特集 マイナス金利下における金融・不動産市場

日本不動産投資市場概観

ジョーンズ ラング ラサール (JLL) リサーチ事業部長 赤城 威志 あかぎ たけし

2016年に入り、グローバルにおける経済・政治 的環境変化により全体として不透明感漂う状況に あるが、不動産市場を取り巻く環境もその影響外 ではない。英国国民投票による EU 離脱決定の影響 は今後も注視していかなければならないが、現在 のところその影響は当初の予想より軽微なものと なっている。また中国経済の減速懸念も未だくす ぶる中、米国次期大統領選の行方と当局による金 利引き上げ動向等、今後の市況を大きく左右する 事項もあり、本年第3四半期終了時点で将来の状 況悪化懸念は完全に払拭できない。しかし、グロ ーバル不動産市場においては、米国・ヨーロッパ 大陸を中心に賃貸需要は底堅く、ファンダメンタ ルとしては未だ健全性を保持しており、さらに不 動産投資市場も 2016 年を通して比較的健全な状 況を保持するものと予測されている。

本稿においては、昨今のグローバル不動産投資市場の状況を簡単に概説し、その後我が国日本不動産投資市場の変遷を振り返るとともに、現在の状況を分析し、将来の動向について考察する。

グローバル不動産投資市場

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 1)。

グローバル不動産投資市場は、2007 年に総額 7,580 億米ドルを記録し、ピークを迎えた。その 後リーマンショックの影響により 2008 年から急

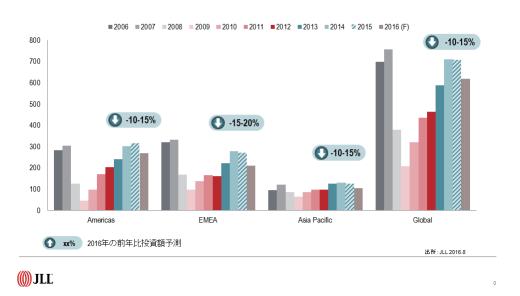
激な市場収縮が始まり、2009 年には取引総額2,090億米ドルまで落ち込んだ。その後2010年から拡大傾向に転じ、2014年には総額7,110億米ドルまで拡大し、ほぼ前回ピーク時のボリュームに回復している。2015年の市況も活発な状態を保ち総額7,070億米ドルの取引額となっている。この回復期は、世界各国の年金基金や政府系ファンド等のコア資金が世界の不動産投資市場を席巻し、また近年はプライベートエクイティや各国デベロッパー、そしてREIT等の投資活動が活発化してきた結果と言える。投資市場拡大の要因としては、先行して回復していた賃料の上昇トレンド及び世界的な金融緩和政策により潤沢な資金が伝統的投資対象たる株式・債権以外のオルタナティブ分野の不動産へ大きく流入したことが挙げられる。

2016年に入り、1月から6月までの上半期で取引総額は2,920億米ドルとなっており、前年同期比10%減のレベルの投資市場となっている。世界経済の不透明感を反映し、一部の投資家の戦略には以前と比較して若干慎重姿勢が見られる面もあるが、後述する日本市場においても見られるように投資需要自体は引き続き旺盛である。しかし、その需要に比して市場における売り物件は少なく、実際の取引が顕在化しないことも投資額減少の一因である。今後控える主要国の経済政治関連動向の如何にもよるが、この傾向は2016年内残す数か月も継続するものと思われ、JLLでは最終的に2016年通年の投資額は、前年と比較して10%~

