

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.224

2023.5.16

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

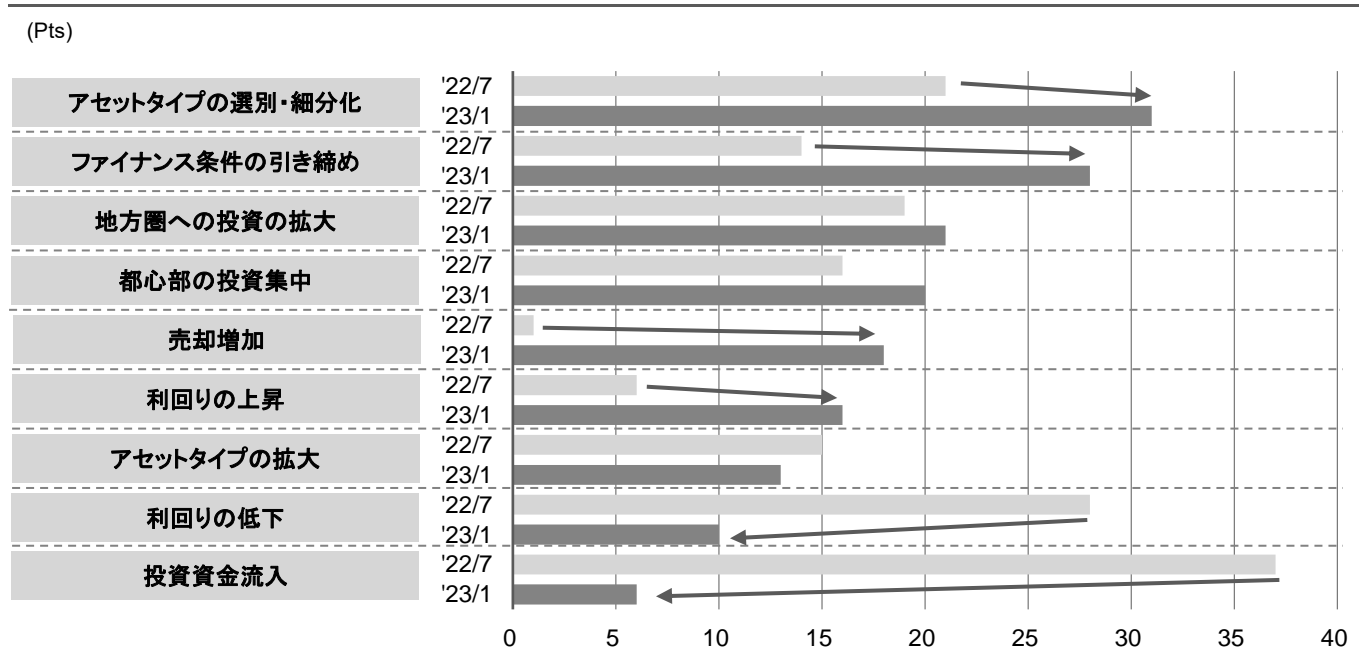
2023年の不動産投資市場（後編）

- 今後1年間の不動産投資市場に生じる変化として、「投資資金の流入」、「利回りの低下」を見込む不動産アセットマネジメント会社が大きく減少している。
- キャップレートに上昇圧力が生じており、とりわけ市場を席捲してきた海外投資家では慎重な姿勢を示すケースが目立つ。
- これまで取得機会を窺ってきた投資家には、目線にあった利回りで不動産取得できる機会が拡大したと捉える向きがある。

不動産のプロは不動産投資市場の潮目の変化を予想する

『2023年の不動産投資市場（前編）』に続き、後編では不動産投資市場の今後の見通しについて検討したい。弊社が2023年1月末を基準として不動産アセットマネジメント会社に実施した独自調査『私募ファンド調査』では、今後1年間の不動産投資市場に生じる変化として、「投資資金の流入」、「利回りの低下」が大きく減少した。その一方で、「売却の増加」などを見込む回答が増加し（図表1）、キャップレートの低下が止まることを見込む回答も増えた（図表2）。直近では、米国シリコンバレーバンク（以下、「SVB」）の破綻に伴う信用不安の広がり等も新たな懸念材料となっている。

