

## 第 68 回

## 米国不動産カウンセラー協会発表

「2024-25 不動産に影響を与える  
今年の 10 大テーマ」

～世界的な不動産専門家集団による年次報告(日本語での紹介)～



## 中山 善夫

株式会社ザイマックス不動産総合研究所  
代表取締役社長  
(ARES マスター M0600051)

2024年10月、米国不動産カウンセラー協会(Counselors of Real Estate<sup>®</sup>)は、年次報告「CRE<sup>®</sup>が考える“不動産に影響を与える今年の10大テーマ<sup>®</sup>”」2024-25年版を発表した。本レポートは、原文(英語)を同協会の会員(CRE<sup>®</sup>)の中山善夫が代表を務める(株)ザイマックス不動産総合研究所にて翻訳し、紹介するものである。原文は“The CRE<sup>®</sup> 2024-25 Top Ten Issues Affecting Real Estate<sup>®</sup>”(https://www.cre.org/)より閲覧可能である。なお、本誌では誌面の関係で1位～3位、9位・10位の5項目の紹介にとどめ、全ての順位分はザイマックス総研のHPのレポートにて確認されたい。

CRE<sup>®</sup> 2024-25 不動産に影響を与える  
今年の 10 大テーマ

1. 世界と米国の選挙
2. 資金調達コスト
3. ローンの満期と債務の再評価
4. 地政学と地域戦争
5. 保険料
6. 住宅の手頃さと入手可能性
7. 人工知能：AIの注目は入力とアルゴリズムに移る
8. サステナビリティ
9. オフィスの空き状況、税基盤、都市中心部の健全性
10. 価格期待ギャップ

## 米国不動産カウンセラー協会

(Counselors of Real Estate<sup>®</sup>)

本協会は1953年に設立され、不動産、ファイナンス、法務あるいは会計分野における実務専門家および政府の政策担当者、学者等からなる高度専門家集団として国際的に認知された団体であり、複合不動産や土地に起因する諸問題の解決のため、専門的・客観的な助言を行っている。また、不動産業界における論理的リーダーシップを担う中心的存在として認知されており、現にCRE<sup>®</sup>は、60を超える多様な不動産関連分野の専門家によって構成される団体として、不動産に影響を与える諸問題やトレンドの現状と将来について、客観的な分

析、検証、提言を行っている。CRE<sup>®</sup>は選りすぐりのメンバーシップであり、会員となるには既存会員からのinvitationが必須となる。当組織が発する「CRE<sup>®</sup>」(不動産カウンセラー)の称号は、不動産カウンセリングのあらゆる分野において、会員が卓越した能力を有することを保証するもので、CRE<sup>®</sup>称号の保持者は、全世界で1,000名しかいない。

米国不動産カウンセラー協会とその会員である1,000人のCRE<sup>®</sup>は、不動産の全部門に最も大きな影響を与えると予想される現在および新たなテーマを特定した。不動産に影響を与える10大テーマ

は幅広い分野で活躍する当協会の会員による投票、議論およびディベートを経て決定される。協会を代表するソートリーダーシップの取り組みである本レポートは13年目を迎え、世界中のCRE<sup>®</sup>の顧客や不動産業界全般にとって貴重なリソースとなっている。

業界は急速に変化しているが、不動産に影響を与えるテーマの多くは相互に関連しており、その共通項は人、モノ、そしてカネである。本レポートに対するご意見・ご感想をお聞かせいただければ幸いです。



## 1. 世界と米国の選挙

### 唯一確かなことは不確実性だ

米国だけでなく世界的にも選挙が注目を集めており、70カ国以上で大規模な選挙が相次ぎ、すでに不安定な地政学的情勢を揺るがす可能性がある。不動産業界にとって大きな問題は、これらの選挙がもたらす不確実性と、その不確実性が不動産のパフォーマンスや意思決定にどのように影響するかである。

