

第1回谷澤ネクストセミナー

不動産投資市場の現況及び見通し（2024年上半期） ～ 不動産市況は今後も好調を維持できるか～

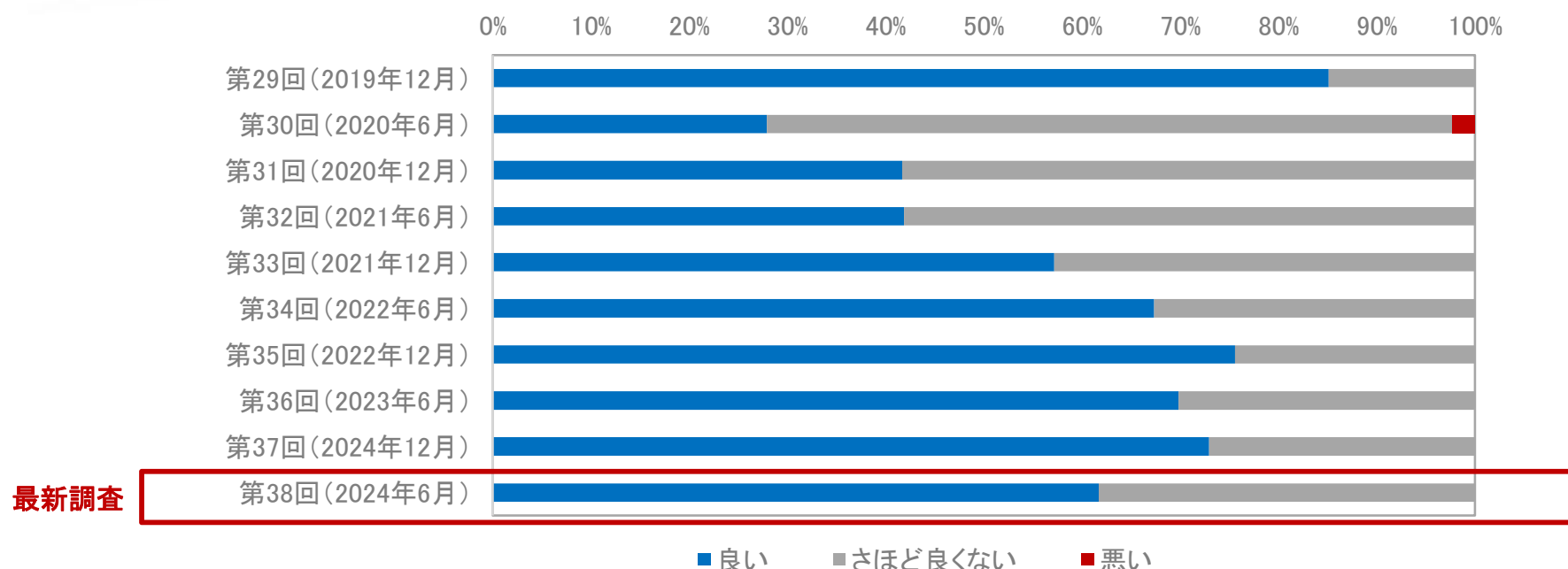
2024年10月

株式会社谷澤総合鑑定所 主席アナリスト 渡部光章

不動産市況は依然として良好な状態を維持

- 早稲田大学国際不動産研究所のアンケート調査(2024年6月時点)によると、「最近の不動産市況」についての回答割合は、「良い」:62%、「さほど良くない」:38%、「悪い」:0%
- 依然として過半を超える回答者は、不動産市況が「良い」と評価しており、我が国の不動産市況は良好

図表1 不動産市況に関する回答者割合の推移

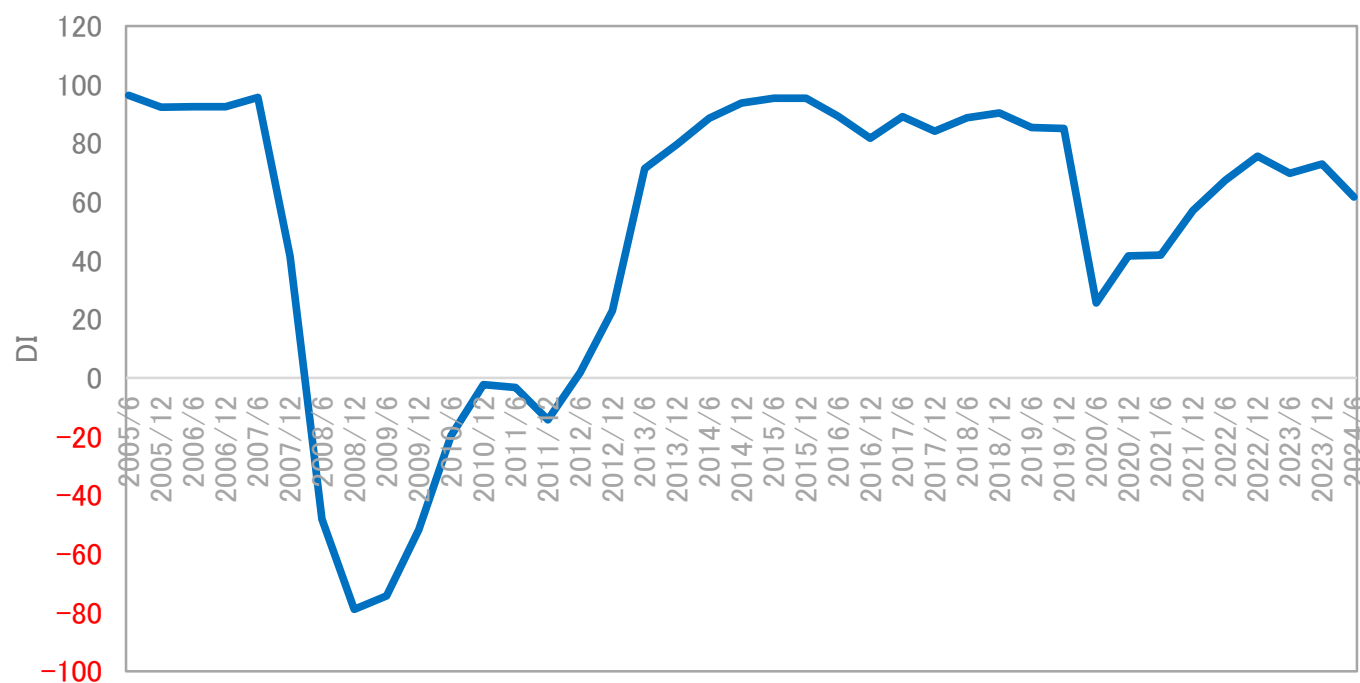


(出所)早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

投資不動産市況DIの推移

- 当アンケート調査の公表結果を用いて不動産市況判断についてのDI(投資不動産市況DI)を作成
- 投資不動産市況DIは、2020年のコロナ・ショックでは大幅に下落し26%ptとなったものの、2022年には持ち直し、直近調査(2024年6月調査)では、62%pt。コロナ前(2019年12月調査)の水準値(85%pt)からみれば、**概ね7割程度の水準まで回復しており、良好な市況を維持**

