

## 不動産マーケットの調整と今後の見通し

2009年1月23日

株式会社住信基礎研究所

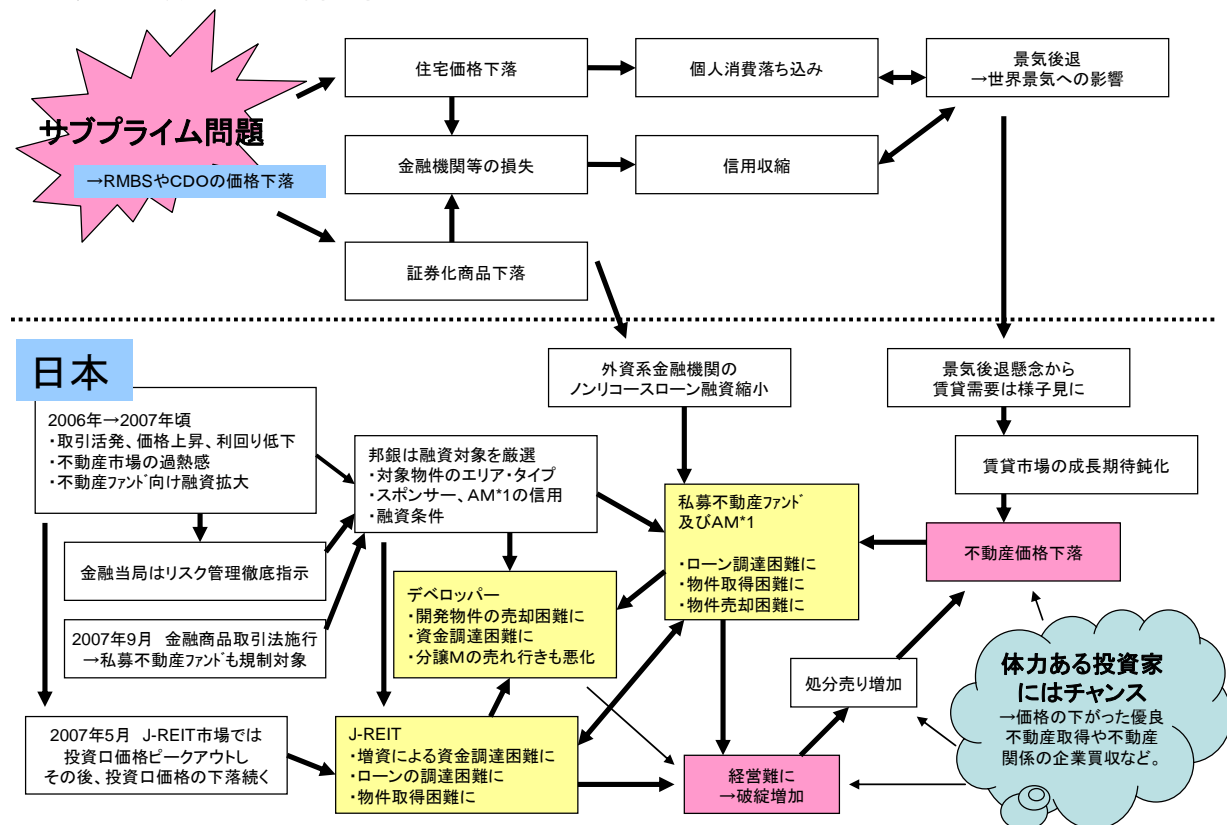
投資調査部 上席主任研究員 伊東尚憲

＜要約・概要＞世界的な金融危機や景気後退などにより、順調に拡大を続けてきた不動産ファンドビジネスや不動産価格は調整局面となっている。調整の要因として、景気後退に伴う収益性の低下によるものと（ファンダメンタルズ調整）、行き過ぎたマーケットの調整によるもの（過熱感の調整）、の2つがあげられる。過熱感の調整は、「利回り」基準が市場参加者に定着したことで、他の金融商品との裁定により底打ちすると考えられる。一方、ファンダメンタルズ調整は、今後の経済見通し次第であるが、2010年頃には回復が見込まれるようになり、不動産価格は底打ちしてくるものと考えられる。

