

2015
10
October

Topics

不動産トピックス

トピックス1

オフィス投資市場におけるニューノーマル(新常态)
～成熟化・ボラティリティ低下するオフィス市場～… 2

トピックス2

今後のキャップレート変動について
(J-REITのオフィスビルデータを用いた考察) …… 6

マンスリーウォッチャー

地域再生法の改正による企業の地方拠点強化の促進… 8

オフィス投資市場におけるニューノーマル(新常态)

～成熟化・ボラティリティ低下するオフィス市場～

不動産トピックス7月号と9月号の2回にわたってオフィス市場の構造的な変化について採りあげてきました。3回目の本号では、投資物件の取得環境の成熟化とリスク/リターンの変動幅の縮小について考察し、これらが今後のニューノーマル(新常态)となる可能性について述べます。あわせて、ニューノーマルの下での投資家属性の変化と市場成長について、展望を述べます。

オフィス賃貸収益の上方への変動幅が縮小

オフィスビルがコモディティ化

「不動産トピックス 2015年7月号」で論じたとおり、東京都心のオフィスビル市況では、ビル建設の累積効果で低い空室率の下でも空室の絶対量が増加し、入居ビル検討の選択肢が広がったと考えられます。また、大規模・高スペックビルの市場構成比が上昇し、結果、希少性が低下した可能性があります。国土交通省「建築着工統計調査」によると、東京23区で1995年度から2011年度に着工したオフィスビルの床面積の61%は床面積1万㎡以上の大規模ビルによるもので、その棟数は合計346に上ります。

このように大規模ビルが普及し、あわせて選択の容易性が広がったことで、オフィスビルという商品のコモディティ化(普及品化)が進んでいると考えられます。

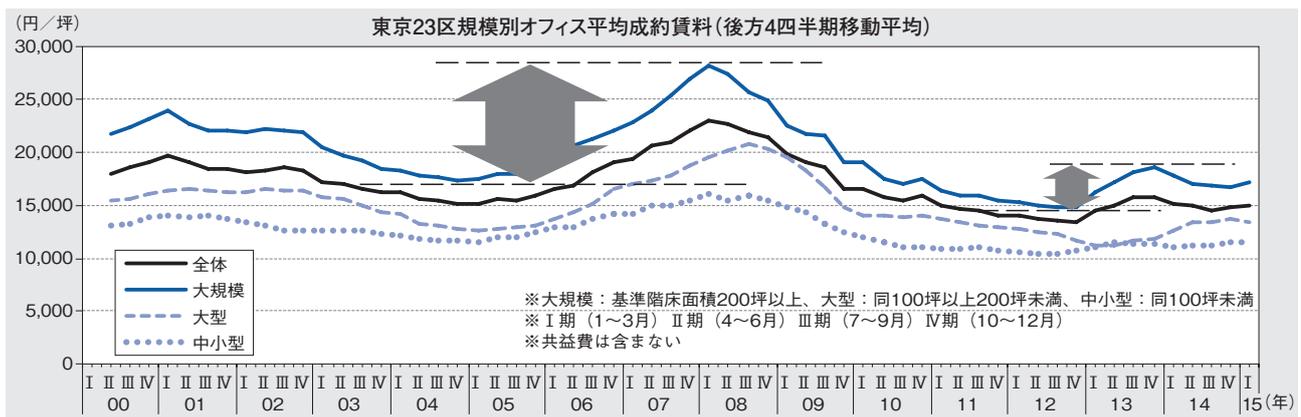
ハイグレード特需の終息

2006年から2008年頃にかけて、外資系金融やIT関連業種等の高付加価値・急成長業種が、入居するビルのグレードで自社のステイタスやブランド性を補完する戦術を採り、これがオフィス市場の特需となって賃料を押し上げました。

現在、オフィス賃料の上方への変動幅が縮小しており[図表1-1]、背景として、特需の終息、すなわち高付加価値・急成長業種に該当する企業が限られること、大規模・高スペックビルがコモディティ化してハロー効果^{*1}が弱まったことなどが考えられます。今後、このような特需が再来する蓋然性は低いと考えられることから、賃料上昇は平時の実需ベースとなり、上方変動幅の縮小が定着化する可能性があります。

※1:心理学の用語。この場合、オフィスビルのグレードが影響して、入居するテナントのステイタスが高いという印象を与える効果。

[図表 1-1] オフィスビル賃料の上振れ幅が縮小



データ出所: 都市未来総合研究所「Office Market Research」

投資物件の取得環境が成熟化し、取引が循環化

成熟化: 不動産投資市場への新規資産の流入が減少

資産のリストラクチャリングが一巡した結果、事業法人や公共法人等が売却し不動産投資市場に流入する新規資産の額が、公表ベースで、従来の半分以下となる低水準で推移しています[図表1-2]。不動産業等を経由して不動産投

