

## 長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響Ⅱ

2024年8月14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

- 日銀は2024年3月19日におよそ17年ぶりの利上げに踏み切り、同年7月31日には追加利上げと国債買入れ減額計画を決定し、同年7月の長期金利は1%を超える水準で推移した。
- 筆者による2023年の分析では、不動産期待利回りに「長期金利上昇リスクプレミアム」と呼べる今後の長期金利上昇を吸収するバッファが含まれると想定したが、足元の長期金利はそのバッファを上回って上昇している可能性がある。しかしながら、不動産期待利回りは各プロパティタイプともに横ばいもしくは緩やかな低下基調が継続しており、長期金利上昇による大きな影響は今のところ見られていない。そこで本稿では不動産期待利回りの構成要素をさらに細分化し、長期金利上昇による不動産期待利回りの押し上げ効果を緩和している要因について考察した。
- 不動産期待利回りは、一般的に「リスクフリーレート+リスクプレミアム-賃料成長率」で表されるが、現在のリスクフリーレートをさらに分解すると、「実質長期金利+期待インフレ率+長期金利上昇リスクプレミアム(バッファ)」と説明できる。これをベースに分析したところ、2013年以降において、期待インフレ率(=ブレイク・イーブン・インフレ率)が上昇するとリスクプレミアムが縮小する高い逆相関関係が認められ(相関係数:  $\Delta 0.66$ )、ブレイク・イーブン・インフレ率の上昇がリスクフリーレート上昇に伴う不動産期待利回り上昇分を概ね半減させる効果が確認された。この関係は、期待インフレ率が上昇すると不動産のインフレヘッジ機能への期待が高まり、これがプレミアムを縮小させるものと解釈できる。
- こうした分析を踏まえると、今後も期待インフレ率の水準が「物価安定の目標(物価2%目標)」に概ね合致したもので、長期金利の上昇が実質長期金利の大幅な上昇を伴うものではない限りは、不動産期待利回りが急激に上昇する可能性は低いと考えられる。

