

不動産投資指標に関する調査検討に係る報告書

(総括)

2013年7月

目次

はじめに.....	1
1. 投資パフォーマンスに関連する指標.....	2
1.1 現状及び課題.....	2
1.2 今後の方向性.....	3
2. 賃料に関連する指標.....	6
2.1 現状及び課題.....	6
2.2 今後の方向性.....	6
3. 価格に関連する指標.....	11
3.1 現状及び課題.....	11
3.2 今後の方向性.....	11
4. ニーズに即した不動産関連情報の提供.....	12
4.1 不動産関連情報の提供とリスク分析.....	12
4.2 今後の方向性.....	12
おわりに.....	13

はじめに

我が国における不動産投資指標は、2000年以降の不動産投資市場・不動産証券化市場の拡大・発展に伴い、多くの指標が公表され、現在に至るまで市場関係者¹によって利活用されてきている。この間、新規の指標が数多く公表される一方で、公表が停止されたものも多く、また、指標の数が増えるに従って、種類、測定方法、どのマーケットをフォローしているか等も多様化している。

一方で、海外の市場関係者を中心に、我が国の不動産市場については透明性の向上を図る必要があるとの指摘があるのは、多くの指標が存在し、それなりに利活用されながらも、市場関係者に幅広く普及・利用され、我が国の不動産投資市場を示す指標として広く認知されたインデックス（指標）が存在しないことが一つの要因となっていることは否めない。

今回の検討に当たっては、不動産関連情報に対する現状認識と課題を確認するため、アセットマネージャー、ディベロッパー、レンダー等の不動産投資関連事業者、年金基金及び生命保険会社等に対しアンケート調査を行うとともに、年金基金及び生命保険会社等に対してはヒアリング調査を実施した。

その結果、個別の指標について誰がどの場面で利活用しているか、また、当該指標に対する満足度はどの程度であるのか等が明らかになるとともに、不動産関連情報についての市場関係者のニーズも明らかとなった。

これらを踏まえて、不動産投資指標について、①投資パフォーマンスに関連する指標、②賃料に関連する指標、③価格に関連する指標の3つに分類し、それぞれについて今後の方向性について整理するとともに、④不動産関連情報の提供に関する今後のあり方についても整理を行った。

この整理においては、以下のような視点で検討を行った。

第一に、不動産投資指標については、どのマーケットをフォローしていたとしても当該マーケットを説明する上で代表的な指標となるためには、当該マーケットについて一定のカバレッジ²を有することが必要である。現在公表されている指標については、その点で限定的となっているものも多く、限定されたマーケットを示すという意味では有用であるが、市場関係者からのニーズには十分に答えられていない。今後、カバレッジの拡大を図っていくことは共通の課題といえる。

第二に、不動産投資指標については、長期系列に整備された情報である必要がある。我が国の指標に関して共通する課題であるが、特に投資パフォーマンスに関連する指標については、市場そのものの形成が2000年以降であったこともあって、トラックレコードがまだ10年程度であり、他のアセットに比べてその蓄積は不十分である。また、賃料に関連する指標については最近公表されたものも多く、今後の蓄積が不可欠である。したがって、いずれの指標についても、将来的に広く認知されたインデックス（指標）となっていくためには、なるべく長期にわたってデータを提供していく必要があり、この際、市場の信任はもちろん必要であるが、結果的に継続性が信頼性・評価の向上につながることを十分に認識し、変更等に当たっては慎重に検討する姿勢が重要である。

第三に、標本の適切さが重要であり、データの正確性を期すためにはバイアスを排除するか、あるいはバイアスを前提とした分析が必要である。不動産投資指標がより利活用されていくためには、データの正確性が重要であるが、一方でバイアスがあるからと

¹ 市場関係者とは、不動産投資市場において利害関係にある者（アセットマネージャー、レンダー、ディベロッパー、信託受託者、アレンジャー、機関投資家（年金基金、生命保険会社）等）の総称を示す。

² カバレッジとは、指標の作成において個々に収集される標本（サンプル）の母集団に対する範囲を示す。

いってそのデータを活用しないということでは、多くの不動産投資指標が成り立たない。むしろバイアスも踏まえつつも、当該指標が示す数字が他の指標とどのような関係にあるかわかるようにすることが必要である。

第四に、データの蓄積に当たってはコストを考慮するとともに、データを保有する関係者、とりわけ出資者（株主）の理解が不可欠である。そのためには、不動産投資指標が整備されることによるメリットが理解できるような将来像の構築が必要である。

