

日本の不動産投資市場の現状と今後の展望

2016年11月24日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学部

教授 田邊 信之

講師 プロフィール

- 氏 名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe

(ブログ) <http://blog.zaq.ne.jp/ntanabe/>

- 略 歴

1980年京大(法)卒業後、日本興業銀行に入行。金融業務とともに、不動産業界調査、都市開発、不良債権処理、不動産会社の事業再編成、証券化など多様な不動産関連業務を経験。2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。

- 公 職

不動産証券化協会・フェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンス委員長
RICS(英国王立チャータードサーベヤーズ協会)・エminentフェロー(FRICS)
国土交通省「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備のための検討委員会」座長
国土交通省「不動産市場の国際化に向けた懇談会」座長
財務省 東北財務局「国有財産の有効活用に関する有識者懇談会」委員
財務省「国有財産高等研修」講師など

- 主な著書

- ◆ 不動産証券化協会編、田邊信之監修執筆「入門不動産証券化ビジネス」
(日経BP社、2014年3月)
- ◆ 「よく分かる不動産証券化とビジネス活用」(2008～、住宅新報)
日本不動産ジャーナリスト会議・著作賞受賞
- ◆ 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(2004年、日経BP社)
不動産協会・優秀著作奨励賞受賞、ロングセラー
- ◆ 「不動産投資のイノベーション」(2000年、ダイヤモンド社)
- ◆ 「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(2015年、日経BP社)

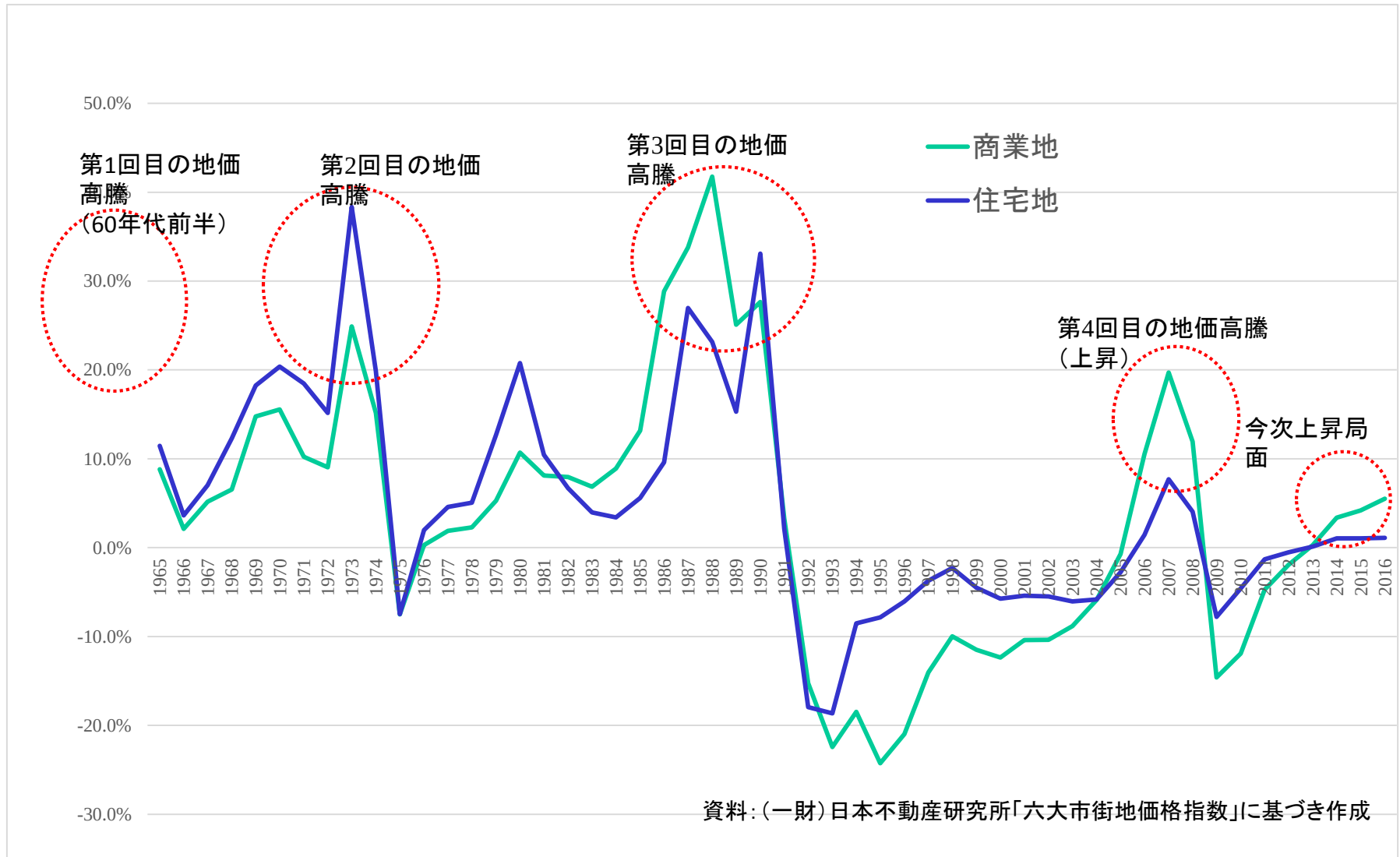
など多数



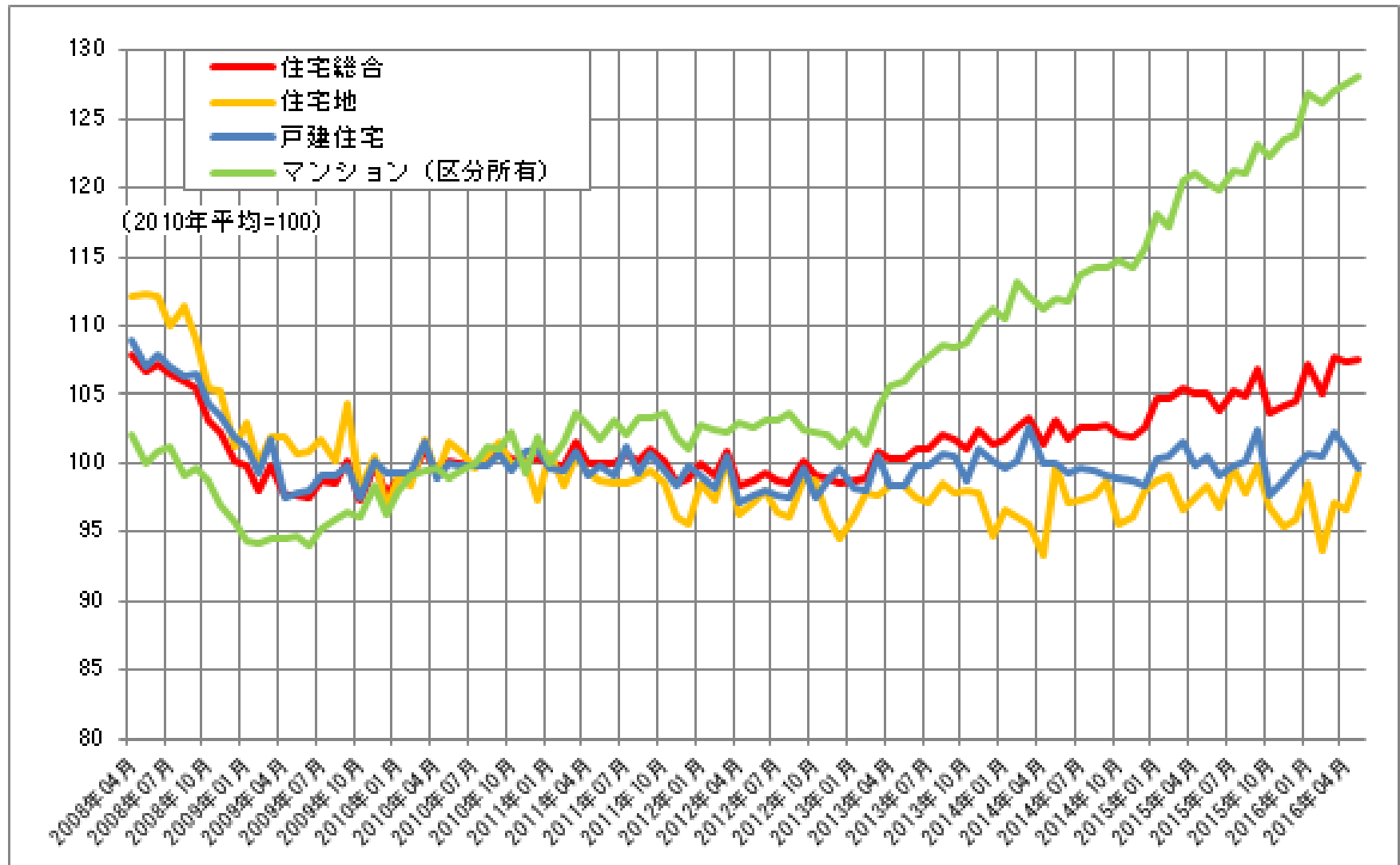
1. 不動産投資市場の現状
2. 不動産投資市場の潮流
3. 中長期的視点から見た不動産投資市場
4. 戦後の日本の不動産バブルとインプリケーション

