RE-SEED

Vol. 14
November, 2018

Real Estate Sustainability & Energy-Efficiency Diffusion

一般社団法人 環境不動産普及促進機構



Index

変貌しつつ成長する不動産投資市場 …… 2
証券化対象不動産における商業施設の投資トレンド …… 8
バブル期における商業地地価動向の回顧
～「不動産研究」第60巻記念号より～ …… 12
環境不動産ニュース …… 16

変貌しつつ成長する不動産投資市場

宮城大学　事業構想学群 教授
キャリア・インターンシップセンター長
田邉 信之

日本の不動産投資市場は、環境変化に適応しつつ急成長し、今も拡大を続けている。本稿では、市場の成長の経緯を振り返るとともに、その成長をもたらした要因を分析した上で、今後の市場の展望について述べていくこととする。

1　不動産投資市場の成長の経緯

日本の不動産投資市場の発展の契機となったのは、90年代におけるバブルの崩壊である。不動産価格の下落が続き、日本における「土地神話」が崩壊した結果、企業も個人も初めて不動産の保有リスクを認識して売却を促進しようとしたが、買い手が現れない状況が続いた。そこで登場したのが、「資産流動化型証券化」であった。これにより買い手は証券を通じてリスクを分散して不動産に投資することができ、かつ実物不動産よりも一般的には流動性の高い証券に投資することが可能となり、不動産が流動化するようになったのである。

企業が不動産のオフバランスを進める中、デベロッパーは保有リスク・開発リスクの低減・分散を図りつつ、オフバランスで開発を進めるために、SPCを事業主体とする「開発型証券化」を利用するようになった（但し、その後にSPCの会計上の連結基準が厳格化された）。

こうして不動産流動化が進むと、多種多様な不動産が売買されるようになるため、株や債券とは異なるリスク・リターン特性を持つ不動産で運用しようとする資金が不動産投資市場に向かうようになった。そのような環境変化に応じて、2000年代前半から急速に成長したのが、「資産運用型証券化」である。不動産ファンドのように、証券を通じて多くの投資家から運用資金を預かり、それを不動産で運用して収益を投資家に分配する形態の証券化である。不動産ファンドが複数の不動産に投資してリスク分散すれば、ファンドへの投資家も間接的にそのメリットを享受することができ、投資しやすくなる。不動産の売り手にとっても、自らSPCを組成する必要がなくなり、タイミングを含めて柔軟な売却が可能になる。このため、「資産運用型証券化」の普及により、不動産投資市場は飛躍的な成長を遂げることとなったのである。

2008年の世界金融危機により、不動産投資市場は一時的に停滞を余儀なくされたが、その後にはさらなる拡大を続けた。市場発展の初期段階では、投資対象は主にオフィスビルだったが、次第に商業施設や住宅、物流施設、ホテルなどへと拡大した。最近では、ヘルスケア施設やインフラなどへの投資も増加している。また、2001年に創設されたJ-REIT（日本版不動産投資信託）は、投資口が上場され流動性が高いことから、地方銀行、信用金庫などの地域金融機関や個人が市場に参加しやすくなり、投資家の裾野の拡大をもたらした。この結果、現在では不動産投資市場は40兆円近い規模にまで成長している。

2　不動産投資市場の成長要因

このように不動産投資市場が急速な成長を遂げた主な要因は、以下の3点に整理できる。

(1) 連続的なイノベーションによる環境変化への適応

不動産投資市場の成長の発端となったのはバブル崩壊であり、その結果、不動産の流動化が進展した。これは「土地神話」を信奉し、不動産を持ち続けるのが有利だと考えていた日本市場にとって、発想や取引スタンスの大きな変革となった。

また、オフバランスを目的とする「資産流動化型証券化」とともに、同じスキームを用いて資産を運用す

る「資産運用型証券化」が普及したことも、大きな変革であった。特定の不動産を流動化するために投資家を募る「はじめにモノありき」から、投資家から資金を集めて不動産で運用する「はじめにカネありき」への転換である。

投資対象の拡大も、不動産を賃貸するだけでなく、他のサービスによる付加価値の創造を加味した「オペレーショナルアセット」（ホテル、ヘルスケア施設、物流など）を投資対象に加えることで可能となったものである。また、「証券化」の仕組みを用いることにより、銀行からの借入だけでなく、多種多様な資金が金融市場から不動産市場に流入するようになった。

これらを総合すると、日本の不動産投資市場が急速な成長を遂げることができたのは、連続的な「イノベーション」を引き起こしたことが主要因であったと考えられる。シュムペーターはその著作『経済発展の理論』の中でイノベーション（同著では「新結合」）について、５つの分類を示している。不動産投資市場の成長を支える不動産証券化は、その分類のいずれにも該当する稀有な事例である（**図表1**）。また、市場が一定規模に成長した後も変革を続けており、投資対象の拡大は「ホ）新しい買い付け先の開拓」に、投資家層の裾野の広がりは「ニ）新しい販売市場の開拓」に、オペレーショナルアセットへの取り組みは「イ）新しい生産物または生産物の新しい品質の創出と実現」にそれぞれ該当する。すなわち、不動産投資市場は、証券化を梃子に連続的なイノベーションによって、変貌しつつ成長を続けてきたのである。

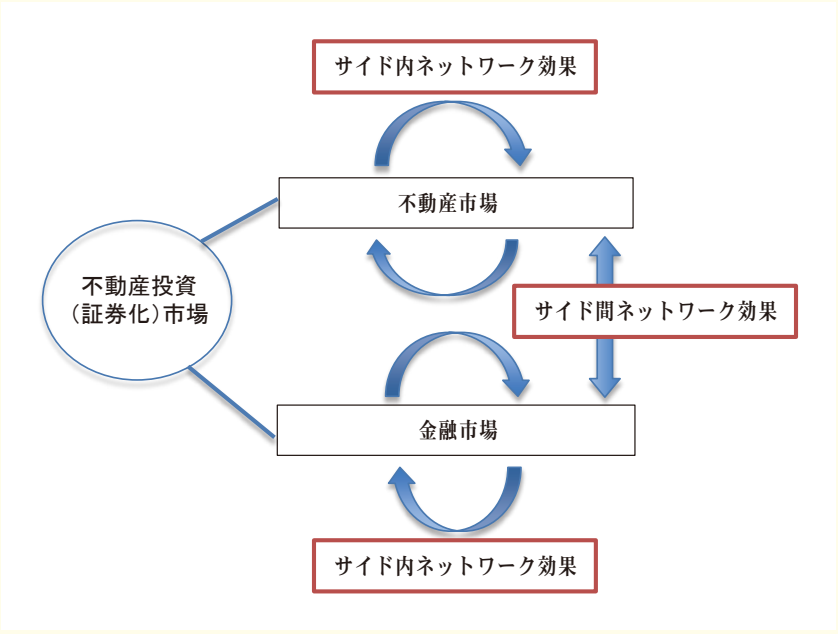
図表１　不動産証券化とイノベーション

イノベーション（シュムペーターによる分類）	不動産証券化市場の特性
イ）新しい生産物または生産物の新しい品質の創出と実現	証券化を活用して、不動産を原資産とする新たな金融商品を創出。その後に、賃貸不動産からオペレーショナルアセットへと新たな特性を有する資産へも投資。
ロ）新しい生産方法の導入	証券化商品を組成するために、新たなストラクチャー（仕組み）を活用。
ハ）産業の新しい組織の創出	不動産ファンドなどの新たな組織が、不動産の売買主体として登場。
ニ）新しい販売市場の開拓	従来は不動産に投資していなかった機関投資家や個人が証券化商品に投資
ホ）新しい買い付け先の開拓	不動産証券化を通じて、多くの企業や公的主体などが不動産を流動化。その後は、投資対象の多様化により、不動産の購入先も拡大。

