

プリンシパル・リアル・エステート

2024年 不動産市場 見通し

難しい市場環境を切り抜ける

—
2024年1月

当資料は、プリンシパル・リアルエステート・インベスターズ・エルエルシーが作成したレポート「2024 Real Estate Outlook」を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳したものです。



難しい市場環境を切り抜ける

マクロ経済と不動産市場

- 世界経済は、高い金利と堅調な労働市場の間で、絶妙なバランスを保っている。
- 先進国市場が緩やかな景気後退に陥る可能性が高いと引き続き見ているが、「ソフトランディング」の可能性も排除していない。
- 信用コスト上昇により、不動産価値には引き続き下方圧力がかかる可能性が高い。しかし、構造的な成長が見られる不動産物件タイプは、引き続き相対的に堅調と予想。
- 価格調整プロセスの完了後は、多様な投資機会が到来すると想定している。

投資アイデア

- デットは、コア型エクイティに対する相対価値が高いため、依然として最も確信度の高いアイデアである。
- 「ソフトランディング」シナリオに向かえば上場REITへの投資機会に注目することになると考えられる。
- 価格調整プロセスが落ち着き、デット市場がより活発になれば、2024年下期にプライベート市場に投資機会が訪れると想定。
- 構造的成長要因を有する不動産タイプ（データセンター、物流施設、住宅）に対する確信度は高く、引き続き選択的に投資することを提唱。

目次

- | | | |
|---|-----------------|----|
| 1 | マクロ経済および不動産市場概況 | 4 |
| 2 | 注目する投資機会 | 16 |
| 3 | 中立セクター | 27 |
| 4 | 注意が必要なセクター | 31 |
| 5 | まとめ | 38 |



1

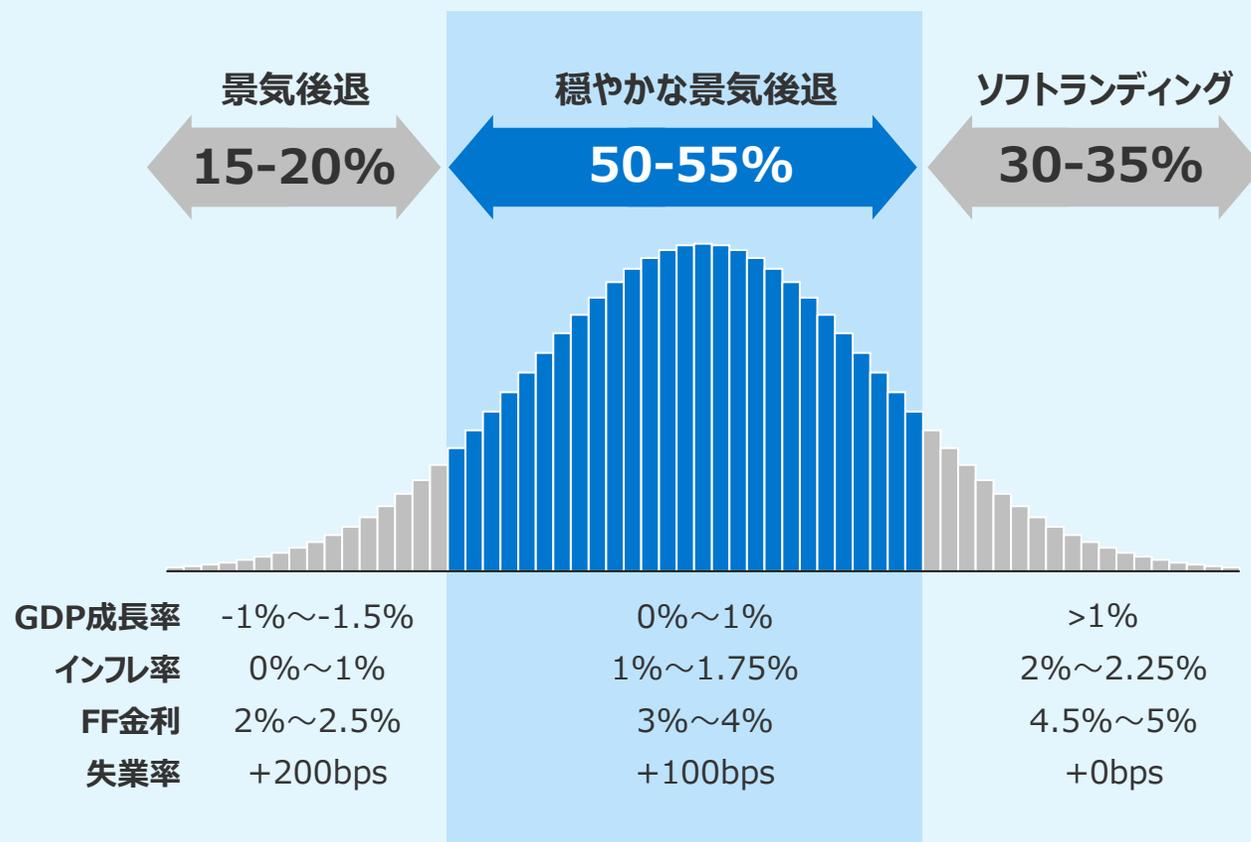
マクロ経済および不動産市場概況

メインシナリオは緩やかな景気後退だが、そうならない可能性も

想定される見通し

- 金融環境は引き締まっている。地政学的対立がある中、中央銀行は政策判断を間違えられない。
- 金利上昇は市場を大きく動かす要因となっているが、インフレ率の低下は引き締め局面が終盤にあることを示唆。
- 欧州と英国が最も低迷しており、次いで米国である。アジア太平洋地域の経済はまちまちだが、世界貿易が低迷する中、経済成長への輸出の寄与が大きい国では潜在的な成長が損なわれる可能性。
- これまでのところ、固定投資、企業収益、雇用、賃金の伸びは堅調で安定しているが、今後1年以内にこの状況は変化する可能性。
- 今後、高い金利が消費を抑制し始めると予想される。
- メインシナリオでは、穏やかな景気後退を予想しており、2024年に米国の政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利が引き下げに転じる可能性がある。

2024年のシナリオ



経済環境は地域によって異なる

金利上昇、インフレ、住宅取得可能性（住宅の買い求めやすさ）の低さが世界経済の成長の妨げになると想定



米国

経済成長：2024年も健全だが、逆風は多い。

インフレ率：米連邦準備理事会（FRB）の目標である2%まで低下していない。

利上げの終了：インフレの鈍化傾向が続いていることを受けて利上げ局面は終了したと見られるが、高金利環境は経済に逆風。

消費者：景気刺激策を経てバランスシートがパンデミック前の水準に戻る中、支出を維持するのに苦労している。

住宅市場：住宅取得可能性は記録的な低水準にあり、経済成長には大きな課題となっている。



欧州

経済成長：失速しており、金融引き締めの影響が続くため、2024年前半は横ばいが予想される。

インフレ率：3%前後まで急速に低下しているが、エネルギー価格の上限が段階的に撤廃され、補助金が削減されるため、最終的に落ち着く前に変動が大きくなる可能性。

金融政策：政策金利の引き下げに慎重な姿勢を崩していないが、今後は関心がインフレリスクから経済・金融リスクに移行すると想定。

経済指標：企業活動、消費者信頼感、貸出需要などの先行指標は景気減速を示唆。



アジア太平洋

経済成長：中国、日本、オーストラリアは潜在成長率を下回っている。

インフレ率：低下しており、日本を除いて利上げサイクルは事実上終了。

輸出：アジア諸国の強みであるが、過去1年間は減少しており、依然として成長への最も大きな逆風。

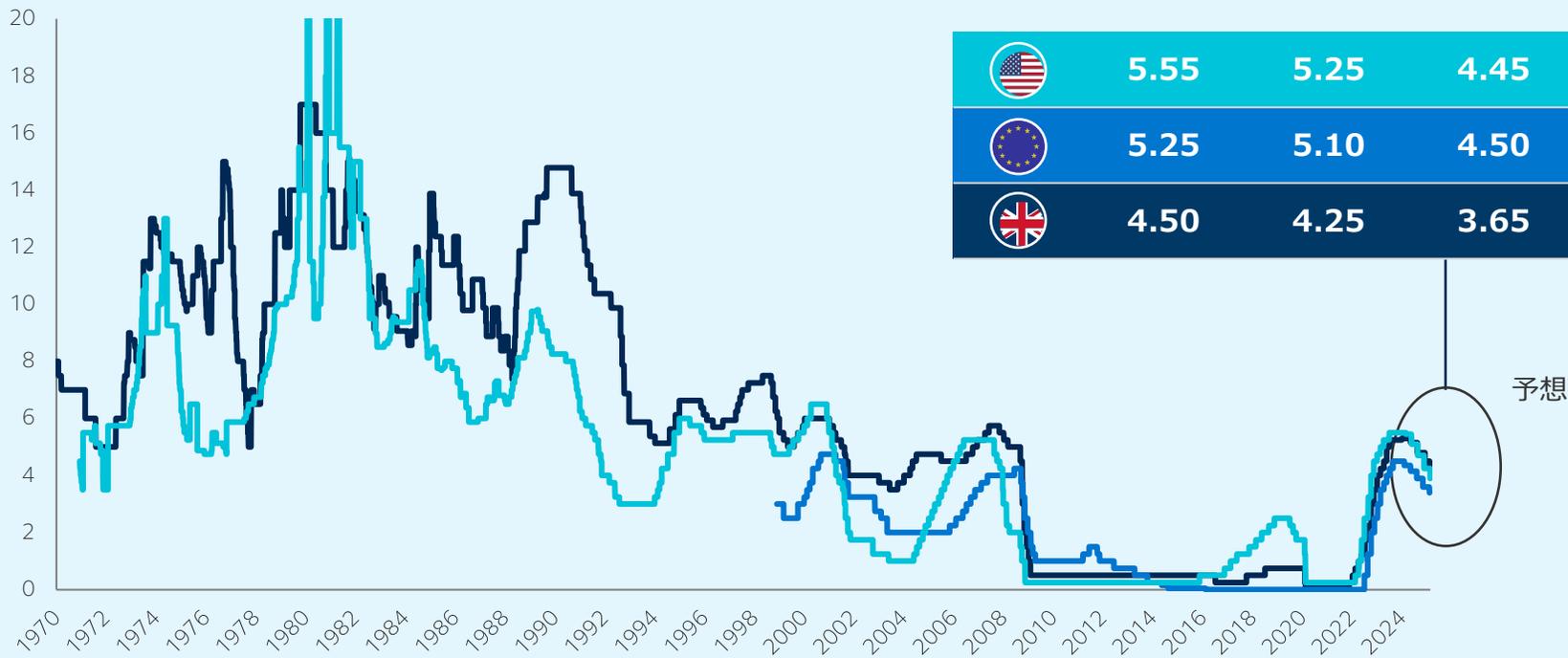
景気後退：2024年に成長鈍化する可能性。

政策金利はピークにある可能性が高いが、利下げは差し迫ってはいない

- 世界の中央銀行は、高いインフレに見舞われたため、金融政策をめぐる慎重な姿勢を急遽転換することはないと想定。
- 市場は2024年の利下げを織り込んでいるが、それは世界金融危機後のような非常に低い資本コストに戻るということではないと想定。
- 景気後退や労働市場の大幅な悪化が利下げのきっかけになると予想。
- 投資家は、金利が長期的に高水準にあるという慣れない環境に備える必要があると思われる。