1. 不動産投資市場の現状

不動産のマーケットサイクル

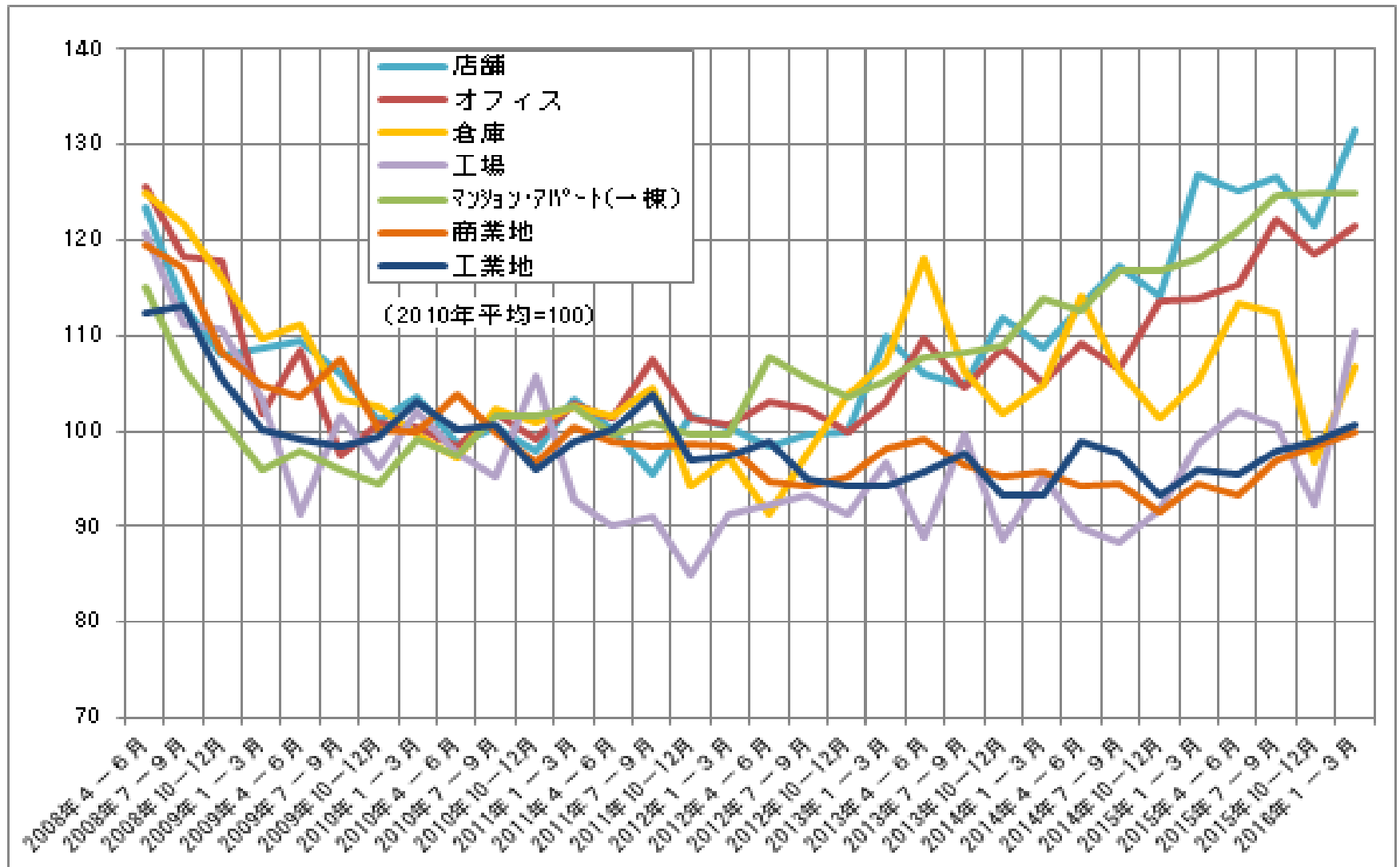


住宅地価格指数(全国)の推移



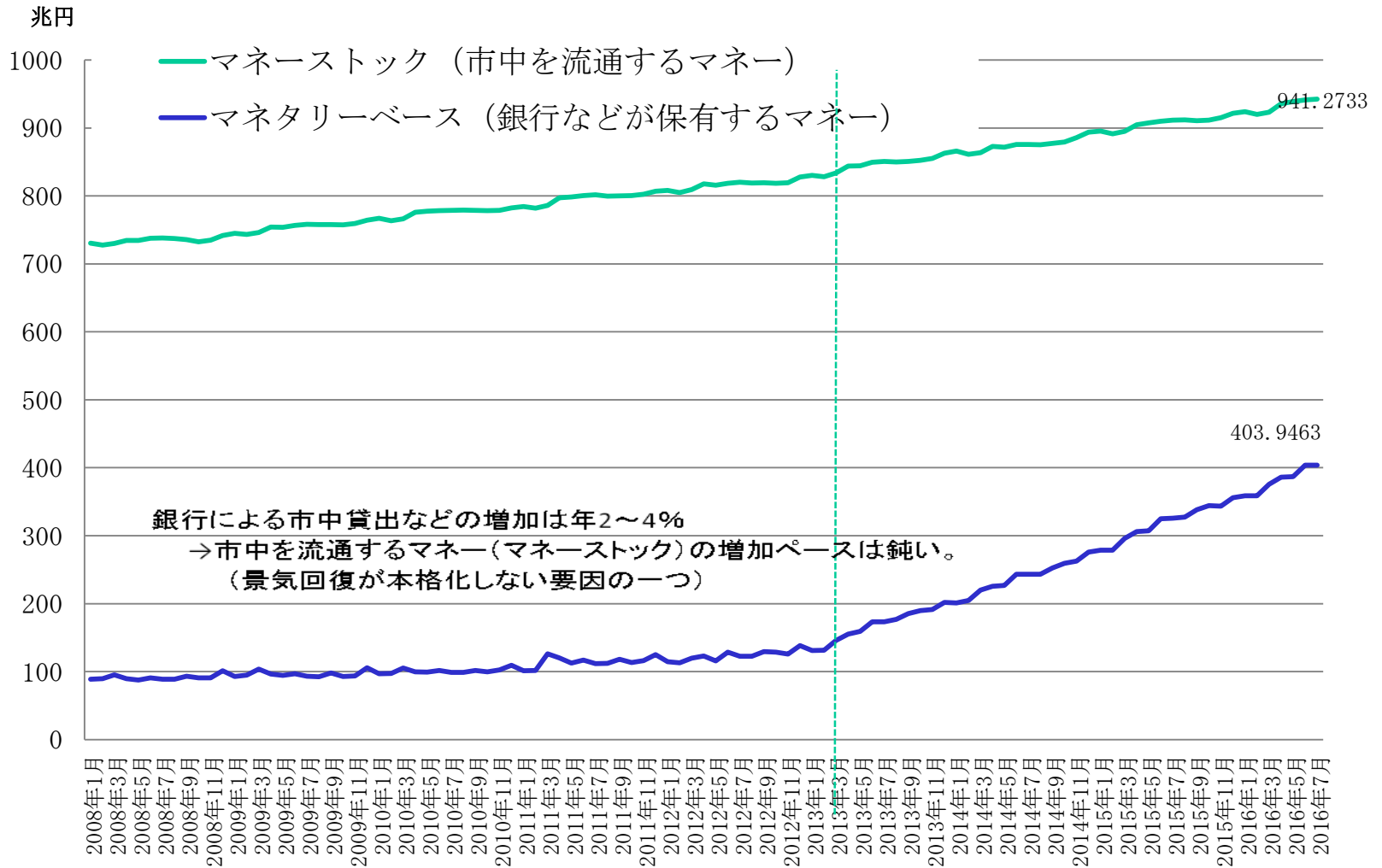
出所: 国土交通省「不動産価格指数」より抜粋

商業地価格指数の推移



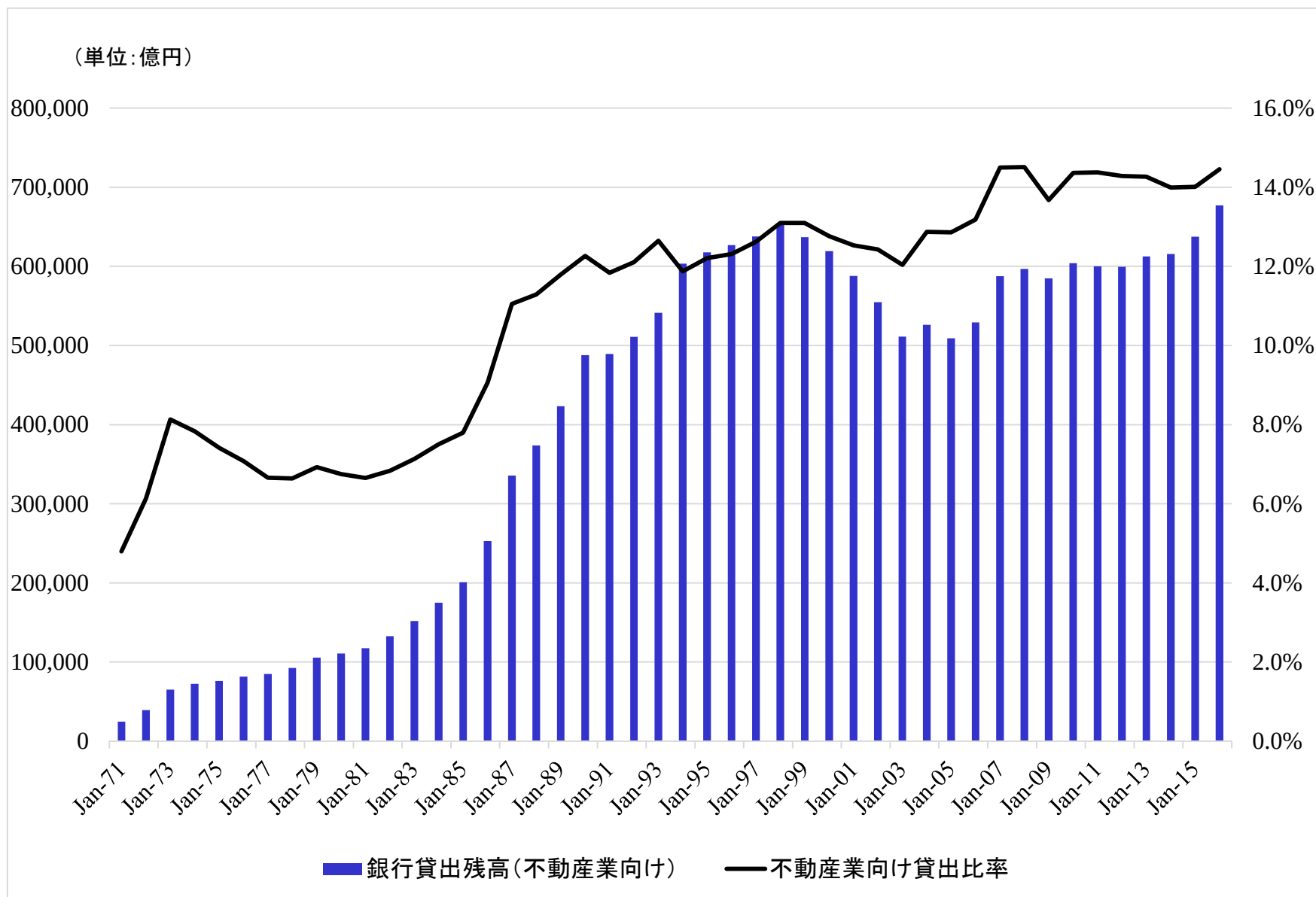
出所: 国土交通省「不動産価格指数」より抜粋

日本銀行による資金の供給



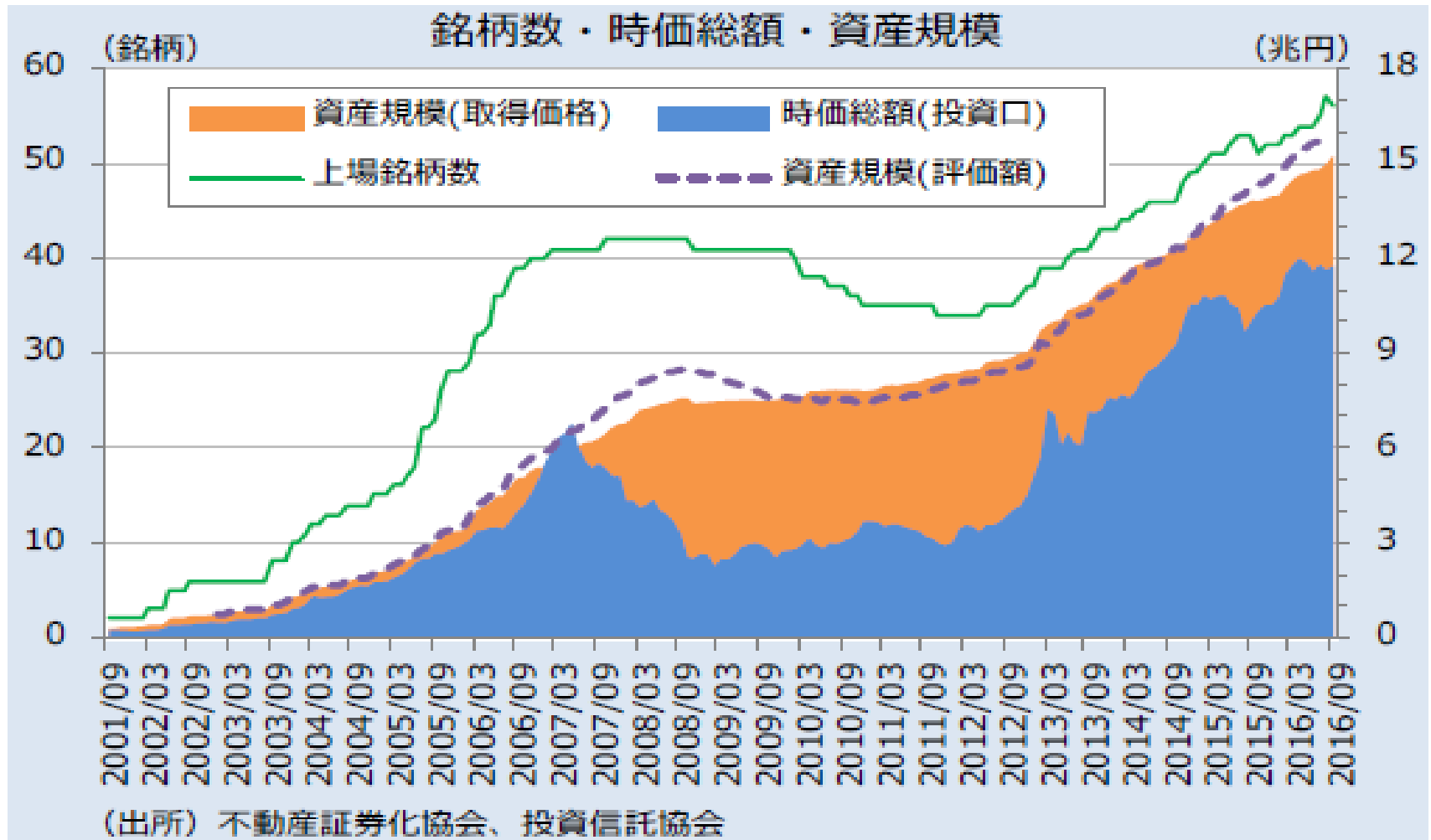
資料: 日本銀行統計より作成

銀行の不動産業向け貸出残高の推移



J-REIT市場①: 銘柄数、時価総額、資産規模

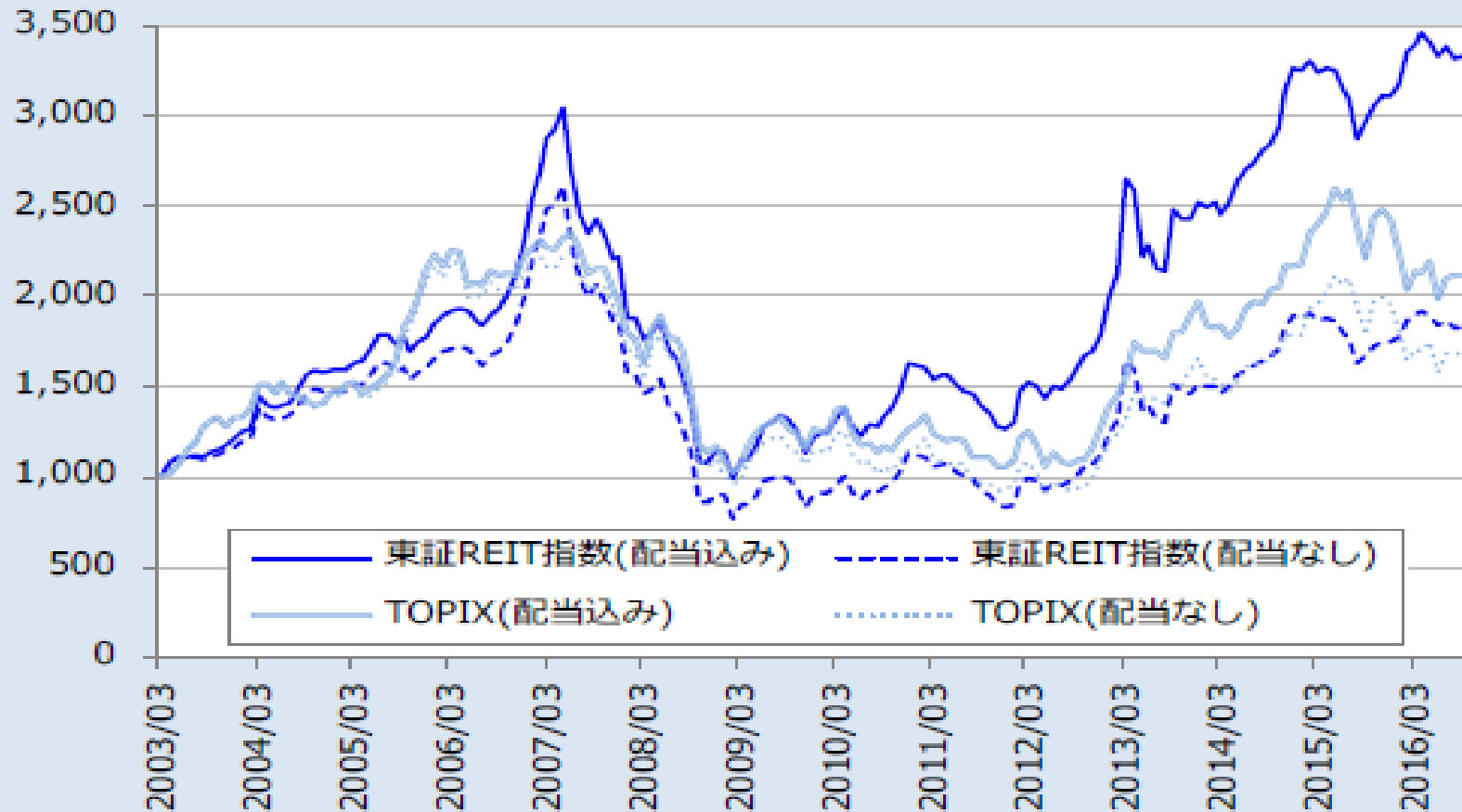
J-REIT市場は 2001年9月に2銘柄、資産評価額3,211億円でスタートし、リーマンショック後を除き順調に成長



J-REIT市場②: 東証REIT指数の推移

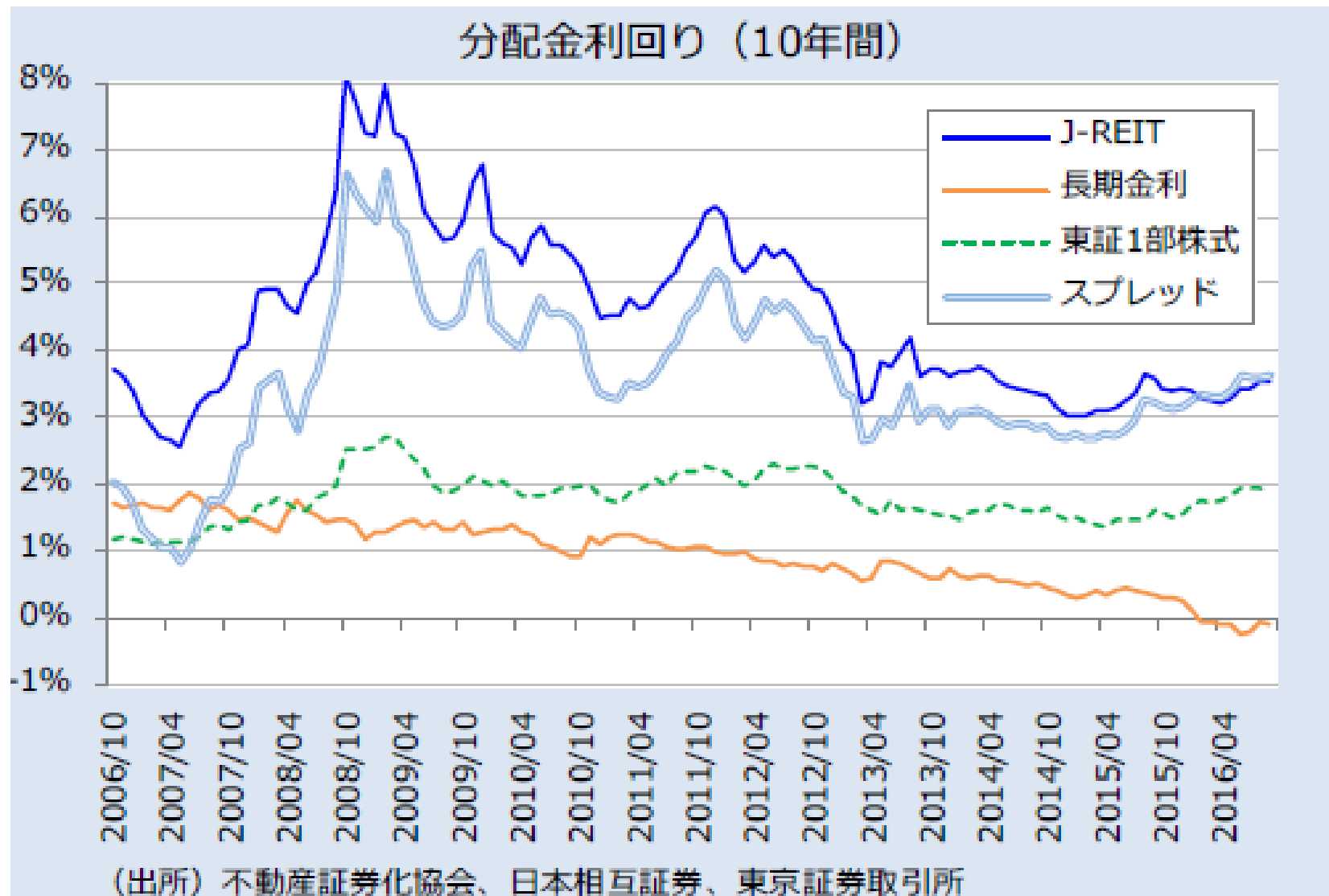
2007年5月に東証REIT指数(配当なし)はピークを打ち、リーマンショックで更に下落したものの2009年春には回復へ

東証REIT指数・東証株価指数(TOPIX)の長期推移



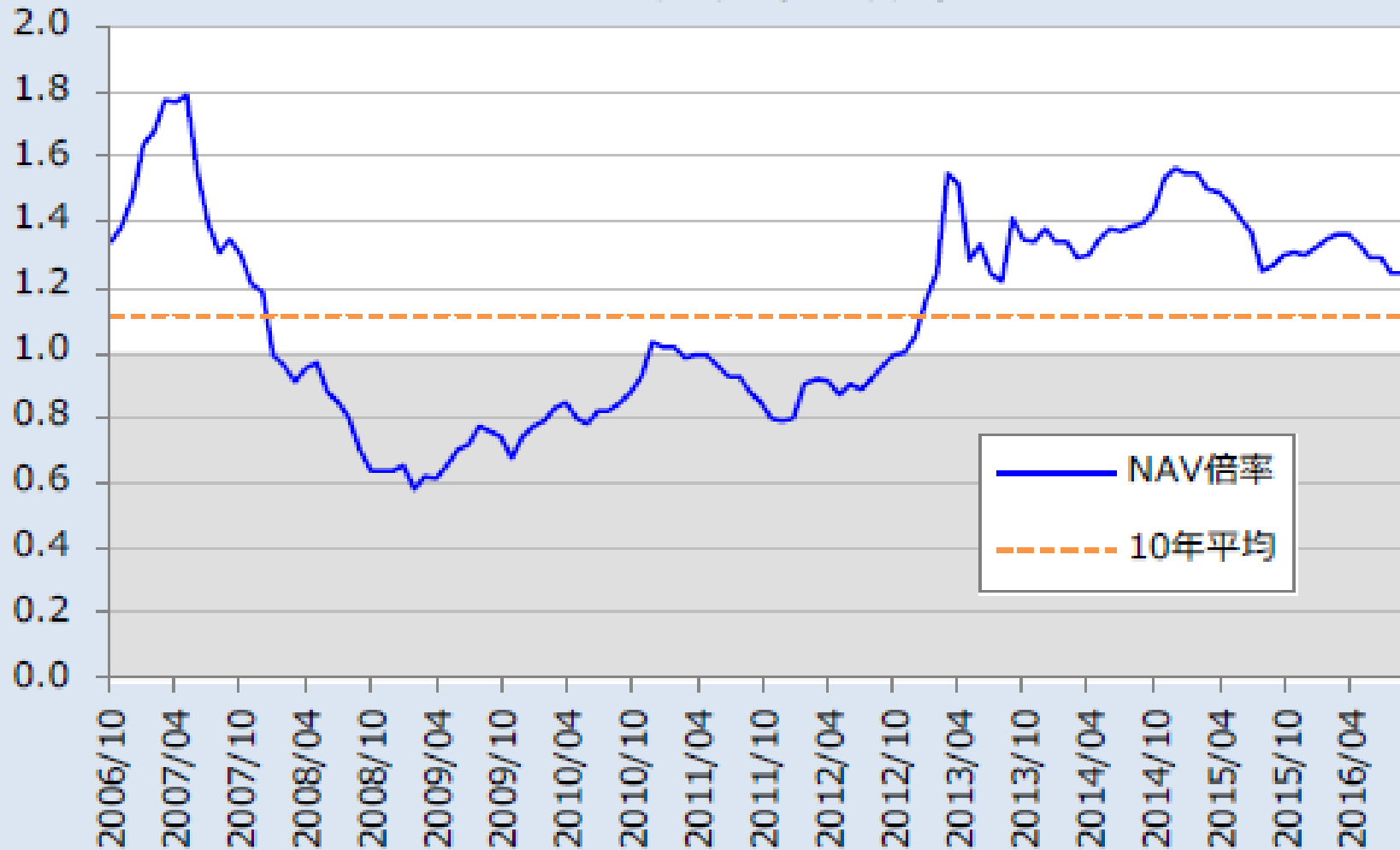
(注) 東証REIT指数の基準日2003年3月31日=1,000 (出所) Bloomberg

