

不動産市場・ショートレポート／不動産投資市場

国内の不動産投資市場を取り巻く環境変化とその影響

2023年3月16日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第1部 田中 可久

2022年初以降、米国をはじめ多くの国・地域が金融政策を緩和から引締めに移行させる環境下で、足元まで株式・債券をはじめ金融商品全般の価格は低迷し、投資需要は選別的になっている。国内不動産に関しては、足元まで価格下落は見られず、投資需要も減退していない模様だが、今後の動向には注視が必要となってきた。本稿では、円安・インフレ・海外金利上昇に注目し、国内の不動産投資市場への影響について、国内投資家と海外投資家それぞれの観点から考察する。

■国内不動産投資需要への影響として、インフレからはマイナス、円安・海外金利上昇からはプラスが想定される**【為替の影響と見通し】**

2021年初以降、長らく緩やかな円安傾向が続いていたが、2022年3月以降は1ドル110円台半ばから10月には150円を超えるまで急激な円安が進んだ。11月以降は、米国の物価上昇鈍化や日銀の金融政策変更を受けて過度な円安は修正されたが、引き続き130円前後で推移している。今後、長期的には内外金利差が縮小していく過程で、2021年初頃の為替水準への円高回帰が見込まれる。

円安環境では、外貨ベースで見たときに日本の資産価格が割安になり、海外投資家の国内不動産に対する投資需要に影響を及ぼすこととなる。具体的には、割安感から新規投資は拡大するが、既存保有資産は外貨ベースでの価格下落により売却しづらくなる。

実態としては、海外投資家の多くが不動産自体からのリターンを重視する傾向があり、為替による損益を重視して意思決定する投資家は少なく、投資額の増減に顕著な動きは見られない。ただし、近年投資を拡大しているアジア投資家の一部は、円安環境を新規投資の好機と捉える動きもあるようだ。これらの投資家は、円高基調となる過程で、外貨ベースで価格が上昇するメリットを期待しており、為替見通しに関しては、海外投資家による新規投資が一定程度継続する要因となりうる。

【物価上昇(インフレ)の影響と見通し】

物価に関しては、2021年以降、国内外で物価上昇(インフレ)が高進し、一部では経済減速につながる懸念が継続している。今後、物価上昇率は鈍化する見込みだが、当面は高水準での推移が見込まれる。

インフレ下の不動産投資では賃料上昇が期待されるため、インフレは投資需要を増加させる要因となりうる。一方で不動産運営や開発のコストも上昇することとなり、賃料の上昇をコストの上昇が上回れば、キャッシュフロー減少につながり、投資需要が減退する要因となる。

今後、オフィスについてはテレワークの負の影響によって賃料は低迷する見込みであり、住宅については堅調な賃貸需要が想定されるものの、インフレ下での所得改善は限定的で賃料上昇は緩やかなものに留まると予想される。また、近年物流施設や住宅を中心に開発段階からの投資も増えていたが、資材価格や人件費を含めた開発コストが大幅に上昇している環境下で、当初目標リターンを充足することが難しくなっている。短期的な物価下落を見込まない環境下では、運営・開発コストは高止まりする可能性が高く、物価見通しに関しては、国内外の投資家を問わず、国内不動産への投資需要を減退させる要因となりうる。

【海外金利上昇の影響と見通し】

海外金利の上昇は、2022年初から10月にかけて海外の株式・債券等の資産価格の大幅下落を誘発しており、国内株式でも相応の下落が見られた。その一方で、足元まで海外不動産の期待利回り上昇や価格下落は限定的で、

国内不動産では期待利回り上昇や価格下落は見られない。結果として、投資全体における不動産投資割合が目標よりも高くなっている状況にあり、今後、後述するようなデノミネーターエフェクト(資産価値の大幅な変動に伴う特定資産のリバランス)が生じる可能性がある。また、デノミネーターエフェクトによる投資需要減退以外でも、英国の年金基金等で一時的に流動性(手元資金等)を確保する必要性から、不動産ファンド持分を売却する動きもあり、以前よりも不動産投資に慎重な海外投資家が増えている。

海外の長期金利が上昇する一方で国内の長期金利が低位で推移すれば、投資の魅力度を表すイールド・ギャップ(=期待利回り-長期金利)は海外市場で縮小する可能性が高く、逆に国内市場のイールド・ギャップは維持されることになる。その結果、日本の不動産投資の相対的な魅力が高まり、海外投資家の投資需要は増加する可能性がある。

デノミネーターエフェクトの観点からは、株式・債券の下落が現状程度であれば、不動産投資割合の上昇は許容レンジに収まる投資家が多く、流動性が枯渇している投資家も限定的であり、実際に不動産投資需要の減退は足元までは限定的である。そのため、国内の長期金利が海外のように大幅には上昇しない想定下で、国内不動産投資に関しては、イールド・ギャップの魅力がデノミネーターエフェクトによる負の影響を上回り、投資需要は高まりやすいと考えられる。

