不動産ファンドフォーラム2017イン仙台
講演資料

日本の不動産投資市場の現状と今後の展望

2017年11月24日

公立大学法人　宮城大学
事業構想学部

教授　田邉 信之

講師　プロフィール

- 氏　名　　田邉信之　Nobuyuki Tanabe
  （ブログ）http://blog.zaq.ne.jp/ntanabe/
- 略　歴

  1980年京大（法）卒業後、日本興業銀行に入行。金融業務とともに、不動産業界調査、都市開発、不良債権処理、不動産会社の事業再編成、証券化など多様な不動産関連業務を経験。2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。
- 公　職

  不動産証券化協会・フェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンス委員長
  RICS（英国王立チャータードサーベイヤーズ協会）・エミネントフェロー（FRICS)
  国土交通省「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備のための検討委員会」座長
  国土交通省「不動産市場の国際化に向けた懇談会」座長
  国土交通省・内閣府「官民連携事業の推進のための東北地域プラットフォーム」委員
  財務省　東北財務局「国有財産の有効活用に関する有識者懇談会」委員
  財務省「国有財産高等研修」講師など
- 主な著書
  - ◆ 不動産証券化協会編、田辺信之監修執筆「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年3月）
  - ◆ 「よく分かる不動産証券化とビジネス活用」（2008～2017、住宅新報）
    日本不動産ジャーナリスト会議・著作賞受賞
  - ◆ 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」（2004年、日経BP社）
    不動産協会・優秀著作奨励賞受賞、ロングセラー
  - ◆ 「不動産投資のイノベーション」（2000年、ダイヤモンド社）
  - ◆ 「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」（2015年、日経BP社）

