

## 長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響

2023年4月18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 上席主任研究員 米倉勝弘

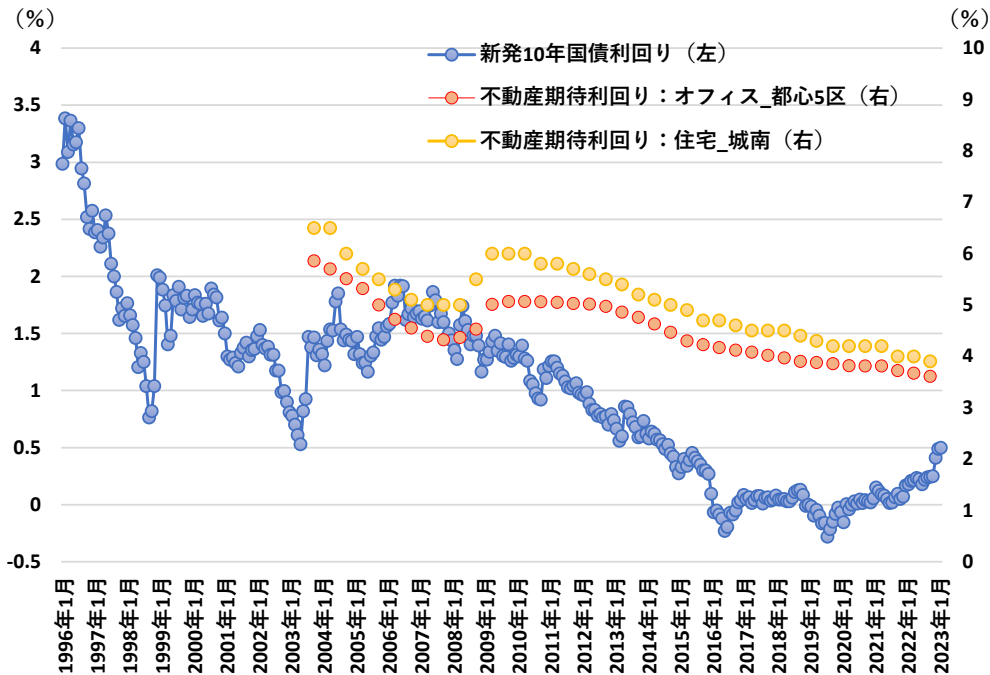
- 2022年12月に日銀が許容する長期金利の変動幅が $\pm 0.25\%$ から $\pm 0.50\%$ へ変更された。長期金利の上昇は不動産期待利回りの押し上げ要因となり得るが、過去に長期金利の変動幅が $\pm 0.10\%$ 程度から $\pm 0.25\%$ 程度まで変更された間、不動産期待利回りは影響を受けずに低下を継続してきた。
- 不動産期待利回りを構成するリスクフリーレートの中に一定の「長期金利上昇リスクプレミアム」が含まれているとの仮説に立てば、一定程度までの長期金利の上昇であれば、「長期金利上昇リスクプレミアム」がバッファとなり不動産期待利回りの上昇圧力を吸収していると考えられる。
- 足元における「長期金利上昇リスクプレミアム」が2000年以降における長期金利の平均である $0.84\%$ 程度と現時点の長期金利の水準である $0.50\%$ 程度の差分である $0.30\%$ 程度だとみれば、今後の利上げ幅によっては不動産期待利回りにダイレクトに影響し、利回りが上昇する可能性がある。
- 海外ではインフレ抑制を最優先し、景気を犠牲にした金融政策がとられている。日本においても急激なインフレの進行や物価の高止まりが起るようなことがあれば、長期金利が一段と上昇し、長期金利上昇リスクプレミアムの消滅と共に、不動産期待利回りの上昇圧力が急激に強まる可能性がある。

