



2025年の主要テーマ

不動産市場 回復の波に乗る

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」を必ずご確認ください。

不動産市場回復の波に乗る	3
投資機会はどこにあるのか？	6
次なるフロンティア： データセンターを巡る世界的な潮流	8
オルタナティブ不動産への注目	10
グローバルな住宅ニーズの高まり	12
オフィス市場が活況を呈している地域	14
利便性重視の時代におけるリテール不動産	16
ネットゼロカーボン・ビルへのグローバルな移行は 政治的な逆風に耐えられるか？	18

はじめに

プライベート不動産市場は痛みを伴うリセットを経験しましたが、それも今では過去のものとなりました。資産価格は安定し、大半の市場でトータル・リターンがプラス圏を回復しています。また、新規の建設活動の不足は、中期的なファンダメンタルズにとって好材料です。総じて、2025年は不動産投資にとって好ましい一年となるでしょう。米国大統領選挙の結果は、地域によって逆風にも追い風にもなりますが、投資戦略の核にあるメガトレンドは今後数十年にわたり持続すると、Nuveen Real Estate（以下、当社）は確信しています。本稿では、世界的な住宅ニーズの高まり、オルタナティブ不動産の強み、リテール・セクターの復活、ならびに環境・社会・ガバナンス（ESG）要因の変化などに着目した、当社の代表的な投資アイデアと洞察をご紹介します。

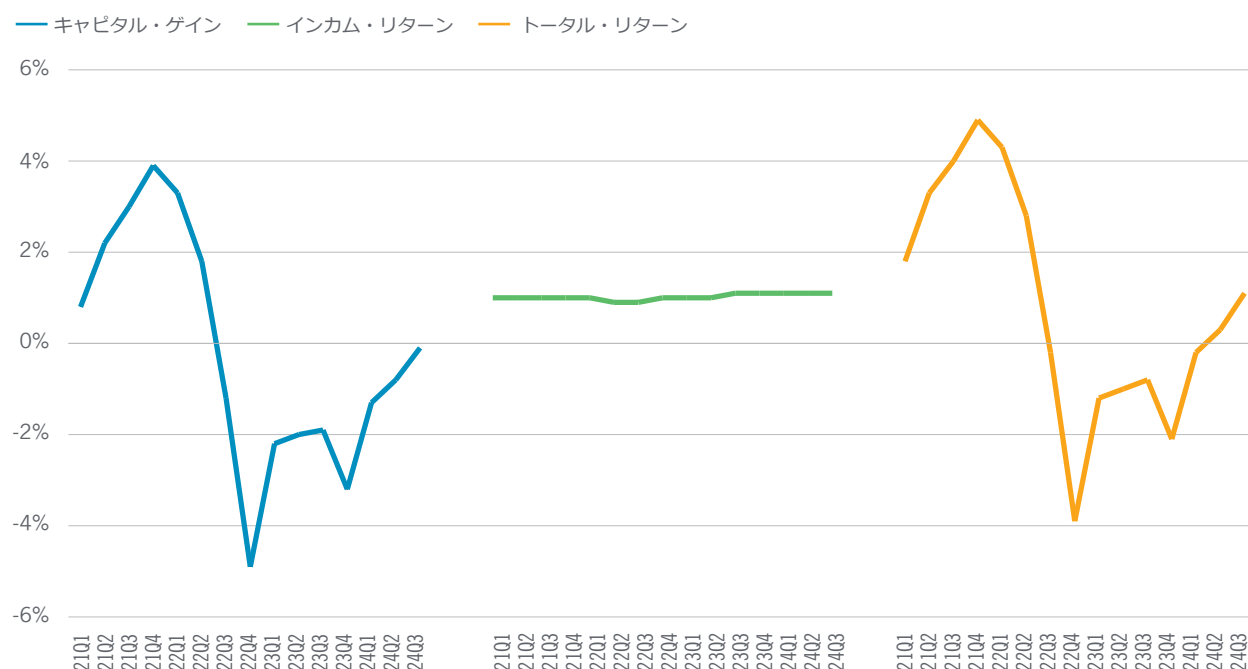


不動産市場 回復の波に乗る

この2年間、不動産市場は困難に直面してきました。金利上昇に起因するキャップレートおよび割引率の上昇が不動産価格の下押し圧力となり、床需要の低下にもかかわらず建設による新規供給が増えたことから空室率が上昇し賃料成長が鈍化する中、投資家は保有不動産の売却を試み、買い手よりも売り手の多い市場が生まれました。2025年に入り、これらの逆風はおおむね和らぎ、痛みを伴った市場のリセットも終わったようにみえます。世界の不動産価格はピーク時¹から16.2%下落した後、安定の兆しを見せており、トータル・リターンはプラスに転じています（図表1）。2025年に不動産投資を検討している投資家は、回復の勢いが増すにつれて、多くの機会を見つけ出すことができるでしょう。

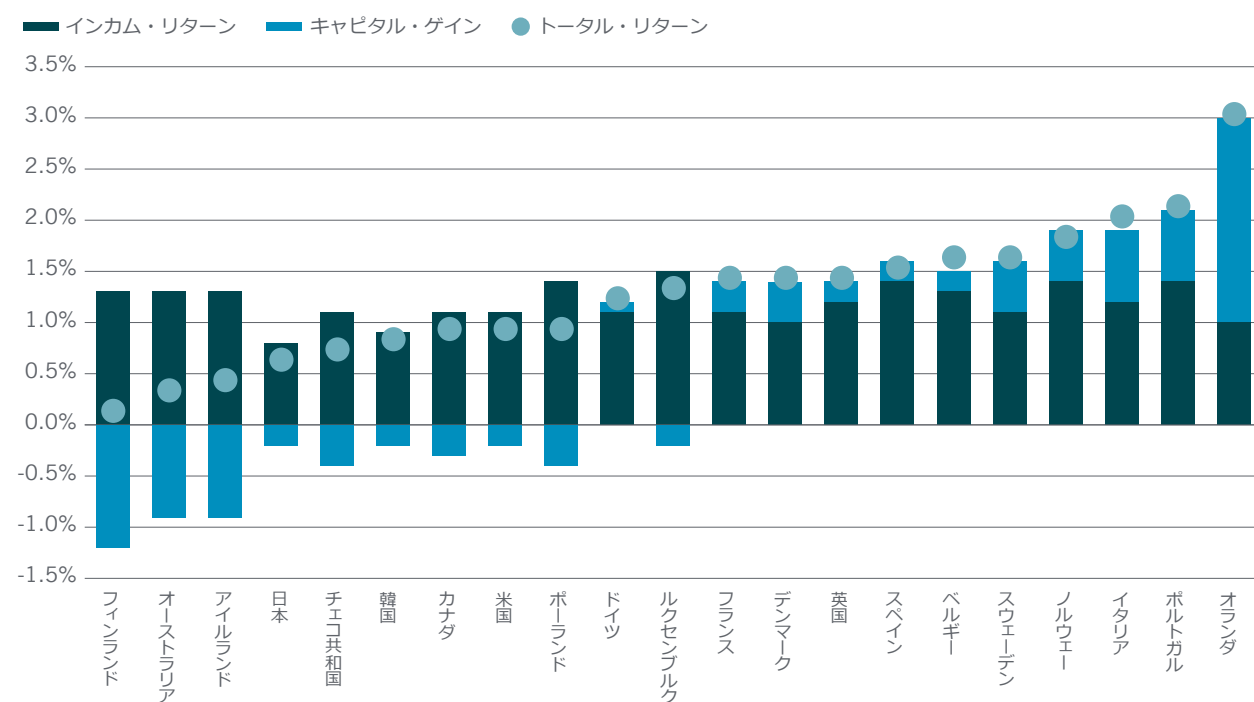
不動産価格の上昇は投資家にとって歓迎すべきものですが、必ずしもそれがプラスのトータル・リターンをもたらすわけではありません。トータル・リターンはインカム・ゲインとキャピタル・ゲインによって構成されますが、長期的にはインカム・ゲインの寄与がはるかに大きな比率を占めます。米国ODCE指数の年率リターンは1978年以来7.7%となっていますが、そのうち91%はインカム・ゲインによるものでした。本稿発行時点で入手可能な最新のデータ（図表2）は、MSCIグローバル不動産指数に含まれる21カ国中、不動産価値が上昇したのは11カ国で、残り10カ国は下落したことを示しています。ただし、全21カ国で、不動産の安定したインカム・ゲインにより四半期のトータル・リターンはプラス圏となりました。すべての国でトータル・リターンがプラスとなったのは2年ぶりのことです。

