

UBSグローバル 不動産 バブル指数

2021年



目次

- 3 序文
- 4 主な結果
- 5 不動産市場は各都市ともに活況
- 7 世界主要都市のベンチマーク
- 9 フランクフルト
- 10 香港
- 11 チューリッヒ
- 12 ロンドン
- 13 ニューヨーク
- 14 シンガポール
- 15 その他主要都市
- 17 調査手法およびデータ

UBSグローバル不動産バブル指数

本稿はUBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch、UBS AG London Branch、UBS Financial Services Inc. (UBS FS)が作成した“UBS Global Real Estate Bubble Index”(2021年10月13日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年10月25日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

Editor in Chief

Matthias Holzhey

Authors

Matthias Holzhey
Maciej Skoczek
Katharina Hofer

Regional contributors

Jonathan Woloshin (US)
Dean Turner (London)
Dennis Lam (Hong Kong)
Wen Ching Lee (Singapore)
Matteo Ramenghi (Milan)
Roberto Ruiz-Scholtes (Madrid)
Tatiana Boroditskaya (Moscow)

Editorial deadline

11 October 2021

Design

CIO Content Design

Cover photo

Shutterstock

序文

読者の皆様へ

世界的に住宅価格は上昇が進み、高値を更新しています。都市部の市場もその恩恵を受けましたが、これは2つの理由で注目に値します。第1に、新型コロナのパンデミックによる行動制限とリモートワークの広がりから、都心居住の優位性はむしろ低下しました。実際、調査対象都市の平均賃料は下がっています。これは過去にはほとんど見られなかった動向です。第2に、都市における住宅のアフォーダビリティ(買いやすさ)は、新型コロナ危機が始まる前までに既に相当悪化していました。

ところが、多くの人にとって住宅価格が手ごろな水準を超えていても、それが価格上昇を妨げる要因となっていないことは明らかです。調達コストが歴史的な低水準にあり、長期的には価格が上昇するという期待感が人々の間に定着しているため、住宅の所有は非常に魅力的なものとなっており、少なくとも当面は価格水準が問題になることはなさそうです。しかし、住宅価格が値上がりすれば、必然的に家計の負債比率は上昇します。これは住宅ローン残高が足元で加速度的に伸びていることにも明確に現れています。

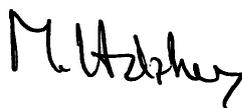
アフォーダビリティの悪化、持続不可能な住宅ローン貸付、住宅価格と賃料のかい離の拡大などは、歴史的に住宅危機の前兆となってきました。調達コストがゼロに向けて低下トレンドを続ける限り、不動産価格、所得、賃料は互いに相関しない動きを続ける可能性があります。ところが、価格と負債比率がこれまででない水準へと上昇し続ければ、同様にリスクも高まることを示唆します。これは長期的には行き止まりとなるらせん階段を上っているようなものです。

本レポートは、世界の幅広い都市部における住宅市場の見通しを調査・分析し、足元で最も不均衡が高まっている都市を判定します。本年度版では、投資家の注目度が高まっているマイアミをシカゴに代えて調査対象に加えました。

皆様にご一読頂き、今後の投資判断の参考にしていただければ幸いです。



Claudio Saputelli
Head Swiss & Global Real Estate
Chief Investment Office GWM



Matthias Holzhey
Head Swiss Real Estate
Chief Investment Office GWM

主な結果

住宅価格の上昇が加速

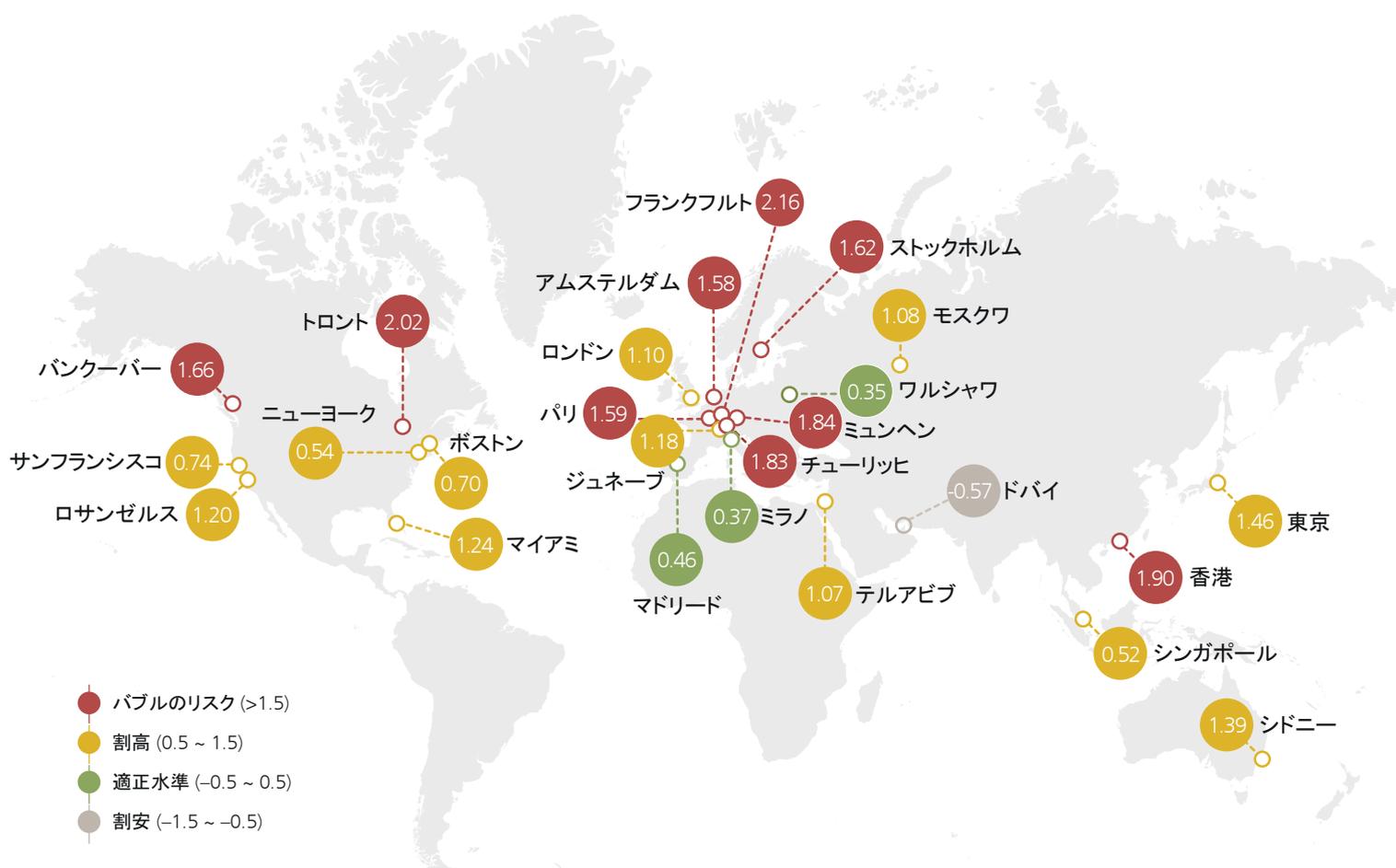
調査対象都市の住宅価格の上昇率は、2020年半ばから2021年半ばの1年間で実質ベースで6%へと加速し、2014年以来の高い伸びを記録した。モスクワとストックホルム、および太平洋沿岸の都市(シドニー、東京、バンクーバー)は2桁の伸びを見せた。

不均衡が最も大きい欧州

欧州の住宅市場は依然堅調で、不均衡の度合いも非常に高い。欧州では9都市のうち6都市が「バブルのリスク」領域に分類されている。ストックホルムとモスクワは、対前年比で不均衡度合いの上昇が最も高い3都市に含まれる。一方、米国には「バブルのリスク」領域に分類される都市はない。

住宅ローン貸付が急増

家計は、住宅価格の上昇に追いつくために住宅ローンの借入れを増やさざるを得なくなっている。その結果、住宅ローン残高は過去数四半期で加速度的に増加した。こうした急増の背景には、融資基準の緩和と住宅ローン金利の低下がある。



