

## 円独歩安でインプライドキャップレートはどうなる？

～ 日米金融政策の相違は、インプライドキャップレートの下方向圧力となる見通し ～

2022年7月11日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

### [要約]

◆欧米諸国では急激なインフレが進行しており各国中央銀行はこれを抑えるため利上げに踏み切っている。これとは対照的に、我が国においては、現在までのところ米国のようにCPI（前年比）が8%を超えるような高いインフレ率の上昇はみられていない。日銀が目標とする「安定的な2%」のインフレ率は達成されておらず、大規模金融緩和が継続されている状況にある。こうした日米の金融政策の方向性の違いが影響し、直近では137円台で推移するなど円安ドル高が急進している。

◆ドル円為替レートとJ-REIT投資口価格には一定の相関がみられ、円安（円高）傾向となるとJ-REIT投資口価格が上昇（下落）する関係がみられる。ドル円為替レートの変動要因の一つとして、日米金利差の拡大（縮小）がある。日米金利差とドル円為替レートの過去の動向を確認すると、概ね日米金利差の拡大期には円安傾向となり、金利差の縮小期には円高傾向となっていることがわかる。

◆足元において円安ドル高が急進している主な要因は、日米金融政策の方向性の違いによるものであり、こうした傾向は当面の間続く可能性が高い。メインシナリオにおいては、円安を背景としてJ-REIT投資口価格は堅調に推移し、インプライドキャップレートは若干下落する見通しである。これに対して、日米金利差の縮小を通じて為替レートが円高ドル安傾向になることを前提としたリスクシナリオのケースでは、J-REIT投資口価格は軟調に推移し、インプライドキャップレートは上昇する懸念がある。ただし、本シナリオでもその上昇幅は限定的なものに留まる見通しである。

<sup>1</sup> 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

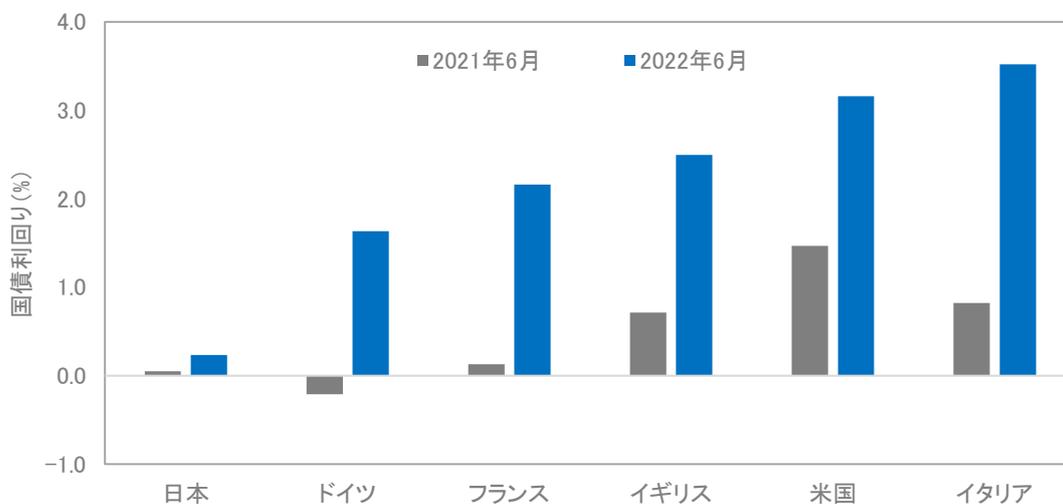
## 1. 日米金融政策の方向性の違いにより円安ドル高が急進

世界的にインフレが高進している。米国における2022年5月のCPIは前年比8.6%と大幅な上昇となり、欧州諸国でもエネルギーや食糧等の高騰によりインフレ率の上昇が目立っている。FRBをはじめ各国の中央銀行はこうしたインフレの高進を抑制するため、金融引き締め政策に舵を切り、利上げに踏み切っている。これに対して、我が国においては、相対的にみれば欧米のような急激なインフレ率の上昇はみられておらず日銀は緩和的な金融政策を継続している。

