

グローバル不動産市場見通し 2025年版

不確実性の中で底堅いリターンを
生み出すには

2025年7月

当レポートは、PGIMリアルエステートが2025年5月に作成したレポート「2025 Global Outlook」をPGIMジャパンが邦訳したものです。当レポート内で示されている見解、投資判断、データは特に記載がない限り、原文レポートが作成された2025年5月時点のものです。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

グローバル不動産市場見通し 重要なポイント

1 市場は引き続き魅力的な投資のエントリー・ポイントにある

不透明な状況の中、グローバル不動産市場は、物件の供給不足を背景とした底堅さとインカム成長の可能性を提供しており、現在も魅力的なエントリー・ポイントにある。

2 投資家はこの状況を活用すべきである

不動産のリターンは、賃料上昇を背景としたインカム成長が牽引役となりつつある。また、運営・管理のノウハウが必要とされる不動産セクター（オペレーショナル・セクター）が台頭している。そして、不動産ローンの貸し手の構成も変化してきている。

3 市場見通しは地域によって異なる

市場力学、経済見通し、空室率、需要といった状況の違いにより、地域間および地域内の市場毎に今後の見通しは大きく異なっている。

短期的には、不確実性の高まりが不動産市場の見通しにおける重石となっているが、これが市場の回復と成長の妨げになっているというわけではない。

The background features a dark blue gradient with a vibrant, abstract light effect on the left side. This effect consists of numerous thin, radiating lines in shades of blue, orange, and purple, creating a sense of depth and movement. Interspersed among these lines are various sized, out-of-focus circular light spots (bokeh) in bright blue, orange, and purple. A large, solid blue circle is positioned in the center-right of the frame, serving as a backdrop for the text.

パートⅠ

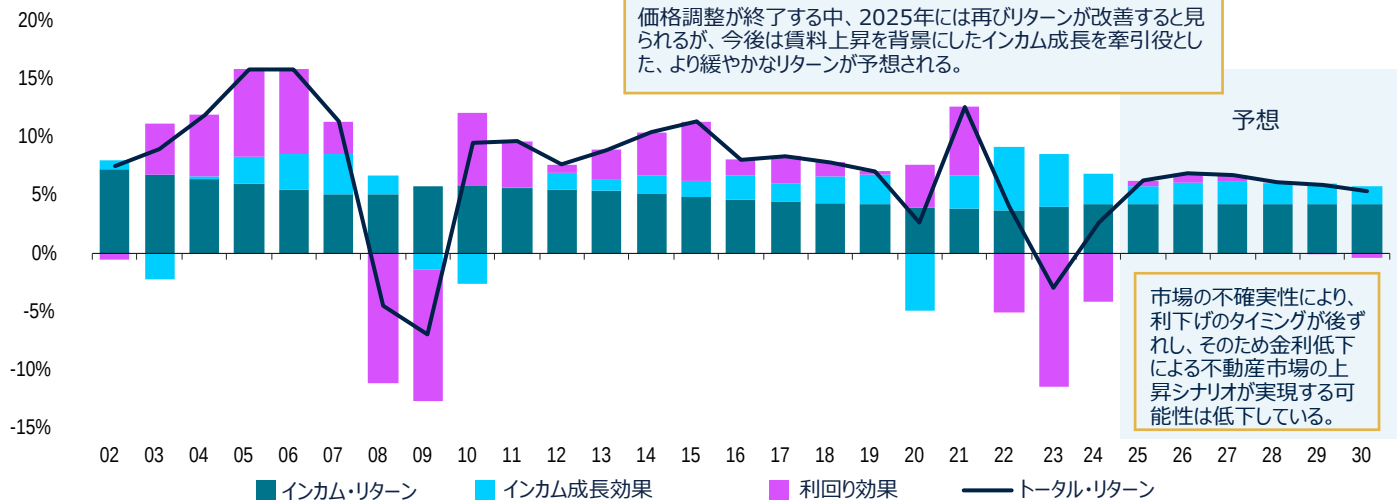
グローバル不動産 市場見通し

不透明な状況の中での底堅さ

グローバル不動産市場では、すでに多くの悪材料が織り込まれ、大幅な価格調整が進んでいる。不確実性の高まりは、始まりつつある次のサイクルにおける市場の上昇余地を一時的に狭めているものの、それが必ずしも回復や成長の妨げになっているわけではない。

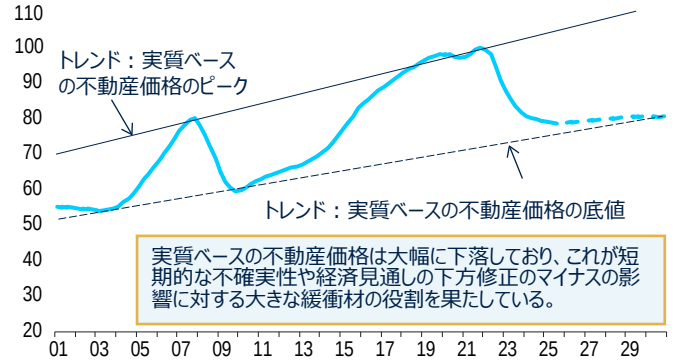
- 2025年4月にセンチメントが急激に悪化した中で理解しておくべき重要な点は、不動産市場では過去数年の間に大幅な価格調整が既に済んでいるということである。
- 世界のプライム不動産の価格は2022～2024年にかけて実質ベースで30%近く下落し、それ以降はまだほとんど上昇していない。このように、多くの悪材料は既に織り込まれており、足元の不確実性の高まりに対しても、不動産市場には大きな下方耐性があることを示唆している。
- 不動産市場は必ずしも広範な金融市場に追随した動きを示すとは限らない。例えば、株式市場とは異なり、私募市場の不動産価格は過去1年程の間に大きく上昇してはいない。一方、一般的にこれまで株式市場が20%超下落した場合には不動産価格は平均で10%下落することから、足元で追加的な下振れリスクも存在している。
- リスクと不確実性の高まりが市場の見通しを悪化させ、上昇余地を限定的なものにしている。一方で、不動産市場には依然として複数の支援材料が存在している。たとえば、供給不足に起因する需給バランスの逼迫や、住宅といったディフェンシブ・セクター、さらにはデータセンター、都市部の物流施設、シニアハウジングといった分野における堅調な需要は、長期的な構造的トレンドによって下支えされている。
- 不動産市場は引き続き回復が見込まれており、金利上昇の悪影響が薄れるにつれ、2025年はグローバル不動産のリターンが改善すると考えられる。