資市場に流入する新規資産が、事業法人等からの流入額減少を補完していますが、その元となる事業法人等から不動産業等への売却額は低調です[図表1-3]。この結果、新規資産の流入が細り、投資物件の取引市場が成熟化の局面を迎えています。

循環化：不動産投資セクター内での 物件売買にシフト

不動産投資セクター^{※2}の物件調達は、不動産投資セクター内での取引が中心となりつつあり[図表1-4]、投資用不動産の売買取引は一定のパイの中で循環する傾向が強まっています。

今後、インフラ資産^{※3}などが投資対象に加わり、新規流入が増加する可能性があります。その動きが一巡すると、再び循環基調に回帰すると考えられます。

※2：本稿で不動産投資セクターとは、J-REIT や SPC、私募 REIT、海外の不動産ファンド等をいう。

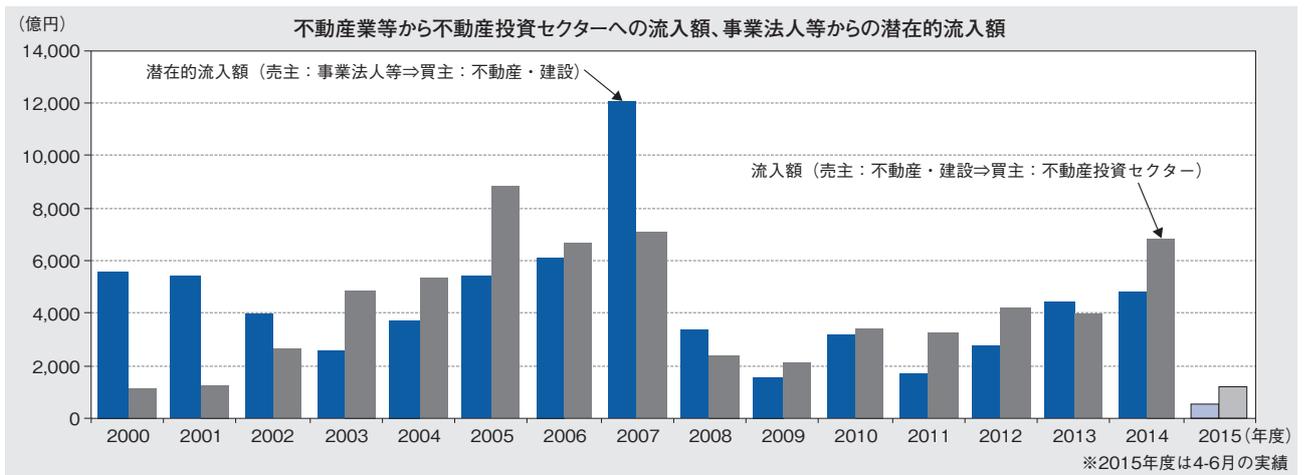
※3：メガソーラー発電施設や地域冷暖房施設など。

[図表 1-2] 事業法人や公共法人等からの新規資産の流入が減少し、成熟化する不動産投資市場



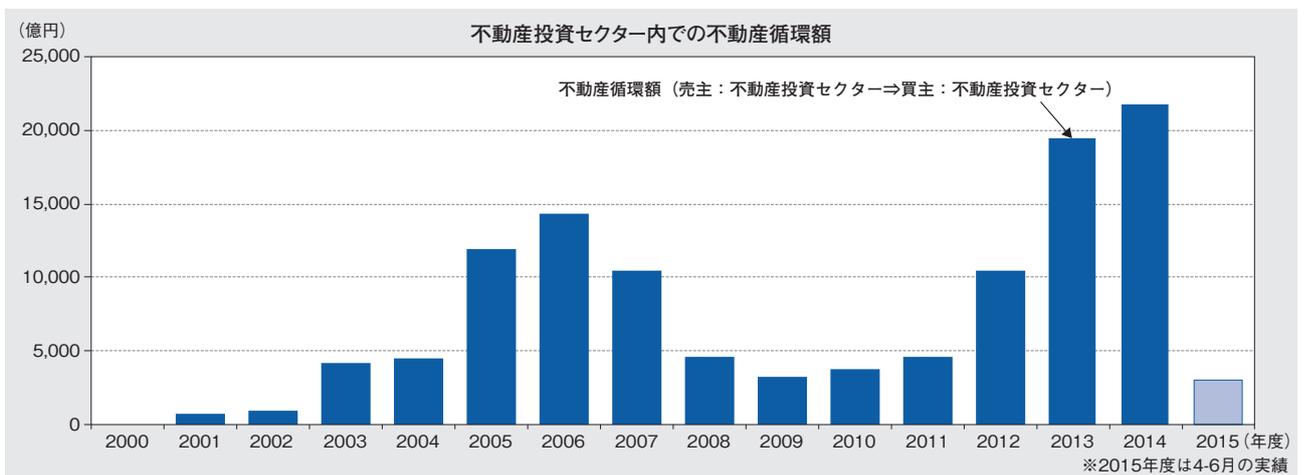
データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

