

# UBSグローバル 不動産 指数

2023年9月  
Chief Investment Office GWM  
Investment Research



**UBS**

# 目次

- 3 序文
- 4 主な結果
- 5 過熱の沈静化
- 7 地域別の主要都市
- 9 世界主要都市のベンチマーク
- 11 注目の都市
- 17 世界の主要都市の概要
- 18 調査手法およびデータ

## UBSグローバル不動産指数

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”(2023年9月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2023年10月10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)  
Wen Ching Lee (Singapore)  
Matteo Ramenghi (Milan)  
Ronaldo Patah (São Paulo)

## Design

CIO Content Design

## Cover photo

Getty Images

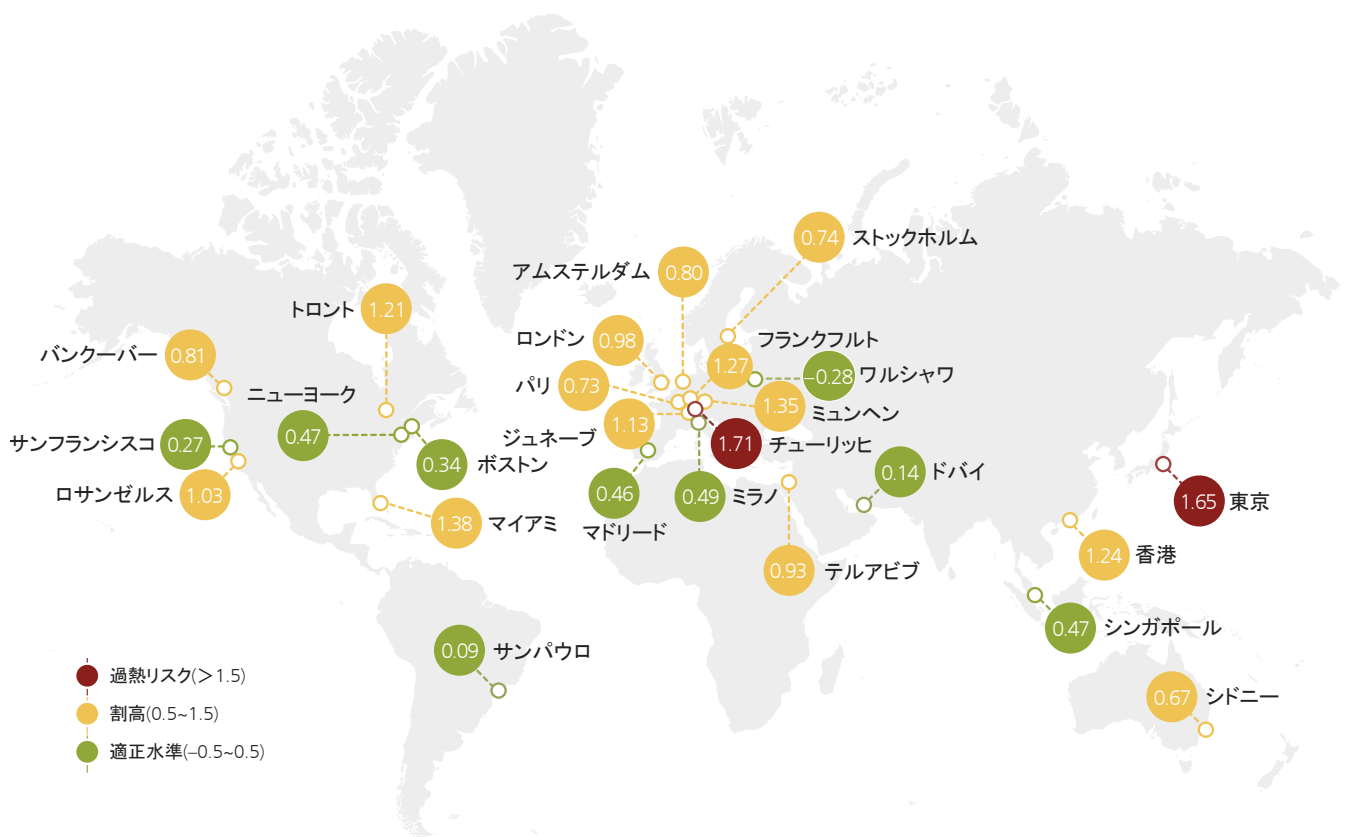
# 序文

世界主要金融都市の住宅市場は、インフレ高進と金利の上昇で全般的に不動産価格の不均衡の改善がみられた。一方、東京とチューリッヒの2都市の住宅市場のみが「過熱リスク」領域にあると判定された。この評価の意味を適切に理解することが必要だと考える。

UBSグローバル不動産指数における各都市の指数は、(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から計算されている。

東京の不動産指数が大きく上昇している背景には、不動産価格に比べて国民の収入上昇が小さいこと、日本の賃貸市場の構造から賃料が上昇していないこと、またインバウンドや人口流入による国全体との相対価格の違い、などが影響している。今後、賃金の上昇や他の地域への価格波及があれば、不動産の価格低下はなくとも東京の指数は低下していくとみられる。しかし、海外からの購入や人口流入に伴う需要拡大、賃貸市場との相対的な需要格差などから更に指数が上昇していく可能性も十分にあるだろう。

# 主な結果



## 住宅は下落

大半の調査対象都市では、実質住宅価格が過去4四半期の間に下落した。過去3年にわたり不動産市場が「過熱リスク」領域にあった都市では、不動産価格が平均すると10%下落した。

## 「過熱リスク」領域の都市は減少

大半の都市のリスク・スコアは、過去数四半期の間に急激に低下した。チューリッヒと東京では顕著な不均衡が持続している。両都市は住宅ローン金利とインフレ率が比較的低く、市場の混乱が生じなかった。

## 厳しい融資条件

大半の市場で住宅ローン金利が2021年の水準から3倍近く跳ね上がったことから、アフォーダビリティ(買いやすさ)が大幅に悪化した。このため、ほとんどの国の家計債務が過去数四半期の間に縮小した。

## ゲームチェンジャーのインフレ

インフレは不均衡の改善に大きく貢献した。金利上昇により住宅価格に下落圧力がかかった。一方で、インフレは所得と賃料の伸びを下支えた。賃料の伸び率は米国を除く大半の都市で加速し、10年近くの間で最高水準に達した。

## 反転は時期尚早

実質住宅価格はさらに下落する余地がある。しかし、多くの都市で住宅が不足しており、金利が低下するとブームが再来する下地が整いつつある。

## 重力に逆らって上昇

過去数年にわたり最も人気のある都市は、シンガポール、ドバイ、マイアミであった。海外の需要が旺盛なそうした人気都市では、賃料および販売価格の上昇率が明らかに高い。2年前に比べて住宅価格は40%、賃料は50%も高い。



