

## 不動産投資市場の現況及び見通し（2024年上半期）

～ 不動産市況は今後も好調を維持する見通しも海外投資家の動向に注視 ～

2024年9月10日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

### [要約]

- ◆早稲田大学国際不動産研究所から第38回不動産投資短期観測調査（2024年6月調査時点）が公表された。そこで、本稿においては、特に不動産市況等に関する「判断項目」に着目して、当調査結果を概観することにより、我が国における不動産投資市場について、その足元の状況を確認する。
- ◆当該短観調査によると、最近の不動産市況判断について、「良い」と回答した割合は、全体の62%、「さほど良くない」が38%であり、「悪い」とする回答はなかった。前回調査（2023年12月調査）比でみれば、「良い」の回答割合が11%ポイント減少しているものの、依然として過半を超える回答者が、不動産市況が「良い」と判断していることから、我が国の不動産市況は良好な状態を維持していることが窺える。本稿では、当該短観調査の公表結果を用いて「投資不動産市況DI」を作成したが、同DIからもポストコロナにおいて不動産市況が好転してきたことがわかる。
- ◆金融機関の貸出態度についてのアンケート結果をみても「緩い」及び「さほど厳しくない」とする回答のみであり「厳しい」とする回答はみられない。また、「今後半年間の不動産投資のスタンス」に関する判断項目も、回答者の9割超が「促進」及び「現状維持」との回答となっている。こうした調査結果を見る限り、我が国の不動産市況は、今後も好調を維持する見通しである。ただし、上記不動産投資短期観測調査における最新の調査時点は、2024年6月であり、7月末に生じた日銀の追加利上げのイベントは、今回のアンケート結果に反映されていない点に留意する必要がある。特に、海外不動産価格の大幅な下落や為替動向に起因する海外投資家の行動変容が我が国の不動産投資市場に与える影響については、今後も注視する必要がある。

<sup>1</sup> 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

## 1. 不動産市況は依然として良好な状態を維持している

早稲田大学国際不動産研究所から第38回不動産投資短期観測調査<sup>2</sup>（2024年6月調査時点）が公表された。そこで、本稿においては、特に不動産市況等に関する「判断項目」に着目して、当調査結果を概観することにより、我が国における不動産投資市場について、その足元の状況を確認する。

第38回不動産投資短期観測調査（2024年6月調査）によると、最近の不動産市況についての回答割合は、「良い」：62%、「さほど良くない」：38%、「悪い」：0%であった。前回調査（2023年12月調査）における同回答割合は、「良い」：73%、「さほど良くない」：27%、「悪い」：0%であり、今回調査では「良い」の回答割合が11ポイント減少、「さほど良くない」の回答割合が11ポイント増加した<sup>3</sup>。

前回調査比で見れば、「良い」の回答割合が減少しており、これは不動産市況に対する市場参加者の認識がやや慎重な方向にシフトしたことを示唆している。しかし、依然として過半を超える回答者は、不動産市況が「良い」と評価していることから、我が国の不動産市況は良好な状態にあることが窺える。

図表2は、不動産投資短期観測調査の公表結果を用いて不動産市況判断についてのDI<sup>4</sup>を作成したものである（以下「投資不動産市況DI」と呼ぶ）。投資不動産市況DIについて過去の推移をみると、2005年から2007年6月調査時点にかけては、同DIが100%ptに迫る高水準で推移していた。しかし、2007年12月調査時点から急落し、2008年のリーマン・ショック前後ではマイナス圏で推移した。こうしたマイナス圏での推移は、2011年まで続いたものの、2012年末のアベノミクス以降は、再びプラス圏での推移となり、その後もプラス圏を維持している。投資用不動産市況判断DIは、2020年のコロナ・ショックでは大幅に下落し26%ptとなったものの、2022年には持ち直し、直近調査（2024年6月調査）における同DIは、62%ptとなっている。コロナ前（2019年12月調査）の水準値（85%pt）からみれば、概ね7割程度の水準まで回復しており、同DIからも良好な市況を維持していることがわかる。