[図表 1-3] 不動産業等からの取得で補完するが、その前段階にあたる事業法人等→不動産業等の取得は低調



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

[図表 1-4] 投資市場のストック増加と新規資産の流入減少に伴って、不動産投資セクター内で不動産が循環



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

投資の合理性が高まり、キャップレートないし価格の変動幅が縮小

1990年代前半までの不動産投資は、金利差引後の運用収益がマイナス

1990年代半ばまでは、収益還元法に基づく価格評価や多様な市況情報に基づく事業性検討が一般的ではなく、近隣の売買価格等の限られた情報を主な判断材料として、不動産価格の上昇期待に依存した不動産投資が行われたと推測されます。高金利であったため金利差引後の運用収益はマイナスで、逆スプレッド^{※4}をキャピタルゲイン(期待)でカバーする構図となりました。この結果、東京23区における大規模オフィスビルのキャップレート(以下、本文中でCRと表記)は概ね3%を下回る低い値で推移したとみられます[図表1-6]。

1990年代半ば以降は長期金利が大きく低下し歴史的な低金利に転じたにも関わらず、バブル期の痛手から不動産投資に対するリスクプレミアムが拡大し、CRは大きく上昇しました。

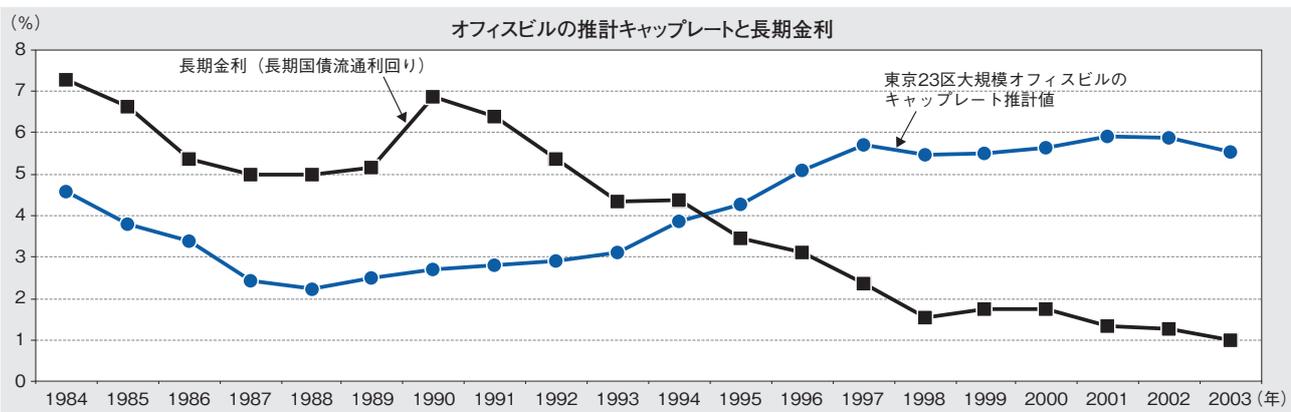
以上を通じて、1990年代のCRの変動幅は大きく、4%ポイント程度であったと推測されます。

市況情報と収益還元法が普及し、市場メカニズムに自己規制がビルトイン

現在は賃料・稼働率やCRの事例など不動産の投資運用に関する市況情報が一定程度入手可能となり、投資不動産の価格算定において収益還元法が定着したことから、CRと金利の差であるイールド・スプレッドを意識した投資判断が常識化し、逆スプレッドとなる価格で不動産を取得することは行われなくなりました。足下でCRが低位なため、CRの僅かな変動幅で価格が大きく動くという感度リスクは増大していますが、ファンダメンタルズとしては、自己規制が市場メカニズムに組み込まれたことで、80年代バブルのような大幅な価格変動が生じるリスクはおのずと減少しました。

