

新局面を迎える不動産流動化市場

不動産の金融商品化が進む流動化第2フェーズ

金 惺潤



CONTENTS

- | | |
|-----------------------------------|------------------------------|
| I 回復軌道に乗った不動産市場 | IV 顕在化し始めた市場の成熟傾向 |
| II バブル崩壊から市場復興までの変化 | V 第2フェーズに移行する不動産流動化市場 |
| III 不動産流動化市場の形成と新興プレイヤーの台頭 | VI 変貌する不動産業界 |

要約

- 1 不動産市場が、バブル崩壊後の長いトンネルの出口に差しかかっている。東京など都市部では、需給が引き締まることで資産価値も上昇している。
- 2 不動産バブルの再燃を懸念する声もあるが、現状は、①法制度が整備され投資環境が整ったこと、②価格形成のメカニズムが変化したこと、③実取引に基づく価格形成であること、④海外を中心に機関投資家が不動産を重視するようになったこと——により、1990年前後のバブル期と大きく異なっている。
- 3 建築基準法の改正、金融商品取引法の施行、サブプライムローン問題など、直近の環境変化が不動産投資市場に与える影響は限定的である。より着目すべきは、流動化される不動産の質的变化と、プレイヤー間の競争環境の変化である。
- 4 2000年前後からの不良債権処理に伴い企業などが放出してきた流動化不動産の流れが、一服する兆候が見え始めている。今後は、資産価値が高く、安定的な収益源となるコア物件への投資が本格化していく。本稿ではこれを「不動産流動化第2フェーズ」と呼ぶ。
- 5 過去数年、不動産関連企業は都市部の市場回復の恩恵を最も享受することができた。特に、一般企業からファンドへ不動産を橋渡しする流動化プレイヤー、その不動産をマネジメントする不動産AM（アセットマネジメント）プレイヤーが急成長を遂げてきた。しかし、流動化第2フェーズでは、海外プレイヤーの新規参入も増え、不動産業界の構造も様変わりする。

I 回復軌道に乗った不動産市場

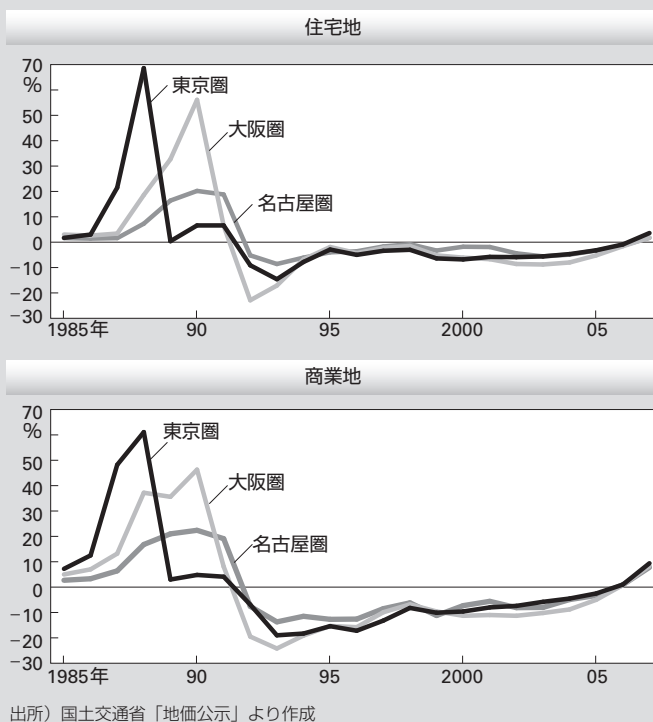
1 不動産ファンダメンタルズの回復

不動産市場が、バブル崩壊の象徴であった地価の下落傾向から抜け出そうとしている。東京、大阪、名古屋など都市部を中心に地価の回復傾向が鮮明になり、地方における地価下落も底打ちの兆しが見えている。都市部の公示地価の推移は、住宅地では2007年より、商業地では2006年より上昇に転じた（図1）。実際の取引においては、2003年ごろより取引価格が上昇し始めていたといわれている。

地価上昇の背景にあるのは、不動産ファンダメンタルズ（基本的要因）の顕著な回復である。図2は三大都市におけるオフィスビルの賃料と空室率の推移である。いずれの都市においても、空室率の低下傾向が鮮明である。なかでも東京都千代田区、港区などの都心部では、オフィスビルの空室率が1%程度まで低下し、テナントが代替オフィスを見つけることは実質的に不可能である。人材確保などに苦慮する多くの企業は、魅力ある職場環境を維持するためにも、都心を離れることが難しいものと推察される。

その結果、オフィスビル賃料は鮮明な上昇傾向に移りつつある。東京都心部では、新築「Aクラスのビル（都心部の大規模な優良ビル）」の場合、2004年当時の坪当たり月額3

