

みずほレポート

2005 年 6 月 16 日発行

最近の不動産市場の動向と今後の注目点
～過熱する不動産投資市場の行方は～

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話（03）3201-0211 まで。

要旨

1. 地価は全体で見れば下落が続いているものの、都心部を中心とした下げ止まりから上昇に向かう傾向には広がりが見られ、一部にはバブルを懸念する向きも出てきている。
2. こうした地価動向の変化の背景には、上場企業等が売却した不動産の 5 割近くを SPC や投資目的法人が購入していることにみられるとおり、不動産証券化市場の拡大がある。不動産の証券化額は、国土交通省の調査によれば 1997 年度以降 2004 年度までの累計で 20 兆円を上回っている。
3. 証券化市場が拡大しているのは、①企業の資産圧縮に向けた動き、②SPC 法や改正投信法施行などの証券化に係るインフラ整備、③不動産の小口かつ多様な金融商品化による投資家拡大、④収益性をベースとした不動産価格形成の確立、⑤超金融緩和下での景気回復などがある。特に、J-REIT やプライベートファンドといった不動産投資市場の急拡大が不動産市況の変化につながっている。
4. J-REIT の時価総額は約 2 兆円に達するなど着実に資産規模を拡大させている。時価総額の拡大や物件取得競争の激化などから、配当利回りは 4 % 弱まで低下しているほか投資対象はオフィスから賃貸住宅や商業施設にも広がってきている。一方、プライベートファンドは、J-REIT と比べて資産規模や運用形態が多種多様で高めのリターンを狙ったものが多い。ただし、投資期間は 3 ～ 5 年が中心で、そのイグジット(投資の回収)にともなう物件売却が 2007 年頃に増加することが懸念される(いわゆる「2007 年問題」)。
5. J-REIT やプライベートファンドの投資対象であるオフィス市場や住宅市場は、空室率の低下や着工戸数の増加など全体では改善が続いている。ただし、都市間や物件間の二極化が残り、地価の個別化につながっている。一方で、グローバルな不動産の金融商品化が進むにつれて内外の不動産関連商品の連動性が高まることも想定される。
6. 不動産業界は、バブル崩壊後収益性が大幅に低下したが、棚卸資産回転率の回復などから資産収益率は上昇し、有利子負債償還年限も低下するなど調整が進んでいる。また、不動産ビジネスのアンバンドリングが進む中でビジネスモデルの改革が進んでおり、プロパティマネジメント等によるフィービジネスの拡大により、収益基盤を強化させる動きも強まっている。
7. 最近の不動産投資市場は、不動産の物件取得競争の激化によって、REIT の取得時 NOI 利回りは 4 % 台まで低下した物件も出てきており、プライベートファンドではこれを更に下回っている例もあるようだ。先行きの賃料上昇を見込むケースもある模様で、こうしたプライシングを「ミニバブル」と警戒する向きが出てきている。
8. 「バブルか否か」については、以下の 4 つの点から市場全体としてはバブルというべき状況には至っていないと考えられる。①収益・キャッシュフローがベースになった価格形成が主流になっている。②不動産が小口の金融商品化したことにより、市場に流

動性と厚みが付き市場メカニズムが働きやすくなった。③J-REIT という不動産市場のベンチマークが存在している。④不動産投資の専門家による投資対象物件とその他の物件を峻別した投資が行われており、不動産市場で健全な二極化・個別化が進んでいる。

9. 今後の不動産市場については、先行き景気の回復が続くと見込まれることに加えて、不動産市場が景気の遅行指標といった面も考え合わせると、今後2～3年は個別化の動きを伴いつつも市場の底上げ・回復基調は続くと思われる。先行き、「2007年問題」や金利上昇が不動産市場の懸念材料となるが、仮に売却圧力が高まっても市場メカニズムの中で吸収されて不動産市場全体の調整には至らないと考えられる。
10. 日本経済は資産デフレとの悪循環から脱却に向けてようやく動きだした。不動産は株価以上に個別性が強いが、こうしたミクロでの不動産市場動向は、経済全体でみたデフレ脱却に向けた正常なプロセスと捉えられよう。

不動産市場調査プロジェクトチーム

調査本部	経済調査部	部長	四宮	隆文
	経済調査部	上席主任研究員	泰松	真也
	経済調査部	主任研究員	山本	康雄
	経済調査部	研究員	松田	進
	金融調査部	部長	梅田	彰
	金融調査部	上席主任研究員	長谷川	克之
	金融調査部	研究員	益田	沙織

本調査を行うにあたっては、株式会社都市未来総合研究所の田中哲夫主席研究員、佐藤泰弘主任研究員、池田英孝副主任研究員のご協力ならびに「不動産売買実態調査」のデータ提供を得た。

目次

1.	はじめに.....	1
2.	不動産価格の動向	1
(1)	2005 年公示地価概観	1
(2)	地価の個別化.....	2
3.	不動産取引の動向	4
(1)	土地取引件数.....	4
(2)	上場企業の不動産売買動向	5
(3)	取得時期別土地所有件数.....	6
4.	不動産市場の構造変化	7
(1)	企業の資産圧縮に向けた動き	7
(2)	金融商品化した不動産投資の多様化	9
(3)	収益還元地価.....	10
5.	不動産投資市場.....	11
(1)	J - REIT	11
(2)	プライベートファンド.....	14
6.	分野別にみた不動産市場.....	16
(1)	オフィス	16
(2)	商業・物流施設、工場.....	19
(3)	住宅市場.....	20
(4)	海外不動産市場	21
7.	不動産業界の動向	23
8.	最近の不動産投資市場の変化とその背景.....	24
9.	おわりに.....	26
(1)	不動産市場はバブルが懸念される状況なのか.....	26
(2)	今後の不動産市場.....	27

1. はじめに

最近のわが国経済は「踊り場」的状況にある。先行き、景気は再び回復軌道に復するとみられるが、海外経済の影響はなお大きく、景気の短期的な動向には不確実性が残る。

一方で、経済を中期的な視点でみれば、バブル崩壊後の長期低迷から脱したと思われる。いわゆる「3つの過剰」の調整はマクロでみればほぼ解消した。また、デフレなかでも資産デフレは経済低迷とあいまって悪循環を引き起こしていた。しかし、資産デフレからの圧力は大きく緩和してきている。株価は既に2003年春にボトムを打ち、最近まで緩やかな上昇傾向にある。地価についても、全体では下落が続いているものの、下げ止まりの動きに広がりが見られる。都心部の一部では大幅な上昇となっている地点もみられ、バブルを懸念する向きすら出てきた。

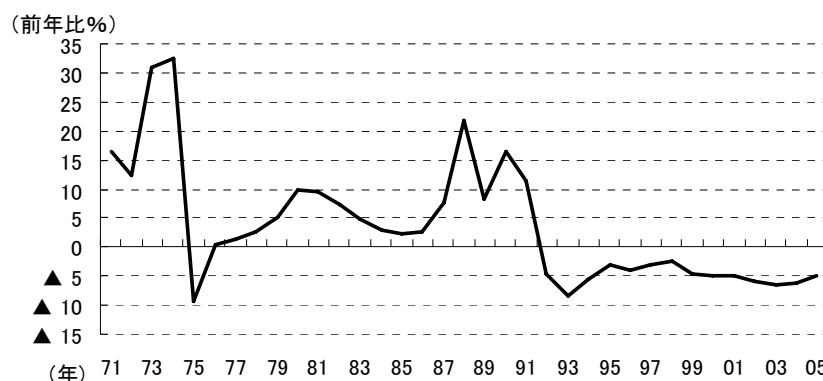
本稿では、こうした不動産市場に焦点を当てて、まず、最近の地価動向をみていく。次に、不動産価格の下げ止まりの背景について整理する。特に、最近の不動産市場に大きな影響を及ぼしているREITやプライベートファンドなど不動産投資市場について詳細にみる。最後に、これらを踏まえて不動産市場の先行きについて展望したい。

2. 不動産価格の動向

(1) 2005年公示地価概観

2005年の公示地価は全国全用途平均で前年比▲5.0%となった(図表1)。92年以降14年連続で下落が続いたものの、下落幅は2年連続して縮小した。地域別にみると、東京圏など三大都市圏で下落幅の縮小が続いた(図表2)。一方、昨年まで下落幅が拡大してきた地方においても縮小に転じた。用途別(全国ベース)には、商業地は3年連続、住宅地は2年連続で下落幅が縮小した。また、工業地は昨年まで下落幅の拡大が続いてきたが、2005年は縮小に転じた。

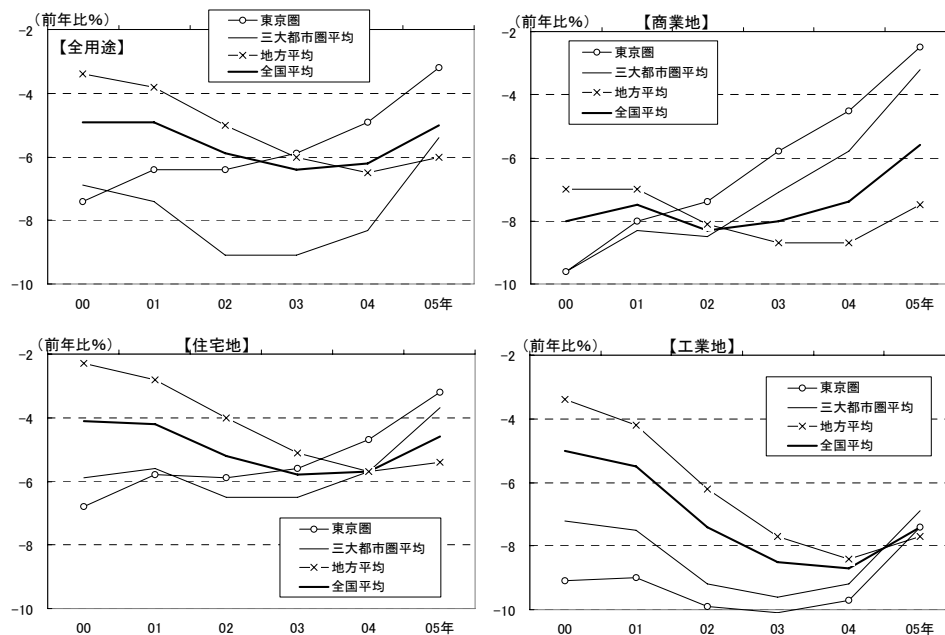
図表1 公示地価の推移



(注) 全国全用途ベース。

(資料) 国土交通省「地価公示」

図表 2 用途別・地域別地価動向

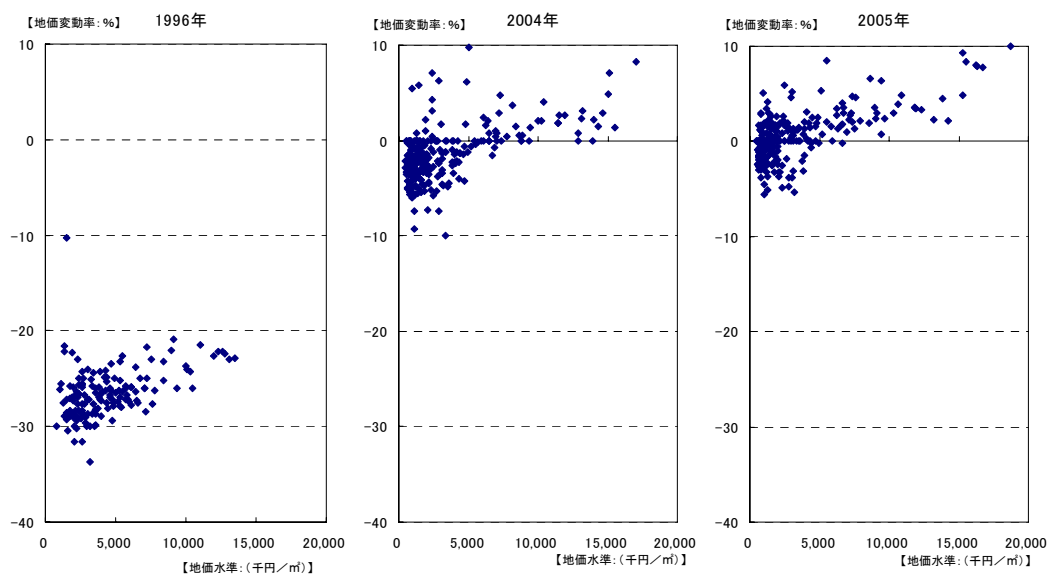


(資料) 国土交通省「地価公示」

(2) 地価の個別化

このように全国ベースでみた地価は下落が続いているが、東京都心部の地価は下げ止まりから上昇に向かう動きが一層強まっている。都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)の商業地地価は、96年には全地点一律に前年比▲25%程度の下落となっていた(図表3)。しかし、2000年頃からは収益性が高く地価水準の高い地点で横ばいまたは上昇となり、2005年には都心5区平均で14年ぶりの上昇となった。

図表 3 都心商業地の地価動向(1996年、2004年、2005年)



