

不動産 投資 レポート

不動産投資市場回復の見通し

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

はじめに

米国サブプライム・ローン問題に端を発した世界規模の金融資本市場の大混乱は、J-REIT（不動産投資信託）や私募ファンドなど日本の不動産投資市場にも大きな影響を与えている。さらに、実体経済への影響を通じて、比較的堅調に推移してきた賃貸不動産の市況を悪化させ始めており、これが将来キャッシュフロー予測の下方修正やリスクプレミアムの上昇をもたらし、不動産投資市場をさらに冷やすという負の連鎖が起きている。

以下では、悲観一色となっている不動産投資市場について、今後の回復の見通しをみてみたい。

1. 商業地価の急落と景況感の悪化

全国主要都市の高度利用地 150 地区を対象に、7月1日から10月1日までの3ヶ月の地価動向をまとめた国土交通省「地価 LOOK レポート（第4回調査）」では、地価上昇地区がゼロとなり、85%の地区で地価が下落する結果となった。

野村不動産アーバンネットが公表した10月の実勢地価動向をみると、渋谷区道玄坂や港区北青山という東京都心一等地の商業地価がこの半年で2分の1の水準に下落したことがわかる。これは、景気後退で当該地点の不動産収益力が低下したというより、高値転売をもくろむファンドなどが吊り上げてきた価格が、買手が消失した反動で大きく下落したものと思われる（図表-1）。

ニッセイ基礎研究所が昨年10月に公表したレポート¹では、米国サブプライム・ローン問題による資金調達環境の変化で、過熱していた不動産投資市場の行き過ぎが修正される調整局面に入ったと指摘した。すなわち、オーバーシュートした投資資金が不動産ファンダメンタルズの実態に合わせて絞られる可能性を示唆したが、その後の資金流出や信用収縮は予想以上で、いまや不動産投資市場は悲観一色と言っても過言でない状況にある。

本年10月上旬に行った市況アンケート²でも、不動産投資市場の現在の景況感は、「悪い」（69.6%）が最も多く、「やや悪い」（29.4%）と合わせると99%となり、「良い」、「やや良い」とする回答はゼロであった。また、今後の見通しについては、「悪くなる」（47.6%）が最も多く、「やや悪くなる」（44.7%）と合わせると92.3%が、今後さらに市況が悪化すると予想している。一方、市況が改善

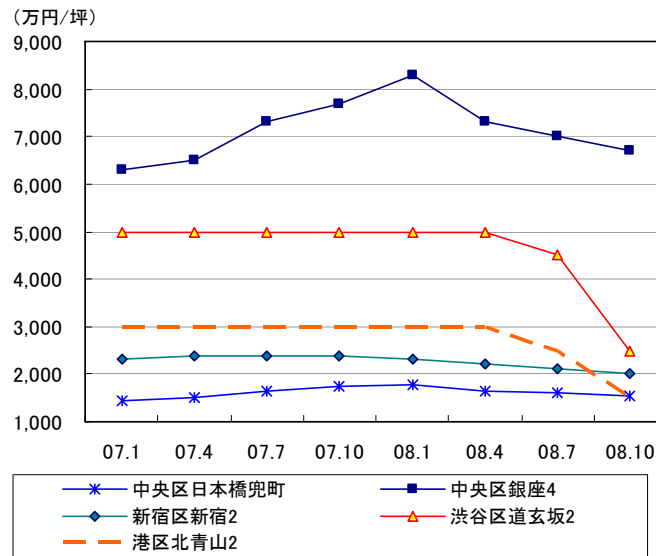
¹ 松村徹『調整局面の不動産投資市場-リスク感度の高まりで、ファンダメンタルズとのかい離修正が進む』、ニッセイ基礎研究所 不動産投資レポート、2007年10月29日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2007/fudo071029.pdf>

² 岡正規『大幅悪化した景況感と市場回復の条件-第5回不動産市況アンケート結果』、ニッセイ基礎研究所 不動産投資レポート、2008年10月5日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2008/fudo081105.pdf>