図表 1

グローバル: 商業用不動産直接投資総額の推移

2006年~2016年予測



15%低い 6,000~6,300 億米ドル程度となるもの

日本の不動産投資市場

と予測している。

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2である。

やはりグローバルと同様、2007年に取引総額7 兆円を超え、不動産投資市場は最大化した。その後、リーマンショック後、取引額は減少の一途を辿るが、市場の回復はグローバルから遅れる。結果的に東日本大震災が起きた2011年が底となり、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。その後、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、不動産投資額を更に拡大させ、2013年に4兆円(前年比101%増)、さらに2014年には4.7兆円(前年比17%増)に達した。翌2015年は、第3四半期までは2014年を上回る勢いで取引額が積み上がっていたのもの、第 4四半期に失速、結果通年で4.1兆円と前年比12%減で終えることとなった。本年2016年に入っての動きを見ると、概ね昨年の動向を踏襲している。第2四半期こそ対前年同期比で増加したものの、第1四半期及び第3四半期は減少しており、1-9月末までの合計値で18%減の2.8兆円となっている。

ここ数四半期における取引額減少の主な理由としては、以下の事項が挙げられる。

①市場における売り物件の減少

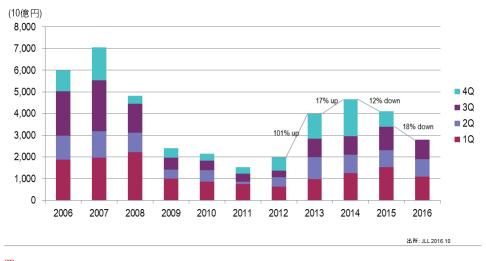
不動産市場はここ数年で活性化してきたわけだが、その過程の中で継続的に市場へ供給されてきた売り物件が、昨今少なくなってきている。取引額が拡大していた時期には、財務上早急な資金を必要とした場合のほか本業のビジネスへの再投資を意図した事業法人による所有物件の売却、単に不動産価格上昇による利益確定のための物件売却が見られたほか、既に投資済の案件を有するファンド等の運用期間満了に伴う資産売却など、取引市場へ供給される物件が多く存在していた。

図表2

Investment

商業用不動産の直接投資総額の推移(日本国内不動産)

「商業用不動産投資額」 ※レジデンシャル・土地等を除く



(()) JLL

昨今、事業法人にあっては、景気回復に伴う業績改善により早急な資金回収の需要も減退し、加えて、大規模な金融緩和により各種資金調達環境が良化・多様化し、不動産売却による資金調達の必要性は薄れている。また、継続して価格が上昇してきた不動産市場に更なる上昇期待を有する所有者にあっては、換金の必要性がない限り、売り控えの姿勢となっている。さらに、不動産の運用ファンドは、現在運用すべき受託資金が積み上がり新規の不動産購入に奔走している中、物件を市場に放出している場合ではないという状況であろう。

②売主と買主目線の乖離

売主と買主の価格目線に乖離が見られてきている。売主サイドでは、市場での売り物件の稀少性も認知しつつ、売却希望価格が高止まりしている一方で、買主・投資家サイドでは、昨今の経済の先行き不透明感を背景に、近年著しく低下し続けてきたキャップレートに対し、やや警戒感を抱いている。また、賃料収入は継続して上昇している

ものの、従前の高い期待に比べて緩やかなものとなっていることも影響し、以前ほどの強気の価格提示が見られなくなってきている。いわば、売主の"多大なる期待"と買主の"不確かな警戒感"の狭間で市場取引総額は減少してきているといえる。

③リファイナンスという選択肢の拡大

金融緩和により一般市場に資金が潤沢に供給され、金融機関は資金需要を有する顧客への貸付業務をより積極的に行わなければならない状況となった。不動産向け融資にあっては、貸付金利を下げるのは勿論のこと、物件価格に対する貸付金額の比率であるLTV (Loan To Value)も引き上げた。借主にとってはより良い借入れ条件となり資金調達環境が良化したわけであるが、現在の不動産所有者が従前借り入れていた資金のリファイナンス(借換え)を行うにあたっても好条件が引き出されることとなった。したがって、売却により資金回収を行い最終的な利益を得ることのほかに、好条件のリファイナンスを行うことにより、エクイ