(注) 都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)の商業地。

(資料) 国土交通省「地価公示」

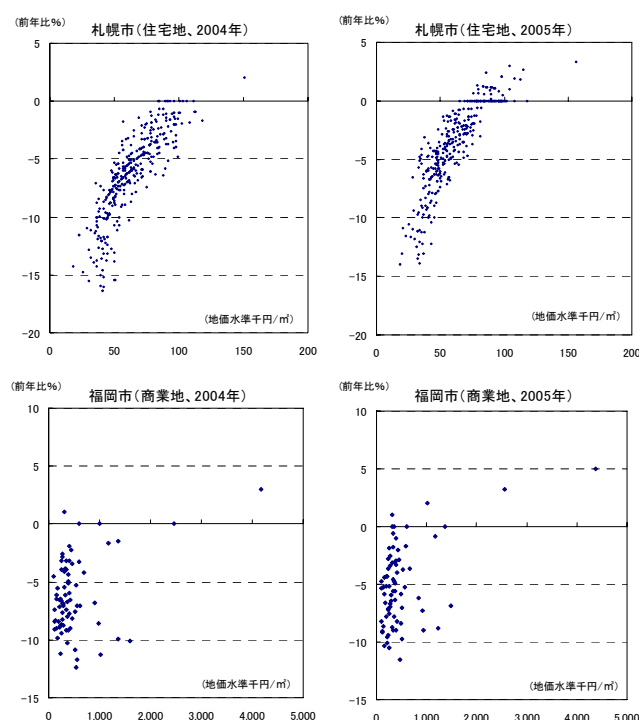
住宅地地価についても、千代田区、港区、渋谷区は区平均で昨年に続いて上昇となったほか、中央区、文京区、台東区は下落から上昇に転じた。背景には利便性や住環境に優れた地域での堅調な住宅需要があり、都区部周辺でも浦安市、武蔵野市が上昇となった。

こうした地価下げ止まりから上昇の傾向は、都区部から大阪市、名古屋市へ、さらには札幌市、福岡市など地方の一部の中核都市にも波及しつつある(図表4)。

地価上昇地点に広がりが見られる一方、大幅な下落が続いている地域や下落幅が拡大している地域もみられる。千葉県の木更津、君津、富津などの内房地域では東京湾横断道路開通後のストロー現象¹などにより地価の大幅な下落が続いている(図表5)。また、地域経済の低迷を背景に秋田市や松江市などでは下落幅が拡大している。

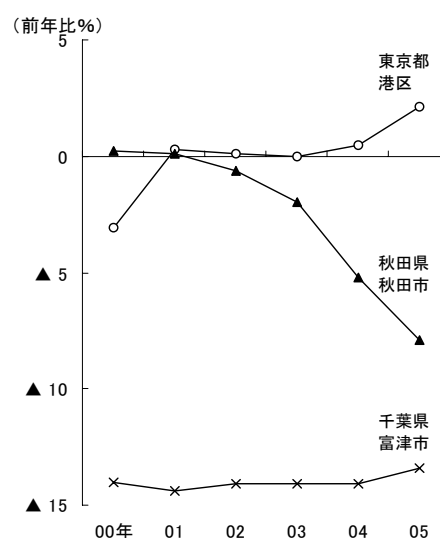
このように、地価は地域によって動きが異なっているほか、同じ地域でもその面積や地型、通り付けなどによって地価水準や変化方向に違いが見られる。背景には個々の土地の収益性によって地価が決まる傾向が強まっていることがあり、地価が地点毎に異なる「地価の個別化」が進んでいる。

図表 4 地方中核都市の地価動向



(資料) 国土交通省「地価公示」

図表 5 地価の個別化



(注) 各都市の住宅地地価。
(資料) 国土交通省「地価公示」

¹ 道路や鉄道などの交通網を整備した結果、経路近傍の小都市から大都市へ購買活動や産業が吸い上げられて、結果的に小都市が衰退する現象。

3. 不動産取引の動向

ここでは、都心部を中心とした地価下げ止まりから上昇の傾向について、土地売買動向からみていく。

(1) 土地取引件数

①売買による土地取引件数

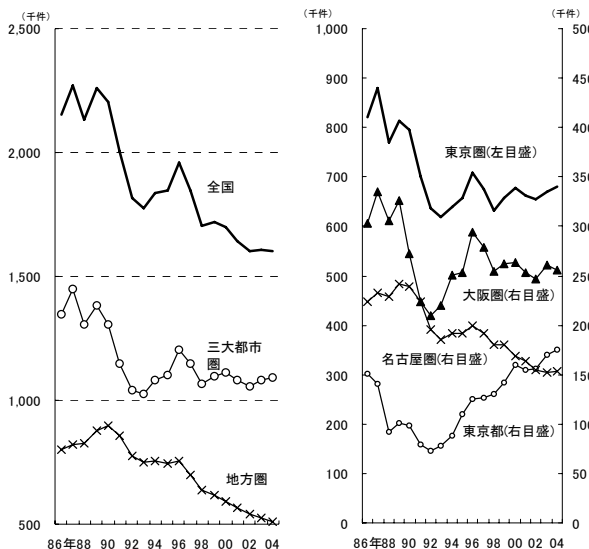
はじめに、取引の全体像を売買による所有権移転登記件数でみると、バブル崩壊後減少傾向にあったが、2002 年以降はほぼ横ばいとなっている。地方圏では減少が続いているものの、三大都市圏で緩やかに増加している(図表 6)。

三大都市圏では、名古屋圏、大阪圏は横ばいにとどまっている一方で東京圏は増加している。なかでも東京都では家計の住宅取得増加などを背景に 92 年以降増加傾向にある。

②国土利用計画に基づく届出件数

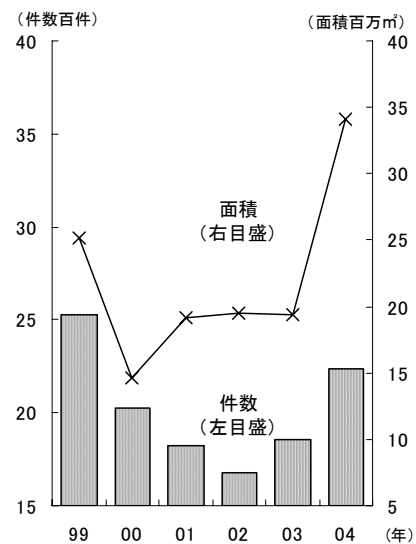
東京都について、国土利用計画²に基づく届出件数、面積によって、大規模な土地取引動向をみえる。届出件数は 2002 年をボトムに 03 年は前年比 10.9%、04 年は同 20.6%と大幅に増加している(図表 7)。また、2004 年の届出面積は最近のボトムである 2000 年の約 2.3 倍の水準まで高まっている。家計の住宅取得に係る小口の取引のみならず、大規模な再開発事業の増加もうかがわれる。

図表 6 売買による土地取引件数



(資料) 法務省「法務統計月報」

図表 7 国土利用計画に基づく届出件数、面積(東京都)



(資料) 国土交通省「国土利用計画に基づく届出統計」

² 取引の規模(面積要件)は、市街化区域 ①2,000 m²以上、②①を除く都市計画区域 5,000 m²以上、③都市計画区域以外の区域 10,000 m²以上。

(2) 上場企業の不動産売買動向

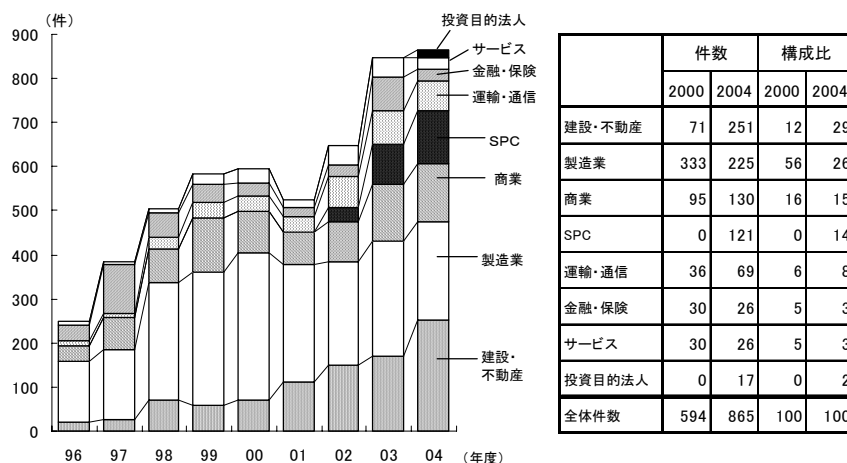
①売却動向

次に、上場企業の不動産売買動向をみていく³。

まず売却件数については、2004 年度は前年比 2.1%増の 865 件となり、増加傾向が続いた(図表 8)。売主を業種別にみると、90 年代後半から 2002 年度までは製造業が売却の大半を占めていたが、最近ではリストラの進展もあって減少している。替わって建設・不動産業が増加している。また、SPC による保有資産売却が増加しているほか、J-REIT の資産入れ替えを反映して投資目的法人が 2004 年度に売主として現れた。

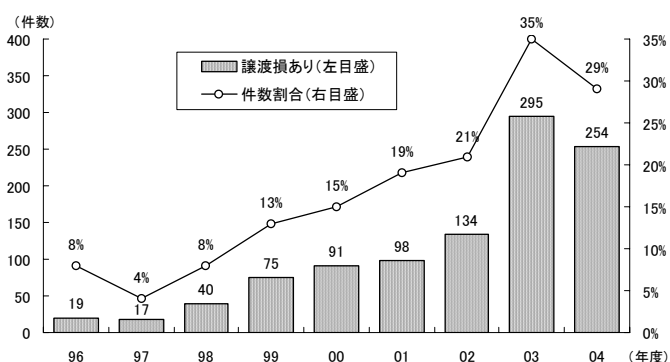
なお、不動産の売却に伴って譲渡損失が発生した割合は、2003 年度まで上昇してきたが、2004 年度には若干低下した(図表 9)。リストラによる損切り型処理の一巡や財務内容の優れた上場企業を中心に減損会計への対応が進んでいることをうかがわせる。

図表 8 不動産売却の動向



(資料) 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 9 譲渡損失が発生した売却動向



(資料) 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

³ 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」による。東京証券取引所に提出された「会社情報に関する報告書」等に公開された情報や新聞等に公表された情報に基づいて、上場企業等が売却・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、土地面積、建物延床面積、売却額、譲渡益、譲渡損等についてデータの収集・分析を行ったもの。

②購入動向

次に、不動産の買主を業種別にみると、まず建設・不動産が一貫して最大の購入主体となっている(図表 10)。一方で、2000 年度前後から購入主体として現れた投資目的法人と SPC の割合が急速に高まっており、2004 年度には両者合計で約 5 割を占めるまでになった。

2000 年度前後以降の購入総数の増加は、投資目的法人と S P C によるところが大きく、不動産投資市場の拡大が市場全体の活性化につながっている。

③建物ありなし別売却件数

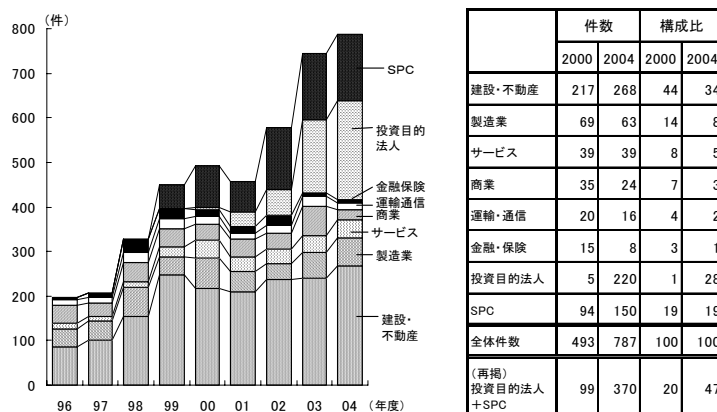
売却不動産について、建物のあり・なしの件数割合をみると、建物なしの不動産の割合が低下してきている(図表 11)。バブル処理型の遊休不動産、駐車場、開発途上物件などの売却が減少してきているとみられる。

(3) 取得時期別土地所有件数

企業が保有する宅地等の取得時期別の件数は、直近の調査ではバブル期から最近まで各年平均で 4 万件程度とほぼ一定の水準にある(図表 12)。バブル期には年間約 6 万件取得したが、バブル期に取得して最近まで持ち続けている物件数は 4 万件まで減少している。

バブル期には値上がり期待などを背景に実需を上回る取引が行われたが、こうした物件の処理はかなり進んだものと考えられる。

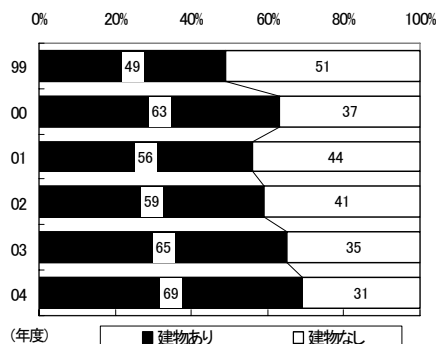
図表 10 不動産購入の動向



(注) 系列企業への売却は除く。

(資料) 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

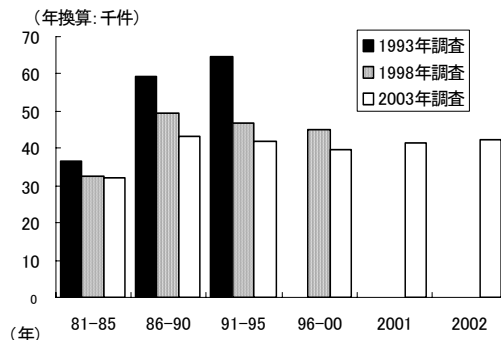
図表 11 建物付き売却件数の割合



(注) 2004 年度は上期の値。

(資料) 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 12 取得時期別土地所有件数



(注) 1 年当たりの換算値。

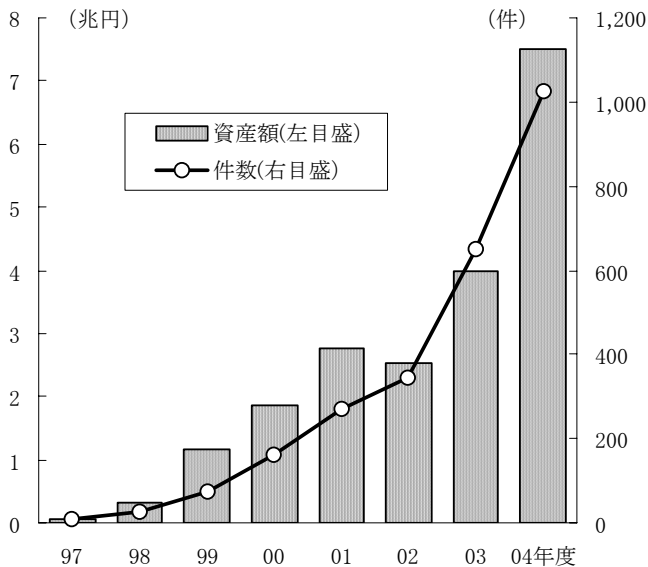
(資料) 国土交通省「法人土地基本調査」

4. 不動産市場の構造変化

最近の不動産市場活性化の背景には、不動産証券化市場の拡大によるところが大きい。2004年度の不動産証券化の実績は7兆5,000億円と前年比88%の大幅な増加となった(図表13)。97年度以降の証券化額は累計では20兆円を突破し、証券化市場は着実に拡大している。

