

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.253

2024.09.05

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。

## 金利環境の変化と不動産投資市場

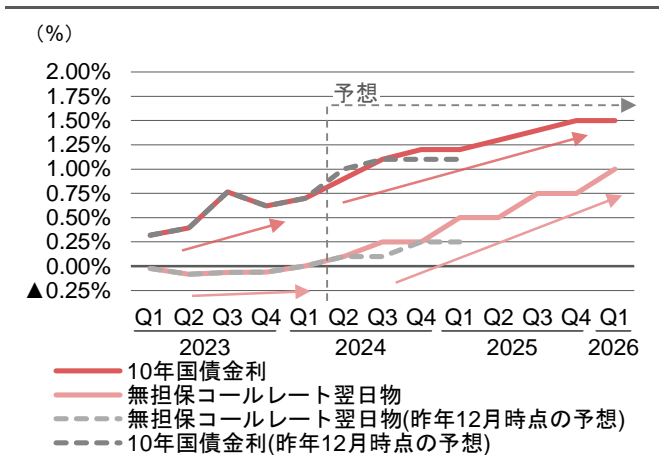
- 今後の金利上昇は、日本のイールドギャップを圧縮する。さらに変動金利の上昇によって私募ファンド等の金利コストを上昇させ、キャップレート上昇圧力となる。
- キャップレートが上昇した場合でも、賃料の上昇でマイナスの影響を十分に相殺できれば不動産価格は維持される。実際、東京都内に所在する投資用不動産の今後1年間の価格変化について、価格下落を見込むアセットマネージャーは僅かだ。

## イールドギャップは過去最小に

日本銀行は2024年7月30日～31日の金融政策決定会合で政策金利を0.00%～0.10%から0.25%へ引き上げた。3月のマイナス金利解除後、初の利上げとなる。三菱UFJ銀行が発行した『内外経済の見通し（2024年5月）』では、2026年3月末までに1.00%までの利上げを見込んでいる。この予想の背景には、今年の春闘を経て昨年を大きく上回る高水準の賃上げが見込まれ、日本銀行の目指す上昇率2%の物価目標の蓋然性が高まっていることがある。

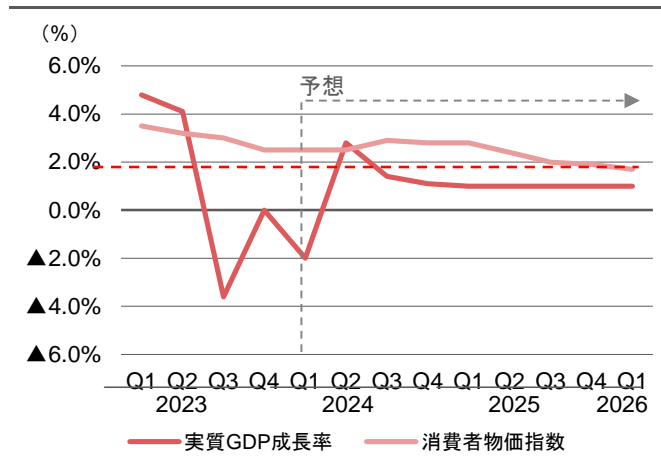
現在、不動産投資における収益性を判断する指標の一つであるイールドギャップ<sup>1</sup>は、過去20年来の低水準にある。金利上昇が続く前提ではさらにイールドギャップは圧縮されることから、キャップレートの基本公式<sup>2</sup>を踏まえればキャップレートには上昇圧力がかかることになる。今後想定される金利上昇はどういった影響を日本の不動産投資市場にもたらすだろうか。

図表1: 無担保コールレート翌日物、新発10年債利回り



出所 三菱UFJ銀行「内外経済見通し（2024年5月）」等を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表2: 実質GDP成長率、消費者物価指数（コアCPI）



