

欧州不動産：好調に推移？

欧州経済の低迷とさらなる金融緩和の見通しを背景に、債券の特性を有するコア不動産は、その他（バリューアッド等）と比較し、有利な状況にあります。

欧州不動産四半期リサーチ



Paul Stewart
(ポール・スチュワート)
不動産リサーチ&戦略責任者



Ben Thatcher
(ベン・サッチャー)
アソシエイト・ディレクター



Jo Warren
(ジョー・ワレン)
ディレクター

要旨

経済

- 実質賃金の伸びと堅調な労働市場に対する期待が先行する中、欧州経済のモメンタムは依然として不明瞭となっています。
- 金融市場の関心は現在、デフインフレと、経済成長の下支えとなる追加の金融緩和見通しに移行しています。
- 現在のマクロ経済は、バリューアッドやオポチュニスティック等よりもコア不動産に有利な状況となっています。

不動産市場

- 不動産サイクルは回復局面に入りました。債券と同等の特性を有するコア不動産のキャッシュフローは、資金調達コストの低下と市場の負債調達ギャップの縮小により早期に恩恵を受けると考えられます。
- 年内の投資取引額は、融資可能な機会が減少したこともあり、緩やかな回復にとどまると予想されます。
- 中心業務地区 (CBD) に位置する最高品質のオフィスや物流施設の賃料は引き続き上昇すると見られます。
- 住宅賃料の伸びは広範囲に及ぶものの、規制リスクは高くなっています。
- 小売りは若干の賃料収入の増加が見込まれますが、それは相対的に保守的な水準となっていた物件の改定などにとどまると考えられます。

経済見通し

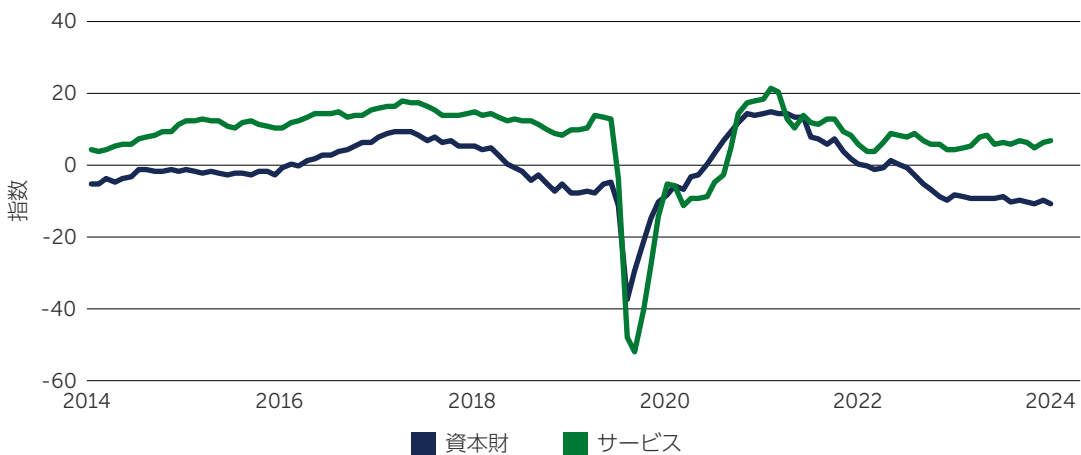
ユーロ圏GDPは2024年第1四半期に前期比+0.3%と小幅な伸びを示したものの、第2四半期は+0.2%に減速しました。年内の成長率予想はほぼ同様のペースとなっていますが、これは夏季の高頻度サーベイのデータが軟調に推移したことが主な理由となっています。9月のユーロ圏景況感指数 (ESI) は96.2と8月の96.5からわずかに低下し、依然として2000～2023年の平均である100を下回っています。

欧州経済のモメンタムは依然として不明瞭であり、軟調な製造業と好調なサービス・セクターとの乖離は縮小に転じると見られるものの、残念ながら製造業が上昇するよりもサービス・セクターが低下する可能性が高く、好材料とは言えない状況を示しています。来年以降の持続的な成長は、家計消費の増加につながる緩やかな実質賃金の伸びと、それを促進するための労働市場が適切な状態にあることが前提となっています。

