

コロナ禍における不動産投資市場の動向について

～経済金融環境の変化が不動産投資市場へ及ぼす影響と
不動産証券化市場の軌跡からのインプリケーション～

2021年11月26日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学群教授
田邊 信之

<目 次>

1. コロナ禍における不動産投資市場の動向
2. 不動産投資市場の構造変化の視点
3. 不動産投資・証券化市場のさらなる発展に向けて

1. コロナ禍における不動産投資市場の動向

不動産のマーケットサイクルと新型コロナ感染の影響

	平成バブル崩壊	世界金融危機	新型コロナ感染拡大
時 期	1991~2003年	2008~2009年	2020~
直前上昇期	1983~1990年	2004~2007年	2010~2019年
サイクル	16-17年	16-17年	12-13年
直前過熱度	極めて大(全国全用途)	やや大(大都市中心部の一部)	中(通常サイクルのピーク)
金 融	・日銀 金融緩和⇒金融引締め ・政府 貸出総量規制⇒銀行資本注入	・グローバル市場 金融逼迫、信用収縮 ・日銀:金融緩和、信用補完 ・政府:政府系金融機関貸出	・日銀:金融緩和継続 ・政府:財政による支援、 収入補填
市況悪化の 発端	・政府・日銀・世論による意図的なバブル潰し	・意図せざる世界的な信用収縮、 金融逼迫。	・新型コロナの感染拡大による 意図せざる実体経済の収縮。
市況悪化の 形態	・3業種で不良資産によるBS悪化、損益悪化、経営破綻増。 ・幅広い業種で資産、債務、雇用の過剰	・幅広い業種で資金繰り逼迫、経営破綻増(リファイナンス困難)。	・飲食・サービス業などで大幅な収入減による損益悪化。借入金増加。 ・政府・日銀の対策により、資金繰り難の経営破綻は抑制。
市況悪化の 波及経路	・バブル崩壊後の資産価格の大幅下落と継続 ⇒金融と実体経済の継続的な悪化	・資産価格の下落、資金繰りの逼迫あるも早期に回復。 ⇒金融と実体経済の一時的な悪化。但し後遺症あり。	・金融緩和による資金繰り緩和、資産価格への影響小。 ⇒コロナによる特定業種の経営悪化、供給制約による物価上昇
企業の課題	バランスシート悪化	資金繰り悪化	特定業種で損益悪化・借入過多
債務の規模	・不動産業貸出99/3 63.7兆円 - 同上GDP比 99/3 12.6% ・世界債務99/3 83.9兆ドル	・不動産業貸出 09/3 58.5兆円 - 同上GDP比 09/3 11.9% ・世界債務09/3 186.0兆ドル	・不動産業貸出20/3 82.4兆円 - 同上GDP比 20/3 16.0% ・世界債務20/12 226兆ドル

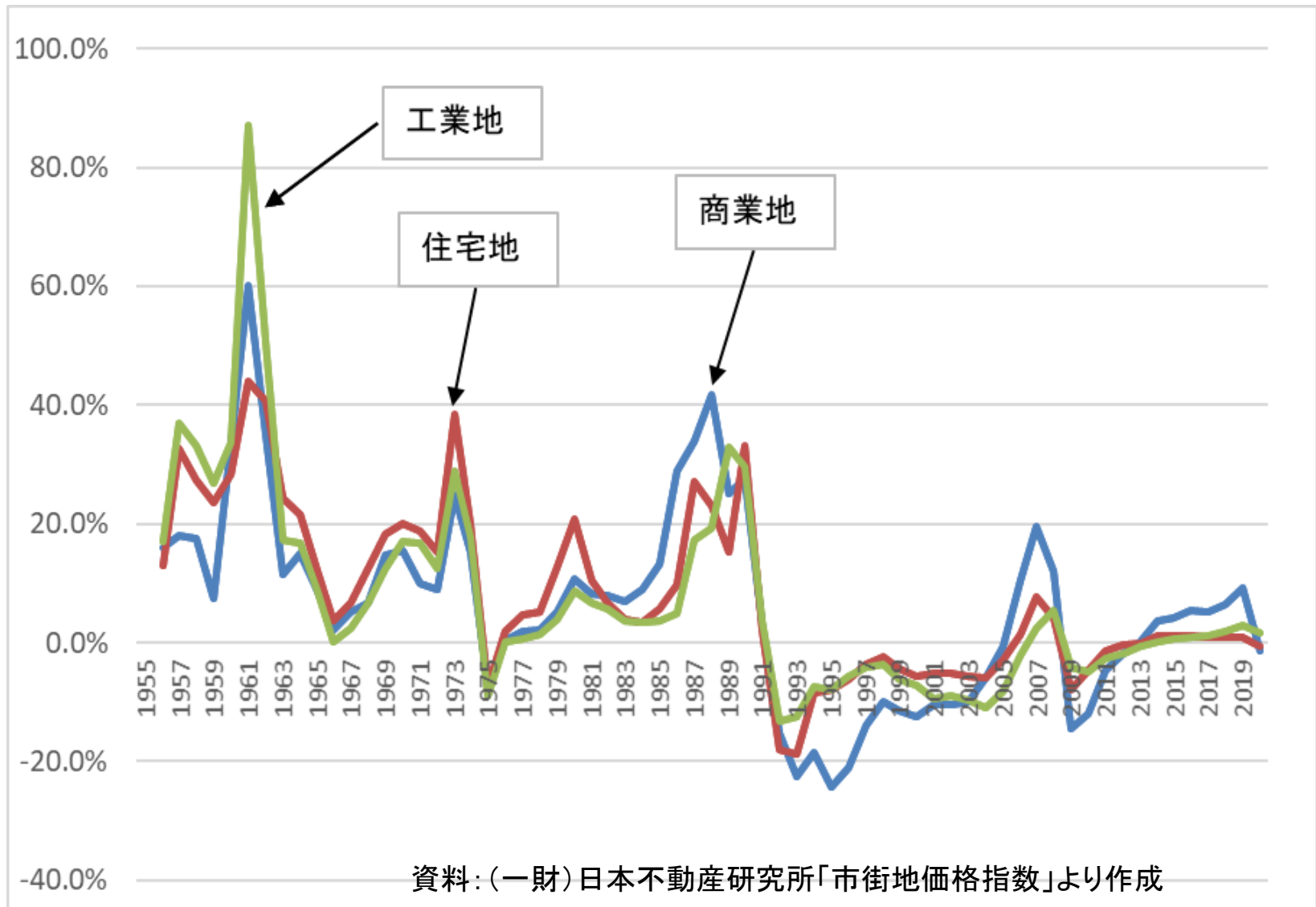
国内景気と不動産市況

- ◆ 新型コロナ感染拡大以前から、景気は下降局面入り。消費税引き上げの影響も。
- ◆ 不動産投資市場の市況は、賃料収入などを通じて、景気と一定の連動はあるが、必ずしも同一の動きをするわけではない。2000年代の超低金利が、世界金融危機時を除き、不動産価格を下支え

谷	山	谷	循環 期間	好景気名称 (通称)	不況名称・要因	不動産価 格
1983年2月	1985年6月	1986年11月	45カ月	ハイテク景気	円高不況	上昇
1986年11月	1991年2月	1993年10月	83カ月	バブル景気	バブル崩壊	上昇
1993年10月	1997年5月	1999年1月	63カ月	カンフル景気	列島総不況	下落
1999年1月	2000年11月	2002年1月	36カ月	ITバブル景気	ITバブル崩壊	下落
2002年1月	2008年2月	2009年3月	86カ月	いざなみ景気	世界金融危機	上昇 →下落
2009年3月	2012年3月	2012年11月	44カ月	エコ景気	円高不況	上昇
2012年11月	2018年10月 (暫定)	?	71カ月	アベノミクス 景気	賃金低下 消費低迷 消費税引き上げ (19年10月～) コロナ感染拡大 (20年1月～) 供給制約 →物価上昇	上昇 →弱含み

不動産のマーケットサイクル

六大都市市街地価格指数の推移(各年3月末、前年同期比伸び率)



