不動産経済ファンドレビュー
2026.9.5　No.739
REAL ESTATE
FundReview

Opinion	データが持つ市場代表性の罠	1
Deal Information	Keppel、「Ginza II」譲渡で日本オフィスはゼロに	2
PrivateFund List	ARES インデックスの普及活用を促進	4
Strategy	NBI ホールディングス―中央の資金を地方へ、宿泊施設を磨き REIT の組成目指す	7
Interview	宰田哲男―MIRARTH 不動産投資顧問社長	8
Project	首都圏コールドチェーン基盤の構築へ―扇島エリアにおける土地利用転換の一翼担う	11
Focus	住宅・不動産業界を待ち受ける見えない危機	12
Value Up	商業集積で金融街の魅力を刷新―「兜町平和ビル」	14
Inside Story	マンション価格高騰の要因を巡る隔たり / 都心中心に中古 M 市場が調整局面	16

月3回発行／月額16,720円（税込）
株式会社不動産経済研究所
〒160-0022
東京都新宿区新宿1-15-9
さわだビル7階
TEL 03-3225-5301（代表）
FAX 03-3225-5330
URL https://www.fudousankeizai.co.jp

Opinion

データが持つ市場代表性の罠

鈴木 英晃
クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド
日本ヘッド・オブ・リサーチ 兼 北アジア・ヘッド・
オブ・ビジネスデベロップメントサービス



現代の不動産市場は、AI と BI ツールの高度化により、市場データとアナリティクスの民主化が飛躍的に前進した。一方で、AI に導き出されるナラティブの裏付けとなる統計値の算出ロジックを読み解き、「市場代表性（Market Representation）」を看破する統計リテラシーの重要性も一段と高まっている。市場代表性とは、抽出された一部のサンプルが市場全体の実態を正確かつ偏りなく反映しているかを示す概念だ。表面的な数値に依拠した分析は、時に実態から乖離するリスクを内包する。

この課題は、グローバルな主要投資対象である東京オフィス市場においても観察できる。2026 年 6 月末時点、都心 5 区のグレード A オフィス空室率は 0.6%、将来空室を含む募集面積率は 1.7%と世界的にも低い水準にある（当社調べ）。ファンダメンタルズは堅調であり、マクロ環境が急変しない限り、同市場は今後 3 年間、賃料上昇基調を辿ると予測する。主要オーナーによる CPI 連動条項の導入など、物価高に追随した契約構造への移行も進みつつある。

他方で、需給が逼迫した環境下では、「賃料データ」の構造的特性をより客観的に検証することが肝要だ。市場賃料の集計にはヘドニック法等もあるが、最も算出が容易な手法として「募集区画のみの荷重平均賃料」を集計するのが一般的である。しかし、これはある一時点の募集面積の平均を示すスナップショットに過ぎない。募集面積が豊富であればサンプルの偏りは相殺されるが、著しく減少すると、期ごとに構成要素（物件グレードや立地等）が大きく変容しやすくなる。過去との連続性が担保されず、単純な時系列比較が困難になるという統計的課題を内包している。

さらに、空室が減少すると賃料指数を構成するサンプルは市場のわずかな一部（限界取引）に限定される。無作為抽出に近い形で統計的有意性が得られれば少数でも市場代表性は確保し得るが、取引事例が偏ることで構造的な選択バイアスが生じ、結果として代表性が低下する。

歪みを引き起こす例を2つ挙げる。第1は「床規模の選別バイアス」だ。一般に小規模区画ほど坪単価は割高になる傾向があり、大規模空室が減少した市場では小規模床のサンプル内割合が増え、平均値を上振れさせる。第2は「ヴェブレン財」的要素である。立地やスペックに優れる一部の区画はプレミアム価格で設定される。この希少性からくる高価格設定そのものが、ステータスを重視するテナントの顕示的需要を喚起し、時にヴェブレン財（高い価格自体が需要を生む財）としての性質を帯びる。取引サンプル数が低下した市場では、特定の一等地の高額取引が目立ち、あたかも指標全体を牽引しているように表れる。つまり、空室率が極端に低くなると、賃料上昇幅が誇張される「見せかけの過剰な賃料上昇」につながるのだ。この限界取引の数値をポートフォリオ内の運用資産や、将来のキャッシュフロー・バリュエーションに等価投影することは相応のリスクを伴う。

