

## 調整局面の不動産投資市場

ーリスク感度の高まりで、ファンダメンタルズとのかい離修正が進むー

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門  
不動産投資分析チーム

上席主任研究員 松村徹  
[omatsu@nli-research.co.jp](mailto:omatsu@nli-research.co.jp)

### 要旨

- 不動産投資市場では 1,000 億円を超す大型取引が相次ぎ、市場の過熱や行き過ぎを懸念する見方も一部にある。しかし、2007年5月31日に最高値をつけた東証 REIT 指数は、米国発のサブプライム・ローン問題などの影響で急落し、その後持ち直したものの不安定な動きとなっている。
- 拡大してきた不動産証券化市場の資産規模も、成長率が鈍化傾向にある。2005年前後から上昇に転じた大都市圏の地価は、はやくも一部地域で減速し始め、天井感も指摘されている。今回、ニッセイ基礎研究所が行った第4回不動産市況アンケート結果からも、不動産投資市場の潮目に変化しつつある可能性が読み取れる。
- また、サブプライム・ローン問題で海外からの資金フローが減少したとみられるが、金融商品取引法(金商法)施行の影響などもあり、投資家や金融機関のリスク感度は従来より高まり、投資・融資対象となる不動産やファンドの選別が静かに進んでいるとみられる。
- 不動産投資市場では、このような資金フローの変化により、拡大し過ぎた不動産ファンダメンタルズとのかい離の修正が続くと予想される。すでに調整局面にある J-REIT 市場では、運用会社のマネジメント力などの差による選別化が進んでいるが、玉石混交といわれる私募ファンド市場においても、同様の傾向が強まるであろう。価格上昇期待の低下で出口戦略の修正を余儀なくされるファンドの増加も予想され、金商法で投資運用業のハードルが引き上げられる中、ファンドの淘汰と業界再編が一気に進む可能性が高い。
- 今後、不動産投資市場の調整がソフトランディングして成長トレンドに回帰するためには、①サブプライム・ローン問題が収束に向かう、②日本の景気回復が持続して不動産ファンダメンタルズが概ね堅調に推移する、③日本の不動産投資環境が他国に比べて有利な状況が持続する、④金商法により不動産投資市場の透明性や投資家の信頼が高まる、という条件が満たされる必要があると思われる。

## 1. 不動産投資市場の現状

不動産投資市場<sup>1</sup>では、東京都心部で1,000億円を越す大型取引<sup>2</sup>が相次いでおり、市場の過熱や行き過ぎを懸念する見方も一部にある。

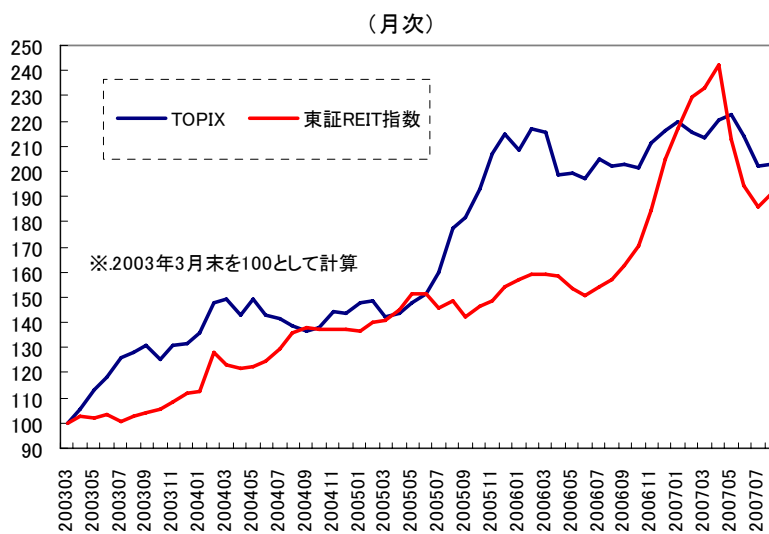
しかし、2007年5月31日に最高値をつけた東証REIT（不動産投信）指数は、米国発のサブプライム・ローン（信用力の低い個人向け住宅融資）問題などの影響で急落し、その後持ち直したものの不安定な動きとなっている（図表-1）。また、拡大してきた不動産証券化市場<sup>3</sup>の資産規模も、成長率が鈍化傾向にある（図表-2）。

2005年前後から上昇に転じた大都市圏の地価は、平均値では上昇傾向が強まっているものの、直近の半期や四半期で上昇率が低下して減速感が出てきた地点が少なくなく、天井感も一部で指摘されている（図表-3、4）<sup>4</sup>。

今回行った第4回不動産市況アンケート結果からも、不動産投資市場の潮目に変化しつつある可能性が読み取れる（後述）。

また、サブプライム・ローン問題で海外からの資金フローが減少したとみられるが、金融商品取引法（金商法）施行の影響などもあり、投資家や金融機関のリスク感度は従来より高まり、投資・融資対象となる不動産やファンドの選別が静かに進んでいるとみられる。

