

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.235

2024.1.15

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。

日本の不動産投資市場において金利はキャップレートを上昇させるか

- 地価は上昇、キャップレートは横ばい～低下傾向が維持されている。
- 長期金利とキャップレートの相関関係は強かったが、グローバルに金利上昇が始まった2022年以降はこの関係が崩れている。
- 相対的なイールドギャップの厚さは金利上昇の際の防波堤の一つになっていると考えられる。

キャップレートは横ばい～低下

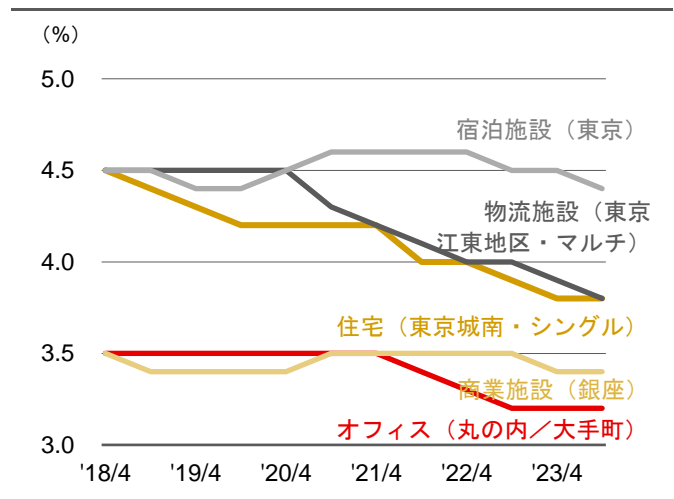
2023年9月に公表された都道府県地価調査によれば、全国全用途平均の地価は、前年比で+1.0%（住宅地+0.7%、商業地+1.5%）と、2年連続の上昇となった。国土交通省¹は「新型コロナの影響で弱含んでいた地価は、（中略）三大都市圏を中心に上昇が拡大」と指摘している。また、日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によれば、期待キャップレート²は横ばい～低下傾向が維持されている（図表1）。他方、不動産投資市場を取り巻く環境について基本公式を当てはめるとキャップレートの上昇圧力が生じているとも見られる。とりわけ、日本を含めグローバルに進んだ金利上昇は市場参加者の注目を集めている。

本稿では、不動産投資市場を取り巻く環境の変化によるキャップレートへの影響について、特に金利とイールドギャップ³にフォーカスして筆者の考察を提示したい。

最も注目されているのは「国内金利・日銀政策」

不動産投資市場を取り巻く環境の変化によるキャップレートへの影響について検討するにあたって、収益還元法（直接還元法）及びキャップレートの基本公式⁴に基づき不動産価格を以下のように分解する。キャップレートは、無リスク資産の利回りで国債利回りなどが参照される「リスクフリーレート」、リスクをとって投資を行う見返りにあたる「リスクプレミアム」、

図表1: 不動産投資家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

¹ 国土交通省「令和5年都道府県地価調査の概要」

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。

³ イールドギャップ (Yield Gap) とは、キャップレートと国債利回りの差を指し、当該国の不動産投資の大まかな収益性を図る指標として使用されることが多い。

