

BARINGS

不動産

欧州不動産： 英国は引き続き回復を主導する ことができるのか？

英国は2024年のグローバル不動産市場を主導しましたが、現在は米国の金利
上昇およびユーロ圏の経済成長鈍化に直面しています。

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

- ユーロ圏および英国における2024年の景気回復は予想外の結果となり、2025年も堅調な回復は見込めないと思われます。
- 米国新政権が打ち出す可能性のある政策をめぐる世界の債券市場の変動にもかかわらず、欧州中央銀行 (ECB) およびイングランド銀行 (BOE) は利下げを継続すると見込まれます。
- プライム賃料が引き続き上昇し、金利が低下すれば、今年は不動産価値がさらに上昇する可能性が高いと思われますが、2025年初の世界的な債券市場の過敏な反応は、順風満帆な推移は見込めないことを示唆しています。

不動産市場

- プライム賃料の伸びは、近代的スペースの慢性的な不足によるところが大きくなっています。開発パイプラインは全体的に軟調となっており、この供給不足は今後数年で悪化傾向をたどると思われます。
- 英国のプライム賃料の伸びは欧州の他の地域を上回っています。英国の非常に透明性のある不動産市場は、2025年、そしておそらく2026年まで、欧州の他の地域を上回る成長を持続すると予想されます。
- 新たな不動産サイクルの開始時に投資圧力がかかるということは、長期的な見通しが明瞭でない他のセクターに資本が流出する可能性があることを意味しています。
- 国や都市や不動産セクターにおいて、金利引き下げのスピードや賃料の成長ペース、リファイナンス債の資金ギャップの管理可能性などが、相対的なパフォーマンスを左右すると思われます。
- 小売リセクターは若干の収入増が見込まれますが、名目売上高に対して賃料が低く設定されている場合に限定されます。

経済見通し

ユーロ圏および英国の景気回復は、2024年のGDP成長率が年率1%強にとどまり、ともに予想を下回る結果となりました（図1）。オックスフォード・エコノミクスによると、今後2年間は緩やかなモメンタムを維持し、英国のGDP成長率は、2025年に1.6%、2026年に1.7%となると予想しています。これはユーロ圏のGDP成長率予想である2025年の1.3%および2026年の1.5%を上回っています。

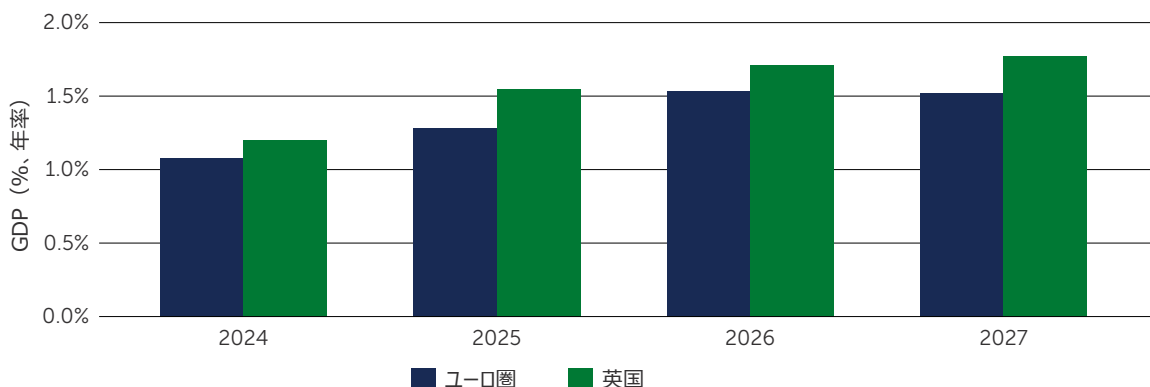
英国では、全体的に非常に高い金利が家計を圧迫しているにもかかわらず、若干アウトパフォームしました。ユーロ圏では、ドナルド・トランプ米大統領の2期目の政策である関税に対する脅威が先行きリスクの焦点となっており、その影響は、英国よりも輸出に依存するセクターにおいて大きくなる可能性が高いと思われます。関税による潜在的な影響は、直接的な貿易よりもむしろ企業センチメント、ひいては雇用意欲や労働市場に対してより大きくなる可能性があります。

