

## REPORT II

# 熱を帯びる不動産投資市場の行方

- 不動産市況アンケート結果より -

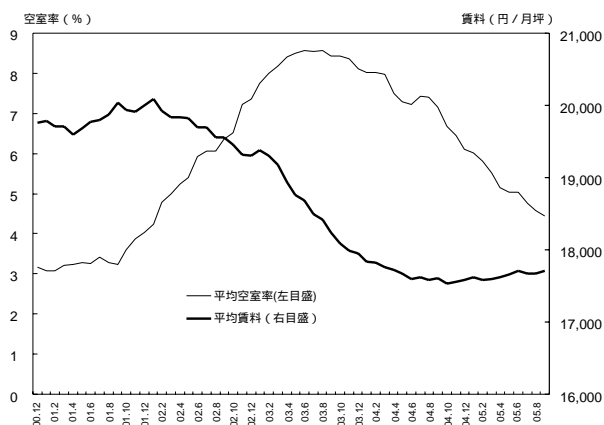
松村 徹 / 岡 正規

omatsu@nli-research.co.jp/oka@nli-research.co.jp

### 1. 上昇局面を迎えた東京のオフィス賃料

東京都心5区の賃貸オフィス市場では、2003年6、8月に8.6%のピークをつけた空室率が4%台前半の水準にまで低下した。このような需給関係を反映して、新規に契約されるオフィス賃料も、2004年10月にようやく底打ちし、その後はゆるやかな上昇に転じている（図表 - 1）

図表 - 1 東京ビジネス地区のオフィス空室率と賃料の推移



(資料) 三鬼商事

2003年前後に、大型ビルで多くみられたフリーレント（一定期間の賃料無料設定）契約は、現在ではほとんど適用例がなくなったといわれており、実質支払い金額ベースでみた賃料水準

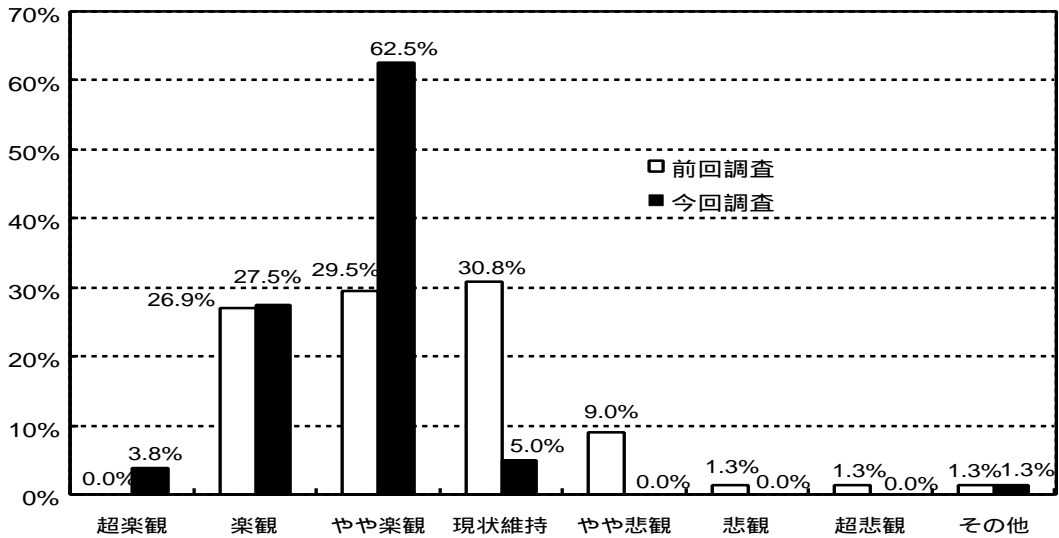
はより力強い回復を示していると推測される。

このような賃貸オフィス市場の変化は、最近の完全失業率低下にみられるように、多くの企業がリストラによる収益回復から新たな成長局面に移行し、それに伴いオフィス需要も着実に増加していることが背景にあるものと考えられる。

