

# 現状肯定派が増えた不動産投資市場

## －第3回不動産市況アンケート結果より－

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム

上席主任研究員 松村徹 [omatsu@nli-research.co.jp](mailto:omatsu@nli-research.co.jp)  
主任研究員 岡正規 [oka@nli-research.co.jp](mailto:oka@nli-research.co.jp)

### 1. 市場関係者は投資市場の現状をどうみているか

基準地価（毎年7月1日時点）でみた全国商業地の上昇地点数は、2004年50地点であったが、2005年216地点、2006年1,026地点と急増している。J-REIT（不動産投信）指数も上昇トレンドにあるが、J-REITや私募ファンドを通じて10兆円を越す内外の投資資金が不動産投資市場に流入しているため、不動産の取得競争は激化している。J-REITの開示情報を基に、直近3年間の賃貸オフィスと賃貸マンションのキャップレート<sup>1</sup>の推移をみると、おおむね低下傾向にある（図表-1）。

一方、長期金利は緩やかな上昇傾向にあるため、両者のイールドギャップは縮小している。イールドギャップの縮小は、投資資金の増加に不動産供給が追いつかない需給ギャップ要因が最も大きいと考えられるが、不動産の流動性の高まりによる不動産リスクプレミアムの低下や、将来の値上がり期待の強まりで説明される部分もある。また、このような値上がり傾向について、マスコミ報道などでは、市場はバブルの様相を強めているのではないかという指摘も少なくない。

そこで、不動産投資市場の変化を関係者はどのように考えているのかを知るために、ニッセイ基礎研究所では、2006年10月に不動産分野の実務家・専門家に対してアンケートを実施した。これは、不動産・建設、金融・保険、仲介、不動産管理、不動産ファンド運用、格付、投資顧問・コンサルタントなどに携わる215名を対象に、2006年10月2日～13日に電子メールで実施したもので、121件の回答を得た（回収率56.3%）。

まず、不動産取引の現状については、「高値だが適正な範囲の取引が中心である」という回答が50.4%と最も多く、次いで「市場は過熱気味（理解を超える価格での取引が多い）」が42.1%と続く。昨年調査においても、「高値だが適正な範囲（46.3%）」が、「市場は過

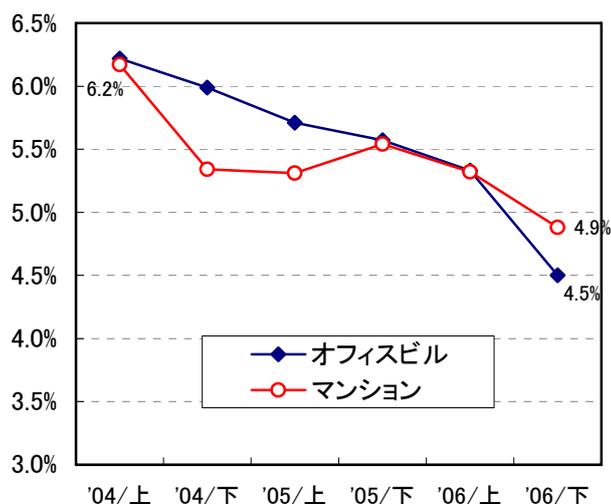
<sup>1</sup> キャップレートとは、不動産の収益還元評価において直接還元法の利回りとして用いられる利回りをいう。一般的に、【キャップレート】＝【安全資産利回り(10年国債利回り)】＋【不動産のリスクプレミアム(流動性リスクや個別物件のリスクなど)】－【将来の資産価値の上昇率】という構造になっているとされる。J-REITデータの分析では全体平均を使っているが、棟数ベースでオフィスの7割、マンションの8割は首都圏にある。また、キャップレートの低下傾向は、その他の地方都市でもみられる。

熱気味（45.0%）」をやや上回っていたが、今回はその差がさらに拡大した。一昨年調査と比べると、「市場は過熱気味」が大幅に減少し、「高値だが適正な範囲」が大幅に増加したことがわかる。また、「市場はバブル的（理解を超える価格での取引が非常に多い）」との回答は3.3%と極めて少数派で、その割合も年々減少している（図表-2）。

このように価格上昇を追認する市場関係者の増加は、景気回復に伴う不動産賃貸事業に関わるファンダメンタルズの改善で、高値取引の警戒感が薄れていることが大きな要因のひとつと考えられる。実際、東京のオフィス賃料は、2004年下期を底に上昇傾向を強めており、将来のキャッシュフローの成長を見込める市場環境に変化している（図表-3）。

