

今後の不動産市場～予兆管理とキャップレート要因から占う～

2016年6月2日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第1部 主席研究員 馬場高志

我が国で景気後退への懸念が広がっているが、不動産市場もその影響を免れず、様々な予兆管理指標で価格下落のシグナルが点灯している。ただし今のところ、不動産市場は自らを律し抑制的に振る舞っているように見える。その背景に、不動産価格変動の主因であるキャップレートが、短中期的には国内外の投資環境に左右されるが、長期的には市場流動性に応じた均衡水準に回帰し、特に成長過程にある物流施設・ホテル・高齢者住宅では、流動性の向上に伴い今後も一定程度の低下が見込まれていること等がある。

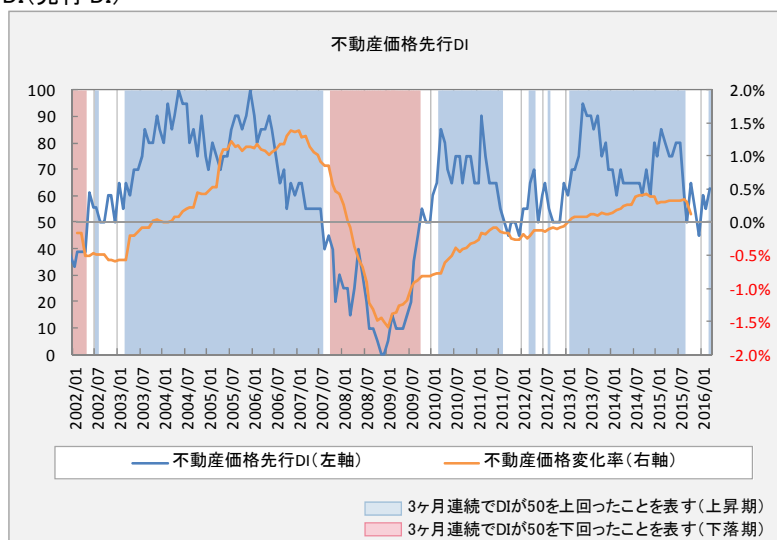
現在、こうしたキャップレートの変動特性を踏まえ選別投資・長期投資を行う不動産プレイヤーが増加しており、今後の不動産市場は、これら投資家の買い支え等によりソフトランディングするものと期待される。

不動産市場の予兆

今から8年前の2008年、我が国の不動産プレイヤーは、不動産証券化市場の普及後初めての大きな不動産価格の下落局面に直面した。当社が2009年より外部提供を開始した「不動産価格DI」でも、既に2006年末からその変調が現れている(図表1:先行DI)。その後、この「不動産価格DI」は、国内の主要な投資家・レンダー・運用者等に活用され、不動産投融资の羅針盤として一定の機能を果たしてきた。昨今、再び不動産市場の見通しが不透明になる中で、同DIの活用を含む当社への問い合わせも増え、また複数の他機関が類似指標を提供開始するなど、不動産市場の行方に関心が高まっている。

実際、不動産価格DIを構成する「先行DI」「一致DI」「遅行DI」等の最新値を見ると、足元の不動産価格は踊り場にあると推察される。また同じく当社が提供する「不動産版ヒートマップ」では、不動産市場の川上に位置する項目等で悪化の兆しが見られ、不動産価格は、早晩、踊り場あるいは調整局面を迎える予想される(図表2)。

図表1. 不動産価格DI(先行DI)