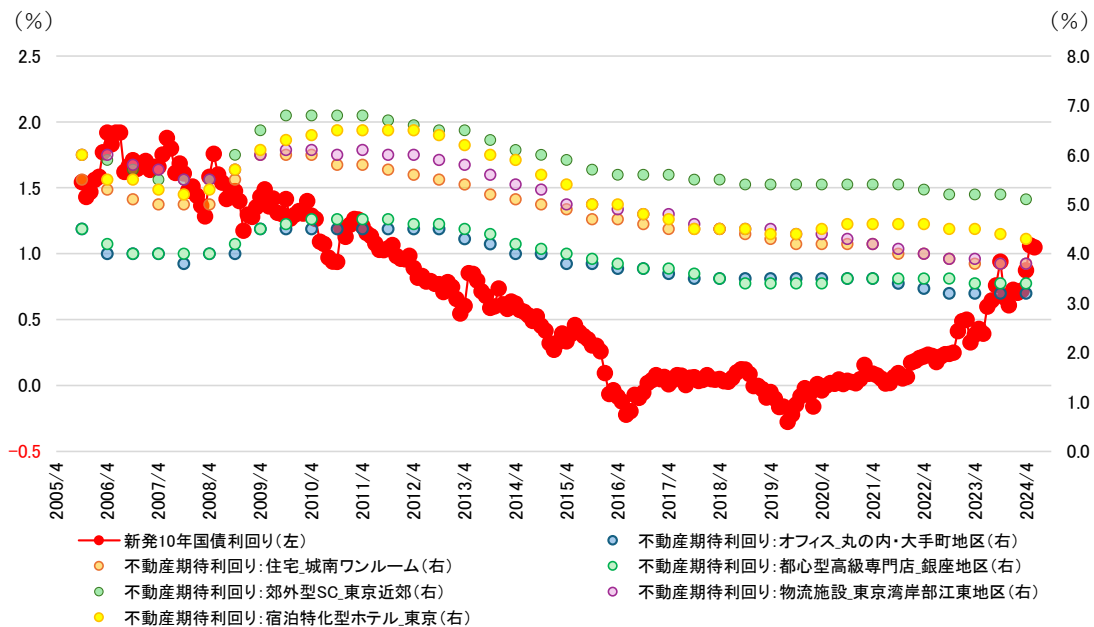
### 1. はじめに

日銀は2024年3月19日の金融政策決定会合で、物価2%目標を持続的・安定的に達成できる見通しがたつたと判断し、2007年2月以来およそ17年ぶりの利上げに踏み切った。大規模な金融緩和策の変更として、①マイナス金利政策の解除、②イールドカーブコントロール(YCC)の廃止、③ETF、J-REITの新規の買入れ終了(CP等および社債等については、買入れ額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了)を決定した。さらに2024年7月31日の金融政策決定会合では追加利上げと国債買入れ減額計画を同時決定した。緩やかながらも長期金利の継続的な上昇が見込まれる中、2024年7月の新発10年国債利回り(以下、「長期金利」という)は1%を超える水準で推移した(図表1参照)。一方で、不動産期待利回りは各プロパティタイプともに横ばいもしくは緩やかな低下基調が継続しており、長期金利上昇による大きな影響は今のところ見られていない。

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-2024年1月調査-」において、日銀が2023年10月31日の金融政策決定会合で、イールドカーブコントロールにおける長

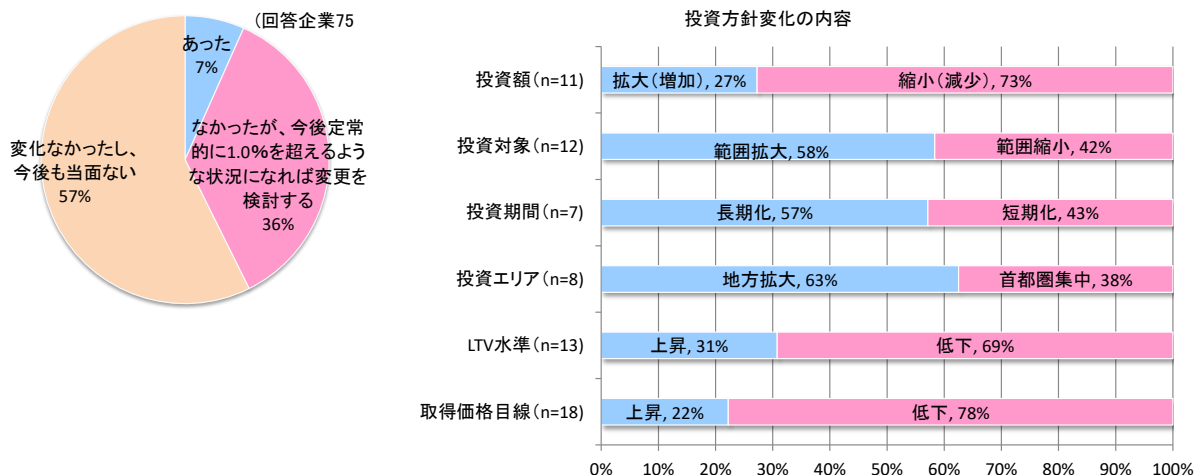
期金利の上限の目処を1%とする再柔軟化措置を決定したことによる投資方針の変化を調査したところ、投資方針に変化があったと回答した企業の割合はわずか7%にとどまった(図表2参照)。不動産期待利回りは、「リスクフリーレート+リスクプレミアム-賃料成長率」で表現されることが多く、その構成要素であるリスクフリーレート(一般的に長期金利が用いられる)の上昇は、不動産期待利回りの上昇圧力(不動産価格の下落圧力)となる。この点について、不動産期待利回りを構成するリスクフリーレートは、直近の長期金利ではなく、今後の長期金利の変動を一定程度織り込んだ長期水準であり、一定の「長期金利上昇リスクプレミアム」が含まれると仮定すれば、当該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ると考えられる(詳細は、米倉勝弘(2023)「長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響」三井住友トラスト基礎研究所。長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響レポート・コラム参照)。ただし、足元の1%を超える長期金利の水準は2023年4月に筆者が想定したバッファを含むリスクフリーレートの水準を上回っている可能性がある。そこで、本稿では改めて不動産期待利回りの構成要素を細分化し、長期金利上昇による不動産期待利回りの押し上げ効果を緩和している要因について考察した。

