

ウクライナ情勢・インフレ・円安と国内の不動産市場

2022年4月26日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 副主任研究員 荻島 駿

(E-mail:ogishima@smtri.jp TEL: 080-7207-4683)

- ウクライナ情勢は先行きの予想が難しく、不動産価格についても過熱と下落の両面のリスクを考慮していく必要がある。本稿では、その際にポイントとなる事項を、為替、物価、金利の3点から詳細に見ていく。
- まず円安については、海外資金流入を通して、基本的には投資市場にプラスの影響をもたらす。
- ただし、物価上昇による懸念は残る。過去のデータからは物価を上回る不動産価格上昇が実現できているが、物価上昇が長期化した場合は未知数で、その場合、最終的には賃金への波及が鍵となる。
- 金利上昇については、仮に上昇した場合でも影響は限定的である可能性が高い。
- 上記をまとめると、ウクライナ情勢に伴う要因で不動産市場に大きく変動が生じる可能性は現時点では限定的とみられる。

■ ウクライナ情勢の不動産市場への影響

ウクライナ情勢の影響により、不動産市場の不確実性が増している。資源価格高騰や急激な円安、米国金利の上昇が足下で同時進行しており、それらが不動産市場に与える影響を一体的に考慮して先行きを見通すことが求められている。

結論としては、筆者は現時点では、ウクライナ情勢に伴う要因により不動産市場に大きな変動が生じるとは見えない。ただし、ウクライナ情勢やロシアへの経済制裁等を巡る状況等は先行きの予想が難しく、不動産価格についても過熱と下落の両面のリスクを考慮していく必要がある。本稿では、その際にポイントとなる事項を、為替、物価、金利の3点から詳細に見ていく。

■ メインシナリオでは、1年程度で物価上昇は一巡

はじめに、本稿執筆時点における経済見通しのコンセンサスを確認しておこう。日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」によると(図表1)、2022年度の実質GDP成長率の予測値は、ウクライナ情勢が懸念される以前(2022年1月時点)の前年比+3.1%から、直近(4月12日時点)では+2.4%まで下方改定されている。ただし、コロナ前の日本の潜在成長率(GDP成長率の平均的トレンド)は一般的に+1%弱程度とされているので、2022年度も下方改定はされたもの、平常時を上回る回復ペースを維持する予想となっている。ウクライナ情勢は「コロナ禍からの回復が継続する」という大筋のシナリオを変えるほどのショックではない、という見方がコンセンサスと言える。

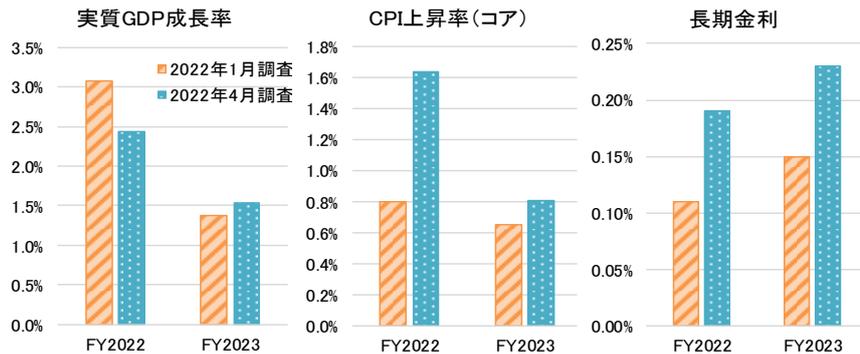
また、物価については、2022年1月時点でも、コロナ禍からの回復に伴う一時的な供給不足から、2022年度に前年比+0.8%とやや高めの見通しとなっていた。直近4月時点の見通しでは、ウクライナ情勢を受けて2022年度に+1.6%とかなり高めの見通しに修正されている。ただし2023年度には+0.8%までインフレ率は低下し、デフレが続いた日本においてはやや高めの水準であるものの、概ねウクライナ情勢の影響が一段落する見通しとなっている。1970年代にみられたような、インフレと景気後退が同時進行する「スタグフレーション」に陥る可能性は、現時点