これらを踏まえて、以下個々の検討を行った。

1. 投資パフォーマンスに関連する指標

1.1 現状及び課題

投資パフォーマンスに関連する指標の整備を求める声は大きく、不動産投資市場を活性化させていくためには、投資家等を含む市場関係者に幅広く普及・利用されるインデックス（指標）の確立が極めて重要であるが、現行の我が国における不動産投資指標がそのような位置付けを得ているとは言えない。このため、年金基金等の機関投資家が長期の運用方針（政策アセット・ミックス）の作成に当たり用いることができるインデックス（指標）が不十分であり、政策アセット・ミックスにおける資産配分の中に不動産自体が独立した資産としての位置付けを獲得できない一つの要因となっている。

また、これらのインデックス（指標）は、投資のパフォーマンスを評価する上でのベンチマーク（基準）としても用いられるが、現状は、リターン自体の絶対値や定性面でしか評価できず、要因分析等も困難な状況にある。このため、不動産投資については、抑制的・消極的な姿勢を示す投資家も多く、このようなインデックス（指標）の不足が、結果として我が国における年金基金等における不動産投資が進まない状況と符合している。

また、アセットマネージャー（AM）やディベロッパー等にとっても、実績等に基づく投資パフォーマンスに関する指標は、市場動向の把握、マクロ指標としての市場の説明、リスク・リターンの定量化、ベンチマーク（基準）としての利用（投資パフォーマンス評価）等として必要とされており、今後の充実が望まれている状況にあるが、今回の調査においてもそのためのインデックス（指標）として高く評価されているとはいえない。

現行の実績等に基づく投資パフォーマンスに関する指標は、我が国においては、AJPIとIPD ジャパン月次インデックスがあるが、今回のアセットマネージャー（AM）等に対する調査結果によると、両者とも活用実績は少なく、満足度も低かった。この原因としては、

- ・データの提供ソースが限られているためカバレッジが小さく、不動産投資市場全体のパフォーマンスを見るインデックス（指標）としては不十分であり、定着しているとは言い難いこと
- ・リート市場が立ち上がって10年余りしかなく、トラックレコードが十分に蓄積されていないこと 等が挙げられる。

また、今回の年金基金及び生命保険会社等に対するアンケート及びヒアリング調査においても、「不動産関連アセットに投資する上で必要な情報」として「投資パフォーマンスに関する指標」をあげた者が過半³を占めたものの、これらのインデックス（指標）の整備が是非とも必要という強い意見は多くなかった。これは、年金基金等の投資判断がゲートキーパー⁴などのアドバイザーに頼る部分が多いことが主な要因と考えられるものの、そもそも上記のインデックス（指標）自体がスタンダードなものとして認知されていないことによるものと考えられる。

³ 年金基金及び生命保険会社等の11社のうち6社が回答

⁴ ゲートキーパーとは、主に年金基金等の機関投資家に対して、オルタナティブ投資などのアドバイスをを行う専門家をいう。

1.2 今後の方向性

①カバレッジの拡大

我が国の不動産市場の透明度は、情報開示は世界でもトップクラスといえる J リートの普及や不動産証券化の進展により、この 10 年で大きく改善した。このため、日本の不動産に関するインデックス（指標）の評価は決して低くないとの見方もあり、実際に現行の日本の不動産投資指標を政策アセット・ミックスに使用している海外投資家は存在している。

一方、投資市場の歴史が長い米国では、私募市場の透明度が高く、これを基準としたインデックス（指標）の利用が普及していることに比べると、現状では我が国の私募・非上場のデータ不足は否めず、投資家等の利用者に認知されたインデックス（指標）が普及しているとは言い難い。各国の市場・経済主体ごとに歴史・文化を踏まえたそれぞれの法制度や取引慣行があり、必ずしも米国と同様のインデックス（指標）が求められるものではないが、やはり日本の不動産投資市場のパフォーマンスを示すものとして広く認知されたインデックス（指標）の整備は不可欠な状況にある。

指標の生成手法は、既に世界的に確立された手法に準拠して作成されており、我が国の指標についても、カバレッジが拡大すればよいという方向性に誤りはないと考えられる。

②私募ファンドの有する資産への拡大

カバレッジを拡大していくためには、一つには、そもそも不動産証券化市場の拡大を図ることが有効な方法であることは当然であるが、不動産投資指標そのものについてもデータ提供ソースを拡大していくことが基本的な方向と考えられる。新 AJPI を例にとると、従来のリートのほか、新たに一定の私募ファンドまでカバレッジが拡大されたところであるが、これを順次拡大する方向で整備が進められている。

我が国の私募市場も情報開示についてより一層の透明性の確保を図ることがその拡大にとって重要であり、業界としても私募ファンドのガイドラインを策定し、情報公開に努めているところである。新たに不動産投資指標への情報提供を行うことを求める私募ファンドも増えてきており、昨今の J リート市場の広がりや私募市場の広がっていくことにより全体としてカバレッジが拡大し、指標としての代表性が高まっていくことが期待される。

