

不動産投資市場の最近の動向

都市研究センター副所長兼研究理事

堀 正弘

1. はじめに

2012年の年末以降、我が国経済はデフレ脱却を目指した大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長政策の3本の矢から成る経済財政政策（いわゆるアベノミクス）により、円安・株高が進み、企業業績や個人消費などにも改善・回復の動きが見られるようになってきている。これに伴い、不動産市場においても、今後の経済成長やデフレ脱却を期待して投資が活発化してきている。

本稿においては、東京を中心としたオフィスの空室率、賃料等の不動産市況、不動産投資市場における主要なプレーヤーに成長している J-REIT や不動産私募ファンドの最近の動向を概観しつつ、我が国の不動産投資市場の抱える課題と今後の展望について考察を加えることとしたい。

2. 不動産投資市場を取り巻く経済社会状況

リーマンショックに端を発する世界金融危機、これに続く欧州信用不安、国内的には東日本大震災と原発事故など、過去数年間にわたり国内外の経済は厳しい状況に見舞われてきた。しかしながら、長期にわたり続いてきたデフレ脱却と日本経済の再生に向けた、政府による強力な経済財政政策や日銀による大胆な金融緩和策の実施によ

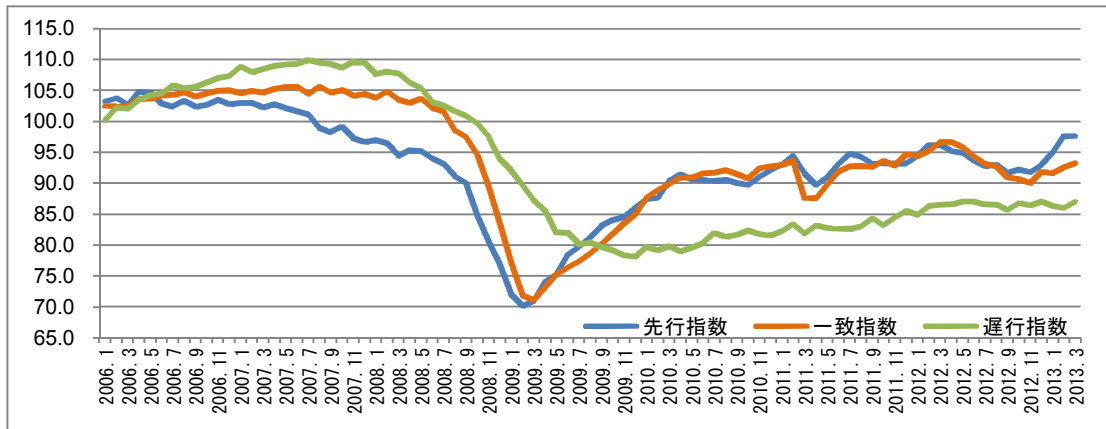
り、最近、景気には持ち直しの動きが見られるようになってきている。

内閣府が発表した景気動向指数（CI 2005年=100）のうち、先行指数は2013年2月に3ヶ月連続して上昇し、97.7となり5年4ヶ月ぶりの高水準となった後、3月には0.1ポイント下降したが依然として高い水準に止まっている。一致指数も足元では2012年11月の90.1ポイントをボトムに回復傾向にあつて、本年3月には0.8ポイント上昇の93.3となり、2ヶ月連続上昇している。一方、遅行指数は前2者と比べると依然として低い水準にあるが、本年3月は1.1ポイント上昇の87.1となり、3ヶ月ぶりに上昇し、2012年5月の水準まで回復している（図表1）。

また、本年3月の日銀短観では大企業の景況感が3四半期ぶりに改善している。業況判断指数（DI）は、大企業製造業ではマイナス8と2012年12月の前回調査から4ポイント改善、同非製造業ではプラス6と2ポイント改善、3ヶ月先の先行きDIも大企業製造業ではマイナス1と7ポイント改善、大企業非製造業ではプラス9と3ポイント改善を見込んでいる。

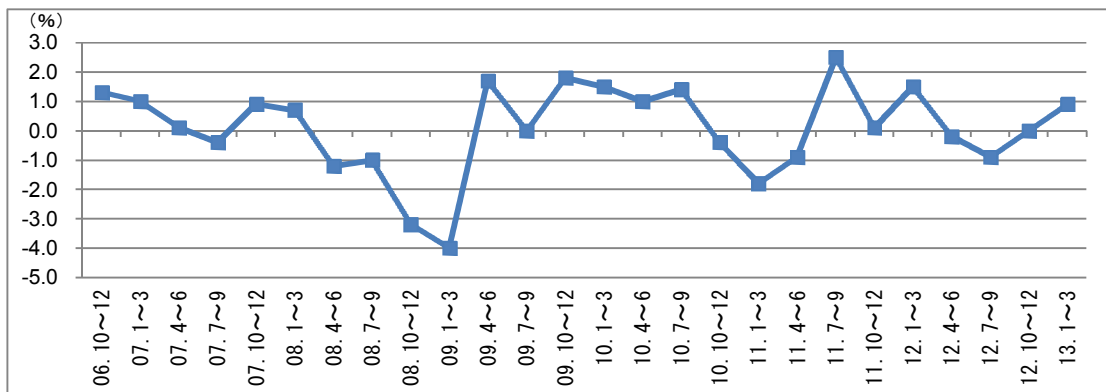
さらに、2013年1～3月期のGDP成長率（一次速報）も0.9%（年率3.5%）と2期連続のプラス、4期ぶりの高い成長率となっている（図表2）。

図表 1 景気動向指数(CI)



資料:内閣府 「景気動向指数(速報)」(2005年=100)

図表 2 GDP 成長率(前期比)



資料:内閣府 「四半期別 GDP 速報」

以下においては、我が国の不動産投資市場を取り巻く諸環境の動向を概観することとする。

(1) 土地

国土交通省の平成 25 年地価調査(平成 25 年 1 月 1 日時点)によると、過去 1 年間の地価は、5 年連続で全国的に下落したが、下落率は縮小、上昇・横ばいの地点も大幅に増加し、一部の地域において回復傾向も見られるようになってきている。

用途別に対前年変動率を見てみると、住

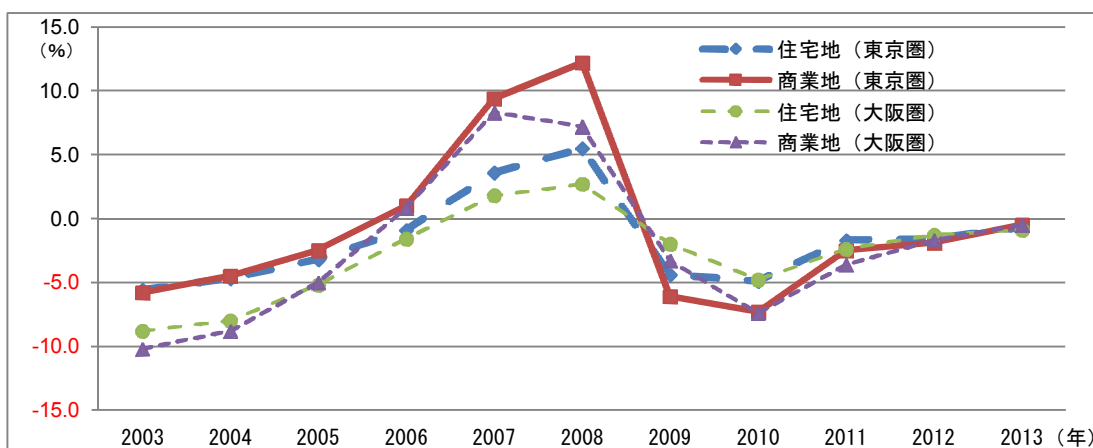
宅地では、全国で▲1.6%(前年▲2.3%)、このうち東京圏▲0.7%(同▲1.6%)、大阪圏▲0.9%(同▲1.3%)、商業地では、全国で▲2.1%(同▲3.1%)、このうち東京圏▲0.5%(同▲1.9%)、大阪圏▲0.5%(同▲1.7%)となっており、下止り傾向が顕著になってきている(図表 3)。

また、上昇・横ばい・下落の調査地点数(全用途)の割合を見てみると、全国では上昇 8.1%(前年 2.1%)、横ばい 17.7%(同 7.3%)、下落 74.2%(同 90.6%)、このうち東京圏では上昇 9.2%(同 1.4%)、横ば

い30.9%(同4.1%)、下落59.9%(同94.5%)、
大阪圏では上昇10.5%(同4.9%)、横ばい
23.4%(同12.6%)、下落66.1%(同82.5%)

となっており、上昇、あるいは横ばい地点
数が大幅増加する一方、下落地点数の減少
が目立ってきている。

図表3 地価変動率の推移(東京圏・大阪圏)

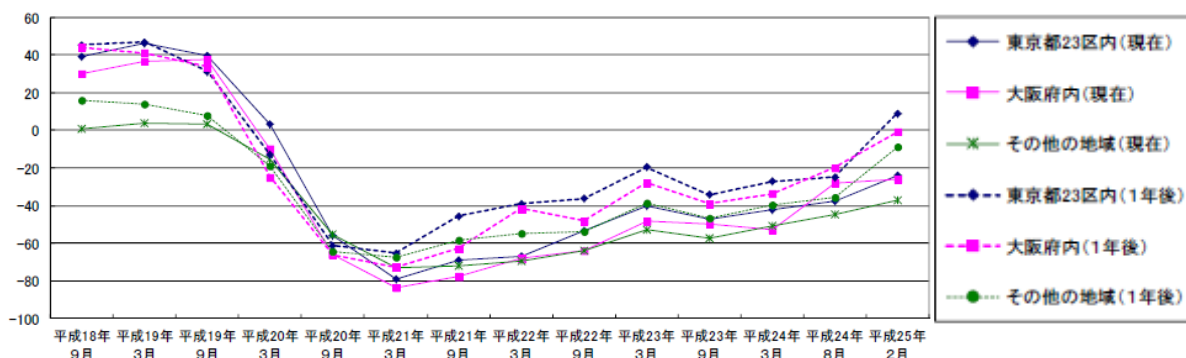


資料:国土交通省「地価公示」

土地取引も大都市圏を中心に活発化して
いる。国土交通省の「土地取引動向調査」
(半期ごとに実施)の最新結果(2013年2
月)によると、「現在の土地取引状況の判断」
に関するDI(「活発である」-「不活発であ
る」)は全ての地域で上昇しており、東京23
区は13.3ポイント上昇してマイナス24.3
ポイント、大阪府は2.1ポイント上昇して

マイナス25.9ポイントとなっている。また、
「1年後の土地取引状況の判断」に関する
DIも全ての地域で上昇、上昇幅は全て15
ポイント以上と前者よりも大きくなってい
る。特に、東京23区は前期から33.9ポイ
ント上昇してプラス9.0ポイントとなり、
2008年3月調査以来、5年ぶりにプラスに
転じている(図表4)。

図表4 土地取引状況の判断に関するDI(本社所在地別)

