

2024年10月

不動産投資を再開する タイミングは整ったか？



ドナルド・ホール
グローバル・リアル・エーステート・
リサーチ統括責任者

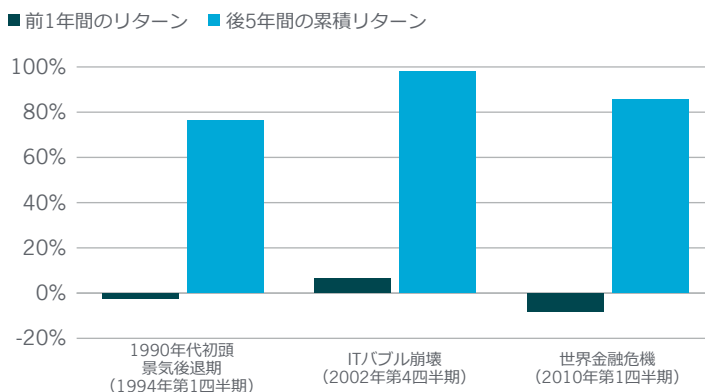
世界の不動産投資リターンは、2年間に及んだ累積損失のトンネルを抜けて2024年4-6月期でプラスに転じ、市場回復の予兆を示しています。

低金利期を通じて、不動産評価額は非常に高いものでした。グローバルな不動産投資のトータル・リターンは2021年10-12月期に前期比+5.0%、続く2022年1-3月期には前年同期比+17.8%に達し、長期平均をはるかに上回るものでした。

一転して、金融引き締めはこうした評価増を帳消しにする以上に続き、直近のグローバルな不動産評価額は2018年の水準に回帰しています¹。

我々は、不動産投資市場の調整はほぼ完了し、投資家は不動産を新たな視点で見直すべきだと考えています。不動産は歴史的にみて長期にわたる安定したインカム・リターンとポートフォリオの分散効果を生み出しており、経済の回復局面において堅調な収益を提供し得るアセットクラスです。たとえば1990年代初頭の景気後退局面後の5年間の不動産投資累積リターンは76%に達しました。同様に、ITバブルの後の5年累積リターンは98%、世界金融危機の後は同86%でした(図表1)。

図表1: 景気後退局面前後における不動産投資のトータル・リターン(米国NCREIF ODCE Index)



出所: NCREIF ODCE Index (2024年現在)、ヌビン・リアル・エーステート・リサーチ
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。指数に投資することはできません。

バリュエーションに転機の兆し

2024年4-6月期、世界的な不動産のキャピタルリターンは-0.74%まで縮小し、過去8四半期を通じて最小のマイナス幅となりました。インカム・リターンの1.07%を一部相殺する形で、トータル・リターンは0.33%を記録し、2022年4-6月期以来初めてプラスとなる四半期リターンを記録しました(図表2)。

4-6月期のMSCI Global Property Indexを構成する世界15市場をみると、2022年4-6月期以降で初めて、不動産評価額がプラスとなった市場がわずかに過半数を超えました。日本、韓国、シンガポール、南欧、北欧、オランダ、フランス、ならびに英国の8市場において、前四半期対比で評価増となりました。

