

### 第3回 不動産投資短観調査<sup>1</sup>

#### 調査主体<sup>2</sup>

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 社団法人不動産証券化協会

#### 調査対象者

46社（回答率22%×調査票配布212社）

#### 回答期間

2006年12月19日～2007年1月10日

#### [A. 投資家に関する項目]

この項目については公表しておりません。本調査にご回答頂いた匿名の回答者のみに開示しています<sup>3</sup>。なお、本調査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	36 (86%)
2. 売却	18 (43%)
3. 投資判断（購入や売却にまで至らなかった）	31 (74%)
4. その他（ ）	4 (10%)

#### [B. 判断項目]

本調査項目のうち、開示可能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。）	1.良い	41(89%)	41(89%)
	2.さほどよくない	5(11%)	5(11%)
	3.悪い	0(0%)	0(0%)

<sup>1</sup>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。

<sup>2</sup>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。

<sup>3</sup>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 37(92%) 3(8%) 0(0%)	半年後 33(82%) 7(18%) 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 7(17%) 30(73%) 4(10%)	半年後 4(10%) 25(61%) 12(29%)
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 41(93%) 3(7%) 0(0%)	半年後 28(64%) 16(36%) 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 42(95%) 2(5%) 0(0%)	半年後 25(57%) 19(43%) 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 36(82%) 8(18%) 0(0%)	

### [C. 投資利回り項目]

本調査では不動産投資家に対して 69 種類の商業用不動産（オフィスビル、都心型商業店、郊外ショッピングセンター、ファミリー賃貸住宅、ワンルーム賃貸住宅）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

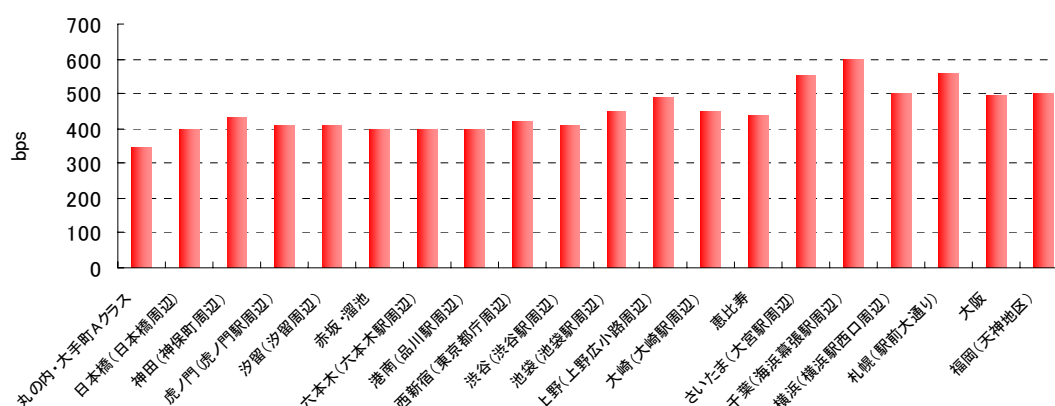
つき（分散や標準偏差）については一般には公開しておりません<sup>4</sup>ので結果の解釈に際しては中央値である点にご注意ください。

### 1 日本の商業用不動産の価格の現状（2006年12月現在）

本調査では不動産投資家に対して69種類の商業用不動産（オフィスビル、都心型商業店、郊外ショッピングセンター、ファミリー賃貸住宅、ワンルーム賃貸住宅）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。2006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。

オフィスビル（Aクラス）のキャップレート（中央値）は、最小3.50%（東京「丸の内・大手町」）、最大6.00%（「千葉（海浜幕張駅周辺）」）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）は4.5%を下回っています（ただし、「池袋」、「上野」を除く）。東京都心以外のオフィスビルのキャップレート（中央値）は約5%～約6%程度の水準です。

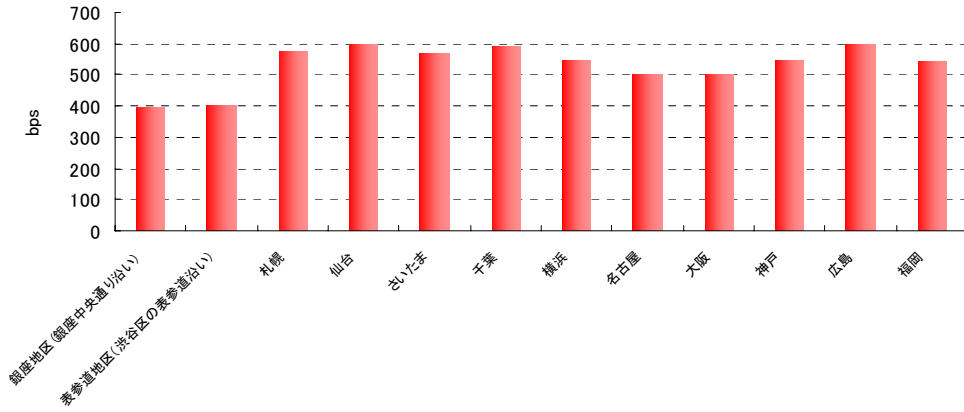
図1 Aクラスオフィスビルのキャップレート(2006年12月第3回不動産短観)



都心型商業店のキャップレート（中央値）は最小3.95%（「東京銀座地区（銀座中央通り沿い）」）、最大6.00%（「仙台」、「広島」）です。「名古屋」、「大阪」、のキャップレート（中央値）は約5.0%、「神戸」、「福岡」といった地方都市は約5.5%程度です。

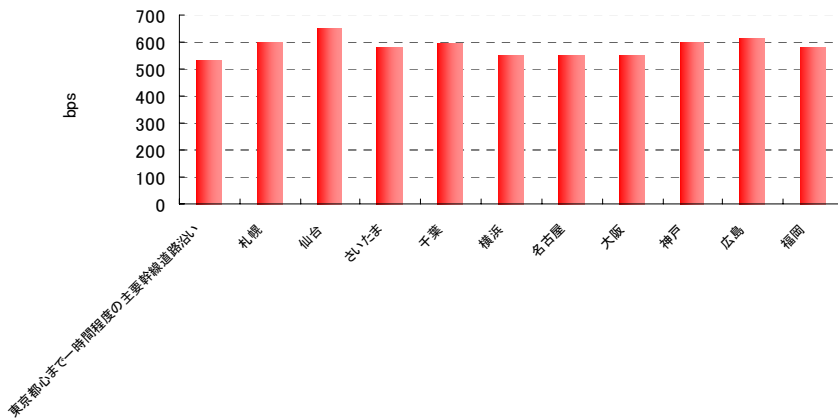
<sup>4</sup>匿名の回答者にのみ開示しています

図2 都心型商業店のキャップレート(2006年12月第3回不動産短観)  
 (グラフの左から最初の2地区は東京、以降は北から南へ都市を配列した)



