

BARINGS

REAL ESTATE

欧州不動産：回復の遅れが続く 中、サイクル転換が期待される

グローバルにおける地政学的な不確実性により、今年期待されていた欧州不動産市場の回復が遅れています。しかし、マクロ経済の変動要因にもかかわらず、不動産市場のリスクは実際には低い水準にあるため、回復の停滞はむしろ新たな不動産サイクルの初期段階において広範な投資機会を提供する可能性があると考えます。

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
不動産リサーチ



Jo Warren
(ジョー・ワレン)
ディレクター
不動産リサーチ

要旨

経済

- ユーロ圏経済のモメンタムは依然として不透明であり、成長率が年率1%に達する見込みは低いと思われま
- 貿易黒字となる経済圏は、サービス・セクターや国内需要に依存する経済圏に比べ、グローバル貿易摩擦の影響を大きく受ける可能性があります。
- エネルギー価格は足元で上昇傾向にあるものの、2025年の欧州中央銀行 (ECB) の追加利下げは残り2回と見込まれています。

不動産市場

- 不動産への投資資金が米国から流出しているという推測は、現時点では断片的な情報にすぎず、米ドル/ユーロの為替レートなどのデータ上に有意かつ明確に表れていません。
- ボラティリティが増大する環境下、不動産収入の地域的特性とその相対的な安定性は、今後ますます魅力的になる可能性があります。
- 近代的建物の供給不足は、開発資金と建設コストの高騰により、新規開発が制限される中でさらに深刻化すると予想されます。
- 欧州経済の鈍化にもかかわらず、最高品質の不動産における実質インフレ調整後の賃料は、今後も持続的に成長すると予想されます。

経済見通し

ユーロ圏総合購買担当者景気指数 (PMI) は6月の50.6から7月は51.0に上昇し、製造業とサービス業双方にて改善しました¹。サービス業PMIは51.2となり、判断の分かれ目となる50を上回った一方、製造業PMIは49.8とわずかに下回りました。ユーロ圏の工業生産は5月に前月比1.7%増加しました²。これは主に、米国の関税脅威に対応したアイルランド製医薬品の前倒し在庫積み増しに牽引されたもので、他の地域では鈍化しました。

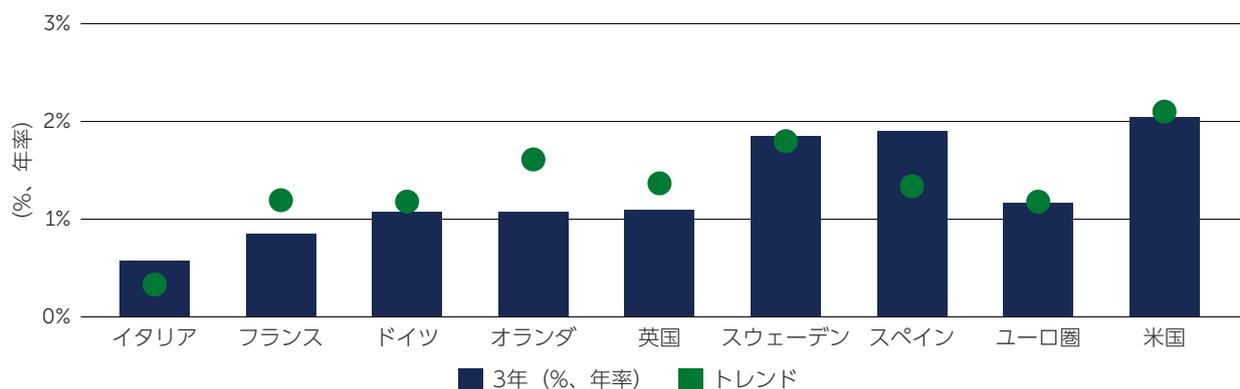
貿易摩擦やその他の地政学的イベントにより、世界経済には高い不確実性と圧力が生じています。スウェーデンやドイツなどの輸出依存度の高い経済圏は最大の逆風に見舞われる可能性が高い一方、英国やスペインなどの多様なサービスを有する経済圏はより耐性がある可能性があります。