図表1: 今後1年間の不動産投資市場に生じる変化



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」

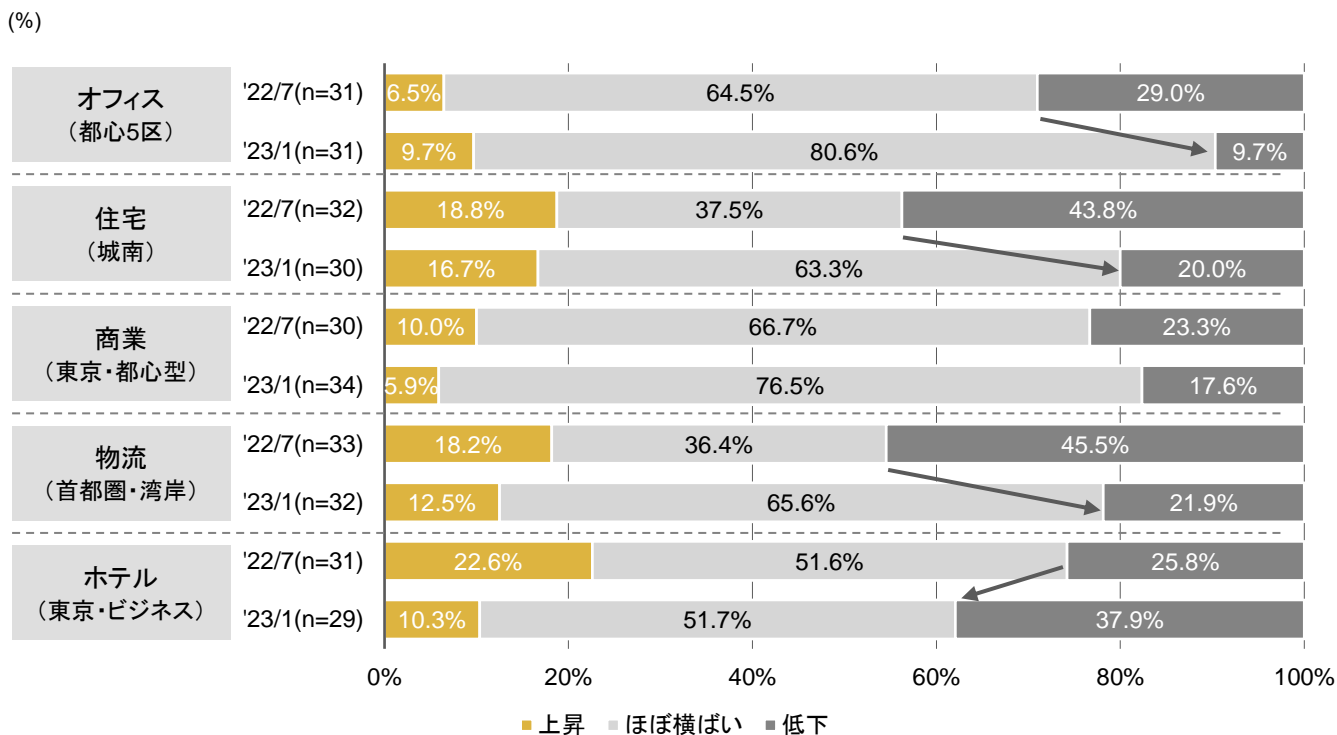
注 1位：3Pts、2位：2Pts、3位：1Ptとして合計値を集計。2022年7月の合計Ptsは161Pts、2023年1月は173Pts

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



図表 2: 今後 1 年間のキャップレート予想



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

こういうときこそ原理原則に立ち返る

外部環境の変化は激しく、個々の変化の不動産価格への適切な反映が求められている。こういうときこそ原理原則に立ち返り、不動産価格の算出方法の一つである収益還元法（直接還元法）を用いたい。以下に算式を示しているが、NOI¹等の利益・キャッシュフローをキャップレート²で割り戻すというシンプルな手法である。当然ながら、利益・キャッシュフローが一定であれば、キャップレートが低い（高い）ほど、価格が上昇（下落）する関係にある。さらにキャップレートはリスクフリーレート、リスクプレミアム、NOI等の成長率の3つに分けることができる。

本稿では、キャップレートの3つの構成要素を精査することで、今後の不動産価格の方向性を探っていく。

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{NOI等の利益・キャッシュフロー}}{\text{キャップレート}}$$

