

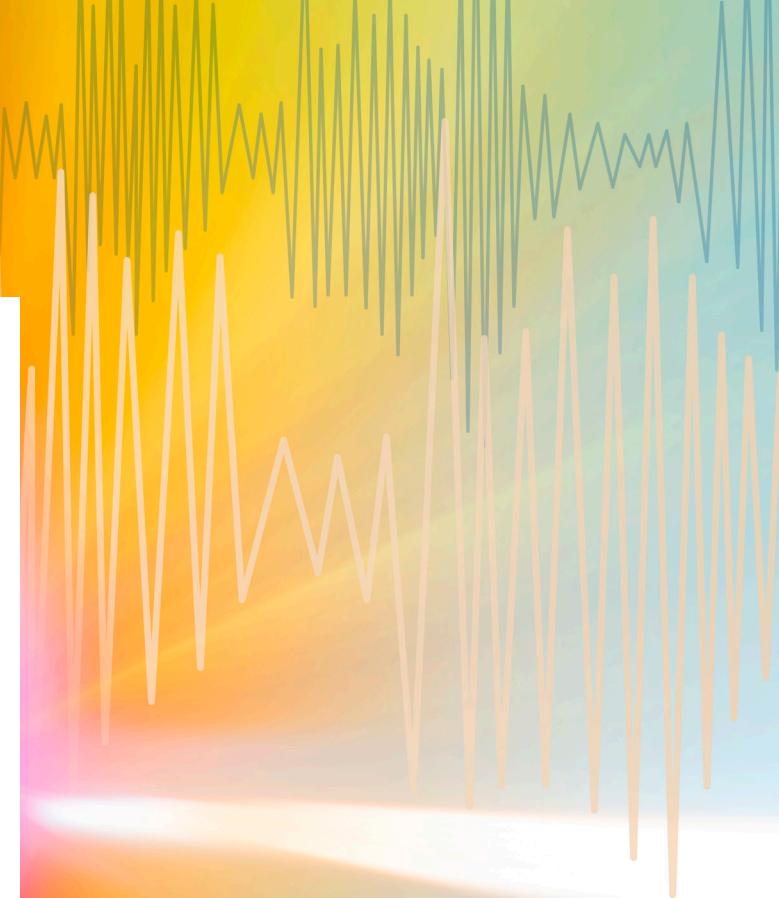


分散化への 対応： 2026年の 不動産戦略

2026年のグローバル不動産市場は、アクティブな選択と緻密な分析が不可欠です。本ラウンドテーブルでは、米国、欧州およびアジア太平洋地域に在籍するベアリングスとアルテミスの運用プロフェッショナルが、セクター動向に関する知見を共有し、各地域におけるリスクおよび投資機会を探ります。

