

不動産投資短期観測調査

第 25 回調査結果の概要

『日本の不動産投資市場の現状と予測』

～適温経済と不動産投資市場～

調査時点（2017 年 12 月）

調査主体¹

川口有一郎（早稲田大学大学院経営管理研究科教授）

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

44 社（回答率 13%×調査票配布 330 社）

回答期間

2017 年 12 月 5 日～2017 年 12 月 19 日

報告（回答者 2018 年 1 月 2 日、公開 2 月 26 日）

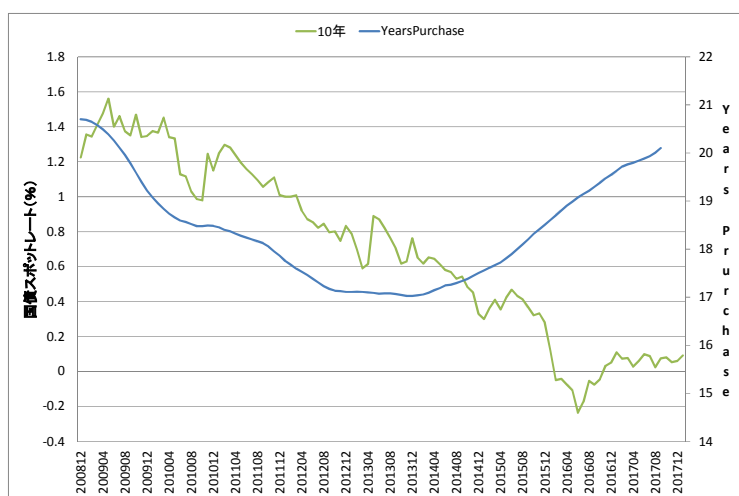
¹ 本調査の目的：日本における不動産投資市場の現状と先行きについて明らかにします。また、それを通じて日本の不動産市場の予測可能性およびリスク管理に関する学術研究のための基礎資料を得ることを目的としております。また、調査データを市場参加者全員が共有することにより合理的な不動産投資市場の育成に寄与することを目的としております。

【適温経済と不動産投資市場】

今回の不動産短観（2017年12月時点）の結果は、「今年6月に向けて期待キャップレートは現状維持、長期の期待成長は低下」、また「金利は現状維持、金融機関の貸出は良好」という見通しです。ただし、一部の回答者は金融機関の貸出態度が厳しくなる、またキャップレートについては一部には圧縮あるいは伸長するとみています（詳細は4ページ以下参照）。

本調査後（2018年1月、2月）、株式相場が金利や物価の動きに敏感になっています。景気回復と低金利が共存する「適温経済」（適温市場）が、「曲がり角を迎えるかもしれない」との警戒感があります。米国の株価を押し上げてきた株価収益率（PER）が低下に転じれば日本株も巻き込まれるリスクがあります（実際に株価は大きく下落しました）。PERは利益や金利は影響を受けますが過去には金利や物価に左右されてきました。

不動産のキャップレートと金利の関係はどうか？図1は日本の不動産ファンドの価格賃料倍率（Years Purchase、キャップレートの逆数の代理指標、YPと略）と金利（2年物と10年物の国債スポットレート）の推移を示したものです（2008年～2018年1月）。2008年から2012年まで金利の低下とともにYPも低下しましたが、2013年以降は金利が「異次元」の変化をしたこともあって金利とYPとの関係は一定ではありません。



（出所 ARES Japan Fund Index ("AJFI")および QUICK Astra Manager データを用いて筆者作成）

図1 不動産ファンドの価格賃料倍率（Years Purchase）と金利（国債スポットレート）の推移（2008年12月～2018年1月）

現時点の期待キャップレートも今年6月における予想キャップレートにも、適温経済が曲がり角を迎えるかもしれない、という懸念は織り込まれていないと言えます。図1に示したように、金利とYP（キャップレートの逆数）との間の一定の関係が崩れた、ということがその背景にあります。

しかし、経済に対する懸念が今回の調査結果にまったく反映されていない、ということではありません。図2は今後10年間のNOIの期待平均成長率の見通しについて、前回(2017年6月時点)と今回(2017年12月時点)の変化を物件のタイプ別にみたものです。

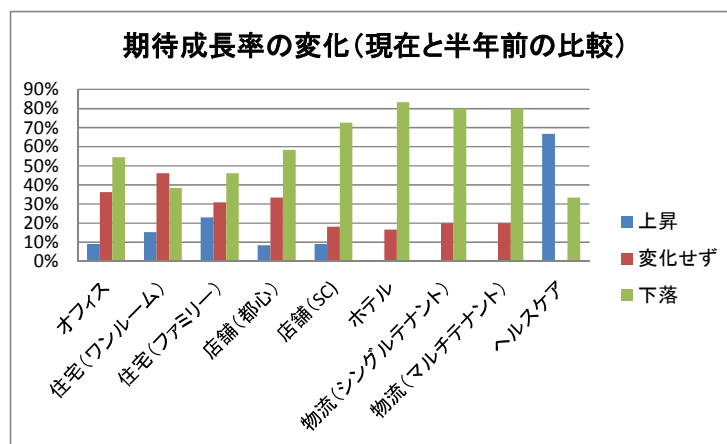


図2 今後10年間のNOIの期待平均成長率の変化

図2に示すように、過去半年間で今後10年間のNOIの期待平均成長率の見通しは悪化しています。このように本調査の回答者は日本の不動産投資市場の長期見通しについては必ずしもポジティブではありません。

他の条件が同じであれば、図2の結果は今回調査の期待キャップレートおよび半年後の予想キャップレートを引き上げます。期待キャップレートは期待割引率から期待成長率を差し引いたものなので後者が減少すると期待キャップレートは伸長するからです。今回の期待キャップレートおよび半年後の予想キャップレートが伸長していない理由は、理論的には、期待割引率が期待成長率の減少分と同じ程度低下したことになります。金利の見通しは変化していないので期待割引率の低下はそのまま期待リスクプレミアムが低下したことを意味しています。本調査では期待リスクプレミアムを計算していますので前回と今回の結果を比較すれば期待リスクプレミアムがどの程度変化したのか、確認することができます(これは読者にお任せします)。

期待割引率、期待リスクプレミアム、および期待成長率に関するこの議論はあくまでも理論をベースにしています。実際には「評価誤差」(5ページ参照)がありますのでこの半年間で期待成長率が減少した分だけ期待リスクプレミアムが低下した、と必ずしもそうは言えないことに注意してください。

適温経済における(あるいは適温経済が曲がり角に来ているかもしれない時点での)、不動産投資市場の期待リスクプレミアムと期待成長率を決定するうえで、本調査がお役に立てば幸いです(なお、回答者の皆様には本年1月2日に詳細な結果を報告いたしました。次回は2018年6月の調査となります。より多くの方にご回答頂きますようお願いいたします)。

[A. 投資家に関する項目]

本調査²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	26 (65%)
2. 売却	17 (43%)
3. 投資判断（購入や売却にまで至らなかった）	27 (68%)
4. その他（ ）	3 (8%)

[B. 判断項目]

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。）	1.良い 2.さほどよくない 3.悪い	最近 28(67%) 14(33%) 0(0%)	半年後 26(63%) 15(37%) 0(0%)
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 37(84%) 7(16%) 0(0%)	半年後 32(74%) 11(26%) 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 21(49%) 21(49%) 1(2%)	半年後 17(40%) 22(52%) 3(7%)
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 26(60%) 16(37%) 1(2%)	半年後 15(36%) 27(64%) 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 22(51%) 21(49%) 0(0%)	半年後 12(29%) 30(71%) 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	6(14%) 36(84%) 1(2%)	

² 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。

[C. 投資利回り項目]

本調査では不動産投資家に対して 90 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、次の利回りを調べています。

- ①「**期待 IRR**」…現在の IRR（アンレバレッジ）（レバレッジ前の総合期待収益率、DCF 法における割引率）
- ②「**期待キャップレート**」…現在（2017 年 12 月）のキャップレート
- ③「**フォワードキャップレート**」…半年後（2018 年 6 月）のキャップレート

これらの利回り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、これらの利回り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。なお、本報告の数値は各カテゴリーの回答の「**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おりません³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。

