



BARINGS

REAL ESTATE

欧州不動産： 住宅セクターに おける投資機会

INSIGHTS



Paul Stewart (ポール・スチュワート)

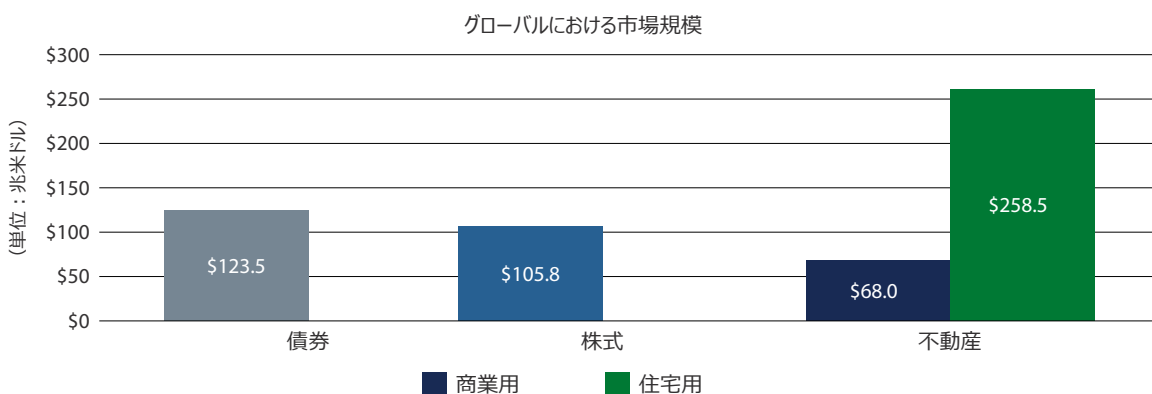
欧州&アジア・パシフィック不動産リサーチ&戦略責任者

投資機会の規模や長期に亘る優れたリスク調整後リターン
の可能性、魅力的な分散効果、インフレ対策などを考慮す
ると、欧州の住宅セクターには魅力的な投資機会が存在し
ます。

大規模かつ分散された投資機会

住宅用不動産市場は、不動産投資家とマルチアセット投資家の両者にとって、投資対象を拡大できる可能性を有しています。グローバル住宅用不動産の市場規模は258.5兆米ドルと推計され、68兆米ドルの市場規模を有する商業用不動産市場を大幅に上回り、市場規模105.8兆米ドルを有するグローバル株式市場や123.5兆米ドルの市場規模を有するグローバル債券市場の投資キャパシティと比しても、2倍超の規模となっています¹。世界的な貯蓄超過や機関投資家にとっての魅力的な投資案件の供給が不足する中、住宅用不動産は機関投資家が見過ごすことのできない大きな投資機会となっています。

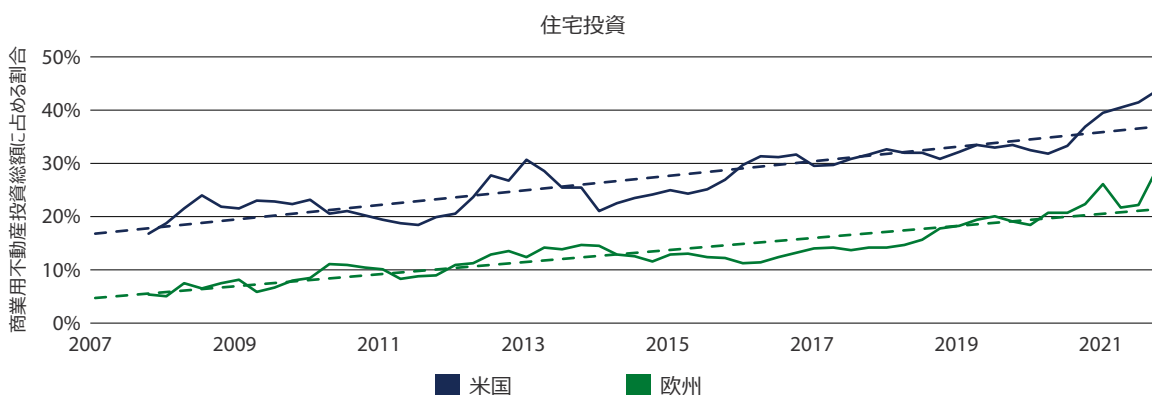
図1: 住宅用不動産市場はグローバル株式・債券市場を凌駕している



出所: SIFMA 2021年7月現在。 Savills 2021年12月現在

特に欧州住宅用不動産に対する投資意欲は直近10年で急増し、取引額は3倍に増加しており、ディールフロー全体の約30%を占めるまでになりました²。この背景には、eコマース主導の小売りセクターにおける不動産の低下によって生じたギャップを埋める目的だけでなく、説得力のある投資観点があります。米国では、2021年において住宅セクターが取引の40%以上を占めたことから、欧州では今後5年以内、もしくはそれより早期に住宅セクターが不動産投資の主流となると思料されます。

