

住宅新報 2014 年 2 月 25 日号
特集『資産運用～広がる可能性』掲載記事（原稿）

13 年は投資市場「再起動」の年 海外投資家、日本に熱い視線



一般財団法人
日本不動産研究所
研究部 愼 明宏

〔構成〕

I. 2013 年の不動産投資市場

- ・ 2013 年は、「不動産投資市場、再起動の年」
- ・ 不動産投資市場の牽引役、J-REIT
- ・ 大型不動産取引の復活と投資対象の広がり
- ・ 投資家動向と地価

II. 2014 年の不動産投資市場

- ・ 不動産市場の国際化
- ・ 公的・準公的年金の不動産投資の行方
- ・ カギは貸貸市況の回復

昨年以降、不動産投資市場は回復の傾向が鮮明になった。好調な J-REIT や私募リート
の不動産投資額は大幅に増加しており、投資対象もオフィスや住宅・商業施設のほかホテル
や物流施設などに再び広がりを見せ、復活を遂げた日本の不動産投資市場に海外投資家も
熱い視線を注いでいる。一方、国内では、成長戦略の一環として、公的・準公的年金の不
動産投資の必要性が議論されており、これが本格化すれば、不動産投資市場はさらに厚み
を増し、成熟市場への新たな段階に入ると言えるだろう。

I. 2013 年の不動産投資市場

・ 2013 年は「不動産投資市場、再起動の年」

2013 年は、不動産投資市場にとって、「再起動（Restart）の年」であったと言えよう。

2012 年 12 月に発足した第二次安倍政権は、「大胆な金融政策」「機動的な財政政策」「民
間投資を喚起する成長戦略」のアベノミクス 3 本の矢を掲げ、円高是正、デフレ脱却を至
上命題とし、国内経済は回復の兆しが鮮明になった。さらに、2013 年 7 月の参議院選挙に
より「衆参ねじれ問題」は解消し、9 月には東京五輪誘致が決定するなど、再スタートを切
った不動産投資市場には、多くの追い風が吹く、そのような展開が続いた。J-REIT の値動
きを表す東証 REIT 指数は 2013 年の大発会には、1,143.37 ポイントであったが、3 月末に
1,642.79 ポイントに伸び、大納会では 1,515.01 ポイントで躍進の 1 年を終えた。この 1 年
間で、32.5%も上昇したことになる。

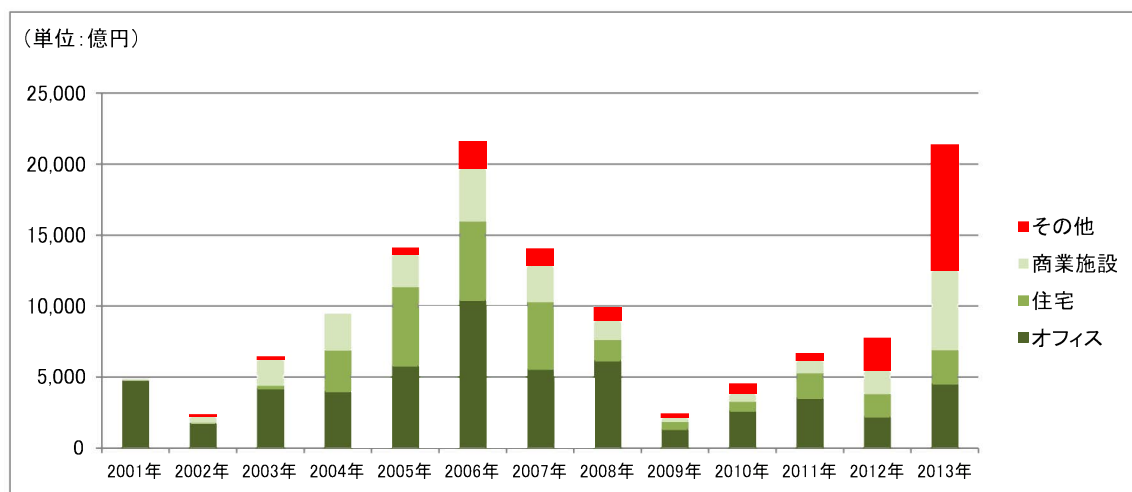
・ 不動産投資市場の牽引役 J-REIT

活況であった 2013 年の不動産投資市場の牽引役は、なんと言っても J-REIT によるこ
ろが大きかった。2012 年末以降、J-REIT の投資口価格上昇を背景として、新規上場や公
募増資が相次ぎ、物件取得も急激に拡大した（図表 1）。昨年の J-REIT による物件取得価



