

# 不動産 投資 レポート

## 不動産投資市場の現状と見通し ～日本を迂回する海外マネーと市場均衡崩壊リスク～

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)

### はじめに

2008年9月のリーマンショック以降、不動産投資市況の悪化は予想を上回るものだった。特に、世界的な景気後退による実体経済の大幅な悪化<sup>1</sup>が、それまで比較的堅調に推移してきた賃貸不動産市況を急速に冷やした結果、収益が減少する一方でリスクプレミアムが上昇し、デット調達環境の一層の悪化も重なって、2年前までファンドブームに沸いていた不動産投資市場の様相は一変した。

最近では、不動産投資市場においても、ようやく悲観一色が若干和らいだ感がある。しかし、政府のデフレ宣言にみられるように、先行きの不透明感は拭えず、今後、市場が本格的に回復するかについては予断を許さない。以下、不動産投資市場の現状と今後の見通しについてみてみたい。

### 1. 最悪期を脱した地価下落と景況感悪化

財団法人日本不動産経済研究所が公表した9月の六大都市市街地価格指数では、商業地や工業地の地価は前年比、前期比でみてさらに下落したが、住宅地の下落率は前期と同水準だった(図表-1)。野村不動産アーバンネットが公表した10月の実勢地価動向では、銀座は下落したものの、他の東京都心一等地の商業地価はおおむね横ばいで推移している(図表-2)。一方、住宅地はすでに7月時点で前期比上昇に転じるなど、底打ちしたと思われる地域がみられる。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(3ヵ月後)をみると、住宅・宅地分譲業ではこの1年でマイナス幅が縮小傾向にあり、不動産流通業(商業地)は7月にプラスに転じた。しかし、ビル賃貸業、不動産流通業(住宅地)では最悪期は脱したものの、10月はやや悪化するなど持ち直しが確認できない(図表-3)。

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(キャップレート)は、2007年10月に3.8%まで低下(収益価格は上昇)した後上昇に転じたが、2009年7月、10月調査とも4.5%で横ばいとなった(図表-4)。ニッセイ基礎研究所でも、東京都心Aクラスビルの賃料調整は最終局面<sup>2</sup>に入ったとみている。

このように、地価動向や不動産事業者の景況感は、最悪期を脱したと思われる。ニッセイ基礎研究

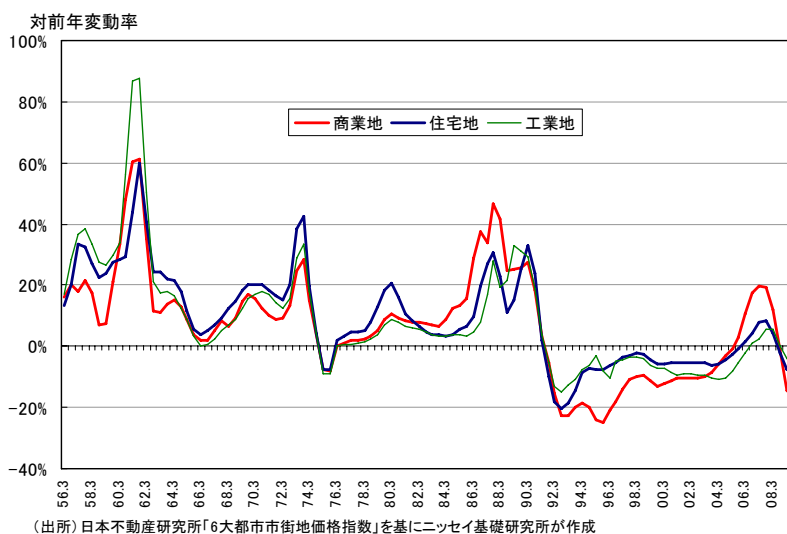
<sup>1</sup> 2008年10月時点のニッセイ基礎研究所中期経済見通しでは、2008年度の実質GDP成長率予測0.4%、2009年度予測▲0.8%だった。しかし、2009年10月時点では、2008年度実績▲3.2%、2009年度予測▲2.6～▲3.4%と大幅に下方修正された。

