

アセットタイプ別不動産について

目次

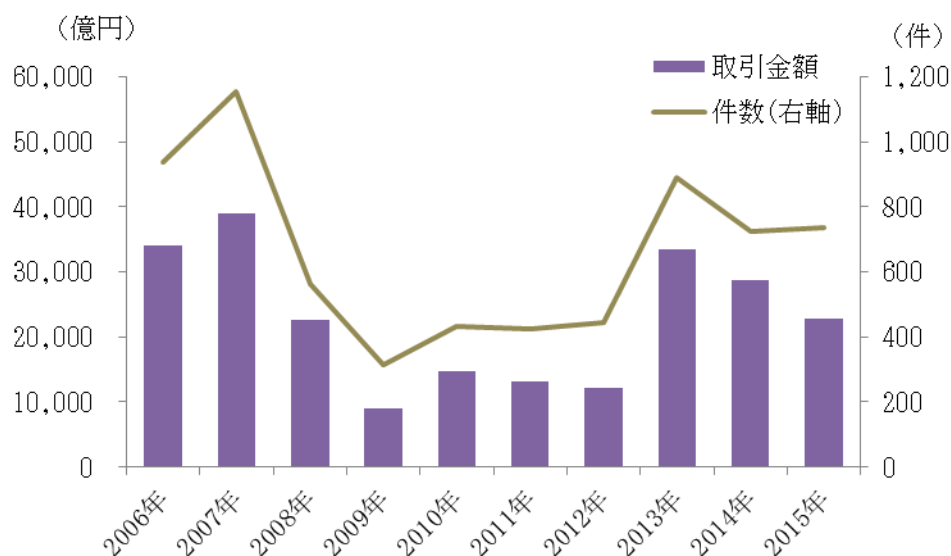
- I. はじめに
- II. アセットタイプ別の不動産の特性
- III. アセットタイプ別の不動産市場動向分析
- IV. 終わりに

不動産アセットマネジメント部 投資企画課 調査役 石上 肇

I. はじめに

日本の不動産市場は金融危機後の低迷期を脱し、回復基調が続いている。内外投資家の投資資金が流入しており、取引金額¹についても高水準で推移している(図表1)。

図表1：不動産取引¹の推移(件数・金額)



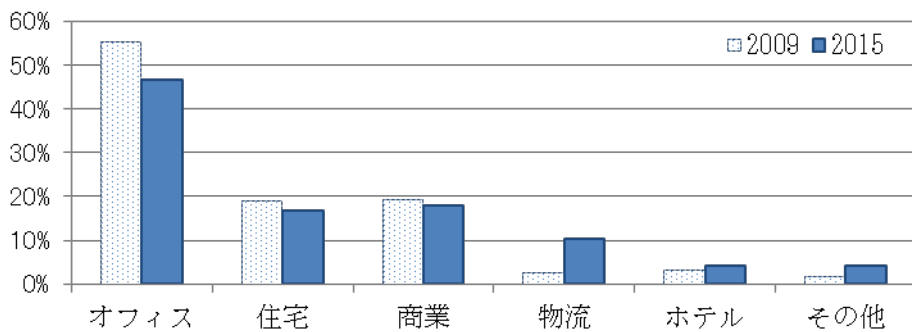
出所:公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

また、国内企業年金等の長期投資家においても投資対象としての不動産は認知されており、各種調査において検討すべき投資対象として考えているとの意見が多くみられる。

投資不動産の中で投資対象としてどのタイプの不動産(アセットタイプ)に投資しているのかを考えた時、例えば J-REIT では、「オフィス」が 50%前後を占める主要な投資先であり、それ以外では「住宅」「商業施設(以下、「商業」)」の比率が高いことが分かる(図表2)。

¹ 取引については、東証適時開示分を集計。投資用不動産の他、開示対象企業の保有不動産の売買も含まれる。

図表 2 : 投資アセットタイプ別不動産保有残高*比率 (J-REIT)



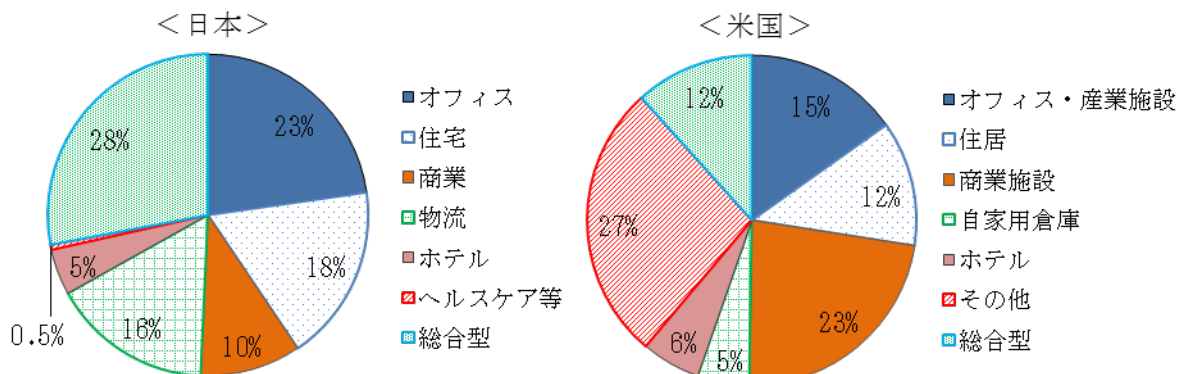
出所: 公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

*取得金額ベース、ヘルスケアはその他に含む

一方で、投資残高が拡大基調の中、「オフィス」「住宅」「商業」への投資比率が近年低下傾向であり、過去には投資割合が低かった「物流施設(以下、物流)」「ホテル」等への投資が増加している。特に「物流」への投資額の増加幅は大きく、増加した資産に占める「物流」の割合は2割程度と、「オフィス」の3割台後半に次ぐ²。このようにアセットタイプ(図表4)によって投資動向に相違がみられ、これらの違いは市場環境やアセットタイプの特性の違いが影響していると考えられる。

また、世界の上場REIT市場³で時価総額の6割程度を占める米国においては、日本とは違った傾向がみられる。

図表 3 : 上場 REIT のアセットタイプ比較



出所: 不動産証券化ハンドブック、公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

*時価ベース(2015年3月)、総合型は複数アセット保有

このように、日本では「オフィス」の構成比率が高い一方、米国は日本に比べて「商業」「その他⁴」の比率が高く、より分散が進んでいるといえる。

これらの状況を鑑み、本稿においては、投資不動産における各アセットタイプの特徴を説明し、共通点や相違点を把握した上で、アセットタイプ毎の不動産市場動向を考察したい。

