

# 基礎研 レポート

## 不動産価格サイクルの先行的指標 ～ピーク感が強まる中、各指標の現状を確認～

金融研究部 准主任研究員 増宮 守  
(03)3512-1853 [masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp)

### 要旨

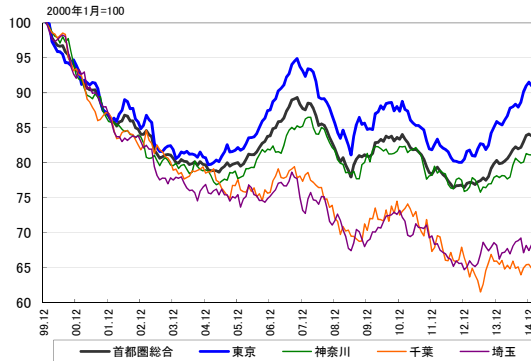
- ・ 2013、14 年は、株価上昇や円安が進む中、不動産投資市場においても大幅な取引の拡大と価格上昇がみられた。しかし、現在、不動産価格や期待利回りはリーマンショック以前の水準に近づいており、サイクルのピークが近いとの見方も増えている。
- ・ 証券取引市場では、株価が高値圏で調整する動きとなっており、加えて、年初から頭打ちの推移となっている J-REIT 価格が、不動産価格の上限を示唆している可能性がある。
- ・ 不動産投資市場では、大型取引が増加し、2014 年の取引金額は大幅に拡大したものの、取引件数が横ばいに止まった。四半期ベースでみると、直近の取引件数は再び拡大している。
- ・ 賃貸オフィス市場では、先行的な指標である稼働率が、上昇ペースを鈍化させている。また、新築ビル募集賃料は、2014 年から下落傾向となっている。
- ・ 海外の不動産投資市場では、先行性が認められるロンドン市場と香港市場において、オフィス価格動向に異なる動きが表れている。
- ・ 当面、不動産価格は堅調に推移すると見込まれるものの、サイクルのピークが近い可能性や不安定な株価動向などには十分に注意したい。

## 1——不動産価格の上昇とピーク感

アベノミクス開始以降の2013、14年、円安や株価の上昇に伴い、不動産投資市場でも大幅な取引の拡大と価格上昇が進んだ。取引価格指数が未整備<sup>1</sup>で実態は明らかではないが、個別の取引情報や市場関係者のコメント、中古マンションの取引価格指数<sup>2</sup>(図表-1)などから、機関投資家が主な投資対象とするオフィス等の取引価格も大幅に上昇したものと推察される。

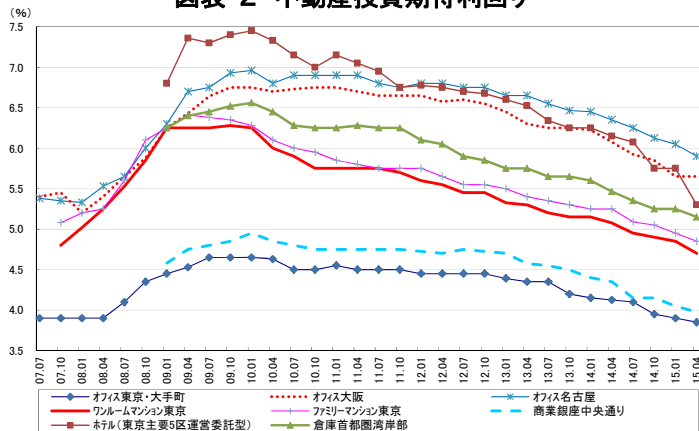
また、不動産価格に加え、期待利回りの水準もファンドバブルと言われたリーマンショック以前の2007年に近づいている(図表-2)。

図表-1 中古マンション価格指数(取引価格ベース)



