

BARINGS

2025 OUTLOOK

NAVIGATING  
A SHIFTING LANDSCAPE

グローバル  
不動産

変化する環境下、投資家が今後1年間にグローバル不動産市場で直面すると思われる課題および投資機会について、ベアリングスの不動産デットおよびエクイティの投資プロフェッショナルが議論します。



**JOHN OCKERBLOOM**  
(ジョン・オッカーブルーム)  
モデレーター  
米国・欧州不動産責任者



**NASIR ALAMGIR**  
(ナシル・アラムギル)  
米国・欧州不動産デット  
責任者



**NICK PINK**  
(ニック・ピンク)  
欧州不動産エクイティ  
責任者



**MAUREEN JOYCE**  
(モーリーン・ジョイス)  
米国不動産エクイティ  
責任者

**ジョン・オッカーブルーム（モデレーター）：** 米国では、来年新政権が誕生します。この変化が不動産市場に与える影響について、お聞かせください。

**ナシル・アラムギル：** 選挙が終了したばかりですので、ドナルド・トランプ氏の選挙前の発言がどの程度政策に反映されるかを判断するのはまだ難しいと思われる。北米では、行政機関が今後の金融政策にどれほどの影響力を持つのかは大きな未知数のひとつですが、私は、監視が強化されると主張したいと思います。それが市場にとって何を意味するかは予測が難しいものの、様々な理由から、インフレ圧力が強まることが予想されます。

規制緩和、あるいは「再規制強化の見直し」も、次期政権である「トランプ2.0」では可能性が高いと思われ、これは最終的に広範な資本市場を下支えする可能性があります。これは特に銀行に関して言えることで、銀行システムにおける買収や借り換えの資金調達のための流動性が改善されることは不動産や経済全体にとって健全であると思われる。再度の規制強化の見直しは、銀行が保有する、満期を迎えた不良債権の処理方法にも影響を与える可能性が高いと思われる。具体的には、銀行は問題のある債権の対応により時間をかけることが可能になるかもしれません。結局のところ周知の通り、銀行は不動産市場が機能するために不可欠な存在であり、直近2年間は市場からほぼ存在感を消しています。そのため、規制緩和、もしくは再規制強化の見直しは様々な形で執行されると思われるが、一部の問題債権に対する資本緩和は不可欠なものの一つとなると見ています。

“規制緩和、もしくは再規制強化の見直しは様々な形で執行されると思われるが、一部の問題債権に対する資本緩和は不可欠なものの一つとなると見ています。”

**ニック・ピンク：** 欧州では、不動産市場への影響は、トランプ次期大統領の関税措置の範囲および詳細によって大きく左右されると見ています。欧州および米国の貿易の大半はサービス・セクターであり、現時点では関税の対象となっていないと思われる。むしろ、製造業に焦点が当てられており、つまり、ドイツなどの国は自動車为主要な産業であることから、多くの経済的困難に直面する可能性があります。この影響により、同国の不動産市場で確認される困難な状況がさらに悪化する可能性もありますが、今後12ヶ月間はオポチュニスティックかつ興味深い取引が複数散見される可能性があると考えています。

