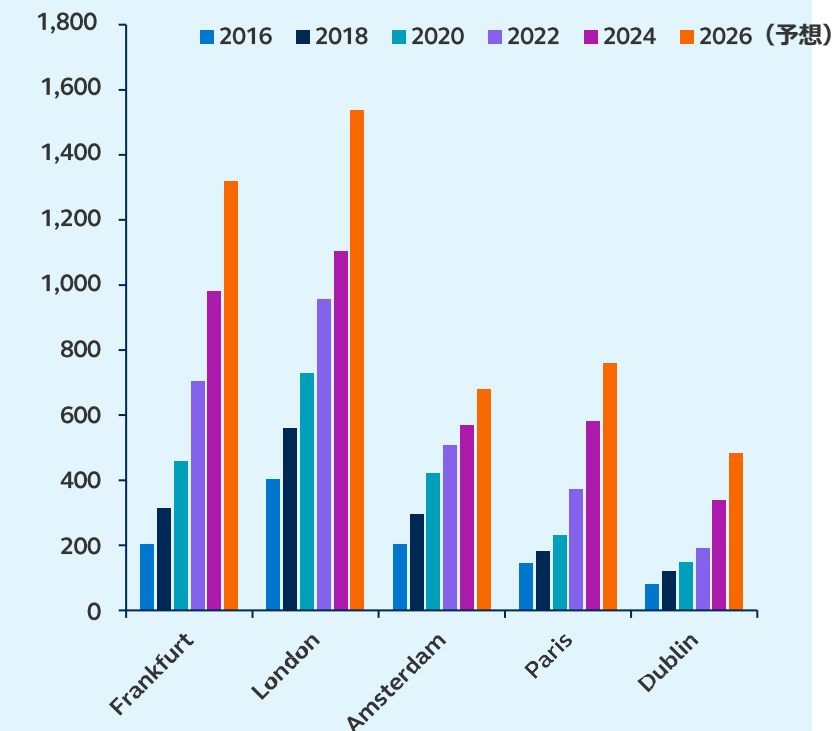
クラウド型データセンターに対しては、AIモデルのトレーニング専用に開発された施設よりも好意的に見ています。後者は急速なテクノロジーシフトの影響を受けやすく、将来的なキャパシティ予測を損なう可能性があるでしょう。

空室率



FLAPDの総供給予測

メガワット (MW)



* FLAPD市場：フランクフルト、ロンドン、アムステルダム、パリ、ダブリン
出所：CBRE、Principal Real Estate、2025年第1四半期時点

🏠 米国一戸建て賃貸住宅

新たな課題はあるものの、長期的な強い需要がリターンを牽引

一戸建て賃貸住宅市場は、住宅販売市場におけるアフォーダビリティ（取得可能性、値ごろ感）の問題を背景に優位な状況にあります。一戸建て住宅は在庫の増加により価格の上昇は緩やかになっていますが、住宅ローン金利は依然として歴史的な高水準にあります。

