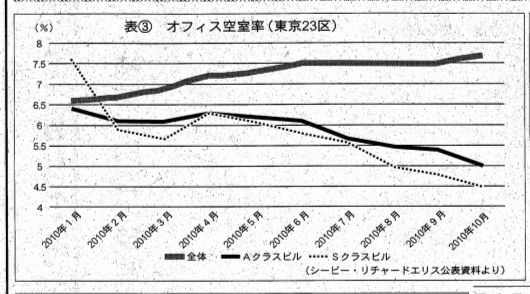
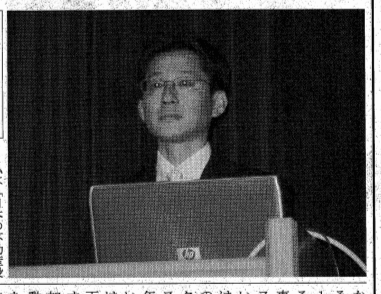
新春特集 不動産ファンドフォーラム “地方都市における不動産証券化”



第2部 日本の不動産投資市場の現状分析と将来展望

社団法人　不動産証券化協会　調査部長　友永　圭亮　氏



私は「日本の不動産投資市場の現状分析と再生回復に向けた将来展望」ということについてお話しさせていただきますが、全体を不動産市場、Jリート市場、不動産私募ファンドとCMBS（商業不動産担保証券）市場、今後の展望という四つのテーマに区切ってご説明します。

CMBSの償還で地方物件売却の動きも

まず、国内の不動産市場に関してですが、オフィス市場の供給面では、3大都市圏と地方主要都市を合わせた竣工年次別ストック量で見ると、1990年代初めに比べ、2000年代は総じて少ない状況で、今後、2010年から3年連続して一時的に200万平方㍍を超える計画供給量が見込まれています。一方、これを需要の面で予測するのは難しいのですが、東京ビジネス地区に限って見ると、今年から徐々に回復基調になると見られ、賃料も2011年を底に回復するだろうと言われています。東京23区全体のオフィス空室率はまだ上がっていて、10年10月期で7.5%を超えているのですが、この中の上級クラス、いわゆるSクラスのビルの空室率は10年に入って下がってきています（表③参照）。これは、賃料水準が全体的に下がっていて、一方ではオフィス統合ニーズが増加しているので、"両方の動きがマッチングし始めた"ためであると推測されます。これらの動きが周辺の中小ビルに波及していけば、11年には賃料も底打ちする動きにつながっていくものと期待感も込めて予測しています。

不動産投資市場の動きを、Jリートに組み込まれたすべての物件を対象にした数値を例にとって見ると、インカム収益率は非常に安定しているのですが、キャピタル収益率が07年以降にいったん大きく低下し、キャピタル収益率への依存度が高い総合収益率もこれに連動して低下しました。しかし、08年後半をボトムとして総合収益率も上昇に転じています。このJリートの対象物件の総合収益率をオフィス、住宅、商業の施設用途別に分けて見ると、住宅はオフィスに比べ変動率が小さく、このうち商業と住宅は09年後半からプラスに転じています。

不動産売買市場も09年の上期をボトムにして取引件数は上昇気味で、少しずつですが売り手と買い手の目線が合ってきたような感じがしています。10年から3年間は多くのCMBSが償還期を迎え、リファイナンス外部への物件売却のいずれかを選択するわけですが、地方にある物件は売買マーケットに出てくる可能性が高いと見られます。

落ち着き見せ始めたJリート市場

Jリート市場の動きをもう少し細かく見てみましょう。東証リート指数とTOPIX（東証株価指数）などの推移を最近8年間にわたって見ると、Jリートと東証1部に上場する企業の株価動向を示す東証1部不動産業株価指数とを比較すれば、東証1部不動産指数の上下が大きいことがわかります（表④参照）。

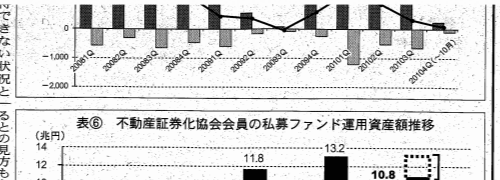
一方、TOPIXとJリート指数を比較すると、TOPIXよりリート指数の変動率の方が大きくなりました。これは05年から06年にかけて一時的に国内景気が回復するとの見方が強まり、リートにも大量に資金が回ったこと、同じタイル収益率への依存度が時期にイールドスプレッド（長期債権と短期債権の利回りの格差）に魅力を感じた外国人投資家が急激にリートの買い意欲を強めたためです。この状況でも外国人投資家が他の投資家層に比べ、07年に大きく買い越した状況が見て取れます。その後は、サブプライムやリーマンショックの影響で、株式とともに下落基調に転じています。