図表3

不動産投資の購入者別割合

2016年に入り、J-REITによる取引額が再び拡大



(())JLL

ティ部分の運用パフォーマンスを向上させる選択 肢が生まれた。これは不動産所有者をして、物件 売却という市場取引を介せずに、不動産運用の効 率化を図ることを可能とせしめた。

以上の理由により、現実の取引市場での売り物件供給が減少しており、また市場に出たとしても売買当事者の希望価格の乖離により取引に至らないケースも見られている。特に投資市場拡大期に多く見られた大型取引が減少しており、リファイナンスという選択肢がここにも影響を及ぼしていると考えられる。稀少性の高い優良物件にあっては、市場に出回る可能性が低くなっている状況である。

しかしながら、国内外を問わず、不動産投資主体の投資需要は引き続き極めて高い状態となっている。従前の金融緩和政策に加えてマイナス金利の効果ではあるが、その旺盛な投資需要を十分に吸収し得ない中で、不動産投資市場は徐々に縮小してきているといえる。

不動産投資額の詳細

続いて、近年の不動産投資額を購入主体・所在 地域・用途別に分析する。

Investment

1)購入主体別投資額

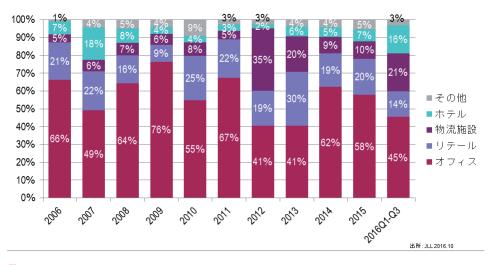
購入主体別にみると、ここ近年上場リート (J-REIT) の割合が大きくなってきている(図表 3参照)。今回の市場拡大期の初期段階ともいえる 2012 年・2013 年においては、J-REIT が他に先駆 けて積極的に資産取得を行い、不動産投資市場を 牽引した。これはアベノミクスによる金融緩和並 びに株価上昇とともに J-REIT の投資口価格も上 昇し、J-REIT にとってエクイティ・デットともに 資金調達環境が良化したことが要因であるが、こ の時期はリーマンショック以降鳴りを潜めていた 新規 IPO も再開された時期である。次いで、2014 年・2015年には、私募ファンド、不動産会社によ る不動産投資額が大幅に増加し、年間投資総額 4 兆円越えの市場活況期を形成している。この時期 には不動産賃料も安定的な上昇傾向を示していた ことも相まって、各種投資主体の取得意欲が高ま

Investment

図表 4

不動産投資の用途別割合

2016年は物流施設、ホテルに対する投資が拡大



(M) JLL

り、キャップレートの低下、取得価格の上昇が進 んだ時期でもある。

そして、2016年に入り、マイナス金利の恩恵をストレートに享受した J-REIT が再び取得額を拡大させており、第3四半期末時点で、年初からの全体投資総額の46%をJ-REIT が占める状況となっている。このJ-REIT割合の大きさは、前項で触れた市場での売り物件の減少という実態と無関係ではない。漸次細り続ける市場への物件供給の中、スポンサーからの物件パイプラインを有するJ-REIT は市場を介せず直接物件取得ができる優位性を発揮しているともいえる。またこれは、J-REIT の物件取得額の相当数を占める、スポンサーからの購入取引を除いた場合、現実の不動産取引市場における物件供給は極めて限定的である現在の状況を浮かび上がらせている。

2) 用途別投資額

不動産投資額の用途別内訳の推移を示すのが図表4である。

不動産投資において伝統的に主要なセクターで

あるオフィスが最も割合が高いのは当然といえるが、近年その割合は減少している。一方で、割合を増加させているのはリテール(商業施設)・物流施設・ホテルである。

①リテール(商業施設)

