

不動産投資短期観測調査

第 28 回調査結果の概要

『日本の不動産投資市場の現状と予測』

～2019 年 12 月予想、バブル越え更新～

調査時点（2019 年 6 月）

調査主体¹

川口有一郎（早稲田大学大学院経営管理研究科教授）

事務局：早稲田大学大学院川口研究室（渡部光章・諏訪部雅美）

協力 一般社団法人不動産証券化協会

調査対象者

有効回答 49 社（回答率 14%×調査票配布 330 社）

回答期間

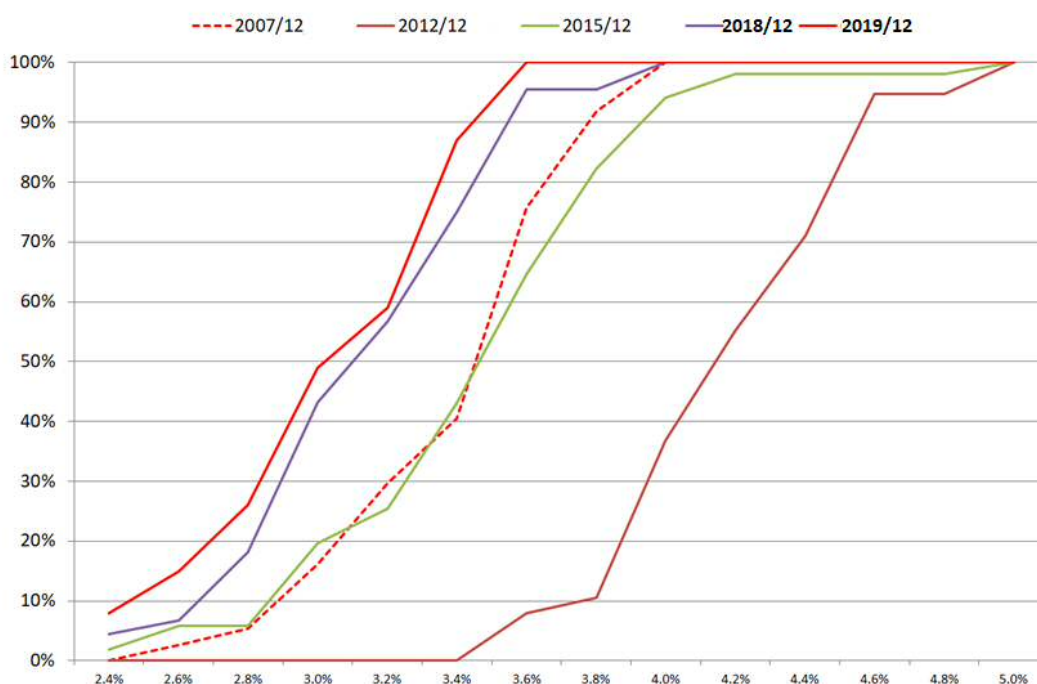
2019 年 6 月 1 日～2019 年 6 月 15 日

¹ 本調査の目的：日本における不動産投資市場の現状と先行きについて明らかにします。また、それを通じて日本の不動産市場の予測可能性およびリスク管理に関する学術研究のための基礎資料を得ることを目的としております。また、調査データを市場参加者全員が共有することにより合理的な不動産投資市場の育成に寄与することを目的としております。

『2019年12月予想、バブル越え更新』(第28回調査(2019年6月実施))

住宅や不動産の価格や利回りの指標および関連するマクロ経済指標の多くが住宅や不動産の価格にバブルが含まれることが示唆されています。筆者はそう考えています。日本の多くの人はそのように考えていないようですが、米国のアカデミックジャーナル *Real Estate Economics* 2019年版には米国のREITと不動産価格が高すぎるという論文が掲載されています。今回の不動産短観調査の結果の詳細は4ページ以降に示すとおりですが、今回の調査で明らかになったことの一つは、日本の不動産投資市場の「バブル越え」がさらに更新されたことです。図1は12月の期待キャップレートの予測値の累積頻度の推移を示すグラフです。グラフの横軸は期待キャップレートの予測値(2.4%~5.0%)、縦軸は各予測値に関する回答者の累積頻度(0%~100%)です。

12月の期待キャップレート予想の推移(オフィス大丸有Aクラス:2007~2019)



(出典 不動産短観調査より筆者作成)

グラフの横軸は期待キャップレートの予測値(2.4%~5.0%)、縦軸は各予測値に関する回答者の累積頻度(0%~100%)である。2015年12月予測値は前回のバブル時2007年12月予測値とほぼ同じであったが、その後はバブル越えを更新し、今回の2019年12月予測値はさらに圧縮した。

図1 12月の期待キャップレートの予測値の累積頻度の推移

図1に示すように、2015年12月予測値は前回のバブル時2007年12月予測値とほぼ同じでしたが、その後はバブル越えを更新し、今回の2019年12月予測値はさらに圧縮しました。賃貸純収入(NOI)の予想が一定であれば、期待キャップレートの予測値が圧縮する

ことは、今年の12月に向けて不動産価格は上昇するものと予想されている、と解釈できません。

本調査は本年6月に実施されたので、回答者が10月の消費増税の影響をどのように織り込んだのかは不明ですが、過去の経験から、不動産投資市場への消費増税の影響はほとんどありません。ただし、過去と現在とでは、内需に支えられる日本経済という点が異なります。米中の貿易戦争、日韓関係の悪化、北朝鮮の非核化協議、中東戦争のリスク、および香港動乱など、外需を引き下げる要因は少なくありません。現在の日本の景気は、内需の好調に支えられているので、外需がへこんでも内需が支えるという構図になっています。消費増税は内需には負のインパクトを与えますが、今回の増税が内需にどの程度のインパクトをもたらすのかは誰にも予測できません。こうした将来の不確実性を前提にして不動産短観調査に回答していただいているので、本調査の結果には、なんらかの形でこれらの不確定性が織り込まれています。そして、期待キャップレート予測値は12月に向けて不動産価格が上昇することを示唆しています（ただし、以下に示すように、ホテルセクターの価格上昇期待は大きく減少しました。これはホテル需要の減退ということではなくホテルが短期的に大量に供給されることに起因する。筆者はそうみています）。

さて、不動産投資市場のバブル越えについて話を戻します。前回のバブル時のピークを越えてキャップレートの圧縮が継続している一つの理由として、日本銀行のマイナス金利政策によるものであると考える人は少なくないでしょう（そのうえ、不動産好況にもかかわらず日銀は依然としてJ-REITの直接購入を継続しています）。期待キャップレートは期待収益率から期待成長率を差し引いたものなので、中央銀行が安全利子率をゼロあるいはマイナスにするとその分だけ平行移動するように期待収益率（=安全利子率+期待リスクプレミアム）が減少するので、期待リスクプレミアムと期待成長率が一定であれば、その結果として期待キャップレートが圧縮するのは自然であると考えられる人が多いと思います。

これは直接還元法およびその元となっているゴードン型定成長モデルを前提にすれば間違った考え方ではありません。これらでは、期待収益率および期待成長率は永久に一定であると仮定されているからです。しかし、現実の市場では、これらを仮定することはできません。期待収益率および期待成長率の時間変化を許す動学的なDCF法を用いなければなりません²。そもそも収益還元法（直接還元法およびその元となっているゴードン型定成長モデル）において価格の変動を説明する要因は1つだけです。収益の変動だけが価格の変動を説明します。これに対して、価格変動の実際の要因は、収益の変動だけではなく、安全利子率、期待リスクプレミアム、および期待成長率の変動などです。

前回のバブル時のピークを越えてキャップレートの圧縮が継続しているもう一つの理由として、たとえば、オフィス賃貸市場の好調さが指摘されています。たとえば、三鬼商事の東京ビジネス地区の既存ビルのサイクル（空室率および賃料）は今年7月に2007年7月

²動学的なDCF法を賃貸住宅市場に適用した実証研究は拙稿（不動産エコノミクス、清文社）に掲載されています。

と並び、その後 8 月、9 月も好況が継続しています。これは、この地区のオフィスビルの収益向上が継続していることを意味します。ビルの価格が上昇しています。そこでは、他の条件が一定であれば、キャップレートが減少します。

以上をまとめると、図 1 の今年 12 月の期待キャップレートの予測値の累積頻度を 2007 年 12 月予測値と比較して「バブル越え」と言えますが、その背後にある、収益、安全利子率、期待リスクプレミアム、および期待成長率の変動などを勘案すると、現状の不動産投資市場にはバブルはない、あったとしてもバブルは問題視するほどの大きさではない、このような理解が現在の不動産市場のコンセンサスだと思います。

