UBSグローバル不動産指数

2024年9月 | チーフ・インベストメント・オフィス | インベストメント・リサーチ

UBS

目次

3 序文
4 主な結果
5 沈静化が進む
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"(2024年9月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年10月11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
Thomas Rieder

Regional contributors
Jonathan Woloshin (US)
Dean Turner (London)
Wen Ching Lee (Singapore)
Matteo Ramenghi (Milan)
Ronaldo Patah (São Paulo)
Fahd Iqbal (Dubai)

Design
CIO Content Design

Cover photo
Getty Images

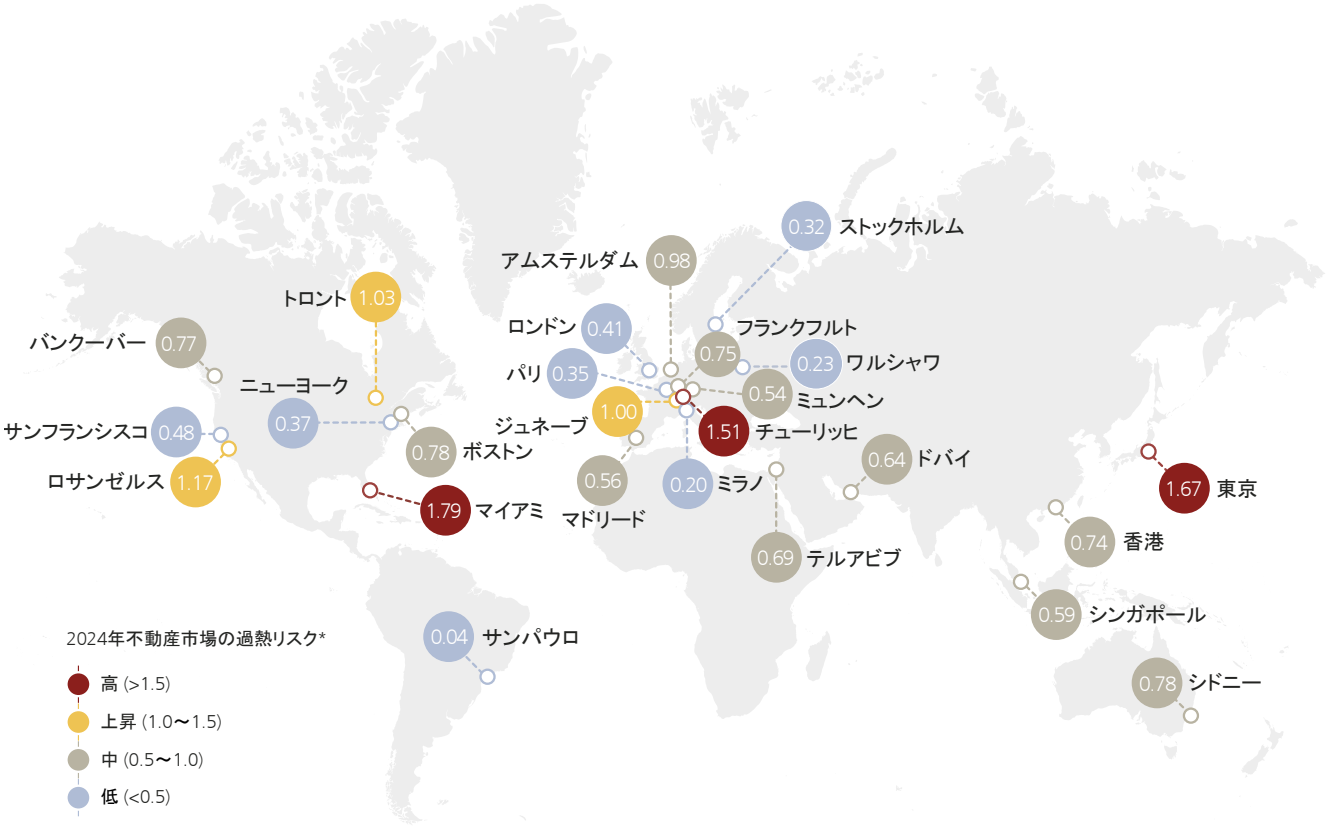
序文

『UBSグローバル不動産指数』の調査対象都市の不動産市場の過熱リスクは、平均して2年連続で若干低下した。市場の不均衡度合は欧州が概ね低下し、アジア太平洋は安定しており、米国は悪化した。今回の調査対象の都市の中で、過熱リスク・スコアが最も高かったのはマイアミだった。東京とチューリッヒも、「高」リスク領域となった。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



*「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確実性の程度を示す。

リスクの変化

不動産市場の不均衡度合は、欧州で低下し、アジア太平洋は安定しており、米国は悪化した。今年の過熱リスク・スコアはマイアミが最も高くなり、ドバイが2023年央以降最も大きく上昇した。

過熱していた一部の市場で大幅調整

価格不均衡が何年にもわたり大きく悪化した都市では、実質住宅価格が2021年央以降20%下落した。その他の調査対象都市では、下落幅は平均で2%だった。

調整局面の終了

実質住宅価格は昨夏に比べて平均2%上昇した。しかし、価格変動は一様ではない。実質価格はパリと香港で約10%下落し、ワルシャワとドバイは2桁の上昇率を記録した。

住宅不足

融資条件が厳しくなったことから、大半の都市で建築許可件数が減少した。実質賃料の上昇率はほとんどの都市で加速し、過去2年の平均上昇率は5%を超えた。

市場は低迷

買い手は金利上昇前の2021年に比べて40%狭い住宅しか買うことができない。そのため不動産購入が減少し、住宅ローン残高の伸び率が急減した。

流れが変わった

借入費用の低下に伴い住宅需要が底打ちしていくことから、価格の伸び率は加速すると見込まれる。経済成長が価格動向に大きな影響を及ぼすだろう。

沈静化が進む

『UBSグローバル不動産指数』の調査対象都市の不動産市場の過熱リスクは、平均して2年連続で若干低下した。地域別の様相はまちまちで、市場の不均衡度合は欧州が概ね低下し、アジア太平洋は安定しており、米国は悪化した。

今回の調査対象の都市の中で、過熱リスク・スコアが最も高かったのはマイアミだった。東京とチューリッヒも、「高」リスク領域となった。尚、チューリッヒは昨年に比べるとスコアが大きく低下した。ロサンゼルス、トロント、ジュネーブの過熱リスクは「上昇」の領域となった。

一方、アムステルダム、シドニー、ボストンは「中」程度となった。フランクフルト、ミュンヘン、テルアビブ、香港も不均衡が大きく改善して中程度となったほか、バンクーバー、ドバイ、シンガポール、マドリードも同じ領域に入った。ドバイは、調査対象都市の中で過熱リスク・スコアが最も大きく上昇した。

