

【 寄 稿 】

米国不動産証券化市場の最近の動向（４）

イシイリサーチカンパニー（シアトル）
代表 石井 隆弘

■はじめに

第4回の報告の内容は、次の5項目である。

制度面として、① REIT関連税制及び ② REITの情報の公開、

動向面として、③ 不動産資本市場の動向、④ 商業用不動産市場の動向及び ⑤ 住宅市場の動向である。

税制及び情報公開については、NAREITのホームページ及びパンフレットから転載したものであり、また、不動産資本市場、商業用不動産市場及び住宅市場の動向については、CMBAの季刊誌である「CMBS WORLD」、日刊誌であるWall Street Journalなどの記事及び全国不動産協会（National Association of Realtors, NAR）のwww.realtor.orgの記者発表を抄訳した。

1. REIT関連税制

（１）REIT創設の目的

REITは、1960年に内国歳入法（Internal Revenue Code, IRC）の一部を改正する法律によって創設された。その立法の目的は、小規模な一般投資家であっても、大規模な商業用不動産に投資することが出来るようにすることである。即ち、一般の個人投資家は、その他の業種の会社の株式を購入することにより、その会社に投資することが出来るわけだが、それと同様に、大規模な商業用不動産に投資することが出来るようにするため、REIT制度が創設された。株主は他業種の会社の株式を保有することによって経済的なメリットを得ることが出来るのと同様に、REITの株主も、そのREITが所有、運営している商業用不動産の収益から持ち株の割合に応じて経

済的なメリットを得る。REITは他の業種の会社とは異なる独特のメリットを提供する。即ち、投資家は、個々の不動産に投資するのではなく、多数の不動産から構成されるポートフォリオに投資することにより、そのポートフォリオを運営する経験豊かな不動産専門家が提供するより大きな分散投資の効果を享受することが出来る。

（２）REITの要件

REITとしての資格が認められるためには、概略、内国歳入法の規定する次のような要件が満たされなければならない。これらの要件を全て満たすことにより、REITは、はじめて、その課税所得から、支払われた全ての配当を、経費として控除することが出来る。

REITは、その課税所得から100%配当にまわすことにより、連邦所得税は課されないことになる。また、州によってREITに関連する税制は異なるが、ほとんどの州は連邦税制に従った制度を有し、REITの「支払った配当は控除する。」という原則に立っている。

① 組織上の要件

- a. 50州又はコロンビア特別区（ワシントンD. C.）の一つに於いて、連邦政府の課税対象となる法人として設立されなければならない。
- b. 取締役又は受託者によって経営されなければならない。
- c. 株式は譲渡可能でなければならない。
- d. 第2課税年度（暦年。以下同じ。）以降、次の二つの株主要件を満たさなければならない。
*100人以上の株主がいること（“100 Shareholders Test”）。

*課税年度の下期を通じて、5人以下の株主が保有する株式が50%以下であること（“5/50 Test”）。

このような株主要件は、REITは、限られた人数で株式を保有する親族会社にはむかないことを意味する。

REITがこのような100 Shareholder Testや5/50 Testに適合しているか否かを判断する上で、現在ではいくつかの「簡便な」決定方法を採用しているREITが多い。即ち、ほとんどのREITは、これらの要件に適合することを確実にするために、その組織について記載したドキュメントに於いて株主の株式保有に関する制約をパーセンテージで明示している。例えば、多くのREITは、一人の株主が保有できる株式数はそのREITの全株式の9.9%以下であると定めている。

② 経営上の要件

REITは、大多数の収入及び資産は投資対象の不動産から発生していることを証明するために、二つの年間収入に関する要件及びいくつかの四半期毎の資産に関する要件を満たさなければならない。

a. 年間総収入に関する要件

*REITの年間総収入の75%以上は、不動産からの賃料及び不動産担保モーゲッジローンの利息債権のような不動産関連収入からのものでなければならない。

*REITの年間総収入の95%以上は、上に述べた不動産関連収入に不動産関連以外の収入源からの配当及び利息（銀行預金利息等）のような受動型の収入を合算したものでなければならない。