されるとみる回答者は、全体の5%にすぎない。(図表-2)。

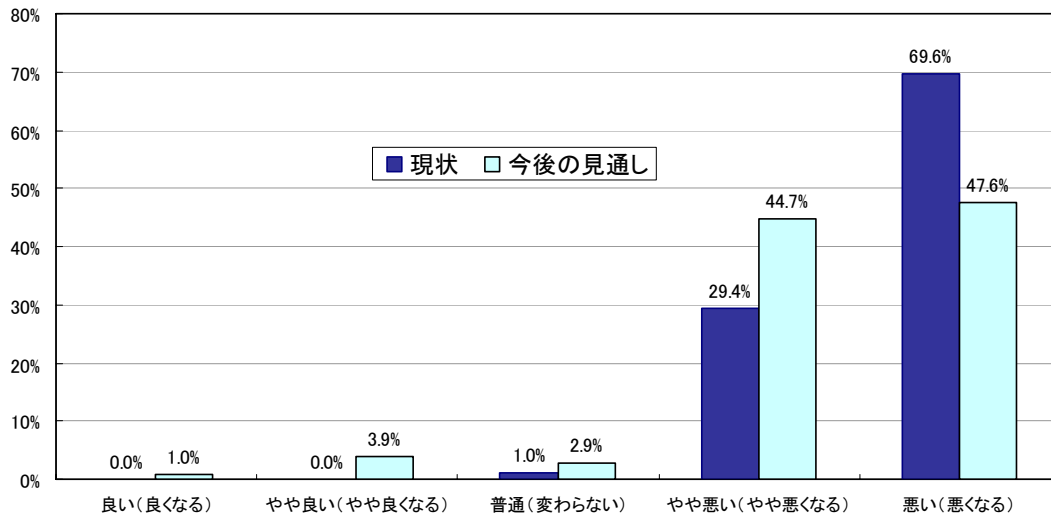
また、財団法人土地総合研究所が公表した10月の不動産業景況感をみると、2007年10月からマイナスで推移していた住宅・宅地分譲業と不動産流通業に加え、前期までプラスだったビル賃貸業もマイナスとなり、これで全てのセクターの景況感がマイナスとなった(図表-3)。

図表-1 東京都心商業地価の動向



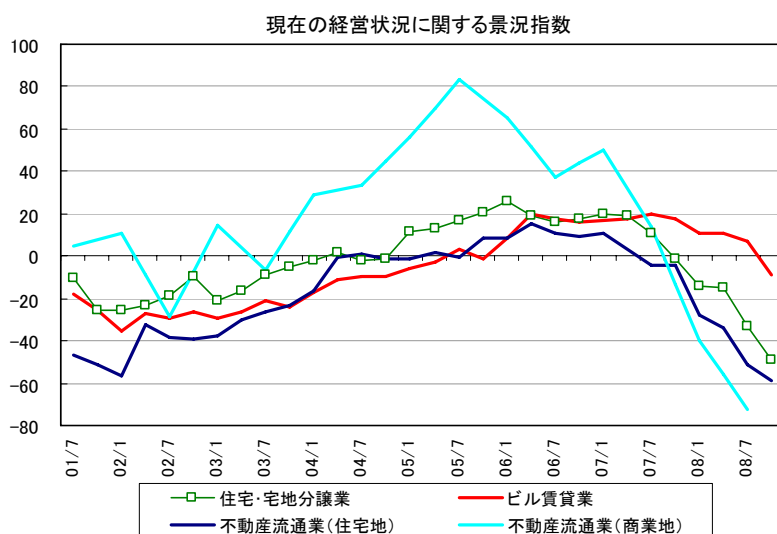
(出所)野村不動産アーバンネット

図表-2 不動産投資市場の景況感(現状と今後)



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008年10月

図表-3 不動産業業況指数の動き(現在の市況感)