サンフランシスコとニューヨークは「低」リスクの領域となった。欧州では、ロンドン、パリ、ストックホルム、ミラノもリスク・スコアが一段と低下し、低リスクとなった。ワルシャワも低リスク領域にある。サンパウロは調査対象都市の中でリスク・スコアが最も低くなった。

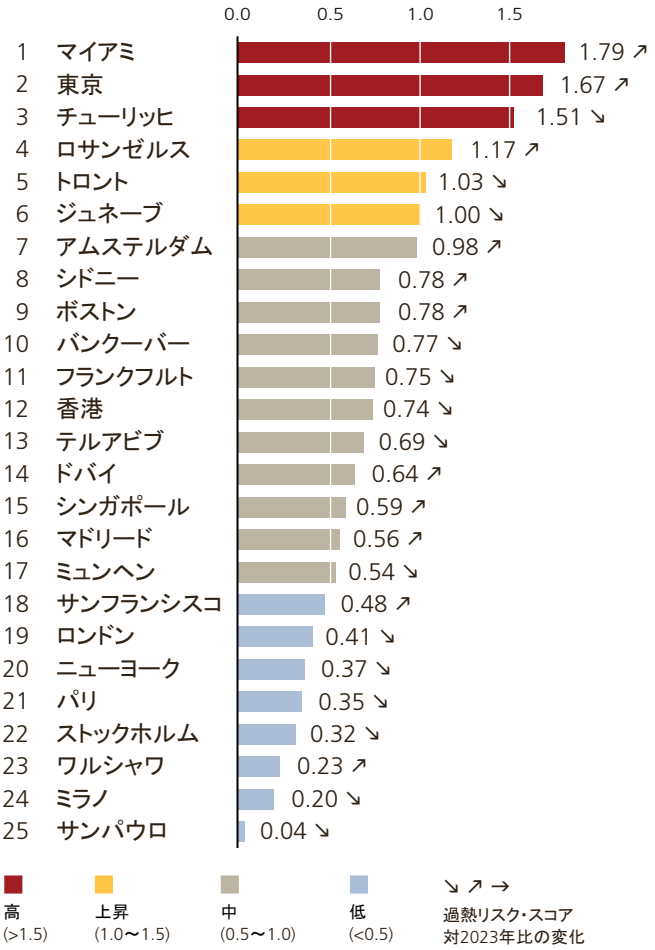
過熱と沈静

調査対象都市における足元の実質住宅価格は、世界的に金利が急速に上昇し始めた2022年央の水準に比べて平均約15%低い。価格が特に大きく下落した都市は、それまで数年の間に不動産の過熱リスクが高まっていた都市だ。フランクフルト、ミュンヘン、ストックホルム、香港、パリの実質価格は、パンデミック後のピークから20%以上低い水準にある。バンクーバー、トロント、アムステルダムの実質価格は10%近い大幅な下落率を記録した。

総じて、過去4四半期は住宅価格の伸びが弱かったといえるが、パリと香港については大幅下落が続いた。一方、人気の高いドバイとマイアミは住宅価格が引き続き大きく上昇した。また、バンクーバー、シドニー、マドリードのように住宅不足が顕著な一部都市では、実質価格が昨年に比べ5%を超えて上昇した。

UBSグローバル不動産指数

世界主要都市の住宅市場の過熱リスク・スコア(2024年)



出所:UBS

説明は18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。

アフォーダビリティ(買いやすさ)は低いが、パニックはみられない

サービス・セクターで働く高スキルの労働者の場合、世界的に金利が上昇する前の2021年に比べて平均40%狭い住宅しか買うことができない。そのため、足元の価格水準は、特にトロントやロサンゼルスのように持家比率が高い市場において、実勢の金利水準では持続可能とは言い難い。

しかし、シドニー、バンクーバー、マドリードや米国の一部都市のデータからわかるように、アフォーダビリティの大幅な悪化は必ずしも価格の急落を引き起こすとは限らない。住宅所有者は損失を被ってまで家を売却することを躊躇しており、現在の借入れ条件が良ければ現状維持を選ぶだろう。住宅取引件数が減少し、住宅ローン残高の伸び率が急減速する中、足元の需要全体が大きく低下したとしても、価格は上昇を続ける可能性がある。

住宅不足が窮地を救う

住宅不足が強まり、賃料は上昇したが、多くの都市の住宅市場の安定化にも寄与した。実質賃料は過去2年にわたり平均5%上昇し、ほとんどの場合、所得の伸びを上回った。大半の都市では、過去4四半期の間に賃料の伸び率が全般的に加速した。これは過熱リスク・スコアの世界的な低下に寄与した。

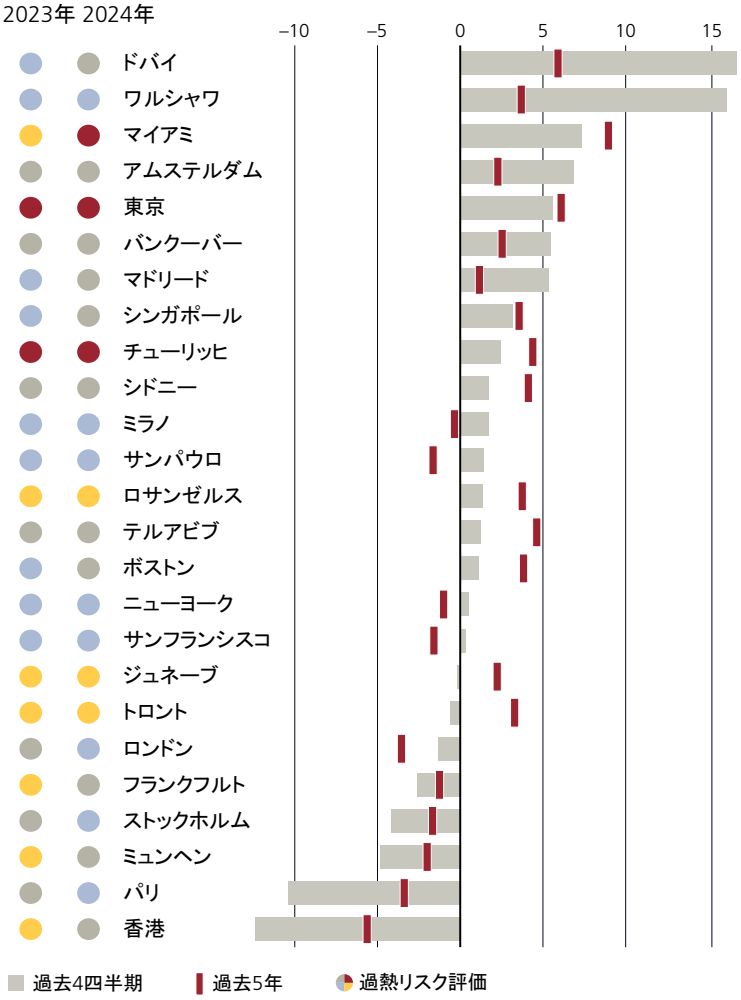
高金利と建築費用の上昇が住宅建設に大きな打撃を及ぼしたことから、住宅不足の解消は供給面からは期待できないようである。建築許可件数は、大半の都市で過去2年にわたり減少した。今後住宅不足は大きな問題となり、都心のアフォーダビリティがかなり悪化すると考える。しかし、住宅不足はしばしば住宅市場への政治介入と予測不能な結果につながることがある。