また、上記①～③の中央値を用いて次の二つの値を求めています。

「**期待リスクプレミアム**」＝期待 IRR（上記①）－リスクフリーレート

「**期待成長率**」＝期待 IRR（上記①）－期待キャップレート（上記②）

ここで、リスクフリーレートは **10 年物国債利回り**です。今回は、調査時点 2017 年 12 月の **10 年物国債利回り 0.045%**を用いて期待リスクプレミアムを算出しました。なお、前回の 24 回調査では、調査時点の 10 年物国債利回り 0.075%を用いて期待リスクプレミアムを算出しています。前回と今回の期待リスクプレミアムを比較する際にはこの点に注意してください。

最後に、本調査における NOI の期待成長率には次の二つがあります。

④「**インプライド期待成長率**」＝上記の計算により求められるもの（中央値）

⑤「**アンケートによる期待成長率**」＝今後 10 年間を見通したときの各ビルの NOI の期待成長率 (expected growth rate) の回答結果（中央値）

なお、これらの格差（⑤－④）は、評価における誤差（Valuation Error）の参考情報として利用できるでしょう（下記の表 0-1、表 0-2 参照）。

³ 匿名の回答者にのみ開示しています。

上記の2種類のNOI期待成長率の調査結果を表0-1および表0-2に示す(なお、これらの表のインプライド期待成長率と表1~9の値とは異なるので注意のこと)。

表0-1 オフィスビルと賃貸住宅のNOI期待成長率

オフィスビル	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
丸の内・大手町Aクラス	0.20%	0.70%	0.50%
日本橋(日本橋周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
神田(神保町周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
虎ノ門(虎ノ門駅周辺)	0.20%	0.40%	0.20%
汐留(汐留周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
赤坂・溜池	0.20%	0.35%	0.15%
六本木(六本木駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
港南(品川駅周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
西新宿(東京都庁周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
渋谷(渋谷駅周辺)	0.25%	0.40%	0.15%
池袋(池袋駅周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
上野(上野広小路周辺)	0.20%	0.20%	0.00%
大崎(大崎駅周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
恵比寿	0.20%	0.25%	0.05%
さいたま(大宮駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
千葉(海浜幕張駅周辺)	0.20%	0.40%	0.20%
横浜(横浜駅西口周辺)	0.20%	0.30%	0.10%
札幌(駅前大通り)	0.20%	0.30%	0.10%
仙台(青葉通り)	0.20%	0.30%	0.10%
名古屋(名駅周辺)	0.20%	0.25%	0.05%
大阪	0.20%	0.50%	0.30%
福岡(天神地区)	0.23%	0.30%	0.07%

賃貸住宅(ワンルーム)	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京城南*	0.20%	0.20%	0.00%
東京城東**	0.20%	0.20%	0.00%
東京港区***	0.20%	0.40%	0.20%
札幌	0.20%	0.20%	0.00%
仙台	0.20%	0.20%	0.00%
さいたま	0.23%	0.20%	-0.03%
千葉	0.20%	0.15%	-0.05%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.15%	-0.05%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.20%	0.15%	-0.05%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%
賃貸住宅(ファミリー)	インプライ	アンケート	格差
東京城南*	0.20%	0.20%	0.00%
東京城東**	0.20%	0.20%	0.00%
東京港区***	0.20%	0.30%	0.10%
札幌	0.20%	0.20%	0.00%
仙台	0.20%	0.10%	-0.10%
さいたま	0.20%	0.25%	0.05%
千葉	0.15%	0.15%	0.00%
横浜	0.10%	0.20%	0.10%
名古屋	0.20%	0.15%	-0.05%
大阪	0.10%	0.15%	0.05%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.20%	0.15%	-0.05%
福岡	0.10%	0.15%	0.05%

*目黒、世田谷区 **墨田、江東区 ***麻布・赤坂・青山

表0-2 店舗、ホテル、物流、ヘルスケアのNOI期待成長率

都心型商業店	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
銀座*	0.30%	0.60%	0.30%
表参道**	0.30%	0.50%	0.20%
札幌	0.20%	0.30%	0.10%
仙台	0.30%	0.10%	-0.20%
さいたま	0.20%	0.20%	0.00%
千葉	0.20%	0.20%	0.00%
横浜	0.20%	0.25%	0.05%
名古屋	0.75%	0.20%	-0.55%
大阪	0.20%	0.30%	0.10%
神戸	0.65%	0.25%	-0.40%
広島	0.20%	0.20%	0.00%
福岡	0.30%	0.30%	0.00%

*銀座中央通り沿い **渋谷区の表参道沿い

郊外ショッピングセンター	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京*	0.20%	0.20%	0.00%
札幌	0.20%	0.40%	0.20%
仙台	0.10%	0.10%	0.00%
さいたま	0.15%	0.20%	0.05%
千葉	0.10%	0.20%	0.10%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.15%	-0.05%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.10%	0.10%	0.00%
福岡	0.15%	0.20%	0.05%

*東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い

ビジネスホテル	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京	0.30%	0.50%	0.20%
札幌	0.20%	0.30%	0.10%
仙台	0.15%	0.10%	-0.05%
名古屋	0.30%	0.10%	-0.20%
大阪	0.25%	0.30%	0.05%
福岡	0.25%	0.40%	0.15%

物流(シングルテナント)	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
湾岸部	0.20%	0.20%	0.00%
内陸部	0.15%	0.20%	0.05%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.10%	0.10%	0.00%
福岡	0.10%	0.20%	0.10%
物流(マルチテナント)	インプライ	アンケート	格差
湾岸部	0.20%	0.20%	0.00%
内陸部	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.20%	0.15%	-0.05%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

ヘルスケア	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京	0.20%	1.50%	1.30%
神奈川	0.20%	1.25%	1.05%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

1. オフィスビルの現状

現在のオフィスビルの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 1 の通りです。

表 1 オフィスビルの現状 (2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
0.045					
丸の内・大手町	3.5	3.4	336	10	3.4
日本橋 (日本橋周辺)	3.9	3.7	361	25	3.6
神田 (神保町周辺)	4.2	4.1	406	13	4.2
虎ノ門 (虎ノ門駅周辺)	4.0	3.8	376	20	3.8
汐留 (汐留周辺)	4.2	4.0	396	20	4.0
赤坂・溜池	4.0	3.9	386	10	3.9
六本木 (六本木駅周辺)	4.0	3.8	376	20	3.8
港南 (品川駅周辺)	4.2	4.0	396	20	4.0
西新宿 (東京都庁周辺)	4.2	3.9	386	30	3.9
渋谷 (渋谷駅周辺)	4.0	3.8	376	20	3.9
池袋 (池袋駅周辺)	4.5	4.3	426	20	4.3
上野 (上野広小路周辺)	4.7	4.4	436	30	4.4
大崎 (大崎駅周辺)	4.4	4.3	424	12	4.3
恵比寿	4.3	4.2	416	13	4.2
さいたま (大宮駅周辺)	5.5	5.1	506	40	5.2
千葉 (海浜幕張駅周辺)	5.9	5.5	546	40	5.6
横浜 (横浜駅西口周辺)	5.0	4.8	476	20	4.8
札幌 (駅前通り)	6.0	5.7	566	30	5.7
仙台 (青葉通り)	6.0	5.7	566	30	5.7
名古屋 (名駅周辺)	5.3	5.0	496	30	5.0
大阪	5.0	4.7	466	30	4.8
福岡 (天神地区)	5.5	5.2	511	35	5.1

注：IRR は期待です。

1-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（オフィスビル：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均1ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別のこの変化は図1の通りです。丸の内・大手町、日本橋、虎ノ門、汐留、六本木等の期待キャップレートの圧縮は止まりましたが、西新宿、渋谷、名古屋、大阪といった都市では10bp圧縮しました。