MSCIグローバル年次不動産指数：全不動産のトータル・リターン（%）



実質ベースの不動産価格指数：世界の全不動産

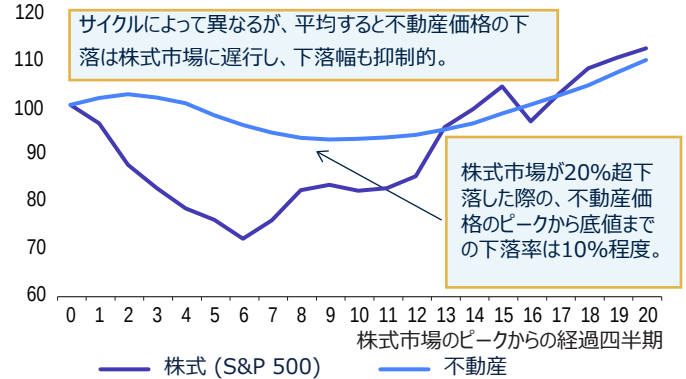
2021年10-12月期を100として指数化



出所：CoStar, クシュマン&ウェイクフィールド, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

株式市場がピークから20%超下落した後のパフォーマンス（1980年以降）

株式市場のピークを100として指数化



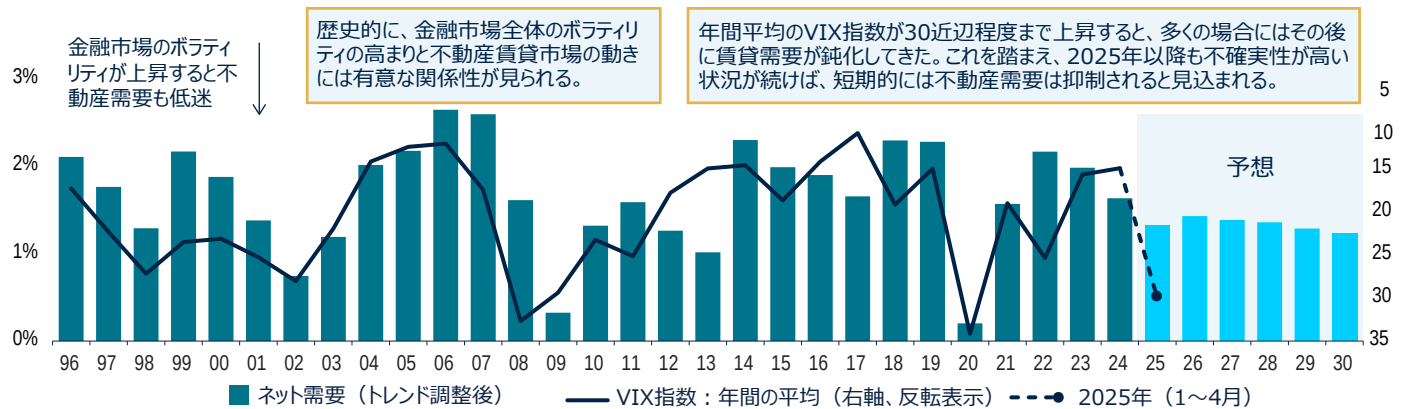
出所：ブルームバーグ, CoStar, クシュマン&ウェイクフィールド, JLL, PMA, PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

出所：MSCI, PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

ボラティリティの高まりが不動産需要を圧迫

政策を巡る不確実性や金融市場のボラティリティが高まると、企業テナントの動きは鈍化する。2025年を通して、オフィス需要は引き続き圧力に晒されると予想される。

グローバル不動産の年間のネット需要（在庫に対する割合、%）と金融市場のボラティリティを示すVIX指数



出所：ブルームバーグ、CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

- 歴史的に、VIX指数の上昇とグローバル不動産の賃貸市場の鈍化との間には関係性が見られる。
- 一般的に、不確実性が高まった状況下では、入居テナントである企業は投資計画、事業拡大、新規賃貸契約などの意思決定を先送りする傾向があり、その影響は約2年にわたって続く。
- 住宅セクターは、世帯数の増加と、人は必ず住む場所を必要とするという極めて基本的なニーズに基づいた需要が支援材料となり、住宅以外の事業用不動産よりも不確実性の影響を受けにくい傾向がある。
- 重要なのは、2025年に景気減速により不動産需要が落ち込んだ場合でも、同時に物件供給の伸びの鈍化が予想されており、この需給関係により賃料や不動産価格への影響は軽減されと考えられる。

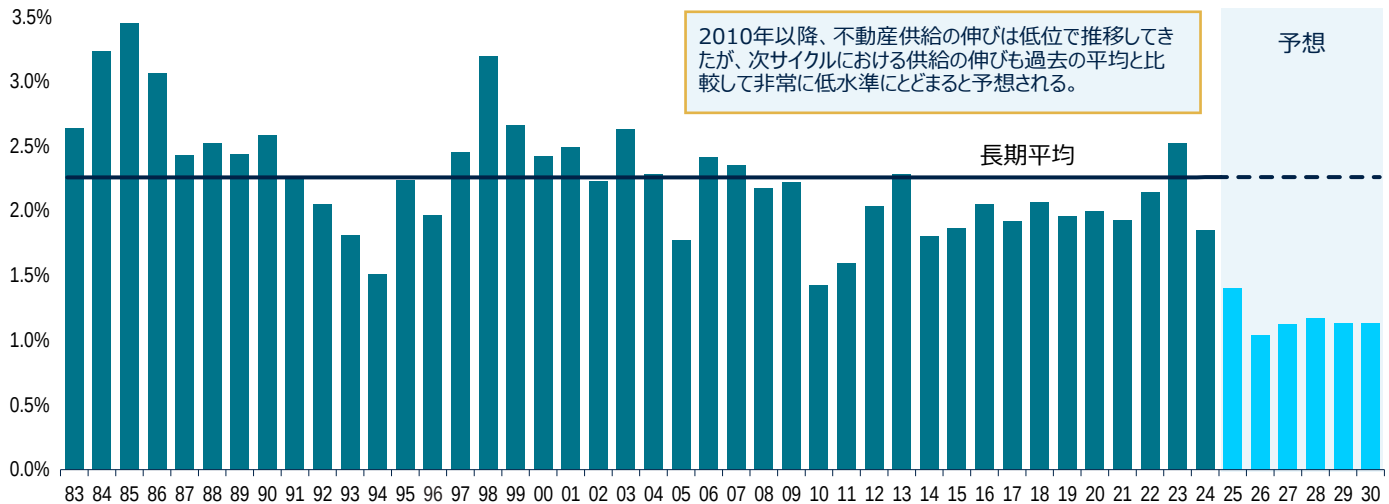
クローズアップ：PGIMリアルエステートの見方を整理する

- 2025年に入り、不動産投資戦略や意思決定の前提条件となるマクロ経済見通しを確立する上で、状況は目まぐるしく変化している。
- 状況が急速に変化する可能性があることは間違いないものの、我々の見通しを裏付けるいくつかの要因がある。
 - 米国の政策を巡る不確実性は高く、当面はこうした状況が続くと見られる。
 - 米国をはじめとした各国で景気後退リスクが高まっているが、我々は、本格的な景気後退というよりも、成長の鈍化を基本シナリオとしている。
 - 金利の不確実性も高まっており、特に米国では関税強化がコア・インフレ率を押し上げている。こうした中、長期金利見通しには大きな変化は見られていない。
 - また、金利見通しを巡っては地域による違いも見られる。成長が鈍化している欧州やアジア太平洋地域では、より迅速に利下げが実施される可能性がある。
- 企業は、投資、事業拡大、長期賃貸契約に関する意思決定を先送りする可能性が高いため、特に事業用不動産に対する需要に影響が出るだろう。
- 同様に、投資家も資産配分や投資に関する意思決定を先送りしており、不動産の流動性は引き続きこれまでの予想よりも低水準で推移すると考えられる。
- その結果、賃料と不動産価格の伸びが鈍化するとの予想によって不動産市場の回復が遅れているが、市場の回復が完全に妨げられているわけではない。
- 引き続きいくつかのポジティブ要因が、不動産市場の見通しを下支えしている。
 - 不動産価格は既に低く調整された水準にあり、多くの悪材料は既にその過程で織り込まれている。また、世界各国で利回りは現在の環境を正しく反映した水準にある。
 - 物件供給の伸びは低調であり、たとえ経済成長が鈍化したとしても、この需給関係からテナント市場の見通しは堅調なものが予想される。
 - 不動産ローンの貸し手の活動は依然として活発であり、こうした不動産ローン資金が引き続き不動産価格の支援材料となっている。

