

【研究ノート】

都市再生と不動産投資

平川 勇夫

1. はじめに

英国では、産業構造の変化に伴い、人口減少や土地利用の荒廃に悩む都市が多い。そのため、都市再生(urban regeneration)が重要な政策となっている。英国の都市再生は、単なる都市再開発とは異なり、経済振興、建物や施設の再生、コミュニティの更新、企業誘致など、幅広い分野が政策対象となっている。そのため、都市再生地域に民間投資を呼び込むことが重要な政策課題の一つである。

以下では、都市再生地域の投資用不動産のパフォーマンスが総体として全国平均に比して高いことを定量的に分析した、英国の大学共同チームのレポート(Benchmarking Urban Regeneration)の要点を紹介しよう。分析においては、都市再生を総合的に捉えるため、政策効果の成熟段階や地域事情が異なる8都市を選択し、総合化した指標で全国の動向と比較している。その分、個別具体性はなくなり、要因分析がほとんど見られないことは残念であるが、個別プロジェクトについて調査した場合には、事業の成熟によって投資用不動産のパフォーマンスが平均以上になることはむしろ驚くに当たらないことなので、個別性をあえて排し全体的・長期的にならして分析することの意義は十分認められてよい。

著者らは、都市再生地域の投資用不動産に関する情報不足が、機関投資家に始めから投資を尻込みさせる状態を招いていると懸念し、市場に関する定量データを積極的に提供していくことの重要性を説いている。英国においては不動産の取引情報が極めて限定され、そのことが情報不足を招き国際的な都市間競争にも悪影響を与えかねないと主張しており、我が国にとっても示唆に富む資料であると思われるので、関係者の参考に供したい。なお、原典だけでは不明確な部分は、必要に応じて関連文献を参考に補足した。

2. 都市再生の指標化

アルスター大学(A. アデア、J. ベリー、S. マグリール、J. プーン)、アバディーン大学(N. ハチソン、C. ワトキンス)、グラスゴー大学(K. ギブ)共同研究「都市再生の指標化」(RICS財団発行、2003. 11)より抜粋

【注記】

上記調査は、王立公認鑑定士協会財団(RICS Foundation)、英国コミュニティ・地方自治省(Department of Communities and Local Government)及び経済社会調査会議(the Economic and Social Research Council)の資金により実施されたものである。

また、本件の翻訳出版については、RICSの調査部長Stephen Brown氏より許可をいただいている。

(1) 英国の不動産投資市場

機関投資家にとって、不動産投資はポートフォリオの多様化に役立つ。投資判断で重要となるのは、予想収益とリスクというパフォーマンスの指標である。

1980年代半ば以来、英国の投資不動産価額は急増した。特に機関投資家は代表的な事業用不動産市場(商業用、オフィス用、工業用)に注力し、取引情報がまがりなりにも増加してきた。それに引き替え、都市再生地域の不動産市場については情報はまばらである。その結果、機関投資家は都市再生地域への投資には消極的である。

居住用不動産については、投資資産としても認識され始めたところだが、まだ情報は不十分であるし、個人所有が多いため、都市再生地域で企業が保有する不動産は少なく、その収益情報はほとんどない状態である。

都市再生地域の不動産に関する情報の不足は、投資の

障害となる。英国ではほとんどの不動産取引が非公開であり、情報が得にくいことが問題であるが、都市再生地域では特に取引が少なく市場情報が限定される。

(2) 不動産のパフォーマンスをいかに測定するか

不動産市場の情報は、機関投資家にとって魅力的な代表的物件市場を中心としている。リターンのベンチマークの重要性は論を待たない。インベストメント・プロパティ・データベース (IPD) は、トータル・リターンとしてキャピタル部分と賃料・管理費部分を見ている。CBヒリアー・パーカー (CBHP) は、主要都市域での評価地点について標準不動産を想定して指標にしている。この研究では、ビーコン法というCBHPに準拠した手法と、トータル・リターン指標でIPDの全国値と調査対象とを比較する手法の2種類を採用した。