図1 日本の都市部の公示地価の推移（1985～2007年、前年比）

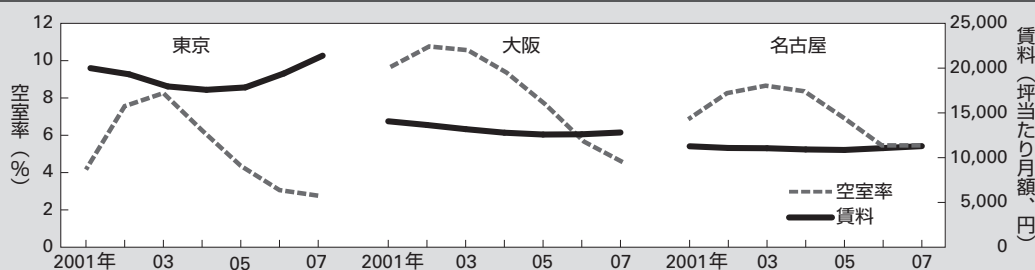


～4万円（六本木ヒルズ、汐留シティセンター）から同5～6万円（東京ミッドタウン、新丸の内ビルディング）に上昇しており、一部には8万円超（サピアタワー）もある^{注1}。中期的にも、オフィスビルの需給は引き締まった状態で推移することが想定される。

2 不動産ファンダメンタルズが地価回復の根本

不動産市場のファンダメンタルズと地価

図2 日本の三大都市におけるオフィスビルの賃料と空室率の推移



出所) 三鬼商事の最新オフィスビル市況より作成

(資産価値) との関係は、単純化すれば以下のように整理できる。

- 業績回復が著しい企業の不動産需要が、オフィスの空室率を低下させ、オフィスビル賃料が上昇していく
- オフィスビル賃料が上昇するのであれば、投資利回り（いわゆるキャップレート、詳細は後述）も上昇していくことが見込まれるため、投資家は不動産購入価格（不動産資産価値）を高く設定できるすべての事象を単純化することはできないが、不動産市場のファンダメンタルズの回復が地価回復の根本にあることは明確である。

また、オフィス市況の改善、資産価値の上昇は、都市部の地価全体を上昇させるため、住宅や商業施設、ホテルなど他の不動産にもその影響が波及している。東京都内では、2007年の新築分譲マンションの価格が、2004年ごろに比べ、2倍近い価格になることもあり、「新価格」「新・新価格」と呼ばれている。さらに、新たにオープンするホテルの宿泊料が、従来より高い価格で設定されている

ことも、地価の上昇と無関係ではないであろう。

Ⅱ バブル崩壊から市場復興までの変化

昨今では、不動産市場の回復をバブル再来と懸念する声も出ている。しかし、野村総合研究所（NRI）では、現在の不動産市場は、バブル期とは構造的に異なるとの認識を持っている。ここでは、バブル期からの日本の不動産市場の4つの変化について述べることで、バブル期との差異を説明する。

1 法制度変化による投資環境の整備

まず、不動産を証券化する法制度などが整備されたことで、不動産の流動化が進んだことが市場回復のきっかけとなった（図3）。これにより、企業は資産をオフバランス化（バランスシート〈貸借対照表〉から、不良債権など資産の一部を消し去ること）し、資本効率の改善、資金の調達を行うとともに、

図3 バブル期以降に整備された不動産関連の法制度

	1989	1990	1991～1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
法制度整備				● SPC法施行 ● 証券投資法人解禁（投資信託法改正）		● 会計5%ルールを導入 ● 不動産投資顧問業登録規程施行 ● 不動産ファンド解禁（投資法人型、投資信託型）	● 東京証券取引所、不動産ファンド市場開設			● 減損会計の自主適用判断		● 減損会計導入義務化	
経済情勢		● 株価が最高値を記録 ● 地価が最高値を記録				● 相次ぐ生命保険会社破綻、不動産放出 ● 企業の財務リストラ本格化、不良資産処理活性化		● オフィス大量供給問題、空室率急上昇 ● J-REITの上場ラッシュ、流動化市場本格化 ● 金利の実質ゼロ化				● 空室率低下	

注）J-REIT：日本版不動産投資信託、REIT：不動産投資信託、SPC法：特定目的会社の証券発行による特定資産の流動化に関する法律（当時）、現在は、資産の流動化に関する法律
出所）各種資料より作成

不動産を従来のまま活用することが可能になったのである。

加えて、複数の投資家が参画する私募ファンド、J-REIT（日本版不動産投資信託）を実現する制度が設計され、投資家層を呼び込む素地が形成されてきた。

2 不動産の価格形成メカニズムの変化

次に、不動産の価格形成のメカニズムが変化したことに触れる必要がある。

バブル期までは、国土交通省が定める公示地価や周辺の取引相場などが、不動産価格を決定する要因であった。

これに対し現在は、「収益還元法（DCF法：Discounted Cash Flow法）」と呼ばれる評価手法により、不動産価格が決定されている。これは文字どおり、賃料など不動産が生み出すキャッシュフローに基づき資産価格を決定する手法である。1990年代末に外資系投資銀行などが日本の不動産を購入するようになったことで、日本においても普及した。欧米においては一般的な評価手法である。