図表2 投資不動産市況DIの推移



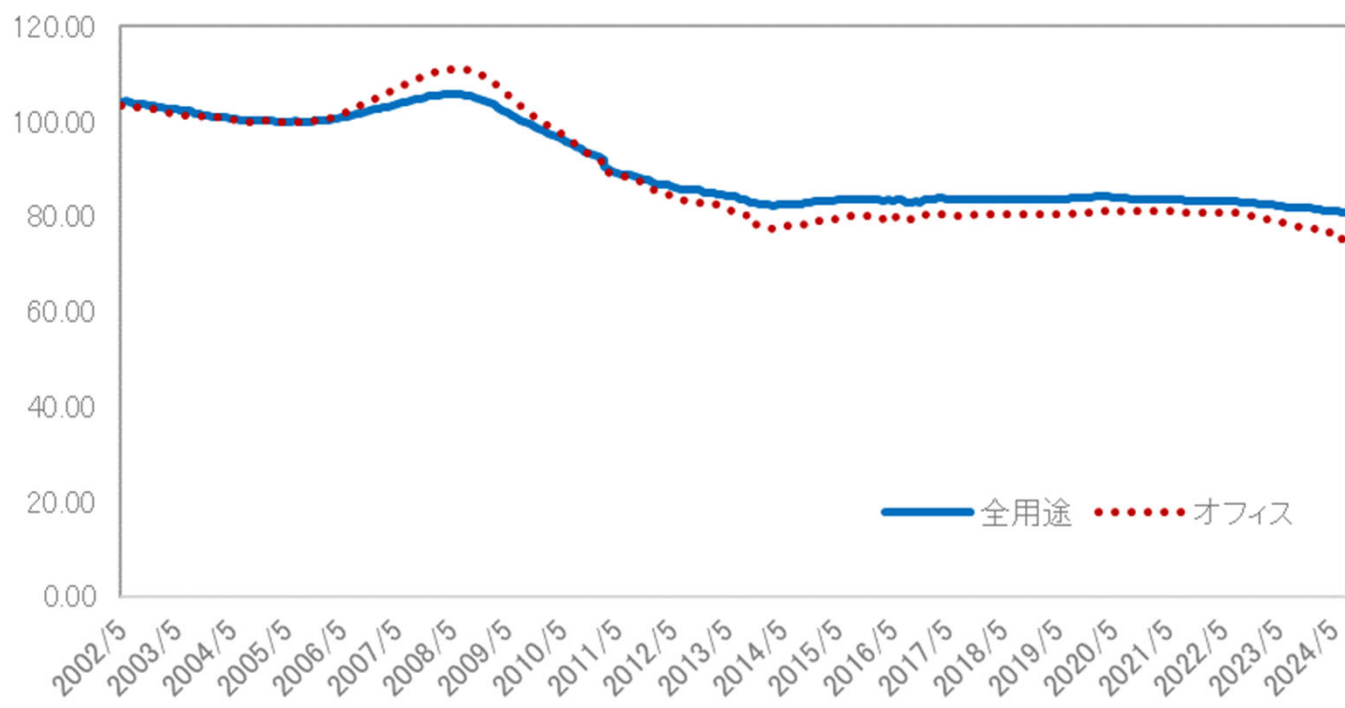
(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

実物不動産のNOIは、近年安定的に推移

- 一般に、不動産価格の変動要因は、①キャッシュフロー（NOI）要因と②キャップレート要因
- 実物不動産のNOIについて過去の動向をみると、2007年までは上昇傾向にあったが、2008年のリーマン・ショックを契機として下落。その後は、安定的に推移し、直近においてもNOIの急激な下落はみられない

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{NOI}}{\text{CR}}$$

図表3 実物不動産NOIの推移

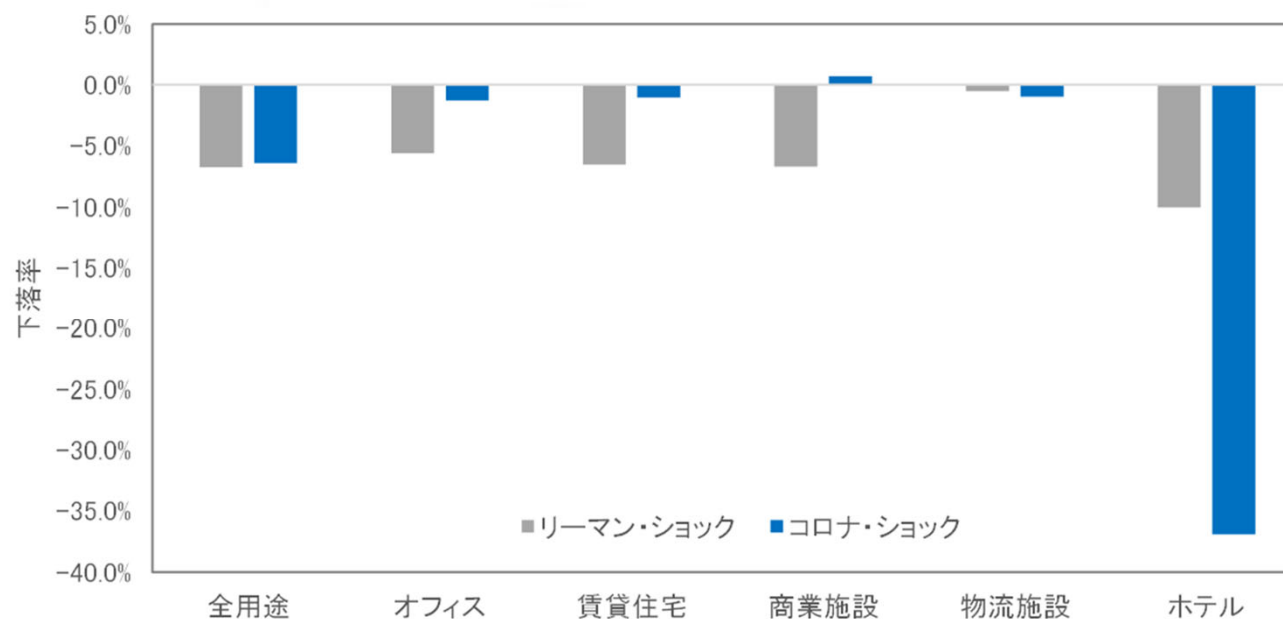


(出所)株式会社ティーマックスの資料をもとに筆者作成

用途別にみたNOIの動向

- コロナ禍におけるNOI(全用途)の下落率は、リーマン・ショック後の期間の下落率と同程度であるものの、用途ごとに比較すれば、その下落の主な要因は、ホテルNOIの大幅な下落
- オフィス、賃貸住宅、商業施設及び物流施設のNOI変動率は相対的に小さく、コロナショックによる下落率が大きかったのはホテルのみ