9月のヘッドライン消費者物価指数 (CPI) のインフレ率は欧州中央銀行 (ECB) の目標値である2.0%を下回る1.8%に低下し、金融市場の関心はデフレーションの可能性に移っています。さらなる金融緩和はもはや避けられない状況と見られ、市場は現在、今後1年でさらに150bpsの利下げを織り込んでいます。

金利の低下だけでなく、成長期待の低下もコンセンサスとなりつつあるため、債券と同等の性質を有するコア不動産の価値は、資金調達コストの低下と負債調達ギャップの縮小を通じて、即座に恩恵を受ける可能性が高いとみられます。対照的に、成長依存度の高いバリューアッドやオポチュニスティック等の回復は先送りされる可能性が高いと思われます。

図1: ユーロ圏経済センチメント



出所: European Commission 2024年10月現在

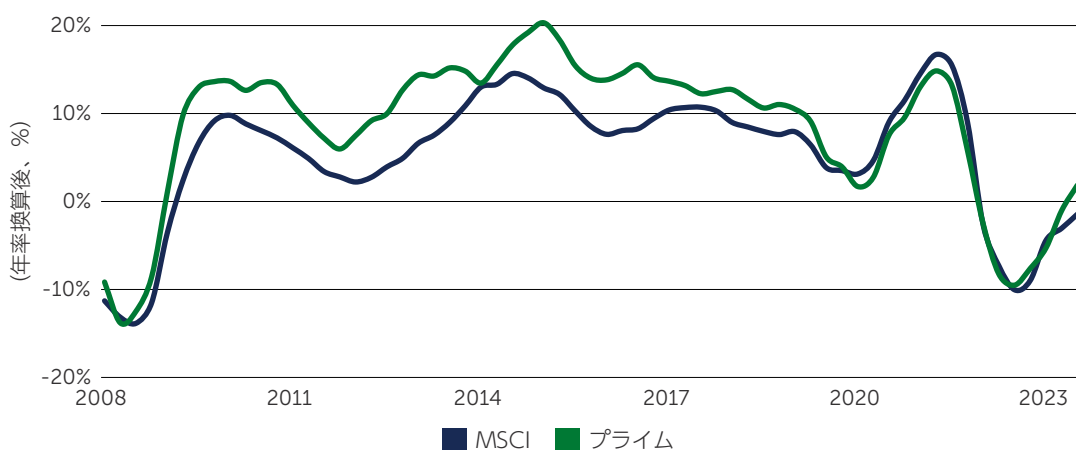
資本市場

インフレの減速および金利の低下により、欧州不動産の利回りは今年の夏頃に安定的に推移し、投資リターンはプラス圏に戻りつつあります（図2）。そのため、不動産サイクルは回復局面に入ったと見られるものの、取引額は現在も大きく低迷しています。第3四半期の取引件数は依然として低迷しており、年内の取引量の回復は緩やかなペースにとどまると見込まれます。現時点で投資家の関心は主に住宅関連セクターに集中しており、オフィスは敬遠されがちですが、限定的な投資機会も、取引活動の低迷がしばらく続く可能性が高い理由のひとつとなっています。

欧州の貸し手サーベイによると、融資意欲の高まりが示されていますが、当然のことながら、現時点では、選好するセクターのリファイナンスに注目が集まっていると見られます。持続可能なCBDに位置するオフィスの堅調なファンダメンタルズにもかかわらず、オフィス・セクターは依然として全く選好されておらず、貸し手は主に産業、学生および集合住宅に注目しています。MSCI欧州シニア・デット・ファンドおよびMSCI欧州ホールローン・デット・ファンドのトータルリターンはそれぞれ年率約6%および約7%であったのに対し、MSCI欧州不動産四半期インデックスの直接保有不動産投資レバレッジなしのトータルリターンは年率-1.5%となりました¹。