オックスフォード・エコノミクスによると、ユーロ圏国内総生産 (GDP) 成長率見通しは、2025年は年率1.0%、2026年は年率0.8%となっています。今後数年間、スペインは年率1.9%と見込まれ、注目の経済圏となると予想されており、過去のトレンドである年率1.25%およびユーロ圏平均である年率1.2%を上回る見込みです (図1)。スペインは南米およびラテンアメリカからの移民増加の恩恵を受けており、潜在的な世界貿易戦争の影響からある程度隔離されているほか、観光業が堅調で、労働市場が健全であり、消費者信頼感と消費が上昇しています。

6月のヘッドライン・インフレは年率2%となり、エネルギー価格のベース効果による小幅な上昇にとどまりました。コアインフレは年率2.4%に上昇しました³。インフレ率は今後数年間、目標水準近辺で推移すると見込まれています。防衛支出などのドイツの財政刺激策は、貿易摩擦や関連する供給サイドの価格圧力がもたらす潜在的な需要減速を相殺する役割を果たしています。

ECBは6月に金利をさらに25bps引き下げ、中銀預金金利を2%としました。今年後半にさらに2回の利下げが予想されています⁴。

図1: 経済活動: GDP (3年: 2025-2027)



出所: Oxford Economics 2025年7月21日現在

1. 出所: S&P Global 2025年7月現在
2. 出所: Eurostat 2025年7月現在
3. 出所: Eurostat 2025年7月現在
4. 出所: Oxford Economics 2025年7月現在

資本市場

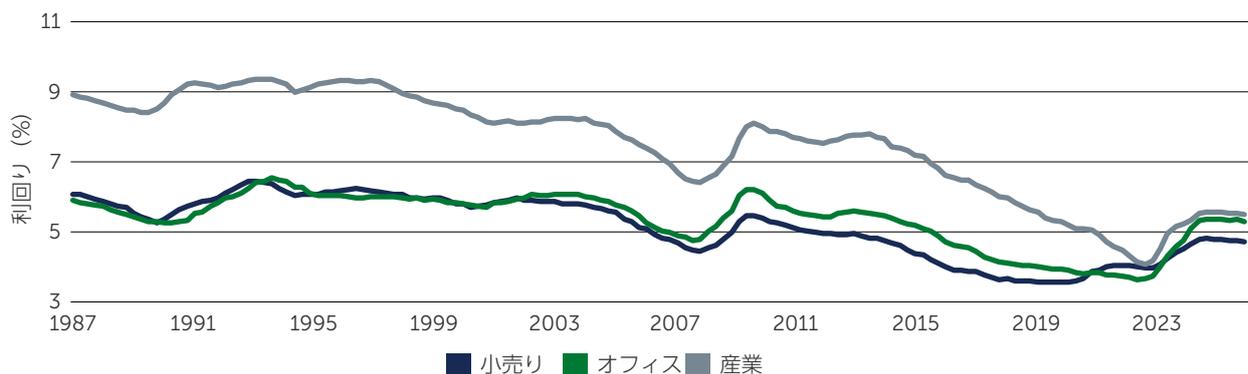
外部市場リスクが高まっており、中東情勢の緊張激化や不安定な米国政権を背景に、世界的に地政学上の不透明感が広がっています。2025年第1四半期の取引件数は、2024年初と比べて減少しました。RCA (Real Capital Analytics) やMSCIによると、特に昨年活発だった米国投資家の活動が鈍化しました。プライム不動産利回りは5.2%⁵で、18ヶ月以上同水準近辺で安定的に推移しています。

不動産投資家は、これまで米国市場に流入していた資本が流出する可能性から、ユーロ建て資産が「安全資産」と見なされるとの見方を示しています。しかし、米ドルが10%下落し、米国国債利回りが40bps上昇した「解放の日」以降、広範な資本市場のデータ上にシステマ的な変化は明確に表れていません⁶。

数多くの外部不確実性にもかかわらず、足元の不動産市場のリスクは低水準にあり、新たな不動産サイクルの始まりとなっています。ボラティリティが増大する環境下、不動産収入の地域的特性とその相対的安定性が魅力となっています。低位の空室率と近代的物件の不足により、景気後退局面においても賃料の継続的な上昇が確実視されています。供給不足はさらに深刻化し、開発資金不足や建設コストの高騰、上昇は速いもの下落は遅い粘着性のある土地価格が、新規建設を制約する要因となります。プライムかつ最高品質の不動産は、これまで不人気だったオフィスや実店舗小売りセクターを含む広範なセクターにおいて、インフレを上回る実質賃料成長が持続すると思われる。物流や住宅セクター以外のより広範な投資機会において、投資家需要の回復を下支えするポジティブな要因が徐々に確立されると思われる。

