

UBSグローバル 不動産 バブル指数

2020年



目次

3	序文
4	主な結果
5	長期の見通しに陰りが見える
7	世界主要都市のベンチマーク
9	フランクフルト
10	香港
11	チューリッヒ
12	ロンドン
13	ニューヨーク
14	シンガポール
15	その他主要都市
18	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が作成した“UBS Global Real Estate Bubble Index”(2020年9月28日付)を翻訳・編集した日本語版として2020年11月13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

Regional contributors

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

Editorial deadline

28 September 2020

Design

CIO Content Design

Cover photo

Shutterstock

序文

読者の皆様へ

住宅市場には世界的な景気後退への不安がここ何年も影を落としてきました。しかし、今回のコロナ・ショックの最中にあっても、住宅市場ではそうした懸念が現実のものとはなっていません。コロナ禍で世界経済は約60年ぶりの落ち込みを見せましたが、住宅市況は過去4四半期でむしろ価格上昇が加速しました。

感染拡大が経済に深刻な影響を与える中で住宅価格が急落を免れたのには、複数の理由が挙げられます。各国政府はまず多くの個人を対象に所得損失の補償を行いました。こうした個人はすなわち潜在的住宅購入者でもあります。また、緩和的な金融環境が維持され、多くの国で納税や差押えが猶予されました。さらに、金利は今後数年にわたり低水準でとどまるとの見通しが強まり、投資需要は高止まりしています。

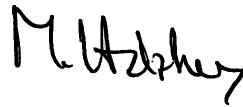
一方、賃貸市場は、賃貸需要の縮小を反映してすでに打撃を受けました。政府支援が終了すると、住宅価格の低迷が見込まれます。また、新型コロナウイルスのパンデミックにより、都心の住宅市場の成長見通しも疑問視されています。さらに、今年、多くの方が経験した在宅勤務が定着すれば、通勤の利便性のために都心の高額マンションを無理して購入する必要がなくなるかもしれません。

もちろん、大都市は経済の中心地であることに変わりはなく、これからも人が集まる場所であり続けるでしょう。しかし、住宅市場のバリュエーションは割高となっており、需要の低下が見込まれることから、投資には慎重な姿勢を取ることをお勧めします。不動産投資は、多くの場合、長期投資と位置付けられていますが、複数の不動産を所有されている場合は、このタイミングで売却して利益確定することも検討に値すると考えます。

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

住宅市場の底堅さ

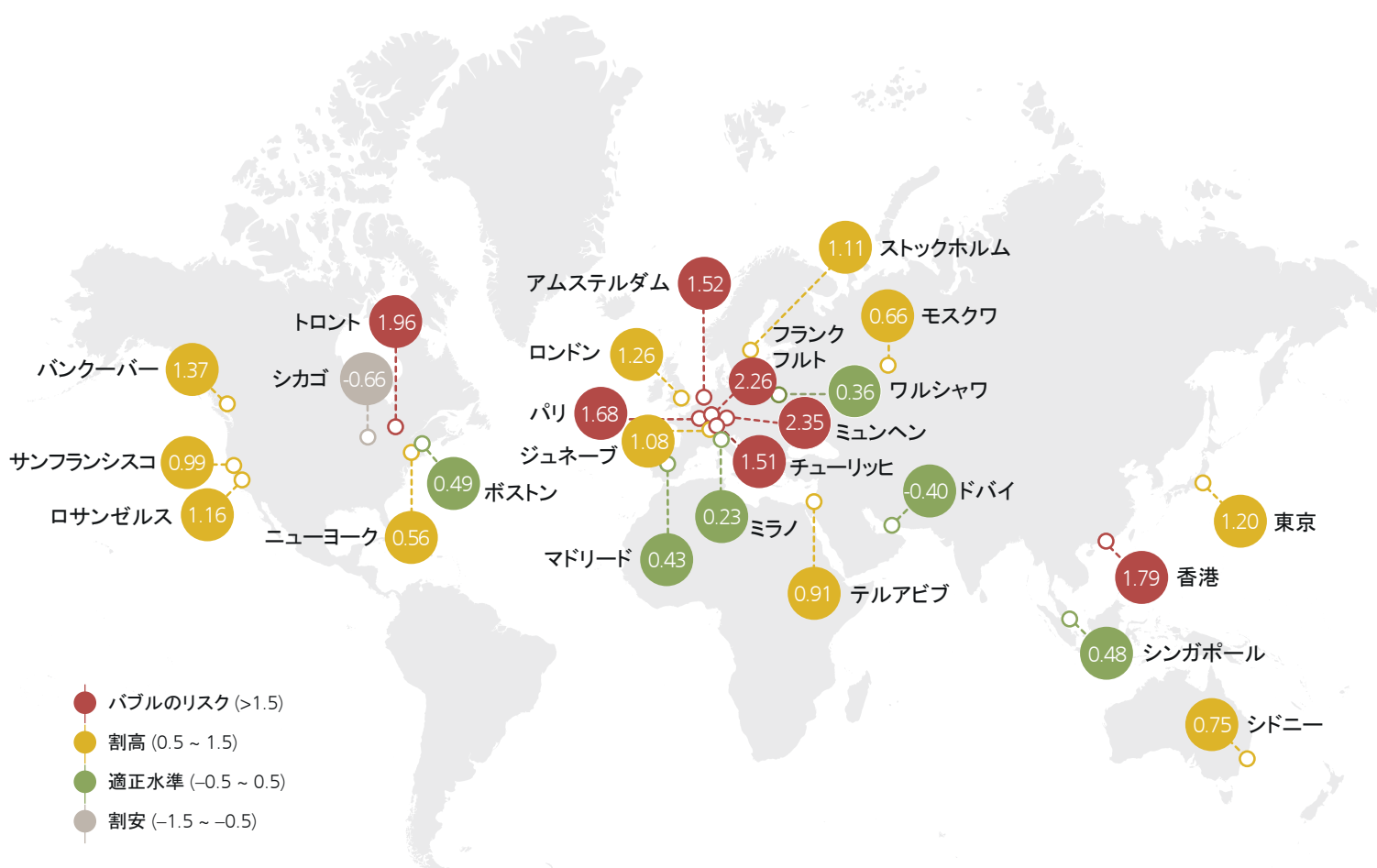
世界的な景気後退にもかかわらず、調査対象都市の住宅価格の上昇率は過去4四半期の間に加速した。この間に住宅価格に下落が見られたのは4都市だけだった。過去に価格上昇率がマイナスとなった都市数が4都市を下回ったのは2006年まで遡る。

欧州住宅市場は依然堅調

欧州の全ての調査対象都市で指数値が上昇した。「バブルのリスク」領域にある都市は、低金利により住宅価格が上昇しているユーロ圏が大半を占めている。一方、米国では、調査対象都市の価格上昇率が全米平均を下回った。

パンデミックの影響はまだ顕在化していない

企業向け融資ファシリティや短時間労働助成制度の導入によりコロナ危機による悪影響が和らげられ、住宅のアフォーダビリティ(買いやすさ)は維持された。多くの都市で政府が住宅補助や減税、差押え手続きの猶予等の対応策を講じ、住宅所有者を支援した。



融資ブームは見られない

住宅ローンは、金利が過去最低の水準にありながらも、依然低調である。世界金融危機の余波が続いており、住宅ローン残高の平均伸び率はGDP成長率並みの水準で推移している。

