

1

January, 2018

不動産マーケットレポート

- 不動産投資市場における
今後の不動産価格の見通し 2
- 経済トレンド・ウォッチ 4
- 不動産市場トレンド・ウォッチ 6
- 主要都市の投資用不動産に対する
期待利回りの推移 8

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部
金子 伸幸 TEL.03-3274-9079 (代表)

熊本地震で被災された皆様に御見舞いを申し上げます。
被災された地域が一刻も早く復興できますよう、
心よりお祈り申し上げます。

不動産投資市場における今後の不動産価格

このレポートでは、不動産取引利回りの動向や運用者の投資スタンスなどをもとに、今後の不動産価格の見通しについて、概略を説明します。

●本レポートの概要

2016年頃から投資用不動産の価格はピークが近いと言われ続けていますが^{※1}、価格が下落に向かう兆しは今のところみられません。低金利で運用難の状況が続き、投資用不動産は相対的に安定したインカムリターンが得られる資産として投資需要が強い一方、不動産を保有する側においては、安定したインカムリターンが得られる不動産を売却する必要性が小さいことが背景と考えられます。今後も低金利、景気回復基調といった金融経済情勢に大きな変化がなければ、上記の状況が続き、投資用不動産の価格は底堅く推移するのではないかと考えられます。

●取引利回りはファンドバブル期の水準にまで低下

投資用不動産の価格(収益還元法)は、不動産から得られる純収益を還元利回りで割って算出されます^{※2}。これまで不動産価格が上昇してきたのは、賃料上昇を背景にして純収益(分子)が増加したことと併せて、還元利回り(分母)が低下したことが原動力と考えられます。例えば、

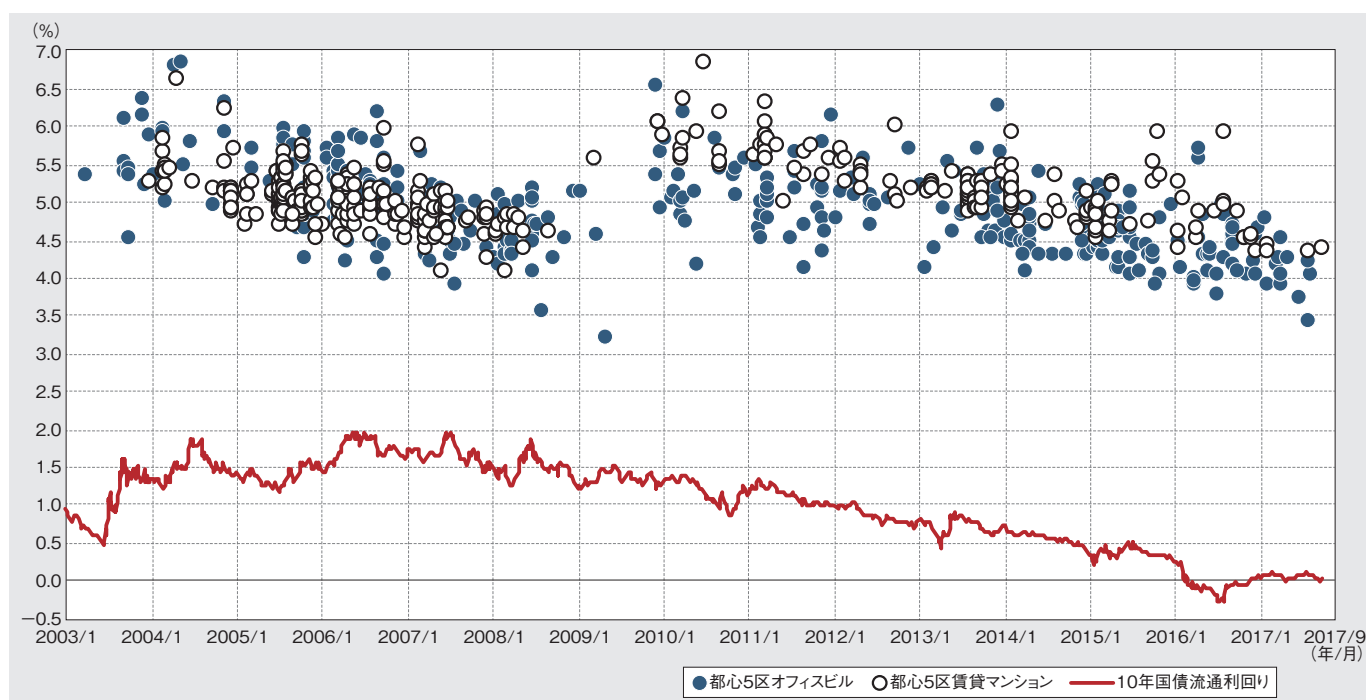
J-REITが東京都心5区^{※3}で取得したオフィスビルと賃貸マンションの取引利回り^{※4}は、継続的に低下し、2016年にはオフィスビルで4%、賃貸マンションで4.5%を下回る事例が目につくようになりました。不動産投資市場が過熱していた世界金融危機前のファンドバブル期(2006年から2008年頃^{※5})の水準にまで取引利回りは低下していますが、今のところ反転上昇する兆しはみられません[図表1](東京以外の主要都市はP8参照)。