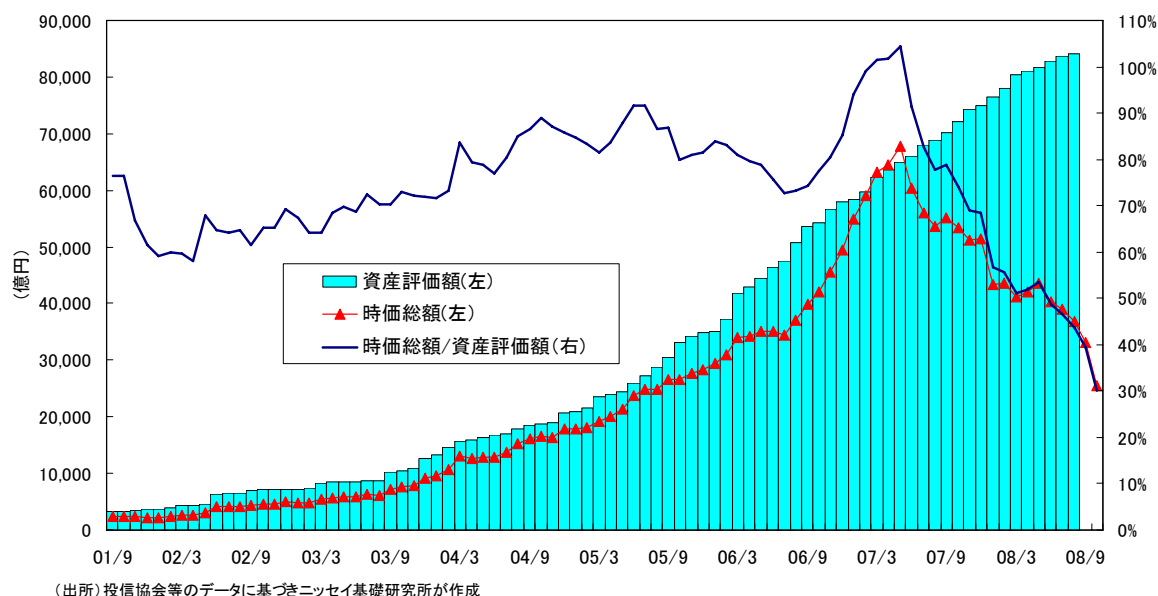
(注)不動産流通業(商業地)は1,7月の年2回調査のため、4,10月は直線案分している
 (出所)土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

2. 不動産価格の下方修正リスク

J-REIT投資口の時価総額と資産評価額(鑑定評価額ベース)の関係では、仮にJ-REITの平均負債比率を50%として、時価総額/資産評価額が50%を超えれば投資口価格にプレミアム³があるといえる。

このように考えれば、最高値をつけた2007年5月の価格は、行き過ぎであったといえそうだ。一方、J-REITが運用するオフィスビルやマンションなどの賃貸不動産は、現在も着実に収益をあげているものがほとんどであることから、現在の投資口価格は下げ過ぎとみることもできる。(図表-4)。

