

## 不動産取引市場にミニバブルの再来なるか

### ～不動産私募ファンドを切り口に今後の方向性を探る～

2014年7月7日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 米倉 勝弘

2014年1月1日時点の地価公示を見ると、地価の上昇地点が前年に比べて大幅に増加している。J-REITにおける不動産取引事例を用いて足下の不動産価格水準を分析してみても、確かに、2007年前後に近い水準までキャップレートの押し下げ(取引価格の押し上げ)圧力が強くなってきている。

不動産私募ファンドを切り口に不動産取引市場を概観してみると、現在の状況はキャッシュフローの安定志向、低LTV志向が強いという点で2007年前後と異なり、ミニバブルの再来を誘発するような状況にはないものと考えられる。

ただ一方で、2010年11月の運用開始以来、不動産私募ファンド市場を牽引してきた非上場オープン・エンド型不動産投資法人のやや急速過ぎる資産規模の拡大には懸念がないわけではない。

価格変動サイクルを持つと考えられる不動産取引市場においては、時間分散などを意識した緩やかで持続的な成長が期待されているのではないだろうか。

#### 1.はじめに

2014年3月18日、国土交通省から2014年1月1日時点の地価公示が公表された。これによれば、地価が上昇した地点数の割合は全国的に大幅増となっており、三大都市圏では住宅地の約1/2の地点、商業地の約2/3の地点で地価が上昇している。一方、地方圏においては下落基調が続いているものの、多くの地点で下落幅が縮小している。

また、最近の不動産取引市場に目を向けてみると、上場投資法人(J-REIT)のIPOや非上場オープン・エンド型不動産投資法人(以下、「私募REIT」)の新規組成および増資などが相次ぎ、物件取得競争の激化から不動産取引価格が上昇しているようにも感じられる。

そこで、本稿では、J-REITにおける不動産取引事例<sup>i</sup>を用いて足下の不動産価格水準が2007年前後(サブプライム問題に端を発した不動産クライシス前の不動産取引市場活況期)と比較してどの程度の水準にあるのかについて分析を試みる。また、当時の投資行動との類似点と相違点を探索し、理想と思われる不動産取引市場発展の姿について考察を加える。

<sup>i</sup> 本分析では、プロパティタイプ間の違いを排除するため、サンプルデータとしてオフィスの取引データのみを使用している。

## 2.「2013 年以降」の価格上昇圧力

ここではまず、足下の取引市場が過去に比べてどの程度加熱した状態にあるかをオフィスのキャップレート<sup>ii</sup>(以下、「CR」)モデルを作成して検証する。モデルでは「貸貸市況」、「ビルスペック」、「立地」、「築年」に関する要因を説明変数として採用し、サンプル物件の品質を補正したうえで、取引時点ダミー(本稿では 2005 年を基準としている)を用いて、取引年の違いによる不動産取引市場の過熱度(過熱感が高まるほど CR は低下する)を抽出している。

$$CR = \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \dots + \beta_{22} \cdot X_{22}$$

