



座談会

不動産マーケット展望 2015

デフレからの早期脱却と経済成長を推し進めてきたアベノミクスは、不動産市場へも大きな影響をもたらしました。昨年 11 月 28 日には J-REIT 時価総額が 10 兆円に到達したように、このところ堅調な不動産マーケットがこの先どうなるのか。昨年 11 月下旬、不動産市場で活躍する皆様にお集まりいただき、2015 年とその先について語っていただきました。

座談会データ

日時：2014 年 11 月 26 日（不動産証券化協会 会議室）

パネリスト

小夫 孝一郎氏

ドイツ証券株式会社 不動産投資銀行部
アジア太平洋リサーチ&ストラテジーヘッド
ディレクター

鳥井 裕史氏

SMBC 日興証券株式会社
株式調査部 シニアアナリスト
(ARES マスター M0701477)

沢柳 知彦氏

ジョーンズラングラサル株式会社
ホテルズ&ホスピタリティ事業部
執行役員 マネージングディレクター

モデレーター

中山 善夫氏

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
常務取締役
(ARES マスター M0600051)

2014年の経済状況を振り返る

中山 本日は不動産マーケットの第一線で活躍されている皆様にお集まり頂きました。「2015年の不動産マーケット展望」として2014年を振り返り、2015年さらにその先を展望してみたいと思います。

本題に入る前にまずはアベノミクス以降の国内経済の状況を振り返ってみます。アベノミクスは2年前にデフレ脱却に向け「3本の矢」を同時に行うことでスタートしました。マーケットは直ぐに反応して為替や株高につながります。実体経済は、円安で輸出増が進み大企業・製造業を中心に企業業績が改善、雇用は少しずつ改善、さらに投資促進の動きがあり株高という資産効果で企業・家計への恩恵がありました。賃金の上昇はやや遅れて現れています。一方、中小企業にも業績改善が少しずつ波及はしてきていますが、賃金の上昇には至っていない。その中で2014年4月の消費増税がもたらした消費落ち込みがあり、その影響が残っています。

景気は個人消費の弱さが見えGDPも2期連続マイナス。小売りは消費増税の影響からどう立ち直るかという状況です。金利は引き続き低下傾向で、アベノミクス開始当初は0.75%だったのが2014年

12月には約0.4%を割る水準です。2014年10月末に“黒田バズーカ”第2弾が放たれ一定の株価の上昇はあったものの先行きは分かりません。引き続きデフレ脱却に向けてインフレ目標2%でアベノミクスは頑張っているところかと思います。

では、それぞれの分野から順にお願いします。

小夫 まずグローバルな観点からみると、日



鳥井 裕史氏

PROFILE

とりい ひろし

上智大学経済学部卒業。大和総研及び大和証券 SMBC（現・大和証券）を経て、2010年10月に日興コーディアル証券（現・SMBC日興証券）に移籍し、引き続き J-REIT 市場に関する調査・分析を担当。Institutional Investor 誌「All-Japan Research Team」REIT 部門において2012年～2014年で3年連続1位を獲得。
（社）日本証券アナリスト協会検定会員、（社）不動産証券化協会認定マスター

本経済も世界経済も回復過程にあるという認識は皆さんも同じと思いますが、最近は各国で踊り場景気のような面も出てきました。成長が減速している中国は2014年11月に利下げに踏み切りましたし、韓国も2014年後半に2回利下げを行って景気テコ入れを図っています。欧州は日本と同様ゼロ金利政策です。1年前には世界各国でテーパリング（量的緩和の縮小）により金利が上がると予想されていましたが、実際はその逆で一斉に下がっている状況です。2014年の夏、私のところに欧州の異なる3つメディアから

相次いで同じような問い合わせがありました。その内容は「デフレの中でどのような不動産投資が可能なのか。日本の経験はどうだったのか」というものです。いよいよ欧州のデフレが本格化・長期化するとの見通しが浸透してきて、デフレ先進国である日本の経験を尋ねてきたものです。アジアと欧州はこういった状況ですが、景気や金利面では米国だけが一人気を吐いている状況です。

沢柳 アベノミクス以降、ホテルは客室の売上げ

が急速に回復をしています。一つには円安により外国人が日本に来やすくなったこと。また東南アジア諸国向けにビザの発給要件が緩和されたことも影響しています。さらに過去5年程で各国とオープンスカイ協定が結ばれ大幅な増便が行われました。羽田空港の再国際化もあります。単に円安の効果だけではなくこれらの複合理由によるものです。

それから円安の結果、日本人にとっても国外旅行より国内旅行の方が安価で行けるようになりました。これまで日本人海外旅行者数は年間約1,700万人が、ここに来て減少気味です。訪日外国人旅行者は過去800万人レベルが2013年に過去最高の1,000万人を超え、2014年は1,300万人が見込まれます。政府もインバウンド（訪日外国人旅行者誘致）政策を進め2020年までに訪日外国人旅行者2,000万人を目指していきますが、この数字が達成できれば日本も海外に行く人よりも海外から来る人のほうが多いマーケットになります。

このように日本の観光産業は転換期を迎えています。2013年までは東京の外国人宿泊者の比率は全体の約18%でした。2014年は約25%。2020年までには30%台まで行くでしょう。ロンドンでは過半の宿泊者が外国からの訪問者ですし、ソウルに至っては8割が外国人です。東京はこれほどの国際都市なのに外国人が少ない。この状態によって変化の兆しが見えてきました。

