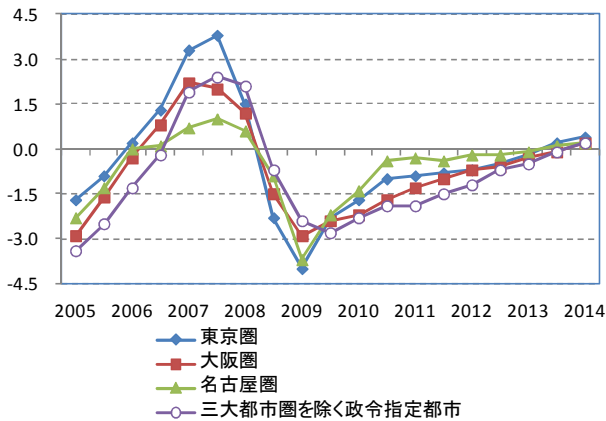


東京の不動産投資に飽和感？ ～実需拡大を背景としたオフィス賃料上昇が次のステップ

日本不動産研究所は昨日、「市街地価格指数」「不動産投資家調査」等の最新の調査結果を公表しました。地価の上昇は徐々に広がりを見せていますが、その背景には東京都心における不動産投資機会の縮小があるようです。利回りの低下余地があまり残っていない中、もう一段の不動産市場活性化のためには実需主導による賃料の改善が具現化することが期待されます。

5月22日、日本不動産研究所は「市街地価格指数」(平成26年3月末現在)、「不動産投資家調査」(2014年4月時点)および「全国木造建築費指数」(平成26年3月末現在)の結果を公表致しました。いずれも不動産市況の改善が続いていることを示す結果となりました。たとえば市街地価格指数(全用途平均)では、東京圏、大阪圏、名古屋圏の三大都市圏が揃ってプラスになることは2008年3月調査以来6年ぶりのことです(図表1)。地方都市においても、マイナス幅は着実に縮小を続けています。

図表1: 市街地価格指数(全用途平均)の半年間変動率(%)



出所: 日本不動産研究所「市街地価格指数」

もともと、不動産市況が改善しているとはいえ、足下の地価上昇ペースは前回の地価回復期(2006年～2008年頃)の上昇ペースよりもかなり緩慢です。市街地価格指数にみる今後の見通しを見ても、今秋までの半年間で地価上昇ペースが大きく加速する可能

性は低そうです。

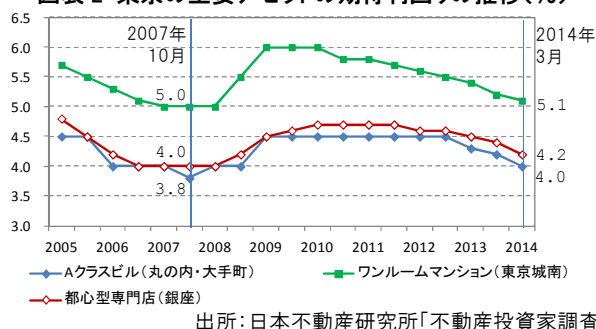
昨年来の不動産価格の好転を牽引している主因は不動産投資市場における投資意欲です。主要都市の都心部など投資に好適なエリアにおいて、投資資金を預かるプレイヤーが積極的に物件を買い進め、当該エリアの不動産価格を牽引してきました。ただし、前回の地価回復期のように高い価格にまで買い上がっている、という訳ではありません。

この背景として、主要都市の都心部における投資機会、すなわち投資家が“買いたい”と思うような物件が枯渇しつつあることが挙げられます。このとき、外部成長を目指す投資家を取り得る行動パターンは2種類考えられます。すなわち(1)低利回りを許容してでも、主要都市の都心部の物件を買い上がっていく、または(2)相対的に高い利回りを求めて、主要都市の都心部以外の物件に投資する、このいずれかです。