物件の供給不足は世界共通のテーマ

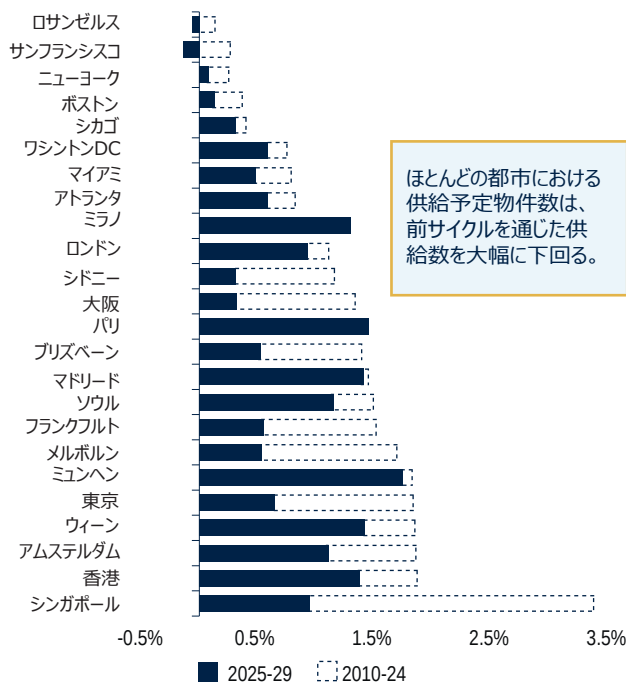
世界の不動産市場における供給予定物件数は歴史的に見ても低い水準にあり、短期的に需要の低下が見込まれる中でも、テナント賃貸市場の見通しは堅調と予想される。

世界の不動産供給の年間成長率：先進国（%）



出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

主要都市における事業用不動産の年間供給成長率（%）



- 過去数年、不動産価格の調整、金利上昇、建設費の高騰などが不動産開発の重石となっている。
- 特に物流施設や米国の集合住宅など、急速に成長しているセクターにおいて既に開発途中にあった物件が順次完成してくることで、過去数年は供給増が維持されてきたが、その後は開発活動が減速しており、今後の供給予定物件数は急減している。
- 空室率や地域市場の動向には様々な違いがあるが、供給の伸びが低位にとどまるという傾向は、世界中の都市で共通している。
- 香港、マドリード、ミラノ、パリなど、欧州やアジアの先進国の一部の都市はその例外であり、需要の高まりに対応するために物流施設の供給が続いている。
- 米国のほとんどの都市における事業用不動産の供給予定物件数は非常に限定的であり、以前は力強い供給の伸びを示していた集合住宅でさえも、供給の伸びは減速している。
- こうした供給の伸びの鈍化は、足元の不透明な市場環境において、底堅いテナント市場の動向とインカム成長を支える大きな要因となっている。

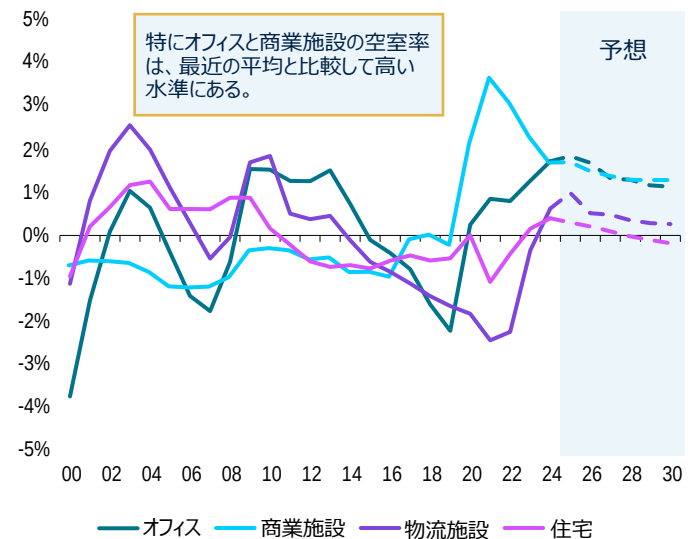
出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

市場の回復力は空室率と老朽化によって決まる

近年、世界的に空室率は上昇しているが、既存の古いオフィスや商業施設の中で機能的に既に老朽化が進んだ物件はそもそも賃貸需要の対象とならないという事実を考慮すると、実質的な空室率は見かけよりも非常に低く、今後の賃料の伸びに及ぼす影響は限定的であると考えられる。

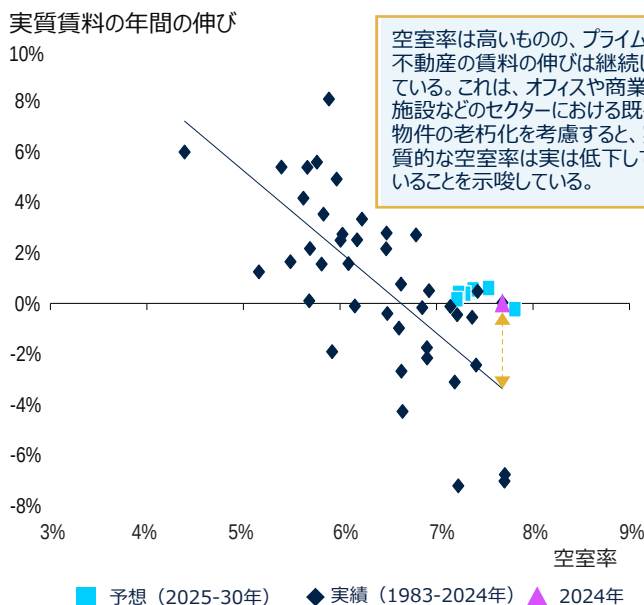
- 過去数年間にわたり、世界の空室率は大幅に上昇している。これは、オフィスや商業施設といった伝統的な不動産タイプに対する需要が減少している一方で、米国の集合住宅市場や世界の多くの物流施設市場などにおける活発な新規物件開発の供給増加を反映したものである。
- 空室率の上昇が大きな懸念材料にならない主な理由が2つある。
 - 供給の伸びは歴史的に見ても低い水準にあり、短期的に需要の伸びが鈍化したとしても、今後数年にわたり空室率は徐々に低下していくだろう。
 - オフィスや商業施設など、空室率の高い市場の一部では、市場にある物件の老朽化の兆候が見られる。これら老朽化が進んだ物件あるいは立地の悪い物件は、空室率データの統計上では計算に含まれるものの、テナントが賃貸先を探す際には、そもそも検討対象から外される傾向にある。
- 米国とアジア太平洋地域のオフィス市場、および欧州の商業施設市場の空室率はいずれも高い水準にあるが、好調な一部の市場においては近代的な物件に対する物件所有者の価格決定力が高まっており、実質賃料の伸びは今後も続く予想される。
- 欧州の賃貸住宅のような空室率の低い市場では、見通しが上方修正される可能性がある。

