

BARINGS

REAL ESTATE

欧州商業用不動産： 強固なファンダメンタルズを 覆すマクロ経済の不確実性

欧州は今年、様々な地政学的危機を乗り越えてきたものの、期待された不動産投資の回復は停滞しています。不動産価格も横ばい状態が続いているため、新たな不動産サイクルの初期段階に参入する機会は先延ばしとなっています。

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
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

- 欧州の成長見通しは依然として軟調であり、長期的な財政懸念が高まっています。
- 米国政策に対する不確実性は引き続きグローバル貿易の阻害要因となり、投資活動は抑制されると予想されます。
- インフレは通常に戻り、2025年中に追加利下げの可能性もあります。

不動産市場

- 堅調なファンダメンタルズや魅力のある利回り、貸し手のセンチメント改善にもかかわらず、地政学的リスクの高まりにより不動産投資の回復は2026年にずれ込むと見込まれます。
- 不確実性により、商業用不動産への有利な参入機会の見極めが難しくなっています。
- 資本配分をめぐる競争は激化しているものの、欧州不動産デット市場は、不動産取引額が低調なことから引き続きリファイナンス中心となっています。
- 景気の低迷にも拘らず、プライム賃料の堅調な伸びは、主要4つの不動産サブセクター全体において広範に確認されます。

経済見通し

ユーロ圏は今年、数々の地政学的危機を乗り越えてきましたが、成長率は依然として鈍化傾向にあり、GDP成長率は、2025年第1四半期の0.6%増に対し、2025年第2四半期はわずか0.1%増にとどまりました¹。月次調査データも同様に軟調に推移しているものの、9月のユーロ圏景況感指数および総合購買担当者景気指数 (PMI) は小幅に上昇し、それぞれ95.5²および51.2³となりました。

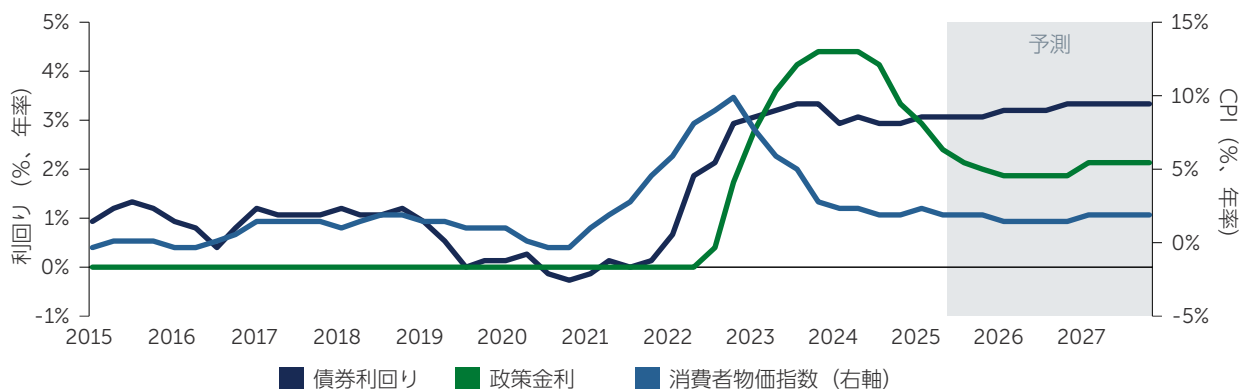
オックスフォード・エコノミクスによると、2025年および2026年のユーロ圏GDP成長率は年率約1%になると予測されています。消費が主な下支え要因となりますが、これは、労働市場の堅調な推移と家計所得のインフレ率を上回るペースでの成長維持が前提となっています。

しかしながら、地政学の不安定性と米国政策の不確実性が持続することにより貿易は阻害され、投資活動は抑制されると予想されます。したがって、今後12ヶ月間において不動産投資および賃貸回転率の改善は緩やかなペースで進むと思われます。