Adjusted R-squared(自由度調整済み決定係数):0.77

$\alpha$ :定数項

$\beta_1$ : $X_1$ の偏回帰係数	( 8.14 )	$X_1$ : 取引時点築年数(log)
$\beta_2$ : $X_2$ の偏回帰係数	( -5.59 )	$X_2$ : 延床面積(log)
$\beta_3$ : $X_3$ の偏回帰係数	( 2.85 )	$X_3$ : PML値(log)
$\beta_4$ : $X_4$ の偏回帰係数	( 8.10 )	$X_4$ : 定期借地ダミー
$\beta_5$ : $X_5$ の偏回帰係数	( 2.97 )	$X_5$ : 建物区分所有ダミー
$\beta_6$ : $X_6$ の偏回帰係数	( 0.48 )	$X_6$ : 最寄駅までの距離(log)
$\beta_7$ : $X_7$ の偏回帰係数	( -4.07 )	$X_7$ : 400m以内利用可能路線数
$\beta_8$ : $X_8$ の偏回帰係数	( -7.16 )	$X_8$ : 立地エリアの稼働賃料
$\beta_9$ : $X_9$ の偏回帰係数	( 12.16 )	$X_9$ : エリア格差スプレッド
$\beta_{10}$ : $X_{10}$ の偏回帰係数	( 9.03 )	$X_{10}$ : 2001年取引ダミー
$\beta_{11}$ : $X_{11}$ の偏回帰係数	( 4.71 )	$X_{11}$ : 2002年取引ダミー
$\beta_{12}$ : $X_{12}$ の偏回帰係数	( 5.44 )	$X_{12}$ : 2003年取引ダミー
$\beta_{13}$ : $X_{13}$ の偏回帰係数	( 3.69 )	$X_{13}$ : 2004年取引ダミー
$\beta_{14}$ : $X_{14}$ の偏回帰係数	( -4.20 )	$X_{14}$ : 2006年取引ダミー
$\beta_{15}$ : $X_{15}$ の偏回帰係数	( -6.24 )	$X_{15}$ : 2007年取引ダミー
$\beta_{16}$ : $X_{16}$ の偏回帰係数	( -5.39 )	$X_{16}$ : 2008年取引ダミー
$\beta_{17}$ : $X_{17}$ の偏回帰係数	( 0.13 )	$X_{17}$ : 2009年取引ダミー
$\beta_{18}$ : $X_{18}$ の偏回帰係数	( 0.82 )	$X_{18}$ : 2010年取引ダミー
$\beta_{19}$ : $X_{19}$ の偏回帰係数	( -1.88 )	$X_{19}$ : 2011年取引ダミー
$\beta_{20}$ : $X_{20}$ の偏回帰係数	( -0.91 )	$X_{20}$ : 2012年取引ダミー
$\beta_{21}$ : $X_{21}$ の偏回帰係数	( -5.14 )	$X_{21}$ : 2013年取引ダミー
$\beta_{22}$ : $X_{22}$ の偏回帰係数	( -3.76 )	$X_{22}$ : 2014年取引ダミー

※カッコ内はt値

各年の取引ダミー(2005年基準)における偏回帰係数の符号条件(ここではt値の符号参照)に着目すると、2006年～2008年取引ダミーおよび2011年～2014年取引ダミーにおいて符号はマイナスとなっており、当該期間には2005年当時と比べてCRの押し下げ(取引価格の押し上げ)圧力が強かったことを示している。

更に偏回帰係数の絶対値の大きさに着目(図表1)すると、2007年において特にCRの押し下げ(取引価格の押し上げ)圧力が強かったことがわかる。2007年といえば、TOPIXが直近の最高値となる1,816.97ポイント(終値ベース:2007年2月26日)を記録し、新発10年国債利回りは月末値平均で1.417%と1.5%を下回る水準で推移しており、良好な資金調達環境を反映して不動産取引市場も活況を呈していた時期である。

