

# 金利上昇は「正常化」の波 マイルドなインフレを成長の糧に

小夫孝一郎 氏 [ドイチェ・アセット・マネジメント] に聞く

7月に日銀は政策金利を0.25%まで引き上げた。来年にかけ追加利上げも実行される可能性がある。

利上げの影響で円相場、株相場は乱高下した。この先不動産取引市場はどうか。

その見通しについて、ドイチェ・アセット・マネジメントの小夫孝一郎氏に聞いた。



小夫孝一郎 氏

オルタナティブ運用部長 不動産統括責任者  
兼オルタナティブ調査部長 アジア太平洋不動産リサーチヘッド

東京大学経済学部卒。1995年4月、住友銀行（現三井住友銀行）入行。2001年より同行ロンドン駐在のシニアリサーチアナリストとして欧州不動産・テレコムセクターを担当。06年より同行企業調査部にて建設・不動産チームのグループ長。07年よりドイツ証券不動産投資銀行部に所属し、日本及びアジア太平洋地域の不動産市場の調査を担当。13年よりアジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッドとなる。15年よりドイチェ・アセット・マネジメント所属。23年10月より現職。国内外のセミナーやコンファレンスで講演多数。「国内不動産マーケットレポート」、英語誌「Asia Pacific Strategic Outlook」を執筆し、世界に向けて情報発信する。

## 金利上昇で魅力に陰り？

欧州では6月に利下げがはじまり米国もこれに続く見込みだ。2023年までの大幅利上げで米国不動産の価格はピーク時から平均24%下落したとみられるが、足元でようやく投資妙味が出てきたとの期待がある。日本はこれと逆の動きになる。日本の不動産市場は、20年来一貫して低金利が続き、分厚いイールドスプレッド [図表1]が内外投資家を惹きつけてきたが、今回の利上げ局面で若干の陰りがでてくる。不動産取引価格は目先5~10%程度調整されると予測している。

REITの投資口価格は、この先市場の期待や不安をすでに折り込んでいる。米国や豪州では2023年10月以降金利高に頭打ち感がでて以降、REITインデックスは上昇に転じた。一方東証REIT指数は金利先高観から弱含む動きが続いている。

## 成長に準じた利上げ 市場にはポジティブ

海外投資家は、日本の安い円と政治経済の安定性を好感。利上げしても、不動産投資でイールドスプレッドがとれる国だと評価している。日本国内では流動性相場が終わり大幅な調整局面に入ると怯

える人もいるが、それは悲観的すぎるということだ。必要なのは思考の転換で、利上げは不動産投資市場が正常化する過程と捉えるべきだろう。年率2%程度のインフレは経済成長に必要な不可欠で、それがないと継続的な賃料上昇は実現できず、不動産投資の果実を得られない。したがって緩やかなインフレに準じた金利上昇であれば、中長期的にみれば市場を大きく縮小させるマイナス要因ではないと捉えるべきだ。

## 東京、大阪に国内外の資金集中

足元の国内不動産取引市況は好調だ。アジア太平洋地域において日本(とくに東京)のマーケットの存在感は突出している。売買取引高で東京は2位のソウルにダブルスコアをつける246億ドルでトップ、大阪も33億ドルで9位にランクインしている [図表2]。

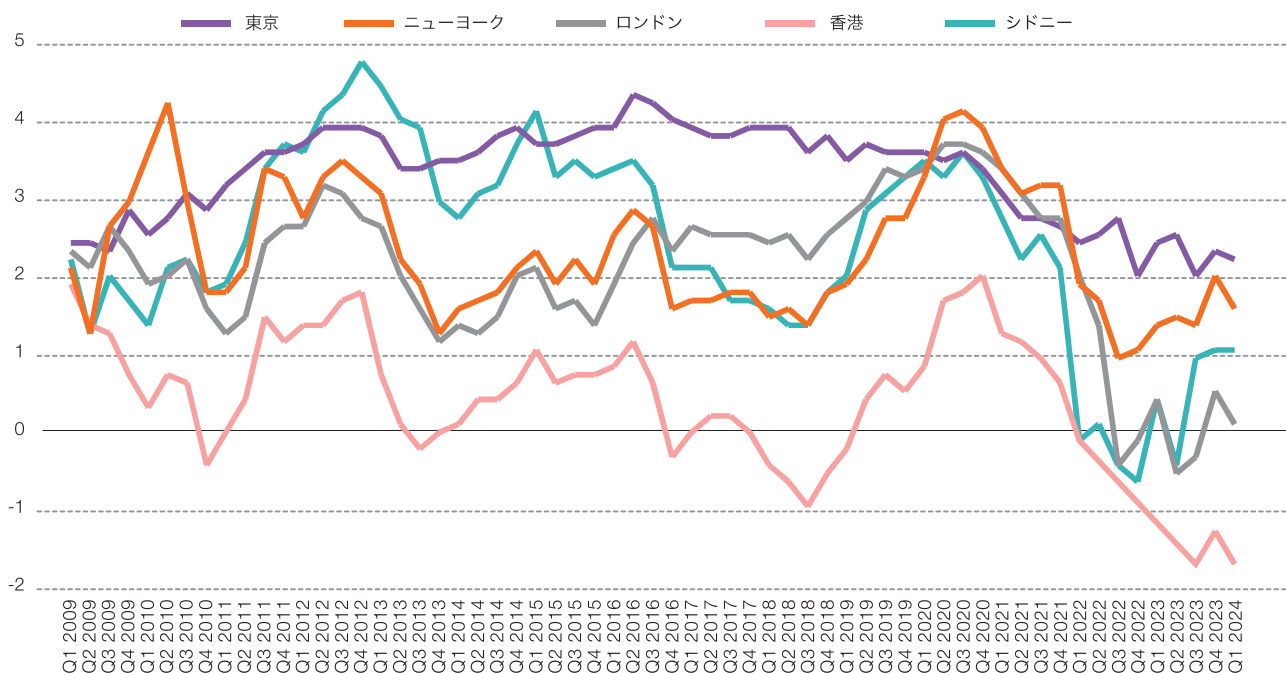
不動産の買い手も多様化している。外資マネー比率は20~30%で、多くはシンガポールや台湾などアジア系資金だ。欧米の投資家は本国のポートフォリオが傷んだこともあり守勢で、むしろ利益確定売りにまわっている。国内投資家は私募REITのほか、収益多角化をめざす事業会社(電鉄会社はその筆頭)、そして小口化プレーヤーなどの勢いが目立つ。

