

ホテル・物流施設の不動産価格指数

2016年5月18日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

研究統括部 研究員 川村 康人

- ・ J-REIT による開示情報を用いて、オフィス、住宅、商業施設、ホテル、物流施設の用途別に不動産価格指数を推計した。直近では、ホテルや都心型商業施設について、不動産価格の顕著な上昇が見られる。
- ・ 取引件数が少ないホテルや物流施設といった用途に関しては、不動産価格指数の作成が困難な分野であったが、取引件数が少ない場合に、どのような方法で指数を作成したらよいかについて考察を行っている。

情報インフラとしての不動産価格指数

不動産投資市場の動向、とりわけ不動産価格の動向を適時的確に把握することは、不動産への投融資に係る合理的な意思決定を行う上で重要となることは言うまでもない。不動産価格の推移という情報が断片的にしか得られない中で、市況の過熱期に過剰な投融資が続いてしまった場合、市況が下落に転じた際により大きなショックが市場に加わってしまう可能性が考えられる。このことから、不動産価格指数には、市況を冷静に捉えるための情報インフラという側面があると筆者は考えている。

このような問題意識の下で、筆者はこれまで投資用不動産の価格指数作成に関する研究に取り組んできた。J-REIT 市場の成長に伴い、数多くの投資用不動産の取引事例について、詳細かつ質の高いデータが開示・蓄積され、これが不動産価格指数の開発を大きく後押しすることとなった。当初は、オフィスや住宅といった、比較的取引件数の多い用途を対象とした指数を開発し、その後、よりタイムリーに市況を捉えるための指数の開発や、それらのデータ配信を行ってきた。

残された課題のひとつが、商業施設や物流施設、また、近年注目を集めるホテルといった用途に関しても、不動産価格指数を開発することである。ただし、これらの用途では、オフィスや住宅ほど十分な数の取引事例データを確保することが困難であり、これが不動産価格指数の算出において障壁となる。

本稿では、不動産取引データの不足を補うために、J-REIT 保有物件の不動産鑑定評価データを組み合わせ活用し、一定の統計処理を施すことで、用途別の不動産価格指数を推計した。以下では、結果および作成方法の概要について解説を行う。

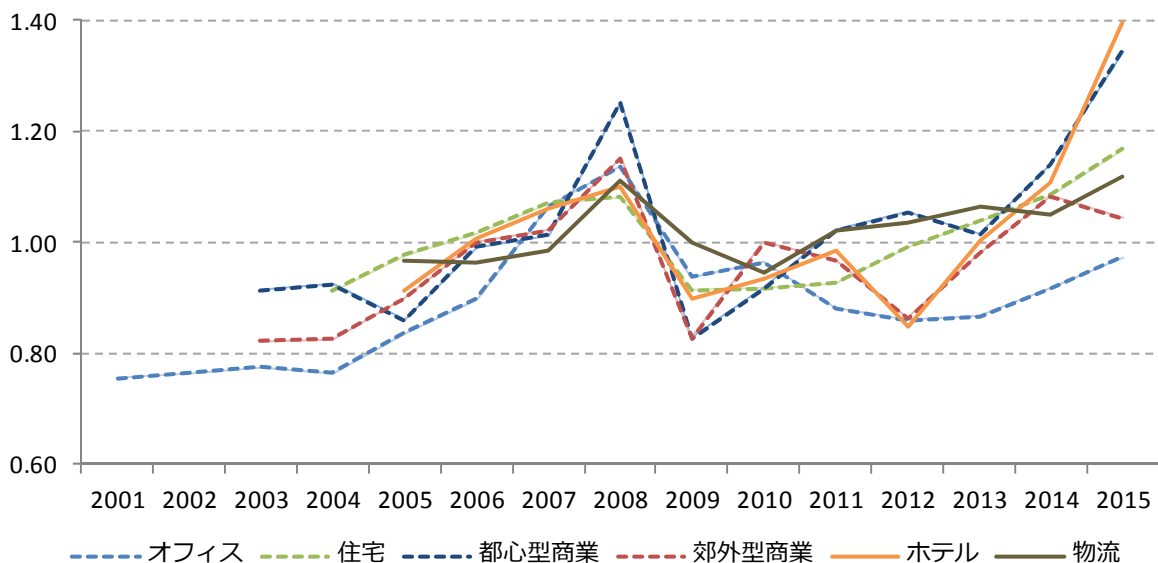
著しい上昇を示すホテルの不動産価格指数

J-REIT による開示情報のうち、不動産／不動産信託受益権の取引データおよび各決算期末における鑑定評価データを用いて、「オフィス」、「住宅」、「都心型商業施設」、「郊外型商業施設」、「ホテル」、「物流施設」の6用途を対象として、年次単位の不動産価格指数を算出した(2006年～2010年の5年間の算術平均値を1として指数化)。なお、本指数は、物件の面積規模・交通利便性・建築後年数などの立地・建物属性に関して、同等条件を仮定した場合の価格指数 (Constant quality price index) を、統計的手法(ヘドニック法)を用いて算出したものである。