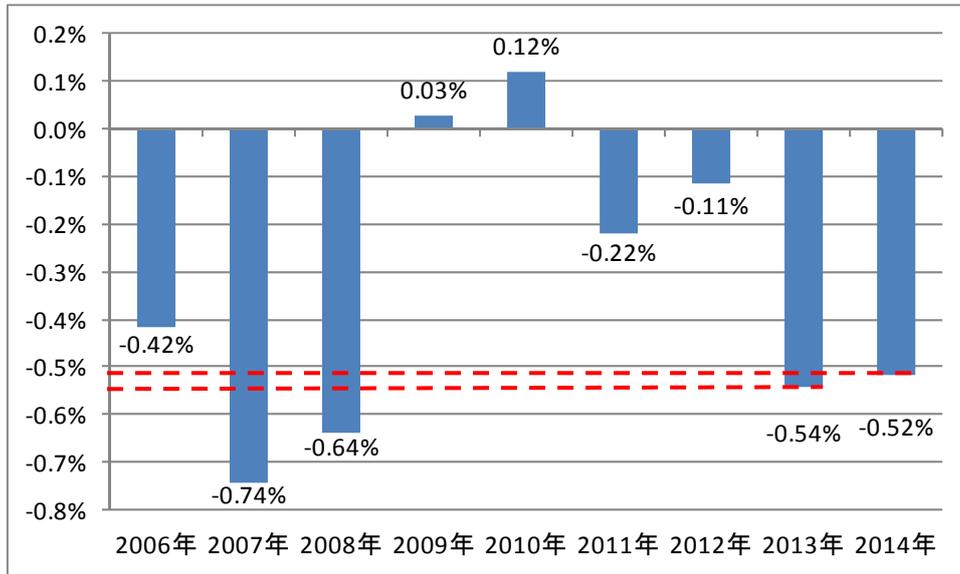
その後、サブプライム問題、リーマンショックなどの影響を受けて2009年以降の世界的な金融危機に巻き込まれるかたちとなった不動産取引市場であるが、2013年～2014年は再びCRの押し下げ(取引価格の押し上げ)圧力が強くなっている。

特にオフィスについては、不動産投資市場の誕生から10年以上が経過して市場が成熟していくなかで投資対

<sup>ii</sup> 取得時点における資産運用会社想定 Net Operating Income(NOI)を取得価格で除した値(公表されていない場合にはその後の実績値を用いて当社にて推計した値を採用)。

象不動産に出尽くし感があること、リーマンショック後における不動産投資市場全体のマインド低下や東日本大震災後の建築費高騰などを背景に、新規の開発が過去に比べて相対的に少ない状況にあること、などから不動産取引市場への物件供給が限定的となり、物件取得競争の激化を受けてCRの押し下げ(取引価格の押し上げ)圧力に拍車がかかる可能性がある。

図表1 「2005年」を基準とした場合のキャップレート格差



出所)三井住友トラスト基礎研究所

### 3.「2007年前後」における投資行動との類似点

プロパティタイプ別取引件数の推移(図表2)は、2005年1月時点(後方12ヶ月移動合計値)を1.0としてプロパティタイプ別に指数化したものである。これを見ると、2007年前後と2013年以降で同様の傾向が窺え、オフィスや住宅と比較して商業施設(専門店・郊外型SC)の水準が高くなっており、その乖離幅が拡大している。