【参考】国内有力仲介会社が語る“金利上昇局面”の市況感

社名	市況感
野村不動産ソリューションズ	日本銀行の金利引き上げが話題をさらっているが、イールドギャップは依然ポジティブ。短期的に不動産価格は調整含みでも、資金がマーケットに流れ込む基本的な構造に変化はないとみる。当社の取引件数・金額ともにほぼ前年並みで、マーケットは活況といえる（2024年第2四半期時点）。
東急リバブル	金利引き上げには警戒感あり。好調な不動産市場が低利なファイナンスコストに支えられてきたことは間違いなく、今回の日銀による金融政策の変更が若干の調整のきっかけになると考えている。一部センシティブな投資家は、購入時のCAP目線を幾分慎重に見ざるを得ないであろう。
中央日土地ソリューションズ	金利上昇への懸念が強まっている。プロ投資家は織り込み済みで動いているが、株価の乱高下も含めて個人投資家のマインドに今後どのように影響するのか注視しているところ。
ビーロフト	顧客投資家の警戒感は強い。ただし、金利上昇が緩やかな範囲ならば、市場の一時停滞はないとみる。顧客投資家もインフレ局面を見越して実物資産投資に前向きな姿勢。
リストインターナショナルリアルティ	金利上昇はあれども、諸外国と比較したイールドギャップはいまだに魅力的な水準。とくに富裕顧客の高級不動産への投資意欲は旺盛。円安も追い風で、香港やシンガポールなどアジアの主要都市と比べ「東京の不動産価格はまだまだ安い」との声が大勢。
ポスト・リントル	活況を維持。インフレ率上昇に期待してフルエクイティで物件を買い進む海外の非常に力強い投資家が増加中。物件価格の高騰や足元の日米金利差縮小にも動じず、3~5年後のホテル、賃貸住宅に関して国内投資家よりもポジティブな評価をしている印象。