不動産投資用途別の新型コロナ感染拡大の影響

<共通する影響>

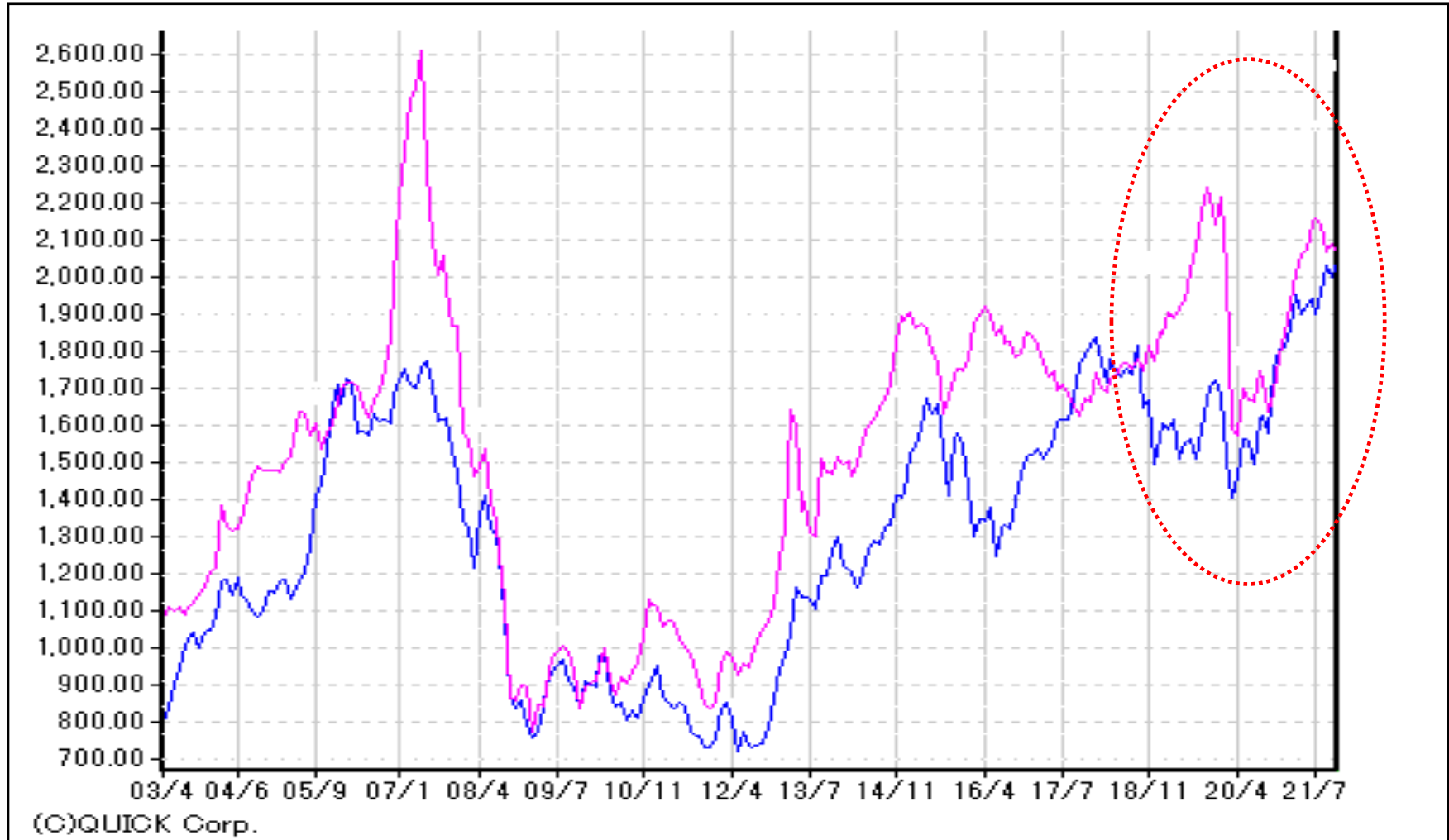
短期的影響(ケースA) (実体経済の一時的悪化)	短期的影響(ケースB) (資産市場、金融市場へ波及)	中長期的影響 (構造的変化)
・企業の減収減益、設備投資減少 ・個人所得・消費の減少、インバウンド減 ・雇用環境の悪化 ⇒これら要因が損益(収入)に影響 ・景気回復後の資産バブルの懸念 (コロナ対策の超金融緩和が背景)	<コロナの影響が継続した場合> ・資産価格の下落(株式、不動産) ⇒BS問題、金融仲介機能の低下 ・金融危機による信用収縮、金融逼迫 ⇒資金繰り難、金融仲介機能低下 ・企業の収益が不安定な状態でコロナ対策による過剰借入の返済負担	・ワークスタイルの変化 ・ライフスタイルの変化 ・本格的な構造変化になるかの判断には時間を要す <参考>既存の構造変化 人口減少、IT化(EC化を含む)、グローバル化、ESG

<投資用途別影響> 不動産取引額は半期2.5兆円前後とコロナ前からほぼ横ばいを継続

	短期的影響(A)	中長期的影響
オフィス	・企業業績の悪化による需要減。一部顕在化。 ⇨賃貸借契約の縛り、移転費用、様子見など	・テレワークの普及による需要減。 ⇨1人当り床面積の拡大、遠隔による効率性低下 ・オフィスの郊外移転
レジデンス	・所得減による賃料負担力低下。一部顕在化。 ⇨分譲価格高止まり、非都心需要拡大 東京への人口流入の継続	・テレワークの普及による居住地の郊外化 ⇨居住地の決定要因は仕事だけではない。
商業施設	・所得減、3密回避による収入減。顕在化→回復 ⇨飲食と物販、都市型と郊外型に違い	・ネット VS リアル、その融合 ・ECの拡大 ・サービスのオンライン化
物流施設	・EC拡大、在庫増による需要増。需要旺盛。	・EC拡大、SC見直し、物流コスト削減による需要増。
ホテル	・J-REITのReVPAR(販売可能客室1室当りの売上)は19年から70%程度減。低迷継続	・顧客対象(外国人、ビジネス、観光)により回復に差。 ・2019、2020年のピークから供給が大きく減少

J-REIT投資口価格への影響

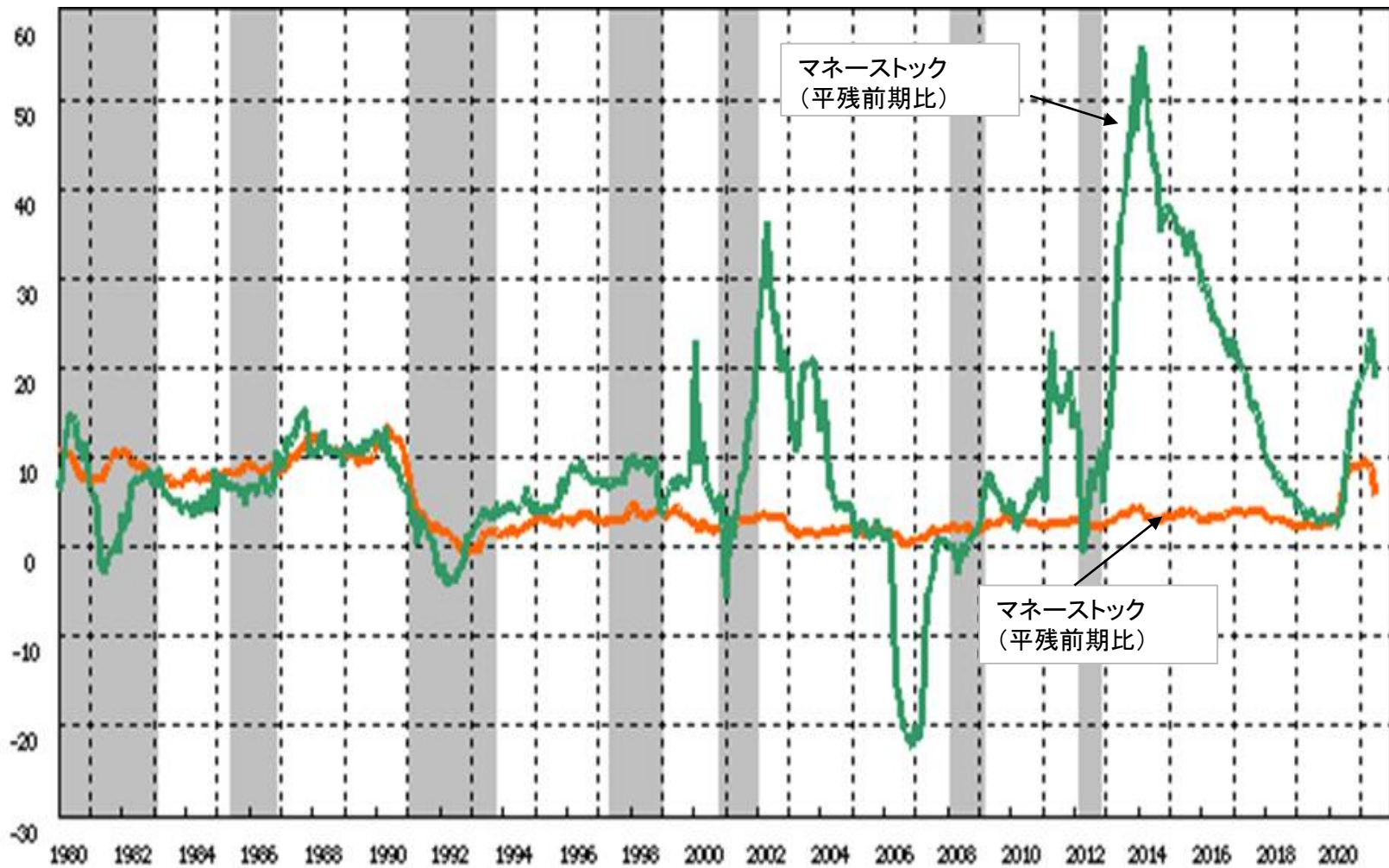
- ◆ J-REITの投資口価格は、新型コロナウイルス感染拡大当初に大幅下落するも、比較的早期に回復に向かい、不動産投資市場の購入の中心として機能。
- ◆ 商業施設の収益は回復傾向にあるが、ホテルの回復はなお時間を要する見込み。



