

# 活況を呈するJ-REITと 事業用不動産マーケット

景況が復調を見せる今、不動産投資の現場にはどのような変化が起きているのだろうか。本稿では、CBREリサーチのデータに基づくアジアREITの状況、そして不動産サービス各分野におけるCBREのプロフェッショナルによる座談会の2部構成により、活性化するREIT市場の課題と展望を考える。

## アジアの成長を取り込み、拡大するREIT

アジア市場において、世界経済への懸念は残っているにもかかわらず、投資活動はさらに活発化している。アジア投資家がクロスボーダーな投資活動を継続的に進めていることに加え、欧米ファンドがアジアでの投資を再開したことが大きな要因である。

本論では日本への海外投資家の関心が高まる中、こうしたアジア投資の中核を担うREITの動きに着目しつつ、日本企業の海外展開が加速する環境下における、J-REITが果たすべき今後のあり方について述べる。

### 1 2012年までの動き

世界金融危機が勃発した2008年後半以降、アジアのREITによる域内事業用資産への活発な投資は続いている。2011年の投資総額は144億USDに達し、2008年の世界金融危機以前の水準に回復するとともに、7年ぶりの高水準を記録した。2012年もアジアREITは活発にポートフォリオを拡大したものの、欧米経済の不透明性による資金調達コストの問題から投資総額は118億USDと前年比18%の減少となった。

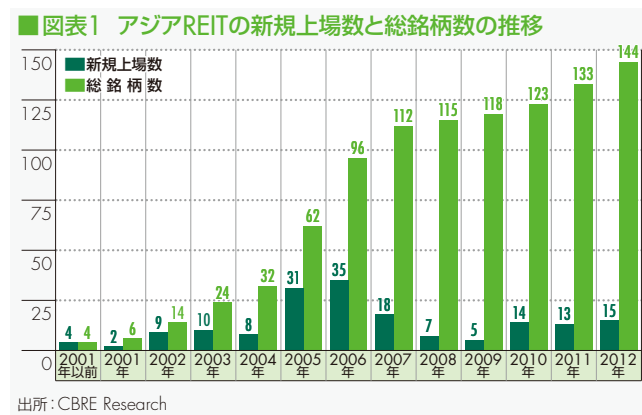
アジア地域の不動産投資総額にREITが占める割合は、2009年の11%から、2012年上半期には22%に上昇している。この地域で資産購入に最も活発に動いたのは日本およびシンガポールのREITで、2009年以降のアジアREITによる取得総額の53%と33%をそれぞれ占めている。J-REITは日銀が創設した資産買入基金によって勢いづいたが、シンガポールREIT(S-REIT)はアジア各地の資産を積極的に取得してポートフォリオの拡充を図る戦略が功を奏し、クロスボーダー取引の大半を占めて成長してきた。

2012年もこうした傾向は持続し、アジアのREITによる積極的な資産取得の姿勢が見られた。J-REITはさらに積極姿勢を強め、日銀の資産買入基金による下支えも引き続き奏功した。S-REITは海外

不動産への投資を活発に展開し、オーストラリア、中国、日本、マレーシア、韓国の物件を取得したが、自国市場の不動産に対しては選別傾向を強めている。

アジアREITの物件取得攻勢の背景には、投資コンフィデンスの高まりがある。直近の3年間、REIT市場が株式市場全体のパフォーマンスを上回っており、堅調な収益により高配当利回りが実現した。さらに、2010年以降、IPO(新規上場)が再び活発化したことで、アジアREITへの資本流入に弾みがつき、2013年も新規銘柄の上場が予定されている(図表1)。

2012年には、15銘柄の新規REITがアジアの株式市場に上場し、この地域におけるREITは144銘柄となった。2012年末時点での当該市場全体での時価総額は、1,330億USDに達した。



### 2 賃貸収入増によるREIT価値の上昇

2009年以降、アジアのREITの賃料収入総額は着実に伸びている。2007年からの景気後退局面で日本の賃料は伸び悩み個別不動産の賃料収入は減少してきたものの、多くのJ-REITが継続的に新規物件の取得を進めたことにより総賃料収入は増加した。

質の高い物件をポートフォリオに組み入れているJ-REITでは、耐

震性能に優れた東京地区のグレードAオフィスなどでの入居率の改善も、業績面での優位性に結びつく結果となっている。このように、J-REITでは、積極的な質の高い物件取得による外部成長戦略がその成長性に寄与しているといえる。

香港とシンガポールでも、2008年以前に上場したREITの総賃料収入は、直近の4年間で年平均7~8%の伸びを記録している。この二市場においては、賃料上昇の追い風もあり、2008年以降に上場したREITの場合も同様に大幅な増収を記録している。

香港REIT(H-REIT)は過去3年の間に、保有不動産のリノベーションやリブランディング、テナントミックスの強化などの資産価値増強策を講じ、ポートフォリオ価値の向上に努めている。