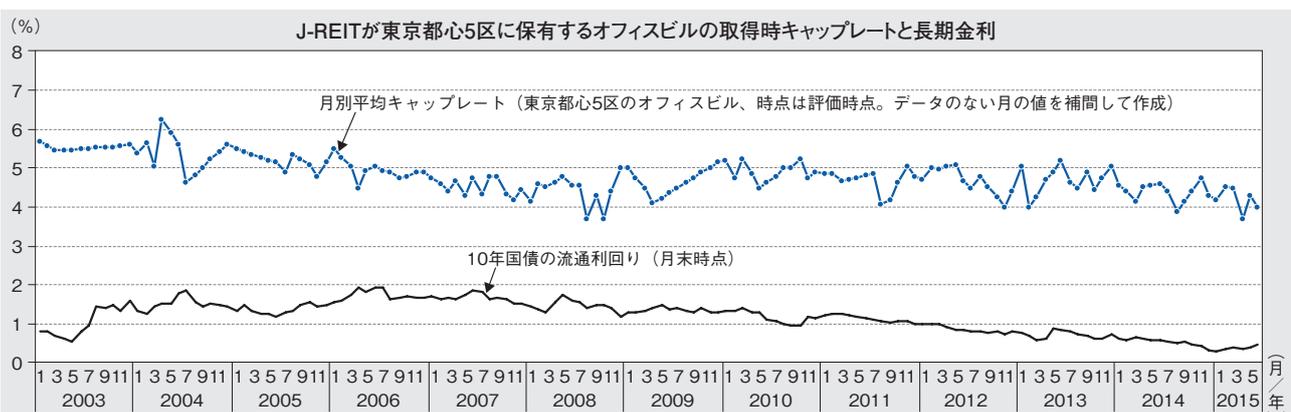
※4: 金利が投資利回りを上回り、金利差引後の投資収益がマイナスとなる状態(Negative Spread)。なお、アメリカでも1990年代の初めまではNegative Spreadであったとする研究結果が複数ある(Petros S. Sivitanides, Raymond G. Torto, and William C. Wheaton「Real Estate Market Fundamentals and Asset Pricing」Journal of Portfolio Management, December 2003ほか)。

【図表 1-5】 1980年代の資産バブル期は金利を下回る低いキャップレートで推移



データ出所：オフィスビルのキャップレート推計値は、都市未来総合研究所「不動産レポート2005 特集編2 金利上昇が予想される中での不動産投資市場の今後」。長期金利は財務省「国債金利情報」から各年の日次ベース単純平均値を使用(ただし、1987年以降は10年物国債の流通利回り、1986年以前は最長年限の国債流通利回り)。

【図表 1-6】 相対的に安定して推移する2000年代以降のキャップレート



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」、財務省「国債金利情報」(注)東京都心5区とは、千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区をいう。

債券との近似性が強まるオフィスビル投資～新たな投資家層の台頭

オフィスビルの投資特性が債券投資に近似

収益と価格の変動幅がともに縮小していることから、オフィスビル投資のリスク/リターン特性がミドルリスク/ミドルリターンの傾向を強め、その意味で債券投資に近づいていると考えられます。不動産には流動性リスクや元本毀損リスクがあり、一般的な債券投資とは安定性のレベルが異なりますが、従来と比べて固定収益 (Fixed Income) 寄りで、今後、収益変動が安定的なインフラ資産等が投資対象に加わるとその傾向はさらに顕著になるでしょう。

オポチュニスティックな投資機会が減少

ミドルリスク/ミドルリターンの投資特性が強まることは、市況変動から得られるハイリターンの可能性が減少することを意味し、オポチュニスティックな投資家にとっては投資機会が減少^{※5}します。