都市部の優位性は終了

1990年代以降で初めて、都市部以外の住宅価格の上昇率が都市部を上回った。娯楽やショッピングが制限され、都心部のオフィスの使用が大幅に減ったため、都心居住による恩恵の費用対効果が急激に悪化した。

悪化を続けるアフォーダビリティ

調査対象都市における床面積60㎡のマンションの価格年収倍率は現在、平均で8倍を超えている。香港に次いでアフォーダビリティ(買いやすさ)が悪い都市はパリ、ロンドン、東京で、価格年収倍率はいずれも10倍を超えている。

賃料の低下

新型コロナウイルスのパンデミックによる行動制限とリモートワークの広がりから、都心居住の優位性が低下した。調査対象都市の平均賃料は下がっている。これは過去にはほとんど見られなかった動向である。下落率が2桁に達した都市もある。

不動産市場は各都市ともに活況

今年の『UBSグローバル不動産バブル指数』のトップ3はフランクフルト、トロント、香港だった。調査対象となった住宅市場の中では、この3都市が最も「バブルのリスク」が高いと評価された。ミュンヘンとチューリッヒもそれに追隨してリスクが高い。バンクーバーとストックホルムは「バブルのリスク」に再びランクインした。そしてバブルリスクの都市として最後にアムステルダムとパリがランクインした。米国ではマイアミ(シカゴに代わって今年指数入り)、ロサンゼルス、サンフランシスコ、ボストン、ニューヨークについて調査したが、いずれも「割高」との評価となった。同様に割高なのは東京、シドニー、ジュネーブ、ロンドン、モスクワ、テルアビブ、シンガポールで、マドリード、ミラノ、ワルシャワは適正水準にとどまっている。ドバイは唯一割安と評価され、且つ唯一昨年よりも低リスクのカテゴリーに分類された。この1年で「バブルのリスク」は全体的に上昇した。それに伴い、この指数に含まれる多くの都市でも大幅な価格調整の可能性がある。

活況は短期にとどまる見通し

調査対象都市の住宅価格は、2020年半ばから2021年半ばまでの間に上昇率が6%(インフレ調整後)に加速した。2014年以降で最も高い伸び率だ。ミラノ、パリ、ニューヨーク、サンフランシスコの4都市を除くすべての都市で住宅価格が上昇した。上昇率が2桁に上った都市もある。モスクワ、ストックホルム、およびシドニー、東京、バンクーバーの5都市だ。

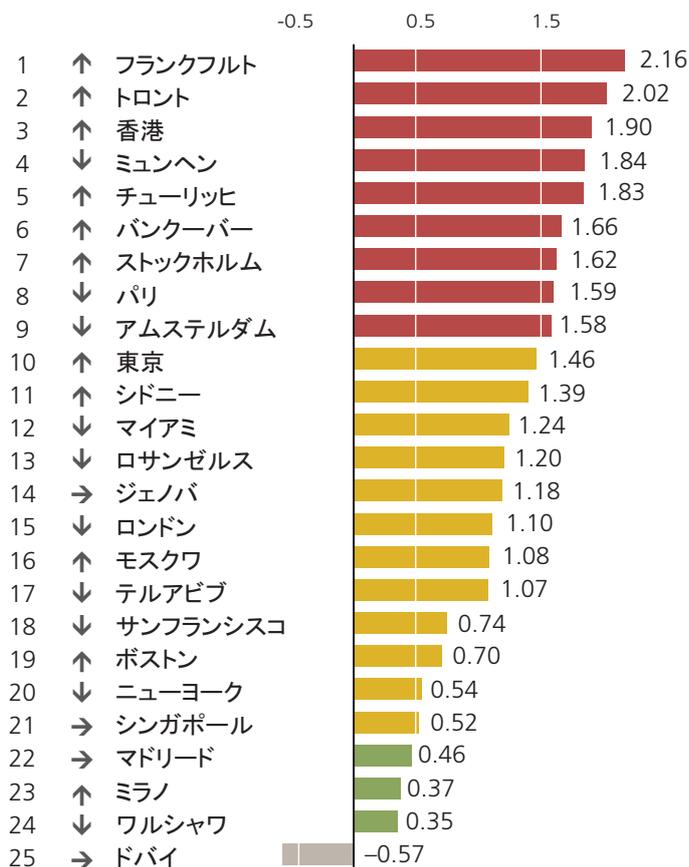
住宅価格の高騰の背景には複数の特殊な状況が重なっている。主な要因は、新型コロナウイルスのパンデミック下で多くの人々が家に籠もることを余儀なくされた結果、居住空間への意識が高まり、住宅への出費意欲が高まったことだ。同時に、融資基準が緩和され、すでに有利だった借入条件がさらに改善された。さらに、貯蓄の増大と株式相場の急騰で、住宅取得に充てられる資金が増加した。

住宅価格の上昇が止まる可能性は否めない

多くの家計にとって、不動産市場に参入するにあたって大きな障壁となるのは弁済能力だ。これがクリアされれば、賃貸よりも所有のほうが諸費用が安く済むこと、また住宅価格がいつまでも上昇し続けるのではないかと期待感も手伝って、価格の高さや負債を負うことになるにもかかわらず、持ち家が魅力的に見えてくる。こうしたことから、住宅市場の上昇は当面は続くかもしれない。だが、これは長期に亘って続くものではない。

UBSグローバル不動産バブル指数

世界主要都市の住宅市場の指数値(2021年)



■ バブルのリスク (>1.5) ■ 割高 (0.5~1.5) ■ 適正水準 (-0.5~0.5) ■ 割安 (-1.5~-0.5) ↓↑↔ 変化 対2020年

出所: UBS
説明は17頁の調査手法およびデータを参照。

バブルの把握

価格バブルは不動産市場では繰り返して発生する現象である。バブルという言葉は、資産価格の理論価格からの大幅かつ持続的な乖離を意味する。バブルが発生していることは、それが崩壊しない限り確定することはできない。しかし、過去のデータを見ると不動産市場が過熱するパターンが繰り返されていることがわかる。典型的な兆候として、住宅価格の地域所得や賃料からの乖離、過剰な融資や建設活動等の実体経済の歪みが挙げられる。『UBSグローバル不動産バブル指数』はそうしたパターンに基づいて不動産バブルのリスクを評価するものである。同指数は調整が起きるか否か、またいつ始まるのかを予測するものではない。マクロ経済モメンタムの変化、投資家センチメントの変化、または大幅な供給拡大をきっかけに、住宅価格下落の可能性を示すものだ。

家計は、住宅価格の上昇に伴い多額の住宅ローンに頼らざるを得なくなっている。その結果、住宅ローン残高の伸びはここ数四半期の間にいたるところで加速し、返済負担率も、カナダ、香港、オーストラリアを筆頭に上昇している。こうした中、政府と中央銀行に対して政策措置発動の圧力が高まっている。融資基準はパンデミック下で緩和されたが、現在は厳格化に転じている。全体的に、住宅市場は超低金利への依存度が一段と高まっている。逆に言えば、融資基準の厳格化により、住宅価格の上昇が突然止まる可能性もあるということだ。