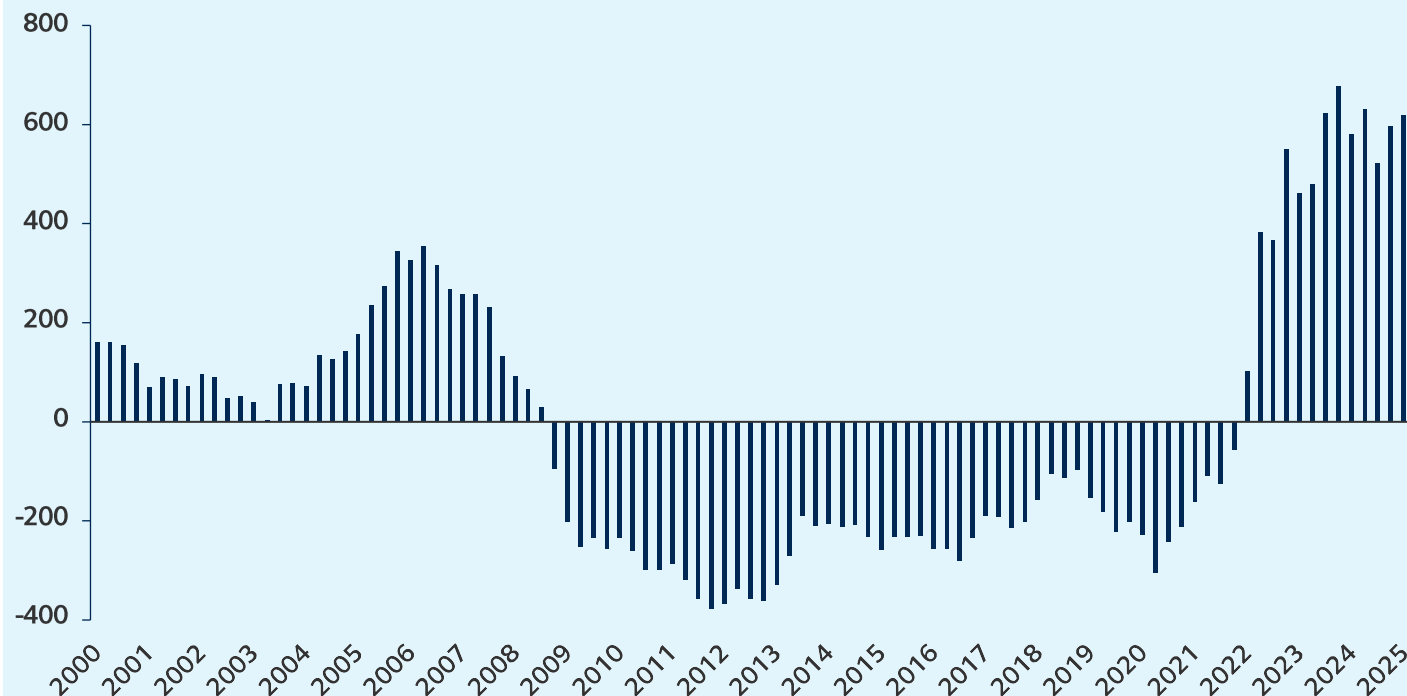
賃料とNOIの伸びは引き続きプラス圏ですが、ここ数カ月は課題に直面しています。

サンベルト地域の一部都市では、BRT（Build To Rent、賃貸専用開発された集合住宅）の過剰開発により、新規リースにおける賃料引き上げが困難となっています。

在庫の増加による悪影響が懸念されるものの、同セクターは住宅サブセクターの中でも安定した賃料成長率を示しています。初めて住宅を購入するファーストバイヤーにとって住宅のアフォーダビリティが引き続き大きな課題であることから、このセクターには持続的な需要がもたらされるものと考えられます。

全米の一戸建て住宅の購入費用と賃貸費用の差(1)

平均賃料を上回る購入費用 単位：米ドル



(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：NAR、Federal Reserve、John Burns Consulting、Moody's Analytics、Principal Real Estate、2025年第1四半期時点