J-REIT市場③: 分配金利回りとイールドスプレッド



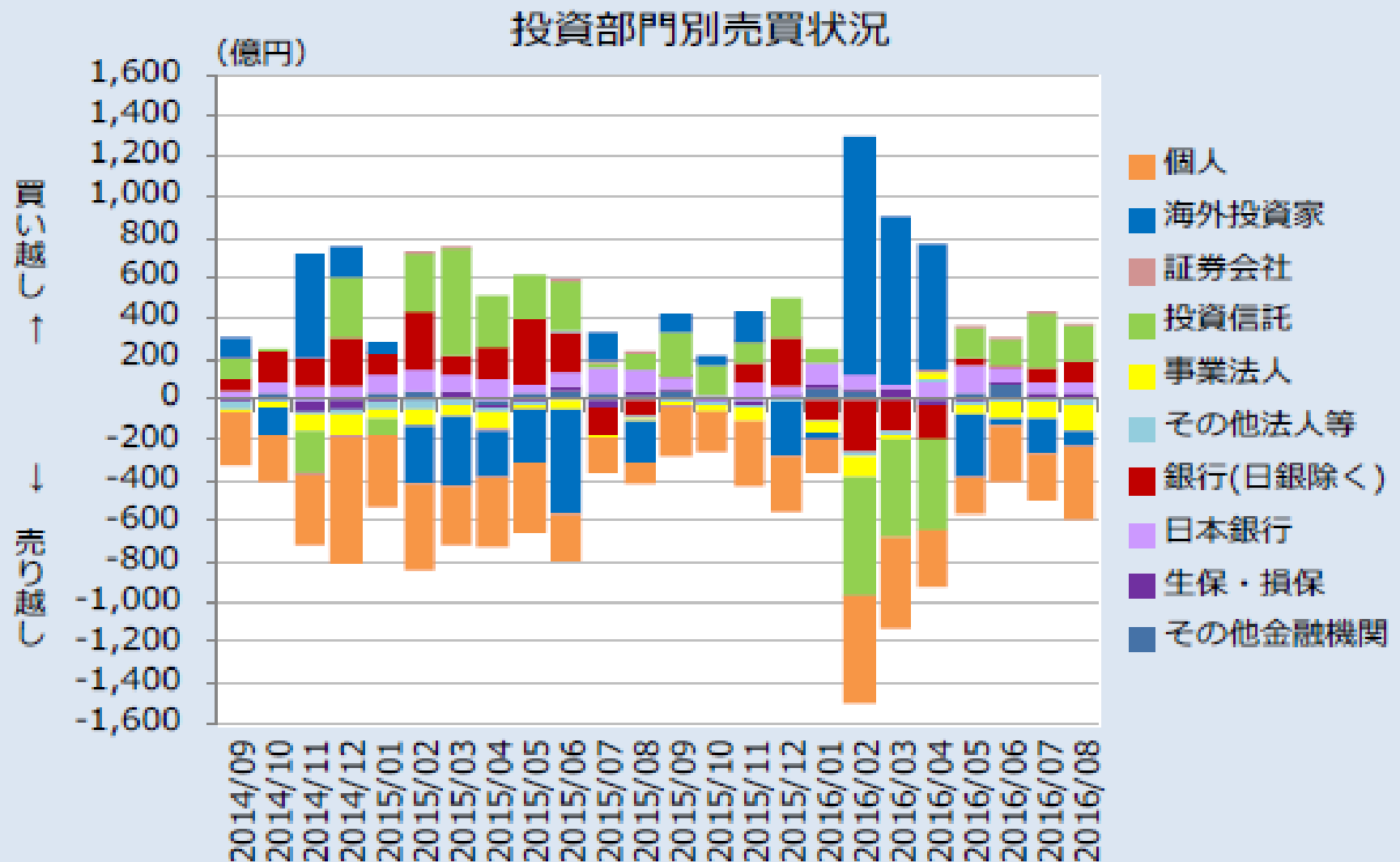
J-REIT市場④:NAV倍率

NAV倍率（10年間）



(出所) 不動産証券化協会

J-REIT市場⑥: 投資口の売買状況



(注) 委託取引。IPO・増資時の購入分は含まない (出所) 東京証券取引所、日本銀行

2. 不動産投資市場の潮流

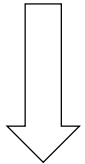
不動産投資・証券化市場の成長過程

<日本の不動産証券化ニーズ>

- ◆ 地価高騰問題への対応
(例) 国鉄清算事業団が旧国鉄用地の売却に「地価を顕現化させない処分方式」として信託方式、不動産転換ローン等のスキームを活用
- ◆ 社会資本整備のための新たな資金調達パイプの創設



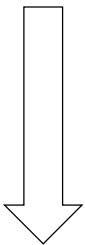
1980年代後半に不動産証券化の本格的な議論開始



<金融緩和下のバブル期>

- ・ 資金調達のための証券化ニーズは小
- ・ 地価高騰により投資利回りは大きく低下

日本における不動産証券化は進展せず



<バブル崩壊>

- ・ 不動産価格の大幅かつ継続的な下落
- ・ 不動産保有・事業リスクの顕在化
- ・ 間接金融市場の混乱

不動産流動化ニーズ、証券化ニーズの増大
資産流動化型 → 資産運用型、開発型
→ 不動産投資市場の成長

<日本の金融市場の変革>

- ◆ 1974年 金融自由化の開始
2つのコクサイ化の進展
- ◆ 1980年 海外金融取引の原則自由化 (外為法改正) 98年完全自由化
- ◆ 間接金融→直接金融 (比重移行)

<米国の潮流>

- ◆ Securitization (商業用不動産証券化の急速な普及)
- ◆ Disintermediation

- ◆ 1996年 金融ビッグバン
フリー、フェア、グローバル

金融機関の不良債権処理

市場型間接金融市場の成長

- ◆ 1998年 資産流動化法施行
- ◆ 2007年 金商法の本格施行

不動産市場と金融市場の特性

～不動産市場の重要性、金融市場(規模・拡大余地大、資本主義の根幹)の影響、社会資本整備と経済合理性～

項 目	不動産市場	金融市場
取引対象資産	実物(付随する権利を含む)	金融商品(実物ではない)
取引対象資産の性質	個別性大	(ある程度)画一的
取引対象資産の供給	土地の供給には物理的限界あり 建物の供給にも一定の制約	契約等によって供給可能(デリバティブなど) であり供給制約は少
取引対象資産の需要	不特定多数	不特定多数
取引形態	売買、賃貸が中心	多種多様
取引コスト	大	小
可変性	実物のため一定の制約	規制の範囲内では自由
流動性	低	高
透明性	中	高
経済インフラ	重要な機能 (経済基盤の一つ、政策対応も可能)	重要な機能 (資本主義の根幹、政策対応も可能)
社会資本(実物)としての性質	極めて大 (経済合理性と社会資本整備のバランス)	小 (基本的に経済合理性を追求)
市場への規制	一律規制だけでなく個別対応が必要	柔軟性を持ちつつ一律規制が可能
市場規模(日本)	全不動産 約3200兆円、収益不動産 約200兆円 証券化不動産 約30～40兆円(内閣府)	約2800兆円(IMF推計、2012年)

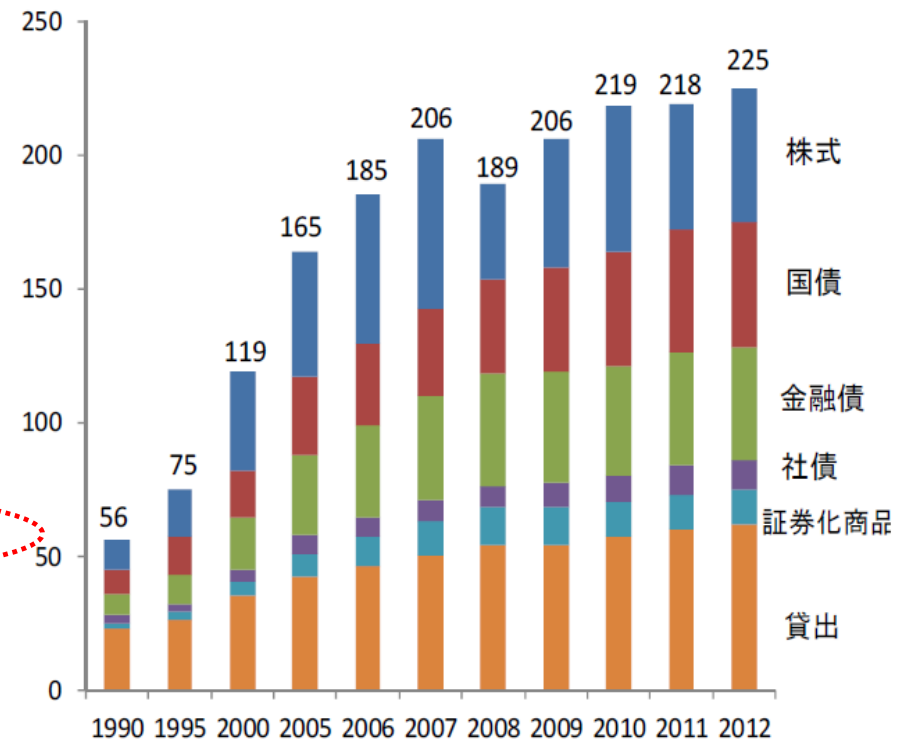
(注)上表は基本的な性質の概念整理であり、例外は数多く存在する。

世界(日本)の金融市場の規模

世界の金融(金融資産・金融市場)の規模

(単位:金融資産総額対GDP比率を除き10億ドル)

	GDP	金融資産	金融資産				金融資産 対GDP比(%)
			外貨準備	株式時価総額	債券発行残高	銀行資産	
世界合計	72,216	268,585	11,404	52,495	99,134	116,956	372
欧州	15,515	82,218	498	9,732	29,457	43,029	530
フランス	2,614	15,619	54	1,663	4,530	9,427	598
ドイツ	3,430	10,890	67	1,567	4,355	4,968	318
イギリス	2,477	19,912	89	3,416	5,778	10,718	804
アメリカ	16,245	67,069	139	16,856	35,155	15,058	413
日本	5,960	32,397	1,227	3,639	14,592	14,166	544
アジアNIEs	2,144	13,105	1,303	5,944	2,318	4,844	611
新興国	26,975	50,666	7,384	11,196	10,871	28,599	188
うちアジア	12,359	31,220	4,187	5,853	5,530	19,837	253



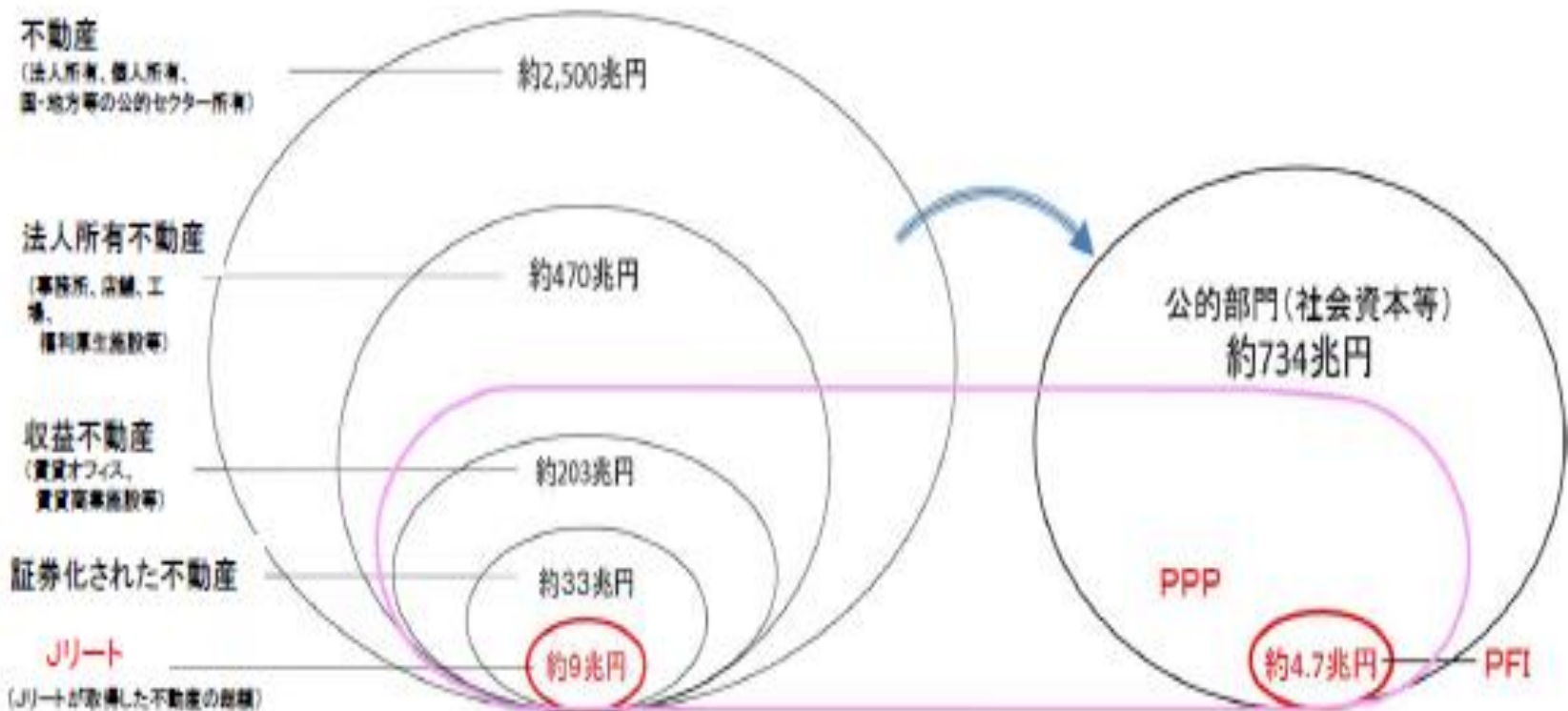
(備考) McKinsey Global Institute “Financial Globalization: Retreat or reset?”より引用

(備考)IMFによる推計、2012年の値

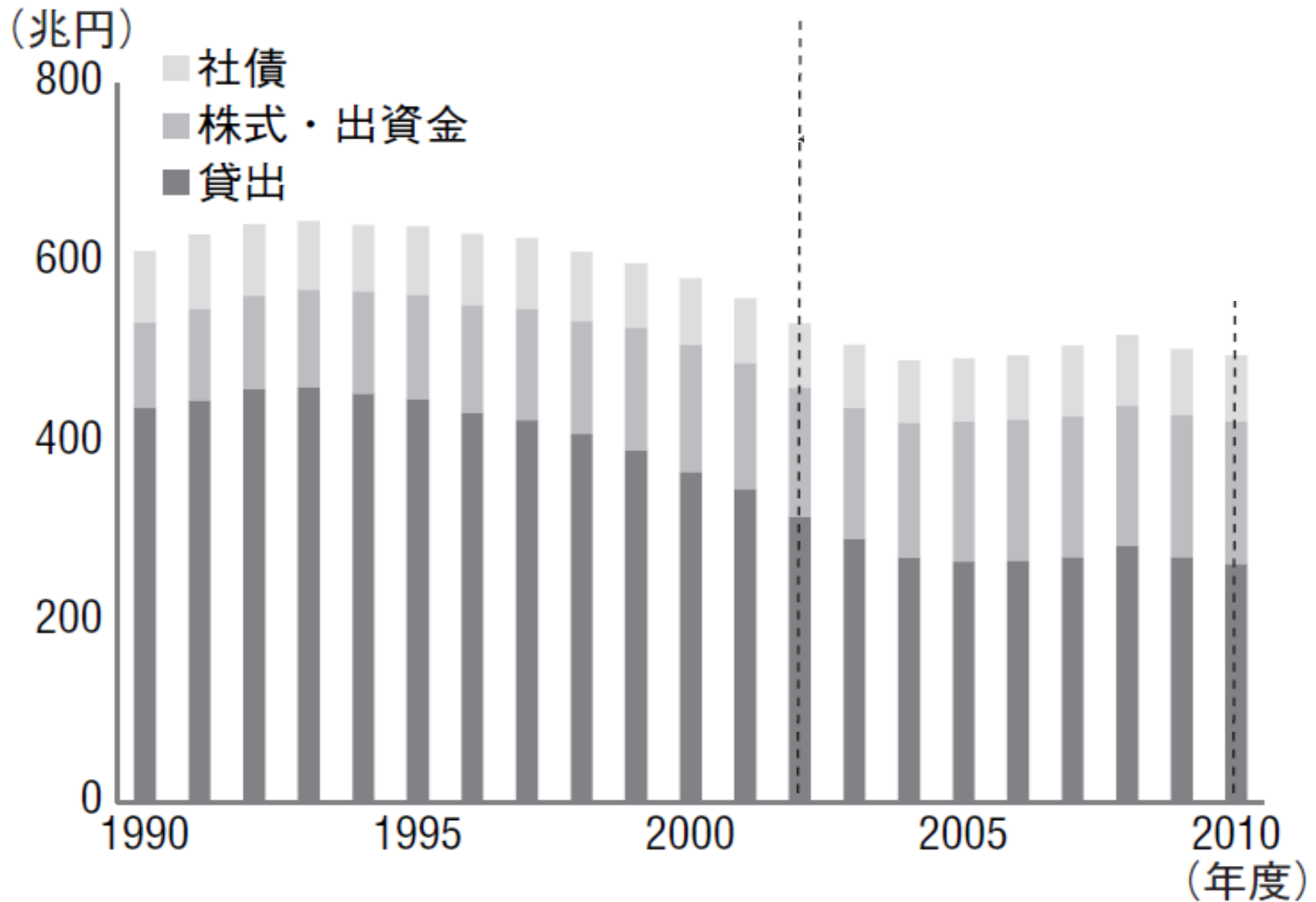
出所:内閣府資料より抜粋

日本の不動産市場の規模

既存収益不動産の証券化に加え、新たな収益不動産への組み込み、投資対象の多様化、インフラなどの公的資産の証券化などが見込まれ、証券化対象不動産の潜在的市場規模は大。



企業の資金調達構造の変化:ストックベースでの資金調達額(金融機関を除く)



