

産業トレンド

不動産市場の新たな潮流

第一生命 株式部 朝倉 香織

(要旨)

不動産市場では、不動産投資信託（J-REIT）や不動産ファンドなどの買い手の出現で資金流入が増加している。

2006年3月期に適用される固定資産の減損会計を控え、上場企業など事業会社では不動産売却が活発化しており、こうした動きは今後も続くものと思われる。

不動産の所有が不動産投資信託や不動産ファンドなどプロの手に移ることで、効率性や収益性が追求されるため、個々の不動産はより収益性を高めることになる。またファンドを運営するアセットマネジメント会社など付随する不動産関連のサービス業も今後拡大しよう。

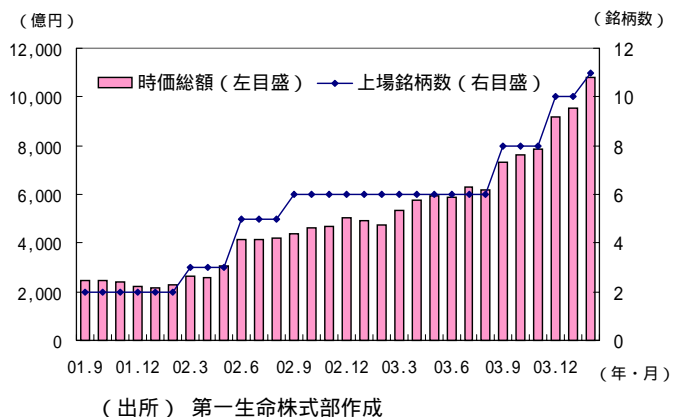
資金流入が活発化することで、首都圏に限られたエリアでは不動産価格の下落は終焉し、上昇に転じている可能性が高い。

1. 活発化する不動産市場への資金流入

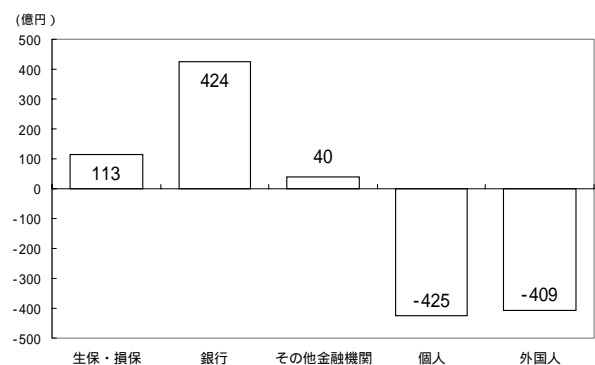
2001年9月10日に2社の東京証券取引所への上場によりスタートした日本の不動産投資信託（J-REIT）は、市場を順調に拡大させてきており、2003年2月末の上場11銘柄の時価総額が合計1兆794億円となった（資料1）。今後も新規に上場を予定している投資法人があることや、既に上場している投資法人が追加的に不動産物件の取得を進めて資産規模を拡大していくことから、当面は時価総額、上場銘柄数とも増加傾向が続く見込みである。

東京証券取引所が公表した不動産投資信託の03年4月～12月の投資部門別売買状況（金額）を見ると、最大の買い主体は「銀行」で、全体の7割を占める。一方で個人と外国人はいずれも売り越しとなっているものの、「生保・損保」を合わせた国内金融機関合計では577億円の買い越しとなっている（資料2）。上場している不動産投資信託の配当利回りが年約4%～5%となっていることから、低金利下における運用手段として国内金融機関の不動産投資信託への投資が旺盛になっているとみられる。現在のような低金利が続けば、こうした投資姿勢は大きく変化しないものと考えられ、当面は国内金融機関の積極的な買いによって不動産投資信託市

資料1 不動産投資信託の時価総額・銘柄数の推移



資料2 不動産投資信託の投資部門別売買状況 (03/4～03/12)