(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

図表-2 不動産投資期待利回り



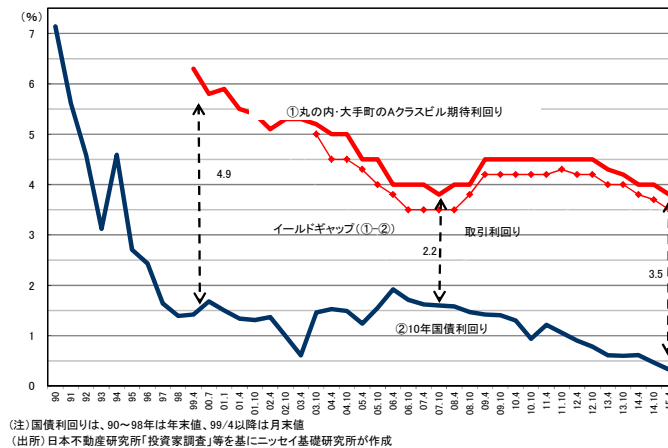
(注)発表された上下レンジの中央値を使用  
 (出所)CBRE「不動産投資家調査」

これらの価格上昇は、リーマンショック以前よりも有利な投資環境に支えられている。なかでも、低金利環境の進展は顕著で、10年国債金利とAクラスビル期待利回りのイールドギャップをみると、リーマンショック前の2007年に比べて1%以上も拡大している(図表-3)。借入資金による不動産投資を想定する場合、最近の不動産価格の上昇後も、投資利回りは悪化していないといえる。

<sup>1</sup> 現在、国交省で商業用不動産(オフィスや商業施設など)の取引ベースの価格指数について試験運用に向けた検討を進めている。

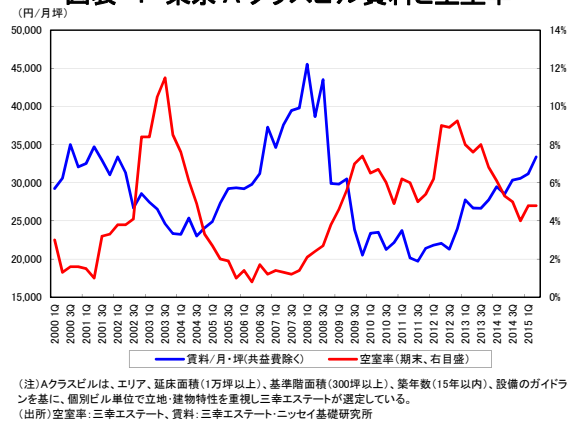
<sup>2</sup> 2011年から国内初のリピートセールス法による住宅価格指数(同一物件の取引価格の変化に基づく指数(図表-1))が公表されている。実需の住宅取得がメインの指数ではあるが、オフィス等の取引価格動向にも参考になる。

図表-3 不動産投資利回りイールドギャップ



また、依然として賃貸市場の回復余地が大きいとの見方もある。不動産価格が大きく上昇した一方、賃料の上昇は遅れており、特に回復の目立つ東京 A クラスビル市場をみても、賃料水準はリーマンショック以前に遠く届いていない(図表-4)。2007、08 年には、賃料が大幅上昇した後に乱高下していたが、現在の賃料推移は堅調であり、今後もしばらく賃料上昇が続く可能性が高い。

図表-4 東京 A クラスビル賃料と空室率

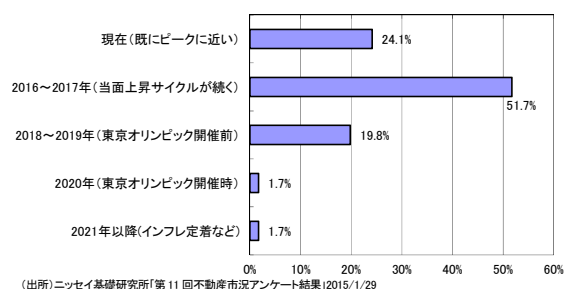


こうした中、キャピタルゲイン目当ての短期的な投資も含め、活発な取引と不動産価格の上昇が続いている。ただし、リーマンショック以前の価格水準が意識される中、市場関係者の間ではサイクルのピークを意識する見方も強まってきている。

実際、年初に実施した市場関係者に対する市況アンケート<sup>3</sup>では、2020 年に待望の東京オリンピックが控えているにも拘わらず、2017 年までに不動産価格サイクルがピークアウトするとの回答が大半を占めた(図表-5)。上昇した不動産価格や期待利回りの水準に加え、今後は、米国の利上げや、国内の消費税率 10%への引き上げなどが控えており、中期的には楽観できない状況といえる。