では低いとみられている¹。

金利については、4月時点の見通しで上方改定されてはいるものの、2022年度に0.19%、23年度に0.23%と、日銀の許容する-0.25%~+0.25%の範囲を超えるとの見方は現時点では少ないようだ。

次節以降では、上記のようなコンセンサスのシナリオをベンチマークとしつつも、各種予測値がそこから外れるリスクも考慮に入れながら、不動産市場への影響を考察していく。

図表 1. 経済見通しのコンセンサス



(出所) 日本経済研究センター「ESP フォーキャスト調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

■ 円安は投資市場にはプラス要因

まずは足下で進行している円安の影響を見ていこう。仮に物価や金利等を考慮せず、純粋に円安だけの効果をみた場合、不動産市場への影響は基本的にプラスと言える。海外投資家の日本への不動産投資は、円安の際に増加する傾向にある。円の価値が下がることでドルベースでの物件取得コストが低下することに加えて、将来円安が是正されて円高方向にシフトした場合、每期受け取るキャッシュフローはドルベースで増加することになる。図表2は、不動産のみでなく株式取得も含めた日本への直接投資の推移を示しているが、2000年代以降、為替レートと海外資金の流入は密接にリンクしていることがわかる²。

また、世界全体での不動産投資資金量の面からみても、ウクライナ情勢の影響は必ずしもマイナスとは言えない。世界の大規模政府系ファンド(SWF)は、石油・天然ガスの収入を原資とするファンドが中心であることから、運用資産額は足下でも原油価格の上昇に連動して増加している(図表3)。米国や欧州では金利上昇の懸念はあるものの、こうした背景から投資資金が潤沢な環境は先行きも大きく変わらない可能性が高い³。

以上をまとめると、不動産市場における円安の影響は、海外資金流入による不動産価格押し上げの効果があると言える。ただし、これはあくまで円安のみを切り取った場合に言えることで、足下では資源価格高騰も同時並行で生じていることから、一概にプラス材料のみとは言えない。一般的には不動産はインフレに強いとされている一方で、足下では物価上昇に伴って家計・企業の賃料負担力の低下を懸念する見方も多い⁴。特に日本については、20年以上に渡り「デフレイマインド」が定着していることから、その懸念は海外以上に大きい。

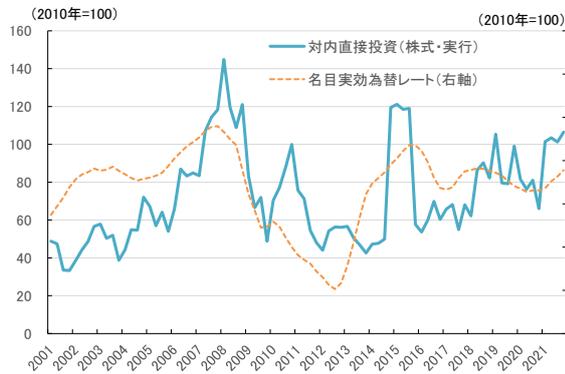
¹ 久後・鈴木・瀬戸(2022)では、この点に関して米国のデータから、1970年代と異なり価格上昇率の高い品目が限定的であることや、インフレターゲットが有効に機能していること等を挙げ、メインシナリオではスタグフレーションは回避されると見込んでいる。

² 実際にCBRE(2022)によると、2021年11-12月時点の海外投資家へのアンケート結果では、日本国内への不動産投資について「2022年の取得額が昨年より増加する」とした回答の割合が7割を超えている。

³ 足下の不動産市場における海外投資家の動向については、田中(2022)参照。また、竹本(2022)では、海外投資家の投資意欲が旺盛な要因として、潤沢な資金環境や円安に加え、日本の都市部の不動産賃料はデフレ下でも海外と比較して相対的に高水準であることを示している。