一方、9月のユーロ圏消費者物価指数 (CPI) は2.2%⁴となり、欧州中央銀行 (ECB) の目標値である2%をわずかに上回りました。この上昇は主に一時的なエネルギー価格の影響によるもので、ECBが現在注視するサービスおよび食品セクターが依然として主な要因となっています。ECBは9月に政策金利の据え置きを決定し、預金金利は現在2%となっていますが、12月に追加利下げが行われる可能性は依然として高いと見ています。

さらに、政策金利と債券利回りの潜在的な乖離は財政の安定性に対する懸念を示唆しており、グローバル債券市場はフランスと英国のGDPの長期的な推移、および公的債務比率を注視しています。とはいえ、現在のプライム不動産の利回りとリスクフリーレートのスプレッドは依然として十分あると思われ、特に主要4つの不動産サブセクター全体においてプライム賃料の上昇が加速しています。

図1: ユーロ圏の金利およびインフレ率の推移



出所: Oxford Economics 2025年10月現在

1. 出所: Oxford Economics 2025年10月現在
2. 出所: Eurostat 2025年10月現在
3. 出所: SNP Global 2025年10月現在
4. 出所: Eurostat 2025年10月現在

資本市場

国際的な分断や紛争、財政懸念、予測不可能な米国政権など足元で見られる地政学的リスクにより、マクロ経済の不確実性が高まっています。その結果、2025年に期待されていた不動産投資の回復は遅れています。

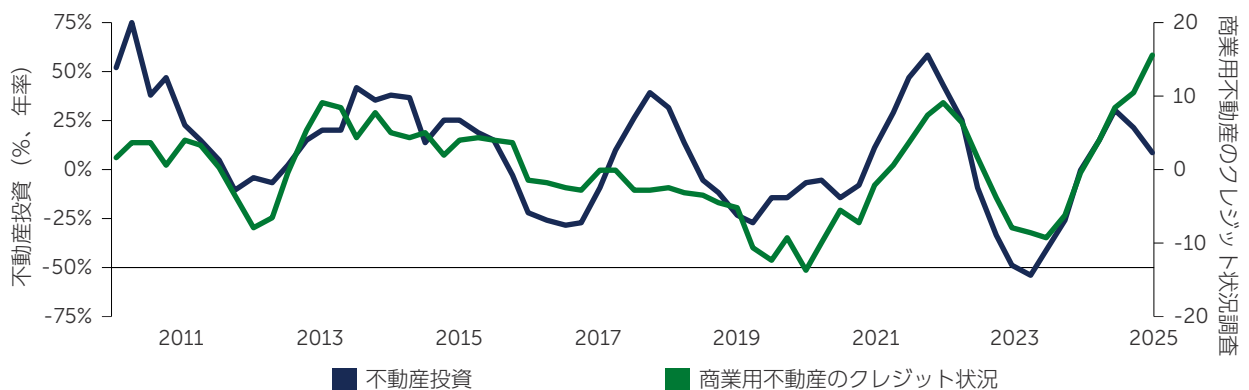
外部リスクは依然として高い水準にあるものの、現在新たな不動産サイクルの初期段階にあると思われ、不動産市場のリスクは実際には低い可能性があることを示唆しています。テクニカル面から見ると、インフレ率は現在ECB目標近辺で推移しており、プライム不動産利回りが5%を超えているため、リスクフリーレートに対して200bpsという魅力のあるスプレッドを提供しています⁵。

さらに、市場のファンダメンタルズにより回復が下支えされており、近代的なスペースの継続的な不足により賃料上昇が続くと予想されます。建設コストの上昇と資本価値の低下はプロジェクトの実行可能性に対する制約要因となっており、バーゼルⅢ規制の強化により新規開発に対する銀行融資はさらに制限されると思われます。これらの要因が相まって、通常2〜3年の開発ラグ以上の持続的なプライム物件の賃料上昇に対する堅固な基盤が形成されています。

不動産デットにおいて、チャタム・フィナンシャルによると、第3四半期を通じてマージンは安定的に推移しており、物流施設は150bps、オフィスは200bps、ホテルおよび小売プライム物件では約250bpsまで上昇しました。同四半期を通じて債務価格と不動産利回りは双方とも安定的に推移しました。資本配分をめぐる競争は激化しているものの、取引活動が低調であることから、市場は主にリファイナンス中心となっています。

