

## 不動産鑑定評価における市場動向の判断根拠としてのセンチメント指標の有用性

一般財団法人日本不動産研究所 山下誠之

### 要 旨

本稿では、不動産鑑定評価におけるセンチメント指標の有用性について論じる。不動産センチメント指標は、不動産市場の過熱・冷え込みの状況把握に役立つだけでなく、不動産鑑定評価における市場分析や評価手法の適用における重要な参考情報となる。日本における不動産センチメント指標の作成例として、日本不動産研究所が調査・公表している「不動産投資家調査」を用いて開発中の不動産投資市場を対象としたセンチメント指数の作成例を紹介する。

---

### 1. はじめに

不動産鑑定評価とは、主として過去から現在に至る不動産市場で発生した個別事象を注意深く観察・分析し、それらを根拠として対象不動産の市場価値を決定するプロセスである。一方、不動産市場参加者は将来予測に基づいて行動し、市場が今後どのように動くか強い関心を持つ。このため、不動産鑑定評価は市場参加者（依頼者を含む）から「過去志向」あるいは「市場動向を十分に反映していない」と批判されることが少なくない。

こうした市場参加者によるネガティブな反応は、不動産鑑定評価基準で「予測の原則」として示されているとおり、不動産鑑定士が鑑定評価を行う際に市場参加者の視点を織り込むべきで、過去や現状のみに依存すべきでないことを強く示唆している。つまり、不動産鑑定士は具体的な証拠に基づき対象物件が所在する不動産市場全体及びサブマーケットを観察・分析し、市場参加者が将来の市況をどう予測しているかを理解し、これらの知見を市場価値の判定に反映させなければならないということである。

本稿では、このような問題意識のもとで、市場参加者の現在および将来の不動産市場に対する見解を把握するために、不動産センチメント指数を参照・分析することの有用性について論じる。

### 2. 資産価格と期待との関係

資産価格と期待との関係は金融経済学における中心的なテーマの一つであり、学術的観点からは、以下のように要約できる。

## 2.1 期待効用理論と資産価格

投資家は将来の資産価格に対する期待に基づいて意思決定を行う。期待効用理論では、投資家は資産の期待収益とリスクを考慮し、効用を最大化することを目指す。したがって、資産価格は投資家の期待収益とリスク認識に強く依存する。

## 2.2 合理的期待形成と資産価格決定

効率的市場仮説によれば、市場価格は投資家の合理的期待を反映する。すなわち、資産価格は将来の期待収益の割引現在価値と整合的であり、情報が完全であれば、期待と資産価格は整合的であるとされる。

## 2.3 期待形成のメカニズム

期待は、過去のデータ、ニュース、アナリストの予測など、様々な情報源に基づいて形成される。情報の非対称性、個人や市場の感情やバイアスが期待形成に影響を与え、資産価格の短期的な変動に影響する。

## 2.4 行動経済学の視点

伝統的な合理的期待モデルとは対照的に、行動経済学は投資家の非合理的行動や心理的バイアスを通じて、期待と資産価格の関係を説明する。例えば、過剰反応や群集心理が期待と実際の価格形成の乖離を引き起こし得ることが指摘されている。

## 2.5 期待と市場リスクプレミアム

リスクプレミアムとは、投資家がリスクを取ることで要求する追加リターンであり、その形成には期待が重要な役割を果たす。例えば、将来の経済状況に関する期待や予想される不確実性がリスクプレミアムの変動を引き起こす。

これらを要約すると、資産価格は投資家の期待に大きく依存しており、期待の形成過程と動向は価格変動や市場の効率性に影響を与える重要な要素である。学術的には、合理的期待理論に加え、行動経済学や情報の非対称性も、期待と価格の関係を理解するための重要な研究領域である。

## 3. センチメント指標とは何か？

センチメントとは「感情」「心情」「心理状態」を指し、市場心理とも呼ばれる。投資家や消費者の心理状態（期待）や恐怖・不安といった感情は、市場の需給バランスや価格変動に大きく影響する。取引事例比較法などの伝統的な評価手法は、主に過去の価格や物理的特性に依存しており、心理的側面を限定的にしか反映していなかった。ビッグデータと AI 技術の最近の進歩により、オンラインテキストデータや検索行動からセンチメント指標を抽出し、定量分析を行うアプローチが可能となっている。

