

2014

6

June

# Topics

## 不動産トピックス

### トピックス1

用途、地域による投資用不動産の  
賃貸収入、価格の変動の違い…………… 2

### トピックス2

2013年度のオフィスビル売買取引額は  
1兆5,477億円に…………… 6

### マンスリーウォッチャー

2014年の既存J-REITの物件取得額は  
1兆2,000億円程度と予想…………… 8

# 用途、地域による投資用不動産の賃貸収入、価格の変動の違い

今後の景気回復局面で東京都心部の大型オフィスビル等に賃貸収入や価格の上振れを想定する投資家が多いと思われそうですが、売買取引市場での品薄感が強く、物件取得は難しい状況です。ここ数年、従来の主な投資対象であるオフィスビルや賃貸マンション以外の用途への投資や郊外、地方物件への投資が増加しています。これらの物件は賃貸収入や価格の大きな上振れは見込みがたいものの、下振れも小さいという側面があり、不動産投資に安定収益を求める場合には選択肢の一つとなりえます。本稿ではJ-REITが保有する物件の運用データを用いて、用途、地域によって賃貸収入、価格<sup>※1</sup>の変動がどの程度異なるか、特に下振れ(2008年以降の不動産マーケットの下落局面における賃貸収入、価格の下落率)の観点から分析(ケーススタディ)を行いました。

## 投資用不動産の対象用途、対象地域の分散

J-REITでは2012年以降、物流施設を主な投資対象とする投資法人が複数上場したのに続き、昨年は旅館を組み入れた投資法人が上場、今年が高齢者向け住宅・施設等を主な投資対象とする投資法人の上場が複数計画されており、用途の多様化が進んでいます。都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」において、不動産ファンド<sup>※2</sup>が取得した物件の建物用途別取得額構成割合は従来の主な投資対象であるオフィスビルと賃貸マンションの2つの用途の割合が低下し、代わって商業施設、物流施設、宿泊施設等の割合が増加しています[図表1-1]。また、投資対象地域は東京都中心の傾向が弱まっています[図表1-2]。

対象用途、対象地域が分散している背景としては、物流施設のように投資対象として後発であった用途への投資が拡大してきた側面(物流施設は郊外立地が多いため地域分散にも寄与)と、不動産投資家の投資意欲が旺盛で東京都心部の大型オフィスビル等を中心に

売買取引市場での品薄感が強まり、他用途や郊外、地方へ投資がシフトしている側面が考えられます<sup>※3</sup>。

以下、J-REITが保有する物件の運用データを用いて、用途や地域によって賃貸収入、価格の変動がどの程度異なるか分析を行いました<sup>※4</sup>。分析対象期間はリーマンショックの直前期(2008年上期)を起点とし、下振れに焦点を当てています。

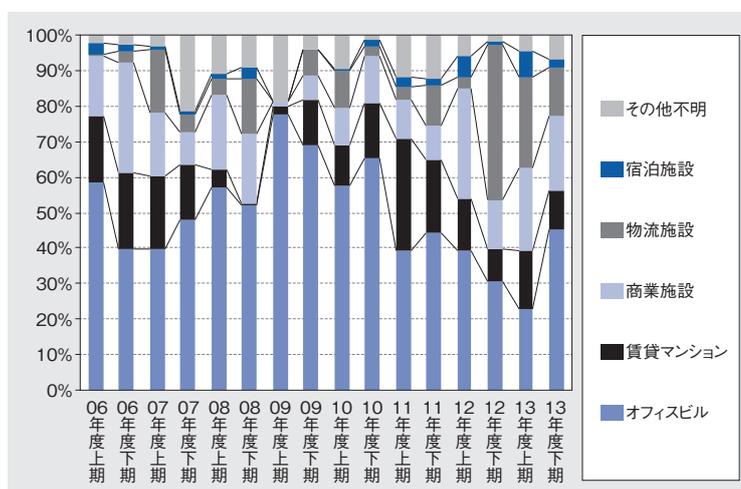
※1：本稿では期末鑑定評価額を用いて分析。

※2：本稿ではJ-REIT、SPC、私募REITの合計をいう。

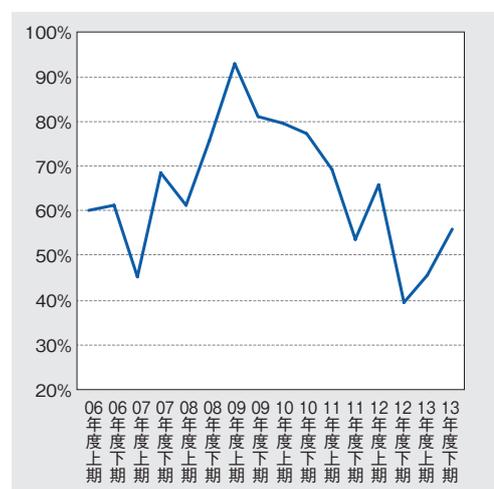
※3：後者については不動産投資市場が過熱していたリーマンショック前の時期(2006～2007年度)にも同様の傾向が見取れる(図表1-1、図表1-2参照)。

