

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.205

2022.04.14

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。

不動産はインフレヘッジになるか

- 住宅価格はバブルと長期デフレの影響から脱却し、CPIに見合う動きへ
- 投資用不動産にはインフレによる賃料上昇があるが、他の影響にも注意
- 足元の悪いインフレではヘッジは期待できない

住宅価格はバブルと長期デフレの影響から脱却し、CPIに見合う動きへ

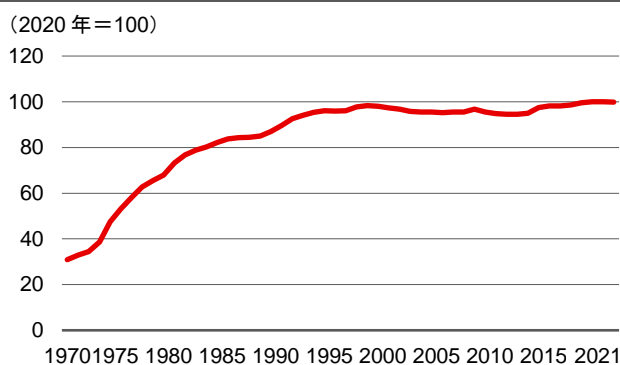
日本は長期間インフレがなかった

ウクライナ事変で資源価格が高騰するなど日本においてもインフレーションが現実的なものとなりつつある。

インフレによって貨幣価値が下落した場合に、不動産は価値を維持する資産として有力であるとよく言われるが、本当なのだろうか。残念ながら、日本は1990年代の半ば以降は大きな物価上昇は見られず（図表1）、実際にインフレを経験した者は少なくなっている。

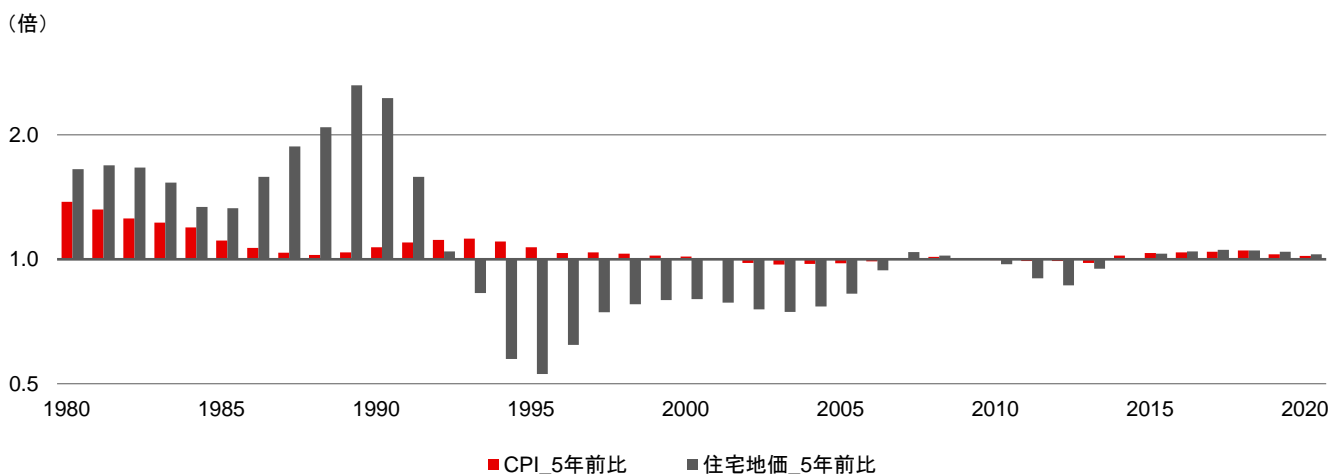
本稿では、忍び寄るインフレの脅威に、住宅を中心として不動産が対抗手段となるか考察する。まずは、過去約40年間の日本において、物価上昇と住宅地の地価がどのような関係にあったか、振り返ってみる。

図表 1: CPI 長期推移



出所 総務省統計局のデータを基に作成

図表 2: CPI と市街地価格指数（6大都市住宅地）の5年前からの変化率（倍率）



出所 総務省統計局のデータおよび一般財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」を基に作成

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行



住宅地の5年保有では、近年ではCPI上昇に見合う動きが見られる

住宅を5年間保有していた場合、その期間分の物価上昇に見合う地価上昇が期待できるか。図表2は、消費者物価指数（CPI）と住宅地価（市街地価格指数6大都市住宅地）を用いて、1980年から2020年の各年における5年前からの物価変動率と地価変動率を求め、示したものである。