安定リターンを求める新たな投資家層の台頭

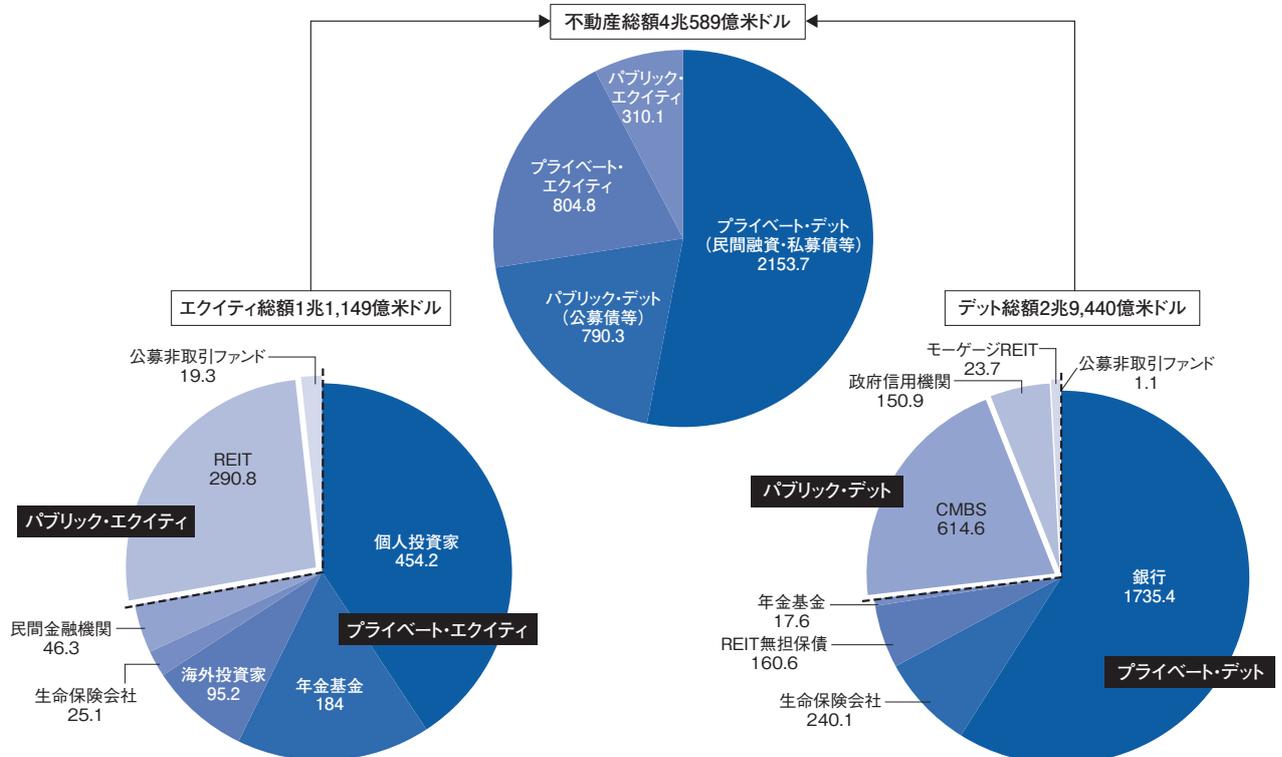
一方で、収益変動の低下で、年金基金や投資信託、生命保険会社、個人富裕層等の安定

リターンを指向する投資家のニーズに適合しやすくなります。PFA^{※6}やGPIF^{※7}などの大規模な公的・私的年金が不動産投資の実施を表明しており、SWF^{※8}による国内不動産の投資拡大の可能性も伺えます。これらの不動産投資が本格化すれば、需要が供給を促す形となって新規資産の流入が増加する、市場の成長シナリオが可能性を増すと考えられます。アメリカでは、不動産投資においてこうした機関投資家の割合が大きく [図表1-7]、投資市場の成長に寄与しています。

(都市未来総合研究所 平山 重雄)

- ※ 5:他に、物件固有の価値向上策の実施や財務レバレッジの上昇による自己資本利益率の押し上げ、価格変動の範囲内で売買差益を狙う等の投資手法はある。
- ※ 6:企業年金連合会 (Pension Fund Association)。「不動産投資は、長期的なインカムゲイン (賃料収入等) の獲得を主たる目的とし、債券エクスポージャーの一部として、当該総資産の2%を目途に投資」(企業年金連合会 年金資産運用の基本方針 2014年11月26日改定)、「不動産投資の当面の目標は2,000億円規模」(2013年度 年金資産運用状況説明書)
- ※ 7:年金積立金管理運用独立行政法人 (Government Pension Investment Fund)。2015年3月末時点の運用資産額は約137兆円、基本ポートフォリオを見直し、不動産を含むオルタナティブ資産に資産全体の5%を上限に投資 (平成26年度 業務概況書)
- ※ 8:政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund)。各国の政府が出資する投資ファンド。

[図表 1-7] アメリカにおける不動産の資金源 (2010年)



データ出所: Urbun Land Institute 「Emerging Trends in Real Estate 2011」

円グラフ中の数値の単位: 10 億米ドル

(注)民間企業や非営利団体、政府の不動産所有主体が所有する不動産、戸建と自己所有の住宅を除く。

元データ: Roulac Global Placesによる。米国生命保険協会やコマース・モーゲージアラート、米連邦準備制度理事会、連邦住宅抵当公庫、IREI (インスティテューショナル・リアルエステイト)、NAREIT (全米不動産投資信託協会)、プライスウォーターハウスクーパース、リアル・キャピタル・アナリティクス、その他さまざまなデータを源とする。

今後のキャップレート変動について(J-REITのオフィスビルデータを用いた考察)

過去の不動産マーケットのサイクルに照らせば、今後景気に遅行して賃料の上昇が本格化する中、キャップレート(以下、本文中でCRと表記)はボトムアウトし、上昇に転じる(追って価格はピークアウトへ向かう)局面に進むと考えられます。今後キャップレートがどのように変動するか、J-REITの保有物件データ(東京都心5区のオフィスビルを対象)を用いて考察しました。