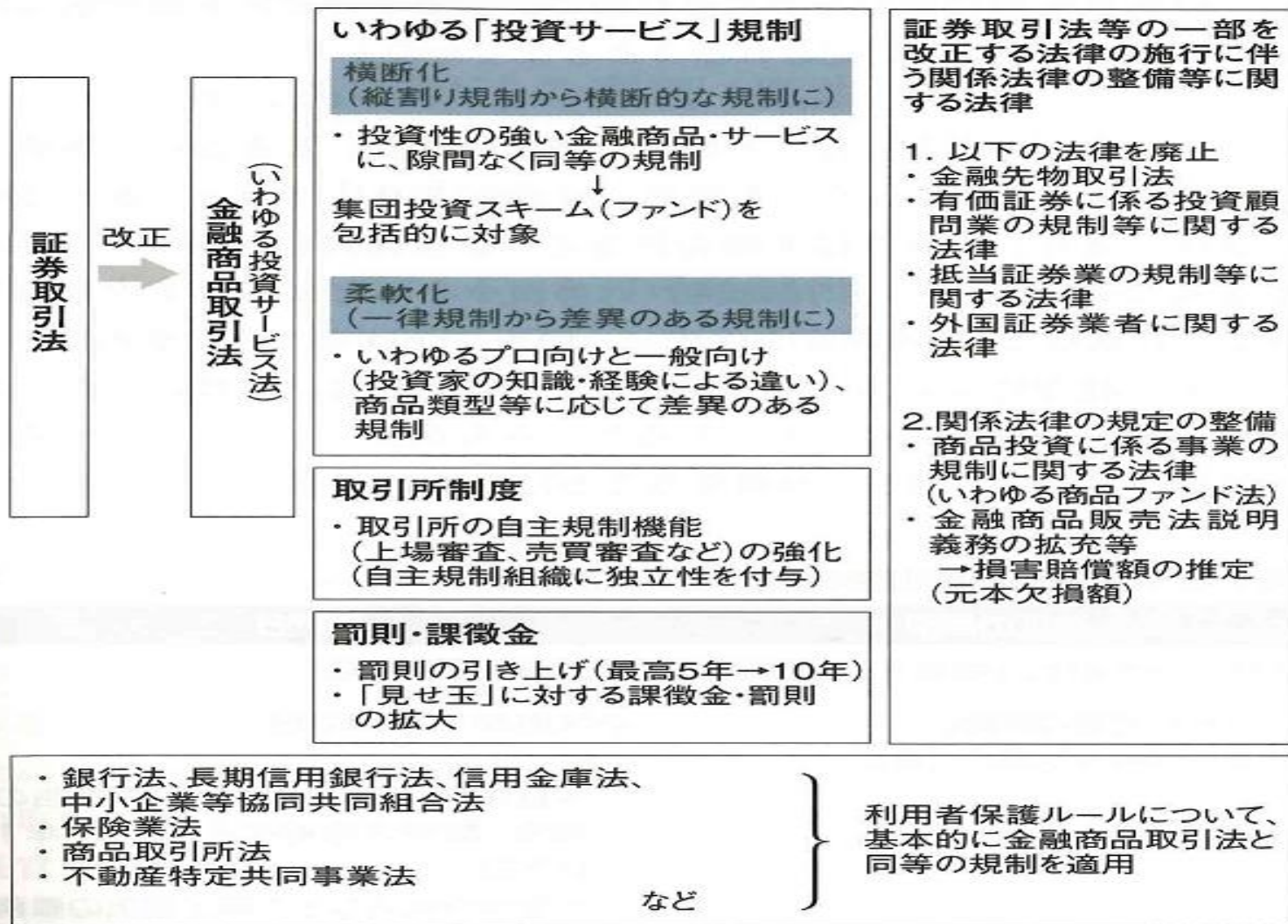
出所：日本銀行「資金循環統計」

市場型間接金融市場の成長

- (1) 銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターンの金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を始めとして、様々なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること
- (2) とりわけ、投資信託等のように、投資者の資金をプールしてファンドを作ることで、分散投資のメリットを活かしつつ、各種の金融のエキスパートが、高度な分業により責任を持って運用・管理等を行う形態である、いわゆる「集団投資スキーム」（「市場型の間接金融」、「ビークル金融」）が金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として円滑な資金の調達と運用が図られること
- (3) 様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権および資産担保型証券といった金融商品が、その他の様々な金融商品（預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等）とともに、国際化や電子化にも対応した形で、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱いに係るサービスが効率的かつ公正に行われること

資料：「新しい金融の流れに関する懇談会」（座長：故 蛭山昌一・大阪大学教授）の「論点整理」（1998年6月）より抜粋

金融商品取引法の本格施行(2007年9月)



資料:金融庁の資料を基に作成

不動産市場の構造変化

不動産の市場化 ← 金融との融合

不動産市場の構造変化（キーワード：ABCDE）

Arbitrage (裁定)

- リスク・リターンによる裁定
- 金融商品化（投資対象）
- 都市と地方
- 一般事業と不動産事業

Borderless (ボーダレス)

- グローバル化（インバウンド、アウトバウンド）
- 投資対象、投資家の拡大
- 上場・非上場の相対化
- 不動産証券化→事業の証券化

Concentration (集中)

- 立地（都市間競争）
- 広域地方圏の中核都市
- 事業者：マンションなど
- 富裕層（富の集中）

De facto standard (事実上の標準)

- 不動産投資基準、IVS、IPMSなど

Environment (環境)、Ecology (生態)

- ESG投資、環境格付など

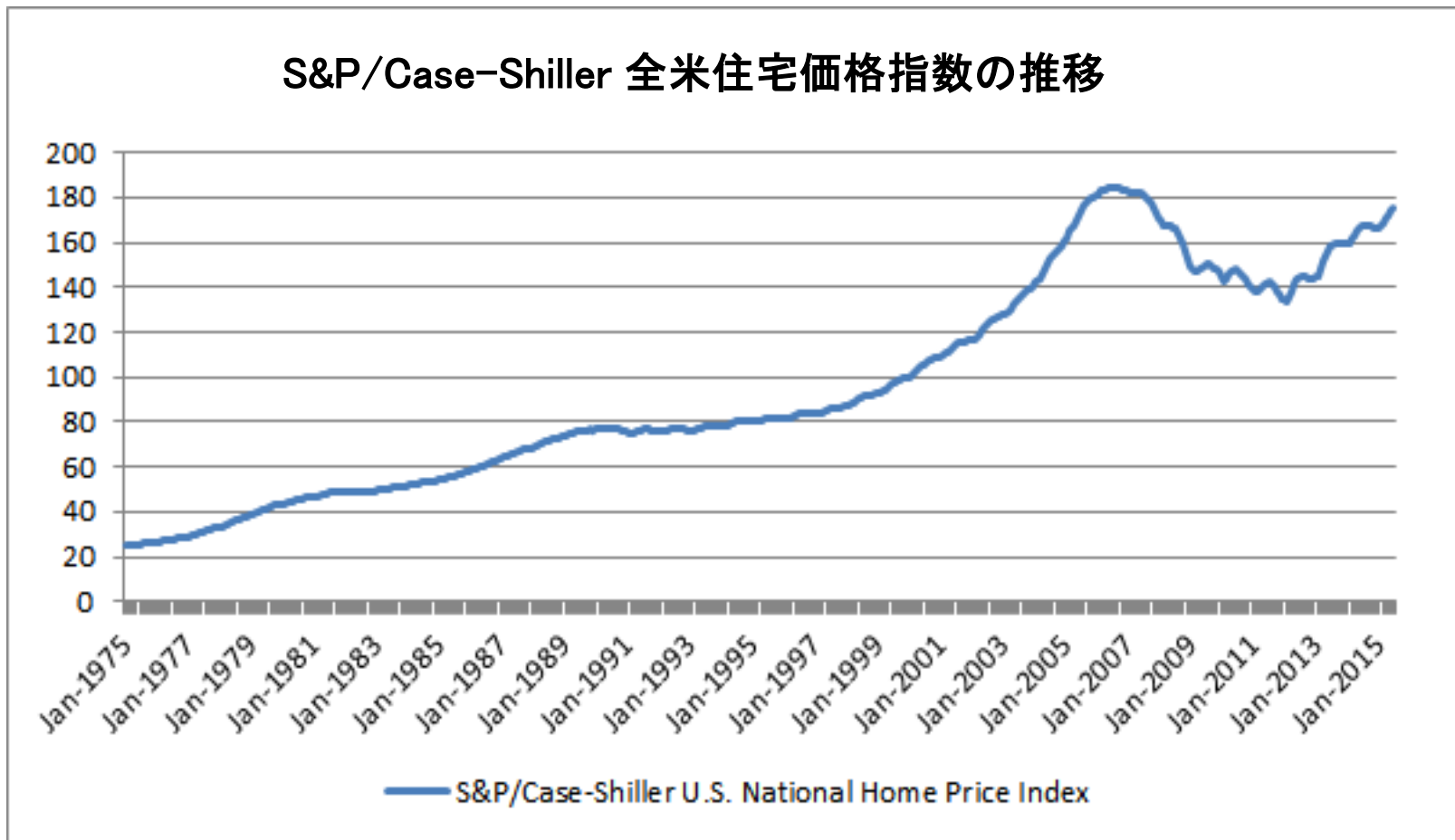
高まるリスクマネジメント(Risk Management)の重要性

個社のリスクマネジメント、市場のセーフティネット、予兆管理

3. 中長期的視点から見た不動産投資市場

1. 不動産の資産価値の向上

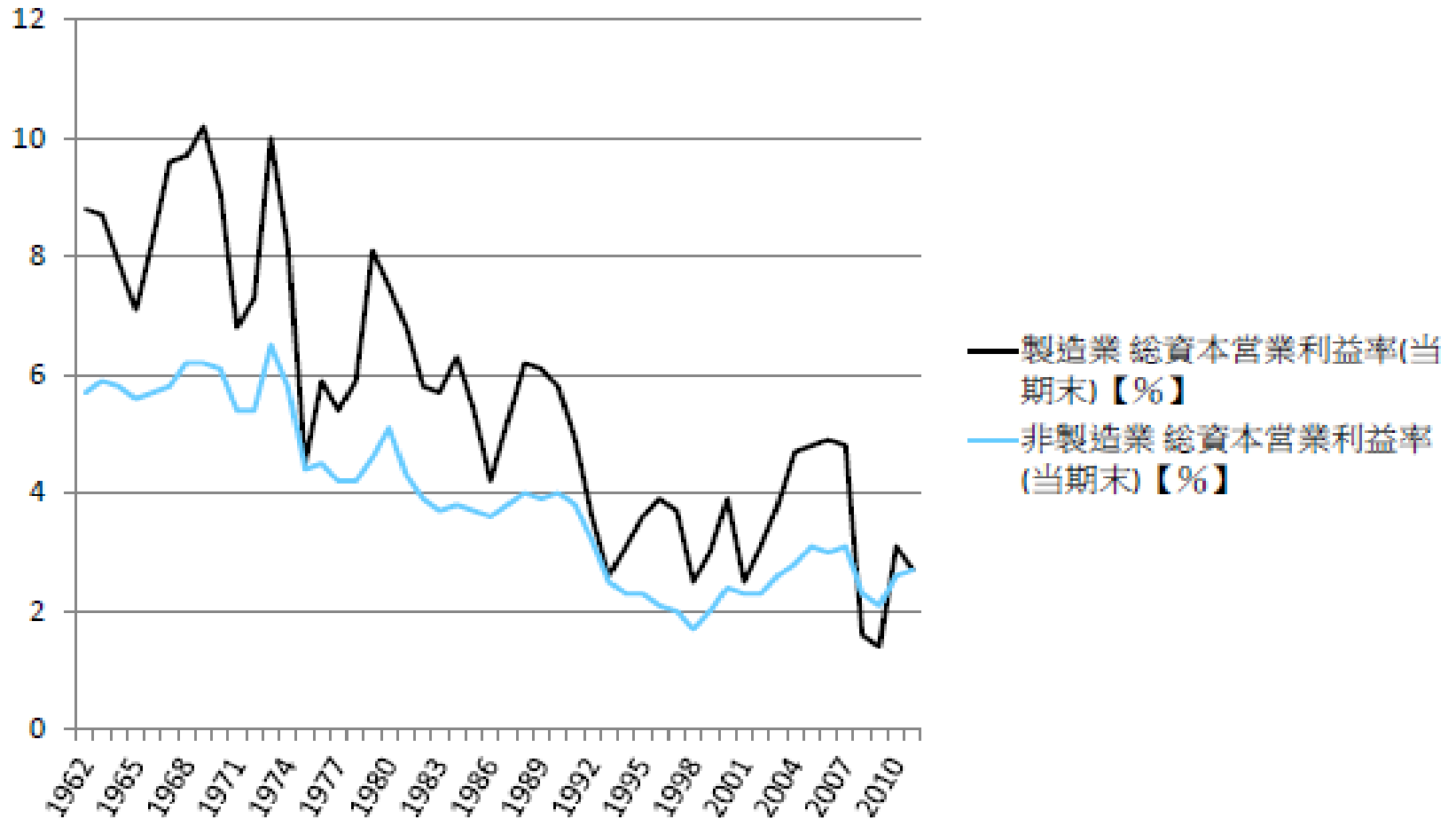
- ◆付加価値アップ、都市力向上、市場安定化による資産価値の向上
- ◆不動産は重要な国富との認識の普及、GDP比の目標設定も視野に
不動産価格の推移(1983年～2015年):日本 ほぼ横這い、米国3倍以上



2. 資産の効率的な活用:①企業の利益率の低下と不動産投資

◆企業の投下資本利益率の低下

不動産投資収益率との裁定 → CRE、PRE (事例)イオンの海外展開



(資料)財務省「法人企業統計」

2. 資産の効率的な活用:②投資対象の拡大と市場機能の活用

◆オペレーショナルアセットへの投資の拡大 → 事業の証券化への接近

◆投資市場のスクリーニング機能の活用

	特 性	不動産事業	オペレーション
ヘルスケア(サービス付高齢者向け住宅)	景気・市況の影響小 価格硬直性 社会保障制度の影響	住宅の賃貸管理	ホスピタリティサービス ヘルスケアサービス ①自社で実施 ②専門業者に賃貸 ③専門業者に委託
物 流	物流施設に対するニーズの変化に伴い急成長 立地:運送コストと保管コストの合計のミニマイズ一定の規模:大型化 汎用性:標準化、スペック	物流施設の賃貸管理 (セキュリティ:24時間管理、耐震性など)	①マルチテナント型 ②BTS型(Build to Suit) テナントニーズ対応 アメニティ:レストラン、コンビニ、託児所など
ホテル	立地、交流人口が重要 事業の仕組みで、リスク・リターン構成には違い オペレーションが収益力に直接的に影響	ホテル施設賃貸管理	①自社で実施 ②ホテル業者に賃貸 ③ホテル業者とMC契約
インフラ	長期間にわたる独占的事業運営が可能 安定的な収益の期待 料金設定自由度に制約	不動産・事業用設備等の賃貸管理・利用料徴収等	民間の事業領域は多様



リスク小・リターン小 ↔ リスク大・リターン大

(一般論であり、事業方式によって可変)

3. 不動産投資の外部経済の活用

◆外部経済の活用： インバウンド、地方投資 、環境不動産投資(→効果の検証)

◆外部経済の内部化

(例)投資による外部経済(地域への愛着を含む)を前提とした地域企業・住民、自治体等による出資 → 市場よりも低い期待利回りでの出資

<北海道 釧路市における開発事例>

事業費 :約 40 億円(見込)

敷地面積:約 4,643 m²

延床面積:約 12,391 m²

構造 :RC 造 13 階建、

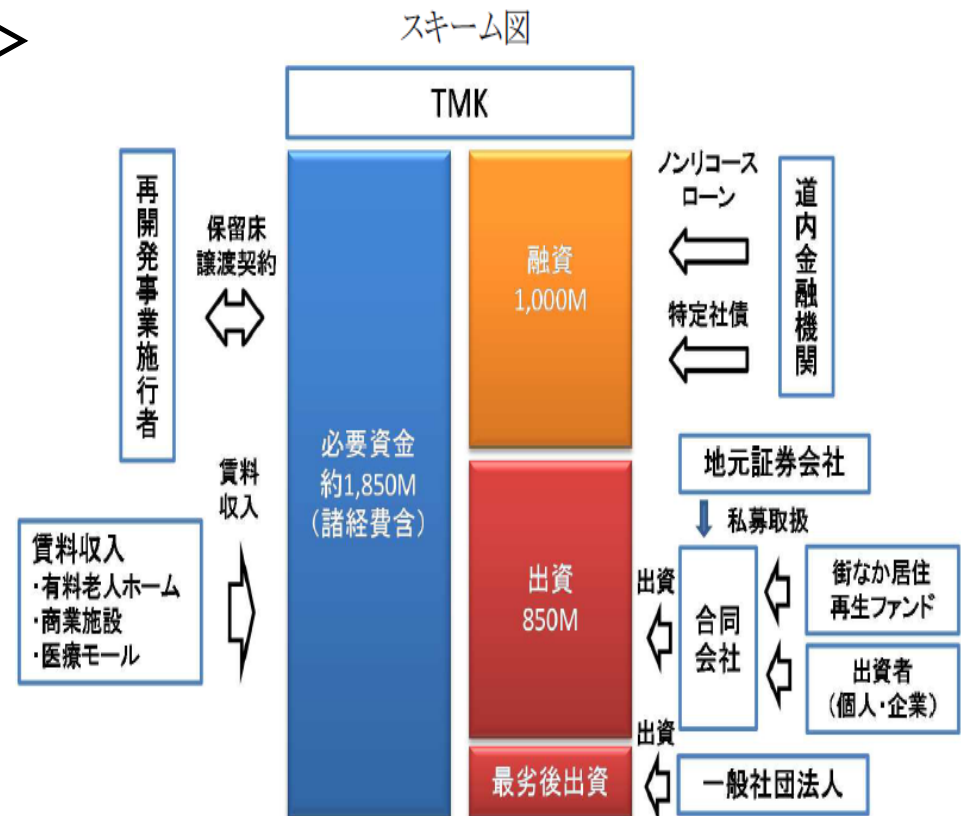
RC 造 6 階建、S 造 2 階建(計 3 棟)

施設用途:分譲マンション(12 フロア、全 60 戸)

+ 商業施設 1 フロア

有料老人ホーム(4 フロア、全 68 室)

+ 商業施設及び医療モール各 1 フロア



出所:国土交通省「地方都市の不動産証券化ガイドブック」

4. 都市政策・産業政策との連携

◆日本の全地域・全産業の発展は困難 → 一定の**集中化(Concentration)**が必要

◆市場のスクリーニング機能を活用しつつ政策を加味した中長期的な施策の実行

順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2013年(平成25年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(902万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(370万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(268万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(227万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(193万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	神戸(154万人)
7	広島(8.2万人)	長崎(18万人)	北九州(104万人)	福岡(149万人)
8	神戸(8.0万人)	広島(16万人)	札幌(101万人)	京都(147万人)
9	仙台(6.2万人)	函館(14万人)	川崎(97万人)	川崎(144万人)
10	徳島(5.7万人)	呉(13万人)	福岡(85万人)	さいたま(124万人)
11	和歌山(5.5万人)	金沢(13万人)	堺(59万人)、	広島(118万人)
12	富山(5.4万人)	仙台(12万人)	尼崎(55万人)	仙台(107万人)
13	函館(4.5万人)	小樽(11万人)	仙台(55万人)、	北九州(97万人)
14	鹿児島(4.5万人)	鹿児島(10.3万人)	広島(54万人)	千葉(97万人)
15	熊本(4.4万人)	札幌(10.2万人)	東大坂(50万人)	堺(84万人)
16	堺(4.4万人)	福岡(9.5万)	千葉(48万人)	新潟(81万人)
17	福岡(4.3万人)	岡山(9.5万人)	熊本(44万人)	浜松(79万人)
18	新潟(4.1万人)	新潟(9.2万人)	浜松(43万人)	熊本(74万人)
19	長崎(3.8万人)	横須賀(9.0万人)	長崎(42万人)	相模原(72万人)
20	高松(3.8万人)	佐世保(9.0万人)	静岡(42万人)	岡山(71万人)

5. 新たな供給物件の創出:①投資地域、投資用途の多様化

◆都心物件の供給に加え、新たなフロンティアが必要

投資地域:アウトバウンド、地方

投資用途 :インフラ、ヘルスケア、森林、(農地)