図表-1 TOPIXと東証REIT指数



(出所)東京証券取引所

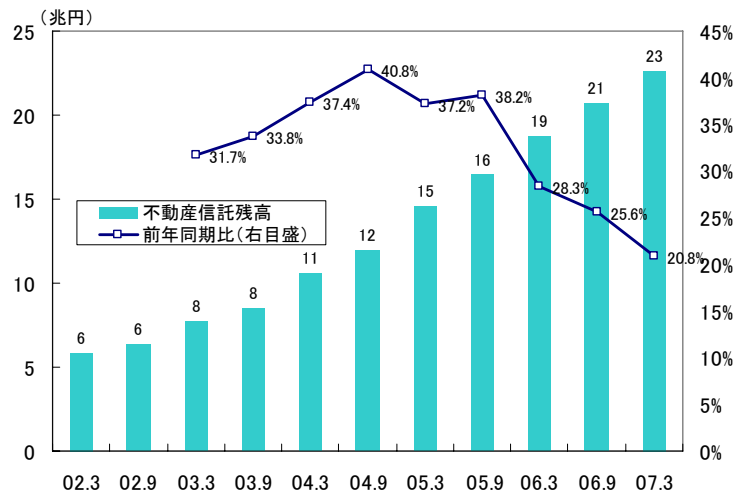
<sup>1</sup> 本稿で**不動産投資市場**という場合、J-REITや私募ファンドなどによる実物不動産（もしくは不動産信託受益権）の売買や、不動産証券化商品（主にJ-REITの投資口）の売買が行われる市場を意味し、不動産賃借や分譲住宅販売などの**実物不動産市場**と区別する。また、空室率や賃料、着工面積、住宅販売戸数など実物不動産市場における基本指標の状況を指して、**不動産ファンダメンタルズ**という。

<sup>2</sup> 2007年6月以降でも、虎ノ門パストラル（2,300億円）、銀座東芝ビル（1,600億円）、中野警察大学校跡地（1,440億円）、北新宿地区再開発事業1街区（1,150億円）がある。

<sup>3</sup> ここでは、証券化で用いられる不動産信託残高とその増加率をみたが、J-REITや私募ファンドの資産規模でも、増加率の低下が確認できる。

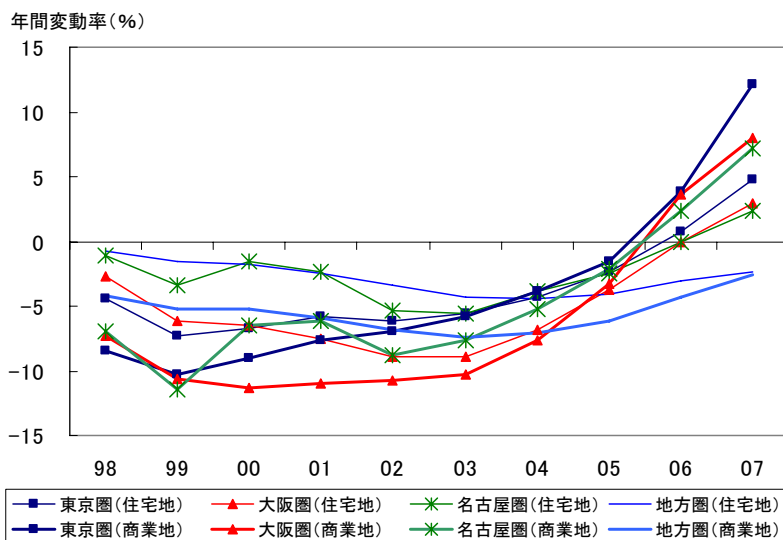
<sup>4</sup> ここでは、四半期の変化が把握できるため野村不動産アーバンネットの住宅地価を採用したが、国土交通省が9月に公表した半年毎の地価動向でも、住宅地、商業地ともに上昇率の低下地点が多くみられる。

図表-2 不動産信託残高の推移



(出所)信託協会資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-3 基準地価の動向



(出所)国土交通省「都道府県地価調査」

図表-4 住宅地地価の動向

地域	調査地点数	住宅地価変動率(%)		
		直近3ヶ月	直近6ヶ月	年間変動率
東京都区部	51	3.7	10.0	21.4
東京都下	19	2.7	7.0	14.4
神奈川県	31	2.1	4.8	10.3
千葉県	15	1.6	2.1	8.2
埼玉県	9	2.0	3.8	13.1
関西圏	45	0.1	1.7	10.5

(注)調査地点は、駅徒歩15分圏内、接面道路幅員4~6m前後、整形地、一方で道路に接する(角地でない)という条件を概ね満たす。

(出所)野村不動産アーバンネット

## 2. 不動産ファンダメンタルズの現状

オフィス市場では、東京都心部の稼働率や賃料の上昇が顕著だが、地方都市ではそれほどでもなく、地域間で温度差がある。たとえば、札幌や名古屋、千葉などいくつかの大都市で、空室率の低下傾向に変化の兆しがみられる。特に、市場規模の小さな地方都市では、新規開発が急増すれば需給バランスが簡単に崩れる傾向があるので、今後のオフィス供給動向に注意が必要である（図表-5、6）。

また、賃料が上昇している地方大都市も、東京都心部と比べればわずかな上昇率でしかないことから、今後の賃料上昇に過大な期待をすべきでないといえる（図表-7）。

さらに、好調な東京都心部のオフィス賃料にも、天井感が出てきた。都心3区にある基準階200坪以上の大規模オフィスビルをベンチマークとしてみると、2005年第3四半期以降に上昇率を高めてきたが、現在は20%前後で足踏み状態にある（図表-8）。