現在、足踏み状態となっている、不動産流動化や不動産ファンドへのニーズは強いと考えられ、不動産マーケットの回復に伴って不動産ファンドビジネスが再び拡大することを見込む。

## 調整局面にある不動産マーケット

図表1 不動産マーケット調整局面のまとめ



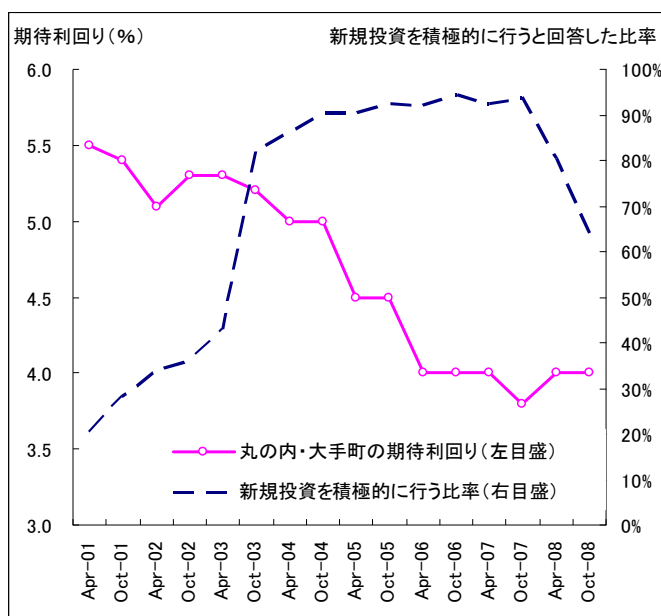
出所)住信基礎研究所作成

注) AM: アセットマネジメント会社

図表1は2007年以降の不動産価格の調整および不動産ビジネスの変調に至る流れをまとめたものである。大きく、米国発のサブプライムローン問題に端を発する外資系金融機関の融資抑制の流れと、過熱感の出ている国内不動産マーケットへの警戒感による流れが複合して、今回の調整局面に至ったことを示している。以下、調整局面に至る主要な要因について整理する。

第1の要因として挙げられるのは、物件取得競争が激化し過熱感が出てきていたことである。2006年から2007年にかけて、不動産ファンドは物件取得を積極化させた。このため、優良物件が売りに出ると買い手が集中し、価格は上昇、取引利回りは低下する傾向にあった。価格上昇についていけない不動産ファンドが、不動産取得に苦戦する一方で、積極的に高値を提示するプレイヤー同士の競合で更に価格を押し上げる現象もあった。こうした状況から、過熱感を懸念する動きも見られるようになった。日本不動産研究所の不動産投資家調査の結果を見ると、2007年10月に積極的投資を行うと回答した比率はピーク、そして期待利回りは最低値となっている(図表2)。しかし2008年に入ってからは一転、積極投資比率は大きく減少、期待利回りも底打ち感が出てきている。結果的にはマーケットの変調によるものであるが、2006年以降、高水準の積極投資比率にもかかわらず、期待利回りが底這い圏で推移していることから、行き過ぎを懸念し抑制気味に動いていたことが伺われる。

図表2 不動産投資家調査(積極投資割合と期待利回りの推移)