² 増加した不動産投資金額のうち、「物流」が占める割合を計算。J-REIT全体の保有不動産は取得価格ベースで7.6兆円から14.0兆円へ増加。うち、「オフィス」の増加額は2.3兆円で「物流」は約0.2兆円から約1.4兆円で約1.3兆円へ増加。

³ 上場REIT市場は世界では28か国で導入されており、時価総額は約184兆円(2015年3月)、そのうち米国が115兆円、日本は11兆円(全体の6%程度を占める)である。

⁴ ヘルスケア施設11%、インフラ7%、森林3%等を含む。

Ⅱ. アセットタイプ別の不動産の特性

ここではアセットタイプ毎の定義や特徴を説明し、定性面や定量面の比較を行う。

1. アセットタイプの定義

ここでは投資不動産にかかるアセットタイプの定義について述べる。主要なアセットタイプとしては、以下の6タイプがある⁵。

図表4：アセットタイプの定義

オフィス	単独または複数の企業が事務所として入居している賃貸ビル
住宅	個人等の住居として賃貸する民間の賃貸マンション
商業	単独または複数の商業店舗(飲食店、物品販売店、サービス店など)が営業している施設。 立地や施設特性により、都心専門店とGMS/SC ⁶ 等の郊外型商業店舗に分けられる。
物流	材料や製品の保管・仕分け・配送等の機能を担う倉庫・集配センター・トラックターミナル等の施設
ホテル	ビジネスホテルやシティホテル、リゾートホテル等の宿泊施設
ヘルスケア	サービス付き高齢者住宅、優良老人ホーム等のシニア向け住宅 病院、医療モールなど

出所:三菱UFJ信託銀行作成

2. アセットタイプの特徴

これらのアセットタイプについて、投資対象としての特徴を確認する。そのために定性面及び定量面に関して、以下に挙げる項目について比較し、その特徴について記す。

(1) 定性面

① 運営難易度：

住居等、借主の直接使用に供される『ノンオペレーショナルアセット』と、商品販売や宿泊等、借主が行う顧客への事業サービス提供に利用される『オペレーショナルアセット』によって運営難易度が異なる。

『ノンオペレーショナルアセット』は「オフィス」「住宅」が該当し、テナント入居後は賃料が安定的に入るため、一般的に運営難易度は高くない。一方で、『オペレーショナルアセット』は「商業」「物流」「ホテル」「ヘルスケア」が該当し、施設運営の巧拙により、キャッシュフロー水準が変動する。また集客や運営ノウハウが必要な為、専門のオペレーター会社に対応することが多く、『ノンオペレーショナルアセット』より運営難易度が高い。

⁵ その他、「産業施設」「データセンター」「インフラ施設」等もあるが、本レポートでは不動産投資として主な投資対象のみを示す。

⁶ GMS: 総合スーパー(General Merchandise Store)の略。食料品や衣料品、日用品等の実用品を総合的に取り揃えた大衆向け総合スーパー。

SC: ショッピングセンター(Shopping Center)の略。一つの単位として管理運営される商業・サービス施設の集合体で、駐車場を備えるものをいう。

② 賃料形態(賃料変動率)・契約形態：

賃料形態は、a)固定賃料、b)変動賃料、c)固定賃料+変動賃料のパターンがある。それぞれの特徴は以下のとおり。契約形態により賃料変動の傾向が異なる。

図表5：賃料形態別の特徴

a)固定賃料	賃料が契約期間中固定され、一般的には短期的な外部環境の変動に左右され難い。景気動向に遅行する傾向がある。
b)変動賃料	売上に対する割合で賃料が決まり、景気動向やテナント業況の影響を受け易い。
c)固定+変動賃料	最低限の固定賃料と一定以上の売上にかかる歩合(変動)賃料の合計。

出所:三菱UFJ信託銀行作成

また、市場慣行による一般的な契約期間や契約形態(普通借家/定期借家契約)がアセットタイプによって異なる。

③ テナント数：

テナント数の多寡がリーシング⁷の難易度や稼働率に影響すると考えられる。一般的にテナント数が少ないとリーシングや運営管理が容易になる反面、1テナントの影響が大きく、退去によるキャッシュフロー減額リスクも高くなる。テナント数が多いとその逆でリーシングや運営管理の手間がかかる反面、キャッシュフロー減額リスクが小さくなる。

投資にあたっては、上記項目で挙げたうち、運営難易度と賃料変動率がより重要であるとする。これらを中心に、各アセットタイプの一般的な特徴を以下にまとめる。

図表6：アセットタイプ別の特徴比較(1)

カテゴリー/ アセットタイプ	ノンオペレーショナル アセット		オペレーショナルアセット			
	オフィス	住宅	商業施設	物流施設	ホテル	ヘルスケア
運営難易度	低	低	中～高	中～高	高	高
賃料変動率	高	低	高	低	中	低
賃料	固定	固定	固定	固定	固定	固定
			固定+変動		固定+変動	
契約期間/形態	2年	2年	10～30年	5～20年	10～20年	10～20年
	普通借家	普通借家	定期賃貸借	定期賃貸借	定期賃貸借	普通借家
契約上の テナント数	大部分は マルチ テナント	シングル テナント	シングル～ 100超	シングルテナ ント多い 最大10程度	シングル テナント	シングル テナント

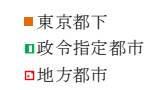
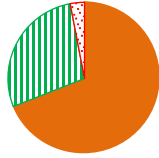
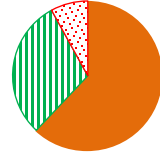
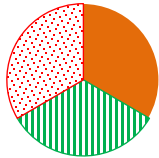
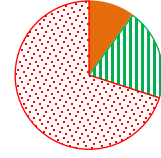
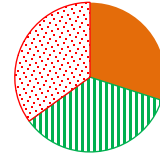
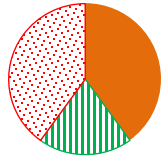
出所:三菱UFJ信託銀行作成

⁷ 賃貸の不動産物件に対してテナント付けを行い、仲介業務を行うこと。

(2) 定量面

その他、主要な投資主体である J-REIT の投資物件を用いてアセットタイプの定量面を比較する。J-REIT は取引主体として取引金額の 20~40%程度を占めるなど市場でのプレゼンスも大きく、市場の動きを一定程度反映していると考えられる。主に①保有物件数、②地域内訳、③物件価格についてアセットタイプ毎に違いがみられる。

図表7：アセットタイプ別の特徴比較(2)

