

INFLATION IN FOCUS (1) インフレ上昇を受けて米国の 不動産価格はどこに向かうのか？

本レポートは、足許の経済見通しと金利環境の大きな変動が、将来の不動産価値にどのように影響するかについて考察する2部構成レポートの前編です。第1部では、経済、インフレ、金利、事業用不動産価格の歴史的な関連を概観します。第2部では、第1部から得られた歴史的示唆を、現在の環境にあてはめながら分析します。

序文

不動産投資において、複雑化するマクロ経済環境を乗り切ることがますます難しくなっています。経済指標は堅調で、インフレにもかかわらず個人消費は底堅く推移しています。家計のバランスシートは堅固であり、貯蓄超過が世帯支出を支え続けており、大幅な雇用増加、求人数の増加、賃金の伸び、企業収益が引き続き堅調であるなど、依然として多くのプラス要因が存在しています。おそらく最も注目すべきは、2000年代初頭に始まったこのようなデータ・トラッキングの開始以来、消費者が最も速いペースで職を去っていることでしょう。そもそも、経済の見通しや労働市場の冷え込みに対する懸念があれば、離職率が過去最高を記録するなどはありえません。不動産市場動向をみると、賃貸市場のファンダメンタルズは総じて堅調に推移、若しくは改善しており、NOI（営業収益）の伸びも堅調、売買取引高は2022年第1四半期（1-3月期）に過去最高を記録するなど、不動産関連の指標は概ね過去最高水準を維持しています。

一方、ダウンサイドリスクの材料も十分にあります。ウクライナでの戦争、持続的な労働力不足、サプライチェーン問題、中国でのCOVID-19の蔓延、それに伴う都市封鎖は、国内外のインフレ圧力を増幅させました。インフレ率の高まりを受けて、連邦準備制度理事会は金融政策を積極的に引き締めました。5月のFOMCでは、連邦準備理事会が政策金利を50bp引き上げることを選択して以降、想定以上の金利引き上げが進むことが示唆されつつあります。また、量的引き締め（6月1日以降、国債やモーゲージ担保証券の保有残高削減を開始）に伴い、長期金利は大幅に上昇、10年物米国債利回りは、年初の2倍、3%近辺に達しました。

このような環境下、たとえ未知の水域に達するとしても、過去のインフレ率、金利、不動産市場のパフォーマンスとの歴史的相関から示唆される内容を正しく理解することはさらに重要となります。

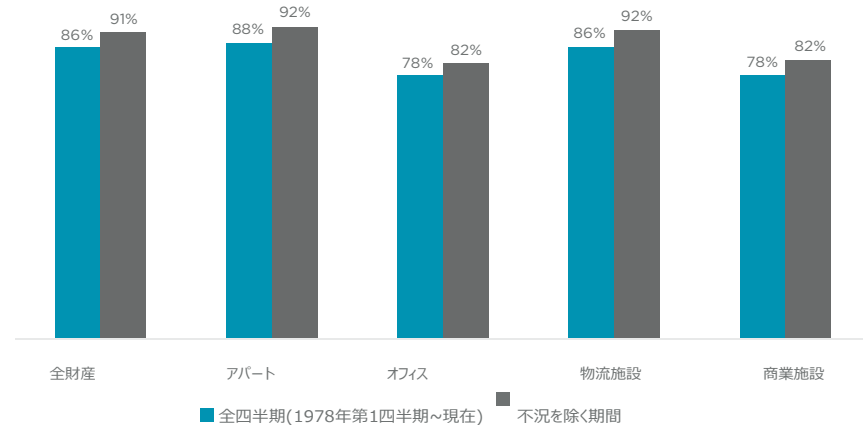
インフレと不動産の関係

- 過去の米国の不動産収益率は、インフレ率を上回ってきました。実際、NCREIFの不動産価格データを分析したところ、不動産収益率は過去41年間のうち34年間でCPIを上回っており、不動産収益率がインフレ率を上回らなかったのは景気後退期のみでした。平均すると、レバレッジのない不動産のリターンは、インフレ率を年率5—6%程度上回っています。

- 事業用不動産は、インフレリスクに対する効果的なヘッジと考えられます。定期的な賃貸契約の更改期間が比較的短い不動産（例えば、集合住宅など）であれば、価格上昇圧力のリアルタイムの変化を、賃料更改のタイミングでいち早く影響を捉えることができます。NOI（営業利益）はインフレを上回るペースで安定して上昇しています。オフィス、物流施設、商業施設などでは、賃貸契約期間（典型的には5—7年）が長いいため、将来のインフレリスク・ヘッジのため年間賃料上昇を反映する条項が含まれます。仮に契約上のエスカレーション条項がインフレ指数と明示的に結びついている場合、そのような賃貸契約はインフレリスク・ヘッジとして極めて有効といえるでしょう。