米国では、バイデン氏からハリス氏への大統領候補の交代と、ミネソタ州ティム・ウォルツ氏の選出が、その不確実性に拍車をかけている。大統領選挙の結果や、11月の選挙後にどの政党が下院と

上院を支配するのかを予測することは、ほぼ不可能に近い。

また、選挙後も、議会がほとんどの問題で合意できないため、主要な政策動向がどうなるかは、さらなる不確実性が待ち受けている。選挙の結果とホワイトハウスに誰が就任するかは、規制や貿易、法人税、サステナビリティ、移民政策などの問題に大きな影響を与えるだろう。

注目すべき重要な問題には、以下のようなものが挙げられる。

- バイデン／ハリスの提案では、賃貸住宅を所有する法人に対し、既存の集合住宅の家賃値上げ率の上限を5%にするか、現在の貴重な連邦税優遇措置を失うリスクを負うかの選択肢を与

える法案を可決するよう議会で求める。

- 1031条同種資産交換規定<sup>注1</sup>の廃止または変更が再び浮上している可能性はある。
- 大統領の政策は経済成長とインフレにも影響を与える可能性があり、それはひいては2025年以降のFRBの金融政策にも影響を及ぼすだろう。

### 大きな賭けとなる選挙

他の国々は、米国における権力交代の可能性を懸念している。特に、米国の指導者が交代した場合、ロシア・ウクライナ戦争への軍事的関与が強まり、同地域の暴力や不安定性がさらに悪化する可能性がある、という問題が注目されている。もう一つの重要な問題は、新大統領が他国との協力を消極的になり、各国が自立すべきという考え方を取るかどうかである。これらの問題はいずれも、世界貿易や地域経済に重大な影響を与える可能性がある。

また、米国が大きな影を落としている一方で、台湾やメキシコ、南アフリカ、EUなど世界中でも利害関係の大きい選挙が行われている。主要なテーマは不確実性と不安定性であり、これは地政学的情勢や世界経済にさまざまな影響を与えている。たとえば、フランスの議会選挙では、議会が3つの政党に分裂するという前例のない状態が発生し、どの政党も明確に支配できず混乱が生じている。この状況は、高金利と建築費の高騰と相まって、不動産市場にさらに大きな試練を与えている。

### 政治の添えもの

政治情勢に関する不確実性は、不動産に関する意思決定や取引活動に重くのしかかる要因の一つであることは間違いない。選挙の結果にかかわらず、投資家はその結果が規制や経済成長、インフレ、金利などの重要な問題にどのような影響を与える可能性があるかについて、より明確な情報を求めているだろう。また、地政学的リスクの増大につながる世界規模の選挙は、リスク調整後の収益や不動産資産価格への期待にも影響を与えるだろう。

米国に限れば、大統領選挙の結果は重要な考慮事項であるが、最大の焦点は、迫り来る膨大な商業用不動産ローンの満期である。金利の上昇と流動性の問題に注目が集まっており、これらの問題は、債務を抱える借り手と貸し手に困難をもたらす可能性がある一方、窮地に陥った場合に潜在的な買い機会を生む可能性もある。銀行債務がどのように解消されるかは最終的に規制当局の判断に委ねられるが、新政権は規制当局の基調を整え、FRBの金利決定に影響を与える経済政策を推進する上で重要な役割を果たすだろう。2024年8月の雇用統計が経済の減速を示唆するものであったため、株式市場は反応し、景気後退の懸念が高まっている。政策の方向性は、さらに大きな影響を及ぼす可能性がある。これからの展開に備えて、しっかり構えておく必要があるだろう。

#### 注1

内国歳入法1031条：同種資産の交換についての規定。これは、同種の財産と交換する場合で、かつ価値が売却不動産と同等かそれ以上である場合に限り、課税繰延べができるとしている。