中山 外国人比率18%が25%ですか。まだちょっと低いですね。

沢柳 低いですね。ただ世界的なイベントリスクからは少し隔離されるというメリットもあり、リーマンショックが起きても劇的には悪くなりませんでした。

中山 確かに最近は外国人を街で見かける機会が増えました。2020年の東京オリンピック開催決定もプラスの影響を与えているでしょう。

証券市場から見ていかがでしょうか。

鳥井 2014年前半は企業業績の回復があり、消費税増税についてもそれほど懸念する必要はない。むしろ財政リスクの低減を期待するといった明るいムードが強かったと思います。一方で、夏場から秋口にかけて不動産株（J-REITは強かった）が大きく下がりました。「それは何を意味するのか」「オフィスの賃料は回復したばかりだが今後下がってしまうのか」「消費増税の

反動によって消費が低迷し続けるのか」という投資家の懸念の声が非常に大きくなりました。結果として2014年秋にかけて景気が厳しいという実態も見えてきました。10月末の日銀の追加緩和により、再度国内景気が盛り上がる、あるいはデフレ脱却に向けた動きにつながるという期待もありますが、前半と後半でマクロ経済に対する見方は大きく変わった印象です。



小夫 孝一郎氏

PROFILE

おぶ こういちろう

1995年東京大学経済学部卒、住友銀行（現三井住友銀行）入行。2001年より同行ロンドン駐在シニア・リサーチ・アナリストとして欧州不動産・テレコムセクターを担当。2006年より同行企業調査部建設・不動産チームのグループ長。2007年よりドイツ証券不動産投資銀行部所屬。2011年より旧RREEF（リーフ）日本・韓国リサーチヘッド、2013年よりアジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッド。国内・海外のセミナー・大学などで講演・講義多数。アジア市場及び国内向け不動産レポートを英語・日本語で執筆する。

不動産マーケット動向

中山 不動産に話を移します。まず私から2014年のスペースマーケットを振り返ってみます。

アベノミクスで企業業績が改善し雇用が増えてスペースが必要となりました。増床あるいは増床移転も増えています。その結果、空室率も低下傾向で、東京中心部では久しぶりに5%台になりました。地方都市でも少しずつ低下しています。新規賃料では上昇が増えている一方で、依然として下がる部分もあり二極化している状況です。フリーレントの月数は減少傾向で現在は約3.5カ月。需要が大幅に増えたかと言えば、実は少しずつしか増えておらず、空室率が下がった要因は供給がここ最近では少なかったことがあります。そのため空室率が下げ方向に働いて

いった。今後も大型ビルが都心で出てきますが、例えば2003年問題や2012年問題の頃のように単年度で大量に供給される年は今のところなさそうです。オフィスワーカーの今後の数次第ですが、空室率5%ころから賃料は上がっていくので、東京23区では、過去の平均20万坪（貸し床ベース）の供給量ならば賃料は徐々に上がっていくと考えます。

小夫 物流や住宅も賃料が回復過程に入っており、今お話のあったオフィス市況とトレンドは似ています。住宅の空室率は下がっていませんが、需

要が強くて分譲との競争で見れば賃貸が選ばれています。それから物流は供給が増えているため若干空室率が上がっていますが、それでもまだ1桁台前半から半ばくらいで需要の強さがうかがえます。

資本市場の2014年を振り返ると、収益不動産取引全体に占める海外投資家の割合が15～20%と

若干増加しました。

2013年はJ-REITの取得額が2兆2,000億円に達し全体の半分近くを占めましたが、2014年はIPOが少なかった分前年比で若干減って3割強に落ち着いた模様です。それでもJ-REITの投資金額は依然高めの水準にあるといえます。J-REITに代わってシェアを拡大したのが国内企業・ファンドや一部の海外ファンドです。国内勢のなかでは安い調達コストを武器にしたデベロッパーが非常に強い。それに加えて私募REITも出てきました。私募REITの11月時点の受託資産残高（AUM）は

8,000億円超です。3年前までは存在しなかったマーケットが有力な買い手として成長してきました。

投資が活発なのでキャップレートはまだ少し下がる傾向にあります。ARESのAJPI鑑定キャップを使うと、オフィス都心3区で3.9%。1年間で鑑定ベースでも20ベースポイント低下しています。鑑定ベースでみると変化は控え目ですが、取引ベースあるいは心理的な直感ベースだと50ベースくらい下がっているという印象です。

中山 大手町、丸の内は4%、殆どの中核都市以



沢柳 知彦氏

PROFILE

さわやなぎ ともひこ

1987年4月、日本長期信用銀行入行。海外ホテル投資会社に出向後、外資系証券会社を経て2000年6月にJLLホテルズ&ホスピタリティグループ東京オフィスを開設。リッツカールトン東京契約締結支援、ANAホテルポートフォリオ売却支援等を主導。一橋大学経済学部卒業。コーネル大学ホテル経営学部修士課程修了。宅地建物取引主任者。第一種証券外務員。早稲田大学ホスピタリティ研究所招聘研究員。

外は10～20パーシスポイント下がっていますね。

小夫 目立った取引では大幅に下がっています。平均でみるとレジやホテルはかなり下がりましたね。

沢柳 先ほどの二極化に戻りますが、場所の跋行性は一層広がっていると思います。人気のないところは人気がないまま、人気があるところに集中する。人気があるところではキャップレート・コンプレッションが起きるが、そうしないと勝てない。また国内の投資家が強くなった結果、海外の投資家が日本の不動産に投資したくても入りにくい市場になっています。これはホテルセクターに限った傾向ではないと思います。

小夫 人気の高いところは高く買えない。では、どこなら買えるかを皆さん模索しているところだと思います。一部の投資家は地方に出始めていて、あるいは東京でセクターを変えている。東京も郊外まで行ってしまうのはだめでも都心と郊外の間だったら大丈夫かといった具合に、面的な広がりも出ているようです。