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5.30% (「東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い」、最大6.50% (「仙台」)です。都心型商業店のキャップレートのグラフと比較すると分かるように、郊外ショッピングセンターのキャップレートの地域による格差は比較的小さいと言えます。

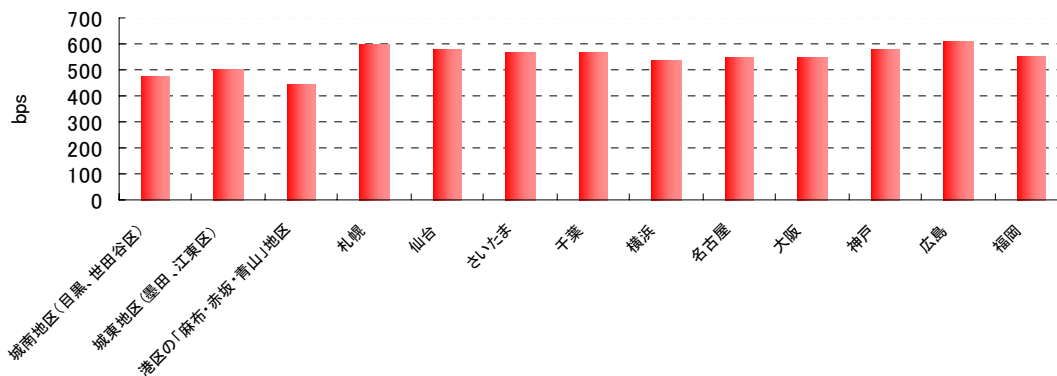
図3 郊外ショッピングセンターのキャップレート(2006年12月第3回不動産短観)  
 (グラフの左から最初の地区は東京、以降は北から南へ都市を配列した)



ファミリー賃貸住宅のキャップレート(中央値)は最小4.50% (東京都港区の「麻布・赤坂・青山」地区)、最大6.05% (「広島」)という水準です。東京のファミリー賃貸住宅のキャップレートが約4.5%~約5.0%であるのに対して、それ以外の都市におけるファミリー

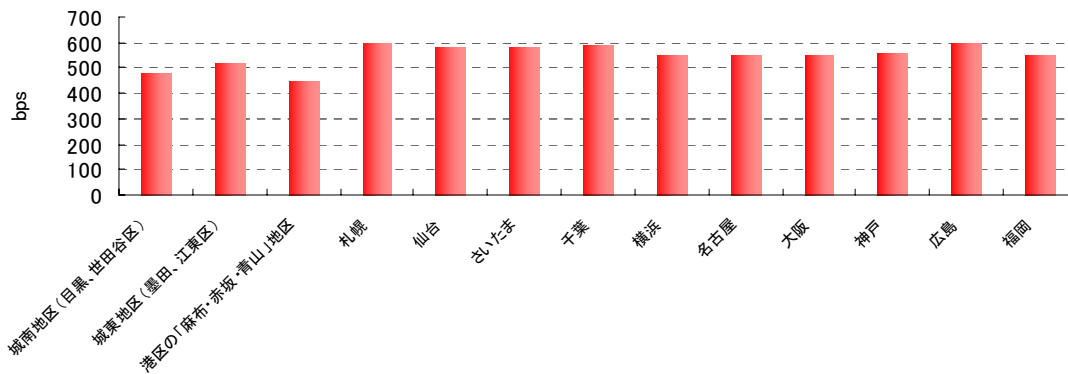
賃貸住宅のキャップレートは、「横浜」、「名古屋」、「大阪」、「福岡」が約 5.5%、他の都市は約 6%程度です。

図4 ファミリー賃貸住宅のキャップレート(2006年12月第3回不動産短観)  
(グラフの左から最初の3地区は東京、以降は北から南へ都市を配列した)



ワンルーム賃貸住宅のキャップレート（中央値）は最小 4.50%(港区の「麻布・赤坂・青山」地区)、最大 6.00%（「札幌」、「広島」）の間にあります。東京のワンルーム賃貸住宅のキャップレートが約 4.5%～約 5.2% であるのに対して、それ以外の都市におけるワンルーム賃貸住宅のキャップレートは、「横浜」、「名古屋」、「大阪」、「神戸」、「福岡」が約 5.5%、他の都市は約 6%程度です。

図5 ワンルーム賃貸住宅のキャップレート(2006年12月第3回不動産短観)  
(グラフの左から最初の3地区は東京、以降は北から南へ都市を配列した)



## 2 半年後の商業用不動産価格の予想（2006年12月現在から2007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69種類です。そのうち、19タイプ・地区（約27%）の不動産価格が半年後に上昇、6タイプ・地区（約9%）の不動産価格が下落、残り44タイプ・地区（約64%）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。）