⁴ 例えば大溝(2022)では、日本の不動産は契約更改時の賃料変動が穏やかである点や、足下の物価上昇を過剰に織込むことによるミスプライシングの可能性も含めて、不動産価格が上昇しない可能性を指摘している。

図表 2. 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」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 3. 原油価格と SWF 運用資産額

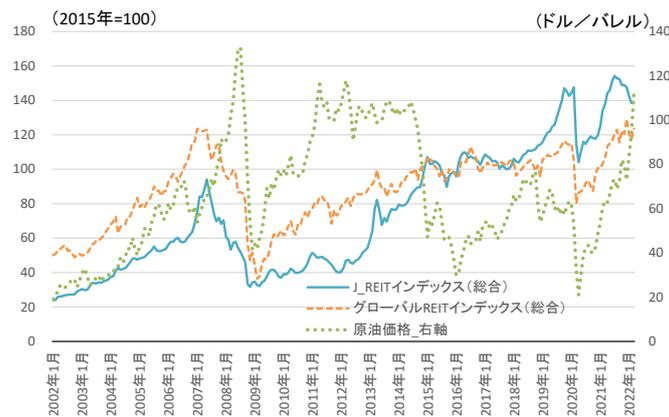


(出所) World Bank “World Bank Commodities Price Data,” SWF Institute “Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets” をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

実際に足下では、日本の不動産市場の先行きについて、投資家の慎重姿勢もみられている。J-REIT およびグローバル REIT のインデックスをみると、グローバル REIT がコロナ禍での供給制約に伴うインフレが懸念され始めた 2021 年半ば以降も比較的堅調であるのに対し、J-REIT は弱い動きが目立っている⁵(図表 4)。また、不動産取引量についても、日本の足下水準は新型コロナ以前の水準を依然下回っており、インフレ懸念のもとで不動産取引が活発するような状況にはなっていない⁶。海外では新型コロナ以前の水準を大きく上回るまでに回復しているのとは対照的である。

こうした懸念の根本にあるのは、物価上昇に賃料や不動産価格の上昇がついていけるかという懸念、そして金利上昇への懸念と考えられる。以下では、この 2 点をより詳しく見ていこう。

図表 4. REIT 指数と原油価格



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所「SMTRI J-REIT Index」、World Bank “World Bank Commodities Price Data,” Bloomberg をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