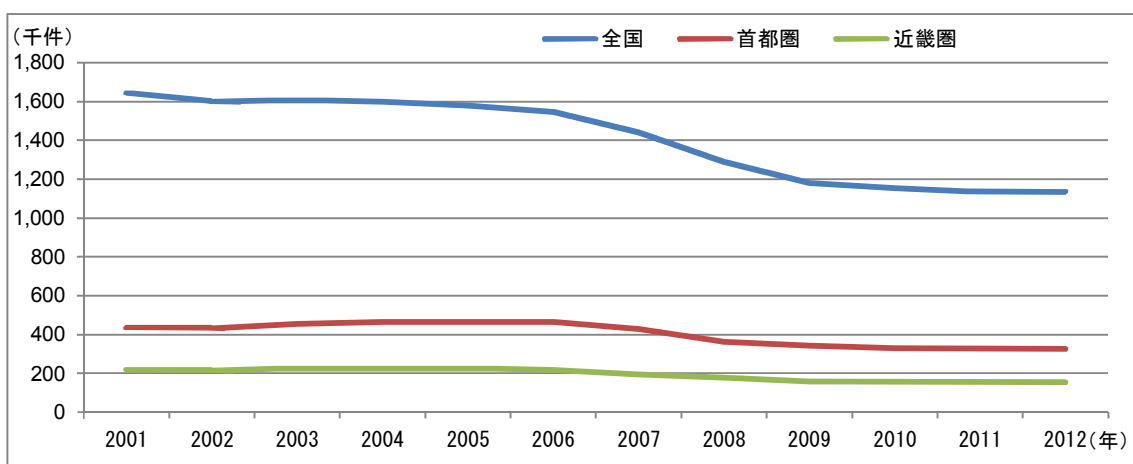


資料:国土交通省「土地取引動向調査」

このような土地取引の活発化の動きは、取引の実績としても現れている。法務省の「登記統計」によると、2012年の売買による全国の土地所有権移転登記件数は、1,137千件、前年比プラス0.1%で、2003年以来9年ぶりに前年を上回り、このうち首都圏は328千件（前年比プラス0.5%）、近畿圏

155千件（同プラス0.2%）となっており、大都市圏における増加が目立っている（図表5）。月ベースの件数を見ても2013年1月に至るまで、全国では10カ月連続して前年を上回っており、首都圏、近畿圏でも概ね前年を上回って推移している。

図表5 売買による土地所有権移転登記件数の推移



資料：法務省「登記統計」

(2) オフィス市場

①空室率及び賃料

三鬼商事(株)の調査により、最近の東京都心5区のオフィス空室率（基準階面積100坪以上）を見てみると、2008年のリーマンショック以降急上昇し、2010年6月に9%台に乗せた後は8.6%～9.1%台の間で推移していたが、2012年に入ると新築のオフィスビルが大量に供給されたこと（いわゆる「2012年問題」後述）に伴い、同年6月には、9.43%まで上昇した。しかし、その後は賃料の下落等に伴う企業のオフィス移転需要の増加等に支えられ空室率は低下傾向に転じ、2013年4月には、8.54%となっている。

また、大阪でも都心6区の空室率（延床面積1,000坪以上）は、東京と同様、リーマンショック以降急上昇し、2011年3月に12.40%でピークをつけた。しかし、その後は東京のように新築のオフィスビルの大量供給という問題もなかったことから、東京に先立ち、2012年半ば頃から概ね低下傾向となり、2013年1月には9.40%まで低下した。しかし、同年2月から3月にかけて大規模ビルが相次いで募集面積を残して竣工したため、空室率は急上昇し、同年3月には11.25%となった（4月には11.20%と小幅ながら低下）（図表6）。

次に、東京都心5区のオフィス賃料（坪当たりの平均募集賃料）を見てみると、リ

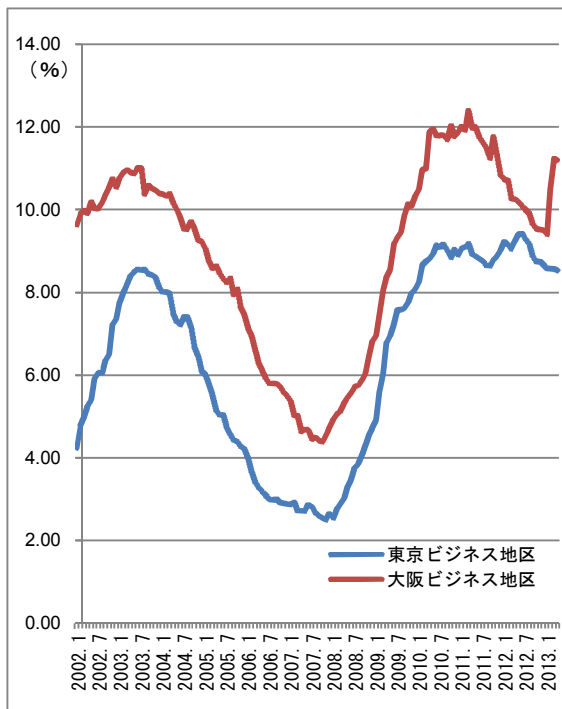
一マンションショック以降、ほぼ一貫して下落傾向が続いており、ピーク時である2008年8月の22,901円から2013年4月の16,487円までの下落率は28%に達しているが、最近では下落率は非常に小さくなっており、ほぼ下止り状況にあると言える。また、新築のオフィスビルに限って見れば、最新設備を備えた大規模ビルの供給により、2012年半ば頃より賃料が上昇傾向にある。特に2013年に入り上昇率の高さが目立ち、2012年12月に23,352円であったものが、本年4月には25,789円と4ヶ月で10%上昇しており、新築の大規模オフィスに対するニーズの強さがうかがわれる。

また、大阪都心6区でも2008年1月に12,926円でピークをつけた後、ほぼ一貫して下落傾向が続いており、2013年4月の

11,290円までの下落率は13%に達している。しかし、前述のように、本年2月から3月にかけて新築ビルの大量供給があったにもかかわらず平均募集賃料にはそれほど大きな影響がなく、東京と同様、ほぼ下止り状況にある(図表7)。

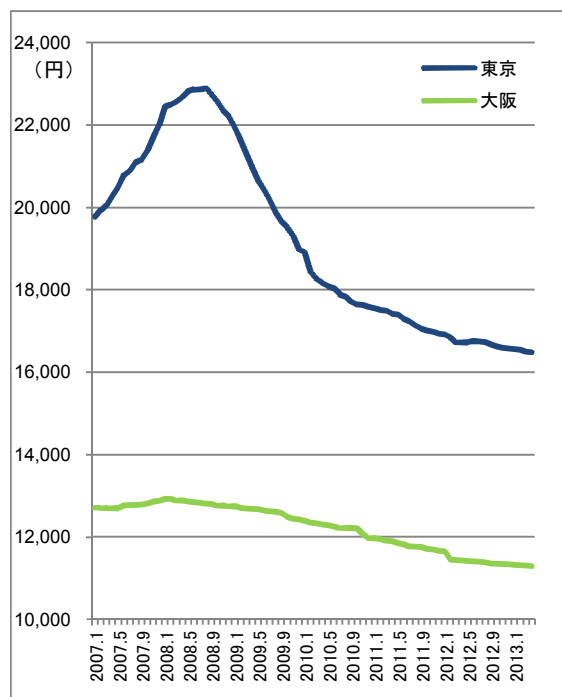
以上のように、東京においては、オフィス空室率は水準としては依然として高いものの、低下傾向が鮮明になってきており、それに伴い平均募集賃料も下止り状況となっている。一方、大阪では2011年4月以来の11%台に上昇しているが、本年4月以降は大規模ビルの新規の竣工予定もないことから、当面は空室率も徐々に改善していくものと見られている。ただし、2014年には再び大規模オフィスビルの竣工が見込まれていることには留意する必要がある。

図表6 オフィス空室率の推移
(東京・大阪ビジネス地区)



資料: 三鬼商事(株)「調査月報」を基に作成

図表7 平均募集賃料の推移
(東京・大阪ビジネス地区)



資料: 同左

②オフィスの需給動向

ア) 2012年問題のレビュー

2012年には、東京都心部においてリーマンショック前に計画された大規模オフィスビルが相次いで竣工し、過去最大レベルの新規オフィス床が供給され、空室率が急上昇するなどの問題（いわゆる「2012年問題」）が発生するのではないかと懸念されていたが、実際には問題はそれほど深刻化しなかったと見られている。

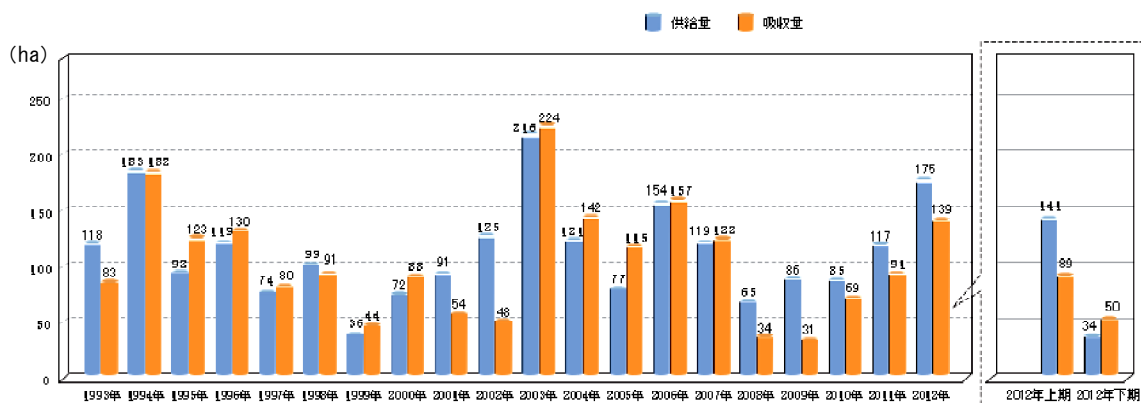
森ビル㈱の「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」（2013年3月）（10,000㎡以上のオフィスビルが対象）によると、東京23区では、2012年には175万㎡（過去5年平均の1.7倍）の供給量があり、これはいわゆる「2003年問題」が懸念された同年の216万㎡に次ぐ規模であった。上期・下期別で見た供給量は、それぞれ141万㎡（81%）、34万㎡（19%）で上期に著しく集中している。また、供給エリア別では、都心3区が97万㎡（55%）、その他20区が78万㎡（45%）となっており、前者への集中が目立っている。

一方、これに対する吸収量は139万㎡で、供給量を36万㎡下回っている。上期・下期

別で見た吸収量は、それぞれ89万㎡（64%）、50万㎡（36%）となっており、単純な期間割では下期には吸収量が供給量を上回っている。また、エリア別では、都心3区、その他20区がそれぞれ78万㎡（56%）、61万㎡（44%）となっている。以上のことから、2012年上期における都心3区での新規大量供給が空室率の上昇を生じさせた主因であったことが推測される（図表8）。

