

UBSグローバル 不動産 バブル指数

2022年



目次

- 3 主な結果
- 4 転換点にいる不動産市場
- 6 地域別の主要都市
- 9 世界主要都市のベンチマーク
- 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 ドバイ
- 16 世界の主要都市の概要
- 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”(2022年10月11日付)を翻訳・編集した日本語版として2022年11月8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
Claudio Saputelli
Katharina Hofer

Regional contributors

Jonathan Woloshin (US)
Dean Turner (London)
Eva Lee (Hong Kong)
Wen Ching Lee (Singapore)
Matteo Ramenghi (Milan)
Ronaldo Patah (Sao Paulo)

Editorial deadline

11 October 2022

Design

CIO Content Design

Cover photo

Getty Images

主な結果

住宅価格の力強い上昇

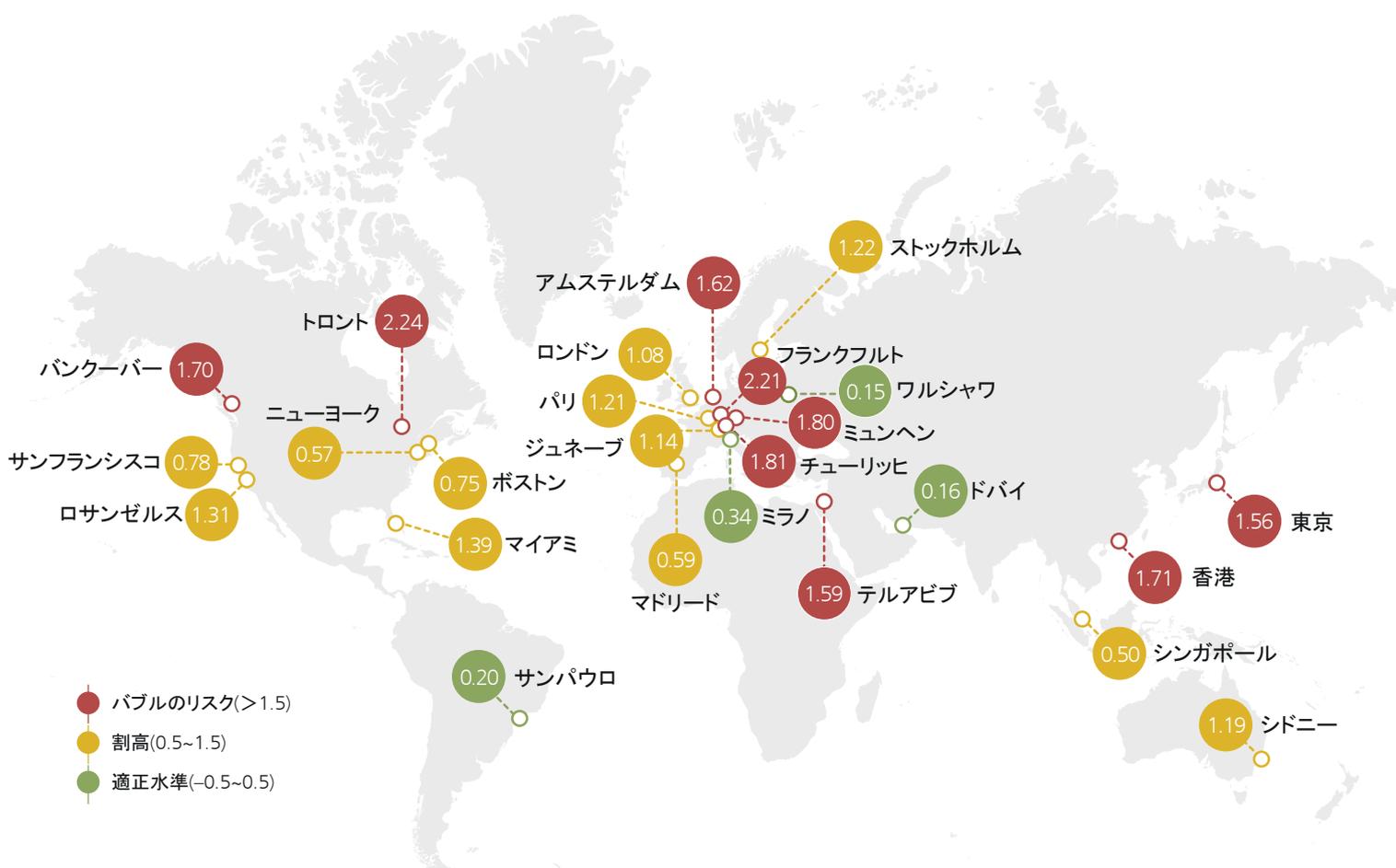
調査対象都市の住宅価格の上昇率は、2021年半ばから2022年半ばの1年間で名目ベースで10%へと加速し、2007年以來の高い伸びを記録した。価格上昇率が最も高い上位5都市のうち4都市を米国(マイアミ、ロサンゼルス、サンフランシスコ、ポストン)が占めている。

カナダと欧州で不均衡が大きい

カナダの調査対象都市はいずれも不均衡の度合いが非常に高く、トロントは指数の中でも最も高い。欧州ではフランクフルト、チューリッヒ、ミュンヘン、アムステルダムもバブルのリスクが高い。これに対し、米国では「バブルのリスク」領域に分類される都市はない。

アフォーダビリティ問題が表面化

昨年以降、住宅ローン金利は調査対象都市の平均で2倍近くに上昇した。価格上昇に伴い、都市部の住宅は一段と買にくくなった。サービス・セクターで働く高スキルの労働者の場合、パンデミック前の3分の2ほどの広さの住宅しか買うことができない。



家計の負債比率が上昇傾向

ほとんどすべての都市で、家計の負債比率が上昇している。住宅ローン残高は2008年以來の増加を記録した。パンデミック以降の低金利と経済成長の鈍化を反映して、家計債務の対GDP比も上昇している。

都市化が再び進行

人々は都市に戻ってきている。世帯形成が力強く進む一方で持ち家が買にくくなった結果、賃貸物件への需要が拡大した。その結果、昨年の賃料は平均7%値上がりし、パンデミックの初年度に膨らんだ賃料の喪失分をすべて埋めた。

悲観的な見通し

金利の上昇、高インフレ、金融市場の混乱、そして経済情勢の悪化が住宅ブームに圧力をかけている。住宅価格の価値評価が高い都市の大半では、価格調整がすでに始まっているか、今後数四半期で始まる見込みである。

転換点にいる 不動産市場

世界の大都市圏では住宅市場の不均衡が非常に高まり、金利上昇をはるかに超えるペースで住宅価格の値上がりが続いている。このような市場環境を背景に、今年の『UBSグローバル不動産バブル指数』ではトロントとフランクフルトがトップを占め、両都市とも「バブルのリスク」が高いと評価された。チューリッヒ、ミュンヘン、香港、バンクーバー、アムステルダムもリスクが高い。注目すべきは、我々が2015年に本レポートを発表し始めてから初めて、テルアビブと東京が「バブルのリスク」領域の都市グループに加わったことだ。

