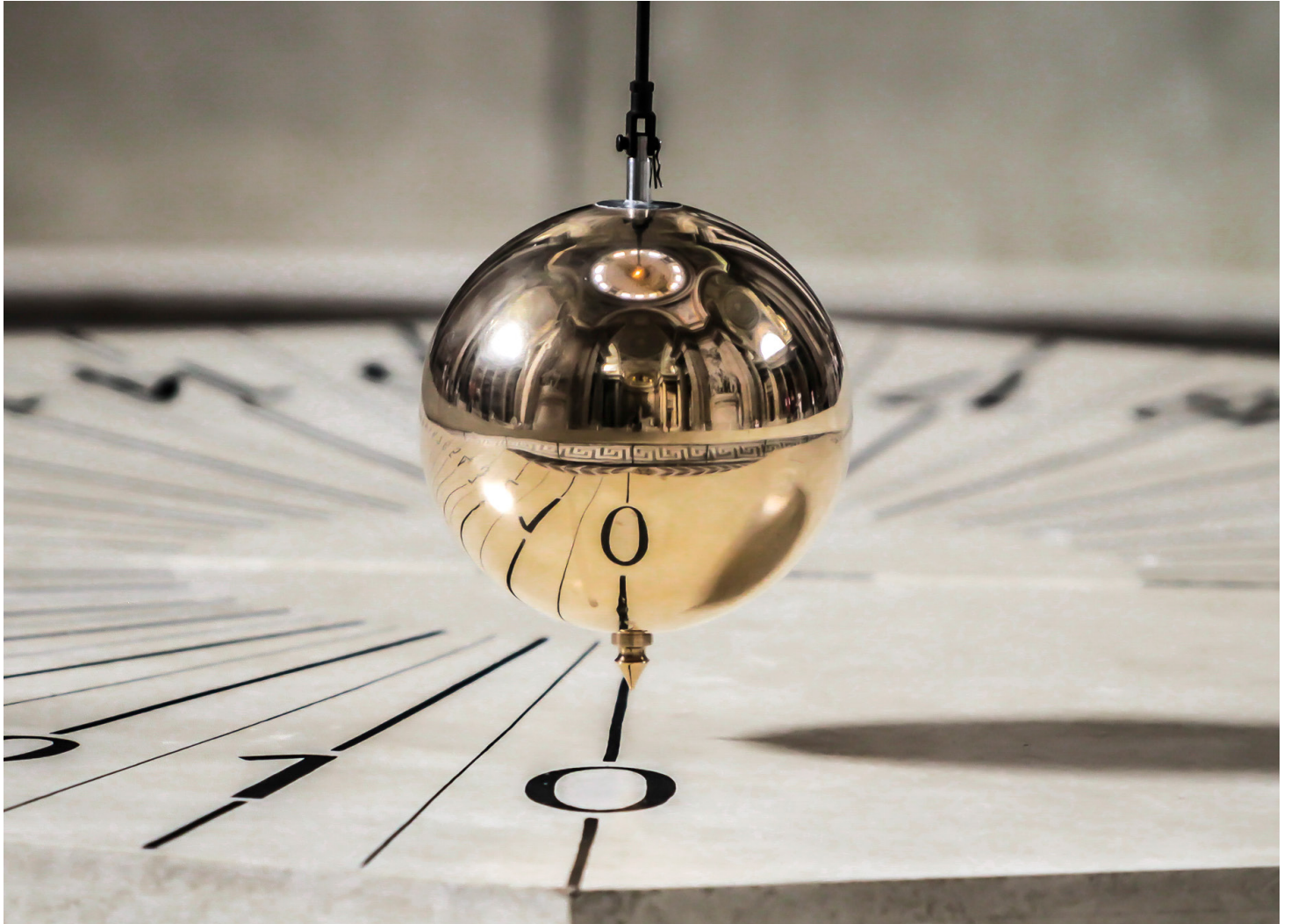


UBSグローバル 不動産 バブル指数

2019年



目次

- 3 序文
- 4 主な結果
- 5 「バブルのリスク」はユーロ圏にシフト
- 7 世界主要都市のベンチマーク
- 9 香港
- 10 フランクフルト
- 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
- 16 調査手法およびデータ

UBS Global Real Estate Bubble Index

本レポートはUBS Switzerland AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なので是非ご覧ください。投資には一般に損失のリスクが伴い、また、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。

Editor in Chief
Matthias Holzhey

Authors
Matthias Holzhey
Maciej Skoczek
Katharina Hofer

Regional contributors

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

Editorial deadline
27 September 2019

Design
CIO Content Design

Cover photo

A Foucault pendulum is installed at Pantheon de Paris. It clearly demonstrates the rotation of the earth.
Source: iStock

Languages

English and German

Contact

ubs-cio-wm@ubs.com

Subscribe

Electronic subscription is also available via Investment Views on the UBS e-banking platform.

序文

読者の皆様へ

世界主要都市で居住用不動産を所有することは、これまで資産形成のための着実な方法の一つとなってきました。1950年以降、不動産価格は下落傾向が長く続いた局面もありましたが、大半の先進国でインフレ率を大きく上回って上昇しました。過去数十年にわたり、主要都市の不動産価格は地方都市に比べて急速に上昇し、長期的には大幅な上昇となりました。

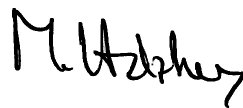
しかし、今や実質価格の上昇を期待することは難しくなっています。都市化、デジタル革命、政策による供給制限などの要因は、都市不動産に対して依然プラスの影響を及ぼしています。しかし、ここ数年は不動産価格の上昇が所得の伸びを大きく上回りました。アフォーダビリティ(買いやすさ)の悪化は、既に都心の不動産価格にとって最大のリスクとなっています。人々が通勤圏内のマンションを購入することができないようであれば、その都市の魅力度は低下し、成長見通しは振るわないものになると考えます。不動産価格のさらなる上昇を抑制するために多くの場合、規制当局による介入が行われます。

不動産市場が過熱した都市の大半においては、そうした規制措置により相場の調整が既に始まっています。2016年の『UBSグローバル不動産バブル指数』における上位4都市の実質価格はいずれも下落し、それぞれのピークから平均10%低下しました。今回のレポートでは、アフォーダビリティの悪化により不動産市場で一段の調整が見込まれること、一方で記録的な低金利により将来のキャピタル・ゲインの可能性も示されています。