景気回復後の資産バブルの懸念①: 日本銀行の金融緩和政策

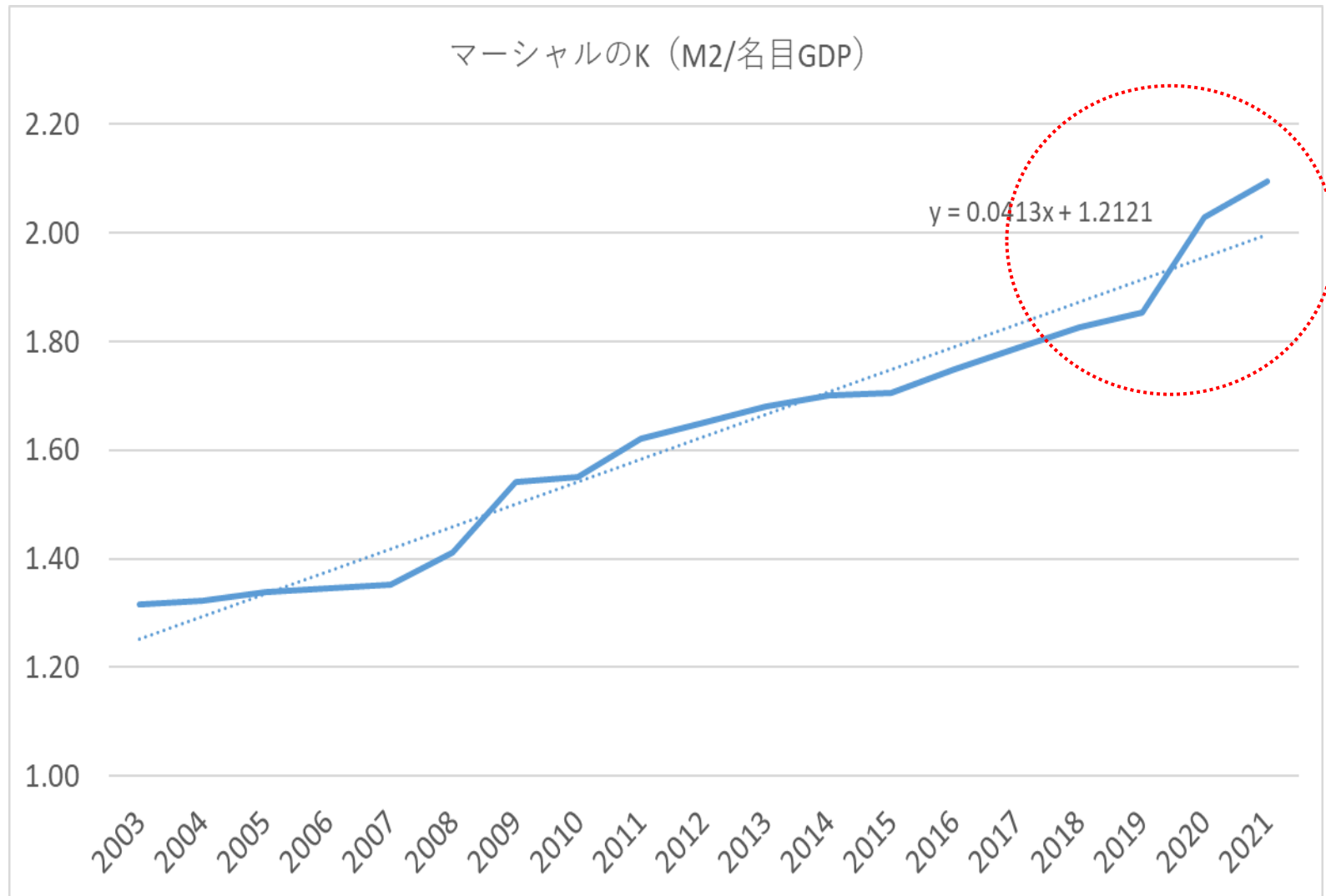
- 1999/2月～2000/8月 ゼロ金利政策
- 2001/3月～2006/3月 量的緩和
 - ・ 操作目標: 金利→当預残高
 - ・ 長期国債オペの増額
 - ・ 時間軸政策の採用
- 2010/10月～2013/4月 包括緩和
 - ・ 実質的なゼロ金利政策
 - ・ 時間軸の明確化
 - ・ 資産買入等の基金
- 2013/4月～ 量的・質的緩和 異次元緩和
- 2014/10月～ 追加緩和
- 2015/12月～ 補完措置
 - ・ 買い入れる国債の残存期間を長期化
- 2016/1月～ マイナス金利付き量的・質的金融緩和
- 2016/7月～ 上場投資信託 (ETF)保有増額
 - ・ ETFの年間購入ペースを年間3.3兆円から6兆円に増額
- 2016/9月～ 総括検証、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）付き量的・質的金融緩和
 - ・ 量重視から金利重視へ 長期金利をゼロ%程度に誘導
- 2018/7月～ 強力な金融緩和継続のための枠組み強化
 - ・ 政策金利に関するフォワードガイダンス(将来の指針)導入
 - 日銀は極めて低い金利水準を当分の間、維持することを約束
 - ・ 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)
 - 短期金利: 日本銀行当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。
 - 長期金利: 10年物国債金利がゼロ%程度となるよう国債を買入。経済・物価情勢である程度変動(低金利の副作用を考慮、長期金利の上限を0.2%程度迄容認)
 - ETF買い入れ、TOPIX連動型の割合増加(金利変動容認に合わせ買い入れ手法の柔軟化を図る)
- 2021/3月～ より効果的で持続的な金融緩和
 - ・ 長期金利の変動幅について「±0.25%程度」と明記
 - ・ ETF買い入れについて、目標の「6兆円」を削除し、TOPIXに完全に連動する形に変更
 - ・ 「貸出促進付利制度」の創設
 - ・ 「連続指値オペ制度」の導入

景気回復後の資産バブルの懸念②: マネタリーベースとマネーストックの推移(平残前期比)



資料: 日本銀行統計を基に作成

景気回復後の資産バブルの懸念③: マネーストックとGDPの関係



景気回復後の資産バブルの懸念④:過去の地価高騰の要因分析

- ◆ 個別要因は異なるものの、金融緩和期に地価は高騰。
- ◆ 期待成長率が高い場合、一時的な地価高騰による適正水準からの乖離はその前後の経済成長によって吸収される可能性。→現在は期待できない。
- ◆ 大幅な地価高騰には、多くの人々が信じる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	名目金利は 高水準	低位安定 (土地神話)	名目金利を 上回る成長率	日本経済の復興、 高度成長	製造業(実需中心)
II	70年代 前半	名目金利は 高水準	低位安定 (土地神話)	名目金利を 上回る成長率	列島改造	大企業を中心に 全国民
iii	80年代 後半	名目金利は 低下	低位安定 (土地神話)	名目金利と 同程度の成長率	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	名目金利は 低水準	低下	名目金利を 下回る成長率	投資のグローバ ル化	ファンド、外資系、 新興企業

景気回復後の資産バブルの懸念⑤:パンデミックと株価

◆ 個別要因は異なるものの、パンデミックや金融危機後の**金融緩和を背景に株価が上昇**。

<内閣官房新型インフルエンザ等対策室HP>

2009年の新型インフルエンザは幸いにして強毒型ではなく、感染しても軽症で済む患者が多く、医療技術の進歩もあり、全世界で4000万人以上が死亡した約100年前のスペイン風邪(スペインインフルエンザ)のような被害は生じなかった。だが**新型インフルエンザはこれまで10～40年周期で発生を繰り返している。前回の2009年から10年となり、今後再び発生するリスクは高まっている。**

国	パンデミック	経済・株価
日本	スペイン風邪 (1918/8～1919/7、 1919/9～1920/7)	大正バブル(1919～20/2) 第一次世界大戦終了(1918/11)後の好景気 株価(東証株価指数)が1年間で50%以上上昇 (その後の半年で50%以上下落) *米国でも同様のバブル
中国	SARS (重症急性呼吸器症候群) (2002/10～2003/7)	株価(上海総合指数)は下落後に、2005～07年にかけてそれまでの4～5倍に上昇。
メキシコ	新型インフルエンザA (H1N1) (2009/4～2010/8)	株価(ボルサ指数)が2009～2012年にかけてそれまでより50%以上上昇。