金利低下は不動産の資本価値を下支えする一方で、その影響は資産種別や質によって異なります。人口動態が適切で、その他の社会的傾向も良好な不動産セクターや立地であれば、債券と同等の特性を有するコア不動産のキャッシュフローは、資金調達コストの低下や市場の負債調達ギャップの縮小を通じて、直ちに恩恵を受ける可能性が高いと思われます。バリューアッドの投資家にとっては、市場の回復にもう少し時間がかかるとみられるため、中核的立地で改修の余地のある物件を魅力的な価格で取得できる環境がもう少し持続すると思われます。

図2: 欧州不動産トータルリターン



出所: MSCI, C&W 2024年10月現在

1. 出所: MSCI 2024年6月30日現在

不動産市場

オフィス・セクター

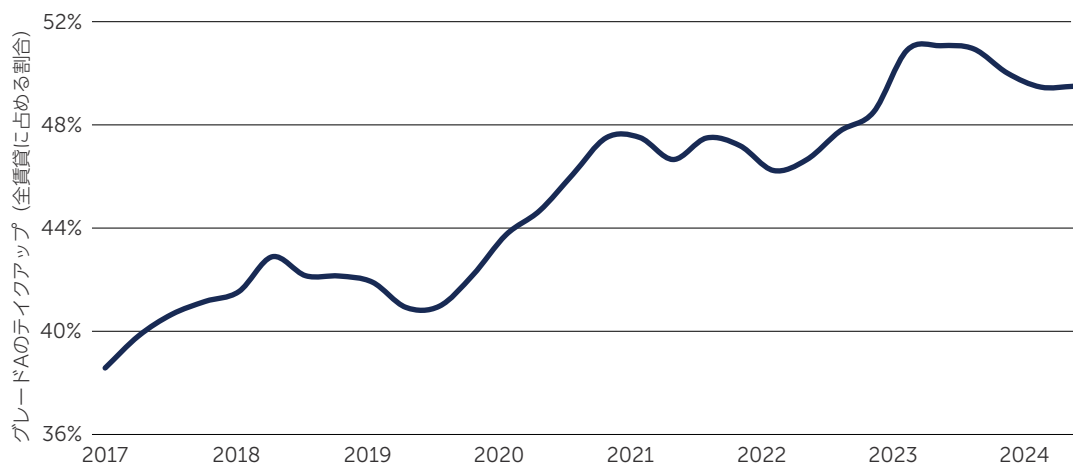
欧州の上位オフィス市場では、第3四半期にプライム賃料が年率6%超上昇しました²。大規模オフィス市場であるロンドンとパリはともに年率10%の上昇を記録し、マドリードとワルシャワの年率11%とほぼ並んでトップ5に入りましたが、ブリュッセルの年率18%には届きませんでした。

第3四半期の賃貸活動はロンドンが25%増と好調に推移し、倍増したダブリン、30~40%増加したバルセロナやブリュッセル、ミュンヘンを上回りました³。現地の仲介業者によると、これらの都市におけるテイクアップの急増は、1万平方メートル超の大規模な賃貸が牽引したと報告されています。これにより、困難な状況かつ時代遅れの同セクターに対する市場全体の信頼が高まっています。

欧州全体のオフィス空室率は8%超に上昇を続けています⁴。賃貸業者によると、これは需要の二極化、言い換えれば質への逃避があるとされています。特に、一等地にある最高クラスの資産に対する需要は旺盛である一方、質の低い周辺オフィスは依然として人気低迷しています。多くの市場において、CBDの空室率は非常に低く、通常5%を下回った水準となっています。

直近のインサイトでも記述しましたが、かつて、オフィス投資は機関投資家の不動産配分の大部分、一部の市場では50%以上を占めていました。過去1年間におけるオフィス物件の取引は、投資活動の25%未満にとどまっており、今後10年間におけるオフィス物件への投資比率の傾向を暗示している可能性があります。