●不動産に対する投資需要は底堅い

不動産の取引利回りは金利水準や賃貸収益の成長性のほか、市場の投資需要を反映する面があり(需要が強いほど取引利回りは低い)^{※2}、このところの取引利回りの低下に関しては、低金利で運用難の中、相対的に安定したインカムリターンが得られる資産として不動産の投資需要が強いことが一因と考えられます。

法人が行う不動産投資を対象とした不動産投資のスタンスに関する調査(一般社団法人不動産証券化協会「不動産投資短期観測調査」)によると、不動産価格のピーク感が強まる(不動産価格が上昇すると判断する回

[図表1] J-REITが東京都心5区で取得したオフィスビル・賃貸マンションの取引利回りと10年国債流通利回り



データ出所：取引利回りは都市未来総合研究所「ReiTREDA」、10年国債流通利回りは財務省

答割合が減少する)とともに、不動産投資を促進するとの回答割合は減少していますが、不動産投資を抑制するとの回答割合は1ケタ台にとどまっており、不動産に対する投資需要は底堅い状況が続いていると考えられます〔図表2〕。

●不動産を売却する必要性は小さい

不動産を保有する側においては、低金利の中で、不動産を売却しても代わる運用資産(不動産やそれ以外の運用資産)が見つかりにくく、また、ファンドバブル期などのような短期間で不動産を売却して投資を終了するスキームは一般的でないことなどから、安定したインカムリターンが得られる不動産を売却する必要性は一般に低いと考えられます。また、不動産価格の上昇が続く中、極力高値で売却しようとする姿勢が強いと考えられ、こうした売却に対するスタンスから、不動産投資市場では流通する物件が不足し、取引が成立しにくい傾向があります。

前述の調査においても、不動産売却を促進するとの回答割合は減少基調で推移しています〔図表3〕。

●金融経済情勢に大きな変化がなければ、不動産価格は底堅く推移する

現状の金融緩和、低金利、景気回復基調(≒テナント

需要は堅調)といった不動産投資市場を取り巻く金融経済情勢に大きな変化がなければ、上記の状況が続き、投資用不動産の価格は底堅く推移するのではないかと考えられます^{※6}。

(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

※1: 一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」における東京(丸の内・大手町)の不動産価格見通し(半年後)では、2016年4月調査において、ピーク(拡大期から減少期へ向かう間)と縮小期とする回答割合の合計が過半となった。

※2: 収益還元法による不動産価格=純収益(総収益から総費用を控除したもの。総費用は減価償却費を含まない。)÷還元利回り。還元利回りは、リスクフリーレート(10年国債流通利回り)+リスクプレミアム(リスク姿勢が強い⇒投資需要が強いほど、低い)-純収益の期待成長率に分解される。

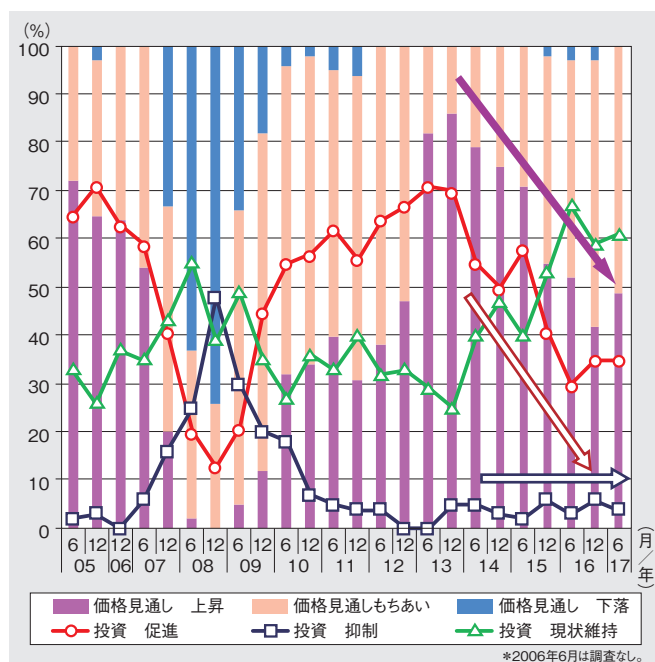
※3: 東京都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

