

# 不動産マネジメントフォーラム2012

主催：総合エシコム株/月刊プロパティマネジメント  
協賛：いちごグループホールディングス株/株a2media/東急リパブル株  
後援：一般社団法人不動産証券化協会/社団法人日本ビルディング協会連合会/社団法人不動産流通経営協会

## 暗雲のなかに一筋の光明は見えるか？ 円高・欧州危機下の不動産マーケットの趨勢

2011年3月11日の東日本大震災を経て、日本の不動産マーケットはどのように変化したのか。

リーマン破綻、金融危機の延長線上に、欧州危機の暗雲が押し寄せ、デフレ、円高も相まって、日本経済は青息吐息の状態が続いている。

本稿では2012年3月2日に開催された「不動産マネジメントフォーラム2012」内のパネルディスカッションを採録する。

震災後、そして欧州危機下の日本の不動産マーケットについて、オフィスマーケットの動向、安全性への取り組み、

あるいは海外投資家の資金の流入などについて、白熱した議論を紹介する。

### 震災後の一時的な落ち込みを経てマーケットは回復基調

**南** 東日本大震災から1年が経過しました。震災後の不動産マーケットはどのように変化したのでしょうか。

**森** 震災前は、金融危機を経て賃貸マーケットがようやく底打ちするのではとの期待が高まっていました。震災直後はオフィスを東京から移転する動きや、レジデンシャル物件についても、外国人が国外などに退避する動きがみられました。レジデンスについていえば、瞬間的に外国人の80%程度が何らかのかたちで東京から一時的に避難したと思います。もっともマイナス面だけではありません。震災の影響で、ビルの耐震性や安全性がクローズアップされ、六本木ヒルズなどのように危機時の対応能力が高いビルへの需要が高まりました。

**北川** 当社で主に事業用不動産の売買仲介を行っているソリューション事業本部では、震災直後、投資家のマインドの冷え込みによ

り成約件数・金額がともに半減し、大きな危機意識を持ちました。しかし6月以降は取引が急回復し、結果として2011年の取扱実績は件数ベースで約600件、金額ベースで約1,800億円と、前年比で若干の増加となりました。回復の原動力となったのは、マーケットの落ち込みを投資のチャンスとみた国内投資家の動きです。また、この時期に思い切ってデベロッパーが仕込んだ案件のなかには、良い結果を生んだものも多々あるようです。

**南** 不動産流通の立場からみて、震災前後で投資家の投資スタンスにはどのような変化がみられましたか。

**北川** 震災後、国土交通省や自治体が公表しているハザードマップがにわかに注目されるようになりました。ハザードマップでは地盤の強さや水害の危険度などがエリアごとに色分けされています。このハザードマップを、投資する際の判断材料の一つとする投資家が増えました。もう一つは、東京一極集中からの脱却です。これまで東京に集中して物件を取得していた投資家が、リスク分散の観点か

ら地方にも目を向けるようになりました。

**松本** マーケットへの影響という点でいえば、震災にはマイナス面だけではなくプラス面も大いにあったと思います。一例をあげれば、仙台の住宅マーケットの活況があります。震災以前のキャップレートは8.5～8%前後で推移していましたが、震災後は復興需要に支えられ、7.5～6.5%程度で推移しています。東北地方は今後10年程度は仙台を中心として何らかのかたちで復興需要が続くものとみえています。

### 震災でビルの安全性への注目高まる

**南** 震災を機に、オフィスビルの安全性への注目が高まったというお話がありました。テナントによるビルの選別はどの程度進んでいるのでしょうか。

**森** 森ビルが毎年、テナントに実施しているアンケートをみると、震災前の2010年10月では、移転を検討しているか否かという設問に対し、はいと答えた回答は20%程度でした。震災直後の5月に再度同じ質問をしたところ、そのパーセンテージはほとんど変わりませんでした。一方で、ビルを選ぶ際に何を重視するかという質問に関しては、耐震性や安全性を重視するという回答が大幅にアップしました。ここから見て取れるのは、ビルの安全面に注目は高まったが、実際の行動にはまだ移行していないということです。ただ六本木ヒルズなどで震災前から実施してきた自家発電などへの取り組みが大いに注目されたことは明らかであり、当社がこれから開発するビルにおいても継続して行ってきます。

**南** これからのオフィスビルは、こうした自家発電などの災害時のバックアップの仕組みが必須となっていくのでしょうか。

**松本** 森ビルさんの場合はたんにオフィスビル1棟の開発ではなく、六本木ヒルズに代表されるようにエリアも含めたコミュニティの創造という意味合いがあると思います。しかし一般の3,000坪程度のオフィスビルすべてが、同じような災害時のバックアップの設備をもてるかといえば、それは収支から考えても合わない。停電時のバックアップは共用部のみにし、専有部分についてはテナント用に非常用発電機を設置するスペースを設けることで対応するなど、ビルの規模やテナントのニーズに合わせた設計になっていくと考えます。

