

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.243

2024.3.27

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。

2024年の国内不動産投資市場 ～インフレと日本銀行の政策変化の下で～

- 2023年の国内不動産投資市場は投資総額・キャップレートの両面で堅調だった
- しかしながら、当社『私募ファンド調査』では2つの大きな変化をとらえている。(1) 今後の「利回りの低下」は難しいと考える市場参加者が増えていること、(2) インフレ転嫁のし易さによってアセットタイプ選好に差が生じていること、である
- 市場参加者の投資行動にも既に変化が表れており、アセットタイプ選択による投資パフォーマンスへの影響がより顕著になりそうだ

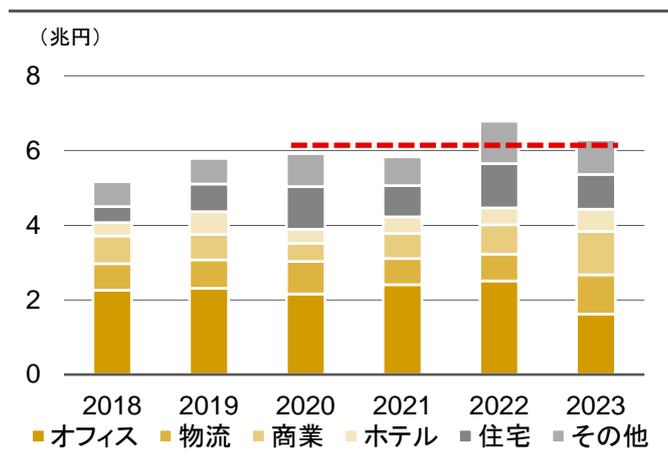
国内不動産投資市場の取り巻く環境は予断を許さない

2024年2月に国土交通省が公表した地価LOOKによれば、2023年第4四半期の全国高度利用地等の地価は、全80地区のうち79地区で上昇傾向が確認された¹。また、当社の不動産アセットマネジメント会社へのアンケート調査である『私募ファンド調査』（2024年1月末時点）においても、投資家の期待利回りの低下が確認されている（図表2）。

他方、国内の不動産投資市場を取り巻く環境は予断を許さない。とりわけ、金融政策の歴史的転換点となる日本銀行のマイナス金利政策解除²や、日本を含めてグローバルに進むインフレが不動産投資市場に与える影響は注視される。

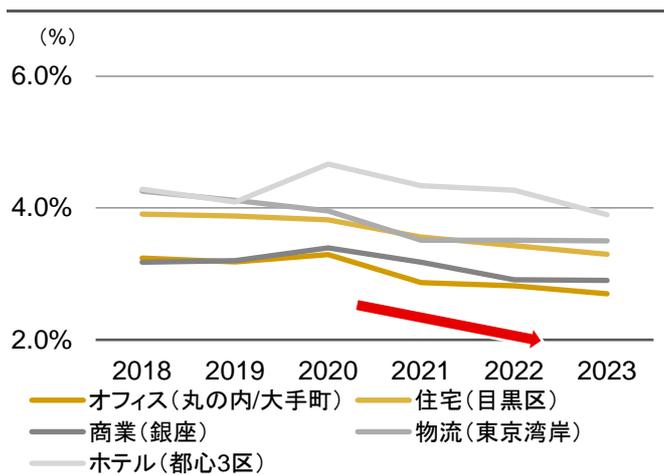
本稿では当社『私募ファンド調査』の結果や統計情報、筆者のフィールドリサーチを基に、足許の不動産投資市場の環境と2024年の注目点について考察したい。

図表1: 不動産投資総額



出所 MSCI Real Capital Analytics を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表2: キャップレート (NOI ベース)



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」

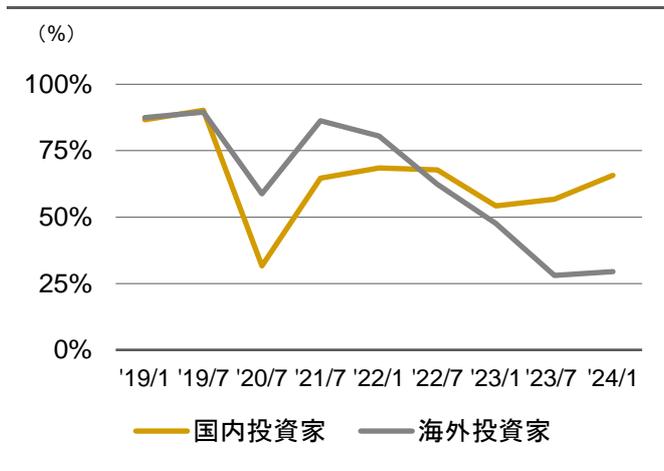
¹ 全国80地区のうち、東京都江東区の「青海・台場」以外の79地区で上昇していた