歪みを補正する手段として、単なる募集区画の集計に依存せず、稼働中資産の想定賃料査定を組み込み、市場全体の動向を多角的に捉えるアプローチが実務上有益となる。また実際の投資分析においては、鑑定評価が内包する遅行性や契約更改のラグを考慮し、モデルへのストレステストを組み込むことも有用だ。

データは嘘をつかない。そして推論型 AI はデータを基にナラティブを最適化する。しかしデータから市場代表性が失われたとき、つまり、内包するバイアスと実態との乖離が存在するとき、それを読み解けるのは人間の感じる「違和感」と、なぜ？　という純粋な「好奇心」である。

Keppel、「Ginza Ⅱ」譲渡で日本オフィスはゼロに
地主、投資家特化型の初弾ファンドが始動

Keppel REITらが「Ginza Ⅱ」譲渡
115.2億円でヒューリックへ

今号のディールでは、シンガポールの政府系複合企業であるケッペル・コーポレーション傘下のKEPPEL REIT（以下、KREIT）とケッペル・ジャパンが、東京・中央区のオフィス「KR GinzaⅡ」を譲渡した。譲渡額は115億2000万円で、KREIT によると7月10日時点の鑑定評価額を9.7％上回る。譲渡先は、ヒューリック。KREITが保有していた準共有持分98.47％と、ケッペル・ジャパンが保有していた同1.53％を合わせた100％の譲渡で、8月17日に決済・引渡しを終えた。

「GinzaⅡ」（東京都中央区銀座2－15－2）は、東京メトロ有楽町線新富駅から徒歩2分、同日比谷線および都営地下鉄浅草線東銀座駅から徒歩5分に立地。敷地面積805.42㎡(243.63坪)、S・SRC造地下1階地上8階建て、延床面積5098.61㎡（1542.32坪）。竣工は2008年8月。同物件は、銀座エリアの中心部と比較しやや繁華性に劣るものの、3駅3路線が徒歩圏内に位置し、銀座アドレスを好む企業への訴求力は高い。

KREITは2022年11月に東急リアル・エステート投資法人から同物件を89億7000万円で取得しており、今回の譲渡額は28.4％のプレミアムとなった。KREIT資産運用会社のチュア・シェン・ヤンCEOは、「魅力的な価格での譲渡が実現したことで、KREITの持つ戦略的に投資機会を見極め、適切なタイミングで価値を引き出す能力を示すことができた」とコメントした。今回発生する譲渡益は、財務上の柔軟性を高めるため借入金の返済に充てる予定で、仮に全額を充当した場合、ポートフォリオのLTVは39.6％まで低下する見込み。

一方、譲渡先のヒューリックは、銀座を重点エリアと位置付けており、今後も積極的に同エリアに立地する優良物件の取得に注力する。今回のディールによってKREITのポートフォリオから一時的に日本の物件は無くなり、シンガポールが79.3％、オーストラリアが18.5％、韓国が2.2％の計13物件・約117億シンガポールドルに。

地主が「守谷店」など底地3件を譲渡
商業施設の底地売買が相次ぐ

そのほか、底地開発・投資事業者の地主が、茨城県守谷市の商業施設「西友楽市守谷店（底地）」など3件を、三菱HCキャピタルリアルティを投資家とする「地主ファンド」へ譲渡した。譲渡額は113億9000万円。8月31日に売買契約を締結し、そのうち2件は9月30日に譲渡する。「守谷店」はKDX不動産投資法人から11月に取得を予定、同ファンドへは12月下旬に決済・引渡しの見込み。三菱HCキャピタルリアルティの底地投資は初の事例。「地主ファンド」は、加速する底地の仕入れに対応するためのオーダーメイド型ファンドで、取得した案件の売却先は、地主リートに優先交渉権が付与される。

