

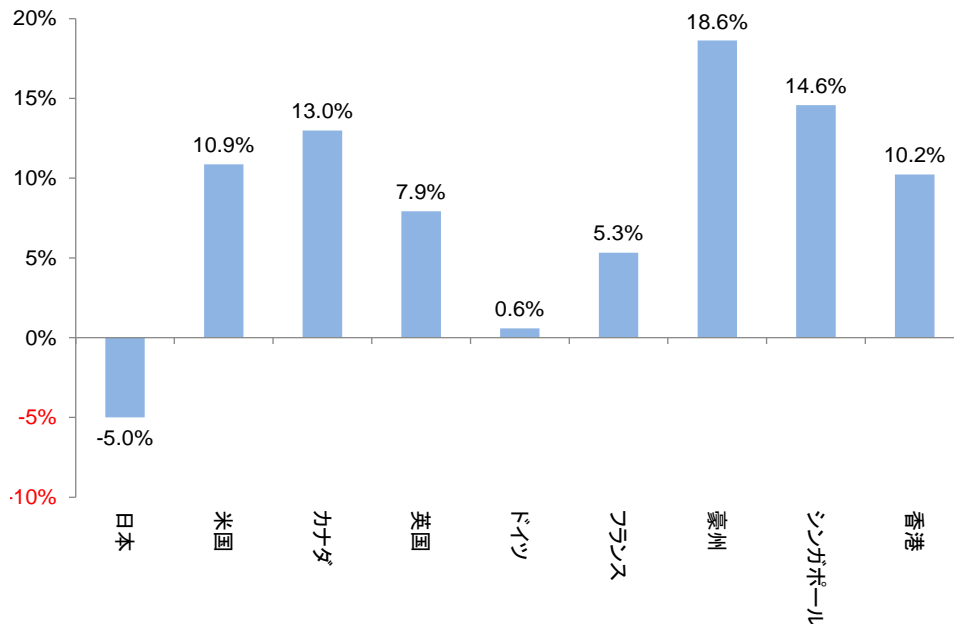
(不動産投資)：アウトバウンド投資における為替ヘッジ後の不動産期待利回り

日本から海外不動産へ投資するアウトバウンド投資が増加している。アウトバウンド投資を行う場合に頭を悩ますのが、為替変動リスクである。為替変動リスクは、為替ヘッジを行うことで抑制することができる。為替ヘッジを行った場合の主要先進国の不動産期待利回りを比較すると、現時点では欧州>日本>北米・豪州>アジアの順となる。

海外不動産へのアウトバウンド投資に対する関心が高まっている。総合不動産サービス会社 JLL によると、2017 年の日本から海外へのアウトバウンド投資額は 34 億ドルと前年比 70%増加した。最近のアウトバウンド投資は大手デベロッパーや商社などに牽引されているが、今後は年金基金などの機関投資家による投資拡大も期待される。

アウトバウンド投資を行う背景として、高い利回りやポートフォリオの分散などの他に、日本は人口減少により不動産需要の先細りが予想されることが挙げられる。図表 1 は、2015 年から 2030 年までの主要先進国の予想人口変化率を示している。日本の人口が 5%減少する一方で、横ばいとなるドイツを除けば、英国・フランスは一桁台後半、米国・カナダ・豪州・シンガポール・香港は二桁台の人口増加が予想されている。日本以外の主要先進国の多くは人口増加が継続し、底堅い不動産需要が見込まれることが分かる。

