

BARINGS

REAL ESTATE

欧州不動産：強硬な関税政策に対するシェルターとなり得るか？

米国の関税政策における不確実性により、欧州は現在、投資家にとって、経済停滞が長引いている地域というよりも、潜在的かつ安定的な地域となる可能性が出てきました。ドイツの支出計画の見直しは、2026年以降、欧州全体における経済成長の押し上げ効果があると思われます。

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

- 貿易摩擦が世界経済の見通しに暗い影を落とし、世界的な成長およびインフレに悪影響を及ぼす可能性があるほか、不動産価値にも影響が及ぶと思われます。
- 各国への影響は、貿易における対米依存度、経済成長やセンチメント、およびインフレに対する影響によって異なります。
- 欧州の優位性は、その他の世界との貿易条件が変更されていない点にあり、価格の安定性が維持されています。
- 成長リスクの増大により、欧州中央銀行（ECB）による追加利下げの可能性が高まっています。

不動産市場

- 軟調な経済見通しにもかかわらず、不動産のバリュエーションは株式や債券と比較すると高い水準にあります。
- 商業用不動産セクターは、通常は投資に最適な、新たなサイクルの初期段階にあります。ボラティリティにより、投資機会はさらに拡大すると思われます。
- 建設資材コストの不確実性により、開発パイプラインの更なる鈍化と、慢性的な近代的スペース不足が深刻化する可能性があります。これにより、中長期的な賃料の伸びが期待されます。
- 長期的な社会変化と同調した構造的投資により、サイクルを通じてプロテクションを提供すると見られます。

経済見通し

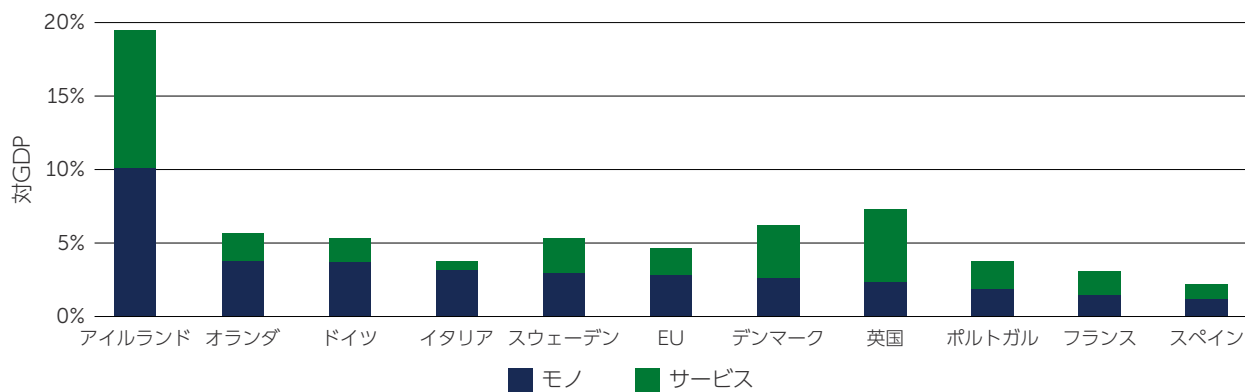
第2四半期は、トランプ米大統領が「解放の日」と位置付けた米国輸入品に対する広範な相互関税の発表により、混乱の中スタートしました。その数日後、発動したばかりの相互関税の上乗せ部分について、90日間の一時停止を許可すると発表されました。当レポート作成時点では、中国を除くほとんどの米国輸入品に対し、世界的に一律10%の関税が適用されており、一部業種別の関税も導入されています。

この方針転換により、当面は貿易戦争の拡大が回避されたという安心感が浮上した一方で、不確実性を和らげるには至っていません。世界の二大経済大国である米国と中国の間で高まる緊張は、相互の報復関税措置により、世界の経済成長およびインフレにマイナスの影響を及ぼし、その結果、不動産価格にも悪影響を及ぼす可能性があります。

