

# ロンドンオフィス投資市場の海外資金動向

## <要旨>

ロンドンは、従来から金融センターの地位や歴史的なブランド、投資市場の透明性などを背景に、国境を越えた不動産投資を嗜好する海外投資家にとって魅力的な市場とされてきた。不動産投資にて代表的なオフィス市場では、海外からの不動産投資資金（以下、海外資金）が取引額の7割近くに及び、その流入が市況に与える影響は大きい。リーマンショック以降の期間では、海外資金取引額の変動要因として賃貸市況の改善が重要となっている。尚、同期間ではポンド安が海外資金を増加させる効果は見られない。

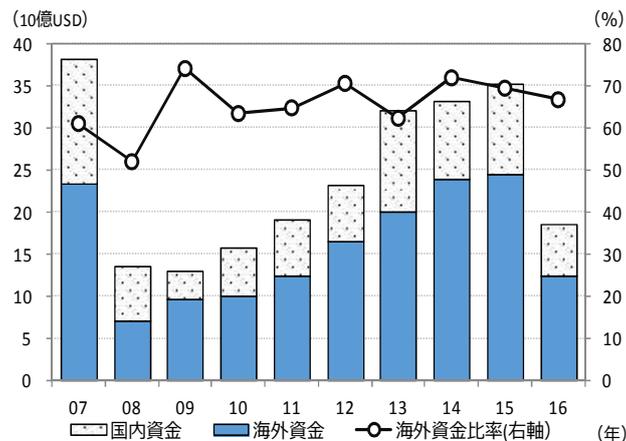
2017年3月にも英国のEU離脱交渉が開始される公算が高まっている。今後のロンドン市場では、政治環境の変化による先行き不透明感の高まりで企業のオフィス需要が鈍化し、予定されるオフィス新規供給の増加と相俟って、賃貸需給の緩和が見込まれる。そのため海外資金の取引額は当面低水準で推移すると考えられる。

2017年は、英国外でもトランプ大統領の政権運営や米国の追加利上げ等、政治経済・金融環境の変化が見込まれるが、賃貸市況に引き付けて検討することで、投資市場の先行きをある程度予想することが出来よう。

## 1. オフィス投資市場へ流入する海外資金

ロンドンでは、従来から金融センターの地位や歴史的なブランド、投資市場の透明性などを背景に、国境を越えた不動産投資を嗜好する海外投資家にとって魅力的な市場とされてきた。不動産投資にて代表的なオフィス市場では、海外資金が取引額の7割近くに及び、圧倒的な存在感を有している(図表1)。投資家層は金融機関や年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、個人富裕層まで幅広く、投資家籍も欧米や中東、アジアなど多様性が見られることが特徴である。

図表1 ロンドンのオフィス取引額 内訳



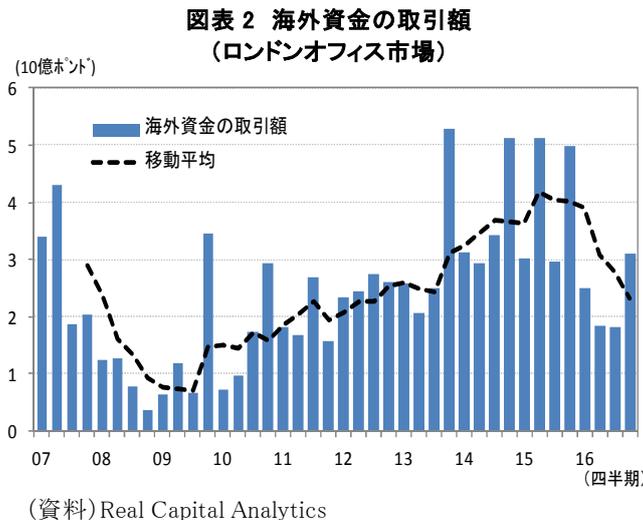
(資料) Real Capital Analytics

投資市場の需給の影響を受けるオフィス価格は、投資資金量とその趨勢を左右する側面も大きい。特にロンドンでは、取引額に占める割合の高い海外資金の動向が価格動向に大きな影響を

与えることになろう。2017年3月にはEUとの離脱交渉が本格的に開始される公算が高まっている。そのような環境変化に先立ち、オフィス投資市場にて存在感を有する海外資金が、どのような要因で変動するかを分析し、今後の市況判断に役立てたい。

## 2. 投資市場における海外資金の変動要因

初めにロンドンオフィス投資市場における海外資金の過去推移を確認したい(図表2)。海外資金の取引額は、リーマンショック前の2007年にピークアウトし大幅な減少を示したが、2009年に底を打った。その後2015年まで増加傾向を示したが、2016年に入ると再び減少傾向を鮮明にしている。



この変動要因について海外不動産投資家の目線から検討してみたい。不動産は株・債券と比較して流動性が劣ることから長期投資が原則であるが、そのリターンの源泉は賃料収入を主としたインカムゲインと、価格上昇に伴うキャピタルゲインである。

