

収益還元価格から見た不動産投資

目 次

- I. はじめに
- II. 投資用不動産の価格
- III. 住宅投資とオフィス投資
- IV. 不動産投資を行うにあたっての留意点
- V. おわりに

運用商品開発部 不動産運用担当次長 伏屋 隆

I. はじめに

2008年9月のリーマンショック以降、厳しい不動産投資環境が続いている。

賃貸状況は、オフィスにおいて非常に厳しい状況にある。住宅でも弱含みである。賃料の下落、空室率の上昇、これらが各種の報道で採り上げられることも度々である。不動産投資の額も低調であり、平成22年版土地白書によれば、「平成21年度に不動産証券化の対象となった不動産又はその信託受益権の額は、約1兆7,360億円であり、前年度に引き続き減少¹している。ピークは平成19年度の約8兆8,835億円であり、平成21年度はその20%程度に過ぎない。

一方で、改善の兆しもみられる。同じく平成22年版土地白書によれば、不動産投資家アンケート調査で不動産投融資に対する今後1年間の基本姿勢について質問したところ、平成21年度では「不動産投融資を拡大する」との回答が12.7%となり、平成20年度調査の4.2%から大幅に拡大している²。年金信託受託者としての当社が投資を行っている私募不動産ファンドでは、リーマンショック以降にも東京23区内に存するマンションを複数取得したが、その際に改善の兆しを感じ取ることができる事象が生じている。

¹ 平成22年版土地白書 P.22 「第1部 土地に関する動向 第1章 平成21年度の地価・土地取引等の動向 第4節 不動産投資市場の動向（不動産証券化市場の動向）」。なお、土地白書とは、土地基本法第10条に基づき、土地に関する動向及び土地に関する基本施策について、毎年、政府が国会に報告するものである。

² 平成22年版土地白書 P.26 「第1部 土地に関する動向 第1章 平成21年度の地価・土地取引等の動向 第4節 不動産投資市場の動向（不動産投資市場の参加者の意識）」。

本稿では、投資用不動産の価格算定方法として定着した収益還元価格が不動産投資に及ぼす影響を概観した上で、主たる投資対象として評価されている住宅とオフィスの比較を、収益還元価格の構成要素であるNOI³とキャップレート⁴の観点から行う。そして、最後に、不動産投資を行うにあたり留意している事項を付言する。

Ⅱ. 投資用不動産の価格

1. バブル崩壊期と昨今の不動産投資市況の差異

昨今の不動産投資市況を目の当たりにし、1990年以降のバブル崩壊期を思い出される方もいるであろう。しかし、バブル崩壊期と現在を特徴的に比較すると、以下の二点に相違があるといわれている。

(1) 土地か、不動産か

バブル前、バブル期、バブル崩壊期、この全てにおいて、不動産と言えば、一般に土地のことだと考えられていた。右肩上がりの土地神話の下、「土地は買うもの、売るものではない」「土地の価値を最大限に活かすために、更地のまま保有する」、等の考え方が支配的だった時代である。不動産投資といえば、主として土地への投資であり、主たる投資収益とは土地の含み益(値上がり益)であった。

一方で、2000年頃以降、不動産証券化の進捗とこれに歩調を合わせた不動産投資の拡大を通じ、投資用不動産は、土地と建物が一体となって賃貸収益を生み出すものへと変化した。バブル崩壊期以前においてさほど重視されていなかった賃貸収益が、重視されるようになってきた。

³ NOI(Net Operating Income)は、不動産の収入(その殆どが賃貸収入である。)から経費を控除した不動産の純収益である。収益還元価格を算定する際に、NOIに代えてNCF(Net Cash Flow)を用いることが多いが、本稿では、グラフ(図表2、3、4)において、NOIを市場価格で割った取引利回りまたは期待利回りの推移を記載しているため、全編を通してNOIで統一することとした。なお、NCFとは、NOIから資本的支出(通常は、一定期間に要すると想定される資本的支出を平均した資本的支出積立金を利用する)を控除したものである。

「NCFの額<NOIの額」となることから、「NCFに対応するキャップレート<NOIに対応するキャップレート」となる。

⁴ 還元利回りのこと。Capitalization Rateの略称である。

(2) 土地価格か、不動産価格か

不動産といえば土地のことだと考えられていた時代においては、不動産価格と土地の価格がほぼ同義であった。重視されたのは、不動産価格動向ではなく、地価動向である。その名残と思われるのだが、昨今においても、不動産価格動向を地価動向と表現している場面に出会うことが多々ある。