米国、ユーロ圏、英国の政策金利推移

単位：%



世界のマクロ経済環境

マクロ経済が不動産投資について示唆することは何か？

レンダーに有利な一方で
ボロワーには苦しい高金利環境

- 借入金利は引き続き高く、収益性は低い。レンダーは、高金利の恩恵を引き続き受けられると思われる。
- エクイティ不動産の投資家は、引き続き評価損と高い資本コストに悩むことになると想定される。
- 質の高さが鍵であり、質の高いポートフォリオは難しい局面において有利で、回復局面でも恩恵を受けられると思われる。
- 2024年は不動産価格が安定し、そして回復の道筋が明らかになり始める年になると想定される。



4象限の見通し

プライベート・エクイティ

コア、バリューアッド、オポチュニスティック

- 不動産市場のファンダメンタルズは安定しているが、経済情勢の悪化に対して脆弱。
- 不動産価値は負債コストを調整しきれておらず、今後6-9ヵ月でさらなる価格調整が予想される。
- 構造的要因による追い風を受けている物件タイプには、選別的な投資機会が2024年に到来すると予想。

パブリック・エクイティ

REIT、上場インフラ株式

- 景気後退を考慮しなければ価格調整はほぼ完了していると思われる。
- リスク・プレミアムは小さい。
- テナントの賃貸契約期間が長い資産は金利上昇局面に弱い、そのような資産はファンダメンタルズの耐性が強い傾向がある。
- 2024年中頃に景気後退の顕在化に伴って価格が調整され、底をつけると想定される。
- 2024年後半に追加投資の機会が到来する可能性。

プライベート・デット

商業不動産モーゲージ、劣後貸付

- 価格発見プロセスの途中。
- 裏付け資産の価値は、更に10%下落するリスクを想定。
- 銀行は様子見姿勢にあり、資金の供給は少ない。
- 利回りは相対的に魅力的な水準にある。スプレッドは、景気後退に伴って若干拡大すると思われる。
- 景気後退局面では徐々に投資する機会が到来すると想定。
- 目標デュレーションは、ALMを考慮しなければニュートラルから短め。

パブリック・デット

商業不動産担保証券（CMBS）

- 景気後退を考慮しなければ価格調整はほぼ完了していると思われる。
- 保守的なリスクのディールについては、コンデュイット型とシングルアセット／シングルボロワー（SASB）型はともに組成されている。
- 景気後退の可能性を鑑み、AA格へのバイアスが好ましいと考える。スプレッドと利回りは魅力的な水準にあると考える。
- 流動性とスプレッドは今後向上する可能性。
- バイ&ホールドよりもトレーディングによって質、スプレッド、デュレーションを調整することを推奨。

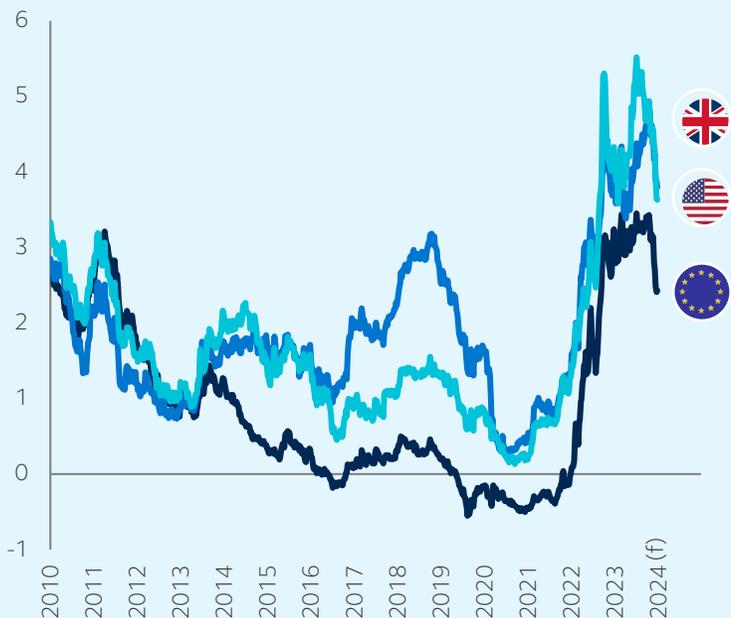
不動産市場概況

高い金利と金融機関の既存の商業用不動産エクスポージャーが資本市場を圧迫

- 銀行の商業用不動産のエクスポージャーは高水準にあり、満期を迎える融資が多い中、ボロワーが借り換えに苦戦する可能性があるとの懸念から、デット市場の流動性が低下している。
- 資本調達容易であれば、リターンの上にはつながらない。
- 2024年に多額の融資が借り換えられるため、破綻や清算のケースが増加すると予想される。

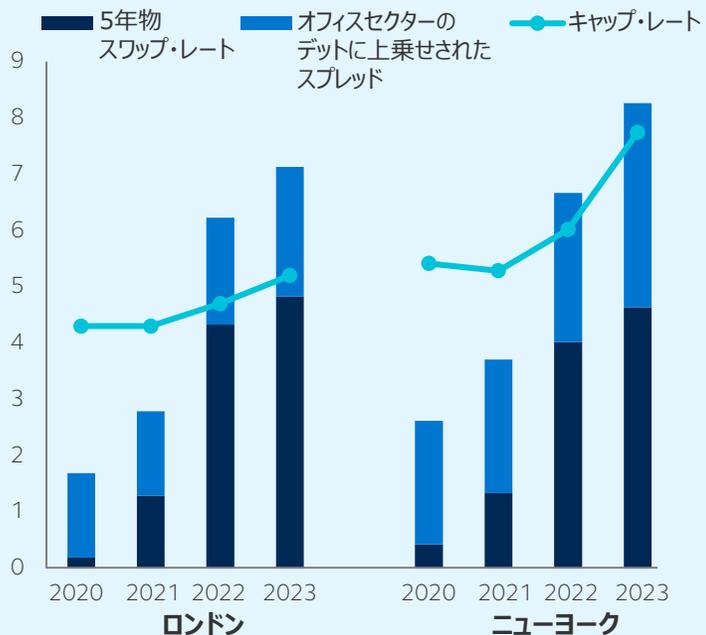
資本コスト

5年物スワップ・レート、単位：%



オフィスセクターへの貸付状況

単位：%



不動産向けローンの満期別の残高

単位：10億米ドル



不動産市場概況

価格調整プロセスはパブリック市場が先行しているが、プライベート市場も続くと想定

- 欧州のプライベート市場は、不動産市場サイクルの現段階では、米国のプライベート市場よりも価格調整プロセスがより進行していると思われる。
- 2024年は、欧州・米国の商業用不動産にとって調整から回復に転じる重要な年になると予想される。
- 国やセクターによって違いはあるものの、政策金利がピークに達して今後数ヶ月の景気後退は穏やかなものにとどまるとの想定のもとでは、プライベート市場の価格調整プロセスはかなり進行している。

米国不動産

NCREIFが公表している実物不動産指数（NPI）と米国REIT指数（1977年第4四半期を100として設定）

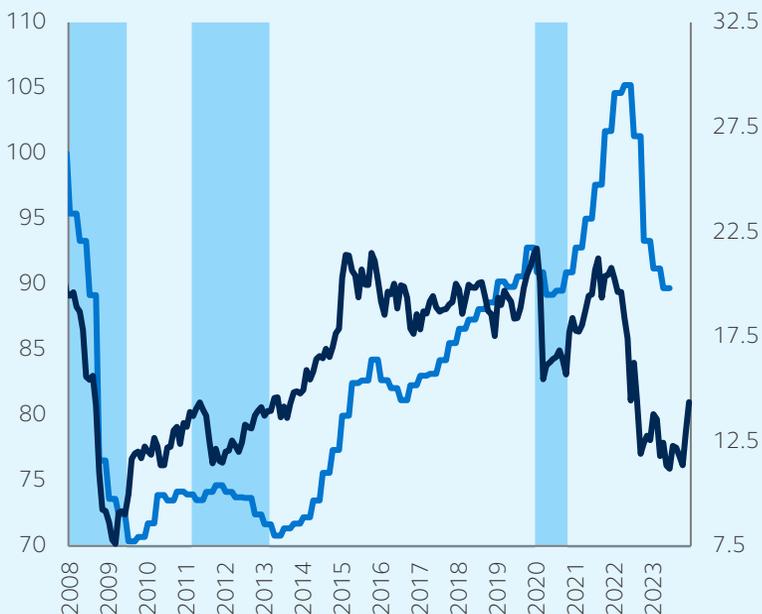
— 実物不動産価格（左軸） — REIT価格（右軸）
■ 景気後退期



欧州不動産

実物不動産指数とREIT指数

— 実物不動産価格（左軸） — REIT価格（右軸）
■ 景気後退期



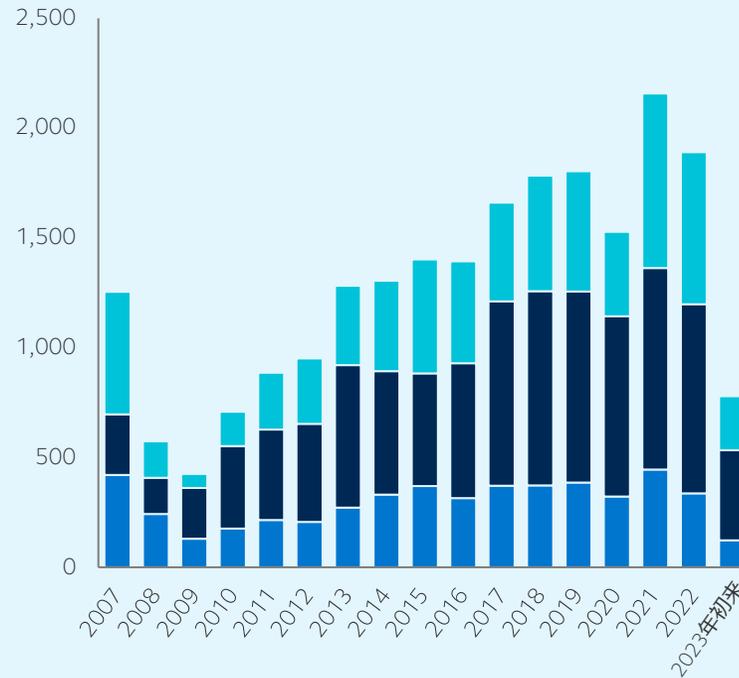
資本市場の流動性は枯渇し、不動産売買取引量は減少

- デット市場は、市場が正常化し始める前の2024年前半は、取引に対して極めて選別的な状態が続くと予想される。
- 利上げ局面の完了或いは利下げに転じることで、デット資金の流入が増加し、価格調整プロセスが進行し、市場が活性化すると思われる。
- 但し、（オフィスなど）難しい状況にあるセクターは2025年まで苦戦すると思われる。