Jリートの分配金利回りでは、インカムゲインのところだけに注目すると、08年下期以降、つまりリーマンショック以降も株式に比べJリートの分配金利回りは下がっておらず、収益構造の安定性の高さを示しています。東証リート指数を下回り投資しながら総じて低迷気味で破綻懸念が起きた08年ごろまでは、Jリートの指数は株価以上に売られていました。

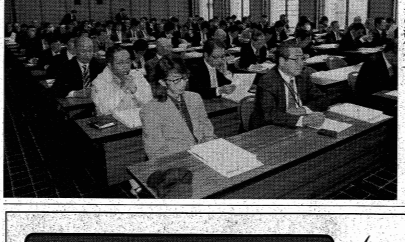
証券化市場は“再起”へ

Jリートに関しては、リーマンショック以降も株式に比べJリートの分配金利回りは下がっておらず、収益構造の安定性の高さを示しています。東証リート指数を下回り投資しながら総じて低迷気味で破綻懸念が起きた08年ごろまでは、Jリートの指数は株価以上に売られていました。

それは先ほど説明した融商品にいろいろなことになるのですが、リーマンショック直後の08年後半には、TOPIXが45%も下落したのに対し、リート指数は5%を超えたのに対し、リート指数は5%を超えていました。本来はミドルリスクの特性がありましたが、この時期はリートのスポンサー企業が倒産し、本来、倒産隔離されているはずの投資法人に関してもこの影響が出るのではないかという懸念が株式より投資家を惹きつけていました。



（注）各年とも12月末時点、取得価格ベース
（注）減少額（2兆3,312億円）の内訳：
・回答会社数の減少による差異：2兆2,236億円（95.4%）
・資産売却、ファンド償還による減少：1,076億円（4.6%）



私募ファンドの動向

私募ファンドの市場も非常に厳しい状況ですが、"不動産私募ファンドにまで波及する"ことで、資産価格の上昇や不動産取引の活発化という不動産市場全体の活性化に導かれることが理想です。

中でもJリート市場は、銀行、投資信託、生損保による安定キャッシュフローを嫌う買い越し継続と、日銀による11年末までの約5000億円のJリートの買いの動きを活発化させようとしています。ただ、CMBS市場は2007年の約2兆3,000億円の発行額をピークとしたままで、今はリーファイナンスを中心とした発行にとどまっているのが実状です。

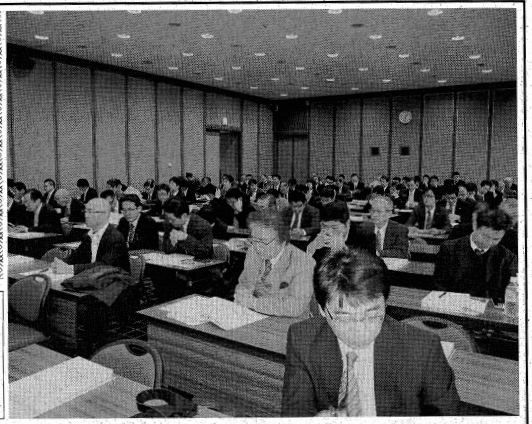
最後に、不動産証券化市場の今後の展望について述べます。Jリート市場は、Jリート投資口価格が順調に推移しているため、PO（公募）、IPO（新規公開）を伴う物件取得を通じた不動産投資市場全体への活性化につながる期待が持てます。これが、不動産私募ファンドに波及する最大の鍵です。

最近は年金資金の中にも市場に興味を持って入ってくるケースが見られるようになり、オルタナティブ（代替）投資のうちのいくらかが不動産投資市場に確実に流れてくる仕組みを今後、作ることが課題です。海外の投資家も日本の不動産マーケットのボトムの時期を見極めて再び投資の動きを活発化させようとしています。ただ、CMBS市場は2007年の約2兆3,000億円の発行額をピークとしたままで、今はリーファイナンスを中心とした発行にとどまっているのが実状です。

最後に、不動産証券化市場の今後の展望について述べます。Jリート市場は、Jリート投資口価格が順調に推移しているため、PO（公募）、IPO（新規公開）を伴う物件取得を通じた不動産投資市場全体への活性化につながる期待が持てます。これが、不動産私募ファンドに波及する最大の鍵

2010インセミナー仙台

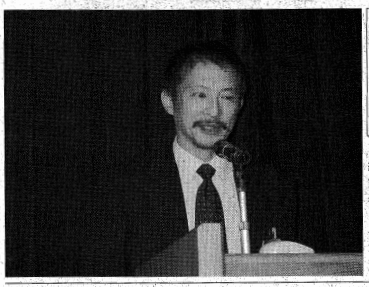
2010年12月1日
アセットブレインズ仙台ネットワーク
共催　仙台商工会議所不動産部会
(本紙など後援)



