

不動産投資市場の潮流と中長期的課題

2016年5月31日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学部

教授 田邊 信之

I . 不動産投資市場の潮流

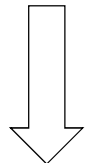
不動産投資・証券化市場の成長過程

<日本の不動産証券化ニーズ>

- ◆ 地価高騰問題への対応
(例) 国鉄清算事業団が旧国鉄用地の売却に「地価を顕現化させない処分方式」として信託方式、不動産転換ローン等のスキームを活用
- ◆ 社会資本整備のための新たな資金調達パイプの創設



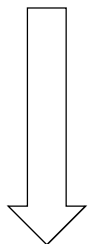
1980年代後半に不動産証券化の本格的な議論開始



<金融緩和下のバブル期>

- ・ 資金調達のための証券化ニーズは小
- ・ 地価高騰により投資利回りは大きく低下

日本における不動産証券化は進展せず



<バブル崩壊>

- ・ 不動産価格の大幅かつ継続的な下落
- ・ 不動産保有・事業リスクの顕在化
- ・ 間接金融市場の混乱

不動産流動化ニーズ、証券化ニーズの増大

資産流動化型 → 資産運用型、開発型
→ 不動産投資市場の成長

<日本の金融市場の変革>

- ◆ 1974年 金融自由化の開始
2つのコクサイ化の進展
- ◆ 1980年 海外金融取引の原則自由化 (外為法改正) 98年完全自由化
- ◆ 間接金融→直接金融 (比重移行)

<米国の潮流>

- ◆ **Securitization** (商業用不動産証券化の急速な普及)
- ◆ **Disintermediation**

- ◆ 1996年 金融ビッグバン
フリー、フェア、グローバル

金融機関の不良債権処理

市場型間接金融市場の成長

- ◆ 1998年 資産流動化法施行
- ◆ 2007年 金商法の本格施行

不動産市場と金融市場の特性

～不動産市場の重要性、金融市場(規模・拡大余地大、資本主義の根幹)の影響、社会資本整備と経済合理性～

項 目	不動産市場	金融市場
取引対象資産	実物(付随する権利を含む)	金融商品(実物ではない)
取引対象資産の性質	個別性大	(ある程度)画一的
取引対象資産の供給	土地の供給には物理的限界あり 建物の供給にも一定の制約	契約等によって供給可能(デリバティブなど) であり供給制約は少
取引対象資産の需要	不特定多数	不特定多数
取引形態	売買、賃貸が中心	多種多様
取引コスト	大	小
可変性	実物のため一定の制約	規制の範囲内では自由
流動性	低	高
透明性	中	高
経済インフラ	重要な機能 (経済基盤の一つ、政策対応も可能)	重要な機能 (資本主義の根幹、政策対応も可能)
社会資本(実物)としての性質	極めて大 (経済合理性と社会資本整備のバランス)	小 (基本的に経済合理性を追求)
市場への規制	一律規制だけでなく個別対応が必要	柔軟性を持ちつつ一律規制が可能
市場規模(日本)	全不動産 約3200兆円、収益不動産 約200兆円 証券化不動産 約30～40兆円(内閣府)	約2800兆円(IMF推計、2012年)

(注)上表は基本的な性質の概念整理であり、例外は数多く存在する。

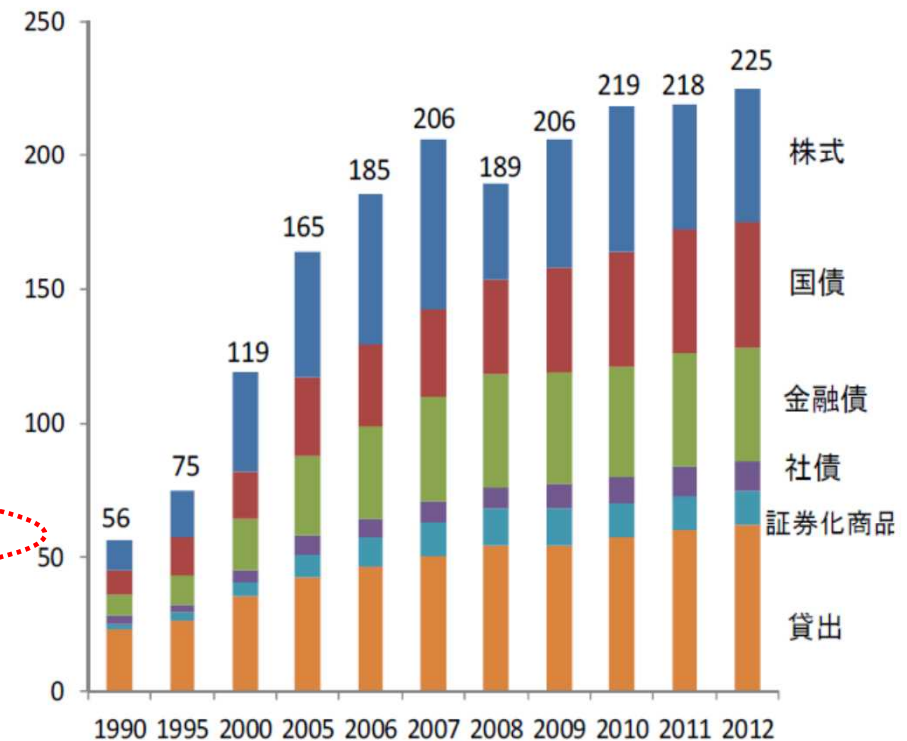
世界(日本)の金融市場の規模

世界の金融(金融資産・金融市場)の規模

(単位:金融資産総額対GDP比率を除き10億ドル)

	GDP	金融資産	外貨準備	株式時価総額	債券発行残高	銀行資産	金融資産 対GDP比(%)
世界合計	72,216	268,585	11,404	52,495	99,134	116,956	372
欧州	15,515	82,218	498	9,732	29,457	43,029	530
フランス	2,614	15,619	54	1,663	4,530	9,427	598
ドイツ	3,430	10,890	67	1,567	4,355	4,968	318
イギリス	2,477	19,912	89	3,416	5,778	10,718	804
アメリカ	16,245	67,069	139	16,856	35,155	15,058	413
日本	5,960	32,397	1,227	3,639	14,592	14,166	544
アジアNIEs	2,144	13,105	1,303	5,944	2,318	4,844	611
新興国	26,975	50,666	7,384	11,196	10,871	28,599	188
うちアジア	12,359	31,220	4,187	5,853	5,530	19,837	253

