

研究員 の眼

EU 離脱で英国不動産市場に暗雲 ～マイナスの影響が大きく、UK REIT は大幅下落～

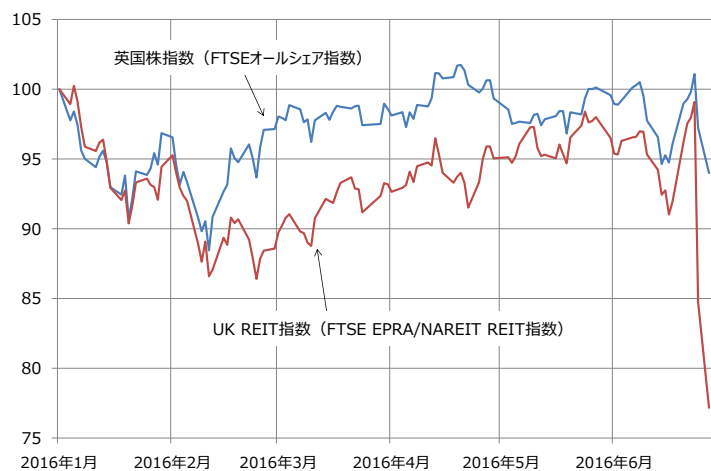
金融研究部 研究員 佐久間 誠
(03)3512-1860 msakuma@nli-research.co.jp

6月23日に英国で行われた国民投票は、EU離脱派の勝利に終わった。まだ不確定要素は多いものの、英国不動産市場へのマイナスの影響は避けられないだろう。高値圏にあった英国不動産市場では、原油安や中国経済鈍化などにより、海外からの資金フローの減少が懸念されていた。加えて、EU離脱が現実味を帯びたことで、活況を呈してきた英国不動産市場が転換点を迎える可能性がある。

EU離脱が英国の住宅価格に与える影響は、英国財務省が5月に試算結果を示している¹。それによると、EUに残留した場合と比較して、今後2年間で住宅価格は10%低下し、離脱の影響が深刻な場合は、住宅価格が18%低下するとしている。

また開票後のロンドン市場で、UK REIT が大幅に下落していることから、その影響の大きさが推し量れる。6月24日に英国株式全体では3.8%の下落にとどまったが、UK REIT 指数は14.5%下落し、セクター別で見た場合にUK REIT の下落率はトップとなった（図表—1）。

図表—1 2016年以降の英国株とUK REIT の推移



注：6月27日時点。2015年末を100として標準化。
出所：Bloombergのデータを基にニッセイ基礎研究所作成

時価総額の大きい主要 UK REIT を見ても、国民投票後の 2 営業日で概ね 17%~35%下落している（図表—2）。また Derwent London などロンドン中心部などにオフィスを多く保有する UK REIT の下落率が高いのが特徴的だ。

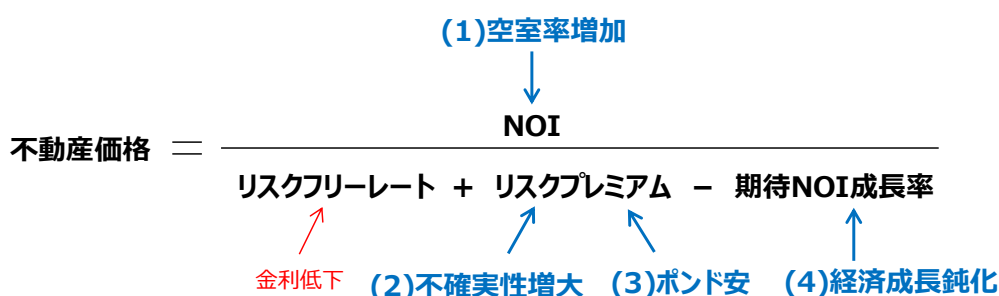
図表—2 英国国民投票後の主要 UK REIT の騰落率

名称	国民投票後の騰落率（24~27日）		時価総額 (百万英ポンド)	運用資産 タイプ
	24日騰落率	27日騰落率		
Land Securities Group	-23.5%	-15.5%	7,195	分散型
British Land Co	-27.7%	-19.5%	5,677	分散型
Hammerson	-20.6%	-13.1%	3,711	商業
Segro	-17.4%	-11.6%	2,791	産業
Derwent London	-34.2%	-24.6%	2,514	オフィス