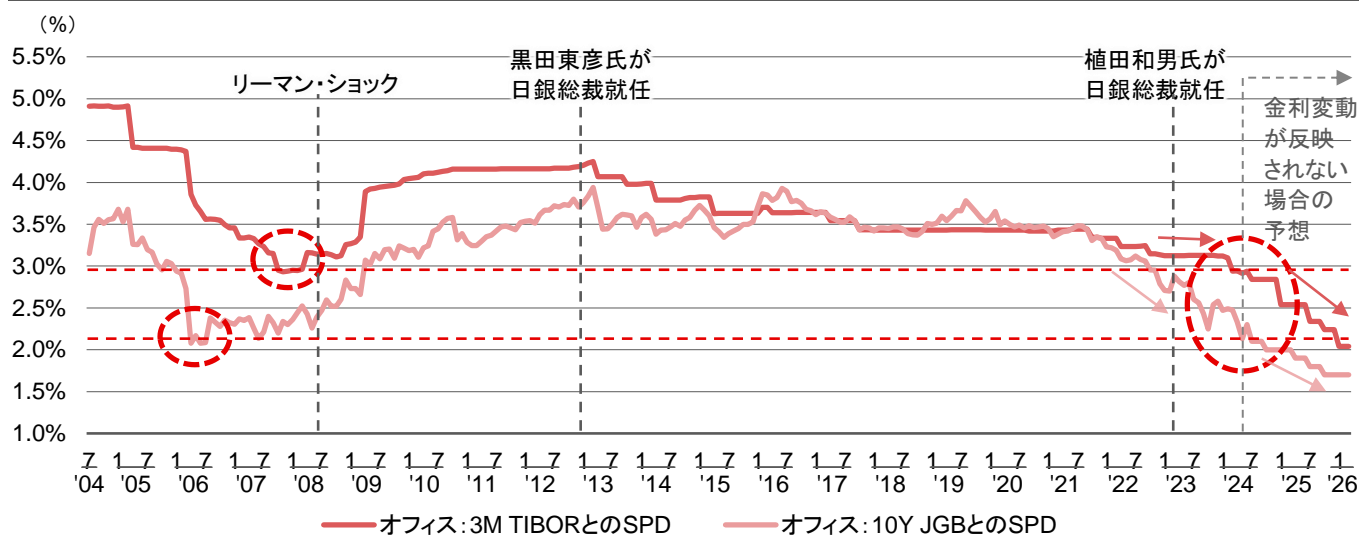
出所 内閣府公表情報、総務省公表情報、三菱UFJ銀行「内外経済見通し（2024年5月）」を基に三菱UFJ信託銀行が作成

<sup>1</sup> イールドギャップ=キャップレート-新発10年国債利回り

<sup>2</sup> キャップレート=リスクフリーレート+リスクプレミアム-NOI等の成長率

世界が進むチカラになる。

**図表 3: 金利別のイールドギャップ  
(オフィス)**



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、全銀協 TIBOR 運営機関公表情報、三菱 UFJ 銀行「内外経済見通し（2024 年 5 月）」を基に筆者試算

### キャップレートへの上昇圧力は高まる

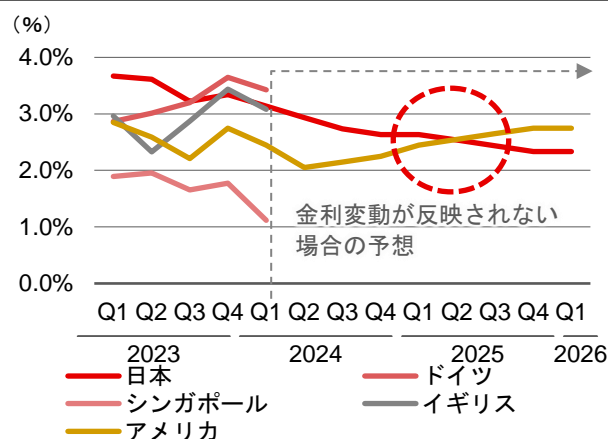
今後の金利上昇は、(1) 日本のイールドギャップを圧縮し、さらに (2) 変動金利の上昇によって私募ファンド等の金利コストを上昇させることで、キャップレート上昇圧力となると筆者は考える。これらは不動産投資市場において頻繁に挙げられていた「キャップレートが上昇しない理由」の根底を覆す変化となる可能性がある。

