

## 地方主要都市に存する不動産(物件)への投資の合理性 ～鍵は長期保有か～

2017年8月2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

- 私募ファンド運用会社へのアンケートによれば、実際に投資しているエリアおよびこれから投資していきたいエリアは、いずれも首都圏が中心。投資エリアに関しては多くの運用会社が同じ投資方針であり、首都圏に所在する物件は相対的に流動性が高いものと考えられる。
- 一方で、地方主要都市エリアにおける期待利回りを見ると、足元の絶対水準はもちろん、過去からの推移などからも魅力が感じられる。
- また、地方主要都市エリアに存する物件は、築年の進行に伴う経済的陳腐化が相対的に緩やかであり、長期投資に向いている可能性がある。オフィスに限って見ると、地方主要都市エリアでは新規供給が抑制されており、競合関係の悪化が限定的であることから、この傾向は今後も続くものと予測される。
- 長期投資を基本とするJ-REITや私募REITは、地方主要都市に存する物件を組み入れることに一定の合理性が認められるものと思われる。

### 1. 流動性を考えれば首都圏に所在する物件への投資が基本

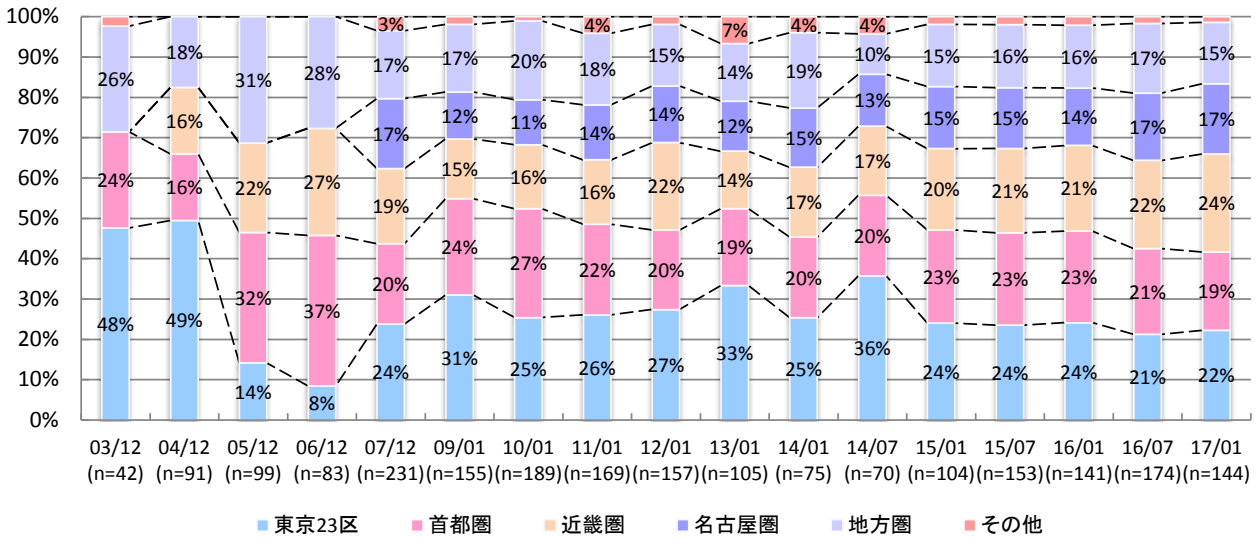
図表1および図表2は、年2回(毎年6月、12月末時点)の頻度で行っている運用会社へのアンケート調査「不動産私募ファンドに関する実態調査」の結果である。図表1は各運用会社が現在運用中のファンドについて投資対象エリアを尋ねた言わば実績エリア(実需要)であり、図表2は今後注力していきたい投資対象エリアを尋ねた理想的な対象エリア(潜在需要)である。2017年1月調査の結果を見ると、図表1では「東京23区」と「首都圏」で全体の4割以上を占めており、図表2でも「東京都心5区」、「東京23区(都心5区を除く)」、「首都圏」で全体の6割以上を占めている。図表1、図表2のいずれにおいても過去から安定して首都圏(東京を含む)の割合が高く、潜在需要を示す図表2の割合(東京および首都圏)が図表1での割合に比べて高くなっていることから、首都圏に存する物件への投資ニーズは常に高く、裏を返せば首都圏に存する物件の流動性は高いものと考えられる。

不動産投資を考えるにあたって、投資物件の出口を見据えた「流動性」は極めて重要な要素のひとつであり、首都圏を主要な投資対象エリアとする投資行動はスタンダードかつ合理的であると考えられる。

