

# グローバル及び日本の不動産市場概観とアジア富裕層によるマンション投資動向

JLL リサーチ事業部長 赤城 威志  
あかぎ たけし

JLL インターナショナルプロパティセールス シニアマネジャー 佐藤 健太郎  
さとう けんたろう

2012 年末の第二次安倍政権発足以降の我が国経済の回復は衆目の一致するところであろう。いわゆるアベノミクスということであるが、三本の矢のうち、一の矢（金融緩和）・二の矢（財政政策）による景気刺激策は現在まで功を奏しており、今後の安定的かつ長期的成長の礎となる最後の矢（成長戦略）の成り行きを全世界が注目している状況である。ほぼ時を同じくして、金融危機以降長らく低迷していた我が国不動産市場も 2012 年に回復基調に転じ、翌 2013 年以降は顕著な良化傾向を示してきている。

本稿では、総合不動産サービスプロバイダーとしてグローバルに不動産サービスを提供している

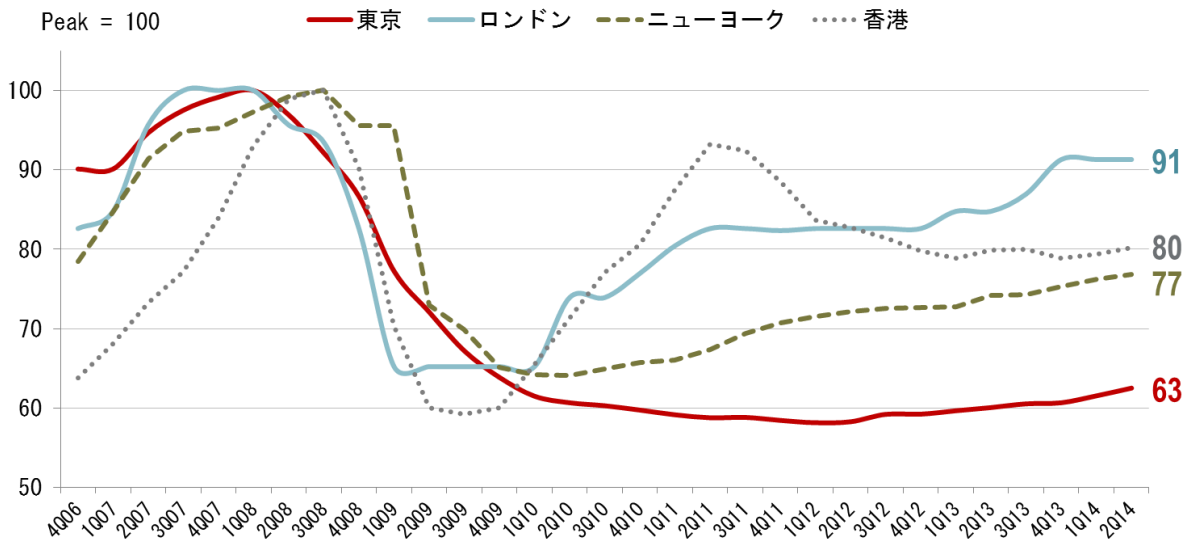
JLL の視点から、近年のグローバル不動産市場及び日本不動産市場の劇的な変化を賃貸市場と投資市場に分けて概観し、分析説明していく。更に、昨今我が国の分譲マンション市場を賑わせているアジア富裕層からの資金流入について、その経緯及び現状、並びに今後の展望まで考察することとする。

## 賃貸市場

### 回復基調を維持するグローバル市場

日本において不動産市場が活況を呈していた 2007 年までの数年間は、実は世界的にも不動産市場が活性化していた時代であった。そして、世界

図表 1：世界主要市場のオフィス賃料比較 2014 年第 2 四半期



出所：JLL

図表 2：東京 A グレードオフィス概況 2014 年第 2 四半期

エリア	賃料（共益費込）			空室率	
	円/坪	前四半期比	前年比	2014/6/30	前四半期比
東京グレード A	JPY32, 779	1. 6%	4. 1%	3. 7%	0. 0%

\* JLL ビルグレード定義

**東京グレード A**

延床面積(基準階床面積)： 30,000 m<sup>2</sup>以上 (1,000 m<sup>2</sup>以上)  
 階層： 20 階建以上  
 竣工年： 1990 年以降  
 所在地： 都心 5 区 (千代田区, 中央区, 港区, 新宿区, 渋谷区)