図3: 欧州オフィスのテイクアップ



出所: MSCI、C&W 2024年10月現在

2. 出所: MSCI 2024年6月30日現在
3. 出所: BNP Paribas Real Estate 2024年9月30日現在
4. 出所: BNP Paribas Real Estate 2024年9月30日現在

不動産市場

小売りセクター

今年の夏の小売りセクターは引き続き厳しい状況となりました。ユーロ圏の8月の小売売上高は前月比0.2%増、7月のそれはほぼ変わらずとなりました⁵。また、前年同月比で見ても0.8%増と非常に低調となりました。

消費控えの状況は、回復ペースの鈍い消費者信頼感と一致しています(図4)。労働市場が依然として逼迫した状態にあり、賃金が引き続き上昇し、2022年および2023年のインフレショック後の購買力が回復すれば、金利低下によりセンチメントおよび2025年の売上高を下支えすると見られます。

今夏の欧州旅行は、主に欧州域内および米国からの旅行者の増加により、回復しました。これは、ホテルやホスピタリティ、レジャー、体験だけでなく、高級ブランドへの小売支出にとっても好材料となっています。

以前から賃料の適正な見直しが行われている実店舗小売りには、賃料上昇の余地がある可能性があります。インフレの高騰は名目売上高を押し上げるため、努力率(店舗売上高に対する店舗賃料の割合)は急激に低下しています。例えば、金物工具(DIY)、家庭用品、園芸、食料品など、オンラインで耐性が強い小売り業態ほど優れています。これは、CBREが発表した欧州の大型ショッピングセンターの来客数が増加し、空室率がパンデミック前の約6%から1%に低下した理由の一部が説明されると思われます⁶。

図4: 欧州消費者信頼感指数



出所: Eurostat 2024年9月現在

5. 出所: JLL 2024年9月30日現在

6. 出所: EuroStat 2024年6月30日現在

不動産市場

資本財セクター

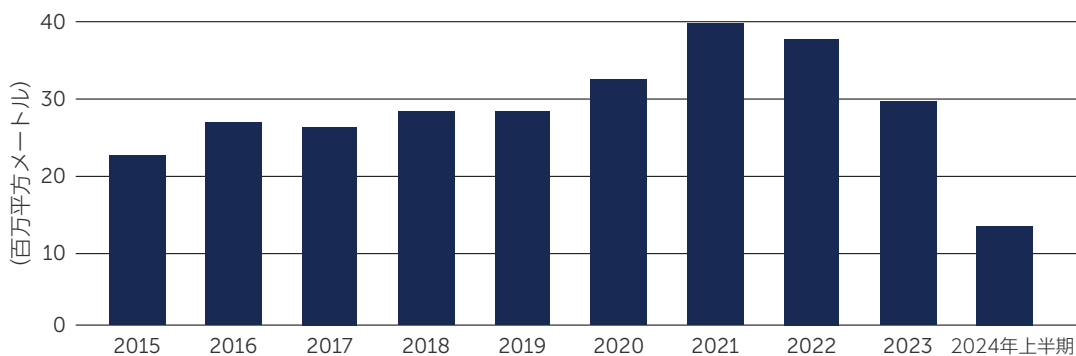
サヴィルズによると、第2四半期の産業用賃貸活動は20%の伸びを記録し、回復基調となりました。しかし、2024年上半期の総計は2023年上半期の総計をわずかに下回った水準となっています（図5）。現時点ではeコマースのテナントが低調となっているため、軟調な経済状況が間違いなくアウトパフォームの阻害要因となっています。明るい材料として浮上しているのは製造業に対する需要で、今四半期は、特に電気自動車（EV）生産および医薬品においてシェアが20%に上昇しました⁷。

第2四半期中東欧諸国は好調に推移し、ルーマニア、ブダペスト、ポーランドでは前四半期比90%超と四半期ベースで賃貸活動が増加しました。一方、オランダとイタリアは4%減となりました⁸。英国も好調で、2024年上半期は前年同期比43%増となりました。