図表-4 J-REITの資産評価額と時価総額の関係



³ 実物不動産に対して、流動性プレミアムやポートフォリオによる分散効果のプレミアムがあるとされる。

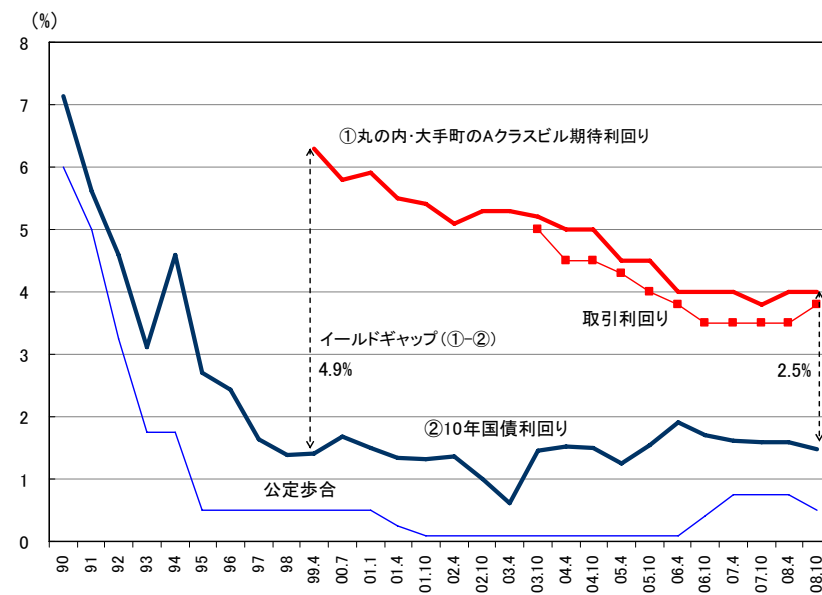
しかし、J-REITの資産評価額に限らず、不動産価格の今後の動向については十分な注意が必要である。なぜなら、足元の賃貸不動産市場では稼働率や新規契約賃料の低下がみられ、将来キャッシュフローの低下やリスクプレミアムの上昇などを通じて、資産評価額の下方修正が予想されるからだ。もちろん、市場の二極化が進んでいるため、価格低下が一律でない点にも留意すべきであろう。

財団法人日本不動産研究所が公表した10月の投資家調査では、東京都心部のAクラスビルを想定した期待利回りは4.0%で前期と同じだったが、取引利回りは3.5%から3.8%に上昇（価格は下落）した（図表-5）。実際には、市場が過熱していた当時の競争入札では、市場実態を無視したような、あるいは物件の実力以上⁴と思わざるをえない価格での取引が多くみられたことから、そのような物件の利回りの上昇率（価格下落率）は、平均以上に大きくなると思われる。

また、前述の市況アンケートで、一般に優良物件と評価される「都心部にある大型で築浅のオフィスビル⁵」についてその取引動向を尋ねてみた結果、「やや冷え込んでいる」（46.6%）が最も多く、「冷え込んでいる」（8.7%）と合わせると、半数以上（55.3%）が取引はあまり活発でないとみていた。しかし、2番目に多い回答が「平常・普通」（30.1%）で、「やや過熱している」も14.6%あることから、優良物件に限っては市場全体の景況感ほど悲観的な状況ではないことがうかがわれる（図表-6）。

さらに、投資家調査では、地方主要都市のAクラスビルを想定した期待利回りは上昇し、横ばいだった東京との都市間格差も拡大している。

図表-5 不動産期待利回りと長短金利



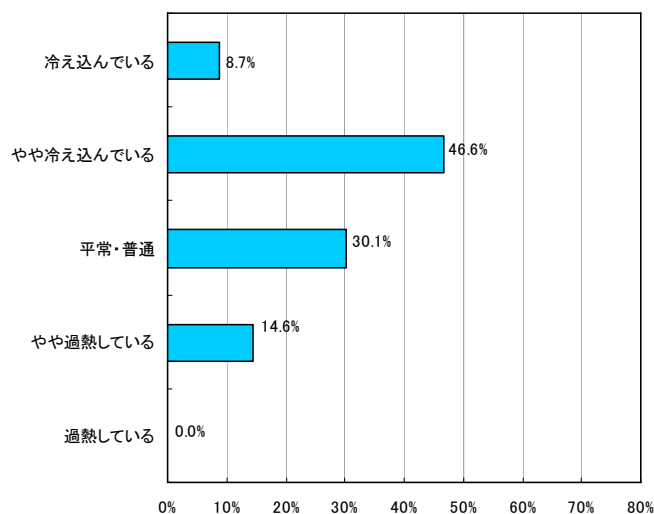
(注) 国債利回りは、90～98年は年末値、99/4以降は月末値
 (出所) 日本不動産研究所「投資家調査」等を基にニッセイ基礎研究所が作成