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2023年10月金融政策決定会合後の投資方針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-2024年1月調査-」

## 2. 今後における長期金利の見通し

既述のとおり、先のレポート「長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響」では、長期金利上昇リスクプレミアムを含むリスクフリーレート水準を0.84%程度と仮定している。図表3は国債のスポットレートから算出した長期金利(10年国債利回り)のインプライド・フォワード・レート<sup>i</sup>であり、各時点における1年後から10年後までの長期金利(10年国債利回り)の理論値を示している。これによれば、2023年7月末には1年後の長期金利でも0.81%で、リスクフリーレート水準と仮定した0.84%程度を超えていなかったが、2023年10月末の再柔軟化措置により長期金利の上限の目処が1%とされた時点では、スポットレートが約0.9%、1年後が1.20%で、何れも0.84%程度を超えていた。その後、長期金利水準は一旦落ち着いたものの、2024年3月の日銀の金融政策変更を経て、直近の2024年6月末時点ではスポットレートが1%を超え、1年後が1.3%、2年後が1.5%と上昇が見込まれている。

図表3 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	2023年7月末	2023年8月末	2023年9月末	2023年10月末	2023年11月末	2023年12月末
1年後から11年後まで	0.81%	0.84%	0.99%	1.20%	0.88%	0.86%
2年後から12年後まで	0.97%	1.01%	1.17%	1.38%	1.06%	1.04%
3年後から13年後まで	1.11%	1.18%	1.34%	1.57%	1.24%	1.22%
4年後から14年後まで	1.27%	1.35%	1.51%	1.75%	1.43%	1.40%
5年後から15年後まで	1.38%	1.52%	1.66%	1.93%	1.61%	1.57%
6年後から16年後まで	1.50%	1.69%	1.80%	2.10%	1.79%	1.76%
7年後から17年後まで	1.62%	1.84%	1.93%	2.25%	1.95%	1.93%
8年後から18年後まで	1.73%	1.96%	2.03%	2.35%	2.08%	2.06%
9年後から19年後まで	1.85%	2.08%	2.16%	2.49%	2.22%	2.20%
10年後から20年後まで	1.96%	2.19%	2.26%	2.58%	2.34%	2.31%

期間	2024年1月末	2024年2月末	2024年3月末	2024年4月末	2024年5月末	2024年6月末
1年後から11年後まで	0.95%	0.90%	0.94%	1.09%	1.29%	1.31%
2年後から12年後まで	1.12%	1.05%	1.08%	1.24%	1.47%	1.50%
3年後から13年後まで	1.33%	1.23%	1.27%	1.43%	1.67%	1.68%
4年後から14年後まで	1.50%	1.38%	1.45%	1.63%	1.87%	1.88%
5年後から15年後まで	1.67%	1.54%	1.61%	1.81%	2.05%	2.05%
6年後から16年後まで	1.88%	1.74%	1.82%	2.01%	2.25%	2.25%
7年後から17年後まで	2.06%	1.93%	1.99%	2.18%	2.41%	2.40%
8年後から18年後まで	2.21%	2.08%	2.14%	2.32%	2.55%	2.55%
9年後から19年後まで	2.36%	2.23%	2.27%	2.47%	2.71%	2.70%
10年後から20年後まで	2.48%	2.35%	2.35%	2.58%	2.82%	2.79%