米国では、調査対象の全5都市がいずれも「割高」となった。中でもマイアミとロサンゼルスは、サンフランシスコ、ボストン、ニューヨークよりも一段と割高だ。ストックホルム、パリ、シドニーも、やや収まったとはいえ割高な状況が続いている。一方、ジュネーブとロンドンのリスク評価は昨年と変わらず、両都市とも「割高」領域にランクインした。「割高」の兆候が見られるその他の市場としては、マドリードとシンガポールが挙げられる。今年から指数に組み入れられたサンパウロは、ミラノ、ワルシャワとともに適正水準と評価された。そして、今年は活況だったにもかかわらず、ドバイの住宅市場も「適正水準」にとどまっている。

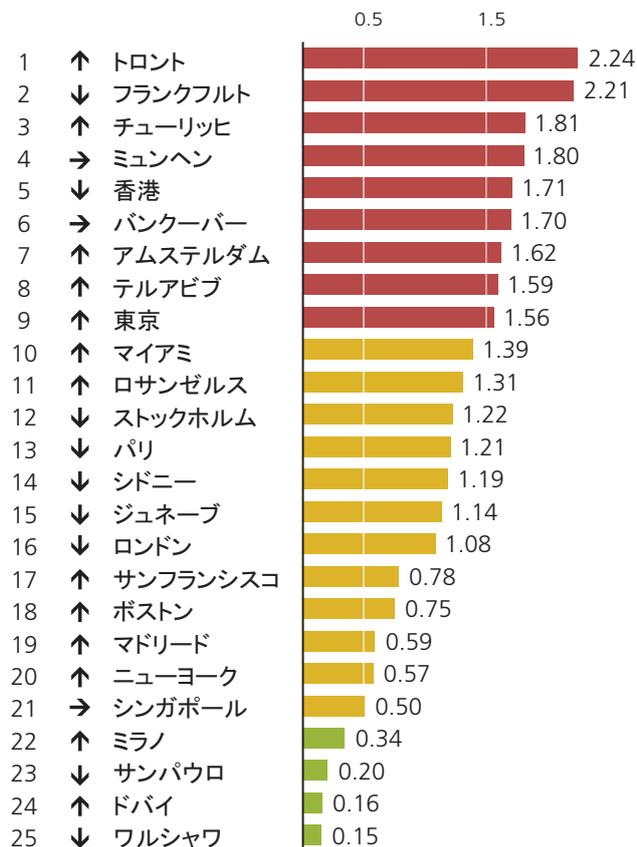
バリュエーションはピーク水準に

調査対象25都市の住宅価格の上昇率は、2021年半ばから2022年半ばの1年間で10%近く(名目ベース)へと加速し、2007年以来の高い伸びを記録した。実際、パリ、香港、ストックホルムの3都市を除く全都市で住宅価格は上昇した。15%を超える最も高い値上がり率を記録したのは、北米の都市だった。さらに、住宅ローン残高の伸びが事実上全都市で加速したのは明らかで、家計債務の伸び率は長期平均よりもはるかに高かった。住宅ローン貸付が著しく伸びたのは中東、米国、カナダ、オーストラリアだった。パンデミック発生以来、調査対象地域の多くで、家計債務の対GDP比も上昇している。

足下のバリュエーション(価値評価)は高いとはいえ、バブル指数のスコアは平均で昨年から上昇していない。所得の伸びと賃料の上昇により、バリュエーションの上昇が抑えられたためだ。非都市部の住宅価格の上昇率は、2年連続で都市部を上回った。しかも、住宅価格の上昇率(インフレ調整後)は大幅に減速し、調査対象25都市のうち10都市で消費者物価の伸び率を下回っている。

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(2022年)



■ バブルのリスク (>1.5)
 ■ 割高 (0.5~1.5)
 ■ 適正水準 (-0.5~0.5)
 ↕ ランキングの変化 (2021年比)

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。

都市部の需要が回復

東京を除くすべての調査対象都市で、賃料がパンデミック前を上回っている。2020年には下落したが、ここ数四半期で著しく回復した。パンデミック前の数年間は、全都市の平均賃料はほぼ同じペースで上昇していた。これは都市化のトレンドが鈍化していないという明確な兆候と言える。

それが最も顕著に現れているのは米国の都市、ドバイ、シンガポールで、賃料の大幅上昇は、移民の増加またはパンデミック後の力強い世帯形成にけん引された住宅需要の堅固な伸びによるものである。にもかかわらず、大半の都市で、住宅価格は賃料よりも速いペースで値上がりし続けている。

利上げによって不均衡が表面化

低金利が続いた結果、住宅価格は、この10年間にわたって所得や賃料からかけ離れた動きを示してきた。現在、「バブルのリスク」領域にある都市では、この間の平均上昇率は60%に達したが、所得と賃料は12%程度しか上がっていない(いずれもインフレ調整後)。

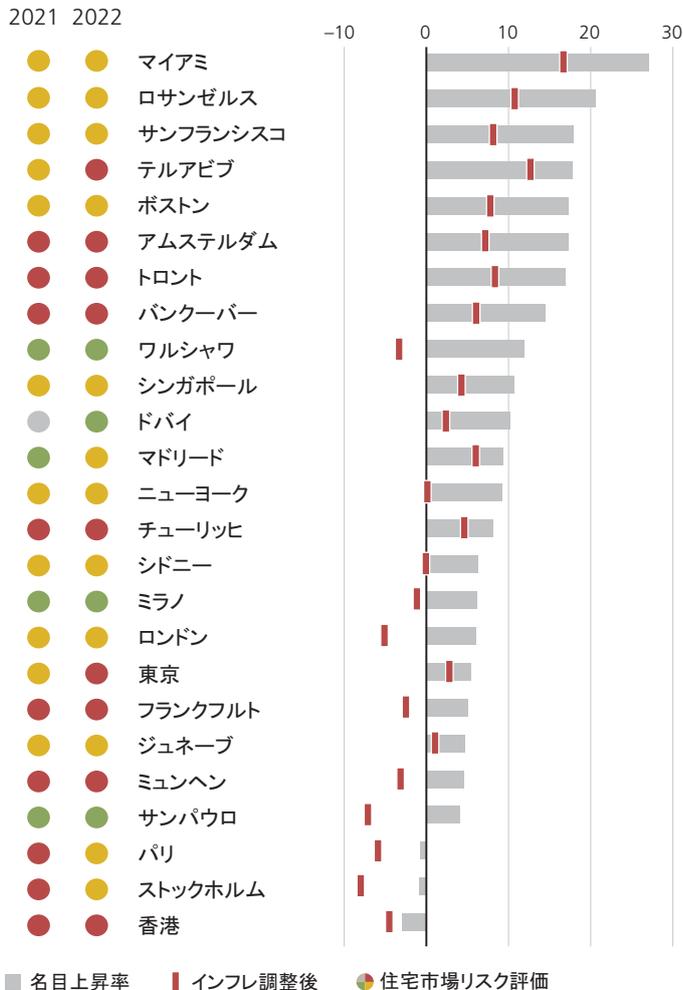
調査対象都市の住宅ローン金利は、2021年半ばに最低水準をつけて以降、平均で2倍近くに上昇した。不動産価格の値上がりもあり、サービス・セクターで働く高スキルの労働者の資金力では、パンデミック直前に比べ平均すると3分の2ほどの広さの住宅しか買うことができなくなってしまった。このような世帯が資金的に手当てできる居住空間は、今や50㎡程度にすぎない。さらに、インフレや金融市場の混乱による資産価格の下落により、家計の購買力が低下し、もっと広い家に住みたいとの意欲が削がれている。住宅は投資対象としての魅力も失いつつある。多くの都市では、借り入れコストが不動産の投資利回りを上回っているからだ。