ところで、前回の 12 月の期待キャップレートの予測値が 2007 年 12 月にピークとなった原因は、その後にリーマンショックなどをトリガーとする世界金融危機、これにより資金の流動性がいっきよに消失したからですが、当時の不動産ファンダメンタルズには何も問題がありませんでした。歴史には「もし・・・」はありませんが、もし 2008 年・2009 年に資金の流動性が枯渇していなければ、期待キャップレートの予測値は 2018 年および 2019 年の水準にまで圧縮したかもしれません。

現在、日本の不動産投資ビジネスは好調であり、国内外のマネーが日本の不動産を追いかける(chase)という状況がつづいています。また、世界各国の中央銀行は資金の流動性を高めるような金融政策を指向しています。少なくとも、今後数年はマネーのマーケットが縮小するようなことはないように思います。こうした状況が続けば、不動産投資市場の「バブル越え」は今後も更新されると考えられます。

一方で、日銀のマイナス金利などの金融政策が限界に達していると指摘する有識者は少なくありません。また、上記で述べた要因による世界的な景気後退の可能性が高まっているという認識も市場のコンセンサスとなっています。

いつものことではありますが、不動産市場のバブルの崩壊は、不動産市場の外部におけるイベントがトリガーとなります。不動産が、産業の核ではなく、その周辺産業であることを思い起こすとこれは当然です。現在、第四次情報革命の真ただ中にあり、産業のコアに大きな変化が起きています。周辺(peripheral)としての不動産には、今後、これらのコアの大きな変化の影響が出てくることが予想されます。『バブル越えを更新』という表現にはこうした変化の兆しが今回の調査結果には含まれていることを意味します。次ページ以降の詳細なデータからこのことも読み取って頂ければ筆者にとって望外の喜びです。

(以上)

[A. 投資家に関する項目]

本調査³にご回答いただいた匿名の回答者の不動産投資に関する過去半年の経験は次の通りです（複数選択可能）。

1. 購入	35 (78%)
2. 売却	23 (51%)
3. 投資判断（購入や売却にまで至らなかった）	25 (56%)
4. その他（ ）	3 (7%)

[B. 判断項目]

⑤ 貴社の業況（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.良い	最近 35(74%)	半年後 33(70%)
	2.さほどよくない	12(26%)	14(30%)
	3.悪い	0(0%)	0(0%)
⑥ 不動産市況（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.良い	最近 41(85%)	半年後 37(77%)
	2.さほどよくない	7(15%)	11(23%)
	3.悪い	0(0%)	0(0%)
⑦ 金融機関の貸出態度（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.良い	最近 17(35%)	半年後 14(29%)
	2.さほど厳しくない	30(61%)	32(65%)
	3.悪い	2(4%)	3(6%)
⑧ 不動産の仕入れ価格（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.上昇	最近 24(49%)	半年後 13(27%)
	2.もちあい	25(51%)	35(71%)
	3.下落	0(0%)	1(2%)
⑨ 不動産の売却価格（この調査項目は日銀短観調査の結果と比較するためのものです。それぞれ一つずつ選択してください。）	1.上昇	最近 23(47%)	半年後 11(22%)
	2.もちあい	26(53%)	38(78%)
	3.下落	0(0%)	0(0%)
⑩ 6ヶ月後の金利（10年国債利回り）を予想してください。（下記の「6ヶ月後のキャップレート」の想定において、この金利予測をご利用ください。）	1.上昇	1(12%)	
	2.もちあい	44(90%)	
	3.下落	4(8%)	

³ 調査に回答する場合には匿名での回答となります。本調査の協力者リストは非開示です。また、回答時には匿名回答方式を導入していますので、回答者が誰であるかを特定することは不可能です。匿名方式でない投資家利回り調査の結果には、バイアスの存在が確認されています。

[C. 投資利回り項目]

本調査では不動産投資家に対して 90 種類の商業用不動産（オフィスビル（A クラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、物流施設（シングルテナント、マルチテナント）、ビジネスホテル、ヘルスケア施設（有料老人ホーム））について、次の利回りを調べています。

- ①「**期待 IRR**」…現在の IRR（アンレバレッジ）（レバレッジ前の総合期待収益率、DCF 法における割引率）
- ②「**期待キャップレート**」…現在（2019 年 6 月）のキャップレート
- ③「**フォワードキャップレート**」…半年後（2019 年 12 月）のキャップレート

これらの利回りに関する詳細データ—全ての原データ含む—は、本調査に回答した匿名の回答者への限定開示という方法を採用しています。以下では、これらの利回りに関するデータを用いて、日本の商業用不動産投資の現状と将来展望を理解するために必要な概要のみを公表します。なお、本報告の数値は各カテゴリーの回答の「**中央値**」を用いています。回答のばらつき（分散や標準偏差）については一般には公開しておりません⁴ので結果の解釈に際しては中央値である点にご注意ください。

また、上記①～③の中央値を用いて次の二つの値を求めています。

「**期待リスクプレミアム**」＝期待 IRR（上記①）－リスクフリーレート

「**期待成長率**」＝期待 IRR（上記①）－期待キャップレート（上記②）

ここで、リスクフリーレートは **10 年物国債利回り**です。今回は、調査時点 2019 年 6 月の **10 年物国債利回り-0.165%**を用いて期待リスクプレミアムを算出しました。なお、前回の 27 回調査では、調査時点の 10 年物国債利回り-0.01%を用いて期待リスクプレミアムを算出しています。前回と今回の期待リスクプレミアムを比較する際にはこの点に注意してください。

最後に、本調査における NOI の期待成長率には次の二つがあります。

④「**インプライド期待成長率**」＝上記の計算により求められるもの（中央値）

⑤「**アンケートによる期待成長率**」＝今後 10 年間を見通したときの各ビルの NOI の期待成長率 (expected growth rate) の回答結果（中央値）

なお、これらの格差（⑤－④）は、評価における誤差（Valuation Error）の参考情報として利用できるでしょう（下記の表 0-1、表 0-2 参照）。

⁴ 匿名の回答者にのみ開示しています。

上記の2種類のNOI期待成長率の調査結果を表0-1および表0-2に示す(なお、これらの表のインプライド期待成長率と表1~9の値とは異なるので注意のこと)。

表0-1 オフィスビルと賃貸住宅のNOI期待成長率

オフィスビル	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
丸の内・大手町Aクラス	0.20%	0.50%	0.30%
日本橋(日本橋周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
神田(神保町周辺)	0.30%	0.40%	0.10%
虎ノ門(虎ノ門駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
汐留(汐留周辺)	0.25%	0.50%	0.25%
赤坂・溜池	0.20%	0.50%	0.30%
六本木(六本木駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
港南(品川駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
西新宿(東京都庁周辺)	0.25%	0.50%	0.25%
渋谷(渋谷駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
池袋(池袋駅周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
上野(上野広小路周辺)	0.20%	0.50%	0.30%
大崎(大崎駅周辺)	0.20%	0.40%	0.20%
恵比寿	0.20%	0.40%	0.20%
さいたま(大宮駅周辺)	0.20%	0.20%	0.00%
千葉(海浜幕張駅周辺)	0.20%	0.20%	0.00%
横浜(横浜駅西口周辺)	0.20%	0.20%	0.00%
札幌(駅前大通り)	0.20%	0.25%	0.05%
仙台(青葉通り)	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋(名駅周辺)	0.25%	0.30%	0.05%
大阪	0.30%	0.30%	0.00%
福岡(天神地区)	0.20%	0.50%	0.30%

賃貸住宅(ワンルーム)	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京城南*	0.20%	0.20%	0.00%
東京城東**	0.20%	0.20%	0.00%
東京港区***	0.20%	0.20%	0.00%
札幌	0.20%	0.20%	0.00%
仙台	0.20%	0.20%	0.00%
さいたま	0.20%	0.20%	0.00%
千葉	0.20%	0.20%	0.00%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.20%	0.20%	0.00%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%
賃貸住宅(ファミリー)	インプライ	アンケート	格差
東京城南*	0.20%	0.20%	0.00%
東京城東**	0.20%	0.20%	0.00%
東京港区***	0.20%	0.20%	0.00%
札幌	0.20%	0.20%	0.00%
仙台	0.20%	0.20%	0.00%
さいたま	0.20%	0.20%	0.00%
千葉	0.20%	0.20%	0.00%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.20%	0.20%	0.00%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

*目黒、世田谷区 **墨田、江東区 ***麻布・赤坂・青山

表0-2 店舗、ホテル、物流、ヘルスケアのNOI期待成長率

都心型商業店	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
銀座*	0.25%	0.50%	0.25%
表参道**	0.25%	0.50%	0.25%
札幌	0.20%	0.30%	0.10%
仙台	0.20%	0.25%	0.05%
さいたま	0.20%	0.20%	0.00%
千葉	0.20%	0.20%	0.00%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.30%	0.10%
大阪	0.20%	0.30%	0.10%
神戸	0.30%	0.30%	0.00%
広島	0.30%	0.25%	-0.05%
福岡	0.20%	0.30%	0.10%