図表4 コロナ禍におけるNOIの下落率(リーマン・ショック時との比較)



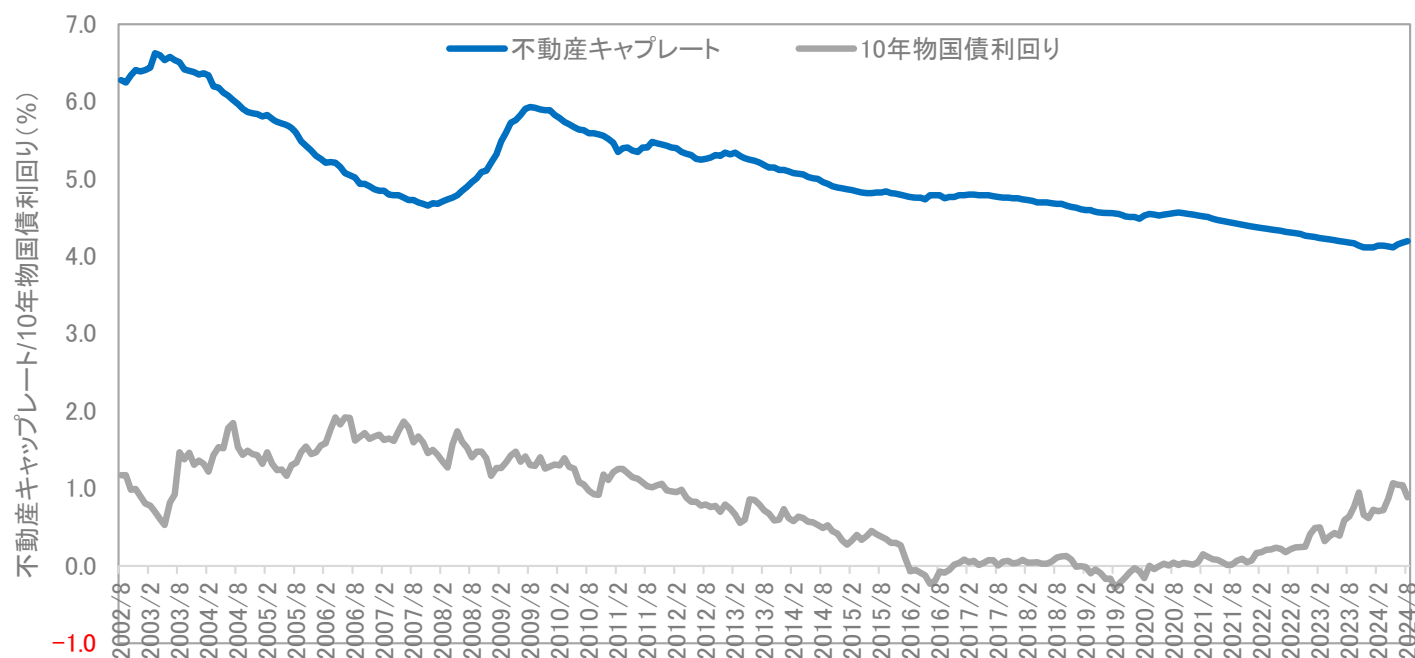
(出所)J-REITの公表データをもとに筆者作成

注)リーマン・ショック後における期間のNOI変化率として、2007年末から2010年末までのNOI変化を、コロナ・ショックの期間におけるNOI変化率として2019年末から2022年末までのNOI変化を用いた

近年における不動産価格上昇の主要因はキャップレートの低下

- 不動産キャップレートは、2012年末の第2次安倍政権発足以降、下落トレンドで推移。2020年以降は新型コロナウイルスの感染拡大を契機として、一時、横ばいとなったもののその後下落トレンドが続いてきた
- 日銀は、7月の金融政策決定会合において政策金利を0.25%程度に引き上げる追加利上げを決定したものの、10年物国債利回りの急激な上昇はみられておらず、依然として1%近傍の低水準で推移