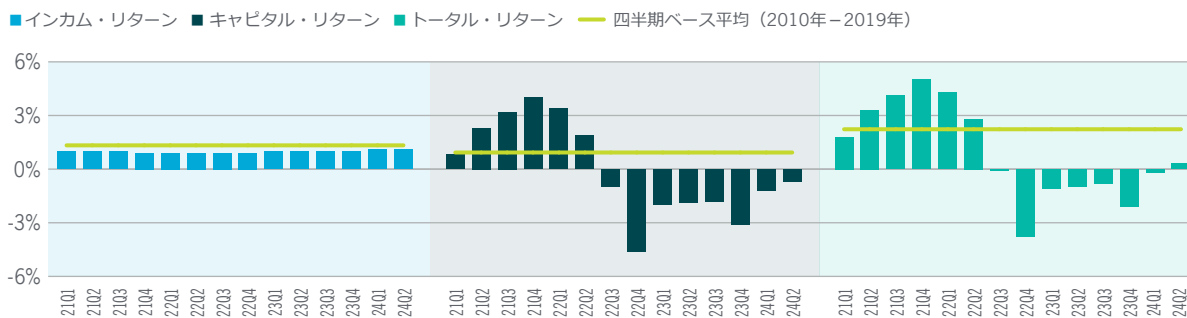
6市場においては不動産評価の減少幅が-0.3%から-1.5%の間で推移していますが、全ての市場で前四半期対比改善されています。唯一オーストラリアが-4.2%という大幅な評価減を記録しましたが、これは他国に遅れていたバリュエーションの調整によるものです。ただ、資本価値の変化（キャピタル・リターン）は不動産収益の1つの要素に過ぎません。歴史的に、トータル・リターンの大きな要素を占めるのはインカム・リターンです²。

トータル・リターンの展望

インカム・リターンが持つ長期安定的な性質は、不動産投資の主な理由の一つとしてしばしば挙げられます³。

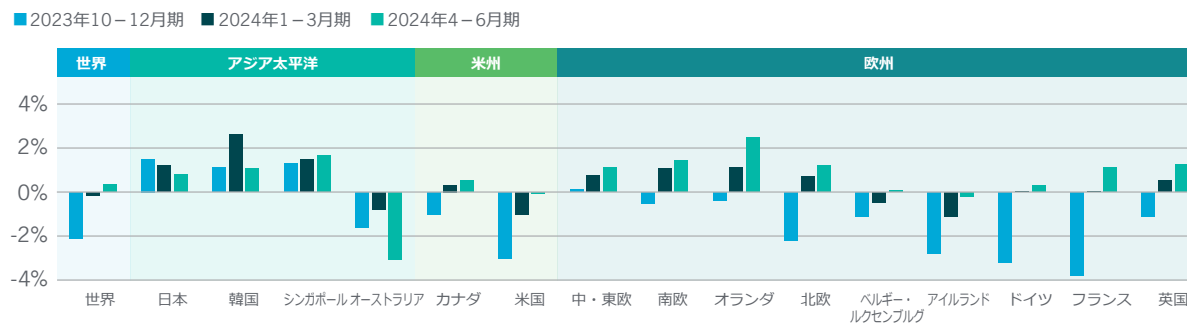
キャピタル・リターンにインカム・リターンを足したものがトータル・リターンになり、4-6月期には15中12カ国・地域とほぼすべてでプラスとなりました（図表3）。米国は-0.09%と実質横ばい、アイルランドは-0.22%と微減、オーストラリアだけが-3.07%と大幅に減少しました。7-9月期の世界データは本稿執筆時には入手できなかったものの、NCREIF ODCE indexの速報値によると、米国のトータル・リターンは7-9月期に0.25%とプラスに転じています。このように、不動産評価額回復の兆しがみられてきていることから、トータル・リターンはプラスの道筋が続くと我々は見通しています。

図表2：四半期ベースのリターン（2021年1-3月期～2024年4-6月期）



出所：MSCI Global Quarterly Property Index（2024年4-6月期データ、2024年9月4日発表時点）、スピン・リアル・エステート・リサーチ
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。指数に投資することはできません。

図表3：トータルリターン



出所：MSCI Global Quarterly Property Index（2024年4-6月期データ、2024年9月4日発表時点）、スピン・リアル・エステート・リサーチ
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。指数に投資することはできません。

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご参照ください。

各国の取引市場動向

取引市場の最新データを見ると(図表4)、さらなる回復の兆しが見え始めています。MSCIのCommercial Property Price Indexを通じてデータが入手可能な11カ国のうち、日本、カナダ、米国、フランス、英国の5カ国で4-6月期に取引価格の上昇が見られました。米国ではシカゴ、ワシントンDC、ロサンゼルス、オレンジ郡、ニューヨーク市郊外、サンノゼで、他のどの国よりも価格が上昇しました。

