

期待利回りの長期金利に対する感応度が低下している要因

2016年10月12日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 米倉勝弘

- 期待利回りとリスクフリーレートの関係性を時系列的に見ると、期待利回りのリスクフリーレートに対する感応度が低下しているように感じられる。
- リスクプレミアムの拡大がリスクフリーレートの低下を上回っていることが原因であると考えた場合、当該リスクプレミアムの拡大要因としてどのような要因が考えられるのか。
- 賃料成長期待の剥落がリスクプレミアムを拡大させ、期待利回りの押し上げ圧力となっている可能性がある。

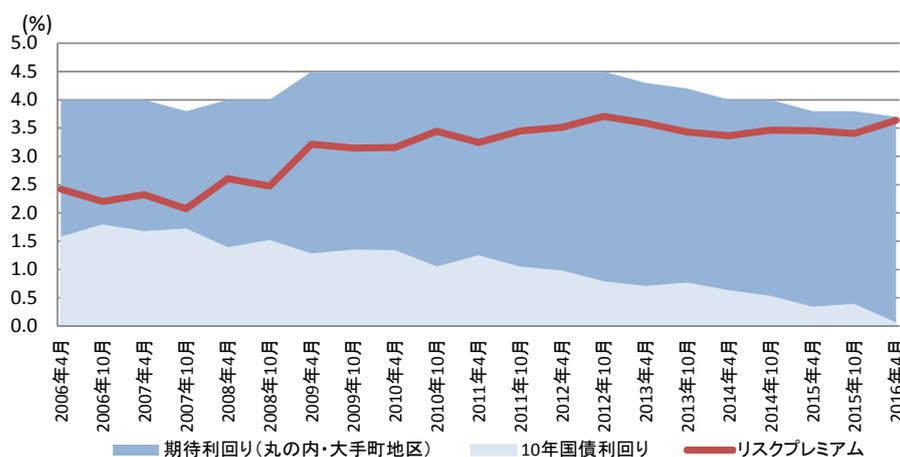
1. はじめに

不動産の期待利回りの水準を議論するにあたって、その構成要素を「リスクフリーレート」と「リスクプレミアム」に分解するケースが多く見られる。図表1は、リスクフリーレートとして長期金利の代表的な指標である「10年国債利回り」を用い、不動産の期待利回り(オフィス:丸の内・大手町地区)をリスクフリーレートとリスクプレミアムに分解したものである。

理論的に考えるとリスクフリーレートが低下した場合、期待利回りも同程度低下するはずであるが、実際の期待利回りとリスクフリーレートの関係性を見てみると、期待利回りの水準はリスクフリーレートほど変化しておらず、期待利回りのリスクフリーレートに対する感応度が低下しているように感じられる。

一方見方を変えてみると、この現象はリスクプレミアムの拡大がリスクフリーレートの低下を上回った結果であると解釈することもできる。この観点で見ると2006年～2007年以降におけるリスクフリーレートの低下に伴って、リスクプレミアムは拡大しており、期待利回り水準の押し上げ圧力となって、見かけ上、期待利回りのリスクフリーレートに対する感応度を低下させているということになる。そこで本稿では、どのような要因がリスクプレミアム拡大に影響しているのかについて考察を試みる。

図表1 期待利回り(丸の内・大手町地区:オフィス)と10年国債利回り(リスクフリーレート)の推移



出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」の結果(中央値)および
Oxford Economics のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2. 不動産のリスクプレミアム