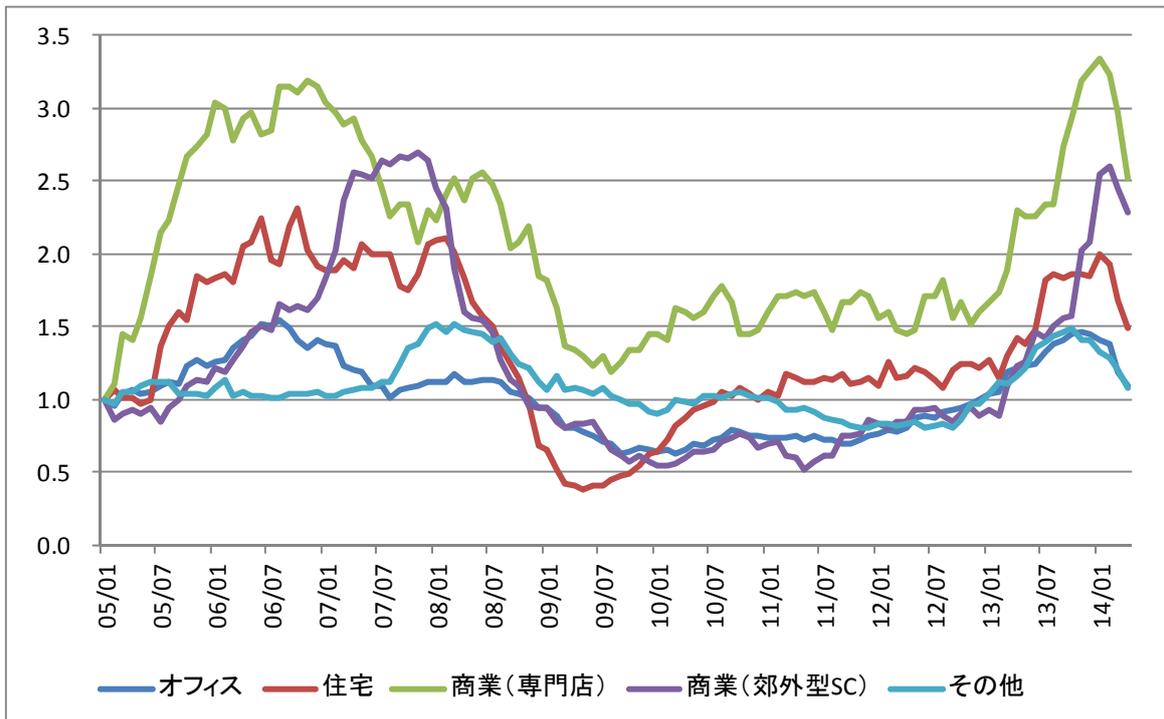
また、上記同様、2005年1月時点(後方12ヶ月移動合計値)を1.0として地域別に指数化した地域別取引件数の推移(図表3)を見ても、2007年前後と2013年以降で同様の傾向が窺え、大阪、北海道、愛知、福岡の水準が東京23区の水準を上回り、その乖離幅を拡大している。

これは、投資資金が潤沢である一方で、投資対象となり得るコア物件の供給不足から投資基準を緩和した結果と考えられる。

2007年前後に投資を行ったオペレーショナルアセットや地方物件は、不動産取引市場の悪化に伴って流動性が極端に低下し、長らく塩漬け状態となっていたものも少なくない。このような事例が不動産投資市場全体のリスクプレミアムを膨らませ、更なる流動性低下を招くという負のスパイラルが働いていたのではないだろうか。

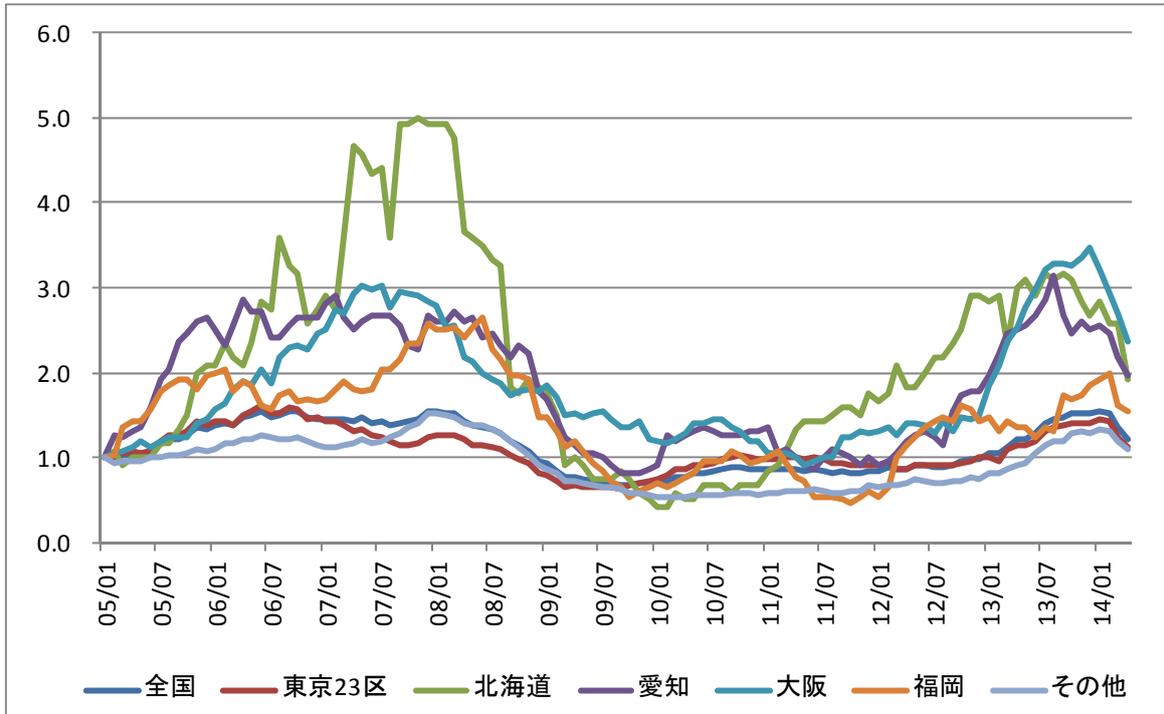
そうであるならば、2007年前後と同様の傾向が窺える現在の不動産投資市場においても、何らかのショックをきっかけに不動産取引市場が急速に悪化する可能性が高いのであろうか。次章以降では、不動産私募ファンドを切り口に今後の方向性について概観する。