# 過熱の沈静化

過去2年にわたる世界的なインフレの高進と金利の上昇により世界主要金融都市の住宅市場はおしなべて不均衡が急速に改善した。「過熱リスク」領域にある都市は、2022年の調査では9都市、今年はチューリッヒと東京の2都市のみとなった。以前そうした領域にあったトロント、フランクフルト、ミュンヘン、香港、バンクーバー、アムステルダム、テルアビブは不均衡が改善し、現在は「割高」領域にある。マイアミ、ジュネーブ、ロサンゼルス、ロンドン、ストックホルム、パリ、シドニーの住宅市場も「割高」領域にある。

ニューヨーク、ボストン、サンフランシスコ、マドリードも不均衡が改善した。これらの住宅市場はミラノ、サンパウロ、ワルシャワと同じように現在は「適正水準」にある。シンガポールとドバイは、地政学リスクが限定的なセーフヘブン(安全な避難場所)としての評判が最近になって賃貸と購入に対する需要を拡大させたが、これらも「適正水準」にある。

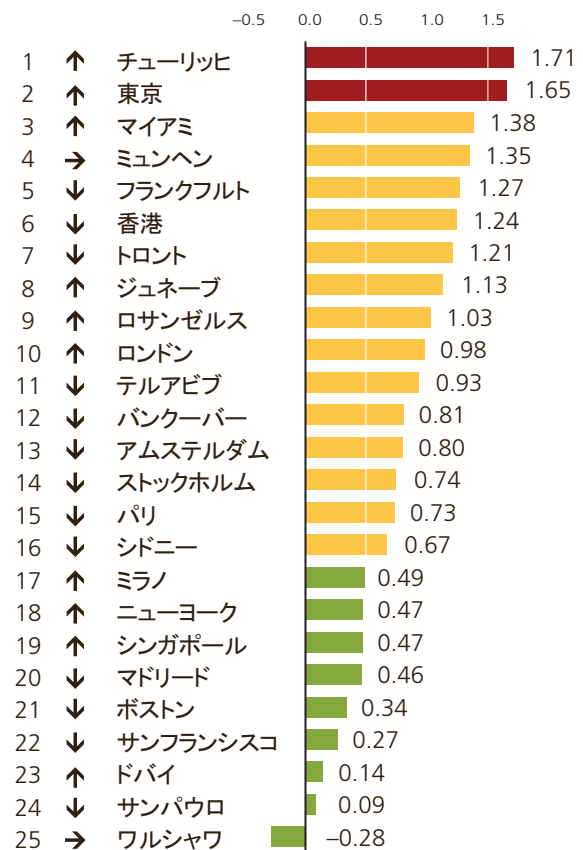
## 幅広い住宅価格の下落

大半の市場で住宅ローン金利が2021年の水準から平均すると3倍近く跳ね上がり、借入費用が大きく上昇したことから、住宅価格は伸び悩んだ。調査対象25都市の名目価格の年間上昇率は1年前に10%と高水準を記録したが、今年については行き詰まりをみせた。足元の実質価格は2022年央の水準に比べて5%低い。おしなべて25都市では、パンデミック期間中に生まれた実質価格の上昇分の大半が消失し、足元は2020年央の水準に再び近づいている。

しかし、金利上昇の住宅価格への影響は、既存の市場の不均衡と一般的な住宅ローンの条件により異なる。昨年のレポートで過熱リスクが最も高かったフランクフルトとトロントは、過去4四半期間に実質価格が15%下落した。割高なバリュエーションと比較的短期の住宅ローン期間が影響し、ストックホルム、次いでシドニー、ロンドン、バンクーバーの住宅価格にも下落圧力が強くかかった。一方、今のところリスク評価が「適正水準」であるマドリード、ニューヨーク、サンパウロは実質住宅価格が緩やかなペースで引き続き上昇している。

## UBSグローバル不動産指数

世界主要都市の住宅市場の指数値(2023年)



■ 過熱リスク (>1.5)    ■ 割高 (0.5~1.5)    ■ 適正水準 (-0.5~0.5)    ↓ ↑ → ランキングの変化 (2022年比)

出所: UBS

説明は17頁の調査手法およびデータを参照。

## 過熱リスクの把握

不動産市場の過熱は繰り返し発生する現象である。過熱という言葉は、資産価格の理論値からの大幅かつ持続的な乖離を意味する。実際に過熱状態かどうかは、急激な価格の下落が起きない限り確かめることはできないが、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あることがわかる。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グローバル不動産指数』はそうしたパターンに基づいて不動産市場の過熱リスクを評価するものである。同指数は価格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が要因となり、住宅価格は下落する可能性がある。

### インフレに支えられるファンダメンタルズ

不均衡の幅広い改善は住宅価格の下落だけではなく、良好な市場ファンダメンタルズ(基礎的諸条件)と家計債務の縮小も影響したと考える。アフォーダビリティが大幅に悪化したことから、賃貸がブームとなった。米国を除く調査対象都市の名目賃料上昇率は2022年央以降大幅に加速し、依然プラス領域にある。シンガポールとドバイでは、極めて高い賃料上昇率が記録された。

幅広いインフレの高進により、名目家計所得は過去10年に比べて着実なペースで増加し続けた。過去4四半期の間に住宅ローンの伸び率は半減し、欧州を中心にGDP(国内総生産)に対する家計債務残高の比率は低下した。