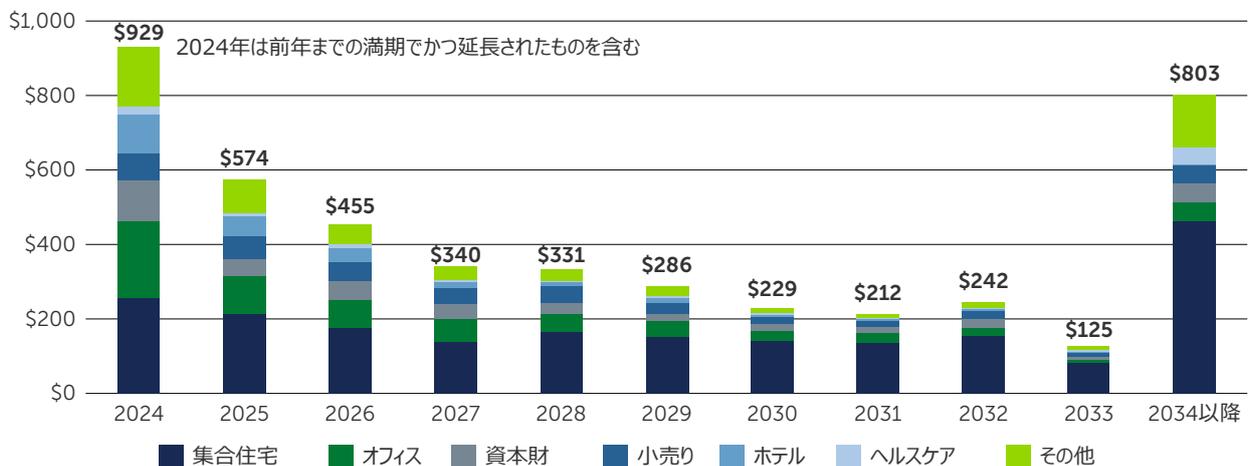
**モーリン・ジョイス：** 米国でも関税は大きな不確定要素であり、さらに大量の不法移民の国外退去も不確実性の一要素となるでしょう。これは関税との組み合わせで更なるインフレ環境をもたらす可能性が高いと見ています。このようなシナリオは、より広範な経済だけでなく、不動産市場にとっても困難な状況になると思われます。具体的には、新規の建設に対する投入コスト、特にカナダ産の木材など関税の対象品目が含まれる事業に対する投入コストが上昇する可能性があります。確かに、建設業に従事する移民の大量強制送還が実施されれば、労働コストも上昇する可能性があります。プラス面としては、賢明な規制緩和は特定の産業における技術革新に拍車をかける可能性があるため、それが不動産市場にも波及して興味深い投資機会が生じる可能性があると思われます。

**ジョン・オッカーブルーム：** 直近数年間、不動産デットは非常に注目を集めており、相対価値に基づくと魅力的なリスク調整後リターンを提供しています。ナシル、今後1年間、同資産クラスに何を期待しますか？市場の環境は、不動産デットおよびエクイティにとって追い風になると思えますか？

**ナシル・アラムギル：** 不動産デットは確かに金利上昇局面では恩恵を受けましたが、その恩恵が低金利局面でも持続するかについては疑問が残ります。もっとも、トランプ2.0では低金利環境は実現しない可能性が高いと見ていますが。しかしながら、複数の重要な理由から低金利局面でもその恩恵を享受し得ると考えています。ひとつは、前述した銀行周辺のダイナミクスに関するもので、トランプ次期政権下で規制強化が見直されれば、銀行は満期の壁を延期し、問題のある融資を先延ばしすることが可能となり、その結果、銀行借入は長期的に抑制された状態が継続すると思われる（図1）。もう一つの要因は、投資家層の変化に関するものです。歴史的には、エクイティで調達した1ドルはデットで調達した1ドルだったかもしれませんが、今日ではそれが当てはまらないということです。伝統的な不動産投資家は、金利低下局面ではデットに魅力が薄れると考える可能性があります。今はまだ金利は上昇傾向にあり、ダイレクト・レンディングなどと並んで、クレジット投資家が不動産デットに参入するケースが増えてきています。2025年の見通しを考えると、これが現実的な変化のひとつ、すなわち、不動産デットがクレジット・ポートフォリオのコアのアロケーションとして考慮されてきています。

とはいえ、規制緩和によって銀行の流動性が不動産市場に回帰する可能性が高く、バリュエーションも底を打ったと思われることから、不動産エクイティにも回復の兆しが見られると期待しています。投資家は不動産デットとエクイティの双方に注目し、投資機会が見出された資産クラスへの資本投入が可能となります。実際、不動産エクイティに回復の兆しが見られるということは、不動産デットのバリュエーションが回復し、安全性が高まることを意味するため、不動産デットにとっても良い兆候となります。

図1: セクター別商業用不動産ローンの満期の壁 (10億米ドル)