具体的には、賃料から管理費、修繕費などを差し引いた純収益（NOI：Net Operating Income）が不動産価格に対してどの程度か、すなわち投資利回りはどの程度かといった観点から投資の是非が決定される。この利回りを「キャップレート」、あるいは「NOI利回り」と呼ぶ。

3 実取引に基づく価格形成

上述の収益還元法によって不動産の評価が実際になされ、不動産の売買がなされた結果が、現在の回復局面であるという点にも着目

すべきである。

図4は、東京圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）の土地取引件数と公示地価の推移である。1980年代後半から1990年ごろまでのバブル期においては、地価は大きく上昇しているものの、取引件数は減少している。

この時期には不動産は必ず値上がりするという「土地神話」が成立していた。したがって、不動産を取得したい投資家は強気の高い不動産価格を提示し、保有者はさらなる値上がりを期待し保有し続けた。その結果、実取引が行われにくいなか、投資ニーズだけが加速し、価格だけが上昇していった。これが、実需や投資採算性を無視した「不動産バブル」である。

当時と比較すると、現在は取引件数が順調に増加しており、その多くの取引において収益還元法が用いられている。すなわち、現在の不動産価格の回復は、実需を反映し、実取引を行った結果なのである。

実際、バブル期には都市も地方も日本全体の地価が上昇していたが、現在は都市と地方とでは動向が大きく異なる。キャッシュフローを生み出せる大都市の地価が上昇する一方で、地方都市は上昇するまでには至っていない

図4 土地取引件数と公示地価の推移

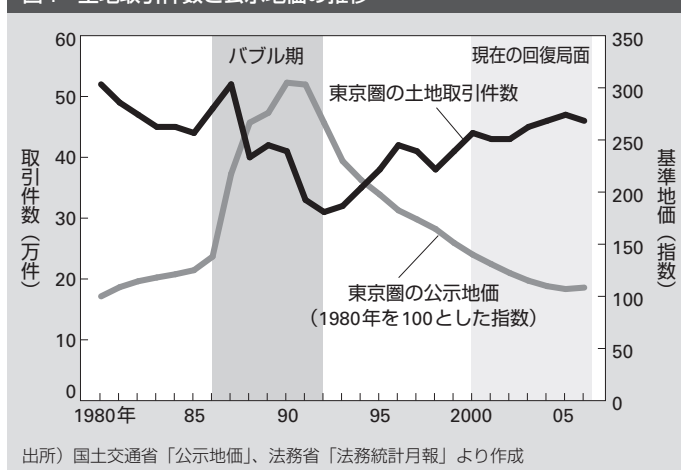


表1 主な海外プレーヤーの日本の不動産投資動向

主な海外プレーヤー	日本における不動産投資の概要
GICリアルエステート モルガン・スタンレー	東京、川崎、仙台、茨城、神戸、福岡などへ投資実績を拡大している 全日空ホテル（13棟）をはじめ、過去10年で2兆5000億円規模の投資実績を持ち、現在も1兆5000億円の残高を持つとされる
ゴールドマン・サックス エートス・ジャパンLLC プロロジス	渋谷クロスタワー、銀座ティファニービルなど大型案件を取得 松下興産、シンプレクスなど不動産保有企業のM&Aを積極展開 2010年までに日本国内の投資額を1兆円超に引き上げる計画を推進中
GEリアル・エステート AIGグループ マッコーリー REIT	約150棟のビル、1万2000戸の居住用不動産を取得済み オリナス、城山MTビル、福岡のタワー型マンションなどを取得 FLEGアメリカ橋ビルなど7物件を144億円で取得
アスコット・レジデンス・トラスト ラサルインベストメント マネージメント ルビコン・ジャパン・トラスト	シンガポールのレジデンシャル（賃貸住宅）REITであり運用総額は846億円 総資産3000～4000億円のアジアファンドのうち60～70%を日本に投資予定 オーストラリア版REITの一つで、日本においては14物件699億円を運用中
出所）各種資料より作成	

い。都市部においても、ロケーション（立地条件）などによって、地価の上昇傾向は大きく異なり、地方の郊外は依然として地価下落傾向が続いている。これは、投資対象が厳しく選別されていることを意味する。

4 欧米などの機関投資家の積極投資

欧米を中心とした機関投資家が海外不動産投資を積極化させるようになった点も、バブル期とは異なる地価上昇の要因である。

これまで、ほぼすべての欧米の機関投資家は、自国内市場でのみ不動産投資を行ってきた。しかし、欧米における投資機会の減少、アジアをはじめとした自国外の市場の拡大に伴い、リターン獲得機会とポートフォリオ（資産配分）の分散効果を高めるために、自国外においても不動産投資を始めつつある^{注2}。

事実、欧米の機関投資家や政府系投資機関（ソブリン・ウェルス・ファンド）の資金を運用する資産運用会社が日本にも数多く上陸しており、不動産投資を積極的に進めている（表1）。