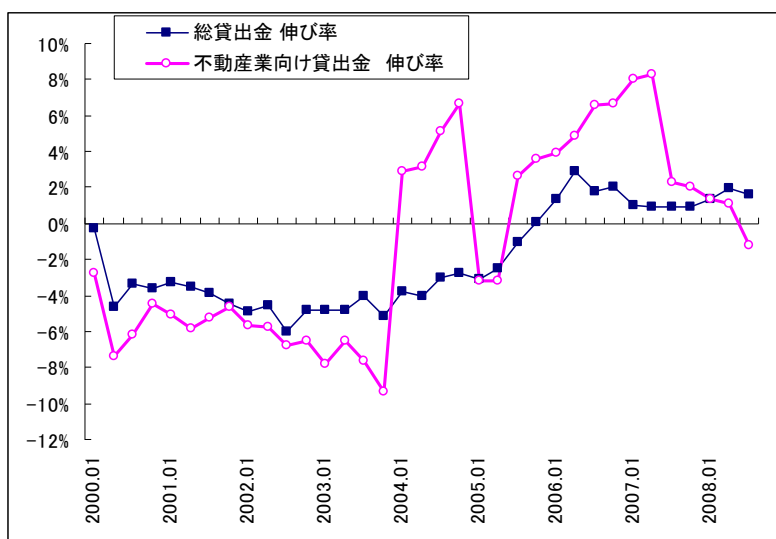
出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より住信基礎研究所作成

注1) 新規投資を積極的に行う比率の設問は、今後1年間の不動産投資に関する考え方を聞いたもの

注2) 丸の内・大手町の期待利回りは、Aクラスオフィスビルへの投資を想定したもの

第2の要因として、不動産ファンド向け融資が急増したことによる当局の警戒感がある。投資用不動産の取引が活発になり、不動産ファンドあるいは不動産業向けの融資が増加するにつれ、警戒する声が増えてくるようになった。2005年12月に「日銀がバブルの芽を懸念して不動産融資の監視を強化する動き」について、2006年12月には「金融庁が不動産投融資の過熱を警戒しリスク管理徹底を要請」との報道が見られた。バブル期の反省から、不動産バブルにならないよう、早いタイミングで過剰な不動産融資を抑えることを意図したものと考えられる。この結果、2007年以降、不動産業向けの貸出金残高の伸び率は急速に低下し、2008年7-9月期には減少に転じた(図表3)。

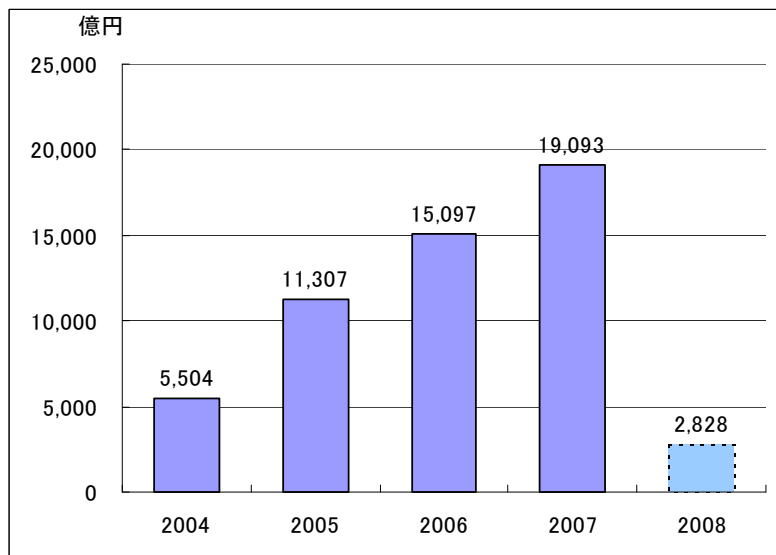
図表 3 国内銀行の総貸出金残高と不動産業向け貸出金残高の伸び率の推移



出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」より住信基礎研究所作成

第3の要因として、2007年9月に施行された金融商品取引法があげられる。J-REITは投資信託法によって規制されていたが、私募不動産ファンドには特段の規制はなかった。このため、比較的自由に不動産ファンドを組成、運用を行うことができた。しかし金融商品取引法の施行で、私募不動産ファンドの運用を行うアセットマネジメント会社も法の規制下に置かれることとなり、中小規模で不動産ファンドの運用を行っていたアセットマネジメント会社の負担(体制や運用ルールの整備等)は重くなった。

