

# 最近の不動産市場について

## 過熱感がやや強まるも、冷静・選別的視点は維持

経済調査部主任エコノミスト

大和香織

03-3591-1284

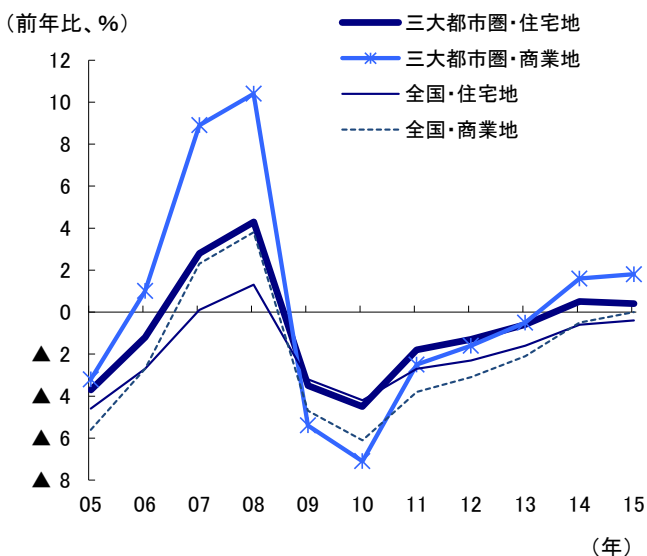
kaori.yamato@mizuho-ri.co.jp

- 都市部の地価が2年連続で上昇するなど、不動産市場の回復基調は続いている。そうしたなか、不動産投資市場では過熱感への懸念も強まっている
- 実際、東京では、地価の上昇が続く中で土地取引が減少に転じる局面に入ったこと、オフィス賃料が理論値よりも上振れつつあることなど、過熱の兆候もみられる
- 一方で、ミニバブル期と比べて、キャップレート（利回り）は東京を除いて高い水準を維持しているほか、地方物件への過度な投資もみられず、比較的冷静に投資対象を選別する視点は維持

### 1. 不動産市場の回復が続き、投資市場では過熱感の指摘も

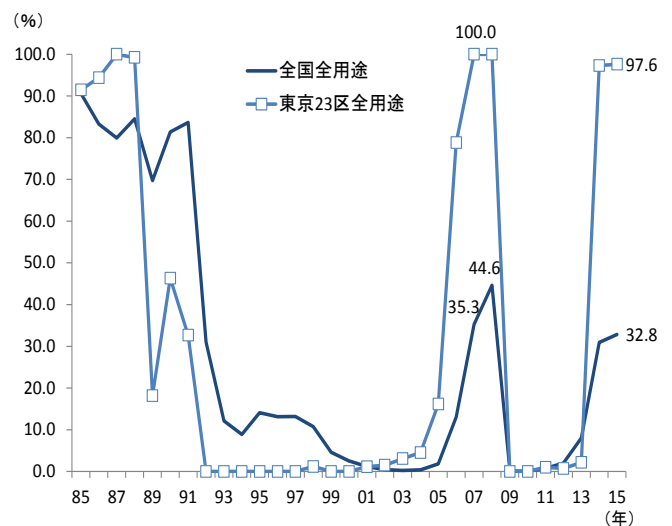
消費増税後に国内経済が落ち込む中でも、不動産市場は回復基調を維持してきた。2015年1月1日時点の地価公示では、三大都市圏で住宅地・商業地とも緩やかながらも2年連続で上昇したほか、地方圏では下落幅の縮小が続いた（図表1）。商業地は全国ベースで前年比±0%と、リーマン・ショック