結局のところ、マクロ経済の不確実性は、賃料上昇が確認される良好な市場ファンダメンタルズ以上に影響が大きく、相対的に有利な価格設定および現在の環境により商業用不動産サイクルの有利な局面での市場参入機会が後ずれしています。イングランド銀行（BOE）およびECBが最近実施したクレジット状況調査によると、不動産に対する貸し手のセンチメント改善が2026年の不動産市場の回復に寄与する可能性があると思われます。

図2: 英国における不動産投資とクレジット状況



出所: RCA/MSCI; Bank of England 2025年10月現在

5. 出所: Eurostat; & Cushman & Wakefield 2025年第2四半期

不動産市場

オフィス・セクター

クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドのオフィス・セクターのテイクアップ・データによると、オフィス賃貸のペースは依然として鈍化傾向にあり、欧州全体の中心業務地区（CBD）における年間賃貸取引は、2025年6月までの1年間で+2.5%と小幅な変化が確認されたのみでした。持続的なマクロ経済の不確実性や、ハイブリッド勤務形態の継続的な評価、内装コストの上昇などから、新規物件への移転ではなく既存の賃貸契約の更新を選択する企業が増加しています。

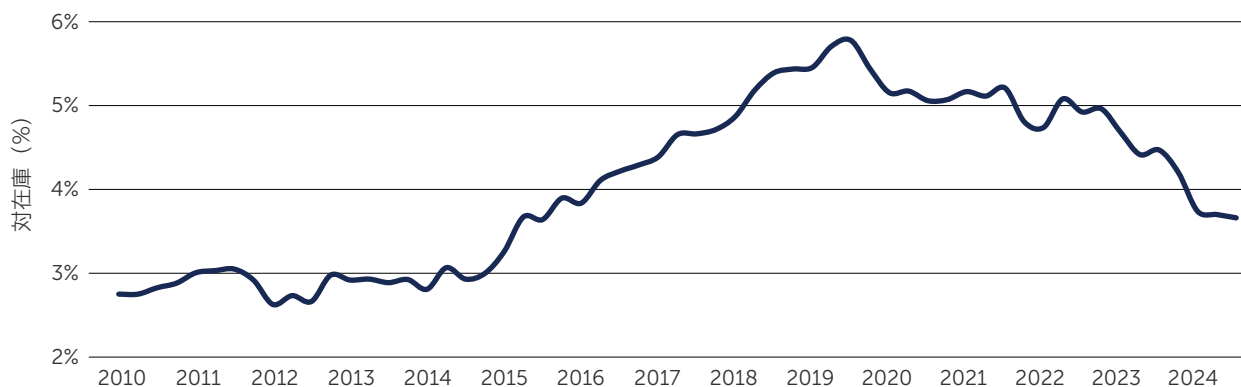
都市別では、過去1年間の需要回復が年間25～40%と顕著だった市場には、アムステルダム、ダブリン、コペンハーゲン、フランクフルト、ロンドンのウエストエンド、マンチェスター、マドリードなどが含まれます。一方、ウィーン、ブダペスト、オスロ、ブリュッセルは依然として回復には至っておらず、パリのCBDのテイクアップは低い空室率を原因とするマイナスの影響を受けています⁶。

サヴィルズによると、家主はサービス料の引き上げによりグリーン設備投資の回収を目指す傾向が高まっています。一部では年間20%に達するケースもあり、これはテナントの賃料負担力に影響を与えるほか、投資家の観点からは賃料上昇に波及する可能性があると思われます。

供給面では、クッシュマンによると、2025年第2四半期の欧州オフィス空室率は9.3%まで低下したものの、長期平均である約8%を上回る水準を維持しています。過去1年間では、アムステルダム、マンチェスター、マドリード、プラハにおいて供給が最も減少しました。これに対し、主要なドイツ市場では同四半期に供給が15%～30%増加しました。