(2) ツーサイド・プラットフォームの形成

不動産投資市場は、不動産証券化などを通じて、不動産市場と金融市場を融合するツーサイド・プラットフォームを形成しており、「サイド内ネットワーク効果」と「サイド間ネットワーク効果」の相互作用の中で成長を遂げている（**図表２**）。ここでいう「サイド内ネットワーク効果」とは、不動産市場や金融市場のそれぞれの市場が拡大し、その中での不動産取引や金融取引

図表２　ツーサイド・プラットフォームを形成する不動産投資市場



が増加することを意味する。「サイド間ネットワーク効果」とは、不動産証券化市場を通じて、多種多様な資金が金融市場から不動産市場に流入して不動産取引の活発化に資すること、逆に不動産市場が拡大し取引が活発化することによって、新たな投資資金が金融市場に集まるようになることを意味する。「サイド間ネットワーク効果」による相乗効果により、プラットフォーム全体が拡大するのが、ツーサイド・プラットフォームの大きな特徴である。このプラットフォームで進展しているのが「不動産と金融の融合」である。

(3) 市場基盤の整備

不動産投資市場が成長するには、デュー・ディリジェンスやバリュエーション、プロパティマネジメント、証券化などの取引の基本スキルを市場関係者が共有することが必要であった。また、不動産取引に関する情報公開の促進や不動産投資インデックスなどの整備により、市場を透明化することが求められた。これらを可能にしたのが、関係者の市場発展に向けた強固な意志であり、監督官庁や不動産証券化協会などの委員会を通じた情報やスキルの共有であった。「オープン・イノベーション」による市場基盤の整備が進展したと言うこともできよう。

3 不動産投資市場の今後の潮流

こうした不動産投資市場の成長の足跡を基に、最近の不動産金融市場の動きも加味すると、今後の不動産投資市場の潮流として、以下の3つの方向性が考えられる[1]。

(1) マルチサイド・プラットフォームへの発展

前述したように、不動産投資市場は、不動産証券化などを通じて、「不動産市場」と「金融市場」を融合するツーサイド・プラットフォームを形成している。だが、最近は不動産を賃貸するだけでなく、ホテル、ヘルスケア施設、物流などの「事業」を付加価値として提供する「オペレーショナルアセット」の領域に投資対象を拡大している。

「不動産市場」と「金融市場」に「事業」という新たなサイドが加わり、3つのサイドの「サイド内ネットワーク効果」と「サイド間ネットワーク効果」が複合的に作用することにより、不動産投資市場の投資対象や投資家層の多様化や市場規模のいっそうの拡大を期待できる。特に、資産規模として大きいインフラやPRE(公的不動産)が本格的に投資対象になると、市場規模やビジネスチャンスは飛躍的に拡大することとなろう。

(2) アービトラージ（Arbitrage、裁定取引）の進展

証券化を通じて金融商品化した不動産については、他の金融商品とのリスク・リターンにおける裁定がこれまで以上に作用するようになる。相対的に不動産投資が有利になれば、他の金融商品から不動産市場により多くの投資基金が流入してくるようになる。その逆も同様である。このことは、不動産投資市場が、株式や債券などの金融市場の影響をさらに強く受けるようになることを意味する。

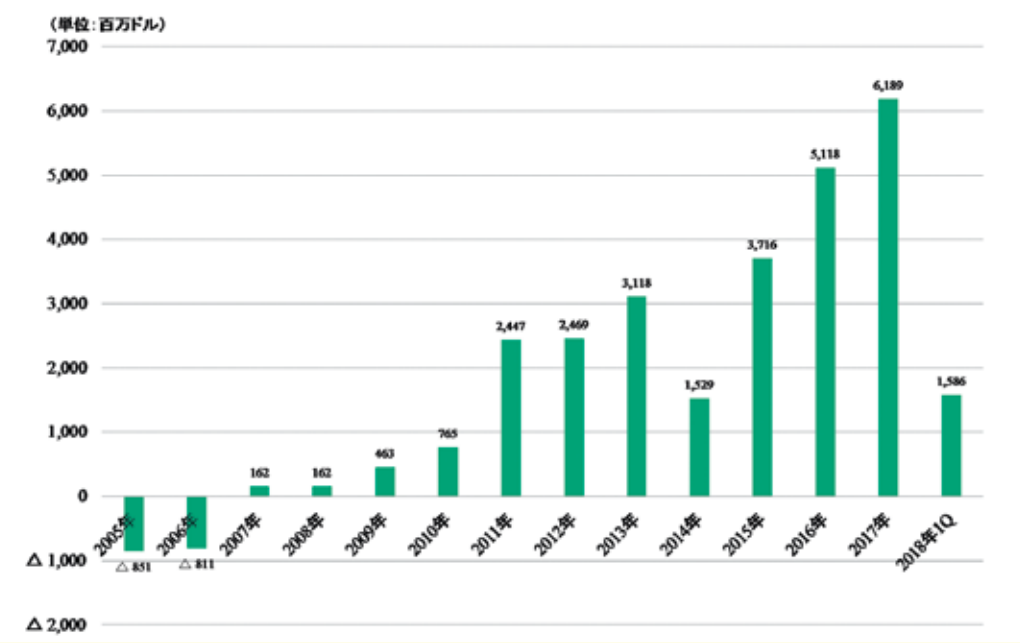
不動産市場の透明化が進展する中で、実物不動産市場内においても、アービトラージがいっそう進展するようになる。例えば、地方への投資が拡大するにつれて、次第に相場が形成されることにより、大都市への投資との裁定もこれまで以上に働くことになる。

投資対象が多様化する中で、有利な資産への投資が進展するので、新たな投資よりも、既存ストックを利活用した方が有利な場合には、既存ストックへの投資が増加する。財政面での制約から維持管理費負担が困難になる道路、上下水道、ゴミ処理施設、空港などのインフラがその代表例である。また、よく話題になる老朽化マンションの建て替え、空き家の利活用などの案件も、投資対象として浮上してくるだろう。

不動産投資のグローバル化も促進される。日本ではこれまでにインバウンドが着実に増加してきたが、これからはより高いリターンの追求やリスク分散の観点から、アウトバウンドが増加することが見込まれる（図

1 人間の限りある能力で未来を見通すことは容易ではないが、著名な経営学者であるP. F. ドラッカーは「すでに起こった未来」（未来への兆候）を探ることは有意義であると指摘している。

図表３　不動産業向けの対外直接投資の推移（国際収支ベース、ネット、フロー）



資料：財務省、ジェトロ公表資料を基に作成

表３）。CBREは日本の投資家は投資機会を探りながら、新しい場所やニッチな資産クラスへ進出していると分析している。

さらに留意すべきことは、不動産投資と一般事業への投資との裁定も働くようになってくることである。法人企業統計によれば、日本企業の総資本営業利益率（減価償却後）は1960年代には製造業で8～10%、非製造業で6%程度であったが、現在では共に2～4%程度まで低下している。不動産の投資利回り（減価償却前）は4～6%で推移しており、減価償却費相当分を勘案しても、平均的には一般事業よりも不動産に投資した方が高い利回りが期待できる場合が増えている。事実、多くの業種において、不動産業に取り組む企業が増加している。

環境や社会、企業統治などに配慮したESG投資などについては、一定の付加価値を生み出す（投資家からの高い評価を含む）ことが明らかになり、相対的に有利な投資となれば、いっそう進展することが考えられる。

(3) 重要性が高まるリスクマネジメント

これからは不動産投資対象や投資家層の裾野が拡大する中で、賃貸不動産とは異なるリスク・リターン特性を有する資産が投資対象として増加する。従って、賃貸不動産に投資するノウハウだけがあれば、的確な投資判断ができるとは限らなくなる。