図表1 地価公示の推移



(資料)国土交通省「地価公示」より、みずほ総合研究所作成

図表2 地価上昇地点比率の推移



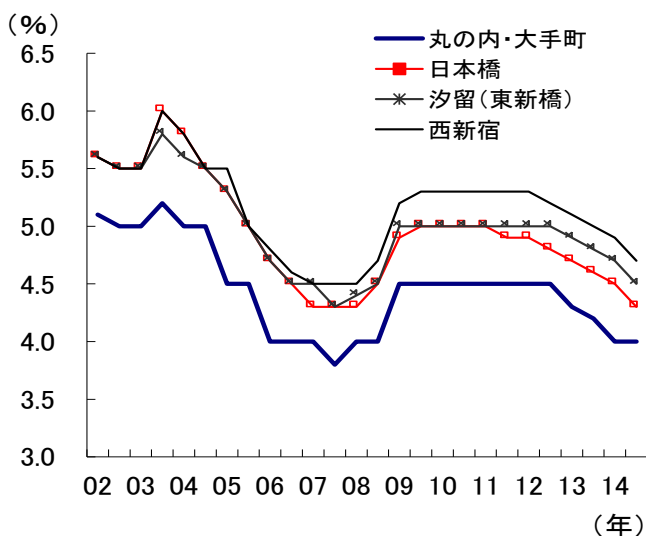
(資料)国土交通省「地価公示」より、みずほ総合研究所作成

ック後初めて下落に歯止めがかかった。また、地価公示の調査地点における上昇地点比率は、全国・全用途で1年前に比べて小幅に上昇(30.9%→32.8%)した(前頁図表2)。なお、過去の地価回復局面と比べると、1990年前後の平成バブル時には80%以上が上昇していたのに対して、2000年代半ばの不動産ミニバブル期には5割弱、今回は3割程度と、時代を経るにつれ回復の波及が小さくなっているという特徴が窺える。東京都区部に限ってみても、平成バブル期、ミニバブル期ともピーク時にはすべての調査地点で地価が上昇していたが、今回の回復局面での上昇地点比率は1年前からほぼ変わらず、わずかではあるが100%を下回っている。

マクロベースの不動産市場の緩やかな回復に対して、東京を中心とする不動産「投資」市場では過熱感を指摘する声が強まっている。投資家が投資の判断基準として用いるキャップレート(期待利回り)(=純収益/不動産価格)の推移をみると、東京主要ビジネス地区のオフィスビルでは2014年10月時点でミニバブル期の最低水準近くまで低下した。純収益を一定とすれば、投資家が想定するキャップレートの低下は不動産価格の上昇につながる(不動産価格=純収益/キャップレート)。

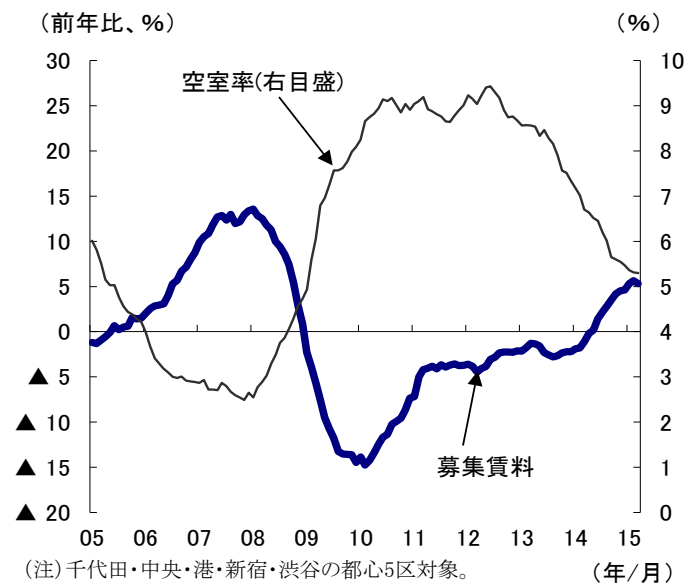
また、そもそも純収益の主要な源泉であるオフィス賃料の想定が高いとの指摘もある。都心部のオフィス募集賃料(三鬼商事調査)は2014年5月に前年比プラスに転じて以降、上昇基調が続いている。過去には空室率6%を下回ることが賃料反転(上昇)の目安とされており、ミニバブル期に賃料が上昇に転じたのは空室率が5.0%まで低下した2005年6月であった。しかし今回の回復局面では、空室率6.5%の段階で賃料が上昇に転じている。オフィスの老朽化等によるミスマッチ拡大が、賃料が反転する空室率水準(自然空室率)を引き上げている可能性もある。とはいえ、募集賃料の設定がファンダメンタルズからかい離していれば、賃料等に基づいて設定される不動産価格も同様に、ファンダメンタルズからかい離している(過熱感が生じている)と考えられる。

