

BARINGS

REAL ESTATE

欧州商業用不動産： 堅調な環境にもかかわらず、 回復半ば

欧州の商業用不動産市場は、安定した金利見通しや堅調な不動産価格、資金調達環境の改善、ポジティブな賃料上昇見通しなど、回復に向けた条件が整いつつあります。2026年に市場回復が本格化するかどうかは、広範な地政学のおよび経済的要因に左右されると見えています。

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

- 欧州経済は二極化が進んでおり、南欧諸国が成長を牽引しています。
- 不透明な環境が続く中、市場センチメントの回復の勢いは鈍化しています。
- インフレが目標値に回帰するにつれ、金利は当面安定的に推移すると見込まれます。

不動産市場

- 地政学的リスクは残るものの、商業用不動産の取引量の回復を下支えする基盤は整っています。
- 近代的かつ高クオリティな資産の供給不足が続く中、中長期的には賃料の成長が期待されます。
- 今回の不動産サイクルは、前回と比較して利回り縮小の余地は限定的と見込まれます。
- 貸し手間の競争激化は、借り手に有利な状況をもたらし、新規取得を後押しすると見込まれます。

経済見通し

ユーロ圏経済は2025年第3四半期に0.3%¹の小幅な成長にとどまりましたが、このヘッドライン成長率の地域間のばらつきは大きくなっています。現在、回復の二極化が進んでおり、南欧諸国が引き続き好調を維持する一方、ドイツおよびイタリアは停滞しています。

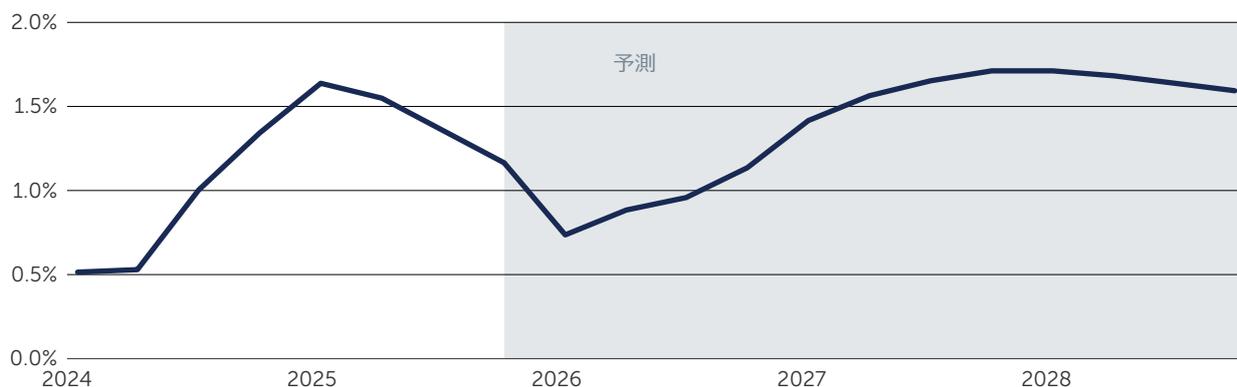
企業センチメントのモメンタムは、6ヶ月間堅調に推移した後、年末にかけて鈍化しました。12月のユーロ圏総合購買担当者景気指数 (PMI) は、サービス業の減速が主な要因となり、30ヶ月ぶり高値となった11月の52.8から51.5に低下しました。欧州経済センチメント指数も97.1から96.7に低下し、持続的な信頼感の目安とされる100を引き続き下回りました²。

12月のユーロ圏消費者物価指数 (CPI) は2.0%に低下し、ヘッドラインインフレは欧州中央銀行 (ECB) の目標値に回帰しました。食料品価格の上昇は加速したものの、サービスや工業製品、エネルギーの価格上昇圧力が緩和されたことにより相殺されました。インフレが目標値に達したことを受け、ECBは12月の会合で主要リファイナンス金利を2.15%に据え置き、利上げ期待は後退しました。

しかし、政策金利は低下しているものの、長期借入コストはそれに連動して低下していません。財政の安定性に対する懸念の高まりを背景に、国債利回りは依然として高水準にとどまっています。それでも、取引可能な利回りスプレッド (量的緩和前と同水準) と賃料の上昇を背景に、不動産市場にとって利回り環境は概ね下支えされています。今年、米国金利が低下し、欧州の経済成長が持続すれば、この市場金利と政策金利の乖離は縮小する可能性があります。