(備考)IMFによる推計、2012年の値

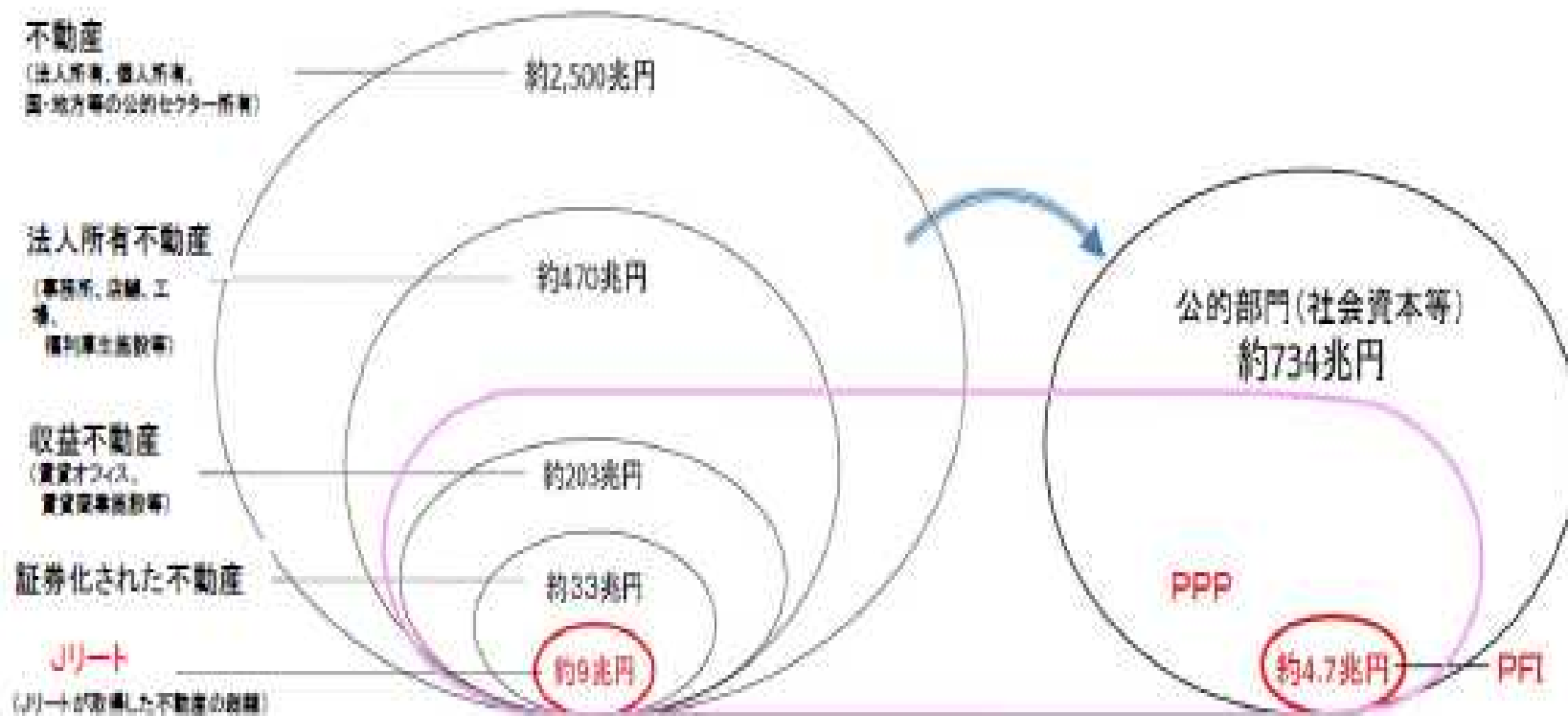


(備考) McKinsey Global Institute “Financial Globalization: Retreat or reset?” より引用

出所:内閣府資料より抜粋

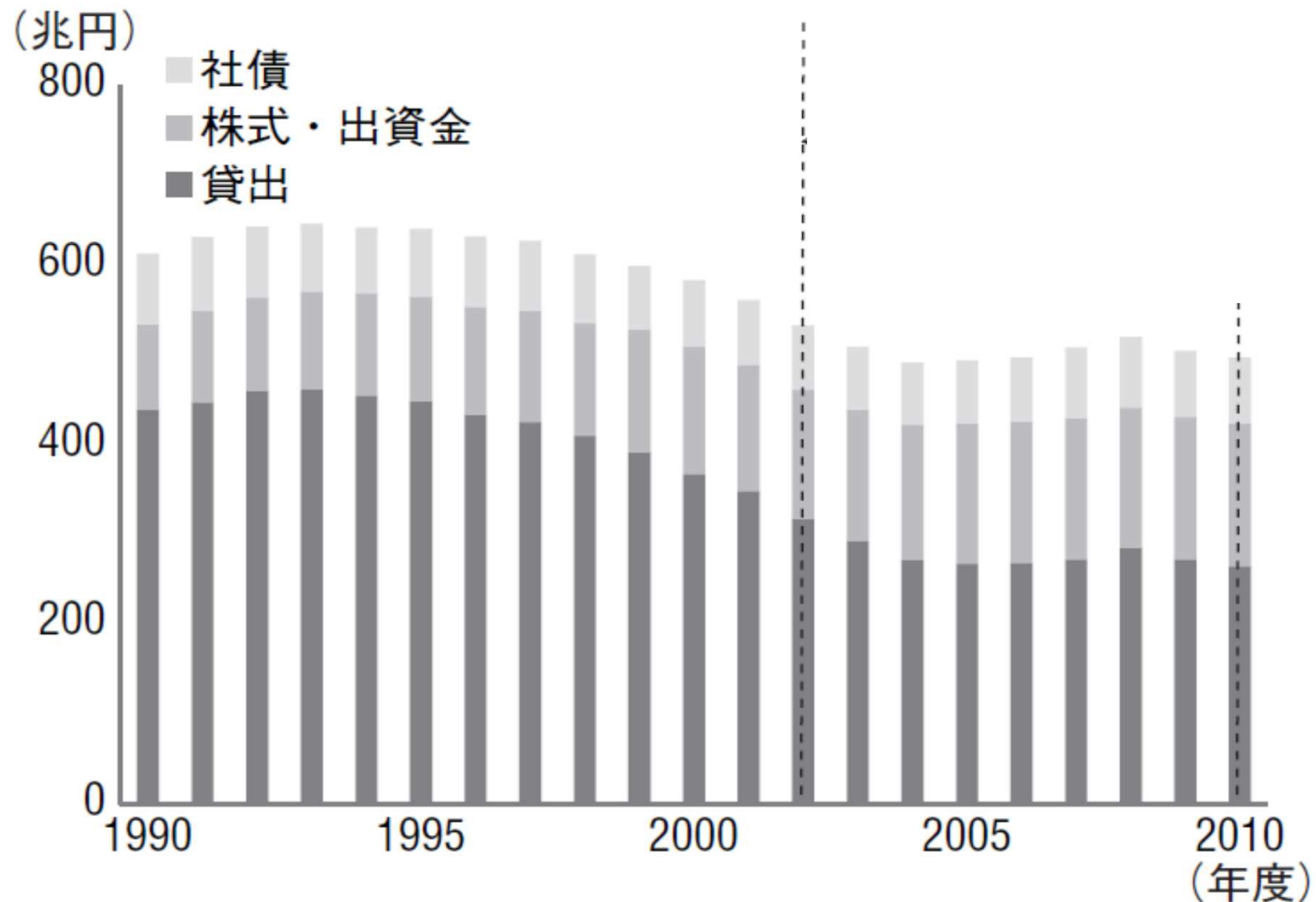
日本の不動産市場の規模

既存収益不動産の証券化に加え、新たな収益不動産への組み込み、投資対象の多様化、インフラなどの公的資産の証券化などが見込まれ、証券化対象不動産の潜在的市場規模は大。



出所: 内閣府「不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議 第1回(2012年11月)」資料より抜粋

企業の資金調達構造の変化:ストックベースでの資金調達額(金融機関を除く)