センチメント指標は、調査アンケート、オンライン情報のキーワード検索、ソーシャルメディア投稿内容の検索、ニュース・メディア情報など、様々なデータソースから開

発可能である。これらの情報源は、多くの場合、リアルタイムの関連性が高く、現在の市場状況を把握し、将来のトレンドを予測するために利用される。

#### **4. センチメント指標が必要な理由：従来の評価手法との比較**

不動産の価値分析におけるセンチメント指標の必要性について、従来の評価手法との比較によって整理すれば、以下のとおりである。

##### **4.1 遅行指標と先行指標**

従来の評価手法は、過去の取引データや既存資産の物理的特性に基づいて価格を推定するため、本質的に遅行指標であり、市場のピークや底を正確に捉えることが困難である。一方、センチメント指標は市場や消費者の心理変化を敏感に捉えることができ、市場変動や新たなトレンドを早期に発見しやすい。例えば、検索トレンドやソーシャルメディアのセンチメント分析は、価格や取引量の変動に先行して変化することが多く、市場の過熱や冷え込みを示す重要な先行指標として機能する。

##### **4.2 非線形変動への対応**

不動産市場はバブル崩壊や市場暴落のような非線形変動を起こしやすい。こうした事象は市場参加者の心理やセンチメントの変化によって瞬時に発生するため、過去の価格変動の指標や経済指標だけでは捉えにくい。センチメント指標は、こうした非線形的な動きを捉えるのに優れており、心理状態の変化を定量化することで早期警告を提供する。

##### **4.3 潜在リスクの早期検知と対応**

市場参加者が恐怖や不安を感じ始めた時、バブル崩壊や価格下落の可能性が高まる。センチメント分析はこうした「心理的シグナル」を捕捉し、投資判断や資産運用に有用な情報を提供する。したがって、リスクを事前に検知し、適切な対策（売却やリスクヘッジなど）の実施の可否を判断するための強力なツールとなる。

#### **5. 不動産センチメント指標の実践的メリット**

##### **5.1 不動産投資判断の高度化**

センチメント指標を利用することで、投資家は市場のピークや底値を予測し、よりタイムリーな投資判断が可能となる。例えば、特定地域での検索トレンドの高まりやポジティブなニュース感情の増加は、市場の過熱を示す兆候と解釈でき、最適な買い時・売り時の判断基準として機能する。

##### **5.2 価格動向の予測と価格設定の精緻化**

センチメント指標は投資家心理だけでなく、実際の価格変動や取引量とも関連し、市場の過熱・冷え込み局面の特定を支援する。不動産鑑定士やアナリストは、センチメント指標を活用し、価格予測モデルの精度向上やリスク管理手法の高度化を図ることができる。

### 5.3 市場の過熱・過冷却の特定

バブルや暴落リスクの早期検知により、不動産ポートフォリオの再調整や資産売却の戦略的タイミングが可能となる。さらに、テキストや検索データの分析から導出されるセンチメント指数は、地方都市や新興地域の市場動向を監視するために開発され、地域活性化や都市計画の参考資料として活用することもできる。

## 6. 海外で開発・公表されている不動産センチメント指標

不動産市場を分析する際、需給や価格・賃料に関する統計データが最も重要であるが、市場参加者が現在の市場状況や将来の見通しをどう認識しているかといった、市場全体のセンチメントを理解することも欠かせない。ここでは、海外で開発・公表されている代表的な不動産センチメント指標の事例を紹介する。

### 6.1 NUS Real Estate Sentiment Index

NUS Real Estate Sentiment Index（シンガポール国立大学不動産センチメント指数）は、開発業者、コンサルタント、金融機関、専門企業、サービスプロバイダーなどの業界専門家を対象にアンケートを実施して、シンガポールの不動産開発と市場状況に関する認識と期待について四半期ごとに調査を実施している。

このセンチメント指数は、商業、住宅、ホスピタリティ不動産を含む各セクターの「ネットバランスパーセンテージ」を算出するとともに、これをもとに総合センチメント指数を導出する（「改善」や「増加」といったポジティブな市場センチメントを示す回答者の割合と、「悪化」や「減少」といったネガティブなセンチメントを示す回答者の割合の差として算出）。この指数の主な特徴は、不動産市場全体のセンチメントだけでなく、不動産市場、資本市場、不動産開発に関するセンチメントも反映していることである。

### 6.2 NAIOP CRE Sentiment Index

NAIOP CRE Sentiment Index は、米国の NAIOP 会員約 10,000 名（開発業者、ビル所有者、ビル管理者、ブローカー、アナリスト、コンサルタント、貸し手、投資家）を対象に、雇用、スペース市場、建設コスト、資本市場、その他の不動産開発環境について調査し、今後 12 ヶ月間の米国商業用不動産業界のセンチメントを指標化するものである。