① リスクフリーレート + ② リスクプレミアム - ③ NOI等の成長率

¹ NOI (Net Operating Income) とは、不動産が生み出す賃料等の収入から管理費等の実際に生じた費用を除いた純収益を指す

² キャップレート (Cap Rate) とは、不動産の取得価格等に対する利回りを指す

世界が進むチカラになる。

図表 3: キャップレートの構成要素と環境変化による影響の整理

構成要素	今後キャップレートに与える影響 ³	投資環境に関するコメント
① リスクフリーレート	↑	<ul style="list-style-type: none"> • <u>キャップレートへ上昇圧力を与えている</u>と思われる • <u>日本銀行の政策修正の可能性等から高まる先高感に加え、不動産取得時のハードルレート等に金利上昇を反映させる動きがある</u>
② リスクプレミアム	→ - ↑	<ul style="list-style-type: none"> • <u>現時点でのキャップレートへの影響は限定的</u>と思われる • 地政学リスクの高まり、欧米等での金利上昇に伴う新興国の債務問題等に加え、<u>SVBの破綻に端を発する信用不安の広がり</u>の有無を注視する
③ NOI等の成長率	→ - ↑	<ul style="list-style-type: none"> • <u>現時点でのキャップレートへの影響は限定的</u>と思われる • インフレ、金利上昇のマクロ経済に与える影響を注視する。<u>経済成長率が投資家想定よりも低くなる可能性も</u>

出所 三菱UFJ信託銀行

(1) リスクフリーレート

リスクフリーレートとは、定義上、リスクが存在しない資産から得られる利回りを指し、一般的に10年国債等の長期金利が参照される。

2021年末と足許の国債の金利水準を比較すると、10年国債の金利は0.3%程度の上昇が見られる(図表4)。これはグローバルな金利上昇と日本銀行の長短金利操作(イールドカーブコントロール)を含む金融政策の修正⁴による部分が多い。資金調達コストの上昇⁵を受けてもキャップレートは現時点で上昇していないが、筆者のヒアリングでは、複数の不動産アセットマネジメント会社にて不動産取得時のハードルレート⁶等に金利上昇を反映させる例が確認されている。

さらにリスクフリーレートには先高感も残っている。弊社のアンケート調査によれば、不動産アセットマネジメント会社の今後1年間の想定金利レンジは、現行の長短金利操作の許容幅内である0.25%以上0.5%未満が最大の割合を占めるものの、およそ3割の回答者は金利上昇を見込んでいる。この背景には、日本銀行の植田総裁下での金融政策修正の可能性やグローバルでの金利上昇による上昇への懸念があると思われる。

総じて、リスクフリーレートはキャップレートへ上昇圧力を与えていると思われる。

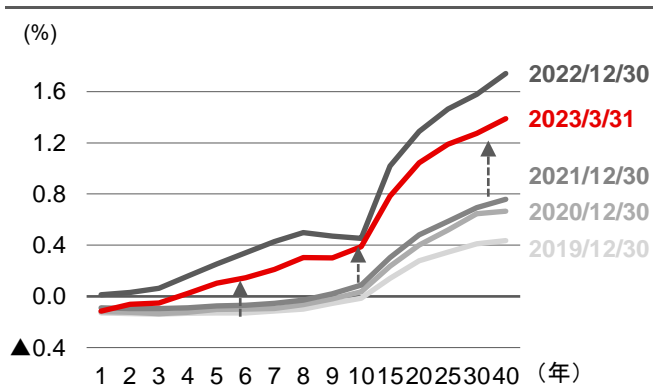
⁴ 詳細は拙稿「不動産フラッシュ『日本銀行の政策修正が与える不動産市場への影響』(2022年12月)をご参照

⁵ 不動産ファンドは5年程度の期間のローンで資金調達することが多く、そのコストは短期の金利やスワップレートに連動するため、そのまま国債金利が調達金利を引き上げるわけではない