カテゴリー/ アセットタイプ	ノンオペレーショナル アセット		オペレーショナルアセット			
	オフィス	住宅	商業施設	物流施設	ホテル	ヘルスケア
①保有物件数	704	1419	292	192	114	40
②地域内訳 						
③平均取得価格	73億円	15億円	82億円	68億円	39億円	15億円

出所:三菱UFJ信託銀行作成

※2015年3月現在。地域内訳は件数ベース

アセットタイプ毎の投資物件規模に関しては、

- ・「オフィス」「商業」「物流」は1件当たりの規模が50~100億円程度と大規模。
- ・「住宅」「ヘルスケア」は1件当たりの規模が10億円台と小規模物件が中心⁸。
- ・投資金額ベースでは同規模レベルの(図表2)「住宅」「商業」について、投資件数では大きな差がみられる。

また、アセットタイプ毎に地域内訳の特徴がみられ、

- ・『ノンオペレーショナルアセット』である「オフィス」「住宅」は首都圏の比率が高く、首都圏での企業活動の活発化や人口増加を反映していると考えられる。
- ・『オペレーショナルアセット』である「商業」「物流」「ホテル」「ヘルスケア」に関しては、『ノンオペレーショナルアセット』である「オフィス」「住宅」と比較すると、地方への分散が進み、全国的に投資されている。背景として以下が挙げられる。
 - ✓ 「商業」では、都心型専門店だけでなく、地方居住者の消費を賄う「郊外型 SC」「ショッピングモール」等へのニーズは根強く存在するため、これらを見込んだ一定量の投資が進んだこと。
 - ✓ 「物流」では、投資対象の大規模「物流」に関して、首都圏では開発余地が少ない為、供給が進まず、主に郊外や地方での物件供給が進行していること。
 - ✓ 「ホテル」については、観光客やビジネス需要の増加、稼働率上昇が首都圏のみならず地方でも進んでいること。
 - ✓ 「ヘルスケア」に関しては、入居対象のシニア層は全国に分散しており、施設への需要に関しては首都圏だけでなく地方でも期待出来ること。

⁸ 現状、「ヘルスケア」については、サービス付き高齢者向け住宅や老人ホームが主要投資先であり、病院が含まれていない事もあり、「住宅」と似通った規模になる。

Ⅲ. アセットタイプ別の不動産市場動向分析

1. 市場動向分析にかかるデータについて

公表データを使用し、各アセットタイプ別に過去の市場動向を分析する。不動産市場のデータは、株式や債券等の他のアセットクラスと異なり、

- ・データ開示集計の制約上、インデックスデータの公表が数ヵ月遅れとなる。
- ・アセットタイプ別のサブインデックスの種類が少なく⁹、また相対取引で開示されない取引内容が多い事から、インデックスに含まれる取引は限定的¹⁰。インデックスの動向だけでは必ずしも不動産市場の動向を反映していない可能性がある。

等の制約が存在し、直近動向の把握は難しいといえる。一方で、主な公表データとして、

- ・J-REIT 個別物件データ(各投資法人ホームページ)
- ・期待利回りデータ(一般財団法人 日本不動産研究所「不動産投資家調査」)
- ・AJPI (ARES Japan Property Index、一般社団法人 不動産証券化協会)

があり、これらを使用する事により、アセットタイプ別や首都圏/地方別の傾向について限定的ながら分析することは可能である。今回は(1)J-REIT 個別物件と(2)期待利回りデータを使用し、以下の形で分析を実施する。

以下、分析の概要について示す¹¹。

(1) J-REIT 個別物件の鑑定価格を用いたマーケット分析

以下のアセットタイプ特化型リート¹²で長期的に保有している不動産の鑑定価格を時系列で抽出。アセットタイプ、首都圏・地方別に分けて傾向を分析する。

- ①「オフィス」：日本ビルファンド
- ②「住宅」：日本アコモデーションファンド
- ③「商業」：フロンティア不動産
- ④「物流」：日本ロジスティクスファンド
- ⑤「ホテル」：ジャパン・ホテル・リート

(2) 期待利回りの時系列データを用いたスプレッド分析

一般財団法人日本不動産研究所¹³が発表する以下のアセットタイプ、地域別の期待利回りデータを使用し、

- [A]アセットタイプ間の期待利回り格差
- [B]同一アセットタイプ内での首都圏と地方の地域間格差

⁹ 一般社団法人不動産証券化協会において、本年2月末よりサブセクターインデックスや私募リートインデックス等、開示情報を充実、不動産投資インデックスを本格稼働との発表。http://www.ares.or.jp/press/pdf/pr_20160229-1.pdf

¹⁰ 現在、J-REIT 全データ及び主に日系不動産投資顧問が運用している不動産ファンドを中心とした物件データにて作成。

¹¹ 「ヘルスケア」については、J-REIT のトラックレコードが最大1年半と短いこと、一般財団法人日本不動産研究所の期待利回りデータでは「ヘルスケア」は集計していない事から、本稿では分析の対象外とした。

¹² 金融危機前から長期的に運用されている REIT を使用した。分析対象 REIT を増やすのは今後の課題としたい。

¹³ 毎年2回(4月、10月基準)、アセットタイプ別、地域別に投資不動産の期待利回り調査の結果を開示。

等を分析。市場動向等の背景を踏まえ検証した。

<アセットタイプ>

- ①「オフィス」 ②「住宅」 ③「商業(都心型専門店/郊外型 SC)」
④「物流」 ⑤「ホテル」

<地域>

東京、大阪、名古屋、福岡

なお、鑑定価格については実勢価格の影響を受けるものの変動率は小さく、市場動向を捉えきれていない面もあると考えられるが、長期的なトレンドをみるには有効なデータであると考え、今般の分析で使用することとした。