図表5 不動産キャップレートと10年物国債利回りの推移

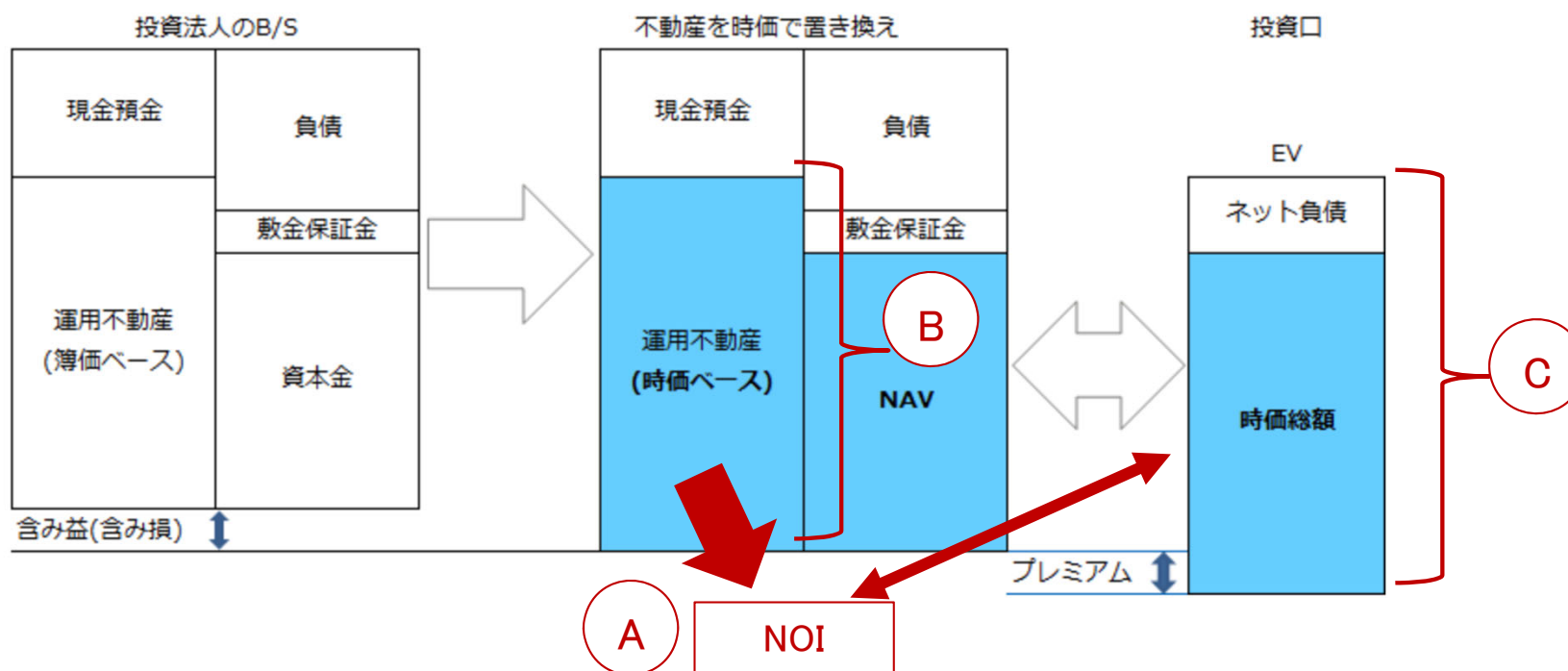


(出所) 株式会社ティーマックス、日本相互証券

インプライドキャップレートと不動産キャップレートの関係

- インプライドキャップレートとは、資本市場におけるJ-REIT運用不動産に対する要求利回りを示し、フォワードNOIを企業価値(投資口時価総額、ネット有利子負債及び敷金保証金等の合計額)で除して算出
- フォワードNOI及び有利子負債は、短期的な変動が小さいことから、時価総額がインプライドキャップレートの主な変動要因

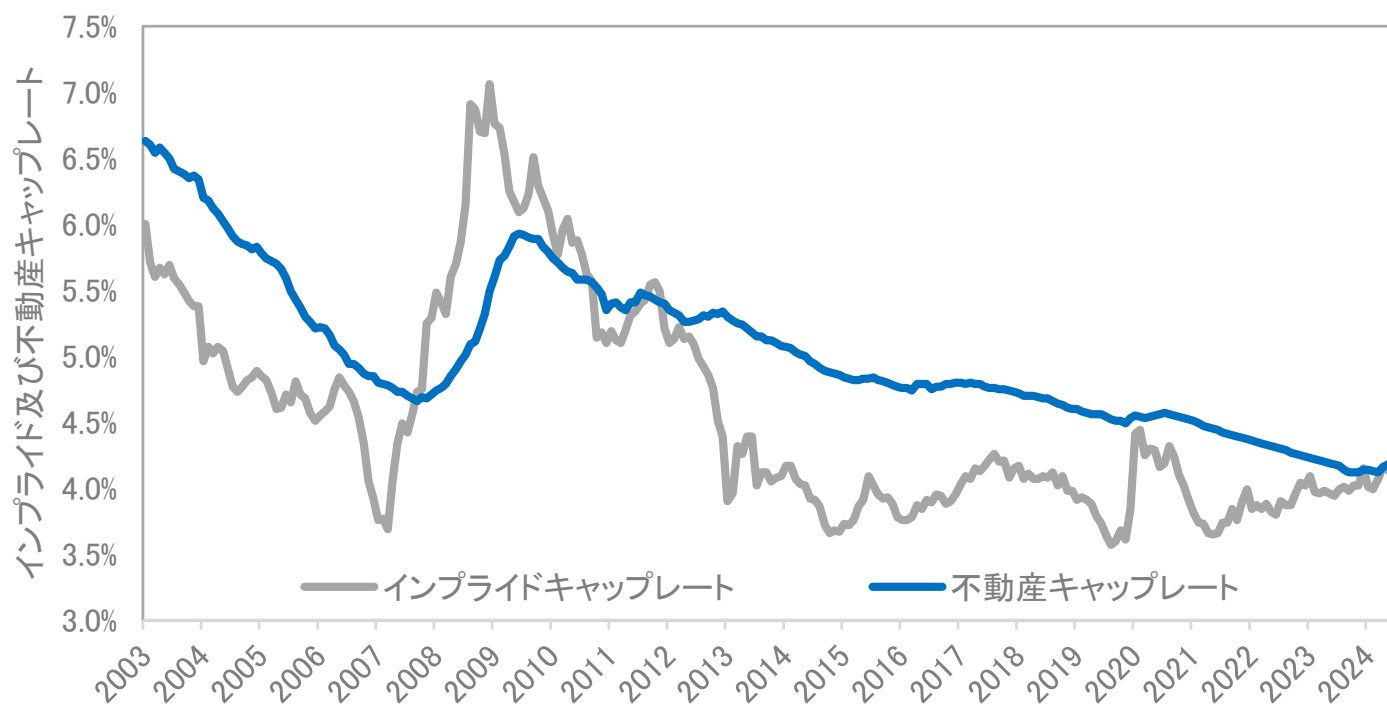
図表6 インプライドキャップレート概念図



インプライドキャップレートと不動産キャップレートの動向は不動産キャップレートに先行する傾向

- インプライドキャップレートは、サブプライムローン問題が表面化した2007年6月に上昇傾向となり、不動産キャップレートは、その後、2007年12月に上昇
- 同利回りは2009年3月にピークを打ち、下落に転じたが、その後、不動産キャップレートも反転し、下落傾向
- インプライドキャップレートが上昇(下落)した後、一定のタイムラグをもって、不動産キャップレートが上昇(下落)