図表3 東京ビジネス地区のキャップレート



(注)各地区の標準的なAクラスビルの期待利回り。各年4月・10月調査。  
(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表4 東京都心部オフィスの空室率と賃料



(注)千代田・中央・港・新宿・渋谷の都心5区対象。  
(資料)三鬼商事「オフィスビル市況」

以下では、東京を中心に最近の不動産（投資）市場の回復状況を確認しつつ、過熱感を検証する。具体的には、①マクロベースの不動産価格の回復は需要に見合った動きとなっているか、②オフィス賃料上昇はファンダメンタルズで説明可能か、③投資家に過度なリスクテイクはみられるか、という点に着目し、ミニバブル期との比較を通じて過熱感の程度を考察する。

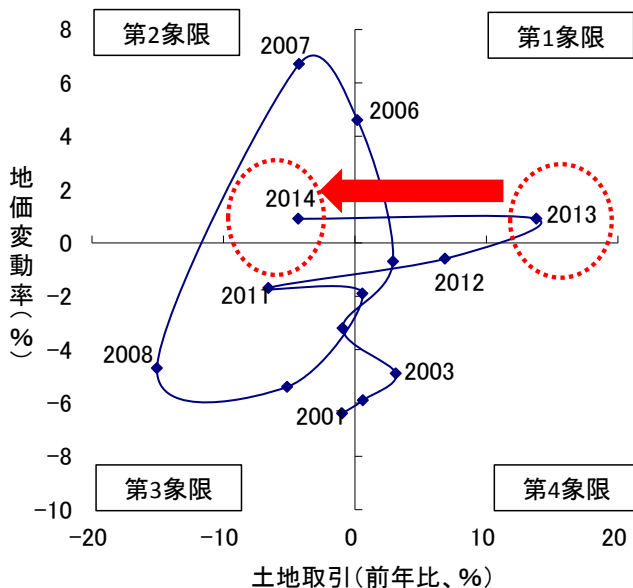
## 2. 過熱感の検証

### (1) 過熱感の兆候がみられるものの、ミニバブル期と比べて軽微

最初に、東京圏の不動産価格と取引量の関係を整理する。井出・倉橋（2011）を参考に地価変動率を縦軸、土地取引件数（土地の売買に伴う移転登記個数）を横軸にとると、各年データは市況の回復（悪化）に応じて反時計回りの動きを示す傾向がある（図表5）。第1象限では景気回復によって取引の増加を伴って地価が上昇する。そのうち将来の価格上昇を見込んで売り惜しみが生じるほか、価格上昇について行けず需要が減退することから、地価上昇が続くなかで取引が減少する第2象限に入る。さらに需要が減少し続けると、価格が下落する第3象限入りする。その後地価下落見通しの下で供給を急ぐ動きが生じて取引が増加に転じ、第4象限に入るという循環を描く。

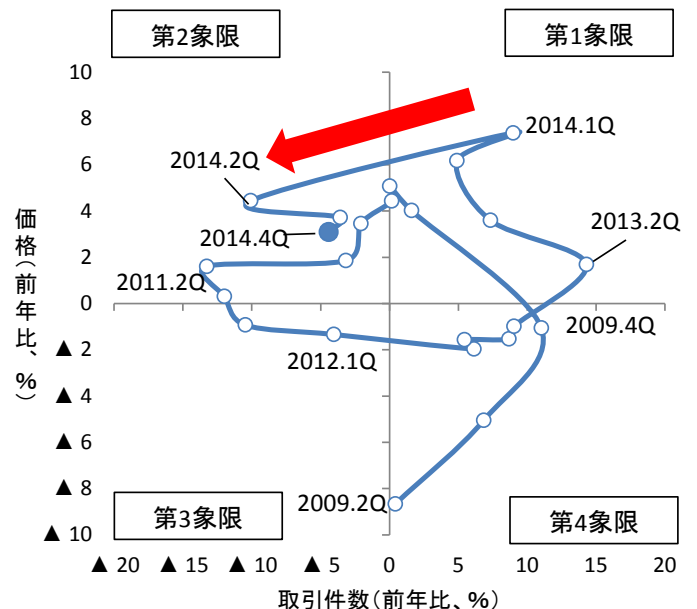
今回地価が回復し始めた2013年は第1象限に位置しており、実需に沿った回復を遂げていたと評価できる。しかし2014年は、土地取引が減少に転じる一方で価格の上昇が続く第2象限入りした。2013年に消費増税前の住宅の駆け込みが生じた反動で2014年に取引が減少した側面もあるが、住宅