東京都心部では高級賃貸マンションや飲食物販店舗の入る商業ビルも好調だが、東京同様の強い需要を見込んだ安易な開発が急増したため、供給過剰で市況が悪化している地方大都市も少なくない（図表-9）。

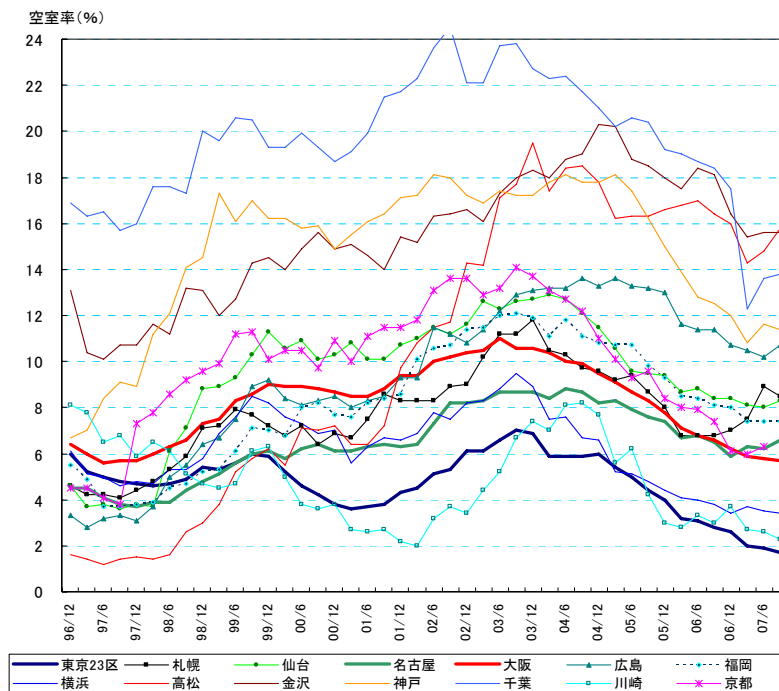
地価上昇で販売価格を上げざるを得なくなった分譲マンション市場は、建築基準法改正<sup>5</sup>による審査遅延の影響もあって供給戸数や契約率が減速傾向を強めているが、立地条件や商品企画、事業主の違いなどによる販売の二極化も指摘されている<sup>6</sup>（図表-10）。

不動産業の景況感は、このようなファンダメンタルズを反映して、ビル賃貸業がプラスで堅調に推移する一方、マンション・戸建てなどの住宅流通業が足元マイナスに転じた。また、不動産投資市場の拡大を背景に、2004年から強い好況感を示していた商業地流通業でも、依然としてプラス圏内にあるものの低下傾向が強まっているうえ、6ヵ月後の見通しはマイナスとなっている（図表-11）。

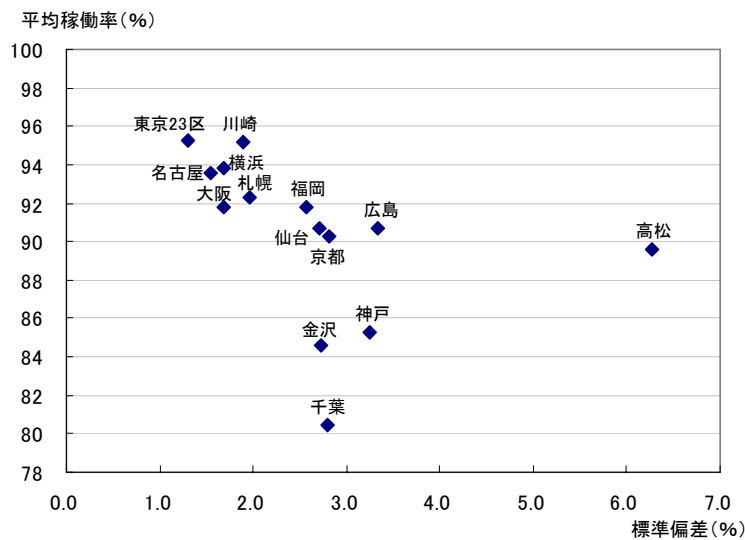
<sup>5</sup> 耐震強度偽装防止のため建築確認申請手続きを厳格化した改正建築基準法が、2007年6月に施行された。

<sup>6</sup> たとえば、トータルブレインによる2007年前半の首都圏マンション分析によると、大手・準大手デベロッパー12社とそれ以外のデベロッパーとの間で、坪単価と売れ行きに明確な差が出ている。（日刊不動産経済通信 2007年10月17日）