※4：賃貸収入は直近1年間の収入、価格は期末鑑定評価額、キャップレートは期末鑑定評価で使用されたキャップレートを用いて分析した。対象物件は2008年上期以降、データが継続して得られ、かつ追加取得がない物件を対象とした。合併等により投資法人間で移管があった物件は対象外とした(介護付き有料老人ホームについては例外として対象とした(P4の※10参照))。商業施設は都市型商業施設(都心商業地に立地した施設)と郊外型商業施設(郊外に立地し、主にGMS(総合スーパー)等がテナントとして入居する施設)に区分した。

[図表1-1] 不動産ファンドの建物用途別取得額構成割合



[図表1-2] 不動産ファンドによる東京所在物件の取得額割合



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」  
(不動産ファンドはJ-REIT、SPC、私募REITの合計。国内物件対象)

## 対象用途による賃貸収入と価格の変動の違い

### オフィスビルと賃貸マンション、 商業施設の比較

「東京都心5区」、「東京周辺区および都下」、「政令指定都市」の別<sup>※5</sup>に、オフィスビルと賃貸マンション、都市型商業施設<sup>※6</sup>の賃貸収入、価格の下落率(2008年上期=100とした場合の2013年下期までの最大下落率。以下、単に下落率という。)を比較しました。

東京都心5区では賃貸収入の下落率はオフィスビル21%、賃貸マンション13%、都市型商業施設6%、価格の下落率はオフィスビル24%、賃貸マンション21%、都市型商業施設17%で、賃貸マンションの賃貸収入と価格の下落率はオフィスビルの下落率に対し、それぞれ64%、89%の水準となっています。また、都市型商業施設の賃貸収入と価格の下落率はオフィスビルの下落率に対し、それぞれ30%、72%の水準で、賃貸収入、価格とも、オフィスビルより賃貸マンション、都市型商業施設の方が下振れが小さい結果となっています[図表1-3]。

同様に、東京周辺区および都下では賃貸収

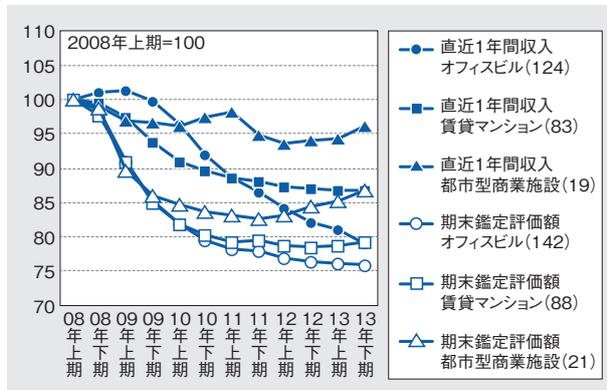
入の下落率はオフィスビル17%、賃貸マンション5%、価格の下落率はオフィスビル24%、賃貸マンション15%で、賃貸マンションの賃貸収入、価格の下落率はオフィスビルの下落率に対し、それぞれ29%、62%の水準<sup>※7</sup>[図表1-4]、政令指定都市における賃貸収入の下落率はオフィスビル18%、賃貸マンション3%、価格の下落率はオフィスビル28%、賃貸マンション17%で、賃貸マンションの賃貸収入、価格の下落率はオフィスビルの下落率に対し、それぞれ15%、63%の水準となっております<sup>※7</sup>[図表1-5]、東京周辺区および都下、政令指定都市では賃貸マンションの下振れの小ささがさらに目立つ結果となっています[図表1-6]。

※5：東京都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区、東京周辺区および都下は東京都心5区以外の東京都を指す。政令指定都市は全国の政令指定都市を指す。

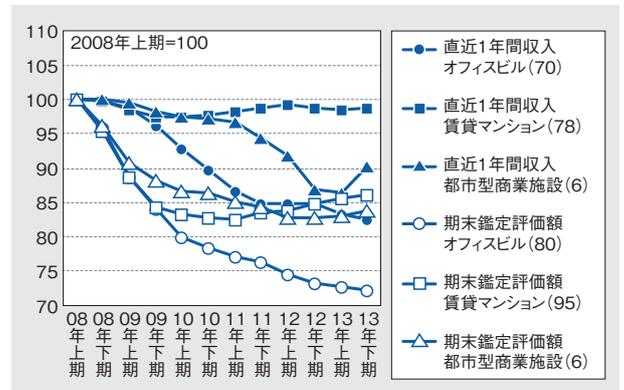
※6：P2の※4の物件のうちエンドテナント以外の第三者が賃料保証している可能性がある物件(PM会社がマスタレッシーとなり賃料保証する等)を除いた。

