



不動産投資短期観測調査

第 19 回調査結果の概要

『日本の不動産投資市場の現状と予測』

～キャップレート圧縮はオペレーショナルアセットが最も大きい～

調査時点（2014 年 12 月）



報告（2015 年 1 月）

第 19 回 不動産投資短観調査¹

調査主体²

川口有一郎（早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授）

森平爽一郎（早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授）

事務局：早稲田大学大学院川口研究室（渡部光章・諏訪部雅美）

協力 一般社団法人不動産証券化協会

調査対象者

68 社（回答率 24%×調査票配布 285 社）

回答期間

2014 年 11 月 18 日～2014 年 12 月 9 日

[A. 投資家に関する項目]

本調査³にご回答いただいた匿名の回答者の不動産投資に関する過去半年の経験は次の通りです（複数選択可能）。

1. 購入	40 (68%)
2. 売却	32 (54%)
3. 投資判断（購入や売却にまで至らなかった）	32 (54%)
4. その他（ ）	5 (8%)

[B. 判断項目]

本調査項目のうち、主な質問項目の回答は次の通りです。

⑤ 貴社の業況（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）		最近	半年後
	1.良い	40(65%)	39(65%)
	2.さほどよくない	22(35%)	21(35%)
	3.悪い	0(0%)	0(0%)

¹ 本調査は表記の調査主体が独自に実施しているものです。

² 本調査の目的：日本における不動産投資市場の現状と先行きについて明らかにします。また、それを通じて日本の不動産市場の予測可能性およびリスク管理に関する学術研究のための基礎資料を得ることを目的としております。また、調査データを市場参加者全員が共有することにより合理的な不動産投資市場の育成に寄与することを目的としております。

³ 調査に回答する場合には匿名での回答となります。本調査の協力者リストは非開示です。また、回答時には匿名回答方式を導入していますので、回答者が誰であるかを特定することは不可能です。匿名方式でない投資家利回り調査の結果には、バイアスの存在が確認されています。

⑥ 不動産市況（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.良い 2.さほどよくない 3.悪い	最近 60(94%) 4(6%) 0(0%)	半年後 53(85%) 9(15%) 0(0%)
⑦ 金融機関の貸出態度（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.良い 2.さほど厳しくない 3.悪い	最近 52(85%) 9(15%) 0(0%)	半年後 48(80%) 12(20%) 0(0%)
⑧ 不動産の仕入れ価格（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.上昇 2.もちあい 3.下落	最近 56(92%) 5(8%) 0(0%)	半年後 45(75%) 15(25%) 0(0%)
⑨ 不動産の売却価格（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.上昇 2.もちあい 3.下落	最近 55(90%) 6(10%) 0(0%)	半年後 43(72%) 17(28%) 0(0%)
⑩ 6ヶ月後の金利（10年国債利回り）を予想してください。（下記の「6ヶ月後のキャップレート」の想定において、この金利予測をご利用ください。）	1.上昇 2.もちあい 3.下落	最近 5(8%) 55(87%) 3(5%)	

[C. 投資利回り項目]

本調査では不動産投資家に対して 88 種類の商業用不動産（オフィスビル（A クラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、物流施設（シングルテナント、マルチテナント）、ビジネスホテル、ヘルスケア施設（有料老人ホーム））について、

- ① 「現在の期待 IRR（アンレバレッジ）」（レバレッジ前の総合期待収益率）
- ② 「現在のキャップレート」
- ③ 「半年後キャップレート」

の 3 種類の収益率を調べています。

これらの収益率に関する詳細データ—全ての原データ含む—は、本調査に回答した匿名の回答者への限定開示という方法を採用しています。以下では、これらの収益率に関するデータを用いて、日本の商業用不動産投資の現状と将来展望を理解するために必要な概要のみを公表します。また、以下の概要では回答の「中央値」を用いています。回答のばら

つき（分散や標準偏差）については一般には公開していません⁴ので結果の解釈に際しては中央値である点にご注意ください。

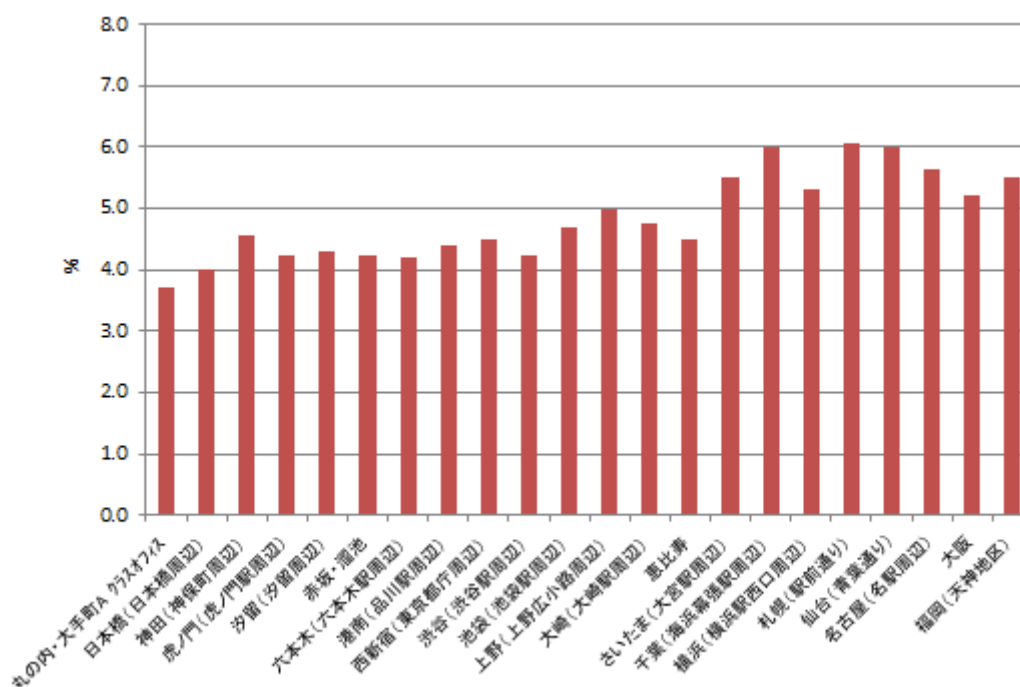
1.日本の商業用不動産の価格の現状（2014年12月現在）

本調査では不動産投資家に対して88種類の商業用不動産（オフィスビル（Aクラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、物流施設（シングルテナント、マルチテナント）、ビジネスホテル、ヘルスケア施設（有料老人ホーム））の「現在のキャップレート」を尋ねています。商業用不動産の価格はキャップレート（イールド）で表示されます。2014年12月現在の日本の商業用不動産のキャップレートは次の通りです。

1-1.オフィス

オフィスビル（Aクラス）のキャップレート（中央値）は、最小3.73%（東京「丸の内・大手町」）、最大6.05%（「札幌」）です。東京都心部のオフィスビルのキャップレート（中央値）が、概ね5%を下回る水準なのに対して、地方のオフィスビルのキャップレート（中央値）は約5.5%～約6%の水準です。