日本経済は1985年頃から2005年頃まで、バブルの生成と崩壊という独特な状況の影響下にあった。これにより、物価上昇を上回る地価上昇があったのは1992年までで、その後は物価にかかわらず土地を保有すると損失を抱えることが続いた。さらに、リーマンショックによる地価下落の影響も受けた。

しかし、2015年からは、変動幅は小さいながら物価上昇に見合った地価上昇が確認されるようになっており、バブルと長期デフレの影響から脱却しつつあるように見える。人々の心理面では、バブル崩壊を経験した世代はインフレヘッジに疑いを持つ者が多い。一方で、2010年以降に住宅を取得するようになったミレニアル世代より後の世代は、インフレヘッジを信じるのも自然である。日本人の中でも、世代によって意識が分かれてゆくかも知れない。

住宅価格は経済成長にも関係が深い

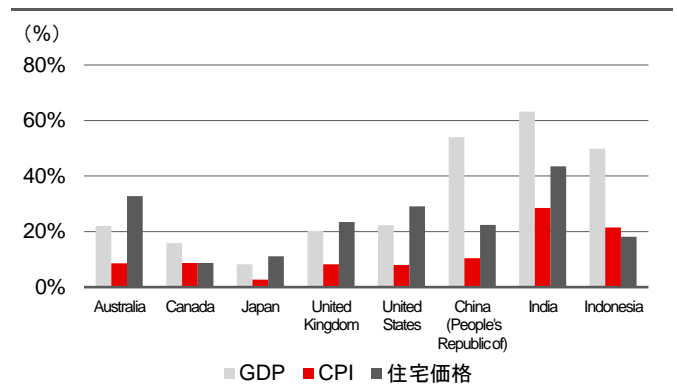
インフレは、経済成長を伴って穏やかに進行するのが望ましいとされる。図表3は、日本およびいくつかの国の、2014年から5年間のGDP、CPI、住宅価格の成長率を調べたものである。国によって多少の違いはあるものの、住宅価格の上昇は、GDPの成長にも関連が深いように見える。日本でも、一定の経済成長を続けることができれば、インフレが進行すると同時に住宅等の不動産価格も上昇すると考えられる。

コストプッシュ型インフレには注意

注意すべきは、日本でこれからインフレが起きる場合、コストプッシュ型である可能性が高いことである。米国のように総需要が伸びている国で起こるインフレと異なり、日本では、需要が十分に回復する前にコストアップが起きると、成長の芽が摘まれてしまう恐れがある。

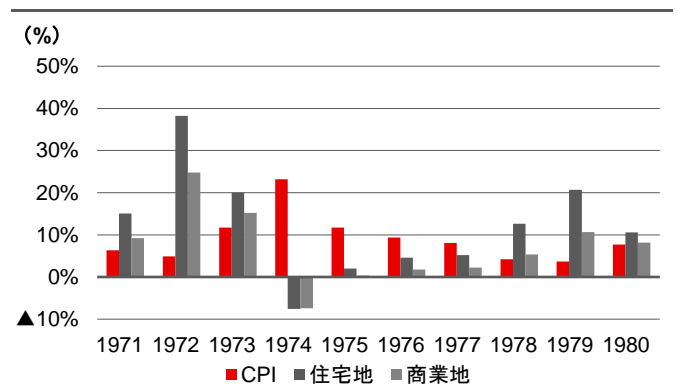
図表4は、1970年代の各年のCPI、住宅地、商業地の単年の変化率を示したものであるが、1974年は、CPIが大きく上昇しているにもかかわらず、住宅地も商業地もマイナスになっている。この時期は、第一次オイルシ

図表3: 各国の2014–2019年のGDP、CPI、住宅価格の成長率または上昇率



出所 OECD のデータを基に作成

図表4: 1970年代のCPI、住宅地、商業地の単年変化率 (%)



出所 一般財団法人日本不動産研究所「国際不動産価格賃料指数」を基に作成

世界が進むチカラになる。

ックが発生し、狂乱物価と呼ばれるインフレが発生する一方で、金融引き締め政策による総需要抑制で企業業績は悪化。景気低迷により地価は下落した。

資源価格等の高騰が先行するインフレにおいては、インフレと景気悪化が同時進行するスタグフレーションに陥る可能性があり、その際には物価上昇に対して不動産はヘッジ手段にならない。

米国の学術研究では肯定論がある

学術研究では、米国にて住宅のインフレヘッジ効果を肯定する実証研究があり、実際に近年も物価と住宅価格の両方が大きく上昇を続けている。一方で、日本においては、物価と住宅価格の相関については、米国ほど肯定的な意見は聞かれない。長期間バブルとデフレの影響下にあったことが、データ収集と分析を難しくしているのではないかとと思われる。