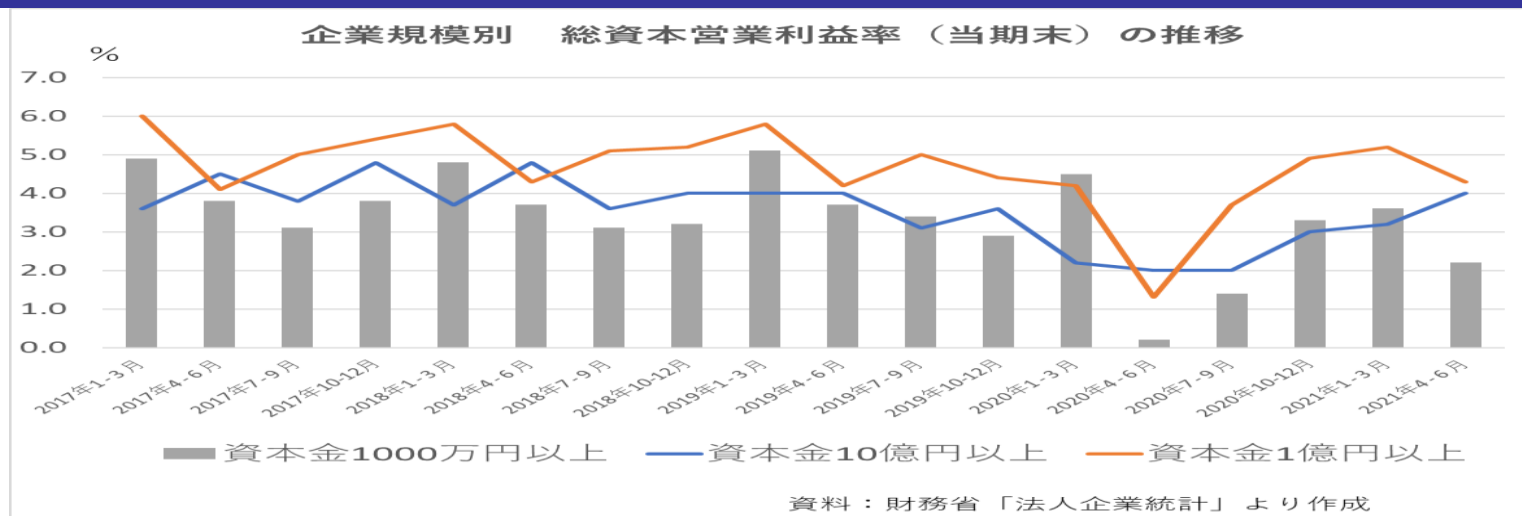
コロナ対策による過剰借入の返済負担①:ゼロゼロ融資の貸出・返済

新型コロナ対策による貸出(資金繰り支援)の状況

受付期間	2020年3月～2021年12月 日本政策金融公庫、商工中金 *延長の可能性あり。 2020年5月～2021年3月 民間金融機関
貸出条件	実質無利子・無担保(ゼロゼロ融資)
利子支払	貸出後3年間は都道府県が補給。
元本返済	最長5年間の据え置き可(利用企業の6割は据置期間は1年)
保証	債務者の返済が滞ると信用保証協会が元本を代位弁済。
貸出総額	約40兆円(約224万件)
企業の借入状況	・大企業に比べて、中小企業の借入金増加が目立つ。建設業の借入増加も多い。 ・借入金月商倍率の高い業種(金融を除く) ①宿泊業、 ②飲料(酒類を含む)等製造業 ③その他生活関連サービス業(旅行業、冠婚葬祭業を含む) ④飲食店
返済状況	半数以上の企業が返済期。リスク(返済猶予)要望の企業が増えている模様。 リスクはできても、運転資金の新規貸出は困難か？

資料:東京商工リサーチ情報部(2021年11月15日付ダイヤモンドオンライン)記事を基に作成

コロナ対策による過剰借入の返済負担②:企業規模別の収益・借入負担

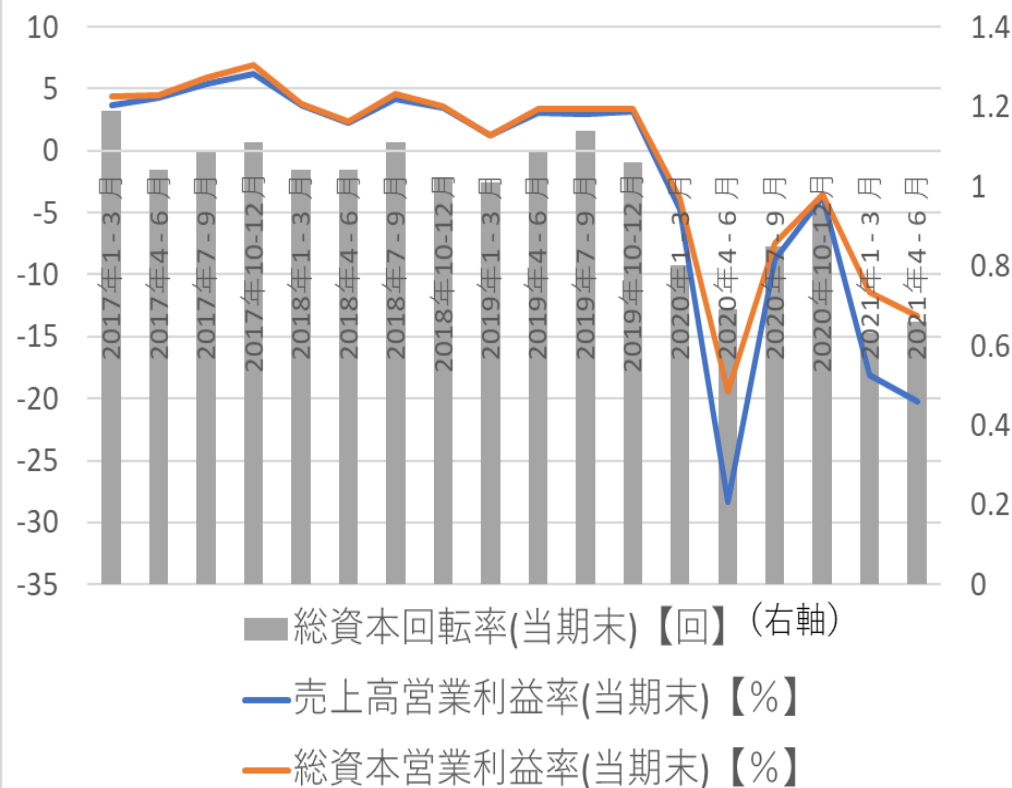


企業規模別・財務指標（資金・負債）

年 期	資本金10億円以上			資本金1億円以上			資本金1000万円以上		
	手元流動性 (当期末)【%】	負債比率 (当期末)【%】	借入金 (兆円)	手元流動性 (当期末)【%】	負債比率 (当期末)【%】	借入金 (兆円)	手元流動性 (当期末)【%】	負債比率 (当期末)【%】	借入金 (兆円)
2017年1 - 3 月	12.5	121.7	185.0	9.5	151.0	48.5	19.9	156.7	173.1
2017年4 - 6 月	13.7	120.4	185.0	10.7	148.3	47.4	21.2	155.4	167.5
2017年7 - 9 月	13.1	120.0	190.3	10.1	146.9	47.5	21.9	172.3	185.2
2017年10-12月	12.4	121.7	187.0	10.0	146.9	48.2	20.4	152.2	172.6
2018年1 - 3 月	12.2	121.8	190.2	9.8	146.8	49.8	21.0	145.7	169.0
2018年4 - 6 月	13.2	118.6	193.4	11.1	144.8	47.9	21.3	142.9	168.5
2018年7 - 9 月	12.8	118.0	197.2	10.3	145.1	48.5	20.7	149.3	172.1
2018年10-12月	12.1	122.2	197.0	10.2	143.0	47.2	19.9	150.3	176.1
2019年1 - 3 月	12.1	121.5	203.0	10.0	142.0	47.7	19.6	145.0	175.6
2019年4 - 6 月	13.4	119.9	199.9	11.0	139.0	47.6	21.4	130.3	167.2
2019年7 - 9 月	13.0	117.4	200.3	10.4	135.6	45.9	21.7	137.5	166.5
2019年10-12月	12.9	120.5	202.1	10.2	139.1	47.1	22.0	140.1	162.9
2020年1 - 3 月	12.9	124.3	213.3	10.5	133.7	47.8	21.7	134.9	161.0
2020年4 - 6 月	18.1	125.4	212.8	13.5	138.5	49.7	25.6	133.5	159.3
2020年7 - 9 月	17.7	127.3	236.8	12.3	137.3	50.6	24.2	138.0	165.1
2020年10-12月	16.5	130.6	232.4	12.0	139.7	51.6	24.7	142.9	170.3
2021年1 - 3 月	15.6	130.5	234.3	12.3	135.1	51.7	26.2	137.9	170.3
2021年4 - 6 月	17.3	129.3	236.5	13.8	128.6	52.8	26.6	159.4	184.9

コロナ対策による過剰借入の返済負担③: 宿泊・飲食業の収益・借入負担

宿泊業・飲食業 財務指標 (収益性)



資料：財務省「法人企業統計」より作成

宿泊業・飲食業 財務指標 (資金、負債)

年 期	手元流動性 (当期末)【%】	負債比率 (当期末)【%】	借入金 (兆円)
2017年1 - 3 月	11.5	232.8	9.9
2017年4 - 6 月	12.8	221.8	9.8
2017年7 - 9 月	10.9	222.9	10.8
2017年10-12月	12.8	199.8	8.4
2018年1 - 3 月	13.8	219.6	8.0
2018年4 - 6 月	12.9	275.5	9.0
2018年7 - 9 月	12.6	269.8	10.8
2018年10-12月	12.9	236.7	10.1
2019年1 - 3 月	13.7	248.8	8.7
2019年4 - 6 月	12.9	292.9	10.2
2019年7 - 9 月	12.3	252.1	9.0
2019年10-12月	12.6	231.4	8.5
2020年1 - 3 月	16.0	232.4	9.7
2020年4 - 6 月	25.8	238.8	7.1
2020年7 - 9 月	21.1	283.3	9.5
2020年10-12月	19.7	375.0	9.2
2021年1 - 3 月	29.2	367.6	10.1
2021年4 - 6 月	29.6	444.3	11.6