ユーロ圏では、20%から10%への一時的な関税引き下げにより一定程度の緩和がもたらされるものの、企業投資と個人消費はより明確な見通しが立つまで遅れる見込みです。欧州の不動産価値に対する影響は、交渉の結果としての貿易譲歩の程度と、全体的な経済情勢および成長に対する影響に依存します。米国とは異なり、欧州の優位性は、その他の世界との貿易条件が変更されていない点にあり、貿易代替効果により全面的な打撃から一部は緩和される可能性があります。貿易摩擦の激化による経済成長に対するリスクの増加を踏まえ、欧州中央銀行（ECB）は利下げを継続すると予想されます。

世界的な不確実性の高まりがユーロ圏の短期的な成長見通しを鈍化させています。2026年以降、ドイツの財政債務規則の緩和と防衛・インフラ支出予算の拡大が、経済に好影響を与えることが期待されます。国別では、関税の影響は米国への貿易依存度によって一部左右されますが、スペインやフランスなどの貿易依存度が低い国ほど、予想される影響は小さくなると見込まれます（図1）。

図1: 関税の影響に対するリスク — 対米輸出



出所: Caixa Bank、Eurostat 2024年12月31日現在

資本市場

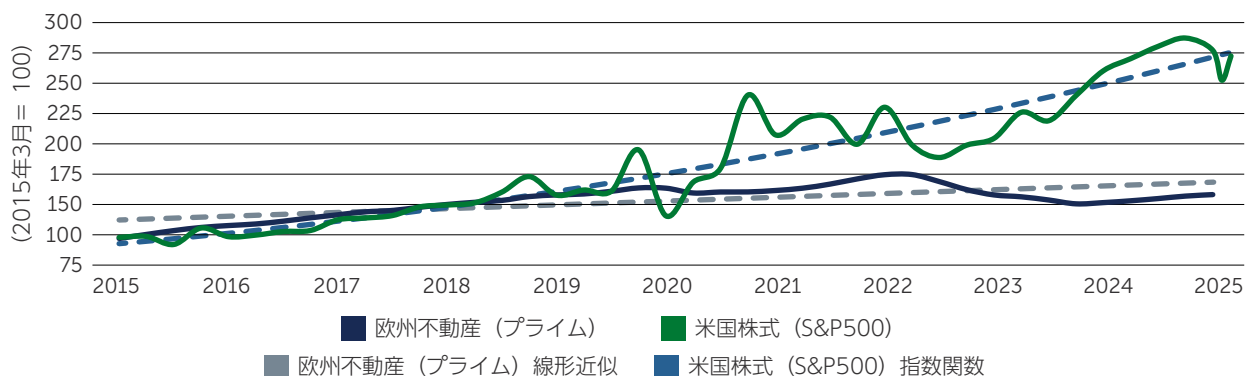
サヴィルズの速報データによると、2025年第1四半期の欧州の投資額は500億ユーロ超となり、前年同期比で28%増加しました。この増加傾向は良い兆候であるものの、投資額は依然として過去5年平均を45%下回っています。足元の地政学的動向および貿易状況により、投資家からの需要は抑制されると思われます。欧州においては、相対的な安定および政策の確実性を求める投資家によって、ネガティブなセンチメントの一部が相殺される可能性があります。全体として回復ペースは鈍化するものの、サイクルの底付近で質の良い資産を割安な価格で取得する機会が依然として見出されています。

欧州の商業用不動産価格は過去10年間で41%上昇するなど堅調に推移した一方、米国株式（S&P500）は170%超上昇しています¹。株式市場はピーク時から約15%下落しましたが、依然として非常に大きな相対価値ギャップが存在しています。不動産価格は、パンデミック後のインフレ急上昇期に金利が上昇した際の調整と、その後の中央銀行の利上げサイクルにより、大幅に抑制されています。これにより、市場回復の際に、より魅力的なバリュエーションで投資可能となる機会が生じています。