投資資金がボーダーレスに動く中で、裁定機能が作用すれば、有利な投資対象・地域に資金が「集中」することになり、投資競争に打ち勝つためには、「規模の経済」「範囲の経済」などを生かした投資戦略が求められる。また、リスク・リターン特性が異なる複数の資産を組み合わせ、リスク分散が可能なポートフォリオを組成する重要性が高まる。

一方で、市場拡大とともに、中長期運用を目指す資金やオポチュニスティックな投資機会を狙う資金など、多様な資金が市場に流入するようになり、デットも増加する。リーマンショックを契機とする世界金融危機の際に、多くの企業やファンドが経験したように、デットの増加は市場の不安定性を増幅する可能性がある[2]。

このように投資、資金調達の両面において、リスクの性質が多様化するとともに、市場の規模拡大によって、市況が反転した際の反動が大きくなることが予想されるため、これからは、よりいっそうリスクマネジメントの重要性が高まると考えられる。

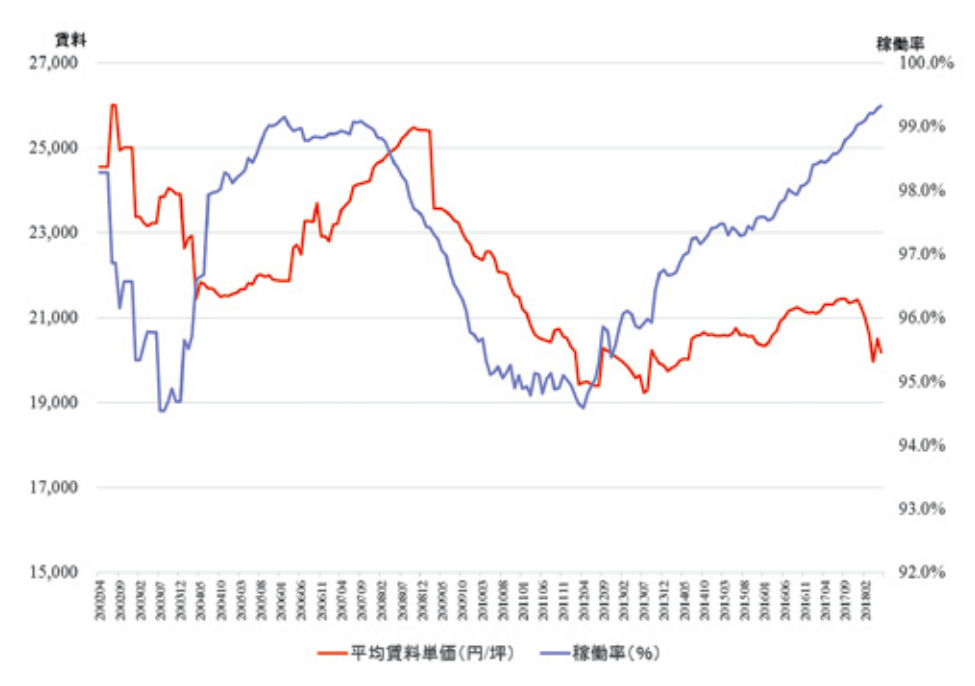
2 ケインズ理論を発展的に継承した経済学者ハイマン・ミンスキーは、債務構造という視点を明示的に導入し、資本主義経済が景気循環を伴う金融不安定性にさらされやすいという「金融不安定性仮説」を提示した（根井雅弘『経済学の3つの基本』（ちくまプリマー新書）を参照）。

4 当面の不動産投資市場の展望

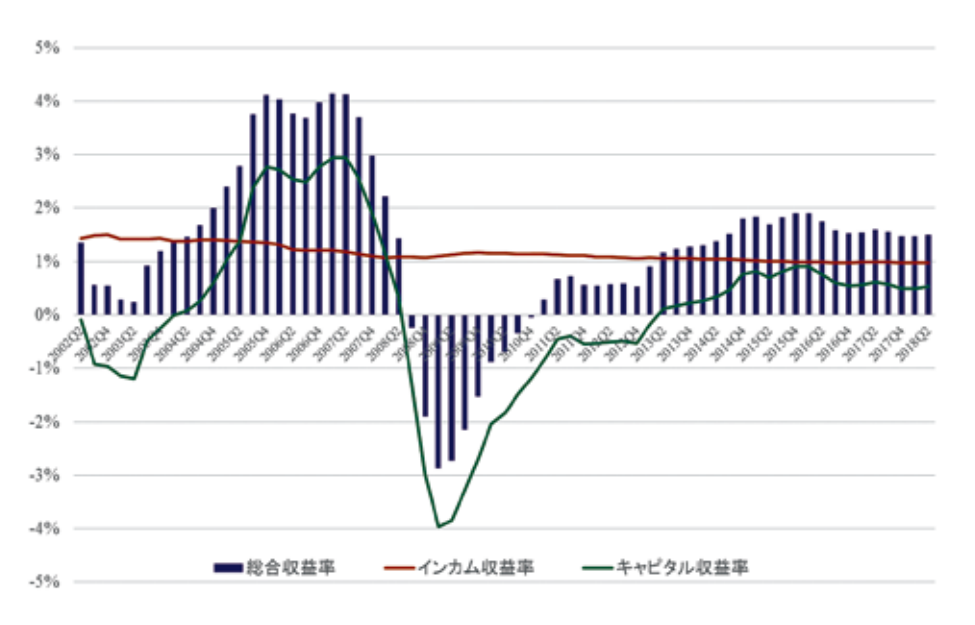
最後に当面の市況について簡単に触れておくこととする。

2008年の世界金融危機以降、日本の不動産投資市場は2009年頃から着実に回復し、その後は活況を呈している。不動産ファンドなどの保有物件のパフォーマンスを示すAJPI（ARES Japan Property Index）によれば、東京23区のオフィスビルの稼働率は99％台にあり、一時期下落した賃料単価も上昇傾向にある（**図表4**）。だが、テナントの賃料負担力には限界があることを考慮すると、賃料単価の更なる上昇を見込むことは難しく、稼働率も天井に近い水準にあるため、今後はキャッシュフローの大きな積み増しは期待しにくい。一方で、インカム収益率は低下基調にあり、調達金利が低いために高いイールドスプレッドを維持できているものの、そろそろ底に近い水準に達しつつあると考えられる（**図表5**）。

図表4　東京23区 オフィスビルの賃料・稼働率の推移



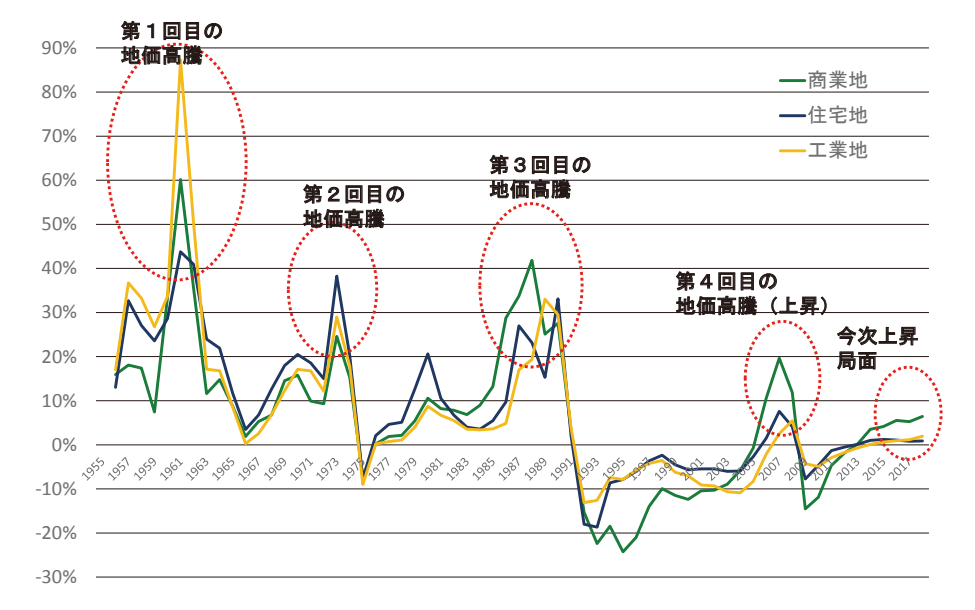
図表5　東京23区 オフィスビルの投資利回りの推移



このことは、不動産市場のマーケット・サイクルの動きとも整合性がある。日本市場では、時期に多少のずれはあるものの、これまで15年前後のサイクルでマーケットが動いており、前回のピークが2006-2007年であったとすれば、ここ数年以内に市況のピークに達してもおかしくはない（**図表6**）。