² 2024年3月18日～19日の金融政策決定会合にて日本銀行はマイナス金利政策の解除を含む金融政策の変更を決定
世界が進むチカラになる。

2023年の国内不動産投資市場は堅調

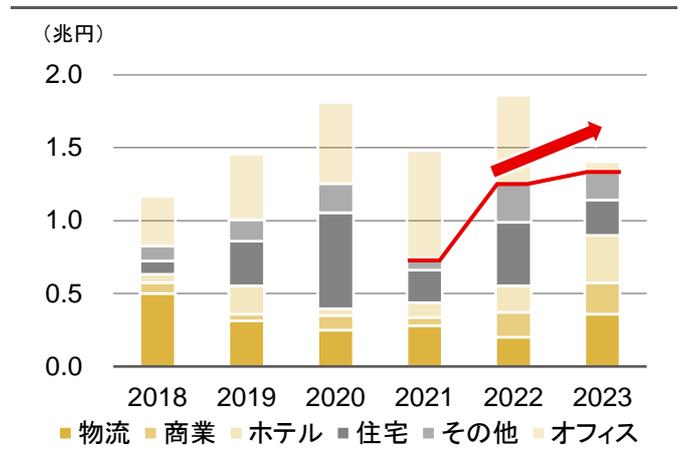
MSCI Real Capital Analyticsによれば、2023年の国内不動産投資総額は前年比▲7.2%の6.3兆円だった（図表1）。2022年には近年においてもシンボリックな案件だった大手町プレイス（4,364億円）の取得といった大型案件の影響で金額が増加していたため、2023年は前年比で減少したものの過去数年並みの水準だった。また、キャップレートは全てのアセットタイプで横ばい～低下傾向が続いており、価格面でも堅調だった。なお、当社『私募ファンド調査』を確認すると、海外投資家の投資意欲に悪化の傾向が見えており、不動産投資総額は実際に減少した（図表3）。ただし、海外投資家が投資を避けることが多くなっているオフィスを除けば、投資額自体は増加しており、一概に投資意欲が低いとは言えない状況である。このように、2022年末に日本銀行のサプライズの政策修正³が発表されて波乱の幕開けになった2023年だったが、総じて国内不動産投資市場は堅調だったと言える。

図表3: 投資家の投資意欲
(投資意欲が「強い」・「やや強い」の割合)



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」
注 コア投資を前提

図表4: インバウンド投資の不動産投資総額



出所 MSCI Real Capital Analytics を基に三菱UFJ信託銀行が作成

2024年に注目される2つの変化

2024年に入ってから堅調に見える国内不動産投資市場ではあるが、当社『私募ファンド調査』では2つの大きな変化をとらえている。具体的には、(1) 今後の「利回りの低下」は難しいと考える市場参加者が増えていること、(2) インフレ転嫁のし易さによってアセットタイプ選好に差が生じていることである。

(1) 「利回りの低下」は難しいと考える市場参加者が増えている

図表5は当社『私募ファンド調査』での、「今後1年間の不動産投資市場に起こる変化」のうち「利回りの低下」が生じるとの回答のポイント獲得数の推移である⁴。グローバルに政策金利の引き上げが始まる前の2022年1月調査では40ptsを獲得していたものの、直近調査では2ptsまで減少している。ほとんどの市場参加者が市場全体としてのキャップレート低下が見込んでいない局面になったということを示している。キャップレート変動の背後にある市場参加者の投資意欲に影響を与えているのはこういった要因だろうか。図表6は「足許の投資家の投資意欲に特に影響を与えている要因」を問うた設問の回答結果である。「国内金利・日銀政策」が