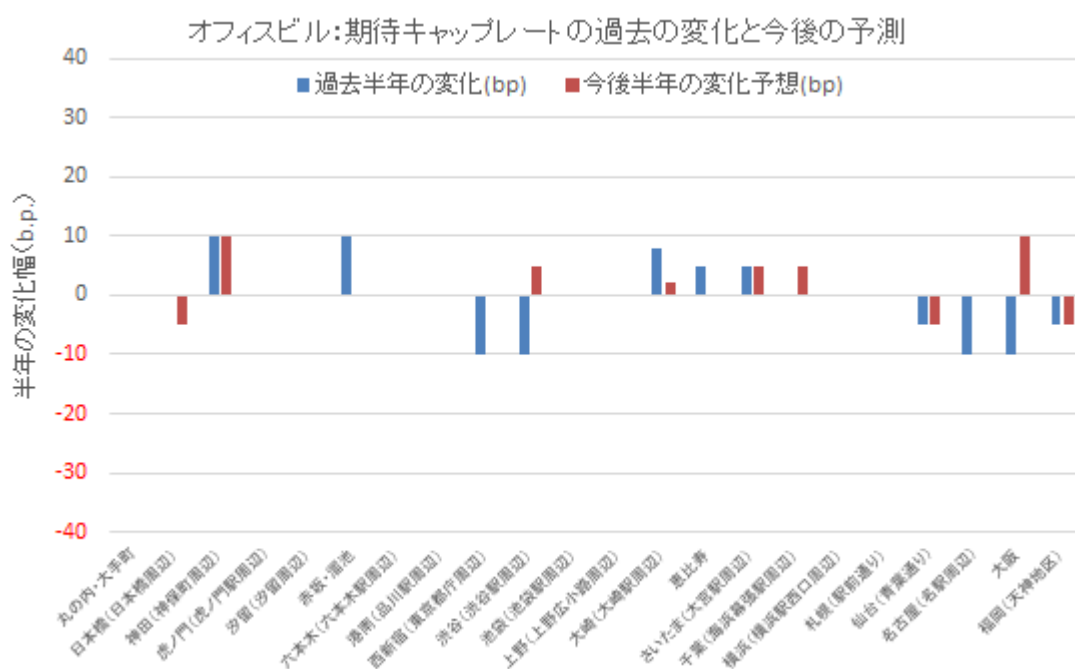


図1 オフィスビルの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

1-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（オフィスビル：2017年12月現在）

調査対象22地区のうち13地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。日本橋、仙台及び福岡では期待キャップレートは圧縮する見込みです。逆に、神田、渋谷、大崎、さいたま、千葉、大阪の期待キャップレートは拡大する見通しです。

1-3. 期待リスクプレミアム（オフィスビル：2017年12月現在）

オフィス（Aクラス）の期待リスクプレミアムは、336bp以上です。東京地区は336bp～436bp、それ以外の地域は466bp～566bpという水準です。

1-4. 期待成長率（オフィスビル：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は10bp（丸の内・大手町）～40bp（さいたま・千葉）です。

2. 賃貸住宅（ワンルーム）の現状

現在の賃貸住宅（ワンルーム）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 2 の通りです。

表 2 賃貸住宅（ワンルーム）の現状（2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップ レート(%)	期待リスクプレミア ム(ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップ レート(%)
0.045					
城南地区(目黒区・世田谷区)	4.5	4.3	426	20	4.3
城東地区(墨田区・江東区)	4.8	4.5	446	25	4.5
港区の「麻布・赤坂・青山」地区	4.4	4.2	411	20	4.2
札幌	5.6	5.5	546	5	5.4
仙台	5.8	5.5	546	25	5.5
さいたま	5.4	5.2	519	12	5.2
千葉	5.5	5.3	526	20	5.3
横浜	5.0	5.0	496	0	5.0
名古屋	5.3	5.1	506	15	5.1
大阪	5.2	5.0	496	15	5.0
神戸	5.5	5.5	546	0	5.5
広島	6.0	5.9	581	15	5.9
福岡	5.4	5.2	516	20	5.2

注：IRR は期待です。

2-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ワンルーム）：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均4ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別の変化は図2の通りです。仙台の期待キャップレートは、20bp圧縮しましたが、城東地区（墨田区・江東区）、名古屋、広島といった都市では10～15bp程度圧縮しました。

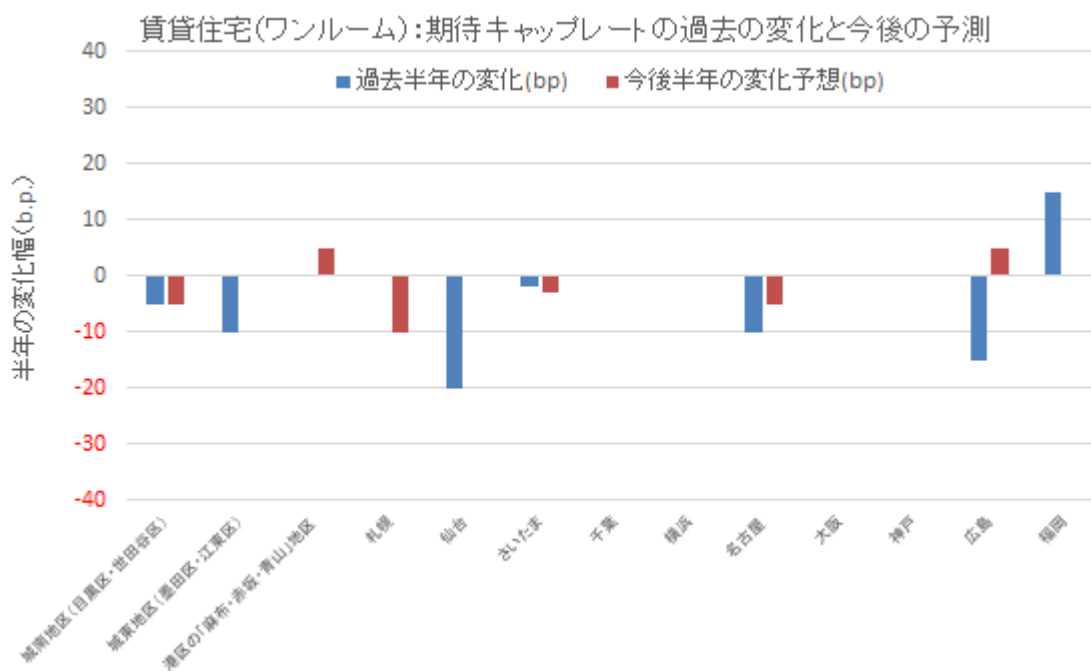


図2 賃貸住宅（ワンルーム）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

2-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ワンルーム）：2017年12月現在）

調査対象13地区のうち7地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。城南、札幌、さいたま及び名古屋では期待キャップレートは圧縮する見込みです。

2-3. 期待リスクプレミアム（賃貸住宅（ワンルーム）：2017年12月現在）

賃貸住宅（ワンルーム）の期待リスクプレミアムは、411bp以上です。東京地区は411bp～446bp、それ以外の地域は496bp～581bpという水準です。

2-4. 期待成長率（賃貸住宅（ワンルーム）：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は0bp（横浜、神戸）～25bp（城東地区、仙台）です。

賃貸住宅（ファミリー）の現状

現在の賃貸住宅（ファミリー）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 3 の通りです。

表 3 賃貸住宅（ファミリー）の現状（2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップ レート(%)	期待リスクプレミア ム(ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップ レート(%)
0.045					
城南地区(目黒区・世田谷区)	4.5	4.5	446	0	4.4
城東地区(墨田区・江東区)	4.9	4.7	466	15	4.7
港区の「麻布・赤坂・青山」地区	4.5	4.2	416	25	4.2
札幌	5.7	5.5	546	23	5.5
仙台	5.8	5.5	546	25	5.5
さいたま	5.4	5.2	519	17	5.3
千葉	5.5	5.4	536	10	5.4
横浜	5.1	5.1	506	0	5.0
名古屋	5.3	5.2	516	10	5.2
大阪	5.2	5.1	506	10	5.1
神戸	5.7	5.5	546	20	5.5
広島	6.2	6.0	596	20	6.0
福岡	5.5	5.2	519	22	5.2

注：IRR は期待です。

3-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ファミリー）：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均6ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別の変化は図3の通りです。仙台の期待キャップレートは30bp、さいたま、札幌、千葉、名古屋といった都市では、10～17bp圧縮しました。