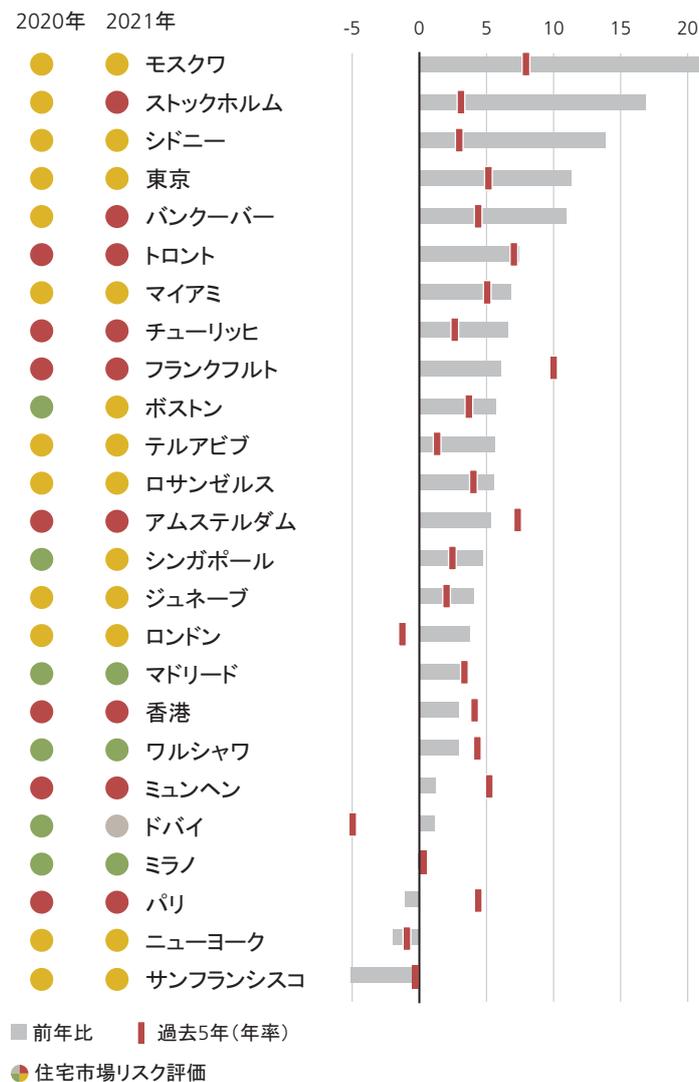
都市部の優位性に疑問符

この10年は、借入コストの低下に加え、都市化の進展が都市部における住宅価格の主たる上昇要因となってきた。ところが、都市生活は新型コロナ下のロックダウンで大きな影響を受けた。娯楽や買い物の機会は減り、都市部のオフィスは空室が増えた。こうして都市生活の費用便益比率は急速に悪化した。対照的に、経済活動は都市部から(時には遠隔地の)郊外や衛星都市へと移り、それに伴って住宅需要も郊外や衛星都市へと広がった。その結果、2020年半ば以降は、都市部以外の住宅価格の上昇率が都市部を上回った。これは1990年代初頭以降で初めてのことだ。一時的な影響もあろうが、このような逆転現象により、都市の中心部において住宅価格の上昇は半ば保証されているようなものだという見方に疑問符がついた。都市部における需要減の影響は、人口が停滞または減少している地域(欧州の多くの都市のように)ほど大きくなる可能性がある。

全体として、低金利が続いたとしても、都市部の住宅市場は今後長期にわたって低迷する可能性が高まるだろう。しかし、住宅を初めて購入する人にとっては、家を持つことが人生の譲れない目標であればなおさら、買いやすい価格になるタイミングを待つという選択肢は考えにくい。住宅サイクルは長期にわたるもので、市場の大幅な調整のタイミングは予測できないからだ。ただし、住宅市場のファンダメンタルズが不安定であることを踏まえると、借り入れには慎重を期すことが重要だ。

住宅価格上昇率

インフレ調整後の価格上昇率(2021年第2四半期時点、%)



世界主要都市のベンチマーク

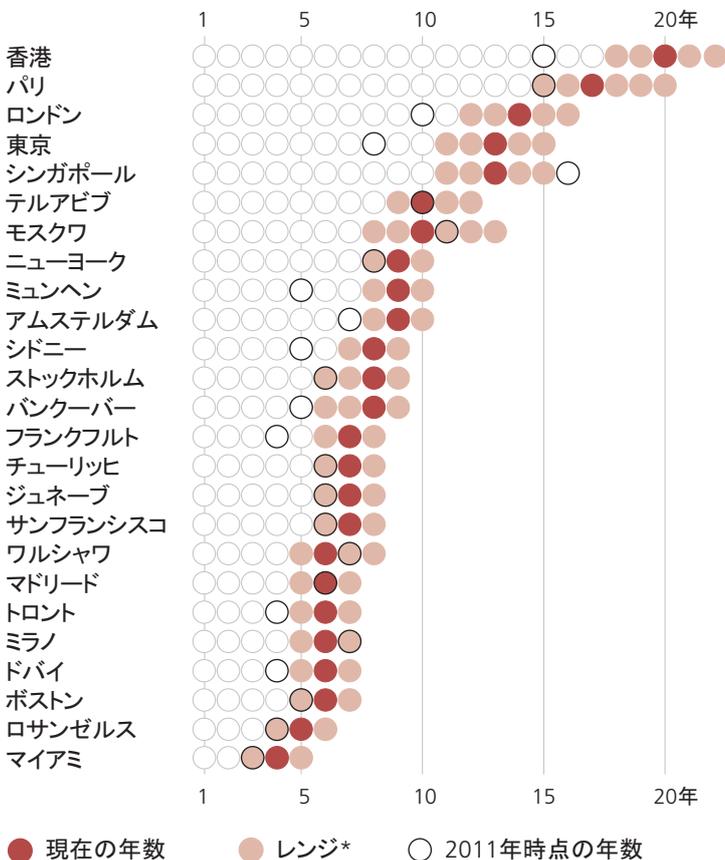
価格年収倍率

大半の世界主要都市において、60m²のマンション購入費用は、高いスキルが求められるサービス・セクターで平均年収を得ている労働者の予算を超えている。香港では、平均年収の2倍の所得を得ている労働者でさえ、この広さのマンションの購入に苦勞するようである。また、価格年収倍率が明らかに10倍を超えるパリ、ロンドン、東京、シンガポールにおいては、住宅価格が地域の所得水準からかけ離れたレベルにある。住宅価格の高騰は、海外からの旺盛な投資需要、一極集中、賃貸市場に対する規制強化が多くの場合、原因となっている。投資需要が縮小すると、市場の下落リスクが高まり、長期的な価格の上昇見通しが後退する。

一方、マイアミ、ロサンゼルス、ボストン、ドバイ、ミラノについては、住宅価格が比較的手の届く水準にあることから、価格調整のリスクは限定的となっている。ジュネーブやチューリッヒの住民は所得水準が比較的高いことから、広さ60m²のマンションの購入は比較的可能なものとなっている。

住宅購入者のアフォーダビリティ(買やすさ)は、特に住宅ローン金利およびローン返済義務によって決まってくる。例えば、金利および返済比率が高くなると、相対的に価格年収倍率が低い米国の都市でも、所得に対する毎月の負担が重くなる。一方、スイスやオランダのように金利が低く、必ずしも完全返済義務があるわけではない国では、住宅価格は高止まりしうる。

経験豊富なサービス業従業員が、都心近くの60m² (650 sqft)のマンションを購入するために働く年数(価格年収倍率)