グローバルの不動産売買取引量

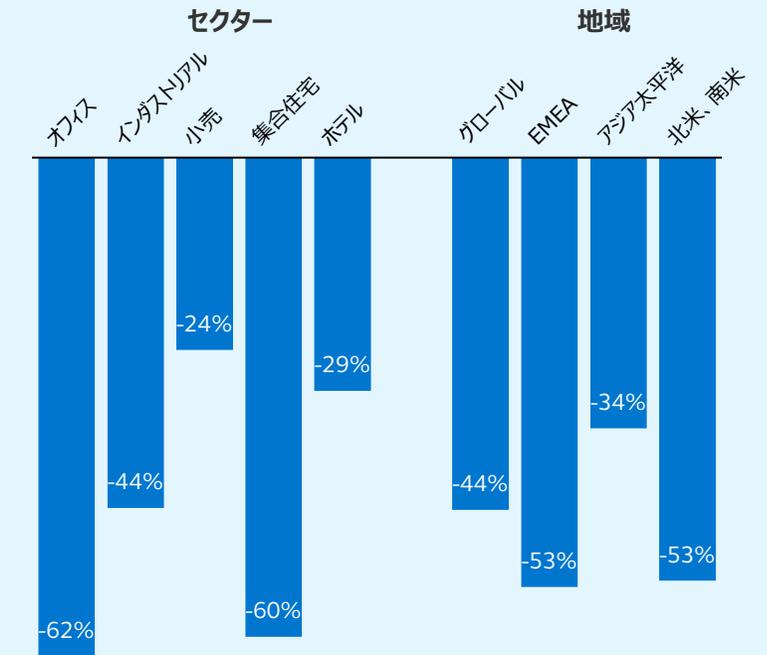
単位：10億米ドル、ロシアを除く

■ 欧州、中東、アフリカ（EMEA） ■ アジア太平洋 ■ 北米、南米



取引量の減少は広範な地域・セクターに及ぶ

取引量の変化率、2023年第3四半期 対 2022年第3四半期

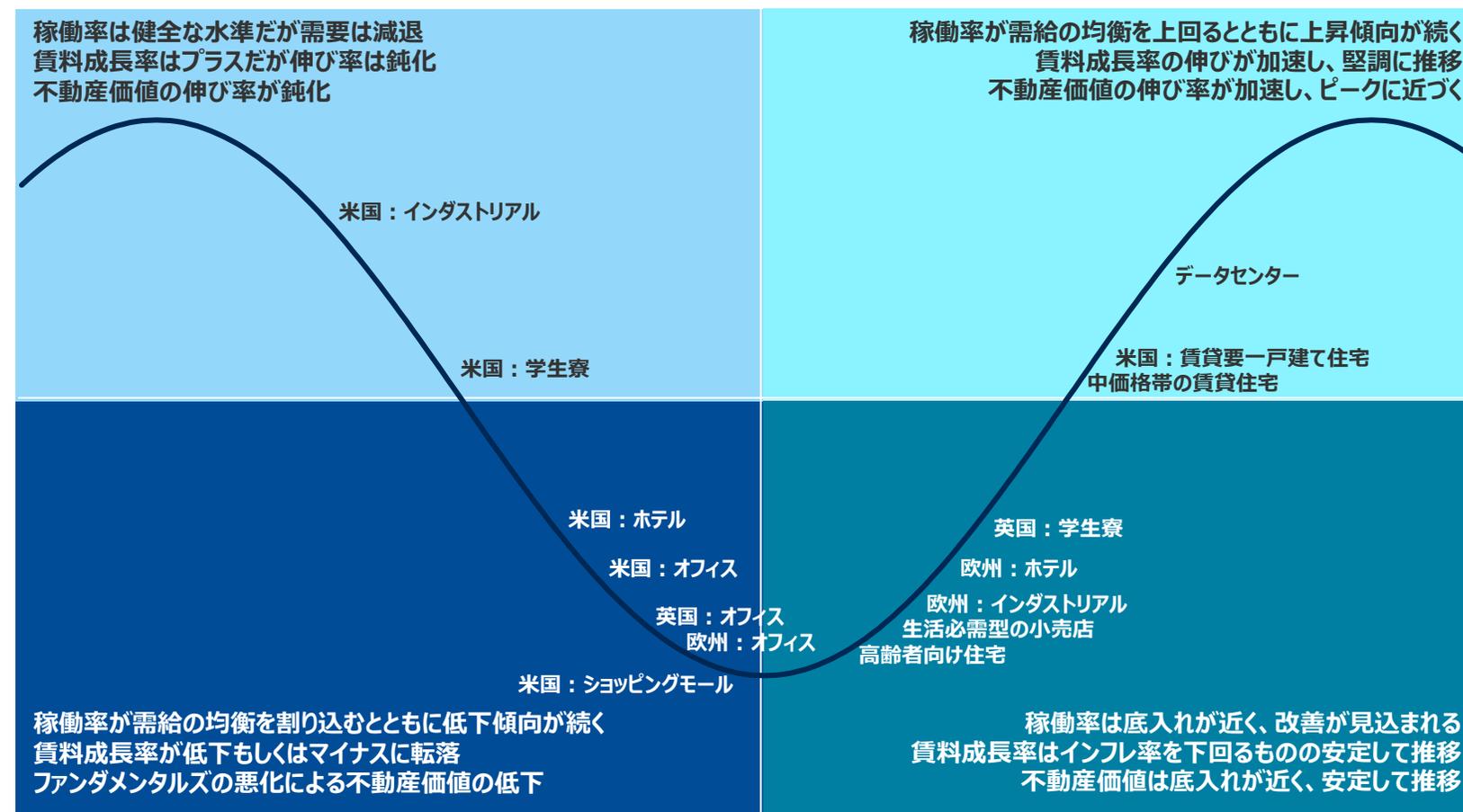


不動産市場概況

セクターによって市場サイクルが異なることが、選別的な投資機会をもたらす

- 多様な需要要因があるため、投資家は構造的に成長力を維持している物件タイプに投資することが可能。
- 一部のセクターは、ファンダメンタルズを背景に安定したキャッシュフロー生成力を有している。
- 循環的な成長にはあまり依存せず、持続的な需要を有するセクターを引き続き選好。
- データセンター、住宅、流通施設、生活必需型の小売店は、投資家に継続的な投資機会を提供。

段階別の不動産セクターのファンダメンタルズ



高確信度の戦略（6～12カ月）

デットをオーバーウェイトし、エクイティの投資機会にも注意を払う

表の見方

円の左側は2024年の前半、右側は2024年の後半における投資推奨

- デットは絶対的価値と相対的価値の両面で魅力度が高く、インカムを得ながらも投資元本の保全も期待出来ると思う。
- 金利がピークに達し、今後6ヶ月で不動産価格は底を打つと予想、エクスポージャーを追加する手段としてパブリック・エクイティおよびプライベート・エクイティ不動産を注視。



	プライベート・デット		パブリック・デット	プライベート・エクイティ			パブリック・エクイティ
	シニアローン	劣後デット	CMBS	コア	バリューアッド	オポチュニスティック	REIT
米国	◑	●	◑	◐	◐	◑	◑
欧州				◐	◐	◑	◑
アジア太平洋					◐	◑	◑

2

注目する投資機会

構造的な成長セクターがベースだが、ニッチな投資機会も豊富



🏢 データセンター

グローバル

データセンターに対する需要は今後も拡大が続き、本セクターの堅調なパフォーマンスにつながると思われる。

データセンターの開発コストは、主要不動産セクターの中で最も高いものとなっている。資本コストが高く、デット市場での調達容易ではない足元の環境では、デベロッパーが高い需要を満たすことが難しくなっている。

この結果、稼働率と価値は引き続き上昇すると思われる。



🏨 ホテル※

欧州

ホテルに対する中長期的な需要は引き続き旺盛で、今後の成長を下支えすると想定。

一方で、パンデミックや金利上昇に起因する欧州の一部ホテル運営者が受けたストレスが足元の投資機会につながっている。

専門的な経験を活用して単一資産またはポートフォリオをターゲットとし、戦略的リポジショニング、ディスカウント資産を通じて価値を創出し、テクノロジーとイノベーションによる売上と利益率を改善可能な投資機会が見られる。



🏠 賃貸用一戸建て住宅

米国

米国の住宅コストは依然として高く、取引市場に動きがないこともその一因となっている。

一戸建て住宅市場では、価格の上昇に加え、高い住宅ローン金利によって買い替え需要が低迷しており、売買取引が低迷している。

購入需要の低下によって賃貸用一戸建て住宅セクターは2024年における最も良好な投資機会の一つであると考えられる。



🏫 学生寮※

欧州

持続的かつ構造的な高等教育に対する需要に加え、賃貸物件へのアクセスと手頃な価格帯の減少により、学生寮は欧州全域で魅力的な投資先であると考えられる。

本セクターは著しく供給不足に陥っており、特に英国ではベッド不足が今後10年間でさらに深刻化する可能性が高い。

学生寮に特化した近代的な資産を新たに開発することで、開発コストに対して高い利回りが得られる投資機会が魅力的であると考えられる。



🛒 生活必需型の小売

グローバル

米国の消費者はストレスの兆候を見せている。家計のバランスシートがパンデミック前の水準に戻りつつあるため、中核的な販売カテゴリーが揺らいでいる。

小売業は非裁量品目が最も好調だが、消費者はより低価格の商品で代替する傾向が強まっている。

小売業は一般的に景気循環の影響を受けるセクターであり、生活に欠かせない店舗および価値を提供するテナントを有するショッピングセンターを選好。

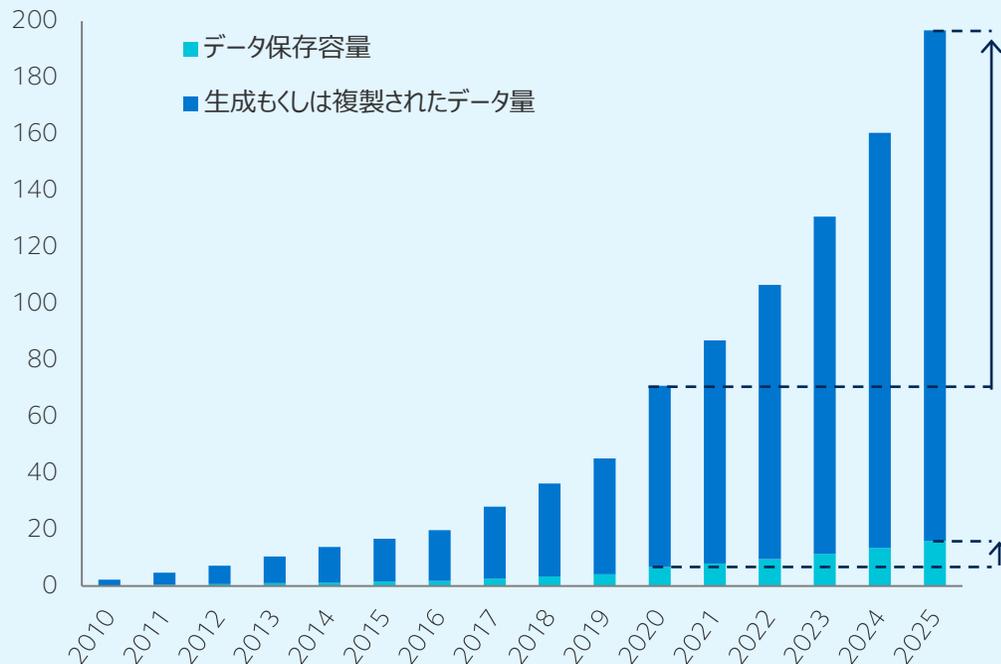
目 データセンター（グローバル）

データ生成はデータ保存キャパシティの拡張ペースを超える拡大ペース

- データセンターは、現代の知識集約型社会を支える重要な柱のひとつとなっている。
- 過去10年間、データ保存容量の増加の第一波は、クラウドへの移行によってもたらされた。
- 人工知能（AI）革命によって容量に対する需要が高まることで、第二の拡大の波が押し寄せると考えられる。