ゲームオーバー

したがって、ほとんどの都市で、堅調な労働市場が現在も持ち家住宅市場を支える最後の砦となっている。だが経済環境の悪化とともに、労働市場も失速するリスクがある。実際、世界の持ち家住宅ブームはついに下げ圧力にさらされるようになっており、住宅価格の価値評価が高い都市の大半では、今後数四半期で価格調整が予想されている。

力強い名目価格上昇率

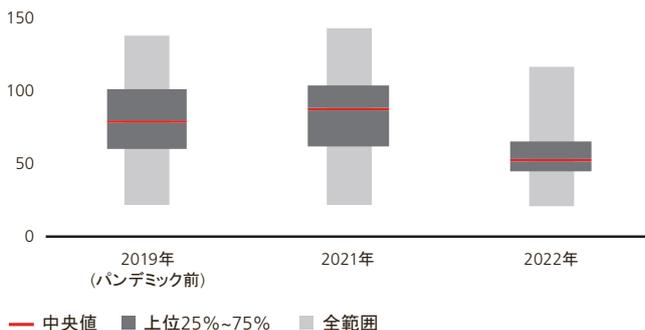
住宅価格の上昇率(2022年第2四半期、前年比%)



出所: 18頁を参照。

「アフォーダビリティ(買いやすさ)」の崩壊

サービス・セクターで働く高スキルの労働者が資金的に購入可能な*住宅面積 (単位:m²)



出所: UBS *住宅ローンの返済額が収入の3分の1を超えないこと (LTV倍率は80%とする)

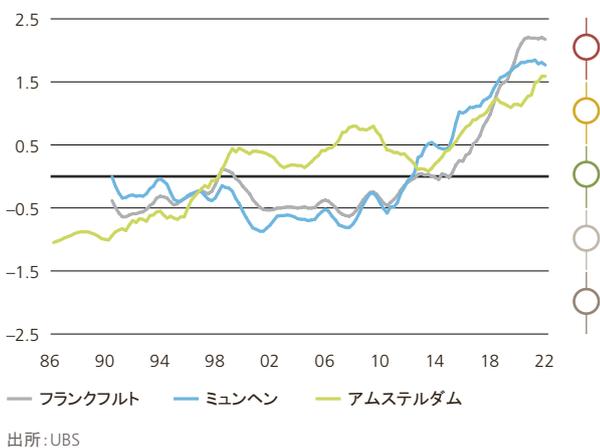
地域別の主要都市

ユーロ圏

本調査の対象地域であるユーロ圏市場の中では、**フランクフルト**と**ミュンヘン**のリスクが最も高い。不動産価格は、どちらも過去10年間に名目ベースで2倍以上に上昇したが、2021年半ばから1年間の上昇率は5%程度と、2桁台から落ちついた。しかし、フランクフルトの名目住宅価格は依然として5年前の水準を60%超え回っており、バブルの領域にある。ミュンヘンでは、非常に低い空室率と労働者数の増加が住宅市場を支えているが、ドイツ経済の見通しがかなり悪化しており、住宅需要の足かせとなっている。住宅ローン金利が上昇して、アフォーダビリティ(買いやすさ)はすでに悪化している。ミュンヘンでは、サービス・セクターの高スキルの労働者が買えるマンションの広さはパンデミック前に比べ1部屋分小さくなっている。

パリの住宅は、調査対象のユーロ圏市場の中では例外的な存在である。名目不動産価格は2021年半ばから2022年半ばまで停滞を続け、上昇率は全国平均を大きく下回った。この間、賃料は横ばいで、所得の回復もわずかだった。その結果、依然として「割高」と評価されているにもかかわらず、パリの住宅市場は「バブルのリスク」領域を脱した。本調査においては、パリは現在もユーロ圏で最もアフォーダビリティ(買いやすさ)が低い。

指数スコアの推移



米国

米国の都市では、パンデミックの発生以降、住宅価格がそれ以前の数年間よりもはるかに力強く上昇した。住宅ローン金利が歴史的な低水準で、所得の大幅な増加と堅調な世帯形成も相まって需要を押し上げた。しかし、この需要の強さにもかかわらず不均衡がさらに拡大しなかったのには、いくつかの理由がある。

第1に、調査対象都市の値上がり率は(マイアミを除くと)全米平均を下回った。第2に、賃料は、パンデミックに起因した低迷から回復し、過去4四半期では住宅価格とほぼ同じペースで上昇した。第3に、所得の伸びが非常に強く、賃料と同じペースを維持している。とはいえ、今後アフォーダビリティ(買いやすさ)が悪化すると、調査対象の全市場に痛手となり、価格上昇のペースは弱まると思われる。

ニューヨークは、調査対象となった米国の全都市の中で、2021年半ば以降の価格上昇率が最も低かった。税制、ビジネス、規制面で有利なアフォーダビリティの高い都市と州の上昇率を下回り続けている。とはいえ、ニューヨークは、調査対象の米国都市の中で、最も買いにくい都市であることには変わりない(13頁の「ニューヨーク」を参照)。

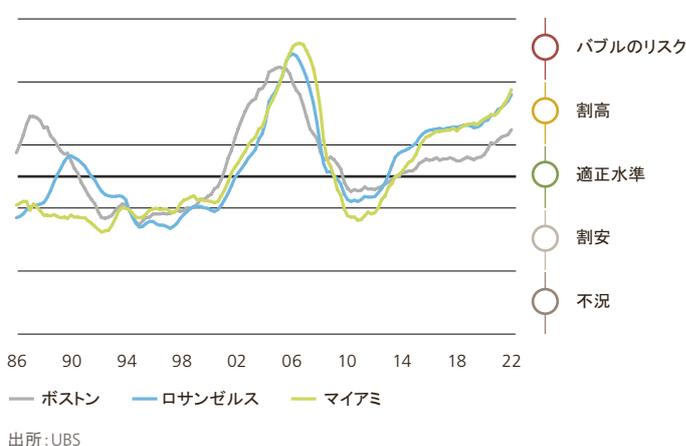
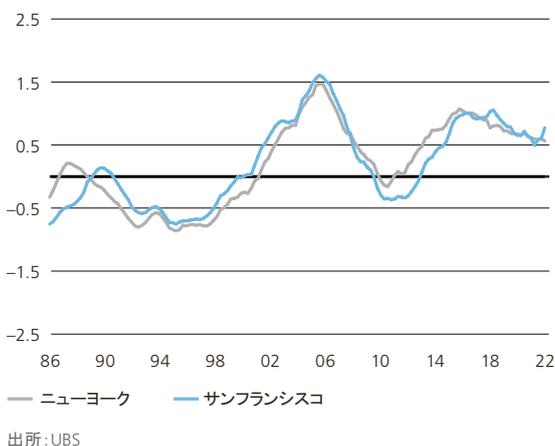
サンフランシスコは、力強い上昇率を示し、2018年から続いてきた下落に終止符を打った。しかし、賃料はまだパンデミック前の水準まで戻っていない。ハイテク業界の雇用が落ちついていること、リモートワークやオフィスと自宅のハイブリッドといった働き方が今後も続くことと予想されることを考慮すると、サンフランシスコの住宅価格が上昇する可能性は、調査対象の米国市場の中で最も低い。