※4: (取得時の鑑定評価額×鑑定評価上の直接法還元利回り)=(純収益)÷物件取得額として算出。J-REITの取得事例は比較的大規模な物件の1棟単位の取得が中心

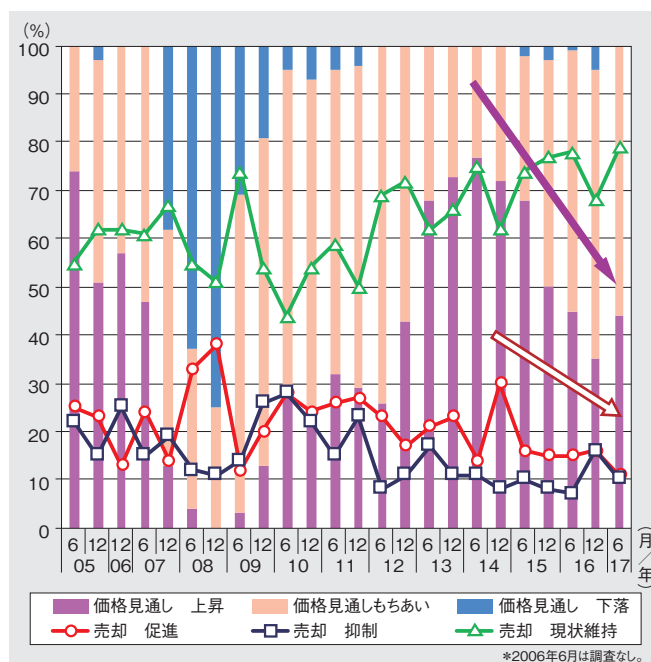
※5: 国内外のファンドによる不動産投資が活発化した2006年から2008年頃を指す。レバレッジを効かす(借入比率を高める)などして、高値の取引が散見された。

※6: 本稿で分析対象としたJ-REITの取得物件や各調査の回答者(法人が行う不動産投資の運用者など)が業務上取り扱う物件は、所在エリアや建物スペックにおいて一定の競争力を有する物件が中心であり、競争力が低い物件については本稿の分析結果は当てはまらない面がある。

〔図表2〕 不動産仕入れ価格見通しと今後半年間の不動産投資スタンス



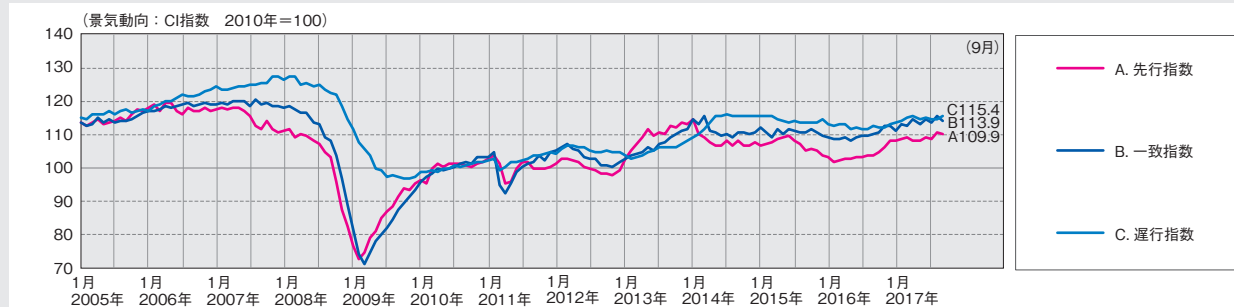
〔図表3〕 不動産売却価格見通しと今後半年間の不動産売却スタンス



図表2,3のデータ出所: 一般社団法人不動産証券化協会「不動産投資短期観測調査」

■ 景気の動向 (全国)