不確実性が高まる中、ユーロ圏のGDP成長率は年率1.2%と堅調に推移しています。成長率は2026年に年率1.0%にやや鈍化した後、2027年には年率1.7%に加速すると予想されており、ドイツの防衛支出の増加が景気刺激要因となると見込まれます³。これらの見通しは、地政学的な状況と米国の政策環境が相対的に安定していることが前提条件となっています。

図1: ユーロ圏GDP見通し



出所: Oxford Economics 2025年1月現在

1. 出所: Oxford Economics 2026年1月現在
2. 出所: Eurostat 2026年1月現在
3. 出所: Oxford Economics 2026年1月現在

資本市場

地政学および経済における不確実性の高まりが経済および投資家センチメントに大きな重しとなる中、欧州不動産投資の取引量は本格的な回復に至りませんでした。取引量は概ね横ばいで推移し、2025年1～9月で1,469億ユーロとなり、2024年同期の1,463億ユーロとほぼ同水準となりました⁴。

不動産価格は2年連続でほぼ横ばいとなり、2025年第4四半期の不動産セクター全体のプライム利回りは5.1%⁵となりました。不動産セクター全体のプライム賃料は年末までに年率4.3%と堅調に上昇しました⁶。近代的かつ高クオリティな物件の供給不足が賃料上昇を下支えしており、開発活動水準が既に低水準で、さらに低下しているため、中長期的にパフォーマンスを牽引し続けると見込まれます。金利上昇局面では、前回の不動産サイクルに比べ利回り縮小の余地は限定的となる可能性が高いと見ています。

貸し手のセンチメントも堅調に推移しています。チャタム・フィナンシャルによると、取引活動は物件取得とリファイナンスにほぼ二分されており、2025年後半を通じてマージンは概ね安定していました。レバレッジは、シニアレンダーが55～60%、デットファンドでは最大70%に達しています。貸し手の選好範囲は拡大しており、オフィスやホテル、小売りセクターに対するセンチメントも改善傾向にあります。全体として、貸し手間の競争激化により借り手に有利な環境となっています。

不動産取引活動の急激な回復を示す明確な兆候は現時点では確認されていないものの、実質賃料の堅調な伸びやプライム物件における150～200bpsのプラスのイールドスプレッド、大幅に改善した貸し手のセンチメントといった支援材料は、投資活動が活発化するための通常の要件を満たしています。こうした動きが今年中に実現する場合は、グローバルにおける地政学的リスクの安定に左右されると考えます。

図2: プライム不動産における利回りの影響と賃料成長率



出所: CBRE, C&W, Barings Research 2025年第4四半期現在

4. 出所: RCA 2025年第3四半期現在

5. 出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2025年第4四半期現在

6. 出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2025年第4四半期現在

不動産市場

オフィス・セクター

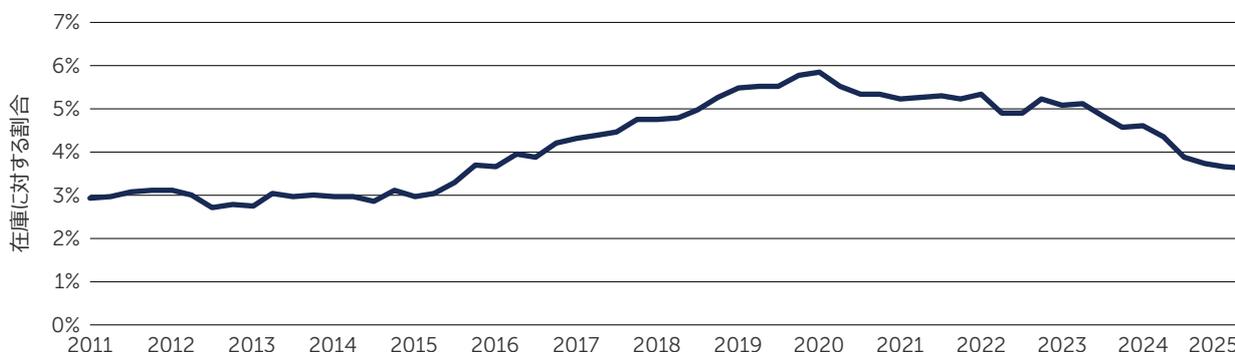
欧州全域において、オフィス需要は引き続き低調であり、2025年第3四半期までの年間テイクアップは900万平方メートルとなり、前年同期比では-1.5%とほぼ横ばいとなりました⁷。フランクフルト、ダブリン、アムステルダムでは大幅な増加が見られた一方、主要市場であるロンドンおよびパリでは賃貸モメンタムが鈍化しました。2025年第3四半期の空室率は9.6%に達し、2014年以来の高水準となったものの、過去の景気循環におけるピークである10%超は依然下回っており、世界的に見ても適度な水準となっています⁸。このヘッドライン数値は、今年の不確実性を背景に一部で拡張計画が遅れていることを反映していますが、Aグレードのオフィススペースは依然として逼迫しています。BNPパリバ・リアル・エステートによると、質への逃避傾向が続いており、中心業務地区 (CBD) の空室率は、バルセロナで2.1%、ミラノで2.7%、ミュンヘンで3.5%となっています⁹。