一方で、首都圏においては売り物件の供給が枯渇した状態が続いている。このため、不動産取引市場では再投資リスク(保有不動産を売却してしまうと、次に取得できる時期について不確実性が高い)回避から保有物件を多少高く売却できるとしても物件売却のインセンティブが失われており、供給不足が供給不足を招く悪循環に陥っている可能性がある。

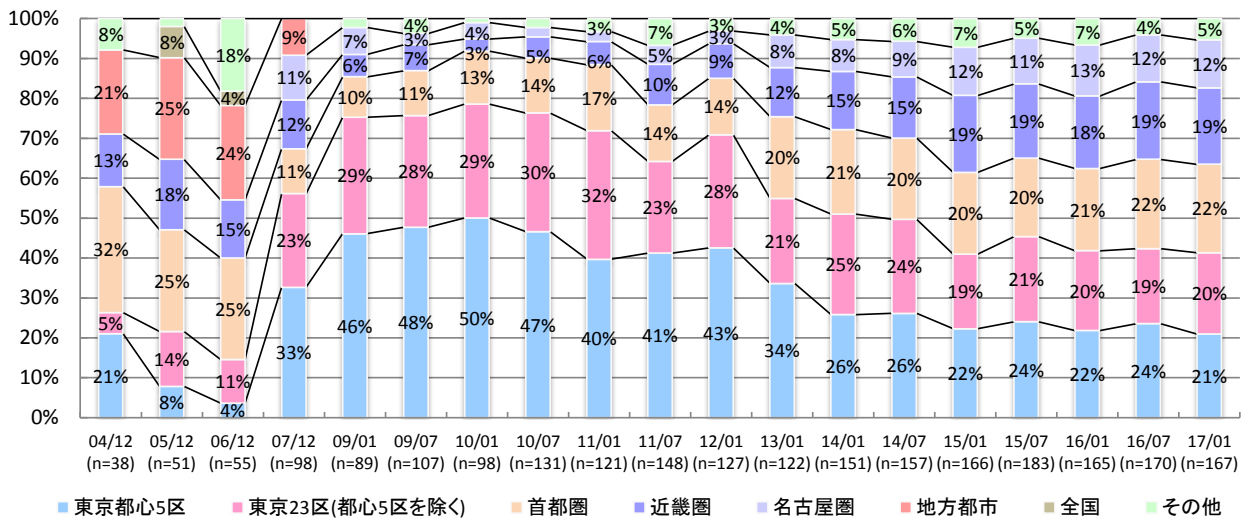
このような流れを受けて、投資対象として地方主要都市に存する物件にも目が向けられており、J-REITや私募REITにおいても地方主要都市に存する物件の取引事例がコンスタントに観測されている。ただ、流動性が劣ると考えられる地方主要都市に存する物件への投資に対して合理性は認められるのであろうかという懸念が生じる。そこで以下では、地方主要都市エリアの特性を探りつつ、合理性を満たす投資行動について考察するものとする。

図表 1 現在運用中ファンドの投資対象エリア



※2003年12月調査は「近畿圏」および「名古屋圏」は「地方圏」に含めている  
 ※2004年12月～2006年12月までは「名古屋圏」は「地方圏」に含めている  
 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」

図表 2 今後注力していきたい投資対象エリア(複数回答可)



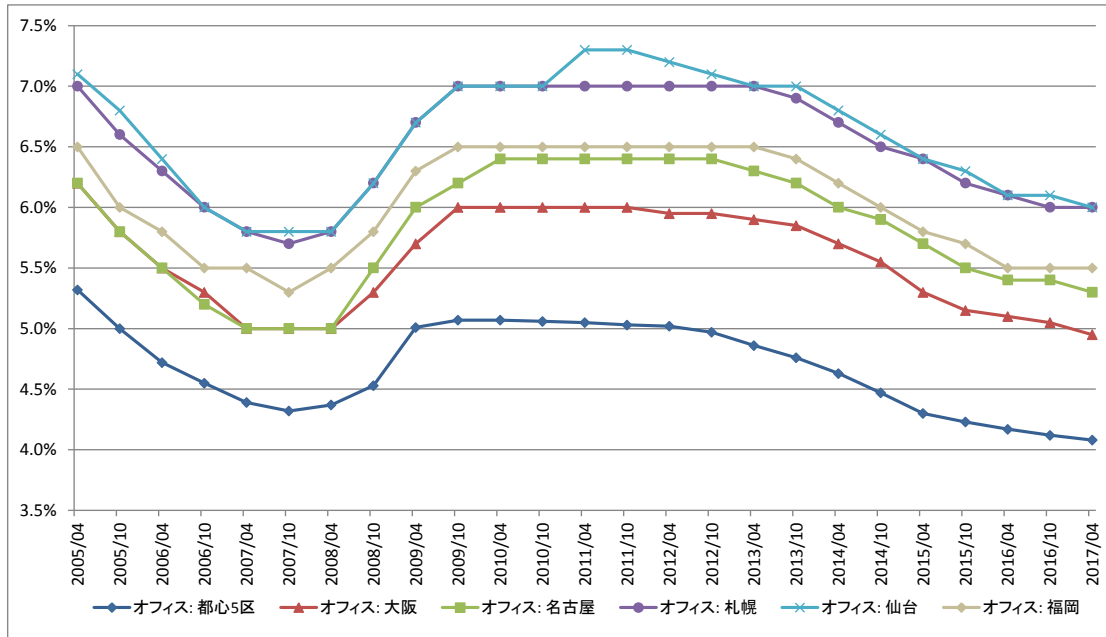
※2006年12月調査以前は、「名古屋圏」は「地方都市」、或いは「その他」に含まれる  
 ※2009年1月調査以前は「近畿圏」を「大阪圏」としていた。(構成している県は変わらず)  
 出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

