

# インフレ・金利上昇の不動産市場への影響

---

2023年4月19日

投資調査第2部 副主任研究員

荻島 駿

(E-mail: [ogishima@smtri.jp](mailto:ogishima@smtri.jp) Tel: 080-7207-4683)

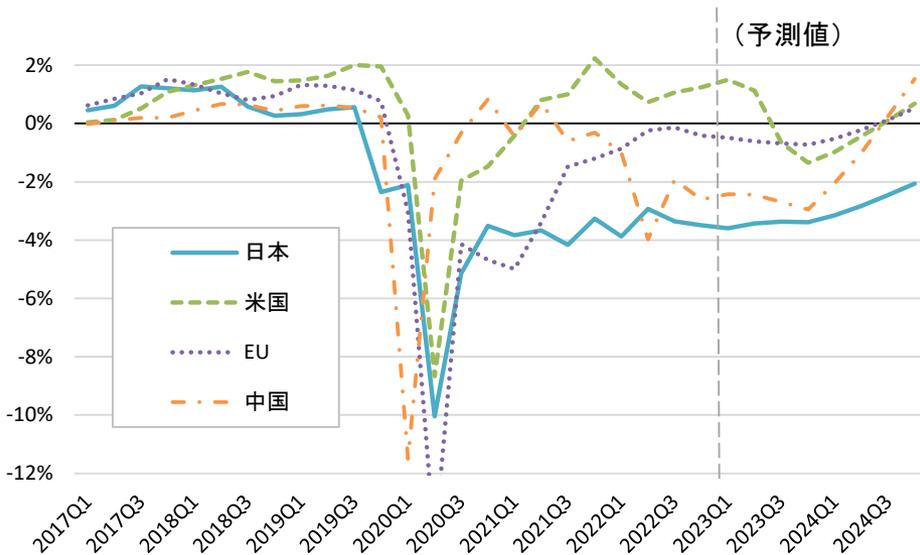
三井住友トラスト基礎研究所



# 内外経済の見通し

- 2023年の世界経済は、金融政策引締めに伴い明確に減速することが予想されているが、**日本経済は相対的に見れば減速の度合いが小さく、2023年も横ばい圏内のトレンド**が維持される見通し。他国より遅れていたサービス業の回復が本格化することで、世界経済減速の影響を一定程度相殺すると考えられる。
- こうした内外経済の見通しは、2022年12月の日銀の金融政策変更を踏まえても大きく変わらない。金利の上昇幅は小幅であることから、企業活動等に与える影響は限定的。
- 先行きのリスクとしては、インフレが過熱することで家計消費が減退する可能性や、米国・欧州での金融不安を背景に世界経済の減速が想定以上になる可能性には留意が必要。(※金融不安の影響については、今後のレポートで詳細に分析予定)

### ■各国GDPの対コロナ前トレンド比



出所) Oxford Economics (2023年4月時点)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成  
 (注) (実際のGDP/コロナ前のトレンドGDP)-1として算出している。「コロナ前のトレンドGDP」は、Oxford Economics による2019年12月時点の潜在GDPの予測値を用いている。2023年Q1以降の実際のGDPは、予測値。

### ■実質GDPの見通し



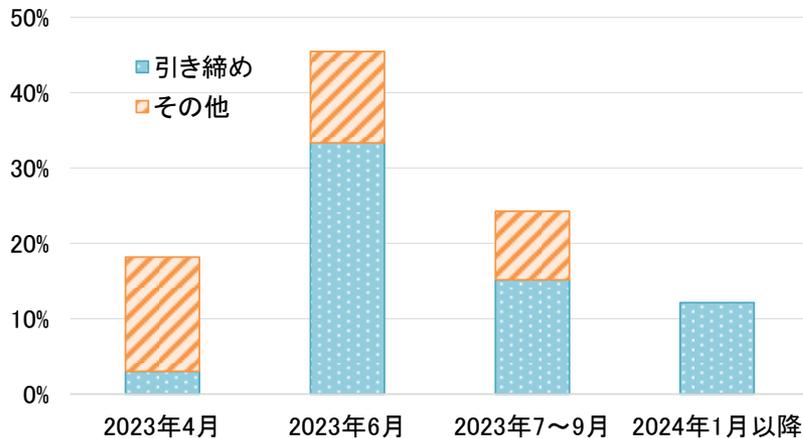
(出所) Oxford Economics (2023年4月、2022年11月時点予測)をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成