世界で生成されるデータ量とデータ保存容量の比較

単位：ゼタバイト



180%

生成もしくは複製されたデータ量の伸び率

140%

データ保存容量の伸び率

需要ドライバー



クラウド

Microsoft Azure, AWS, Google Cloud Platform



ソーシャルメディア

TikTok, Instagram, LinkedIn, Facebook



AI（人工知能）

ChatGPT, DeepMind

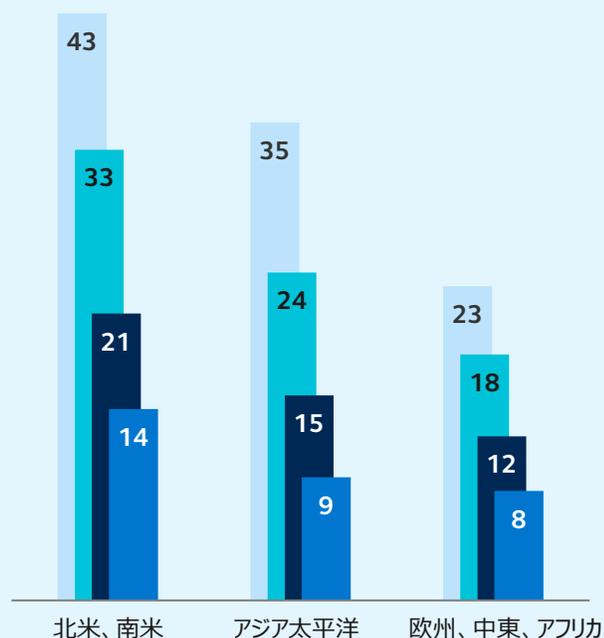
データセンター（グローバル） データ保存容量を求める需要

- データ保存に対する需要は指数関数的に高まり続けているため、北米、欧州、アジア太平洋地域でデータセンター開発のニーズが高まると思われる。

世界のデータ保存容量の見通し

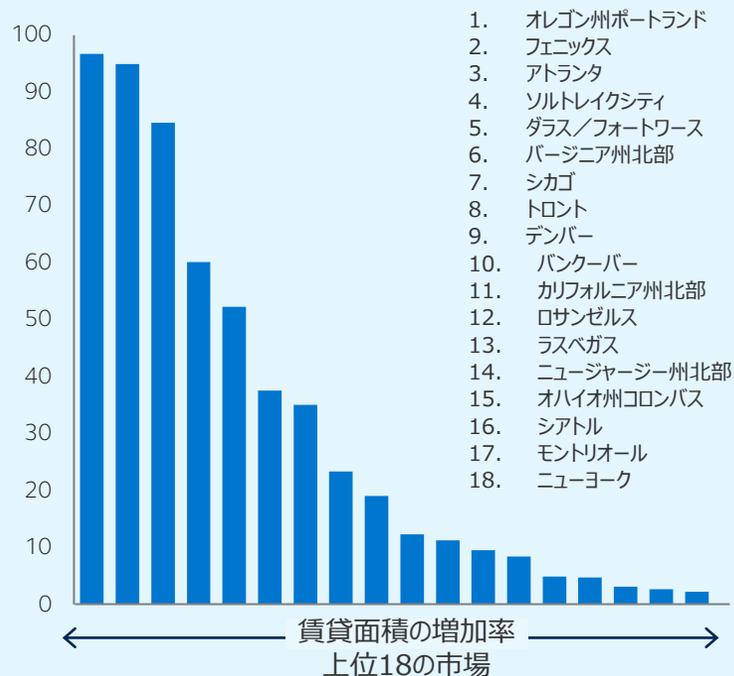
単位：ギガワット

■ 2022年 ■ 2025年 ■ 2028年 ■ 2030年



北米における賃貸面積の増加率が上位の市場

単位：%、過去2年間の年平均成長率



欧州における需要と供給

単位：メガワット

需要（左軸）、供給量の合計（右軸）



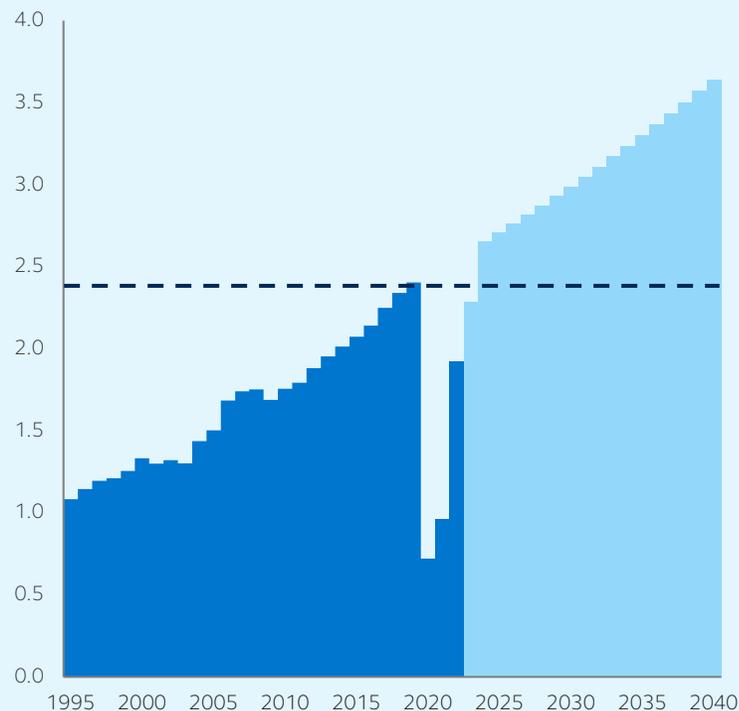
需要は大幅に回復したが、一部の事業者は苦戦

- パンデミックに関連した規制の解除以降、旅行と観光は急回復している。
- 今後、世界的なモビリティ市場の成長、発展途上国における中間層の増加、レジャー活動や体験需要によって持続的な成長トレンドに回帰すると予想される。
- 一方、長年にわたって投資不足に陥っていた欧州各地の家族経営の独立系ホテルは、買収や再開発を通じた投資機会の好機となると想定される。

世界の国際観光業

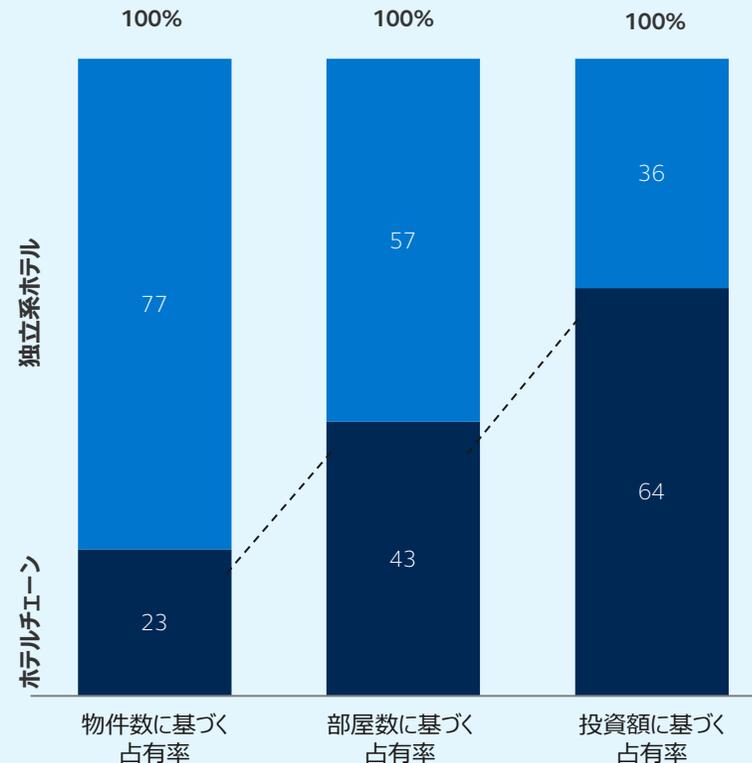
単位：10億人

● 外国人旅行者数 ● 予想



欧州のホテル市場における市場占有率

単位：%、2021年時点

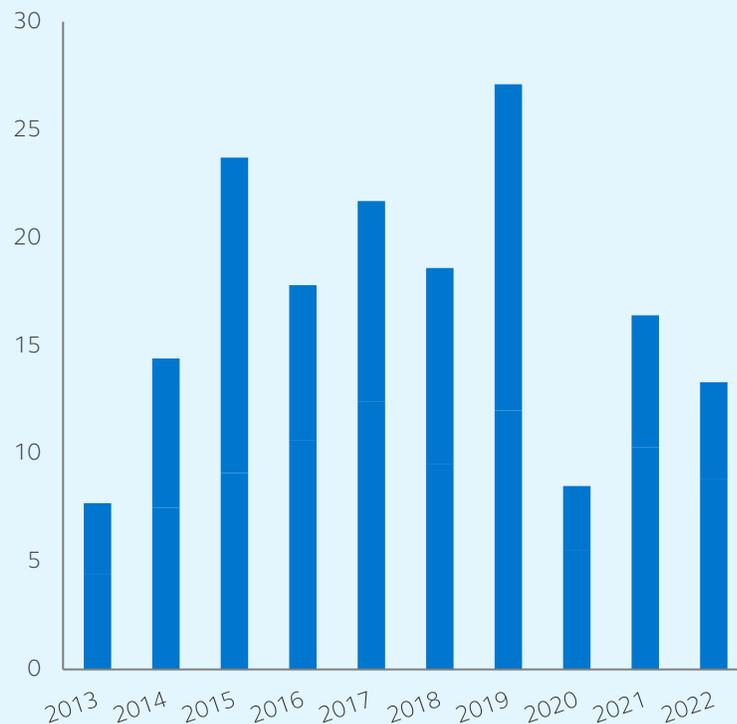


人気の旅行先に投資を集中

- 南欧諸国におけるレジャーとホスピタリティのブームは、投資家およびラグジュアリーセグメントとエコノミーセグメントを中心としたグローバルブランドの注目を集めている。
- 具体的には、スペインとイタリアでは、取引高に占めるシェアがそれぞれ9ポイント、5ポイント増加している。