米国住宅

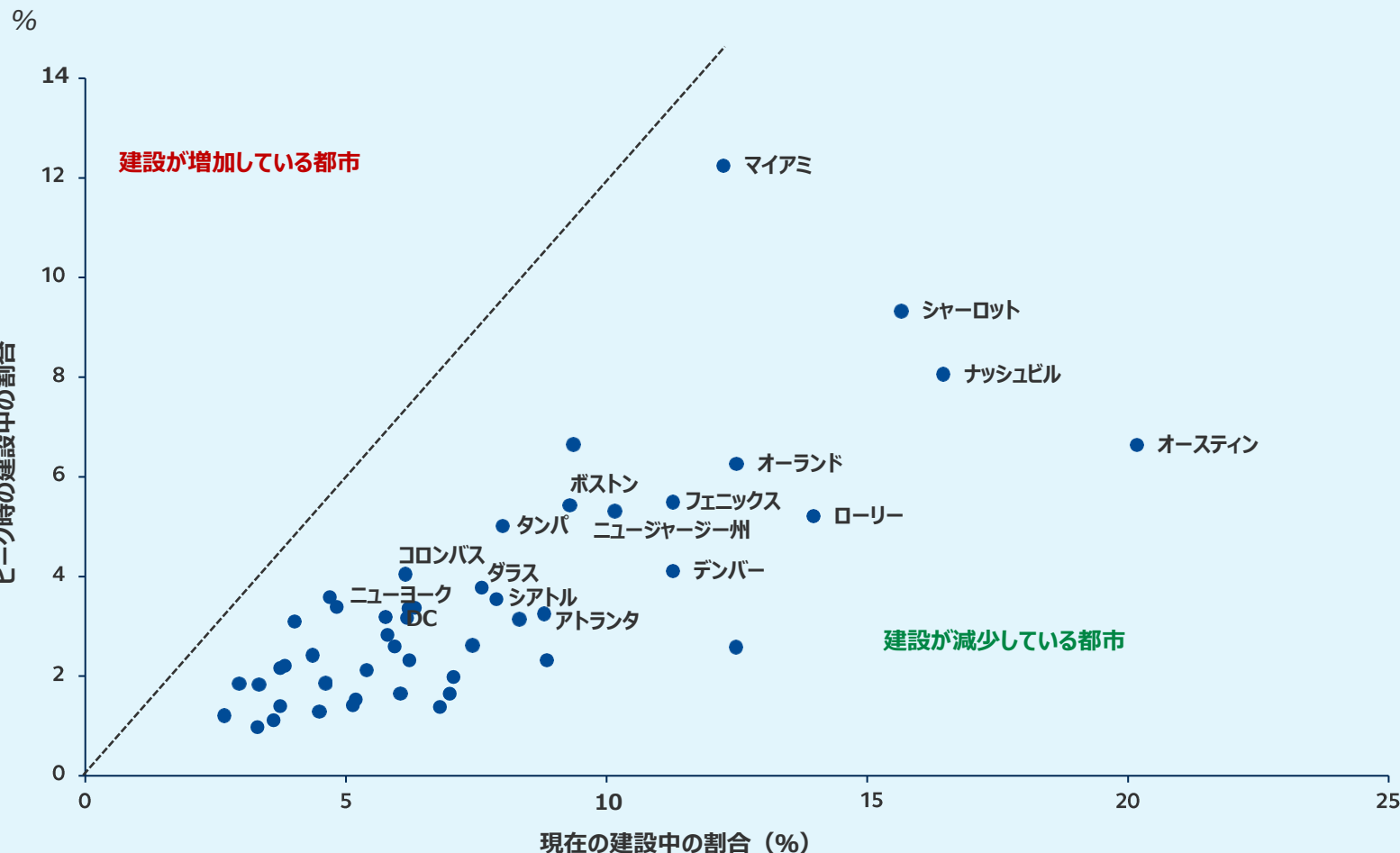
住宅のミスマッチが投資機会を創出

住宅セクターを取り巻く環境は強弱はあるものの、引き続き投資機会に満ちています。昨年、米国の集合住宅セクターが直面した課題は、主に一部で見られた過剰開発に起因しているものと考えます。資本コストの上昇と需要の加速により、新規供給が最も激しかったサンベルト地域でも回復に拍車がかかっています。

一戸建て賃貸住宅セクターと同様、集合住宅市場においてもファーストバイヤーにとって住宅購入は困難な状況が続いているため、伝統的な集合住宅にも強い需要が見込まれます。

住宅セクターでは依然として社会階層や世代間でのミスマッチが起きているため、集合住宅、一戸建て賃貸住宅、マニファクチャード・ホーム、学生寮、高齢者住宅など、幅広い住宅サブセクターに発展の余地と投資機会あると考えます。