国別に深掘りしてみると、不動産セクターや市場によって大きな違いがあります。たとえば、低迷を続けている米国の中心業務地区(CBD)オフィス市場の価格は8月時点で前年比27.4%減でしたが、よりレジリエントなインダストリアル不動産は6.9%増で取引されました。

4-6月期の全不動産セクター平均でみると、カリフォルニアのオレンジ郡では2.5%上昇しましたが、サンフランシスコ都市圏では3.0%低下しました。また、同一都市圏内でも大きな差異が出る場合があります。サンフランシスコ都市圏でみると、サンフランシスコ市では4.8%低下したものの、サンノゼでは1.7%上昇しました。このように、成功する市場や不動産セクターを見極めて選別的に投資することが、足元の価格調整フェーズにおいて大きなリターンを生み出す鍵となるでしょう(図表4)。

安定的なファンダメンタルズ

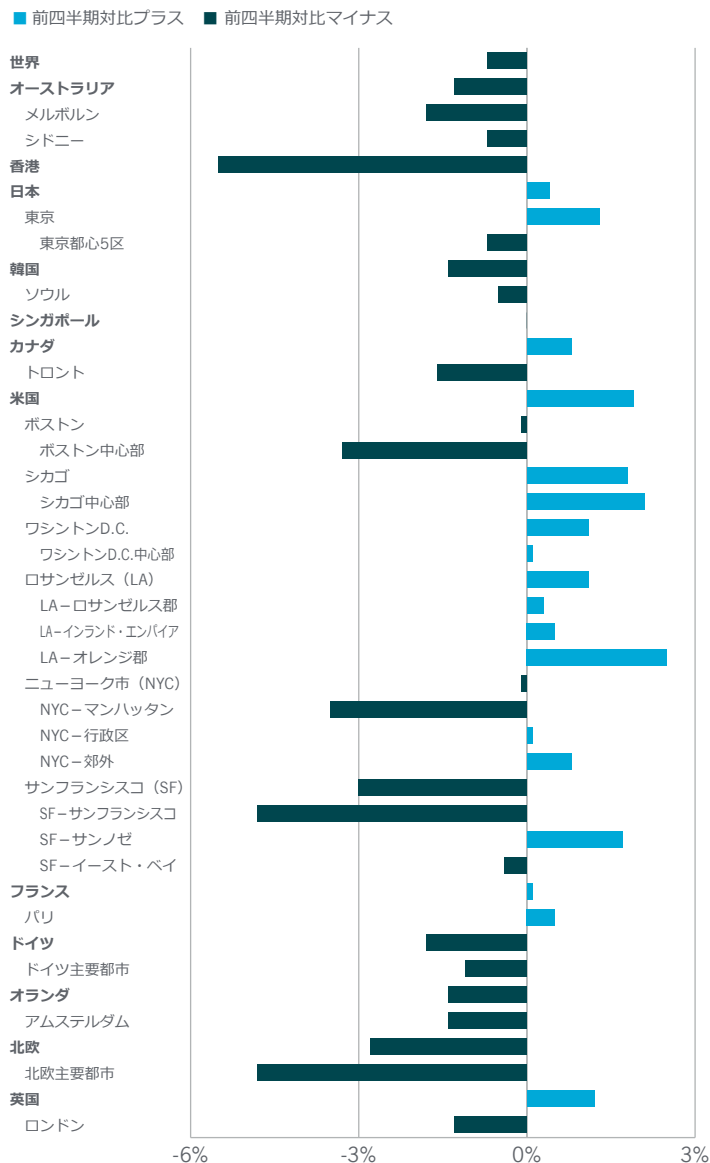
バリュエーションと取引価格の安定化はともに、市場の底打ちが近いことを示唆していますが、不動産投資の魅力的なエントリーポイントを考慮するうえではファンダメンタルズにも着目する必要があります。市場価格とバリュエーションが今後上昇するためには、金利低下と不動産ファンダメンタルズの強化がみられることが理想的です。