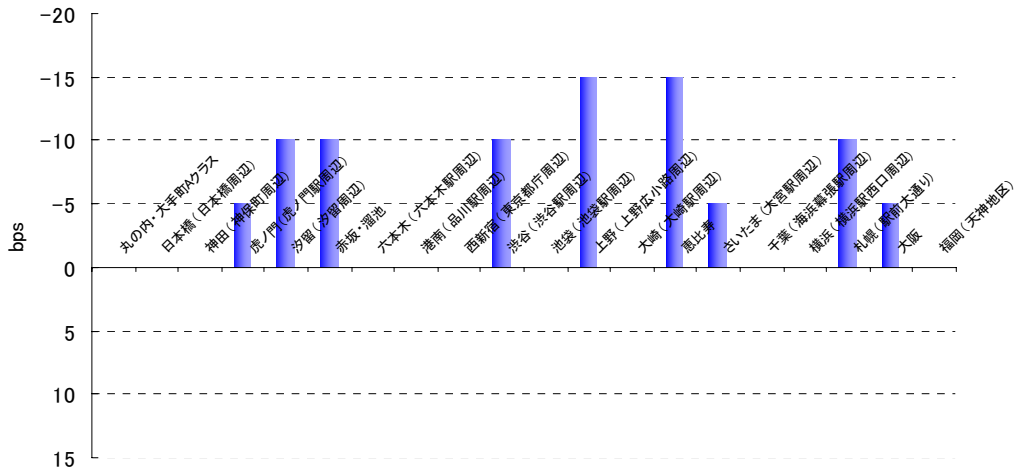
本調査では、投資家に「半年後のキャップレートの予想値」を尋ねています。商業用不動産の価格は、キャップレートで表示されますので、現在と将来6ヵ月後のキャップレートの変化を知ることによって半年後の価格を予想することができます。以下では、「半年後のキャップレートの予想値」から「現在のキャップレート」を差し引いたキャップレートの変化予想を整理します。このキャップレートの格差が「負（マイナス）」であれば、半年後に価格が上昇することを意味します。例えば、現在のキャップレートが4.5%、半年後のキャップレートが4.25%であれば、キャップレートの変化予想値は「マイナス25ベースポイント」です。これを価格変化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

調査対象20地区の中で、Aクラスのオフィスビル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9地区です。キャップレートの下落率が最も大きいのは「上野（上野広小路周辺）」、「恵比寿」のマイナス15ベースポイント（価格変化に換算すると約3.0%の上昇）。一方、11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6、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

---

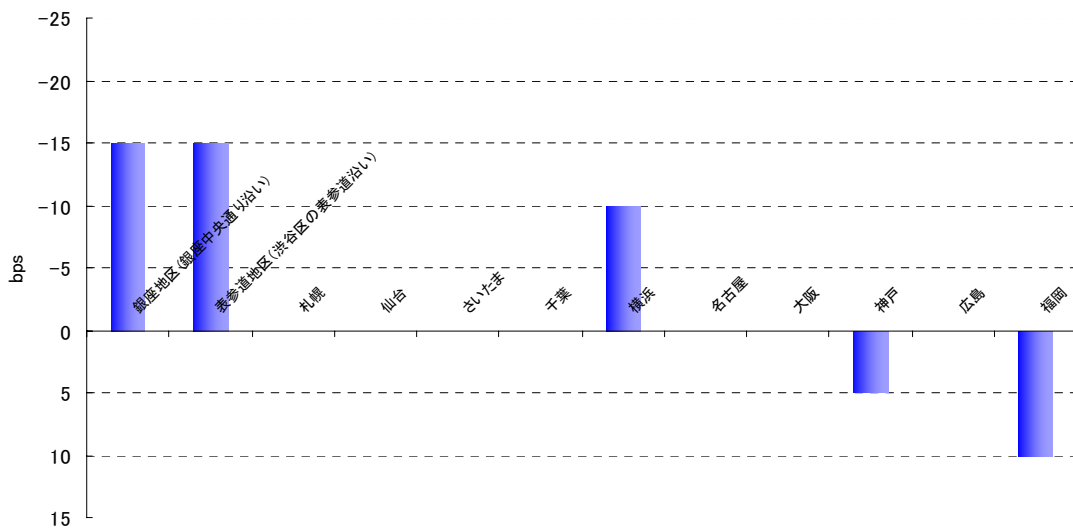
<sup>5</sup> 現在の価格（指数）は  $1 \div 4.5\% = \text{約 } 22.2$ 、半年後の価格（指数）は  $1 \div 4.25\% = 23.5$ 。また、現在の価格に対する半年後の価格の比率はこれらの比をとって約 1.058 となります。

図6 Aクラスオフィスビルのキャップレート変化予測(2006年12月第3回不動産短観)



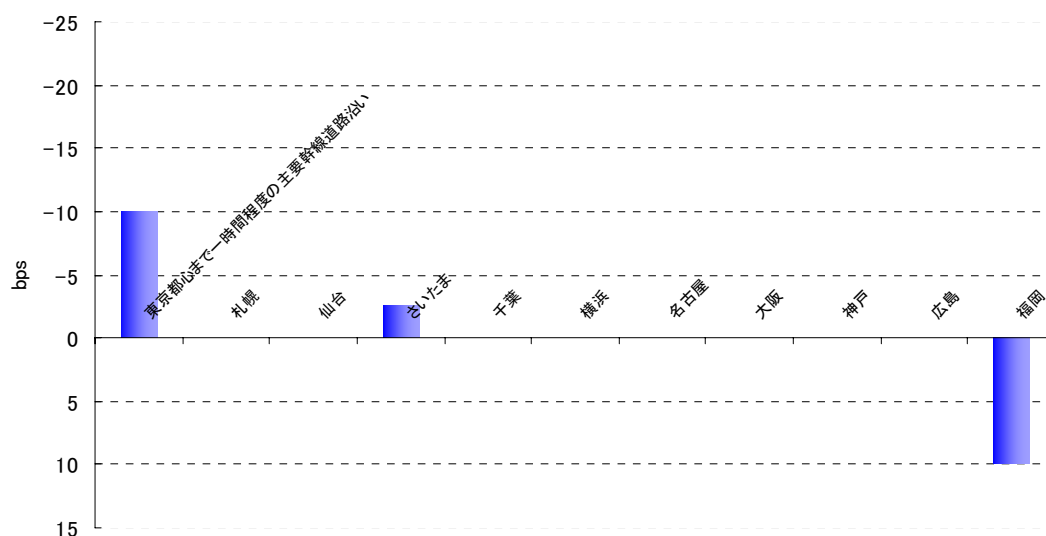
調査対象 12 地区の中で、都心型商業店の価格が半年後に上昇する（半年後のキャップレートが下落する）地区は 3 地区、下落する（半年後のキャップレートが上昇する）地区は 2 地区です。キャップレートの下落率が最も大きいのは「銀座地区（銀座中央通り沿い）」、「表参道地区（渋谷区の表参道沿い）」のマイナス 15 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 3%の上昇）、上昇率が最も大きいのは「福岡」の 10 ベーシスポイント（価格変化にすると約 2%の下落）です。一方、7 地区は半年後も現在の価格と同じ水準でした（図 7、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図7 都心型商業店のキャップレート変化予測(2006年12月第3回不動産短観)