※7：都市型商業施設は東京周辺区および都下、政令指定都市のサンプル数が少ないため、図表掲載のみとした。

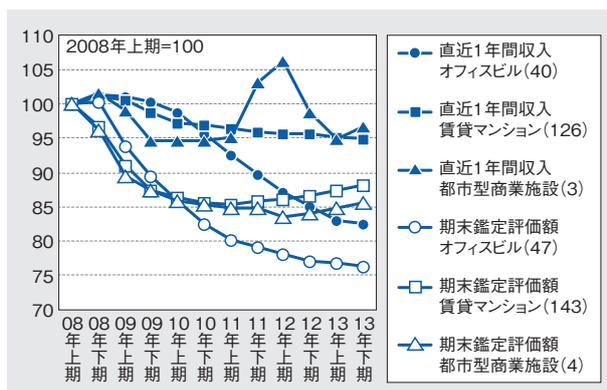
【図表1-3】用途別の賃貸収入・価格の推移  
(都心5区)



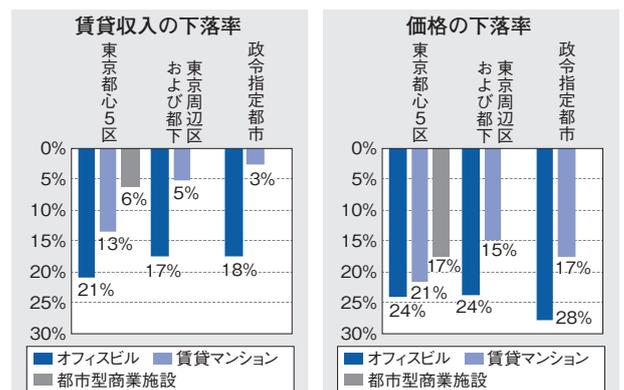
【図表1-5】用途別の賃貸収入・価格の推移  
(政令指定都市)



【図表1-4】用途別の賃貸収入・価格の推移  
(東京周辺区および都下)



【図表1-6】用途別の賃貸収入・価格の  
下落率の比較



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」  
(凡例のカッコ内の数字はサンプル数)

## その他用途(郊外型商業施設、物流施設、有料老人ホーム)に関する考察

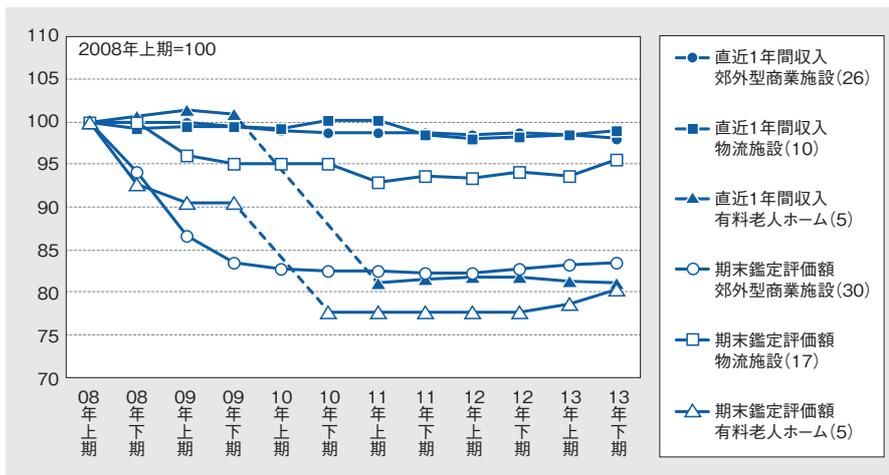
シングルテナント(マスターレシーを兼ねる場合がある)やキーテナントとの長期契約が多い郊外型商業施設、物流施設、介護付き有料老人ホーム(以下、単に有料老人ホームという。)\*8は、いずれも賃貸収入の変動はほとんどみられません。価格に関しては物流施設の下落率は7%と低く、下振れが小さい結果となっています[図表1-7]。

なお、シングルテナントやキーテナントとの長期契約では平時は安定した賃貸収入が得られますが、当該テナントへの依存度が高いため、契約満了時や、場合によっては契約期間中にテナントの事業見通しが当初見込みから大きく悪化する等で賃料の大幅減額やテナントの撤退が生じ、賃貸収入が大きく下落するおそれがあります。J-REITにおいても、こうした事象が顕在化したケース\*9,10がみら

れます。

なお、これら3用途は郊外に立地することが多く、需給のミスマッチによりテナントが撤退する場合は代替事業者の誘致が難しいケースがあること、建替えを含め用途の転用が容易ではないケースがあること、有料老人ホームに関しては利用者保護の観点から事業そのものの撤退が困難であること等、いずれの用途もテナント代替性や転用性が低いと考えられます。また、3用途とも売買マーケットが小さく、流動性リスクが高いと考えられます。こうしたリスクが一因となり、J-REITの事例では、例えば、郊外型商業施設のキャップレートは都市型商業施設に対し0.9~1.2%\*11、居住施設である有料老人ホームのキャップレートは賃貸マンションに対し0.6~1.3%のスプレッドが上乘せされた水準となっています(首都圏所在物件での比較)\*12[図表1-8]。

[図表1-7] 郊外型商業施設、物流施設、有料老人ホームの賃貸収入・価格の推移(首都圏)