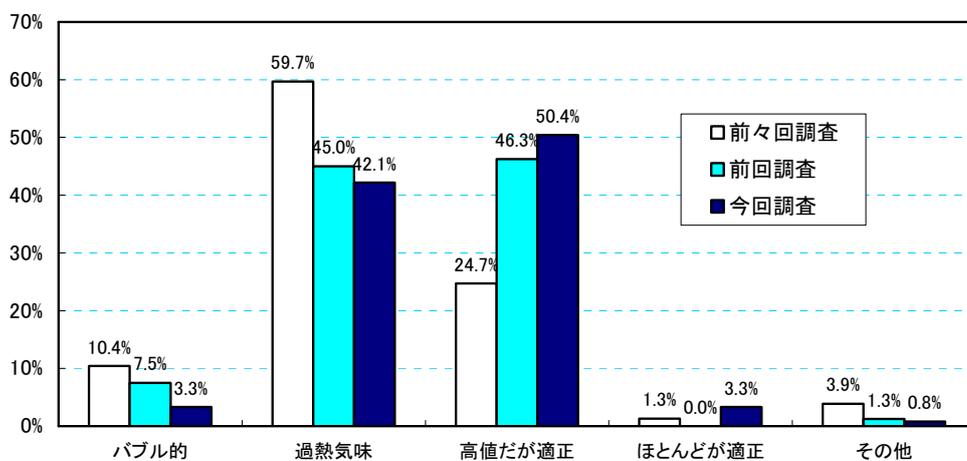
ただし、少し前まで理解を超える高値だと思っていた物件が、さらに高値で転売されていく状況を見続けた結果、市場に留まって取引に参加・関与せざるをえない実務家・専門家の中には、現状をある程度肯定せざるをえない心理が働いている者も少なくないのではなかろうか。依然として市場を過熱気味と見ている関係者が、まだ4割強いることを忘れてはならない。

図表-1 J-REITのキャップレート推移



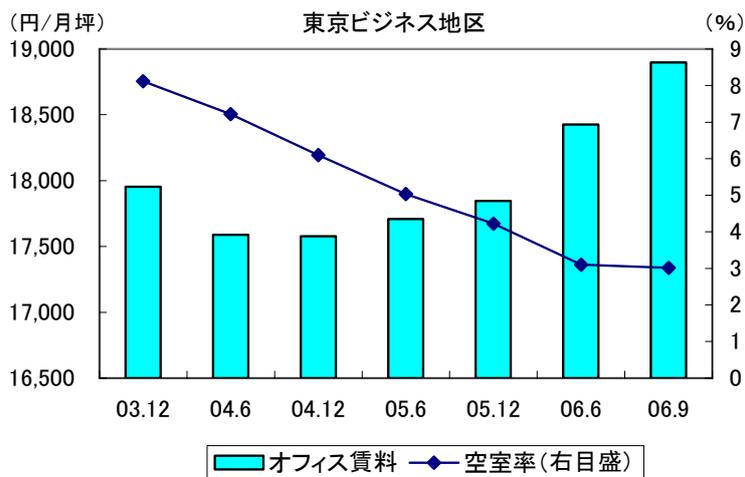
(出所) J-REIT開示資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-2 不動産取引価格の現状



(注) 前回調査は2005年10月、前々回調査は2004年10月に実施。  
 (出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

図表-3 東京のオフィス賃料と空室率



(出所)三鬼商事

## 2. 不動産価格の上昇傾向はいつまで続くか

同アンケートで、不動産価格の値上がり率が、今後どの程度続くと予想しているかを聞いたところ、「あと1年は続く」が38.8%と最も多く、「あと2年は続く」が24.8%と、不動産賃貸事業のファンダメンタルズ改善を背景に、当面1～2年程度は市場が大きく崩れることはない、という見方が過半数を占めている。