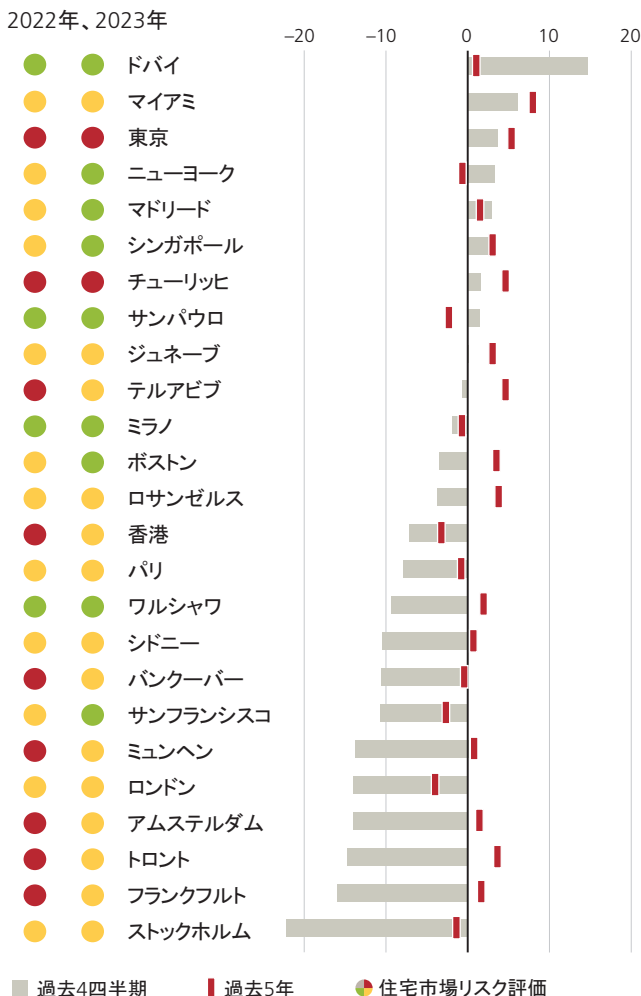
### 需要回復の兆し

調査対象国の失業率はいずれも過去10年の平均を大きく下回った。その結果、高水準で雇用が確保され、借入費用上昇の住宅需要への影響が部分的に和らげられた。しかし、インフレによる所得の増加と住宅価格の下落だけではアフォーダビリティが本格的に改善するには至らなかった。サービス・セクターで働く高スキルの労働者の場合、パンデミック前に比べて40%狭い広さの住宅しか買うことができない。金利が現行の水準で高止まりするようであれば、住宅価格は少なくとも実質ベースでさらに下がる可能性がある。

しかし、一部の都市では次の不動産ブームに向けて準備が整いつつある。ハイブリッドワークにより都市生活への需要は途切れることなく維持されており、多くの都市で住宅が供給不足に陥っている。建築許可件数が過去数四半期の間に大幅に減少した都市(特に欧州の都市)では、住宅の不足がさらに顕著となるだろう。このため、家計の借り入れコストが改善すれば住宅需要が拡大し、価格が再び急上昇する可能性がある。

### 目立つ価格の下落

住宅価格の実質上昇率(2023年第2四半期時点、年率%)



出所: 18頁参照

# 地域別の主要都市

## 米国

住宅ローン金利の急上昇とアフォーダビリティの記録的な悪化の結果、米国の調査対象都市で住宅需要が大幅に縮小した。しかし、所得の増加、販売用物件の在庫不足、堅調な労働市場により、住宅価格の大幅下落は回避された。とはいえ、全米調査対象都市の実質住宅価格は、2022年央から2023年央の間に平均で2%下落した。1年前には約10%上昇しており、非常に対照的である。さらに、賃料の実質上昇率は大きく減速した。パンデミックに伴う需要が縮小し、複数の市場で新規供給が行われ、空室率が底打ちしたことが主な要因だ。

マイアミとニューヨークの不均衡は過去4四半期の間に悪化し、一方でボストン、サンフランシスコ、ロサンゼルス住宅市場の指数スコアは改善した。

マイアミの住宅価格は全米平均よりも速いペースで引き続き上昇した。住宅価格は過去10年の間に2倍を超える水準に達した。マイアミは、サンベルトと呼ばれる南部地域の人気上昇で、特に大きな恩恵を受けている都市である。人口流入の継続と所得に対して相対的に低い価格水準が需要を下支えした。しかしながら、住宅ローン金利が上昇したことから、住宅販売件数が減少し、住宅価格に対する上昇圧力は弱まった。

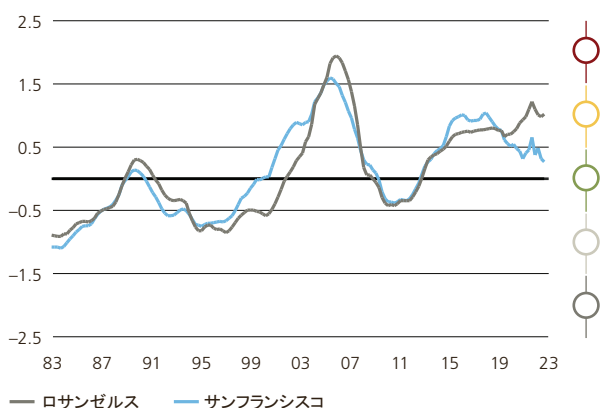
ニューヨークは、多くの住民がロックダウン期間中に人口密度が低く、住宅価格が手頃なエリアに移ったことから住宅市場が大きく下落したが、現在は力強い回復局面にある。住宅市場の実質価格は数年にわたり下落した後、2022年央から2023年央の間に3%上昇し、2016年以来初めて全米平均を上回った(14頁参照)。

反対に、ボストンの住宅市場は軟化した。実質価格は2022年央から2023年央の間に若干下落した。一方で、賃料はおおむね横ばいとなった。ボストンは住宅需要のサポート要因にはならないスタートアップ企業、テクノロジー企業、ヘルスケア企業への依存度が高く、米国の他の都市との運動性は低い。結論として、同住宅市場は「適正水準」と評価する。

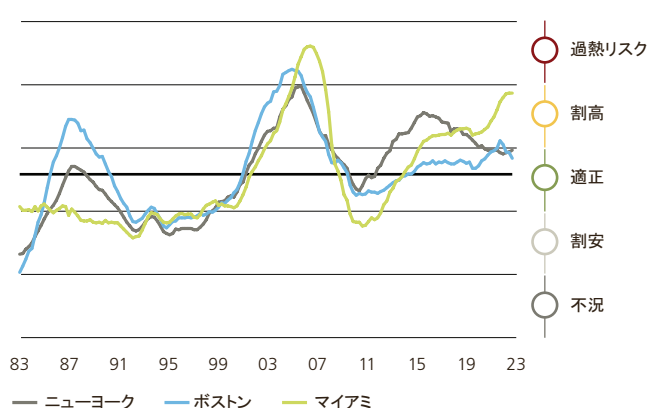
サンフランシスコの不動産市場の反発は早く終わった。2022年央以降、インフレ調整後ベースで住宅価格は10%下落し、賃料は3%下落した。同住宅市場は足元「適正水準」と評価する。サンフランシスコの住宅価格は、クオリティ・オブ・ライフ(生活の質)の問題、ハイブリッドワークの定着、テクノロジー企業に人気のあるサンベルト都市との競争により下落圧力を受けている。建築許可件数は過去10年で最低の水準にあるが、空室率は高止まりしている。

ロサンゼルス住宅市場は不均衡が若干改善したが、依然として「割高」と評価する。ロサンゼルスは、テクノロジーやエンターテインメント業界の高いエクスポージャー、クオリティ・オブ・ライフの問題、不利な税法、高水準の生活費による競争力の全般的な低下の影響を受けている。所得の伸びが予想を下回り、また住宅のアフォーダビリティが悪化したことから、在庫水準が上昇し始めた。

