

# 基礎研 レポート

## 変貌するロンドンの 不動産投資・開発状況

金融研究部 主任研究員 加藤 えり子  
(03)3512-1861 ekato@nli-research.co.jp

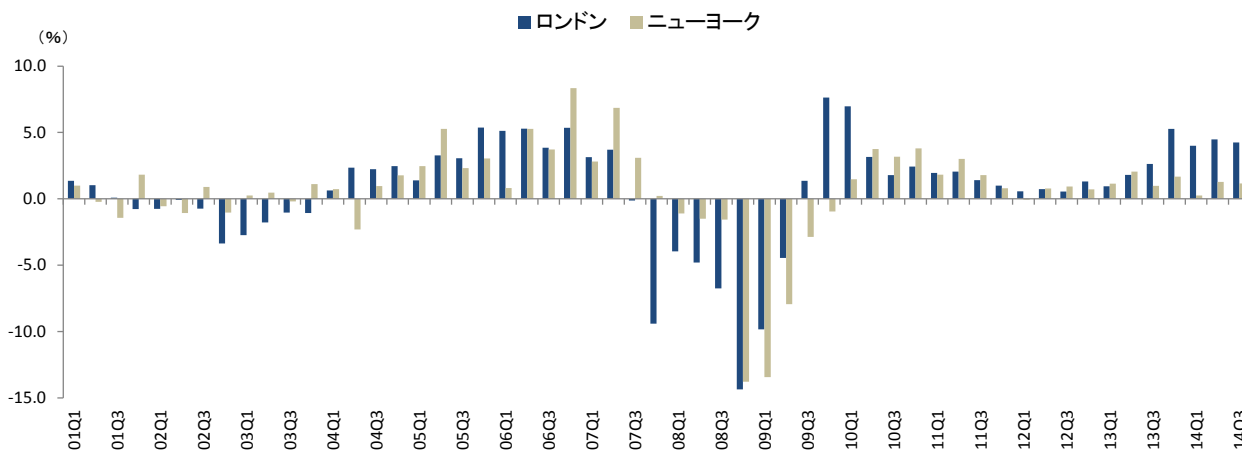
### はじめに

2012年に夏季オリンピックを終えたロンドン市街では、金融危機後に着工した大型不動産開発が相次いで竣工している。今後も複数の大型プロジェクトが竣工する予定で、海外資金による不動産取得も他都市に比べ目立つ。欧州全体では政治、経済の両面で不安定な状況が続いているが、英国経済は内需主導で回復してきている。それに先行して、ロンドンの不動産市場では投資が活発化した。本稿では他の欧州主要都市を大幅に上回る資金流入を享受するロンドンの不動産市場の状況を概観する。

### 1——価格が下落しても取引減少は抑えられたロンドン不動産投資市場

世界の主要不動産市場の中で、金融危機後の不動産価格下落が最も早かったのがロンドンであり、景気回復に先駆けて最も早く不動産投資が活発化し価格の上昇が始まったのもロンドンであった。MSCI Real Estate-IPD のデータによれば、ロンドンの不動産評価額ベースの投資リターン(キャピタルリターン)は2007年第4四半期で既に大幅に下落しているのに対し、ニューヨークではそれに1年遅れている。また回復もロンドンが早く2009年第3四半期にはキャピタルリターンはプラスに転じている。ニューヨークがプラスに転じるのは2010年第1四半期であり半年遅れとなっている(図表1)。

