

不動産価格は上昇持続か失速か

～踊り場に差し掛かった不動産市況～

2014年11月

SPECIAL REPORT

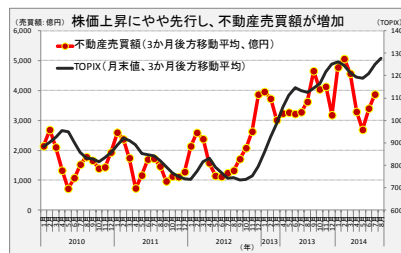
2014年度 vol.2

本文

- 金融緩和が不動産投資需要を押し上げ
- 実需は拮がりと力強さに欠け、投資需要と温度差

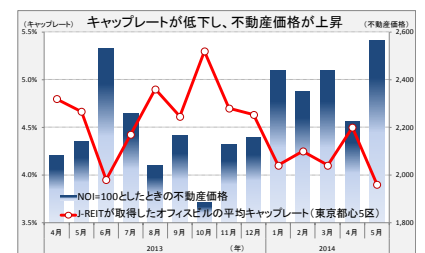
- ・ リーマンショック以降低調に推移していた不動産投資需要は、政府・日銀の量的・質的金融緩和が着火剤となって急速に活性化した。価格上昇期待から、株価や為替の動きと並行して市場参加者と取引量が増加し、都心部で取引されたオフィスビル価格は1年で2割^{※1}上昇した。東京都心部では、好立地物件の供給で分譲マンションの平均発売価格が上昇したが、初月契約率は好調水準を維持した。富裕層や投資家の需要が高額物件の販売に寄与した面が大きいといわれる。
- ・ 一方、追従が期待された実需については、企業のオフィス需要や普及価格帯のマンション販売など不動産市場における実需は、一定程度の増加はみられるものの大企業の一部の業種など拮がりは限定的で、価格上昇に対する抵抗感があるなど、投資需要と比較してモメンタムは弱い。新規供給の減少による大規模オフィス・フロアの希少化や定期借家契約の終期到来など供給側の要因でオフィス賃貸市況が引き締まっているものの、必ずしも需要側が賃料上昇を甘受できる状況ではないとみられる。また、三河地域や川崎・横浜郊外部など、住宅実需が牽引して早期に地価が上昇した地域では地価上昇が鈍化している。

図表1 TOPIXと開示・公表された不動産売買額



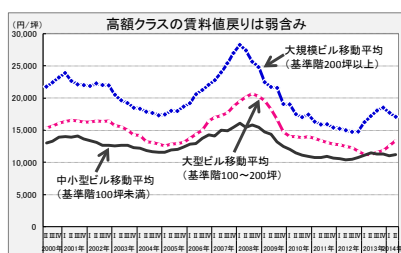
データ出所：東京証券取引所「東証株価指数 (TOPIX)」、都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表2 オフィスビルの取得時キャップレートと推計価格^{※2}



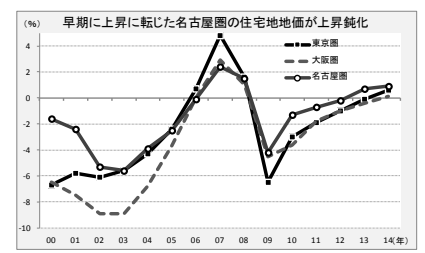
データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

図表3 東京23区オフィスビルの規模別平均成約賃料



データ出所：都市未来総合研究所「Office Market Research」

図表4 三大都市圏住宅地の対前年地価変動率 (基準地価)



データ出所：国土交通省「都道府県地価調査 (基準地価)」

※1 約1年で2割上昇

J-REITが東京都心5区で取得したオフィスビルの月別平均キャップレートに基づく比較。2013年5月と2014年5月ではキャップレートは0.77%低下し、価格に換算すると19.7%上昇した。

※2 オフィスビルの推計価格

オフィスビルの賃貸収益を100とし、J-REITsが東京都心5区で取得したオフィスビルの取得時鑑定キャップレート (月次単純平均、取引のない月は補間) で直接還元した価格モデル値。

■ 今後の価格上昇は賃貸収益が鍵

・ 今回の経緯では、不動産価格の上昇は賃貸収益の上昇よりもキャップレートの低下に因るところが大きかった。投資家は賃料収入の増加を見込んではいるが、足下の賃料上昇が顕著でないため大幅な増加シナリオが描きにくい背景があったためである。キャップレートは既に低水準にあるため、今後の価格上昇要因は、列記すると①賃貸収益の増加、②資金調達におけるレバレッジの上昇、③同じく金利の低下、④更なる量的金融緩和によるリスクプレミアムの低下、⑤海外投資家においては円安進行、と考えられる。