2. 市場動向分析

(1) J-REIT の鑑定価格推移を用いたマーケット分析

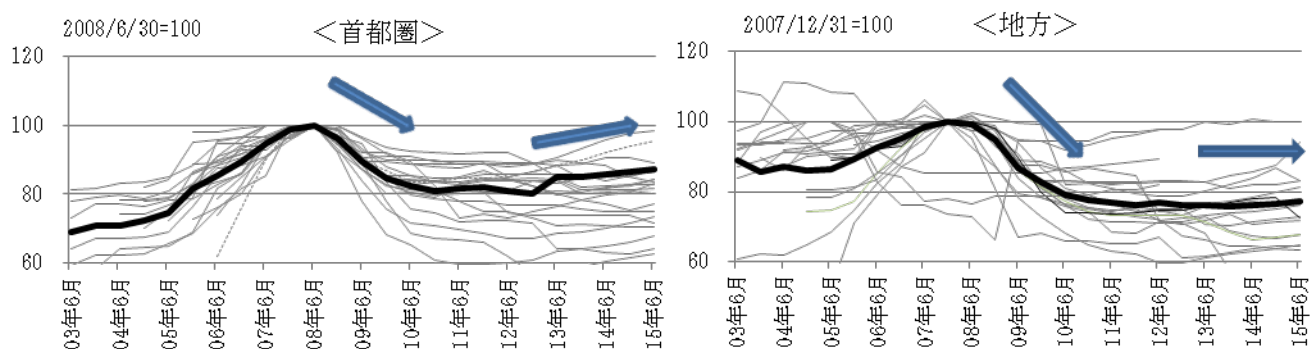
①「オフィス」

首都圏と地方の「オフィス」の鑑定価格推移を比較した。物件の個別物件(細線)並びにその平均(太線、以下同様)の動向から傾向を探ることとした¹⁴。

首都圏、地方共に 2008 年半ばをピーク(100 とする。以下同様)に、金融危機を経て低下傾向が継続している。首都圏では、2010 年まで低下基調が続き、80 まで低下後、回復基調に転じたのは 2013 年初め、直近では 87 まで回復。

一方で、地方をみると首都圏より若干早く価格が低下し始め、2011 年後半ごろに横ばいに転じているが、首都圏と異なり、総じて回復基調は弱い傾向がみられる。

図表 8 : 保有不動産鑑定価格推移「オフィス」



出所:公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

②「住宅」

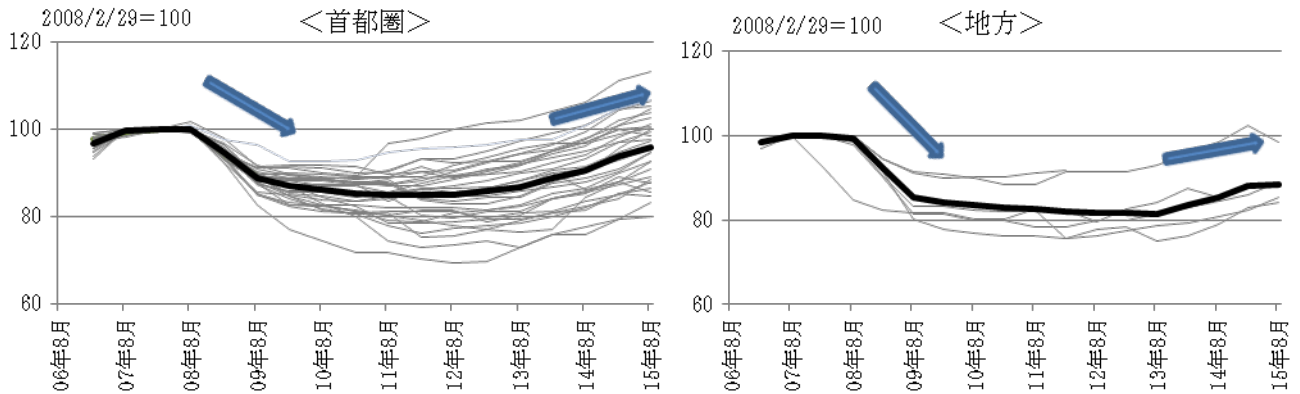
「オフィス」と同様、2008 年半ばがピーク。ボトムは 2011 年後半、水準は 85 まで低下。直近では 96 と 2008 年の金融危機前の水準近くまで回復。金融危機後、景気と連動が強い「オフィス」と比較して賃料の安定性が評価されたとも考えられる。

¹⁴ J-REIT における長期保有物件データについて、物件毎に金融危機前の鑑定価格のピーク時期を 100 として価格推移を計算、時系列で比較。比較の際、大規模物件の影響を回避する為、今回はカテゴリ毎に単純平均する方法を取った。

一方、地方では首都圏より若干早く、2008 年前半から価格低下しその傾向が継続。2013 年まで都心より長く低下基調が続き、82 まで低下後、88 まで戻す。

背景として、地方の取引減少が都心より大きく、利回りにプレミアムが上乘せされたことや、地方は首都圏よりも景気回復が遅く、住宅ニーズが弱かった事が考えられる。

図表 9 : 保有不動産鑑定価格推移「住宅」



出所:公表資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

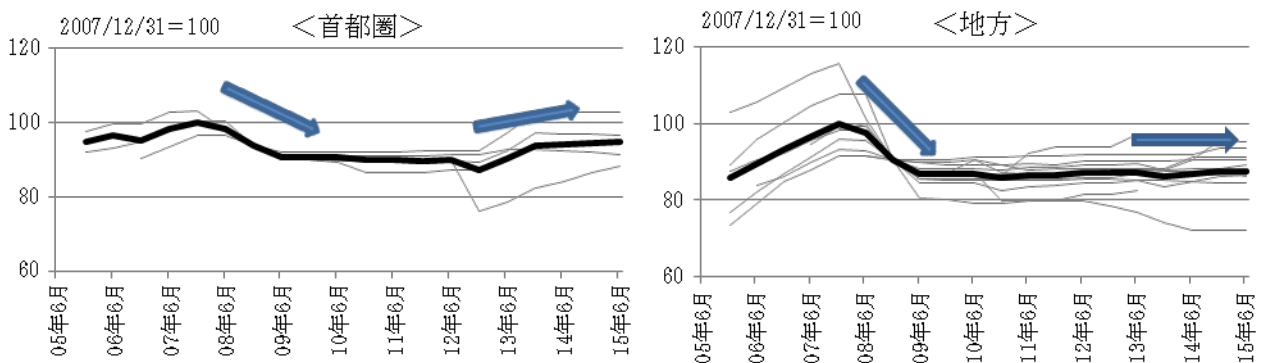
③「商業」

首都圏、地方共に「オフィス」「住宅」より価格ピークが早く、2007 年末以降、低下傾向に転じる。首都圏では 2009 年にほぼ下げ止まり、直近では 95 まで回復している。

一方、地方では 2009 年後半頃に首都圏と同様 86 まで低下後、下げ止ったが回復していない。

都心専門店と郊外型商業の業況が乖離しており、首都圏は増加するインバウンド需要¹⁵等を支えとして投資が進むなど堅調、郊外型商業については、ネット通販との競争により売上が伸び悩む傾向がみられるなど、環境の差が価格動向へ影響していると考えられる。