コロナ対策による過剰借入の返済負担④：日本銀行ヒートマップ

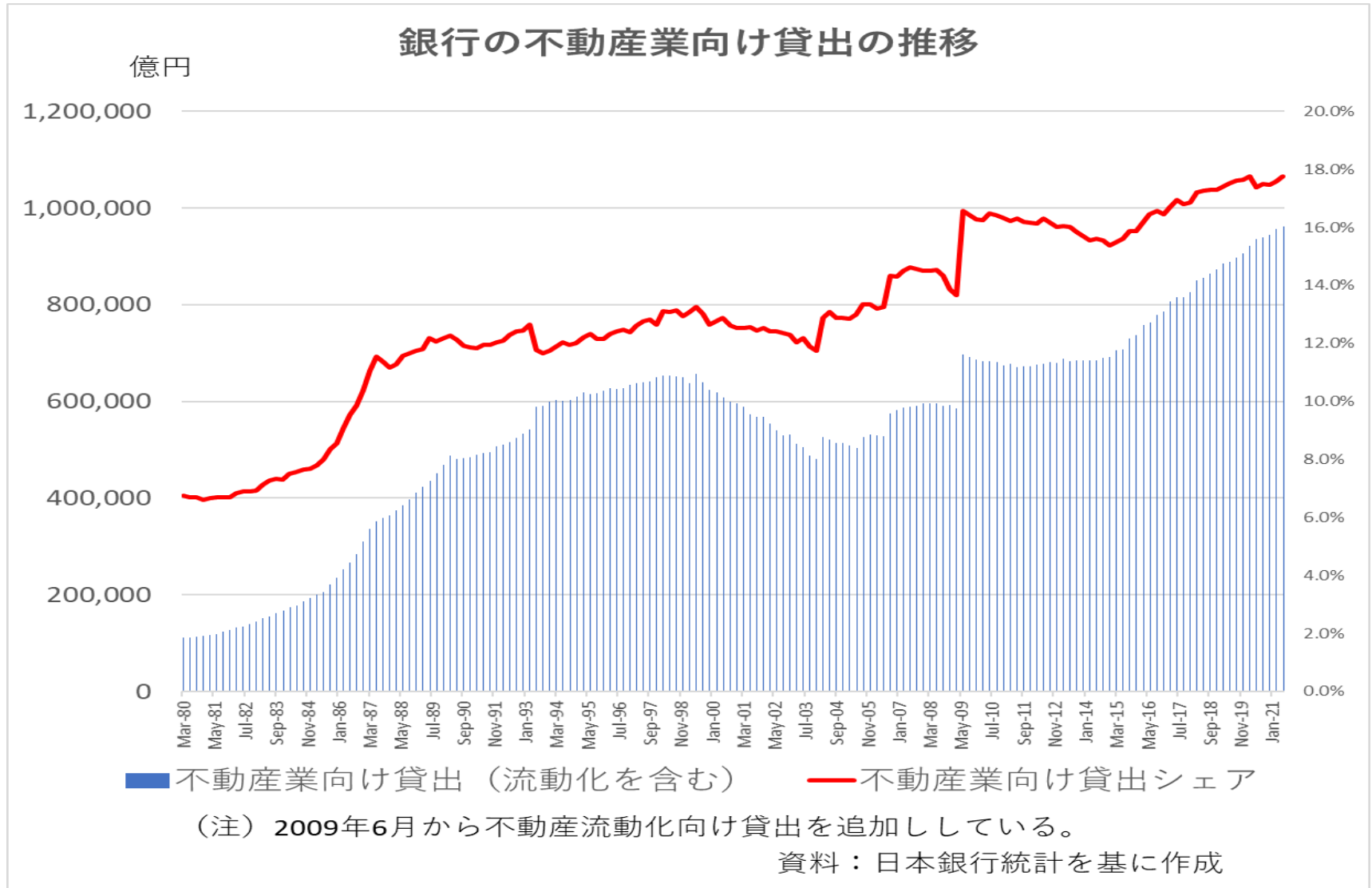
[illegible]

(注) 直近は、株価が 2021 年 7～9 月、地価の対 GDP 比率が 2021 年 1～3 月、その他が 2021 年 4～6 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」 出所: 日本銀行「金融システムレポート(2021年10月)」より抜粋