主要先進国の中央銀行は金利を引き下げ始めており、これは借入金利、割引率、不動産の還元利回り(キャップレート)の低下圧力となって、不動産価格上昇を後押しするとみられます。

また、セクター一般的に建設活動が減速しているのは、中期的に不動産のファンダメンタルズにとって良い兆しです。米国の賃貸住宅およびインダストリアル不動産市場では新規建築着工件数がピーク時の3分の1を下回り、

図表4：世界の取引価格

取引価格の前四半期比較 (RCA CPPI)



出所：MSCI Real Capital Analytics (2024年4-6月期時点)、ヌビーン・リアル・エステート・リサーチ
注：物価指数は商業用不動産向け(オフィス、産業、小売)。都市は特に指示のない限り大都市圏。ドイツ主要都市はベルリン、ケルン、デュッセルドルフ、フランクフルト、ハンブルク、ミュンヘン、シュトゥットガルト。北欧主要都市はコペンハーゲン、ヘルシンキ、オスロ、ストックホルム。

現在建設中の棟数もパンデミック以前の水準に沈静化しています(図表6)。金利低下が期待されるとはいえ、建築の資金調達はまだなお割高な水準です。それゆえに、(建設資金の提供元である)地方銀行からの資金調達が手控えられているということが、今後の建設活動減少を示唆しています。

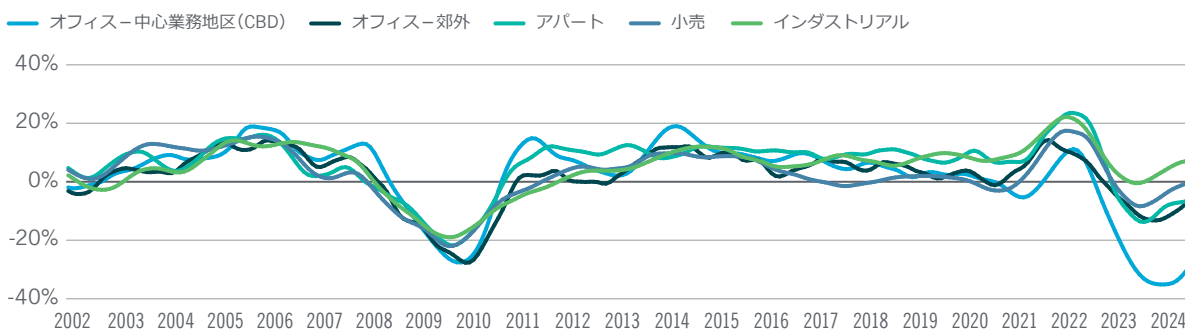
こうした動向は、不動産開発業者にとっては課題ですが、家主や投資家にとっては好都合の展開です。新規の不動産供給という逆風が弱まるため、人口増加や構造変化（たとえばEコマースなど）によりプラスの需要がある市場においては、中期的に物件稼働率が上昇するとみられます。稼働率と賃料は歴史的に相関が強いので、今後投資家は稼働率および賃料上昇に基づく不動産評価額の上昇から、リターンを得るチャンスがあります。

世界のプライベート不動産に関する現在の見通しは、概ね上向き基調にみえますが、潮が満ちればすべての船が浮かぶ（＝不動産セクター全体が市場回復の恩恵を受ける）というわけではないでしょう。たとえば、米国のオフィス市場はなお対処すべき課題を抱えており、オフィスセグメント全体が回復する可能性は短期的には非常に低いとみられます。