改善が近い

住宅市場のモメンタムは改善が見込まれる。賃料の上昇は都心部の持家需要を支えている。金利低下により、賃貸よりも購入の方がコスト優位性が高い状況に戻るだろう。また、アフォーダビリティが改善すれば、初回住宅購入者は市場に戻るだろう。多くの都市の実質住宅価格は底打ちしたと我々はみている。住宅価格が再び上昇するか横ばいになるかは、経済見通しが鍵を握ると考える。

多くの都市で住宅価格が上昇

住宅価格の実質上昇率(年率、%)



出所:UBS、説明は18頁の調査手法およびデータを参照。

地域別の主要都市

米国

米国の持家市場はアフォーダビリティ悪化の影響を受けている。毎月の住宅ローン支払い額(中央値)の家計所得(中央値)に対する比率は、2006~2007年の住宅バブルのピーク時の水準を大きく上回っている。米国の一戸建て住宅の購入は大半が現金または長期固定低金利の住宅ローン契約によるものであるため、多くの潜在的購入者は住宅ローン金利が魅力的な水準となるのを待っていると考えられる。このため不動産販売が減少し、供給不足が続き、不動産価格が下支えされた。米国の調査対象都市の実質価格は、2023年央から2024年央までの間に平均2%上昇した。アフォーダビリティは近い将来の追加利下げにより改善し、取引活動は活発化するだろう。

ニューヨークは、アフォーダビリティが低いにもかかわらず住宅価格の大幅調整はない。住宅価格は2019年の水準を4%下回るにとどまり、過去4四半期はむしろ僅かに上昇した。新規建設活動が急速に縮小したことから、空室率は過去最低水準まで下落した。全体的に過熱リスクは低い。人口はパンデミックによる流出からまだ回復していない。一方で、高級物件の価格は直近で下落圧力を受けている。住宅販売の大半は現金購入によるものであるが、高金利の影響を大きく受け始めている。

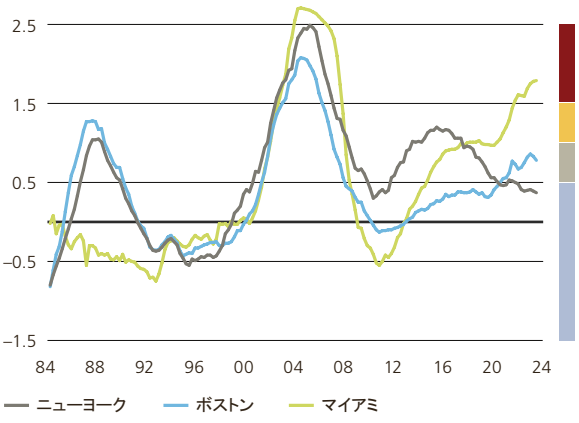
ボストンの住宅価格は2019年以降20%の上昇率を記録し、賃料および所得の伸びを上回った。足元の過熱リスクは中程度だ。しかし、最近の地元経済は、テクノロジーやライフサイエンス・セクターを中心としたレイオフ(一時解雇)などにより厳しい状況にある。加えて、リモートワークの浸透により住宅需要の一部が郊外市場に流れた。

マイアミの実質住宅価格は、高級物件市場のブームも手伝って、2019年末以来50%近く上昇し、過去4四半期の間に7%上昇した。マイアミは不均衡が過去数年の間に大幅に悪化し、過熱リスクは高い(12頁参照)。

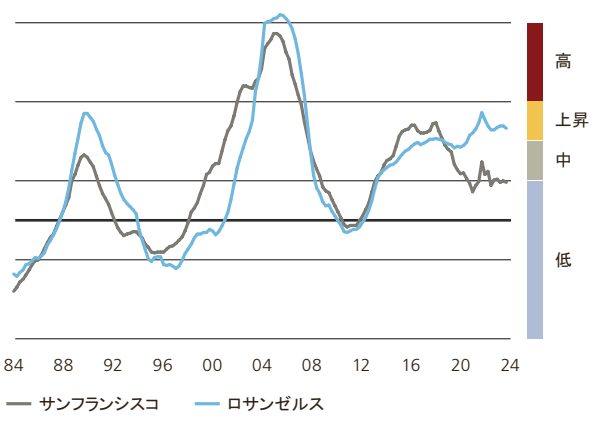
ロサンゼルスの実質住宅価格は過去1年の間にほとんど上昇しなかった。経済の競争力低下と生活費の上昇により、ロサンゼルス郡の人口は2016年以降減少している。そのため賃料上昇率は消費者物価上昇率に追いつかなかった。2028年のロサンゼルス五輪は、新規インフラストラクチャー事業や公共交通機関の改善により、市場を刺激する可能性がある。ロサンゼルスは不均衡がわずかに悪化したことから、過熱リスクは相対的に高い「上昇」の領域にとどまった。

サンフランシスコの住宅市場はトレンド反転の兆候がみられた。実質価格は2022年の利上げにより約10%下落したが、過去4四半期は横ばいとなった。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と呼ばれる南部地域との競争により下落圧力を受けている。実質賃料はパンデミック前の水準に比べて20%超下落した。しかし、住宅需要は改善の兆しをみせている。株式市場の活況と金利低下により、高級物件のセグメントの回復が始まっている。

過熱リスク・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過去4四半期の間に2桁の下落率を記録した。同価格は2012年の水準まで下落している。過去4四半期は取引件数が急速に減少し、住宅ローンの伸びが止まった。

住宅需要は弱まった。背景として高金利、人口の伸びの低迷、買い手の慎重姿勢が挙げられる。しかし、賃料および家計所得が過去1年の間に緩やかに上昇したことから、市場の不均衡は改善した。香港の過熱リスク・スコアは過去4四半期の間に急低下し、足元では中程度となった。