\*8: P2の※4の物件を対象。テナントとの長期契約では契約期間中賃料が保証(固定)されるもの、一定期間毎に賃料改定機会が設けられているものがある。賃料改定機会がある場合は経済情勢・経費等に著しい変動があった場合に貸主・借主の協議により賃料改定が可能なもの、増額改定のみのもので、消費者物価指数に連動し機械的に賃料が決定されるもの等、様々なケースがあるが、総じて見れば、オフィスや住宅のように複数テナントが入居する施設と比較し、賃貸収入の変動は小さいと考えられる。

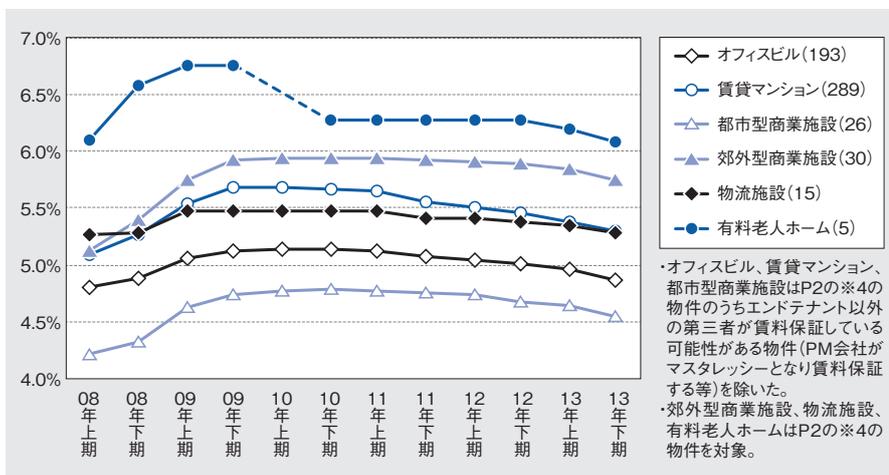
\*9: 郊外型商業施設において退店や大幅な賃料減額リスクが顕在化する前に大手総合スーパーと合意解約し、全面リニューアルした事例。

\*10: 有料老人ホームにおいて事業見通しが大幅に悪化した事例。図表1-7、図表1-8の有料老人ホーム5物件が該当。5物件は同一投資法人保有の同一オペレーター物件。2010年2月に投資法人の合併があり、その前後は賃貸収入データ、価格データが欠損している。2008年上期の決算資料では長期固定契約であるとの記載があるが、その後賃料が大幅に減額している。ただし、大幅減額を除けば、変動は小さい。キャップレートに関しては、2008年下期の決算資料によれば低稼働物件等について賃料減額リスクからキャップレートが上昇したとの記載がある。

\*11: 2008年上期から2013年下期までの各期のスプレッドのレンジを示したもの。以下も同じ。

\*12: 厳密には物件所在地域を細分化した分析が必要。首都圏は埼玉県、千葉県、神奈川県、東京都。

[図表1-8] 用途別のキャップレートの推移(首都圏)



データ出所: 都市未来総合研究所「ReiTREDA」  
(凡例のカッコ内の数字はサンプル数)

## 対象地域による賃貸収入と価格の変動の違い

オフィスビルと賃貸マンションについて、地域別（東京都心5区、東京周辺区および都下、政令指定都市の区分）の賃貸収入と価格の下落率を比較しました\*13。

オフィスビルに関しては賃貸収入の下落率は東京都心5区21%、東京周辺区および都下が17%、政令指定都市18%、価格の下落率は東京都心5区24%、東京周辺区および都下24%、政令指定都市28%となっており、賃貸収入、価格の変動とも立地による大差は見られません[図表1-9]。他方、オフィスビルのキャップレートは東京周辺区および都下では東京都心5区に対し0.3～0.4%のスプレッドが上乘せされた水準、政令指定都市では東京都心5区に対し0.7～1.0%のスプレッドが上乘せされた水準となっています[図表1-10]。

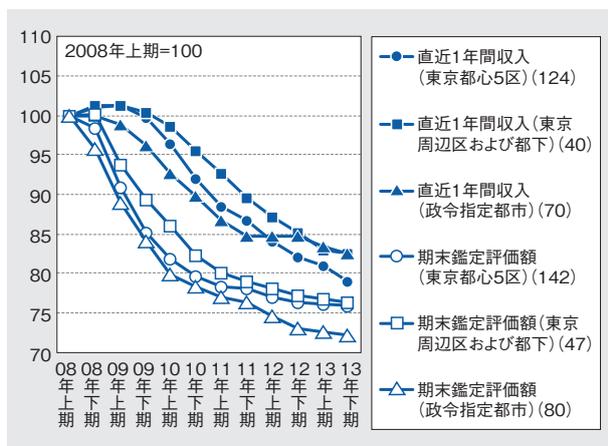
賃貸マンションに関しては賃貸収入の下落率は東京都心5区13%、東京周辺区および都下

