

一般財団法人土地総合研究所
第201回定期講演会

不動産投資市場の現状と今後の展望

2018年4月24日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学群教授
キャリア・インターンシップセンター長
田邊 信之

講師 プロフィール

- 氏名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe
- 略歴
1980年京大(法)卒業後、日本興業銀行に入行。金融業務とともに、不動産業界調査、都市開発、不良債権処理、不動産会社の事業再編成、証券化など多様な不動産関連業務を経験。2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。
- 公職
不動産証券化協会・フェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンス委員長
国土交通省「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備のための検討委員会」座長
国土交通省「不動産投資市場政策懇談会 制度検討ワーキング・グループ」委員
財務省 東北財務局「国有財産の有効活用に関する有識者懇談会」委員
内閣府・国交省「官民連携事業推進東北ブロックプラットフォーム」委員
東京証券取引所「Jリートに関わる有識者懇談会」委員
財務省「国有財産高等研修」講師
RICS(英国王立チャータードサーベイヤーズ協会)・フェロー(FRICS) など
- 主な著書
 - ◆ 「不動産投資のイノベーション」(2000年、ダイヤモンド社)
 - ◆ 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(2004年、日経BP社)
不動産協会・優秀著作奨励賞受賞、ロングセラー
 - ◆ 「よく分かる不動産証券化とビジネス活用」(2008～、住宅新報)
日本不動産ジャーナリスト会議・著作賞受賞
 - ◆ 不動産証券化協会編、田邊信之監修執筆「入門不動産証券化ビジネス」
(日経BP社、2014年3月)
 - ◆ 「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(2015年、日経BP社)



目 次

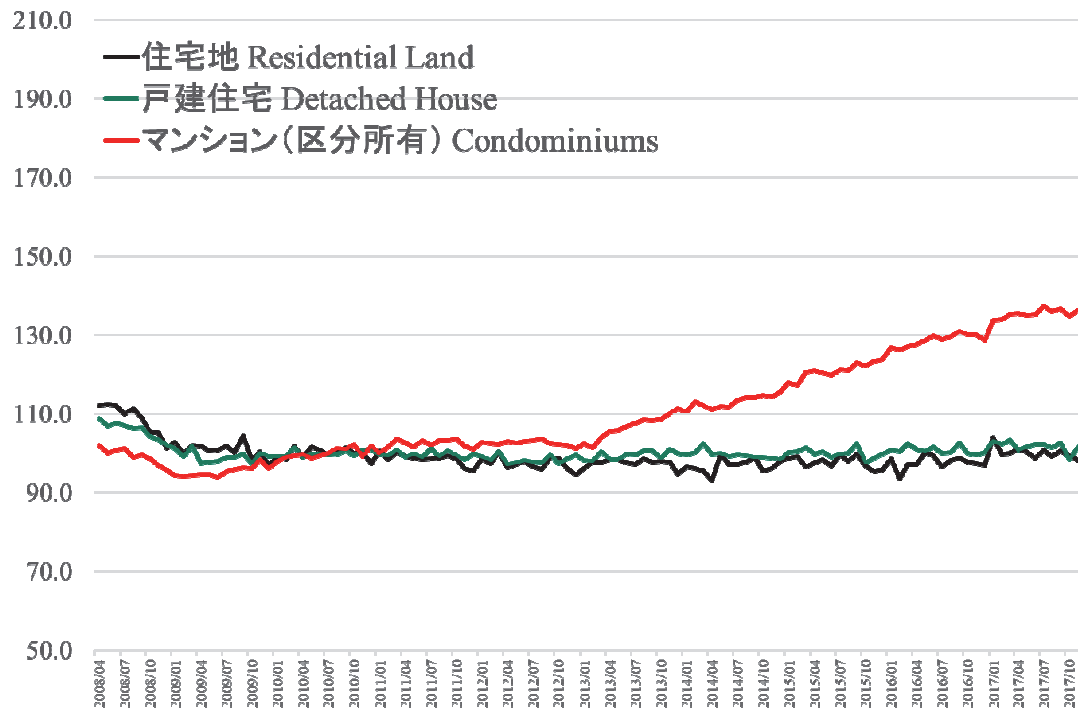
1. 不動産投資市場の現状
2. 金融緩和が不動産市場に及ぼす影響
3. 不動産のマーケットサイクルとバブル
4. 中長期的観点からみた不動産投資市場

3

1. 不動産投資市場の現状

4

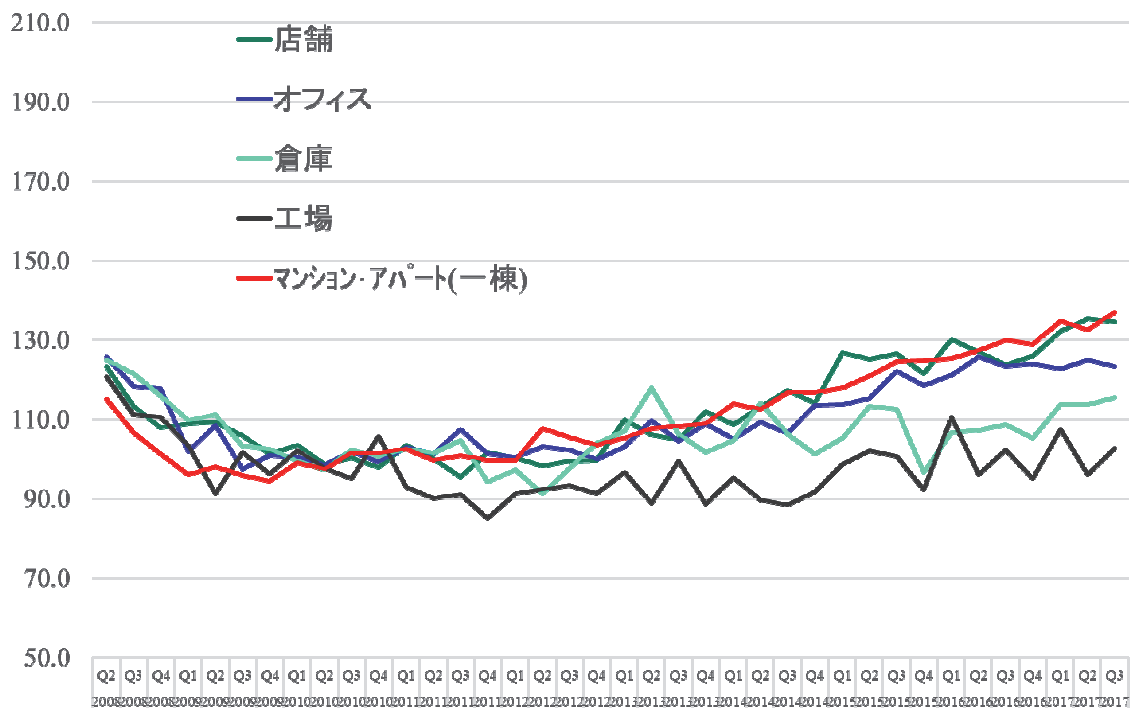
不動産価格指数の推移(住宅:全国、2010=100)



資料:国土交通省「不動産価格指数」より作成

5

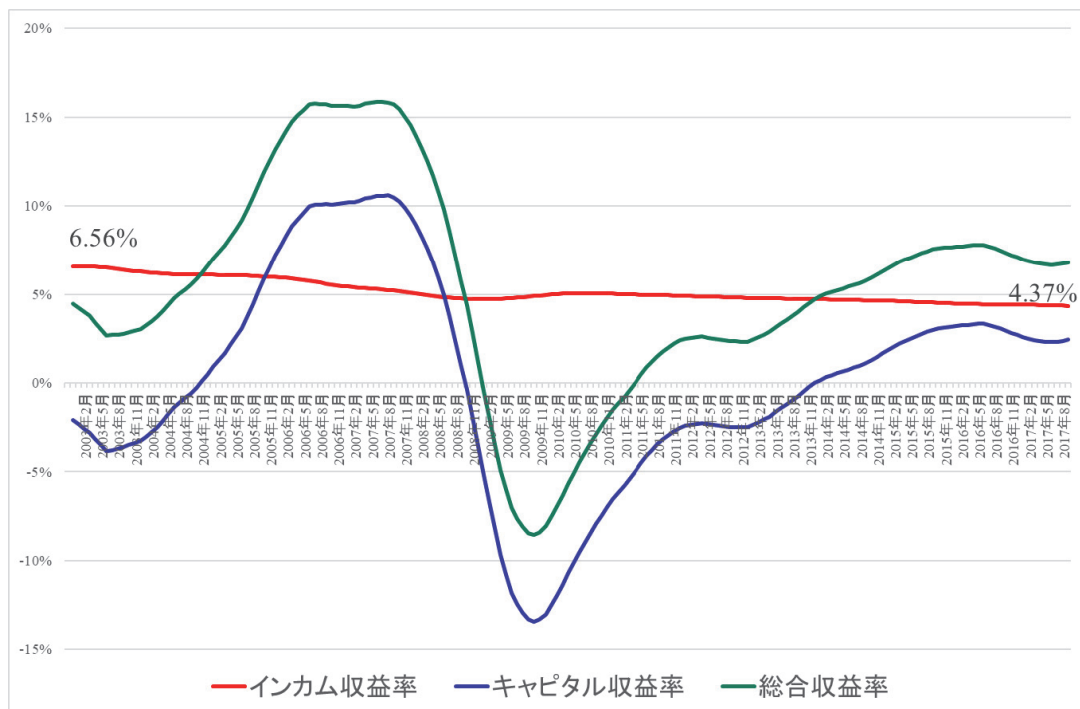
不動産価格指数の推移(商業:全国、2010=100)



資料:国土交通省「不動産価格指数」より作成

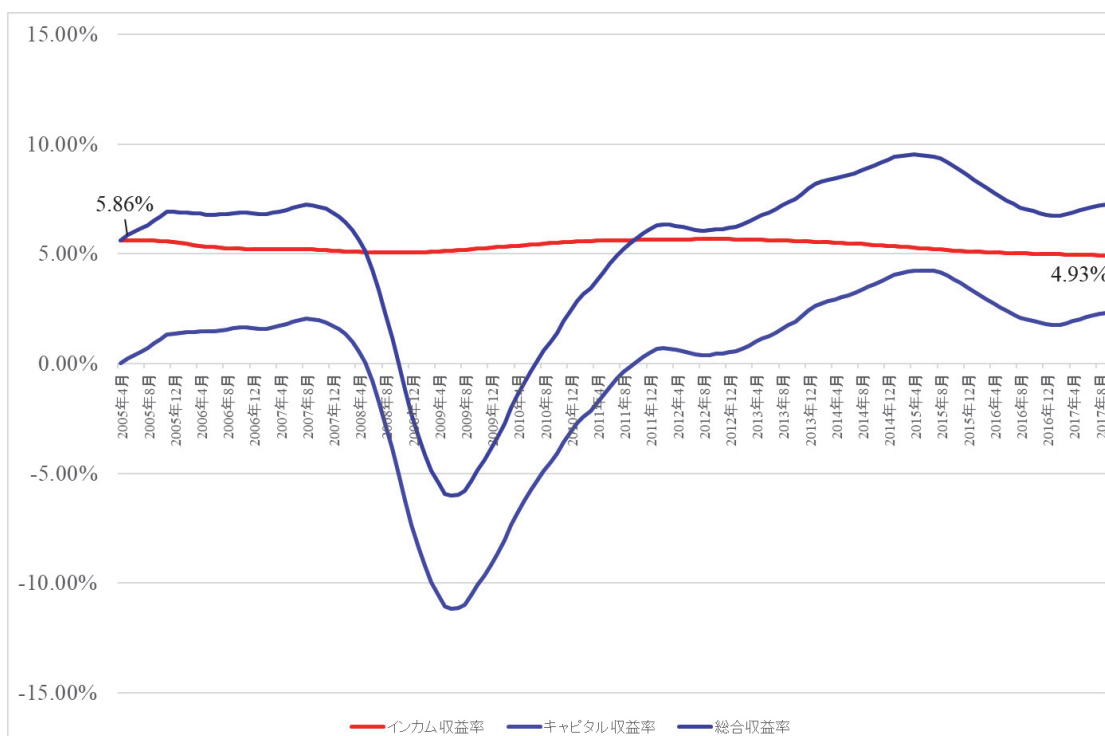
6

オフィスの投資利回りの推移(全国平均)



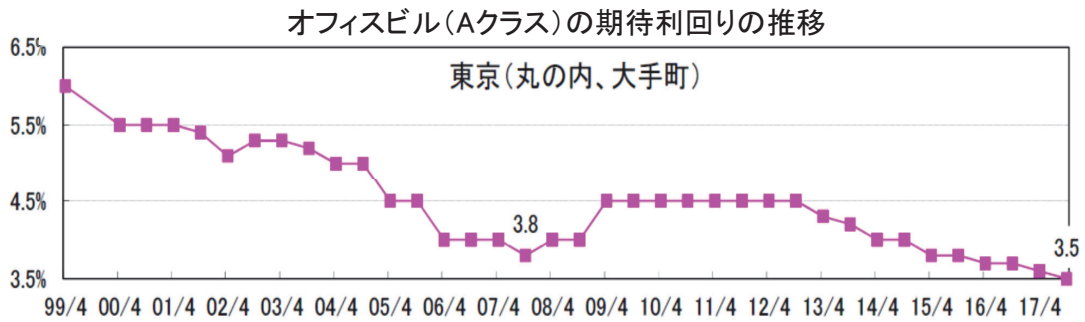
資料: ARES「Japan Property Index」を基に作成

住宅の投資利回りの推移(全国平均)



資料: ARES「Japan Property Index」を基に作成

オフィスビル(Aクラス)の取引利回りの推移



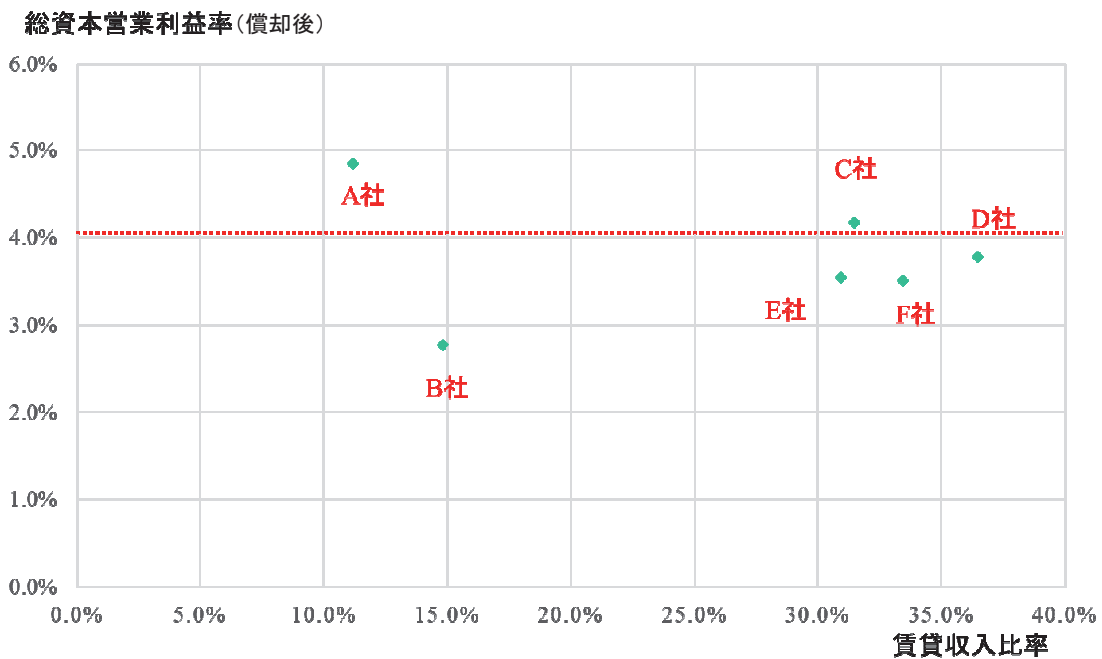
単位: %

	東京丸の内	札幌	仙台	京都	広島	福岡
2007年10月(リーマンショック前)	3.8	5.4	5.5	—	5.3	5.5
2009年4月(リーマンショック直後)	4.5	6.7	6.7	—	6.8	6.3
2017年10月(現在)	3.5	6.0	6.0	5.5	6.1	5.4