## 指数スコアの推移



出所:UBS



出所:UBS

## アジア太平洋

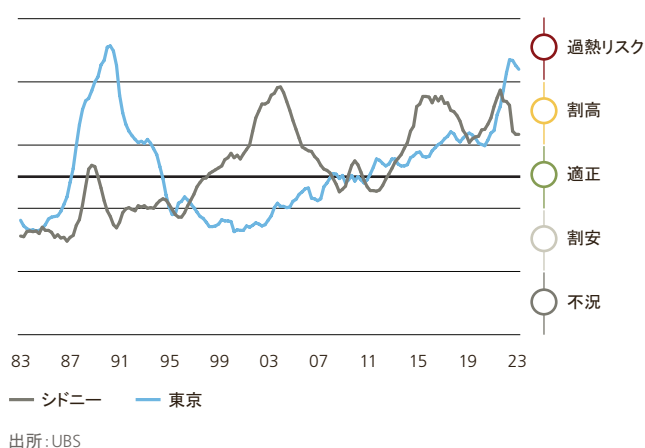
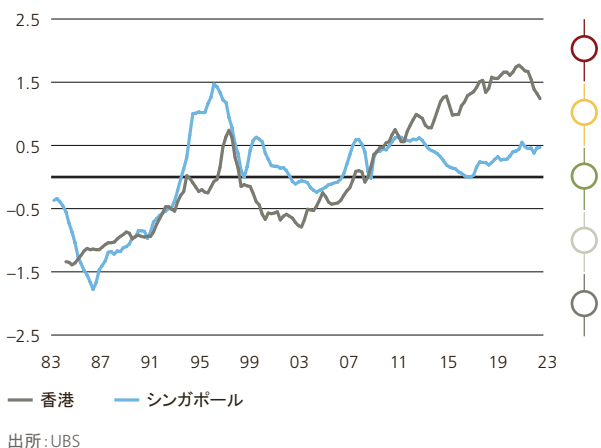
**香港**の実質住宅価格は2003年から2018年の間に4倍近く上昇した。一方で、所得は伸び悩み、賃料はインフレ調整後で50%上昇した。住宅価格は非常に買いにくい水準にある。サービス・セクターで働く高スキルの労働者の場合、60㎡のマンション購入費用は平均年収の20倍を超える。香港は当調査を開始した2015年以来、常に「過熱リスク」領域にあった。香港の実質住宅価格は2022年央から2023年央の間に7%下落した後、2017年の水準まで戻った。過去4四半期は家計債務が横ばいとなり、人口の流入が拡大しながらも、賃料はほとんど変わらなかった。しかし、高水準の住宅ローン金利と中国本土の緩慢な景気回復は住宅需要の重石となった。結論として、同住宅市場は足元「割高」と評価する。在庫の拡大は、軟調な住宅市場が当面続くことを示唆するものと考えられる。

**シンガポール**の住宅供給は、2018年に大きく拡大し始めた国内外の旺盛な需要を満たすことができていない。規制が強化されながらも、実質住宅価格は2018年以降15%上昇した。一方、賃料は当該期間に約40%上昇した。結論として、同住宅市場は「適正水準」と評価する(15頁参照)。

**東京**の住宅市場は20年前の「割安」領域から現在は「過熱リスク」領域にシフトしており、不均衡が悪化した。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年にわたりほとんど途切れることなく上昇し、国内の他の都市とは乖離が生じた。東京の住宅市場の安定性が非常に高いことに魅力を感じた海外投資家が主導して、価格上昇が加速した。さらにパンデミック以降、海外転入超過数が減少し、賃料が2020年に下落し始めたことから不均衡が悪化した。ホームオフィスが定着したこと、また東京以外だと広い住宅の購入余地が大きいことから、人々が都心を離れるようになった。所得の伸びが物価に追いつかない可能性があり、また過去数四半期の間に住宅ローン金利が緩やかに上昇したが、名目住宅価格は下がっていない。

**シドニー**の住宅市場は、過去数年の間に変動性が非常に高まった。住宅価格は2018年から2019年の期間、短期的に下落したが、2020年から2021年の間に累積ベースで約25%上昇した。直近は、オーストラリア準備銀行(中央銀行)の積極的な利上げがきっかけとなり住宅価格が再び急落し、実質価格は2018年の水準まで戻った。海外からの需要が改善しており、さらに下落する余地は限定的と考える。賃料の伸びが堅調となり、家計債務が減少したことから、不均衡が急激に改善した。同住宅市場は若干の「割高」と評価する。

### 指数スコアの推移



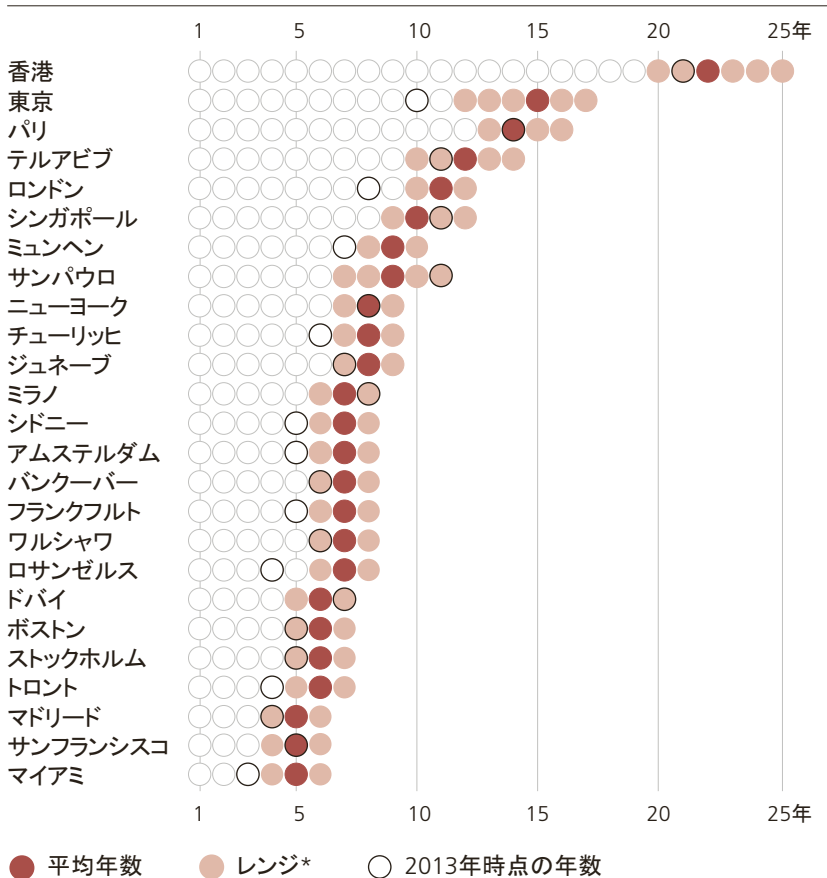
# 世界主要都市のベンチマーク

## 価格年収倍率

おしなべて調査対象都市は過去4四半期にわたり住宅価格が若干低下し、所得の伸びがおおむね横ばいとなったが、多くの都市でアフォーダビリティが悪化した状態が続いている。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、60㎡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10倍を超える東京、パリ、テルアビブ、ロンドンでは、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、トロントでは、広さ60㎡のマンションを購入する場合、平均価格年収倍率がかなり低く、価格水準は持続可能なものとなっている。ボストン、ロサンゼルス、ジュネーブやチューリッヒの住民も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おおむね可能なものとなっている。

