

日本市場の強さ際立つ 米国関税の影響もみられず

小夫孝一郎氏 [ドイチェ・アセット・マネジメント] に聞く

不動産のソーシング戦略を進めるうえで、確かな状況認識が必要である。

現在、日本の不動産市場は、低金利と堅調なファンダメンタルズによって内外の資金を呼び込んでいる。

ウクライナ戦争や米国による関税政策の直接的な悪影響は見られない。好況の実態について、

ドイチェ・アセット・マネジメントの小夫孝一郎氏に聞いた。



小夫孝一郎氏

オルタナティブ運用部長、不動産統括責任者
兼オルタナティブ調査部長、アジア太平洋不動産リサーチヘッド

東京大学経済学部卒。1995年4月、住友銀行（現三井住友銀行）入行。2001年より同行ロンドン駐在のシニア・リサーチ・アナリストとして欧州不動産・テレコムセクターを担当。06年より同行企業調査部にて建設・不動産チームのグループ長。07年よりドイツ証券不動産投資銀行部に所属し、日本及びアジア太平洋地域の不動産市場の調査を担当。13年よりアジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッドとなる。15年よりドイチェ・アセット・マネジメント所属。23年10月より現職。テレビ出演のほか国内外のセミナー・コンファレンスでも講演多数。「国内不動産マーケットレポート」、英語誌「Asia Pacific Strategic Outlook」を執筆し、世界に向けて情報発信する

市場環境が転換

バリューアッド戦略に勢い

世界の収益不動産取引額（2024年）は東京（首都圏）が世界で首位〔図表1〕。米欧マーケットとは違い堅調なファンダメンタルズ、インフレ基調、低い金利、プラスのイールド・スプレッドが魅力となり投資資金が流入している。米・トランプ政権の関税措置の影響もみられない。欧州・アジアの投資家が対米投資に慎重となる一方、日本への投資意欲は引き続き旺盛といえる。

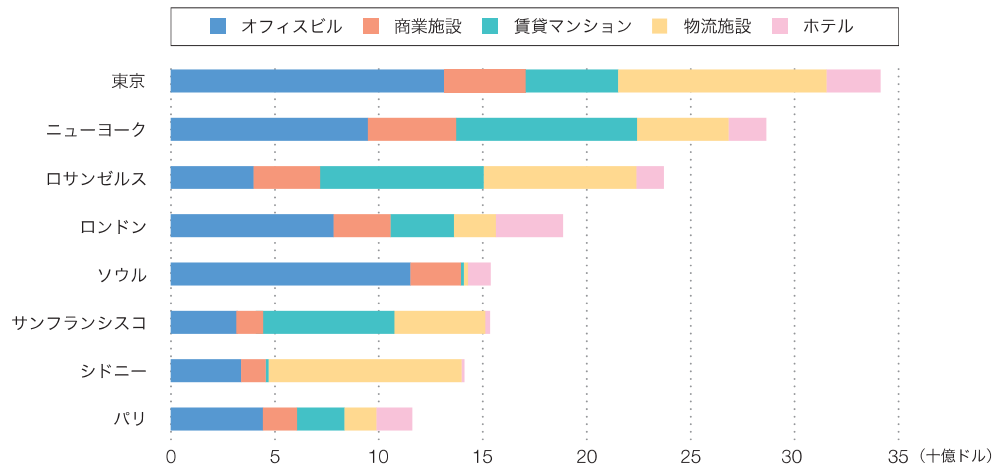
不動産ファンドの日本市場における投資戦略は、バリューアッド型に勢いがある。取得後に建物を改修、賃料を引き上げ、テナントを入れ替えてキャピタルゲインを狙う戦略が有効な投資環境といえる。そうした戦略をもつ主要プレーヤーとして、外資系ではプライベートエクイティとファミリーオフィスが、国内系ではデベロッパーが存在感を示している。

その一方、単純保有でインカム収益を求めるコアファンドは価格高騰や金利の先高観から新規投資がむずかしくなっている。J-REITや私募REITなどは外部成長がむずかしい局面で、代わりに小口証券化プレーヤーが台頭している。

