



第1部

仙台・東北圏の最新不動産事情

アセットブレインズ仙台ネットワーク 事務局長 佐々木 正之 氏

2006年から開催している本フォーラムは、地方経済の活性化と地域特化型のご当地ブランドの組成を...

日本の不動産投資市場は、大胆な金融緩和と政策等により緩やかな回復基調が...

Jリート市場は相場57社、資産規模約15兆円(16年8月末現在)と拡大を続けており、対象不動産に物...

地方都市では証券化の経験やノウハウを持った人材が不足し活用は進んでいません。国土交通省では、「地方都市の不動産証券化ガイドブック」や「公的不動産(PRE)の民間活用の手引き」の策定等を通じて、...

本フォーラムでは地方都市の不動産証券化事業の推進をテーマとして「地方都市の不動産証券化ガイドブック」や「不動産投資市場政策懇談会」の提言の解...

説を中心に、日本の不動産投資市場の現状や今後の展望について、さらに地方都市での不動産証券化ビジネスの可能性について、専門の講師の方々から解説をいただきます。

取引対象が3極化

講師の方々の講演の前に私から宮城・仙台圏の最新不動産事情について解説させていただきます。

地価動向を見ると不動産市況は堅調に推移しており、投資家だけでなく一般事業法人の取得意欲も高く上昇傾向にあります。9月下旬の地価調査でも、仙台市内では地下鉄東西線開業やJR仙台駅周辺の再開発事業などの影響で住宅地で4・5割、商業地で7・6割上昇しました。3月の地価公示で地下鉄・連坊駅に近い仙台市若林区裏柴田町が住宅地で全国5位の上昇率となったのが特徴的です。

県内全体の土地取引件数を見ると、震災前に2万件強でしたが、2013年に約3万8000件、14年がピークの4万1000件、15年は約3万3000件となり落ち着きを見せ始めています。県内の新設住宅着工戸数は震災から5年が経過し徐々に減少、16年の予想値は対前年比88割の約2万1000戸と想定されています。このうち投資市場に影響の大きい貸家(共同住宅含む)は昨年比約20割減の約9300戸を見込んでいます。13年に1万3674戸でピークを迎えました。これは災害公営住宅などもカウントされていたものです。

仙台市内の主要賃貸管理会社アンケートからまとめた仙台圏居住用新築賃貸住宅入居率は9月現在で約93割で、12、13年の約98割と比較すると空室率が増えています。

Table with 12 columns (Year 2005-2014) and 3 rows (National, Market,仙台・東北圏). It shows trends in REIT performance and market activity.

います。仙台市内中心部エリアの入居率は高い水準で推移していますが、郊外エリアの空室率の上昇が目立ってきています。今後は空室対策が重要なテーマとなり、今後の変化を予測し先手を打った対応が必要になると思われます。

さて、宮城県を中心とした東北圏のJリート市場ですが、9月末現在で資産総額2683億5000万円、物件数1144件で、平均単価は23億5000万円です。これはJリート全体の資産平均単価44億4000万円に比べると約半分



です。Jリートの資産規模が全国で15兆円、物件数が3381件の中で東北が占めるのはそれぞれ1.79割、3.39割ですが、いずれも5割前後にはなっていないと以前から感じていました(表参照)。

また、アセットブレインズが独自調査した仙台圏の事業用不動産取引状況ですが、1件あたり3億円以上の主な取引は昨年が約70件の約1200億円、このうちJリートが9件の391億円、今年10月末現在で60件の約854億円、Jリートがこのうち9件

が持っていると見られます。Jリートが取得した不動産の用途別割合を見ると、三大都市圏は事務所が48割、住居が21.1割、商業が14.9割などとなっています。また、地方圏においては商業が34.9割、ホテルが14.6割、物流施設が13.5割となり、人口規模が小さくなるにつれて商業施設、ホテル、ヘルスケア施設、物流施設の占める割合が大きくなる傾向にあります(表①参照)。

288億円です。昨年は仙台駅前のアールをJリートが取得した金額も含まれていましたので、これを考慮するとほぼ昨年並みの取引規模になったと見ています。取引対象となっている物件は三極化していて、リートが購入するSクラス、本業の収益が向上している一般法人が低利回りであったりも投資目的で購入するAクラス、通常の投資家が金融機関のローンを付ける前提で購入するその他という形に大きく分類されるのが今のトレンドと見えています。

が持っていると見られます。Jリートが取得した不動産の用途別割合を見ると、三大都市圏は事務所が48割、住居が21.1割、商業が14.9割などとなっています。また、地方圏においては商業が34.9割、ホテルが14.6割、物流施設が13.5割となり、人口規模が小さくなるにつれて商業施設、ホテル、ヘルスケア施設、物流施設の占める割合が大きくなる傾向にあります(表①参照)。