一方で、投資用不動産が土地と建物が一体となって賃貸収益を生み出すものへと変化すると、そこでの価格は不動産価格となり、しかも賃貸収益を重視する収益還元価格となる。

$$\text{収益還元価格} = \text{NOI} \div \text{キャップレート}$$

NOI とは、不動産賃貸で生み出される不動産の純収益である。キャップレートとは、不動産の利回りである。収益還元価格は、不動産の純収益を利回りで除したものである。

NOI もキャップレートも、市況の変動に応じて変動する。NOI やキャップレートが変動すれば、収益還元価格も変動する。

2. 収益還元価格が投資行動に与える影響

個々の不動産の NOI とキャップレートを算定して収益還元価格を算定するにあたっては、投資候補(または、対象)不動産の立地・物理的な状況・賃貸状況等、そして、周辺の環境・賃貸状況等を精査する必要がある。精査にあたっては、専門家が建物の状況や遵法性等を調査したエンジニアリングレポートや、専門家が投資候補(対象)不動産の賃料水準・賃貸見通しを調査したマーケットレポートを徴求することが多い。これは、収益還元価格が浸透する契機となったといわれている海外の証券化手法を取り入れた際に併せて取り入れられたものである。収益還元価格が浸透した結果、不動産を良く見て、慎重に評価する姿勢も併せて浸透することとなった。

収益還元価格は、不動産投資に利回り(キャップレート)の概念をも浸透させた。利回りにより不動産と他の投資商品の比較を行うことが可能となれば、不動産も投資商品の一つとして認識されるようになる。確かに、不動産が土地だと考えられていた時代においても、不動産の取得が投資と呼ばれることがあったが、利回りはさほど意識されず、右肩上がりの土地神話のみが意識されていたといっても過言ではない。不動産は特別なものとして取り扱われ、大半は投資ではなく、所有がなされていたといえる。所有は半

永久的なものであり、出口⁵を予定しているものではない。これに対し、不動産が投資商品の一つとなり、他の投資商品との選択が行われるようになると、不動産においても、出口が重視されるようになる。不動産でも、一定期間内での投資収益の多寡が重視されるようになってきている。

ところで、個々の不動産の NOI は、実際の賃貸状況を基に算定されるものであり、実際の賃貸状況と大きく乖離した算定を行うことは困難なはずである。本来、その算定に大きな恣意性が入り込む余地は少ない。個々の不動産のキャップレートの算定に予測が織り込まれるとしても、近隣の事例等との比較を行うことによって一定の客観性が備わるはずである。本来、この算定にも大きな恣意性が働く余地は少ない。NOI やキャップレートの算定にあたっては、大きなブレを抑えようとする自己規制機能が働くといわれることがある。

ただし、収益還元価格の算定に当たり用いられる NOI は、算定時点の NOI に限られるものではない。将来の推移予測を織り込んだ予測平均値が使用されたり、予測した変動が終了した後の予測値が使用されることもある。キャップレートについても、算定時点のキャップレートだけではなく、将来の予測値が用いられることがある。

収益還元価格の算定において大きな恣意性は排除されるとしても、算定者の考え次第で、幾通りもの価格が算定される。収益還元価格算定プロセスにおける自己規制機能を過信してはならない。

(1) 価格上昇期における収益還元価格の算定

収益還元価格が上昇しているということは、NOI の増加かキャップレートの低下（あるいは、これらの両方）が生じているということである。賃料が上昇し NOI が増加すれば、新たな投資を誘引し、キャップレートが低下する。これが、収益還元価格の上昇過程である。

この状態が続くと、賃料の上昇傾向が継続することを前提とした実際的水準を上回る NOI の算定や、更なる投資需要の増加を期待した実際的水準を下回るキャップレートの算定が行われるようになる。実際の NOI やキャップレート的水準による自己規制機能は働くものの、収益還元価格を大きく変動させる要因も存すると考

⁵ 不動産の証券化の進展に伴い、不動産投資は、不動産ファンドへの投資として行われる機会が多くなっているが、不動産ファンドでは、投資対象不動産を売却してファンドを終了することを「出口」と呼んでいる。本稿では、不動産を予め定めた時期に売却し投資行為を終了すること全般を、「出口」と表現している。

えられる。

今回の不動産市況がピークアウトする以前には、特にオフィスにおいて、更なる賃料上昇による NOI の増加と更なる投資需要の増加によるキャップレートの低下を期待した収益還元価格の大きな上昇が発生したと考えている。