図表-5 全国主要都市のオフィス空室率

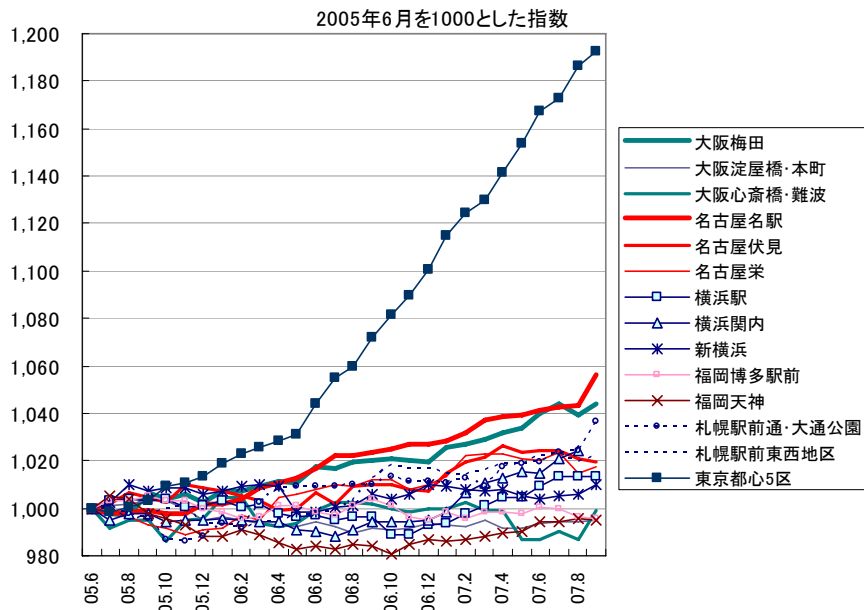


図表-6 主要都市のオフィス稼働率と標準偏差



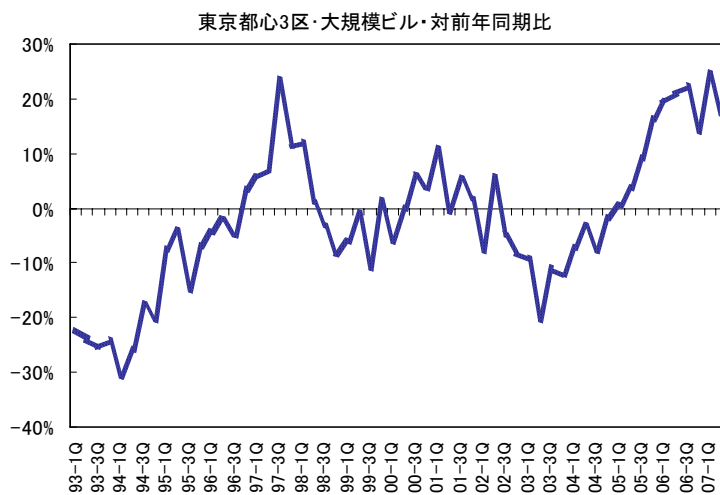
(注)稼働率データは、1996年第4四半期～2007年第2四半期  
 (出所)生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 東京と地方都市の賃料動向



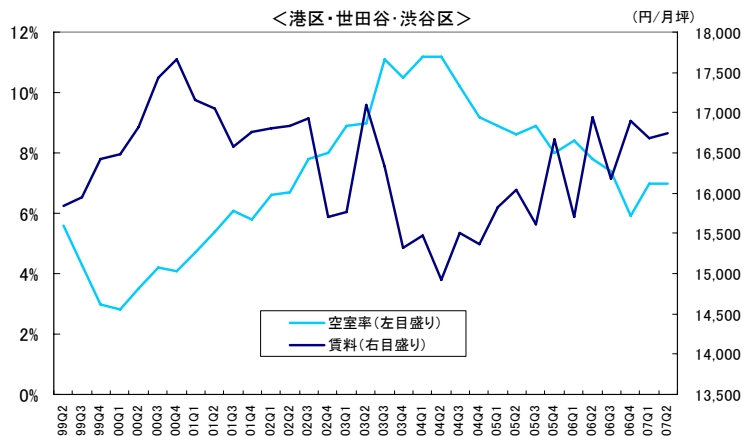
(出所) 三鬼商事資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 東京のオフィス賃料変化率



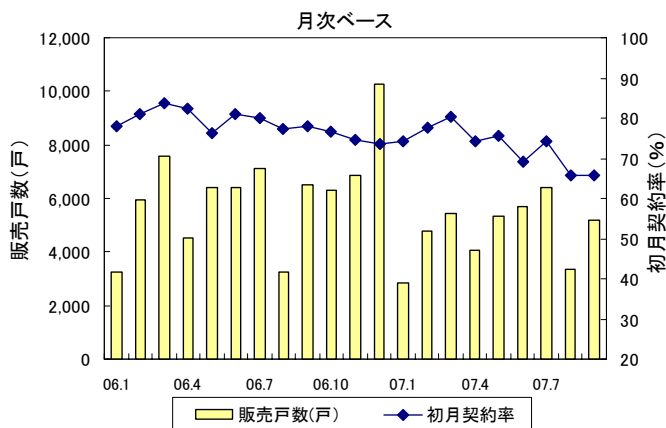
(出所) ニッセイ基礎研究所

図表-9 東京都心の高級賃貸マンション市場



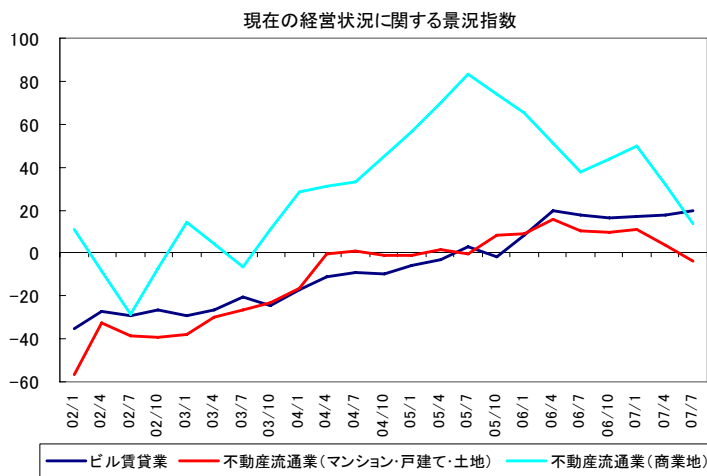
(注)対象は、期間中にケンコーボレーションで契約されたものうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの(出所)ケン不動産投資顧問