長期的な悪影響

政府支援の効果が剥落し、所得に下押し圧力が高まると、住宅市場は調整局面を迎える可能性が高い。都心から郊外への人口の移動、増税の可能性、歳出削減は、住宅価格にとって悪材料となる。

投資家は慎重姿勢が必要

価格賃料倍率は過去最高の水準に達し、また今後の賃料の伸びは不透明である。こうした環境の下では、投資家はリスク調整後の期待リターンが高い資産を他に見出す可能性が高く、不動産の売却は検討に値すると考える。

長期の見通しに陰りが見える

ミュンヘンとフランクフルトは『UBSグローバル不動産バブル指数』で最上位に位置し、世界の中で「バブルのリスク」が最も高くなっている。トロント、香港、パリ、アムステルダムもリスクも上昇しており、チューリッヒは今回初めて「バブルのリスク」の領域に分類された。昨年とは異なり、バンクーバーの住宅市場は足元、「割高」の領域まで低下した。ロンドン、サンフランシスコ、ロサンゼルス、指数値はやや下がるがニューヨークも「割高」の領域にある。ボストンとシンガポールは引き続き「適正水準」に分類される。ドバイもバリュエーションが一段と低下したが、依然として「適正水準」にある。当分析では、シカゴが唯一「割安」な領域にある。

住宅価格は一時的な反発を見せた

調査対象都市の住宅価格の平均価格上昇率(インフレ調整後)は、過去4四半期の間に加速した。欧州の多くの都市は価格上昇率が5%を超えた。特にミュンヘン、フランクフルト、ワルシャワが全体をけん引した。アジアおよび米国の都市は、シドニーを除き、価格上昇率が引き続き1桁前半から半ばの水準となった。住宅価格が低下したのはマドリード、サンフランシスコ、ドバイ、香港の4都市だけだった。過去に価格上昇率がマイナスとなった都市数が4都市を下回ったのは2006年まで遡る。

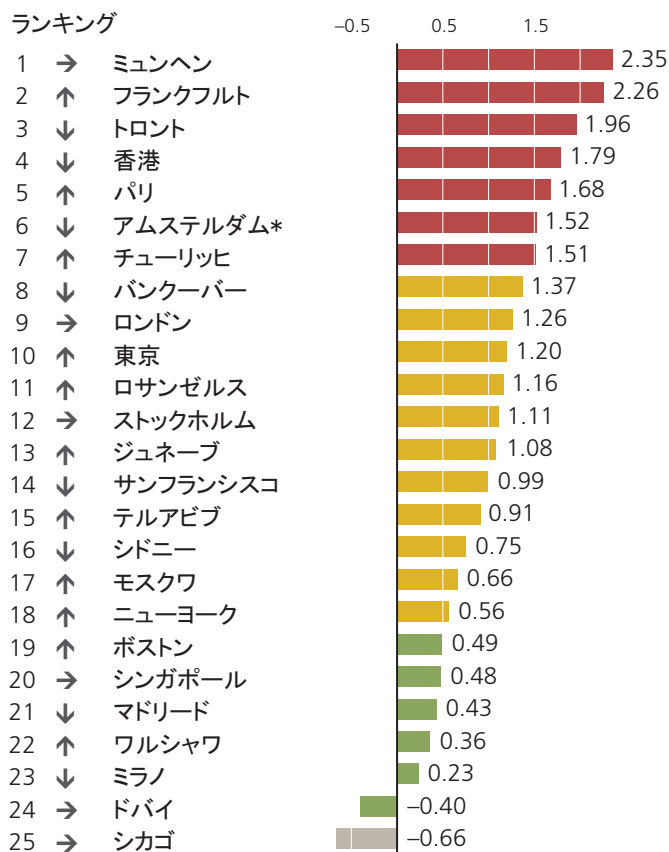
パンデミックにもかかわらず、住宅市場は2020年前半に堅調さを見せたが、それには3つの理由があると考えられる。第1に、住宅価格は遅行指標であり、景気落ち込みの影響が遅れて顕在化する傾向がある。また、2020年4-6月期は、大半の都市の取引件数が前年同期比で減少したこと、価格形成が複雑化し、参照価格の妥当性が低下した。第2に、2020年前半は、潜在的住宅購入者の大半が直接的な所得損失を被ることがなかった。企業向け融資ファシリティや短時間労働助成制度の導入によりコロナ危機による悪影響が和らげられ、住宅のアフォーダビリティ(買いやすさ)は維持された。第3に、都市封鎖措置の期間中、政府が多くの都市で住宅補助の増額や減税、差押えの猶予等の対策を講じ、住宅所有者を支援した。

都心の住宅市場の先行きに対する悪影響

高い失業率と家計所得の悲観的な見通しが住宅価格にどの程度の影響を及ぼすかについては、現時点ではまだ不明である。しかし、足元の価格上昇スピードがこの先も続かないことは明らかである。賃料は大半の都市ですでに下落しており、政府支援の効果が剥落し、家計所得に下押し圧力が高まると、住宅市場は調整局面を迎える可能性が高いとみられる。

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(2020年)



■ バブルのリスク (>1.5) ■ 割高 (0.5 ~ 1.5) ■ 適正水準 (-0.5 ~ 0.5) ■ 割安 (-1.5 ~ -0.5) ↓ ↑ → 変化 (対2019年)

出所: UBS。*元データ改正により指数変更。
説明は18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。

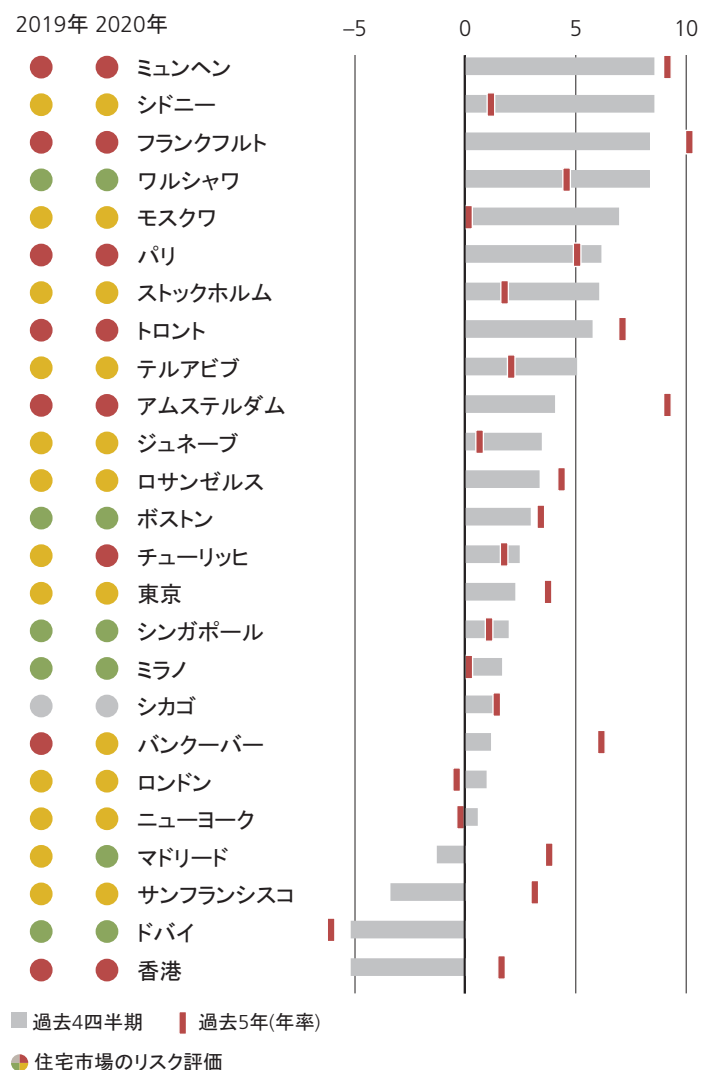
バリュエーションが割高で、当面の見通しが不透明なことから、都市の住宅市場の長期見通しに注目が集まっている。魅力的な雇用機会や快適性、低水準の借入コスト、供給の限定的な伸びといった都心の住宅価格にとってのプラス材料は変わらず残っている。一方で、パンデミックにより、都心から郊外への人口の移動が加速しているようである。在宅勤務が浸透し、リモートワークの選択が可能となったことから、都心近くに住む必要性が疑問視されるようになった。家計所得への下押し圧力が高まっていることから、住宅価格が手頃な郊外に移らざるを得ない人も増えている。さらに、すでに大きな債務負担を抱え、経済が弱体化している都市は、今回の経済危機に対応して増税または歳出削減を講じる必要があり、こうした動きが住宅価格の逆風となる。全てを勘案すると、こうした要因が都市の住宅需要に長期的な悪影響を及ぼすものと考ええる。