IPDの手法では、毎年末の資産評価額、ネットの資本支出、年間賃料、年間管理費を用いて算定する。IPDインデックスは、投資適格物件のみを対象としている。

CBHPの手法は、架空の標準不動産を想定して鑑定する。両者とも鑑定・評価によるデータを利用する点では共通している。鑑定評価ベースのインデックスは、不動産取引において透明性が不足していることから開発されてきたものである。不動産のデータにアクセスしやすいアメリカにおいてすら、事業用不動産の取引ベースの指標は比較的最近になって生まれたものである。ただ、鑑定評価を元にした時系列指標は、リターンの変動を過小に見てしまいがちな点が欠点である。

(3) 不動産投資と都市再生

トータル・リターンの予想は、再生地域への投資の可否に大きく影響する。投資の安全性に関する予想やリスク・スプレッドも重要だが、調査によるとリターンが最大の要因となる。テナント需要による賃料上昇や投資需要を反映した資産額上昇が都市再生事業の評価に関わる主要因なのである。その反面、経済パフォーマンス指標以上に不動産投資に利く要素として、地理的要因、特にロンドンからの距離が影響するという分析もある。

都市再生地域は、衰退に伴う外部不経済があるため市場の失敗がある場所ということになる。民間部門から見れば、中心市街地や都市再生事業には大きなリスクがあると認識される。資産額に対して十分なリターンを確保

する必要のある立場からは、都市再生地域への投資の判断自体が回避される可能性がある。税制など公的優遇策で魅力を付けるというのも一つの対策だが、そういう市場が実際どうなっているかの情報が無いという点も大きく影響している。

投資家はえてして、親近性がある地域で、適当な収益率が見込め、リスクが許容範囲にある場合に投資する。しかし期待収益率は投資家によって異なる。また、機関投資家は、都市再生地域への投資について、リスク回避を志向して、高いリスクプレミアムなど厳しい条件を付ける。

情報不足のせいで、都市再生地域市場に関する数字は芳しくなく、それがさらに投資家を遠ざけてしまう。

(4) 不動産パフォーマンス分析

機関投資家にとっては、個別不動産に直接投資するやり方から、1980年代初め以来、全体の投資商品やマクロ経済を考慮した戦略的な不動産投資へと重点がシフトしてきた。

1990年代半ばには、機関投資家が不動産投資市場のおよそ54%を保有していた。2001年の統計では、生保・年金の不動産投資割合は5.3%と1996年以来の最高になったが、なおその資産構成比率は低い。また、事業用不動産について、投資向けと自己利用向けのシェア変化も生じている。前者の方が大きくなり2,210億ポンド、後者は2,090億ポンドと推定される。投資の大部分は代表的物件の市場に行っていると見られる。

不動産分野においては情報蓄積は断片的であり、特に代表的物件市場以外は全体の情報が無い。そのため機関投資家は都市再生地域への投資に消極的である。そのような地域では、銀行借入に頼るデベロッパーや投資企業が活動の中心になる。彼らは機関投資家よりもリスク回避志向が低い。

不動産市場のデータが代表的物件を中心にするため、都市再生地域などは始めから投資対象としては置き去りにされている可能性がある。ブラウンフィールド (工場跡地等) の再開発や都市再生があまり進まないのは、情報不足と市場指標の貧弱さが主因だという分析もある。英国ではほとんどの不動産取引に係る情報は非公開であり、取引事例の少ない都市再生地域では特に情報不足になる。そうなると機関投資家の誘引は難しくなるし、政府の重要課題である都市の国際競争力強化も図れないことになる。

(5) 方法論

この調査では、現に不動産投資に利用されているインデックスと共通性のある不動産パフォーマンス指標を構築しようとするものである。IPDのトータル・リターン・インデックス、CBHPの賃料インデックス及び平均利回りモニター指標を比較の対象にする。作業は4段階から成る：①対象市場の定義、②ケーススタディーの選定、③データ収集、④インデックス構築、である。