この二つの要件によって、REITの年間総収入の5%未満は、サービス手数料又は非不動産事業からの収入のような要件外の収入源からの収入ということになる。

*REITは、その所得を合算してREITとしての資格申請をすることの出来る「課税対象REIT子会社」（“Taxable REIT Subsidiary”，“TRS”）の100%までの株式を保有することが出来る。

b. 四半期資産に関する要件

*REITの四半期毎の資産の75%以上は、不動産又は不動産担保モーゲッジローンのような不動産資産から構成されていなければならない。

*REITは、直接的に又は間接的に保有する他の会社の議決権株は、その会社の株式の10%以下でなければならない。ただし、他のREIT、TRS又はREITの全額出資子会社で、その資産及び収入が租

税目的からそのREITによって保有されていると認められるもの（qualified REIT subsidiary, QRS）を除く。

*REITは、保有する他の会社の株式の価値が、そのREITの資産の5%以下でなければならない。ただし、この要件についても、他のREIT、TRS又はQRSについては適用されない。

*REITの全TRSの株式の価値は、そのREITの資産の価値の20%以下を構成するものでなければならない。

③ 配当上の要件

REITは、課税収入総額の90%以上を株主に対して配当の形で分配しなければならない。これを超えてREITの保持する収入については、他の一般の会社と同様課税対象となる。

このように、REITは法人課税所得から株主に対して支払う配当を控除することが出来る。この結果、ほとんどのREITが課税所得の100%を株主に配当するので、REITには法人税はかからない。所得税は、受け取った配当とキャピタルゲインに対して株主が支払うことになる。米国のほとんどの州において、この連邦税制と同趣旨の税制が施行されている。

また、REITは、その税務上の損失を投資家に転嫁することはできない。

④ 法令の遵守

REITは、法令、証券取引委員会及び証券取引所の規則並びに業界団体の自主規制を遵守しなければならない。広範にわたる関係法令の概要については、別の機会に紹介することとして、ここではREITとしての資格を取得するために行うREITの申請手続きについてみることにする。

*REITとしての申請は、内国歳入庁に対するタックスリターン（確定申告）をフォーム1120-REITにより提出することによって行われる。

*このフォームの提出期限は、早くとも、REITとしての課税年度の翌年の3月15日であることから、REITは、REITとしての初年度が終了するまでは、フォーム1120-REITによる正式な申請はすることが出来ない。

*REITが、REITとしての初年度にその資格取得を希望する場合には、その年度において種々のREITテストに適合していなければならない。ただし、例外として、100 Shareholders Test及び

5/50Testは、元来REITの第2課税年度において適合が開始されればよいことになっている。

*REITは、毎年、株式の実質所有者の詳細な要求項目についての記録を株主に対して文書で送付しなければならない。あらかじめ定められた期限までに、このような文書による通知を行わなかった場合には、相当の罰金が課せられる。

2. REITの情報の公開

(1) REITの情報開示義務

REITは、他の株式公開会社と同様に、投資家に対して定期的な財務情報開示を行う義務がある。その内容としては、証券取引委員会に対する正式な報告書とともに四半期毎及び一年毎の監査済み決算書を含む。

(2) 収益に関する透明性

ほとんどのREITは、確かなまた理解が容易なビジネスモデルによって運営されている。即ち、REITは、商業用不動産の賃貸料又は占有率を増加させることにより、その収入を向上させることが可能であるということである。REITは他の株式公開会社と同様に財務結果を報告する場合には、一般に公正妥当と認められた会計原則 (Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) の定める純収入を基礎に、一株あたりの収益を算出して報告しなければならない。

もう一つの一年毎の財務状況の進展を計算する方法としては、FFO (Funds From Operations) の水準を比較する方法がある。このREIT業界における運用成果を計算する補完的な収益計算方法であるFFOは、GAAPの定める純収入を基礎に計算する方法とは、主として次の点で異なる。それは、不動産アセットの減価償却及び不動産の売却による売却益又は売却損を除外することである。

多くの不動産専門家や投資家は、商業用不動産には、機械、コンピューターその他の動産と比較して、非常に大きな残存価値があると考えている。従って、GAAPにしたがって行う収益計算の際に使用される減価償却方法では、REITの保有する不動産アセットの経済的な減価償却額及びこれらの不動産の実際の維持や買い替えに要する費用が過大に計算されることになると彼らは見てい

る。さらには、現実には、価値が増加する可能性さえあると見ている。このため、FFOの計算では、不動産の減価償却額が決算上の営業成績から除外されているわけである。また多くの証券アナリストは、調整済みFFO (Adjusted FFO, AFFO) によってREITの投資成果の判断をしている。AFFOは、FFOから一定の経常的な設備投資額を差し引いたものである。