*銀座中央通り沿い **渋谷区の表参道沿い

郊外ショッピングセンター	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京*	0.20%	0.20%	0.00%
札幌	0.20%	0.20%	0.00%
仙台	0.20%	0.20%	0.00%
さいたま	0.20%	0.10%	-0.10%
千葉	0.10%	0.13%	0.02%
横浜	0.20%	0.20%	0.00%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
神戸	0.20%	0.20%	0.00%
広島	0.20%	0.20%	0.00%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

*東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い

ビジネスホテル	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京	0.20%	0.50%	0.30%
札幌	0.20%	0.40%	0.20%
仙台	0.30%	0.40%	0.10%
名古屋	0.25%	0.65%	0.40%
大阪	0.20%	0.30%	0.10%
福岡	0.20%	0.30%	0.10%

物流(シングルテナント)	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
湾岸部	0.20%	0.35%	0.15%
内陸部	0.20%	0.28%	0.07%
名古屋	0.20%	0.20%	0.00%
大阪	0.20%	0.20%	0.00%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

物流(マルチテナント)	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
湾岸部	0.20%	0.50%	0.30%
内陸部	0.20%	0.50%	0.30%
名古屋	0.20%	0.35%	0.15%
大阪	0.20%	0.25%	0.05%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

ヘルスケア	NOI期待成長率		
	インプライ	アンケート	格差
東京	0.20%	0.25%	0.05%
神奈川	0.20%	0.25%	0.05%
福岡	0.20%	0.20%	0.00%

1. オフィスビルの現状

現在のオフィスビルの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 1 の通りです。

表 1 オフィスビルの現状 (2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
丸の内・大手町	3.5	3.2	337	30	3.2
日本橋(日本橋周辺)	3.7	3.5	367	20	3.5
神田(神保町周辺)	4.0	3.8	397	20	3.8
虎ノ門(虎ノ門駅周辺)	3.9	3.7	387	20	3.6
汐留(汐留周辺)	4.0	3.8	397	20	3.8
赤坂・溜池	3.9	3.7	387	20	3.6
六本木(六本木駅周辺)	3.9	3.6	377	30	3.6
港南(品川駅周辺)	4.0	3.8	392	25	3.7
西新宿(東京都庁周辺)	4.0	3.7	390	27	3.7
渋谷(渋谷駅周辺)	3.9	3.6	377	30	3.6
池袋(池袋駅周辺)	4.3	4.0	417	30	4.0
上野(上野広小路周辺)	4.3	4.1	427	20	4.1
大崎(大崎駅周辺)	4.1	4.0	417	10	4.0
恵比寿	4.0	3.8	397	20	3.8
さいたま(大宮駅周辺)	5.0	4.9	510	7	4.9
千葉(海浜幕張駅周辺)	5.3	5.2	537	10	5.2
横浜(横浜駅西口周辺)	4.8	4.7	485	12	4.6
札幌(駅前通り)	5.5	5.3	547	20	5.3
仙台(青葉通り)	5.6	5.3	547	25	5.3
名古屋(名駅周辺)	5.0	4.8	492	25	4.7
大阪	4.7	4.5	467	20	4.5
福岡(天神地区)	5.0	4.5	467	50	4.5

注：IRR は期待です。

1-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（オフィスビル：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均2ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別のこの変化は図1の通りです。調査対象22地区のうち10地区の期待キャップレートが圧縮しました。

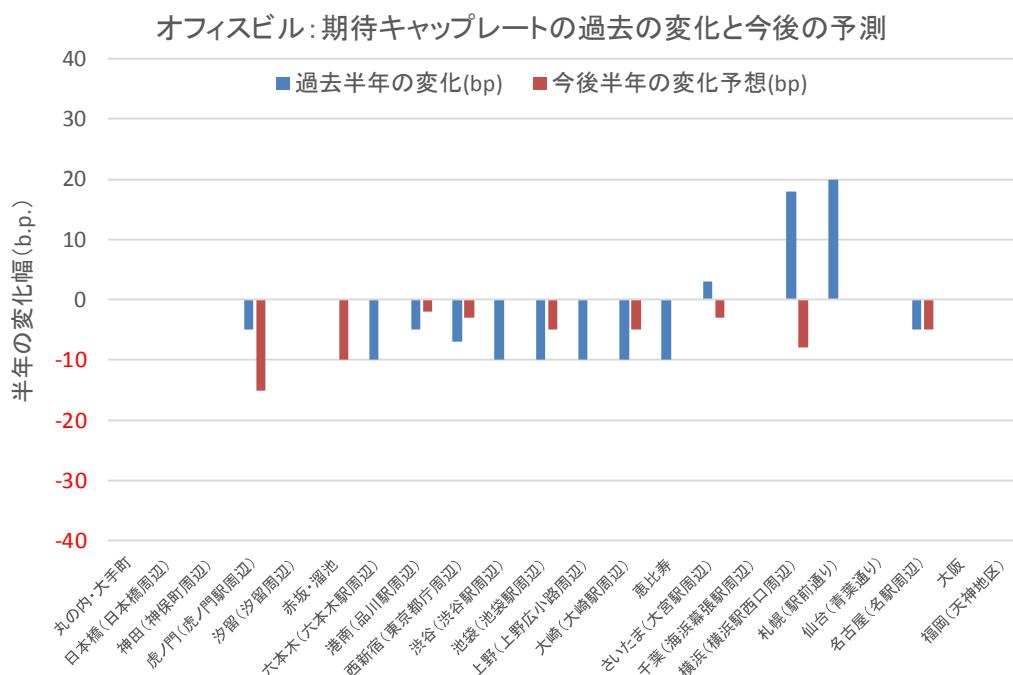


図1 オフィスビルの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

1-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（オフィスビル：2019年6月現在）

調査対象22地区のうち13地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、9地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

1-3. 期待リスクプレミアム（オフィスビル：2019年6月現在）

オフィス（Aクラス）の期待リスクプレミアムは、337bp以上です。東京地区は337bp～427bp、それ以外の地域は467bp～547bpという水準です。

1-4. 期待成長率（オフィスビル：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は7bp～50bpです。

2. 賃貸住宅（ワンルーム）の現状

現在の賃貸住宅（ワンルーム）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 2 の通りです。

表 2 賃貸住宅（ワンルーム）の現状（2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
城南地区(目黒区・世田谷区)	4.3	4.1	427	20	4.1
城東地区(墨田区・江東区)	4.5	4.3	445	22	4.3
港区の「麻布・赤坂・青山」地区	4.2	4.0	417	20	4.0
札幌	5.5	5.4	552	15	5.3
仙台	5.6	5.5	562	15	5.3
さいたま	5.3	5.0	517	30	5.0
千葉	5.4	5.3	542	10	5.2
横浜	5.0	4.8	497	20	4.8
名古屋	5.3	5.0	517	25	5.0
大阪	5.0	4.8	497	20	4.8
神戸	5.5	5.2	540	27	5.2
広島	6.0	5.6	577	40	5.5
福岡	5.2	5.0	517	20	5.0

注：IRR は期待です。

2-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ワンルーム）：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均でみて横ばいでした。地域別の変化は図2の通りです。調査対象13地区のうち3地区の期待キャップレートが圧縮しました。

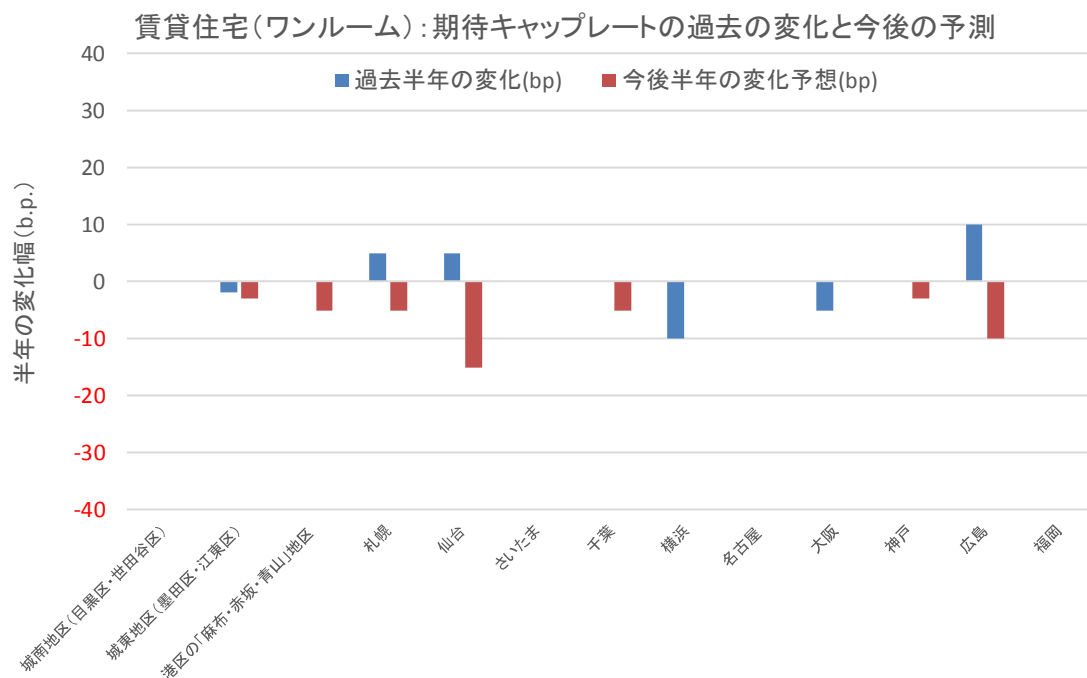


図2 賃貸住宅（ワンルーム）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

2-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ワンルーム）：2019年6月現在）

調査対象13地区のうち6地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、7地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