欧州のホテルに対する投資額

単位：10億ユーロ、年間の投資額

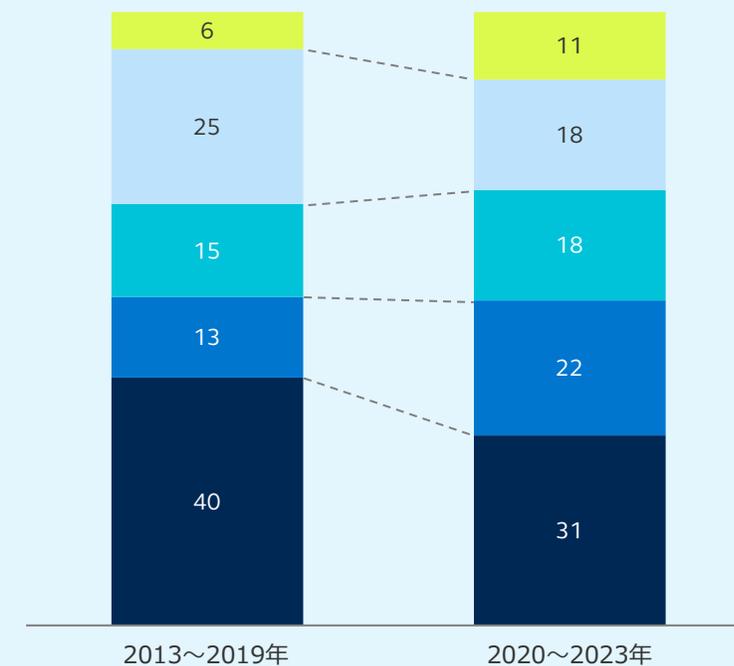


市場占有率の平均

2013～2019年 対 2020～2023年

単位：%、主要な市場のみ

■英国 ■スペイン ■フランス ■ドイツ ■イタリア

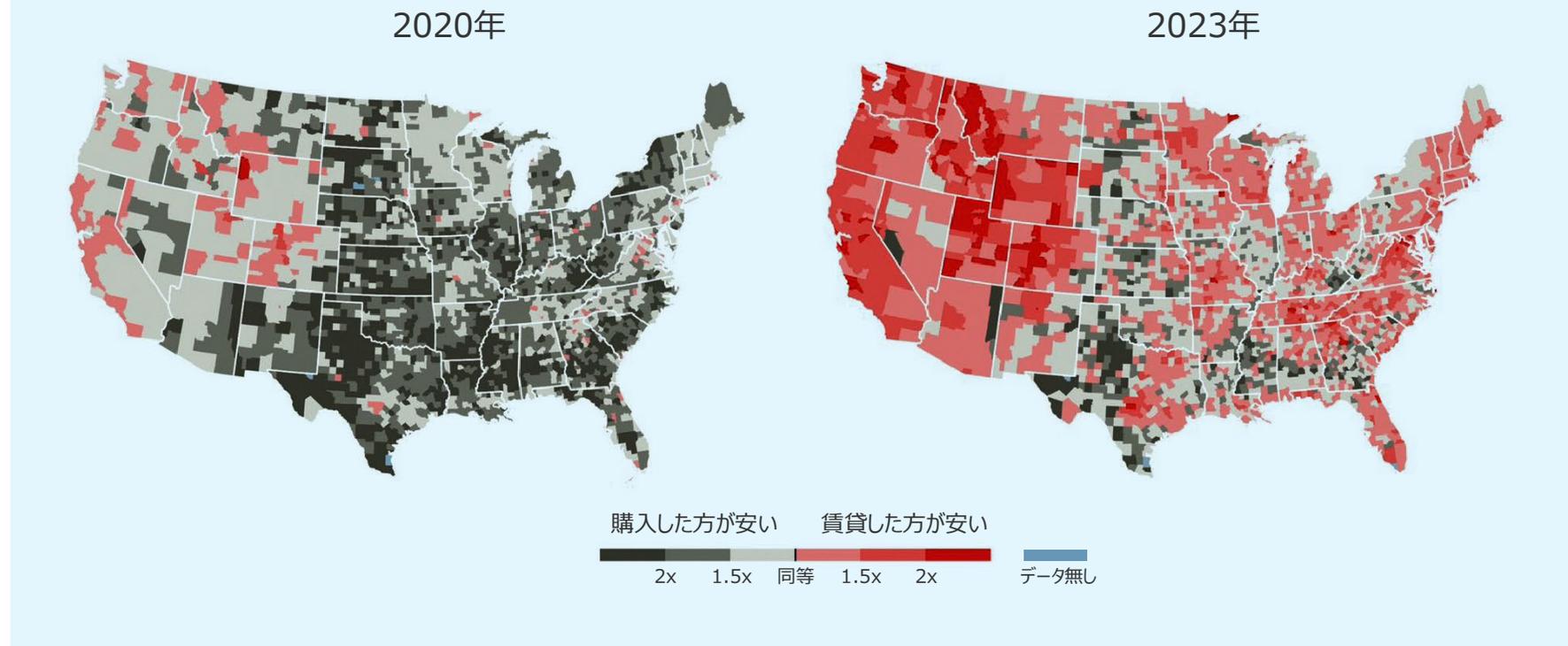


米国では賃貸需要が購入需要よりも拡大傾向

- 住宅の取得可能性は、米国の個人と世帯の両方が直面している重要な問題である。投資家やデベロッパーにとって、さまざまなタイプの住宅に対する多様な需要の高まりに対応するための投資機会につながっている。
- 一戸建て住宅の購入市場が取得可能性のギャップが最も大きいと思われ、従来の初回住宅購入層である若い世帯をターゲットにした一戸建て賃貸住宅を開発する必要性があると考えられる。

2020年と2023年の一戸建て住宅の購入コストと賃貸コストの比較

単位：米ドル、年率換算

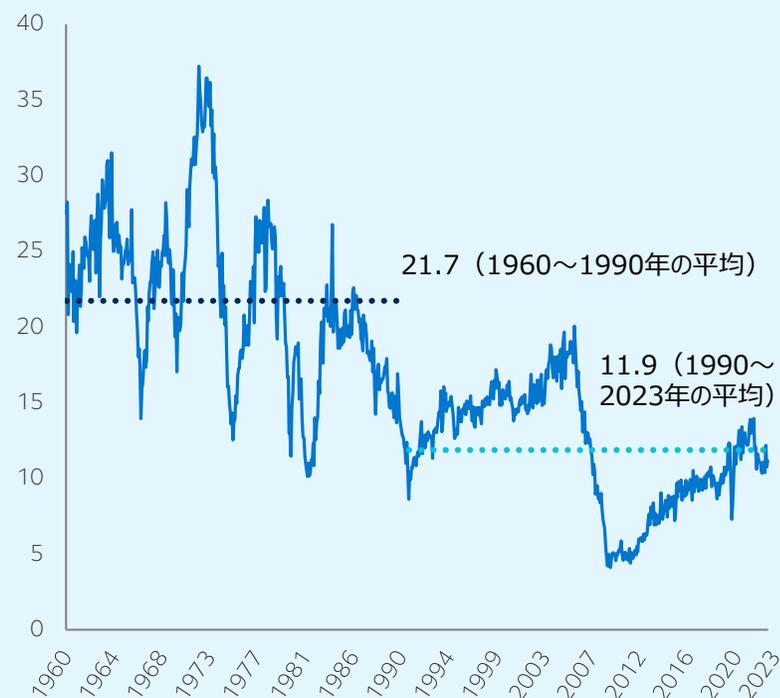


米国の住宅市場は過去の水準からすると供給不足

- 米国の住宅は、金融危機後の歴史的な低水準の供給により、供給不足が続いている。
- これにより、賃貸住宅全般、特に一戸建て賃貸サブセクターには、人口動態の変化によって投資機会が生じていると考えられる。

1,000世帯あたりの住宅着工件数

月次、年率換算



米国における賃貸用一戸建て住宅の空室率

単位：%



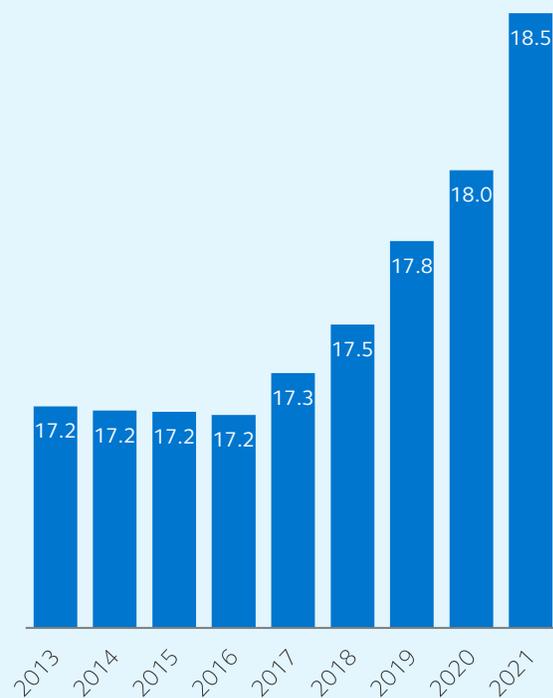
📖 学生寮（欧州）

需要に対する供給の不足は拡大

- 一部の欧州の市場では、学生寮セクターは需給不均衡の拡大に支えられている。
- 特に、英国のように留学生が多く、民間賃貸住宅規制が厳しい市場では、社会人口統計的な傾向と在庫の少なさによって、学生寮が魅力的な投資対象になっていると考えられる。

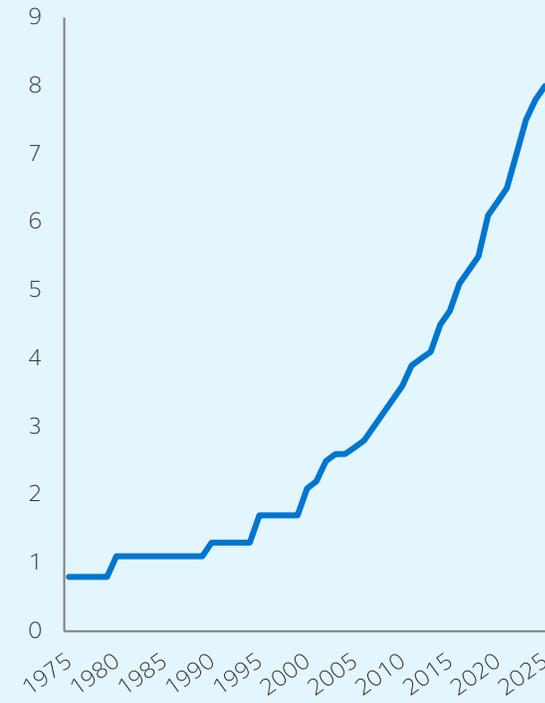
欧州の大学への入学者数

欧州連合（EU）の27カ国の合計、
単位：百万人



世界の留学生数

単位：百万人



国別の学生数

単位：千人、主要大学都市

■ 留学生数 ■ 総学生数



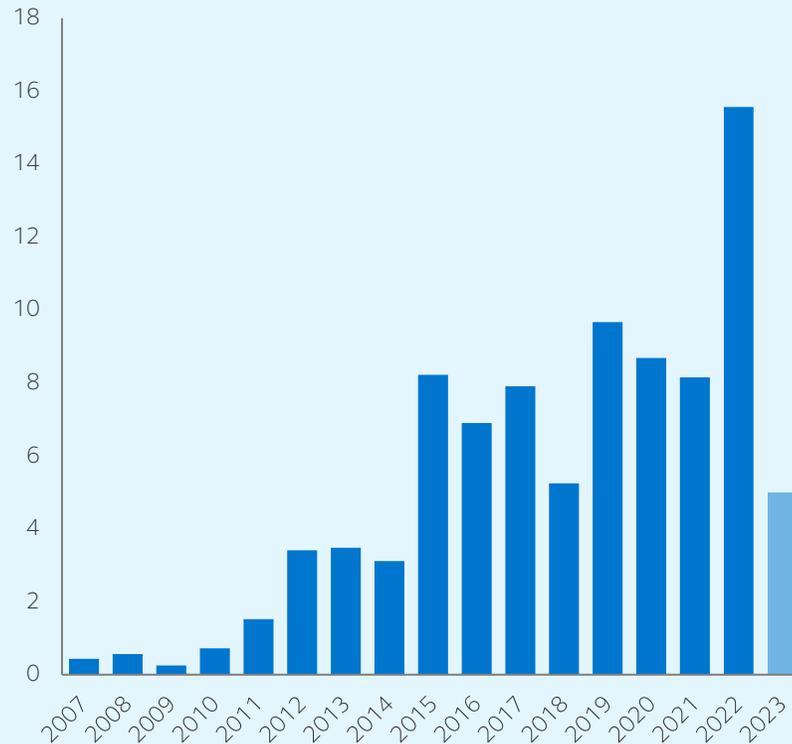
📖 学生寮（欧州）

資本は流入しているが、供給率は依然として低水準

- 英国は欧州諸国の中で最も学生寮の設置率が高い国（31%）だが、学生寮のベッド数在庫（71万2000床）は、国内の学部1年生（52.5万）と留学生（68.0万）の需要を賅うには十分ではない。
- 英国の一部の大学都市では学生向けの部屋不足が深刻で、近隣都市からの通学を余儀なくされたり、学位取得を延期したり、あるいは完全に断念せざるを得ない学生もいる。