この指数は各質問への回答の集中度と分散度に基づいて計算される。全回答者が全質問で最も楽観的な回答を選択した場合、指数は 100 となる。逆に全回答者が最も悲観的な回答を選択した場合、指数は 0 となる。主要な特徴として、工業用不動産、オフィス、複合用途住宅、小売施設、医療施設など、様々な商業不動産セクターのセンチメントを包括的に捉えている点が挙げられる。

### 6.3 U.S. Real Estate Roundtable Sentiment Index

U.S. Real Estate Roundtable Sentiment Index は、米国におけるオフィス、小売、ホスピタリティ、その他の商業不動産セクターを対象に、市場センチメント、資本市場へのアクセス、不動産資産価値を測定する調査から導出される指標である。

この指数は、回答者の「現在の市場状況」と「1 年先の見通し」に対する評価の平均値に基づき、1～100 のスケールで算出される。例えば、全回答者が「現在の状況は 1 年前より大幅に改善している」と評価し、かつ「1 年後の状況も大幅に改善する」と回答した場合、指数は 100 となる。

#### 6.4 RICS Global Commercial Property Sentiment Index

RICS Global Commercial Property Sentiment Index RICS は、世界の商業不動産市場の動向を評価する四半期ごとの調査である。欧州や北米を含む地域における商業不動産の市場センチメントを測る指標として商業不動産センチメント指数を発表している。

この指数は、オフィス・小売・工業用不動産に関連する 1,860 社を対象とした市場センチメント調査の回答に基づき、ネットバランス法を用いて算出される。さらに、供給市場のセンチメントを示す RICS Occupier Sentiment Index と、需要市場のセンチメントを示す RICS Investment Sentiment Index の単純平均として算出される。RICS センチメント指数は-100 から 100 の範囲で変動し、0 を基準値とする。

### 7. 日本不動産研究所「不動産投資家調査」に基づく不動産センチメント指数の開発

#### 7.1 日本不動産研究所による「不動産投資家調査」

日本における不動産調査研究機関でもある日本不動産研究所は、1998 年より不動産投資市場の主要プレイヤーを対象に年 2 回のアンケート調査を実施している。本調査では、不動産投資の期待利回り（NOI ベース）を、オフィス・住宅などのセクター別、東京・大阪などの主要都市のサブマーケット別に収集し、集計結果を公表している。この調査の一環として、2022 年からセクター別の不動産投資市場の現状と将来展望に関する調査を追加した。

#### 7.2 セクター別不動産投資市場の現状と将来展望

セクター別の不動産投資市場の現状と将来展望に関する調査では、オフィス、住宅、小売（都心部、郊外）、ホテル（フルサービス、宿泊特化）、物流、ヘルスケアの各セクターごとに、不動産投資市場の現状と将来展望を分析している。これには調査年度の市場センチメントと調査年度以降の市場見通しが含まれ、市場センチメントは 5 段階評価（「ポジティブ」「ややポジティブ」「ニュートラル」「ややネガティブ」「ネガティブ」）で示される。

2024 年 10 月時点における同項目の調査結果は図表 1 のとおりで、例えばオフィス市場の 2024 年の現状認識をみると、回答者の 14.5%が「ポジティブ」、22.1%が「ややポジティブ」、47.3%が「ニュートラル」、15.3%が「ややネガティブ」、0.8%が「ネガティブ」と回答した。翌年 2025 年の市況見通しについては、回答者の 15.4%が「ポジティブ」、27.7%が「ややポジティブ」、40.0%が「ニュートラル」、16.2%が「ややネガティブ」、0.8%が「ネガティブ」であった。2024 年から 2025 年にかけての市況見通しについては、全体として市場見通しの改善傾向が示されている。