中山 かつて来た道ですね。アベノミクスによって海外からの注目が高まりました。海外の投資家はいかがでしょうか。

小夫 投資意欲は非常に強く、それはアベノミクスの成果でもあるし、賃料が転換点を迎えて回復したのを彼らも確信した模様です。沢柳さんのご

指摘の通り外国人は買いたくても国内投資家のほうが強く買えないというケースも見られます。特に資金調達面では国内の投資家のほうが有利なので、入札案件で普通に札を出せば外資は負けてしまう。そのためプレミアムをのせて思い切った投資をする。先ごろ外資系ファンドに買収されたパシ

フィックセンチュリープレイスは好例だと思います。一方、日本でアロケーションを増やさなければならない外資勢の中には、どうしたら日本でコアのアセットを買えるのか思い悩んでいる人もいます。

中山 世界的に立ち上がっている私募ファンドの数や規模は、リーマンショック前と比べてどうですか。アロケーションとしてのアジア、その中で日本はどのようなでしょう。

小夫 前回のファンドのピーク時の数には至っていないと思います。特に今回は、コア投資として日本を買いたい人が多

くて、前回のオポ狙いが多かった時とは状況異なります。LTVは抑えられているし、CMBS市場も今回は復活していません。

沢柳 「アジア・リカバリー・ファンド」といったものが主流だったのが、いまはコアもしくはコアプラスに変わった印象ですね。

小夫 アジア太平洋地域にアロケーション（投資枠）を持つ人たちが投資できるコア市場は、実はオーストラリアと日本しかありません。韓国や中国にも変則的なものまで含めれば多少ありますが、シ



中山 善夫氏

PROFILE

なかやま よしお

ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。1985年（一財）日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究を担当。不動産鑑定士、MAI（米国不動産鑑定士）、MRICS（英国不動産鑑定士）、CCIM（米国不動産投資アドバイザー）。早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師、ARES認定マスター試験委員。

ンガポールや香港は殆どない。加えてオーストラリアは、欧州の投資家が為替ヘッジをして投資すれば、それだけでコストが300ベースポイント程度かかってしまう。借入金利も5%と高い。これだとほとんどの案件が目標リターンに届かなくなってしまうので、そうすると投資先は日本しかないのです。

中山 しかし日本にはモノがない。

小夫 そこが難しいところです。安心して簡単に投資できる先は限られているし、世界中どこを見てもコア投資できる案件がなくなっているのが現状です。

中山 ULIの調査でもアジアの投資先に東京が一番でした。コア市場としての東京はホテルセクターから見てどうでしょうか。

沢柳 2013年から良いトレンドは続いており、消費税増税の影響もあまりなく推移しています。東京のホテル客室売上げは2007年のピーク時まで追いつき、今後は追い抜くことが予想されます。客室の売上げは稼働率と客室単価の掛け算ですが、2007年頃は稼働率は今より低くて単価が高かった。現在、稼働率は90%近く。しかし単価が2万円強です。デフレの環境が長く稼働率が高くなってもホテルオペレーターは客室単価を上げない。デフレの幻像が染み付いてモノの値段を上げることが下手になっているのです。満室は続いているし今後インバウンドは一層増えていきます。日本経済が減速しなければ出張需要も堅調に推移するはずですが、旅行需要が増える一方で、ホテルの新規供給は今後2年は増えてその後はあまり増えない見込みです。稼働率の高い状況、つまり単価を上げやすい環境が続きます。外国人は日本円ではない彼らの通貨で値段を見ます。円安の状態では円で多少値段を上げても彼らの通貨では小さい。だから上げやすい。外国人イコール団体パッケージ、安い料金というイメージはもはや古く、今は個人旅行で高い料金を払う方も増えました。稼働率が上がればチェックイン・アウトの手間やりネン交換などが発生しますが、客

室単価が上がる分には運営コストはあまり変わらない。トップラインが良くなるとボトムラインが改善し利益が伸びやすい。特にホテルにキャップレート・コンプレッションが大きく効いている理由の一つはそこにあります。キャップレートはディスカウントレートから成長率を引いたもので、その成長率が加味されていると考えれば辻褄が合うのです。

では客室売上はどこまで上がるかとなると、まだ何とも言えません。直近2年では東京や大阪は2桁で伸びています。都心ではビジネスホテルは1万円を超えるものが増えました。しかし会社には、課長9,000円、部長1万1,000円といった具合に宿泊出張旅費規程がある。この規定上の価格が変わらないと上げられない。アベノミクスが一巡して社内規程が上方改訂されるような局面に来ないと、上げられない段階まで来ている印象はあります。

それから2014年4月に大企業の交際費のうち、接待飲食費50%相当額は損金算入できるように改正されました。この影響はこれから徐々に出てくると思います。企業業績が良くなれば接待需要が増え宴会やレストラン業績に反映します。個人の給与が上がれば資産効果が上がれば消費も増え、2015年以降もポジティブな環境だと思います。

中山 東京には国際的なブランドホテルも出店してきました。これら一流ホテルの宿泊費は例えばロンドン、ニューヨークなどと比べて割安感があるのでしょうか。

沢柳 よく聞かれる質問ですが、ホテルの国際比較は実はすごく難しい。国によってファイブスターの定義もバラバラで、日本はその定義すらない。同一基準がないのです。ただ感覚的には高級ホテルの宿泊費はロンドン、パリ、ニューヨークのほうが東京より高いように思われます。特に円安下でドルベースの比較では尚更です。