S-REITの場合は、成長の牽引力となったのは、積極的な資産取得戦略と市場全体の賃料上昇傾向であった。

賃料収入の増加に連動して、2012年にアジアのREITの投資口価格は大幅に上昇し、同時期の株式市場全体のパフォーマンスを10ポイント以上上回った。特に日本、シンガポール、香港のREIT指数は、いずれも30%以上の上昇を記録した。一方、これらの国の主要株式指数を見ると、市場心理の冷え込みや欧州債務危機の深刻化により、わずかな上昇幅にとどまった。

2012年、アジアでは景気見通しの悪化に加え、金融機関等の外資系企業のオフィス移転計画が棚上げになるケースが多く、オフィス需要は冷え込んだ。賃料の上昇率も大きく鈍化し、2012年のCBREアジアパシフィックオフィス賃料インデックスはほぼ横ばいに推移している。香港とシンガポールでは、オフィス中心地エリアのグレードAオフィス物件の賃料が2012年に入って低下傾向となり、東京の賃料は2012年の年初に下げ止まったものの、大量供給の影響で上昇に転じるまでには至らなかった。足元の厳しい市況を背景に、一部のREITは、J-REITの成長戦略に倣い、優良資産を取得することでポートフォリオを多角化する戦略にシフトしている。

### 3 広範な海外資産を組み入れるS-REIT

アジアパシフィックのREIT先進国である豪州(米国に次ぎ世界第2位)は、クロスボーダー投資が歴史的に非常に盛んで、投資先が規模の小さい自国市場だけに限定されないため、オーストラリアREIT(A-REIT)を通じた間接的な海外投資が容易なことに着目した海外投資家のオフショア投資を古くから集めていた。また、非常に透明性の高い金融市場が整備され、グローバルな資金還流手段が整っていたことも海外投資家が長期投資しやすい要因となっていた。

これに着目したシンガポール当局は、2002年のREIT市場創設以来、国内投資規模の限られたシンガポールを、豪州市場に見られ

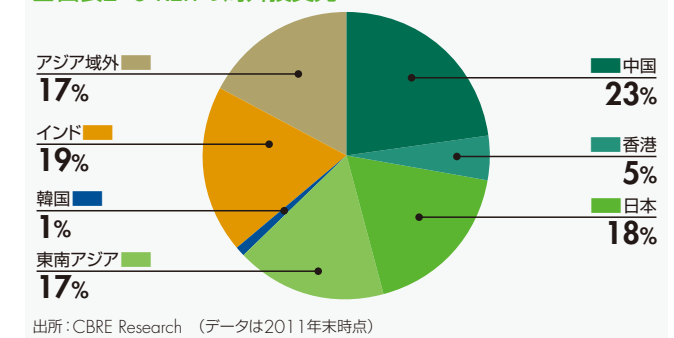
るようなクロスボーダーなREITセンターに発展させることを目指し、投資対象に地理的な制限は加えてこなかった。

その結果、S-REIT市場は、世界金融危機が最も深刻な段階を迎えた2009年には一時的に弱含んだものの、その後のアジアの成長にいち早く着目してそれを取り込もうと模索する投資家のニーズに応え、ライツイシュー※1による資金調達を梃子に国内外の資産取得に注力し、近年ますます世界各国の投資家からの注目を集めている。実際、上場S-REITの機関投資家および大口投資家の内訳を見ると、シンガポール国内の投資家の保有割合は全体の3分の1にとどまっており、北米の投資家が約半数を占めている。また、S-REITでは現在、ポートフォリオの時価総額の約4割が海外と、世界のREIT市場の中でも突出して高い。ポートフォリオは地理的な多様性に富み、不動産の大半はアジア圏内だが、17%は域外の英国、西ヨーロッパ、豪州に保有している。セクター別には、海外資産を保有するS-REITの戦略的投資先である小売、ホテル、住宅の比率が高い。

海外物件を所有するS-REITは、26の上場銘柄のうち17銘柄に上る(海外不動産のみに投資するS-REITは7銘柄)。この背景には、国内の投資用不動産の不足に加え、リスクの分散、参入市場の拡大、利回りの優位性などが近年求められていることが挙げられる。シンガポールドル高が追い風となったことや、海外展開しているスポンサーから海外投資物件の情報収集面での強力な協力支援が得られることも大きな推進要因となっている(図表2)。

さらに、最近の国内不動産の利回りの低さに投資家から懸念の声が上がり、これまでシンガポール国内優良物件に特化して魅力的な質の高さを保っていた規模の大きいS-REITが国内の物件を新規取得する妙味が薄れつつある。実際、国内でこれ以上の不動産を取得すると利回りの低下を招きかねないため、今後、高利回りが期待できる資産を求めるには海外に目を向けざるを得ない状況にある。ただし、シンガポール国内の賃貸需要が後退し、金融業界が拡大路線に慎重な姿勢を見せる中、新規物件を取得するのは高い買い物になるのではないかと懸念もある。