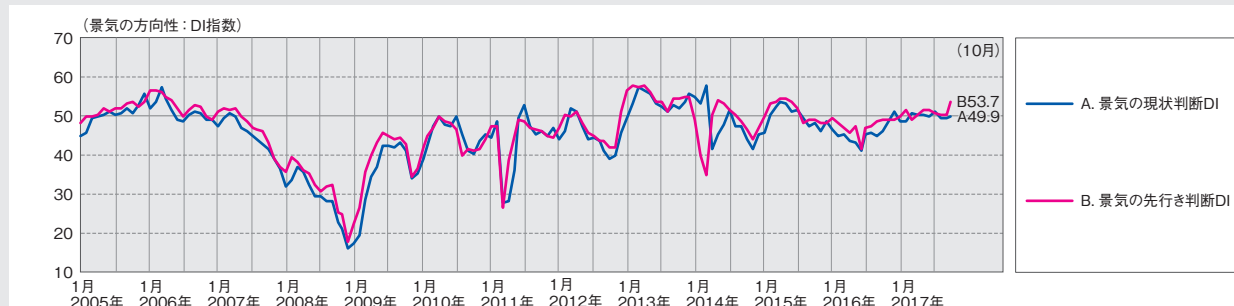
図1 景気動向指数



注：平成29年（2017年）1月分以降、「中小企業出荷指数（製造業）」公表休止のため、「景気動向指数」の一致指数採用系列は10指標から9指標に変更された。

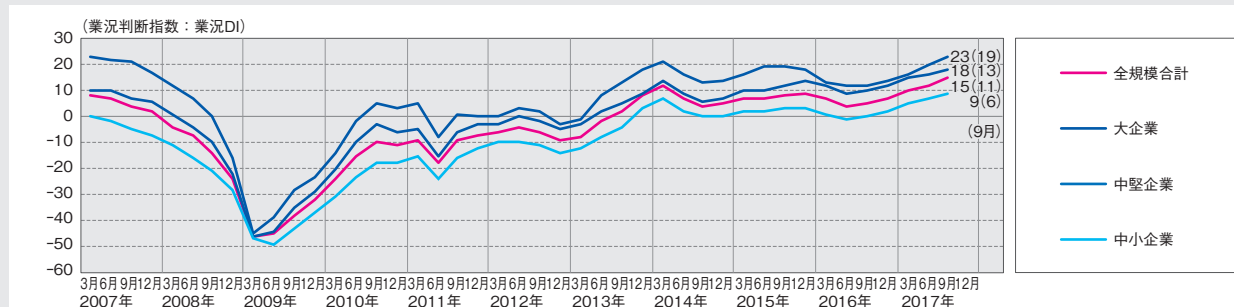
データ出所：内閣府「景気動向指数」

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数



データ出所：内閣府「景気ウォッチャー調査」

図3 企業の業況判断指数



注：「大企業」は資本金10億円以上、「中堅企業」は資本金1億円以上10億円未満、「中小企業」は資本金2千万円以上1億円未満。
()内の数値は直近調査の3ヶ月後に関する予測値(本稿は2017年12月を対象とする予測値)。

データ出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」

【データ概要】 図1 景気動向指数のCI指数
(CI:コンポジット・インデックス)

：CI指数は、景気の拡大・後退の大きさやテンポを示す。
景気先行指数は、景気一致指数より数ヶ月先行して動き、景気を予知するための指数。
景気一致指数は、実際の景気動向とほぼ一致して動き、景気の現状を示す指数。
景気遅行指数は、景気一致指数より数ヶ月遅れて動き、景気の変化を確認する指数。

図2 景気ウォッチャーの景気判断指数

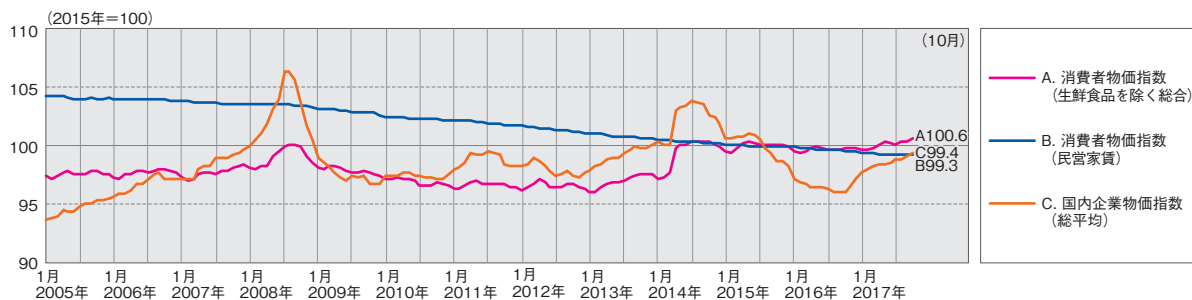
：景気の動きに敏感な職業の人を景気ウォッチャーに選び、街中の景気の現状や先行き(2,3ヶ月先)について、景気ウォッチャーの判断による景気の方角性を示す指数。
(DI指数：50 = 変わらない・横ばい、50より高い = 良くなる、50より低い = 悪くなる)