現行 NOI + 賃料収入の増額期待

————— ⇒ 価格の上ブレ
指標等でのキャップレート - 投資需要の増加期待

(2) 価格下落期における収益還元価格の算定

収益還元価格の下落は、NOI の低下かキャップレートの上昇(あるいは、これらの両方)を意味する。

長期に亘り賃料の下落傾向が続くと、買い手側では、NOI を算出するに際し、将来の賃料下落リスクに備え賃料水準等に通常以上にストレスをかけるようになる。現状では、このNOI算定プロセスにおけるストレスが大きいといわれている。キャップレートについても、将来の上昇リスクに備えた算定が行われる結果、現状のストレスは大きくなっている。買い手側は、NOI とキャップレートの双方にこの大きなストレスをかけ、過度に低い価格設定を行う可能性がある。

現行 NOI - ストレス(賃料の下落、空室損失)

————— ⇒ リスクを織り込んだ価格
指標等でのキャップレート + ストレス

Ⅲ. 住宅投資とオフィス投資

不動産には、住宅、オフィス、商業施設(商業ビル・ショッピングセンター等)、物流施設(倉庫・配送センター等)等の数多くの用途があるが、不動産投資における主たる投資対象としての評価を得ているものは、住宅⁶とオフィスである。ここでは、収益還元価格の構成要素であるNOIとキャップレートの観点から、住宅投資とオフィス投資の比較を行う。

⁶ 住宅は、一般賃貸住宅と高級賃貸住宅に分けることができるが、ここでは一般賃貸住宅を対象とする。なお、一般に、高級賃貸住宅は、一般賃貸住宅よりも賃料水準の変動が大きいとされている。

1. 住宅投資

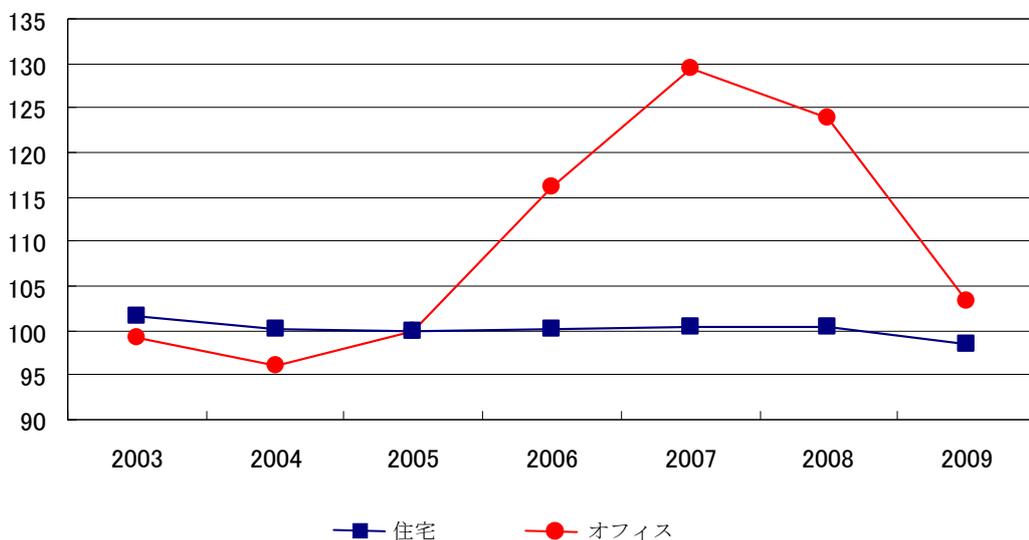
住宅投資は、オフィス投資よりも安定的な投資だと考えられている。

住宅投資が安定的である理由の一つとして、投資対象不動産あたりのテナント数が、オフィスに比較して、極めて多数に及ぶことを挙げることができる。テナント数が多ければ、1テナントの入退去がNOIの変動に与える影響は小さく、NOIが安定する。住宅は、テナント分散度が極めて高い投資対象である。もう一つの理由として、以下のように、NOIが安定的であることを挙げることができる。

(1) 特徴

図表1は、東京圏⁷における住宅とオフィスの賃料指数を示したものである。二者の比較の中で、変動幅の大きいオフィス賃料、変動幅の小さい住宅賃料という差異を読み取ることができる。変動幅が小さいという住宅賃料の特徴を捉え、一般的には、住宅投資はオフィス投資よりも安定的との評価がなされている⁸。