結果は**図表1**に示す通りである。算出結果を見ると、直近ではホテルの不動産価格の上昇が顕著であり、2012年からの3年間で約65%の上昇を示している。大規模な金融緩和や訪日外国人需要の増加、また、利回りの用途間スプレッドの魅力等を背景に、投資資金の流入が続いた結果と考えられる。都心型商業施設に関しても、ホテルに次いで高い上昇率を示しており、2009年のボトムからの6年間で約63%の上昇を示している。

物流施設に関しては、価格指数として見ると上昇率は比較的小さく、2010年のボトムからの5年間で約20%の上昇と、住宅よりやや小さい程度の変動幅を示している。J-REIT による個別取引事例を見ると、2012年以降に主要な物流系 REIT が複数上場し、取引利回り水準の低下が進んだことが確認できることから、この物流施設の価格指数の上昇幅を「実感よりも小さい」と感じる読者の方もいるかもしれない。これは、2012年以降の主要な物流系 REIT による取得物件の面積規模の大型化や高機能化が進むなど、物件の立地・建物属性の質の変化によっても、取引利回り水準が低下した側面があるという点に留意が必要である。つまり、それらの立地・建物属性の質の変化による利回り水準の低下の影響を排除して考えると、品質調整「後」の価格としては、品質調整「前」の価格で実感できるほどは上昇していないと解釈するのが妥当ではないだろうか。

図表1. J-REIT データ(取引データ・鑑定評価データ)を用いた用途別の不動産価格指数(2006年～2010年の算術平均値=1.00)



出所)三井住友トラスト基礎研究所

取引件数が少ない用途の不動産価格指数をどのように作成すればよいか

冒頭で述べた通り、本稿では、不動産取引データの不足を補うために、J-REIT 保有物件の不動産鑑定評価データを組み合わせて活用し、用途別の不動産価格指数を推計している。したがって、この指数を不動産「取引」価格指数と呼ぶことは、もはや適切ではない。このような指数作成方法は、不動産価格指数の作成方法に関する国際指針¹⁾を見ても、推奨される手法とは言い難いものである。とはいえ、ホテルや物流施設といった主要なアセットタイプの不動産価格動向を把握することができない状況に比べれば、致し方ないものと考え、本手法を採用することとした。

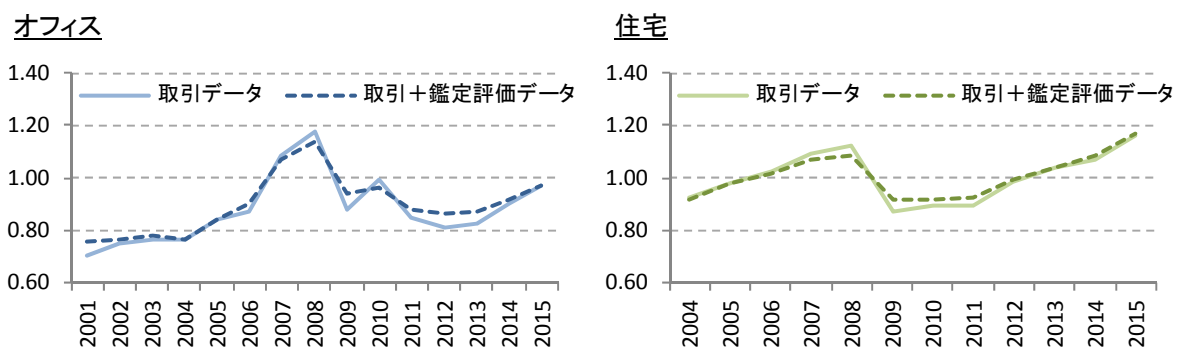
このような手法の妥当性を確認するために、取引事例データのみでも一定程度安定的に不動産価格指数の推計が可能な「オフィス」と「住宅」を対象に、価格指数の算出結果にどの程度の差異が生じるか、検証を行った。結果は**図表2**の通りである。

取引データと鑑定評価データを組み合わせて価格指数の推計を行った結果は、取引データのみで価格指数の推計を行った結果と比べると、概ね同様の価格推移を示すことが確認できた(各指数の前年比の相関係数は、オフィスが 0.95、住宅が 0.98 である)。ただし、鑑定評価データを加えて推計した場合には、取引データのみによる指数と比べ、ボラティリティが若干小さくなるという点を確認できることから、実際の取引価格の変動幅を推し量る際には、このようなボラティリティの差異を補正して考える必要があると言える。