セクター別の世界の空室率（2000～2024年平均との比較、%）



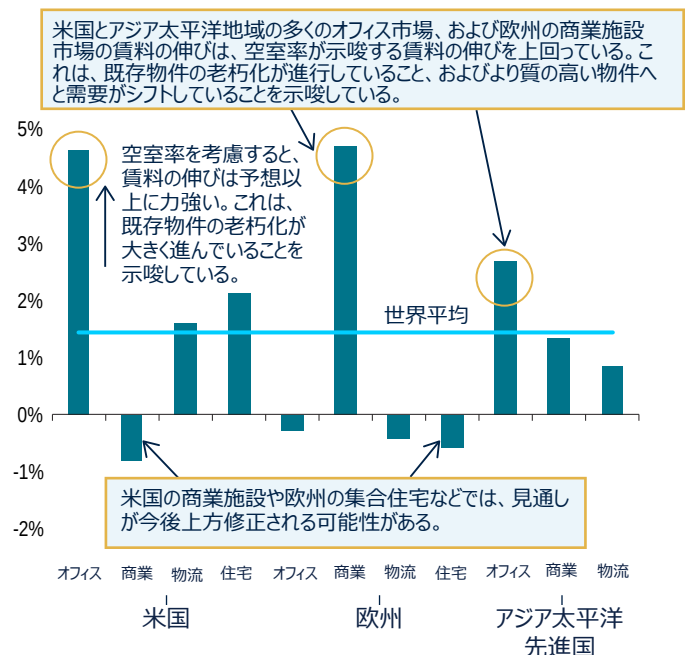
出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエースト、2025年5月現在。

世界のプライム不動産の年間賃料上昇率と空室率（%）



出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエースト、2025年5月現在。

実質賃料の年間の上昇率予想と空室率が示唆する実質賃料の上昇率の差（2025-29年、年率、%）

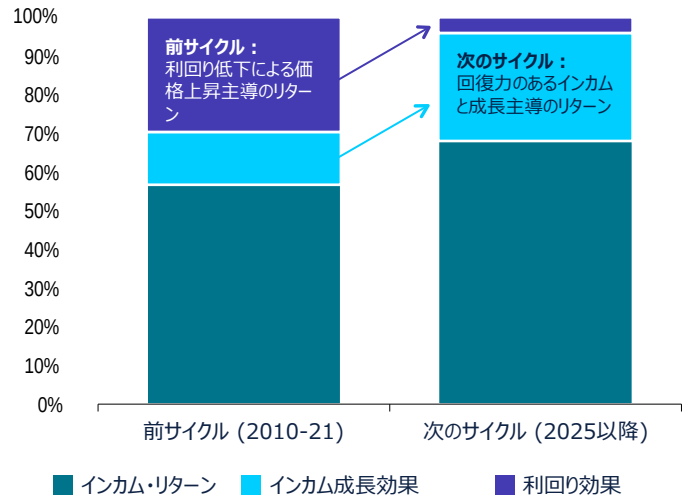


変化し続ける市場環境に対応する

市場の不確実性が高まる中、次のサイクルを通じてリターンを獲得するには、その原動力としてのインカム成長の必要性が浮き彫りとなっている。また、オペレーショナル・セクターの台頭など、その他の要因も変化し続けている。

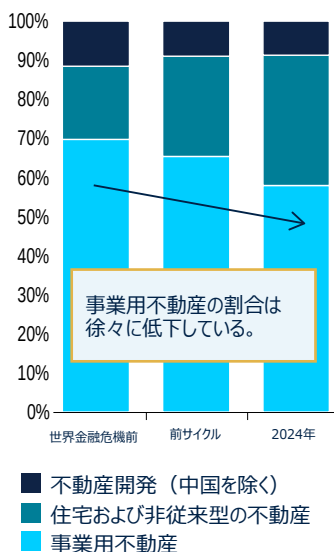
- 投資家は、すでに進行中のこれまでのトレンドと、今年に入ってからの変化に関連した新たな要因の2つの変化に対応する必要がある。
- 不確実性の高まりと、今後低金利環境に回帰する可能性が低下したことにより、賃料上昇を背景にしたインカム成長がリターンの主な源泉になりつつあるということが浮き彫りとなっている。
- こうした中、非伝統的な不動産セクターへの投資配分は引き続き拡大しており、不動産の所有およびそれを運用する専門のプラットフォームの組み合わせによってインカム成長が押し上げられる可能性に投資家は魅力を感じている。
- 重要な変化として、不動産市場においては、短期的には新規投資資金の流入が鈍化すると予想される。その結果不動産エクイティの流動性は低下すると考えられ、これらが両刃の剣となる可能性がある。
- 新規資金の流入が低迷し、投資が停滞することによって魅力的あるいは割安な不動産価格による取得が可能となる投資機会がもたらされる可能性がある。その一方で、これがパフォーマンスにも悪影響を及ぼし、市場のモメンタムを弱め、利回り低下による不動産価格の上昇が起こりにくくなってしまう可能性も考えられる。

MSCIグローバル年次不動産指数：全不動産のトータル・リターンの内訳（%）

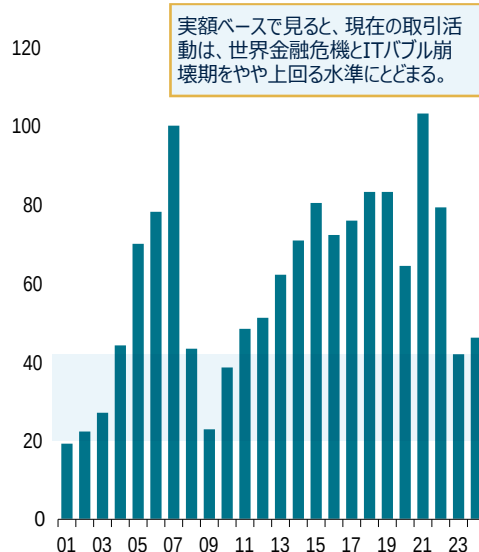


出所：MSCI、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

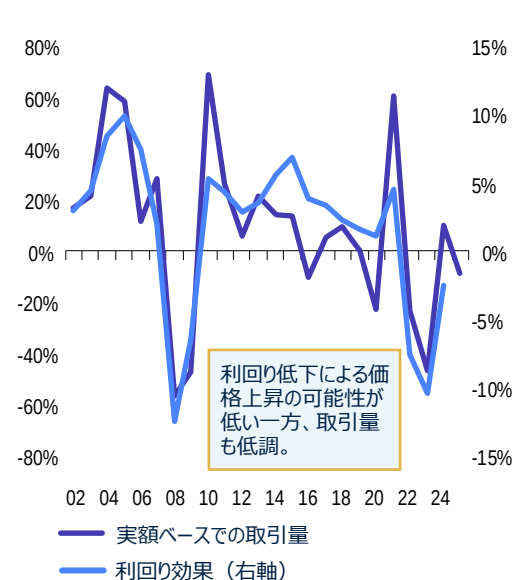
世界の案件取引量の内訳（%）



実額ベースでの世界の全不動産における取引量
2007年を100として指数化



実額ベースでの世界の不動産における年間取引量増加率とプライム不動産の利回り効果（%）



出所：MSCI/リアル・キャピタル・アナリティクス、CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、オクスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

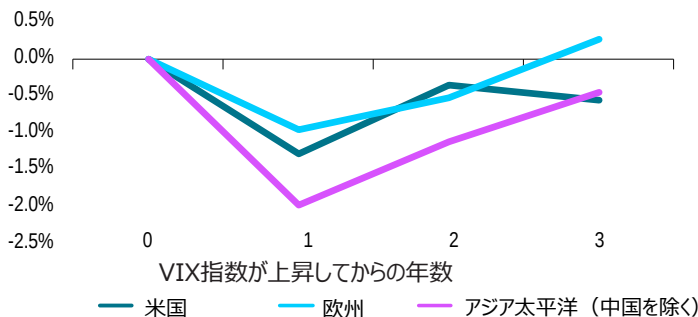
今後の見通しは国や地域によって異なる

前サイクルの大半の期間とは異なり、世界各国の今後の見通しは一律ではない。市場力学、経済見通し、不動産需給、空室率などの違いにより、地域間および地域内の市場毎に今後の見通しは大きく異なる。