⁴ J-REITの開示情報や市場関係者へのヒアリングなどから、立地条件や建築・設備条件などと不整合なほど賃料や利回りを強気に想定している売買が少なくなかった。

⁵ 金融機関の融資姿勢厳格化や投資家のリスク許容度低下で、立地条件が地方都市、物件規模が中小規模、用途が住宅や商業などオフィス以外の不動産においては、融資や投資が極端に付きにくくなっている。そこでアンケートでは、優良物件の典型例として、都心部の大型、築浅のオフィスビルを想定してその取引動向について尋ねた。

図表-6 現在の優良物件の取引動向

(都心・大型・築浅のオフィスビル)



(出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008年10月

3. 不動産投資市場回復の見通し

① 当面は厳しい局面が継続

金融危機による信用収縮の影響で、この夏以降、新興不動産会社の大型倒産や米国金融機関の破たん、経営危機が相次いだ。10月に入ってJ-REITが初めて破たんし、J-REIT市場も最安値を更新した。

前述のニッセイ基礎研究所の市況アンケートで、不動産投資市場で今後1年程度のうちに起こると思われる事象を尋ねると、「J-REIT市場における淘汰・再編」(20.4%)が最も多かった。次いで「不動産運用会社、AM会社の淘汰・再編」(18.8%)、「不動産開発会社の淘汰・再編」(18.1%)や「不動産のバルクセール・叩き売り」(15.1%)など、当面は不動産投資業界で淘汰や再編が進むという見方が上位を占めた。これはいわばハードランディングであり、痛みを伴わない市場回復は難しいという点で見方が一致している(図表-7)。

不動産価格の下落リスクは大きく、金融資本市場の混乱と景気後退がしばらくは解消しないとみられる以上、不動産投資市場も当面は厳しい局面が続くと思われる。

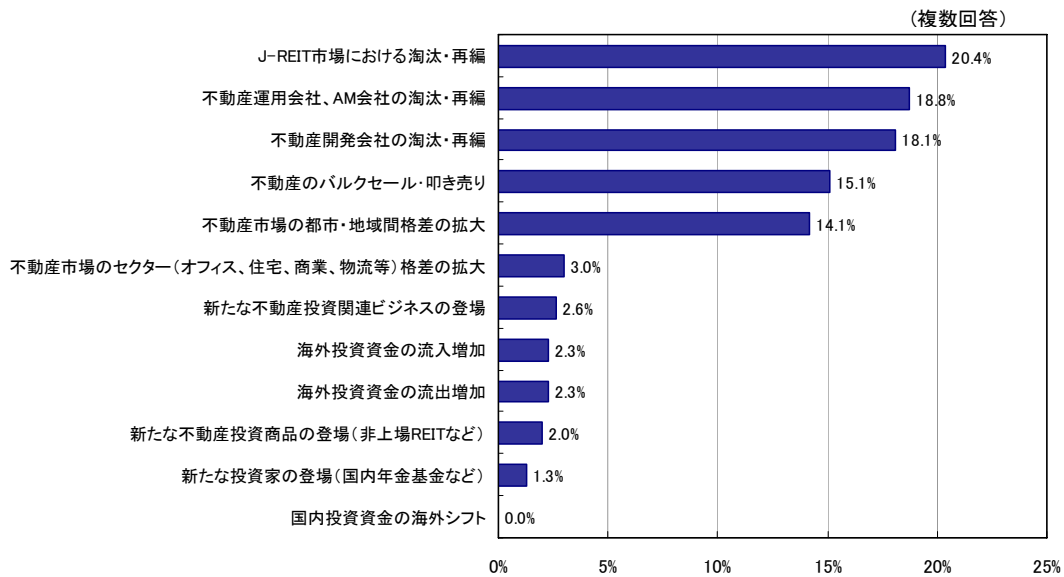
② 前回バブルほどでない不動産ファンダメンタルズの変動

同アンケートでは、不動産投資市場が本格的に回復するための条件は、「世界的な金融市場の混乱終息」(29.6%)と、「デット調達環境の改善」(23.4%)への支持が際立って高く、金融環境の激変が現在の不動産投資市場の悪化を招いているとの認識の強さがわかる。第3位の「不動産市場の在庫調整と価格調整」(10.2%)以下は意見が分かれ支持率は低い(図表-8)。