図表 4 CMBS 発行額の推移



出所) 日本証券業協会、全国銀行協会「証券化市場の動向調査」より住信基礎研究所作成

注) 2008年は1月～11月の11ヶ月分の合計

第4の要因は、ノンリコースレンダーの変化である。これが不動産ファンドによる不動産取得縮小の最大の理由と考えられる。第1から第3の要因などにより、国内金融機関を中心に融資条件を厳格化するなど融資抑制の動きが出ていたが、加えてサブプライム問題の影響で、2007年秋頃から外資系金融機関によるノンリコースローンの融資抑制や融資業務からの撤退が行われた。不動産ファンドにノンリコースローンを融資するレンダーは、国内金融

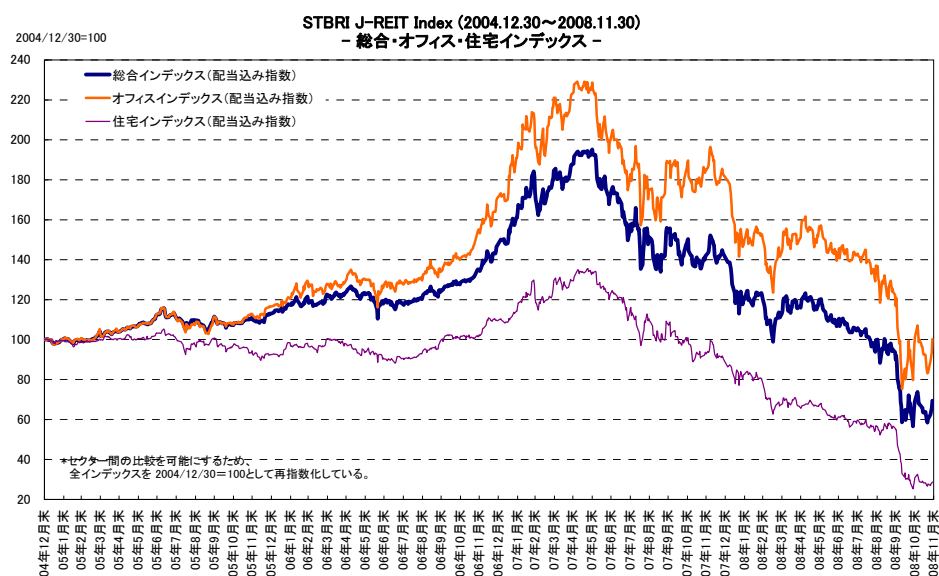
機関、ノンバンク、外資系金融機関などである。国内金融機関やノンバンクは、どちらかと言えばローン債権を自社のバランスシートで抱える B/S レンダーである。一方、外資系金融機関は、融資したノンリコースローン債権を束ねて証券化し CMBS (商業不動産担保証券) を発行する、証券化レンダーあるいは CMBS レンダーと呼ばれる。サブプライムローン問題から始まる金融危機で、証券化マーケットが混乱したことから新規の CMBS の発行が難しくなるとともに、外資系金融機関自身の体力低下によって、融資部門の縮小や廃止などの動きが見られた。この結果、外資系金融機関によるノンリコースローン融資が急減することとなった。図表 4 は、日本における CMBS の発行額の推移を見たものであるが、2008 年に入り CMBS 発行額が急減していることから、その裏にある外資系金融機関によるノンリコースローンが急減していることを伺うことができる。

また、外資系金融機関は比較的风险の高い案件 (開発案件や融資比率の高いハイレバレッジ案件) にも積極的に融資を行っていたため、融資の絶対量が減少するとともに、ハイレバレッジ案件などリスクの高い案件を扱う不動産ファンド等では資金調達が困難となった。

第 5 の要因として、J-REIT 市場の変調が挙げられる。2007 年 6 月以降、J-REIT の投資口価格は調整が続いている (図表 5)。2006 年夏から 2007 年春にかけて賃貸マーケットの回復への期待感から海外資金が大幅に流入したことで上昇相場が形成されたが、サブプライムローン問題が表面化する中で売却されたことで下落した。こうしたマーケットの変調を受け 2007 年 12 月以降、上場を予定していた J-REIT の上場延期や断念が相次いだ。投資口価格の下落は、新規上場だけでなく投資口の追加発行による公募増資も困難にした。第 4 の要因で見たように、金融機関の融資姿勢厳格化の影響は J-REIT も同様で借入による調達も容易ではない。2008 年 10 月にはニューシティ・レジデンス投資法人が資金繰りの問題から民事再生法の適用を申請し、J-REIT としては初の破綻となった。