図表2 プロパティタイプ別取引件数の推移(指数:2005年1月=1.0)



出所)日経BP社「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表3 地域別取引件数の推移(指数:2005年1月=1.0)



出所)日経BP社「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

#### 4.不動産私募ファンドの動向からみる今後の方向性

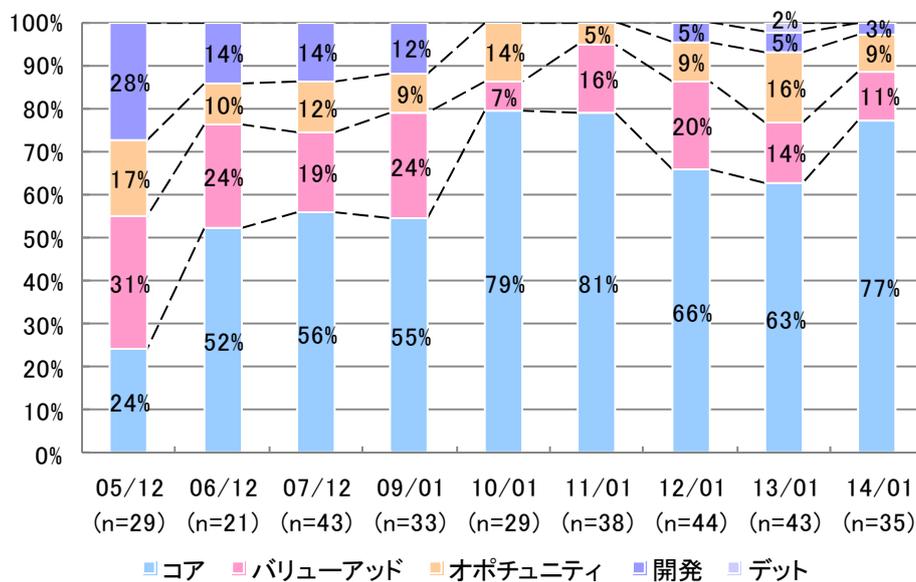
当社が実施した「不動産私募ファンドに関する実態調査」における「運用会社が今後1年以内に組成を検討しているファンドの運用スタイル」(図表4)を見ると、2014年1月時点では「コア」が8割近くを占めている。運用会社が投資家の意向を反映した意思決定をしているとすれば、投資家もコアファンドへの投資を強く志向していることになる。