図表5 地価変動率と土地取引件数（東京圏）



(注) 地価は翌年1月1日時点の前年比変動率。  
 (資料) 法務省「法務統計月報」、国土交通省「地価公示」より、みずほ総合研究所作成

図表6 中古住宅価格と取引件数（南関東）

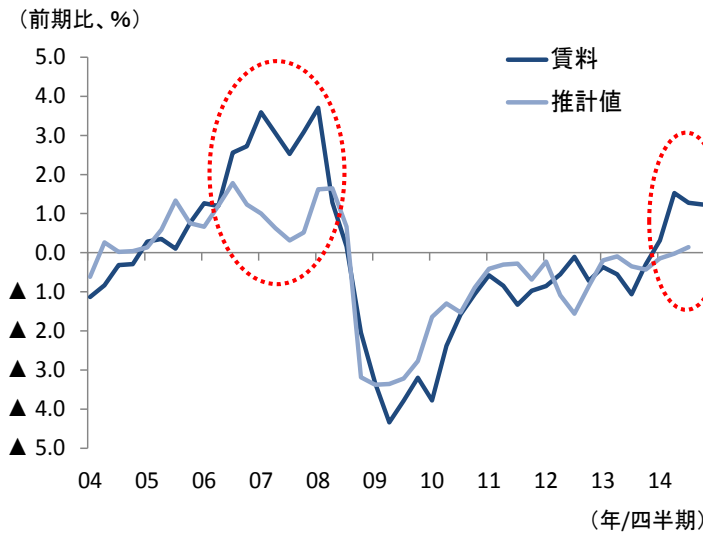


(注) マンション及び戸建住宅。  
 (資料) 国土交通省「不動産価格指数(住宅)」より、みずほ総合研究所作成

の取引を持家の住宅着工戸数とみなして土地取引総数から差し引いても、第1象限から第2象限入りするという動きに変わりはない。需要が価格について行けないという点からは、過熱感が生じていると解釈できる。ただし、前回第2象限入りした2007年と比べて2014年の地価上昇幅は小幅であり、過熱感の程度はミニバブル期ほどには強まっていない。なお、データが住宅のみ、かつ2008年以降に限られるものの、実際に取引された価格を示す「不動産価格指数（住宅）」を用いて取引件数との関係を描くと、2014年第2四半期以降に第2象限入りしていることが確認できる（前頁図表6）。

過熱感をもたらす要因の一つとして、不動産投資市場における賃料（収益）設定の上振れが挙げられる。オフィスの募集賃料は、物価上昇率のほか、需給や企業利益などファンダメンタルズを反映して決定されると考えられる。そこで、東京都心部のオフィス募集賃料について、①企業物価、②空室率、③オフィス生産性（大企業粗利益/オフィス稼働床面積）を説明変数として推計した。その結果、実際の募集賃料は2014年入り頃から推計値を上回って推移しており、ファンダメンタルズに基づく賃料は「高めに」設定されていることが示唆される（図表7）。従って物件価格についても、「高め」に見積もられている可能性がある。ミニバブル期にも推計値を上回る状態が続いており、物件価格の過熱感につながったとみられる。もっとも、1998年以降低下基調が続いていたマクロベースのオフィス生産性（名目GDP/オフィス稼働床面積）は、2015年に入って上昇の兆しを示している（図表8）。東京都心部でもオフィス生産性が上昇すれば、賃料の推計値からのかい離は修正される可能性がある。