⁶ ハードルレートとは、投資にあたって最低限必要なハードルとなる利回りを指す

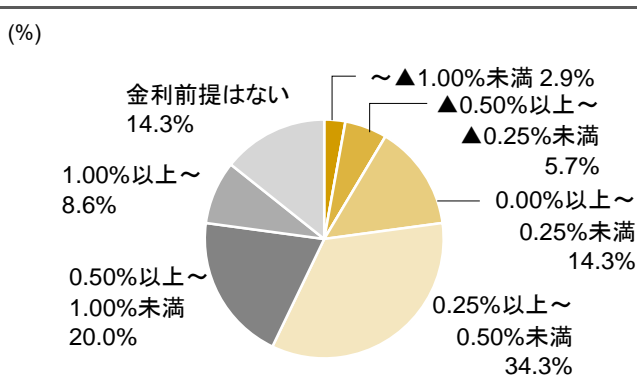
世界が進むチカラになる。

図表 4: 日本国債のイールドカーブ



出所 財務省公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 5: 今後 1 年間の想定金利レンジ



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

(2) リスクプレミアム

不動産に投資を行う場合、将来の賃料収入や不動産価格変動のリスクを負う。これらのリスクに対して投資家が追加的に要求するリターンをリスクプレミアムという。通常の景気循環によるものに加え、投資リターンの不確実性が高まる事象が発生する局面で上昇しやすい。

リスクプレミアムの可視化を行う目的では、将来の金融市場（株式相場）に対する投資家心理を反映した指数とされる VIX 指数（恐怖指数）⁷が有効であると考えられる。国内の主要な不動産投資主体である J-REIT の投資口価格指数である東証 REIT 指数とも逆相関の関係にある。平時は 10 ポイントから 20 ポイント程度で推移する。

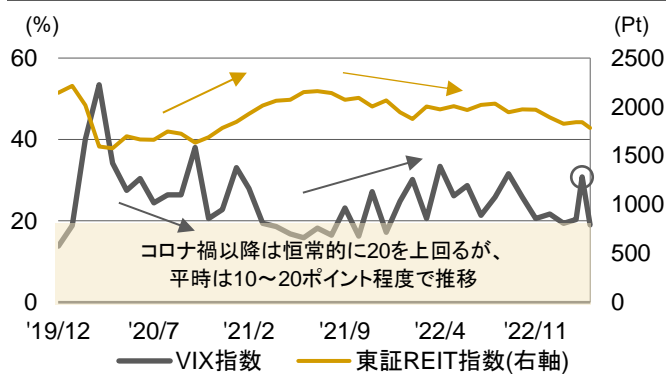
ロシアによるウクライナ侵攻等による地政学リスクの高まり、欧米等での金利上昇に伴う新興国の債務問題等に加え、新たなリスクとして注目されるのが、SVB の破綻に端を発する信用不安の広がりである。実際、SVB が破綻した翌営業日は 30 ポイントを超える場面もあった。3 月末時点の同指数は 19 ポイントと、信用不安の広がりへの懸念が一旦後退している。現時点でリスクプレミアムによるキャップレートへの影響は生じにくいと思われる。ただし、今回の一連の流れは構造的な問題が背景にあり、リーマン・ショックを彷彿とさせる面もある。今後の進展が注視される。

なお、リスクプレミアムの変化は、国内のレンダーの融資姿勢にも影響を与えうる。本稿の前編で言及したように、既に組織としてローン毎の採算性を重視する姿勢を強めた例なども見られている。投資家サイドは勿論、とりわけ市場混乱時にはレンダーサイドのリスク許容度やそれに伴う行動が実物不動産市場に与える影響が極めて大きいことは、リーマン・ショック時の教訓から明らかである。

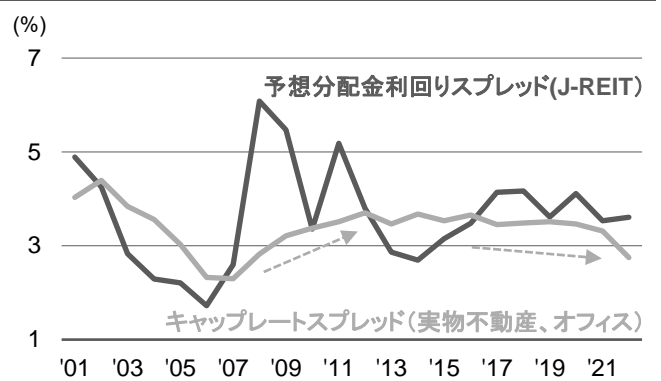
⁷ 米国 CBOE が S&P500 株価指数を対象とするオプション取引の変動率を基に算出する指数。“VIX”とは Volatility Index の省略形である