図表1：不動産の四半期トータル・リターンがグローバルでプラスに



出所：MSCIグローバル四半期不動産指数（2024年第3四半期データ、2024年12月5日発表）、Nuveen Real Estate Research

図表2：主要各国のトータル・リターンは全てプラスに



出所：MSCIグローバル四半期不動産指数（2024年第3四半期データ、2024年12月発表）

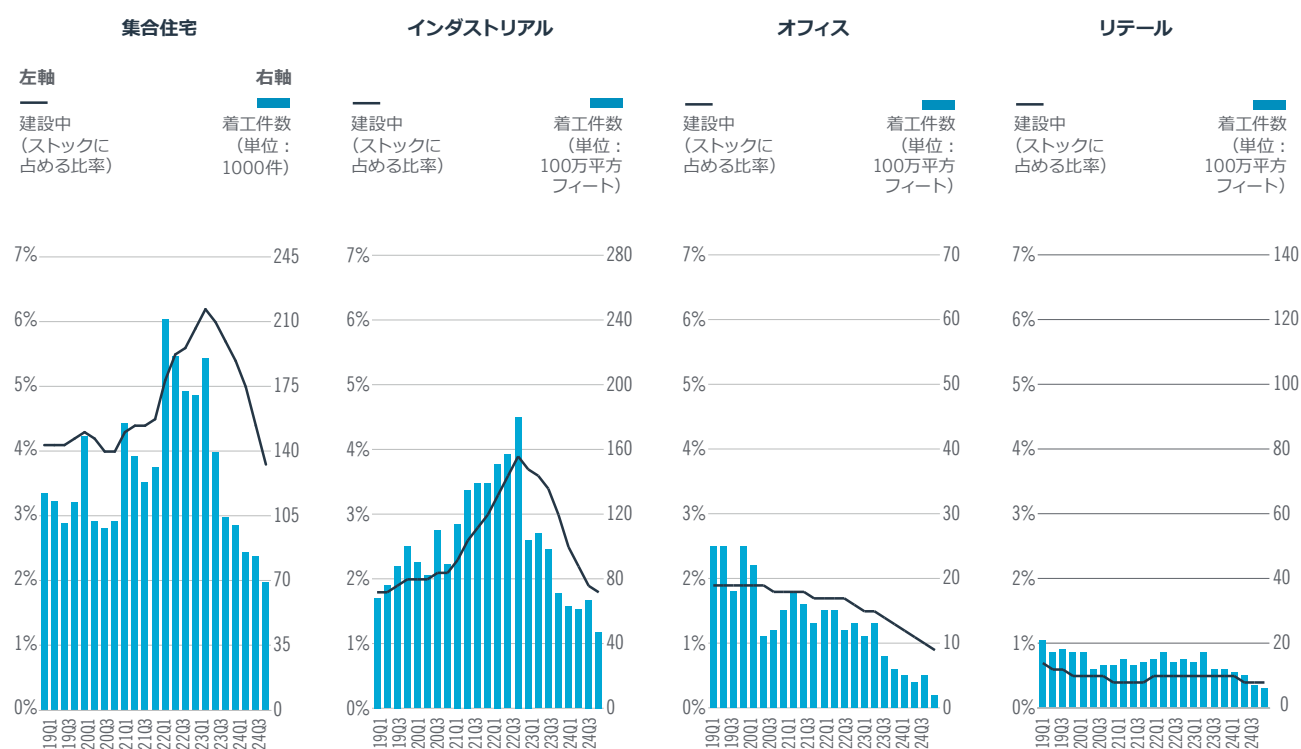
足元のリターン水準は、投資家の期待を大いに高めるほどではないかもしれませんが、リターンが転換点を迎えたことは注目に値します。過去3回のサイクルで底入れタイミングを見極めることができた投資家は、その後の5年間で大きなリターンを手に入れることができました。米国NCREIF ODCE指数を分析すると、90年代初期の景気後退後の5年累積リターンは76%となっています。テックバブル崩壊後の5年累積トータル・リターンは98%、世界金融危機は85%でした²。年平均成長率ベースでみると、景気後退期に続くサイクルのリターンは12.0～14.6%と堅調です。

不動産市場はこの2年間、金利上昇による打撃を受けてきましたが、今では力強い回復に向けた準備が整っています。なかでも特筆すべきは、資金調達コストの上昇を受けて不動産開発ペースが緩や

かになっていることです。米国の集合住宅や物流施設の着工件数がこれほど低水準だったのは約10年前（集合住宅は2011年、物流は2015年）で、オフィスもリテールも建設水準は過去最低水準です（図表3）。開発期間は通常年単位であり、着工件数減に伴って、中期的に竣工件数、つまり新規床供給も減少し、需給環境の改善に寄与します。従って、各セクターとも、稼働率の回復と賃料の成長に向けて環境は整っているといえるでしょう。保有期間中に金利が低下すれば、キャピタル・ゲインを通じて追加的なアップサイドが生まれますが、2025年にはインカム・ゲインの可能性だけでも魅力的な投資機会が生まれているのです。



図表3：物件タイプ別米国の建設活動



出所：CoStar, Nuveen Real Estate Research

“
2025年にはインカム・ゲインの可能性だけでも
魅力的な投資機会が生まれているのです。

投資機会は どこにあるのか？



2024年第3四半期には51市場のうち45市場でトータル・リターンがプラスとなりました（図表4）。2023年第4四半期にプラスだったのはわずか14市場³であったことを考えると、世界の不動産市場は転換点に差し掛かっているように見えます。世界的に最も厳しい状況が続いているオフィス市場でさえ、地域によって大きな差が見られています。2023年第3四半期から2024年第3四半期にかけて、米国オフィス市場のトータル・リターンはマイナス12.4%でしたが、韓国のオフィス市場のトータル・リターンはプラス8.1%で、20パーセント・ポイントの差がありました。韓国最大の市場であるソウルは、第4四半期時点で空室率が3.0%にとどまり、賃料は前年比6.7%増となっています⁴。この例は、不動産市場はすべてが同じように動く単一市場ではなく、地域、国、セクターによって大きく異なり、その市場を熟知した投資家に魅力的な投資機会を提供することを示しています。

当社は、すべてのセクターと地域に機会があると考えていますが、全体的には以下の投資機会が有望であるとみています。

不動産デット

ベースレートとクレジット・スプレッドは高止まりが続いています。さらに、調整が完了した資産価格が今後上昇に転じれば、貸出期間中にLTV比率が低下してよりリスクが低下するうえに、ローン・コベナンツは引き続き厳格に保たれています。このように、リスク調整後ベースで見る不動産デットは特に魅力的にみえます。

米国のメディカルオフィス

稼働率は過去最高水準にあり、新たな供給は抑制されている一方で、人口動態の高齢化（および消費者行動の変化）によって、メディカル・オフィス・スペースの需要は増加しています。

米国と日本の高齢者向け住宅

ファンダメンタルズの改善と高齢化社会の進展、限られた新規供給によって成長が促進されるでしょう。

欧米における日用品リテール

コロナ禍を経て需要が実証されたことから、レジリエンスの高いセクターとなっています。投資開始時点の利回りが高く、他の投資家との物件取得競争が比較的少ない上、供給リスクがほとんどない強力なファンダメンタルズが魅力です。

アジア太平洋と欧州における学生向け住宅

競争力のある機関投資家向けの物件ストックが少ない一方で、留学生からの需要は高く、関連法規制が多くないことから、魅力的なエントリー・ポイントを提供します。

欧米におけるセルフ・ストレージ

欧州における既存ストックは僅少であり、物件集約や機関投資家向けのアップグレードを通じて投資機会が得られます。米国では、ファンダメンタルズの悪化と物件価格の下落によってバリューストック投資の魅力的なエントリー・ポイントが生じています。