ただし、私募ファンドについて全く制限なくデータを入れることとすると、規模やレベル、性格の異なるファンドについても画一的に取り扱うこととなってしまうことから、かえって年金基金等にとって活用しにくいものとなる指摘もあり、拡大に当たってはデータとしての統一性を保つことについての配慮も必要であろう。

③不動産会社等有する資産への拡大

インデックス（指標）の整備に当たり、求められるのは標本の適切さであり、単にカバレッジを広げれば良いというものではなく、その意味で不動産投資のパフォーマンスを示すインデックス（指標）は、本来、投資家が投資可能な投資資産のみでユニバース⁵が構成されるべきものであり、我が国では証券化された不動産（国土交通省 2012 年不動産証券化実態調査によれば約 33 兆円）をカバーすれば足りるとも考えられる。しかしながら、我が国ではリートや私募ファンド市場の歴史は浅く、規模も相対的に小さいことから、これら市場のみをカバーしたインデックス（指標）では不動産市場全体をみる指標としては不十分との指摘もあり、そのためには、不動産会社や保険会社等の事業会社にもカバレッジを拡大すべきという意見もある。これについては、私募ファンドやリートがデータを提供する背景として、年金基金等の投資家や市場からの強い要請が前提とされるとともに、私募ファンドにとっても市場の透明性向上による資金流入期待等がある。しかし、不動産

⁵ ユニバースは、運用実績データの母集団を示す。

会社や保険会社等については、投資家（株主）からの要請がなく、リートのような法令規制上の情報公開の要請もないうえ、実務面においても定期的な不動産鑑定評価を得ていないことから、データ提供のインセンティブがないのが現実である。

この点について、IPDの例では、投資不動産に関して欧州の不動産会社が参加してきたのは、投資家が他のファンドに比べてリターンが上がっていることの証明を求めたことがきっかけとなったこともあるものの、我が国の投資家（株主）がこのような意識がそれほど高くないことも事業会社がデータを提供するインセンティブが発生しない大きな要因であるといえる。

今後、不動産会社や保険会社等からデータの提供を求めていくのであれば、市場の透明性の向上が不動産投資市場の拡大・活性化につながることにについて、まずは株主をはじめ多くの関係者の理解を得ることが前提となるとともに、不動産鑑定評価を毎年行うといった実務面での課題のクリアも必要となると考えられる。また、一般事業会社も不動産管理部門を有し、不動産の管理・運営を行って収益を上げていることに鑑みれば、一般事業会社のCRE戦略を推進し、これらの一般事業会社の不動産にもカバレッジを拡大していくことも一つの案として考えられる。その際には、不動産鑑定評価の一層の活用も必要である。

④投資家による活用

どの程度までカバレッジが拡大すれば代表的な指標となり得るかについては、米国で用いられているNCREIFの「不動産投資インデックス」も、実際のカバー率は10%にも満たないと指摘もあり、それにも関わらず機関投資家がそれぞれの立場で様々な調整をして一つのベンチマーク（基準）として定着してきたものであることを考えると、今後、それぞれの指標がベンチマーク（基準）として定着していくかは、実際に投資家が当該数字をどのように解釈して使用するのか、その使用方法も大きな比重を占めると考えられる。

⑤新AJPIの公表

2012年10月に公表されたARESの新しい「不動産投資インデックス」である新AJPIは、前述のとおり、私募ファンドまでカバレッジを拡げており、今後対象となる私募ファンドの拡大が見込まれることも踏まえると、不動産投資市場全体を見ることができるとしての位置付けを将来的に確保することができる可能性がある。そのためには、まずは認知度をしっかりと高めていくことが重要である。

⑥長期系列に整備された情報

実績等に基づく投資パフォーマンスに関する指標については、前述のとおり、トラックレコードが10年余りしかないことがもう一つの大きな課題となっており、今後現行の指標の公表が継続されることによって徐々に解決が図られていくこととなるが、その際、データ提供のフォーマットの変更などが安易に実施されてしまうと、長期系列性が失われ、当該指標の活用にあたって支障が生ずる可能性があることに留意する必要がある。

⑦ファンド・インデックスの新設

日本の年金基金による不動産投資は証券化商品投資が主であり、米国のように直接投資は盛んではない。そうした投資の実態に見合ったインデックス（指標）を作成することが必要であり、その意味で、ファンド・インデックスに対する期待は非常に大きい。また、私募ファンドに対する投資においては、一般的にはレバレッジが高いことから、ファイナンスリスクを反映したレバレッジ考慮後の指標が求められている。今回、私募ファンド・インデックス（Jリークの公開データを含む）について、ARESより「AJFI」が新設された。今後は、本指標の認知度向上のために利活用を進めるとともに、カバレ