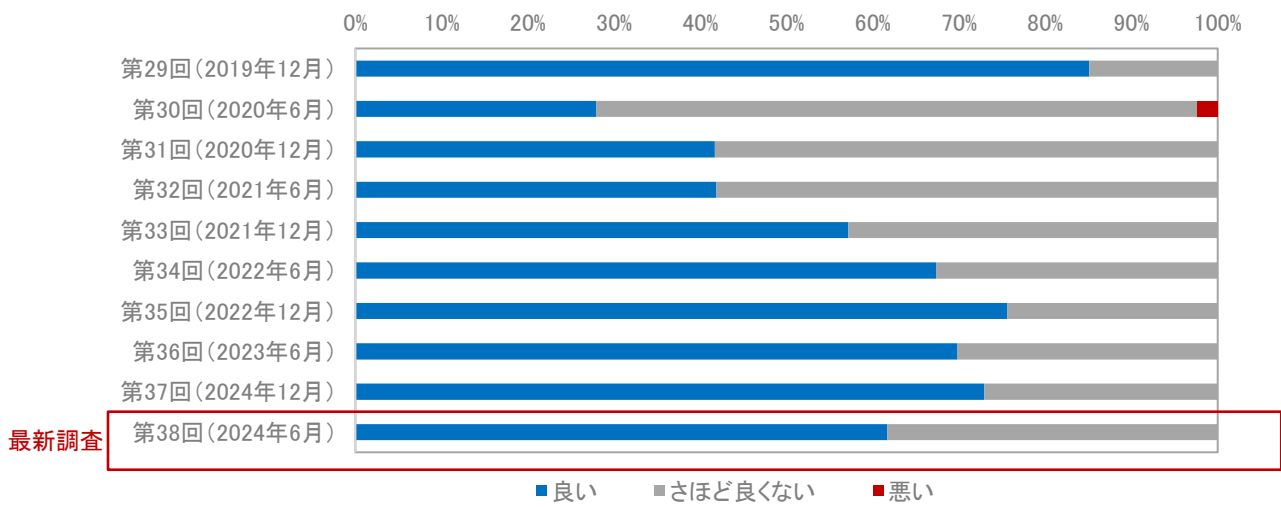
<sup>2</sup> 不動産投資短期観測調査は、2005年から早稲田大学大学院経営管理研究科川口有一郎教授により実施されている不動産投資に関する「判断項目」や「各種利回り」についてのアンケート調査である。当該短観調査では不動産市況や業況等の「判断項目」に関するアンケートやエリア別の「不動産投資利回り」のアンケート結果が公表されているが、本稿においては特に「判断項目」に着目している。なお、当該短観調査における「投資利回り」については、具体的には、不動産投資家に対して90種類の商業用不動産（オフィスビル（Aクラス）、賃貸住宅（ワンルーム、ファミリー）、商業施設（都心型商業、郊外ショッピングセンター）、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、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」…現在のキャップレート③「フォワードキャップレート」…半年後のキャップレートが調査されている。詳細については、早稲田大学国際不動産研究所HP（<https://waseda-ires.jp>）：『不動産投資短期観測調査集計結果』、『不動産投資短期観測調査概要』を参照のこと。また、第38回不動産投資短期観測調査の調査期間は2024年6月7日～26日、回答社数は、不動産アセットマネジメント会社を中心とした48社となっている。

<sup>3</sup> なお、2024年6月調査時点における半年後（2024年12月予想）の市況予想の回答割合については、「良い」：51%、「さほど良くない」：49%、「悪い」：0%となっている。