<sup>3</sup> 増宮守「[景況感はさらに改善するも海外要因を注視～不動産価格のピークは2017年までが大勢～第11回不動産市況アンケート結果](#)」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2015年1月29日

図表-5 不動産価格サイクルのピーク時期予想



当面は、不動産価格の堅調な推移が見込まれているものの、中長期の不動産投資においては、サイクルのピークを把握することがより重要になってきている。

以下では、サイクルのピークを事前に把握する観点から、有効と考えられる複数の先行的な指標を取り上げ、また、それらの各指標を確認し、不動産価格サイクルの現状を把握する。

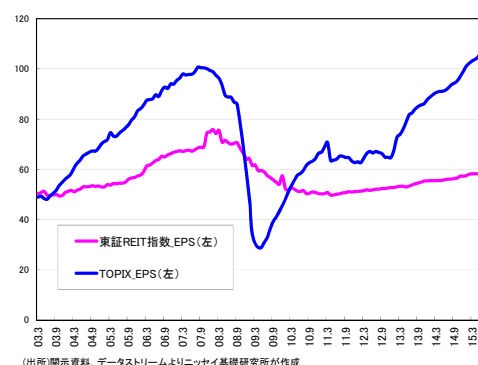
## 2—株価動向

最も重要な景気先行指標のひとつに、株価動向が挙げられる。株価は将来のポジティブ要素を織り込みながら上昇し、その後、さらなる改善余地が限られ、予想される悪化要素がポジティブ要素を上回った時点で下落に転じる。需給や市場関係者の思惑から、短期的に過剰に動くことも多いが、各投資家が自らの利益追求、損失回避に徹する結果、中長期的には将来の景気動向を反映するといえる。

また、株価は不動産価格に対しても先行するとみられ、その主な理由のひとつは、不動産の賃料収入の安定性である。一般に、企業業績は環境の変化を受けて大きく変動することが多いが、不動産の賃料収入はほぼ安定している。相場の転換期には、取り巻く環境の変化が企業業績に影響するとの予想から、株価は先行的に動く。一方、安定的な不動産の賃料収入にも影響するとの見方にはすぐには至らないため、不動産価格の動きは株価に遅れる。

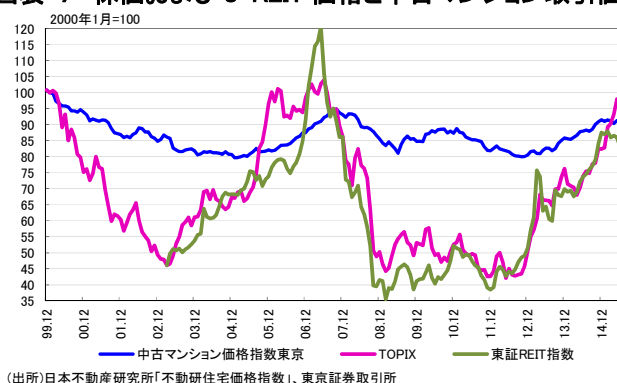
実際、株式と J-REIT の各指数 (TOPIX と東証 REIT 指数) の構成銘柄について EPS 推移を比較すると、不動産賃料収入の安定性が明確に表れている (図表-6)。

図表-6 TOPIX と東証 REIT 指数構成銘柄の EPS 推移



また、株価(TOPIX)と、仮に不動産価格を代表するものとして中古マンション取引価格の推移を比べると、2005年に株価が大幅上昇して頭打ちした後、2007年に住宅価格が遅れて上昇しており、株価の先行性が表れている(図表-7)。

図表-7 株価および J-REIT 価格と中古マンション取引価格



また、不動産価格については、取引実務面に起因する遅行要因も大きい。不動産取引では、売却物件が市場に出たから、実際の取引実行までに相当の時間を要する。仮に、株価の底打ちと同時に投資家が強気に転じたとしても、以前から出ている物件が売却済みになるまで、価格上昇が認識されにくい。また、物件の個別性が大きいことから、強気に転じた投資家がすぐに取得するとは限らず、希望に沿う売却物件が現われるまで待つことが多い。このように、株価は不動産価格に先行して動き、先行指標として機能するものと考えられる。