皆様にご一読頂きますようお願いしております。



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



Matthias Holzhey
Head Swiss Real Estate Investments
Chief Investment Office GWM

主な結果

低金利によりユーロ圏はバブルのリスク領域へ

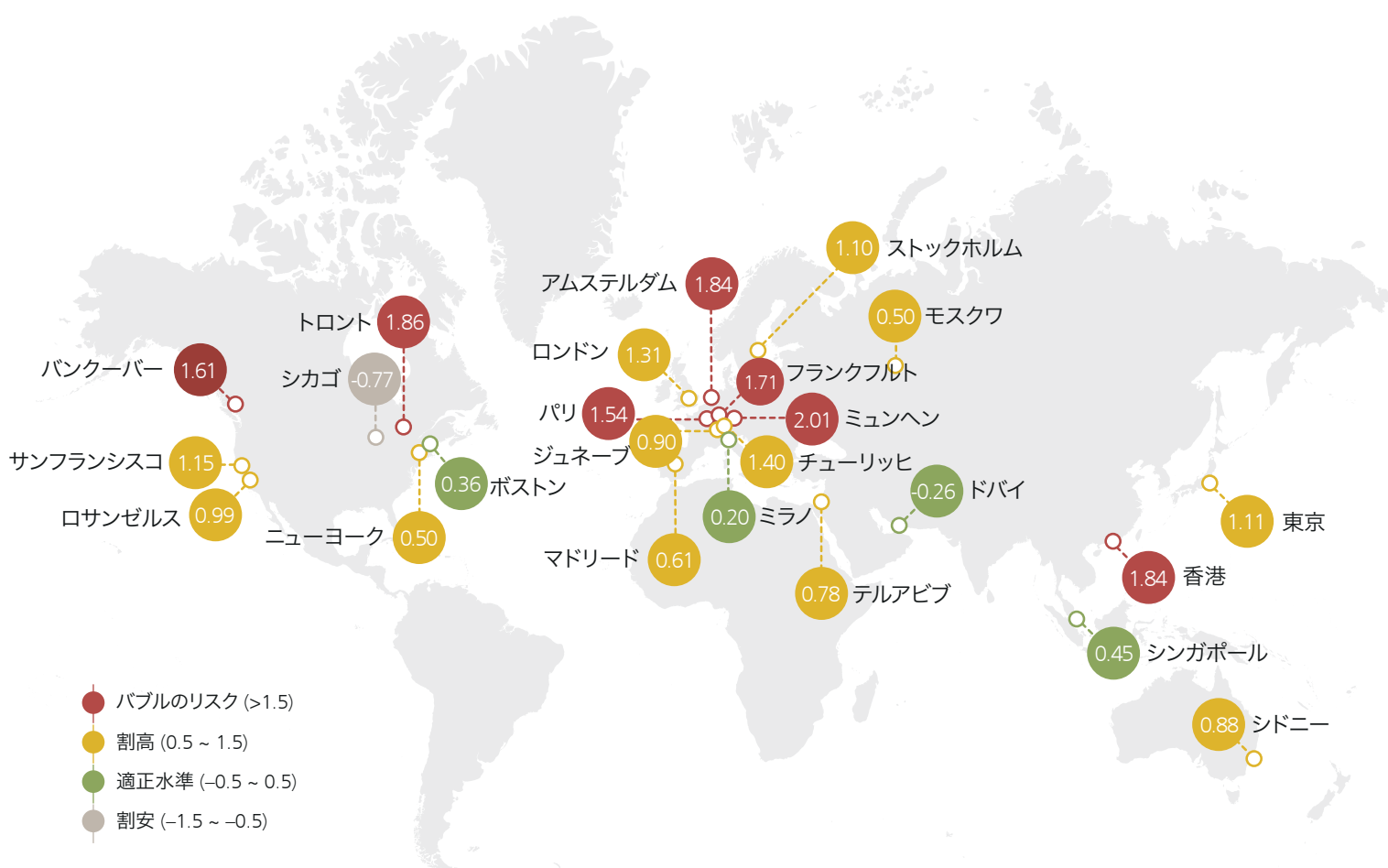
低金利によりユーロ圏の全都市の指数値が上昇した。パリとフランクフルトは、足元「バブルのリスク」の領域に位置する。

リスク・スコア全体の低下

指数値平均は若干低下した。フランクフルトとモスクワは昨年に急激な上昇を記録した。一方で、シドニーとテルアビブのバリュエーションが最も低下した。

ブームの終わり

主要都市の価格上昇率は引き続き減速した。平均価格の伸びが2012年以降初めて止まった。



アフォーダビリティが引き続き主なリスク

過去10年の間に、価格年収(PI)倍率(年収に対する住宅価格の倍率)の中央値は5年から7年に延びた。同期間中に、香港とロンドンのアフォーダビリティ(買いやすさ)が最も悪化し、シンガポールのアフォーダビリティが最も改善した。

融資ブームは見られない

現在、住宅ローンの伸び率はGDP成長率と同水準にある。これは、住宅ローン残高の伸び率がGDP成長率よりも2.5%上回っていた世界金融危機直前の局面とは対照的である。

長期の経済的な力強さが重要

パリ、バンクーバー、香港、ストックホルムの実質価格は2000年以降150%超上昇した。一方でミラノ、シカゴの同価格は20%に満たない上昇に留まった。これは、各都市の経済成長の差が反映されていると考える。

「バブルのリスク」は ユーロ圏にシフト

現在、ミュンヘン、次いでトロント、香港、アムステルダムで、不動産バブルのリスクが非常に高まっていると考える。フランクフルトとパリは、新たに「バブルのリスク」の領域に突入した。一方、ロンドンでは価格調整を経て、「バブルのリスク」の領域から抜け出した。足元は、「割高」な領域に落ち着いている。バンクーバー、サンフランシスコ、ストックホルム、シドニーのバリュエーションは急落した。ニューヨークとロサンゼルスも下落し、一方でシンガポールは概ね横ばいとなった。

2012年以来、価格上昇幅は最低

過去4四半期で、調査対象都市のインフレ調整後の平均価格の上昇が実際に止まった。居住用不動産の価格が大きく上昇したのは、モスクワ、ボストン、そしてユーロ圏の都市に限られた。過去数年は世界的に2桁の伸びが一般に見られたが、過去1年は唯一フランクフルトがそうした高い伸びを示した。一方、シドニー、バンクーバー、ドバイでは5%を超える調整が見られた。新たな規制措置と世界経済の低成長により、居住用住宅の価格が打撃を受けた。市場が過熱するほど、調整が始まりやすくなっている。