図表2 S-REITの海外投資先



※1)ライツイシュー、ライツオファリング: ライツ(=新株予約権)を既存株主に割り当て、株主は新株予約権を行使して金銭を払込み、株式を取得するもの。



# アジアの成長を取り込み、拡大するREIT

# Asia REIT ViewPoint

## 4 利回り上昇が物件取得の活性化要因に

2012年を通して、アジアのREITの新規物件取得意欲は依然として旺盛であったが、欧州の債務危機問題や域内の景気見通しの悪化などに対する投資家の懸念は払拭されず、取引量はわずかながら減少した(図表3)。アジアREITの投資総額は69億USDで、2012年にアジアで資産購入に最も活発だったのは日本およびシンガポールのREITで、両者の合計資産取得額は89億USDと、全アジアの投資額の4分の3に上っている。

配当の高いアジアのREITに対する投資家の関心は高く、2011年からの利回りの上昇はアジアのREITによる物件取得活動の大きな原動力であった。実際2012年上半期におけるアジアREITの加重平均配当利回りは5.8%で、10年物国債利回りを4.4%も上回った。配当利回りは2012年下半期には5.1%と、上半期から若干低下したが、これは投資口価格の上昇によるもので、配当そのものは多くのREITで継続的に増加している。

しかしながら、結果として現在のREITの利回り水準は、アジア市場の優良不動産への直接投資利回りを上回るため、優良オフィス物件をREITのポートフォリオに組み込むことが利回りの低下を招くおそれもある。このため、物件取得の中心はオフィスではなく、リテールや物流が主流となっている。

アジアREITによる堅調な投資活動に伴い、新たな資金調達ニーズが発生しつつある。主な資金源は内部調達とエクイティ資金調達である。不動産証券化協会によれば、2012年にJ-REITが調達した資金は5,920億円となった。正味調達額の内訳は、IPOによる

ものが3,510億円、上場後の公募増資によるものが1,450億円、債券発行によるものが960億円であった。

## 5 アジアREITの新規IPOの傾向

2010年以降、アジアのREIT銘柄の新規上場が再び活発化しており、現在もこの傾向は続いている。特に、2012年には、上場した15銘柄のうち4銘柄はJ-REITで、日本市場では2007年10月以来のことであった。調達額は合わせて5,240億円超で、このうちGLPとアクティブ・プロパティーズはJ-REIT史上2番目と3番目に位置する大きなIPOであった。また、年後半に相次いで上場したGLPと大和ハウスリートはJ-REITの物流セクターを飛躍的に拡大させた。2013年に入っても、日本プロロジスリート法人等のREITの上場が継続しており、この傾向は今後当分持続すると見られている。

日本ではまた、私募REITが機関投資家からの注目を集めており、特に年金関連のファンドにとっては、株式市場のボラティリティの影響を受けずに利殖が見込める格好の投資先となっている。

日本で最初のオープンエンド型私募REITは、2010年に野村不動産が立ち上げているが、その後、三菱地所、三井不動産、ゴールドマン・サックスなどの設立した資産運用会社も次々と私募REITに参入している。その一方で、従来どおり上場型のREITを設立することで、多額の資金を幅広い投資家層から調達することを目指す投資法人も存在する。

シンガポールにおいては、複数の不動産会社が新たなREITの設立を検討していると発表したものの、2012年のS-REITの新規上場はホテル物件への投資に特化した2銘柄にとどまった。これは世界経済が不調に陥る中、投資家がリスクプレミアムの上乗せを求めた結果上場が延期を余儀なくされたためである。オフィス物件に対する投資需要は依然根強いが、その一方で、投資家は賃貸需要の減退により低迷が見込まれるオフィスよりも高いパフォーマンスの可能性を秘めたセクターに特化したS-REITを物色している。

現在アジアへの観光渡航者数は大幅増となっていることを背景に、アジアの堅調な内需による恩恵を最も享受しやすいホテルや商業施設などの物件を重視するS-REITの上場が今後も予定されている。

## 6 アジアREITの将来展望

アジア経済は今後さらに減速する見通しで、賃料値上げによる総合的な成長が難しいことを考えれば、アジアREITの当面の成長戦略はここ数年のJ-REITのように資産取得に重点を置いたものとならざるを得ない。その場合、新たな資産取得の原資として今後

比重が増すと考えられるのはエクイティファイナンスの活用である。アジアREITのIPOは再び活発化すると見られている。また、2012年にアジアREITの利回りが低下したとはいえ、国債利回りとのスプレッドは依然として大きい。このため、安定して高い利回りを期待できる投資案件として、REITに対する投資家の関心は今後も持続するであろう。

アジア諸国では外国人による不動産の保有が制限されている国も多いため、アジア地域の不動産市場を物色する投資家がREIT保有に向かう傾向も、当面堅調に推移するものと予想される。

アジアREITによる積極的な資産取得は今後も続くと見込まれるが、その一方で、利回りの向上や世界経済減速の影響回避が重要な判断基準となりつつあることから、新規の資産取得にあたっては選別傾向が強まることが予想される。

## 7 今後の成長戦略としてのJ-REITの海外展開

S-REITが引き続き海外不動産を積極的に取得し、H-REITも中国本土等香港外の資産投資への橋渡し役としての機能を拡充しているのに対し、日本では2008年に海外不動産への投資が解禁されているにもかかわらず、J-REITへの海外資産の組み入れは実現していない。