ボストンは、その力強く多面性のある経済を背景に、調査対象都市の中で最も高い所得増加率の恩恵を受けた。昨年に比べると不均衡はおおむね変わらなかった。しかし、所得の増加は、金利上昇と住宅価格の上昇がアフォーダビリティに与える影響を相殺できていない。賃料統制が実施される可能性もあり、住宅販売市場の不透明感が高まっている。

ロサンゼルスは、好調な労働市場と、構造的な住宅の供給不足を背景に、米国市場の活況に連動して住宅価格が上昇した。しかし、不均衡は昨年さらに悪化して高水準にあり、買いにくさは過去最高に近い水準に達している。

マイアミは、移住者の大量流入と外国人投資家の強い関心から恩恵を受け続けている。住宅価格と賃料の年間伸び率は、調査対象都市の中で最も高かった。価格はパンデミック前に比べて50%近く上昇し、マイアミの割高感をさらに押し上げている。マイアミのアフォーダビリティは2019年以降急激に悪化しているが、調査対象の他の米国都市に比べると、なお妥当な水準に見える。

指数スコアの推移



アジア太平洋

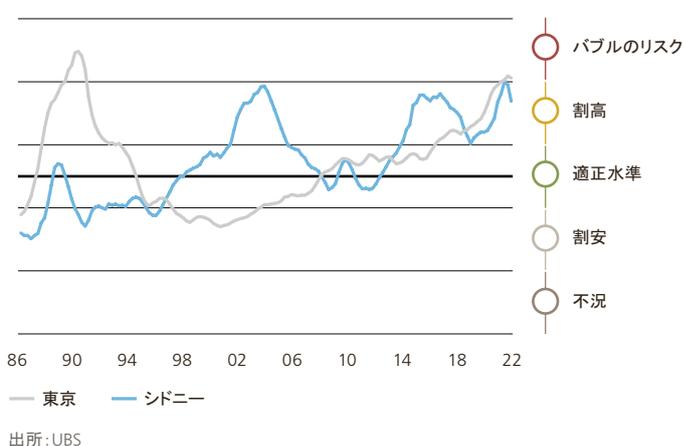
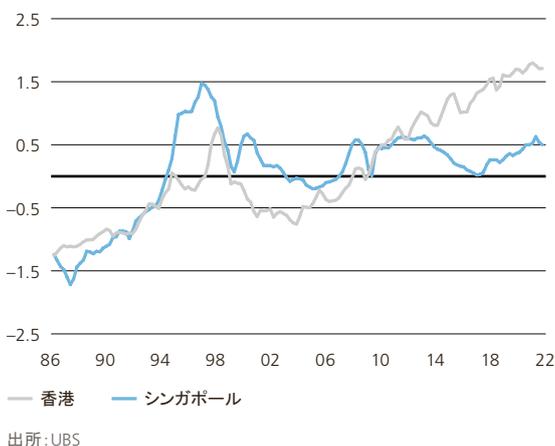
15年間に及んだ長期上昇トレンドの中で、**香港**は一時、本調査の全対象都市の中で最も高い上昇率を記録した。しかし、この局面は2019年半ばに終息した。その後、アフォーダビリティ(買いやすさ)の欠如、経済的混乱、パンデミック関連の行動制限が需要を大きく損ない、香港市場は全般的に低迷している。高級住宅市場で複数大きな取引があったものの、香港の住宅価格は2021年半ばからの1年間で名目価格がおよそ4%調整し、調査対象都市の中で最も低い上昇率となり、不均衡はやや改善した。しかしながら、家計の負債比率が上昇し、賃料が住宅価格よりも大きく下落したため、現在も「バブルのリスク」領域にある。今後については、住宅ローン金利の上昇と景気見通しの軟化を受けて、不動産価格はさらに下落するだろう。中期的には、中国本土がいずれ景気回復すれば、新たな追い風になる可能性もある。

シンガポールでは、外国人の旺盛な需要が価格上昇を支え、住宅市場の不均衡が2018年から上昇し始めた。シンガポールはビジネス拠点として国際的に確固たる地位を築き上げている。2021年半ばから2022年半ばまでの間に、シンガポールの住宅価格はさらに11%上昇した。しかし、高い賃貸需要が不均衡の拡大を防いでいるため、シンガポール市場は依然として若干の「割高」領域にとどまっている(14頁のシンガポールを参照)。

東京の不動産価格は、魅力的な融資条件と人口増加に支えられ、過去20年にわたってほとんど途切れなく(パンデミック期間も含めて)上昇し続けてきた。この間、不均衡は20年前の「割安」から上昇し、「バブルのリスク」の領域に入った。実際、日本の首都東京の住宅市場は、アフォーダビリティの悪化により、国内の他の都市の状況とは著しく乖離している。しかし、ここに来て軟化の兆しも見え始めた。前年比での価格上昇率が5%へと半減し、この10年で初めて全国平均を下回ったのだ。

シドニーの住宅市場は、2018年と2019年に冷え込んで以降、「バブルのリスク」の領域外を推移している。しかしその後、金融緩和政策と住宅のアフォーダビリティの改善により、市場に再び火がついた。2020年と2021年の価格上昇率は30%を超え、不均衡が再び悪化したことを受け、昨年は融資基準が厳格化し、急速な利上げが実施されたため、アフォーダビリティは急速に低下した。オーストラリア準備銀行によると、利上げの結果、1世帯が受けられる住宅ローンの最高額は2割減少した。その結果、住宅価格は2022年の4-6月期(第2四半期)にすでに5%以上下落している。

