

米欧市場が回復の兆し 日本の比較優位性は？

小夫孝一郎 氏 [ドイチェ・アセット・マネジメント] に聞く

資本市場の動静、内外不動産投資市場の推移からみた日本の取引市場の見通しを、ドイチェ・アセット・マネジメントの小夫孝一郎氏に聞いた。
利上げ環境下で長らく低迷した欧米の不動産市場が底を打ち、明るい兆しが見えはじめた。
この先、投資家センチメントが上向き、取引市場が回復、
グローバル投資家にとって日本市場のポジションも変化してくる可能性がある。

欧米の不動産投資市場

トータルリターン好転

米欧先進国の不動産投資市場は、2024年を通じ低調に推移したが、第3四半期からトータルリターンがプラスに転じ、この先の明るい兆しが見えはじめた。米欧ともに利下げのサイクルに入ったことがマーケットを後押しした格好だ。

ただし、市場金利は依然高止まりしており、この先のV字回復シナリオは見えにくい。リーマンショック時には投資市場が回復するまでに7年を要した。今回はそこまで長期化しないものの、完全回復にはあと数年を要すると考えられる。

デットマーケットに健全化の兆し

デットマーケットでも健全化の兆しが見えてきた。ベースレートの低下により、ノンリコースローン金利はパンデミック後の最大約6~7%（全世界平均）から、直近では約5~6%まで下がってきた。

そのうえで今後の懸念点は、リファイナンスが進むかどうか、である。パンデミック中には最低約2.5%のノンリコースローンが提供されていたが、これらの借り換えがきちんと進むのか注視する

必要がある。金融危機の教訓から、即デフォルトというケースは稀だと考えられるが、銀行が難色を示す案件には必要に応じてプライベートデットが活用される機会が多くありそうだ。

「体験」伴う資産クラスが回復をけん引

米欧の不動産マーケットの回復をアセットタイプ別にみると、経済活動の活発化を背景に、ラグジュアリーブランドの路面店舗や、美容や健康、エンターテインメント要素を付帯したリテール資産、とりわけプライム立地の商業施設の回復が顕著で、これにホテルが続く格好だ。いずれもパンデミックで抑え込まれていた消費者の“体験価値（エクスペリエンス・ドリブン）”というキーワードに合致するもので、オンラインに代替されにくいものだ。

一方、ECの拡大により物流施設の稼働には引き続き安定感がある。住宅市場に関しては、米国では好調だが、欧州では社会福祉の観点から政策的に賃料を規制する傾向があるため回復が遅れている。一方でオフィス市場は米国を中心に回復が遅れている。出社率の改善が遅々として進んでおらず、回復には相当の時間がかかると考えられる。

日本の不動産投資市場

投資家の顔ぶれ、リターン目線

日本の不動産投資市場は欧米とは大きく異なる様相である。売買マーケットでは、国内勢のコア型投資が活発で、これに外資勢や東アジアのファミリーオフィスによる、コア、コアプラス、バリューアッド型投資が続く構図となっている。

国内勢では、鉄道、電力、ガスなどインフラ系企業による私募REITや私募ファンドの動きが目立っている。一方、上場REITは投資口価格の低迷により、マーケットの主役ではなくなっている印象だ。日銀の利上げに頭打ち感が出ない限り、投資口価格の本格回復は難しく、引き続き物件の入れ替えが取引の中心となりそうだ。

外資勢では、パンデミック以降、大手ファンドほど本国のポートフォリオが毀損した影響で活動が鈍ってきている。日本市場への関心は引き続き高いものの、不動産向けのドライパウダー（投資余力）は枯渇してしまっている。これは、資金が不動産から株式や債券へ流出しているためだ。

また、彼らが日本への投資を検討する際、本国の投資物件と比較してリターンを検証することが多い。米欧のマーケッ

トは過去2年で価格が2~3割ディスカウントされたため、コア投資でも想定リターンはIRRで10%前後と高くなっている。日本市場で同程度のリターンを提供できるかは疑問が残る。そのため、外資勢が日本で手がける案件は、引き続き非常に大規模なもの、あるいはリーシングリスクを取る、リニューアルを伴うコアプラスないしはバリューアッドが戦略の中核となるだろう。