ニッセイ基礎研究所が、2005年10月に不動産投資に携わる実務家・専門家に対して行った市況アンケートでも、賃貸オフィス市場の先行きを楽観する傾向が昨年同時期に実施したアンケート<sup>(注1)</sup>より強まっている。東京の賃貸オフィス市場について1年後の見通しを聞いたところ、昨年では「現状維持（横ばい）」が30.8%で最も多かったが、今回は「空室率は低下、立地・規模・設備に優れるビルでは新規賃料が上昇する。ただし、既存テナントの賃料引上げは一部にとどまる」というやや楽観的な見方が62.5%と圧倒的に多く、現状維持や悲観的な見方はほとんどなくなった（図表 - 2）

なお、このアンケートは、不動産・建設、金融・保険、仲介、不動産管理、不動産ファンド、格付、投資顧問・コンサルタントなどに携わる132名を対象に、2005年10月11日～25日に電子メールで実施したもので、80件の回答を得た（回収率60.6%）。

図表 - 2 東京の賃貸オフィス市場の見通し（今後1年）



(設問)

空室率は低下、多くのビルで新規賃料上昇、既存テナント賃料引上げも上昇	超楽観
空室率は低下、優良なビルは新規賃料上昇、既存テナント賃料の引上げも増加	楽観
空室率は低下、優良なビルは新規賃料が上昇するが、既存テナントの賃料上昇は一部	やや楽観
空室率は横ばい、優良なビルでみられた新規賃料上昇も頭打ち	現状維持
空室率は上昇、優良なビルでも新規賃料は弱含み	やや悲観
空室率は上昇、優良なビルでも新規賃料は低下	悲観
空室率は上昇、多くのビルで新規賃料は低下	超悲観
その他	その他

(注) 足元の市況変化を反映したため、昨年調査(2004年10月)とは設問の具体的な内容が異なっている。

(資料) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

## 2. 不動産取引価格の現状

低金利・カネ余りを背景に、内外の投資資金が有利な運用対象として不動産投資市場に流入し続けており、不動産利回りは低下、不動産価格は上昇傾向にある(図表 - 3)

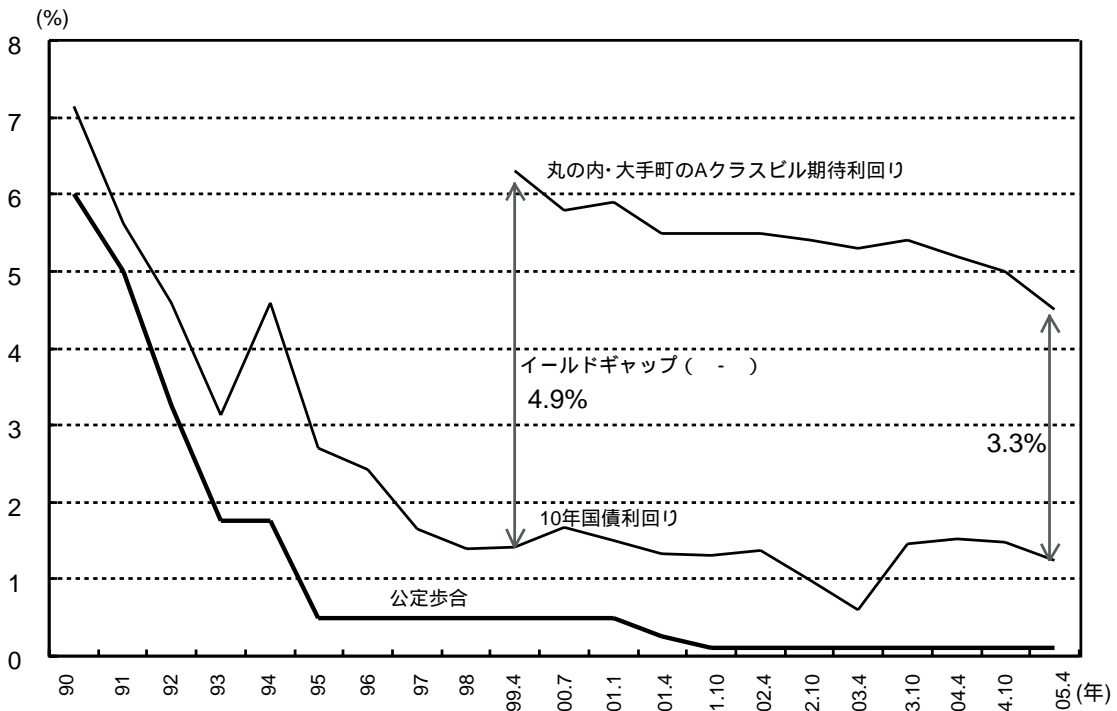
特に、最近行われる不動産の競争入札では、物件を求める私募ファンドやJ-REIT(リート: 不動産投信)が殺到し、非常な高値落札が相次いでいるとして、一部で「ファンドバブル」との指摘もある。