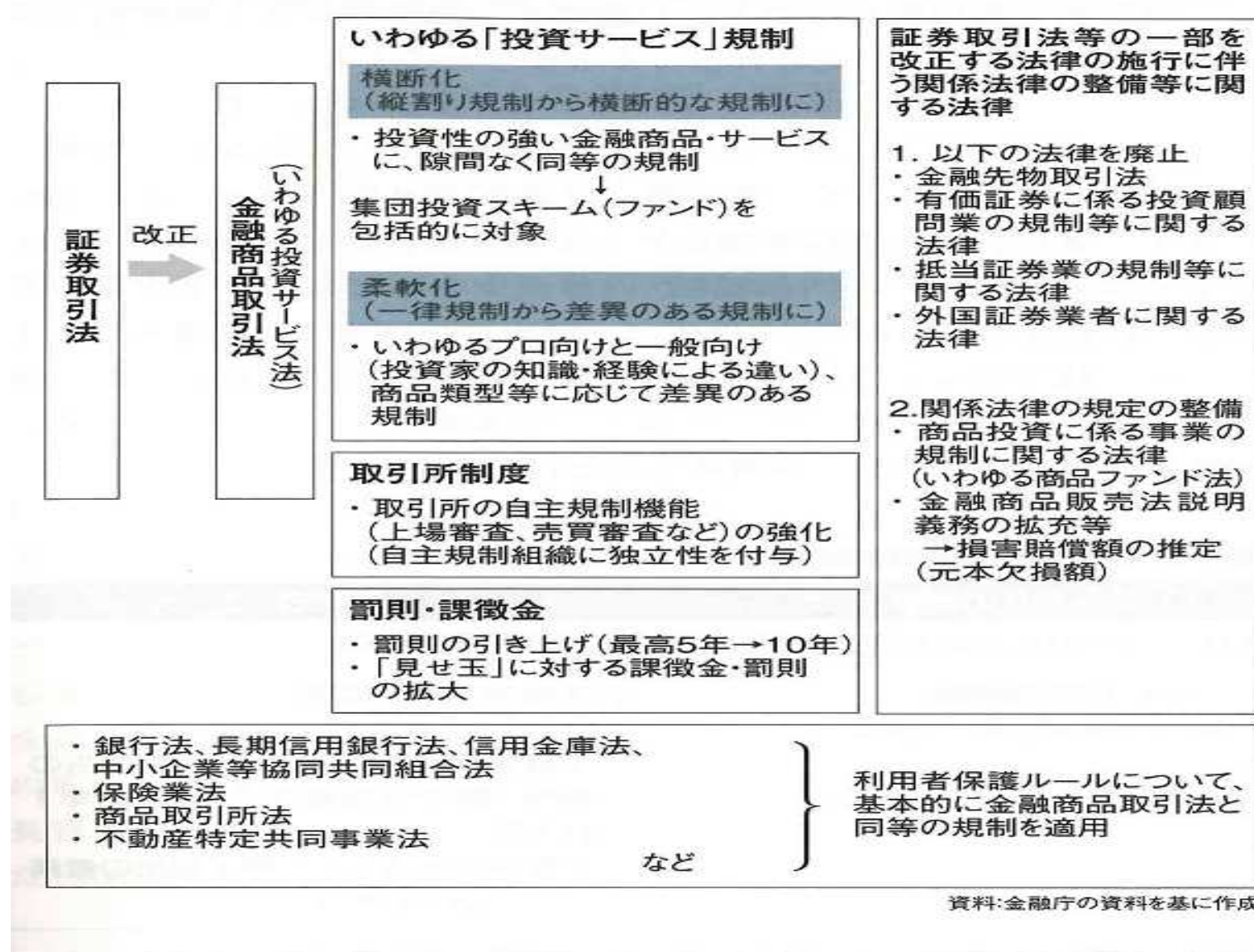
出所：日本銀行「資金循環統計」

市場型間接金融市場の成長

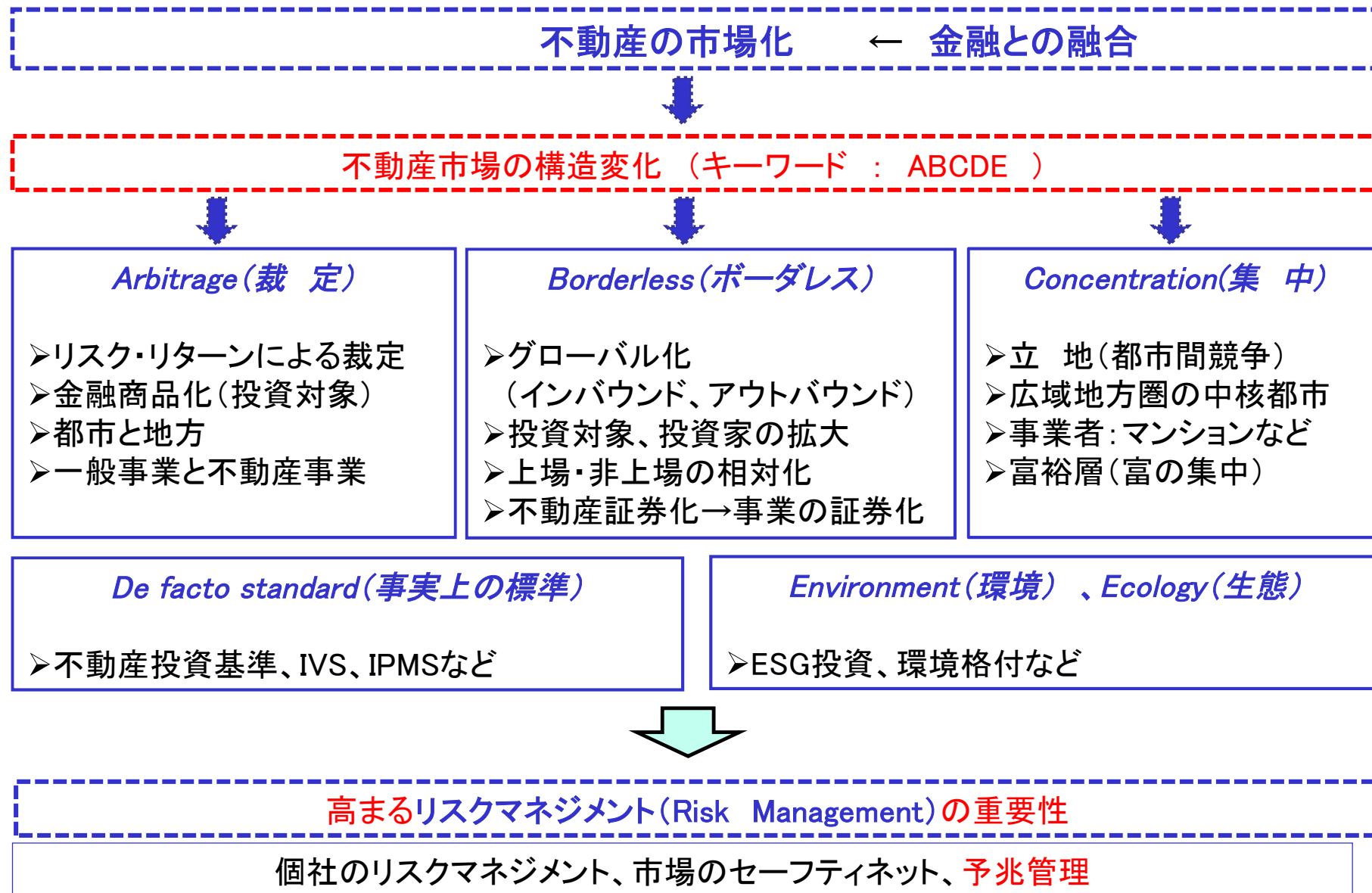
- (1) 銀行・保険等による間接金融に偏重した金融仲介チャネルを多様化し、預貯金のようなローリスク・ローリターンの金融商品だけでなく、ミドルリスク・ミドルリターンの金融商品を始めとして、様々なリスク・リターンを持つ金融商品が幅広く厚みを持って提供されること
- (2) とりわけ、投資信託等のように、投資者の資金をプールしてファンドを作ることで、分散投資のメリットを活かしつつ、各種の金融のエキスパートが、高度な分業により責任を持って運用・管理等を行う形態である、いわゆる「集団投資スキーム」(「市場型の間接金融」、「ビークル金融」)が金融仲介チャネルとして重要な役割を果たすことにより、経済社会全体として円滑な資金の調達と運用が図られること
- (3) 様々な資産に運用される「集団投資スキーム」に係る受益権・持分権および資産担保型証券といった金融商品が、その他の様々な金融商品(預貯金、保険商品、株式、債券、デリバティブ、これらの複合商品等)とともに、国際化や電子化にも対応した形で、幅広い選択肢として利用者に提供され、これらの商品の取扱いに係るサービスが効率的かつ公正に行われること

資料：「新しい金融の流れに関する懇談会」（座長：故 蛭山昌一・大阪大学教授）の「論点整理」（1998年6月）より抜粋

金融商品取引法の本格施行(2007年9月)



不動産市場の構造変化



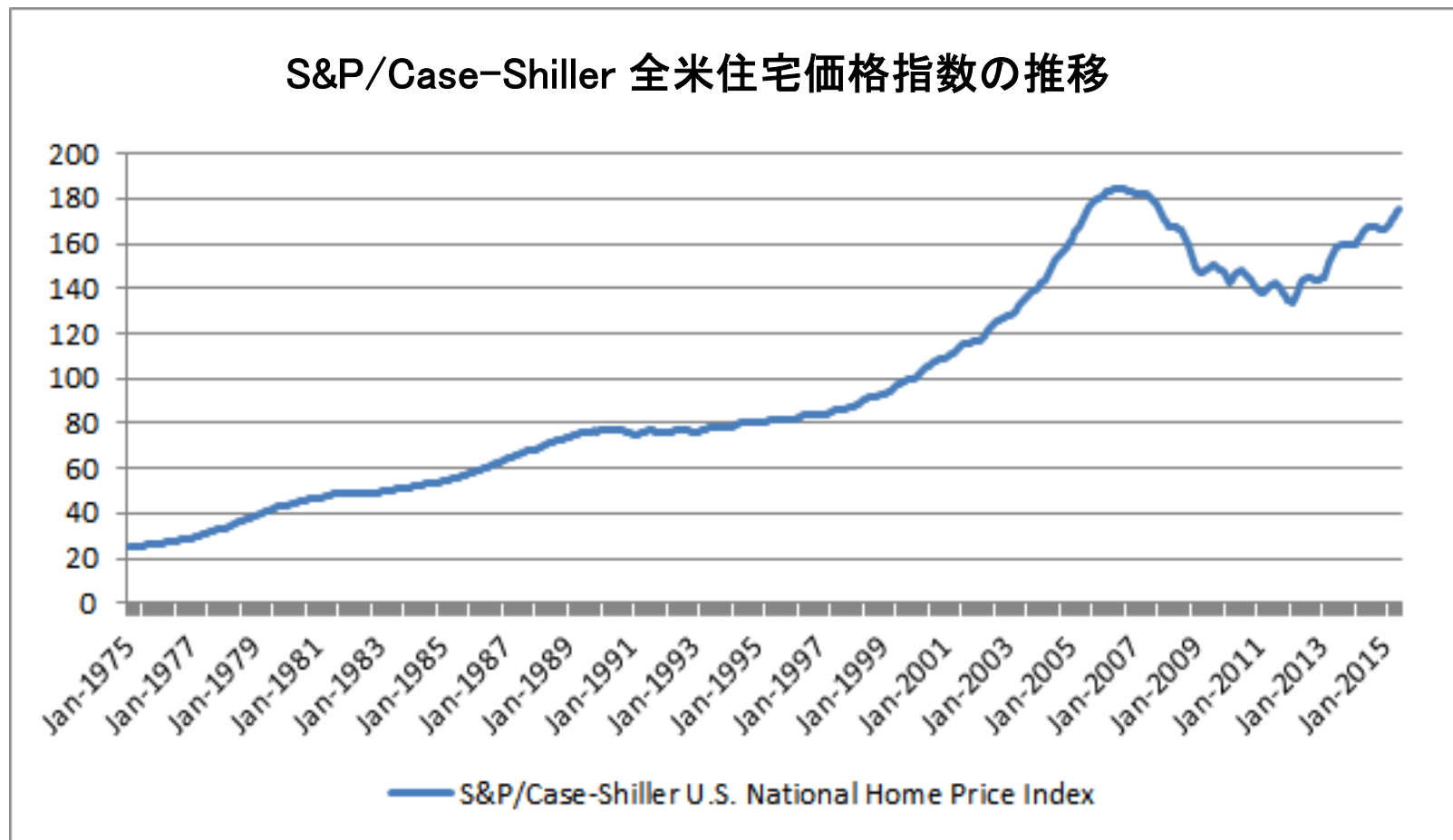
不動産投資市場の潮流(総括)