まず、不動産のリスクプレミアムにはどのようなものが考えられるかについて整理する。日本で初めて上場したオフィスリートであるジャパンリアルエステイト投資法人では、不動産特有のリスクとして以下の項目を挙げている。

| | |
|---------------------------------|---------------------------------|
| A. 瑕疵担保責任に係るリスク | B. 不動産から得られる賃料収入に係るリスク |
| C. 不動産管理会社に係るリスク | D. 不動産の運用費用に係るリスク |
| E. 鑑定評価額に係るリスク | F. 建物の毀損・滅失・劣化に係るリスク |
| G. 売却時の不動産流動性に係るリスク | H. 建築基準法等の既存不適格に係るリスク |
| I. 共有物件に係るリスク | J. 区分所有建物に係るリスク |
| K. 借地等に係るリスク | L. 底地物件に関するリスク |
| M. 有害物質又は放射能汚染等に係るリスク | N. 不動産の所有者責任に係るリスク |
| O. 不動産等関連資産の偏在に係るリスク | P. テナント集中に係るリスク |
| Q. 将来における法令等の改正に係るリスク | R. テナント等による不動産の使用に基づく価値減損に係るリスク |
| S. 売主の倒産等の影響に係るリスク | T. 竣工前の不動産等関連資産の取得その他開発物件に係るリスク |
| U. 取得予定資産の組入れ・譲渡等に関するリスク | V. フォワード・コミットメント等に関するリスク |
| W. マスターリースに関するリスク | X. 開発不動産に係る買戻しに関するリスク |

出所)ジャパンリアルエステイト投資法人「投資リスク」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

このうち、日々刻々と変化するリスクとして「B.」、「G.」、「U.」、「V.」を挙げることができ、当該リスクに対する見通しの変化がリスクプレミアムの変動要因であると考えられる。

- 「B. 不動産から得られる賃料収入に係るリスク」は、テナントの退去や減床のリスクよりも、むしろ中長期的な賃料水準の見通しが重要となろう。賃料成長期待が不動産価格に影響する。
- 「G. 売却時の不動産流動性に係るリスク」は、不動産取引市場における需給関係が影響するものと考えられる。売手市場であれば流動性は高くなり、買手市場であれば流動性は低くなる。
- 「U. 取得予定資産の組入れ・譲渡等に関するリスク」には、資金調達に関するリスクが含まれる。デットおよびエクイティの資金調達環境やコスト水準が不動産取引量や不動産価格に影響する。
- 「V. フォワード・コミットメント等に関するリスク」は、上記「B.」、「G.」、「U.」の見通しと深く関係している。契約締結から引き渡しまでの間に市場環境が変化し、これらのリスクが顕在化した場合、売買契約を解約せざるを得なくなり違約金等が発生する可能性がある。

上記を考慮して、本稿では「デットおよびエクイティの資金調達環境」、「不動産の流動性」、「賃料成長期待」について考察し、リスクプレミアム拡大に影響する要因について整理する。

2-1. デットおよびエクイティの資金調達環境

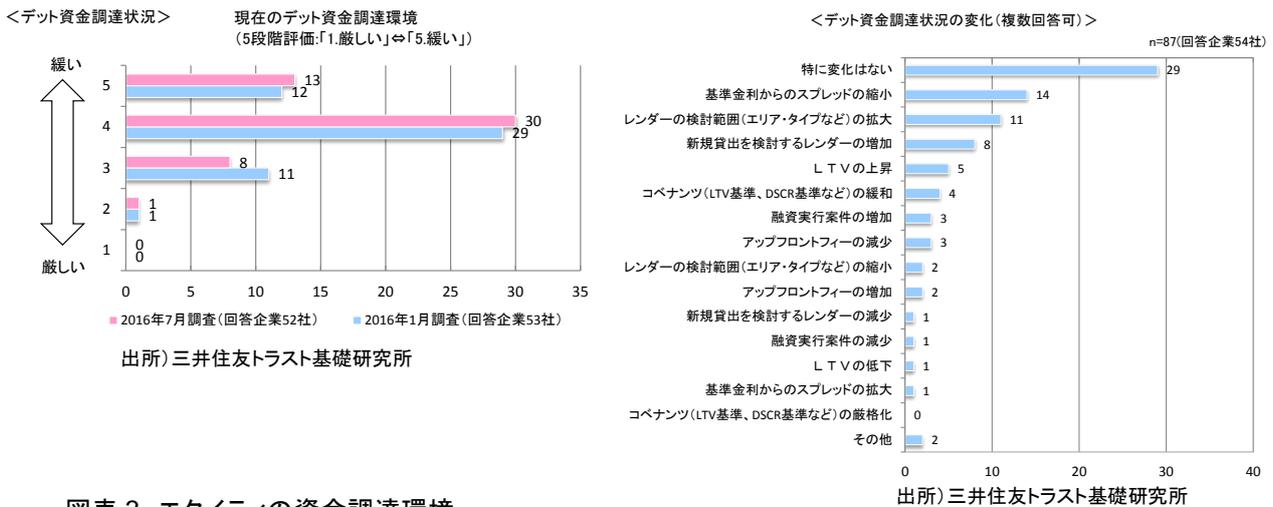
国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している会社への当社実施のアンケート調査(以下、「不動産私募ファンドに関する実態調査」)によれば、現在のデット資金調達環境(図表2)は緩いとする「4」以上の回答が約8割を占め(2016年7月調査:平均4.06)、デット資金調達環境は良好な状態にあると言える。