投資用不動産にはインフレによる賃料上昇があるが、他の影響にも注意

賃料が上がれば価格は上がるはずだが

不動産は、賃貸すれば賃料収入から一定の収益が得られる。不動産を投資用不動産として見た場合、インフレになれば賃料が上昇するので不動産価格も上昇するという考え方があり（図表 5）、不動産がインフレヘッジになる有力な根拠となっている。しかし、これを支持するにしても、以下の点には注意する必要がある。

図表 5: 価格と賃貸収益の関係

$$\uparrow \text{ 賃貸収益 } \div \text{ 利回り } = \uparrow \text{ 価格 }$$

1. コストプッシュインフレ時

先に述べたように、マクロで需要増大が伴わないインフレ時には、賃借需要も下がり、賃料が上昇しないおそれがある。

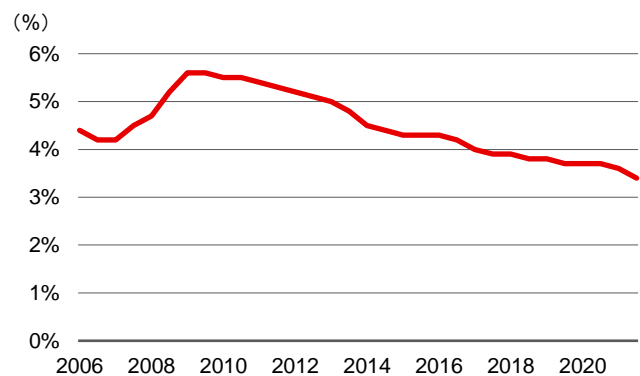
2. 価格は、賃料より利回りで上昇する

日本の不動産は、海外に比べて契約更改時の家賃変動が穏やかであると言われる。借家人有利の法制度や長年の商慣習が影響しているとされる。

その一方で、投資用不動産の価格上昇の多くの部分は、投資家が期待利回りの低下を許容することでもたらされてきた（図表 5 および 6）。インフレが利回りに及ぼす影響は一つに断定できないが、例えば、インフレ対策で金利が引き上げられると、一般には不動産投資の期待利回りは上がると考えられている。

図表 6: 東京都心 5 区賃貸住宅の

キャップレート（利回り）の推移



出所 三菱 UFJ 信託銀行

3. インフレ幻想によるミスプライシング

インフレの程度が激しいと、それを見越して将来の不動産収益の現在価値が過少に評価されがちになる。経済学では、過少に評価されたキャッシュフローの現在価値に基づいて不動産価格が低くミスプライシングされる可能性がある、指摘する意見がある。

世界が進むチカラになる。

足元の悪いインフレではヘッジは期待できない

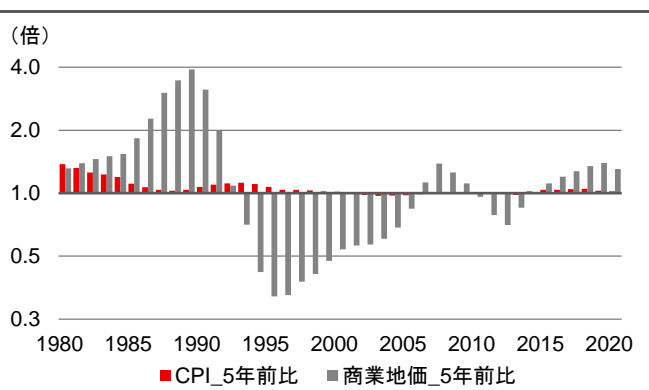
今後、日本経済が一定の経済成長を続けていけるとの前提では、その過程で発生するインフレ（良いインフレ）による貨幣価値の下落に対し、住宅などの不動産は長期的にはヘッジになると期待できる。しかし、いま予想されるのは、資源高などのコストプッシュ型のインフレが先に到来することである。経済成長を伴わないインフレ（悪いインフレ）に対しては、不動産のヘッジは効かないと考えるべきである。

不動産の保有や投資にあたっては、従来からあるように、資産分散、資産承継、収益性等を検討の中心に据え、長期的な時間軸で判断していくことが望まれる。

商業地は、CPI を超えた変動に対処する必要がある

図表2と同様に、国内の商業地について調べたのが、図表7である。商業地は、上昇時も下落時もCPIに比べてはるかに大きな変化を示す。商業地の不動産はビジネスに利用されることが多いが、ビジネスの主体にとっては、価格変化の激しい不動産をもってインフレに対処するのは、かえって難しいと考える。地価上昇時は上昇した価値をいかに活用するか、そして下落時には減損発生等に対応するかが、重要となろう。

図表7: CPIと市街地価格指数（6大都市商業地）の5年前からの変化率（倍率）



出所 総務省統計局のデータおよび一般財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」を基に作成。

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部 大溝 日出夫

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。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。