同時に、欧州のオフィス開発パイプラインは縮小しており、2025年第3四半期時点で建設中のオフィスは、欧州全体のオフィス在庫のわずか3.8%にとどまっています¹⁰。建設コストの上昇とオフィス価格の下落により、開発案件の採算性は大きく圧迫されており、その結果、企業は新たなオフィススペースの確保が困難となり、やむを得ず老朽化した既存物件の賃貸契約の延長を余儀なくされているとの報告もあります。この傾向が続く限り、少なくとも今後10年間は、プライム賃料は着実に上昇を続けると見込まれます。

需要がプライム物件に集中し、資金調達の制約やコスト上昇により新規オフィス開発が抑制される中、既存物件のリポジショニングや用途転換 (リパーパシグ) 案件が注目を集めています。JLLによると、改修は全面的な再開発に伴う高いリスクを回避しつつ、10~30%の魅力的なプレミアムを生み出す可能性があります。立地面では、都市部に位置し、利便性の高いエリアが選好されるものの、その多くは歴史地区に位置するため、プロジェクト規模が制限され、供給拡大の余地は限定的となっています。

プライムオフィスに対する潜在的な需要は賃料動向に明確に表れています。経済の変動性が高い局面にもかかわらず、プライム賃料は2022年以降、年率4%超の成長を維持しています。賃料は年率4.6%上昇しており、長期平均を大きく上回った水準にありますが、インフレ率を上回るペースで推移していることは注目に値します¹¹。

図3: 建設中の欧州オフィス



出所: JLL, C&W 2025年第3四半期現在

- 7. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第3四半期現在
- 8. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第3四半期現在
- 9. 出所: BNP Paribas Real Estate 2025年第3四半期現在
- 10. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第3四半期現在
- 11. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第3四半期現在

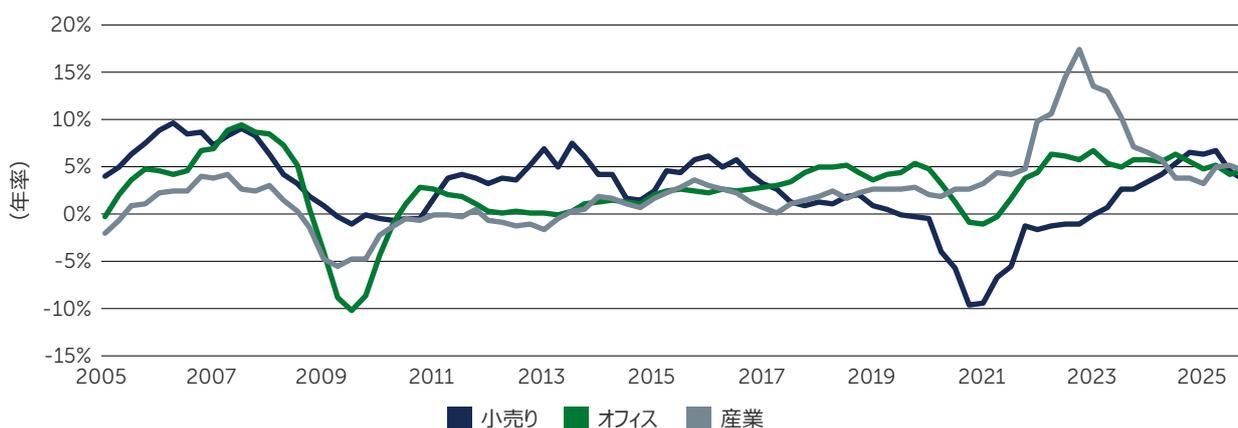
小売りセクター

消費者センチメントは依然として低調で、ユーロ圏消費者信頼感指数は12月に-13.1まで低下し、長期平均である-11.0をやや下回りました。それにもかかわらず、小売売上高は底堅さを示しており、ユーロ圏の小売販売数量は11月に年率2.2%増加しました¹² ¹³。労働市場環境も安定的に推移しています¹⁴。ユーロ圏の失業率は6.3%と過去最低水準に近い水準にあり、2025年第3四半期の賃金上昇率は年率3.0%¹⁵と、インフレ率の2.0%を依然として上回っています¹⁶。消費者の慎重姿勢が支出より貯蓄を促している可能性はあるものの、ユーロ圏の堅調な労働市場と実質賃金の上昇を背景に、消費を下支えする追い風となると見えています。