売り時か？

現在、「バブルのリスク」領域にある都市は、コロナ危機を比較的うまく乗り切ることができると見込んでいる。ミュンヘン、トロント、香港の地域経済はじきに回復するとみている。しかし、市場全体の調整がないとしても、幅広い価格上昇の可能性は限定的と考える。これは、価格賃料倍率が過去最高の水準(利回りは低い)に達し、今後の賃料の伸びが不透明であることから、特に賃貸向け物件を購入している投資家には影響が大きいとみる。こうした環境の下、投資家はリスク調整後の期待リターンが高い資産を他に見出せる可能性が高く、不動産の売却は検討に値すると考える。

住宅価格上昇率

インフレ調整後の価格上昇率(%)



出所: 19頁参照。

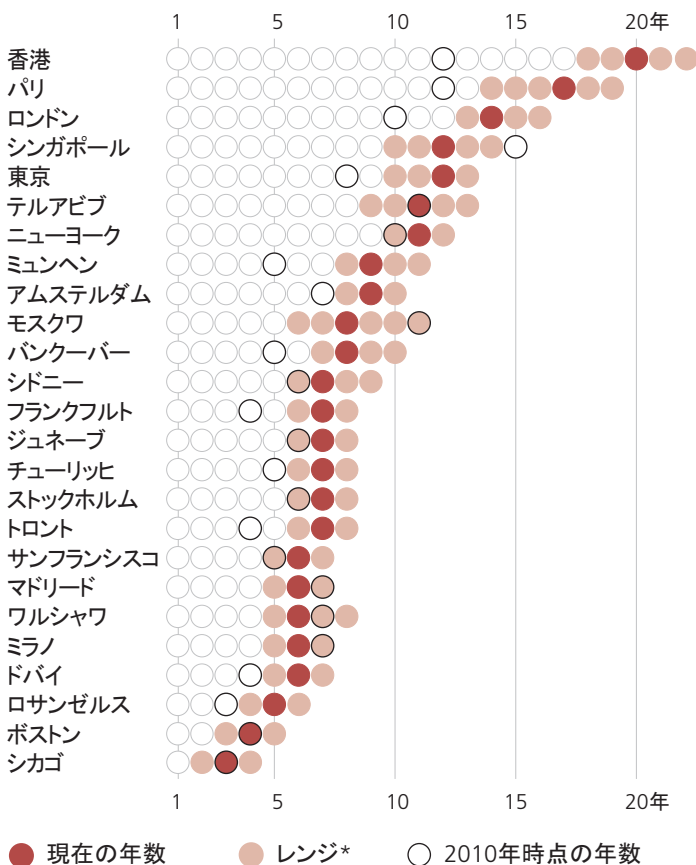
世界主要都市のベンチマーク

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。チューリッヒ、ジュネーブの住民は所得水準が高いことから、マンションの購入は比較的可能なものとなっている。住宅購入者の観点からすると、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。

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



出所: UBS

注: 説明は18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

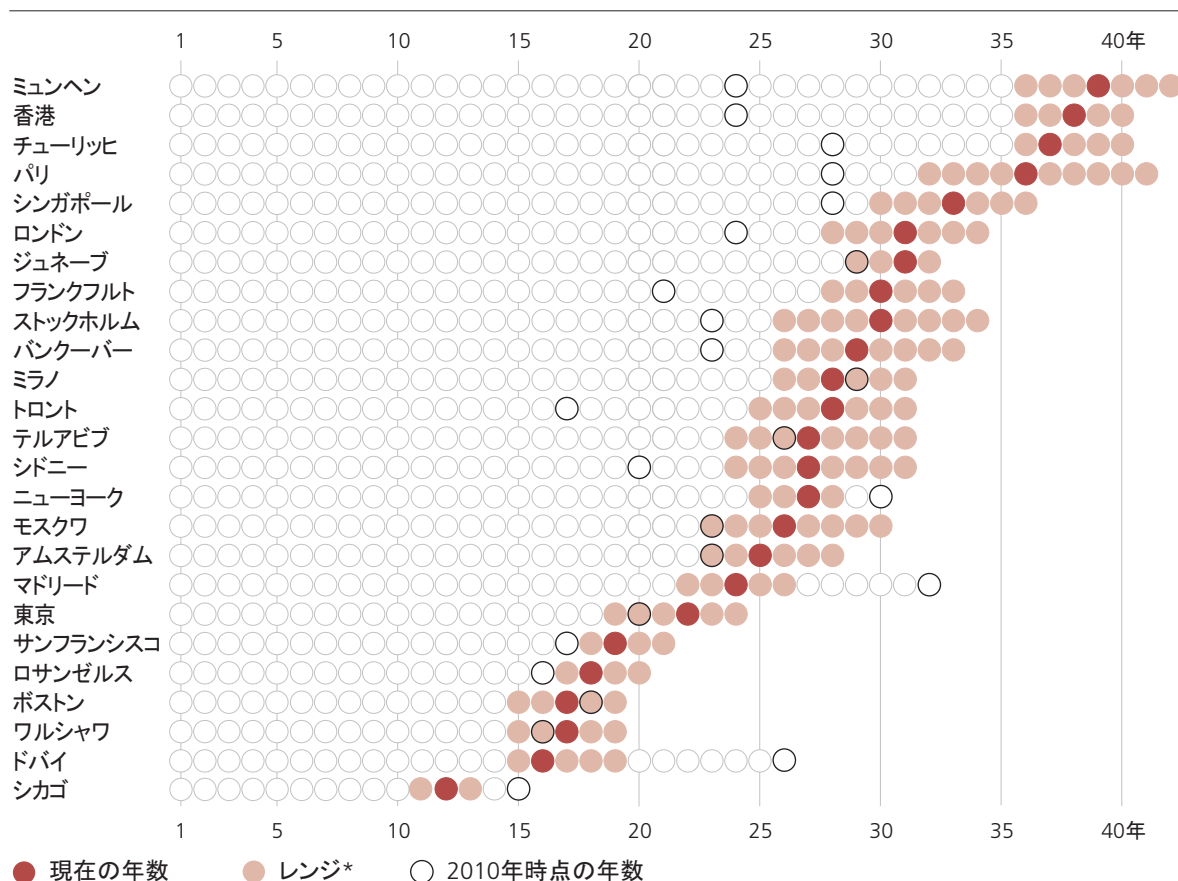
価格賃料倍率

ミュンヘン、香港、チューリッヒ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、比較的金利が高く、また賃貸市場に対する規制が比較的緩いためと考える。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、ミュンヘンやチューリッヒ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・ロスを被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18頁の調査手法およびデータを参照。*データの質の違いにより生じたレンジ

