

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。

『海外投資家はなぜデフレ日本の不動産に投資するのか』

- 世界的なカネ余りの結果、規模と安定性に優れた日本の不動産市場はより魅力的に。
- 安い＝デフレのイメージが強い日本の中でも、都心部の不動産賃料は国際的に見て安くない。
- 日本円が歴史的な低水準にあることも、日本の不動産に投資する合理的理由と考えられる。

人口が減少し、物価は上がらない日本に、海外投資家の不動産投資が続く

海外投資家による大型の日本不動産投資が続いている。米ブラックストーン・グループは 2020 年に国内不動産に約 6,000 億円投資し、米ゴールドマン・サックスは投資額を年 2,500 億円規模に、欧パトリツィアは 3～4 年で最大約 3,000 億円まで運用資産を増やす計画などと報じられた。

不動産のテナントニーズは主に国内で発生するが、日本は 10 年以上前から人口減少局面に入っており、テナントニーズの成長を期待しやすいたは言い難い。また、日本では長らく物価の上昇しないデフレスインフレ環境が定着しており、投資した後にデフレによって不動産価値が目減りするリスクすらある。

なぜ、海外投資家はこのような人口減少・物価下落リスクのある日本の不動産への投資を積極化しているのだろうか。

世界的なカネ余りの結果、規模と安定性に優れた日本の不動産市場がより魅力的に

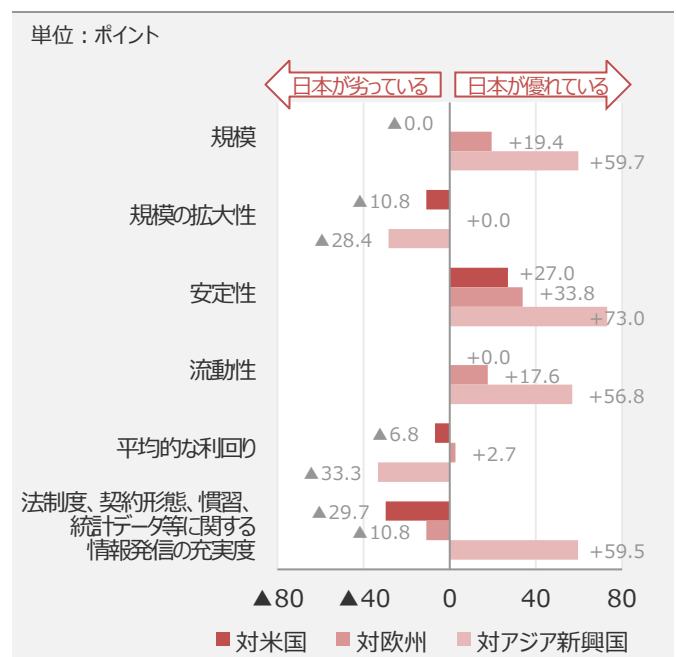
最大の理由は、やはり世界的なカネ余り環境にあると考えられる。

中央銀行による金融緩和が継続しており、低リスク資産である債券の利回りが極めて低くなっている。米国では量的緩和の縮小が意識され、長期金利の低下に歯止めがかかっているものの、米 10 年債の利回りはなお 1% 台半ばと低い。

債券投資家である年金基金や保険会社が、予定利率を確保するために比較的高い利回りの見込めるオルタナティブ投資を拡大する中、不動産は債券代替資産としての性格を強めている。

不動産投資家からも、日本はイールドギャップ（不動産のインカム利回りと資金調達コストや国債利回りとの差）が大きいことを評価する声が聞かれるが、これは、物件の値上がりによるキャピタルゲインを志向する投資家に比べ、インカムゲイン志向の投資家が増加していることを示唆していよう。

図表 1: 海外投資家による日本の不動産市場の評価 (他地域と比較した優劣評価 DI)



出所 国土交通省「海外投資家アンケート調査（平成 30 年度）」を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 1. DI=（「優れている」の割合+「やや優れている」の割合×0.5 - 「やや劣っている」の割合×0.5 - 「劣っている」の割合）×100
2. 一部の設問項目を抜粋。

世界の不動産市場を見渡した際、日本市場の魅力はどこにあるのか。海外投資家を対象にしたアンケート調査における、世界の他の地域と日本の不動産市場の優劣評価を図表 1 に示す*1。

*1 数値がプラスの項目は、日本が他地域よりも「優れている」と評価され、逆にマイナスの項目は日本が海外より「劣っている」と評価された項目である。

対米国・・・利回りは劣るが、安定性は日本が優れる

米国と比べて日本の不動産市場は「規模 (▲0.0)」と「流動性 (+0.0)」の面では大差無いと評価されている。「平均的な利回り(▲6.8)」は劣るものの、調査時点(2019年)以降、コロナ禍を受けた大規模緩和で米国の金利が大幅低下したことを勘案すると、利回りの日米格差は縮小している可能性がある。