図表1：住宅賃料とオフィス賃料の動向



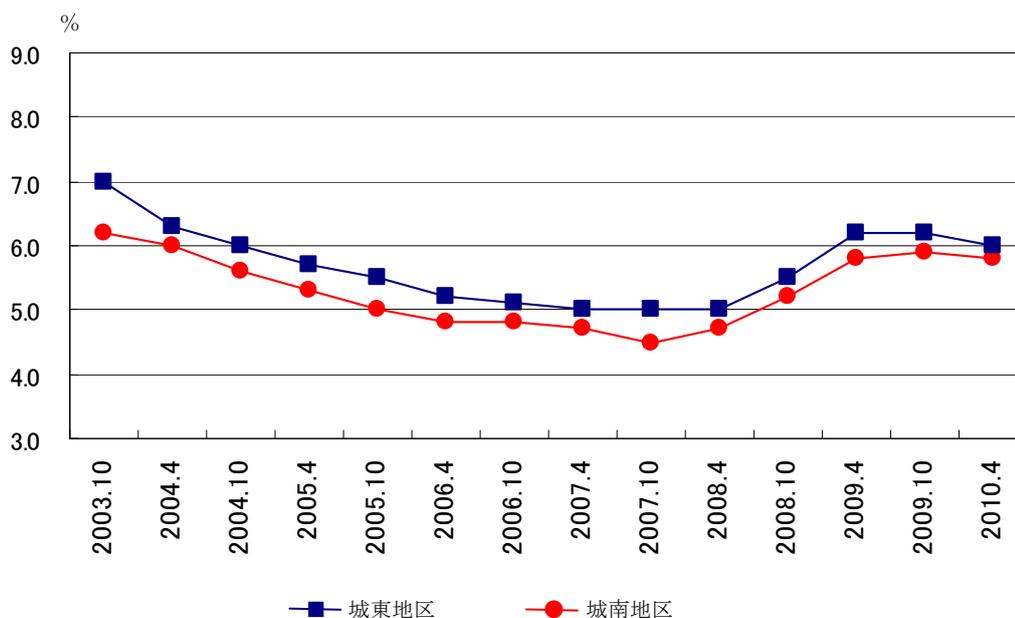
(出所) (財)日本不動産研究所「全国賃料統計」東京圏：各年9月末時点。
2005年を100として、筆者が作成。

⁷ (財)日本不動産研究所では、東京圏を、首都圏整備法に定める既成市街地および近郊整備地帯を含む市区町村の区域と定義している。

⁸ 本稿には、従来や直近における傾向や市況等に言及した箇所があるが、これは、将来の傾向や市況等に言及したのではなく、また、将来も同様の傾向や市況等となることを保証するものでもない。

安定的な投資というと、価格変動も殆ど生じないとの意味にとられるかもしれないが、実際には、賃料収入が安定的であり、その結果NOIが安定的である対象に対する投資という意味である。残念ながら価格変動は生じている。図表2は、財団法人日本不動産研究所が年二回行っている不動産投資家調査における取引利回り⁹(キャップレート)の推移を、東京の城東地区¹⁰と城南地区¹¹の住宅(ワンルームマンション)でグラフ化したものである。城東地区と城南地区の両方のデータの存する2003年以降において、概ね2%程度の変動が生じている。収益還元価格の構成要素はNOIとキャップレートであるが、NOIが安定的ならば、住宅の収益還元価格は主としてキャップレートの変動により変動する¹²。

図表2：ワンルームマンションの取引利回りの推移



(出所) (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」を利用して筆者が作成。

⁹ 不動産投資家調査では、取引利回りは、「投資家が実際の市場を観察して想定する利回り」と定義されている。

¹⁰ 不動産投資家調査では、城東地区は、「墨田区、江東区のうち、東京、大手町駅まで15分以内の鉄道沿線。」と定義されている。

¹¹ 不動産投資家調査では、城南地区は、「目黒区、世田谷区のうち、渋谷、恵比寿駅まで15分以内の鉄道沿線。」と定義されている。

¹² 住宅全般で見ればということであり、個々の住宅の収益還元価格は、NOIとキャップレートの両者の変動に伴って変動する。

ところで、この安定的な投資との評価は、実は、リーマンショック後において、再認識されたものである。

何故再認識なのか。図表1に示すとおり、2005年頃から始まったオフィス賃料の上昇は、2006年から2007年頃にかけてピークを迎え、分配金増額期待の下、オフィスを投資対象とする不動産投資信託(リート)に注目が集まり、オフィスリートの投資口価格も大きく上昇した¹³。一方で、賃料の増額とこれに伴う分配金増額を期待しにくい住宅リートに対する注目度は低水準に留まった。注目度の低い住宅リートは、オフィスリートに比較し増資が行いにくい。同時期において、私募不動産ファンドでの投資を含め、住宅投資全般が、オフィス投資の下に位置づけられていたというのが実感である。