図表 10 : 保有不動産鑑定価格推移「商業」



出所:公表資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

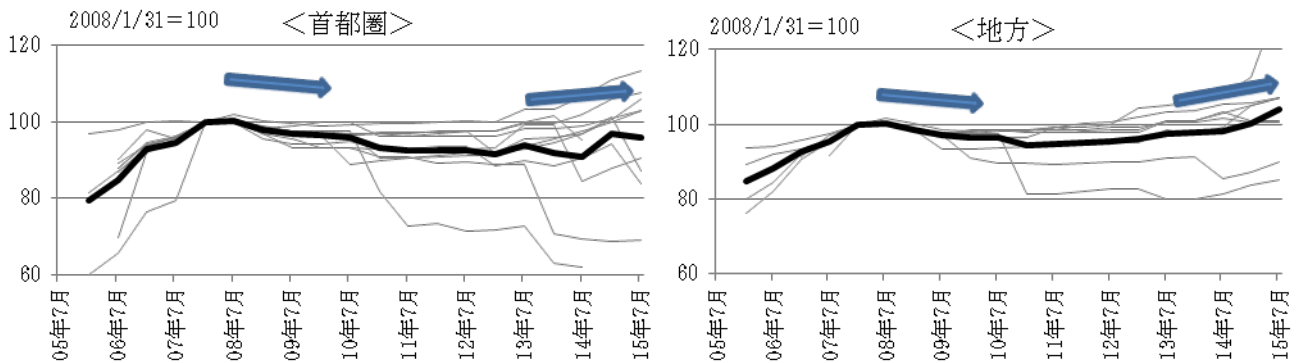
¹⁵ 日本国外から入ってくる旅行者による百貨店、商業施設、レストランや宿泊施設等の観光関連の需要を指す。2015 年では延べ宿泊者の 1 割以上を海外からの旅行者が占めるなど、影響が大きくなってきている。

④「物流」

「オフィス」「商業」と異なり低下幅は小さく、金融危機の影響は他のアセットと比較すると小さい。首都圏については、2012～13年にかけて92でボトムを付け、その後価格上昇基調に転じ、96まで回復した。

地方については2011年前半に94で底打ち、緩やかながら上昇基調、過去のピークを超える104まで上昇した。「物流」の賃料は安定的で、「オフィス」「商業」との比較では、変動幅が小さく景気の影響を受けにくいといわれているが、実データにおいても同様の傾向が示されている。

図表 11：保有不動産鑑定価格推移「物流」



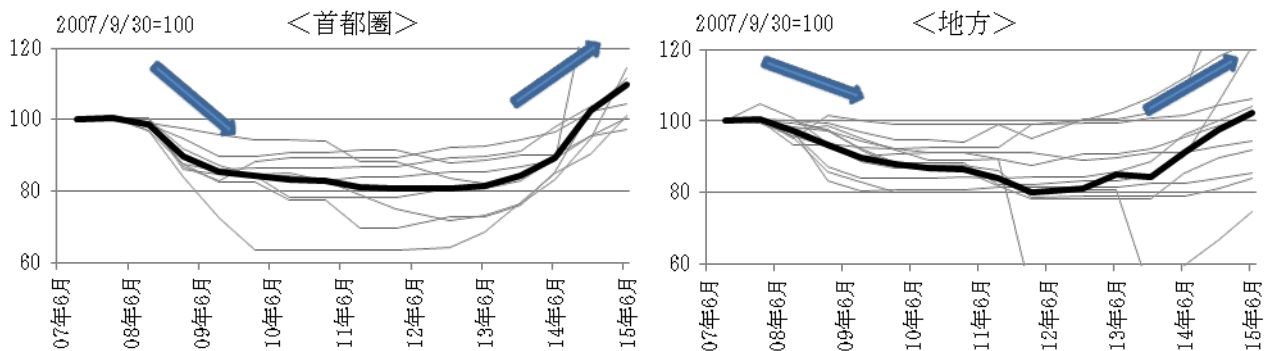
出所：公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

⑤「ホテル」

2009年後半よりほぼ下げ止まったが、低下幅は比較的大きく、水準はピーク時の8割程度。回復基調に転じるのは2012～13年頃と比較的遅かったが、直近では回復基調が進み、直近では110と過去ピークを越えた。地方では首都圏と同様の傾向がみられるが回復水準は首都圏ほど大きくなく、102とピーク時水準を少し超える程度。

景気回復に伴うビジネスユースの拡大や観光客の増加等により賃料が大きく伸びたことに伴い、堅調に回復したと考えられる。

図表 12：保有不動産鑑定価格推移「ホテル」



出所：公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

【アセットタイプ間の傾向比較・分析】

価格低下と現在の回復状況に関して、アセットタイプ毎の低下水準とその後の回復を金融危機直前のピーク時の水準を100として比較すると以下のとおり。

図表 13：鑑定評価額のボトム水準と直近の回復水準(対ピーク比)

	オフィス	住宅	商業	物流	ホテル
首都圏	80→87	85→96	87→95	92→96	81→110
地方	76→77	82→88	86→86	94→104	80→102

出所:公表資料より三菱UFJ信託銀行作成

全体の傾向を各グラフと図表13の結果からまとめると、以下のとおり考えられる。

- ✓ 2007～08年のピークからの価格低下時期、「オフィス」「住宅」では地方から先に始まる傾向がみられた。また下落幅が大きいのは「オフィス」であり、特に「地方オフィス」の低下幅が大きく、「ホテル」も低下幅が比較的大きい。
- ✓ 価格の低下速度に関しては、「オフィス」「住宅」「商業」「首都圏ホテル」が2009～10年まで急激に低下、「物流」「地方ホテル」に関しては緩やかな低下基調が2012年頃まで継続するなど、金融危機への感応度の違いがみられた。
- ✓ 特に「オフィス」「住宅」「郊外型商業」では、金融危機直後の価格低下が大きく、景気悪化に伴う賃料低下や期待利回り上昇の影響が大きかった事が分かる。またボトム後の回復に関しては、全般的に首都圏の方が地方より先行、特に「地方オフィス」の回復が弱く、地方景気回復の遅れを反映していたとみられる。
- ✓ 価格水準について、「物流」以外では首都圏が地方よりも回復が先行する傾向。また「ホテル」は金融危機前のピークを超える水準まで回復、「ホテル」への投資資金流入が続いている状況が反映されている。

(2) 期待利回りの時系列データ推移を用いたスプレッド分析

ここでは、アセットタイプ、地域ごとの期待利回りを比較し、そのスプレッドの傾向を分析する。時系列の動向や前章の実データによる傾向の違いをみることでアセットタイプへの選好度の動きが把握出来る。スプレッドを以下の2つに分けて考える。