現在、海外不動産投資においては、不動産所在国の非居住者に対する不動産保有規制等の法制度上の問題や、様々なリスクマネジメントの観点から、直接投資ではなくSPC等の投資ビークルを利用した投資が一般的だが、現在のJ-REITの制度ではこうした投資ビークルへの支配的持分投資が認められていないためである。

グローバルなREIT制度ではビークル投資が認められていない日本の法制度は異端となっていることから、その他種々の課題も含めて包括的に検討する場として、2012年3月に金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ」が立ち上げられた。2012年12月には同ワーキンググループによる最終報告が公表され、ビークルの株式に係る過半数の議決権保有を認めるなどの方向性が提言された。2013年の法改正に盛り込まれ、税制も含め見直されることが期待されている。

近年のアジア経済の成長は目覚ましく、リテール業者や製造業など多くの日本企業がアジアへの海外展開のために実際にビークル投資を利用して現地の不動産を保有している。このため、上記が実現すれば、日本企業がすでに投資済みのオフィス、商業施設、物流施設などをJ-REITが取得できるようになり外部成長の追い風となる一方、事業会社にとってはバランスシートの改善と更なる事業展開のための資金充当にも寄与できることになる。

※2) ステープル・ストラクチャー：REIT証券と運用会社のスポンサー企業株式を一対でステープル(ホチキスどめ)して取引する条件。この結果、両者を個別に取引できないため、利益相反の問題がなくなる。

J-REITが日本企業の海外保有不動産ポートフォリオを取り込むことは、日本企業の海外展開を応援しつつ、アジアの成長をわが国の低迷する金融・資本市場に取り込むことにつながる。投資家も、J-REITを通じてアジア不動産への長期投資に容易にアクセスできるようになることから、J-REITの魅力を高める手段として非常に有効と考えられる。

また、欧米で主流の内部運用型ではなく、投資法人による外部運用型を採用しているために、スポンサーと運用会社との間の利益相反等ガバナンス上の課題もしばしば指摘され、海外の投資家からは、他国と比較して、成長性や財務マネジメント力において制度的に劣後しているのではないかと指摘もある。

アジアパシフィックのREIT先進国である豪州では、外部運用型REIT特有の課題を乗り越えるため、古くから法的枠組みで投資家への説明開示を義務付け、かつステープル・ストラクチャー※2の採用により実質的に内部運用と同様の体制を確保するなど、資産運用業のガバナンスを充実し監督・育成してきており、この結果、国内外の年金、機関投資家、個人投資家層からの資金を多方面に取り込んでいる。

豪州同様に外部運用型のS-REITでも、欧米投資家向けに投資主総会の定期開催など近年ガバナンスの強化を図っており、かつ、内部運用型REIT創設の議論も始まっている。

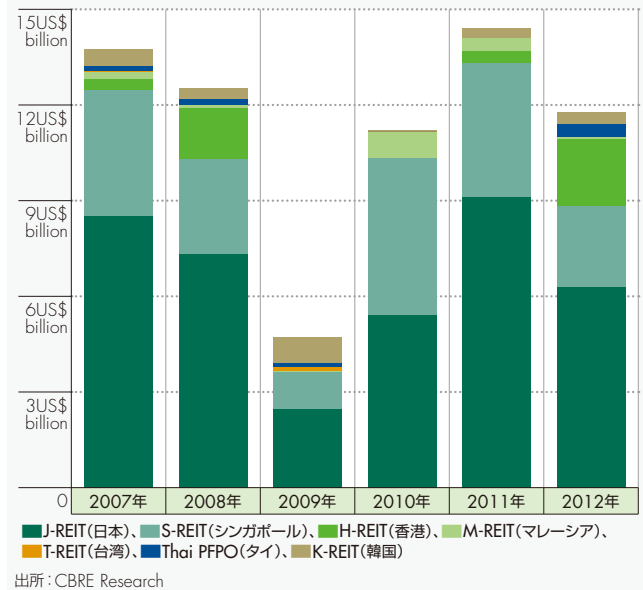
また、J-REITは現在、ライツオフアリング、無償減資、自己投資口の取得が不可能なため、金融・資本市場の変化に対応した適切な資金調達や資本政策の実施が制限されている状態にあるが、これらについても、先述のワーキンググループの最終報告に見直しの提言が盛り込まれたことから、投信法改正案に盛り込まれる見通しである。このようなJ-REITの新たな資金調達手段および資本政策手段の多様化が実現すれば、投資家へのアナウンスメント効果に加え、実際のバリュエーションの改善も見込まれ、より円滑な増資や物件取得によるREITの規模拡大の加速も期待できる。

J-REITがグローバルに確立したREITスタンダードに向けて制度を改善し、国際競争力のある形に進化すれば、海外投資家の関心をさらに高め、金融だけではなく不動産の投資家も呼び寄せる1つの武器になることは間違いない。

こうした点でも、投信法改正は、今後のJ-REITのさらなる成長の鍵であり、大いに期待するところである。

■ 本章に関するお問い合わせ先  
**CBRE リサーチ** | Tel: 03-5470-8738  
 mail: info-research@cbre.co.jp