出所) 三井住友トラスト基礎研究所

注) 不動産価格DI = (上昇指標数 × 1 + 横ばい指標数 × 0.5 + 下落指標数 × 0) / 採用指標数 × 100

図表2. 不動産版ヒートマップ

経路	特性	項目	2005 Q1 - 2015 Q4																																																				
			2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4									
キャッシュフローの経路	川下 ↓ 運行	キャッシュフロー	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0							
		賃料	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0				
		空室率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0			
		需要	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0				
	川上 ↑ 先行	供給	0.0	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0				
		雇用環境	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
		企業業績	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		
		世界経済	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
経路	項目	2005 Q1 <th>2005 Q2</th> <th>2005 Q3</th> <th>2005 Q4</th> <th>2006 Q1</th> <th>2006 Q2</th> <th>2006 Q3</th> <th>2006 Q4</th> <th>2007 Q1</th> <th>2007 Q2</th> <th>2007 Q3</th> <th>2007 Q4</th> <th>2008 Q1</th> <th>2008 Q2</th> <th>2008 Q3</th> <th>2008 Q4</th> <th>2009 Q1</th> <th>2009 Q2</th> <th>2009 Q3</th> <th>2009 Q4</th> <th>2010 Q1</th> <th>2010 Q2</th> <th>2010 Q3</th> <th>2010 Q4</th> <th>2011 Q1</th> <th>2011 Q2</th> <th>2011 Q3</th> <th>2011 Q4</th> <th>2012 Q1</th> <th>2012 Q2</th> <th>2012 Q3</th> <th>2012 Q4</th> <th>2013 Q1</th> <th>2013 Q2</th> <th>2013 Q3</th> <th>2013 Q4</th> <th>2014 Q1</th> <th>2014 Q2</th> <th>2014 Q3</th> <th>2014 Q4</th> <th>2015 Q1</th> <th>2015 Q2</th> <th>2015 Q3</th> <th>2015 Q4</th>	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2006 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 Q4	2012 Q1	2012 Q2	2012 Q3	2012 Q4	2013 Q1	2013 Q2	2013 Q3	2013 Q4	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4										
期待利回りの経路	川下 ↓ 運行	期待利回り	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
		日本(不動産)への資金流入圧力																																																					
		内外株式	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
		内外債券	1.0	0.0	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
	川上 ↑ 先行	世界経済	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
		金融政策	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
		資金量																																																					
		不動産取引量																																																					

出所) 三井住友トラスト基礎研究所

注) 青: 価格上昇シグナル、赤: 価格下落シグナル、黄: 横ばい

ところでこうした調整局面に際し、「直接還元法(または DCF 法)に基づき適切なキャップレート(または割引率)で投資しているから大丈夫」とのコメントが発せられている。その根拠が、キャッシュフロー(CF)の成長性を過大に評価し、あるいはリスクプレミアム(RP)を過小に評価した結果ならば、再び大きな調整が不可避となる。

一方で、昨今の不動産市場に関する分析能力は、当社も含めリーマンショック前後と比べ格段に高まっている。特に不動産価格の主要な構成要素であるキャップレートについては、変動要因の検証等を通じ、アセットタイプ・地域などの市場特性に応じたキャップレートの変動可能性や適正水準に関する知見が蓄積されている。これにより「よくわからないリスク」が縮小し、リスク特性に応じた投資が行われた結果として前述のコメントが発せられているならば、この調整局面を過度に恐れる必要はないのかも知れない。

キャップレート形成要因

当社では、市場キャップレートの将来予測にあたり、代替指標として不動産投資家調査における期待利回り・中央値を取り上げ、構成要素(RF:リスクフリーレート、RP:リスクプレミアム、G:グロース)別に変動要因を明らかにしている(図表3)。それによると、住宅・郊外型SC・物流施設など、テナント特性や契約形態から賃料やCFの上昇余地が小さいアセットタイプでは、投資家は金利上昇に伴うスプレッドの低下を避ける傾向にあり、市場キャップレートは長期・短期金利に連動しやすい(リスクフリーレート要因)。また物件の個別性が大きい都心型専門店・郊外型SC・物流施設(大阪)等では、市場全体の賃貸収益成長性と市場キャップレートとの連動性は小さい(グロース要因)。

このように、市場キャップレートの変動要因はアセットタイプで異なっているが、一方で、ほとんどのアセットタイプの市場キャップレートは、リーマンショック前後はもとよりアベノミクス開始から現在に至るまで、様々な投資環境(国内・国内不動産・海外)の影響を最も強く受けており、リスクプレミアムの調整による変動がその主要因である。そしてこれら分析結果を用いると、当社が採用する中期の経済シナリオのもとでは、例えば物流施設の市場キャップレートは、間もなく横ばいとなり2年以内に上昇に転じると予想される(図表4)。

図表3. キャップレート(期待利回り)の要因別影響度

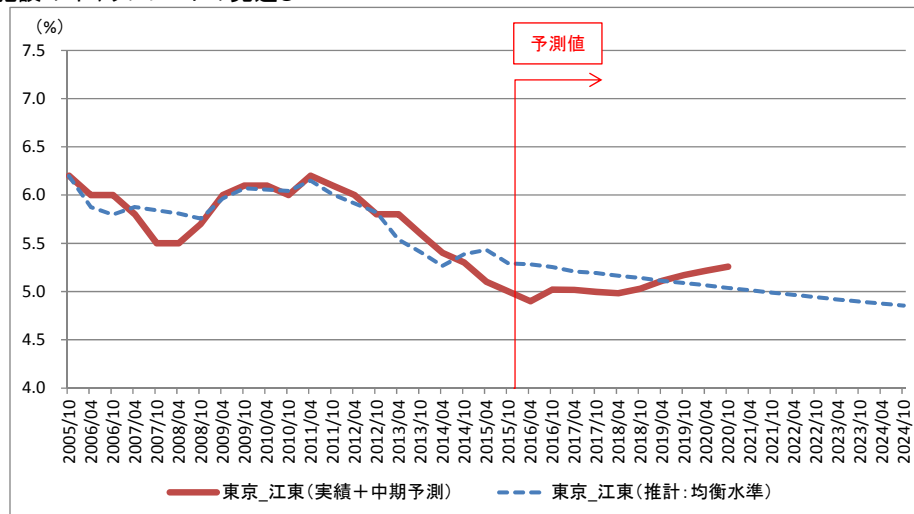
		オフィス		住宅		都心型 専門店		郊外型 SC		物流施設	
		東京	地方	東京	地方	東京	地方	東京	地方	東京	大阪
RF	長期・短期金利	—	—	△	△	—	—	△	△	△	△
	国内投資環境	○	○	○	○	○	○	○	○	△	△
RP	国内不動産投資環境	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	海外投資環境	—	—	○	○	—	—	—	—	○	○
G	マクロ経済成長性	△	△	△	△	△	△	△	△	—	—
	賃貸収益成長性	△	△	△	△	—	—	—	—	△	—

