

今後の不動産市場等について

2009年2月17日

株式会社 住信基礎研究所



◇目次

| | | |
|------------------------|-------|----|
| 1 国土の創造・形成 | | 2 |
| 2 新たなニーズに対応する不動産市場のあり方 | | 5 |
| 3 マクロにみた不動産価値の変動要因 | | 9 |
| 4 不動産に対するニーズの変化事例 | | 15 |



1 国土の創造・形成



全国総合開発計画等の変遷(三全総以降)

| | 第三次全国総合開発計画 (三全総) | 第四次全国総合開発計画 (四全総) | 21世紀の国土のグランド デザイン(五全総) | 国土形成計画 |
|-------|--|---|---|---|
| 策定期 | 昭和52年11月 | 昭和62年6月 | 平成10年3月 | 平成20年7月 |
| 目標年次 | 昭和52年から概ね10年 | 概ね平成12年 | 平成22～27年 | 平成20年から概ね10年 |
| 基本目標 | 人間居住の総合的環境整備 | 多極分散型国土の構築 | 多軸型国土構造形成の基礎づくり | 広域ブロックの自立的発展による国土構築 |
| 基本的課題 | 1.居住環境整備 2.国土の保全と利用 3.経済社会の新しい変化への対応 | 1.定住と交流による地域活性化 2.国際化と世界都市機能の再編成 3.安全で質の国土環境整備 | 1.自立の促進 2.国土の安全と暮らしの安心 3.豊かな自然の享受と継承 4.活力経済社会 5.世界に開かれた国土 | 1.東アジアとの円滑な交流・連携 2.持続可能な地域の形成 3.災害に強いしなやかな国土の形成 4.美しい国土の管理と継承 5.新たな「公」を基軸とする地域づくり |
| 開発方式等 | ○定住構想 ・大都市への集中抑制と地域振興による国土の均衡ある利用 ・居住の総合的環境づくり | ○交流ネットワーク構想 ・地域特性を活かした整備推進 ・基幹的インフラ(交通・情報通信等)整備 ・多様な交流機会創出 | ○参加と連携 ・多自然居住地域の創造 ・大都市リノベーション ・地域連携軸の展開 ・広域国際交流圏の形成 | ○自立的な広域ブロックの形成 |

・大都市圏の構造変化
・都市の成長管理

コンパクトシティ エッジシティ アーバンビレッジ

・世界的大都市圏
・グローバルゼーション

メガシティ ⇒ グローバルシティ

・都市再生
・クリエイティブ・クラス

クリエイティブシティ



国土をめぐる現状認識と今後の方向性(国土形成計画)

<現状の課題認識>

- 人口減少を克服する経済成長のエンジン強化
- 国際競争力、自然との調和等の観点から部分的に国土基盤が陳腐化
- 人口減少・高齢化の加速により社会的諸サービスの維持困難
- 地域間の格差

■国土ストックの不均衡

- ・ストックの総量;量的には充足しているか?
- ・ストックの中身;①需要分野の変化、②期待される質の変化、③地域バランスの変化に対応できているか?

■投資余力に制約

<国土再構築の着目点>

- 世界中規模国に匹敵する経済規模を有する広域ブロック単位での自立的発展をめざす
- これまでの相当な国土の蓄積の質的改善を図る
- 国土利用に余裕が生じる今世紀が、適切な国土と人のあり方再構築の好機

- 美しく信頼され質の高い「日本ブランドの国土」形成
- 総合的なマネジメント(投資、維持管理、再利用等 長期サイクルで)

<特に認識すべき社会経済潮流>

□経済社会

- ・人口減少の本格化、急速な高齢化
- ・グローバル化の進展(東アジアとの経済連携拡大)
- ・ITの発達による利用者参加・オープン指向により「衆知の時代」に

□国民生活

- ・安全・安心・美しさの希求
- ・ライフスタイル多様化(多業・多芸など)
- ・「新たな公」(概念・主体)の普及



2 新たなニーズに対応する 不動産市場のあり方



不動産市場の制度整備・成長と今後

バブル崩壊からの回復

- ・金融システム機能回復
- ・3つの過剰(設備、負債、雇用)の解消

戦後最長の景気持続

- ・グローバル競争下での経営資源の選択と集中
- ・グローバルキャピタリズムの影響増大
- ・収益性・資本効率重視

今後

- ・持続可能な安定成長の基盤づくり
- ・蓄積された不均衡の是正

合理的な不動産市場の
創設・環境整備

- ・地価下落への対応
- ・土地流動化促進

- ・不動産投資市場の成長
(J-REIT 私募ファンド)
- ・市場インフラの充実
(制度、情報、人材etc.)