図表7 東京ビジネス地区賃料の推計



(注) 推計式は以下の通り。

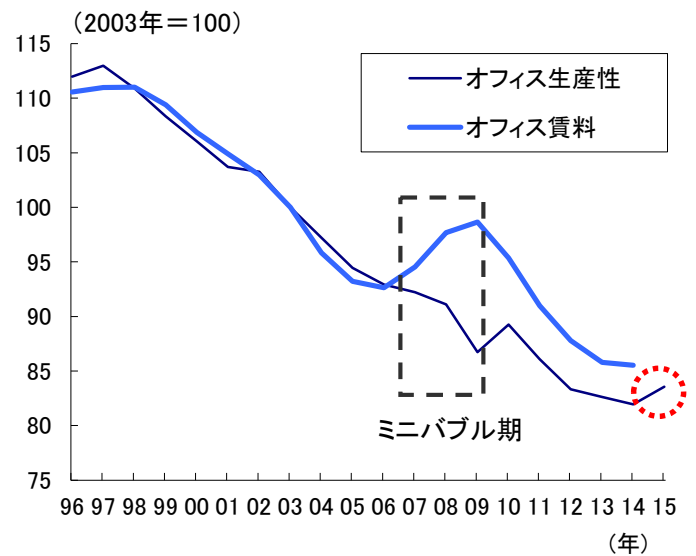
$$d\log(\text{rent}) = -0.025 + 0.392d\log(\text{cgpi}) + 0.022d\log(\text{pro}) - 0.088d\log(\text{vacancy})$$

(t=-2.01) (t=2.80) (t=1.78) (t=-4.98)

rent: 東京ビジネス地区オフィス募集賃料 cgpi: 企業物価(消費税除く)  
 pro: オフィス生産性(=大企業粗利益/東京ビジネス地区オフィス延床面積)  
 vacancy: 東京ビジネス地区空室率(アーモング、次数2、ラグ4、終点制約)  
 推計期間1997年第2四半期～2014年第3四半期 修正決定係数:0.593

(資料) 三鬼商事「オフィスビル市況」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「企業物価指数」より、みずほ総合研究所作成

図表8 マクロのオフィス生産性と賃料



(注) 1. オフィス賃料は企業向けサービス価格指数ベース。

2. オフィス生産性=名目GDP÷全国稼働床面積。稼働面積は三鬼商事の調査対象都市の合計値。

3. 2015年のオフィス生産性は1月の稼働床面積とみずほ総合研究所の2015年1～3月期名目GDP予測値より試算。

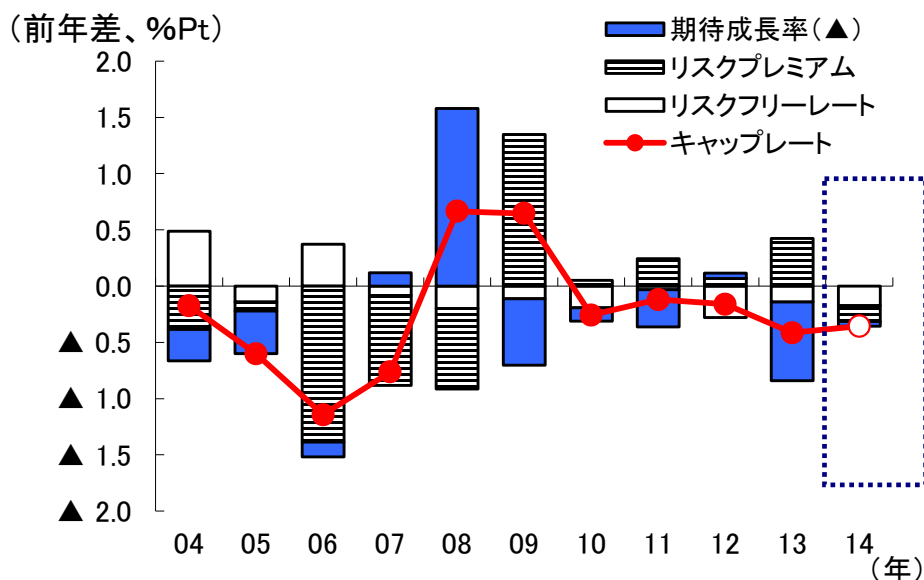
(資料) 日本銀行、内閣府、三鬼商事より、みずほ総合研究所作成

## (2) 投資家のリスク選好に大きな変化はない

前節では、過熱感の一因としてオフィス賃料（収益）の上振れを示した。収益還元法の考え方に基けば、不動産投資市場における価格の決定要因として、キャップレートも挙げられる（不動産価格＝純収益/キャップレート）。そこで次に、最近のキャップレート変動について過熱感がみられるのか考察する。