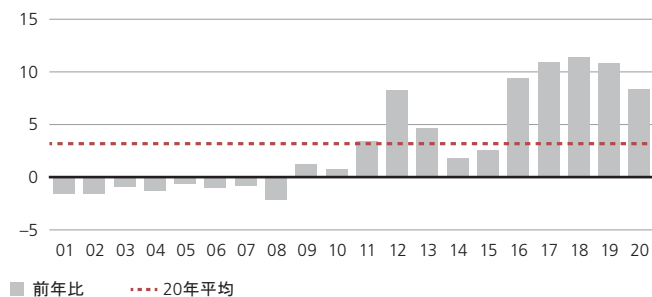
フランクフルト



自らの成功が仇となる

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率％、第2四半期現在

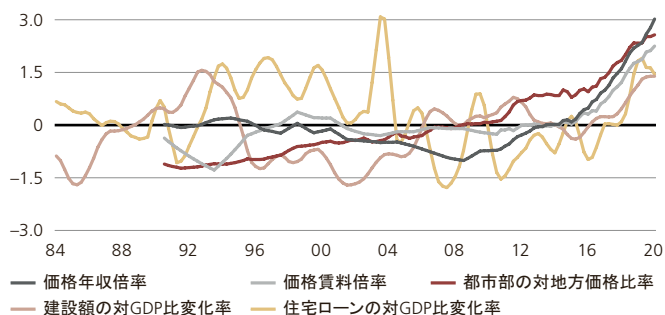


フランクフルトの住宅価格は、過去10年で2倍になった。過去4四半期は住宅価格が上昇傾向を辿り、実質価格は8%上昇した。フランクフルトの『UBSグローバル不動産バブル指数』は、過去1年の間に大きく上昇し、「バブルのリスク」領域にとどまっている。

堅調な市場の背景には複数の要因が考えられる。まず、欧州有数の金融センターであるフランクフルトは、底堅い経済成長と雇用の伸びの恩恵を受けてきた。人口は出生超過と転入超過の双方により急速に拡大した。そのため賃料も2010年以降約40%上昇し、フランクフルトの賃料上昇率は全ての調査対象都市の中で3番目に高い水準となった。また、不動産開発企業は特に市場の上位セグメントをターゲットとしてきたことから、住宅価格の上昇率は一層加速した。

補助指数の推移

指数は標準化



中期見通しは、プラス材料とマイナス材料が入り混じっている。足元、景気の不透明感が強い中、積極的な採用に踏み切る企業は少ないと思われ、需要の伸びは一服するとみている。フランクフルトでは、市民の住宅購入がますます難しくなっており、郊外に移り住む人が増えている。今後、住宅価格が安定化するためには、緩和的な金融環境の維持が必要と考える。さらに、過去数年にわたり建設が加速している。

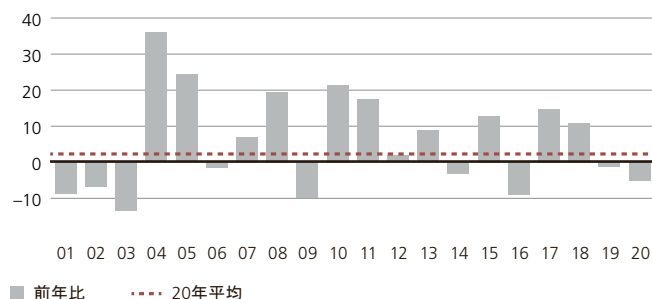
香港



悪材料が多いながらも安定

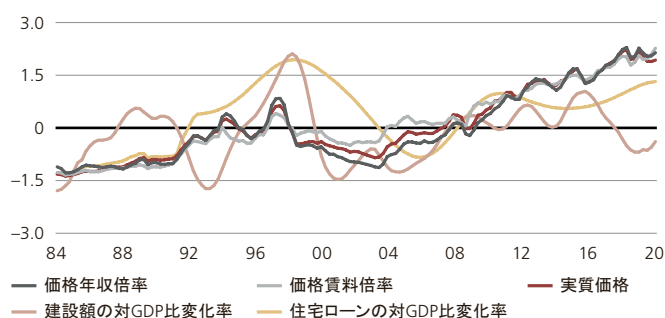
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化



香港の住宅ブームは20年ほど前に始まった。主に力強い経済成長と中国本土からの旺盛な投資需要がプラス材料となり、実質価格は2003年から2019年の間に約4倍になった。しかし、2019年年央以降景気が鈍化すると、歯止めが利かなくなると思われていた価格の上昇が止まり、足元の住宅価格は同年年央のピークから約5%低い水準まで下落した。香港の『UBSグローバル不動産バブル指数』は過去4四半期の間に徐々に低下してきたが、なお「バブルのリスク」領域にとどまっている。

政治的な緊張と失業率が高まっている香港の経済見通しは厳しい。しかしながら、いくつかの理由から、住宅価格がさらに下落する余地は小さいと考える。第1に、香港は「グレートベイエリア」の重要な金融ハブであり、米国市場で上場済みの中国企業の香港への「重複上場」が加速している。こうした流れが香港の住宅市場の追い風となっている。第2に、中国本土の一部の人々は、中国の高い国際課税を回避するため、香港の市民権を求めるとみている。第3に、供給過剰リスクは抑制可能であり、新規建設は引き続き限定的となっている。最後に、差押え率が依然として低い水準にとどまると予想される。大半の住宅購入者の借入比率は高くなく、また借り入れコストも非常に低いことから、既存の住宅所有者はローンの返済が可能と考える。

結論として、香港の住宅価格は「横ばい」から「上昇」を予想しており、2021年6月末までは価格上昇率が1桁中盤になるとみている。新界地区の大規模市場は、地区内の失業率が相対的に高いため、住宅価格の変動がやや高まると考える。一方、高級住宅市場は、新規供給が極めて限定的である上、住宅所有者は足元の景気の落ち込みを乗り切ることができると思われることから、見通しは良好である。