譲渡するうち「守谷店」（茨城県守谷市けやき台4－1－5）は、関東鉄道常総線南守谷駅から徒歩約7分に立地。敷地面積約3万9460.28㎡（1万1936.73坪）。近年、事業会社の資本効率化の動きからCRE市場が活発になっており、地主でも「JINUSHIリースバック」による底地開発の実績は、累計で93件・約1591億円にまで積み上がっている。今回の3件の取得先はREITなど流動化済みの案件であるが、同社担当者は、「年数を重ねるにつれリースバックの相談は増えている。足元で複合商業施設の底地を取得するケースは多い」と話した。

8月21日には、九州地方を中心に展開するディスカウントストア大手のトライアルホールディングスが、2025年7月に買収した傘下の西友が保有する「西友高野台店」など17店舗の底地を流動化することを決めた。株式譲渡を用いて行われる17件の譲渡先は日本都市ファンド投資法人（JMF）などが匿名組合出資するUnicorn合同会社。17件の鑑定評価額は計275億8000万円で、JMFは87億9000万円を出資する。トライアルHDは、譲渡によって約170億円の資金調達を行う。同社は、西友買収などによって有利子負債が3964億円まで増加しており、その返済に充てることで財務の最適化を図り、将来の成長投資資金を確保したい考えだ。

OJR、「豊洲プライム」を取得
計2物件に400億円投資を実行

そのほか、オリックス不動産投資法

規模拡大で機関投資家の投資対象へ
総合型のメリット活かし成長と安定を共存



3月に公募増資を伴う物件取得を行い、上場以来の目標であった資産規模2000億円をおおむね達成したMIRARTH不動産投資法人。軟調なJ-REIT市場において、機関投資家や個人投資家など多様な資金を呼び込むため、規模の成長とREITの認知度向上を追求している。総合型REITの強みを活かし、インフレ環境下で成長性の見込める物件取得の一方、ダウンサイドリスクを鑑みた安定性も共存するポートフォリオの構築を目指す。資産運用会社の宰田哲男社長に、投資戦略やJ-REIT市場の見通しなどについて聞いた。

J-REIT 25th Anniversary

MIRARTH不動産投資顧問

宰田 哲男 社長に聞く

足元の不動産市場をどうみる？

不動産賃貸市場は、私がこの業界に入った1987年以降で最も良い状況ではないか。賃貸市場が整備されてきた2000年頃と比較すると、住宅の賃料が引き上げられるようになり、環境は大きく変わった。一般的に不動産の賃料は経済状況などにより上下するが、足元は全般的に賃料の上昇が観測されており、ネガティブな要素を感じない。

売買市場は、圧倒的に需要が多く物件価格は下がっていない。金利が確実に上昇している一方で、賃料が引き上げられることが前提になっている。本来は、金利が上昇して借入コストが上昇すれば、従前と同程度の最終ネットリターンを得るためには不動産の利回りは上がるはずである。しかし実際には利回りは上がってきておらず、物件を取得する立場からすると悩ましい環境だ。

やはり売買市場に1番大きく影響を及ぼすのは、レンダーの姿勢である。バブル期には総量規制が行われ、政府主導で貸出しを制限する時もあったが、現状でそういったことは無い。貸出し姿勢は全般的にまだまだポジティブなため、売買市場は活況で物件を取得しづらい状況が続くだろう。

J-REIT市場に人々の目が向いていない？

前述の通り、不動産市場そのものは国内外から資金が集まり需要が高まっている。だがREITは、保有物件のファンダメンタルズが好調な一方で、投資口価格は上がらずNAV割れの状態が続いている。これはJ-REITが完全な金融商品となっていることによって市場の影響を受けてしまっているためだ。投資資金は平均配当利回りが5%前半のJ-REITより高いキャピタルリターンを想定してAIや半導体関連の株式などに向かっている。もちろんそれらの株価も上下することはあるが、大き