

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。

『米国の長期金利上昇が日本の不動産市場に及ぼす影響』

- ・ 緩和的な金融環境下の景気回復を背景に、米国の長期金利上昇が意識されている。
- ・ 米国長期金利の上昇は、短期金利や為替市場の動向次第では、海外投資家の日本不動産に対する投資意欲減退を招く可能性があり、不動産価格調整の一因となり得る。

大規模な金融緩和と景気回復を背景に資産価格が上昇する中、米長期金利の先行きに關心集まる

コロナ禍の拡大以降、各国の中央銀行は迅速な資金供給で実体経済の下支えに回った。日米欧の中央銀行の総資産額は短期間のうちに合わせて1,000兆円以上増加している。これはFRBが2008年から3度にわたり2014年まで、ECBが2015年から2018年まで量的緩和政策を行った際の増加に匹敵する規模である(図表1)。一時はマイナス価格を記録した原油先物を含めて各種資産価格が軒並み上昇しており、過剰流動性相場とも呼べる市場環境が見受けられる。

実体経済は経済対策の効果もあり回復基調

欧米各国に続き日本でもワクチン接種が進展しており(図表2)、実体経済面では、レジャーや飲食など個人消費の回復が期待されている。米バイデン政権による巨額の財政出動をはじめ、需要刺激効果のある経済対策も打ち出されており、経済活動は回復基調にある。

米国の長期金利の上昇に關心が集まる

緩和的な金融環境下で景気回復が続いていることから、米国では将来の物価上昇が意識されやすい地合いにある。その結果、大規模緩和の縮小、ひいては米長期金利の上昇に關心が集まっている(図表3)。長期金利は各種金融資産の価値評価の基準になるため、金利上昇は不動産市場にも影響を及ぼすと考えられる。

図表 1: 主要中央銀行のバランスシート規模



出所 日本銀行、FRB、ECB 資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 2: ワクチン接種率 (1回以上接種した人口比率)



出所 Our World in Data を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 3: 米国の長期金利と市場のインフレ期待



出所 FRB 資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成
注 BEI は名目金利と実質金利の差として算出。

米国の長期金利上昇が不動産市場に及ぼす影響を考察

コロナ禍前から続くトレンドとして、世界金融危機以降、大規模な金融緩和を背景にして主要国の国債利回りが低位で推移する中、年金基金や生命保険会社などの機関投資家は運用利回りを確保するために不動産を含むオルタナティブ資産への投資を拡大してきた。債券代替としての不動産投資が増えたことで、不動産の価格形成が債券に近くなっている可能性がある。例えば、US-REIT の価格変動要因を分析した研究では、REIT 価格の債券ファクターに対するベータ(感応度)が直近にかけて上昇していることから、不動産の金利リスクが高くなっていると指摘している^{*1}。

米国で長期金利が上昇したとしても、日本の長期金利は追随しない可能性がある

通常、日本の長期金利は米国に連動することが多い(図表 4)。米国の金利上昇が日本の長期金利に波及すれば、日本の不動産価格にも影響が及ぶことは避けられないと考えられる。

一方、現在は日本銀行がイールドカーブコントロールを通じて長期金利をゼロ%程度に実質的に固定しているため、米国の金利上昇が日本の金利上昇につながらない可能性もある。

そこで、米国の長期金利が上昇するが、日本の長期金利は上昇しない場合について、海外投資家による日本の不動産投資のケーススタディを行った。

図表 4: 日米の長期金利の連動性



出所 財務省、FRB 資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

ケーススタディ：海外投資家による日本の不動産投資のパフォーマンス比較

図表 5 に示す設定で、海外投資家(米ドル資金)による日米不動産投資のパフォーマンスを比較する。なお、海外投資家は次に定義する“投資利回り”を比較して、割安な国に投資すると想定し、裁定を通じて日米不動産の投資利回りは同水準になるとする^{*2*3}。

$$\text{投資利回り} = \frac{\text{NOI 利回り} - \text{ローン金利} \times \text{LTV}}{1 - \text{LTV}} + \text{為替ヘッジプレミアム(日本不動産の場合)}$$