出所：日本銀行「金融システムレポート(2021年10月)」より抜粋。

銀行の不動産業向け貸出

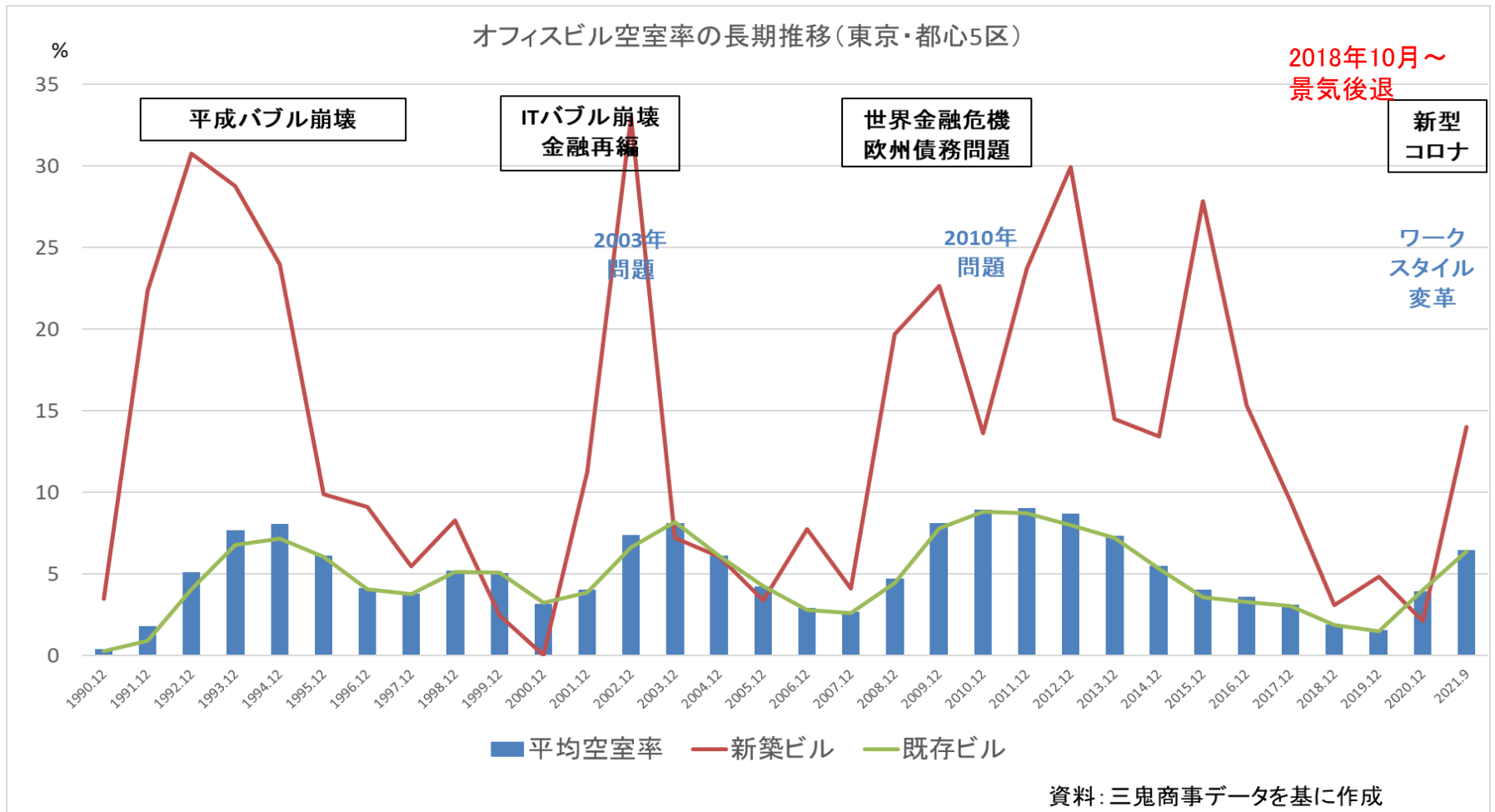


銀行による不動産業向け与信余力に留意

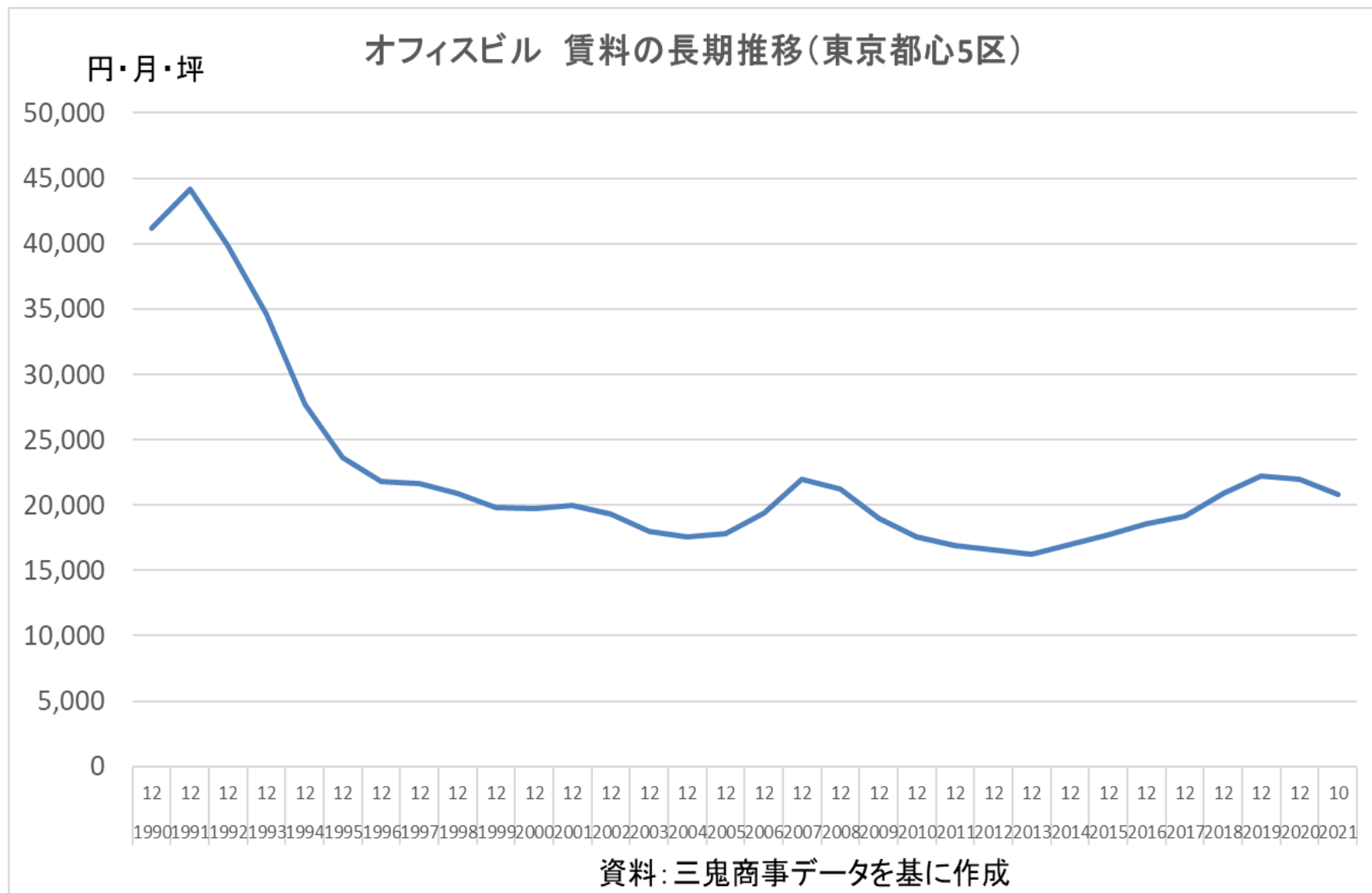
コロナ禍における不動産投資市場①: オフィスビル空室率

＜近時の空室率の上昇要因＞

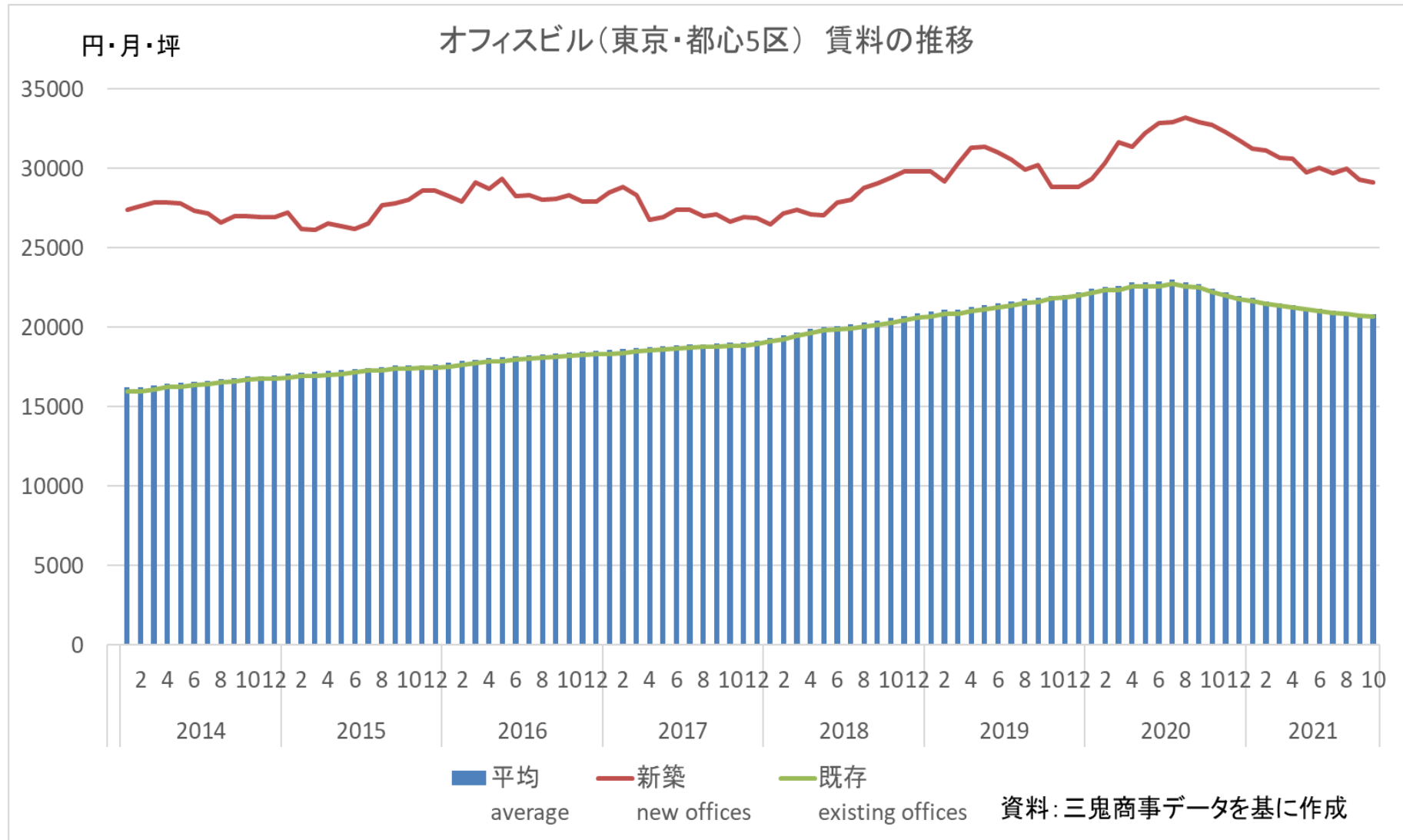
- ① 景気後退(2018年10月～)、② 不動産サイクルのピークアウト 循環的要因
- ③ 新型コロナによる特定業種の業況悪化 一時的ショック
- ④ 新型コロナによるワークスタイルの変化(在宅、郊外など) 構造的要因



コロナ禍における不動産投資市場②: オフィスビル賃料(i)



コロナ禍における不動産投資市場③: オフィスビル賃料(ii)



不動産市場(実体経済)で決定

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{不動産の生み出すキャッシュフロー(CF)}}{\text{国債金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{期待成長率}(g)}$$

金融市場で決定

成長期待で決定

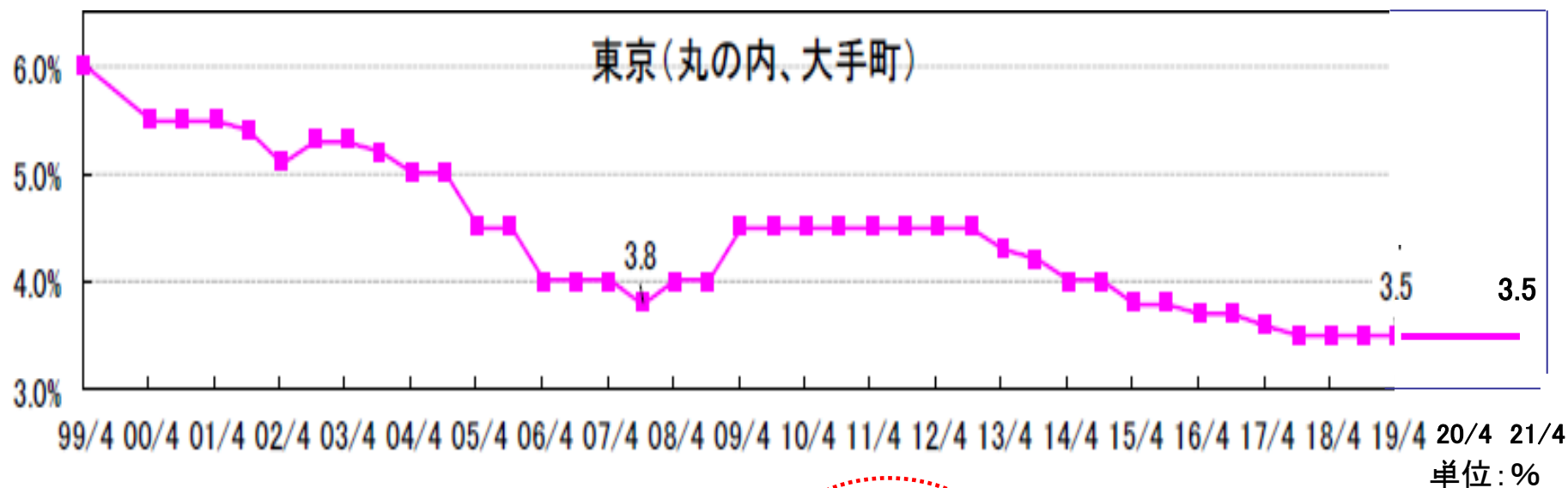
不動産・金融市場の動向、他資産とのバランス
などで決定(リスクオン、リスクオフ)

リスクプレミアムの考え方

- ①流動性リスク: 取引費用、可分性
- ②資産価値変動リスク: 確実性(確実性等価: 投資対象の価格変動、利回りの変動という不確実性の回避)
- ③行動経済的視点
 - 近視眼性(人は短期間で投資の得失を考える傾向)
 - 損失回避性(投資家は相場の変動を嫌っているのではなく、損失を出すことに強い嫌悪感を持つ)など

* 行動経済学者であるリチャード・セイラー達は、③の重要性を指摘

コロナ禍における不動産投資市場⑤: オフィスビル(Aクラス)の期待利回りの推移



	東京 丸の内	札幌	仙台	京都	広島	福岡
2007年10月(リーマンショック前)	3.8	5.4	5.5	—	5.3	5.5
2009年4月(リーマンショック直後)	4.5	6.7	6.7	—	6.8	6.3
2021年4月 (現在)	3.5	5.3	5.5	5.1	5.7	5.0