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

一方で再柔軟化措置を決定した後の不動産期待利回りは、2023年4月比で「物流施設」および「宿泊特化型ホテル」においては10bpの低下、その他のプロパティタイプについては横ばいの推移を示している(図表1参照)。また、同様に金融政策変更後となる2024年4月も2023年10月比で、「郊外型SC」および「宿泊特化型ホテル」においては10bpの低下、その他のプロパティタイプについては横ばいの推移を示している(図表1参照)。結果として「宿泊特化型ホテル」は1年間で20bp低下している状況である。以降では、長期金利が上昇基調にあるにもかかわらず、不動産期待利回りが横ばいもしくは緩やかな低下を示している要因について、不動産期待利回りの構成要素を細分化したうえで考察を試みる。

<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。

### 3. 不動産期待利回りの構成要素

不動産価格( $P$ )とネットキャッシュフロー( $NCF$ )、不動産期待利回り( $R$ )の関係は数式①のとおりである。

$$P = \frac{NCF}{R} \tag{①}$$

一方、DCF法で不動産割引率を $r$ 、賃料成長率を $g$ とし、キャッシュフローの一定成長を仮定とすると

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

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

$$P \cdot \frac{(1+r)}{(1+g)} = \frac{NCF}{(1+g)} + P \tag{④}$$

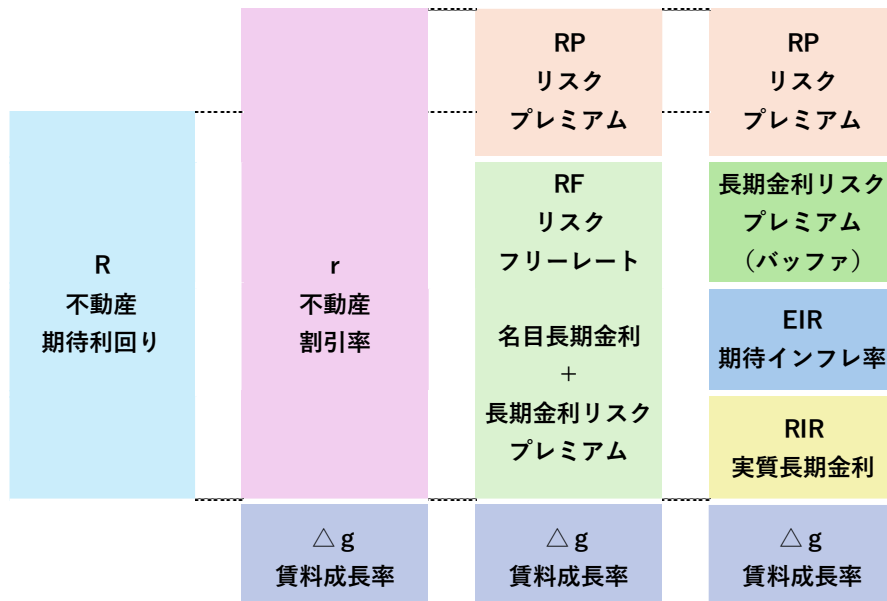
$$P = \frac{NCF}{(r-g)} \tag{⑤}$$

となり、数式①および数式⑤より  $R = r - g$  の関係が成り立つ(図表4参照)。つまり、賃料成長率 $g$ (グロース)は不動産期待利回りの押し下げに寄与する要因である。

また、不動産割引率はリスクフリーレート( $RF$ )とリスクプレミアム( $RP$ )に分解でき、さらにフィッシャー方程式より名目長期金利は実質長期金利( $RIR$ )と期待インフレ率( $EIR$ )に分解できる。

本稿では、グロース考慮前のリスクプレミアムを $R$ と $RF$ (新発10年国債利回り)との差分にて算出し、 $g$ (グロース)は、投資期間10年の内部収益率( $IRR$ )を $r$ とみなし、 $R$ との差分にて算出した。また、 $EIR$ としてブレイク・イーブン・インフレ率( $BEI$ :10年の物価連動国債)を採用した。