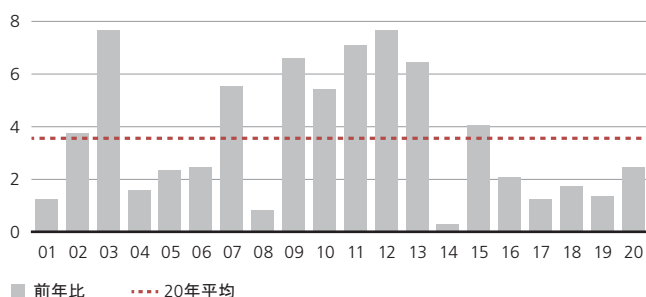
チューリッヒ



警戒する理由

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在

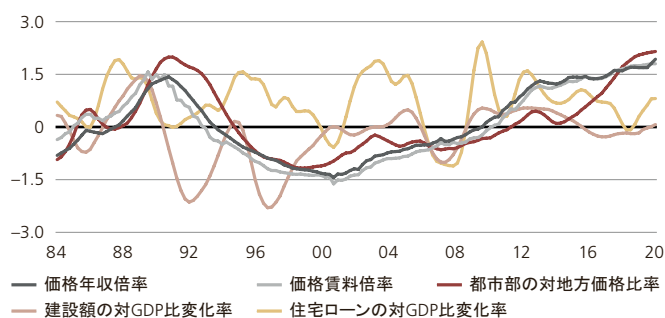


コロナ危機の持ち家市場への影響はほとんどみられなかった。都心近くの住宅は、過去数4四半期の間に需要拡大の恩恵さえ受けた。潜在的住宅購入者の購入意欲が高いことが、価格上昇と息の長い投資需要の見通しに反映されている。結果として、チューリッヒの『UBSグローバル不動産バブル指数』は、今回「**バブルのリスク**」領域に突入した。

チューリッヒの住宅価格は、過去10年の間に、スイスの全経済圏の中で最も高い伸びを記録した。実質価格は2010年以降約50%上昇している。住宅価格の大幅な上昇は、雇用の高い伸び、投資用物件に対する需要の拡大、住宅ローン金利の低下が追い風となった。一方、当該期間の賃料上昇率は15%にとどまった。

補助指数の推移

指数は標準化



チューリッヒの住宅市場の特徴として、供給の増加ペースが比較的速いことが挙げられる。しかし、新築建物の大半は賃貸用物件であり、持ち家市場では供給が底をついている。少なくとも当面は、住宅に対する足元の需要超過で住宅価格は高水準が続くと思われ、景気後退の悪影響はまだ顕在化していない。しかし、今後数四半期の間に都心の潜在的住宅購入者の購入意欲が低下すると予想する。また、経済の危機的状況が長く続くようであれば、高止まりする持ち家住宅価格はいずれ下落するであろう。

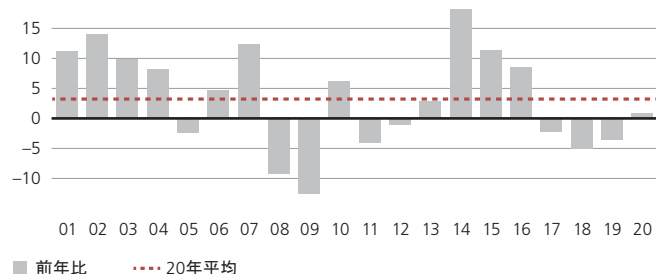
ロンドン



回復には時間がかかる

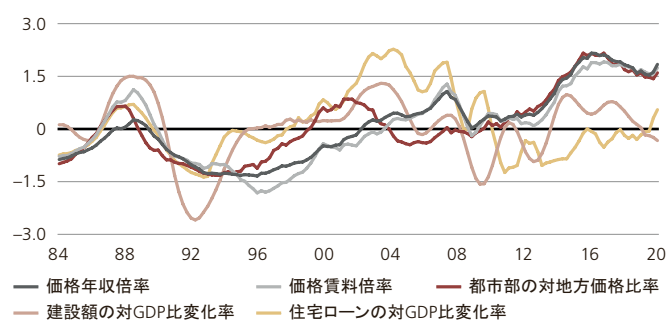
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化



ロンドンの『UBSグローバル不動産バブル指数』は、「割高」の領域にとどまっている。過去4四半期は大半の期間で実質価格が低迷し、2016年の水準を10%下回っている。ロンドンは、2016年以降の住宅価格の伸び率が全国平均に劣後しただけではなく、全ての調査対象都市の中でドバイに次いで下落率が大きくなった。

市場全体の不振は、アフォーダビリティ(買いやすさ)の一段の悪化が原因と考える。英住宅金融大手のハリファックスによると、グレーターロンドン地区で求められる平均頭金は、10年前に比べておよそ2倍となっている。住宅購入支援制度の延長、過去最低の住宅ローン金利、恒常的な供給不足がいずれも市場のプラス材料となったが、市場を大きく押し上げる可能性は低いと考える。また、ロンドンに勤務する就業者の通勤時間が非常に長いことから、在宅勤務の浸透によりロンドンの住宅への需要が抑制されるであろう。

ロンドンの一等地市場も過去数年にわたり下落圧力を受けてきた。足元のブレグジットを巡る政治的な不透明感、負担の大きい税制、高水準の印紙税は、富裕層および外国人投資家にとって逆風となっている。しかし、長期的には、ロンドンは今後も世界で最も魅力度が高い都市の一つであり続けると考える。外国人投資家は、英ポンド安と住宅価格の下落局面を活かすとみている。米ドル・ベースでみると、ロンドンの不動産価格は2007年の水準を依然下回っている。さらに、一時的に住宅購入時の印紙税の課税最低額が引き上げられ、一方、来年には非居住者の不動産購入者を対象とした印紙税の導入が予定されていることから、今後数カ月は一等地不動産に対する駆け込み需要に拍車がかかるだろう。

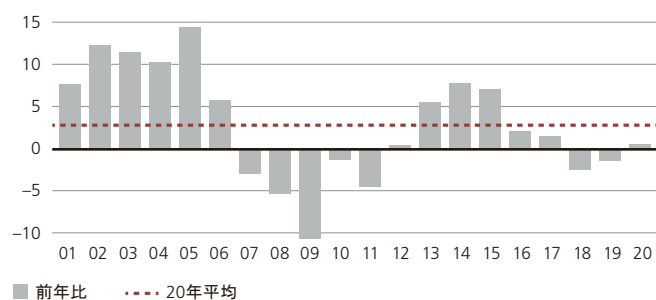
ニューヨーク



コロナ禍以降

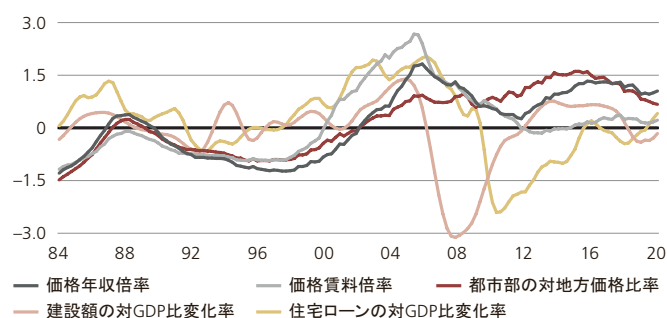
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化



ニューヨークの『UBSグローバル不動産バブル指数』は、やや「割高」な領域にとどまった。過去4四半期は、インフレ調整後の住宅価格が横ばいとなった。しかし、不動産市場のファンダメンタルズ(基礎的諸要因)は、景気後退により悪化した。ニューヨークの住宅価格上昇率は、引き続き全国平均を下回った。住宅ローン金利の低下によるプラスの影響は、経済的、社会的問題の積み上がり、増税の可能性、郊外への移住によるマイナスの影響によって打ち消されている。