都市別建設中の割合



開 欧州住宅

供給不足、安定性、リバランス

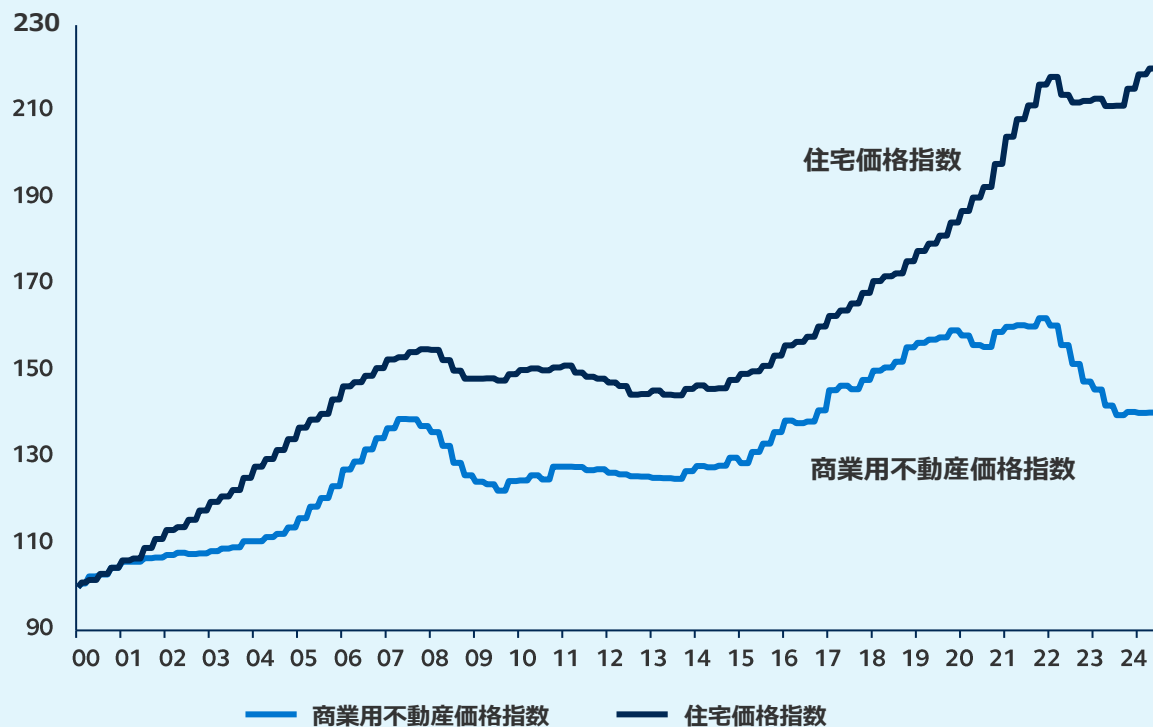
欧州の住宅用不動産は、平均的な商業用不動産市場の動向と比較して、過去数年間、高い回復力を示してきました。この背景には、欧州市場における構造的な住宅供給不足があります。

移住、家族構成の変化、都市化に支えられ、今後も需要は堅調に推移すると予想されます。また、アフォードビリティ（取得可能性、値ごろ感）の面から多くの層が住宅購入を見合わせているため、賃貸期間の延長が一般的になりつつあります。

一方、機関投資家の住宅セクターへの関心と普及は、低水準から引き続き上昇すると予想されます。このトレンドには2つの重要な要因があります：第一に、投資家が伝統的な商業用不動産に偏りがちなポートフォリオのリバランスを検討していること、第二に、現在の不安定なグローバルマクロ経済環境において、住宅セクターのディフェンシブかつカウンターシクリカルな特性が見直されていることが挙げられます。

欧州住宅・商業用不動産価格指数

ユーロ圏19カ国、2000年1月 = 100



高齢化と限定的な供給

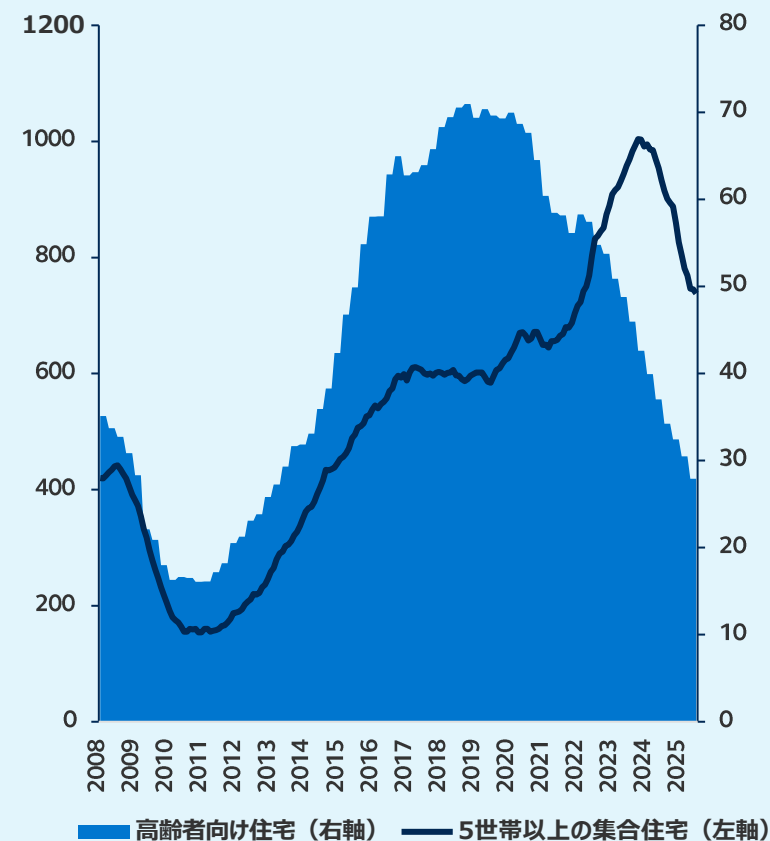
米国のヘルスケアセクター、特に高齢者向け住宅は、パンデミック後の調整期を経て「黄金期」を迎えています。2021年以降、同セクターは高齢化と限定的な新規建設を背景に入居率が着実に改善、賃貸料の伸びは2桁台と堅調であり、パフォーマンスは一貫して他のNCREIF不動産インデックス（NPI）構成銘柄を上回ってきました。