■ 図表3 アジアのREIT上場国別取得額の動向





座談会

# 「今再び注目されるJ-REITに見る 投資マーケットの動向と今後の展開」

事業用不動産を熟知したCBREのエキスパートが語る、  
活況を呈するJ-REITとそれを取り巻く不動産マーケットの現状、今後の課題とは  
(2013年4月19日 収録)

出席者《登場順》



矢島 祥裕(司会)  
Yoshihiro Yajima  
クライアントソリューションズ  
エグゼクティブディレクター



市岡 妙子  
Taeko Ichioka  
テナントレプレゼンテーション  
ディレクター



豊原 一雅  
Kazumasa Toyohara  
コンサルティング本部  
アソシエイトディレクター



二瓶 博和  
Hirokazu Nihei  
リサーチ  
ディレクター



谷川 雅洋  
Masahiro Tanikawa  
キャピタルマーケット  
マネージングディレクター

## 需要の伸長に支えられ ビルオーナーの姿勢に変化も

**矢島** ▶景気の好転ムードを背景に、東京では幅広くオフィスの空室消化が進み、グレードAビルの新規需要量もここ5年間の四半期ベースで最大水準となる等、今まさに賃貸不動産マーケットが大きく変化しようとしているという雰囲気があります。現場ではどのように感じていますか。

**市岡** ▶オフィスマーケットに関して言えば、短期間で著しく変化したという印象ですね。私は主に日本における海外企業様のオフィスを担当しており、企業サイドに立って、拠点戦略立案から交渉まで携っています。主に東京のグレードAの物件を扱うことが多いのですが、すでに一等地のオーナーにおいては、新規募集の価格を引き上げたり、既存テナントの退室防止策として継続賃料を下げる割合も低くなってきているようです。

**豊原** ▶私はコンサルティング部門でクライアントに向けた調査・レポート業務を担当しているのですが、当部では、延床面積500坪以上のオフィスビルの空室率は、東京23区全体で2016年までは緩やかに低下していくと見ています。賃料に関しても、昨年末を基準とした場合、23区全体平均で2割程度上昇すると予測しています。グレードAクラスビルについても同様に上昇基調で推移すると見えますが、2017年に想定されているオフィスビルの大量供給によって、その後はやや停滞することがあるかもしれません。ただ、当部のこの予測はGDPの予測値に連動する部分もあり、採用しているGDPの予測値にはまだアベノミクスの影響は織り込まれていません。そのため、現実にはもう少し上振れする可能性もあると思います。

**矢島** ▶先日発表された地価公示が思ったほど上がっていないという声がマーケットから聞こえて来ますが、これも1月1日時点の

数字で、まだ新政権による経済対策等による影響が現れていなかったことも一因と思われますね。

**市岡** ▶地価公示や平均賃料データには未だ価格の上昇傾向は見取れませんが、現場で営業を担当する者としての肌感覚で言えば、優良な空室は日を追うごとに成約が増加しており、グレードAビル等の大型取引においては、極端な減額はあまり見られなくなっていると感じています。また、フリーレントの期間も同様に、徐々に短縮されているように思います。オーナーにとってブランドバリューが高い優良テナントを誘致したい希望は依然として強いものの、従前のように条件を丸呑みするような柔軟な条件の提示は減ってきているように感じます。

**豊原** ▶ただし、中小規模クラスのビルで言うと、「上向いている」と言う人と「変わっていない」というオーナーとそれぞれです。運用しているビルの所在するエリアによって、その差が出ているのかもしれませんが。総体的には改善方向に向かっているが、全体が上げ基調に乗っているわけではないということでしょうか。

**市岡** ▶そうですね。同じオーナーでも、空室率が高いビルと、稼働率が高いビルでは対応が違います。

**二瓶** ▶私はリサーチ部門で事業用不動産の市況を調査、分析しています。経済指標については、日本経済研究センターによる実質GDP成長率予測の発表が5月に出るので、そこで上方修正される可能性が高いと思います。安倍新政権発足後の様々な金融政策やマーケットセンチメントの好転が予測に反映されるはずですが、円安も加わり企業収益にもプラス要因が多くなっています。ただし、ロングタームの予測への好影響が大きくなるのには少し時間がかかると思われます。

**矢島** ▶現在の景況感と実際の経済成長には乖離があるということですね。ただ、企業マインドは確かに上向いており、オフィスマーケットを見ると、短期的には都心のグレードAクラスビルはもちろん、全般的には改善傾向にあると言えるでしょう。

## 活況のJ-REIT市場 その現状と課題

**矢島** ▶不動産マーケットが好況に転じる中、今、注目されている

のがJ-REITです。J-REITは2001年の初上場以降、紆余曲折はあったものの、現在では39銘柄まで増加しています。また、リーマンショック後には700~900まで落ち込んでいた東証REIT指数が、昨年末から急激に跳ね上がり、3月下旬には一時1,700を超えるまでに上昇しています。こうした市場の活況についてどう見ますか。