このレポートは2026年の不動産市場見通しに関するウェビナーをもとに作成したものです。ウェビナーは[こちら](#)よりご視聴いただけます。

CONVERSATIONS



ナシル・アラムギル
(Nasir Alamgir)
ベアリングス
米国&欧州不動産デット責任者



ニック・ピンク
(Nick Pink)
ベアリングス
欧州不動産エクイティ責任者



マイク・フリン
(Mike Flynn)
ベアリングス
日本不動産責任者

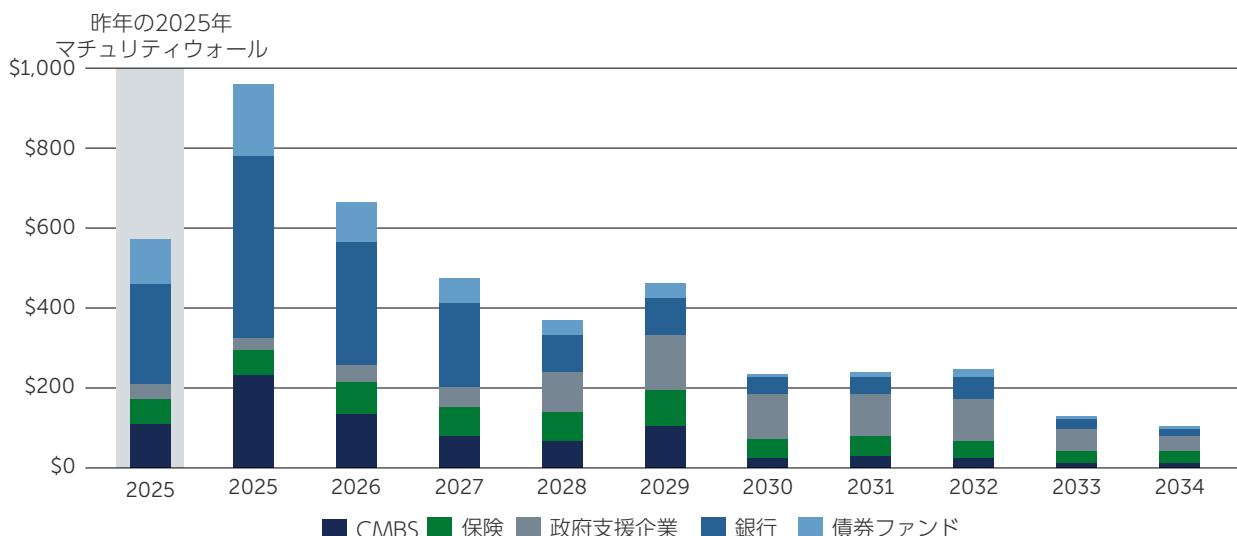


アレックス・ギルバート
(Alex Gilbert)
アルテミス共同最高経営責任者
ベアリングス・カンパニー

グローバル不動産市場のファンダメンタルズは、マクロトレンドやセクター変化によってどう変わるのでしょうか？

ナシル・アラムギル：銀行セクターの貸し出しの減少により、米国と欧州の双方における不動産金融構造は引き続き再構築されています。両地域で銀行は依然として商業用不動産ローンの大部分を保有していますが、2022年末以降、融資は厳格化し、ノンバンクによる貸し出しの余地が生じています。特に米国市場で顕著になっている重要なトレンドは、マチュリティウォールの増大です。2025年初の初期予測では約5,700億米ドルのローン満期が見込まれていましたが、2024年以降約4,000億米ドルが繰り越されたため、総額は現在1兆米ドルに迫ると予想されています（図1）。問題を抱えているローンは銀行のバランスシートに残っているため、段階的な評価損の計上により解決にはさらに2～4年を要する可能性があります。銀行の融資基準が厳しくなっている中で、特に地域銀行やコミュニティバンクではその傾向が顕著となっており、クレジット投資家は投資機会を見出しています。現在は、市場全体の状況改善が個々に波及する環境ではなく、銘柄選択型の市場となっており、ミクロ市場の分析と各投資案件に明確な根拠が求められています。

図1: 商業用不動産ローンの満期別マチュリティウォール (10億米ドル)



出所: MSCI RCA, MBA 2025年2月現在

ニック・ピンク：欧州の観点では、継続しているマクロ経済および政治的課題により活動は予想以上に抑制された状態が続いているものの、勢いは増してきています。昨年と比較すると市場は健全化しており、慎重な楽観論は年を通じて現実主義へと進化し、買い手と売り手の双方が様子見ではなく行動を起こすケースが増加しています。不動産市場のファンダメンタルズは供給サイドを筆頭に引き続き堅調で、セクター全体における実質賃料価値の伸びを支えています。サイクルは延長される見込みですが、ファンダメンタルズに着目し、適切な資産を選別する投資家には依然として好機があります。市場への参加はまだ遅くありません。これは世代を超える循環的な投資機会であり、資本は再び市場に戻り始めています。



アレックス・ギルバート: 米国市場を詳細に見ると、不動産は本質的に一口カルなビジネスである点を強調したいと思います。マクロ経済の動向を正しく把握することは重要ですが、成功の鍵はミクロ市場のダイナミクスを理解することにあります。セクター別では、関税や経済の不確実性にもかかわらず物流セクターへの需要が堅調なため、依然として産業セクターのオーバーウェイトを維持しています。しかしながら、空室率が約7%であることから、パフォーマンスには格差が生じています。例えば、南カリフォルニアは厳しい状況ですが、アトランタやヒューストンははるかに堅調に推移しています¹。既存物件の取得は、新規開発に比べてコスト面での優位性に加え、時価賃料の上昇を取り込める可能性があるため、より魅力的な投資機会となるケースが多く見られます。

住宅セクターは状況がまちまちとなっています。住宅販売は過去30年で最低水準にあり、賃貸住宅の吸収率は過去最高を記録する一方、新規着工は減少し供給過剰が継続しています。オフィス・セクターではパフォーマンスの二極化が顕著です。トロフィー・アセットの需要は引き続き高いものの、ノン・トロフィー物件は大幅な価格下落に直面しており、リーシングや改修に多額の資本投入を必要としています。足元では吸収率が改善しているものの空室率は高止まりしており、回復の鍵は立地、建物の品質およびアメニティにあります。

