

## REPORT

## モニタリング指標としての不動産価格 DI(不動産価格動向指数)

2010年1月20日  
株式会社 住信基礎研究所  
投資調査部 研究員 肖 健

従来の不動産価格指標は更新頻度が低く、発表のタイミングが遅れるため、不動産価格の現状を把握することは容易ではない。しかし、不動産投資の短期化が進む中、不動産価格の現状把握及び短期予測に対するニーズが強まってきている。当社では、それに対応して、経済指標の動向から不動産価格の動向を推計する「不動産価格 DI(不動産価格動向指数)」を開発した。本稿では、経済指標の不動産価格に対する先行・遅行関係を以下の通りに整理し、実務感覚との整合性を検討した。

- ① 金融市場指標(株式、J-REIT 等)、企業活動指標(設備投資、有効求人倍率等)は先行性が強い。
- ② 景気・業況判断指標(各種 DI、GDP 等)はほぼ一致する。
- ③ 金利・物価指標(無担保コールレート、CPI 等)及び賃貸指標(賃料、空室率等)は遅行性が強い。

以上の分析結果に基づき推計した不動産価格 DI(先行 DI、一致 DI、遅行 DI)の動向を見ると、2009 年末に向けて不動産価格の下落が緩やかになり、2010 年には回復時期を探る展開が予想される。

## 1 不動産価格の「今」を知る難しさ

わが国の不動産市場においては、不動産証券化商品の開発や J-REIT 市場の開設によって、プレーヤーの多様化が進んでいる。特に金融危機以前には、国内外の不動産を対象としたグローバルファンドやクロスボーダー取引が増加し、またヘッジファンド等の短期投資家の増加が顕著であった。最近では不動産価格にも底打ち期待が強まっており、一部のヘッジファンド等では、再度投資好機を窺っている模様である。こうした不動産投資の国際化および短期化の進展によって、必ずしも不動産市場に精通していないプレーヤーを中心に、不動産価格の現状把握および短期予測に対するニーズが強まってきている。

ところで最近の不動産取引の実態をみると、投資家のリスク許容度の低下により買い手の絶対数が減少すると共に、売り手側の価格引き下げが進まない結果、不動産取引が成立せず不動産価格の相場観が形成されにくい状況が続いている。公表されている複数の不動産価格指標(インデックス)についても、更新頻度が年次や半年単位のもものが中心で短期動向を把握しにくく、また J-REIT の公表データに基づいて公表される月次収益率指標についても、半年以上前の時点のものであり、実務的には使いにくい部分もある。このように国内の不動産価格の「今」を知ることは、決して容易なことではない。

本レポートでは、こうした不動産価格の動向を知るための代替手法として、収益還元的な観点において、価格形成要因として不可欠な経済指標の動向から不動産価格の動向を推計する「不動産価格 DI(不動産価格動向指数)」を紹介する。

## 2 不動産価格と経済指標との先行・遅行関係とその要因

不動産価格 DI の作成に当たっては、不動産価格の変動率(MUTB-CBRE 不動産投資インデックスに基づいたカーネル推計値、遅行性調整済)と連動性を有する主要経済指標の変動率(不動産価格との相関係数が一定以

上の指標のみ)について、2002年1月～2009年7月までのデータに基づき、指標分類と先行・遅行関係(タイムラグ)を分析した(図表1)。不動産価格に対して、金融市場指標(株式、REIT等)や企業活動指標(設備投資、有効求人倍率等)は先行性が強く、景気・業況判断指標(各種DI、GDP等)はほぼ一致し、金利・物価指標(無担保コールレート、CPI等)および賃貸市場指標(賃料、空室率等)は遅行性が強く見られる。また先行性が強い指標ほど、その後に発生する経済イベント等の不確定要素の影響が大きいことから相関係数は総じて低く、一方で遅行性が強い指標については相関係数が高くなっている。

なお、これら先行・遅行関係が発生する主な要因(仮説)は、①価格要素である将来キャッシュフロー(CF)に対する先行・遅行関係、および、②指標の調整期間の2つであると考えられる。

図表1 不動産価格と経済の先行・遅行関係とその要因

指標分類	賃貸市場	金利・物価	景気・業況判断	企業活動	金融市場
不動産価格に対する先行・遅行関係(実績)	遅行	遅行	一致	先行	先行
要因					
将来CFに対する先行・遅行関係(仮説)	遅行	遅行	遅行	一致	一致
調整期間(仮説)	長い	長い	短い	短い	短い