ッジ⁶の拡大が期待される。

⑧オープンエンド型の非上場私募リートに関する情報ニーズへの対応

年金基金では、安定したインカムリターンを重視する傾向にあり、長期安定運用に対する投資ニーズが高く、当該ニーズに即応する資金の受け皿として私募リートへの関心が高まっている。これは、投資口の価格が不動産鑑定評価額を基準としており、取引価格を投資口価格とするJリートと異なっていることが評価されていると考えられる。また、出資金の払い戻しが認められているオープンエンド型の商品が出てきたことも関心が高まっている要因の一つである。今後は、対象をこのような私募リートに特化したインデックス（指標）の提供も考えられる。

⑨国の役割

国も、我が国における投資パフォーマンスに関連する指標の普及、利用の促進を図るため、一層の後押しをしていくことが望まれる。具体的には、これらの指標の整備が不動産市場の透明化につながり、不動産投資市場の拡大・活性化に向けて大きな効果があることを周知していくことが必要である。また、Jリーートの投資情報の開示は世界でトップクラスであり、内外の投資家もそれを承知しているものの、利用者側からはマーケットの指標が見えにくいという指摘があるのも事実であり、指標の認知度向上へ向けて積極的な発信を図っていく必要がある。さらに、現状では、各指標の提供は民間の事業者によるものが中心であるが、民間のみに任せていた場合には、データ提供の継続性が確保できないこともあることから、国においても民間の取り組みを支援、継続性を担保するような役割を担うことも求められている。

⁶ 現時点では、物件ベースで私募約1兆円、Jリート約8兆円であり、コア市場（約25兆円）のカバー率は約36%程度（第1回不動産投資指標に関する検討委員会資料「不動産投資インデックスの新設の概要」一般社団法人不動産証券化協会 事務局次長・調査部長 高井良博）

2. 賃料に関連する指標

2.1 現状及び課題

賃料に関連する指標の整備を求める声は多く、今回の調査においても、三つの指標のうち、現行の成約・実績に基づく賃料に関する指標についての不満が一番大きいことが明らかとなった。

具体的には、不動産投資関連事業者に対するアンケート調査によると、成約・実績に基づく賃料に関する指標において求められる情報として、「成約・実績に基づく情報」を回答した割合が8割以上で最も高く、「物件属性区分（建築年数・規模等）別情報」「長期系列に整備された情報」「詳細地域レベルの情報」もそれぞれ7割以上となっており、業務においては、改めて成約・実績に基づく情報やより詳細な情報が必要とされていることが明らかとなった。

また、年金基金及び生命保険会社等に対するアンケート調査及びヒアリング調査においては、「カバレッジの高い情報」を回答した割合が最も高く、次いで「成約・実績に基づく情報」「詳細地域レベルの情報」「長期系列に整備された情報」を回答した割合が高かった。さらに、成約・実績に基づく賃料に関する指標の整備によって期待される効果として「個別物件・ファンド等への投資判断」を回答した割合が特に高く、年金基金等において、成約・実績に基づく賃料に関する指標の整備によって投資判断における利便性向上が図られることを強く期待されていることが窺われた。

このように、成約・実績に基づく賃料に関する指標については、基本的な視点で述べたとおり、カバレッジの高さや長期系列に整備された情報であることが求められることはもとより、特に実際の賃料のデータ提供を受けて作成された指標のニーズが高いことが明らかとなった。

2.2 今後の方向性

①成約賃料⁷に基づく指標

現在、我が国においては、成約賃料に基づく指標は、住宅マーケットインデックスやオフィスレント・インデックスが存在するが、これらの指標は、いずれも個社の成約賃料データの提供を受けて作成しており、そのためカバレッジが限られている等の課題がある。なお、IPD/リクルート住宅指数も、成約等により登録抹消した物件の価格情報であるため、ほぼ成約賃料に基づく指標と捉えられる。また、今回の調査において、これらの指標についての利用状況、満足度についても調べているが、住宅マーケットインデックスは、いずれの活用場面においても利用割合は総じて低い一方で、満足度は高く、特に実績評価・運用報告場面では、超過満足度が+16.2ポイント⁸となるなど顕著な評価を得ている。また、オフィスレント・インデックスは、利用割合は、中位であるものの、満足度は高く、特に物件の精査・評価場面では、不満足度が低く、超過満足度が+10ポイント⁹を超えている。

このように、成約賃料に基づく指標はカバレッジが限られていたとしても、一定の評価を得ていることが明らかであり、投資家からのニーズの高さに鑑みれば、今後は、よりカバレッジが拡充され、多くのビルオーナーからの情報が一元化された指標が作成されることが望まれる。