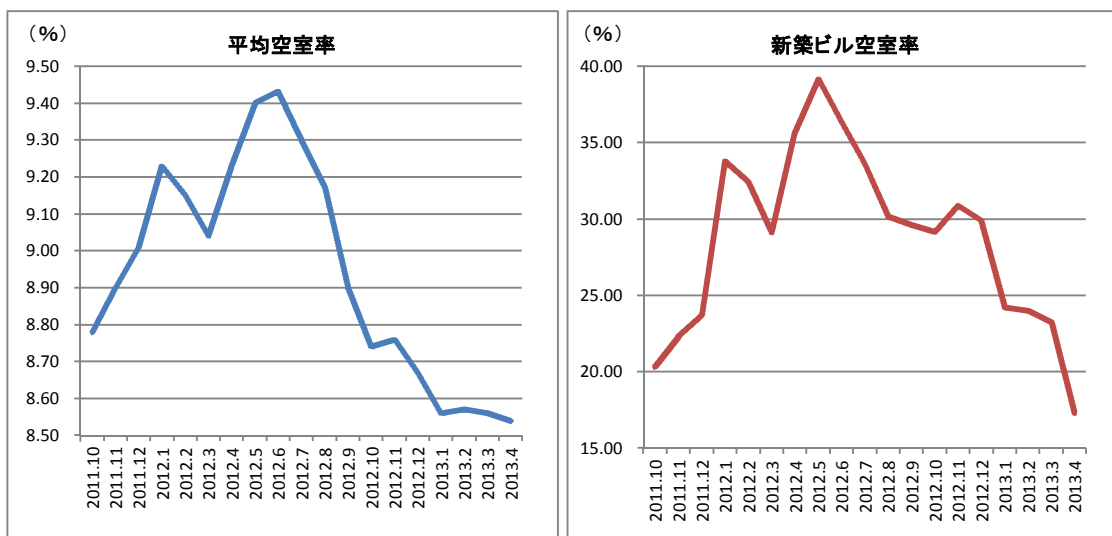
これを三鬼商事㈱のデータにより検証してみると、都心5区の平均空室率は既に2011年12月以降9%を超えていたが、2012年上期の新規オフィスビルの大量供給の影響により、同年6月には9.43%という過去10年でも最悪の状況に陥り、特に新築ビルの空室率は同年5月に39.16%に達した。しかし、下期には新築ビルの供給が大幅に減少したことに加え、既存ビルも含めて成約が進んだことから、同年12月には平均空室率、新築ビル空室率は、それぞれ8.67%、29.92%まで低下した。そして、その後はさらに低下傾向が続き、本年4月には、それぞれ8.54%、17.31%となっている（図表9）。

図表8 東京23区における大規模オフィスビルの供給量、吸収量の推移



資料：森ビル㈱「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」（2013年3月）

図表 9 2012 年前後の月別空室率の推移(平均・新築別)



資料: 三鬼商事(株)「調査月報」を基に作成

以上のようなオフィス需給に関するデータを、「2003 年問題」が懸念された当時の状況と比較してみると、同年には 216 万㎡（過去 5 年平均の 2.5 倍）という大量供給が行われた一方で、景気の上昇局面において大量供給に伴う潜在需要が顕在化し、224 万㎡という過去最大の吸収量が発生し、年ベースでは吸収超過となっている。これにより、空室率も懸念されたほどには上昇せず、平均空室率は 2003 年 1 月の 7.75% から上昇傾向となり、同年 6 月及び 8 月に 8.57% でピークをつけたものの、同年 12 月には 8.12% まで低下した。そして、その後は 2006～2007 年頃の「ミニバブル」と呼ばれる状況に至るまでほぼ一貫して低下（2006 年 10 月から 2008 年 3 月までは 2%

台で推移) している。また、新築ビルの空室率も平均空室率がピークをつけた際にも 13～15% 台に止まっており、当時の景気やオフィス市況の強さを背景とした新築ビルに対する市場のニーズの強さをうかがい知ることができる。

これに対して 2012 年においては、オフィスの需給が年ベースで供給超過となっている。また、景気の見通しも依然として厳しいものがあつたことから、前掲のとおり、平均空室率、新築ビル空室率も 2003 年当時よりも大幅に悪化したものとなっており、当初予想されたほどの深刻化は見られなかったものの、2012 年のオフィス市況に及ぼした影響はやはり相当大きなものであつたと言えよう（図表 10）。

図表 10 2012 年に竣工した主な大規模オフィスビル(東京)

プロジェクト名	延床面積(㎡)	所在地
丸の内永楽ビルディング	139,800	千代田区丸の内
パレスビル	67,233	千代田区丸の内

渋谷ヒカリエ	144,177	渋谷区渋谷
ダイバーシティ東京	64,880	江東区青海
中野セントラルパークイースト	39,025	中野区中野
JPタワー	212,000	千代田区丸の内
新宿イーストサイドスクエア	170,220	新宿区新宿
住友不動産渋谷ガーデンタワー	59,375	渋谷区南平台町
三田ベルジュビル	55,812	港区芝
中野セントラルパークサウス	151,577	中野区中野
アークヒルズ 仙石山森タワー	143,720	港区六本木
JR南新宿ビル	58,024	渋谷区代々木
相互館 110 タワー	23,811	中央区京橋
大手町フィナンシャルシティサウスタワー	132,500	千代田区大手町
大手町フィナンシャルシティノースタワー	110,000	千代田区大手町
新赤坂センタービル	39,787	港区赤坂
目黒一丁目計画	22,346	目黒区目黒

資料：森ビル㈱の資料を基に作成

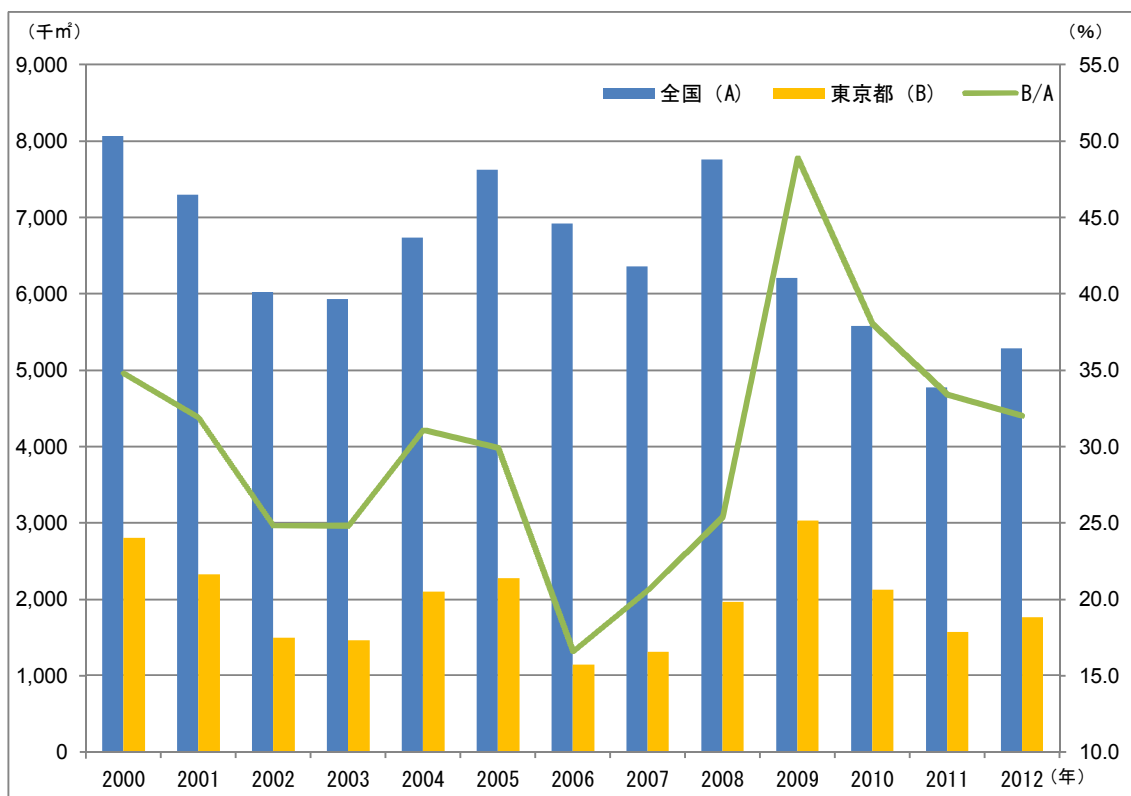
イ) オフィスの供給見通し

今後のオフィスの供給量の見通しについては、2年程度先までならば国土交通省の建築着工統計により小規模のものまで含めてある程度可能であり、また、それよりも将来にわたっての見通しは、ディベロッパーやオフィス調査会社の個別プロジェクトによる供給量の積上げ等も踏まえた予測が参考になる。以下においては、これらにより東京におけるオフィスの供給見通しを見てみることにする。

まず、建築着工統計によると、2013年以降の新規オフィスの供給源となると見込まれる2011年、12年の東京都におけるオフィスビルの着工面積は、それぞれ1,576千㎡、1,767千㎡、合計3,343千㎡となり、

「2012年問題」の主因となった2009年、10年の着工面積の3,030千㎡、2,124千㎡、合計5,154千㎡の65%程度と大きく落ち込んでいる。2009年の3,030千㎡という着工面積は過去20年を遡っても最大のものであり、ミニバブル期に計画されたオフィスビルの建築がリーマンショック後の厳しい経済状況にかかわらず動き出し、2010年の高水準の着工分と合わせて、2012年に集中して供給されたことがうかがわれる。なお、東京都におけるオフィスビルの着工面積の対全国シェアは、過去10年では平均で30%程度(このうち23区のシェアは90%程度)を占めていたが、2009年には49%、10年には38%を占めるまでに至っており、両年における東京都のシェア突出ぶりも目立っている(図表11)。

図表 11 オフィスビルの着工面積の推移



資料:国土交通省「建築着工統計」

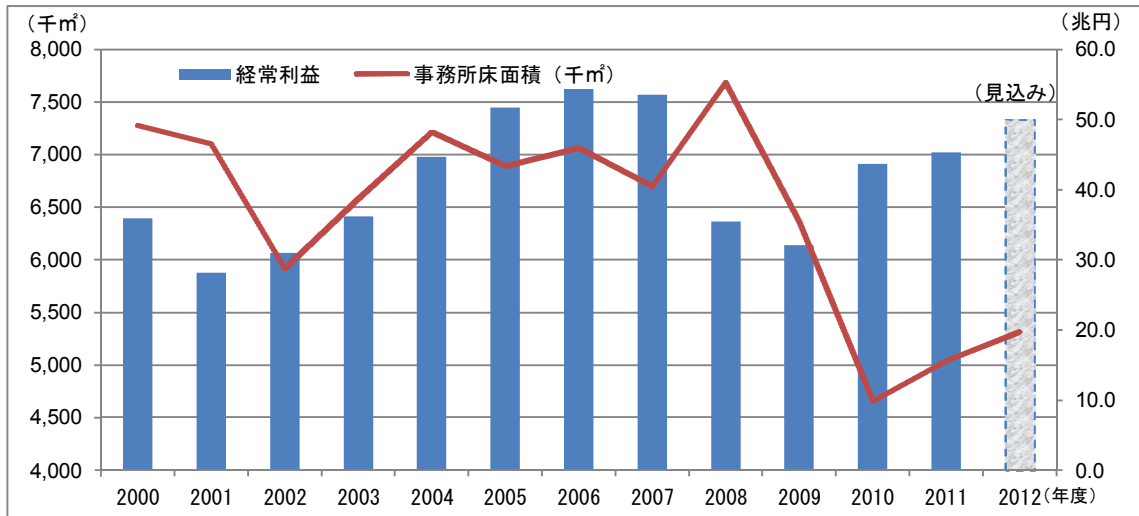
次に、最近、改善が顕著になってきている企業収益とオフィスビルの着工面積のこれまでの関係を検証し、今後の見通しを考えてみる。

企業の経常利益は、リーマンショックの影響を最も大きく受けた 2009 年度をボトムに回復傾向にあり、法人企業統計によると 2011 年度には 45.3 兆円 (2009 年度比 141%) となっている。また、日経新聞社が本年 5 月 17 日時点で集計した上場企業 (3 月期決算) の決算発表に基づく 2012 年度の経常利益は、前年度に比べて 9% 増加し、2013 年度 (予想) は円安の本格的な寄与により 24% 増加するものと見込まれている。