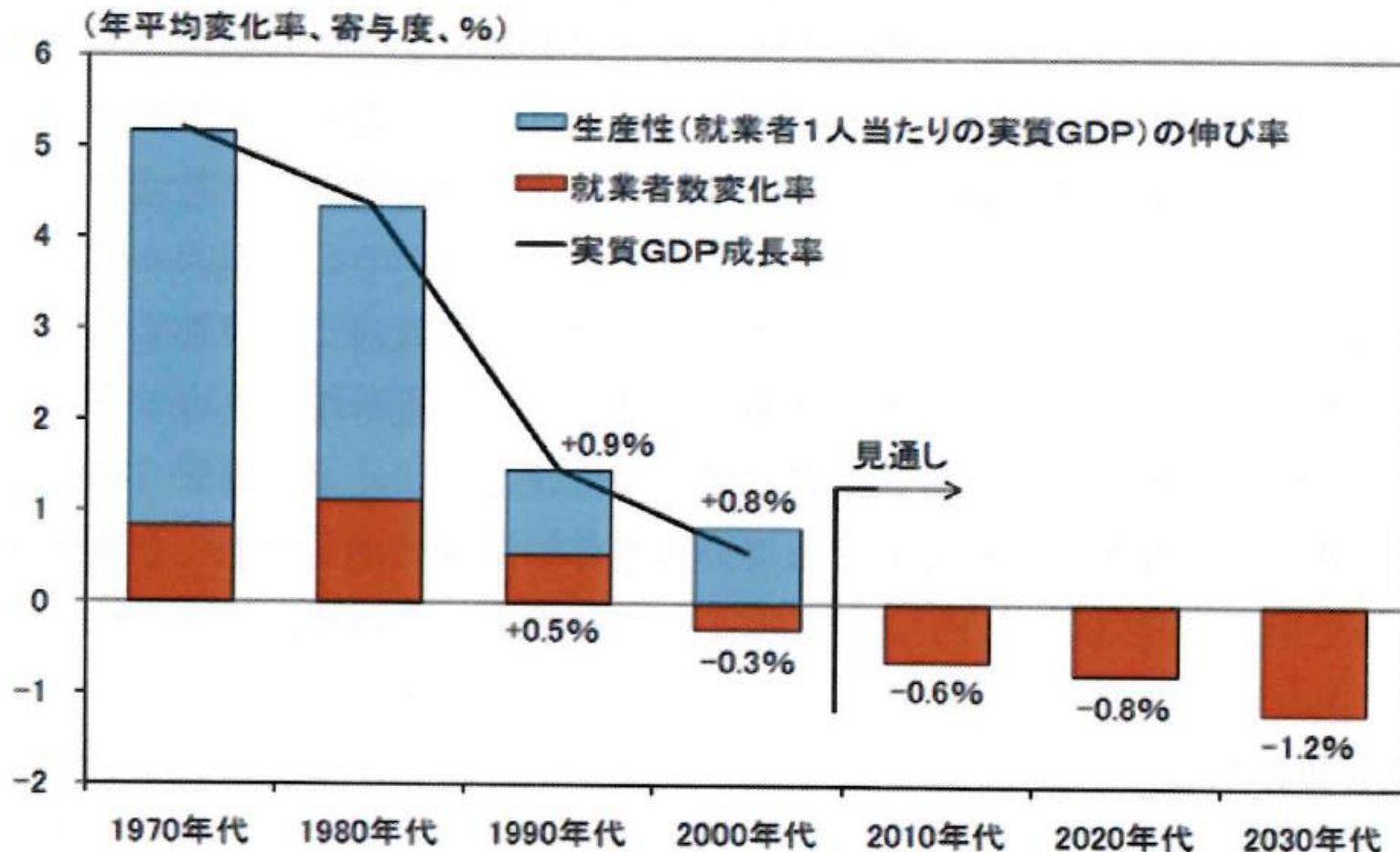
2. 不動産投資市場の構造変化の視点

不動産投資市場の構造変化の視点①: 経済学の系譜

	1700年	1800年	1900年	2000年				
世界の動き	イギリス産業革命		第1次世界大戦 ロシア革命	第2次世界大戦 朝鮮戦争	レーガノミクス サッチャリズム	ソ連崩壊 ドイツ統一	世界金融危機	
経済学の系譜	重商主義 (金銀重視) コルベール、 トマス・マン	レッセフェール “見えざる手” アダム・スミス	古典学派 マルサス、リカード セイ、ベンサム、ミル	新古典学派 メンガー、ジェヴォンズ、マーシャル、ワルラス、ハイエク 新古典派統合 サムエルソン	数理経済学 ワルラス、レオンチェフ	ゲーム理論 ノイマン	マネタリズム フリードマン	MMT
	重農主義 (農業重視) ケネー、テュルゴー		ドイツ歴史学派 リスト、ゾンバルト	ケインズ学派 ケインズ	ポストケインズ学派 新ケインズ学派	成長理論 シュンペーター、ハロッド、 ドーマー、ソロー	アメリカ制度学派 ヴェブレン、ガルブレith	
経済の仕組み	サンシモン、フーリエ、 オーウェン	空想的 社会主義	マルクス主義 マルクス、エンゲルス	共産主義 毛沢東思想	レーニン 毛沢東	社会主義市場経済	新自由主義 第三の道	格差拡大 の反動 SDGs

不動産投資市場の構造変化の視点②:人口成長と経済成長

- ◆過去の日本の経済成長は、**人口増**よりも**労働生産性**の向上によるところ大。
- ◆労働生産性の向上には、産業構造への転換に加えて、積極的な設備投資、働き方の改革が必要。GDPの成長は、**不動産の付加価値**上昇に寄与。



不動産投資市場の構造変化の視点③:都市の人口の推移

◆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

◆政策によって都市の発展・未来は大きく変わる → **社会資本整備**の役割は重要

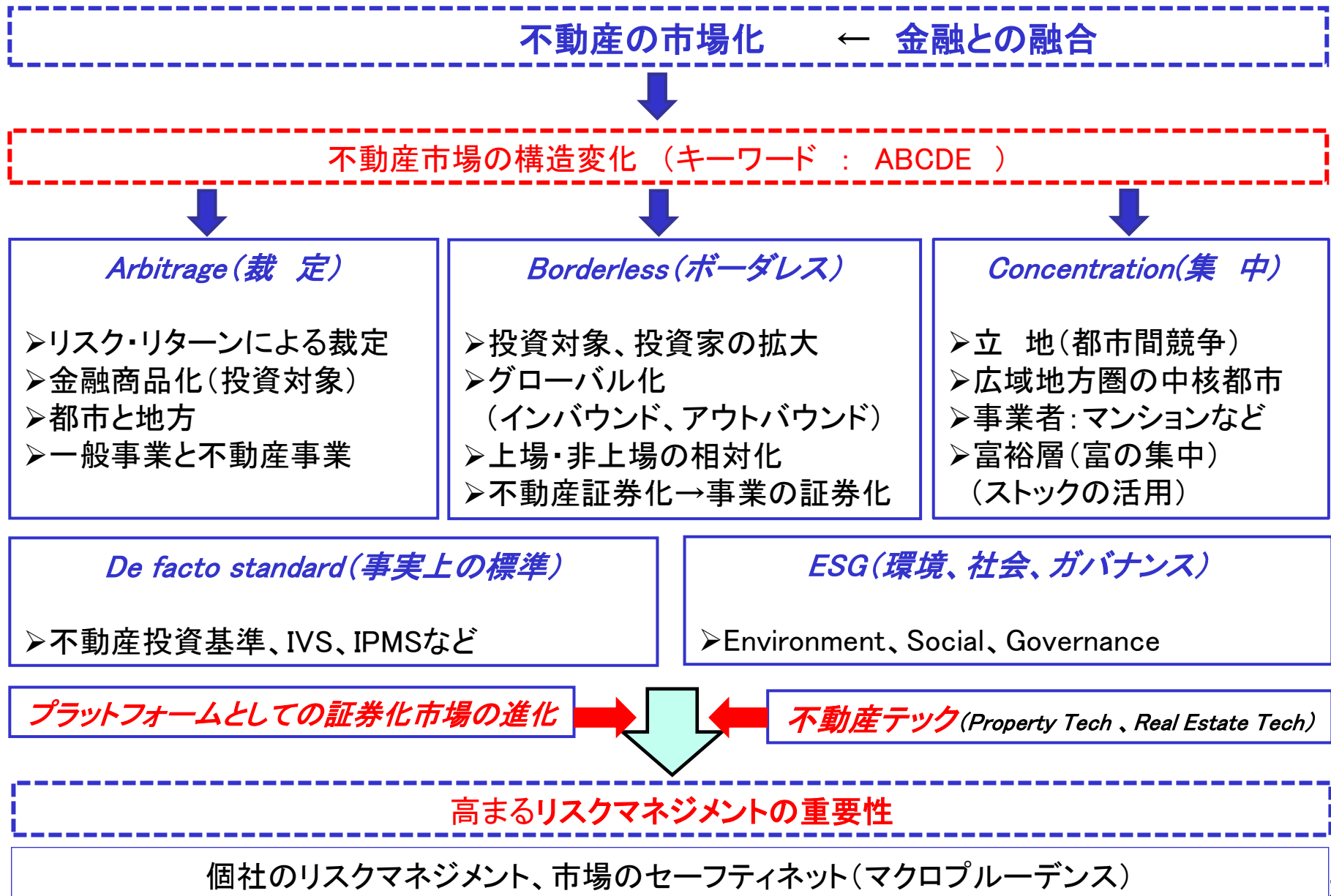
順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2013年(平成25年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(902万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(370万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(268万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(227万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(193万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	神戸(154万人)
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)