一方で、ディベロッパー等の物件所有者側にとっては、成約賃料をデータベース化することは、賃貸借契約に係る守秘義務の解除をテナント側に要請する必要があるなど相応のコストを要するものであることから、そのコストに見合ったメリットを明確とし、株主への説明責任を果たす必要があるとの指摘がある。また、情報が開示されることに

⁷ 成約賃料は、賃貸借契約を締結した際の賃料を示す。

⁸ アンケート調査の結果、満足度は20%であるのに対して、不満足度は3.8%であった。

⁹ アンケート調査の結果、満足度は37.1%であるのに対して、不満足度は20.6%であった。

ついてテナント側の理解を得るに当たり、テナントにとってもどのようなメリットがあるか明示できる必要がある。さらに、成約賃料には、フリーレントやレントホリデーなどの実質賃料を引き下げる慣行があること、キーテナントか、フロアー貸しか、分割貸しかなどテナントの契約面積によって同じ建物であっても賃料水準は大きく異なること、定期借家権と普通借家権が混在していること、テナントの造作の工事費についての取り扱いや共益費など別の要素もあること等から、標本の適切さを確保するために、これらの点を適切に処理し、指標として有意なものとしていくことができるか検証すべきであるとの指摘もある。加えて、基準となる適正な賃料が存在しない中で、個々の物件の成約賃料がわかることになると、際限のない値下げ競争の要因になるおそれがあるとの指摘もある。

したがって、法制上のディスクロージャーの義務や投資家（株主）からの要請がない中で、より一元化された成約賃料をベースとした指標が整備されていくためには、これらの指摘を踏まえ、指標の整備によってもたらされる将来像を明らかとし、より多くの者の賛同を得ていく必要がある。

②成約賃料インデックスの整備に当たっての検討課題

今後の成約賃料に基づく指標（成約賃料インデックス）の整備に当たっての検討課題としては、以下のようなものが考えられる。

第一に、成約賃料インデックスのニーズは非常に高く、今回の調査でも、成約・実績に基づく賃料に関する指標の整備によって、個別物件・ファンド等への投資判断における利便性向上が期待されていることが明らかとなっている一方、一般事業会社やディベロッパー等のデータを提供する物件所有者のメリットについては、必ずしも明確ではない。このため、あらためて物件所有者をはじめとした関係者のメリットについて整理することが、指標の整備によってもたらされる将来像を共有する上で必要であり、その際、これらの物件所有者の参画を促すためにそのメリットを実感できる仕組みについて検討していくことも考えられる。

第二に、成約賃料インデックスをどのような時間軸で整備していくのか長期的な展望に立って検討する必要がある。データ取得については、ある程度のコストがかかることは事実であるが、全ての物件について最初からデータを出していく必要はなく、コストに配慮しつつ徐々に対象となる物件を増やしていくことも整備を進める一つの方法である。最初はデータが少なくとも全体のボリュームが増えてくれば、バイアスも減り、指標としての有意性も向上していくと考えられ、長期的な取組みを進めていくことが重要である。また、現時点でのデータ取得の困難性に鑑みれば、標本の集め方や集めやすさを含め、どのような指標を作成していくことが現実的であり、そしてそれが長く使われるかという視点で検討を進めることも必要と考えられる。

第三に、上記の指摘のとおり、我が国の賃貸借契約の形態は極めて多様であることから、これらの個性性をどう取り扱うか指標としての有意性も含め技術的な検討を進める必要がある。この点は、成約賃料インデックスの必要性・有用性に対する懸念の払拭という意味で極めて重要であり、この理解が進むことが成約賃料インデックスの整備に向けた取組みを加速化させることにつながると考えられる。また、この際、既存の指標における取り扱いも参考とし、共通ルール化を図っていくことも検討すべきである。

第四に、成約賃料インデックスについては、その最小単位を小さくしていくことも求められており、例えば、郵便番号の範囲内など一定のブロック内での賃料が把握できるようなものとするとも考えられる。もちろん、あまりにも単位を小さくした場合には、どの建物の賃料が特定されてしまうという問題もあるとともに、データの取得が限られてしまうといった指摘もあることから、それらの点については留意が必要である。また、長期トレンドを中心とした指標を指向した場合には、最小単位を小さくすることは必ずしも必要ではなく、ニーズと実現可能性等を勘案しながら制度設計を考えていく必要がある。

第五に、プライスリーダーとなるような物件についての賃料は、ある程度わかるようにし、賃料としての適正な基準の目安がわかるようにしていくということも、適正価格が明示されない中で際限のない値下げ競争に陥らないという意味で一つの案として考えられる。ただし、個性が強い地域では非常に有用である反面、標本の適切性及び長期継続性という観点からはミスリードの可能性もあり、十分な検討が必要である。