図表4 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

ii 期待インフレ率の指標としては、内閣府「消費動向調査」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」などのアンケート調査もあるが、本稿では今後10年間における平均的な期待インフレ率としてブレイク・イーブン・インフレ率(10年物価連動国債)を採用した。

#### 4. 各構成要素が不動産期待利回りに及ぼす影響

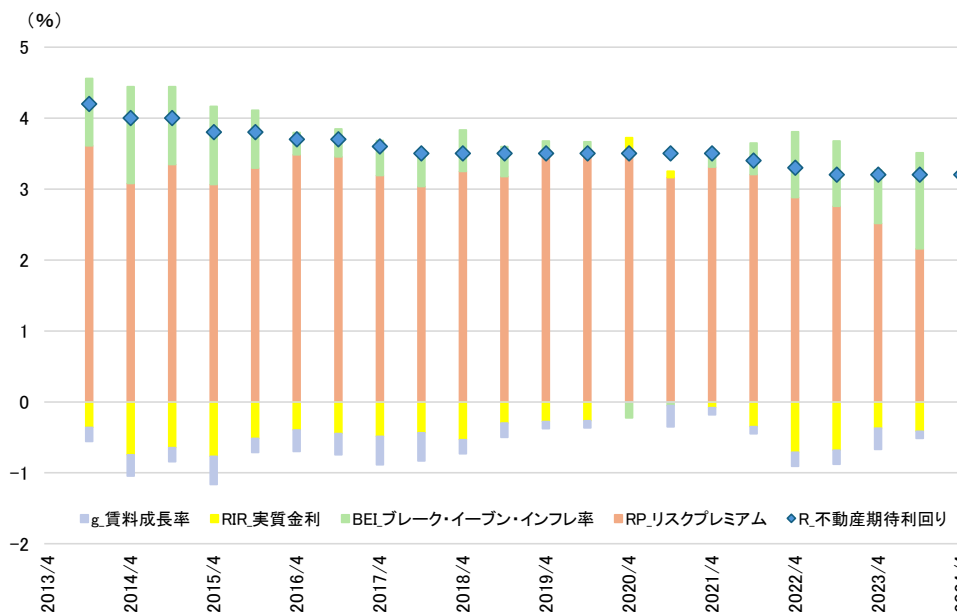
長期金利の上昇はリスクフリーレートの上昇<sup>iii</sup>を意味し、他の構成要素が一定であると仮定すれば不動産期待利回りの押し上げ要因となる。一方、不動産期待利回りの押し下げ要因としては、賃料成長率(グロース)の拡大またはリスクプレミアムの縮小が考えられる。

図表 5 は各構成要素が不動産期待利回りに及ぼす影響度をグラフにしたものである。これによれば、賃料成長率(グロース)による不動産期待利回りの押し下げ効果は 2013 年 10 月以降の平均で約 22bp(10bp~40bp)であり、足元の長期金利上昇局面において大きな変動は見られない。また、リスクフリーレートの構成要素である実質長期金利はマイナス圏での推移が続いており、不動産期待利回りの押し下げ要因となっているが、こちらも足元の長期金利上昇局面において大きな変動は見られていない。なお、ここでの賃料成長率(グロース)はインフレに伴う賃料の上昇部分については反映されていないと解釈するのが妥当であり、インフレの影響については、期待インフレ率(本稿ではブレイク・イーブン・インフレ率)とリスクプレミアムの関係で反映されているものと整理する。

2013 年 10 月以降のリスクプレミアムと実質長期金利はほぼ平行で推移しているのに対し、リスクプレミアムとブレイク・イーブン・インフレ率をみると概ね逆相関の関係が認められる(図表 6 参照)。リスクプレミアム(RP)と実質長期金利(RIR)の相関係数は 0.33 と低い一方で、リスクプレミアム(RP)とブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)の相関係数は $\Delta 0.66$ と比較的高い逆相関関係を示している(図表 7 参照)。また、トレンドの影響を排除するため変動率(差分)を用いて算出した相関係数もほぼ同様の値を示している。