同セクターは、堅調なファンダメンタルズに支えられ、引き続き良好な状況です。高齢者の所得増と高齢者向け住宅への入居時にそれまで生活していた自宅を購入時よりも大幅に高い価格で売却出来ることで、賃料の支払い余力は高まっています。そのため、今後10年間はあらゆる介護分野における需要が継続するでしょう。

レンダーは、高齢者向け住宅の引き受けに対しより積極的になっています。現在の取引件数は、同セクターが引き続き投資家から高い人気を得ていることを示唆しています。

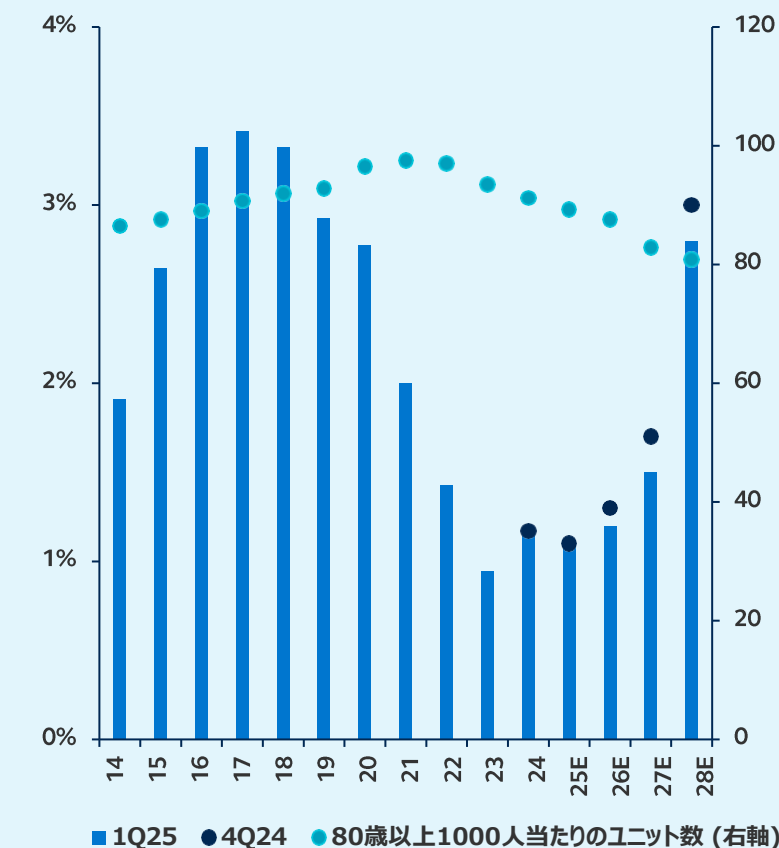
建設中ユニット数

千戸



高齢者向け住宅の供給の伸び率

%





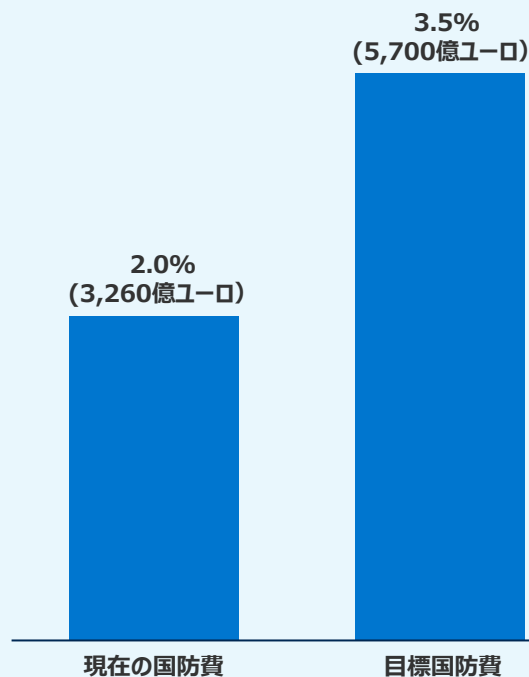
欧州物流施設

持続的な構造的追い風と財政的恩恵が 物流施設への需要を後押し

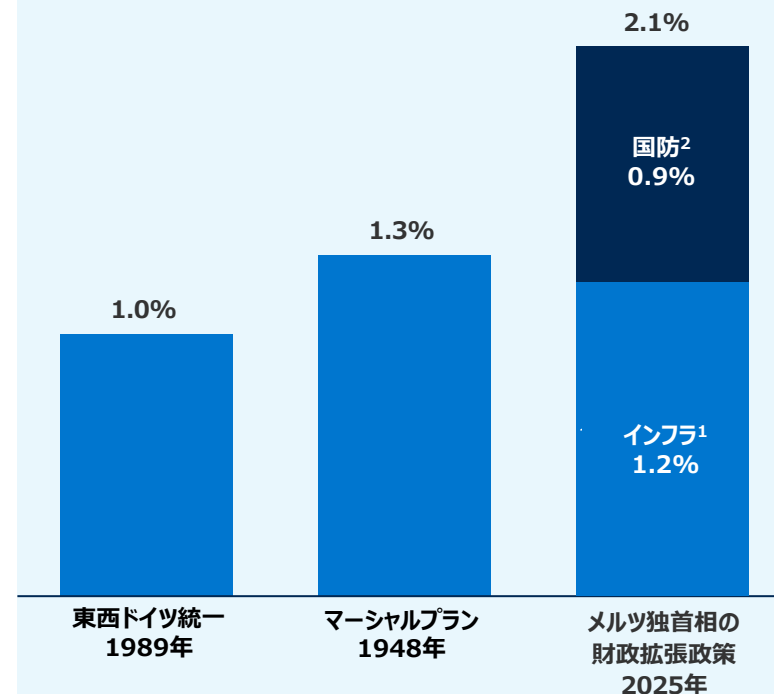
軍事・貿易パートナーとしての米国への信頼度の低下を受け、欧州の財政政策は歴史的な転換を遂げ、2026年以降も欧州経済、製造業、物流施設への需要を喚起するものと予想します。物流施設をサポートする構造的トレンドとしては、以下が挙げられます：

- ・ **欧州におけるEコマースの普及率は相対的に低いことから、広範な投資機会が存在**