海外の金融資本市場の混乱以前から、国内金融機関は融資厳格化やリスク管理強化でデット資金の新規供給を抑制してきたが、景気が後退局面に入って不動産業の経営破たんが相次ぐ現在、マスコミが煽る悲観的な不動産ファンダメンタルズの見通しもあって、その融資姿勢はさらに厳しいものとなっている。しかし、われわれは、当面予想される不動産ファンダメンタルズの悪化は、前回の

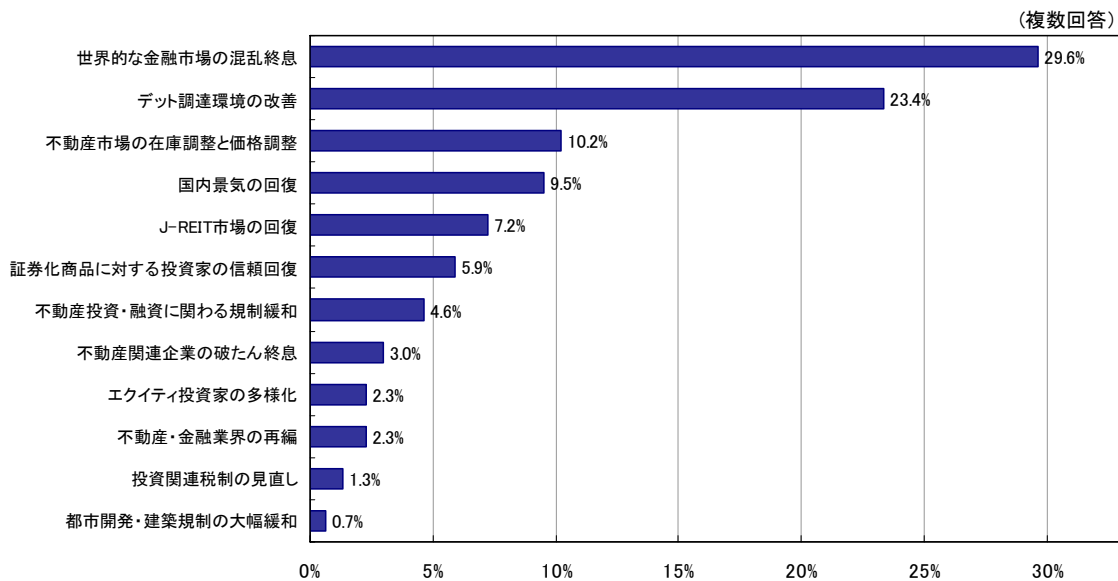
土地バブル崩壊時ほど大きな振幅ではないと考えている。

図表-7 不動産投資市場で起こると予想される事象



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008年10月

図表-8 不動産投資市場回復の条件



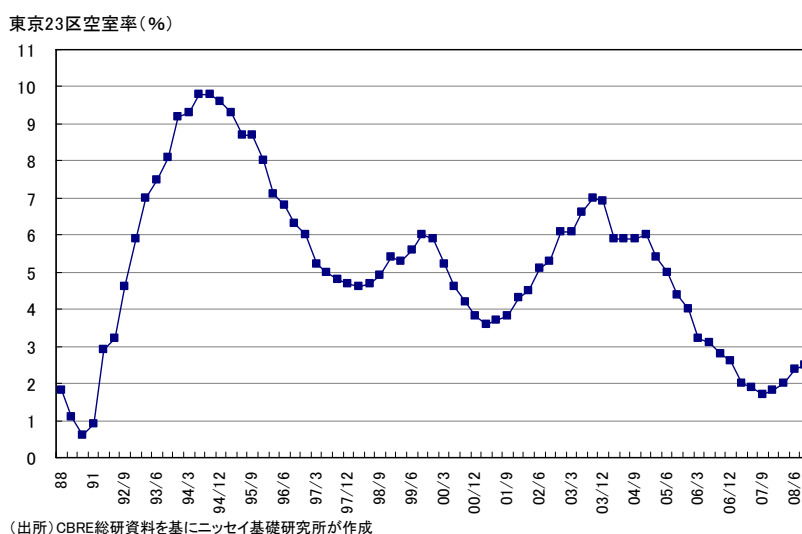
(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008年10月