過去における企業の経常利益とオフィスビルの建築着工との関係を見てみると、両

者の間には強いとは言えないものの一定の相関関係が見られる。すなわち、経常利益が増加傾向にある時には企業の事業規模拡大等の動きに伴いオフィスビルの着工面積も増加、逆に、経常利益が減少傾向にある時にはオフィスビルの着工面積も減少しており、両者の間には 1~2 年程度のタイムラグ (遅行性) がある (図表 12)。前述のように、企業の経常利益は 2013 年度の予想も含めると、2010 年度から 4 年連続で増加することとなり、この間、景気の先行き不安から企業の設備投資も抑制されてきたことも勘案すれば、今後、オフィスニーズは増加し、これに伴いオフィス投資も活発化し、着工面積も増加していくものと考えられる。

図表 12 企業収益とオフィスビル着工面積との関係



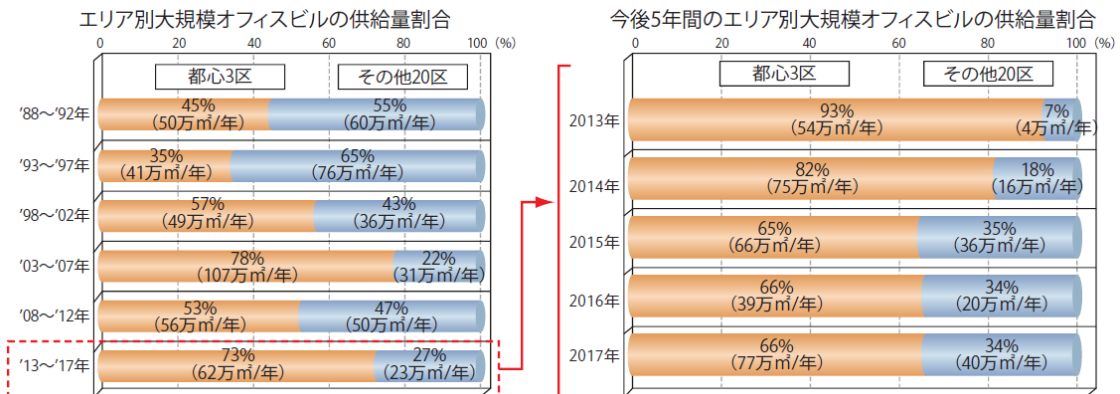
資料:財務省「法人企業統計」、国土交通省「建築着工統計」

(注)2012年度の経常利益は決算発表による増益見通し(9%)を踏まえたものである。また、オフィスビル着工面積は年度の数値であり、図11の暦年の数値とは一致しない。

ディベロッパーによるオフィスビルの供給見通しの一つとして、森ビル(株)の前掲調査を見てみる。これによると、2013年～2017年の5年間の東京23区における供給量は平均で85万㎡/年となり、過去5年平均106万㎡/年を約25%下回り、特に2013年は58万㎡(前年比33%)と大幅に落ち込むものと見込まれている。一方、都心3

区における同期間の供給量は平均で62万㎡/年となり、過去5年平均56万㎡/年を約11%上回る。その結果、今後5年間、東京23区の供給量の都心3区への供給割合は、過去5年間の53%を大幅に上回る73%で見込まれている(図表13)。

図表 13 今後5年間の東京23区のオフィスビルの供給量



資料:森ビル(株)「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」(2013年3月)

ウ) オフィスの需要見通し

オフィスに対する需要は、景気動向をはじめ企業の収益や設備投資、雇用など様々な要因がからんでくることから、それを見通すことはオフィスの供給を見通すことよりはるかに困難を伴うが、ここではまず、企業を対象としたアンケート調査によるオフィスニーズを見てみる。

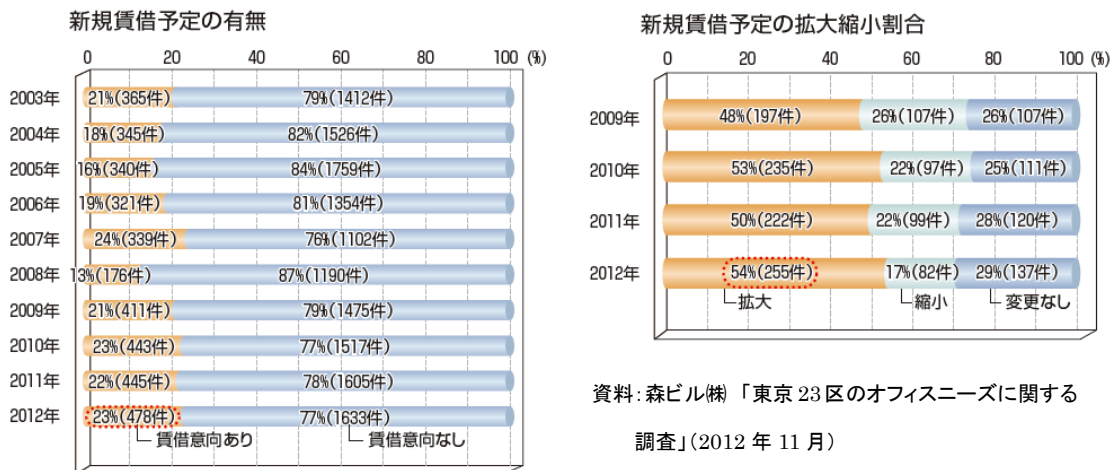
森ビル株が東京 23 区に立地する企業を対象として実施した「東京 23 区のオフィスニーズに関する調査」(2012 年 11 月)によると、新規貸借予定「有り」の割合は 23% となり、4 年連続で 20% を超え、ニーズは堅調である。新規貸借予定時期は 1 年以内が 31%、2 年以内が 21%、3 年以降が 47% となり、半数以上が 2 年以内の新規貸借の意向を有している。オフィス面積の拡大・縮小予定については拡大が 54% であるの

に対し、縮小は 17% に止まっており、新規貸借に際しては拡大ニーズが強い (図表 14)。

また、新規貸借の理由 (複数回答) については、「耐震性の強いビルに移りたい」(40%) が 1 位 (前年は 35% で 3 位) となり、東日本大震災を踏まえた震災リスクに対する意識が高いことが見て取れる。2 位は「賃料の安いビルに移りたい」(36%) (前年は 38% で 1 位) で、企業のコストダウンに対するニーズも依然として高いものと言える。3 位以下は「業容・人員の拡大」(34%)、「立地の良いビルに移りたい」(30%) 等が続いている。

さらに、新規貸借の希望エリアについては、「都心 3 区」希望が前年と同じ 77% と大多数を占めており、都心 3 区におけるオフィスニーズの高さがうかがわれる。

図表 14 東京 23 区におけるオフィスニーズ



資料: 森ビル株「東京 23 区のオフィスニーズに関する調査」(2012 年 11 月)

次に、オフィスニーズに直接的に影響を及ぼすオフィスワーカー数について見てみることにする。ニッセイ基礎研究所の調査によると、2010 年の東京 23 区、都心 3 区のオフィスワーカー数は、それぞれ 352.7

万人、133.7 万人で、2015 年にはそれぞれ 354.0 万人、134.1 万人まで増加するものの、その後はこれをピークに減少に転ずるものと予想している (図表 15)。

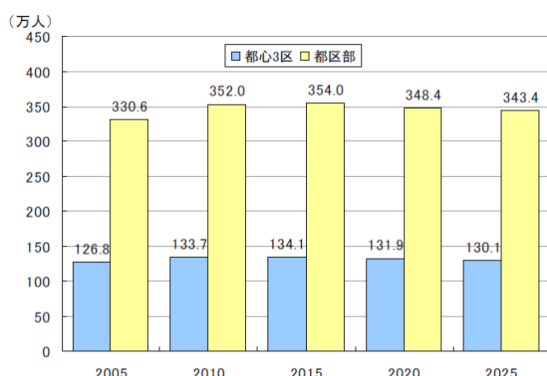
一方、(一社) 東京ビルディング協会の調査

によると、東京におけるオフィスワーカー1人当たりの平均床面積（契約面積ベース）は、2009年に11.2㎡まで大きく落ち込んだ以外は、過去10年間は概ね12㎡台で推移しており、それほど大きな変動はない（図表16）。したがって、東京23区、都心3区についてはオフィスワーカー数の増加に伴い、当面は一定のオフィス床の量的拡大ニーズが続くものと思われる。

しかしながら、今後の本格的な人口減少・高齢化による労働力人口の減少を踏ま

えると、データセンターや公益的床利用などオフィスワーカーの増加が少ないオフィスの利用形態の増加、あるいは外国人オフィスワーカーの増加、さらにはゆとりあるオフィス環境の創出に対する経営者の努力など様々な要因を勘案しても、オフィスの質的向上に対するニーズは別にして、オフィス床の量的拡大というニーズは将来的には増加しない可能性があることも想定しておく必要がある。

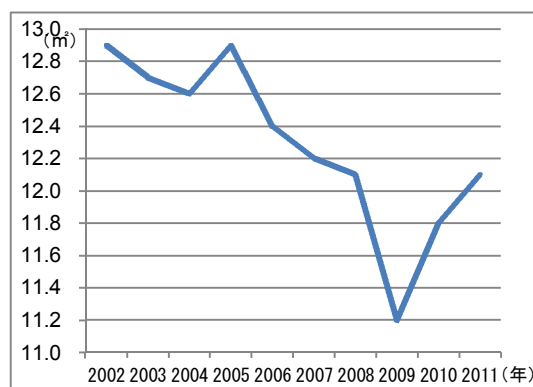
図表 15 東京23区及び都心3区のオフィスワーカー数の将来予測



資料: ニッセイ基礎研究所(元データは東京都)

(注) オフィスワーカー数は、「管理的職業従事者」「専門的・技術的職業従事者」及び「事務従事者」の3職種の合計

図表 16 東京におけるオフィス従業員一人当たりの平均床面積の推移



資料: (一社)東京ビルディング協会「ビル実態調査のまとめ(東京版)」を基に作成

エ) 景気動向とオフィス市況

オフィスの空室率も賃料も、景気動向の影響を受けることは論を待たないところであろう。すなわち、景気動向指数(CI)との関係を見れば、空室率は負の相関関係にあり、賃料は正の相関関係にあると言える。この場合、空室率については、その裏返しである稼働率(1-空室率)という概念を用いれば、稼働率は景気動向指数と正の相

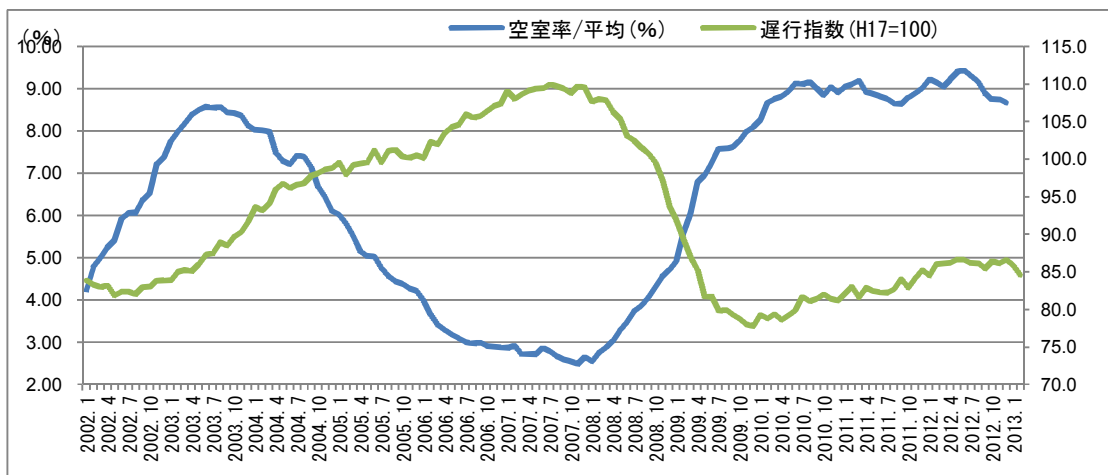
関関係にあるということもできる。また、以上のような相関関係は、オフィス市況がその性質上景気動向に対して遅行性を有していることから、景気動向指数のうちでも遅行指数との連動が強いものと考えられる(図表17)。