- ・ **倉庫や配送センターのAI化と自動化により、近代的かつサステナブル、柔軟性を備えた業務効率の高い物件に対する需要が高まるものと予想**
- ・ **持続可能性の基準は、新規開発の高度化と従来型物件を基準に適合させるための高額な設備投資へとつながり、将来の供給の重荷になると予想**

EUの国防費計画
対GDP比



ドイツの過去の主要財政計画の比較
対GDP比



¹ 10年間で5000億ユーロ。² 事実上、上限なし。10年間で4,000億ユーロ（NATOの3%目標を達成した場合）の年間国防支出はGDPの約0.9%。

出所：欧州委員会、Principal Real Estate、2025年4月時点

まとめ: ファンダメンタル 重視

05

ファンダメンタル重視

01 2025年、足取りは緩やかだが投資機会は見出される

2025年は転換とオポチュニティの年になると予想します。現在の政策と地政学的環境は困難な状況ではあるものの、不動産の回復を腰折れさせるものではないと考えます。不動産価格は、資本コストの高止まりとインフレ再燃への懸念のなかでも、緩やかながらも回復を続けています。2025年半ばを迎えた今、不動産市場は1年前よりも明らかに優位な状況にあります。デット市場は機能しており、資金流入は増加傾向、ビッド・アスクのスプレッドは縮小し、投資家は慎重ながらも引き続き積極的な姿勢を見せています。