### 1. はじめに

わが国では「異次元緩和」と呼ばれる金融政策が長期にわたって継続している。2013年4月に「量的・質的金融緩和」として、マネタリーベースの拡大（「量」の拡大）に加えて、長期国債の買い入れ拡大・年限長期化、リスク資産における買い入れ対象の多様化といった「質」にも配慮した政策が導入された。また、2016年1月には金融機関が保有する日銀当座預金について一定残高以上の金利にマイナス金利を導入することにより貸し出しや投資に資金が回ることを期待して「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が導入された。さらに2016年9月には長短金利操作（イールドカーブ・コントロール：YCC）によって将来の安定した金利水準の持続性を醸成し、物価上昇率2%を安定的に超えるまで資金供給量を拡大する「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」が導入された。これは短期金利にマイナス金利を適用するとともに、長期金利は10年物国債利回り（以下、「長期金利」という）がゼロ%程度で推移するように長期国債を買い入れる政策である（図表1参照）。長期金利の変動幅は当初の $\pm 0.10\%$ 程度から2018年7月に $\pm 0.20\%$ 程度へ、2021年3月には $\pm 0.25\%$ 程度へと変更され、直近では2022年12月に $\pm 0.50\%$ 程度へ変更された。

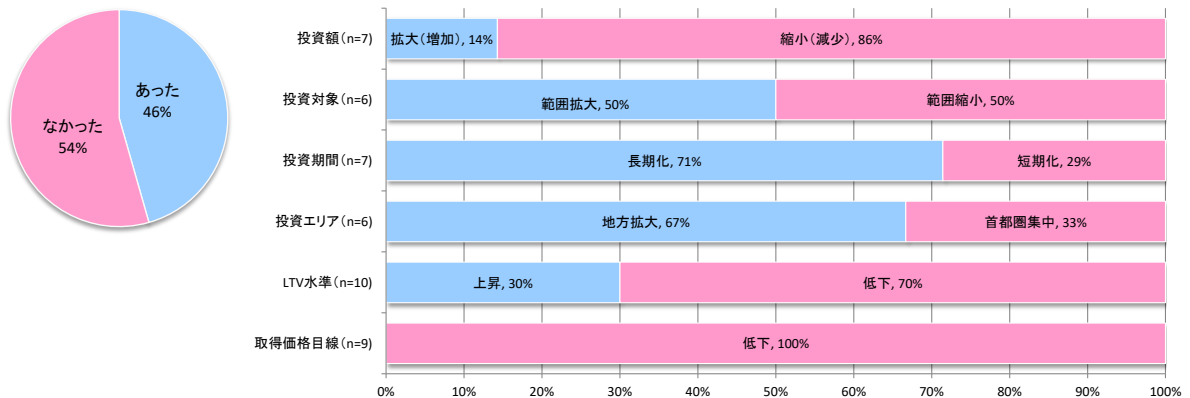
不動産証券化協会と当社が共同で実施している「不動産私募ファンドに関する実態調査-2023年1月調査-」において、この2022年12月の日銀の金融政策決定会合後の投資方針の変化を調査したところ、回答企業の46%が投資方針に変化があったと回答している（図表2参照）。具体的な投資方針の変化の内容については、「投資額の縮小」、「LTV水準の低下」、「取得価格目線の低下」などが目立ち、事実上の利上げが不動産価格の下落圧力（不動産期待利回りの上昇圧力）となっているように思われる。しかしながら、実際には長期金利の変動幅が当初の $\pm 0.10\%$ 程度から $\pm 0.25\%$ 程度まで変更された間、不動産期待利回りは影響を受けずに低下を継続してきた（図表1参照）。そこで、本稿では改めて長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響を考察した。

図表 1 新発 10 年国債利回りと不動産期待利回り(オフィス・住宅)の比較



出所) Bloomberg および財団法人日本不動産研究所「投資家調査」のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 2 日銀の金融政策決定会合後の投資方針の変化の有無と変化の内容



出所)不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査-2023年1月調査-

## 2. 不動産期待利回りの構成要素からみた長期金利と不動産期待利回りの関係

「不動産期待利回り」は、賃貸借に供する不動産を取得するために要した資本額に対して期待される純収益のその資本相当額に対する割合と定義され、不動産期待利回りの構成要素は「リスクフリーレート」+「不動産リスクプレミアム」で表現されることが多い。また、リスクフリーレートとして一般的に長期金利が用いられる。

不動産期待利回りリスクフリーレートとの間には交絡因子として「経済見通し」があると考えられるため、長期金利の上昇が「良い金利の上昇」であるのか「悪い金利の上昇」であるかによって不動産期待利回りへの影響は異なる。その影響を先の構成要素を使って示せば、不動産期待利回りの押し上げ要因となる「長期金利の上昇」という事象が生じたとしても、将来的に安定的な経済成長が見込め NOI の成長も期待できる場合には不動産リスクプレ