### 金融危機から欧州危機の時代へ マーケットは強気と弱気が錯綜

**南** 欧州危機下のマーケットという観点からお話をお伺いします。欧州危機の影響はモヤモヤとして分かりにくいのですが、ボディブローのように実体経済を侵食しています。テナントの動向や空室



率、あるいは投資家の投資スタンスにはどのような影響がありますか。

**森** 日本の場合、震災との絡みもあって分かりにくいのですが、外資系の金融セクターなどを中心に従業員数を8～10%程度削減する動きも出ています。震災前に底打ちの期待が高まり、震災後は一時的に需要が落ち込み、その後はまた急回復をみせました。そうしたアップダウンのなかで、しかし冷静になってみると欧州危機、円高などファンダメンタルズは決して良くない。企業が床を返したり、空室率が一進一退を繰り返している背景にはこうしたこともあるのだと思います。

**北川** 海外投資家の動きについていえば、日本への投資に関しては、円高やデフレといった問題が必ず議論にのぼります。もっとも日銀の金融緩和政策などにより、最近では円高局面にも修正の兆しが見えはじめています。円高の修正が進めば、2012年以降は海外投資家のスタンスについても多少、明るい見方ができると思います。

**松本** 欧州危機については極端な楽観論ないしは悲観論含め、議論が錯綜しています。レバレッジの時代からデ・レバレッジの時代への移行、新興国への投資資金引き揚げで、世界経済が危機的状況へ、という悲観的な見方もあるにはあります。しかし、昨今の株価の回復も示すように、全体としてはソフトランディングの方向に向かっているのではないのでしょうか。我々のような日本のマーケットを熟知したローカルプレイヤーは、マーケットの底が6時だとすれば、5時に動かなければならない。それをちょっと遅れて入ってくる外資に対してぶつけていく、そうしたシナリオが理想だと思います。

**南** それではズバリお聞きしたいと思います。マーケットの底はいつなのでしょう。

**森** オフィスマーケットについていえば、2013～2014年までは厳しい状況が続くのではとみえています。2012年の新規床の供給は



## 南 一弘

ジャパン・アセット・アドバイザーズ  
代表取締役

三井不動産販売(株)を経て、ハドソン・アドバイザーズの不動産部長、ローンスター・ジャパン・アクイジションズの不動産投資統括責任者等を歴任。2001年エートス・ジャパン・エルエルシーを設立、代表に就任。05年4月MID都市開発(株)(旧松下興産)代表取締役役に就任。06年(株)ジャパン・アセット・アドバイザーズを設立し、代表取締役に就任。

180万㎡程度です。これは2003年のレベルほどではないにせよかなりの規模です。足下の空室率は9%前後で推移しています。丸の内などプライムロケーションの新築Aクラスビルは競争力が高いですから、他のエリアやBクラス以下のオフィスは不利になるでしょう。全体としてみれば、供給床を支えるだけの需要の伸びは見込めないとみています。2012年は瞬間的に空室率が10%台に突入する可能性もあると思います。もっとも、先ほど金融関連の外資系などを中心に床を返す動きが出ているという話をしましたが、そうした需要の削減もそろそろ出がらしになってきた感があります。需要がこれ以上減らないということは、ポジティブな動きだと思います。

**南** ちょっと意地悪な質問ですが、デベロッパーは需給ギャップがあるなかでどうしてさらにオフィスを開発するのでしょうか。

**森** 大規模なオフィスの開発にはタイムラグがどうしても生じます。2003年に竣工したビルは、1990年代後半、バブル景気低迷からの脱却の兆しが見え始めた直後に計画されたものです。2012年の大量供給は金融危機以前の計画がほとんどです。デベロッパー各社は互いに競争しています。スペックや運営のクオリティも含め良質なビルを常に供給してかないと、淘汰されてしまうでしょう。

**北川** 確かに賃貸市場においては、AクラスやSクラスの大規模ビルの大量供給による懸念があると思います。一方、売買市場において足下の動向をみると、価格帯が30億円以下の中規模な案件を中心に取引がされており、レンダーの融資姿勢も積極的です。流通の

視点からみれば、中規模クラス以下のアセットに関しては底に達したといっても良いと思います。当社では、マーケットの活性化に対応する営業要員の増加を図っています。

**南** マーケットが活性化するためには、買いニーズだけではなく、売り物件の供給が不可欠ですが。

**松本** オリックスではここ3年あまり、年間で約1,000億円の物件を売却し、一方で500億円程度を新規に取得してきました。売り買いの両方をやっている立場からすると、売り手と買い手の目線がある程度調整されてくれば、売り物も自然と増えてくると思います。