## サービス・セクターの高スキル労働者が、大都市中心部近くの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18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。



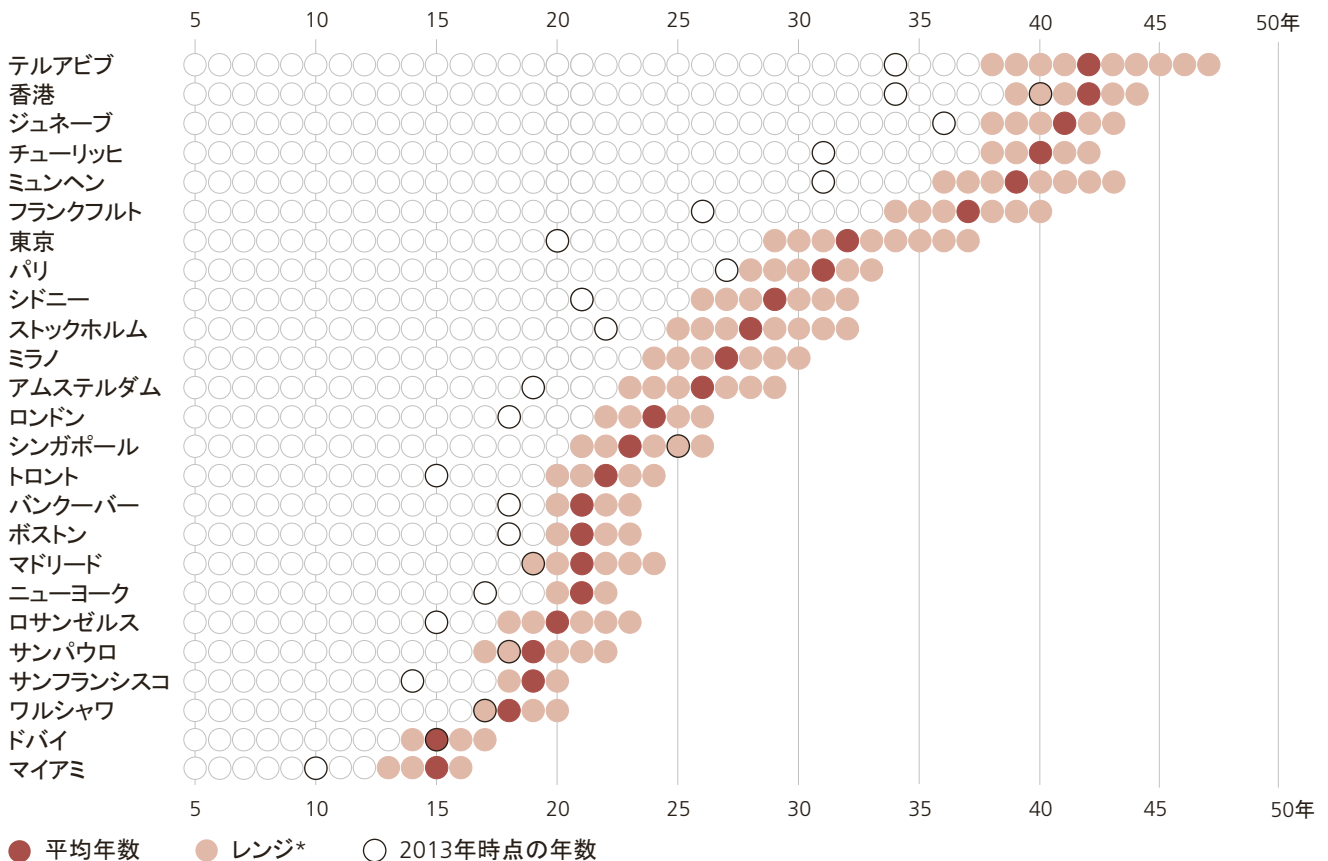
## 価格賃料倍率

賃料上昇率が価格上昇率を上回ったことから、価格賃料倍率は昨年より概ね下落した。しかしながら、本レポートで扱う世界主要都市の内、3分の1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。現在はテルアビブ、ミュンヘン、香港の価格賃料倍率が最も高く、チューリッヒ、ジュネーブ、フランクフルトがそれらに続く。価格賃料倍率が高いのは、これまでの低金利の結果、住宅価格が過度に上昇したことが影響していると考えられる。それらの都市の住宅価格はいずれも、金利が長期にわたり高止まりするか、継続的に上昇すると下落しやすい状況にある。

調査対象となった米国の都市は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、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、高水準の価格賃料倍率に表れているように、賃料は本来の市場実勢を下回る。

しかし、高水準の価格賃料倍率は、テルアビブ、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をキャピタル・ゲインで補えると期待している。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価格下落による大幅なキャピタル・ロスを経験す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18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。

# 注目の都市

- 12 チューリッヒ
- 13 ロンドン
- 14 ニューヨーク
- 15 シンガポール
- 16 ドバイ

# チューリッヒ



## 住宅価格は高止まり

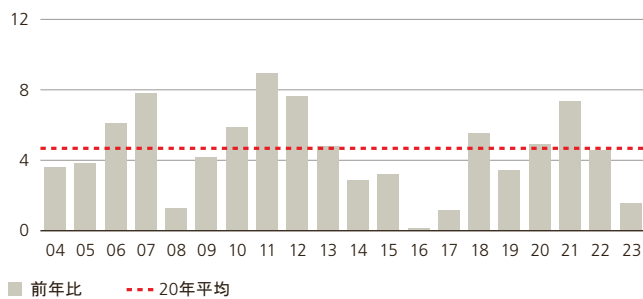
チューリッヒの住宅価格は、過去数年のペースに比べると緩やかであるが2023年も引き続き上昇した。実質価格は10年前の水準から40%上昇した。これは全国平均を大きく上回るものであり、また賃料の伸び率(2013年以降の上昇率は約12%)よりも高く、購入価格と賃料の間不均衡は継続している。このため、同住宅市場は「過熱リスク」領域と引き続き評価する。

それでも、過去数四半期は賃料の伸びが急加速し、ようやく住宅価格の伸びを上回ったことから不均衡が若干改善された。現在のように借入費用が高い局面で、購入が賃貸に比べて割に合うのは、住宅価格が長期的に上昇する場合のみだ。賃貸用不動産投資は魅力度が低下した。そのため、住宅の供給はパンデミック前の水準まで拡大し、一方で取引件数は減少した。今後数四半期は、価格の上昇を予想しておらず、不均衡の改善につながるとみている。