編集部調べ

【図表1】各都市のオフィスイールドスプレッド



出所：Real Capital AnalyticsのデータをもとにDWS作成

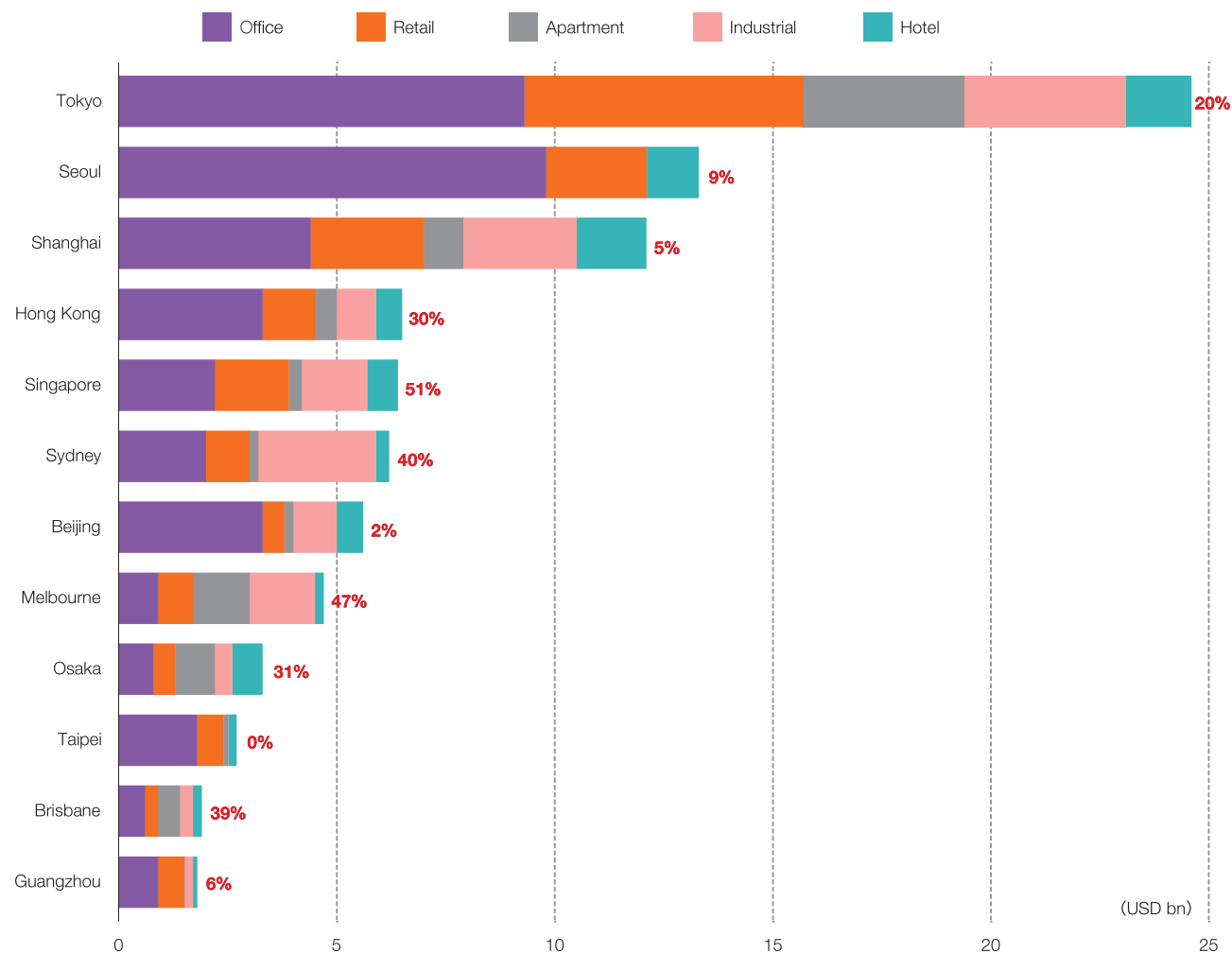
小口化プレーヤーは中小企業や富裕層資金を背景に、好立地のトロフィー物件をファンドやREITでは決して買えない価格で取得している。利回りに依拠しない新たな買い手といえるだろう。

都心再開発でアセットミックス変化

国内市場における資産タイプ別の物件供給や取引、さらには都心部の大規模再開発に伴い、都市の構造変化が進む。そ

れに伴い、アセットタイプ別にみたアロケーションのリバランス、アセットミックス、賃料水準の変化が進むと予想する。

〔図表2〕アジア太平洋地域の収益不動産売買取引高(セクター別、2024年3月までの12か月)と外資系による取引の割合



出所：Real Capital AnalyticsのデータをもとにDWS作成

### ▶オフィス

日本は欧米に比べワーカーの出勤率が高く、稼働率・賃料とも回復基調にあるが、長い視点で見ればリモートワークの普及で床ニーズの漸減は否めない。東京は2027年までS・Aクラスの新築オフィスが断続的に供給されるなかビルごとの優勝劣敗が加速するだろう。

### ▶住宅

東京23区の新築マンション価格は1億円超と上昇の勢いだ。これに引っぱり張られて賃貸マンションの賃料も上昇。都心3区の上昇率が顕著だ。都心への人口流入も後押ししている。坪あたりの賃料がオフィスを上回る事例もある。港区や渋

谷区など本来のオフィス・商業立地で超高額帯物件の開発が続くだろう。

### ▶商業施設

近年ネガティブ面ばかりが指摘されてきたが、インバウンドニーズで都市型施設の回復が顕著だ。銀座や表参道、梅田などのプライム立地の売上/賃料はコロナ前を超える。取引はファンドの関心は強いが限定的。売り物件が少なく、また出たとしても非常に高価で、彼らの投資戦略に見合わない水準となっている。

### ▶物流施設

首都圏の国道16号線沿いなど一部エリアでは大量供給が続き、フリーレント

積み増しや募集賃料の値下げがみられる。建築コストの上昇で採算がとれないプロジェクトは延期や中止も出てきた。新規供給が抑制傾向にあり、3～5年のタームで見れば空室率は10%前後でピークアウトし、需給は安定化する見込み。冷凍冷蔵倉庫や危険物対応倉庫などの高付加価値型は引き続き供給余地が残る。

### ▶データセンター

新しい投資対象の筆頭だが、証券化の際にはオペレーションリスクの評価や設備の陳腐化リスクの担保、電力の確保、情報開示など課題が残されている。