マイク・フリン: アジア太平洋地域の不動産ファンダメンタルズは他の地域と異なります。コア投資家は市場に戻ってきたものの、ここ数年の経験から慎重姿勢を崩しておらず、現在は明確なリスクプレミアムが求められています。投資意欲は依然としてあるものの取引を成立させるのは難しく、コア投資において特徴的だった非対称なリスク——コア水準のリターンを期待しながらもオポチュニティック投資並みの損失を被る可能性——はようやく後退し始めています。特筆すべきは、開発活動が極めて限定的である点です。東京などの市場では、新規供給の不足が今後も強い市場環境を支えると見込まれます。東京のオフィス空室率はわずか3%であり、そのうち高品質物件は1.5~2%となっているほか、賃料は年率6~8%で上昇しており、借入コストは1.5%と低水準にとどまっています²。

強固なファンダメンタルズがベータを提供する市場において、アルファ創出の機会は、銀行や政府などから圧力を受けた企業が特定の不動産資産を売却する状況から生じます。こうしたオフマーケット取引を発掘し、企業自身では実行できない取引構造を構築することで、投資家は魅力的なエンタリー価格を確保し、安定した市場で本質的にはコアリスクを負いながらも、潜在的に大きなリターンを生み出すことが可能となります。

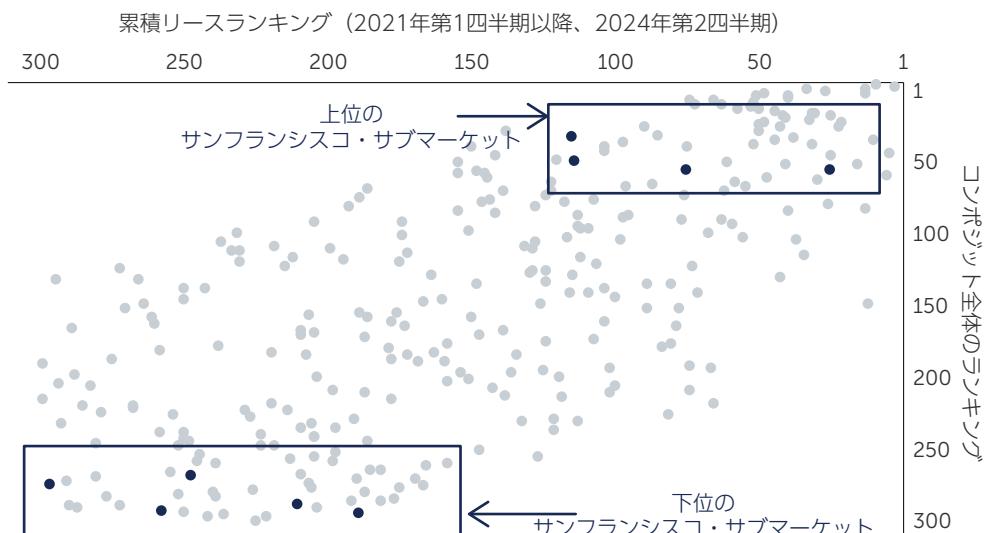
1. 出所: CBRE 2025年10月現在

2. 出所: CBRE, Barings market research, Bank of Japan 2025年10月現在

分散と選別がキーワードとなる中、この「銘柄選択型」市場において、調査と投資戦略はどのように進められていますか？

ナシル・アラムギル：現在の市場における分散は極めて現実的な現象であり、選別投資が不可欠です。広範なテーマに依存するのではなく、ミクロ市場レベルでの具体的な機会を特定することに注力しています。例えば、米国のオフィス賃貸市場は回復し、2024年下半期に1億9,000万平方フィート、2025年上半期にさらに2億2,000万平方フィートが吸収され、パンデミック前の水準にほぼ戻っています³。しかし、ベアリングスの調査によると、この活動の80%は300のミクロ市場のうちのわずか20%に集中しており、立地や交通アクセス、Live-Work-Play（生活、仕事、遊び）コミュニティにおけるダイナミクスの重要性を浮き彫りにしています⁴。

図2: オフィスの「回復及びモメンタム」ランキング - 約20都市圏の約300サブマーケット対象
(4及び5スターの不動産)