<アウトバウンド投資>

➤アウトバウンドの目的

①需要の補足 ②リターンの追求 ③リスク分散 ④競争力を生かす

➤アウトバウンド投資の動き

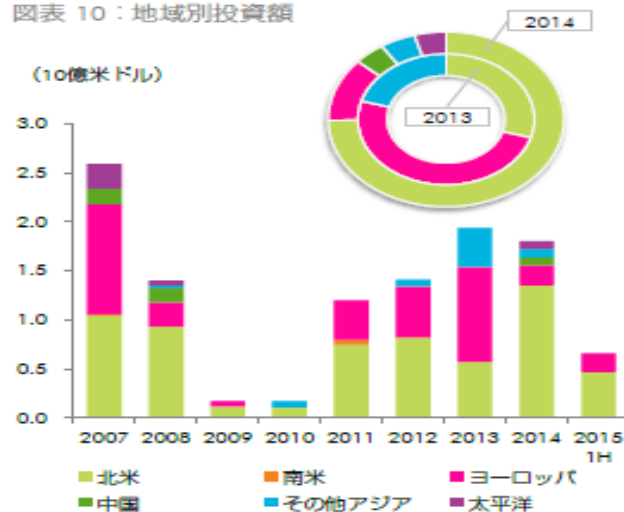
✓全体動向:2011年より着実に増加。2014年度18億ドル

✓投資地域(2014年):北米13.5億ドル、欧州2.1億ドル、アジア1.7億ドル

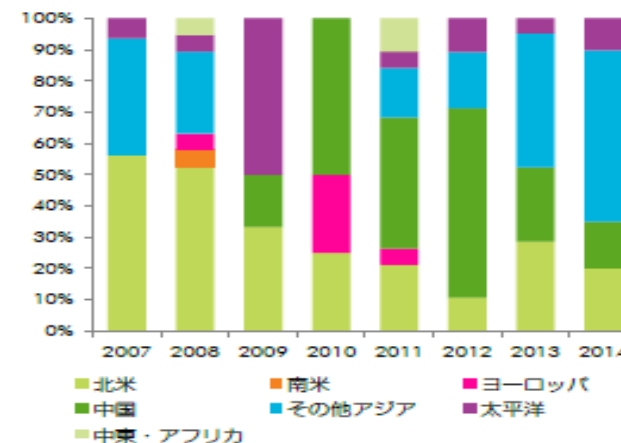
✓投資主体(同上):不動産・商社10億ドル、事業会社4.7億ドル、ゼネコン1.2億ドル

✓投資用途(同上):オフィス8.8億ドル、住宅2.7億ドル、工場・物流1.9億ドル

図表 10: 地域別投資額



図表 11: 開発目的の取引件数割合 (地域別)



5. 新たな供給物件の創出:②アウトバウンドのポイント

◆ アウトバウンドで不可欠な要素

①投資対象となる物件 ②投資スキーム ③パートナー(現地に詳しい企業)

◆ ローカル企業とのパートナーシップの意義

・外国資本規制 ・現地政府対応(許認可取得等) ・現地企業や販売ネットワーク など

➤三菱地所

- ・ 米国:ロックフェラー
- ・ シンガポール:キャピタランド
- ・ 上海嘉定PJ:丸紅(中国での住宅分譲事業法ノウハウ)

➤三井不動産

- ・ 55ハドソンヤード計画(ニューヨーク):リレイテッド社、オックスフォード社
- ・ テレビジョンセンター再開発計画(ロンドン):スタンホープ社
- ・ 2nd&PIKE(シアトル):アーバンビジョンシンガポール
- ・ シンガポール:ホンレオングループとTID社を設立

➤東京建物

- ・ 中国:万科グループ(中国最大手デベ)

◆ 投資スキーム

- 投資方法:短期回転、長期投資、 開発案件、居抜き マイナーからマジョリティーへ
- 資本規制
- 税制
- 回収収益の国外持ち出し規制

6. グローバルな情報発信

◆的確な日本の不動産投資市場の情報の発信(英語)

◆将来的には、アジアを中心とするグローバル情報の発信、グローバルスタンダードへの関与

＜Global Real Estate Service Companyによる情報提供＞

REAL ESTATE MARKET OUTLOOK



Source: CBRE Research, Jan 2016.

7. 不動産と金融の融合の進化(深化): 投資商品・投資家の多様化

◆オペレーショナルアセットへの投資

→ 金融的な審査手法の導入

◆異なるリスク・リターン構成を有する商品の提供、個性化

(例) 不特法、私募リート、コア・バリューアッド、
LTVコントロール、
ヘルスケアリートの投資対象の多様化

◆金融手法の活用

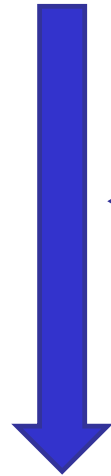
(例) 上場・非上場の相対化、為替プレミアム、M&A、
デリバティブ、ALM、リスクモニタリング など

4. 戦後の日本の不動産バブルとインプリケーション

バブルの定義

＜一般的なバブルの定義＞

資産価格がファンダメンタルズを反映した水準から大きく乖離すること



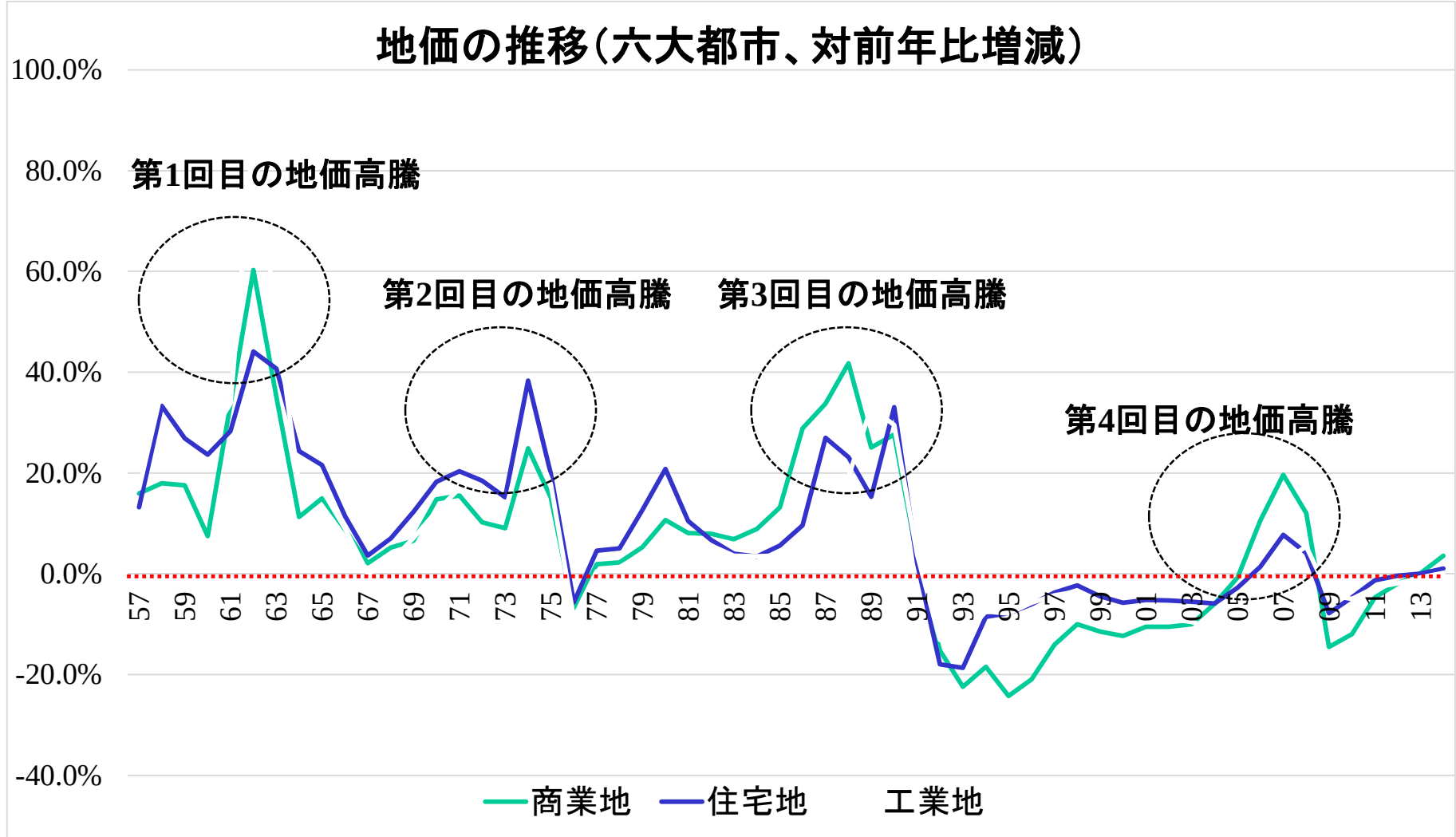
- 株価や為替などの一時的なファンダメンタルズからの乖離は頻繁に起きる
- ファンダメンタルズの水準は人により相違
- 分析目的は、経済や不動産価格への影響

＜本分析におけるバブルの定義＞

- ① 資産価格がファンダメンタルズを反映した水準から大きく乖離すること
- ② ファンダメンタルズからの乖離が一定期間継続すること
- ③ 多数の人々がその価格が妥当だと信じて投資に参加すること

不動産市場のマーケットサイクル

地価の推移(六大都市、対前年比増減)



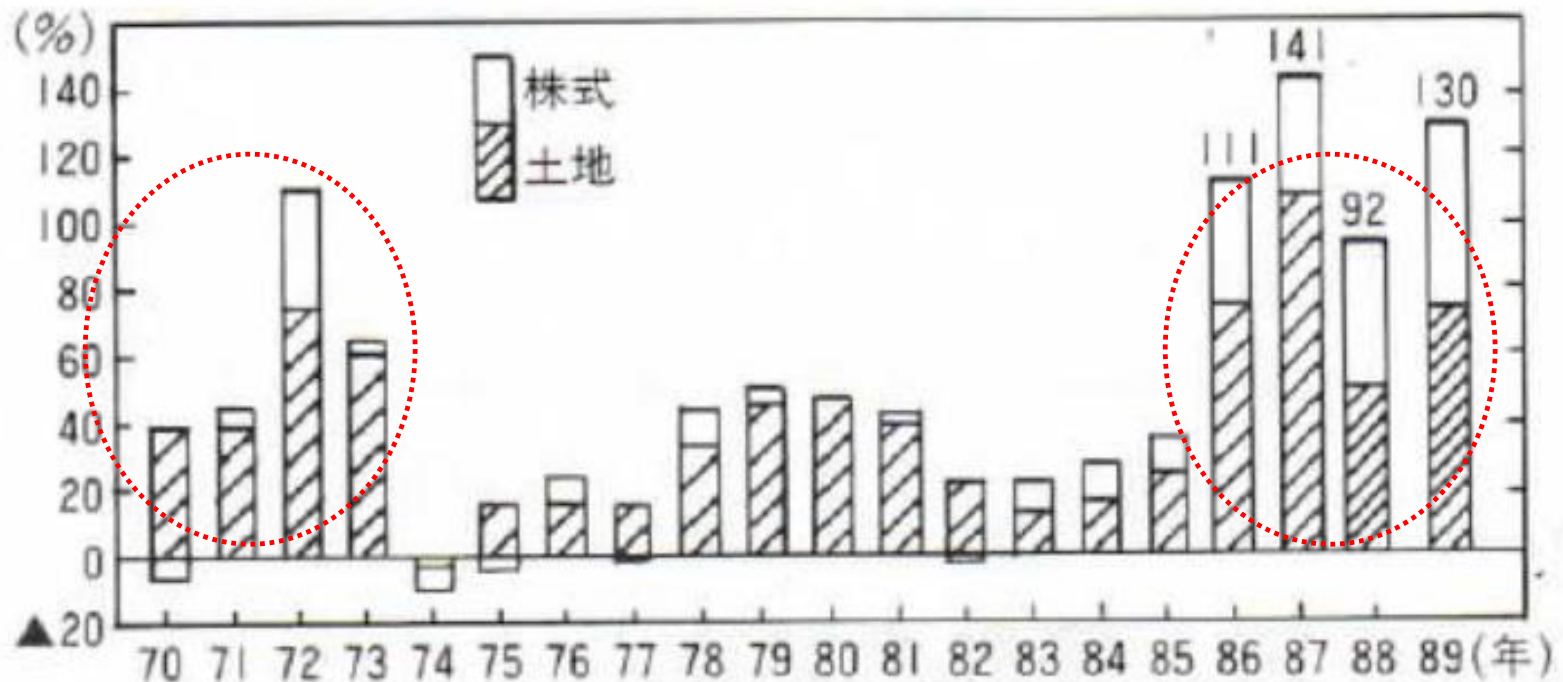
(注1) 六大都市: 東京区部、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市

(注2) 各年とも3月末時点の数値

資料: 日本不動産研究所「六大都市市街地価格指数」を基に作成

70年代前半と80年代後半に発生した不動産バブルの規模(対GDP比)

不動産価格の上昇の規模、継続期間において、80年代後半は突出



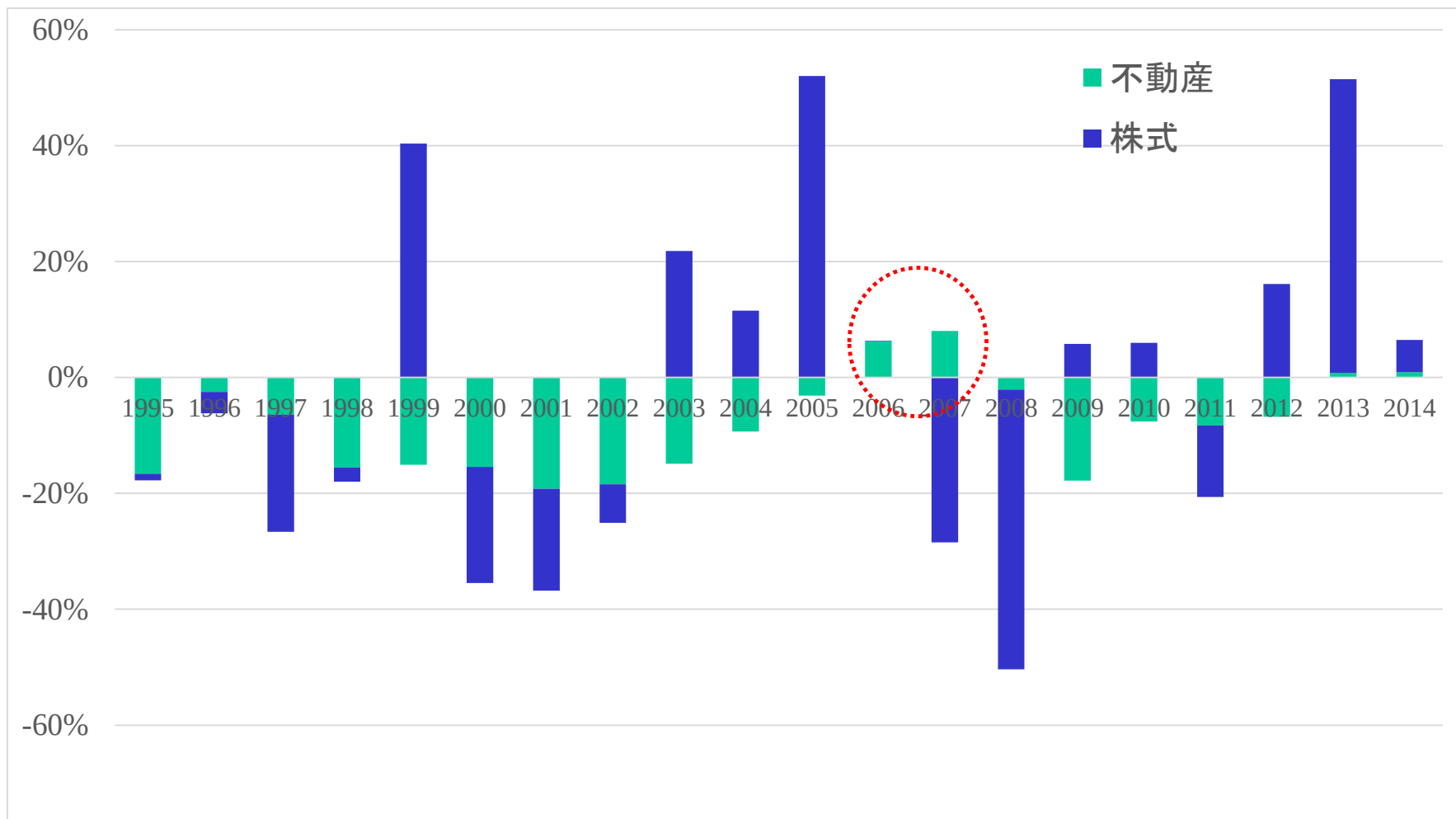
資料：経済企画庁「国民経済計算」

(注)：対名目GDP比

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

90年代のバブル崩壊後の不動産のキャピタルゲイン・ロス(対GDP比)