証券化市場拡大の背景は、①企業の資産圧縮に向けた動き、②SPC法や改正投信法の施行など不動産証券化に係るインフラ整備(図表14)、③不動産の小口かつ多様な金融商品化による投資家拡大、④収益性をベースとした不動産の価格形成の確立、⑤超金融緩和下での景気回復、などがあげられる。

図表 13 不動産証券化の実績



(資料) 国土交通省「土地白書」

図表 14 不動産金融商品化に向けた制度面の整備

年/月	内容
98/4	土地・債権流動化トータルプラン
98/9	SPC法施行
00/11	SPC法改正し資産流動化法施行、投信法改正で不動産を運用対象に規定
01/9	改正投信法に則りJ-REITが東証上場

以下、証券化市場拡大の背景となった主な要因について個別にみていく。

(1) 企業の資産圧縮に向けた動き

バブル崩壊後、企業は過大となった資産の圧縮を進めた。また、資本市場のグローバル化が進む中で、会計基準の変更等(図表15)は企業の資本効率向上に向けた動きを後押しした。

図表 15 企業の会計基準整備

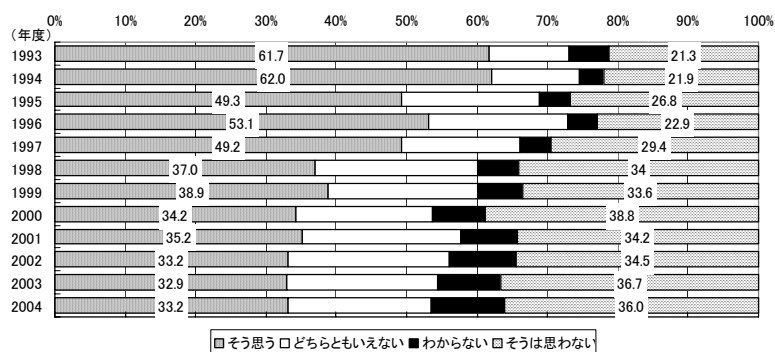
年/月期	内容
00/3	連結財務諸表における子会社の実質支配基準⇒グループ会社リストラ
01/3	販売用不動産等の強制評価減⇒不動産・建設からの売却増加
04/3	固定資産減損会計早期適用
06/3	固定資産減損会計強制適用

バランスシート圧縮の要請に加えて、バブル崩壊後の株価低迷などから企業自身の信用力に基づく資金調達が容易ではなかったことも、資産自体の収益力に基づく証券化による資金調達の増加につながったと考えられる。

さらに、土地保有に対する意識の変化も企業による土地供給を増加させている。バブル崩壊後、地価が長期にわたって下落してきたことから、「土地は持っているだけで価格が上昇し続ける有利な資産」といった、いわゆる「土地神話」が崩壊した。土地の資産としての有利性に関して、「土地は預貯金や株式などと比べて有利な資産である」とする割合は、90年代前半には6割程度あったが、最近では約3割にまで低下している(図表16)。

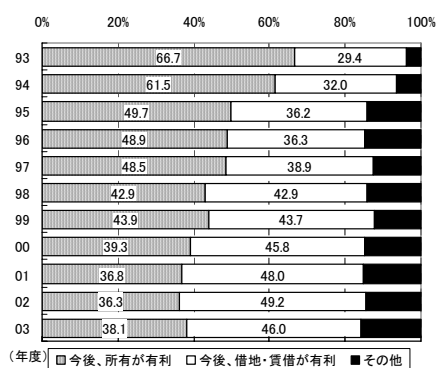
企業においては、「今後、土地・建物について、所有と借地・賃貸ではどちらが有利になると思うか」との質問に対して、「今後、所有が有利になる」が90年代前半は6割あったが最近では4割弱まで低下している(図表17)。一方で「今後、賃借が有利になる」が3割弱から約5割まで増加している。また、今後1年間の土地購入・売却意向をみると、直近では購入意欲は上昇しているものの、売却意向は依然高く、購入意欲を上回っている(図表18)。

図表 16 「土地は預貯金や株式などと比べて有利な資産か」(家計)



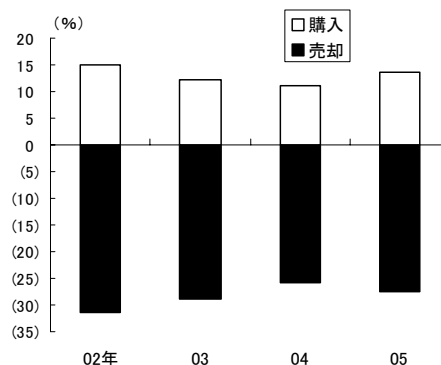
(資料) 国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」

図表 17 土地所有の有利性についての意識(企業)



(資料) 国土交通省「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」

図表 18 今後1年間の土地の購入・売却意向(企業)



(注) 各年3月時点の調査。

(資料) 国土交通省「土地投資動向調査」

(2) 金融商品化した不動産投資の多様化

不動産が小口の金融商品となったことで、不動産が不動産業を中心とした財から、一部は資本市場の財となった。その利回りやキャピタルゲイン期待に加えて、流動性の付与、証券化商品の多様化などによって投資家資金が大量に流入している。

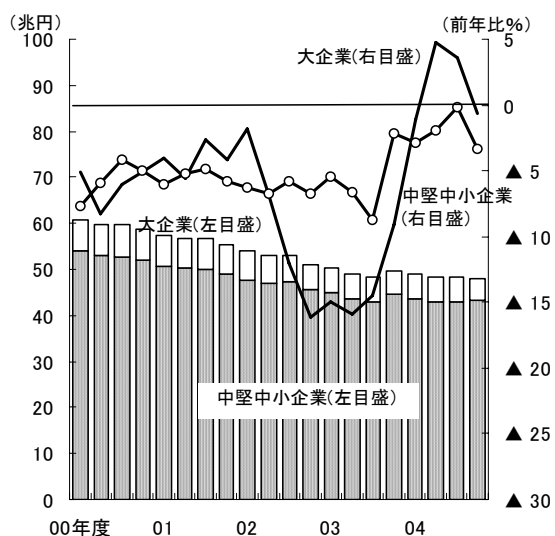
不動産投資は大きく分けて、エクイティ投資とデット投資がある。エクイティ投資では、03年7月にREITを組み入れたファンド・オブ・ファンズ⁴の設定が可能となり、一般個人投資家からの資金流入の増加につながっている。J-REITやプライベートファンドを通じたエクイティへの投資家層は従来海外投資家が多かったが、最近では国内投資家のウェートが高まっており、年金基金による投資も増加している。

一方、デット投資は、証券化では通常の借入と異なり、債務者全体を担保とするのではなく証券化の対象となる資産だけを担保とするノンリコースローンの形をとる。この拡大によって銀行の不動産業向け貸出は下げ止まっている（図表19）。

また、そうしたローンの流動化も進んでおり、RMBS（住宅用不動産担保証券）やCMBS（商業用不動産担保証券）市場の規模も順調に拡大している（図表20）。2004年度の普通社債、株式による調達額がそれぞれ約6兆円であることと比べても直接金融市場でのMB S市場の存在感は着実に高まっている。

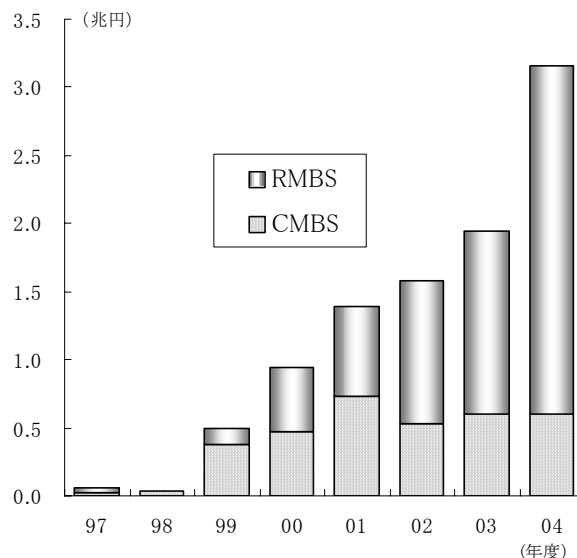
不動産市場の活性化はこのように金融・資本市場の機能拡大によって支えられている面もある。

図表 19 不動産業向け貸出



(資料) 日本銀行「業種別貸出金」

図表 20 MBS市場



(資料) みずほ証券調べ

⁴ 複数の投資信託を組み合わせ、一つの投資信託にまとめたもの。すなわち、投資信託に投資する投資信託。ファンドオブファンズでは、運用資産等の分散が可能となり、個別の投資信託より更にリスクが分散されるという利点がある。

(3) 収益還元地価

証券化市場拡大の背景には、収益還元モデルなど地価の決定基準が明確となり、個々の地点での収益性に見合った形で決定される動きが強まっていることがあろう。

〔収益還元モデルの考え方〕

$$P = \frac{C}{r + \rho + \tau - g}$$

$$\text{土地 PER} = \frac{P}{C} = \frac{1}{r + \rho + \tau - g} = \frac{1}{\text{キャップレート}}$$

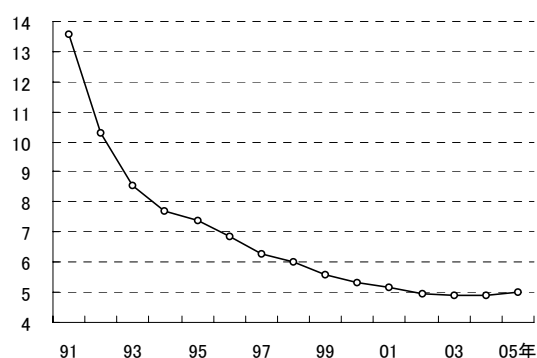
P＝地価、C＝今期の予想収益(オフィス⁵賃料)、r＝安全資産利子率、 ρ ＝リスクプレミアム、 τ ＝実効税率、g＝賃料の期待上昇率

収益還元モデルの考え方をういてバブル崩壊後から最近までの地価動向を検討すると、土地 PER(P/C)は、バブル崩壊後大幅に低下した(図表 21)。低下の背景を右辺の要因から探ると、r：安全資産利回りの低下が土地 PER の押し上げ要因となったが、①C：オフィス賃料の低下、② ρ ：リスクプレミアムの上昇、③g：賃料の期待上昇率の低下、などにより土地 PER は下落した(キャップレートは上昇)。

一方、直近での土地 PER の上昇は、低金利が続く下、デフレ期待の後退などからリスクプレミアムが低下したことや、賃料の期待上昇率の低下に歯止めがかかったことが影響しているとみられる。また、先行き予想される金利の上昇は、賃料の上昇などを伴わなければ、地価は下落する点には注意を要する。

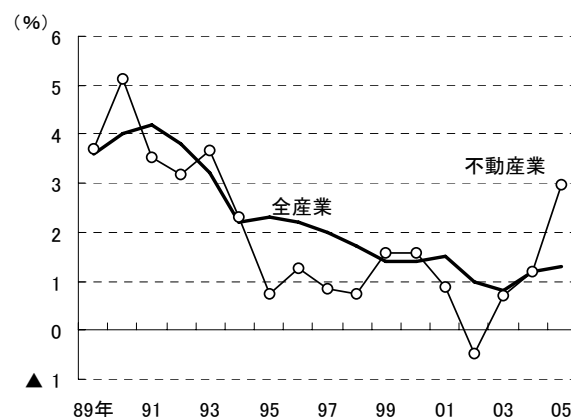
なお、収益還元モデルで地価の先行きを推計する場合、g：賃料の期待上昇率は実際には測定不能のため、別の変数を用いる必要があるが、不動産業の期待成長率で当てはまりがよく、それで代替されることがある⁵。不動産業の期待成長率は、2002 年にはマイナスに落ち込んでいたが、2005 年では 3%まで高まっている(図表 22)。全産業ベースの回復と比べても際立ったものであり、不動産市場の回復をうかがわせるものとなっている。

図表 21 都区部土地 PER の推移



(注) 地価は地価公示の都区部商業地。賃料は区部平均賃料。尺度をそろえていないので、グラフの絶対水準は意味をもたない。
(資料) 国土交通省「地価公示」、生駒シービー・リチャード・エリス「オフィスマーケットレポート」