インカムゲインは、物件のキャッシュフローに影響する賃貸市況の動向が重要となろう。一方、キャピタルゲインの増加をもたらす価格上昇は、キャッシュフローの増加に加えて期待利回りの低下で生じる。理論的には期待利回りの構成要素は次の考え方が基本である。

$$\text{「期待利回り} = \text{リスクフリーレート} + \text{リスクプレミアム} - \text{キャッシュフローの期待成長率}」$$

リスクプレミアムを一定と仮定すれば、期待利回りの低下はリスクフリーレートの低下と、キャッシュフローの期待成長率の上昇で決まるため、インカムゲインと同様にキャッシュフローの期待成長率を上昇させる賃貸市況の動向と、リスクフリーレートとされる国債金利の低下が重要となる。

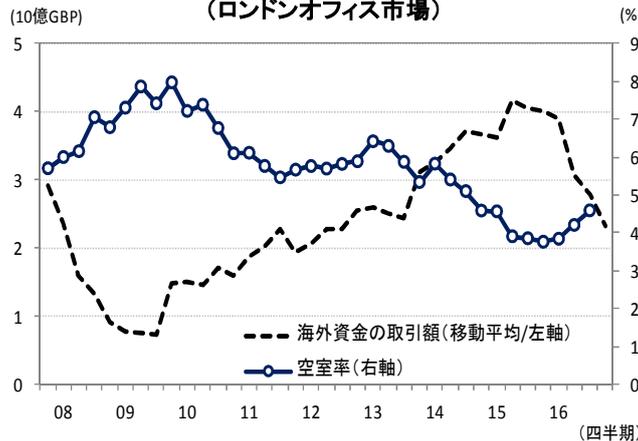
加えて、「投資先通貨の下落が、海外投資家にとっての不動産価格を割安にするため、海外資金の取引増加要因となる」との見方もある。この見方に従い、為替レートの影響も検討すべき要因と考える。

以上の考察を基にして、①賃貸市況を代表する空室率、②リスクフリーレートを代表する10年国

債金利、③為替レートとして名目実効為替レートの3つの指標を取り上げ海外資金の変動に対する影響について定量分析を行った(詳細は補論参照)。

分析結果を踏まえると、海外資金の変動には賃貸市況が影響を与えていると分かった。これは賃貸市場で空室率が低下し需給が引締まることで、賃料上昇によるキャッシュフローの成長期待が高まり、投資家マインドを改善するためと考えられる。実際に比較してみても、空室率の低下に伴って海外資金の取引額が増加する関係性が確認できる(図表3)。

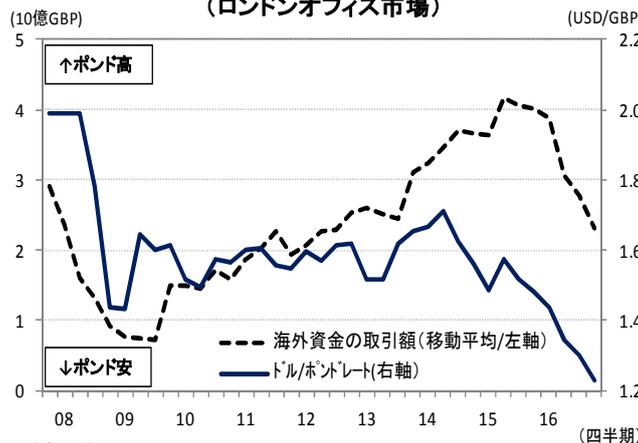
**図表3 海外資金の取引額と空室率  
(ロンドンオフィス市場)**



(資料) Real Capital Analytics, Cushman & Wakefield

また為替レートについては、ポンド安が海外資金を増加させる関係性は見られず、「投資先通貨の下落が、海外投資家にとっての不動産価格を割安にするため、海外資金の取引増加要因となる」との見方は採用できない。むしろ2010年以降の期間においては、不動産を含めた海外から英国への資金流入がポンド高をもたらしていた可能性が指摘できる(図表4)。