90年代のバブル崩壊後、長期にわたり不動産価格の下落が継続。
2000年代中頃の不動産価格の上昇は、日本全体からは小規模なもの。



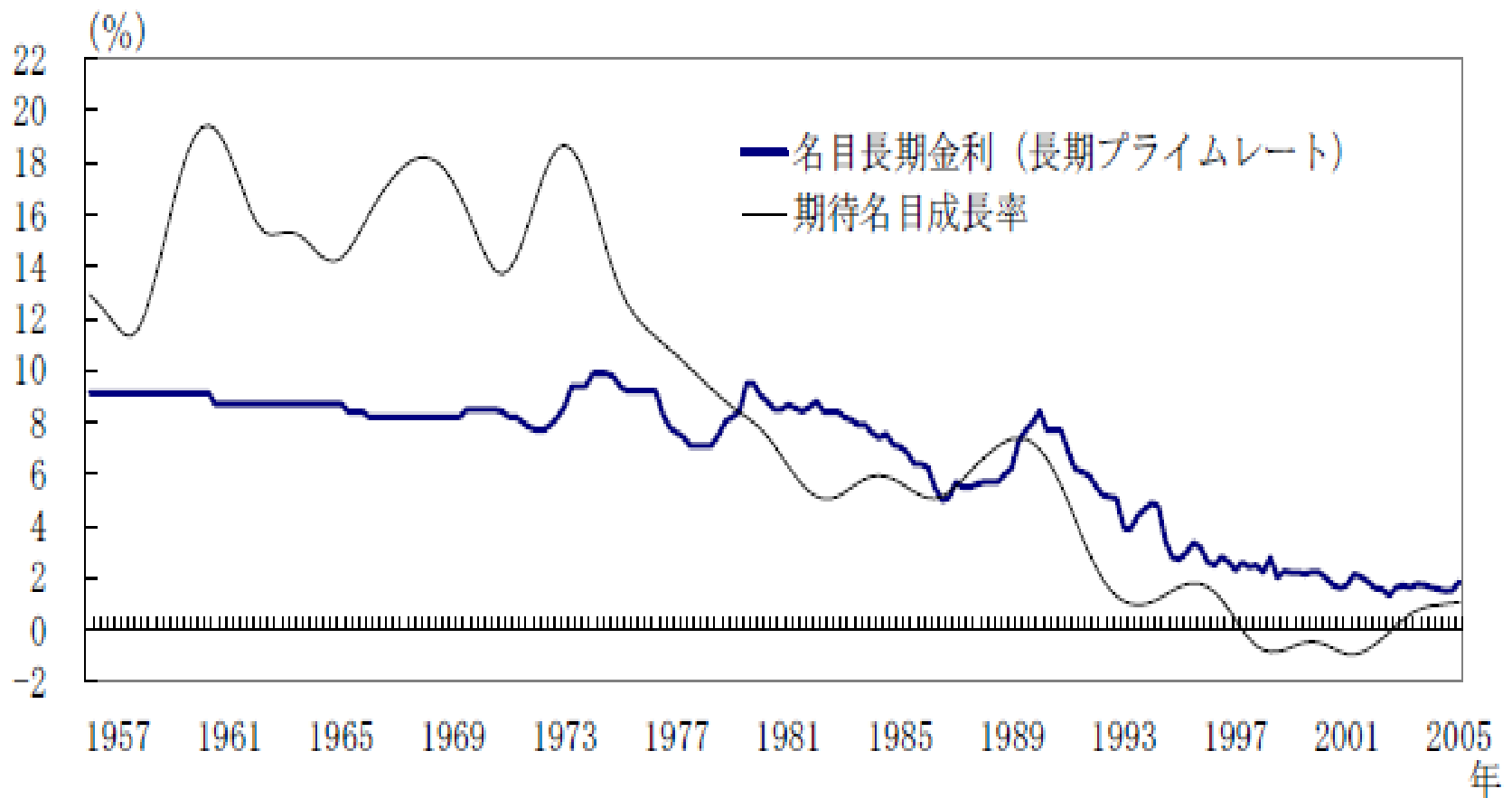
地価高騰期の価格形成要因

個別要因は違いがあるものの、金融緩和期に地価高騰。バブルに発展する際には強力なドライバーが存在。

地価高騰期		リスクフリーレート RF	リスクプレミアム RP	期待成長率 G	ドライバー DR	主な投資主体
I	60年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	日本経済の復興、高度成長	製造業(実需中心)
II	70年代前半	若干低下(実質水準は低い)	低位安定(土地神話)	大きく上昇	列島改造	大企業を中心に全国民
iii	80年代後半	低下	低位安定(土地神話)	上昇	世界都市・東京、Japan as NO1	中堅・中小企業を中心に全国民
IV	2000年代半ば	超低金利継続	低下	若干上昇	投資のグローバル化	ファンド、外資系

高度成長期の実質金利水準

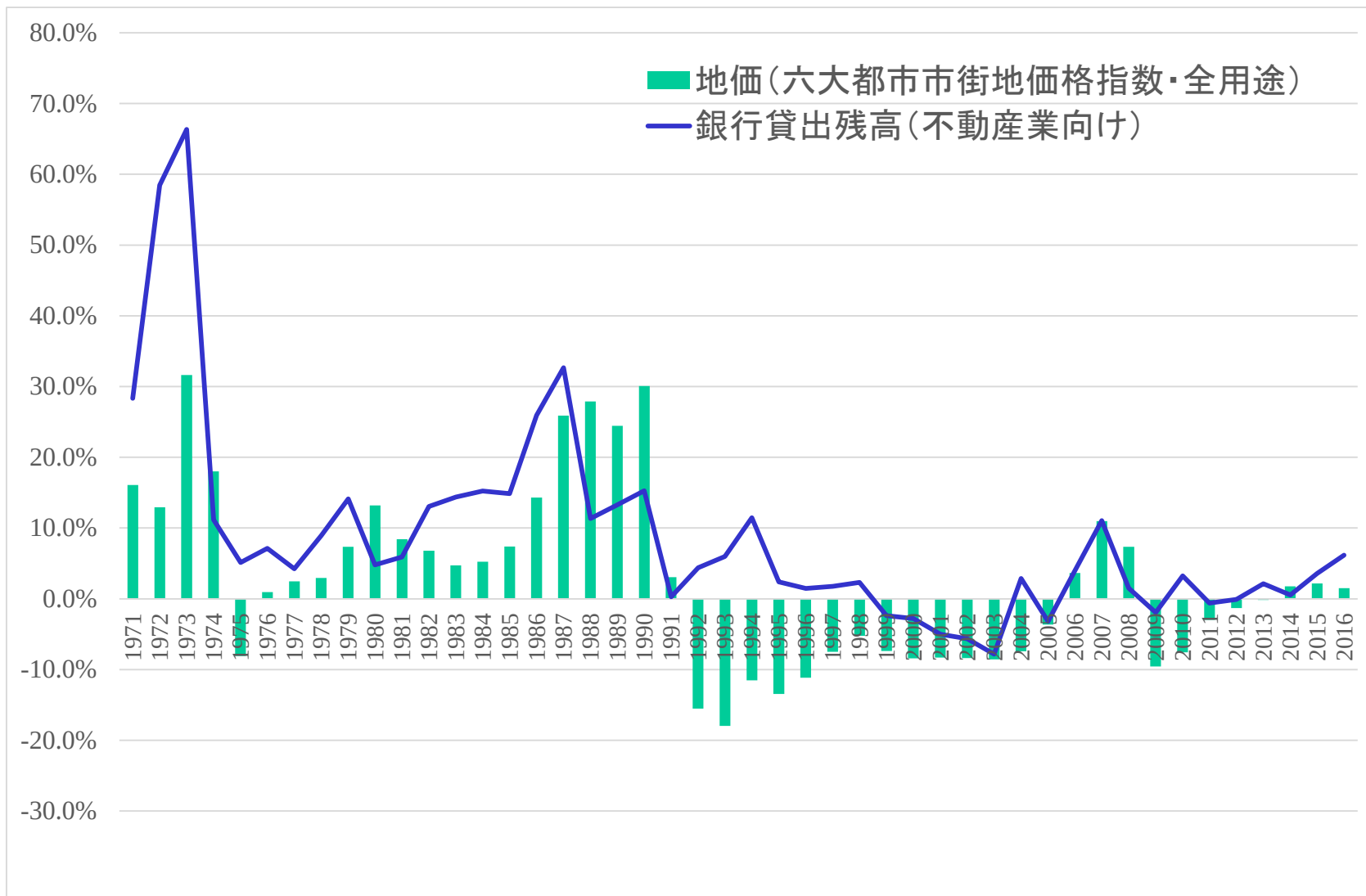
規制金利下にあった1970年代までの実質金利は低水準



出所：中村康治・才田友美(2007)「地価とファンダメンタルズ」(日本銀行ワーキングペーパー)より抜粋

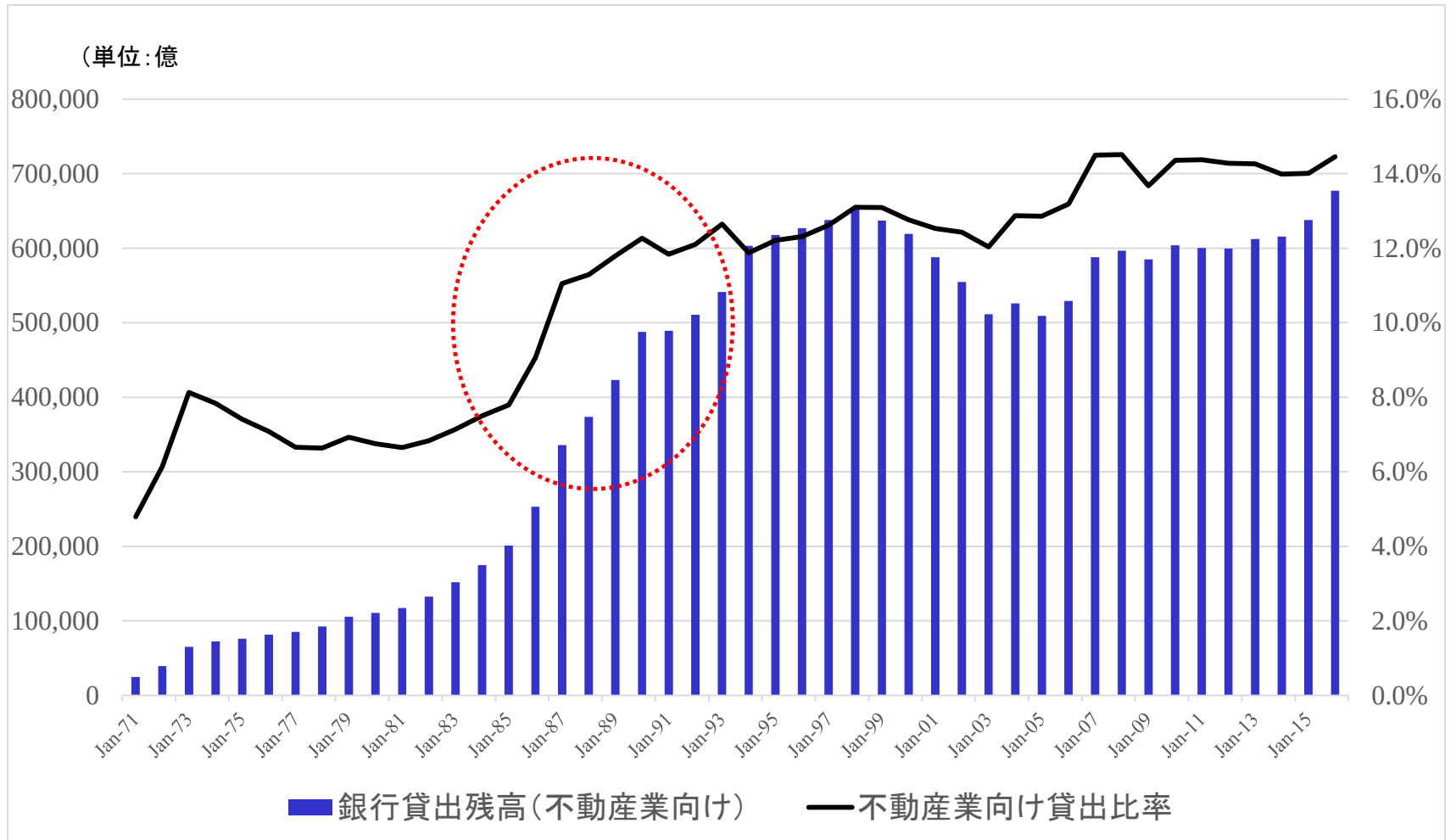
不動産バブルと金融①: 地価と不動産業向け銀行貸出残高の推移(対前年同期比)

地価の動きと不動産業向け銀行貸出残高の増減には明らかな相関関係



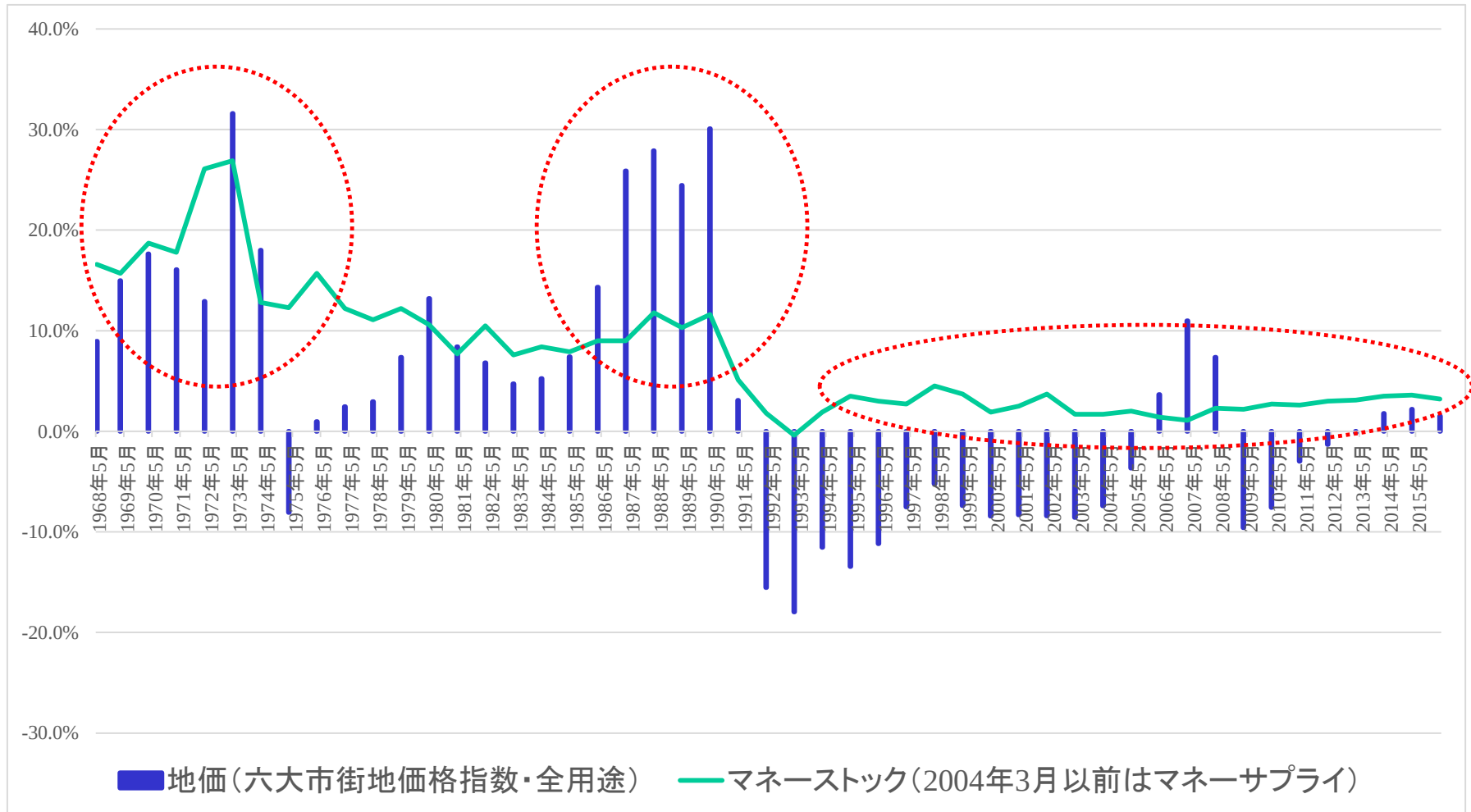
不動産バブルと金融②: 銀行の不動産業向け貸出の推移

- ◆ バブル発生期に銀行の不動産業向け貸出比率は大きく上昇
- ◆ バブル崩壊後も、銀行貸出残高全体が減少する中で、不動産業向け貸出残高・比率は上昇。



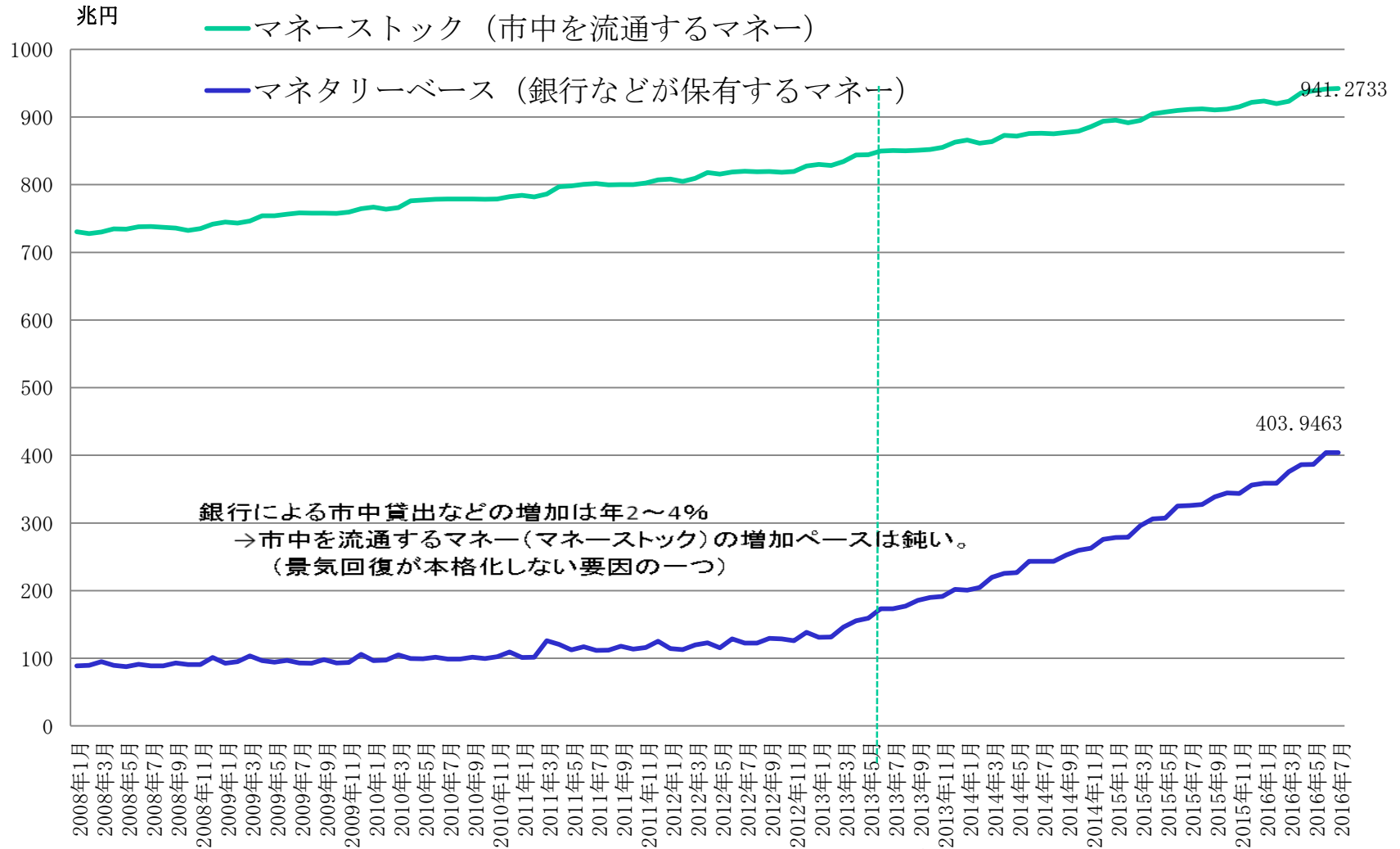
不動産バブルと金融③: マネースtockと地価の推移(対前年同期比)