米国の中小型物流

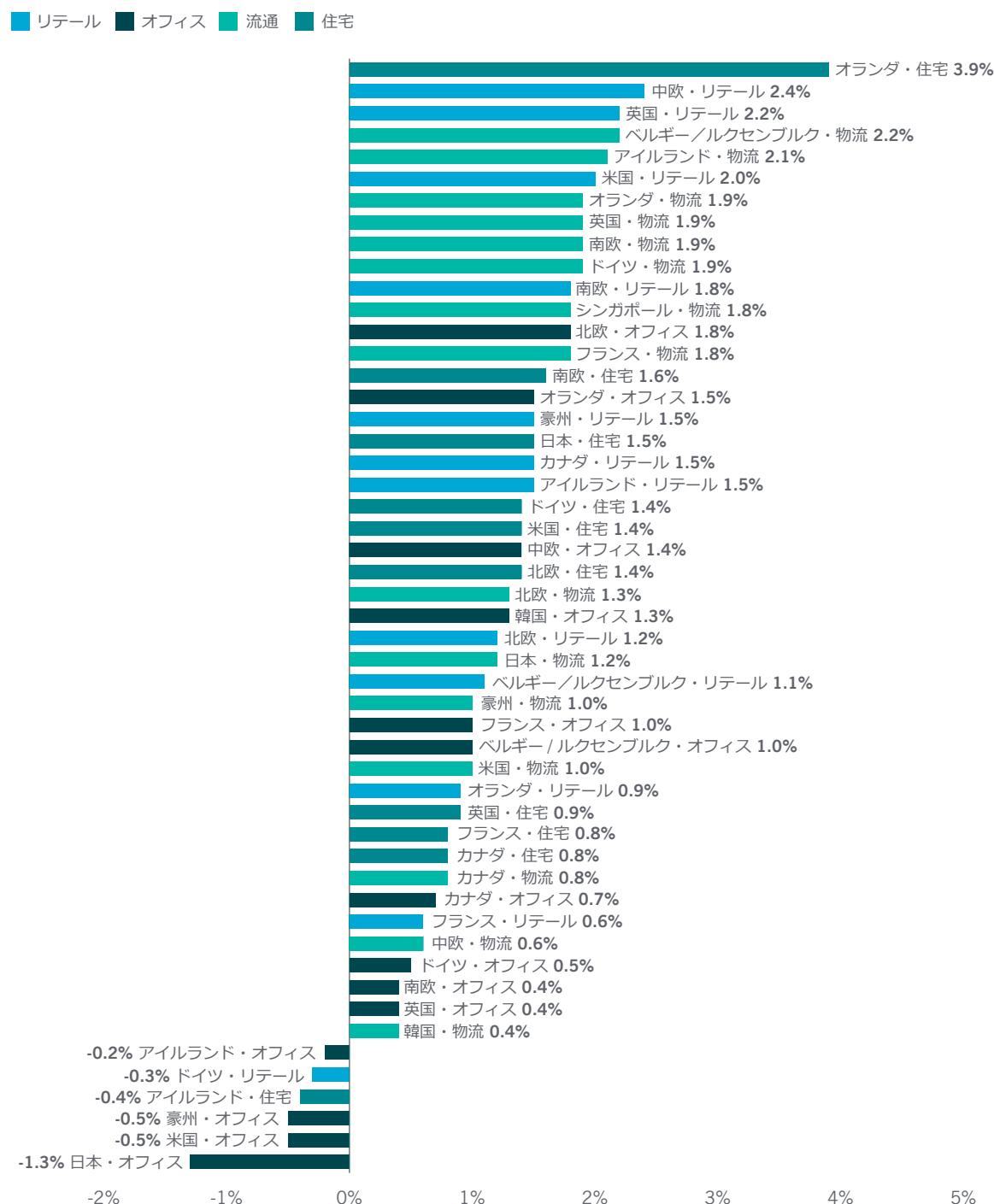
物流セクターは電子商取引の隆盛とサプライチェーンの再編から引き続き世界的に恩恵を受けていますが、中小型物件は大型物件と比較して供給の脅威が少なく、ファンダメンタルズも良好な分野です。

米国のアフォードブル住宅

このセクターへの投資は、アフォードブル住宅の質向上と住民の生活の質向上に貢献しながら、高い稼働率と政府保証付きの安定的な賃料収入という恩恵を享受できるセクターです。



図表4：国およびセクター別の四半期トータル・リターン（2024年第3四半期）



出所：MSCIグローバル四半期不動産指数（2024年第3四半期データ、2024年12月5日発表）、Nuveen Real Estate Research

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」を必ずご確認ください。

次なるフロンティア： データセンターを巡る 世界的な潮流

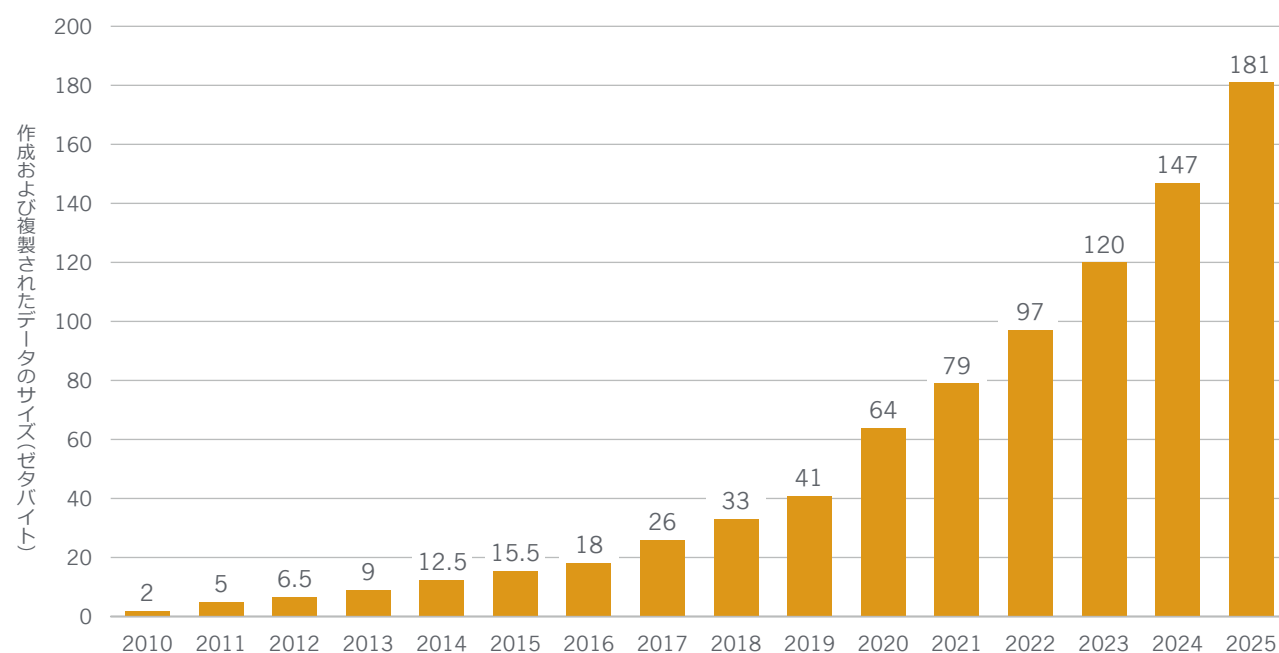
人工知能（AI）やその他のデータ依存型テクノロジーの台頭により、データ使用量がかつてないほどのペースで増加しており、世界のデータ環境は2025年までに、わずか10年前の約12倍に相当する181ゼタバイト（1810億テラバイト）に達すると予測されています（図表5）。世界的なデータ急増により、データセンター向けスペースに対する需要は高まる一方です。物件の供給は増えているものの、各地域の電力供給制約を受けており、近い将来需要超過となる可能性が高く、この代替投資オプションとしての魅力が増えています。技術の急速な進化、物理的なプラント設計、エンドユーザーに近い立地であることの必要性などによって、この分野の業界地図は急速に変化するでしょう。これらを踏まえて、当社はコア戦略よりも開発を 선호します。

欧州では、フランクフルト、ロンドン、アムステルダム、ならびにパリといった主要市場における供給の伸びが顕著です。

しかし、建設費の上昇によりこうした地域ではプレリースが一般的になり賃料が上昇し続ける一方で、空室率はこの1年間で2%下落しました。アジア太平洋地域では、香港や東京などの市場に新たな供給の波が押し寄せ、2024年の空室率は若干上昇しました。しかし、シンガポールなどの主要市場の空室率は1.0%と、依然として非常にタイトな状況が続いています⁵。

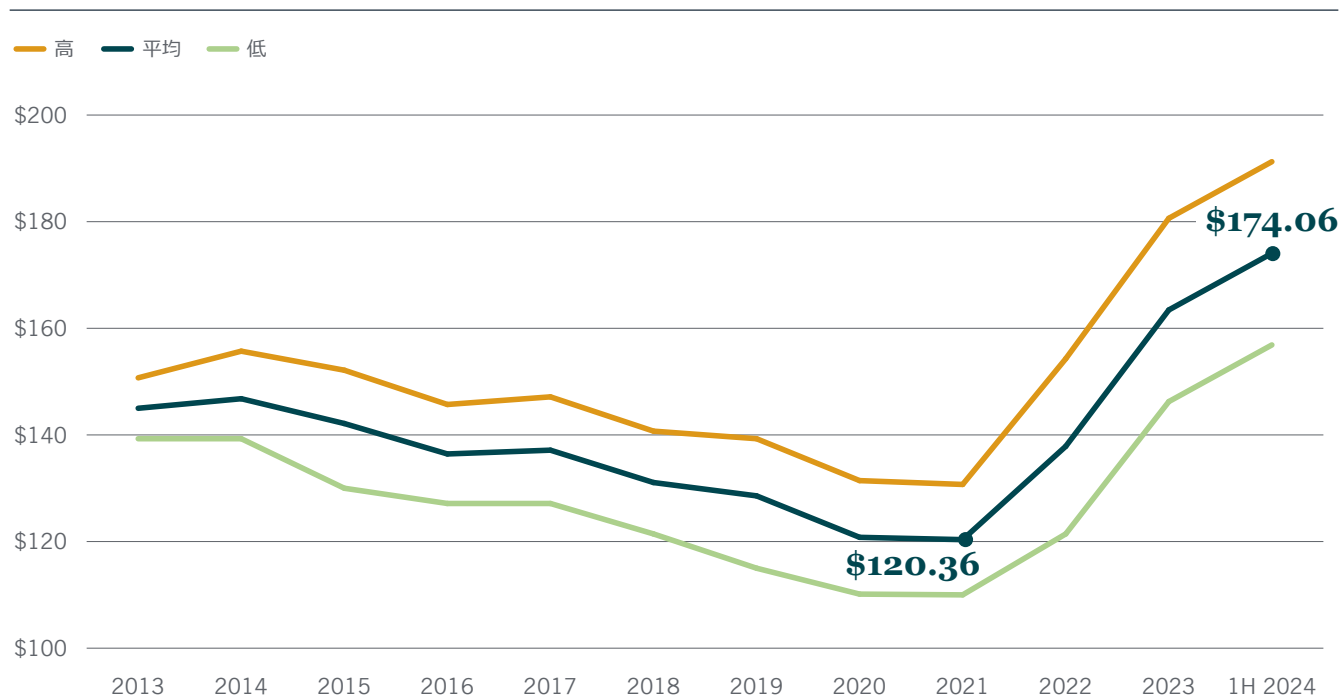
北米では、Apple、Microsoft、Amazonなどの主要テナントがフットプリントを拡大し続けているため、空室率は2024年に過去最低の2.8%まで低下しました。その結果北米の平均賃料は跳ね上がり、2021年以降44.6%上昇しています。それ以前の10年間、賃料は低下基調にありました（図表6）⁶。