図表1 ロンドン・ニューヨークのオフィス・キャピタルリターン推移



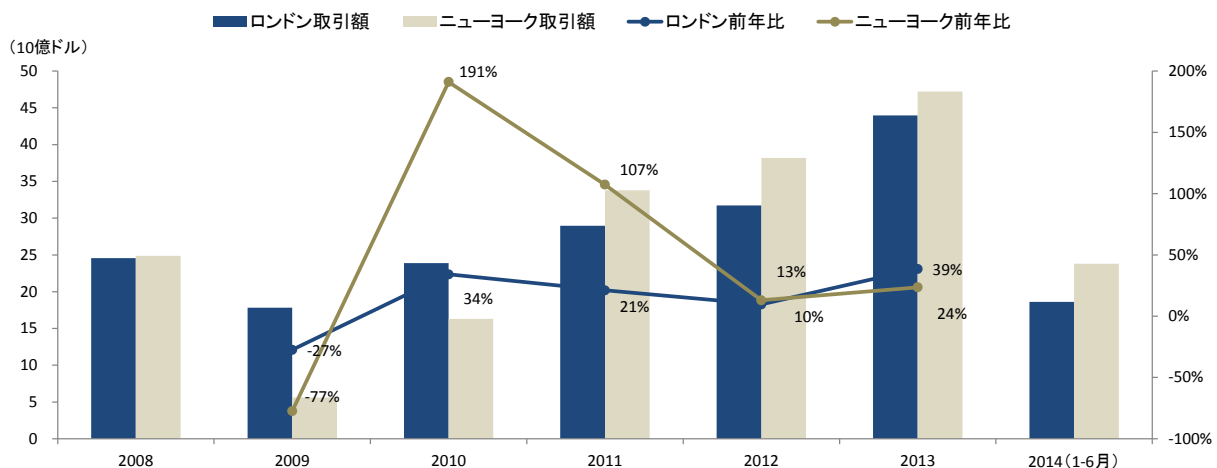
(出所) MSCI Real Estate-IPD データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

同じくニューヨークと比較した取引量の推移（図表 2）では、双方ともに 2009 年が底であったが、ロンドンにはニューヨークほどには取引量が減少しなかったことが分かる。価格が低迷しても取引量の減少は抑えられ、ある程度の売買取引の流動性を維持していたマーケットであったといえる。その要因としてオリンピックの開催が控えていたことがあるかどうかの確証は得られないが、開催翌年となった 2013 年も取引量は前年比+39%で過去 3 年より高い増加率となった。

またロンドンの不動産投資市場の特徴として海外からの投資資金の割合が高いことが挙げられる。RCA 社のデータによれば、2014 年 1-6 月期における海外投資家のオフィスへの投資額が最も多かった市場がロンドンで約 220 億ドル、これは約 80 億ドルで 2 位のパリを大きく引き離している。2010 年以降のロンドンでの 5 億ドルを超える大型取引の買い手属性を見ると（図表 3）、ほとんどが海外資金であり、その中には政府系資金や公的年金など長期的な運用をする大型投資家が含まれている。

しかし、直近の 2014 年第 3 四半期のデータでは、ロンドンの取引量は前年同期比マイナスに転じ -24%であった。これは価格が上昇し、売却物件が少なくなってきたことが要因と考えられる。一方で英国全体では、+17%となっており、ロンドンから周辺主要都市へと投資先が移行してきている状況がうかがえる。

図表 2 ロンドン・ニューヨークの不動産取引額推移



(出所) RCA データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表 3 ロンドンにおける大型不動産取引 (2010 年～2014 年)

年	物件名	用途	価格 (百万ドル)	買い手	買い手の属性
2010年	1 Bishops Square	オフィス	868	JP Morgan Asset Management	米系資産運用会社
	Knightsbridge Estate	商業	861	Olayan	中東の投資会社
	Grosvenor House Hotel	ホテル	732	Sahara Industrial Pariwar	インド系企業
2011年	Westfield Stratford City	商業	1,414	APG Group JV CPP Investment Board	オランダ公的年金、カナダ公的年金
	Olympic Village	住宅	916	Delancey JV Qatar Invnt Authority	カタール政府系基金
	Chiswick Park	オフィス	781	Blackstone	米系資産運用会社
2012年	One Plantation Place	オフィス	764	Delancey OBO Moise Safra	ブラジルの金融機関
	Battersea Power Station	開発用地	634	SP Setia JV Sime Darby Berhad	マレーシアのデベロッパー、企業
2013年	Citigroup Tower	オフィス	1,553	AGC Equity Partners	英系資産運用会社
	Chiswick Park	オフィス	1,227	China Investment Corp	中国政府系基金
	Kings Cross Central Block A	オフィス	1,055	Google	IT企業
2014年	Canary Wharf Tower	オフィス	1,332	China Life Insurance JV Qatar INV Auth	中国保険会社、カタール政府系基金
	Merrill Lynch Financial Centre	オフィス	967	Norges Bank Investment Mgmt	ノルウェー政府系基金(年金)の運用者
	125 Old Broad Street	オフィス	552	Blackstone	米系資産運用会社
	Woolgate Exchange	オフィス	521	Cathay Financial Holdings	台湾の保険系金融会社