図表-10 首都圏の分譲マンション販売動向



(出所)不動産経済研究所

図表-11 不動産業の景況感



(注)不動産流通業(商業地)は1、7月の年2回調査のため、4、10月は直線案分している  
(出所)土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

### 3. 市場関係者の見方—第4回不動産市況アンケート結果—

ニッセイ基礎研究所では、2007年10月1日～13日、不動産分野の実務家・専門家に対して市況アンケートを行った。これは、不動産・建設、金融・保険、仲介、不動産管理、不動産ファンド運用、格付、投資顧問・コンサルタントなどの業務に携わる200名を対象に、電子メールで実施したもので、103件の回答を得た（回収率51.5%）。

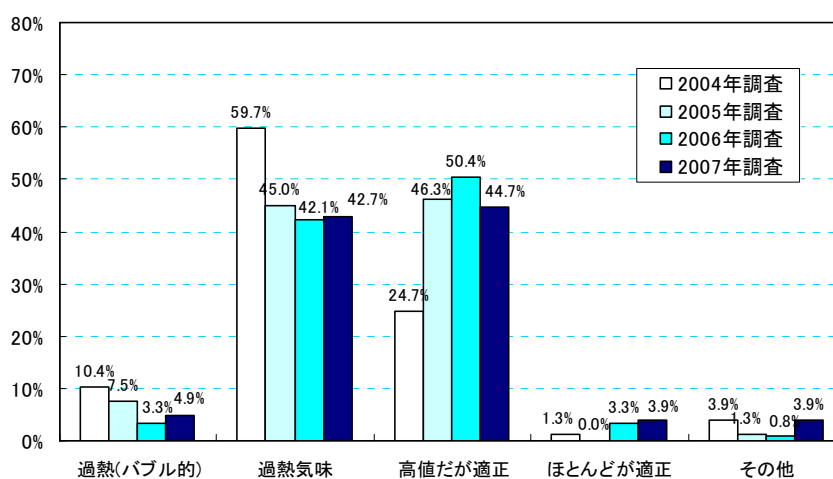
今回のアンケート結果では、市況の現状について強気と警戒の意見が均衡し、また不動産価格の上昇がピークに近いという見方が半数近くを占めるなど、不動産投資市場の潮目が変化しつつある可能性が読み取れる。

まず、不動産取引の現状については、「高値だが適正な範囲の取引が中心である」という回答が44.7%と最も多かったが、昨年より6ポイント弱減少している。これに対し、「市場は過熱気味（理解を超える価格での取引が多い）」が42.7%と続き、昨年より両者の差が縮まり均衡した状況となった（図表-12）。

現在の不動産価格の上昇については、「そろそろピークに近い（上げ止まりに近づく）」という回答が47.6%で最も多く、次いで「すでにピークに達している」14.6%、「ピークアウトの兆しがみえる」13.6%となり、「まだまだピークではない」という強気の意見は9.7%と少数だった（図表-13、14）。

なお、同アンケートでは金商法の市場への影響についても意見を聞いている。「良い影響と悪い影響は同じくらい」31.1%、「どちらかといえば、良い影響の方が多い」26.2%、「どちらかといえば、悪い影響の方が多い」21.3%と見方が分かれたが、法施行直後ということもあり、その影響を測りかねている状況とみることもできる。具体的には、市場の透明化や投資家拡大などによる市場の成長を期待する意見と同時に、業界再編・淘汰や業界の過剰反応による一時的な市場の停滞を懸念する意見も多かった（図表-15、16）。