地方二二に合った施設用途を不動産証券化事業を地方都市における有効性という観点から考えると、地元事業者や地域金融機関等の多様な地域関係者の参画を得て地域一体で不動産形成・再生事業を進めることができれば、地方創生に貢献できることや、地方創生に貢献する不動産形成・再生事業のリスク・リターンを地域で共有でき、多様な関係者による説明責任が高まるので事業ガバナンスが向上することが挙げられると思

います。ただし地方で証券化事業を行うにあたっては、それぞれの地域の社会経済状況の変化を踏まえながら地域で拡大が見込まれるニーズを捉え、安定的な収益を生む運営スキームや、公的資金、クラウドファンディングなどを活用した多様な資金調達方法を検討する必要があります。また、証券化対象施設については地方二二に合った用途の検討も大事です。高齢者支援施設は中心部への居住者促進およびコンパクトシティなど、行政施策と関連する部分も多く補助や支援メニューが豊富です。病院なども親和性が高くCCRなど一体的整備も有効です。昨今の観光需要の増加で不足する地域

も多いと見られるのはホテルです。ホテルはランクや運営形態の違いで事業計画が多様なため事前の市場調査が事業性を左右します。新幹線延伸や空港民営化などのインフラ、DMOなどの観光戦略の動向への注視が必要で、周辺市街地や高速道路など、交通要所との位置関係が重視されるので郊外に立地することが多いです。さらに公共施設の証券化の動きも今後、活発化してくるはずですが、この背景には公共施設総合管理計画の策定など、自治体から所有する公共施設の適正化の動きが加速していることが挙げられます。自治体がテナントして入居する、公共用地を払い下げたり、公共施設を運営委託するなどという民間との連携がいつそう進みそうです。

地方都市で不動産証券化を行うにあたり、解決しなければならぬのは専門家の確保面です。まず、会計・税務面では、証券化手法は単純な資金調達だけでなく、投資家保護の観点から透明性の高い資金流動が求められます。SPC設立や二重租税の回避など、会計・税務に関する専門的知識が求められる分野です。次に法務面です。事業手法によって根拠法が変わってくるので金融関連法規に精通した専門の支援が必要で、また建築基準法や都市計画法など建築関連の法規にも精通し総合的判断ができることも求められます。アセットマネジメントでは地域マーケットおよび計画する施設の業態に応じたマーケットに精通している事業者を確保する必要があります。計画段階からアセットマネージャーを検討

チームに入れておくことで、長期的な資金計画目線での判断を仰ぐことも可能となります。コンストラクションマネジメント分野の人材は投資家利益保全のため、第3者の目線として導入検討が必要となります。投資家の利益に資する仕様となるよう、建設時点において公平なマネジメントが求められます。

近年、全国の空き家増加が社会問題となっており、1993年に448万戸、9・8割だった空き家数と空き家率は、20年後の2013年にはそれぞれ13.5割、820万戸と大きく増加しました。国内で空き家率の高いのは上から順に山梨県17.2割、以下、愛媛県、高知県、徳島県、香川県16.6割となっており、(表②参照)。

国土交通省では全国の空き家・空き店舗等を活用した地域活性化の施策を推進していますが、国内では実際の活用事例も出てきています。岡山県倉敷市の倉敷町屋トラストは、無人のまま8年間放置されていた空き家を、NPOが主体となって正会員101万円の会員制で資金を集め宿泊施設に改修しました。会員は地元住民や建築家で構成され、町家の再生・活用を通して地域の生活文化を継承し、景観の保全を図る目的で活動中です。

第2部

地方都市における不動産証券化の役割について

国土交通省土地・建設産業局 不動産市場整備課不動産投資市場整備室 室長 伊藤 夏生 氏

私からは地方都市における不動産証券化の現状と今後の展望というテーマでお話させていただきます。

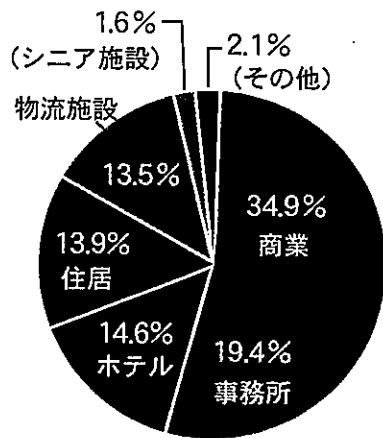
Jリートの地方都市における取得動向ですが、近年は三大都市圏のみならず、地方都市まで広がりをみせ、年々その物件取得割合は増加傾向にあります。取得対象の物件所在地の都道府県の範囲は2001年9月のJリート創設時の16都道府県から、この9月末時点で45都道府県に拡大し、このうち商業施設は38、物流施設は22都道府県に拡大しています。