2-3. 期待リスクプレミアム（賃貸住宅（ワンルーム）：2019年6月現在）

賃貸住宅（ワンルーム）の期待リスクプレミアムは、417bp以上です。東京地区は417bp～445bp、それ以外の地域は497bp～577bpという水準です。

2-4. 期待成長率（賃貸住宅（ワンルーム）：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は10bp～40bpです。

賃貸住宅（ファミリー）の現状

現在の賃貸住宅（ファミリー）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 3 の通りです。

表 3 賃貸住宅（ファミリー）の現状（2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
城南地区 (目黒区・世田谷区)	4.4	4.2	437	20	4.2
城東地区 (墨田区・江東区)	4.6	4.4	457	20	4.4
港区の「麻布・赤坂・青山」地区	4.3	4.0	417	25	4.0
札幌	5.6	5.5	567	10	5.4
仙台	5.7	5.5	567	20	5.5
さいたま	5.4	5.2	537	15	5.2
千葉	5.4	5.3	547	10	5.3
横浜	5.0	4.9	507	10	4.9
名古屋	5.4	5.1	522	30	5.0
大阪	5.1	4.9	507	20	4.9
神戸	5.6	5.3	547	30	5.3
広島	6.0	5.7	582	35	5.5
福岡	5.3	5.0	517	30	5.0

注：IRR は期待です。

3-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ファミリー）：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均でみて横ばいでした。地域別の変化は図3の通りです。調査対象13地区の2地区の期待キャップレートが圧縮しました。

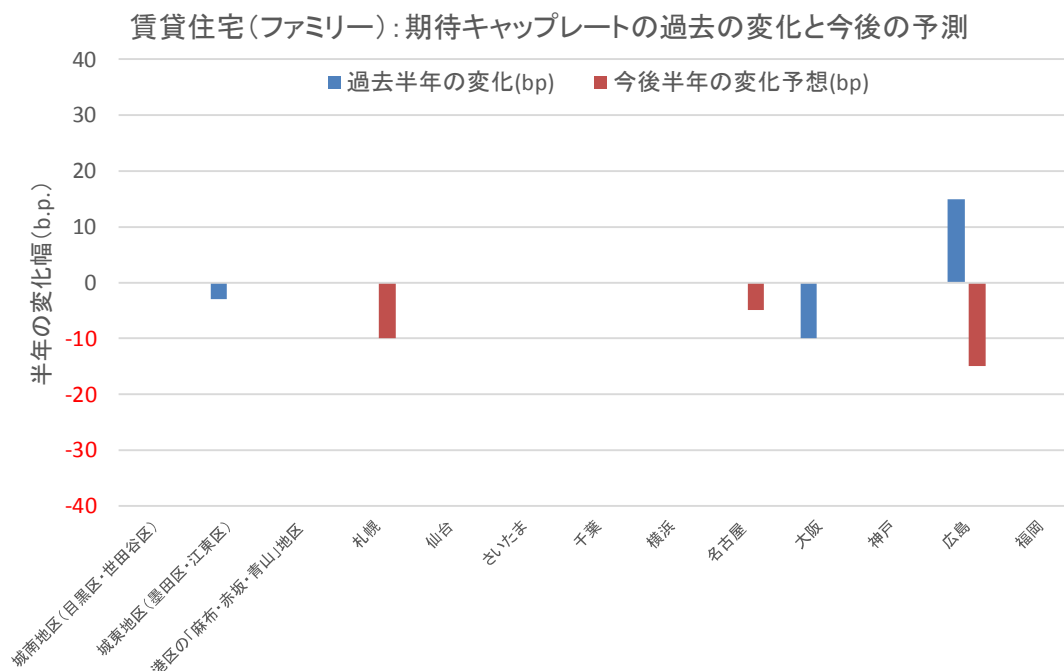


図3 賃貸住宅（ファミリー）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

3-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（賃貸住宅（ファミリー）：2019年6月現在）

調査対象13地区のうち10地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、3地区では期待キャップレートは圧縮する見込みです。

3-3. 期待リスクプレミアム（賃貸住宅（ファミリー）：2019年6月現在）

賃貸住宅（ファミリー）の期待リスクプレミアムは、401bp以上です。東京地区は417bp～457bp、それ以外の地域は507bp～582bpという水準です。

3-4. 期待成長率（賃貸住宅（ファミリー）：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は10bp～35bpです。

3. 都心型商業の現状

現在の都心型商業の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 4 の通りです。

表 4 都心型商業の現状 (2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
銀座地区 (中央通り沿い)	3.5	3.0	317	45	3.0
表参道地区 (表参道沿い)	3.7	3.2	337	45	3.2
札幌	5.7	5.3	547	40	5.3
仙台	5.8	5.3	547	50	5.3
さいたま	5.5	5.1	522	45	5.0
千葉	5.5	5.3	547	20	5.3
横浜	5.0	4.8	497	20	4.8
名古屋	5.0	4.9	502	15	4.8
大阪	4.8	4.5	467	30	4.5
神戸	5.5	5.2	537	30	5.1
広島	6.0	5.5	567	50	5.5
福岡	5.2	4.8	497	40	4.8

注：IRR は期待です。

4-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（都心型商業：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均2ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別の変化は図4の通りです。調査対象12地区のうち4地区の期待キャップレートが圧縮しました。

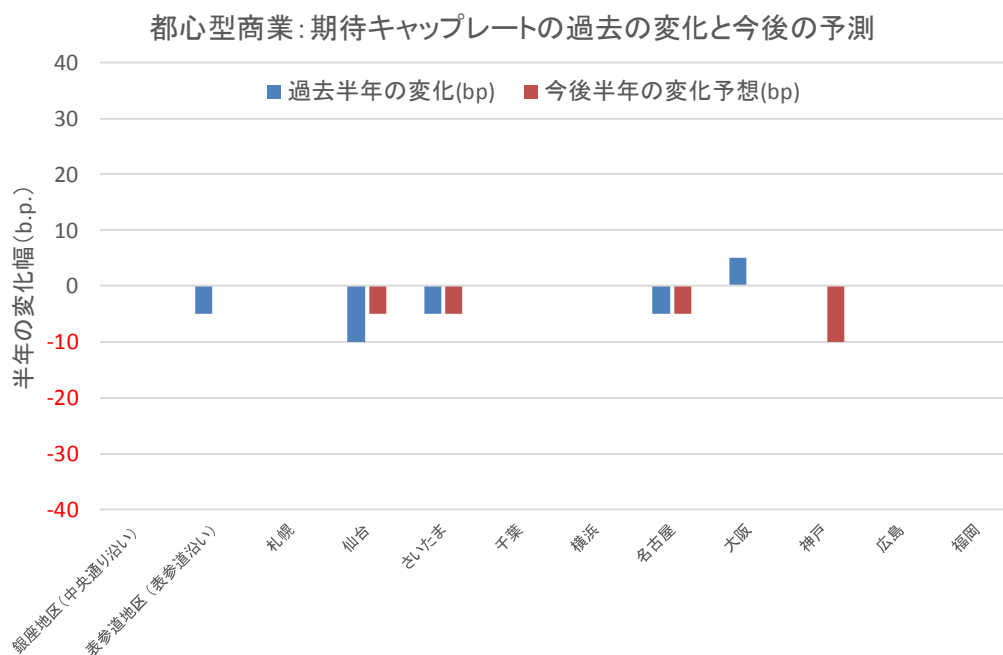


図4 都心型商業の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

4-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（都心型商業：2019年6月現在）

調査対象12地区のうち8地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、4地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