東京都区部のキャップレート変動について、①リスクフリーレート（10年債利回り）、②不動産から得られる純収益の期待成長率（逆符号）、③リスクプレミアム（キャップレート変動から①及び②を差し引いた残差）に要因分解したのが図表9である。2013年には、期待成長率の上昇がキャップレートの低下につながっていたが、2014年は期待成長率による押し下げはほぼなくなり、リスクプレミアム及び金利（リスクフリーレート）低下がキャップレートの押し下げ要因となっている。リスクプレミアムの低下は、投資家のリスクテイク志向が強まっていることを示すと考えられるが、ミニバブル期（2006～2007年）のリスクプレミアムの大幅な低下に比べると、足元の低下はかなり控え目である。投資家アンケート調査（日本不動産研究所「不動産投資家調査」）におけるリスクプレミアムが2009年4月から2014年10月まで横ばいで推移していることも考慮すれば、2014年時点で投資家のリスク選好に大きな変化はないと解釈できる。

図表9 キャップレート変化の要因分解



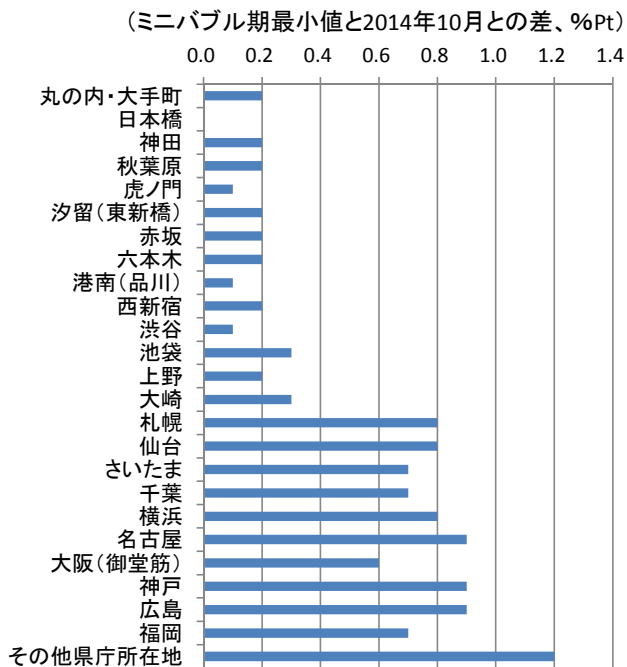
(注) 要因分解は、次の式による。 $P = \text{NOI} / \text{キャップレート}$ 、 $\text{キャップレート} = \text{NOI} / (p = r + \rho - g)$   
 $P$ : 不動産価格(地価)、 $\text{NOI}$ : 純収益(オフィス賃料)、 $r$ : リスクフリーレート(10年債利回り)、 $\rho$ : リスクプレミアム(インプリシット)、 $g$ :  $\text{NOI}$ (賃料)の期待成長率(企業の名目期待成長率)  
 ※キャップレートは、都市未来総合研究所「RENEX」2006年純収益利回り実績6.27%を基準とし、オフィス賃料/地価の伸びを用いて算出  
 (資料) 国土交通省「地価公示」、三井不動産「不動産関連統計集」、都市未来総合研究所「不動産トピックス」(2006年10月)、オフィスビル総研、内閣府「企業行動に関するアンケート調査」等より、みずほ総合研究所作成