ミアムが縮小し、不動産期待利回りを押し下げる方向に作用する場合がある(詳細は、米倉勝弘(2018)。「長期金利の上昇と商業用不動産価格の関連性」.三井住友トラスト基礎研究所。

[https://www.smtri.jp/report\\_column/report/2018\\_03\\_05\\_4048.html](https://www.smtri.jp/report_column/report/2018_03_05_4048.html)参照)。

その点、今回の長期金利の変動幅が拡大されてきた経済環境は、需給バランスの悪化に伴う賃料の低下や水光熱費の上昇などによりオフィスの NOI は弱含んで推移することが予想される状況であった。共同住宅ではオフィスに比べるとこれらの影響が限定的であるものの、やはり大きなアップサイドが見込まれる状況にはなかった。つまり、現在の長期金利の上昇は「良い金利の上昇」とは言い難く、むしろリスクフリーレートの上昇に加えて、不動産リスクプレミアムが拡大して不動産期待利回りを押し上げる方向に作用する懸念が強かった。それにも関わらず、2021年に長期金利が0.25%程度に上昇した際にも不動産期待利回りの上昇はみられなかった。その要因を考えると(図表1参照)、実際には不動産リスクプレミアムが拡大しなかったという推察に加えて、もう一つの構成要素であるリスクフリーレートの中に長期金利の上昇を吸収するバッファがあったとの仮説が立てられる。その点を図式化したのが図表3である。不動産期待利回りを構成するリスクフリーレートは、直近のリスクフリーレートではなく、今後の長期金利の変動を一定程度織り込んだ長期水準であり、現在であれば長期水準>直近水準となり、その差分として一定の「長期金利上昇リスクプレミアム」が含まれているとの考え方である。当該仮説によれば、「長期金利上昇リスクプレミアム」として織り込み済みの長期金利の上昇であれば、「長期金利上昇リスクプレミアム」がバッファとなり不動産期待利回りの上昇圧力はここに吸収され则认为られる。

図表3 不動産期待利回りの構成要素



出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

### 3. 長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響 ～米国と日本における考察～

この仮説を検証するべく、米国と日本の不動産市場における長期金利と不動産期待利回りの動向を改めて考察してみた。その際、本来は長期金利の動向は経済見通しに左右され、リスクフリーレートの変動と不動産リスクプレミアムの変動は相互に関連し、同時に変動すると考えられるが、足元では今後の長期金利の上昇を打ち消すような不動産リスクプレミアムの縮小は期待できないことから、話を簡略化するために、図表3における「不動産リスクプレミアム」は一定であるという仮定をおいて話を進めている。

図表4は、米国10年国債利回り(以下、「米国長期金利」という)とS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)の推移を比較したものである。最近の動向をみると、2020年後半くらいから米国長期金利が上昇基調に転じたが、2022年6月まではS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)も上昇基調が継続していた。2022年6月時点の米国長期金利は3%程度まで上昇しており、その後はS&Pケース・シラー住宅価格指数(20都市)も下落に転じている。2000年以降における米国長期金利の平均は3.2%程度(図表4赤線)であり、図表3の仮説に基づけば3%前後までは「長期金利上昇リスクプレミアム」として長期金利上昇リスクが織り込まれていたため、不動産価格に影響が及ばなかったと解釈できる。その後は3%程度の水準を上回って金利が上昇したことにより、バッファとしての長期金利上昇リスクプレミアムが消滅し、長期金利の上昇がダイレクトに不動産期待利回りを押し上げ、不動産価格が下落したと解釈できる。