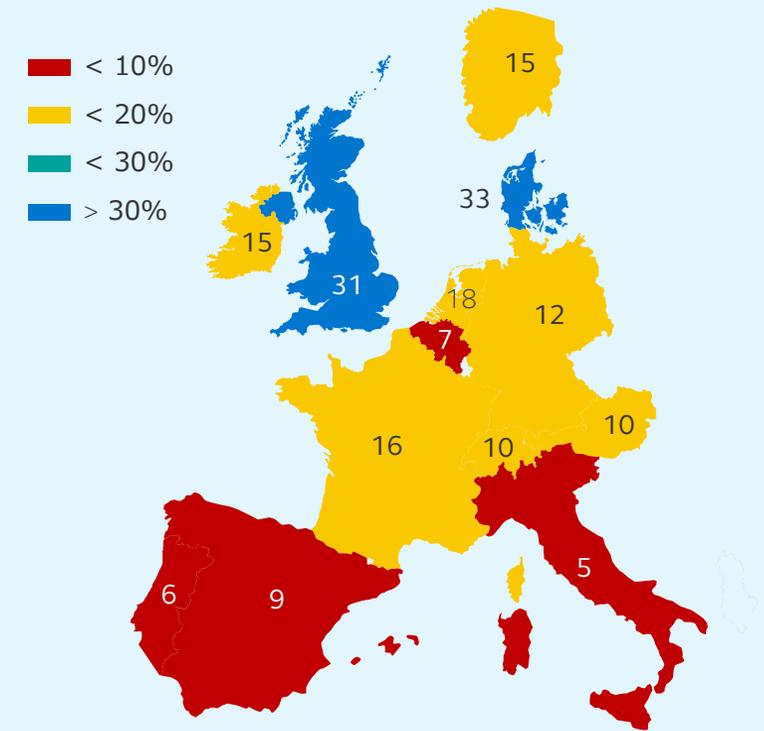
欧州の学生寮の売買取引量

年間、単位：10億ユーロ



学生寮の設置率

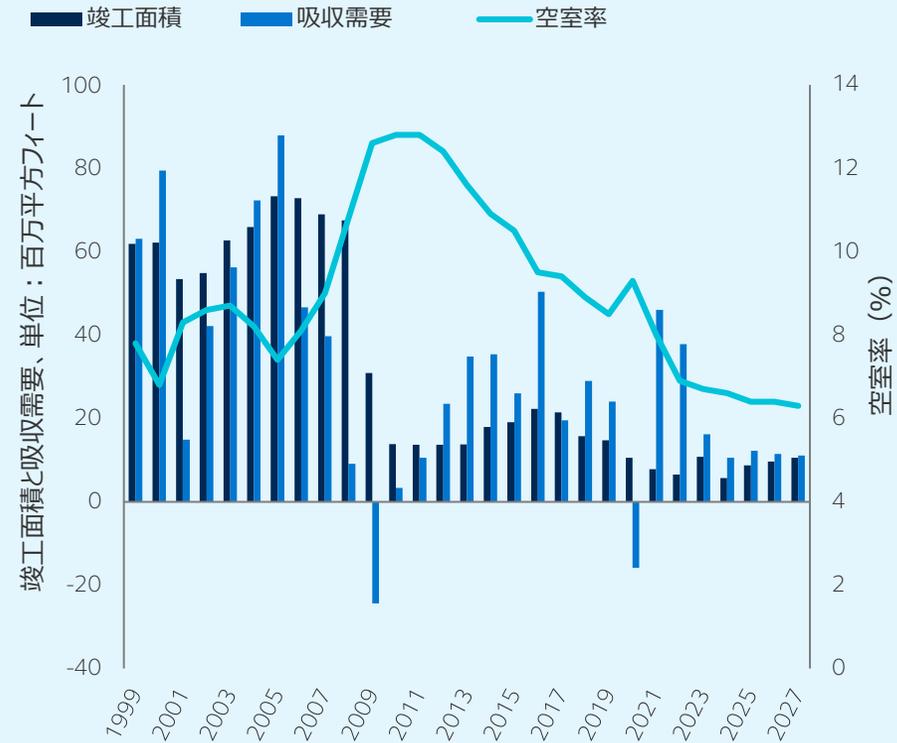
総ベッド数を総学生数で除した指標、主要都市におけるデータ



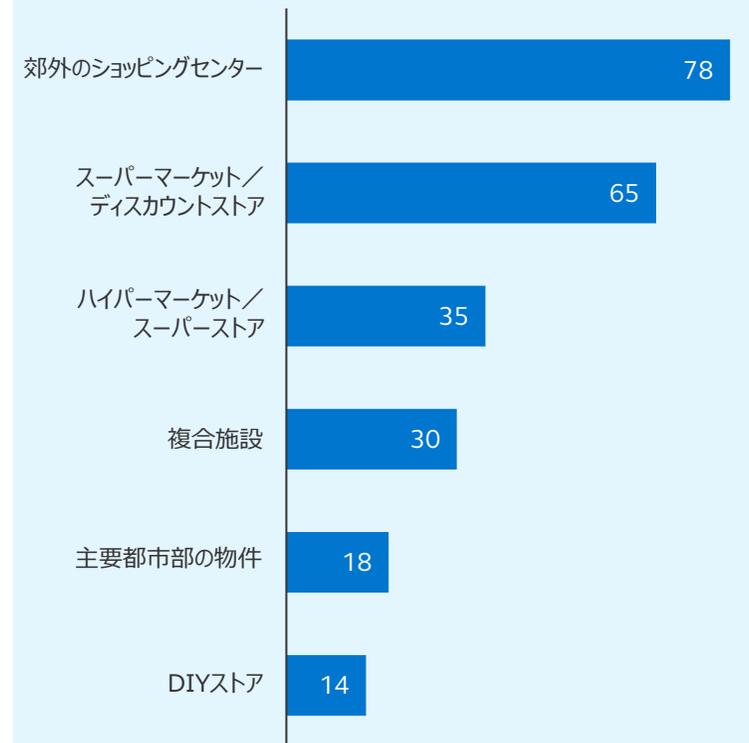
生活必需品や日用品を扱う小売店のファンダメンタルズは健全

- 生活に必要不可欠な小売ショッピングセンターは、2024年に予測される経済成長の鈍化にも問題なく対応可能と想定される。
- 世界金融危機以降は新規供給が不足していることに加え、実店舗型小売業における来店客数が回復していることにより、今後12か月間に持続的な賃料収入の増加が見込まれる。

ネイバーフッド・センターおよびコミュニティ・センター：需要と供給



欧州の小売物件に対する投資家の評価
それぞれの物件タイプに対して肯定的な回答者の割合



3

中立セクター

長期的には堅牢だが、短期的には不確実性がある



🏭 インダストリアル

米国

インダストリアル・セクターは、直近1年間においてトップクラスのパフォーマンスを保ってきたが、新規供給の波とより緩やかな需要が、空室率を押し上げる要因となっている。

2022年の空室率が過去最低を記録するなど本セクターは好調だったが、成長が緩やかになる時期を迎えている。

2024年末に向けて建設中の物件のパイプラインが落ち着けば、供給は落ち着くと思われる。市場のバランスが調整され、NOI（純営業収益）の伸びが維持される可能性もあると見られる。



🏭 インダストリアル

欧州

経済環境の悪化は、優良物流施設の空室率の極端な低さと建設活動の減少によって相殺されているため、本セクターのファンダメンタルズは堅調な状態を維持している。

利回りが急速に低下し、価格調整がほぼ完了し、テナント需要が堅調に推移していることから、リターンは他のセクターよりも早くプラスに転じると予想される。しかし、本セクターのパフォーマンスは、2022年以外の過去数年間に見られた2桁の水準を大きく下回ると思われる。

2024年も供給の多さが主な逆風に

- 2024年の米国市場では、建設パイプラインは中程度の逆風になると思われる。
- 明るい兆しは、金利上昇とレンダーが融資に対して慎重な姿勢を強めたことを背景に、供給パイプラインが急速に絞られていることである。
- 米国の倉庫需要はパンデミック時のように高い状況にはなく、そのような状況に戻ることも想定されていない。
- 2024年の倉庫需要は、成長率が鈍化する環境下でも、構造的な要因により、引き続き堅牢であると思われる。

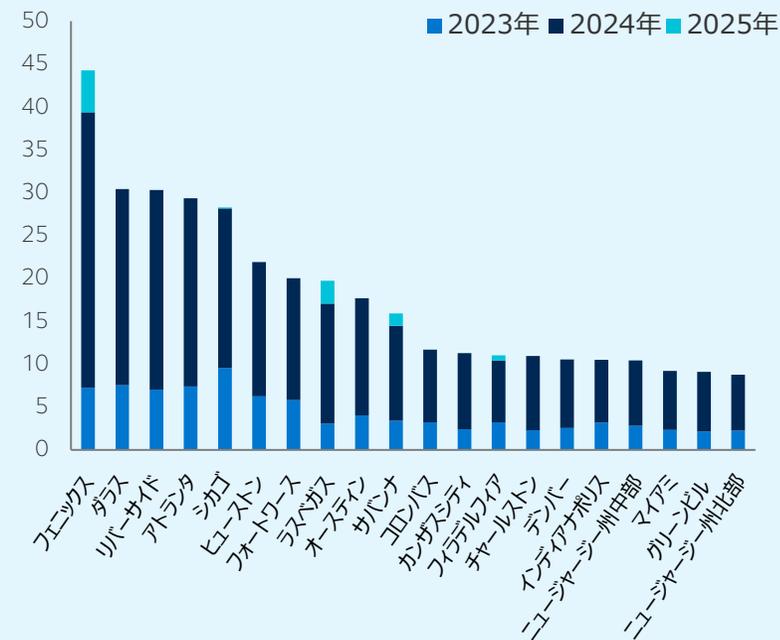
建設中のインダストリアル物件

在庫全体に対する割合、単位：%



建設中のインダストリアル物件の 合計面積で見た米国の上位20都市

単位：百万平方フィート

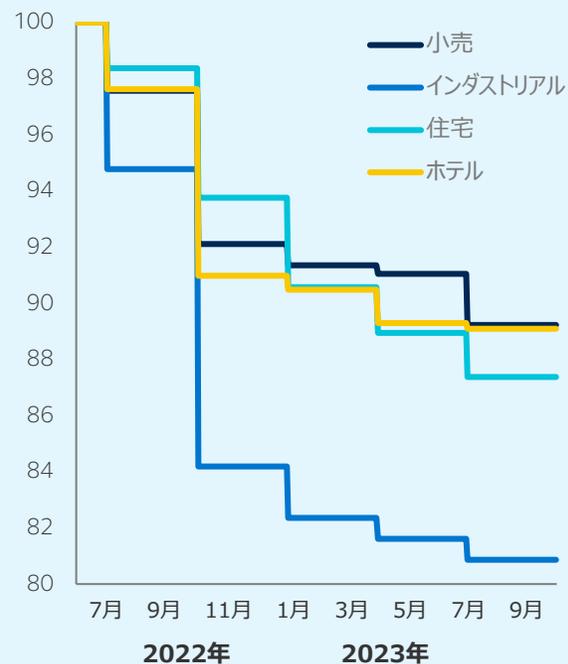


資本市場とテナント需要の乖離は明白

- 本セクターは、価格調整プロセスが急速に進んでほぼ完了しているため、2024年は良いエントリー・ポイントになる可能性がある。
- テナント需要は、3年間の平均を下回ってはいるものの、引き続き堅調であると思われる。
- 不動産市場において足元で進行中の調整局面、堅調なファンダメンタルズ、および持続的な追い風により、投資資金が他のセクターよりも先に戻る可能性があると思われる。