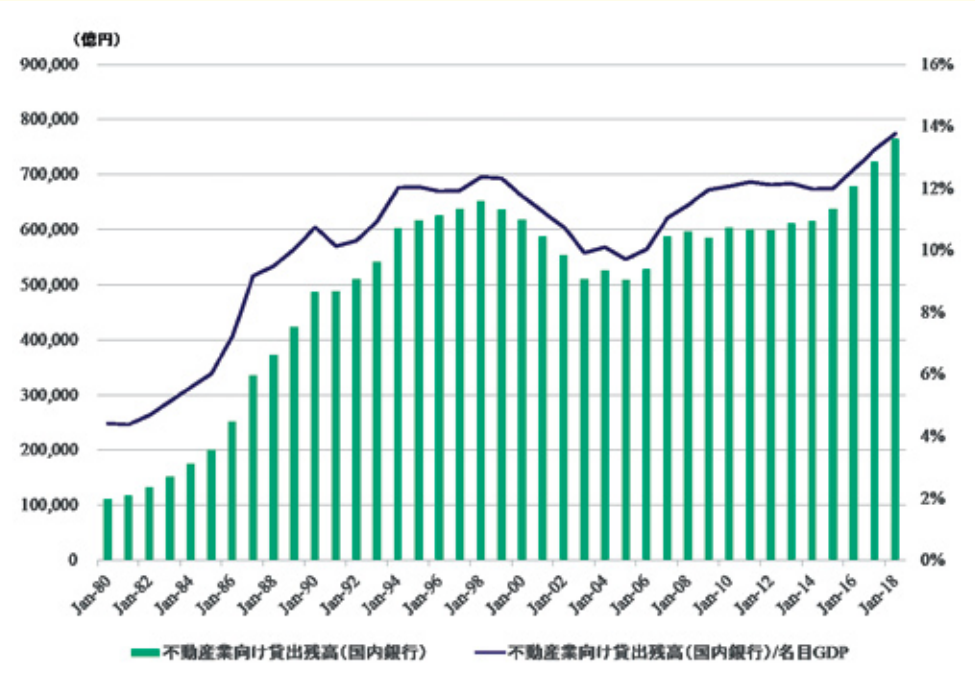
ただし、マーケット・サイクルがあるのは、当然のことである。問題はサイクルの上昇過程が行き過ぎる

図表６　不動産のマーケットサイクル



資料：（一財）日本不動産研究所「六大市街地価格指数」に基づき作成

図表７　銀行の不動産業向け貸出額と対GDP比率の推移



と、それが反転したときに、バブル崩壊につながり市場に大きな影響を与えることにある。その意味では、ここ数年間は実取引の状況や各種経済指標を十分にウォッチすることが必要である。例えば、銀行の不動産業向け貸出の対GDP比率は上昇傾向にあるため、市場全体としてのデットの増加スピードに目配りすることも大切である（図表7）。

証券化対象不動産における商業施設の投資トレンド

一般財団法人 日本不動産研究所
証券化部 主任専門役
有岡 良祐

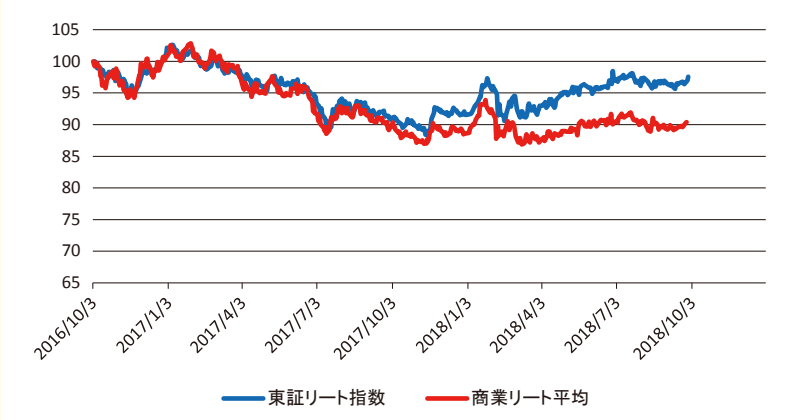
不動産投資市場における各用途に対する投資態度については図表1のとおりであり、オフィス・ワンルームマンション・物流・宿泊特化型ホテルと比較すると、商業施設（都心型高級専門店・郊外型ショッピングセンター）に「新規投資を積極的に行う」と回答した割合は小さい。これは、都心型商業施設は、昨今の堅調な不動産市況により取引利回りが低下していることに加え、希少性による供給不足により売物件が出ると利回りが極端に低くなり、多くの投資家の投資基準から外れてしまうことが主な理由として挙げられる。特に銀座、表参道、新宿、心斎橋等は、都心への人口流入に加えてインバウンドの増加など新たな需要もあり、世界中から来客やテナント誘致を期待できる立地であることから、当該立地に存する商業施設に対する取得競争は非常に激しい状況にある。また、郊外型商業施設は、特に地方の人口減少やeコマースとの競合により、賃料下落やテナント退店リスク等が懸念されることから、積極的に投資対象とすると回答しなかったことが主な理由として挙げられる。なお、図表2-1、2-2のとおり、日本の上場REITの商業セクターの投資口価格は、他のセクターと比較してやや低位に推移しているが、米国と比較するとその低位の度合いは小さい。かかる環境の中、商業施設に投資する証券化プレーヤーは、日本の商業施設を取り巻く環境の変化に即応した戦略を実施している。本稿では証券化不動産市場における商業施設の投資トレンドを俯瞰する。

図表1　今後1年間の不動産投資に対する考え方で「新規投資を積極的に行う」を選択した場合、検討する不動産の対象（複数回答あり）

	①全体に対する割合（第37回）	②全体に対する割合（第38回）	③増減（②－①）
オフィスビル（Aクラス）	56%	60%	4%ポイント
オフィスビル（Aクラス以外）	61%	65%	4%ポイント
単身者向け賃貸住宅（ワンルーム）	45%	52%	7%ポイント
ファミリー向け賃貸住宅	30%	39%	9%ポイント
高級賃貸住宅（低層型）	16%	17%	1%ポイント
高級賃貸住宅（超高層型）	14%	16%	2%ポイント
都心型高級専門店	32%	35%	3%ポイント
郊外型ショッピングセンター	26%	28%	2%ポイント
物流施設、倉庫	42%	48%	6%ポイント
宿泊特化型ホテル	44%	47%	3%ポイント
ゴルフ場	1%	1%	0%ポイント
シティホテル	29%	27%	−2%ポイント
ヘルスケア･アセット	19%	19%	0%ポイント
底地	31%	35%	4%ポイント
その他（更地、開発用地等）	11%	15%	4%ポイント