現在の株価をみると、TOPIXは反転下落に転じたとは言い切れないものの、一旦、高値圏で調整する動きを見せている(図表-7)。

さらに、最近の J-REIT 価格の動きには特に注意したい。本来、賃料収入の安定性から株価に遅行するはずの J-REIT 価格が、2015年初めから、堅調な株価に先んじて頭打ちする動きとなっていた(図表-7)。

株式については、環境の改善に伴って新たな収益機会の予想も可能になるため、高値にあっても、さらなる株価上昇を正当化できる。一方、不動産については、その安定性のために、従来の範囲を超えた収入の拡大は想定しづらい。そのため、一定水準を超えると、J-REIT 価格が株価上昇に追随することは難しくなると考えられる<sup>4</sup>。最近、平均分配金利回りが3%となる水準で、J-REIT 価格の上値が重くなっているが、この水準が不動産価格の上限を示唆している可能性がある。

このように、J-REIT 価格は、株価に比べて先行性は弱いとみられるものの、不動産価格をみる上で非常に重要な指標である。

<sup>4</sup> ファンドバブルといわれた 2007 年には J-REIT 価格が大幅上昇したが、過去の J-REIT 価格の動きは、株価以上に変動性が高く、株式より収益の安定したミドルリスクミドルリターン of J-REIT 本来の商品特性を表していない。J-REIT は市場創設からの年月が浅かったことから、投資家の間で十分に理解されておらず、ハイリスクな開発事業を含む不動産会社との区別が明確でなかったと考えられる。

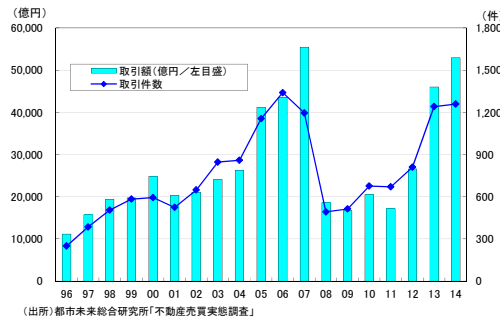
### 3—不動産取引件数

不動産投資市場では、取引件数が先行的に変化し、不動産価格サイクルの先行指標になると指摘されている。実際、取引件数は1999年や2006年に、取引金額のピークよりも1年早く頭打ちとなっている(図表-8)。サイクルの上昇局面では、取引件数と金額が共に拡大し、加えて、サイクルのピークには、大型取引が増加する傾向がある。過去のサイクルのピークには、リスク許容度が拡大した機関投資家による大規模投資や、財務基盤が改善した不動産会社による大規模な再開発プロジェクトなど、様々な象徴的な投資が実施されてきた。

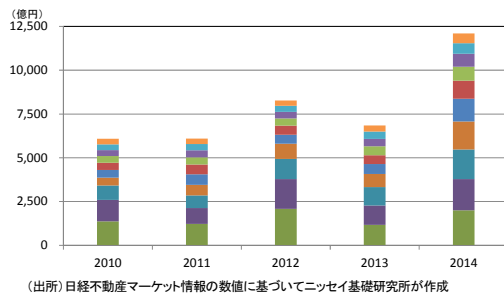
2014年は、取引金額の伸びが継続する一方、取引件数が横ばいに移行し、過去のピーク時によく似た状況となっている(図表-8)。加えて、国内の大型不動産取引上位10件をみると、明らかに巨額の取引が増加しており、1,000億円を超える案件が6件にも及んだ(図表-9)。

ただし、年次では2014年に頭打ちの様相を示したものの、直近の不動産取引件数は、2014年第4四半期と2015年第1四半期に再び拡大し、第2四半期も高水準となっている(図表-10)。今後、再び拡大傾向に戻るか、ピークアウトが明確となるか注目される。