(出所) RCA、PERE データ、各社 HP 記載情報をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2—主要なオフィスエリアとその需要

ロンドンで機関投資家の投資対象となっているオフィスが所在する主なエリアは、ウエストエンド、シティ、ミッドタウン、サウスバンク、ドックランズなどである（図表4）。

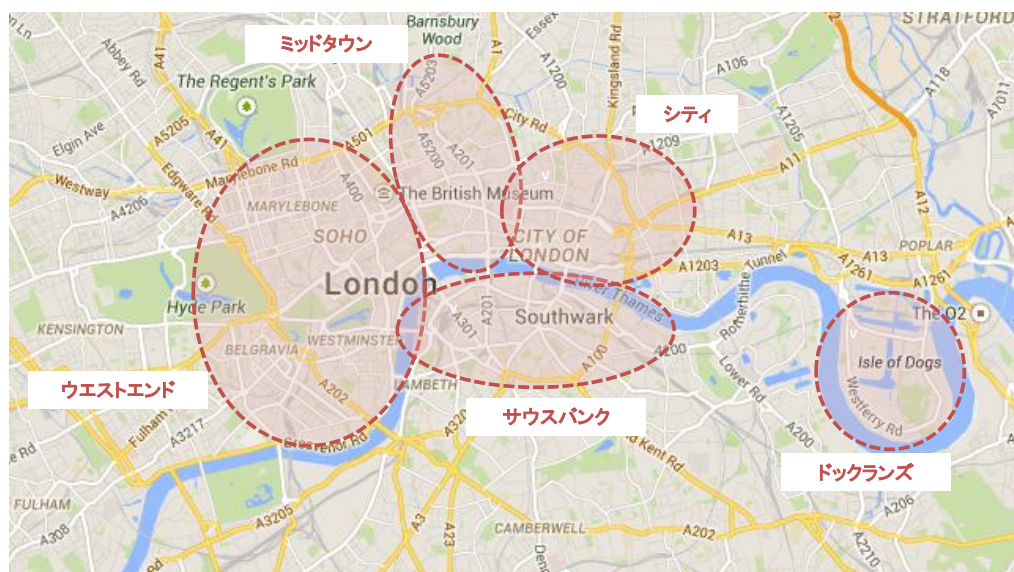
この中で突出して賃料水準が高いのがウエストエンドで、CBRE 社によればプライム物件の賃料は1スクエアフィートあたり年間 107.5 ポンド<sup>1</sup>と世界の中でも最も高い賃料エリアの一つとなっている。ウエストエンドは、高い賃料負担力を持つクリエイティブ産業と呼ばれるメディアやコンサルティング、サービス産業などの業種が集積している。業務機能に限らず評価の高い飲食店舗等が充実していることが、これらのオフィス就労者からの支持を得ている。

ウエストエンドと比べると格差があるが、ロンドンで次に高い賃料水準を維持しているのは金融機関などが集積するシティで、こちらは1スクエアフィートあたり年間 60 ポンド<sup>2</sup>となっている。最近ではウエストエンドの賃料が上昇を続けており、空き床も限られることから、従来はウエストエンドのテナント属性であった企業がシティにオフィスを移転もしくは新設するケースも増えつつある。同様の現象が、ウエストエンドとシティの中間に位置するミッドタウンでも起こっている。

また、テムズ川の南に位置するサウスバンク、東部エリアの再開発によって高層オフィス街となったドックランズは比較的賃料が低く、行政の誘致政策もあり IT、テクノロジー企業などが集積してきている。

各エリアでオフィス床の新規供給状況に差はあるが、どのエリアも金融危機後に新規供給が滞った経緯がある。現在は、ロンドンの景況から強い需要が見込めること、これまで供給が押さえられていたことから、オフィス開発は活発化している。ロンドンの行政庁である Greater London Authorities では、ロンドン中心部のオフィス就労者数が 2011 年からの 20 年間で 58%増加するという予測を公表しており、行政としても長期的にオフィスストックを上回る需要を想定し新規供給を促す方針をとっている。