## 2.都心5区における期待利回りは既に歴史的低水準

ここではまず、足元における各エリアの期待利回り水準が、時系列的に見て、どのような水準にあるのかを確認する。図表3を見ると、2017年4月時点における「都心5区」の期待利回りは、いざなぎ景気の頃の水準を大きく下回っており、2015年以降は毎期最低値が更新されている。一方、「大阪」は2017年4月に最低値を更新しているが、概ね2007年頃の水準と同水準に留まっている。また、その他のエリア(名古屋、札幌、仙台、福岡)の水準は、2007年頃の水準と比べて20~30bp高い状態(図表4参照)であり、エリア間で相対的に見た場合には、まだ下げ余地が残っていると見ることができる。

期待利回りの時系列的な変動幅(ボラティリティ)を比較した「変動係数<sup>i</sup>」を見ても、エリアによる大きな差は見受けられず、地方エリアにおける期待利回りの変動リスクがリスクプレミアムの押し上げ要因として強く影響しているとは言いつらい状況にある。東京(都心5区)と地方主要都市では、流動性リスクなどのリスクプレミアムによる絶対水準(エリア間スプレッド)に違いがあるものの、長期投資を基本方針とする場合、過去のボラティリティから見ても地方主要都市エリアに魅力があると言える。

図表3 エリア別期待利回り(中央値)の推移



※都心5区: 丸の内・大手町地区、日本橋、神田、虎ノ門、汐留、赤坂、六本木、港南、西新宿、渋谷の平均値  
 ※大阪: 梅田地区、御堂筋沿いの平均値  
 出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」の調査結果(中央値)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表4 エリア別期待利回り(中央値)の水準比較(2005年4月~2017年4月)

	都心5区	大阪	名古屋	札幌	仙台	福岡
最高値	5.32%	6.20%	6.40%	7.00%	7.30%	6.50%
中央値	4.72%	5.70%	5.90%	6.60%	6.70%	6.00%
平均値	4.68%	5.57%	5.82%	6.52%	6.59%	6.03%
最低値	4.08%	4.95%	5.00%	5.70%	5.80%	5.30%
直近値	4.08%	4.95%	5.30%	6.00%	6.00%	5.50%
変動係数	0.1008	0.1012	0.0993	0.0889	0.0865	0.0979

※都心5区: 丸の内・大手町地区、日本橋、神田、虎ノ門、汐留、赤坂、六本木、港南、西新宿、渋谷の平均値  
 ※大阪: 梅田地区、御堂筋沿いの平均値  
 出所)一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」の調査結果(中央値)をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### 3.地方主要都市は築年数による経済的陳腐化が相対的に緩やか

本項では、個別物件のリスクプレミアムの変化にエリアの違いが影響するののかについて検証するため、リスクプレミアム推計モデルを構築した(プロパティタイプとしてオフィスを採用)。その結果、各要因のうち築年数によるリスクプレミアムがエリアによって異なる傾向が確認できた。図表5を見ると、リスクプレミアムの各説明変数のうち「築年数