ユーロ圏の12月のヘッドライン・インフレ率は、予想されたエネルギー関連のベース効果に下支えされ3ヶ月連続で上昇し、年率2.4%となりました。一方、英国のインフレ率は予想外に低下し、年率2.5%となりました。インフレは依然としてリスク要因であり、英国では特に2025年4月からの雇用主負担の国民保険料（NIC）の引き上げにより、ある程度のインフレの粘着性が予想されます。

ECBIは、価格圧力が低下傾向にあり、成長モメンタムも不明瞭であることから、利下げが継続すると予想しています。同様に、BOEも一過性の税制上の影響は黙認し、成長を後押しするために着実に利下げを継続すると思われます。オックスフォード・エコノミクスは、2025年末までにECBの政策金利が150bps低下して1.9%に、BOEの政策金利は100bps低下して3.85%になると予想しています。

経済状況が低迷しているにもかかわらず、主に慢性的な近代的スペース不足により、欧州のプライム賃料はインフレ率や過去のトレンド（下記参照）を上回る伸びを見せています。開発パイプラインの制約が続く中、優良物件の賃料は引き続き上昇すると思われます。賃料のプラス成長と金利低下予想から、2025年後半から2026年にかけて、不動産利回りが小幅に低下する可能性があると考えています。

図1: 経済成長率



出所: Oxford Economics 2025年1月現在

資本市場

流動性は昨年の予想以上に大幅に低下しており、サヴィルズは、欧州の商業用不動産 (CRE) の総投資額は1,700億ユーロに達し、2023年対比で15%増加したと推計しています。2025年初の世界的な債券市場の過敏な反応は、今後が順風満帆に進まないことを思い起こさせますが、「2025年まで現状維持」という近年の市場の言葉は驚くほど先見の明があったことが証明されつつあります。

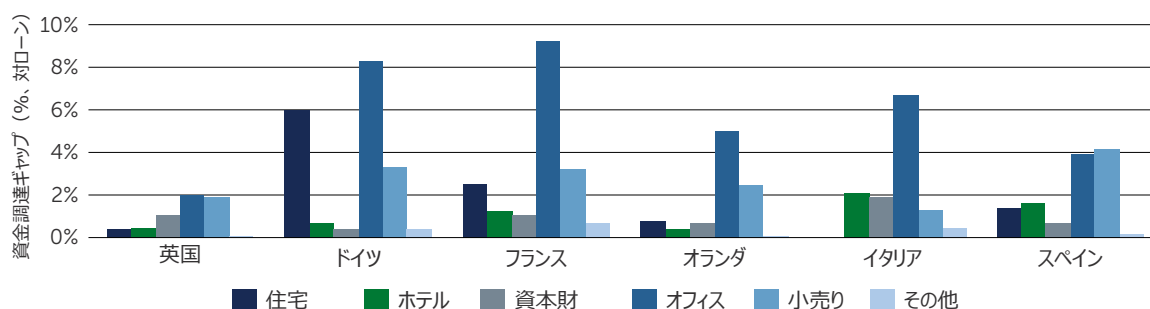
今年の英国およびユーロ圏のトータルリターンは上昇すると見込まれており、両市場に対する投資には好ましいタイミングと思われる。インカム・リターンが主なパフォーマンス源となると思われますが、賃料主導の資本成長もあり、若干の利回り縮小も予想されています。英国不動産の利回りは一般的に高く、プライム賃料は欧州の他の地域を上回っているため、英国の非常に透明性のある不動産市場は、2025年、そしておそらく2026年まで、欧州の他の地域を上回る成長を続けると予想されます。

投資家が引き続き物流や倉庫、住宅などの選別された不動産市場セグメントに重点を置いているため、投資機会は限定的であり、今年取引額の回復が遅れる可能性が高いと思われる。新しい不動産サイクルの開始時における投資に対する圧力は、資本が他のセクターにも流入し始めることを意味しており、他のセクターよりも長期的な基盤が備わっている一部のセクターもあります。ショッピングセンターは現在、特にオポチュニスティックな投資方針と不動産投資に対する超短期的な視野を有する投資家にとっては「ホットマネー」の格好のターゲットになっていると見られます (後述の「小売りセクター」を参照)。