資料: 日本不動産研究所「不動産投資家調査結果」を基に作成。

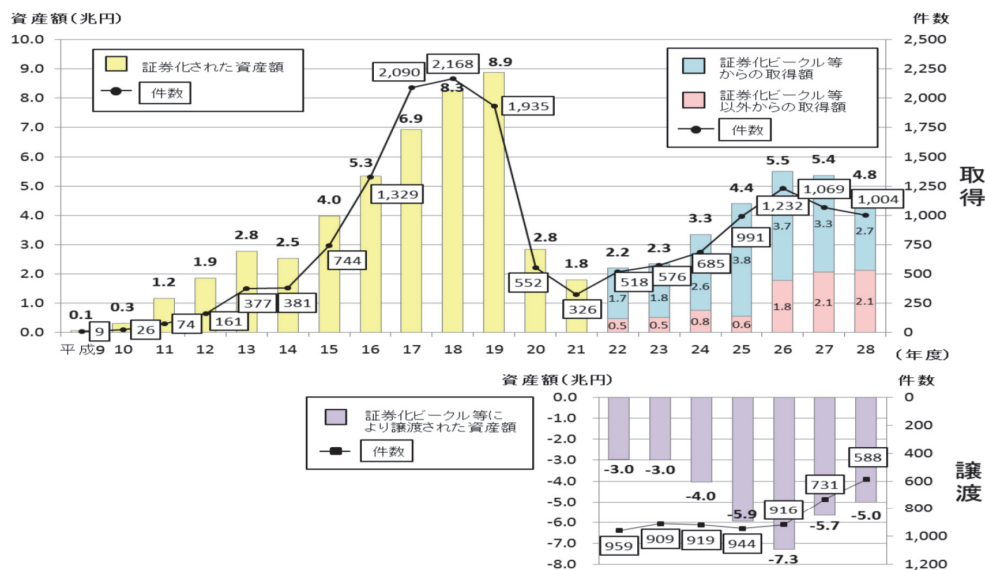
大手不動産会社の資産運用利回り(営業利益ベース)

総資本営業利益率と賃貸収入比率(賃貸収入/売上高)



資料: 各社有価証券報告書を基に作成

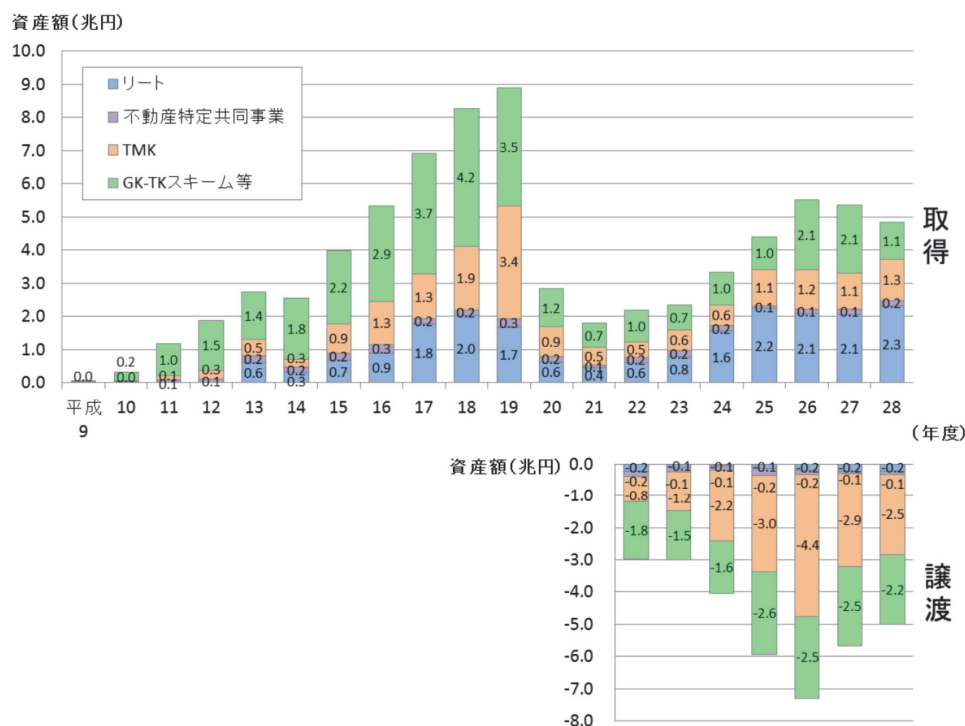
不動産証券化の対象となる不動産の取得実績①：取得先別



注 1:平成 22 年度調査以降は、不動産証券化のビークル等(リート、特定目的会社(以下「TMK」という)、GK-TK スキーム等)における GK 等及び不動産特定共同事業者をいう。以下「証券化ビークル等」というが取得・譲渡した不動産又は信託受益権の資産額を調査している。リートには非上場の不動産投資法人を含む。
 注 2:平成 22 年度調査以降の取得・譲渡件数は、証券化ビークル等が取得・譲渡した不動産又は信託受益権の件数である。但し、TMK の実物不動産分は取得・譲渡件数に含めていない。
 注 3:リートの取得額は匿名組合出資分等(平成 22 年度約 150 億円、平成 23 年度約 30 億円、平成 24 年度約 30 億円、平成 25 年度約 100 億円、平成 26 年度約 26 億円、平成 27 年度約 1 億円、平成 28 年度約 101 億円)を含まない。
 注 4:平成 15 年度調査から平成 21 年度調査までの資産額には資産の取得・譲渡を伴わないリファイナンスを含む。
 注 5:内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しないことがある。

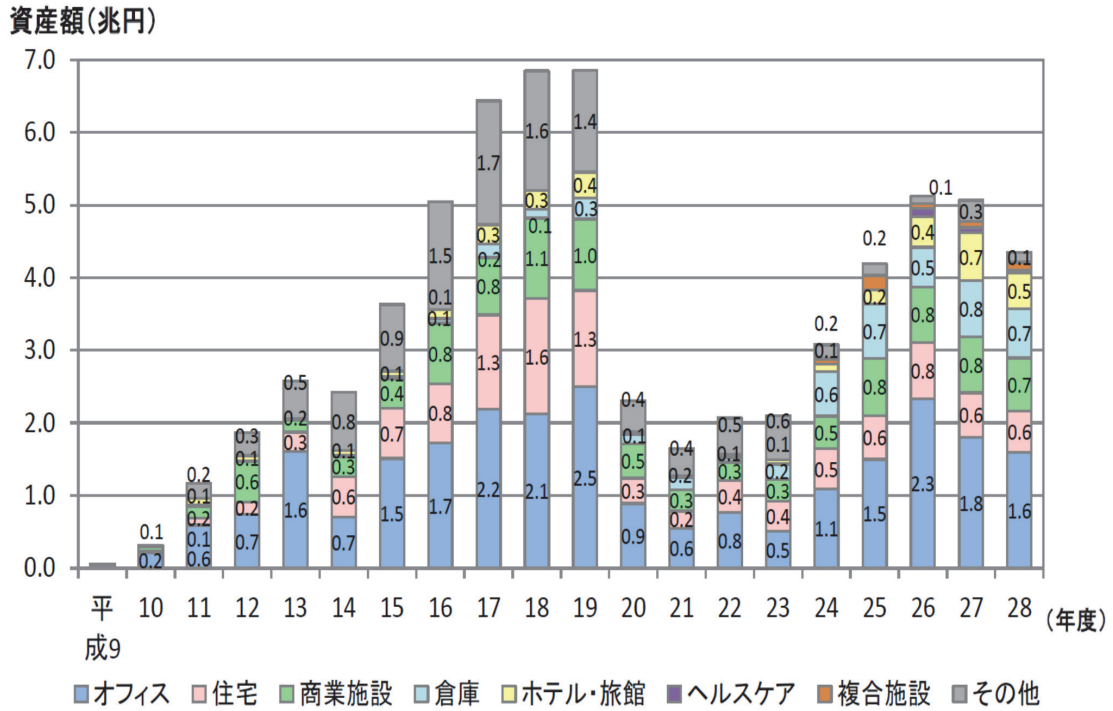
出所：国土交通省「平成28年度 不動産の証券化実態調査」

不動産証券化の対象となる不動産の取得実績②：スキーム別

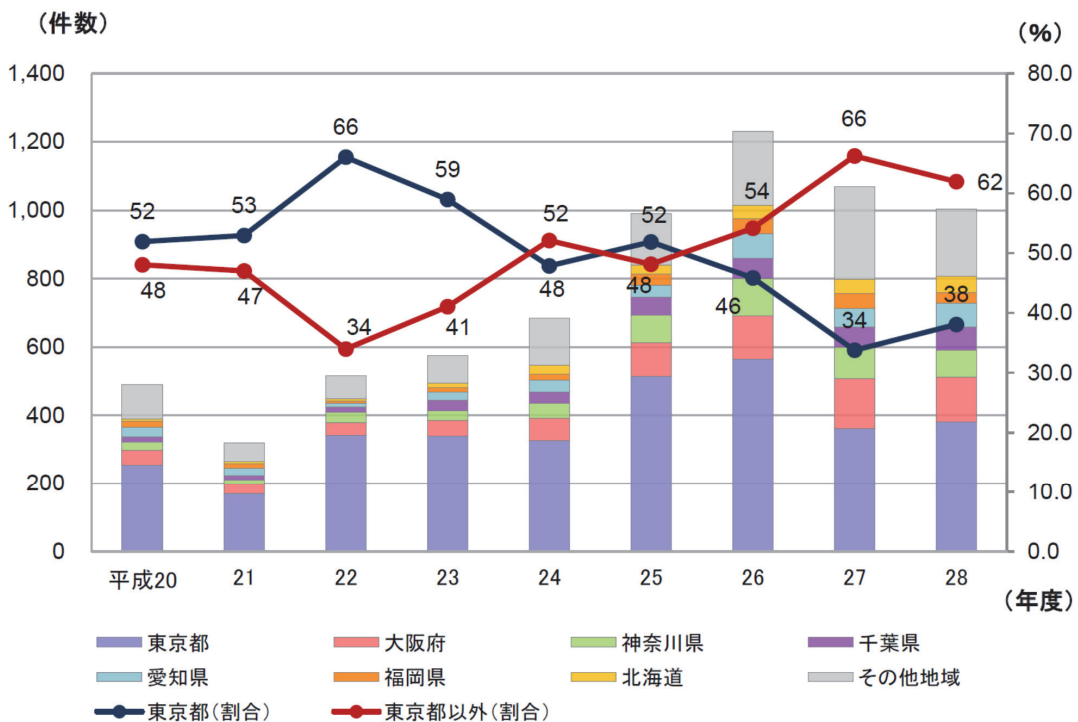


出所：国土交通省「平成28年度 不動産の証券化実態調査」

不動産証券化の対象となる不動産の取得実績③：用途別

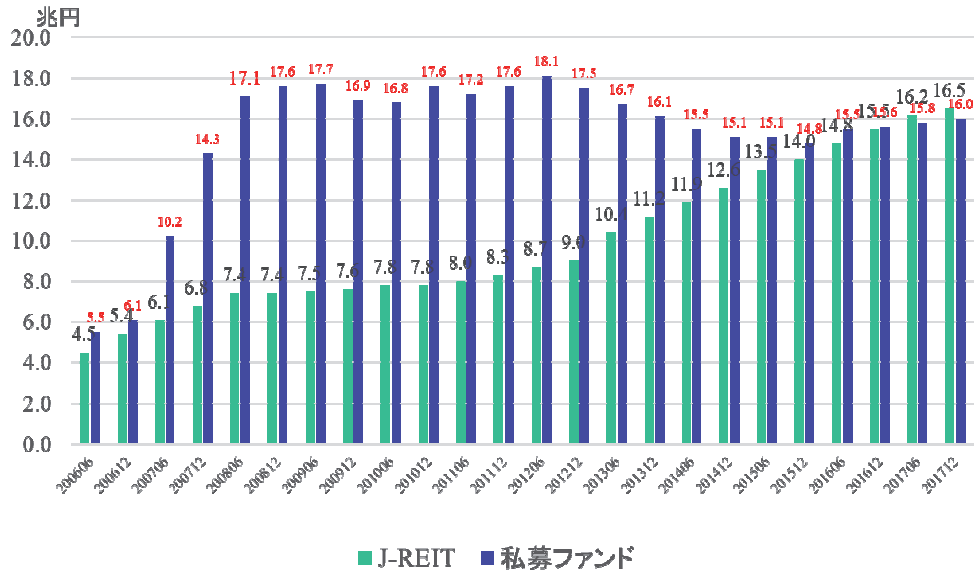


不動産証券化の対象となる不動産の取得実績④：都道府県別



J-REITと私募ファンドの市場規模

- ◆ J-REIT市場は2010年度から回復し、2012年には新規上場も再開。リーマンショック後の不動産の最終的な受け皿としての機能を果たす。
- ◆ 私募ファンドは2009～2010年に物件売却の動き。2011年度頃から資産売却を促進する一方で、資産を積み増し。



資料：三井住友トラスト研究所資料を基に作成

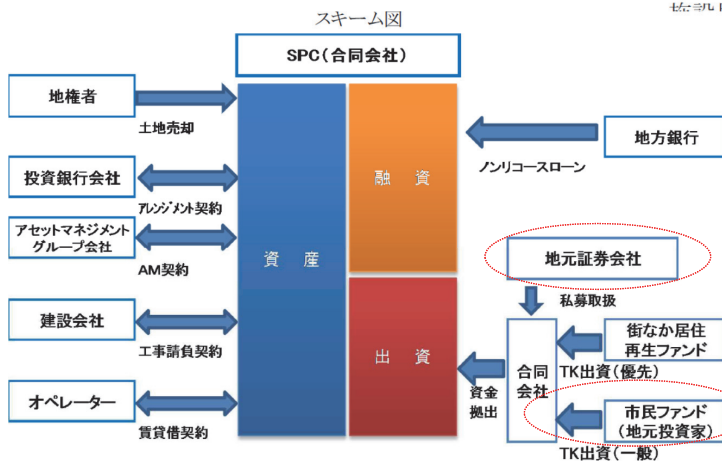
地元の民間資金の活用：サービス付高齢者向け住宅：北海道札幌市

■事例概要 地元の民間資金を活用

生活利便性の優れた住環境エリアにおいて、地元の不動産会社や介護事業者などが連携し、不動産証券化を活用してサービス付き高齢者住宅向け等を開発したもの

■事業規模

事業費：約14億円
 敷地面積：約2,749㎡
 延床面積：約3,400㎡
 構造：RC造5階建、
 用途：サービス付き高齢者向け住宅(60戸)、
 クリニック、コンビニ、調剤薬局等
 +商業施設1フロア