違いが生じる3つの分野

1 不確実性の影響はどの程度か？ 株式市場の変動が欧米の需要に及ぼす影響は相対的に抑制されている。

VIX指数が急上昇した後のネットの年間需要（在庫に占める割合、指数上昇前との比較、%）



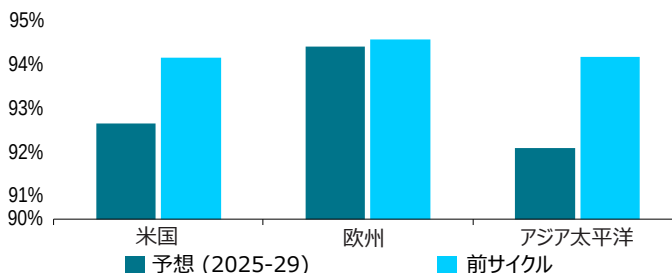
2 資本コストの低下？ 欧州大陸の中核国と日本の市場金利は相対的に低い。

2025年末時点の国債利回りに対するコンセンサス予想（%）



3 高い入居率？ 欧州、日本、オーストラリアおよび米国の商業施設の入居率は高い。

地域別全物件稼働率（%）



出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、PMA、コンセンサス・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

なぜ米国不動産なのか？

相対的に高い潜在成長力を有している米国不動産において、景気サイクルの影響を受けにくい市場をターゲットにする。

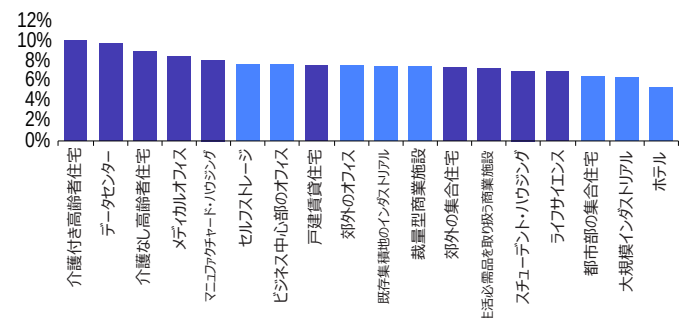
主な差別化要因

- ・ 経済および政策を巡る不確実性の高まりにもかかわらず、依然として米国の長期的な潜在成長力には魅力がある。
- ・ 景気後退は回避されるものの成長は鈍化するとの見方が引き続き基本シナリオであり、相対的に新規供給が少ない中で既存物件の入居率は高い状況が続く見込み。
- ・ 他のグローバルな不動産市場よりも資本コストは高いが、潜在的なリターンも依然として高い。
- ・ 特に住宅関連および非従来型物件分野において、不動産市場の厚みと流動性は引き続き他のグローバル不動産市場を大きく引き離れた水準にある。
- ・ 困難な市場環境において、投資家はターゲットとする成長市場を厳選する必要がある一方、市場の混乱や価格の歪みは投資機会を提供すると予想される。

注目すべき投資対象

- ・ **住宅**：シニアハウジング、戸建賃貸住宅、郊外の集合住宅、マニユファクチャード・ハウジング
- ・ **物流施設**：既存集積地の物件、賃料の高い該当市場
- ・ **データセンター**：立地条件の良い場所に設立された低レイテンシー（距離によるデータ通信遅延を抑える必要性が低い物件）でAIの教育プロセス用物件
- ・ **パブリック市場**：NAV（純資産価格）が大幅にディスカウントされた割安な価格で取引されている REIT

バイアンドホールド投資によるレバレッジなしのリターン予想（年率、%）



■ 景気サイクルの影響を受けにくい ■ 景気サイクルの影響を受けやすい

注記：景気感応度は、総雇用者数の増加による既存店舗のNOIの変化に基づいて計算。出所：グリーンストリート、オクスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

なぜアジア太平洋不動産なのか？

国によって異なる見通しと幅広い投資機会

主な差別化要因

- 中国および輸出が経済の中心的な役割を担っている国は高関税を課される可能性があり、経済の下振れリスクが高まっている。
- オーストラリアと日本では、幅広い不動産タイプにわたって大規模かつ厚みのある不動産市場が存在している。
- 不動産の供給の伸びは前サイクルを大幅に下回っており、主要市場では全般的に既存の不動産スペースが不足する状況がみられる。
- 一方、国によって見通しが大きく異なり、都市やセクターによって進展のペースも異なるなど、市場による違いもみられる。
- オーストラリアは高いリターンが見込まれる一方、日本はより高い成長環境へと移行する中で投資機会が生まれている。

注目すべき投資対象

- 住宅**：集合住宅、シニアハウジング、スチューデント・ハウジング
- 物流施設**：賃料の高いサブマーケットにおける都市部の不動産
- データセンター**：ハイパースケール・データセンター、都市部の共同データセンター
- 宿泊施設**：供給が不足している市場のホテル

なぜ欧州不動産なのか？

限定的な供給と低い資本コスト：低流動性が投資機会をもたらす

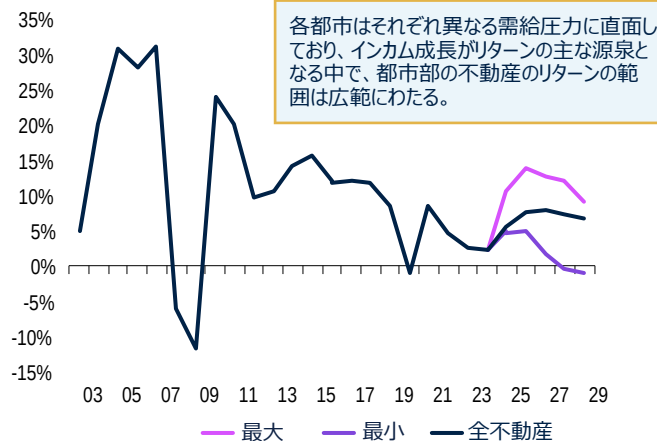
主な差別化要因

- 長期的な経済の伸びは大きくないものの、これに対して不動産の供給予定案件も極めて少ない。
- 関税や貿易リスクが欧州経済に及ぼす影響は相対的に限定されている。ドイツでは、財政拡大政策による一定の成長の可能性がある。
- 資本コストは、特に欧州大陸の中核国において低い。
- 特に住宅セクターにおいて、空室率の低い市場が数多く見られる。
- 物件の改善や機関投資家に適した物件への改修のための資本が必要な非伝統的分野には成長の可能性がある。

注目すべき投資対象

- 住宅**：集合住宅、戸建賃貸住宅、シニアハウジング、コ・リビング（共同住宅）、スチューデント・ハウジング
- 物流施設・倉庫**：住宅セクターの拡大を支えるために必要なインフラの一部である都市部の不動産に焦点を当てる
- データセンター**：フランクフルト、ロンドン、アムステルダム、パリ、ダブリンに加え、ミラノなどの新興市場における低レイテンシーでAIの教育プロセスを行うための物件
- 宿泊施設**：管理が不十分なホテルへの設備投資、野外宿泊（オープンエア・ホスピタリティ）施設を機関投資家が投資できる質へグレードアップ改修