賃貸市場の状況も2024年第4四半期には改善し、チャタム・ファイナンシャルは「賃貸業者は前四半期に高いレバレッジでの競争に慣れた後、今度はマージンベースで競争を開始した」と指摘しています。当四半期を通じて、主要な商業セクターのマージンは10~20bps縮小した一方で、すでに高騰している住宅セクターでは横ばいとなりました¹。

現在、5年物英ポンド翌日物平均金利 (SONIA) が4%であるのに対し、5年物欧州銀行間取引金利 (EURIBOR) は2%¹と、英国市場の金利水準はユーロ圏の約2倍となっていますが、リファイナンス債の資金調達ギャップは、5年前の参照金利がほぼゼロだったユーロ圏北部のコア市場においては、実際にはより拡大しています (図2)。英国やスペインが成長サイクルの初期段階にある欧州の他の地域を先行し続ける理由は、このリファイナンスにおけるベース効果にあると思われる。また、オフィス・セクターが物流セクターに遅れる理由も説明可能となっています。

図2: リファイナンス債の資金調達ギャップ



出所: MSCI, Moody's, MSCI 2024年9月現在

1. 出所: Chatham Financial 2024年12月現在

不動産市場

オフィス・セクター

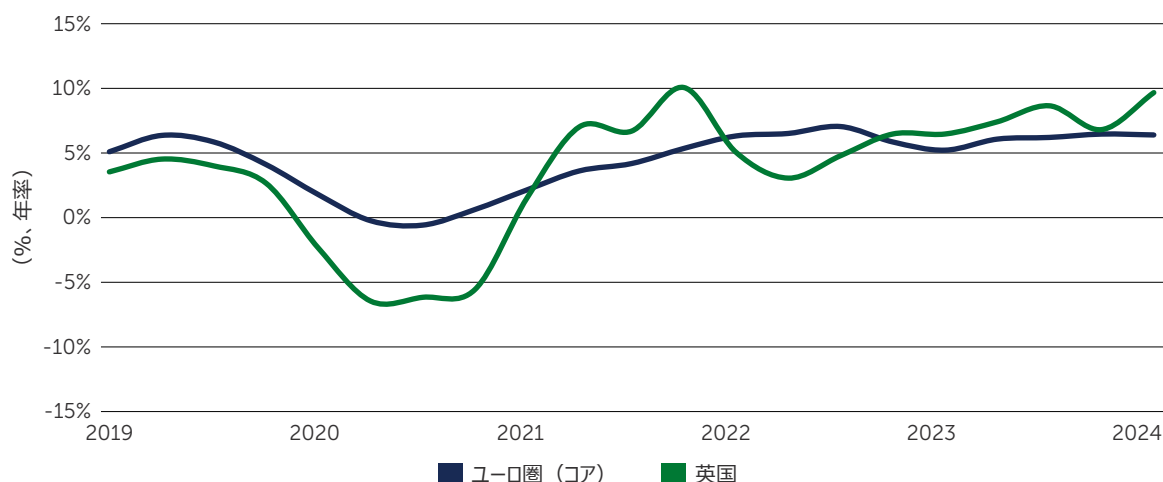
欧州のオフィス空室率は2025年のピーク時に9%強となり、これは2004年および2011年のサイクルにおけるピーク時に匹敵するとみられています²。年率テイクアップは現在、長期平均を約10%下回っており、前年比ではほぼ横ばいとなっています。この需給のダイナミクスはネガティブではあるものの、2020年および2021年のパンデミック期において、在宅勤務が増加し定着すると多くの人が予測していたことと比較すれば、想定以上に堅調に推移しています。

欧州の空室率は、2024年9月までの1年間で年率約80bps超上昇しました²。これは、オフィスの空室が減少している英国の主要市場とは対照的で、ロンドンのウェストエンドでは空室率が年率約40bps低下したほか、マンチェスターでは年率約80bps低下しました²。英国のオフィス市場は、欧州大陸のピアグループに比べ、わずかに上回っています。