そこで、このような不動産取引の現状について、市場関係者の認識を前述のアンケートで聞いたところ、「高値だが適正な範囲」という意見が46.3%と、「理解を超える価格での取引が増加(45.0%)」をわずかだが抑えて最も多かった。

昨年調査では、「理解を超える価格での取引が増加(59.7%)」と、次点の「高値だが適正な範囲(24.7%)」に大きな差をつけていたことから、この1年で取引の過熱に対する警戒感が薄れたように思われる。「理解を超える価格での取引が非常に多い」、すなわち現在すでにバブル状態にある、とする意見は7.5%にとどまり、昨年(10.4%)同様少数派である(図表 - 4)

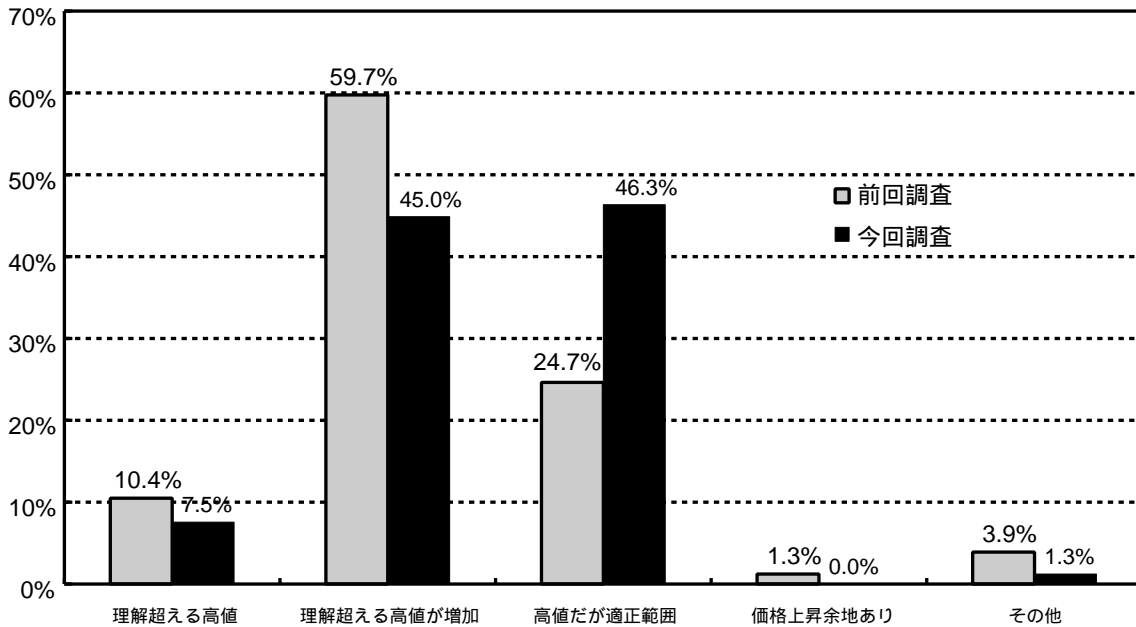
今回、「高値だが適正な範囲」とした回答者にその理由を聞いたところ、「市場の透明性が高まり、流動性リスクも低下している(=不動産のリスクプレミアム縮小=利回り低下=価格上昇)」という意見が63.2%と最も多かった。次いで、「オフィス賃料が上昇局面に入った」が52.6%であるため、昨年あった賃貸市場と投資市場の見通し間での温度差(注2)がなくなり、価