5%、政令指定都市3%、価格の下落率は東京都心5区21%、東京周辺区および都下が15%、政令指定都市が17%となっており、オフィスビルと異なり、東京都心5区より東京周辺区および都下や政令指定都市の方が賃貸収入、価格とも下振れが小さくなっています[図表1-11]。他方、賃貸マンションのキャップレートは東京周辺区および都下では東京都心5区に対し0.4%のスプレッドが上乘せされた水準、政令指定都市では東京都心5区に対し0.9～1.1%のスプレッドが上乘せされた水準となっています[図表1-12]。

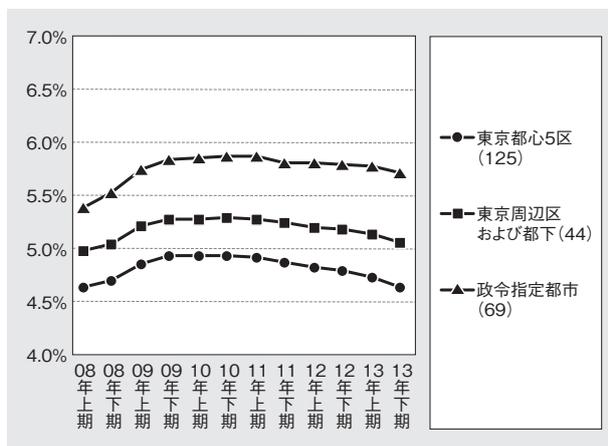
（以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎）

\*13：P2の※4の物件のうちエンドテナント以外の第三者が賃料保証している可能性がある物件（PM会社がマスターレシーとなり賃料保証する等）を除いた。なお、都市型商業施設は東京周辺区および都下、政令指定都市のサンプル数が少ないため、オフィスビルと賃貸マンションのみを分析の対象とした。

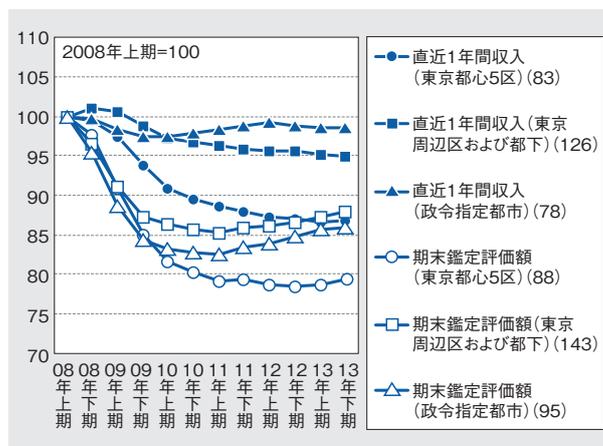
[図表1-9] オフィスビルの地域別の  
賃貸収入・価格の推移



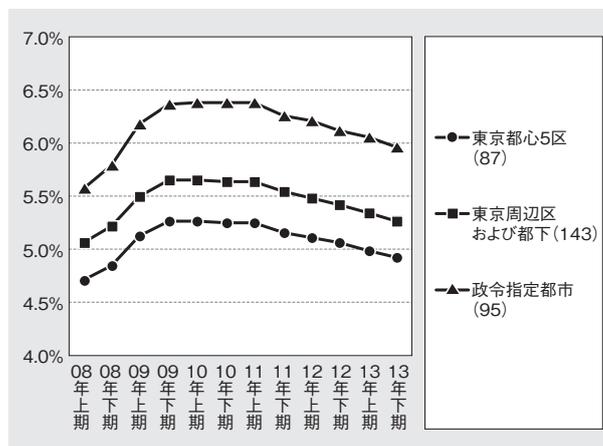
[図表1-10] オフィスビルの地域別の  
キャップレート推移



[図表1-11] 賃貸マンションの地域別の  
賃貸収入・価格の推移



[図表1-12] 賃貸マンション地域別の  
キャップレート推移



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」  
（凡例のカッコ内の数字はサンプル数）

# 2013年度のオフィスビル売買取引額は1兆5,477億円に

株式会社都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査<sup>\*1</sup>」によると、上場企業やJ-REIT等が2013年度に公表したオフィスビルの売買取引額は1兆5,477億円となり、前年度に比べ79%増加しました。

## 2013年度下期のオフィスビル売買取引額が1兆円を上回る

2013年度の国内オフィスビル売買取引件数は190件、取引額は1兆5,477億円となり、前年度(133件、8,669億円)に比べ件数は43%、金額は79%増加しました。特に、2013年度下期は1兆155億円と、2007年度下期(1兆3,333億円)に次ぐ取引額となりました[図表2-1]。

売買主体別の主な動向は、「J-REIT」の取得額が2013年度は4,605億円と前年度から2%の増加にとどまったのに対し、「事業法人・公共等・その他」が3,187億円、「海外のファンド・REIT等」が2,331億円と、いずれも前年度に比べ大幅に増加しました。一方、「SPC・私募REIT等」による売却額が2013年度は8,914億円となり、2005年度～2007年度の実績額を大幅に上回りました[図表2-2]。

