

欧州商業用不動産： 不確実性がもたらす投資機会

欧州不動産市場は、中東での紛争を背景にインフレ懸念が再燃したことなどから、回復の遅れが見られています。一方で、欧州中央銀行 (ECB) による今後の政策金利の引き上げは、今回については比較的緩やかなペースにとどまる可能性が高いと見込まれます。このような環境下においても、市場は底堅く推移しており、開発活動の減少が続くなか、近代的な物件の慢性的な不足は、今後さらに深刻化する見通しです。

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)
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

- イランにおける紛争は見通しの不確実性を高めており、最終的な影響は、紛争の継続期間に左右されると見られます。
- エネルギー価格の上昇を背景に、3月のインフレ率は押し上げられ、足元では追加的な利上げが2回織り込まれています。
- ECBは、成長鈍化と物価上昇の双方に配慮しながら、慎重な政策運営を迫られる状況にあります。

不動産市場

- 商業用不動産セクターは回復途上にあるものの、賃料は上昇しており、イールドスプレッドも適切な水準を維持していることから、大幅な価格変動は想定していません。
- マクロ環境の見通しは不透明であるものの、近代的物件の不足や開発パイプラインの鈍化、賃料の上昇などを背景に、商業用不動産セクターは一定の底堅さを維持しています。
- 不確実性の再燃により取引量の回復ペースは鈍化する可能性がある一方で、魅力的な価格での取得機会は長期化すると考えられます。
- 現在の環境は、構造的な投資の重要性を改めて示しており、特にインフレ耐性を求める投資家にとっては、人口動態やテクノロジー、ESGといった長期的トレンドとの整合性が重要となります。

経済見通し

2025年末にかけては、関税を巡る混乱は次第に沈静化し、相対的な正常化への期待が高まっていました。しかしながら、中東での紛争により再び不確実性が高まるとともに、エネルギー価格も上昇しています。この紛争の勃発により、GDPやインフレ、金利の見通しは不透明感が強まっており、オックスフォード・エコノミクスは予測の見直しを余儀なくされています。

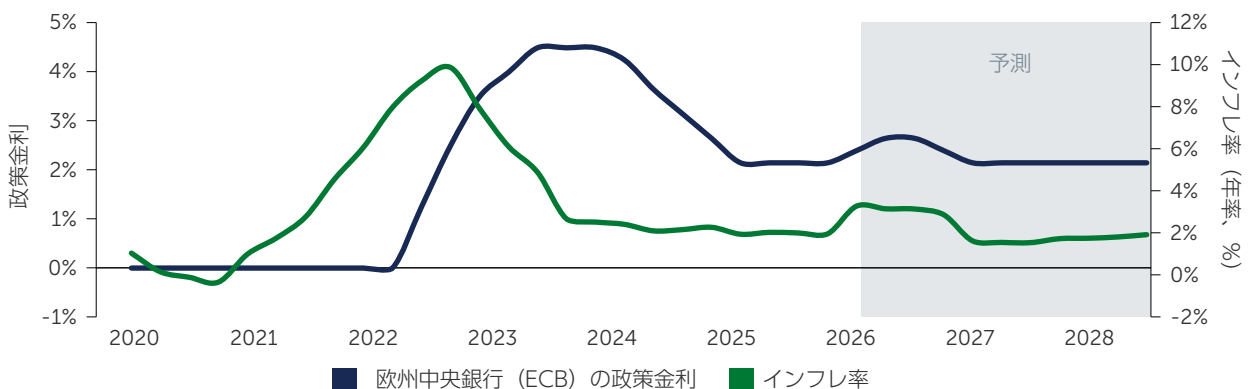
調査データには、すでに中東情勢の影響が表れ始めています。ユーロ圏の総合購買担当者景気指数 (PMI) は、3月に50.7まで低下しました¹。エネルギー価格の上昇や市場のボラティリティ、サプライチェーンの不確実性が、経済活動の重しとなっています。内訳を見ると、サービス業は50.2と前月比1.7ポイント低下した一方、製造業は51.6と前月比0.8ポイント上昇しました。ただし、製造業については、遅行性のある指標である可能性に留意が必要です²。