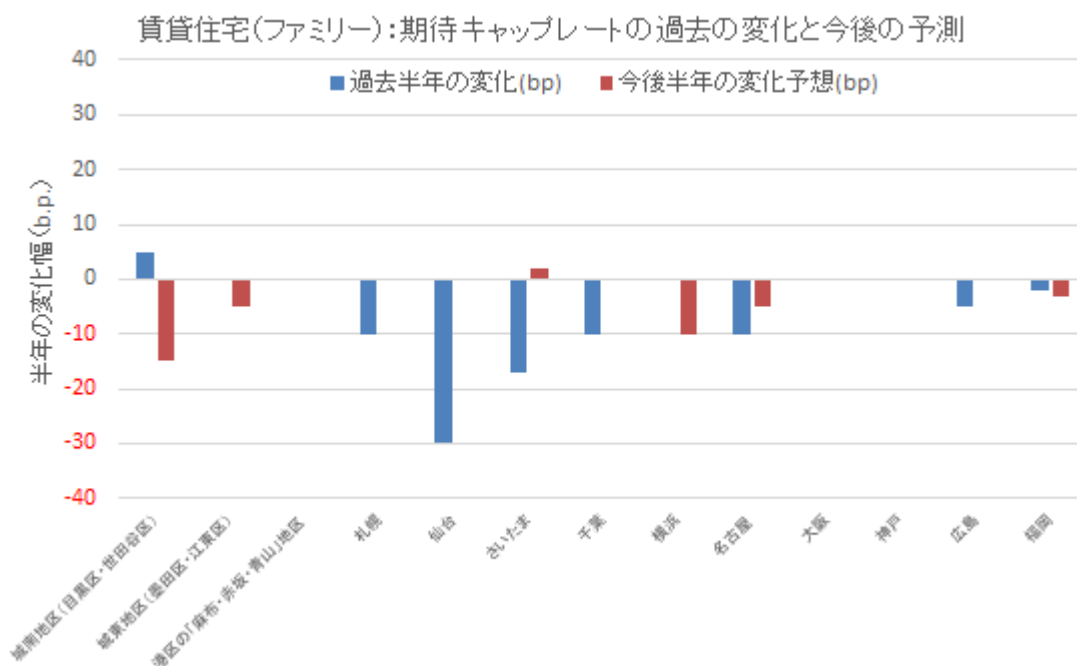


図3 賃貸住宅（ファミリー）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

3-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ファミリー）：2017年12月現在）

調査対象13地区のうち7地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。城南地区、城東地区、横浜、名古屋及び福岡では期待キャップレートは圧縮する見込みです。

3-3. 期待リスクプレミアム（賃貸住宅（ファミリー）：2017年12月現在）

賃貸住宅（ファミリー）の期待リスクプレミアムは、416bp以上です。東京地区は416bp～466bp、それ以外の地域は506bp～596bpという水準です。

3-4. 期待成長率（賃貸住宅（ファミリー）：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は0bp（城南地区、横浜）～25bp（麻布・赤坂・青山、仙台）です。

3. 都心型商業の現状

現在の都心型商業の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 4 の通りです。

表 4 都心型商業の現状 (2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップ レート(%)	期待リスクプレミア ム(ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップ レート(%)
0.045					
銀座地区(中央通り沿い)	3.7	3.4	336	30	3.4
表参道地区(表参道沿い)	3.8	3.5	346	30	3.5
札幌	6.0	5.7	561	35	5.6
仙台	6.0	5.6	556	40	5.6
さいたま	5.7	5.5	541	25	5.4
千葉	5.9	5.5	546	35	5.5
横浜	5.3	5.0	496	25	5.0
名古屋	5.5	5.0	496	50	5.1
大阪	5.0	4.6	456	40	4.6
神戸	5.9	5.5	541	43	5.4
広島	6.2	5.9	586	30	5.8
福岡	5.3	5.0	491	35	5.0

注：IRR は期待です。

4-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（都心型商業：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均1ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別の変化は図4の通りです。仙台、名古屋、広島といった地方都市では、10~15bp圧縮しました。

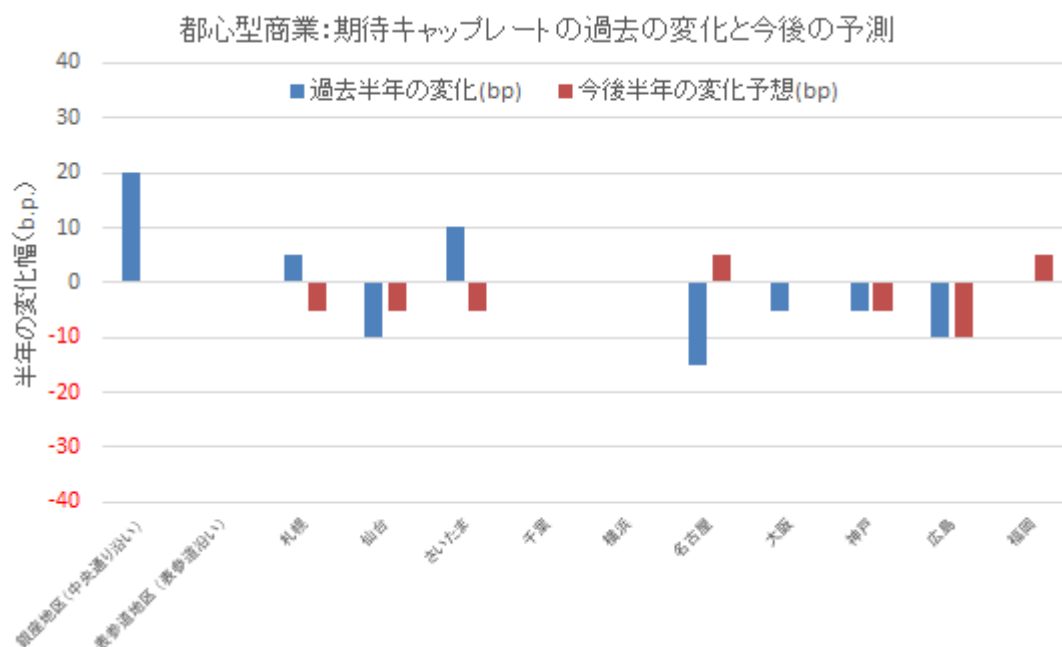


図4 都心型商業の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

4-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（都心型商業：2017年12月現在）

調査対象12地区のうち5地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。さいたま、札幌、仙台、さいたま、神戸及び広島は圧縮する見込みです。一方、名古屋、福岡は上昇する見込みです。

4-3. 期待リスクプレミアム（都心型商業：2017年12月現在）

都心型商業の期待リスクプレミアムは、銀座、表参道を除き、456bp以上です。東京以外の地域は456bp~586bpという水準です。

4-4. 期待成長率（都心型商業：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は25bp（横浜）~50bp（名古屋）です。

4. 郊外ショッピングセンターの現状

現在の郊外ショッピングセンターの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 5 の通りです。

表 5 郊外ショッピングセンターの現状（2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
0.045					
東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い	5.5	5.4	531	15	5.4
札幌	6.7	6.5	646	15	6.5
仙台	6.8	6.6	656	15	6.5
さいたま	6.0	5.9	586	10	6.0
千葉	6.1	6.0	596	10	6.0
横浜	5.9	5.6	556	30	5.7
名古屋	6.2	6.0	596	20	6.0
大阪	5.9	5.7	566	20	5.8
神戸	6.3	6.2	611	15	6.3
広島	6.8	6.6	651	25	6.6
福岡	6.2	6.0	596	20	6.0

注：IRR は期待です。

5-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（郊外ショッピングセンター：2017年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均6ベーシスポイント(bp)拡大しました。地域別のこの変化は図5の通りです。札幌、大阪では期待キャップレートが20bp、仙台、さいたま、横浜、及び福岡では10b.p.拡大しました。