### (3) 投資対象を比較的冷静に選別する視点は維持されている

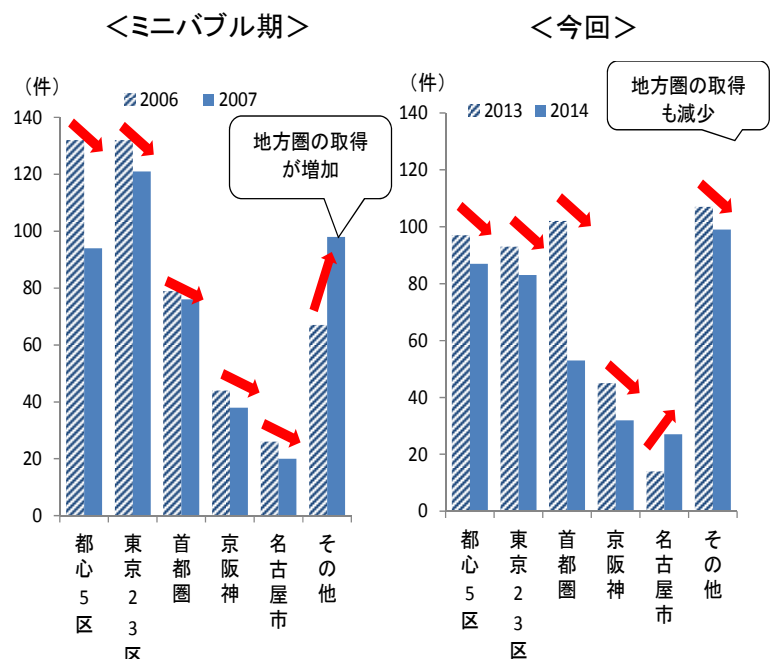
さらに、ミニバブル期と比べて今回の回復局面では、投資対象の選別的視点が維持されているという特徴がある。2014年10月時点のキャップレート水準について、地方都市も含めてミニバブル期的水準と比較しよう。東京の主要ビジネス地区では、概ねミニバブル期の最低水準近くまで低下する一方で、東京以外の各都市部では、ミニバブル期的水準から1%Pt弱程度上回っていることが確認できる(図表10)。つまり、ミニバブル期と比べて、東京以外では過熱感とは程遠い状況にある。

東京とそれ以外との温度差は、JREITの資産取得動向からも確認できる。ミニバブル期の2006年から2007年にかけて、JREITは価格上昇等により三大都市圏の資産取得が困難になったことから、地方圏での物件取得を拡大させた様子が窺える。他方、今回は、2013年から2014年にかけて名古屋を除き、都市部でも地方圏でも物件取得が減少している。JREITは設定利回り(キャップレート)の水準を重視する傾向があり、都市部で物件価格の相場が上昇すると設定利回りを確保できる物件がなくなり、地方圏での取得拡大誘因が強まる。ミニバブル期にはその結果地方物件の取得が拡大したが、今回は地方圏での取得に対して慎重姿勢を崩していないようだ。なお、地方圏での取得水準がミニバブル期よりも今回の方が高くなっているのは、アセットタイプがオフィス中心だった過去に比べて、物流やホテル、商業、ヘルスケア等に広がったことによる。

図表10 キャップレート水準  
(ミニバブル期との比較)



図表11 JREITの取得資産の地域別内訳



(注)各地区標準的なAクラスビルの期待利回り。  
(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」より、みずほ総合研究所作成

(注)都心5区は中央・千代田・港・新宿・渋谷、東京23区は都心5区を除く、首都圏は都心5区・東京23区を除く。  
(資料)適時開示情報をもとに、みずほ総合研究所作成

不動産取引価格の動きからは、東京都心部で価格上昇テンポが強まる一方、東京 23 区でも中心部以外ではミニバブル期と比べて価格上昇が限定的となっていることが分かる。中古住宅の不動産取引価格（ヘドニック法により立地条件等の要因を調整）<sup>1</sup>の推移を東京都心 3 区（千代田・中央・港）、中心 6 区リング（新宿・渋谷・豊島・品川・文京・台東）、周辺 14 区（都心 3 区・中心 6 区リング以外）、埼玉・神奈川の別に整理する（図表 12）。それによると、2014 年の中古マンション取引価格は都心 3 区、中心 6 区でミニバブル期（2006～2007 年）並み、もしくはそれを上回る上昇率を示す一方、周辺 14 区、埼玉・神奈川の上昇率は小幅にとどまっている。また、2014 年の宅地・建物（中古戸建）の取引価格については、都心 3 区以外の上昇率が 1 ケタにとどまり、埼玉・神奈川ではマイナス推移となっている。不動産価格上昇は東京でも中心地に集中しており、都心周辺部ではミニバブル期に比べて過熱感は乏しい。

### 3. まとめ

以上みてきたように、過去1年間の東京を中心とする不動産市場の過熱感の兆候として、①土地取引が減少するなかで地価上昇が続く局面入りしたこと、②オフィス賃料の上昇が理論値から上振れ始めていることが観察された。ただし、ミニバブル期と比べて地価の上昇幅は小さい。また2015年はオフィス生産性が改善に転じるとみられることから、今後のオフィス賃料はファンダメンタルズを反映した（理論値に近い）改善を辿る可能性がある。