⁵ 2021 年後半の J-REIT の動きについては、日本国内での金利上昇による影響も大きいとみられ、純粋なインフレ懸念の影響のみではない点に留意。

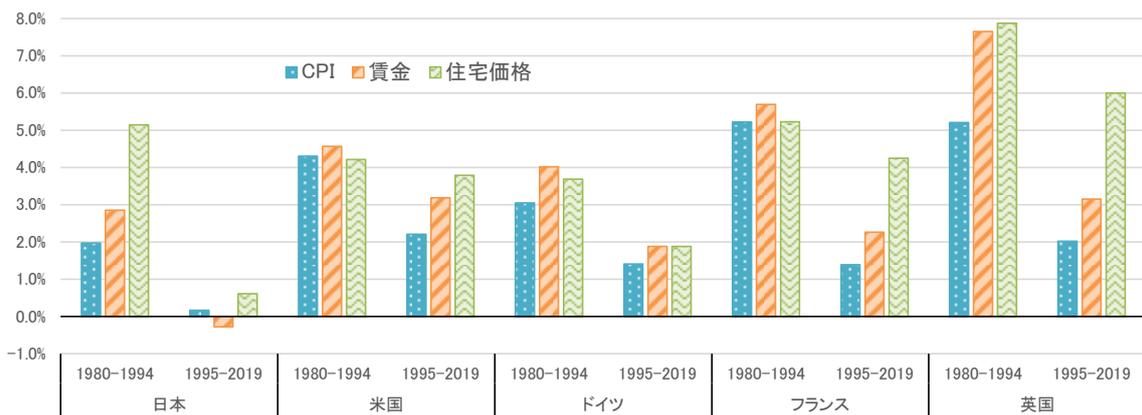
⁶ 取引動向の詳細については、田中(2021)参照。

■ 長期的には不動産価格は物価・賃金と連動する

物価・賃金・不動産価格(住宅価格)の3者について、過去の長期データから関係を確認していこう。1980～1994年については、日本も含む各国(米国・ドイツ・フランス・英国)の物価上昇率は+2～5%程度と高水準であったが、住宅価格はそれと同等かやや上回る上昇率となっていた。1995年以降も、日本以外の各国では物価上昇率と賃金上昇率が平均して+2～4%程度なのに対し、住宅価格上昇率は+2～6%程度と、同様の傾向を示している。唯一の例外は、日本の1995年以降であり、物価・賃金の上昇率がゼロ近傍に留まり、不動産価格も同様にゼロ近傍となっている。

長期的にみれば、物価上昇が賃金に波及し、最終的には不動産価格にも波及するのは自然な姿と言える。ただし、日本について言えば、90年代後半以降から長期間に渡って物価が上昇していないことから、物価上昇の波及が限定的である懸念も妥当かもしれない。市場参加者の多くがそうした懸念を抱いていれば、現実でもそれが自己実現される可能性も高くなる(いわゆる、適格的期待形成)。また、今般の物価上昇が最終的に賃金・不動産価格に波及するとしても、そのペースがかなり緩慢である可能性もある。

図表 5. CPI、賃金、住宅価格の成長率の平均



(出所) 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

一方で、日本の2010年代以降のデータをより詳細にみると、日本の不動産価格が必ずしもデフレ状況であった訳ではないことがわかる。

足下の資源価格ほどの急激なものではないものの、住宅建設にかかる建設費用は、2010年代以降物価を上回るペースでの上昇が続いてきた(図表6)。その間、住宅価格は建設費用とほぼ同等のペースで上昇を実現してきた。図表7をみると、建設費用と住宅価格の比率は、2010年代以降概ね横ばい圏内を維持してきたことがわかる。他方で、その間の賃金と住宅価格の比率をみると、住宅価格が賃金を上回るペースで上昇している。

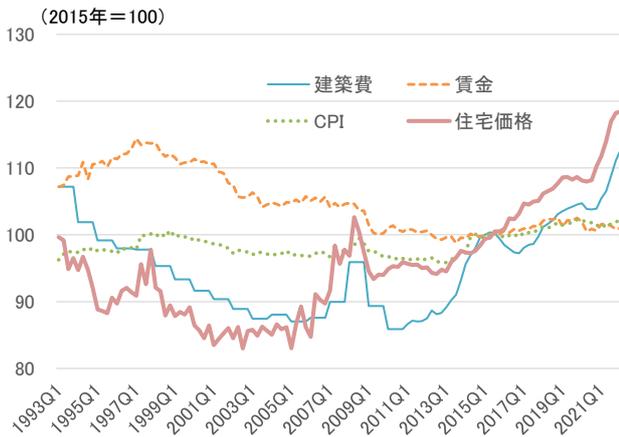
ここから読み取れるのは、コロナ前までの環境においては、日本の不動産においても海外と同様に十分なインフレ耐性があり、コスト上昇分に応じた価格上昇を実現できてきた、ということである。このように賃金や物価の上昇を上回る不動産価格上昇が実現できていた主な要因としては、新型コロナ前までの大都市への人口流入等による旺盛な需要があると考えられる⁷。