他の調査対象都市で見られるような価格急落の可能性はかなり低いとみている。全国的に建築許可件数は大きく減少しており、中期的に金利が再び低下すると多くの不動産購入者が予想していると考えられることから、不動産には金と同様の価値があるとの認識が強まるだろう。また、チューリッヒは、住宅市場の規模が比較的小さく、住宅の購入は地元住民の大半にとって経済的に容易ではないが、給与水準が高い産業の雇用の伸びが堅調で、住宅価格は長期にわたりおおむね高止まりするであろう。

### 住宅価格の上昇率

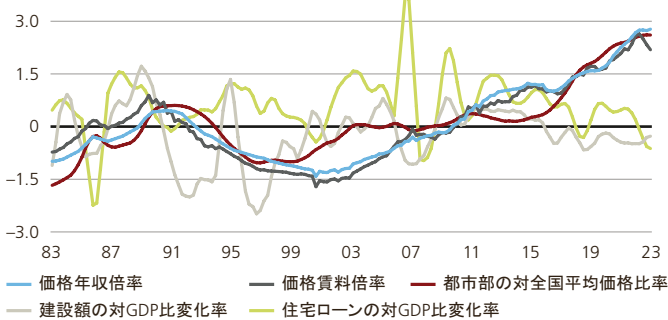
名目(%)、第2四半期時点



出所:UBS

### 補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS



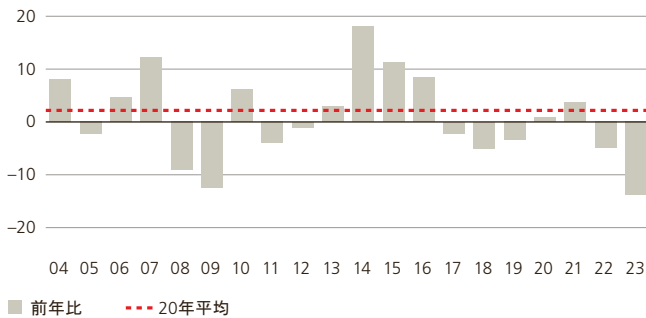
# ロンドン



## 下値余地は限定的

### 住宅価格の上昇率

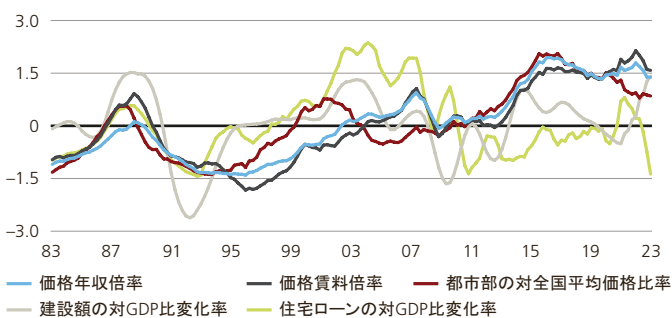
名目(%)、第2四半期時点



出所:UBS

### 補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

ロンドンの住宅価格は過去最高値をつけた2016年以降、インフレ調整後で約25%下落した。過去4四半期だけでも住宅価格は14%下落し、15年前の世界金融危機以降で最大の下落率を記録した。住宅ローン金利は数四半期の間に3倍近く上昇し、ロンドン住宅市場への需要が減退した。一等地セクターは現金購入者が多いことから、住宅ローン金利上昇の影響はさほど大きくはなかった。一等地の住宅価格は海外の富裕層投資家からの資金流入と英ポンドの上昇がみられない中でも、なんとか持ちこたえることができた。結論として、同住宅市場の指数スコアは低下したが、引き続き「割高」領域と評価する。

住宅金融大手ネーションワイドによると、ロンドンの初回住宅購入者の住宅ローンの支払いは、手取り給与の約3分の2を占めている。わずか3年前は半分以下であった。借り入れを利用した賃貸用不動産投資は、家主が高まる借入費用を相殺することができず赤字に転じた。賃料は過去4四半期の間に名目ベースで5%上昇したが、2桁台のインフレ率を下回った。景気減速も重なり、家計は購買力を失い、住宅購入のような長期投資を行う意欲が低下した。よって、高金利の環境の下、住宅価格の下落局面はまだ終わっていないと考える。しかしながら、住宅供給の増加ペースが遅く、市場は構造的に供給不足に陥っていることから下落余地は限定的とみている。



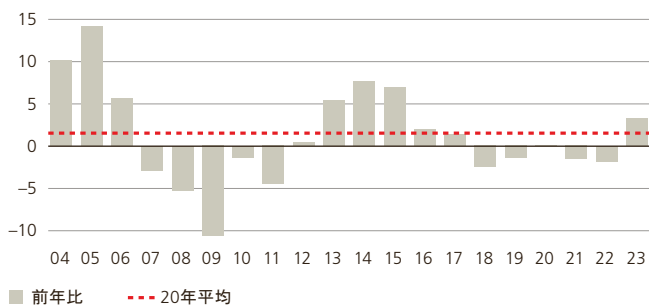
# ニューヨーク



## 意外や意外

### 住宅価格の上昇率

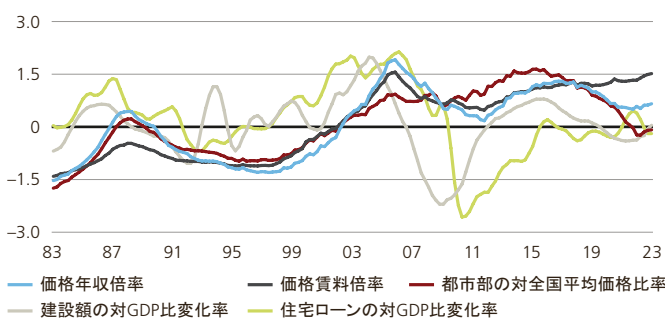
名目(%)、第2四半期時点



出所:UBS

### 補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

ニューヨークの住宅市場は、パンデミックによって目まぐるしく変化した局面が概ね終わりを迎えた。マンハッタンの住宅市場は、規制が徐々に緩和され人々が街に戻ってきたことから、2021年と2022年に大きく回復した。構造的に供給が少ないという要因もあるが、住宅市場が「過熱リスク」領域になかったことから、金利急上昇の住宅価格への影響は限定的となった。住宅販売価格は2022年央から2023年央までのインフレ調整後の上昇率が3%を超え、パンデミック期間中に積み上がった損失の全てを取り戻した。