- (1) 不動産投資市場は、平成バブル崩壊後の市場ニーズに応え、金融市場の変革と平仄を揃える形で成長。
- (2) 金融市場の自由化は、不動産証券化などを通じて不動産市場にも大きな影響を及ぼし、その過程で「不動産の市場化」が進展
- (3) 不動産投資市場の将来像を探るために「**不動産の市場化**」と「**金融市場の変革**」の方向性は重要なヒントを提供。
- (4) 不動産証券化は不動産市場と金融市場の媒介機能を果たし、金融市場が不動産市場に及ぼす影響は高まったが、その程度は不動産市場の領域・地域などにより相違。また、**不動産の個別性、社会資本としての機能と、金融の画一性、経済合理性の追求などの特性の調和が課題に。**
- (5) 不動産の市場化による**ABCDEの構造変化は進展中であり、これから顕在化してくる要素もあるもの**と予想。
- (6) **不動産の社会資本としての機能**に加え、**金融資産と並ぶ重要な国富**であることを踏まえると、金融市場との調和を図りつつ、**経済成長や付加価値向上による国富の形成に努めていく視点**が必要。これを**国民的合意**にまで高め、一種の目標として打ち出すことも検討の余地。

Ⅱ．不動産投資市場の中長期的課題

1. 不動産の資産価値の向上

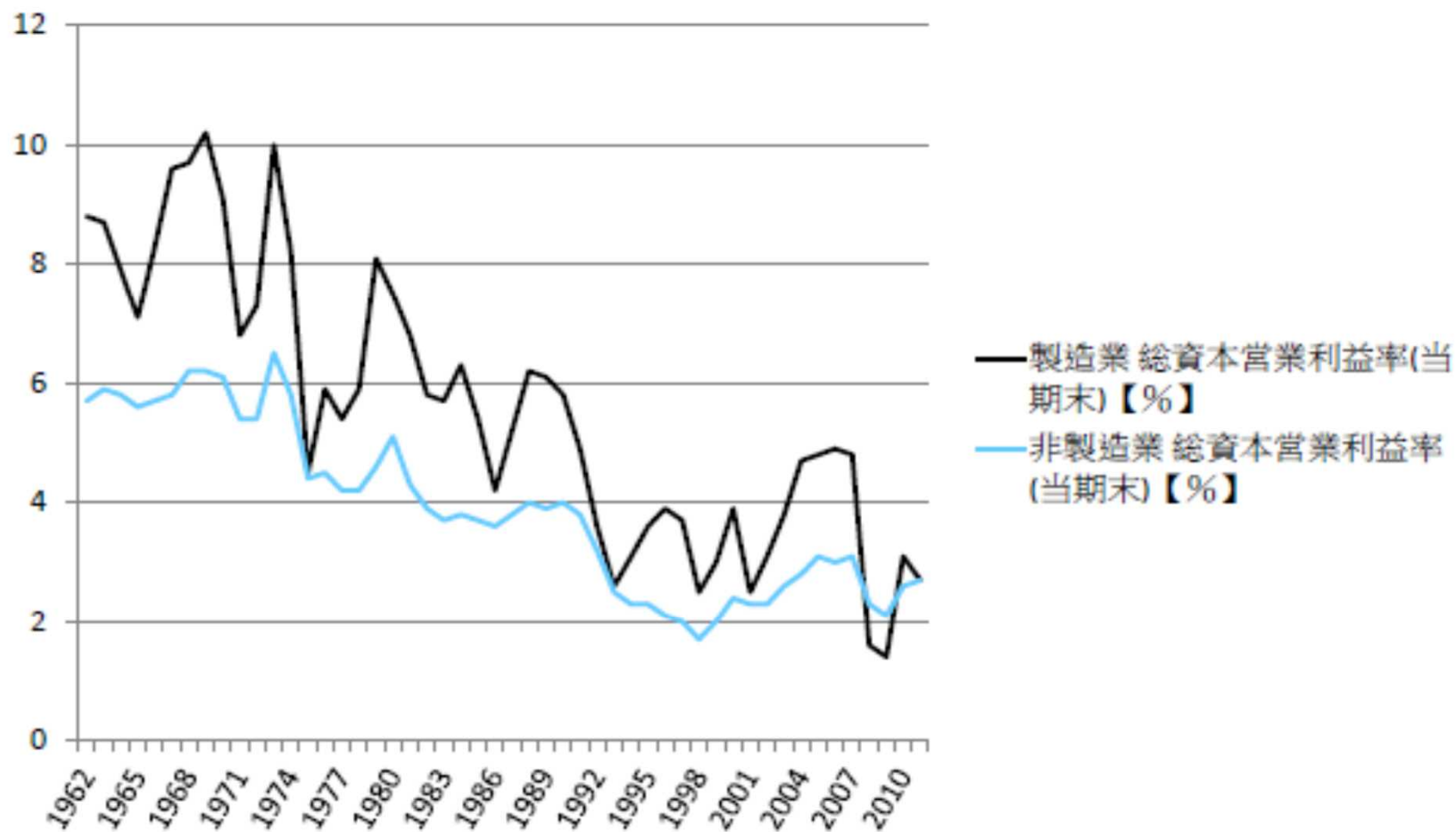
- ◆付加価値アップ、都市力向上、市場安定化による資産価値の向上
- ◆不動産は重要な国富との認識の普及、GDP比の目標設定も視野に
不動産価格の推移(1983年～2015年):日本 ほぼ横這い、米国3倍以上



2. 資産の効率的な活用:①企業の利益率の低下と不動産投資

◆企業の投下資本利益率の低下

不動産投資収益率との裁定 → CRE、PRE (事例)イオンの海外展開



(資料)財務省「法人企業統計」

2. 資産の効率的な活用:②投資対象の拡大と市場機能の活用

◆オペレーショナルアセットへの投資の拡大 → 事業の証券化への接近

◆投資市場のスクリーニング機能の活用

	特 性	不動産事業	オペレーション
ヘルスケア(サービス付高齢者向け住宅)	景気・市況の影響小 価格硬直性 社会保障制度の影響	住宅の賃貸管理	ホスピタリティサービス ヘルスケアサービス ①自社で実施 ②専門業者に賃貸 ③専門業者に委託
物 流	物流施設に対するニーズの変化に伴い急成長 立地:運送コストと保管コストの合計のミニマイズ一定の規模:大型化 汎用性:標準化、スペック	物流施設の賃貸管理 (セキュリティ:24時間管理、耐震性など)	①マルチテナント型 ②BTS型(Build to Suit) テナントニーズ対応 アメニティ:レストラン、コンビニ、託児所など
ホテル	立地、交流人口が重要 事業の仕組みで、リスク・リターン構成には違い オペレーションが収益力に直接的に影響	ホテル施設賃貸管理	①自社で実施 ②ホテル業者に賃貸 ③ホテル業者とMC契約
インフラ	長期間にわたる独占的事業運営が可能 安定的な収益の期待 料金設定自由度に制約	不動産・事業用設備等の賃貸管理・利用料徴収等	民間の事業領域は多様



リスク小・リターン小 ←→ リスク大・リターン大

(一般論であり、事業方式によって可変)