まず、政策効果と対応させる都合から、都市再生関係の各種指定区域の範囲だけでなく、補助金等の対象となっている不動産も含めることとした。

ついで、これらの中から、多様な経済・社会事情や不動産市場が入るように考慮して、以下の8都市を選定した。

マンチェスター都市圏、ニューカッスル都市圏、シェフィールド、パーミンガム、ノッティンガム、ブリストル、カーディフ、グラスゴー

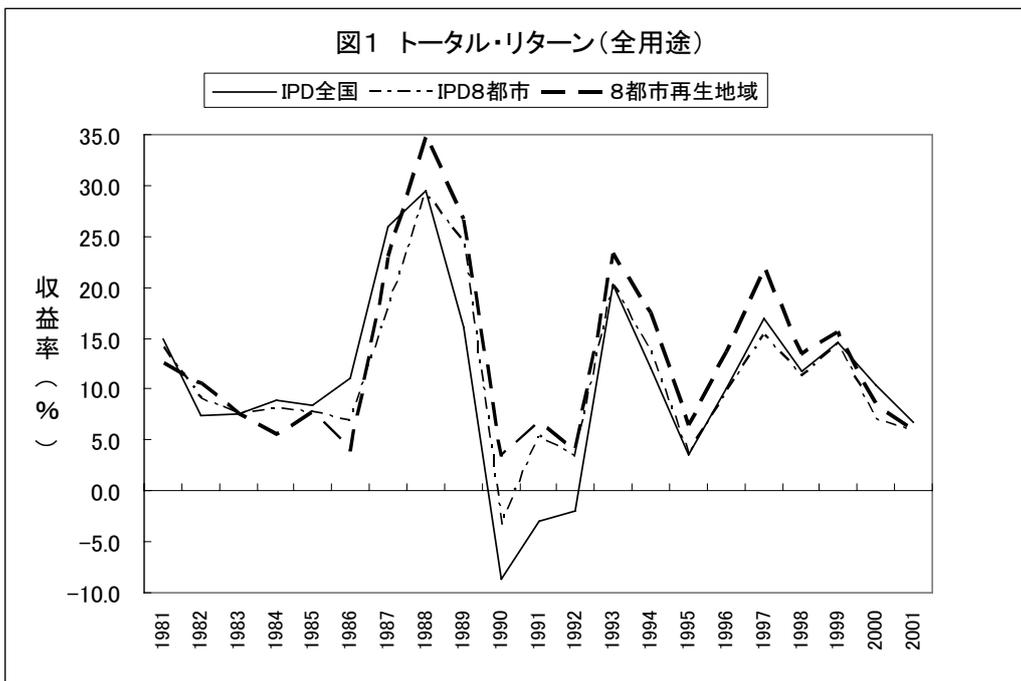
なお、都市再生政策が進行中の箇所から完了した箇所まで、多様な段階のものを含めて対象にした。

その上で、必要な情報収集及びインデックス構築を行った。トータル・リターン・インデックスを作成するには、資産価額の変動、資本支出額、収入額のデータが必要である。ビーコン法では、想定する標準物件についての地元専門家による賃料等の推計が求められる。

(6) トータル・リターン・インデックスの算定

IPDの範疇と整合させるため、対象地域の投資適格不動産を全て洗い出し(1,208物件)、この現地データベースでデータが取れるものをインデックス対象に採用した。結局、約2割の不動産のデータを使用した。新事業の出現や対照させるべきIPDインデックスの対象調整にも合わせたため、時期によってカバレッジは変動する。

例えば、2001年については、187物件、31.4億ポンドの資産額が8都市再生地域インデックスに含まれている。そのうち73物件23.6億ポンドが商業用、64物件5.5億ポンドがオフィス、41物件1.6億ポンドは工業用である。ちなみにIPDインデックスのイングランド分では、対象不動産の資産額ベースで43.6%が商業用だが、8都市インデックスではこれが75.3%とかなり高い。このように商業用のウェイトが高いのは、再生地域が商業にとって魅力的なためと言える。商業用の資産額のウェイトは、1985年には45.5%だったのが、1995年に63.6%と次第に上がっている。8都市再生地域インデックスで見ると、全用途平均の年間収益率は長期的に12.8%で、イングランド全体の10.3%を上回っている。(図1)都市再生地域のリターンが低いという見方は誤解である。政府が都市再生に民間投資を誘導しようとしているが、この数字は力になりそうだ。