経済の不確実性は意思決定を鈍化させるため、不動産投資取引の回復およびそれに伴う債務の拡大は遅れると思われる。取引活動は新規のオリジネーションよりもリファイナンスに偏っています。スワップ金利の低下に加え、2025年第2四半期の欧州不動産デットのコストは、セクターおよび地域により5~25bps低下しました⁷。

図2: 欧州プライム不動産の利回り推移



出所: CBRE, Cushman & Wakefield 2025年3月31日現在

5. 出所: Cushman & Wakefield 2025年6月30日現在

6. 出所: Trading Economics 2025年7月現在

7. 出所: Chatham Financial 2025年6月30日現在

不動産市場

オフィス・セクター

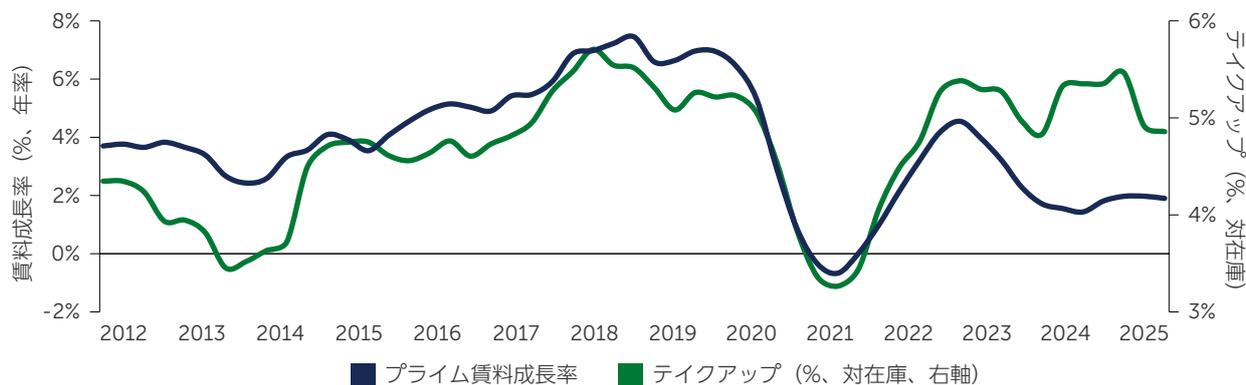
サヴィルズによると、2025年第1四半期のテイクアップは5%上昇し190万平方メートルとなりましたが、依然としてパンデミック前の平均を下回っており、今年も同等の改善が予想されています。プラハ、ダブリン、ロンドン・シティが現在の需要のホットスポットとなっており、賃貸契約件数は5年平均で25~30%増加しています。ポジティブな兆候として、遅行していたドイツのオフィス市場でも賃貸契約の回復の兆候が見られています。

2025年第1四半期の空室率は10bps上昇し8.4%となりました⁸。これは、周辺地域においては一般的に非常に高い水準ですが、中心業務地区 (CBD) ではかなり低い水準となっています。開発ブームの後、ダブリンでは17.5%と最も高い空室率を記録しましたが、現在は安定的に推移しています。空室率が7.5%のミュンヘンおよび12.3%のフランクフルトは、中古物件の過剰放出により、供給サイドの増加がより顕著となりました。一方、空室率が7.2%のロンドン・シティと6.6%のコペンハーゲンは、同四半期に空室率が縮小し始めました。

オフィス価値の低下とコスト上昇により、オフィスの建設活動は減速傾向にあり、過去1年間で20%減少して約900万平方メートルとなっています⁹。これは既存在庫に対して3.7%、年率では2%未満となり、極めて管理可能な水準です。新規建設中のスペースはマドリッドとストックホルムが約1%と最も限定的であり、ロンドン中心部は6%と持続可能性を重視した取り組みにより、現在、在庫の改修が急速に進んでいます。