また、現在のデット資金調達環境について、2016年1月調査と2016年7月調査とで回答に大きな違いが見られないこと、およびデット資金調達状況の変化(図表2)に関する質問で「特に変化なし」との回答が最多であることなどから、良好なデット資金調達環境に継続性が窺える。

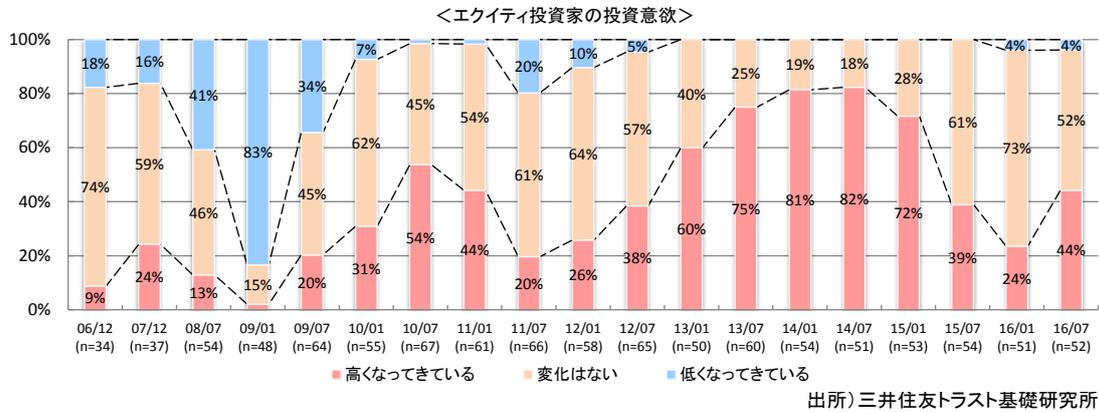
さらに、エクイティ資金調達環境について、エクイティ投資家の投資意欲(図表3)を見ても「高くなってきている」および「変化はない」との回答割合が96%を占めており、投資家の投資意欲は高い状態で継続していると言える。

足元におけるデットおよびエクイティの資金調達環境は良好であり、低金利状態の継続や機関投資家を中心とする債券等による運用難などを考慮すると、不動産投資に係る資金調達環境が大きく悪化する要因は特段見当たらず、デットおよびエクイティの資金調達環境における見通しがリスクプレミアムを拡大させているとは考えにくい。