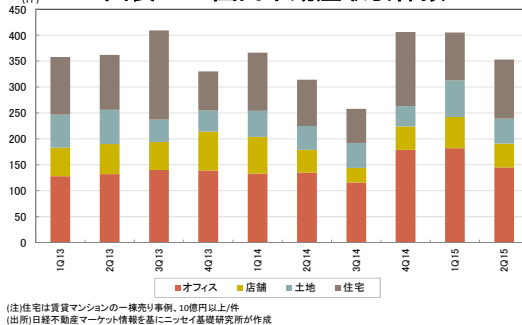
図表-8 国内不動産取引件数と取引金額



図表-9 国内大型取引上位10件の取引金額



図表-10 国内不動産取引件数

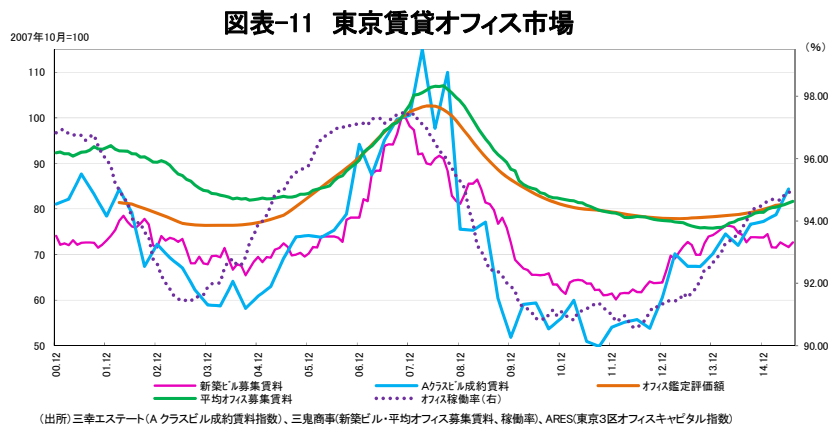


#### 4—賃貸オフィス市場

賃貸市場は、基本的に不動産価格に遅行するものの、中でも比較的先行的な指標を見ることが出来る。特に、オフィス市場は、賃貸市場の中で最も整備の進んだデータが豊富な市場で、不動産投資の多様化が進むなか、依然として機関投資家の主な投資対象市場となっている。

オフィス市場では、指数が未整備で取引価格との比較はできないものの<sup>5</sup>、オフィス稼働率の先行性が際立つ(図表-11)。一般に、需給が改善してオフィス稼働率が高まるにつれ、強気に転じたビルオーナーが募集賃料を引き上げ、一方、需給が緩んで稼働率が低下した際は、テナント確保のために募集賃料を引き下げる。取引価格に対する先行性は確認できないものの、賃貸市場で最もサイクル周期の早いデータとして、オフィス稼働率の重要性は高い。

現在、オフィス稼働率は、大幅上昇した後にやや上昇ペースを鈍化させている。今後、頭打ちとなる可能性には注意が必要である。



その他では、新築ビル募集賃料<sup>6</sup>やAクラスビル成約賃料が、平均オフィス募集賃料や鑑定評価額に先行している(図表-11)。特に、新築ビル募集賃料は、2008年初や14年上期に賃料下落に転じたタイミングの早さから、Aクラスビル成約賃料よりも先行性が強いとみられる。

新築ビルをめぐっては、賃貸オフィス需給の逼迫が見込まれる際、竣工以前に入居予約が進む。そのため、残りの限られた空室スペースでは高い募集賃料が設定される。一方、需給見通しに余裕がありテナント企業が急がない場合、新築ビルは大きな空室を抱えて竣工し、テナント確保に向けて募集賃料を引き下げる。このように、新築ビルでは、今後の需給見通しが募集賃料の変化として表れ易い。

加えて、賃料の上昇期には、収益見通しが楽観的になるにつれて、オフィスビルの開発が都心の好立地に止まらず、周辺部にまで広がる傾向がある。そのため、サイクルのピークに竣工する物件は、それ以前の竣工物件に比べて立地条件が劣り、新築ビル募集賃料の低下を招くとも考えられる。

新築ビル募集賃料やAクラスビル成約賃料も、やはりオフィス取引価格の先行指標といえるかは明らかではない。ただし、新築ビル募集賃料が、既に2014年から下落傾向となっている点には、十分に注意しておきたい(図表-11)。

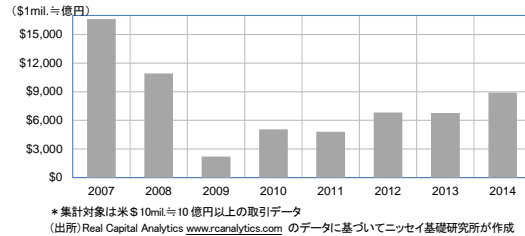
<sup>5</sup> オフィスの取引価格動向は明らかではなく、鑑定評価額(J-REITや私募ファンドなどの物件データ)に基づく価格指数があるものの、実際の取引価格動向には遅行する募集賃料に近い動きとなっている(図表-11)。