図1.Aクラスオフィスビルのキャップレート

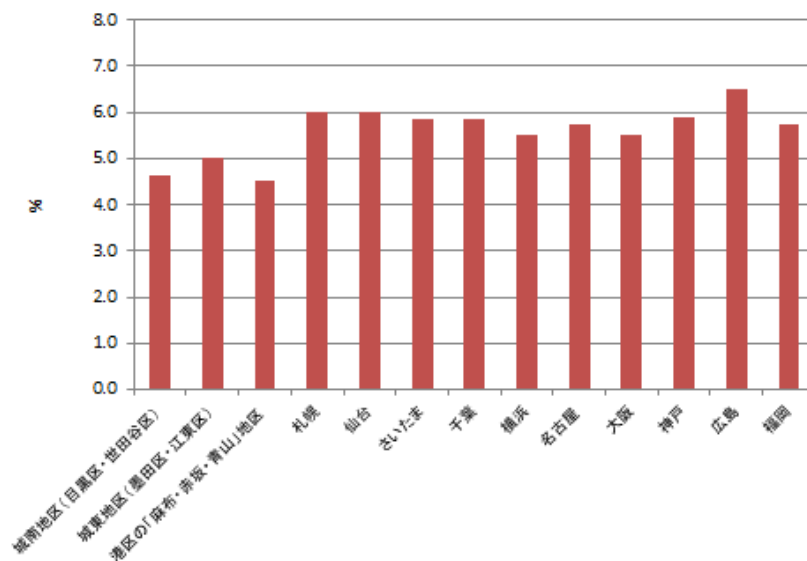


⁴ 匿名の回答者にのみ開示しています。

1-2. 賃貸住宅

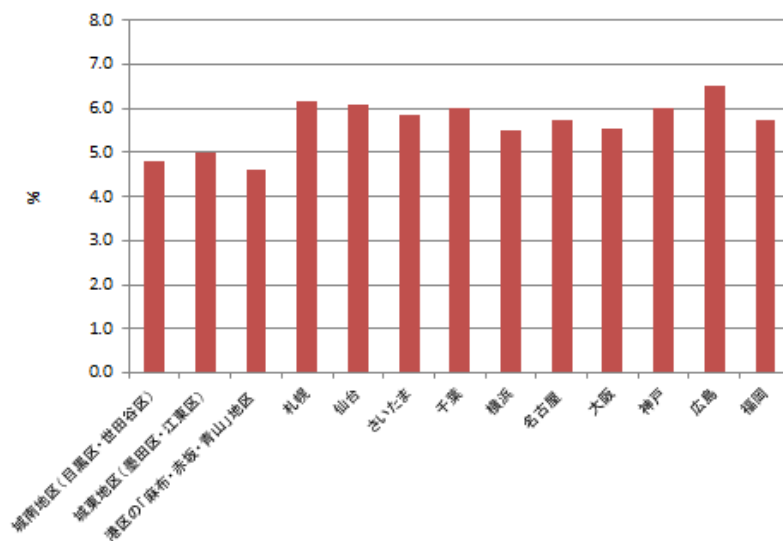
賃貸住宅（ワンルーム）のキャップレート（中央値）は最小 4.50%（「麻布・赤坂・青山」）、最大 6.50%（「広島」）です。東京エリアが、概ね 5%を下回る水準であるのに対して、「名古屋」、「大阪」、「福岡」といった地方都市は約 5.5%～約 6.0%の水準となっています。

図 2. 賃貸住宅（ワンルーム）のキャップレート



賃貸住宅（ファミリー）のキャップレート（中央値）は最小 4.60%（「麻布・赤坂・青山」）、最大 6.50%（「広島」）です。ファミリー賃貸住宅についてもワンルームと同様に、東京エリアでは 5%を下回る水準、「名古屋」、「大阪」、「福岡」といった地方都市は約 5.5%～約 6.0%の水準です。

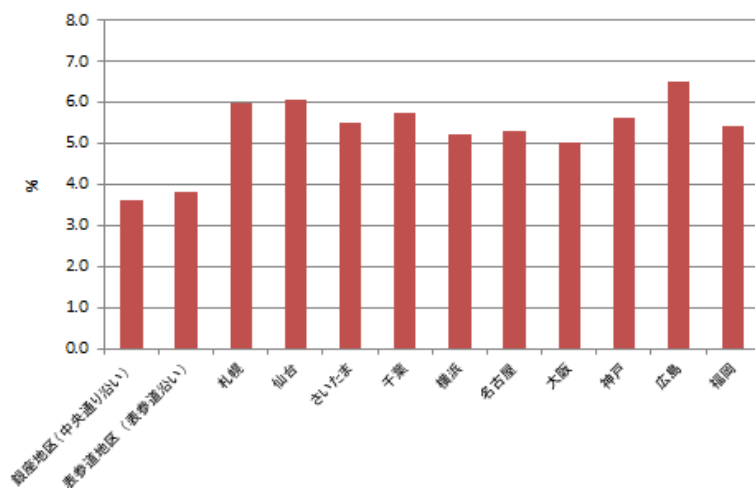
図 3. 賃貸住宅（ファミリー）のキャップレート



1-3.商業施設

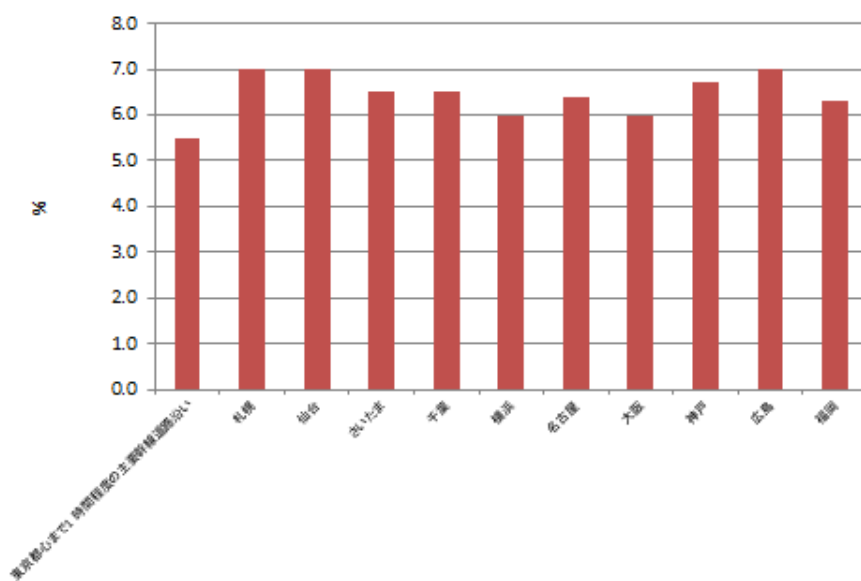
都心型商業のキャップレート（中央値）は最小 3.60%（「銀座地区（中央通り沿い）」）、最大 6.50%（「広島」）という水準です。銀座、表参道は、4%を下回る水準であるのに対して、札幌、仙台、広島といった地方都市については、6%前後の水準となっています。

図 4. 都心型商業のキャップレート



郊外ショッピングセンターのキャップレート（中央値）は最小 5.50%（「東京都心まで 1 時間程度の主要幹線道路沿い」）、最大 7.00%（「札幌」、「仙台」、「広島」）です。郊外ショッピングセンターのキャップレートは、地域による格差が比較的小さく、概ね 6%～7%の水準にあります。

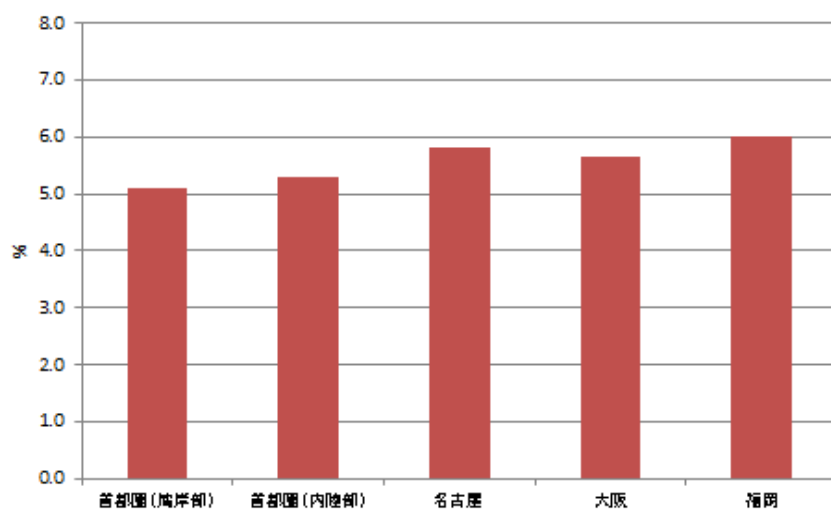
図 5. 郊外ショッピングセンターのキャップレート



1-4.物流施設

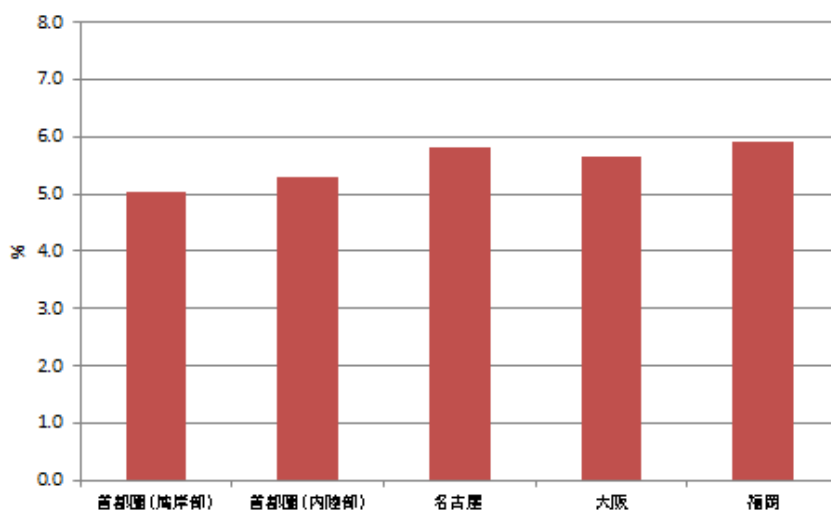
物流施設（シングルテナント）のキャップレート（中央値）は最小 5.10%（「首都圏（湾岸部）」）、最大 6.00%（「福岡」）です。