図3 企業の業況判断指数

：業況が「良い」と答えた企業の割合から、「悪い」と答えた企業の割合を引いた値を業況判断指数とするもの。「良い」と「悪い」の回答割合が同じ場合は「0」となる。

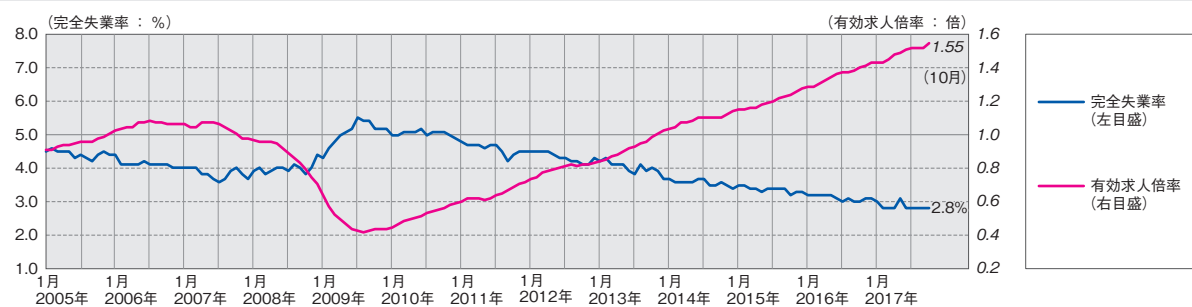
■ 物価・雇用・金利等の動向（全国）

図4 物価指数



データ出所：総務省「消費者物価指数」、日本銀行「企業物価指数」

図5 雇用情勢



注：図の値は季節調整値。完全失業率の2011年3月から8月は、岩手県、宮城県、福島県を除く全国の結果。

データ出所：総務省「労働力調査」、厚生労働省「職業安定業務統計」

図6 主要金利



データ出所：日本銀行「金融経済統計」、日本相互証券及び住宅金融支援機構ホームページ公表資料

【データ概要】

図4 消費者物価指数
国内企業物価指数

図5 完全失業率

有効求人倍率

図6 長期固定金利型住宅ローン

都市銀行住宅ローン(変動)

長期プライムレート

長期国債新発債流通利回り

：全国の家計に係る財及びサービスの価格等を総合した物価を時系列的に測定する指数。
：企業間で取引される国内向け国内生産品の価格水準を示す指数。

：労働力人口(15歳以上で働く意志をもつ人)に占める完全失業者の割合。完全失業者は一定期間中に収入を伴う仕事に従事しなかった人で、実際に求職活動を行った人。
：公共職業安定所で扱う求職者1人に対する求人数。

：民間金融機関と住宅金融支援機構の提携商品「フラット35」の借入金利の最高。
(保証型は含まない。2010年4月以降は融資率が9割以下の場合。2017年10月以降は融資率が9割以下、新機構団信付きの場合)