たとえば、東京 23 区のオフィス空室率をみると、1990 年代初頭の土地バブル崩壊時は、1990 年に 1%を切っていた空室率は 1994 年には 10%まで上昇したが、その後の空室率のピークは 7%で、絶好調といわれた直近でも 2%を切る程度であった(図表-9)。

前回バブル期のピークで坪当たり月額 10 万円といわれたオフィス賃料の上限値も、6~7 万円が天井で、都心 3 区の市場平均値も 1 万 5 千円から 2 万円のレンジで安定的に推移⁶している。

⁶ ニッセイ基礎研究所調査

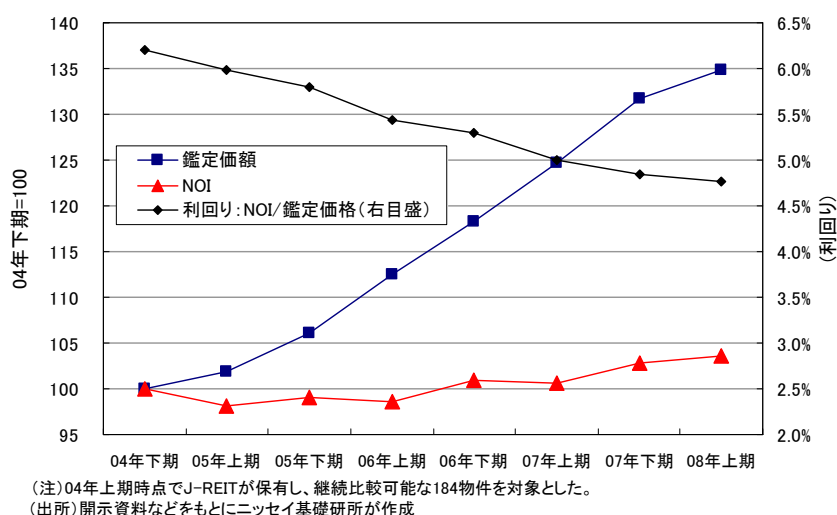
図表-9 東京 23 区のオフィス空室率



また、J-REIT 保有物件の鑑定評価額と NOI（純営業収益）の変化をみても、鑑定評価額が 2004 年下期から 2008 年上期にかけて 35%も上昇しているのに対し、NOI は 4%程度の上昇に過ぎず、安定した推移となっている。現在、新規賃料と既存テナントの継続賃料とのギャップがある程度存在することからみて、今後、新規賃料が低下傾向を強めても、NOI はそれほど大きく減少しないものと思われる（図表-10）。

先に指摘したように、当面の価格下落リスクは無視できないが、それを踏まえた上で、このように実物不動産市場のボトムラインを読むことができれば、萎縮してしまっている金融機関の不動産融資姿勢に変化も出てくるのではないだろうか。