ところが、リーマンショック後のオフィス賃料の大きな下落を目の当たりにし、住宅投資は、変動幅の小さい賃料、そして、高いテナント分散という安定的な特性を有しているとの再認識へと繋がったものと考えられる。図表2では、2007年頃を底に上昇傾向へと変化した取引利回り(キャップレート)が、2009年以降、横這いから低下へと再度変化するに至っている。

(2) 現状

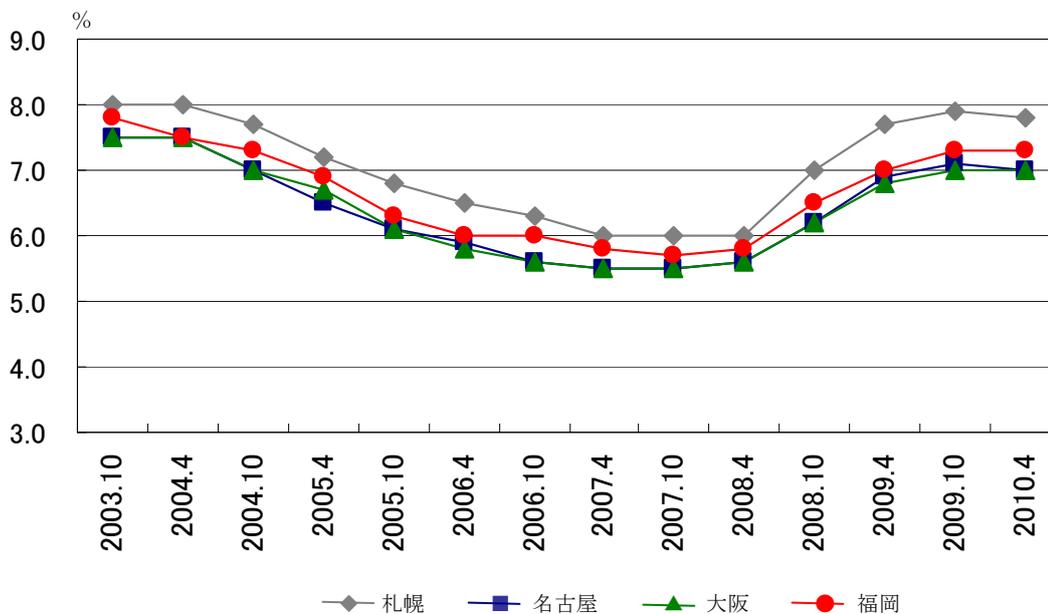
不動産投資市況が厳しいといわれている中で、東京23区とその周辺は、底入れから回復へと向かいつつある地域だとの評価を得つつある。年金信託受託者としての当社が投資を行っている私募不動産ファンドにおいても、リーマンショック以降に東京23区内で複数の住宅を取得した。その価格は、ピーク時に比較すると相当低い水準であり、割安感の感じられる水準である。ただし、昨年春頃までは、更に投資の安全性を確保したいとの考え¹⁴の下、その時点での市場価格よりも更に割安に取得することができるかもしれないとの期待感を抱いていたが、昨年夏頃以降、購入に際し急激に競合が生じ始め、このような期待感は抱き得なくなった。現在では、キャップレートが上昇しつつあり、価格反転が実感されるようになっている。図表2は、東京23区に該当する城東地区と城南地区のワンルームマンション

¹³ 東証REIT指数の最高値は、2007年5月31日の2,612.98(配当込み指数は3,047.85)である。なお、現在は、用途別の指数が公表されているが、2007年当時は用途別の公表がないため、本文の記載は筆者の実感である。

¹⁴ 購入価格が安い程、投資の安全性は高まるはずとの考えである。

を対象に作成したものだが、2010年4月の反転は予想どおりの結果である¹⁵。

図表3：ワンルームマンションの期待利回りの推移



(出所) (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」を利用して筆者が作成。

図表3は、不動産投資家調査における期待利回り¹⁶(キャップレート)の推移を、札幌、名古屋、大阪、福岡の住宅(ワンルームマンション)でグラフ化したものである。期待利回りであり、投資家が実際の市場を観察して想定する利回りである取引利回りのデータではないが¹⁷、2010年4月において、横這いまたは低下へと変化し