図表 1：主要先進国の 2015 年から 2030 年の予想人口変化率



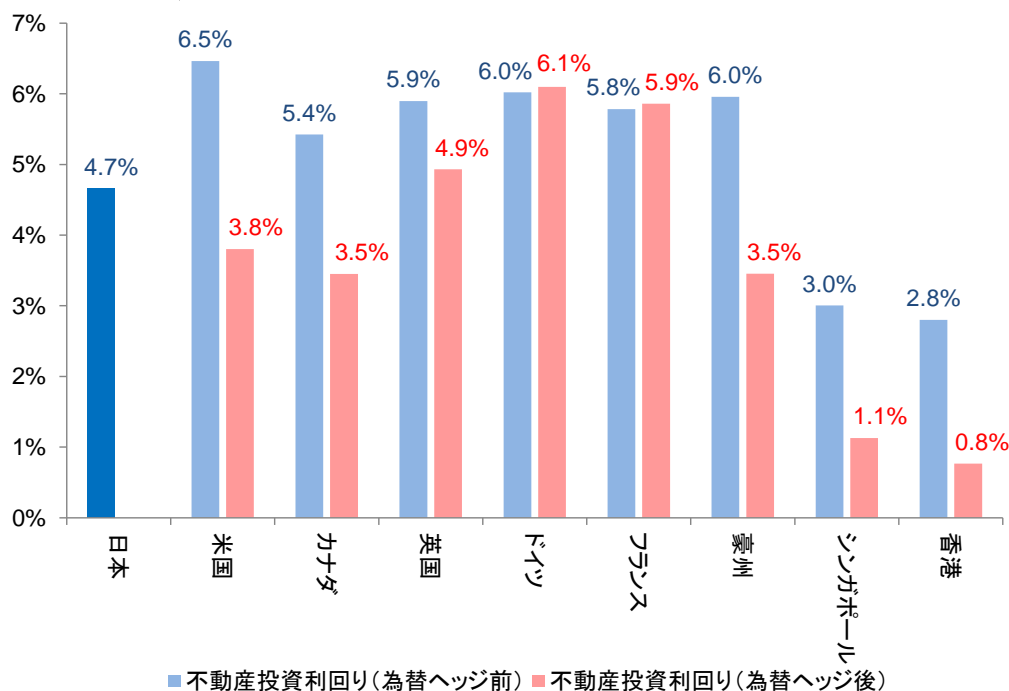
(出所) 国際連合「World Population Prospects: The 2017 Revision」を基にニッセイ基礎研究所作成

しかし、海外不動産へ投資する場合、頭を悩ますのが為替変動リスクである。外貨ベースでは高い利回りを享受できたとしても、円高が進めば、為替差損を含めた最終的な運用収支がマイナスとなるケースもありうる。また、為替変動リスクは為替ヘッジを行うことで抑制することができるものの、コストがかかることも多い。為替ヘッジのコスト（場合によってはプレミアム）は、主に通貨間の金利差と資金調達環境の相対的な逼迫度により決まる。海外金利が円金

利より高い場合や海外通貨の資金調達が円より逼迫している場合は、為替ヘッジを行うのにコストがかかり、為替ヘッジ後の利回りが下がる。一方、海外金利が円金利より低い場合や海外通貨の資金調達が円より緩和的な場合、為替ヘッジを行うとプレミアムを受け取ることができ、為替ヘッジ後の利回りが上昇する。

図表2は、主要先進国について、為替ヘッジを行わなかった場合の不動産期待利回りと、為替ヘッジを行った場合の不動産期待利回りを示したものである。前者が現地通貨ベースの不動産期待利回り、後者が円ベースの不動産期待利回りであるとも言える。米国や豪州は、為替ヘッジ前、つまり現地通貨ベースの不動産期待利回り（青棒グラフ）は高いものの、為替ヘッジ後の不動産期待利回り（赤棒グラフ）は下がり、日本の不動産に投資するよりも期待利回りが低くなる。なお、ドイツやフランスは、為替ヘッジを行うことで、不動産期待利回りが小幅に高まる。為替ヘッジ後の不動産期待利回りを比較した場合、現時点において欧州＞日本＞北米・豪州＞アジアといった順になる。

図表2：主要先進国の為替ヘッジ前後の不動産期待利回り



(注) 不動産期待利回り(為替ヘッジ前)：取引データに基づく NOI 利回り(2017年度平均)で、長期的に期待される利回りを示す。不動産期待利回り(為替ヘッジ後)：不動産期待利回り(為替ヘッジ前)を前提に、2018年6月末に為替リスクを3ヶ月間ヘッジした場合の NOI 利回り

(出所) Real Capital Analytics、Bloomberg のデータを基にニッセイ基礎研究所作成

アウトバウンド投資を行う場合は、不動産市場の成長性やポートフォリオへの分散効果なども考慮するため、一概に利回り水準だけで投資対象としての優劣は判断できない。また、アウトバウンド投資を行う際に、為替ヘッジを行わないケースも多い。しかし、アウトバウンド投資における為替変動リスクは決して小さくなく、無視できないのも事実だ。為替ヘッジの実施有無を問わず、為替変動リスクを除いた場合に、どれだけの不動産期待利回りを見込めるか把握しておくことは重要ではないだろうか。

(佐久間 誠)