＜参考＞日本経済と将棋界の動き

	日本経済	将棋界の牽引者 (敬称略)	棋 風
1950年代中頃～	戦後からの復興	大山康晴	二枚腰、受け潰し <u>将棋は人生の総合力</u>
1970年代初頃～	高度経済成長	中原誠	自然流
1980年代初頃～	バブル	谷川浩司	光速の寄せ
1990年代初頭～	バブル崩壊	米長邦雄	泥沼流
1993年頃～	経済の再生 グローバル化	羽生善治	羽生マジック <u>将棋はゲーム</u>
2020年頃～	経済の分岐点 デジタル化	藤井聡太	藤井曲線 <u>AI越え(局面認識力)</u>

(注) 将棋界の牽引者が同時代に複数存在するため、名人経験者から代表者を抽出。
藤井聡太氏は、既に竜王に就任しており、将来の名人有力候補として掲載。

不動産投資・証券化市場の構造変化



アービトラージの例示:PFI/PPP 資金調達方法

金融・証券市場

- ・デット: 相対金利
(基準金利+利鞘)
- ・エクイティ: 相対利回り

国債・地方債
(リスクフリーレート)

- ・デット: 市場金利
- ・エクイティ: 市場利回り

国・自治体の事業

PPP/PFI

<行政の判断基準>

- ・VFM
- ・割引率
国債の過去の利回り
物価上昇率 など

<民間の判断基準>

- ・PIRR 資金調達コスト+ α など
- *内閣府HP記載内容による
- ・目安となる指標なし

不動産証券化

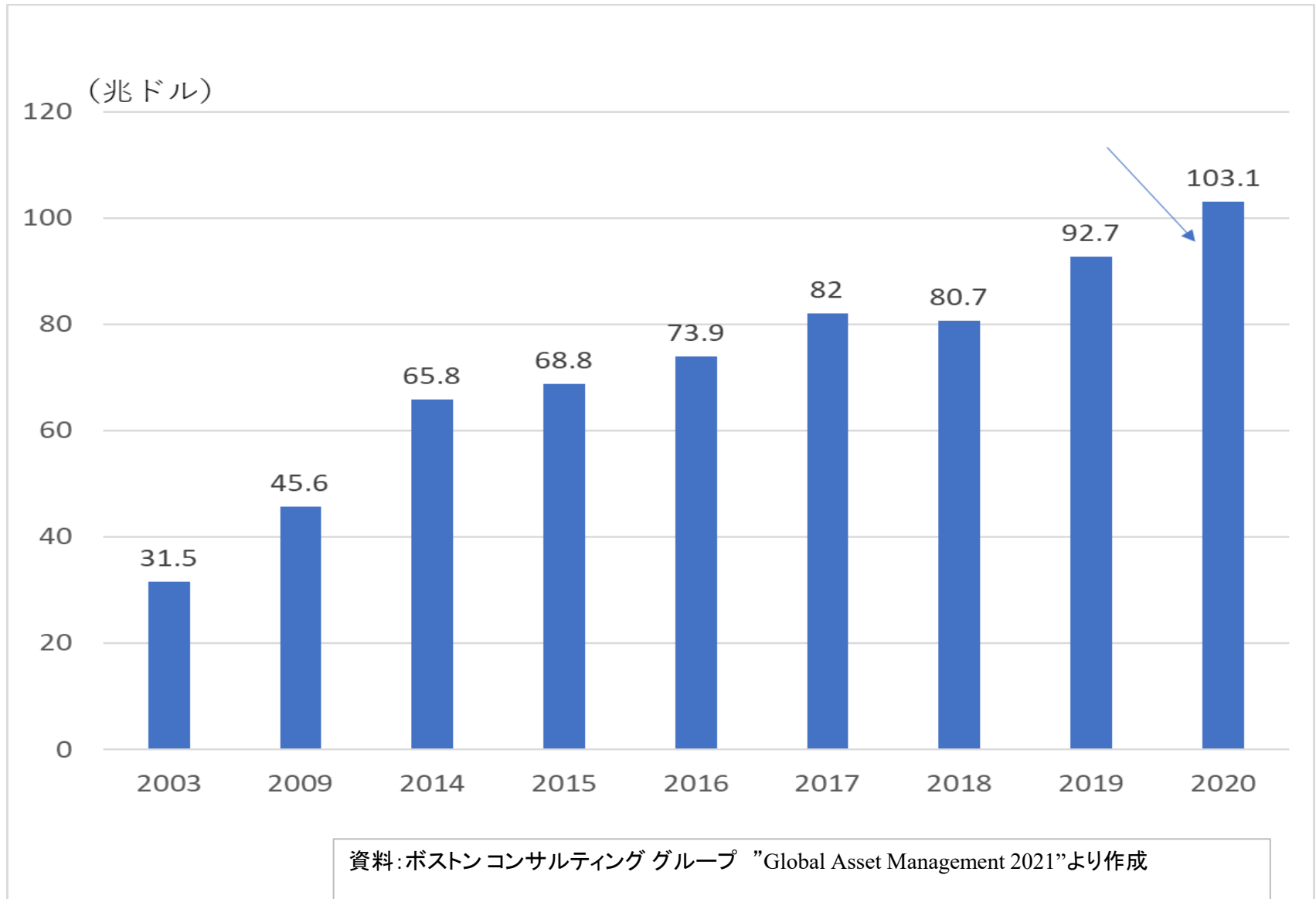
<投資判断基準>

- ・NPV(Net Present Value)
- ・IRR(Internal Rate of Return)
- ・割引率
国債金利+リスクプレミアム
- ・市場利回りとの比較で判断
- ・投資インデックス等が整備

アービトラージ(裁定)
が必ずしも作用せず

インフラ(官民施設を含む)

世界の運用資産残高の推移



3. 不動産投資・証券化市場のさらなる発展に向けて

◆デットの恐怖

- 不動産市場とは必ずしも関係なく訪れる金融危機。
- 金融危機で業界関係者が改めて認識したことは、デットを調達できなければ経営破綻するという当たり前の事実。
- 株主重視は流動性確保には直結せず(米国のような財務基盤改善のための増資は受け入れられず)。
- LTV引き上げへの誘惑(レバレッジ効果、節税効果など)

◆金利上昇への懸念

- 機関投資家などの多くは、不動産の利回りよりイールドスプレッドで投資判断しており、その低下とともに不動産市場への資金流入が減少する可能性。
日本市場の高イールドスプレッドは低金利によるところ大。
- 金利上昇による不動産価格の下落の懸念
賃貸物件のCFの変化は小さくとも、キャップレート上昇の価格に及ぼす影響大。

◆バブル生成とその崩壊に関する経験と記憶の伝承の重要性

- 90年前後のバブルとその崩壊、2000年代半ばの地価高騰と金融危機との遭遇の過程における不動産会社の対応の違いは、経験と記憶(経営者、実務中核者)に依存するところも大きい。
- 金融危機時に、(資金逼迫でなく)事業性の問題から経営破綻に至った不動産会社、ファンドの多くは新興企業。
- 「金融の記憶は早い」(ガルブレイス)とすれば、これからの企業の対応が課題。

◆市場の声

- 「市場の声」は多くの場合、一様ではないにもかかわらず、ある特定の主張が「市場の声」の名を借りることがある。

◆不動産のマーケットサイクルとバブルの認識

- 不動産のマーケットサイクルの認識の普及が必要
- リスクマネジメントの重要性

不動産投資市場では、金商法の施行によりコンプライアンス意識は飛躍的に向上。金融危機によりリスクマネジメントの重要性を認識。

- マクロだけでなくセミマクロ、ミクロの指標の活用

◆不動産バブル崩壊への対応(企業サイド)

＜事前対応＞

- ALM(Asset Liability Management): 資産運用と負債の資金吻合
- オフバランス: 資産負債の保有リスクを分散
- 賃貸事業による安定収益確保: 賃貸収入のCF減少は限定的
- 流動性の確保: 売却しやすい資産を保有、フォワードコミットメントの回避

＜事後対応＞

- 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)

◆人材育成、ネットワークの重要性

《 主要参考文献 》

- (一社)不動産証券化協会編著、田辺信之監修「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年4月)
- (一社)不動産証券化協会「ARESマスター テキスト」(2021年)
- (一社)不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」(2021年)
- (一社)不動産証券化協会「不動産投資運用業のコンプライアンス」(2021年)

- 田村幸太郎編著「不動産ビジネスのための金融商品取引法入門」(ビーエムジュー, 2006年11月)
- 内藤伸浩「アセット・ファイナンス」(ダイヤモンド社, 2003年6月)
- 田辺信之「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス 第3版」(日経BP社, 2011年12月)
- 田辺信之「不動産投資市場再生のシナリオ」(住宅新報社、2009年12月)
- 田辺信之著、田中俊平監修「基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法」(日経BP社, 2008年4月)
- 田辺信之「図解不動産業 不動産証券化入門」(住宅新報社, 2006年4月)
- 田辺信之「不動産投資のイノベーション」(ダイヤモンド社, 2000年3月)
- 田辺信之「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(日経BP社、2015年3月)

(五十音順)

- ・ 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。