  など多数

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

目　　次

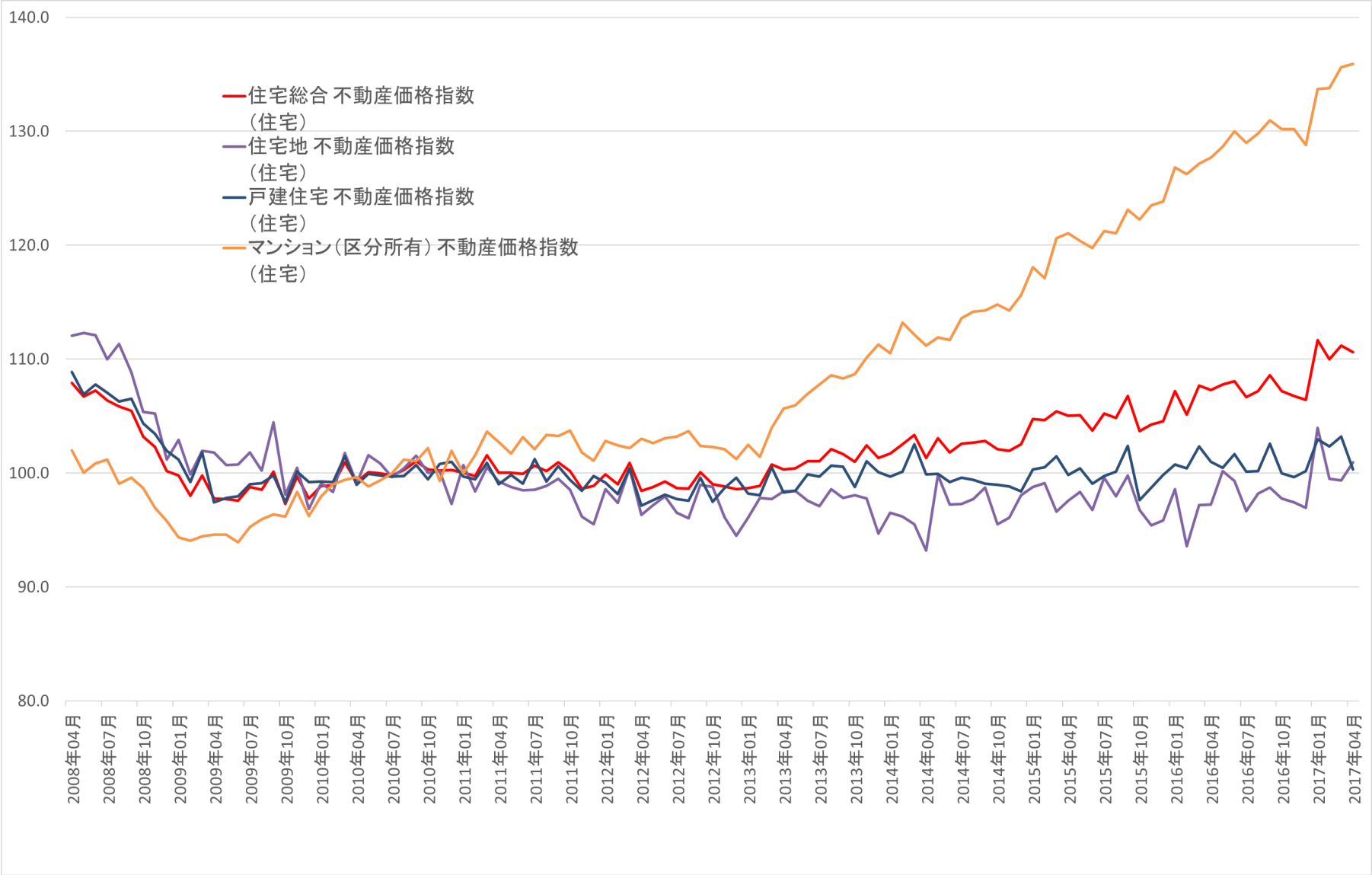
1.　不動産投資市場の現状

2.　不動産投資市場と金融
　　～主にリスクマネジメントの観点から～

1. 不動産投資市場の現状

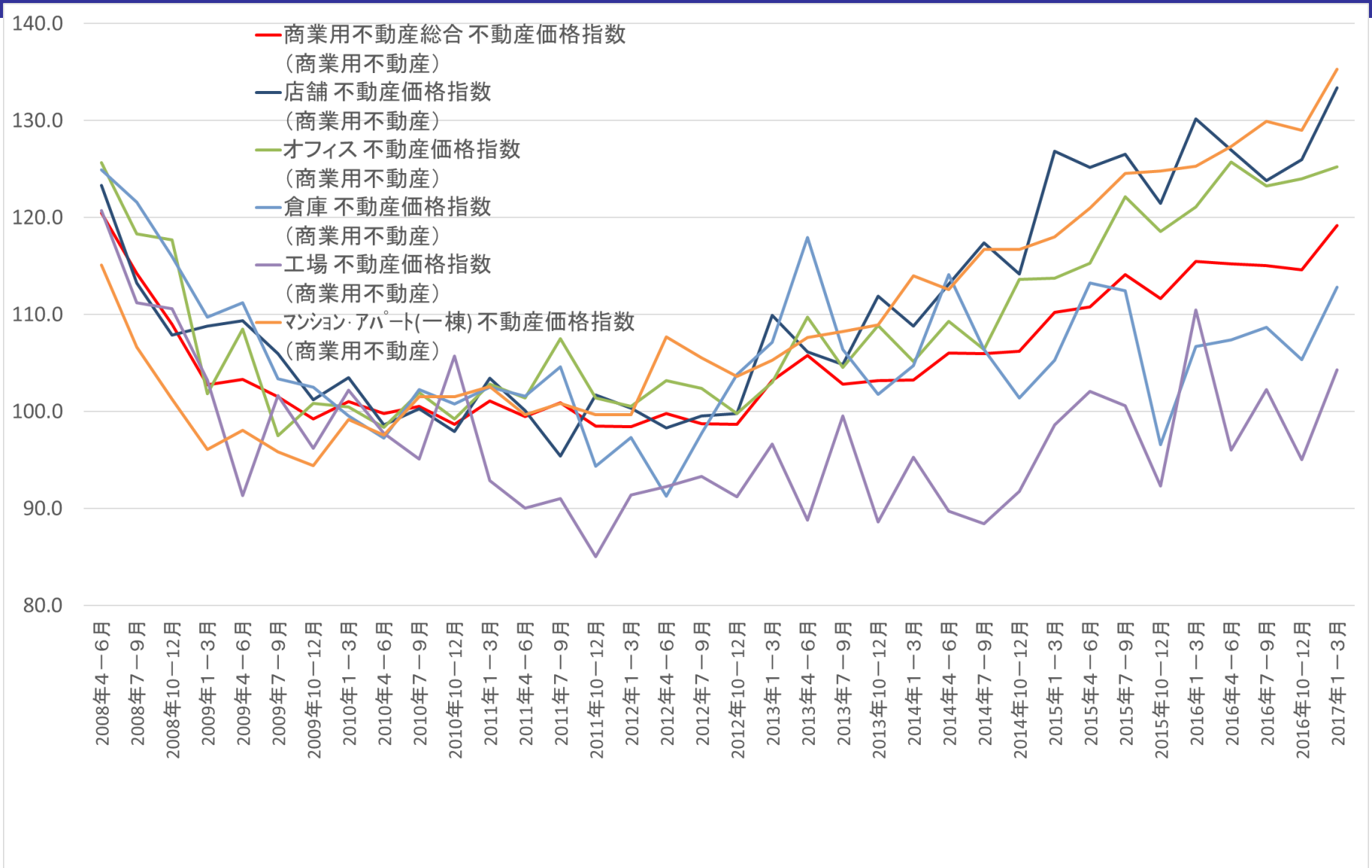
©宮城大学事業構想学部　田邉信之

住宅地価格指数（全国）の推移



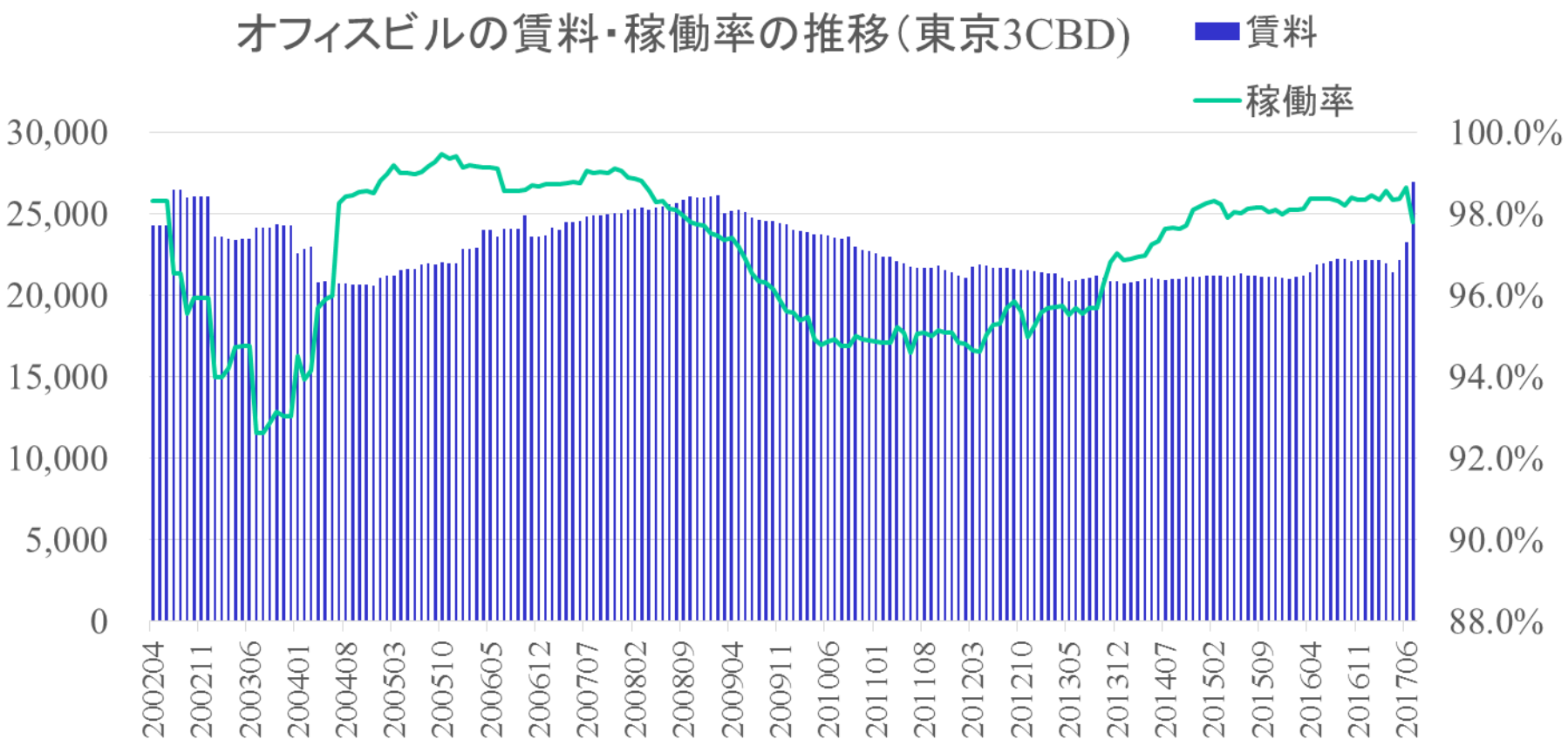
資料：国土交通省「不動産価格指数」より作成

商業地価格指数の推移



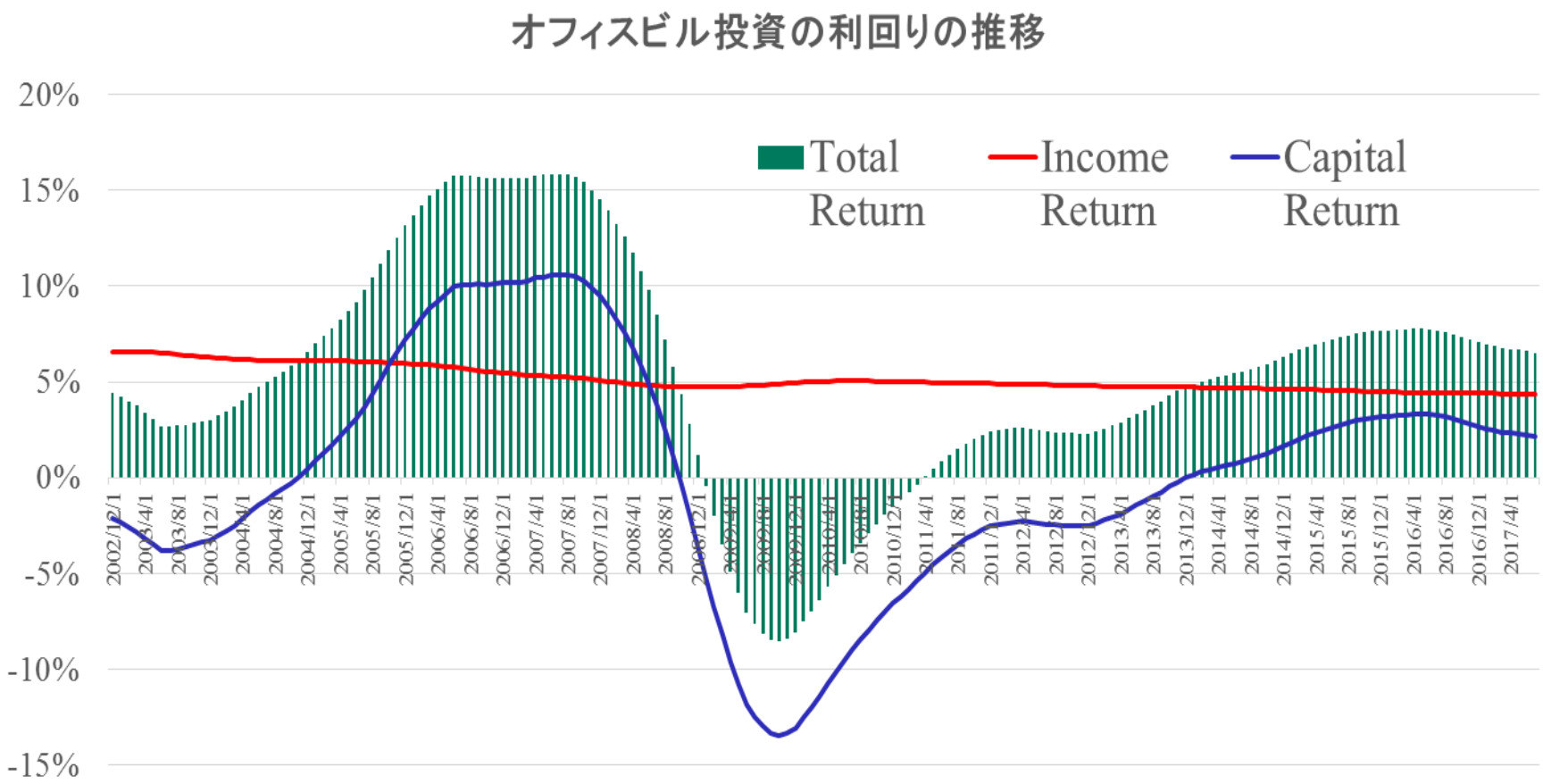
出所：国土交通省「不動産価格指数」より作成

オフィスビルの賃料・稼働率の推移（東京3CBD）



ARES Japan Property Index より作成

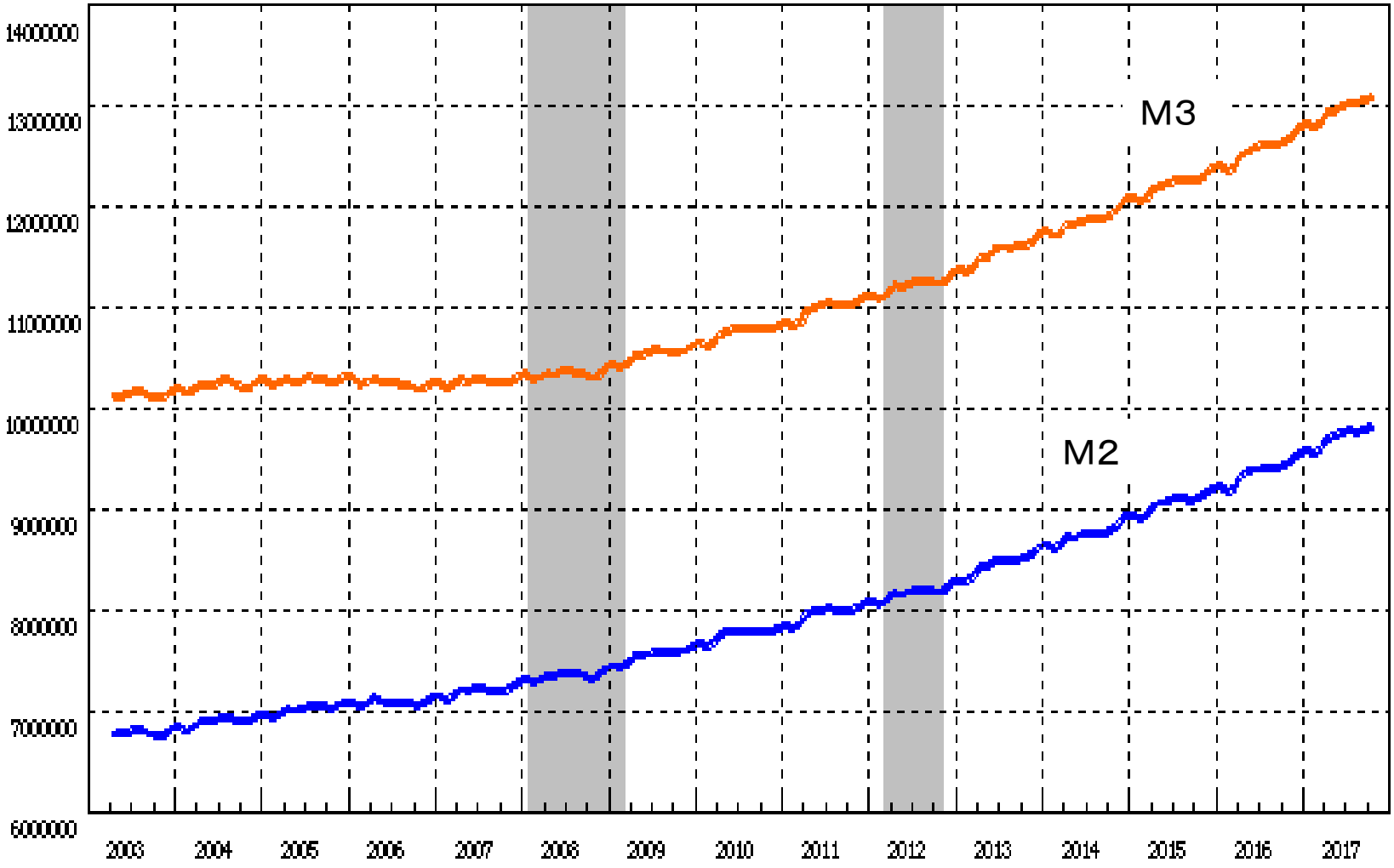
オフィスビル投資の利回りの推移（全国）