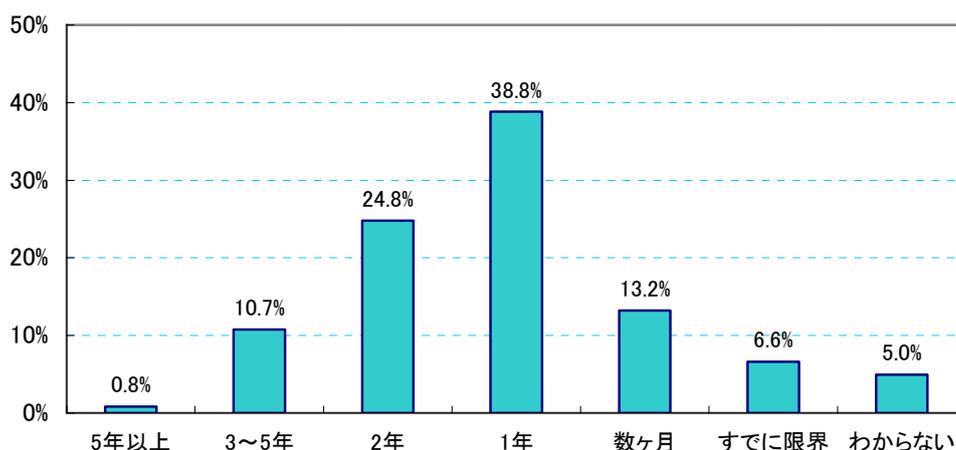
「あと3年から5年は値上がりが続く」という強気な見方も10.7%ある反面、「あと数ヶ月」13.2%、「すでに限界。いつ反転してもおかしくない」6.6%と、悲観的な見方も2割あった（図表-4）。

今回のアンケートでは、不動産価格がどのような要因で、またどのようにピークアウトするのかについては聞いていない。なお、前回アンケートでは、不動産投資市場成長の阻害要因について聞いたが、「長期金利・ノンリコースローンの金利上昇（82.5%）」、「イールドギャップの縮小（63.8%）」、「一部ファンドの破たん等による投資家の信頼低下（50.0%）」が上位だった。

今後、たとえば、金利先高感によるイールドギャップの縮小見通しが市場関係者をけん制し、さらなる価格上昇を抑制しつつ取引が持続していくという穏やかな成長シナリオも考えられる。しかし、現状追認派がさらに増加して、イールドギャップがより縮小あるいは逆転するなど価格形成に大幅な行き過ぎが生じる可能性もないとは言い切れない。

いずれにしても、市場参加者は、今後の金利や賃貸市場、景気などの動向をこれまで以上に注意深く見守りつつ、投資判断・事業判断を行っていくことが求められるといえよう。特に、戦後最長のいざなぎ景気超えがほぼ確実となったが、この景気拡大局面がいつまで持続するのかについての見通しが、重要な判断ポイントのひとつとなる。