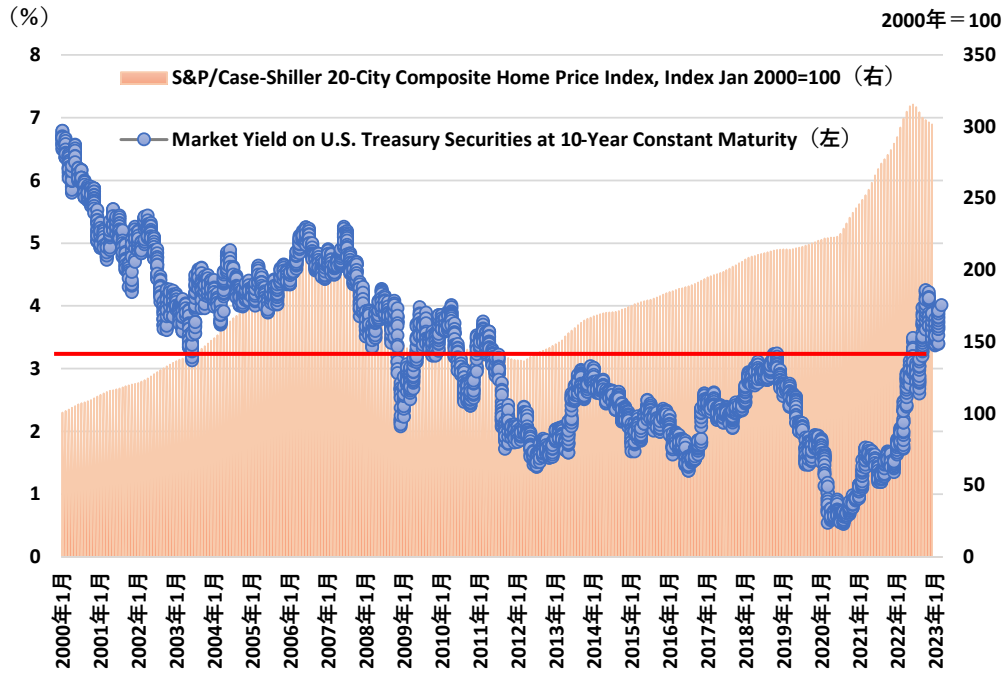
日本においても同様の構造を仮定すれば、2000年以降における長期金利の平均は0.84%程度(図表5赤線)であり、当該水準までは「長期金利上昇リスクプレミアム」として長期金利が上昇することが織り込まれている可能性がある。足元の長期金利は0.5%程度を上限にコントロールされ、0.84%程度を下回っていることから、今のところ不動産期待利回り上昇への波及は観測されていないという見方になる(図表5参照)。なお、世界金融危機以前の2006年・2007年あたりをみると、金利上昇局面にあったにもかかわらず長期金利が2.0%弱の水準になっても不動産期待利回りの上昇はみられなかった。この時期はファンダブル期であり、賃料の上昇期待(不動産リスクプレミアムの縮小)もあったと推察されるが、長期的にみた賃料の期待成長率は月次で大きく変動するものではないことを考えると、期待成長率による押し下げ効果だけではないと思われる。一方、「長期金利上昇リスクプレミアム」は過去の長期的な水準を考慮して決定されると考えられるため、1990年代の高い金利水準が「長期金利上昇リスクプレミアム」に厚みを持たせていたと考えられる。ただし、アベノミクス以降は超低金利が継続したことより、世界金融危機の頃に比べると足元における「長期金利上昇リスクプレミアム」は薄くなっている可能性が高い。

仮に足元における「長期金利上昇リスクプレミアム」が2000年以降における長期金利の平均である0.84%程度と現時点の長期金利の水準である0.50%程度の差分である0.30%程度だとすれば、今後の利上げ幅によっては不動産期待利回りにもダイレクトに影響し、利回りが上昇する可能性がある。

図表6は1年後から10年後までのその時点における長期金利の理論値を把握するため、国債のスポットレートからインプライド・フォワード・レートを算出した結果である。これによれば、2022年3月は6年後まで長期金利がバッファとなる0.84%程度を超えるとは想定されていなかったが、日銀が許容する長期金利の変動幅が変更された2022年12月以降は、1年から2年後には長期金利がバッファとなる0.84%程度を超えるとは想定されている。不動産リスクプレミアムに大きな変化がみられない場合には、1年から2年後に長期金利の上昇を要因として不動産期待利回りが上昇に転じる可能性がある。