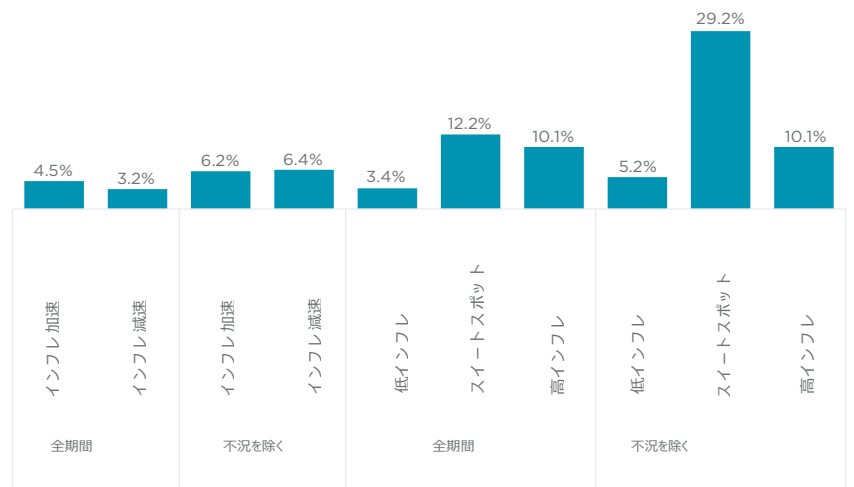
- 不動産投資リターンはしばしばインフレ率を上回り、かなりの幅を有します。一方、不動産売買取引高はインフレ率が上昇過程では増加する傾向があります。実際、リアル・キャピタル・アナリティクス社による過去20年間データを分析すると、インフレが加速する過程で、売買取引高は回復・増加する傾向を示しています。直近の事例に合わせて、考えてみましょう。2021年の消費者物価指数は、2021年に4.7%（2021年第4四半期は前年同期比7%）上昇し、不動産売買取引高は前年同期比で過去最高を更新しました。クラス別では、（短期賃貸契約である）集合住宅と（より頻繁な賃料更改を通じた価格転嫁が容易な）物流施設が投資需要を集めました。

四半期NCREIFトータル・リターンがインフレを上回った期間の割合



出典: NCREIF, Bureau of Labor Statistics, NBER,

異なるインフレ条件での事業用不動産売買取引高の変化：2000年～



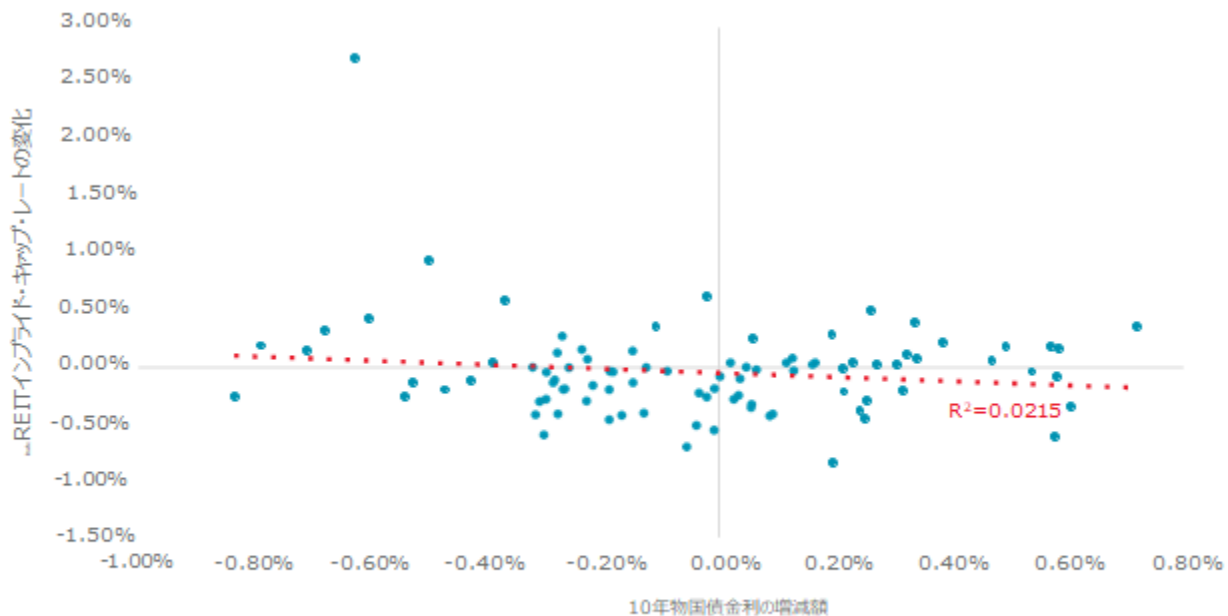
出典: NBER, RCA, Bureau of Economic Analysis, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