- ・適正な土地利用
- ・透明で効率的な土地市場形成

- ・競争力の高い不動産市場
をめざした機能強化
- ・めざす国土形成に向けた
市場機能の戦略的利用

- * 安全・安心・信頼が徐々に毀損
- * 日本の新たな成長エンジンづくり
- * 金融市場の過度な肥大
- * 様々な制度・基準の国際標準化



不動産のあり方検討のフレーム1

| 国土・都市の目指す方向 (社会経済潮流) | ●持続可能な成長 エンジンづくり | ●安心・安全・美しい 国土づくり | ●広域ブロックでの 自立的発展 |
|-------------------------------|---|--|---|
| | 不動産の諸側面 | <ul style="list-style-type: none"> ・低成長(人口減少) ・グローバル化 ・環境との共生 | <ul style="list-style-type: none"> ・少子高齢化 ・ユビキタス社会 ・ライフスタイル多様化 (経済・希望)格差拡大 |
| ○生活の場 (住宅、生活・交遊インフラ) | <ul style="list-style-type: none"> ・クリエイティブ・クラスの誘致 | <ul style="list-style-type: none"> ・次世代へ良質・適正価格 での住宅資産継承 ・高齢世帯増加への対応 | <ul style="list-style-type: none"> ・質に関する基準のローカル化 ・生活圈域のコンパクト化 |
| ○事業利益を産み出す場 (事業所) | <ul style="list-style-type: none"> ・事業活動の場として必要 な性能等の先取り ・アジアの拠点誘致 | <ul style="list-style-type: none"> ・高齢者・女性の就業しや すさ | <ul style="list-style-type: none"> ・地域産業(農・水・ものづく り・観光等)のグローバル 展開 |
| ○パブリックな場・集合体 (まち、都市) | <ul style="list-style-type: none"> ・東京等の世界都市機能 (中枢・ハブ機能)強化 ・都市再生の推進 | <ul style="list-style-type: none"> ・行動範囲コンパクト化へ の対応 ・景観・街なみの再生 | <ul style="list-style-type: none"> ・インフラ整備・更新の選択と 集中 ・ソーシャル・キャピタル形成 |
| ●運用対象資産として (アセットマネジメントの対象) | <ul style="list-style-type: none"> ・不動産の信頼・透明性 高めて市場の効率性 アップ | <ul style="list-style-type: none"> ・安全・信頼の不動産版ブ ランドづくりにより長期投 資資金を取込む | <ul style="list-style-type: none"> ・地域の活力なくして国の活 力なし(地域の資源活用・ マネジメント力と金融強化) |

* クリエイティブ・クラス; 科学者、技術者、芸術家、クリエイター、マネージャー、専門家などの創造性の供給者を意味する。クリエイティブ・クラスが脱工業化時代における新産業の創造や市民社会の変革を促して都市の再活性化の基盤となるという都市概念に基づく。

* ソーシャル・キャピタル(社会関係資本); 経済資本、文化資本と並ぶ概念で、社会における「信頼」「規範」「ネットワーク」等の人々の関係を意味し、地域・社会の人間関係の豊かさを示しているとも言え、コミュニティ形成・まちづくりの基礎概念ともなっている。

出所)各種公表資料より住信基礎研究所作成



不動産のあり方検討のフレーム2

【着眼点】不動産の価値(利用価値)を維持・向上させる方策の検討方向として、産業政策とのアナロジーから論点整理

- ① イノベーション ⇒ 不動産利用者(テナント等)の技術やビジネスモデルの革新による生産性向上をサポートするための不動産のあり方は？
- ② 経営資源の最適化 ⇒ 生産性の低い分野から高い分野への経営資源の移転促進の観点からみた不動産のあり方は？
- ③ 中小企業の活性化 ⇒ 相対的に投資余力やPM能力が低いとされる中小規模オーナーの不動産の潜在力を顕在化させるためには？
- ④ 東アジアの成長の取り込み ⇒ アジア等の経済成長力を日本の不動産需要(利用、投資)に取り込むための不動産のあり方は？
- ⑤ 地域経済の再生 ⇒ 地域の自立的な発展に貢献するための不動産のあり方は？