ただし、このような不動産のインフレ耐性はあくまでも過去の緩やかなコスト増加時の傾向であり、足下の資源価

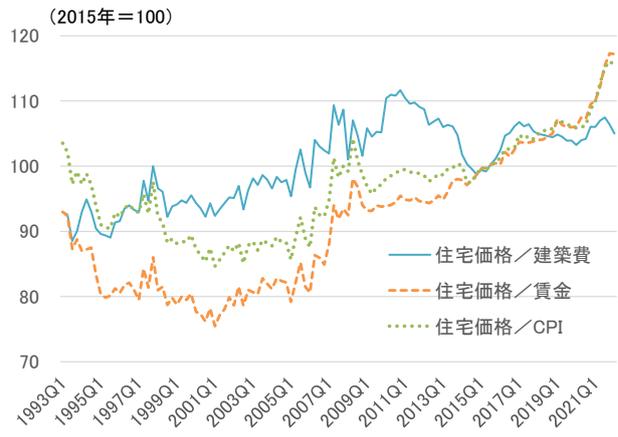
⁷ 新型コロナ前までの人口流入が賃貸住宅市場に与えた影響については、向井(2020)参照。

格高騰は過去のコスト増以上のインパクトがあるとみられる。前述した ESP フォーキャストにおけるコンセンサス(図表 1)のように、物価上昇が 1 年程度で一巡する場合にはさほど大きな影響は少ないと考えられるが、物価上昇が長期的に継続する場合、高騰する不動産価格・賃料に家計・企業がついていけず、需給バランスの悪化から不動産価格が下落する可能性も考えられる。

図表 6. CPI、賃金、住宅価格等の推移



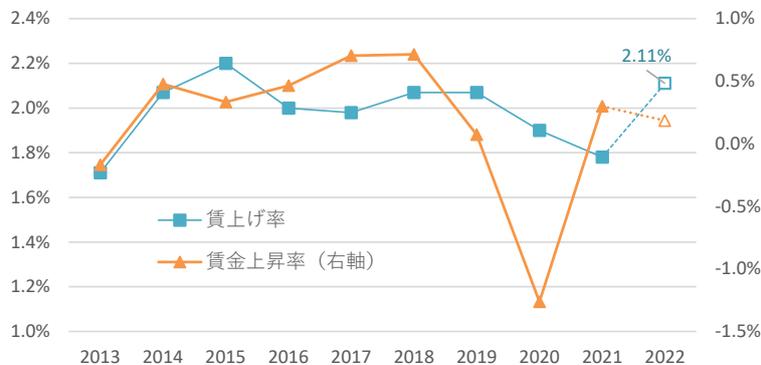
図表 7. 住宅価格と各コストとの比率



(出所) 建設物価調査会「建築費指数」、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
 (注) 住宅価格は、戸建て・マンションの両者を含む、ヘドニックによる品質調整済みの指数。建築費は SRC の集合住宅の工事原価。

そうした意味では、今後の鍵を握るのは賃金上昇の動向と言える。図表 8 は、今年の春闘の状況を示したものである。2022 年の賃上げ率は、速報段階で 2.11%と、2013 年以降では比較的高い水準を達成できている。ただし、この 2.11%という数字は定期昇給分も含んだものであり、このうちのベースアップ分は 0.6%程度である。過去の春闘の結果と実際の賃金上昇率の関係をもみても、賃金上昇率が前年比プラスとなる可能性は高いと言えるものの、物価上昇と同程度の賃金上昇が達成できるかは、この結果のみからでは不透明と言える⁸。

図表 8. 春闘における賃上げの状況



(出所) 連合「2022 春季生活闘争 第 4 回回答集計結果について」、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

⁸ 日本の賃金システムにおいては、経済・物価等による変動がボーナスで調整される傾向が強いことから、今後は夏のボーナスの結果が賃金上昇についての一つの判断材料と言える。新家(2022)では、今年の夏のボーナスを前年比+1.2%と予測している。前年比で大幅な上昇を見込んではいらぬものの、物価上昇には追いつかず、また中小企業の動向も懸念される。

■ 仮に国内金利が上昇した場合も、不動産キャップレートは連動しない可能性

最後に、国内の金利についてのリスク要因を見ていこう。結論としては、仮に長期金利(10年国債金利)が一定程度上昇した場合でも、不動産キャップレートへの影響は限定的と筆者はみている。