さらに、サヴィルズによると、欧州のコアCBDオフィス市場におけるプライムオフィスの空室率は、全体における空室率を大幅に下回る水準で、わずか3%となっています。新規オフィス建設は2022年半ば以降約30%減少しており、高品質でCO2排出量の少ない低炭素の建物の供給は逼迫すると見込まれ、現在年間5%という堅調な伸びを示すプライム賃料のさらなる上昇要因となっています。

図3: 欧州における建設中のオフィス



出所: JLL; C&W 2025年10月現在

6. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第2四半期

小売りセクター

家計支出の先行指標である消費者信頼感⁷は、世界で生じているイベントにもかかわらず堅調に推移しています。9月のユーロ圏消費者信頼感指数は-14.9⁷となり、長期平均である約-11をやや下回りました。しかしながら、ユーロ圏の小売売上高は堅調に推移しており、実質インフレ調整後の売上高は過去1年間で年率2.2%⁸増となっています。

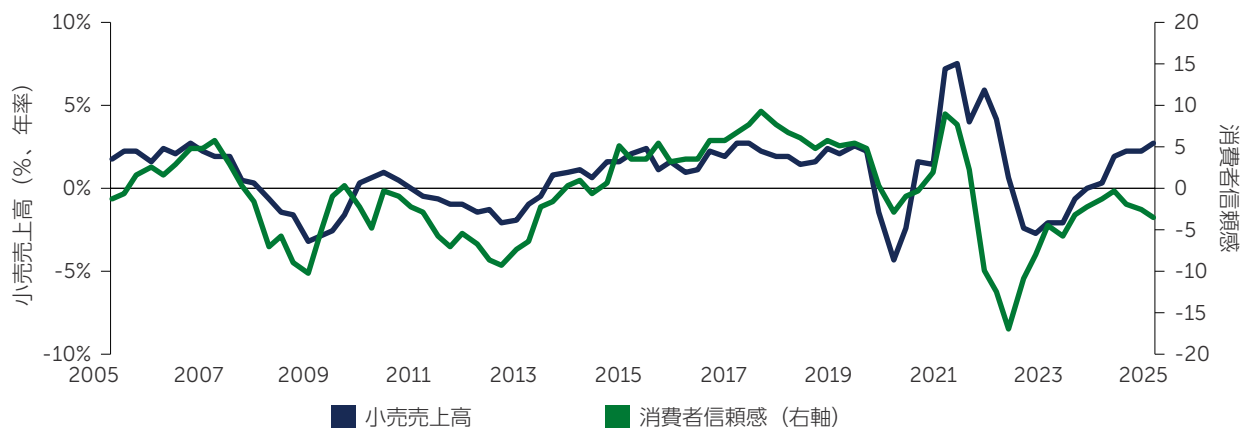
さらに、2025年第2四半期のユーロ圏の賃金は年率3.7%⁹上昇し、CPIインフレ率の年率2.2%を上回りました。この実質賃金の上昇が小売売上高持続のサポート要因となっており、複数の外部要因の逆風に直面している欧州経済にとって重要な下支え要因となると予想されます。

CBREによると、2025年上半期の欧州小売店舗の来客数は前年比ほぼ横ばいとなりました。郊外の小売商業施設は同期間に約5%の増加を記録し、足元ではパンデミック前の水準を上回る唯一のセクターとなっています。CBREが管理する小売商業施設の空室率はセクター平均である5.6%の約半分となっており、敷地内駐車場や便利なアクセスなどが要因として考えられています。

2025年第2四半期のプライム賃料の伸びも年率6%増となっています。これは、小売売上高の増加に加え、パンデミック期における10～15%の賃料下落、2022年と2023年のインフレショック時における名目小売売上高の20%急増などから賃料負担率が低下したことが一因と思われます¹⁰。

最後に、小売りセクターの景気循環見通しはよりポジティブとなったものの、依然としてEコマースにおける課題が残っています。Eコマースの影響を受けにくいと思われる小売りセクターには、食料品店、近隣型コンビニエンスストア、大型非電気製品、DIY金物、園芸用品などが挙げられます。