場への資金供給が継続しよう。

2. 事業会社からの売却による所有の移転

上場企業の不動産売買の推移をみると、02年度は売却件数(649件、前年比+24%)、売却額(21,004億円、同+3%)ともに活発であった(資料3)。特に00年度以降は、2兆円を超える規模の不動産売却が続いている。03年度上期実績は、1件当たりの金額が小さくなったため売却額は6,778億円(前年上期比38%)と減少したが、売却件数は335件(同+27%)と伸びており、依然として上場企業の不動産売却は活発といえる。一方、02年度の法人企業統計によれば、資本金10億円以上の大企業に限定しても企業の土地保有額は58.5兆円にのぼることから、保有額対比で見れば、不動産売却額はまだ限定的と見ることも出来る(資料4)。

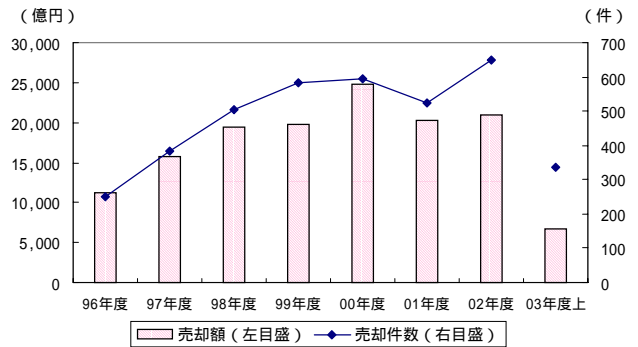
こうした状況で、固定資産の減損会計の適用を05年度(03年度、04年度は選択適用が可能)に控えた上場企業では、保有する遊休不動産や不稼働不動産の売却を進める動きが目立つ。その上、業績不振企業などにおいては、事業リストラの資金を捻出するため稼働している不動産をも売却するといった動きもあることから、こうした不動産売却の動きは今後も継続すると予想される。

業種別の購入件数をみると、上場企業が売却した不動産の買い手としては、SPC(不動産を証券化するために設立される特別目的会社)や投資目的法人(J-REIT)による購入が増加し、03年度上期では37%を占めている(資料5)。上場企業の売却不動産の買い手として、前述した不動産投資信託やSPCを含む不動産のプライベートファンドなどが徐々に存在感を増していることがわかる。

住信基礎研究所の2004年2月「不動産プライベートファンドの実態に関するアンケート調査」によると、アンケート回答企業20社が国内で組成している不動産プライベートファンドは37本、現時点までに取得済の資産の実績額は合計4,681億円(目標額は1兆1,990億円)にのぼる。また国内で不動産プライベートファンドを運用する新興企業では、国内の金融機関の他、国内の年金基金などからも出資を受ける企業が出てきている(資料6)。

こうした不動産投資信託や不動産のプライベートファンドを通じた運用資金の流入は、不動産市場の売買を活発化し、不動産の流動性を高めよう。また、不動産投資信託やプライベートファンドなど不動産のプロに所有が移転し運用や管理が任せられるこ

資料3 上場企業等の不動産売却額・売却件数の推移



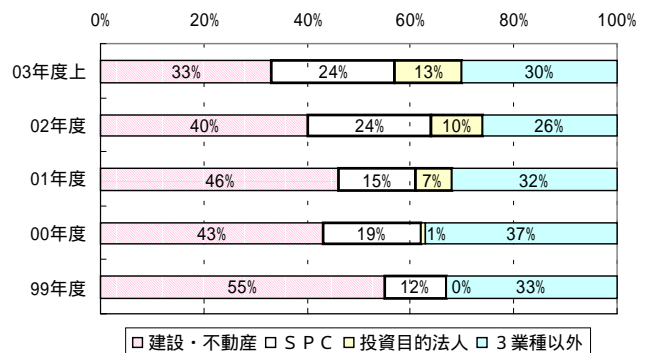
(出所) みずほ信託銀行「不動産トピックス」

資料4 02年度末固定資産の土地保有額(兆円)

業種・規模分類	簿価金額	構成比
全産業・全規模	166.4	100%
(製造業)	39.1	24%
(非製造業)	127.2	76%
全産業・資本金10億円以上	58.5	100%
(製造業)	19.4	33%
(非製造業)	39.1	67%
運輸・通信	12.7	22%
陸運	10.3	18%
不動産	9.1	16%
卸・小売	8.0	14%