¹⁵ 不動産投資家調査ではファミリー向けマンションのデータも公表されているが、ワンルームマンションと同様に、2010年4月において、城東地区では0.3%(6.3%→6.0%)、城南地区では0.2%(6.0%→5.8%)の低下が生じている。

¹⁶ 不動産投資家調査では、期待利回りは、「各投資家が期待する採算性に基づく利回り」と定義されている。期待利回りは投資家が「期待」している利回りであるため、全般的に取引利回りよりも20~50bp程度高くなる傾向がある。なお、札幌、名古屋、大阪、福岡では、期待利回りのデータだけが公表されている。

¹⁷ 取引利回りと期待利回りの両方のデータが公表されている城東地区と城南地区で見ると、2010年4月において、城東地区では、ワンルームマンションもファミリー向けマンションも、期待利回りが、取引利回りと同様に微減となっているが、城南地区では、ワンルームマンションもファミリー向けマンションも、期待利回りが、取引利回りと異なり横ばいとなっており、取引利回りとは限らないことがわかる。

た地域がある。好転は、東京 23 区に始まり、次第に拡大してゆくことが多いといわれている。住宅投資見直しの機運は第一に東京 23 区への投資を誘発したが、投資対象地域は、次第に拡大しつつある可能性がある¹⁸。

2. オフィス投資

希少性を有するAクラス¹⁹といわれるオフィスビルの売却に際しては、買い手が集まるものの、オフィス投資全般を見れば、住宅よりも投資市況の回復が遅れているといわれている。

ここでは、オフィス投資の特徴に言及する。

(1) 特徴

図表 1 から、オフィス賃料は、住宅賃料に比較し変動幅が大きいという特徴を読み取ることができる。賃料の水準のピークは、2007 年である。

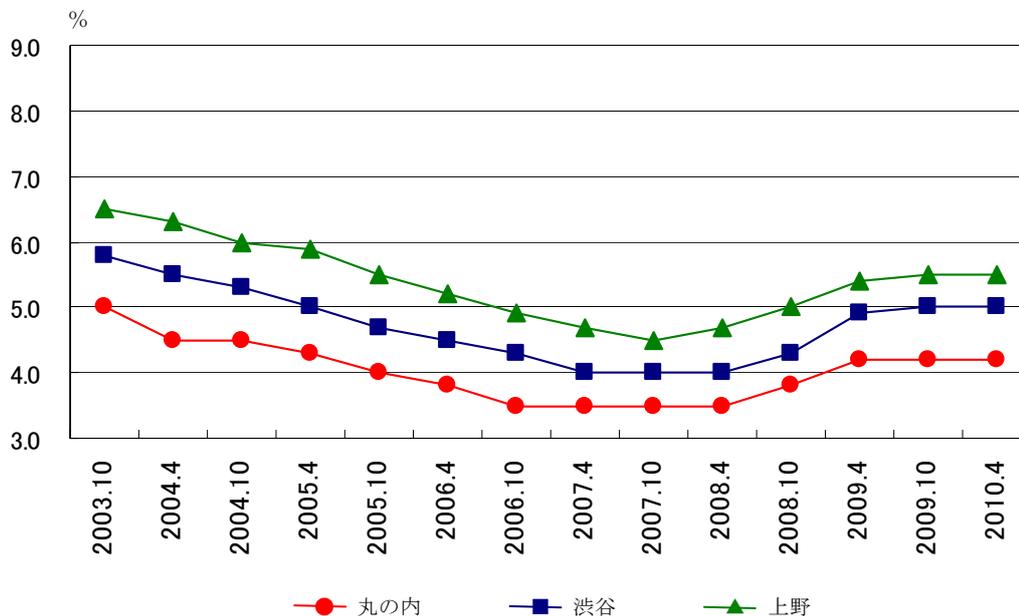
図表 4 は、日本不動産研究所の不動産投資家調査における取引利回り（キャップレート）の推移を、丸の内・渋谷・上野の A クラスビルでグラフ化したものである。地域間に多少の差異が存するものの、2006 年後半に最も低くなり、これが 2007 年後半頃まで続いた。なお、図表 1 では、2007 年は、2006 年よりも賃料水準が高い（したがって、NOI が高額である。）ことから、価格のピークは 2007 年であることを読み取ることができる。