さらに、不動産アセットには多くの不動産部門が存在し、不動産部門の違いによるビジネス慣行の違いが、他の異なったいくつかの収益計算方法を生み出す結果となり、その意味で、REITは投資家に対してその投資成果についての様々な判断基準を提供しているということが出来る。

(3) REITに関する透明性

REIT株式の価値は、いくつかの比較的透明性の高い要素に立脚している。例示すると以下の通りである。

① 純資産価値の計算

多くのREIT自身及びREITアナリストは、他の株式公開会社とは異なり、定期的に (一年毎またはしばしば四半期毎に) そのREITの所有する資産価値の評価を実施している。そのREITの一株あたりの純資産価値 (Net Asset Value, NAV) と呼ばれるものである。それは、REITの所有する全資産から全負債を差し引いた額を発行済みの株式数で割ったものである。このように、REITの一株あたりの価値は、文字通り明確にそのREITが所有する不動産という有形資産の価値に基礎を置いているわけである。

② 資産ポートフォリオの価値の上昇

REITの資産ポートフォリオの価値は、首尾一貫した設備投資によって、しばしば維持又は上昇することが可能である。このことは、資産ポートフォリオの価値の戦略的な上昇方策が、NAVの維持又は増加となり、その結果として、REIT一株あたりの価格上昇の基礎となることから大きな意義がある。

REITの保有する資産ポートフォリオの価値に影響を及ぼす可能性のある多くの要因が、容易に理解される。まず、需要と供給という明確な経済の基本条件が、価値に影響する第一の要因である。次に、人口規模、人口増加、被雇用者の増加等の人口動態上の情報及び全体的な経済活動の水準が要因として上げられる。地域によって

これらの全ての要因は異なり、賃貸料及び占有率に直接の影響を及ぼし、それがキャッシュフローと資産価値の増加につながる。

(4) 各REITのウェブサイトでの情報の公開

投資家は、個々のREITのウェブサイトで、直接、そのREITの年次報告書、目論見書その他の財務情報入手することが出来る。

(5) REITの型による情報開示義務等の相違

REITの型には次の3つがあり、それぞれの情報開示義務及び運用成果の測定方法の公表に関しての相違がある。

① 証券取引委員会に登録されその株式が証券取引所において取引されているREIT (Publicly Traded REIT)

*投資家に対して、証券取引委員会に対する正式な報告書とともに、四半期毎及び一年毎の監査済み決算書を含む定期的な財務情報開示を行うことが要求されている。

*多くの独立した運用成果指標が、この公開REIT市場のために公表されており、また、多くのアナリストの報告書も利用可能である。

② 証券取引委員会に登録されているが、その株式は証券取引所では取引されていないREIT

(Non-Exchange Traded REIT)

*証券取引委員会に対する四半期毎及び一年毎の財務報告が義務付けられている。

*運用成果を測定する指標は利用不可能である。

③ 証券取引委員会に登録されず、その株式も証券取引所では取引されていないREIT (Private REIT)

*情報開示義務はない。

*運用成果を測定する指標も利用不可能である。

3. 2006年の不動産資本市場を振り返って—オフィス投資の急増

2006年には、商業用不動産は予想を超えた好況を呈

した。同時に、住宅バブルは空気もれが始まった。多くの投資家及びアナリストは商業用不動産市場は強気のまま年を越したと見ている。販売額も多くの市場で記録を更新した。

不動産会社のM&Aも急増し、買収価格も記録を更新した。

2006年11月のBlackstone Group社によるオフィスREIT会社であるEquity Office Properties Trust社のパイアウト価額は、230億ドルであった。

海外の投資家も不動産投資への資金余力が大きく、REITを通じての商業用不動産需要への資金供給を行った。

ニューヨーク及びワシントンDCのような最もホットな商業用不動産市場においては、オフィスビルディングの買収希望者は、二桁の伸びを示した。また、年金基金、海外投資家、REIT及びプライベート・エクイティ・ファンドもこれら的大都市で競って買収を進めた。この結果、価格は高騰したが投資家への当初のリターンは減少した。

2006年12月には、ニュージャージー州の少数株主支配会社であるKushner Cos. 社が、Tishman Speyer Properties社から18億ドルでニューヨーク 5番街666番地のオフィスビルディングを買収し、全国でも一棟のビルディングの買収額としては記録を作った。これは、Tishman Speyer社が2000年に買収したときの価格の3倍以上である。同様に少数株主支配会社であるTishman Speyer社自身は、その6週間前に保険会社のMetLife Inc. 社から54億ドルでマンハッタンの東側にある中産階級向けアパートメントコンプレックス (11,000世帯) であるPeter Cooper Village and Stuyvesant Townを買収し業界をあっといわせたばかりであった。