図表 - 3 長・短期金利と不動産投資利回りの推移



(注) 利回りは、1990～1998年は年末値、1999年4月以降は月末値  
 (資料) 日本不動産研究所他資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 4 不動産取引における不動産価格の現状について



(注) 前回調査2004年10月  
 (資料) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

格上昇を是認する参加者が増加したとみることができる。

また、不動産の「評価額が収益還元法で決まる(50.0%)」ようになり、「インカムゲイン重視(キャピタルゲインに過度に期待しない)(42.1%)」、「(リスクプレミアムを積んで)長期国債より高い利回りで買っている(31.6%)」、「投資可能な優良不動産は限られる(全国のあらゆる土地が買われているわけではなく、選別的な投資が行われている)(31.6%)」、「(価格は上昇していても、低い資金コストを利用した)レバレッジ効果で、投資家は高い利回りが期待できる(28.9%)」ことから、合理的で適正な取引である、とみていることがわかる(図表 - 5)。

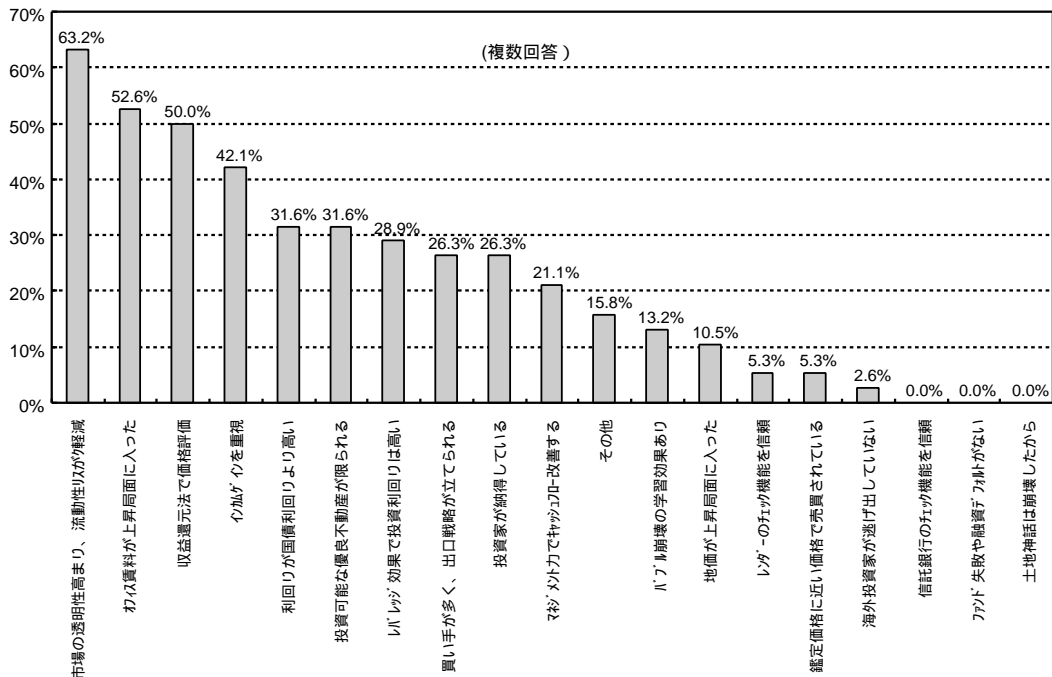
確かに、現在の不動産投資の考え方や仕組みはグローバル・スタンダード(国際標準)に急接近したともいえ、また市場環境を形成する人口・経済状況も、1980年代後半のバブル時期と