#### (1) 日本のイールドギャップが 米国対比で低水準となる可能性

拙稿『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』において、筆者は日本のイールドギャップの相対的な厚さを金利上昇局面においてもキャップレートの上昇が起こらない理由の一つとして挙げていた。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の国であるアメリカとの比較は重要であり、2024 年 3 月末時点においては日本のイールドギャップの方が 0.7% 厚い。欧米で大幅な政策金利の引き上げが行われた 2022 年以降、相対的に際立っていた日本のイールドギャップの厚さは、海外投資家が「運用するファンドの（日本の占める）ポートフォリオ比率を他国比で高める」理由となっていた。

ただし、今後は日本と米国でイールドギャップは逆転する可能性がある。金利変動に応じて基本公式に従いキャップレートも変動すれば相対的な差に変化は生じないはずだが、過去 5 年間の日米のキャップレート（投資用不動産）と新発 10 年国債利回りの相関係数は、それぞれ▲

**図表 4: 国別のイールドギャップ  
(不動産投資市場全体)**



出所 MSCI Real Capital Analytics、三菱 UFJ 銀行「内外経済見通し（2024 年 5 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した値を採用。2024 年第 2 四半期以降は筆者予測値

世界が進むチカラになる。

0.12、0.17と低い水準が試算される<sup>3</sup>。キャップレートの水準が変化しない前提の下で10年国債金利の現在予想される変動分のみ反映させ試算すると、2025年6月末には日本と米国のイールドギャップは逆転し、2026年3月末には米国の方が0.4%厚い状態になる<sup>4</sup>。その場合、日本の不動産投資市場が持つ投資資金を集める引力は低下し、海外投資家がアセットアロケーション<sup>5</sup>において日本に割り当てるウェイトを低下させる要因となる。投資資金の流入が減ることで、キャップレートは従前よりも上昇しやすくなると考えられる。

## (2) 変動金利の上昇による私募ファンド等の金利コスト上昇の可能性

図表5では変動金利・固定金利の調達割合の違いによるオフィスのキャップレートと金利のスプレッド<sup>6</sup>比較を簡易的に行っている。変動金利100%の場合に市場参加者が直面するスプレッドは「キャップレート-3か月TIBOR<sup>7</sup>」、固定金利100%の場合は「キャップレート-新発10年国債利回り」と定義した。2022年3月末から現在のスプレッド変化を見ると、変動金利100%の場合は0.4%ptの低下に止まる一方、固定金利100%の場合は1.1%ptの低下となった。拙稿『金利上昇下におけるJ-REITの不動産取引』において指摘したように、これまでは固定金利主体でローン調達を行う市場参加者が不利な状況に置かれており、特にJ-REITは外部成長の困難に直面している。その一方、変動金利主体でローン調達する市場参加者は“他所事”と捉えている例も散見され、こうした市場参加者による力強い投資行動は、キャップレートが上昇しない理由の一つだった可能性がある。

しかし、キャップレートが変化しない前提の下、現在から2026年3月末にかけてのスプレッド変化を予想すると、固定金利100%の場合は0.4%ptの低下にとどまる一方、変動金利100%の場合は0.9%pt低下となり、変動金利主体でローン調達を行う市場参加者のスプレッドが圧縮される展開となる。2022年3月以降で見るとスプレッドの圧縮幅は調達金利の違いによる差がほとんど無くなり、もはや“他所事”として見る市場参加者はいなくなるだろう。ファンドによる違いが大きいものの、変動金利の割合が高くレバレッジも高い傾向がある私募ファンドは特に影響を受け易いと想定される。