2024年の開発活動は、欧州のオフィス市場全体では12%減少した一方、英国で建設中のオフィス・スペースは15%増加しました²。この多くはロンドン中心部に集中しており、新築や、サステナビリティ規制に適合する既存の建物のアップグレードおよび改修が本格的に稼働しています。ESGを重視するテナントの積極的なニーズが新規供給水準を何倍も上回っている現状を考慮すると、既存ストックの5%程度となっているロンドン中心部における現在のオフィス開発は管理可能な水準であると考えられます²。

ザヴィルズは年初に、「入居者は、交通の便が良く、充実した設備が整い、環境への配慮がなされた、より質の高いスペースを選好している。」と述べています。これは、市場全体で需要に対して供給過多の状態であるにもかかわらず、プライム賃料の堅調な伸びが見込める2層構造の市場を説明しています。主要ユーロ圏の都市では、賃料の伸びは現在年率6%超となっている一方、英国の都市部では年率10%近くに達しています (図3)。

図3: プライムオフィスのヘッドライン賃料成長率



出所: MSCI, C&W 2024年10月現在

2. 出所: Cushman & Wakefield 2024年9月現在

不動産市場

小売りセクター

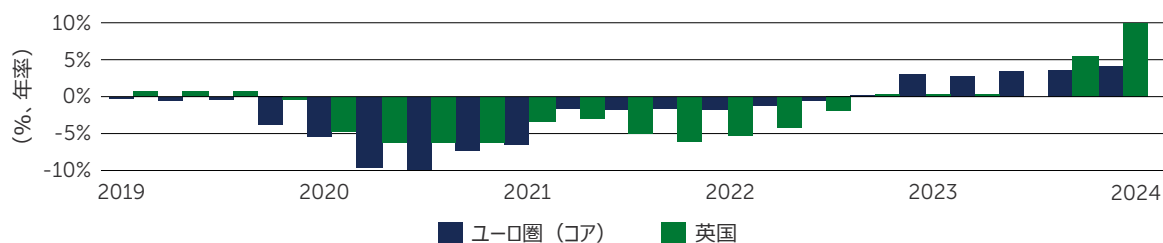
市場調査会社GfKが発表した12月の英消費者信頼感指数は-17とわずかに改善しましたが³、ユーロ圏は-14.5に低下し⁴、双方とも低調かつ長期平均を下回りました。これは、長引く生活費危機の影響を反映しており、店舗価格や住宅ローン金利の上昇に対する懸念が引き続き浸透しています。商品の購入量である小売売上高の短期トレンドも同様の様相を呈しており、11月の英小売売上高は前月比0.2%⁵となった一方、ユーロ圏小売売上高は前月比0.1%⁶と低調に推移しました。

小売りセクターは非常に低迷しているにもかかわらず、プライム店舗の賃料は上昇しています。Cushman & Wakefieldが発表した一等地に位置する店舗のプライム賃料を分析したところ、2024年9月までの平均上昇率は年率5%超となっています。また、過去6ヶ月間に最も上昇し、加速傾向にあることも明らかになりました。主要ユーロ圏と英国に分けて分析すると、英国の一等地の賃料上昇率が年率10%であるのに対し、主要ユーロ圏は年率4%と、英国が上回っていることが示唆されています(図4)。

消費者センチメントと小売売上高が低迷しているにもかかわらず、プライム賃料が上昇しているというパラドックスに関しては、店舗売上高に対する店舗賃料の割合(賃料負担率)を分析し理解するのが最も適切だと思われます。過去3年間、ユーロ圏の小売売上高は横ばいである一方、英国では実際7%減少しています⁷。これは、近年インフレ率が急上昇したことから売上高(レジに入金された現金)が10~15%増加したことは対照的となっています。特にスペインではわずか3年間で売上高が30%上昇し、他の主要な欧州市場を大きく引き離しています。