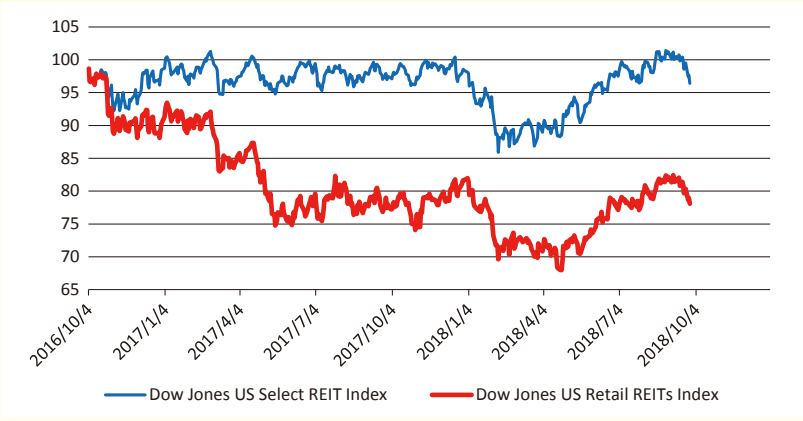
（資料）一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」をもとに作成
注：第38回の有効回答数138社であり、そのうち「新規投資を積極的に行う」を選択した回答数は124社

図表２-１　日本の上場REITの投資口価格の推移



（資料）Bloomberg　商業特化型REITは日本リテールファンド投資法人、フロンティア不動産投資法人、ケネディクス商業リート投資法人、イオンリート投資法人の平均値
注：指数は2016年10月3日＝100。

図表２-２　米国の上場REITの投資口価格の推移



（資料）Bloomberg
注：指数は2016年10月3日＝100。

1　eコマースの影響への対応

経済産業省「我が国におけるデータ駆動型社会に係る基盤整備」調査結果によると、日本のEC化率（全ての商取引金額に対するEC（電子商取引）市場規模の割合）は5.79%（2017年）と、2010年の2.84%から一貫して上昇傾向にあり、商業施設はeコマースとの競合懸念があると言われている。しかしながら、EC化率は米国の約9%、英国の約15%、中国の約20%、韓国の約18%と比較すると低く、これは、各国の商慣行の違いや日本の販売員の質が高いこと、日本は狭い国土の中で生活圏内に優良な実店舗が充実しておりeコマースの優位性が比較的小さいことなどが理由として挙げられる。このような状況の中で、証券化プレーヤーは、郊外型商業施設の中でも、小規模な商圏をターゲットとする商業施設であるNSC（Neighborhood Shopping Center）、スーパーマーケット、ドラッグストア、ホームセンターなどの専門店を投資対象としている。これらの商業施設は、消費者の生活圏にあることから買い物に要する労力が小さく、eコマースに対する対抗力が比較的高いといえる。2018年にローソンやファミリーマートがネット宅配事業から撤退、イオンやイトーヨーカドーがネットスーパーの無料配送の撤廃や配送料の引き上げを実施した。これは、物流費が上昇し採算が合わなくなったという要因があるが、生活圏内における実店舗に優位性があることの一例といえる。また、NSCには美容室、クリニック、フィットネス、保育施設、公共施設等などeコマースの影響を受けない来店型の施設を併設することによって集客と来店頻度を高めて商業施設の競争力の維持・向上を図っている。当然、選好される商業施設は、競合施設が少なく豊富な商圏人口を抱える立地や駅周辺など人通りが多い立地など市場競争力が高いものに限定され、当該商業施設は希少性が高く供給も少ないため、取引利回りは低下傾向にある。

また、都心においては、デベロッパー各社が、eコマースの影響を受けにくく、また、都心のオフィスワーカーやインバウンド需要の増加が期待できることから、話題性のある飲食店を集めた商業ビルを企画・開発し、スポンサーとしてREITに売却するなどしている。飲食店は流行り廃りが激しいことから、定期借家契約を基本とし、定期的にテナントの入替を行い、商業ビルとしての陳腐化が進まないことを企図している。

2　GMSの売却、建替、業態転換

総合スーパー（GMS）は、日本の高度経済成長期においてワンストップで買い物ができるという利便性などを背景に成長を続けてきたが、バブル崩壊以降は消費者の価値観の多様化や節約志向等に対応しきれず業態的に陳腐化し、イトーヨーカドーやユニーは不採算店の大量閉店及び他業態への転換を計画・実行している。本稿執筆時点においてもユニー・ファミリーマートホールディングスがドンキホーテホールディングスへユニーの売却を、米ウォルマートが西友の売却を検討するなどGMSは今もなお大きな変化の過程にあるといえる。このためGMSに賃貸している商業施設は、テナントの減賃・退去リスクが高いことから投資対象として不確実性が高いとされ、GMSは投資対象として敬遠されている。このようななか、証券化プレーヤーは、**図表3**のとおり、好調な不動産市場を背景に、収益性の低いGMSを売却し、当該売却資金で優良な都心型商業施設やNSC又は他アセットの取得を実施・企図するなど、積極的に資産の入替を実施し、ポートフォリオの維持・向上を図っている。今後は、保有するGMSについては、売却のほかNSCへの業務転換及び建替（別用途への建替を含む）等が実施され、周辺環境にマッチした商業施設等に柔軟に変化させていくものと思われる。

3　定期借地権が付着した底地への投資拡大

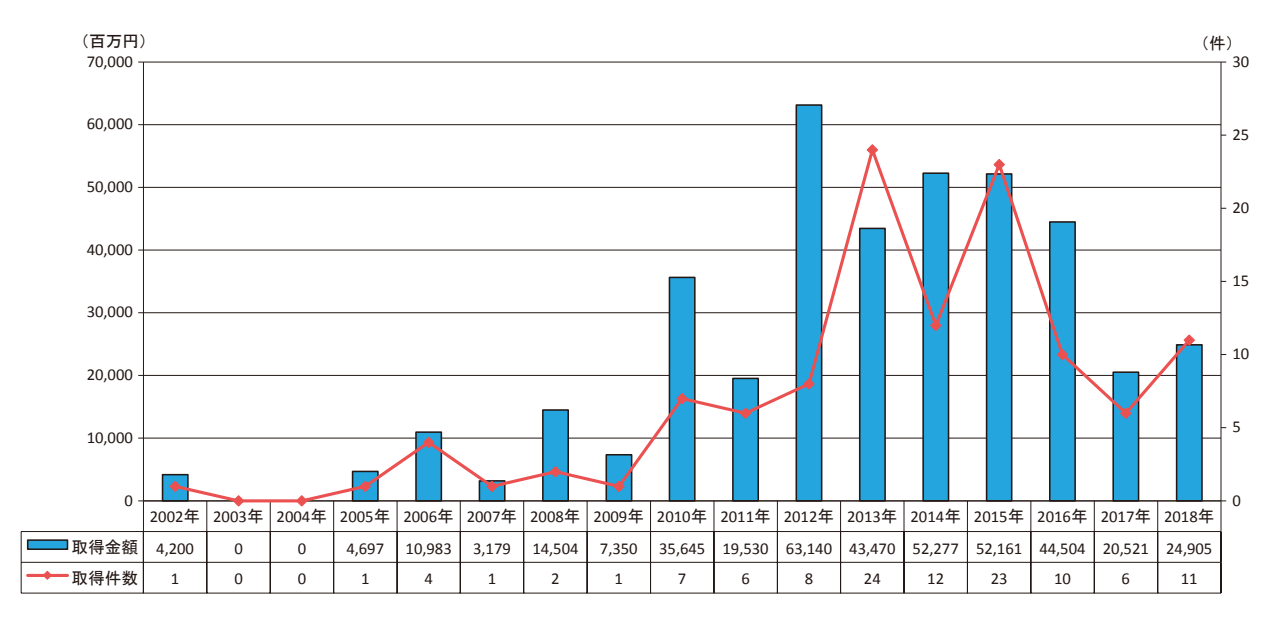
希少性のある都心型商業施設や優れた商圏に存する郊外型商業施設は供給不足であることから、その取得機会が少ない。一方で、事業用定期借地権等が付着した底地への投資が増えている。この底地の多くが、食品スーパーやドラッグストア等が土地を借りて建物を所有・運営をしている形態で、その地代収受を目的として土地のみを投資対象としたものである。**図表4**のとおり、上場REITにおいてはその取得は堅調に推移しており、底地に特化した私募REITが創設されるなど、その裾野は広がっている。その理由として、底地は、収支構造がシンプルで借地契約によりキャッシュフローが長期安定的であること、建物を所有してないことから修繕や追加投資が不要であること、建物賃借人と比較すると借地権者は建物投資など相応の設備投資を行っていることからその分だけテナント退去リスクが小さいとする期待性などが背景にある。また、投資実績の積み上げにより、投資家及び金融機関等の底地に対する理解も深まったということも理由として挙げられよう。なお、定期借地権が付着した底地は、借地期間満了後は更地として返還される。借地期間満了後は、現行の借地権者との再契約、別借地権者の誘致、更地として売却などのいくつかのシナリオが考えられることから、将来的な人口推移が堅調で用途の多様性があるなど立地的に優位性が高い立地が選好される。今後は、借地契約満了後の更地復帰・再契約・代替地