主要なオフィス賃料の成長率は年率平均5.2%でした¹⁰。近代的スペース不足がさらに深刻化すると見込まれる中、完成前に賃貸を開始する新スキームの増加や、持続可能性を重視した建物の供給に対しテナント需要が大幅に上回る状況下、最高賃料が今後も上昇すると確信しており、今後数年間でインフレ率を上回るペースとなると見えています。これにより、不動産セクターは全く選好されていないものの、投資ポートフォリオやローンにおいて、縮小はするもののより安定したポジションを再確立すると思われる。

図3: 欧州オフィス: 賃料と入居者需要



出所: JLL; Cushman & Wakefield 2025年3月31日現在

8. 出所: Savills 2025年5月現在

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

10. 出所: Cushman & Wakefield 2025年6月30日現在

小売りセクター

欧州の労働市場は依然として堅調に推移しており、失業率は長期平均の10%に対し6%と低水準を維持していますが、ユーロ圏購買担当者景気指数 (PMI) は雇用創出および雇用見通しの鈍化を示しています。消費者信頼感、そして最終的に家計の消費意欲は2022~2023年の底から回復しましたが、世界的にボラティリティの高い環境下、全体的なセンチメントは、現在の健全な実質可処分所得の成長ペースが示す水準よりも低くなっています (図4)。

世帯所得の増加が消費を上回っていることも、貯蓄率が上昇傾向にある理由の一つです。過去3年間で貯蓄率は約12%から15%超となり、依然として上昇傾向にあります。もし世界のニュースがよりポジティブな方向へ転換すれば、高い貯蓄率は将来の購買力にとって好材料となると思われます。センチメントは悪化しており、5月のユーロ圏の小売売上高成長率が急減速し、4月の年率2.7%から年率1.8% (または前月比-0.7%) に低下した理由を裏付けています¹¹。

主要な小売倉庫施設や食料品店、高級品セグメントではオンラインの回復力が一定程度残っていましたが、パンデミック以前にすでにプライム小売賃料は下落し始めていました。2022~2023年までに、インフレの急上昇により小売業者のコストが押し上げられ、利益を圧迫していましたが、同時に現金流通が増加しました。名目小売売上高は実質販売量を大幅に上回り、小売賃料の負担軽減につながったため、賃料負担率が低下しました。このインフレの伝播メカニズムにより、足元で年率6.2%上昇しているプライム小売賃料の上昇傾向に対する説明が可能となっています¹²。

図4: 欧州の消費者信頼感



出所: Oxford Economics、EuroStat 2025年7月21日現在

11. 出所: EuroStat 2025年7月7日現在

12. 出所: Cushman & Wakefield 2025年6月30日現在

産業セクター

不確実性が継続する中、物流テナントは慎重な姿勢を維持し、グローバル・サプライチェーンが変革する中、賃貸契約締結が延期されています。しかし、賃貸需要は堅調に推移しており、欧州のテイクアップは540万平方メートルと前年同期比横ばいとなり、パンデミック前の平均に近い水準を維持しています。2025年第1四半期にはほとんどの市場で賃貸活動が活発化しましたが、全体では2024年第1四半期とほぼ同水準でした。しかしながら、ドイツとイタリアでは-15%以下と減速傾向となり、大幅な賃貸物件不足が指摘されています。ネットゼロ目標の達成と運営効率化のため、最先端のESG対応物件に対するテナント需要が依然として高まっています。これが、オランダの30%超の大幅な減少の主な要因であり、適正かつ近代的な省エネ建物の不足が背景となっています¹³。

第三者物流事業者 (3PL) は、2025年第1四半期の賃貸契約の40%を占め、3PLネットワークを通じたアジアのEコマース企業や自動車メーカーによる欧州進出により、一部支えられました。製造業や食品、実店舗小売業は逆風にもかかわらず堅調に推移していますが、Eコマース小売業は今年の低迷から回復の兆しを見せています。欧州の物流空室率は、2024年末の5.1%から2025年第1四半期には5.4%に小幅上昇し、10年平均に近い水準となっています¹⁴。