一方、「安定性 (+27.0)」は日本の方が優れている。日本の不動産はテナントや賃料単価の粘着性が高いと言われ、収益の変動性が相対的に小さいとの評価につながっていると推察される。安定性の高さを背景に、債券投資家のような低リスク重視の投資資金が日本を選好しやすいと考えられる。

対欧州、対アジア新興国・・・安定性や規模、流動性で日本が優れる

欧州と比べると、「安定性 (+33.8)」、「規模 (+19.4)」、「流動性 (+17.6)」の項目で日本が優れていると評価されており、やはり低リスク志向の投資資金にとって日本の不動産市場が選好されやすいと考えられる。アジア新興国は「平均的な利回り (▲33.3)」では魅力的だが、いまだ市場の「規模 (+59.7)」が小さく、未曾有のカネ余り環境における投資マネーを消化するには市場のパイが小さいと解釈できる。

市場の透明性が低いことがかえって投資の魅力になる可能性

「法制度、契約形態、慣習、統計データ等に関する情報発信の充実度」の項目は米国 (▲29.7) や欧州 (▲10.8) に比べて日本が劣っていると評価されている。ただし、情報の充実度が低いことは、隠れた優良物件や割安に放置された物件を見極める投資機会が多いことにもつながる点で、魅力の一つとも考えられる。

安いニッポンの安くない不動産賃料

海外投資家を惹きつける別の理由として、物価が安いと言われる日本だが、都心部の不動産賃料は世界的に見ても安くないということにあるかもしれない。

長引くデフレ、金融緩和による通貨安を受け、日本の物価は海外と比べて割安な水準にあると言われる。例えば、世界各国で販売されているビッグマックの価格を比較すると、日本の 390 円という水準は欧米諸国より明らかに安く、タイや中国と同程度である。

一方、日本の最優良オフィスビルの賃料は、世界の主要都市の中でも高い水準にある。世界 86 都市から計 100 のサブマーケットを対象にした JLL の「世界オフィス賃料調査」によると、トップ 10 マーケットのうち 3 つを日本(東京の丸の内・渋谷・新宿)が占める。さらに、東京以外でも名古屋が 12 位、大阪が 21 位に入っている。

また、高級賃貸住宅の賃料についても同様の傾向が見て取れる。サヴィルスの調査によれば、東京の家賃は国際的に見て米国や香港に次いで高く、ビッグマックの価格が同程度であるタイのバンコクに比べて 2 倍近い。実際、海外から日本に働きに来た人は、子どもの教育費(インターナショナルスクールの学費など)に加え、東京の家賃が高いことに驚くようである。

国別に最もオフィス賃料や住宅賃料が高額な都市の賃料水準を採用し、各種調査で共通して比較可能な15カ国・地域について比較したものが図表2である。日本はビッグマック価格が安い割に、オフィス賃料や住宅賃料は上位に位置し、東京都心のオフィス賃料や住宅家賃は「安いニッポン」のイメージと乖離していることを示している。

海外投資家が投資対象にするような都心部の不動産は、「物価が安い＝デフレ」の印象が濃い日本においても、付加価値の高い投資対象と認識されているのではないだろうか。

図表 2: 各種物価の国際比較

ビッグマックの価格		最優良オフィスの賃料		高級賃貸住宅の賃料	
米国	622	香港	7.8	米国	3.2
ユーロ圏	552	米国	7.7	香港	2.9
オーストラリア	527	中国	6.3	日本	2.4
英国	523	英国	6.2	ユーロ圏	1.7
シンガポール	474	日本	5.5	ロシア	1.7
UAE	442	シンガポール	3.7	英国	1.6
韓国	440	インド	3.4	韓国	1.5
タイ	429	ユーロ圏	3.2	タイ	1.2
日本	390	オーストラリア	2.8	シンガポール	1.2
中国	380	UAE	2.6	インド	1.0
香港	297	ロシア	2.6	オーストラリア	0.9
インド	280	韓国	2.2	中国	0.9
マレーシア	260	タイ	1.4	UAE	0.8
南アフリカ	251	マレーシア	1.0	南アフリカ	0.4
ロシア	249	南アフリカ	0.6	マレーシア	0.3

出所 The Economist, JLL「JLL 世界オフィス賃料調査（2020年12月）」、Savills Research 資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

- 注
- それぞれの調査に共通する15カ国・地域のみを記載。
 - オフィス賃料及び住宅賃料は各国・地域における最も高い都市の値。
 - ビッグマック価格の単位は円、オフィス賃料及び住宅賃料は万円/月坪。
 - 1ドル=110円、1年=52週として換算。

安い円も、日本の不動産に投資する合理的理由と考えられる

海外投資家から見た日本の不動産投資の利点として、実質為替が中長期的に円高へ修正されることで自国通貨ベースの投資リターンの上昇が期待できることも考えられる。

普段ニュース等で目にする“名目”の為替レートに対し、インフレを調整した“実質”為替レートは、長期的には平均水準を挟んで推移する傾向が見られ、国によるインフレの違いは“名目”為替で調整されてきたと言える^{*2}(図表3)。足元では、円の実質実効為替レートは過去のレンジの最低水準付近にあり、他通貨と比較してもここから一層の円安は起こりにくく、円高方向の過去平均水準に回帰する可能性が高いように映る^{*3}。