図表7 インプライドキャップレートと不動産キャップレートの推移

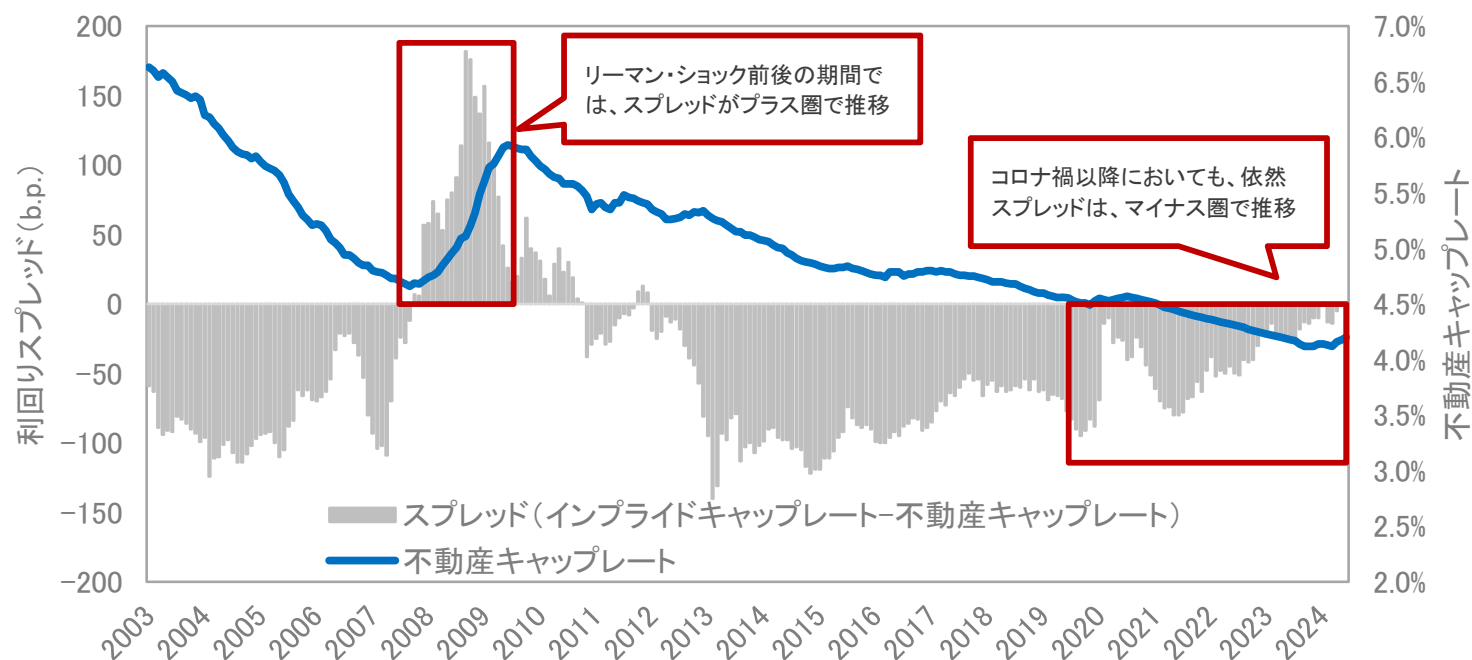


(出所)株式会社ティーマックス

不動産キャップレートが急上昇する懸念は、後退したとみられる

- 不動産キャップレートとインプライドキャップレートのスプレッドをみると、不動産キャップレートが上昇トレンドとなったリーマン・ショック前後の期間では、スプレッドがプラス圏で推移
- 両利回りのスプレッド及びインプライドキャップレートの直近の状況をみれば、短期的には、不動産キャップレートが急上昇する可能性は低いとみられる

図表8 不動産キャップレートと利回りスプレッドの推移

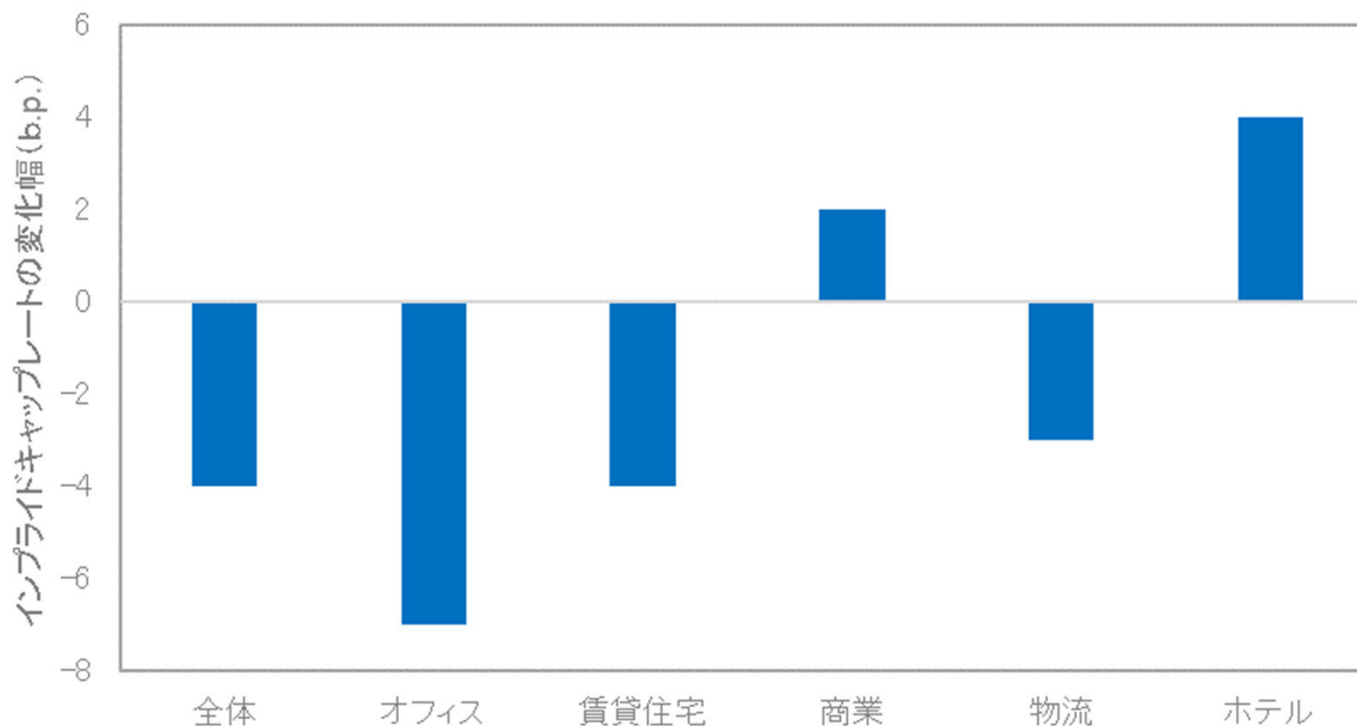


(出所) 株式会社ティーマックスの資料をもとに筆者作成

用途別インプライドキャップレートをみても急上昇はみられない

- 直近(2024年7月末から8月末)における用途別のインプライドキャップレートの変動幅をみると、オフィス: -7bp、賃貸住宅: -4bp、物流施設: -3bpの下落
- これに対して、商業施設: +2bp、ホテル: +4bpの上昇となったものの総じてインプライドキャップレートの急上昇はみられない