マンハッタンの住宅市場は、歴史的に金融セクターの影響を大きく受けてきたことから、パンデミック前からすでに苦戦している。人口が減少する中、新築住宅の供給拡大が、住宅価格(特に大幅な供給過剰が続く高級住宅)の重石となっている。ニューヨークはロックダウン(都市封鎖措置)による打撃が特に大きかった。潜在的住宅購入者が都心を避け、または購入を延期した。米大手不動産会社ダグラス・エリマンによると、4-6月期の不動産取引は前年同期比で54%減少し、売却価格(中央値)は18%下落した。

富裕層投資家にとって、ニューヨークの魅力度はコロナ禍後も比較的高く維持されると考える。しかし、パンデミックの悪影響がいずれ不動産価格に及ぶものとみている。第1に、通勤時間が長く、都心の家賃が高いことから、リモートワークの魅力度が高まっている。第2に、ニューヨークは財政赤字が膨らんでおり、追加増税が検討される可能性もある。最後に、金融サービス業界の好不況の影響を大きく受けるマンハッタンでは、同地区の景気見通しが振るわないことから、住宅価格の上昇余地は限られると考える。

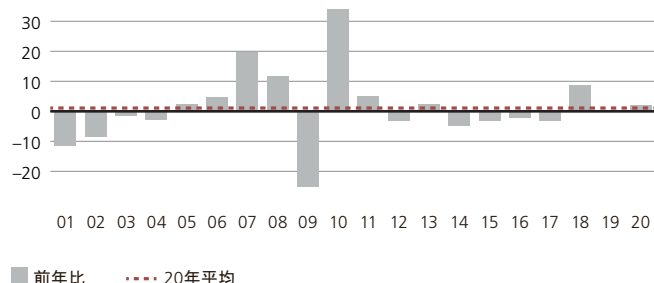
シンガポール



バランスのとれたファンダメンタルズ

住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在

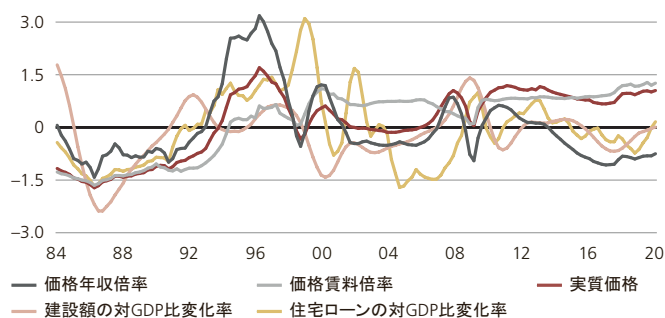


シンガポールの住宅価格は、過去2年の間に若干上昇した。2020年はパンデミックによる景気後退に直面し、横ばいとなった。住宅市場は過熱する兆しが見られない。よって、シンガポールの『UBSグローバル不動産バブル指数』は前年からほとんど変わらず、「適正水準」の領域にとどまっている。

シンガポールの住宅市場は、中期的には需給バランスが良好な状態が続くとみられる。世帯数が前年から急増し、空室率が低下した。しかし、売れ残りの物件数は、直近の価格上昇が始まった2017年の水準を引き続き大きく上回っている。また、中期的な不動産開発案件は、依然として豊富である。空室率は、現行の水準で安定推移すると予想する。

補助指数の推移

指数は標準化



住宅価格は当面軟化するとみている。不動産開発企業は、軟調な景気見通しと新規販売による競争激化を踏まえ、柔軟な価格設定を適用している。さらに、足元のパンデミックによっても、政府は既存の不動産投資過熱抑制策を緩めることなく、税率が引き上げられた印紙税は引き続き住宅価格を抑制している。

とは言え、政府は住宅市場を引き続き注視しており、価格急落の際には下落を食い止めるための手段を多く備えている。低水準の住宅ローン金利、バランスのとれた市場ファンダメンタルズ、底堅い需要からも、不動産価格の下落は限定的と考える。

その他主要都市

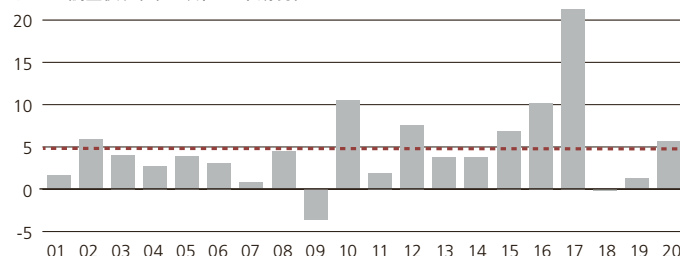


トロント

トロントの住宅価格は僅か十数年で倍になった。堅調な人口増加と低水準の住宅ローン金利が追い風となった。住宅ブームは2018年に一時沈静化した。住宅ローン金利が上昇し、また外国人の不動産取得への課税や家賃制限など地方政府がいくつかの規制を導入したからだ。しかし、最近になって再び市場の勢いが増してきた。過去4四半期は、金融環境の改善に支えられ、住宅価格が約6%上昇した。特に郊外の戸建て住宅に対する需要が大きく拡大した。しかし、トロントの住宅アフォーダビリティ(買いやすさ)はすでに悪化している。今後数四半期は、新規供給が大幅に拡大すると予想する。さらに、旅行規制が解除されるとカナダドルが上昇すると見込まれ、外国人購入者にとってトロントの不動産の魅力は低下すると考える。

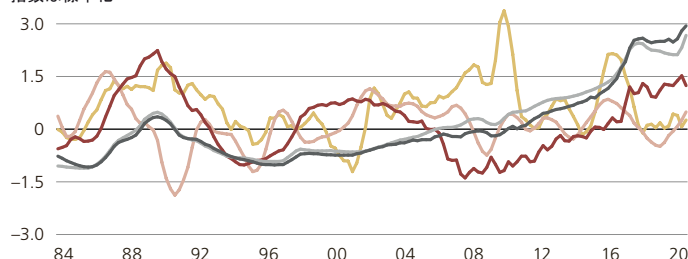
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化

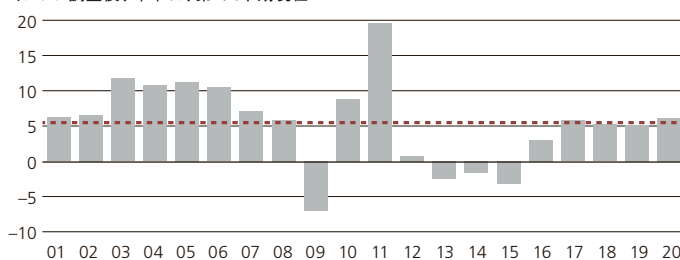


パリ

実質価格は、過去1年で6%上昇し、現行の水準は、回復が始まった2015年のレベルを約30%上回る。価格上昇ペースは過去数年に比べると若干加速した。住宅ローン金利の低下と高級住宅セグメントに対する外国人投資家の需要の高まりが、住宅価格の上昇を後押しした。パリの住宅アフォーダビリティ(買いやすさ)は大幅に悪化しており、60m²のマンション価格は、経験豊富なサービス業従業員の平均年収の16倍(調査対象都市の中で2番目に高い)に達している。そのため、都市を離れる家族が次第に増えている。海外投資家にとって魅力が高いこと、また新規住宅供給が不足していることはプラス材料であるが、足元の人口の減少は価格の安定化にとってリスク要因と考える。