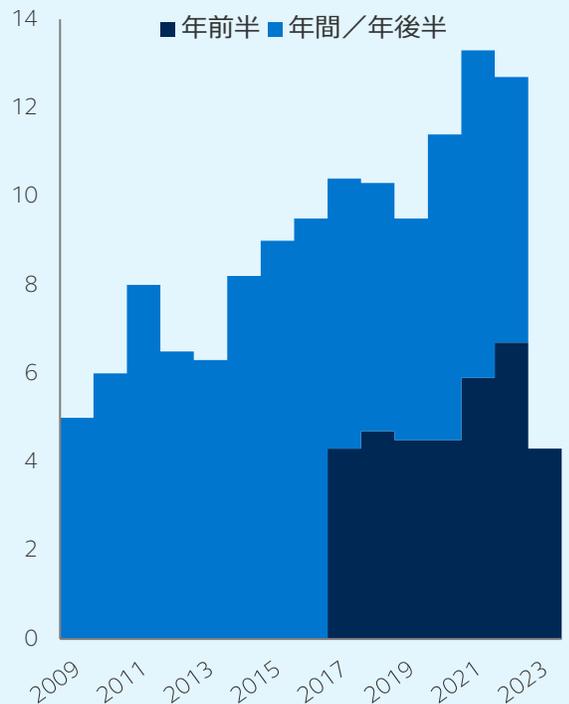
2022年後半以降の価格調整幅

MSCI欧州不動産指数、
2022年6月を100として設定



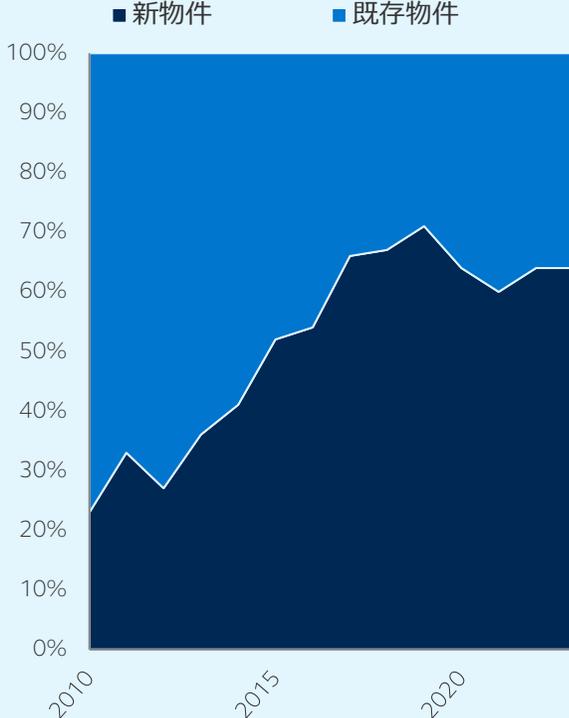
物流施設への需要

主要30都市の市場、単位：百万平方メートル



タイプ別の需要

主要30都市の市場、全体に対する割合



4

注意が必要なセクター

⊗ 注意が必要なセクター

構造的な課題に直面



📄 オフィス

グローバル

直近数年間、新規供給が少ないにもかかわらず、パンデミック後の新しい勤務形態により、空室率は世界的に上昇している。

市場のファンダメンタルズに関しては、最悪期は過ぎ去ったと思われる。オフィスへの出勤率は世界的に上昇傾向にあり、欧州とアジア太平洋地域の一部の都市では空室率がピークをつけたか低下している。

2024年はオフィス・セクターの転換点になると思われるが、築年数が古く、中心部に立地していない物件の価値は引き続き低下傾向にあると思われる。



🛍️ 嗜好性が高い小売

グローバル

世界中の消費者はインフレ率の上昇の影響を受けている。直近12ヵ月間、インフレ率低下の傾向が定着してきているものの、賃金の伸び率の鈍化、雇用の鈍化、家計の緩やかな悪化により、裁量的な支出が抑制されつつある。

世界経済は本格的な景気後退に陥ることはないと思われるが、2024年は嗜好性が高い小売企業にとって難しい年になると思われる。



🏠 ライフサイエンス

グローバル

ベンチャーキャピタルがライフサイエンス分野に資金を投入し続けることが出来ていないため、需要が鈍化している。

ライフサイエンス物件の開発コストが高いことを背景に、供給の伸びは鈍化している。今後、資本コストが低下すれば、需要が供給を再び上回ると期待される。

上記のような課題はあるが、一部の大学都市は人材が豊富であるため、セクターの中では最も魅力的な市場であると思われる。

投資家センチメントは弱いが稼働率は改善傾向

- 大半の地域で、オフィスに出勤する職種の雇用は引き続き堅調に推移している。
- オフィスを使用する産業の成長は今後も続くと思われるが、短期的な市場の変動は、本セクターの投資家にとって引き続き課題になるとと思われる。

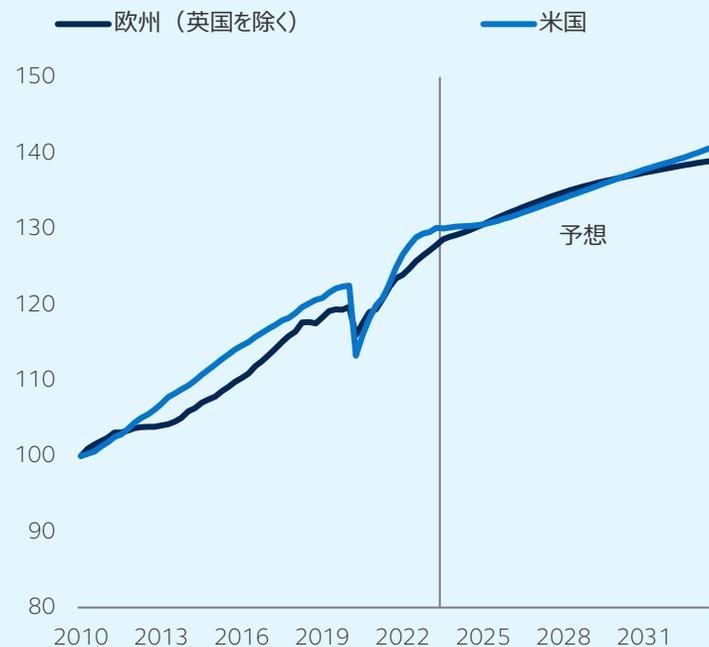
オフィス物件に対する投資家センチメント
- 肯定的および否定的な見方のバランス

単位：%



オフィスに出勤する職種の雇用者数

単位：百万人、2010年第1四半期を100として設定



空室率は2024年がピーク

- 欧州とアジア太平洋地域の一部市場は、オフィス・セクターに逆風が吹いているにもかかわらず、引き続き好調に推移している。
- 2024年が必要の転換点になると思われるが、米国市場は引き続き最も厳しい状況にある。

空室率

在庫に対する割合、単位：%

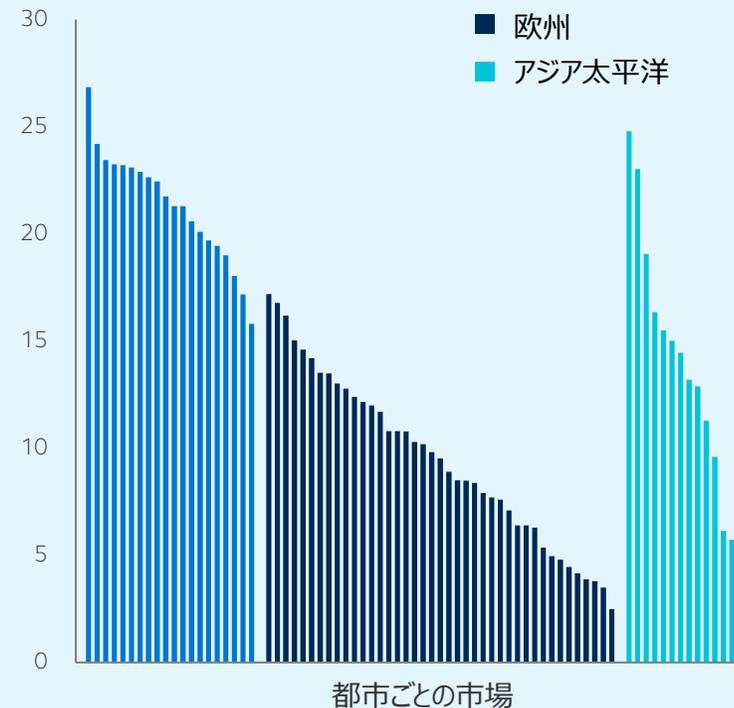
- 米国
- 欧州
- アジア太平洋



都市ごとの最新の空室率

在庫に対する割合、単位：%

- 米国
- 欧州
- アジア太平洋

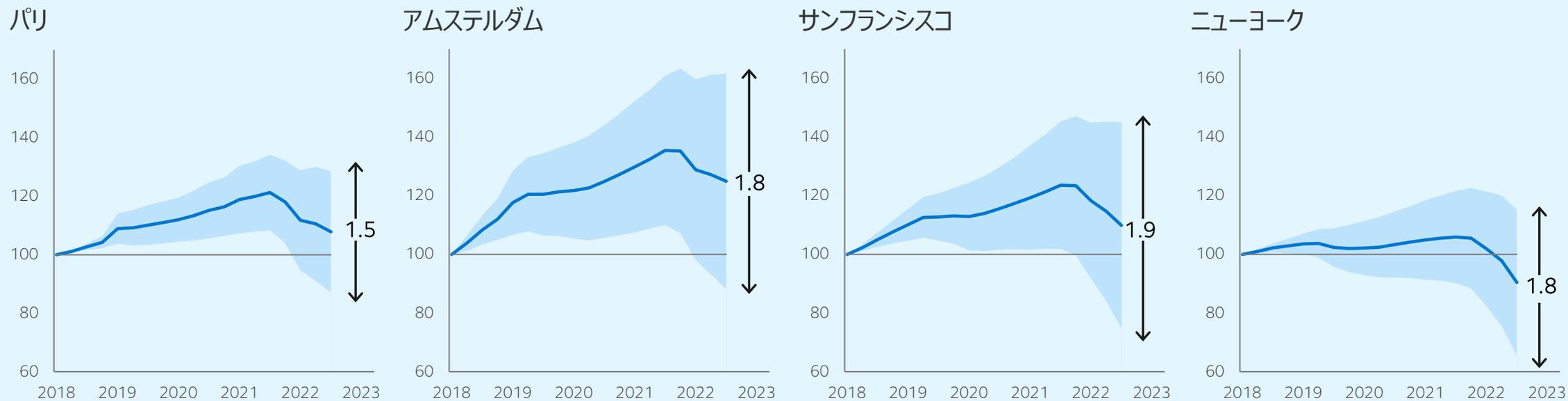


全てのオフィス物件が苦戦しているわけではない

- 構造的に難しい状況にあるにもかかわらず、一部のオフィス物件は堅調に推移。
- 主要グローバル市場の優良資産は、相対的に他の都市のオフィス・セクターをアウトパフォームしており、この傾向は今後も続くと思われる。