図 6. 物流施設（シングルテナント）のキャップレート



物流施設（マルチテナント）のキャップレート（中央値）は最小 5.05%（「首都圏（湾岸部）」）、最大 5.90%（「福岡」）です。

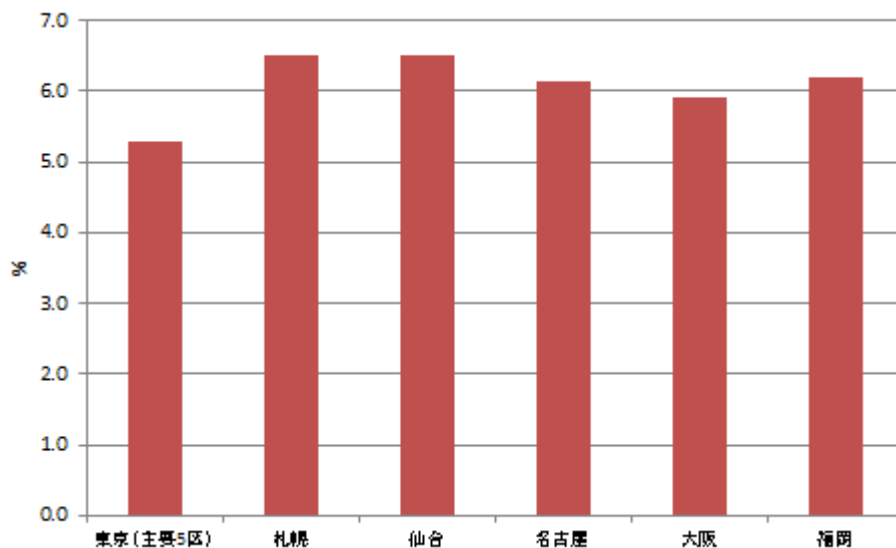
図 7. 物流施設（マルチテナント）のキャップレート



1-5.ビジネスホテル

ビジネスホテルのキャップレート（中央値）は最小 5.28%（「東京（主要 5 区）」）、最大 6.50%（「札幌」）です。「東京主要 5 区」、「大阪」は、5%台の水準にありますが、「札幌」、「仙台」、「名古屋」、「福岡」といった地方都市は、6%を超える水準にあります。

図 8. ビジネスホテルのキャップレート



1-6.ヘルスケア（有料老人ホーム）

ヘルスケア施設（有料老人ホーム-東京都内）のキャップレート（中央値）は 5.78%の水準です。

2.半年後の商業用不動産価格の予想（2014年12月現在から2015年6月を予想する）

（結果の要約：本調査のタイプ別地区別の不動産総数は88種類です。そのうち、86タイプ・地区（約96%）の不動産価格が半年後に上昇、2タイプ・地区（約2%）の不動産価格が半年後に下落、残り2タイプ・地区（約2%）の不動産価格は現在の価格と同じという結果になりました。）

本調査では、投資家に「半年後のキャップレートの予想値」を尋ねています。商業用不動産の価格は、キャップレートで表示されますので、現在と将来6ヵ月後のキャップレートの変化を知ることによって半年後の価格を予想することができます。以下では、「半年後のキャップレートの予想値」から「現在のキャップレート」を差し引いたキャップレートの変化予想⁵を整理します。このキャップレートの格差が「負（マイナス）」であれば、半年後に価格が上昇することを意味します。例えば、現在のキャップレートが4.5%、半年後のキャップレートが4.25%であれば、キャップレートの変化予想値は「マイナス25ベースポイント」です。これを価格変化に換算すると「約5.8%の価格上昇」となります⁶。逆に、この二時点間のキャップレートの格差が「正（プラス）」であれば、半年後に価格が下落することを意味します。また、キャップレートに変化がなければ、半年後の価格は現在の価格のまま維持されると解釈します。

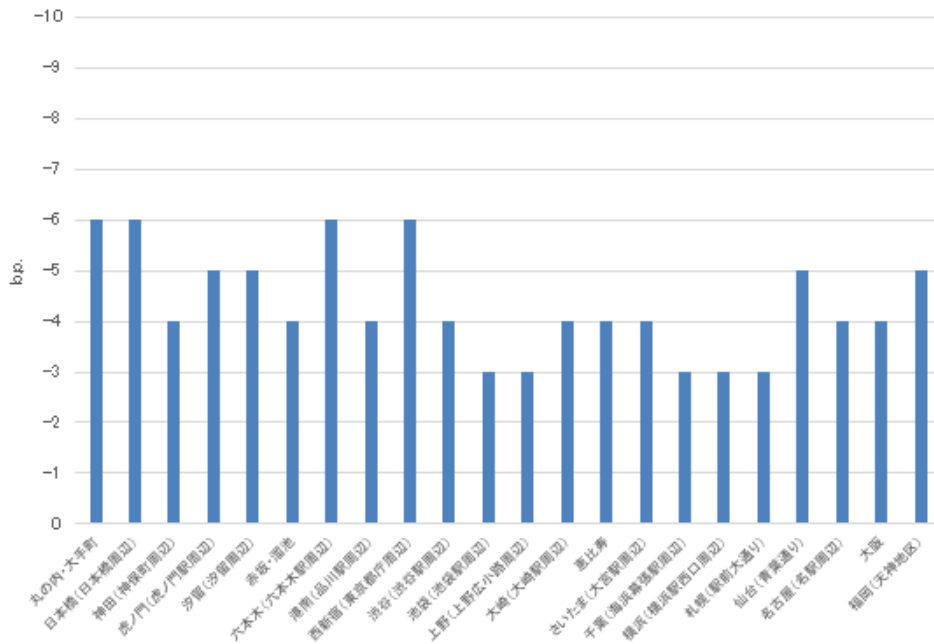
2-1.オフィス

Aクラスのオフィスビルについては、調査対象22地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）という結果が得られました（図9、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

⁵ キャップレートの変化予想の算出に用いる「半年後のキャップレート予想値」及び「現在のキャップレート」については、それぞれの平均値を採用しました。

⁶ 現在の価格（指数）は $1 \div 4.5\% = \text{約 } 22.2$ 、半年後の価格（指数）は $1 \div 4.25\% = \text{約 } 23.5$ また、現在の価格に対する半年後の価格の比率はこれらの比をとって約1.058となります。

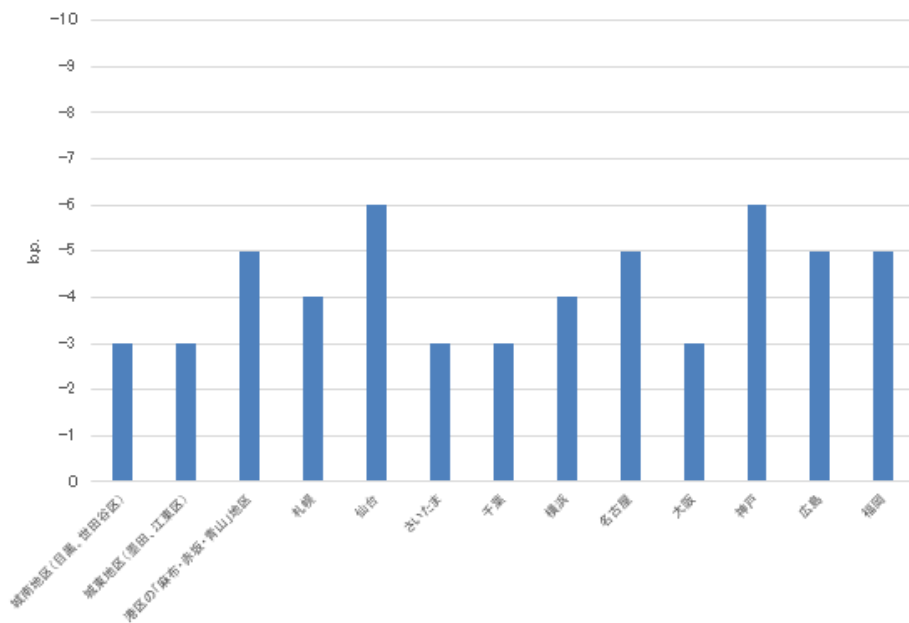
図 9. A クラスオフィスビルのキャップレート変化予測



2-2. 賃貸住宅

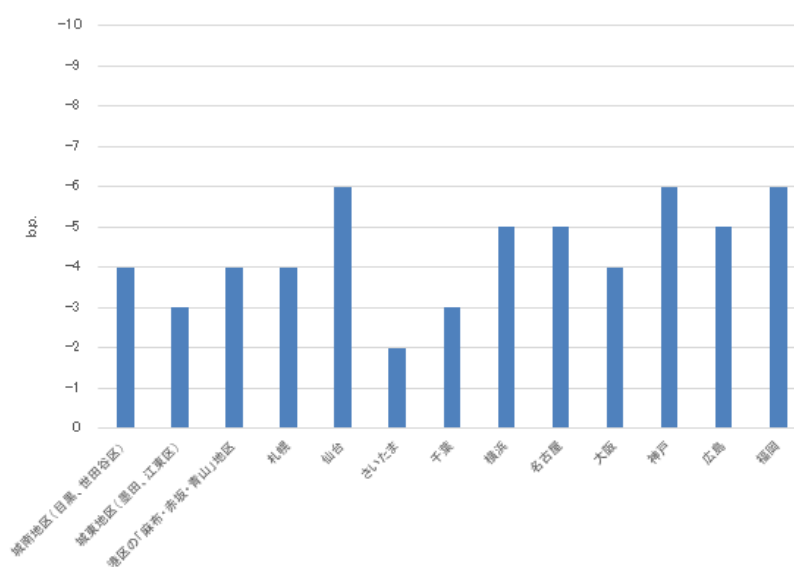
賃貸住宅（ワンルーム）については、調査対象 13 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）という結果が得られました（図 10、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図 10. 賃貸住宅（ワンルーム）のキャップレート変化予測