は全く異なっている(図表 - 6)。

最近の投資は、収益不動産を対象に行われ、投資の仕組みも所有と経営が分離してリスク分散が進み、市場参加者の相互牽制も効くようになってきていることから、土地神話の下で行われた野放図な土地投機が再現される可能性はほとんどないといえよう。少なくとも、最近の不動産価格上昇を、すでに「バブル状態」にあると断じるのは早計過ぎると考える。

しかし、不動産の金融商品化が進んだことで、長短金利動向や株式・債券市場との関係は以前に比べてはるかに強まり、市場の変動リスクが高まっているといえる。加えて、今回の価格上昇もいずれ調整局面を迎えること、また、市場の常として行き過ぎが生じる(オーバーシュートし、最悪の場合バブル状態になる)可能性があることを再認識すべきである。

図表 - 5 価格が適正な範囲と考える理由



(注)前問で「高値であるが、適正な範囲の取引がほとんど」とした回答者数を分母にしている。

(資料) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

図表 - 6 1980年代後半の土地バブルとの比較

		バブル経済期 (1986～1990年)	現在 (2000～2004年)
人口・経済	人口移動	東京圏一極集中 東京区部からは流出	東京再集中 都心回帰
	総人口増加率	1.6%	0.6%
	出生率	1.54 ('90年)	1.29 ('04年)
	高齢化率	12.1 ('90年)	19.5 ('04年)
	実質GDP成長率	4.8% ('85～'90年)	1.3% ('99～'04年)
不動産投資	投資判断の与件	土地神話	低金利・イールドギャップ によるレバレッジ効果
		国による 過大なオフィス需要予測	民間による 「2010年問題」の提起
		成長・拡大傾向の 賃貸不動産・分譲市場	二極化する 賃貸不動産・分譲市場
	投資目的	値上がり益・含み益 節税効果	キャッシュフローの分配
	投資形態	自己勘定での直接投資	証券化やストラクチャード・ ファイナンスによる間接投資
		コーポレート・ローンによる借入	ノンリコース・ローンによる借入
	投資判断基準	資本回収期間 累積解消時期	IRR (内部収益率)
	市場の投資指標	地価	キャップレート イールドギャップ
	投資対象・地域	主に土地	収益不動産 (多様なプロパティ型)
		無差別 全国	選別的 主要都市・都心部
	不動産評価	更地重視 取引事例法中心	収益還元法 デュー・デリジェンス実施
	不動産管理	内生化静的・ 受動的	アウトソーシング 機動的・能動的
	出口戦略	なし	あり
	投資リスク	集中	分散
投資リスクの認識	低い	高い (市場・経営・環境・地盤・構造等)	