³ 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

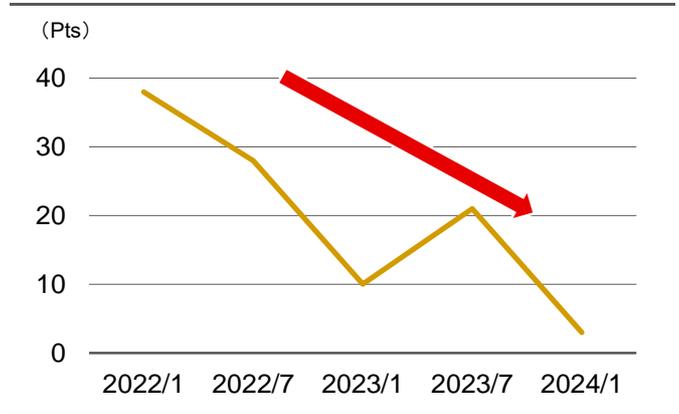
⁴ 回答者は複数の選択肢の中から優先順位1位～3位までを選択しており、1位の回答には3pts、2位には2pts、3位には1ptsを付与して集計している

世界が進むチカラになる。

最上位の項目となっている。この項目は前回調査（2023年7月）の時点でも最上位であったが、それに加えて、足許では投資家の想定金利水準の引き上げが一気に進んでいる。図表7は回答者の所属するアセットマネジメント会社の金利前提を問うた設問の回答結果であるが、前回調査から金利前提を引き上げて「0.5%以上～1.0%未満」、「1.0%以上」とした回答者が大幅に増えている。

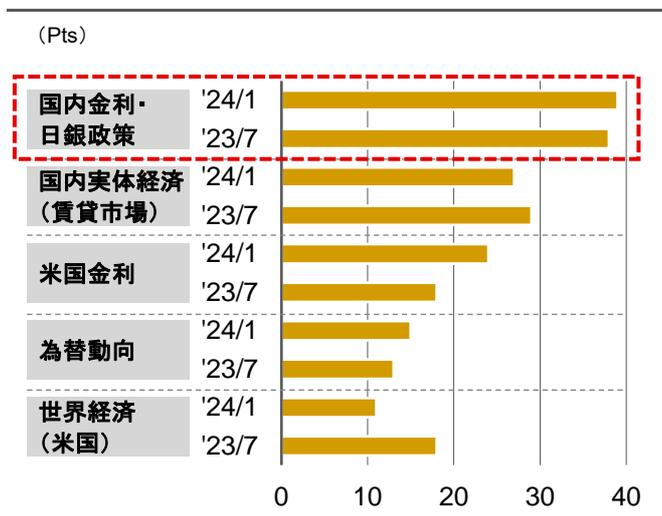
この変化の背景としては、アンケートを実施した2024年1月時点で日本銀行による年内のマイナス金利政策解除が見込まれていたこと、それによって変動金利による調達コストの上昇が生じることが考えられる。私募ファンドでは、変動金利調達を多用するファンドも多く、これまで長期金利上昇によるファンド収支への影響は限定されていた。しかし、マイナス金利政策が解除されて政策金利の引き上げまで進んだ場合には、直接的な影響を受けるファンドの範囲が広がり、金利上昇の現実を直視せざるを得ない市場参加者が増えるだろう。結果として、日本銀行のマイナス金利政策解除等を織り込むことが、市場参加者にこれ以上の「利回りの低下」は難しいと判断させていたと思われる。

図表5: 今後1年間の不動産投資マーケットに起こる変化のうち、「利回りの低下」のポイント獲得数



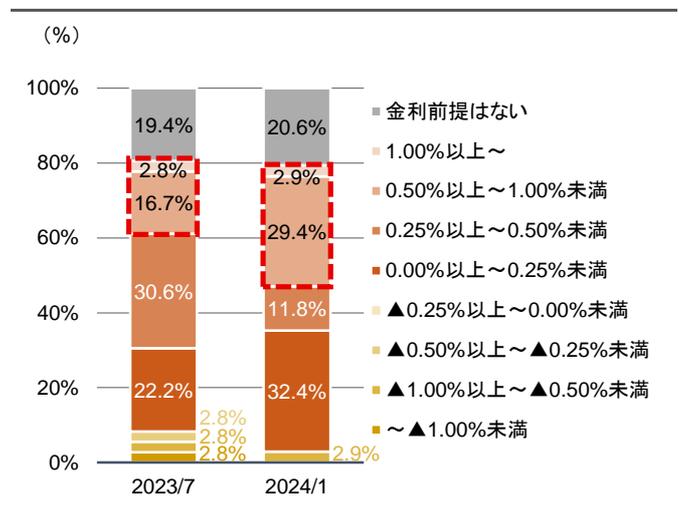
出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」
 注 今後1年間の不動産投資マーケットに起こる変化について複数の候補を提示し、1位:3pts 2位:2pts 3位:1ptとして計算し合計値を集計。ポイントの合計値は2022年1月187pts、2022年7月164pts、2023年1月173pts、2024年1月147pts