賃貸住宅（ファミリー）については、調査対象 13 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）という結果が得られました（図 11、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

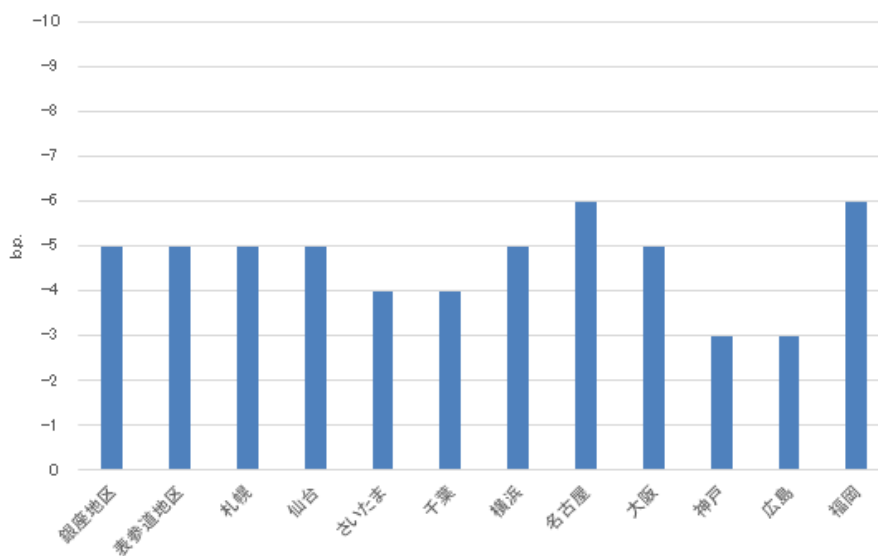
図 11. 賃貸住宅（ファミリー）のキャップレート変化予測



2-3. 商業施設

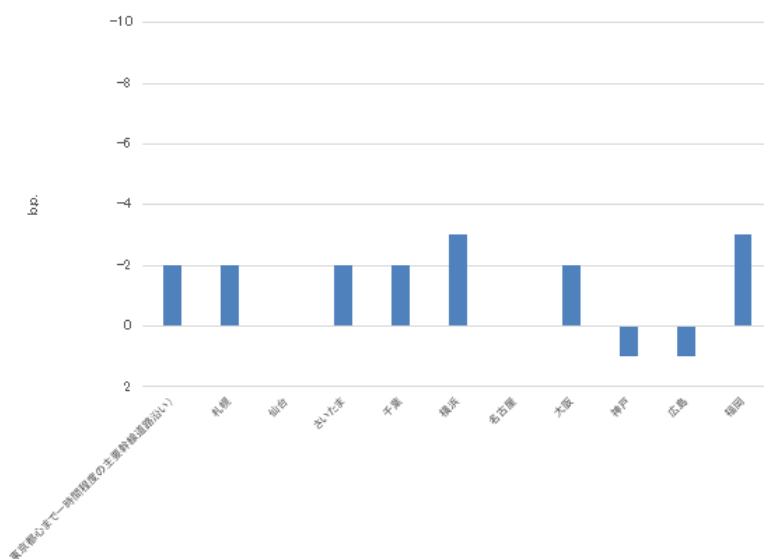
都心型商業については、調査対象 12 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）という結果が得られました（図 12、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図 12. 都心型商業のキャップレート変化予測



調査対象 11 地区の中で、郊外ショッピングセンターの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）地区は 7 地区、下落する（半年後のキャップレートが上昇する）地区は 2 地区（「神戸」、「広島」）です。一方、2 地区は半年後も現在の価格と同じ水準という結果が得られました（図 13、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

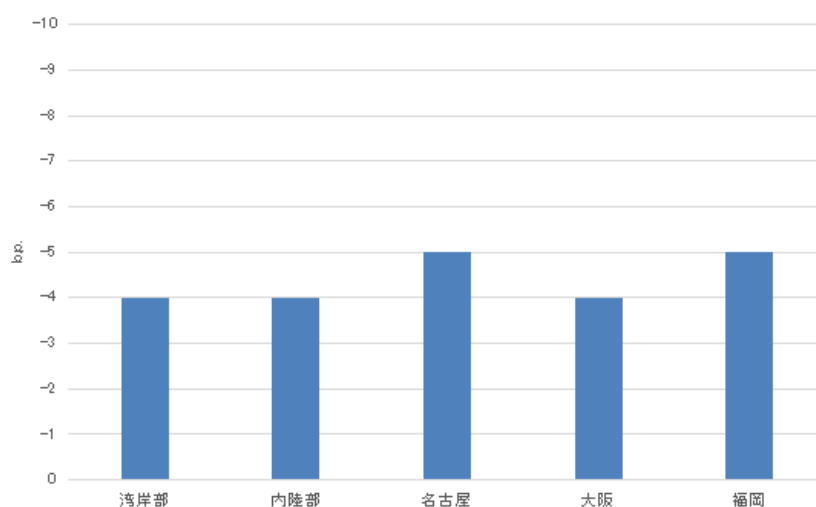
図 13. 郊外ショッピングセンターのキャップレート変化予測



2-4.物流施設

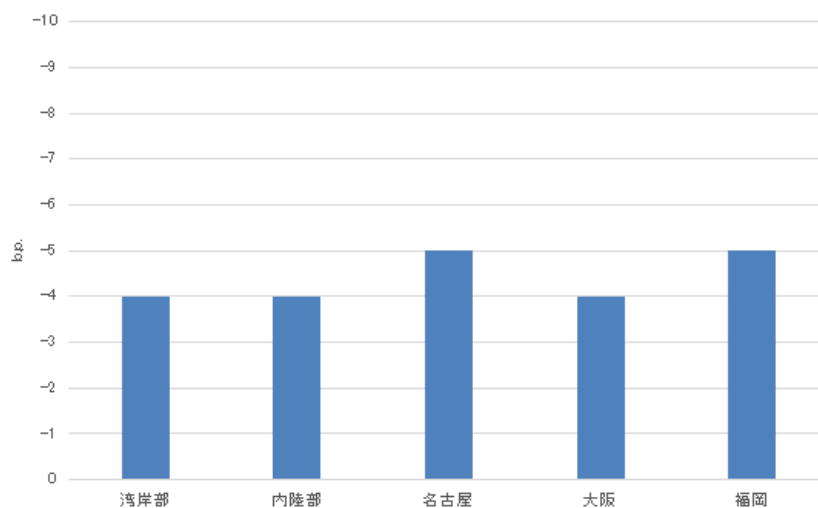
物流施設（シングルテナント）については、調査対象 5 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）結果が得られました（図 14、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図 14. 物流施設（シングルテナント）のキャップレート変化予測



物流施設（マルチテナント）については、調査対象 5 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）結果が得られました（図 15、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