<sup>6</sup> 新築ビルは竣工後1年以内のビル。

## 5—海外市場動向

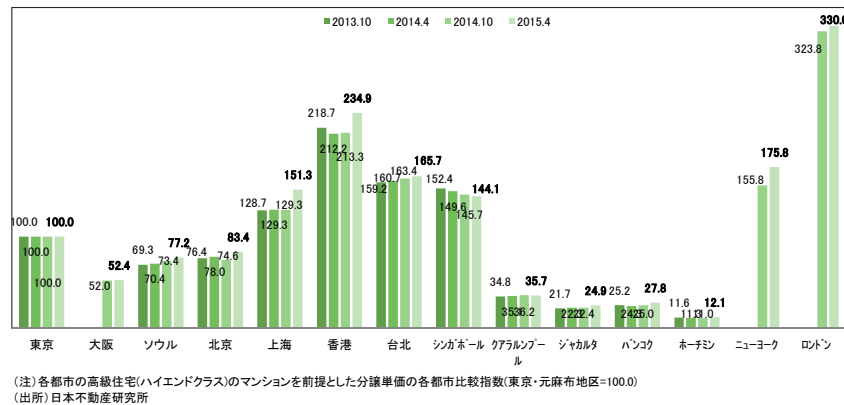
また、海外市場の動向を参考にすることも有効と考えられる。近年、不動産投資市場のグローバル化の進展に伴い、リーマンショック以降、低成長市場として海外投資家から敬遠されていた日本市場でも、海外資金の流入が活発化している<sup>7</sup>(図表-12)。

図表-12 海外資金による国内不動産取得金額



海外投資家の多くは、世界の他の主要都市と比較しながら、日本国内の不動産に投資している。そのため、日本国内の不動産価格サイクルは、海外投資家の増加に伴い、比較対象である海外市場に少なからず影響を受けるようになっている。例えば、最近、東京の高級マンションの価格上昇が著しいが、香港やシンガポールのコンドミニアムと比較した割安感から(図表-13)、アジアの富裕層が積極的に取得した影響が小さい。

図表-13 世界主要都市の高級マンション相対価格(東京=100)



さらに、オフィス等、機関投資家が主に投資対象とする不動産については、国際分散投資の観点から、幅広く世界の各主要都市が比較の対象となっている。

世界の中でも、特にロンドンの不動産投資市場は、海外投資家に開かれた活発な市場である。年金基金などの機関投資家から個人の富裕層に至るまで、世界各国から幅広い層の投資家が集まり、海外投資家の取引が投資市場の大半を占めている。ロンドン市場は、世界で最も透明性が高い市場といわれており、海外投資家も賃貸および取引の詳細な市場情報を入手できる。そのため、取引件数が非常に多く、取引ベースのオフィス価格指数が整備されている。

また、ロンドン市場については、世界のベンチマーク市場としてサイクル周期が早いことも指摘され

<sup>7</sup> 増宮守「海外資金の国内不動産取得動向・2014年～投資市場の活況がリーマンショック前のピークに迫る～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2015年3月17日



ている。実際、セントラルロンドンのオフィス価格指数と米国主要6都市CBD(中心業務地区)のオフィス価格指数を比べると、既に2007年上期にロンドン市場が下落局面に入っており、米国市場よりもサイクル周期が早いことが確認できる(図表-14)。

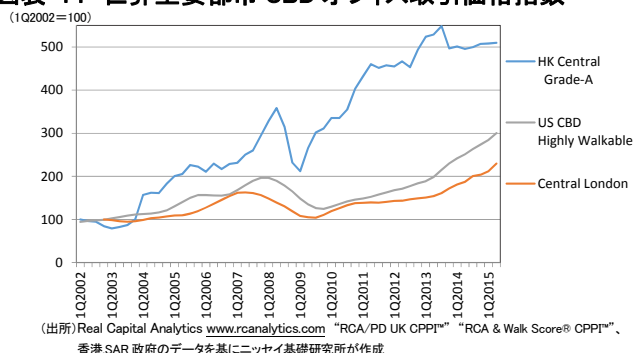
その他、香港の不動産投資市場も世界からの注目度が高く、オフィス賃料と取引価格はともに世界最高水準にある(図表-15)。アジアのベンチマーク市場と認識されており、シンガポールや東京などの不動産投資に際し、香港との相対評価によって判断する海外投資家は多い。