用途別に見ると、商業用は年間収益率15.5%で、工業用の12.3%、オフィスの10%を上回り、都市再生地域では有力分野である。不動産市場の好不況のせいで、リターン水準は時期によって大きく変化する。1990年代初期には不動産市場の低落があった。しかし都市再生地域の不動産はこの時期にマイナスにならなかった。

(7) トータル・リターン・インデックス：ベンチマークとの比較

8都市再生地域インデックス（全用途）は、1990年以来、IPD全国インデックスを上回るだけでなく、IPDのデータによる8都市の全用途平均も上回っている。IPD8都市インデックスというのは、ロンドン都市圏の影響を除去するために対象8都市分を算定したものである。

8都市再生地域インデックスとIPD全国インデックスとを比較すると、80年代にはほぼ同様の動きをしたが、不動産市場の悪化が始まった頃から差異が明確になっている。全国インデックスは90年代前半には下降し、マイナス・リターンとなった。IPD8都市インデックスも同様に下降し、ロンドン都市圏の特殊事情というわけではないことがわかる。その一方で再生地域インデックスは比較的堅調な推移をした。（図2）

全国インデックスとIPD8都市インデックスとがかなり似た動きをしていることから、8都市再生地域インデックスがそれらの都市の特殊事情を反映したわけではなく、都市再生事業の効果を基本的に反映したもの

であることがわかる。

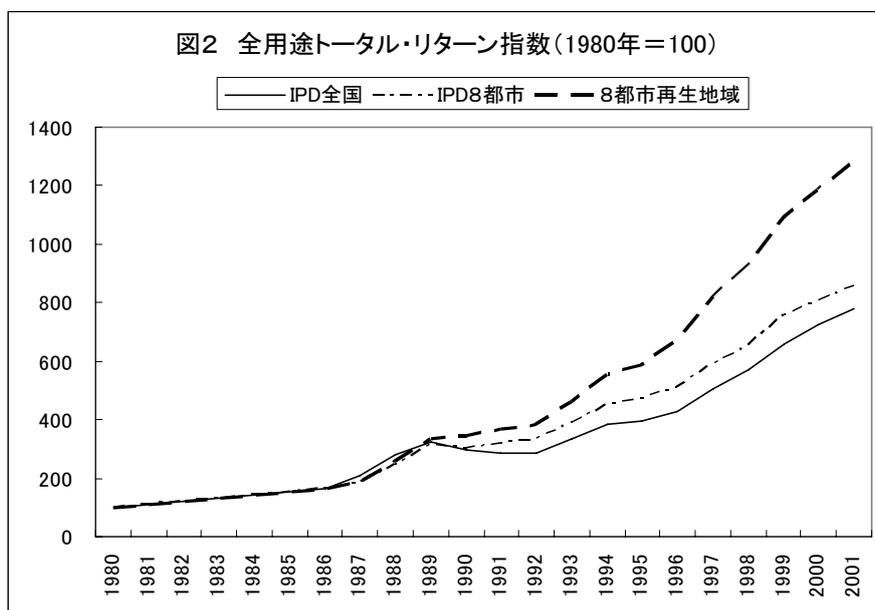
このように市場の下降期に都市再生地域の状況が相対的に堅調であることは、公共部門がクッションになって相対的に投資を支えることが背景にある。再生地域では、公共機関がテナントとして入ったり、補助金を投資に回したりすることが、不動産のパフォーマンス向上に結びついている可能性がある。8都市再生地域インデックスが全国インデックスより高いということは、再生地域は低い物件価格でスタートしたため高い収益率を生んでいるものと考えられる。