一方で、「不動産私募ファンドの運用会社が今後注力していきたいと考えるプロパティタイプ」(図表5)を見ると、「オフィス」、「住宅」などの主要プロパティの回答割合が減少するなかで、「ホテル」、「高齢者施設」、「医療関連施設」など、オペレーショナルアセットの回答割合の増加が目立つ。また、「不動産私募ファンドの運用会社が今後注力していきたいと考えるエリア」(図表6)においても、「東京都心5区」、「東京23区」の回答割合が減少するなかで、「近畿圏」、「名古屋圏」、「その他」、の回答割合が増加しており、前項で取り上げた「2007年前後」における投資行動との類似点は今後1年以内の不動産私募ファンドの動向にも共通しているといえる。

2010年11月に運用が開始されて以降、不動産私募ファンドの中で存在感を強めている私募REITにおける取得事例(図表7および図表8)<sup>iii</sup>を見ても、2013年前後から投資基準を緩和させている傾向が窺える。

ただ、当該事例の物件所在地を見ると、地方都市の中でもエリアの範囲が限定されている傾向が見られること、今後1年以内に組成を検討しているファンドにおけるLTV水準(図表9)にあるように、2007年前後と比べて相対的に低いLTV水準でのファンド組成が検討されていること、などは相違点として挙げられ、足下の不動産取引は、キャッシュフローの安定性やリファイナンスリスクの抑制などを意識した「コア」な不動産投資に限定されるものと考えられる。