5 2007年の変化要因と影響

2007年に入ってから、建築基準法の改正、金融商品取引法の施行、米国のサブプライムローン（低所得者向け住宅ローン）問題などにより、不動産投資市場が再度不透明な状況に入ったとの声もある。そしてこの影響により投資活動が縮小するとの見方もあるが、いずれの要素も短期的な影響にとどまるものと考えられ、投資活動は、中長期的には加速すると考えられる（図5）。

着目すべきは、中東、アジアなどのソブリン・ウェルス・ファンドや、欧米をはじめとした年金、大学の寄贈基金、保険などの機関投資家の投資意欲を減退させる要素は何も起きていないということである。

欧米の機関投資家は、かつて国債と株式に日本とアジアを組み込んでいったのと同様に、不動産についても海外投資を進めようとしている。

また、投資意欲が高まるのに加えて、投資環境が整ってきたことも欧米の機関投資家を後押ししている。すなわち、J-REITの情報

開示によって市場データが入手しやすくなったこと、国際的な不動産インデックスを提供しているIPD^{※3}が日本の不動産市場もカバーし始めたことによって、日本の不動産市場における価格、収益性の透明性が改善しつつあることが投資促進に寄与している。

一部では、金融機関からのノンリコース（非遡及型）ローンの調達が難しくなりつつあるとの懸念もある。それによって、物件売買が低迷し、取引価格が低下傾向にあるといった点も危惧されている。しかし、これは信用力の低い中堅以下の不動産ファンドが扱う物件（数億～十数億円）が中心であり、大規模な不動産ファンドが扱う大型物件（数十億円以上～）への融資は引き続き行われている。

邦銀各社は、企業向け貸出が伸びないなか、今後はサブプライムローン問題によって

証券化商品などの有価証券運用も厳しくなることが予想される。不動産向け融資は、案件ごとに峻別されるものの、金融機関にとって収益源とせざるを得ない状況が続くと考えられる。

Ⅲ 不動産流動化市場の形成と新興プレーヤーの台頭

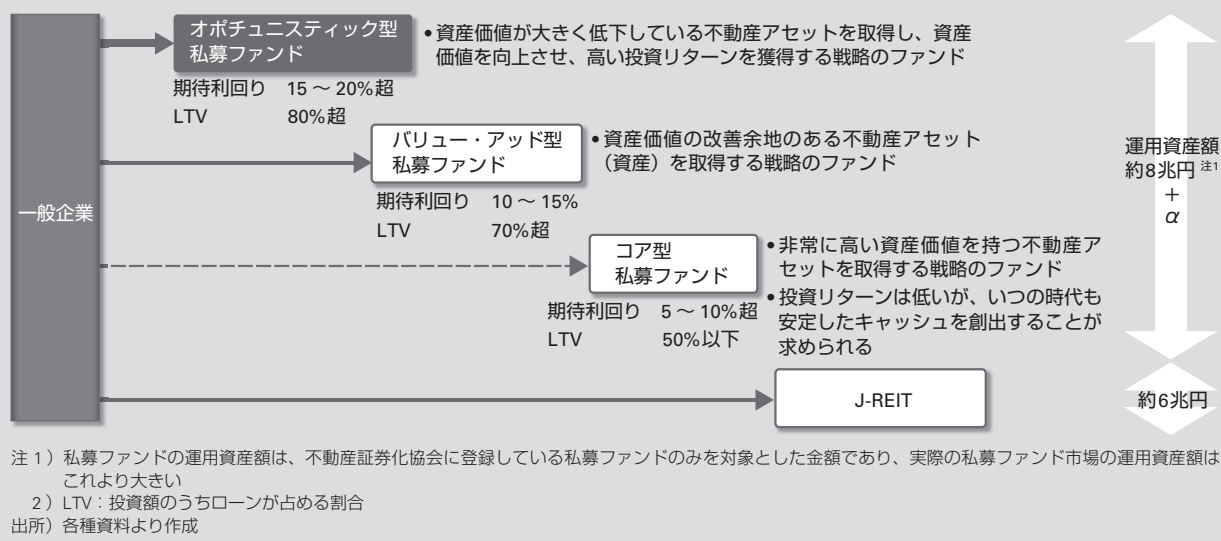
1 企業の不動産放出による流動化市場の形成

これまで述べたとおり、現在の活発な投資活動は、投資環境が整備されたことに加え、投資対象の不動産アセット（資産）が豊富に流通したことで成立してきた。この不動産アセットの供給者は、2000年前後よりバランスシート圧縮に取り組み始めた製造業、金融業