2006年に、投資家が不動産投資に向かったのは、資金余力があるというだけではなく、不動産の基本条件が改善したからである。家主は、東海岸及び西海岸の大都市においては国際貿易及び雇用拡大によってオフィス需要が上昇し、オフィス賃貸料をかなり増加させることが可能であった。全国の賃貸料の上昇率は、2006年第2四半期から第3四半期にかけて2%であった。一方、オフィススペースの空室率は、ニューヨークの調査会社であるReis Inc. 社の全国72大規模市場における調査によると、13.5%となり、これは5年前の2001年第3四半期以降最も低いものであった。

賃貸料の上昇及び空室率の低下が、2007年にはやや弱まるが、引き続き見られると予測されている。即ち、2007年の不動産市場は強いと予測されるが、2006年ほ

どではなさそうである。その理由の一つとして、小売店舗用施設及びオフィスビルディング建設の増加から、供給増加の見通しとなったからである。

他方、戸建住宅は明るい見通しとはいえない。過去数年にわたる強い市場において、毎年二桁の価格上昇を示したものの、今後は価格の低下及び販売量の減速となることが予想される。2007年一年間にわたり、供給は上昇し、需要は低下することが予想される。購入者のうちには、デポジットを捨てて新築住宅の売買契約を解約する者も出てきている。フロリダ州及びカリフォルニア州でのそれぞれの不動産業団体の調査によっても、販売数は、2006年10月において一年前と比較すれば、それぞれ22%及び29%減からである。2006年11月現在で、新築住宅の在庫は4ヶ月連続で減少してきたものの、1年前の同時期の水準をかなり上回っている。

REITが関係するM&Aについては、SNL Financial社の調査によれば、総額で600億ドルを超え、2005年の187億ドルの記録を一挙に3倍を超えた。投資家の不動産への投資額の増加は、REITの評価を上昇させ、同社の調査によれば、REIT株式の総額は、2006年一年間で29%上昇した。その中でもオフィスREITの株式は最も高い上昇率を示し、37%であった。この大きな上昇は、8社のREITが総額350億ドルで私募ファンドに移行又は買収されたことにも影響されている。また、Morgan Stanley社の調査によると、2006年中に、全公募REIT市場価格の12%が買収され、7%は私募ファンドによって買収された。

不動産の売買価格については、Real Capital Analytics社の調査によると、オフィススペース1平方フット当たりの価格は、2005年では186ドルであったが、2006年には218ドルとなり17.2%の上昇となった。また倉庫及び産業用施設スペース1平方フット当たりの価格は、2005年で63ドルであったが、2006年には68ドルとなり8%の上昇、小売店舗用施設スペースは10%の上昇であった。

金利も依然相対的には低いので、投資家は潜在成長力のある不動産投資に資金を投入しており、また私募ファンドも同様であるため、全国的に不動産価格を吊り上げており、記録的なキャップレートの低下を招いている。

このような状態となった米国REITを離れて、アジアや欧州のREIT株式の購入に注力する者も現れ、その者の話によると、「米国のREIT株式の価格は、私募市場の泡を組み込んでいる。」とのことである。

(“Year-End Review of Markets and Finance, Investors Throw a Rousing Office Party”, Wall Street Journal,

January 2, 2007, By Ryan Chittum and Alex Frangos)

4. 商業用不動産市場の動向

商業用不動産市場の動向について、商業用不動産モーゲージ証券協会 (Commercial Mortgage Securities Association, CMSA) の広報誌である“CMBS WORLD”、Wall Street Journal 誌及びReal Estate Journal誌の記事からみる。

(1) 米国商業用不動産市場：ハリケーン・カトリナ、コンドミニアム及び継続する回復

米国不動産市場は2005年前半より2006年にかけて回復基調が続いている。全体として、過去の回復と比較して力強いとはいえないが、オフィスビルディング及び産業用施設の2つの部門は加速されており最も注目を集めている。まず、オフィスビルディング部門では、空室率は2005年の1年間で110ベースポイント改善したし、賃料も2005年前半には、4年前のドットコム企業の株式暴落以来初めての上昇に転じた。また、産業用施設部門でも、占有率、賃貸料いずれも2005年には徐々に上昇してきた。その他の部門についてみると、アパートメント及び小売店舗用施設の空室率は基本的には変化がなかったが、賃料は2~3%上昇した。特に、アパートメントについては、コンドミニアムへの転換やニューオーリンズ市その他のメキシコ湾沿岸地域の住民の移転によってその回復速度は予測を上回る結果となった。ホテルもここ数年にわたって中庸の実績を示しているといえる。