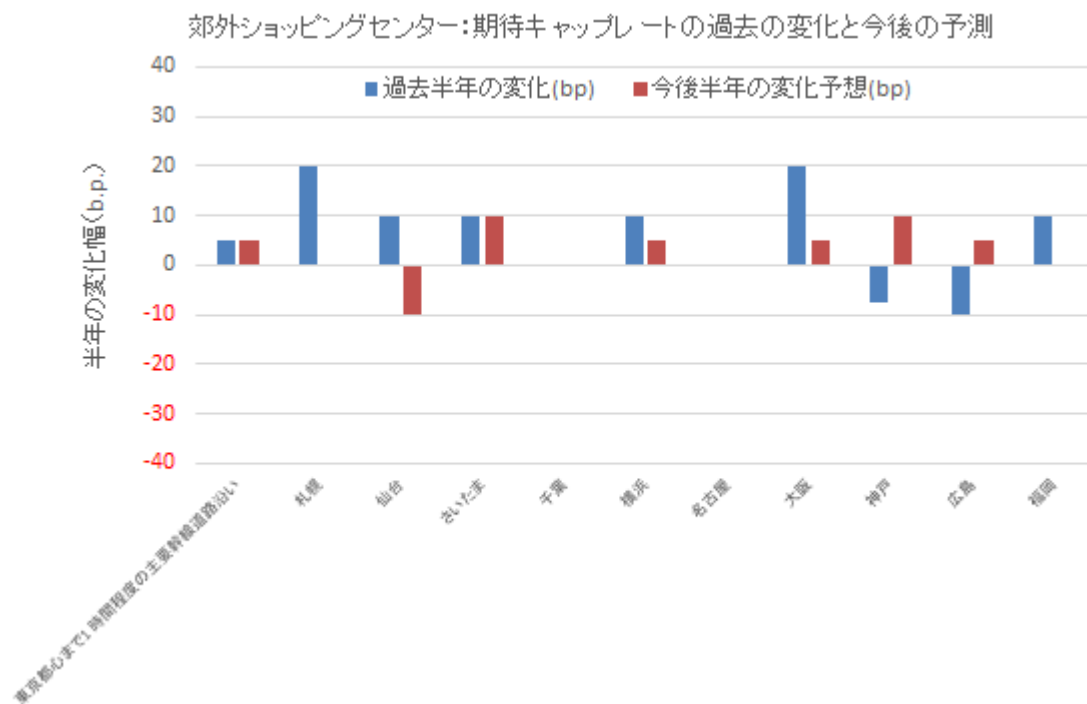


図5 郊外ショッピングセンターの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

5-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（郊外ショッピングセンター：2017年12月現在）

調査対象11地区のうち4地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。仙台の期待キャップレートは圧縮する見込みです。逆に、「東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い」、さいたま、横浜、大阪、神戸及び広島の見込みは拡大する見通しです。

5-3. 期待リスクプレミアム（郊外ショッピングセンター：2017年12月現在）

郊外型ショッピングセンターの期待リスクプレミアムは、「東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い」を除き、556bp以上です。郊外や地方は556bp～656bpという水準です。

5-4. 期待成長率（郊外ショッピングセンター：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は10bp（さいたま・千葉）～30bp（横浜）です。

5. 物流施設（シングルテナント）の現状

現在の物流施設（シングルテナント）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 6 の通りです。

表 6 物流施設（シングルテナント）の現状（2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
0.045					
首都圏(湾岸部)	4.9	4.7	466	15	4.7
首都圏(内陸部)	5.2	5.0	496	15	5.0
名古屋	5.7	5.5	541	25	5.4
大阪	5.4	5.3	524	12	5.3
福岡	5.8	5.6	551	25	5.5

注：IRR は期待です。

6-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（シングルテナント）：2017年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均4ベーシスポイント(bp)拡大しました。地域別のこの変化は図6の通りです。期待キャップレートは、名古屋、大阪及び福岡では5～8bp拡大しました。

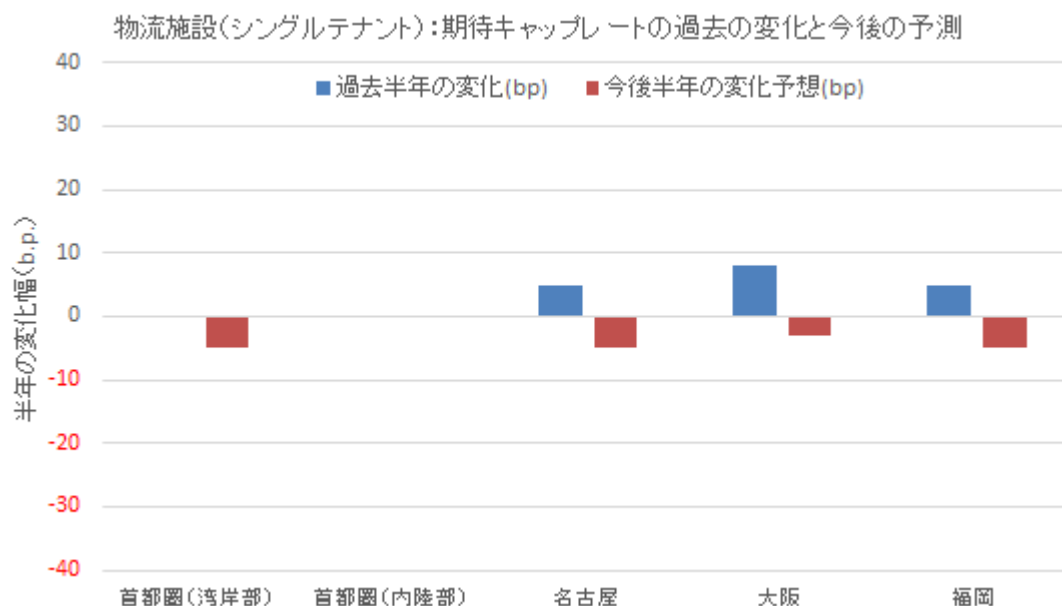


図6 物流施設（シングルテナント）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

6-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（シングルテナント）：2017年12月現在）

調査対象5地区うち4地区について、6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。

6-3. 期待リスクプレミアム（物流施設（シングルテナント）：2017年12月現在）

物流施設（シングルテナント）の期待リスクプレミアムは、466bp以上です。名古屋、大阪、福岡といった地方都市は、524～551bpの水準です。

6-4. 期待成長率（物流施設（シングルテナント）：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は12bp（大阪）～25bp（名古屋・大阪）です。

物流施設（マルチテナント）の現状

現在の物流施設（マルチテナント）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 7 の通りです。

表 7 物流施設（マルチテナント）の現状（2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
0.045					
首都圏(湾岸部)	4.8	4.6	456	20	4.6
首都圏(内陸部)	5.2	4.9	486	25	4.9
名古屋	5.6	5.4	536	20	5.4
大阪	5.4	5.2	516	20	5.2
福岡	5.8	5.5	546	30	5.5

注：IRR は期待です。

7-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（マルチテナント）：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均2ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別のこの変化は図7の通りです。首都圏（内陸部）では、期待キャップレートは、10bp圧縮しました。

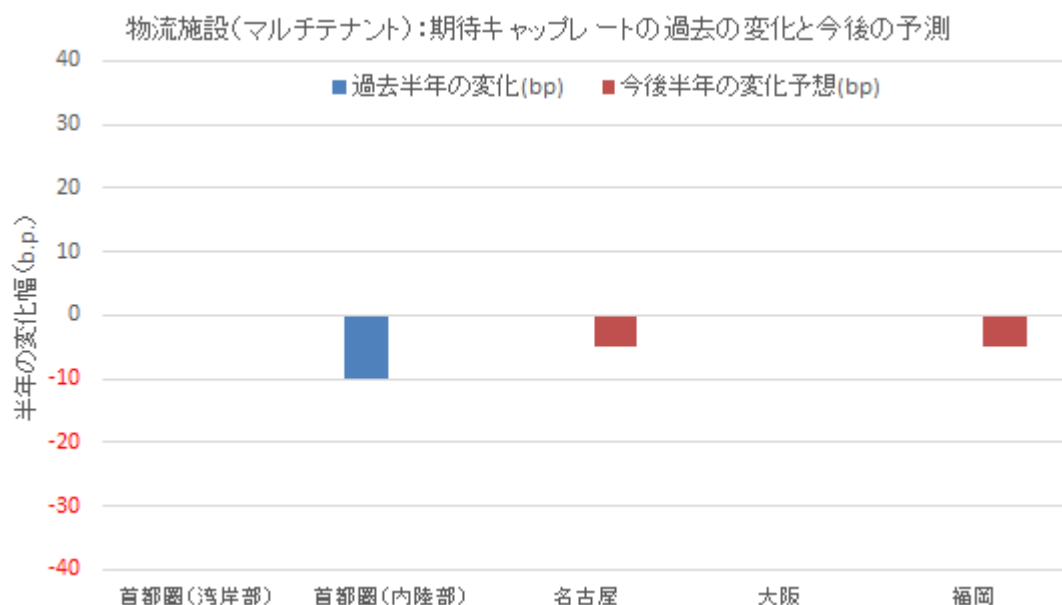


図7 物流施設（マルチテナント）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

7-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（マルチテナント）：2017年12月現在）

調査対象5地区のうち3地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。名古屋、大阪の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