第六に、賃料データを保有する主体が、一定のルールに基づいて相互に情報提供し合い、当該情報に基づく成約賃料インデックスを有料化して広く共有していくことも一つの方法と考えられる。そのためには国や業界団体が一定の役割を果たしていくことも検討すべきである。今後、個社の成約賃料データをベースとして新たな成約賃料インデックスがリリースされることも期待される場所であるが、このような一定のカバレッジをもった指標の有料化による共有化により不動産投資におけるリスク分析に資するとの理解が進めば、提供者側の新たなビジネス創出に繋がるとともに、統一的な指標整備に向けた第一歩にもなると考えられる。

③募集賃料等に基づく賃料に関連する指標の充実

もう一つの方向性として、成約賃料ではなく、募集賃料、不動産鑑定評価等に基づいた賃料に関連する指標の充実を図っていくことも考えられる。

現在、募集賃料に基づく賃料に関連する指標として、「CBRE ジャパンオフィスマーケットビュー」と「MIKI OFFICE REPORT」があり、その利用頻度は他の指標と比べて顕著に高い。一方で、満足度についてみると、満足とした回答も不満足とした回答もかなりの数があるもののトータルで見た場合には満足とする回答の比率が大きくなっている。

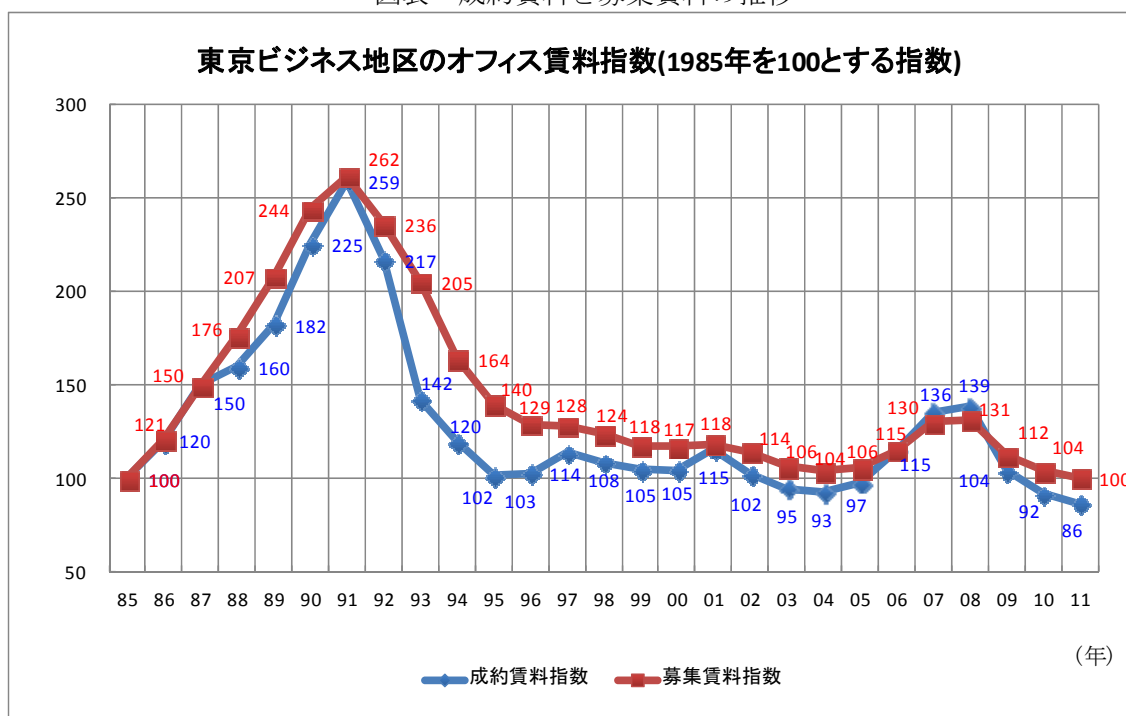
また、募集賃料は、賃貸借契約前の賃料であり、物件の比較尺度としては用いられやすいというメリットもある。

さらに、募集賃料に基づいた想定成約賃料も公表されており、成約賃料に基づく指標に準ずるものとしての活用もされている。

以上のことから、このような募集賃料に基づいた指標については、期待も大きく、更なる充実が望ましいと考えられる。ただし、募集賃料の推移と成約賃料¹⁰の推移には乖離がみられ、募集賃料に基づく変動率では、実際の成約賃料の変動率を過小に評価する傾向にあることが示されている（図表次頁参照）。このため、市場の転換時期を的確に捉える上では、前述のような成約・実績ベースの賃料指標の新たな整備も必要と考えられる。また、レイنزのデータからも住宅についての賃料指数は作れるとの指摘もあり、今後の検討が期待される。