調整局面が到来

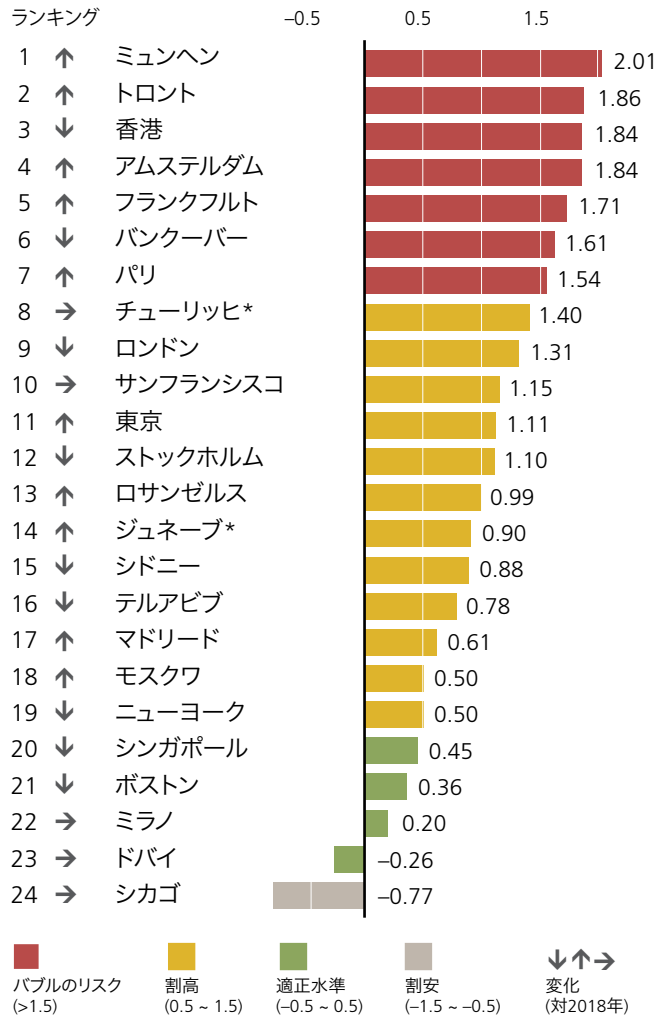
世界的な金利の急低下にもかかわらず、住宅価格の下落傾向は続くものとみている。過去数年の間に、多くの都市では、家を購入する際に住宅ローンの金利が障壁にならなくなった。むしろ、多くの家計においては、家を購入する上で、または銀行の融資条件を満たす上で必要な資金が不足している。また住宅ローン金利よりも元本返済の方が家計にとって非常に大きな負担となる傾向が見られる。さらに、景気後退が懸念される環境の下、経済上の不確実性による悪影響の方が、金利低下による需要の伸びの好影響を上回っていると考えられる。

長期投資家が報われる

過去40年間、大半の中心都市では、価格バブルのさなかにあっても、居住用不動産の取得者は長期のキャピタル・ゲインを享受してきた。これには、3つの要因を挙げることができる。第1に、多くの中心都市でテクノロジー主導の好景気により住宅に対する旺盛な需要が生まれた。第2に、富裕層の増加により、一等地に対する超過需要が続いた。第3に、不動産価格は1990年代中盤以降の実質金利低下の恩恵を受けてきた。

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(2019年)



出所: UBS。*元データ改正により指数変更。
説明は16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。

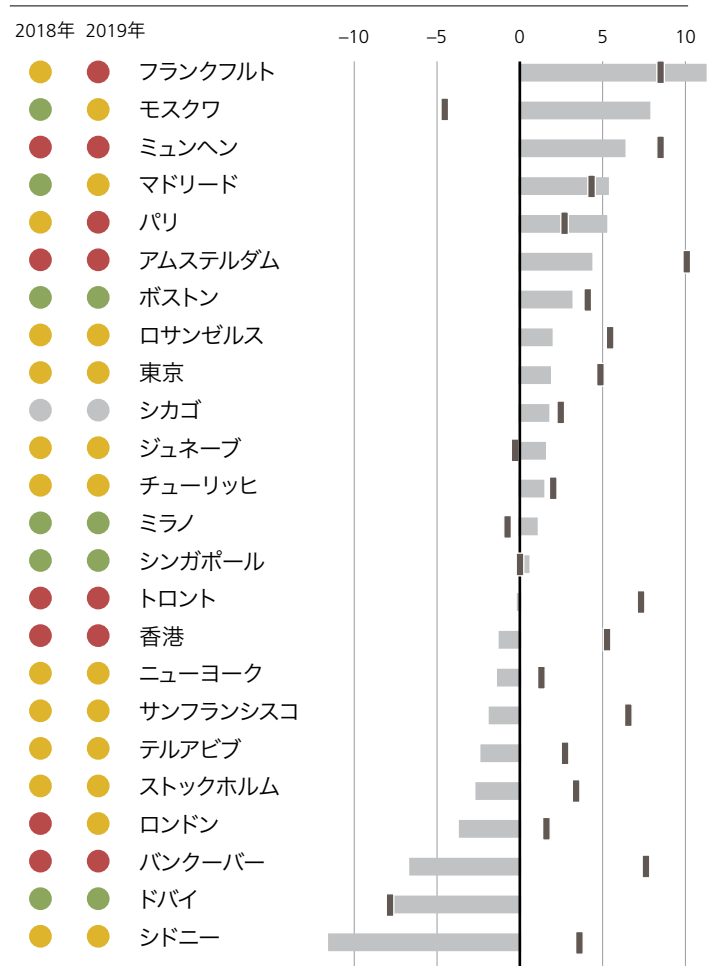
需要拡大が、例えば建築制限などにより現地の建設ブームにつながらないところでは、地価および賃料が急騰した。

しかし、こうした条件が揃っていないところでは、住宅価格は良くても停滞したままだ。例えば、シカゴやミラノでは経済成長が振るわず、実質価格は約20年前と同じ水準にある。またドバイは、調査対象都市の中で人口増加率が飛びぬけて高いものの、供給拡大が続いていることから、足元の住宅価格は2000年の水準を超えるものがほとんどない。

都市住宅のキャピタル・ゲインは保証されない
 都市化という共通の傾向と一等地に対する需要拡大が見られるが、キャピタル・ゲインを保証するものではないと考える。住宅価格と住民の所得の乖離拡大により、先行きの見通しは不透明となっている。長期的には、経済の活力が低下すると、多くの都市の魅力度が低下し、仕事が郊外に移るようになる。そのため、住宅市場への政策介入の可能性が高まり、投資家に悪影響が及ぶリスクが高まる。その結果、現在の高いバリュエーションで都市のマンションを購入すれば、長期の低リターン局面を甘受する必要があると考える。過去の実績に基づくと、世界的に都市不動産は長期にわたりインフレ調整後ベースで少なくとも投資元本が保全されると期待できるが、住宅市場の繁栄にとって当該地域の経済成長は不可欠であると考える。