# 金融政策と物価・賃金の見通し

- 日銀の次回の金融政策変更時期については、2023年4～6月の政策変更を予測する機関が半数を超えている。(左図)。
- 日銀の政策スタンスをみる上で「物価上昇の継続性」及び「賃金と物価の関係」が重要になる。現時点の見通しでは、2023年内に物価上昇率はピークアウトし、その間に賃金は上昇するものの物価上昇率に及ばないことが見込まれている(右図)。
- この見通しを踏まえると、従来からの2%目標との整合性から日銀は今後も緩和姿勢を継続すると考えられ、政策金利引き上げや量的緩和の方針転換等は当面は行われぬ可能性が高い。
- 一方で、イールドカーブ・コントロール(YCC)の修正は、債券市場の機能低下を改善する観点から早期に実施される可能性が高い。3月末時点で10年国債金利はYCCの上限値を下回っているため、このタイミングで春闘の賃上げ結果が良好だったこと等を根拠にYCCの変動幅拡大や撤廃に至る可能性は十分にある。

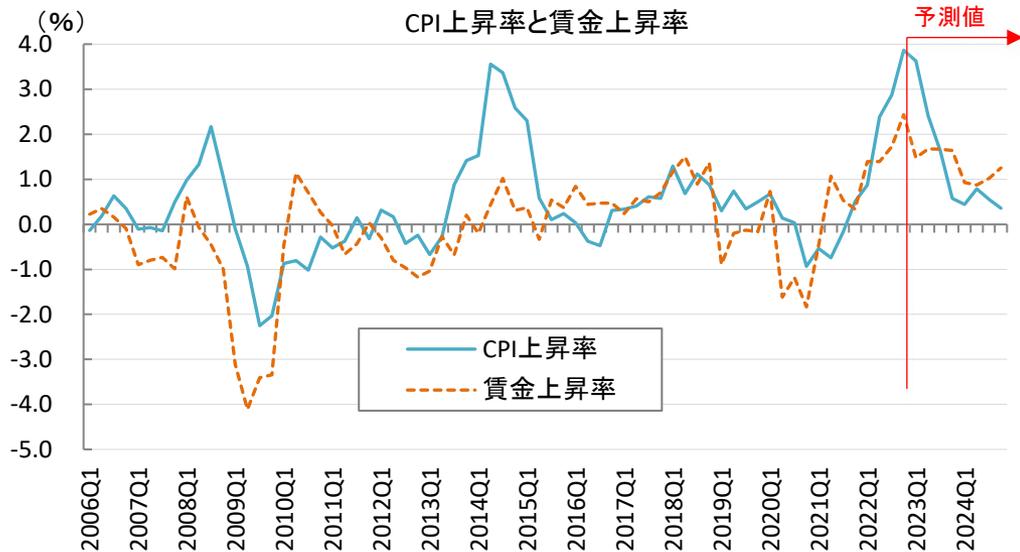
■ 次回の金融政策変更時期(アンケート)



(出所) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査(2023年4月時点)」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

(注) 予測機関33機関へのアンケート結果。回答時期は2023年3月29日～4月5日。

■ 物価・賃金の見通し



(出所) Oxford Economics(2023年4月時点予測)をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成