ユーロ圏のインフレ率は3月に2.6%まで上昇し³、2024年7月以来の水準となりました。主な要因は、前月比で7%上昇したエネルギー価格の上昇です。オックスフォード・エコノミクスは、こうしたエネルギー価格の高騰を背景に、今年のインフレ率を従来予想の1.7%から上方修正し、平均で約3%に達すると見込んでいます。また、食品価格やコアインフレへの波及も一部見込まれています。

インフレ期待は上昇しているものの、金融政策はロシア・ウクライナ戦争以前と比べてより引き締めの状況にあります。ECBIは、成長鈍化と物価上昇のバランスを慎重に見極める必要があります。オックスフォード・エコノミクスは金利見通しを上方修正しましたが、その幅は50bpsにとどまり、政策金利は年末に2.65%まで上昇した後、現行水準へと再び低下すると予想されています。

ユーロ圏のGDP見通しは下方修正されました。オックスフォード・エコノミクスは、実質所得への圧力はあるものの、投資へのマイナスの影響は限定的にとどまるとの見方から、2026年の成長率予測を0.2%下方修正し年率0.8%としたほか、2027年の成長率予測を0.1%下方修正し年率1.5%としました。しかしながら、見通しは依然として非常に不透明であり、エネルギーショックの強度および継続期間に大きく左右されます。

図1: ユーロ圏インフレ率および金利の推移



出所: Oxford Economics 2026年4月現在

1. 出所: S&P Global 2026年4月現在
2. 出所: S&P Global 2026年4月現在
3. 出所: Eurostat 2026年4月現在

資本市場

欧州商業用不動産への投資額は、地政学的な不確実性が高まる中においても、2025年は2,249億ユーロと⁴概ね横ばいで推移しました。英国が投資活動を牽引する一方、ドイツは出遅れましたが、その主因は債務資金調達ギャップの大きさにあると考えられます。

中東での紛争を背景に、エネルギー価格は急騰しています。インフレ、金利、さらには不動産利回りや資本フローへの影響は不透明であり、紛争の継続期間に大きく左右されると見込まれます。

グローバル金融市場では、ECBによる利上げが織り込まれつつあります。しかしながら、エネルギー価格が前回急騰した2022年のウクライナ侵攻時と比較すると、現在は金融政策がより引き締めの状況にあり、個人消費も弱含んでいます。

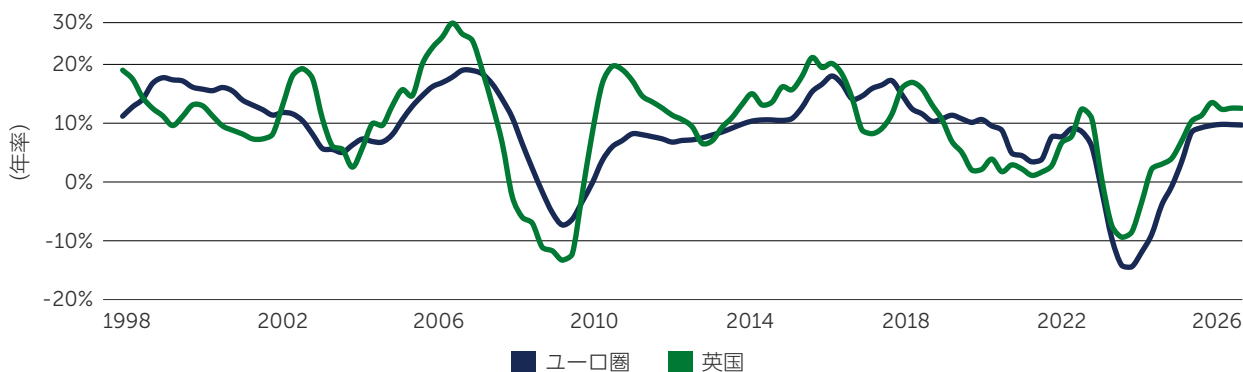
投資家サーベイによると、欧州投資家の間で最も人気が高いセクターは住宅関連セクターであり、これに産業・物流セクターが続いています。また、オルタナティブへの関心も高まっており、特に学生向け住宅が最も選好され、次いでシニア向け住宅や不動産デットが挙げられています⁵。