図2: 小売りセクターの投資ギャップを埋める既存のニーズ



出所: RCA 2022年2月現在

1. 出所: Savills、SIFMA 株式および債券データは2021年7月現在、不動産データは2021年12月現在
 2. 出所: RCA 2022年2月現在

また、以下のような住宅用不動産における投資機会のバリエーションも豊富に存在します。

- 既存の民間賃貸セクター（PRS）における案件の保有
- マルチファミリー用集合住宅や単一世帯用住宅におけるBTR（Build To Rent、賃貸住宅）およびBTS（Build To Sell、分譲住宅）による新規案件の創出
- ランド・バンキング（空き家や空き地などを取得し、周辺の土地を含めた地域を一体的に活用・再生する手法）
- ニッチ分野へのアクセス（例：コリビング（co-living）、コワーキングスペースを備えたシェアハウス）、ワンルーム・マンション）
- 高齢者向け住宅や学生専用レジデンス（PBSA）などの特定層のターゲット化

また、インパクト投資の台頭やESGへの注目度の高まりにより「社会的」要因が重視されるようになり、社会的賃貸住宅やアフォダブル住宅市場を対象とする投資活動が増加しています。実際、同セクターの多様性により、投資家は住宅資産のみで構成される高度に分散された投資ポートフォリオを構築できる可能性を有しています。

堅調な投資実績

過去20年の欧州不動産を米国株式および米国債券と比較すると、商業用不動産は年率6.7%、住宅用不動産は年率7.4%と米国株式とほぼ同等となっており、年率4.9%である米国債券に対しては優位性のあるリターンを有しています³。米国社債は年率7.8%と2番目に高いリターンとなり、年率8.9%となった産業用不動産のみがそれを上回りました⁴。ボラティリティは投資リスクのある面のみが反映されていると考え、典型的な複合不動産セクターのポートフォリオは、グローバルの主要資産の投資市場と比較して非常に低い「リスク」でリターンを達成したと考えられます。同期間において、不動産投資家は、トータルリターン1%当たり米国株式市場のボラティリティの約4分の1、米国国債および社債のボラティリティの約半分しか負っていないこととなります⁵。これは、リスク調整後ベースで、欧州の商業用不動産と住宅用不動産の両方が、歴史的に非常に魅力的であることを示しています。現代ポートフォリオ理論（MPT）は、分散投資によってポートフォリオ全体のリスクを低減させるという前提に基づいており、最適なポートフォリオは、同時に価格変動の影響を受けない資産で構成されます。相関関係は潜在的な分散投資を示す適切な指標であり、相関関係が最も低い資産が最良のリスク低減効果をもたらすと考えられています。

図3: リスク調整後リターン

20年間 (2000- 2020)	欧州不動産 (全体)	欧州不動産 住宅用	欧州不動産 小売り	欧州不動産 オフィス	欧州不動産 産業用	米国株式 (S&P 500)	米国10年国債	BAA格 米国社債	キャッシュ (3ヶ月 T-Bill)
トータル リターン (%、年率)	6.7%	7.4%	6.2%	6.2%	8.9%	7.4%	4.9%	7.8%	1.3%
ボラティリティ (標準偏差)	4.1%	2.4%	6.4%	3.9%	6.8%	17.6%	7.8%	6.7%	1.5%
リスク調整後 リターン	1.61	3.05	0.95	1.56	1.30	0.42	0.64	1.15	0.87