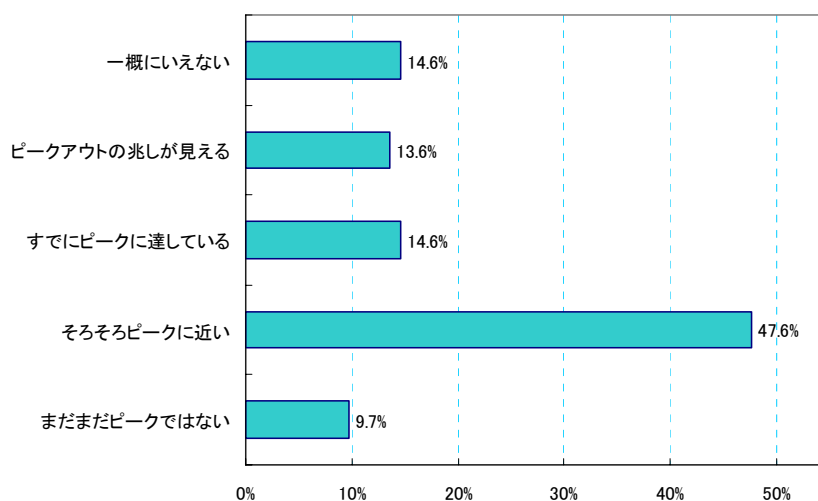
図表-12 投資用不動産の価格動向について



(注) 調査は各年10月に実施  
(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」



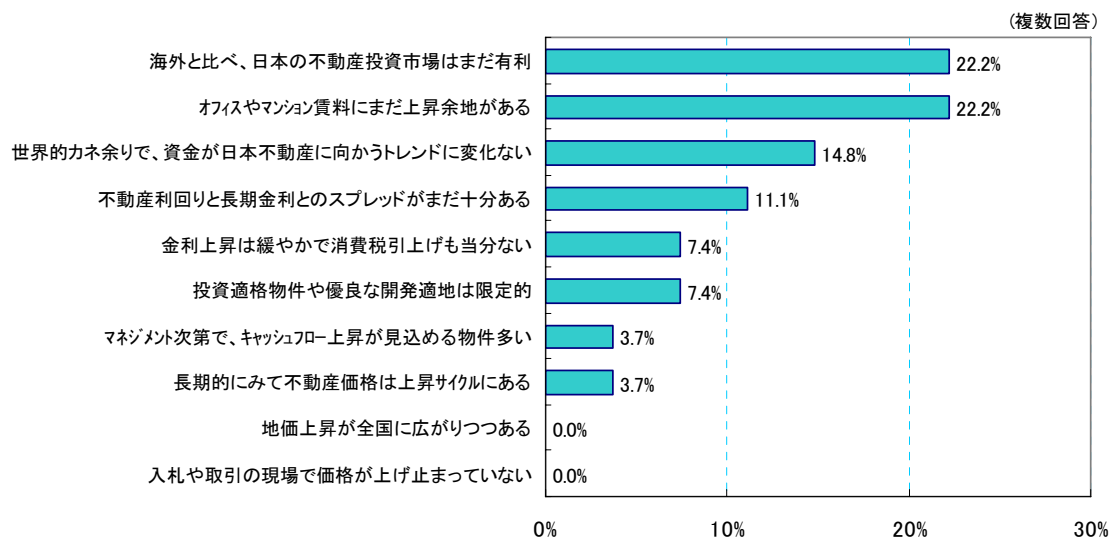
図表-13 投資用不動産価格のピークはいつか



(出所)ニッセイ基礎研究所「第4回不動産市況アンケート」2007年10月

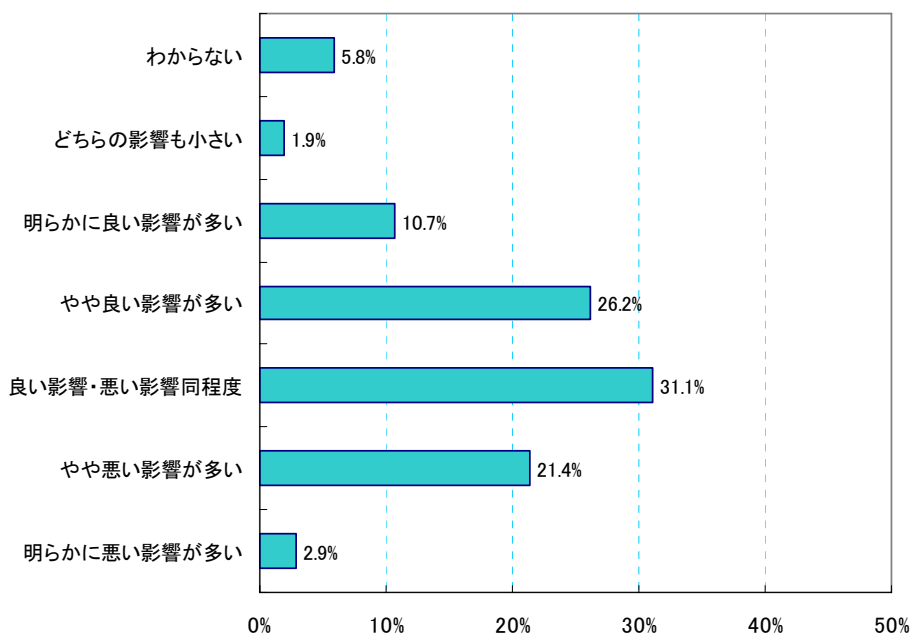
図表-14 値上がりは今後も続く理由

(図表-13で「まだまだピークでない」と回答した理由)