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 2 地区、下落（キャップレートが上昇する）地区は 1 地区です。キャップレートの下落率が最も大きいのは「東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い」のマイナス 10 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 2%の価格上昇）、上昇率が最も大きいのは「福岡」の 10 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 2%の価格下落）です。一方、8 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 8、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

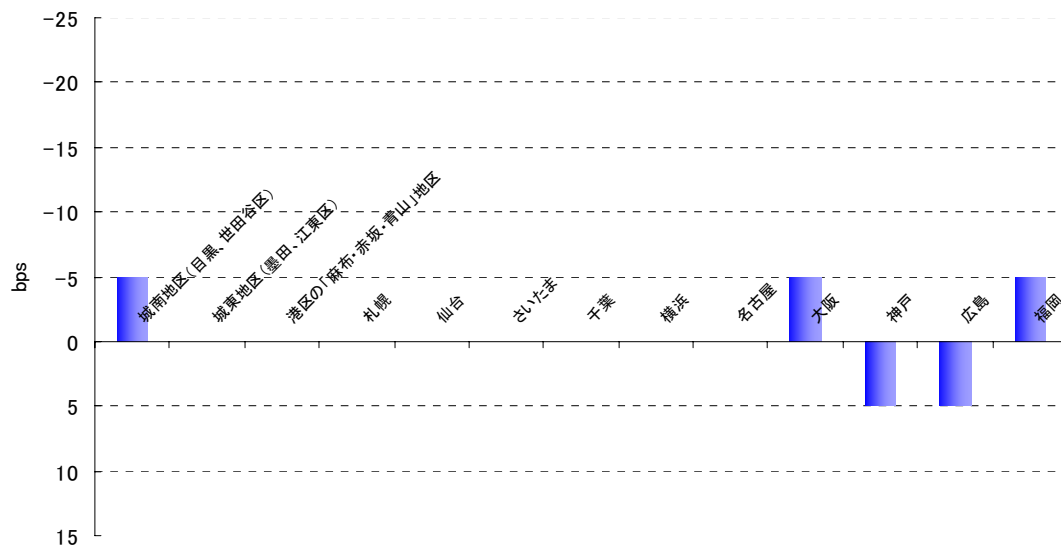
図8 郊外ショッピングセンターのキャップレート変化予測(2006年12月第3回不動産短観)



調査対象 13 地区の中で、ファミリー賃貸住宅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 3 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 地区という結果です。キャップレートの下落率が最も大きいのは「城南地区（目黒、世田谷区）」、「大阪」、「福岡」のマイナス 5 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 1%の価格上昇）、上昇率が最も大きいのは「神戸」、「広島」の 5 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 1%の価格下落）です。一方、8 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 9、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

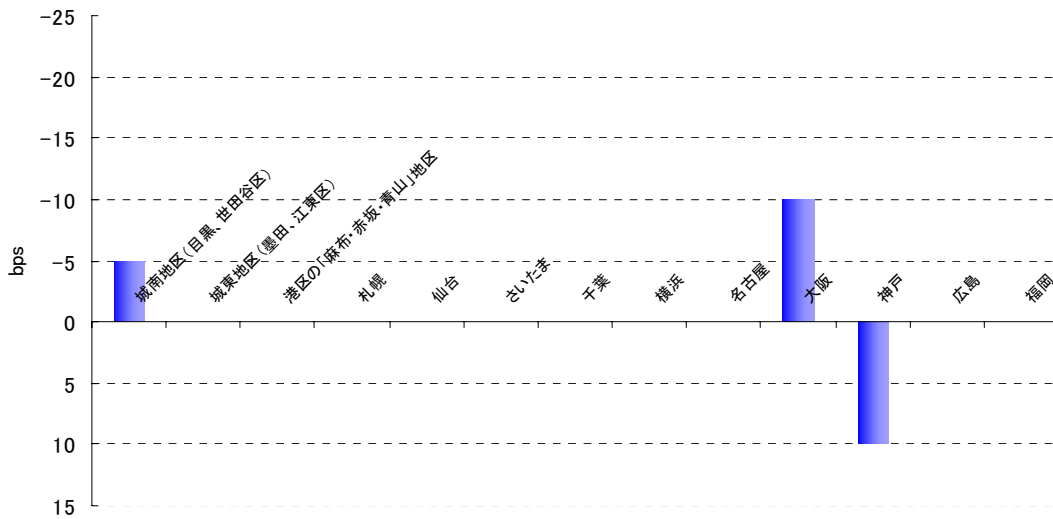


図9 ファミリー賃貸住宅のキャップレート変化予測(2006年12月第3回不動産短観)



調査対象 13 地区の中で、ワンルーム賃貸住宅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 2 地区、下落する（キャップレートが上昇する）地区は 1 地区という結果です。キャップレートの下落率が最も大きいのは「大阪」のマイナス 10 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 2%の価格上昇）、上昇率が最も大きいのは「神戸」の 10 ベーシスポイント（価格変化に換算すると約 2%の価格下落）です。一方、10 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 10、縦軸は逆目盛なので注意してください）。

図10 ワンルーム賃貸住宅のキャップレート変化予測(2006年12月第3回不動産短観)



### 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 (2006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年物国債期待利回り<sup>6</sup>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年物国債期待利回り<sup>7</sup>を1.60%とした場合の商業用不動産の期待リスクプレミアムの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ーオフィス(Aクラスのみ)、店舗(都心型商業店、郊外ショッピングセンター)、賃貸住宅(ファミリー型、ワンルーム型)の5タイプのスペックは同じものです。下記の図11から図15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<sup>8</sup>。

オフィス(Aクラス)の期待リスクプレミアムは、最小240ベースポイント(東京「丸の内・大手町」地区)、最大460ベースポイント(「千葉(海浜幕張駅周辺)」地区)です(図11)。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<sup>9</sup>。図11のグラフには、期待リスクプレミアムは期待利回り