(出所) 法人企業統計

資料5 買主業種別購入件数割合の推移



(出所) みずほ信託銀行「不動産トピックス」

資料6 不動産ファンドへの出資例

	ファンドの資産規模	運用受託先	出資金額
D社	1,000億円	厚生年金基金	50億円
		税制適格退職年金 年金基金4社他	50億円
K社	150億円	厚生年金基金	50億円
K社	250億円	国内金融機関等	

(出所) 会社公表資料より第一生命株式部作成

とで、付随する様々な不動産サービス業（アセットマネジメントやプロパティマネジメント（注1）、デューデリジェンス（注2）など）が今後発達、成長していくと考えられる。このように、従来非効率な形で放置されてきた不動産が、効率性や収益性を追求されることから、個々の不動産の収益性も改善されよう。

（注1）プロパティマネジメントとは、不動産を物理的に管理し、その価値を維持・向上すること。

（注2）デューデリジェンス（Due Dilligence）とは、不動産取引において対象不動産が経済的、物理的、法的に適正であるかを精査調査すること。

3．特定エリアの投資対象不動産価格は反転へ

不動産市場への資金流入の活発化に伴い、東京23区内の特定エリアでは不動産の価格下落が終焉し、価格が反転し始めた。この背景には、不動産の物件取得競争（需給要因）により投資対象不動産の価格が上昇していること、不動産投資信託の予想配当利回りの低下にみられるように要求利回りの低い資金が流入することで、不動産投資における期待利回り（注3）が低下し、不動産価値が上昇していることが挙げられる（資料7、8）。

03年9月末時点の東京区部の市街地価格指数の動きをみると、最高価格地では上昇に転じ、その他の用途も下落幅は縮小している。したがって、足元の動きを反映して今後公表されてくる市街地価格指数や公示地価などのデータでは、東京23区の特定エリアにおいて不動産価格の下落が終焉し、反転していることが明らかになるとみられる。

こうした動きは資金流入、人口流入が続く首都圏の限られたエリア内での動きにとどまる可能性が高く、地方をはじめ首都圏全体の不動産価格に波及していくとは現状では考えにくい。しかしながら、10年来続いてきた不動産価格の下落が、市場への資金流入によって転換点を迎えつつあることは不動産市場の新たな幕開けを示唆するものといえる。

（注3）期待利回りとは、不動産投資の判断の際に使われる還元利回り。初年度の純収益（Net Operating Income = 総収入 - 総費用（税金、維持管理費、損害保険料、定期的な修繕費用など））を期待利回りで割ったものが投資価値（不動産価値）となる。

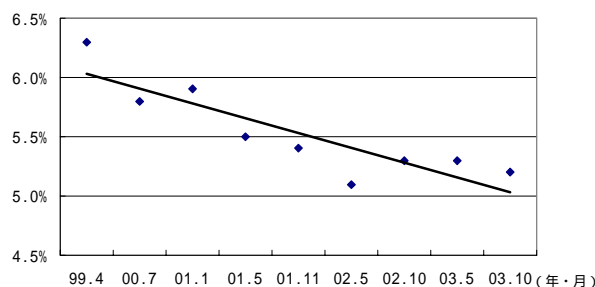
あさくら かおり（課長補佐）

資料7 上場不動産投資信託の予想配当利回り



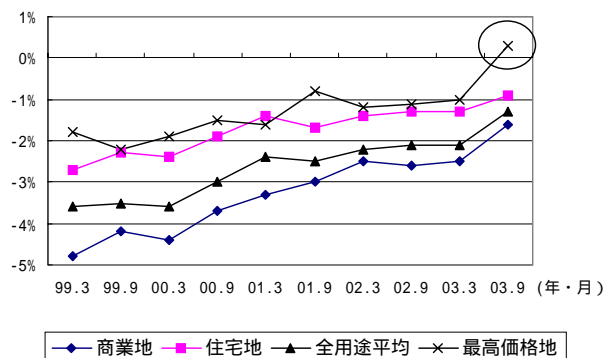
（出所）上位2社につき第一生命株式部作成

資料8 不動産投資家の期待利回り推移



（出所）（財）日本不動産研究所「不動産投資家調査」
（注）丸の内・大手町地区のAクラスビルに投資する場合

資料9 東京区部・市街地価格指数（前期比）



（出所）（財）日本不動産研究所