<sup>2</sup> 竹内一雅『底値は近い？東京都心部Aクラスビルのオフィス賃料』、ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2009年8月11日  
<http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2009/fudo090811.pdf>

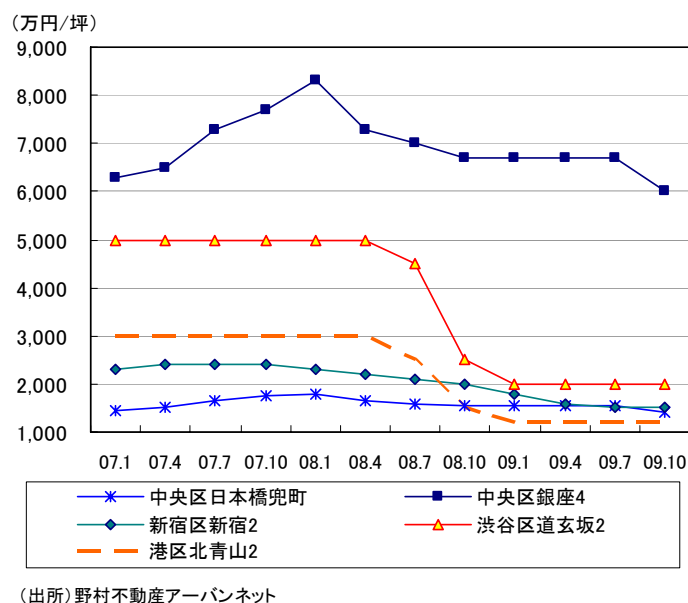
所が 10 月に行った市況アンケート<sup>3</sup>でも、不動産投資市場の現在の景況感は、「悪い」(58.8%)が最も多く、「やや悪い」(38.2%)と合わせると 97%と昨年同様だったが、6 ヶ月後の見通しでは昨年より改善が目立つ。ただし、「(今後) やや良くなる」(38.2%)が第 2 位で、「(今後も悪い状況は)変わらない」(46.1%)が第 1 位と、当面は不動産投資市場の回復が見込めないという意見が最も多い(図表-5)。

また、投資家調査の期待利回りも、東京都心部の A クラスビルでは上昇が止まったが、オフィスビル以外の用途や地方都市ではまだ上昇しており、用途格差や地域格差は拡大している点にも留意が必要である (図表-6)。