図表4 ロンドン中心部の主要オフィスエリア



(出所) 地図 : Google、エリアプロットは各仲介会社の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> CBRE 公表データ（2014 年第 3 四半期）による。1 ポンドを 180 円とすると月・坪約 57,400 円。

<sup>2</sup> 注 1 と同様の出所。同様に円換算すると月・坪約 32,000 円。

### 3—高層オフィスの竣工ラッシュ

長期的なオフィス需要の増加が見込まれるロンドンだが、金融危機後しばらくは需要が弱まり、資金調達環境も悪化したことから新しいオフィスの供給が減少した。その後、ウエストエンドでは2011年に新規供給が底打ちし、2012年には過去20年の平均レベルまで回復している。シティではこれにやや遅れ、2012年に底打ちし2013年は増加に転じたものの過去20年の平均の半分程度であったが、2014年には一気に供給量が過去20年平均の倍にまで回復している<sup>3</sup>。

2014年の供給には、シティで竣工したデザイン性の高い高層オフィスビル、122 Leadenhall st (写真1) と 20 Fenchurch (通称 Walky Talky Building) (写真2) が含まれる。いずれも後述の上場リート銘柄による開発案件で、20 Fenchurch の稼働率は90%を超えている。これに先んじて、2012年にはテムズ川をロンドンブリッジから渡ったサザークと呼ばれる地区(オフィスエリアはサウスバンク)に、尖頭形の高層オフィスビル The Shard (写真3) が竣工し、展望フロアやラグジュアリーホテルのシャングリラが入居していることで話題を呼んだ。保有者は、デベロッパーである Irvin Sellar 氏とカタール政府で、カタール政府は金融危機でプロジェクトへの投資が滞った際に参画した。

今後予定されている高層オフィスビルとしては、同じくシティで開発中の The Pinnacle などがある。複雑すぎるデザインと構造で遅延していたが、2014年に入り着工している(写真4、5)。

写真1 122 Leadenhall st



写真2 20 Fenchurch



写真3 The Shard



写真4 The Pinnacle

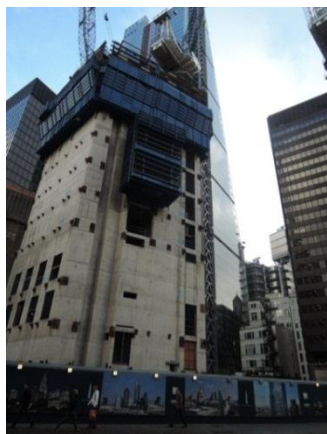


写真5 The Pinnacle 竣工イメージの仮囲い



<sup>3</sup> CBRE 公表データ (2014年第3四半期) による。

#### 4—不動産開発で存在感を示す上場リートとそのパートナー

英国リートは現在 37 銘柄が上場しているが、その中で時価総額 10 億ポンドを超える大型銘柄は 9 銘柄ある<sup>4</sup>。そのうち上位 2 銘柄（ランドセキュリティーズ、ブリティッシュランド）のロンドン中心地における開発での存在感が大きい。これらの銘柄では、大型開発案件では海外機関投資家（政府系資金や年金基金）を出資パートナーとしている事例が見られる（図表 5、6）。ランドセキュリティーズはビクトリア駅周辺開発でカナダ国民年金（CPPIB）を、ブリティッシュランドは前述の 122 Leadenhall st（写真 1）でオンタリオ州年金基金の不動産子会社であるオックスフォードプロパティーズ、ブロードゲート 地区開発でシンガポール政府系基金の GIC を出資パートナーとしている。

日本の上場リートと異なり、英国の上場リート銘柄は不動産開発も行っており、借入による資金調達戦略とともに、出資パートナーを得ることで投資効率を向上させる手法が用いられている。ただし開発案件の規模は日本の大手不動産会社等による東京都心の開発と比べると小さい。大型といっても開発費用で 500 億円を超える案件は少ない。

