

機関投資家、国債から不動産へ資金シフトの動き

ドイチェ・アセット・マネジメント オルタナティブ運用部
アジア太平洋地域の不動産市場リサーチ責任者の小夫孝一郎氏に聞く



海外の不動産投資開始に向け体制整備、18年はさらに増加も

■オフィスビルのイールドスプレッド

不動産投資におけるイールドスプレッドとは、不動産投資利回りと長期金利の差である。差が大きいほど不動産投資の妙味が大きく、逆に差が小さいほど不動産市場が過熱していることを意味している。東京のオフィスビル取引の場合、平均イールドスプレッドは4%ほどあり、海外の主要都市を大きく上回っているように見えるが、これは東京の取引の大半がBクラスやCクラスのビルとなっているためである。Aクラスビルの取引が多いロンドンやニューヨークとの単純比較には異論もある。東京もAクラスのビルのスプレッドで見れば2.5-3%程度となっており、2%前後のニューヨークやロンドンとの差はそれほど大きくない。

機関投資家が不動産などのアセットクラスに目を向けているのは、10年国債の利回りがゼロ%近辺になっている現在、これまで通り国債に資金を振り向けていてもイールドが全く取れなくなったという理由が大きく、この資金が利回りの高い国内不動産や海外不動産に向かい始めている。マイナス金利政策は日本よりスイスや北欧諸国などで先行したが、これらの国でも実は日本と同様に、

2-3年前前から年金などが不動産やインフラ投資に資金を向け始めていて、今回の日本の機関投資家の動きと非常によく似ている。

■アジア主要都市の不動産売買取引額

アジア主要都市の不動産売買取引額（直近の12カ月間）のランキングを見ると1位が香港、2位が上海、3位が東京となっているが、いずれも外資系による取引の割合が1-2割と少ないのが特徴。これは価格が割高だったり外資系企業にかかる取引コストや借入れ金利、税金が高いことなどが理由。香港や日本についてはビルの証券化が思ったほど進んでおらず、国内デベロッパーが主要ビルを寡占しているという業界構造も影響している。一方で横浜と大阪は取引額に占める外資系の割合が直近では4割程度と高くなっている。東京は価格が高過ぎることで参入を敬遠する外資系が、利回り水準で魅力のある横浜や大阪にも触手を伸ばしていると考えられる。一方、それでも東京に投資したいという外資系投資家もあり、最近ではJ-R E I Tの投資活動が弱まっていることも相まって、東京における外資系の取引割合も以前の10%台から最近では24%まで上がっている。

■各国の不動産クロスボーダー取引額

各国の不動産クロスボーダー取引額（投資対象国別ランキング）を見ると、海外から日本への投資額は世界9位。世界3位の経済規模からするとやや物足りない数字だ。1位は米国、2位は英国、3位はドイツ、4位は豪州の順。一方、どの国の投資家が不動産クロスボーダー取引をしているのか、資金の出所別ランキングを見ると、1位が米国、2位が中国、3位がカナダ、4位が英国の順で、日本はデータの取得が可能な世界20カ国のうちで15位に留まる。1980年代のバブル末期は国内企業が活発に海外不動産投資を行った経緯があるが、最近の順位には日本人の内向き思考がよく現れている。ただし2017年から国内の機関投資家も海外の不動産投資を始めようと体制を整えてきており、18年は日本からの海外投資額も上がってくるのではないかと考えられる。

■オフィスの賃貸市場

東京都心のオフィスビルの平均空室率は直近で3%と賃貸需要の強さを示している。東京のオフィスの空室率と賃料の増加率の関係をみると、空室率が5%を下回るとオーナーの方が優位となって賃料が上昇する傾向がある。実際、賃料は過去4年ほど上昇基調にあり、丸の内・大手町のプライム賃料や、Bクラスビルの賃料は上がっている。ただし、Aクラスビルや新築ビルなど賃料が