2025年第1四半期の欧州プライム不動産のトータルリターンは、年率10.9%と堅調に推移しました。セクター別では、小売りセクターが年率12.8%、オフィス・セクターが同10.3%、産業用不動産が同9.7%と最も良いパフォーマンスとなりました²。一部では縮小が見られるものの、不動産利回りの安定性および堅調な賃料の伸びが、欧州プライム不動産のトータルリターンを下支えています。

ベース金利の変動を反映し、2025年第1四半期の欧州不動産の貸付マージンは、オフィス・セクターで10bpsの縮小が見られた以外はほぼ変わらずとなりました³。これは、貸し手のオフィス・セクターに対するリスク許容度が上昇していることを示しています。昨年投入された資本が計画を下回ったため、貸し手間の競争が激化しています。特に、債務が高い利回りを提供するバリューアッド・セクターが最も魅力的です。

図2: 欧州不動産 vs. 米国株式



出所: C&W, Barings Real Estate, Dow Jones 2025年4月8日現在

1. 出所: Dow Jones 2025年4月8日現在
2. 出所: Cushman & Wakefield 2025年3月31日現在
3. 出所: Chatham Financial 2025年3月31日現在

不動産市場

オフィス・セクター

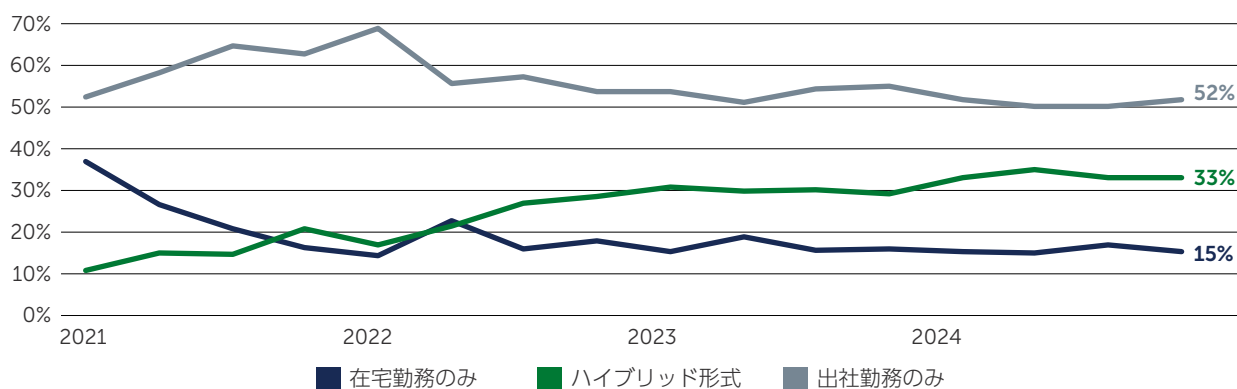
パンデミック前の水準と比べて、欧州のオフィス需要は依然として低調に推移しています。2024年のテイクアップは1,000万平方メートルとなり、2023年と比較すると約5%増となりましたが、2020年以前の長期平均と比較すると依然として12%以上減少しています⁴。欧州のオフィス空室率は2024年第4四半期に9.1%となり、前年同期の8.3%から上昇しました⁵。空室率は、ストックホルムおよびドイツの複数の都市で最も上昇した一方、イタリアおよびスペインでは過去12ヶ月間で縮小、ロンドンではほぼ変わらずとなりました。

2024年の竣工率は総在庫の1.6%と管理可能な水準でしたが、2025年の竣工率は2.1%に上昇した後、2026年および2027年には1.0%をやや上回る水準に緩やかに低下すると見られます⁶。2025年の竣工率上昇と、関税の不確実性を受けたテナントの慎重な姿勢により、今後数ヶ月間におけるテナント市場の一部軟化が見込まれます。しかしながら、軟調な経済見通しと建設コストの不確実性が高まる中、開発パイプラインは縮小する可能性が高いと思われます。

在宅勤務志向とそれによるオフィス・セクターに対する影響は、5年以上前のパンデミック以降、注視されてきました。イギリスのデータによると、特にハイブリッド形式の在宅勤務は、労働力の重要な要素として定着しています。経済の減速にもかかわらず、同期間中、テナントはますます質の高いスペースを求め、ESG要因を重視する傾向が高まっています。最高級の優良スペースの深刻な不足により、オフィス・セクターは他のセクターをアウトパフォームしています。