ARES Japan Property Index より作成

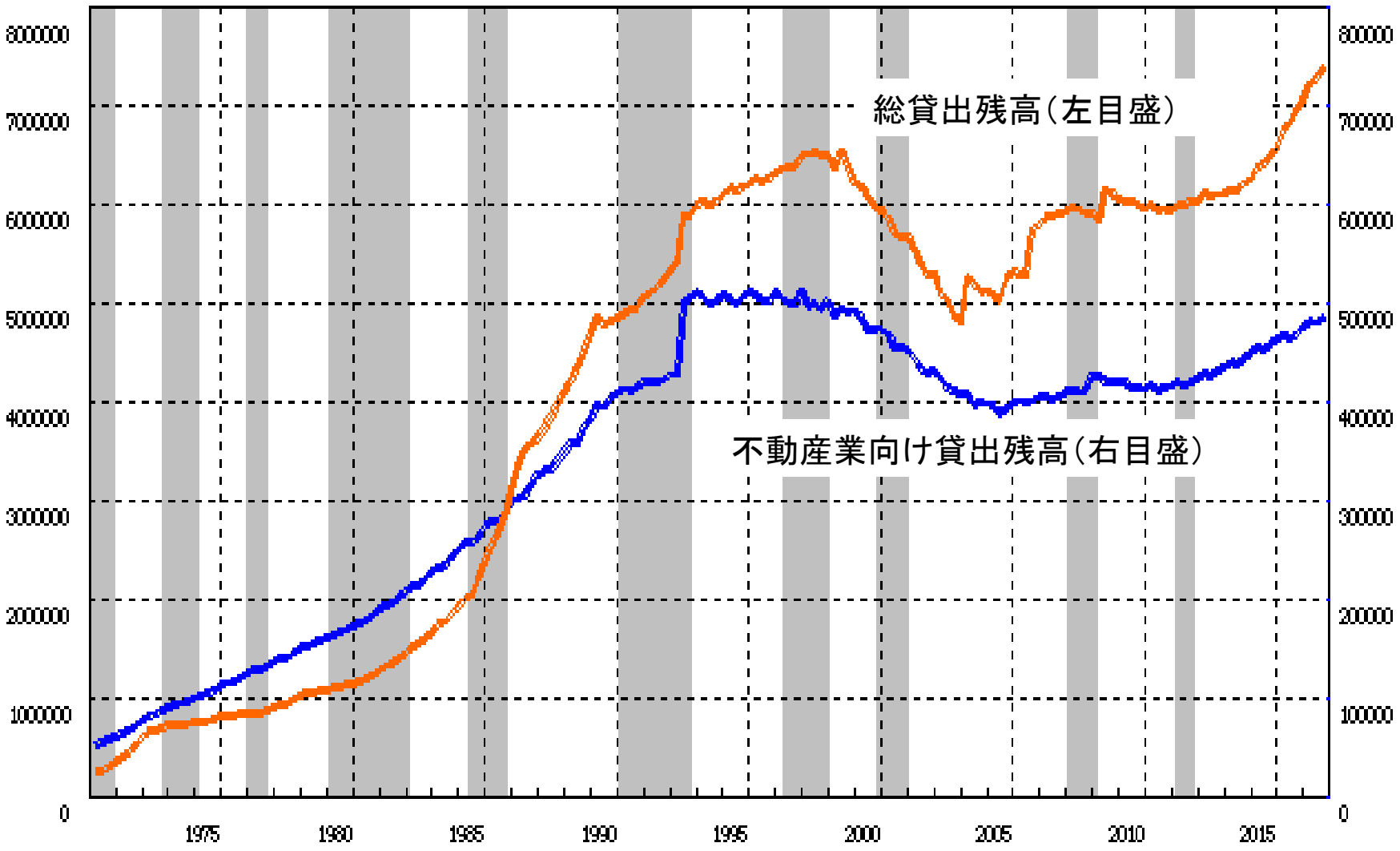
マネーストックの推移

（単位：億円）



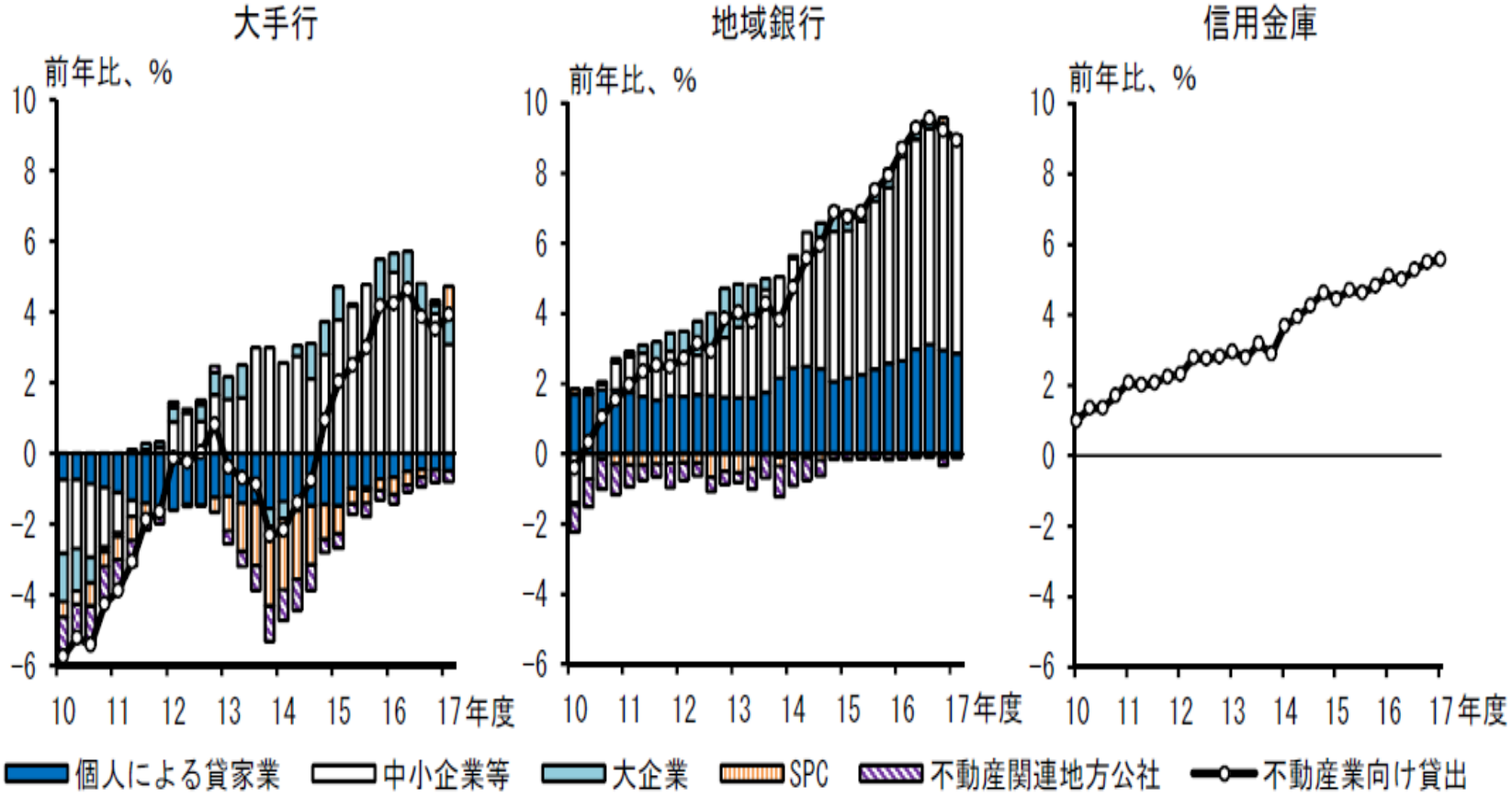
銀行の不動産業向け貸出残高の推移

（単位：億円）



資料：日本銀行統計より作成

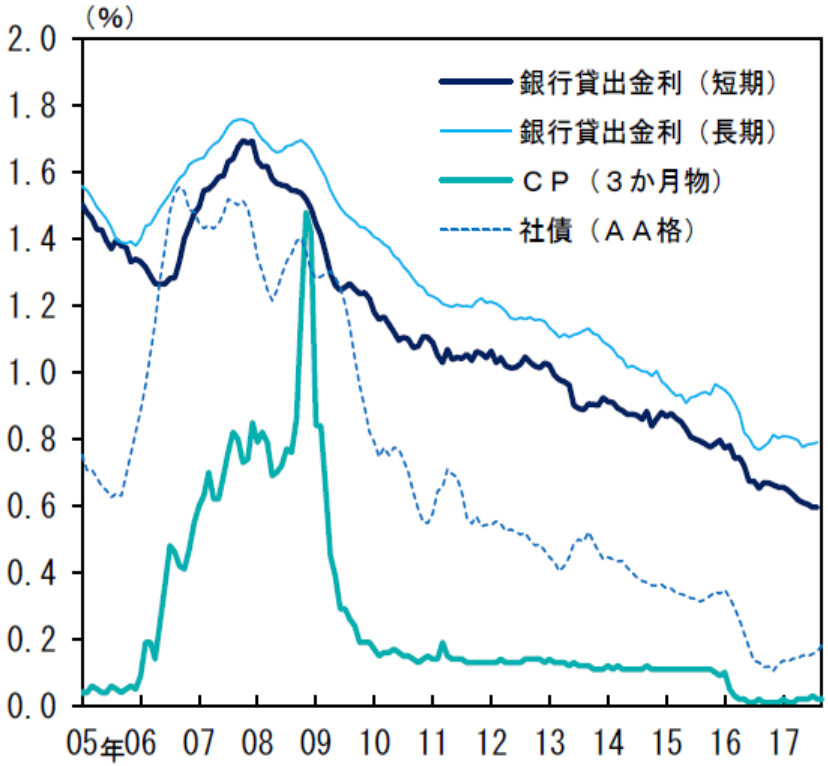
銀行の不動産業向け貸出残高の推移（業態別）



（注）直近は 17 年 6 月末。
（資料）日本銀行

銀行の貸出金利など

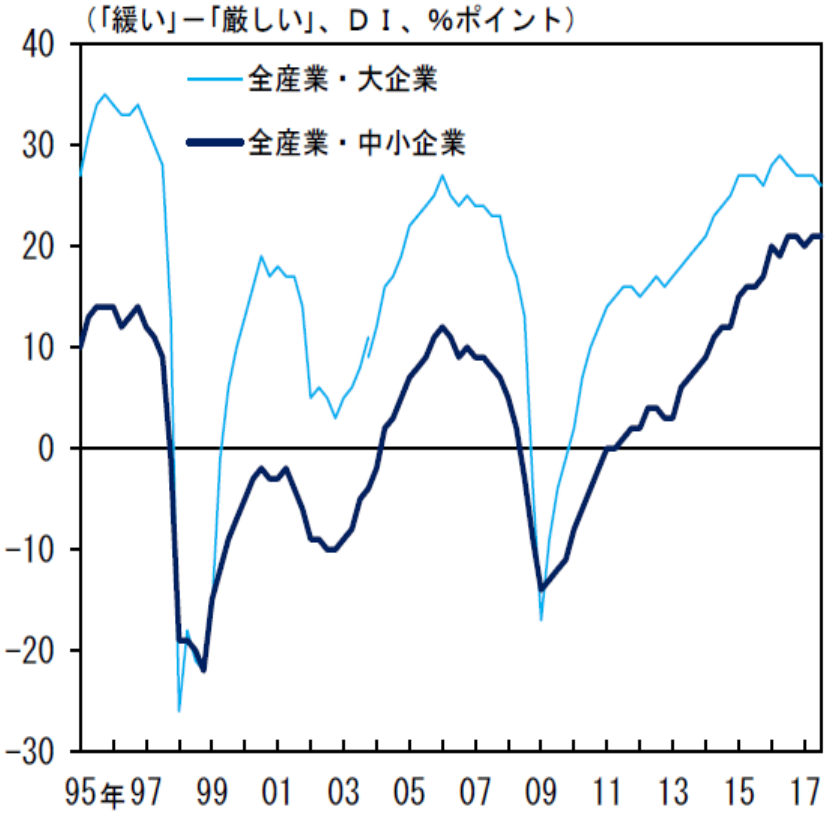
貸出金利とＣＰ・社債発行利回り



（出所）日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

（注）1. ＣＰ発行利回りの2009/9月以前はａ－１格以上、2009/10月以降はａ－１格。
2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
3. 銀行貸出金利、社債発行利回りは、後方６か月移動平均。