<sup>4</sup> DIとは、Diffusion Indexの略で、企業の業況感等各種判断を指数化したもの。算出方法等の詳細については、日銀のホームページ（<https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/statistics/h13.htm>）等を参照のこと。本稿においては、早稲田大学国際不動産研究所より公表されている不動産投資短期観測調査の結果を用いて不動産投資関連のDIを算出した。不動産投資短期観測調査では、例えば、不動産市況について「良い」、「さほど良くない」、「悪い」の3つの選択肢について、それぞれ全回答数に対する割合が公表されているが、この場合におけるDIは、下記のとおり、全回答数に対する「良い」の回答数の割合から全回答数に対する「悪い」の割合を控除して算出している。

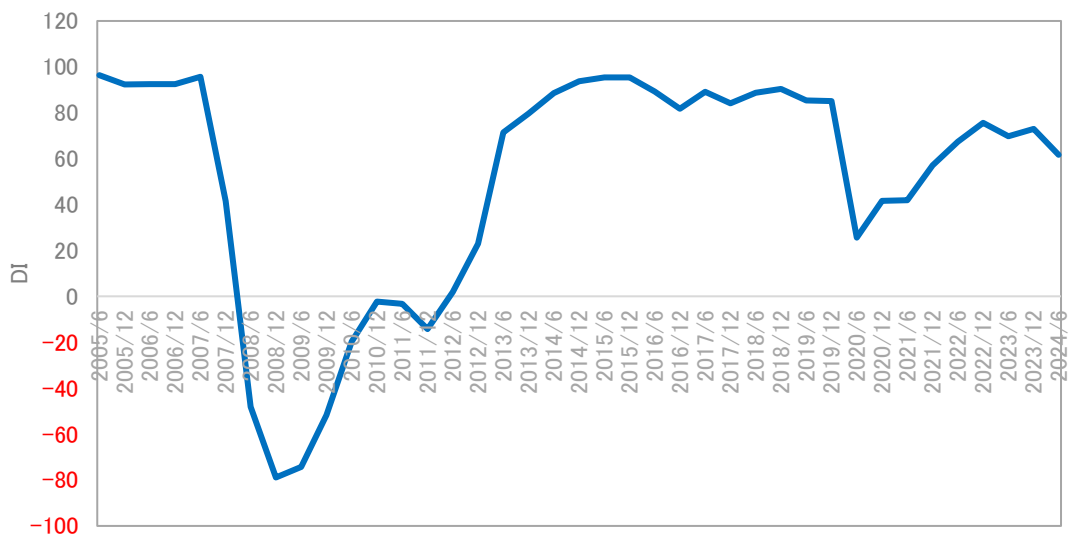
投資不動産市況DI = （「良い」の回答数構成百分比）－（「悪い」の回答数構成百分比）

図表 1 不動産市況に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

図表2 投資不動産市況DIの推移



(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

## 2. 金融機関の貸出態度はプラス圏を維持して推移している

当該短期観測調査（2024年6月時点）における貸出態度についての回答割合はそれぞれ、「緩い」：13%、「さほど厳しくない」：87%、「厳しい」：0%であった。前回調査（2023年12月調査）における同回答は、「緩い」：17%、「さほど厳しくない」：83%、「厳しい」：0%であり、「緩い」の回答割合が4%ポイントの減少、「さほど厳しくない」の回答割合が4%ポイントの増加であった。前回調査比では「緩い」の割合が減少しているものの、依然として貸出態度が「厳しい」とする回答者がいないことから、現在までのところ金融機関の融資態度が硬化している状況にはないことが窺える。

「金融機関の貸出態度」の判断項目についてDI（以下「貸出態度DI」と呼ぶ）を作成しても、依然として、プラス圏での推移が続いていることがわかる（図表4）。貸出態度DIの過去の推移をみると、サブプライムローン問題の表面化後及びリーマン・ショック前後ではマイナス圏で推移していた。2010年に入ると、プラス圏で推移し、その後、直近値に至るまでプラス圏を維持している状況にある。ただし、金融機関の貸出態度の動向と不動産価格の動向には過去に高い相関がみられている<sup>5</sup>ことから、貸出態度DIについて、プラスの水準が低い点には注意が必要であろう<sup>6</sup>。