¹⁰成約賃料をもとにヘドニック分析により作成された指数。契約書に反映されていない当事者合意事項（フリーレント等）は考慮されていないことに留意する必要がある。

図表 成約賃料と募集賃料の推移



出典) 日本不動産研究所、三鬼商事

このほか、想定されたモデル建物に不動産鑑定評価の手法を用いて査定された実質賃料に基づいた「全国賃料統計」がある。「全国賃料統計」の利用割合は、他の指標と比べても高くはないが、超過満足度は、「実績評価・運用報告」場面で+16.3ポイント¹¹となっているなど、総じて満足として回答した数の方が不満足とした回答よりも多くなっている。したがって、このような不動産鑑定評価に基づいた指標についても一定のニーズがあるものと考えられる。

¹¹ アンケート調査の結果、満足度は24%であるのに対して、不満足度は7.7%であった。

3. 価格に関連する指標

3.1 現状及び課題

価格に関連する指標については、「地価公示・地価調査」等については一定の評価を得ているものの、成約・実績に基づく指標ではなく、不動産投資関連事業者からは「成約・実績に基づく情報」について高いニーズが示されていることからすると、十分とはいえない。これは、指標の整備の課題というよりも、米国等と異なり、我が国においては、価格に関する情報が個人情報として規制・ディスクロージャーの義務がないため流通していないことが大きな要因であり、成約・実績に基づく指標の整備及び充実が求められている。

そのような中で、一昨年4月から東京証券取引所が既存マンション（中古マンション）の価格水準の動向を表した「東証住宅価格指数」の算出・公表を試験的に開始した。当該指数は、公益財団法人東日本不動産流通機構より提供された首都圏既存マンションの成約価格情報を活用し、同一物件の価格変化に基づいて算出された指数であり、今回の調査においても、活用割合はまだ低いものの、ほとんどの活用場面において満足度においては不満足が満足を上回った。

また、昨年8月より、国際指針に基づき、国土交通省において「不動産価格指数（住宅）」の試験運用を開始したところであり、今後、その本格運用を進めるとともに、商業用不動産価格指数等についても現在国際機関において作成中の指針に基づいて整備を進めることが検討されている。なお、「不動産価格指数（住宅）」についても、「物件の精査・評価」における満足度を除き、満足が不満足を上回っており、実際の取引価格による情報についての評価が高いことが窺える。

3.2 今後の方向性

今後、これらの指標の一層の整備・拡充や認知度の向上が必要であるが、まずはニーズに即した実際の取引価格等に基づく指標の整備を進めることが重要である。

また、「東証住宅価格指数」が金融商品取引法上の金融指標に該当するように、当該指標の法制上の位置付けも重要である。

4. ニーズに即した不動産関連情報の提供

上述のとおり、各指標について整理したところであるが、その中で大きな論点となっているのは、指標のみならず、実際の賃料や取引価格、キャップ・レート等の不動産関連情報の提供及びその利活用であり、その点について以下にとりまとめた。

4.1 不動産関連情報の提供とリスク分析

不動産投資の方針策定その他の運用業務等にあたって、不動産投資に関する指標は、重要な基礎情報となり得るものであり、前述のとおり、その整備、拡充の進展が期待される場所であるが、実際の運用実務においては、不動産賃貸市場や不動産売買市場における実際の賃料や取引価格、キャップ・レート等の推移についての情報と分析も重要にならざるを得ない。

しかしながら、現時点では、良質な市場情報の入手は必ずしも容易ではなく、不動産投資の順調な発展を妨げる大きな要因となっている。質の高い市場情報の利用が容易となれば、個別の投資家の運用スタイル、ニーズにあった質の高いマーケット分析、さらには投資指標（カスタム・ベンチマーク）の作成も容易となり、機関投資家にとって大きな助けとなるとともに、市場の透明性についての認識の改善、不動産投資への理解の広がりにも大きく資するものと考えられる。

この点については、今回の調査においても明らかになっており、不動産投資関連事業者向けアンケートによると、価格及び賃料については、「成約・実績に基づく情報」を必要とする回答者が8割を占めている。また、今後の不動産投資関連業務の円滑化に資する情報として「取引成約ベースのキャップ・レート」が回答割合の8割を占め、次いで「新規賃料単価」「稼働率」が、いずれも回答割合の7割を超えている。賃料に関しては、さらに「物件属性区分（築年数・規模等）別情報」「詳細地域レベルの情報」が必要とする回答割合が7割を超え、情報の詳細性も求められている。

年金基金及び生命保険会社等向けアンケート及びヒアリング調査においても、「不動産関連アセットに投資する上でのリスク要因」として、特に年金基金から「価格情報の不足に伴うリスク」「賃料情報の不足に伴うリスク」をあげる声が多く、ブラインドの部分が多く実質的な数字にアプローチし難いことが問題と指摘されている。