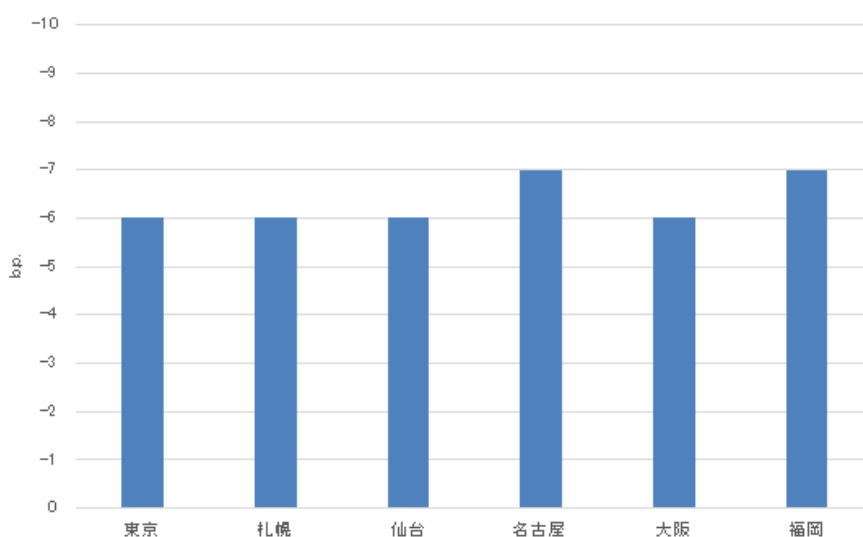
図 15. 物流施設（マルチテナント）のキャップレート変化予測



2-5. ビジネスホテル

ビジネスホテルについては、調査対象 6 地区すべてのエリアの価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）結果が得られました（図 16、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図 16. ビジネスホテルのキャップレート変化予測



2-6.ヘルスケア（有料老人ホーム）

ヘルスケア施設（有料老人ホーム・東京都内）については、価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが 11b.p.下落する）という結果が得られました。

3.日本の商業用不動産投資における期待リスクプレミアムの現状（2014年12月現在）

本調査では、「レバレッジ前の期待総合収益率（アンレバレッジの期待内部収益率）」を尋ねています。この期待総合収益率から10年物国債利回り⁷を差し引いた収益率格差は「期待リスクプレミアム」となります。以下では、10年物国債利回り⁸を0.60%とした場合の商業用不動産の期待リスクプレミアムをタイプ別の不動産について整理しています。なお、本不動産投資短観調査では、投資対象として想定するビル・オフィス（Aクラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、物流施設（シングルテナント、マルチテナント）、ビジネスホテル、ヘルスケア施設（有料老人ホーム）の9タイプのスペックは同じものです。下記の図25から図32のグラフにおいて、地区や都市によるリスクプレミアムの格差は、「立地の違いによる格差」を意味しています⁹。

3-1.オフィス

オフィス（Aクラス）の期待リスクプレミアムは、最小3.4%（東京「丸の内・大手町」）、最大5.9%（「札幌」、「仙台」）です（図17）。期待リスクプレミアムは①期待利回りスプレッド、および②期待成長プレミアムの二つの要素に分解できます¹⁰。図17のグラフには、期待リスクプレミアムは期待利回りスプレッドと期待成長プレミアムの合計として示されています。このグラフからオフィス（Aクラス）の期待リスクプレミアムのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

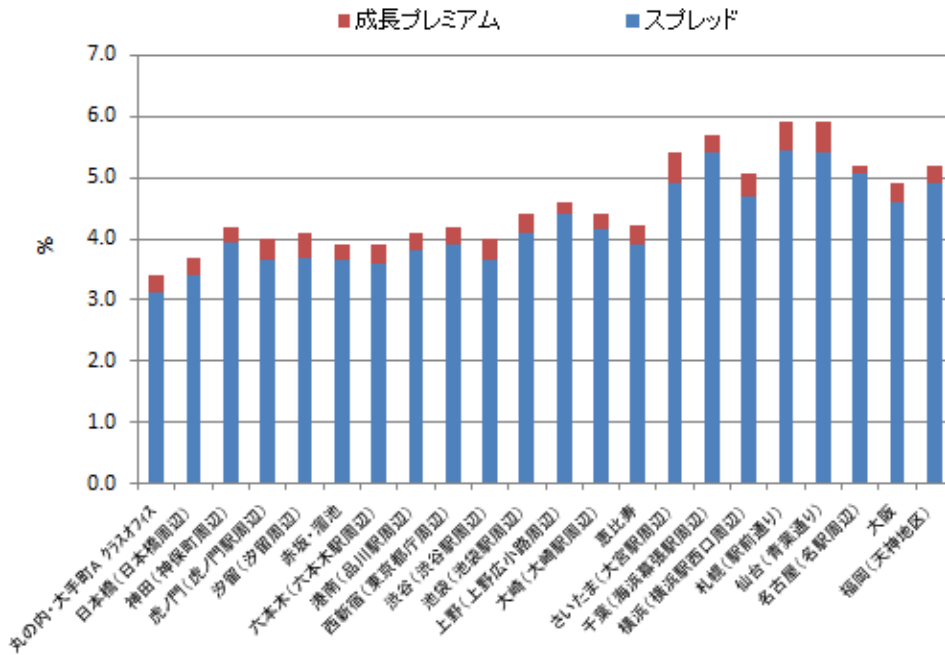
⁷ プライベート不動産投資ファンドは5年満期が多いので、5年物国債利回りに対する期待リスクプレミアムについて議論することも多い。

⁸ 調査時点2014年12月の10年物国債利回りは0.33%でした。また、過去6ヶ月の10年物国債利回りの平均が0.458%、過去12ヶ月のその平均が0.528%、過去10年のその平均が1.188%、過去5年のその平均が0.867%です。

⁹ こうした立地の違いによるリスクプレミアムの格差をここでは「立地プレミアム」と呼ぶことにします。また、今回の調査によるビルのタイプ別の立地プレミアムは、次章の末尾の「参考：不動産タイプごとの立地プレミアム」をご覧ください。

¹⁰ ここでの期待利回りスプレッドは対10年物国債利回りに対する商業用不動産のイールド・スプレッドです。また、期待成長プレミアムは商業用不動産の賃貸純収入あるいは価格に対する期待成長率です。

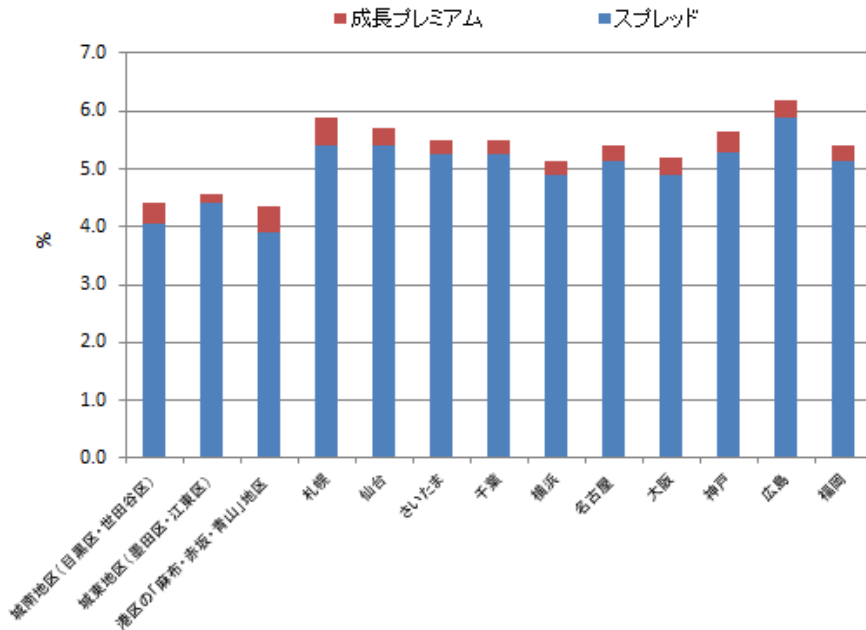
図 17. A クラスオフィスビルの期待リスクプレミアムとその内訳



3-2. 賃貸住宅

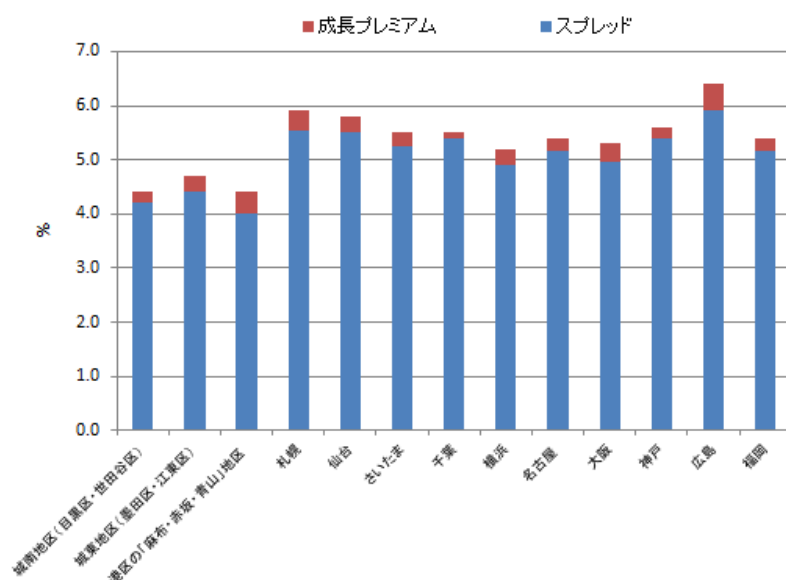
賃貸住宅（ワンルーム）の期待リスクプレミアムは、最小 4.35%（東京「麻布・赤坂・青山」）、最大 6.2%（「広島」）です（図 18）。図 18 のグラフから賃貸住宅（ワンルーム）の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図 18. 賃貸住宅（ワンルーム）の期待リスクプレミアムとその内訳