エネルギー価格の上昇、金利上昇の不確実性及び近年の世界規模でのテロリズムの増加にもかかわらず、米国経済の成長とりわけ雇用率の堅実な上昇傾向は継続している。地域に大きな損害を与えたハリケーン・カトリナの影響は大きかったが、2005年末からの地域経済の拡大は遅いペースではあるが確実なものが見られる。2006年には、ニューオーリンズやその他のメキシコ湾沿岸地域の再建は経済成長の刺激となる。

連邦中央銀行が短期金利を小刻みに0.25%ずつあげてきたとはいえ依然として金利は低水準にあり、他の投資対象と比較するとより魅力的なリターンは、商業用不動産への投資の魅力を高めてきた。この状態は2005年中継続し、オフィスビルディング及び産業用施設への投資は前年比較でそれぞれ48%、88%増となり、これはそれぞれの部門の基礎条件の強さが貢献している。また

アパートメントも、コンドミニアムへの転換もあって65%増であった。

さて、2005年の商業用不動産市場における最大の話題は、ハリケーン・カトリーナとコンドミニアム・ブームであった。ハリケーンの破壊的被害は引き続き計量中であろうが、ニューオーリンズ市及びその他のメキシコ湾岸のルイジアナ州、ミシシッピ州及びアラバマ州の諸都市における商業用不動産市場の将来はなかなか予測しがたい。確かに、ニューオーリンズ市で最大の銀行であるウィットニー銀行がその本店をテキサス州のヒューストン市に移転させたが、これは、そもそもハリケーン・カトリーナの来襲以前から不調であったニューオーリンズ市の商業用不動産市場の長期的な成長可能性に対して疑問を唱える前兆なのかもしれない。他方、住民とビジネスの離散によって、ヒューストン市、ダラス市、バトンルージュ市及びその他の南東部の多くの都市の商業用不動産市場は、直接的な好影響を受けている。

次に、コンドミニアム・ブームが多くの「浅薄な」ヘッドラインニュースとなっている。何がしかの泡と投機リスクは、個々の市場によって大きく異なる。例えば、1から5のスケールで測り5が最善として、ニューヨーク市が4、シカゴ市が1、南東フロリダの諸都市が2である。他方、実際の人口動態の裏づけのある実態によって実施されている現実的なコンドミニアム開発もある。具体的には、4つの要因が考えられる。モーゲッジ金利が依然として低い水準にあること、戸建住宅がますます高額となり取得しがたくなっていること、市の中心地に人口が戻って来ていること及びベビーブーマー世代が退職の準備を開始したことである。これら4つの要因すべてが、コンドミニアムの新規建設及びアパートのコンドミニアムへの転換の実施又は実施の計画に拍車をかけている。コンドミニアムへの転換は、既存のアパートメントのストックを削減する効果があり、従ってアパートメント部門の基礎条件の改善につながることはいうまでもない。即ち、アパートメントの空室率及び賃貸料に強力な影響を与える結果となる。それによって、CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities) 市場におけるコンドミニアムへのモーゲッジ・ローンの拡大につながる。

キャップレートは、低金利及び基本条件の改善が図られることから、全部門において少なくとも半年くらいは厳しい状態で推移すると予測され、また、2006年一年間にわたり安定したものとなるであろう。

("U. S. Commercial Real Estate Market: Katrina, Condos and Continued Recovery", CMBS WORLD,

Winter 2006, By Brian P. Lancaster, Gregory W. Laughton and Anthony G. Butler)

(2) 商業用不動産市場は依然その力を維持している—冷えつつある住宅市場とは対照的

米国住宅市場は明らかに冷えつつあるが、商業用不動産市場も同様に弱まっていくのだろうか。否である。全国的なオフィスビルディング市場は、IT産業の破綻後弱化したのが現在では回復し、ここ5年間で最も強い市場になった。ショッピングモール市場は消費者の予想外に高水準の消費活動に助けられて引き続き強さを維持している。ホテル市場も高い利益をあげた。