図表2 デットの資金調達環境



図表3 エクイティの資金調達環境

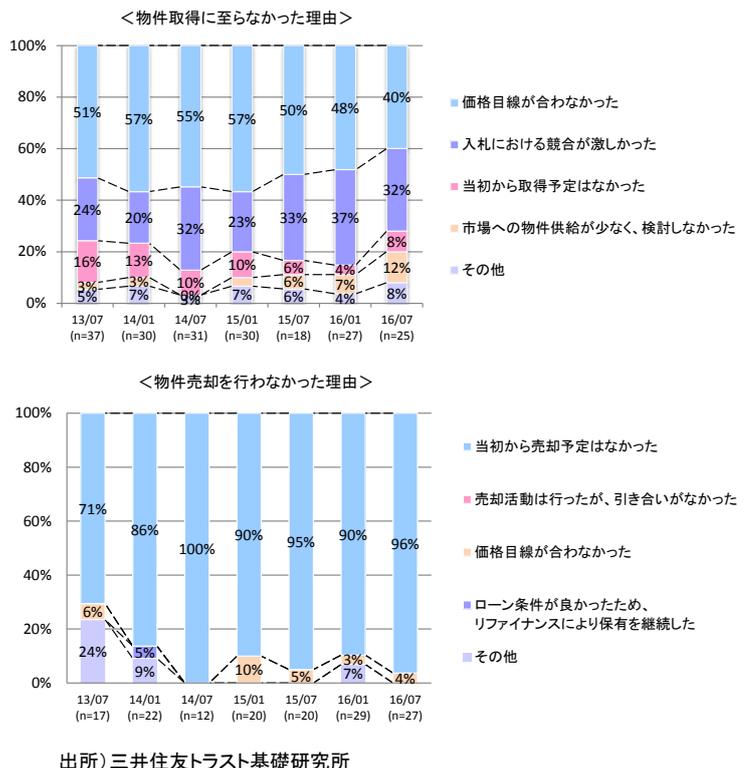


2-2. 不動産の流動性

「不動産私募ファンドに関する実態調査」において、2016年上半期(1~6月)の物件取得状況について不動産私募ファンドの運用会社に質問したところ、物件取得に至らなかった理由(図表4)として「価格目線が合わなかった」という回答が40%を占めた。不動産価格の高騰により価格目線の乖離がある状況が継続しているものと見られる。また、「市場への物件供給が少なく、検討しなかった」との回答割合も増加しており、取得したくても買えない状況が継続していると言える。

一方、物件売却を行わなかった理由(図表4)としては、「当初から売却予定はなかった」が96%を占め、「価格目線が合わなかった」は4%にとどまった。同項目の回答割合が物件取得状況では40%であったことと比較すると、売手優位の取引市場であることがわかる。

図表4 物件取得および物件売却が成立しなかった理由



以上の結果を総合的に判断すると不動産の流動性に対する見通しがリスクプレミアムを拡大させているとは考えにくい。

2-3. 賃料成長期待

賃料成長期待については、現実の不動産マーケットにおいて観測することが困難であるため、ここでは J-REIT の保有物件における不動産鑑定評価を参考に不動産マーケット精通者である不動産鑑定士の見方から賃料成長期待の変化を確認する。

ネットキャッシュフロー（以下、「NCF」）の中長期的な成長率は、不動産鑑定評価にて試算されている「直接還元法による収益価格の直接還元利回り」と「DCF法による収益価格の割引率」を用いて以下のとおり算出できる。なお、ここで求める中長期的な成長率 g は NCF の成長期待であるが、一般に NCF の算出過程で用いられる費用部分の変化は限定的であるため、当該 g を賃料成長期待と置き換えて考察する。

直接還元法において、不動産の理論価格を P 、直接還元利回りを R とすると次の式が成り立つ。

$$P = \frac{NCF}{R}$$

一方で、DCF 法において、不動産の理論価格を P 、割引率を r 、成長率を g とすると次の式が成り立つ。

$$P = \frac{NCF}{(1+r)} + \frac{NCF \times (1+g)}{(1+r)^2} + \frac{NCF \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots$$

ここで、両辺に $(1+r)$ をかけ $(1+g)$ で割ると、

$$P \times \frac{(1+r)}{(1+g)} = \frac{NCF}{(1+g)} + \frac{NCF}{(1+r)} + \frac{NCF \times (1+g)}{(1+r)^2} + \frac{NCF \times (1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots$$