2007 年頃の投資案件を振り返ってみると、賃料改定が想定どおりに実現し NOI の増額が実現して初めて投資可と判断し得るキャップレート水準となるような案件が多かった。オフィスにおいては、更なる賃料上昇による NOI の増加と更なる投資需要の増加によるキャップレートの低下を期待した収益還元価格の大きな上昇が発生していたのではないかというのが実感である。

¹⁸ これら 4 地区のファミリー向けマンションでも、ワンルームマンションと同様に、2010 年 4 月において、横ばいまたは微減となっている。

¹⁹ 不動産投資家調査では、A クラスビルは、「その地域における立地条件、建築設計、施工、設備材料、維持管理、入居テナント及びアメニティ等の面で最も高いクラスのオフィスビルを指す。標準的な A クラスビルは、機関投資家中長期保有の「適格物件」として、一般的に認められている。」と定義されている。

図表4：Aクラスビルの取引利回りの推移



(出所) (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」を利用して筆者が作成。

オフィスは、概して、住宅よりも賃料の変動が大きく、NOIの変動が大きい。キャップレートは、地域間で差異が存するものの、概ね 1.5%から 2%の範囲内で変動しており、これは、図表2の2003年以降の城東地区・城南地区の住宅(ワンルームマンション)とほぼ同水準であるといえる²⁰。これらのことから、住宅投資と比較し、オフィス投資は、NOIの変動幅が大きいことにも起因して、収益還元価格が大きく変動する可能性を有する投資だと考えることができる。

(2) 現状

オフィスでは、賃料水準の下落や空室率の増加に改善の兆しがみられつつあるとの報道がなされることがあるものの、依然として、賃料水準の下落や空室率の増加が続いているというのが実感である。住宅と比較すると、NOIに不安定感が残る。このような状況の下、買い手は、NOIにもキャップレートにも、住宅よりも大きなストレスをかけた低い価格設定をし続けていると感じられる。図表4は不動産投資

²⁰ グラフの作成に当たり選定した地域に関する記載であり、投資家調査のデータの存する地域全体に関する記載ではない。

家調査における東京 23 区のポイントの中から 3 ポイントを抽出して作成したものの、横ばいとなり回復の兆しは感じられるものの、ワンルームマンションを対象とした図表 2 と異なり、2010 年 4 月に反転したポイントは存しない²¹。データでも、住宅とオフィスの相違を見て取ることができる。

それでは、ストレス縮小の契機は何か。契機は賃貸市況の底入れだとする意見が多いとの印象をもっている。今後、賃料水準の下落や空室率の増加の底入れが明らかになったときは、買い手側のストレスが縮小し、売り手側との格差が縮小へと向かうのではないかと期待している。

なお、オフィスの買い手の価格算定におけるストレス負荷には、NOI の減少やキャップレートの増加のリスクに対する担保だけに止まらず、より安く購入して機会を見つけて高く売りたいという収益機会相当分が上乗せされている場合も多々あるといわれている。この上乗せ分は、賃貸市況が底入れし NOI が底入れすれば、ある程度短期間で消滅する可能性がある。なお、この上乗せ分の消滅は、現在も物件を物色中の買い手によりもたらされる場合もあろうが、新たな買い手の参画によりもたらされる場合も多いものと予想している。

IV. 不動産投資を行うにあたっての留意点

回復感のある東京 23 区とその周辺に存する住宅は、賃借ニーズが多く NOI の安定性が期待でき、根強い投資需要があり出口に安心感がある地域としての評価を受けている。このような地域で住宅投資を行うと、投資対象不動産の取得に当たり、多くの競合が生じるようになってきている。

本章では、収益還元価格の構成要素である NOI とキャップレートの観点から、留意すべきと考えている事項に言及する。

1. より多くの候補物件情報の中から投資対象不動産を選定すること

東京 23 区とその周辺での住宅投資は回復に向かいつつあり、買い手と売り手の希望価格格差が縮小しつつある。これに伴って、検討可能な候補物件情報数も増加しつつあり、投資家数も序々に増加しつつある。市況活性時ほどではないものの、現在は、一定

²¹ 23 区内の他のポイントや主要地方都市のポイントでも、2010 年 4 月において、概ね横ばいへと改善している。ただし、大阪と福岡では、微増となっている。

の競合が生じる状況にある。

競合が生じるのであれば、どの価格まで競争するのか、競争を注視したときに乗り換える物件は何かを見極めておく必要がある。そこで、投資を行う私募不動産ファンドのアセットマネージャー²²から、投資クライテリアに見合う候補物件情報をより多く提供してもらった上で、意見交換を経て、絞り込みを行うことが重要となる。