図5 2007年の日本国内の不動産市場の動き

		環境変化要因		
		建築基準法の改正	金融商品取引法の施行	サブプライムローン問題
プライベート 不動産投資市場への影響 (私募ファンド、直接投資)		- 建築確認審査に要する時間が長期化することで、ビル、住宅などの着工が大幅に遅れている - 投資市場の一部を占める開発型案件への投資が減退する - ただし、悪影響は徐々に薄れ、2008年度半ばまでに解消するとの見通しが強い	- ファンド間で不動産を転売するだけの流動化が容認されない傾向にあり、流動化を手がける中小の不動産業者への影響が大きい - ただし、大手の機関投資家の投資活動を減退させるほどの影響は持たない	- 大きな被害を受けたのは、商業銀行、投資銀行などであり、年金、政府系投資ファンドなどの投資意欲に変化はない - また、欧米においては融資の調達が難しくなっているが、日本では審査基準、審査期間、融資条件の変化にとどまっている
		大きな影響は短期のみ	一部を除き、深刻な影響なし	影響は限定的
パブリック 不動産投資市場への影響 (J-REIT)		- 新規供給物件を組み込みづらくなるため、当面のJ-REITの投資活動が進まない可能性がある - また、取得済み物件に関する再審査などにより、煩雑な事務などが増加しているという業界関係者の声も聞かれるが、影響は限定的と思われる	- 制度への丁寧な対応が求められるため、従来以上に運営会社の業務が煩雑になる - ただし、J-REITの価格下落などに直接的につながる要素は少ない	- 被害を受けた商業銀行、投資銀行などがJ-REITの売却を進めており、下落幅は大きい - ただし、REITの収入（賃料など）の変動は小さいため、REITは常にキャッシュを獲得し、配当をすることができる - 現在のJ-REITの価格水準は、キャッシュや配当を生み出す力に比べ明らかに割安であり、潮目が変われば下落前の水準に戻る可能性が高い
		影響は限定的	影響は限定的	影響は大きいものの短期的

図6 不動産流動化による不動産所有者の変化



といった一般企業であった。バブル崩壊に伴う資産価値の下落、減損会計の導入、リストラ費用の確保などのために多くの企業が不動産を手放し、代わって不動産ファンドが新たな保有者となった。いわゆる不動産流動化である。

一般企業が手放すこうした不動産の多くは、不動産ファンドなどにとって収益性が高いものであった。この時期、日本企業は不況に苦しみ、保有不動産はおろか本業にも十分

な投資ができなかった。その結果、本来の価値を発揮できない不動産が多く、これらは本来の価値を大きく下回る価格で売却された。

売却された不動産は、ファンドマネーによってキャッシュフローを生み出す資産に生まれ変わり、不動産ファンドは高い投資リターンを確保できたのである。キャップレートが15～20%超となる投資案件も多く、これらの不動産を取得するために多数の不動産私募ファンドが設立された。これらのファンドは金

表2 バブル期以降に上場した新興不動産企業の例

不動産流動化プレーヤー			不動産AM（アセットマネジメント）プレーヤー		
・資産価値が低下している不動産アセットを取得し、資産価値を向上（バリューアップ）させ、不動産ファンドなどに売却する事業者 ・マンション分譲業を中心としていた企業などが、新事業として行うケースが多い			・投資家から資金を受託する不動産ファンドを組成し、不動産投資活動を行い、資産管理フィー（アセットマネジメントフィー）を収益とする事業者 ・金融、商社など異業種の経営者が設立した企業が多い		
【新興上場企業の例】	設立年	上場年	【新興上場企業の例】	設立年	上場年
・アーバンコーポレーション	1990	1996	・ダヴィンチ・アドバイザーズ	1998	2001
・ジョイント・コーポレーション	1986	1998	・バシフィックマネジメント	1995	2001
・ゼファー	1994	2000	・クリード	1996	2001
・エリアリンク	1995	2003	・ケネディクス	1995	2002
・サンフロンティア不動産	1999	2004	・アセット・マネジャーズ	2000	2002
・アトリウム	1979	2006	・リプラス	2002	2004
など			など		

注) 流動化、AM（資産管理）両方を手がけているプレーヤーも多く、明確な分類はない
 出所) 各種資料より作成

融機関からローン（融資）を調達し、自己資金を最大限に膨らませる投資を行うことが一般的である（投資額のうち、ローンが占める割合〈LTV〉は80%超になるものも多かった）。

このように、ローンというレバレッジ（てこ）を最大限活用し、高い投資リターンの獲得をねらう不動産ファンドを「オポチュニスティック型ファンド」という。一般的に、オポチュニスティック型ファンドの運用期間は、4年から7年と短い。一方、私募ファンドのなかでも相対的に収益性の低い「バリュエ・アッド型」「コア型」のファンドは、これまで限定的であった（図6）。

2 新興プレイヤーの台頭

不動産流動化市場の形成は、業界のプレイヤーにも大きな恩恵をもたらした。特に、新興の不動産企業が多数登場することになり（表2）、そのなかで「不動産流動化プレイヤー」「不動産AM（アセットマネジメント〈資産管理〉）プレイヤー」が台頭してきた。不動産流動化プレイヤーは、図6でいえば、企業とファンドとの橋渡しをする存在であり、不動産AMプレイヤーは、ファンドの出資者を募り、資産を管理するアセットマネジャーである。

バブル崩壊は、それまでの大手不動産企業に大きな傷跡を残し、中堅以下の不動産企業には淘汰される企業も多かった。そういったなか、①競合が少ない、②少人数で事業が行える、③多額の資金を必要としない——といった参入障壁の低さから、不動産流動化プレイヤーや不動産AMプレイヤーが急成長を遂げた。現在ではプレイヤーも増え、特に不動