世界が進むチカラになる。

図表 6: VIX 指数と東証 REIT 指数の推移



図表 7: 日本の実物不動産と J-REIT の対国債スプレッド



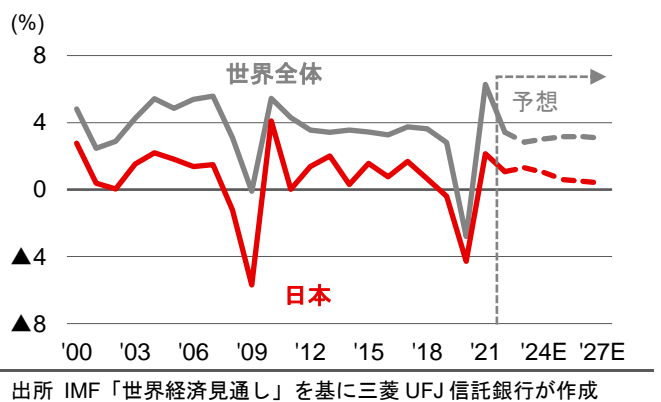
(3) NOI 等の成長率

NOI 等の成長率は、不動産を賃貸することを通じて日々の経済活動の果実を賃料として受け取るという性質があることから、中期的にはマクロ経済の成長率と連動する⁸。

IMF が 4 月 11 日に公表した世界経済見通しによれば、2023 年の実質 GDP の予想成長率⁹は世界全体が 2.8%、日本が 1.3%である。グローバルでの金利上昇等による需要の押し下げが生じている。さらに IMF は信用不安の広がり織り込んだ「尤もらしい代替シナリオ (plausible alternative scenario)」として、世界全体の成長率が 2.5%まで低下することを示している。

ただし、現時点で過去のトレンドと比較して大きく下方乖離しておらず、キャップレートに与える影響は限定的だろう。とはいえ、今後も見通しの引き下げが続く場合、不動産投資家が従前想定していたよりも低い経済成長となる可能性が高まる。中期的な NOI の成長期待が萎み、キャップレートの上昇圧力として働くだろう。

図表 8: 実質 GDP の成長見通し (2023 年 4 月時点)



⁸ 短期的にはその時々市場の不動産賃貸借の需給関係により変動するが、中期的には市場原理によって調整されると想定する

⁹ 収益還元法 (直接還元法) を名目値で計算する場合、経済成長率も名目値にて示すべきであるが、IMF の世界経済見通しが実質値で議論される慣行を踏まえ、本稿では実質値を示している

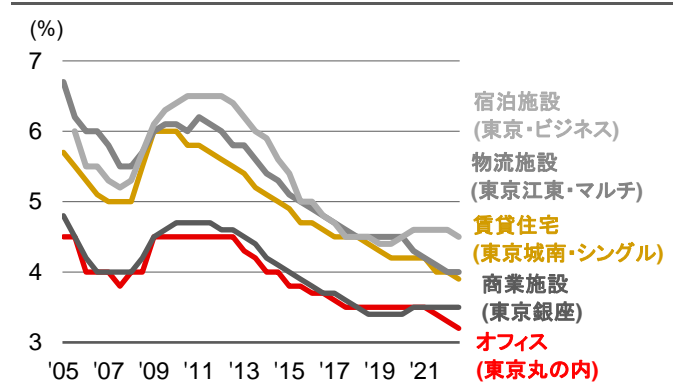
世界が進むチカラになる。

市場に変調が見られる中で生まれる投資機会

不動産投資市場を取り巻く環境変化についての上述の議論を踏まえると、キャップレートに上昇圧力が生じていることは事実である。とりわけ、金融緩和を背景に市場を席捲してきた海外投資家では慎重な姿勢を示すケースが目立つ。

ただし、リスクフリーレート以外のキャップレートへの影響は限定的であると思われる、現時点で大幅なキャップレートの上昇は見込まれるわけではない。そういった環境下で、これまで取得機会を窺ってきた投資家には、各々の目線にあった利回りで不動産取得できる機会が拡大していると捉える向きがある。実際、環境変化を背景に足許の動きは売り手・買い手ともに活発で、不動産投資市場を活性化させている。投資に関わる意思決定を柔軟かつ迅速に行うことが求められる局面と言えよう。

図表 9: アセット別の期待キャップレート



出所 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基に
三菱UFJ信託銀行が作成

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

船窪 芳和

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。