図表3　2018年上期の上場REITによるGMS売却事例

譲渡日	物件名称	売主	買主
2018/05/24	碑文谷ショッピングセンター	ユナイテッド・アバーン投資法人	非開示
2018/05/24	イオンモール宇城	ユナイテッド・アバーン投資法人	非開示
2018/06/29	イオンモール熊本	イオンリート投資法人	国内の特別目的会社（非開示）
2018/08/01	IY川崎店本館、アネックス	日本リテールファンド投資法人	非開示
2018/08/30	イオン戸畑ショッピングセンター	日本リテールファンド投資法人	アセットファイナンス戸畑合同会社

（資料）各投資法人のプレスリリースをもとに一般財団法人日本不動産研究所が作成
注：碑文谷ショッピングセンターは、上記譲渡日のほか、同年11月1日と翌年3月1日に信託受益権の準共有持分を分けて売却予定

図表４　上場REITによる底地の取得金額・件数の推移



	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
取得金額	4,200	0	0	4,697	10,983	3,179	14,504	7,350	35,645	19,530	63,140	43,470	52,277	52,161	44,504	20,521	24,905
取得件数	1	0	0	1	4	1	2	1	7	6	8	24	12	23	10	6	11

（資料）上場REITの公表データをもとに一般財団法人日本不動産研究所が作成
注：商業施設の底地のほか、他用途の底地を含む。2018年は9月末までのデータ

権者の誘致等のトラックレコードを積み上げながら、堅調に推移していくものと考えられる。

4　さいごに

「アマゾン・エフェクト」「デス・バイ・アマゾン」などeコマースの実店舗に対する脅威論が毎日のように語られている。しかしながら、世界で起きていることはネット店舗の実店舗への参入・活用・融合である。米アマゾンは、米食品スーパーのホールフーズ・マーケットの買収や米家電量販大手のベストバイとの提携を実施し、2021年までに最大3,000店のレジ無しコンビニ（アマゾン・ゴー）の出店計画があるとの報道がある。中国アリババは、2018年に自前のSCを開業、同年に生鮮スーパーマーケットの出店計画を加速している（2018年の出店計画を60店舗から100店舗へ上方修正している）。ネット店舗では扱いにくい商品の提供、実店舗における顧客の来店・購買情報の取得、実店舗の物流網としての活用、自社の電子決済事業との融合など、ネット店舗にとって実店舗を展開するメリットは非常に大きく、ネット店舗による実店舗への参入・活用・融合は今度も進んでいくものと思料する。日本においても、伊藤忠商事がユニー・ファミリーマートホールディングスを子会社化した背景として「ネット企業がファミマを狙っていた」ことに言及し、楽天とビックカメラが家電領域における新サービスを共同提供するなど、徐々に実店舗とネット店舗の融合が進んでいる。今後、日本においてもインターネット企業が実店舗に本格的に参入し、商業施設の主要なテナントとなる可能性もあり、その賃料水準は当該店舗から生じる売上の何％と把握される従来のものではなく、当該店舗における売上のほか本業であるネット事業との相乗効果、情報収集機能、物流機能が反映される全く新しいものになる可能性がある。

日本の商業施設は、景気動向、ライフスタイルの変化、都市の発展とまちづくりなど様々な構造変化に順応しながら進化してきた歴史があり、この間、賃料負担力のあるテナントの業種・業態は目まぐるしく変化した。証券化プレーヤーは、今後も商業施設のトレンドを的確に把握し、ポートフォリオの維持・向上を図っていくものと思料する。

バブル期における商業地地価動向の回顧
～「不動産研究」第60巻記念号より～

一般財団法人 日本不動産研究所 研究部

一般財団法人日本不動産研究所は、本年2月、季刊「不動産研究」が1959（昭和34）年7 月の第1巻第1号から数えて第60巻（60年目）の節目を迎えるに当たり、日本の土地・不動産にとって大きなエポックとなった1980年代後半から1990年代初めの土地バブルとその後のバブル崩壊、そして不動産と住宅ローン債権の証券化をテーマとした記念号「土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ」を発行しました。同書は行政関係者へのインタビュー、証券化・不動産鑑定関係者へのインタビュー、不動産研究論文等をもとに構成されており、本稿では商業地におけるバブル期の地価動向の回顧を中心として同書の内容の一端をご紹介します。



1980年代から90年代にかけての土地バブルと「市街地価格指数」の概要

日本経済に大きく影響を与えたバブルは、その崩壊とともに日本経済に大きな傷跡を残した。また、地価については、バブル崩壊後20年以上経過している今日においてもバブル期以前の水準にとどまっているところも多く、地価は常に上昇するといういわゆる土地神話は大きく崩壊した。

本稿では、世界史的にも特筆されるバブル期の地価高騰と地価下落の経過について、日本不動産研究所「市街地価格指数」商業地最高価格地データを用い、全国の地域を俯瞰して実証的に論じ、もって日本の土地バブルの全容を解明する一助としたい。

「市街地価格指数」は、地価の推移を的確に捉えるため、1936（昭和11）年9月から旧日本勧業銀行がとりまとめてきた指数であり、日本不動産研究所の創立に伴い、1959（昭和34）年以降市街地価格指数は同研究所がとりまとめている。

本指数は、全国主要都市約200都市（2016年9月末現在223都市）内で選定された宅地の調査地点について、同研究所の不動産鑑定士等が3月末と9月末の年2回価格調査を行い、これを基に指数化したものである。この指数は、基本的に定点調査として同じ位置の地価を長期的に計測するため、地価の長期的変動の傾向をみる指標として利用されている。

この指数の中で、各都市の商業地最高価格地について継続的に価格の調査が行われている。本稿では、1983年3月以降バブル期における各都市の最高価格地の地価をピークの時期まで、同一の地点での価格を追跡できる全国174都市を検討の対象として、バブル期における地価高騰と下落の時期について都市間比較を行う。

バブル期初期の地価上昇の状況

1983年3月以降で、全国の商業地最高価格地の価格が半年で10％を超える上昇を最初に示したのは1984年3月期（1983年9月～1984年3月）の名古屋であった。しかし、名古屋では、この期の後、半年で10%以上の上昇は1986年3月期までみられない。