出所： JLL

経済を襲った金融危機は不動産市場においても多大な影響を及ぼし、2008 年初頭にピークを迎えた世界主要都市のオフィス賃料は、一様に下落の一途を辿ることとなる（図表 1）。しかし、その後の経緯はグローバルの各市場によって若干異なっていることが解る。例えばロンドンを見てみよう。2008 年以降大きく下落したのち、2010 年から徐々に回復し出し、ヨーロッパ債務危機でもたついたものの上昇傾向を維持し、現在の賃料水準は前回ピーク時を 100 とした場合 91 まで回復している。また香港を見てみると 2009 年末には反転上昇し、中国経済の発展をバネに 2011 年には第二のピークを迎え、その後の下落期を経て現在新たな回復期に差し掛かっており、いわば次のマーケットサイクルに入ってきているのが見て取れる。

**上昇率加速する日本市場**

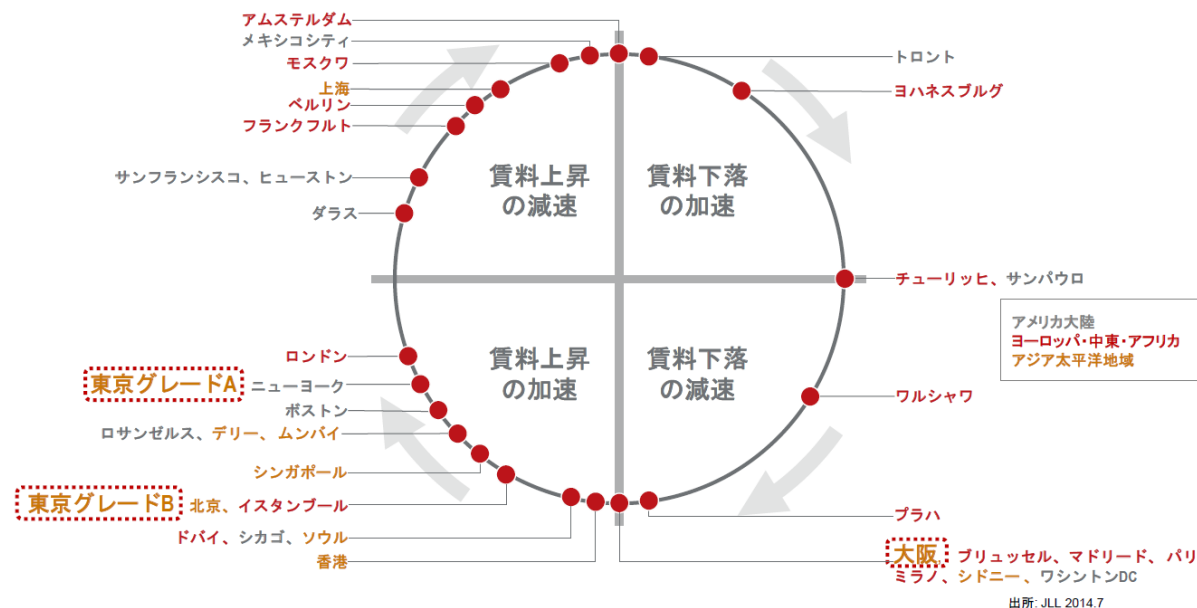
一方、東京であるが、2008 年以降の下落基調は長らく続き、一旦回復の期待が高まっていた 2011 年に東日本大震災が発生、更なる低迷期を経ることとなる。結果的に東京 A グレードオフィス賃料は震災以降の“Flight to Quality&Safety（質及び安全への回帰）”の気運を背景に 2012 年第 2 四半期にボトムアウトしたが、実に 4 年間、16 四半期に渡り継続の下落基調にあったこととなる。なお、世界的な賃料下落は、反転時期こそ違えど、前回ピーク時と比べ概ね 6 割水準にて回復に転じている点は大変興味深い。

さてその後、東京オフィス賃料は、上昇幅は少ないものの継続して回復基調にあり、2014 年第 2 四半期末現在、月額坪当たり 32,779 円（共益費込み）となっている（図表 2）。対前年同期比で 4.1%、前四半期比で 1.6%の上昇となっており、とりわけ直近 2014 年以降はその上昇率を加速させている。これは昨年以降のアベノミクス効果によるものであるが、企業収益の回復を経て、徐々に現実の設備投資が増加してきている状況を反映している。オフィス需要は IT、通信、テクノロジー等の勢いのある業種を筆頭に製薬、輸出関連企業、そして国内金融機関を中心に増加している。実際、2014 年に竣工済/予定の新築ビルはほぼ全て入居テナントを確保しており、市場全体の空室率も 3.7%となっている。