現在建設中の総面積は1,670万平方メートルで、年率5%の減少となり、総在庫の0.5%未満となっています。投機的な建設活動はイタリア、英国、オランダに集中しており、建設活動の50%以上を占めています。開発業者の慎重姿勢やその他の不確実性の高まりなどにより、ビルド・トゥ・スーツ型 (BTS、テナントの特殊な要望に合わせた専用施設を開発) 建設が主な調達手段となる可能性が高いと思われます¹⁵。

プライム賃料の成長率は第2四半期で年率4.9%と堅調に推移していますが、フランスとベルギーではプライム賃料が急上昇しました。供給が比較的豊富な中東欧 (CEE) の一部の地域では、一桁台の賃料下落が発生しています。需要の鈍化と緩やかな供給増加が重なり、空室率の高い市場ではテナントのインセンティブ提供が増加していると思われます¹⁶。

図5: 欧州産業セクターのテイクアップ vs 賃料成長率



出所: JLL 2025年3月31日現在 *年率換算後

13. 出所: JLL 2025年3月31日現在

14. 出所: JLL 2025年3月31日現在

15. 出所: JLL 2025年3月31日現在

16. 出所: Cushman & Wakefield 2025年6月30日現在

学生専用住宅

学生専用住宅 (PBSA) 投資は非常に魅力が高いと思われます。PBSAは現在、欧州全体で急速に拡大している機関投資家向け資産クラスであり、英国における長期の投資実績により示されています。経済低迷期には学生数が増加する傾向にあるなど、半逆循環的な需要特性により、積極的な分散効果も期待できます。欧州大陸では開発活動が活発化しているものの、既存の供給量は慢性的に不足した状態となっています。国内および海外の裕福な学生を惹きつけ、近代的な学生向け住宅の供給量が最も低いドイツやイタリアなどの地域に立地する上位ランクの大学において、PBSA資産は優れた長期パフォーマンスが期待されます。しかし、より成熟した英国市場においても、第一世代のPBSA物件の多くが現在築25年程度となっており、改修が必要とされています。さらに、英国教育は依然として海外の学生にとって大きな魅力となっています。

欧州の人口推計によると、国内の大学学部生の年齢層 (15~19歳) の人口は、今後、一般的な機関投資家の不動産投資期間である5~10年において、ドイツおよび英国の都市で最も急速に増加すると思われます (図6)。この自然な国内成長に加え、欧州の大学、特にドイツの大学は英語の授業が増加しており、多くの国際学生にとって魅力的なポイントとなっています。国際学生数は過去5年間で15%以上増加し、2024年には大幅な増加が確認され、減速の兆候はありません¹⁷。移民政策やビザを巡る世界的な政治面における不安定な状況により、最終的により自由な欧州連合 (EU) 圏が他の地域よりも有利になる可能性があります。

欧州の都市中心部は歴史的建造物が多く、厳格な保護措置が講じられているため、供給の弾力性は低くなっています。この開発制約はすべての住宅タイプに適用されますが、特に新規PBSAの供給に大きな影響を及ぼしています。新規の供給不足はさらに深刻化すると予想され、着工件数が減少傾向にあるため、学生1人当たりのベッド数でみると、今後数年間は最も逼迫し、手頃な価格や家賃規制の影響を受ける地域で家賃上昇圧力が継続すると見込まれます。

図6: 国内学生の年齢層 (15-19歳)



出所: Oxford Economics 2025年7月現在

17. 出所: Oxford Economics 2025年7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)

不動産リサーチ アソシエイト・ディレクター



Jo Warren (ジョー・ワレン)

不動産リサーチ ディレクター

Barings is a \$456+ 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

Forecasts in this document reflect Barings' market views as of the preparation date and may change without notice. Projections are not guarantees of future performance. Investments involve risk, including potential loss of principal. The value of investments and any income may fluctuate and are not guaranteed by Barings or any other party. **PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS.** Examples, portfolio compositions, and investment results shown are for illustrative purposes only and do not predict future outcomes. Actual investments may differ significantly in size, composition, and risk. No assurance is given that any investment will be profitable or avoid losses. Currency exchange rate fluctuations may impact investment value. Prospective investors should consult the offering documents for detailed information and specific risk factors related to any Fund/Strategy mentioned.

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 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。4770900

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

**As of June 30, 2025*

25-4693044