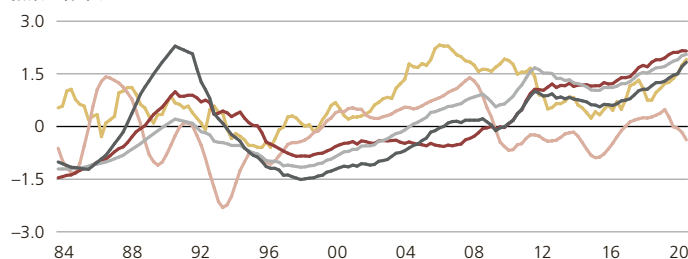
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化



■ 前年比 --- 20年平均

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

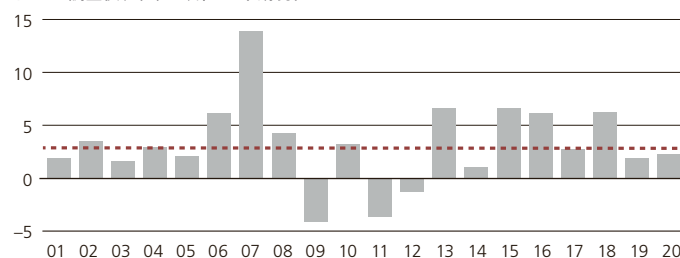


東京

日本全体の人口は縮小傾向を辿っているが、東京の住宅市場は過去数年の間、人口の比較的高い伸びにより恩恵を受けてきた。全国平均住宅価格は低迷したが、東京の住宅価格は低水準の住宅ローン金利も手伝い、2013年以降上昇した。居住用不動産に対する投資需要が高まったこともプラス材料となった。しかし、東京の住宅アフォードビリティ(買いやすさ)が次第に悪化したことから、住宅価格の年間上昇率は2016年の約8%から足元2%まで鈍化している。60m²のマンション価格は、経験豊富なサービス業従業員の平均年収の約12倍に達している。

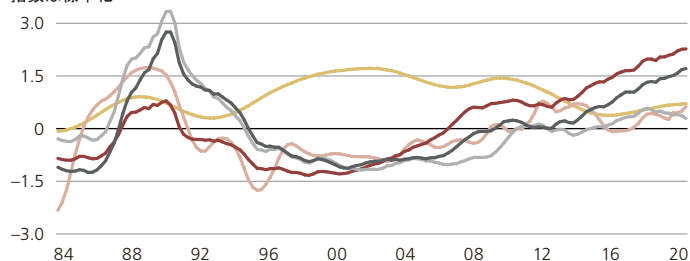
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化

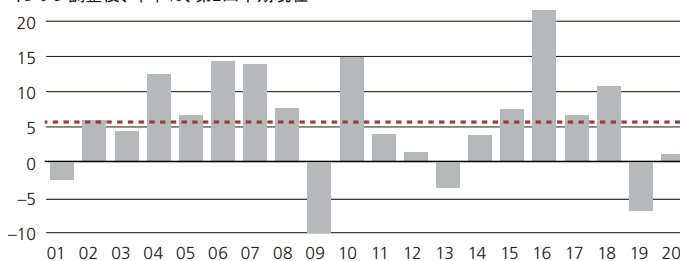


バンクーバー

バンクーバーの住宅価格は、2018年から2019年終盤の間に約10%下落した。2016年に導入された空室税と外国人不動産取得に対する課税により海外投資家の需要を抑制し、下落基調を強めた。しかし、住宅価格はその後安定し、過去4四半期は僅かながら上昇した。住宅ローン金利の低下と住宅ローン審査要件(ストレステスト・レート)の緩和により、潜在的住宅購入者はこれまでより容易に条件の良い住宅ローンの借入れが可能となり、需要を支えた。一方、賃貸市場は、パンデミックにより移民が減少し、下落圧力を受けた。結論として、景気の先行きが不透明な中、バリュエーションが極めて割高なことから、住宅価格の上昇余地は限られると考える。

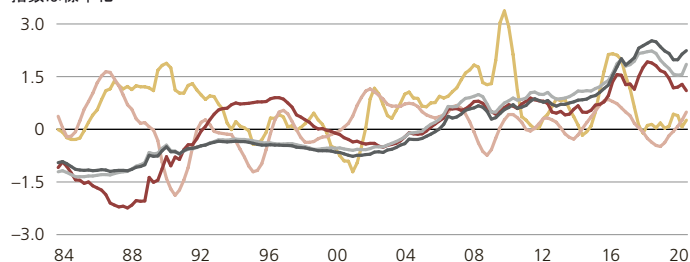
住宅価格の上昇率

インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移

指数は標準化



■ 前年比 --- 20年平均

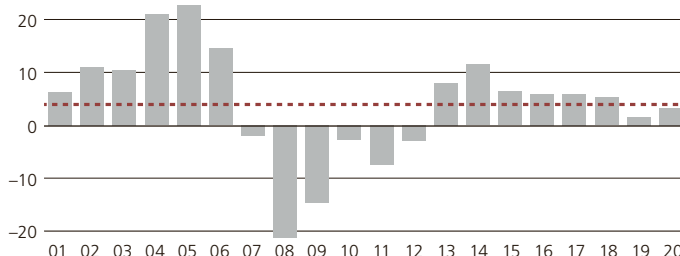
— 価格年収倍率 — 価格賃料倍率 — 都市部の対地方価格比率
— 建設額の対GDP比変化率 — 住宅ローンの対GDP比変化率



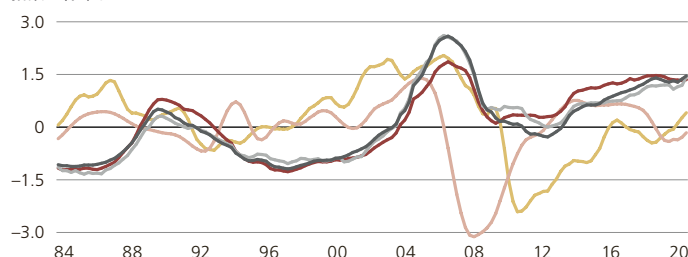
ロサンゼルス

ロサンゼルスは、住宅市場は、供給が不足し、テクノロジー、メディア、娯楽、製造業セクターを中心に経済が活況を呈していたことから、2013年以降人気が高まった。平均住宅価格は約60%上昇した。一方、当該期間の平均所得の伸びが10%にとどまったことから、住宅アフォーダビリティ(買いやすさ)は悪化した。また、ロサンゼルスの人口の伸び率は、2017年以降横ばいとなった。同都市は国際貿易が盛んなことから、パンデミックによる都市封鎖と足元の中国との通商上の緊張関係の悪影響を大きく受けると見込む。過去4四半期の住宅価格上昇率は低く維持された。しかし、住宅ローン金利が低く、供給が限定的であることから、大幅調整の可能性は低いと考える。