右辺の第 2 項以降は P そのものとなるので、

$$P \times \frac{(1+r)}{(1+g)} = \frac{NCF}{(1+g)} + P$$

$$P \times (1+r) = NCF + P \times (1+g)$$

$$P \times (r-g) = NCF$$

$$P = \frac{NCF}{(r-g)}$$

となる。これにより、直接還元利回りと割引率の間には $R = r - g$ ($g = r - R$) の関係が成り立ち、賃料成長期待を示す中長期的な成長率 (\equiv NCF の成長率) g は、割引率と還元利回りの差分であると定義できる。

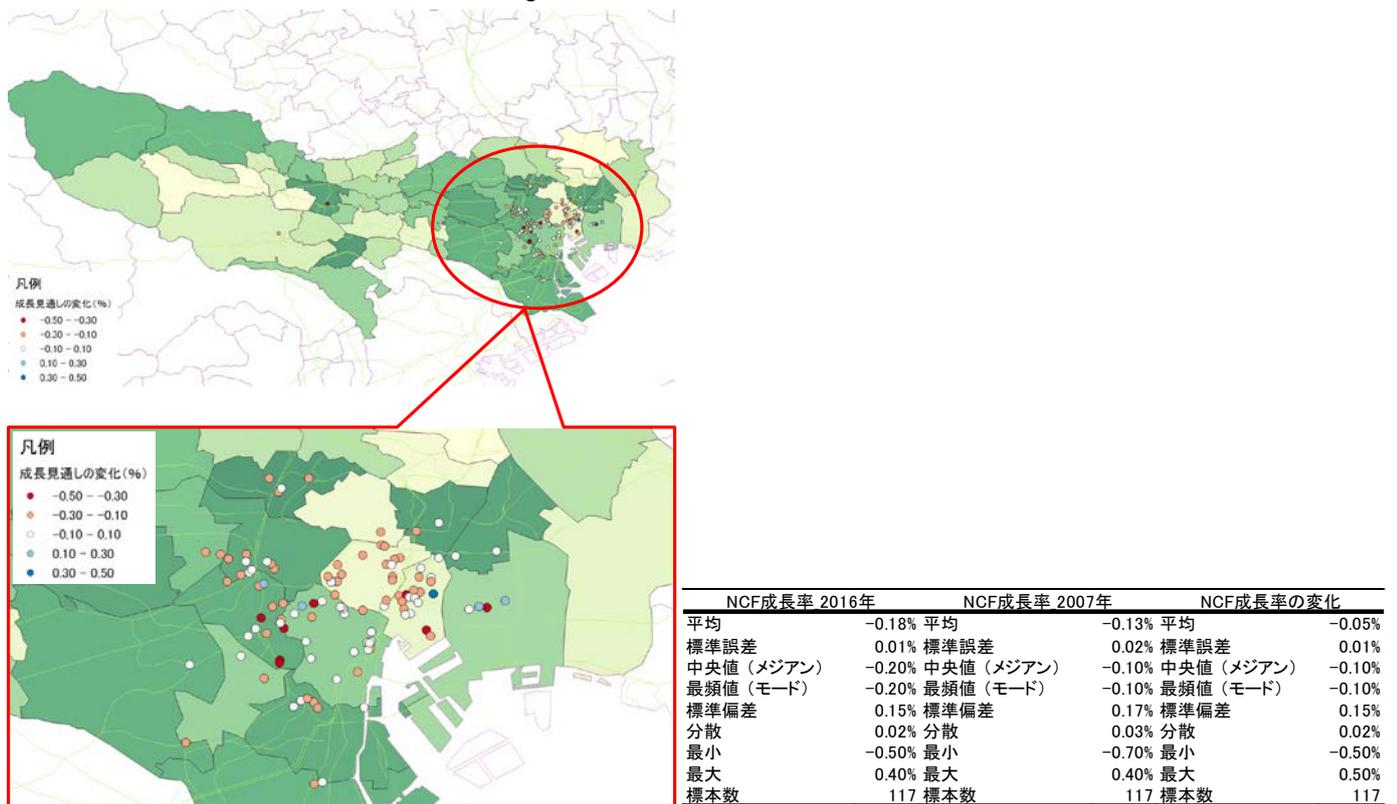
図表 5 は J-REIT 各投資法人が保有する東京都内のオフィスビルのうち、2007 年以降継続して保有している（継続して不動産鑑定評価額が確認できる）物件のみを抽出し、2007 年時点と 2016 年時点における NCF の中長期的な成長率 (g) の差分をとったものである。