図表-1 六大都市市街地価格指数の推移

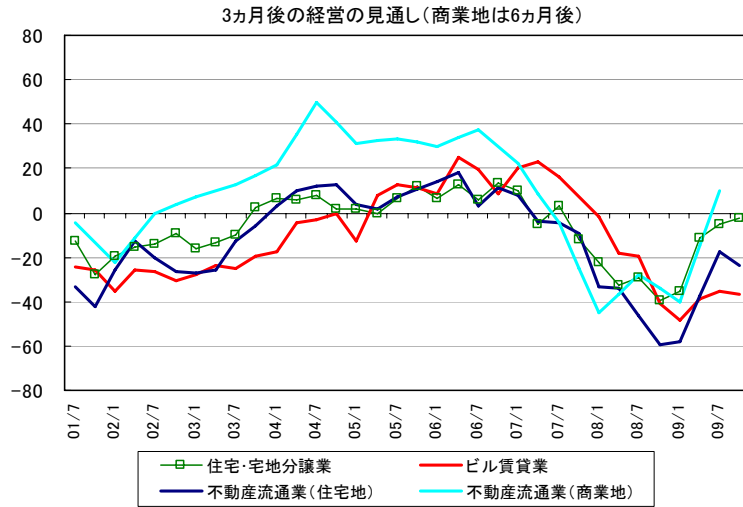


図表-2 東京都心商業地の地価動向



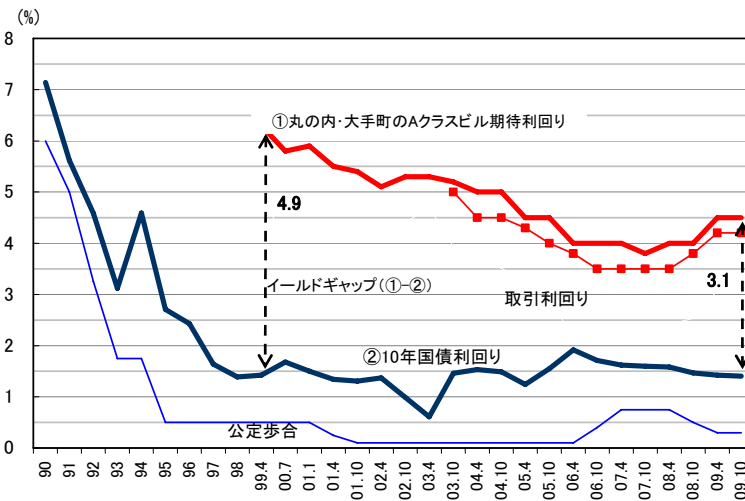
<sup>3</sup> 安田拓真『市況にやや明るい兆しも見えた不動産投資市場-第 6 回不動産市況アンケート結果』、ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2009 年 10 月 26 日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2009/fudo091026.pdf>

図表-3 不動産業業況指数 今後の見通し



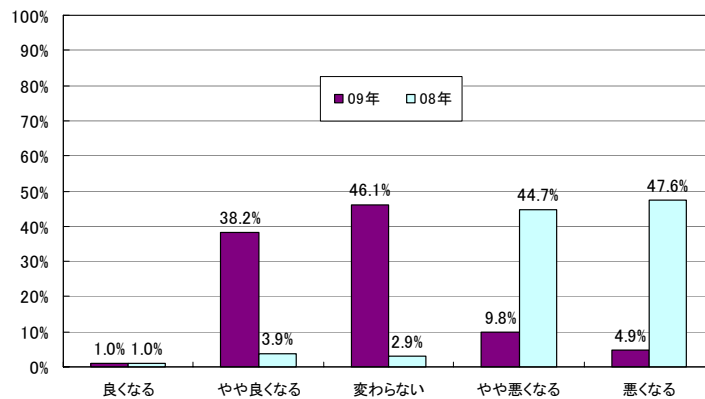
(注) 不動産流通業(商業地)は1,7月の年2回調査のため、4,10月は直線案分している  
 (出所) 土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 不動産期待利回りと長短金利



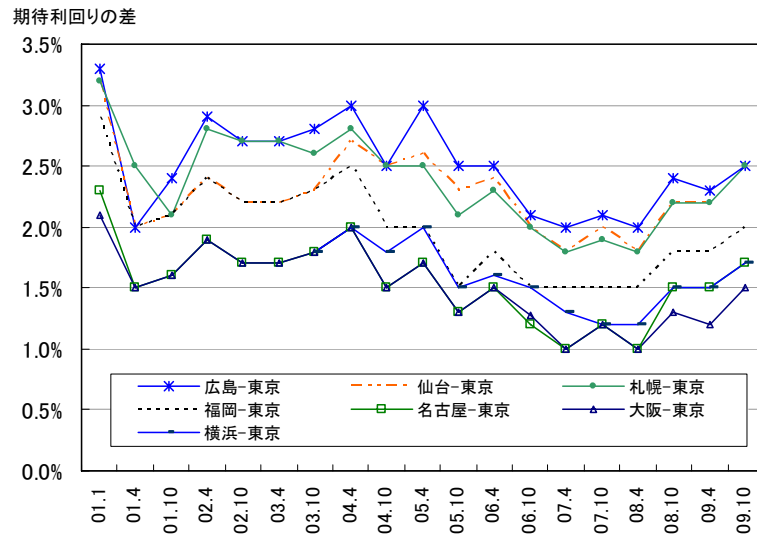
(注) 国債利回りは、90～98年は年末値、99/4以降は月末値  
 (出所) 日本不動産研究所「投資家調査」等を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-5 不動産投資市場の景況感(6ヵ月後)