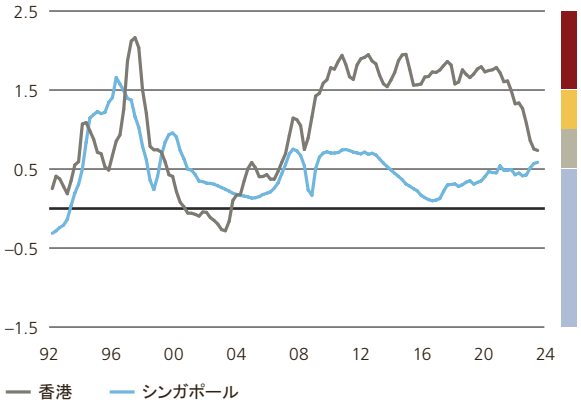
来年は底堅い経済成長と金利の低下が需要を下支えするだろう。香港政府は住宅市場の買い手の購入意欲を高めるため、印紙税を2024年に撤廃した。しかし、今後3~4年は住宅在庫の約10%に相当する新築マンションが市場に放出される予定である。よって、住宅価格はボトム(底)が近いとみているが、持続的な価格の上昇は、在庫調整後になるだろう。

シンガポールの民間住宅市場は海外からの人材の流入や建設遅延などが影響し、過去5年にわたり賃料上昇率が住宅価格上昇率を上回った。しかし、昨年は実質賃料が7%下落し、住宅価格が3%上昇した。シンガポールの過熱リスク・スコアは中程度である(15頁参照)。政府の住宅価格抑制策(外国人向け印紙税率引き上げ等)により、海外からの需要、特に高級物件への需要が縮小した。高金利や供給ボトルネックの緩和により販売用住宅の在庫が拡大し、今後は価格上昇が緩やかとなることが示唆された。

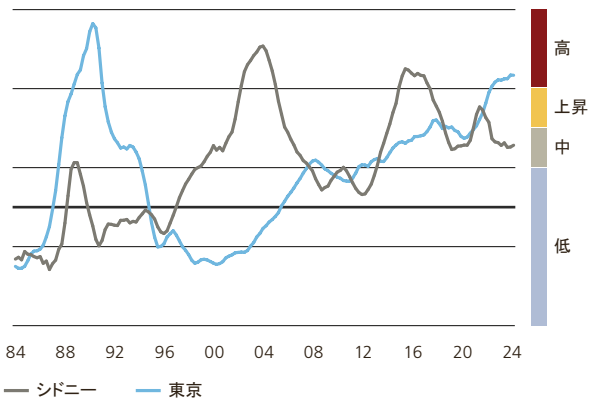
シドニーは現在、高金利により、全調査対象都市の中では香港に次いで、アフォーダビリティが悪い。しかしながら、実質価格は過去4四半期の間に若干上昇し、2022年の高値を約10%下回る水準にとどまっている。価格が持ちこたえているのは、住宅不足が顕著なことが主に影響したと考える。住宅価格は過去10年間にわたり所得、賃料、全国平均不動産価格の動きに沿って推移した。このため、シドニーの過熱リスク・スコアは中程度にとどまった。住宅価格は金利低下により再び大きく上昇するとみている。さらに、長期的には大規模インフラ開発が同都市の魅力度を高めると考える。

東京の実質住宅価格は過去4四半期の間に約5%上昇し、過去数年の上昇傾向が続いた。過去5年にわたり実質住宅価格は30%を超えて上昇し、賃料の倍以上の伸びを示した。また、東京は全調査対象都市の中で価格年収倍率が特に高い都市の1つとなった。同都市は都市化と地方の人口減少の恩恵を引き続き受けている。借入費用はわずかな上昇にとどまったため、需要への影響はほとんどなかった。加えて、円安が海外からの需要を後押しした。よって、東京の過熱リスク・スコアは高水準にとどまっている。割高なバリュエーションは、結局のところ日銀の超緩和政策の副作用と考える。

過熱リスク・スコアの推移



出所:UBS



出所:UBS

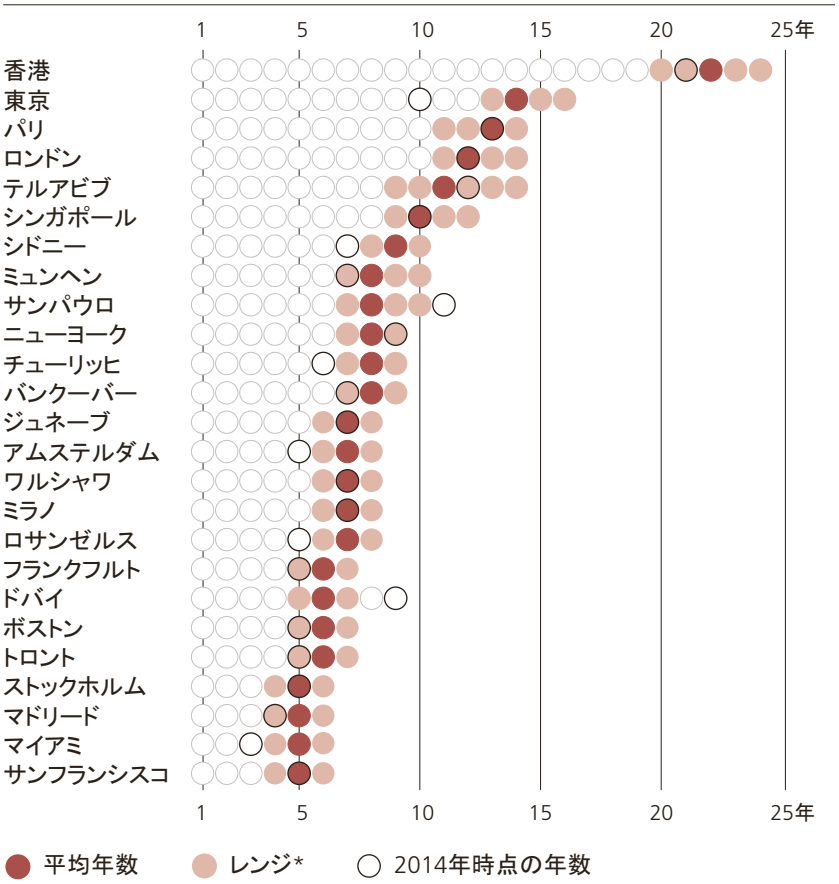
世界主要都市のベンチマーク

価格年収倍率

調査対象都市における過去数四半期の住宅価格は平均して若干低下し、所得の伸びは比較的堅調であったが、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労するようである。また、価格年収倍率が10倍を超える東京、パリ、ロンドン、テルアビブでは、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原因となっている場合が多い。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、サンフランシスコ、マイアミ、マドリード、ストックホルムでは、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相対的に低く、価格は持続可能な水準にある。ボストン、ドバイ、フランクフルト、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。