<sup>3</sup> MSCI Real Capital Analyticsの四半期データ、財務省およびFRBの公表情報を基に2019年6月末～2024年3月末の期間について試算した。

<sup>4</sup> 本予想は三菱UFJ銀行「内外経済見通し(2024年5月)」に基づく。米国の政策金利引き下げは2024年12月からを前提としているが、直近の金融市場では2024年9月からを見込む向きが強くなっている。その場合、イールドギャップの日米逆転の時期は早まることになる。

<sup>5</sup> アセットアロケーションとは投資資産の配分のことを指す

<sup>6</sup> 固定金利100%の場合のスプレッドはイールドギャップと同義である

<sup>7</sup> TIBORとはTokyo InterBank Offered Rateの略称であり、東京の銀行間取引の金利を指す。融資取引のベースとなる金利として参照されることが多い

世界が進むチカラになる。

図表 5: 変動金利・固定金利の調達割合の違いによるスプレッド比較  
(オフィス)

	固定0% 変動100%	固定50% 変動50%	固定100% 変動0%
① 2022年3月末のスプレッド	3.3%	3.3%	3.2%
② 2023年3月末のスプレッド	3.1%	3.0%	2.9%
③ 現在(2024年5月末)のスプレッド	2.9%	2.5%	2.1%
④ 2025年3月末のスプレッド予想	2.5%	2.3%	2.0%
⑤ 2026年3月末のスプレッド予想	2.0%	1.9%	1.7%
(③ - ①) 2022年3月末～現在のスプレッド変化	▲0.4%	▲0.7%	▲1.1%
(⑤ - ③) 現在～2026年3月末のスプレッド変化	▲0.9%	▲0.7%	▲0.4%
(⑤ - ①) 2022年3月末～2026年3月末のスプレッド変化	▲1.3%	▲1.4%	▲1.5%

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、全銀協 TIBOR 運営機関公表情報、三菱 UFJ 銀行「内外経済見通し(2024年5月)」を基に筆者試算

注 スプレッド=オフィスの期待キャップレート-調達金利と定義。  
調達金利は固定 0%・変動 100%の場合は 3 か月 TIBOR、固定 100%・変動 0%の場合は新発 10 年国債金利、固定 50%・変動 50%の場合は両金利の平均値

図表 6: 投資主体別の資金調達等の特徴

	上場REIT	私募REIT	不動産私募ファンド	一般事業法人 (余資運用)
LTV	40～50%程度	30～40%程度 (上場REITよりやや低め)	60%程度 (運用スタイルによりばらつき大きい)	余資運用のため、 投資にあたっての借入れは無し
金利の選択	・ 固定金利中心 ・ 借入期日を平準化	・ 固定金利中心 ・ 借入期日を平準化	・ 変動金利の利用が多い	
運用期間	運用期間の定め無し	運用期間の定め無し	5～7年程度	運用期間の定め無し

出所 三菱 UFJ 信託銀行

### 賃料が上昇すれば不動産価格は下がらない

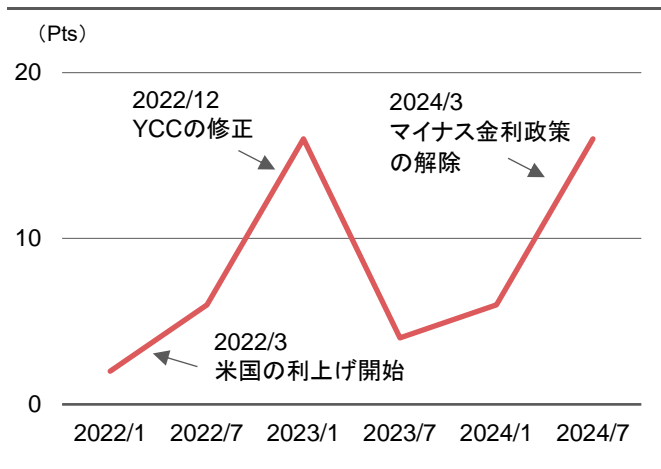
キャップレートの上昇を見込むアセットマネージャーは増えている。図表 7 は弊社が不動産私募ファンドのアセットマネージャーに行うアンケート調査『私募ファンド調査』において、今後 1 年間の不動産投資マーケットに起こる変化のうち、「利回りの上昇」のポイント獲得数である。過去の推移を振り返ると、日本銀行がイールドカーブコントロールの修正を行った直後の 2023 年 1 月の調査で大きく上昇、その後一旦低下したものの直近調査ではマイナス金利解除と今後の政策金利の引き上げを織り込んだことで大きく上昇していた。足許では新発 10 年国債金利の水準は同稿発行時点よりも一段と上がり (2024 年 3 月末 0.725%→8 月 6 日現在 0.885%)、政策金利引き上げの可能性がさらに織り込まれ始めている。