図表1 不動産投資市場における市場センチメント調査結果

		(Response to Total Percentage)				
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Office	1. Positive	14.5%	15.4%	15.7%	15.7%	15.7%
	2. Somewhat positive	22.1%	27.7%	24.4%	25.2%	22.8%
	3. Neutral	47.3%	40.0%	51.2%	51.2%	51.2%
	4. Somewhat negative	15.3%	16.2%	7.9%	7.1%	9.4%
	5. Negative	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Multifamily Residential	1. Positive	41.9%	39.0%	32.5%	29.2%	29.2%
	2. Somewhat positive	36.3%	38.2%	35.8%	33.3%	32.5%
	3. Neutral	21.8%	22.0%	30.8%	35.8%	36.7%
	4. Somewhat negative	0.0%	0.8%	0.8%	1.7%	1.7%
	5. Negative	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Urban Retail	1. Positive	14.6%	13.9%	11.8%	12.6%	12.6%
	2. Somewhat positive	30.1%	31.1%	26.9%	23.5%	22.7%
	3. Neutral	52.0%	50.8%	59.7%	62.2%	63.0%
	4. Somewhat negative	3.3%	4.1%	1.7%	1.7%	1.7%
	5. Negative	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Suburban Retail	1. Positive	4.1%	4.1%	3.4%	2.5%	2.5%
	2. Somewhat positive	15.6%	14.0%	11.0%	10.2%	11.0%
	3. Neutral	61.5%	61.2%	66.9%	67.8%	66.1%
	4. Somewhat negative	18.0%	19.8%	17.8%	18.6%	19.5%
	5. Negative	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Limited-Service Hotel	1. Positive	27.7%	23.9%	17.5%	15.8%	15.8%
	2. Somewhat positive	47.9%	47.9%	40.4%	33.3%	33.3%
	3. Neutral	16.8%	19.7%	35.1%	43.9%	43.0%
	4. Somewhat negative	7.6%	8.5%	7.0%	7.0%	7.9%
	5. Negative	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Full-Service Hotel	1. Positive	30.3%	28.8%	21.7%	20.0%	20.9%
	2. Somewhat positive	47.1%	43.2%	36.5%	30.4%	29.6%
	3. Neutral	19.3%	24.6%	37.4%	45.2%	42.6%
	4. Somewhat negative	3.4%	3.4%	4.3%	4.3%	7.0%
	5. Negative	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Logistics Facility	1. Positive	11.0%	9.5%	6.6%	4.9%	5.7%
	2. Somewhat positive	26.8%	28.6%	34.4%	36.9%	36.1%
	3. Neutral	48.8%	47.6%	46.7%	48.4%	47.5%
	4. Somewhat negative	13.4%	14.3%	12.3%	9.8%	10.7%
	5. Negative	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
		Year 2024	Year 2025	Year 2026	Year 2027	Year 2028
Healthcare Facility	1. Positive	6.8%	6.8%	6.2%	7.1%	7.1%
	2. Somewhat positive	16.9%	16.2%	15.9%	18.6%	18.6%
	3. Neutral	62.7%	61.5%	64.6%	60.2%	61.9%
	4. Somewhat negative	11.9%	13.7%	10.6%	11.5%	9.7%
	5. Negative	1.7%	1.7%	2.7%	2.7%	2.7%

(出典) 日本不動産研究所「不動産投資家調査(2024年10月時点)」

(注) 塗りつぶしボックスは回答割合が最も大きい項目を示す。

### 7.3 不動産投資市場センチメント指数の構築

7.2 の調査結果を利用して、各セクターのセンチメント指数は、市場状況を肯定的に見る回答者の割合と否定的に見る回答者の割合の差を算出することで作成できる。つまり、全回答者（市場関係者）が市場状況を肯定的に認識する場合、指数はプラス 100 となり、逆に全回答者が否定的に認識する場合、指数はマイナス 100 となる。同様にして、各セクターについて、当年度および今後 4 年間のセンチメント指数を算出することができる。

### 7.4 不動産投資市場全体のセンチメントを反映した総合指数

セクター別のセンチメント指数作成については 7.3 のとおりであるが、現在の市場センチメントと将来の見通しはセクター間で大きく異なるため、不動産投資市場全体の市場センチメントを把握するには、セクター別指数を合成する必要がある。

セクター別指数を合成する際、加重平均法を用いるのが一般的である。加重係数は市場規模を適切に反映する必要がある。市場規模の指標としては、物件数、総面積（延床面積、賃貸可能面積）、価格（鑑定評価額）などが考えられる。各セクター内の物件価格データが入手可能な場合、セクターごとの投資額との相関性を考慮すると価格を用いることが望ましいといえる。

図表 2 は、2024 年 10 月時点の調査結果に基づき作成されたセクター別指数を合成した不動産投資市場全体のセンチメントを示すコンポジット指数を示している。

図表 2 セクター別指数の合成（コンポジット）

	2024 (a)	Weight (b)	(a)×(b)
Office	17.2	0.379	6.5
Residential	60.1	0.171	10.3
Retail	7.5	0.144	1.1
Hotel	25.0	0.075	1.9
Logistics	17.7	0.216	3.8
Healthcare	7.6	0.014	0.1
Compsite			23.7