中山 J-REITのマーケットからはどうでしょうか。

鳥井 2013年末の東証REIT指数は1,515ポイント、2014年は1,800ポイントを超えたので非常に

良いマーケットでした。また東証 REIT 指数の配当込みベースは過去最高水準を更新しています。長期金利が0.5%を下回るような非常に低い状態が推移している中で、オフィスの賃料も回復し始めその他のセクターも好調です。J-REIT 市場にとっては大変良い環境でした。

投資家動向としては、地方銀行や投信経由の個人といった配当重視の投資家の需要が非常に強かった。投資口価格は上がり配当利回りは低下、しかし長期金利も下がっておりスプレッドは3%弱の水準を維持しています。J-REIT 特化型投信への資金流入も非常に活発で足元で純資産残高は3兆円を超えています。市場全体の約30%を占める J-REIT 特化型投信はインカムゲインに注目しています。

またオフィス賃料やホテルの売上げが伸びています。その回復期待で外国人の需要も非常に強かった。今の環境は皆が買える状況です。加えて日本銀行も下がれば買うという状況でした。一方、実物不動産マーケットでは、J-REIT が取得できる

「モノがない」と言われます。しかし実際は積極的に物件が買えています。2013年はJ-REIT による物件取得額は2兆2,000億円を超え過去最高でした。2014年も1兆5,000億円を超えており、2015年にかけて新規上場も控えています。既存のJ-REIT も公募増資をしながら定期的に取得しています。2013年はGLP や日本プロロジスリートなど大型上場という特殊要因がありました。それらを除いて既存 J-REIT でみれば2014年は2013年よりもむしろ買っているのです。

J-REIT の実際の取得事例を見ると、住宅のキャップレートは2013年から50ベースポイント下がりました。東京23区でも2013年は5%が一つの目線だったのが今は4.5%です。ホテルも先ほどキャップレートが低下しているとお話がありましたが、実際のところ、ホテル REIT は取得時点では低めでも、ADR も上がっており実績ベースだと想定よりもキャッシュフローが50～100ベースス上がり、その結果良い利回りで買えたという事例もあります。

沢柳 先ほどの話と理屈が合っているのですね。成長率を控除した分だけゴーイングイン・キャップレートは低いですが、待っていると上がってくる。

鳥井 その通りです。オフィスについては賃料上昇を織り込んで買っている事例はありません。2007年と比較すればまだ冷静です。外国人投資家の J-REIT に対する投資スタンスでは、成長を期待して買おうと、NAV 倍率で1.5倍を超えた状況は高く買えないという両方があります。ただ「日本はだめだから買わない」という投資家はいません。2008～2011年は「だめだから買わない」という投資家が多かった。投資家の見方は大きく変わったと言えるでしょう。

中山 ヘルスケア REIT の方向性はいかがでしょうか。

鳥井 将来的な資産規模の拡大ポテンシャルが大きいマーケットであり、ヘルスケア施設の供給拡大につながるという社会的意味も大きいと思いま



す。ただ投資商品としては、安定的なインカム資産であることを認識すべきで、かつ賃料はあまり上昇を期待するものではないと思います。最初のヘルスケア REIT が上場しましたが、利益超過配当（減価償却費30%を載せた）の利回りが3%を下回る状況です。新規上場の公募価格が15万円、配当利回り5%で設定したものが、25万円になり利回りは3%です。住宅 REIT でも3.5～4%、ヘルスケア REIT が3%で一番利回りが低いというのは違和感があります。

中山 初物で規模も小さいこともあるでしょう。ヘルスケアの出口として J-REIT が初めて登場しマーケットには良いことですね。NISA のインパクトはいかがでしたか。

鳥井 先ほどもお伝えした通り、個人向けの J-REIT 特化型投資信託が3兆円を超えてきました。その少なからぬ割合が NISA 経由だとは聞いています。

中山 GPIF の株式の投資配分が増えています。一定数は J-REIT に向かうと思いますが。

鳥井 そこにはある程度期待しています。2014 年春に REIT の一部が組み入れられたのは、TOPIX から「JPX 日経400」等のベンチマークに変更し、そのうちの「MSCI Japan」に J-REIT が入っていたためです。望ましいのは「東証 REIT 指数」にベンチマークを置いてアセットアロケーションして頂くこと。次の4月に向けた課題です。一方でいきなり多額の資金が短期間に入ってくることに耐えられるマーケットでもない。流動性を考慮して組み入れてくれば有り難いです。

中山 私募 REIT はどのようにご覧になっていますか。

鳥井 不動産から得られる安定したインカムゲインは欲しいが上場 REIT のボラティリティを嫌う方も少なからずいます。地方銀行、信用金庫など中小・地域金融機関のニーズに私募 REIT の商品特性は合っています。その需要は大きいですね。今後も大きくなるマーケットだと思います。

2020年東京オリンピックをどう捉えるか

中山 次に2020年東京オリンピックが不動産マーケットに与える影響について考えてみたいと思います。オリンピックは世界最大のスポーツイベントで、世界約200カ国が参加、220カ国でテレビ放映されると言われます。東京では1964年に初めて開催され56年ぶり2回目。オリンピック・パラリンピックの実際の開催期間は1カ月強です。64年には日本経済が未発展で大掛かりな投資が必要でした。今回はコンパクトを旨とし投資金額も少ない。当初の計画からも縮小されエリアも湾岸が中心で既存の施設を多く使います。とはいえマクロ経済には一定の効果があるはずです。直接的にはチケットの売上げ、放送、広告、国内外からの宿泊、飲食。間接的にはインフラ整備などの公共投資も見込まれます。派生的にはポジティブなムードメーカーがあるでしょう。多くの業種がオリンピックの影響を受