<sup>6</sup> 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

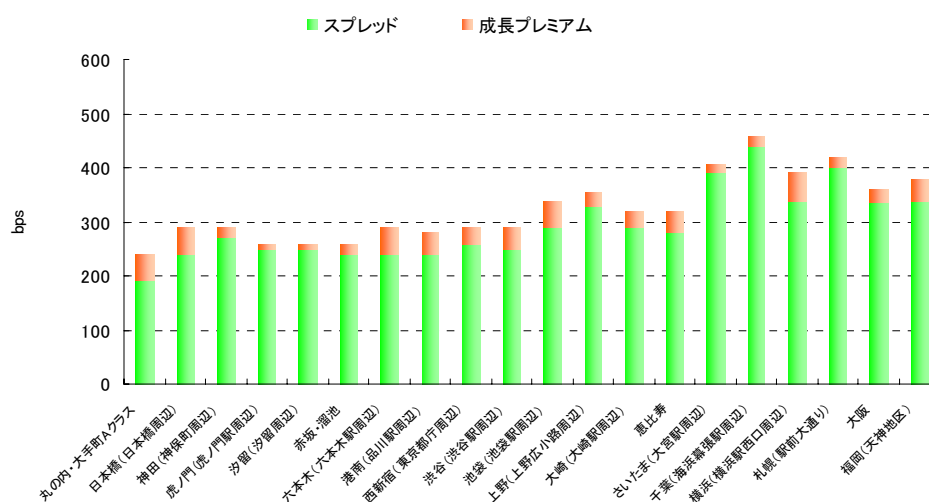
<sup>7</sup> 調査時点2006年12月の10年物国債利回りは1.615%でした。また、過去12ヶ月の10年物国債利回りの平均が1.717%、過去10年のその平均が1.606%、過去5年のその平均が1.307%です。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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

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。

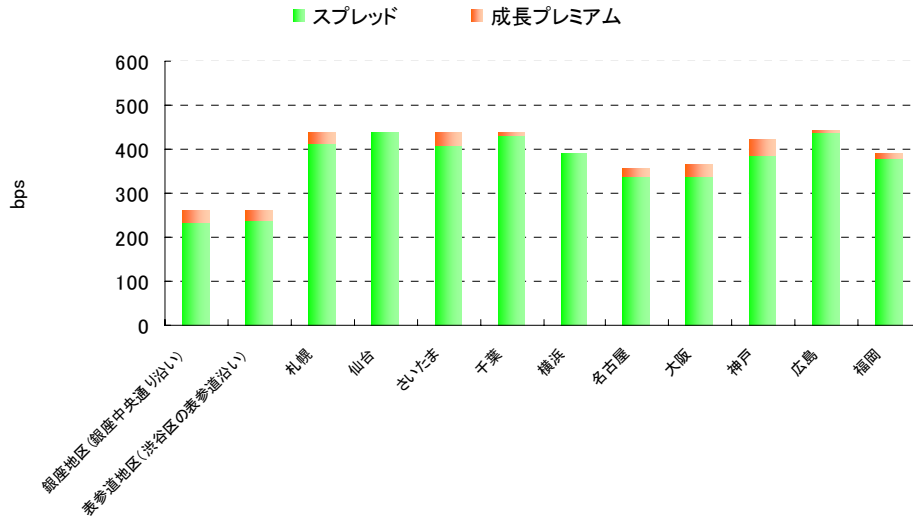
図11 Aクラスオフィスの期待リスクプレミアムとその内訳(2006年12月第3回不動産短観)



都心型商業店の期待リスクプレミアムは、最小 260 ベーシスポイント（東京「銀座中央通り沿い」、「表参道（渋谷区の表参道沿い）」地区）、最大 445 ベーシスポイント（「広島」地区）です（図 12）。図 12 のグラフから都心型商業店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。

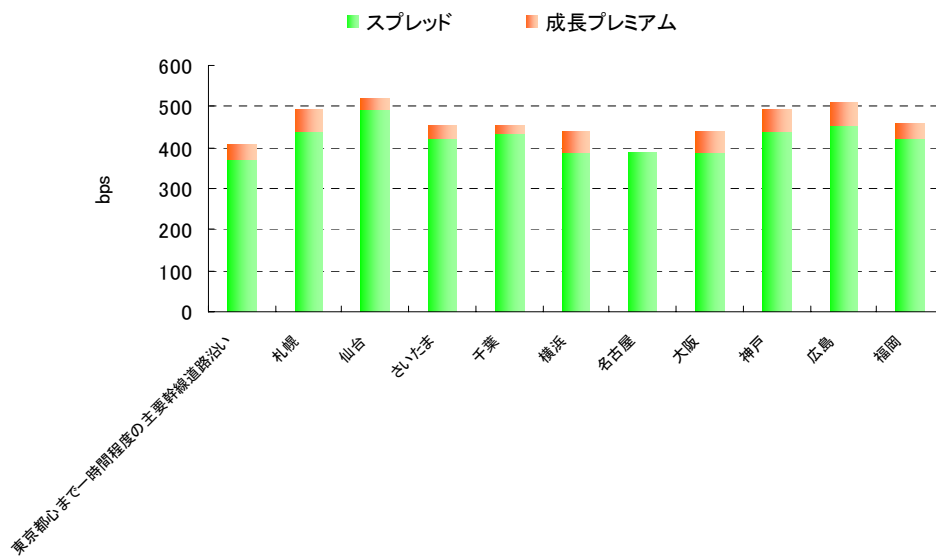
ド・スプレッドです。また、期待成長プレミアムは商業用不動産の賃貸純収入あるいは価格に対する期待成長率です。それぞれの計算方法などの詳細は後述 4 節および 5 節を参照してください。

図12 都心型商業店の期待リスクプレミアムとその内訳(2006年12月第3回不動産短観)