出所: Barings Real Estate Research, Newmark, MBA, FDIC 2024年9月30日現在

**モーリン・ジョイス：** 私もナシに賛成です。結局のところ、株式市場が機能するためには債券市場が必要であり、市場環境が双方の市場を同時に下支えすることが可能となります。世界金融危機後の約10年間、金利が非常に低い水準に留まっていた期間は、確かにエクイティにとってもプラスでした。しかし、歴史的に見れば、これほどの低金利は必然というより例外です。米国公債の金利が4~4.5%というのは珍しいことではなく、歴史的に、米国公債が4%前後であれば不動産エクイティは機能します。エクイティに関して言えば、最も重要なことは強い経済であり、それが最終的に賃料および価値の上昇をもたらすこととなります。直近10年間、キャップレートの圧縮が不動産価値を大きく押し上げてきましたが(図2)、市場が本当に必要としているのは売上高の成長です。米国経済は2025年に向けて成長する態勢が整っていると思われ、すでに実施されている政策や法案と、次期政権による減税や規制緩和の可能性が組み合わさり、経済に乗数効果をもたらすと見ています。堅調な流動性と経済成長の可能性から、2025年は不動産エクイティにとって特に優良なビンテージイヤーとなる可能性があります。

加えて、米国では今後、資産価格の急騰ではなく、緩やかな改善が見られると思われませんが、価格がリセットされたことは朗報です。これは、堅調な経済環境に資本を投下して資産獲得するマネジャーにとって、確実なスタートポイントとなるでしょう。

図2: キャップレートの推移



出所: Barings Real Estate Research, NCREIF, Bloomberg 2024年11月11日現在

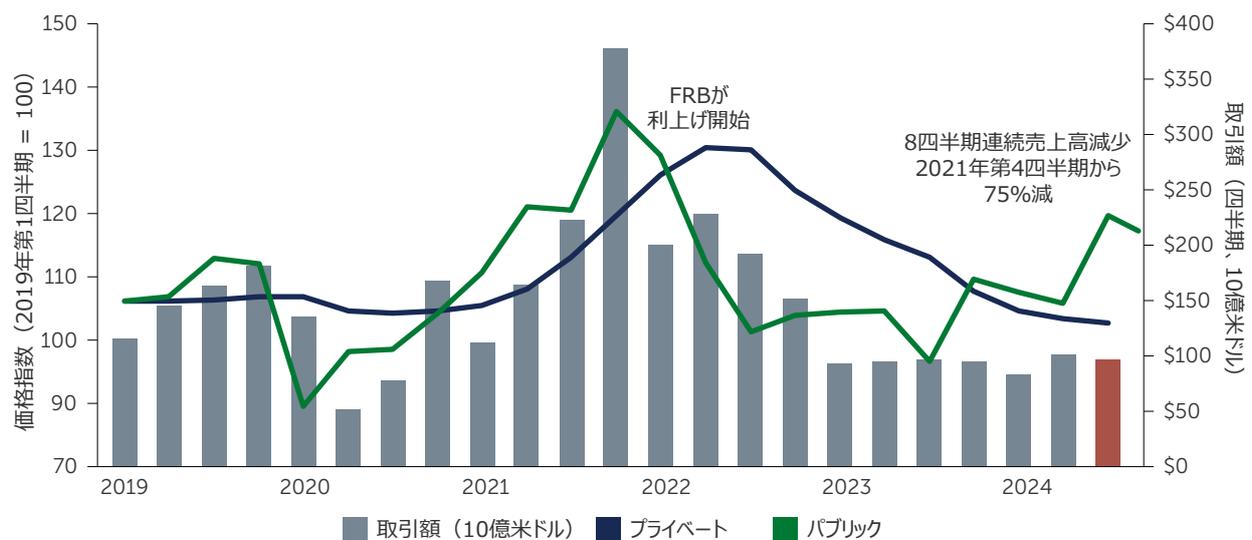
**ニック・ピンク：** 欧州は経済的には米国とはまったく異なる様相を呈していますが、不動産市場は間違いなく同じ方向に向かっていていると見ています。実際、2025年を通して不動産価値が徐々に改善するポジティブな見通しを持っています。直近数年間は、少数の明るい話題を除けば、欧州の経済成長は低迷していました。そして短期的には、経済パフォーマンスという点では脱グローバル化と政治的リスクの高まりが米国よりも欧州に大きな影響を与えられそうです。このため、今後1年間に欧州の利下げペースが速まる可能性があり、特にゲートウェイ都市や供給不足の市場など、賃料の成長見通しが依然堅調なプライム不動産にプラスの影響を与えられていると見ています。