図表9 直近における用途別インプライドキャップレートの変化幅(2024年7月末から8月末)

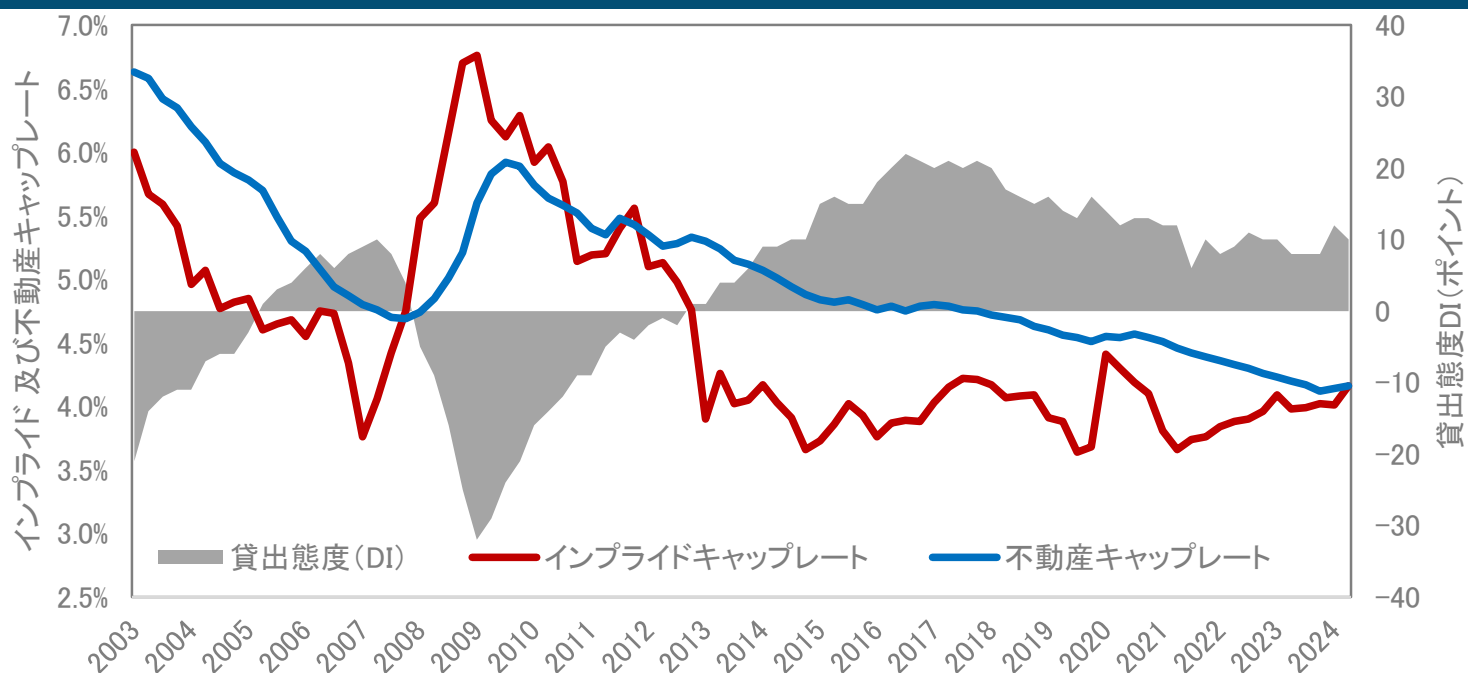


(出所) 株式会社ティーマックスの資料をもとに筆者作成

金融機関の貸出態度と不動産キャップレートは高い相関

- 一般に、不動産取引における資金調達の構成要素としてデットが不可欠であることから、不動産キャップレートと金融機関の不動産業に対する貸出態度には、一定のラグをもった相関関係がみられる
- 両者には負の相関関係があり、貸出態度DIの反転時期より数カ月程遅れてキャップレートが反転する傾向。実際、貸出態度DIは、2003年から2007年の中頃の間大幅に改善したが、その間における不動産キャップレートも下落トレンドで推移。その後、リーマン・ショックを経て貸出態度DIは、2009年前半まで急激に悪化した。同期間の不動産キャップレートは大幅に上昇