金融政策の違いは、各国の10年物国債利回りの動向にも影響を与えている（図表1）。例えば、米国においてはFRBが大幅な利上げを行っており、10年物国債利回りも3%台の水準（前年比170ベーシスポイントの上昇幅）となっている。一方、イールドカーブ・コントロール（YCC）の操作目標の下、日銀は指値オペを行い、我が国の10年債利回りは0.25%程度に抑え込まれており、欧米諸国の長期金利との差が鮮明となっている<sup>2</sup>。

日米における金融政策の方向性の違いは、円安ドル高の急進の主要な要因となっている。2022年3月末に118円台であったドル円レートはその後急速に上昇し、足元では137円台で推移しており円安ドル高基調が継続している状況にある。

図表1 主要国における10年物国債利回りの比較



（出所）SPEEDAの資料をもとに作成

<sup>2</sup> ティーマックスが公表しているJ-REIT保有物件群の不動産キャップレートの直近値（2022年5月末）は、4.34%となっており、コロナ禍においても上昇の兆しはみられていない。不動産キャップレートは2012年末におけるアベノミクス開始以降概ね下落トレンドが持続しているが、その下落トレンドの一つの要因は10年物国債利回りの下落である。不動産キャップレートは理論的には「リスクフリーレート+リスクプレミアム-期待成長率」で構成されるが、日銀による超緩和的な金融政策によりリスクフリーレートである10年物国債利回りが大幅に下落したことが、不動産キャップレートが下落した主要な要因であると考えられる。

## 2. ドル円為替レートとJ-REIT投資口価格には一定の相関がみられる

為替レートはJ-REIT投資口価格の変動を通じてインプライドキャップレートの動向に影響を与える可能性がある<sup>3</sup>。そこで、まず、ドル円為替レートとJ-REIT投資口価格の関係を確認する<sup>4</sup>。

ドル円為替レートとJ-REIT投資口価格には一定の相関がみられ、円安（円高）傾向となるとJ-REIT投資口価格が上昇（下落）する関係がみられる<sup>5</sup>（図表2）。実際、両者の過去の動向をみると、円安ドル高傾向となった2005年から2007年の間では、REIT投資口価格は上昇傾向となっていた。これに対して、2008年から2012年までは、リーマン・ショックや欧州債務危機の発生により相対的に安全資産とされた円が買われ、円高ドル安傾向となったが、当期間ではJ-REIT投資口価格には下落傾向がみられた。その後、2012年末以降はアベノミクスが開始され、日銀の異次元金融緩和により大幅な円安ドル高となったが、これに伴いJ-REIT投資口価格も大幅な上昇傾向となっている。

なお、2004年まではドル円為替レートとJ-REIT投資口価格の動向に正の相関がみられないが、その主な理由は、当時、外国人投資家の売買シェアが低かったことが原因であると考えられる。2004年までは外国人投資家のシェア（日々のREIT売買に占める外国人投資家の割合）は低く、1割程度であった。しかし、その後シェアは拡大し、現在では6割弱となっており、外国人投資家の行動がREIT市場に与える影響は大きくなっていると考えられる。

ドル円為替レートの変動要因の一つとして、日米金利差の拡大（縮小）がある<sup>6</sup>。日米金利差とドル円為替レートの過去の動向を確認すると、概ね日米金利差の拡大期には円安傾向となり、金利差の縮小期には円高傾向となっていることがわかる<sup>7</sup>（図表3）。例えば、2007年にはサブプライム問題等による金融混乱を背景として、FRBが政策金利の下げを開始し、米国の短期金利が下落した。これにより日米金利差は縮小傾向となったが、その間には円高傾向となった。また、2016年以降は米FRBによる政策金利の上昇によって日米金利差は拡大したが、この間は概ね円安傾向となっている。2020年以降では、新型コロナウイルスの拡大に伴いFRBが政策金利を下げることにより、一時日米金利差は縮小した。しかし、直近では、米FRBはインフレ抑制のための金利を上昇させていることから再度金利差は拡大し、大幅な円安ドル高となっている。