企業からみた金融機関の貸出態度

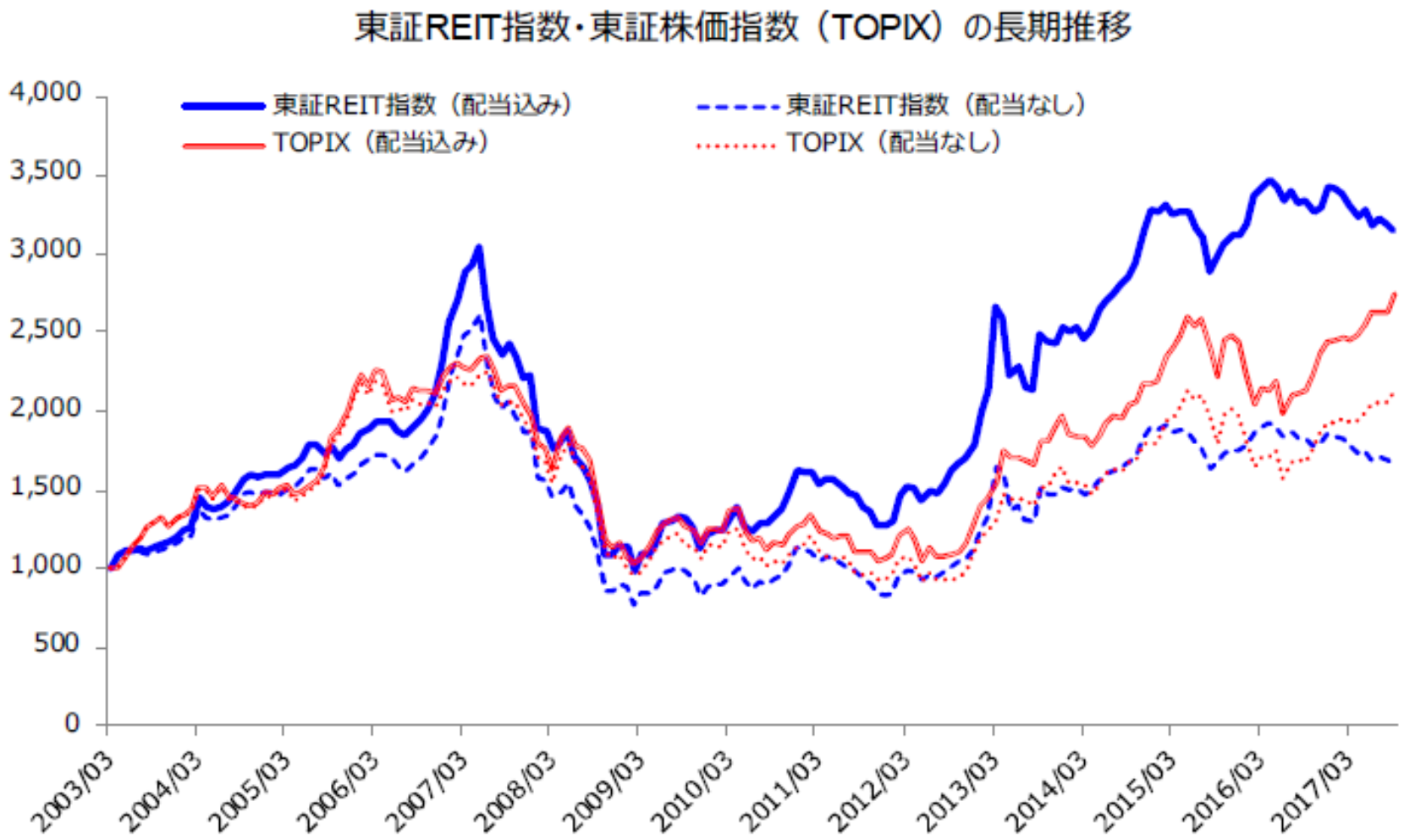


（出所）日本銀行

（注）短観の金融機関の貸出態度判断ＤＩ。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

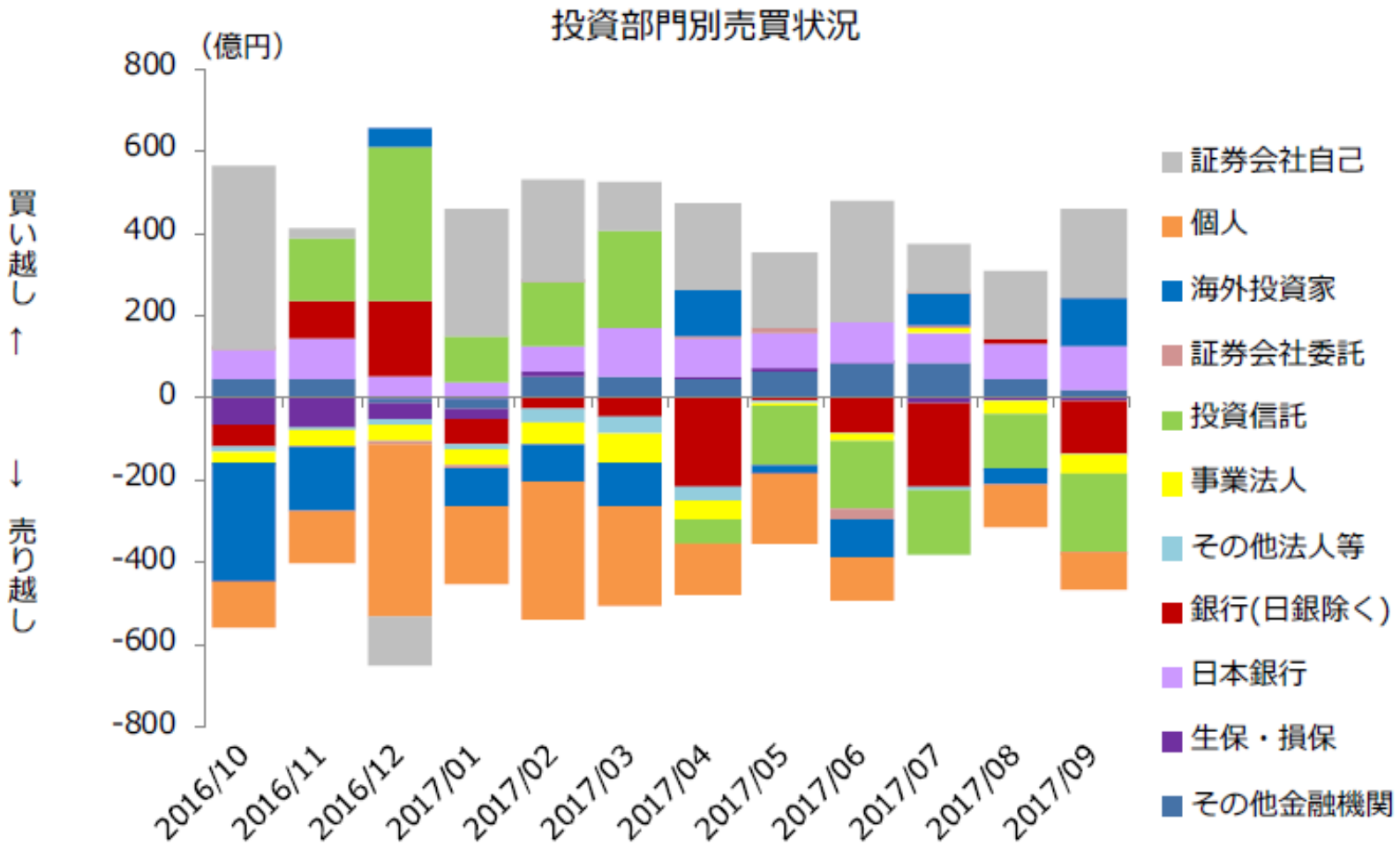
出所：日本銀行統計より抜粋

J-REIT①：投資口価格の推移



（注）東証REIT指数の基準日2003年3月31日＝1,000 （出所）Bloomberg

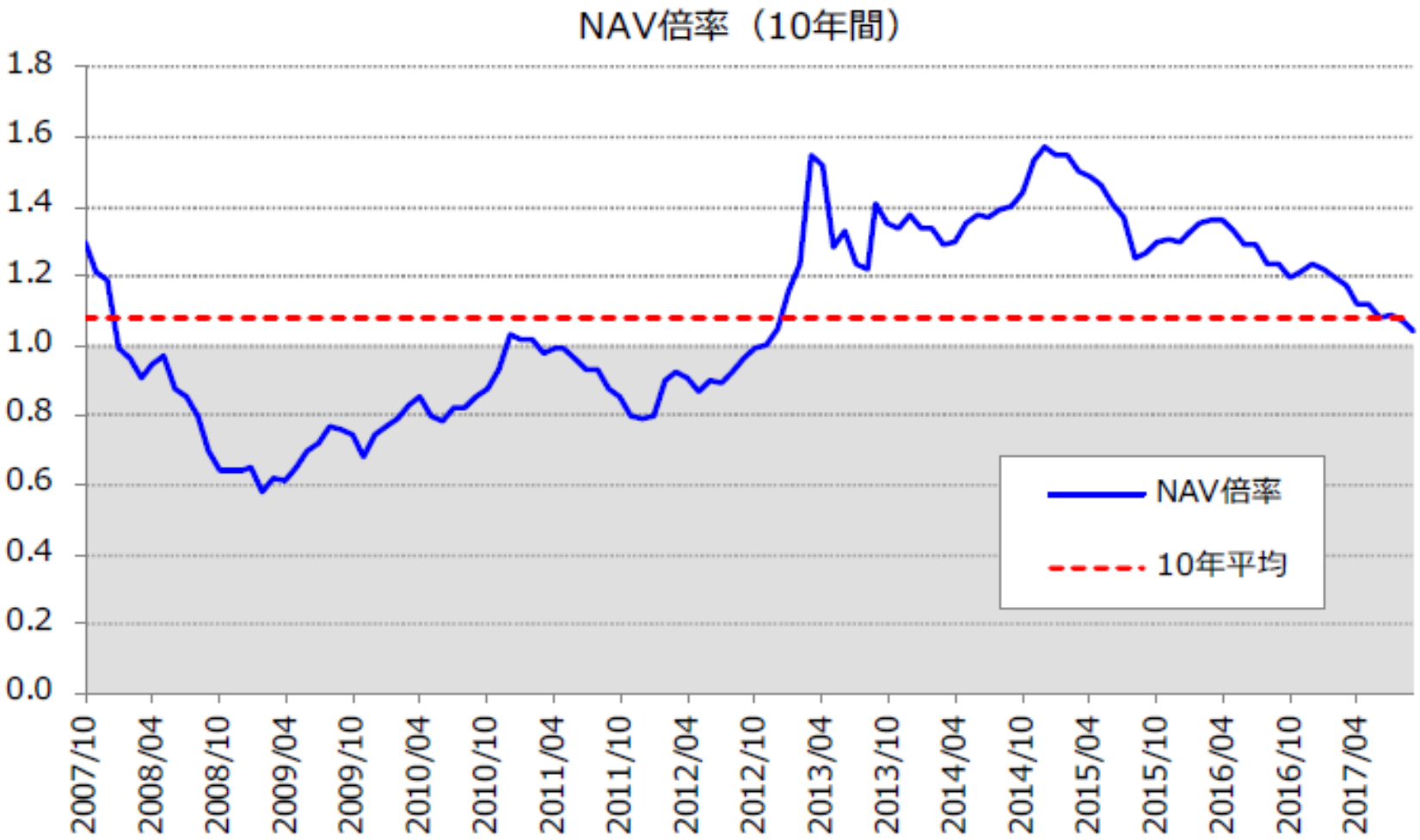
J-REIT②：投資部門別売買状況



（注）東京証券取引所における売買であり、IPO・増資時の購入分は含まれない（出所）東京証券取引所、日本銀行

出所：不動産証券化協会「ARES J-REIT Report」より抜粋

J-REIT③：NAV倍率



（出所）不動産証券化協会

出所：不動産証券化協会「ARES　J-REIT　Report」より抜粋

不動産のマーケットサイクル

■オフィス価格変動率

都市名	変動率
大阪	3.7%
ﾎｰﾁﾐﾝ	3.2%
香港	2.2%
ﾊﾞﾝｺｸ	2.2%
北京	2.0%
東京	1.8%
ｿｳﾙ	1.5%
上海	0.6%
ｼﾞｬｶﾙﾀ	0.4%
ﾆｭｰﾖｰｸ	0.3%
台北	-0.1%
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	-0.6%
KL	-1.1%
ﾛﾝﾄﾞﾝ	-1.6%

■オフィス賃料変動率

都市名	変動率
香港	2.2%
ﾊﾞﾝｺｸ	1.8%
ﾎｰﾁﾐﾝ	1.7%
大阪	1.6%
東京	1.5%
ﾆｭｰﾖｰｸ	0.7%
ｿｳﾙ	0.3%
上海	0.3%
台北	0.3%
北京	0.1%
ﾛﾝﾄﾞﾝ	-0.5%
KL	-1.1%
ｼﾞｬｶﾙﾀ	-2.4%
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	-3.5%

■マンション価格変動率

都市名	変動率
北京	20.0%
上海	8.8%
香港	6.0%
大阪	1.7%
ﾎｰﾁﾐﾝ	1.5%
ｼﾞｬｶﾙﾀ	1.1%
ﾊﾞﾝｺｸ	0.9%
ｿｳﾙ	0.5%
東京	-0.1%
KL	-0.5%
ﾛﾝﾄﾞﾝ	-0.5%
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	-1.0%
ﾆｭｰﾖｰｸ	-1.0%
台北	-1.3%

■マンション賃料変動率

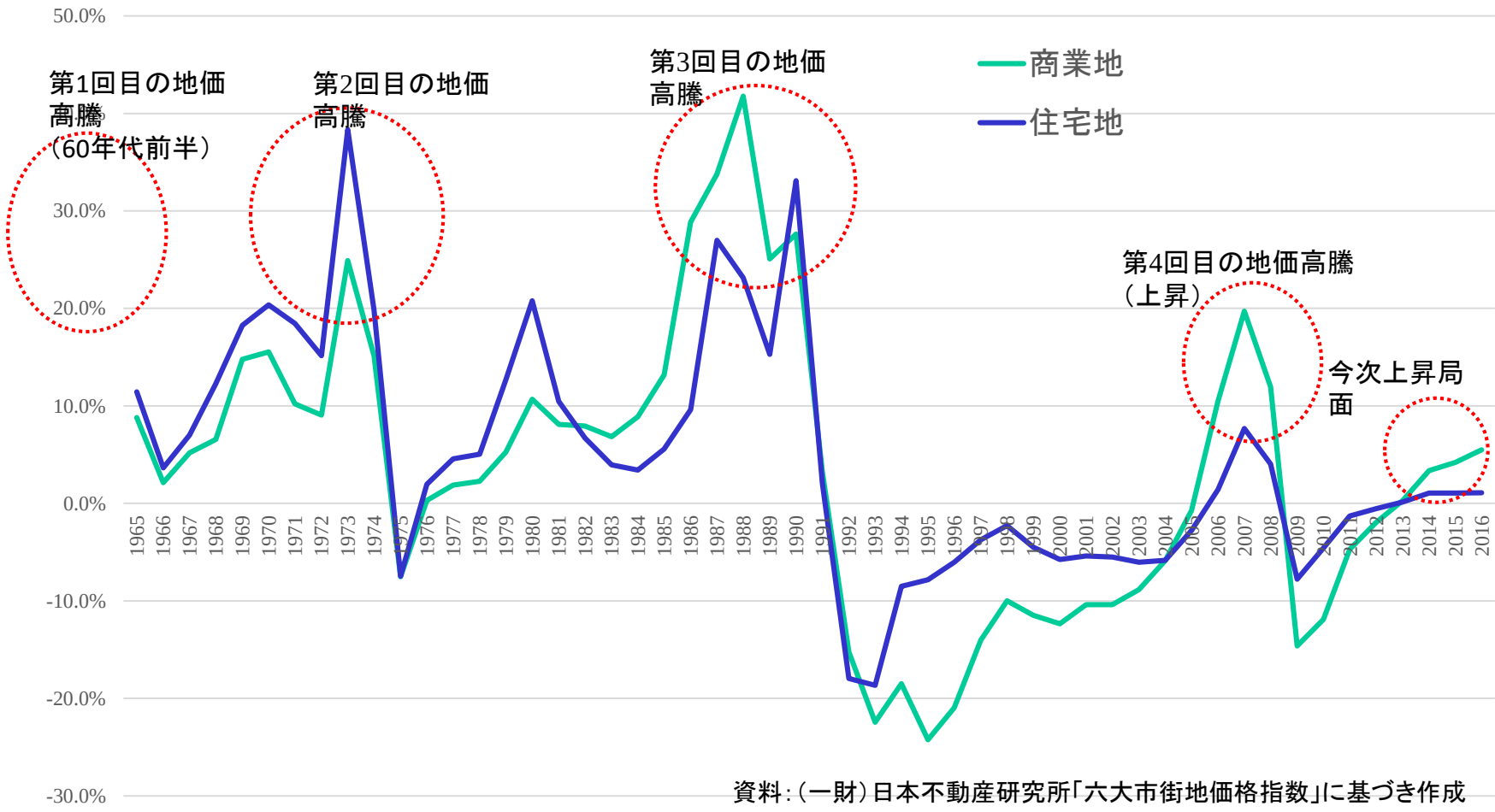
都市名	変動率
上海	3.2%
北京	2.0%
ﾎｰﾁﾐﾝ	1.4%
ﾊﾞﾝｺｸ	0.9%
香港	0.7%
東京	0.6%
台北	0.3%
ｿｳﾙ	0.2%
大阪	0.1%
ﾆｭｰﾖｰｸ	-0.5%
KL	-0.9%
ﾛﾝﾄﾞﾝ	-1.0%
ｼﾞｬｶﾙﾀ	-1.5%
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	-2.4%