第2四半期の欧州の物流施設の空室率は6.0%に上昇し、前期比で25bps、過去12ヶ月間で144bps上昇しました⁹。CBREによると、現在建設中のスペースは2023年第2四半期と比較して20%近く減少しているため、竣工の減少は既存の空室スペースの吸収につながると見えています。

賃貸活動が過去最高水準に達した2021年および2022年と比較すると、短期的には入居状況は軟調に見える可能性があります。賃料の伸びを見れば明らかなように、構造的には基本的な状況は健全な状態を維持しています。欧州のプライム産業用賃貸の平均成長率は、2022年に年率17.3%となったパンデミック時の高水準と比較すると軟調となっているものの、第2四半期は年率5.7%と引き続き堅調に推移しています¹⁰。オンライン小売チャンネルの構築再開や、企業のサプライチェーン強化に伴うリショアリングおよびニアショアリングの増加に支えられ、成長見通しは引き続きポジティブとなっています。

図5: 物流のテイクアップ



出所: Savills 2024年6月30日現在

7. 出所: CBRE European Shopping Centres Performance Index 2024年6月30日現在

8. 出所: JLL 2024年6月30日現在

9. 出所: Savills 2024年6月30日現在

10. 出所: JLL 2024年6月30日現在

不動産市場

住宅セクター

住宅価格の下落は過去のものとなっています。第2四半期のユーロ圏住宅価格は前四半期比1.8%上昇し、年率1.3%の上昇となりました¹¹。国別では、オランダとスペインが年率約8%上昇し、回復を主導しています。大打撃を受けたドイツ市場では、住宅価格は前四半期比1.3%上昇し、年間成長率は-2.6%に上昇しました。英国では、時宜的なNationwideデータによると、第3四半期の住宅価格は前四半期比0.7%上昇し、年率で2.5%に上昇しました（図6）。

ECBの住宅ローン金利は8月に3.7%と昨年11月の4.0%から低下したものの、2022年初の最低水準だった1.3%からは上昇しました。住宅ローン金利の低下に加え、賃金および給与の緩やかな上昇が住宅価格の回復を下支えしています。

人口動態が良好であれば、住宅需要は引き続き堅調に推移すると思われます。逆説的ではあるものの、金利の上昇により、住宅を所有するよりも借りる方が手ごろになったことから賃貸志向が高まっており、賃貸市場の成長を下支えしています。

貸し手に選好されるセクターではあるものの、住宅開発融資コストは急騰しています。建築コストのインフレは一般的なインフレと同様に横ばいになっているものの、人件費や材料費は依然として高騰しています¹²。価格は下落し、出口の確実性は改善に向かっているものの、開発の実行可能性は現在のところ低調となっています。

長引く計画プロセスや近々制定される持続可能性に関する法律、一部の市場における賃貸規制強化の可能性など、すべてが将来的な開発の減少を示唆しています。これは、欧州の各都市において現在の住宅危機が深刻化する可能性が高いということを意味しています。このため、住宅の購入もしくは賃貸の絶対的なアフォーダビリティに対する懸念があるにもかかわらず、住宅価格は再び緩やかに上昇するものと思われます。

図6: 英国の住宅価格の推移



出所: Nationwide 2024年10月現在

11. 出所: Cushman & Wakefield 2024年6月30日現在

12. 出所: EuroStat 2024年6月30日現在

リサーチ・チームについて

ベアリングス不動産リサーチ・チームは、産業、資産クラスおよび国を分掌すべく多様性に富んだ経歴を有しており、より良い意思決定に資するデータの収集、補強および分析能力を強化すべく提供されたその他分析機能により補完されています。



Paul Stewart (ポール・スチュワート)

不動産リサーチ&戦略責任者



Ben Thatcher (ベン・サッチャー)

アソシエイト・ディレクター



Jo Warren (ジョー・ワレン)

ディレクター

Barings is a \$409+ 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

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. **PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

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 Global Advisers 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.

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.

Copyright and Trademark

Copyright © 2024 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。 4059035

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of September 30, 2024

24-3945583