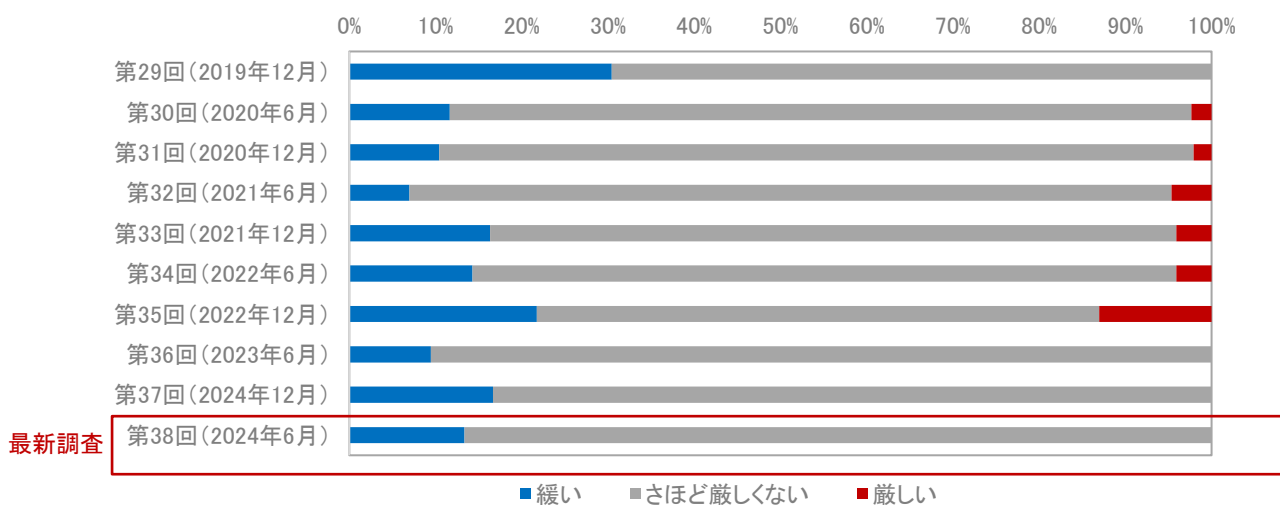
実際、2008年から2009年まで貸出態度DIが下落し、マイナス圏に入ったことに伴い不動産価格（不動産売却価格DI<sup>7</sup>）も大幅に下落した（図表4）。これに対して、2012年末のアベノミクス以降は、貸出態度DIがプラス圏で推移し、これに伴い不動産価格にも上昇傾向がみられた。こうした過去の関係を前提とすれば貸出態度DIがマイナスに転じれば不動産価格の下落が懸念されることになる。2024年6月調査時点における「金融機関の貸出態度」についての半年後の予想（2024年12月予想）は、「緩い」：9%、「さほど厳しくない」：89%、「厳しい」：2%となっており、貸出態度DIの先行きについてもプラス圏を維持する見通しだが、今後も注意深くモニタリングする必要がある。

<sup>5</sup> 金融機関の貸出態度と不動産価格（不動産キャップレート）の関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。

<sup>6</sup> DIの数値が同一でも各回答割合が異なる点に留意。近年における貸出態度DIの水準値が低い要因は、貸出態度が「緩い」とする回答割合が減少し、「さほど厳しくない」とする回答割合が増加したことにある。直近の短観調査においても貸出態度が「厳しい」とする回答はなかった。しかし、貸出態度DIは、「緩い」から「厳しい」を控除することにより得られるため、「緩い」の回答割合が減少することによりDIも低い水準となっている。リーマン・ショック前後のように貸出態度DIがマイナス圏で推移する際には、貸出態度が「厳しい」とする回答が多く、例えば、2008年12月調査における回答者の96%が金融機関の貸出態度が「厳しい」との回答をしている。このような過去の動向を鑑みれば、「さほど厳しくない」の回答割合が減少し、「厳しい」との回答割合が増加していないか否かについて定点観測することが重要になるであろう。