図4: 欧州消費者信頼感



出所: Oxford Economics; Eurostat 2025年10月現在

7. 出所: Eurostat 2025年9月現在

8. 出所: Eurostat 2025年9月現在

9. 出所: Oxford Economics 2025年第2四半期

10. 出所: Green Street 2025年1月現在

産業セクター

グローバル貿易の不透明感により、一部の物流施設は拡張を一時停止しています。JLLによると、2025年上半期のテイクアップは前年同期比10%減となり、需要は高品質スペースおよび製造メーカーに集中しています。特にハンガリー、ルーマニア、スウェーデンではテイクアップが増加した一方、西ヨーロッパではスペインと英国でのみ安定的な需要が持続しています。

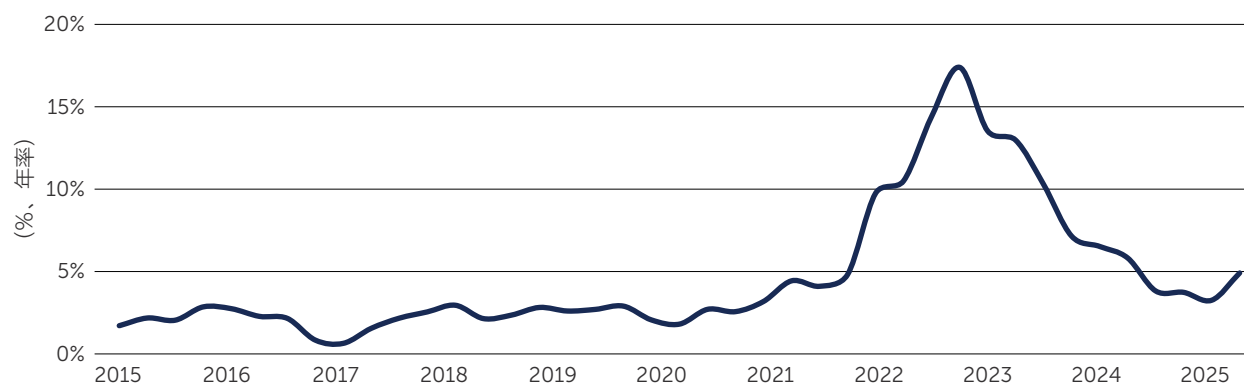
賃貸契約は主に第三者物流事業者 (3PL) が占めており、2025年第2四半期は40%弱を占めた一方、小売業者とオンライン小売業者は27%となりました¹¹。Eコマースのスペース需要は、主に中国系小売業者によって牽引されました。製造業者の賃貸契約は主にハンガリー、イタリア、スペインなどのコスト効率の高い国が主導しました。

一方、JLLによると、第2四半期の空室率は5.9%に小幅上昇し、ほぼ5年ぶりの高水準となりました。セカンダリー・スペースが増加し、テナントによる竣工済投機的スペースへの「質への逃避」が持続しています。

同時に、建設コストの上昇と資本価値の低下により、開発は急速に減速しています。CBREによると、過去12ヶ月の竣工面積は1,500万平方メートルに減少し、2017年以来の最低水準となりました。同時に、JLLによると、建設中のプロジェクトのうち投機的スペースが占める割合は40%で、4年ぶりの低水準となっています。

パンデミック時の高水準からの減速期を経て、2025年の産業用賃料の伸びは再度上昇傾向となっています。クッシュマンのプライム産業賃料データによると、第2四半期比は2.5%上昇、年率換算では前四半期の3%から約5%上昇しており、主にパリとブリュッセルにおいて伸びが顕著となっています。

図5: 欧州産業セクターにおける賃料の伸び



出所: Cushman & Wakefield; Barings 2025年10月現在

11. 出所: JLL 2025年第2四半期

リビング・セクター

賃金の上昇と住宅ローン金利の低下により、ユーロ圏の住宅価格は直近1年間で年率約4%上昇しました¹²。買い手と売り手の期待値がほぼ一致したことから取引が加速しています。重要な点として、価格変動の先行指標である住宅ローン需要は、2025年第3四半期にやや鈍化したものの、依然としてプラス圏を維持していることが挙げられます¹³。