4-3. 期待リスクプレミアム（都心型商業：2019年6月現在）

都心型商業の期待リスクプレミアムは、317bp以上です。東京以外の地域は467bp～567bpという水準です。

4-4. 期待成長率（都心型商業：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は15bp～50bpです。

4. 郊外ショッピングセンターの現状

現在の郊外ショッピングセンターの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 5 の通りです。

表 5 郊外ショッピングセンターの現状（2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い	5.3	5.1	527	20	5.2
札幌	6.3	6.0	617	30	6.0
仙台	6.3	6.0	617	25	6.0
さいたま	5.9	5.8	597	10	5.8
千葉	6.0	5.9	607	10	5.9
横浜	5.7	5.5	567	20	5.5
名古屋	6.0	5.8	592	25	5.7
大阪	5.8	5.5	567	30	5.5
神戸	6.0	5.9	602	15	5.7
広島	6.0	6.0	617	0	6.0
福岡	6.0	5.8	597	20	5.8

注：IRR は期待です。

5-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（郊外ショッピングセンター：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均6ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別のこの変化は図5の通りです。調査対象11地区のうち5地区の期待キャップレートが圧縮しました。

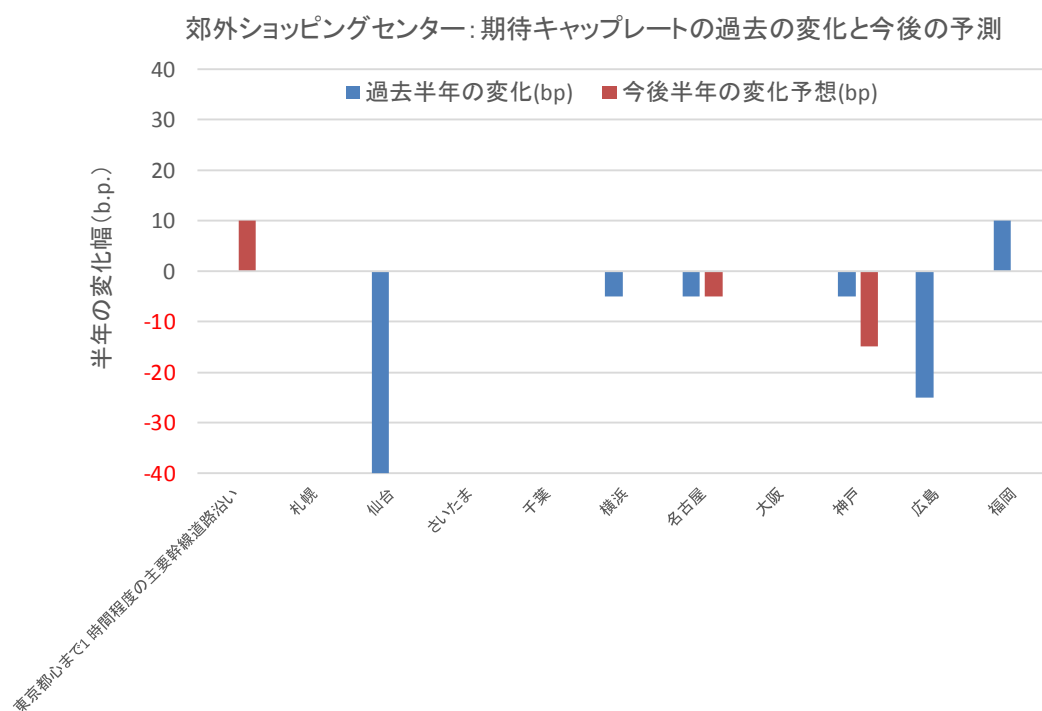


図5 郊外ショッピングセンターの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

5-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（郊外ショッピングセンター：2019年6月現在）

調査対象11地区のうち8地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、2地区の期待キャップレートは圧縮、1地区の期待キャップレートは伸長する見込みです。

5-3. 期待リスクプレミアム（郊外ショッピングセンター：2019年6月現在）

郊外型ショッピングセンターの期待リスクプレミアムは、527bp以上です。郊外や地方は567bp～617bpという水準です。

5-4. 期待成長率（郊外ショッピングセンター：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は0bp～30bpです。

5. 物流施設（シングルテナント）の現状

現在の物流施設（シングルテナント）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 6 の通りです。

表 6 物流施設（シングルテナント）の現状（2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
首都圏 (湾岸部)	4.6	4.5	467	10	4.4
首都圏 (内陸部)	4.8	4.7	487	10	4.7
名古屋	5.3	5.2	537	10	5.2
大阪	5.2	5.0	517	20	5.0
福岡	5.5	5.2	540	27	5.2

注：IRR は期待です。

6-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（シングルテナント）：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均でみて横ばいでした。地域別のこの変化は図6の通りです。

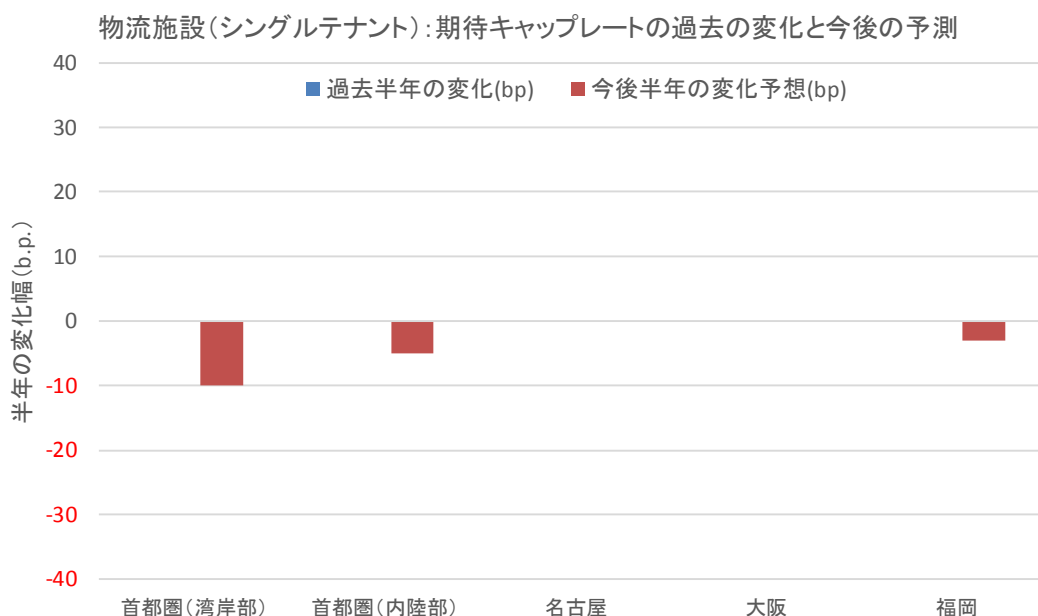


図6 物流施設（シングルテナント）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

6-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（シングルテナント）：2019年6月現在）

調査対象5地区うち2地区について、6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。その他3地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

6-3. 期待リスクプレミアム（物流施設（シングルテナント）：2019年6月現在）

物流施設（シングルテナント）の期待リスクプレミアムは、467bp以上です。名古屋、大阪、福岡といった地方都市は、517～540bpの水準です。

6-4. 期待成長率（物流施設（シングルテナント）：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は10bp～27bpです。

物流施設（マルチテナント）の現状

現在の物流施設（マルチテナント）の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 7 の通りです。

表 7 物流施設（マルチテナント）の現状（2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想）

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
首都圏 (湾岸部)	4.6	4.4	457	20	4.4
首都圏 (内陸部)	4.8	4.6	477	20	4.6
名古屋	5.3	5.1	527	20	5.1
大阪	5.2	5.0	517	20	5.0
福岡	5.4	5.2	537	20	5.2

注：IRR は期待です。

7-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（マルチテナント）：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均4ベーシスポイント(bp)圧縮しました。地域別のこの変化は図7の通りです。調査対象地区のうち3地区の期待キャップレートが、圧縮しました。