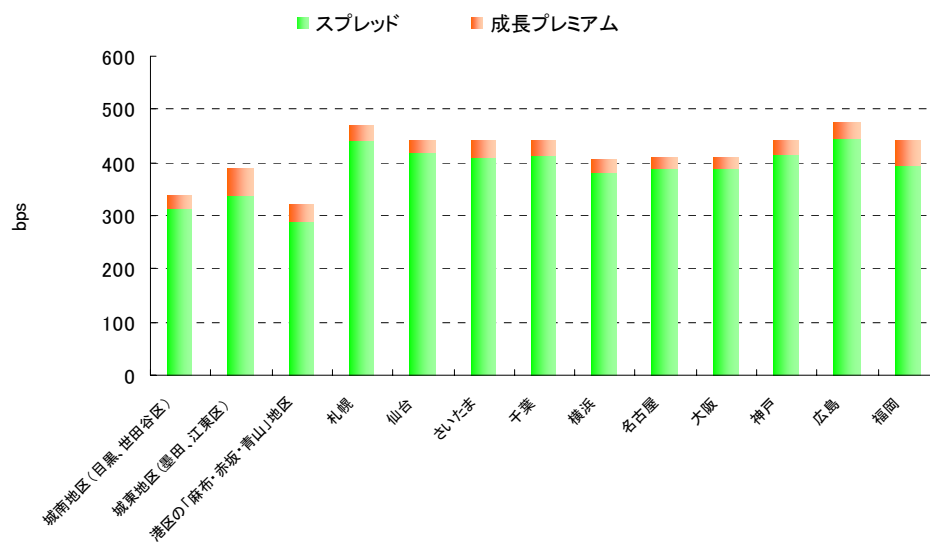
郊外ショッピングセンターの期待リスクプレミアムは、最小 390 ベーシスポイント（「名古屋」地区）、最大 520 ベーシスポイント（「仙台」地区）です（図 13）。図 13 のグラフから郊外ショッピングセンターの期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図13 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(2006年12月第3回不動産短観)



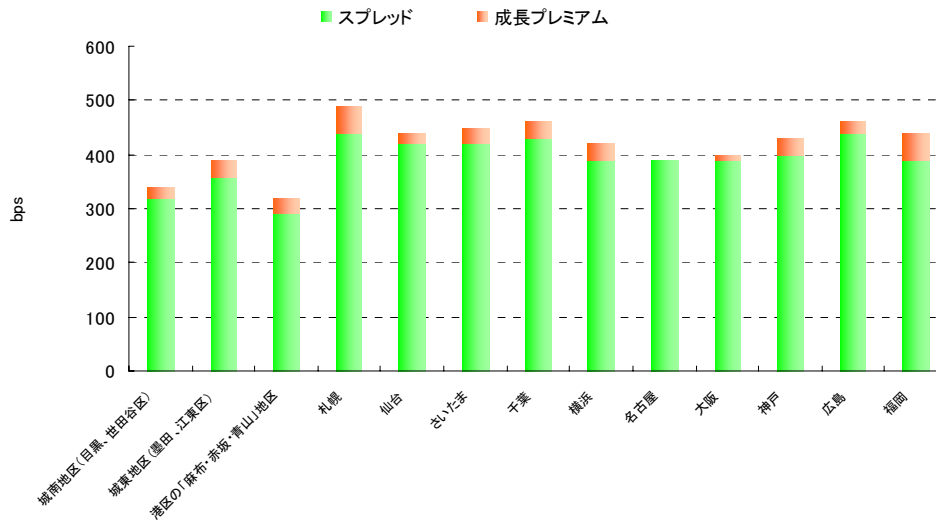
ファミリー賃貸住宅の期待リスクプレミアムは、最小 320 ベーシスポイント（東京「港区の「麻布・赤坂・青山」地区」）、最大 475 ベーシスポイント（「広島」地区）です（図 14）。図 14 のグラフからファミリー賃貸住宅の期待リスクプレミアムもそのほとんどが期待利回りスプレッドであることが分かります。

図14 ファミリー賃貸住宅の期待リスクプレミアムとその内訳(2006年12月第3回不動産短観)



ワンルーム賃貸住宅の期待リスクプレミアムは、最小 320 ベーシスポイント（東京「港区の「麻布・赤坂・青山」地区」）、最大 490 ベーシスポイント（「札幌」地区）です（図 15）。図 15 のグラフからワンルーム賃貸住宅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15 ワンルーム賃貸住宅の期待リスクプレミアムとその内訳(2006年12月第3回不動産短観)



#### 4 日本の商業用不動産投資の利回り格差：対10年国債利回り（2006年12月現在）

（結果の要点：現在イールドで見た場合、日本の商業用不動産の現在の対国債利回りスプレッドは、中央値で、190 ベーシスポイントから 490 ベーシスポイントです。）

本不動産投資短観調査では、「現在のキャップレート」について調査しています。現在のキャップレートは商業用不動産の現在イールドの近似値とみなすことができます。この商業用不動産の現在イールドと10年物国債利回り<sup>10</sup>のスプレッド（利回り格差）は次の結果となりました。

わが国のオフィスビル（Aクラス）のスプレッドの平均（中央値の中央値）は275 ベーシスポイント、スプレッドの最小値は「丸の内・大手町地区」で190 ベーシスポイント<sup>11</sup>、スプレッドの最大値は「千葉（海浜幕張駅周辺）」の440 ベーシスポイントです（前出図11参照）。

わが国の都心型商業店のスプレッドの平均（中央値の中央値）は388 ベーシスポイント、スプレッドの最小値は「銀座地区（銀座中央通り沿い）」、「表参道地区（渋谷区の表参道沿い）」で235 ベーシスポイント、スプレッドの最大値は「仙台」、「広島」の440 ベーシスポイントです（前出図12参照）。

<sup>10</sup> 本概要では10年物国債利回りを1.60%としています。

<sup>11</sup> 中央値を用いて計算しています。つまり、サンプルから計算したスプレッドの中には190 ベーシスポイントを割るものもあります。

わが国の郊外ショッピングセンターのスプレッドの平均（中央値の中央値）は 420 ベーシスポイント、スプレッドの最小値は「東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い」で 370 ベーシスポイント、スプレッドの最大値は「仙台」の 490 ベーシスポイントです（前出図 13 参照）。

わが国のファミリー賃貸住宅のスプレッドの平均（中央値の中央値）は 395 ベーシスポイント、スプレッドの最小値は東京都港区の「麻布・赤坂・青山」地区で 290 ベーシスポイント、スプレッドの最大値は「広島」の 445 ベーシスポイントです（前出図 14 参照）。

わが国のワンルーム賃貸住宅のスプレッドの平均（中央値の中央値）は 390 ベーシスポイント、スプレッドの最小値は東京都港区の「麻布・赤坂・青山」地区で 290 ベーシスポイント、スプレッドの最大値は「札幌」、「広島」の 440 ベーシスポイントです（前出図 15 参照）。

## 5 日本の商業用不動産投資における期待成長率の現状（2006 年 12 月現在）

（結果の要約：全タイプの商業用不動産のインプライド期待成長率は、中央値で見た場合、マイナスはないものの、僅かな値です。ほとんどが数十ベーシスポイントの期待成長率にすぎません。）

