

# 収益不動産取引活発化の背景と展望

## <要旨>

不動産投資で期待される投資利回りの低下と不動産市場への資金流入増加を背景に、J-リートによる物件取得が活発化している結果、オフィスビルに代表される<sup>1</sup>収益不動産の価格上昇が生じやすい状況となっている。

一方で、オフィスビル賃料は緩やかな下落が続いており、現状は賃料回復期待ほどにはオフィスビルそのものの収益力の本格的な改善を確認するには至っていない。

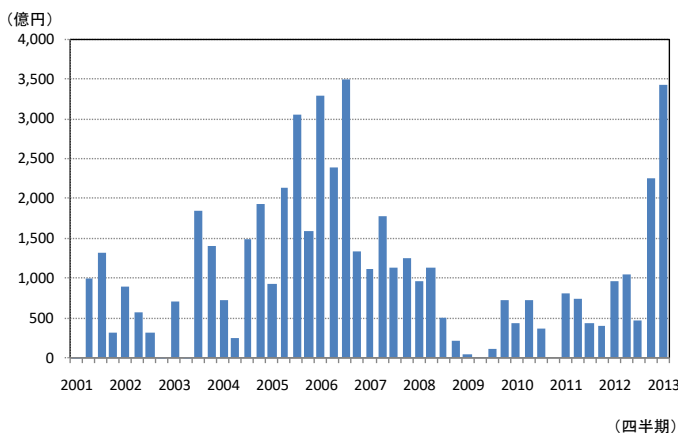
従って、金融緩和による期待投資利回り低下と資金流入増加がある限り、収益不動産価格の上昇が生じやすい状況は続こうが、実体経済の改善を伴った賃料上昇が確認されるまでは、金利上昇など金融面のショックに対し脆弱である点には注意が必要だろう。

## 1. 不動産取引の活性化をもたらす J-リートの投資口価格上昇

J-リートの投資口価格上昇が収益不動産取引市場の活性化に繋がり、不動産価格も上昇するとの期待がこのところ高まっている。本稿では J-リートが不動産取引市場に与える影響という視点から、オフィスビルを中心とする収益不動産価格の動向を考察してみたい。

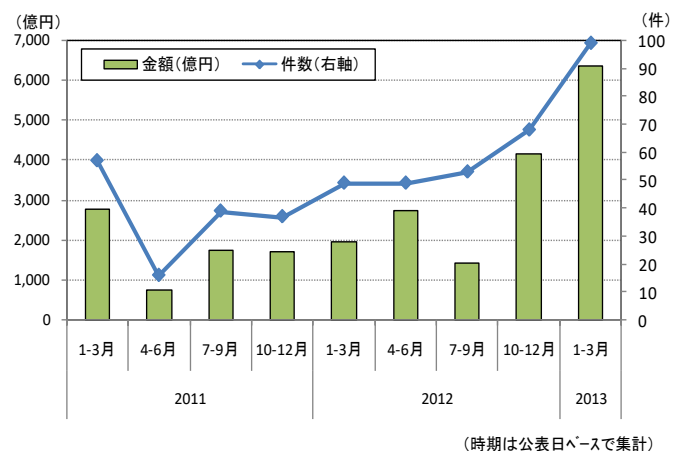
東証リート指数は金融緩和強化とデフレ脱却期待もあり、4月23日時点で昨年末比44%上昇している。こうした投資口価格の上昇を受けて昨年10～12月期以降、J-リートによる公募増資が増加しており、その資本調達額は前回のピークである2005～2006年に匹敵する水準となっている(図表1)。公募増資は新たな物件取得を目的とするものなので、物件取得の増加を通じて収益不動産取引の活性化につながっている。事実、2013年1～3月に発表された新規の物件取得は約6,400億円と過去2年間に比べ大幅に増加している(図表2)。

図表1 J-リート 資本調達額(IPO含む)