まず、どのような条件で金利上昇が生じるかを考えると、先のESPフォーキャストで示されるようなケース、すなわち物価上昇の幅が2%に満たず、かつ1年程度で一巡することが見込まれるようなケースでは、日銀が現在の金融緩和姿勢を転換する可能性は低いとみられる。実際にESPフォーキャストの長期金利の予測も日銀が許容する0.25%を超える見通しとはなっていない(図表1)。

従って、金利上昇の懸念は、主に物価上昇が長期化するようなリスクシナリオにおいてのみ生じてくると考えるのが妥当だろう。このようなケースでは、不動産賃料の上昇率も次第に物価上昇率と同等以上になることが予想されることから、多少の金利上昇があったとしても不動産価格が下落する可能性は低い。むしろ、物価や不動産賃料の上昇率と金利水準の差から不動産市場が過熱するリスクに注意すべき局面と言える。また、仮に金利水準が一時的に賃料上昇率を上回ることがあったとしても、その影響は限定的であると筆者は考えている。

この点を詳しく見ていこう。筆者の試算によると、2013年の金融緩和以降の不動産イールドギャップは、実際の市況の過熱感に基づく実勢よりも1%弱程度水準が上振れていると考えられる。以下の図表9は、J-REITのオフィス特化銘柄のイールドギャップ(インプライド・キャップレートと10年国債金利の差)を、各種経済指標(①東京オフィスのキャッシュフロー、②金融機関の不動産業向け貸出態度、③J-REITの時価総額、④名目実効為替レート)の4変数から推計した結果である。この結果をみると、2013年の金融緩和以前のイールドギャップの動きは4つの変数で概ね正確に説明できている。一方で金融緩和以降は、イールドギャップの水準は、4変数の動きからは説明できない水準で上振れている。この上振れ幅を、2013年以降で1を、それ以前は0をとるようなダミー変数によって推計すると、0.6%pt程度になる(図表9の「金融緩和の影響(ダミー)」)。この結果を言い換えると、金融緩和以降のイールドギャップは、実際の不動産市況の過熱状況を反映した実力ベースの水準よりも0.6%pt程度上振れていると考えられる。

こうした傾向は、特に2016年のマイナス金利とイールドカーブ・コントロールの導入以降、顕著になっている。金融緩和以降、不動産投資家は将来の金利上昇リスクを見込んで、イールドギャップに一定程度のバッファーも設けて備えている、と考えることができる⁹。仮に多少の金利上昇が起こったとしても、このバッファー部分が圧縮されることで、不動産のキャップレート自身は横ばい圏内を維持する可能性が高いとみている¹⁰。

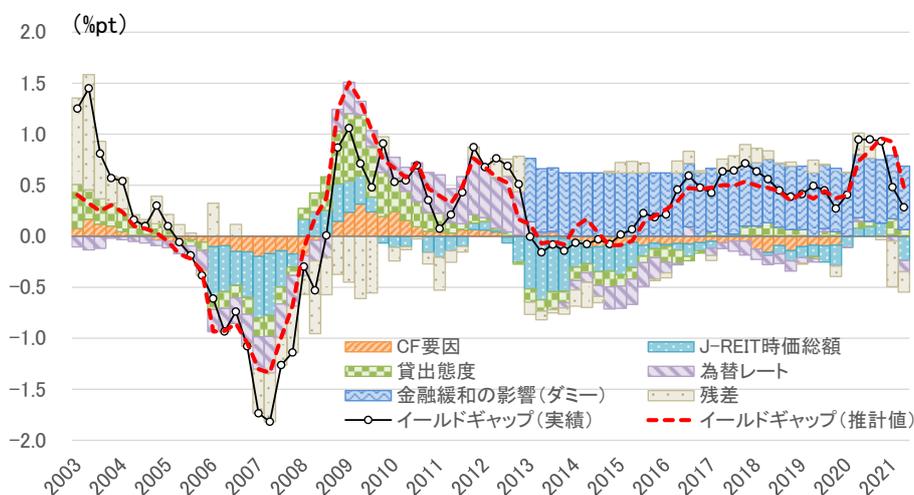
まとめると、長期金利の上昇リスクについては、実現する可能性は高くないことに加え、上記のようなイールドギャップのバッファーも存在することから、現時点でのリスクはそれほど大きくないと考えられる。