図表 5: ケーススタディにおける前提

<ul style="list-style-type: none"> 海外投資家の日本不動産投資 (エクイティ元本の為替リスクはヘッジすると想定) <ul style="list-style-type: none"> - NOI利回り: 3.2% - ローン金利: 0.5% - 為替ヘッジプレミアム: 0.5% 海外投資家の米国不動産投資 <ul style="list-style-type: none"> - NOI利回り: 3.8% - ローン金利: 1.2% 	<table border="1"> <tr> <th>借方</th> <th>貸方</th> <th></th> </tr> <tr> <td rowspan="2">不動産</td> <td>現地通貨ローン</td> <td rowspan="2">LTV = 50%</td> </tr> <tr> <td>ドル建てエクイティ</td> <td>1-LTV = 50%</td> </tr> </table>	借方	貸方		不動産	現地通貨ローン	LTV = 50%	ドル建てエクイティ	1-LTV = 50%
借方	貸方								
不動産	現地通貨ローン	LTV = 50%							
	ドル建てエクイティ		1-LTV = 50%						

注: 上記設定値は、米金利上昇の影響を分かりやすく比較するためのもので、実際の利回りや金利事例ではない点に留意されたい。

出所 三菱 UFJ 信託銀行

*1 Nieuwerburgh, S.V. (2019), "Why are REITS Currently So Expensive?," Real Estate Economics 47: 18-65.

*2 ホームカントリーバイアスなど、海外投資には高い利回りを要求すると想定しても、この後の結論には大きく影響しない。

*3 なお、投資判断においては、グローバルなポートフォリオ分散や将来の成長性(キャピタルゲイン)等も当然に考慮されるが、本稿では、当該投資利回りのみに着目してスタディする。

投資利回りが 6.4%となる上記設定(下記図表 6 のベースケース)を基準に、米国の長期金利が上昇した場合について、短期金利等に関し 3 つのシナリオを想定し、海外投資家による日本不動産投資に及ぼす影響を考察する。

シナリオ①：米国の長期金利だけが 2%上昇した場合

米国の長期金利が 2%上昇した場合、リスクプレミアムが変わらないとすれば米国不動産投資に要求される NOI 利回りも 2%分高くなると想定される(図表 6 の a)。結果として、米国不動産の投資利回りは 4%分上昇する(図表 6 の b)。

裁定を通じて日本不動産の投資利回りも 4%分の上昇が要求されるが(図表 6 の c)、米国不動産と同等の投資利回りとなるには日本不動産の NOI が約 6 割増加する必要がある。NOI の上昇は主に賃料の上昇に依拠するが、賃料が短期的に 6 割も上昇することは想定し難く、海外投資家の日本不動産に対する投資意欲が減退し、結果として日本の不動産価格調整の一因となり得る。

シナリオ②：米国の長短金利（イールドカーブ全体）が 2%上昇した場合

米国のイールドカーブ全体が 2%上昇した場合、不動産 NOI 利回りに加え、短期金利に連動するドル建てローン金利と為替ヘッジプレミアムも 2%分上昇すると想定される(図表 6 の d)。結果として、米国不動産の投資利回りは 2%分上昇する(図表 6 の e)。

この時、日本の不動産 NOI 利回りが変わらないままでも、為替ヘッジプレミアムの上昇により日本不動産の投資利回りは 2%分上昇し、米国に見劣りしない(図表 6 の f)。したがって、日本不動産に対する海外投資家の目線は大きく変わらないと考えられる。

シナリオ③米国の長短金利（イールドカーブ全体）が 2%上昇し、米ドルの需給がひっ迫する場合

米国の金融政策が引き締めへ転じた場合、イールドカーブ全体が 2%上昇するだけでなく、国際金融市場において米ドルの調達コストが上昇する可能性がある。この場合、米国不動産 NOI 利回りと同様にドル建てローン金利は 2%分上昇し、米国不動産の投資利回りは 2%分上昇(図表 6 の g)、為替ヘッジプレミアムは日米の短期金利差の変化以上に(例えば 2.5%分)上昇すると想定される(図表 6 の h)。

このケースでは、日本の不動産 NOI 利回りが 0.2%程低下しても、日本不動産の投資利回りは 2%分上昇して米国に見劣りしないことになる(図表 6 の i)。米国の金融引き締めによりドルの資金需給がひっ迫し、為替ヘッジプレミアムが金利差以上に大きくなる(いわゆる通貨ベースが大きくなる)場合には、海外投資家の日本に対する投資意欲がむしろ高まると考えられる。