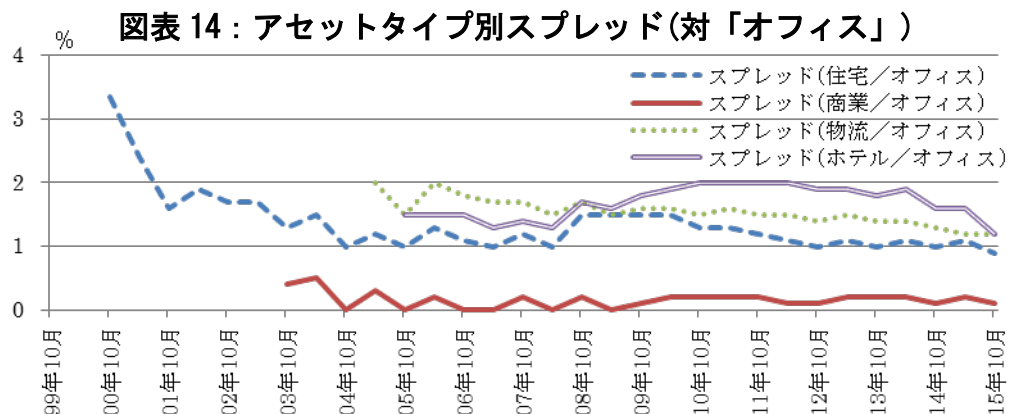
$$\begin{aligned} \text{期待利回りスプレッド(プライムオフィス}^{16}\text{/地方アセットタイプ)} = \\ \text{東京(首都圏)のアセットタイプ間スプレッド} \quad \dots [A] \\ + \text{各アセットタイプにおける首都圏/地方スプレッド} \quad \dots [B] \end{aligned}$$

例えば、「物流」(大阪)と「オフィス」(東京)のスプレッド＝

[A]アセットタイプスプレッド(「オフィス」 / 「物流」)+[B]「物流」の地域スプレッド(東京/大阪)、で表せるため、[A]と[B]を切り分け、それぞれの傾向をみる。

A. 首都圏におけるアセットタイプ別スプレッド傾向の比較

上記式[A]について、各アセットタイプのプライムオフィスに対するスプレッドの傾向をみる。特徴を纏めると以下のとおり。



出所: 日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

- ✓ 「住宅」は、当初投資がオフィス程は進んでなかったが、住宅特化型 J-REIT が上場するなど、投資が進むにつれスプレッドが急速に縮小。金融危機時に一時的に拡大したが、概ね1%程度の水準で推移。
- ✓ 「商業」は、銀座や表参道等のプライムエリアでは0~0.2%程度と低水準で推移。プライムオフィスと並び中心的な位置づけである。
- ✓ 「物流」は、金融危機の前後を通じて一貫してスプレッドが縮小。2005年の物流リート(日本ロジスティクスファンド投資法人)立ち上げ以降、投資対象として認知度が向上、投資が進んだ事を反映している。
- ✓ 「ホテル」は、以前は投資対象として認知度が低く、リスクプレミアムが上乘せされていたが、近年、景気回復や観光客増加を背景に供給不足が顕在化する中注目され、各投資主体による投資が進んでいる。

¹⁶ 各都市を代表するグレードの高い(築浅で大規模、駅近などの条件を満たす)オフィスビルの事をいい、ここでは大手町/丸の内
のグレードの高いオフィスを指す。

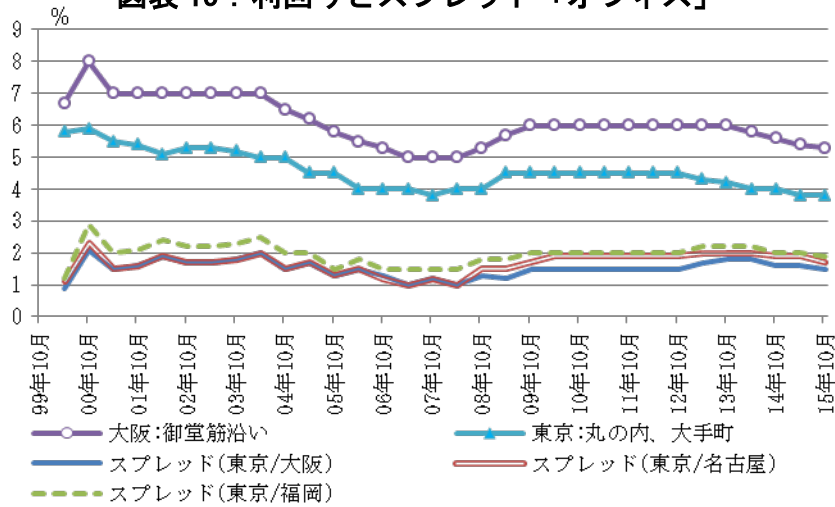
B. アセットタイプ別の首都圏と地方のスプレッド傾向について

以下では、前頁[B]について、各アセットタイプにおける首都圏と地方のスプレッドの傾向を検証する。

① 「オフィス」

金融危機までは全地域で東京(丸の内/大手町)とのスプレッドが縮小基調。金融危機に際し、利回り低下は東京が早く頭打ちする一方、利回り上昇開始は地方が先に起こった結果、対東京スプレッドが拡大。地方への資金流入が遅く、危機後は流出が早かった事が背景にある。また、不動産取引回復基調の中、東京圏の利回り低下が先に始まり、一時的にスプレッドが拡大している。

図表 15 : 利回りとスプレッド「オフィス」

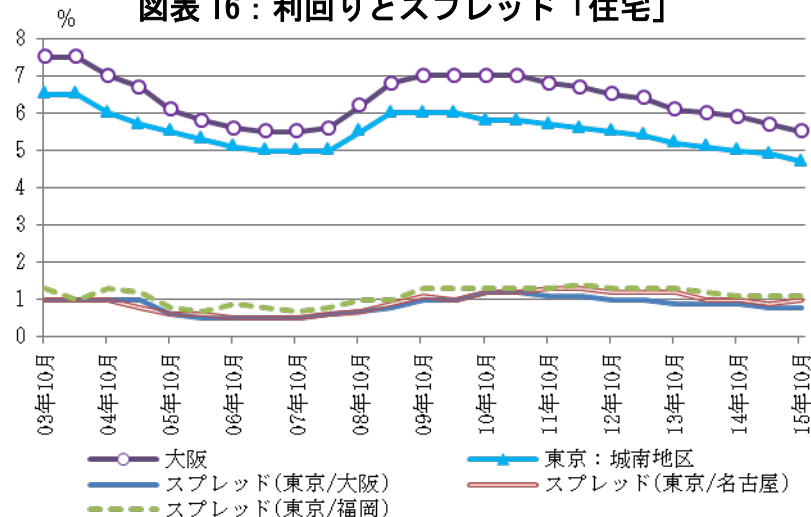


出所: 日本不動産研究所データより三菱 UFJ 信託銀行作成

② 「住宅」

金融危機までは全地域で金利低下、スプレッド縮小基調であったが、金融危機後、「オフィス」同様利回りは上昇し、東京に対するスプレッドが拡大した。首都圏に比べて地方の利回り低下に転じた時期は遅く、金融危機後、投資資金の流入は遅かった。