<sup>3</sup> インプライドキャップレートは不動産キャップレートの動向に先行する傾向があることから、インプライドキャップレートの見直しを持つことは実物不動産市場の動向を把握する意味でも重要であるといえよう。なお、不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見直し～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見直し～』を参照のこと。

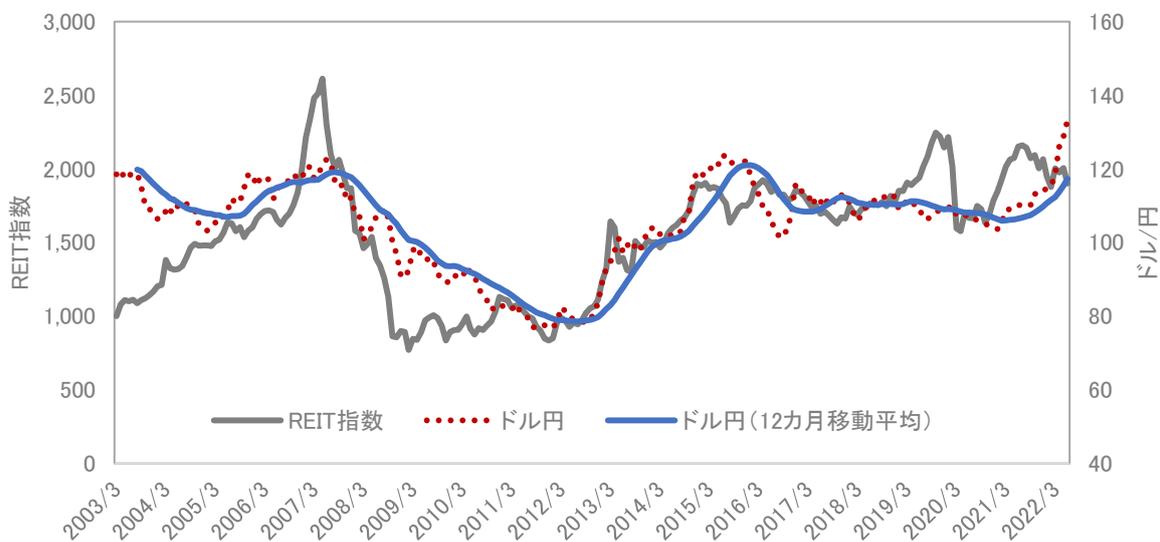
<sup>4</sup> インプライドキャップレートは、フォワードNOIを企業価値（投資口時価総額、ネット有利子負債及び敷金保証金等の合計額）で除して算出する。従って、J-REIT投資口価格が上昇するとインプライドキャップレートは下落する。なお、フォワードNOI及び有利子負債は、短期的な変動が少ないことから、時価総額がインプライドキャップレートの主な変動要因となる。

<sup>5</sup> 海外投資家からみた場合、円安（円高）はJ-REIT投資口価格の下落（上昇）を意味すると考えられる。

<sup>6</sup> 日経平均株価とドル円為替レートの関係はみせかけの相関である可能性が指摘されており、J-REIT投資口価格とドル円為替レートの関係もそうした関係と同様である可能性がある点には留意が必要であろう。詳細は、川口有一郎他『不動産マーケットの明日を読む』を参照のこと。

<sup>7</sup> ここでは2年物の日米国債利回りの差を用いた。また日本は低金利政策を継続していることから日米金利差の拡大（縮小）は主として米国金利の上昇（下落）によって引き起こされていることに留意。なお、特に直近では、日米金利差とドル円為替レートの相関が高くなっており、直近12カ月の相関係数は0.98となっている。ただし、両者の関係は一定ではなく相関の程度は時期により異なる。