3 マクロにみた不動産価値の変動要因



不動産の価格形成要因

■不動産の価格形成要因と変動要因

$$P = \frac{NCF}{R_f + [P_r - g]}$$

(不動産価格) (リスクフリーレート) (不動産リスクプレミアム) (賃貸収益成長率)

- ・金融政策
- ・経済成長率
- ・為替動向

- ・投資家のリスク許容度
- ・不動産の流動性
- ・取引の需給バランス

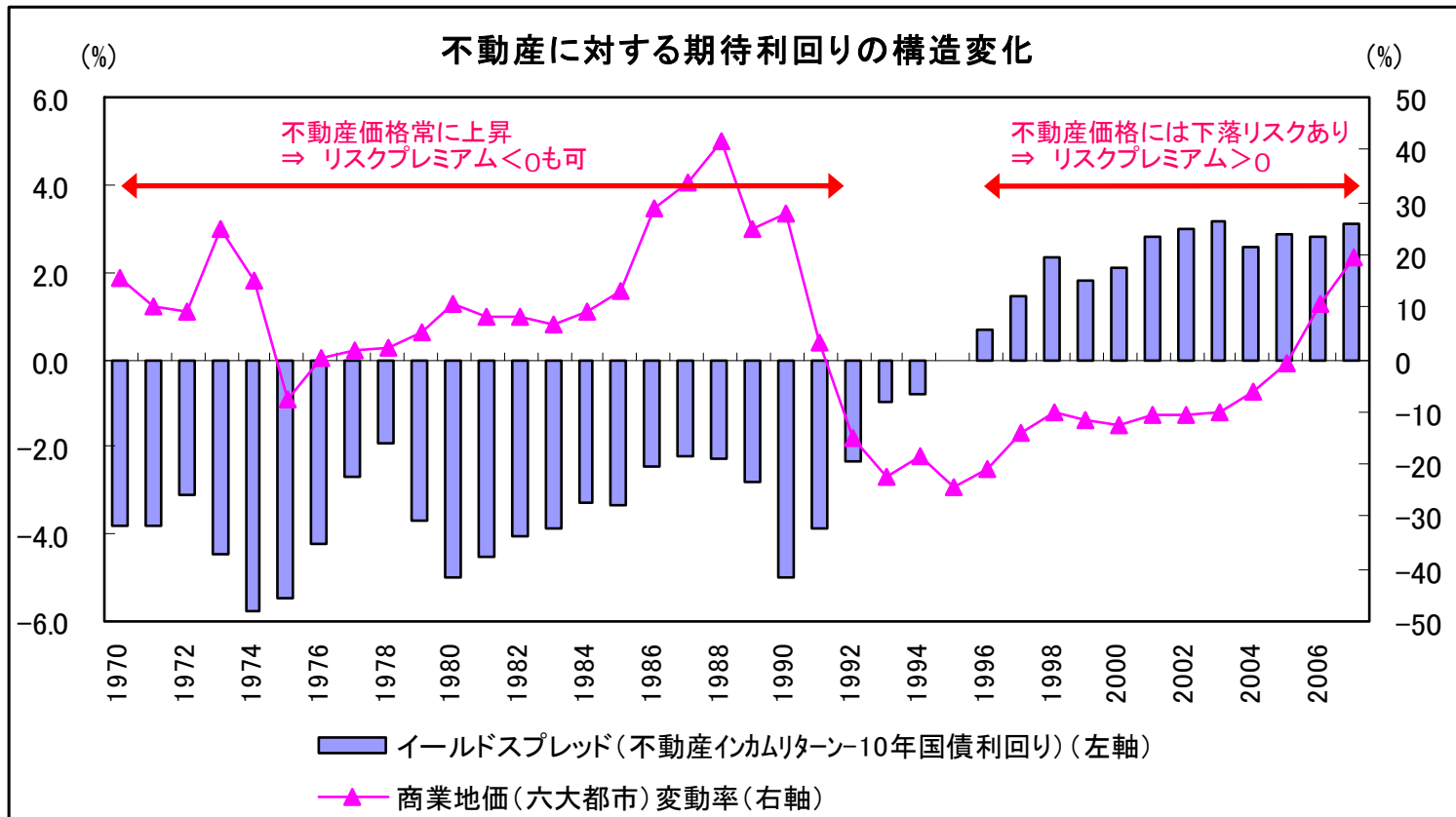
- ・賃貸市場における需要と供給の動向
- ・賃料・空室率の動向

| | 長期金利 | 不動産リスクプレミアム | 賃貸収益成長率 |
|------------|--|---|---|
| ○ 2007年夏まで | <ul style="list-style-type: none"> ・金利先高感 ・クレジットバブル | <ul style="list-style-type: none"> ・過剰流動性 売手市場 ・リスクプレミアム圧縮 ・価格高騰に警戒感 | <ul style="list-style-type: none"> ・賃貸市場総じて堅調 ・賃料上昇継続 |
| ○ 現在 | <ul style="list-style-type: none"> ・景気後退 ・金融緩和により低水準 | <ul style="list-style-type: none"> ・信用収縮 買手市場 ・リスクプレミアム再評価 ・物件の優劣の格差拡大 | <ul style="list-style-type: none"> ・需要減退 ・賃料下落へ |



不動産価格形成要因の構造変化

- 土地神話の終焉により、不動産がリスク資産（価格下落可能性あり）として認識され、期待利回りは、リスクフリーレートに不動産リスクプレミアムを上乗せして決定される事が一般化
- 市場に価格調整機能（リスクフリーレートで割り引いた価格が上限）がビルトインされつつある