⁴ ゴードン・グロースモデル (Gordon Growth Model) を採用した。

世界が進むチカラになる。

NOI⁵等の成長率」、の3つの構成要素で表現することができる。

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

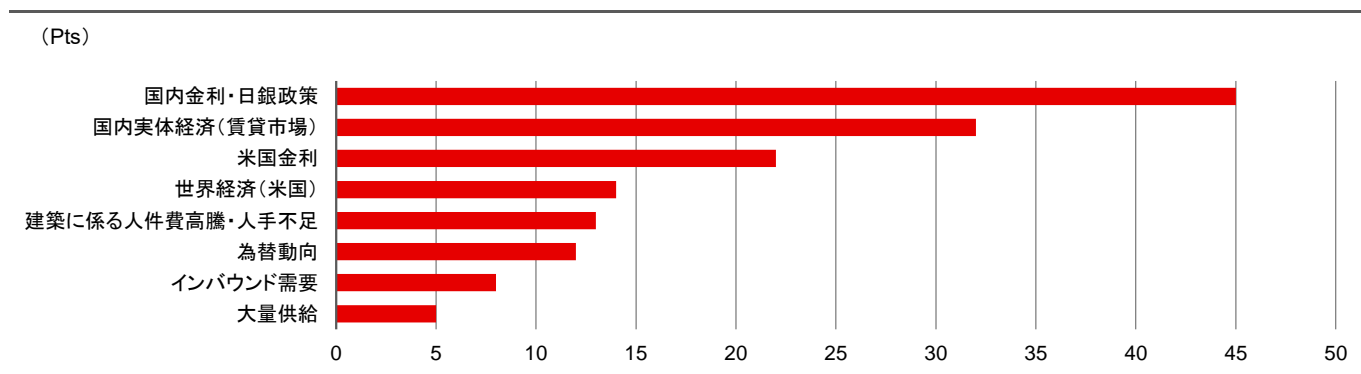
① リスクフリーレート + ② リスクプレミアム - ③ NOI等の成長率

図表 2: 外部環境の変化によるキャップレートへの影響の整理

3つの上昇要因	影響を受ける キャップレートの構成要素	具体的なイベント、リスク
1 金融政策変化の可能性	リスクフリーレート(Rf)	<ul style="list-style-type: none"> 日本銀行のYCC撤廃・マイナス金利解除 <ul style="list-style-type: none"> 三菱UFJ銀行では「2024年4月にマイナス金利解除・長短金利操作の枠組み撤廃」と予想 ただし、「長期金利の急上昇を防ぐ観点から政策上の上限目途値は維持」と予想
2 経済ショックの可能性	リスクプレミアム(RP)	<ul style="list-style-type: none"> アメリカ・銀行の信用不安 中国・不動産セクターの業績不振 <ul style="list-style-type: none"> 三菱UFJ銀行では米国CREローンの変調を起点とする「信用不安が金融システム全体に波及する可能性は高い」と予想。また、「中国の不動産セクターの業績不振については」「中小銀行の散発的な破綻等の可能性はあるが、金融システム全体としての安定は当面維持される」と予想 地政学リスク(ウクライナ情勢、ガザ情勢) <ul style="list-style-type: none"> 三菱UFJ銀行ではガザ情勢について、「戦争地域・当事国が今後拡大しなければ、世界経済への影響は限定的に止まる」と予想
3 景気の下振れの可能性	NOI等の成長率(G)	<ul style="list-style-type: none"> 巡航速度の成長軌道へ回帰 <ul style="list-style-type: none"> 三菱UFJ銀行では(世界経済について)「2022年以降の急激な金融引き締めは概ね最終局面。今後、引き締め効果の累積等によるインフレ鎮静化を経て、巡航速度の成長軌道へと回帰していく方向」との見方 日本については、「先行きはインフレ率が鈍化していく一方、来年の春闘でも高めの賃上げが見込まれることや、好調な企業業績の下、企業の設備投資意欲は高いことから、緩やかながらも景気回復は続く」と予想

出所 三菱UFJ銀行「内外経済の見通し(2023年12月)」、三菱UFJ信託銀行

図表 3: 足許の投資家の投資意欲に特に影響を与えている要因(2023年7月)



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として計算し、合計値を集計(合計ptsは159pts)

グラフでは上位8回答を表示

その上で、図表2ではキャップレートの3つの構成要素につき、それぞれに生じているキャップレート上昇に繋がりうる外部環境の変化として、金融政策変化の可能性、経済ショックの可能性、景気下振れの可能性と整理している。弊社が不動産アセットマネジメント会社(以

⁵ 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費用を除いた純収益。

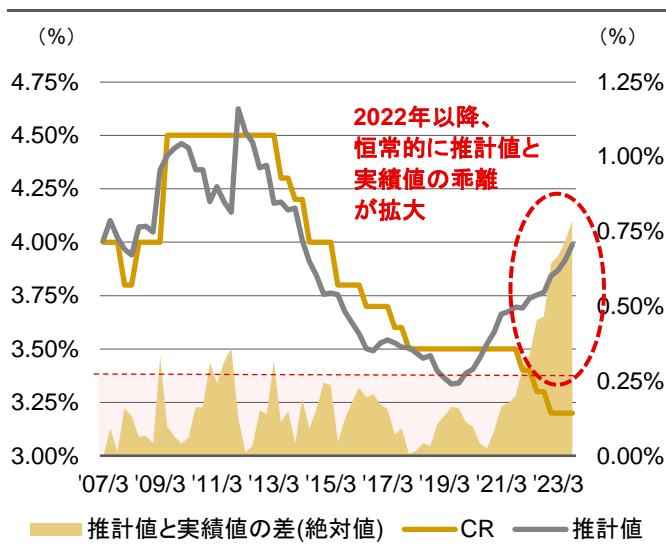
世界が進むチカラになる。

下、「不動産 AM」) に実施しているアンケート調査である「私募ファンド調査」によれば、昨夏時点で最も注目されているのは金融政策変化の可能性（「国内金利・日銀政策」）である（図表 3）。