3. 不動産投資の外部経済の活用

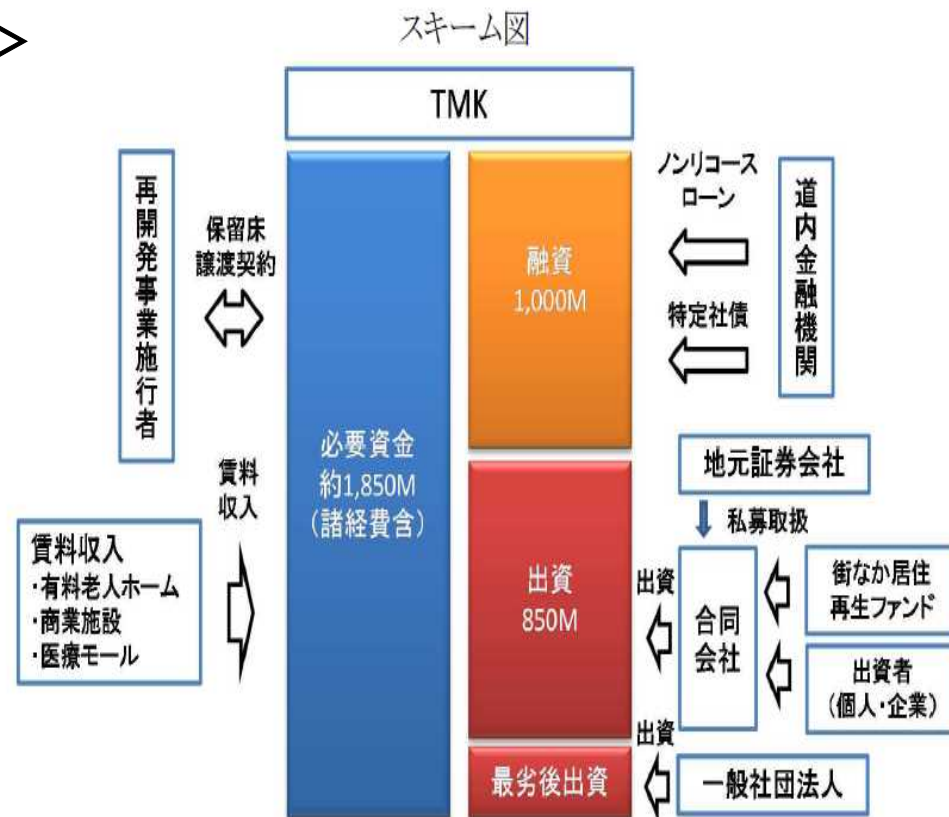
◆外部経済の活用： インバウンド、地方投資 、環境不動産投資(→効果の検証)

◆外部経済の内部化

(例)投資による外部経済(地域への愛着を含む)を前提とした地域企業・住民、自治体等による出資 → 市場よりも低い期待利回りでの出資

<北海道 釧路市における開発事例>

事業費 :約 40 億円(見込)
敷地面積:約 4,643 m²
延床面積:約 12,391 m²
構造 :RC 造 13 階建、
RC 造 6 階建、S 造 2 階建(計 3 棟)
施設用途:分譲マンション(12 フロア、全 60 戸)
+ 商業施設 1 フロア
有料老人ホーム(4 フロア、全 68 室)
+ 商業施設及び医療モール各 1 フロア



出所:国土交通省「地方都市の不動産証券化ガイドブック」

4. 都市政策・産業政策との連携

- ◆日本の全地域・全産業の発展は困難 → 一定の**集中化(Concentration)**が必要
- ◆市場のスクリーニング機能を活用しつつ政策を加味した中長期的な施策の実行

順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2013年(平成25年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(902万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(370万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(268万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(227万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(193万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	神戸(154万人)
7	広島(8.2万人)	長崎(18万人)	北九州(104万人)	福岡(149万人)
8	神戸(8.0万人)	広島(16万人)	札幌(101万人)	京都(147万人)
9	仙台(6.2万人)	函館(14万人)	川崎(97万人)	川崎(144万人)
10	徳島(5.7万人)	呉(13万人)	福岡(85万人)	さいたま(124万人)
11	和歌山(5.5万人)	金沢(13万人)	堺(59万人)、	広島(118万人)
12	富山(5.4万人)	仙台(12万人)	尼崎(55万人)	仙台(107万人)
13	函館(4.5万人)	小樽(11万人)	仙台(55万人)、	北九州(97万人)
14	鹿児島(4.5万人)	鹿児島(10.3万人)	広島(54万人)	千葉(97万人)
15	熊本(4.4万人)	札幌(10.2万人)	東大坂(50万人)	堺(84万人)
16	堺(4.4万人)	福岡(9.5万)	千葉(48万人)	新潟(81万人)
17	福岡(4.3万人)	岡山(9.5万人)	熊本(44万人)	浜松(79万人)
18	新潟(4.1万人)	新潟(9.2万人)	浜松(43万人)	熊本(74万人)
19	長崎(3.8万人)	横須賀(9.0万人)	長崎(42万人)	相模原(72万人)
20	高松(3.8万人)	佐世保(9.0万人)	静岡(42万人)	岡山(71万人)

5. 新たな供給物件の創出:①投資地域、投資用途の多様化

◆都心物件の供給に加え、新たなフロンティアが必要

投資地域:アウトバウンド、地方

投資用途 :インフラ、ヘルスケア、森林、(農地)

<アウトバウンド投資>

➤アウトバウンドの目的

①需要の捕捉 ②リターンの追求 ③リスク分散 ④競争力を生かす

➤アウトバウンド投資の動き

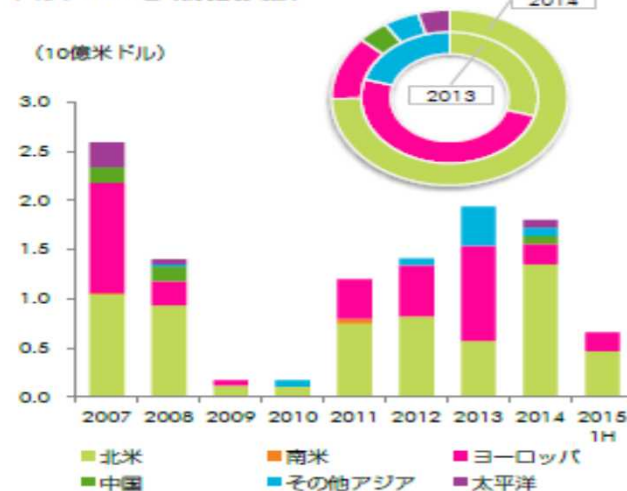
✓全体動向:2011年より着実に増加。2014年度18億ドル

✓投資地域(2014年):北米13.5億ドル、欧州2.1億ドル、アジア1.7億ドル

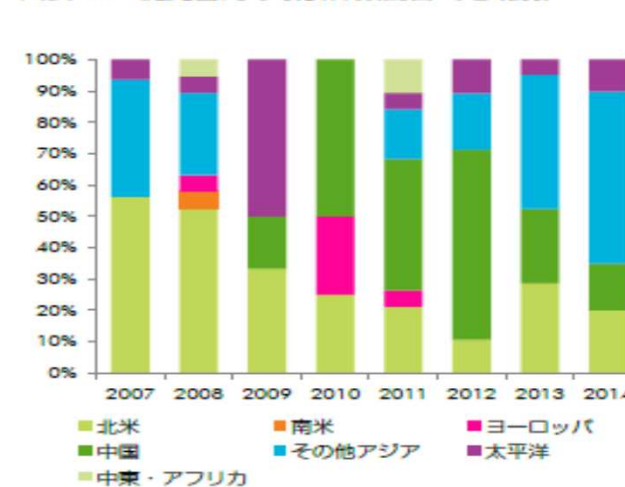
✓投資主体(同上):不動産・商社10億ドル、事業会社4.7億ドル、ゼネコン1.2億ドル

✓投資用途(同上):オフィス8.8億ドル、住宅2.7億ドル、工場・物流1.9億ドル

図表 10:地域別投資額



図表 11:開発目的の取引件数割合(地域別)



5. 新たな供給物件の創出:②アウトバウンドのポイント

◆ アウトバウンドで不可欠な要素

①投資対象となる物件 ②投資スキーム ③パートナー(現地に詳しい企業)

◆ ローカル企業とのパートナーシップの意義

・外国資本規制 ・現地政府対応(許認可取得等) ・現地企業や販売ネットワーク など

➤三菱地所

- ・ 米国:ロックフェラー
- ・ シンガポール:キャピタランド
- ・ 上海嘉定PJ:丸紅(中国での住宅分譲事業法ノウハウ)

➤三井不動産

- ・ 55ハドソンヤード計画(ニューヨーク) :リレイテッド社、オックスフォード社
- ・ テレビジョンセンター再開発計画(ロンドン):スタンホープ社
- ・ 2nd&PIKE(シアトル):アーバンビジョンシンガポール
- ・ シンガポール:ホンレオングループとTID社を設立

➤東京建物

- ・ 中国:万科グループ(中国最大手デベ)

◆ 投資スキーム

- 投資方法:短期回転、長期投資、 開発案件、居抜き マイナーからマジョリティーへ
- 資本規制
- 税制
- 回収収益の国外持ち出し規制

6. グローバルな情報発信

◆的確な日本の不動産投資市場の情報の発信(英語)

◆将来的には、アジアを中心とするグローバル情報の発信、グローバルスタンダードへの関与

<Global Real Estate Service Companyによる情報提供>



Source: CBRE Research, Jan 2016.