前述の通り、一等地に位置する店舗の賃料よりも大手ショッピングセンターの賃料が高いなど、これまで賃料が軟調に推移した地域では、インフレによる名目売上高の急増により賃料負担率が低下し、賃料上昇幅が拡大しています。しかし、消費の見通しが軟調で、欧州全域でeコマースの拡大が続くと予想されることから、賃料の上昇は一時的な循環現象であると思われます。これは、戦略的な長期的視野を有する不動産投資家よりも、超短期的視野での不動産投資を実行するオポチュニスティックな投資家により適していると思われます。

図4: 欧州消費者信頼感



出所: Eurostat 2024年9月現在

3. 出所: GfK Group 2024年12月現在
4. 出所: European Commission 2024年12月現在
5. 出所: Office for National Statistics 2024年11月現在
6. 出所: Eurostat 2024年11月現在
7. 出所: Oxford Economics 2024年12月現在

不動産市場

資本財セクター

産業セクターにはもともと構造的な追い風が吹いているにもかかわらず、循環的な減速が続いています。2023年初めに12ヶ月間の欧州のテイクアップは減少傾向にあり、2024年第3四半期には前年同期比約16%減の2,000万平方メートル超となりました⁸。

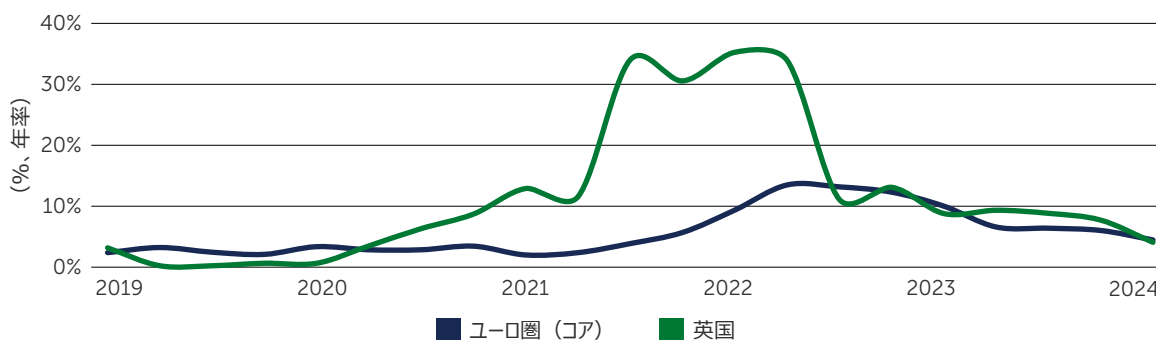
CBREによると、英国のリース取引は好調に推移し、2024年9月までの12ヶ月間で33%増加しました。これに対し、ベネルクスやフランス、ドイツはそれぞれ-34%、-27%、-25%となりました。南欧の減速はより緩やかとなっており、イタリアは-15%、スペインが-9%となりました。

JLLは、欧州の自動車産業を中心とした製造業の低迷に加え、通常大半を占めるサードパーティー・ロジスティクス・オペレーター（3PL）の減少が足元のアンダーパフォームの要因であると記述しています。また、サヴィルズは、中東欧の製造業テナントの需要が増加しており、おそらくニアショアリングのサプライチェーンの回復傾向を背景に、特にアジア太平洋地域のテナントが積極的に動いていると報告しています。

第3四半期までの欧州全体の空室率は5.9%とわずかに低下しました⁹。また、供給水準が安定する兆候も散見され、サヴィルズが追跡している市場の60%で空室率が低下したのに対し、英国を含む市場の30%では空室率は上昇しました。

2024年9月までの1年間で、ユーロ圏のコア市場および英国市場ともに賃料は引き続き上昇し、年率約4%増となっています（図5）。とはいえ、四半期ベースでは伸びの勢いはほとんど見られません。関税に対する懸念から、当面はリース活動が凍結され、短期的には賃料の伸びの障害となる可能性があります。しかしながら、eコマースの拡大とサプライチェーンの強化という追い風は、長期的には引き続き良好な下支え要因となると思われます。