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。

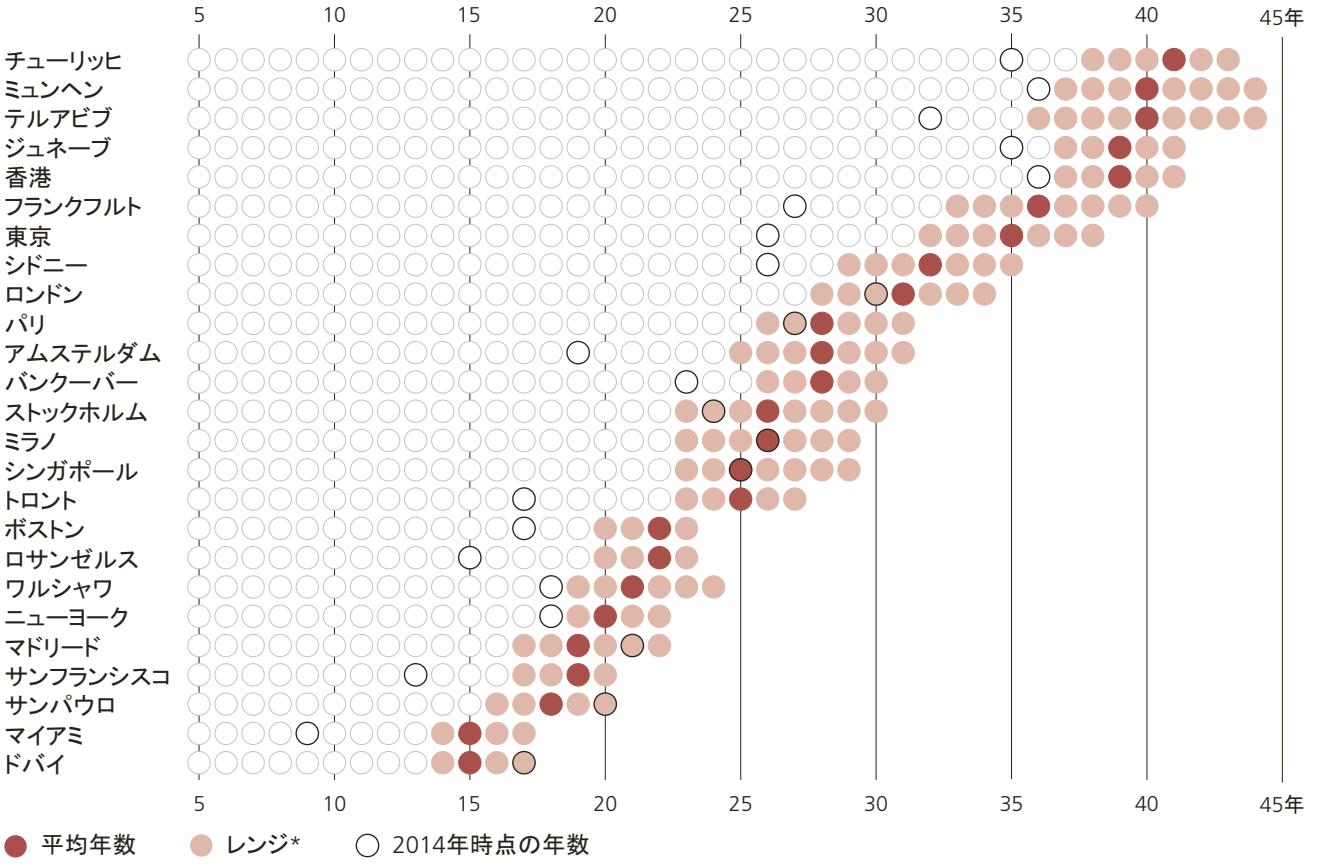
価格賃料倍率

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から概ね下落した。しかしながら、本レポートで扱う世界主要都市のうち、3分の1を超える都市の価格賃料倍率が、30に近いかそれを超えている。現在はチューリッヒ、ミュンヘン、テルアビブ、ジュネーブ、香港の順に価格賃料倍率が最も高い。価格賃料倍率がそのように高いのは、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。

高水準の価格賃料倍率は、テルアビブ、チューリッヒ、ジュネーブのように、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・ロスを被ることになるだろう。

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。反対に、調査対象となった米国の都市は一部、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、賃貸市場に対する規制が比較的緩く、また金利が平均より高いためと考える。

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　マイアミ
13　チューリッヒ
14　ドバイ
15　シンガポール
16　ロンドン

マイアミ

近い将来の問題

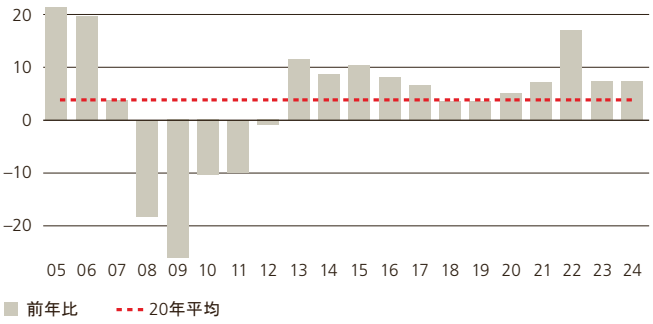
マイアミの住宅市場のブームは、住宅ローン金利の大幅上昇によりある程度落ち着いた。実質住宅価格の上昇率は2022年の半分のペースまで減速した。しかし、2024年央時点の上昇率は年率7%と、依然として過去20年の平均値の約2倍の水準にある。価格上昇率は過去数年にわたり所得や賃料の伸び率から大きく乖離し、居住用不動産市場の不均衡が大幅に悪化した。このためマイアミの過熱リスクは**高い**。

同市場は、海に面した数少ない高級物件を競って求める富裕層によって支えられている。米国西部や北東部からマイアミへ移る多くの人々を魅了しているのは、温暖な気候、海辺の立地、州の所得税がゼロということだけではない。マイアミの足元の不動産価格は2019年末の水準に比べて約50%高いが、絶対価格の水準は依然としてニューヨーク、ボストン、サンフランシスコ、ロサンゼルスの価格を大きく下回っている点も挙げられる。

マイアミの住宅市場のリスクは、大幅な不均衡だけではない。築年数が30年を超えるマンションは、新たな規制要件の導入により、供給が直近で急増した。加えて、住宅ローン金利の低下により多くの既存在庫が市場に放出され、一定の価格下落につながる可能性がある。また、住宅所有者の保険費用は、環境災害の増加により急上昇している。最近メディアの注目が高まりつつある海面水位の上昇をめぐる懸念は、マイアミの将来の住宅価格にとってマイナス材料となっている。