継続的に半年で10%以上の地価上昇がみられるのは、1984年9月期以降の東京都区部である。東京都区部は、1984年9月までの1年間においては年率20%以上の上昇を示している。その後、1985年3月期までの半年では、札幌、横浜、大阪、福岡で9%以上の上昇がみられ、1985年3月までの年率では東京都区部、大阪、福岡、札幌、横浜、名古屋、仙台、八王子、浦和（現さいたま）、京都、立川、大宮(現さいたま)で10%以上の伸びがみられる。

このように、バブル初期には、東京、大阪、京都、名古屋という三大都市圏の中心都市及び福岡、札幌、仙台という地方中枢都市、横浜、八王子、浦和、立川、大宮という東京大都市圏の拠点となる都市の地価上昇が認められる。

この時期、埼玉・東北方面では1982年に東北新幹線の大宮－盛岡間、上越新幹線の大宮－新潟間、1985年に上野－大宮間が開業、1985年に埼京線が開業し、横浜では1985年に横浜市営地下鉄3号線の横浜から新横浜までの開業と新横浜への「ひかり」停車本数の大幅増便(6本→51本)がなされ、福岡では1983年に福岡市地下鉄が博多から郊外の筑肥線まで相互直通乗り入れを開始するなど各都市の拠点性を高める交通利便性の改善が行われている。

これらの基盤整備が、国際都市としての性格を強めていた東京と三大都市圏の中心都市、地方中枢都市、東京大都市圏の拠点都市におけるバブル期初期の地価上昇に寄与したと考えられる。

地価上昇の三大都市圏及び地方都市への広がり

東京都区部では、1983年3月から1985年3月までの2年間で約5割の上昇、1985年3月から1986年3月までの１年間で5割を超える上昇がみられた。

また、1985年9月期と1986年3月期には金沢、千葉、広島も半年で10%を超える上昇を示している。

首都圏及びその周辺では、1986年9月期には半年で10%を超える上昇が市川、船橋等の首都圏の郊外都市に及び、また、1987年9月期には東京から50～100km圏の熊谷、小田原では、80～100%超というきわめて高い地価上昇がみられ、100～150km圏の甲府、沼津でも、半年で10%を超える上昇がみられた。1989年9月期から1990年3月期には、銚子、館山、佐原（現香取）に半年で10%を超える上昇が及んでいる。

近畿では、首都圏より遅れて地価上昇がはじまっており、1987年9月期から1988年3月期にかけて西宮、尼崎、伊丹、泉佐野、池田、豊中等が半年で10％を超える上昇を示し、1989年3月期から9月期には舞鶴、長浜、和歌山等が半年で10％を超える上昇を示している。

名古屋及びその周辺では、1988年9月期から1989年3月期に春日井、半田、四日市等が半年で10%以上の上昇を示し、1989年9月期から1990年3月期に多治見、桑名等が半年で10%以上の上昇を示している。

地方都市では、1986年9月期及び1987年3月期には、宇都宮、静岡、鹿児島等の県庁所在都市で半年で10％を超える上昇がみられ、1987年9月期から1988年3月期に岡山、長崎、大分に半年で10%を超える上昇が及んでいる。

1988年9月期には、福島、郡山、高崎等の北関東から東北に半年で10%を超える上昇が波及し、1989年9月期から1990年3月期には、宮崎、函館、鳥取等、1990年9月期から1991年3月期には、秋田、高岡、

帯広、下関等に半年で10％以上の地価上昇の波及が及んでいる。

1991年9月期以降には半期で10％以上の地価上昇をはじめた都市はない。

各都市別でみた商業地最高価格地のバブル期の増加倍率

次に、バブルがどの程度の規模のものであったかをみるために、1983年3月と各都市におけるバブル期ピーク時の価格を比較して、商業地最高価格地において、バブル期に価格がどの程度、増加したかについて概観する。

ここでは、検討の対象とした174都市について、商業地最高価格地における1983年3月のそれぞれの都市の3.3㎡当たり評価額を100として、都市のピーク時の同一面積の価格を1983年3月と比較した指数で示す。

この指数が最高であったのは、札幌市の957であり、700以上であったのは、高槻（944）、横浜（934）、名古屋（861）、仙台（789）、横須賀（740）、千葉（733）、木更津（728）、浦和（711）、京都（701）（かっこ内は指数）の10都市であった。

これらの都市の類型をみてみると三大都市圏の当時の政令指定都市（横浜、名古屋、京都）、三大都市圏内の都市（高槻、横須賀、千葉、木更津、浦和）、地方中枢都市（札幌、仙台）であった。

これに続く600以上の都市は、小樽、大阪、岡山、鎌倉、市川、泉佐野であり、バブル期に象徴的に取り上げられた東京都区部は入っていない。

一方、この指数が150以下の都市も50都市あり、地方別にみると、九州16都市、北信越8都市、東北6都市、四国6都市、関東4都市、北海道3都市、中国3都市、東海2都市、近畿2都市である。この中には、東京圏、大阪圏、名古屋圏の都市はなく、また、県庁所在都市は含まれていない。110以下の都市は鶴岡、宇和島、新居浜、北見、酒田、西条、川内（現薩摩川内）、鹿屋、佐野、足利、新発田、三条、唐津、鳴門で、これらの地方都市ではバブル期の地価上昇はほとんどみられなかった。

ここからわかるように、バブル期の地価の上昇については、三大都市圏及び地方の中心的な都市で顕著にみられ、地方圏、地方都市においては、上昇があまりみられない都市も少なくなかった。

バブル期に地価上昇がほとんどみられなかった都市のバブル期以降の動向

バブル期に地価上昇がほとんどみられなかった都市では、ファンダメンタルズ価格との乖離が生じなかったため、バブル期以降の地価下落は生じなかったのであろうか。

ここでは、1983年3月以降バブルピーク期の土地価格が1983年3月を100とすると103以下であった都市のうち、1999年3月まで同地点で価格を追跡できる7都市について考察する。

この7都市は、鹿屋、川内、西条、酒田、新居浜、宇和島、鶴岡である。このうち、鹿屋は、1984年3月から横ばいであった価格が、1992年3月期から下落しはじめ、1999年3月には、1983年3月の30％まで下落している。川内は、1984年3月から横ばいであった地価が1987年3月から下落しはじめ、1999年3月には、1983年3月の51％まで下落している。西条は、1993年9月から1994年3月がピークで、1999年3月には、1983年3月の76％まで下落している。この他の都市をみても、1983年3月の価格を100とした1999年3月の価格をみると、酒田（58）、新居浜（48）、宇和島（48）、鶴岡（66）である。なおかつ、これらの都市の土地価格はこの後も下落を続けた。

このように、バブル期の地価上昇をほとんど経験していない都市においても、土地価格が激しく下落して

いる。これらの都市におけるバブル期以前の地価水準は何だったのかという疑問を想起させる。

この期間に、都市構造や収益が急激に変化したとも考えにくく、もともとファンダメンタルズ価格を上回る地価が長期にわたって形成されていたが、激しい地価上昇の後の全国的な地価下落が続く中で、地価上昇期待に伴って長期にわたって温存されていた「従来バブルと認識されていなかったバブル」が消滅する過程が加わって、長期にわたる地価下落につながったとも推測される。

バブル期以降の全国的な長期にわたる地価の下落については、今後検証が必要であるが、この地価の下落は、バブルが崩壊したためだけではなく、バブル期前後で、日本の都市の土地価格全体において、何らかの構造変化が生じたためではないかと考えることが適切な可能性がある。

バブル崩壊後の地価の状況

遅くとも1996年9月までに、同一地点で追跡可能なすべての都市において、地価の下落がはじまっている。2000年以前に地価が上昇しはじめているのは東京都区部のみであり、2000年代に入ってもほとんどの都市では地価の下落が続いた。