図表5：グローバルなデータ環境は膨大な規模になると予想



出所：IDCグローバル予測2021-2025年

図表6：北米の募集賃料、主要市場（キロワット当たりの月額ドル建て料金）



出所：CBRE、2024年第2四半期時点

“

世界的なデータ急増により、
データセンター向けスペースに対する
需要は高まる一方です。

オルタナティブ不動産への注目

伝統的な商業用不動産セクターが低迷する中で、投資家は分散投資とアウトパフォーマンスを目指し、オルタナティブ不動産にますます目を向けています。世界的にはデータセンターが最も注目を集めていますが、人口動態の変化がけん引するオルタナティブ投資への参入機会もまた、様々な地域とセクターにあふれています。

米国のメディカルオフィス

経済協力開発機構（OECD）によると、75歳以上の米国人口の割合は、現在の8%から2040年までに12%に増加すると予測されています。高齢者は若年層に比べて3倍の医療費を必要とするため、今後20年間で医療費が大幅に増加することになるでしょう。

こうした長期的な追い風は、強力な事業ファンダメンタルズと相まって、堅調な需要に対する投資機会を提供します。このセクターの過去実績を見るとインカム・リターンは平均的なセクターよりも高く、トータル・リターンのボラティリティは低位にとどまっています。

高度専門的な医療ケアにフォーカスし、信用格付けのあるテナントを有する好立地の近代的施設ほど、特に優れたパフォーマンスを示す傾向があります。空室率は記録的な低水準となっており(図表7)、新規供給も限られていることから、稼働率と賃料を高水準に維持するうえで有利な環境にあるといえるでしょう。

欧州のセルフ・ストレージ

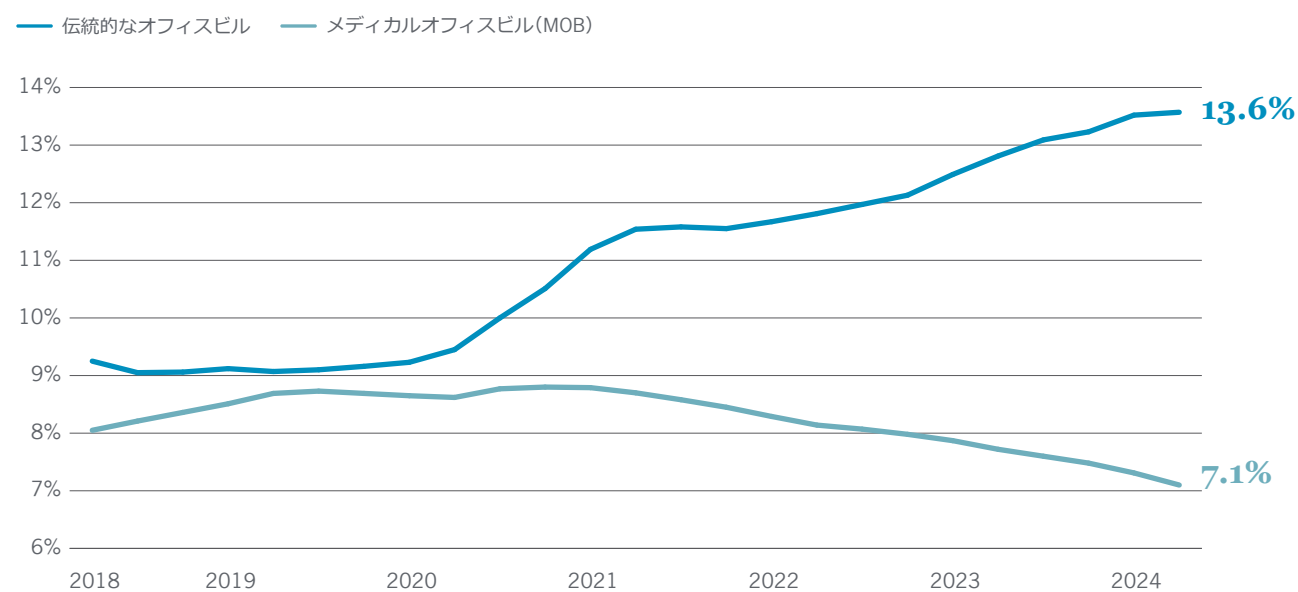
セルフ・ストレージは欧州で最も魅力的なオルタナティブ不動産投資の一つで、パンデミック後の景気循環的、構造的な要因の双方から恩恵を受け、売上高、利益ともに力強い成長が続いています。最新のREIT取引情報では、欧州大陸全体で徐々に改善が見られるなど、明るい結果となりました。国内顧客の稼働率改善によって営業収益の伸びは加速し、営業コストの圧力も和らぎ、ビジネス需要は底入れしつつあります。質の高い物件が慢性的に不足していることから、既存の欧州セルフ・ストレージ投資家は長期間にわたって需給不均衡の恩恵を享受し続けることになるでしょう。

アジア太平洋地域の高齢者向け住宅

日本は最も高齢化が進み、介護度2以上のサービスを必要とする高齢者が急増しており、2030年までに人口の32%を65歳以上が占めることになると推定されています⁷。日本は引き続き、この地域における高齢者向け住宅戦略の主要市場です。東京と大阪では供給不足が続いており、需要の増加に対する民間投資の機会が生み出されています。韓国も有望で、65歳以上の高齢者人口は2045年までに37%に達すると予想されています。日本とは異なり、韓国には介護費の9割をカバーする介護保険の制度はありません⁸。したがって、投資はリスク調整後リターンを押し上げるようなハイエンドの施設に焦点を絞るべきでしょう。



図表7：伝統的なオフィス物件とメディカルオフィス物件で乖離する空室率



出所：Nuveen Real Estate、Revista、CoStar Group, Inc.、2024年6月

注：伝統的なオフィスビルの空室率はCoStar、MOBの空室率はRevistaを使用しています。双方の出所とも、Revistaの上位50市場が使われています。

“

人口動態の変化がけん引する
オルタナティブ投資への参入機会もまた、
様々な地域とセクターにあふれています。

グローバルな 住宅ニーズの高まり

人口動態の変化とアフォーダビリティの逆風は、2025年以降の世界の賃貸住宅需要を下支えすることになるでしょう。欧州や豪州では若年人口の増加が学生住宅の需要をけん引し、米国では高齢者の急増によって高齢者住宅の需要が押し上げられると予想されます。アジア太平洋地域では、アフォーダビリティの逆風が賃貸集合住宅需要を支えるでしょう。

欧州の学生向け住宅

需要の観点から見ると、欧州は若年人口が増加する黄金時代に入りつつあるようで（図表8）、学生寮専用施設（PBSA）に対する国内需要は高まっています。英語で教えるコース数の増加や、欧州大陸における大学ランキングの向上、他地域よりも移民に対して歓迎的な政策などを背景に、欧州の留学生数は力強い伸びを示しています。

極めて良好な需要ファンダメンタルズにもかかわらず、欧州PBSAのストックは依然として非常に制限されています。欧州における学生寮提供率は平均14%で、つまり学生の7人に1人しか学生寮にアクセスできていません⁹。この深刻な需給不均衡は、既存の投資家がかかりの期間にわたってアウトパフォーマンスを続ける一方、新規参入余地が十分残っていることを示しています。当社では、このセクターの成熟度と相まって、圧倒的な資本量が欧州PBSAの価格の上振れ余地を生み出していると考えます。