## 2. 資金調達コスト

投資家は依然として高いコストに「立ち往生」している

資金調達コストはどこへ向かうのか？ 今後12カ月間の金利の動向を確実に予測できるとしたら、私たちはおそらくカリブ海のどこかのヨットの上に座っているだろう。とはいえ、インフレは冷え込みつつあり、FRBが目標とする2%に手が届くところまできているようだ。

2024年に5回もの利下げを予想していた投資家は、大いに失望した。この失望が今度は商業用不動産に対する投資家の期待に重くのしかかっている。FRBは9月に利下げサイクルを開始したが、その後の利下げのタイミングと回数はまだわからない。

ただし、予期せぬショックがない限り、2009年以来続いてきたフリーマネー（無利息で融資が受けられること）の時代が終わったことは明らかである。安価な資本の長期的な推移を考えると、これは厳しい調整であることがわかる。2009年以前には市場に参加していなかった世代が多く存在し、彼らの期待は、世界中の中央銀行が市場に流動性を注入していた環境の中で形成されてきたのだ。

出血は止まったのか？

コストの上昇により、市場価値を評価し、取引を見極めることが難しくなっている。ポジティブな点としては、昨年発生した取引量の急激な減少が、安定化の兆しを見せていることが挙げられる。MSCIリアルアセット社によると、2022年に始まった取引量と価格の下落は、2024年第2四半期には前年同期比でわずか2%の減少で終息した。

市場の底打ちと呼ぶには時期尚早だが、出血が明らかに止まった。金利の急上昇は市場に即座に余震を引き起こし、金利が長期にわたって高止まりすると

いう認識が市場に浸透するまでには時間がかかった。しかし、人々はそのメッセージを受け取り始めている。取引量は以前と同じ極端なペースでは減少しておらず、安定に近づいているようだ。カナダと欧州の中央銀行による利下げも、米国の投資家に金融政策の転換点が近づいているとの期待を与えている。

しかし、楽観的な見方ばかりではない。第2四半期の取引量は、米投資会社ブラックストーンによる賃貸アパートを所有する不動産投資信託AIRコミュニティーズの100億ドル買収によって大きく増加した。この買収がなければ、当四半期の取引件数は前年同期比で13%減少していただろう。従って、市場が転換期に差し掛かっているとはいえ、第3四半期に取引量が再び減少しても不思議ではない。さらに、投資家は賃料の伸び鈍化がNOI(Net Operating Income：運営純収益)に与える影響を懸念しているため、金利引き下げだけでは取引を促進するには不十分かもしれない。

傍観する買い手

金利環境が正常化していると仮定すると、取引の停滞を解消するには何が必要だろうか？ 変えるべきことの一つは、買い手と売り手の両方からの関心を高めることだ。今のところ、所有者は、どうしても必要な場合を除き売却しなからず、買い手も、特にローンの満期に関連した不良資産の強制売却の可能性のある市場では、高すぎる価格を支払うことを警戒している。

資金調達コストが4%未満から7%以上に上昇した現状でも、一部の買い手は、より高いキャップレート（還元利回り）案件を狙うなど、物件購入を成功させる方法を見出している。しかし、金利が高く、FRBの利下げに対する不透明感が長引く中、買い手がより積極的に市場に参入するには、あと2年ほどかかる可能性がある。

### 3. ローン満期と債務の再評価

#### 商業用不動産ローンの満期を先送り

不動産業界は、満期が迫りくる債務の山を片づけるのにあまり成果を上げていない。不動産調査会社トレップによると、2026年末までに約1兆8,000億ドルの商業用不動産ローンが満期を迎える。

貸し手は、延長や条件変更によって満期を先延ばしにしようと最善を尽くしている。2023年に満期を迎える予定だったローンの多くは2024年以降に延長され、2024年に満期を迎えるローンは2025年まで延長されている。金利の低下や、新たな資金の投入、NOIパフォーマンスの改善などにより、流動性への圧力が緩和される状況に変わることが期待されている。

