

# 「2015年6月」が上昇から下降局面への転換点 クレジット・プライシング・コーポレーションが予測

PM編集部

不動産市場にはサイクルがあること、現在は上昇局面にあることは誰もが知っているところである。

では、このトレンドはいつまで続き、いつ下落に転じるのか。答えられる者は少ない。

クレジット・プライシング・コーポレーションによるキャップレート予測の最新結果をレポートする。

## キャップレートはゆるやかに低下し 前回と似た不動産サイクルが描かれる

リスク分析・評価サービス会社として、不動産ビジネス関連ではキャップレート分析のほか、ノンリコースローンやCMBS評価などを行うクレジット・プライシング・コーポレーションが、最新キャップレート予想を発表。現在の上昇サイクルはおよそ2年後の2015年6月前後にピーク（キャップレートのボトム）を迎え、以降弱含んでいくことを明らかにした【図表1】。

2010年初頃よりキャップレートの急激な低下により始まった今回のサイクルは、東日本大震災でも急激なキャップレートの上昇を見せたわけではなく、停滞とゆるやかな下落により、今後なだらかにピークに向かっていくことが特徴。

もっとも、今回サイクルの山と谷を結べば前回サイクルがたどったキャップレート推移とほぼ同じような軌跡を描いていとも考えられる。いまや7年程度という不動産市場の周期性は多くに知られるところとなったが、「今回のサイクルも前回サイクル同様、5年かけて市場を形成し2年かけて崩壊する傾向が綺麗に現れた」（同社・神崎清志氏）格好だ。

ちなみに、13年3月モデルによる予測からは、キャップレートがボトムを打つ（最も低くなる）時期が4か月早まっていたとのことである。

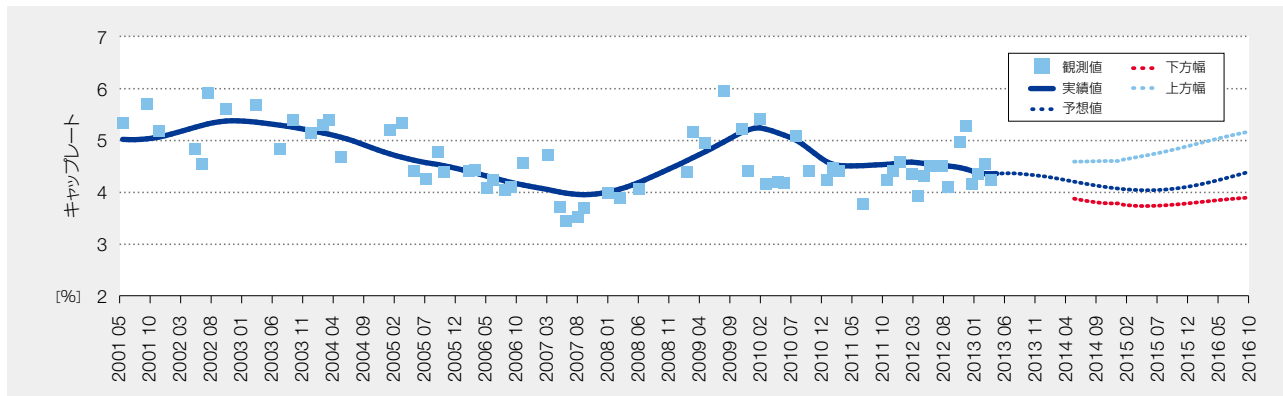
## 次のサイクルを見通せる 独自の中長期予測モデル

同社のキャップレート予想は、各種経済指標の相関をもとに定量的に行われて

いる【図表2】。端的には、日銀短観不動産業DIを予測することで、将来一定期間のキャップレートを予測するモデルである。日銀短観不動産業DIには、90年代バブル期を除き、過去6-7年周期が存在すること、また日銀短観不動産業DIはキャップレートに7か月先行することを見出したことにより、足元から1年半程度（日銀短観不動産業DI予測可能期間13か月+タイムラグ7か月）先のキャップレート予測を可能としている【図表3】。

一般的に、金融危機のような、経済的なレジームが変わってしまった際にはモデルを入れ替えてしまう例が少なくないなかであって、日銀短観不動産業DIが高ければキャップレートが低くなり（不動産価格上昇）、日銀短観不動産業DIが低ければキャップレートが高くなる（不動産価格下落）という短観でキャップレート

【図表1】千代田区オフィス標準ビル\*キャップレート予測



★千代田区内幸町所在、1万㎡、築5年、駅距離200m、完全所有  
出所：クレジット・プライシング・コーポレーション(以下、全て同様)