注：時価総額は 6 月 27 日時点
出所：Bloomberg のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

ここで EU 離脱が英国不動産市場に与える影響を整理しておこう。収益還元法に基づけば、不動産価格は、NOI（Net Operation Income、純営業収益）をリスクフリーレート+リスクプレミアム-期待 NOI 成長率で除したもので表すことができる。以下では EU 離脱がそれぞれの要素に与える影響を説明していく（図表—3）。

図表—3 EU 離脱の英国不動産市場への影響



注：青字は価格下落要因、赤字は価格上昇要因
出所：ニッセイ基礎研究所作成

1. 空室率上昇により NOI 減少（価格下落要因）

金融大手など多くの多国籍企業がロンドンに拠点をおいている。しかし、EU を離脱した場合には、税負担の増加や EU 域内での金融サービス提供に支障をきたす可能性があるため、ダブリンやパリ、フランクフルトなど他の EU 加盟国の都市へオフィス移転を検討すると報じられている。金融街であるシティなどロンドン中心部では、今後オフィス空室率が上昇していくことが予想される。オフィスワーカーも減少し、国民投票の争点となった移民も抑制されることが見込まれることから、人口の伸びも緩やかになるだろう。これは、住宅やその他の不動産セクターにも悪影響を及ぼす。

2. 不確実性の高まりによるリスクプレミアム増大（価格下落要因）

英国国民は EU 離脱を選択したものの、EU との離脱協議がどのように進むのか不透明な点が多い。本

当に英政府が離脱申請を行うのかも、まだ定かではない。また今回の投票結果を受けて、フランスやオランダなどで EU 離脱の機運が高まる可能性があるなど、EU の将来に対して大きな不安を投げかけることになった。これは世界経済の不確実性を高め、離脱協議の不確実性とあわせて、リスクプレミアムを高めることになるだろう。

3. ポンド安によるリスクプレミアム増大（価格下落要因）

英国不動産市場の特徴の一つとして、海外投資家が多いということが挙げられる。海外投資家が為替ヘッジを行っていない場合、ポンド安が進むと評価損が発生する。これはリスクプレミアムを高める結果となり、海外投資家からの資金フローを減少させる要因の一つとなることが見込まれる。また短中期的には想定しづらいが、英国経済の先行きに対する不安感が払拭されてくれば、ポンド安は海外投資家にとって英国不動産の割安感を高め、不動産価格を押し上げる要因となることもあろう。

4. 経済成長鈍化に伴う期待 NOI 成長率低下（価格下落要因）

今後、離脱協議に伴う不確実性により投資が減少する可能性があり、新たな貿易協定の内容によっては貿易が減少することが見込まれるため、英国経済の成長が鈍化することが予想される。また景気後退に陥るとの見方もある。前述の英国財務省の試算では EU 離脱した場合、残留した場合と比べて、GDP は 3.6%低下し、深刻な影響が生じた場合には GDP が 6.0%低下するとしている。なお英国の不動産商慣習として長期契約が一般的で、賃料改定は値上がりのみとする場合も多い。したがって、賃料が低下し NOI が押し下げられるまでは時間を要する可能性があるが、期待 NOI 成長率が低下し、不動産価格を押し下げることになるだろう。

他にも不動産市場に影響を与える要因として、英中銀の利下げ期待やリスク回避によりリスクフリーレート低下や、信用市場の混乱に伴って借入コストが増大する可能性も考えられる。但し、前述の要因と比較して、その影響は限られるだろう。

これらの要因は、今後の離脱協議に依拠するところが多い。離脱協議のプロセスは依然不透明で、長期間にわたることが予想される。不確実性が高いため、どれほどの影響となるか予想するのは困難である。一方、今回の国民投票の結果が英国不動産市場にとってマイナスに影響することは間違いなく、今回の国民投票が英国不動産市場の転換点となる可能性がある。

¹ HM Government(2016), “HM Treasury analysis: the immediate economic impact of leaving the EU”, May 2016