安定性より増賃余地を重視

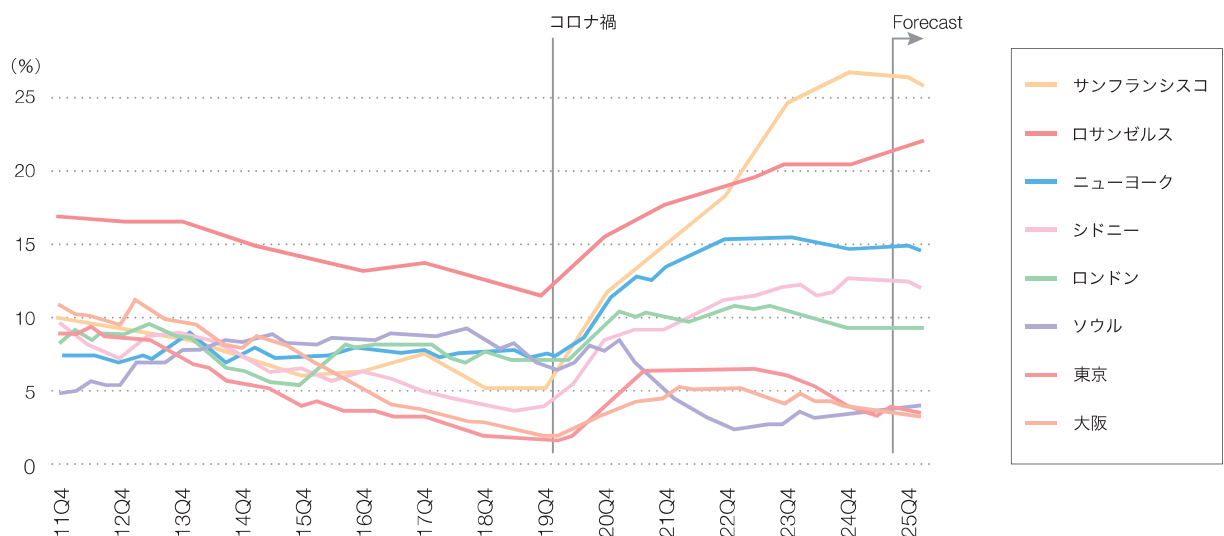
バリューアッド型ファンドが有利な市場局面となり、運用資産のアロケーション、運営手法が変化している。資産配分では運営による収益性をより高めやすいタイプ、すなわちレントギャップの発見・解消のための用途設備改修がしやすく、サー

〔図表1〕世界主要都市の収益不動産売買取引額（2024年）



出所：ドイチェ・アセット・マネジメント作成

〔図表2〕世界主要都市のオフィスビル空室率



注：データは記載時点のもの、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではない
出所：JLL, CBRE, Property Council of Australia, PMAの資料をもとにDWS作成

ビスの付加で競争を上回る賃料を設定できるアセットがより選好されている。その一例が、これまでコア投資が多かったオフィスセクターである。

東京、大阪、名古屋などの都心部エリアでは、企業の増床需要が高く人材獲得を目的としたオフィスのグレードアップ移転が進み、物件取引も活発である。過去20年のデータでみると、オフィスビルは自然空室率の5%を下回ると賃料が上昇局面に入る傾向がある。とくに東京の空室率は8月時点でこれを大きく下回る約3.5%と世界最低水準になっている〔図表2〕。賃料は一部エリアではリーマンショック前の高値超えも散見され、この先も堅調な市況が続くと予想されている。

一方で、東京湾岸部のオフィスビルは賃貸需要の戻りが鈍く、一部でキャブレートの上昇も観測されるが、それだけ用途転換やリポジショニングによるバリューアップ余地が大きい。エリア間の二極化が進行するなか、バリューアップ戦略においては、需要の伸びるエリア、鈍化するエリア、双方ともに投資

機会があるといえるだろう。インフレを追い風に、オフィスでCPI（消費者物価指数）連動の賃料改定条項を盛り込む契約も出てきている。

住宅でもバリューアップ目線の投資が可能で、用途転換やサービスの付加で収益の向上が期待できる。都心の新築・築浅一棟物の取引相場はすでに高値圏にあるが、インフレ耐性を評価する投資家・オーナーの需要は底堅いものがある。土地・建築費の上昇で、一般的な賃貸住宅モデルでは十分なリターンを確保しにくい、民泊やアパートメントホテル、コリビングへの転換再生などで、収益アップを狙う投資が増えてきている。インバウンド需要を取り込みホテル並みの賃料収入を目指すなど、住宅とホテルの賃料差に目を付けた戦略といえる。高級ブランドによるブランデッド化などが進めば、従来の日本市場にはなかった高級・プライバシー重視の市場が形成され、富裕層向けニーズの拡大も見込まれるかもしれない。