図表 6： 海外投資家による日米不動産投資のケーススタディ

	ベースケース		シナリオ①		シナリオ②		シナリオ③	
	日本	米国	日本	米国	日本	米国	日本	米国
NOI 利回り	3.2%	3.8%	(c) 5.2% 必要 ↑	(a) 5.8% に上昇 ↑	(f) 3.2% で十分	(d) 5.8% に上昇 ↑	(i) 3.0% でも十分 ↓	(g) 5.8% に上昇 ↑
ローン金利	0.5%	1.2%	0.5% のまま	1.2% のまま	0.5% のまま	(d) 3.2% に上昇 ↑	0.5% のまま	(g) 3.2% に上昇 ↑
為替ヘッジプレミアム	0.5%		0.5% のまま		(d) 2.5% に上昇 ↑		(h) 3.0% に上昇 ↑	
投資利回り	6.4%	6.4%	(c) 10.4% 必要に ↑	(b) 10.4% に上昇 ↑	(f) 8.4% 必要に ↑	(e) 8.4% に上昇 ↑	(i) 8.4% 必要に ↑	(g) 8.4% に上昇 ↑

出所 三菱 UFJ 信託銀行

以上のケーススタディはいくつかの前提条件に基づく簡易な試算ではあるが、米長期金利が上がった場合、短期金利の上昇を伴わないか(シナリオ①)、あるいは短期金利も上昇するか(同②)、さらに短期金利の上昇に加えてドルの国際的な資金需給がひっ迫するか(同③)、によって日本の不動産市場へのインプリケーションは異なると言える。

米国の長期金利上昇は、短期金利や為替市場の動向次第では、海外投資家の日本不動産に対する投資意欲減退を招く可能性があり、不動産価格調整の一因となり得る

米国の金融緩和縮小や長期金利上昇が意識されている状況を踏まえ、本稿では日本の不動産市場に対する米金利上昇の影響を考察した。日本の金利は米国に追随しないと見られており^{※4}、投資資金を円で調達する国内投資家にとっては一見すると影響がなさそうだ。しかし、海外投資家はグローバルに投資利回りを比較するため、日本の金利環境に変化がなくとも、米国の金利や金融政策によって日本の不動産に対する投資利回り目線も変動すると考えられる^{※3 (P2)を参照}。

米国の短期金利は当面大きく変わらないとの見方が一般的なため^{※5}、米国の長期金利が大きく上昇した場合、日本の不動産市場において一定の存在感を示す海外投資家の投資意欲が減退する可能性がある(シナリオ①)。そして、この海外勢の投資意欲減退は、日本の不動産市場の価格調整の一因となり得るだろう(ただし、国内投資家のほうが海外投資家より投資目線が高い不動産(アセットタイプ、エリア)については、シナリオ①の場合でも価格調整につながらないことに留意が必要である)。

※4 日本銀行は「物価安定の目標」の実現を目指し、2%のインフレ率を安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する方針である一方、将来の見通しを示す展望レポートではコアCPIの上昇率を2023年度でも1%に過ぎないとみている。民間エコノミストを対象にしたESPフォーキャスト調査(2021年6月調査)でも、2022年末における長期金利の誘導目標見通しは-0.1%~0.2%の範囲に全回答が収まっており、現下の金融政策運営が大きく見直されない限りにおいて、日本の長期金利は当面、低水準にコントロールされる公算が大きいという見方が一般的である。

※5 ESPフォーキャスト調査(同上)における2022年末の米国金利見通しでは、長期金利は1.0%~2.7%まで回答が分散しており、足元の水準から1%ポイント以上の上昇を見込む回答もあるが、政策金利の誘導目標についてはほぼ全てのエコノミストが現状(0%~0.25%)から据え置きを予想している。なお、6月の米FOMCでは2023年に米国でゼロ金利が解除されるとの予想が過半となったが、2023年末にかけて予想される金利の上昇幅(中央値)は0.5%ポイントであり、本稿のケーススタディの設定に比べると小さい。

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部 竹本遼太

- 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ありません。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。