ただし、キャップレートが上昇したとしても、過度に悲観することはない。賃料の上昇で不動産価格へのマイナスの影響を十分に相殺できれば良いからだ。実際、東京都内に所在する投資用不動産の今後 1 年間の価格変化について、5 つの主要アセットタイプの全てで、価格下落を見込むアセットマネージャーは僅かだ (図表 8)。その背景にはあるのは、運営パフォーマンスの堅調さだ。特に、足許はインフレ並み以上に賃料が上昇してきた住宅とホテルではむしろ不動産価格上昇の期待が高い。さらにコロナ禍においてリーシング環境の悪化が心配されたオ

世界が進むチカラになる。

フィスについても賃料上昇基調へ転換している<sup>8</sup>。アセットタイプや物件特性別にみた賃料動向の分析については次稿以降の課題としたいが、賃料上昇期待に基づく物件選別がより強まっていく公算が大きいと言えよう。

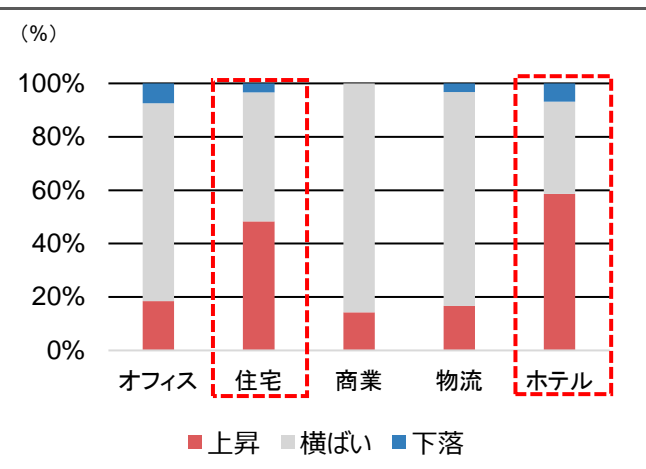
**図表 7: 今後 1 年間の不動産投資マーケットに起こる変化のうち、「利回りの上昇」のポイント獲得数**



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選択肢を提示。回答者は上位 3 位までの選択肢を選択。1 位: 3 ポイント、2 位: 2 ポイント、3 位: 1 ポイントとしてポイント換算し合計値を集計。2024 年 7 月 30 日～31 日の金融政策決定会合前にアンケート票を回収

**図表 8: 今後 1 年間で不動産価格の変動予想 (2024 年 7 月時点)**



出所 三菱 UFJ 信託銀行「私募ファンド調査」

注 オフィスは東京・都心 5 区、住宅は東京・城南地区、商業は東京・都心型、物流は東京・湾岸地区、ホテルは東京・ビジネスホテルとしてアンケートを実施。2024 年 7 月 30 日～31 日の金融政策決定会合前にアンケート票を回収

## 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、弊社としての統一見解を公式に表明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。弊社および執筆者はその正確性、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。

弊社および執筆者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。

<sup>8</sup> 詳細は弊社レポート『オフィス賃料が 4 年ぶりに上昇に転じる』(2024 年 7 月) をご参照。

世界が進むチカラになる。