さらに用途別に見ると、8都市再生地域の商業用不動産インデックスは、全国の商業用インデックスを最終上回っているし、IPD8都市インデックス（商業用）よりも1987年以後は高くなっている。また、8都市再生地域のオフィス用、工業用のインデックスも全体を通してみれば平均を上回るが、その差は商業用よりは小さい。これらの用途物件の場合、1980年代にはむしろややパフォーマンスは悪いが、1990年代前半の不況期から様相が逆転した。

(8) リスク

本節では、都市再生地域での収益に係るリスクについて簡単に分析するため、収益の標準偏差を見てみよう。

再生地域インデックスについて計算すると、全用途が8.8で最もリスクが小さい。変動係数（標準偏差÷平均値。相対的なバラツキ度合いを示すもの。）は0.69である。全国インデックスで見ると、9.1と再生地域



よりリスクがわずかながら大きく、再開発地区ではリスクが高いという考え方は当たらないことがわかる。変動係数は、全国全用途で0.88と再生地域より高めている。(表1)このように見ると、再生地域は他の地域よりパフォーマンスが劣るということはないと言えよう。リスクの絶対値(標準偏差)が最も大きいのは工業用で10.4だが変動係数は0.85であり、オフィス用は絶対値9.6に対し変動係数0.96と、収益1単位当たりのリスク額が大きい。商業用は9.3とリスクの絶対値が小さく、かつ変動係数は0.60と用途別では最も相対リスクが小さい。

表1 収益率とリスク分析

	再生地域			全国 変動係数
	収益率 a(%)	リスク b(標準偏差)	変動係数 (b/a)	
全用途	12.8	8.8	0.69	0.88
商業用	15.5	9.3	0.60	0.67
オフィス用	10.0	9.6	0.96	1.17
工業用	12.3	10.4	0.85	0.85

(9) 多様性

投資判断の第3の要素は多様性である。全国インデックスに対して再生地域インデックスの相関性が高いことから、再生地域不動産への投資は多様性を増加させる効果は少ない。しかし全国インデックスに対する8都市インデックスの相関係数よりもかなり係数は小さいので、再生地域不動産への投資は、代表的物件市場の中だけよりは多様性を高めると言えよう。(表2)

表2 全国インデックスとの相関係数

	再生地域対全国	8都市対全国
全用途	0.842	0.905
商業用	0.844	0.951
オフィス用	0.628	0.725
工業用	0.869	0.932

(10) ビーコン・インデックス

以下ではCBHPのインデックスに準拠した分析を行う。賃料インデックス及び平均利回りモニター指標である。

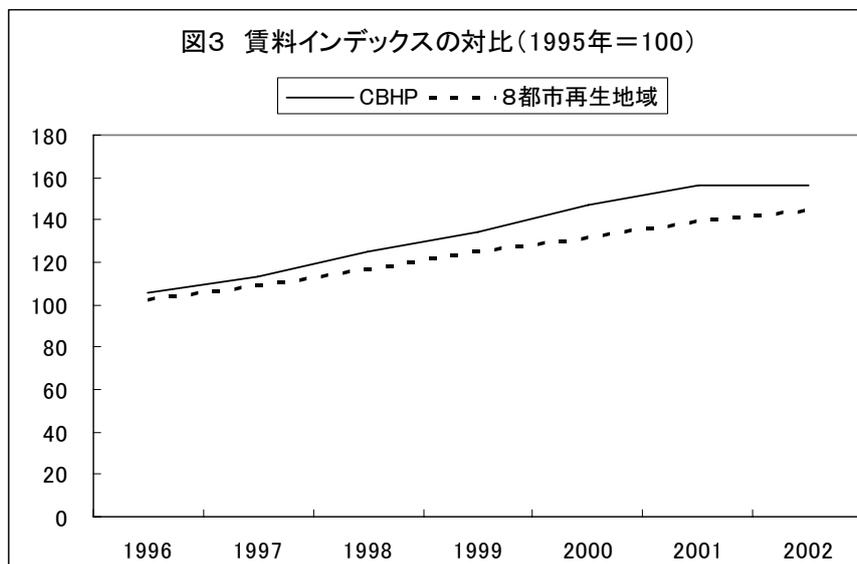
まず、賃料インデックスを見ると、当初は全国平均との差が開いたが最近では接近しつつある。(図3)