100億円以上のオフィスビルの取引額は2011年度には2,946億円でしたが、2012年度は5,305億円、2013年度は9,267億円に増加しており、高額物件の取引額がオフィスビルの取引総額を押し上げていることがわかります[図表2-3]。2013年度に「J-REIT」が取得した100億円以上のオフィスビルは2,165億円と、前年度(2,732億円)に比べて減少しました[図表2-4]。「J-REIT」はスポンサー企業やブリッジファンド<sup>\*2</sup>から物件を取得するケースが多くみられますが、不動産価格が上昇する中、東京都心区など好立地の大型ビルを中心に取得競争が激化しており、鑑定価格をベースに

物件取得額を検討する「J-REIT」が高額物件を取得することが難しくなっていると考えられます。

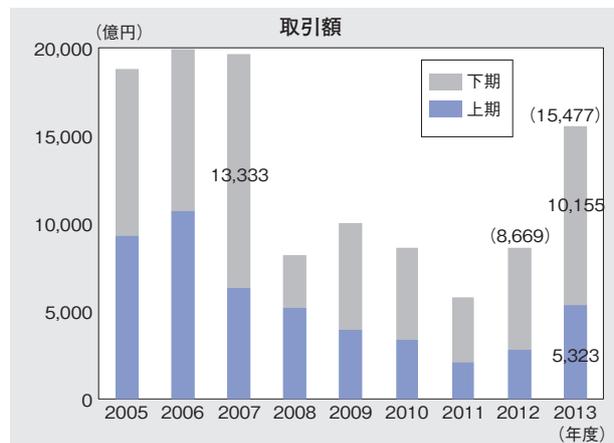
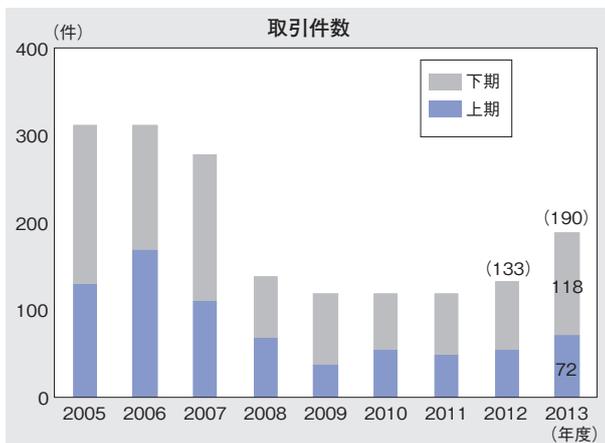
一方、「事業法人・公共等・その他」と「海外のファンド・REIT等」は、100億円以上のオフィスビル取得額が大幅に増加しました[図表2-4]。「事業法人・公共等・その他」では、日本電気がかつて流動化した玉川ルネッサンスシティを、賃料コスト削減に繋がると判断し約575億円で買い戻しました。

また、開発型SPCの清算に伴い、みずほ銀行が大手町タワー(オフィス共有持分30%等)を1,782億円で取得しました。「海外のファンド・REIT等」では、米国や香港、シンガポールなどの投資家が出資するSPCが東京都心の高額ビルを取得する事例が多数みられました(芝パークビル：約1,170億円、赤坂ガーデンシティ：約300億円など)。これらの背景には、これまで売手と買手の価格調整がつかずに取引に至らなかった私募ファンド等が所有する物件が、不動産価格上昇に伴い成約が増加したことなどがあげられます。

ただし、現状はオフィス売買取引市場に出てくる物件に限られています。好立地のオフィスビルなどでは賃料上昇を見込んだ価格設定の事例がみられ、オフィスビルの取得競争はますます激化すると考えられます。

