

変調する不動産投資市場の 知られざるポテンシャル

不動産投資市場が大きく揺らいでいる。不動産価格は低迷し、不動産企業の倒産も相次いでいる。しかし、ファンダメンタルズに着目すれば、東京圏市場などは依然として健全である。資産運用から不動産を捉える際には、そういった点にも着目すべきであろう。

調整局面に入った不動産投資市場

これまで順調に回復してきた不動産投資市場が変極点を迎えている。国土交通省が発表した「地価LOOKレポート（2008年8月）」においては、全国主要都市の地価下落傾向が鮮明になったと報告されている。

2008年の春以降は、アーバンコーポレーション、レイコフなど新興不動産企業の倒産が相次いでおり、当面は後続する企業が現われるものと思われる。J-REITの投資口価額も低迷の一途を辿っている。サブプライム問題の影響もあり、東京市場においては株価も低迷しているが（8月22日現在TOPIXは年初来13.7%下落）、東証REIT指数は年初来-32.5%と下落が著しい。

この劇的な変化の主な要因として、不動産ファンドなどが金融機関から融資を得られないことが指摘されている。過去数年間、日本の不動産投資市場は、世界の中でも突出してレバレッジ効果の恩恵を受けられるマーケットであった。欧米などでは、不動産売買額に占める融資比率は、70%~80%程度が上限であるが、日本においては90%を超える例もあった。したがって、融資に依存していた不動産ファンド、投資家ほど痛手を被っている。

ファンダメンタルズから捉えた 東京の不動産の実力

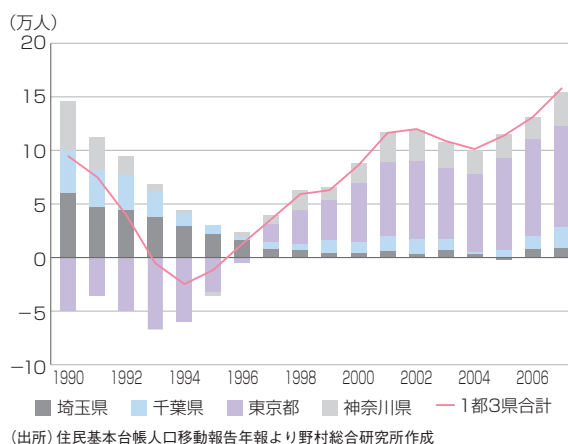
しかし、本来不動産のリターンを左右するファンダメンタルズを見れば、不動産投資市場、特に東京の不動産投資市場には追い風となる要因もある。資産を運用する立場から不動産市場を捉えるのであれば、本来そのファンダメンタルズに着目すべきであろう。

まず、急速な人口流入による東京圏の人口増加は、不動産投資市場の強い追い風要因として挙げられる。東京圏への人口流入は20年近いトレンドで継続している（図表1）。バブル崩壊後に東京都から周辺三県への人口移動はあったものの、その間も含め、東京圏はほぼ一貫して全国から人口を吸収し続けている。

近年は、高卒・大卒時に東京圏に流入する地方出身者が永住する傾向が鮮明になり、東京圏の人口増加はさらに加速している¹⁾。また、現在公表されている将来人口予測では、都道府県間の移動が将来減少すると見込まれているケースが一般的である²⁾。しかし、実際には移動による東京圏への流入傾向は加速しつつあり、現在公表されている予測以上に東京圏の人口は増加する可能性もある。

こういった変化は不動産投資市場にとって何を意味するのだろうか。例えば、2007年の東京圏の世帯増加は約9万世帯に達しており、これは毎年100戸の共同住宅を900棟供給しなくては住宅需要を吸収しきれないことを意味する。昨今、新築分譲マンションの価格が高騰していることを踏まえれば、投資用のファミリー賃

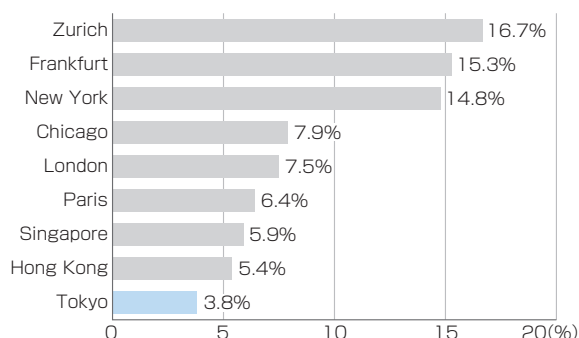
図表1 東京圏への転入超過数の推移



NOTE

- 1) 例えば、1985年から90年までの5年間は、30～34歳人口が東京圏から11万人以上流出していたが、流出は年々減少し、2000年から05年は3千人の増加に転じている。この傾向はどの世代においても同様である。なお、この分析は以下の資料を参考として記述した。「定住化傾向が強まる東京への流入人口」ニッセイ基礎研究所（2008年6月）
- 2) 例えば、国立社会保障・人口問題研究所の人口推計においては、将来の都道府県間移動が従来の70%になると仮定している。また、東京都の人口推計においては、都道府県間移動がないと仮定している。

図表2 世界の主要都市における金融業従事者数比率



(出所) エコノミスト誌より野村総合研究所作成

貸マンションの稼働率は高止まりし、投資リターンは高くなることが予想される。

人口動態以外では、多様な経済基盤に支えられている点も東京の不動産市場の特徴である。より具体的に言えば、東京は世界一巨大なノン金融センターであり、これが東京の不動産投資市場の魅力となっている。ニューヨーク、ロンドンをはじめ世界の主要都市の多くは、金融業従事者が就労人口の大きな比率を占めている（図表2）。したがって、オフィス市場は金融セクターのテナントに依存している部分が大きい。それに対し、東京のオフィス市場はそのような構造にない。

すなわち、現在のサブプライムローン問題のように金融市場に混乱が生じたとしても、東京のオフィス市場は大きな影響を受けないのである。投資家にとって東京のオフィス市場は、不動産ポートフォリオのリスクを分散させるのに非常に有効であると言える。

着実にグローバル不動産に投資する
先進投資家

海外の先進的な機関投資家は、こういった人口動態の

変化から生じる需給ギャップや市場構造の特徴に着目し、日本あるいはアジア市場の不動産への関心を高めている。ファンダメンタルズに着目すれば、短期的な変動があったとしても、長期の投資スパンでは高い確率でリターンが得られると確信しているためである。

例えば、CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金）は2007年10月に不動産投資比率を向上させることを発表し、さらに2008年8月にはアジアなどエマージング国の不動産への投資を強化する方針を発表した。

また、機関投資家の資金を預かるアセットマネージャーも日本投資の強化方針を明確にしている。マッコーリーは今後3年間に約5,000億円投資する方針を示した。他にも、GEリアルエステート、ラサール・インベストメント、プロロジス、AMBプロパティなどが日本の不動産への投資拡大方針を打ち出している。

変調をきたした市場への投資、融資を意思決定することは容易ではない。不確定な要素が増え、資金を投下するタイミングを見計らうのも難しい。一方で、上述のように、海外投資家の一部は綿密な分析からリターンを確信し、積極的に投資を継続している。

日本国内においても、もう少し冷静に、長期の視点で市場を捉える目が増え、現在の不動産投資市場の混乱が収束することを期待したいものである。このまま混乱だけが続き、なにも学習できないのでは寂しすぎる。 **F**

Writer's Profile



金 惺潤 SungYun Kim
事業戦略コンサルティング一部
主任コンサルタント
専門は不動産、エネルギー
focus@nri.co.jp