（出典）同上

同様に、2024 年 10 月時点の調査結果に基づいて、各セクターの将来見通し指数を合成して作成したコンポジット指数を図表 3 に示す。2024 年 10 月時点から 2025 年以降を展望した不動産投資市場全体の市場見通しは、現在の市場状況と大きな差異がないことが確認できる。

図表 3 現在（2024 年）と将来の総合指数

Composite	2024	2025 (F)	2026 (F)	2027 (F)	2028 (F)
	23.7	24.0	23.4	22.8	21.8

（出典）同上

## 8. 不動産センチメント指標の鑑定評価での活用

不動産センチメント指標は、多数の市場参加者が抱く市場心理を定量化し、市場状況の無形の心理的要因を可視化するものである。また、他の関連指標との相関分析も可能とする。本指標は、不動産市場で活動する市場参加者にとって有用であるだけでなく、不動産鑑定士が鑑定評価を行う際にも活用することができる。

### 8.1 市場分析におけるセンチメント指標の有用性

対象物件に鑑定評価手法を適用する前に実施する市場分析は、主に当該物件が属するサブマーケット（同一の最高かつ最善の用途を共有する代替的・競合的物件群）に焦点を当てる。このサブマーケットを分析する際には、サブマーケット全体に影響を及ぼす不動産市場全体の状況と方向性を把握することが不可欠である。例えば、特定の都市にあるオフィスビルを評価する場合、全国的な不動産市場の動向と現状を把握する必要がある。

市場参加者のセンチメントの動きを観察するには、市場全体および特定セクターの不動産センチメント指標を分析することが有用である。この場合、対象物件が属するセクターの市場需給状況指標、価格・賃料動向、および市場センチメントを反映するセンチメント指標間の時系列相関関係をグラフや表を用いて示し、分析の詳細な説明を付すことで、不動産鑑定士による市場分析の信頼性を高めることができる。

### 8.2 鑑定評価手法の適用におけるセンチメント指標の有用性

鑑定評価手法を適用するにあたっては、過去から現在までの市場動向だけでなく、将来の見通しも考慮する必要がある。取引事例比較法では、過去に市場で実際に発生した取引事例と現在売り出されている物件を収集する。これらの物件の特性、取引価格（売却希望価格）、取引当事者の属性、取引状況进行分析し、対象物件の比較対象となる取引事例等を選定する。選定した比較対象物件と対象物件を、取引時期、取引条件、価格に影響を与える様々な要因の差異に焦点を当てて比較することで、対象物件の市場価値を導出する。

取引事例比較法を適用する際、市況や地域の変化による価格変動を考慮する時点修正のプロセスにおいて、物件が取引された時点から現在までの間に市場参加者間の市場心理の変化を考慮するとともに、市場心理の変動が各種要素の価格に及ぼす影響度の差異に留意する必要がある。

収益還元法、特に将来キャッシュフローを明示的に扱うDCF法では、賃料収入、賃貸可能面積の稼働率、運営経費など中長期のキャッシュフローを毎年見積もる必要があり、それらのキャッシュフローの将来変動を明確に示さなければならない。この困難な作業は現時点で入手可能な情報に基づいて行われるが、現在および将来の不動産市場心理を反映する指標は、将来見通しに関する重要な示唆として機能する。



## 9. おわりに

本稿では、市場参加者の期待（予測）が不動産価格に重大な影響を与えることを示す経済理論を参照し、さらに市場全体およびセクター別に開発されたセンチメント指標を観察することが、市場参加者が不動産市場の現状と将来展望をどのように認識しているかを具体的に把握するうえで有用であることを指摘した。

不動産センチメント指標に関しては、「NUS Real Estate Sentiment Index」や「NAIOP CRE Sentiment Index」などの指標が海外で開発・公表されている。日本では、日本不動産研究所が実施している「不動産投資家調査」を用いて不動産投資市場向けセンチメント指標を開発することができる。

本稿で作成方法を例示した日本不動産研究所「不動産投資家調査」を用いたセンチメント指標については、同調査の継続的な実施を通じて、市場参加者のセンチメントに関する時系列データが蓄積されるにつれて、市場参加者だけでなく不動産鑑定士にとっても重要かつ有益な統計分析が可能となる。具体的には「不動産投資市場参加者の市場センチメントに影響を与える要因は何か?」「不動産投資 市場参加者の市場センチメントは不動産価格とどう関連するか?」「不動産投資市場参加者の市場見通し予測はどの程度の確率で現実化するのか?」といった課題に関して、統計的なアプローチを用いて多くの示唆を得ることができるだろう。