(資料)三井住友トラスト基礎研究所データより  
三井住友信託銀行調査部作成

図表2 J-リート 物件取得



(資料)各 J-リート開示資料より  
三井住友信託銀行調査部作成

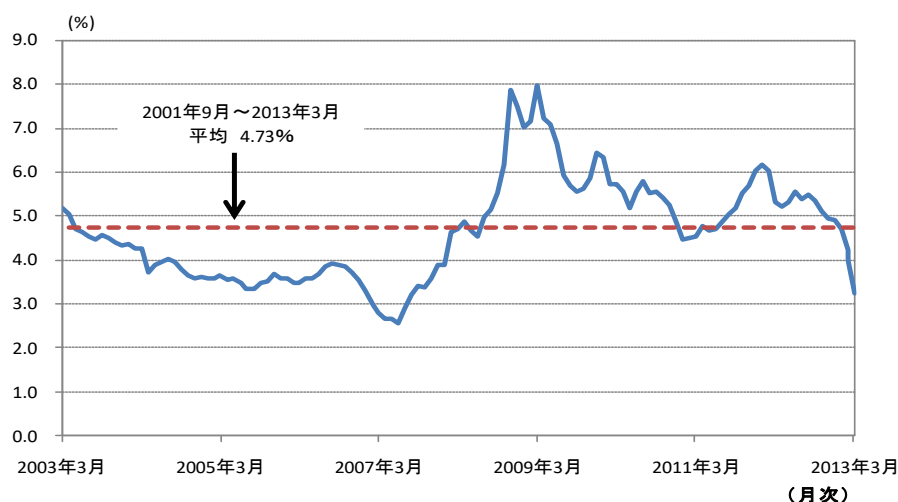
<sup>1</sup> 賃貸オフィスビル、賃貸住宅のように賃貸収益の獲得を目的とした不動産。

このように、J-リートの投資口価格上昇は、公募増資による資金調達と物件取得の増加に結びついているが、背景にある経済合理性と収益不動産に及ぼす影響は以下のように整理される。

投資口価格の上昇はJ-リート市場への資金流入が増加していることを意味しているため、新規発行投資口の順調な消化が期待される。また投資口価格が高ければ公募価格も高く設定され、同じ金額を調達するのに新規の発行口数を少なくすることができる。これにより既存投資主の権利希薄化を抑えられるので、既存投資主に配慮した形で公募増資を行い易くなる。

さらに投資口価格が上昇し配当利回りが低下していると、それに応じて新規に取得する物件に期待される投資利回りの水準も下がるので、低下した期待投資利回りを満たす物件の選択機会が広がり積極的な物件取得が可能となる。現状をみると、投資口価格の上昇に伴い3月末のJ-リート配当利回りは3.24%と過去平均4.73%を1.5%ポイント下回る水準まで低下しており、物件取得の許容範囲が拡大することで実際の取得につながり易い状況にある(図表3)。

図表3 J-リート 配当利回り推移



(資料) 三井住友トラスト基礎研究所データより三井住友信託銀行調査部作成

## 2. 期待投資利回り低下を主因とした不動産価格上昇

このように現在は投資口価格上昇や期待投資利回りの低下を通じ、J-リートの物件取得増加が主導するかたちで不動産取引が活性化している状況だが、今後の収益不動産価格をどのように見通したら良いか展望してみたい。