7-3. 期待リスクプレミアム（物流施設（マルチテナント）：2017年12月現在）

物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムは、456bp以上です。名古屋、大阪、福岡は516～546bpの水準です。

7-4. 期待成長率（物流施設（マルチテナント）：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は20bp（首都圏（湾岸部）、名古屋、大阪）～30bp（福岡）です。

6. ビジネスホテルの現状

現在のビジネスホテルの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 8 の通りです。

表 8 ビジネスホテルの現状 (2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップ レート(%)	期待リスクプレミア ム(ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップ レート(%)
0.045					
東京(主要5区)	4.6	4.5	441	15	4.4
札幌	5.9	5.4	536	45	5.3
仙台	6.5	6.0	591	55	5.9
名古屋	5.7	5.5	546	15	5.5
大阪	5.3	5.0	496	30	4.9
福岡	5.5	5.1	506	40	5.0

注：IRR は期待です。

8-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（ビジネスホテル：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均5ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別の変化は図8の通りです。札幌、福岡の期待キャップレートは、10bp圧縮しました。

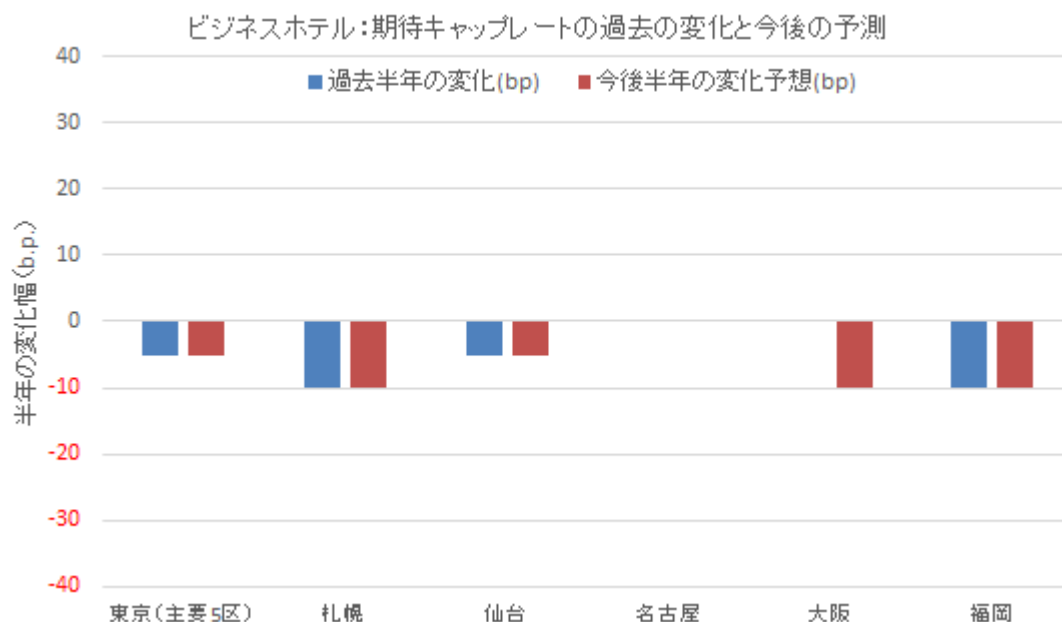


図8 ビジネスホテルの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

8-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（ビジネスホテル：2017年12月現在）

調査対象6地区のうち1地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。東京、仙台、札幌、大阪及び福岡の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

8-3. 期待リスクプレミアム（ビジネスホテル：2017年12月現在）

ビジネスホテルの期待リスクプレミアムは、441bp以上です。札幌、仙台、名古屋は536bp以上の水準です。

8-4. 期待成長率（ビジネスホテル：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は15bp（東京、名古屋）～55bp（仙台）です。

7. ヘルスケア施設の現状

現在のヘルスケア施設の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 9 の通りです。

表 9 ヘルスケア施設の現状 (2017 年 12 月現在。一部 2018 年 6 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
0.045					
東京都内	5.5	5.2	511	35	5.2
神奈川	5.9	5.5	546	40	5.5
福岡	6.5	6.3	626	20	6.3

注：IRR は期待です。

9-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（ヘルスケア施設：2017年12月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均12ベーシスポイント(bp)拡大しました。地域別のこの変化は図9の通りです。東京、福岡では期待キャップレートの拡大しました。

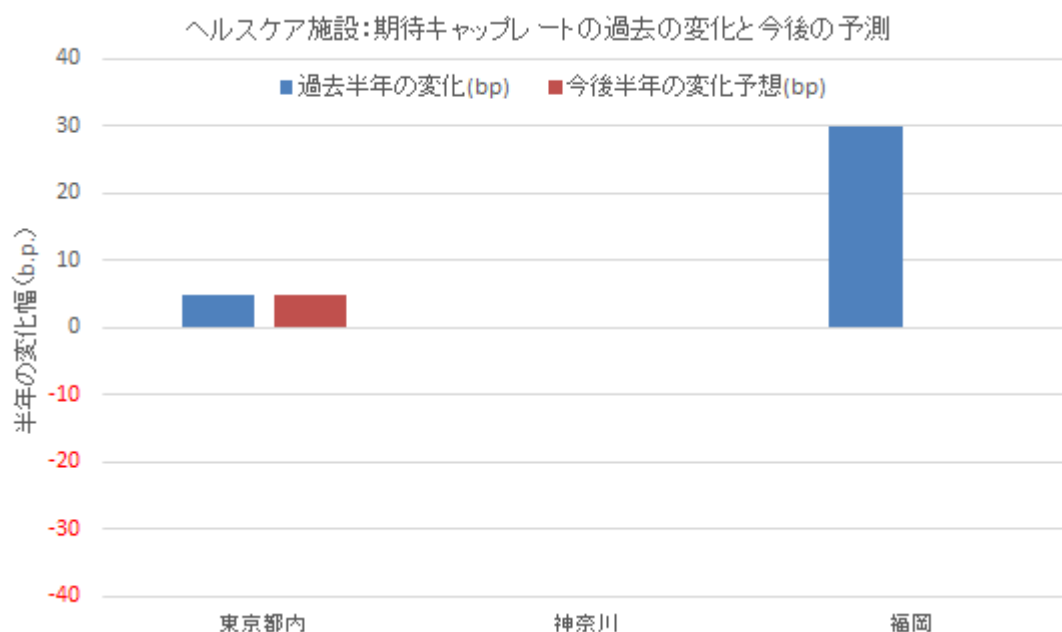


図9 ヘルスケアの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

9-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（ヘルスケア施設：2017年12月現在）

調査対象3地区のうち2地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。東京の期待キャップレートは拡大する見込みです。

9-3. 期待リスクプレミアム（ヘルスケア施設：2017年12月現在）

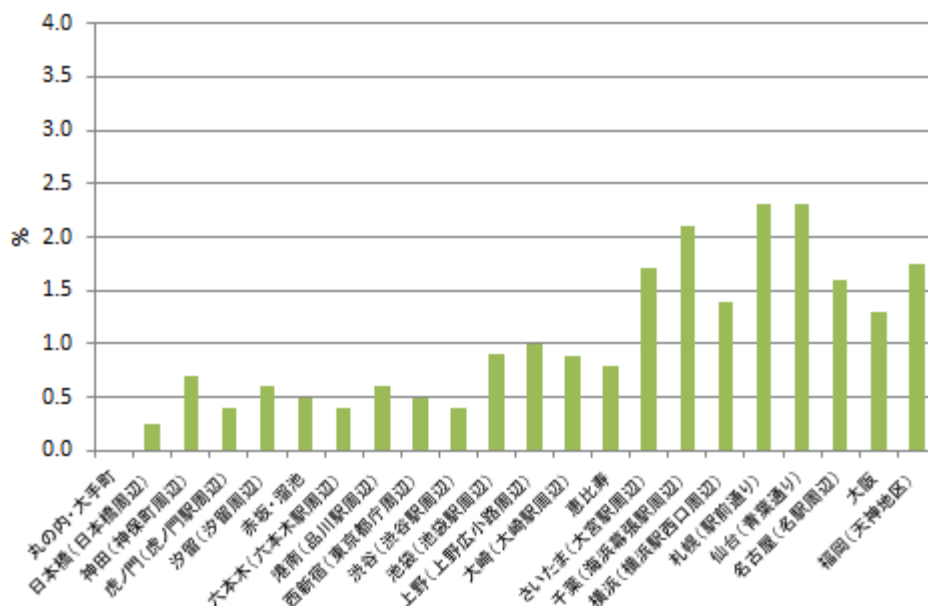
ヘルスケア施設の期待リスクプレミアムは、511bp以上です。神奈川、福岡は546bp以上の水準です。