7. 不動産と金融の融合の進化(深化): 投資商品・投資家の多様化

◆オペレーショナルアセットへの投資

→ **金融的な審査手法**の導入

◆異なるリスク・リターン構成を有する商品の提供、個性化

(例) 不特法、私募リート、コア・バリューアッド、
LTVコントロール、
ヘルスケアリートの投資対象の多様化

◆金融手法の活用

(例) 上場・非上場の相対化、為替プレミアム、M&A、
デリバティブ、ALM、リスクモニタリング など

8. リスクマネジメント

◆適正なマーケットサイクルの形成

個人を含む多様な投資家の参入

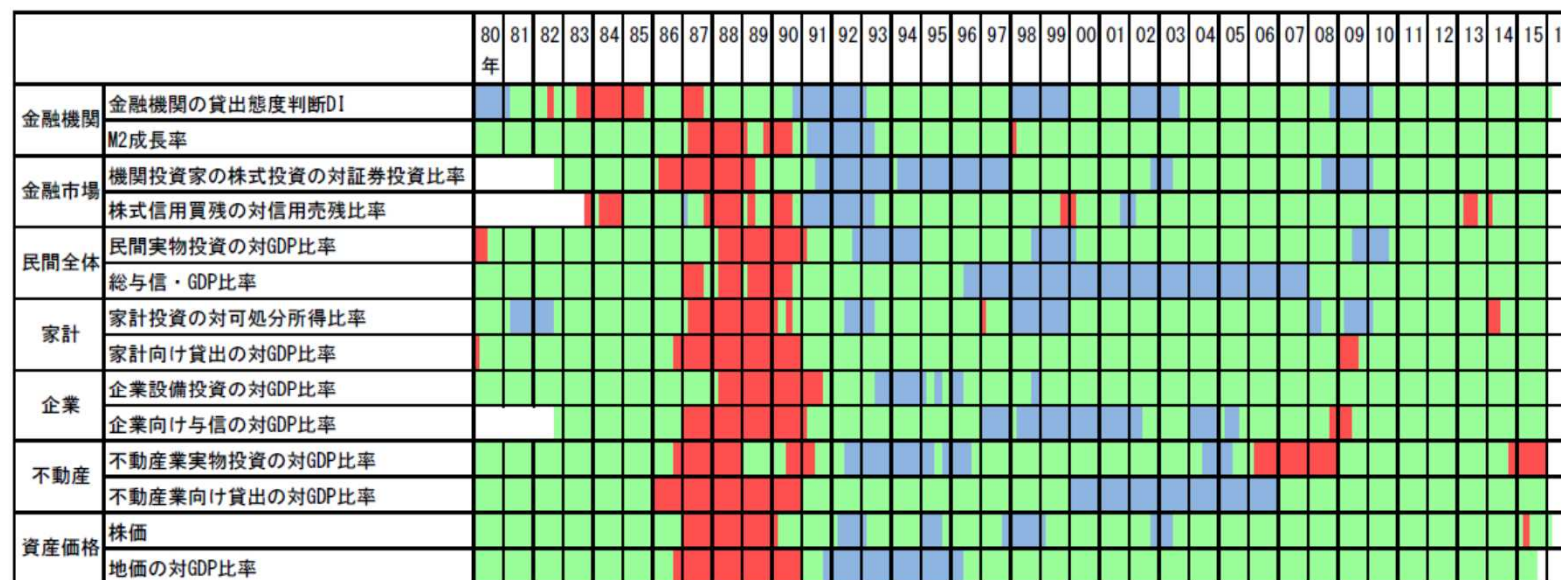
日本市場のリスクプレミアムの低下 → 日本の投資用不動産の価値向上

◆不動産ファンドにおける態勢整備

ガバナンス→コンプライアンス→**リスクマネジメント** 金融リスクマネジメントの高度化

◆個社対応、セーフティネット、**予兆管理**

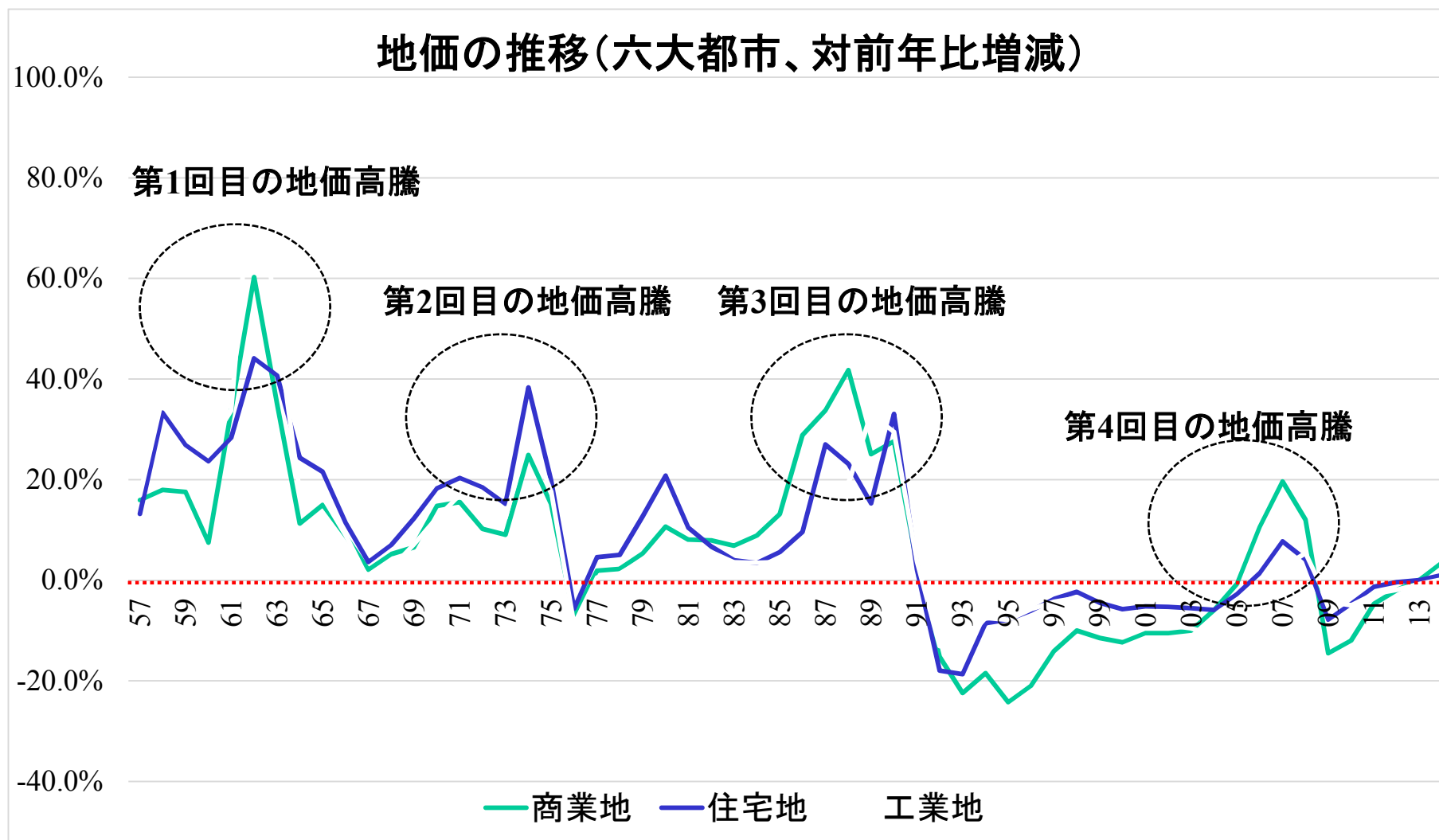
＜日本銀行のマクロ管理指標＞



(注) 直近は、金融機関の貸出態度 DI、株価は 16 年 1～3 月、地価の対 GDP 比率は 15 年 7～9 月、その他は 15 年 10～12 月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高等」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