本調査では前述したように、「アンレバレッジの期待総合収益率（アンレバレッジ期待内部収益率）」を尋ねています。この収益率からイールド（現在のキャップレート）を差し引いた値は商業用不動産のインプライド期待成長率と解釈できます。

オフィス（Aクラス）のインプライド期待成長率(中央値)は、最大 50 ベーシスポイント（「丸の内・大手町 A クラス」、「日本橋（日本橋周辺）」、「六本木（六本木駅周辺）」、「池袋（池袋駅周辺）」、「横浜（横浜駅西口周辺）」）、最小 10 ベーシスポイント（「虎ノ門（虎ノ門駅周辺）」、「汐留（汐留周辺）」）です。その他「港南（品川駅周辺）」、「渋谷（渋谷駅周辺）」、「恵比寿」、「福岡」が 40 ベーシスポイントの期待成長率です（前出図 11 参照）。

都心型商業店のインプライド期待成長率(中央値)は、最大 38 ベーシスポイント（「神戸」）、最小ゼロ・ベーシスポイント（「仙台」、「横浜」）です。その他「さいたま」が 30 ベーシスポイントです（前出図 12 参照）。

郊外ショッピングセンターのインプライド期待成長率(中央値)は、最大 55 ベーシスポイント（「広島」）、最小ゼロ・ベーシスポイント（「名古屋」）です。その他「札幌」、「横浜」、「大阪」、「神戸」が 50 ベーシスポイントです（前出図 13 参照）。

ファミリー賃貸住宅のインプライド期待成長率(中央値)は、最大 50 ベーシスポイント(城

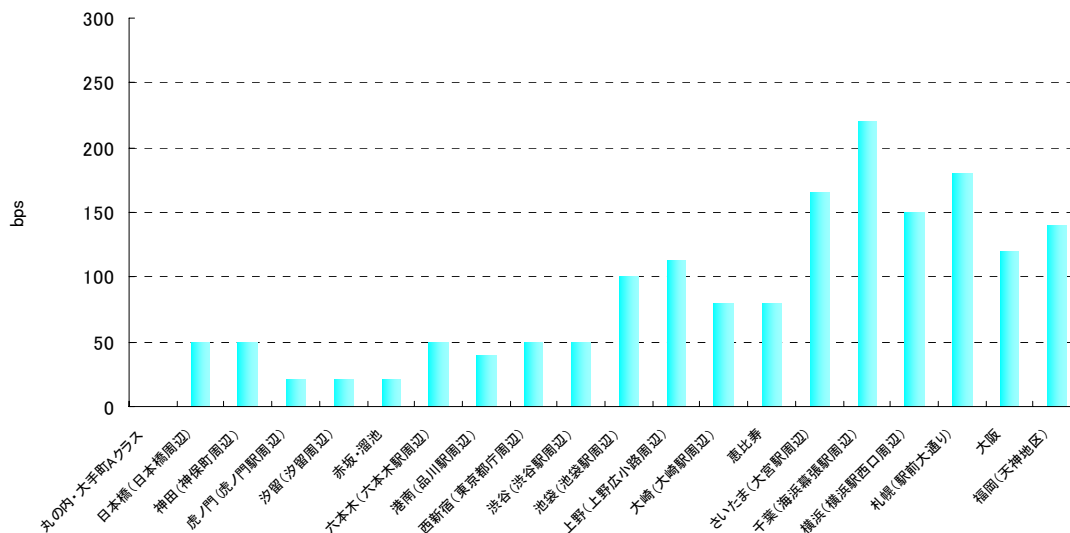
東地区（墨田、江東区）、最小 20 ベーシスポイント（「仙台」、「名古屋」、「大阪」）です（前出図 14 参照）。

ワンルーム賃貸住宅のインプライド期待成長率(中央値)は、最大 50 ベーシスポイント（「札幌」、「福岡」）、最小ゼロ・ベーシスポイント（「名古屋」）です（前出図 15 参照）。



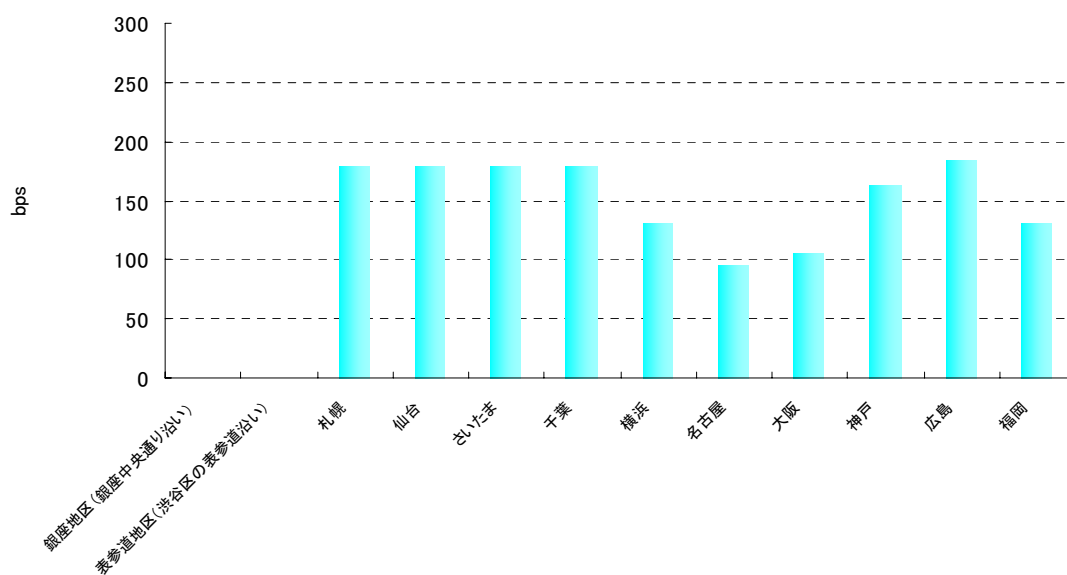
●参考1：不動産タイプごとの立地プレミアム

図16 Aクラスオフィスビルの立地プレミアム(2006年12月第3回不動産短観)