キャップレートが上昇に向かう場合、上昇スピードは緩やかで上げ幅は小幅にとどまる可能性も

今後キャップレートは上昇に転じる局面へ

東京都心5区のオフィスビルを対象に、CR(J-REITが保有する物件の鑑定CR)と賃料(三鬼商事株式会社が公表する募集賃料)の2軸でサイクルを描くと、現状は賃料が上昇し、CRが低下するサイクル(第1象限)に位置します[図表2-1]。過去のサイクルに照らせば、今後景気に遅行して賃料の上昇が本格化する中、CRはボトムアウトし、上昇に転じる第4象限に進むと考えられます。

CR水準からみると、2010年度以降のCRの低下スピードは緩慢でしたが、低下に転じた時点のCRが4%台(2009年度4.9%)と低く、現状のCRはすでにファンドバブル期^{*1}を下回る水準となっています[図表2-2]。ファンドバブル期と比べ金利水準が低いことから、イールドスプレッドは当時より厚い状況です。しかし、リスクフリーレートの低下余地(長期金利のさらなる低下)は小さく、賃貸純収益の期待成長率(≒賃料上昇期待)も大き

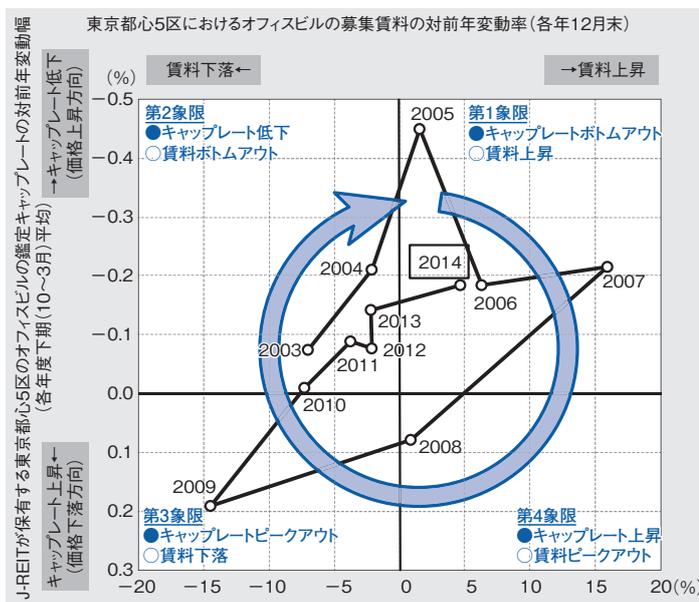
く上昇する可能性は低いとみると^{*2}、今後、CRが低下するかは不動産投資に対するリスクプレミアム次第といえます^{*3}。景気先行きに不透明感がみられはじめた中ではリスクオンの姿勢は弱まり(リスクプレミアムは上昇)、したがって、CRは徐々に上昇に向かう可能性が考えられます。

キャップレートの上昇スピードは緩やかとなる可能性

前回のサイクル(2005～2014年度)においては、2008年の世界金融危機のインパクトが大きく、第1象限から第3象限までのマーケットの悪化は急速に進み、第2象限から第1象限に戻るマーケット回復過程は長期間を要しました。

今後、世界金融危機のような国内の経済・金融情勢に大きな影響を与える外部要因が生じなければ、不動産のサイクルは景気変動に伴って進むと考えられ、CRの上昇スピードは前回のサイクルと比較し、緩やかになる可能性が考えられます。

[図表 2-1] 東京都心5区のオフィスビルを対象としたキャップレートと賃料の2軸のサイクル



[図表 2-2] J-REITが保有する東京都心5区オフィスの鑑定キャップレートの推移



図表 2-1、2-2 の出所：CR(鑑定CR)は都市未来総合研究所「ReiTREDA」、募集賃料は三鬼商事株式会社「オフィスデータ」。CRは各時点でJ-REITが保有している全物件を対象に作成。各年度下期(10～3月)の平均値。募集賃料はCRにあわせ、各年度下期の中間である12月末時点を採用。

キャップレートの上げ幅は小幅にとどまる可能性

現状の低金利下において、一定以上の利回りが確保でき、かつ比較的安定した収益が見込まれる投資商品として国内の収益不動産は魅力的に映ります。また、低金利に加え、円安基調の定着、グローバルでみた日本の不動産市場規模の優位性などから、他国の収益不動産との比較や分散投資の観点で海外からみた国内の収益不動産の魅力も高まっていると考えられます。このような背景から、従来の投資セクターである国内のデベロッパー、私募ファンド、鉄道会社などプロ・セミプロセクターに加え、ミドルリスクミドルリターンを求める年金基金、生保^{※4}などの国内機関投資家や海外ファンド・投資家などによる投資の活発化が起きていると考えられます。こうした投資需要拡大の動きが定着すれば、取得競争の激化や流動性リスクの低下などにより、リスクプレミアムの上昇圧力が弱まり、CRの上げ幅が小