9-4. 期待成長率（ヘルスケア施設：2017年12月現在）

インプライドの期待成長率は20bp（福岡）～40bp（神奈川）です。

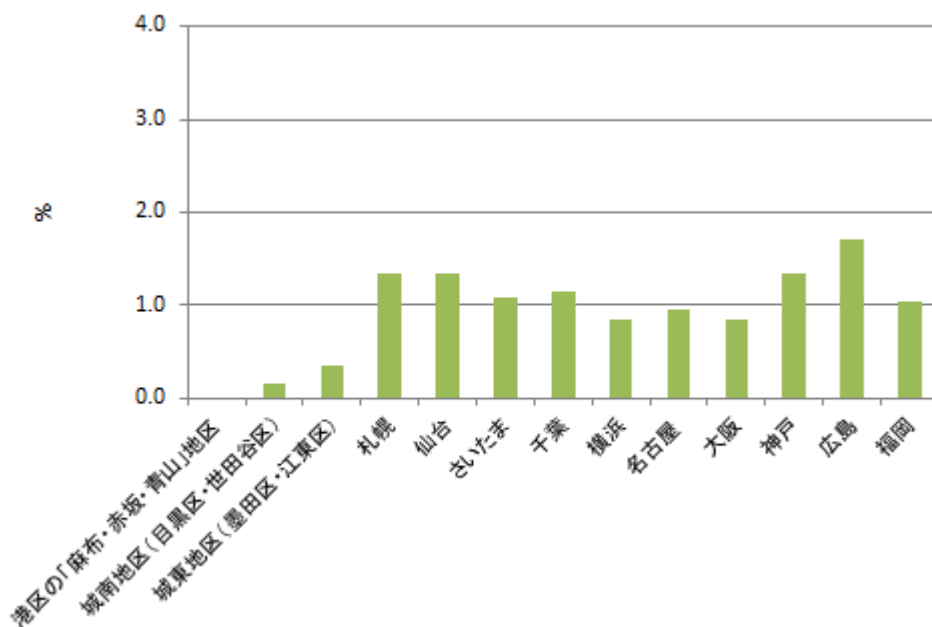
●参考：不動産タイプごとの立地プレミアム⁴

図 10 A クラスオフィスビルの立地プレミアム



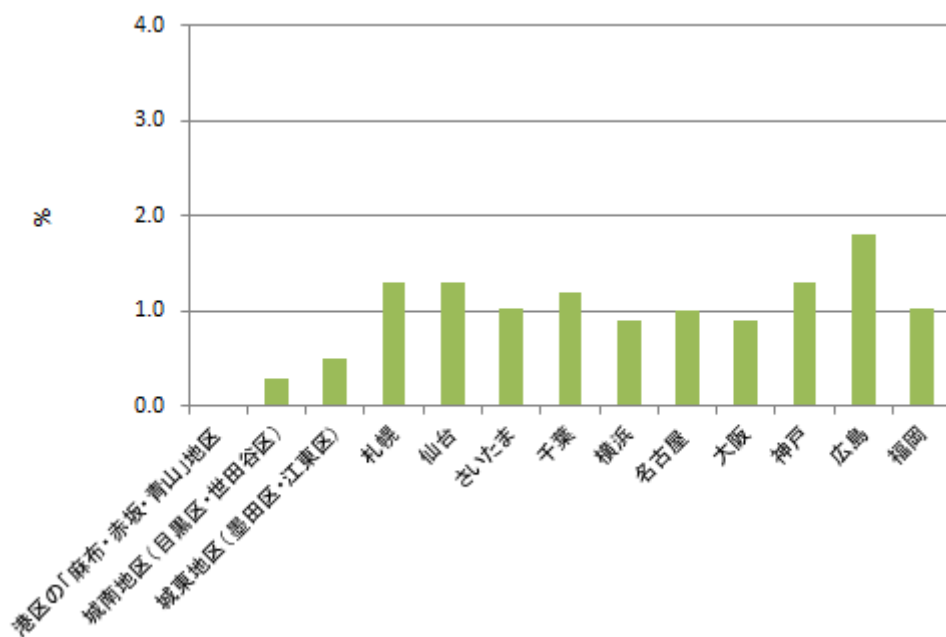
(この図の「立地プレミアム」は、東京の「丸の内・大手町」地区の A クラスオフィスビルを基準として、他の地区の A クラスオフィスビルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 11 賃貸住宅 (ワンルーム) の立地プレミアム



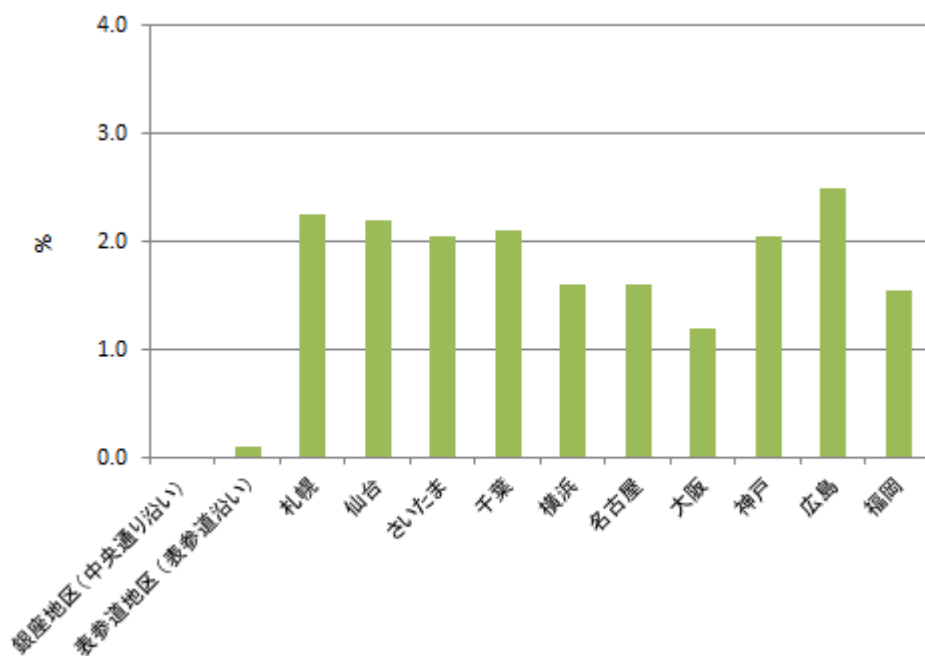
⁴ 地区や都市によるリスクプレミアムの格差は、「立地の違いによる格差」を意味しています。こうした立地の違いによるリスクプレミアムの格差をここでは「立地プレミアム」と呼ぶことにします。