不動産デット市場における流動性および貸し手の投資意欲は引き続き高い水準を維持しており、限られた案件に対して多くの資金が流入しています。一方で、地政学的要因を背景に、貸し手の姿勢はより慎重な方向へとシフトしつつあります。

不動産デットのマージンは第1四半期を通じて安定しており、価格変動は主としてベンチマーク金利の上昇を反映したものです。5年スワップ金利は、EURIBORで2.5%、英国のSONIAで4%まで上昇⁶しており、これらの水準は約5%とされる欧州プライム不動産利回り⁷と比較されます。

不動産セクターはまだ本格的な回復には至っていないものの、賃料は上昇しており、イールドスプレッドも十分な水準を維持していることから、大幅な価格変動は想定していません。現在の環境は、魅力的な価格での取得機会を拡大するとともに、人口動態やテクノロジー、ESGといった長期的なトレンドに沿った構造的な投資の重要性を改めて示しています。特にインフレ耐性を重視する投資家にとって、その重要性は一段と高まっています。

図2: 欧州商業用不動産のトータルリターン推移 (プライム)



出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2026年第1四半期

4. 出所: RCA 2025年第4四半期

5. 出所: CBRE Global Investor Intentions Survey 2026年3月現在

6. 出所: Chatham Financial 2026年第1四半期

7. 出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings Research 2026年第1四半期

不動産市場

オフィス・セクター

2025年の欧州オフィス市場におけるテイクアップ（新規賃貸面積）は890万平方メートルとなり、910万平方メートルであった2024年をやや下回り、過去10年平均を15%下回る水準となりました⁸。成長見通しの鈍化を背景に、少なくとも短期的には需要の大幅な回復は見込みづらい状況となっています。

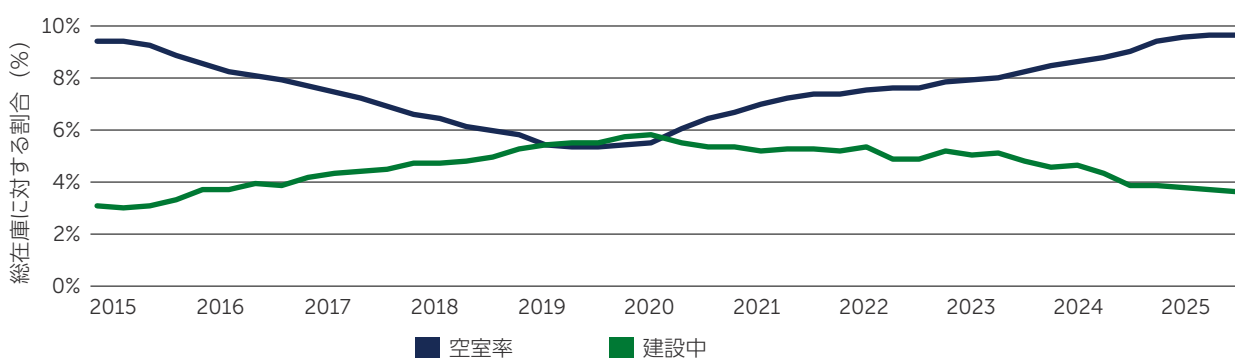
欧州オフィスの空室率は、2025年第4四半期に9.7%へ上昇し、前年同期の9.0%から上昇しました。一方で、上昇傾向には鈍化の兆しも見られることから、空室率は景気循環のピークに近づいている可能性があります。

厳しい開発市場環境を背景に、建設活動は抑制されています。2025年第4四半期末時点で建設中の面積は880万平方メートルにとどまり、ピーク時の2023年第1四半期の1,240万平方メートルから減少しています。パンデミック後に見られた価格調整に加え、インフレに伴う建設コストの上昇圧力により、新規プロジェクトの実現可能性に対する慎重な見方が広がっています。その結果、開発パイプラインのさらなる減速が見込まれるほか、未着工案件については着工時期が延期される可能性があります。