一方、空室率の変動に対して賃料の変動が遅行性を有することも経験則上知られている。この場合、賃料といっても募集賃料

と成約賃料との間では金額のかい離があることは当然ながら、両者には空室率に連動する時期についてもタイムラグが生ずる。具体的には、オフィスビルの一時的な大量供給といったような特殊事情がない限り、

景気動向による需給関係によりまず成約賃料が変動し、これに目線を合わせる形で募集賃料も変動するというのが一般的であろう。

図表 17 景気動向指数(運行指数)(CI)とオフィス空室率との相関関係



資料:内閣府「景気動向指数(速報)」、三鬼商事(株)「調査月報」を基に作成

三幸エステート・ニッセイ基礎研究所の「オフィレント・インデックス」によると、東京都心部のAクラスビル(延床面積10,000坪以上、基準階面積300坪以上)の成約賃料は2四半期連続して上昇し、2013年1Qには27,760円/坪となり、前期からの上昇率は16%に達している。一方、前掲の三鬼商事(株)のデータによると平均募集賃料はようやく下止り状況となってきたところであり、成約賃料を追いかける形で近い将来上昇に転ずるかどうかは予断を許さない(図表18)。

いずれにせよ、空室率の変動に対して半年から1年程度遅れて募集賃料も成約賃料も変動することもこれまでの経験則上知られており、今後の空室率の変動を注視していく必要があるだろう。

図表 18 東京都心部Aクラスビルの成約賃料



資料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィレント・インデックス」

(3) 住宅市場

最近の住宅市場は、住宅ローン金利の低下、住宅版エコポイント制度の拡充、震災復興需要等によりリーマンショックや東日本大震災後の厳しい状況から徐々に回復し

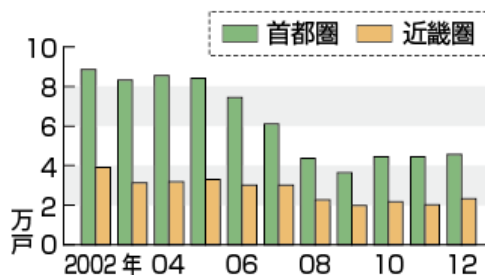
てきている。

2012年の全国の新築住宅着工戸数は882,797戸（前年比+5.8%）となり3年連続で増加している。このうち、首都圏、近畿圏の着工戸数は、それぞれ314,086戸（同+3.3%）、131,692戸（同+5.2%）で、いずれも3年連続の増加となっている。利用関係別で見ると、持家311,589戸（同+2.0%、3年連続の増加）、貸家318,521戸（同+11.4%、4年ぶりの増加）、分譲住宅246,810戸（同+5.2%、3年連続の増加）となり、貸家の増加が目立っている。

また、同年の全国のマンション新規供給戸数は93,861戸（前年比+8.4%）となり、同様に3年連続で増加している。このうち、首都圏、近畿圏の供給戸数は、それぞれ45,602戸（同+2.5%）、23,226戸（同+15.1%）で、平均初月契約率はそれぞれ76.3%（同▲1.5%）、76.9%（同+5.2%）と3年連続で好調の目安となる70%を上回っている（図表19）。

さらに、同年の中古マンションの成約件数は、首都圏では31,397件（前年比+8.7%）で、3年ぶりに前年を上回り、過去最高の件数となっており、近畿圏では15,082件（前年比+5.6%）で、12年連続して前年を上回り、同様に過去最高を更新している。

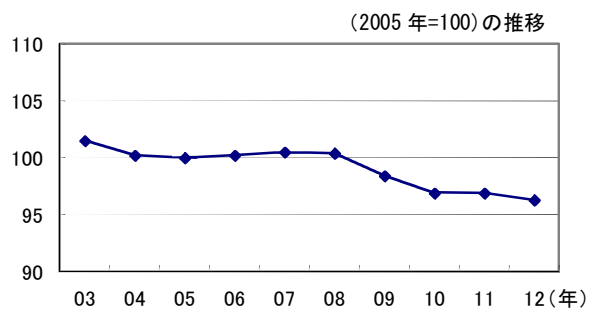
図表19 マンション販売戸数の推移



資料:不動産経済研究所

一方、賃貸住宅については、アットホーム㈱の調査によれば、2012年の首都圏の賃貸住宅の成約件数は247,290件（前年比+7.7%）と2年連続で増加し、過去最高水準の成約状況が続いている。また、(一財)日本不動産研究所の「全国賃料統計」（各年9月末時点）によると、東京圏の共同住宅の家賃指数（2005年9月末=100）は、最近では2007年に100.5とピークをつけた後に下落傾向が続き、直近の2012年では96.3となっている。ピークからの下落幅は4.2ポイントに止まっており、オフィス賃料に比べると安定的に推移している（図表20）。

図表20 東京23区の共同住宅の家賃指数



資料:(一財)日本不動産研究所「全国賃料統計」を基に作成

(4) 不動産業の景況感

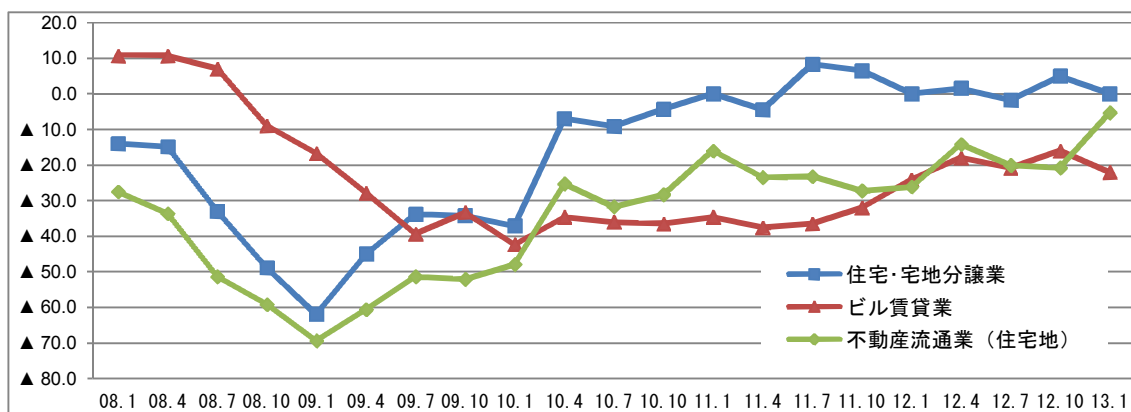
オフィス空室率の低下や住宅販売の好調さなどを背景に、不動産業の景況感も改善傾向にある。(一財)土地総合研究所の「不動産業業況指数等調査」（四半期ごと）によると、不動産業業況指数のうち調査時点での「経営の状況」は、住宅・宅地分譲業、ビル賃貸業、不動産流通業（住宅地）ともリーマンショック後の大幅なマイナスからは回復している。特に、住宅・宅地分譲業の改善が目立っており、2011年7月以降概ねプラスで推移している。また、「3ヶ月後

の経営見通し」についても、いずれの業種も概して改善傾向を示しており、直近の2013年1月調査ではビル賃貸業を除き、プラス15を超えている（図表21）。

また、帝国データバンクの「TDB景気動向調査（全国）」においても、2012年6月

以降、不動産業の景気動向指数が全産業の指数を上回って推移している。特に2013年に入ってから改善が目立ち、同年4月には48.8（全産業は42.4%）と2007年10月以来の水準まで回復し、景気判断の分れ目である50に接近している。

図表21 不動産産業業況指数(現況)



資料：（一財）土地総合研究所「不動産業業況等調査」を基に作成

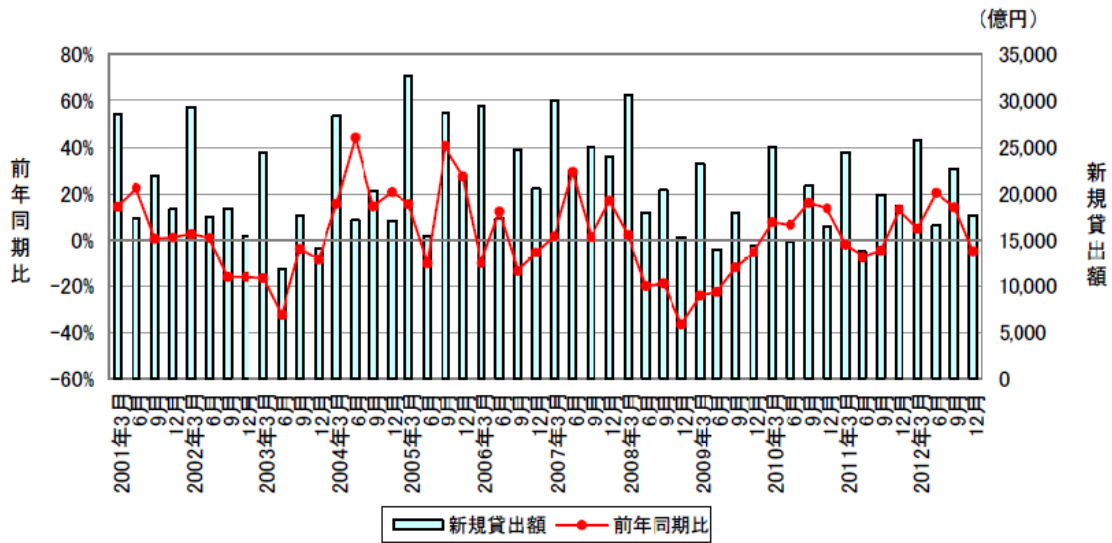
（5）不動産業向け金融

不動産業向け金融は、日銀の金融緩和策により最近ではかなり緩んできている。日銀の「貸出先別貸出金」統計によると、2012年12月末現在の国内銀行の不動産業向け貸出残高は60.3兆円で、前年同月比1.2%増となっており、四半期ごとの推移を見ると、2012年6月から3期連続でプラスとなっている。また、各年ごとの不動産業向け新規貸出額（設備資金）は、2007年の10兆1,600億円をピークに2009年の6兆9,600億円（2007年比▲31.5%）まで減少した後、2012年には8兆7,900億円（同▲16.0%）まで回復している。四半期ごとの推移を見ると、最近では2011年12月から4期連続でプラスで推移した後、2012年12月には小幅ながらマイナスに転じてい