図表 16 : 利回りとスプレッド「住宅」



出所: 日本不動産研究所データより三菱 UFJ 信託銀行作成

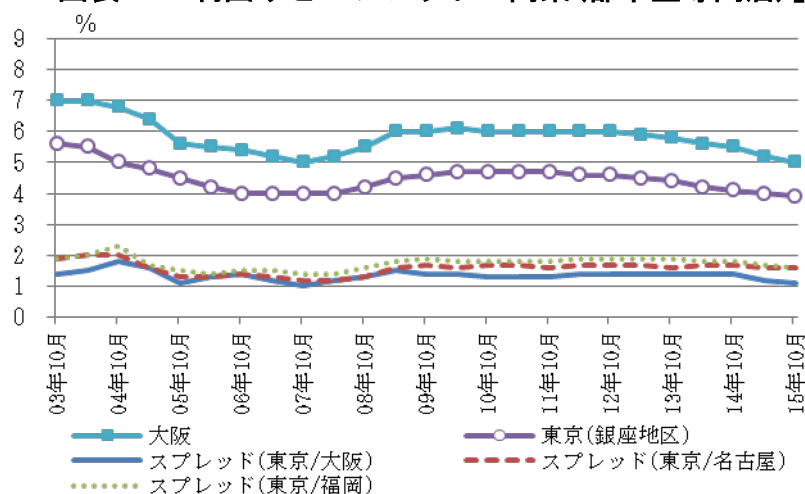
③ 「商業」

③-1 「商業」(都心型専門店)

他のアセットタイプ同様、金融危機前の利回りに関しては、地方の利回り低下基調が首都圏より長く続き、全地域でスプレッドは縮小基調。また、金融危機後の利回り上昇が首都圏より早く、地方からの資金逃避が首都圏より大きかったとみられる。

また、金融危機後の銀座地区とのスプレッド拡大が落ち着いた2009年以降はスプレッド水準も安定している。大阪では直近スプレッドは低下基調だが、全般的には地域間スプレッドは安定して推移しているとみられる。

図表 17 : 利回りとスプレッド「商業(都市型専門店)」



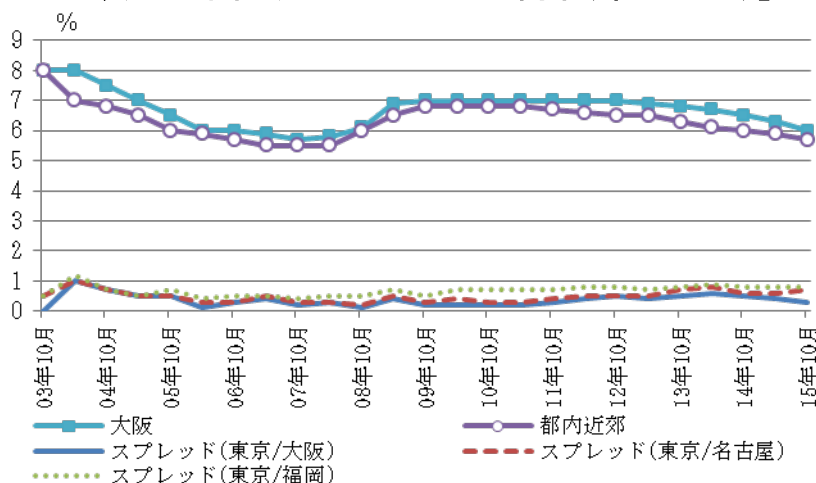
出所: 日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

③-2 「商業」(郊外型SC)

他のアセットタイプ同様、金融危機前については利回り低下、スプレッド低下基調が継続。金融危機後は利回り水準は上昇した。

都内近郊地区に対するスプレッドに関して、他アセットタイプほどは拡大しておらず、地域間格差は大きくないといえる。

図表 18 : 利回りとスプレッド「商業(郊外型SC)」



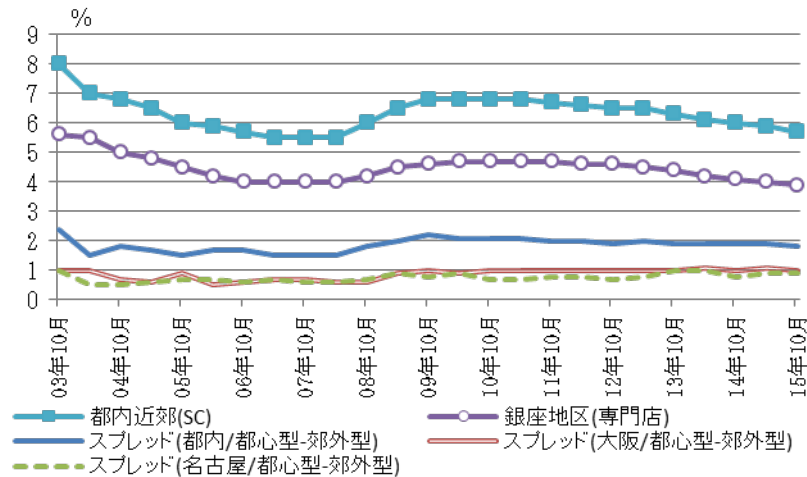
出所: 日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

③-3 「商業」(都心型専門店と郊外型SC)との比較

利回り動向については、他のアセットタイプと同様、直近低下基調がみられる。また専門店とSCとのスプレッドはそれぞれ安定している。

一方、地域ごとの比較では、東京の専門店/SC間のスプレッドが大きく、その他エリアではスプレッド水準は変わらない。専門店に関しては、銀座や表参道エリアに対するプレミアムが生じ、利回り水準が低い事が背景と考えられる。