人工知能（AI）の進展を背景に、一部のオフィスワークの将来性や需要への影響に対する懸念が高まっています。こうした中、交通利便性の高い中心業務地区（CBD）に位置するコアオフィスは、短期的および長期的な変化に対して最も高い耐性を示すと見込まれます。一方で、セカンダリーなオフィスビルや立地においては、陳腐化リスクが最も高いと考えられます。

2026年3月までの1年間に於いて、プライムオフィス賃料は年率5.5%上昇し、不動産全体の平均である年率4.8%を上回りました⁹。欧州の主要都市において、近代的なCBDオフィススペースの深刻な供給制約が、引き続き市場の上位セグメントにおける賃料上昇をけん引しています。

図3: 欧州におけるオフィス供給



出所: Cushman & Wakefield 2025年第4四半期

8. 出所: Cushman & Wakefield 2025年第4四半期

9. 出所: CBRE、Cushman & Wakefield、Barings Research 2026年第1四半期

小売りセクター

2026年4月のユーロ圏消費者信頼感指数は-20.6となり、2026年3月の-16.4から低下し、3年ぶりの低水準となりました¹⁰。不透明感の強い経済見通しを背景に、家計の慎重姿勢が強まっていることを反映しています。

小売売上高の伸びについても鈍化の兆しが見られます。2月の小売売上高は前月比で0.2%減少し、年間の小売売上高の伸び率も年率1.7%へ鈍化しました¹¹。

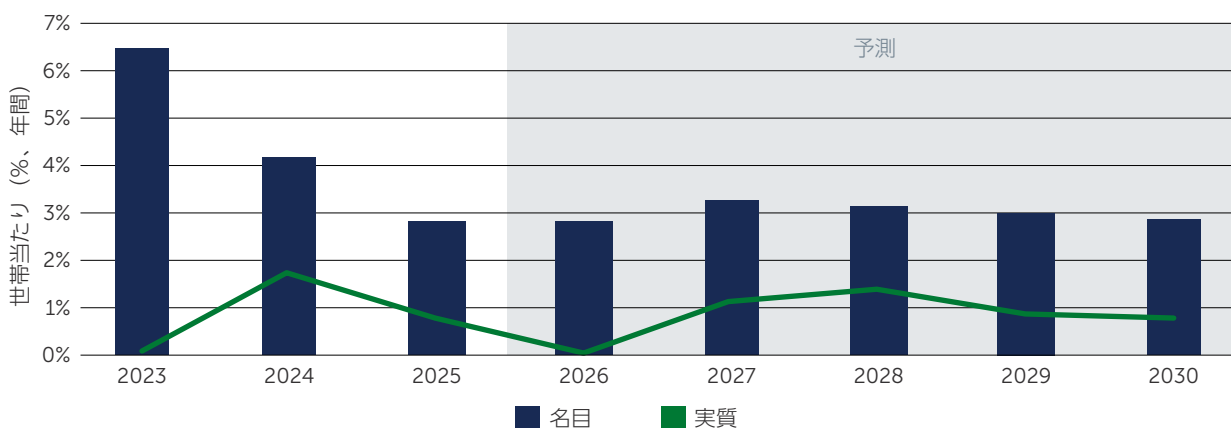
原油価格やエネルギー価格の上昇は、家計の可処分所得を圧迫し、個人消費の下押し要因となると見込まれます。労働市場が軟調に推移する中、賃金上昇のみでは物価上昇圧力を十分に相殺できない可能性があります。

こうした状況を受け、小売業者は欧州全域において店舗網の合理化および最適化を進めており、プライムの主要ストリートに位置する大型の旗艦店を優先する一方で、セカンダリーな立地の店舗の縮小を進めています。

小売業者の需要がプライム立地の店舗に集中したことが、2026年第1四半期におけるプライムの主要ストリート賃料が前期比1.2%上昇した一因となったと考えられます¹²。