：個人向け都市銀行住宅ローンの変動金利型の基準金利。

：民間金融機関が信用力の高い企業に資金を1年以上貸付ける際の基準となる貸出金利。

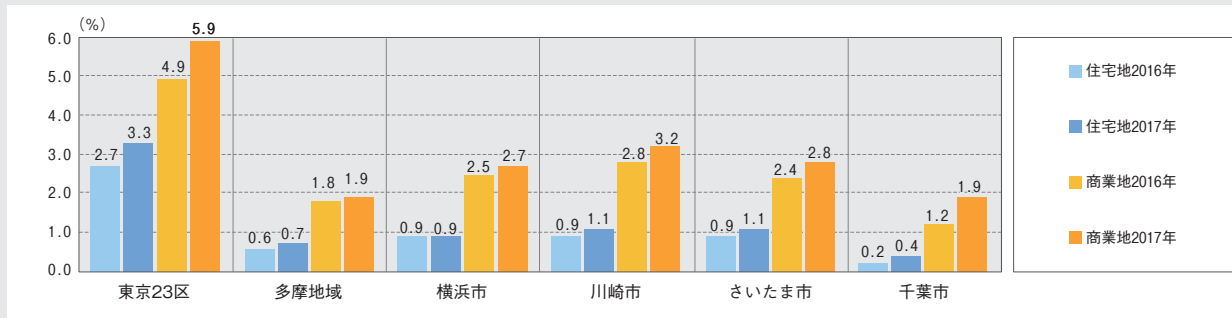
：金融機関や機関投資家などの間で取引される長期国債新発債の利回り。

注記：図1から図6はいずれも2017年12月1日時点で入手できたデータに基づき作成

不動産市場トレンド・ウォッチ

東京圏

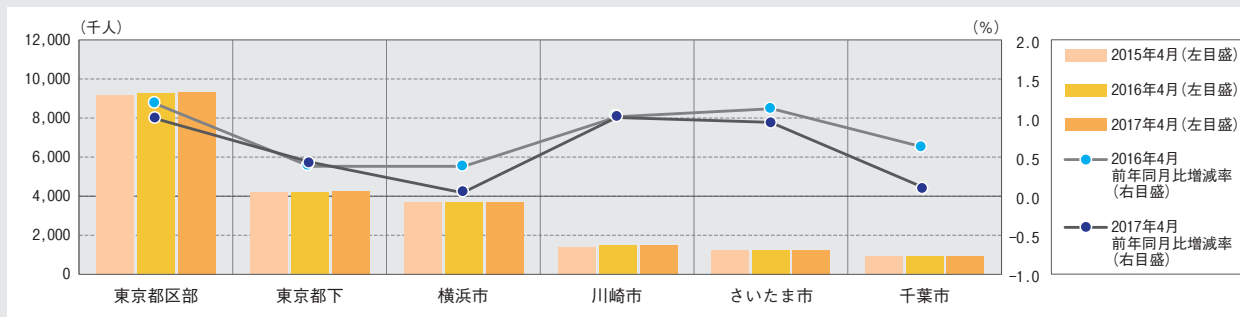
図1 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

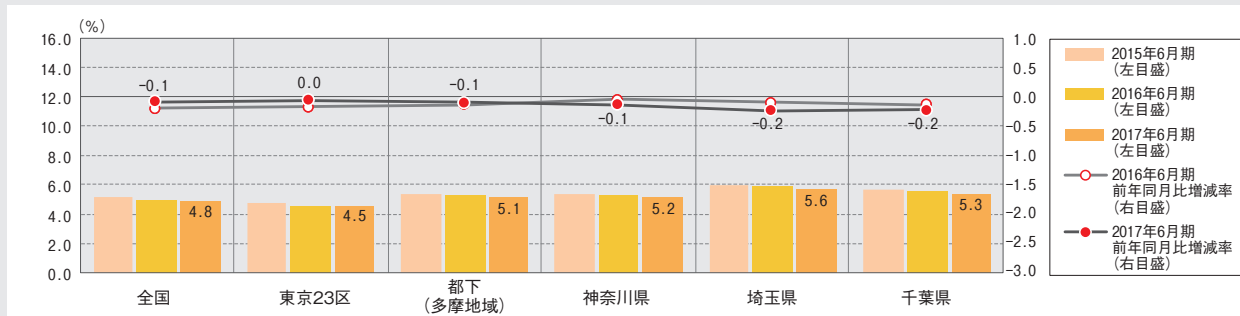
図2 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図3 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2017年6月末までの決算資料による。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA (リートレーダー)」

【データ概要】

図1 用途別平均地価
(公示価格・基準地価)

：「地価公示」は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図2 総人口

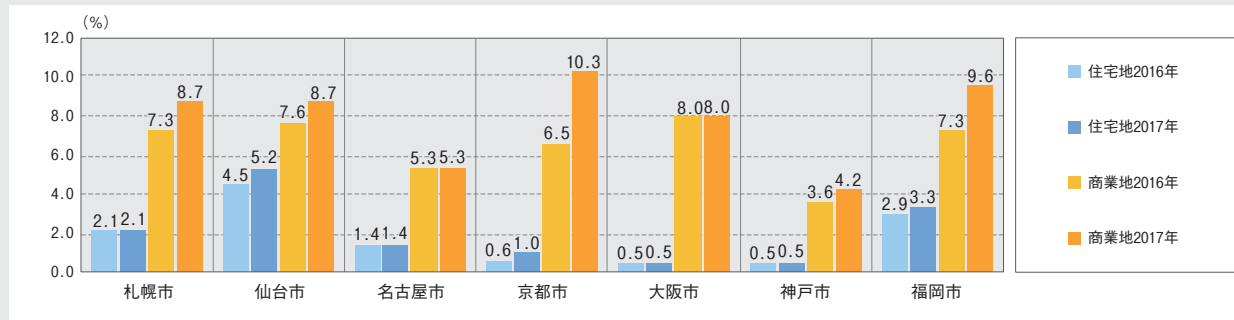
：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。
国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図3 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT (上場不動産投資信託) の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。
図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

■ 主要大都市(札幌・仙台・名古屋・京都・大阪・神戸・福岡)