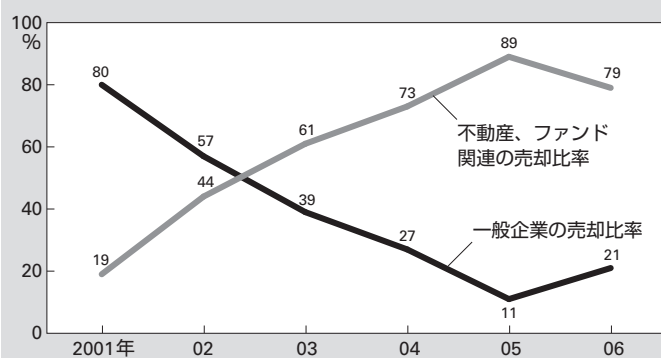
産流動化プレイヤーは新規参入が続き、飽和状態に達しつつある。また不動産AMプレイヤーも、大手系（三井不動産、野村不動産など）、外資系（モルガン・スタンレー、エートスなど）、国内金融系（オリックスなど）との競合が激化している。

IV 顕在化し始めた市場の成熟傾向

前章で述べたとおり、不動産流動化市場は一つのマーケットとして確立したといえるが、2006年ごろより市場の成長性が鈍化し始めている。すなわち、企業の不動産放出が一巡し、新たな不動産アセットが減少しつつある。

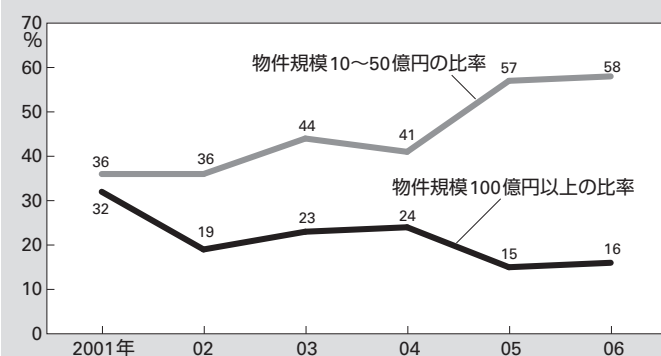
図7に示すとおり、流動化不動産を放出す

図7 流動化不動産の売り主業種別件数割合の変化



出所) みずほ信託銀行資料より作成

図8 流動化不動産の売却規模別件数割合の変化



出所) みずほ信託銀行資料より作成

る担い手は、一般企業から不動産、ファンドに移行しつつある。これはファンド間での売買が盛んになり始めていることを意味しており、市場規模の拡大ではない。また、流通する不動産も、ファンドの投資対象として魅力的な都市部の大型物件が減少し、地方の中規模物件などが増え始めている（前ページの図8）。

今後も一般企業からの不動産放出は継続すると考えられるが、放出スピードは減速していくであろう。現時点で不動産を放出していない企業は、地価下落、減損会計の導入、ROE（株主資本利益率）経営の浸透、証券化スキームの発達など、さまざまな「不動産放出キャンペーン」を経ても不動産を保有し続けた。

国土交通省の調査によると、土地所有が有利だと考える企業が、徐々に増え始めている（図9）。バブル崩壊後の「失われた10年」から抜け出せずにいた2001年に比べ、回復傾向が見えるようになった2006年は、不動産保有意向が5ポイントほど上昇している。業績が回復するなか、現在も不動産を保有し続ける企業が不動産を手放す理由は薄まっていく一方であり、不動産流動化市場の拡大は鈍化し

ていく。

新たに流動化される不動産が減少する一方、不動産流動化プレーヤー、不動産AMプレーヤーは増加の一途をたどり、物件取得競争は激化する一方である。さらに、2000～03年当時は、資産価値を改善する余地が大きい物件、すなわち投資リターンを得やすくオポチュニスティック型ファンドに組み入れやすい物件が多かったが、今後そのような物件は少なく、収益性を維持することも難しくなってくると思われる。

V 第2フェーズに移行する 不動産流動化市場

一般企業が保有する新たな流動化物件も少なくなるなか、不動産流動化市場は停滞してしまうのだろうか。NRIは、中期的には緩やかな市場規模拡大が続き、流動化市場内での不動産の回遊性が高まり、投資活動が継続すると考える。

このシナリオを構成する要因は4つ挙げられる。

①オポチュニスティック型ファンドの償還

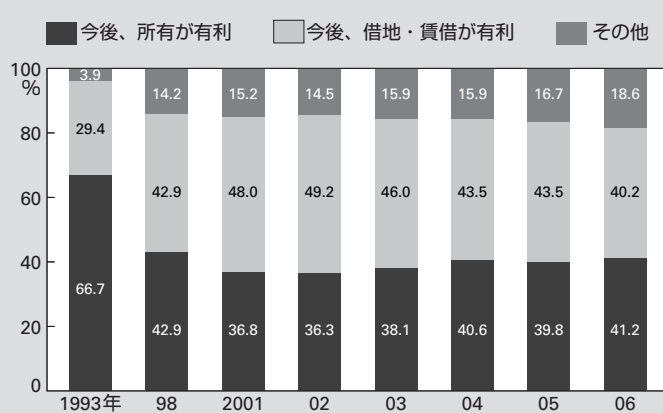
まず、2000～05年ごろに組成された多くのオポチュニスティック型ファンドが数年以内に償還を迎えることが見込まれる。ここで償還される不動産はREIT（不動産投資信託）市場やコア型ファンドが取得する機会となる。

