

(不動産投資)：慎重さが求められる地方オフィスビル投資

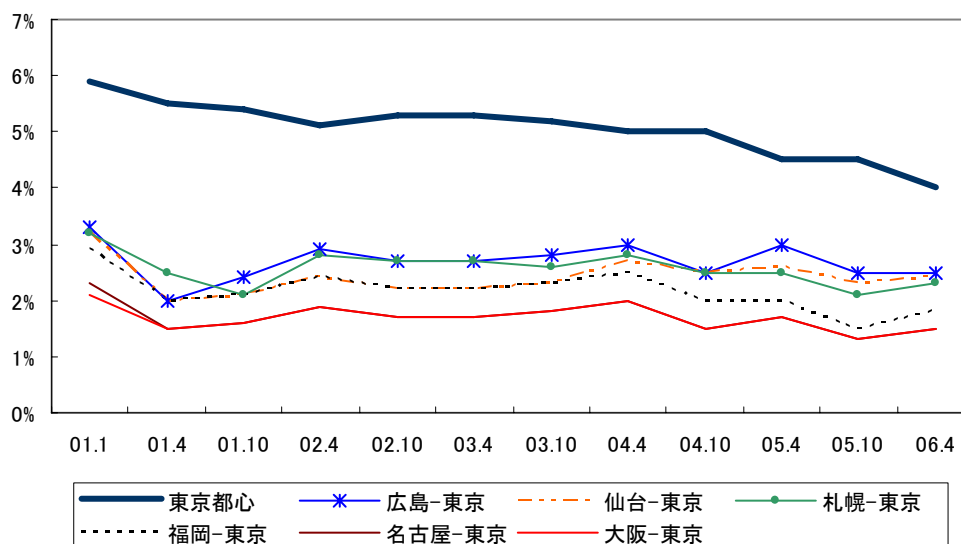
東京圏よりはるかに市場規模の小さい地方都市に、J-REIT や私募ファンドによる不動産投資集中的な資金流入が続けば、局地的なバブルの様相を呈する可能性がある。もちろん、不動産は個別性が非常に強い資産であることから、ファンダメンタルズ分析だけでは投資判断を誤り、機会損失を被る可能性もある。運用の巧拙がリターンに直結するファンドに、長期投資する際には、調整局面に強い優良な物件と優良な運用会社を厳選することが重要である。

J-REIT や私募ファンドによる不動産投資は、東京圏が圧倒的に多いものの、全国主要都市にも拡大している。現時点で、J-REIT と私募ファンド合わせて2兆円以上の内外の資金が、地方主要都市のオフィスビルやマンション、商業施設などに投下されているものと推測されるが、賃貸市況の改善傾向を背景に、今後も投資資金の増加が予想される。

このような不動産ファンドからの資金流入で、投資対象となる不動産の値上がりが続き、つれて投資家の期待利回りは低下傾向にある。ただし、投資家アンケートやJ-REIT の投資実績をみる限り、地方市場の物件には、東京都心部(Aクラスビル)に対するリスクプレミアムとして1~2%台の利回りが上乘せされている(図表1)。

これは、地方の不動産投資市場が東京に比べて、市場が小規模で流動性が低く、出口戦略の難度が高い、市場の成長性が低い、市場や物件に関する情報量が少ない、収益の変動リスクが大きい、投資適格物件が少ない、などと認識・評価されているためと考えられる。

図表1: 東京都心部 A クラスビルの期待利回りと主要都市との利回り差



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

最近のファンド主導による不動産投資市場の拡大で、大都市中心商業地の地価は、バブル崩壊以来ようやく上昇に転じている。ただし、過去の商業地価の動きからみて、東京と地方では変動の幅やパターンが異なることに留意すべきである。

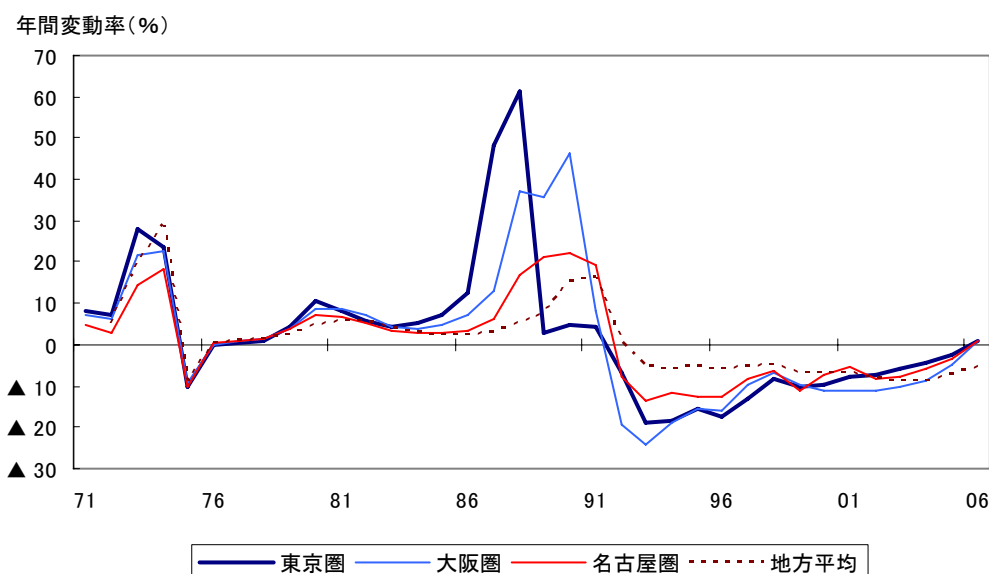
1980年代後半のバブル期に大阪圏の商業地価は東京圏に1年遅れて上昇し、東京圏の暴落から2年後、東京圏以上に暴落した。同じく東京圏に1年遅れて上昇した名古屋圏も、東京圏の暴落から2年後に下落したが、上昇率・下落率とも東京圏・大阪圏に比べて非常に穏やかであった。三大都市圏以外の地方圏は、大阪圏・名古屋圏にさらに1年遅れて上昇し、同じく1年遅れて下落したが、名古屋圏以上に穏やかな動きであった。しかし、2001年以降、三大都市圏では着実に下落率が縮小して2006年には上昇に転じたのに対し、三大都市圏以外の地方圏では1993年以降低迷したままである（図表2）。

いずれにしても、東京よりはるかに市場規模の小さい地方都市に集中的な資金流入が続き、都市の経済成長力や物件の収益価値を無視した取引が増加すれば、投資市場が局地的なバブルの様相を呈する可能性がある。

さらに、新規参入が容易な私募ファンド市場では、短期的な収益拡大のために、長期的には資産価値を毀損しかねないような無理な管理コスト削減や、無定見なテナント営業を行う運用会社も少なくないようだ。しかし、ここで注意すべきは、景気の回復傾向が強まって不動産価格やオフィス賃料が上昇傾向にある現状では、キャッシュフロー改善や資産価値増加に関する運用会社の貢献や技量の差を見極めにくい点である。

このようにみれば、地方都市のオフィスビルへの長期投資を考える場合、今後の景気後退局面も視野に入れつつ、改めて地方市場の特徴をよく理解した上で慎重に検討すべきである。もちろん、不動産は個性性が非常に強い資産であり、ファンダメンタルズ分析だけでは判断を誤り、機会損失を被る可能性もある。本来、ファンド投資では運用の巧拙がリターンに直結するだけに、調整局面に強い優良な物件と優良な運用会社を厳選することが重要である。

図表2： 都市圏別の公示地価推移(商業地)



(出所) 国土交通省「地価公示」を基にニッセイ基礎研究所が作成

(松村 徹)