住宅価格の上昇率

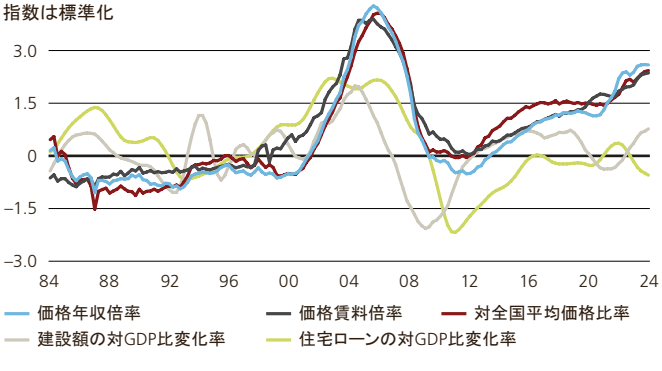
実質(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



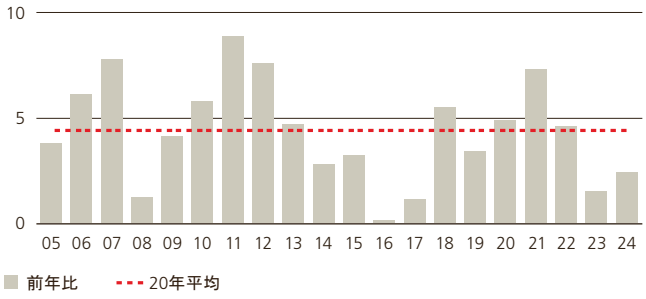
出所:UBS

チューリッヒ

持家率が低下

住宅価格の上昇率

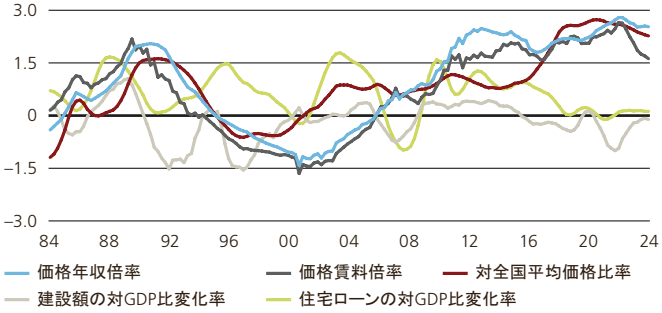
実質(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

チューリッヒの住宅価格は過去5年で、欧州の調査対象都市の中で最も高い伸びを示した。実質価格はパンデミック前の水準を20%超上回っている。実質価格の上昇率は住宅ローン金利の上昇により減速したが、価格の調整はみられなかった。価格年収倍率は、実質所得の伸び率が1桁前半の水準にとどまったことから引き続き悪化した。持家率は低下している。

供給サイドによる解決は期待できそうにない。賃貸用不動産は利回りが低いものの、長期的に価格上昇が見込まれることから、新築マンションは多くの場合、貸し出される。建設活動が国全体で縮小していることから、都市部の需要過多に拍車がかかっている。そのため、賃料は引き続き急上昇し、足元では2019年の水準を25%近く上回っている。特に過去2年は賃料の伸びが住宅価格の伸びを大きく上回り、市場の不均衡の一定の改善に寄与した。しかしながら、過熱リスク・スコアは**高止まり**している。

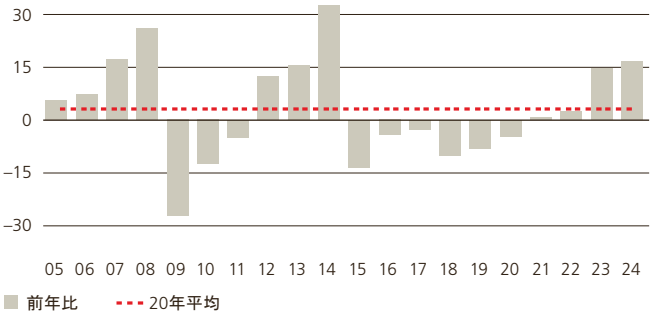
チューリッヒの住宅市場はアフォーダビリティが悪化した状態が続いているが、一段と割高になるであろう。同都市は、足元の堅調な雇用と人口の高い伸びの恩恵を引き続き受けるとみている。賃貸市場の拡大余地が限られる中、持家市場への需要は、特に住宅ローン金利の低下が追い風になることから高まるだろう。最後に、チューリッヒの持家は在庫水準が極めて低いことから、ますます高級不動産と受け止められるようになり、最終的には社会的地位の象徴として重要性が増すことになるであろう。

ドバイ

記録的な高水準

住宅価格の上昇率

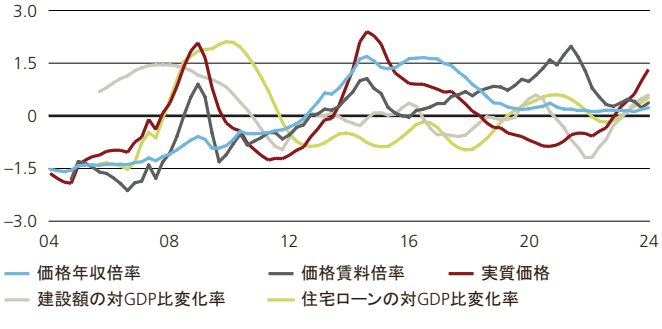
実質(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

ドバイの不動産は2021年以降需要が高まった。同市場は、特に投資環境が近年悪化した地域からの流入による人口の伸びの加速から恩恵を受けた。家計所得はアラブ首長国連邦(UAE)の好調な経済によって支えられ、2021年以来高い上昇率を記録し、他の調査対象都市の伸び率を上回った。さらに現金購入の比率が高いことから、金利の上昇による市場への影響は他の都市に比べて限られたものとなった。

大幅な供給拡大の影響は旺盛な需要により相殺された。直近の住宅取引額は過去最高水準に達した。過去4四半期の住宅価格上昇率は17%で、他の調査対象都市の上昇率を大きく上回るものとなった。ドバイの足元の住宅価格は2020年の水準を40%上回っている。価格は大きく上昇しながらも、賃貸利回りは6~7%と依然として非常に魅力的な水準にある。これは実質賃料が60%上昇したためである。その結果、ドバイの過熱リスクは**中程度**となった。