住宅価格上昇率は大半の都市で減速

インフレ調整後の価格上昇率(%)



■ 過去4四半期 ■ 過去5年(年率)

● 住宅市場のリスク評価

出所：16頁参照。

世界主要都市のベンチマーク

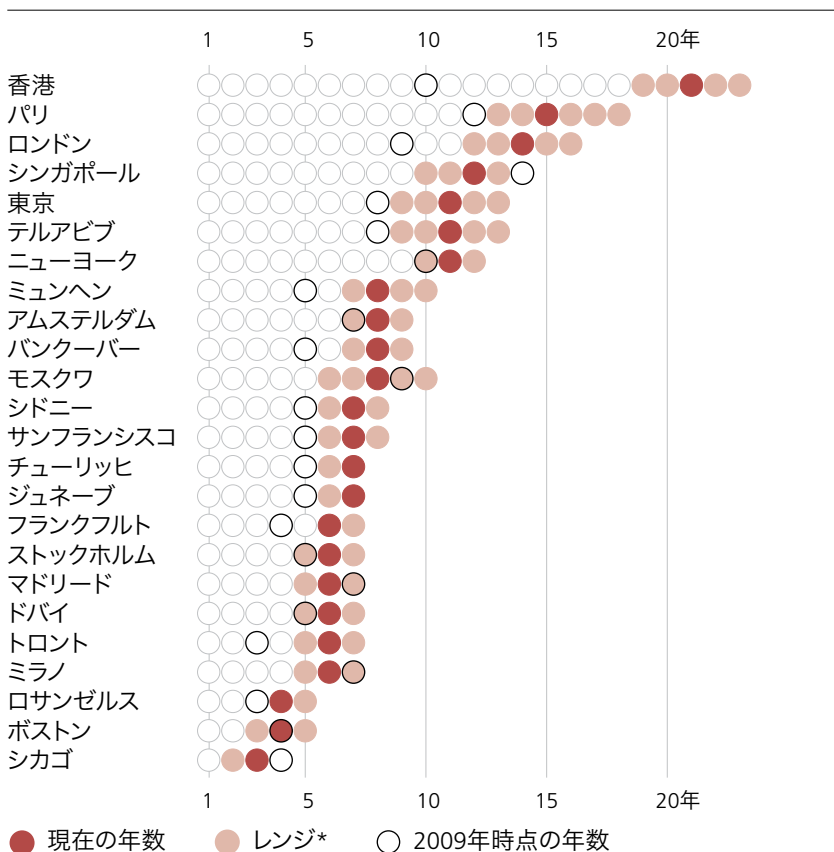
価格年収倍率

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、そうした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倍を超えるパリ、ロンドン、シンガポール、東京、テルアビブ、ニューヨークにおいては、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、シカゴ、ボストン、ロサンゼルス、ミラノについては、住宅価格が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。フランクフルト、チューリッヒ、ジュネーブ、サンフランシスコの住民にとっても、マンションの購入は所得水準が比較的高いことから実現可能なものとなっている。

住宅購入者の観点からすると、アフォードビリティ（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。

経験豊富なサービス業従業員が、都心近くに立地する広さが60m² (650平方フィート)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16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

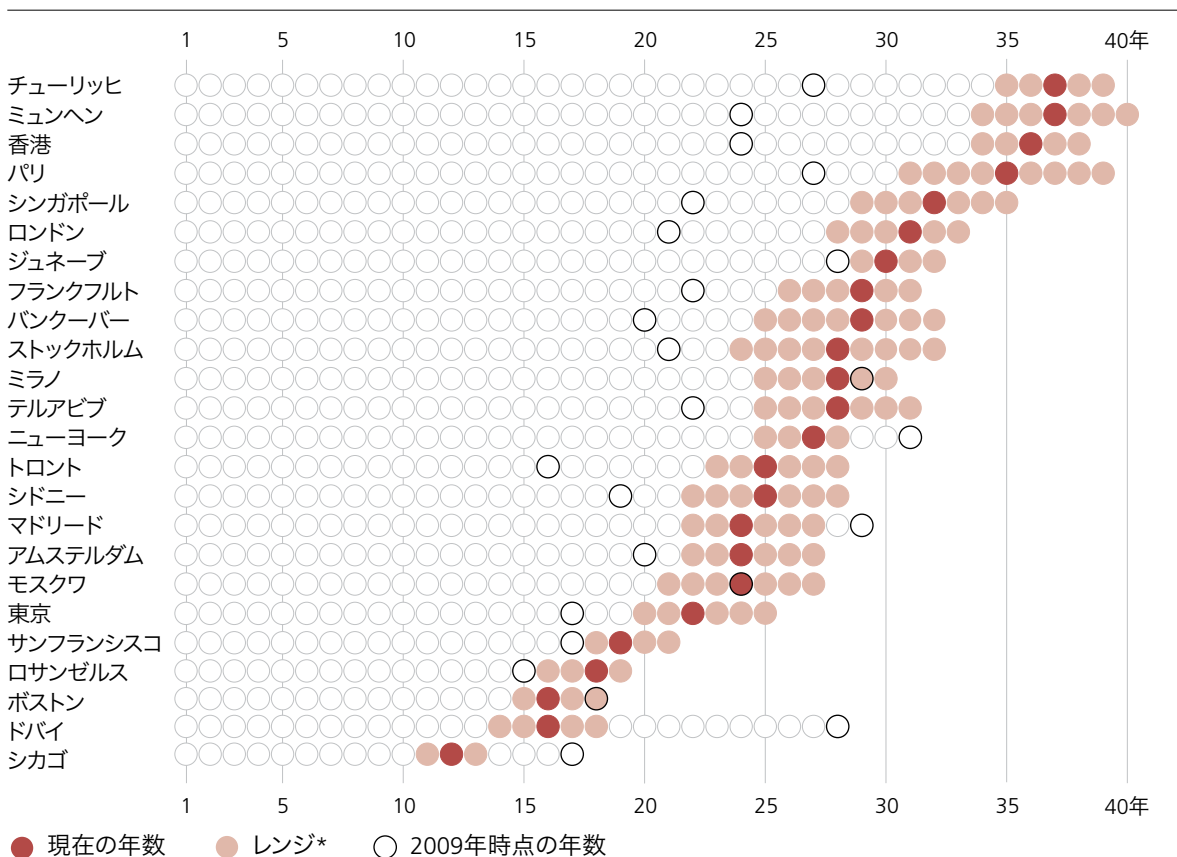
チューリッヒ、ミュンヘン、香港の価格賃料倍率が最も高く、パリとシンガポールがそれらに続く。価格賃料倍率が極端に高いのは、住宅価格が低金利に過度に依存していることを反映しているものと考えられる。本レポートで扱う世界主要都市の内、半分近くの都市の価格賃料倍率が30に近いかそれを超えている。それらの都市の住宅価格はいずれも、金利が上昇すると急落しやすい状況にある。