出所: UBS。注: 説明は17頁の調査手法およびデータを参照。*データの質の違いにより生じたレンジ

価格賃料倍率

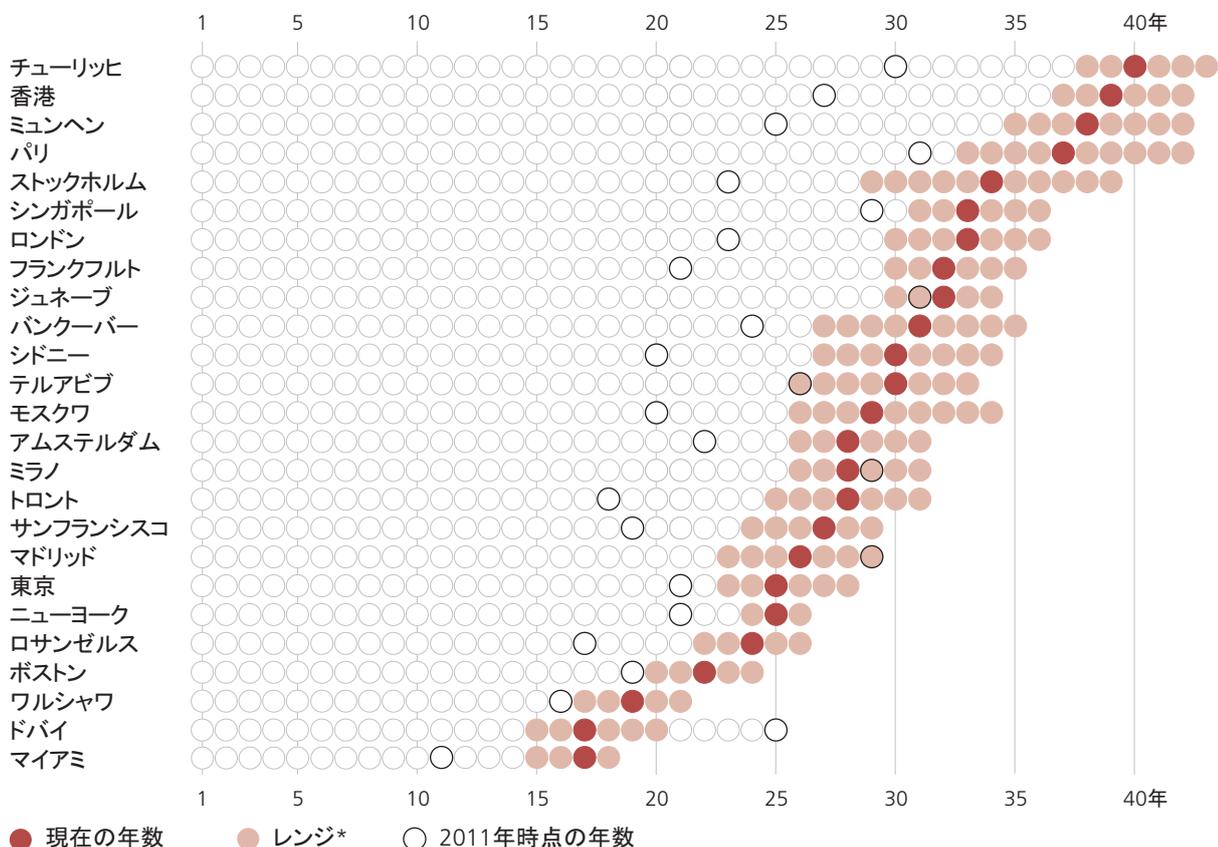
チューリッヒ、香港、ミュンヘン、パリの価格賃料倍率が最も高く、ストックホルム、シンガポール、ロンドンがそれらに続く。価格賃料倍率が極端に高いのは、住宅価格が低金利に過度に依存していることを反映しているものと考えられる。本レポートで扱う世界主要都市の内、半分近くの都市の価格賃料倍率が30に近いかそれを超えている。それらの都市の住宅価格はいずれも、金利が上昇すると急落しやすい状況にある。

米国の一部の都市では最近、価格賃料倍率が上昇している。しかし、ニューヨーク、ロサンゼルス、ボストン、マイアミは同倍率が25を下回っており、倍率リストの下位グループにとどまっている。これらの都市の

倍率が低いのは、比較的金利が高く、また賃貸市場に対する規制が比較的緩いためと考えられる。反対に、フランス、ドイツ、スウェーデンの借家法は賃借人に極めて有利な法律であることから、賃料は本来の市場実勢を反映していない。

しかし、高水準の価格賃料倍率は金利や賃貸市場の規制だけではなく、チューリッヒやミュンヘンのように価格上昇に対する期待も反映されていると考えられる。投資家は極めて低い賃貸利回りはキャピタル・ゲインによって報われると期待している。しかし、そうした期待が実現することなく大きく後退すると、価格賃料倍率が高い市場の住宅所有者は大幅なキャピタル・ロスを被ることになるとみている。

マンション(60m²)を購入し、賃貸に出した場合の回収までに必要な年数 (価格賃料倍率)



出所: UBS。注: 説明は17頁の調査手法およびデータを参照。*データの質の違いにより生じたレンジ

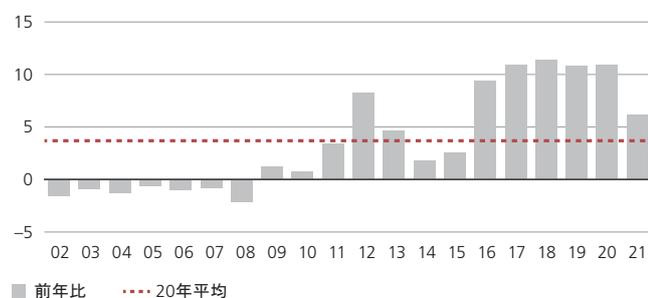
フランクフルト



住宅価格は急上昇

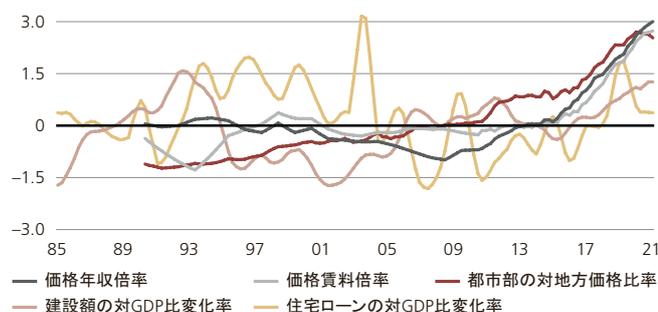
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



フランクフルトは、今年の『UBSグローバル不動産バブル指数』で最上位に位置している。指数のスコアは「**バブルのリスク**」領域にある。これは価格が急上昇した結果である。2016年以降、住宅価格は実質ベースで年率平均10%と非常に高い伸び率を示している。これは本レポートに記載されている全都市の中で最も高い。現在の価格上昇率はドイツ全国平均を下回るとはいえ、なお年率6%と持続不可能な高い水準にある。

堅調な経済成長と雇用の伸び率が、以上のような市場動向の下地となっている。過去10年間で人口は12%以上増加した。ここ数年で建設活動は加速してきたものの、需要の伸びには追いつかなかった。その結果、賃料上昇率が年率3%近くまで上昇し、フランクフルトの賃料上昇率は調査対象全都市の中で3位となっている。

だが、住宅市場高騰の本当の原因は、極端に低い住宅ローン金利と緩やかな融資条件だ。賃料が上昇したため、フランクフルトは不動産投資が熱を帯びている。建設活動は高級住宅に集中しており、これが価格上昇に拍車をかけた。投機を抑制するため、2019年にセカンドハウス向けの税が導入された。

しかし、最近になってこれまでの勢いに陰りが見えてきた。価格年収倍率の平均がこの10年で倍になり、フランクフルトの物件が次第に買いにくくなってきたのである。リモートワークの可能性が高まるとともに、都市の人口増加率が止まり、広い郊外に住まいを移す人が増えている。

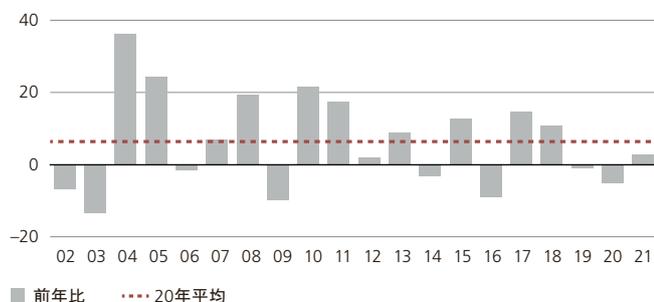
香港



当面は様子見

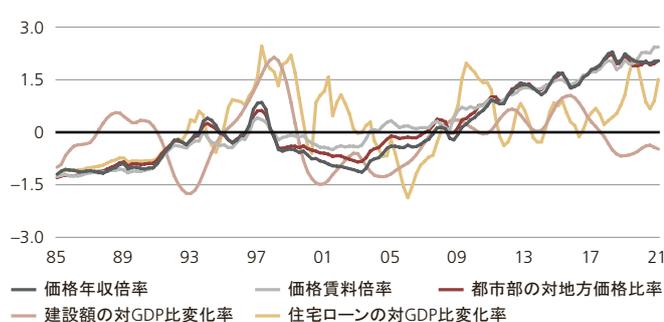
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



香港の住宅市場は改善の兆しを見せている。2020年の年央から1年で、実質価格は3%上昇し、住宅販売額は過去最高に達した。高価格住宅と高級住宅には地元住民だけでなく、中国本土からの移住者の需要も旺盛だ。最近の賃料の調整を機に賃借人が増えてきたため賃料水準は底打ちした。さらに、リモートワークの増加とともに、賃借人の中でこれまでよりも広い部屋に移る動きが見えてきた。