02 構造的追い風を受けるセクターに注目

データセンター、住宅、ヘルスケアは、2025年においても引き続き最も確信度の高いセクターです。これらのセクターは、世界経済と不動産需要の基盤である人口動態とテクノロジーに牽引されています。

03 不確実性、一方で新たなサイクルの始まり

アセットクラスとしての不動産市場の特性、それは歴史的に、不動産が長い景気拡大サイクルのなかで優れたリスク調整後リターンを生み出してきたという点です。目先の不確実性をヘッジするためには、クオリティとセクター選択に注力することが肝要と言えるでしょう。

出所：Principal Real Estate、2025年7月

プリンシパル・リアル・エーステートについて

商業用不動産の4象限すべての投資機会を網羅する 運用プラットフォーム

プリンシパル・リアル・エーステートは、プリンシパル・アセット・マネジメントの不動産投資専門チームです。

不動産を360°見渡すことができる、パブリックとプライベート、エクイティ投資とデット投資のすべてを網羅した運用能力を備えています。専門的な市場知識、世界中の経験豊富な専門チーム、4つの不動産象限すべてにまたがる広範な人脈を駆使して投資機会を最大限に生かし、相対的に最高の価値を見出すことを目指します。

- 世界の不動産運用会社トップ10 ⁽¹⁾
- 運用不動産資産1,013億ドル ⁽²⁾
- 60年以上にわたる不動産投資の経験 ⁽³⁾
- 過去10年間に1,240億ドル以上の不動産債券および株式取引を実施 ⁽⁴⁾
- 持続可能な投資のリーダーとして世界的に認知 ⁽⁵⁾

PrincipalAM.com/RealEstate



PRINCIPAL
REAL ESTATE

Global Research & Strategy and Data Analytics

Global Research & Strategy

RICHARD HILL

Senior Managing Director
hill.rich@principal.com

MADHAN RENGARAJAN, CFA

Senior Director
rengarajan.madhan@principal.com

ARTHUR JONES

Senior Director
jones.arthur@principal.com

DANIEL TOMASELLI

Manager
tomaselli.daniel@principal.com

JONATHAN FRANK

Manager
frank.jonathan@principal.com

JD STEHWIEN

Senior Analyst
stehwien.jd@principal.com

THOMAS MCGING

Research Analyst
mcging.thomas@principal.com

Data Analytics

ARMEL TRAORE DIT NIGNAN

Head of Real Estate Data Strategy & Analytics
traoreeditnignan.armel@principal.com

WESLEY BRUELAND

Quantitative Developer
brueland.wesley@principal.com

BELAY KASSIE, Ph.D.

Sr. Quantitative Research Analyst
kassie.belay@principal.com

THOMAS REISING

Associate Quantitative Developer
reising.thomas@principal.com

JESSE WAITMAN

Quantitative Developer
waitman.jesse@principal.com

ERIC YUAN, CFA

Sr. Quantitative Research Analyst
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

⁽¹⁾ 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.

⁽²⁾ As of 31 March 2025. Includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates. Due to rounding, figures shown may not add to the total.

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

⁽⁴⁾ As of 31 December 2024. Excludes public REIT transaction volume.

⁽⁵⁾ As recognized by 2024 Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessments representing data from 1 January 2023 to 31 December 2023. 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.

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** 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. This document may only be distributed, circulated or issued to persons who are Professional Investors under the Securities and Futures Ordinance and any rules made under that Ordinance or as otherwise permitted by that Ordinance.
- **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 Funds are distributed by Principal Funds Distributor, Inc.

© 2025 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 ManagementSM 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.

MM13826-02 | 06/2025 | 4608986-062026

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、特定のニーズ、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、特定のニーズ、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
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:4638787(4635633)
(EXP : 2025/12/31)