つまり、商業用不動産市場は、住宅市場に以前から見られる「泡」から受益しているという側面がある。何故なら住宅市場のブームは、それ以外の目的で利用される土地の量を減少させたからである。アパートメント、ホテル及びあまり多くはないがオフィスビルディングからのコンドミニアムへの転換は、それぞれの部門での供給過剰のリスクを減少させた。供給過剰リスクこそが商業用不動産市場にとって最も危険であり、まさにこれこそが1980年代後半の市場の崩壊をもたらしたものである。

人は、通常住宅が売れにくくなると商業用不動産も具合が悪くなっていくに違いないと考えがちであるが、実は、商業用不動産はバラエティに富んでおり、また、種々異なった要因に影響を受けている。よくある話だが、人はマイアミ市のコンドミニアムで大火傷したら、その後10年間はその他の商業用不動産からといって手に引いてしまう。これは上に述べたように誤った思い込みが一人歩きしてしまうことがよくあることを示すもので、大変憂慮すべきことである。要するにそれらの市場は相互にまったく異なった動きを示す。

住宅購入は、所得と金利に直接連動している。そしてここ数年は、低金利ローン又は利息だけのローンといったモーゲッジ融資のオプションが一般的になっていることによって異常なまでに住宅購入が容易になった。これが需要増、投機及び新規建設をもたらす。しかし利率の上昇が始まると、取得困難性が高くなり融資さえ得られない人が出てくる。これが供給過剰となる原因である。

勿論、金利の上昇は商業用不動産モーゲッジにも影響を与えることは間違いない。低金利ローンが、ここ数年にわたり商業用ビルに投資家が集まった理由である。それによって価格は記録的な水準に達した一方リターンは予想以上に低下した。商業用不動産は、ほとんどは個人

が投資する住宅市場と異なり、その投資家は多元的であり、またほとんどモーゲッジ融資金利には関心がない。それらの投資家の中には年金基金のような機関投資家もあり、そもそも借金ではなく自己資金によって投資する者である。

コンドミニアムへの転換はオフィススペースの供給を直接的に減少させてしまうが、さらに住宅建設それ自体が多く市場における土地及び資材の高騰を招く。建設コストの高騰のため、新規建設よりも、仮に価格が高くても一棟買収した方が安くつく。全国のおほとんどすべての主要市場において、あえて投機的な開発に手を出さなくても、低い空室率と高い賃貸料を享受できた。

確かにオフィスビルディング市場の回復は市場によって異なる。例えばダラス市に於けるように、回復しつつはあるが、過去の供給過剰によって依然として高い空室率を抱えている市場もある。クリーブランド市やデトロイト市も同様の状態であり、さらに両市は雇用の問題も抱えている。

ほとんどのオフィスビルディング市場における空室率の低下、賃貸料の上昇、供給過剰に関する懸念の減少といった基礎条件の改善は、雇用率が突然落ち込むようなことがなければ、同市場の好調を維持していくことが出来るであろう。

（“Commercial Real Estate Maintains Its Strength Despite a Cooling Housing Market”, Wall Street Journal July 10, 2006, By Jennifer S. Forsyth）

（3）商業用不動産市場は循環のピークに達し2007年は下降する見通し

商業用不動産市場は循環のピークに達した模様であり、2007年には下降し始める見通しである。

ワシントンD. C. に所在する非営利の計画、調査団体であるUrban Land Institute が PricewaterhouseCoopers社とともに、この夏600人以上のディベロッパー、投資家、ブローカー、コンサルタント及び融資機関に対して行った意向調査を「2007年不動産市場の動向予測」という業界の年次報告書にまとめた。

同報告書によると、商業用不動産市場は常態への回帰を開始している。この10年間の資産価値の著しい高騰の時期が終了し、単に収益を生ずる投資の時期に戻ることを意味する。また、ここ数年にわたって融資条件は緩和されてきたが、2007年にはタイトになると見込まれている。これは一部には経済に対する懸念があるからである。また、投資家は、これからはリターンに対する期待

が減少していくため投資資金の流入量が緩慢となるので資産管理と運用成果向上に向けて、一層の注力をする必要があるとのことである。

報告書は、さらに、REIT株式は「当面は上昇する可能性はなく、下降するリスクが増加するであろう。」と述べている。

それでも、同調査によれば、商業用不動産のキャッシュフローは、ほとんどの不動産部門で空室率の低下及び賃貸料の上昇が見られるので、引き続き増加することである。このように商業用不動産の基礎条件にあまり変化が見られないのは、建設コストの上昇が新規建設に対する抑制材料になっているからである。