2024年初はほとんどの欧州市場が安定していました。現在、市場価値は徐々に改善しつつありますが、エクイティにはポジティブとなる政策金利が低下傾向にあるため、資金の戻りの鈍さや流入ペースを過小評価している可能性があります。心強いことに、予想に反して、欧州では不動産市場全体の究極のエンジンであるコアへの投資が戻りつつあります。コア戦略に資金が回帰すれば、バリュアード投資家は、長期に亘り市場に欠如していたエグジット先を確保できることとなります。

**ジョン・オッカーブルーム：** 不動産業界は直近数年厳しい状況が続いていましたが、ここに来て回復の兆しや明るい見通しが見えてきました。2025年の見通しに最も大きな影響を与える事象について教えてください。

**モーリン・ジョイス：** 私たちは多くの不確実性が存在する中で2024年を迎えました。インフレも不透明で、金利急上昇のショックもまだ残っていました。つまり、バリュエーションに関しても多くの不確実性が存在していましたが、前述の通り、現在状況は落ち着いています。予想通り、バリュエーションが底を打つまで約8四半期かかりました。不動産インデックス (NCREIF Property Index, NPI) が初めてマイナスのリターンを計上したのは2022年第4四半期であり、プラスに転じたのは今年の第3四半期でした (図3)。つまり、2024年は2025年の成長に向けた良い土台を築いた転換期のように思われます。

図3: 軟調時からの脱却



出所: Barings Real Estate Research, NCREIF, Bloomberg 2024年11月11日現在

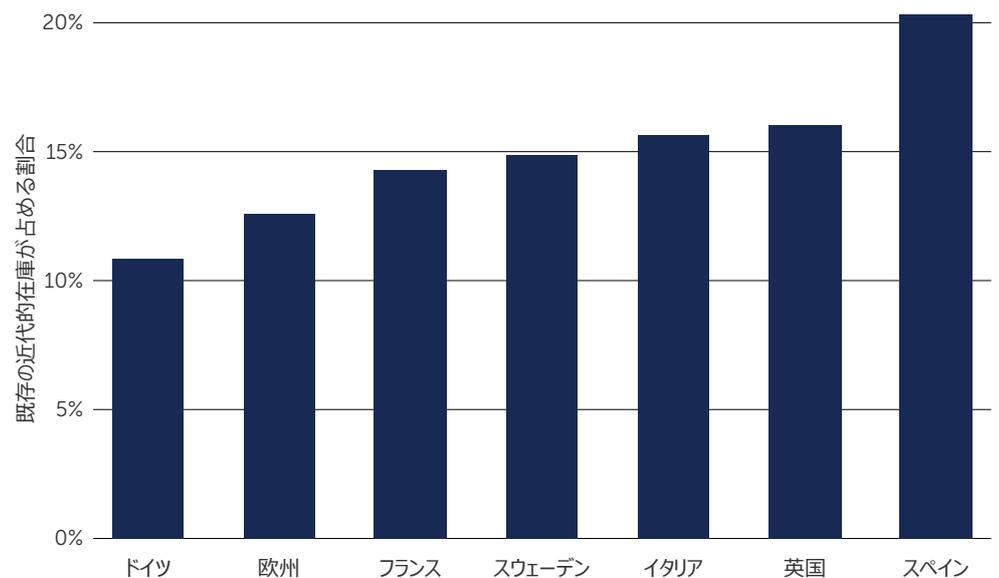
**ナシル・アラムギル：** 次期米政権が政策変更可能なのは4年間、もし中間選挙で議会構成が変化すれば2年間しか猶予がないため、迅速に行動すると思われます。そうであれば、次期政権は金融政策により大きな影響力を行使する可能性が高く、それは債券市場にとって大きなリスクとなる可能性がある、という見解に回帰します。過去に同様の事象が発生したニクソン政権時代では、大幅なインフレが生まれました。2025年はこの点を注視する必要がありますと考えます。

**ジョン・オッカーブルーム：** 市場がある程度安定し、流動性と取引額が今後増加すると思われる中、最も面白い投資機会が生じると考えるセクターについて教えてください。

**ニック・ピンク：** 直近数年間に及ぶ困難な時期にもかかわらず、プライム不動産にとって構造的なファンダメンタルズは依然として良好です。同時に、欧州にはグローバル化や脱炭素化といった人口動態や政治的トレンドなど、数多くの追い風が吹いており、住宅や物流などのセクターにおいて投資機会が引き続き形成されています。経済の見通しにばらつきが見られるため、欧州における需要は一概ではありません。私たちにとって重要なのは、こうした需要のポケットを見極め、テナントが入居を希望するスペースを創造または取得することで対応することです。