賃貸住宅（ファミリー）の期待リスクプレミアムは、最小 4.4%（東京「麻布・赤坂・青山」、「城南」）、最大 6.4%（「広島」）です（図 19）。図 19 のグラフから賃貸住宅（ファミリー）の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

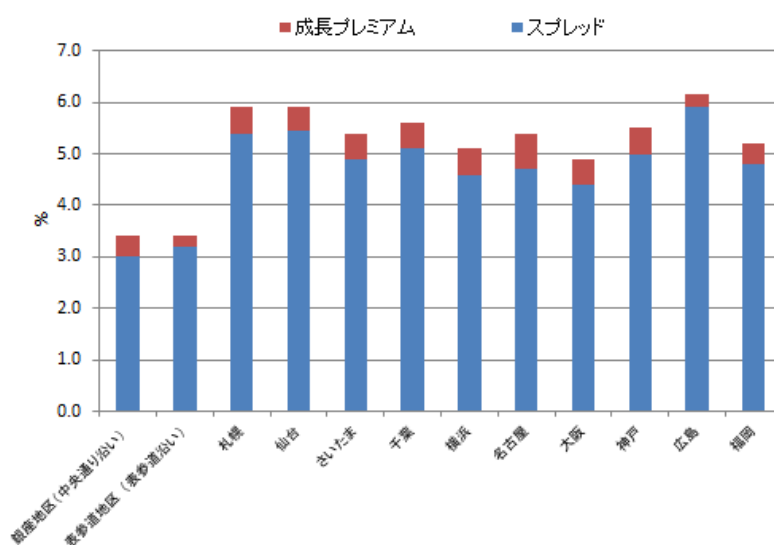
図 19. 賃貸住宅（ファミリー）の期待リスクプレミアムとその内訳



3-3. 商業施設

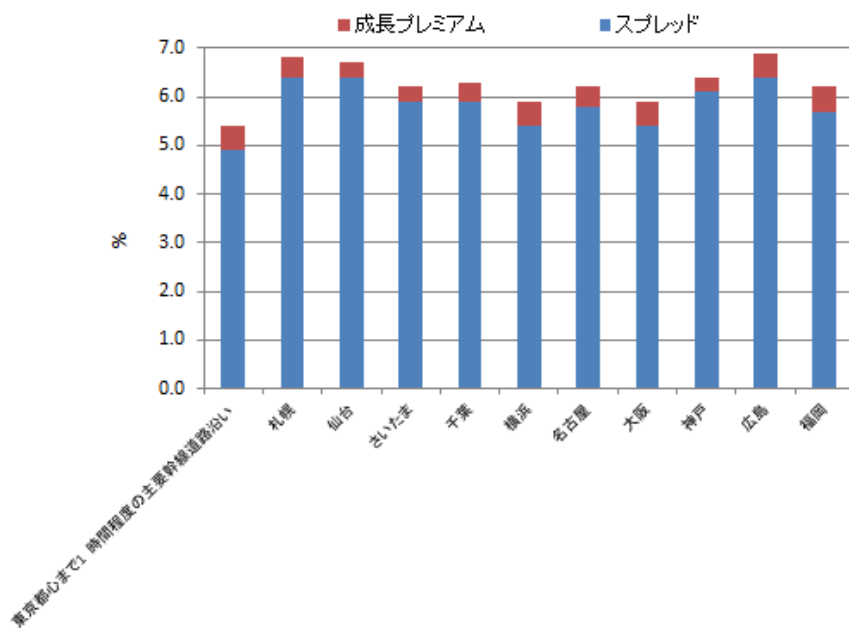
都心型商業の期待リスクプレミアムは、最小 3.4%（「銀座」、「表参道」）、最大 6.2%（「広島」）です（図 20）。図 20 のグラフから都心型商業の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図 20. 都心型商業の期待リスクプレミアムとその内訳



郊外ショッピングセンターの期待リスクプレミアムは、最小 5.4%（東京都心まで 1 時間程度の主要幹線道路沿い）、最大 6.9%（「広島」）です（図 21）。図 21 のグラフから都心型商業の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

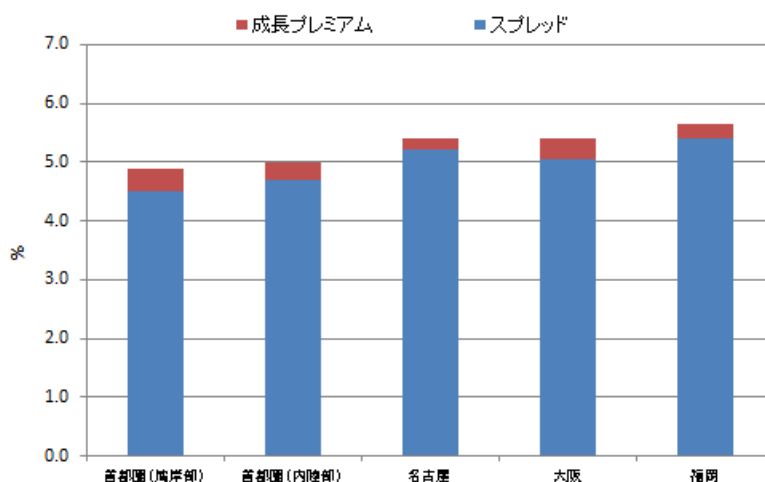
図 21. 郊外ショッピングセンターの期待リスクプレミアムとその内訳



3-4. 物流施設

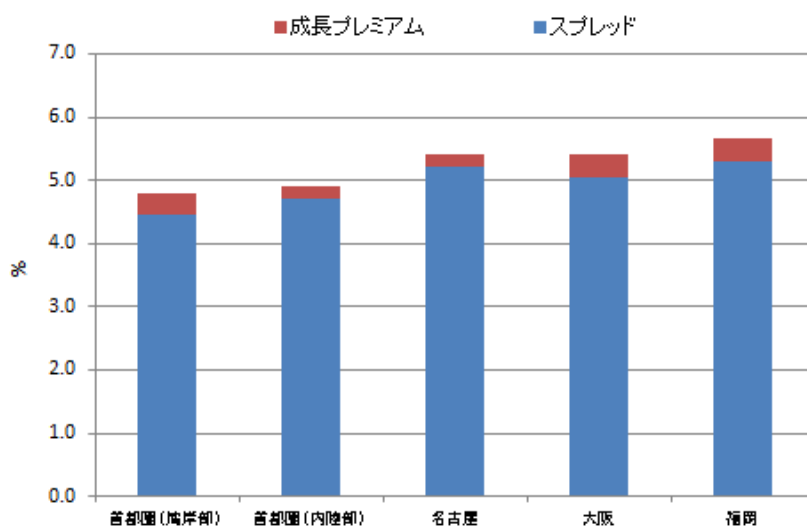
物流施設（シングルテナント）の期待リスクプレミアムは、最小 4.9%（首都圏（湾岸部））、最大 5.7%（「福岡」）です（図 22）。図 22 のグラフから物流施設（シングルテナント）の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図 22. 物流施設（シングルテナント）の期待リスクプレミアムとその内訳



物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムは、最小 4.8%（首都圏（湾岸部））、最大 5.7%（「福岡」）です（図 23）。図 23 のグラフから物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

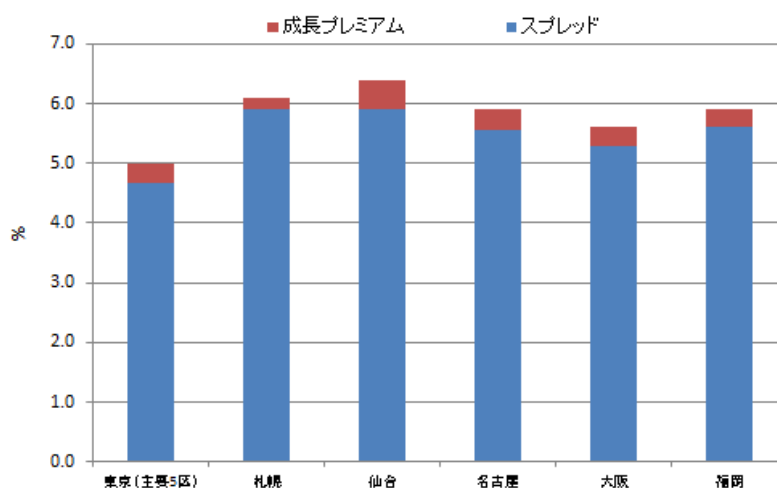
図 23. 物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムとその内訳