出所: CoStar 2025年9月30日現在

例えばニューヨークでは、一部のミクロ市場がトップパフォーマンスを示す一方、他は遅れをとっています。詳細な分析の必要性を強調しています。この分散は住宅および産業セクターでも顕著で、移住パターンや地域供給の変化といった要因がパフォーマンスを左右しています。結局のところ、より精緻なアンダーライティングとデータに基づく分析が不可欠です。こうした乖離は、価値の変動幅を大きくし、投資ごとに明確な根拠を求める状況を生み出しています。

ニック・ピンク：複数の欧州市場でビジネスを展開する中、各セクターのトレンドは異なるスピードで進化しており、分散と二極化はオフィス・セクターと小売セクターにおいて最も顕著です。立地、技術面および機能面の陳腐化の影響は明白であり、品質とアメニティの重要性がこれまで以上に高まっています。欧州ではタイムリーかつ詳細なデータ取得が困難であるため、テナント需要の変化に関するリアルタイムの知見を得るために現地チームに大きく依存しています。ロンドンでは、ダイナミクスがいかに急速に変化するかを実際に経験しました。最近の中心業務地区 (CBD) 及びCBD周辺オフィス市場における投機的開発は、適切な交通アクセス、アメニティおよび空間の質によって期待を上回る成果を上げています。

3. 出所: CBRE 2025年7月現在

4. 出所: Barings market research 2025年10月現在

社員がオフィス出社を再開する中、魅力的かつ持続可能な環境の提供が賃貸成功の鍵となっています。供給が逼迫したCBDを有する都市では、12ヶ月前までは二極化の傾向により長期的に不利と見られていた周辺市場への需要シフトが顕在化しつつあります。特にかつて高い空室率に悩まされていたカナリー・ワーフでは、ここ10年で最も強固な賃貸契約実績を記録するという劇的な回復を見せていました⁵。これは、グレードAスペースの深刻な供給不足が市場のファンダメンタルズを急速に再構築し、トレンドを上回る賃料上昇を生み出す可能性を示しています。同時に、現地に実際に赴いて、ローカル市場での需要トレンドの変化を把握することの重要性を強調しています。

ポートフォリオ構築をふまえ、今後注目すべきセクターおよび戦略は何ですか？

マイク・フリン：アジア太平洋地域において長期でのポートフォリオ構築を検討する際、私たちは代替資産、特にセルフストレージに注目しています。都市化や居住スペースの縮小、高い建設コストにより、特に人口密度の高い都市市場では普及率が米国の水準を大きく下回っています。この構造的なギャップが堅調な需要サイドのファンダメンタルズを下支えしており、開発利回りは依然として魅力があり、運営モデルも進化を続けています。無人施設などの技術革新による効率化が利益率と拡張性を高めており、バリュエーションは投資家の旺盛な需要を反映しています。資本が分散と回復力を求める中、こうしたプラットフォームは、ファンダメンタルズが堅調な地域において、物件レベルでの収益と運営面での成長可能性の両方を捕捉する魅力的な手段となります。

ナシル・アラムギル：デット投資の観点では、当社の過去3年間の新規オリジネーションの約85%がコアプラス・リスクに偏重していました。今後はバリューアップの投資機会が増加すると予想しています。建設コストと取得コストの差が過去数十年で最大の水準に拡大したこと、新規開発よりも既存物件の取得の方が魅力的となっており、このダイナミクスは、デットとエクイティ双方の資本を建設ではなく物件取得へと向かわせる要因となるでしょう。

物件タイプ別では、ヘルスケアや高齢者向け住宅が引き続き魅力的ではあるものの、ここではオフィスに焦点を当てたいと思います。最近の賃貸需要の回復傾向にもかかわらず、吸収すべき空室率は依然として高く、人工知能（AI）がホワイトカラー雇用やオフィス需要に与える影響に対する懸念も続いている。しかし、パフォーマンスのばらつきにより、リスクに対して高いリターンが得られる選別的な機会が存在します。こうした進化するセクター動向を捉えるには、慎重なアンダーライティングとミクロ市場の動態に焦点を当てることが不可欠です。