(注) 2008年は6ヵ月後に限定せず「今後の見通し」として質問  
 (出所) ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2009年10月、2008年10月

図表-6 東京と地方都市の利回り格差(オフィスビル)



(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

## 2. 不動産価格の大幅な下落

昨年12月2日の不動産投資レポートでは、不動産価格の下落リスクの大きさを指摘したが、リスクプレミアムの上乗せによる期待利回りの上昇と、稼働率や賃料の低下による賃貸事業収益の減少が相まって、この1年間で予想以上の速さで価格が下落した。

J-REIT保有物件の鑑定評価額とNOI(純営業収益)の変化をみると、鑑定評価額はすでに2008年上期をピークに下落に転じ、穏やかな上昇傾向にあったNOIも2009年上期には低下した(図表-7)。今回の価格低下局面では、期待利回りの上昇が先行したが、最近では収益の減少の寄与度が高まっている<sup>4</sup>。

この結果、J-REIT保有物件の簿価に対する含み益は、2008年上期をピークに急速に縮小しており、15.2%あった含み益率は2009年上期にはわずか4%にまで低下した(図表-8)。

ニッセイ基礎研究所が公表している、東京の賃貸オフィス市場と鑑定キャップレートの将来予測では、新規オフィス賃料の底は2011年、オフィスビルの鑑定キャップレートのピークは2010年上期から下期とみている(図表-9、10)。

さらに、J-REITの開示資料<sup>5</sup>によれば、既存のテナントが支払っている継続賃料が新規賃料と同水準、もしくは新規賃料を上回る水準となる契約が急増しており、今後も、賃貸借契約更新時の賃料減額の増加による収益低下が続くとみられる。すなわち、新規賃料が継続賃料を下回っているため、継続賃料の減額改定が今後も増加し、オフィスビル収益の底打ちは新規賃料の底打ちより先になる可能性が高い。

また、下落傾向が見込まれるとはいえ、ボトムライン(底値圏)が見えた東京と異なり、地方のオフィス市場では、潜在需要を大幅に上回る供給によって生じた需給バランス悪化が著しく、長期低迷が避けられない。すでに、仙台、名古屋、福岡の空室率は過去最高水準となっており、竣工したばかりのAクラスビルが、計画当初の賃料ではまったく契約できず、大幅な値引きを強いられるケースも散見される。また、大阪の空室率は今のところ地方都市では最も低い水準にあるが、2012年にかけて大型オフィスビル供給が続くため、今後の市況悪化が特に懸念される(図表-11)。

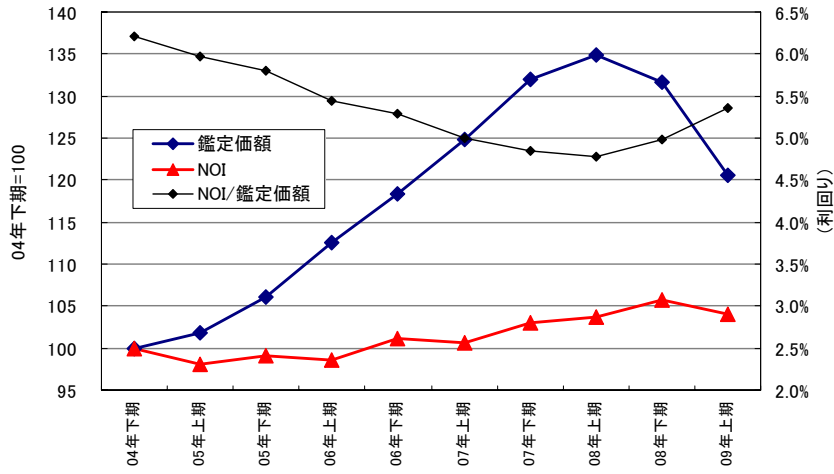
日本不動産研究所の投資家調査では、オフィス賃料の地域別の見通しをたずねているが、東京都区部主要地域では2年後に賃料の底打ちが見込まれるのに対して、地方都市では5年間後にようやく底打ちするものの、それでも現在の水準には戻らない、という非常に厳しい見通しとなっている。