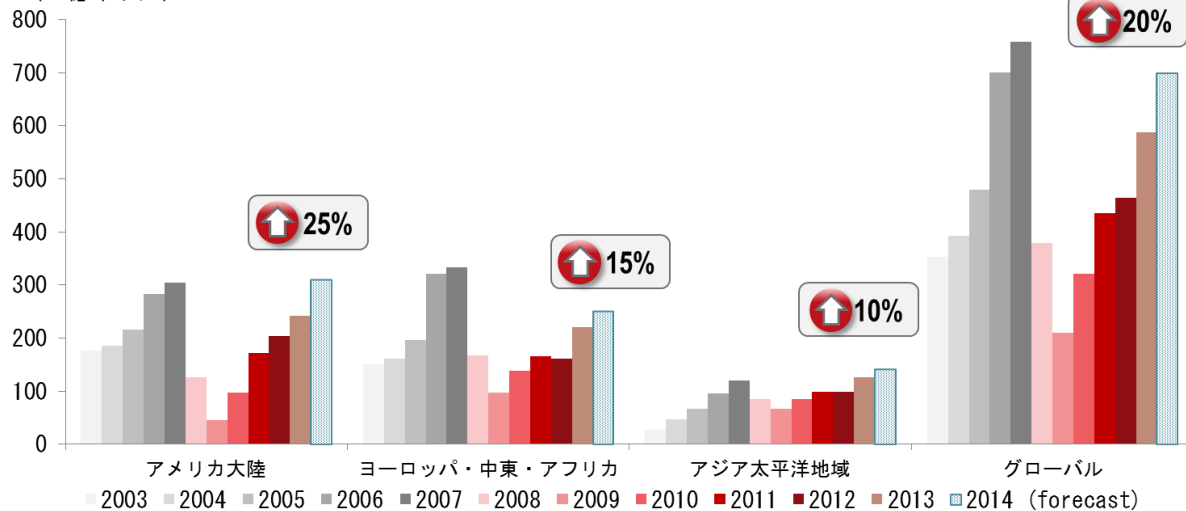
引き続き賃貸市場では、堅調な需要が見込まれる一方で、市場の空室もすでに限定的となっているため、空室率は低水準を維持し、賃料はこれからも上昇するものと思われる。JLL では本年通年で 5-10%程度、更に来年には 10%以上の上昇となるものと予測しており、JLL オフィスプロパティクロックにおいても、賃料上昇の加速フェーズをキープするものと考えている（図表 3）。

なお、世界主要都市のオフィス賃料推移で見たように、東京のオフィス賃料は金融危機以降の長い低迷期を経て、前回ピーク時（100）と比較しても未だ低い水準（63）にあるため、他の主要都市との比較においても今後の上昇余地は大きいもの

図表 3 : JLL プロパティロック 2014 年第 2 四半期  
東京は回復が加速へ、大阪は底値圏と判断



図表 4 : 世界の商業用不動産直接投資総額の推移 2014 年第 2 四半期  
(10億米ドル)



出所: JLL

と考えられる。これは海外投資家の視点からは非常に魅力的に映っており、後述する不動産投資市場の活性化の理由の一端を担うものとなっている。

## 投資市場

### 2007 年のピークに迫る世界の不動産投資額

JLL では、世界の不動産市場における商業用不動産直接投資額の調査を四半期毎に行っている(図表 4)。グローバル不動産投資市場は 2007 年

に総額 7,580 億ドルを記録し、ピークを迎えた。その後先に見た賃貸市場と同様に、2008 年に入り金融危機の影響を受け市場収縮が始まり、2009 年には総額 2,090 億ドルまで落ち込む。その後 2010 年から拡大傾向に転じ、昨年 2013 年には総額 5,880 億ドルまで回復している。グローバルに見た場合、オフィス賃料は 2010 年前後から回復傾向にあったが、不動産投資市場は賃貸市場回復以上に活況を呈してきていることが分かる。地域別に

見ると、アメリカ大陸における回復が顕著で、本年 2014 年には過去のピークである 2007 年レベルに達するものと予測されている。これは金融危機以降の世界的金融緩和による資本市場への影響が大きい。市況回復期には世界各国の年金基金や政府系ファンド等のコア資金が世界の不動産投資市場を席卷し、また近年はプライベートエクイティや各国デベロッパー、そして REIT 等の投資活動が活発化してきている結果と言える。JLL では、グローバル全体の 2014 年投資総額は前年比 20%増の 7,000 億ドルに達するものと見込んでいる。