格の総額は、約 2 兆 1,380 億円にのぼり、2012 年実績の約 3 倍にも拡大した。2001 年にスタートした J-REIT だが、その取得価格の累計総額は約 12.5 兆円にのぼる。このうち、2013 年の取得額は全体の約 17%を占め、リーマンショック前のいわゆるファンドバブル最盛期の水準に近く、2013 年の不動産投資市場はまさに活況であったといえる。

〔図表 1. J-REIT による物件取得総額の推移〕



(出所)「TOREIT(東急不動産 J-REIT システム)」を基に日本不動産研究所作成

・大型取引の復活

2013 年は大型取引の復活も大きな話題となった。

通称「軍艦ビル」で知られる「芝パークビル」は、香港投資家やセキュアードが参加する企業連合が取得したが、その取得価格は約 1,170 億円と言われている。「ソニーシティ大崎」は日本ビルファンド投資法人と国内機関投資家に譲渡されたが、その譲渡価額は 1,111 億円であった。さらに、高島屋は新宿南口の旗艦店「タイムズスクエアビル」の持分を追加取得したが、その取得価格は 1,050 億円であった。2013 年 2 月に上場した「日本プロロジスリート投資法人」の上場時資産規模が、約 1,730 億円（物件数 12 件）であったことを鑑みると、上記 3 取引のスケール感がうかがえる。また、2013 年 3 月には、パナソニックの東京拠点「パナソニック東京汐留ビル」を三井住友ファイナンス&リースと日本ビルファンド投資法人が 507 億円で取得した。このように、企業の財務体質改善のための資産譲渡を J-REIT や国内外の機関投資家が買い支える構図が、大型取引が多数成立する背景となったのも 2013 年の特徴的な傾向であった。

・投資対象の多様化の復活

このように 2013 年の不動産投資市場は、J-REIT による不動産投資が大きく牽引した。良好な資金調達環境を背景に、新規上場や既存 REIT の公募増資が相次ぎ、投資対象もオ



一般財団法人
日本不動産研究所

フィスや住宅、商業施設などの従来型投資用不動産のほかに、物流施設やホテルなどへと「再び」投資対象の裾野が広がったのも昨年の大きな特徴であった（※こうした投資対象の広がり、2006年のファンド・バブル期にも見られた。ただし、その投資規模は2013年の方がはるかに大きい）。

2013年2月に上場した「日本プロロジスリート」は、物流施設の開発・運営を手掛ける米系大手プロロジスによる物流特化型REITであり、7月には星野リゾートグループによるホテル・旅館特化型のREITが新規上場した。さらに、REIT組成の計画が報道されて以降、多くの市場関係者の注目を集めた流通最大手イオングループが組成するイオンリートが、「イオンレイクタウン」（取得価格計：約279億円）などを旗艦ポートフォリオに総額1,580億円の規模で新規上場を果たした。イオンリートは、上場と同時にイオングループがマレーシア・ジョホールバルで手掛けるショッピングセンターをポートフォリオに組み入れることを発表しており、J-REIT初の海外不動産投資事例として注目を集めている。

〔図表2. 2013年に新規上場したJ-REIT〕

時期	REIT名	投資用途	上場時期の 資産規模
2013年2月	日本プロロジスリート投資法人	物流施設	約1,730億円
2013年5月	野村不動産マスターファンド投資法人	商業・物流施設	約2,280億円
2013年7月	星野リゾート・リート	ホテル・旅館	約150億円
2013年10月	SIA不動産投資法人	オフィス・商業	約747億円
2013年11月	イオンリート投資法人	商漁施設	約1,580億円

（出所）各投資法人公表資料を基に日本不動産研究所作成

・不動産投資家動向

不動産投資家の投資姿勢にも確実な変化が見えた。J-REITによる投資不動産の拡大は、物件取得競争を招き、結果として、投資家が許容する期待利回りの低下を招く（＝不動産価格が上昇する）が、2013年の不動産投資市場においては、この傾向が鮮明に現れた。当研究所が実施している「不動産投資家調査」（2013年10月調査）においても、不動産投資家の期待利回りは、ほぼ全てのアセットにおいて低下した（図表3）。また、今後1年間の投資姿勢（複数回答可）についても、「積極的に投資を行う」が91%を占め、「既存所有物件を売却する」（26%）、「当面、新規投資を控える」（5%）を大きく上回る結果となり、当面は新規投資に対して積極的な姿勢が継続する公算が高い。