3-5. ビジネスホテル

ビジネスホテルの期待リスクプレミアムは、最小 5.0%（「東京（主要 5 区）」）、最大 6.4%（「仙台」）です（図 24）。図 24 のグラフから物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図 24. ビジネスホテルの期待リスクプレミアムとその内訳

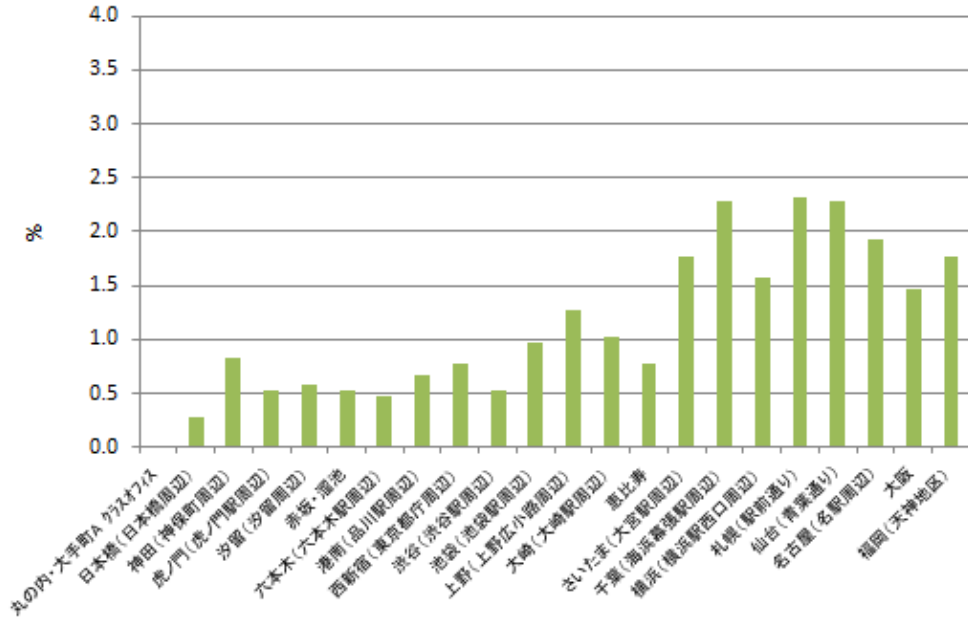


3-6. ヘルスケア（有料老人ホーム）

ヘルスケア施設（有料老人ホーム・東京都内）の期待リスクプレミアムは、5.4%です。

●参考：不動産タイプごとの立地プレミアム

図 25. A クラスオフィスビルの立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京の「丸の内・大手町」地区のAクラスオフィスビルを基準として、他の地区のAクラスオフィスビルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 26. 賃貸住宅（ワンルーム）の立地プレミアム

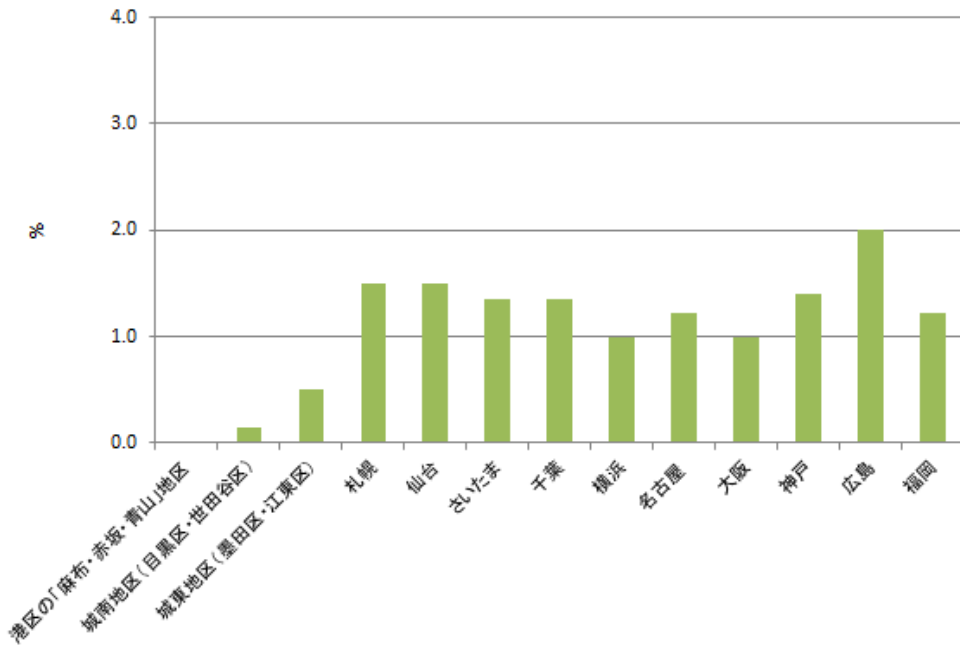
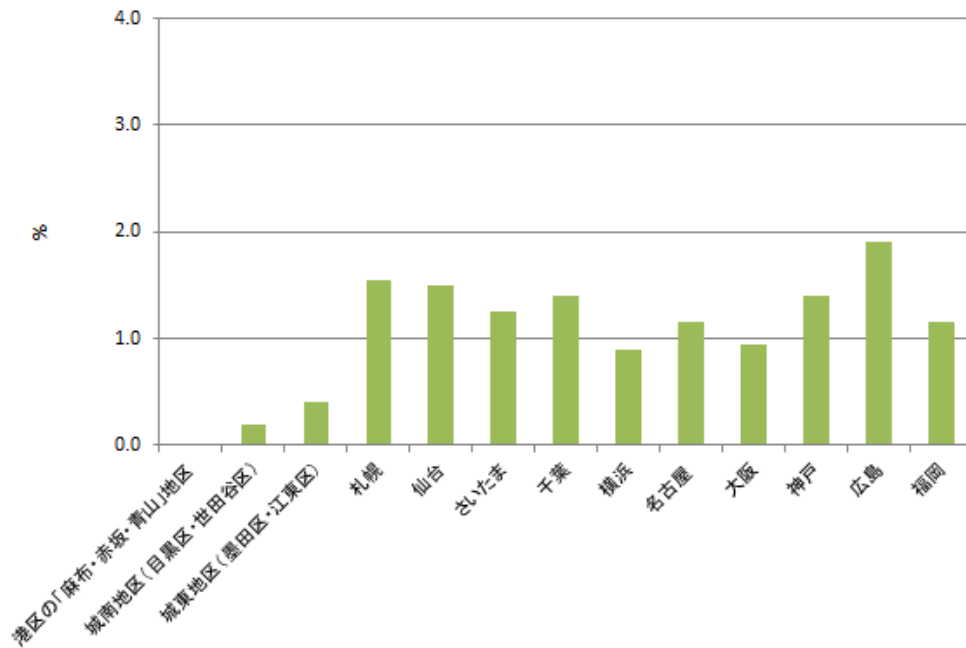
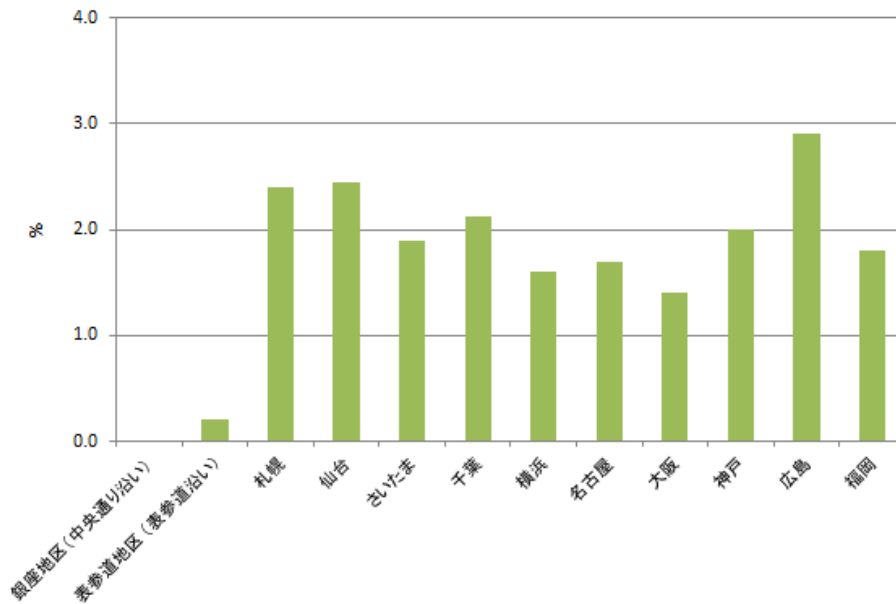