**南** いまは買いのタイミングなのでしょう、それともまだまだ先なのでしょう。

**松本** マーケットはセンチメントが大事です。80%ぐらいの投資家が買いたくない、と感じたときにはすでに相場は10~20%上がっています。いまの状況は投資家の80%が迷っている。でもその80%のうち、これからさらに相場が下がると本当に思っている投資家は20%ぐらいではないでしょうか。全体のムードは悪くないと思います。ポイントの一つは賃料です。足下では、解約面積と成約面積がほぼバランスしてきています。これが逆転して成約の方が上がってくれば反転となるわけですが、まだそこまでには至っていません。2003年からの上昇局面では、外資を中心とした金融セクターがマーケットを牽引しましたが、いまはそうした賃料負担力のある業態が不在です。

## パネリスト

**松本 哲男**

オリックス不動産 執行役員副社長  
オリックスグループ 常務執行役員

中央大学経済学部卒業。1974年オリエント・リース(株) (現・オリックス(株)) 入社。99年のオリックス・リアルエステート(株) (現・オリックス不動産(株)) 設立時より不動産関連事業を牽引し、不動産投資・開発に多数携わる。2001年執行役員、不動産事業本部副本部長、オリックス不動産副社長。07年オリックスグループ常務執行役員。同年5月ハーバードビジネススクールAMP卒。海外不動産事業本部長を経て10年5月より現職。

**北川 登士彦**

東急リバブル 取締役専務執行役員  
ソリューション事業本部長

中央大学卒業。東急リバブル(株)入社後、流通部門の部長を経て2000年4月にソリューション事業部を立ち上げる。企業再建支援・不良債権処理支援・不動産投資市場の活性化等に対し不動産流通業の立場から取り組む。11年に海外営業部を発足し、対日不動産投資を図る海外投資家へのサービスを強化。現在250名超のスタッフで営業活動を展開、昨年度は約700件の売買仲介実績を上げる。

**森 浩生**

森ビル 取締役専務執行役員

東京大学経済学部卒業。(株)日本興業銀行に入学。産業調査部等に10年の勤務の後、森ビル(株)へ入社。中国事業を始め、ビルマネジメント事業を担当し、自社物件に限らずプロパティマネジメント受託事業を展開。上海環球金融中心投資(株)代表取締役社長、(株)ヒルズクラブ代表取締役社長も兼務する。2003年より現職。

## ミドルリスクミドルリターンへの資金流入に期待

**南** 日本の不動産マーケットはご存じの通り東京一極集中となっています。海外投資家もほとんどは東京を目指しています。この一極集中の現状をどのように考えていますか。

**北川** 先にふれた当社における昨年の事業用不動産取引件数600件のうち、東京と地方の比率はおおよそ半々です。ですから当社では、現在の状況が必ずしも東京一極集中であるとは捉えていません。地方の案件の買い手を見ると、いわゆるファンド勢ではなく、これまでファンドが保有していたものを、出口で地方の有力企業や個人富裕層などが購入しています。国交省の統計によると、日本の不動産資産の総額は約2,300兆円。このうち個人が60%、企業が20%を保有しているそうです。ローカルな投資家は数多く存在しており、地方の不動産マーケットの懐は深いと思います。

**松本** グローバルな投資家の視点からすれば、マーケットの規模や透明性、ファイナンスの環境などから東京に投資が集中するのはやむを得ないですし、自然なことであると思います。それでは地方マーケットはダメなのかといえばそうでもない。地方にもたくさん人が住んでいますし、例えばローカルに根ざしたスーパーやレジデンスなどは、非常に安定したキャッシュフローを提供しています。そこでキーとなるのがファイナンスです。融資がつかなければ、地場の企業などによるローカルな動きに終始してしまうでしょう。

**南** 地方も含めた日本の不動産マーケットへの資金流入は今後どうなるのでしょうか。年金資金の不動産への投資もなかなか進んでいません。あるいは海外投資家のニューマネーはどれくらい入ってくるのでしょうか。

**松本** オポチュニスティックやコアの資金というのはそれなりに入ってきていると思います。しかしこうした資金に合致する案件がなかなかないため、クロージングに至っていません。いまもっとも足りないのは、税引き前で10~15%程度の利回りを目指すミドルリスクミドルリターンへの資金です。今年はこうした資金が日本のマーケットに入ってくると思います。

**北川** 当社は「JINUSHIファンド」という、底地を投資対象とする私募ファンドのAM業務を行っており、総合型の企業年金基金等から出資をいただいています。反響も上々であり、これからも年金基金の投資の裾野が広がっていくことを期待しています。

**森** デベロッパーはプロジェクトがどんどん巨大化するなかで、自己の資金だけで投資を行い回収していくというのは、リスクが大きくなってきていると思います。海外の資金を含め、さまざまなルートで資金を活用した共同事業に積極的に取り組む動きも出てくると思います。

**南** ありがとうございました。