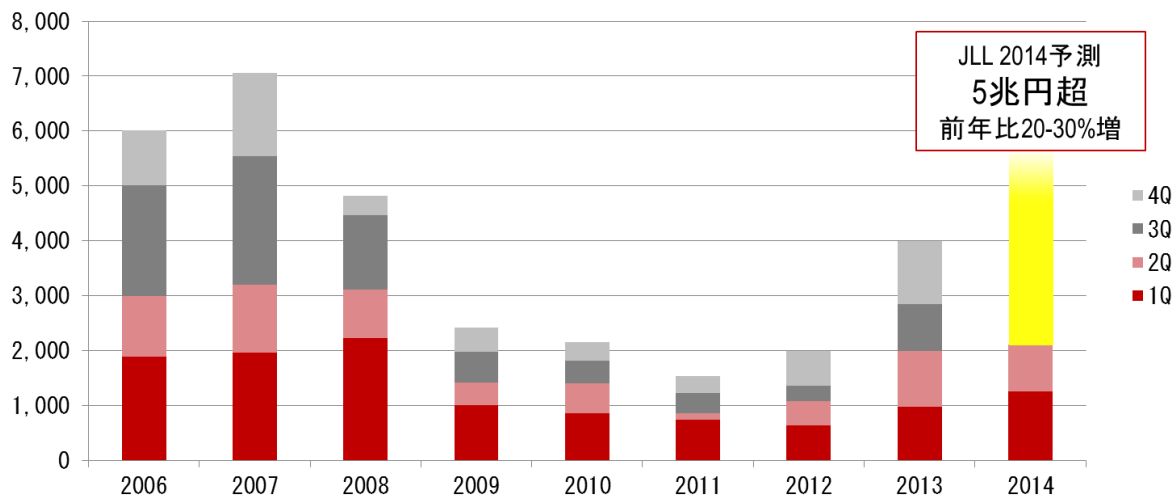
### J-REIT が主導、海外投資家も引きつける日本市場

一方、我が国日本の不動産投資市場の状況を示すのが図表 5 である。やはり 2007 年に総額 7 兆円を超え、不動産投資市場は最大化した。その後、グローバルと同様に取引額は減少の一途を辿るが、やはりここでも市場の回復はグローバルに遅れる。結果的に震災の年である 2011 年が底となったが、この年の投資総額は約 1.5 兆円まで落ち込み、2007 年のピーク時に比べ約 1/5 の市場規模に縮小したことになる。その後、賃貸市場全体の良化以前に、不動産投資市場は回復基調に入り、2012 年には前年比 25%増の 2 兆円の取引額となる。そして異次元の金融緩和を含むアベノミクスの影響を

直接受けた資本市場は、2013 年不動産投資額を更に拡大させ、通年で取引総額は 4 兆円に達し、前年比 100%増、すなわち倍増することとなった。この日本における不動産投資額急増を牽引したのは、J-REIT である。アベノミクス以降の株価上昇と同様に、J-REIT の投資口価格も大幅に上昇し、J-REIT の資金調達環境を改善させた。2013 年における IPO を含む J-REIT の資産取得額は、取引総額全体の約 45%を占める。これに加えて、国内不動産会社及び事業会社等による不動産購入が目立ち、近年の不動産投資市場においては国内資本が活発であったことが特徴的である。

しかし、暦年の変化を見てみると、徐々に海外投資家による不動産取得額（東京都）が増加してきているのも事実である（図表 6）。2007 年の活況期のレベルではないものの、海外投資家の不動産購入の割合も近年上昇してきている。グローバル比較においては、日本の不動産市場の現状、すなわち①未だ低位な賃料水準、②低金利に裏付けられた世界でも最も優位な資金調達環境、③アベノミクスによる景気回復期待、更には 2020 年に控える東京オリンピックと、海外投資家を魅了する環境は整っているのである。なお、東京の不動産市場がグローバルに見てもいかに大きいかは図表 7 を参照されたい。世界の各都市の中でもロンドン、ニューヨークとともに 3 大巨大都市の一角をなし