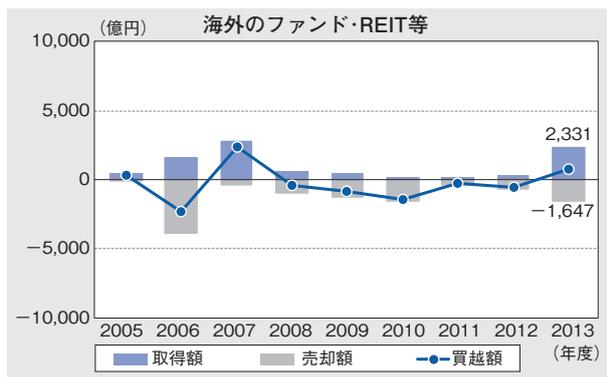
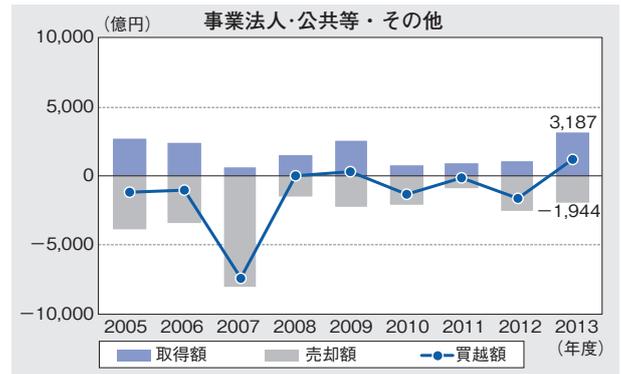
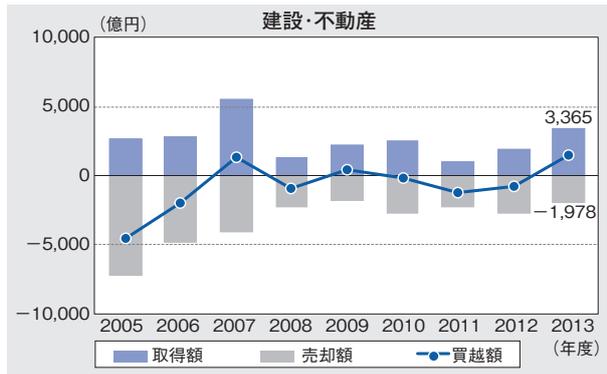
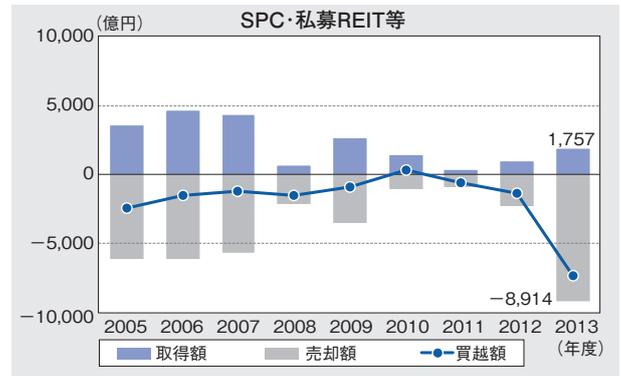
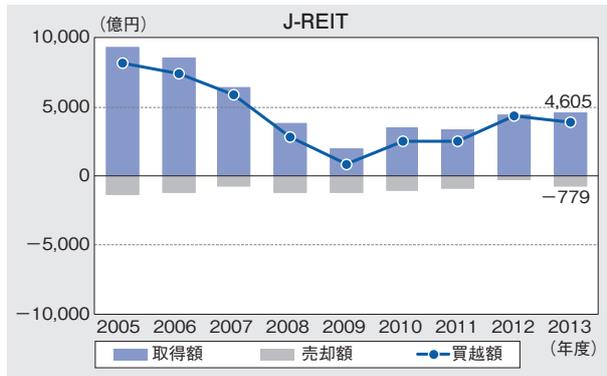
(以上、都市未来総合研究所 佐藤 泰弘)

[図表2-1] オフィスビル取引件数・取引額の推移



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」  
(( )内の数値は上期、下期の合計値)

【図表2-2】業種セクター別オフィス取得額・売却額の推移

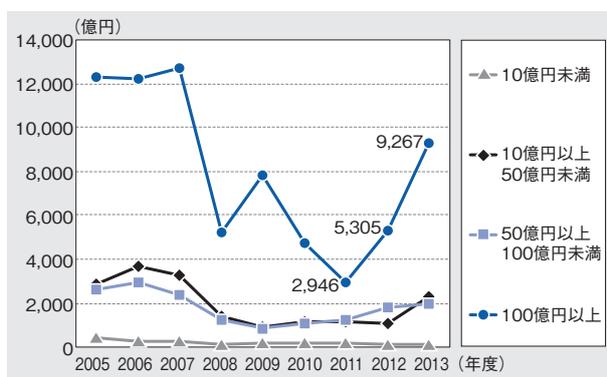


データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」  
(業種不明は除く)

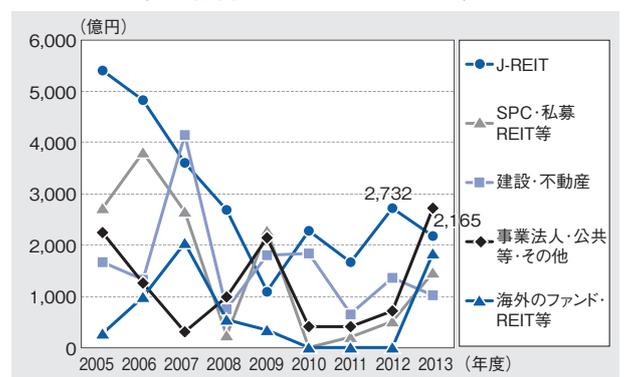
業種セクターは以下のとおり(図表2-4も同じ)

	J-REIT	J-REIT
	SPC・私募REIT等	SPC・私募REIT等
	建設・不動産	建設・不動産
国内の企業・ ファンド等	製造業	素材型、組立加工型、その他
	運輸・通信	陸運、海運、空運、倉庫・運輸、通信
	商業	小売業、卸売業
	金融・保険	銀行、保険、証券・商品先物、その他金融
	サービス	電気・ガス、サービス
	その他の事業法人	水産・農林、鉱業、医薬品
海外のファンド・REIT等	公共等・その他	公共、公共等、その他法人、個人
		海外の企業、ファンド、REIT等