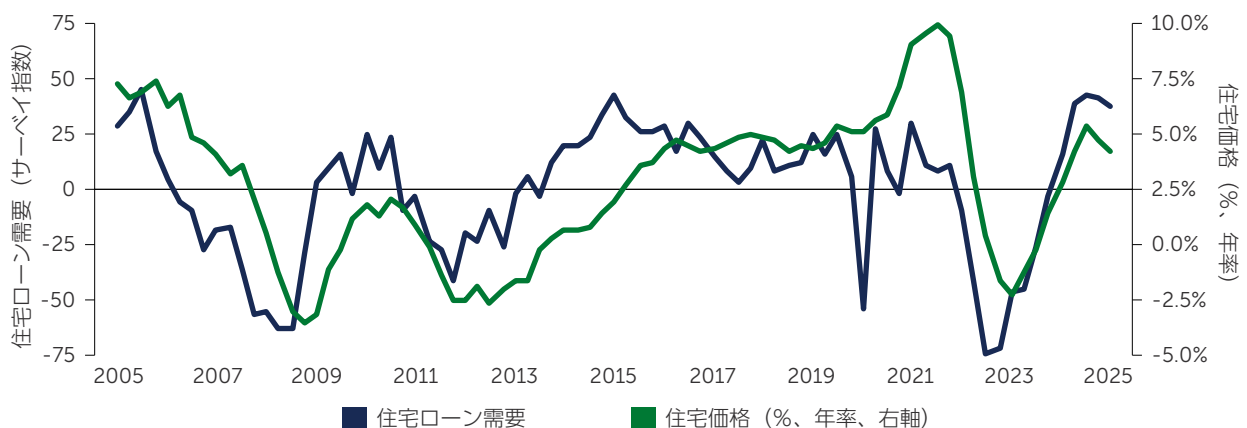
市場別では、ポルトガルが最も堅調な伸びを示しており、ゴールデンビザと年間在庫比0.1%未満となった欧州最低の長期住宅供給増加率を背景に年率17%の価格上昇¹⁴を記録しました。フィンランドは1.3%下落¹⁵した一方、Nationwideによると英国は2%上昇¹⁶しました。

ECBによると、2025年第3四半期の住宅ローン金利平均は3.3%となり、2023年末の約4%から低下したものの、2021年の1.3%からは上昇した水準にあります。金利変動の影響度合いは各国の住宅ローン市場構造により異なります。例えば、北欧諸国では住宅ローンの70~100%が変動金利型であるため、金利変動は即座に影響を及ぼします。一方、ドイツ、英国、フランスでは約90%が固定金利型のため、影響は漸進的となります。

供給面では、欧州の住宅着工件数は経済的制約により減少傾向にあり、近い将来に大規模な新規開発が行われる可能性は低くなっています。住宅不足は中期的に賃料上昇が継続することを示唆しています。

政策の観点からは、家賃の上限設定や、インフレおよび賃金上昇率との連動を目的とした家賃規制措置が、欧州の住宅投資家にとって依然として主な投資リスクとなっています。これらの政策は手頃な価格を実現することを目的としているものの、投資の制限や新規住宅供給の阻害など、逆に賃料上昇圧力を高めてしまう傾向にあります。公共部門では、家賃規制と、補助金や安価な土地提供など開発業者に対するインセンティブとのバランスの取れた柔軟なアプローチが必要とされています。

図6: ユーロ圏の住宅市場



出所: ECB, Eurostat, Oxford Economics 2025年10月現在

12. 出所: Eurostat 2025年6月現在

13. 出所: ECB 2025年9月現在

14. 出所: Eurostat 2025年6月現在

15. 出所: Eurostat 2025年6月現在

16. 出所: Nationwide 2025年9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 \$470+ 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.

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.

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.

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。 4976715

LEARN MORE AT **BARINGS.COM**

*As of September 30, 2025

25-4889191