図表6: 足許の投資家の投資意欲に特に影響を与えている要因



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。2023年7月の合計ptsは159pts、2024年1月は144pts。グラフは上位5回答を表示

図表7: 不動産アセットマネージャーの金利前提(新発10年国債金利)



出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」

世界が進むチカラになる。

(2) 賃料へのインフレ転嫁のし易さによってアセットタイプ選好に差が生じている

不動産全体としてのキャップレート低下が見込まれない中で、こういったアセットタイプが選好されているだろうか。図表8では当社『私募ファンド調査』の集計結果について、「今後1年間で具体的な投資予定があるアセットタイプ割合」である。ホテルと住宅が上位2回答の投資対象として選ばれている。今後1年間で具体的な投資予定の有無に関する前回調査（2023年7月）との比較では、伝統的なアセットタイプであるオフィスは46%から40%へ低下した一方、ホテルと住宅はそれぞれ41%から45%、44%から50%へ上昇していた。

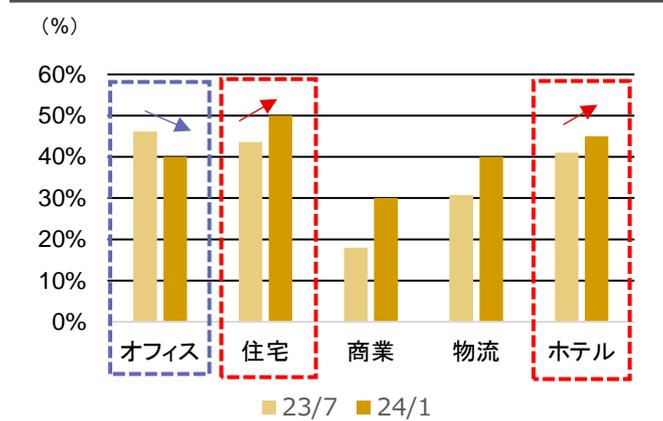
筆者のフィールドリサーチと統計情報に基づけば、インフレ転嫁能力（＝賃料の引き上げのし易さ）の違いによってアセットタイプ選好に差が生じていると思われる。金利上昇局面においては、賃料へのインフレ転嫁がしやすいアセットタイプほど、キャップレートの上昇や不動産価格の下落を抑制することを期待されて選好されているのではないかと。図表9はアセットタイプ別の2018年上期を100とした賃料指数である。図表8にて今後1年間で具体的な投資予定がある割合の高かったホテルと住宅については、足許で上昇が継続している。とりわけ、ホテルについては、コロナ禍において賃料が大幅に下落したものの、変動賃料部分の回復などが進んで昨年時点で2019年の水準に戻っている。昨今の上昇トレンドの強さに加え、中国人需要が回復しきっていない現状⁵を「今後の伸びしろ」と捉える向きもあり、更なる賃料上昇が期待されている。また、図表10では、グローバルにインフレが進行し各国が政策金利を引き上げた過去2年間の「インフレ調整後」の賃料変化率をアセットタイプ別に比較している。ホテルは勿論、住宅もインフレ率並みの賃料引き上げを実現していたことが分かる⁶。

なお、アセットタイプ毎のインフレ転嫁のし易さを考える上では、賃貸借契約の形態まで検討する必要がある。

ホテルに関しては、オペレーターとの契約形態によって賃料決定方法に違いがあることに留意したい。固定賃料方式、変動賃料方式、固定賃料・変動賃料併用方式の3つに大別されるが、固定賃料方式は賃貸借契約期間においては賃料を引き上げられない。