絞り込みにあたっては、価格の上限を設定する。すなわち、キャップレートの上限を設定するのである。その上で、アセットマネージャーは、上限の範囲内で、可能な限り安く取得することを目指す。一方で、上限を超えないと取得ができないときは、他の候補物件情報に乗り換える。

なお、競合が生じにくい地域を選定するという方法もあろう。ただし、競合が生じやすい地域は、根強い投資需要があり出口に安心感がある地域と考えられる一方で、競合が生じにくい地域は、市況の変動に伴う需要の変動が大きい地域である可能性がある。地域の変更を行うか否かは、投資戦略、特に出口戦略²³の策定の仕方次第だと考えられる。

2. 候補物件情報は必ず現地確認を行うこと

情報の絞り込みにあたっての重要事項は、現地確認である。現地確認は、算定されたNOIとキャップレートの妥当性を検証するための一手法である。住宅投資であってもオフィス投資であっても、この現地確認は重要だと考えるが、ここでは、住宅を事例にして、現地確認の重要性に言及する。

住宅投資を行うにあたり重視している事項の一つとして、最寄り駅との接近性がある。最寄り駅との接近性なんてアマチュアでも重視する事項、プロらしい視点ではないのでは、と思われる方もいるかもしれない。しかし、最寄り駅との接近性こそ、賃貸運営の良否の決め手であるといっても過言ではない。住宅といえども景況の影響を受け、賃貸状況は弱含んでいる。最寄り駅との接近性に難点のあるものは、特殊事情でも存しない限り、弱含みの影響を最も受けやすいと感じている。

ただし、最寄り駅との接近性を地図上で確認するだけでは足りない。実際に歩いてみ

²² 私募不動産ファンドの運用を行う者をいう。なお、アセットマネージャーの監督下において、投資対象不動産の管理運用を行うものを、プロパティマネージャーという。

²³ どのような方法や価格で投資対象不動産を売却するか等を定めることをいう。投資開始時に定めた出口戦略を、投資期間中の市況変動等を踏まえて適宜見直すことが重要となる。

ると、近隣の環境次第では、最寄り駅に近い物件Aよりも、最寄り駅へは多少遠い物件Bの方が歩きやすいという場合がある。同水準の賃料設定であれば、Bの方が、賃貸運営が良好となる可能性がある²⁴。

また、生活利便施設の整備状況の確認も必要である。例えば、スーパーマーケット。特にファミリー向けマンションでは重視しているが、コンパクトマンションやワンルームマンションでも重視している。開店時間と閉店時間は、インターネットでも確認できるが、生鮮食品の品揃えの状況、酒類販売や生活雑貨販売の有無等は、現地での体感が必須である。更に、騒音の有無、これは実際に現地で体感しなければ、判断し得ない事項である²⁵。

VI. おわりに

不動産の証券化の進展に合わせて、収益還元価格も定着へ向けて進展した。90年代末の不動産証券化の初期段階では、バブル崩壊の影響を大きく受け、投資家を不動産投資へと誘引することが困難であった。年金という切り口からではあるが、不動産投資が受け入れられ始めたと実感し得たのは、2004年頃である。バブルの崩壊から考えると、10数年間。新たな不動産投資に理解が得られるまでの時間は、長きに亘った。

リーマンショック以降は、再び投資家を不動産投資へと誘引することが困難となり、投資家の誘引という点では、バブル崩壊後の証券化初期段階へと戻ってしまったかのような感がある。しかし、証券化の初期段階においては、収益還元価格は手探り状態にあったものの、現時点では、収益還元価格がしっかりと根付いている。東京23区とその周辺の住宅では、リーマンショックから2年弱で、回復の兆しを感じられるようになっている。これは、収益還元価格と収益還元価格の算定に当たり重視される不動産の精査が根付いたことも、その一因ではないかと考えている。

(2010年8月16日記)

²⁴ 実際には、最寄り駅次第で結果が異なる。例えば、住環境よりも利便性が優先される都心部の駅を最寄り駅とする住宅であれば、歩きやすさよりも距離が優先される場合がある。

²⁵ 室外での体感とともに、室内での体感が重要である。ただし、室内での体感には、空室でしかなし得ないという制限がある。稼働状況次第では室内に入ることができないことから、この場合には、室外での体感に加え、防音ガラスか否か、防音ガラスの場合にはその等級を確認することにより、室内での体感に代えることとなる。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）