図表2 為替レート(ドル円)とJ-REIT 投資口価格の推移



(出所) 東京証券取引所、SPEEDA の資料をもとに作成筆者作成

図表3 日米金利差と為替レート(ドル円)の推移



(出所) SPEEDA の資料をもとに作成筆者作成

### 3. 円安傾向の持続はインプライドキャップレートの下方向圧力となる見通し

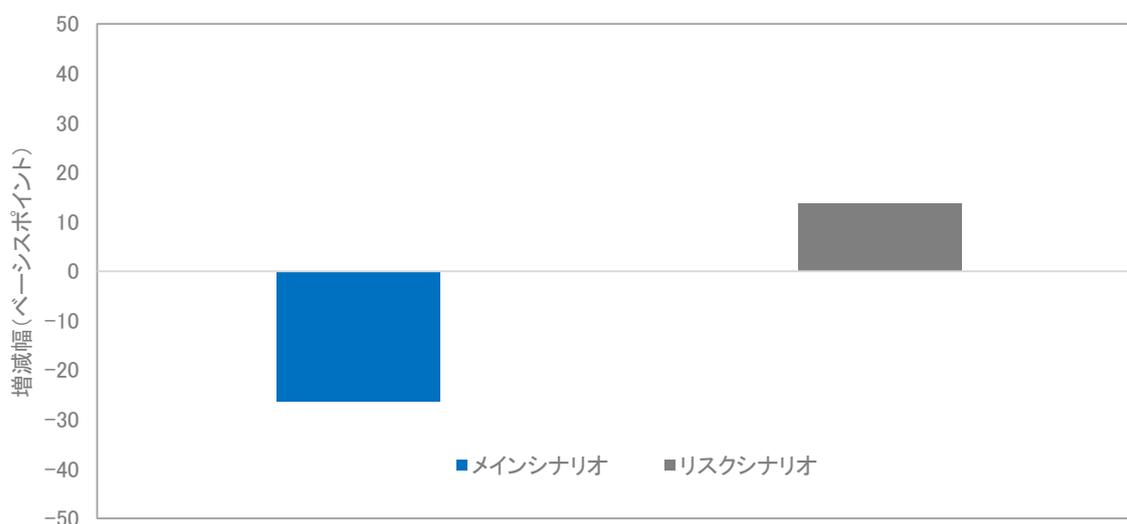
今後、インプライドキャップレートはどのように推移するのか。本節においては、為替レートの変動が当利回りに与える影響を考慮し、今後の見通しを行う。

足元において円安ドル高が急進している主要因は、日米金融政策の方向性の違いである。米FRBは、目標である2%を大きく上回るインフレ率を抑えるため、金融引き締めを行っている。3月に実質的なゼロ金利政策を解除し、5月のFOMCでは0.5%ポイント、6月には0.75%ポイントの利上げを実施した。さらに、保有資産の圧縮（QT：Quantitative Tightening）の開始も決定されており、FRBは早期に中立金利を上回る水準まで利上げを進める意向を示している。

他方、日銀は金融引き締めを実施する意向はみられない。我が国においては、現在までのところ米国と異なり高いインフレはみられず日銀が目標とする安定的な2%のインフレ率は達成されていない状況にある。こうした中、日銀は大規模金融緩和の継続を決定しており、日米金融政策の違いによる円安ドル高傾向は当面の間続く可能性が高い<sup>8</sup>。

筆者の試算によれば、円安ドル高傾向が続くことを想定したメインシナリオでは、J-REIT投資口価格は堅調に推移し、インプライドキャップレートは若干下落する見通しである<sup>9</sup>（図表4）。これに対して、日米金利差の縮小を通じて為替レートが円高ドル安傾向になることを前提としたリスクシナリオのケースでは、J-REIT投資口価格は軟調に推移し、インプライドキャップレートは上昇する懸念がある<sup>10</sup>。ただし、本シナリオでもその上昇幅は限定的なものに留まり、インプライドキャップレートの急激な上昇はみられない見通しである。

図表4 インプライドキャップレートの短期見通し



(出所) 筆者作成

<sup>8</sup> インフレが進行している米国からみれば、インフレを抑制する意味で円安ドル高は許容されやすい。

<sup>9</sup> ドル円為替レートがインプライドキャップレートに影響を与えるというモデルを用いた。なお、本シナリオでは、現状の円安が持続し為替レートが概ね130円台後半で推移することを仮定した。インプライドキャップレートは不動産キャップレートの水準を下回る水準を維持する見通しである。

<sup>10</sup> ただし、本試算においては日銀の金融政策の変更などによる急激な金利上昇を考慮していない点に留意。

\*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。