不動産市場のマーケットサイクル



(注1) 六大都市: 東京区部、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市

(注2) 各年とも3月末時点の数値

資料: 日本不動産研究所「六大都市市街地価格指数」を基に作成

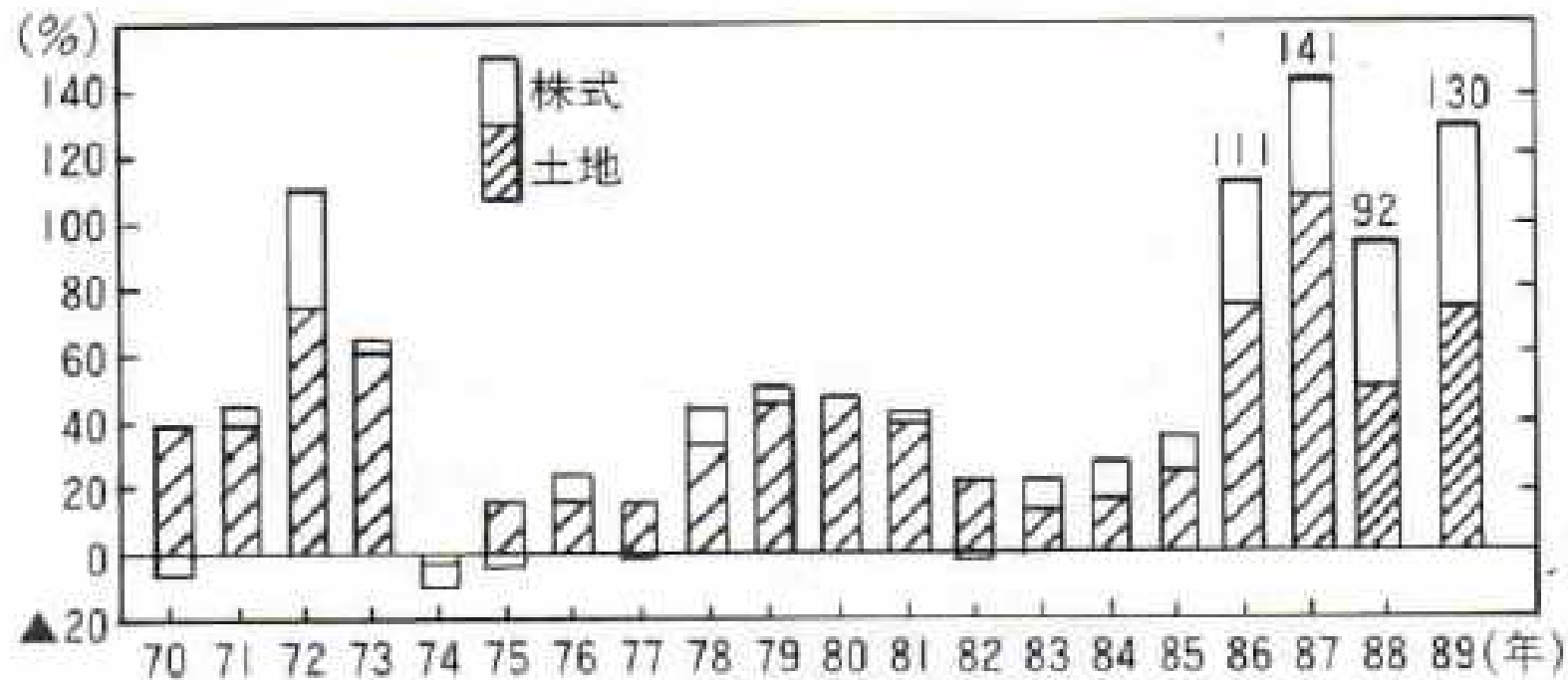
不動産市況の変化を見るための指標（総括表）

指 標	説 明
不動産取引件数	①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の4つの局面を経て、再び第1の局面に戻るパターン
不動産の取引利回り	過去の水準との比較
マンション市場の動き	販売増加 → 価格上昇 → 供給地域の外延化、1戸当たり面積の縮小 → 販売減少 → 価格下落
銀行の不動産業向け貸出（増減、比率）	不動産業向け貸出の増減、融資規制
株式市場	エクイティ資金の流出入、海外投資家の動き
不動産会社の財務諸表	金利負担、資金繰り
不動産キャピタルゲインのGDP比	過去との比較
不動産業実物投資のGDP比	日本銀行レポート
不動産業向け貸出のGDP比	日本銀行レポート
商業用不動産価格上昇率の分布	日本銀行レポート
住宅投資のGDP比	IMFレポート
経常収支のGDP比	IMFレポート
住宅価格の伸び	IMFレポート

1990年までの資産価格上昇のインパクト

日本経済との関連(マクロ)