J-REIT が東京都内に保有している物件の NCF 成長率について 2007 年と 2016 年を比較すると、2016 年の平均的な成長期待が縮小している ($\Delta 0.05\%$)。中央値で見ても成長期待の縮小が確認できる ($\Delta 0.10\%$)。また、2007 年と 2016 年にける成長率の最大値 (0.40%) は同じであり、2007 年の最小値 ($\Delta 0.70\%$) が 2016 年の最小値を超えるマイナス幅となっているにもかかわらず、2016 年の平均的な成長期待が縮小しているという結果は、中長期的な賃料成長期待が剥落しているという解釈を有意にするものである。

特に保有物件が集積している東京 23 区にフォーカスしてみても、横ばいを示す点 (白色) およびマイナスを示す点 (黄色・橙色・赤色) が多いことが見て取れ、2016 年における賃料成長期待の見通しは 2007 年以下となっていることがわかる。

この結果は、不動産マーケット精通者としての不動産鑑定士は 2016 年時点における中長期的な賃料成長期待を 2007 年時点よりも弱く見ているということの意味しており、当該中長期的な賃料成長期待における見通しの変化がリスクプレミアムの拡大に影響している可能性があると言える。

図表 5 不動産鑑定評価にみる NCF 成長率 (g) の変化 (2016 年 - 2007 年)



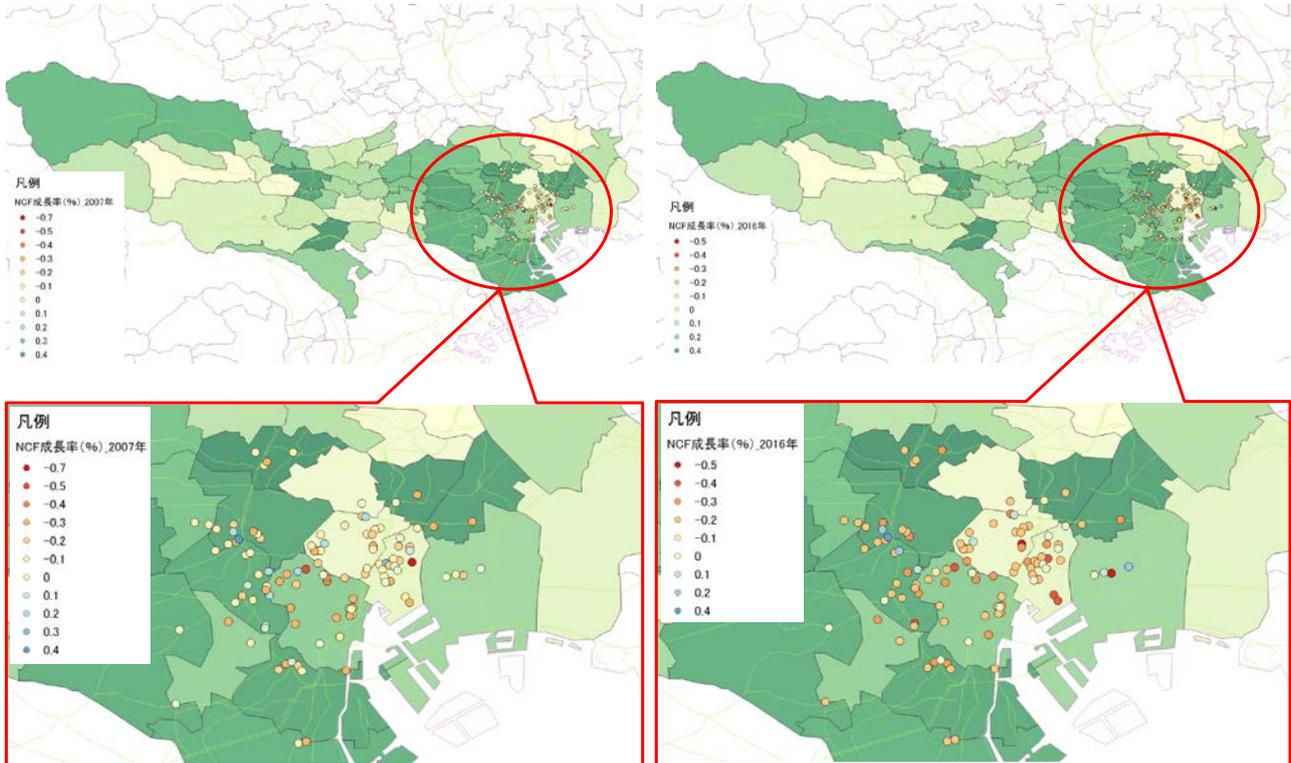
出所) 国土地理院「基盤地図情報」を使用し、J-REIT 各投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