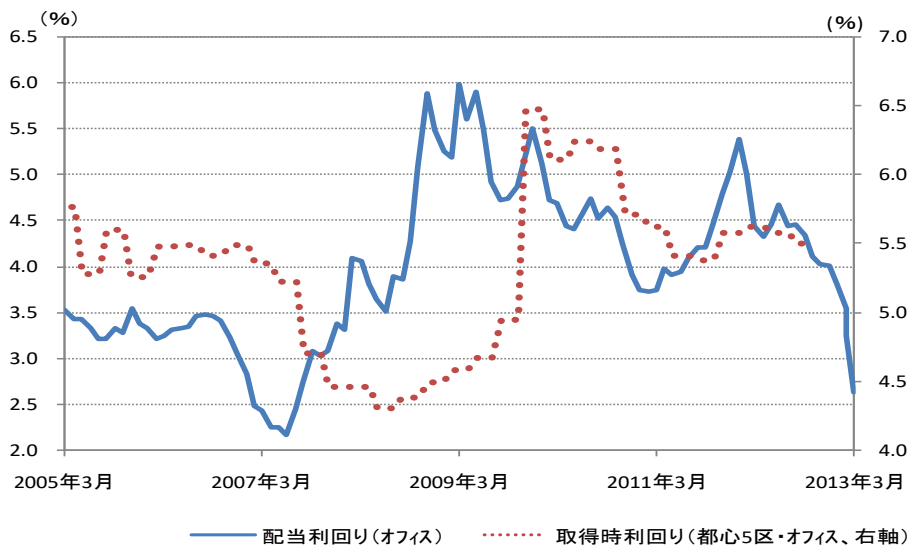
賃貸オフィスビルや賃貸マンションなどの収益不動産の価格は単純化すれば、

$$\text{収益不動産価格} = \frac{\text{賃貸事業利益}}{\text{期待投資利回り}}$$

と表される。つまり分子の賃貸事業利益(=賃料収入-賃貸費用)が一定であれば、分母の期待投資利回り(収益不動産に対して投資家が期待する投資利回り)が下がるほど収益不動産価格は上昇することになる。

図表4はオフィス系J-リートの配当利回りと、J-リートが実際に都心5区<sup>2</sup>のオフィス物件を<sup>2</sup>取得した時の投資利回りを比較したのだが、配当利回りが取得時の投資利回りに先行して動いていることが読み取れる。今後についても、こうした過去のパターンと同じように動くとなれば、足元の配当利回り低下が取得時の投資利回り低下につながる可能性も十分にあるだろう。

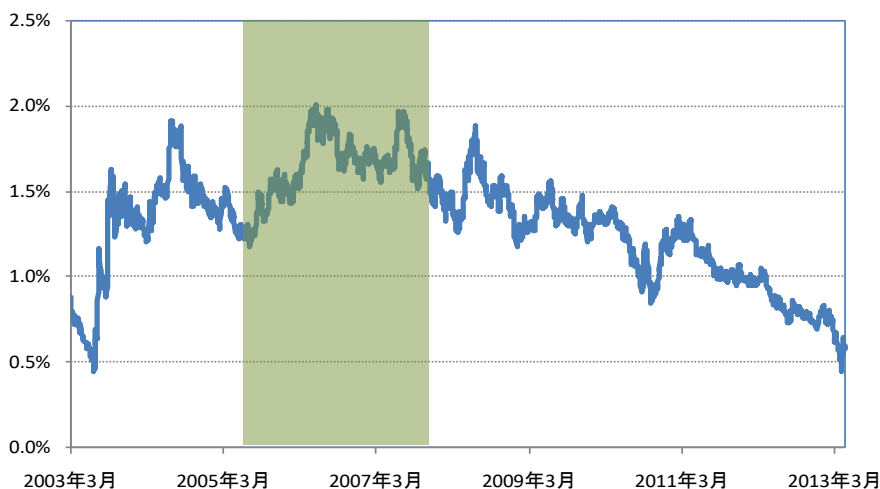
図表4 J-リート 配当利回りと取得時利回り



(資料) 配当利回りは三井住友トラスト基礎研究所  
取得時利回りは四半期移動平均を用い三井住友信託銀行調査部作成

加えて、低い金利水準も収益不動産に期待される投資利回り低下の要因となる。現在の長期金利(10年国債利回り)は0.5~0.6%で推移しており、前回に投資利回りが低下した2000年代後半に比べて1.0%ポイント低い水準にある(図表5)。

図表5 10年国債利回り



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成 (日次)

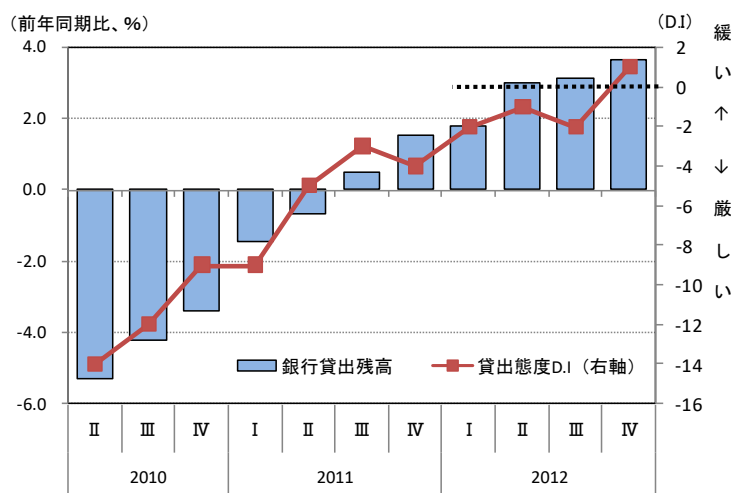
<sup>2</sup>物件取得時の決算で計上した賃貸事業利益を年率換算し、取得価格で除したもの。

