

第 8 回 不動産投資家調査

(2 0 0 3 年 4 月 1 日現在)



本調査の概要

調査方法：アンケート用紙への回答記入（原則的に、郵送による）。

調査対象：不動産、金融、保険、投資顧問、資産運用などの企業計 149 社。

調査時点：2003 年 4 月 1 日現在。

回収数（率）：76 社（51%）。

内訳は、保険会社 8 社、不動産（開発）会社 15 社、金融（銀行、信託銀行、証券を含む）会社 16 社、資産運用（上場不動産投資信託を含む）会社 21 社、ゼネコン 3 社、総合商社 4 社、不動産投資顧問等その他 9 社。

お断り：・本調査の集計結果の代表値として、中央値を採用している。

・今回調査より、標本変動による代表値の差の検定も行なっている。

・前回調査と異なる結果の場合のみ、括弧内に前回数値が示されている。

調査協力会社

BNP パリバ 証券会社東京支店	東海東京証券株式会社
CDP ジャパン インベストメント インク	東急リアル・エステート インベストメント マネジメント株式会社
UFJ つばさ証券株式会社	東誠不動産株式会社
株式会社あおぞら銀行	株式会社東京リアルティ・インベストメント マネジメント
生駒シビル・リチャード エリス株式会社	日本土地建物株式会社
小田急不動産株式会社	野村不動産株式会社
株式会社格付投資情報センター	フィッフレ・ティンクス
鹿島建設株式会社	富国生命保険相互会社
グラウンド・ファイナンシャル・アドバイザリー株式会社	プレミア・リート・アドバイザーズ株式会社
株式会社グラックス&アソシエイツ	株式会社プロスペクト
グローバルアライアンス・リアルティ株式会社	丸紅株式会社
ケネディ・ウィルソン・ジャパン株式会社	三井生命保険相互会社
ケン不動産投資顧問株式会社	三菱商事株式会社
清水建設株式会社	三菱商事・ユービー・エス・リアルティ株式会社
株式会社ジョイント・アセット・マネジメント	シニア・リアル・エステイト・リスク・マネジメント株式会社
新日本アークスタント・ヤング株式会社	エルガン・スタンレー証券会社
株式会社住信基礎研究所	安田不動産株式会社
住友商事株式会社	有楽土地株式会社
大同生命保険株式会社	サール インベストメント マネジメント株式会社
中央三井信託銀行株式会社	株式会社レーサムリサーチ
トイ銀行東京支店	

以上は社名公表について許可を頂いた 41 社、その他回答を頂いた会社は 35 社。

問い合わせ先：

研究部 関、宋杰（ソウケツ）

TEL: 03-3503-5335

FAX: 03-3597-8063

< 調査結果要約 >

不動産投資に関する方針と過去 6 ヶ月間の取引有無について

「積極的に物件を探している」という回答が	43% ¹	30 社
「条件にあう物件があれば検討する」という回答が	36%	25 社
「しばらくは不動産投資を行う予定はない」という回答が	21%	15 社
「直近の 6 ヶ月間に実物不動産取引を行った」回答者が	68% ²	51 社

利回り

< 想定対象モデル：丸の内・大手町地域に所在するトップクラス・オフィスビル >

直接収益還元法の考え方による場合（有効回答率：93%）

期待キャップレート ³	5.3%
（参考として 平均値	5.3%（5.4%）
最頻値	5.0%）

リスク・プレミアムと資金調達等について（有効回答率：74%）

想定リスク・プレミアム	3.5%（3.0%）
投資収益性の比較となる基準利回り	1.5%（1.7%）
借入金對自己資金の割合	70 対 30
借入金の金利	2.5%
自己資金期待利回り	10.0%（9.0%）

基準利回りの主な比較対象：「長期国債の利回り」（31 社）、「円金利スワップ」（13 社）、「長期プライム・レート」（7 社）

DCF 法⁴の想定投資期間と期間中期待収益について（有効回答率：87%）

想定投資期間	7 年 ⁵ （10 年）	（参考として 最頻値 10 年）
期待「投資収益率（内部収益率 IRR）」	5.8%	
想定「売却時のキャップレート」	5.5%（6.0%）	