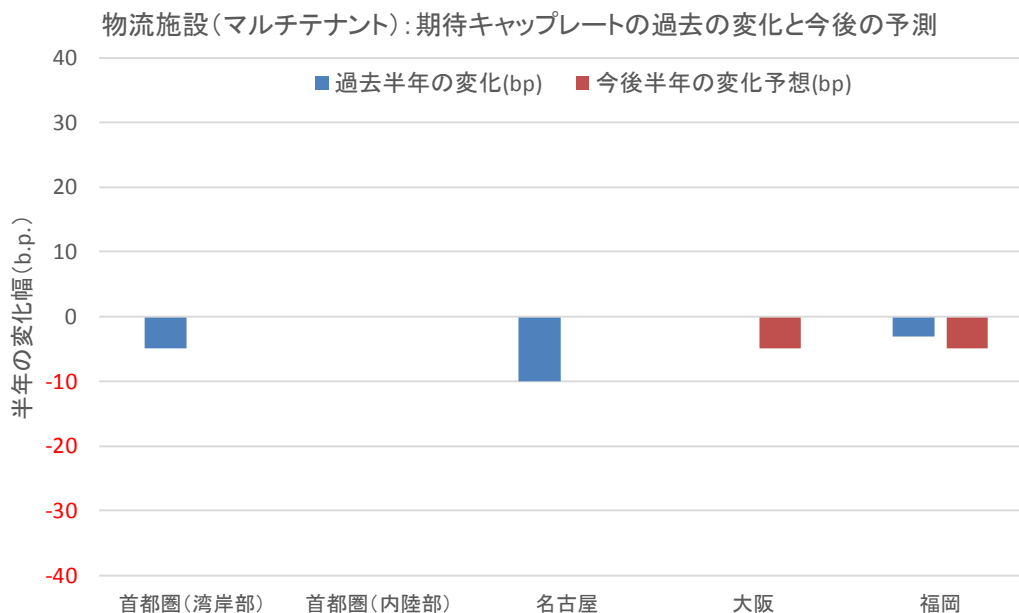


図7 物流施設（マルチテナント）の期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

7-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（物流施設（マルチテナント）：2019年6月現在）

調査対象5地区のうち3地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。一方、2地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

7-3. 期待リスクプレミアム（物流施設（マルチテナント）：2019年6月現在）

物流施設（マルチテナント）の期待リスクプレミアムは、457bp以上です。名古屋、大阪、福岡は517～537bpの水準です。

7-4. 期待成長率（物流施設（マルチテナント）：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は20bpです。

6. ビジネスホテルの現状

現在のビジネスホテルの期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 8 の通りです。

表 8 ビジネスホテルの現状 (2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
東京 (主要5区)	4.5	4.3	445	22	4.2
札幌	5.5	5.3	542	25	5.2
仙台	5.9	5.5	567	40	5.5
名古屋	5.5	5.3	547	20	5.1
大阪	5.0	4.8	497	20	4.8
福岡	5.2	4.9	507	30	4.9

注：IRR は期待です。

8-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（ビジネスホテル：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均6ベーシスポイント(bp)上昇しました。地域別の変化は図8の通りです。

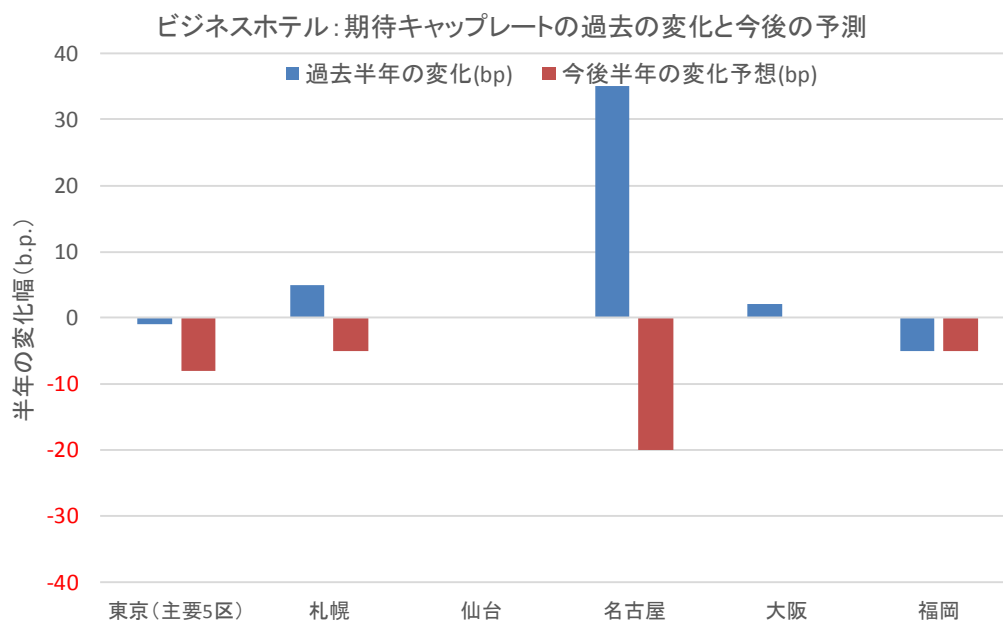


図8 ビジネスホテルの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

8-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（ビジネスホテル：2019年6月現在）

調査対象6地区のうち2地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。その他4地区の期待キャップレートは圧縮する見込みです。

8-3. 期待リスクプレミアム（ビジネスホテル：2019年6月現在）

ビジネスホテルの期待リスクプレミアムは、445bp以上です。札幌、仙台、名古屋は497bp以上の水準です。

8-4. 期待成長率（ビジネスホテル：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は20bp～40bpです。

7. ヘルスケア施設の現状

現在のヘルスケア施設の期待 IRR、期待キャップレート、期待リスクプレミアム、期待成長率、およびフォワードキャップレートは表 9 の通りです。

表 9 ヘルスケア施設の現状 (2019 年 6 月現在。一部 2019 年 12 月予想)

JGB (%)	IRR (%)	期待キャップレート (%)	期待リスクプレミアム (ベースポイント)	期待成長率 (ベースポイント)	フォワードキャップレート (%)
-0.165					
東京都内	5.3	4.9	507	35	4.9
神奈川	5.6	5.2	540	37	5.2
福岡	6.0	5.5	570	47	5.5

注：IRR は期待です。

9-1. 過去6か月の期待キャップレートの変化（ヘルスケア施設：2019年6月現在）

過去6か月の期待キャップレートは全国平均1ベーシスポイント(bp)上昇しました。地域別のこの変化は図9の通りです。

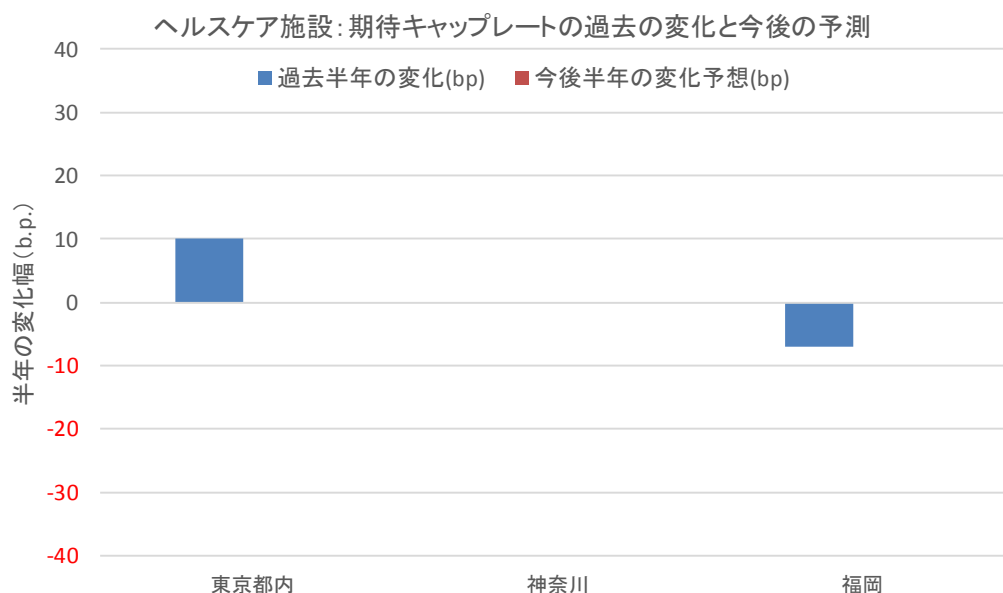


図9 ヘルスケアの期待キャップレート：過去半年および今後半年の変化

9-2. 今後6か月の期待キャップレートの変化（ヘルスケア施設：2019年6月現在）

調査対象3地区の6か月後の期待キャップレートは現状を維持する見込みです。

9-3. 期待リスクプレミアム（ヘルスケア施設：2019年6月現在）

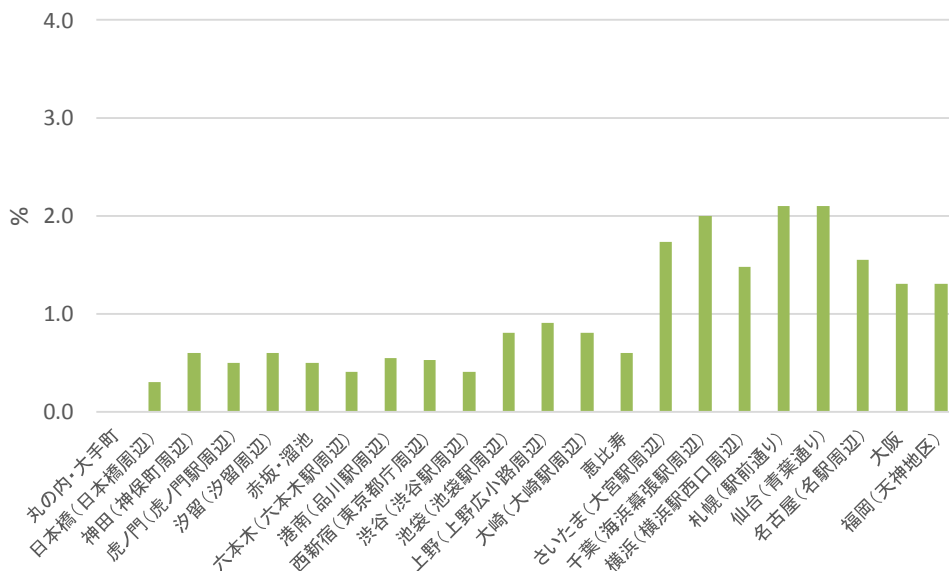
ヘルスケア施設の期待リスクプレミアムは、507bp以上です。神奈川、福岡は540bp以上の水準です。