全体として、香港の『UBSグローバル不動産バブル指数』のスコアは過去4四半期で上昇し、市場はなお「バブルのリスク」領域にとどまっている。住宅ローン残高が年率8~10%と力強く伸び、所得上昇率をはるかに上回っているため、不均衡が悪化している。しかし、高い最低頭金と住宅ローン審査要件により、市場の調整が起きても金融市場に波及するリスクを低下させている。

現在の良好なモメンタム一方で、マクロ経済と政治の先行き不透明感が残るが、景気回復の継続と、中国本土への渡航制限の緩和が不動産市場を支えるだろう。だが当面は、不動産価格は、過去20年続いてきた香港住宅市場の力強い伸びがさらに長期的に続くとは考えにくい。政府は中長期にわたって新規の住宅供給を積極的に増やす方針であり、農地の転換と土地の造成を推し進めているため、これが住宅価格の構造的な押し下げ要因になる可能性がある。現在の価格の伸びは、今後数四半期で徐々に失速していく可能性が高い。

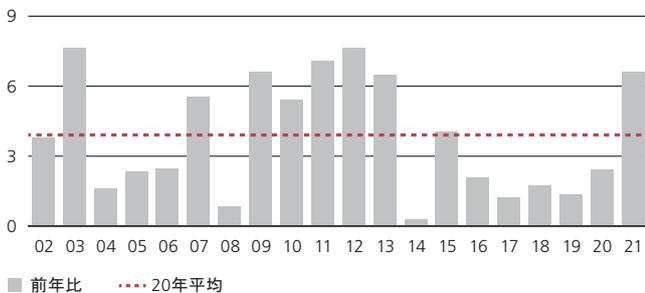
チューリッヒ



市場は過熱

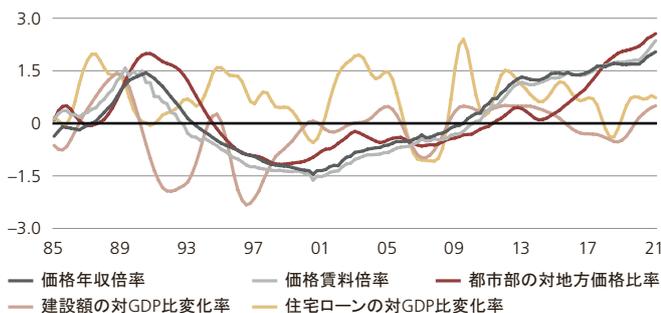
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



チューリッヒの持ち家市場は再び急騰した。2020年夏以降、住宅価格は実質ベースで6.5%上昇しており、年間としては2013年以降で最も高い上昇率を示している。また、足元の価格は2010年の水準を50%超上回っている。同様に、家計の住宅ローン残高は過去数四半期で急増した。チューリッヒ市場の『UBSグローバル不動産バブル指数』は「バブルのリスク」領域にある。

チューリッヒの住宅価格は過去10年間、スイスの全経済圏の中で最も高い伸び率を示している。そのため、価格上昇期待が深く浸透している。チューリッヒ市場はここ数四半期過熱しており、売りに出される物件の数は過去最低にまで落ち込んでいる。

それにもかかわらず、市場の幅広い調整は目先では起こりそうにない。持ち家に伴う諸費用は賃貸と比べると低いため、価格の上昇が長期的に続くとなれば、持ち家は賃貸よりも魅力的となる。さらに、チューリッヒはビジネスの中心地でもあることから世界各国から多数の移住者が集まっており、よって雇用も堅調に伸びている。

ただし、長期的には慎重を期する要因もある。より広い居住空間への需要が高まっていることや価格高騰によるアフォーダビリティ（買やすさ）の低下から、地元住民にとっての魅力度が低下し、住宅需要は市街地から都市部郊外や周辺部へとシフトしている。さらに、チューリッヒは調査対象となった全都市のなかで価格賃料倍率が最も高く、住宅価格がさらに上がり続けるとは考えにくい。現在の高い価格水準の維持には、スイスのマイナス金利の継続が前提条件となる。

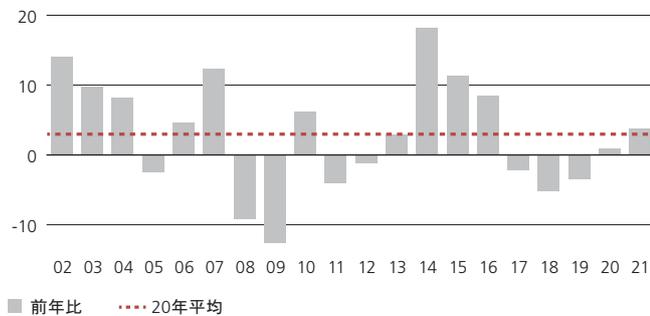
ロンドン



依然として後れを取る

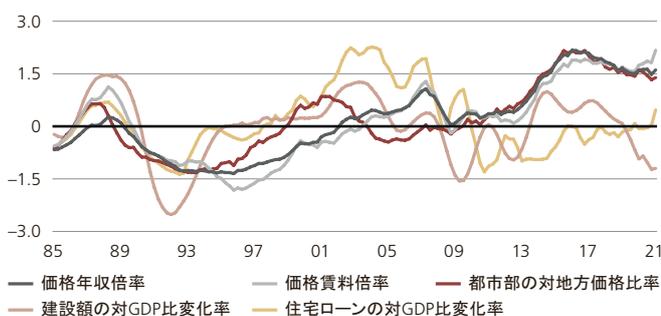
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



過去5年間におけるロンドンの住宅価格の上昇率は、本調査の対象都市の中で2番目に低い伸び率となっている。だが2020年に新型コロナウイルスのパンデミックが始まると住宅市場は底打ちし、ロンドンの住宅価格は2020年半ばから1年で実質ベースで4%近く上昇した。実質ベースでみたロンドンの『UBSグローバル不動産バブル指数』は「割高」の領域にとどまっている。

住宅市場の最近の回復はいくつかの要因に支えられている。第1に、融資条件が一段と魅力的になったことだ。第2に、住宅購入時の印紙税の一時的な優遇措置だ。これが販売活動を活発化させ、政府による住宅購入支援制度への需要がかつてないほど高まった。最後に、住宅完成戸数が最近増えてきたものの、市場は現在も構造的な供給不足にある。

こうした下支え要因にもかかわらず、ロンドンの住宅価格の伸び率は英国市場全体に依然として劣後している。ホームオフィスやフレキシブルオフィスの台頭により、より広く、且つ比較的手の届きやすい価格の住宅(都市部郊外の住宅)への需要が高まり、住宅価格は急激に上昇した。にもかかわらず、ロンドン一等地の住宅価格は、ここ数年低迷し、足元安定している。世界的な移動制限と経済・政治面での不透明感が不動産価格上昇の足かせとなっている。だが、英ポンドが比較的低い水準にある点がグローバル投資家の関心を集める可能性はある。外国人購入者を対象とする印紙税が2021年4月より引き上げられたが、これで需要の回復ペースが遅れることはあっても、完全に阻害されることはないだろう。

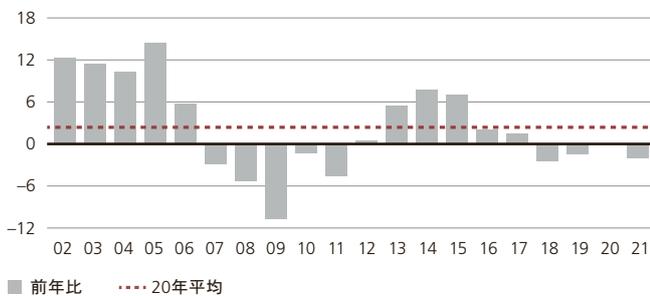
ニューヨーク



市場の回復は不確実

住宅価格の上昇率

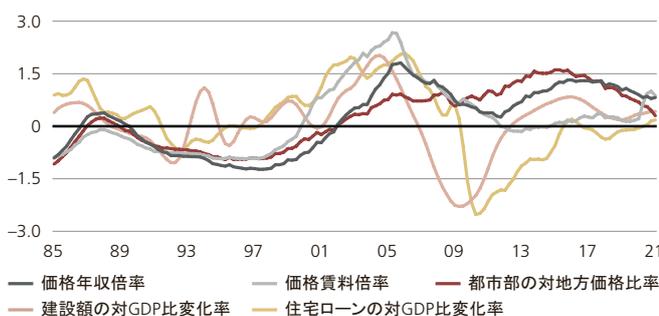
インフレ調整後、%、第2四半期時点



米国の住宅価格は、2020年半ば以降の1年で急騰した。インフレ調整後の上昇率は7%近くと、2006年以来の高水準となっている。背景となったのは、低い調達コストと力強い需要である。一方、これとは対照的に、ニューヨーク市の住宅価格(中央値)は2%下落した。ニューヨーク市の経済活動はパンデミックによる厳格な行動制限措置で大打撃を受けた。特に旅行業界と娯楽業界は事実上営業停止に追い込まれた。リモートワークの急拡大で、都心よりも密集していない、価格が手ごろな郊外に移り住む市民が増えた。空室率が急速に高まり、ニューヨーク市の賃料は平均20%近く調整した。この下落率は調査対象都市の中で最大である。それでもなお、『UBSグローバル不動産バブル指数』によると、実質ベースでみたニューヨークの住宅価格は若干「割高」の領域にとどまっている。