坪3万円前後のビルはここ2-3年ほとんど上がってきていない。これから2020年にかけてAクラスビルの供給量が増えてくるため、オーナー側も値上げには慎重になっているものとみられる。過去のパターンでは空室率が5%を上回るとテナントが優位となって賃料は下がる傾向にあり、今後の新規供給量を考えるとその調整局面が1年後にあるかもしれないとみている。一方、札幌、福岡、大阪、名古屋などのオフィスビルの空室率は過去最低か過去20年で最低に近い水準にあり、いずれの都市でも非常にタイトな状態がしばらく続くものとみられる。

■物流、ホテルセクター

物流施設では大阪の空室率が16%まで上昇している。過去最大の供給量があるため需要自体は強いが需給バランスが少し緩んでいる。東京も場所によって需給バランスが緩んでいるが、全体の需給は悪くない。ホテルの稼働率はインバウンド（訪日観光客）需要に支えられ、東京、大阪とも8割以上を維持していて好調だ。新規のホテル供給が今後かなり増えることで稼働率は若干下がるが需要は底堅い。むしろホテルマンなど人材確保の難しさがクローズアップされてくるだろう。

■住宅価格指数

主要都市の中古マンションの平均取引価格指数を見ると、東京の場合、価格指数が2000年以降の底値から足元で50%以上上昇している。しかし、

香港やロンドン、シドニー、ニューヨークといったほかの主要都市は同時期、軒並み価格が2-3倍以上も値上がりしている。外国人にとって東京のマンションが「安い」とされるのはこのためで、香港など外国人による東京のマンション投資の動きが再び出てきているようである。

■オフィスと住宅の賃料比較

東京都心のオフィス賃料と住宅賃料を比較すると、リーマン・ショック前はオフィス賃料の方が住宅より月坪当たり6000円以上高かったのが、最近では両者の差が半分以下に縮小してきている。目抜き通り以外では、場所によって住宅賃料がオフィス賃料を上回る逆転現象も起きている。これは過去にはなかったことである。04年の容積率緩和により丸の内や大手町で超高層オフィスが毎年1-2棟建設されるようになったが、日本は労働力人口が増えていないこともあって、ビルが上に伸びた分ビジネス街の広がりには必然的に小さくなっている。このため都心3区でもこれまでのオフィス街が次第に住宅、あるいはホテルとの混合地域に変わってきている。実際東京の人口増加率トップは中央区、千代田区、港区の都心3区が独占しており、東京の都心部とされる地域でも住宅地化が進んでいることを裏付けている。この動きは東京に限らず、大阪などでも顕著である。

日本の人口は減っていることから、人口の都心流入が続くと郊外の

住宅需要は伸びないだろう。最近話題になる空き家問題も原因をたどっていけば実は都心の容積率の緩和に起因しているともいえ、そろそろ都市政策を考え直す時期に来ているかもしれない。

■不動産投資のトータルリターン

不動産投資を語る上で最も重要な指標がトータルリターンというインデックスで、インカムリターン（毎期の賃料収益）とキャピタルリターン（値上がり益）の合計で求められる。株式投資のリターンがインカム（配当）とキャピタルゲインの合計で求められるのと全く同じ手法だ。

これを使って国別の不動産投資リターン予想（今後5年間の弊社予想）を見ると、日本は4.8%と海外主要国と比べやや低くなる見通しだ。日本の機関投資家が海外不動産に向かうのは、リスク分散の目的もあるが、単純に日本より海外の方のリターンが高いからでもある。今後の予想リターンが日本より低い国はスイスや北欧諸国くらいで、いずれもマイナス金利の国々だ。日本を含めこれらマイナス金利の国の資金が、より高いイールドを求めて海外投資に向かうというのは理にかなっているといえる。先に述べた通り、現在日本の年金基金などで海外の不動産投資を始めようとの動きが出てきたため、今年は日本から海外へのアウトバウンド（邦人海外旅行者）投資が本格化する可能性がある。