高級物件も持ちこたえた。金利上昇の環境の下、現金一括購入者の急増は市場の下支えに貢献した。販売価格は過去10四半期の内、9四半期で上昇した。しかし、米大手不動産会社ダグラス・エリマンによると、在庫供給月数（在庫リストの全物件の販売所要月数）が伸び、値下げも増えるなか、販売活動が2022年末以降大幅に縮小した。

結論として、ニューヨーク住宅市場は「適正水準」と評価し、当面は横ばいで推移すると予想する。高金利、経済的不確実性、アフォーダビリティの悪化により、今後数四半期は販売用物件と賃貸用物件の上昇余地が限られるだろう。他方で、低水準の空室率と建設活動の縮小は、足元の住宅価格と賃料の水準を下支えしている。不動産開発業者向けの税優遇措置の終了、建築費用の上昇、不利な家賃規制の追加への懸念により新規開発案件のリスク調整後リターンの魅力度が低下することから、状況がすぐに変わる可能性は低いと考える。



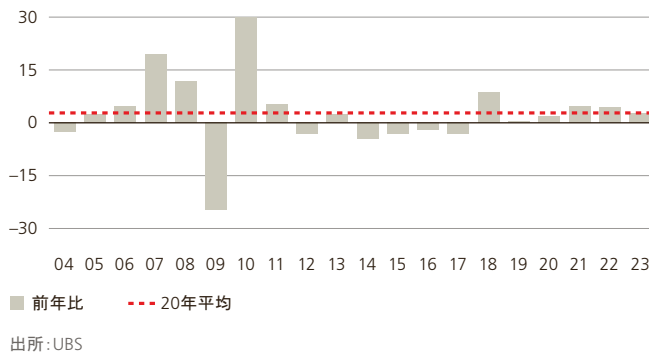
# シンガポール



## 今後は安定化

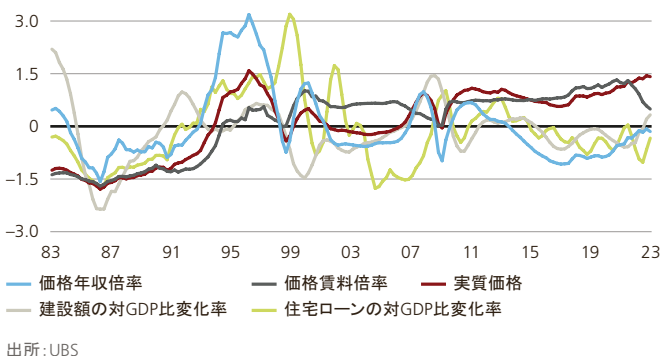
### 住宅価格の上昇率

名目(%)、第2四半期時点



### 補助指数の推移

指数は標準化



分析の対象は民間住宅市場に限定されます。

地政学的緊張が高まる中、シンガポールは資産の避難先としての評判が高く、海外からの赴任者、富裕層投資家、新規事業の強い関心を呼んでおり、民間住宅市場は引き続き恩恵を受けている。若い世代がマンションを求めており、新たな住宅需要が生まれている。居住スペースに対する需要が旺盛ながらも、同住宅市場は「割高」領域から「適正水準」に移ったと考える。

賃料の上昇率は2021年以降加速しており、足元は住宅価格の伸び率を上回っている。賃料は1年前からインフレ調整後で約25%上昇しており、調査対象都市の中で最も高い伸びを示した。一方、民間住宅市場の価格上昇率は過去数四半期の間に減速し、住宅価格は2022年央から2023年央までのインフレ調整後の上昇率が3%にとどまった。しかしながら、ロックダウンによる供給制約が緩和され、建築完了の住宅が増加することから、今後賃料上昇率は鈍化するとみている。パンデミック後の海外からの移住も今やピークを過ぎ、賃貸需要も縮小すると考える。

過去数年の間に導入された住宅価格抑制策の効果が出始めている。外国人向けの印紙税率は60%(世界最高水準)に引き上げられ、海外からの需要を大きく抑制している。また、国内向けの引き締め策も導入されている。LTV倍率(不動産の評価額に占める借入金の比率)および債務返済比率の引き下げ、住宅ローン金利の上昇は需要とアフォーダビリティの双方に打撃を及ぼした。今後は住宅供給が拡大し、需要が安定化することから、住宅価格の伸びは鈍化し、賃料の伸びも低下するとみている。シンガポール政府は賃貸市場への規制を将来導入する可能性を排除しなかったことから、賃貸用不動産の投資家は規制リスクに留意する必要がある。

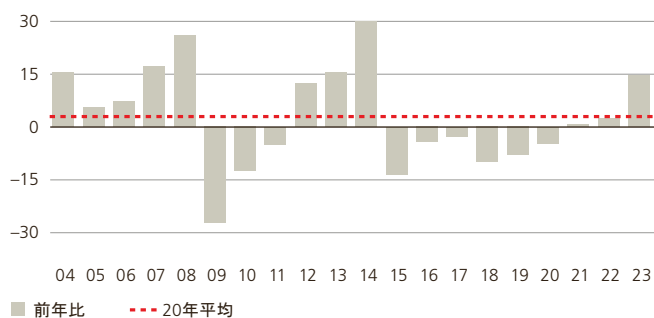
# ドバイ



## 棚ぼた利益

### 住宅価格の上昇率

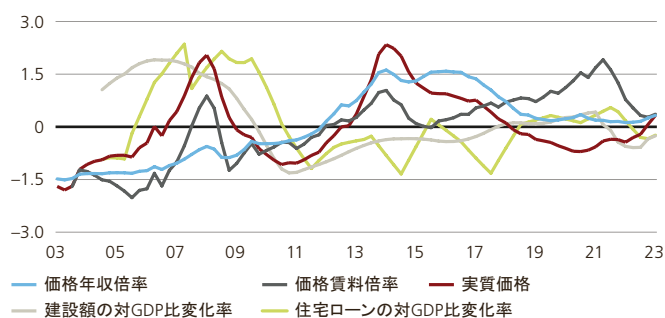
名目(%)、第2四半期時点



出所: UBS

### 補助指数の推移

指数は標準化



出所: UBS

7年続いた不動産の下落相場が終わって久しい。住宅価格は2021年以降大きく反発し、2022年央から2023年央までのインフレ調整後の上昇率は15%と調査対象都市の中で最大の伸びを示した。高級物件の価格はさらに上昇した。

ドバイには世界中の不動産投資家が集まった。富裕層や優秀な人材を対象に居住要件を緩和した新しいビザ制度、個人所得税無税、パンデミック期間中の入国規制の早期解除は海外からの移住を促した。さらに、ドバイ経済はコモディティ価格の上昇により支えられ、2021年以降景気ならびに家計所得が大きく拡大し他の都市を上回った。その結果、居住用不動産の取引額は大幅に上昇し、過去最高水準を更新した。しかしながら、インフレ調整後の価格は2014年の高値よりも約25%低い。また、多くの移住者が将来の住宅購入の前に家を借りたことから、賃料が過去4四半期の間に同20%上昇した。以上により、同住宅市場は引き続き「適正水準」の領域と評価する。