**二瓶** ▶私は、日本の不動産マーケットはJ-REITがスタートした2001年9月10日を境に、大きく躍進したと考えています。それまでの環境が整っていなかった状況が大きく変化して、今では収益やリターンを測るキャップレートやIRR(内部利益率)といった概念が一般にまで浸透してきました。その原動力がJ-REITだったと言えるでしょう。

**豊原** ▶J-REITができたことで、それまでは日本ではグレーだった賃貸借契約の内容や個々の経費の内訳、アセットタイプ別のキャップレートの水準など、いろいろなことがクリアになったと思います。調査の仕事がしやすくなったのは間違いありません。

**谷川** ▶私の所属するキャピタルマーケット部門では、売買仲介、ホテル事業、コンサルティング、不動産鑑定などの4つのサービスを提供しています。J-REITはアベノミクスを契機として好況感が顕著になったように見えますが、その背景には海外の要素も大きく関わっています。これまで、リーマンショックの影響を受けなかった中国や東南アジアが順調に成長して、例えばS-REIT(シンガポールREIT)の価格がどんどん上昇していました。一方、J-REITはリーマンショック以降の4年間、NAV(ネットアセットバリュー)が10~20%くらいのディスカウントで推移していました。それが現在約1.4倍と一気に上がっているのは、日本のファンダメンタルズが変わるという期待感もありますが、同時に欧州の経済危機によって、中国や東南アジアの輸出にブレーキがかかり、経済成長のスピードが鈍化した結果、資金が割安感のある日本の不動産マーケットに流れしてきたことも背景の一部としてあります。そのタイミングとアベノミクスがたまたまリンクしたという感じですね。確かに円ベースで見ると昨年末に比べて東証REIT指数は5割ほど上がりましたが、ドルベースで見ると円高のピークから25%くらい円安になっていますので、それほど過熱感はないようです。当初の火付け役は海外からの資金でしたが、足元は海外投資家の買いが一服し、国内の個人投資家の資金が投信などを通じてJ-REIT市場に流れ込んでいるようです。

**矢島** ▶現在の好況が外的要因によるところが大きいとすると、J-REITが発展していく上で課題はどこにあるのでしょうか。



**二瓶** ▶ 海外、例えばUS-REITと比較すると、1つはJ-REITにはトロフィーと言える超グレードAの物件が入っていないこと。もう1つはアセットの中で、オフィスの比重が6割と高いことです。アメリカでは、例えばシニアハウジング(高齢者向け住宅)が2割もあるのに、日本は1%に満たない。インフラ施設でも、空港、港湾施設や道路など、もっとアセットクラスを拡大していくといいと思います。J-REITの取得資産は約10兆円ですが、日本の事業用不動産の資産規模は200~300兆円と言われています。まだまだ国内に取得できる不動産がたくさんあると思います。

**谷川** ▶ 資金調達の面で言うと、マーケットが回復しているとは言っても、投資法人債やJ-REITの投資口などのパブリックマーケットは順調ですが、私募の世界ではリーマンショック以降、CMBS(商業用不動産担保証券)は停滞したままの状況です。本当の意味で資金が不動産マーケットに潤沢に提供されて、マーケットが発展するためには、これをどう復活させるかが鍵でしょう。もう1つは私募ファンドの流れです。最近では私募REITが5件組成されていますが、ここに年金などの資金がどれだけ入ってくるかに注目しています。

**矢島** ▶ 海外や個人投資家の資金は流入していないのですか。

**谷川** ▶ 現在は流動性が極めて限られたプロダクトなので、個人や海外投資家は入っていません。ですが、銘柄が増えてきて、セカンダリーマーケット(既発行の有価証券の取引市場)で流動性が出てくれば投資家層も拡大するでしょう。私募REITのマーケットがどれだけ大きくなるかが、これからの国内不動産投資マーケットの発展の一要素になるのではないのでしょうか。

**矢島** ▶ J-REITの指標は上昇しているけれども、実際は外的要因が大きい。だから、資金の出し手の多様性が課題ということですね。

**谷川** ▶ はい。CMBSは、ピーク時は年間2兆円くらいありましたが、一部の機関投資家に偏ったマーケットだったことが、なかなか復調できない要因の1つになっています。ですから、資金の出し手の多様性として、裾野を広げていかないと、健全なマーケットは復活しないでしょう。

### アセットの多様性を担う、物流、リテールのマーケット

**矢島** ▶ 先ほどアセットの多様性という話が出ましたが、オフィス以外では、現状はどのような動きになっていますか。

**二瓶** ▶ 物流不動産は、しばらくは堅調でしょう。この4月からは供給が増えますが、空室率が上がるとしても限定的と予測されます。2015年以降の供給量の詳細はまだ分かりませんが、そもそも昨今の物流施設で必要とされる大型用地が、なかなか出てこないことが課題ではあります。賃料水準については、先日、物流J-REIT大手が既存テナントの更改で契約賃料を引き上げたと公表したことが話題になりました。