指数スコアの推移



- バブルのリスク
- 割高
- 適正水準
- 割安
- 不況

世界主要都市のベンチマーク

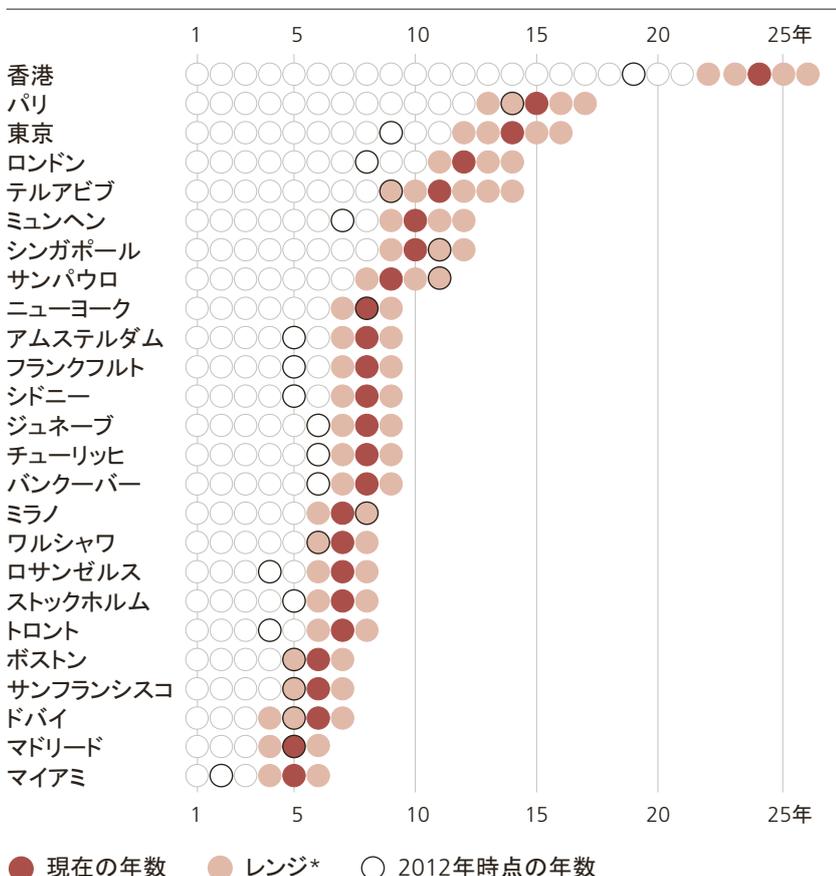
価格年収倍率

大半の世界主要都市において、60㎡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労するようである。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、テルアビブにおいては、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、マドリード、ドバイ、サンフランシスコ、ボストンについては、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。ロサンゼルス、ミラノ、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60㎡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(買いやすさ)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60㎡ (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。包括的なデータ改定により、過去のデータとの比較はできません。
*データの質の違いにより生じたレンジ。

価格賃料倍率

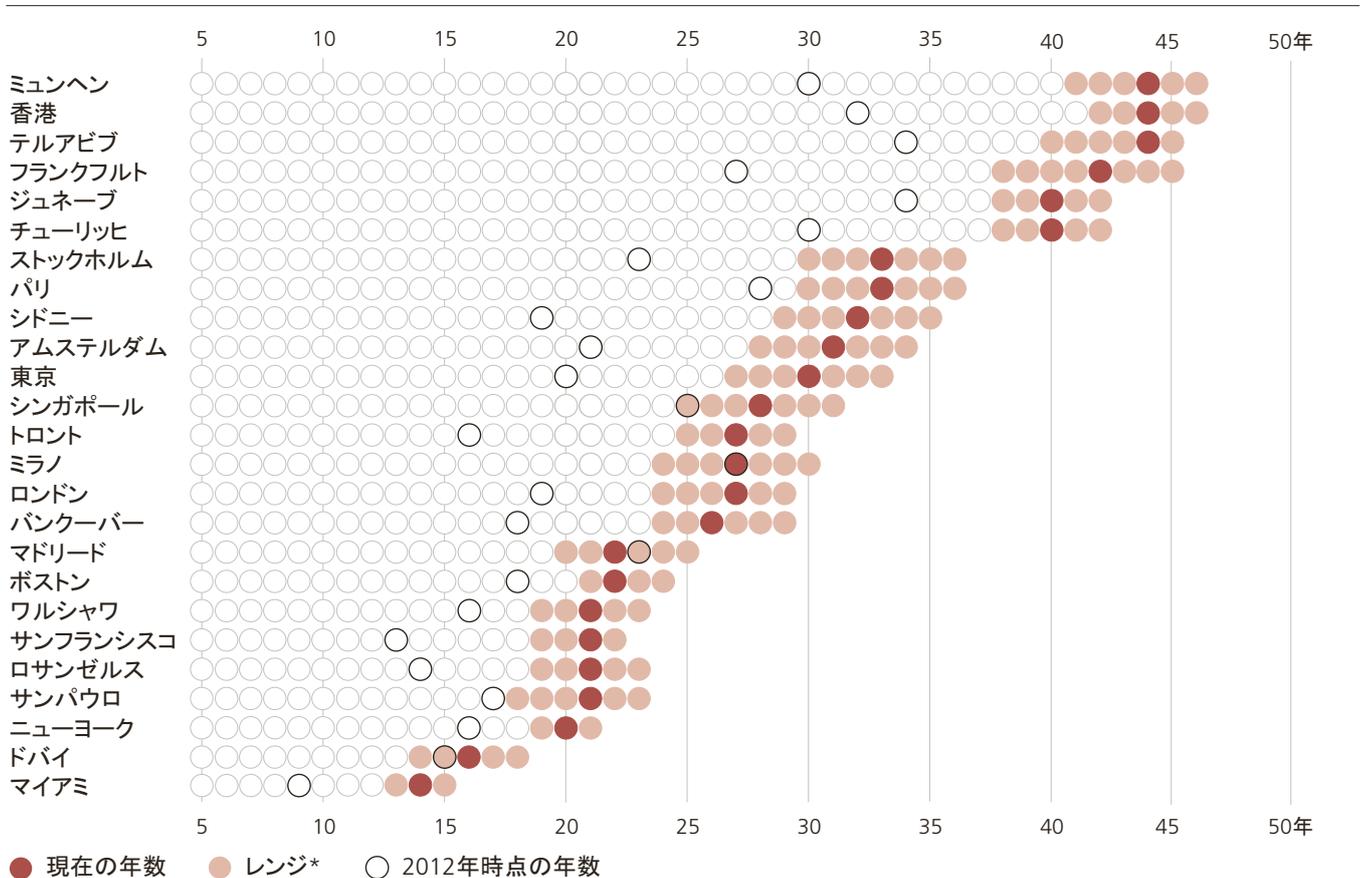
ミュンヘン、香港、テルアビブの価格賃料倍率が最も高く、フランクフルト、ジュネーブ、チューリッヒがそれらに続く。価格賃料倍率が極端に高いのは、住宅価格が低金利に過度に依存していることを反映しているものとする。本レポートで扱う世界主要都市の内、半分近くの都市の価格賃料倍率が30に近いかそれを超えている。それらの都市の住宅価格はいずれも、金利が継続的に上昇すると急落しやすい状況にある。

米国の一部の都市では最近、賃料の上昇にもかかわらず、価格賃料倍率が上昇している。しかし、ポストン、サンフランシスコ、ロサンゼルス、ニューヨーク、マイアミは倍率リストの下位グループにとどまっている