一般的に株式や不動産などリスク性資産の投資に期待される収益には、より安全と見られる国債金利に上乗せした利回りが求められる。その上乗せ分が変わらないとすれば、リスク性資産に求められる投資利回りも国債金利の低下に相当する分、すなわち2000年代後半に比べ1%ほど低くても、十分投資に値するということを意味している。

このように、もともと投資口価格上昇に伴う配当利回り低下により、期待投資利回りが下がりやすい状況にあったところに、日銀による大規模な金融緩和が加わりさらに長期金利が低下したことも背景として、一段と収益不動産の期待投資利回りが下がる可能性が高まっているというのが現在の状況と言える。

ところで、J-リートによる不動産取引市場の活性化もあり、銀行貸出による不動産市場への資金流入も増加傾向となっている。<sup>3</sup>不動産企業向けの銀行貸出残高は2011年第3四半期から増加に転じ、前年同期比の増加率は拡大傾向にある。日銀短観における不動産業(全規模)の貸出態度DIも2012年第4四半期に+1と5年ぶりにプラス圏へ浮上した(図表6)。

図表6 不動産企業向け銀行貸出残高増加率と  
不動産業(全規模)貸出態度DI



(資料) 日本銀行「貸出先別貸出金」「日銀短観」より三井住友信託銀行調査部作成

貸出態度DIは2013年第1四半期でも+1とプラス圏を維持しており、今後についても日銀による大胆な金融緩和策が継続することで、不動産市場への貸出資金流入は更に増加し、投資利回りの低下と相俟って不動産取引を活発化させ不動産価格上昇につながる可能性が高まっている。

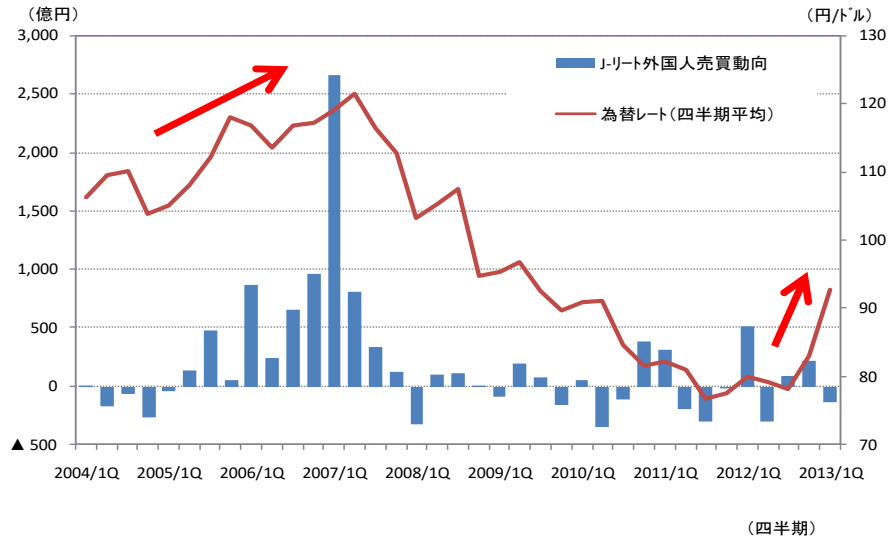
また、不動産市場への資金流入という点では、外国人投資家の動向も影響を与える。日本の不動産に対する外国人投資家の投資動向を表す代替的な指標として、J-リートの外国人投資家売買動向を示したのが次頁の図表7である。過去の推移を見ると、2005年第2四半期から2007年第4四半期までの間、為替が円安傾向だったこともあり11四半期連続で外国人投資家はJ-リート