けますが、不動産マーケットで最もインパクトが大きいのはホテルかと思います。

沢柳 1964年は東京にホテルの量が圧倒的に足りませんでした。ニューオータニ、ホテルオークラ、キャピトル東急など1,000室規模のホテルがいくつもオープンしました。今回は、IOCへの申請書に記されている通り、半径50キロ圏内ー半径50キロというのは相当広くて藤沢や我孫子までも入りますーに14万室、旅館が9,000部屋。東京都だけでも9万8,000室（ロンドンが12万室弱）があり、在庫数は十分です。公共交通が発達しているため多少遠くからでも東京に容易に来ることができます。

先ほどお話ししたとおり稼働率が90%前後だと、オリンピック開催時は世界中から訪問者が来て足りなくなると言う人がいます。しかし少なくともロンドンのケースを見ると、開催期間はむしろ稼働率は下がっている。なぜか。そのときには結婚式はしない、医師会の総会もやらない。その時期はものが高しい移動も大変だ。家で開会式を見たい、というように普段発生している宿泊需要が発生しません。そこにオリンピックを見に来る人たちの需要がポンとはまる「ディスプレイメント・エフェクト（需要代替効果）」が起きるので、箱の数は足りているというのが64年と決定的に違うところです。

しかしながら特に東京や大阪は足元でホテルの数が足りていないし、新しく供給しようとする人が居ても不思議ではありません。ただ建築費の高騰の影響は無視できません。目先数年間のマクロ要因に関わらず開発許可が出たら直ぐに着手するような大型再開発は、建築費が高かろうと実行されるでしょう。しかしそれほど大きくない土地の有効活用を考える場合、何を作ろうと建築費30%増となれば「もう少し駐車場のままかな」となる可能性はあります。土地の値段も上昇しており、かつ高い建築費をかけてビジネスホテルをつくっても、建築費の上昇分を吸収できるほど売上げが上昇する自信は持てないのではないのでしょうか。

震災後の東北復興需要に加え東京オリンピック

が決まり、新たな建築需要が発生しています。労働力不足からくる労務費の高騰と円安からくる輸入材の高騰がいまの建築費上昇の主因であることを考えると、当分は低下しそうもない。需要はあるにもかかわらず供給も制限がされています。先頃、総合型リゾート（IR）法案可決が国会で先送りになりましたが、もしIRが開発されれば何千億円という投資になります。需給バランスの崩れからくる建築費高騰問題も一層深刻化し、東北復興予算を狂わせてしまうことになりかねません。経済全体のバランスからみれば今回国会で承認されなかったのはむしろ幸いで、オリンピック特需が終わった後にIR特需が来た方がいいですね。

中山 過去のオリンピック開催都市では、開催後の観光客の増加もあり期待できますね。

沢柳 そうですね。脚光を浴びて世界中の人を引き寄せる効果と、宴のあと需要急落のどちらになるか。ロンドンは明らかにメディア露出が増え来訪者が増えました。オリンピック開催の12年と翌年を比べると、翌年のほうが良くなっています。一方、北京オリンピック後は需要急落で悲惨な状態でした。北京はそれまでホテルの絶対的供給数があまり多くなく、オリンピックに向けて一気につくってしまった事情もあります。特需がなくなった瞬間に部屋が余ることに加えて、2008年8月に北京オリンピックが終わり9月に起きたのが、リーマンショックです。イベントリスクを分解すれば理由はよくわかります。

中山 2020年東京は、北京ではなくてロンドンに近いかたちになるでしょう。東京以外の地方都市に波及効果は期待できるのでしょうか。

沢柳 それも調べましたが、ある程度のプラスの波及効果はあると思います。ロンドンオリンピックで最も効果があったのは実はパリです。ユーロスターで2時間の距離は、東京ー大阪の関係と同じです。東京にはアジアから来る人も多いでしょうが、欧米から極東の地に来るには時間も費用もかかる。せつかくなのでオリンピック前後で東京以外の場所



も巡るという可能性は大いにありますね。

中山 J-REIT の観点からはオリンピックをどのように捉えていますか。

鳥井 沢柳さんのお話を前提にすると、供給が制限され景気が堅調に推移することはオフィス需要に対してもプラスです。ホテルの単価上昇も J-REIT の賃料・分配金上昇につながります。その点では期待できますが、ただ J-REIT の場合、不動産価格の上昇がすなわちプラスとも言い切れません。保有不動産の価値が上昇し NAV が上がるのはいいことです。一方で J-REIT の成長の源泉は、継続的に物件を取得して、それによりポートフォリオの収益性を上げていくという外部成長でもあります。キャッシュフローがあまり変わらない中で土地・不動産価格が上がってしまうと、結果的に収益性の低い物件を取得するリスクも生まれます。ただ賃料、分配金には期待を持てることに変わりありません。

沢柳 今年、大阪のホテルを S-REIT に売りました。アジアで次々と REIT が立ち上がり強い経済を背景にお金がどんどん入ってくる。しかしシンガポールやマレーシアの REIT は国内で買える物

件がなく海外に出ざるを得ない。オーストラリアが為替ヘッジの関係で勝てないならば、日本しかない。そうすると J-REIT 間の競争だけではなく、J-REIT、S-REIT、M-REIT の競争になるわけです。

小夫 ホテルについては特にそうですね。

中山 感覚的にはオフィスやレジの投資はそれぞれの国の不動産慣行などの影響を受けますが、ホテルは投資家が横並びに見やすい。特に宿泊特化型だと計算がし易いため、ホテルの投資家は国際的な投資に向かいやすいと思います。