キャップレートの基本公式では説明ができない要素が存在

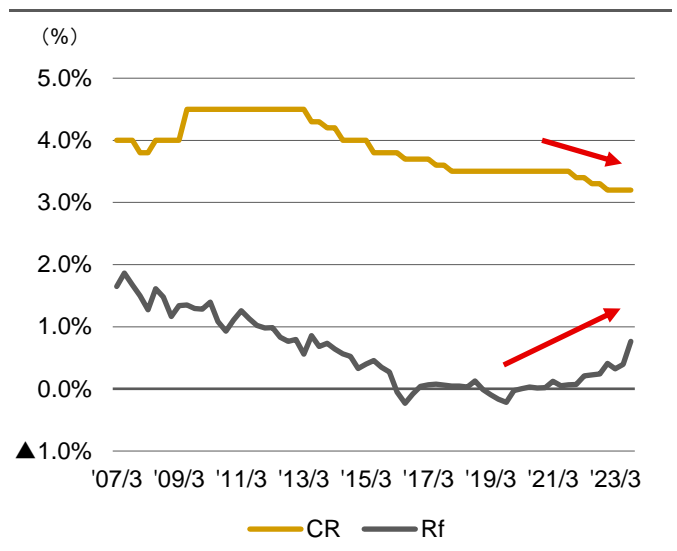
実際のところ、過去にはキャップレートとリスクフリーレートとして一般的に想定される 10 年国債金利の間には正の相関関係が確認される⁶。J-REIT や私募ファンドをはじめ不動産投資においてはローンを活用することが一般的であることを踏まえると、因果関係もあると推測される。図表 4 は冒頭で言及したキャップレートの基本公式を使った推計モデルで得られるオフィス（丸の内/大手町）の期待キャップレートの推定値と実績値である。比較的当てはまりよく推計値を得られているものの、2022 年以降はキャップレートの実績値と推計値の乖離幅が拡大している⁷。長期金利が上昇したにも関わらず、キャップレートが低下していることが背景にある。

図表 4: 期待キャップレート（オフィス・丸の内/大手町）の実績値と筆者推計値



出所 日本不動産研究所「不動産投資家調査」、財務省公表情報、日本証券業協会公表情報、三鬼商事「最新のオフィス市況」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成
注 推計方法については 3 ページの注釈に記載

図表 5: 期待キャップレート（オフィス・丸の内/大手町）と 10 年国債金利



出所 日本不動産研究所「不動産投資家調査」、財務省公表情報、基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

⁶ 2007 年第 1 四半期～2023 年第 3 四半期の期間において、オフィス（丸の内・大手町）の期待キャップレートと 10 年国債金利の相関係数は 0.64 だった。なお、キャップレートは日本不動産研究所「不動産投資家調査」を採用している。また、他のキャップレートの構成要素の影響を制御するために、GGM に上記で言及したキャップレートの基本公式に基づいて 2007 年第 1 四半期～2023 年第 3 四半期において重回帰分析を行った場合においても有意な結果が得られている。リスクフリーレート（Rf）を日本国債の 10 年金利、リスクプレミアム（RP）を R&I 社の格付けに基づく BBB 格社債の 5 年債クレジットスプレッド、NOI 等の成長率（G）を都心 5 区におけるオフィス空室率で代替して説明変数とし、期待キャップレート（東京 大手町・丸の内）（CR）を被説明変数として四半期データについて重回帰分析を行い、以下の推計式を得た。
 $CR = 0.33 * Rf [0.00*] + 0.10 * RP [0.01**] + 0.06 * G [0.00*] + \text{定数項 } 3.23 [0.00*]$ (n=67/ R²=0.67 / []内は p 値であり、*は 1%有意、**は 5%有意を示す)

先行研究として、「The Effect of a Rise in Interest Rates on Hotel Capitalization Rates (Jack Corgel 2016)」、「Rising Interest Rates Will Not Necessarily Increase Cap Rates (Randall Zisler/Matthew Zisler 2016)」等を参考にした。