現状では投資エリアは三大都市圏に加え、札幌、仙台、福岡、広島、岡山等の政令指定都市に集中していますが、国内の政策が都市再生・地方創生への寄与②対投資の促進・不動産業の国際力強化③コンパクトシティ形成と地方財政への寄与④環境性能・防災等に強い良質な不動産ストックの形成⑤高齢化社会に向けたヘルスケア関連不動産の整備⑥観光立国の基盤整備⑦というテーマに沿って立案されていますので、今後は地域創生が進行する中、地方都市の成長に期待

また、山口県周南市の徳山駅前和光ビルリノベションファンドは、JR徳山駅前徒歩30秒の空きビルをリノベーションし、レンタルスペースとして運営しています。不足している市民交流拠点および小規模複合施設として整備し成果を挙げています。徳山駅周辺

また、山口県周南市の徳山駅前和光ビルリノベションファンドは、JR徳山駅前徒歩30秒の空きビルをリノベーションし、レンタルスペースとして運営しています。不足している市民交流拠点および小規模複合施設として整備し成果を挙げています。徳山駅周辺

表① Jリートが取得した地方圏の不動産用途別割合



表② 空き家率の高い都道府県

順位	都道府県	平成20年	平成25年
1	山梨県	16.2%	17.2%
2	愛媛県	14.5%	16.9%
3	高知県	15.7%	16.8%
4	徳島県	14.9%	16.6%
5	香川県	15.1%	16.6%
6	鹿児島県	14.8%	16.5%
7	和歌山県	16.5%	16.5%
8	山口県	14.6%	15.6%
9	岡山県	14.2%	15.4%
10	広島県	13.7%	15.3%

の中心市街地エリアの活性化の核となる事業となつていきます。私たちはこの様な不動産ストックを核として、まちづくりの視点を重視した新たなサービス・付加価値を提供する不動産ストックビジネスの発展が必要と考えており、これをさらに加速させていくための課題の一つの解決策としてクラウドファンディングを活用した資金調達にも注目しています。

クラウドファンディングは、インターネット上で事業のアイデアやプロジェクトを紹介し、プロジェクト

に共感し賛同する人から広く資金を集めるものですが、その市場規模は2012年度は100億にも満たなかったものが、16年度見込みでは約6倍となり、500億円に届こうかという勢いです。クラウドファンディングを活用した例としては、奈良県明日香村の古民家活用おもてなしファンDがあります。調達した資金を活用して古民家をゲストハウスに改修し、外国人等の宿泊者に地域資源を活用した多彩な体験プログラムを提供しています。出資者にはゲストハウス営業等

日本の不動産投資市場の現状と今後の展望

公立大学法人宮城大学 事業構想学部 教授

キャリア開発センター長 田邊 信之 氏



日本の不動産市場はこう着状態にあると思つていますが、一方で金融市場が少し変化している状況下で、不動産投資市場の現状と今後の展望についてお話しさせていただきます。

国内の不動産のマーケットサイクルは、第1回目のピークが高度成長期の1960年代前半、2回目が日本列島改造論が出たときの70年代前半、3回目がいわゆるバブル期の80年代前半、そして4回目が都市部を中心に地価が上がった2006年頃で、平均するとおよそ15年サイクルです(表③参照)。次のピークがちょうど東京オリンピック開催時と重なりそうですが、サイクルがやや短くなりつつあるのも最近の傾向です。

国交省の不動産価格指数によると、全国の住宅地価格はマンション価格だけで、その他の住宅地価格、戸建住宅価格などが軒並み上昇しているわけではありませんが、一方、投資用不動産価格は現在も上昇基調にありますが、分譲マンション価格が都内では価格にかげりが見え始めている状況が

から、これから不動産価格が上がるか下がるかは投資用不動産市場に注目すべきでしょう。

では、投資用不動産価格が上がるか下がるかの要因はというと、収益が上がる、つまり不動産が生み出すキャッシュフローが増加するか、利回りが下がるかのどちらかとなります。収益が上がる時とは一般的に景気が良い時、一方の利回りは金融市場の要因に左右されます。アベノミクス以降、金融市場に流れるお金は以前よりかなり増えていますが、これをマネタリーベース(銀行などが保有するマネー)とマネーストック(市中を流通するマネー)に分けて見ると、マネーストックの増加率は年2~4割で、日銀が銀行へ供給を増やしてマネタリーベースが増加しているほどは増えていません。(表④参照)これが景気回復が本格化しない要因の一つでもあります。