(資料) ニッセイ基礎研究所

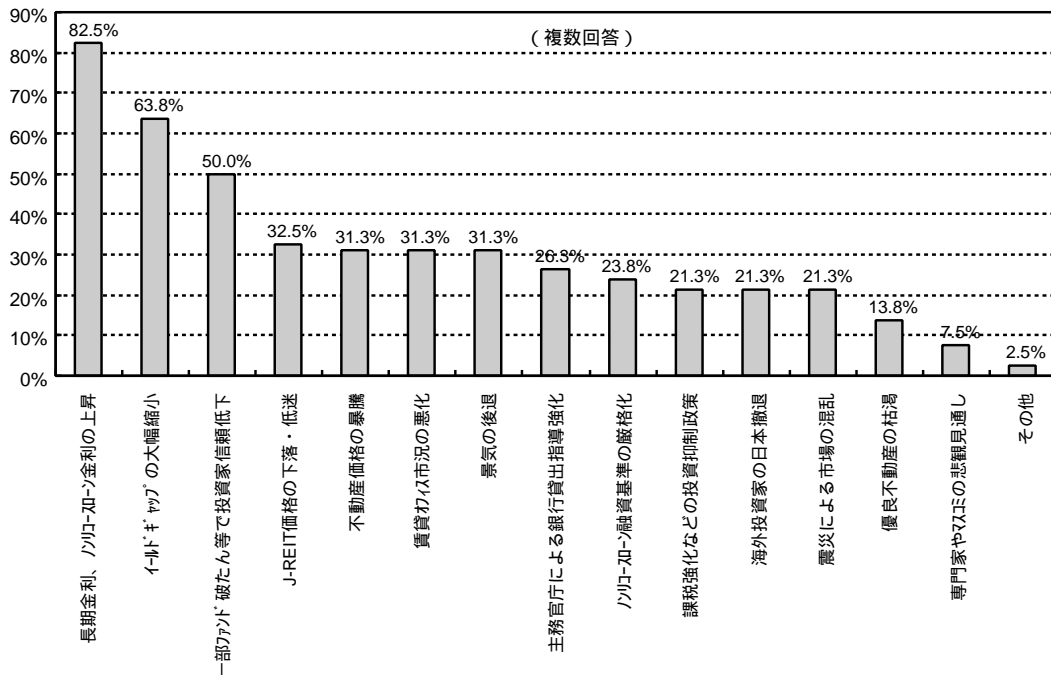
### 3. 不動産投資市場の展望

では、値上がり基調にある不動産投資市場が、今後どのようなきっかけで調整局面を迎えるのだろうか。そこで、市場成長にブレーキをかける要因をアンケートで聞いたところ、「長期金利やノンリコース・ローン金利の上昇」が82.5%と最も多かった。次いで、「イールドギャップの縮小」が63.8%となっており、市場参加者が

今後の金利や利回りの動向に注目していることがうかがわれる(図表 - 7)。

また、3位の「一部ファンドの破たんや利益相反問題などによる投資家の信頼低下(50.0%)」が注目される。不動産投資の主流となったファンドも、その歴史はたかだか数年と短く、一部の不祥事をきっかけに市場全体の信任が低下することが懸念されているようだ。アンケートの自由記述でも、プレイヤーの増加とともに説明

図表 - 7 不動産投資市場の成長にブレーキをかける要因



(資料) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」2005年10月

のつかない荒っぽい取引が増えており、今後、投資家の信頼を損なうケースが出てくる可能性を指摘する意見があった。

4～7位は、「J-REIT価格の下落・低迷(32.5%)」、「不動産価格の暴騰(31.3%)」、「賃貸オフィス市況の悪化(31.3%)」、「景気の後退(31.3%)」となっており、各市場や景気の変化が注目されていることがわかる。

これに対して8～10位は、「主務官庁による金融機関の貸出し指導強化(26.3%)」、「ノンリコースローン融資基準の厳格化(23.8%)」、「開発規制の強化や不動産課税の強化など投資抑制政策(21.3%)」と、政策の変化が挙げられている。1990年3月に導入された不動産金融の総量規制や1992年1月の地価税が、市場関係者の苦い記憶として残っているからかもしれない。

そして、いずれ不動産投資市場が迎える調整局面が、小刻みな調整が繰り返されるソフトランディングとなるのか、市場のオーバーシュ

後に突然大きな調整が起きるハードランディングとなるのかを、現時点で予想することは難しい。結局、投資家は今後の金利や賃貸市場、景気等の動向を注視していく必要がある。

(注1)「オフィス市況アンケートのまとめ - 実務家・専門家がみる今後のオフィス市場」ニッセイ基礎研究所(松村・岡)2004年10月21日

(注2) 昨年調査では、「市場関係者の多くは、一抹の不安を感じながらも、今しばらくは強気で投資市場に参加していかざるをえない感覚と思われる。慎重な賃貸市場の見通しと比べて温度差があることがわかる。」と分析した。