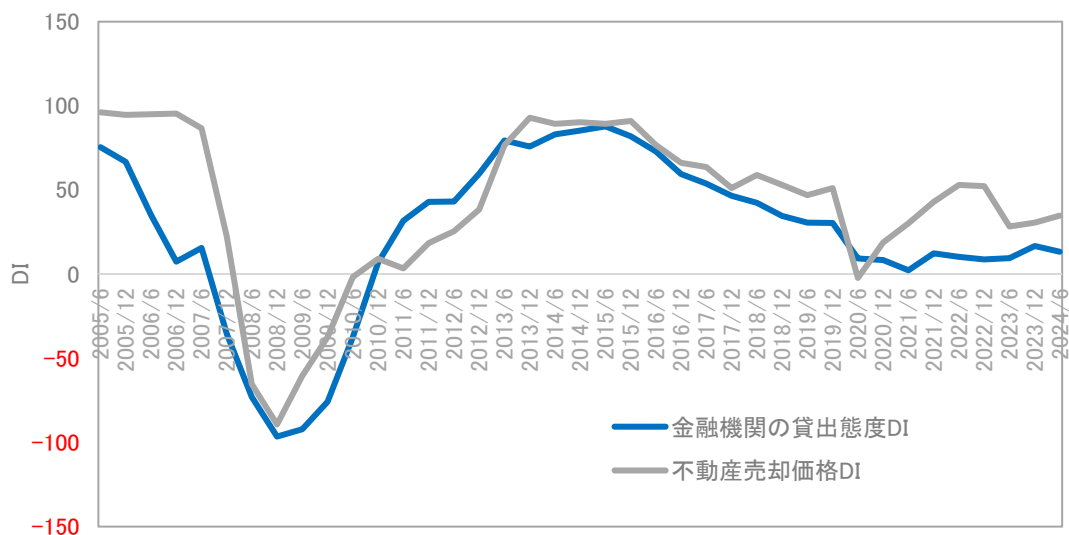
<sup>7</sup> 不動産投資短期観測調査における「不動産売却価格」の判断項目では、最近の不動産売却価格について、「上昇」、「もちあい」、「下落」それぞれについての回答者割合が公表されている。そこで、本稿においては、当該短期観測調査の判断項目のうち「不動産売却価格」の項目を用いて「不動産売却価格DI」を作成した。

図表3 「金融機関の貸出態度」に関する回答者割合の推移(不動産短観調査の公表結果)



(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

図表4 金融機関の貸出態度DI及び不動産売却価格DIの推移



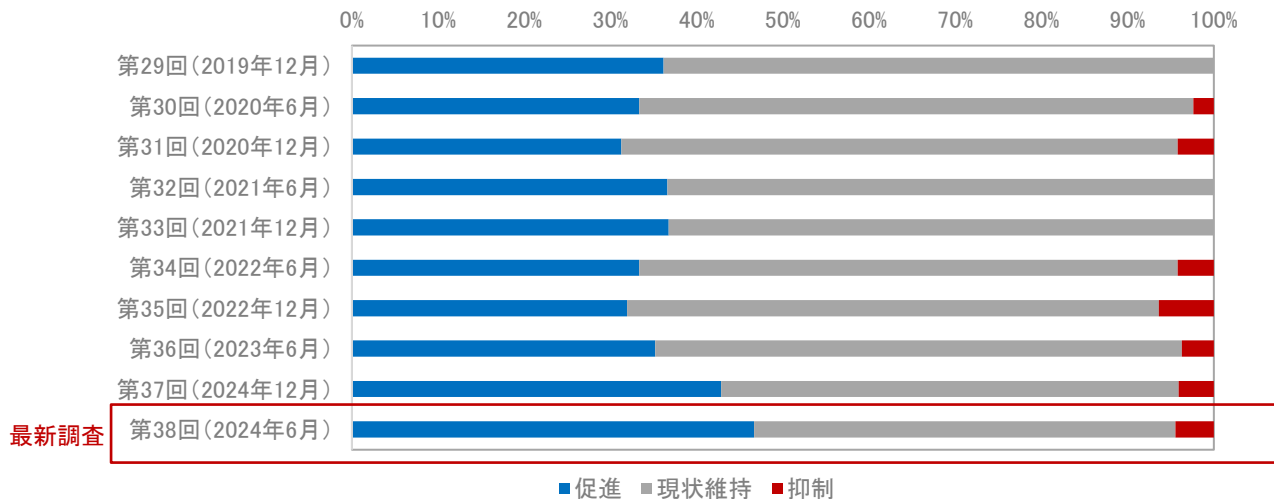
(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