②コア型ファンドの本格的立ち上がり

2つ目として、日本においてもコア型ファンドが本格的に成立する可能性が高まってきたことが挙げられる。

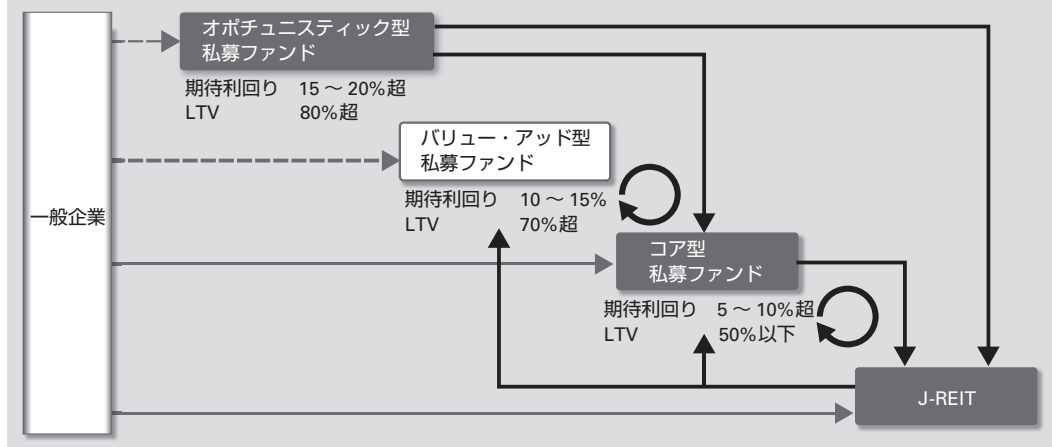
欧米においては、不動産投資は本来コア型

図9 企業の土地保有意向の変化



出所) 国土交通省「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」

図10 第2フェーズにおける不動産流動化



投資が中心であるが、これまで日本はコア型投資の対象と見なされてこなかった。ところが、海外勢によって投資実績が蓄積され、日本にも優良なオフィスビルなどコア物件が多いという認識が共有されたこと、不動産投資のトラックレコード（運用実績・成績）が蓄積され透明性が高まってきたことで、投資家のコア型投資の障壁がなくなりつつある。

③REITの物件入れ替え

また3つ目は、既存のREITの保有物件などが大規模改修の時期を迎え、バリュ・アード型ファンドなどに売却する流れも考えられる。短期の業績を追求するREITでは、大規模な長期の改修が難しいケースもあるためである。

④投資家層の裾野の拡大

4つ目としては、私募ファンドを中心に投資手法も多様化し、投資家層の裾野は拡大していくことが期待されることである。不動産AMプレーヤー間の競争が激化するなか、投資家ニーズへの対応がより重要になり、私募ファンドのファンド・オブ・ファンズ（投資信託への投資）、オープン・エンド型ファン

ド（常時換金可能な投資信託）、投資単位の小口化などが進むと考えられる。このような不動産投資商品の多様化は、すでに欧米では進んでおり、日本においても実現性は高い。

総じていえば、不動産流動化市場の第2フェーズとは、ファンド間で不動産の売買が活発になり、緩やかに成長していく市場と考えられる（図10）。金融商品として捉えた場合、従来の不動産は流動性が低く、短期に効率的に売買することが難しかった。また、私募ファンドに投資した際も、数年間の資金の張り付け（いわゆるロックアップ期間）は避けられなかった。今後は、そういった弱点を克服し、より幅広い投資家層をつかんでいくことが可能になるであろう。

なお、①オポチュニスティック型ファンドの償還は、銀行の不動産向け融資残高の減少にもつながる。前述のとおり、邦銀各社は運用難に直面しており、不動産向け融資残高の減少はこれに追い討ちをかけることになる。この観点からも、昨今懸念されている銀行の不動産向け融資が大幅に縮小するというシナ

リオは考えにくい。

VI 変貌する不動産業界

1 国内プレイヤーの競争環境の構造変化

国内の不動産業界がより注意を払うべきは、建築基準法の改正や金融商品取引法、サブプライムローン問題ではなく、競争環境の構造的な変化ではないだろうか。

国内の不動産AMプレイヤーは、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、GEリアル・エステート、エートス・ジャパンLLCなどの米国系AMプレイヤーとの競合に加え、新たに日本に参入し始めているING、モーレー、ドイツ銀行、RREEFなど欧州系AMプレイヤーとも、不動産、投資家を奪い合うことになる。