（図表 5）英国リート ランドセキュリティーズによるロンドンの開発案件

2014.9.30時点

物件名称	用途	床面積 (sqf)	開発費用 (百万£)	開発費用 (億円)	竣工時期	所有割合	出資パートナー
20 Fenchurch Street (写真3)	オフィス	674,000	239	430	2014.8	50%	Canary Wharf Group
	商業	13,000					
1 & 2 New Ludgate	オフィス	352,000	257	463	2015.4	100%	-
	商業	30,000					
Kings Gate	住宅	108,900(100戸)	159	286	2015.2	100%	-
The Zig Zag Building	オフィス	187,700	174	313	2015.3	100%	-
	商業	44,200					
10 & 20 Eastbourne Terrace	オフィス	158,000	66	119	2016.2	100%	-
1 New Street Square	オフィス	266,000	176	317	2016.6	100%	-
	商業	5,000					
Nova, Victoria - Phase I	オフィス	480,300	245	441	2016.7	50%	Canada Pension Plan Investment Board
	商業	79,900					
	住宅	166,400					
Oriana - Phase II	商業	72,000	51	92	2016.9	50%	Frogmore Real Estate Partners
	住宅 (18戸)						

(出所) Land Securities 開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

（図表 6）英国リート ブリティッシュランドによるロンドンの開発案件

2014.9.30時点

物件名称	用途	床面積 (sqf)	現在価値 (百万£)	現在価値 (億円)	竣工時期	所有割合	出資パートナー
Craven Hill Gardens	住宅	25,000	47	85	2014	100%	-
Broadgate Circle	オフィス	41,000	16	29	2014	50%	GIC
The Lindenhall Building (写真2)	オフィス	605,000	265	477	2014.6	50%	Oxford Properties
5 Broadgate	オフィス	710,000	251	452	2015.3	50%	GIC
Meadowhall Surrounding Land	商業	22,000	6	11	2015	50%	Norgis Bank
Yakdubg House	オフィス	29,000	18	32	2015	100%	-
The Hempel Phase II	住宅	40,000	48	86	2016	100%	-
Aldgate Place Phase I	住宅	221,000	23	41	2016	50%	The Aldgate Place LP
Clarges Mayfair	複合用途	192,000	260	468	2017	100%	-

(出所) British Land 開示資料よりニッセイ基礎研究所が作成

<sup>4</sup> REITA 公表情報による。

## 5—オリンピック開催施設とその後

### 1 | オリンピックパーク周辺(ストラトフォード)

ロンドンオリンピックのメイン会場は、ロンドン東部のストラトフォードに作られたオリンピックパークで、ここにはオリンピックスタジアム、水泳センター、バスケットボールアリーナ、自転車トラック競技場などが配置された。

オリンピック開催時の集客に対応して改修されたストラトフォード駅周辺の再開発は現在も進行中だが、開催前に開業したショッピングモール「ウエストフィールド・ストラトフォード・シティ」が地域のポテンシャルを向上させている。同施設は、店舗、レストラン、ホテル、映画館、カジノなどを備えた複合商業施設だ。利用客の国籍は多様で、観光都市ロンドンならではの賑わいを見せ、地域の雇用にも貢献している。

ロンドン市ではオリンピック後の施設利用も当初から計画されており<sup>5</sup>、メインスタジアムは客席を減らして利用するための工事が行われた。水泳センターも客席の削減と共用スペース設置などの工事がなされ競技者および市民の双方による利用が可能な施設となっている。また、大会関係者の宿泊施設は「イースト・ヴィレッジ」と呼ばれる住宅地となる予定であり、メディア・センターは新たなデジタル集積地となり、クリエイティブ企業、大学等の教育機関などが入居する。さらにショッピングモールからオリンピックパークに向かう途中の敷地では、レンドリース社等が開発者となりオフィス、ホテル、商業、住宅を建設する大型開発「The International Quarter」が着工している。スポーツ施設だけでなく業務・生活エリアを含む新たな都市空間が形成されつつある。