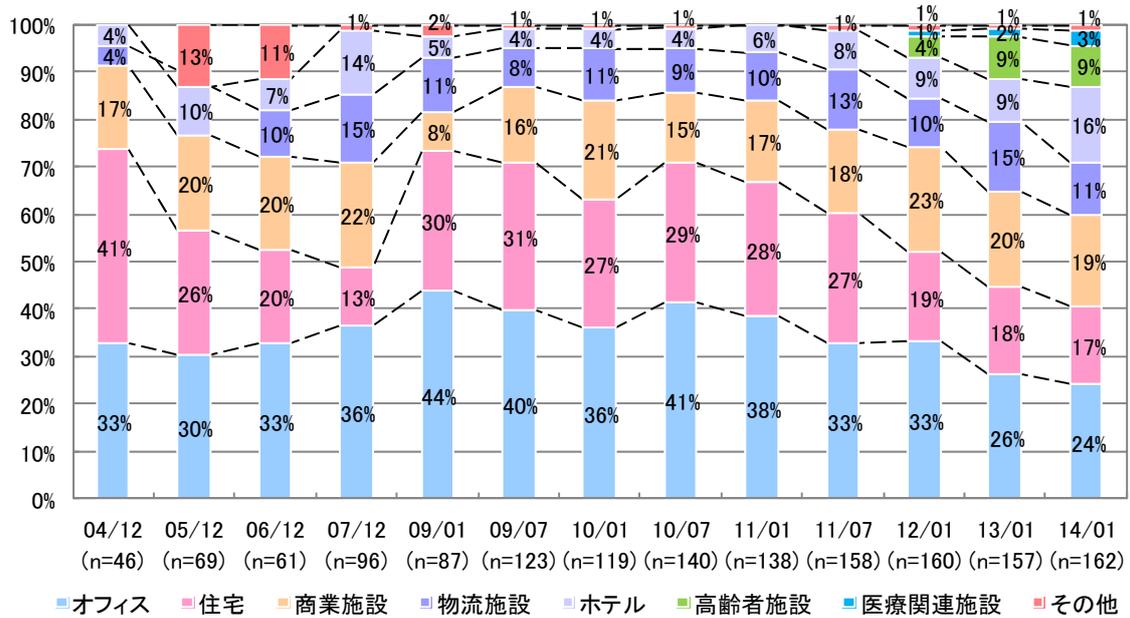
図表4 今後1年以内に組成を検討しているファンドの運用スタイル



出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

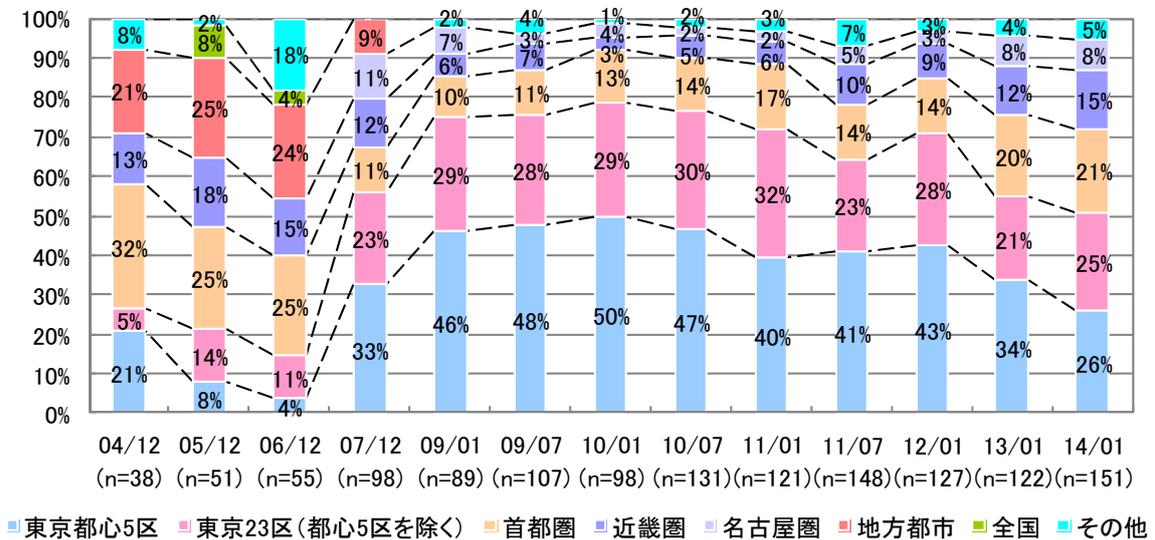
<sup>iii</sup> 公表されている全取得事例のうちオペレーショナルアセットまたは地方物件に該当する全取得事例を抜粋した事例。

図表 5 私募ファンドの運用会社が今後注力していきたいと考えるプロパティタイプ



※2012年1月調査より「高齢者住宅」、「医療関連施設」を新設  
出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表 6 私募ファンドの運用会社が今後注力していきたいと考えるエリア



※2006年12月調査以前は、「名古屋圏」は「地方都市」、或いは「その他」に含まれる  
※2009年1月調査以前は「近畿圏」を「大阪圏」としていた。(構成している県は変わらず)  
出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表7 私募 REIT におけるオペレーショナルアセットの取得事例

オペレーショナルアセット				
投資法人名(略:投資法人)	取得時点	物件名	用途	所在地
三井不動産プライベートリート	2012.08	越谷ロジスティックセンター	物流施設	埼玉県越谷市流通団地3-3-5
DREAMプライベートリート	2012.10	銀座セブンビル	商業・店舗	東京都中央区銀座7-9-19
ケネディクス・プライベート	2014.03	ゼビオ松本	商業・店舗	長野県松本市村井町北2-14-57
三井不動産プライベートリート	2014.03	市川塩浜物流施設	物流施設	千葉県市川市塩浜2-14-1ほか

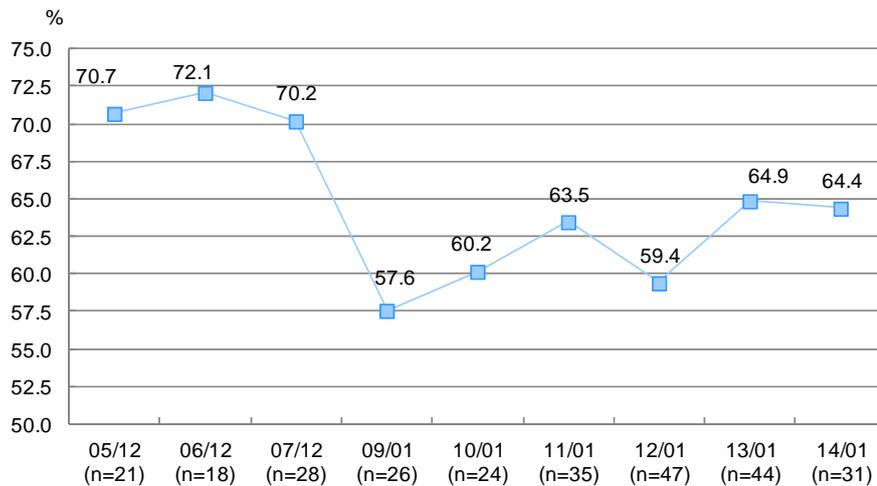
出所)日経 BP 社「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表8 私募 REIT における地方物件の取得事例