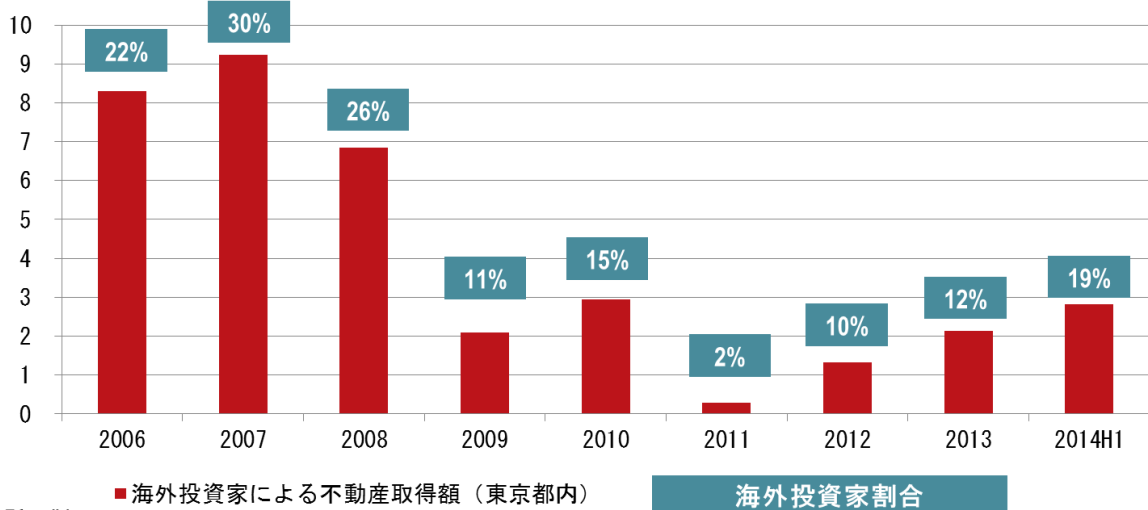
図表 5：日本の商業用不動産直接投資総額の推移 2014 年第 2 四半期  
(10億円)