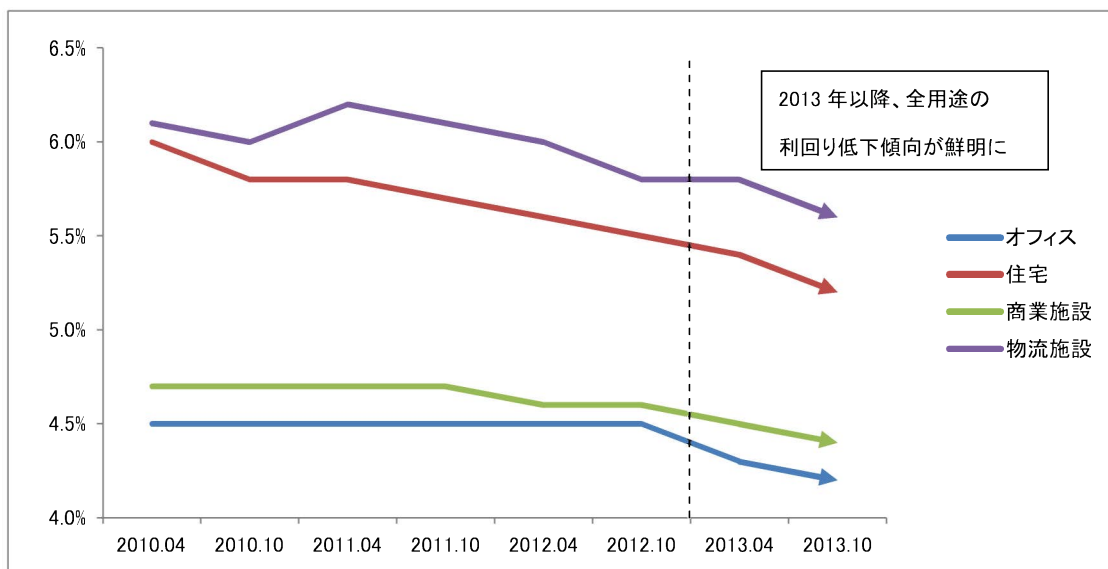
このような傾向を受け、投資不動産適地の地価も着実に上昇に転じている。

図表4は、当研究所が実施した「市街地価格指数」調査のうち、東京の最高価格地の地価推移を追ったものである。東京区部の最高価格地（2000年=100.0）は、バブル崩壊後、リーマン・ショック前の最高値として2008年3月に172.4を記録したが、リーマン・ショ



ック後の 2011 年 3 月期には 128.8 まで低下した。しかし、第二次安倍政権の発足による経済回復への期待から 2013 年 3 月期には 130.9 に反転し、2013 年 9 月期は 135.2 と投資不動産適地の地価上昇を強めている。