地方物件				
投資法人名(略:投資法人)	取得時点	物件名	用途	所在地
日本オープンエンド不動産	2013.09	博多祇園センタープレイス	事務所	福岡県福岡市博多区祇園町7-20
日本オープンエンド不動産	2013.09	ノステルコート新大阪	住宅	大阪府大阪市淀川区宮原2-12-5
日本オープンエンド不動産	2013.11	新大阪フロントビル	事務所	大阪府大阪市淀川区宮原4-1-9
ケネディクス・プライベート	2014.03	ゼビオ松本	商業・店舗	長野県松本市村井町北2-14-57
大和証券レジデンシャル・プライベート	2014.03	立売堀レジデンス	住宅	大阪府大阪市西区立売堀1-11-15
大和証券レジデンシャル・プライベート	2014.03	クレグラン仙台EAST	住宅	宮城県仙台市宮城野区榴岡2-3-14
大和証券レジデンシャル・プライベート	2014.03	BOSS63	住宅	宮城県仙台市宮城野区榴岡2-4-8

出所)日経 BP 社「日経不動産マーケット情報」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表9 今後1年以内に組成を検討しているファンドにおけるLTV水準



LTV基準については総投資額に対するものか、取得価格に対するものかを分けて質問しており、取得価格ベースの回答が多数を占めていたため、取得価格ベースで計算して平均値を出している。

出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

## 5.考察

不動産私募ファンドを切り口に不動産取引市場を概観すると、足下の取引価格は上昇圧力が強まってきているものの、キャッシュフローの安定性やリファイナンスリスクの抑制をキーワードとした「コア投資」が投資家のニーズの中心となっており、今後バブルといえるほどに価格が吊り上げられる可能性は低いものとみている。

ただ、現在の不動産私募ファンド市場を牽引する主体として挙げられる私募REITにおいて、その急速な資産規模拡大の陰に懸念点がないわけではない。

確かに私募REITは、公表されている投資法人のうち、既に運用を開始している8社の2014年4月時点における資産規模合計額が約7,178億円となり、2010年11月に運用が開始されて以降、順調に成長してきている。

しかしながら一方で、不動産投資においてもリスク・リターンの関係によって定まる投資家の期待利回りは、伝統的資産など他の投資対象との相対感から変動するものであることを考えれば、私募REITが一時的に急速に資産規模を拡大していくことは必ずしも望ましいとは限らない。特定の時期に集中して物件を取得した場合、その時点における利回り水準がポートフォリオ全体の利回り水準に強く反映されてしまい、その後仮に不動産に対するリスクプレミアムが相対的に高まって期待利回りが上昇するようなケースがあったとしても、ポートフォリオ全体の利回り水準を機動的に見直すことが困難となってしまうためである。

今後の不動産私募ファンド市場の発展、運用資産規模拡大の牽引役になるものとして、私募REITの安定的かつ着実な成長が期待されていることは、各プレイヤーにおける共通の認識であると思われる。物件の十分な選別に加えて、価格変動サイクルを持つと考えられる不動産取引市場においては、時間分散などを意識した緩やかで持続的な成長が期待されているのではないだろうか。

以上

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.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。また、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。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 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。