クラウドファンディング：不動産特定共同事業法の改正

平成29年6月2日公布、12月1日施行

背景・必要性

- 空き家・空き店舗等が全国で増加する一方で、志ある資金を活用して不動産ストックを再生し、地方創生につなげる取組が拡大しているが、不動産特定共同事業※に該当する場合には、**許可要件が地方の事業者にとってはハードルが高く、見直しが必要。**
※ 組合形式で出資を行い、不動産の売買や賃貸による収益を投資家に配当する事業。
- 地方創生に資する事業での資金調達方法として、クラウドファンディングの活用が広がる中、不動産特定共同事業では書面での取引しか想定しておらず、**電子化への対応が必要。**
- 観光等の成長分野を中心に質の高い不動産ストックの形成を促進するため、**不動産特定共同事業制度の規制の見直しが必要。**

改正法の概要

小規模不動産特定共同事業に係る特例の創設	クラウドファンディングに対応した環境整備	良質な不動産ストックの形成を推進するための規制の見直し
<ul style="list-style-type: none"> ○ 空き家・空き店舗等の再生・活用事業に地域の不動産事業者等が幅広く参入できるよう、出資総額等が一定規模以下の「小規模不動産特定共同事業」を創設。 ○ 事業者の資本金要件を緩和するとともに、5年の登録更新制とする等、投資家保護を確保。 <p>【空き家等の再生・活用事業の例】</p> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="text-align: center;">  <p>古民家を宿泊施設に改装して運営(明日香村おもてなしファンド)</p> </div> <div style="text-align: center;">  <p>舟屋をカフェ・宿に改装して運営(伊根 油屋の舟屋「雅」)</p> </div> </div>	<ul style="list-style-type: none"> ○ 投資家に交付する契約締結前の書面等について、インターネット上で手続きに関する規定を整備。 ○ インターネットを通じて資金を集める仕組みを取り扱う事業者について、適切な情報提供等必要な業務管理体制に係る規定を整備。 <p>【国内クラウドファンディングの市場規模推移】</p>  <p>出典: 湘矢野経済研究所「国内クラウドファンディング市場に関する調査結果2016」</p>	<ul style="list-style-type: none"> ○ プロ向け事業の規制の見直し ・ プロ投資家向け事業における約款規制の廃止。 ・ 機関投資家等スーパープロ投資家のみを事業参加者とする場合の特例等の創設。 ○ 特別目的会社を活用した事業における事業参加者の範囲の拡大 ・ 一部のリスクの小さな事業(修繕等)における事業参加者の範囲を一般投資家まで拡大。 <p>【特例事業の活用事例】 旧耐震のホテルを建て替え、環境性能の高いホテルを開発</p> 

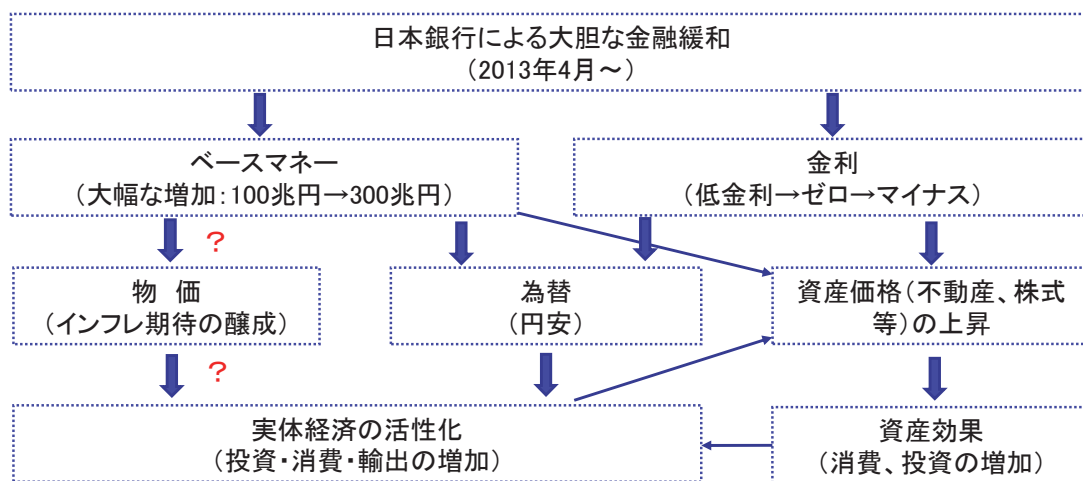
資料:国土交通省資料より抜粋

2. 金融緩和が不動産市場に及ぼす影響

日本銀行の金融緩和政策

- ゼロ金利政策 (1999/2月 ~ 2000/8月)
- 量的緩和 (2001/3月 ~ 2006/3月)
 - ・ 操作目標:金利→当預残高
 - ・ 長期国債オペの増額
 - ・ 時間軸政策の採用
- 包括緩和 (2010/10月 ~ 2013/4月)
 - ・ 実質的なゼロ金利政策
 - ・ 時間軸の明確化
 - ・ 資産買入等の基金
- 量的・質的緩和 (2013/4月 ~) **異次元緩和**
- 追加緩和 (2014/10月 ~)
- 補完措置 (2015/12月 ~)
 - ・ 買い入れる国債の残存期間を長期化
- **マイナス金利付き量的・質的金融緩和 (2016年1月29日 ~)**
- 上場投資信託 (ETF)保有増額 (2016年7月 ~)
 - ・ ETFの保有残高を年3.3購入を保有残高を年3.3兆円から6兆円増に拡大
- **総括検証、長短金利操作 (イールドカーブ・コントロール) 付き量的・質的金融緩和 (2016/9月 ~)**
 - ・ 量重視から金利重視へ 長期金利をゼロ%程度に誘導

金融緩和の波及プロセス



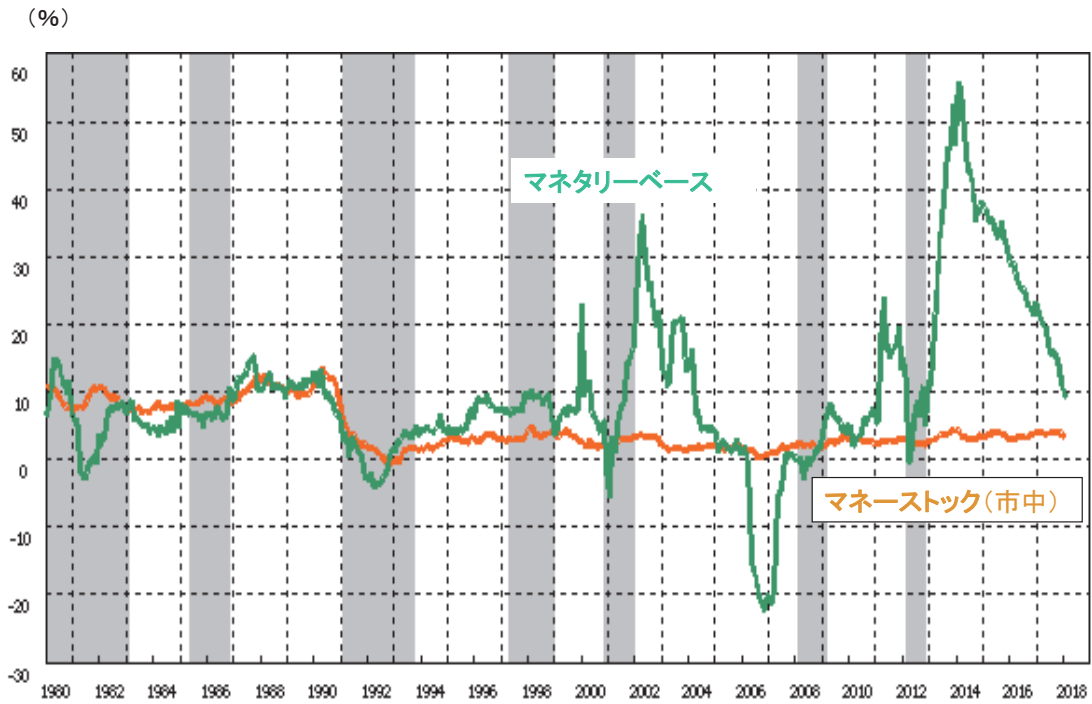
＜日本経済の懸案事項＞

- ・米国の金利引き上げ
 発展途上国からの資金流出など
- ・中国経済の減速
- ・欧州の金融危機再燃
- ・財政負担の増大(→金利上昇圧力)

＜資産価格の上昇＞

- ・大都市圏での不動産価格の上昇(二極化)
- ・マンション:過去のバブル期並みの価格上昇
- ・投資用物件:キャップレート(取引利回り)の低下とキャッシュフロー(賃料上昇、空室率低下など)の改善

流通する通貨量の推移(対前年比)

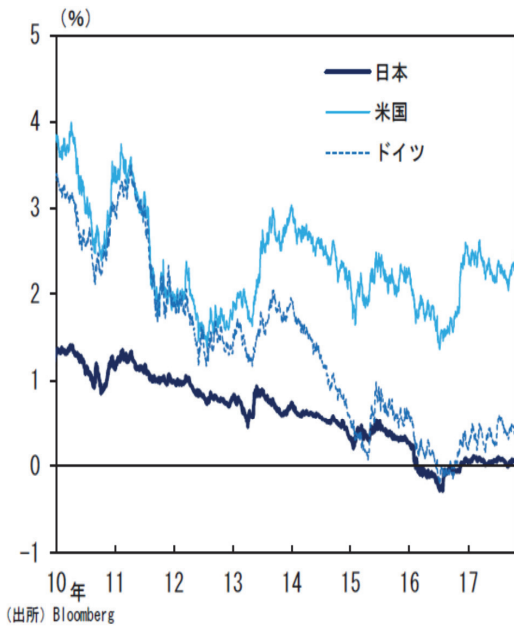


資料: 日本銀行統計より作成

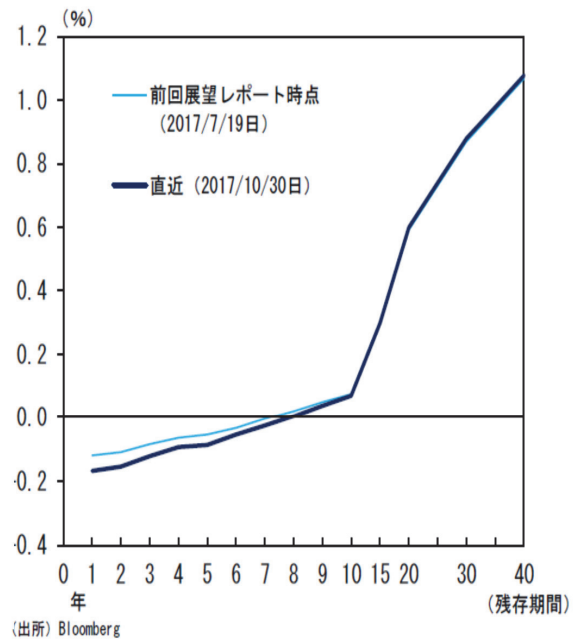
21

金利の推移

主要国の長期金利(10年物国債)