図 27. 賃貸住宅（ファミリー）の立地プレミアム



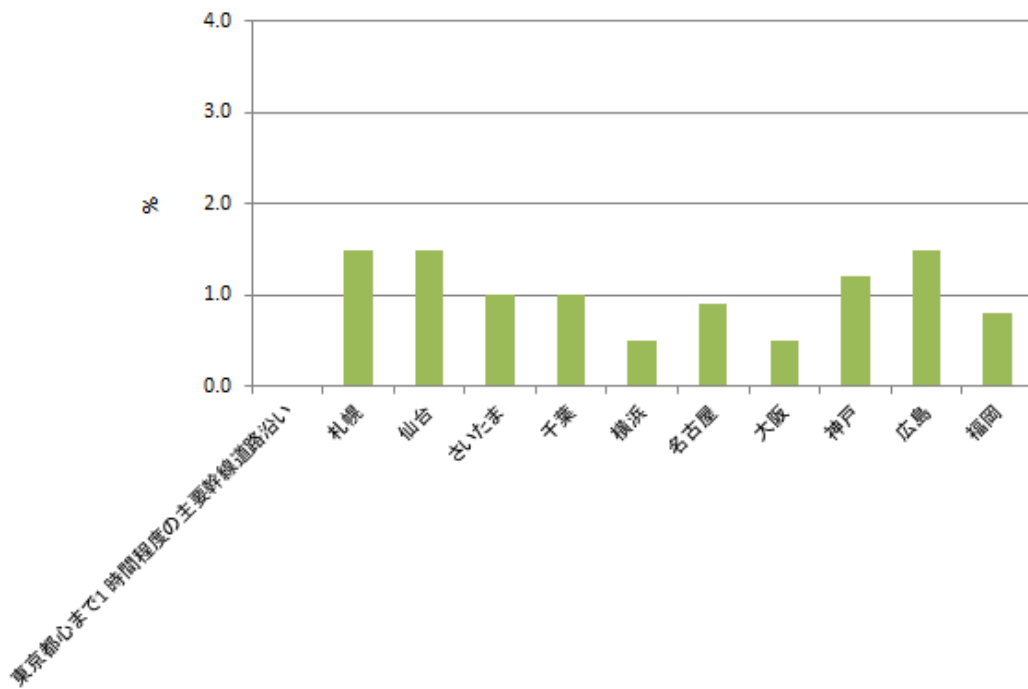
（この図の「立地プレミアム」は、東京港区の「麻布・赤坂・青山」地区の賃貸住宅を基準として、他の地区の賃貸住宅のリスクプレミアムの増分を示しています。）

図 28. 都心型商業の立地プレミアム



（この図の「立地プレミアム」は、東京の「銀座中央通り沿い」の都心型商業を基準として、他の地区の都心型商業のリスクプレミアムの増分を示しています。）

図 29. 郊外ショッピングセンターの立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、「東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い」の郊外ショッピングセンターを基準として、他の地区の郊外ショッピングセンターのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 30. 物流施設（シングルテナント）の立地プレミアム

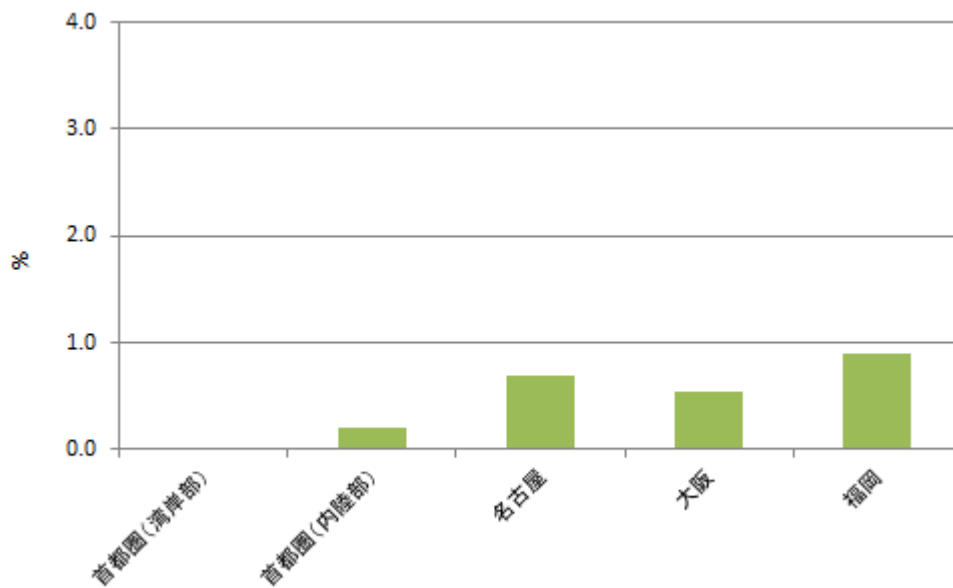
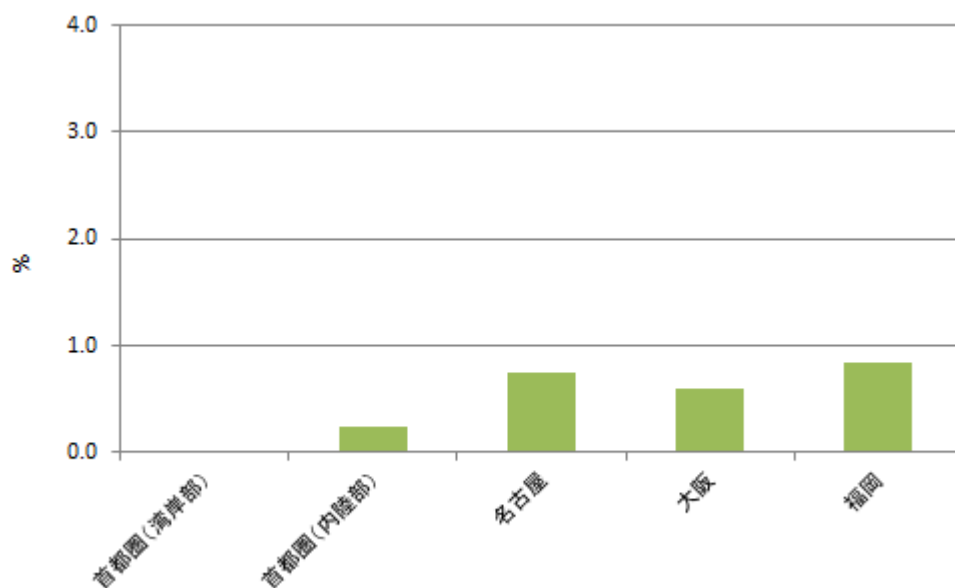
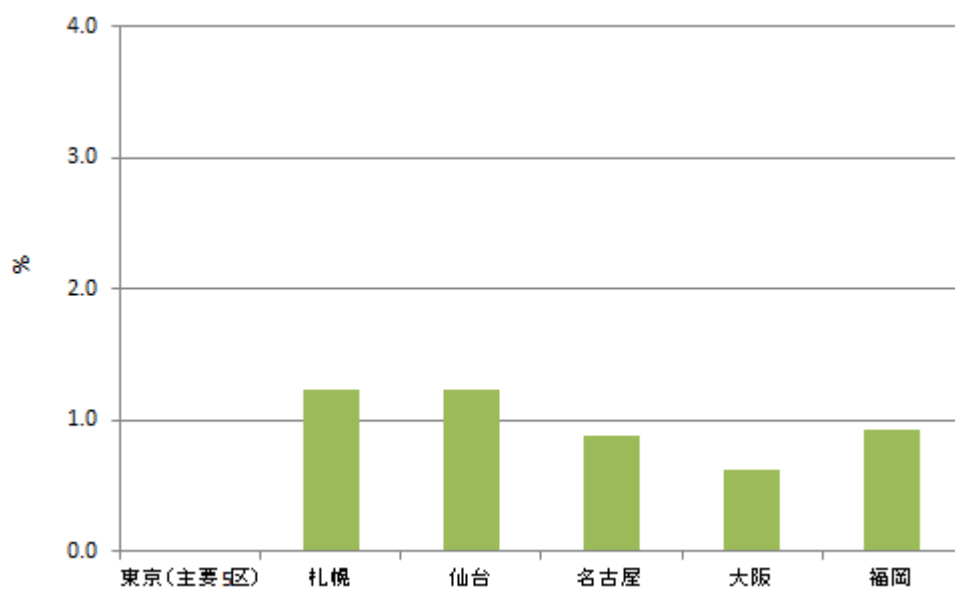


図 31. 物流施設（マルチテナント）の立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、首都圏（湾岸部）の物流施設を基準として、他の地区の物流施設のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 32. ビジネスホテルの立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京（主要 5 区）のビジネスホテルを基準として、他の地区のビジネスホテルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

以上