一方、価格賃料倍率が20を下回っているのは、サンフランシスコ、ロサンゼルス、ボストン、シカゴなど主に米国の都市である。これらの都市の倍率が低いのは、利上げが行われ、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、スイス、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、香港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・ロスを経験することになるとみている。

マンション価格(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16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。

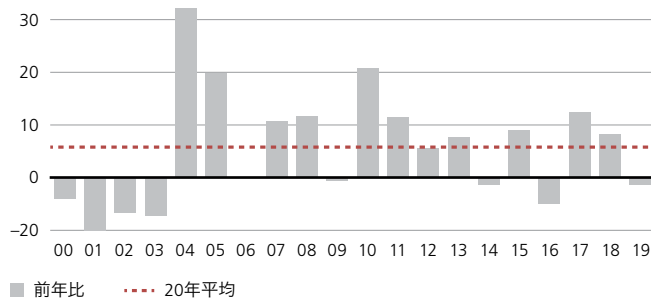
香港



上昇の勢いが弱まった

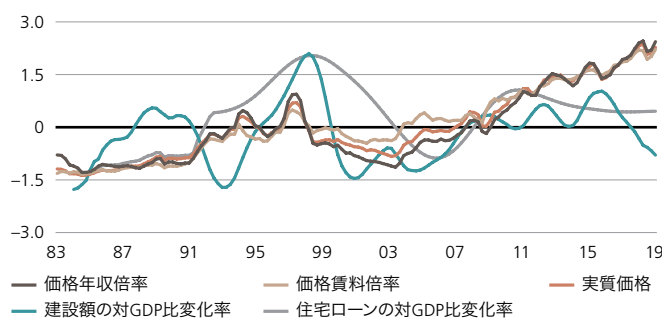
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%



補助指数の推移

指数は標準化



旺盛な投資家の需要、市場全体のポジティブなセンチメント、値上がり機会を逃すことへの恐怖心が大きく影響し、香港の実質価格は2008年から2018年の間に2倍を超えて上昇した。最近では過熱した不動産市場の上昇の勢いが弱まっていたが、年前半は上昇率が回復し、実質価格は昨年の最高値から2%下回っている。過去4四半期の間に、家計所得と賃料はやや低下した。全体では、『UBSグローバル不動産バブル指数』の値は若干低下したが、市場は「バブルのリスク」の領域に定着している。

景気見通しが芳しくないことから、居住用不動産購入者のセンチメントが振るわない。居住用不動産の取引額は夏の間に約40%下落した。住宅価格は今後数四半期にわたり下落し、1年間の上昇分の一部を相殺すると予想する。

政治的緊張および貿易摩擦が長く続くようであれば、価格変動が高まる可能性があるが、大幅な市場の調整または急落の可能性は低いと考える。香港政府が公営住宅の建設に重点を置いていることから、今後数年は市場に出る民間集合住宅の数は限定化されるであろう。これに加えて、住宅に対する需要が旺盛なことから、下振れリスクは当面抑制されると考える。しかし、香港住宅市場のアフォードビリティは調査対象都市の中で依然として最も低い(買いにくい)。スキルの高いサービス・セクターの労働者でさえ中規模マンションを購入することが困難となっている。

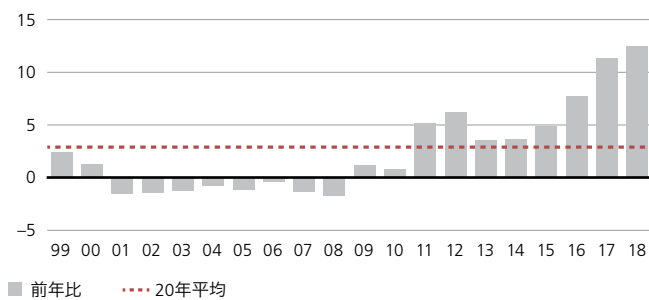
フランクフルト



非常に高い価格上昇率

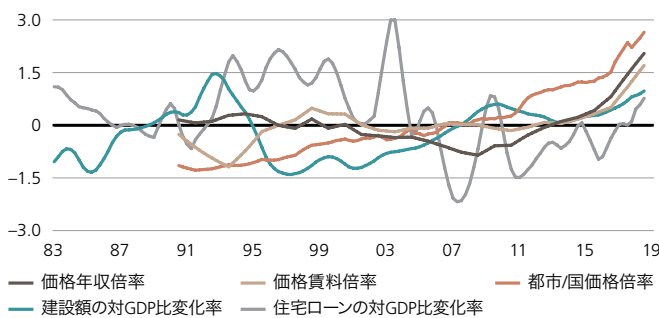
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%



補助指数の推移

指数は標準化



フランクフルトの住宅市場の価格上昇率は過去10年にわたり加速し、毎年全国平均を上回った。同期間の実質価格の累積上昇率は80%であった。昨年は実質価格が11%上昇し、本レポートの調査対象都市の中で最も高い上昇率を記録した。新築価格は15%上昇した。これに加えて、ドイツの住宅ローン承認件数が直近上向いたことから、フランクフルトの『UBSグローバル不動産バブル指数』は「バブルのリスク」領域に突入した。

フランクフルトは欧州の主要金融センターの一角としてその地位を揺るぎないものにしており、雇用の伸びも堅調である。過去10年で、人口は約17%増加した。これを受けて建築許可件数は増加し、建設活動は2017年に過去最高の水準に達した。オフィスビルのマンションへの用途転換により居住スペースが一段と拡大した。しかし、人口増加が新規供給を上回ったことから、住宅価格および賃料が押し上げられた。

昨年は経済が堅調となり、失業率が過去最低を記録したものの、所得の伸びは住宅価格の上昇に追いつかず、アフォーダビリティ(買いやすさ)は次第に低下した。家賃が家計を一段と圧迫しつつある。現在のドイツの景気見通しが軟調であることから、フランクフルト市場でも需要が縮小する可能性がある。中期的には、足元の大規模な受注の積み上がりが最終的に市場の上昇を和らげると考える。