都市再生地域の全用途平均賃料インデックスは、最近7年間に年率5.45%の上昇となっている。(表3)用途別には、商品倉庫用が最も高く、年率7.61%、オフィス用、商業用がそれに続く。一方、CBHP全用途賃料インデックス(全国)は、この間年率6.56%と、都市再生地域の上昇率を上回っている。

表3 賃料インデックスの上昇率

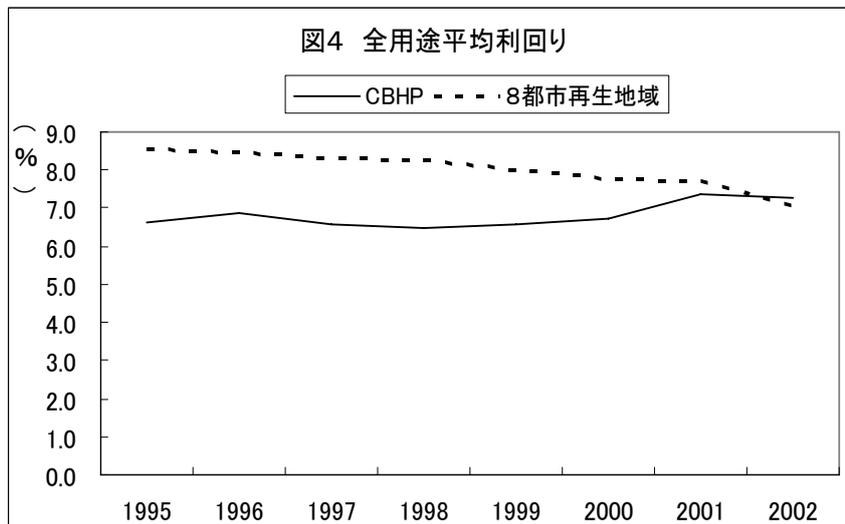
(1996年-2002年の年率。単位:%)

	都市再生地域	CBHP全国
オフィス用	5.76	7.88
商業用	5.45	5.35
商品倉庫用	7.61	10.49
工業用	2.80	4.05
全用途	5.45	6.56



次に、都市再生地域の全用途平均利回り（イールド）を見ると、1995年の8.49%から7.05%に改善した。各用途ともイールドが下がった。オフィス用は9.27%から7.71%へ、商業用は7.07%から5.2%へ、商品倉

庫用は8.01%から7.14%へ、工業用は9.62%から8.15%へという具合である。これに対し、CBHP全用途平均利回りは6.8%から7.2%へ上昇している。（図4）



このように、都市再生地域のイールドとCBHPイールドが接近し、そして逆転していく現象が見られる。再生地域不動産の利回りが1.44%ポイントも強まり、全国平均利回りは0.4%ポイント軟化したわけで、全用途のリターンのギャップは、1995年で169ベシスだったものが、2002年には15ベシスの「逆ギャップ」になった。特に商業用では、再生地域不動産の価額評価が高まったため、1.87%ポイント下がったが、全国では逆に0.8%ポイント軟化している。

オフィス用不動産や工業用不動産のイールド差も縮まっている。面白いことに、商品倉庫用不動産の差はわずかながら拡大した。前述の通り、パフォーマンスは最もよいものはずなのに、である。この点はおそらく代表的不動産市場での商品倉庫用のパフォーマンスが極めてすぐれているせいであろう。CBHPインデックスでは商品倉庫の賃料インデックスの上昇率は年平均10.49%となっている。