（一財）日本不動産研究所「第8回国際不動産価格賃料指数（2017年5月）より抜粋

2. 不動産投資市場と金融
～主にリスクマネジメントの観点から～

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

不動産のマーケットサイクル



資料：（一財）日本不動産研究所「六大市街地価格指数」に基づき作成

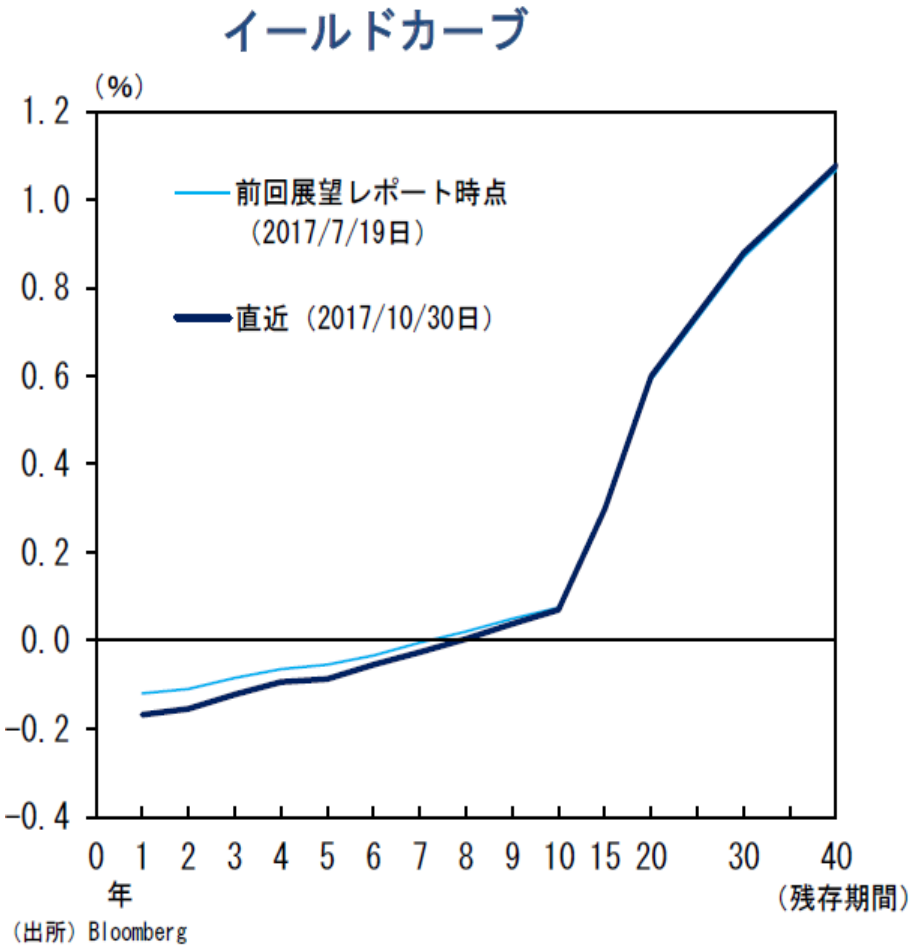
不動産価格の高騰期の価格形成要因

個別要因は違いがあるものの、金融緩和期に不動案価格は高騰。バブルに発展する際には強力なドライバーが存在。高騰期の終焉は金融引き締め、外的要因などが主因。

不動産価格高騰期		リスクフリーレート RF	リスクプレミアム RP	期待成長率 G	ドライバー DR	主な投資主体	高騰鎮静の要因
Ⅰ	60年代前半	若干低下（実質水準は低い）	低位安定（土地神話）	大きく上昇	日本経済の復興、高度成長	製造業（実需中心）	昭和40年不況東京オリンピック終了、金融引き締め
Ⅱ	70年代前半	若干低下（実質水準は低い）	低位安定（土地神話）	大きく上昇	列島改造	大企業を中心に全国民	ニクソンショック、石油ショック、金利引き上げ
ⅲ	80年代後半	低下	低位安定（土地神話）	上昇	世界都市・東京、Japan as NO1	中堅・中小企業を中心に全国民	金利引き上げ、不動産融資総量規制
Ⅳ	2000年代半ば	超低金利継続	低下	若干上昇	投資のグローバル化	ファンド、外資系	世界的な金融危機

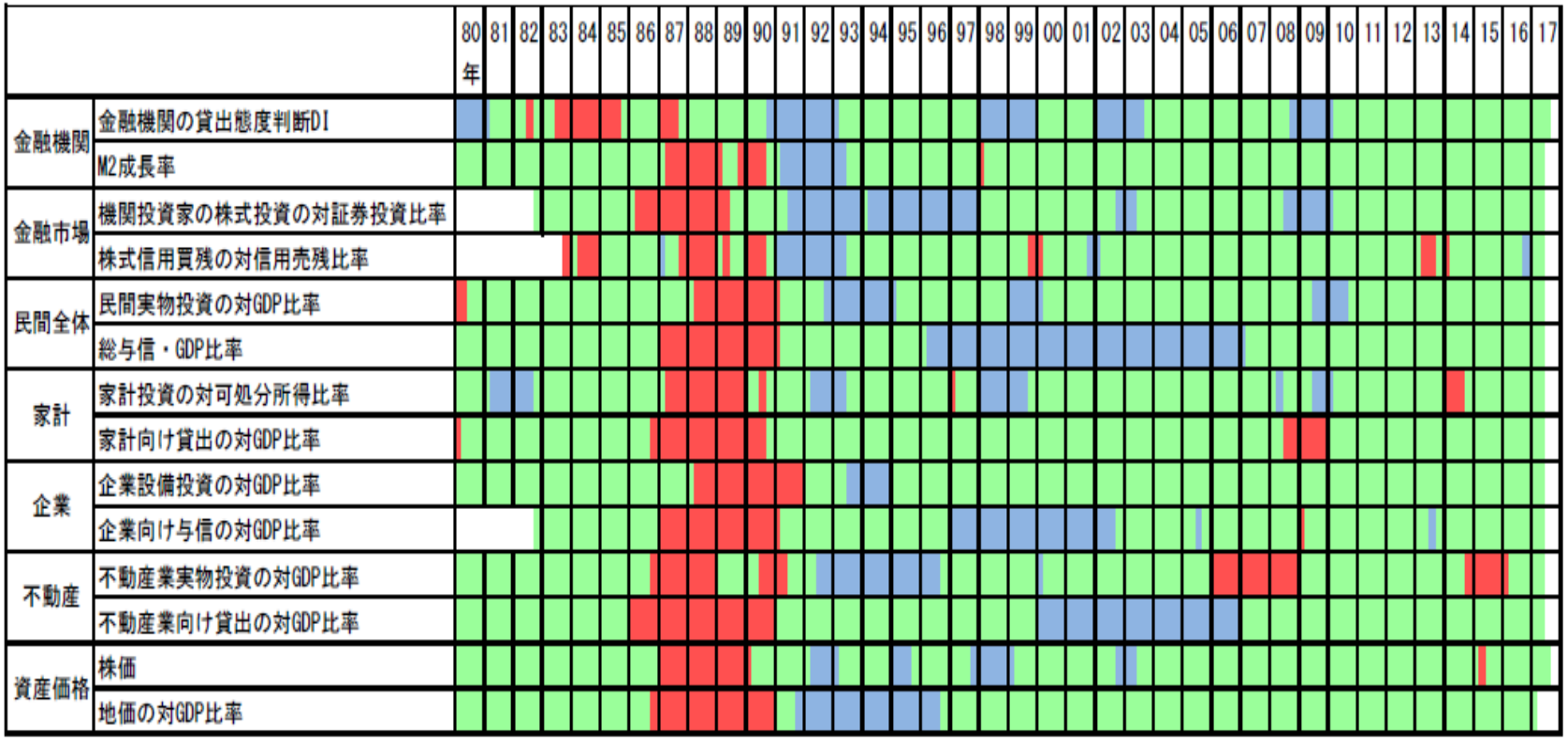
©宮城大学事業構想学部　田邉信之

金利の推移



出所：日本銀行統計より抜粋

日本銀行　金融活動指標

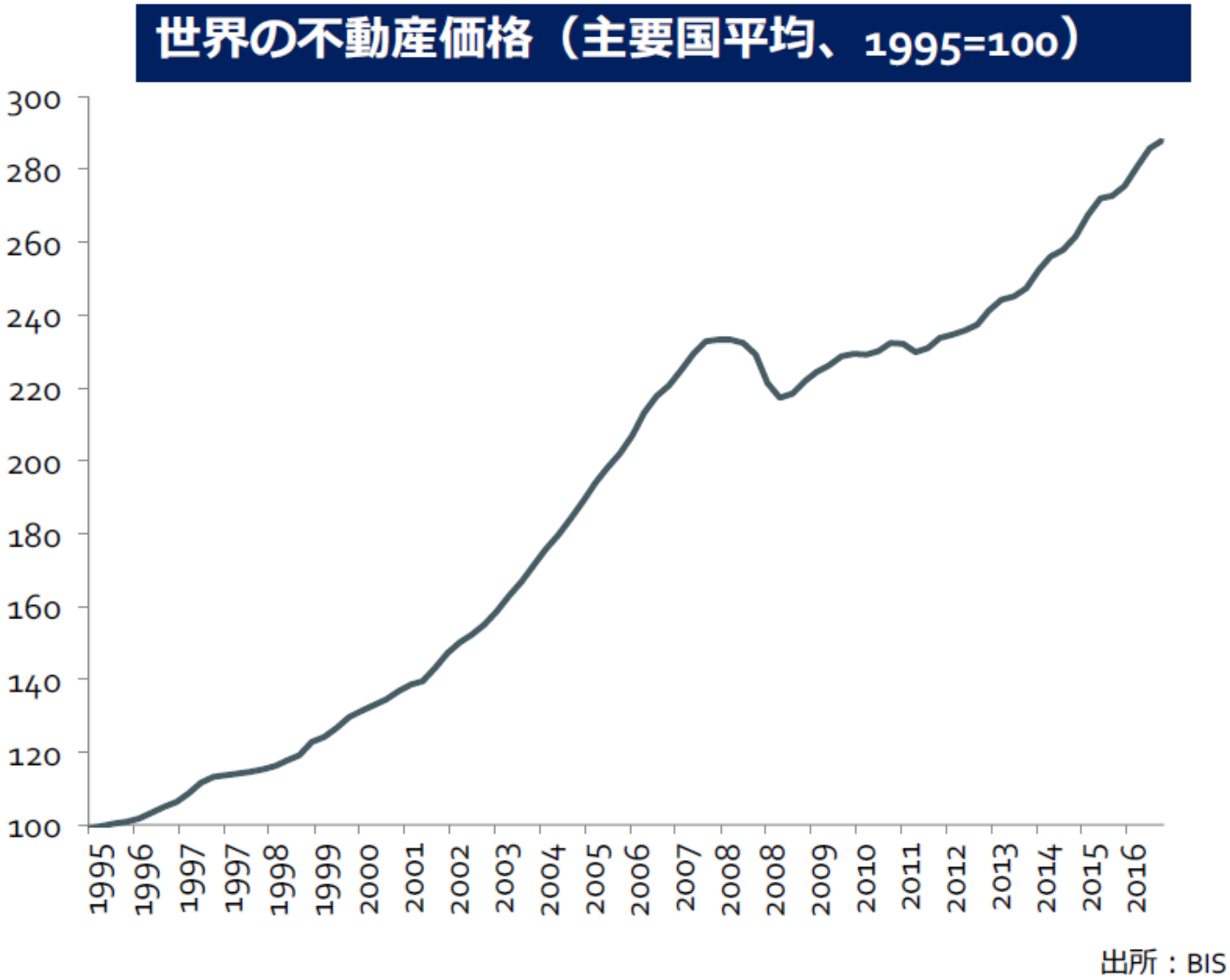


（注）直近は、金融機関の貸出態度判断 DI、株価は 17 年 7～9 月、地価の対 GDP 比率は 17 年 1～3 月、その他は 17 年 4～6 月。
（資料）Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