これは、軟調な経済指標と低調な賃貸活動にもかかわらず、2024年の欧州のプライム賃貸成長率が年率4.5%を維持した理由を説明しています⁷。これは、景気減速期におけるリスク軽減のため、物件の選択と、人口動態や技術、ESGなどの構造的トレンドの活用が重要であることを強調しています。

図3: 就業形態別就業人口の割合



出所: ONS 2024年11月現在

4. 出所: Cushman & Wakefield 2024年12月31日現在
5. 出所: Cushman & Wakefield 2024年12月31日現在
6. 出所: Cushman & Wakefield 2024年12月31日現在
7. 出所: ONS 2024年11月30日現在

不動産市場

小売りセクター

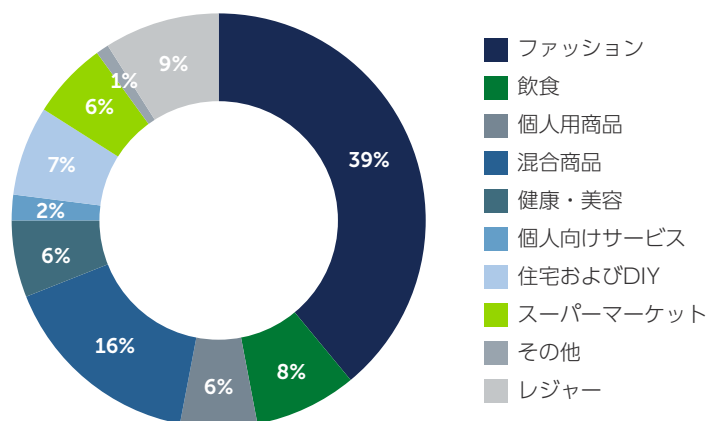
ネガティブなニュースが世界に蔓延したことにより、2025年4月の欧州の消費者信頼感指数は、2025年3月の-14.5から-16.7に低下しました⁸。これは2023年11月以来の最低水準ですが、インフレが家計を圧迫した2022年9月の-28.7を大幅に上回っています。消費者信頼感指数は、パンデミック前や2021年のロックダウン解除後の水準への回帰に苦戦しています。今後、さらに低下する可能性が高いと思われます。

ユーロ圏の小売売上高は2月に前月比0.3%増加、前年同月比で2.2%増加しました。一方、英国の小売売上高は前月比0.8%増加、前年同月比で2.2%増加しました⁹。小売売上高の伸びは、上記で指摘されたセンチメントの悪化と、株式市場の下落による「資産効果」の低減の影響を受けやすくなっています。

賃貸需要の観点によると、アパレルがeコマースの主要カテゴリーであるにもかかわらず、ファッション業界は2025年においても店舗面積で最大のセグメントを占め、2025年の欧州小売賃貸取引量の約40%を占める見込みです（図4）。レジャーは2024年に著しい成長を記録し、過去12ヶ月間で取引件数が15%増加、賃貸面積も20%増加しました。レジャーはeコマースに対して比較的耐性があるものの、他の小売りセクター同様、広範なインフレや経済圧力の影響を受けやすい点に注意が必要です。

足元の欧州のプライム小売賃貸市場の成長率は、同セクターが長期に亘りマイナスであったものの、過去12ヶ月間で年率6.2%、前四半期比0.9%を記録し、他のセクターを上回りました¹⁰。これは、構造的に健全なセクターを上回り、工業用不動産の成長率は年率3.2%となったほか、住宅賃料は急速に安定化しています。好調な小売りセクターにより、高いインフレ率が賃料負担率の低下を招いた一時的な景気循環要因によるものと考えられます。生活コストに対する圧力が緩和され、経済情勢および2025年の成長見通しが下方修正されています。