さらに、景気の力強い回復が期待できず、特に雇用・所得環境の低迷が今後も続くとみられる以上、賃貸マンションや商業施設、ホテルなどオフィスビル以外の投資用不動産についても、程度の差はあれ、オフィスビル同様、収益減少や価格下落が避けられないだろう。

<sup>4</sup> 竹内一雅『J-REITの鑑定キャップレートはどこまで上昇するかー鑑定価格変化率とキャップレートの要因分析(試論)』、ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2009年11月9日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2009/fudo091109.pdf>

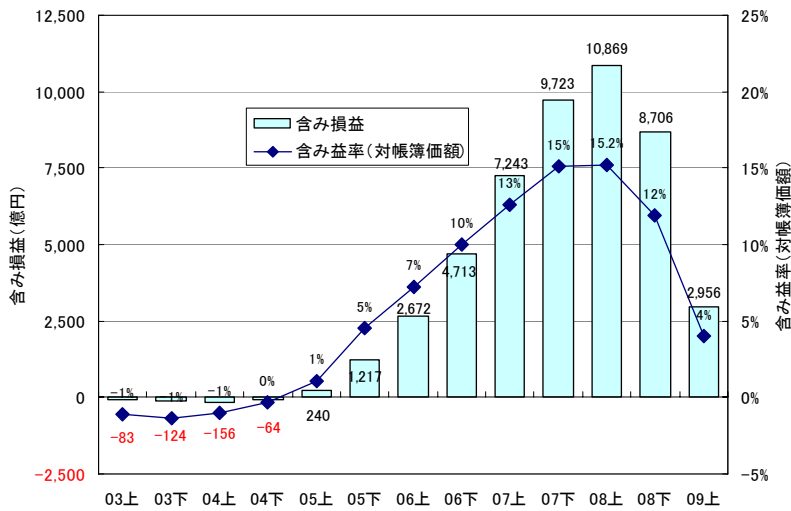
<sup>5</sup> 日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人、東急リアル・エステイト投資法人、ジャパンエクセレント投資法人、DAオフィス投資法人ほか。

図表-7 J-REIT 保有物件の NOI(純営業収益)と鑑定評価額



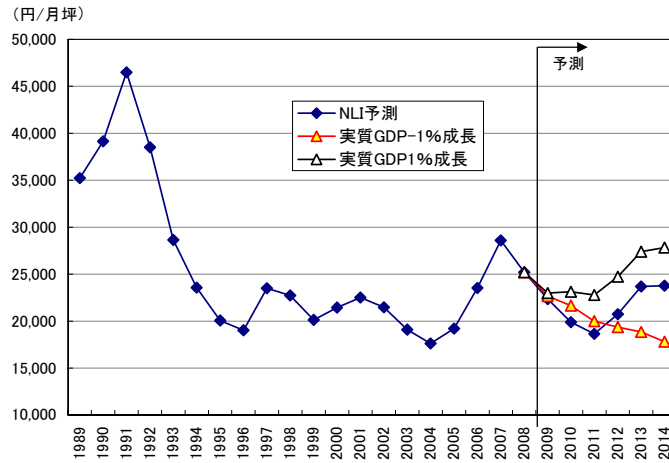
(注) 04年上期時点でJ-REITが保有し、継続比較可能な180物件を対象  
 (出所) 開示資料などを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 J-REIT の含み損益