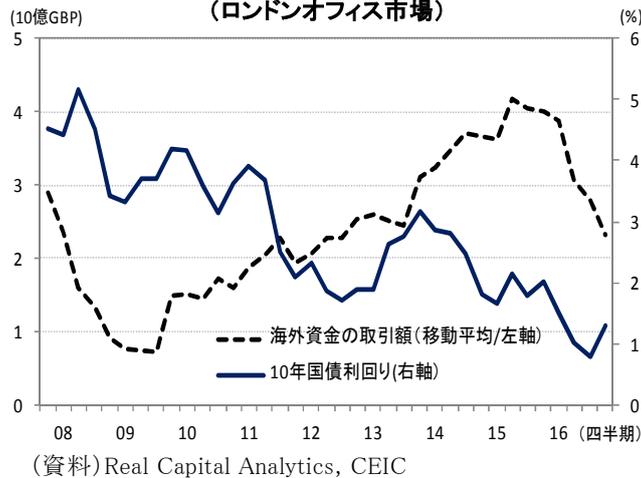
**図表4 海外資金の取引額と為替レート  
(ロンドンオフィス市場)**



(資料) Real Capital Analytics, CEIC

尚、分析期間においては海外資金の変動に対する金利の影響は見られなかった。国債金利の水準は、リーマンショック後より金融当局の大規模緩和によって経済実態とは乖離した低下傾向を示しており、因果関係を推定できなかった可能性がある(次頁、図表5)。但し、今後の金利上昇が海外資金動向に影響を与えないとは言い切れない。

図表5 海外資金の取引額と国債金利  
(ロンドンオフィス市場)



したがって、ロンドン市場では金利や為替レートよりも空室率が海外資金の変動に安定的な影響を与えており、賃貸市況の動向が投資市場の海外資金動向にとって重要となる。

### 3. 今後の海外資金動向 展望

今後のオフィス賃貸市場の見通しから、向こう1～2年の海外資金の動向を展望したい。

ロンドンでは、2016年6月の国民投票前後より先行き不透明感の高まりでオフィス需要が鈍化傾向を示した。現時点でもEU離脱の交渉過程は判然とせず、先行き不透明感は解消していない。足許で英国経済は堅調に推移するも、進行中のポンド安が消費者物価の上昇を通じて景気の下押し圧力になるであろう。かかる環境下、ポンド安により海外資金が増加するとの声も聞かれるが、本稿の分析を踏まえると、先行き不透明感が解消されない中で企業のオフィス需要は鈍化し、一方でオフィス新規供給の増加が予定されていることから、空室率は上昇することが見込まれる。そのため海外資金の取引額は当面低水準で推移すると考えられる。

以上が本稿の分析を基にした海外資金動向の展望である。2017年は英国のEU離脱交渉の開始に加え、トランプ大統領の政権運営や米国の追加利上げなど投資環境を大きく変えるイベントが待ち構える。しかし政治経済・金融の環境変化が起きても賃貸市況に引き付けて検討することで、ある程度投資市場の先行きを予想することができよう。

(不動産調査チーム 岩橋 淳樹 : Iwahashi\_Junki@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。

## ※ 補論：ロンドンオフィス投資市場における海外資金の変動要因に関する定量分析

海外資金による取引額に対して①空室率、②国債金利(10年国債利回り)、③為替レート(名目実効為替レート)が与える影響について、下記のモデルを用いて重回帰分析を行う。

$$\text{海外資金取引額}_i = \beta_1 + \beta_2 \times \text{空室率}_i + \beta_3 \times \text{国債金利}_i + \beta_4 \times \text{為替レート}_i + u_i$$

$$\text{符号条件: } \beta_1 > 0, \beta_2 < 0, \beta_3 < 0, \beta_4 < 0$$

モデルでは、i年における空室率の低下・国債金利の低下・為替レートの低下(ポンド安)が、海外資金取引額を増加させると想定している。推定結果は図表6に示した通りである。

図表6 海外資金取引額の変動要因 推定結果

説明変数	$\beta$	標準誤差	t値	P値		
空室率(%)	-354	130	-2.72	0.0122	※	○
金利(%)	-44	107	-0.42	0.6815		○
為替レート	84	19	4.37	0.0002	※※	×
R2	0.86					
Adjusted R2	0.84					

注1. 推定期間は2010Q1～2016Q3。リーマンショックの影響を鑑み2007年～2009年の期間を除外。

注2. 空室率のデータソースは、Cushman & Wakefield。

注3. 金利のデータソースはCEIC、英国10年国債利回りを使用

注4. 為替レートのデータソースはBIS、名目実効為替レートを使用

注5. 海外資金取引額のデータソースはReal Capital Analytics。ドル建データを移動平均の後、各期末の為替レートにて現地通貨建に変換。

注6. 「※※」は1%水準で有意、「※」は5%水準で有意

注7. 「○」は符号条件を満たす、「×」は符号条件を満たさない

推定結果は、空室率が有意に影響を与え、符号条件を満たすことが示された。故に、空室率の低下が海外資金取引額を増加させていると言える。また、為替レートは、有意水準を満たしたが、符号条件を満たさなかった。為替レートの低下が海外資金取引額を増加させているのではなく、符号条件が逆の結果となったことを踏まえると、不動産を含む海外からの資金流入が結果として為替レートの上昇をもたらしていると考えられる。尚、金利は有意な結果を得られなかった。

整理すると、推計期間における海外資金取引額の変動には、国債金利の低下や為替レートの低下(ポンド安)よりも空室率の低下が安定的な影響を与えている。つまりオフィス賃貸市況が海外資金の動向を左右していると言える。