なお、J-REIT の継続鑑定評価データは、決算期末ごとに得られるため、**図表3**に示す通り、件数ベースでは取引:鑑定評価の件数比率が 1:20 や 1:50 となることも珍しくない。このデータを単純にプールして回帰分析により推計を行うと、鑑定評価事例による推計結果への影響が強くなってしまふことから、取引:鑑定評価の影響度が 1:1 となるよう、時点ごとにデータに重み付けを行った上で、推計を行っている。また、取引価格と鑑定評価額の決定構造は、必ずしも一致するものではないことから、両者の決定構造の差異を反映できるよう、統計モデルの構築を行っている。

米国の商業用不動産の取引価格指数²⁾を見ると、足元でピークアウトの兆しを示す可能性のある指標が確認できるなど、今後、不動産価格動向のモニタリングは一層重要になるものと考えられる。本稿で示した分析結果が、冷静な市況判断の一助となれば幸いである。

図表2. 取引データのみによる指数と取引+鑑定評価データによる指数の比較(2006年～2010年の算術平均値=1.00)



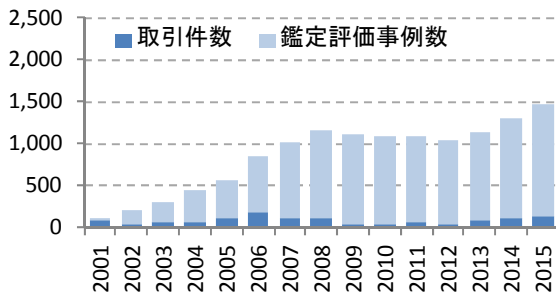
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

¹⁾ Handbook on Residential Property Prices Indices (RPPIs)

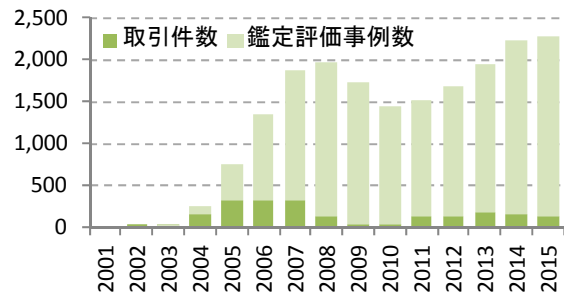
²⁾ Moody's/RCA Commercial Property Price Indices: https://www.rcanalytics.com/Public/rca_cpipi.aspx
CoStar Commercial Repeat-sale Indices: <http://www.costargroup.com/costar-news/ccrsi>

図表3. 用途別の取引件数と鑑定評価事例数の推移

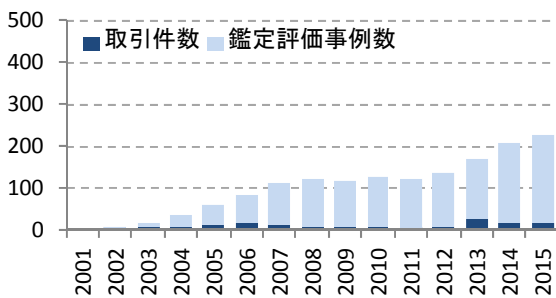
オフィス



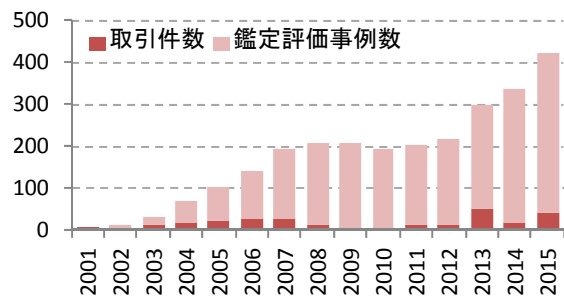
住宅



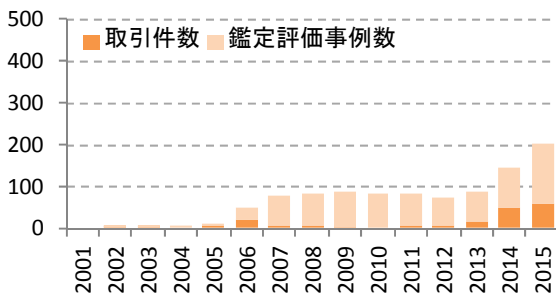
都心型商業施設



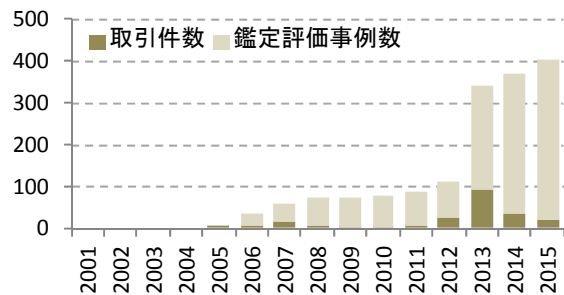
郊外型商業施設



ホテル



物流施設



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

本レポートに関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 研究統括部

<https://www.smtri.jp/contact/form-general/general.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。