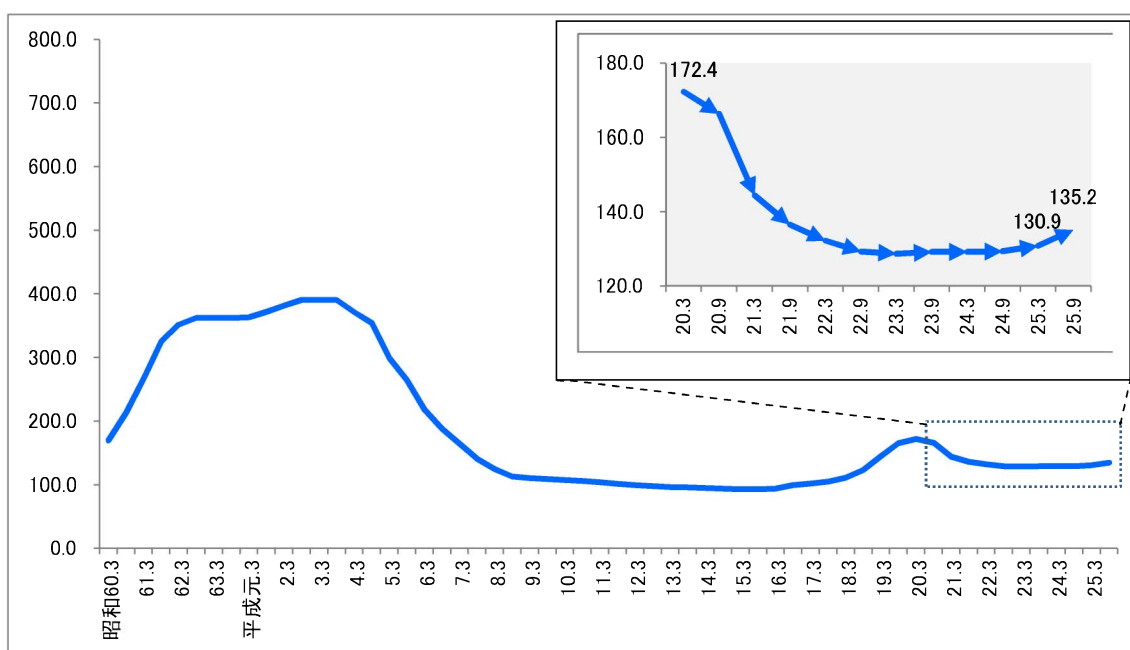
〔図表3. 不動産投資家の期待利回りの推移(東京)〕



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

オフィス: 東京／丸の内・大手町地区、住宅: 東京／城南地区、商業施設: 東京／銀座地区、物流施設: 東京／湾岸エリア

〔図表4. 東京／最高価格地の地価推移〕



(出所) 日本不動産研究所「市街地価格指数」(東京区部・最高価格地)



一般財団法人
日本不動産研究所

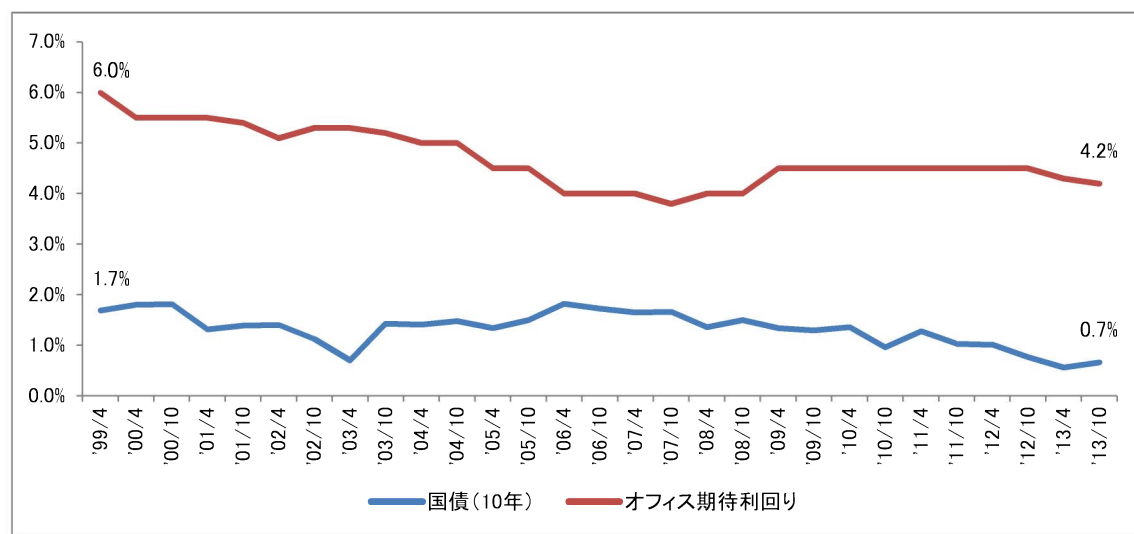
Ⅱ. 2014 年の不動産投資市場トレンド

・不動産市場の国際化

回復が鮮明になった日本の不動産投資市場に海外投資家からも熱い視線が注がれている。以前までは海外投資家というと欧米ファンドが中心であったが、最近の傾向として、中長期の安定投資を指向する欧米の年金基金や香港・台湾の個人富裕層などが日本の不動産投資に積極的であり、海外投資家の裾野は確実に広がりを見せている。そして、こうした海外投資家の多くは、日本の不動産投資市場が持つ「安定性」や「安全性」を高く評価する傾向にある。その代表例としてあげられるのが、海外の主要都市と比較して相対的に高いと言われる日本の不動産のイールドギャップである（不動産の投資利回りとリスクフリーレートとの差。一般にイールドギャップが高ければ高いほど、自己投下資本に対する投資収益率が高くなる）。日本は 2000 年以降低金利が続いており、それに対して不動産の投資利回りは相対的に高く、日本の不動産投資市場の高い安全性・安定性がうかがえる（図表 5）。