J-REIT が以前のように積極的に不動産を購入できなくなったことで、J-REIT を出口戦略としていた私募不動産ファンドの運用も難しくなった。また、賃貸マンション等を開発し一棟単位で J-REIT や私募不動産ファンドに売却する、いわゆる資産流動化事業を行っていた不動産デベロッパーも在庫と負債が膨らみ厳しい環境にある。

図表 5 STBRI J-REIT インデックスの推移

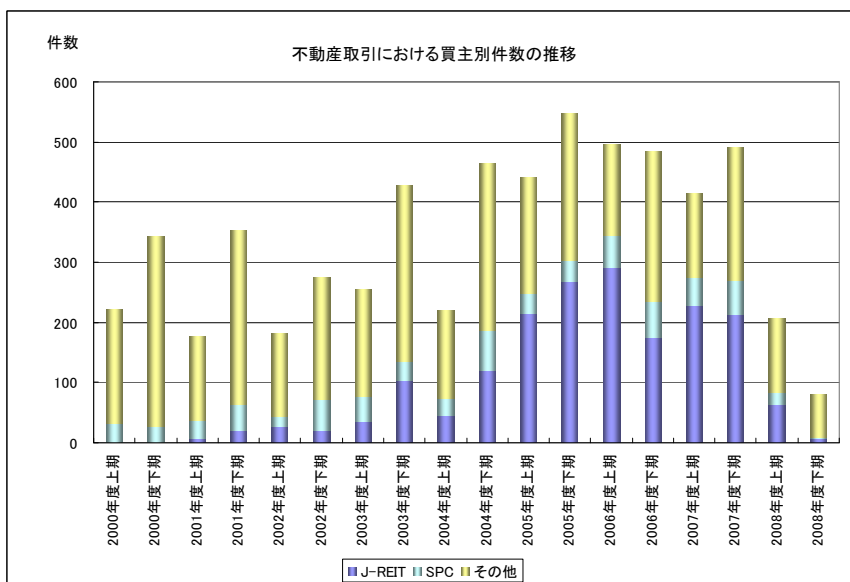


出所) 住信基礎研究所作成

以上のような要因から、これまで、資金調達→物件取得→不動産価格の上昇→更なる資金が集まる、といった好循環で拡大してきた不動産ファンドビジネスも、資金の流れが止まったことによって停滞することとなった。

図表 6 は、東京証券取引所で開示される不動産取引件数の推移を見たものである。2000 年以降、J-REIT や SPC による不動産取引が寄与し取引は増加傾向にあり、2005 年以降は概ね 400～500 件の取引が続いていたが、2008 年度上期には 207 件と半分以下となった。2008 年度下期も 10～12 月の集計と途中経過ではあるが 79 件の取引となっている。特徴的なのは内訳で、J-REIT 8 件、SPC 1 件、その他 70 件と、これまで取引を牽引してきた J-REIT や不動産ファンドによる取得が著しく減少していることがわかる。