⁷ 2006 年第 1 四半期～2023 年第 3 四半期の期間における、キャップレートの実績値と推計値の乖離の標準偏差（σ）1 つ分である 0.25% を恒常的に上回っている。図表 4 では絶対値変換後の数値を表示しているが、当数値は変換していない乖離値を基に算出している。

世界が進むチカラになる。

相対的に厚いイールドギャップは金利上昇の際の防波堤の一つに

2022年以降、キャップレートの基本公式で説明できない何らかの要素が存在することが示唆されているが、どのようなものが想定されるだろうか。複合的に要因が重なっていると考えられるが、日本のイールドギャップの相対的な厚さは金利上昇局面においてもキャップレート上昇が起こらない理由の一つとなっていると見られる。

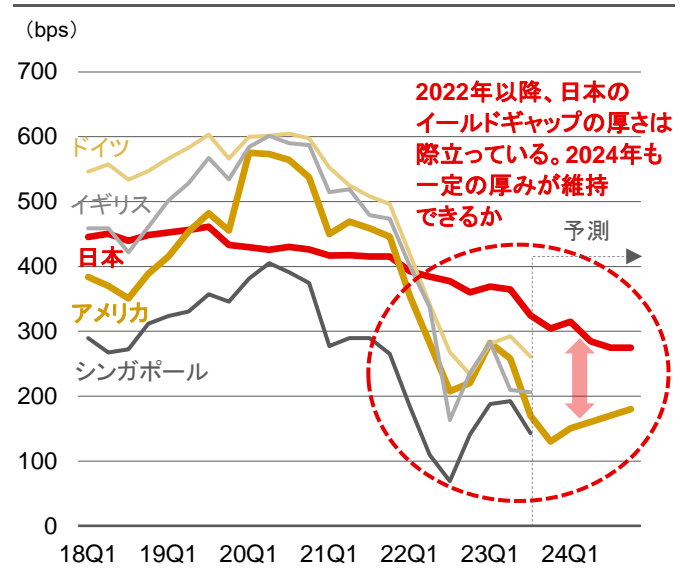
イールドギャップとは、キャップレートと利回りの差を指し、収益性指標として投資判断の目安の一つとして用いられる。当該国の不動産投資の大まかな収益性を示すため、投資魅力度を国際比較する際に有用と考えられている。筆者の市場参加者へのヒアリングでは、日本のイールドギャップの厚さは国内不動産投資市場の不動産投資額の3割程度を占める海外投資家の資金を惹きつける主な理由としての指摘が多い。

図表6は不動産投資主要国と日本とのイールドギャップの比較である。他国で大幅な政策金利の引き上げが行われた2022年以降、日本のイールドギャップの厚さが相対的に際立っていることが確認できる。こうした状況に着目し「世界の投資家からの日本への期待は大きく、運用を予定するファンドのポートフォリオ比率も他国比で高めている」といった声も市場参加者から聞かれる。

とりわけ、世界最大の不動産投資市場を抱え、日本へのインバウンド投資国としても世界最大国であるアメリカ⁸との比較は重要だろう。キャップレートの基本公式に日本とアメリカのイールドギャップの差の要素を加えたモデルを使って分析を行うと、2023年第3四半期においては0.24%のキャップレート低下効果があったと推定された⁹。

今後の日本における長期金利上昇の可能性を踏まえた場合でも、この相対的に優位なポジションは確保されそうだ。三菱UFJ銀行・経済調査室「内外経済の見通し（2023年12月）」では、日本銀行は2024年4月にマイナス金利解除および長期金利の「ゼロ%程度」の操作目標の撤廃、2024年度後半にもう一回の政策金利の利上げを想定しており、長期金利は2024年10月～12月期に1.1%まで上昇することを予想している。しかし、2024年についても潤沢なイールドギャップを維持でき、日本とアメリカの間で100bps程度の差が確保されると試算できる（図

図表6: イールドギャップの比較
(2023年第4四半期以降は予測値)



出所 MSCI Real Capital Analytics、三菱UFJ銀行「内外経済見通し（2023年12月）」を基に三菱UFJ信託銀行が作成
注 1千万USD以上の投資不動産について、ヘドニック法に基づき調整後の値を採用している。リスクプレミアム等は一定とし、長期金利の変化によってイールドギャップが拡縮することを前提とし予測値を算出した