写真6 ストラトフォード駅

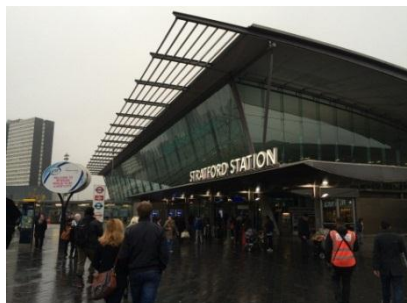


写真7 ウェストフィールド・ストラトフォード遠景

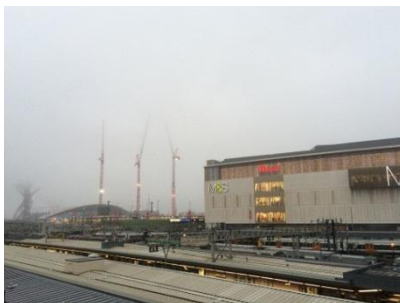


写真8 ウェストフィールド・ストラトフォード近景



写真9 水泳センターの利用状況

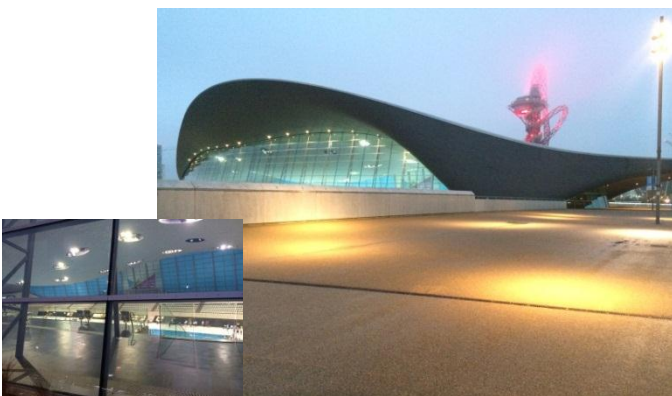


写真10 着工したThe International Quarter



<sup>5</sup> (一財)自治体国際化協会ロンドン事務所 Clair Report No.402 「2012年ロンドンオリンピック・レガシーの概要」による。

## 2 | 港湾地区ノースグリニッジ周辺

90年代の湾岸再開発として知られるドックランズをさらに東に進みテムズ川の南に渡ったノースグリニッジには屋内競技場が設置された。エミレーツ航空がスポンサーとなって作られたケーブルカーでアクセスできる点が特徴的となっている。当該エリアを含むテムズ川沿いの再開発地域は、政府の経済特区である「エンタープライズ・ゾーン」とされ、重点的に再開発が進められている。「エンタープライズ・ゾーン」では、ゾーン内の企業を対象に事業用資産の評価額に応じて課される税金の優遇措置がとられ、建築許可制度の簡素化等により企業誘致を図っている。

## 6——新鉄道輸送システム「クロスレイル」

今後ロンドンをさらに変貌させる要素として、2018年の開業に向けて工事が進む地下鉄と地上路線を併用した鉄道輸送システム「クロスレイル」がある。工事は2009年に始まったが構想は1941年に始まる大規模プロジェクトだ。西のレディングと東のシェフィールドを繋ぐ総距離118kmの基幹交通システムは少なくとも420億ポンドの経済効果があるとされる。ロンドン中心地でいえば、パディントン、ボンズストリート、トッテナムストリート、リバプールストリートなどを通り、オリンピックパークのあるストラトフォードを経由してシェフィールドまで到達する。新駅が建設されるエリアは新しい商業業務の拠点となることが期待されている。

## まとめ

世界の機関投資家を惹きつけるロンドンでは、長期的な視野での都市づくりのプランをベースに各エリアで公共性をともなう開発が進行している。ロンドンオリンピックは将来に向けた都市形成の通過点であり、世界的なイベント開催を経て将来に続く都市開発を行ったともいえる。

不動産投資に関しては、海外投資家に対する税制優遇や不動産取引に関する情報の透明性、長期で賃料下落リスクを排除した賃貸借契約などがロンドンに投資するメリットとして挙げられることが多い。このような経済的、制度的要因のほかに、ロンドンでは行政と開発関係者が協働し景観や過去と将来に配慮した建造物を作りあげていることなどが、都市の潜在力をさらに高めているようだ。それが世界から就労者や観光客を引き寄せ、多様性を備えた街にしている。「都市の空気は自由にする」という言葉はドイツの封建制度の中で生まれたそうだが、ロンドンの持つ魅力を言い得ているように思える。

5年後にオリンピックを控えた東京で、一過性のイベントに留めず、それを契機に都市の魅力を高め維持していくことを考える時、ロンドンの都市のあり方が示唆を与えてくれそうだ。