<sup>3</sup> 不動産業向けから「不動産流動化等を目的とするSPC」「個人による貸家業」「不動産関連地方公社等」を除いたもの。

を大幅に買い越していた。

現在は、2012年第3四半期と第4四半期は2四半期連続して買い越したが、2013年第1四半期は再び売り越している。J-リートの売買動向を見る限りでは、外国人投資家の投資スタンスは2005～2007年ほど高まっていないと解釈することもできるが、為替は急速に円安へ動いており、今後再び外国人投資家による日本の不動産市場に対する投資が活発化することも考えられる。

図表7 J-リート外国人投資家売買動向と為替レート

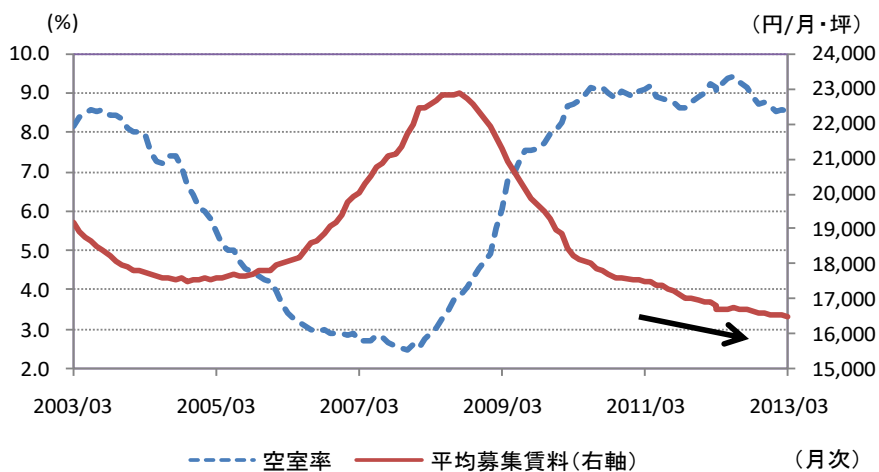


(資料) 東京証券取引所、日本銀行より三井住友信託銀行調査部作成

### 3. 収益源泉であるオフィスビル賃料は下落が続く

しかしながら、収益不動産価格を決定するもう一つの要素である「賃貸事業利益」についてはまだ本格的に回復しているとは言い難い。賃貸事業利益の動向を表す代表的な指標である都心5区オフィスビルの平均募集賃料は、前回のサイクルでは2004年10月にボトムを打ち上昇に転じていたが、現在はまだ緩やかな下落が続いている(図表8)。

図表8 東京都心5区 空室率と平均募集賃料



(資料) 三鬼商事データより三井住友信託銀行調査部作成

空室率は2012年6月をピークに改善が続いており、景気回復・物価上昇期待も強まったことで今後の賃料上昇に対する期待感が高まっているが、平均募集賃料のボトムはまだ確認できていない。

つまり、これから収益不動産価格が上昇するとしても、賃料が上昇しない間は、期待投資利回りの低下と資金流入の増加によるものであり、賃貸収益力の本格的な改善を反映したものではないということに注意が必要だろう。期待投資利回りの低下は言い換えれば、金利水準が低位安定する、すなわち金融緩和が長期化するという期待に支えられたものとも言える。

#### 4. まとめ－収益不動産価格上昇の背景と今後の留意点

今後収益不動産の期待投資利回りは低下の可能性があるが、また不動産業貸出態度DIや不動産業向け銀行貸出残高に見られるように、不動産市場への資金流入は増加傾向にある。緩やかな金融環境が当面続くと思われることから、これらの傾向はしばらく継続すると考えられ、収益不動産価格を上昇させる要素となり得るだろう。

しかし、実体経済の回復とオフィスビル賃料の上昇が、まだ確認できていないことには注意が必要である。当調査部では調査月報2012年11月号「都心オフィス賃料反転の条件は何か」において、オフィス賃料回復は単なる空室率の水準だけではなく、企業収益や設備投資の回復がポイントと指摘したが、企業収益・設備投資の動きは2012年10-12月期に底打ちの兆しが見えたとはいえ、明らかな回復とは言えない状況にある。

しばらくは、金融緩和による期待投資利回り低下と資金流入増加により支えられた収益不動産価格の上昇が生じやすい状況は続こうが、実体経済の改善によるオフィスビル収益力の回復が確認されるまでは、金利上昇など金融面のショックに対し脆弱である点には注意が必要だろう。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi\_Shunji@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。