る。これらの都市の倍率が低いのは、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低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・ロスに被ることになるとみている。

マンションを購入し、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。包括的なデータ改定により、過去のデータとの比較はできません。
*データの質の違いにより生じたレンジ。

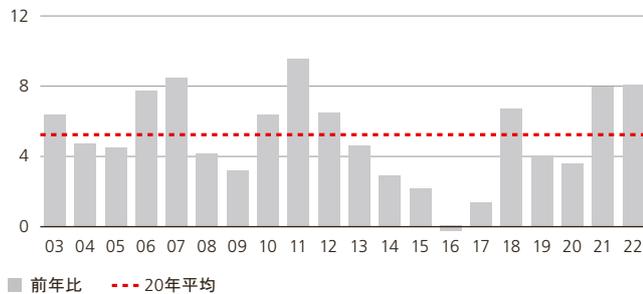
チューリッヒ



堅固なファンダメンタルズの中の過熱

住宅価格の上昇率

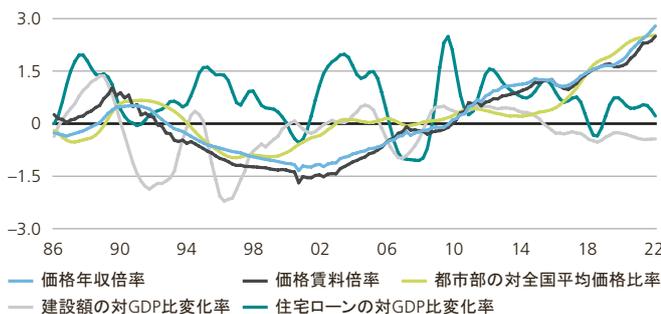
名目(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

チューリッヒ経済圏の住宅価格はパンデミックの発生後およそ20%上昇し、全国平均をわずかに上まわっている。市場は「バブルのリスク」領域にある。

力強い景気を背景に需要にけん引された住宅不足が深刻化しており、空室率は記録的な低水準に低下した。ところが、賃料は2020年初頭から7%と比較的高い伸びを示したにもかかわらず、持ち家市場のペースには追いついていない。マイナス金利環境下での旺盛な投資需要の継続が、住宅価格トレンドの重要なけん引力となっていることが示唆される。全体として、購入価格と賃料は均衡していない。

現在の高い購入価格は、スイス国立銀行の利上げ次第では下落に転じる可能性がある。LTV比率が60%の場合、借入れコストが純賃料収入のほとんどを相殺するため、投資用不動産への需要は後退する可能性が高い。しかも、純粋にコストの観点からすると、現在の高金利下では、購入よりも賃貸の方が圧倒的に安い。今後金利がさらに上昇すると、中期的にも販売用物件の供給が増加する可能性が高い。

したがって、住宅価格はファンダメンタルズで正当化できる水準に戻るだろう。だが、チューリッヒ経済圏では堅調な人口増加が続いているため、需給関係は名目価格を下落させることなく、次第に調整されていこう。

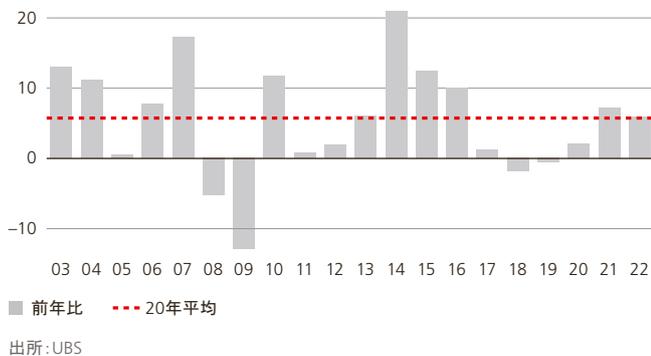
ロンドン



不安定な状況が続く

住宅価格の上昇率

名目(%)、第2四半期時点

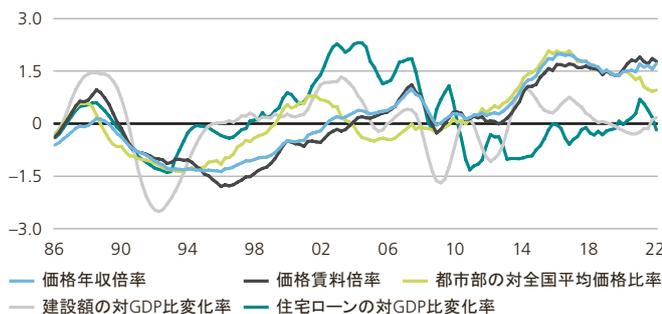


ロンドンの住宅市場は、3年連続の価格上昇で停滞期を脱却した。ロンドンの住宅価格は、2021年半ばからの1年で6%上昇し(名目ベース)、長期平均の5%を若干上回った。また、資産の安全な逃避先を探す動きが活発になる中で海外からの需要が高まる傾向にあり、一等地の住宅価格も回復基調を続けている。

全体として、旺盛な需要に対して供給の伸びが限定的という構造的な不均衡が、ロンドンの住宅価格を支えている。建設活動が若干持ち直したところで、供給不足がさほど解消されるとは思えない。その一方で、一部の購入希望者が適当な物件を見つけられず、法人テナントがパンデミック後に市場に戻ってきたため、平均賃料はこの1年で大幅に回復した。以上から、ロンドンが不動産バブルに陥るリスクは1年前に比べると若干低下したものの、住宅市場はなお「割高」水準にある。

補助指数の推移

指数は標準化



今後については、住宅ローン返済力審査における金利耐性要件が廃止されたことで、借入れが緩やかに増加し、需要も価格も上昇する可能性がある。しかし、いくつかの暗雲が将来の価格上昇の可能性を阻んでいる。住宅ローン金利は2021年半ばで底打ちした後3倍に上昇し、不動産の所有コストを引き上げてきた。住宅購入時の印紙税の免除・優遇期間が終了したため、住宅への需要も低下するだろう。英ポンド安により、外国人購入者にはロンドンの不動産の魅力が高まっているが、過去には投資先通貨の下落でキャピタルゲインの大半を失った経験が記憶に残っているはずだ。