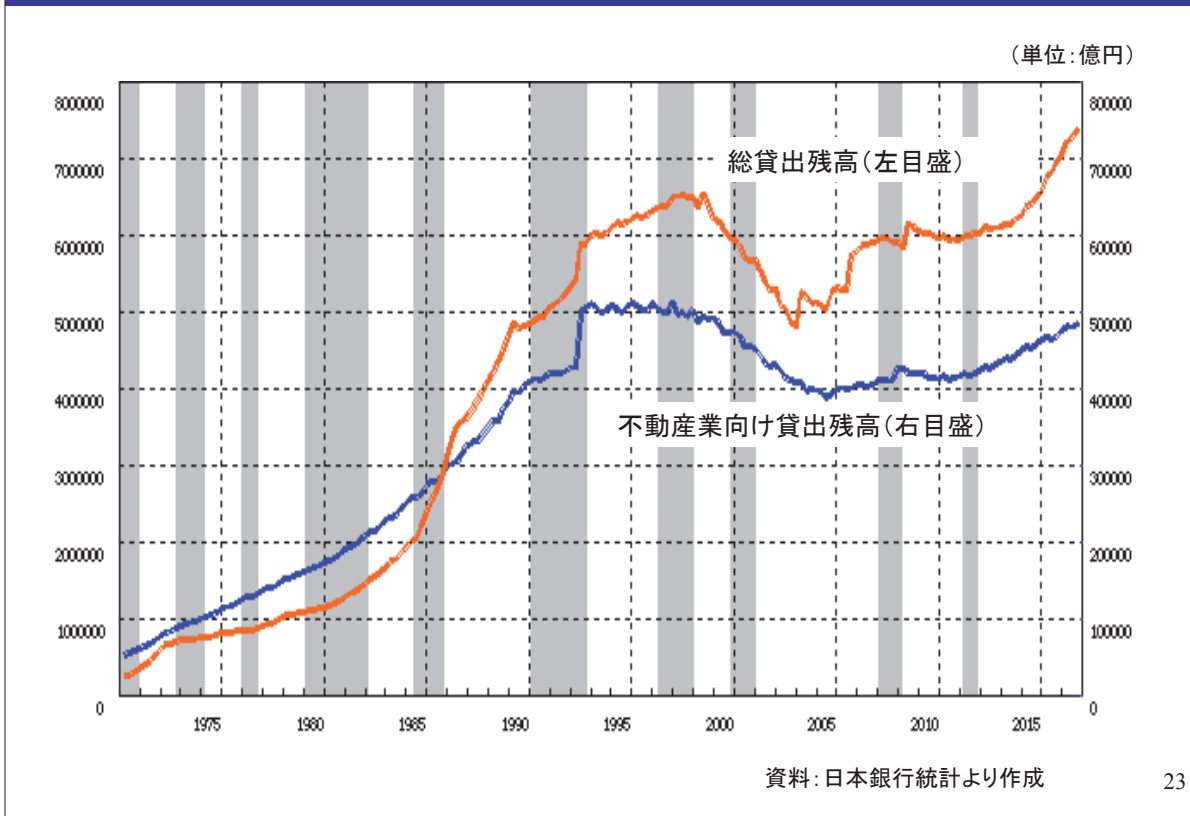
イールドカーブ



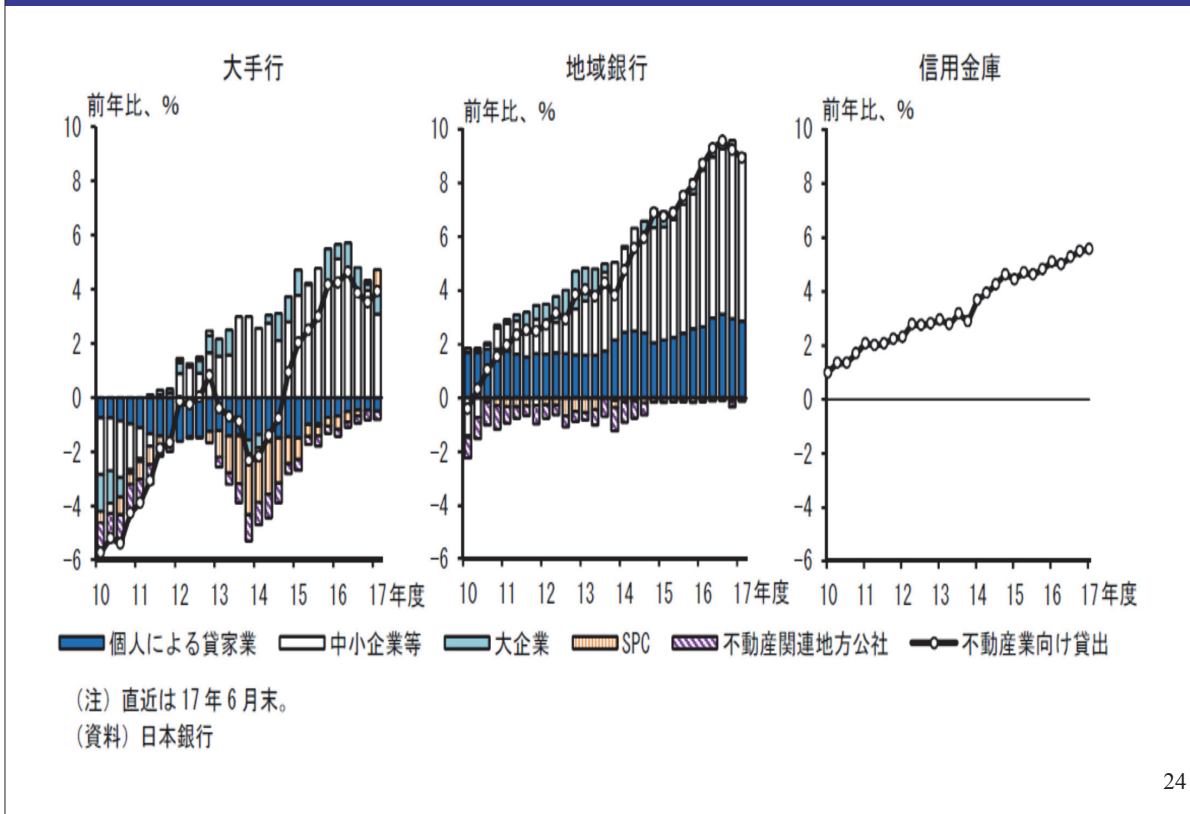
出所: 日本銀行統計より抜粋

22

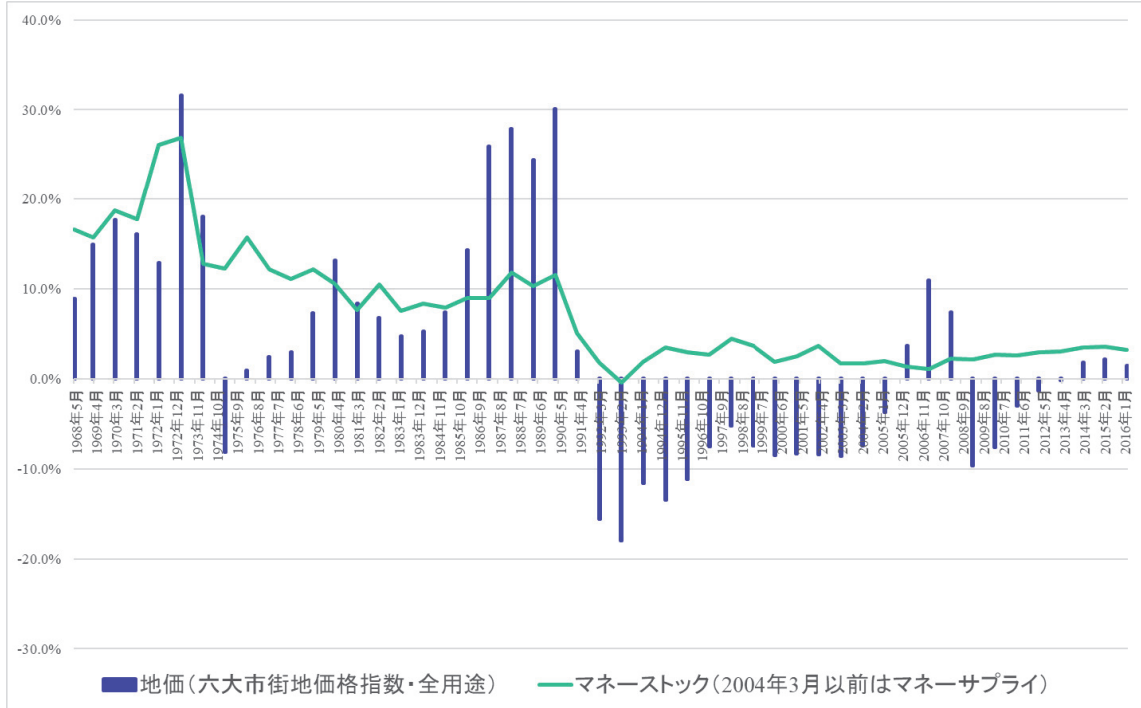
銀行の不動産業向け貸出残高の推移



銀行の不動産業向け貸出残高の推移(業態別)



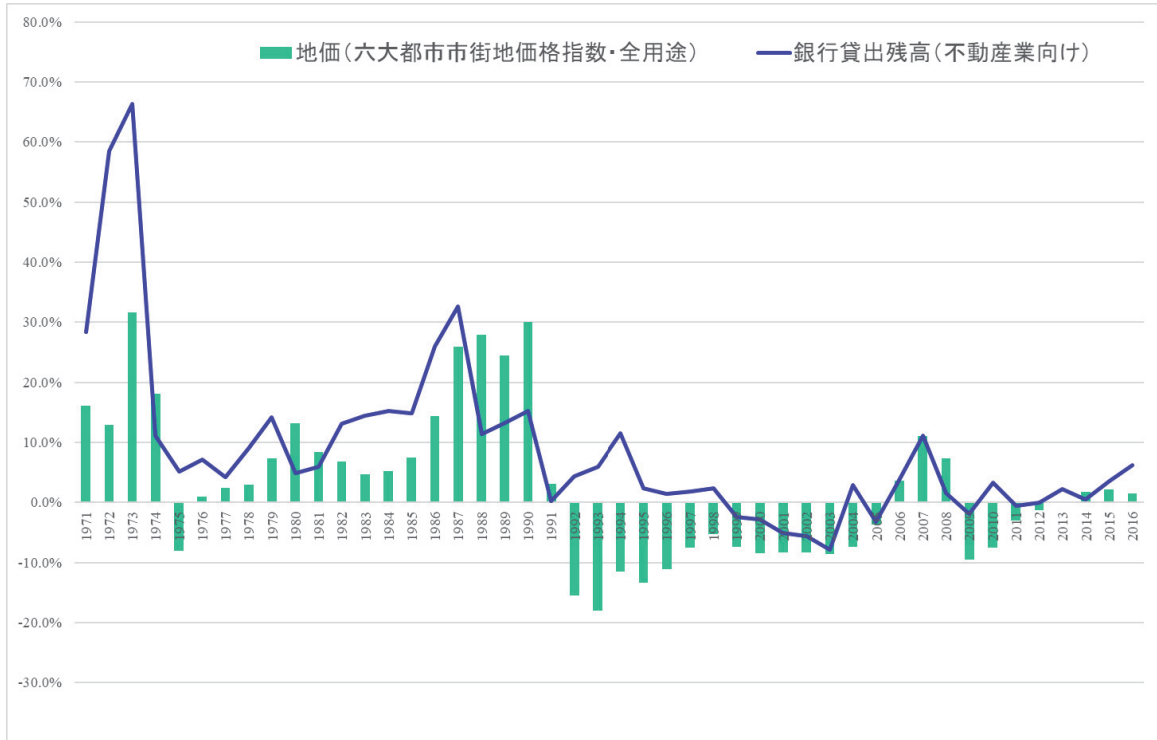
マネースtockと地価の推移(対前年同期比伸び率)



(注)個人投資家、投資信託は発行市場における買い手として機能

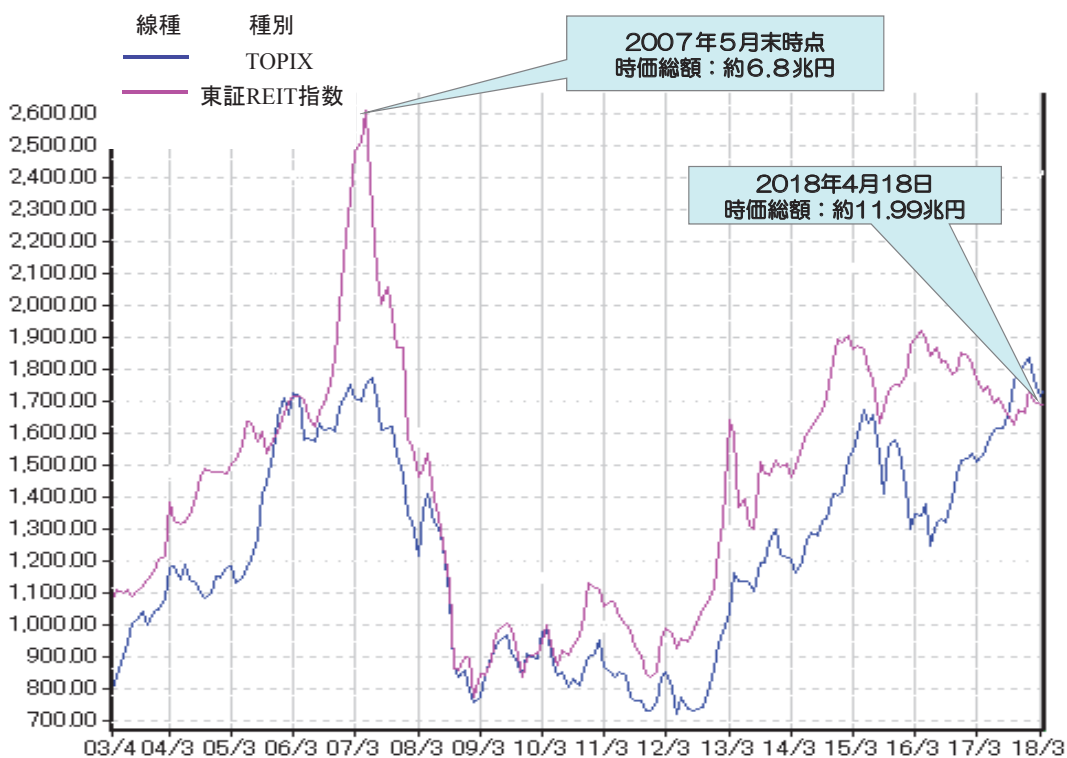
出所:不動産証券化協会「ARES J-REIT Report」より抜粋

地価と不動産業向け貸出残高の推移(対前年同期比伸び率)



資料:(一財)日本不動産研究所「六大都市街地価格指数」、日本銀行統計に基づき作成

J-REIT①: 投資口価格の推移

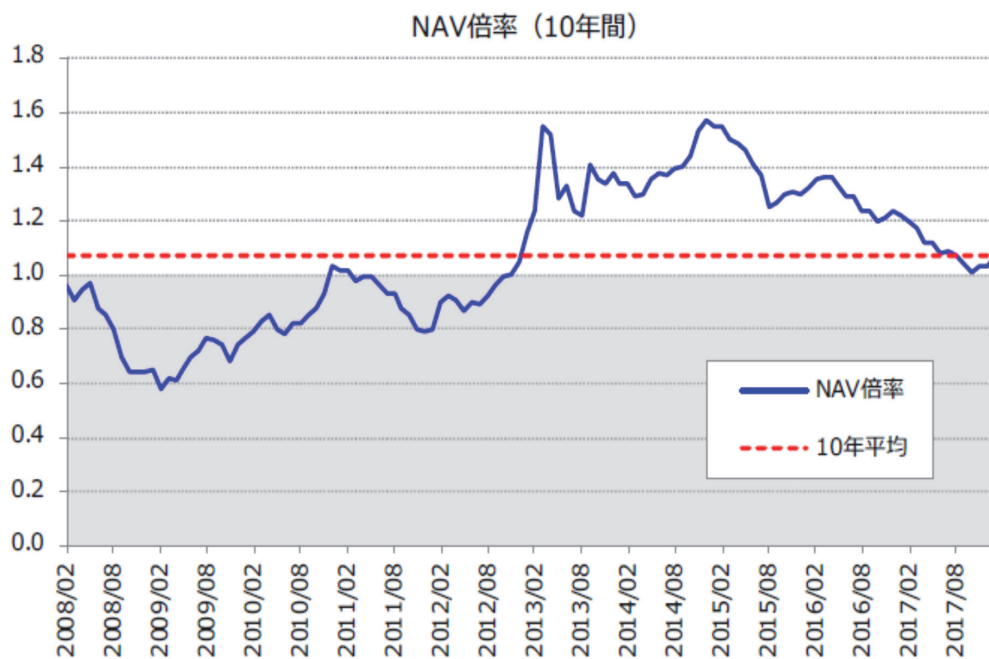


(C)QUICK Corp.