ただし、実質為替の平均回帰性は中長期的な時間軸で進む傾向にあり、短期的な為替の変動は各国の金利差などの要因で円高にも円安にも振れる。この点、不動産投資の投資期間は一般的に数年から10年以上に渡るため、短期の為替変動より中長期のトレンドが重要と言える。

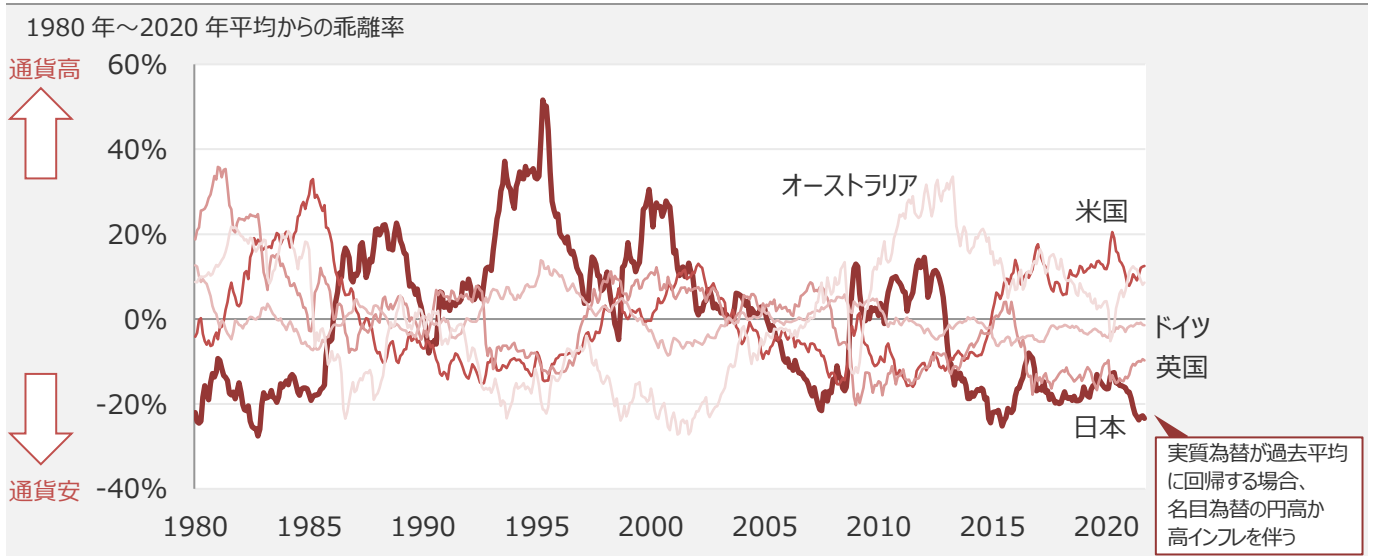
*2 仮に名目為替レートが一定であったとして、海外の物価が日本国内よりも大きく上昇したとすると、海外から見た日本の物価は安く、日本から見た海外の物価は高くなる。このとき円の購買力は低下するため、実質為替レートは円安になる。

*3 日本銀行の黒田総裁は2015年6月（実質実効為替レートは現在と同程度の水準にあった）に、「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れていくということは、普通考えると、なかなかありそうにない」と国会で答弁している。

実質為替が円高に動くということは、名目為替が円高になるか、あるいは海外を上回るインフレになることを意味する。不動産がインフレヘッジ機能を有する実物資産であることを勘案すれば、海外から日本の不動産に投資する場合、いずれのケースでもリターンの向上が期待できよう。

「安い円」を材料に、投資期間が長く、インフレ耐性の高い不動産という資産クラスに投資することは、理に適った投資手法とも捉えられる。

図表 3: 実質実効為替レートの長期推移



出所 BIS 資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成
注 Narrow ベースの数値。

「世界的なカネ余り環境」に加え、「安くない都心部の不動産賃料」や「安い通貨」も買い材料の可能性

本稿では、デフレリスクのある日本において、なぜ海外投資家による大型の不動産投資が続いているのか、その潜在的な理由について考察を行った。第一に、世界的な金融緩和に伴うカネ余りが伝統的資産の債券利回りを著しく押し下げた結果、オルタナティブ資産の中でも市場規模と市場の安定性に優れた日本の不動産投資を増やすことは合理的な資産配分と考えられる。他には、都心部の不動産賃料は国際的に見て安くない＝デフレのイメージと乖離していることや、通貨が実質ベースで過去40年間の最安値水準にあることも、海外投資家にとっての安心材料になっていると推察する。

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います。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。