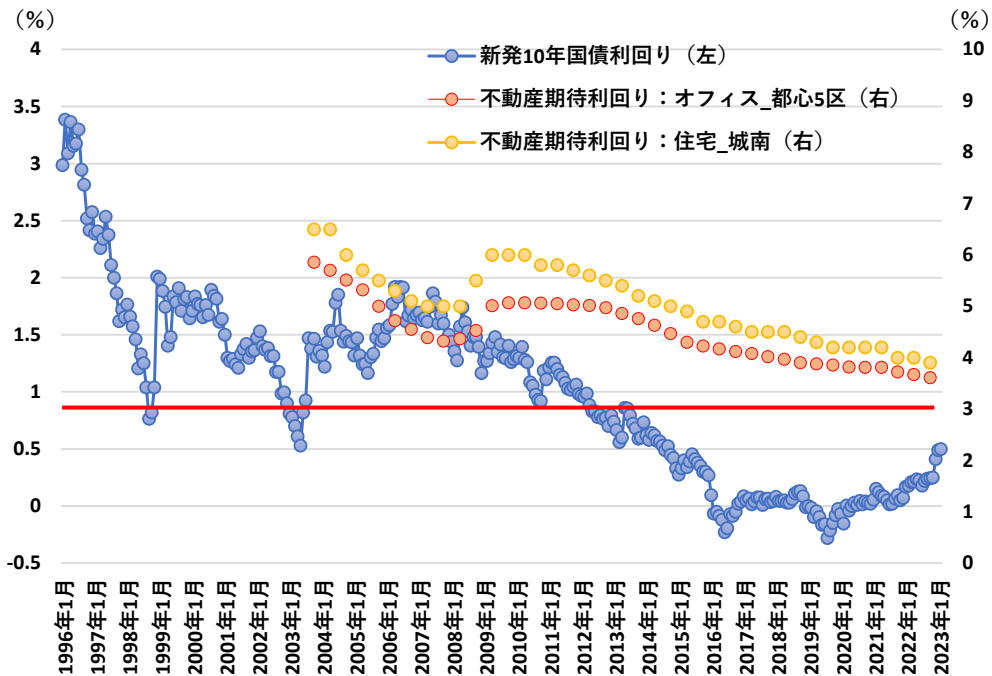
<sup>i</sup> インプライド・フォワード・レートは現時点における市場の期待を反映したものであり、将来の市場で実現するとは限らない予測値である

図表4 米国10年国債利回りとS&Pケース・シラー住宅価格指数の推移



出所) Federal Reserve Economic Data をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表5 新発10年国債利回りと不動産期待利回りの比較(再掲)



出所) Bloomberg および財団法人日本不動産研究所「投資家調査」のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 6 各時点における将来の10年国債利回り予測値(インプライド・フォワード・レート)

期間	2022年3月末	2022年4月末	2022年5月末	2022年6月末	2022年7月末	2022年8月末
1年後から11年後まで	0.31%	0.34%	0.36%	0.45%	0.33%	0.36%
2年後から12年後まで	0.40%	0.46%	0.47%	0.58%	0.47%	0.49%
3年後から13年後まで	0.51%	0.56%	0.59%	0.72%	0.60%	0.64%
4年後から14年後まで	0.61%	0.67%	0.69%	0.85%	0.74%	0.77%
5年後から15年後まで	0.71%	0.79%	0.81%	0.97%	0.87%	0.89%
6年後から16年後まで	0.83%	0.91%	0.92%	1.09%	1.03%	1.03%
7年後から17年後まで	0.95%	1.02%	1.03%	1.22%	1.19%	1.17%
8年後から18年後まで	1.07%	1.11%	1.14%	1.35%	1.34%	1.29%
9年後から19年後まで	1.18%	1.22%	1.27%	1.50%	1.50%	1.44%
10年後から20年後まで	1.29%	1.35%	1.41%	1.61%	1.64%	1.58%

期間	2022年9月末	2022年10月末	2022年11月末	2022年12月末	2023年1月末	2023年2月末
1年後から11年後まで	0.49%	0.48%	0.53%	0.75%	0.89%	0.76%
2年後から12年後まで	0.64%	0.65%	0.70%	0.96%	1.10%	0.93%
3年後から13年後まで	0.80%	0.81%	0.87%	1.15%	1.29%	1.08%
4年後から14年後まで	0.95%	0.95%	1.05%	1.30%	1.47%	1.22%
5年後から15年後まで	1.11%	1.11%	1.23%	1.45%	1.63%	1.35%
6年後から16年後まで	1.27%	1.30%	1.44%	1.62%	1.80%	1.49%
7年後から17年後まで	1.41%	1.50%	1.62%	1.76%	1.93%	1.61%
8年後から18年後まで	1.55%	1.65%	1.75%	1.89%	2.04%	1.69%
9年後から19年後まで	1.69%	1.80%	1.89%	2.02%	2.15%	1.82%
10年後から20年後まで	1.84%	1.95%	2.07%	2.15%	2.24%	1.94%