資料：東京証券取引所HPより作成

27

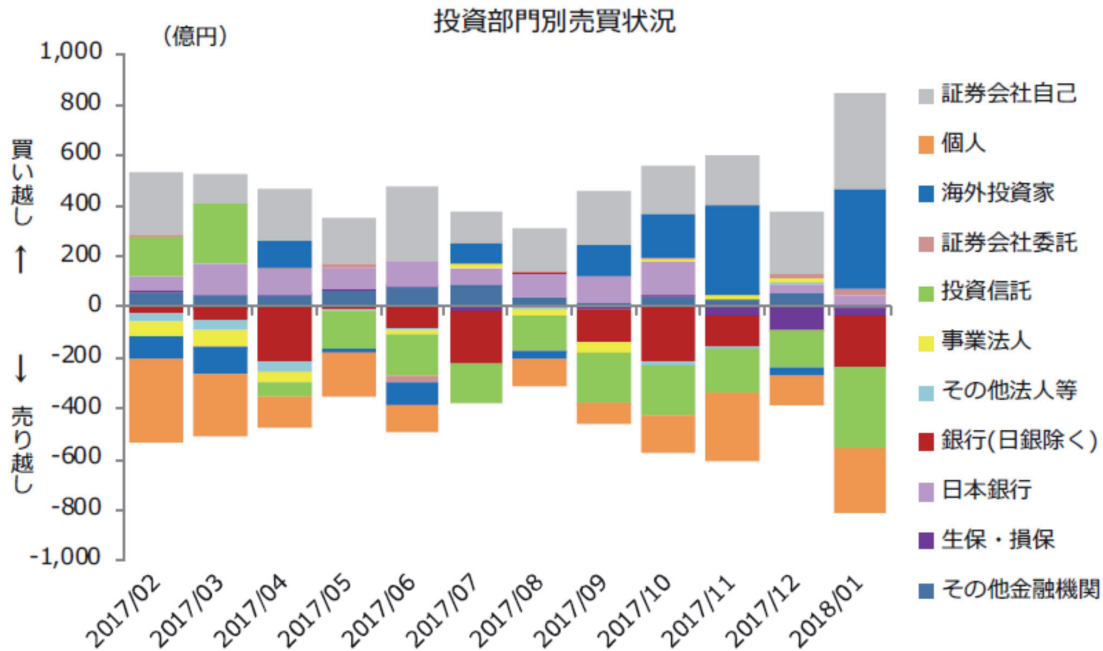
J-REIT②: NAV倍率



出所：不動産証券化協会「ARES J-REIT Report」より抜粋

28

J-REIT③: 投資部門別売買状況

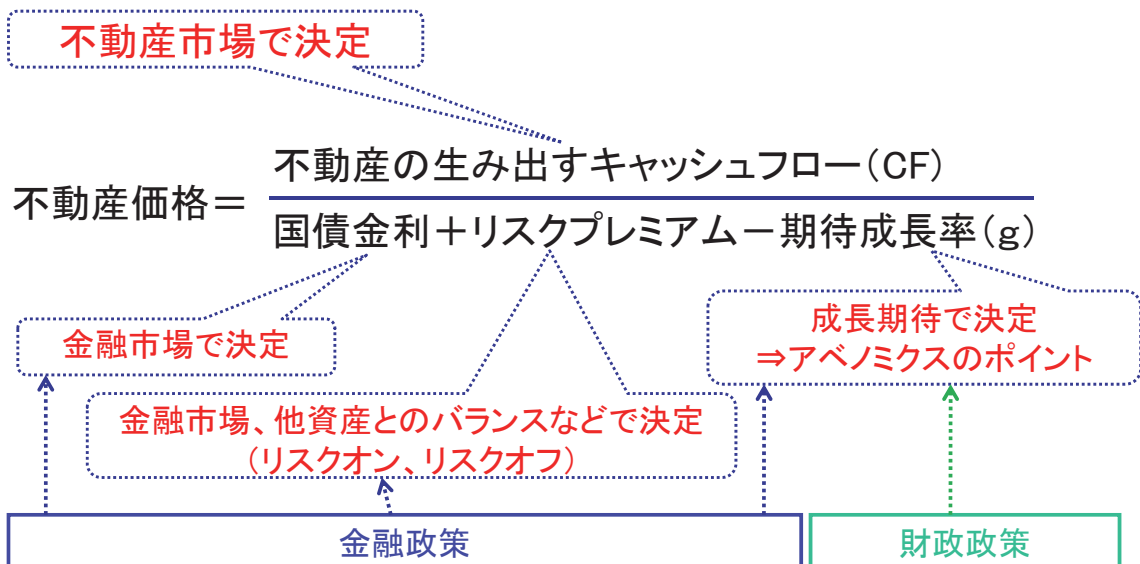


(注) 東京証券取引所における売買であり、IPO・増資時の購入分は含まれない (出所) 東京証券取引所、日本銀行

(注) 個人投資家、投資信託は発行市場における買い手として機能

出所: 不動産証券化協会「ARES J-REIT Report」より抜粋

不動産価格の構成要素と金融緩和・金利上昇の影響



リスクプレミアムの考え方

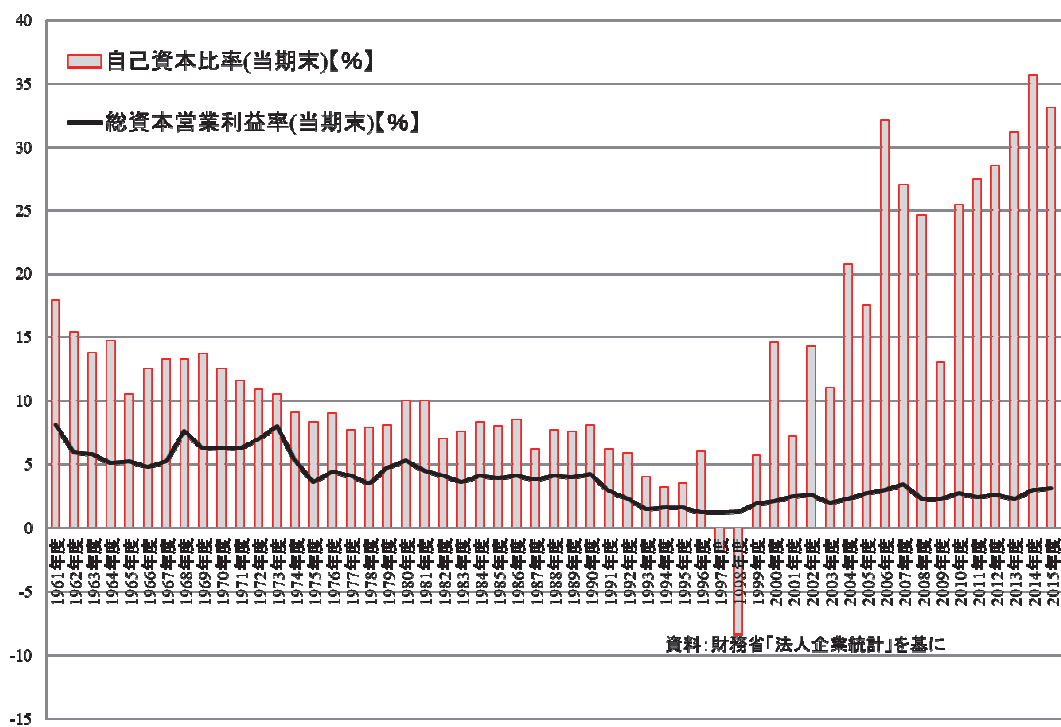
- ①流動性リスク: 取引費用、可分性
- ②資産価値変動リスク: 確実性(確実性等価: 投資対象の価格変動、利回りの変動という不確実性の回避)
- ③行動経済的視点: 近視眼性(人は短期間で投資の得失を考える傾向)、損失回避性(投資家は相場の変動を嫌っているのではなく、損失を出すことに強い嫌悪感を持つ)