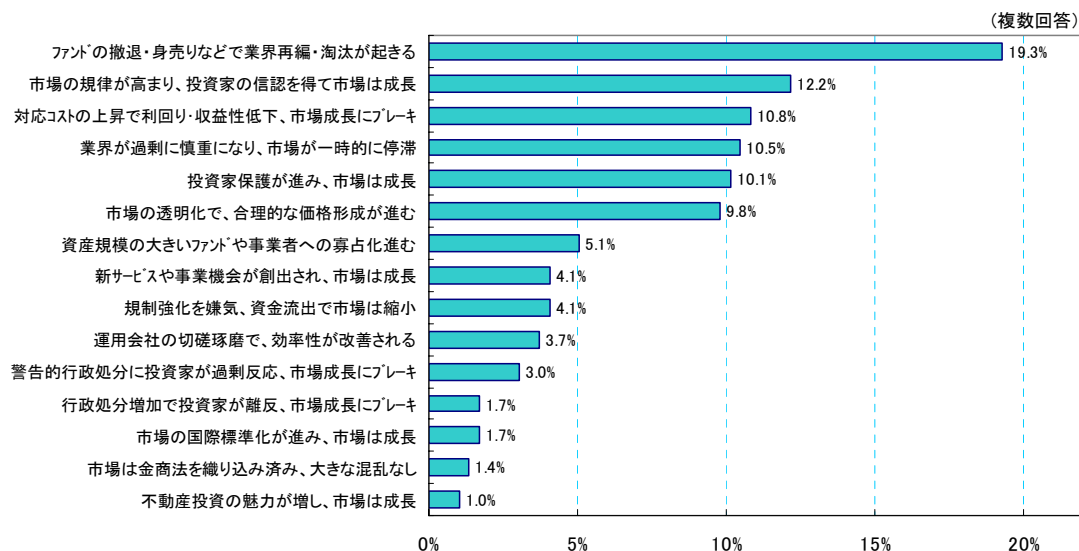
(出所)ニッセイ基礎研究所「第4回不動産市況アンケート」2007年10月

図表-15 金商法の不動産投資市場への影響をどうみるか



(出所)ニッセイ基礎研究所「第4回不動産市況アンケート」2007年10月

図表-16 金商法の不動産投資市場への具体的な影響



(出所)ニッセイ基礎研究所「第4回不動産市況アンケート」2007年10月

#### 4. 不動産投資市場の調整

前述したとおり、不動産ファンダメンタルズをみると、東京のオフィスビルや賃貸マンションは好調な需要に支えられているが、必ずしも好調とはいえない地域やセクターもある。また、不動産は個別性が強く、同じ地域やセクターであっても物件格差が大きいという資産特性もある<sup>7</sup>。

これに対して、不動産投資市場では、①地域（東京都心部から周辺地域、地方都市、海外へ）、②セクター（オフィスビルやマンション、SCなどからホテルや商業ビル、高齢者施設などのオペレーショナル・アセット<sup>8</sup>へ）、③形態（既存物件から開発物件へ、さらには不動産保有企業の買収へ）において、投資の難易度がより高いと思われる対象へと資金の拡散が進んできた（図表-17）。財団法人日本不動産研究所の投資家アンケートによると、オフィスビルにおける東京都心部と地方大都市との期待利回りのスプレッドは縮小傾向にある（図表-18）。

また、投資資金の勢いに押されて取引が過熱気味になる中、個別物件の実力以上（キャッシュフローの成長を、立地条件や建築・設備条件などと不整合なほどに織込んだ）と思われる価格での取引が増加しているように見受けられる。たとえば、新規に契約されるオフィス賃料と、ビルの賃貸事業収入の増加率には大きなギャップがある市場実態にもかかわらず、ビルの将来キャッシュフローの伸びを高めめに設定するようなケースである（図表-19）。

しかし、投資家や金融機関のリスク感度の高まりで、今後は本来の実力に応じた価格に収れんしていかざるをえないと思われる。言い換えれば、外人投資家や金融機関などの資金フローの変化により、拡大し過ぎた不動産ファンダメンタルズとのかい離が修正されるという見方である。

すでに、調整局面にあるといえる J-REIT 市場では、運用会社のマネジメント力、ひいてはファンド運営に対する熱意、投資家への説明力などに注目が集まり、規模やセクターにかかわらず選別化の傾向がみられる。今後は、玉石混交といわれる私募ファンド市場においても、同様の傾向が強まるであろう。特に、価格上昇期待の低下で、出口戦略の修正を余儀なくされるファンドの増加が予想され、金商法で投資運用業のハードルが引き上げられる中、ファンドの淘汰と業界再編が一気に進む可能性が高い。