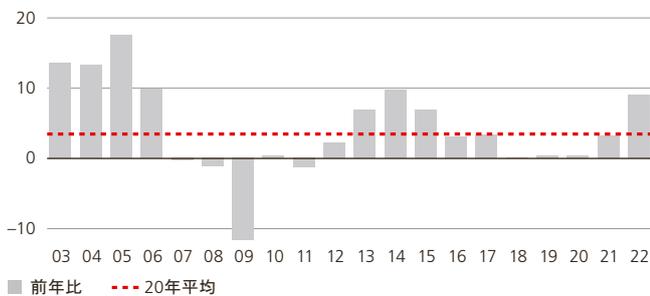
ニューヨーク



逆風が続く

住宅価格の上昇率

名目(%)、第2四半期時点



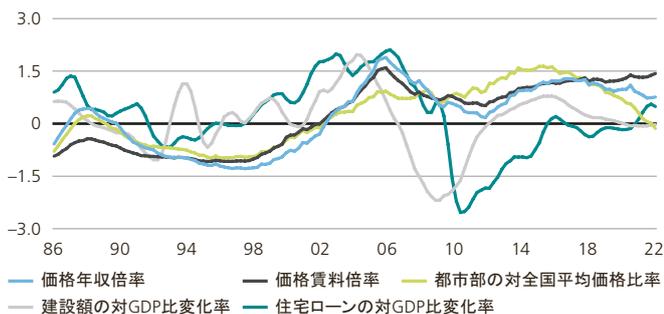
出所:UBS

ニューヨークの住宅販売価格は名目ベースで10%近く上昇したが、これはインフレ率相当の上昇幅に過ぎず、米国の他の大都市圏ほど大きくはない。マンハッタンや高級住宅街の価格上昇率はさらに低かった。その結果、ニューヨークの住宅市場は若干「割高」の領域にとどまっている。

住宅市場は賃貸、販売のいずれもパンデミックによる低迷期を乗り越えた。販売活動が回復しただけでなく、パンデミック前を若干上回る水準にまで上昇した。パンデミックによるさまざまな活動制限の緩和が始まったため、テナントも大挙して戻ってきた。米大手不動産会社ダグラス・エリマンによると、マンハッタンやブルックリン、クイーンズといった都心部では、この1年で空室率が急低下してマンションの賃料が20%以上跳ね上がった。

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

景気後退や求人率低下の懸念、金融サービスやハイテクなど高給な業界における人員削減の可能性を考慮すると、住宅需要の前途は決して明るくない。住宅ローン金利の急騰も相まって、住宅価格は下落リスクにさらされている。売買契約件数は、すでにここ数カ月で減少している。さらに、高級住宅を中心に、金融資産価格の低迷がマンション価格へのさらなる下げ圧力となる可能性が高い。

しかし、マンハッタンに関しては、すぐに供給が増える見込みがないため、中期的には市場全般の下落幅は限定的である。不動産開発業者向けの優遇措置が終了し、テナントに有利な借家法の改正が実施されると、建設活動は鈍化し、賃料は上昇を続ける可能性がある。

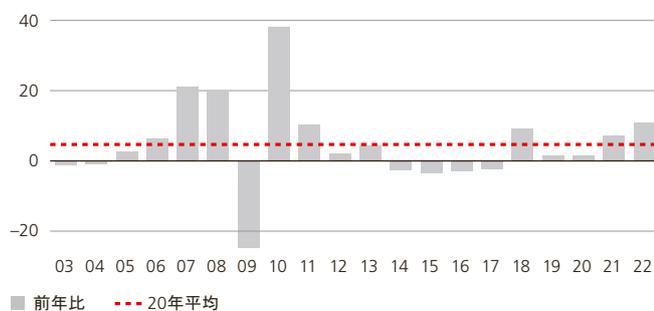
シンガポール



旺盛な需要

住宅価格の上昇率

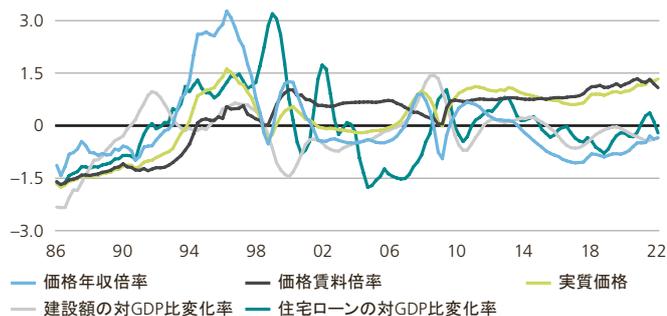
名目(%)、第2四半期時点



出所: UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所: UBS

シンガポールの住宅価格は2021年半ばからの1年で名目ベースで11%近く上昇し、10年超ぶりの高い伸び率を記録した。しかし、賃料の伸びはさらに高く、16%となっている。パンデミックによる建築工事の遅れを受けた住宅への累積需要と外国人居住者の強い関心が価格を押し上げている。シンガポールの住宅市場は、昨年とほぼ変わらずで、やや「割高」の領域を推移している。

政府は、過剰な借り入れと不動産市場の過熱を防ぐため、ここ数カ月でいくつかの市場抑制策を講じている。これらの措置には、2軒目以降の居住用不動産取得に対する印紙税率の引き上げや民間及び公営住宅向け融資基準の厳格化が含まれている。さらに、政府は旺盛な需要に応えるために住宅の供給を増やす措置を発表した。

シンガポールは、強力なビジネス拠点および富裕層投資家向けの安全な資産逃避先として、長年にわたってその地位を築いてきた。しかし、建築工事の遅れを受けて、2022年と2023年には、過去2年間の3倍の住宅を完成させる必要がある。さらに、住宅ローン金利の上昇が需要に大きな打撃を与えるだろう。

その結果、市場センチメントは弱まると予想する。だが、住宅投機が少なく、外国人需要の伸びが続いていることから、短期的には、名目ベースでの価格調整は考えにくい。

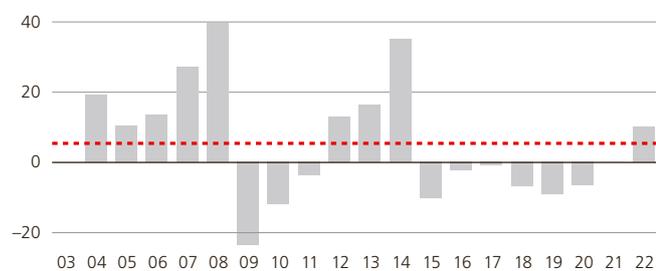
ドバイ



再離陸

住宅価格の上昇率

名目(%)、第2四半期時点

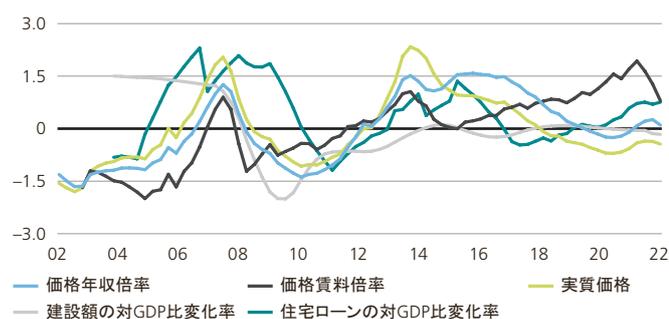


■ 前年比 - - - 20年平均

出所: UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所: UBS

20年に及ぶドバイ市場の激変は現在も続いている。7年続いた下落相場を経て2021年半ばに反発し、その後1年間で名目ベースの住宅価格は10%値上がりした。一等地の上昇率は特に高かった。とはいえ、現時点は2019年の水準に戻ったにすぎず、依然として2014年の高値よりも25%低い。ドバイの住宅市場は「適正水準」にある。