図表 22 期待成長率の推移



(注) 今後 5 年間の需要の実質成長率見通し。
(資料) 内閣府「企業行動アンケート」

⁵ 例えば、内閣府「経済財政白書」2002 年付注 1－3。

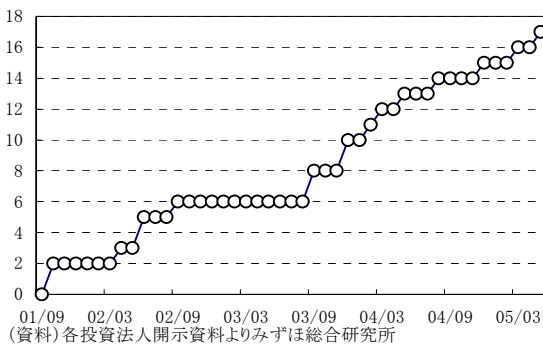
5. 不動産投資市場

本章ではJ-REIT と不動産プライベートファンドについて詳しく述べ、それらが不動産投資市場の急拡大をもたらし、分野・地域の両面で不動産市況の底上げをもたらしつつある点について述べてみたい。

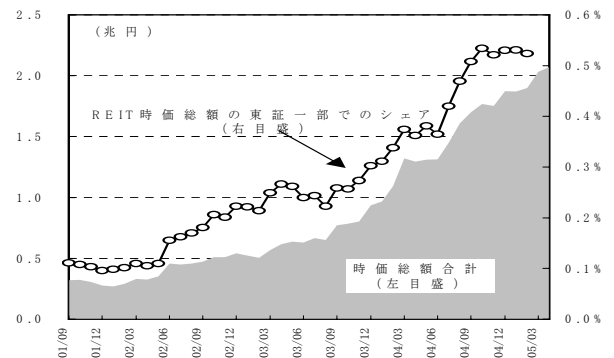
(1) J-REIT

J-REIT は 2001 年 9 月に 2 銘柄が上場された後、順調に拡大し、2005 年 6 月現在で 17 銘柄に増え（図表 23）、時価総額も 2 兆円（東証時価総額の 0.5%）にまで拡大している（図表 24）。個別 REIT はいずれも上場後、積極的に資産を取得しており、全体として見ても上場時に比して資産は倍増している。また各投資法人の中期計画からは、今後も積極的な資産規模拡大が続くことが予想される（図表 25）。加えて、既に 14 銘柄が認可取得済であり、これらが上場されれば J-REIT の銘柄数、資産とも大幅に拡大することが見込まれる。J-REIT の動きから見て不動産投資市場はまだ拡大しそうである。

図表 23 J-REIT 上場銘柄数



図表 24 J-REIT 時価総額推移



図表 25 J-REIT の銘柄別概要（2005/3 時点）

REIT 銘柄	設立主体	直近時価総額 (億円)	上場時期	資産規模 (上場時⇒現在⇒将来目標) 単位: 億円	投資対象、取得価格の地域別構成
日本ビルファンド	三井不動産・住生・野村	3,487	01/9	2266⇒4149⇒5000 (06/3)	オフィス特化、東京都70%
ジャパンリアエステイト	三菱地所・東京海上・第一生命	3,026	01/9	928⇒3052⇒3000 (06/3)	オフィス特化、東京都78%
日本リテールファンド	三菱商事・UBS	2,432	02/3	409⇒2710⇒	商業施設特化、関東以外52%
オリックス不動産	オリックス	1,245	02/6	996⇒1681⇒2000 (当面)	オフィス(85%)、住居、商業施設、ホテル(9%)
日本プライムリアルティ	東京建物・明治安田生命等	1,638	02/6	922⇒1922⇒3000 (06/12)	オフィス(77%)、商業施設(23%)
プレミア	ケンコー・レゾナンス、日興ビル等	575	02/9	461⇒804⇒3000 (数年後)	オフィス(58%)、住居 (42%)
東急リアル・エステート	東急電鉄、東急不動産	1,027	03/9	803⇒1481⇒2000(1～3年中)	都心・東急沿線のオフィス、商業施設
グローバル・ワン不動産	日本GMAC、近鉄、明治安田生命等	653	03/9	398⇒707⇒	東京・名古屋のオフィス特化
野村不動産オフィスファンド	野村不動産	1,770	03/12	1042⇒1846⇒5000 (中期)	オフィス特化、東京都87%
ユナイテッド・アーバン	トリニティ・インベストメント、丸紅等	1,117	03/12	602⇒1349⇒2000 (当面)	オフィス、住居、商業施設(36%)、ホテル(23%)、
森トラスト総合リート	森トラスト、パルコ、損保ジャパン	1,542	04/2	1072⇒1304⇒4000 (4年後)	オフィス(77%)、商業施設(18%)、住居、ホテル
日本レジデンスリアル	パシフィック・インベストメント、第一生命等	669	04/3	395⇒1217⇒5000 (中期)	住居特化、東京都84%
フロンティア不動産	日本たばこ	762	04/8	648⇒648⇒	商業施設特化、全国に 5 物件
ニューシティ・レジデンス	シビ・リサーチ・エス、エヌシー、みずほ信託等	460	04/12	610⇒713⇒	住居特化、東京都69%
クレッシェンド	個人、平和不動産等	265	05/3	321⇒359⇒	中規模のオフィス、住居、商業施設
東京グロースリート	東京リート、エイチ・エス証券等	114	04/5	117⇒206⇒	東京都及び近郊のオフィス、住居
合計		20,782		11990⇒24148	

(資料) 各投資法人資料より作成。資産規模の将来目標は各投資法人の中期計画等による

J-REIT 全体をバランスシートから捉えてみると、総資産規模は 2.1 兆円でその約 4 割の約 0.8 兆円を有利子負債で調達している（図表 26）。この 4 割という比率（Loan to Value）は健全な水準であり、8.5 年分の営業キャッシュフローで有利子負債を返済できる計算になる。自己資本は 1.1 兆円だが時価総額は 2 兆円に達していることから、J-REIT のプライシングは将来の不動産価格上昇をかなり織り込んでいるものと考えられる。

こうした時価総額拡大によって J-REIT の配当利回りは低下しており、足元では 4 % 弱の水準となっている。それでも、1.2 % 台に留まっている 10 年国債利回り比べると十分に魅力的である（図表 27）。こうした J-REIT の投資家の半分以上が銀行・機関投資家といった金融機関である。外人投資家の比率は 9.5 % に留まっている（図表 28）。J-REIT は、国内投資家のミドルリスク・ミドルリターン運用のニーズにより拡大している。

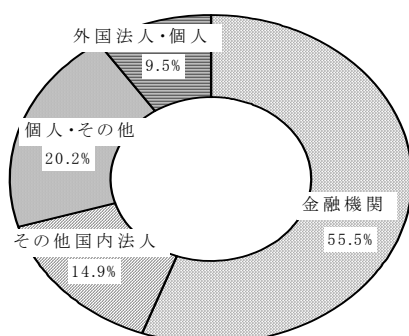
J-REIT の投資対象物件は、物件取得競争の激化もあり多様化に向かいつつある。取得不動産を種類別に見ると、オフィスが中心だが最近では住宅や商業施設の取得も急拡大している（図表 29）。取得不動産の地域別構成を見ると、東京が大半を占める構造は変わらないが、その他のエリアでの取得もかなりのペースで拡大している（図表 30）。後述するが、都心部での不動産価格上昇による利回り低下を受けて、東京での高利回り物件の取得が困難になっており、J-REIT の不動産取得が地方の物件や商業・物流施設にも向かわざるを得ない状況になっており、こうしたメカニズムによって、東京での不動産市場回復が徐々にではあるが他のエリアにも波及し、不動産市場の底上げが進みつつある。

図表 26 J-REIT のバランスシート

05/1 末現在（億円）			
流動資産	1,922	負債合計	10,059
現預金	1,874	有利子負債	7,889
固定資産	19,196	借入金	6,619
有形固定資産	18,859	社債	1,270
資産合計	21,124	資本	11,065
		総資産合計	21,124

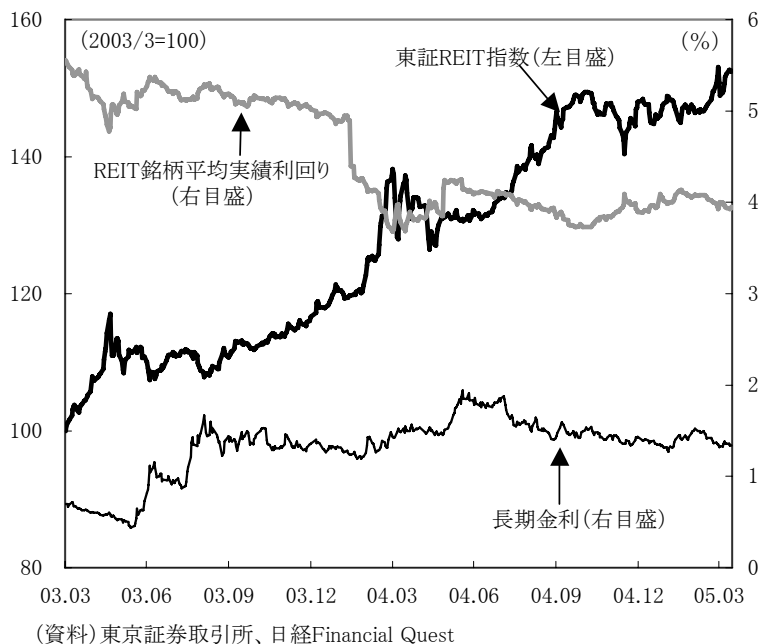
（注）ニューシティレジデンス投資法人除く15社合計
（資料）日経 Financial Quest

図表 28 J-REIT 所有者別投資口数

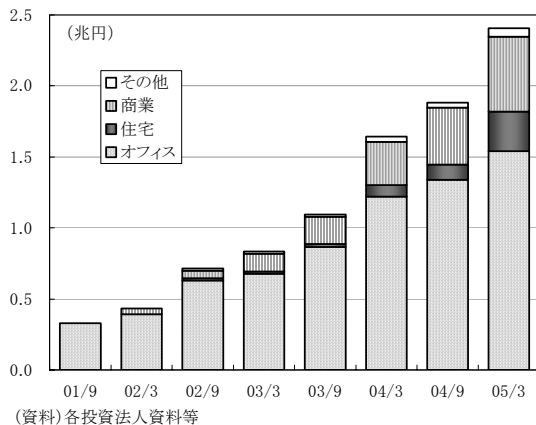


（資料）各投資法人資料より作成

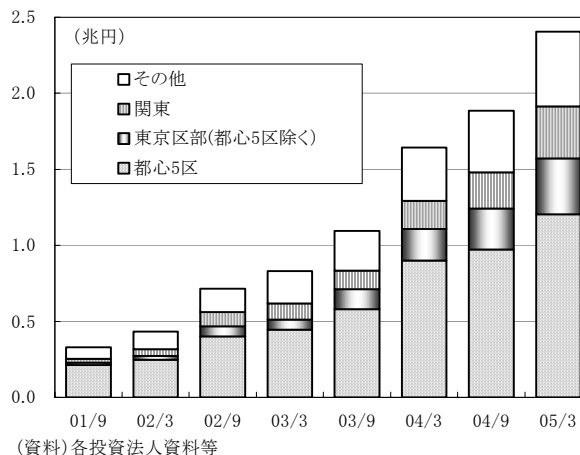
図表 27 J-REIT 配当利回りと 10 年国債利回り



図表 29 J-REIT 取得不動産の種類別構成
(取得価格ベース)



図表 30 J-REIT 取得不動産の地域別構成
(取得価格ベース)



REIT 先進国である米国や豪州と比べると日本の市場規模はまだ小さく、また他国と比べても市場規模の GDP 比は低い (図表 31)。オーストラリアは別格としても、カナダ、ベルギー、フランス並みの GDP 比 1% としても J-REIT の市場規模は 5 兆円程度に達する。ちなみに米国では REIT の資産総額は不動産業界の資産総額を遥かに上回っている。米国と日本の不動産業界と REIT を合わせた総資産額は概ね同じだが、米国の方が遥かに不動産の金融商品化が進んでいる (図表 32)。また、世界の REIT の取得物件の種類別構成を見ると、J-REIT よりも遥かに分散化・多様化が進んでいる (図表 33)。グローバルな観点から見れば、J-REIT は規模においても物件構成においても、発展の初期段階にあると考えられる。

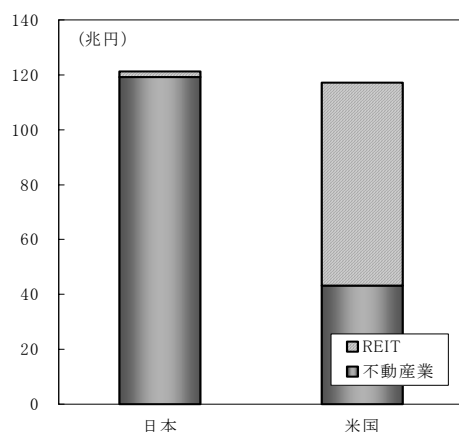
図表 31 海外の REIT 市場の規模

	制定時期	銘柄数	市場規模 (単位: 億円)	日本=1.00	2003GDP(単位: 兆円)	市場規模GDP 比
アメリカ	1960	173	240,000	18.46	1,258	1.9%
カナダ	1993	22	11,000	0.85	99	1.1%
オランダ	1969	8	14,000	1.08	59	2.4%
ベルギー	1995	10	4,200	0.32	35	1.2%
フランス	2003	9	20,000	1.54	204	1.0%
オーストラリア	1971	53	40,000	3.08	61	6.6%
日本	2000	12	13,000	1.00	500	0.3%
シンガポール	1999	3	1,800	0.14	10	1.7%
韓国	2001	7	840	0.06	61	0.1%
マレーシア	1986	3	64	0.00	12	0.1%
香港	2003	0	0	0.00	18	0.0%
トルコ	1995	9	320	0.02	28	0.1%