出所: RCA 2022年2月現在

3, 4, 5. 出所: Bloomberg, MSCI 2022年3月現在

過去20年間の米国株式市場と米国国債市場の相関は-0.6となっていますが、これは一般的に債券が景気後退期や不確実性の高い時期にアウトパフォームするのに対し、株式は景気が拡大し投資家の信頼感が高まったときに上昇することを反映しています。米国株式と欧州不動産の相関は+0.33と低く、マルチアセット・ポートフォリオがもたらす分散効果の高さを裏付けています。米国債券との相関は-0.24とわずかにマイナスとなっており、金利と不動産の価格およびリターンとの関係が、一般に考えられているほど直接的でないことを示しています。これは、不動産がハイブリッドな投資タイプ、つまり、インカムゲインが獲得できる債券特性と賃料上昇によるキャピタルゲイン獲得を志向する株式特性が組み合わさっているためです。

商業用不動産の投資家が住宅に分散投資することで利益を獲得することができますが、+0.84の高い相関が示す通り、マルチアセット投資家と比較して分散効果が低いことを示唆しています。これは、住宅用不動産のリターンが依然として正に「不動産」としての性格を強く有することを示唆しています。むしろ、ベアリングスの考える住宅投資の最大の魅力は、世界最大かつまだ認知度が低い、長期に亘る優れたリスク調整後リターンを有する資産の投資機会へのアクセスが可能となることであると思料されます。

図4: 相関マトリックス

相関 (20年)	欧州不動産 (全体)	欧州不動産 住宅用	欧州不動産 小売り	欧州不動産 オフィス	欧州不動産 産業用	米国株式 (S&P 500)	米国10年国債	BAA格 米国社債	キャッシュ (3ヶ月 T-Bill)
欧州不動産 (全体)	1.00	0.84	0.85	0.94	0.91	0.33	-0.24	0.06	0.32
欧州不動産 住宅用	0.84	1.00	0.53	0.89	0.75	0.13	-0.02	-0.16	0.58
欧州不動産 小売り	0.85	0.53	1.00	0.63	0.67	0.19	-0.26	0.15	0.24
欧州不動産 オフィス	0.94	0.89	0.63	1.00	0.86	0.35	-0.18	-0.02	0.36
欧州不動産 産業用	0.91	0.75	0.67	0.86	1.00	0.34	-0.23	0.03	0.17
米国株式 (S&P 500)	0.33	0.13	0.19	0.35	0.34	1.00	-0.60	0.48	-0.26
米国10年国債	-0.24	-0.02	-0.26	-0.18	-0.23	-0.60	1.00	-0.13	0.10
BAA格 米国社債	0.06	-0.16	0.15	-0.02	0.03	0.48	-0.13	1.00	-0.23
キャッシュ (3ヶ月 T-Bill)	0.32	0.58	0.24	0.36	0.17	-0.26	0.10	-0.23	1.00

出所: Bloomberg, MSCI 2022年3月現在

いまだ非常に興味深い提案

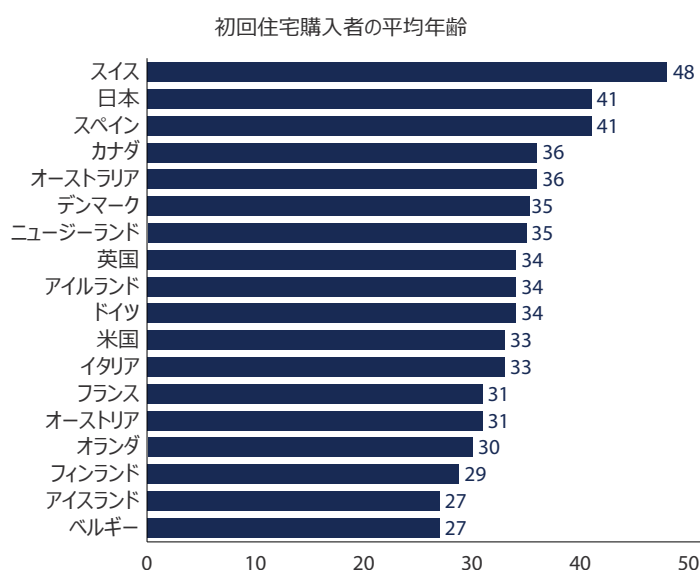
歴史は常に有益であり、今後の経済環境は過去20年に投資リターンを生み出した環境とは必然的に異なると思料されます。例えば、過去20年間における住宅用不動産の上昇局面の一部は、間違いなくインフレ率および金利の持続的な低下と関係しています。その結果、商業用不動産や住宅用不動産に限らず、全資産クラスにおける利回りの低下が生じ、リターンは上昇しました。