出所：日本銀行「金融システムレポート」（2017年10月）統計より抜粋

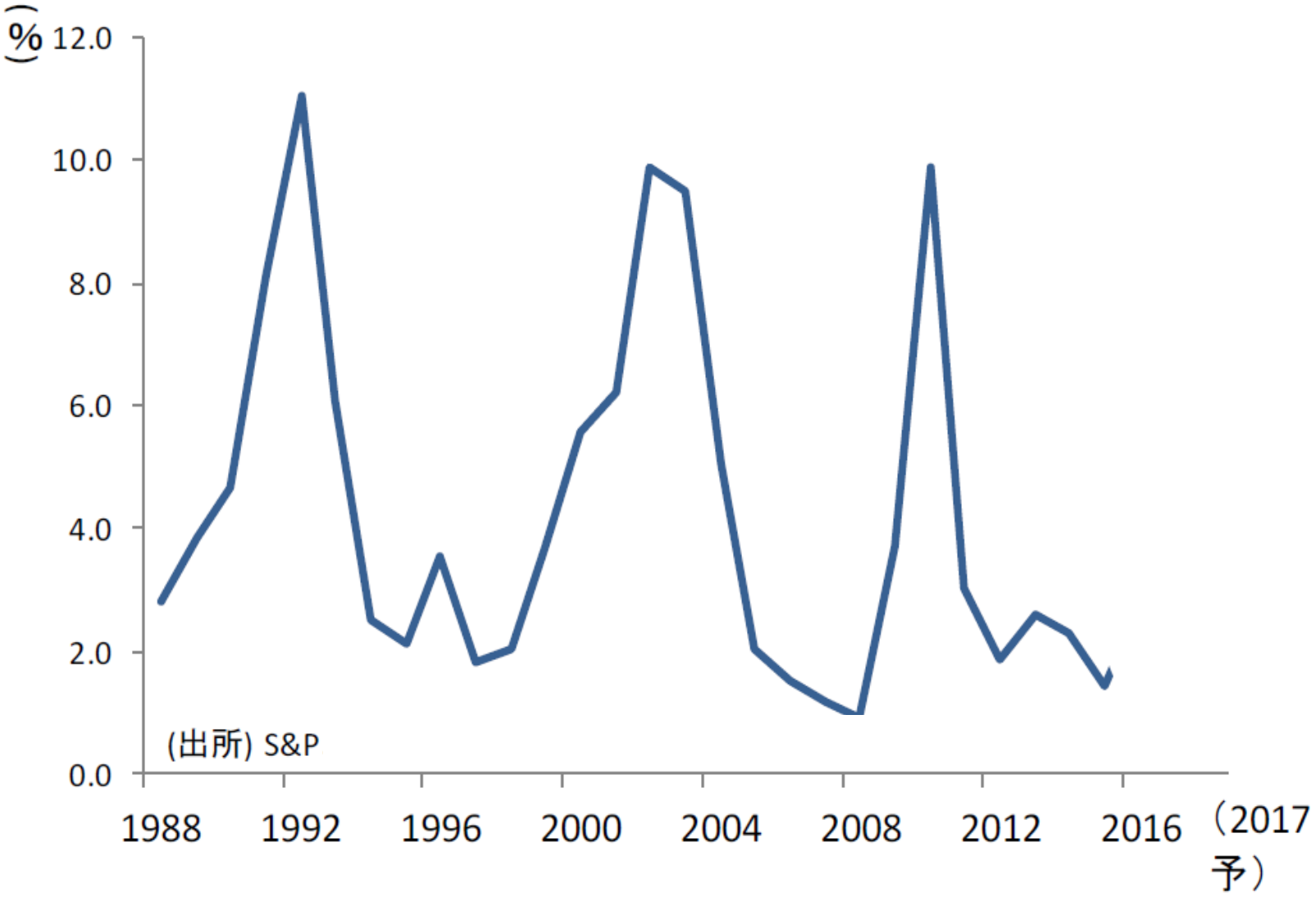
©宮城大学事業構想学部　田邉信之

世界の不動産価格（住宅）の中期推移



©宮城大学事業構想学部　田邉信之

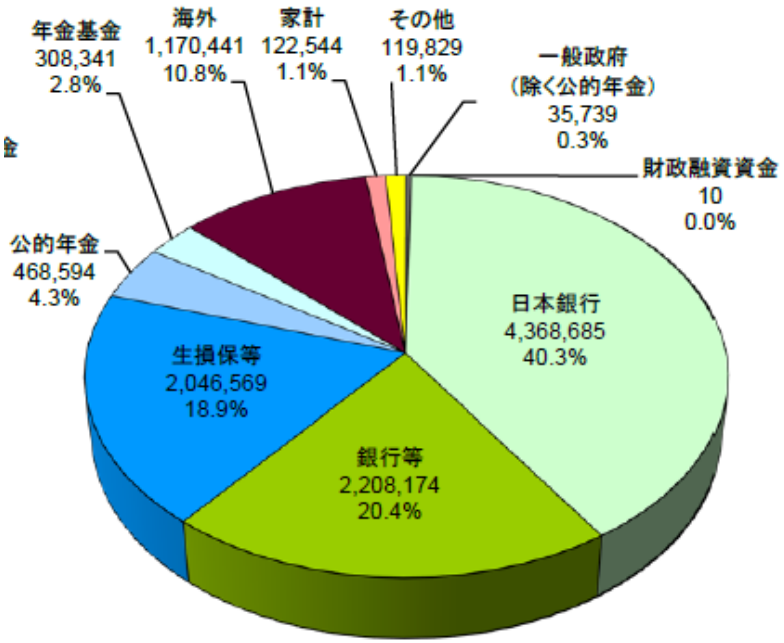
世界の企業のデフォルト率



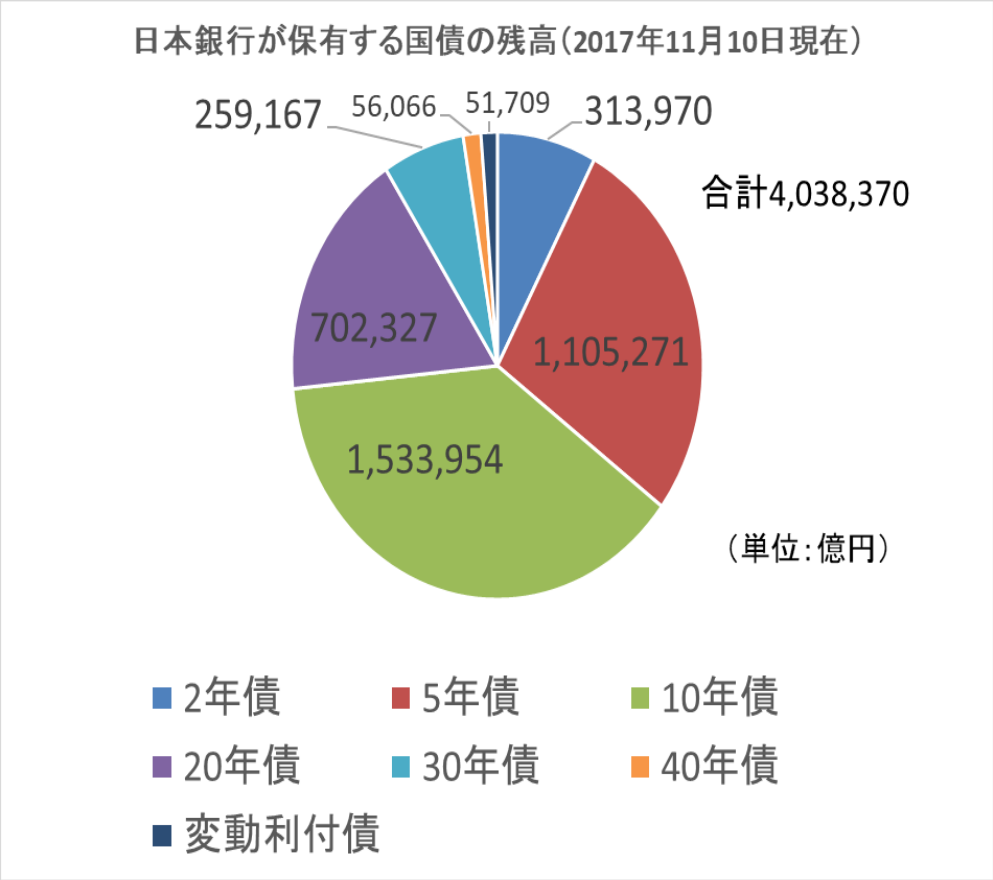
©宮城大学事業構想学部　田邉信之

国債の保有残高

国債及び国庫短期証券（T-Bill）
合計　1,084兆8,926億円

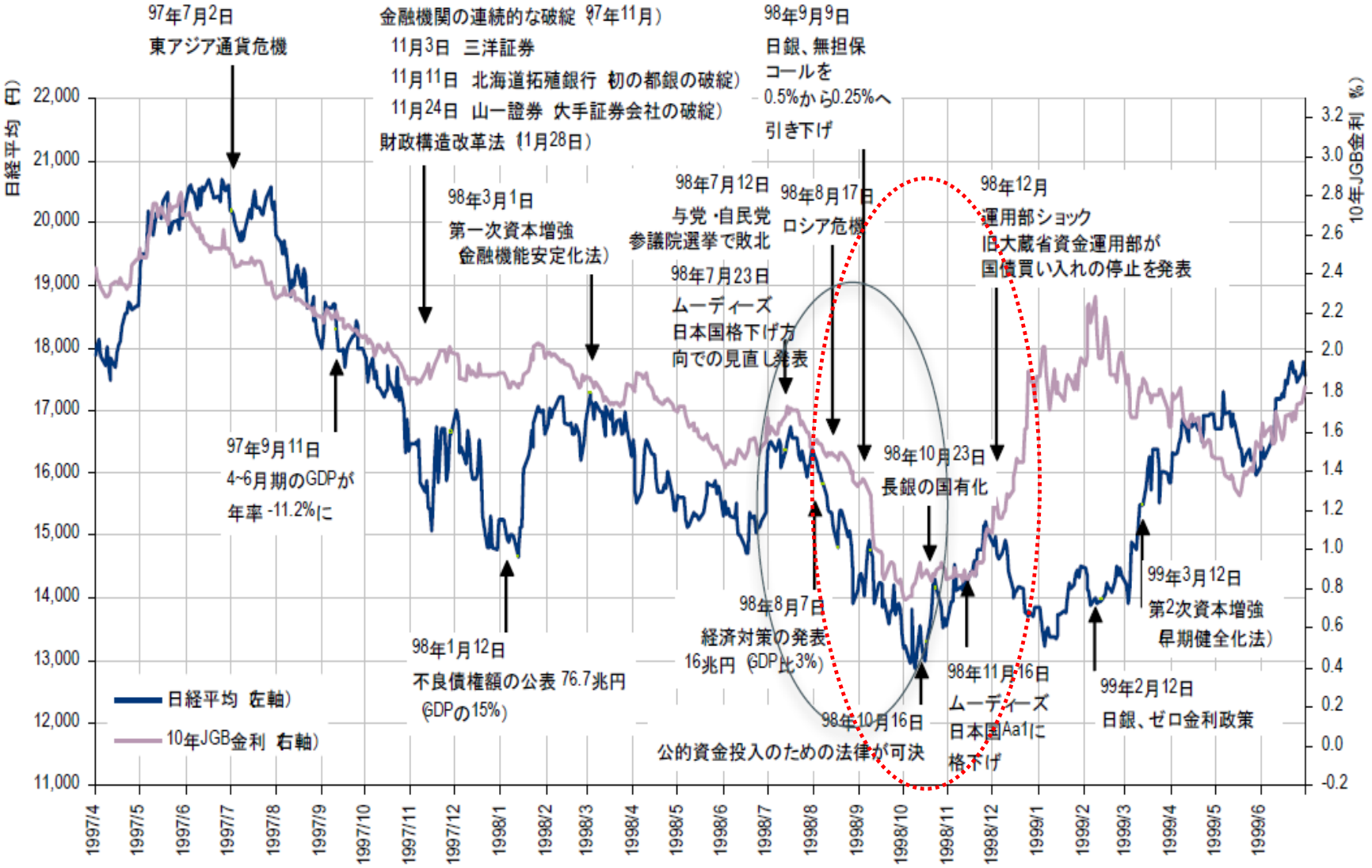


（単位：億円）

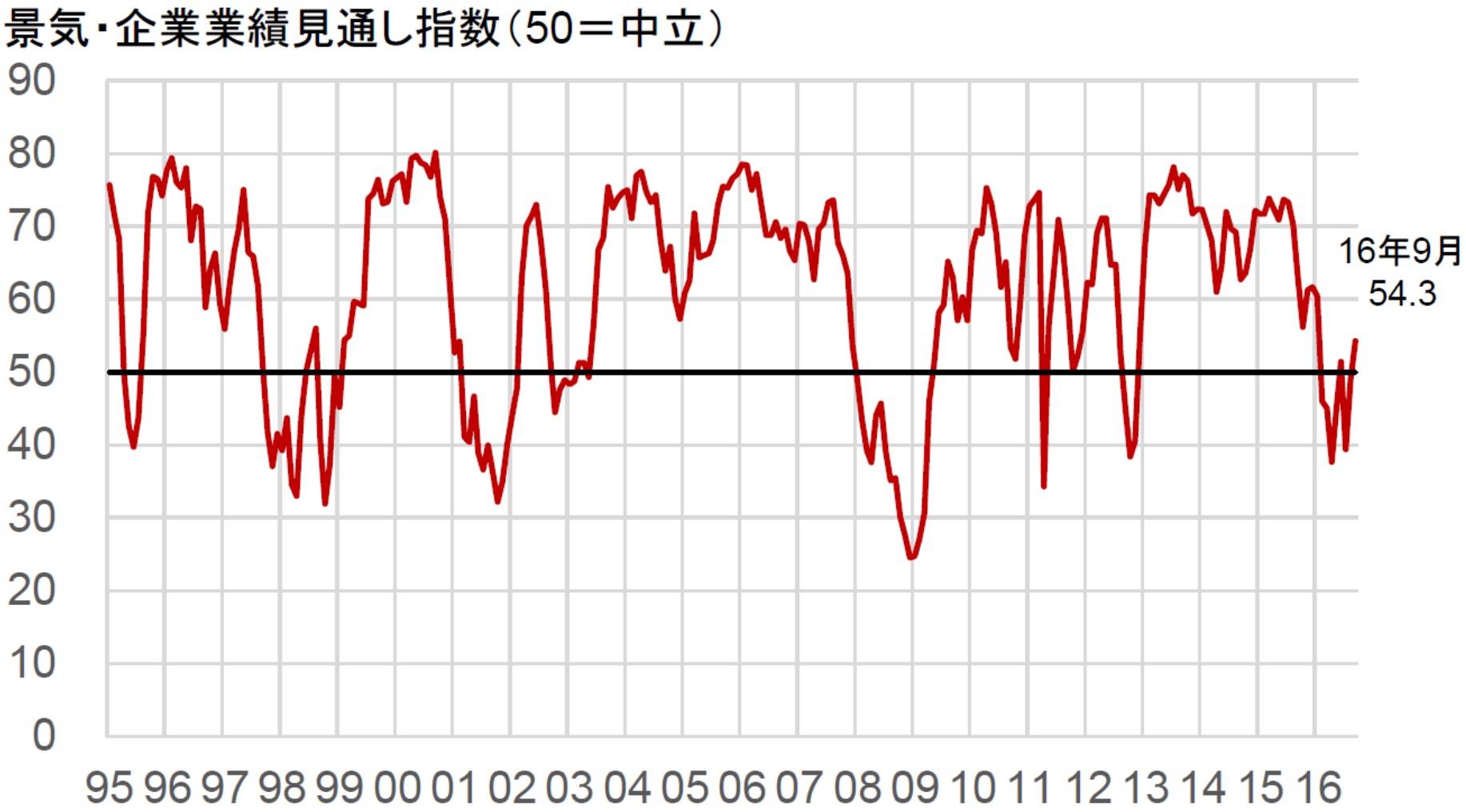


資料：日本銀行統計より作成

国債の格付け引き下げと金利の上昇