<sup>i</sup> 変動係数=標準偏差÷平均値:それぞれの平均値に対する相対的なばらつきを比較するため。

によるリスクプレミアム要因」はすべてのエリアにおいてリスクプレミアムを押し上げる変数となっている<sup>ii</sup>。「築年数によるリスクプレミアム要因」の偏回帰係数(数値は非開示)は、「東京エリア>大阪・名古屋エリア>その他エリア」という関係性になっており、地方主要都市エリアでは築年の進行に伴う経済的な陳腐化が東京エリアに比べて相対的に小さいものと考えられる。図表6は、築年数が1年経過する度にリスクプレミアムがどの程度押し上げられるのかについて、エリア別に比較したものである。本モデルによれば、新築から30年経過した場合の築年数によるリスクプレミアムの上昇は、東京で約30bp、大阪・名古屋で約20bp、その他エリアで約10bpという結果となった。

つまり、地方主要都市エリアは、築年の進行に伴う価格変動幅が相対的に小さいため、長期投資を基本方針とする場合には、地方主要都市エリアに存する物件への投資に合理性を見いだすことが可能であると言える。

図表5 リスクプレミアム推計モデル

log個別物件の期待利回りスプレッド(リスクプレミアム)

$$= \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \beta_3 \cdot X_3 + \beta_4 \cdot X_4 + \beta_5 \cdot X_5 + \beta_6 \cdot X_6 + \beta_7 \cdot X_7 + \beta_8 \cdot X_8 + \beta_9 \cdot X_9 + \beta_{10} \cdot X_{10} + \beta_{11} \cdot X_{11} + \varepsilon$$

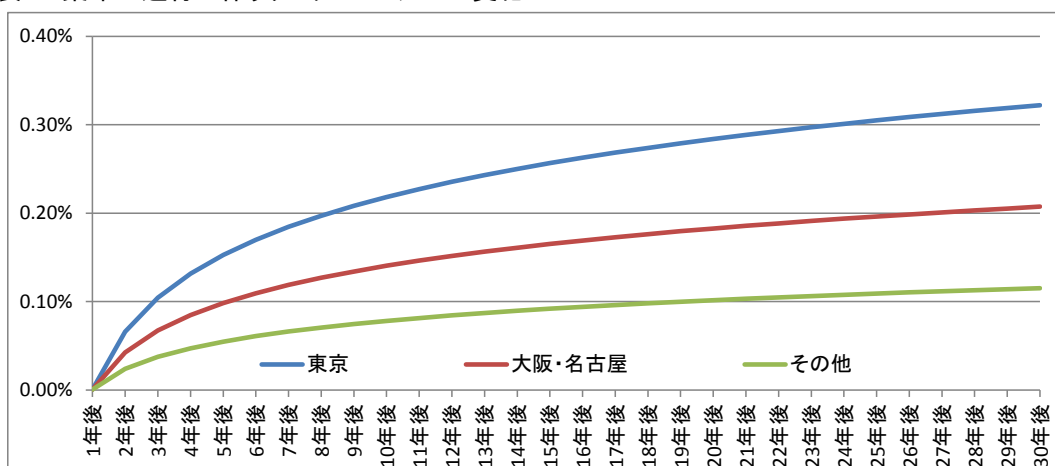
Adjusted R-squared(自由度調整済み決定係数):0.66

α:定数項

β <sub>1</sub> :X <sub>1</sub> の偏回帰係数	( 4.74 )	X <sub>1</sub> : 築年数によるリスクプレミアム要因(東京エリア)
β <sub>2</sub> :X <sub>2</sub> の偏回帰係数	( 1.85 )	X <sub>2</sub> : 築年数によるリスクプレミアム要因(大阪・名古屋エリア)
β <sub>3</sub> :X <sub>3</sub> の偏回帰係数	( 1.02 )	X <sub>3</sub> : 築年数によるリスクプレミアム要因(その他エリア)
β <sub>4</sub> :X <sub>4</sub> の偏回帰係数	( 4.91 )	X <sub>4</sub> : 都心への接近性要因
β <sub>5</sub> :X <sub>5</sub> の偏回帰係数	( -3.18 )	X <sub>5</sub> : 交通利便性要因
β <sub>6</sub> :X <sub>6</sub> の偏回帰係数	( -12.32 )	X <sub>6</sub> : エリア特性要因
β <sub>7</sub> :X <sub>7</sub> の偏回帰係数	( -5.78 )	X <sub>7</sub> : 建物スペック要因 I
β <sub>8</sub> :X <sub>8</sub> の偏回帰係数	( 5.90 )	X <sub>8</sub> : 建物スペック要因 II
β <sub>9</sub> :X <sub>9</sub> の偏回帰係数	( 7.89 )	X <sub>9</sub> : 権利関係要因
β <sub>10</sub> :X <sub>10</sub> の偏回帰係数	( -7.04 )	X <sub>10</sub> : 所有形態要因
β <sub>11</sub> :X <sub>11</sub> の偏回帰係数	( 8.59 )	X <sub>11</sub> : エリア格差要因