“

人口動態の変化とアフォーダビリティの逆風は、
2025年以降の世界の賃貸住宅需要を
下支えすることになるでしょう。

アジア太平洋地域の集合住宅と 学生向け住宅

アジア太平洋地域の好ましい人口動態と、住宅アフォーダビリティの低下による賃貸住宅需要の上昇に支えられ、この地域では住宅セクターの魅力が増しています。日本の集合住宅市場は、その高い賃料回収率や、賃料デフォルト時における賃料保証など、ディフェンシブな特徴が際立っています。東京や大阪などの主要都市では人口の転入増加が続いており、住宅需要が高まっています。建設費の上昇により将来の供給が制約される中で、需給の不均衡によって賃料の継続的な上昇が支えられるでしょう。専門職の若者たちにとって職住近接が重要になりつつある中、交通アクセスが良く、周辺設備および環境が充実した集合住宅資産が今後、アウトパフォームすることになると見えています。

最も注目されるのは日本ですが、豪州と韓国も有望な市場として浮上しています。豪州の集合住宅セクターは、海外からの移住が大きな追い風となって、将来の供給逼迫と旺盛な需要から恩恵を受けるでしょう。豪州の学生向け住宅セクターは良好な需給動向に支えられ、過去5年間の年間賃料成長率は平均6%を超えるなど¹⁰、底堅さが証明されています。今年教育課程を開始した中国大学生の数はコロナ禍前のレベルに戻っています。供給が50%未満の状態が続くと予想されるシドニーやメルボルンなどの都市では、賃料は着実に上昇するでしょう。世帯の40%以上が単身世帯である韓国も集合住宅市場は成長しており、伝統的なチョンセ制度（韓国の住賃貸借制度の一つで、入居時に家主に対して保証金を預け、賃貸借期間中は賃料の月次払いが発生しない制度）から、月額賃料を支払う制度へのシフトが進んでいます。

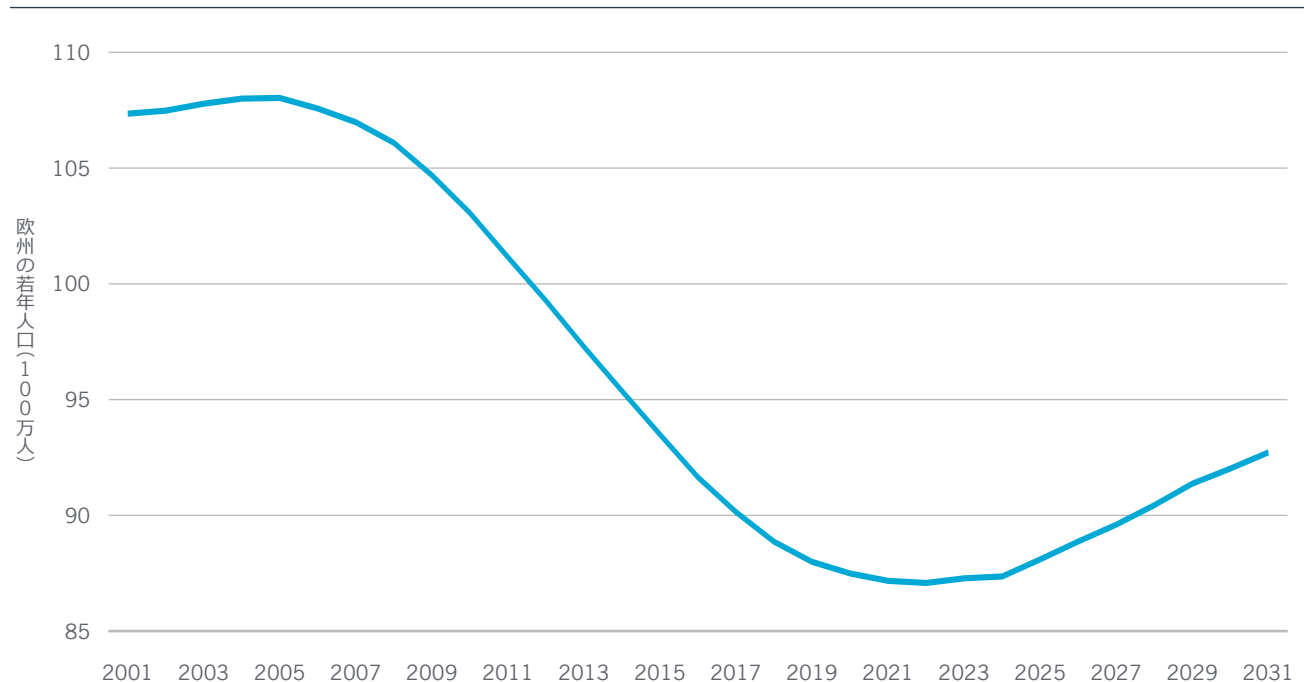


米国高齢者向け住宅

当社は、今後75歳以上の人口増加が加速することから、高齢者住宅が目先の魅力的な投資機会を提供するとみています。在宅医療のコストは莫大であるため、高齢者住宅セクターは高齢者がサポートとケアを受けながら老後を過ごすための好ましく経済的な住宅オプションとして機能します。保険・金融サービス大手の

Genworthによると、現在、24時間体制で在宅医療を受ける場合、介護施設の賃料を払うよりも年間で21万1260ドル高いコストがかかります。高齢者に対する介護者の割合は2024年の3.2人から2040年には2.1人に低下すると予想されており、少ない医療従事者をめぐって競争が増え、在宅医療コストはますます高騰すると思われることから、この格差はさらに拡大すると思われます。

図表8：若年人口が増える欧州の黄金時代



出所：Oxford Economics、2024年1月時点

オフィス市場が 活況を呈している地域

世界のオフィス市場のパフォーマンスは2024年も引き続き地域によって乖離が見られ、米国のバリュエーションには今も底入れの兆候は見えませんが、一部の欧州やアジア太平洋地域の市場では明るい兆しが見え始めています。

リスクが完全に解消されたわけではありませんが、2025年のオフィス市場はファンダメンタルズが改善する可能性があります。まず供給リスクは著しく低下しており、一部の市場では再開発によりオフィスビルのストックが減少するでしょう。また企業の事業環境は改善が認められ、安定雇用に加えてますます多くの企業が再び出勤を義務付けるようになっていることで、オフィスビル需要は増加すると考えられています（図表9）。セクターの進化を促している要因は依然として「質への逃避」です。交通アクセスやアメニティの充実した一等地にあるグレードA+のオフィスビルに注目が集まっていることが、テナント需要とインカム・ゲイン成長の重要なけん引役です。オフィス市場の未来は、活気あるグローバル都市内のコネクテッド・コミュニティの中で息づいているのです。

過去2年間でオフィスビルの価値に最も大きな地域間格差が見られたのは、豪州およびグレーターチャイナと、それ以外のアジア太平洋地域の間でした。豪州のオフィス市場には、リース成約率の減少、サブリースの増加、借入コストの急増による豪州の退職年金基金や機関投資家ファンドによる評価損などが重くのしかかってきました。また、中国の主要都市と香港におけるオフィス価格も、過剰供給と低調な経済・企業マインドによって押し下げられてきました。

反対に、シンガポール、東京、大阪、ソウルなど他のアジア都市

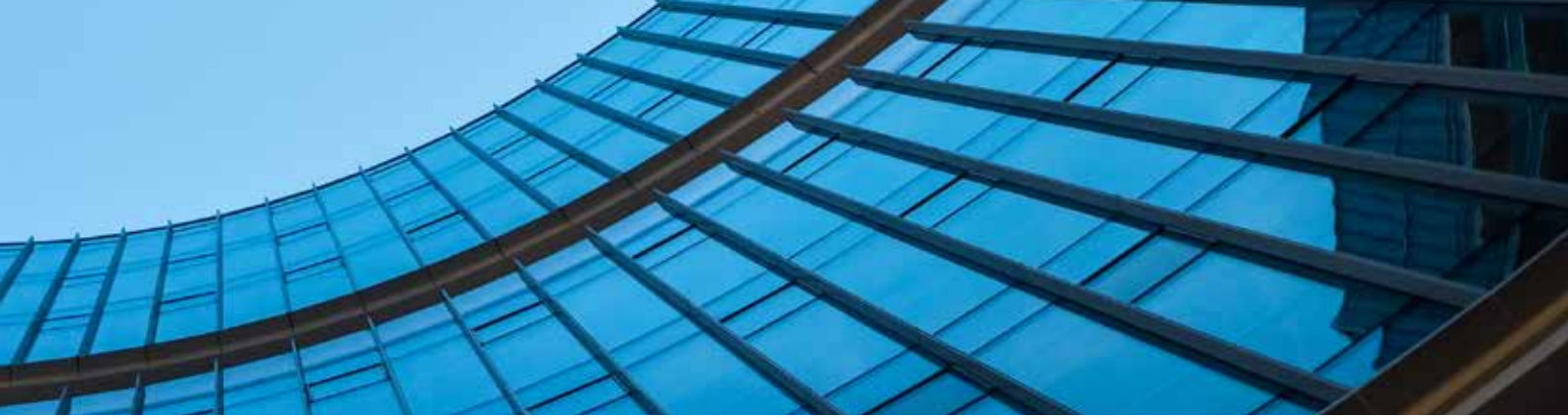
では空室率が低く、力強い事業拡大も続いており、ファンダメンタルズははるかに健全です。これらの都市で働く会社員たちは、出勤を重視する文化的傾向に加えて自宅の生活空間が狭小なこともあり、少なくとも週に4～5回は再び出勤するようになっています。今回のサイクルで最も見通しが有望なオフィス市場は、例えば豪州東海岸などファンダメンタルズが着実に改善する一方で、行き過ぎた調整によってそれ以上に価格が下落している市場や、シンガポール、ソウル、東京など、今後も供給の循環的な変動以上に長期的な底堅い需要が続くと見込まれる市場です。