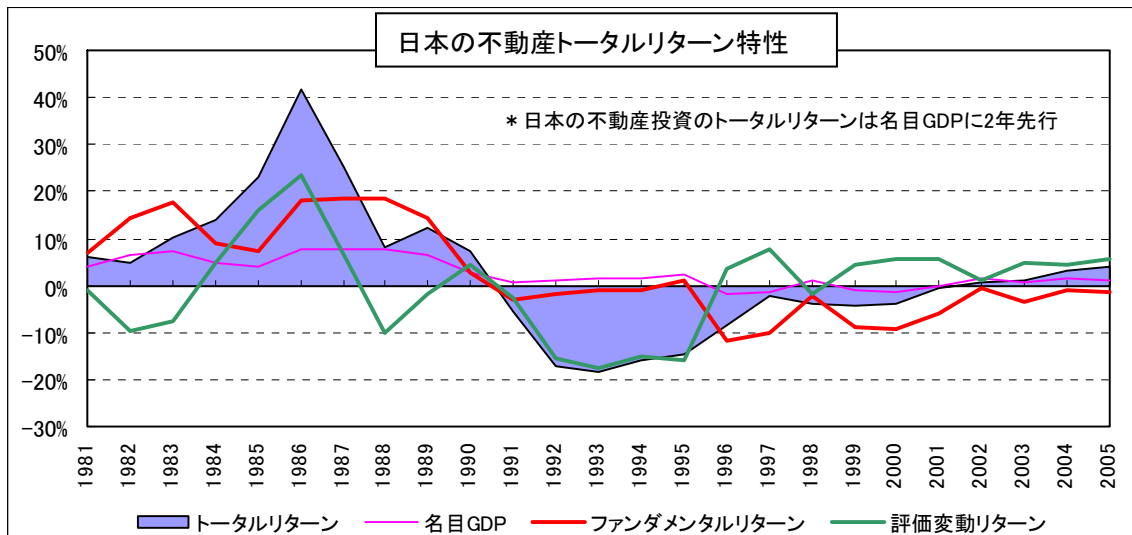


出所)MTB-İKOMAインデックス、「市街地価格指数」日本不動産研究所、Bloombergを基に住信基礎研究所作成



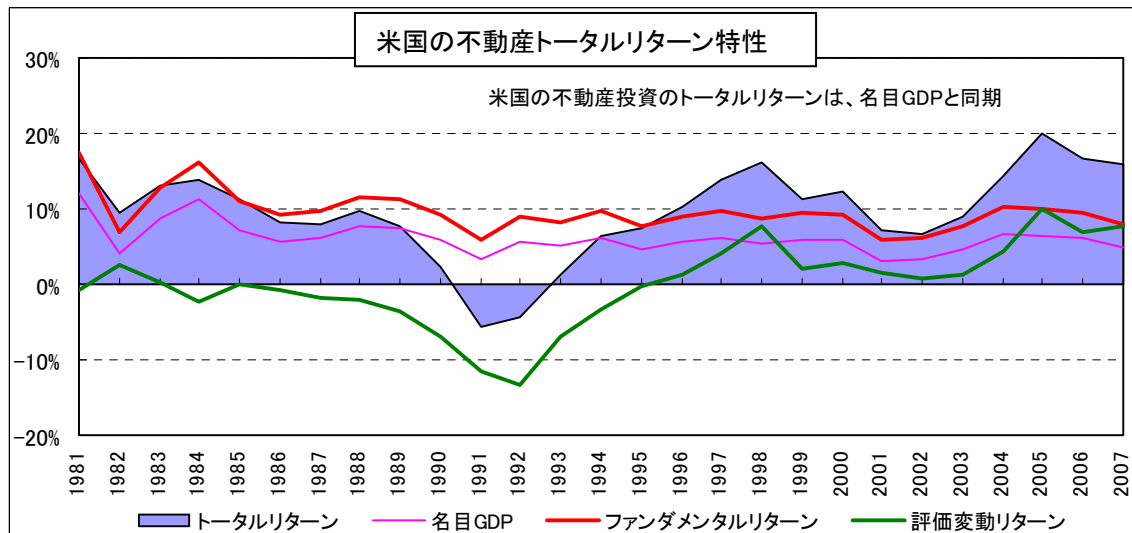
不動産価値上昇の源泉(マクロにみると)

- 不動産投資のトータルリターンをファンダメンタルリターン(経済成長率に起因)と市場評価変動によるリターンとに分解。ここで、ファンダメンタルリターンは、インカムリターンと基礎的なキャピタルリターンを加えたリターンと解する。
- 金融市場のイベント等の影響を除くと、不動産価値は長期的には経済成長の水準に応じて推移する。