図4: 欧州：セクター別賃貸契約（面積）



出所: Cushman & Wakefield 2025年4月現在

8. 出所: Eurostat 2025年4月30日現在

9. 出所: Eurostat 2025年2月28日現在

10. 出所: Cushman & Wakefield 2024年12月31日現在

不動産市場

産業セクター

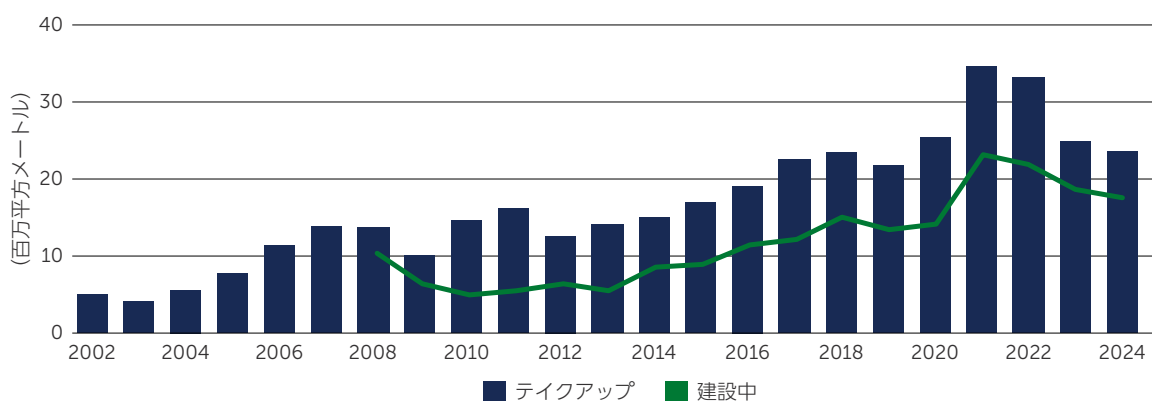
2021年および2022年の記録的な需要に続き、産業市場の状況は正常化傾向にあります。JLLによると、2024年のテイクアップは2,370万平方メートルとなり、2023年の水準からやや減少したものの、パンデミック前の平均から13%増加しました¹¹。サードパーティー・ロジスティクス（3PL）が主な需要要因であり、取引全体の約40%を占めたものの、2023年の水準からはやや減少しました。一方、製造業とオムニチャネル小売業の賃貸契約は若干上昇し、それぞれ22%と21%となりました。

欧州物流の平均空室率は、2023年末の4%超から、1年後には5%超に上昇しましたが、2009年に15%のピークを記録した世界金融危機後と比較すると、依然として大幅に低い水準にあります（図5）。近代的スペースの空室率はさらに低位で、多くの主要市場では高品質かつ持続可能なスペースが不足しています。

8四半期連続して建設着工件数が減少した後、2024年第4四半期には開発活動が回復しました¹²。建設中の1,760万平方メートルのうち、投機的な建設が約3分の1に過ぎないため、新規供給は高品質かつ持続可能なスペースに対する需要の増加を満たすことは難しいと思われます。需要の不確実性と建設コストの上昇を考慮すると、新規着工は緩やかになる見込みです。

物流賃貸市場の成長ペースは引き続き鈍化しており、2025年第1四半期の賃料上昇率は年率3.2%と、2022年第4四半期のピーク時の年率17.3%から低下しています¹³。短期的には、経済成長の鈍化が賃料成長の軟化を招くと思われます。中長期的に見ると、供給不足と、eコマースの拡大やニアショアリングなどの堅調な構造的サポート要因が組み合わさり、賃料成長を下支えしています。同セクターは、不確実性やグローバル化の低迷により、在庫を国内市場に近い場所で保管する必要性が生じた場合にも恩恵を受ける可能性があります。