また、海外においてもリーマンショック後、世界の投資プレーヤーは、不動産のリスク分析を強化しており、成約・実績に基づく詳細な分析により投資を行っているとの指摘がある。米国では、リーマンショック後、扱うデータの精緻化を進め、エリア毎、物件毎の判断が求められてきており、アセットマネージャー（AM）や投資家もその方向に進んでおり、実際の賃料や取引価格、キャップ・レート等の詳細なデータを基礎として、このようなリスク分析が進んでいるのが世界の現状であるといわれている。今回の調査において、不動産投資指標の整備・拡充により「物件の精査・評価」業務や「実績評価・運用報告」業務の利便性向上に対する期待が高いのは、我が国においても投資案件へのリスク分析が必要となっている現れと考えられる。

4.2 今後の方向性

① リスク分析に資する不動産関連情報の整備

これまで、基本的な不動産関連情報の整備を進めてきたところであるが、次のステージとして、リスク分析に資する不動産関連情報の整備を進める必要がある。したがって、今後の改善の方向性としては、リスク分析が可能となるような不動産マーケット全般の政策的な情報の整備に意義があると考えられる。特に、賃料については、実際の賃貸借契約締結時における成約賃料に対するニーズが極めて高く、物件毎の定性的・定量的な共有化されたデータで末端からトップの状況までを物件毎に見ることができるようなのが構築されることが期待される。このようなデータが整備されることにより、例えば、グローバルな視点での東京の共有化が可能となり、市場別、経済主体別にグロー

バルな比較ができるベンチマーク（基準）が最終的に整備されることになる。

一方で、既に賃料に関連する指標に関して述べたように、強制的な価格情報の収集が困難な中では、今後データが提供され、実際の取引価格に基づくデータベースが構築されていくためには、当該データの提供によってどのようなことが可能か明確となり、データ提供者の理解を得られることがまず必要である。そのうえで、上記のようなリスク管理のためのデータベースとしての将来像を共有できることが肝要である。

同意が得られたデータ提供者相互間での情報の拡充が進展することでこれらのデータを活用した指標のカバレッジが拡大し、市場代表性の向上も図られ、それぞれのデータ提供者がリスク分析を行うことが可能となることはもとより、年金基金等の投資家にとっての助けにもなり、結果的に不動産市場の透明性向上・不動産投資市場の活性化に資することになる。

国としても、不動産関連情報の整備・充実に向けて、これまでの取り組みを一層推進するとともに、新たなステージに向けて必要な検討を進めることが求められている。そうした中で、国土交通省においては、例えば中古住宅を中心とした不動産流通市場における情報ストック整備・提供方法の充実に向けた取り組みとして、平成 25 年度から、性能・品質、履歴、価格など各所に分散している取引に必要な不動産関連情報を効率的に集約・管理し、消費者が求める情報を宅地建物取引業者を通じて適時適切に提供できるシステムの構築に係る検討を実施することとしており、平成 25 年度中にシステムの基本構想の策定を行うこととしている。

②専門家の育成

米国のグローバルプレイヤーは、リーマンショックにより損失も出したが、その後取り扱うデータの精緻化を進め、情報管理等の体制強化を図ってきている。我が国においては、経済的な損失を補填するために単純に人員削減がされただけで、その点が進んでいない。この点については、今回の調査においても、年金関連事業者から、不動産投資のリスクとして適切な専門家の助言を受けられないリスクを挙げており、また、インハウスにも不動産投資に関する専門家が存在しないことが多いことから、不動産投資に関するアドバイザーの不足、利益相反の懸念、不動産鑑定評価の信頼性に対する不安等が指摘されている。

このため、今後の方向性としては、適切なアドバイスが受けられる不動産投資の専門家の育成も必要と考えられる。

③政策アセット・ミックスにおける不動産の位置付け

不動産投資については、不動産固有のリスクとして流動性リスク等があり、また、バブル崩壊やリーマンショックによって不動産投資について良いイメージをもっていない者も多い。一方で、投資家における政策アセット・ミックスとしてオルタナティブ投資の中で不動産が確固たる地位を築くことが不動産投資市場の活性化のみならず我が国経済全体にとっても重要であり、そのための環境整備として不動産関連情報の整備を引き続き進めていく必要がある。

おわりに

今回の検討委員会における調査検討においては、現行の不動産投資指標が社会のニーズに応え切れておらず、その整備・充実を求める声が極めて大きいことを明らかにするとともに、我が国不動産市場の現況を踏まえつつ、将来的に我が国の不動産投資市場を代表するような不動産投資指標が確立されるよう、その整備・充実に向けた検討課題の抽出と今後の方向性を示したところである。

今後、この結果を踏まえて一層の調査検討が進み、不動産投資指標の整備・充実が図

られることにより、不動産市場の透明化、我が国不動産投資市場の拡大・活性化につながることを期待する。

以 上