(注) REIT については 2004 年 5 月末値。

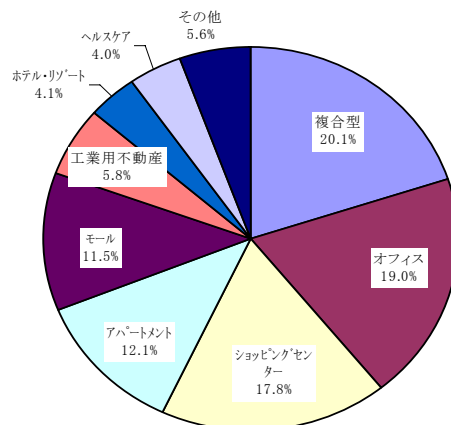
(資料) 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック 2004」等

図表 32 日米不動産業界・REIT の
総資産比較



(注) 日本:04年末、米国:01年末、121.5円/US\$で換算
(資料) 財務省、米国内国歳入庁

図表 33 グローバルREITの取得不動産内訳



(資料) S&P/citigroup Global REIT Index 構成銘柄

(2) プライベートファンド

不動産プライベートファンドは一般的に非上場・私募形式で特定少数の投資家に対して募集される不動産ファンドであり、投資期間が設定されている。こうした点において J-REIT と異なっている (図表 34)。資産規模や運用形態はプライベートファンドの方が J-REIT よりも多様化している。

こうしたプライベートファンドを投資リターンの源泉をどこに求めるかに注目して分類すると図表 35 のようになる。ここでは、①REIT に近いインカムゲイン重視の安定運用型、②インカムゲイン・キャピタルゲイン両方追求型、③キャピタルゲイン重視の積極運用型、④開発型、の4つに分類した。①については REIT 予備軍や国内投資家向けのミドルリターン型運用で REIT よりもやや高いリターンを目指すようなファンドが多いようだ。②は最も典型的なプライベートファンドと考えられ、借入依存度を高めること (レバレッジの活用) やキャピタルゲインを追求することでエクイティ部分に対するリターンを2桁に高めようとしているファンドが多いようだ。③はバリューアップ型とオポチュニティ型に分けることができよう。バリューアップとは不動産の価値を高めることであり、その手法としては、耐震工事や改装によって稼働率向上や賃料アップを狙ったり、管理費を削減することで収益を増やしたりすることが多い。また、立地に適した用途変更 (コンバージョン) を行うこともある。こうした措置を施し価値が高まったところで転売するケースが多いようだ。オポチュニティ型とは不良債権絡みのバルクセールや瑕疵物件を安く購入し、それにバリューアップを

図表 34 プライベートファンドと REIT の比較

	プライベートファンド	J-REIT
募集形態	私募	公募
投資家数	特定少数	不特定多数
投資資金調達方法	主に機関投資家による出資	株式市場での調達
Loan To Value	50～90%	40～60%
資産規模	数十億～数千億円	200～4,000億円
投資期間	2～7年程度	任意
投資利回り	6～20% (IRR)	3.0～4.0% (配当利回り)
流動性	低	高
資金回収	資産売却処分金の分配等による	株式市場での売却

施したり瑕疵を治癒させたりして売却する手法だ。これらは付加価値を乗せて転売するのが目的なので運用期間は比較的短くなるのが一般的のようだ。④は集合住宅等を開発前の段階で取得して開発利益を乗せて転売する短期開発型と、郊外型大型商業施設や大型物流センター等を開発して保有する長期開発型に分けることができる。

このようにプライベートファンドはJ-REITに比してそのタイプは多様であるが、総じて見れば、J-REIT 類似の①のタイプに比して②③及び④では外人投資家の比率が高く、レバレッジを活用し、高めのリターンを狙うケースが多いようだ。こうしたプライベートファンドでは3～5年を運用期間にしている例が多い模様であり、2007年頃に満期が到来し、そこでイグジット（投資の回収）に伴う物件売却が増加することが懸念されている。これが不動産業界で懸念されている一つの「2007年問題」である。

こうしたプライベートファンドの市場規模は既にJ-REITを上回っており、その物件取得額は累計ベースで数兆円に達していると考えられる。プライベートファンドの物件取得はJ-REIT以上に積極化している。1000億円規模の大型物件の取得や4000億円規模のファンドの創設といった「大型化」の動きの一方、J-REITは購入しないような数億円規模の小規模で利回りが高い不動産に投資している例もある。不動産の種類別、地域別の投資の広がりもJ-REIT以上にプライベートファンドの方が進んでいるようだ。J-REITは不動産市場のベンチマークとして機能しているが、不動産投資市場の拡大や不動産市場の底上げへの寄与という面ではプライベートファンドの方が大きいかも知れない。

図表 35 不動産プライベートファンドの類型

運用スタンス	インカムゲイン重視の安定運用型		インカムゲイン・ キャピタルゲイン両 方追求	キャピタルゲイン重視の積極運用 型		開発型
タイプ	REIT及びR EIT予備軍	ミドルリターン型	物件売却やバリュ アアップ、借入を活用 しハイリターン狙い	バリュアアップ 型（価値を高め 売却）	再生・オポチュ ニティ型	開発前の段階から物 件取得。短期型と長 期型あり
想 定 リ タ ー ン （ I R R ）	5%～	5%～（REIT よりは高め）	10%～	15%～	20%～	短期型：15%～ 長期型：6%～
借入依存度	低 い （ 40 ～ 50%）	中間（50%～）	高め（50～90%）	中間または高め （50～90%）	高 い （ 70 ～ 90%）	高い
取得物件	主として規模の 大きな優良物件 オフィス、住 宅、商業・物 流、ホテル	大規模物件のみな らず利回りの高い 中規模物件や地方 物件も取得 オフィス、住宅、 商業・物流、ホテ ル	大規模物件のみな らず利回りの高い中規 模物件や地方物件も 取得 オフィス、住宅、商 業・物流、ホテル	中規模のオフィ ス及び住宅 老朽物件や低稼 働物件の改装・ リースアップ、 用途変更で価値 を高めて売却	不良債権絡み物 件やバルクセー ル、瑕疵物権等 を取得し権利関 係整理や大幅改 装を行い売却	短期型は中規模オ フィス・住宅を取 得し開発後売却 長期型は商業・物流 施設で開発後も保有
投資家	個人、国内機関 投資家、国内銀 行	個人、国内機関投 資家、国内銀行	海外機関投資家 国内機関投資家	海外機関投資家 国内事業法人	海外機関投資家	海外機関投資家
運用期間	なし	2 ～ 10 年（延長 あり）	3～10年	2～5年程度（短 期売却前提）	大部分は3年以内	短期型：3年以内 長期型：5年～

（資料）各種報道、ファンド運用会社ホームページ、住信基礎研究所レポート等をもとに作成

6. 分野別にみた不動産市場

これまでに述べた不動産市況や不動産取引の回復、不動産投資市場の拡大の背景には不動産市場における需給の改善がある。分野別に見ると以下のとおりである。

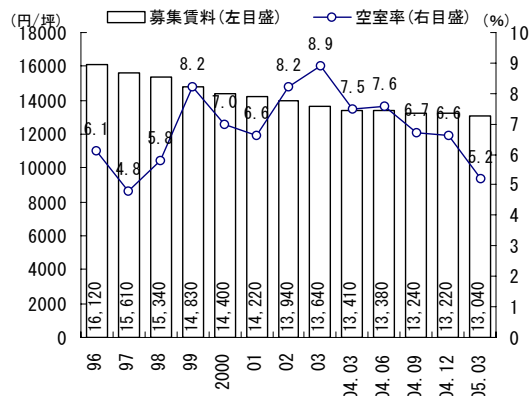
(1) オフィス

都内のオフィス市場では 2003 年度のオフィス大量供給を克服し、着実な需給改善が続いている。生駒シービーリチャードエリスによると東京 23 区のオフィス空室率は 2003 年の 8.9% をピークに着実に低下しており、2005 年 3 月は 5.2% まで低下した。但し、オフィスの募集賃料は緩やかな下落が続いている（図表 36）。空室率 5% という水準は決して高い水準ではない。テナントの円滑なシフトには一定の空室が必要であることを考えると、現状の空室率はオフィス需給が概ね適性化しつつあることを示す水準と考えられる。A クラスビルの空室率は 2.9% まで低下しており、事実上フル稼働に近い状況である（図表 37）。

また、三鬼商事「東京都（都心 5 区）の最新オフィスビル市況」によると、都心 5 区の新築ビルの 2005 年 5 月の空室率は 4.0%、既存ビルは 5.1% となっており（図表 38）、いずれも着実に空室率は低下している。また、オフィスビル賃料は既存ビルで下げ止まり、新築ビルでは小幅ながら上昇に転じている（図表 39）。最近では優良ビルの新規賃料の引上げや、2 年毎に更改される賃料の引上げが実施される例も見られ、流れが変わりつつあるようだ。但し、優良ビルとそうでないビルの格差はむしろ拡大している模様である。優良ビルでは改善の動きが見られる一方、そうでないビルでは空室率は上昇し賃料は一段と低下しており、全体の数字が改善する一方で二極化が進んでいるようだ。

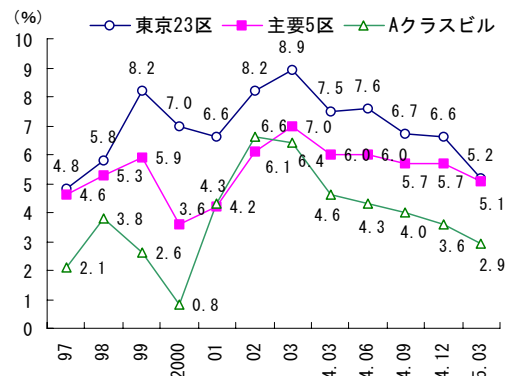
2003 年の大型ビルの大量供給（いわゆる 2003 年問題）を乗り越え、オフィス需給の改善が続いている理由としては、①優良大型ビルに対する需要が拡大している、②オフィス供給全体としては抑制が続いており 2004 年以降の大型ビルの供給も低水準（図表 40、41）③大手デベロッパーが指摘していたように 2003 年の優良ビル大量供給を睨み 2002 年にオフィスの借り控えが発生し、後送りされたオフィス需要が 2003 年と 2004 年に顕在化した、といったものが考えられる。

図表 36 東京 23 区オフィスビル空室率と平均募集賃料



(資料) 生駒シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」

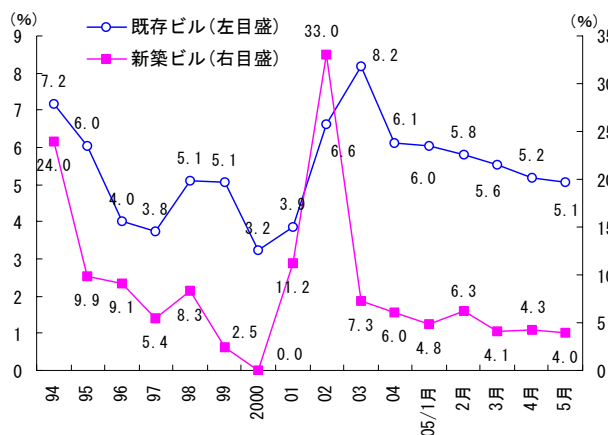
図表 37 都内オフィスビルと A クラスビルの募集賃料



(注) 主要 5 区は千代田・中央・港・新宿・渋谷区。A クラスビルは主に主要 5 区内の築浅、床面積 10,000 坪以上などの条件を満たすビル。

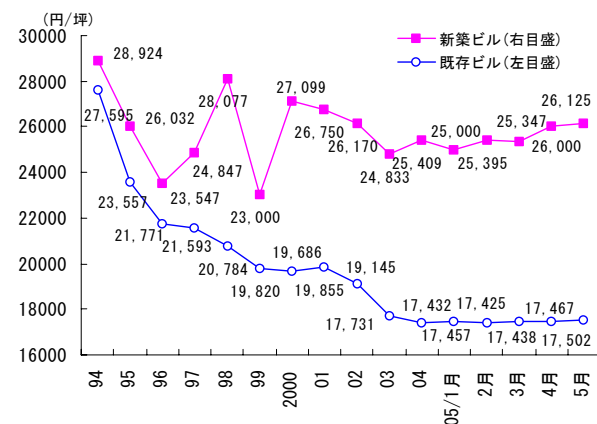
(資料) 生駒シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」

図表 38 都心5区オフィスビルの空室率



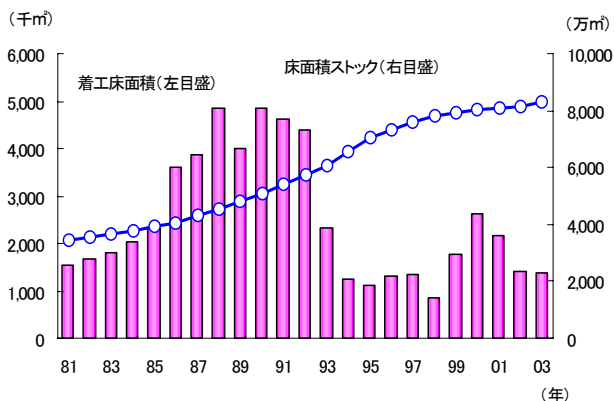
(注) 都心5区は千代田・中央・港・新宿・渋谷区。
(資料) 三鬼商事「東京都(都心5区)の最新オフィスビル市況」

図表 39 都心5区オフィスビル賃料



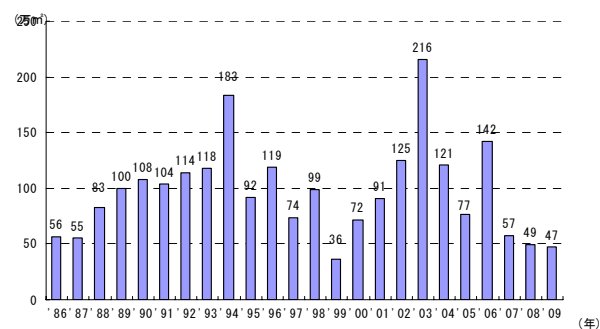
(注) 都心5区は千代田・中央・港・新宿・渋谷区。
(資料) 三鬼商事「東京都(都心5区)の最新オフィスビル市況」