図5: 欧州物流のテイクアップ vs. 建設中スペース



出所: JLL 2024年12月31日現在

11. 出所: JLL—European Industrial Market Dynamics 2024年12月31日現在

12. 出所: JLL 2024年12月31日現在

13. 出所: Cushman & Wakefield 2025年3月31日現在

不動産市場

住宅セクター

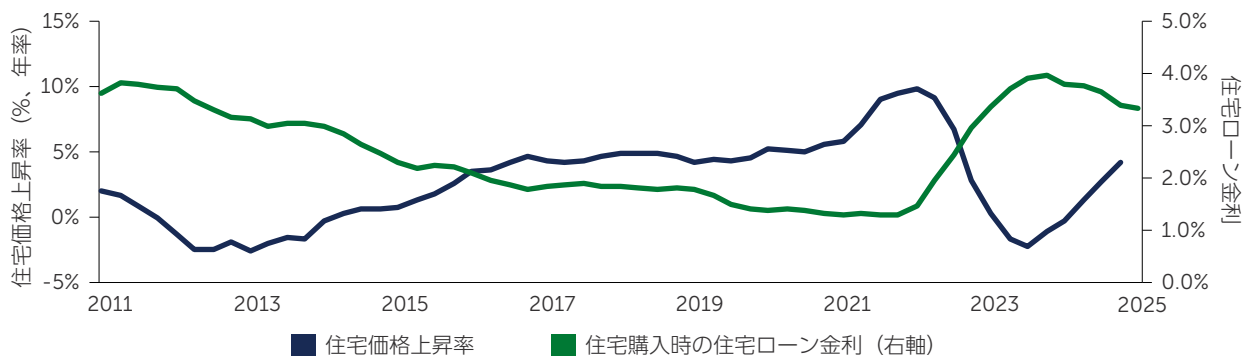
ユーロ圏の住宅価格は2024年12月に年率4.2%増加し、過去最高となりました¹⁴。国別では、スペインが年率11.4%、オランダが同10.8%と二桁の伸び率を記録したほか、イタリアは同4.5%と平均に近い水準となりました。スウェーデンは同2.4%、ドイツは同1.9%と比較的緩やかな成長でした。フランスは例外で、住宅価格は依然として下落しており同-1.9% となりました。

2024年には、タイトな労働市場やインフレ率の下落、実質賃金の上昇、借入コストの緩和、取引件数の増加、および価格の上昇が持続する見込みです。米国による関税措置の導入は、経済成長見通しおよび金利見通しに不確実性をもたらしています。明確な見通しが得られるまで、活動水準は鈍化する可能性があります。これは、住宅購入は多くの世帯にとって最大の投資であることから、購入を検討していた買い手が一時的に計画を保留するためであり、これにより、住宅価格の上昇圧力が緩和されると思われます。

欧州の住宅市場への長期的な投資戦略は依然として変更ありません。2007年のピーク以来、住宅着工件数は急激に減少しています。具体的には、2023年までの過去15年間のユーロ圏における住宅着工件数は年平均約11万8,000件で、その前15年間の年平均18万9,000件と比較すると大幅に減少しています¹⁵。現在の関税措置の影響による建設コストの上昇と、その結果としての新規開発の実行可能性に対する不確実性から、堅調な回復は期待できないと思われます。これにより、当面は広範に慢性的な住宅不足が継続する見込みです。

ユーロ圏の賃貸市場では、2025年3月の賃料が年率2.9%上昇し、長期平均の1.5%のほぼ2倍となりました¹⁶。この成長の一部はインフレに起因しており、ユーロ圏の多くの国では賃料の物価連動制が導入されています。前述の記録的な住宅価格、過去と比較して足元での高い借入コスト、および初回購入者にとって多額の頭金が必要であることが、賃貸需要を引き続き下支えすると思われます。高い成長が見込まれる市場は、欧州で供給が最も逼迫し、規制が緩やかな市場に集中しています。

図6: 住宅価格上昇率 vs. 住宅ローン金利



出所: Eurostat 2024年第4四半期現在、ECB 2025年2月現在

14. 出所: Eurostat 2024年12月31日現在

15. 出所: ECB 2025年4月現在

16. 出所: Eurostat 2025年3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 (ジョー・ワレン)

ディレクター

Barings is a \$442+ 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。 4517088

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

*As of March 31, 2025

25-4452291