しかしながら、同都市は過去4四半期の間に全調査対象都市の中で過熱リスク・スコアが最も大きく上昇した。価格の大幅上昇には、投機的な需要や、オフプラン販売(未完成物件の売買)が高い割合を占めていることなども影響した。また、高級物件セグメントはますます割高になったとみている。短期的には価格の変動が予想される。中期的には、景気後退と原油価格の持続的低下が住宅市場にとって主なリスクと考える。さらに、供給は絶えず拡大し続けている。住宅在庫は2029年までに、現在の水準の3分の1増加する見込みである。このため、長期的な価格上昇の見通しに対しては懐疑的である。

シンガポール

住宅価格抑制策の効果が表れる

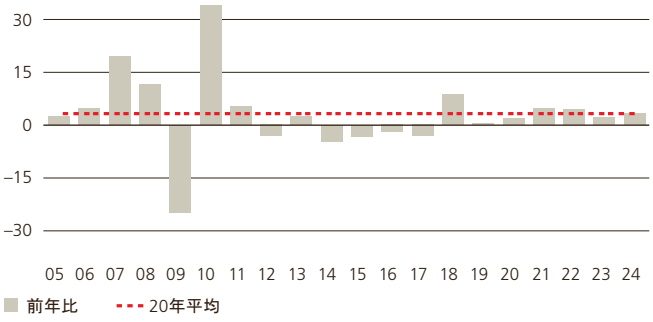
シンガポールの民間住宅市場では、過去5年の間に賃料上昇率が住宅価格上昇率を上回った。実質賃料は28%上昇したのに対し、実質価格は18%の上昇だった。パンデミック後の海外からの人材流入が賃貸需要を高めた一方、新規供給はパンデミックによる建設遅延が妨げとなった。

シンガポールの住宅市場は2023年に転換点を迎えた。実質賃料は約7%低下し、実質価格は3%と小幅に上昇した。今年の価格賃料倍率は昨年から上昇したが、一方で所得の伸び率が価格上昇率を上回ったことから、価格年収倍率はアフォーダビリティの改善を示唆した。シンガポールの過熱リスクは過去4四半期の間に幾分か上昇し、**中程度**となった。

シンガポールの住宅市場は、良好なファンダメンタルズ(基礎的諸条件)による支えが大きいと考える。しかし、住宅価格抑制のためのマクロプルーデンス政策(特に注目すべきは2023年に外国人向け印紙税率を2倍に引き上げたこと)により海外投資家の需要が弱まった。マイナスの影響は高級住宅市場で最も顕著となった。海外投資家の購入額の取引総額に占める比率は、ピークである2011年の24%から、足元では1桁前半の水準まで低下した。また、供給ボトルネックが緩和されたが、金利高止まりが引き続き住宅需要の重石となっている。その結果、販売用住宅の在庫は徐々に増加し、販売額が減少した。これは今後数四半期の住宅価格上昇率が緩やかなものにとどまることを示唆している。

住宅価格の上昇率

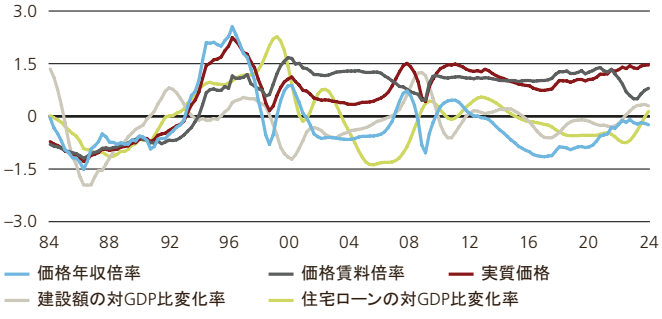
実質(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

分析の対象は民間住宅市場に限定。

ロンドン

住宅市場の失速

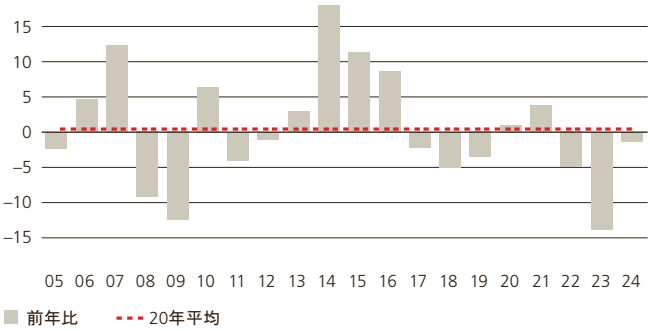
ロンドンの実質住宅価格は高インフレと需要縮小の局面を経て、現在は2013年の水準に並んでいる。過去1年にわたり住宅価格が低迷したことから、市場の大部分でみられた価格調整の動きは概ね終わったと考える。これにはインフレの鈍化に伴う金融政策の転換も影響したとみている。イングランド銀行(英中銀)は約3年に及ぶ金融引き締めを経て、2024年8月に利下げを発表した。

英中銀は金融緩和を始めているが、高金利が引き続き市場の重石となっている。実質所得の伸び率がプラスに転じ加速し続けているが、住宅ローン残高の伸びは低調だ。しかし、実質賃料は6%と急上昇した。持家のアフォーダビリティの悪化により賃貸需要が拡大し、また借入費用が高いことから、家主が賃料の引き上げを余儀なくされた。ロンドンの過熱リスクは過去1年の間に低下を続け、2016年の高いリスク水準から足元は**低リスク**まで低下した。

ロンドンの住宅市場の需要は、追加利下げにより全般的にやや上向くとみている。新規建設は低調が続いていることから、限定的な供給が住宅価格を下支えするだろう。新政権は富裕層に対する増税や私立学校の授業料に対する付加価値税の課税を行おうとしており、高級住宅市場の先行き見通しはさほど明るくない。富裕層がブレグジット以来英国を離れており、人口は今後も一段と縮小するだろう。