しかし、返済期限の延長措置はいずれ限界にぶつかるだろう。そうなった場合、貸し手は、解決がさらに困難なより多くの債務に直面することになるだろう。銀行は、その債務の大きな部分を抱えているが、規制当局の監督により、それに対して柔軟に対応できることは限られている。銀行は、十分な資本準備金がなければ、ローンの延長を続けることはできないだろう。

#### 深い穴からの脱出

9月の0.5ポイントの利下げ後、エコノミストの基本予測では、フェデラル・ファンド金利(米国の銀行が中央銀行に預けている預金を貸し借りする市場の金利、FF金利)は23年ぶりの高水準である5.25～5.50%から低下し、2025年末までに3.5～4.0%に落ち着くとされている。経済情勢や政府の政策(11月の選挙も交えて)の変化によってこの予測は変わる可能性があるが、金利が過去4年間の最低水準に近づく兆候はない。いずれにせよ、金利がゼロに近づいていた時代に4%未満のキャップ

レートで不動産を購入し、債務を負っていた借り手にとっては、金利が大幅に高いことには変わりはない。返済期限を間近に控えた借り手は、多くの場合、新たな債務返済額が以前のローンより75%から100%も高くなる可能性がある。

債務コストが極端に高騰したことにより、価値が低い水準にリセットされ、借り換えがさらに困難になっている。たとえ金利が予想通りに下がったとしても、借り換えには高すぎる満期残高に直面している借り手にとっては不十分かもしれない。その結果、弱小経営者や資本力の乏しい所有者の間で淘汰が起こる可能性が高い。

#### 解決はどこまで「騒々しい」のか?

借り手も貸し手も、ローン満期の延長によって時間を稼ごうとしている。満期問題がゆっくりと解消されれば、市場が追いつく機会が生まれ、解決すべき問題も少なくなる。それらの満期債務がどのように解消されるかによって、不動産価値にドミノ効果が生じる可能性がある。

たとえば、通り向かいのビルが債務の満期を迎え、借り換えができない場合、その債券は割安で新しい所有者に売却される可能性があり、それによって競争環境が一変することになるかもしれない。新しい所有者は、相場よりはるかに低い金額でビルを取得したことから、賃料を引き下げ、近隣のビルからテナントを引き抜く可能性がある。その結果、さらなる苦境やローンの不履行が発生し、連鎖的に苦境が広がる可能性もある。

このローン満期の波は、その影響がさらに銀行破綻を招くようなレベルまで苦境を押し進めるのか、それとも、それほど大きな影響を与えずに計画的に解消できるのか? それに対する明確な答えはまだ出ていない。市場は依然として成り行きを見守っている状況にある。確かに、大量の「ドライバ

ウダー」資本(ファンドがまだ投資に回していない待機資金のこと)が機会を狙って待機しており、リスク調整された適正な価格水準の資産や債券に飛びつくタイミングをうかがっている。結局のところ、

懸念されるのは、膨大な満期の量そのものではなく、それらの満期債務がどのように処理されるか、そして、処理される過程でどのような「担保不動産へのダメージ」が発生するかである。

## 9. オフィスの空き状況、税基盤、都市中心部の健全性

商業用不動産の他の分野はパンデミックの劇的な影響から回復しつつある一方で、オフィス部門では、人々の働く場所や働き方における根本的な変化により、オフィススペースの全体的な需要が弱まり、苦境に直面している。CBREエコノメトリック・アドバイザーズによると、米国全体の空室率は2024年末までに19.7%でピークに達すると予想されている。

ワーカーが職場に戻ることを選ぶにしても、企業が従業員に戻るよう求めるにしても、在宅勤務の減少が期待されてきた。しかし、この2年間でほとんど進展が見られない。たとえば、ニューヨーク市では、出社率は約50%である。

ワークプレイス行動の構造的な変化は、オフィス所有者、貸し手、投資家、そして中心業務地区(CBD)の健全性に大きな波及効果をもたらす。都市の中心部は長い間、税基盤への貢献と、不動産エコシステムとCBDエクスペリエンスの拡大を促進する昼間のオフィス人口のために、オフィスビルに依存してきた。