出所)住信基礎研究所作成

### 3 市況の段階的な変化を示す3つの不動産価格DIは、実務感覚と整合的

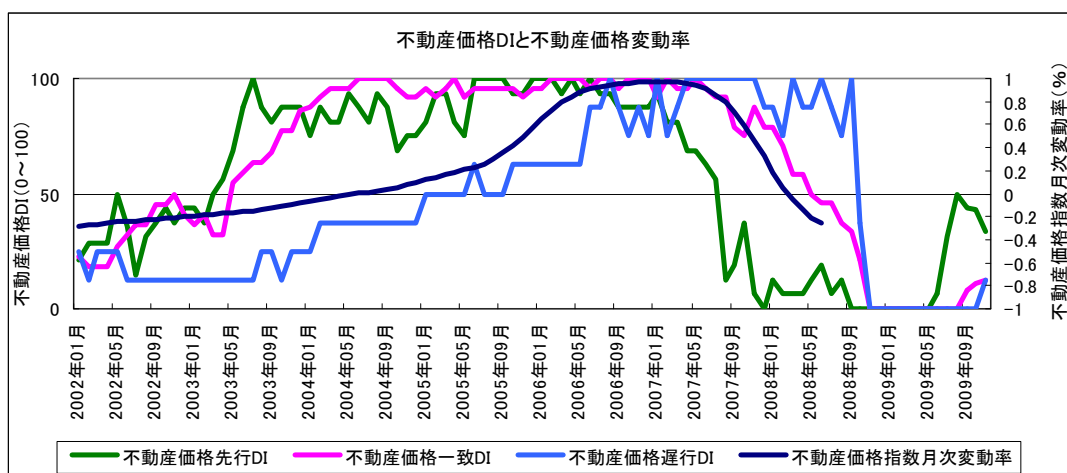
こうした不動産価格と各経済指標との先行・遅行関係に関する仮説と実証結果を踏まえ、不動産価格と一定以上の相関を有する経済指標を先行指標(概ね6～12ヶ月先行)・一致指標(概ね6ヶ月先行～6ヶ月遅行)・遅行指標(概ね6～12ヶ月遅行)の3つの指標群に分類し、指標群ごとに、各々DI(=上昇指標数/採用指標数×100)を算出した(図表2)。

2002年以降の動向をみると、2002年時点では先行・一致・遅行の各DIとも総じて低水準であったものの、2003年には先行DIと一致DIが50を上回った。小泉構造改革やバブル崩壊後初めての本格的な景気回復により、株式やJ-REIT等の金融市場、企業活動、および景気・業況判断が上昇した結果と考えられる。遅行DIは2005年によく50を超えたが、これは金利・物価や賃貸市場など、事業環境の改善や賃貸需要の増加などに代表されるよう、景気回復が实体经济にまで及んだことを反映したものと見える。

一方、金融危機の影響が現れ始めた2007年以降をみると、2007年初頭に、先行DIが悪化に転じ2007年末には0に達した。この時期には、サブプライムローン問題が顕在化し、また海外での投資ファンドの破たん等を材料に、株式やJ-REITの価格調整が進んだ。証券化レンダーによるノンリコースローン等の新規融資が縮小に転じたのも2007年末である。2008年に入ると、代わって一致DIが大きく下落に転じているが、これは、ローン等による事業資金の調達が困難になる中、国内の中小ファンド運用会社や分譲マンション専門デベロッパーの破たんが相次ぎ、不動産投資マインドが急速に冷え込んだ時期と一致する。遅行DIは同年10月に天井から底に一気に落ち込んだが、これはリーマンショックを受け国内实体经济の悪化が決定的なものとなり、不動産賃貸需要が大きく縮小に転じた時期と重なる。

こうして振り返ると、3つの不動産価格DIは、関連市場で生じたイベントを段階的に織り込みつつ推移しており、金融危機後に限れば、<先行DIの下落=資金供給の変調>、<一致DIの下落=取引市場の悪化>、<遅行DIの下落=賃貸需要への波及>といった、市況悪化に対する実務感覚と一致しており、最近の6年間に限れば、不動産価格の動向や転換局面を概ね捉えている。また、2009年の動向を見ると、先行DIが6月に上昇に転じ10月には50に達しており、一致DIも9月に上昇に転じている。これらを踏まえると、2009年末に向けて不動産価格の下落が緩やかになり、2010年には回復時期を探る展開が予想される。

図表2 不動産価格 DI と不動産価格変動率の動向



出所) 住信基礎研究所作成

#### 4 不動産価格 DI の有用性が高まる

既に主要な機関投資家において不動産が投資アセットクラスとして認知されつつあり、不動産価格と経済との連動性は強まることはあっても弱まることは考えにくい。そのため、不動産価格 DI の有用性も今後より高まることが期待される。また、不動産市場に精通していない一般事業法人等が CRE マネジメントを検討する場合にも、一般的に分かりにくい不動産市場の動向に翻弄されないよう、不動産価格 DI 等の代替指標等の利用による簡易な市場モニタリングが必要になるとと思われる。

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-investment/investment.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。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。
3. この資料の一切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。