そして今回は(1)の行動パターンに広がりが見られません。現在のプレイヤーは賃料の上昇に対する慎重な見方を崩していないため、投資方針の軸足はどちらかというとい(1)よりも(2)にある、ということになります。オポ系の投資家がさほど投資を活発化していないことも相俟って、大都市の都心部の地価上昇ペースはいまだ緩やかなものに留まっているのです。

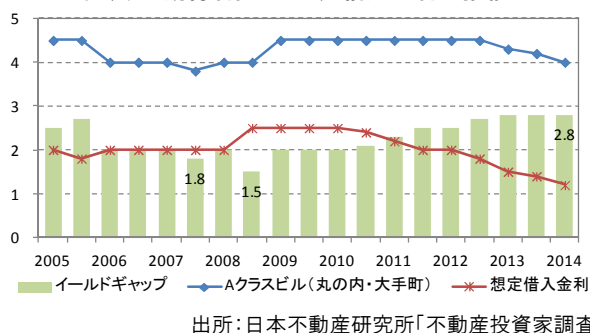
こうした事情について、「不動産投資家調査」の結果からも確認してみましょう。図表2には東京の主要アセットの期待利回りの推移を示しました。

図表 2: 東京の主要アセットの期待利回りの推移(%)

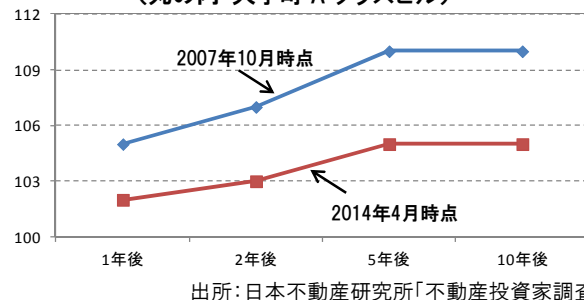


こちらは地価と異なり、既に 2007 年に近い水準に至っています。期待利回りと想定借入金利の差異(イールドギャップ)は当時よりまだ高く(図表 3)、したがって一段の利回りの低下余地がある、という見方もありますが、当時との差異はキャッシュフローの期待上昇率の違いであると解釈するべきでしょう。図表 4 に示したとおり、2007 年時と比べ、現在の投資家は賃

図表 3: 期待利回りと想定借入金利の推移



図表 4: 今後の賃料水準の見通し(現在=100)
(丸の内・大手町 A クラスビル)



料の先行きに慎重な見通しを有しています。

現在の金融政策が市場参加者の期待に働き掛けることで奏功していることと同様、昨年来の不動産市況も投資家による期待によって牽引されています。しかし、これ以上の期待の強気化は見込めるでしょうか。そろそろ実需の回復によって不動産の収益性が改善する、という流れが具現化しなければ、不動産市場を取り巻く楽観が失望に転換しないとも限りません。

住宅や物流などと比べて、オフィスは賃料の上昇シナリオを描きやすいアセットですので、不動産投資市場の更なる活性化の鍵はオフィス市場が握っています。不動産市場の回復が息の長いものとなるための最初のハードルは、オフィス賃料が上昇基調に転じて、それが市場参加者に認識されるようになることであるはずです。

吉野薫(よしの・かおる)

一般財団法人 日本不動産研究所 不動産エコノミスト

東京大学経済学部卒、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。
日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、
一般財団法人日本不動産研究所にて現職。
現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当している。
専門は都市経済学、経済政策。
著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」(フォレスト出版)、
「Q & A 会社のしくみ50」(日本経済新聞出版社、共著)がある。



一般財団法人日本不動産研究所(以下、弊所)は、本稿に記載された内容について信頼に足る情報源の活用には留意するなど、その正確性に万全を期しておりますが、誤謬がないことを保証するものではありません。また、将来に関する見通し・予測の当否について弊所は一切の責任を負いません。なお、本稿で述べられた意見・見解は筆者個人に属するものであり、弊所の意見・見解を代表するものではありません。