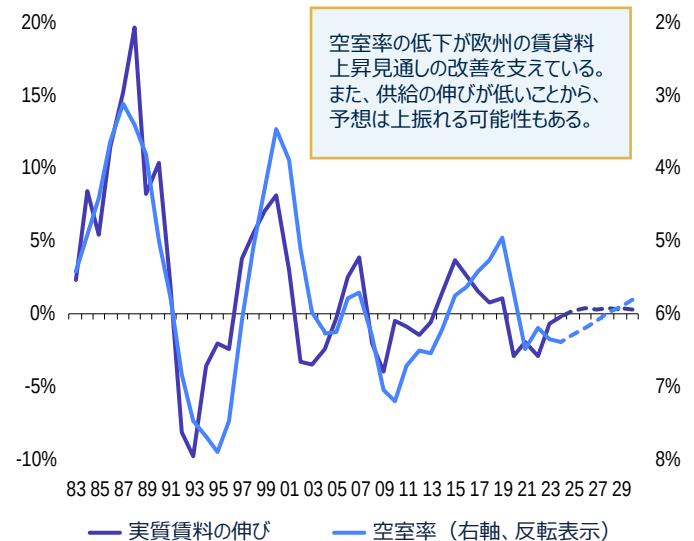
アジア太平洋地域の都市部におけるプライム不動産の年間リターン予測範囲（2025-29年、%）*



*北京、ブリスベン、香港、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、東京の主要都市の投資市場におけるオフィス、商業施設、物流施設セクター、および東京と大阪の集合住宅のトータル・リターンの平均。

出所：JLL、PMA、PGIMリアルエースト、2025年5月現在。

欧州におけるプライム不動産の年間賃料上昇率と空室率（%）



出所：PMA、クシュマン&ウェイクフィールド、PGIMリアルエースト、2025年5月現在。

The background features a dark blue gradient. On the left side, there is a dense cluster of fiber optic light trails, with many thin lines radiating from a central point and ending in small, glowing circles of various colors including yellow, orange, cyan, and magenta. A large, solid blue circle is positioned in the center-right of the image, partially overlapping the light trails.

パート II

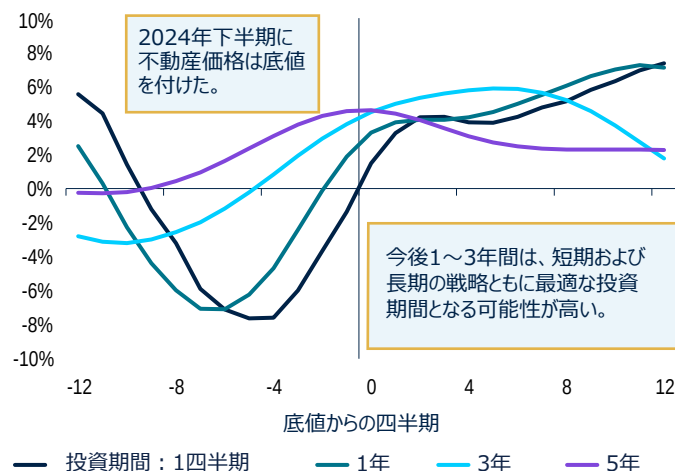
ポートフォリオ構築

不動産コア/コアプラス戦略

不動産価格が低い水準にあることが魅力的なエントリー・ポイントを意味するものであることを踏まえると、不動産コア戦略に関して足元の市場は魅力的な入口として楽観的な見方ができるであろう。しかし、不確実性が高まっていることから、投資家は生活する上で不可欠な不動産であるという観点に着目し、住宅セクターに焦点を当てるべきだろう。

- 世界には共通の投資テーマがいくつかあるが、その中でも大幅な価格調整を終えたコア不動産市場は魅力的なエントリー・ポイントを提供しており、前サイクルの大半の期間よりも高いリターンが得られると見込まれる。
- 一般的に不動産コア戦略は長期の賃貸契約、低いレバレッジ、バイ・アンド・ホールド投資のアプローチを採用しており、長期目線のコア戦略投資家にとって足元のボラティリティを黙認することもできるが、一方で同様に、さらなる価格下落のリスクを踏まえた“様子見”の姿勢を取ることも考えられる。
- 低い市場の流動性は、既存投資物件の価格上昇にとって妨げとなる一方で、新規に低価格で物件を取得する魅力的な不動産取得の機会をもたらされる可能性もある。
- 現在の市場環境においては、住宅セクターが最も優れたリスク・リターン特性を示しているように見受けられる。特に欧州では住宅不足が深刻であり、新規供給も限定的であることから、その傾向が顕著である。
- 米国では、コア戦略の投資家が、今後のインカム成長の押し上げと分散効果の改善を追求する中、非従来型セクターへの資産配分が続いている。
- 現在の不透明な環境において、入居者が長期の賃貸契約の締結に慎重になる中、オフィスを巡る状況は再び厳しくなっている。
- 空室率の低い市場、あるいは老朽化を考慮後の実質ベースでの空室率の低い市場を特定することが、現在の状況において有効的な投資を行うための鍵となるだろう。

投資期間別における世界のプライム不動産に関する年間価格上昇率：過去のサイクルの平均（％）



出所：PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

なぜ今コア戦略なのか？

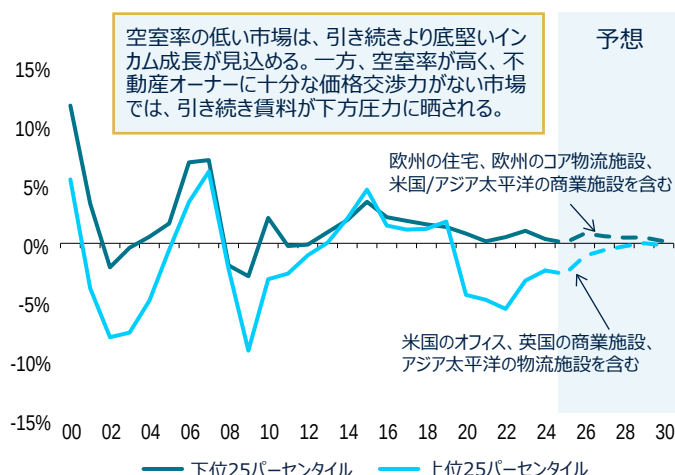
変わることのない投資テーマ

- 市場は大幅な価格下方調整を経た魅力的なエントリー・ポイントにあり、さらに足元では多くの市場において不動産価格が安定化傾向にある。
- 前サイクルよりも高いインカム・リターン。
- 供給制約のある市場に投資し、長期的なインカム成長を享受。
- 生活に必要なニーズ、住宅、デジタル化などに関連した、長期にわたる構造的需要からの追い風。
- 物件タイプおよび地域的な選択肢が広がることで、投資機会も拡大。

変化が見られる市場トレンド

- 足元でリスクは高まっており、短期的なリターンの水準予想はやや低下。
- 需要軟化シナリオが見えてきたことが、リスクの高い戦略や循環的な景気変動に合わせた戦略の実行に影響を与えており、オフィスや商業施設への投資は様子見。
- 資本コストは上昇、あるいは少なくとも下落のペースは鈍化。
- 流動性は低く、資本流入も少ない。

グローバル市場における空室率四分位別の実質賃料成長率（％）



出所：CoStar、クシュマン&ウェイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

パート II ポートフォリオ構築 バリューアッド戦略

不確実な環境によりバリューアッド戦略への投資意欲は減退しつつあるが、長期的に見れば依然として魅力的な投資機会が存在しており、ターゲットとなる戦略やアプローチは地域によって異なる。その中で、共通の投資テーマが5つある。

1 不動産価格の回復

新たな不動産サイクルが始まろうとしている中、特に不動産価格が大幅に下落したオーストラリア、欧州、米国などでは、不動産価格上昇の可能性が十分にある。市場やセクターによるばらつきは続いており、集合住宅、データセンター、非従来型住宅は成長が見込まれる（図表A）。