* 行動経済学者であるリチャード・セイラー達は、③の重要性を指摘

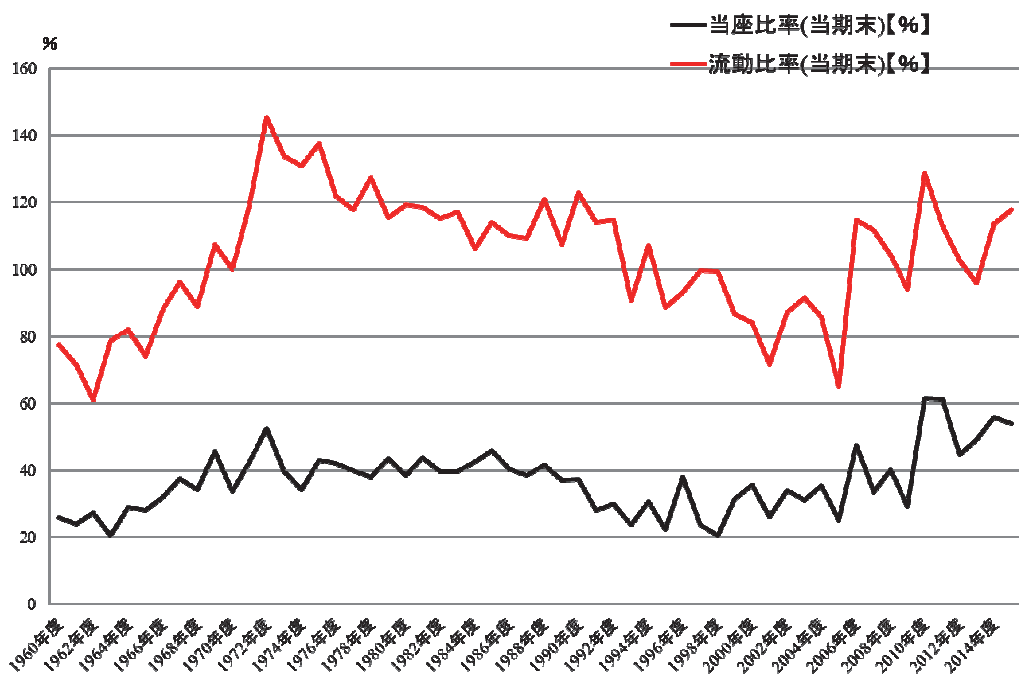
(例) 米国の株式投資と債券投資の利回りの差が年間8%、確実性等価の測定計算

©宮城大学事業構想学部 田邊信之

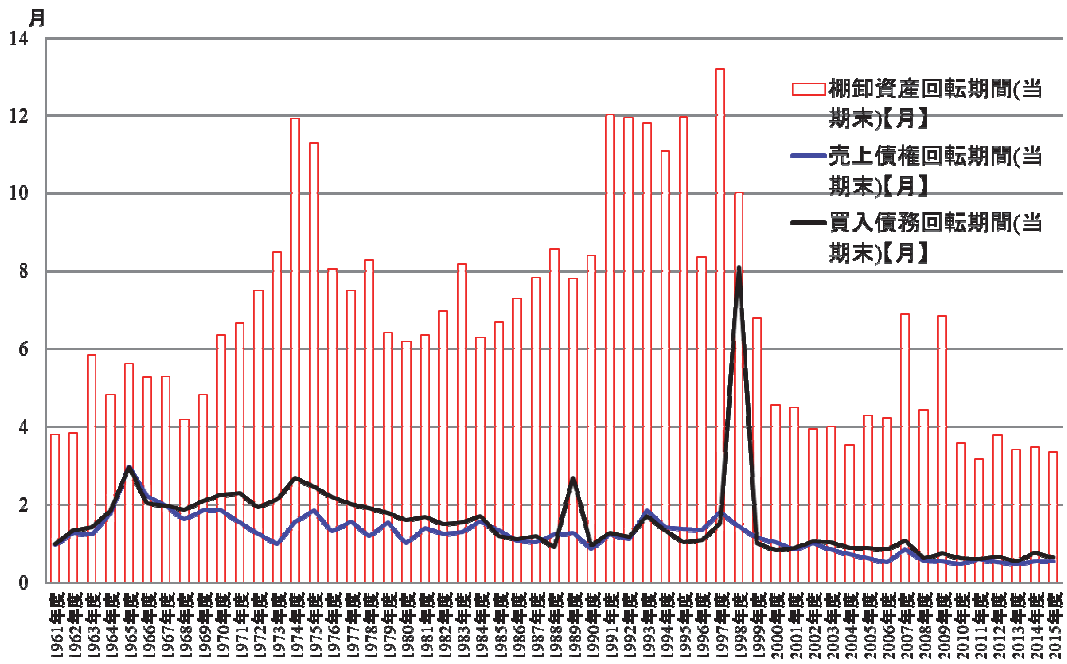
不動産会社の財務指標①: 損益・財政状況の概観



不動産会社の財務指標②: 当面の資金繰り

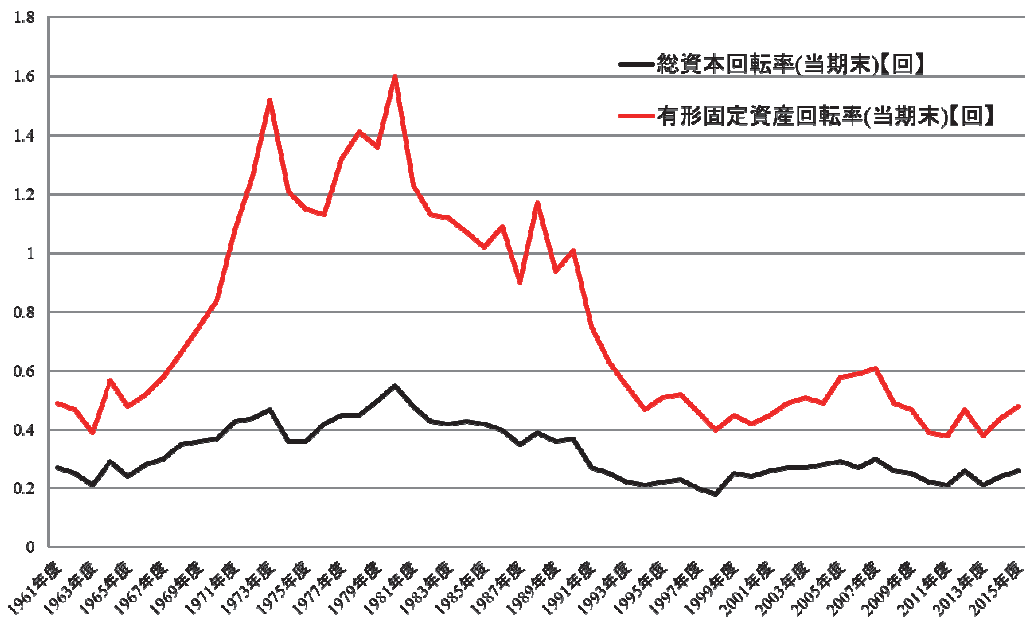


不動産会社の財務指標③: 運転資金の増減



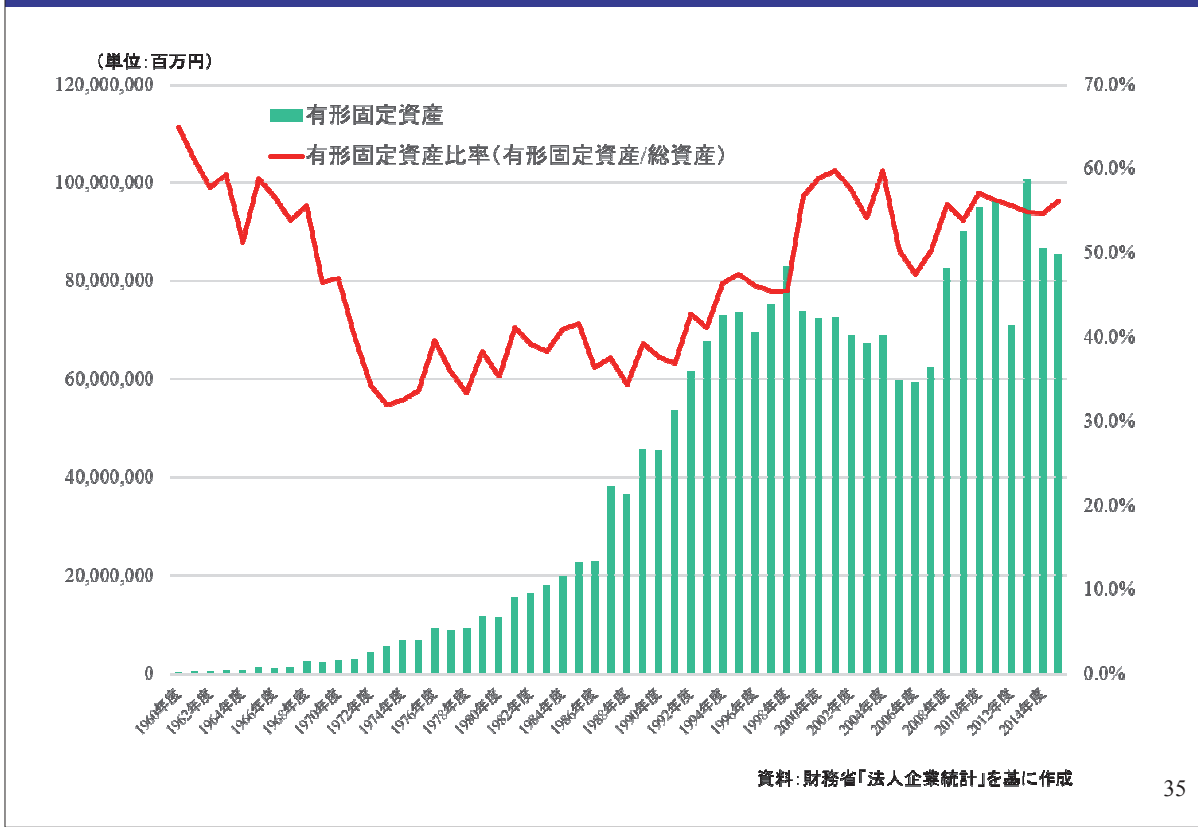
資料: 財務省「法人企業統計」を基に作成

不動産会社の財務指標④: 資産の効率性

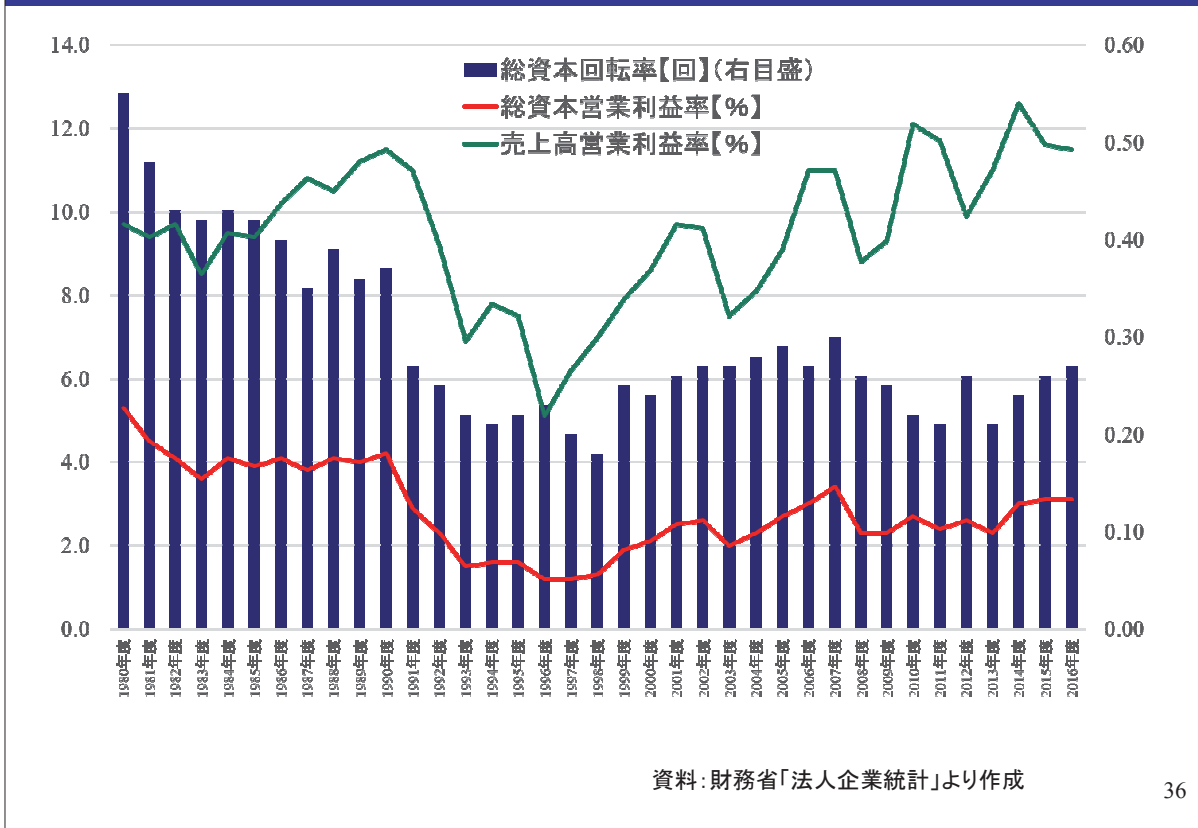


資料: 財務省「法人企業統計」を基に作成

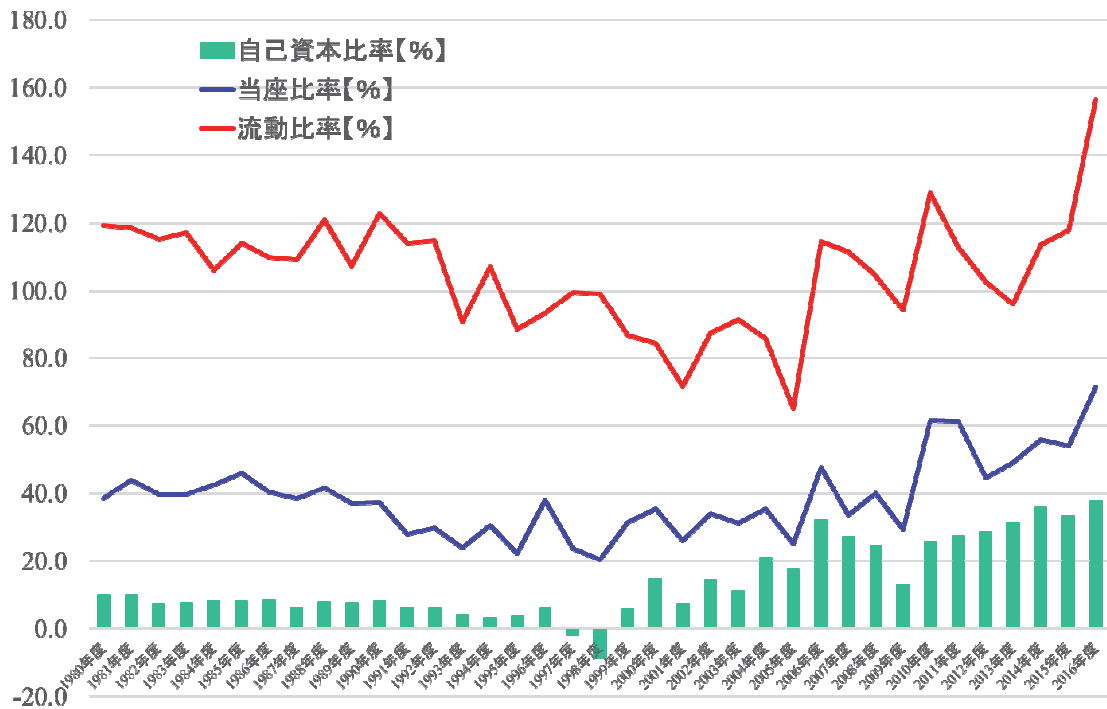
不動産会社の財務指標⑤：有形固定資産



不動産会社の収益性指標の推移

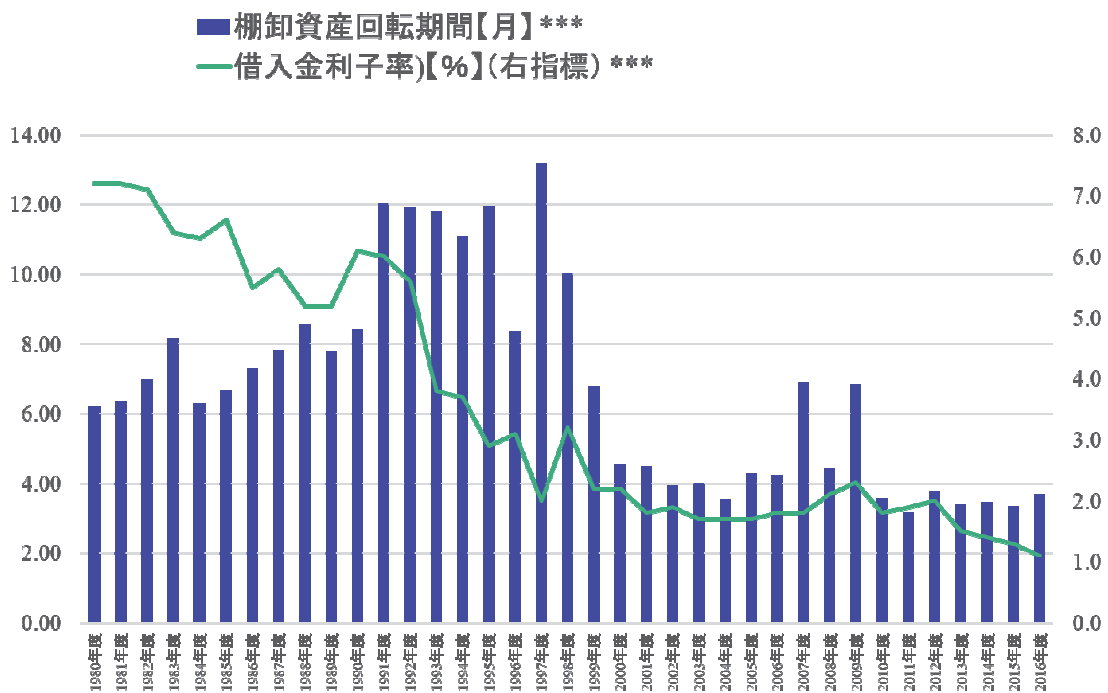


不動産会社の財務安定性指標の推移



資料: 財務省「法人企業統計」より作成

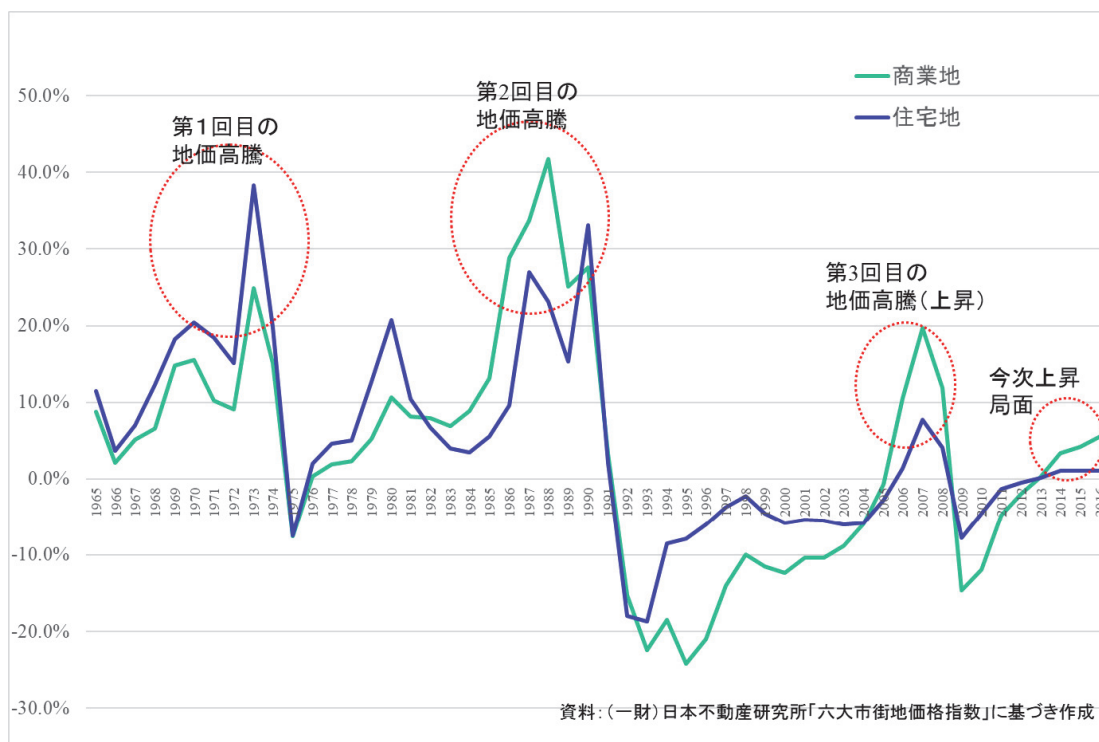
不動産会社の棚卸資産・資金調達金利の推移



資料: 財務省「法人企業統計」より作成

3. 不動産のマーケットサイクルとバブル

不動産のマーケットサイクル



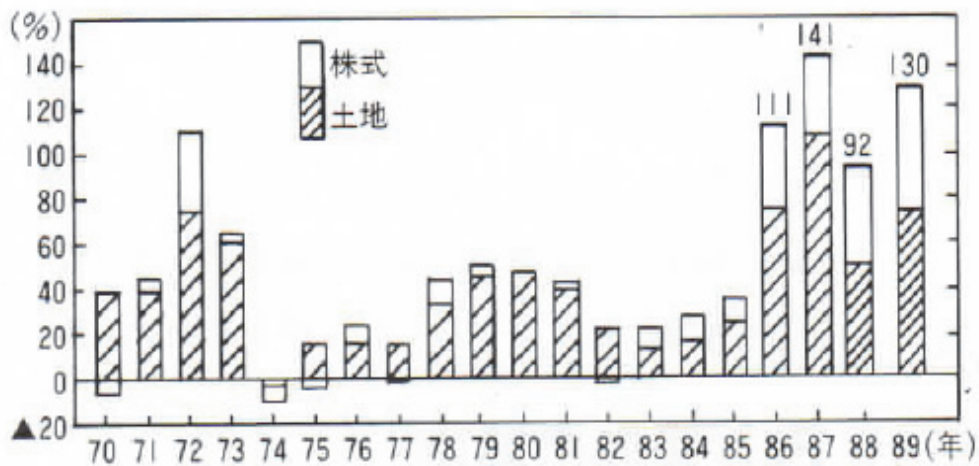
不動産価格の高騰期の価格形成要因と高騰鎮静の要因

不動産価格 高騰期	リスクフリー レート	リスクプレミアム	期待成長率	ドライバー	主な投資主体	高騰鎮静 の要因
	RF	RP	G	DR		
I 60年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	日本経済の復興、高度成長	製造業(実需中心)	昭和40年不況 東京オリンピック終了、金融引き締め
II 70年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	列島改造	大企業を中心に全国民	ニクソンショック、 石油ショック、 金利引き上げ
iii 80年代後半	低下	低位安定(土地神話)	上昇	世界都市・東京 Japan as NO1	中堅・中小企業を中心に全国民	金利引き上げ、 不動産融資総量規制
IV 2000年代半ば	超低金利継続	低下	若干上昇	投資のグローバル化	ファンド、外資系	世界的な金融 危機