図 12 賃貸住宅（ファミリー）の立地プレミアム



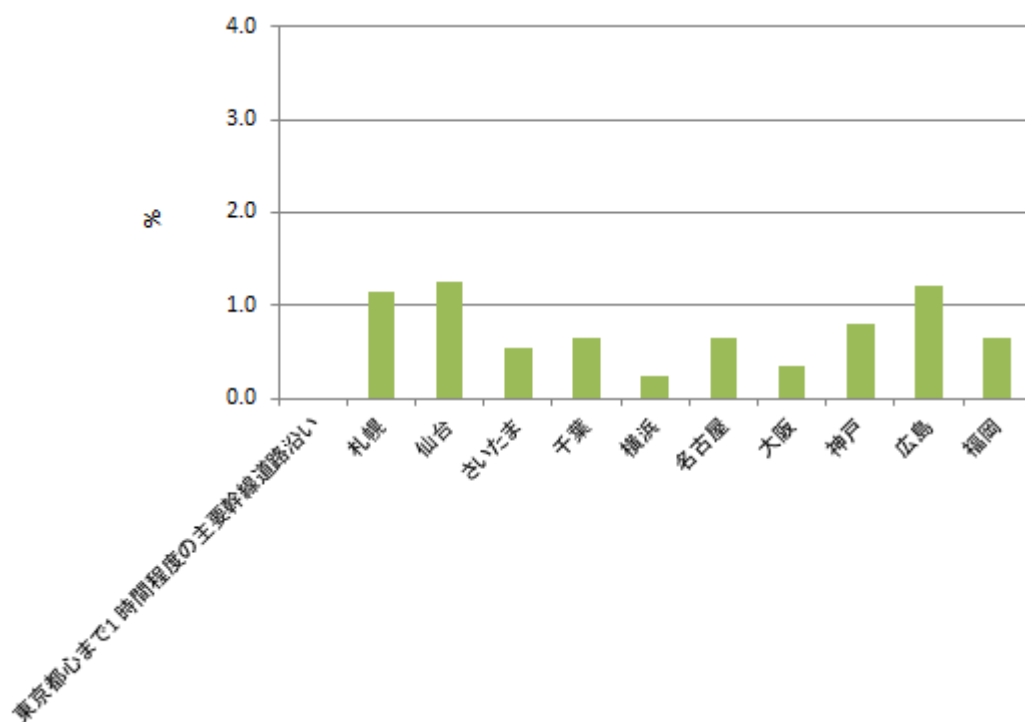
(この図の「立地プレミアム」は、東京港区の「麻布・赤坂・青山」地区の賃貸住宅を基準として、他の地区の賃貸住宅のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 13 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 14 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 15 物流施設（シングルテナント）の立地プレミアム

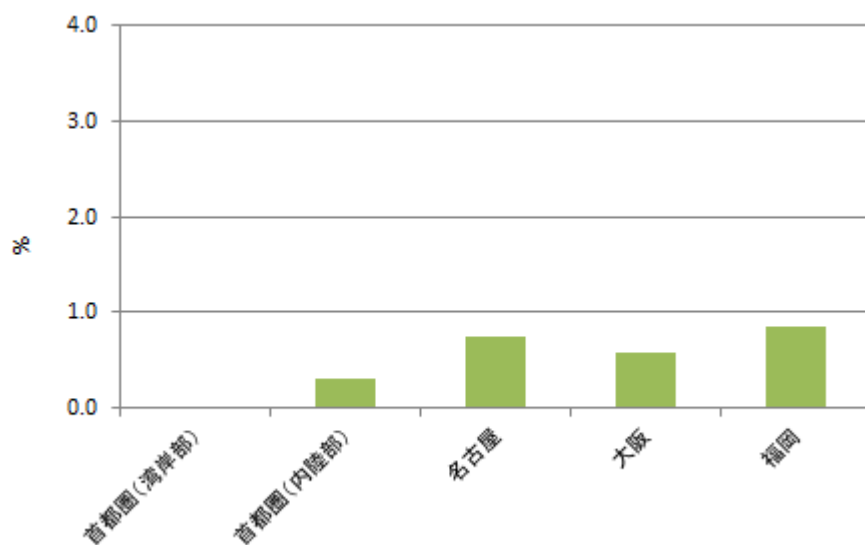
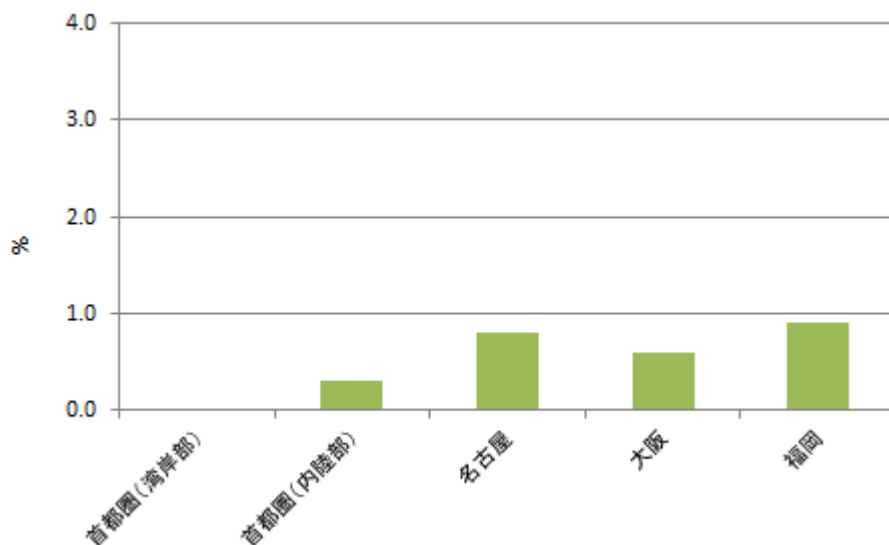
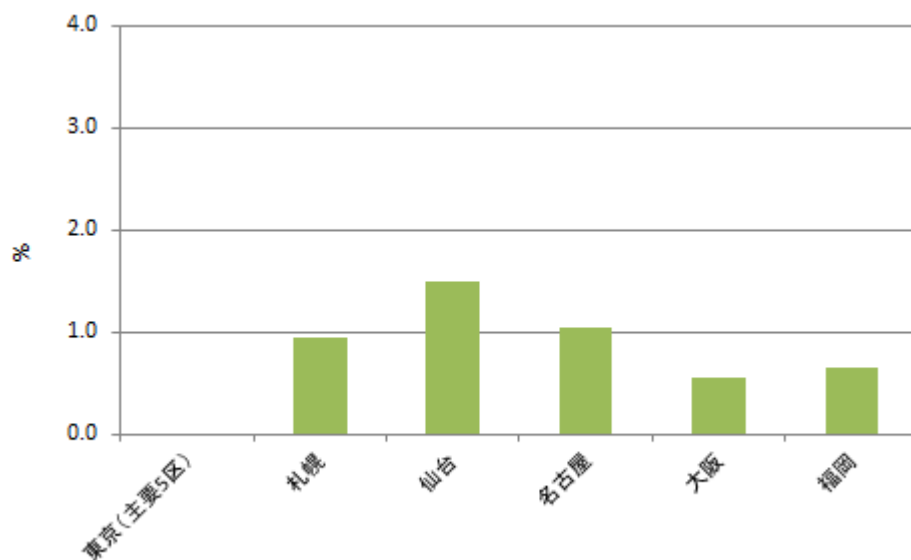


図 16 物流施設（マルチテナント）の立地プレミアム



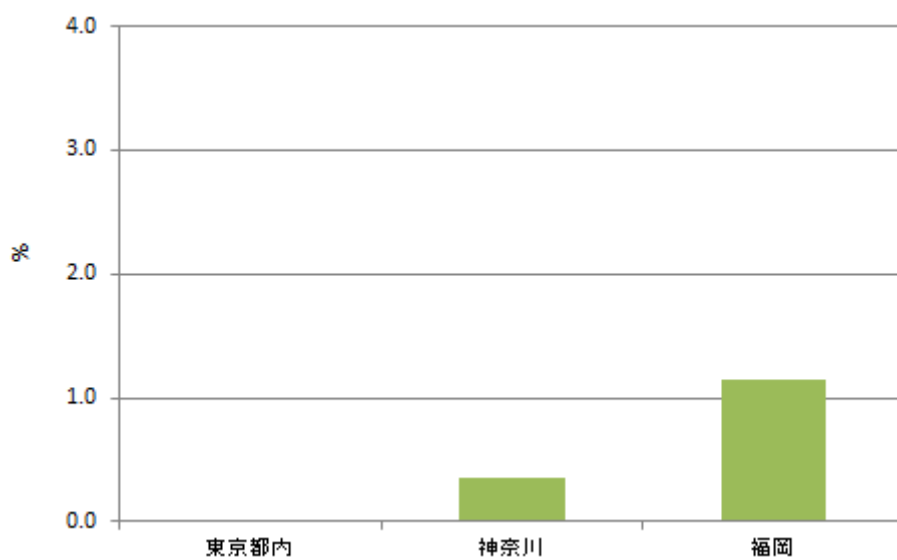
(この図の「立地プレミアム」は、首都圏（湾岸部）の物流施設を基準として、他の地区の物流施設のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 17 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。)

図 18 ヘルスケア施設の立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京のヘルスケア施設を基準として、他の地区のヘルスケア施設のリスクプレミアムの増分を示しています。)

以上