今後数四半期は上昇の勢いが弱まると予想する。住宅の購入は現金によるものが大半であるが、住宅ローン金利の上昇は悪影響を与えるであろう。足元の供給(特にマンション)の大幅拡大も価格上昇率を抑制するとみている。最後に、世界経済の減速を背景にして、買い手の支払い意欲は弱まる可能性がある。しかしながら、市場の見通しは引き続き地政学的な動きに左右されるだろう。



# 世界の主要都市の概要

順位	都市名	UBSグローバル不動産指数							不動産価格の実質上昇率		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 <sup>1</sup>	住宅ローン <sup>2</sup>	建設費 <sup>2</sup>	昨年	過去10年	昨年	過去10年
1	チューリッヒ	1.71	●	●	●	●	●	●	1.5	3.4	6.9	1.2
2	東京	1.65	●	●	●	●	●	●	3.6	4.8	-3.7	0.1
3	マイアミ	1.38	●	●	●	●	●	●	6.0	7.6	2.0	3.8
4	ミュンヘン	1.35	●	●	●	●	●	●	-13.8	4.6	-3.1	2.1
5	フランクフルト	1.27	●	●	●	●	●	●	-15.9	4.8	-4.3	1.2
6	香港	1.24	●	●	●	●	●	●	-7.1	0.8	-1.6	-1.2
7	トロント	1.21	●	●	●	●	●	●	-14.7	5.7	6.0	2.2
8	ジュネーブ	1.13	●	●	●	●	●	●	-0.1	1.1	1.1	-0.2
9	ロサンゼルス	1.03	●	●	●	●	●	●	-3.7	5.0	-1.4	2.1
10	ロンドン	0.98	●	●	●	●	●	●	-13.9	0.9	-5.2	-2.2
11	テルアビブ	0.93	●	●	●	●	●	●	-0.7	4.5	2.8	2.2
12	バンクーバー	0.81	●	●	●	●	●	●	-10.6	4.8	10.7	2.9
13	アムステルダム	0.80	●	●	●	●	●	●	-14.0	5.2	4.1	2.1
14	ストックホルム	0.74	●	●	●	●	●	●	-22.1	2.4	-4.9	0.2
15	パリ	0.73	●	●	●	●	●	●	-7.9	0.6	-1.3	-0.7
16	シドニー	0.67	●	●	●	●	●	●	-10.5	3.9	2.8	0.9
17	ミラノ	0.49	●	●	●	●	●	●	-1.9	-1.0	-2.4	-1.1
18	ニューヨーク	0.47	●	●	●	●	●	●	3.2	1.3	-1.5	-0.8
19	シンガポール	0.47	●	●	●	●	●	●	2.8	0.9	23.0	1.8
20	マドリッド	0.46	●	●	●	●	●	●	2.9	2.3	7.6	1.5
21	ボストン	0.34	●	●	●	●	●	●	-3.4	3.5	1.1	2.1
22	サンフランシスコ	0.27	●	●	●	●	●	●	-10.6	2.7	-3.1	-0.4
23	ドバイ	0.14	●	●	●	●	●	●	14.6	-0.1	20.3	-0.2
24	サンパウロ	0.09	●	●	●	●	●	●	1.4	-2.1	9.0	-2.5
25	ワルシャワ	-0.28	●	●	●	●	●	●	-9.3	1.8	2.0	0.4

- 過熱リスク (>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)

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 対GDP比(年間変化率)

出所:UBS

# 調査手法およびデータ

UBSグローバル不動産指数『UBSグローバル不動産指数』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)」、「過熱リスクあり(1.5超)」。この分類は過去の過熱の例に基づいている。価格調整が起こるか、いつ起こるかを予測することはできない。従って、「過熱リスク」は大幅な価格調整が起こるリスクが高い状態にあることを示している。

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。この手法だけで過熱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、「過熱リスク」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。都市ごとに過熱要因が異なるため、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

		<b>Price Index (City)</b>	<b>Rent Index (City)</b>	<b>Income Index (City)</b>	<b>Price Index (Country)</b>	<b>Mortgage, Construction, GDP, Inflation (Country)</b>
Amsterdam	2023Q2	CBS, Maastricht University	NVM, UBS P&E	UBS P&E, CBS	CBS, FED Dallas	DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg
Boston	2023Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Dubai	2023Q2	Reidin, BIS	Reidin, UBS P&E	UBS P&E, Morgan Stanley, Bloomberg	–	Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Morgan Stanley, Bloomberg
Frankfurt	2023Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
Geneva	2023Q2	Wüest Partner	Statistique Genève	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, FSO
Hong Kong	2023Q2	RVD	RVD	Census and Statistics Department Hong Kong, Bloomberg	–	Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg
London	2023Q2	Nationwide	ONS, UBS P&E	ONS	Nationwide	BoE, ONS, EUKLEMS, Bloomberg
Los Angeles	2023Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Madrid	2023Q2	BoS	Ayuntamiento de Madrid	INE	BoS	INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg
Miami	2023Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Milan	2023Q2	Nomisma	Nomisma, OECD	Dipartimento delle Finanze, UBS P&E	FED Dallas	Banca d'Italia, Hypostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Munich	2023Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
New York	2023Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, CoStar, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Paris	2023Q2	BIS, CGEDD	Insee	Insee, Bloomberg, UBS P&E	FED Dallas	BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
San Francisco	2023Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
São Paulo	2023Q2	Fipe	Fipe	Fundação Seade	Fipe	Banco do Brasil, IBGE, Bloomberg
Singapore	2023Q2	Government of Singapore	Government of Singapore, UBS P&E	Government of Singapore	–	Government of Singapore, Bloomberg
Stockholm	2023Q2	Statistics Sweden, Valueguard	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden	Statistics Sweden, Bloomberg
Sydney	2023Q2	REIA, ABS	REIA, NSW Government, UBS P&E	ABS, UBS P&E	FED Dallas	ABS, RBA, Bloomberg
Tel Aviv	2023Q2	CBS	CBS, UBS P&E	CBS, UBS P&E	FED Dallas	BoI, Bloomberg
Tokyo	2023Q2	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	2023Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC	Statistics Canada	FED Dallas	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Vancouver	2023Q2	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	2023Q2	National Bank of Poland	National Bank of Poland	Statistics Poland	National Bank of Poland	National Bank of Poland, Statistics Poland, Bloomberg
Zurich	2023Q2	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 Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG (スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメント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。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit SuisseのInvestment Banking Division内のSecurities Research部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

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のですが、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、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 Group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2023すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・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