<参考> 図表 6 は J-REIT が東京都内に保有するオフィスビルについて、2007 年時点および 2016 年時点における NCF の中長期的な成長率 (g) をプロットしたものである。特に保有物件が集積している東京 23 区にフォーカスしてみると、2007 年時点の成長率はプラスの成長期待を示す点 (水色・青色) および僅かなマイナス成長を示す点 (黄色) が多いことが見て取れる。なお、全体としてマイナス成長を示す点 (黄色・橙色・赤色) が多い理由は、中長期的な観点から平均値を算出しており、経年による劣化などが影響しているためと考えられる。

一方、2016年時点の中長期的な成長率は、2007年時点と比較すると、比較的大きなマイナス成長を示す点(橙色・赤色)が増えていることが見て取れる。

<参考>

図表 6 不動産鑑定評価にみる NCF 成長率(g)の見通し(左:2007年、右:2016年)



出所) 国土地理院「基盤地図情報」を使用し、J-REIT 各投資法人開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

4.まとめ

不動産の期待利回りを構成する要素＝「リスクフリーレート」＋「リスクプレミアム」という概念からすると長期金利の低下は期待利回りの低下(不動産価格の上昇)に寄与するものであると言える。しかしながら、金利の低下が企業の設備投資につながらず、更なる企業業績の向上・賃料負担力の向上に期待が持てないという見通しが目に見えない要因となってリスクプレミアムを押し上げているのである。もちろん、東日本大震災の経験による地震リスクに対する認識の変化や以前は認識されていなかったリスクの発生など、リスクプレミアムの決定構造に変化が起きている可能性を完全に否定することはできないが、賃料成長期待の剥落が期待利回りと長期金利間の相関関係を打ち消す一因として挙げられるのではないだろうか。

賃料成長期待の剥落がリスクプレミアムを拡大している一因であるとすれば、立地やスペックの極めて優れたオフィスビル、テナントの信用力が高く好条件での賃貸借契約が締結されているオフィスビルなど、個別的看着賃料成長期待が持てるオフィスビルについては、更なる期待利回りの低下が見込めるということになる。期待利回りとの差が相対的に小さかった2007年頃のスプレッドは2%前半であり、中長期的な賃料成長期待が持てるオフィスビルについては、期待利回りを2%台と想定した取引が出てきたとしても驚く環境ではないのかも知れない。

以上

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。