【図表2-3】オフィスの価格規模別取引額



【図表2-4】買主セクター別取得額  
(100億円以上のオフィスビル)



データ出所：図表2-3、2-4とも、都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」  
(複数物件の価格しか公表されていないものは除く)

※1：不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則(適時開示規則)」に基づき東京証券取引所に開示されている固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などに公表された情報から、上場企業等が譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行っています。なお、本調査では、情報開示後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っており、過日または後日の公表値と相違する場合があります。また、本集計では、海外所在の物件は除いています。

※2：本来の取得予定者(この場合はJ-REIT)が、取得時期の調整のために、いったん物件を保有させるつなぎのファンドのこと。

## 2014年の既存J-REITの物件取得額は1兆2,000億円程度と予想

2013年(暦年。以下同じ。)のJ-REIT全体の物件取得額<sup>\*1</sup>は2兆2,253億円でした。そのうちIPO<sup>\*2</sup>にかかる取得額<sup>\*3</sup>は8,406億円、既存J-REITの取得額は1兆3,847億円<sup>\*4</sup>でした[図表3-1]。

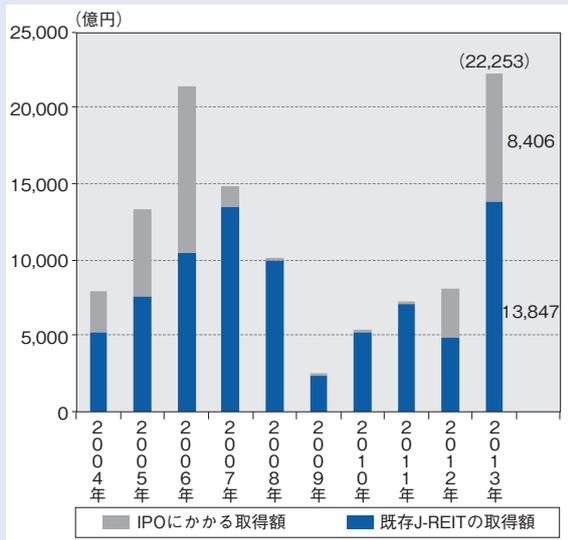
IPOが集中し物件取得額が急増したここ1年あまりの状況は、投資口価格の上昇と不動産価格の上昇を背景にIPOが集中した2005年から2006年の状況と似ています。当時は、IPOにかかる取得額が急減した後も、既存のJ-REITの取得額の移動平均<sup>\*5</sup>は比較的堅調な動き<sup>\*6</sup>で、この移動平均が大きく落ち込んだのは、リーマンショック後の1年間のみでした。

既存J-REITに焦点を当てると、直近の2014年第1四半期の取得額は3,309億円となったため、移動平均は3,269億円で前期の移動平均と同程度を維持しています[図表3-2]。

不動産取引市場では不動産価格が上昇しており、鑑定評価額から大きく逸脱した額での取引が難しいJ-REITでは、そのバイイングパワーが2013年に比べると低下するとの見方があります。しかし、既存J-REITの物件取得額については、経済的に大きなイベントがない限り過去のデータは急速には縮小しなかったことを示しています。今回も既存J-REIT分の移動平均値が堅調に推移し、2014年第4四半期時点で3,000億円を確保していると想定すると、既存J-REITの2014年1年間の物件取得額については、1兆2,000億円程度<sup>\*7</sup>と予想されます。

(以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司)

【図表3-1】J-REITの取得額の推移



【図表3-2】四半期ごとの取得額の推移



データ出所：図表3-1、3-2は都市未来総合研究所「ReiTREDA」  
(( )内の数値はIPOにかかる取得額と既存J-REITの取得額の合計値)

※1：物件取得額

取得時を基準に新規取得額および追加的な取得額を集計。なお、対象は不動産及び信託受益権の取得額に限定。

※2：IPO

Initial Public Offeringの略。新規上場による株式公開。

※3：IPOにかかる取得額

取得日が上場時点+30日以内に該当する取得額をIPOにかかる取得額とした。なお、2012年12月に上場した投資法人は上場後30日以内となる翌年1月に主な資産を取得したことから、この取得額は2013年のIPOにかかる取得額として計上。(東京証券取引所への上場を対象とした。)

※4：1兆3,847億円

2012年末の既存J-REITの資産額(決算時に公表され

る評価額合計に、IPO後間もない投資法人についてはIPOにかかる取得額を加算した速報値。)8兆4,700億円から、単純に計算すると2013年のJ-REITの外部成長率は16%となる。

※5：移動平均

後方四半期(1年間)の単純移動平均を求めた。四半期ごとデータは変動が大きいが、移動平均により、平滑化が行われデータの変化傾向を把握しやすいとされる。

※6：堅調な動き

2006年第3四半期～2007年第2四半期までの既存J-REIT分の移動平均の動きを指している。

※7：1兆2,000億円程度

2014年のIPOにかかる物件取得額は、2013年から急減する可能性もある。

### 不動産トピックス 2014. 6

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

夏目 和宏 TEL.03-3274-9079 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。