イールドが低下するという事は、再生地域が軌道に乗り賃料上昇が明確になると、投資家の関心が刺激され、それが競争の増大とイールドの低下をもたらすものと見られる。

(11) 結論及び提言

以上の通り、長期的に見れば、再生地域は重要な投資機会を提供するものである。機関投資家は、再生地域の不動産の将来性について戦略を再検討する必要がある。

これまでの調査でも再生地域物件は基本的に過小評価されていることが判明していたが、これは情報の不足によるものと考えられる。再生地域に関する投資戦略や投資価格設定において、収益の明確な資料がないことが大きな障害となっていた。

今回調査で特に明確になったことは、商業用不動産が再生地域でめざましいパフォーマンスを示している点である。再生地域がショッピングセンターや商業倉庫などに特に適していると見られる。郊外開発の規制制度も、再生地域でのこの手の不動産投資に有利に作用しているのだろう。

投資リスクを見ても、全体平均に比べ高いというわけではなく、むしろ低い場合も見られる。

再生事業の効果の出現には、都市によって時間的な差異はあるが、長期的な効果については、いずれの都市にも共通の傾向が見られるという点が重要である。

また、政策的な観点からは、再生施策の効果として、民間部門の投資目標にかなう持続的な都市環境を創出した事実が明確になった。

さらに、再生地域は活気ある不動産市場と新たな開

発・投資機会を提供するものであり、英国の都市の経済的な国際競争力や投資獲得に資するものである。

本調査でもうひとつ明らかになった点は、不動産市場のデータを、民間、公共とも十分意義を認め活用していないことである。民間にはインデックス構築の上で重要なデータがあるのに、それが系統立って蓄積されていないし、公共では有用と見られるデータが利用しやすい形になっていない。これらの結果、情報が未利用資源として眠っている。

本調査において、現在・過去の情報による再生地域インデックスの意義を明らかにしたが、実際の市場では今後の動向を示すインデックスが求められている。したがって、パフォーマンス・インデックスの継続を図り、投資収益の測定を続ける必要がある。

3. 困窮地区の事業用不動産のパフォーマンス

上で紹介した調査結果と類似した分析結果¹があるので、その結論部分だけを簡単に紹介しよう。

IPDが、イングリッシュ・パートナーシップス及びモーリー基金運営機構から受託して調査分析したもので、副首相府作成の困窮度指数²（2000年版）により困窮度上位10%までの地区、上位20%までの地区にある投資不動産のトータル・リターンを、その他の地区の投資不動産の数値と比較した。対象とした物件は、IPDが本来業務で調査対象としているすべての投資物件であり、都市再生施策の直接的恩恵を受ける新規開発物件というわけではない。

- ・1980年から2001年までの長期間で見ると、困窮地区の不動産のパフォーマンスはその他の地区を上回っている。商業用、オフィス用、工業用いずれの不動産とも、困窮地区がその他地区を上回っている。
- ・その背景としては、困窮地区ではインカム・リターンと賃料上昇率が平均を上回ることがある。
- ・したがって、困窮地区では賃料上昇率が低いのではないかと投資家の懸念は当たらない。
- ・困窮地区では、リターンの変動幅も相対的に少なく、

高いリターンがリスクと相殺されてしまうということはない。1980年から2001年までの間に、困窮度上位20%地区のトータル・リターンの標準偏差は7.8%であるのに対し、その他の地区では9.5%である。困窮地区の不動産の比較的安定したパフォーマンスは、商業用、オフィス用の不動産の良好なパフォーマンスに起因するものである。

IPDの計算によると、トータル・リターンで困窮地区の不動産パフォーマンスが平均を上回るといっても、その差は1%ポイントに満たない僅差ではある。しかしながら平均と比べても勝るとも劣らないということがここでも明確になり、前記資料と同様、投資家の「先入観」を否定するような結果が現れている。

[ひらかわ いさお]
[土地総合研究所 専務理事]

¹ Commercial Property Returns in Deprived Areas
(2003. 12)

² Indices of Deprivationは、地区ごとの所得、雇用、保健、教育、労働訓練、住宅、地理的条件をランク付けして合成し、総合指数として全国平均と比べることで地区の困窮度を明確にし、地域対策の基準にしようとするもの。