年間賃料上昇率は年率3.9%と堅調に推移していますが、前年同期の6.3%と比較すると、大幅に低下しています。消費者の支出環境の悪化は、今後の賃料上昇ペースの下押し要因となる可能性があります。

図4: 家計の可処分所得見通し



出所: Oxford Economics 2026年4月現在

10. 出所: Eurostat 2026年4月現在

11. 出所: Eurostat 2026年2月現在

12. 出所: CBRE、Cushman & Wakefield、Barings Research 2026年第1四半期

産業セクター

CBREによると、2025年第4四半期の欧州物流セクターのテイクアップは27%増加し、賃貸契約面積は740万平方メートルとなりました。これにより、年間の総テイクアップは2024年と同水準となりました。直近の地政学的動向は、今後数ヶ月にわたり需要の回復力に影響を及ぼす可能性があります。不確実性が長期化した場合には、サプライチェーンにおけるリスク対応の強化や倉庫スペース需要の高まりにつながる可能性があります。

主要市場では賃貸活動が前年比で堅調な伸びを示しており、英国で9%、イタリアで7%、ドイツで6%の増加が確認されました。一方で、ベルギー、スウェーデン、オランダでは二桁の減少となり、全体の伸びを一部相殺する結果となりました。

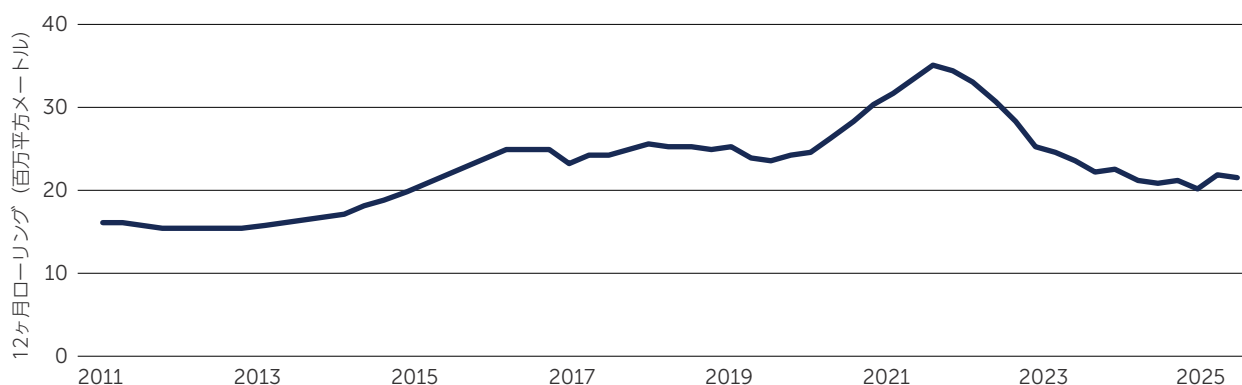
JLLによると、2025年の賃貸活動において、3PL (サードパーティ・ロジスティクス) が42%と最大のシェアを占め、次いで小売・eコマースが27%、製造業が21%となりました。

CBREによると、欧州の物流施設の空室率は直近数四半期にわたり5.5%と概ね安定して推移していますが、前年比では約75bps高い水準にあります。

物流施設の年間竣工面積は8年ぶりの低水準に落ち込み、既存空室の吸収を促進するとともに、賃料上昇を下支えすることが見込まれます。JLLによると、建設中の投機的 (入居者未確定の開発) スペースの割合は、足元では全体の約3分の1に低下しており、開発活動は一部のプライム市場に集中していると指摘されています。

2026年第1四半期までの12ヶ月間において、産業セクターの賃料は年率5.0%上昇し、前年同期比の年率3.3%から伸びが加速しました。この上昇を牽引したのはフランスであり、パリの賃料は12%上昇したほか、他の多くの主要市場でも5%超の伸びを記録しました。一方で、ドイツは例外的な動きとなり、主要市場はいずれもプラス成長を維持したものの、伸び率は年率5%を下回りました。