5. 出所: Savills, Barings market research 2025年9月現在

アレックス・ギルバート: ヘルスケアが際立っている理由は、主に必要性に基づいている点です。これらの需要は景気循環や金利ではなく、必要性によって決まります。米国の高齢化は大きな追い風となり、2025年から2035年にかけて、65歳以上の人団は最大20%増加すると予測されており、高齢者向け住宅や関連するヘルスケア資産の魅力が高まっています⁶。新型コロナウイルスは深刻な影響を与え、NOI（純営業収益）を混乱させ新規供給を停止させたため、投資家には警戒感が依然として残っています。その結果、ヘルスケア資産を事業として運営する複雑性を真に理解している事業者はごく少数となっています。グリーン・ストリートによれば、高齢者向け住宅のNOIは2025年から2029年にかけて年平均11～12%の成長が見込まれており、データセンターやその他のセクターを大きく上回ります⁷。ヘルスケアが米国GDPの18%を占める現在、人口動態に起因する需要は否定できません⁸。

ニック・ピンク: 欧州では、ベアリングスの投資の約70%が主に住宅と物流に集中していますが、これらの広範なセクターにはニッチな分野が存在します。特にセルフストレージは非常に興味深い分野です。欧州ではまだ未成熟であり、一人当たりのスペースは米国水準のわずか3%に過ぎません⁹。この未成熟さはリスクを伴いますが、特に規制の厳しい市場における参入障壁や用地取得を熟知した既存の事業者との提携により、非常に大きなリターンを獲得できる可能性があります。

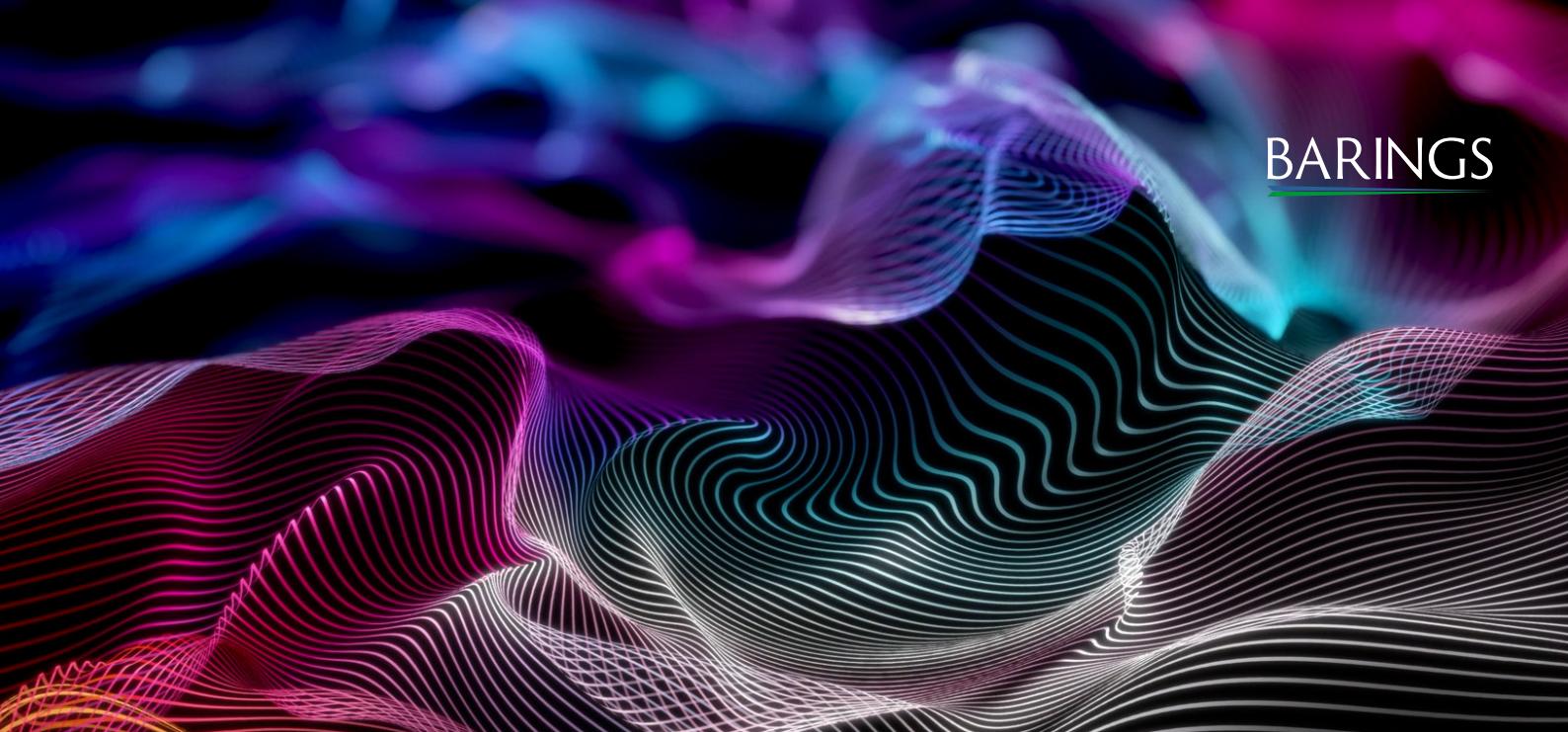
学生向け住宅も注力分野の1つです。英国では成熟していますが、イタリアやスペインなどでは新興市場として発展途上にあり、一流大学が英語による学位を提供し留学生を惹きつけています。強力な需要要因と質の高い運営者が組み合わさる市場では、成長とポートフォリオの分散を実現できる魅力的な投資機会が存在します。