図表 40 都区部のオフィス着工床面積とストック



(資料) 国土交通省「建設統計月報」

図表 41 都区部の大規模オフィスビル供給

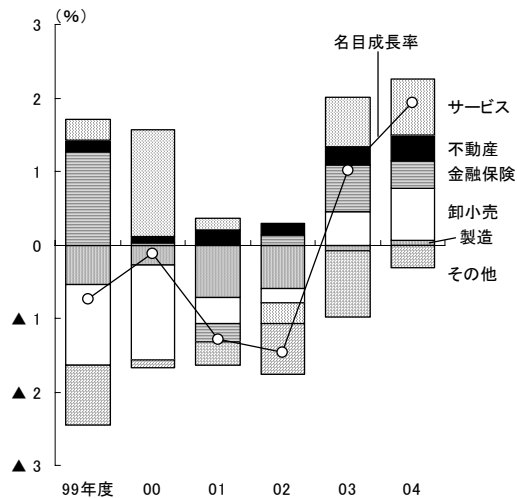


(注) 都区部の延床面積 10000 平米以上のオフィスビルが対象。
(資料) 森ビル(株)「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査」

また、マクロ的観点から見ると、2003 年度以降東京都の経済が非製造業主導で拡大した点が重要である。東京都の業種別付加価値構成は、製造業が 1 割程度と低い一方、卸小売が 2 割、サービスが 3 割、金融・不動産が 3 割弱と高い。2003 年度以降こうした業種の回復によって東京都の名目 GDP は増加している(図表 42)。また、就業者数は全国ベースでは減少しているものの、東京都では増加している。業種別には、情報通信、医療・福祉、サービス、金融保険などで増加しており(図表 43)、これらがオフィス需要回復に影響したと考えられる。また、製造業は就業者が大幅な減少となっているが、優良大型ビルに本社機能を集約させる動き等が見られ、オフィス需要を支えている。

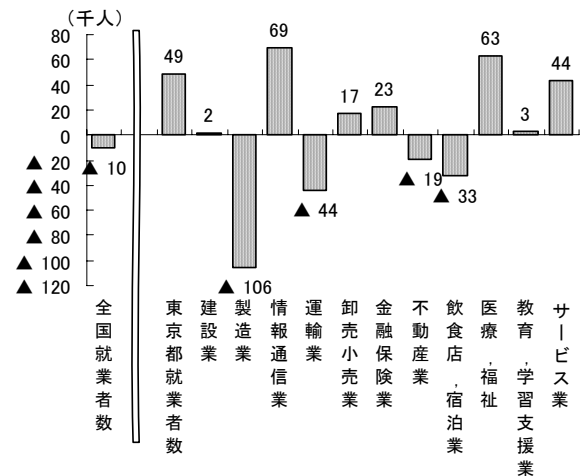
このように、オフィス需要の堅調、オフィス供給の抑制、不動産投資の拡大が合わさることにより東京のオフィス市場は活気を取り戻している。2007 年の団塊の世代退職によりオフィス需要が減る(もう一つの 2007 年問題)との見方もあるが、このような非製造業主導の成長が続けば、必ずしもその影響を悲観する必要は無いように思われる。

図表 42 東京都名目 GDP 成長への業種別寄与



(注) 2003 年度は実績見込み、2004 年度は東京都予想。
(資料) 東京都「都内経済成長率予測」

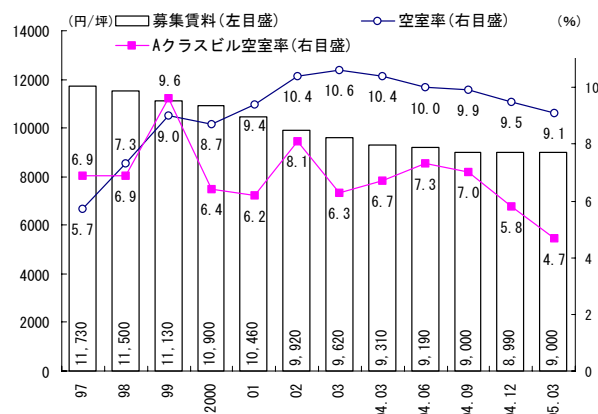
図表 43 東京都の業種別就業者数増減数
(2004 年対 2002 年増減数)



(注) サービス業はそれ以外に分類されないもの。
(資料) 総務省「労働力調査」、東京都「東京の労働力」

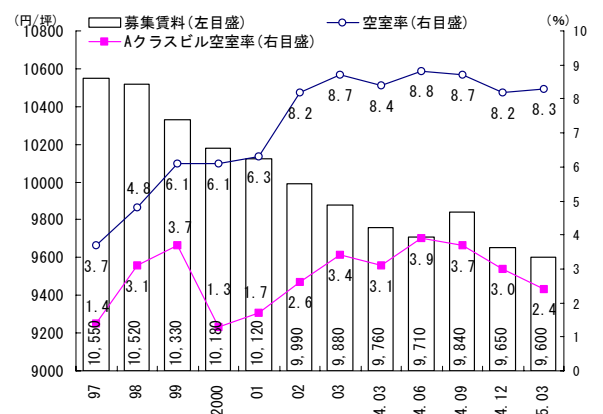
大阪や名古屋のオフィス市場でも回復や下げ止まりの動きが見られる。大阪でも空室率は 2003 年をピークに緩やかに低下しており、A クラスビルの空室率は 2005 年 3 月で 4.7% にまで低下し(図表 44)、全体の募集賃料も下げ止まりつつある。エリア毎に見ても、梅田から他の地域に回復の動きが広がっているようだ。名古屋では空室率は横這いだが A クラスビルの空室率は東京を下回る 2.4% まで低下している(図表 45)。名古屋ではオフィス需要も堅調だが 2007 年に大型ビルの大量供給が予定されており、既存のビルとの二極化が一段と進む可能性が高い。その他の大都市や地方中核都市である札幌、仙台、横浜、京都、福岡等でもテナントの動きが活発化し空室率は緩やかながら低下傾向にあるようだ。だが、その他の地方中核都市ではオフィス需給の回復は遅れており、都市間の格差が見られる。

図表 44 大阪市内オフィスビル空室率と賃料



(注) A クラスビルは大阪市中央区・北区・西区・淀川区等の築浅、床面積 10,000 坪以上などの条件を満たすビル。
(資料) 生駒シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」

図表 45 名古屋市内オフィスビル空室率と賃料



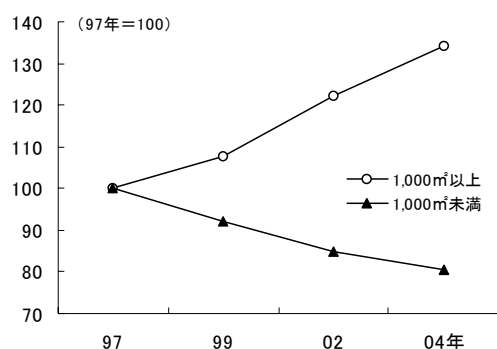
(注) A クラスビルは築浅、床面積 10,000 坪以上などの条件を満たすビル。
(資料) 生駒シービーリチャードエリス「オフィスマーケットレポート」

(2) 商業・物流施設、工場

REIT やファンドによる物件取得対象は、オフィスビルから商業施設や倉庫・物流センターなど物流施設に広がってきている。

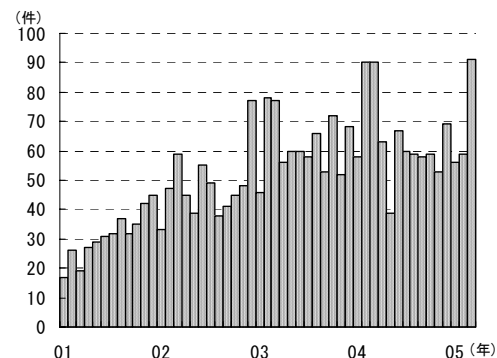
小売業は全体でみれば、事業所数、商品販売額の減少が続いている。しかし、売場面積 1000 m²以上の事業所数は増加が続いており(図表 46)、大手スーパーの出店意欲は引き続き強い(図表 47)。小売事業者は 2000 年頃に資産圧縮などを狙って、大型店舗の SPC への売却を進めたが、最近ではそれら SPC 所有の店舗を REIT が取得するケースが増えてきている。

図表 46 小売業売場面積別事業所数



(資料) 経済産業省「商業統計」

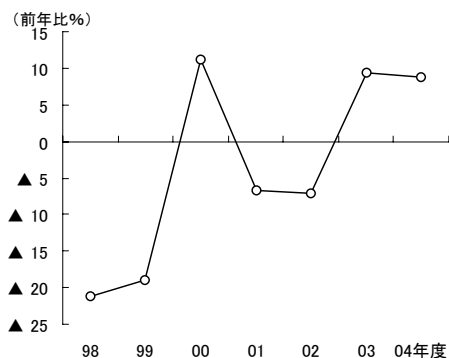
図表 47 大店立地法届出件数



(資料) 経済産業省「大店立地法の届出状況について」

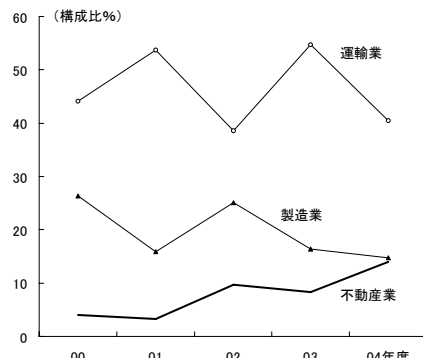
物流施設について倉庫の着工をみると、2003 年度以降増加している(図表 48)。一方で、倉庫建設の発注者は、倉庫業者が含まれる運輸業や製造業のウェイトが低下し、替わって不動産業が高まっており(図表 49)、ファンドによる物流施設への投資拡大がうかがわれる。倉庫需要側の物流効率化に向けたニーズともマッチして、海外系のファンドが投資を積極化させるとともに、国内系のファンド立ち上げの動きが広がっている。5 月には物流施設への投資に特化した REIT が上場された。ちなみに、倉庫の賃料は東京都や愛知県では下げ止まりから上昇に転じている(図表 50)。

図表 48 倉庫着工床面積(前年比)



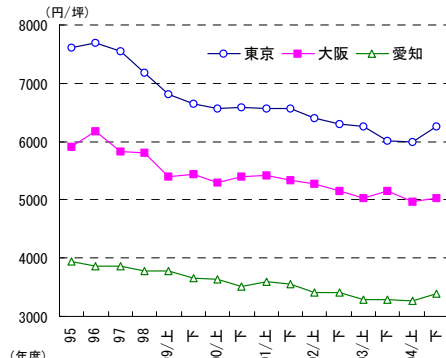
(資料) 国土交通省「建設着工統計」

図表 49 発注者別倉庫着工(構成比)



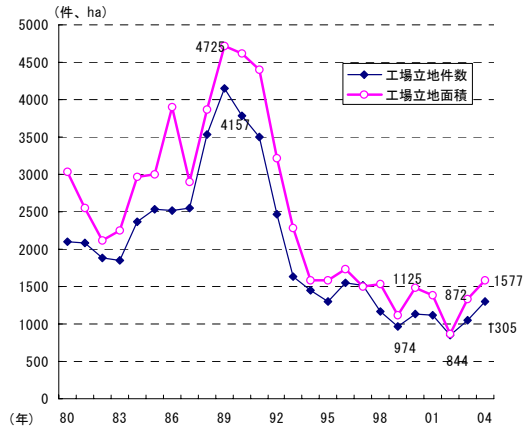
(資料) 国土交通省「建設工事受注動態調査」

図表 50 倉庫賃料の推移



(資料) 生駒シービーリチャードエリス「Ware House Market Report」

図表 51 工場立地件数、面積の推移



(資料) 経済産業省「工場立地動向調査」

図表 52 地域別工場立地件数

	2003年	2004年
北海道	46	51
東北	175	199
北東北	43	47
南東北	132	152
関東	239	324
関東内陸	158	226
関東臨海	81	98
東海	158	210
北陸	42	52
近畿	159	195
近畿内陸	72	76
近畿臨海	87	119
山陰	10	8
山陽	40	44
四国	45	51
九州	138	171
北九州	87	94
南九州	51	77

(資料) 経済産業省「工場立地動向調査」

工場立地の件数及び面積も 2003 年以降 2 年連続で増加している (図表 51)。もっとも、水準はまだ低く、立地件数も南東北、関東、東海、近畿、九州に偏っており、他の地域では低調な状況が続く (図表 52)。

このように、オフィス以外の市場でも流れは変わりつつあるが、そうした変化はまだドラスティックなものではなく、地域間の格差も大きい。こうした流れの変化は緩やかだが着実に広がって行くものと考えられる。

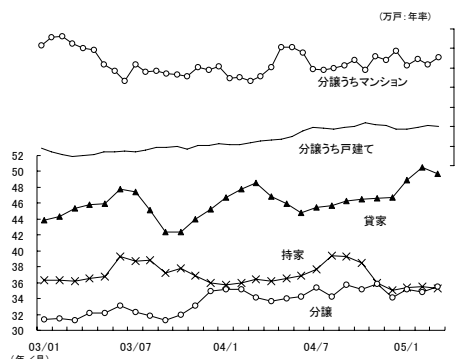
(3) 住宅市場

都区部を中心とした地価の下げ止まり傾向は商業地のみならず住宅地にもみられる。背景には、家計の住宅取得が活発化していることに加えて、ファンドが投資対象として賃貸住宅のウエートを拡大させていることがある。