商業用不動産市場は低金利と増加する資金流入量のおかげで、近年バブルの兆候が見られるとはいえ、それは住宅市場とは異なったものである。双方の顕著な違いは、商業用不動産市場における需要と供給は、空室率と賃貸料に強く関係しているが、住宅市場を冷やした金利上昇とはあまり関係ないということである。

報告書は投資家に対して次のように助言している。投資成果があまり上がっていない不動産は処分して、投資成果の良好なものだけ継続して保有しておくといふ。経済の下降の可能性があるのでポートフォリオ全体の投資成果が落ちないように運用されることを注意しておくといふ。また、ディベロッパーに対しては、ほとんどの不動産部門で新たなスペースをあまり必要としていないので開発を控えた方がよいといっている。

急速に上昇していた商業用不動産市場の後退は、キャップレートを、不動産部門によっては0.7パーセントポイントも上昇させ、その不動産部門での資産価値の上昇を抑制すると見られる。キャップレートの下降は、投資家はより低いリターンを受け入れることを意味する。他方、キャップレートが再び上昇しつつある不動産部門もあり、特に質の比較的低い不動産においては過去5年間において2.5パーセントから3パーセントポイント程度減少し記録的な低水準となった後に上昇している。キャップレートは不動産部門によって異なり、例えば、高所得者向けアパートメントは5.66パーセント、ビジネスホテルは7.93パーセントとなった（いずれも2006年7月の数字）。

報告書は、各不動産部門のうちでは倉庫が「買い」であると述べており、本調査の対象となった者のうち経営者クラスの人々は、現在西海岸からの過剰輸出品がオーバーフローして東海岸及びメキシコ湾岸では保管施設のブームが起きているとのことである。またメキシコ湾岸では中所得者向けアパートがやはりブームとなっている

とのことである。他方小売店舗用施設は悪化しており、同じく経営者クラスの人々の話によると消費者行動が中庸となるのが予測されるので、投資成果の悪い不動産は処分し、良好なものは残した方がよいと投資家にアドバイスしているとのことである。

個別の都市の発展について注目されることが述べられている。シアトルは現在オフィス賃貸料の上昇と供給不足でオフィス市場では全国でも最も強い都市である。同市は、アジアにおける高度経済成長からの受益を享受する上で最も有利な位置にあり、今後、ニューヨークやサンフランシスコに次いで24時間ハブとなるうえで最善の地位にいるとのことである。報告書は、不動産投資市場の明るい将来を持つグローバル化への窓口として5つの都市を上げている。それらは、ニューヨーク、シアトル、サンフランシスコ、ロスアンジェルス及びワシントンD. C. である。他方、フィラデルフィアとシカゴは、いずれの不動産部門を見ても投資家にとっては最悪の市場であると述べている。シカゴは「中西部の憂愁」という経済問題を長期にわたって引きずっているとのことであるし、また、フィラデルフィアはニューヨークとワシントンD. C. の中間に位置するというので、投資家はグローバル都市としてその将来を問題視しているとのことである。

(“Commercial Real-Estate Cycle Peaks and Will Pull Back in 2007”, Real Estate Journal.com, October 20, 2006, By Ryan Chittum)

4. 住宅市場の動向

住宅市場の動向について、Wall Street Journal誌及び [www. realtor. org](http://www.realtor.org)の記事からみる。

(1) 住宅市場の減速にはそれなりの犠牲が伴う

Wall Street Journal誌の調査によると住宅市場の減速は2007年までは続くが、住宅価格の著しい低下はないとの見通しである。この調査はWSJ誌48人のエコノミストへの聴き取り結果をまとめたものである。2007年の住宅価格は0.43%の上昇にとどまるとのことである。しかしこれについては三分の一のエコノミストが、労働省の発表した2007年5月における消費者物価指数の前年同期比の予測上昇率2.7%を上回ると回答した。

住宅市場は、全国一律に変動するわけではない。個々の地域や都市によって住宅価格の変動は全国平均を上回

ったり下回ったりすることはいうまでもない。最も不安定な価格変動を示す地域としては、例えばフロリダが上げられるが、同地域にはセカンドハウスや投資のための住宅が多いからである。またミシガンのような地域は雇用者数が大きく減少することが予測されるので住宅価格の下落も激しい。