図表-10 J-REIT 保有物件の NOI(純営業収益)と鑑定評価額



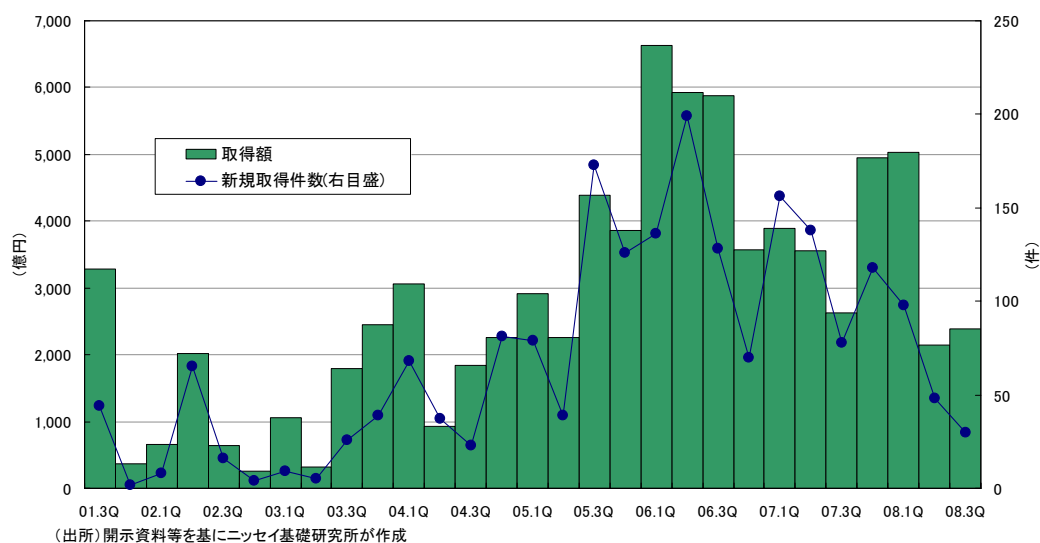
③ 急務な J-REIT 市場の信認回復

同アンケートでは 5 位の支持率となっているが、低迷著しい J-REIT 市場が投資家の信頼を取り戻し再生することが、非常に重要と考える。なぜなら、日本の不動産投資市場の成長は、J-REIT とい

う最終的な買手の存在抜きには語れず、J-REITが不動産投資市場の流動性回復の鍵を握っているためである（図表－11）。

世界規模の金融資本市場の変調でJ-REIT市場で取引の半分以上を占めていた海外資金が流出したうえ、資金調達環境の悪化がJ-REITにも及んだのは事実だが、市場の規律の緩み⁷がJ-REIT市場の低迷度合いを強めた側面も無視できないと思われる。資金の貸し手もエクイティ投資家とも疑心暗鬼に陥っている現在のJ-REIT市場の信認回復のためには、受託者責任意識の希薄なREITの問題を、誠実なREITに不信の連鎖として波及させないことが重要であろう。現状は運用会社やスポンサー企業の努力の限界を超えており、市場再生についての強いコミットメントと実効性ある方策の早期提示を監督当局に期待したい⁸。

図表－11 J-REITの不動産取得額と件数



おわりに

米国サブプライム・ローン問題は予想以上に深刻で、結果として世界規模の金融資本市場の大混乱にまで発展し、昨年10月のレポートで期待した「調整局面を迎えた不動産投資市場のソフトランディング」には失敗した。

しかし、日本の不動産投資環境は依然として他国に比べて魅力的といえ、投資機会を探るエクイティ投資家も内外に少なからず存在する。特に、不動産事業に精通し、短期的なダウンサイドリスクにも耐えることが可能な中長期資金の出し手の登場に期待したい。今後、金融危機拡大に歯止めがかかれば、悲観一色の市場のセンチメントも転換し、中長期的にみれば、デット資金の供給も増加して、優良物件を中心に不動産投資市場の底打ちが確認できるであろう。

⁷ 物件取得に際しての不動産鑑定業者への不適切な働きかけ、資産運用会社の利害関係者が負担すべき費用の投資法人への付け替え、投資主への事前説明もなく特定物件の取得を可能とする運用ガイドラインの変更、割安価格での増資による分配金・投資主持分の希薄化など、法令違反として行政処分された事例は論外としても、一部のJ-REITでこうした行為がみられたのは事実である。

⁸ 岩佐浩人『J-REIT初の破綻を受けてー市場は不信の連鎖を遮断できるか』、ニッセイ基礎研究所 研究員の眼、2008年11月21日 http://www.nli-research.co.jp/report/researchers_eye/2008/eye081121.html