注: 「低インフレ」とは年1.5%未満を意味し、「スweetspot」とは年1.5%—2.5%を意味し、「高インフレ」とは年2.5%を超えることを意味します。

金利と不動産の関係

- 政策金利・10年物米国債のイールドカーブの変化は、キャップ・レートの変化と一貫した関連性を持ちません。実際、表面的な価格の推移だけみれば無相関ともいえるでしょう。言い換えれば、なぜ米国債金利が変動するのかではなく、キャップ・レートがどのような経路を経て変動するのかを正しく理解することが重要です。
- 金利と資本コストは、将来の不動産価値を決定する要因ですが、GDP/NOI成長率、資本構成、政策リスク、地理的リスクなど、様々な価格リスク要因の1つにすぎません。また、景気拡大期間においてキャップ・レートが縮小するスピードは、どの程度キャップ・レートにおけるリスク・スプレッドが長期平均を上回るか下回るかの水準に比例して決定されていく傾向が分かりました。言い換えれば、一般的に、景気が拡大している限り、投資利回りは早く低下していく傾向が示唆されています。過去のデータに基づけば、金利上昇局面では、不動産価格は総じて上昇する傾向とも合致しますが、現状には該当しないと想定されることは重要です。不一致の背景となる第一の理由として、過去の市況は長期的な金利低下傾向から恩恵を受けていた一方、現在の金利水準は既に過去最低をつけていため、利下げに伴う金利政策の余地がほぼなかったことです。第2の理由として、過去は景気改善とリスク回避度の低下に伴って金利が上昇する「良い金利上昇」が多かったのですが、今日はその逆の景気後退と金利上昇を伴う「悪い金利上昇」となりつつあることです。

キャップ・レートの変化を10年物米国債金利の変化と比較する：2000年第1四半期から2021年第4四半期



出典: グリーン・ストリート、連邦準備制度理事会、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド・リサーチ

- キャップ・レートを上昇させる要因は、顕著に増加しています。歴史的に、借入が少ない相手先の固定金利の不動産融資コストは、Baa債券コストと(15—20bp以内に)密接に相関してきました。業界団体の貸借対照表調査によると、このような借り手の固定金利調達コストは年初の3.2%から今日の4.7%まで上昇しています。言い換えれば、金利の急激な上昇に伴いキャップ・レートに含有されるリスク・スプレッドは急速に縮小し、あるいは既にマイナスに転じているということです。特に、投資需要が市場供給を大きく上回る集合住宅および物流施設などにおけるリスク・スプレッドについては、マイナスに陥る傾向が強まりつつあることには留意が必要です。