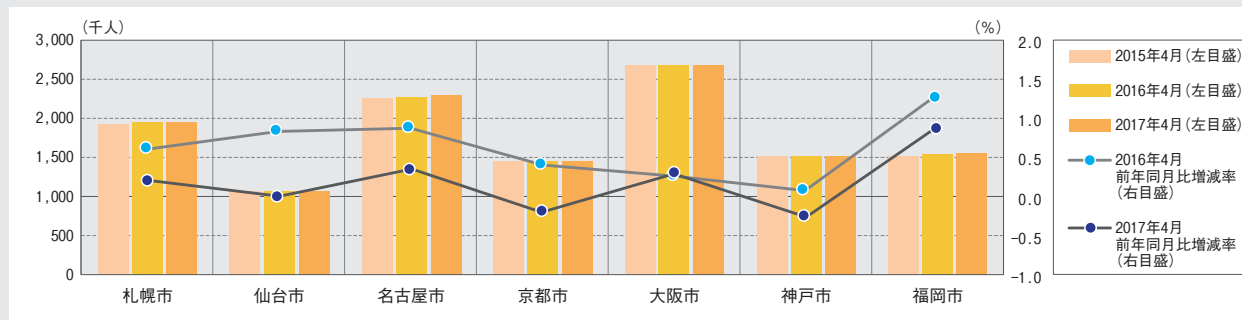
図4 用途別平均地価(基準地価の前年比)



注：各年7月1日現在の地価の対前年変動率の平均。

データ出所：国土交通省「都道府県地価調査」

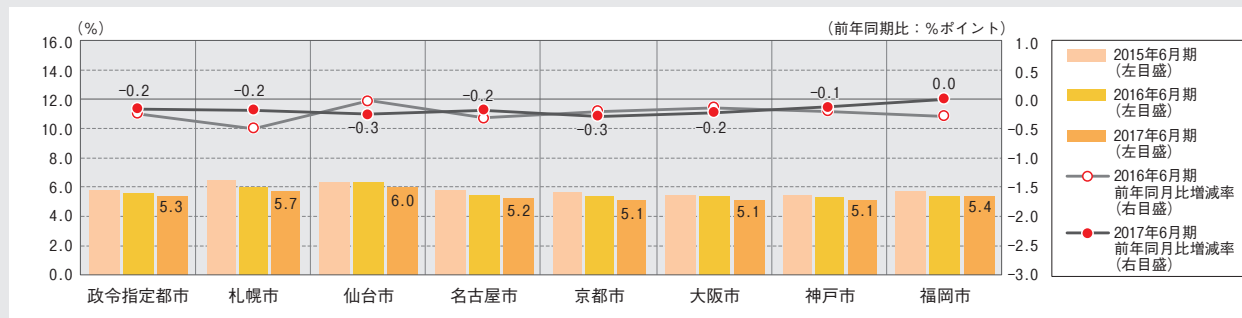
図5 総人口の推移



注：各年4月1日現在の値。

データ出所：各都市の「推計人口」及び総務省公表資料

図6 J-REIT保有賃貸マンションのNOI評価額利回り[運用時NOI利回り]



注：各投資法人の2017年6月末までの決算資料による。

データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA(リートレーダー)」

【データ概要】

図4 用途別平均地価
(公示価格・基準地価)

：「地価公示」は、一般の土地の取引価格に対して指標を与え公共事業用地の取得価格の算定の基準となる等により、適正な地価の形成に寄与することを目的として、国土交通省の土地鑑定委員会が毎年1回、標準的な土地についての正常な価値を示すもの。
「都道府県地価調査」は、国土利用計画法施行令に基づき、都道府県知事が毎年7月1日における調査地点の正常価格を不動産鑑定士の鑑定評価を求めた上で判定するもの。

図5 総人口

：各都市の行政区域に常住する人口総数の推計値。
国勢調査人口を基準とし、これに毎月の住民基本台帳等の増減数を加えて推計したもの。

図6 NOI評価額利回り

：NOI評価額利回りは、J-REIT(上場不動産投資信託)の全投資法人が保有する住居専用型賃貸マンションの期末鑑定評価額に対する直近1年間の純収益(NOI)の割合を示す。
図は地域別に物件毎(賃料保証・固定賃料物件を除く)のNOI評価額利回りを単純平均したもの。