<トータルリターンの要素分解の考え方>

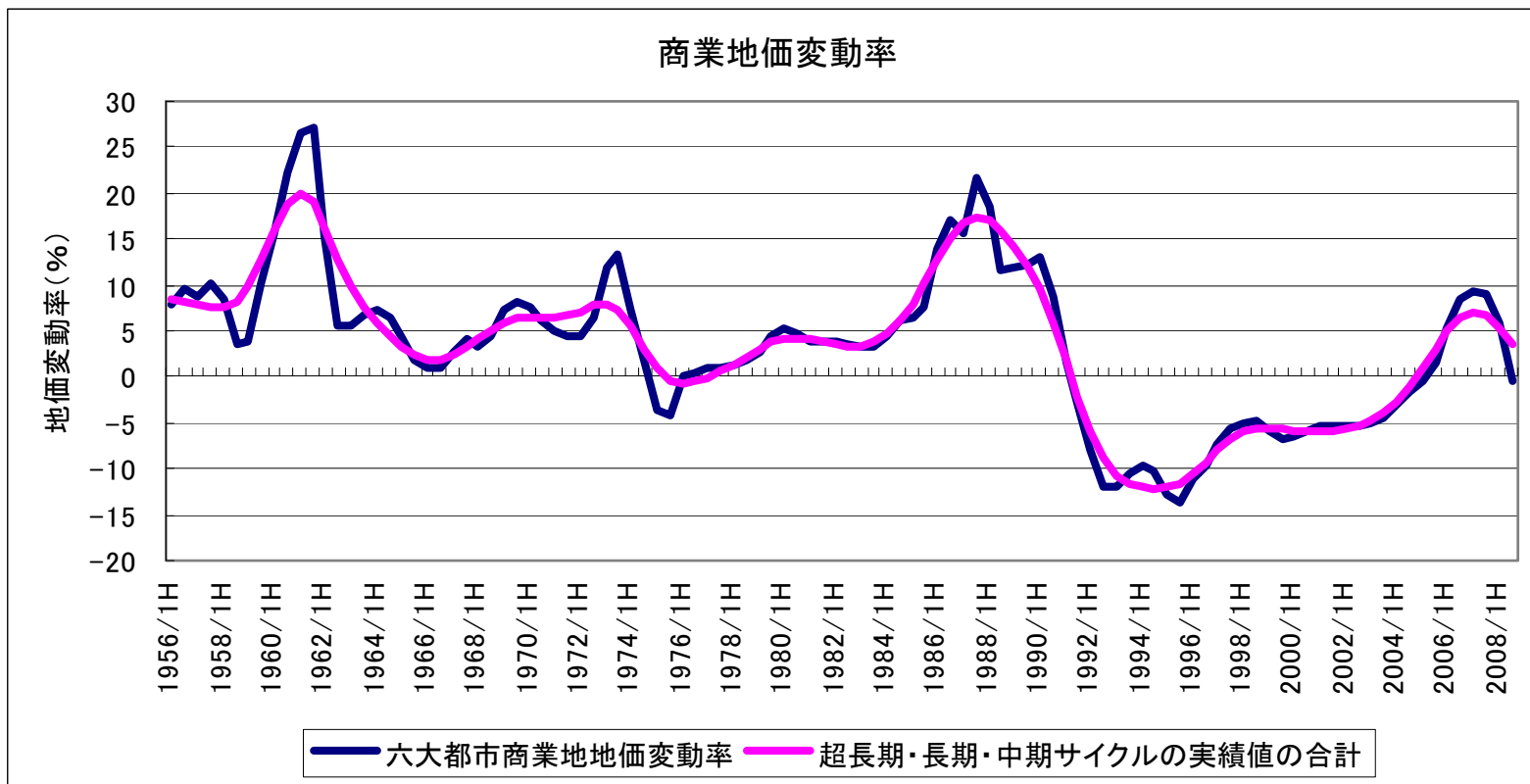
- ・トータルリターン
=ファンダメンタルリターン+市場評価変動リターン
= $(\alpha + \beta \times \text{名目GDP}) + \text{市場評価変動リターン}$
- ・トータルリターン
=インカムリターン
+キャピタルリターン(ファンダメンタル部分)
+キャピタルリターン(市場評価変動部分)
- ・ファンダメンタルリターン
=インカムリターン
+キャピタルリターン(ファンダメンタル部分)
- ・市場評価変動リターン
=キャピタルリターン(市場評価変動部分)