補助指数の推移

指数は標準化



他の拠点都市と同様、ニューヨークの市場モメンタムは最近改善している。米大手不動産会社ダグラス・エリマンによると、マンハッタン住宅販売件数は6年ぶりの高水準に達した。販売回復が特に顕著なのは高級住宅で、平均販売価格は2021年4-6月期(第2四半期)だけで20%上昇した。2021年以降も多くの人々が郊外でリモートワークを続ける可能性が高いが、賃貸市場の見通しも好転が見込まれる。賃料は底打ちし、値引き余地も小さくなる中で、手ごろ感が増したマンションへの需要が高まっている。

その世界的な地位を考えると、他の国際的な拠点都市に比べて、ニューヨークの不動産価格はまだ魅力的に見える。とはいえ、ニューヨークの財政問題が引き続き市場見通しに影を落としている。増税や市場に不利な政策導入により、高級住宅市場を中心に不動産需要が抑えられる可能性がある。ニューヨーク全体の価格上昇率は、今後数四半期は全米平均を劣後するとみている。

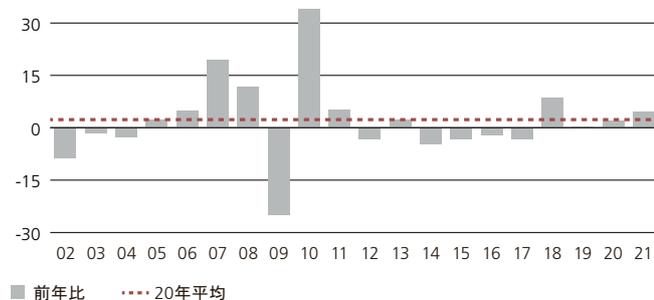
シンガポール



不動産市場は好調

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点

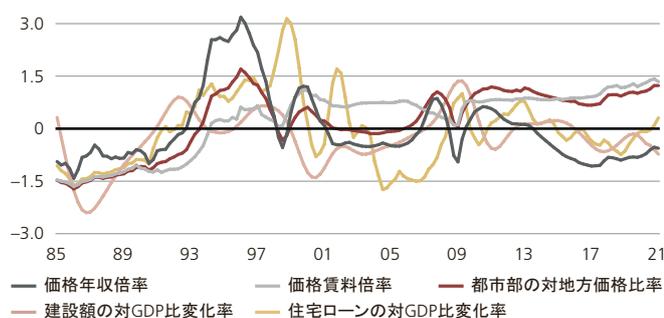


2020年半ば以降の1年で、シンガポールの住宅価格は、過去10年で2番目に高い年間上昇率を記録した。住宅価格は、実質ベースで昨年から5%上昇し、所得と賃料の伸びを明確に上回った。その結果、シンガポールの『UBSグローバル不動産バブル指数』は上昇して、やや「割高」へと押し上げられた。

住宅価格の上昇を牽引したのは低金利、経済成長率の反発、国内労働市場の回復である。国内外の買い手からの底堅い需要を背景に、取引件数は増加傾向にある。不動産の売買(en-bloc)サイクルが回復途上にあるため、住宅価格をめぐる市場センチメントも改善している。同時に、新規供給も減少が見込まれている。一部建設業者の労働力不足と資金難に起因する建設の中断により、プロジェクトの完了スケジュールが遅れている。

補助指数の推移

指数は標準化



賃料は昨年から3%上昇したが、空室率は比較的安定している。新規不動産プロジェクトの遅延により、一部の需要が賃貸市場に流れた可能性がある。在宅勤務が多くの人々にとってのニューノーマルになろうとしている現在、居住面積を広げる必要性も賃貸需要を支えている。

政府は不動産価格の上昇に注視しており、適切な価格抑制策を実施して不動産市場に介入する用意がある。政策介入が講じられれば、不動産バブルの形成は避けられるだろう。このような政策環境下、シンガポールの住宅購入者は、長期的にみて所得の増加率を超えるキャピタルゲインの獲得は期待できないだろう。

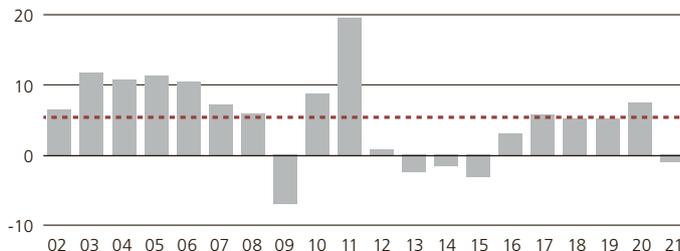
その他主要都市

パリ

2015年から2020年までの住宅価格の上昇率は、実質ベースで30%を超えた。高級住宅への外国人の需要と住宅ローン金利の低下が価格上昇に拍車をかけた。その後、2020年半ば以降の1年間で価格は1%調整した。価格下落を主導したのはパリの中心部だった。その要因は、第1に、これらの地域は価格が高く非常に買いにくい。たとえば極めて経験豊富な労働者でも、60m²のマンションを購入するのに16年間働く必要がある。第2に、新型コロナウイルスのパンデミックの影響で、パリ以外の場所に住居を構えるパリ市民が増えた。厳格なロックダウン(都市封鎖)が昨年秋に施行される前にパリを離れた住民が多いため、中心部の手狭なマンションへの需要は横ばいとなっている。その結果、価格の伸びは全国平均を下回った。国際的な認知度と新規住宅の供給不足が価格の下値を支えているが、足元の人口減が価格安定のリスクとなっている。

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化

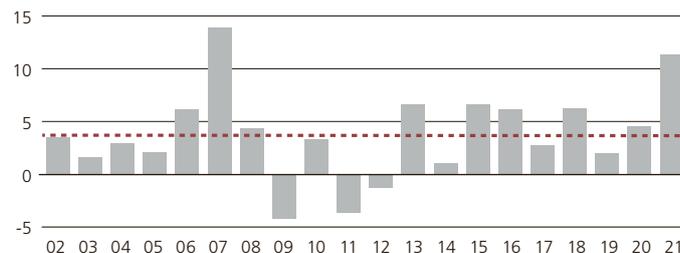


東京

堅調な経済、比較的良好な雇用見通し、住宅ローン金利の低下などが住宅需要を支えている。実質ベースでの住宅価格は過去20年間ほぼ連続して上昇を続け、価格水準は2倍に達した。ここ数四半期で価格上昇に拍車がかかり、年間の上昇率は2桁に達している。これは調査対象となった全都市の中でも最も高い部類に入る。東京オリンピックに向けた新築物件の販売も価格を押し上げた。東京の住宅価格は国内の他都市との乖離が次第に大きくなっており、買いにくくなっているため、将来的には伸びが鈍化する可能性が高い。

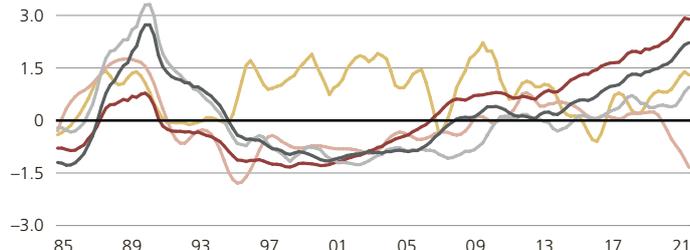
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