### 3. 不動産投資スタンスはポジティブだが、海外投資家の今後の動向に注視

当該短観調査結果について、2024年6月時点における「今後半年間の投資スタンス」は、「促進」：47%、「現状維持」：49%、「抑制」：4%であった（図表5）。前回調査（2023年12月調査）時点における同スタンスは、「促進」：43%、「現状維持」：53%、「抑制」：4%であり、今回調査では「促進」が4%ポイントの増加、「現状維持」が4%ポイントの減少であった。一方で、「抑制」は前回調査比でみて変化がなく、不動産投資家は引き続き投資にポジティブなマインドである様子が窺える。

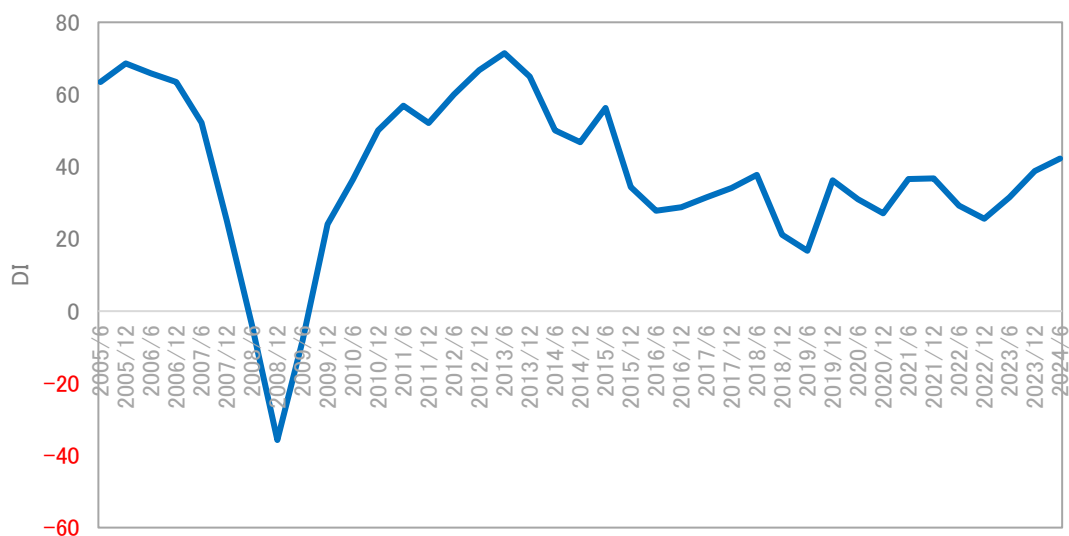
図表6は、「今後半年間の投資スタンス」の判断項目についてDIを作成したものである（以下「不動産投資スタンスDI」と呼ぶ）。調査開始時点（2005年6月時点）の不動産投資スタンスDIは、63%ptであったがファンダブル崩壊により急落し、2007年12月時点では25%ptになっている、その後、同DIはマイナス圏に入り、リーマン・ショック後の2008年12月調査ではマイナス34%ptをつけている。しかし、その後は上昇基調が続きアベノミクス後の最初の調査時点（2013年6月）で最高値である71%ptに達した。その後もプラス圏での推移となり、最高値からみれば低い水準にあるものの、直近値においても42%ptの水準となっている。