アベノミクス以降、オフィス賃料も回復傾向を示したが、それ以上の上昇幅をもって回復したのが都心部のリテール賃料である。アベノミクスによる株価上昇は資産効果を生み出し、富裕層の消費額を急激に高めた。加えて、近年激増してきた海外からの訪日外客は、当初高級ブランドの衣服・宝飾品を大量に購入し、東京の銀座・表参道などのプライムリテールエリアにある各種ブランド店の進出意欲を刺激した。これに伴い、同地域の店舗賃料は上昇し、特に目抜き通りの1F賃料は2012年から2016年までの4年間で38%上昇している。これに端を発し、主要都市都心部のリテール物件の売買が増加し、このセクターの取引額拡大に寄与した。その後、都心近郊の商業施設や地方でも確かな商圏を有するショッピングセンター

へと投資活動は徐々に広がっているものの、国内 の一般消費傾向が未だ本格回復しておらず、セク ター全体としては今後の課題が残っており、いわ ゆる郊外型大規模ショッピングモールなどの取引 が隆盛を極めたリーマンショック前の市場活況期 とは状況が異なっている。

②物流施設

近年著しく成長しているセクターが物流施設で ある。2000年以降、外資系不動産会社により開拓 された物流施設セクターであるが、今回の投資市 場活況期に一躍台頭した分野であるといえる。こ のセクターの拡大に寄与したのが、まず第一に 3PL (サードパーティーロジスティクス) と呼ばれ る物流業務のアウトソーシングビジネスの拡大で ある。従来日本の製造業は独自の物流部門を持ち、 生産拠点から販売拠点まで一貫した物流を自ら行 っていたが、本業回帰の流れのもと、物流業務を 3PL 業者へ任せる動きが伸展した。第二に、イン ターネット通販などの E-Commerce 産業の拡大で ある。いまや我々の生活になくてはならない E-Commerce は年々歳々拡大・進化しており、即日 配達を可能にする消費地直結の物流施設はこの産 業の重要なインフラとなっている。これらの産業 からの堅調な賃貸需要を背景に、物流施設のスト ックはこの10年間で7倍に膨張している。

また、物流施設の特徴である長期の賃貸借契約も投資額拡大の大きな理由である。投資市場拡大の主役である年金基金や政府系投資機関は、長期・安定運用を志向するコア投資家であり、契約期間が10年を超える賃貸借を備える物流施設は長期のキャッシュフローが安定的に予見可能であり、これらの投資家の投資需要を一気に獲得した。また、新たな物件開発が継続して行われている当該セクターは投資対象アセットが日々拡大している点で他のアセットクラスとは異なり、オーガニックに増大するテナント需要と共に近年の投資家を魅了するものとなっている。2012年末以降は、この分野で先んじていた外資系不動産プレイヤーが物流特化型、J-REITを相次いで立ち上げ、その後

の継続的な資産組み入れも手伝い、投資額増加に 寄与している。近年では、多くの国内大手不動産 会社もこのセクターに参入しており、今後も拡大 傾向に推移することは想像に難くない。

③ホテル

ホテルセクターは近時最も勢いを得ている分野である。近年ホテルの稼働率が上がり、客室単価も上昇しているが、言うまでもなくこれを後押している大きなドライバーは大幅に伸びている外国人観光客の宿泊需要である。これはここ数年の円安傾向、アジアを中心とした国々でのビザ発給要件緩和措置、LCCに代表される安価な航空網の進展を背景としている。また円安は、日本人旅行客にとって、海外旅行とのコスト比較における国内旅行の優位性を高めており、国内需要も取り込んだ形でホテル業界の業況改善が進んだ。

不動産投資においてもこれらの状況改善は投資 家の需要を刺激し、ラグジュアリーホテルから宿 泊特化型のビジネスホテル、さらにはリゾートホ テルまで、各種類型のホテル取引額を押し上げて いる。ホテル特化型を含む複数の J-REIT による取 得が拡大する中、海外投資家の投資意欲も旺盛で、 アジアの投資家を中心に地方のリゾート施設など にも投資事例が散見される。また海外からの目線 では、人口減少という長期的かつ構造的な問題を 抱える日本市場にあって、観光立国を目指した各 種政策が推し進められる中、外国人観光客需要を 直接取り込める当該セクターは貴重な成長期待分 野として捉えられている。民泊などの制度整備の 影響も考えられるが、全体的には今後投資市場に おいてさらにプレゼンスを増す分野であると考え られる。