地方都市の中では、商業地最高価格地において、現時点で1983年3月の１～2割程度にまで地価が下落している都市もある。地方都市の多くでは、都市構造の変化が大きく地価下落に影響を及ぼしていると考えられる。時間的にみると、商業地最高価格地での全国的な地価の下落については、バブル直後はバブル期の急激な地価上昇に伴う下落が大きかったが、その後の下落により、多くの都市においてバブル期の地価高騰がはじまった水準より低い水準にまで地価が下落していることを考えると、中心市街地の空洞化や土地価格構造の変化など、バブル期の地価高騰の反動以外の要因も大きかったと考えられる。

本稿の要旨

＊バブル期の初期（1985年以前）に商業地における急激な地価上昇を経験したのは、主に三大都市圏の中心都市、地方中枢都市、東京大都市圏の拠点性のある都市であった。
＊その後、地価上昇は地方圏にも波及した。また、年率10％以上の急激な地価上昇は、1991年前半までで一巡した。
＊地方圏においては、バブル期においても著しい地価上昇がみられない都市も少なくなかった。ただしそうした都市においても、その後の地価下落は顕著であった。
＊バブル以降現在に至るまでの間、多くの都市においてバブル期の地価高騰が始まる以前よりも低い水準にまで地価が下落していることから、バブル崩壊のみならず、都市構造の変化も地価下落に影響を及ぼしているものと考えられる。

本稿は一般財団法人日本不動産研究所「「土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ」に収載された論文（中島正人「バブル期の地価高騰及び下落過程についての考察 －壮大な日本の土地バブルを商業地最高価格地からみて－」、不動産研究第59巻第2号（2017年4月））を翻案・要約したものです。同書は全国官報販売協同組合ホームページ（https://www.gov-book.or.jp/book/list/fair/list.php?key=6）よりお買い求めいただけます。また同書については日本不動産研究所ウェブサイト（不動研コラム Vol. 208-02）（http://www.reinet.or.jp/pdf/fudoukencolumn/vol201802.pdf）もご覧下さい。

環境不動産ニュース

不動産取引市場の動向

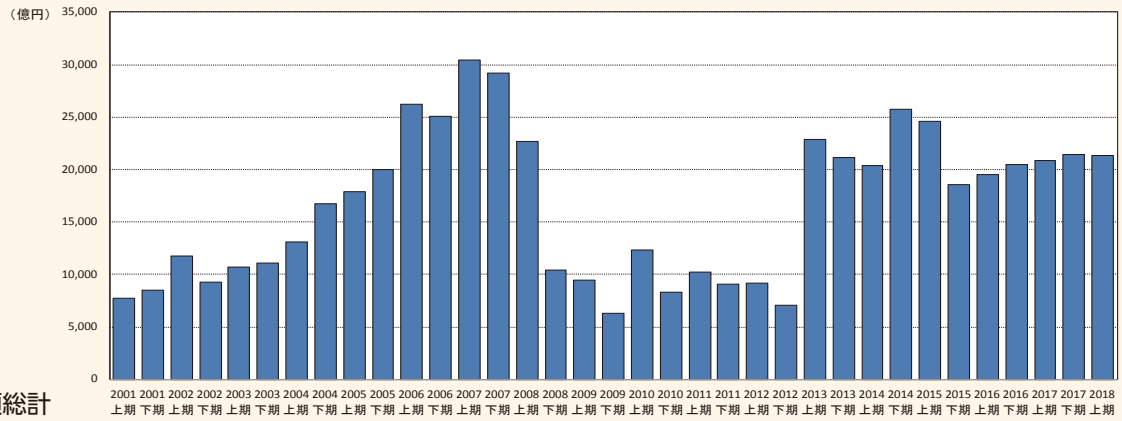
日本不動産研究所は、不動産取引市場調査（2001年上期～2018年上期）を実施し、調査結果の概要を公表した。

不動産取引市場の規模（取引金額が公表されている取引事例についての取引金額の合計）は、2007年上期に約3兆円に達しピークを迎えた。リーマンショックが生じた2008年下期には約1兆円程度まで市場が縮小し、ピーク時の約1/3の規模となった。政権交代を経た2013年上期以降は2兆円超えと大幅に拡大し、2015年上期まで半期ベースで2.0～2.6兆円程度で堅調に推移した。2015年下期は約1.8兆円と大幅に減少したが、その後は緩やかな増加傾向で推移しており、2018年上期は約2.1兆円となった。取引市場は堅調な状況が続いている（図表）。

なお不動産取引市場における2001年以降の売買主体別買越・売越状況を見ると、J-REITの買越が目立つ。特にリーマンショック以降は、唯一買越しを続けるプレーヤーとしてその存在感を増してきた。ひとたび、J-REITが不動産を取得すると、売却を行うケースは限定されることから、J-REITへの物件集約が、昨今の不動産取引市場での「モノ不足感」を生み出す要因の一つになっている。

2017年は外資系プレーヤーが勢いを増すなかで、J-REITの買越額が大幅に減少したが、2018年に入ると、スポンサーパイプラインを活用して、築古・地方物件を売却し、築浅・都心の大型物件を取得する動きが活発化した。その結果、J-REITの取得金額は大幅に増加し、2018年上期のみで2017年の買越額を上回ることになった。

不動産取引市場調査は、J-REIT、東京証券取引所、日経不動産マーケット情報等の公表事例を日本不動産研究所が独自に集計し、2001年上期～2018年上期までで、約24,400件の取引事例を収集してデータベースを構築しています。その他の調査概要や調査結果につきましては、日本不動産研究所ウェブサイト（http://www.reinet.or.jp/?p=21073）をご参照ください。



図表　取引金額総計

［表紙の写真］ホテル ユニバーサル ポート ヴィータ

JRゆめ咲線「ユニバーサルシティ」駅から徒歩約2分に所在。地上12階～地下1階がホテル(一部コンビニ)、地上13～16階部分がブライダルテナントとなる複合施設。当施設の大部分を占めるホテルテナントは、2018年7月15日にオープン。総客室数は428室、全14タイプで構成。約 70㎡の開放的な角部屋タイプや、靴を脱いで素足でくつろぐことができるタイプ、ホテルでは珍しいメゾネットタイプ(2階建て)、そして、6名利用可能な2段ベッドタイプなど、お客さまのご利用シーンに合わせたさまざまなタイプの客室を設置。免震構造の適用のみならず、大阪市建築環境性能評価制度（CASBEE大阪みらい）Aランクを取得。安全・安心はもちろんのこと、環境にも配慮した施設です。

TM & © Universal Studios.　All rights reserved.　SH 18-0086

・事業主体：HUP2特定目的会社
（HUP2投資事業有限責任組合〈Re-Seed機構 オリックス㈱〉およびオリックス㈱より出資を受けたSPC）
・所在地：　大阪府大阪市此花区島屋六丁目1番16号
・主要用途：ホテル、結婚式場、駐車場
・階数：　地上16階地下1階
・構造：　鉄骨造、鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造
・竣工：　2018年4月・延床面積：35,107.3㎡
・設計施工：㈱竹中工務店



RE-SEED　Vol. 14 ● November, 2018

編集発行：一般社団法人 環境不動産普及促進機構
〒105-0001 東京都港区虎ノ門１－16－４　アーバン虎ノ門ビル2階
Tel: 03-6268-8015（代表・総務部）　03-6268-8016（企画部・調査研究部）　Fax: 03-3504-8826
http://www.re-seed.or.jp/

制　作：株式会社 たいせい
〒156-0042 東京都世田谷区羽根木 １－７－11　大成出版社ビル４階
Tel: 03-3321-2111　　Fax: 03-3321-2100