¹ 有効回答数 70 に対する割合。これ以後の 2 項も同様。

² 有効回答数 75 に対する割合。

³ $Cap\ Rate_{(キャップレート)} = \frac{NOI_{(償却前・税引前初年度 純営業収益)}}{Market\ Value_{(不動産の市場価格)}}$ ただし、NOI には「資本的支出」を含まない。

⁴ $V_0_{(取得価格)} = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_T}{(1+r)^T}$

ただし、 $r = IRR_{(内部収益率・期間中投資収益率)}$

$V_T_{(売却時の市場価格)} = \frac{NOI_T_{(売却時の NOI)}}{Cap\ Rate_T_{(売却時のキャップレート)}}$

⁵ “5 年以内”との回答が増加した影響と思われる。

投資物件の内容とキャップレートの格差⁶

立地条件に関して

丸の内・大手町地域と比較した場合、立地条件によるキャップレートの格差（有効回答率：92%）

日本橋 0.5	虎ノ門、新橋 0.5	西新宿 0.5
渋谷、恵比寿 0.6（0.5）	六本木 0.5	上野 1.5
港南（品川駅周辺） 0.5（0.6）	汐留 0.5	

最寄り駅からの距離は徒歩「5分以内」と「5分以上」の物件の間では、キャップレートの格差は0.5だった。（有効回答率：82%）

建物状況に関して

築5年未満の建物と比較した場合、築年数による格差（有効回答率：90%）

築5年以上10年未満 0.3（0.4）	築10年以上20年未満 0.7（0.8）
築20年以上 1.2（1.5）	

建物の規模によるキャップレートの格差は、延べ床面積が5万㎡以上と比較した場合（有効回答率：89%）

1万㎡以上5万㎡未満 0.1	3千㎡以上1万㎡未満 0.5
3千㎡未満 1.0	

ワンフロアの賃貸床面積が1,500㎡以上のビルと比較した場合、ワンフロアの賃貸床規模による格差（有効回答率：89%）

500㎡以上1,500㎡未満 0.2（0.1）	300㎡以上500㎡未満 0.5
300㎡未満 1.0	

設備関係に関わる格差（有効回答率：88%）

フリーアクセス床ではない 0.5	ゾーン空調ではない 0.5
------------------	---------------

建物の構造は新耐震基準に対応していない場合の格差は1.0である。（有効回答率：86%）

維持管理状況に関わる格差（有効回答率：88%）

維持管理状況は明らかに劣る 1.0	24時間対応ではない 0.5
-------------------	----------------

テナント、賃料状況に関して

「テナントが10社以上、主として上場企業である」との格差（有効回答率：85%）

主として非上場企業である 0.2	テナント数が2～9社 0.2
シングル・テナントである 0.5	

⁶ 格差の数値はポイント表示となっている。

現行賃料水準が「市場賃料並である」との格差（有効回答率：80%）

市場賃料を上回る 0.2

市場賃料を下回る 0.0

賃料変動予想（有効回答率：90%）

東京都内の下記の地域における今後10年間の賃料変動について（現在の賃料水準を100として）

地域	現在の賃料	2年後の賃料	5年後の賃料	10年後の賃料
● 丸の内、大手町	100	100	100	100
● 日本橋	100	96	95 (97)	98
● 虎ノ門、新橋	100	97	96 (98)	97 (98)
● 西新宿	100	97	97 (96)	97 (98)
● 渋谷、恵比寿	100	97 (98)	96 (98)	97 (98)
● 六本木	100	95 (98)	96 (98)	98 (100)
● 上野	100	95	93 (95)	90 ⁷ (95)
● 港南（品川駅周辺）	100	100	100 (99)	100
● 汐留	100	100	100	100

地方都市におけるキャップレートと賃料予想（有効回答率：79%）

下記の都市の主要オフィス地区にあるトップクラスのオフィスビルへの投資を想定した場合、期待キャップレートと将来の賃料変動予想について（現在の賃料水準を100として）

都市・地域	キャップレート (%)	現在の賃料	2年後の賃料	5年後の賃料
● 札幌:駅前通り	8.0	100	95	95
● 仙台:青葉通り	7.5	100	95	95
● 名古屋:名駅地区	7.0	100	95	95
● 大阪:御堂筋沿い	7.0	100	95	95
● 神戸:三宮地区	7.5	100	95	93 (95)
● 広島:紙屋町・八丁堀	8.0	100	95	93 (95)
● 福岡:天神地区	7.5	100	95	95
● 上記以外の地方中核市である県庁所在地（例:秋田市、新潟市、宇都宮市、静岡市、など）	8.5	100	95	90 (95)