住宅着工件数を全国ベースでみると、緩やかな増加傾向にある。利用関係別には、持家の低迷が続いている一方で、貸家やマンション、戸建てといった分譲は増加している (図表 53)。地域別には、東京都なかでも都区部で高い水準となっている (図表 54)。

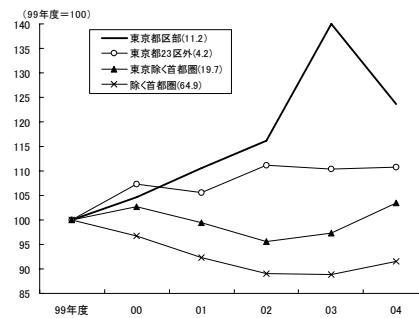
都区部の着工が高水準となっているのは、需要側で職住近接志向が高まっている一方、マンション供給が増加傾向にあること (図表 55)、パワービルダーと呼ばれる戸建て低価格物件業者による供給が増加していることなどがある。

図表 53 利用関係別着工件数



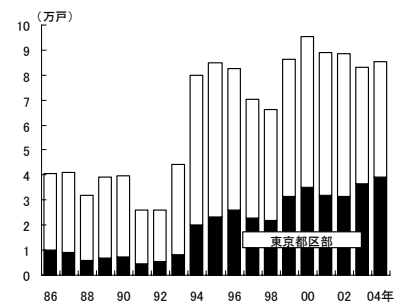
(注) 年率換算季節調整値の 3 ヶ月移動平均値。
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

図表 54 地域別着工件数



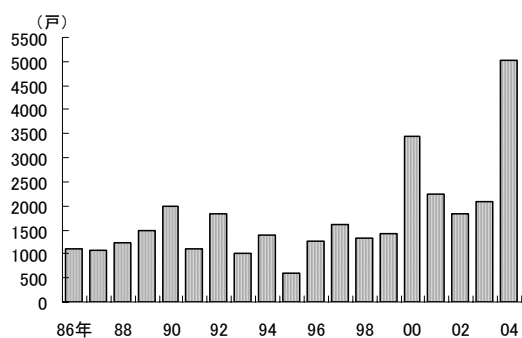
(注) 99 年度=100 とした指数。() 内は全体に対するウエート。
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

図表 55 首都圏
マンション供給戸数



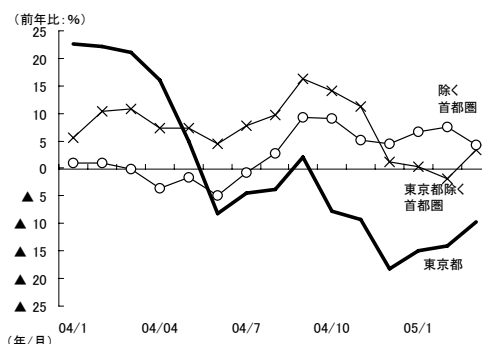
(資料) 不動産経済研究所
「首都圏マンション市場動向」

図表 56 港区の貸家着工



(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

図表 57 地域別着工件数(前年比)



(注) 3ヶ月移動平均値の前年比。
(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

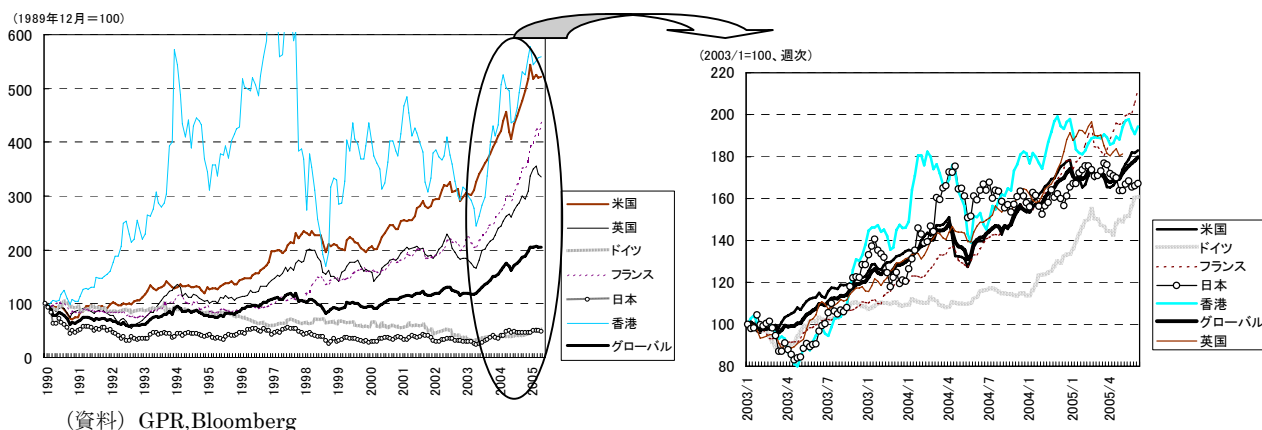
また、貸家の増加は、低金利や借地借家法改正などにより貸家経営の環境が好転していることなどがある。加えて、ファンド等が開発型として着工段階から賃貸住宅を投資物件として組み入れていることも貸家の着工を押し上げているとみられる。港区の貸家着工戸数はバブル期と比較しても極めて高い水準となっている(図表 56)。

住宅着工件数は、東京では既にピークアウトしており、タイムラグをとまって周辺部、地方へ波及しており(図表 57)、一部の地方中核都市での地価下げ止まりにつながっている。

(4) 海外不動産市場

ここで視点を海外に転じて、グローバルな不動産市場の動向について見てみたい。日本の不動産市場は規模では世界第2位の市場ではあるものの、前述の通り、バブル崩壊以降、不動産価格が下落の一途を辿る中、世界の潮流から大きく取り残されてきた。図表 58 は世界の不動産市場動向の代理変数として各国の上場不動産企業、不動産投資信託商品(REIT等)の時価総額推移を指数化したものである。時価総額が過去15年間で、米国では5倍、英国では3倍以上に増大している一方、日本及びドイツではほぼ半減しており、市況の低迷振りが顕著である。しかしながら、2003年以降は日本市場も海外市場とほぼ同じペースでの回復を示しており、海外投資家が国内市況の回復の先導役となったとの見方もある。

図表 58 世界の上場不動産企業・不動産投資信託商品の時価総額推移

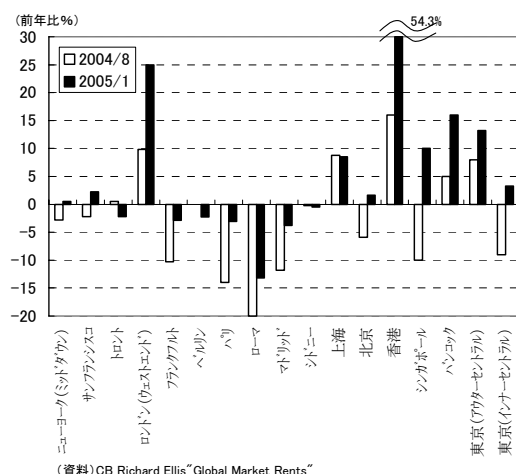


オフィス賃料や不動産価格の絶対水準で見た場合には、日本は引き続き世界で最も高価

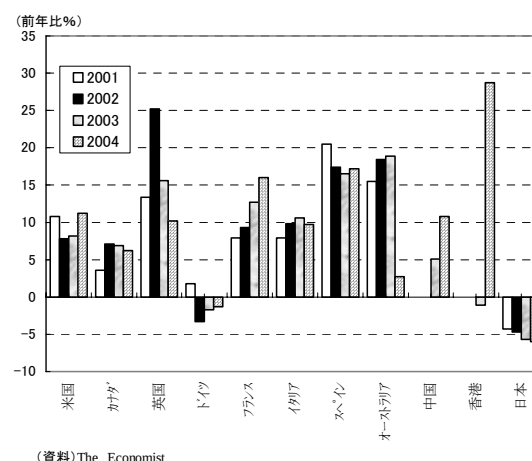
な国の一つではあるものの⁶、その割高感については過去 15 年間で相当程度払拭され、都心の好条件の物件については収益性の観点からは割安感すら浮上してきたことから、海外投資家の投資マネーが一部割高感のある海外市場から日本市場にシフトする動きもある模様である(図表 59、60)。とりわけ、海外の機関投資家の間では、伝統的なアセットクラスの投資採算性の低下、絶対リターンを追及する動き、リスクの分散ニーズ等を背景にオルタナティブ投資を拡大させる動きが近年強まっており、その一環としての不動産投資への関心も高まっている⁷。こうしたグローバルな動きの中で、過熱感すら見られる米国や一部の欧州市場との比較では、日本市場はリスクの分散効果も見込めることから魅力的とも映っている可能性がある。

不動産は元来、地域性が極めて高く、オフィス賃料や住宅価格の推移を見ても、各国の経済・金融事情を反映して各々独自の動きをする。しかしながら、REIT 等の上場不動産投資信託商品市場がグローバルに拡大していく過程においては、不動産の投資商品としての色彩が従来よりも高まり、長期的には内外不動産関連商品の連動性が高まる局面も想定されよう。

図表 59 主要都市のオフィス賃料(前年比)



図表 60 主要国の住宅価格(前年比)



⁶ CB Richard Ellis 社の調査によれば東京都心部のオフィス賃料は 124.36 円/平方フィート (=0.093 平方メートル) であり、London (West End: 191.6 円、City: 125.80 円) に次ぐ高さとなっている (CBRE "Global Market Rents" 2005/1)

⁷ Pension & Investment によれば機関投資家の総資産に占める不動産投資の比率は 2000 年の 2.4% から 2004 年には 3.8% に高まっている (P&I 2005/4/4)。尚、米国最大手の年金基金であるカルパースでは 2005 年 2 月末時点での不動産投資額は総資産の 6.1% を占めている。

7. 不動産業界の動向

以上述べてきたような不動産市場の変化もあり、不動産業界の回復も顕著である。

不動産業界ではバブル崩壊後収益性が大幅に低下し、1990年代半ばまでROAの低下が続いた（図表 61）。ところが、資産の効率化が進んだところに金利低下、1990年代半ば以降の首都圏でのマンションブーム、ITブームによる2000年度にかけての景気回復、そして最近の大都市でのオフィス市場改善といったプラス材料が働き、1990年代末頃から不動産業界のROAは顕著に回復を続けている。先行して回復したのは機動性の高い中小不動産業だったが、ここ数年は大企業の改善が顕著になっている。

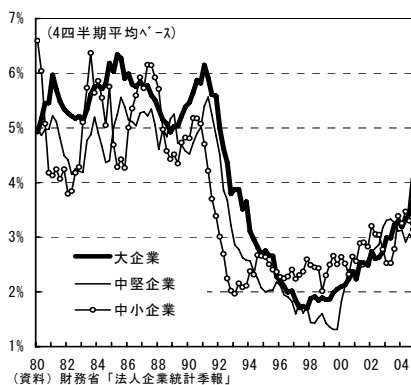
不動産業界で資産の効率性が高まったことは棚卸資産の回転率をみれば明らかだ。不動産業界の総資産は現在約120兆円程度だが、棚卸資産は僅か11兆円程度である。棚卸資産の回転率の推移をみると1990年代半ば以降急速に回転率が上昇しており、大企業や中堅企業ではバブル期の約3倍の水準にまで上昇している（図表 62）。これは、マンションの用地仕込みから販売までの期間を短縮したり、2000年度に施行された販売用不動産の強制評価減に対応して損失を抱えた販売用不動産の処理を進めた成果でもある。

不動産業界の収益性改善や資産効率化によって不動産業界の営業キャッシュフローは大幅に改善し、それによって負債の返済を進めた結果、不動産業界の債務負担は大幅に軽減された。営業キャッシュフローの何年分で有利子負債を返済できるかを示す有利子負債償還年限は順調に低下し、直近ではバブル前の1980年代前半と同水準かそれよりも低い水準になっている（図表 63）。不動産業界全体としてはもはや過剰債務ではない。

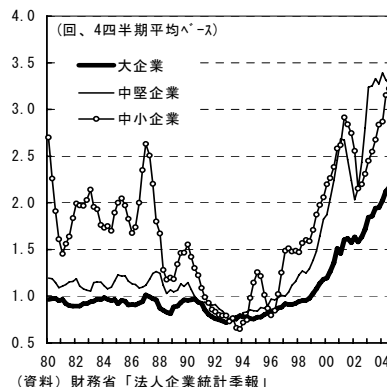
また、不動産の証券化によって所有と管理が分かれ、不動産ビジネスのアンバンドリングが進む中でビジネスモデルの改革も進んでいる。自らのバランスシートを使うことなく、プロパティマネジメント等管理・運用・コンサルタントによるフィービジネスの拡大により、収益基盤を強化させる動きも強まっている。