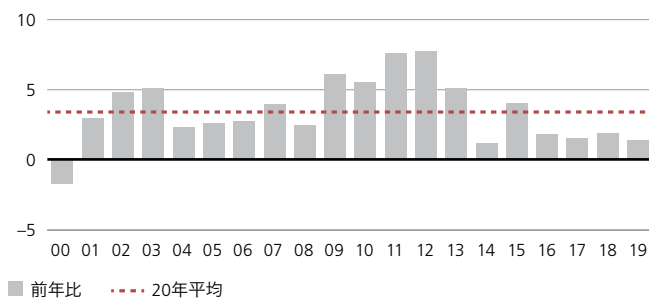
チューリッヒ



マイナス金利が重要

住宅価格の上昇率

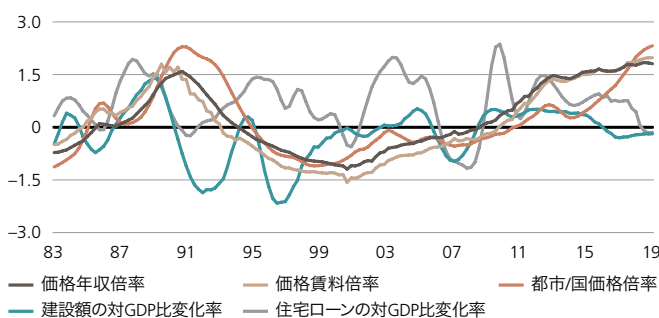
インフレ調整後、年率%



チューリッヒの住宅価格は過去1年の間に若干上昇した。『UBSグローバル不動産バブル指数』によると、同市場は依然として極めて「割高」な水準*にある。過去4四半期の間に、全国平均は上昇が止まったが、チューリッヒのマンション価格は2%上昇した。最も大きく上昇したのは中価格帯であった。高所得者の所得が拡大し、また長期の価格上昇期待が高まったことから、高級不動産への需要も回復した。

補助指数の推移

指数は標準化



チューリッヒおよびスイス全体の景気が堅調な中、借入費用は極めて低く、依然低下していることから、需要がサポートされた。賃貸物件の利回りは記録的な水準まで低下した。チューリッヒの中価格帯物件への投資を回収するには37年以上必要となり、本レポートの調査対象都市の中では最も賃貸利回りが低い。現行の水準での不動産の購入意欲が保たれるためには、マイナス金利が鍵になると考える。密集地区の賃貸用マンションの空室率が徐々に上昇しているため、賃料には下げ圧力が続くと見込む。

チューリッヒの住宅市場は比較的早いペースで拡大しており、高い需要の伸びによる価格上昇圧力は一部抑制されている。最後に、新築許可件数は低下している。建設活動は住宅の建て替え、再開発に移っている。結論として、既存の住宅ローン規制とスイス経済の減速見通しにより、今後数四半期の価格上昇率は抑制されると考える。

* チューリッヒの価格指標を変更し、入札・落札価格を参考に算出。

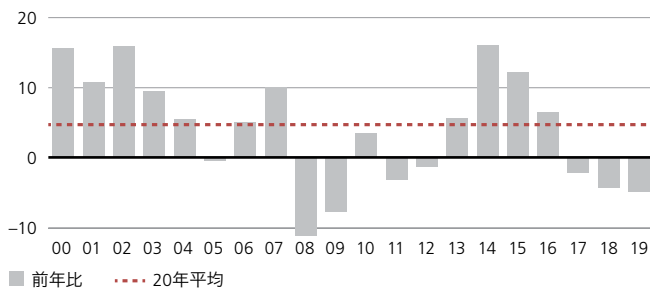
ロンドン



不確実性に苛まれる

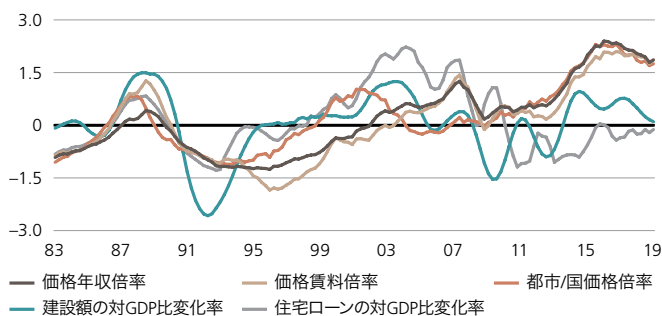
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%



補助指数の推移

指数は標準化



ロンドンの住宅市場ブームは終わった。価格が50%上昇した局面(2012~2016年)が終わって久しい。インフレ調整後の価格はしばらくの間、下落傾向を辿った。2016年年央のピークから10%下落した。過去四半期だけで4%近く下落しており、当面反転の可能性は低いと考える。『UBSグローバル不動産バブル指数』によると、ロンドンの住宅市場は「バブルのリスク」領域から抜け出て、「割高」領域にとどまっている。

住宅市場全体の軟化は、高まるアフォーダビリティ問題(所得の伸びが価格上昇に追いつかない)に加えて不透明な景気見通しが原因となっていると考える。直近の価格下落にもかかわらず、スキルの高い労働者であっても、都心近くに立地する60m²のマンション価格は平均年収の14倍である。英住宅金融会社ネーションワイドによると、ロンドンの不動産初回購入者は、借入条件が魅力的ながらも、所得の半分以上を住宅ローンの返済に充てている。

高級不動産の価格は、市場平均以上に強い下押し圧力を受けてきた。印紙税の税率引き上げと好ましくない税環境が富裕層のセンチメントにとって重石となった。プレグジットを巡る政治的な不透明感により投資家は慎重になっている。しかし、英国経済が深刻な景気後退に陥らない限り、更に下落する可能性は限られるであろう。ロンドン的高级不動産は、英ポンド、住宅価格双方の下落により、海外投資家に対して魅力的な投資機会を提供する可能性があると考えられる。

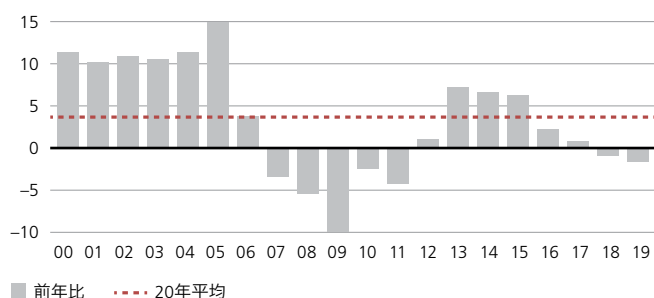
ニューヨーク



政治的抑制

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%

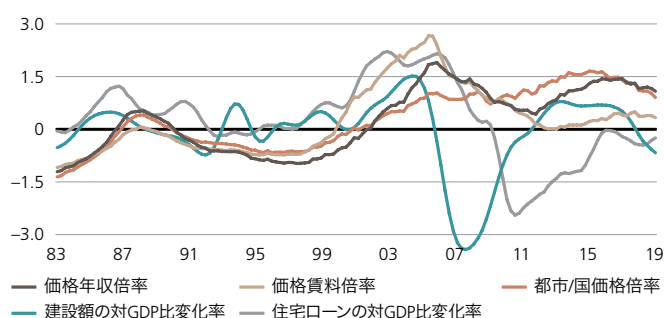


規制変更とアフォーダビリティ(買いやすさ)問題により、ニューヨークの住宅価格は全国平均に比べてもたついている。インフレ調整後の住宅価格は昨年々央以降、若干低下したが、『UBSグローバル不動産バブル指数』によると、住宅市場は依然「割高」の領域にある。