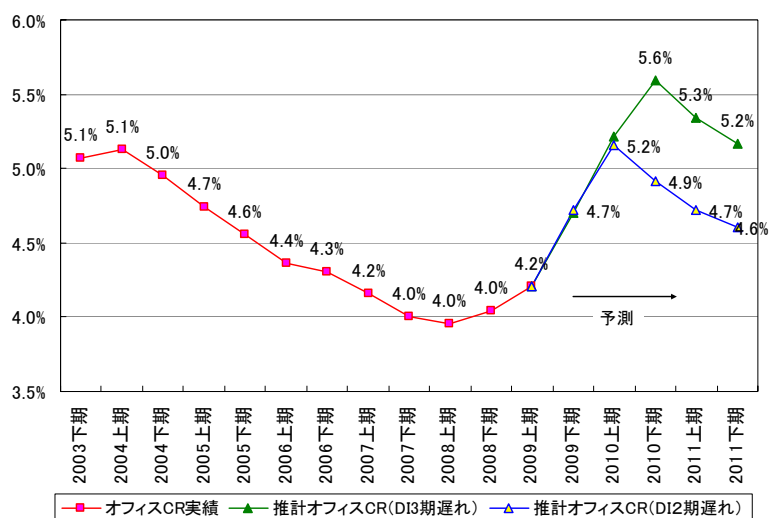
(出所) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-9 東京の大規模オフィス賃料の将来予測



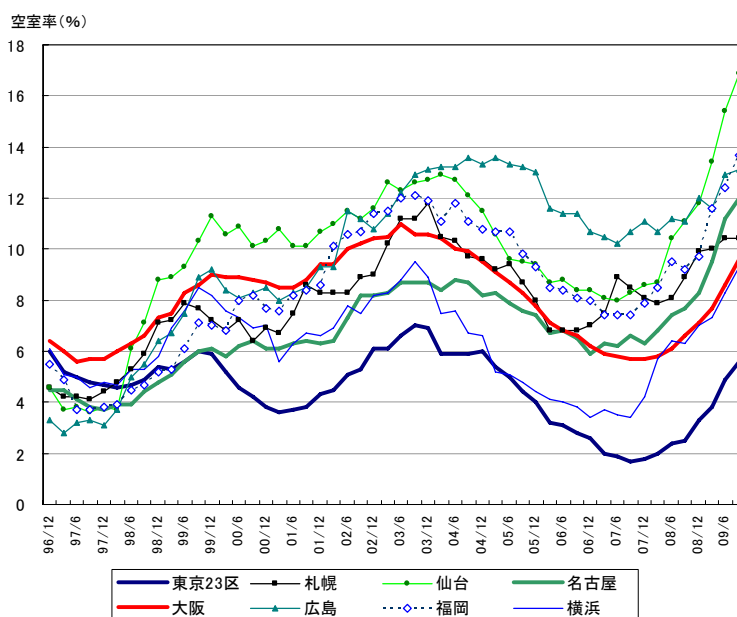
(出所) ニッセイ基礎研究所

図表-10 オフィス期待利回り(キャップレート)の将来予測



(注) 推計は、日銀短観における金融機関の不動産への貸出態度判断DIとの相関に着目して行っている。  
 (出所) ニッセイ基礎研究所

図表-11 地方都市のオフィス空室率



(出所) CBRE総研資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

### 3. 不動産投資市場の現状と見通し

#### ① 避けられない価格下落と売り物不在の不動産取引

これまでみてきたように、市場参加者の景況感是最悪期を脱したと思われるものの、先行きの不透明感が拭えない。ファンダメンタルズをみても、東京都心 A クラスビルの新規賃料や期待利回りの調整は最終局面にあるものの、他の地域や用途の調整はまだしばらく続くため、今後も不動産価格の下落は避けられないとみるべきである。不動産需要は景気動向に遅行する傾向が強く、また需要を支える雇用・所得環境の改善が当面は期待できないだけに、調整局面は少なくとも 2011 年まで続く可能性が高い。

昨年のニッセイ基礎研究所の市況アンケート<sup>6</sup>では、不動産投資市場で今後 1 年程度のうちに起こるとされる事象をたずねた。上位は、「J-REIT市場における淘汰・再編」、「不動産運用会社、AM 会社の淘汰・再編」、「不動産開発会社の淘汰・再編」、「不動産の叩き売り(ファイアー・セール)」で、この 1 年間で現実に起きなかった事象は、「不動産の叩き売り」だけである。