図13 土地・株式のキャピタルゲイン



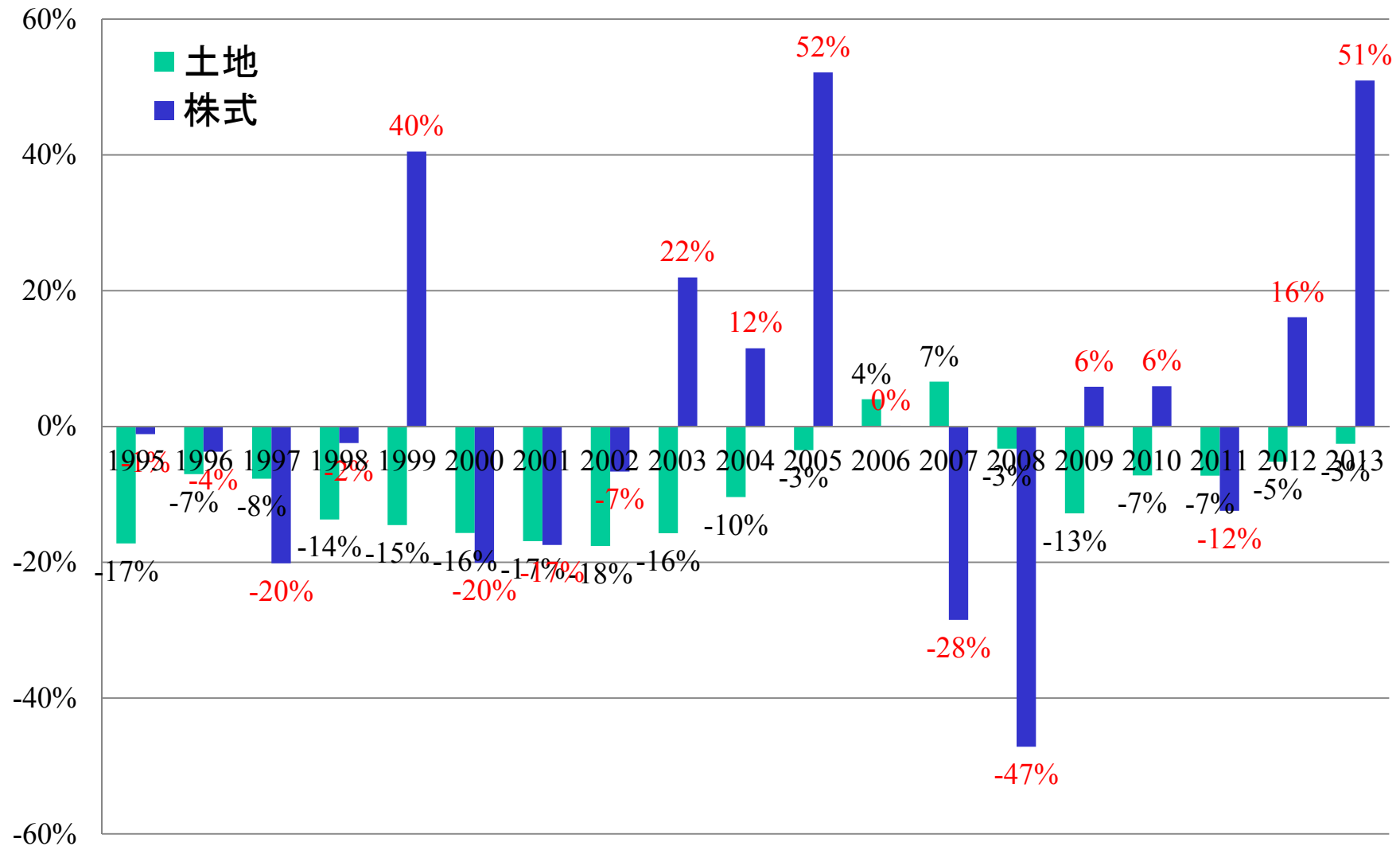
資料：経済企画庁「国民経済計算」

(注)：対名目G N P比

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

バブル崩壊後の株式・土地のキャピタルゲイン

株式・土地のキャピタルゲイン(対名目GDP比)の推移



出所：内閣府「国民経済計算確報」を基に作成

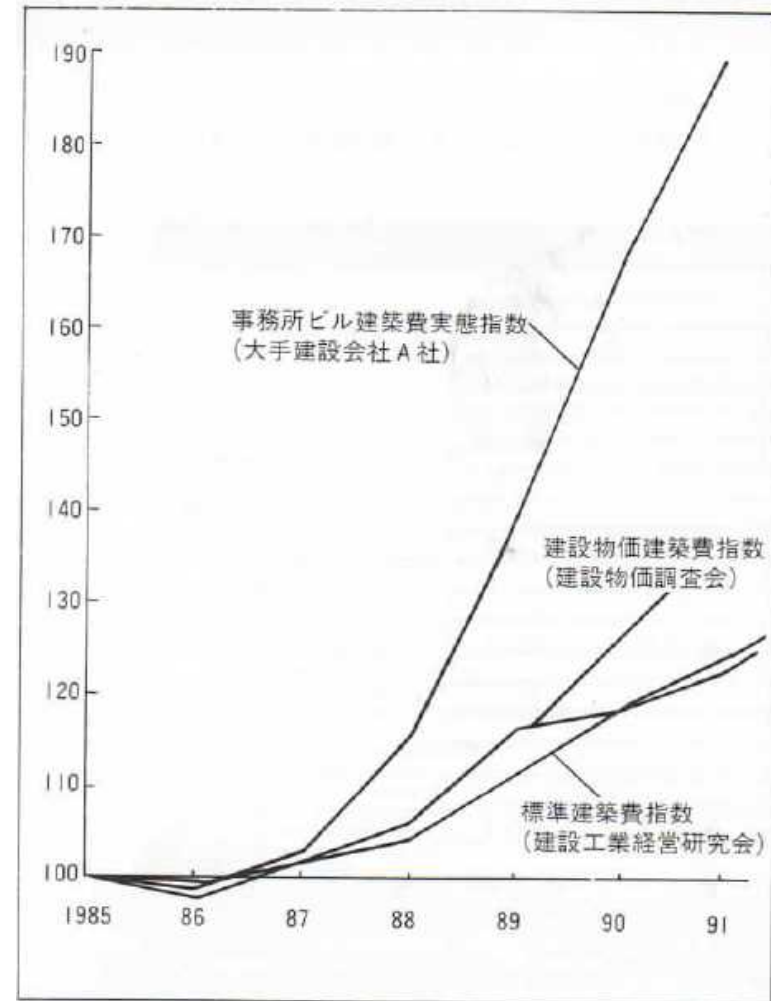
1990年代バブル崩壊初期段階の状況①

業界・市場分析(セミマクロ)

図1 業種別銀行貸出残高の推移



図2 事務所ビルコスト指数(1985=100)



資料：日経アーキテクチャー

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

1990年代バブル崩壊初期段階の状況②

事業収支分析(ミクロ)

図4 圏域別標準的住宅価格(マンション)の対年収倍率の推移

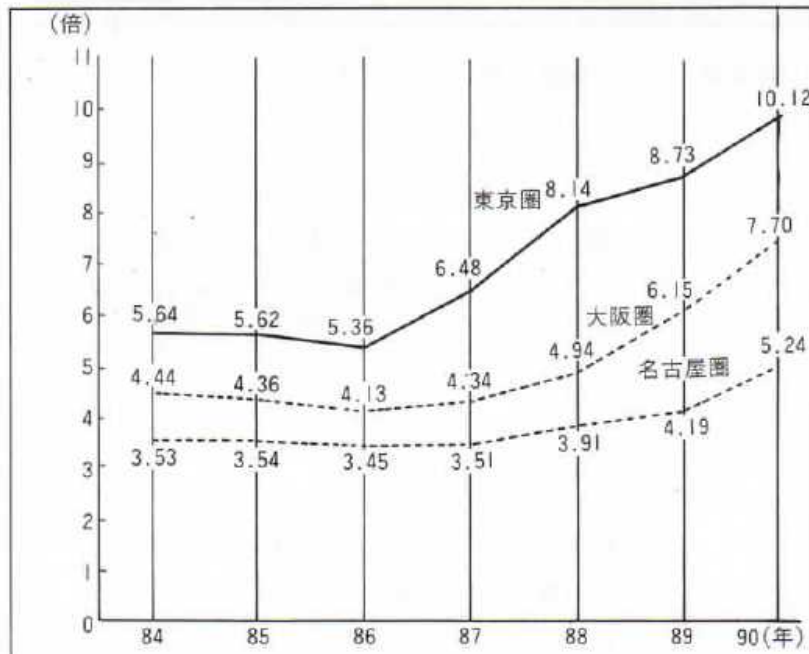
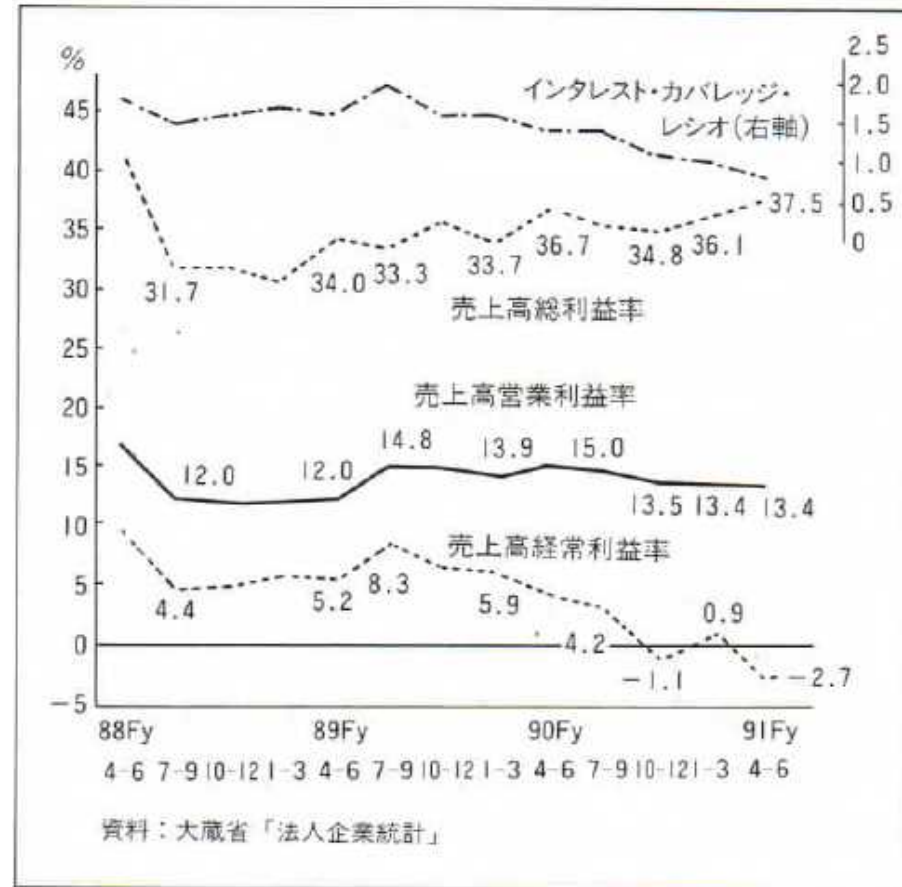


図11 不動産業の収益動向



出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

1990年代バブル崩壊初期段階の状況③

事業収支分析(ミクロ)

表4 上場企業の収支動向

(単位：億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
売上高	17,280 (100)	20,021 (100)	22,918 (100)	27,466 (100)	33,057 (100)
営業利益	2,535 (14.7)	3,098 (15.5)	3,698 (16.1)	4,370 (15.9)	5,435 (16.4)
金融収支	1,350 (7.8)	1,456 (7.3)	1,642 (7.2)	2,090 (7.6)	3,188 (9.6)
経常利益	1,634 (9.5)	2,068 (10.3)	2,573 (11.3)	3,007 (11.0)	3,237 (9.8)
税引後利益	736 (4.3)	972 (4.9)	1,196 (5.2)	1,511 (5.5)	1,633 (4.9)
減価償却額	457	511	561	710	797

資料：興銀 DF (注) 1. 対象：1、2 部上場。不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

表5 上場企業の資金移動表

(単位：億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
経常収入	18,292	21,716	24,124	29,338	34,153
経常支出	▲ 18,054	▲ 23,200	▲ 23,117	▲ 27,125	▲ 37,375
経常収支	237	▲ 1,484	1,007	2,213	▲ 3,221
(経常収支比率、%)	(101.3)	(93.6)	(104.3)	(108.2)	(91.4)
損益要因	2,250	2,770	3,352	4,001	4,369
運転資金要因	▲ 2,012	▲ 4,254	▲ 2,345	▲ 1,788	▲ 7,591
棚卸資産	▲ 2,501	▲ 4,641	▲ 3,219	▲ 4,501	▲ 8,102
特別損益・決算・設備等収支	▲ 4,398	▲ 5,723	▲ 7,008	▲ 9,161	▲ 8,920
財務収支	4,399	8,798	7,022	7,186	11,638
総合収支	238	1,591	1,020	238	▲ 503

資料：興銀 DF

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

2008年リーマンショック後の状況

図表3 金融危機直前のREITの財務状況

	経営不安が噂されたREIT (8社)	左記以外のREIT (34社)
保有不動産の投資利回り(注1)	5.0%	5.7%
含み益率(注2)	107%	113%

	経営不安が噂されたREIT (6社)	左記REITのスポンサー会社 (6社)	大手不動産会社 (5社)
自己資本比率	45.5%	26.6%	24.1%

(注1) NOI利回りを利用。NOI利回り=NOI(営業損益+減価償却費)÷不動産簿価

(注2) 含み益率=不動産の鑑定価格÷不動産の簿価

(注3) 数値は金融危機直前である2008年7月に最も近い決算期のものを用いて計算

資料:公表資料を基に試算

- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。
- 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。
- 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。
- 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。