四分位でパフォーマンスが上位と下位の物件の乖離具合

トータルリターン指数、現地通貨、2018年12月を100として設定



📁 嗜好性が高い小売り（グローバル）

経済情勢に応じた消費支出の変化

- 貯蓄率の低下やクレジットカードの延滞率の上昇は、家計が圧迫されていることを示唆している。
- 大手小売企業によると、消費者が支出により慎重になり、より低価格の商品で代用する傾向が強まっている。
- 経済成長の鈍化と消費マインドの減退により、2024年は裁量的支出先の小売業にとってはより厳しい環境になると考えられる。

世界の家計の貯蓄額

2000年を100として設定



消費者信頼感指数

振幅を調整済み、長期平均を100として設定



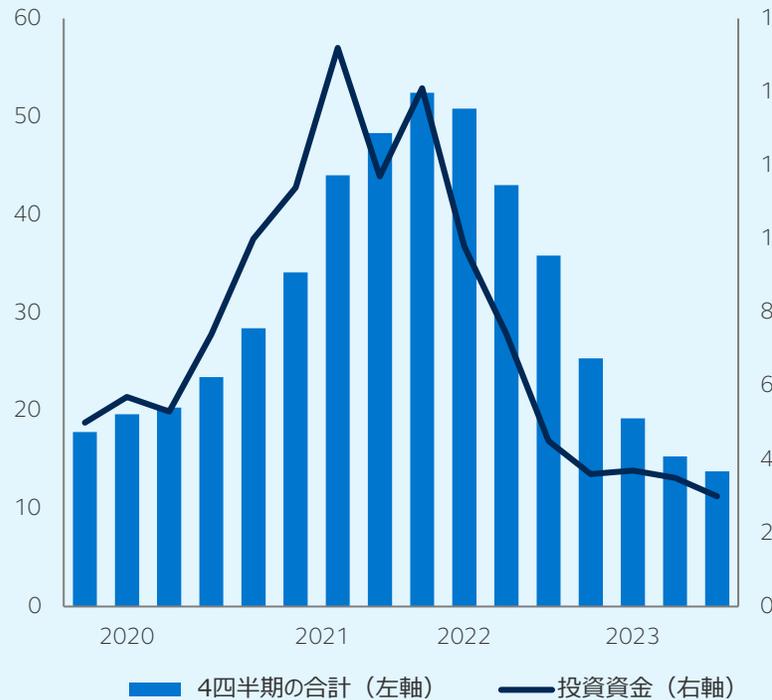
□ ライフサイエンス（グローバル）

ベンチャーキャピタルの投資資金は絞られている

- 資本市場のボラティリティが、ライフサイエンスおよびヘルスケア企業への投資資金を抑制している。
- 研究開発費は減少しているが、今後12～18ヵ月で底を打つと思われる。
- 資本コストと開発コストの上昇が一部要因となってベンチャーキャピタルからの資金調達が停滞していることや、不動産開発に伴うコストが上昇していることを背景に、物件の新規供給は引き続き限定的であることは、本セクターの需給バランスの調整に寄与すると考えられる。
- 2023年の物件ごとのパフォーマンスにはばらつきが見られるが、長期的にはヘルスケアとライフサイエンスに対する構造的な需要によって改善が見込まれる。
- 高齢化とライフサイエンスの進展により、2025年以降はパフォーマンスが回復すると思われる。

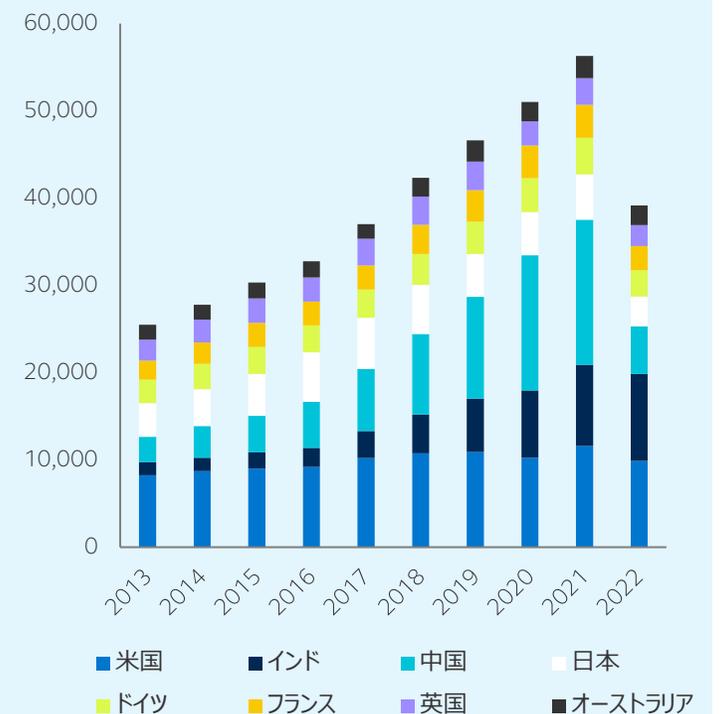
世界のデジタルヘルスに対する投資資金

単位：10億米ドル



国別の臨床試験

臨床試験数



5

まとめ

変遷の年を迎える

2024年の難しい市場環境を切り抜ける

1 2024年は変遷の年になると想定される

2024年前半は、デット投資の魅力度がさらに高まり、良好な絶対リターンとリスク調整後リターンが期待できると考えられる。年後半は、REITとプライベート・エクイティが2年間の難しい期間を脱し、選別的に投資機会が到来し始めると予想される。

2 構造的に耐性が強いと考える物件セクターに対する長期的な確信度は不変

データセンター、物流施設、住宅セクターは構造的に物件が十分に供給されておらず、物件需要の強さを鑑み、必要に応じてポートフォリオに追加することが望ましい。

3 2024年の難しい市場環境を切り抜ける

価格発見プロセスが進み、不動産市場の回復の道筋が明らかになり始める今後1年間は、物件の質とセクターの選別が効果的な投資戦略の鍵となると考える。



About Principal Real Estate

Access the full spectrum of today's commercial real estate investment opportunities.

Principal Real Estate is the dedicated real estate investment group within Principal Asset Management.

We seek to maximize opportunities and find the best relative value on behalf of our clients using our specialized market knowledge, dedicated and experienced teams around the globe, and extensive connections across all four real estate quadrants.

- Top 10 global manager of real estate¹
- Over \$95 billion in real estate assets under management²
- Over 60 years of real estate investment experience³
- More than \$122 billion in real estate debt and equity transactions over the past decade⁴
- Recognized globally as a leader in sustainable investing⁵

PrincipalAM.com/RealEstate



PRINCIPAL REAL ESTATE

Global Research and Data Strategy & Analytics

Global Research

MADHAN RENGARAJAN, CFA

Senior Director

rengarajan.madhan@principal.com

ARTHUR JONES

Senior Director

jones.arthur@principal.com

DANIEL TOMASELLI

Manager

tomaselli.daniel@principal.com

JD STEHWIEN

Senior Analyst

stehwien.jd@principal.com

THOMAS MCGING

Research Analyst

mcing.thomas@principal.com

Data Strategy & Analytics

ARMEL TRAORE DIT NIGNAN

Head of Real Estate Data Strategy & Analytics

traoreditnignan.armel@principal.com

WESLEY BRUELAND

Quantitative Developer

brueland.wesley@principal.com

JONATHAN FRANK

Manager

frank.jonathan@principal.com

BELAY KASSIE, Ph.D.

Sr. Quantitative Research Analyst

kassie.belay@principal.com

THOMAS REISING

Associate Quantitative Developer

reising.thomas@principal.com

JESSE WAITMAN

Quantitative Developer

waitman.jesse@principal.com

ERIC YUAN, CFA

Sr. Quantitative Research Analyst

yuan.eric@principal.com

Important information

¹ Managers ranked by total worldwide real estate assets (net of leverage, including contributions committed or received, but not yet invested; REOCs are included with equity; REIT securities are excluded), as of 30 June 2023. “The Largest Real Estate Investment Managers,” Pensions & Investments, 9 October 2023

² As of 30 September 2023. Includes clients of, and assets managed by, Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates. Does not include assets that are managed by Principal International and Retirement and Income Solutions divisions of Principal. Due to rounding, figures shown may not add to the total.

³ Experience includes investment activities beginning in the real estate investment area of Principal Life Insurance Company and continuing through the firm to present.

⁴ As of 31 December 2022. Excludes public REIT transaction volume.

⁵ As recognized by Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessment 4-Star rating (2023) as of October 2023: 8th consecutive year; 2023 Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB) assessment, data as of 31 December 2022. 4-star rating reflects top 40% worldwide performance. In order to receive a ranking, the Firm paid GRESB an application fee to be evaluated and rights to use the rating. Principal Real Estate recognized as ENERGY STAR Partner of the Year 2016-2023, Sustained Excellence Award 2018-2023. The U.S. Environmental Protection Agency (EPA) annually honors organizations that have made outstanding contributions to protecting the environment through energy efficiency, as of April 2023.

Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of Principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. All these risks can lead to a decline in the value of the real estate, a decline in the income produced by the real estate and declines in the value or total loss in value of securities derived from investments in real estate.

Important information

This material covers general information only and does not take account of any investor’s investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account.

Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This material may contain ‘forward looking’ information that is not purely historical in nature. Such information may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Important information

Principal Asset Management is the global investment management business for Principal Financial Group® and includes the asset management operations of the following : Principal Global Investors, LLC; Principal Real Estate Investors, LLC; Principal Real Estate Europe Limited and its affiliates; Spectrum Asset Management, Inc.; Post Advisory Group, LLC; Origin Asset Management, LLP; Claritas Investimentos; Principal Global Investors (Europe) Limited; Principal Global Investors (Singapore) Ltd.; Principal Global Investors (Australia) Ltd.; Principal Global Investors (Japan) Ltd.; Principal Asset Management Company (Asia) Ltd., and include assets where we provide model portfolios. Marketing assets under management include certain assets that are managed by Principal International and Retirement and Income Solutions (RIS) divisions of Principal.

© 2024 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Real Estate is a trade name of Principal Real Estate Investors, LLC, an affiliate of Principal Global Investors.

MM13826 | 01/2024 | 3281920-122025

重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

当資料中の情報は貴社の投資目的、特定のニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定のニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<https://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第 462 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

一般社団法人 投資信託協会

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会