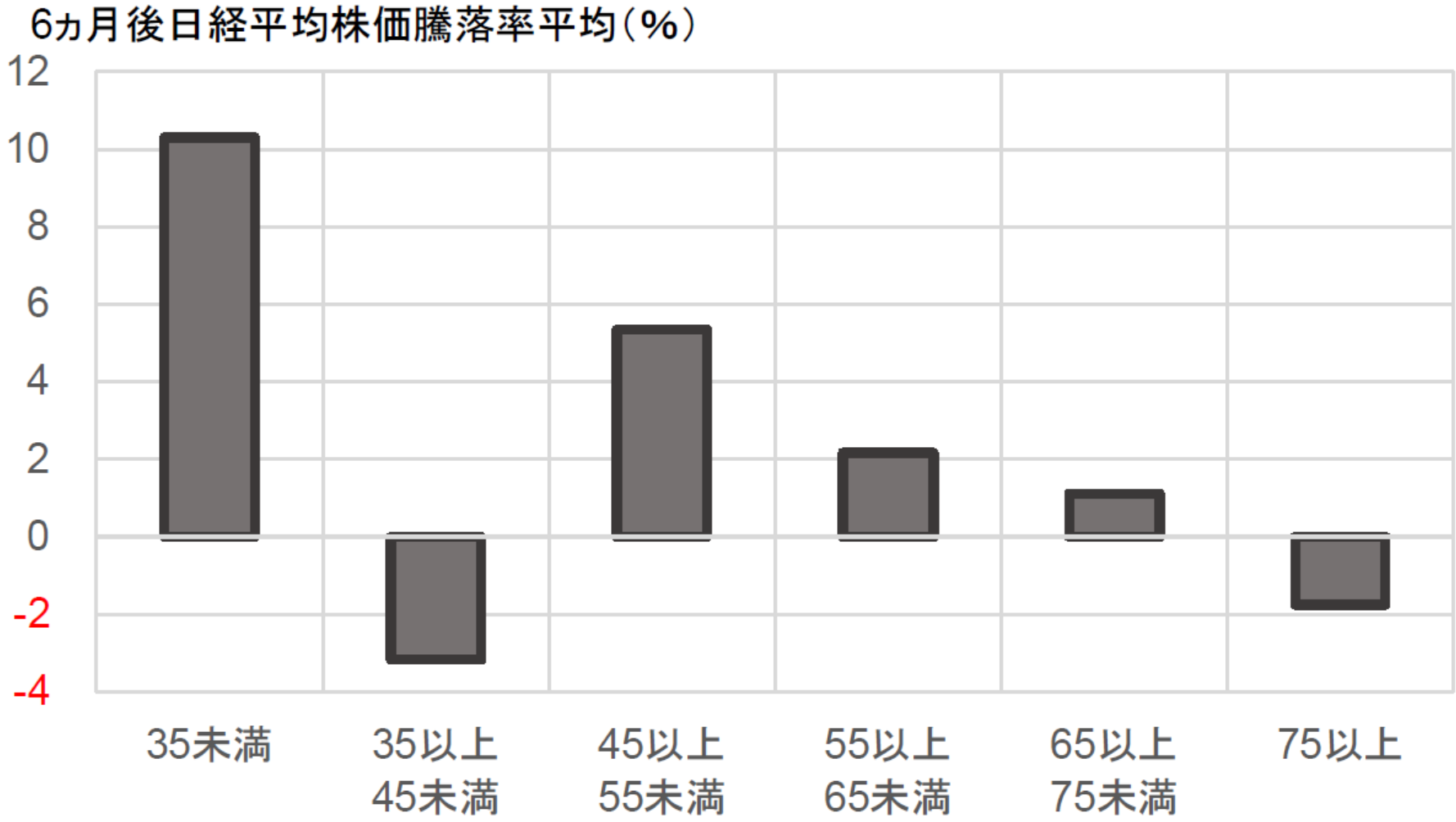
企業関係者の景気・企業業績見通し指数



（出所）QUICK

146

景気指標（景気企業業績指数）と株価の連動性



（注）サンプル期間は1995年1月調査～2016年3月調査。各月月末～6ヵ月後月末の日経平均株価騰落率の平均値。
（出所）QUICK社資料を基に 名古屋商科大学岩澤教授が作成

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

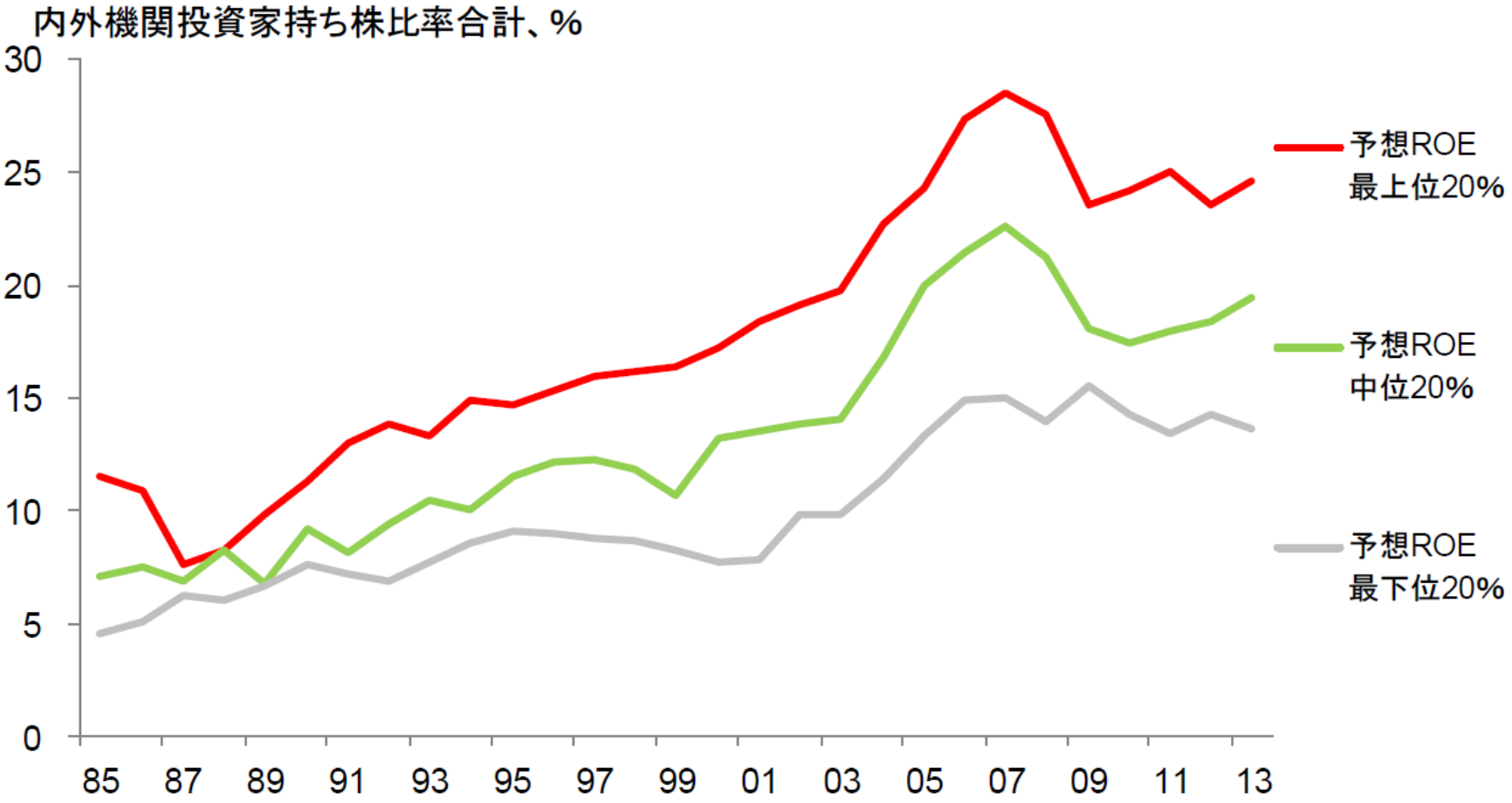
行動経済学の実験が示唆すること

◆0～100までの数字のうち一つを選択して下さい

◆数字選択に際して考慮するルール
- 実験には全員が参加
- 全員の回答の平均値（X）を計算する。
- その平均値（X）の3分の2を計算する（Y）
- Yに最も近い値を選んだ参加者を、優勝者とする