図表-4 値上がり傾向はいつまで続くか



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

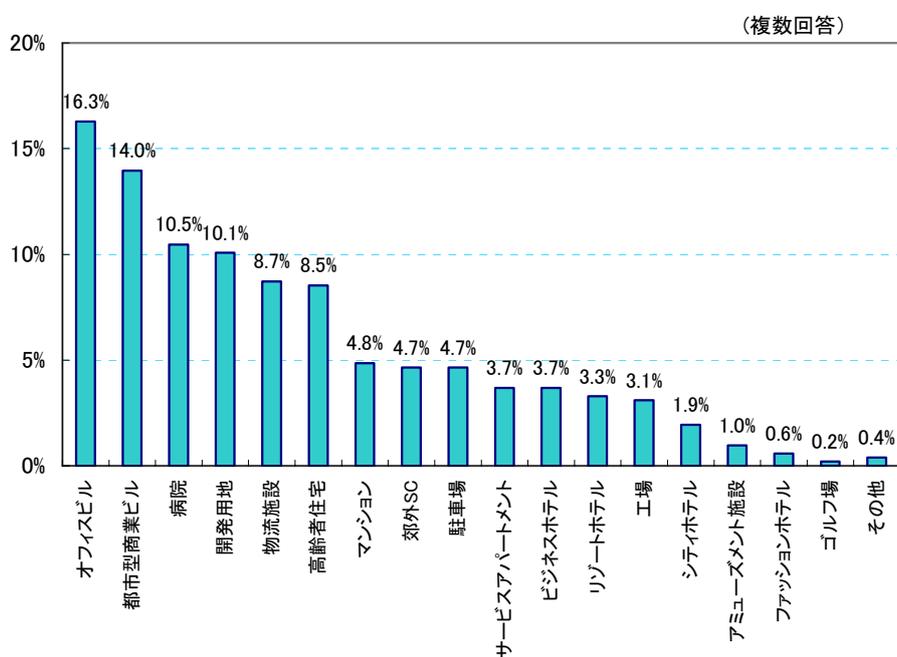
### 3. 有望と思われる不動産タイプ、都市

同アンケートで、今後、投資対象や事業対象を拡大するとした場合、どのような不動産タイプに関心があるか、あるいは成長が期待できると思われるか聞いたところ、上位には「オフィスビル（16.3%）」、「都市型商業ビル（14.0%）」、「病院（10.5%）」が挙げられた。また、3位と僅差で「開発用地・更地（10.1%）」が4位、「倉庫・物流施設（8.7%）」、「高齢者向け住宅（8.5%）」が続く。現在、オフィスビルに次いで代表的な投資対象となっている「マンション（4.8%）」と「郊外SC（4.7%）」の支持は少なかった（図表-5）。

回答が分散しており、上位といえども圧倒的に高い支持ではないことや、回答者の属性との関係が不明であることから、評価に難しい面はあるが、現時点では投資実績の少ない「病院」と「高齢者向け住宅」、および「開発用地・更地」への関心が相対的に高いことが特徴的である。

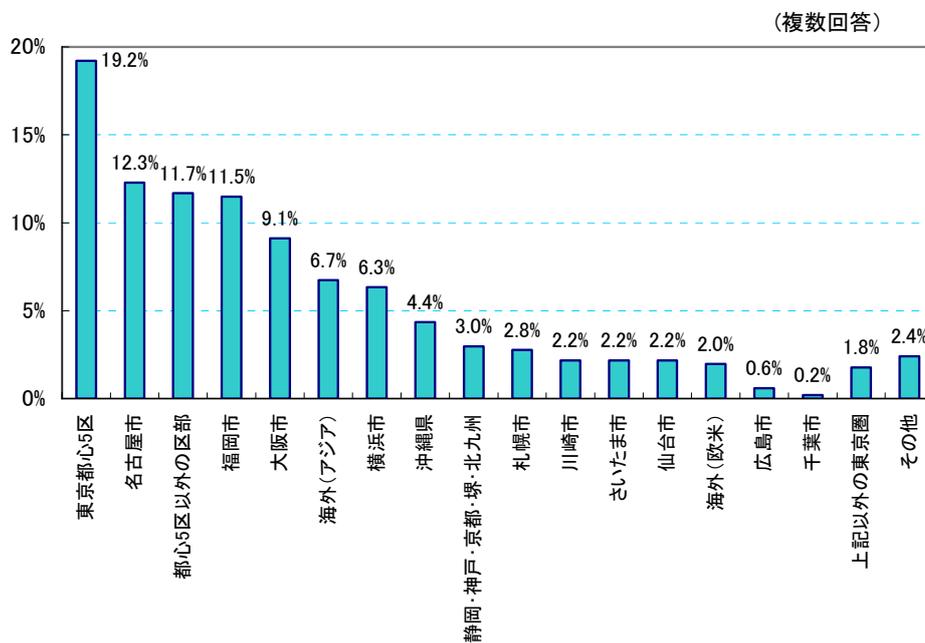
同様に、どのような都市や地域に関心があるか、あるいは成長が期待できると思われるか聞いたところ、「東京都心5区（19.2%）」「東京都心5区以外の区部（11.7%）」が1位と3位を占める中、「名古屋（12.3%）」が2位となった。4位の「福岡（11.5%）」が僅差で続き、東京に次ぐ市場規模を持つ「大阪（9.1%）」は5位であった。また、横浜市など他の日本の大都市を押さえて、「中国などアジア（6.7%）」の7位が目立つ（図表-6）。