“建設コストと取得コストの差が過去数十年で最大の水準に拡大したこと、新規開発より既存物件の取得が魅力的となり、今後はバリューアップの投資機会が増加すると予想しています”

住宅の価格高騰が地域全体で深刻化する中、デベロッパーや運営パートナーは新規開発の機会をどのように評価しているのですか？

ナシル・アラムギル: 住宅の手頃な価格や開発をめぐる状況は、政治的な意志がますます大きな影響を与えています。例えば、ロサンゼルスでは最近、手頃な価格の住宅に関する許認可プロセスを合理化し、承認期間を1年からわずか60日に短縮しました。こうした政策変更は開発を容易にすることを目的としていますが、既存庫と新規建設のコスト差を埋めるには、政治的・経済的なインセンティブが不可欠です。

6. 出所: Congressional Budget Office 2025年9月現在
7. 出所: Green Street 2025年2月現在
8. 出所: Centers for Medicare & Medicaid Services 2025年6月現在
9. 出所: Savills, Barings market research 2025年11月現在



建設コストと人々の購入可能額の乖離は依然として大きな課題であり、デベロッパーはプロジェクトの実現可能性を高めるため、ターゲットを絞ったインセンティブに依存しています。世論や投票動向が引き続き手頃な価格の住宅を優先課題とする中、さらなる政策支援と創造的な解決策の出現が見込まれます。最終的には、許認可手続きの迅速化と実効性のあるインセンティブの組み合わせが、新規開発を促進し、多くの市場で進行する住宅価格の危機に対応する鍵となります。

2026年の不動産市場や経済状況について、大胆に予測してください。

マイク・フリン: アジアで計画されている多くのデータセンターは、電力供給の制約やインフラ不足により建設が困難になると予想されます。先進国市場では新規開発の一時停止が続いている一方で、東南アジアの新興国では必要な電力供給能力が不足しています。こうした問題は今後数年で一層顕在化すると見込まれます。

アレックス・ギルバート: 米国における消費支出の格差が拡大しており——人口の10%が支出の50%を占める——この状況は不動産市場にリスクをもたらします。この不均衡により、予想以上に難しい環境になる可能性があるため、この先1年はリスク管理が極めて重要となります。

ニック・ピンク: コア資本は欧州およびアジアに回帰していますが、市場でのパフォーマンスのばらつきにより勝者と敗者が明確となり、ファンド業界では新たな統合の動きが加速する可能性があります。

ナシル・アラムギル: ニューヨークなどの都市では政治的懸念があるものの、その影響は想定よりも軽微である可能性があります。歴史的に見ても、こうした市場は高い回復力を示しており、短期的な混乱はあり得るもの、長期的な影響は限定的と思われます。

Barings is a \$470+ 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

Forecasts in this document reflect Barings' market views as of the preparation date and may change without notice. Projections are not guarantees of future performance. Investments involve risk, including potential loss of principal. The value of investments and any income may fluctuate and are not guaranteed by Barings or any other party. **PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Examples, portfolio compositions, and investment results shown are for illustrative purposes only and do not predict future outcomes. Actual investments may differ significantly in size, composition and risk. No assurance is given that any investment will be profitable or avoid losses. Currency exchange rate fluctuations may impact investment value. Prospective investors should consult the offering documents for detailed information and specific risk factors related to any Fund/Strategy mentioned.

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.

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 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.

Copyright and Trademark

Copyright © 2025 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が変更されたり修正されたりすることがあります。 5071813

LEARN MORE AT BARINGS.COM

*As of September 30, 2025

25-5043424