図表10 不動産キャップレートと金融機関の貸出態度(DI)の推移

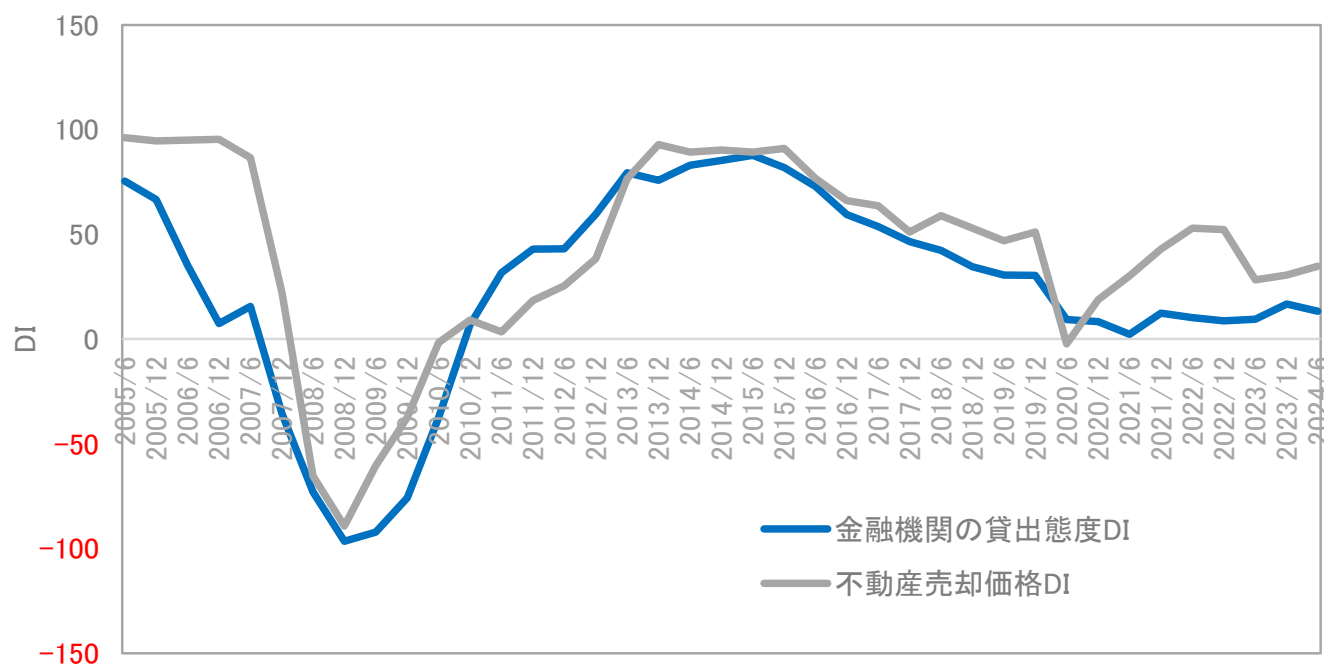


(出所)株式会社ティーマックス及び日本銀行の資料をもとに筆者作成

金融機関の貸出態度と不動産売却価格は高い相関

- 2008年から2009年まで貸出態度DIが下落し、マイナス圏に入ったことに伴い不動産価格（不動産売却価格DI）も大幅に下落。これに対して、2012年末のアベノミクス以降は、貸出態度DIがプラス圏で推移し、これに伴い不動産価格も上昇傾向。
- 過去の関係性を前提とすれば貸出態度DIがマイナスに転じた場合、不動産価格の下落が懸念される

図表11 金融機関の貸出態度DI及び不動産売却価格DIの推移

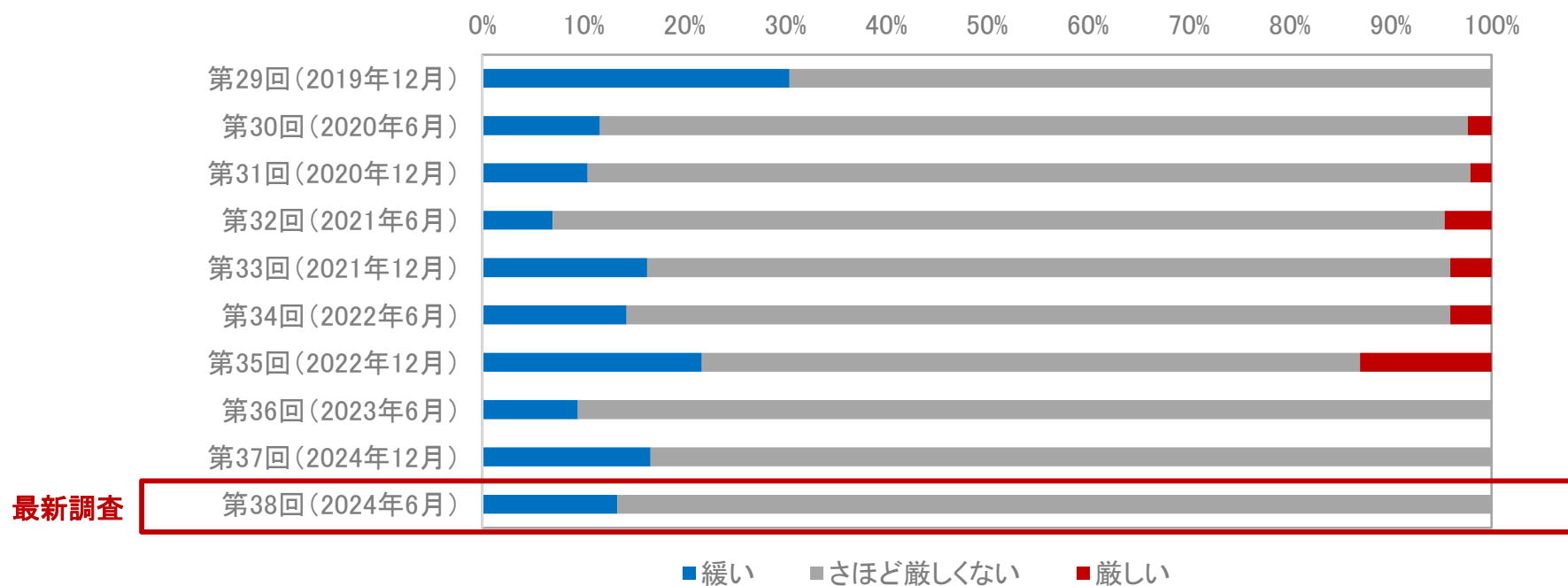


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

金融機関の貸出態度はプラス圏を維持して推移

- 同アンケート調査における「金融機関の貸出態度」についての回答割合はそれぞれ、「緩い」:13%、「さほど厳しくない」:87%、「厳しい」:0%
- 前回調査比では「緩い」の割合が減少しているものの、依然として貸出態度が「厳しい」とする回答者がいないことから、現在までのところ金融機関の融資態度が硬化している状況にはないことが窺える