海外勢は、欧米での豊富な実績をベースに、アジア全体もカバーすることで、投資家への訴求力を高めようとしている。国内の不動産AMプレイヤーも、日本だけでなくアジア全体をカバーするプレイヤーに成長することが求められる。また、シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズ（2007年、ゴールドマン・サックス、エートス・ジャパンLLC連合傘下に）、日本レップ（2007年、オーストラリアのマッコーリーグループ傘下に）などと同様に、外資勢と手を組み成長を模索する企業も増えるであろう。

不動産流動化プレイヤーは、物件取得難、物件当たりの利益率の低下という2つの脅威にさらされることになる。都心部物件、オフィス物件を供給できるプレイヤーは、引き続き高い収益性を保つことができるであろう。

特に、周辺ビルの賃料にも影響するようなランドマークとなる不動産は、機関投資家にとっては資産価値が高いと見なされる。時代、経済環境によらず賃料を獲得し続けられるからである。こういった物件は、今後投資ニーズが高まるコア型投資に値しやすい。

物件取得競争に勝つには、これまでの、数カ月単位でバリュアアップ（資産価値向上）するスピード重視型戦略から、再開発などバリュアアップに時間をかける付加価値重視型戦略に切り替える必要もある。融資を調達するに当たり、審査の厳格化、LTVの低下や金利の上昇といった融資条件の変化も、これまでのスピード重視型戦略を転換させる要因になるであろう。

また、流動化ではなく、不動産を新規に開発するデベロッパー志向を強めるプレイヤーも、買い手である投資家を選択できるという点で勝ち残る道がある。一方で、数億円から数十億円単位の不動産の流動化を扱う中小プレイヤーは、新規の参入事業者との競合、金融商品取引法への対応などが重荷となり、淘汰される企業も増えるであろう。

さらに、不動産賃貸業を中心とするプレイヤーも、保有する資産取得を目的とした買収の脅威などがより高まっていく。旺盛な投資意欲に対し、投資可能な不動産が少ない状況が続くことで、海外投資家が不動産保有企業を投資ターゲットとする傾向がより強まっていくことが予想される。

物件取得難は、J-REITにも及ぶであろう。今後のJ-REITは過去数年間に比べ外部成長（新規物件取得による資産規模の拡大）のハードルが高くなる。従来から運営上の制約も多く、現状のままでは投資家のJ-REITへの

成長期待は低下していくことが懸念される。

スタッフィング（人材確保）や上場コストなどを考えると、J-REITは3000億円程度の資産規模が必要だといわれている。各銘柄がこの規模に伸ばそうとするなかで、J-REITの淘汰再編が起こる可能性もある。REITの歴史が長い米国やオーストラリアにおいては、実際に再編が行われてきた。

J-REITがオポチュニスティック型ファンドの有力な出口とならない場合、コア型の私募ファンド設立はさらに加速することになる。

2 日本の不動産市場の課題

日本の不動産市場全体としても、今後の課題は大きい。都市部では、市場の透明性の改善を継続し、海外から投資マネーを呼び込める投資環境をつくらなければ、成長著しい中国市場、インド市場などに置き去りにされる懸念も無視できない。東京が世界有数の不動産投資市場であり続けるためには、投資資金を呼び込み、都市の活性化を図り続けなくてはならない。

都市部では新たな開発余地は少ないため、再開発に必要なマネーを呼び込むことが求められる。成熟しながらも、再開発によって世界トップの地位を維持し、投資市場としても魅力的なニューヨーク、ロンドンなどの先例に続かなくてはならない。また、都市部においても成長余地のある東京、名古屋と、衰退傾向にある大阪とでは差が広がっていくであろう。

地方においては、一部を除き、労働人口が

減り、GDP（国内総生産）も縮小していく。住宅やオフィスの需給環境も好転の気配が見えないため、このまま何も手を打つことができないならば、衰退した状態から脱却できない。地域が一体となって人口増加策、産業誘致策を検討することが求められる。

アジア全体を投資対象と考える機関投資家、海外AMプレーヤーの一部は、すでに香港、シンガポールを中心として、中国、インド、ベトナムへの投資を進めている。日本をアジアのなかの衛星国と位置づけている投資家もいるであろう。魅力的な投資市場をつくるができなければ、金融市場だけでなく、不動産市場においても、日本は「置きざり」にされかねない。

注

- 1 各ビルの賃料情報は、各種公開資料より野村総合研究所が取りまとめた。
- 2 欧米機関投資家の海外不動産投資の動向については、野村総合研究所『金融ITフォーカス』2008年2月号を参照。
- 3 IPDのインデックスについては、現時点では実績が短い、カバー率が十分でないなどの指摘が多い。しかし、欧米においては国際標準となっているインデックスが入手可能になるという点で、日本市場の透明性に関する評価が飛躍的に高まりつつある。

著者

金 惺潤（きんせいじゅん）

事業戦略コンサルティング一部副主任コンサルタント

専門は不動産、エネルギー、エンジニアリング、総合商社などの業界における事業戦略策定、事業開発、リスクマネジメント