ROE（株主資本利益率）を基準とする投資①

東証一部：予想ROEによる分位ポートフォリオの平均機関投資家持ち株比率

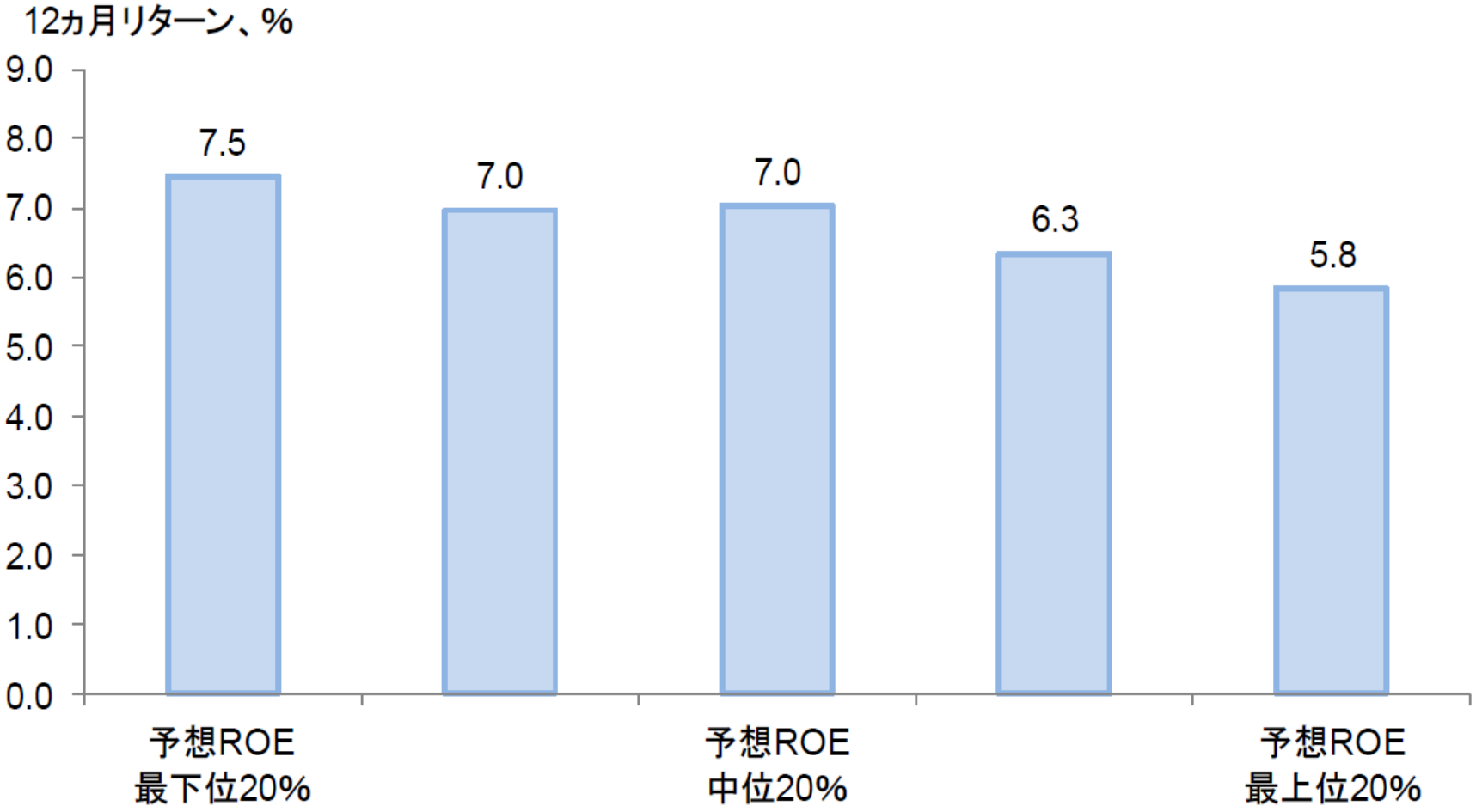


（注）対象は東証一部銘柄。各年6月末時点。予想ROE＝来期予想純利益／実績自己資本。機関投資家＝海外投資家＋国内年金・投信。
（出所）東証、野村證券、東洋経済新報社資料を基に筆者作成

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

ROE（株主資本利益率）を基準とする投資②

予想ROEによる5分位ポートフォリオの12ヵ月平均リターン



（注）対象は東証一部銘柄。各年6月末時点のデータを1985年～2012年につき集計。予想ROE＝来期予想純利益／実績自己資本。予想利益は野村予想を東洋経済予想で補完。（出所）東証、野村證券、東洋経済新報社資料

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

ESG：環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）

MSCIによるESG銘柄評価

- 神戸製鋼： *AA* *(ウェイト：0.17%)*
- 富士フィルム： *A* *(同0.87%)*
- 日産自動車： *BB* *(同1.31%)*

2017年6月時点

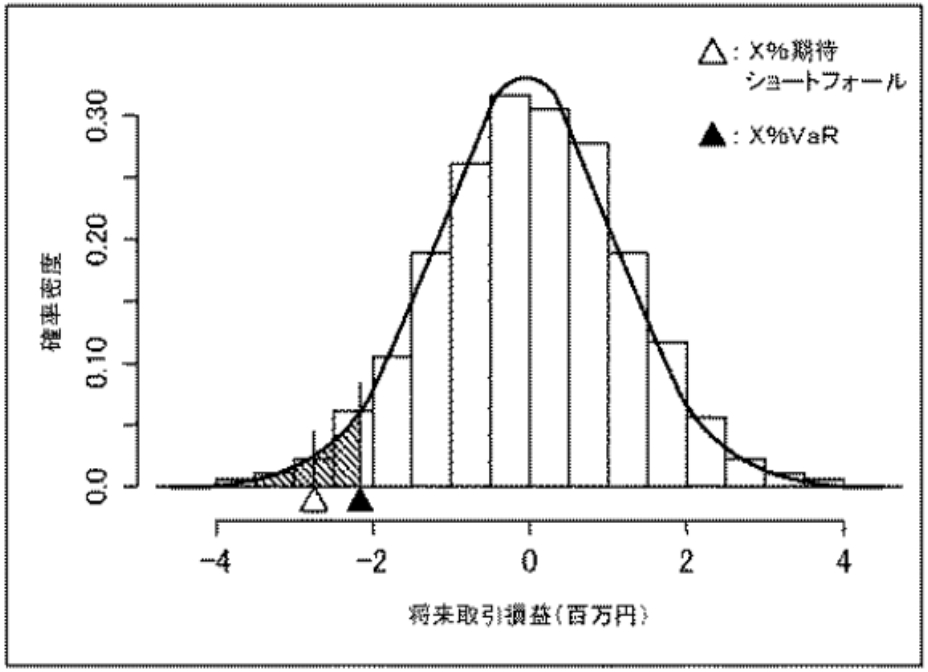
コード	銘柄名	業種	ESGセレクト・リーダーズ指数におけるウェイト	ESG格付け
1332	日水	生活必需品	0.08%	BB
1605	国際石開帝石	エネルギー	0.52%	AAA
1721	コムシスＨＤ	資本財サービス	0.13%	A
1801	大成建	資本財サービス	0.50%	A
1802	大林組	資本財サービス	0.41%	AA
1803	清水建	資本財サービス	0.32%	A
1808	長谷工	一般消費財サービス	0.20%	BB
1812	鹿島	資本財サービス	0.39%	A
1820	西松建	資本財サービス	0.08%	A
1911	住友林	一般消費財サービス	0.12%	A
1925	ハウス	不動産	1.05%	AA
1928	積ハウス	一般消費財サービス	0.59%	AA
1951	協エクシオ	資本財サービス	0.08%	AA
2002	日清粉Ｇ	生活必需品	0.19%	BBB
2206	グリコ	生活必需品	0.14%	BB
2212	山パン	生活必需品	0.16%	BB
2229	カルビー	生活必需品	0.18%	BBB
2267	ヤクルト	生活必需品	0.34%	BBB
2270	雪印メグ	生活必需品	0.09%	BBB
2282	日ハム	生活必需品	0.30%	BB
2331	ＡＬＳＯＫ	資本財サービス	0.19%	A
2433	博報堂ＤＹ	一般消費財サービス	0.18%	BB
2501	サッポロＨＤ	生活必需品	0.10%	BB
2531	宝ＨＬＤ	生活必需品	0.10%	BB
2587	サントリＢＦ	生活必需品	0.38%	A
2593	伊藤園	生活必需品	0.12%	BB

©宮城大学事業構想学部　田邉信之

リスク管理の手法の変化

Value at Risk:
“99%の確率でxx億円以上の損失は発生しない”

Expected Shortfall：
“1%以下の確率ではあるが、万一の場合に発生する損失の平均はx億円”



https://astamuse.com/ja/published/JP/No/2005339294

＜例＞
信頼水準 **= 99%** で **VaR** が**5**億円
評価損は **99%**の確率で**5**億円以内でも、**1%**の確率で**5**億円以上の損失となる。

超過損失がどのくらいになるのかについてがわからない。

損失が５億円を超える可能性は1%以下。1%以下の確率でひょっとしたら発生するかもしれない損失は平均で**8**億円

不動産市況の変化を見るための指標（総括表）

指　標	説　　明
不動産取引件数	①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の４つの局面を経て、再び第１の局面に戻るパターン
不動産の取引利回り	過去の水準との比較
マンション市場の動き	販売増加　→　価格上昇　→供給地域の外延化、１戸当たり面積の縮小　→　販売減少　→価格下落
銀行の不動産業向け貸出（増減、比率）	不動産業向け貸出の増減、融資規制
株式市場	株価、先物、オプション、エクイティ資金の流出入、海外投資家の動き
不動産会社の財務諸表	金利負担、資金繰り
不動産キャピタルゲインのGDP比	過去との比較
不動産業実物投資のGDP比	日本銀行レポート
不動産業向け貸出のGDP比	日本銀行レポート
商業用不動産価格上昇率の分布	日本銀行レポート
住宅投資のGDP比	IMFレポート
経常収支のGDP比	IMFレポート
住宅価格の伸び	IMFレポート

不動産市場の構造変化

不動産の市場化　　←　金融との融合

不動産市場の構造変化　（キーワード　：　ABCDE　）

Arbitrage（裁　定）

- リスク・リターンによる裁定
- 金融商品化（投資対象）
- 都市と地方
- 一般事業と不動産事業

Borderless（ボーダレス）

- グローバル化
  （インバウンド、アウトバウンド）
- 投資対象、投資家の拡大
  （ヘルスケア、インフラ、農地）
- 上場・非上場の相対化
- 不動産証券化→事業の証券化

Concentration(集　中)

- 立　地（都市間競争）
- 広域地方圏の中核都市
- 事業者：マンションなど
- 富裕層（富の集中）

De facto standard（事実上の標準）

- 不動産投資基準、IVS、IPMSなど

Environment（環境）　、Ecology（生態）

- ESG投資、環境格付など

高まる**リスクマネジメント**（Risk　Management）、**危機管理**（Crisisi Management)の重要性

個社のリスクマネジメント、市場のセーフティネット、予兆管理

- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。

- 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。

- 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。

- 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。

- 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。