2 資本の必要性

新規供給が少ないことに加え、一部の市場ではESG基準が厳格化されている中、設備投資の必要性が高まっている。例えば欧州の倉庫や宿泊施設などでは、機関投資家の投資対象として相応しい管理がされていない不動産が存在しており、それらを取得して改修し収益性を高める戦略が可能である。アジア太平洋地域における老朽化した既存物件や、米国における地域や物件タイプごとの価格や投資魅力バランスの変化や偏りにも投資機会を見出すことが可能である（図表B）。

3 供給の減少

グローバルな不動産供給量の伸びは、これまで急成長を続けてきた米国の集合住宅および物流施設市場、メキシコ、アジア太平洋地域を含め、歴史的な低水準にある。欧州のように稼働率が比較的高い地域では、既存物件や改装物件の賃料上昇が促される可能性がある。

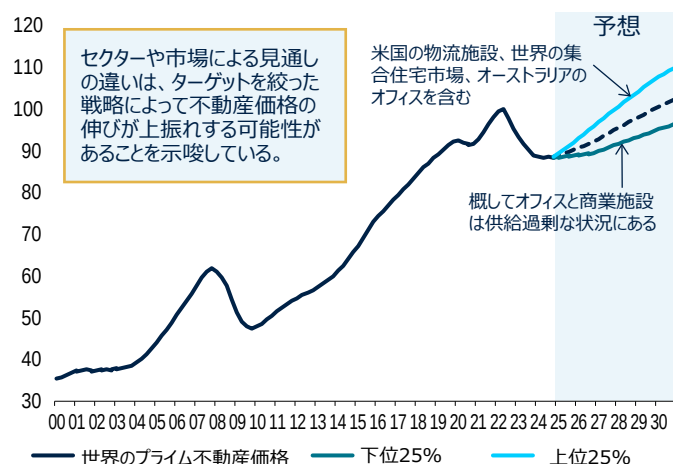
4 魅力的なエントリー・ポイント

不動産デットと不動産エクイティの流動性は、前サイクルに比べて依然として低位にとどまる。これにより、適正価格を下回る不動産を割安に取得し、上昇局面において即座に恩恵を受ける可能性がある魅力的なエントリー・ポイントに市場はあると考えられる。

5 投資機会の拡大

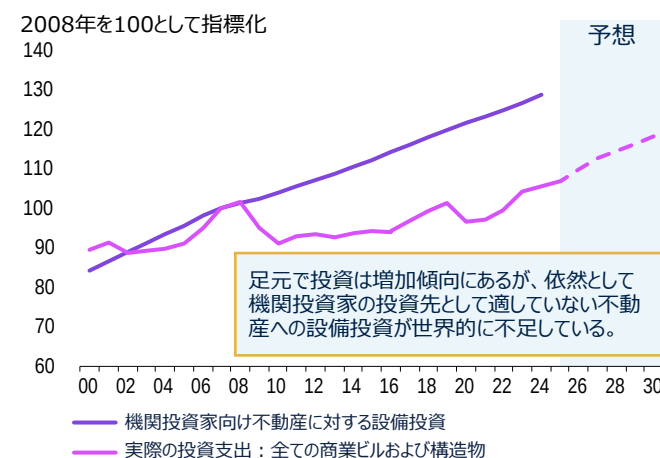
バリューアッド戦略の投資機会の拡大を促すと考えられる主な要因として2つのことが挙げられる。1つ目は、非伝統的なオペレーショナル・セクターへのシフトであり、2つ目は、投資が不十分な市場で機関投資家向け物件への質の改修が進むことによる地域的な選択肢の拡大である。

図表A：世界のプライム不動産価格（2022年4-6月期を100として指標化）



出所：CoStar、クシュマン&ウエイクフィールド、JLL、PMA、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

図表B：世界の設備投資指数（%）



出所：MSCI、OECD、オクスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

不動産デットにおけるリターンの原動力

高い利息収入

新規デット案件のクーポンは、高金利と魅力的な利鞘水準の恩恵を受け、引き続き今サイクルの最高水準で推移している。

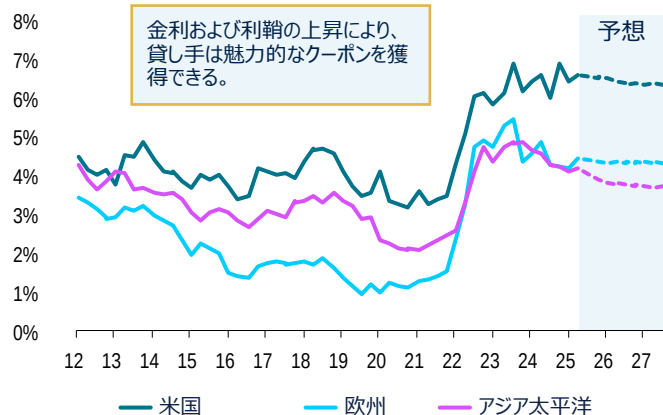
抑制されたレバレッジ水準

金利上昇により借入返済額も上昇したことで、物件のキャッシュフローを元にした金利返済能力には低下圧力がかかることになった。そのため不動産ローンの対象物件に対するレバレッジ水準も抑制され、ローンの融資額も抑制された水準にとどまる。

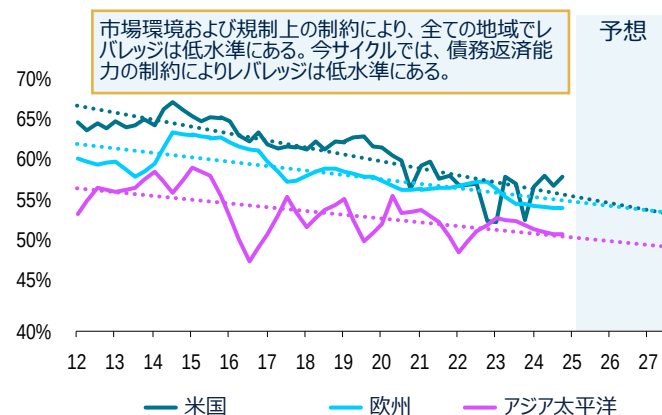
魅力的なエントリー・ポイント

物件取得時の利回りの上昇、低水準のLTV率、不動産の純営業収益（NOI）および不動産価格の上昇による信用力の改善見通しを背景に、不動産デットからの魅力的なリターンが見込まれる。

オフィス向けシニア・バンクローンの総負債コスト（%）



シニア・ローンのローン資産価値比率（LTV、%）



出所：PMA、ブルームバーグ、オクスフォード・エコノミクス、ベイズ・ビジネス・スクール、IREBS、MSCI/リアル・キャピタル・アナリティクス、PGIMリアルエステート、2025年5月現在。

不動産デット戦略

コア

質の高い借入人の所有・運営する安定した不動産を担保とした、抑制的なレバレッジのローン

- 入居者と投資家の需要拡大を後押しする長期にわたる構造的なトレンドに焦点。
- 長期的に価値を維持できる、高品質で安定した不動産。
- 堅調な市場や厳選された特定の立地に所在し、強い財務基盤および経験豊富で信用力の高い借入人が所有・運営する不動産。
- 借り手の自己資本が十分であり、予測可能な賃料収入見通しを伴う投資適格相当のシニア・ローン投資。
- 流動性とリスクに対処するコベナントと管理規約による契約が投資家を保護する仕組みとなる。