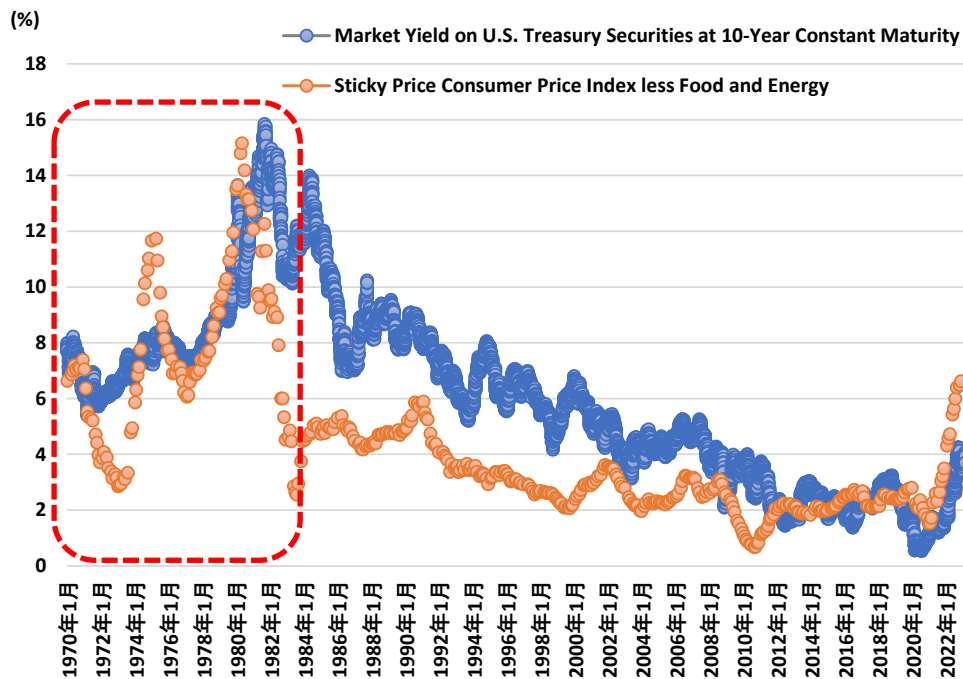
出所)JPアクチュアリーコンサルティング株式会社「イールドカーブ(スポットレート)」のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所算出

#### 4.インフレの長期化が不動産期待利回りの上昇圧力を強める可能性

足元における長期金利上昇圧力の要因としては、「急速なインフレの進行」が一因として挙げられる。特に米国ではインフレ抑制を最優先し、景気を犠牲にした金融政策がとられているため、さらなる長期金利の上昇が懸念されている。現在の状況は1970年代の状況に似ていると筆者は感じている。一般的にスタグフレーションに近い局面での利上げ・利下げの舵取りは難しいが、1970年代から1980年代前半における Sticky-Price CPI の推移からわかるように、中途半端な金融緩和政策がインフレを助長させてしまった経験がある(図表7参照)。2023年3月にシリコンバレー銀行(SVB)をはじめとする複数の金融機関が破綻したニュースに衝撃が走ったが、急速な利上げを判断した時点で想定され得る事象と捉えることもでき、初志貫徹という観点からはインフレ抑制を最優先事項として利上げが継続されることも想定される。金融機関の破綻などが金融システム全体に波及するようなことになれば、「不動産リスクプレミアム」の拡大により不動産期待利回りが押し上げられるが、金融機関への影響をコントロールしながら利上げを継続する場合においても、既に長期金利上昇リスクプレミアムが消滅していると見られる米国においては、リスクフリーレートの上昇が不動産期待利回りを押し上げることとなる。

日本は海外に比べてインフレ率が緩やかである。また、コストプッシュ圧力となっていた輸入物価は資源高や円安が一服したことでピークアウトの兆候が窺える。しかしながら、2023年も食料品などの値上げや電気料金の値上げが検討されており、日本においても急激なインフレの進行や物価の高止まりが生じる可能性は残っている。そのようなインフレの状況下では長期金利が一段と押し上げられ、「長期金利上昇リスクプレミアム」のバッファ0.3%程度の消滅と共に不動産期待利回りの上昇圧力が急激に強まる可能性がある。

図表7 米国10年国債利回りと Sticky-Price CPI の推移



出所) Federal Reserve Economic Data をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

以上

**【本件のお問い合わせ先】**

私募投資顧問部 担当: 米倉

TEL: 080-7207-5117(直)

<https://fofa.jp/smtri/a.p/116/>**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

<https://www.smtri.jp/>

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。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。