⁷ ただし、調査標本の変動の影響である可能性は排除できない（統計検定、5%有意水準）。

賃貸マンション投資のキャップレートについて

ワンルーム・マンション（有効回答率：86%）

東急東横線沿線（東京）の城南地区で、最寄り駅より徒歩10分に立地する総戸数50戸程度の物件1棟に投資する場合の期待キャップレートは、7.0%である。

高級賃貸マンション（有効回答率：87%）

東京都港区の「麻布・赤坂・青山」地区に立地する1戸あたり平均賃貸面積100㎡以上、総戸数20戸程度の物件1棟に投資する場合の期待キャップレートは、6.0%である。

商業施設投資のキャップレートについて

東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿いに立地し、売り場面積2万㎡程度、有力なGMSがキーテナントである郊外型小売施設に投資する場合の期待キャップレートは、8.0%～10.0%となっている。（有効回答率：82%）

東京渋谷区表参道地区などに立地し、売り場面積3～5千㎡程度、高級ブランド専門店がテナント（ただし、コアテナントなし、売上連動型賃料体系が中心）である都心型専門店ビルに投資する場合の期待キャップレートは、6.0%～8.0%となっている。（有効回答率：84%）



付録：第8回不動産投資家調査アンケート回答用紙

問1. A. 平成15年4月1日現在、貴社の不動産投資に対するお考えは以下のいずれでしょうか？

積極的に物件を探している。

条件に合う物件があれば検討する。

しばらくは不動産投資を行う予定はない。

B. 直近の6ヶ月間（H14.10.1～H15.3.31）貴社が実物不動産の取引を行なったことはございますか？

ある（購入・売却）

なし。

問2. 下記条件のトップ・クラスの事務所ビルを投資用不動産として購入することを想定した場合、どの程度の利回りを期待されますか？

立地条件	丸の内・大手町地域	維持、管理状況	良好、24時間利用可能
交通アクセス	最寄駅から徒歩5分以内	設備状況	フリーアクセス床、ゾーン空調
築年数	5年未満	テナント構成	10社以上（主として上場企業）
建物の規模	総延べ床面積5万㎡以上	現在賃料水準	市場賃料並み
基準階貸室面積	1,500㎡以上	賃貸契約形態	普通借家契約（定期借家ではない）

想定されるビル： _____

キャップレート (総合還元利回り)	%	定義： $Cap\ Rate(\text{キャップレート}) = \frac{NOI(\text{償却前・税引前初年度純営業収益})^{\text{注1}}}{Market\ Value(\text{不動産の市場価格})^{\text{注2}}}$
----------------------	---	--

注1：NOI=総収入 必要諸経費等（資本的な支出を除く） 注2：取引費用を除く

リスクプレミアム (スプレッド)	%	注：比較対象の基準利回りに上乗せするスプレッド。
基準利回り (リスクフリーレート)	%	⇒ 国債利回り(年) 長期プライム・レート スワップ金利 社内金利 その他()

借入金の割合	%	自己資金の割合	%
借入金の金利	%	自己資金の期待利回り	%

DCF法による投資収益期待

想定投資期間(T)	年	定義： $V_0(\text{取得価格}) = \sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{V_T}{(1+r)^T}$ ただし、 $r = IRR$ (内部収益率・期間中投資収益率) $V_T(\text{売却時の市場価格}) = \frac{NOI_T(\text{売却時のNOI})}{Cap\ Rate_T(\text{売却時のキャップレート})}$
投資収益率(r)	%	
売却時のキャップレート ($Cap\ Rate_T$)	%	

問3. 下記のように、要因・基準が異なる場合、キャップレートにどのくらいの差異が生じるとお考えでしょうか？（例：丸の内、大手町に対して、日本橋が + ○(%) 又は - ○(%)）