JLLによると、小売賃貸市場では市場規模や消費者の購買力、観光支出が依然として3つの主要な判断要素となっています。オムニチャネル対応の重要性が高まっており、良好な顧客体験を提供し、即時的な商品提供に対する期待に対応可能な大型店舗への需要が集中しています。欧州における高齢化とヘルスケア・ウェルネス・セクターの拡大は、小売りオーナーや資産運用会社にとってテナント構成の多様化を図る機会を生み出す可能性があります。CBREの分析によれば、こうしたサービスを提供するショッピングセンターでは、来客数の増加が確認されています。

プライム小売賃料の伸びは、2025年半ばの年率6.7%から2025年第4四半期には同3.6%へと急激に減速しました¹⁷。これは、オンライン小売りが非食料品を中心とする実店舗小売りに引き続き重くのしかかり、足元の回復は一時的なものにとどまるという弊社の見解と整合性がとれています。インフレの急上昇局面は過ぎ去ったものの、店舗売上高を押し上げ、努力率（店舗売上高に対する店舗賃料の割合）の低下をもたらしました。今後は、キャピタル・エコノミクスによる予測によると、ユーロ圏の小売賃料上昇率が今後3年間で年率平均2.3%と見込まれていますが、この見通しは楽観的すぎる可能性があります。

図4: 欧州のプライム賃料成長率の推移



出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2025年第4四半期現在

12. 出所: Eurostat 2025年12月現在

13. 出所: Eurostat 2025年11月現在

14. 出所: Eurostat 2025年11月現在

15. 出所: Eurostat 2025年第3四半期現在

16. 出所: Eurostat 2025年12月現在

17. 出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2025年第3四半期現在

産業セクター

JLLによると、地政学の不確実性が持続する中、欧州の物流賃貸活動は2025年第3四半期に再び勢いが戻る兆しが見られました。サプライチェーンに関する意思決定をこれ以上先延ばしできない段階に達したテナントからの新たな物流スペース需要が、市場に顕在化しつつあります。

物流賃貸活動は活発化し、2025年第3四半期のテイクアップは570万平方メートルとなり、前四半期比4%増加しました¹⁸。四半期ベースでは改善が見られたものの、2025年9月までの9ヶ月累計テイクアップは前年同期比-4%とわずかに減少しました。ただし、パンデミック前の5年平均と比較すると依然として約10%上回っています。主要市場における近代的かつESG基準に適合した物件の不足が賃貸活動の制約要因となりました。需要を牽引したのはサードパーティ・ロジスティクス (3PL) で、テイクアップ全体の約40%を占めました。一方、製造業は約25%を占め、再生可能エネルギー企業や新興テクノロジー企業、防衛関連企業の拡大に支えられ、前年比での減少を回避した唯一のセクターとなりました¹⁹。

JLLによると、2025年第3四半期の空室率は6.3%に再び上昇し、2016年以来の高水準となりましたが、過去の景気循環のピークと比べると大幅に低い水準となっています。今回の空室率上昇は主に老朽化した物件に偏っており、テナントが新しく近代的な物件を選好する傾向を反映しています。同時に、竣工は2023年以降鈍化傾向にあります。CBREによると、過去12ヶ月間の竣工面積は1,670万平方メートルで、過去5年平均を20%以上下回りました。この竣工物件の減少傾向はさらに強まり、空室の吸収を後押しするとともに賃料上昇を持続させる要因になると考えます。

弊社は引き続き土地価値比率の高い物流資産を選好しています。これらの物件は陳腐化リスクへの耐性が高く、立地の希少性による供給の非弾力性が大きいことに加え、持続的なインカム成長の可能性にも優れているためです。ラストマイル物流と港湾物流はいずれもこれらの条件を満たしていますが、弊社はラストマイル物流をより重視しています。これは、特に足元の環境下では、グローバル貿易の方がオンライン小売りの成長よりも変動性が高く、長期的リスクが相対的に大きいと考えられるためです。

プライム工業用物件の賃料は2025年第4四半期に0.7%上昇し、前年比4.6%の伸びを示しました。スペイン、アイルランド、ドイツ、英国の上昇が牽引役となりました²⁰。