©宮城大学事業構想学部 田邊信之

41

不動産・株式の資産増減(対GNP比)①

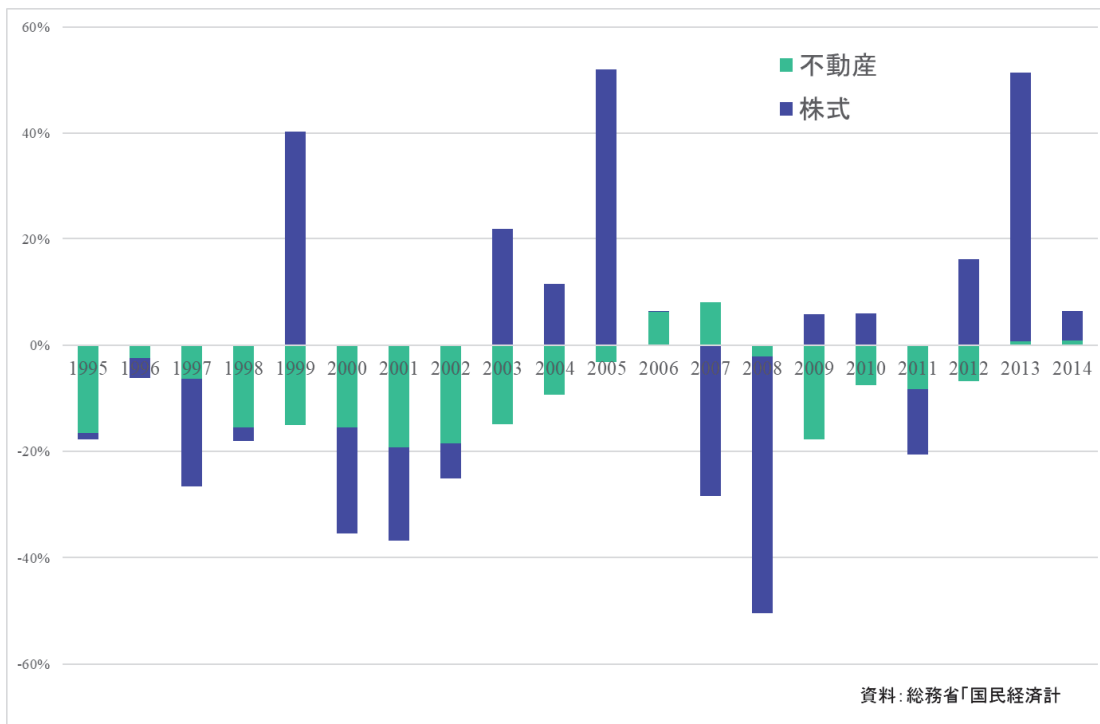


資料：経済企画庁「国民経済計算」
(注)：対名目GNP比

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

42

不動産・株式の資産増減(対GDP比)②



43

1990年前後の不動産会社の財務収支①: 上場会社

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
売上高	17,280(100)	20,021(100)	22,918(100)	27,466(100)	33,057(100)
営業利益	2,535(14.7)	3,098(15.5)	3,698(16.1)	4,370(15.9)	5,435(16.4)
金融収支	▲1,350(7.8)	▲1,456(7.3)	▲1,642(7.2)	▲2,090(7.6)	▲3,188(9.6)
経常利益	1,634(9.5)	2,068(10.3)	2,573(11.3)	3,007(11.0)	3,237(9.8)
税引後利益	736(4.3)	972(4.9)	1,196(5.2)	1,511(5.5)	1,633(4.9)
減価償却額	457	511	561	710	797

(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

出所: 田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

上場不動産会社の資金移動表

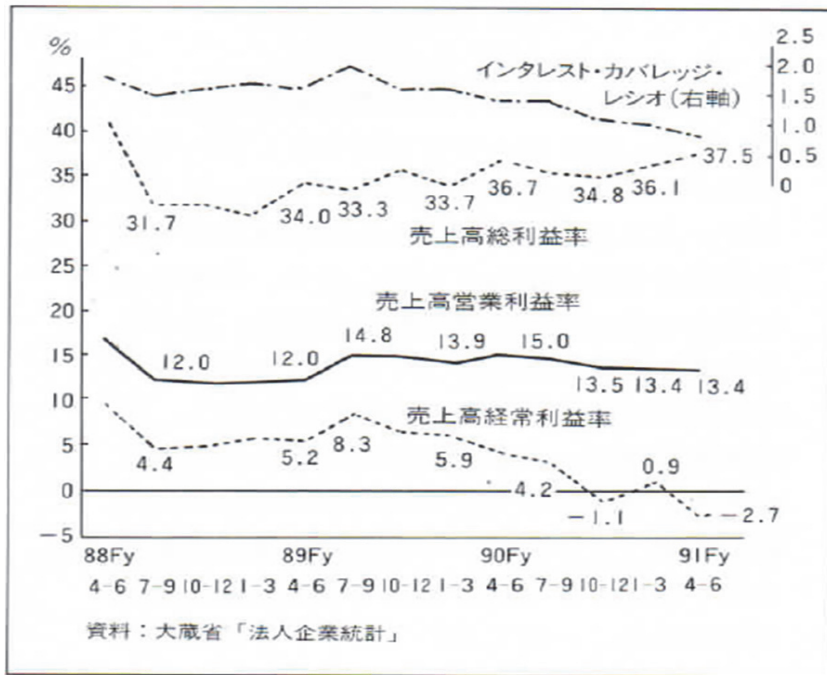
	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
経常収入	18,292	21,716	24,124	29,338	34,153
経常支出	▲18,054	▲23,200	▲23,117	▲27,125	▲37,375
経常収支	237	▲1,484	1,007	2,213	▲3,221
(経常収支比率、%)	101.3%	93.6%	104.3%	108.2%	91.4%
損益要因	2,250	2,770	3,352	4,001	4,369
運転資金要因	▲2,012	▲4,254	▲2,345	▲1,788	▲7,591
棚卸資産	▲2,501	▲4,641	▲3,219	▲4,501	▲8,102
特別損益・決算・設備等収支	▲4,398	▲5,723	▲7,008	▲9,161	▲8,920
財務収支	4,399	8,798	7,022	7,186	11,638
総合収支	238	1,591	1,020	238	▲503

(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

出所: 田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

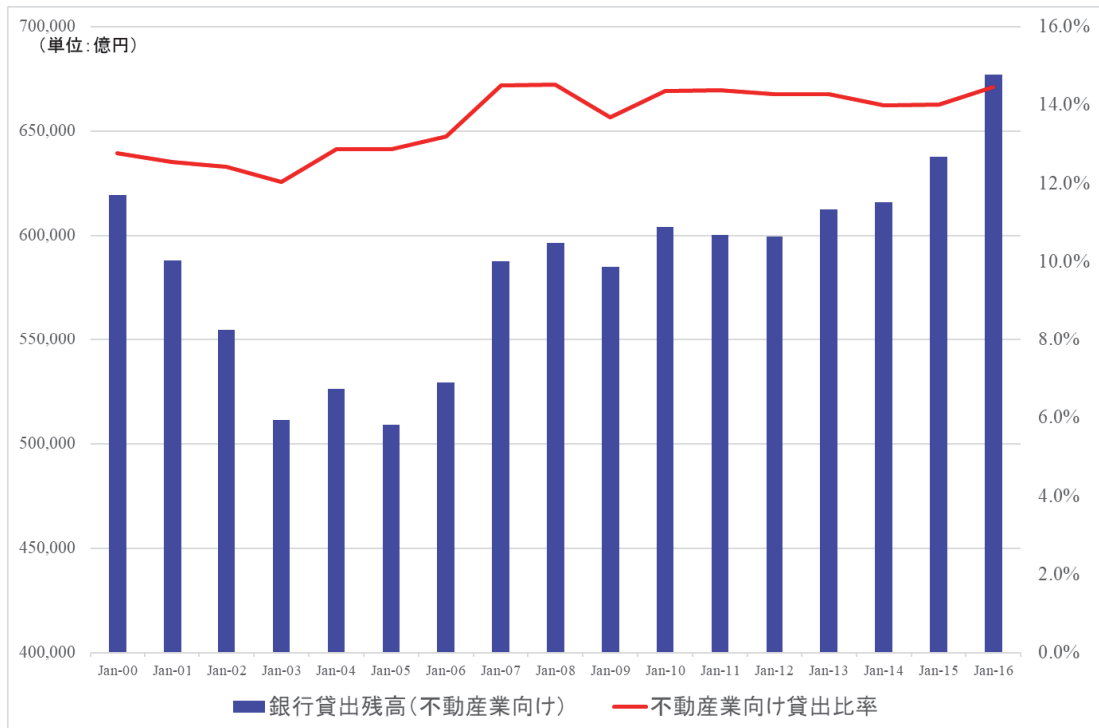
44

1990年前後の不動産会社の財務収支②:不動産会社全体



45

2008年前後の動き①:銀行の不動産業向け貸出



46

2008年前後の動き②: 金融危機直前のJ-REITの財務状況

	経営不安が噂されたリート(8社)	左記以外のリート(34社)
保有不動産の投資利回り(注1)	5.0%	5.7%
含み益率(注2)	107%	113%
	経営不安が噂されたリート(6社)	左記リートのスポンサー会社(6社)
自己資本比率	45.5%	26.6%

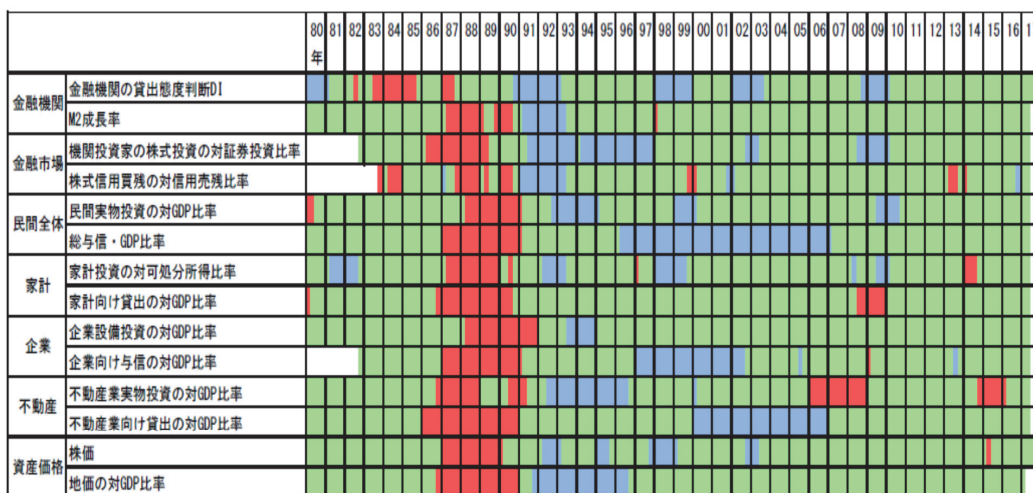
(注1) NOI利回りを利用。NOI利回り=NPI(営業損益+減価償却費)÷不動産簿価

(注2) 含み益率=不動産の鑑定価格÷不動産の簿価

(注3) 数値は金融危機直前である2008年7月に最も近い決算期のものを用いて計算。

出所: 田邊信之「J-REITの再生はグローバルな市場間競争に勝ち残ることが鍵」(ARES NO.42)

日本銀行 金融活動指標



(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価は17年7~9月、地価の対GDP比率は17年1~3月、その他は17年4~6月。
 (資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2017年10月)統計より抜粋

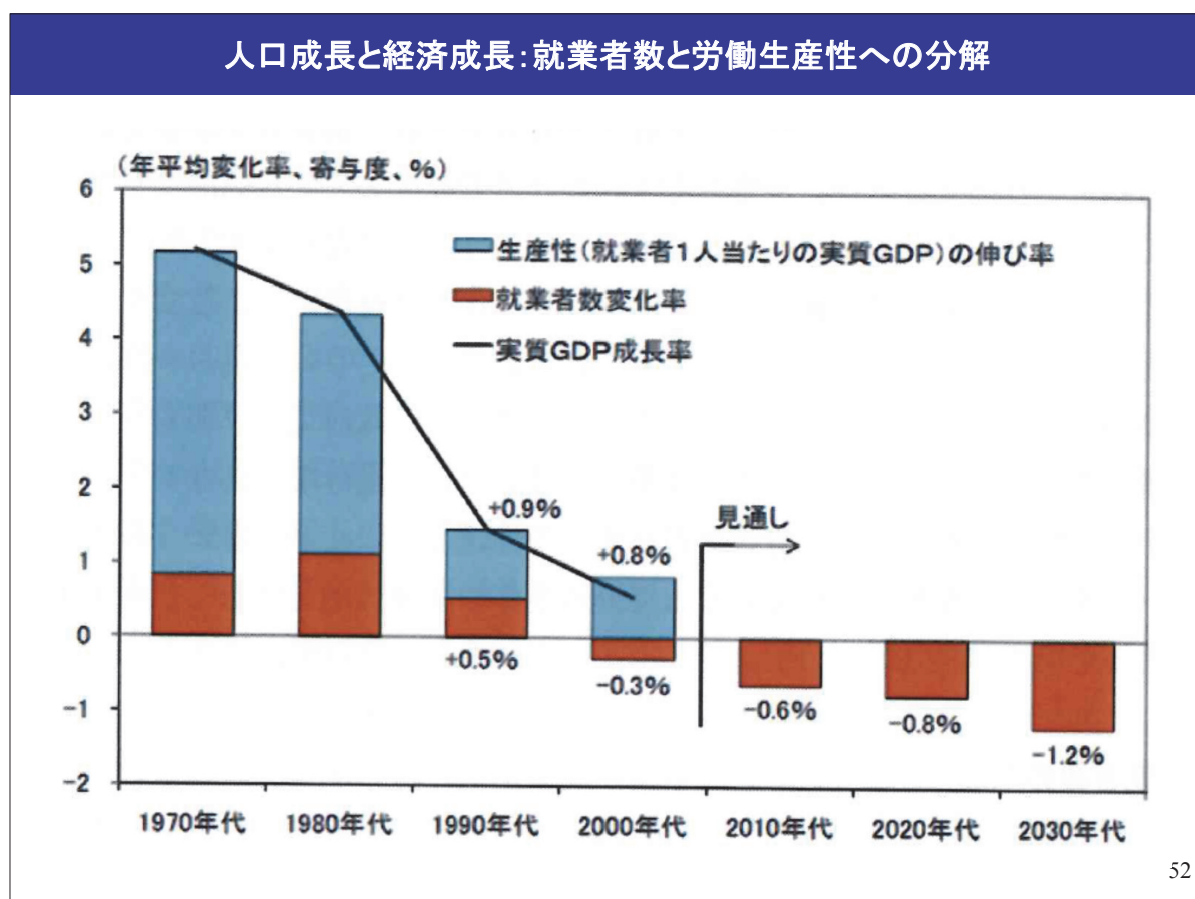
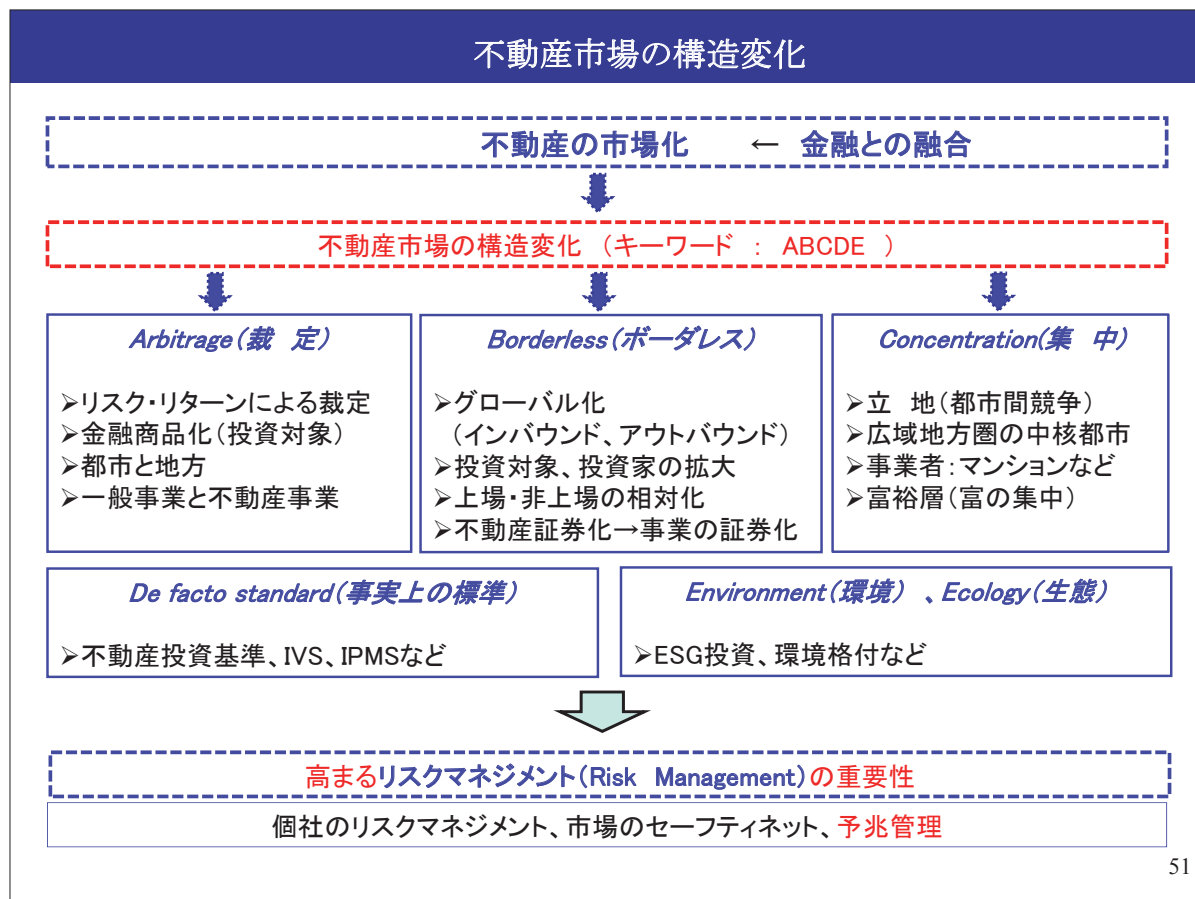
不動産市況の変化を見るための指標(総括表)