9-4. 期待成長率（ヘルスケア施設：2019年6月現在）

インプライドの期待成長率は35bp～47bpです。

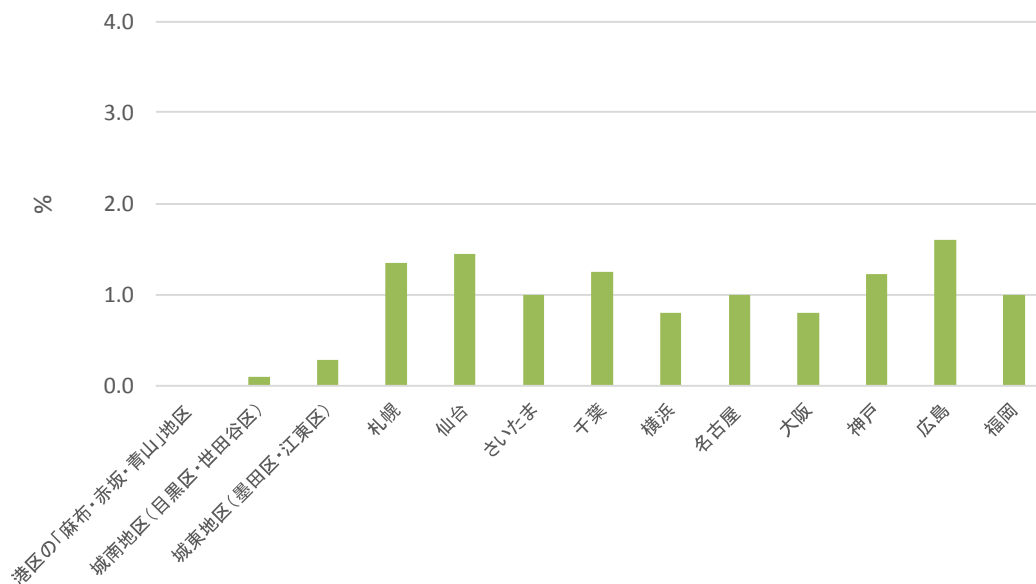
●参考：不動産タイプごとの立地プレミアム⁵

図 10 A クラスオフィスビルの立地プレミアム



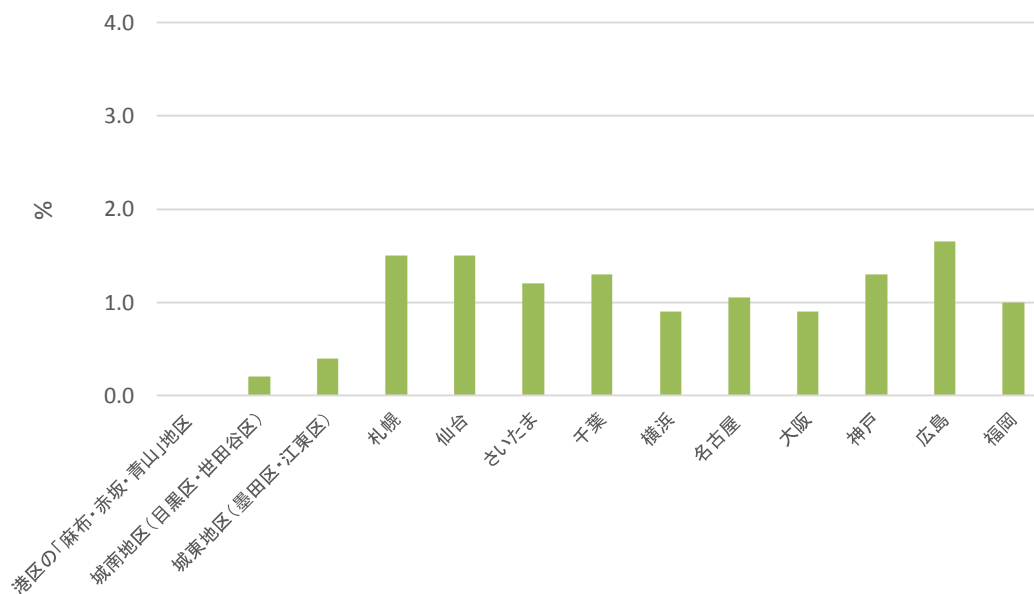
(この図の「立地プレミアム」は、東京の「丸の内・大手町」地区の A クラスオフィスビルを基準として、他の地区の A クラスオフィスビルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 11 賃貸住宅(ワンルーム)の立地プレミアム



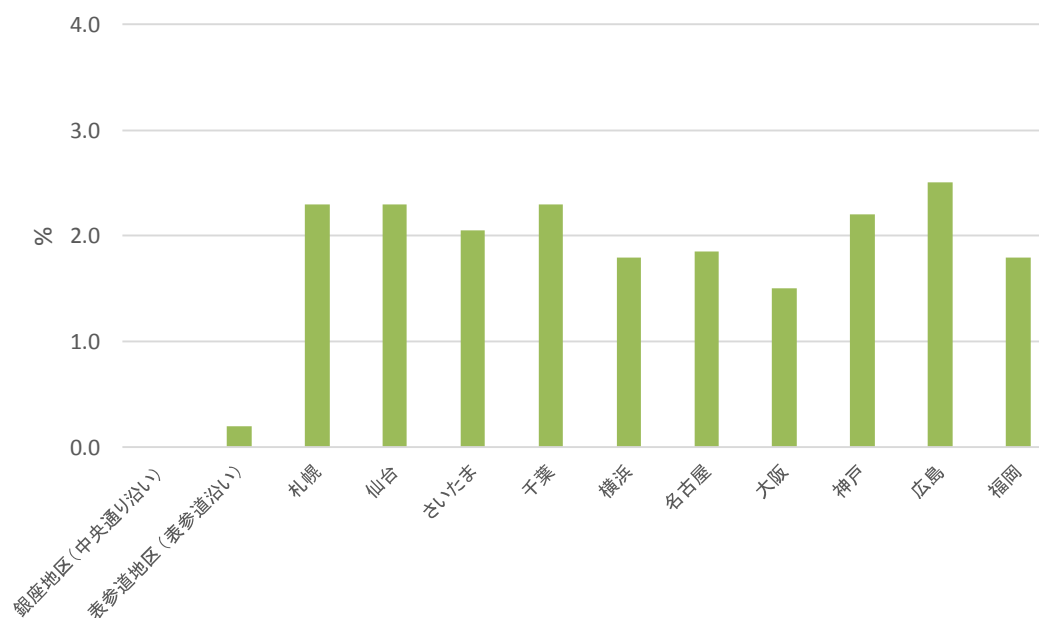
⁵ 地区や都市によるリスクプレミアムの格差は、「立地の違いによる格差」を意味しています。こうした立地の違いによるリスクプレミアムの格差をここでは「立地プレミアム」と呼ぶことにします。