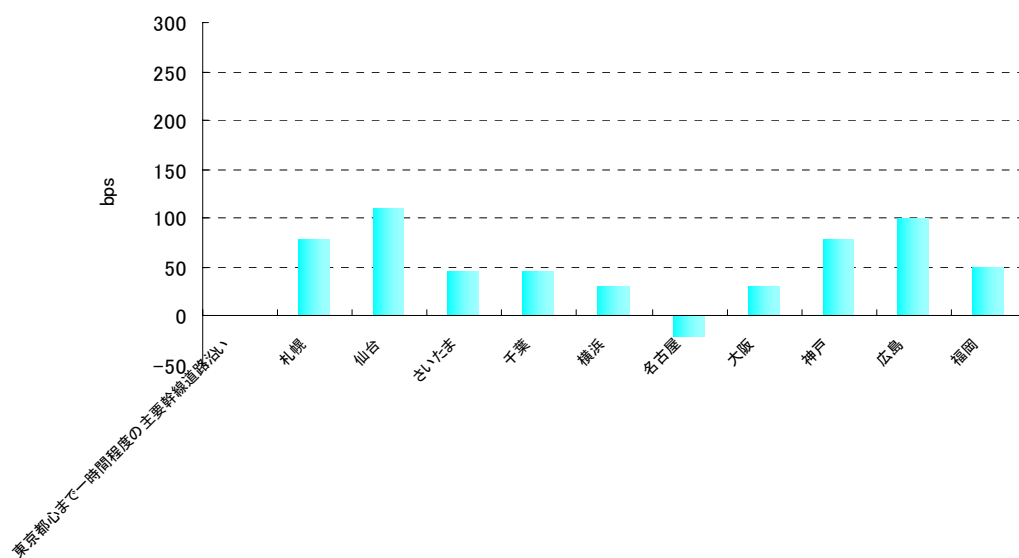
(この図の「立地プレミアム」は、東京の「丸の内・大手町」地区のAクラスオフィスビルを基準として、他の地区のAクラスオフィスビルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図17 都心型商業店の立地プレミアム(2006年12月第3回不動産短観)



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

図18 郊外ショッピングセンターの立地プレミアム(2006年12月第3回不動産短観)



(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19 ファミリー賃貸住宅の立地プレミアム(2006年12月第3回不動産短観)

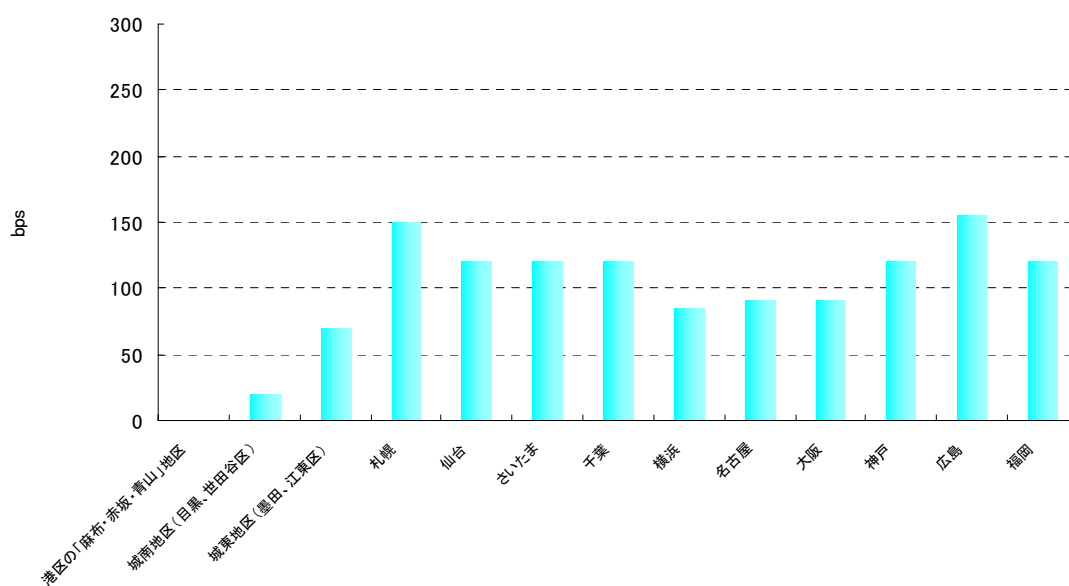
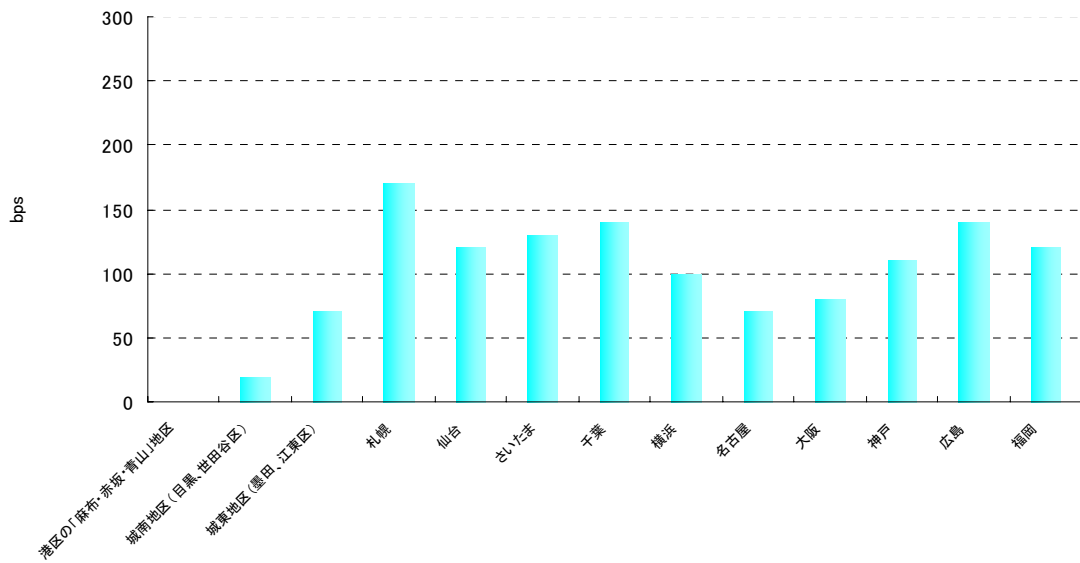


図20 ワンルーム賃貸住宅の立地プレミアム(2006年12月第3回不動産短観)



(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。)

以上