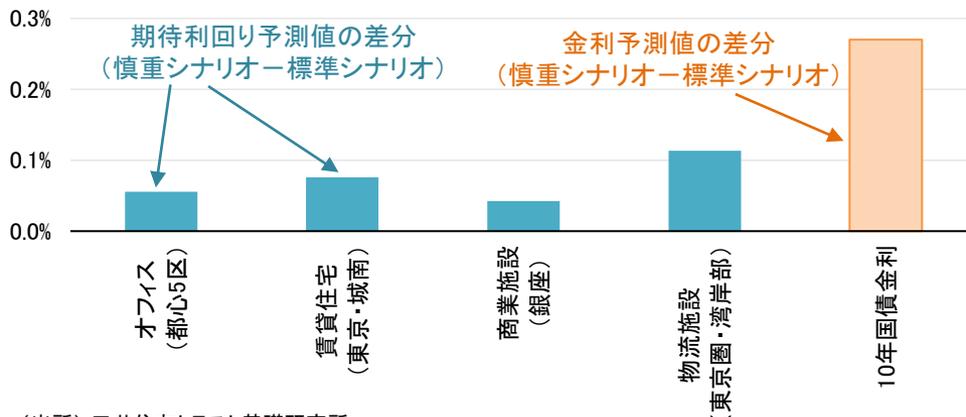
# 金利上昇の期待利回りへの影響

- 三井住友トラスト基礎研究所では、「標準シナリオ」「慎重シナリオ」の2つのシナリオに基づき将来の不動産市場(期待利回り)を予測をしている。両シナリオを比較することで、金利上昇を含めた各変数の変動が期待利回りに与える影響を推察できる。
- 両シナリオの予測結果を比較すると(左図)、慎重シナリオにおいて期待利回りは概ね0.05~0.15%ptの上昇を示している。ただし、慎重シナリオは経済停滞の影響(成長率低下に伴う賃料の下落期待が期待利回りを押し上げる効果)も加味されているため、これを除いた金利上昇のみの影響はここで示した数値(0.05~0.15%pt)より更に小さくなるが見込まれる。
- 期待利回りへの影響が限定的と考えられる要因として、金融緩和以降のイールドギャップ(リスクプレミアム)の厚さがある。
- 金融緩和以降、足元までのイールドギャップ(不動産キャップレート-10年国債金利)は、ファンダメンタルズに基づく実力ベースの推計値よりも0.6%pt程度上振れていることを示している(右図)。このため、小幅な金利上昇の場合は、イールドギャップの縮小によって期待利回りは大きく変動しない可能性が高い。

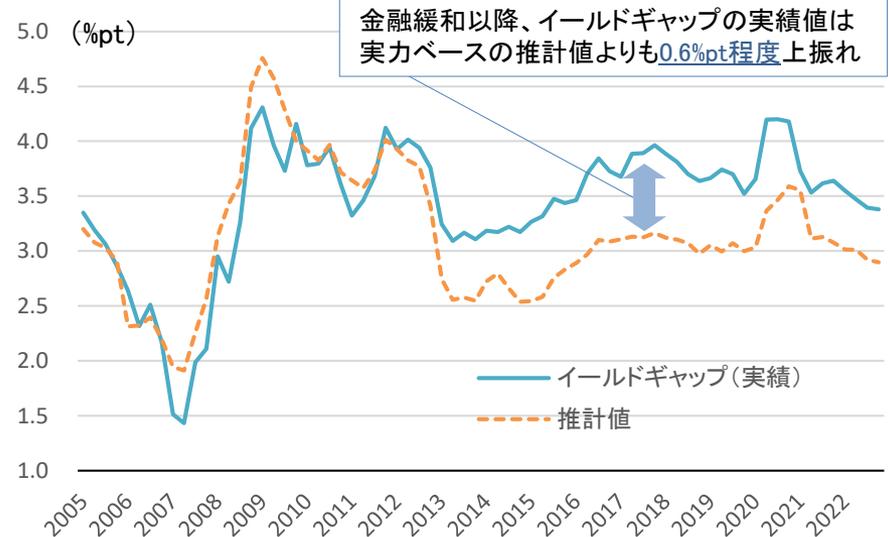
## ■金利上昇の期待利回りへの影響(標準・慎重シナリオの比較)

- **標準シナリオ:** 経済は堅調な成長を維持(P1参照)。長期金利は0.25%程度から徐々に低下し、2024年以降は0%で推移することを想定。
- **慎重シナリオ:** GDP成長率が標準シナリオよりも1%pt程度下振れしほぼ横ばいで推移。長期金利は、期間を通して標準シナリオから0.3%pt程度上振れることを想定。