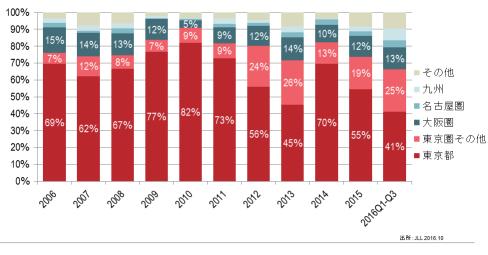
2016年1月から9月末までの投資総額をみると、オフィス以外の用途が全体の55%を占めており、ヘルスケア・データセンター等新たなセクターの取引も見られる。特に上記3セクターは、伝統的な投資対象であるオフィスセクターとともに、不動産投資市場においては確固たるポジションを築

Investment

図表5

不動産投資の地域別割合

物流施設やホテルへの投資額増加により地方圏への投資が拡大



(())JLL

いたといえるであろう。

3)地域別投資額

不動産投資額の地域別内訳の推移を示すのが図表5である。

我が国においては、東京圏での取引が全体の大きな割合を占めている。世界でも有数の巨大投資市場である東京のプレゼンスは高い。多くの不動産投資家が東京を目指し、投資活動を行い、資産規模を拡大してきた。しかし、近年、東京以外の地方圏の割合が増加している。2016年1月から9月末までの総額で、東京都の割合は41%まで減少しており、東京都以外の東京圏(神奈川・千葉・埼玉)並びに大阪・名古屋・福岡を中心に、地方圏の割合は約6割までに拡大した。以下、その要因を数点指摘する。

①取得競争の激化

ほとんどの投資主体は一義的に東京への投資を 目論むものの、取得競争の激化に伴い、東京所在 物件のキャップレート低下・価格上昇も進み、容 易に取得できる環境ではなくなってきた。また、 大型物件を中心に東京では市場への物件供給が減 少し始め、投資主体は新たな投資機会を求めて地 方圏へ矛先を向けたといえる。

②遅れてやってきた地方圏での賃料上昇

景気回復に伴い、いち早く東京での賃料上昇が 見られたが、これに遅れる形で大阪・名古屋・福 岡などの主要地方都市において賃貸市況が回復し 始めたことも、投資家の目を惹きつける要因となった。JLL の賃料調査では、大阪 A グレードオフィスは東京に遅れること約2年で賃料が反転している。さらに2016年第3四半期末時点における前年同期比の賃料上昇率は東京を凌ぐ勢いとなっている。

③新たなるアセットクラスの拡大

前項の用途別投資額において分析したとおり、 近年オフィス以外の用途、特にリテール、物流施 設、ホテルセクターの投資額が増加している。こ れらのセクターは東京に限らず地方においても投 資需要が存在するセクターであり、これらのプレゼンスの高まりに伴い、地方圏の投資額が増加している。

リテールについては、消費行為が行われる限り どの地域にあっても不動産需要は存在し、特に大 阪・名古屋・福岡などの大都市にあっては、東京 と同様にアベノミクス以降、都心部所在の商業施 設の市況回復が見られた。これに伴い、当該セク ターの地方大都市レベルでの不動産投資額が拡大 していった状況が伺える。

物流施設も大きな消費地さえあれば、東京に限らず地方であろうが場所を選ばない。例えば当該セクターの賃貸需要を強力に押し上げているE-Commerceは巨大消費地たる東京・大阪・名古屋などへの配送を目的に、これら大都市周辺部にその拠点を構える必要がある。近年継続して進められている高速道路の整備により、新たな交通結節点としてのインターチェンジ周辺に物流施設開発適地が生まれており、投資対象たる物流施設も必然的に大都市周辺県に所在することになる。