住宅価格の上昇率

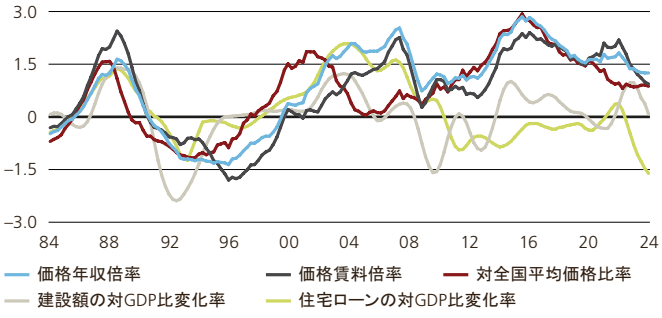
実質(%)、第2四半期時点



出所:UBS

補助指数の推移

指数は標準化



出所:UBS

世界の主要都市の概要

		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:%)	
順位	都市名	スコア	評価	価格／年収	価格／賃料	都市／国[1]	住宅ローン[2]	建設額[2]	昨年	過去10年	昨年	過去10年
1	マイアミ	1.79	●	●	●	●	●	●	7.4	7.5	–2.8	1.4
2	東京	1.67	●	●	●	●	●	●	5.6	5.3	2.4	2.1
3	チューリッヒ	1.51	●	●	●	●	●	●	2.4	3.4	8.1	2.0
4	ロサンゼルス	1.17	●	●	●	●	●	●	1.4	4.0	–4.0	0.4
5	トロント	1.03	●	●	●	●	●	●	–0.7	5.3	–2.8	1.7
6	ジュネーブ	1.00	●	●	●	●	●	●	–0.2	1.1	2.6	–0.1
7	アムステルダム	0.98	●	●	●	●	●	●	6.9	5.8	–0.9	1.7
8	シドニー	0.78	●	●	●	●	●	●	1.7	3.4	3.5	1.3
9	ボストン	0.78	●	●	●	●	●	●	1.1	3.6	–1.1	1.1
10	バンクーバー	0.77	●	●	●	●	●	●	5.5	4.9	–1.3	2.9
11	フランクフルト	0.75	●	●	●	●	●	●	–2.7	4.1	2.2	1.2
12	香港	0.74	●	●	●	●	●	●	–12.5	–0.2	1.9	–0.8
13	テルアビブ	0.69	●	●	●	●	●	●	1.3	3.5	1.2	1.2
14	ドバイ	0.64	●	●	●	●	●	●	16.8	–1.3	16.6	–0.6
15	シンガポール	0.59	●	●	●	●	●	●	3.2	1.7	–6.6	1.5
16	マドリード	0.56	●	●	●	●	●	●	5.3	2.8	14.1	3.6
17	ミュンヘン	0.54	●	●	●	●	●	●	–4.9	3.1	4.4	2.0
18	サンフランシスコ	0.48	●	●	●	●	●	●	0.3	1.9	–1.7	–1.7
19	ロンドン	0.41	●	●	●	●	●	●	–1.4	–0.9	6.5	–1.1
20	ニューヨーク	0.37	●	●	●	●	●	●	0.5	0.2	–0.5	–0.8
21	パリ	0.35	●	●	●	●	●	●	–10.4	–0.2	–0.9	–0.9
22	ストックホルム	0.32	●	●	●	●	●	●	–4.2	0.9	1.9	0.1
23	ワルシャワ	0.23	●	●	●	●	●	●	16.2	3.3	0.8	1.4
24	ミラノ	0.20	●	●	●	●	●	●	1.7	–0.4	4.7	–0.4
25	サンパウロ	0.04	●	●	●	●	●	●	1.4	–2.5	8.1	–1.5

● 高 (>1.5標準偏差)
● 上昇 (1.0～1.5標準偏差)
● 中 (0.5～1.0標準偏差)
● 低 (<0.5標準偏差)

[1] 全国平均に対する住宅価格比率。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「過熱リスク」に基づく分類を採用している：「低（指数の値が0.5未満）」、「中（0.5~1.0）」、「上昇（1.0~1.5）」、「高（1.5超）」。この分類は過去の過熱の例に基づいている。価格調整が起こるのか、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、都市ごとに算出された、下記5つの標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や、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。一部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で補足している。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2008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。

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、サービス・セクターの高スキル労働者の年収に対する、大都市中心部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購入価格の倍率である。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公式な統計データから得たものであり、「UBS価格と所得に関する調査」など他のデータで補足している。

大都市中心部近くの不動産価格および賃料には幅がある。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、不確かさのレンジを示している。

データ出所

		Price Index (City)	Rent Index (City)	Income Index (City)	Price Index (Country)	Mortgage, Construction, GDP, Inflation (Country)
Amsterdam	2024Q2	CBS, Maastricht University	NVM, UBS P&E	UBS P&E, CBS	CBS, FED Dallas	DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg
Boston	2024Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Dubai	2024Q2	Reidin, BIS	Reidin, UBS P&E	UBS P&E, Morgan Stanley, Bloomberg	–	Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Morgan Stanley, Bloomberg
Frankfurt	2024Q2	Bulwiengesa, Kiel Institut für Weltwirtschaft	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
Geneva	2024Q2	Wüest Partner	Statistique Genève	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, FSO
Hong Kong	2024Q2	RVD	RVD	Census and Statistics Department Hong Kong, Bloomberg	–	Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg
London	2024Q2	Nationwide	ONS, UBS P&E	ONS	Nationwide	BoE, ONS, EUKLEMS, Bloomberg
Los Angeles	2024Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Madrid	2024Q2	BoS, Idealista	Ayuntamiento de Madrid, Idealista	INE	BoS	INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg
Miami	2024Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Milan	2024Q2	Nomisma	Nomisma, OECD	Dipartimento delle Finanze, UBS P&E	FED Dallas	Banca d'Italia, Hypostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Munich	2024Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
New York	2024Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, CoStar, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Paris	2024Q1	BIS, CGEDD, Insee	Insee	Insee, Bloomberg, UBS P&E	FED Dallas	BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
San Francisco	2024Q2	FHFA, S&P/Shiller	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
São Paulo	2024Q2	Fipe	Fipe	Fundação Seade	Fipe	Banco do Brasil, IBGE, Bloomberg
Singapore	2024Q2	Government of Singapore	Government of Singapore, UBS P&E	Government of Singapore	–	Government of Singapore, Bloomberg
Stockholm	2024Q2	Statistics Sweden, Valueguard	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden	Statistics Sweden, Bloomberg
Sydney	2024Q2	REIA, ABS	REIA, NSW Government, UBS P&E	ABS, UBS P&E	FED Dallas	ABS, RBA, Bloomberg
Tel Aviv	2024Q2	CBS	CBS, UBS P&E	CBS, UBS P&E	FED Dallas	BoI, Bloomberg
Tokyo	2024Q2	The Real Estate Transaction Promotion Center, Haver Analytics, Tokyo Kantei	Miki Syoji, Official Statistics of Japan Tokyo Kantei	INDB, Tokyo Metropolitan Government, UBS P&E	FED Dallas	ESRI, EUKLEMS, Bloomberg
Toronto	2024Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC, UBS	Statistics Canada	FED Dallas	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Vancouver	2024Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC, UBS	Statistics Canada, Government of British Columbia	FED Dallas	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Warsaw	2024Q2	National Bank of Poland	National Bank of Poland	Statistics Poland	National Bank of Poland	National Bank of Poland, Statistics Poland, Bloomberg
Zurich	2024Q2	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ある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 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には旧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。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ものではなく、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もありません。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 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2024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

UBS SuMi TRUST