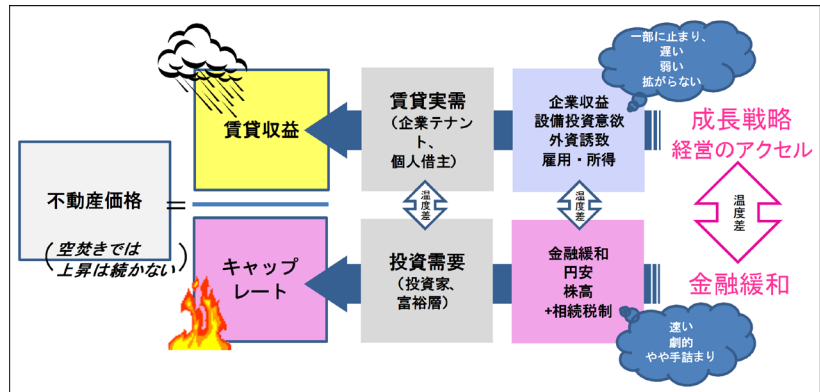
・ ③と④については緩和が進んだ不動産金融市況で一層の緩和効果は疑わしくもあり^{※3}、⑤も円安は進んでいるものの「買える不動産がない」状況に変わりなく、取得顕在化は限られる。したがってメインのシナリオは、①不動産収益の増加か、②レバレッジの上昇であろう。ところが、②についてもレンダーはキャッシュフローをベースに回収可能性を計る訳で、結局のところ①賃貸収益が鍵を握っていることになる。

■ 景気の踊り場は不動産市況の踊り場

・ 自明の理であるが、賃貸収益が増加するためには、供給側の要因だけでなくテナントである企業が賃料上昇を受け入れる事情や金銭的余裕が必要である。今のところ事業継続の必要性や拠点集約による効率性など、大規模企業に顕著な事情がオフィス市況の動因となっているが対象は限定的である。より広く、企業収益が改善しなければ賃貸収益改善の素地とはならない。「球」は企業行動にあり、景気に踊り場感が生じている現状は、すなわち、不動産市況にとっても踊り場である。

※3 2014年10月31日、日銀は金融政策決定会合で追加緩和を決めた。内容は、年60兆～70兆円としていたマネタリーベース（資金供給量）の増加額を約80兆円に拡大、J-REITの買入れ額も約300億円から約900億円に増額するもの。J-REITの投資口価格に対する押し上げ効果は大きいと思われるが、不動産市場では金融緩和の効果が既に浸透しており、投資資金よりも投資対象不動産の相対的不足がボトルネックとなっていること、賃貸収益の増加なき投資過熱（リスクプレミアムの低下）は見込みにくい状況であることから、不動産価格への直接の影響は限定的なものにとどまる可能性がある。一方で、J-REITの投資口価格上昇で期待利回りが低下すればより高い価格での物件取得が可能になること、進む円安等で海外投資家が買い上がる可能性があることなど、間接的な経路で価格上昇が生じる可能性がある。ただし、このように投資需要だけが一層高まる場合は、取引の投機化に対する懸念もまた同時に高まるであろう。

図表5 不動産市況の踊り場の構図（投資需要と実需の温度差）



出所：都市未来総合研究所

【責任に関する注意事項】

株式会社都市未来総合研究所（以下、「都市未来総合研究所」）は、本レポートに掲載されている内容（文章、図表、画像、データ、分析または評価手法）の一部または全部（以下「本書内容」）について、都市未来総合研究所との許諾契約（業務請負契約における許諾条項の設定等を含む。）の締結または都市未来総合研究所による事前の許可を得ることなく、転載、複製、頒布を行うことを禁じます。都市未来総合研究所は、本書内容に関して、第三者の著作権、商標権その他いかなる権利も許諾するものではありません。本書内容を不法な目的のために、または不法な方法で使用することを禁じます。

都市未来総合研究所およびその取締役、執行役員、従業員、株主（以下、総称して「都市未来総合研究所関係者」）は、いずれも、本書内容に関して、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について保証いたしません。都市未来総合研究所関係者は、原因に関わらず（過失その他のいかなる理由によるものであっても）、本書内容の誤謬や脱漏に対して一切責任を負わず、本書内容を利用したことにより得られた結果に対して一切の責任を負いません。損害が生じる可能性について事前に報告を受けていた場合を含むいかなる場合においても、都市未来総合研究所関係者は、本書内容の利用に関連する直接的、間接的、付随的、派生的な損害または損失（実損失、逸失利益または機会費用、過失によって生じた損失等を含むが、これらに限定されません。）、経費、費用等に対して、いかなる者に対しても一切責任を負いません。

Special Reportの中で示された内容や意見は、必ずしも都市未来総合研究所の公式見解を示すものではありません。記載内容に関するご意見・ご質問は、執筆者までお寄せください。本書内容における分析、評価および見解は、それらを作成した時点の執筆者の意見を示すものであって、必ずしも事実を記述したものではありません。本書内容には、意図したかどうかに関わらず、執筆者をはじめとする都市未来総合研究所関係者の主観や特定のバイアス、期待または誘導が含まれている可能性があります。本書内容における都市未来総合研究所の意見、分析、評価および見解は、実物不動産または有価証券の購入、保有もしくは売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでもありません。

都市未来総合研究所は、本書内容について、公表後に更新または訂正する義務を負いません。都市未来総合研究所は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても鑑査はせず、その正確性、完全性、適時性および利用可能性について検証は行っていません。