また、海外投資家は、日本の不動産価格や賃料水準それ自体についても、今後の伸びを期待しているところがある。昨年、当研究所が公表した「国際不動産価格賃料指数（2013 年 10 月）においても、東京都心最上位オフィスの賃料水準（東京=100.0）が、上海（72.8）、シンガポール（63.1）より上回っているものの、アジアの金融ハブである香港（163.0）と比べると低位に位置する結果となった（図表 6）。海外投資家の中には、東京の都市としての潜在力を高く評価する声も多く、2020 年の東京五輪開催決定なども相まって、今後の賃料動向が注目されている。

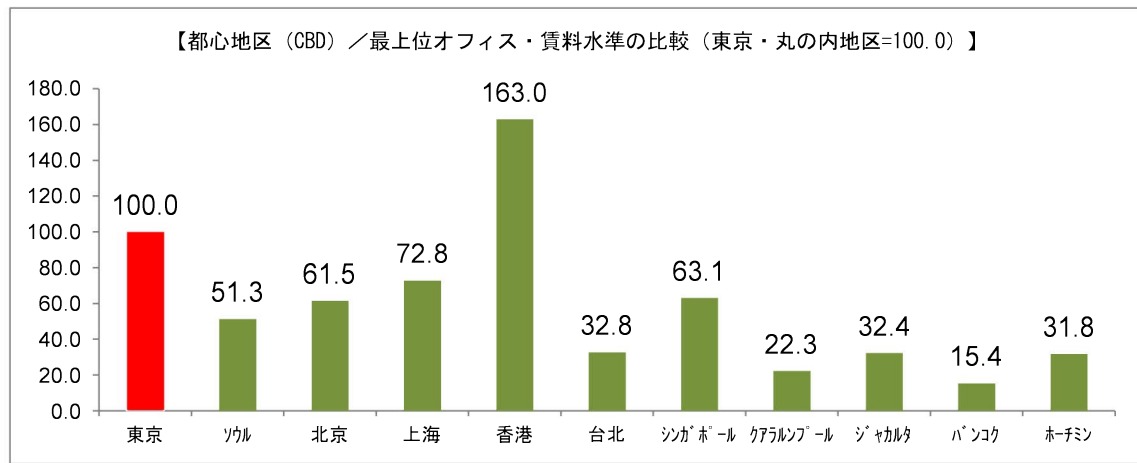
〔図表 5. オフィス期待利回り(東京)と 10 年国債利回りの推移〕



（出所）国債利回り：財務省、オフィス期待利回り：日本不動産研究所「不動産投資家調査」（東京／丸の内・大手町地区）



〔図表6. 東京とアジア主要都市オフィス賃料の比較(2013 年 10 月)〕



(出所) 日本不動産研究所「国際不動産価格賃料指数」

※各都市現地通貨で評価した賃料を為替レートで円換算のうえ相対指数化

・公的・準公的年金による不動産投資の行方

グローバルな不動産投資市場においては、中長期の安定資金の出し手として公的・準公的年金などによる不動産投資が一般的に行われ、投資家の「機関化」が進んでいる。年金基金による不動産投資というと、米国カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS) が有名であるが、隣国・韓国の「国民年金公団」(NPS) もその存在感を高めている。NPS は以前までは日本の「独立行政法人年金積立金管理機構」(GPIF) と同じように不動産投資実績はゼロであったが、運用資産多様化のため、2006 年頃から韓国内を皮切りに海外を含めた不動産投資に積極的に乗り出し、現在では運用資産約 40 兆円のうち 4%程度を不動産投資に振り分けるにまで至っている。日本においても、公的・準公的年金の運用対象の多様化が叫ばれているが、その中でも、多くの市場関係者の関心は、GPIF の不動産投資の是非である。昨年、内閣府に設置された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」(座長：伊藤隆敏東京大学大学院教授) においても、公的・準公的年金による運用対象の多様化 (REIT や不動産投資、インフラ投資など)・分散投資の検討が提言された。特に GPIF の資産規模は約 120 兆円で世界最大の年金基金であり、こうした日本の公的・準公的年金が不動産投資市場に本格的に参入すれば、市場の厚み・成熟化に大きな役割を果たすことは間違いない。

・賃貸市況の回復動向がカギを握る

このように不動産投資市場は、良好な資金調達環境を背景に、急速な回復を遂げた。その牽引役は J-REIT や私募リートであり、それを支えたのは国内外の機関投資家の潤沢な投資マネーである。ただし、最近、投資家の期待利回り低下傾向は限界値に達しつつあると