図表 1. 国内不動産投資市場を取り巻く環境変化による影響と見通し

	投資家属性	想定される国内投資市場への影響	実態と今後の見通し
円安の影響	国内投資家	N 影響は少ない	N 直接的な影響は想定しづらい
	海外投資家	+ 割安な水準で新規投資が可能 - 外貨ベースでの保有資産価格が下落	+ 海外投資家の需要は続く見込みで、新規投資に対する円安メリットが大きい
インフレの影響	国内投資家	+ 賃料上昇を含めたインフレヘッジ機能が期待 - 建設コスト上昇によって開発案件のリターンが低下し、新規投資が停滞	- 大幅な賃料上昇が見込みにくい環境で、各種コストが上昇しており、今後は期待するリターンが得られず、投資需要が減退する可能性がある
	海外投資家	- 運営コスト上昇によってNOIが低下し、投資需要が減退	
海外金利上昇の影響	国内投資家	- 不動産以外の資産価格下落により、不動産投資割合への偏りが生じ、新規投資停止や持分売却につながる(デノミネーターエフェクト(分母効果))	N 株価下落等によって不動産投資割合が上昇しているが、概ね許容レンジ内にあると思われ、分母効果による投資需要が減退する可能性は低い
	海外投資家	+ 日本のイールド・ギャップが厚い状態が維持され、相対的な魅力が増す - デノミネーターエフェクト(分母効果)の発現	N 分母効果で投資需要が減退する可能性は高くない + 国内低金利環境の大幅な変化は見込みづらく、イールド・ギャップに起因する投資需要が増加する可能性がある

出所)三井住友トラスト基礎研究所

注)記号は、国内不動産投資需要に対して、それぞれ、「N:あまり影響がない/+:プラスの影響/-:マイナスの影響」となる状況を表したものの。

■デノミネーターエフェクトで海外投資家が慎重姿勢に転じても、国内不動産投資需要への影響は限定的

ここで投資家の投資需要に影響を及ぼすデノミネーターエフェクトについて整理する。デノミネーターエフェクトとは、日本語では「分母効果」と呼ばれることが多い。保有資産全体に占める特定資産の投資割合が過剰になった場合、その特定資産への投資を控えたり、持分を売却することで、投資割合を調整する行動を指す。2022年半ば以降、米国や英国の不動産ファンドの一部で解約請求や持分売却の増加が見られ、海外投資家の一部は不動産投資に慎重になっている。

実際に海外投資家の不動産投資割合がどのように変化しているかの参考として、米国の代表的な年金基金であるCalPERSの投資・運用の足元状況を確認する(図表2)。

CalPERSは、不動産(Real Estate)投資を、インフラ(Infrastructure)や森林(Forestland)への投資と合わせてReal Assetsとして区分している。2022年9月末時点の投資・運用状況を見ると、不動産を含むReal Assetsへの投資配分は17.1%で、暫定目標の投資配分13.4%を上回っている。これはReal Assetsの運用が好調だった影響もあるが、株式・債券の運用が低調だった影響が大きい。今後、さらに株式・債券の運用が悪化する場合には、Real Assetsへの配分を減らし、現金等の流動性の高い資産へ入れ替える可能性がある。ただし、CalPERSのように多くの年金基金は目標投資配分に許容レンジを設定しており、この上限内であれば大幅な調整は起こりにくい。

図表 2 CalPERS の投資・運用状況(2022 年 9 月末)

投資対象		年間リターン	投資配分	
			2022年9月末	暫定目標
Public Equity(上場株式)		-18.5%	46.3%	52.8% (±7%)
Fixed Income(債券等)		-19.8%	23.5%	24.8% (±6%)
Private Equity(プライベート・エクイティ/非上場株式)		3.3%	11.5%	9.0% (±5%)
Real Assets	Real Estate(不動産)	21.7%	17.1%	13.4% (±5%)
	Infrastructure(インフラ)			
	Forestland(森林)			
Private Debt(プライベート・デット)		—	1.8%	1.0% (±5%)

出所)California Public Employees' Retirement System(CalPERS)の公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

以上のように、足元まで、円安・インフレ・海外金利上昇は、国内不動産への投資需要に顕著な影響を及ぼしていない。今後、為替や海外金利動向からは、国内不動産投資需要に対してプラスの影響が想定され、市場を取り巻く環境変化が国内不動産投資を大幅に減退させるような状況にはなりにくい。一方、インフレが長期化する場合はマイナスの影響が強まることが想定され、また、株式・債券等の価格下落の影響を大きく受けた海外投資家が不動産に対して慎重姿勢に転じる可能性は以前よりも高まっているが、国内での不動産投資割合を大幅に減少させる投資家は多くないだろう。

当社発行「不動産マーケットリサーチレポート」のご案内

本レポートは、当社の有償レポート「不動産マーケットリサーチレポート(年2回発行)」をもとに、一般の読者に向けて再編集したものです。将来予測を含む同有償レポートの内容および購入につきましては、当社 HP (https://www.smtri.jp/service/report/market_research_report.html)をご参照下さい。

【お問い合わせ】投資調査第1部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/117/>

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ます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。
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。
5. 当社が行う業務に関して、当社および当社と密接な関係にある者が、お客さまから金銭または有価証券をお預かりすることはございません。