図5: 欧州産業セクターのテイクアップ



出所: JLL 2025年第4四半期

リビング・セクター

イラン情勢の進展を背景に、住宅ローン金利の見通しに不透明感が広がっています。こうした中、労働市場の鈍化や消費者センチメントの悪化を示す初期的な兆候（小売りセクター参照）も相まって、今後の取引活動のモメンタムを鈍化させる可能性が高いと考えられます。

中東情勢が深刻化する以前には、住宅価格は堅調な上昇基調を維持しており、ユーロ圏では2025年に年平均5.4%¹³の伸びを記録しました。スペインは年率12.9%と大幅な上昇を示したほか、イタリアおよびドイツもそれぞれ4.1%、3.0%と堅調な伸びを示しました。一方で、フランスおよび英国では伸び率が相対的に低く、それぞれ1.1%、2.2%にとどまりました¹⁴。

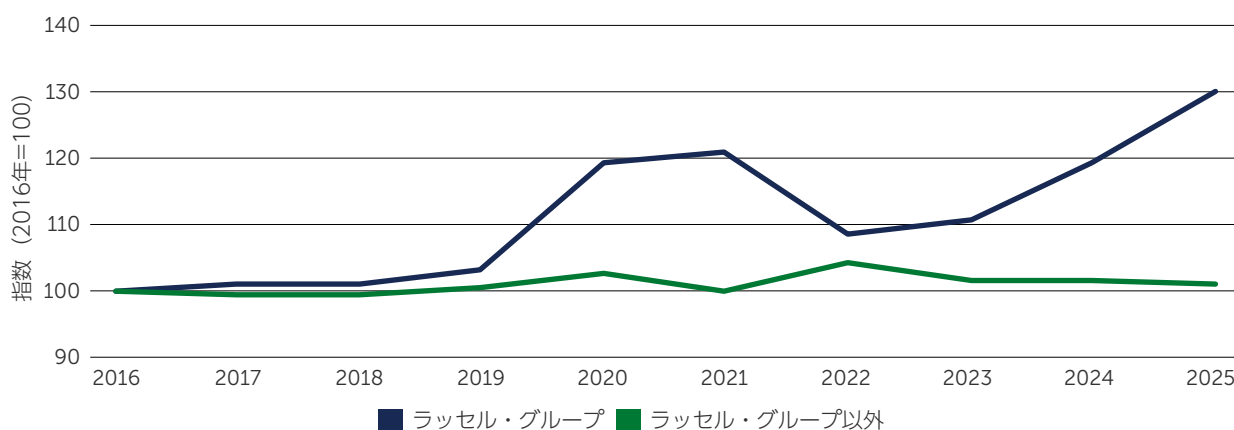
オックスフォード・エコノミクスの2026年4月時点の最新予測によると、2028年までの年平均住宅価格上昇率は4.9%と見込まれています。ただし、予測は今後修正される可能性があり、その修正幅はイラン情勢の継続期間に左右されると考えられます。

労働市場の状況がさらに悪化した場合、学生数の増加につながる可能性があります。その結果、学生専用住宅（PBSA）への需要を支えする要因となる可能性があります。

同時に、テクノロジーの進展を背景に、大学レベルの講座を含むオンライン教育の提供が拡大しており、これがPBSAの需要を侵食する可能性への懸念が高まっています。こうしたリスクを軽減する観点から、投資家は、オンライン学習のトレンドに対して相対的に高い耐性を有すると見込まれる、ランキング上位の教育機関に関連する資産を選好することが有効であると考えられます。

英国では、名門ラッセル・グループの大学への出願動向がその一例となっており、合格者数は2016年以降で30%増加している一方、その他の大学ではわずか1%の増加にとどまっています¹⁵。

図6: 英国におけるUCASへの出願受理件数



出所: UCAS (Universities and Colleges Admissions Service) 2025年

13. 出所: Oxford Economics 2026年4月現在

14. 出所: Oxford Economics 2026年4月現在

15. 出所: UCAS 2026年4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)

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 alternative asset manager that partners with institutional, insurance, and wealth 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 credit, 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、一般社団法人資産運用業協会会員)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。5507695

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

*As of March 31, 2026

26-5438454