るものの増加傾向が鮮明になってきている（図表22）。

また、日銀短観の「金融機関の貸出態度（DI）」を見ても、不動産業の最近における資金調達環境の改善が明らかになっている。不動産業のうち大企業のDIの推移を見ると、2011年6月に12期ぶりにプラスに転じた後、全産業に比べると小幅に止まっているものの2013年3月に至るまで8期連続でプラスで推移している（2013年3月はプラス7、全産業ではプラス17）。また、中堅・中小企業のDIも大企業ほどではないものの改善傾向にあり、2013年3月においてはそれぞれプラス3（全産業ではプラス15）、マイナス3（同プラス3）となっている（図表23）。

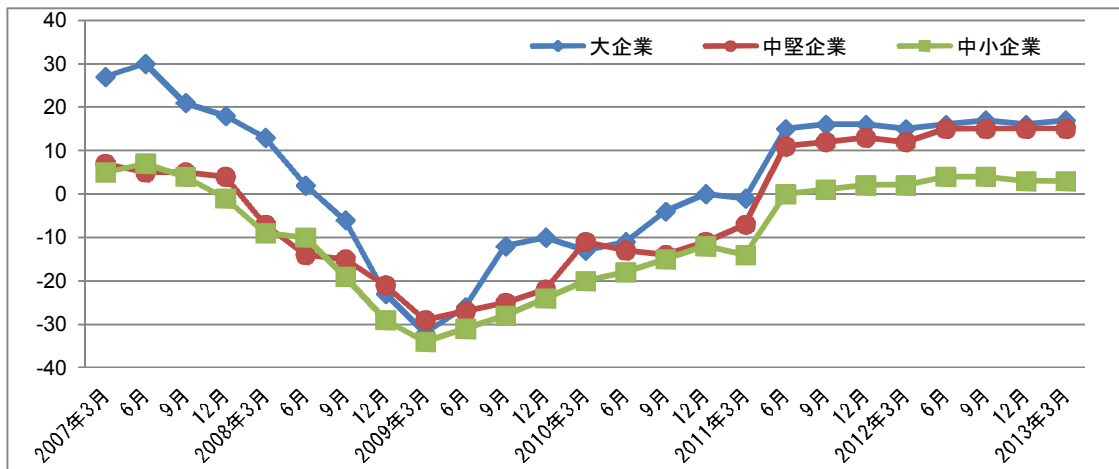
図表 22 国内銀行の不動産業向け新規貸出額(設備資金)



資料: 日本銀行「貸出先別貸出金」

(注)「設備資金」には、貸ビル・貸家建築用地資金など賃貸を目的とする貸出資金が含まれる。

図表 23 金融機関の貸出態度(DI)



資料: 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」を基に作成

3. J-REIT 及び不動産私募ファンドの現況

これまで我が国における不動産投資市場を取り巻く諸環境の動向を見てきたが、以下においては、不動産取引において極めて重要なプレーヤーに成長し、我が国における不動産ファンドの代表格となっている J-REIT と不動産私募ファンドの現状につ

いて概観することとする。

(1) J-REIT

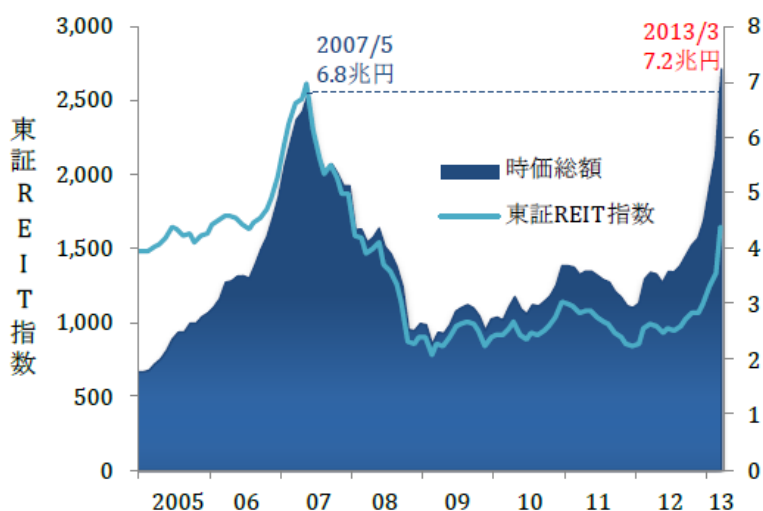
① J-REIT 市場の最近の動き

日銀による金融緩和策の効果やオフィスの「2012年問題」の一段落などにより、2012年秋以降、J-REIT 市場は順調に推移してい

る。そして、同年12月の総選挙でデフレ脱却のためのこれまでとは次元が異なる大胆な金融緩和や大型の補正予算の編成を掲げる現政権が誕生すると、円安・株高が急速に進み、これらと歩調を合わせ東証REIT指数も大幅に上昇した。その結果、2012年12月末の同指数は1,115となり、前年末に比べ33.6%上昇、時価総額も4兆5,132億円（37銘柄）と、新規上場が4件あったことなどもあり、前年末に比べて53.4%の増加となった。

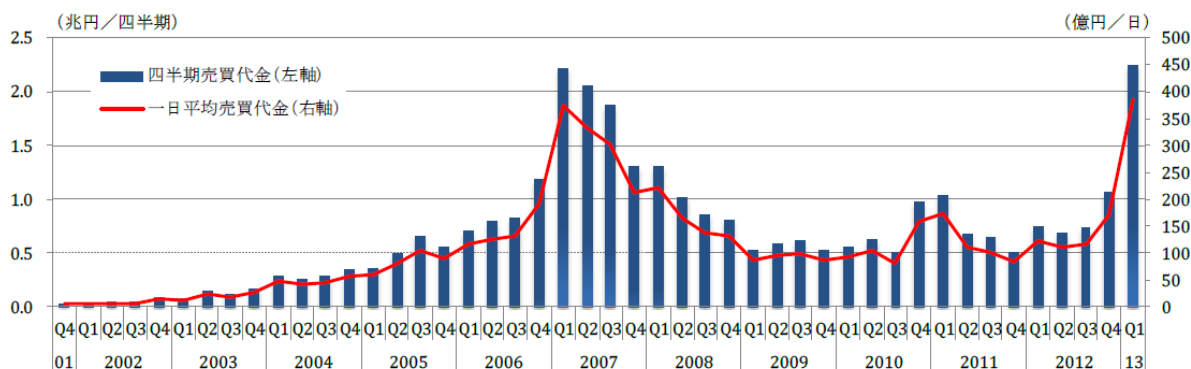
2013年に入ると、東証REIT指数の上昇はさらに加速し、同年3月末には同指数は1,643とわずか3ヶ月で47.4%上昇した。また、時価総額は新規上場が2件あったことなどもあり、7兆2,481億円と同期間に60.6%上昇し、2007年5月に記録したこれまでの最高額（6兆8,024億円）を5年10ヶ月ぶりに更新した。また、投資口の売買も活況を呈し、1～3月の1日当たり平均売買代金は386億円となり四半期ベースで過去最高となった（図表24、25）。

図表 24 東証 REIT 指数及び時価総額



資料：（一社）不動産証券化協会（ARES）

図表 25 投資口売買代金の推移



資料：同上

②J-REITの資金調達状況

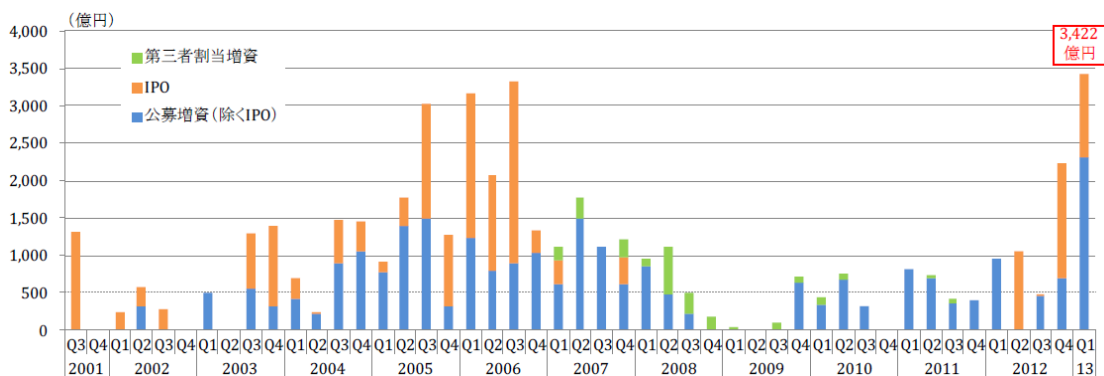
市場の活況を背景にJ-REITでは2012年当初から公募増資が相次ぎ、1年間で新規上場(IPO)4件を含む合計15件が実施された。IPOは2007年10月以降、リーマンショックの影響等で途絶えていたが、2012年4月に4年ぶりに再開された。その結果、同年の公募増資による調達額は4,697億円、前年比109.9%の大幅増で、このうち2,588億円をIPOが占めている。

また、J-REITによる2012年の投資法人債の発行額は960億円で、前年比22.3%増となっているが、リーマンショック後発行が再開された2010年の発行額が1,795億円

であったこと、2012年の既発債の償還額が約1,600億円であったことなどを勘案するとそれほど高い水準ではない。これは、低金利下において、より低コストで調達できる銀行借入れによる資金調達が増加していることが影響しているものと考えられる。

2013年に入ってもJ-REITによる資金調達はさらに活発化し、同年1月～3月には、IPO2件を含む13件の公募増資が実施され、合計で3,422億円が調達された。これらの公募増資は件数、調達額ともミニバブル期を上回り、四半期ベースでは過去最高のものとなっている(図表26)。

図表 26 J-REITの資金調達



資料:ARES

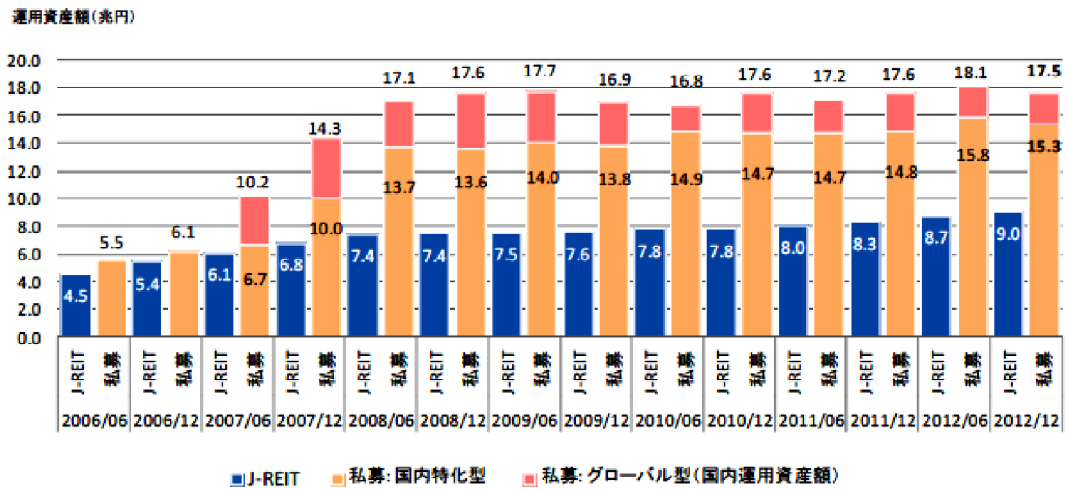
(2) 私募ファンド

①私募ファンドの概要

株三井住友トラスト基礎研究所の「不動産私募ファンドに関する実態調査」によると、2012年12月末時点の不動産私募ファンドの市場規模(運用資産額)は17.5兆円(グローバルファンドによる国内運用分を含む。)であり、同時点におけるJ-REITの市場規模(同)9.0兆円の約2倍となっている(図表27)。これまでのピークであった