### 衝撃的な波及効果

オフィス部門は、今後5年間にわたって継続的に顕在化する大きな問題に直面している。空きビルはどうか？ ビルの負債はどうか？ 税収が減少している都市はどうか？

課題は場所によって異なる。しかし、ニューヨークやサンフランシスコ、シカゴ、フィラデルフィアなどの大都市圏のCBDでは、家主への影響は明らかである。低い稼働率は、NOI(運営純収益)の低下と不動産評価の低下を意味する。オフィスビルへの資金は枯渇しており、融資を受けられる場合でも、資金はより高価になり、所有者はより多くの自己資本を投入する必要がある。著しく低い稼働率の課題に直面しているオフィスビルの多くは、更新や改装が必要であり、そのためにはさらに多くの資本が必要となる。

CBDオフィスは都市経済の中核であり、多くの都市がCBDの低迷の影響を懸念し始めている。不動産価値が50%以上も下落したケースもある。価値の低下が鑑定評価の取得と税金の不服申し立て手続きを経て、都市の財政に影響を及ぼし始めるまでには時間がかかる。しかし、今後10年間でその影響が明らかになるだろう。

### 創造的思考の時

これらの大都市はいずれも、より手頃な価格の住宅を必要としているが、オフィススペースを住宅に転用するのは簡単なことではない。費用も時間もかかる。時には意味をなさず、既存の建物を新しい用途に転用するよりも、オフィスを取り壊すほうがより現実的な解決策となることもある。成功する都市は自らを改革し、ニューヨークではその兆しが見られ始めている。支援を必要とする経済分野(住宅や医療、教育など)が、これらのオフィスビルの

一部を新たに利用する者として浮上している。

都心の衰退は今に始まったことではない。これまでも犯罪や生活費の問題など、さまざまな理由で都心部から郊外への人口流出が起り、都心は衰退のサイクルを経験してきた。今こそ、CBDを強

化するために、創造的で想像力豊かな取組みが必要とされており、より多様な用途の組み合わせや、空きオフィスビルの再利用が求められる。また、その解決策には、業界と官民のコミュニティリーダー間のさらなる協力も不可欠となる。

## 10. 価格期待ギャップ

### ローンの満期が溝を埋める

資産価格に関しては、買い手と売り手は依然として対立している。良いニュースは、そのギャップがこれ以上広がっていないことだ。

2023年には価格が急速に下落し、分野によって調整幅が異なるが、すべての分野で価格調整が行われた。しかし、業界の問題児であるCBDオフィスでさえ、下落は減速している。MSCIリアルアセットによると、CBDオフィス資産価格は、2023年時点では前年比35%下落であったが、本年第2四半期時点では同29.4%下落の水準まで改善した。まだ厳しい数字ではあるが、事態が好転しつつあるという希望の光は少なくとも見えてきた。

### 価格ショックは緩和されつつある

データによると、価格下落の最悪期は過ぎ去り、現在ではほとんどの不動産タイプで価格は改善傾向にある。物流部門は、買い手の需要と価格が他の部門よりも持ちこたえているため、価格ギャップが少ない部門の一つである。RCA CPPI™(世界的な不動産調査会社RCAの商業用不動産価格指数)によると、物流部門は、第2四半期に価格が前年比で8.6%上昇した。

金利が急上昇し始めたときに市場が経験した価

格ショックは緩和されつつあるようである。とはいえ、トレンドがこのまま一直線に上昇し続けるというわけではない。経済成長の鈍化や消費者支出の落ち込みなど、その軌道を変え、価格を弱めるような要因がいくつも出てくる可能性がある。

### 買い手は苦境を待つ

今のところ、多くの買い手と売り手は頑なにポジションを維持している。売り手は必要に迫られない限り損を出したくないし、買い手は金利が上昇し、成長と収入が低下する可能性のある市場で資産を高値で購入することを警戒している。しかし、ローン満期の大きな波が両者に押し寄せる可能性は十分にある。