住宅投資を後押しする他の有益な追い風は依然として非常に強く吹いています。第一に、購入者の住宅購買力の低下が継続すると思料されます。グローバル金融危機（GFC）における「インスティテューショナル・メモリ」が今後10年存続する可能性があり、GFC以降の現在の慎重な住宅ローン貸出環境が継続すると思料されます。これは、多額の頭金が引き続き購入意欲を減退させることを示唆しており、初回住宅購入者（FTB）の平均年齢の上昇により将来の賃貸需要の促進もしくは継続につながると思料されます。

住宅価格の高騰と、その結果として生じる購入者の住宅購買力の低下により、新規開発、つまり供給が住宅市場バランスなどの世帯形成率に常に遅行してきました。

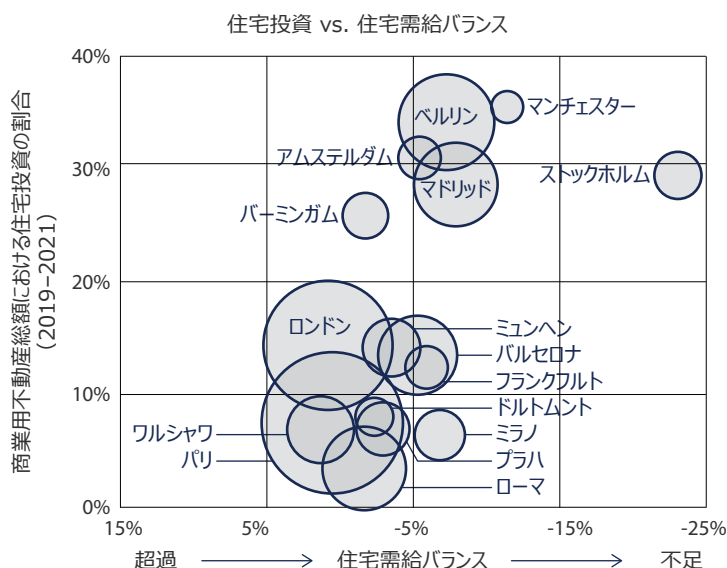
図6を見ると、足元の住宅投資活動の活発化は、住宅不足が顕著な地域に偏る傾向があることがわかります。しかし、この住宅市場のバランスは、在庫の陳腐化を考慮していないため、X軸の値が右肩上がりとなり、図が示す以上に住宅不足が顕著であることを示唆しています。一方、相対的な指標としては意味があり、絶対的な指標としてはグロスの開発水準ではなく在庫の純増を示すデータが望ましいものの、一貫性かつ時宜を得ている欧州のデータセットは現時点で存在しません。

図5: 住宅購買力の低下により、初回住宅購入者の平均年齢は上昇



出所: OECD 2020年現在

図6: 足元の投資トレンドは、長期的な住宅供給の過少地域に集中



出所: ECB, Oxford Economics 2022年2月現在
注: 円の大きさは市場規模に対応、住宅バランス=世帯形成数-新規物件・在庫

“ベアリングスの考える住宅投資の最大の魅力は、世界最大かつまだ認知度が低い、長期に亘る優れたリスク調整後リターンを有する資産の投資機会へのアクセスが可能となることであると思料されます。”

インフレ対策であるもののヘッジ目的ではない

現在、資本市場ではインフレ不安が蔓延しており、投資家はインフレ対策としての資産を探求しています。不動産は、インフレ連動債（TIP）やインフレ連動国債などの金融商品のように、本当の意味での「ヘッジ」ではありません。これは、不動産のリターンとインフレ率の相関がゼロまたはマイナスであることから明確です。