現在、ファンドブームを牽引したダヴィンチグループが運用するファンドの債務不履行に伴う A クラスビルの入札が話題を呼んでいるが、他にめぼしい私募ファンドの破たんや大型物件の入札はほとんど見当たらない。破たんした新興不動産会社からの物件放出などで競売件数が増加しているものの、物件規模は小さい上、債権者による自己競落も多く、投資市場の流動性が大きく高まっているとはいえない。また、国土交通省が公表した最新の「土地取引動向調査(2009 年 9 月調査)」と「主要都市の高度利用地地価動向報告～地価 LOOK レポート(2009 年 7 月 1 日～10 月 1 日)」からも、不活発な不動産取引が読み取れる。

このように、景気の本格的な回復が期待できず、デフレ懸念も強まる中、不動産価格のもう一段の下落が見込まれるにもかかわらず、売り物不在で底値感が形成されにくい状態にある。

#### ② 日本を迂回する海外マネーと市場均衡崩壊のリスク

これは、1990 年代初頭の土地バブル崩壊時ほど大手不動産会社や国内金融機関の財務・収益内容が悪化しておらず、景気の持ち直しで売り急ぎが減少したことが理由としてあげられる。また、私募ファンドなどでは、国内金融機関のコントロールの下で、リファイナンス<sup>7</sup>や不動産処分が水面下で静かに進められていることも、思い切った損切り物件が市場にほとんど出てこない理由とみられる。さらに、外資系金融機関がファンドなどに提供したノンリコース・ローン<sup>7</sup>を基に組成された CMBS(商業不動産ローン証券)が、2009 年から 2010 年にかけて償還を迎えることから、ローンのデフォルトによる担保物件投売りが懸念されてきたが、最終処理の先送りや法定償却期限までのタイムラグ(テール期間)などから顕在化していない。

このような市況は、短期的な値上がり益を狙うアグレッシブな海外投資家にとって魅力が乏しいことを意味する。英米の優良物件が高い利回りで取得できるようになっている以上、底値感の形成されていない日本に投資するインセンティブがないためである。また、中期的にグローバルな分散投

<sup>6</sup> 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 11 月 5 日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2008/fudo081105.pdf>

<sup>7</sup> 金融機関にとって、収益がどの程度安定的か、融資元本がどの程度毀損するか、エクイティの積み増しが可能かなどの判断にもよるが、融資残高の引き下げ、手数料や利ざやの拡大というメリットがリファイナンスを行うインセンティブとなっている側面もあると思われる。



資を企図する投資家にとっても、アジア圏における東京の経済的地位の高さと安定性は評価できても、売り物不在では手の出しようがない。

結果として、海外のリスクマネーに代わって買手となっているのが、国内の個人富裕層、事業法人、学校法人、生損保などである。彼らは、潤沢な自己資金や金融資産を持ち、自己利用や節税を目的に、あるいは中長期のインカムゲインに注目して不動産の取得を検討するため、海外のアグレッシブな投資家ほど高い利回りを要求しない。このため、売り手企業や金融機関にとって、売却損が過大になったり、融資元本が毀損したりするリスクが小さくて済む。

一方、昨年のレポートで、不動産投資市場の流動性回復の鍵は、最終的な買手であるJ-REITが握っていると指摘したが、セーフティネットの整備や合併など市場再編は進みつつあるものの、他国REITに比べて市場の戻りは小さい(図表-12)。特にこの1年間、リファイナンスリスクが高まる中、資金調達難で物件を買えず、むしろ財務体質改善のために物件を売却する動きが目立ったため、買手としての存在感はほとんどなくなっていた(図表-13)。しかし、最近、有力J-REITの増資による新規物件取得が再開<sup>8</sup>しつつあり、これを契機に市場参加者のセンチメントが様子見から積極的なものに変化すれば、不動産投資市場の流動性も徐々に回復するものと期待できる。