指標	説明
不動産取引件数	①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の4つの局面を経て、再び第1の局面に戻るパターン
不動産の取引利回り	過去の水準との比較
マンション市場の動き	販売増加 → 価格上昇 → 供給地域の外延化、1戸当たり面積の縮小 → 販売減少 → 価格下落
銀行の不動産業向け貸出(増減、比率)	不動産業向け貸出の増減、融資規制
株式市場	エクイティ資金の流出入、海外投資家の動き
不動産会社の財務諸表	金利負担、資金繰り
不動産キャピタルゲインのGDP比	過去との比較
不動産業実物投資のGDP比	日本銀行レポート
不動産業向け貸出のGDP比	日本銀行レポート
商業用不動産価格上昇率の分布	日本銀行レポート
住宅投資のGDP比	IMFレポート
経常収支のGDP比	IMFレポート
住宅価格の伸び	IMFレポート

49

4. 中長期観点から見た不動産投資市場

50

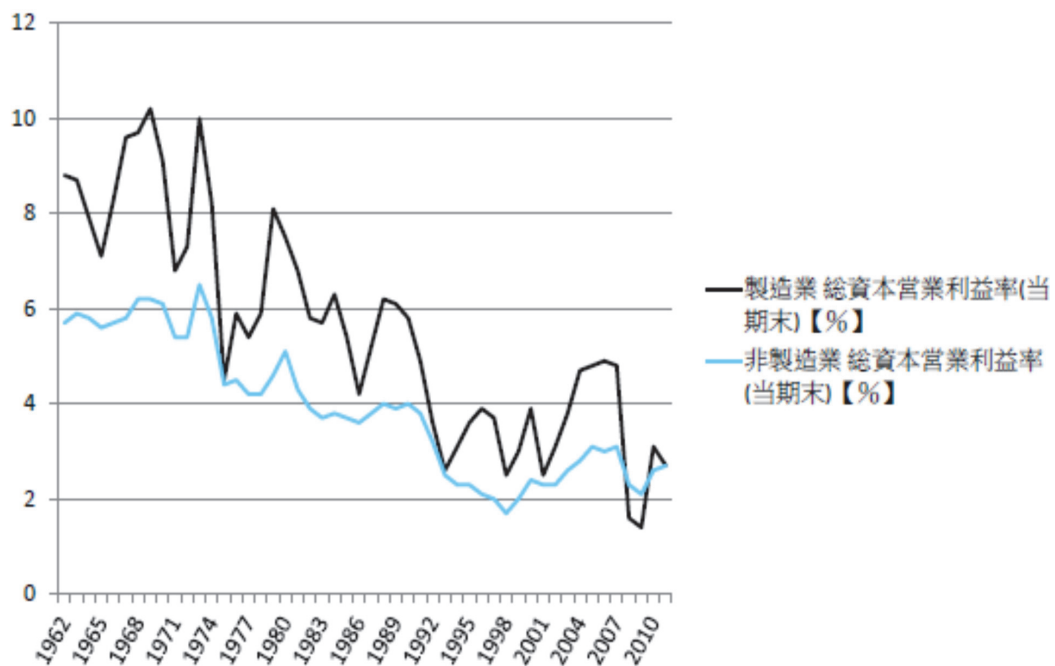


都市の人口の長期推移

順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2013年(平成25年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(902万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(370万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(268万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(227万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(193万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	神戸(154万人)
7	広島(8.2万人)	長崎(18万人)	北九州(104万人)	福岡(149万人)
8	神戸(8.0万人)	広島(16万人)	札幌(101万人)	京都(147万人)
9	仙台(6.2万人)	函館(14万人)	川崎(97万人)	川崎(144万人)
10	徳島(5.7万人)	呉(13万人)	福岡(85万人)	さいたま(124万人)
11	和歌山(5.5万人)	金沢(13万人)	堺(59万人)、	広島(118万人)
12	富山(5.4万人)	仙台(12万人)	尼崎(55万人)	仙台(107万人)
13	函館(4.5万人)	小樽(11万人)	仙台(55万人)、	北九州(97万人)
14	鹿児島(4.5万人)	鹿児島(10.3万人)	広島(54万人)	千葉(97万人)
15	熊本(4.4万人)	札幌(10.2万人)	東大坂(50万人)	堺(84万人)
16	堺(4.4万人)	福岡(9.5万)	千葉(48万人)	新潟(81万人)
17	福岡(4.3万人)	岡山(9.5万人)	熊本(44万人)	浜松(79万人)
18	新潟(4.1万人)	新潟(9.2万人)	浜松(43万人)	熊本(74万人)
19	長崎(3.8万人)	横須賀(9.0万人)	長崎(42万人)	相模原(72万人)
20	高松(3.8万人)	佐世保(9.0万人)	静岡(42万人)	岡山(71万人)

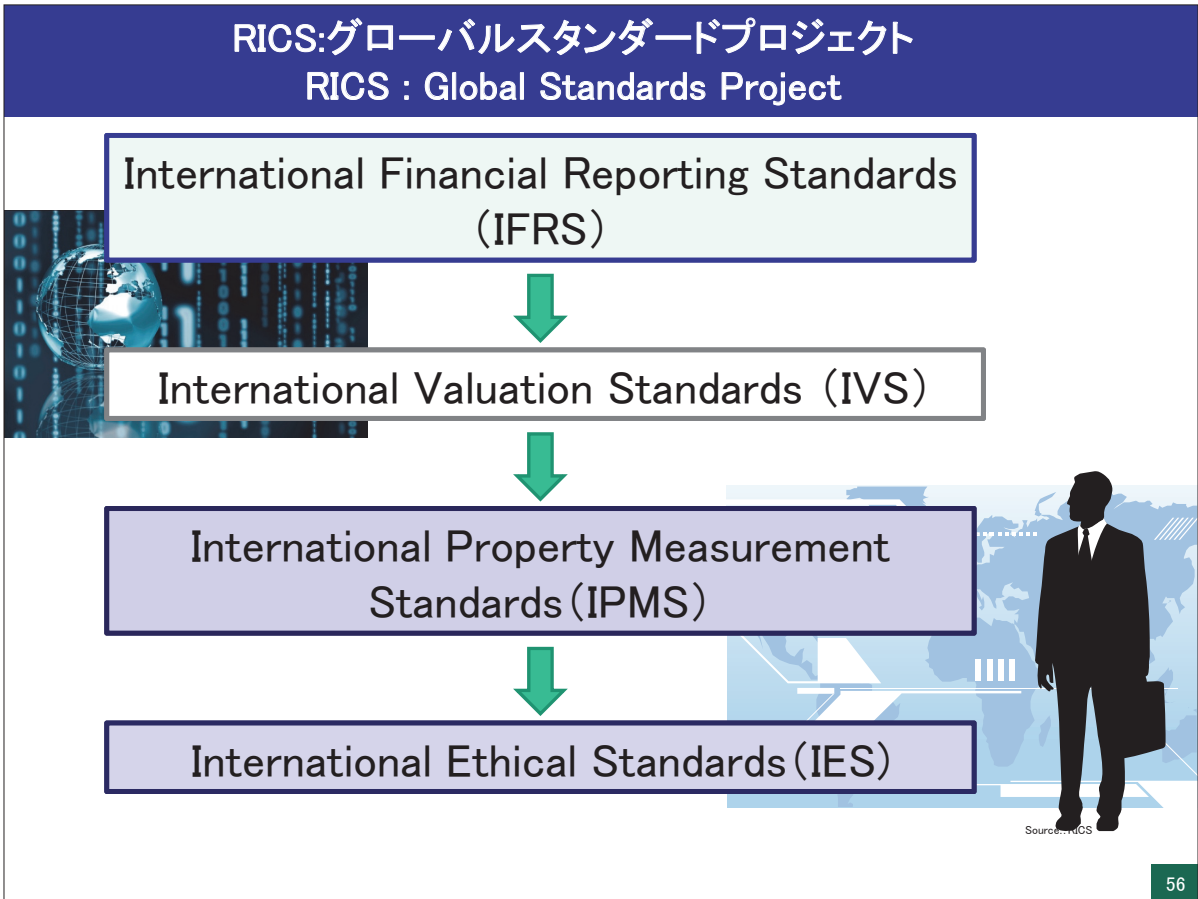
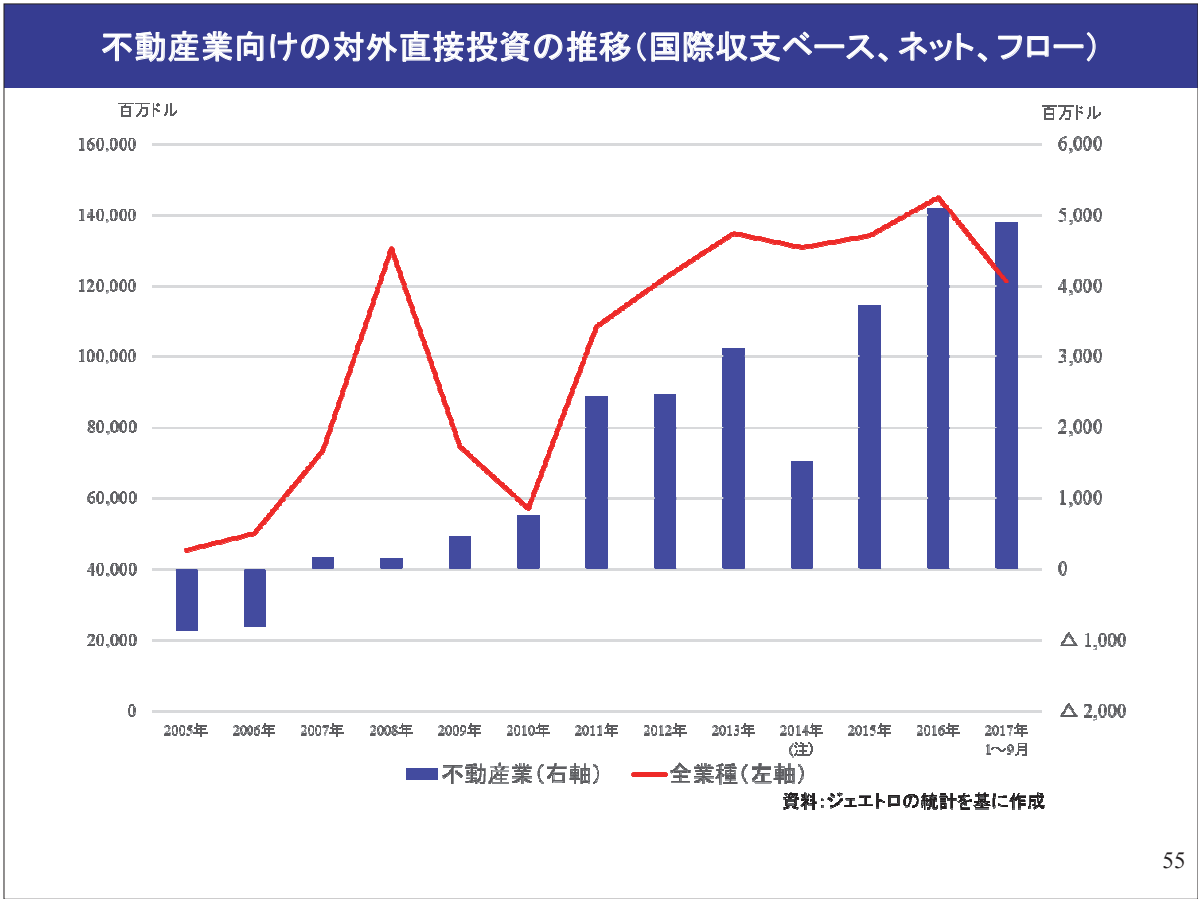
53

日本企業の長期的な利益率の推移



(資料)財務省「法人企業統計」

54



《 主要参考文献 》

(一社)不動産証券化協会編著、田辺信之監修 「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年4月)
 (一社)不動産証券化協会 「ARESマスター テキスト」(2016年)
 (一社)不動産証券化協会 「不動産証券化ハンドブック」(2016年)
 (一社)不動産証券化協会 「不動産投資運用業のコンプライアンス」(2016年)

田村幸太郎編著「不動産ビジネスのための金融商品取引法入門」(ピーエムジェー、2006年11月)
 内藤伸浩「アセット・ファイナンス」(ダイヤモンド社、2003年6月)
 松村徹外「不動産証券化入門」(シグマベイスキャピタル、1999年8月)
 松村徹外ニッセイ基礎研究所「不動産ビジネスはますます面白くなる」(日経BP社、2013年8月)
 田辺信之「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス 第3版」(日経BP社、2011年12月)
 田辺信之「不動産投資市場再生のシナリオ」(住宅新報社、2009年12月)
 田辺信之著、田中俊平監修「基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法」(日経BP社、2008年4月)
 田辺信之「図解不動産業 不動産証券化入門」(住宅新報社、2006年4月)
 田辺信之「不動産投資のイノベーション」(ダイヤモンド社、2000年3月)
 田辺信之「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(日経BP社、2015年3月)

(五十音順)

- ・ 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- ・ 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。
- ・ 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。
- ・ 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。