図 12 賃貸住宅（ファミリー）の立地プレミアム



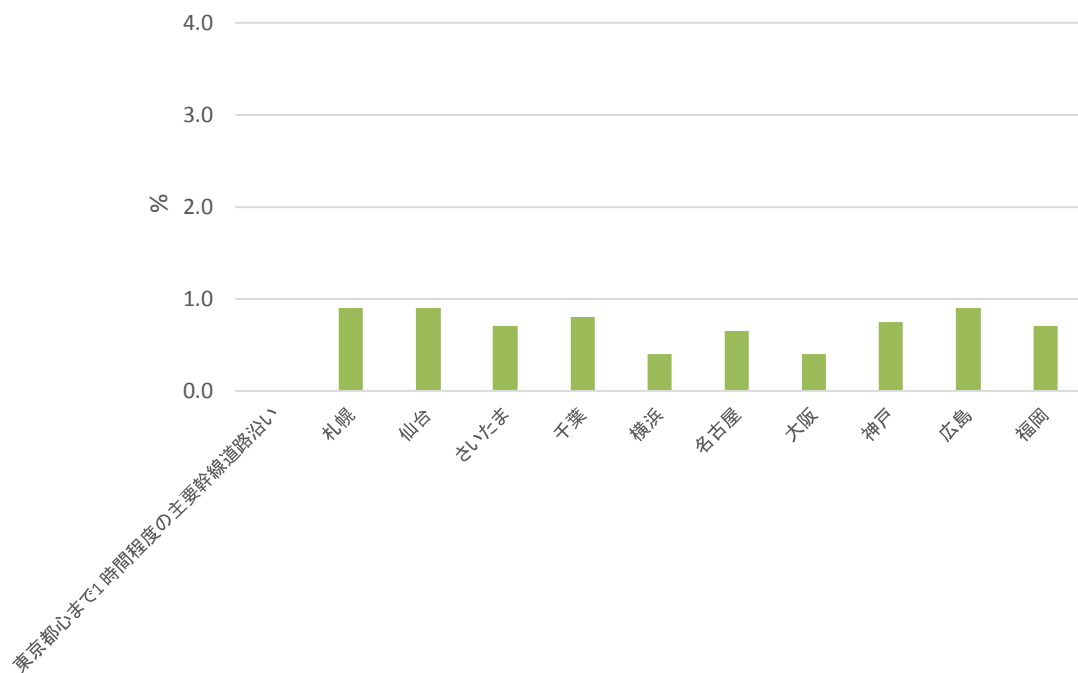
(この図の「立地プレミアム」は、東京港区の「麻布・赤坂・青山」地区の賃貸住宅を基準として、他の地区の賃貸住宅のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 13 都心型商業の立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京の「銀座中央通り沿い」の都心型商業を基準として、他の地区の都心型商業のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 14 郊外ショッピングセンターの立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、「東京都心まで一時間程度の主要幹線道路沿い」の郊外ショッピングセンターを基準として、他の地区の郊外ショッピングセンターのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 15 物流施設 (シングルテナント) の立地プレミアム

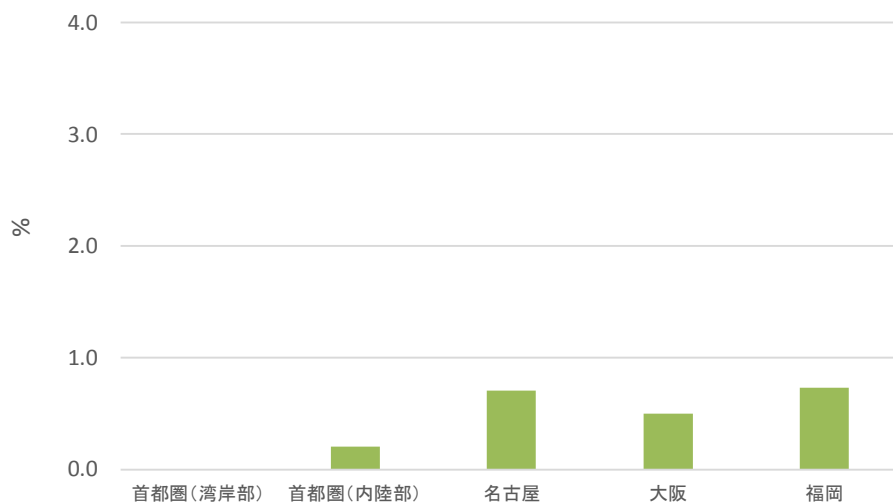
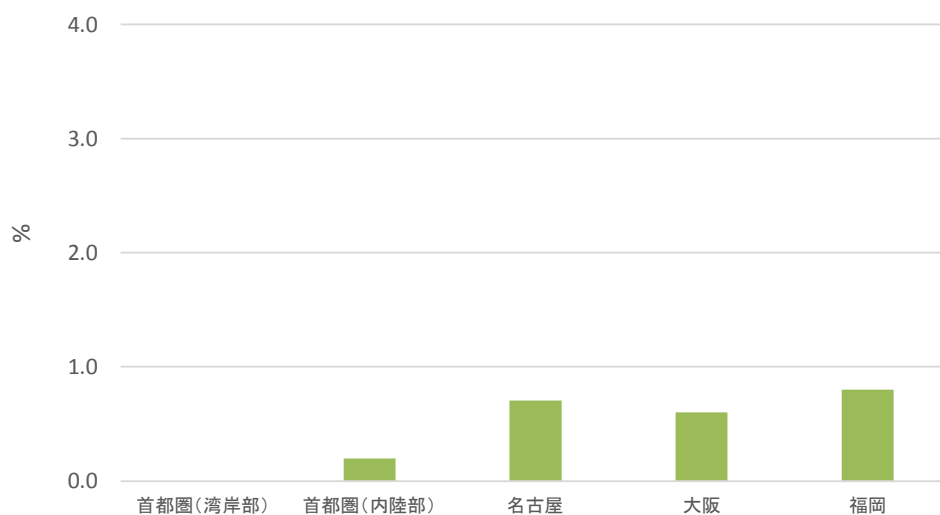
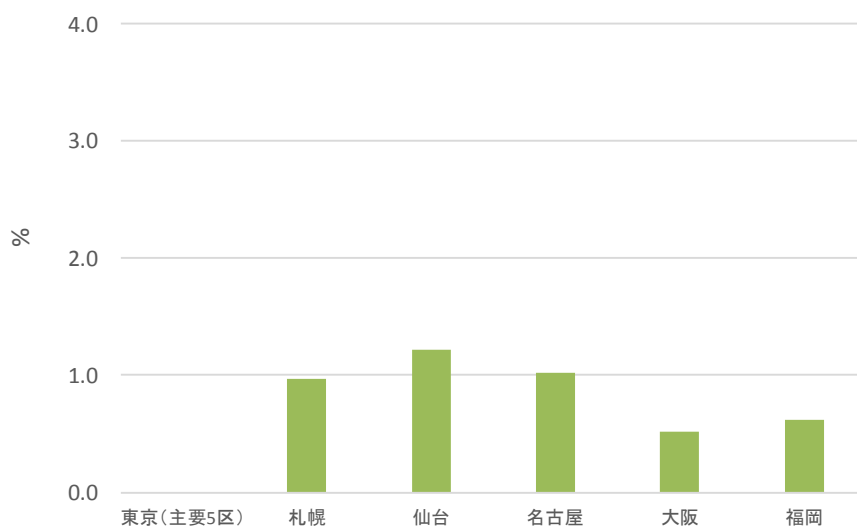


図 16 物流施設（マルチテナント）の立地プレミアム



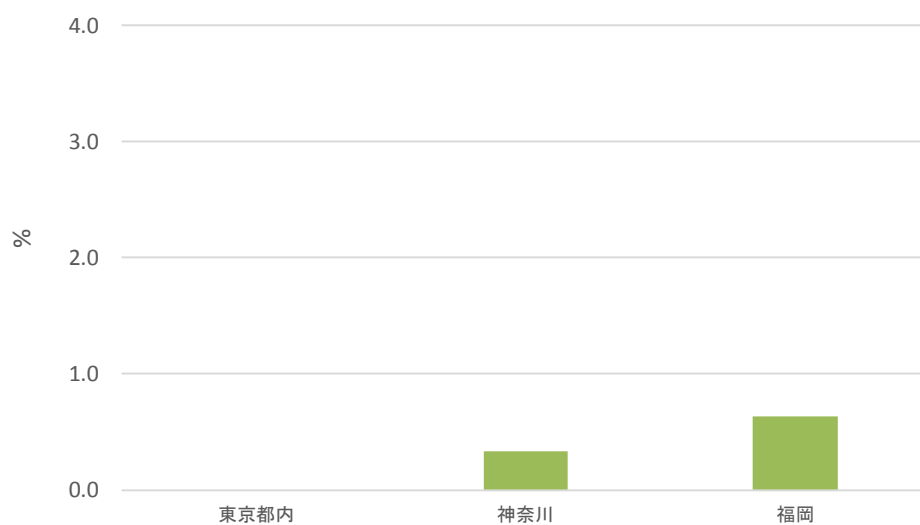
(この図の「立地プレミアム」は、首都圏（湾岸部）の物流施設を基準として、他の地区の物流施設のリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 17 ビジネスホテルの立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京（主要 5 区）のビジネスホテルを基準として、他の地区のビジネスホテルのリスクプレミアムの増分を示しています。)

図 18 ヘルスケア施設の立地プレミアム



(この図の「立地プレミアム」は、東京のヘルスケア施設を基準として、他の地区のヘルスケア施設のリスクプレミアムの増分を示しています。)

以上