⁸ PGIM「PGIM Real Estate Birds Eye View」、MSCI Real Capital Analytics

⁹ 2007年第1四半期～2023年第3四半期の期間において、日本国債の10年金利(Rf)、R&I社の格付けに基づくBBB格付債の5年債クレジットスプレッド(RP)、都心5区におけるオフィス空室率(G)、日本とアメリカの1千万ドル以上の投資用不動産イールドギャップの差(GAP(%単位))を説明変数とし、期待キャップレート(東京・大手町・丸の内)(CR)を被説明変数として四半期データについて重回帰分析を行い、以下の推計式を得た。

$CR = 0.35 * Rf [0.00^*] + 0.07 * RP [0.06^{***}] + 0.06 * G [0.00^*] - 0.11 * GAP [0.00^*] + 定数項 3.31 [0.00^*]$ (n=67/ R²=0.71 / []内はp値であり、*は1%有意、***は10%有意を示す)

GAP項の係数は0.11であり、日本とアメリカのイールドギャップの差100ベースあたり0.11%のキャップレート低下効果があると推定されている。

世界が進むチカラになる。

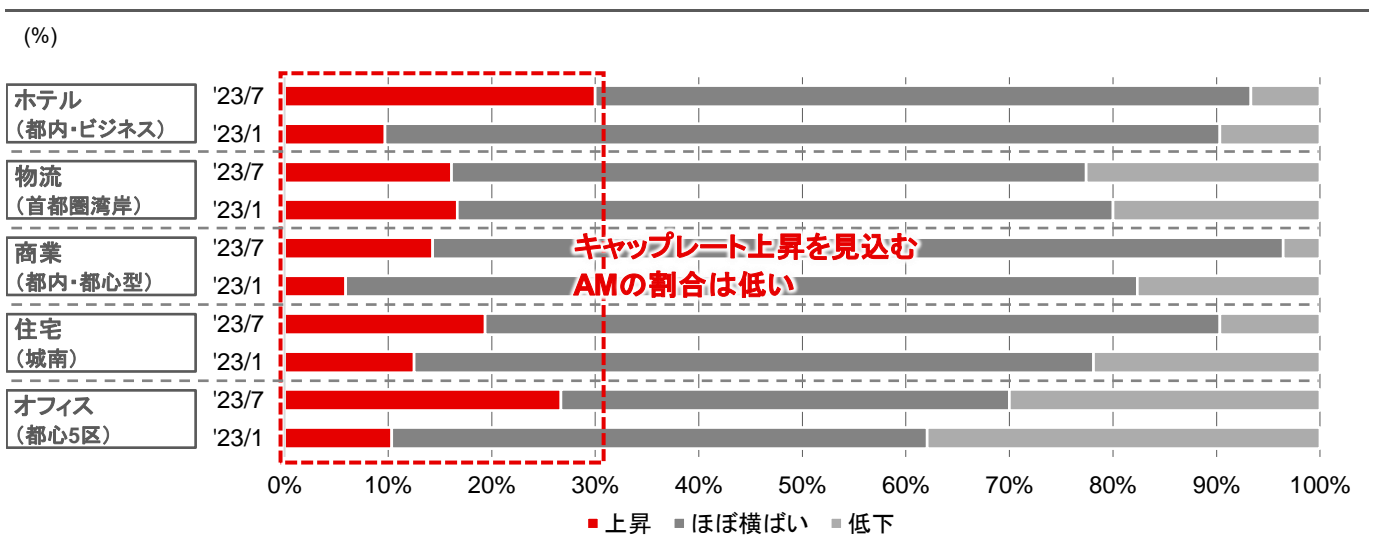
表 6 の予測部分)。

予断を許さない展開が続く

前節の分析によれば、当面の間、相対的なイールドギャップの厚さは金利上昇の際の防波堤の一つとして機能する可能性が高い。その他、日本の相対的な地政学リスクの低さやリーシング環境の安定性、日本銀行が明確な景気改善が確認されない限り大幅な政策金利引き上げには踏み切らないとの期待等も、キャップレートが上昇しない理由として広く指摘されている。実際、キャップレート上昇を見込む市場参加者は少ない（図表 7）。

とはいえ、日本銀行の金融政策正常化が進むことが想定され、今後もキャップレート上昇圧力がかかることは間違いない。現実国内外の投資家で投資にあたってのハードルレートを引き上げる動きも複数確認されている。金利動向や各プレーヤーの動向について注視するとともに、イールドギャップ等がキャップレート上昇を止める要因となるか引き続き検証していきたい。

図表 7: 今後 1 年間のキャップレート予想 (2023 年 7 月)



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

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か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。