2012年6月時点からは約5,600億円(3.1%)減少しているが、これについて、同研究所では、外資系運用会社を中心として新規ファンドの組成・運用資産の拡大が見られた一方で、既存ファンドの保有物件の一部売却(上場REIT設立に伴う私募ファンドからの売却を含む。)など運用資産を減少させるファンドも多くあったことを、その原因として指摘している。

図表 27 私募ファンドの市場規模の推移



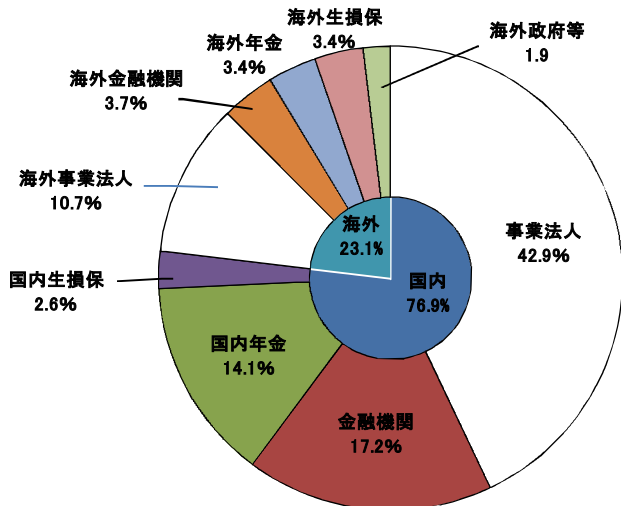
資料: (株)三井住友トラスト基礎研究所

主な投資家は、市場形成の初期段階では海外の年金資金やヘッジファンドなどのリスクマネーが中心であったが、ミニバブル期の大都市を中心とした地価の上昇やJ-REIT市場の拡大と相まって、国内の事業法人、メガバンク・地方銀行、信託銀行を通じた国内年金資金の投資も増加してきている。

ARES が実施した「第8回会員対象不動産私募ファンド実態調査」(2012年12月)

によると、エクイティ投資家の属性は、国内事業法人 42.9%、国内金融機関 17.2%、国内年金 14.1%など国内投資家が 76.9%、海外事業法人 10.7%、海外金融機関 3.7%など海外投資家が 23.1%となっている(図表28)。5年前には国内投資家は60%弱であったが、最近ではシェアを増加させており、その中でも国内事業法人のシェアの伸びが17.8%と目立っている。

図表 28 エクイティ投資家の属性



資料: ARES のデータに基づき作成

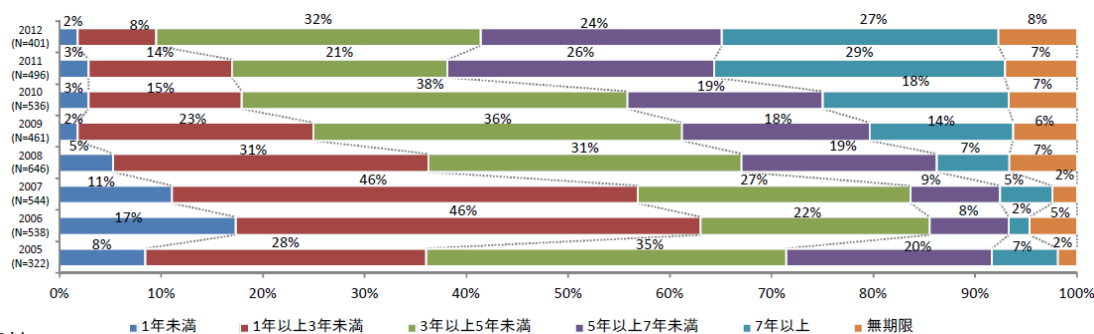
「第8回会員対象不動産私募ファンド実態調査」
(2012年12月)

また、同調査によると、2012年12月末時点において私募ファンドの数は653本、保有物件の数は1,971件、1ファンド当たりの平均保有物件は3.0件、平均運用資産額は161億円となっている。

ファンドの予定運用期間は3年以上5年未満のものが31.9%と最も多く、これに7年以上のものが27.2%、5年以上7年未満のものが23.7%、と続いている(図表29)。

過去からの推移を見ると、2006年には5年未満とするものが85%を占めていたが、その後はそのシェアが減少する一方(2011年には38%まで低下)、5年以上のものが増加するなど長期化が進んでいたが、直近の調査では5年以上とするものが減少に転ずるなど、長期化傾向に変化の兆しも見られる。

図表29 私募ファンドの予定運用期間の推移



資料:ARES

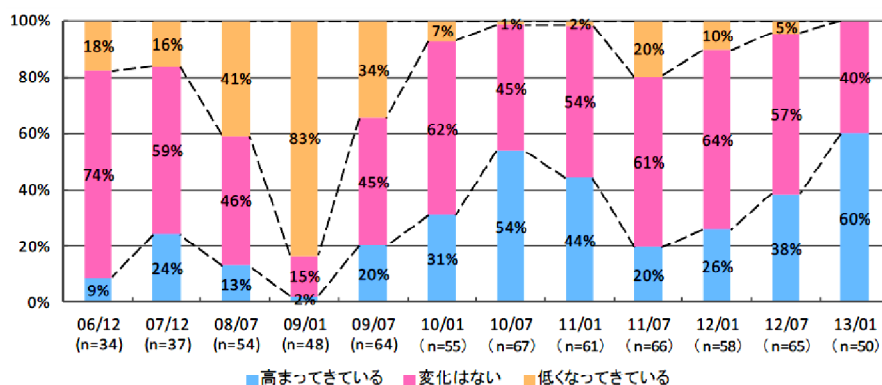
②資金調達状況

ア) エクイティ資金

㈱三井住友トラスト基礎研究所の前掲調査により、エクイティ投資家の投資意欲の推移を見てみると、東日本大震災直後の2011年7月時点で20%に低下していた投資意欲が「高まっている」の割合がその後上昇に転じ、特に2012年7月時点の38%

が2013年1月時点では60%にまで急上昇し、その一方で「低くなってきている」の割合が0%となり、当該半年間での投資意欲の高まりが鮮明に読み取れる結果となっている(図表30)。2012年11月半ば以降の円安・株高等の状況がエクイティ投資家の投資マインドを大きく好転させたものであると考えられる。

図表30 エクイティ投資家の投資意欲



資料:㈱三井住友トラスト
基礎研究所

また、エクイティ投資家の投資姿勢については、国内企業年金、国内事業法人、海外年金基金において、「長期のコア投資として、すでに投資を開始している、あるいは投資を検討している」という回答が、それぞれ 54%、41%、40%と最大の割合を占め、

長期投資の観点から積極性が見られる。一方、海外富裕層では「キャピタルゲインを得る好機であり、すでに投資を開始している、あるいは投資を検討している」という回答が 40%と最大の割合を占め、比較的短期の投資を目指していることが見てとれる。

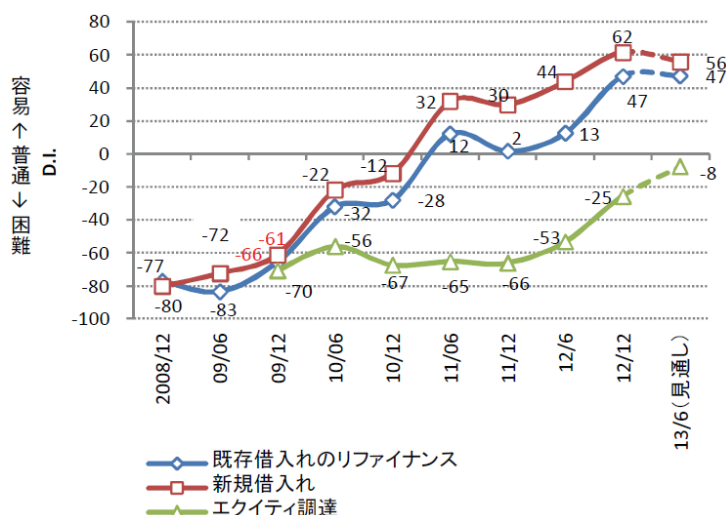
イ) デット資金

ARES の前掲調査によると、ファイナンスの難易度を示す資金調達環境動向指数 (DI) は、新規借入れについては 2011 年 6 月に半年前のマイナス 12 から一気にプラス 32 に改善し、その後も改善傾向が続いている。直近ではさらにプラス 62 まで上昇し、資金調達環境の良好さがうかがわれる。既存借入れのリファイナンスについても、2011 年 6 月に半年前のマイナス 28 からプラス 12 に改善し、その後も概ね改善傾向が

続き、直近ではプラス 47 となっている (図表 31)。

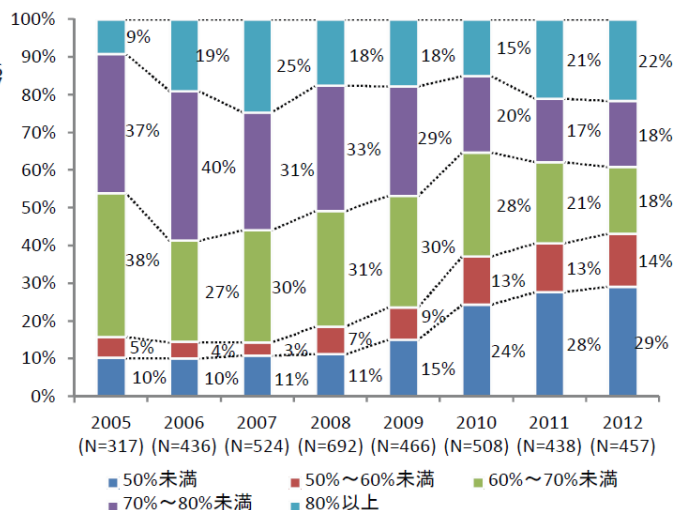
次に、運用中の私募ファンドの LTV を見てみると、リーマンショック以降、「50%未満」の割合のファンドの増加が目立っており、直近では 29%を占めるに至っている一方 (リーマンショック前は 10%)、前年に比べると「70~80%未満」、「80%以上」という高いレバレッジのファンドも若干増加している (図表 32)。

図表 31 ファイナンスの難易度 (DI)



資料：ARES 「第 8 回会員対象不動産私募ファンド実態調査」(2012 年 12 月)

図表 32 私募ファンドの LTV



資料：同左

4. 我が国の不動産売買における J-REIT・ 私募ファンドの位置付け

榊都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査」によると、上場企業や J-REIT 等が 2012 年度に公表した国内不動産の取引件数は 823 件（前年比+22%）、取引額は 2 兆 6,689 億円（同+55%）で、件数、金額ともリーマンショック以降の最高となった。