- ◆ バブル発生期のマネースtockは一般的に増加傾向にあり、二桁近い伸び率。
- ◆ 90年代のバブル崩壊後は、マネースtockの伸び率も低く、本格的なバブルは発生せず。



不動産バブルと金融④: 近時のベースマネーとマネーストックの推移(対前年同期比、再掲)

アベノミクスによるマネタリーベースの増加はマネーストックの大幅な増加を引き起こしていない



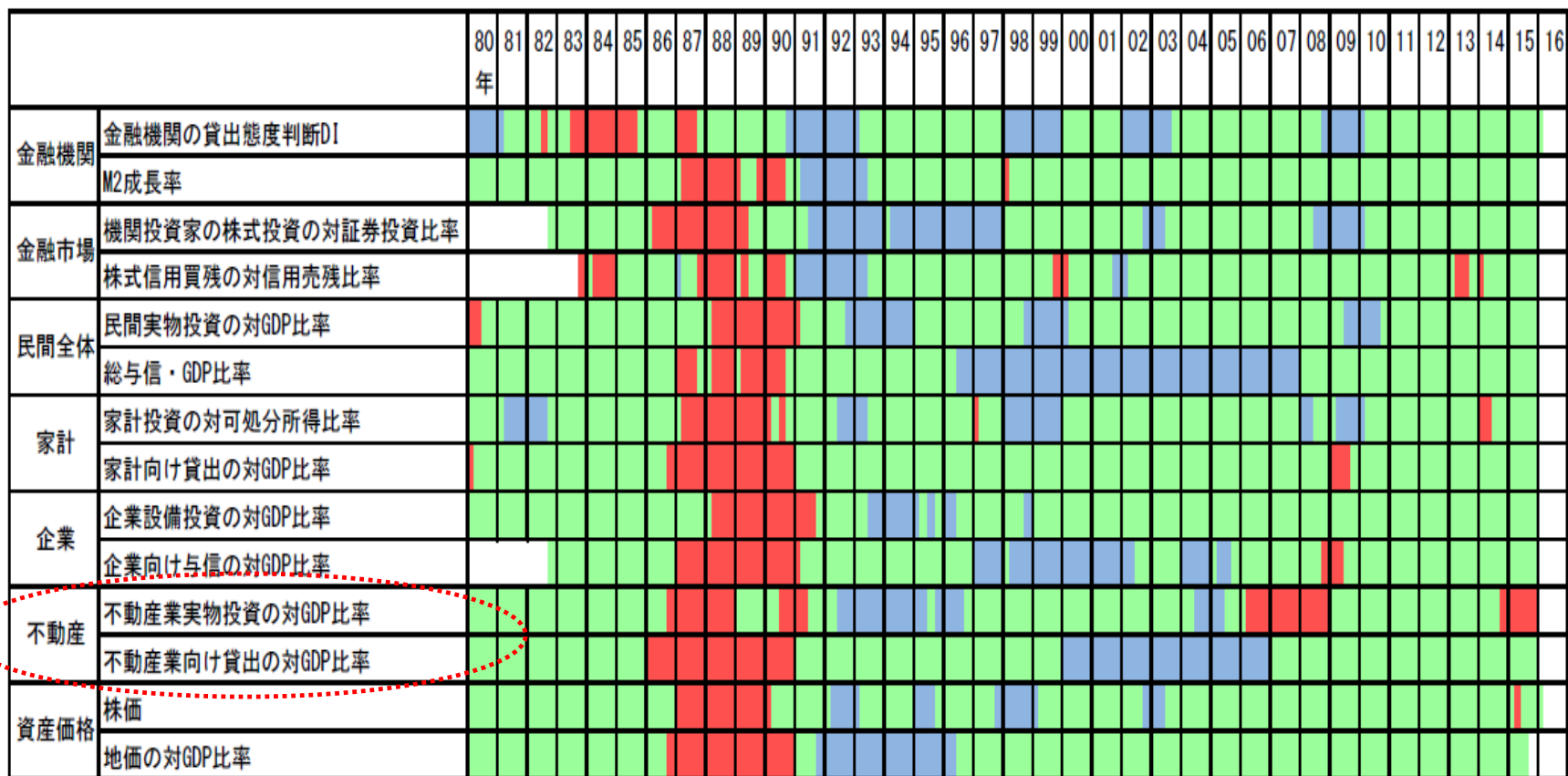
資料: 日本銀行統計より作成

不動産バブルとドライバー：世界の代表的なバブル

世界の代表的なバブルの発生にも、ドライバーが大きな機能を果たす

	チューリップ・バブル	ミシシッピ・バブル	南海泡沫事件	狂騒の1920年代
国	オランダ	フランス	イギリス	アメリカ
時期	17世紀前半	18世紀初頭	18世紀初頭	20世紀初頭
背景	オランダの世界貿易基地としての発展、株価・住宅価格の上昇	フランスの財政赤字、国債価格の暴落、金融緩和	英国の世界進出、英国の財政悪化	第一次世界大戦後の米国の好景気、世界最大の工業国へ
経緯	珍しいチューリップの球根に対する需要増 → チューリップ球根の収集から投機へ → 先物取引も実施	ジョン・ローによる王立銀行設立と兌換(金・銀)紙幣の発行、ミシシッピ会社の設立と北米の開拓権(金鉱を含む)と通商権の付与 → ミシシッピ会社の株価上昇と増資による資金調達、フランス国債への投資 → 王立銀行の過大な紙幣発行と金銀への交換不能化、ミシシッピ会社の経営行き詰まり → 紙幣、国債、ミシシッピ会社株式の価値の暴落	英国債の引受けの見返りに南海会社が奴隷貿易などの独占権を取得 → 株価の急騰 → 南海会社の成功を見た事業の裏付けの薄い泡沫会社が多数設立 → 泡沫会社、南海会社の株価暴落	フロリダの不動産投資ブームとその崩壊 → 公定歩合の引き下げ → 株価上昇(8年で5倍) → 株価暴落(暗黒の木曜日)
ドライバー	チューリップ球根への需要増への期待	ミシシッピ会社の北米開発への期待	南海会社の独占通商権への期待	アメリカ経済が新時代に入ったとの認識

日本銀行のマクロ管理指標



(注) 直近は、金融機関の貸出態度 DI、株価は 16 年 1～3 月、地価の対 GDP 比率は 15 年 7～9 月、その他は 15 年 10～12 月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

不動産市況の変化を見るための指標（総括表）

指 標	説 明
不動産取引件数	①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の4つの局面を経て、再び第1の局面に戻るパターン
不動産の取引利回り	過去の水準との比較
マンション市場の動き	販売増加 → 価格上昇 → 供給地域の外延化、1戸当たり面積の縮小 → 販売減少 → 価格下落
銀行の不動産業向け貸出（増減、比率）	不動産業向け貸出の増減、融資規制
株式市場	エクイティ資金の流出入、海外投資家の動き
不動産会社の財務諸表	金利負担、資金繰り
不動産キャピタルゲインのGDP比	過去との比較
不動産業実物投資のGDP比	日本銀行レポート
不動産業向け貸出のGDP比	日本銀行レポート
商業用不動産価格上昇率の分布	日本銀行レポート
住宅投資のGDP比	IMFレポート
経常収支のGDP比	IMFレポート
住宅価格の伸び	IMFレポート

90年代バブル崩壊前後の不動産会社の財政収支状況①: 上場会社の収支

金利上昇により金融収支は悪化するものの、売上高営業比率の低下は見られない

上場不動産会社の収支動向

(単位: 億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
売上高	17,280(100)	20,021(100)	22,918(100)	27,466(100)	33,057(100)
営業利益	2,535(14.7)	3,098(15.5)	3,698(16.1)	4,370(15.9)	5,435(16.4)
金融収支	▲1,350(7.8)	▲1,456(7.3)	▲1,642(7.2)	▲2,090(7.6)	▲3,188(9.6)
経常利益	1,634(9.5)	2,068(10.3)	2,573(11.3)	3,007(11.0)	3,237(9.8)
税引後利益	736(4.3)	972(4.9)	1,196(5.2)	1,511(5.5)	1,633(4.9)
減価償却額	457	511	561	710	797

(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

出所: 田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

90年代バブル崩壊前後の不動産会社の財政収支状況②: 上場会社の資金繰り

90年頃から棚卸資産の増加による運転資金要因の悪化から、資金繰り全体が逼迫。

上場不動産会社の資金移動表

(単位: 億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
経常収入	18,292	21,716	24,124	29,338	34,153
経常支出	▲18,054	▲23,200	▲23,117	▲27,125	▲37,375
経常収支	237	▲1,484	1,007	2,213	▲3,221
(経常収支比率、%)	101.3%	93.6%	104.3%	108.2%	91.4%
損益要因	2,250	2,770	3,352	4,001	4,369
運転資金要因	▲2,012	▲4,254	▲2,345	▲1,788	▲7,591
棚卸資産	▲2,501	▲4,641	▲3,219	▲4,501	▲8,102
特別損益・決算・設備等収支	▲4,398	▲5,723	▲7,008	▲9,161	▲8,920
財務収支	4,399	8,798	7,022	7,186	11,638
総合収支	238	1,591	1,020	238	▲503

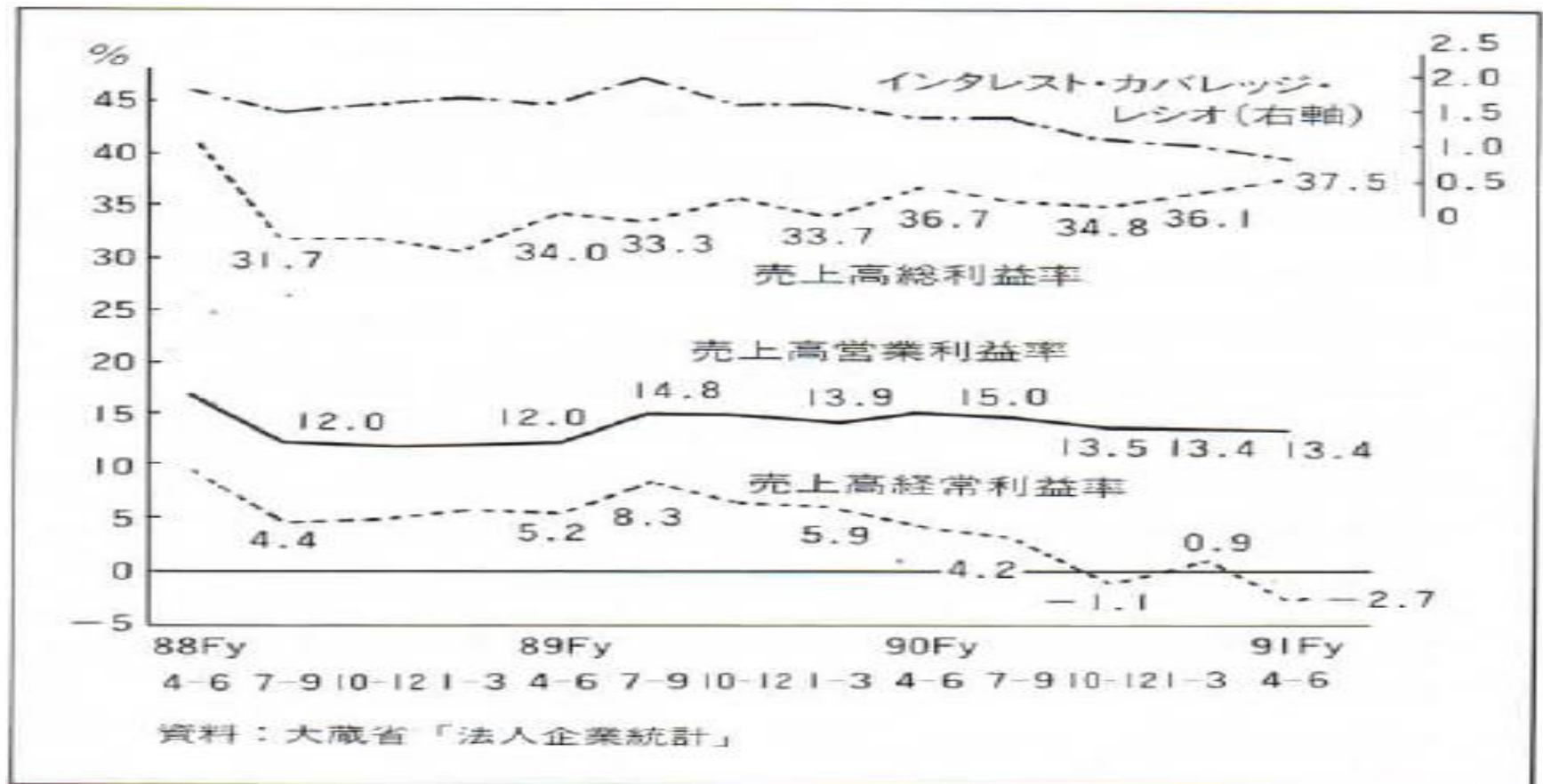
(注) 1. 対象: 1・2部上場不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

出所: 田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

90年代バブル崩壊前後の不動産会社の財政収支状況②:不動産業の収支

◆ 90年前後において、本業の利益率(売上高総利益)は上昇基調を維持しているものの、固定費負担から営業利益率が低下。

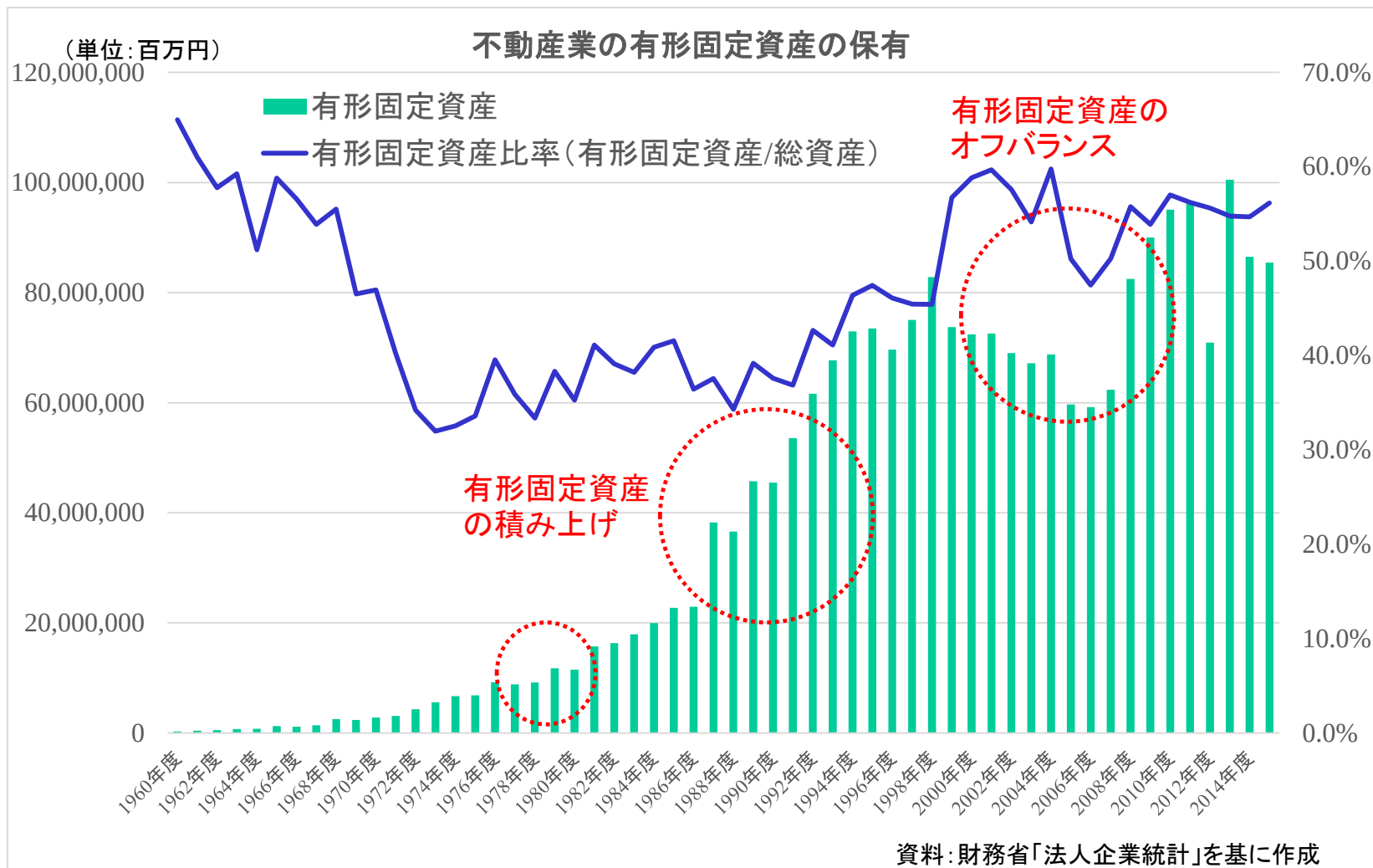
◆ 在庫・有形固定資産への投資による金利負担の増加が、インタレスト・カバレッジ・レシオの低下をもたらす構造。