要因		基準	率(%)	基準	率(%)
立地状況	所在地域	● 丸の内、大手町	± 0		
		日本橋		虎ノ門、新橋	
		西新宿		渋谷、恵比寿	
		六本木		上野	
		港南(品川駅周辺)		汐留	
交通アクセス	最寄駅から徒歩 5 分以内	± 0	最寄駅から徒歩 5 分以上		
建物状況	築年数	● 築 5 年未満	± 0	築 5 年以上、10 年未満	
		築 10 年以上、20 年未満		築 20 年以上	
	建物の規模 (延べ床面積)	● 5 万㎡以上	± 0	1 万㎡以上、5 万㎡未満	
		3 千㎡以上、1 万㎡未満		3 千㎡未満	
	基準階貸室規模 (フロア規模)	● 1,500 ㎡以上	± 0	500 ㎡以上、1,500 ㎡未満	
		300 ㎡以上、500 ㎡未満		300 ㎡未満	
	設備	● フリーアクセス床	± 0	フリーアクセス床ではない	
		● ゾーン空調	± 0	ゾーン空調ではない	
耐震性	● 新耐震基準対応	± 0	新耐震基準ではない		
維持管理	● 良好	± 0	明らかに劣る		
	● 24 時間利用可能	± 0	24 時間利用不可		
入居状況	テナント構成	● 10 社以上(主として上場企業)	± 0	10 社以上(主として非上場企業)	
		テナント数が 2 ~ 9 社の場合		シングル・テナントの場合	
	現行賃料水準 (定期借家ではない)	● 市場賃料並み	± 0	市場賃料を上回る 市場賃料を下回る	

問4. 東京都内の下記の地域における今後 10 年間の賃料変動をどのようにお考えでしょうか？

(現在の賃料水準を 100 とし、指数でお答えください。例：2 年後、賃料が 5% 下落とお考えの場合、2 年後の賃料が 95)

地域	現在の賃料	2 年後の賃料	5 年後の賃料	10 年後の賃料
● 丸の内、大手町	100			
● 日本橋	100			
● 虎ノ門、新橋	100			
● 西新宿	100			
● 渋谷、恵比寿	100			
● 六本木	100			
● 上野	100			
● 港南(品川駅周辺)	100			
● 汐留	100			

問5. 下記の都市のオフィス地区にあるトップ・クラスの事務所ビルに投資することを想定した場合、どの程度のキャップレート、また、賃料変動をどのようにお考えでしょうか？

(1) 地方における主要な政令指定都市(賃料について、問4.と同じ、指数でお答えください。以下同。)

地域	キャップレート(%)	現在の賃料	2年後の賃料	5年後の賃料
札幌：駅前通り		100		
仙台：青葉通り		100		
名古屋：名駅地区		100		
大阪：御堂筋沿い		100		
神戸：三宮地区		100		
広島：紙屋町・八丁堀		100		
福岡：天神地区		100		

(2) 3大都市圏以外における中核市である県庁所在地はどのようにお考えでしょうか？

(例：秋田市、宇都宮、新潟市、静岡市、高松市、熊本市)

キャップレート(%)	現在の賃料	2年後の賃料	5年後の賃料
	100		

上記の都市群それぞれにおいて水準が大きく異なるとお考えの場合は、都市毎に記入してください。

問6. 下記の賃貸住宅一棟に投資する場合、どの程度のキャップレートを期待されますか？

賃貸住宅の種類	想定条件	キャップレート(%)
ワンルーム・マンション	<ul style="list-style-type: none"> 立地：東急東横線沿線の城南地区 最寄駅から徒歩10分以内 構造：鉄骨鉄筋コンクリート造 築年数：10年未満 総戸数：50戸程度 	%
高級賃貸マンション	<ul style="list-style-type: none"> 立地：港区の「麻布・赤坂・青山」地区 構造：鉄骨鉄筋コンクリート造 築年数：5年未満 総戸数：20戸程度 1戸あたり平均専用面積：100㎡以上 	%

問7. 下記の商業施設に投資する場合、どの程度のキャップレートを期待されますか？

商業施設の種類	想定条件	キャップレート(%)
郊外型ショッピングセンター	<ul style="list-style-type: none"> 立地：東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い 構造：主要躯体が鉄骨造 築年数：10年未満 売り場面積：2万㎡程度 キーテナント：有力なGMS(総合量販店) 	~
都心型専門店ビル	<ul style="list-style-type: none"> 立地：東京都心の繁華街、最寄駅より徒歩5分程度 構造：主要躯体が鉄骨造 or 鉄骨鉄筋コンクリート造 築年数 or 大規模改装後経過年数：3年未満 売り場面積：5千㎡程度 テナント：専門店、ただし、コアテナントなし 賃料体系：9割以上が売上連動型 	~

(以下略)