■ 前年比 - - - 20年平均

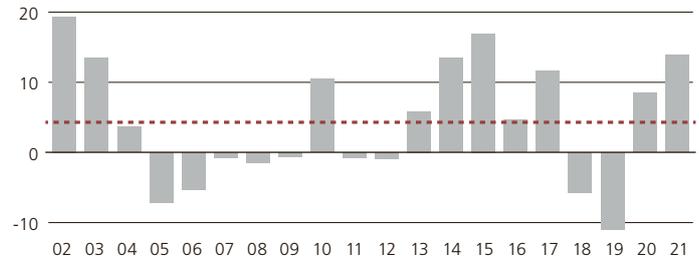
— 価格年収倍率 — 価格賃料倍率 — 都市部の対地方価格比率
— 建設額の対GDP比率 — 住宅ローンの対GDP比率

○ シドニー

シドニーの住宅市場は、2018年から2019年にかけて短期的に大きく調整したが、その後は反発した。2020年半ば以降の1年間で、住宅価格は実質ベースで14%近く上昇した。これは調査対象となった全都市の中で3番目に高い上昇率だ。シドニーの住宅市場は2018年からの下落分を完全に回復し、最高水準に達している。価格上昇率は所得の伸び率を優に上回っており、買いにくい水準となっていることから、緩和的な融資条件への依存度が高まっている。住宅ローン残高の伸びは再び加速している。歴史的に低金利を背景に、借入れが増えているからだ。金融政策は当面は緩和的な状況が続くだろう。融資基準の厳格化が行われれば、住宅価格は下落に転じる可能性が高い。

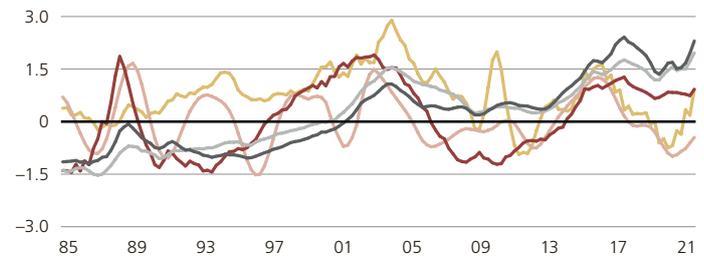
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化

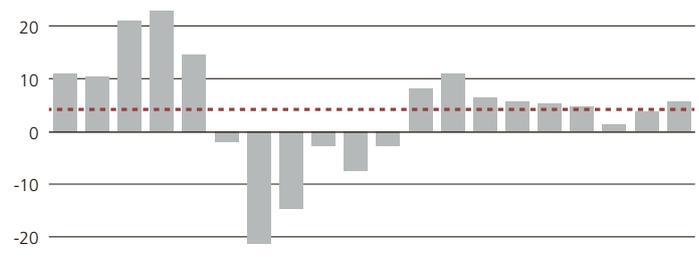


○ ロサンゼルス

供給不足に加え、テクノロジー、メディア、娯楽、製造業セクターを中心とした好調な経済の恩恵を受け、住宅価格は2012年以降、実質ベースで65%近く上昇している。アフォーダビリティ(買やすさ)が低下したことから、パンデミック直前には上昇が一時止まった。しかし、2020年に金利が急低下し、またパンデミック下でより広い居住スペースへの需要が高まると、住宅価格は再び上昇に転じた。足元の住宅価格は、昨年と比べると実質ベースで5%高い水準にある。現時点では大幅な価格調整が生じるとは予想していない。市場は当面、非常に魅力的な融資条件に支えられる可能性が高い。さらに、ロサンゼルスは国際貿易の恩恵を大きく受けているため、足元の景気回復が今後も住宅市場を支えると予想する。物件の追加供給はある程度あるだろうが、住宅市場は構造的な供給不足が続く可能性が高い。しかし、中長期的には、税率の低い州への移転などによる人口増加スピードの鈍化と買いにくさが、住宅価格の上昇の足かせとなるリスクがある。

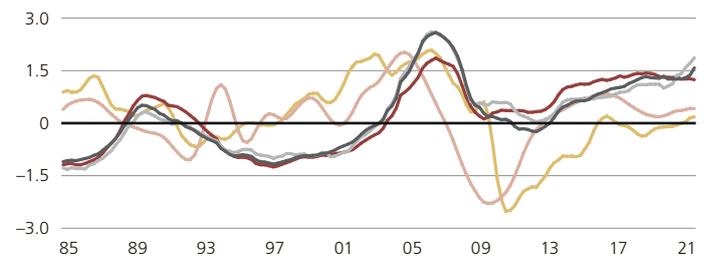
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、%、第2四半期時点



補助指数の推移

指数は標準化



■ 前年比 - - - 20年平均

— 価格年収倍率 — 価格賃料倍率 — 都市部の対地方価格比率
— 建設額の対GDP比率変化率 — 住宅ローンの対GDP比率変化率

調査手法およびデータ

UBSグローバル不動産バブル指数

『UBSグローバル不動産バブル指数』は、住宅市場のファンダメンタル評価、特定の都市のその都市が含まれる国との関係に基づく評価、経済の歪み（貸出ブームや建設ブーム）である。現時点の価値を評価するために、この指数は下記のリスクに基づく分類を採用している：落ち込んでいる（指数の値が-1.5未満）、割安（-1.5から-0.5まで）、適正水準（-0.5から0.5まで）、割高（0.5から1.5まで）、バブルのリスクあり（1.5超）。この分類は過去のバブルの例をうまく説明するものだった。

指数の値は下記の都市ごとに算出された5つの基準化された補助指数の加重平均である。(1) 価格年収倍率、(2) 価格賃料倍率(1,2はファンダメンタル評価)、(3) 住宅ローン額のGDP比の変化、(4) 建設額のGDP比の変化(3,4は経済の歪み)、(5) 当該都市の住宅価格と国全体の住宅価格の相対指標。シンガポールと香港、ドバイについての(5) 当該都市の住宅価格と国全体の住宅価格の相対指標はインフレ調整後価格指数で置き換えた。この手法だけでバブル現象の複雑さを完全に把握することは難しいとみられる。また、この手法では、価格調整が起こるかどうかわ、いつ起こるかを予想することはできない。そのため、「バブルのリスク」は大幅な価格調整が起こるリスクが高いという見方の蓋然性を意味している。

補助指数は個別の都市レベルのデータに基づいて算出されているが、(3) 住宅ローン額のGDP比の変化、(4) 建設額のGDP比の変化については、例外的に国ベースで算出している。ほとんどの場合、公開データに基づいて算出されている。いくつかのケースについては「UBS価格と所得に関する調査」の結果を含む追加的な情報源からのデータを採用したり、それらデータによって補足を行った。指数の対象期間の長さは、各都市についてのデータの入手可能性によって異なる。最長のデータは1980年から始まっており、最短のものは2004年からとなっている。データの入手可能性は、ある都市を指数に加えるかどうかの基準ともなっている。世界の金融市場における重要性や住宅不動産投資の対象としての重要性も考慮した。データの出所の説明については次頁を参照いただきたい。

補助指数のウエイトは「OECD複合指標の構成に関するハンドブック(OECD Handbook on Constructing Composite Indicators, 2008年)」における推奨に基づいた因子分析を用いて決定されている。因子分析では、補助指数が可能な限り多くの共通の潜在的リスク情報を捕捉できるようにウエイト付けをしている。都市ごとにバブルの原因が異なるため、この手法では都市ごとに異なる補助指標のウエイト付けが行われる。国レベルの変動要因に対する高いウエイト付けを回避するために、また都市間の比較可能性を高めるために、全都市の平均ウエイトからの乖離は制限されている。そのため、各都市の単一の補助指数の、因子分析による平均ウエイトに近似する決められたウエイトを使い指数は算出される。最終ウエイトは、新たなデータが計算に加えられる、もしくは過去のデータが修正される場合に僅かに変更されることがある。これらのウエイトはまた、新たなデータが計算に追加されたり、過去のデータが修正された場合にはわずかに変更されることがある。