注記：図1から図6はいずれも2017年12月1日時点で入手できたデータに基づき作成

主要都市の投資用不動産に対する期待利回りの推移

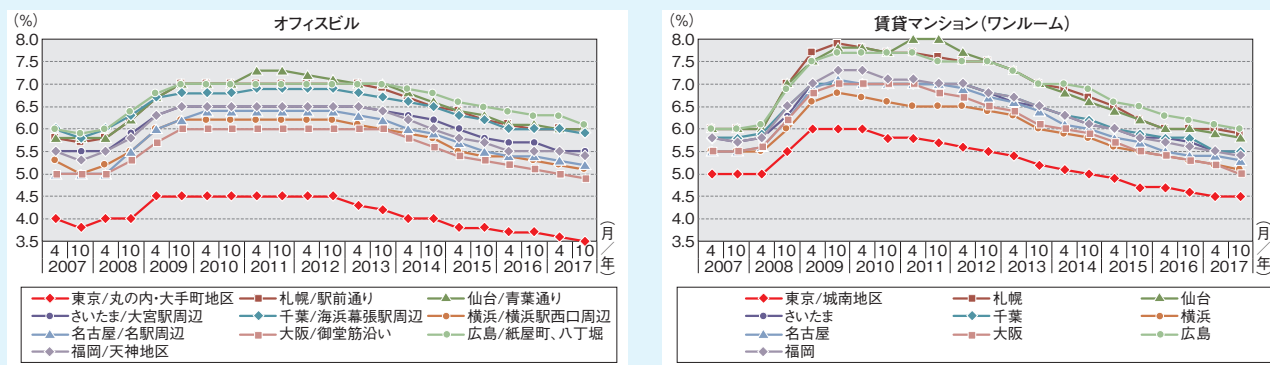
一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」によると、[図表1]に示す主要都市のオフィスビルと賃貸マンション(ワンルーム)^{※1}に対する期待利回り^{※2}は、2016年4月以降、前回差で横ばいとなる都市が複数みられるようになりましたが、趨勢としては多くの都市で利回りの低下基調が続いているようです。

賃貸マンションの期待利回りに関しては、不動産投資市場が過熱していたファンドバブル期(P2の※5参照。期待利回りが最も低かった2007年10月)を下回る都市が多くみられますが、これは金利(10年国債流通利回り)がファンドバブル期から1.5%程度低下したことが影響している面があります(金利の推移はP2の図表1参照)。期待利回りから10年国債流通利回りを差し引いたイールドギャップはファンドバブル期を1.0～1.5%ポイント上回っており、当時よりも過熱感は低い様子がうかがえます[図表2]。(以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎)

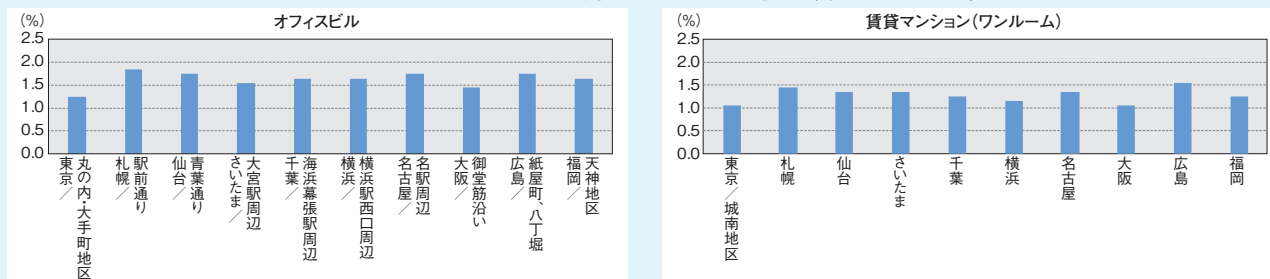
※1: オフィスビル、賃貸マンション(ワンルーム)とも、築年数、交通アクセス、建物規模などから一定の競争力を持ったモデル物件を設定した調査

※2: 本調査の「期待利回り」は不動産投資家(アセットマネージャー、アレンジャー、デベロッパーなど)が期待する採算性に基づく利回りで、投資価値(取得して良いと考える価格)の判断に使われる還元利回り(純収益(総収益から総費用を控除したもの。総費用は減価償却費を含まない。)÷投資価値)と定義されている。

[図表1] 主要都市のオフィスビル、賃貸マンション(ワンルーム)に対する期待利回りの推移



[図表2] 直近とファンドバブル期のイールドギャップの差(2017年10月のイールドギャップー2007年10月のイールドギャップ。イールドギャップ=期待利回りー10年国債流通利回り)



図表1、2のデータ出所: 期待利回りは一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」、10年国債流通利回りは財務省

不動産の仲介物件のご紹介、売却のご依頼やご相談はこちらへ。

〈お問合せ先〉

宅地建物取引業: 届出第2号

所属団体: 一般社団法人不動産協会、一般社団法人不動産流通経営協会
公益社団法人首都圏不動産公正取引協議会加盟

みずほ信託銀行株式会社

不動産マーケットレポート 2018.1

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1

<http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階

<http://www.tmri.co.jp/>

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

※本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行および都市未来総合研究所は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。