図表 19 : 利回りとスプレッド「商業(都心専門店・郊外型SC)」



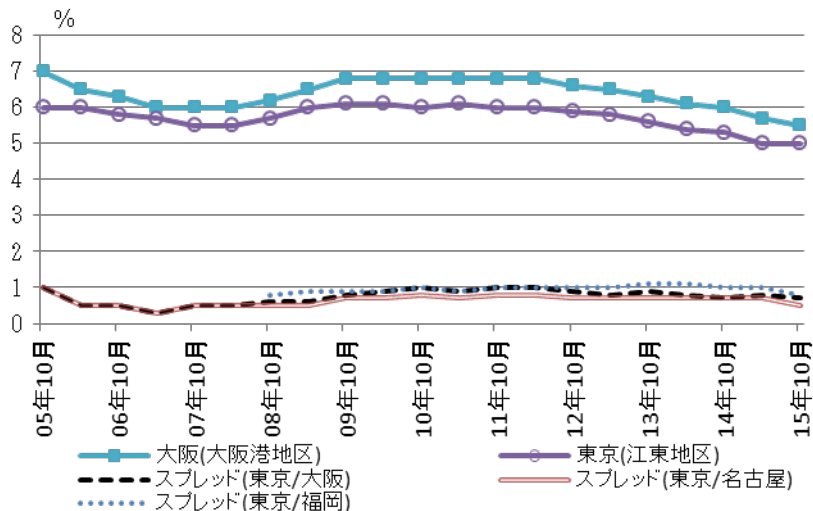
出所:日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

④ 「物流」

金融危機後の利回り上昇後、首都圏、地方とも2012年後半から利回り低下基調であり、東京と地方のスプレッド水準については金融危機後、緩やかな上昇、直近でも0.5~1.0%程度の比較的安定した水準である。

近年、「物流」への投資は投資家層、投資金額共に拡大基調であり、首都圏に限らず地方においても堅調に継続している事から、全般的に利回り低下基調であり、スプレッド水準は大きく変わっていないと考える。

図表 20 : 利回りとスプレッド「物流」



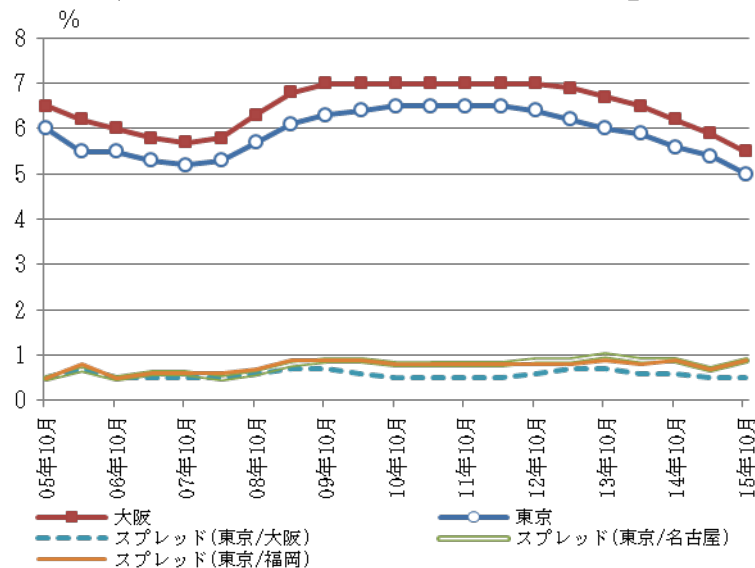
出所:日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

⑤ 「ホテル」

利回りに関しては金融危機後の上昇から直近は低下基調。スプレッドに関しては0.5%～1%程度と横ばい基調で安定しているといえる。

2000年代は『オペレーショナルアセット』としてのリスクプレミアムが乗せられており、投資対象として認知されてからはプレミアムが解消しつつある。また地方、特に大阪に関しては、安定したスプレッド水準が保たれており、大阪地区の高い稼働率やニーズを反映していると考えられる。

図表 21：利回りとスプレッド「ホテル」



出所:日本不動産研究所データより三菱UFJ信託銀行作成

【市場動向分析のまとめ】

各セクターにおける傾向の違いについては、以下のとおり考える。

- ✓ 「オフィス」や「住宅」のような『ノンオペレーショナルアセット』に関しては、東京一極集中にみられるように、東京と地方の需要の大きさが直接賃料に影響しているため、地域間で利回りスプレッドが顕在化する傾向がみられる。
- ✓ 一方で、「商業」「物流」「ホテル」等の『オペレーショナルアセット』に関しては、変動賃料のように、売上に連動する賃料体系が取られる場合も多く、立地だけでなく、事業性の影響も受けやすい。結果として、地域間格差が顕在化し難いと考えられる。

IV. 終わりに

日本では、投資不動産としての対象として、「オフィス」から「住宅」「商業」へ拡大、更に「物流」「ホテル」等、『ノンオペレーショナルアセット』から『オペレーショナルアセット』へと運用管理が難しいアセットタイプへ拡大してきた。

これは不動産市場が堅調に推移、利回りが低下する中、投資家の各アセットタイプへの理解が進みつつあることが背景にあり、各アセットタイプへの投資は継続する可能性が考えられる。米国では日本と異なる形でアセットタイプの分散が進んでおり、日本でノンオペレーショナルアセットが主要な投資先である状況は大きく変わらないものの、市場の成熟と共にオペレーショナルアセットへの分散が更に進む可能性もある。

前章で分析したように、セクターや地域ごとに不動産の市場動向が異なるため、投資対象の分散や組合せにより、物件価格やキャッシュフローの低下リスク回避や安定的なリターン獲得に繋がられることも考えられる。

もちろん、不動産投資は物件の個別性が強いいため、アセットタイプや地域特性のみで投資判断が出来る訳ではないが、過去のアセットタイプや地域特性の違いを把握することは、今後の市場動向を予測し、投資対象の分散や組合せを考える上で参考になると思料する。

投資家は各アセットタイプの特徴やその違いについて理解し、自らの想定する運用方針やリターン、リスク特性を踏まえ、投資を進める事がより重要になってくると考える。本稿がその一助となれば幸いである。

(平成 28 年 4 月 18 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・伏屋隆(2013)「不動産コア投資」『三菱UFJ 信託資産運用情報(2013 年 5 月号)』三菱UFJ 信託銀行
- ・石上肇、川口直哉(2015)「不動産投資の概要～私募ファンドについて～」『三菱UFJ 信託資産運用情報(2015 年 1 月号)』三菱UFJ 信託銀行
- ・中川治也、加賀谷忠史(2015)「運用資産としての不動産の特徴と不動産アセットマネジメントの実務」『三菱UFJ信託資産運用情報(2015 年10月号)』三菱UFJ 信託銀行
- ・不動産証券化ハンドブック(一般社団法人 不動産証券化協会)
- ・不動産投資家調査(一般財団法人 日本不動産研究所)

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）