例えば、物流セクターでは、欧州の優良物流地帯に非常に注目しています。貿易戦争の可能性やリショアリングおよびニアショアリングのトレンドは、サプライチェーンが新しい環境に対応するにつれて、優良物流スペースに対する需要を高める可能性があります。具体的には、今後5年間でさらに3,300万平方メートルの物流スペースが必要になると考えています<sup>1</sup>。

図4: 欧州全体におけるEコマース物流の需要予測は上昇傾向に (2024年~2028年)



出所: CBRE、Oxford Economics、Euromonitor、ベアリングスによる算出 2023年12月現在

1. 出所: CBRE、Oxford Economics、Euromonitor、ベアリングスによる算出 2023年12月現在

住宅セクターでは、学生専用宿泊施設 (PBSA) などの欧州のサブセクターは米国と比較すると成長過程にあります。この特定のセクターでは、欧州の学生数が依然としてPBSAの供給量を上回っています。そのため、スペインやイタリアなど、留学生増加の恩恵を受ける有利な立場にあると思われる、先行者利益をもたらす市場に価値を見出しています。

**モーリン・ジョイス：** 米国の株式市場における今後の焦点のひとつとして、新規供給の不足と値ごろ感の問題によって引き起こされる住宅危機に関するものが挙げられます。全国的な開発を通じて住宅在庫の近代化と増築に対し資本提供が可能な投資家にとっては、この社会経済的課題に対応するだけでなく、魅力的なリターンの可能性を享受する投資機会が存在します。

私たちはまた、必要性和ライフスタイルの両面から、今後の小売り資産に価値を見出しています。物件のファンダメンタルズは、過去10年間ほとんど新規供給がなく堅調に推移しており、現在は需要は改善傾向にあります。消費者は現金を保有して買い物しており、例えば、第3四半期の小売売上高 (ガソリンスタンドを除く) は前年比2.8%増となりました<sup>2</sup>。また、消費者はオンラインショッピングだけでなく、レストランや店舗、体験を提供するライフスタイルセンターにも足を運んでいます。

## “オフィス・セクターの回復の可能性、少なくともボトムアウトを示すデータは数多くあります。”

**ナシル・アラムギル：** これは大胆さに欠けるかもしれませんが、私はオフィス・セクターについて言及したいと思います。オフィス・セクターの回復の可能性、少なくともボトムアウトを示すデータは数多くあります。賃貸活動は、パンデミック以前の水準まで回復しつつあります。もちろん、吸収すべき空室は数多くありますが、このグッドニュースを軽視することはできないと考えます。元実業家である大統領が就任し、企業は週5日のオフィス勤務を望んでいます。連邦政府にもその動向が確認できれば、オフィス・セクターは多くの予想よりも早期に回復する可能性があると思っています。

今後、人の流れに対する依存度が低い資産においても堅調なパフォーマンスが見られると予想します。例えば、倉庫や物流は、特定の政策変更によりリスクが高まる可能性のある労働人口に依存するホテルや高齢者向け住宅に比べ優位にある可能性があります。営業純利益 (NOI) を可能な限り効率良くキャッシュフローに転換可能な資産クラスは、引き続き非常に選好されると見えています。

このインサイトは2025年グローバル不動産見通しのウェビナーを要約したものです。ウェビナーは以下よりご視聴いただけます。  
<https://www.barings.com/en-us/institutional/perspectives/viewpoints/2025-outlook-global-real-estate-webinar>

2. 出所: Bureau of Labor Statistics, Census 2024年9月30日現在

*Barings is a \$431+ billion\* global asset management firm that partners with institutional, insurance, and intermediary clients, and supports leading businesses with flexible financing solutions. The firm, a subsidiary of MassMutual, seeks to deliver excess returns by leveraging its global scale and capabilities across public and private markets in fixed income, real assets and capital solutions.*

#### IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

**NO OFFER:** The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

#### Copyright and Trademark

Copyright © 2024 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者:関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。4103488

**LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.baring.com)**

\*As of September 30, 2024

24-4072811