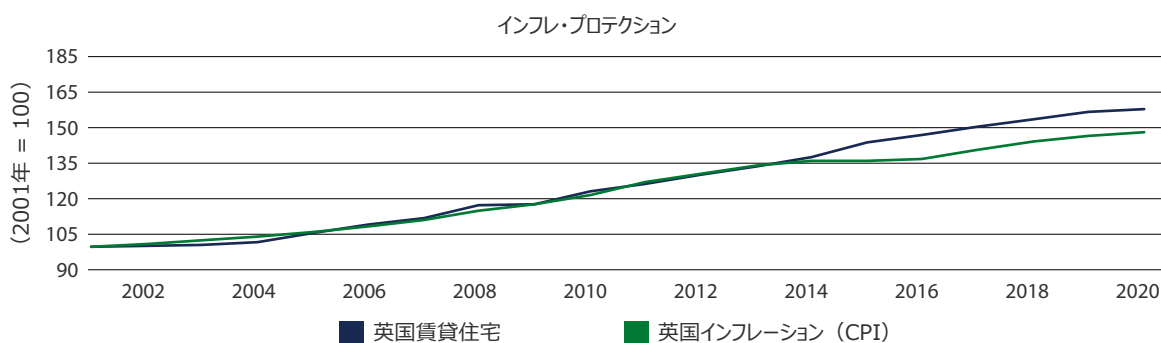
図7: インフレ率との相関

20年間（2000–2020）	CPIインフレ率（欧州連合（EU））
欧州不動産（全体）	-0.14
欧州不動産 住宅用	0.4
欧州不動産 小売り	0.09
欧州不動産 オフィス	-0.24
欧州不動産 産業用	-0.30
米国株式（S&P 500）	-0.49
米国10年国債	-0.42
米国社債	-0.28
キャッシュ（3ヶ月 T-Bill）	0.46

出所: Bloomberg, MSCI 2022年3月現在

しかし、理論的には、不動産の賃貸収入と価格は、経済活動およびそれに伴う一般的な物価とともに長期的に上昇する傾向があります。英国のデータによると、住宅賃貸料ほど長期的にインフレ率にマッチしたキャッシュフローを提供する資産はないと史料されます。

図8: 長期的に見ると、英国の賃貸料はインフレと同等の推移を示す



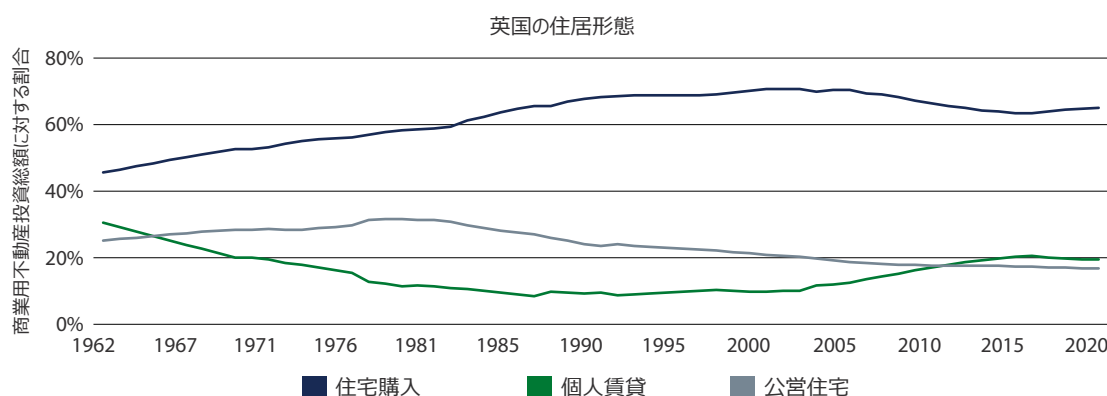
出所: MSCI年次インデックス 2022年2月現在

所有するか建設するか

住宅を所有することは依然として多くの人にとっての憧れであるものの、多くのサーベイ⁶によると、住宅高騰による住宅購買力の低下により、ミレニアル世代や現在のZ世代は住宅所有に固執しない傾向にあります。むしろ、これらの世代は、経済的負担の軽減と高可処分所得の維持を志向し、住宅を所有するよりも魅力のある環境でより良い生活水準を享受するための柔軟性を選好することが示唆されています。

この傾向は、英国の住宅市場においても顕著であり、住宅形態は着実に所有から乖離し、民間賃貸セクター（PRS）の比率は今世紀に入ってから15年間で約2倍の約20%に達しています⁷。

図9: 進化し続ける住宅に対する志向



出所: www.gov.uk 2022年2月現在

しかし、直近5年間はPRSの増加が鈍化し、住宅所有の減少が下げ止まりました。これは、パンデミックの影響により、賃貸による労働市場の流動性の必要性が低下したことも一因と見られます。しかし、住宅価格の高騰を考慮すると、パンデミックの期間中、購入者の住宅購買力は悪化しています。その理由は別のところにあり、小規模かつ個人の投資用賃貸住宅（BTL）家主に対して、これまで有利だった英国の所得税および譲渡税の取り扱いが変更されたため、投資家からの需要が減少したことに関連していると考えられます。