我が国では 1990 年代後半から約 30 年にわたってデフレ時代が続いてきたため、過去について同様の分析を行うことは難しいが、足元の動向を見る限りは、将来に対するインフレ期待がリスクプレミアムの縮小に寄与している可能性がある。今一度整理すれば、長期金利が上昇基調にあったとしても、実質金利の上昇ではなく、インフレ期待の上昇が長期金利を押し上げている場合には、不動産のインフレヘッジ機能への期待が高まり、これが不動産期待利回りの上昇を抑制するように働く。つまり、リアルアセットとしての資産価値、インフレに伴う賃料の上昇などへの期待感がリスクプレミアムを押し下げていると考えられる。

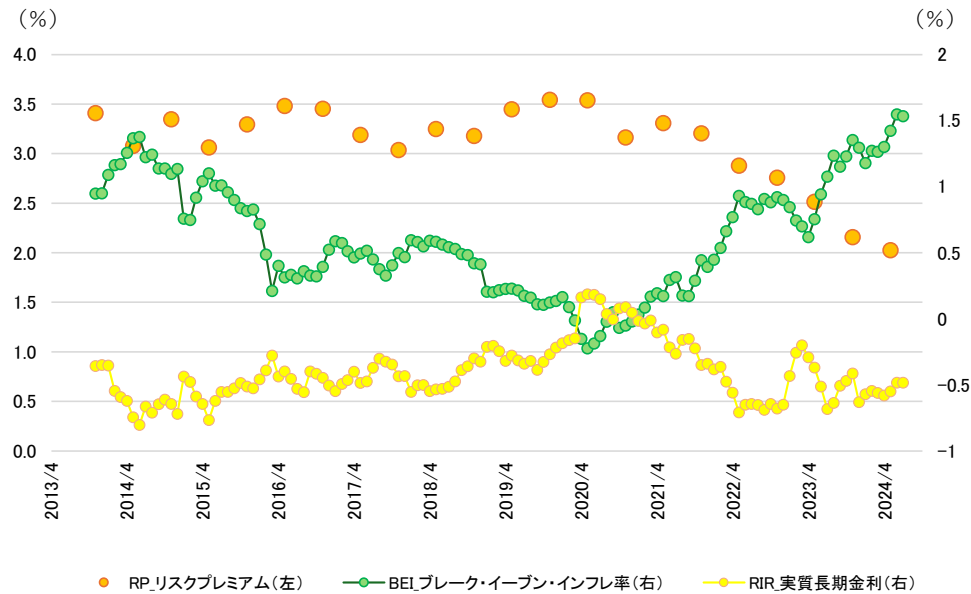
図表 5 不動産期待利回り(オフィス\_丸の内・大手町地区)推移の構成要素別影響度



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

<sup>iii</sup> 「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一定程度吸収することについては、米倉勝弘(2023)。「長期金利の上昇が不動産期待利回りに及ぼす影響」,三井住友トラスト基礎研究所.のとおりである。

図表 6 リスクプレミアムと実質金利およびブレイク・イーブン・インフレ率の推移



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 7 リスクプレミアムと実質金利およびブレイク・イーブン・インフレ率の相関

<実数値の相関>				<変動率(差分)の相関>			
	RP	BEI	RIR		RP	BEI	RIR
RP	1.00			RP	1.00		
BEI	-0.66	1.00		BEI	-0.64	1.00	
RIR	0.33	-0.80	1.00	RIR	0.36	-0.78	1.00

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

### 5. 期待インフレ率の不動産リスクプレミアム縮小に対する寄与度

サンプル期間が短い(2013/4~2024/4)ため参考程度にとどまるが、簡便的なリスクプレミアム推計モデルを構築し、当該モデルを用いて一定程度の品質補正を行ったうえで、期待インフレ率(ブレイク・イーブン・インフレ率)のリスクプレミアム押し下げ効果を検証した。リスクプレミアム推計モデル(計測方法として最小二乗法を採用)の推計結果は図表 8 のとおりであり、自由度調整済み決定係数は約 0.916 と高い説明力を有する結果を得た。また、サンプルとなる分析期間が短かったにも関わらず、各説明変数ともに 5%水準で有意に効いており、係数の符号条件も期待するものと一致している。