**矢島** ▶ 物流施設は比較的安定したアセットで、賃料もキャップレートもブレが少なかったと思います。ここ数年は、物流施設に対する投資選好性の高まりから、キャップレートが徐々に下落し、それに伴いバリューが上がってきたわけですが、特にこれからはキャッシュフローを上げていくというステージに入ってきたと言えるのでしょうか。

**二瓶** ▶ J-REITの最大の功績は、相場をオープンにしたことですから、ややクローズだった物流施設のマーケットも、こうしてオープンになるのはいいことでしょう。本来、効率的な物流施設に入って、それで物流コストが下がれば、そのベネフィットのある部分はオーナーが取ってもいいはず。コストの削減は荷主にとっては大きな命題ですが、きちんと削減できた3PLにはそれだけのメリットがあり、その3PLと契約している施設の賃料が上がるというWIN-WINの関係になるべきです。

**矢島** ▶ 確かにファシリティとしては、一昔前と比較して格段に



効率が良くなっているのですから、単純に坪いくらという感覚では、賃料を語れない部分が多いですね。

**二瓶** ▶ そうです。本来、物流施設の賃料は、オペレーションコストを基準に決めるべきなのでしょう。その意味でGLPやプロロジスがJ-REITを上場したことで、透明性が増して、より妥当性の高い賃料相場が形成されるようになればいいと思います。彼らが上場して、2,000億円を超える資産規模となったことで、発言力も大きくなり、業界をリードする立場も徐々に明確になってくるでしょう。

**豊原** ▶ そう言えば、物件の供給という面では、最近、日本ロジスティクスファンド投資法人が自社所有物件を再開発するという動きがありましたね。J-REITの中ではほぼ初と言ってよい試みでしょう。

**二瓶** ▶ 大手がそういう取り組みをしていくと、物流施設は魅力的なマーケットになるでしょうね。

**矢島** ▶ では、リテールの動きはいかがですか。

**市岡** ▶ 日本の景況がまだ上向かない昨年、ハイエンドの海外ブランドがフラッグシップの出店先を探しているという問い合わせ

せが多くありました。銀座の店舗=アジアの旗艦店というイメージが強く、実際に、日本進出1号店を多く手がけています。その分、賃料も高水準となっていますね。

**二瓶** ▶ 社内のリテール専門部署の話では、かなり底堅いようです。特に銀座には物件がない。

**豊原** ▶ 最近、コンサルティング部で銀座エリアの分析をしました。「銀座」駅の乗降客数で言うと、定期券所持者は微増ですが、定期券利用外の乗降客は減っているらしいのです。JRの利用者の増減が分からないため正確なことは言えないのですが、減少の大きい地下鉄の路線とそれほど減っていない路線との差は、郊外にできた大きな商業施設も要因の1つではないかと考えられます。その他、消費者の行動パターンが変化していることや、外国人観光客(バス利用が主体)の売上に占める割合が増えていることも関係があるかと思います。

**二瓶** ▶ 定期外の動きは景気に連動するので興味深いですね。ただ、投資マーケットとしては、郊外型施設の動向が一番のポイントとなるでしょう。

**谷川** ▶ リテールは二極化しているようです。海外投資家の視点





に立つて言うと、銀座と表参道にニーズが集中して、そこから少し外れると渋谷でも興味がないというくらい、エリア特定型のニーズが強いですね。メインを外れるとどんなに繁華性があってもプレミアムを感じないので、投資マインドが落ちるようです。一方で、郊外型施設を中心としたJ-REITやS-REITの動きも出てきており、リテールセクターの動向が脚光を浴び始めています。

### 日本企業の海外資産開発と海外物件取得の可能性

**矢島** ▶このところ、日本のデベロッパーによる海外資産開発の動きが活発化していますね。J-REITも海外の資産をポートフォリオに組み入れるという可能性も耳にします。

**豊原** ▶コンサルティング部門のクライアントは、デベロッパーや不動産投資家、金融機関、官公庁など多岐にわたりますが、当部への調査依頼は現実のマーケットの動きに先行する傾向を持っています。今日は「今後の不動産マーケットの動向」という趣旨でしたので、ここ2~3年の調査依頼の割合がどう変化したかを調べてきました。結果は、属性をデベロッパー、J-REIT、私募ファンドの3つに分けると、2011年にはデベロッパーに対してJ-REIT、私募ファンドからの割合が少なく、昨年にはJ-REITからの調査件数が大きく増加、今年はJ-REITは現状維持、私募ファンドの依頼が昨年より増えているという状況です。先ほどの日本のデベロッパーによる海外進出の動きについては、大手不動産会社や商社からの海外の不動産マーケットの動向についての調査依頼は2010年頃から始まり、2011年に本格化しています。対象とする国は東南アジアが多かったですが、それらの企業の多くはその後、積極的な展開を図っているようです。

**市岡** ▶企業の海外進出における対象エリアに関する直近の動きとして、これまでの中国やインドから、東南アジアのベトナム、インドネシア、マレーシア、ミャンマー、フィリピンなどに軸足は動いているようです。

**矢島** ▶それでは、海外の先進国に対する投資動向はどうでしょうか。

**谷川** ▶先進国の大都市の物件に投資する例は増えていますが、まだまだ一部の企業に限定された動きになっています。また、投資

対象となっている都市も限定的で、今のところ各企業とも慎重に検討されている模様です。ただし海外市場調査に関する当社への依頼件数は増加傾向にあり、海外投資に対する潜在ニーズは高まってきているという印象です。