英国だけでも世帯数は10年後には160万世帯近く増加すると予測されており⁸、手頃な価格で質の高い住宅を提供することは現在大きな課題となっています。このセクターを対象とする機関投資家の資金が急増していることは、急激な成長を遂げている賃貸住宅（BTR）の新規竣工件数からも明確です。しかし、2021年および2022年におけるBTRの竣工件数は毎年2万戸未満となると恐れ、英国政府が選挙マニフェストで掲げた年間30万戸の新築住宅目標による住宅市場のリバランス方針に比べると、わずかな変化であることが明確です。明らかに、質が高く手頃な価格の新しい賃貸住宅を提供する大きな機会が存在しています。

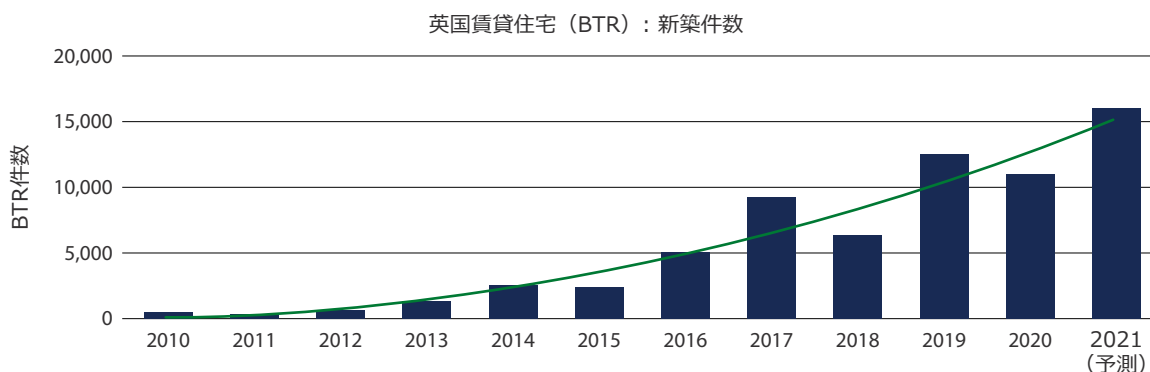
6. 出所: CBRE Research 2017年12月現在

7. 出所: www.gov.uk 2022年2月現在

8. 出所: Office for National Statistics 2020年6月現在

“今後、各地域で進行する住宅不足と購入者の住宅購買力の低下が、賃貸住宅セクターのポジティブな投資パフォーマンス見通しを下支えすると思料されます。”

図10: BTR (賃貸住宅) は政府の定める住宅目標に対する大きな成長余地を有する



出所: British Property Federation 2021年第3四半期

BTRスキームの制度的な資金調達方法は、一般的に専門デベロッパーとパートナーシップを締結し、フォワード・ファンディングやフォワード・パーチェスを行います。今日、BTRプロジェクトは、主流の商業用不動産と同様、より長期の投資期間に亘りキャッシュフロー・ベースで評価されています。空室率を高く設定し、所有権を分割して個々のユニットを売却しなければならなかった時代は終焉に向かいつつあります。顧客中心のサービスや高品質な仕様、アメニティ、ランニングコストを最小化するための最新技術や持続可能性の革新に焦点を当てた専用住宅計画において、アルファを創出する資産運用の取り組みが可能です。より良い生活体験の提供の結果、テナント移動の低下に伴い、顧客は入居の安全性、投資家はリース期間の延長および空室の減少につながると示唆されています。

結論

住宅用不動産市場は、不動産投資家およびマルチアセット投資家にとって投資対象の拡大という大きな利点があるほか、マルチアセット投資家にとっては長期に亘り優れたリスク調整後リターンが期待できるため、特に高い分散効果など多くの利点が見込まれます。さらに、英国では、住宅賃貸料の上昇は長期的にインフレ率以上の水準にあります。

今後、各地域で進行する住宅不足と購入者の住宅購買力の低下が、賃貸住宅セクターのポジティブな投資パフォーマンス見通しを下支えすると思料されます。特に英国では、機関投資家のBTR開発への関心が急速に高まっているものの、竣工件数は政府の住宅目標に大きく及ばないため、大きな投資機会を生み出すと思料されます。

Barings is a \$391+ billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

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 © 2022 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、原文と翻訳の間には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。2169664

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

*As of December 31, 2021

22-2071964