特に、香港のコンドミニアムや区分所有オフィスでは、個人投資家や中小企業による投機的な短期売買も多く、流動性の高い投資市場が形成されている。そのため、ロンドンと並んで、香港市場は世界で最もサイクル周期の早い、あるいは短い市場と認識されている。実際、2009年上期の回復局面をみると、香港セントラルのグレードAオフィス価格は、セントラルロンドンのオフィス価格よりも早期の回復を示していた(図表-14)。

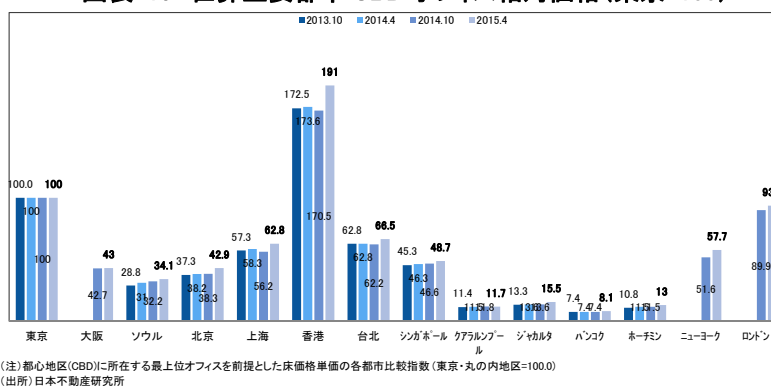
このように、世界のベンチマーク市場にはある程度の先行性があり、さらに、オフィスの取引価格指数が入手可能なことから、日本市場でも参考にすることができる。

現在、セントラルロンドンのオフィス価格には、特に懸念点は表れておらず、堅調な価格上昇が続いている(図表-14)。一方、香港セントラルのグレードAオフィス価格をみると、2013年以降は頭打ちの推移となっている(図表-14)。最近、中国本土株式市場の乱高下が話題を集めているが、香港の不動産投資市場にも十分に注意する必要があるだろう。

図表-14 世界主要都市 CBD オフィス取引価格指数



図表-15 世界主要都市 CBD オフィス相対価格(東京=100)



## 6—まとめ

現在、これらの先行的な指標には、既にサイクルのピークを示唆するものがみられる一方、依然として強い、あるいは方向性が不明確な指標も残っている(図表-16)。基本的に各指標は先行性が強いいため、全ての指標がピークアウトを示すまで、不動産価格は堅調に推移すると見込まれる。ただし、既にサイクルのピークが近い可能性があり、また、直近の株価の調整は不動産価格にも少なからず影響するものと思われる。

今回、サイクルのピーク感が強まる中、その早期把握を重視して株価などの先行性の強い指標についてみてきた。しかし、中長期の不動産投資においては、市場の短期的な変動に惑わされない観点から、先行的な指標に加え、マクロ経済統計や建設着工統計、各種のアンケートに基づく業況判断指数など、様々な指標を用いて総合的に判断する方法も有効と考えられる。

図表-16 各指標の状況

指標	現状評価	概要
株価動向	△(要注意)	高値圏で一旦調整の動き。
J-REIT価格動向	×(ピーク示唆)	反転下落ともいえる頭打ちの推移。
不動産取引件数	△(要注意)	頭打ちにみえたが、再び増加の可能性も。
不動産取引規模	×(ピーク示唆)	大型取引の増加が顕著、ピークを示唆か。
オフィス稼働率	○(依然堅調)	ペースは減速しつつも改善が継続。
新築ビル募集賃料	×(ピーク示唆)	既にピークを過ぎた可能性を示唆。
ロンドンオフィス価格指数	○(依然堅調)	堅調な価格上昇が継続。
香港オフィス価格指数	△(要注意)	頭打ちした後、高値圏で横ばいの動き。

(出所)ニッセイ基礎研究所

以上

(ご注意) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。  
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。