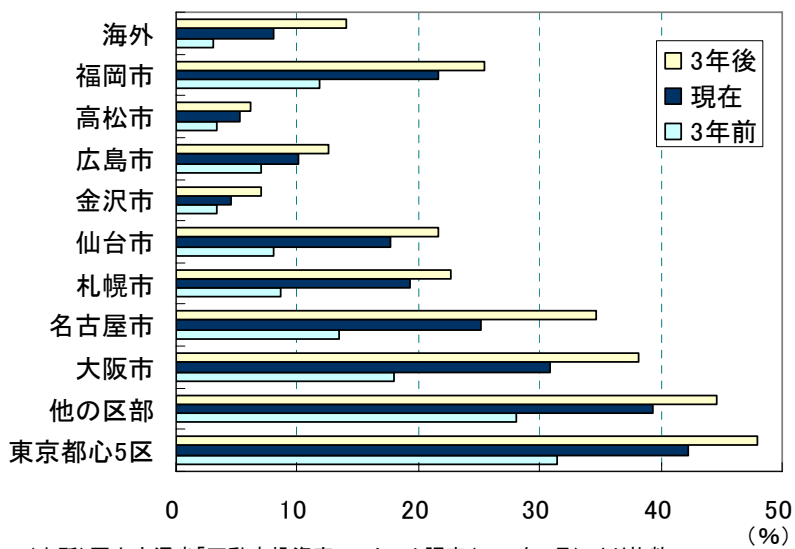
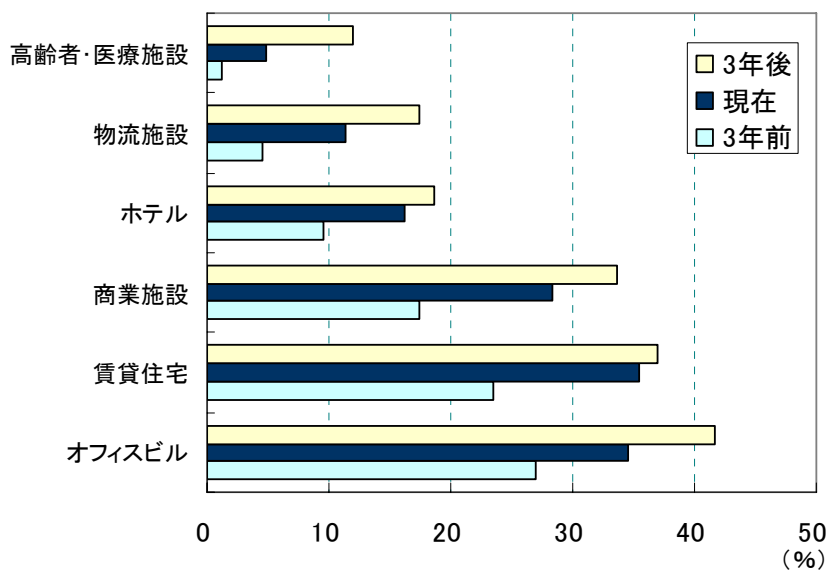
今後、不動産投資市場の調整がソフトランディングして成長トレンドに回帰するためには、①サブプライム・ローン問題が収束に向かう、②日本の景気回復が持続して不動産ファンダメンタルズが概ね堅調に推移する、③日本の不動産投資環境が他国に比べて有利な状況が持続する、④金商法により不動産投資市場の透明性や投資家の信頼が高まる、という条件が満たされる必要があると思われる。

以上

<sup>7</sup> 景気拡大期には市場全体が底上げされて格差は縮小するが、需要の構造的変化や物件の建築・設備条件、用途などの見直しがない限り、景気後退期には需給のミスマッチが再び顕在化すると思われる。

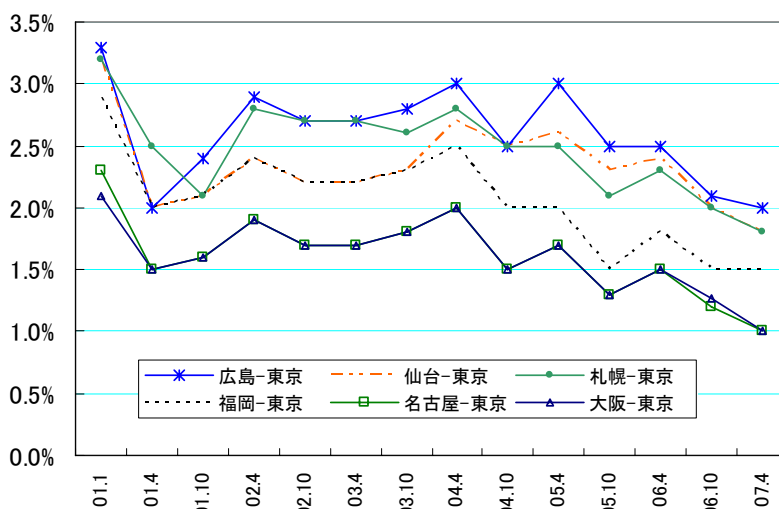
<sup>8</sup> 管理運営に携わる事業者の専門能力の差によって、事業性が大きく異なってくる不動産タイプをいう。

図表-17 投資用途と地域の拡大



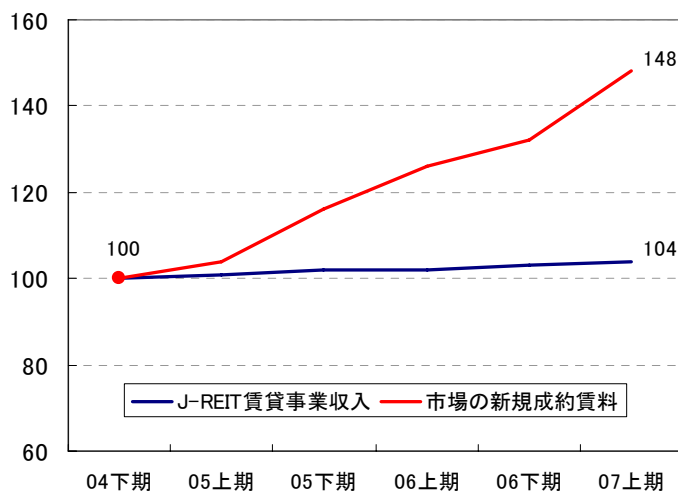
(出所)国土交通省「不動産投資家アンケート調査(2007年2月)」より抜粋

図表-18 東京都心部と各都市のAクラスビルの利回りの差



(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

図表-19 東京都心オフィスビルの新規成約賃料とJ-REITの賃貸事業収入



(注) J-REITは、公表情報を基に作成。2004年上期までに決算データがあり、オフィスビル投資を行っている銘柄で、初回決算時に保有する東京都心5区のビルのうち、継続比較が可能なものを対象とした。  
成約賃料は、都心3区の大規模ビル(基準階200坪以上)のデータを基にニッセイ基礎研究所が推計した。