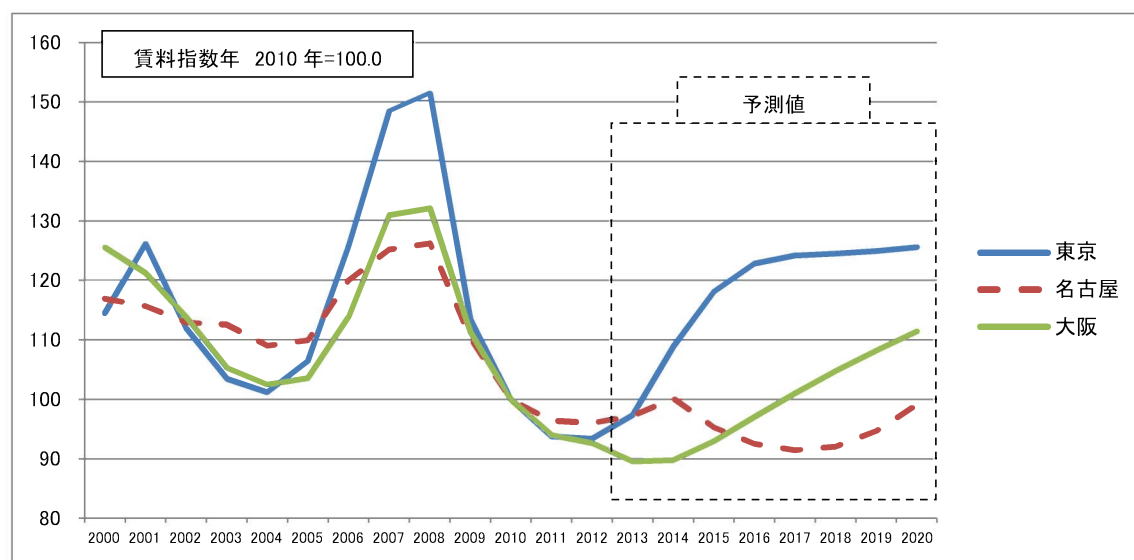


一般財団法人
日本不動産研究所

の声もあり、今後、不動産投資市場が持続的な発展を遂げるためには、賃貸市況の回復が大きなカギとなる。アベノミクスの影響により円高是正、企業業績の回復が鮮明になり、これが設備投資や賃金上昇などの実体経済への波及が期待されているが、いまだ本格的な回復効果は見えていない。市場関係者の多くは、企業業績の回復が設備投資や賃金上昇につながり、企業のオフィス賃貸需要の増加、賃貸市況の回復というシナリオを期待している。しかし、アベノミクス 3 本の矢の要である「民間投資を喚起する成長戦略」は、まだ具体的な実効段階までには至っておらず、その動向が注視されている。オフィス市場動向研究会（当研究所と三鬼商事株式会社との共同研究会）が実施した「東京・大阪・名古屋の賃料予測（2013～2020 年）」においても、東京のオフィス賃料が 2012 年を底に 2016 年まで上昇し、2017 年以降は微増傾向で推移するとの見通し結果（図表 7）であったが、持続的な経済成長期待によるところが大きい。

海外投資家や公的・準公的年金などの新たな機関投資家の市場参入で、中長期的な投資マネーが流入することにより、投資市場が厚みを増し、これが市場の成熟化に拍車をかけ、賃貸市況の本格的な回復が不動産投資の持続的な発展に繋がる、多くの市場参加者は 2014 年にこのような展開を期待するが、今後の動向が注目される。

〔図表 7. 東京・名古屋・大阪のオフィス賃料予測(2013 年 10 月調査)〕



(出所)オフィス市場動向研究会(日本不動産研究所と株式会社三鬼商事の共同調査)「オフィス賃料予測(2013～2020 年)」



＜著者プロフィール＞

氏名： 愼 明宏（しん あきひろ）

役職： 日本不動産研究所 研究部 主席専門役

経歴： 1999 年に日本不動産研究所入所後、金沢支所、証券化プロジェクト室、横浜支所、特定事業部（国際チーム）を経て、2010 年より 1 年間、韓国政府系の鑑定評価機関へ出向し、同国の評価実務や不動産インデックスの企画開発に携わる。現在は、国内及び海外の不動産投資市場の評価・リサーチの企画開発等を担当。不動産鑑定士。



一般財団法人
日本不動産研究所