足元の実質価格は市場がピークを迎えた2006年の水準から10%下回っている。一方、2006年以降、賃料はインフレ調整ベースで約60%上昇した。また所得の伸びもインフレ率を上回った。アフォーダビリティは改善しながらも、金融センター・マンハッタンでは景気を刺激するものが不足しており、住宅価格の反発は当面見込めない。

補助指数の推移

指数は標準化



住宅完成戸数は2018年に50年ぶりの高水準に達し、建築許可件数も高止まりしている。また州・地方不動産税控除の制限により、ニューヨーカーの税負担も増している。景気拡大の勢いは弱く、米連邦準備理事会(FRB)の利下げによる借入費用へのプラスの影響は打ち消される可能性がある。

マンハッタンの住宅市場のアフォーダビリティは依然低い。スキルの高い労働者であっても、都心近くに立地する60m²のマンション価格は平均年収の10倍(北米都市の中で最高)を超える。価格に応じて税率が追加される「マンション税」の最近の導入や、現在議論されている複数の家賃規制強化の新法案は、投資家にとっては長期的リスクと考える。

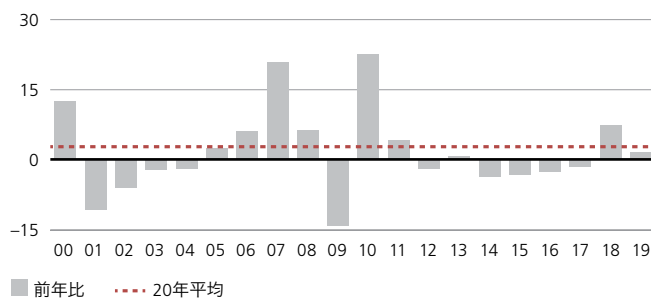
シンガポール



再び横ばい

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%

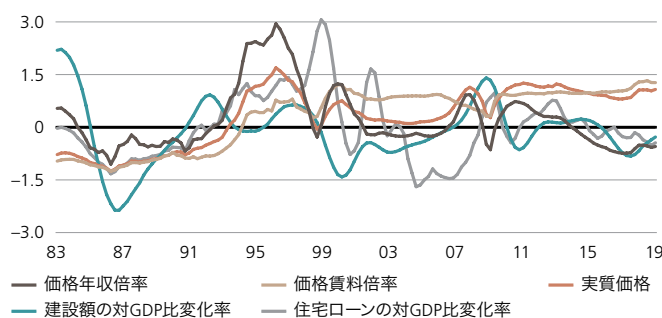


2017年半ば～2018年半ばの短期間の住宅市場ブームは終わった。以降、住宅価格の上昇は止まり、取引件数が減少した。シンガポールの『UBSグローバル不動産バブル指数』は、「適正水準」の領域にとどまっている。市場減速の原因はいくつか挙げられる。

シンガポール政府は市場抑制策を維持している。昨年導入された投資用物件の不動産開発企業および購入者に対する加算印紙税(ABSD)の影響で、価格は抑制され、投機的な需要は抑え込まれた。過去2年の間に人口の伸びも大きく低下した。さらに、景気拡大の勢いが弱まることが予想されており、支払意欲は抑制されると見込む。よって、今後数四半期にわたり住宅価格は現在の水準を維持すると予想する。

補助指数の推移

指数は標準化



規制措置は依然として価格上昇予想の重石となっているが、価格調整のリスクは、空室率低下、アフォーダビリティ(買いやすさ)の改善、堅調な雇用市場など安定的な市場ファンダメンタルズ(基礎的諸要因)により、限定的と考える。シンガポールは、過去10年で民間住宅のアフォーダビリティが改善した数少ない調査対象都市の1つである。現在の住宅価格は2008年の水準に並ぶ。一方、家計所得は20%増加した。しかしながら、アフォーダビリティは依然として低い(買いにくい)。民間住宅は、60m²のマンションの価格年収倍率が12倍となっている。

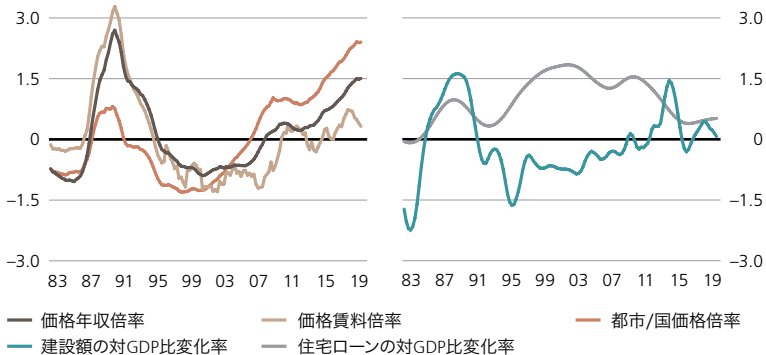
その他主要都市

東京

● 日本の不動産の実質価格は2014年以降低迷しているが、東京の価格は年率5%上昇した。しかし、過去4四半期は上昇率が2%を下回った。東京都は日本で唯一人口が増加しているが、アフォーダビリティ(買やすさ)が徐々に悪化しており、住宅に対する需要を押し下げ始めている。引き続き、足元の大規模再開発およびインフラプロジェクトにより東京の魅力度は高まり、価格はサポートされると考える。