※カッコ内はt値

図表6 築年の進行に伴うリスクプレミアムの変化

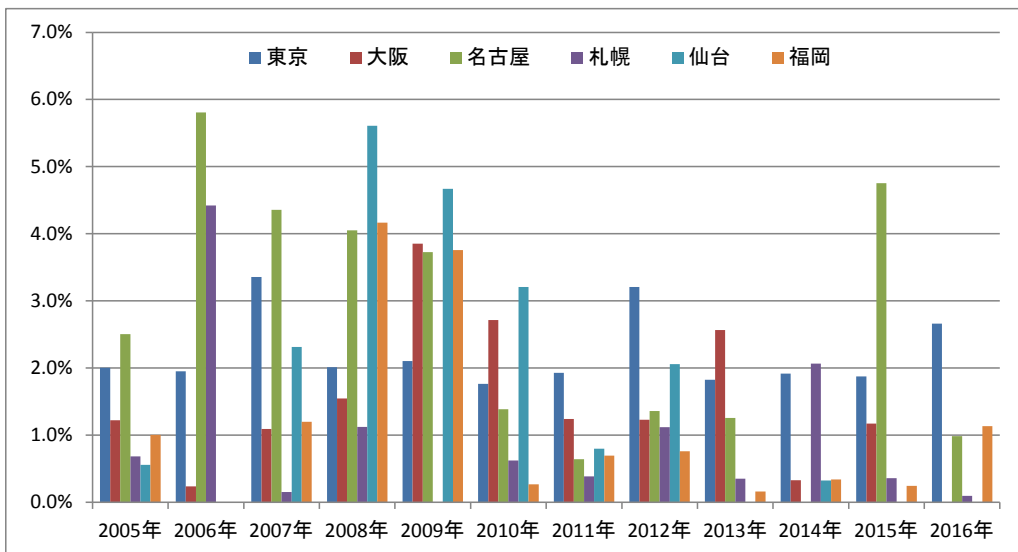


<sup>ii</sup> ただし、「大阪・名古屋エリア」、「その他エリア」のt値はそれぞれ1.85(P値6.4%)、1.02(P値30.7%)と低く、有意水準5%のもとでは帰無仮説(変数に意味がある)を棄却できない点に留意。

#### 4. 地方主要都市は新規供給が限定的

さらにオフィス为例にとれば、地方主要都市エリアの特徴として新規供給が抑制されていることを挙げることができる(図表7および図表8参照)。「東京」では概ね2%程度の新規供給が継続している一方で、その他のエリアにおいては、大量供給後には供給が抑制される傾向が強く、結果として標準的な新規供給率の水準は各エリアとも2%を下回っている。ここ数年を見ても、2015年の名古屋における駅前再開発を除けば、地方主要都市エリアの供給抑制は続いており、新しい競合物件が少ない分、前項で挙げた築後の経過年に伴う経済的陳腐化緩和の影響が継続するものと思われる。

図表7 エリア別新規供給率(=新規供給面積/貸室総面積)の水準比較



出所)三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表8 エリア別新規供給率(=新規供給面積/貸室総面積)の中央値比較

	東京	大阪	名古屋	札幌	仙台	福岡
中央値	2.01%	1.23%	1.74%	0.65%	0.68%	0.85%

出所)三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

#### 5.最後に

これまで、地方主要都市に存する物件への投資の合理性という観点から地方主要都市エリアの特性を見てきた。投資物件の出口を見据えた「流動性」を考えれば、あくまで投資対象エリアの中心は首都圏となろうが、現在の期待利回り水準における相対感や新規供給の抑制に伴う競合関係の維持など、地方主要都市エリアに存する物件へ投資を行うインセンティブは既に存在する。

また、地方主要都市に存する物件においては、築年の進行に伴う経済的陳腐化が相対的に緩やかであり、築年の進行に伴う価格変動幅が相対的に小さい点は、長期投資を行う投資家にとって更なる魅力的なポイントであると言える。

昨今、不動産取引市場の牽引役となっているJ-REITや私募REITは、ゴーイング・コンサーンを前提とした長期物件ホルダーである。当然、一部ではポートフォリオ(物件)の入替も見られるが、基本的には長期投資が基本方針であり、これらの主体が地方主要都市に存する物件への投資を実行することに対しては合理性が認められると言えよう。さらに今後は、J-REITや私募REITの資産規模拡大に伴って、地方主要都市エリアにおいても物件の流動性が高まっていくことが期待され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.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。