出所：JLL

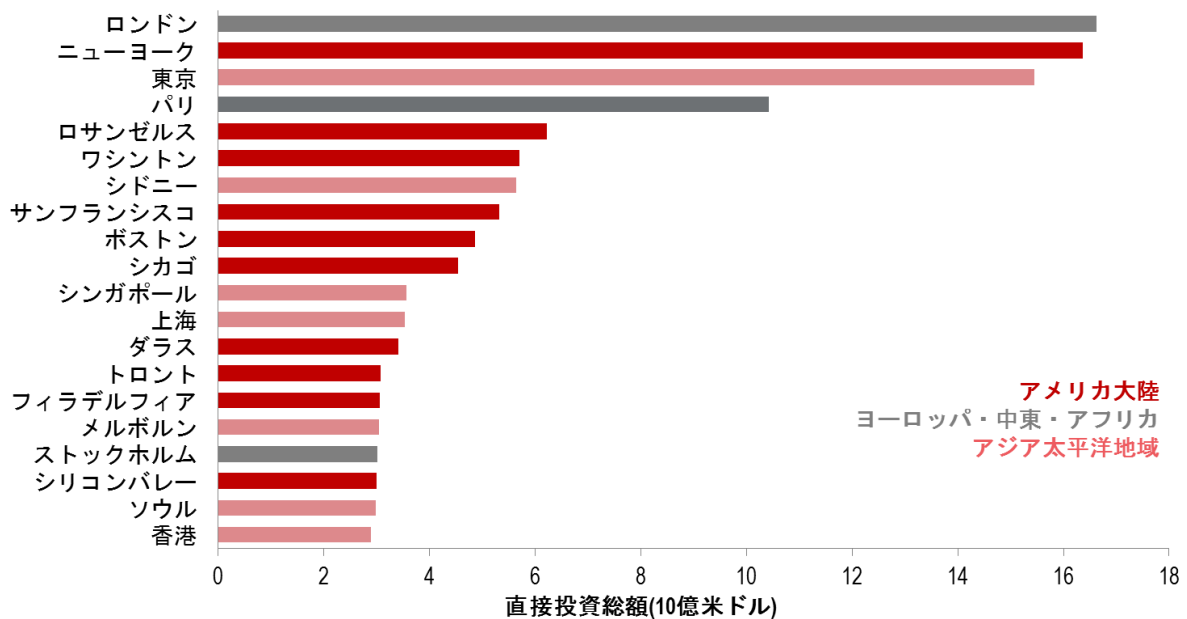
図表 6：海外投資家による不動産取得額推移（東京都）

（10億米ドル）



出所：JLL

図表 7：都市別商業用不動産の直接投資総額推移 2014 年上半期



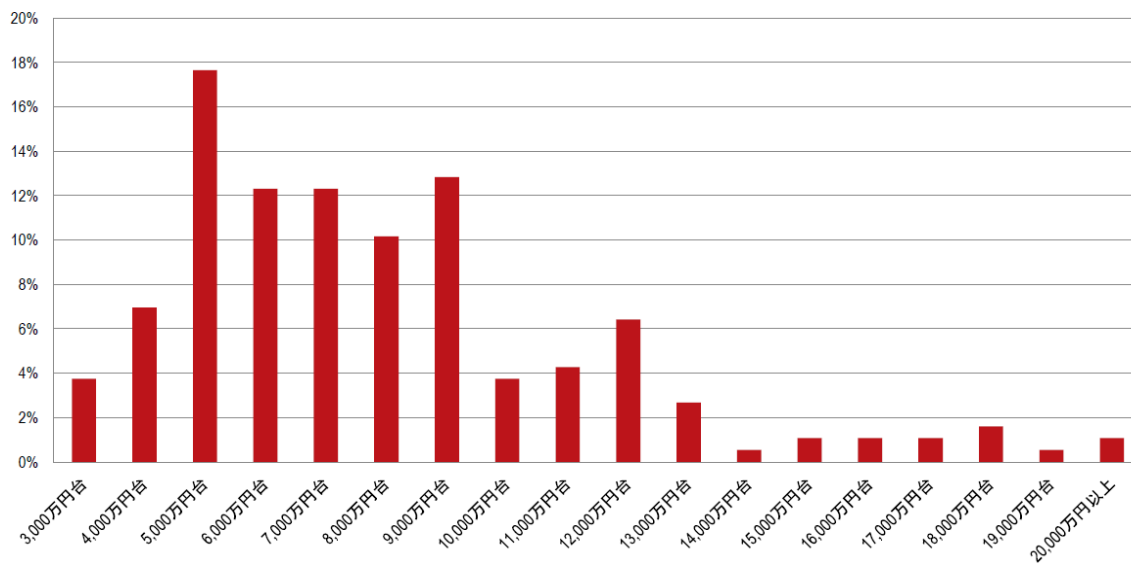
出所：JLL

ていることが一目で分かる。この市場規模の大きさもグローバル投資家を引きつける魅力の一つである。

2014 年に入ってから不動産投資額は増加している。上半期でも 2 兆円を超える水準となっているが、現在でも不動産取得意欲は高まる一方で

ある。今後マーケットにて売買が取り沙汰されている大型物件も散見されるため、引き続き不動産投資市場は拡大するものと思われる。JLL では 2014 年通年で総額 5 兆円超、前年比 20-30% 増となるものと予測している。

図表 8 : 海外投資家購入住戸の価格帯内訳  
1億円未満が全体の約3/4を占める



出所: JLL 2014.2

### アジア富裕層によるマンション投資動向

ここからは、昨今我が国の分譲マンション市場を賑わせているアジア富裕層からの資金流入について、その経緯及び現状、並びに今後の展望まで考察していく。具体的には、アジアの富裕層マネーが日本の高級マンションに流入している傾向は過去2年で定着しつつあるが果たして確かなものなのか？また、アジアの富裕層はなぜ日本に魅力を感じているのか？そして今後の展望という3点について考察したい。

### 定着するマンション海外販売ビジネス

まず過去2年間で日本のマンションがかつてないほど海外投資家に売れたことは間違いないだろう。JLLが2012年11月に第1回目のマンション販売会をシンガポールで実施して以来、契約ベースですでに約200戸の実績がある。総額約160億円がまったく新しいルートによって日本に流れてきた。JLLのほかにも様々なブローカーが、日本のデベロッパーや再販業者と組みシンガポール、香港、台湾の販売窓口となり、おそらくJLLと同

数かそれ以上の販売実績があると見込まれる。いまやマンション海外販売ビジネスは、年間数百億円のビジネスに成長したといえるだろう。

これらの引き金となったのは2点だと考えられる。1点は国内デベロッパーの動きだろう。現在でも国内マーケットのみで完売できる状況ではあるものの、今後10年先を見据えて、ノウハウの蓄積、ブランディングの浸透等を目的とし、大手デベロッパーが先手を打ってマーケットを切り開いたことは注目すべき点だといえるだろう。大手デベロッパーの動きを見て準大手や中小のデベロッパーがすでに参入したり参入を検討しているのが現在の状況である。