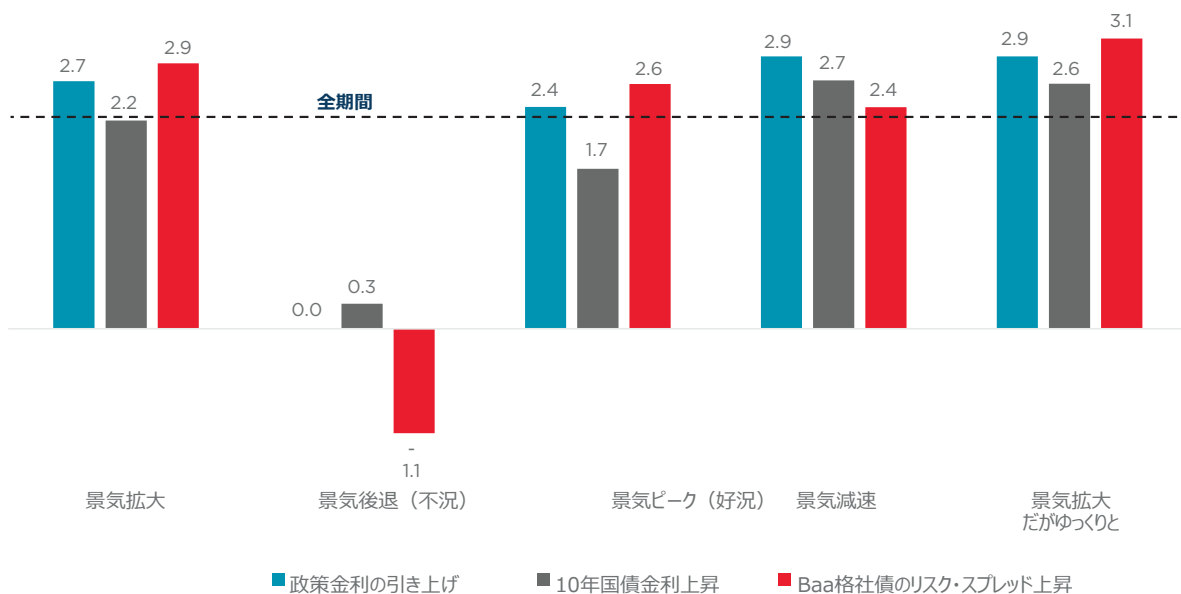
Baa社債イールド 対 事業用不動産向け融資イールド (%)



出典: ACLI, Moody's, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

- 過去のキャップ・レート動向をトータル・リターン動向と比較してみましょう。投資用不動産は、景気拡大、そして概ね調達コストが上昇している局面においても、超過のトータル・リターンをもたらす傾向があります。驚くべきことに、景気拡大が減速している期間にも、投資用不動産においては超過のトータル・リターンがなんとか維持されていますが、これは景気後退懸念に直面する現在の環境にも類似しているといえるでしょう。

1990年第1四半期以降の四半期平均トータル・リターン



出典: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Moody's, NCREIF, クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

以上をまとめると、事業用不動産市場は、景気拡大が続いている限り、インフレ率の上昇や金利上昇環境に大きく左右されないことが示唆されています。とはいえ、私たちは前代未聞の市場環境に直面しています。CPIインフレ率は、40年ぶりに前年比8.2%の高水準で推移しています。そして、昨今の金利上昇と市場の不確実性の高まりが、今後のキャップ・レートの上昇圧力となる兆しが強まっています。実際、公募REIT売買市場から示唆されるインプライド・キャップ・レートはすでに大幅な上昇に転じています。

同時に、経済ファンダメンタルは依然として健全で、投資家は膨大な待機資金を蓄積したままです。強い逆風が、強い追い風と衝突し、さらに複雑なシナリオを数多く生み出しましたが、一部のシナリオは他のシナリオよりも蓋然性が高いといえるでしょう。確実なことは、こうした相反する勢力が、市況の見通しを不透明にさせてきたことです。このような市場環境で投資売買の意思決定を行う場合、自ら仮定した条件が本当に正しいのかを積極的に問いただしていかなければなりません。

これまで投資家は、ボラティリティが高まった時期でも投資キャッシュフローを成長させることに成功してきました。しかし、もっとも急速に成長している不動産セクターは、リスクにさらされているセクターであることも多いため、このような手法の活用も、だんだん厳しくなってきました。今後の投資パフォーマンスの勝敗を分ける要因は、資産クラス別に異なりますが、今後数年間のマクロ環境の動向もさらに重要になってきているといえるでしょう。

日本の問い合わせ先：

Mari Kumagai

Head of Research & Consulting -Japan
+81 3 6625.8323 / mari.kumagai@cushwake.com

著者：

David Bitner

Global Head of Capital Markets Research
david.bitner@cushwake.com

Kevin Thorpe

Chief Economist
Global Head of Research
kevin.thorpe@cushwake.com

Rebecca Rockey

Economist, Global Head of Economic
Analysis & Forecasting
rebecca.rockey@cushwake.com

 **CUSHMAN &
WAKEFIELD**

Cushman & Wakefieldについて

クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド(C&W)はニューヨーク取引証券所に上場している世界有数の不動産サービス会社です。クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドは、400を超える事務所と約60カ国に約50,000人の従業員を擁する最大級の不動産サービス企業のひとつです。

2021年の売上高は、不動産、設備・プロジェクト管理、賃貸契約、資本市場、バリエーション、その他のサービスのコアサービス全体で94億ドルとなりました。詳しくは、公式ホームページ www.comcushmanwakefield.com にアクセスするか公式ツイッター@CushWake をフォローください。