**二瓶** ▶過去に日本のデベロッパーが取得した物件でも、J-REITに組み込めるような超グレードAクラスの物件がありましたが、投資家に説明できるところまでは、まだ成熟していなかったものと思われる。

**矢島** ▶日本では2008年からJ-REITの海外不動産への投資が解禁されていましたが、未だ実現はしていません。ただ、今年の通常国会で実質解禁の法案が成立すれば、状況は変わるでしょうか。

**谷川** ▶昨年、外資系数社が海外のアセットだけのJ-REITを検討していました。税制等の問題があって実現しませんでした。その動機は、日本の個人投資家にアクセスすることでした。彼らは海外に太いパイプを持っているので、その強みを活かした商品を日本で展開しようとしていたのです。そういった意味では、今後、新たなコンセプトを持ってJ-REITに新規参入するプレイヤーが出てくる可能性もあるかもしれませんね。

### 多様化する不動産マーケットをグローバルにサポート

**矢島** ▶今後のJ-REITマーケットはようになっていくか、またどうなるべきかと思えますか。

**二瓶** ▶まだまだ日本では自社保有の不動産が多いので、事業用不動産、特にオフィスビルが、投資と保有、そして運用に一段と分化していく、その中でJ-REITの役割がどんどん増していくのが、これからのマーケットではないでしょうか。

**谷川** ▶今後への期待感として、マーケットが広がるためには、国内の資産はもちろんですが、先ほど触れたように、海外アセットを組み入れたJ-REITの登場が望まれますね。1社が始めれば、他も追随する可能性は高い。海外不動産に関するノウハウをどうやってJ-REITの運用会社が蓄積していくのか、為替変動に伴う配当金のボラティリティをどうやって抑えていくのか等、ハードルは相応にありますが、海外アセットの動きが注目されることでしょう。

**矢島** ▶既存のJ-REITはもちろん、新しい形態にしても、あるいはデベロッパーにしても、海外での投資や開発の現状を見ると、当社CBREが協力できるところは大きいと思われます。それぞれの現場での今後の展開については。

**豊原** ▶はい。最初のステップでは我々コンサルティング部門が関わることが多いと考えられますので、当社のグローバルネットワークを駆使した調査に基づくコンサルティングを実施し、クライアントのニーズに応えられるようにしていきたいですね。

**谷川** ▶キャピタルマーケット部門では、前述の通り、売買仲介、ホテル、コンサルティング、鑑定分野でサービスを提供していますが、単純に1プロダクトとして提供するのではなく、各分野が有機的に連携しながら相乗効果を出していきたいと思っています。その中で、金融分野において、私募ファンドの組成や海外投資家が日本進出する際のデットのアレンジメントなど、プラスアルファのプロダクトを作っていくのが私の役割であると考えています。

**矢島** ▶海外不動産に投資するにあたって、これから我々に期待されるのは、海外マーケットの情報を逐次、投資家に開示していく業務とともに、単なるアドバイザーではなく、投資判断をするための一翼を担うということでしょう。その国のマーケットでは何が起きているのか、不動産取引における慣習はどうなっているか、ということまで踏み込んだアドバイスが必要とされると思います。

**谷川** ▶海外の投資家は、不動産を購入する際に、自分たちの投資のベンチマークは持っていますが、実際に買う時には客観的なデータを踏まえたうえで、投資妙味としてのエクイティ・ストーリーを求めてきます。その要望に的確に応えられるかどうか、今後の当社のテーマでしょう。CBREは世界中の主要な都市に拠点を展開しているため、日系企業のアウトバウンド、外資系企業や海外投資家のインバウンド双方の後押しができることが強みですから、グ



ローバルな不動産マーケットという広い視点でサポートをしていくことが重要です。

**二瓶** ▶私の担当するリサーチでは、調査データに加えこれまで以上にフォワードルッキングな予測や見方を公表し、マーケットでのプレゼンスを上げていくことにも力を注いでいきます。それぞれの企業の不動産や不動産マーケットに対する経営判断にできる限りプラスになるような情報・分析・見方の提供に努力していきます。

**市岡** ▶景況の回復に伴い、今後は日本企業の海外進出が一層加速することが予測されます。国内のクライアントの海外進出を、他国のCBREのメンバーと協働し、不動産戦略の面から支援していくために、高質なサービスを提供する基盤をさらに強化していきたいと思っています。

## シービーアールイー株式会社

■大代表 Tel: 03-5470-8500  
 ■URL <http://www.cbre.co.jp>  
 ■Mail [Info@cbre.co.jp](mailto:Info@cbre.co.jp)

シービーアールイーは世界300ヶ所以上の拠点を有するCBREグループの日本法人として、国内最大級のデータベースと経験豊富なコンサルタントによって、企業様の不動産課題に、最適なソリューションをご提供いたします。