したがって、投資に先立つ綿密な調査と投資対象の選択が引き続き重要です。

図表5：米国商業用不動産指標（2000年～2024年、年ベース）

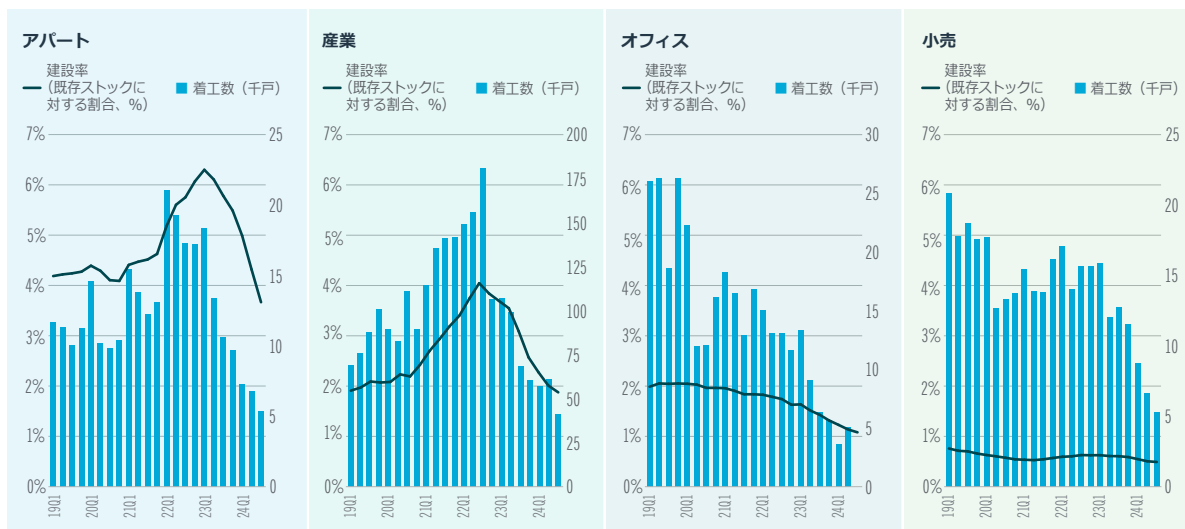
米国商業用不動産価格指数（前年比）



出所：MSCI Real Capital Analytics（2024年8月までのデータ、2024年9月時点）、ヌビーン・リアル・エステート・リサーチ

図表6：米国不動産セクター別建設状況

米国商業用不動産価格指数（前年比）



出所：CoStar（2024年7～9月期）、ヌビーン・リアル・エステート・リサーチ

当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。文書末の「重要なお知らせ」を必ずご参照ください。

不動産のリバランスの好機

景気と地政学的環境を巡る先行き不透明感は一段とリスクを高めていますが、これはすべての資産クラスに共通するものでしょう。不動産価格の調整と記録的な株式市場の好調によって、投資家のポートフォリオにおける不動産のウェイトはここ2年間で大きく低下してきました。

こうした状況を踏まえて、現在はプライベート不動産市場への新たな配分を再考し、戦略的に配分を高めるタイミングと言えるかもしれません。長期的にみれば、プライベート不動産は他の資産クラスとの相関が低く、高いインカム・リターンと一定程度のインフレヘッジを提供しています。市場には依然若干の課題が残されているかもしれませんが、全体的には上向き始めており、賢明な投資家にとって現在は絶好の投資機会があると我々は考えています。

詳細については、[当社のウェブサイト、nuveen.com/infrastructure](https://www.nuveen.com/infrastructure)をご覧ください。

出所

- 1 MSCI Global Quarterly Property Index (2024年4-6月期データ、2024年9月4日発表時点)
- 2 MSCI Real Capital Analytics CPPI (2024年4-6月期時点)
- 3 ANREV/INREV/NCREIFファンドマネージャー調査2024。グローバル96ファンドマネージャーによるAUMランキング調査、2023年12月31日時点。

重要なお知らせ

ヌベーン・ジャパン株式会社(以下「当社」といいます。)は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む)第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範囲で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他のいかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範囲で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範囲で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredtradingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌベーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA, 米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌベーン・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3132号

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加入