図5: 欧州産業セクターのテイクアップの推移



出所: JLL 2025年第3四半期現在

18. 出所: JLL 2025年第3四半期現在

19. 出所: JLL 2025年第3四半期現在

20. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第3四半期現在

リビング・セクター

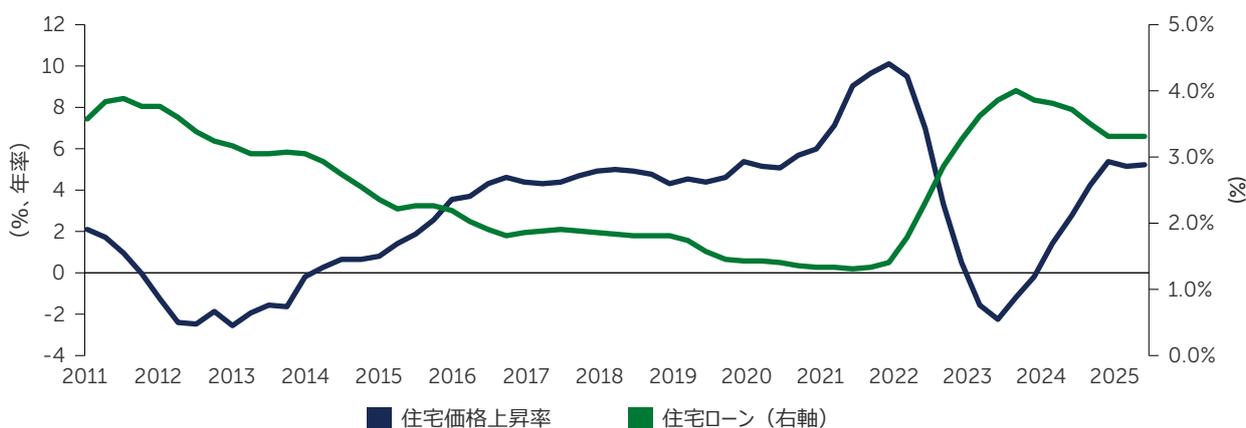
住宅価格の上昇率と借入コストの間には強い負の相関関係があり、2024年初に住宅ローン金利が低下した後、しばらくして住宅価格はプラス成長に転じました。ユーロ圏の住宅価格上昇率は依然として堅調に推移していますが、足元では伸びが頭打ちとなる兆しも見られ、2025年第3四半期は年率5.1%と前四半期から横ばいとなりました²¹。国別では上昇率に大きなばらつきがあり、スペインでは堅調な経済を背景に年率+12.9%と二桁の上昇を記録した一方、フランスでは厳しい経済状況により、上昇率は年率+0.7%にとどまっています。

ユーロ圏の賃料上昇は12月時点で年率2.0%とインフレ率を上回るペースを維持しており、2025年第4四半期の賃料成長率は年率2.9%となりました。これは、長期トレンドである年率1.6%を大きく上回る水準となっています。住宅賃料の循環要因はインフレ調整後の実質賃金の伸びであり、この見通しはポジティブとなっています（小売りセクター参照）^{22,23}。

賃貸住宅の深刻な供給不足や新規建設の制限、購入者の資金力不足が、中期的には賃料成長を持続させる可能性が高いと見ています。この流れを反転させるには、金利や失業率の急上昇、それに伴う住宅価格の下落や、住宅建設の大幅な増加といった、相当程度の環境変化が必要となると思われます。賃料規制の導入は短期的には抑制効果をもたらすものの、長期的には賃貸住宅の供給不足をむしろ悪化させる傾向があります。

学生向け住宅セクターでは、米国のビザ規制強化により欧州における留学生が増加する可能性があります。スペインは文化的な親和性から恩恵を受け、英国はビザの制約があるものの、引き続き名門教育機関に対する留学生の関心を集めると見られます。ドイツなど一部の国では、英語の学位プログラムを拡充し、競争力の強化を図っています。国際学生だけでなく、より裕福な国内学生も惹きつける世界大学ランキング上位校は、民間PBSA（学生専用住宅）事業の採算性を確保するために必要な賃料水準を支払う能力が相対的に高いため、引き続き投資家にとって主要な投資対象になると思われます。

図6: ユーロ圏住宅価格と住宅ローンの推移



出所: OECD、ECB 2025年第3四半期現在

21. 出所: OECD 2025年第3四半期現在

22. 出所: Eurostat 2025年12月現在

23. 出所: OECD 2025年第4四半期現在

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 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

Barings is a \$481+ 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 © 2026 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。5249985

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

*As of December 31, 2025

26-5174777