沢柳 逆に海外に出ていく J-REIT は、イオンリート投資法人のマレーシアの物件だけです。

中山 小夫さん、オリンピックはどのように思われますか。

小夫 オリンピックは景気全体には確かにポジティブな要因が多いのですが、長期的な影響という観点でいえば私はポイントが三つあると思っています。一つは将来へ向けたインフラ投資をしていくこと。多額の負債を残すとマイナス要因にもなりかねませんが、都市の魅力を上げるためのインフラ投資は民間案件も含めてある程度されるべきかと思っています。不動産にもポジティブになります。

2点目は、五輪を通してビジネス拠点としての東京あるいは日本の魅力をどれだけ伝えられるか。先ほどから話に出ているロンドンは成功例です。

3点目が一番重要です。“オリンピック・カース(オリンピックの呪い)”と我々は呼んでいますが、北京で話があった通りオリンピックを通して供給過剰が発生すると不動産不況を招くケースが少なからず見られます。たとえばオフィスセクターは景気が良くなれば間接的な影響はあっても賃料はオリンピックと基本的に関係がないはず。ただ一見関係なさそうなオフィスセクターで見ても、2008年北京ではオリンピック直前にオフィスビルの供給ピークが来てその前後に空室率が上がってしまい賃料は下落した。その前がアテネで、こちらは財政破綻となりましたが不動産不況も深刻でした。さらに前がシド

ニーで、やはりオフィス不況がオリンピック開催後1年半目から起き2年連続で賃料が下がりました。1996年のアトランタも1992年のバルセロナも不動産不況とまでは行かなくても賃料が弱含んだ期間が開催後に必ず来ています。“オリンピック・ユーフリア”で不動産投資をやり過ぎて良くない結果を招いたケースは過去に世界中で見られるのです。

それから住宅や商業ではオリンピックを通してコアマーケット、サブマーケットが移動する場合がある。たとえばロンドンでもオリンピック開催に伴いそれまで開発が進んでいなかった東側のウェストフィールド・ストラットフォードに大きなSCが誕生し、商業売り上げや住宅開発の重心が東に移っている。2020年東京は臨海部に競技施設が多く、これにつられてか住宅の分譲価格も臨海部で上がっています。商業地でみても今回のサイクルでは表参道より銀座への投資需要が高くなっている。今後の開発計画をみても全体として重心が東に移っている印象です。これもオリンピックの影響が一部含まれているのかもしれない。

中山 個人的にはオリンピックで東京のポテンシャルを引き出す投資がほしいと思っています。ビジネス拠点として国際競争力を上げる絶好のチャンスです。住む、働く、学ぶ、遊ぶなど文化的にも都市の魅力を向上させて、拠点として復活できればいいと思っています。

2015年以降を展望してみる

中山 最後に2015年とそれ以降を見据えて、不動産マーケットの展望やホットトピックス、持続的な成長の課題などをそれぞれの立場から考えてみたいと思います。

まずオフィスセクターは实体经济と密接に関係しています。大企業、中小企業の業績が引き続き回復に向かえば雇用が増え、オフィススペースが必要になります。2015年もこの傾向は大きく変わらない

と思います。中長期的には人口減少は問題ですが、定年延長や高齢者の再雇用、女性の社会進出はオフィスワーカーの数を増やす要素でもあります。さらにICT化、ワークスタイルの変化も床需要に影響があるでしょう。供給に関しては向こう3～4年に大きな供給はないため、需給バランスは変わらない。ただオフィスの新規供給の場所は都心3区で特定エリア（日本橋、大手町、丸の内）に集中しています。一方40～50あるサブマーケットは中長期的には活性化していくエリアとそうではないエリアが出てくる。デベロッパーが中心に再開発するエリアと競争力が落ちていくエリアでは優劣が顕在化していくことになるでしょう。

沢柳 日本橋は三井不動産、丸の内は三菱地所、渋谷は東急不動産、森ビルが六本木といった具合に、ドメインを持っているデベロッパーがその地域の命運を握っていますね。

中山 おっしゃるとおりですね。その点からも西新宿は今後の行方が気になります。住友不動産など資金力のあるデベロッパーが活性化を図っているか。品川はリニアもあり東京の核は東方に動きつつあるのかと思っています。

オフィス全体のストックからは、中小と大規模のビルは面積で半々という状況です。大規模は継続的に新しいものが供給されていますが、中小はバブル期に多くできて以降はあまりない。その結果中小ビルは築25年前後の築古化したものが多い。数では中小ビル9に対して大規模ビルが1。中小ビルは個人オーナーや中小企業所有が殆どです。これらは今後空室率が高くなる。改修したくてもお金がなく、またお金も借りられない状況が実際に起きています。最近、空き家問題が話題となっていますが、今後は中小ビルの空きビル問題も社会問題化するのではないのでしょうか。

沢柳 2007年以降はCMBSの担保不動産処理が売買マーケットにおける物件供給の担い手でした。次の供給者がどういった意図で売り手になるのか市場は関心を向けていると思いますが、これ