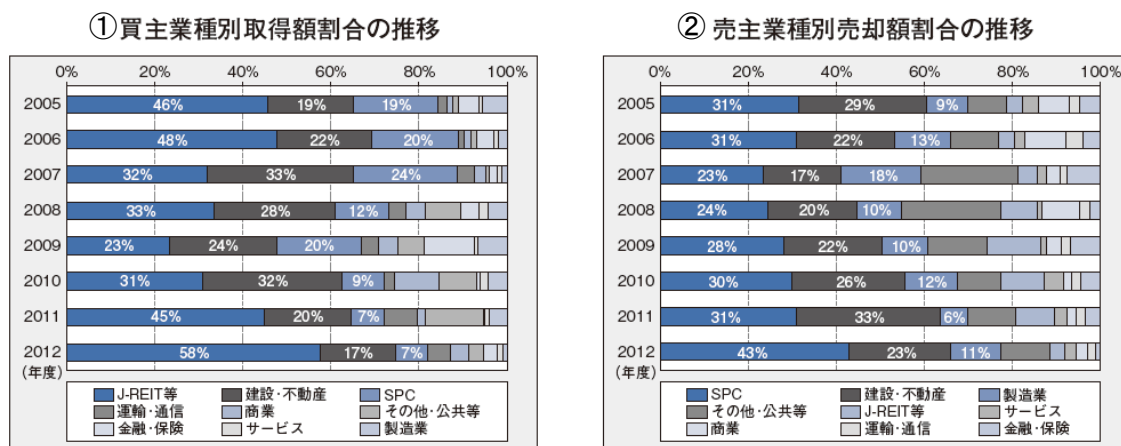
買主の業種を見てみると、J-REIT 等が 1 兆 4,926 億円（同+98%）で全体の 58% を占め、2006 年度の 48% を大幅に上回り、これまでの最大となっている。J-REIT 市場の活況を背景に、新規上場や公募増資等による物件の取得が取引額の増加に寄与している。日経不動産マーケット情報によれば、2012 年の国内大型不動産取引上位 10 件のうち 1～3 位を含む 7 件は J-REIT による取引であるとされており、国内不動産投資市場における J-REIT の存在感の大きさが実感できよう。これに対し、SPC は 2007 年度のピーク時には 24% を占めていたが、2012 年度には 7% までシェアを落として

いる。

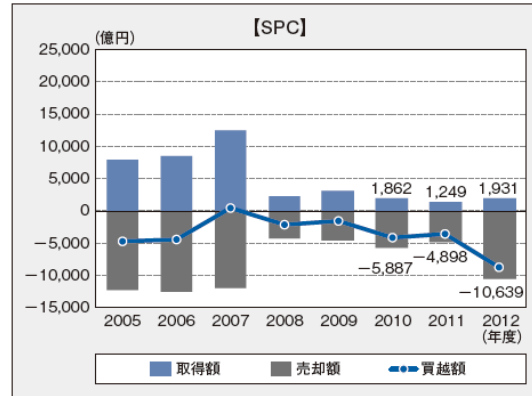
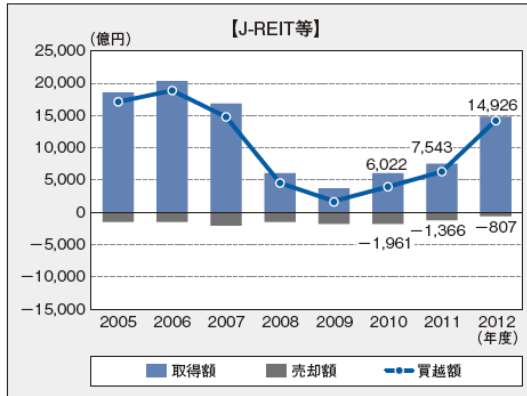
一方、売主の業種では SPC が 1 兆 639 億円で（同+55%）で全体の 43% を占め、これも 2005～06 年度の 31% を大幅に上回り、これまでの最大となっている。これについて、同研究所では、取得額が大幅に増加した J-REIT の主な物件取得先がブリッジファンドの SPC であることが大きな要因であると分析している。これに対し、J-REIT 等は 3% 程度までシェアを落としており、今後の景気回復が期待される中、各投資法人が資産規模の拡大による外部成長戦略に軸足を移している状況がうかがわれる（図表 33）。

以上のように、近年、国内の不動産取引市場において、J-REIT や私募ファンドは買主として、あるいは売主として極めて重要なプレーヤーとなってきており、これらのプレーヤーによる不動産投資の拡大が不動産取引市場の回復、さらにはデフレ経済からの脱却を後押しする大きな力になることが期待される場所である。

図表 33 不動産売買における J-REIT・私募ファンドのシェア



③ 業種セクター別取得額・売却額の推移



資料: (株)都市未来総合研究所 「不動産売買実態調査」

5. J-REIT・私募ファンドの課題と新たな動き

J-REITや私募ファンドは、前述のように我が国の不動産取引市場において極めて重要なプレーヤーとなっており、今後、市場をより一層拡大、活性化させていくためには、現在のJ-REITや私募ファンドに係る課題や制約を軽減・除去していくことが重要である。以下においては、これらに関する最近の動きを紹介するとともに、若干の私見を述べることにする。

(1) J-REIT

J-REITの投資口は、安定的にキャッシュフローを生み出す不動産に裏付けられた商品であるものの、実際には金融資本市場の影響を大きく受けている。リーマンショック時には資金調達手段の制約等の財務上の課題が顕在化し、金融機関の貸出抑制スタンスが投資法人の資金繰りに大きな影響を与え、経営破綻に至るものまで現れた。また、本来、ミドルリスク・ミドルリターンの商品として想定されていたにもかかわらず、

市場の動きの影響を直接的に受け、投資口価格のボラティリティは拡大し、投資家の投資意欲を萎縮させる結果となった。これらについては、従来より、J-REITが諸外国のREITに比べて資金調達・資本政策手段の面において制約が多いことが最大の要因として指摘されていた。

以上のような課題に対応することを目的の一つとして、本年4月、「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」(J-REITの根拠法である「投資信託及び投資法人に関する法律」の一部改正案が含まれる。)が国会に提出された。同法案においては、投資法人による資金調達・資本政策手段の多様化を図る観点から、自己投資口の取得、投資主への割当増資(ライツ・オファリング)を導入することが盛り込まれたほか、投資法人による海外不動産の取得を容易にする観点から、投資法人が海外不動産を直接取得することに加え、新たに特別目的会社(SPC)を通じて間接取得することも可能とした。さらに、制度発足当初から指摘されていた、投資法人の資産運用に対するス

ポンサー企業からの影響により投資家の利益が損なわれるという事態に対処するための投資法人におけるガバナンスの強化、**J-REIT** の投資口を株式と同様インサイダー取引規制の対象とする措置などが講じられた。

これらの改正項目は、いずれも **J-REIT** の資金調達、資本政策手段の多様化を図るために不可欠のものであり、また、諸外国においては既に導入済のものであることから、我が国においても従来より関係各方面から制度化の要望が強かった事項である。これらが実現することにより、**J-REIT** のファイナンスリスクの低減、**J-REIT** の投資効率や金融商品としての信頼性の向上、**J-REIT** 市場の安定的成長、ひいては不動産投資の拡大・活性化とデフレからの脱却、都市再生への民間資金導入の促進等、様々な社会的・経済的効果の発現が期待される所であり、法案の早期成立・施行が求められる。

(2) 私募ファンド

我が国では、不動産市場全体の規模と比較して証券化に適した不動産の流通量が少ないという指摘が多いが、この点において、私募ファンドは、**J-REIT** に対する投資適格不動産の供給主体として今後とも大きな役割を果たすことが期待されている。私募ファンドがこのような期待に着実に対応していくためには、資金調達を円滑に実施できるような環境を整備することが不可欠であろう。デット資金については短期のノンリコースローンが主体となることは今後とも避けられないものと考えられることから、可能な限り **LTV** を低下させる等の努力が

求められるであろう。他方では、エクイティ資金の調達という観点から年金資金や投資信託等、投資家の裾野を広げることも重要であろう。

また、私募ファンドについては、従来より、情報開示が不十分であるという指摘が投資家サイドから強くなされてきた。このような問題に対応するため、**ARES** においては、2012年3月に「**ARES** 私募不動産ファンドガイドライン」を制定し、私募ファンドの投資家を募集する際の発行開示及び運用開始後のファンドや投資不動産の状況等の継続開示のあり方に関する指針を取りまとめている。このような取組みは、私募ファンドに対する投資家の信頼性を確保するために不可欠なものであり、今後、**ARES** 会員が関与する私募ファンドのみならず会員以外のファンドにも、広く活用されていくことが望まれる。

次に、投資適格不動産の供給を促進し、不動産市場を活性化するためには、既存の証券化スキームに加え、より一層多様な新たなスキームを検討することも重要である。このような観点から、本年3月、「不動産特定共同事業法の一部を改正する法律案」が国会に提出されている。不動産特定共同事業法に基づく不動産特定共同事業（以下「不特事業」という。）は、1995年に施行された同法に基づく証券化スキームによる事業であり、不特事業者（ディベロッパー等）が投資家との間で匿名組合契約等を締結し、対象不動産の所有・経営・事業判断を一体的に行うものである。しかしながら、現行の不特事業は、他事業から倒産隔離されておらず、投資家に不測の損失を与えるリスクがあり、その普及拡大の支障となってい

た。このため、改正法案においては、倒産隔離型の不特事業を可能とすべく、一定の要件を満たす特別目的会社（SPC）が主務大臣に届出をすることにより、同事業を実施することができること等の所要の措置が講じられている。これにより、不特事業者はSPCから不動産取引、アセットマネジメントなど包括的な委託を受けて業務を遂行することができ、投資家保護の目的を達成することも可能となる。

改正法の最大のポイントはディベロッパー等の不特事業者（主務大臣の許可が必要）に業務を委託するSPCに対しては従来必要とされていた設立の許可を求めず、主務大臣への届出のみとされた点であろう。これによりSPCの設立が容易になり私募ファンド等による投資適格不動産への投資の促進のみならず、民間資金の導入を通じた耐震性に劣る建築物の耐震化や都市再生の促進、多様な投資用不動産の供給につながっていくことが期待される。前掲の「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」と同様、早期の成立・施行が求められる。

6. おわりに

不動産投資市場が不動産分野と金融分野を融合することを期待され、本格的に登場してから十数年が経過している。この間、ミニバブル期のような活況期を経験する一方、リーマンショックとその後の世界金融危機、東日本大震災など厳しい状況にさらされ、一時市場が収縮したものの、最近ではアベノミクス下において市場の回復が顕著になってきている。

しかしながら、現時点では不動産投資市場が所期の目的を十分達成しているとは言

い難い。2,300兆円と言われる我が国の不動産資産は世界でも有数であるのにもかかわらず、J-REIT、不動産私募ファンド等の不動産証券化資産の市場規模は30兆円程度であり、拡大すべき余地は大きい。また、公共公益施設を整備するためのPFI事業におけるJ-REIT等の証券化ビークルの活用、不動産投資のグローバル化に伴うJ-REIT等の海外不動産投資への進出・拡大など、新たなニーズも次々に発生してきている。

これらに対応していくためには不動産市場側にも金融市場側にも様々な課題があり、本稿で指摘したものはその一部にすぎない。今後、関係各方面の叡智と努力を結集して直面する様々な課題を克服し、不動産投資市場の更なる拡大・成長を目指すとともに、その成果が都市再生、デフレからの脱却に活かされることを期待したい。

<参考文献>

ARES（2013年）

「ARES J-REIT REPORT」（Vol.37～41）

森ビル（株）（2013年）

「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査
（速報版）」

（株）都市未来総合研究所（2013年）

「不動産売買実態調査」

三菱UFJ信託銀行不動産信託研究会（2010年）

「不動産証券化の危機対応」（金融財政事情研究会）

藤瀬裕司（2009年）

「総解説 証券ヴィークルの法務と実務」

（日本経済新聞社）

三菱JFJ信託銀行不動産コンサルティング部（2006年）

「不動産投資リスクの基礎知識」（日経BP社）