不動産価格の変動要因 ～市況サイクル分析～

- 地価の変動は、複数のサイクルの合成であると仮定し、理論的な観点から周期の異なる3つのサイクル（超長期、長期、中期）に分解



出所)「市街地価格指数」(財)日本不動産研究所を基に住信基礎研究所作成



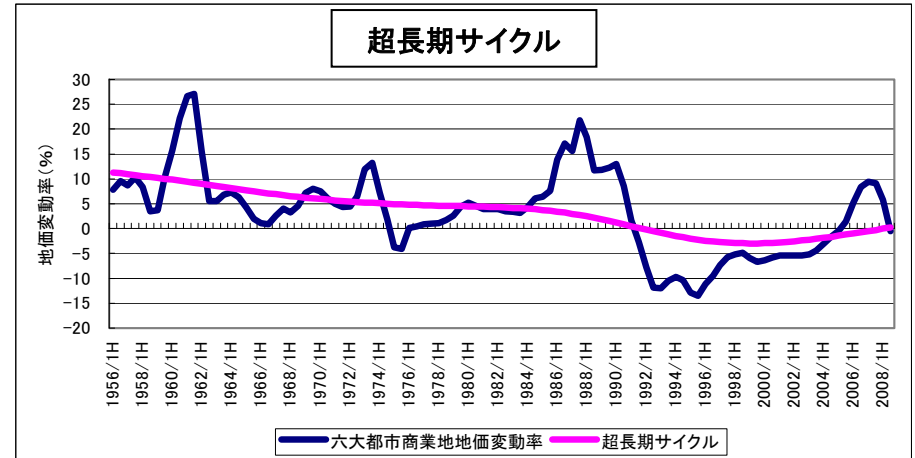
不動産価格の変動要因 ～市況サイクル分析～

○ 地価の変動は、人口、経済成長基盤などの超長期の趨勢がベースを形成していることが示唆される。

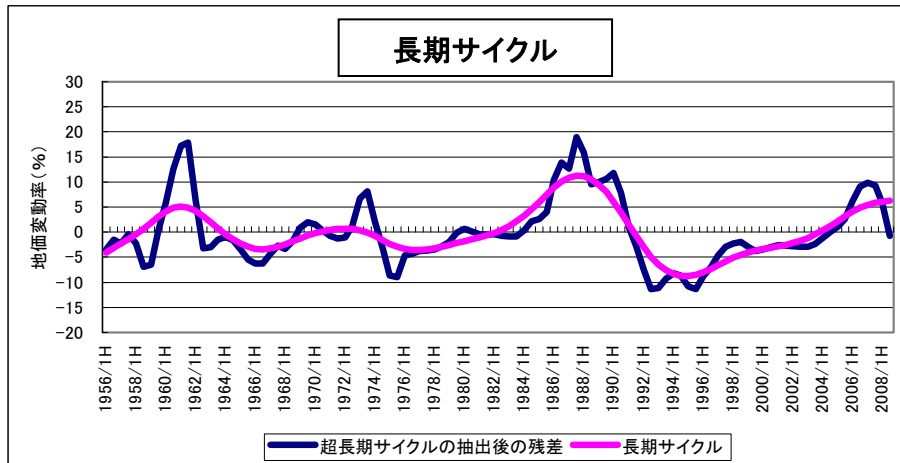
○ 超長期サイクル(30～50年周期) ; 人口動態、都市開発など経済成長基盤などが起因

