

不動産投資は「活況」と「過大」の境界へ

みずほ証券株式会社 経営調査部 上級研究員 石澤 卓志

最近、外国人による日本の不動産の「爆買い」が話題となっている。しかし、この件についての一般的なイメージは、実態と異なる部分が多いようだ。

第一に、外国人による不動産投資は、最近になって急に増えたわけではない。過去 5 年間に日本国内で行われた不動産売買を見ると、各年の取引金額トップは全て、外国人が当事者となった事例が占めていた。さらに各年の取引額上位 10 位までの半数程度は、外国人が関与した売買だった。それ以前の取引状況についても、2007 年の「ミニバブル」期には、外国人による不動産投資額は、現在を大きく上回っていた。

第二に、外国人による不動産取引は、「爆買い」だけではなく、売却も増加している。日本不動産研究所の調査によれば、外国人による不動産購入は、2014 年前半が 1,885 億円だったのに対して、同年後半は 5,590 億円と、大幅に増加した。しかし、売却額も増加し、2014 年前半は買い越したものの、同年後半は 1,300 億円程度の売り越しとなった。アジア系の投資家は、後述するように、日本の不動産の投資利回りが「相対的に」高まってきたことや、円安に注目して不動産を積極的に購入している。一方、以前から日本の不動産を保有してきた欧米系の投資家は、円安の進行によって、ドルベースの資産価値が下落してきたため、不動産の売却を進めている。

また、アジアの新興国の成長率鈍化などを受けて、欧米系の不動産会社を中心に、投資体制を見直す動きが出ており、外国人投資家の顔触れにも変化が見られる。たとえば、英国のアビバ (Aviva Investors) は、2014 年 12 月に、アジア太平洋地域の不動産事業を、米国の JP モルガン・アセットマネジメントに売却した。米国の GE リアル・エステートは、不動産ローン事業を拡大する一方で、世界規模で実物不動産への投資を縮小しており、日本でも不動産売却を進めている。

外国人が日本の不動産に求める内容も大きく変化している。外国人投資家による日本の不動産市場への評価は、以前は「投資利回りは低いものの、安定した収益が期待できる」というものだった。日本不動産鑑定士協会連合会の「世界地価等調査結果」を基に、主要都市のビジネス街 (高度商業地域) の投資利回りを見ると、2003 年時点では、東京の 5.5% に対して、ロンドンが 6.5%、ニューヨークは 7.5%、サンフランシスコは 9.0% だった。ロンドンやニューヨークには、不動産価格が東京よりも高額なエリアが存在するが、2003 年時点の投資利回りは東京を上回っていた。一方、東京は表面的な投資利回りは低いものの、(この時点では他国に比して) 金利水準が低いため、日本国内で資金を調達した場合には、一定の利ザヤを確保できた。

ところが、過去数年間に金融緩和が進んだこともあり、欧米主要国やアジアの新興国では不動産価格が高騰し、投資利回りが大幅に低下した。ロンドンの高度商業地域の投資利回りは、2013 年時点で 3.5% に低下し、東京の 4.6% を下回る状況となった。ニューヨークも、2013 年時点の投資利回

りは5.0%に低下し、東京との利回り格差は0.4ポイントに縮小した。このような状況の中で、日本では、2015年1月1日時点の公示地価において、全国の商業地が7年振りに下落から脱却するなど、地価の底打ちが明確になってきた。この結果、日本の不動産市場は、「安定したインカムリターン（賃料収入等）」とともに「キャピタルゲイン（値上がり益）の拡大」も期待できる有望な投資対象となった。

しかし今後は、この地価上昇が、不動産投資の障害となる可能性がある。日本不動産研究所が6ヵ月毎にまとめている「不動産投資家調査」によれば、東京の「丸の内・大手町」エリアに立地するAクラスビル（優良ビル）に投資した場合の「取引利回り」（市場で取引されている価格に基づく利回り）は、2012年10月時調査まで8期（4年間）連続で4.2%の横這い状態だったが、最新調査である2015年4月時調査では、3期連続で低下して3.5%となった。あくまでも筆者個人の意見であるが、不動産賃貸事業が成立するには、NOI（Net Operating Income、純収益）ベースで3.5%以上の利回りが必要と思われる。不動産は個別性が強いため一概には言えないが、この水準を下回る取引は、転売を目的としたものが中心となり、「バブル」的な性格が強まる。東京都心部の取引利回りが3.5%まで低下したことから、現在の不動産市場は、バブルの「危険水域」に近づいたと考えられる。

これまでは、日本の不動産価格の回復が欧米などに比して遅れ、相対的に割安となったことが、外国人の投資資金を呼び込んでいた。しかし今後は、投資利回りの低下が新規投資の障害となり、キャピタルゲインを確保するための売却が大幅に増加する可能性がある。

この事態を回避するには、不動産取引の透明性を高め、取引利回りがリアルタイムに把握できる環境を構築することが重要と思われる。投資判断の基礎となるデータが明確に示されれば、市場メカニズムが機能しやすくなり、不動産投資の過熱を抑制する効果が期待できる。

新国立競技場の建築費の高騰が大きな問題となったばかりである。オリンピックなどのイベントは、過大投資を引き起こしやすく、不動産分野でも、湾岸エリアのマンション用地が高騰するなどの動きが出始めている。現在の不動産市場は、健全な投資を継続できるかの正念場を迎えていると言える。