欧州のオフィス市場では、交通アクセスがよく、アメニティが豊富な都心部とセカンダリー市場との間で命運が別れています。テナントは皆、グリーン基準の高い優良物件を好みますが、インフレ環境下にあつてそうした物件の賃料は跳ね上がっており、多くのテナントにとって手が届かなくなっています。郊外の優良物件も強い需要を享受し、それが高級物件だけでなく平均的な物件の賃料も押し上げています。欧州で苦境に喘ぐオフィス市場は、パリのラ・デファンス地区とロンドンのドックランズ、およびアクセスが悪く、ビルの老朽化が進んだ地域に限られています。

欧州投資家のアロケーションはオフィス資産に偏り気味で、フォワード・ルッキングな調査によると、ほとんどの投資家はエクスポージャーを減らそうとしているようです。投資家の投資意欲が減退すると、オフィス市場の価格回復は遅れるでしょうが、オフィス市場が活発となれば、今継続している市場再編による影響を和らげることになるでしょう。ロンドンシティ、ハンブルク都心部、パリ中心部、ストックホルムでは、厚みのある投資市場に加えて需要が旺盛で、供給も堅調または改善しつつあります。

“

オフィス市場の未来は、活気あるグローバル都市の
コネクテッド・コミュニティの中で
息づいているのです。

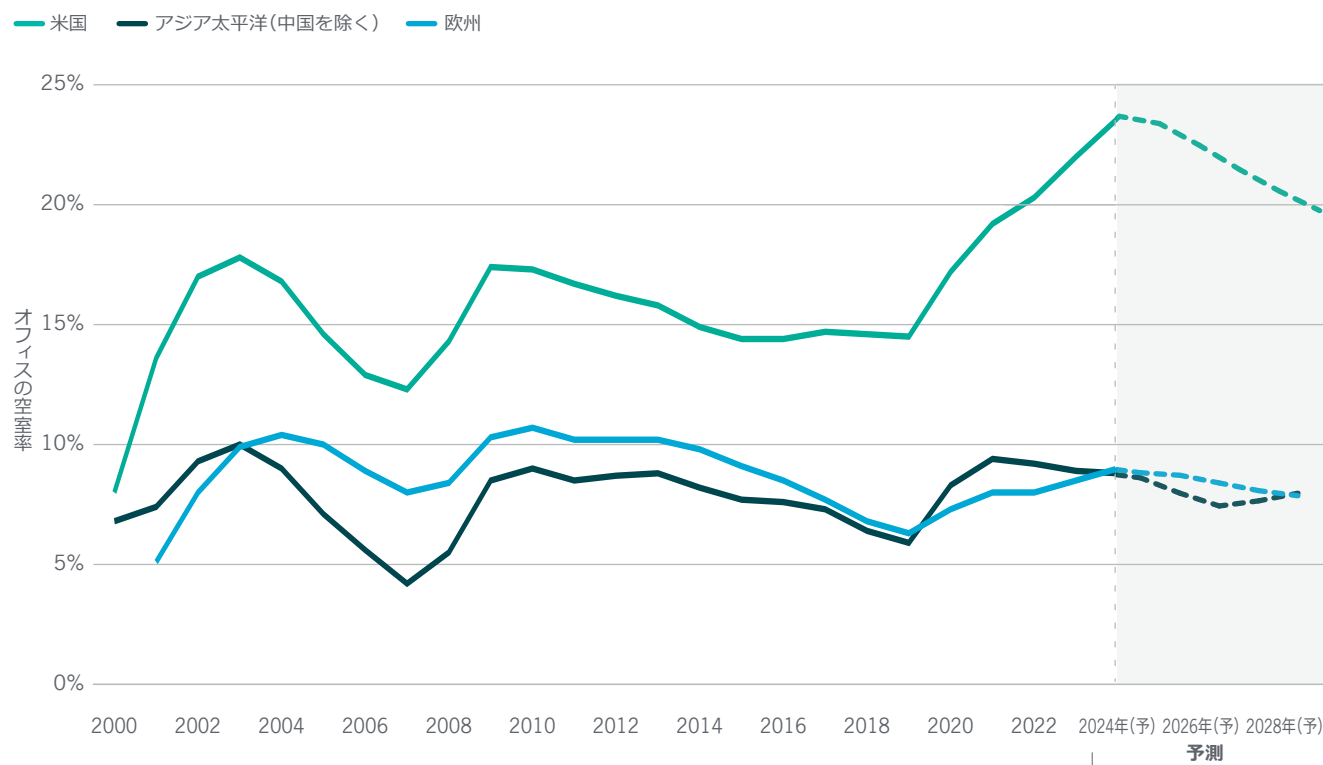


米国では、リモート・ワークと出社とのハイブリッド勤務体制の定着によって、空室率は2020年以降で500bp上昇していますが、市場には底入れの兆候が見られます。データ分析会社Placer.aiによると、週央のオフィス回帰率は2年前にはわずか52%だったのが、今では2019年並みの70%程度に戻っています。全国のリーシング活動は通常水準の75%まで増加し、マイアミ、ナッシュビル、タンパでは通常水準を上回っています。一方で新規着工件数は史上最低水準にあります。

トレンドもまた、市場や物件のクオリティによって異なります。2015年以降に建設された築浅物件の空室率は13%で、過去3年間で130bp低下しています。一方、2000年以前に建てられた築古物件の空室率は19.6%で、同期間に370bp上昇しています¹¹。地域

別に見ると、ニューヨーク、マイアミ、ナッシュビルなどでは、オフィスへの回帰率が2020年以前の水準に近づいています。今後は資産によってアウトパフォームする機会が選別的に生じるでしょう。「18-hour city (大都市周辺のセカンダリー市場のうち、人口、雇用、家計所得の増加がみられる有望エリア)」と呼ばれる1日中活気に満ちた都市のサブマーケットは比較的堅調に推移しており、このアウトパフォーマンスは今後数年でさらに加速すると当社はみています。市場レベルでは、オフィスワークの雇用が増えている都市ほど、需要が増えるでしょう。例えばサンベルト市場では、今後10年間で以前のサイクルピークよりも30%多くオフィスワークの雇用が増えると予測されています。これは、ゲートウェイ市場での累積拡大率がわずか1.4%であるのとは対照的です¹²。