住宅に関して賃料は契約期間において固定されるケースが一般的であるものの、テナントの入れ替わりが早く実質的に賃料の引き上げ機会があると評価されていると解釈できる。

図表8: 各アセットタイプの今後1年間で具体的な投資予定がある割合



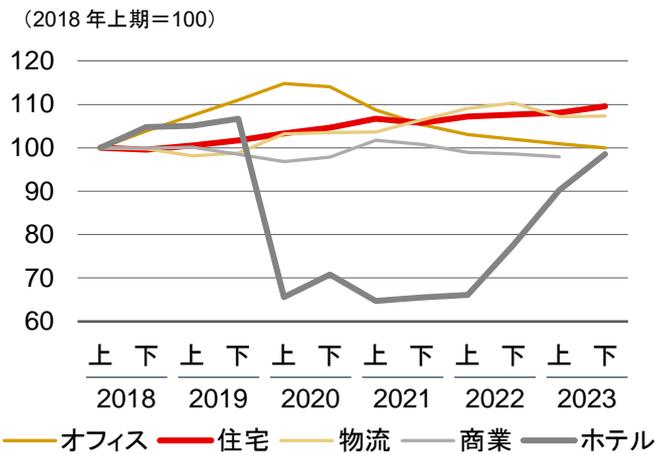
出所 三菱UFJ信託銀行「私募ファンド調査」

⁵ 観光庁『宿泊旅行統計調査』によれば、2023年の中国人の日本国内の延べ宿泊者数は2019年比▲64.1%の1072万人泊だった

⁶ 住宅に関して、特に東京23区についてはアフターコロナにおける入社回帰と就業環境の回復による入居者候補の増加、大手企業のベースアップによる入居者の賃料負担力の向上が期待されており、2024年においてさらに賃料上昇が進むことが賃貸住宅市場参加者からも見込まれている。詳細は本稿コラムの「賃貸マンション賃料の上昇余地」、および拙稿「独自調査『賃貸住宅市場調査』(2024年2月)」をご参照

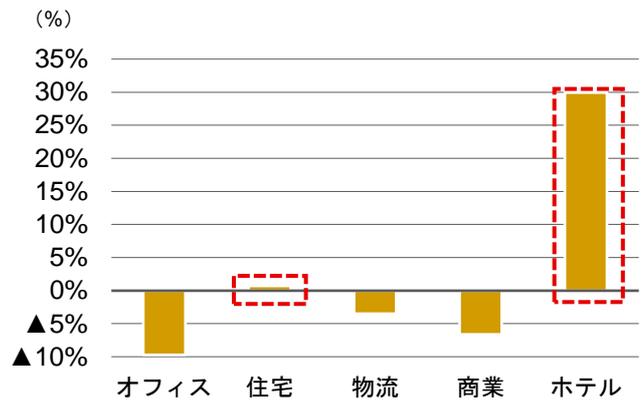
世界が進むチカラになる。

図表 9: アセットタイプ別の賃料指数



出所 三鬼商事「最新のオフィスビル市況」、日本不動産研究所・アットホーム・ケンコーポレーション「住宅マーケットインデックス」、一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」、不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

図表 10: 過去 2 年間のインフレ調整後の賃料変化率



出所 三鬼商事「最新のオフィスビル市況」、日本不動産研究所・アットホーム・ケンコーポレーション「住宅マーケットインデックス」、一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」、不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」、総務省「消費者物価指数」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

注 インフレ率として食品及びエネルギーを除く総合指数を採用

金利上昇とインフレへの備えが進んだ不動産投資家

本稿では日本銀行の金融政策転換やグローバルに進むインフレに直面する市場参加者の動向について考察した。足許までの不動産投資総額やキャップレートについては顕著な影響は生じていないものの、マイナス金利政策解除などを背景としたキャップレートの低下見込みの減退、インフレ転嫁のし易さに基づくアセットタイプ選好の差が生じていることが確認された。金利上昇とインフレについては 2022 年から国内不動産投資市場において課題とされてきたが、足許ではいよいよ市場参加者の投資行動にも変化が表れており、アセットタイプ選択による投資パフォーマンスの影響がより顕著になりそうだ。他の市場参加者の動向を注視しつつ、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。

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。本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社の公式見解ではありません。

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のですが、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。

コラム 賃貸マンション賃料の上昇余地

本稿では不動産投資市場の市場参加者からインフレ転嫁能力が高いアセットとしてホテルと住宅が期待されていると指摘した。ホテルについては宿泊客数の回復や変動賃料方式等の採用から賃料上昇がイメージし易いが、住宅はどのように考えればよいだろうか。東京23区の住宅の賃料に関し、筆者は以下の2点からその上昇に期待が出来るかと認識している。