トランジショナル

軽度の移行期（トランジショナル）の不動産を担保とした、レバレッジ有もしくはなしの、主に変動金利のローン

- 安定した賃料収入が見込まれ、かつ立地条件の良い既存または新築の不動産に焦点。
- 物件収益を増加させるため、バリューアップやテナント募集戦略を実行し、最終的に売却または借換によって出口を図る不動産。
- LTVが中程度のレバレッジ付きもしくはレバレッジなしのシニア・ホールローン。
- 収入特性と不動産価格の改善により信用力の向上を促す事業計画を支援するローン。
- 将来の適格基準を満たすために改修が必要な、既存資産の改善需要を活用。

ハイイールド

資金調達構造全体にわたる資本・負債ニーズへの柔軟なソリューションを提供するローン

- 銀行の貸出姿勢の後退、市場環境変化により、新規シニア・ローンで借入可能な金額が低下していることにより、借入人の借入ニーズと借入人が調達できる金額との間に資金調達上の大きな開きが存在。
- 持続可能な改修・開発プロジェクトのための資金調達ソリューションを提供。
- 売却/借り換え/契約満了を控えて安定を図るためのつなぎ資金。
- 魅力的な不動産を担保としつつも、資本構成にストレスを抱える信用力の高い借入人に対し、資金調達手段の再編および成長資金を提供。
- 一部の市場において適切な不動産在庫が供給不足となっていることを活用。



パート III

投資テーマ

投資機会

市場・経済・社会の構造的な投資テーマは依然として有効だが、一部の戦略は短期的な需要の軟化や流動性悪化の影響に晒されやすい。住宅やデータセンターなど、多くの市場や地域で共通して見られる確信度の高い投資テーマがある一方、その他の投資機会は地域によって大きく異なる。

投資テーマ		評価	投資対象	米国	メキシコ	欧州	アジア太平洋
構造的なトレンド	住宅	●	集合住宅	✓		✓	✓
		●	戸建賃貸住宅	✓		✓	
		●	スチューデントハウジング/共同住宅			✓	✓
		●	シニアハウジング	✓		✓	✓
		●	既存集積地の物流施設	✓		✓	✓
		●	セルフストレージ			✓	
	データセンター	●	コ・ロケーション・データセンター			✓	✓
		●	ハイパースケール・データセンター	✓			✓
	不動産デット	●	シニア/ホール・ローン	✓		✓	✓
		●	劣後ローン	✓		✓	✓
		●	建設ローン	✓		✓	✓
	物流施設	●	大規模/サプライチェーン	✓	✓	✓	✓
		●	貿易中心		✓		
		●	製造業関連		✓		
戦術的な機会	宿泊施設	●	ホテル			✓	✓
		●	野外宿泊施設			✓	
	商業施設	●	主要大通り/高級品				✓
		●	ディスカウントショップ			✓	
	オフィス	●	ビジネス中心街			✓	✓
		●	メディカルオフィス	✓			
	上場市場	●	割安なREIT	✓			

評価基準

● 最も確信度の高いテーマ：不確実な市場環境に対して最も耐性がある。

● 条件付きで確信度が高いテーマ：不確実性が高まる場合、より慎重で選択的なアプローチが必要となる。

● 選別が必要なテーマ：市場の不確実性が、投資の大きな逆風となっている。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。

PGIMは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクの資産運用ビジネスの中核を担っています。PGIMリアルエステートはPGIMの不動産運用ビジネス部門として、登録投資顧問会社であるPGIMインクを通じて業務を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM、それぞれのロゴ、およびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。**米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。**英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、ルクセンブルク金融監督委員会(CSSF)の規制下にあり、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しているPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって配布されます。PGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.の登記上の所在地は以下の通りです：2, boulevard de la Foire, L1528 Luxembourg。PGIM Real Estate Luxembourg S.A. (登録番号：A00001218) 特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMリアルエステート・ルクセンブルク S.A.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。ドイツにおいては、本資料は、PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGによって配布されます。PGIMリアルエステート・ジャーマニーAGは、ドイツ連邦金融監督所 (BaFin)によって規制されています。日本では、関東財務局に登録のある資産運用会社であるPGIMリアルエステート (ジャパン) Ltd.によって情報が提供されます。本資料で提供されている情報はシンガポール金融管理庁 (MAS) に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社であるPGIM (シンガポール) プライベート・リミテッドが担当しています。PFIM (香港) リミテッドでは、本資料は香港証券先物取引委員会に登録しているPGIM アジア・ファンドマネジメント・リミテッドが証券先物条例スケジュール1 パート1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。本資料に記載されている情報は、作成時点でPGIMリアルエステートが信頼できると判断した情報源から入手したものです。PGIMリアルエステートはその情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、作成時(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMリアルエステートは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMリアルエステートおよびその関連会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾した投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMリアルエステートのファンドまたは商品の投資委員会で、投資対象の有価証券や取引に下す判断に関して調査チームの主要スタッフが投票権を持つ場合があります。さらに、調査担当者が組織自体または特定の投資ファンドもしくは投資商品の全体的なパフォーマンスに基づくインセンティブ型の報酬を受領する場合があります。本資料の発行時点で、PGIMリアルエステートまたはその関連会社が上場不動産投資信託（REIT）を含む不動産の相当のポジションを購入、売却、または保有している場合があります。PGIMリアルエステートの関連会社は、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行する可能性があります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料の作成者以外のPGIMリアルエステートの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見または独自の投資アイデアを、口頭もしくは書面でPGIMリアルエステートのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMのフォーム ADV第2部をご覧ください。

パンデミックが発生することで、その規模にもよりますが、全国的な経済状況あるいは地方経済の状況がそれぞれ各様の損害を被る可能性があり、これによって当ファンドおよび当ファンドの基礎となる投資不動産の価格にも影響が及ぶ可能性があります。感染症や伝染病が広範囲に拡大することで経済が混乱し、こうした混乱が不動産のバリュエーション、ファンド投資、将来的なファンドのリターンに悪影響を及ぼす可能性があります。例えば、新型コロナウイルスの感染は拡大を続けており、これによって不動産価格、パフォーマンス、ファンド投資の一部あるいは全体的な財務状況に悪影響を及ぼす可能性があります。また、ファンドが投資対象を確保し投資を実行する能力にも悪影響を及ぼす可能性があります。新型コロナウイルスが今後どのように推移するか、その結果どのような影響があるかについては依然として不透明です。

この資料は、情報提供または教育を目的として作成されたものです。この資料の提供にあたり、PGIMは、(i) お客様に対して受託者としての役割を果たしておらず、また受託者としての立場で助言を提供するものでもなく、(ii)投資運用サービスの提供にはその対価として報酬が生じるため、ここでは公平な投資アドバイスについて提供するものでもありません。

留意事項 2

- ◆ 本資料に記載の内容は、PGIMリアルエステート作成した"2025 GLOBAL OUTLOOK"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。
- ◆ 本資料は、PGIMジャパン株式会社が不動産市場動向等に関して情報提供するものであり、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- ◆ 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- ◆ 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。
- ◆ ここに記載されているモデル・アロケーションは例示を目的としたものであり、個別銘柄の購入や売却など、いかなる投資の推奨も目的としたものではありません。また、当社グループが運用するポートフォリオにおける今後の投資行動について示唆するものでもありません。
- ◆ 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ◆ 本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。
- ◆ 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- ◆ PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- ◆ “Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。
- ◆ PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

リスクについて

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

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

費用について

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

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

※ 記載の数値は当社が現在、投資一任業務で提供している運用戦略にかかる投資顧問報酬で最も高いものを記載しております。実際の投資顧問報酬は、個別の契約内容、受託資産残高等によって異なります。

会社概要

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