日銀は金融政策の柱を金利から量的緩和に移行し、再び金利に照準を合わせてきています。マイナス金利の導入だけでなく、10年国債の利回りもほぼ0割の目標で合意していますので、そう簡単には金利は上がりたく、不動産価格は下がりにくい状況となつていきます。景気が良くなれば通常は金利は上がりますが、投資家はしばらくこう着状態が続くだろうとの見方が多く、今以上に突っ込んだ投資には動いていません。リスクがあるとする、やはり米国のトランプショックが気になることで、米国のインフラ投資が進み景気が上向いて金利が上昇した時、円を売ってドルで運用する動きが活発化すると円安になる要素となります。これは輸出企業主導の日本にとつてはプラスに向く要因となります。ただ、これ

第3部

市場型間接金融が主流に

これまで不動産市場の現況をお話ししましたが、これまでの市場の経緯も踏まえた不動産投資市場の潮流という観点からお話ししたいと思います。

かつて日本では国鉄清算事業団の旧国鉄用地売却に「地価を顕在化させない処分方式」として信託方式や不動産転換ローン等のスキーム活用が検討され、社会資本整備のための新たな資金調達パイプの創設が考えられ始めました。1980年代後半に不動産証券化の本格的な議論が開始されましたが、金融緩和したのがバブル期であったため資金調達のための証券化二、

その後、バブルが崩壊し不動産価格の大幅かつ継続的な下落という現象が起きると不動産保有リスクが顕在化し始め、不動産を持ちきれなくなった企業が小口化してリスク分散を図ろうとする動きが活発化し、これが資産流動型の不動産証券化二の誕生につながったわけです。この時代は金融機関が金融リスクを一手に引き受けていて、金融機関自体の倒産危機もありました。金融機関はその後経営回復して以降も同じリスクを避ける意味で、それまでの間接金融から、株式・債券市場を通じてお金を調達させる市場型間接金融へと舵を切ったのです。その後不動産の証券化二は増大し、資産流動型から資産運用型、開発型へと不動産投資市場は変遷していきました。企業の資金調達構造は明らかに変化しており、金融機関の貸出残高は年々減り、代わって社債や株式・出資金による資金の調達が増えています。この潮流が後戻りすることはないとというのが、私の市場に対する見方です。

投資家の目線で投資市場を見ると、他の金融商品と比較した際の不動産の市場化という流れが自然に起きてきました。私は不動産市場の金融との融合による構造変化はA B C D Eというキーワードで表せると思つています。まず、Arbitrage(裁定)です。都市部が地方か、一般事業か不動産事業かなどリスクとリターンを見極めた上で投資先を決める裁定取引の流れが生まれました。次にBottleneck(ボトルネック)です。これにはグローバル化に加え、投資対象や投資家の拡大、不動産の証券化から事業そのものの証券化などという動きも含まれます。有利なところならどこにでも投資するというものです。これら投資の動きはやがてConcentration(集中)を生みます。都市間競争においての広域地方圏の中核都市であったり、富裕層への富の集中などです。さらに投資の動きが進むと投資する側に一定の規範が必要となり、不動産投資基準といったDe facto standard(事実上の標準)が生まれます。そして、これは有利なもの

からの収益を配当するほか、無料宿泊券や特産品セット等の特典を提供しています。このほか、座敷わらしで有名な岩手県二戸市の温泉旅館・緑風荘も火災で全焼した施設を再建するため、この手法を活用しました。旅館営業による収益を出資者に分配するほか、無料宿泊券、座敷わらしグッズなどを提供しています。

不動産価格の力

日本も金利を上げざるを得なくなると、違った展開が出てくるかも知れません。またでは銀行の不動産業向け貸出残高が増え貸出リスクが相対的に増していると言われていますが、私から見れば必ずしもそうではありません。上昇しているのは事実だが不動産業向け貸出比率が他産業向けに比べ極端に多いわけではなく、異常値とはなっていないからです。もう少し長期の視野で見れば必要があるのではないのでしょうか。

不動産証券化は

投資するのには良いけど、Environment(環境)やEcology(生態)にも配慮が必要だという流れに進展してきたのです。これらはいずれもリスクマネジメントの重要性が高まっていることが背景にあり、市場からお金を調達する際に金融市場との連動が不可避であることから起きるものです。現在、国内企業の投下資本利益率は低下しています。1960年から80年あたりにかけては製造業の総資本営業率は10割、非製造業でも6割くらいありましたが、現在はいずれも3割程度です(表⑤参照)。2~3割の利益率の事業に投資するより、低くなったとはいえず前後後取れる不動産投資をした方が有利と判断する者が多いのが現在の潮流で、マクロ的にはこういう動きは続いていくでしょう。一方で、不動産証券化の対象施設の用途が多様化していく中で、ヘルスケア施設やホテル、インフラなど運営の巧拙に大きく投資効果が左右される施設は、間接的にその運営事業に投資していることも言え、事業の証券化への投資にどんなに近づいているという見方もできます。

お話ししてきたように、不動産投資市場と金融市場が密接に連動している今、不動産市場とは関係なく訪れる金融危機に備える意識は常に持つておく必要があるでしょう。