不動産業の財務指標①:有形固定資産の保有

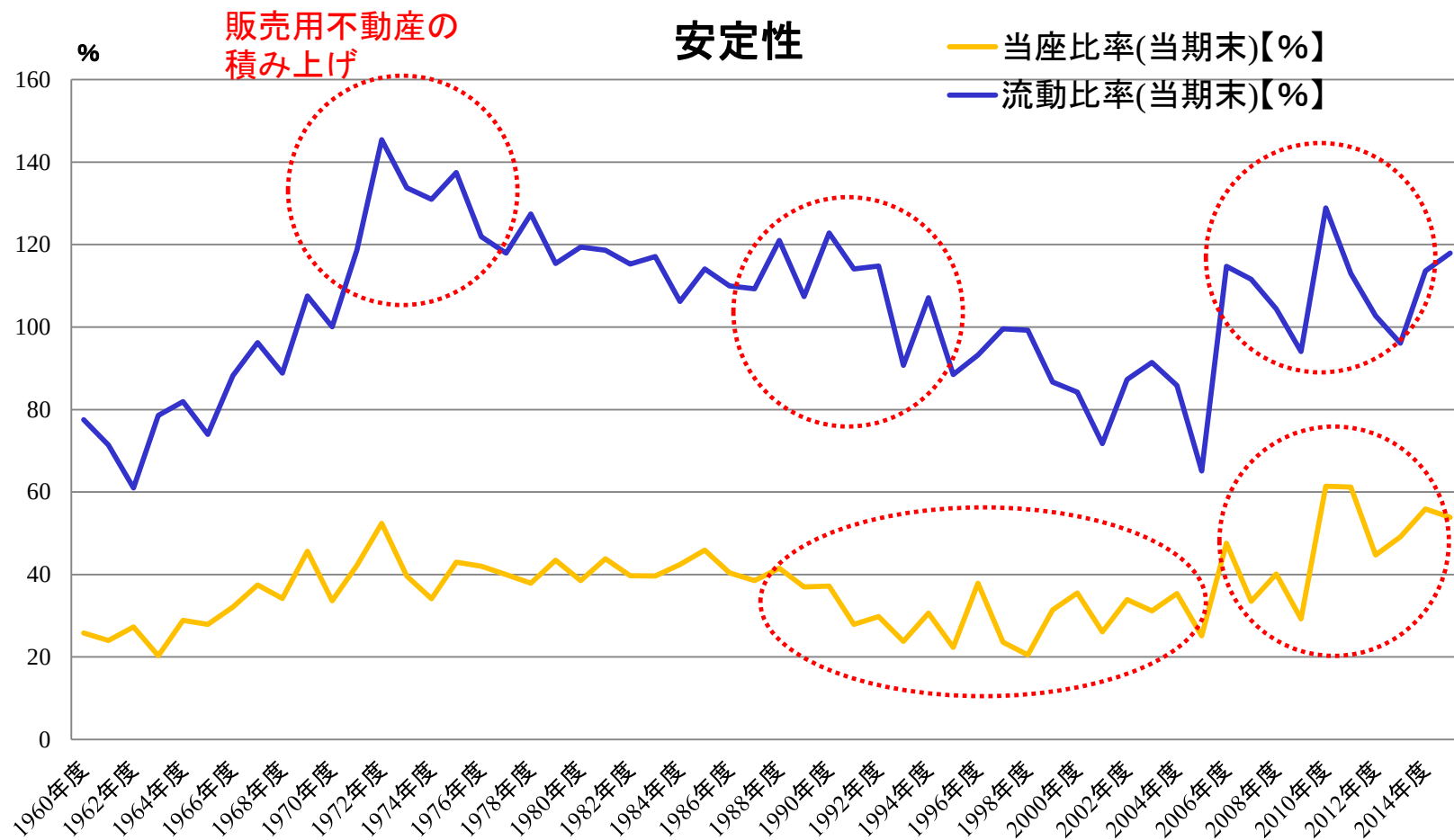
◆ バブル前に20兆円だった有形固定資産は90年代中頃には約80兆円へ増加。

◆ 90年代後半からのオフバランスで約20兆円をオフバランス



不動産業の財務指標②; 安定性

◆ 90年代のバブル崩壊後に当座比率が大幅に悪化するも、2000年代後半から回復。

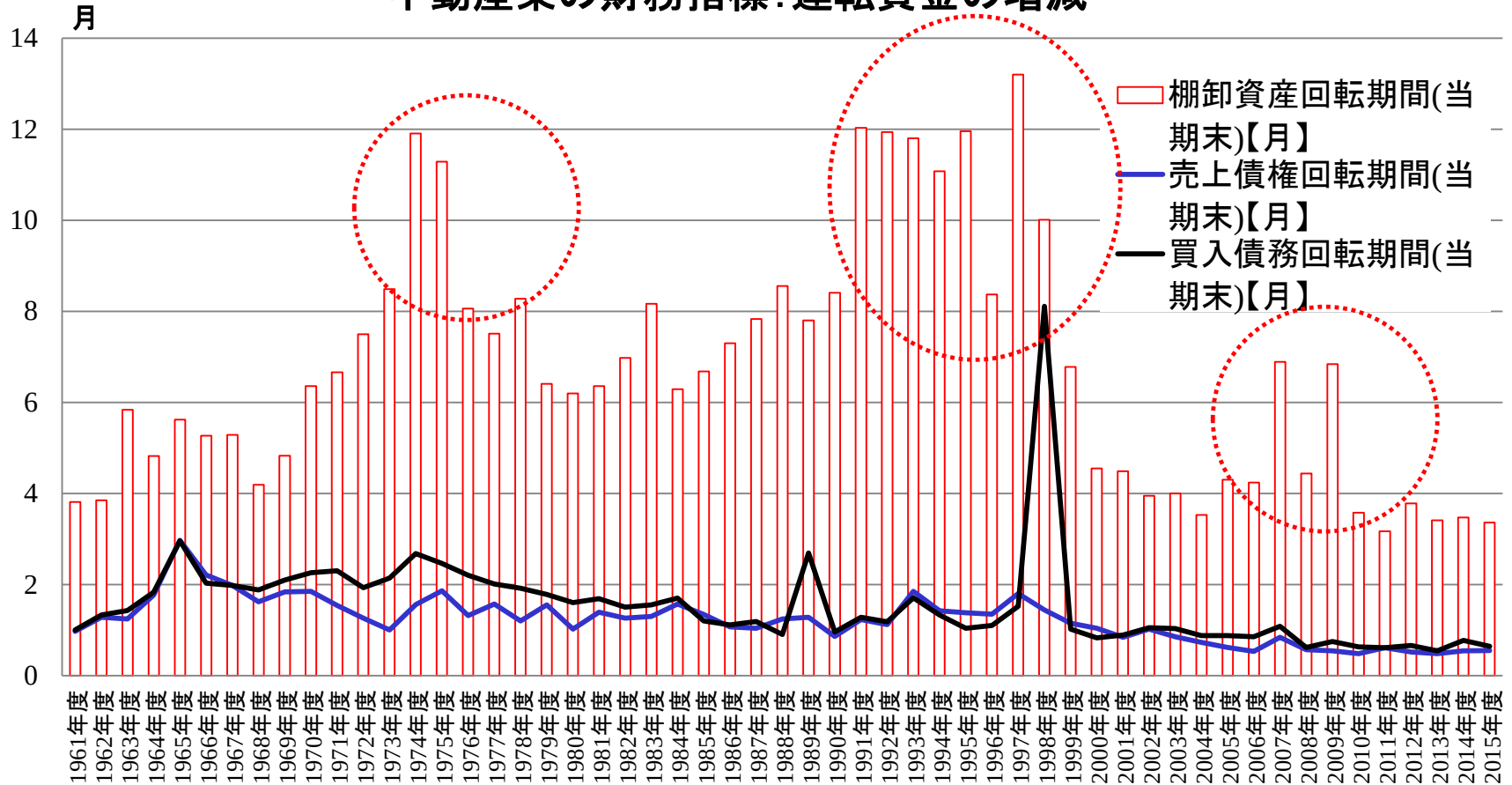


資料:財務省「法人企業統計」を基に作成

不動産業の財務指標③: 運転資金、企業間信用取引

- ◆ 過去2度のバブル期には販売用不動産の在庫が年間売上高に近くなるまで膨張。
- ◆ 近時は、在庫削減、企業間信用取引の縮小の方向

不動産業の財務指標: 運転資金の増減

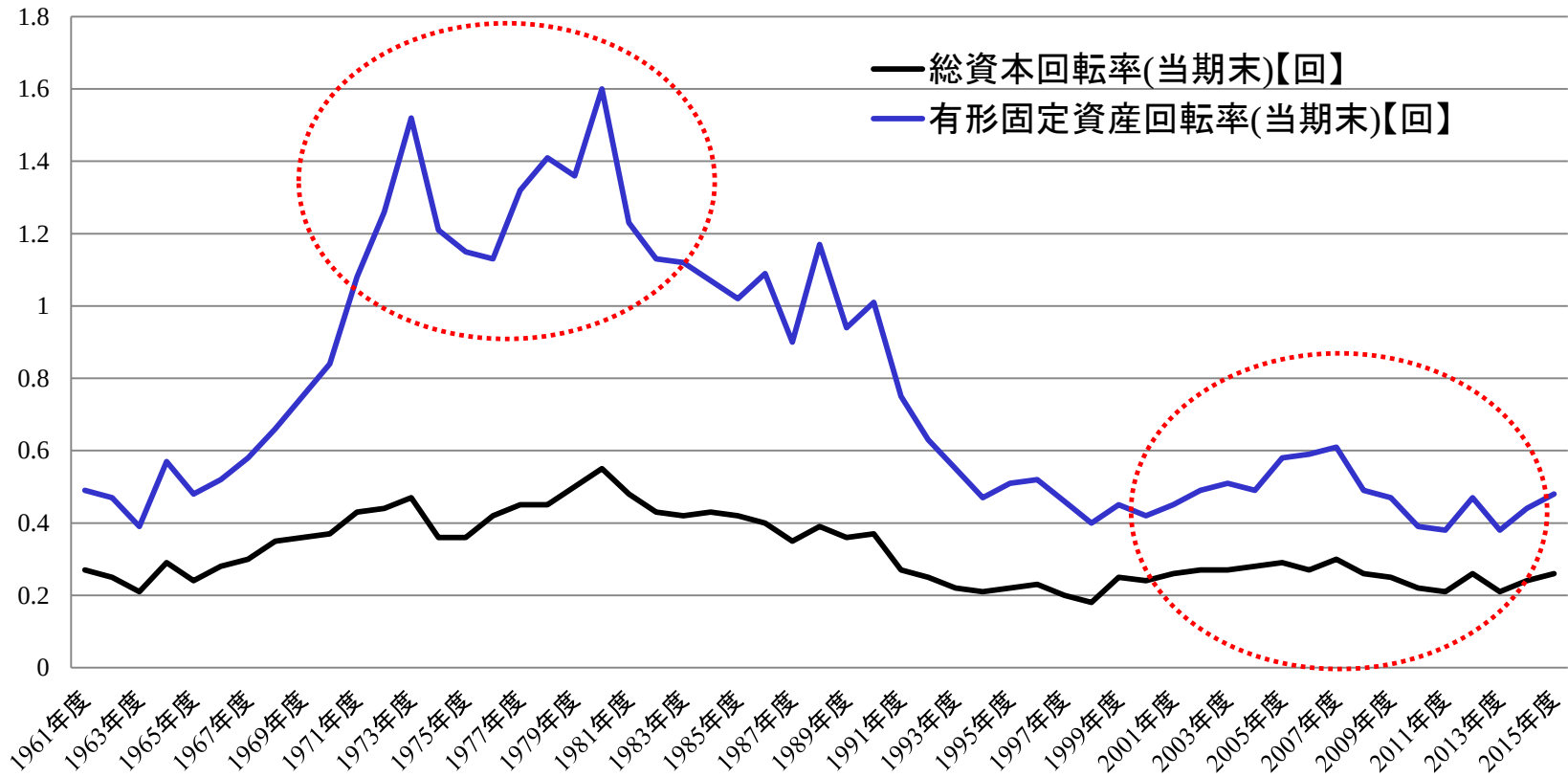


資料: 財務省「法人企業統計」を基に作成

不動産業の財務指標④:資産の効率性

不動産業が賃貸事業にシフトしていく中で、回転期間は低下傾向

資産の効率性



資料:財務省「法人企業統計」を基に作成

不動産会社の経営計画の変遷

		三井不動産	三菱地所	住友不動産
約 1 0 年 前 の 計 画	計画名	チャレンジプラン2008 (2004/3～2009/3)	グループ中期経営計画 (2002/3～2004/3)	新成長3か年計画 (2002/3～2004/3)
	ビジョン・スローガン	不動産ソリューション＆サービス・プロバイダー	開発事業を核として関連事業を展開、シナジー効果によるグループ価値の増大	過去最高利益を年々更新し、画期的な増収増益を達成して、収益力を格段に強化
	経営戦略	・顧客志向 ・ビジネスモデルの革新(トレーディング、デベロップメント、マネジメント) ・効率性の高いグループ経営	・アセットビジネスとノンアセットビジネスの融合 ・アセットソリューション機能の強化 ・マネジメントシステムの強化	・賃貸事業:ビルの早期稼働 ・販売事業:マンション4000戸維持 ・ハウジング:新築、リフォーム ・流通事業:店舗増強、IT活用
現 在 の 中 期 経 営 計 画	計画名	イノベーション2017 (2013/3～2018/3)	グループ新中期経営計画 ～BREAKTHROUGH 2020～ (2012/3～2021/3)	第6次中期経営計画 (2014/3～2017/3)
	ビジョン・スローガン	イノベーションの追求 成長性・収益性の実現	都市の未来へ、世界を舞台に快適な空間と時間を演出する企業グループ	成長力の「持続」と「加速」
	経営戦略	・顧客志向の経営 顧客ニーズに合うソリューション(グローバルを含む) ・ビジネスモデルの革新 「ハード」と「ソフト」の融合 ・グループ経営の進化 スケールメリットの追求 ワンストップ化の推進	・バリューチェーンの強化 投資開発事業とマネジメントサービス領域の連携強化 デベロップメントを核にリーシング・販売、マネジメントの三位一体化 ・投資開発事業NO1の確立 海外事業拡大、アジア進出強化	・最高業績の更新、3か年類型計上利益4000億円の達成 ・財務体質の強化 ・既存4事業の多角化・多様化 新機軸・新分野(海外含む)の開拓
	数値目標	営業利益 2400億円以上、当期利益 1100億円以上、D/Eレシオ 1.5、ROA 5.5%程度等	・EBITDA 2650億円以上 ・EBITDA/総資産 5.3%以上 ・ネット有利子負債/EBITDA 7.5倍以内	・売上高、営業利益、経常利益の目標 ・財務上の数値目標は設定せず。

2008年金融危機前後のJ-REITの財務状況

◆ リーマンショック時のJ-REIT42社のうち、1社が経営破綻し、他のREITでも資金逼迫。

◆ 殆どのREITの財務状況が健全であったにも関わらず、金融危機の影響を回避できず。

金融危機直前のJリート（REIT）の財務状況

	経営不安が噂されたリート（8社）	左記以外のリート（34社）
保有不動産の投資利回り（注1）	5.0%	5.7%
含み益率（注2）	107%	113%

	経営不安が噂されたリート（6社）	左記リートのスポンサー会社（6社）
自己資本比率	45.5%	26.6%

（注1）NOI利回りを利用。NOI利回り＝NPI（営業損益＋減価償却費）÷不動産簿価

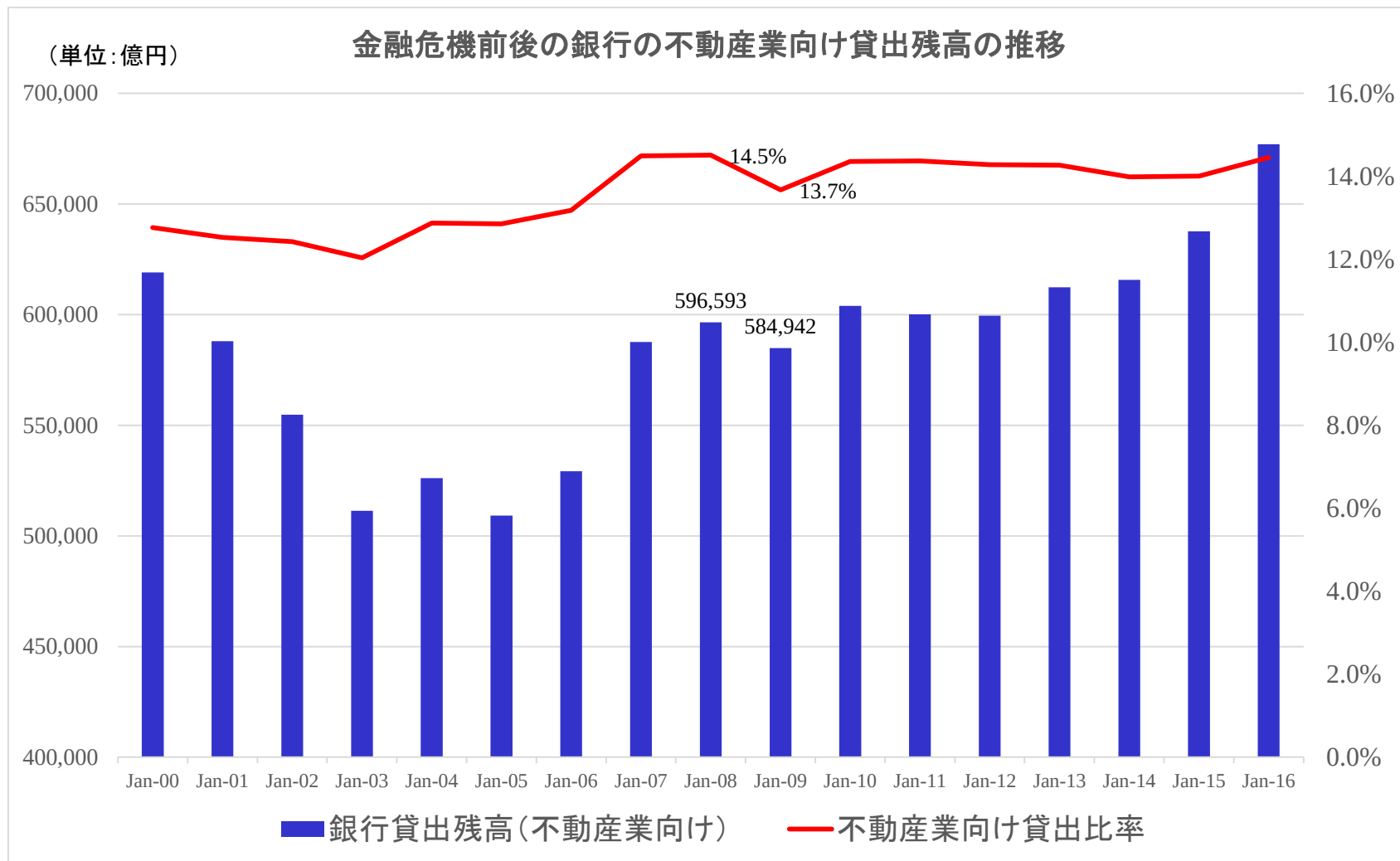
（注2）含み益率＝不動産の鑑定価格÷不動産の簿価

（注3）数値は金融危機直前である2008年7月に最も近い決算期のものを用いて計算。

出所：田邊信之「J-REITの再生はグローバルな市場間競争に勝ち残ることが鍵」（ARES NO.42）

2008年金融危機前後の銀行の不動産業向け貸出

不動産業向け貸出が1.2兆円減少し、貸出全体に占める割合も低下。



◆不動産バブルの認識: 複数指標の活用

- 不動産のマーケットサイクルの認識
- マクロだけでなくセミマクロ、ミクロの指標の活用
- 銀行貸出、個別企業の資金繰りなどの資金面からのチェック
- ドライバーの見極め

◆不動産市場とは関係なく訪れる金融危機への備え

◆不動産バブル崩壊への対応

(事前対応)

- ALM (Asset Liability Management)
- オフバランス(リスク分散)
- 賃貸事業などによる安定収益確保(但し、タイミングが遅れると逆に負担に)
- フォワードコミットメントなどの将来の負担の回避

(バブル崩壊後)

- 早期段階での資金確保(物件売却、金融機関対応)
- 早期の損切り(決断力)

- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。
- 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。
- 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。
- 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。