図表 6 買主別に見た不動産取引件数の推移



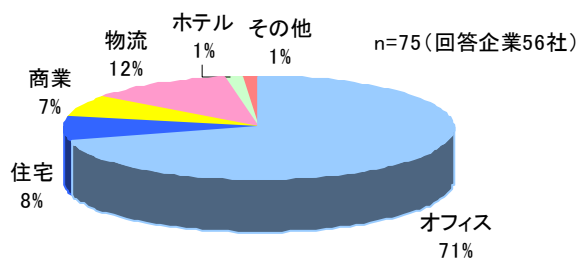
出所) 東京証券取引所 TDnet をもとに住信基礎研究所作成

注) 1. 上期は 4～9 月、下期は 10～3 月を示す。ただし 2008 年度下期は 10～12 月分の集計。

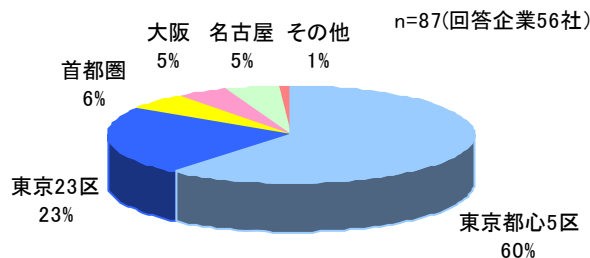
### 不動産ファンドビジネスの二極化と、投資対象の二極化

マーケット環境が厳しい中、J-REIT や私募不動産ファンド、不動産デベロッパーにも言えることだが、資金調達力による格差が広がってきている。調達力のない企業にとっては、当面、厳しい環境が続くことが見込まれる。これを打破するには資金調達環境が好転することが必要だが、一気に好転を見込むことは難しいため、破綻や買収、合併など業界再編を通じて淘汰されるところも出てくることが予想される。一方、調達力のある企業にとっては、次の回復期に向けての準備期間となる。不動産マーケットの調整が進めば優良物件を取得するチャンスとなり、業界再編は競争力を高めるチャンスといえる。

図表 7 今後レンダーから好まれるタイプ



図表 8 今後レンダーから好まれるエリア



出所) 住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査 2008 年上半期」より作成

外資系金融機関が融資を縮小した結果、国内金融機関には多くの融資案件が持ち込まれることになった。これによりノンリコースローンは貸し手市場となり、①物件の厳選、②AM会社の厳選、③融資条件の強化、等が行われた。金融機関の融資スタンス(図表7、8)が、投資用不動産のニーズに反映され、東京都心、オフィス以外の投資対象は敬遠される状況となっている。

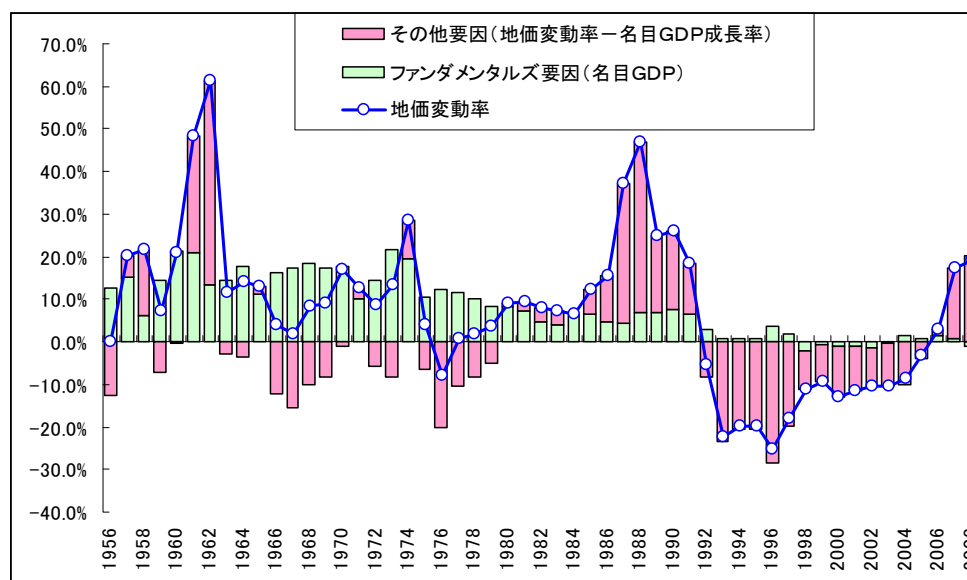
## 不動産価格調整をもたらしているもの

現在の不動産価格調整では主に2つの調整が同時に進行していると考えられる。第1に景気後退による不動産の収益性の低下に伴う調整(ファンダメンタルズ調整)、第2に行き過ぎた不動産マーケットの調整(過熱感の調整)である。