出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産マーケットリサーチレポート／不動産投資市場編(2015年12月発行)」から抜粋
注)○:影響が大きい、△:一定程度の影響がある、—:影響が小さい

このように、市場キャップレートは短期的には投資環境の影響を強く受けるが、一方で、長期的には不動産市場の安定性に連動すると考えられる。当社では、長期的な市場キャップレートの均衡水準を推計するため、市場キャップレート=①RF+②キャッシュフロー変動RP+③流動性RP+④事業RP、と仮定し、モデル分析を行った。なお流動性RPの指標としては、「供給量(投資対象の潤沢さを示す)」および「取引量(換金のしやすさや投資家の厚みを示す)」を採用した。その結果、市場キャップレート水準の6~7割は流動性RPの水準で説明することができた。特に「供給量」は、上述した投資環境の動きとは連動性が低く、また「取引量」も、投資環境が回復すれば再び同一水準に回復する蓋然性が高い(株式市場=企業経営を左右する事業環境の構造変化が激しいのに対し、不動産経営を左右する不動産市場環境の構造変化は緩やか)。

加えて、新しい需要創出と新しい商品開発(=不動産)が進んだ結果、足元で供給量が増加し、取引量も価格の高騰感からやや一服するも、そのポテンシャルが確実に高まっている物流施設・ホテル・高齢者住宅等のアセットタイプにおいては、市場キャップレートの潜在的な水準(ポテンシャル水準)はさらなる低下が見込まれる。上述したモデルの一つである物流施設モデルに、今後の供給量や取引量の見通しを入力しシミュレーションを行うと、例えば東京・江東エリアの物流施設に関する市場キャップレートの均衡水準は、今後10年間で2015.10時点の水準から、さらに50bp程度低下する(図表4)。

図表4. 物流施設のキャップレートの見通し



出所)2016年4月以前の実績値は一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」における期待利回り・中央値、中期予測および均衡水準は三井住友トラスト基礎研究所推計

市場調整局面とその対応

以上のように、今後、国内の景気後退が顕在化すると、市場キャップレートは短期的に上昇するであろう。しかし上述した新しいアセットタイプ・市場等を中心に、投資適格性の高い物件が増加し(供給量拡大)、投資家の多様化に伴い取引量が増え(取引量拡大)、こうした流動性の高まりによって流動性RPが低下し、市場キャップレートは再度低下基調に転じる可能性が高い。

前回の市場調整局面であったリーマンショック前後においては、運用制約の強いクローズドエンド型の私募ファンド等が売り手に回り、その他の投資家もリスク許容度が一律低下し、買い手不在の中で、不動産取引市場は機能不全に陥った。一方現在は、上述のように投資環境や市場のリスク特性を考慮して投資判断を行う投資家の比率が高まっており、一定程度の価格下落(=変動リスク)を織り込んだキャップレート水準で投資が行われている。よってこれら投資家は、本来的には、市場キャップレートの変化に右往左往することなく、売り急ぐ必要性も低い。逆に短期投資家等が売り急ぐ案件を、より有利に取得する機会と捉えている投資家も多い。

この結果、成長の期待されるアセットタイプはもとより、伝統的なオフィスや賃貸マンション等においても、投資家属性の変化およびシフトを伴いながら、緩やかな調整過程(ソフトランディング)が進むと考えられる。なお、リスク特性に応じて投資してきた売り急がない人たちの存在が市場安定化の鍵であり、そのためにも、上述のマクロレベルでの知見に加え、ミクロレベルでも競争力のある物件を見極める目利き力の重要性が一層高まるであろう。

【お問い合わせ】投資調査第1部

<https://www.smtri.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。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。
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。