2点目は言語の障壁がクリアされつつあることである。不動産といえば、かつては英語とは無縁の業界だったが、1990年代後半から始まった不動産証券化以来、バイリンガルの人材が不動産業界に増えたことが大きく影響していると思われる。実際の購入者からは「日本のマンションは昔から買いたかったが、窓口がどこにあるのかが全くわからなかった」という声が多々聞こえてくる。

図表 9：為替レートの推移（対シンガポールドル、米ドル）



出所：JLL

### 実物不動産志向のアジア富裕層

アジアの富裕層はなぜ日本のマンションを購入しているのだろうか？大好きな日本にセカンドハウスを持つというニーズはあるものの、大半は純粋な投資目的である（図表 8）。したがって自己使用ではなく、賃貸に出し賃貸収入も得るのが一般的だ。一定の売却利益が見込めるとなれば躊躇なく売却するだろう。JLLの実績では、約 90%が投資目的で自己使用は 10%に満たない水準である。

なぜマンションなのかということに対しては、まずアジアの富裕層は実物不動産に投資し財をなしてきたという歴史を知る必要があるだろう。例えば、シンガポールは、20 年続くインフレが最近政府の政策により頭打ちになったとはいえ、不動産価格は数倍に膨らんでいる。これらの売買を繰り返し、また借り入れによるレバレッジ効果もあり、自己資金を数十倍に増やし、富裕層の仲間入りを果たしたのも少なくはない。

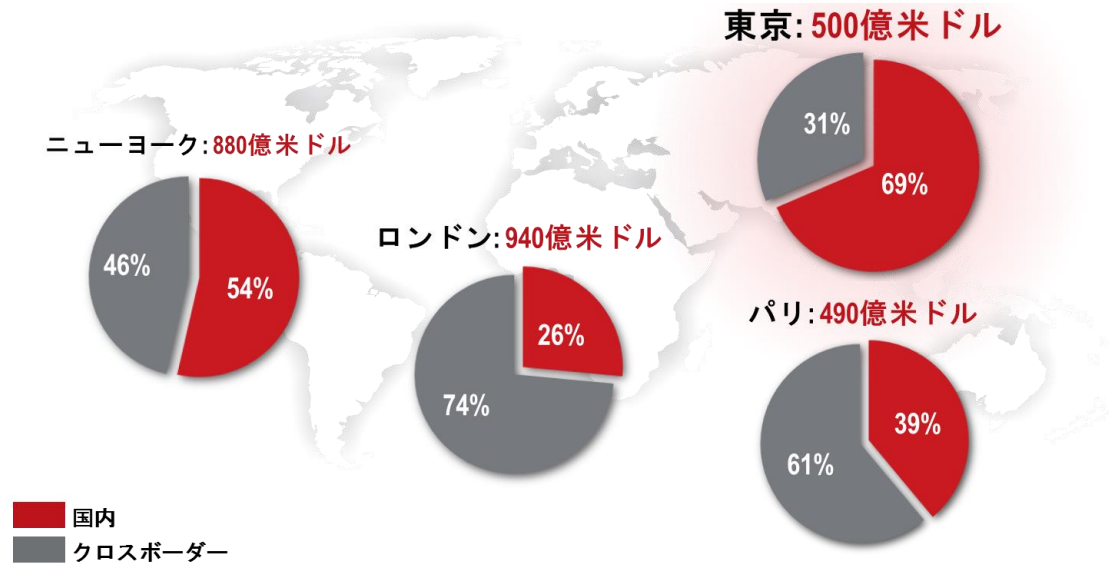
この成功体験ゆえにアジアの富裕層は、実物不動産、特に購入金額が比較的安いマンション 1 室への投資を好むのである。彼らはまずマクロ経済及び規制、現在の価格水準、為替という 4 点でターゲットとなる国を決める傾向にある。現在日本が選ばれている理由は、やはりアベノミクスと日

銀が打ち出したインフレターゲット 2%が大きいだろう。また 2020 年夏季オリンピック・パラリンピックの開催決定、現在議論されているカジノ誘致等、不動産価格に好影響を及ぼすイベントが目白押しである。また規制の面では、外国人が購入する際の法規制がほとんどないという、むしろ世界的に見ても珍しい状況であることが購入の後押しとなっている。例えば、シンガポールでは外国人が購入する場合は印紙税が高かったり、オーストラリアでは売却時に制約がかかったりするなどと、実は外国人に対する規制はあるものである。