幅にとどまる可能性が考えられます。

他方、CRの上昇局面においては収益不動産の選別が進むことが考えられます。オフィスビルにおいて建物規模が大きい方が投資ニーズが高いとの考えに立ち、建物規模別のCRの推移をみると、CRが上昇した2008～2009年度においては大規模ビル（基準階床面積200坪以上）に対する中小型ビル（同100坪未満）のスプレッドが拡大し、CRの低下が進んだ2012年度以降はスプレッドが縮小しています〔図表2-3、2-4〕。今後、CRが上昇する局面においても、投資ニーズが低い物件のCRは上げ幅が相対的に大きくなる可能性が考えられます。

※1：国内外のファンドによる不動産投資が急増した2006～2008年ころを指す。レバレッジを利かせるなどして、高値の取引が散見された。

※2：不動産トピックス2015年7月号「賃料上昇の動きが弱いオフィスビル市況」参照。

※3：CR = リスクフリーレート + イールドスプレッド（リスクプレミアム × 期待成長率）

※4：成長著しい私募REITへ投資する年金基金。生保の不動産投資の用途多様化（オフィス主体から住宅・物流施設へ）。

不動産サイクルの収縮化は不動産投資戦略にも影響

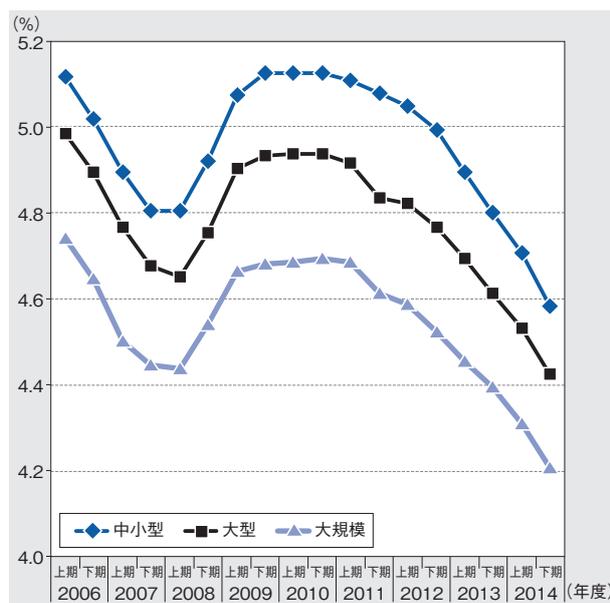
以上の考え方に立てば、一定の投資ニーズがある収益不動産においてはCRの上げ幅が小幅にとどまる可能性が考えられます。賃料に関しても上げ幅が小幅にとどまる可能性があり^{※2}、図表2-1の前回サイクルに比べ非常に小さな円を描くようになる可能性が考えられます^{※5}。こうした変化が起きますと、不動産マーケットのサイクルを前

提とした投資戦略（安値取得・高値売却、内部成長など）の効果が薄まる一方、キャピタルリターンより安定したインカムリターンを獲得する戦略が重視されるなど、不動産の投資戦略の考え方にも影響を及ぼすことが考えられます。

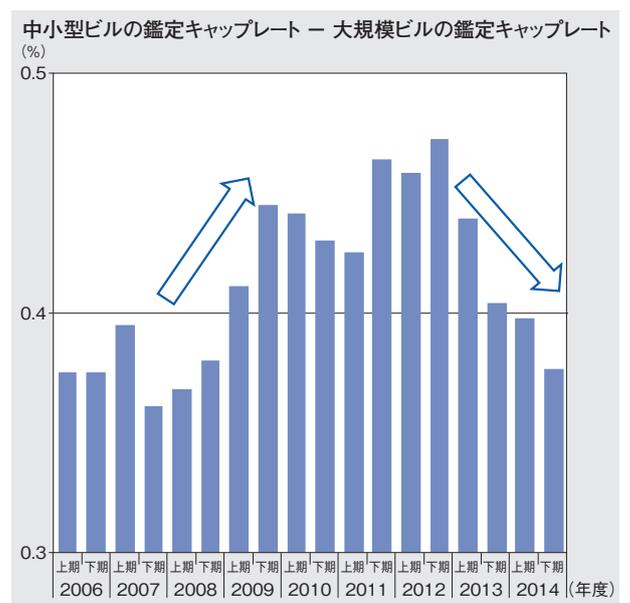
（以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎）