⁹ 日本銀行(2021)では、国債買入による長期金利の押下げ効果を、「均してみれば概ね▲1%程度」と試算している。本稿で示した。本稿の分析で示したイールドギャップのバッファーは、概ねこの長期金利の押下げ分と同等か、やや下回る程度であると考えられる。

¹⁰ 岩佐(2018)でも同様に、2016年のイールドギャップ・コントロール導入後のJ-REITのイールドスプレッドが金融危機前の水準も0.6%pt程度上回っており、不動産価格が金利上昇リスクを織込んだ水準となっていることを指摘している。

図表 9. J-REIT オフィス特化銘柄のイールドギャップの決定要因の推計

(インプライド・キャップレートと10年国債金利の差、定数項の3.25%pt分を除いて表示)



(出所) 三鬼商事、日本銀行、Bloomberg、三井住友トラスト基礎研究所のデータをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

(注) 2003年から2021年までの四半期データを用いてOLSモデルにより推計。「金融緩和の影響」は、2013年以降で1を、それ以前は0をとるダミー変数。推計の際には定数項も含めているが、上記のグラフでは定数項(約3.25%pt)を除いて表示している。

■ まとめ

本稿の結果をまとめると、概ね以下のことが言える。

- 円安は、海外資金流入を通して、基本的には投資市場にプラスの影響。
- ただし、物価上昇による懸念は残る。過去のデータからは物価を上回る不動産価格上昇が実現できているが、物価上昇が長期化した場合は未知数で、その場合、最終的には賃金への波及が鍵となる。
- 金利上昇については、仮に上昇した場合でも影響は限定的である可能性が高い。

ただし、足下では政治的要因も含め不確実性が非常に高いことは事実であるので、本稿で挙げた指標の動向等も丁寧にモニタリングしつつ、今後どのようなシナリオが実現していくのか注視していく必要がある。

<参考文献>

CBRE(2022)「日本投資家意識調査 2022」、CBRE、ジャパン特別レポート、2022年2月25日

岩佐浩人(2018)「Jリート市場は金利上昇への耐性を備えているか」、ニッセイ基礎研究所、年金ストラテジー Vol.269、2018年11月5日

大溝日出夫(2022)「不動産はインフレヘッジになるか 不動産はインフレヘッジになるか 不動産はインフレヘッジになるか」、三菱UFJ信託銀行、不動産マーケットリサーチレポート Vol.205、2022年4月14日

久後翔太郎・鈴木雄大郎・瀬戸佑基(2022)「高インフレが招く米国の景気後退リスク」、大和総研、2022年3月15日

新家義貴(2022)「2022年・夏のボーナス予測」、第一生命経済研究所、Economic Trends、2022年4月8日

竹本遼太(2021)「海外投資家はなぜデフレ日本の不動産に投資するのか」、三菱UFJ信託銀行、不動産マーケットリサーチレポート Vol.198、2021年11月18日

田中可久(2021)「国内の不動産取引動向／2021年第3四半期」、三井住友トラスト基礎研究所、不動産市場・ショートレポート、2021年11月25日

田中可久(2022)「アフターコロナでの新しい不動産市場⑦／不動産投資市場」、三井住友トラスト基礎研究所、不動産市場・ショートレポート、2022年3月8日

日本銀行(2021)「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」、2021年3月19日

向井潤(2020)「東京23区においては台東区や品川区で賃貸への潜在需要が高まってきている」、三井住友トラスト基礎研究所、賃貸マンション市場レポート、2020年3月30日

【お問い合わせ】投資調査第2部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。