ベンチマーキング

この分析では現時点の価格年収(PI)倍率と価格賃料(PR)倍率を用いたベンチマーキング(評価)によって補足されている。PI倍率は、経験豊富なサービス業従業員の年収に対する都心近くに立地する広さが60㎡のマンション価格の倍率である。PR倍率は、マンションの年間賃料に対する、同じ広さのマンションの価格の倍率である。これら倍率が高ければ高いほど、当該都市の住民にとって高額な買い物となる。所得のデータは主として「UBS価格と所得に関する調査」または公式な統計データから得たものである。不動産価格および賃料は都心近くの広い領域から収集した。我々の推定は異なる出所のデータを用いて互いに照合および確認が行われ、毎年更新される。しかし、データの出所の質に差があるため、ある程度の不確実性がある。

データ出所

| | As of | Price Index (City) | Rent Index (City) | Income Index (City) | Price Index (Country) | Mortgage, Construction, GDP, Inflation (Country) |
|---------------|--------|---|--|---|----------------------------------|--|
| Amsterdam | 2021Q2 | CBS, Maastricht University | NVM, UBS P&E | UBS P&E, CBS | CBS, FED Dallas | DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg |
| Boston | 2021Q2 | FHFA | CBRE, FED St. Louis | BEA | FHFA | FED, BEA, Bloomberg |
| Dubai | 2021Q2 | BIS | Reidin, Merrill Lynch, UBS P&E | Euromonitor International, Merrill Lynch, UBS P&E | – | Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Merrill Lynch, Bloomberg |
| Frankfurt | 2021Q2 | Bulwiengesa | Bulwiengesa, OECD | Destatis, UBS P&E, OECD | FED Dallas | Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg |
| Geneva | 2021Q2 | Wüest Partner | Statistique Genève | FTA, FSO | Wüest Partner | SNB, SECO, BFS |
| Hong Kong | 2021Q2 | RVD | RVD | Census and Statistics Department Hong Kong, Bloomberg | – | Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg |
| London | 2021Q2 | Nationwide, Lloyds Banking Group | ONS, UBS P&E | ONS | Nationwide, Lloyds Banking Group | BoE, ONS, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg |
| Los Angeles | 2021Q2 | FHFA | CBRE, FED St. Louis | BEA | FHFA | FED, BEA, Bloomberg |
| Madrid | 2021Q2 | BoS | Idealista, UBS P&E | INE | BoS | INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg |
| Miami | 2021Q2 | FHFA | CBRE, FED St. Louis | BEA | FHFA | FED, BEA, Bloomberg |
| Milan | 2021Q2 | Nomisma | Nomisma, OECD | Dipartimento delle Finanze, UBS P&E | FED Dallas | Banca d'Italia, Hypostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg |
| Moscow | 2021Q2 | Rosstat | Domofond, UBS P&E | Analytical Centre by Government of Moscow, UBS P&E | Rosstat | CBR, Rosstat, Bloomberg |
| Munich | 2021Q2 | Bulwiengesa | Bulwiengesa, OECD | Destatis, UBS P&E, OECD | FED Dallas | Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg |
| New York | 2021Q2 | FHFA, S&P/Shiller, Elliman | CBRE, FED St. Louis | BEA | FHFA | FED, BEA, Bloomberg |
| Paris | 2021Q2 | BIS, CGEDD | CGEDD, Clameur, UBS P&E | Insee, Bloomberg, UBS P&E | FED Dallas | BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg |
| San Francisco | 2021Q2 | FHFA | CBRE, FED St. Louis | BEA | FHFA | FED, BEA, Bloomberg |
| Singapore | 2021Q2 | Government of Singapore | Government of Singapore, UBS P&E | Government of Singapore | - | Government of Singapore, Bloomberg |
| Stockholm | 2021Q2 | Statistics Sweden | Statistics Sweden, UBS P&E | Statistics Sweden, UBS P&E | Statistics Sweden | Statistics Sweden, Bloomberg |
| Sydney | 2021Q2 | REIA, ABS | REIA, NSW Government, UBS P&E | ABS, UBS P&E | FED Dallas | ABS, RBA, Macrobond, Bloomberg |
| Tel Aviv | 2021Q2 | CBS | CBS, UBS P&E | CBS, UBS P&E | FED Dallas | BoI, Bloomberg |
| Tokyo | 2021Q2 | The Real Estate Transaction Promotion Center, Haver Analytics | Miki Syoji, Official Statistics of Japan | INDB, Tokyo Metropolitan Government, UBS P&E | FED Dallas | ESRI, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg |
| Toronto | 2021Q2 | Sauder School of Business UBC, Bloomberg | Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC | Statistics Canada | FED Dallas | Statistics Canada, BoC, Bloomberg |
| Vancouver | 2021Q2 | Sauder School of Business UBC, Bloomberg | Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC | Statistics Canada, Government of British Columbia | FED Dallas | Statistics Canada, BoC, Bloomberg |
| Warsaw | 2021Q2 | National Bank of Poland | National Bank of Poland | Statistics Poland | National Bank of Poland | National Bank of Poland, Statistics Poland, Bloomberg |
| Zurich | 2021Q2 | Wüest Partner | Statistik Stadt Zürich | FTA, FSO | Wüest Partner | SNB, SECO, BFS |

ベンチマーキングのデータ元

| | Earnings | Real Estate (prices and rents) |
|---------------|---|--|
| Amsterdam | UBS P&E, CBS | globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| Boston | BEA, BLS | Zillow, numbeo.com, CBRE |
| Dubai | numbeo.com, guide2dubai.com | numbeo.com, bayut.com |
| Frankfurt | UBS P&E, Destatis | Bulwingsa, globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| Geneva | UBS P&E, Federal Income Tax Statistics, FSO | Wüest Partner |
| Hong Kong | UBS P&E, Census and Statistics Department Hong Kong | Hong Kong Statistical Office |
| London | UBS P&E, ONS | GLA datastore, findpopery.co.uk, numbeo.com |
| Los Angeles | BEA, BLS | Zillow, numbeo.com, CBRE |
| Madrid | UBS P&E | Idealista, numbeo.com |
| Miami | BEA, BLS | Zillow, numbeo.com, CBRE |
| Milan | UBS P&E, Dipartimento delle Finanze | Nomisma |
| Moscow | UBS P&E | numbeo.com |
| Munich | UBS P&E, Destatis | Bulwingsa, globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| New York | BEA, BLS | Elliman, Zillow, globalpropertyguide.com |
| Paris | UBS P&E, Insee | globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| San Francisco | BEA, BLS | Zillow, numbeo.com, CBRE |
| Singapore | Department of Statistics Singapore, Demographia.com | globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| Stockholm | UBS P&E, Statistics Sweden | globalpropertyguide.com, numbeo.com, Statistics Sweden |
| Sydney | UBS P&E, ABS | globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| Tel Aviv | CBS, numbeo.com, UBS P&E | globalpropertyguide.com, expatistan.com, numbeo.com, UBS P&E |
| Tokyo | UBS P&E, INDB, Tokyo Metropolitan Government | globalpropertyguide.com, numbeo.com |
| Toronto | Statistics Canada | Canada mortgage and housing corporation (CMHC), globalpropertyguide.com, numbeo.com, Toronto Real Estate Board, condos.ca |
| Vancouver | Statistics Canada | Canada mortgage and housing corporation (CMHC), globalpropertyguide.com, numbeo.com, Real Estate Board of Greater Vancouver, condos.ca |
| Warsaw | UBS P&E, Statistics Poland | National Bank of Poland, numbeo.com |
| Zurich | UBS P&E, Federal Income Tax Statistics, FSO | Wüest Partner |

UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社と三井住友信託銀行(SMTB)の双方から不動産についての見解を入手できるUBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社のお客様は、本資料を入手し、お読みいただいたことで、一般的または特定の事項について、双方が異なる、または相反する見解を有する場合がございますことをご承諾いただいたものとさせていただきます。本資料をお読みいただいたUBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社のお客様は、二つの異なる情報源から見解を入手し、他方に対して一方の見解を優先し、あるいは双方の見解を総合して結論に至ることにより起こり得るリスクを受け入れたものとみなされます。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断いただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率。))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

© UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUSTウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号