しかし、なんといっても最大の魅力は、現在の日本の不動産の価格水準の低さであると考えられる。特に東京は世界有数の都市であるにもかかわらず、他の主要都市と比較した場合、平均単価はその 6 割程度である。坪単価 500 万円は東京では随分と高額な買い物ではあるが、シンガポール、香港、台では坪単価 1,000 万円も珍しくないのが現状である。

また、為替の要因も大きい。アベノミクス以後、円は対米ドル（対香港ドル）やシンガポールドルに対して 30%程度円安になっている（図表 9）。単純に去年 1 億円だったものが今年 7,000 万円で購入するという感覚だ。この影響は絶大である。

図表 10：主要 4 都市における海外投資家比率（ロンドン、ニューヨーク、東京、パリ）



出所：JLL

### 海外投資家を魅了するための 2 つの課題

そのような状況のなか、アジアの富裕層による日本のマンション投資熱は多少国内の需給バランスに影響は受けるが、まだまだ冷めないだろうと予測される。少なくとも 2020 年の東京オリンピック・パラリンピックまでは需要は底堅いであろう。

しかしながら、世界各都市のデベロッパーがアジアのマナーに注目している。現在でもアジアの投資家にとって、ロンドンがダントツの人気の、アジアマナーの流入度合いは東京の非ではない。機関投資家も含めた統計になるが、図表 10 が示すとおり、ロンドンは海外投資家の割合が 70% を越えており、外国人にとって投資しやすい都市であるといえるだろう。また、ニューヨークも虎視眈々とロンドンに次ぐ座を狙っている。近年ではドイツのベルリン、スペインのバルセロナ等も昨今のユーロ安を追い風にアジアへの販売展開を計画しているとも聞く。

これらの都市に比べてより魅力的な投資対象としてアピールできるかが、今後の東京及び日本全体の課題である。そのためには、投資家が求める正確な情報を発信できる人材の育成、また取引完了後のサポート体制を構築することの 2 点が求め

られる。

不動産ファンド業界にバイリンガル人材は増えたものの、現状では、海外投資家向けにマンション販売を行うバイリンガル人材はまだ限定的である。アジアの富裕層は、日本への投資は初めてながら、世界中でマンション投資を行い財を成してきたいわゆるマンション投資のプロである。そのような投資のプロに明確にマクロ経済、税制、法令、賃貸の仕組み、売買・賃貸マーケットの展望などのすべてを語れる必要がある。外国人マンション購入元年の昨年は、すでに買い意欲が高くそれほど説明を必要としない投資家が多かった。つまり詳細な説明なしでも積極的に購入してもらえた面があるが、今後更に東京をアピールしていく際には、高度な説明能力と知識が求められるだろう。つまり海外投資家に対する IR を行うイメージである。

また、もうひとつの課題としては、いかに売買取引後も外国人購入者をサポートできる体制を構築するかだと考えている。これまで障壁となってきた言語の壁はブローカーにより解消されるが、ブローカーが介在するのは売買の完了までである。その後は外国人オーナーと管理組合、賃貸業者等との直接の関係になるため、ここで言語を



含めた問題が生じる可能性が高い。例えば管理組合に関しては、長期的には管理会社がバイリンガル対応できる体制を整えていくのかもしれないが、まずはいかに購入時のブローカーが管理会社と外国人オーナーとの間に入り円滑なコミュニケーションのサポートをするか、もしくは賃貸管理会社等と協業し、スムーズな管理組合運営体制を構築できるかが鍵を握っている。賃貸及び売却時には日本の企業を利用することになると思われるが、それらの会社が外国人オーナー特有の対応方法を理解し、決め細やかにフォローすることが重要である。例えば、賃貸収入にかかる源泉徴収を収める手続きはもちろんのこと、税理士と協業し、還付申告するところまでが求められている。海外投資家からは、「これまで確定申告していなかったので源泉で収めた所得税の還付を受け取っていなかった」、また「火災保険をかけていなかった」等の事例が当社に寄せられてきた。当社では賃貸管理会社を中心に火災保険、税務申告から売却までをバイリンガルで支援できる体制を整えており、購入者からは一定の評価をいただいている。

今後、海外投資家のマンション購入が一過性のもので終わることなく継続的なトレンドとなり、市場の更なる成長、活性化のために当社も末席ながら尽力していきたい。