らの中小ビルオーナーはどうでしょうか。

中山 現状の制度では税の扱いなどあって直ぐには難しいですね。ただ諸々の課題を一つずつ解消していけば潜在的にはあるかと思います。

キャピタルマーケットに関してはいかがでしょうか。

小夫 何点かありますが、まずリーマンショック後に下火となった海外グローバル投資家のクロスボーダー投資が再び活発化している中で、一番大きい担い手となっているのが中国、シンガポールを始めとしたアジアの投資家です。不動産価格は国際的に一致しないものですが、彼らがグローバルに投資することで不動産価格の国際的な連動性が高くなってきています。中国、香港、シンガポール、韓国やマレーシアも元来国内の不動産マーケットが小さく機関投資家が国内で買える物件は殆どなくなっている。唯一投資を続けているのが富裕層の個人で、彼らはキャップレートなどの指標は参考にしません。このため「キャッシュイールドは5%」というような投資目線を持った機関投資家が投資できるマーケットではなくなっているのです。そのため機関投資家は海外に目を向け、例えばロンドン・ウェストエンド、ニューヨークのマンハッタンなどで強気の投資をしており、その一部が日本にも流れてきている。日本でもごく一部ですがキャップレート2%台の取引がみられるようになってきました。あるいは銀座も、その流れでインスティテューショナルから徐々にプライベートウェルスが投資する市場になってきていると見ることもできるかもしれない。実際にティファニービルは国内富裕層により推定2%台のキャップレートで購入されていますし、もっと小粒の取引では富裕層マネーが多く動いている。住宅価格をみても東京の高級分譲マンションは世界的にみて安いと認識されるようになり、五輪開催決定後はアジア富裕層から一気に注目が高まりました。坪500万～600万円で一等地に分譲マンションが買える国際都市は世界中探してもなかなかない。首都圏全体でみればマンション販売戸数は消

費税引き上げ後に大きく落ち込んでいますが、お金が集中する都心部の一部だけマンション価格は全く別の循環で上がっている。こういったグローバルな動きの中に東京も取り込まれていく。グローバルなものを見ないと不動産価格が見えてきません。

2点目は日本市場も基本的にはコアの市場ですが、コアの投資市場がより成熟化し欧米の先進市場に近づくと思っています。特定物件ではなくマーケット全体に投資するようなピークルが市場の成熟化には役立ちます。それと同時にインデックスの重要性が増していくと思います。株式なら日経平均やTOPIXが指標としては有名ですが、それに比べると実物不動産のインデックスはまだまだ認知されていない。新聞でも東証REIT指数までは出ても実物不動産のインデックスであるAJPIの指数は出ない。インデックスでものを語れるマーケットになると市場が成熟化し、不動産と金融の融合がより進むと思います。日本はまだ途上にありますが、その点からみても私募REITの登場はポジティブです。



3点目は、海外から日本に投資してもらうためにはどうするか。この質問を受けることが多くありますが、私は逆に「日本の人が海外に投資しないと日本のマーケットも見向きしてもらえない」と答えます。先ほど沢柳さんから日本から海外への旅行者数は1,700万人、逆にインバウンドは2013年1,000万人、2014年1,300万人とありました。事業法人をみても企業の海外投資は海外企業からのインバウンドよりもずっと多い。このような例を挙げるまでもなく、日本人はもともと外を向いていたはずですが。しかし不動産投資に限ってはバブル崩壊以降どういう訳かインバウンドしか注目されていない。日本から海外に出ていくことが少なく、クロスボーダーの不動産投資額でみると日本は主要国で万年ほぼ最下位、J-REITも海外不動産はまだ1件だけです。これも日本の不動産市場が成熟化する上で課題の一つです。特に不動産に投資する国内の機関投資家が他の先進市場と比べて少なく、投資市場の「機関化」が遅れている。今後はGPIFなどの動きに注目したいところです。

沢柳 日本マナーの海外投資の問題は私も聞かれる機会があります。先日もクライアントイベントで話題に取り上げられました。投資という観点でいくと、実は多国籍企業である日本のメーカーは海外に多くの工場を持っている。それは不動産投資です。海外投資をしないのではなく偏っているのです。恐らく米国の自動車メーカーと日本の自動車メーカーの海外工場に向けた投資額に大きな差はないと思います。しかし米国の不動産会社と日本の不動産会社の海外の投資比率は大きく異なる。純粋な不動産投資あるいは不動産業界としての投資が極端に少ないのです。

小夫 その通りですね。グローバルREITには投信経由で日本は毎年1兆円以上投資しています。配当も出ています。日本人のメンタリティが必ずしも内向きである訳ではない。ボトルネックは別にある気がしています。

中山 過去の苦い経験が尾を引いているのも影

響しているかもしれません。バブル崩壊前には欧米の不動産を多く買っていた時もあったわけですから。

ホテルのマーケットについてはいかがでしょうか。

沢柳 人手不足は現実の問題になりつつあります。女性の社会進出支援も有効な手立てが見えてこないし、特に労働時間が不規則になりがちなホテル業界は女性の活用に課題もあります。海外からの労働者の受け入れも技術研修のための労働ビザしか下りないという現状を変えていかないと。人件費の上昇がホテルの収益性を圧迫しかねません。人手不足はここに限りませんが、例えばドライバー不足が問題になりました。物流の需要は増える一方で、最新鋭の倉庫ができて消費者と繋がる場所で値段が上がれば、結果的に配送費は上がります。卑近な例では一昔前までコンビニでは多くの外国人が働いていた。しかし最近は少なくなりました。海外留学生争奪戦が起きている状態です。この問題は中長期的には非常に大きな問題です。「アジアヘッドクォーターをつくる」と言う割には労働マーケットが自由化されていない。「インバウンド旅行客を増やす」のは、遊びに来てもいいが働くのはだめということです。

中山 訪日観光客に関しては2020年までに2,000万人、2030年までに3,000万人という目標があります。陸路が考えられない以上、目標の達成に欠かせないのが飛行機の便数だと私は考えています。3,000万人を現状のまま迎えることができるか気になります。

沢柳 同じ島国のイギリスには毎年2,000万人以上が訪れます。韓国も日本より多くの外国人を迎えています。その点は大丈夫だと思います。ただ、空港と都心を結ぶ二次交通には大きな問題点があります。例えば羽田空港は京急と東京モノレールが空港からの主要な交通手段ですが、モノレールの輸送力は限界でJRの貨物線を伸延させて直接羽田空港につなぐ案が検討されています。