補助指数の推移

指数は標準化

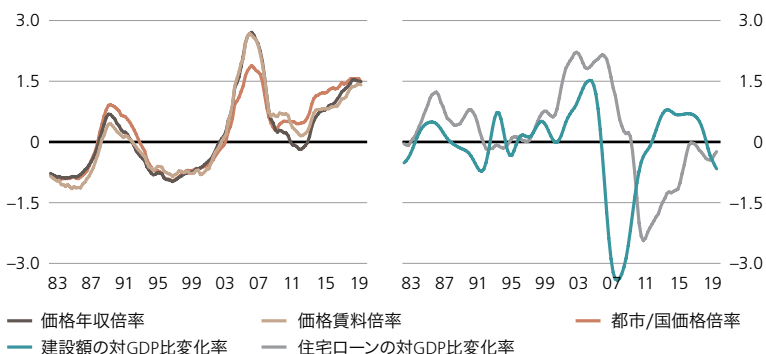


ロサンゼルス

● インフレ調整後の住宅価格は引き続き上昇している。但し、過去4四半期は僅か2%にとどまった。地域経済は好調ながらも、実質価格は2012年以降50%を超えて上昇(実質所得の伸びを超えた)し、所得の伸びを超えたことからアフォーダビリティ(買やすさ)は悪化した。ロサンゼルスは貿易へのエクスポージャーが大きいことから、2020年に需要は縮小すると予想する。しかし、景気後退に陥らなければ、住宅価格が急落する可能性は低いと考える。足元の建築許可件数は高水準ながらも慢性的な住宅供給不足が近い将来解消されることはないだろう。

補助指数の推移

指数は標準化

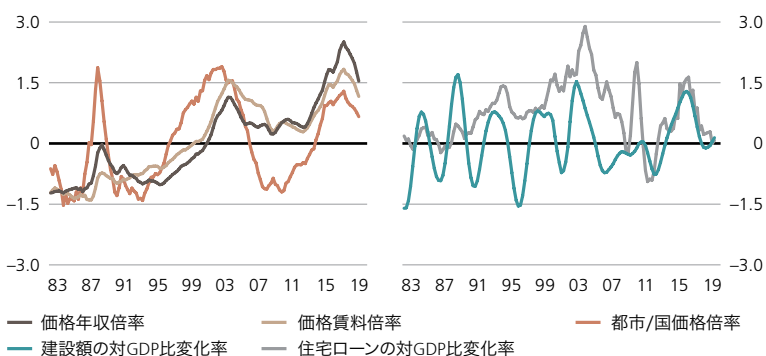


シドニー

● 実質価格は2008年から2017年の間に80%上昇した。しかし、土地取得税の上乗せ税率の2倍引き上げや空室手数料が新たに導入されるなど多様な抑制措置が導入されるとブームはすぐに終わった。それ以降、価格の下落スピードは加速した。2019年3月末までに、住宅価格はピーク時よりも15%低くなり、住宅ローンの伸びは過去最低の水準に達した。融資規制の緩和、海外投資家の需要の上向き、アフォーダビリティ(買やすさ)の改善により市場はまもなくボトムに達すると考える。

補助指数の推移

指数は標準化



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、各都市についての入手可能データによって異なる。最長のデータは1975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た。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

		Price Index	Rent Index	Income Index	Mortgage, Construction, GDP, Inflation
Amsterdam	2019Q2	CBS, Maastricht University, FED Dallas	NVM, UBS P&E	UBS P&E, CBS	DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg
Boston	2019Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FED, BEA, Bloomberg
Chicago	2019Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FED, BEA, Bloomberg
Dubai	2019Q2	BIS	Reidin, Merrill Lynch, UBS P&E	Euromonitor International, Merrill Lynch, UBS P&E	Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Merrill Lynch, Bloomberg
Frankfurt	2018Q4	Bulwiengesa, FED Dallas	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
Geneva	2019Q2	Wüest Partner	Statistique Genève	FTA, FSO	SNB, SECO, BFS
Hong Kong	2019Q2	RVD	RVD	Census and Statistics Department Hong Kong, Bloomberg	Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg
London	2019Q2	Nationwide, Lloyds Banking Group	ONS, UBS P&E	ONS	BoE, ONS, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Los Angeles	2019Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FED, BEA, Bloomberg
Madrid	2019Q1	BoS	Idealista, UBS P&E	INE	INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg
Milan	2019Q2	Nomisma, FED Dallas	Nomisma, OECD	Dipartimento delle Finanze, UBS P&E	Banca d'Italia, Hyostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Moscow	2019Q2	Rosstat	Domofond, UBS P&E	Rosstat, UBS P&E	CBR, Rosstat, Bloomberg
Munich	2018Q4	Bulwiengesa, FED Dallas	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
New York	2019Q2	FHFA, S&P/Shiller, Elliman	CBRE, FED St. Louis	BEA	FED, BEA, Bloomberg
Paris	2019Q1	BIS, CGEDD, FED Dallas	CGEDD, Clameur, UBS P&E	Insee, Bloomberg, UBS P&E	BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
San Francisco	2019Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FED, BEA, Bloomberg
Singapore	2019Q2	Government of Singapore	Government of Singapore, UBS P&E	Government of Singapore	Government of Singapore, Bloomberg
Stockholm	2019Q2	Statistics Sweden	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, Bloomberg
Sydney	2019Q1	REIA, ABS, FED Dallas	REIA, NSW Government, UBS P&E	ABS, UBS P&E	ABS, RBA, Macrobond, Bloomberg
Tel Aviv	2019Q1	CBS, FED Dallas	CBS, UBS P&E	CBS, UBS P&E	BoI, Bloomberg
Tokyo	2019Q1	The Real Estate Transaction Promotion Center, Haver Analytics, FED Dallas	Miki Syoji, Official Statistics of Japan	INDB, Tokyo Metropolitan Government, UBS P&E	ESRI, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Toronto	2019Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg, FED Dallas	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC	Statistics Canada	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Vancouver	2019Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg, FED Dallas	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC	Statistics Canada, Government of British Columbia	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Zurich	2019Q2	Wüest Partner	Statistik Stadt Zürich	FTA, FSO	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, funda.nl
Boston	BEA	Zillow, numbeo.com, CBRE
Chicago	BEA	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, FTA, 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, findproperly.co.uk, numbeo.com
Los Angeles	BEA	Zillow, numbeo.com, CBRE
Madrid	UBS P&E	Idealista, numbeo.com
Milan	UBS P&E, Dipartimento delle Finanze	Normisma, immobiliari.it
Moscow	UBS P&E	Numbeo.com, globalpropertyguide.com
Munich	UBS P&E, Destatis	Bulwingsa, globalpropertyguide.com, numbeo.com
New York	BEA	Elliman, Zillow, globalpropertyguide.com
Paris	UBS P&E, Insee	Globalpropertyguide.com, numbeo.com
San Francisco	BEA	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, thelocal.se
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
Zurich	UBS P&E, FTA, FSO	Wüest Partner

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(UBS AGまたはその関連会社)が作成したりリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である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。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。UBS AG(以下、「UBS」)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、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

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証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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1%または1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2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBSはすべての知的財産権を留保します。UBSによる事前の許可なく、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。