図表12 「金融機関の貸出態度」に関する回答者割合の推移

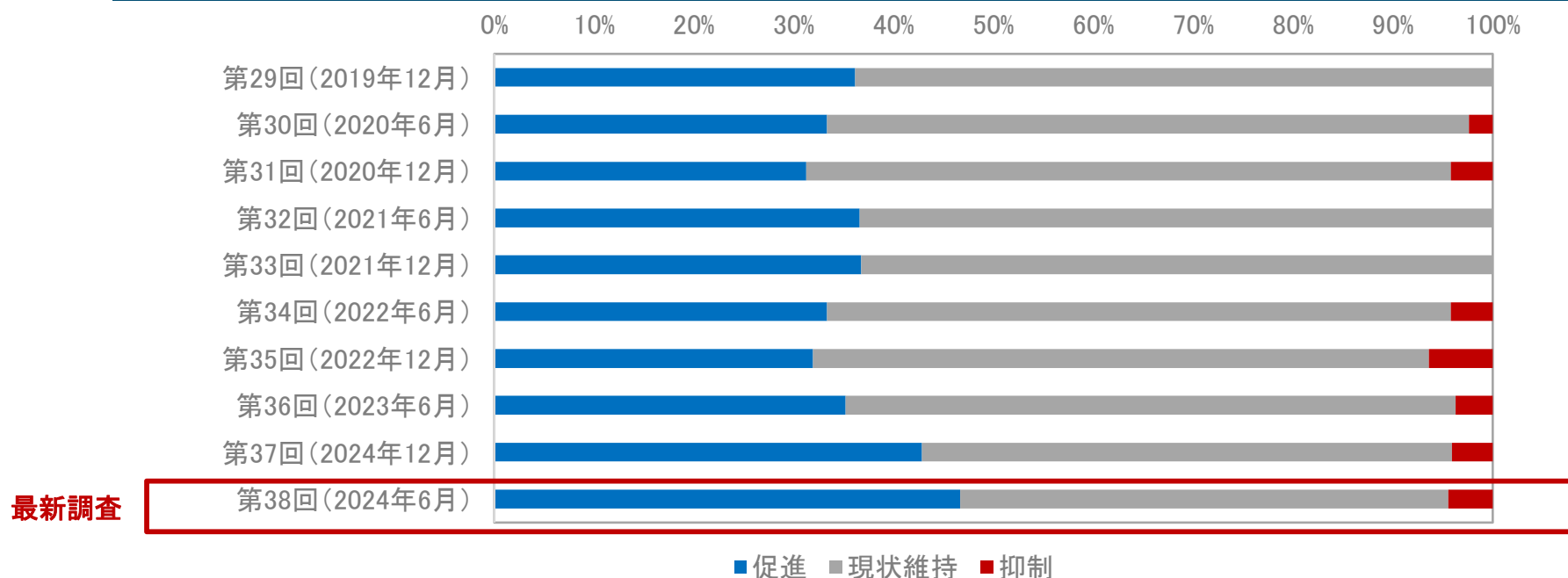


(出所)早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

不動産投資スタンスはポジティブだが、海外投資家の今後の動向に注視

- 2024年6月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」:47%、「現状維持」:49%、「抑制」:4%。前回調査(2023年12月調査)時点における同スタンスは、「促進」:43%、「現状維持」:53%、「抑制」:4%
- 今回調査では「促進」が4%ポイントの増加、「現状維持」が4%ポイントの減少の一方で、「抑制」は前回調査比でみて変化がなく、不動産投資家は引き続き投資にポジティブなマインドである様子が窺える
- ただし、為替動向や海外不動産価格の下落に伴う海外投資家の行動変容が我が国の不動産投資市場に与える影響については、今後も注視する必要

図表13 「今後半年間の投資スタンス」に関する回答者割合の推移

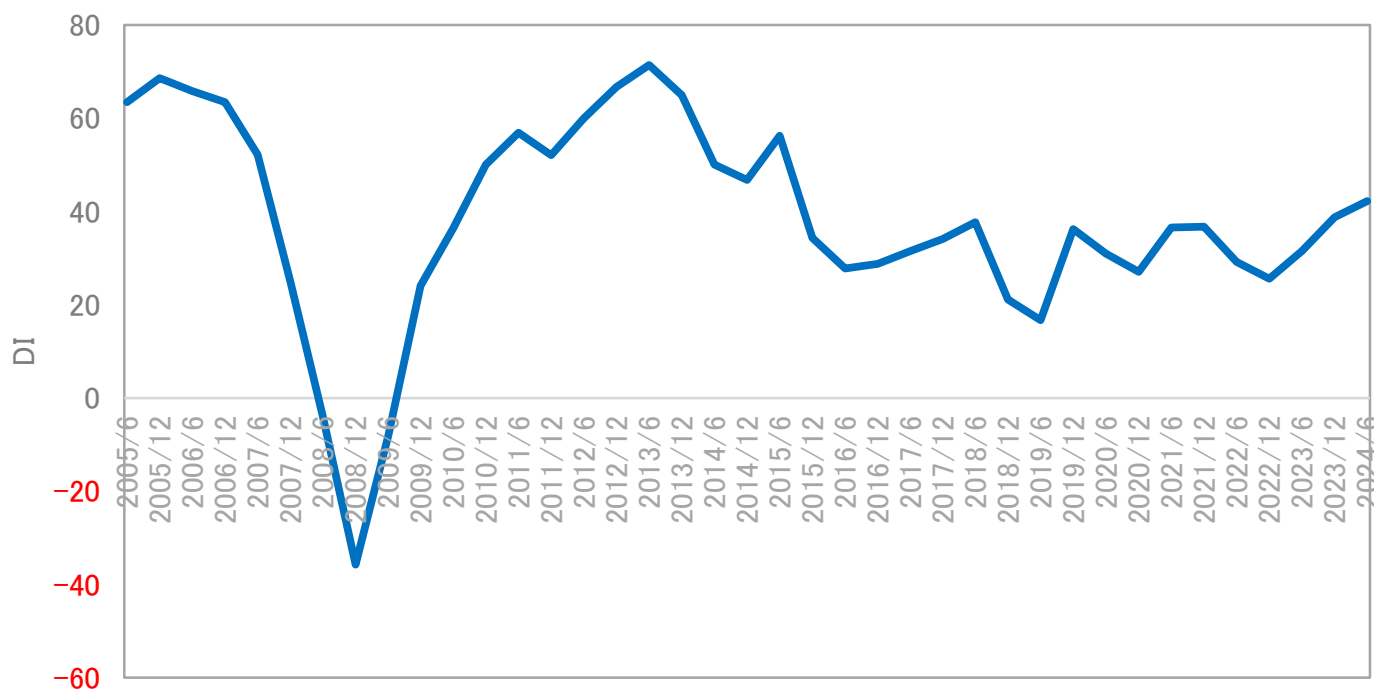


(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

不動産投資スタンスDIの推移

- 上昇基調が続きアベノミクス後の最初の調査時点(2013年6月)で最高値である71%ptに達した。その後もプラス圏での推移となり、最高値からみれば低い水準にあるものの、直近値においても42%ptの水準

図表14 不動産投資スタンスDIの推移



(出所)早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

まとめ

- アンケート調査結果をみれば、今後も我が国の不動産市況は、好調を維持する見通し。ただし、当不動産投資短期観測調査における最新の調査時点は、2024年6月であり、7月末に生じた日銀の追加利上げのイベントはアンケート結果に反映されていない点には留意する必要
- しかし、金融機関の貸出態度は硬化しておらず、J-REIT投資口価格についてみても、暴落前の水準を僅かに上回る水準にまで回復しており、これに伴い一時上昇していたインプライドキャップレートも投資口価格下落前の水準に回復している状況にある。金融機関の貸出態度やインプライドキャップレートの動向が実物不動産のキャップレートの動向に先行する過去の両者の関係を前提とすれば、貸出態度やインプライドキャップレートの足元の落ち着きは、実物不動産のキャップレートの先行きについて、短期的にみれば、過度にネガティブになる必要はないことを示唆
- ただし、海外の実物不動産価格の下落や為替動向により海外投資家にとって我が国の実物不動産を売却するインセンティブが高い状況。従って、こうした要因に起因する海外投資家の行動変容が我が国の不動産投資市場に与える影響については、今後も注視が必要