高額な借り換えに直面している所有者は、厳しい決断を迫られることになるだろう。また、資産によっては大量の待機資金がより積極的に動き始める可能性もある。さらに、金利の低下や賃料の伸びの再加速といった要因は、このギャップを縮める一助となるだろう。

買い手は依然として、落ちてくるナイフをつかむような行動に慎重ではあるが、1年前に比べれば、指を切断される可能性は低くなったかもしれない。そのため、リスクを取ることに少し前向きになっているのかもしれない。

(参考1) 執筆者リスト

順位	テーマ	執筆者
1	世界と米国の選挙	コンスタンティン・コロロゴス (CRE <sup>®</sup> )、ニコラス・チャッツィソリス (CRE <sup>®</sup> )
2	資金調達コスト	ジェームズ・コストロ III (CRE <sup>®</sup> )
3	ローンの満期と債務の再評価	コンスタンティン・コロロゴス (CRE <sup>®</sup> )
4	地政学と地域戦争	ヒュー・ケリー博士 (名誉 CRE <sup>®</sup> )
5	保険料	ロバート・グリスウォルド (CRE <sup>®</sup> )
6	住宅の手頃さと入手可能性	キム・ベタンコート (CRE <sup>®</sup> ) 注) 本節は、キム・ベタンコート氏へのインタビューに基づいてベス・マットソン・ティグ氏が編集・執筆したものである。
7	人工知能: AI の注目は入力とアルゴリズムに移る	ティモシー・H・サベージ博士 (CRE <sup>®</sup> )
8	サステナビリティ	ダニエレ・ホートン (CRE <sup>®</sup> )、ウラディスラフ・イリッチ (CRE <sup>®</sup> )
9	オフィスの空き状況、税基盤、都市中心部の健全性	ルース・コルプ・ハーバー (CRE <sup>®</sup> )
10	価格期待ギャップ	ジェームズ・コストロ III (CRE <sup>®</sup> )

(参考2) 最近の CRE<sup>®</sup> Top 10 リスト

順位	2019-20	2020-21	2021-22	2022-23	2023-24	2024-25
1	インフラ	新型コロナウイルス (COVID-19)	リモートワークと人の動き	インフレと金利	政治不安と世界経済	世界と米国の選挙
2	米国の住宅事情	経済再生	テクノロジーの加速とイノベーション	地政学的リスク	ハイブリッドワーク	資金調達コスト
3	気象と気候関連のリスク	資本市場のリスク	転換点にある ESG	ハイブリッドワークと「大規模分散化」	世界的な住宅不足	ローンの満期と債務の再評価
4	テクノロジーの影響	公的・民間債務	ロジスティクス	サプライチェーンの混乱	AI	地政学と地域戦争
5	好景気末期の経済	手頃な価格の住宅	インフラ: 新たな必須要件の登場	エネルギー	人手不足	保険料
6	政治的分断	人の流れ	住宅の供給とアフォーダビリティ	人手不足のしわ寄せ	人口移動	住宅の手頃さと入手可能性
7	資本市場のリスク	空間の利用法	政治の二極化	大いなる住宅不均衡	不動産アルマゲドン	人工知能: AI の注目は入力とアルゴリズムに移る
8	人口移動	テクノロジーとワークフロー	経済構造の変化	規制の不確実性	サプライチェーン	サステナビリティ
9	市場のボラティリティと信頼感	インフラ	アダプティブ・リユース 2.0	サイバーセキュリティの障害	不動産価格の正常化	オフィスの空き状況、税基盤、都市中心部の健全性
10	公的債務と民間債務	ESG	分岐する資本市場	ESG が強い変化	インフラ問題	価格期待ギャップ

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、CRE、FRICS、MAI、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「103 不動産投資の基礎」及び「201 不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。からくさ不動産みらい塾塾頭。