※5：上げ幅が小さければその次の下げ幅も小さくなるとの想定のもと。

〔図表 2-3〕 東京都心5区オフィスビルの建物規模別鑑定キャップレートの推移（J-REIT 保有物件）



〔図表 2-4〕 東京都心5区の大規模オフィスビルに対する中小型ビルのスプレッド（J-REIT 保有物件）



図表 2-3、2-4 の出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」。建物規模区分は、中小型：基準階床面積100坪未満、大型：同100坪以上200坪未満、大規模：同200坪以上。2006年度上期以降継続したデータが得られる物件を抽出して作成しており、図表2-1、2-2と対象が異なる。対象物件数は、中型・小型19物件（2014年度下期時点での平均築年数27年）、大型39物件（同24年）、大規模27物件（同28年）。

Monthly Watcher

地域再生法の改正による企業の地方拠点強化の促進

第189回通常国会で可決・成立した改正地域再生法が、8月10日に施行されました。同法は、地域の活力の再生を総合的かつ効果的に推進するため、認定地域再生計画に基づく事業に対する特別措置の追加等の改正がされ、そのうちのひとつとして、地方における企業拠点の強化に対する税制優遇の認定制度が講じられています。

この「地方拠点強化税制」は、2015年度税制改正法で既に手当てされており、①地方^{*1}の企業が本社機能^{*2}に係る建物等及び構築物を取得した際の特別償却などのオフィス減税および雇用促進税制（拡充型）、②東京23区に本社がある企業が地方^{*1}に本社機能を移転する場合の同様のオフィス減税及び雇用促進税制（移転型）、が設けられています。この税制優遇措置を受けようとする企業は、2018年3月31日までに「地域活力向上地域特定業務施設整備計画」を作成し、（移転型の場合は移転先の）都道府県知事の認定を受ける必要があり、オフィス減税は認定の日から2年以内に取得した建物等が対象となります。

企業の地方移転には、従業員の生活や新たな人材の確保、失うであろう集積の経済の問題など、いくつかのハードルが考えられます。また、受け入れる側の地方においては、事業活動を支える種々のインフラや従業員とその家族の生活環境の整備・充実、企業の求める人材の育成などの課題があります。しかしながら、地方移転を検討中の企業にとっては、移転型の支援措置が移転の意思決定を促す材料の一つになるとみられます。本制度の活用等によって、東京の過度な集中が緩和され、人口減で地域の活力が削がれつつある地方において雇用の場が増大されることになれば、対立構造で捉えられがちな東京と地方の関係が、適切な役割分担を伴う相互補完関係や有機的な連携関係へと強固な結びつきに転じる可能性があると考えられます。

（以上、都市未来総合研究所 下向井 邦博）

【図表 3-1】 優遇税制措置の概要

拡充型 地方にある企業の本社機能の強化	移転型 東京23区から地方への移転促進
オフィス減税 オフィスに係る建物等の取得価額に対し特別償却15%または税額控除4%（計画承認が2017年度の場合は税額控除2%） ・措置対象：建物、建物付属設備、構築物 ・取得価額要件：大企業2,000万円、 中小企業1,000万円	オフィス減税 オフィスに係る建物等の取得価額に対し特別償却25%または税額控除7%（計画承認が2017年度の場合は税額控除4%） ・措置対象：建物、建物付属設備、構築物 ・取得価額要件：大企業2,000万円、 中小企業1,000万円
雇用促進減税 地方事務所の新規雇用者一人につき、 ①法人全体の雇用者増加率が10%以上の場合、 50万円を税額控除 ②法人全体の雇用者増加率が10%未満の場合、 20万円を税額控除	雇用促進減税 ①地方事務所の新規雇用者一人につき、拡充型に準じ、50万円または20万円を税額控除 ②東京23区からの移転者を含む地方事務所の増加者一人につき30万円を①に上乗せして税額控除（雇用を維持していれば最大3年間継続。法人全体の雇用増がなくても東京から地方への移転者に適用）

データ出所：公表資料より都市未来総合研究所作成
（注）図中に掲げた以外の適用要件もあります。

※1：優遇税制措置の対象となるのは東京圏、中部圏中心部、近畿圏中心部を除く地域で、自治体による「地域再生計画」が国に認定された地域活力向上地域。

※2：本社、研究所、研修所が想定されており、経営意思決定、経営資源管理（総務、経理、人事）、各種業務統括（研究開発、国際事業等）などの事業所が該当する。工場や地域を統括する営業所は含まない。

不動産トピックス 2015. 10

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲 1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

金子 伸幸 TEL.03-3274-9079（代表）

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432（代表）