当該推計モデルによれば、ブレイク・イーブン・インフレ率の係数は $\Delta 0.4636$ であり、ブレイク・イーブン・インフレ率が 10bp 上昇したと仮定した場合には、4.636bp のリスクプレミアム縮小効果が統計的に確認された。つまり、リスクフリーレート上昇に伴う不動産期待利回りの上昇分を概ね半減させる効果となる。

ただし、実際には足元まで長期金利が上昇しているにもかかわらず、不動産期待利回りはほぼ横ばいを維持している。期待インフレ率上昇によるプレミアム縮小効果が長期金利上昇の影響を半減させたとして、残る影響が顕在化していない要因としては、好調な金融マーケットの影響に加え、「長期金利上昇リスクプレミアム」によるバッファが依然として寄与したものと考えられる。実際の数値で確認すると、2024 年 1 月末から 2024 年 6 月にかけてブレイク・イーブン・インフレ率は約 0.28% 上昇し(1.26%⇒1.54%)、長期金利も期待インフレ率を反映してほぼ同等の約 0.32% 上昇した(0.73%⇒1.05%)。これによる不動産期待利回りの押し

上げ影響について、リスクプレミアムの縮小効果により約 0.13%が吸収され、残りの約 0.19%相当が「長期金利上昇リスクプレミアム」のバッファによって吸収されたとの見方である。先のレポートではバッファを含めたリスクフリーレートの水準を 0.84%と仮定していたが、不動産期待利回りが未だ上昇に転じていないという現状を考慮すれば、当該水準は 0.92%以上である可能性が高い(2024年6月時点の10年国債利回り 1.05%と同時点におけるリスクプレミアムの縮小効果約 0.13%との差分)。また、ホテルを中心とする足元での不動産期待利回り低下については、賃料成長率(グロース)に対する見方の変化を反映したものであると考えるのが自然であろう。

以上見てきた通り、期待インフレ率の上昇は、名目金利であるリスクフリーレートを押し上げる一方でリスクプレミアムを一定程度押し下げる効果があり、既述の試算では、長期金利上昇の影響を半減させる効果が確認された。その関係性を前提にしても、急激なインフレはなお不動産期待利回りを押し上げる懸念があるが、今後も期待インフレ率の水準が「物価安定の目標(物価 2%目標)」に概ね合致したものであり、長期金利の上昇が実質長期金利の大幅な上昇を伴うものではない限りは、不動産期待利回りの急激な上昇に繋がる可能性は低いとみている。図表 3 によれば、2024年6月時点で2年後には長期金利が 1.5%程度まで上昇するとみられているが、米国から波及している景気後退懸念の影響が限定的であり、賃料成長率(グロース)の見通しに変化がなければ、リスクプレミアム縮小効果により不動産期待利回りの上昇幅は 20~30bp 前後にとどまるものと想定される。

図表 8 リスクプレミアム推計モデルの推計結果

被説明変数	リスクプレミアム
説明変数	推計モデル
ブレイク・イーブン・インフレ率	-0.4636 ( -5.41 )***
賃料成長率	0.7673 ( 2.81 )*
TOPIX	-0.0008 ( -8.42 )***
SMTRI J-REITオフィスインデックス (t-9: 配当なし)	-0.0003 ( -2.29 )*
Adjusted R-squared	0.916

注: カッコ内は t 値、\*\*\*は 0.1%有意水準、\*\*は 1%有意水準、\*は 5%有意水準を表す  
Adjusted R-squared は自由度修正済み決定係数を表す  
出所)三井住友トラスト基礎研究所作成

以上

**【お問い合わせ】 私募投資顧問部**

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

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。