とはいえ、不動産価格を下支えしているとみられる国内金融機関は、自己資本規制強化への対応もあり、ニューマネーを潤沢に供給しているわけではない。このため、海外のリスクマネーが迂回する日本の不動産投資市場は、当面、取引量・取引規模を大幅に縮小したまま推移する可能性が高い。また、景気回復が持続せず、二番底リスクが高まるような事態になれば、担保不動産の損切り処分が急増し、予定調和的ともいえる現在の不動産投資市場の均衡が一気に崩れる可能性がある点に十分留意しておくべきだろう。

## おわりに

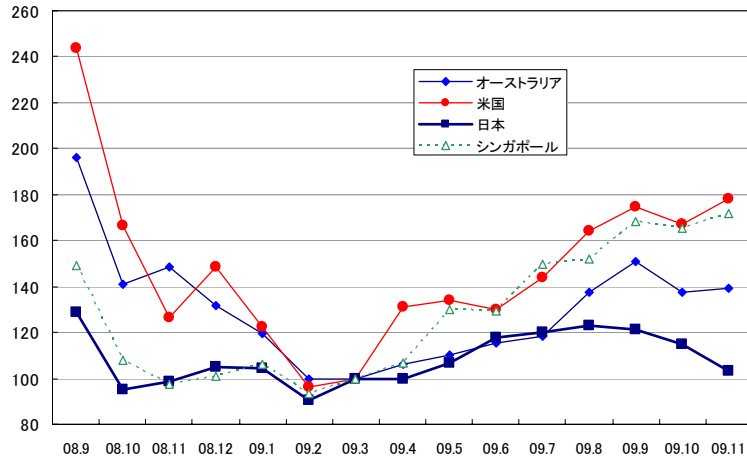
昨年のレポートでは、「当面の価格下落リスクは無視できないが、それを踏まえた上で、実物不動産市場のボトムラインを読むことができれば、萎縮してしまっている金融機関の不動産融資姿勢に変化も出てくるのではないだろうか」と期待を込めたが、デット資金調達環境に大きな改善は見られない。

今後、景気の穏やかな回復が持続し、不動産投資市場にも底打ちの兆しが見えてくることに期待したいが、利回りとキャッシュフローの調整はいまだ終わっておらず、先行きの不透明感は引き続き強い。

以上

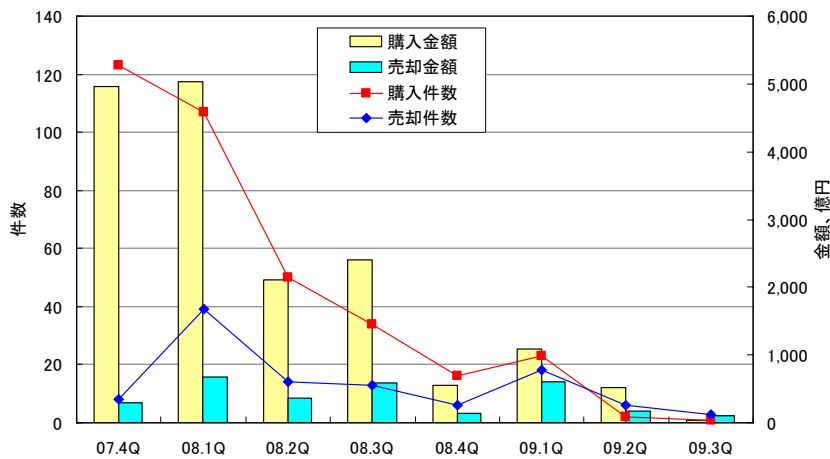
<sup>8</sup> 最近の物件取得は、スポンサーからの取得が中心であるため、市場の流動性回復への寄与は限定的といえる。また、エクイティコストを無視した、既存投資主への配慮を欠くような増資が相次いだ場合、J-REITの商品性やJ-REIT市場に対する信認が低下する恐れもある。

図表-12 各国 REIT 市場の動き  
(2009年3月を100とした指数)



(出所) S&P REIT指数(配当込み、現地通貨ベース)を基に、ニッセイ基礎研究所が作成

図表-13 J-REIT の不動産売買件数と平均価格



(出所) 開示資料を基にニッセイ基礎研究所が作成