さて、9月11日テロから5年が経つが、この聴き取り調査に回答したエコノミストの大半は、米国経済は2001年当時に比較すれば、現在ではこのテロによく耐えられるようになったと回答した。2001年9月にはすでに不況に突入しており、当時と比較すれば現在の米国経済は強くなった。テロ攻撃の心理的影響は比較的治まってきたが、それは9月11日テロ以降、あまりテロ攻撃に驚かなくなったからかもしれない。企業は当時と比較して財務状況は一般的に改善しており、また現在借り入れについては消極的になっている。9月11日テロとハイテクバブルの崩壊は、平均を超えたリスクをとることに慎重にならせた。また貸し手の方も消極的になってきた。9月11日テロの及ぼした最大でかつ長く継続する影響は、原油高であり、これは最近より深刻になっている。中東との対立がその拍車をかけている。原油高に加えて、消費者の自信が傷つきやすくなったこと及び米国労働市場に参入する海外の優秀な労働者の入国が削減されていることである。9月11日テロはマクロ経済上のコスト及びGDPへの影響については、例えばハリケーンカトリーナなどの他の事件と比較すればかなり少ないといっている。

(“Housing Slowdown Takes Its Toll, Economists Say Selling Prices May Stagnate Or Decline, in 2007 as Cool Down Continues” Wall Street Journal September 7, 2006, By Phil Izzo)

(2) 持ち直しつつある中古住宅販売戸数及び今後改善が予想される新築住宅販売戸数

全国不動産業協会 (National Association of Realtors, NAR) の最近の予測によると、消費者は現在の住宅市場条件の変化に好感を示しつつあるようであるが、新築住宅についてはその在庫が減少しない限りは依然として弱含みであると考えているようである。

NARのチーフエコノミストのDavid Lereah氏は、中古住宅販売戸数は着実に持ち直してきていると期待感を示しつつ、次のように語った。「中古住宅販売戸数は、2006年第4四半期に底を打った模様であり、2007年さらには2008年にかけて徐々に増加していくことが予測

される。他方、新築住宅販売戸数はまだ減少を続けていくようであるが、2007年後半には増加に向かうものと予測される。中古、新築双方の販売動向を見ると、2005年の記録的な増加と比較すれば、現在の状況は弱いと見られるかもしれないが、それでも歴史的に見れば依然として高い水準を維持しており、また長期的な需要曲線に沿っているということが出来る。」

中古住宅販売戸数は、2006年には648万戸という記録上では第3番目の水準を達成したが、その後、2007年には644万戸、及び2008年には664万戸という予測である。他方、新築住宅販売戸数は、2006年には106万戸という記録上では第4番目の水準を達成したが、2007年には961,000戸に減少し、2008年には上昇に転じて971,000戸になるという予測である。

また、住宅着工戸数は、2006年の180万戸から、2007年には152万戸と下降し、2008年には156万戸に上昇するという予測である。Lereah氏によると、「新築住宅需要が供給に追いつき始めた時点において、恐らく2007年後半には、住宅建設業者は徐々に住宅建設を増加させていくものと見られる。」

30年固定金利モーゲッジの金利は、2007年後半までには、6.7パーセントに上昇するという予測である。連邦住宅貸付抵当金庫 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, Freddie Mac) は、2006年12月に30年固定金利モーゲッジの金利を6.14パーセントに改定したことを発表したところであるが、その後同金利は上昇傾向にある。Lereah氏によると、「モーゲッジ金利は依然として好ましい水準にあり、また、これが徐々に上昇していくということは、これから住宅を購入しようとする者にとっては購入の決定を見計らう時間的な余裕があるということを意味する。中古住宅販売について、この春、購入者と販売者との間の需給バランスが取れたとすれば、中古住宅価格はやや上昇すると予測される。」

中古住宅販売価格の全国の中位値は、2006年においては前年比わずか1.1パーセントの上昇であったが、2007年には1.9パーセント上昇し、226,200ドルになるという予測である。他方、新築住宅販売価格については、2007年には1.8パーセント上昇し、249,800ドルとなると予測され、この上昇率は2006年とほぼ同一である。また、2008年においては、中古、新築双方の販売価格上昇率は増加するものと予測され、中古住宅については3.2パーセント、新築住宅については3.4パーセントである。

(“Existing Home Sales to Improve, With Later Re-

covery For New Homes, by Walt Molony, www.realtor.org, February 21, 2007)