図表5 「今後半年間の投資スタンス」に関する回答者割合の推移（不動産短観調査の公表結果）



（出所）早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

図表 6 不動産投資スタンス DI の推移



(出所) 早稲田大学国際不動産研究所『不動産投資短期観測調査』の公表資料をもとに筆者作成

こうした調査結果をみれば、今後も我が国の不動産市況は、好調を維持すると考えられる。ただし、上記不動産投資短期観測調査における最新の調査時点は、2024年6月であり、7月末に生じた日銀の追加利上げのイベントはアンケート結果に反映されていない点には留意する必要があるだろう。日銀は、7月の金融政策決定会合において政策金利を0.25%程度に引き上げる追加利上げを決定し、今後のさらなる利上げに対する懸念等から当公表後、東京株式市場は暴落に見舞われた<sup>8</sup>。8月5日における東証株価指数（TOPIX）終値は、金融政策決定会合前の営業日である7月31日比でみて、約20%下落し、東証REIT指数についても相対的にみれば、その下落率は低いものの同期間で約6%の下落<sup>9</sup>がみられた。

しかし、本稿執筆時点では株価は当暴落前の水準値からみて9割超の水準まで回復している<sup>10</sup>。また、J-REITについてみれば、暴落前の水準を僅かに上回る水準にまで回復しており、こうしたJ-REIT投資口価格の回復により、一時上昇していたインプライドキャップレートも投資口価格下落前の水準に回復している状況にある<sup>11</sup>。インプライドキャップレートの動向

<sup>8</sup> 日本経済研究センターのフォーキャスト調査では、7月調査時点（金融政策決定会合前）において、2024年末における政策金利のコンセンサスは0.2%～0.3%であった。しかし、7月の金融政策決定会合後の8月調査では、0.5～0.6%となっている。これに対して、2025年末についての政策金利のコンセンサスは、7月及び8月調査ともに0.7%～0.8%であり変化はみられなかった。

<sup>9</sup> MFI J-REITスタイルインデックスをみると、同期間の下落率は、オフィス：-4%、賃貸住宅：-4%、商業施設：-5%、物流施設：-5%、ホテル：-9%であった。

<sup>10</sup> 米株価をみれば、本稿執筆時点（8月28日時点）においてダウ平均株価は大幅に回復し、米利下げの期待感などから史上最高値を更新している。

<sup>11</sup> なお、2024年7月31日時点1.045%であった10年物国債利回りは、8月28日時点では0.89%となっており、当利回りについても現在までのところ大幅な上昇はみられていない。

が実物不動産のキャップレートの動向に先行する過去の両者の関係を前提<sup>12</sup>とすれば、こうしたインプライドキャップレートの足元の落ち着きは、実物不動産のキャップレートの先行きについて、現在までのところ過度にネガティブになる必要はないことを示唆している。

ただし、海外投資家の今後の動向には注視する必要がある。海外の実物不動産価格は下落が鮮明となっており、コロナ禍でリモートワークが定着した米国のオフィス価格は特に下落が著しい状況にある。これに対して、日本の不動産価格は前述のとおり現状高値圏での推移を維持していること及び米利下げ見通しによる日米金利差の縮小により過度な円安が抑えられていることから、海外投資家にとって我が国の実物不動産を売却するインセンティブが高い状況にあるといえよう。従って、こうした要因に起因する海外投資家の行動変容が我が国の不動産投資市場に与える影響については、今後も注視する必要があるであろう。

#### \*免責事項

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。

---

<sup>12</sup> 不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見通し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見通し～』を参照のこと。