東アジアのファミリーオフィスは、希少性や新規性のある物件を好む傾向がある。たとえ低イールドやフルエクイティであっても、決断の速さと購買力の高さを武器に積極的に買い進む姿勢が特徴だ。さらに、国内外のPEファンドにも注目が集まる。彼らは不動産へのコア型投資に加え、投資対象セクターのオペレーターを取得することで投資物件とのシナジーを生み出し、IRRで15~20%程度のリターンを目指している様子である。

国内取引市場の2025年 注目資産と有望アセット

国内取引市場の見通しをアセットタイプ別に見ていこう。注目される資産は、オフィスビル、物流施設、高級マンションの3つである。

オフィスビルは、今後市場での優勝劣敗が明確化しそうな気配である。賃貸需要は足下で緩やかに回復しているが、中長期的には労働人口の減少が避けられない。さらに建築費の高騰が重なり、新規開発のハードルは高い。新築ビルでは、賃料3.5万~4万円/坪以上を稼ぎ出せるプロジェクトでないと開発しても採算割れとなるだろう。

一方、既存ビルには投資チャンスがある。とくに都心好立地の中小規模ビルには注目が集まるとみられる。築20~30年のストックは膨大であり、リニューアルや必要に応じたセットアップ化、シェアオフィス化によるバリューアップが有効シナリオとなる。立地に劣る地域では将来的に住居やホテルへの建替えも視野



小夫孝一郎氏

オルタナティブ運用部長 不動産統括責任者
兼オルタナティブ調査部長 アジア太平洋不動産リサーチヘッド

東京大学経済学部卒。1995年4月、住友銀行（現三井住友銀行）入行。2001年より同行ロンドン駐在のシニア・リサーチ・アナリストとして欧州不動産などを担当。06年より同行企業調査部に建設・不動産チームのグループ長。07年よりドイツ証券不動産投資銀行部に所属し、不動産市場の調査を担当。13年よりアジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッド。15年よりドイチェ・アセット・マネジメント所属。23年10月より現職。国内外のセミナーやコンファレンスで講演多数。「国内不動産マーケットレポート」、英語誌「Asia Pacific Strategic Outlook」などを執筆する。

に入るだろう。

物流施設は、中長期的に見ると、稼働率と賃料の改善が進む見通しだ。ただし現在は、新規供給の増加で需給の緩みが生じており、空室率が10%に達するエリアも散見される。しかし、見通しは悪くない。物流施設は建築コスト高騰の影響がとくに大きく、今後は新たな供給が激減する見込みだ。仮に新規開発に乗り出す場合、賃料が約30%上昇しなければ収支が成り立たない計算。そのため、供給が抑えられることで、すでに竣工済みの施設では稼働率と賃料の大幅な改善が期待されるだろう。

高級マンションは、世界的な資産価格の上昇を背景に、富裕層の数が増加の一途をたどっていることが追い風だ。麻布台ヒルズのように坪2,000万円超の住宅や、入居一時金が数億円に上るハイエ

ンドな有料老人ホームも増えてきている。こうした市場はこれまで日本にはほとんど存在しなかったが、折からの円安やインフレ環境下で本格的に頭角を現してきた格好で、この影響は高級賃貸物件にも広がっていくものとみられる。

* * *

2025年の国内不動産投資市場は、引き続き国内勢や東アジア資本が取引を支える見込み。外資勢による高リターンの戦略案件も活発化しそう。資産タイプは幅広に検討され、運用戦略はリニューアルや稼働率改善を軸としたバリューアップ余地の探索が重要となるだろう。依然厚いイールドギャップに加えて、昨今のインフレも賃料にはプラスで、日本市場への国内外投資家の関心は続きそうだ。