アセットブレインズ仙台ネットワークと仙台商工会議所不動産部会との共催による「不動産ファンフォーラム2010イン仙台　地方都市における不動産証券化セミナー」が、昨年12月1日、仙台市青葉区の仙台商工会議所で開催された。今年で5回目となった同フォーラムには本紙などが後援した。

昨年10月に開催された日本銀行政策委員会・金融政策決定会合で、株価低迷や円高対策を目的とした追加の金融緩和策を実施することが決まった。この中に、日本銀行が昨年12月を皮切りにリートを約500億円規模で買い入れることも盛り込まれ、これに反応してその後、東証リート指数が2009年9月以来約1年2ヵ月ぶりの水準にまで回復するなど、大きなインパクトを与えた。長く凍結状態が続いてきた不動産投資市場の中にも、こうした希望の灯りが見え始めており、今後、年金などの資金がJリートにスムーズに流れてくるようになれば、本来、安定した収益構造を持つリートの特性がより際立つ可能性も高い。

一方、地方都市の不動産市場は、首都圏に比べれば回復の歩みは遅いが、昨年後半あたりから市場をボトムとにらんだ実需投資が見られるようになり、今年以降の市場の本格回復に期待が持たれる。フォーラムには建設・不動産業関係者など130人前後が参加し、それぞれのビジネス環境と市場回復時期をマッチングさせるべく熱心に聞き入っていた。



第1部
国土交通省政策集2010のポイント

国土交通省　東北地方整備局建政部　住宅調整官　芭蕉宮　総一郎　氏

きょうは、「国土交通省政策集2010」から国土交通省の住宅・都市分野の施策動向に関するポイントのいくつかをピックアップしてご説明いたします。

国土交通省政策集2010は、政権交代後に国土交通行政を大胆に転換するべく、国土交通省が大きく舵を切ってから初めて作成する重要政策集で、国土交通政策全般の目指すべき方向性を示すとともに、特に今年度から来年度にかけて重点的に取り組もうとしている具体的な政策を網羅しています。今後、この政策集の実現を図る観点から平成23年度予算要求や税制要望、法令改正に取り組む事になっています。

特定都市再生緊急整備地域を指定

「大都市の国際競争力の強化」に向けては、都市再生特別措置法の前倒し延長や拡充に向けた取り組みを行います。具体的には、特定都市再生緊急整備地域（仮称）制度を設けて、国際競争力強化の観点から、特に緊急かつ重点的に都市整備を進める対象地域を指定します。

国土交通省政策集2010では選択と集中の観点から限定します。

この指定地域に対しては、官民連携による協議会を組織し整備計画を策定します。また、整備計画の策定および実施に係わる予算支援を行うとともに、税制面では登録免許税や不動産取得税などについて、都市開発を行う民間事業者に対する思い切った税制支援を実施します。

金融面でも、民都機構の資金調達に対する政府保証規定を法律で措置することが必要となります。開発が長期にわたる優良な民間都市開発事業について、民間都市開発推進機構による民間都市開発事業に対する出資および金利負担の軽減を行います。具体的には安定的な賃料で長期に資金調達ができる仕組みとして、メザニン支援業務を創設します。これらに関しては来年度の予算概算要求に対する「都市機能まちなか立地支援」と、空きビル再生など施設を改修する場合に、設計費、改修費、多目的ホールや図書館等の賑わい交流施設部分の購入費に対する「空きビル再生支援」さらには、多目的広場等を一定の権限を付与し支援する仕組みを創設し、まちの管理・リニューアルへの民間の参加を促すための支援を行います。

この中では特に新しい公共の担い手による自発的・戦略的な地域づくりの促進については、従来の縦割り・横割りを超えた地域戦略を提案する広域連携主体や新しい公共の担い手による「新たな担い手」による自発的・戦略的な地域づくりの促進については、従来の縦割り・横割りを超えた地域戦略を提案する広域連携主体や新しい公共の担い手に一定の権限を付与し支援する仕組みを創設し、まちの管理・リニューアルへの民間の参加を促すための支援を行います。

この中では特に新しい公共を担う民間主体のまちづくりへの参画促進に向けて、都市再生整備計画を、これまでの市町村による施設整備のための計画から、官民連携のための計画に転換する事が注目されるかと思います（表①参照）。

民間建設物に国交省が直接耐震化を支援

「まちなか居住・コンパクトシティへの誘導」では、都市機能のまちなか立地を支援する暮らし・賑わい再生事業を創設します。11月下旬に福島市で旧さくら野ビルの再生事業ともなった「MAXふくしま」がオープンしました。商業施設や医療施設などの複合施設のうち、4階部分に入った賑わい交流施設・アクティブシニアセンター（仮称）の施設購入費や整備費の全体部分の改修設計費、改修費23%分が補助を受けました。

このように、暮らしにぎわい再生事業は、