図5: プライム物流のヘッドライン賃貸成長率



出所: Cushman & Wakefield 2024年12月現在

8. 出所: CBRE 2024年9月現在

9. 出所: Savills 2024年12月現在

不動産市場

住宅セクター

第3四半期のユーロ圏および英国の住宅価格は、それぞれ年率2.6%¹⁰、2.5%¹¹上昇しました。英国では成長が加速し、第4四半期には住宅価格は年率3.6%上昇しました¹¹。最も打撃を受けたドイツの住宅市場でも、12月までの上昇率は年率3.7%でした¹²。

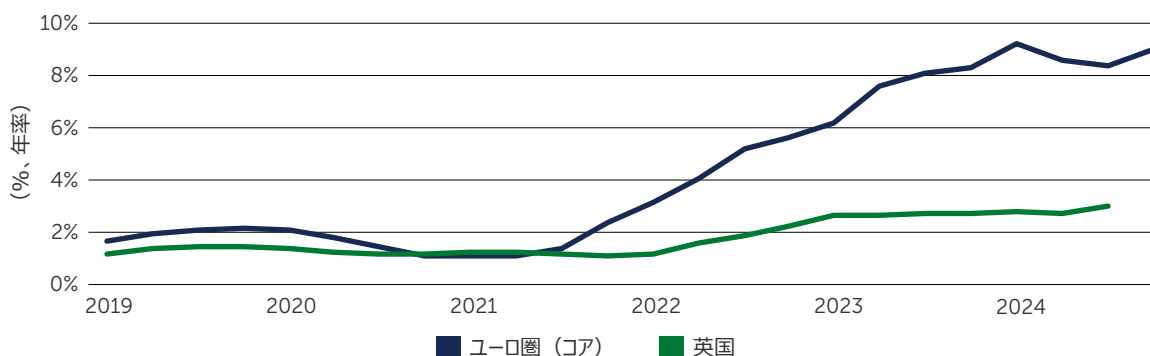
昨年の住宅市場の回復は、特に現在進行中の生活費危機により消費者セクターに暗い影を落としていたため（前述の小売りセクター参照）、サプライズとなりました。直近数年で賃料は堅調に伸びていることから、初めての住宅購入者が住宅ローンのために貯蓄に回すことが困難になっており、依然として住宅購入の引き金として市場に不可欠な存在となっています。

金利の引き下げは、将来の資本増加予測にはプラスになるものの、住宅ローンの借り換えが必要となる人にとっては、毎月の利払いが2倍、もしくは3倍になる可能性があります。住宅価格は収入と比較すると高止まりしており、最近の緩やかな価格の再設定は買い手のアフォーダビリティの改善にはほとんど寄与していません。過去2年間の賃金上昇率が約10%と堅調だったことのみ、市場の反発の理由となり得ます¹³。

第3四半期の賃料の伸びは、ユーロ圏で年率3.0%、英国で年率8.4%となりました（図6）。賃金の堅調な伸びにより、賃料の上昇分が吸収されるサポート要因となっていますが、賃金の伸びは緩やかになると予想されており、賃貸のアフォーダビリティは悪化する可能性が高いと思われます。住宅不足や間近に迫った金利引き下げ、逼迫した労働市場といった市場環境が下支えとなり、賃料と住宅価格の上昇がさらに緩やかになると予想されており、その上昇率は今後数年間はおよそ年率2~4%の範囲内となると思われます。

地価の高騰と建設コストの増加により収益性が圧迫されるとともに新規開発が制限されており、今後も住宅不足が継続する可能性が高いことから、長期的な住宅投資は依然として説得力があると見られています。

図6: 住宅賃料成長率



出所: Eurostat, Office for National Statistics 2024年9月現在

10. 出所: Eurostat Eurozone House Price Index 2024年9月現在

11. 出所: Nationwide U.K. House Price Index 2024年9月現在

12. 出所: Europace House Price Index 2024年12月現在

13. 出所: Oxford Economics 2024年12月現在

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、様々な産業や資産クラス、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供えら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 (ジヨー・ワレン)

ディレクター

Barings is a \$421+ 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 © 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に変更されたり修正されたりすることがあります。 4277100

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

*As of December 31, 2024

25-4186474