図表-5 投資・事業を拡大する場合、関心のある不動産タイプ



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

図表－6 投資・事業を拡大する場合、関心のある都市



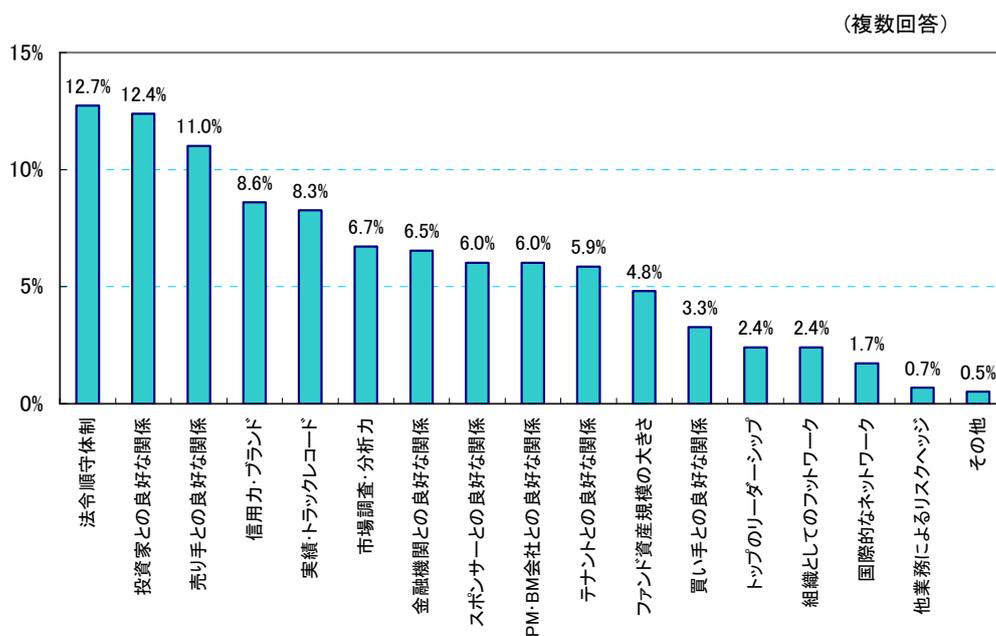
(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

#### 4. 不動産ファンドが勝ち残る条件

最後に、J-REIT や私募ファンドなどの不動産ファンドが勝ち残るために重要だと思われることを聞いたところ、昨今の事情を反映して「法令順守・コンプライアンス体制 (12.7%)」が1位となった。それと僅差の2位、3位は「投資家との良好な関係 (12.4%)」、「売り手との良好な関係・物件調達ルート (11.0%)」で、「金融機関との良好な関係 (6.5%)」、「スポンサー・ファンド設立母体との良好な関係 (6.0%)」より高い支持率となっている。「信用力・ブランド (8.6%)」、「実績・トラックレコード (8.3%)」、「市場調査・分析力 (6.7%)」が4~6位と一定の支持を得ている反面、J-REIT 評価で重視されている「ファンド資産規模の大きさ (4.8%)」はそれほど支持が多くなかった (図表-7)。

もっとも、回答が分散して突出したものがないことからみて、現状では市場関係者も勝ち組となるファンドの条件を測りかねている面もありそうだ。

図表-7 不動産ファンドが勝ち残るために重要なこと



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2006年10月

## (参考)不動産投資分析チーム 公表レポート一覧

2002/06/06	東京オフィス市場の「2010年問題」ーオフィス需要純減で2003年より深刻な局面も
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/10/08	本当に有利か?ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/10/14	マンションの事務所利用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003年問題の陰で進んだオフィス改革
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマークー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/05/28	今後の金利上昇がJ-REIT価格に与える影響ー米国REITからのインプリケーション
2004/06/21	住宅市場に2010年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2005/03/14	J-REITにおける不動産投資利回りの動向
2005/04/27	再考/東京オフィス市場の「2010年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に
2005/05/19	求められる不動産価格の妥当性検証の仕組みーJ-REIT,私募ファンド市場の健全な成長のために
2005/07/05	不動産投資立国で人口減少でも豊かな生活を
2005/09/25	Aクラスビルの付加価値とは何かービルスペック高度化の現状と展望
2005/11/08	熱を帯びる不動産投資市場の行方ー不動産市況アンケート結果より
2005/12/27	再々考/東京オフィス市場の「2010年問題」ー成長業種が牽引する賃貸オフィス需要
2006/01/26	耐震強度偽装問題 不動産投資市場への影響ーJ-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化加速
2006/03/10	賃貸住宅市場の概況と投資ポイント
2006/03/31	不動産投資市場拡大で問われる投資家の情報リテラシー
2006/06/20	オフィスビル事業のブランド戦略ー大競争時代における勝ち組の条件
2006/07/10	地方賃貸オフィス市場と投資市場ー改善する賃貸市況と流入する投資資金
2006/10/06	急上昇する東京のオフィス賃料ーバブル超えの可能性を検討する

(注)2002年4月以降のレポート