※2022年11月時点のデータに基づく予測値



## ■イールドギャップの実績値と推計値



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

(注1) 「イールドギャップ」は、J-REITのインプライドキャップレート(オフィス特化銘柄)と10年国債金利の差

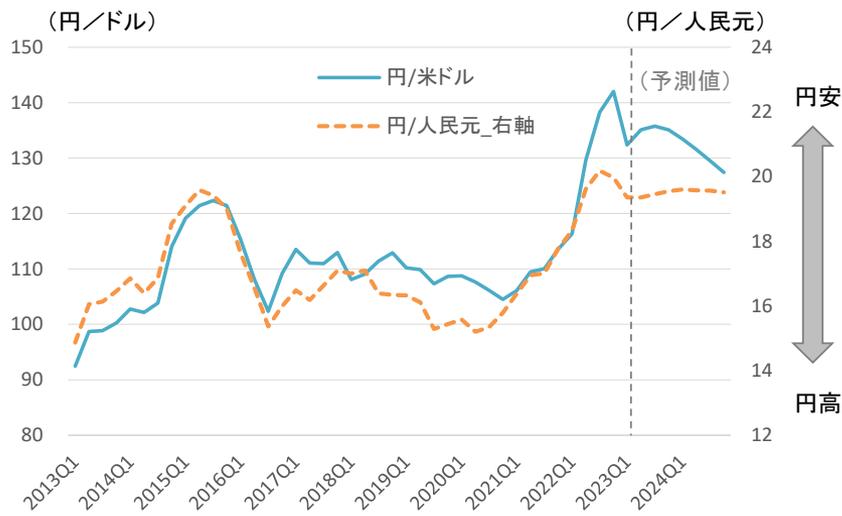
(注2) 「推計値」は、①賃貸CF、②J-REIT時価総額、③貸出態度DI、④為替レート、の4つの変数(ファンダメンタルズ)から回帰分析により推計した予測値。金融緩和以降の変化を抽出するため、2013年以降に1をとるダミー変数を用いて推計している。



# 為替レートと対日不動産投資の動向

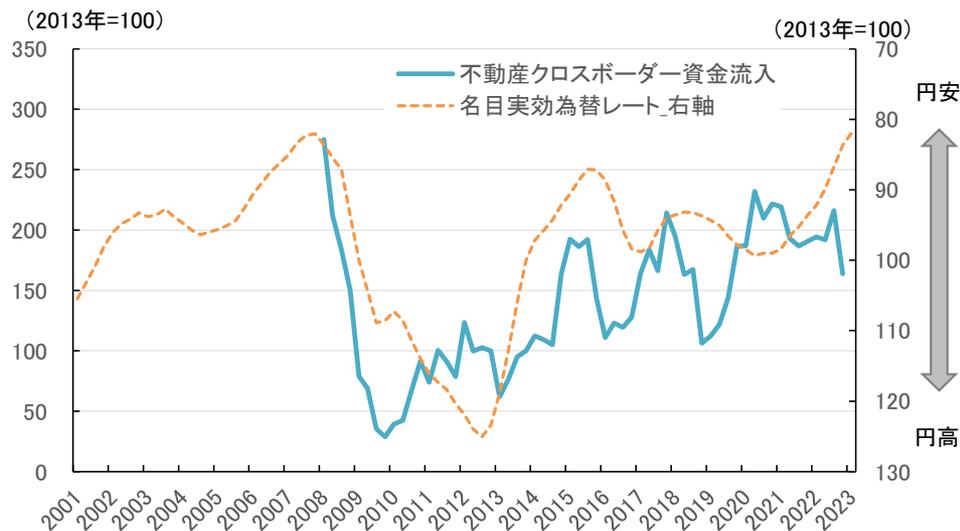
- 為替については、2022年11月以降の米国経済の減速懸念や、12月の日銀の金融政策変更を受けて、足元でやや円高方向にシフトしている。それでも水準としては当面はコロナ前よりも円安水準が続くことが見込まれるため(左図)、インバウンドや対日投資の増加を通して今後の日本経済にプラス要因となると考えられる。
- 海外投資家の国内不動産への投資についてみると(右図)、**2022年以降、円安に連動した過度な資金流入は起こらなかったものの、高水準の資金流入が継続**した。円安に加えて他国に比べて相対的に厚いイールドギャップが、資金流入に繋がったと考えられる。
- 一方で、2022年10-12月期に海外資金流入はやや落ち込みがみられた。日銀の金融政策変更の影響はまだほとんど発現していない時期であり、**欧米における経済・金融環境の悪化から投資姿勢が慎重になった**ことが主因と考えられる。金利上昇を踏まえても、海外と比較した日本のイールドギャップの相対的な魅力は維持されるため、今後の急激な海外資金減退は想定しづらいものの、経済・金融環境の想定外の悪化には留意が必要。

## ■ 為替レートの見通し



(出所) Oxford Economics (2023年4月予測)をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

## ■ 為替レートと投資資金流入



(出所) 財務省・日本銀行「国際収支統計」、日本銀行「実効為替レート」、MSCI Real Capital Analyticsデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成  
(注)4四半期後方移動平均値。



## 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](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ありません。

## 株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル11階  
www.smtri.jp