小夫 大江戸線の大門駅でモノレール（浜松町駅）に乗り換えるときに、大門には地上まで続くエスカレーターがないんですね。乗り換えの案内板も途中で切れてしまう。国際空港へのアクセスがこの程度では“おもてなし”の国として恥ずかしい。

沢柳 では成田空港はどうでしょう。成田エクスプレス（N'EX）とスカイライナーがありますが、いずれも予約・座席指定するシステムで使い勝手が悪い。飛行機ですらスマートフォンで予約変更ができる時代に鉄道はできないのです。加えてチケットは何号車何番と日本語で表示されており外国人にはわかり難い。東京駅の乗り場が地下5階なのも不便です。しかも他から来た車両が連結するので外国人が慌ててホーム内を移動する光景が毎日見られます。

小夫 空港エクスプレスの定義は「ここに来る電車に乗ればすべて空港に行く」というものですが、その概念は東京駅にはない。N'EXは乗るべき電車を自分で見分けて判断しなければいけませんから初めて乗る外国人にはハードルが高いです。

日本は新幹線概念を世界に輸出しようとしたが、実は半世紀経ってもまだ輸出しきれていません。フランスのTGVは俗に「フランス新幹線」などと呼ばれることもありますが、在来線の線路を使っているのだから文字通りの「新幹線」ではない。概念を輸出あるいは輸入することは意外と難しいのです。それとは逆に、日本の空港エクスプレスとしてのN'EXは残念ながら香港やロンドンのそれに見劣ります。

沢柳 その他にもATMの問題があります。海外で発行されたキャッシュカードがメガバンクでは使えない。そのため慣れた外国人はセブン・イレブンを探します。セブン銀行は使えるためです。ゆうちょ銀行も使えます。メガバンクはこれまで圧倒的多数の日本人だけを相手にして数パーセントの外国人の不便には対処しなくても良かった。しかし宿泊では既に東京の25%が外国人です。

中山 オリンピックまでの5年間に改善が望まれ

ますね。では鳥井さんJ-REITをお願いします。

鳥井 J-REIT市場の2015年は堅調、高値推移が続くと思っています。長期金利が低水準なのはマーケットにはプラスです。一方オフィスの賃料は、募集賃料の上昇で新規賃料が上がっていますが、これが既存賃料の上昇にもつながり分配金上昇を実現できるかにポイントはあると思います。

あとは物件取得です。私は2014年と同程度の物件取得ができると考えます。09～10年、J-REITの資金調達環境が非常に悪く不動産を買えなかった時期に、私募ファンドが買っていました。それが5年を経て出口を迎えます。そこでしっかり買える外部成長も期待できます。

何より金融緩和が終わって長期金利が上昇することはJ-REIT市場にとって大きなリスク要因です。その時が来る前に内部成長、外部成長で分配金も上げられるだけの力を付けておく必要があります。私の試算ですが、長期金利が1%上昇する場合、J-REITのポートフォリオ全体の賃料収入が10%上がればオフセットできます。2014年10月末時点のJ-REIT全体のポートフォリオは、オフィスとホテルが50%を占めます。もし住宅・商業等で賃料が上がらなければオフィスとホテルで20%上げないと、全体としては10%上がりません。

沢柳 それは厳しいですね。

鳥井 その通りです。長期金利が上がるときのマーケット次第ですが、足元で低金利の恩恵で投資口価格が上がっている分、出口での対応を考えないといけません。

中山 今後の新規上場はどうでしょう。

鳥井 ヘルスケアREITは第1号が出ましたが、第2号、第3号が2015年にかけて出てきます。この分野のボリュームが広がると思います。

沢柳 スポンサーから投資法人への物件供給は今後どうでしょう。ホテルマーケットではフォートレスや星野リゾートが目立っていますが。

鳥井 2013年に比べて14年はスポンサーからの取得は少なかった印象ですが、全体としては7割

前後でしょうか。以前はスポンサーが開発した物件を投資法人が買うパターンが多かった。それに加えて、投資法人が直ちに取得できない不動産をスポンサーが取得するウェアハウジングも行われています。これを外部からとすれば比率は高まっています。たとえばインヴィンシブル投資法人ではスポンサーのフォートレスが投資法人のポートフォリオを拡大するために外部から買い、それを束ねて投資法人に売却します。星野リゾート・リート投資法人の場合は、星野リゾートが開発したものを投資法人へ移す。このようにパイプラインの活用の仕方は投資法人により異なります。

小夫 2015年は高水準とおっしゃいましたが、1,800を上回るのでしょうか。

鳥井 1,900～2,000まで行って欲しいと思います。ただ2014年は長期金利が0.5%割れに反応して価格が上がりました。これ以上の金利の低下を見に行くことはありません。今後は実際の賃料上昇

で分配金が増えるのを見にいかねばなりません。

中山 2012年から新規賃料は少しずつ上がり基調にありますが、既存の賃料は遅れていますね。全体の95%は賃料に動きがない。賃料改定も少しずつ上がる方向にあっても2年のかかります。しかし上昇期待はあっていいと思うのです。

鳥井 そう思います。長期金利と分配金利回りのスプレッドでは、年初が3.1%、現在2.8～2.9%です。スプレッド自体はそれほど下がっていない。長期金利は下がり分配金が増えているということですね。

中山 ありがとうございます。2015年がどうなるのか、それ以降はどうなのか。いくつかの示唆があったと思います。それを踏まえて2015年のマーケットが良くなることを期待して、本日は終えたいと思います。どうもありがとうございました。