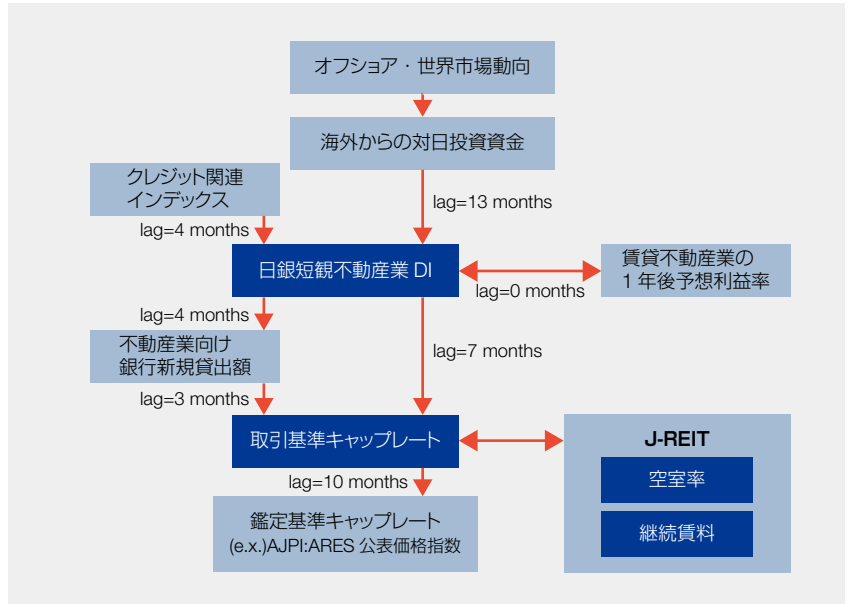
を説明する同モデルの枠組みは、リーマンショック以前の段階で短観の反転トレンドを捉え、市場悪化の警笛を鳴らした2007年のサービス開始以来今日まで変わっていないという。一見単純に思われるものの、短観とキャップレート間のタイムラグもほぼ変わらずに推移しているというから、実は頑健なキャップレート予測モデルであると言えそうだ。

加えて言えば、(図表1)で見たとおり、1年半以上の先の中期的予測も行いながら、不動産の周期性にマッチした動きを中長期的に表現できることも大きな特徴となっている。1年半という株式であれば十分と思われるこの将来予測の期間も、不動産においては投資のホライゾンにせよローンの満期にせよ、より中長期の予測でなければ有用とは言い難い。その意味で、あたかも台風の進路予測のような同モデルによるキャップレート予測は、中心線から上振れる、あるいは下振れることがあるとしても、不動産投資ビジネスのリスク管理を行ううえで欠かせない指標となっていくことが予測される。既に大手外資投資会社や国内金融機関、国内大手総合デベロッパーなどが活用しているようだ。

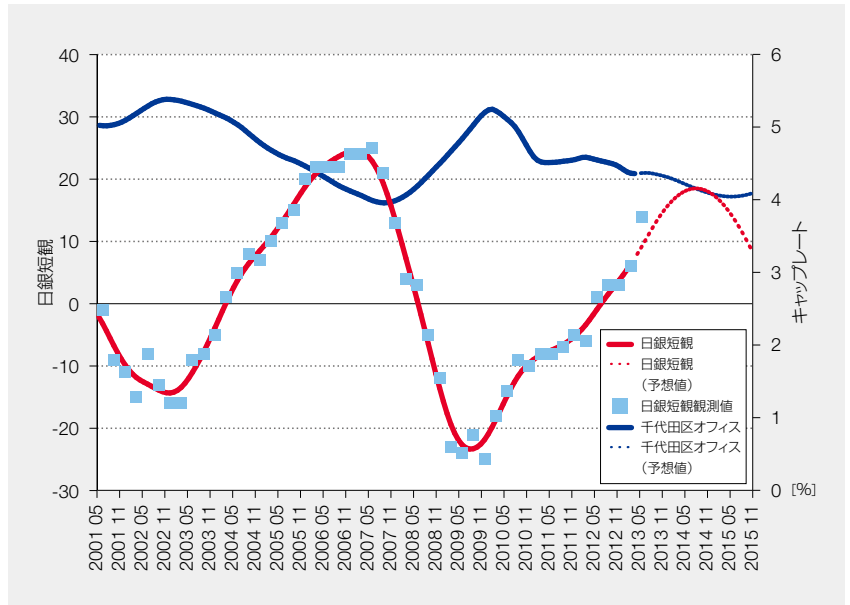
**トレンドの転換点の見極めが重要**

「市場はどう動いていくのか、トレンドの転換点はいつなのか。それをロジカルかつ定量的に見極めるのが当社のアプローチ」(同社・佐々木剛氏)というように、ピーク時のキャップレートが果たして4.0%を切るのかどうかは同社にとって大きな問題ではないという。ヒストリカルに形成されたレンジ内での現在の立ち位置と過熱、あるいは停滞といった市場の潮流を把握したうえで、将来の全体

【図表2】 経済指標相関チャート



【図表3】 千代田区オフィス標準ビルキャップレートと日銀短観不動産業DI



注：日銀短観は不動産業、全規模、業況指数(DI)を採用

的な不動産投資戦略の一助として活用してもらおうことが同予測の役割だという。

2016年の大量供給問題や中国不動産バブル崩壊問題、生産年齢人口の減少、団塊世代の大量退職などなど、市場の軟化に結び付けられそうな諸問題にいちいち大

騒ぎしてはいつになっても投融資を実行できるはずもない。どのタイミングで何をすべきか。入口・出口のタイミングを間違えなくなければ、同社のキャップレート予測モデルほど指針となるものはないと思われる。