図表9：2025年以降、オフィス市場のファンダメンタルズは改善の見込み



利便性重視の時代における リテール不動産

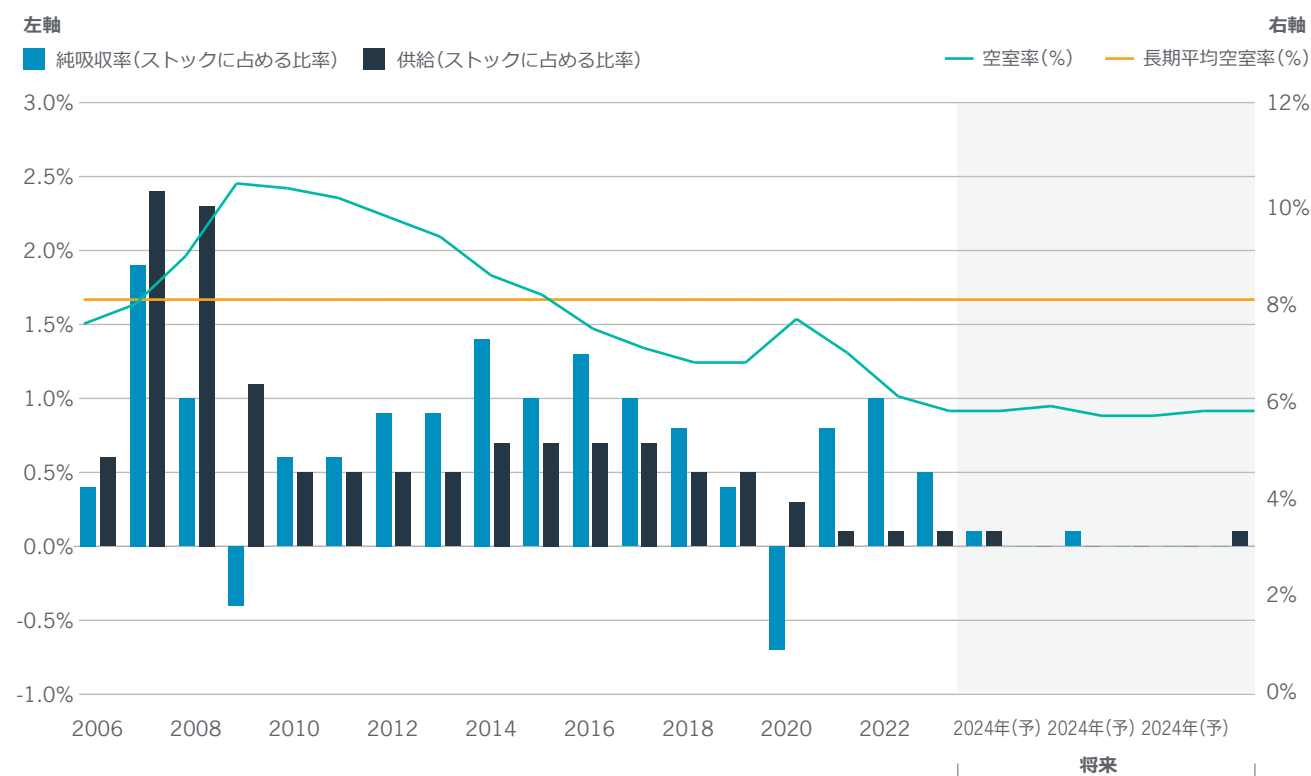
買い物客は今では自宅や職場に近い便利な場所で小売商品を求めるようになってきました。そうした消費者行動の変化に、食品スーパーや量販店、サービス業で構成される必需品リテール・セクターはうまく対応しているようです。堅調なファンダメンタルズ、限定的な供給、底堅いテナント需要、価格のリセットなどが、将来のための基盤を提供しています。リテール不動産セクターは、投資家が求めるレジリエントなインカム・ゲインと成長の双方を提供する可能性があります。資本市場の混乱が生じたり、新規買収における競争が減ったりした場合、投資家はその機に乗じて、割安な資産を見つけることができるでしょう。

米国では、食品スーパーを核としたリテール・セクターが堅調となりそうです。リテール・セクターの需要が復活する一方で新規供

給が不足しているため、空室率は記録的な低水準（5.9%）となっており、とりわけ食品スーパーを核としたショッピングセンターの賃料上昇が支えられ、不動産投資家の収益増につながっています（図表10）。

欧州全域でリテール物件のパフォーマンス改善が見え始めており、MSCIによると、英国のショッピングセンターとリテール・ウェアハウスの12カ月間トータル・リターンが不動産全体を約300bpアウトパフォームしました（図表11）。あらゆる販売チャネルを総合したオムニチャネルのリテール機会を提供するリテール・パークは、リテールと物流を合わせたハイブリッドな形態で、成長をけん引すると思われます。

図表10：米国ネイバーフッド・ショッピングセンターの需給動向



出所：CoStar、2024年第3四半期時点。



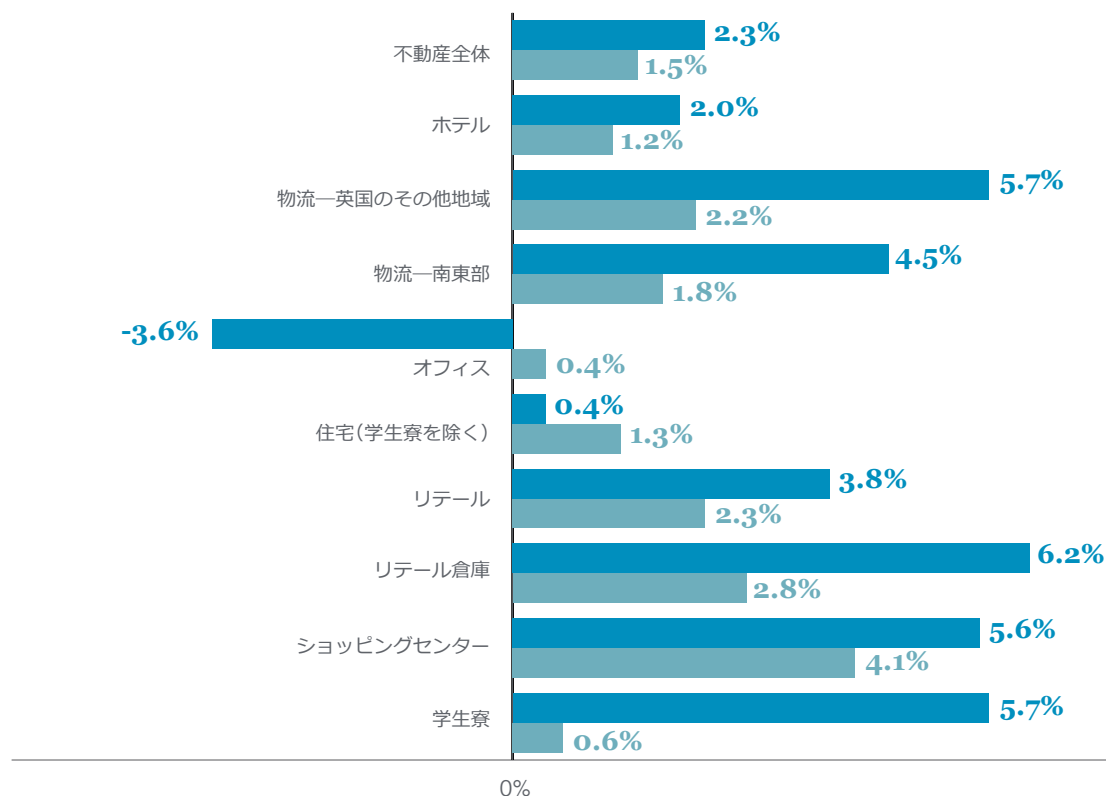
アジア太平洋地域の一部ではリテールの地位が徐々に向上しています。スーパーマーケットの小売売上高が全体の小売売上高を上回るペースで伸びていることから明らかなように、必需品リテール、特に食品スーパーを核としたショッピングセンターは、家計必須支出の増加による恩恵を受け始めています。その中でも、建設コストが高く将来の供給が長期平均を下回ると予想されることから、当社は豪州の資産を選好します。経済成長要因の改善、ファンダメンタルズ、借入金利に対して有利な利回りスプレッドなどが、インカム・ゲインの安定と分散をもたらすでしょう。

世界のリテール市場は、それぞれの成長ドライバーや消費者行動を左右する文化的影響によって異なります。しかし、利便性志向

型のリテール投資を支えるトレンドは、地域間の違いを超えたグローバルなものです。当社では、最大の機会を提供するのは食品スーパーを核とした必需品リテールと考えています。なぜならば、流動性が比較的高い小規模ロットサイズのそうした物件は、力強く安定した収益の多角化をもたらし、ファンダメンタルズ改善へのアクセスを提供するためです。進化を続けるeコマーストレンドに対して、これらのタイプの資産は小売売上高を見てもトラフィックを見ても、レジリエントでディフェンシブな特徴を示しており、すべてのリテール物件が同じではないという当社の見解を裏付けるものとなっています。

図表11：U.K.不動産タイプ別のトータル・リターン

■ 3カ月(トータル・リターン、%) ■ 12カ月(トータル・リターン、%)



出所：MSCI四半期指数、2024年9月

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」を必ずご確認ください。

ネットゼロカーボン・ビルへのグローバルな移行は政治的な逆風に耐えられるか？

建造環境（Built Environment: 土地利用によって人工的に造り出される、建物、交通インフラ等を含む物理的環境）の低炭素化に向けた動きは、規制、テナント需要、投資家の嗜好という3つの要因によって支えられ、それらの組み合わせが、グリーン・プレミアム/ブラウン・ディスカウントを生み出しています。世界のどの市場がグリーン・プレミアムやブラウン・ディスカウントの影響を受けやすいかを考慮することは、当社の投資判断において重要です（図表12）。究極的に投資家が望むのはリターンの最大化であり、座礁資産へのエクスポージャーは回避したいため、脱炭素化のトレンドはほぼ途切れることなく続くでしょう。