図表12 不動産取引価格（住宅）の変化

（前年比、%）

	中古マンション				宅地・建物			
	都心3区	中心6区 リング	周辺14区	埼玉・ 神奈川	都心3区	中心6区 リング	周辺14区	埼玉・ 神奈川
2006	12.8	1.2	11.0	13.4	0.3	14.3	6.7	2.7
2007	7.7	11.0	8.0	8.2	39.0	6.7	11.3	7.6
2008	-5.1	-5.1	-6.2	-5.2	-19.4	-15.1	-14.6	-7.3
2009	-2.4	2.6	-2.3	-0.8	-2.3	-4.1	-8.1	-4.8
2010	5.0	0.3	5.3	11.1	-6.1	-1.2	5.7	0.2
2011	0.9	-4.8	-3.7	-2.2	8.4	-2.2	-3.3	-3.0
2012	-4.2	4.5	1.4	-2.0	-16.0	4.5	1.2	-0.9
2013	12.4	6.5	6.4	7.9	20.3	7.7	2.1	2.5
2014	17.0	10.3	5.1	4.0	16.3	2.1	6.5	-1.8

(注) 1. 「都心3区」は千代田区・中央区・港区、「中心6区リング」は新宿区、渋谷区、豊島区、品川区、文京区、台東区、「周辺14区」は都心3区・中心6区リング以外。

2. 埼玉・神奈川はさいたま市・横浜市・川崎市のデータ。各年第4四半期の前年比(2014年のみ第3四半期)。

3. 色付けは15%以上の場合に赤、0%の場合に白、-15%以下の場合に青とし、その間をグラデーションとした。

4. 国土交通省が提供する「不動産取引価格情報」を基に、「不動産価格指数(住宅)」の計算法に準じて、時間ダミー変数モデル型のヘドニック回帰法により地域別の不動産取引価格を推計した(取得できない変数があるため、「不動産価格指数(住宅)」の推計手順と完全には同一ではない)。

(資料) 国土交通省「不動産取引価格情報」、「不動産価格指数(住宅)」によりみずほ総合研究所作成

一方で、投資市場が比較的冷静さを保っている様子も窺えた。すなわち、ミニバブル期と比べて、①投資家のリスク選好の強まりはみられず、②キャップレートは東京を除いて高い水準にあり、③JREITの資産取得は地方へ広がり過ぎておらず、④不動産価格の上昇は東京中心部を除くと小幅にとどまっている。これらのことから、不動産投資に過度なリスクテイクはみられず、投資対象を比較的冷静に選別する視点が現時点では維持されていると考えられる。そうした視点が維持されている限り、不動産市場は緩やかな回復が続くだろう。

もちろん、本稿で用いたデータは主に2014年までであるため、足元の状況を捉えきれていない可能性はある。実際、みずほ総合研究所が実施した金融機関・投資会社へのヒアリングでは、2014年末ないし2015年に入ってから、不動産投資市場で過熱への警戒感が強まっているとの声も聞かれた。世界的な超緩和状態が持続するなか、2014年には外資による国内不動産取得の動きが強まっている（CBRE、都市未来総合研究所調査など）ことも注目される。今のところ日本への投資は年金や生命保険会社、ソブリンウェルスファンド等、長期的資金が中心となっているようだが（ANREV調査など）、投機的な動きが広がる素地は残されている。本稿で確認された、投資対象の選別的視点が維持され続けるのかどうか、今後も注視していく必要がある。

#### <参考文献>

井出多加子・倉橋透（2011）『不動産バブルと景気』（日本評論社）

祝迫得夫・小野有人・齋藤周・徳田秀信（2014）「日本の家計のポートフォリオ選択：居住用不動産が株式所有に及ぼす影響」（一橋大学経済研究所ワーキングペーパーシリーズ No. 17）

都市未来総合研究所（2015）「不動産売買実態調査」

ANREV（2015）「投資家意向調査 2015」

CBRE（2015）「ジャパンインベストメントマーケットビュー Q4 2014」

---

<sup>1</sup> 図表 12 で使用した不動産価格指数は、祝迫・小野・齋藤・徳田（2014）による研究の一環として作成されたデータである。