第1の調整理由であるファンダメンタルズ調整は、世界的な信用収縮と景気後退が、企業収益や個人消費を圧迫し、稼働率低下や賃料下落など不動産の収益性の低下が懸念されることによる不動産価格調整である。不動産収益の低下を見込み、また収益低下をリスク要因として期待利回りが上昇(リスクプレミアムが上昇)することによる不動産価格の調整と考えることができる。

第2の調整理由は、これまで見てきたように、行き過ぎた不動産マーケットの需給関係による過熱感を警戒し、投資家、金融当局あるいは金融機関が、ブレーキを踏んだことにより需給が緩和し、不動産価格が下落するものである。特に金融機関のブレーキは借り手サイドのデット調達難につながり、結果、不動産関連企業やファンドによる融資返済目的の物件売却や、金融機関による担保売却といった、処分売りによって価格下落へのインパクトが大きい。

図表9 地価変動率の分解



出所) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、内閣府「国民経済計算」より住信基礎研究所作成

図表9は、市街地価格指数(六大都市・商業地)の変動率を、ファンダメンタルズ要因と、その他の要因に分解したものである。ファンダメンタルズ要因を示す指標として名目GDPの成長率を見ている。その他の要因は、地価変動率と名目GDP成長率の差であり、マーケットの過熱感および調整を示すものとして見る事ができる。

その他要因は概ね10～20年程度に一度急上昇する時期があり、その後、しばらくはマイナスのファクターとなっている。10～20年程度に一度、不動産が注目され投資意欲が高まるブームが起こる循環を繰り返しているが、2007～2008年には、その他要因が大きくプラスとなっており、現在はこれに対する調整局面と考えられる。

## 不動産マーケット回復へのカギを握るのは

現在の不動産マーケットの2つの調整要因がマーケット回復へのカギを握っている。過熱感の調整(図表9ではその他要因)は比較的早いと考えられる。不動産価格の上昇局面で高値のメドをつける働きをした利回りが、価格低下局面では底値のメドも示唆してくれるためである。この点がバブル期と最も異なる点である。バブル期の上昇局面では、取引事例比較法により「隣がいくらで取引されたから、ここはいくら」といった具合に、相対比較によって上昇が続いた。行き過ぎを感じることはあっても、それを測る共通の尺度がないために生まれた過剰な過熱と言える。2000年以降、収益還元法による価格評価が定着し、市場参加者の多くがマーケット水準を把握するのに「利回り」基準を持つようになった。過熱感の調整による不動産価格の下落は避けることはできないが、利回りが基準となり、天井知らずの上昇や、底なしの下落ということは考え難い。ある水準まで下落すると他の金融商品との利回りの比較感から投資が行われるはずである。

ファンダメンタルズ調整については、今後の景気次第である。主要な調査機関から出されている経済予測によると、2008年度、2009年度はマイナス成長、2010年度より緩やかに回復と予測されている。これを基準とするならば、2010年頃には再び、ファンダメンタルズの回復が見込まれるようになってきているはずである。不動産収益の回復とそれに対する期待感から利回りも低下し、また融資の拡大も見込まれることから不動産価格は底打ちしてくるものと考えられる。

過去10年間で急速に発展した不動産証券化や不動産ファンドビジネスであるが、ここに来て足踏み状態となっている。しかし、不動産流動化や不動産ファンドへのニーズは強く、再び成長に転じることが期待される。これは、①事業会社等による不動産保有は収益性重視の経営や会計制度の変更(時価評価等)によって負担の重いものになり受け皿が必要とされること、②長期安定的な資金運用の投資対象として安定収入を生む不動産は魅力的なことから商品ニーズが強いこと、③アセットファイナンスや不動産ファンドのための仕組みやルール等が整備されてきていること、等が要因である。

当面は、調整局面が続くことが見込まれるものの、不動産マーケットの回復に伴って、各種の不動産ファンドビジネスが再び拡大することが見込まれよう。

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
4. STBRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。STBRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、STBRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など STBRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「STBRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。