不動産業界は他の業界と比べても、ここ数年間の改善が最も著しい業界の一つである。

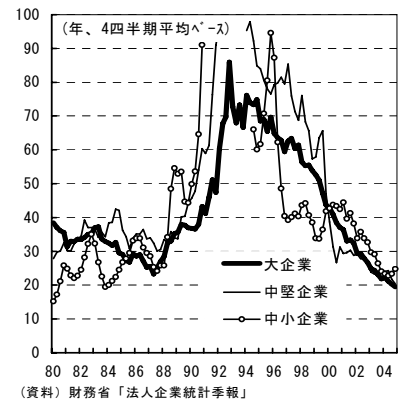
図表 61 不動産業界のROA



図表 62 同棚卸資産回転率



図表 63 同有利子負債償還年限

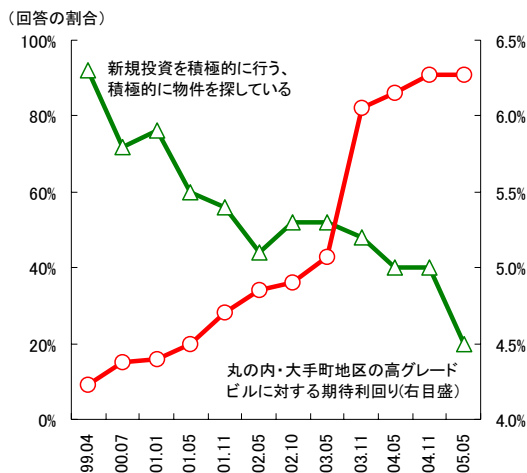


8. 最近の不動産投資市場の変化とその背景

これまで述べたように、J-REIT やプライベートファンド等の不動産投資家の投資姿勢は最近一段と積極化している。こうした投資家に対するアンケート調査を取り纏めている日本不動産研究所「不動産投資家調査」でも 2003 年度後半以降、不動産投資の積極化が確認できる。またこうした投資家の不動産投資に対する要求利回り（キャップレート）は都心部優良ビルでは 4 % 台半ばまで低下している（図表 64）。

また、こうした投資家のエリア別のオフィス賃料予想をみると、先行きの賃料低下予想が後退し、下げ止まり期待が広がっている。丸の内・大手町、品川、汐留といった大型優良ビルの集積度が高いエリアでは 2003 年以前から下げ止まり予想が強まっていたが、丸の内・大手町では賃料上昇期待も見られる。また、賃料下げ止まり予想が他の都心部や名古屋、大阪、福岡にも波及している状況が見られる（図表 65）。

図表 64 不動産投資家の投資姿勢の変化



(注) 調査対象は機関投資家、不動産業者、金融機関等。
(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表 65 不動産投資家のエリア毎の賃料予想

	2002年10月		2003年11月		2005年5月	
	2年後	5年後	2年後	5年後	2年後	5年後
丸の内・大手町	100	100	100	100	100	102
日本橋	96	97	97	98	100	100
虎ノ門	97	98	98	98	100	100
西新宿	97	96	98	97	100	100
渋谷	98	98	98	98	100	100
六本木	98	98	98	98	100	100
上野	95	95	95	95	98	98
品川	100	99	100	100	100	100
汐留	100	100	100	100	100	100
札幌駅前通り	95	95	95	95	98	97
名古屋駅前	95	95	97	95	100	100
大阪御堂筋	95	95	95	95	99	99
福岡天神	95	95	96	95	99	99
他地方中核都市	95	95	95	95	95	95

(注) 調査対象は左に同じ。数字は直近を 100 とした場合の予測。
(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

こうした点から、現状の大都市部の優良オフィス市場では「賃料低下期待」が後退し、「賃料下げ止まり期待」が広がり、「賃料上昇期待」も醸成されつつある状況と考えられる。こうした賃料の先行き期待の変化は、不動産市況に極めて大きな変化を与える。本稿 13 ページに示した収益還元モデルによると、賃料の期待上昇率 g が 1 % のプラスか 1 % のマイナスかで不動産の収益価格は大きく変わる。現状のキャップレートを 5 % としてここから g が 1 % 上昇するとキャップレートは 4 % に、 g が 1 % 低下するとキャップレートは 6 % になる。キャップレートが 4 % の場合の収益価格は 6 % の場合の収益価格より 5 割高くなる。こうした期待の変化が今の不動産価格に織り込まれつつあるのである。

こうした「賃料の先行き期待の変化が今の不動産価格に織り込まれつつある」という見方に立つと、最近の都心部での不動産の利回り低下（価格上昇）もある程度は説明できよう。最近の都心部ではファンド等の不動産投資拡大に伴いオフィスや住居等の物件取得競

争が激化しており、取得時の NOI 利回り（償却前税前営業利益/不動産取得価格）が 4 % 台や 3 % 台に低下している事例が増えているようだ。ちなみに主要 J-REIT の 2004 年度下期以降の 50 億円以上の物件取得事例をみると、2005 年入り後に 4 % 台の NOI 利回りで物件取得を行っている例が増えている（図表 66）。プライベートファンド等ではこれを更に下回っている例も見られるようだ。こうしたプライシングを「ミニバブル」として警戒する声も高まっている。

こうしたプライシングがバブルなのかそうでないのかは、将来の賃料が本当に上昇するのかどうかに依存しているものと考えられる。賃料が毎年 1 % 上昇するか 1 % 下落するかでキャップレートが 2 % も変わり、収益価格が 5 割も変動することを考えると、個別不動産毎に本当に将来賃料や将来キャッシュフローが拡大するような物件なのかどうか問われることになる。それが見込めるのであれば、現状の NOI 利回りは 3 % 台あるいは 4 % 台であっても長期の IRR（内部利益率）は十分高い水準が確保できよう。一方、現在の NOI 利回りが 5 % を上回っていても、将来の賃料上昇が見込めないのであれば、将来金利が上昇すれば収益価格は下落することになる。

都心部のオフィスや住宅分野での不動産取得競争の激化に伴う利回り低下により、不動産ファンドはより高い利回りを確保できる物件を求めて、商業・物流施設やホテル等に投資対象を拡大したり、利回りが高くキャッシュフローの安定した地方のオフィス・住居に投資する動きを強めている。こうしたメカニズムで都心部の不動産市況回復が他の分野に波及し、不動産市場を底上げする動きに結び付きつつあるものと考えられる。不動産市場の流れはまさに変わりつつあると言えよう。

図表 66 最近の REIT の不動産取得例

ファンド名	用途・場所	取得時期	取得価格 単位: 億円	NOI 利回り 単位: %
日本ビルファンド	オフィスビル(大宮)	04/10	55.8	6.3
日本ビルファンド	オフィスビル(虎ノ門)	04/11	60.4	4.9
日本ビルファンド	オフィスビル(日本橋)	04/12	140	5.3
東急リアルエステート	オフィスビル(虎ノ門)	04/12	86.3	5.3
ユナイテッド・アーバン	オフィス・ホテル(大阪)	04/12	240	6.6
ユナイテッド・アーバン	商業施設(熊本)	04/12	111	7.2
ユナイテッド・アーバン	オフィスビル(川崎)	04/12	192	7.4
日本ビルファンド	オフィスビル(赤坂)	05/2	62.5	5.0
日本ビルファンド	オフィスビル(大阪)	05/3	65	6.3
日本ビルファンド	オフィスビル(宇都宮)	05/3	24.4	7.0
オリックス不動産	オフィスビル(大阪)	05/3	136	4.7
野村不動産	オフィスビル(天王州)	05/3	330.8	4.7
森トラスト総合リート	オフィスビル(大崎)	05/3	78.7	5.4
日本レジデンシャル	住居(六本木)	05/3	84.4	4.5
日本レジデンシャル	住居(目黒)	05/3	145.1	5.1
オリックス不動産	オフィスビル(大阪)	05/4	55.6	5.6
オリックス不動産	オフィスビル(新宿)	05/4	80.2	4.8
日本プライムリアルティ	オフィスビル(新宿)	05/4	89.2	6.6
東急リアルエステート	商業施設(渋谷)	05/4	147	4.2
オリックス不動産	オフィスビル(名古屋)	05/5	100.4	5.9
日本プライムリアルティ	オフィスビル(大阪)	05/5	54.3	4.0

(資料) 主要投資法人の IRR 資料より 04 年度下期以降の 50 億円以上の物件取得分を抽出。

9. おわりに

最後に最近の不動産市場はバブルが懸念される状況なのかを考察して、今後の不動産市場を展望する。

(1) 不動産市場はバブルが懸念される状況なのか

都心部での不動産取引価格上昇や利回り低下の進展から、ミニバブルを懸念する声も高まっている。個別の取引ではそうした事例もあろうが、全体として見れば、以下の4つの理由により、まだ市場全体としてはバブルというべき状況には至っていないと考えられる。現実にバブルが発生した1980年代後半とも比較しながら、この点について論じてみたい。

第一に、収益・キャッシュフローがベースになった価格形成が主流になっている点である。ミニバブルといわれるような高値・低利回りのプライシングがなされたような最近の事例においても、将来の賃料上昇によって中期的な投資採算が認められるケースが多いと考えられるからである。賃料上昇を過度に織り込んだり、賃料上昇が見込めないような物件にまでそれを織り込んでいるような事例もあろうが、J-REITの物件取得時の鑑定評価等を見る限りでは、収益価格で合理的に説明できるプライシングがなされているケースが圧倒的に多いと考えられる。この点において、「上がるから買う、買うから上がる」というメカニズムで収益価格を無視したプライシングがなされるケースが多かったバブル期とは大きく異なっている。収益価格がベースとなると価格調整機能が働きやすくなり、価格の行き過ぎも抑制される可能性が高いと考えられる。

第二に、不動産が小口の金融商品化したことにより、多様な投資家が不動産投資市場に参加するようになり、市場に流動性と厚みが付き、市場メカニズムが働きやすくなった。バブル期の不動産投資市場では不動産そのものを保有する必要があるため、投資のロットも大きくリスクコントロールも困難であった。バブル崩壊後の市場の環境が厳しい時期には市場の流動性が低下し損切り売却をしようとするすると売却損が想定以上に拡大した。ところが、不動産が小口の流動性のある金融商品になったことでそうした問題が大きく改善した。不動産市場は多少の調整圧力ならば市場メカニズムの中で吸収できるだけの厚みと流動性を備えつつあるものと考えられる。

第三にJ-REITという不動産市場のベンチマークが存在している点である。J-REITではその損益・財務・キャッシュフロー動向に加え、保有物件の明細や物件の売買価格の鑑定評価等を含めて詳細なディスクロージャーがなされており、市場の監視が十分に行われている。従って、J-REITは不動産市場のベンチマークと成り得る存在である。従来は公示地価や基準地価の実勢との乖離が指摘され、個別取引事例によっても十分な情報は得られず、不動産市場には市場実勢を反映したベンチマークが事実上存在しなかった。金融商品化が進んだ市場にとってベンチマークの存在は効率的なプライシングに寄与するものと思われる。また、プライベートファンドの多くはそのイグジット戦略の一環としてJ-REITへの物件売

却を重視しており、J-REIT のベンチマークとしての重要性は今後高まると予想される。

第四に不動産投資の専門家による投資対象物件とその他の物件を峻別した投資が行われており、不動産市場で健全な二極化・個別化が進んでいる点である。バブル期には 1986 年から東京の商業地・住宅地の上昇が顕著になりそれが 2～3 年遅れて地方圏にも波及し、全国的に 2 桁の地価上昇が見られた。キャッシュフローを生まないような土地も高値で取引され、価格上昇期待を背景に実需に基づかない取引が拡大した。また、当時は不動産の専門家ではない個人や事業法人が借入金と両建てで不動産の現物に投資し、バブルを煽る形となった。これに対して、現在、価格が上昇しているのは、安定したキャッシュフローを生み、然るべき利回りを確保できる大都市圏の物件が中心であり、そうではない物件では価格下落が続いている。投資対象物件とその他の物件が健全に峻別されているのである。不動産投資市場で積極的に不動産を購入しているのは不動産投資の専門家たる不動産ファンด์が中心であり、専門家ではない投資家は小口化された金融商品を通じて間接的に不動産投資を行っているに過ぎない。

以上から、都心部の不動産価格が全般的に「ミニバブル」と決め付ける必要は無いように思われる。但し、不動産取得競争が厳しくなったことにより、不動産の本来の価値を見極める「眼力」が従来以上に重要になってきていると考えられる。

(2) 今後の不動産市場

少なくとも 2006 年度までを展望する限りは、景気の持続的回復は続き、量的金融緩和は終了するとしても金融緩和と低金利は維持されると予想される。不動産市場はマクロ経済の遅行指標という面もあり、今後 2～3 年は、不動産市場は二極化・個別化や多少の調整を伴いつつも、価格の下げ止まり・回復の動きは広がり、不動産市場の回復基調は続くものと予想される。

J-REIT やプライベートファンド主導の不動産投資市場の拡大は今後も続き、より高利回りの物件を求め、投資対象の種類・地域の拡大は一段と進み、不動産市場の底上げが続くものと予想される。

そうした中で懸念されるのは、「2007 年問題」といわれるプライベートファンドの満期到来に伴う物件売却圧力と、量的金融緩和解除後に予想される金利上昇の影響である。確かに、都心部での割安物件の取得が困難になり、バリューアップによるキャッシュフローの拡大効果も徐々に弱まると予想される。また、金利が上昇する局面では、金利に負けないだけの賃料上昇が見込めない物件の価格は下落する可能性が高く、また、高レバレッジのファンドにとっては資金調達コスト上昇もダメージとなる。従って、2007 年にかけては個別の不動産ファンドの真価が問われるようになり、ファンド間格差が拡大する可能性が考えられる。こうした中で、プライベートファンドの物件売却圧力が強まったり、部分的なプライベートファンドの淘汰の動きが生じることも十分考えられる。但し、これまでに上場を果たしている J-REIT は、こうした状況にも十分耐え得るだけの優良物件と健全な財務

体力を有しており、市場のベンチマークとして、あるいは不動産の購入主体として機能し得ると考えられる。こうした中で 2007 年問題や金利上昇による調整圧力によって年間 1 兆円規模の不動産売却圧力が生じたとしても、厚みと流動性を備えた不動産市場の市場メカニズムの中で吸収され、不動産市場全体の調整には至らない可能性が高いものと考えられる。

マクロ的にみれば、経済の成長期待の回復によって資産デフレ圧力が緩和し、経済低迷との悪循環からは抜け出しつつある。ただし、不動産市場は株価以上に個別性が強く、上昇する地点が広がる一方で、下落が続く地点も残ろう。こうしたミクロでの不動産市場動向は、経済全体でみたデフレ脱却に向けた正常なプロセスと捉えられよう。

以上