住宅価格の上昇率
インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



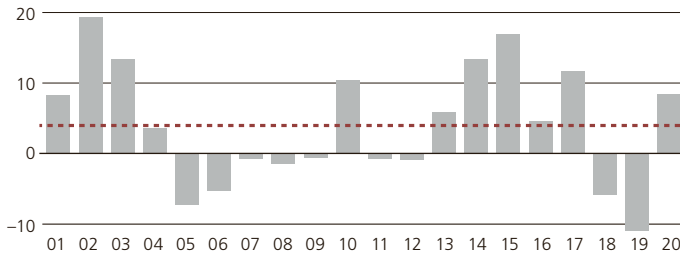
補助指数の推移
指数は標準化



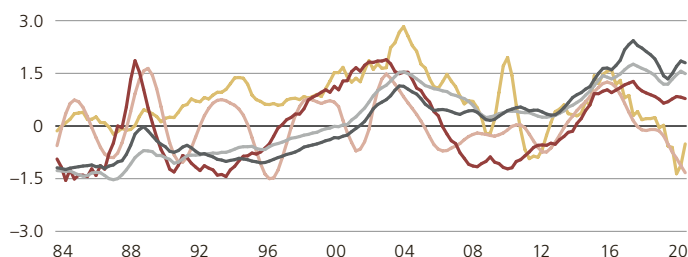
シドニー

シドニーの住宅価格は、2018年と2019年の間に15%下落した。アフォーダビリティ(買いやすさ)の改善、融資基準の緩和、オーストラリア準備銀行(中央銀行)の直近の利下げにより、住宅価格は回復し始めた。2019年年央以降、実質価格は8%以上上昇した。しかし、これは長い上昇局面の始まりというわけではないと考える。失業率の上昇と融資審査強化の見通しは、再び住宅ローンと価格上昇率の重石となるであろう。移民の減少と中国からの投資需要の縮小も住宅に対する需要を抑制すると考える。住宅ローン残高の伸びが低いことと、過剰な建設の兆候が見られないことは、バブルのリスク・スコアを引き下げる要因となろう。

住宅価格の上昇率
インフレ調整後、年率%、第2四半期現在



補助指数の推移
指数は標準化



■ 前年比 --- 20年平均

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

調査手法およびデータ

UBSグローバル不動産バブル指数

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

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

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

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

ベンチマーキング

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

データ出所

		Price Index (City)	Rent Index (City)	Income Index (City)	Price Index (Country)	Mortgage, Construction, GDP, Inflation (Country)
Amsterdam	2020Q2	CBS, Maastricht University	NVM, UBS P&E	UBS P&E, CBS	CBS, FED Dallas	DNB, CBS, EUKLEMS, Bloomberg
Boston	2020Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Chicago	2020Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Dubai	2020Q2	BIS	Reidin, Merrill Lynch, UBS P&E	Euromonitor International, Merrill Lynch, UBS P&E	–	Central Bank UAE, Dubai Statistics Center, Merrill Lynch, Bloomberg
Frankfurt	2020Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
Geneva	2020Q2	Wüest Partner	Statistique Genève	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, BFS
Hong Kong	2020Q2	RVD	RVD	Census and Statistics Department Hong Kong, Bloomberg	–	Census and Statistics Department Hong Kong, HKMA, Macrobond, Bloomberg
London	2020Q2	Nationwide, Lloyds Banking Group	ONS, UBS P&E	ONS	Nationwide, Lloyds Banking Group	BoE, ONS, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Los Angeles	2020Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Madrid	2020Q2	BoS	Idealista, UBS P&E	INE	BoS	INE, BoS, EUKLEMS, Bloomberg
Milan	2020Q2	Nomisma	Nomisma, OECD	Dipartimento delle Finanze, UBS P&E	FED Dallas	Banca d'Italia, Hypostat, Istat, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Moscow	2020Q2	Rosstat	Domofond, UBS P&E	Rosstat, UBS P&E	Rosstat	CBR, Rosstat, Bloomberg
Munich	2020Q2	Bulwiengesa	Bulwiengesa, OECD	Destatis, UBS P&E, OECD	FED Dallas	Deutsche Bundesbank, Destatis, EUKLEMS, Bloomberg
New York	2020Q2	FHFA, S&P/Shiller, Elliman	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Paris	2020Q2	BIS, CGEDD	CGEDD, Clameur, UBS P&E	Insee, Bloomberg, UBS P&E	FED Dallas	BdF, Insee, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
San Francisco	2020Q2	FHFA	CBRE, FED St. Louis	BEA	FHFA	FED, BEA, Bloomberg
Singapore	2020Q2	Government of Singapore	Government of Singapore, UBS P&E	Government of Singapore	-	Government of Singapore, Bloomberg
Stockholm	2020Q2	Statistics Sweden	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden, UBS P&E	Statistics Sweden	Statistics Sweden, Bloomberg
Sydney	2020Q2	REIA, ABS	REIA, NSW Government, UBS P&E	ABS, UBS P&E	FED Dallas	ABS, RBA, Macrobond, Bloomberg
Tel Aviv	2020Q2	CBS	CBS, UBS P&E	CBS, UBS P&E	FED Dallas	Bol, Bloomberg
Tokyo	2020Q2	The Real Estate Transaction Promotion Center, Haver Analytics	Miki Syoji, Official Statistics of Japan	INDB, Tokyo Metropolitan Government, UBS P&E	FED Dallas	ESRI, EUKLEMS, Macrobond, Bloomberg
Toronto	2020Q2	Sauder School of Business UBC, Bloomberg	Canadian Housing Observer, Sauder School of Business UBC	Statistics Canada	FED Dallas	Statistics Canada, BoC, Bloomberg
Vancouver	2020Q2	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	2020Q2	National Bank of Poland	National Bank of Poland	Statistics Poland	National Bank of Poland	National Bank of Poland, Statistics Poland, Bloomberg
Zurich	2020Q2	Wüest Partner	Statistik Stadt Zürich	FTA, FSO	Wüest Partner	SNB, SECO, BFS

ベンチマーキングのデータ元

	Earnings	Real Estate (prices and rents)
Amsterdam	UBS P&E, CBS	Globalpropertyguide.com, numbeo.com
Boston	BEA	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, Federal Income Tax Statistics, FSO	Wüest Partner
Hong Kong	UBS P&E, Census and Statistics Department Hong Kong	Hong Kong Statistical Office
London	UBS P&E, ONS	GLA datastore, 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	Nomisma
Moscow	UBS P&E	numbeo.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
Sydney	UBS P&E, ABS	Globalpropertyguide.com, numbeo.com
Tel Aviv	CBS, numbeo.com, UBS P&E	Globalpropertyguide.com, expatistan.com, numbeo.com, UBS P&E
Tokyo	UBS P&E, INDB, Tokyo Metropolitan Government	Globalpropertyguide.com, numbeo.com
Toronto	Statistics Canada	Canada mortgage and housing corporation (CMHC), Globalpropertyguide.com, numbeo.com, Toronto Real Estate Board, condos.ca
Vancouver	Statistics Canada	Canada mortgage and housing corporation (CMHC), Globalpropertyguide.com, numbeo.com, Real Estate Board of Greater Vancouver, condos.ca
Warsaw	UBS P&E, Statistics Poland	National Bank of Poland, numbeo.com
Zurich	UBS P&E, Federal Income Tax Statistics, FSO	Wüest Partner

UBS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 証券株式会社(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。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。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。

UBS各社(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、本人または代理人等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。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。

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

当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1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。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、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)(最大2.34%(税込・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1.76%(税込)の運用報酬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。

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。

© UBS 2020 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。

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