パンデミック後の経済活動再開と原油価格の上昇が回復に拍車をかけてきた。可処分所得の伸びは、パンデミック発生後初めてプラスに転じている。

今後については、市場は高スキルの専門職の居住要件が緩和された新しいビザ制度や、不動産取引の透明性を高める新たな規制の恩恵を受けるだろう。ドバイは、投資環境が以前よりも不利になった地域から、スキルの高い裕福な移住者を惹きつけている。この人口流入が、優良な持ち家市場と賃貸市場の双方に影響を及ぼしている。賃料は去年底打ちし、2021年半ばから22%上昇した。こうした流入人口は新たな入居者となり、いずれは購入者になる可能性がある。

住宅価格の上昇率は今後数四半期は高止まりする可能性が高いが、調達コストの上昇を背景に次第に鈍化していくだろう。長期的には、現在の供給過剰と新たな建設活動の伸びが人口増加率を上回る状況が続き、ドバイの不動産市場は今後も大きく変動し続ける可能性が高い。

世界の主要都市の概要

順位	都市名	UBSグローバル不動産バブル指数							不動産価格の上昇率		賃料の実質上昇率	
		総合評価	補助指数						年率(単位:%)		年率(単位:%)	
		スコア	評価	価格/年収	価格/賃料	都市/国 ¹	住宅ローン ²	建設費 ²	昨年	過去10年	昨年	過去10年
1	トロント	2.24	●	●	●	●	●	●	8.6	7.1	3.8	1.7
2	フランクフルト	2.21	●	●	●	●	●	●	-2.4	6.5	-6.2	1.9
3	チューリッヒ	1.81	●	●	●	●	●	●	4.6	3.7	-0.3	1.0
4	ミュンヘン	1.80	●	●	●	●	●	●	-2.9	6.4	-6.1	2.4
5	香港	1.71	●	●	●	●	●	●	-4.3	2.4	-1.6	-0.9
6	バンクーバー	1.70	●	●	●	●	●	●	6.4	5.6	1.2	1.8
7	アムステルダム	1.62	●	●	●	●	●	●	7.5	5.9	-3.6	1.8
8	テルアビブ	1.59	●	●	●	●	●	●	12.9	5.4	-0.1	2.7
9	東京	1.56	●	●	●	●	●	●	2.9	5.0	-11.8	1.0
10	マイアミ	1.39	●	●	●	●	●	●	16.8	8.1	12.9	3.4
11	ロサンゼルス	1.31	●	●	●	●	●	●	10.9	6.2	5.0	2.3
12	ストックホルム	1.22	●	●	●	●	●	●	-7.8	4.6	-3.1	1.1
13	パリ	1.21	●	●	●	●	●	●	-5.7	1.1	-4.2	-0.5
14	シドニー	1.19	●	●	●	●	●	●	0.1	5.5	-0.3	0.4
15	ジュネーブ	1.14	●	●	●	●	●	●	1.2	1.6	-2.9	0.1
16	ロンドン	1.08	●	●	●	●	●	●	-5.0	2.7	-2.9	-0.8
17	サンフランシスコ	0.78	●	●	●	●	●	●	8.4	5.1	2.7	0.5
18	ボストン	0.75	●	●	●	●	●	●	7.8	4.0	4.5	2.1
19	マドリード	0.59	●	●	●	●	●	●	6.3	2.2	5.4	2.5
20	ニューヨーク	0.57	●	●	●	●	●	●	0.4	1.8	-2.2	-0.5
21	シンガポール	0.50	●	●	●	●	●	●	4.5	0.9	9.7	-0.1
22	ミラノ	0.34	●	●	●	●	●	●	-0.8	-1.4	-4.0	-1.3
23	サンパウロ	0.20	●	●	●	●	●	●	-7.0	-1.6	-4.3	-3.4
24	ドバイ	0.16	●	●	●	●	●	●	2.5	0.0	13.3	-0.9
25	ワルシャワ	0.15	●	●	●	●	●	●	-1.9	2.2	0.9	-0.1

- バブルのリスク(>1.5標準偏差)
- 割高(0.5~1.5標準偏差)
- 適正水準(-0.5~0.5標準偏差)
- 割安(<-1.5標準偏差)

¹ 全国平均に対する都市部住宅価格比率。香港、シンガポール、ドバイは実質価格。

² 対GDP比(年間変化率)

出所:UBS

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、各都市の住宅市場のファンダメンタル評価、および各都市の所在国および経済の歪み(貸出ブームや建設ブーム)との関係に基づく評価を示したものである。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: 「不況(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に基づいている。

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所在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に置き換えた。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2009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のこと。

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	2022Q2	CBS, Maastricht University	NVM, UBS P&E	UBS P&E, CBS	CBS, FED Dallas	DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg
Boston	2022Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Dubai	2022Q2	Reidin, BIS	Reidin, UBS P&E	UBS P&E, Bloomberg	–	Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Bloomberg
Frankfurt	2022Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
Geneva	2022Q2	Wüest Partner	Statistique Genève	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, FSO
Hong Kong	2022Q2	RVD	RVD	Census and Statistics – Department Hong Kong, Bloomberg	–	Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg
London	2022Q2	Nationwide	ONS, UBS P&E	ONS	Nationwide	BoE, ONS, EUKLEMS, Bloomberg
Los Angeles	2022Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Madrid	2022Q2	BoS	Ayuntamiento de Madrid	INE	BoS	INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg
Miami	2022Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Milan	2022Q2	Nomisma	Nomisma, OECD	Dipartimento delle Finanze, UBS P&E	FED Dallas	Banca d'Italia, Hypostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Munich	2022Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
New York	2022Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, CoStar, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Paris	2022Q2	BIS, CGEDD	Insee	Insee, Bloomberg, UBS P&E	FED Dallas	BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
San Francisco	2022Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Sao Paulo	2022Q2	Fipe	Fipe	Fundação Seade	Fipe	Banco do Brasil, IBGE, Bloomberg
Singapore	2022Q2	Government of Singapore	Government of Singapore, UBS P&E	Government of Singapore	–	Government of Singapore, Bloomberg
Stockholm	2022Q2	Statistics Sweden, Valueguard	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden	Statistics Sweden, Bloomberg
Sydney	2022Q2	REIA, ABS	REIA, NSW Government, UBS P&E	ABS, UBS P&E	FED Dallas	ABS, RBA, Bloomberg
Tel Aviv	2022Q2	CBS	CBS, UBS P&E	CBS, UBS P&E	FED Dallas	Bol, Bloomberg
Tokyo	2022Q2	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, Bloomberg
Toronto	2022Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC	Statistics Canada	FED Dallas	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Vancouver	2022Q2	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	2022Q2	National Bank of Poland	National Bank of Poland	Statistics Poland	National Bank of Poland	National Bank of Poland, Statistics Poland, Bloomberg
Zurich	2022Q2	Wüest Partner	Statistik Stadt Zürich	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, FSO

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。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して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ものではありません。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値、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ご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、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・上限額等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2.20%(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・マネジメント株式会社 2022 すべての権利を留保します。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