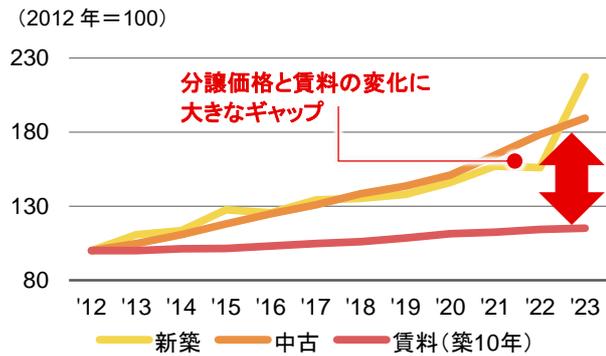
(1) 分譲マンションとの価格変化のギャップ

2012年以降の賃貸マンション（ファミリータイプ）の賃料上昇率は2割弱に止まってきた一方、分譲マンションの価格は新築で2.2倍、中古で1.8倍と価格変化に大きなギャップが生じてきた。この背景には不動産投資市場でのキャップレートの低下がある。低利調達が可能な金融環境で市場参加者が低い利回りを許容していた。しかし、分譲マンション価格の上昇に消費者がついて来られず賃貸シフトが進み始めていることを踏まえると⁷、今後はこのギャップが縮小する可能性がある。

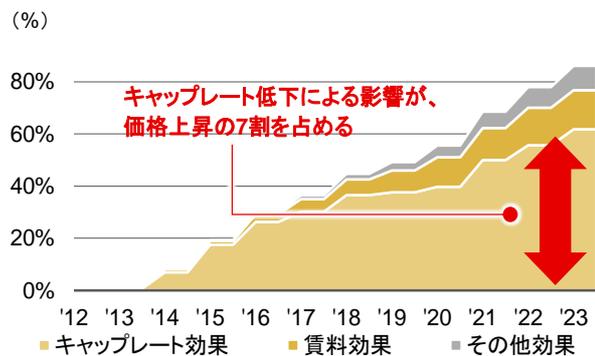
(2) アフターコロナでの就業環境回復とハイブリッドな働き方の定着

上記に加え、賃貸住宅市場ではアフターコロナにおける就業環境の回復で、首都圏・東京都への人口の転入超過が拡大、さらには出社とテレワークを組み合わせたハイブリッドな働き方が定着した。これらの変化から、シングルタイプ、ファミリータイプともにリーシングにおける引き合いが強く、ホテル同様、2023年5月の新型コロナウイルスの5類感染症への移行前と比較して賃料を引き上げ易い環境となっていると思われる。当社「賃貸住宅市場調査」によれば、2022年秋の引越し繁忙期と比較して2023年の秋にはテナント入れ替え時の賃料引き上げはし易くなったことが確認されている⁸。賃貸住宅のオーナーは積極的に賃料を引き上げているようだ。

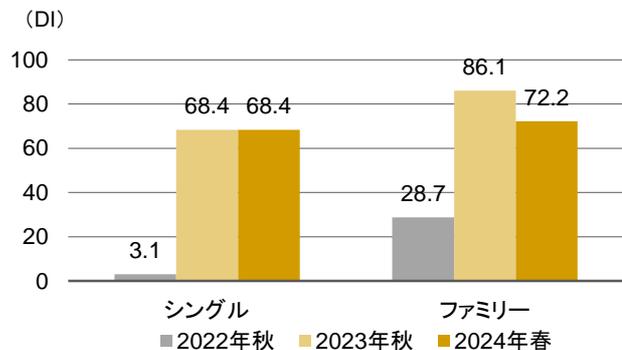
分譲マンション価格と賃料の比較（東京23区）



賃貸マンションの価格変動分解（東京23区）



テナント入れ替え時の賃料DI（東京23区）



注 DIは、「(賃料が上昇するとの回答の割合－賃料が低下するとの回答の割合)×100」と定義。2023年春の数値は2023年秋時点での変化見込みである

⁷ 詳細は拙稿 不動産マーケットリサーチレポート『カタチを変える住宅双六～拡大する“上がらない選択”～』（2023年7月）をご参照

⁸ 詳細は拙稿 独自調査『賃貸住宅市場調査』（2024年2月）をご参照

世界が進むチカラになる。