ホテルについては東京でのビジネス客の宿泊需要のほか、観光客を中心に地方都市でも業況改善が見られている。特に大阪・京都などの都市は国内観光客のほか、近年外国人観光客の需要が高く、これらの地方大都市圏でもホテル投資が行われている。さらに北海道・沖縄といったリゾートホテルに対しても投資需要は旺盛で、大都市以外の地方圏の取引額を増加させている一因となっている。

東京の投資額割合が大きいことは前述したとおりであるが、そもそも市場拡大期には投資機会を求めて地方に投資が拡大する(逆に、リーマンショック後の2009年・2010年に見られるように、市場縮小期にはリスク回避志向が高まり、安定性のある東京に投資が集中する)が、今回の市況活性時期においては、東京都以外の地方割合は前回活況時である2007年時を上回っている。これは行き過ぎた市場の過熱感というよりも、東京における物件供給が極端に少ないことに加え、上記③の理由に見られる物流・ホテルなどの東京所在にこ

だわらないアセットクラスが台頭していることが 大きな理由と考えられる。したがって、現在の投 資市場においては投資対象となるアセットクラス の拡大が伸展しており、不動産投資の多様化自体 が地方圏の取引額を押し上げているのである。

今後の動向そして将来への期待

以上、不動産投資市場を概観してきたが、今後も投資需要自体は旺盛であるものの、物件の市場供給が限定的な状況が続くものと思われる。2016年も最終第4四半期を残すのみとなったが、JLLでは通年での不動産投資額は昨年比10%減の3.7兆円程度となるものと予測している。

現在、不動産投資総額が徐々に縮小しているの は事実であるが、サブプライムローンの破たんに 端を発した信用構造の瓦解が不動産投資市場を直 撃した 2008 年 (前年比 32%減)、2009 年 (同 50% 減)とは状況が異なる。近年金融機関の不動産向 け融資額が増大し揶揄する向きもあるが、個人住 宅・相続対策のアパート建築に伴う影響も大きい であろう。商業用不動産の投資市場は緩やかな縮 小傾向にあり、一部行き過ぎた取引もあるものの、 全体としてはむしろリーマンショック以降の時代 を経験した学びが活かされ、取引市場における当 事者(売主・買主)の両にらみ状態の中、時代に 即応した調整が行われていると解することもでき る。また近年、物流施設・ホテルのほかヘルスケ ア・データセンターなど新たな投資アセットクラ スが成長していることは、投資市場の多様性が高 まり市場全体の成長と捉えていいだろう。

近時、日銀による金融緩和政策において資金供給量から長期金利重視への方針変更が発表されたが、今後も現在の低金利状態に変化はないであろう。また、政府による大規模な財政政策が短期的には景気を下支えする中、不動産投資市場も劇的な縮小を見る可能性は低い。しかし、最も重要なのは、将来の成長を見据えた施策・投資であり、不動産投資市場においても同様である。日本はその大きな経済規模に比較して商業用不動産投資額が少ない。言い換えれば、世界有数の投資適格不

動産在庫(ストック)を有しながら、その取引量 (フロー) が少ないのである。不動産取引市場が 拡大することにより、売買のみならずこれに付随 した不動産関連ビジネスも拡大し、不動産という 産業全体の底上げとなるはずである。不動産投資 市場の育成・活性化のためには、因習的な流通市 場の改革及び複雑な税制の改善並びに環境不動産 分野の成長促進などを積極的に進めていかなけれ ばならない。また、 JLL が 2年に1度調査を行っ ている「グローバル不動産透明度調査」の 2016 年版で日本は19位となり、2014年の26位よりは 改善したものの、未だ先進国レベルに達していな い。日本の不動産市場透明度を今後さらに向上さ せることは必須事項である。

我が国の不動産は世界に誇る貴重な資産であり、 その有用性を最大限に発揮させることが日本の将 来にとっても非常に重要なことであるのは確かで ある。