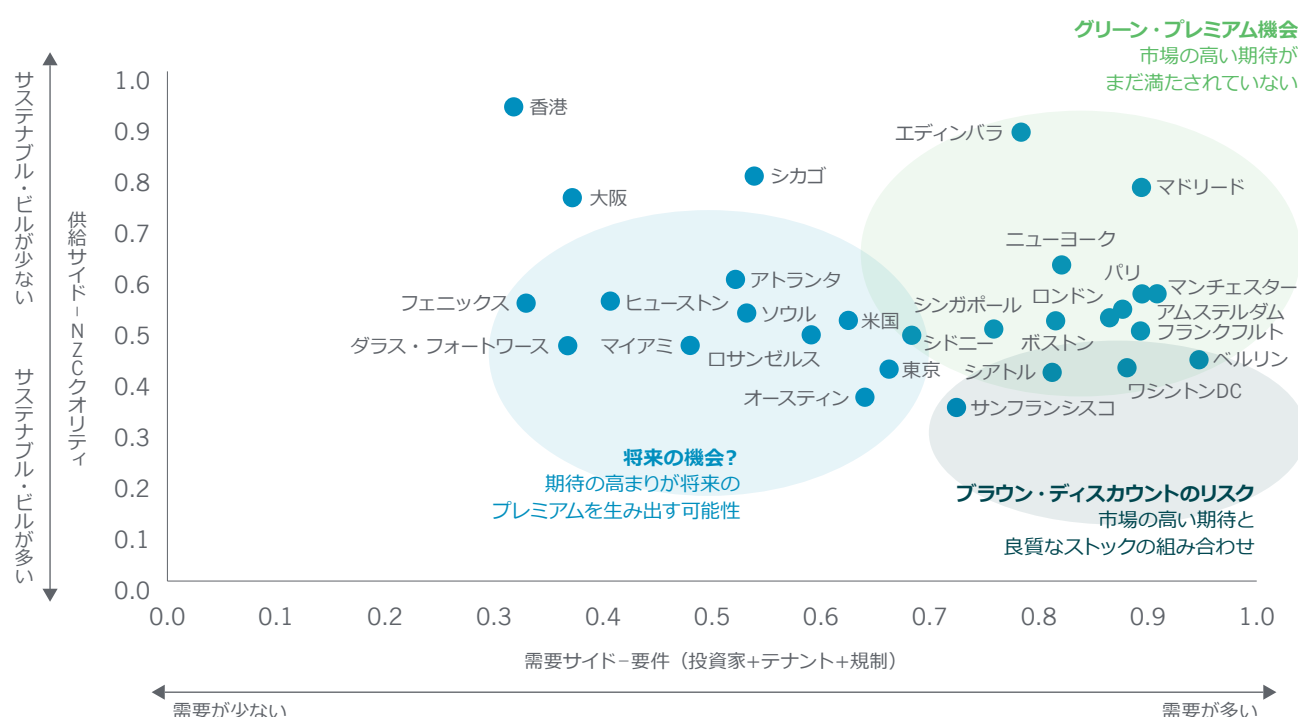
しかし、第2次トランプ政権の誕生と、欧州大陸全体にみられる右傾化によって持続可能性に対するセンチメントが変化している

ことには疑いがありません。それが果たして脱炭素に向けた動きに支障となるのかどうかはまだわかりませんが、当社では以下の分野で変化の兆候がないか注意を払っています。

地方行政レベルでの建物パフォーマンス基準に対する法的な異議

申し立て: 米証券取引委員会（SEC）はサステナビリティ報告義務を撤回し、米国は再びパリ協定から離脱すると予想されていますが、州や都市といった地方行政レベルでのエネルギーに関する建物パフォーマンス基準は世界でも最も野心的なものの1つとなっており、連邦政府の政治的变化に抵抗しています。しかし、法的な異議申し立てによってこれらの基準が弱体化するようなことがあれば、米国のこの分野における進歩は妨げられるでしょう。

図表12：グリーン・プレミアム機会を特定する



出所：PMA 2024年

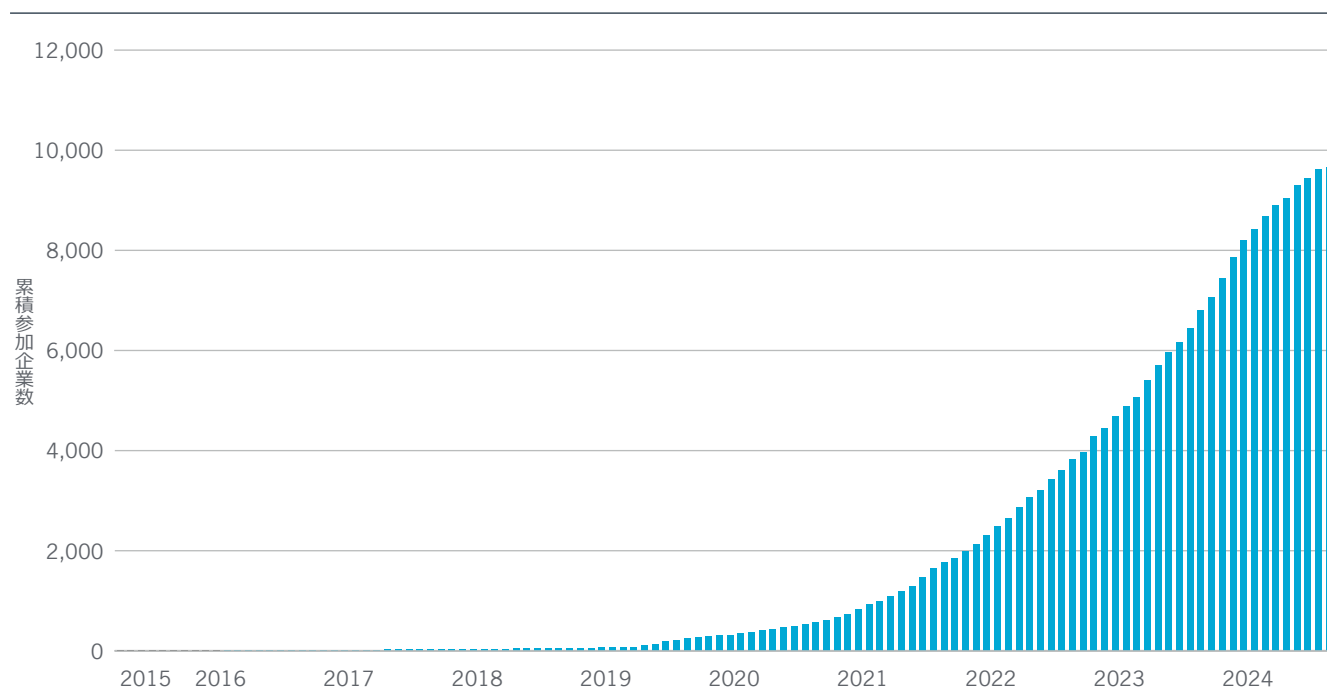


ネットゼロ目標から後退する企業：科学的根拠に基づく目標設定イニシアティブ（SBTi）にコミットメントを表明した企業は、世界の時価総額の40%に相当し、あらゆる地域でグリーンビルの需要をけん引しています(図表13)。これらの目標を達成するためには、不動産の使用に伴う炭素排出量の削減が不可欠です。しかし、炭素削減目標達成に向けた取り組みが頓挫し始め、政治環境も変化の中で、ネットゼロ目標から一歩退く時が来たと考える企業も出てくるのでしょうか？一方、生成AIの進歩がもたらすエネル

ギー需要の急増に取り組んでいる大手テック企業は、エネルギー転換を支持する一大派閥となっています。

欧州における規制の弱体化：政治的情勢が変化し、サステナビリティ規制による負担が認識されるにつれ、規制改革を求める声が高まっています。その結果、規制要件が合理化され、報告義務や投資への組入義務が緩和される可能性もあります。

図表13：科学的根拠に基づく目標設定イニシアティブ（SBTi）参加企業は毎年倍増



出所：SBTi 2024年

結論

不動産価格は2年間にわたる調整期間を経て今ではおおむね安定しており、2025年はこの資産クラスにとって良い年になると、当社は考えています。近年みられたように、地政学的情勢が金融市場のボラティリティを生み出す恐れがあり、不動産市場もそうしたリスクから隔離されているわけではありませんが、長期的なメガトレンドに根差した当社の投資テーマは、一定のレジリエンスを投資家のポートフォリオに提供します。これまでご覧いただいたように、2025年にこの資産クラスへの配分を検討する投資家には、検討に値する多くの魅力的な機会があるといえます。

不動産投資に関する詳しい洞察は：nuveen.com/realestate

文書未注

1 MSCIグローバルデータ、2022年第2四半期-2024年第3四半期 2 NCREIF ODCE指数（2024年時点）、Nuveen Real Estate Research 3 MSCIグローバル四半期不動産指数。本稿執筆時点における2024年第3四半期の最新データ 4 JLL Reis、2024年10月 5、6 CBRE、Global Data Center Trends 2024年 7 日本統計局 8 韓国統計局 9 JLL UK 10 CBRE 11 CoStar 12 ムーディーズ・アナリティクス

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、登録業務の範疇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、登録業務の範疇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、登録業務の範疇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す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り、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/unregisteredratingagencies.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

nuveen
REAL ESTATE