○ 長期サイクル(15～20年周期); 不動産投資ブームなどが起因

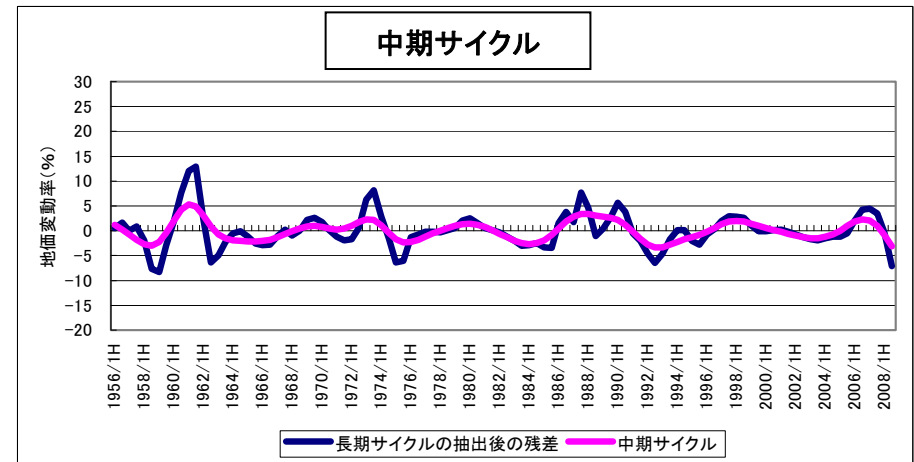
○ 中期サイクル(6～10年周期); 経済・企業活動による景気などが起因



出所: 財団法人 日本不動産研究所「市街地価格指数」及び住信基礎研究所



出所: 財団法人 日本不動産研究所「市街地価格指数」及び住信基礎研究所



出所: 財団法人 日本不動産研究所「市街地価格指数」及び住信基礎研究所

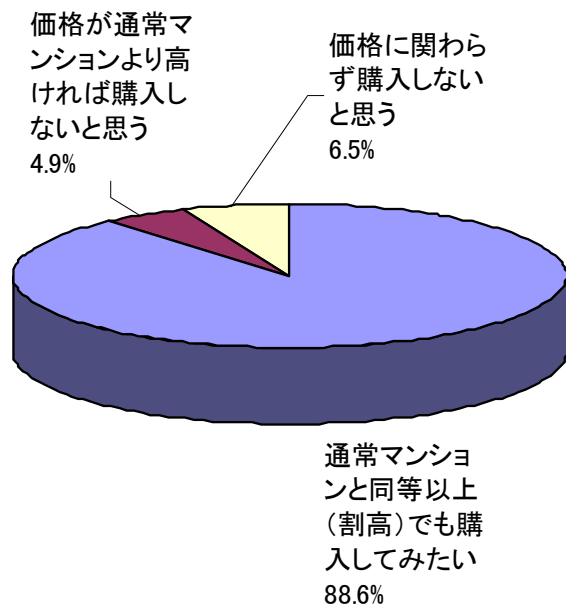


4 不動産に対するニーズの変化事例

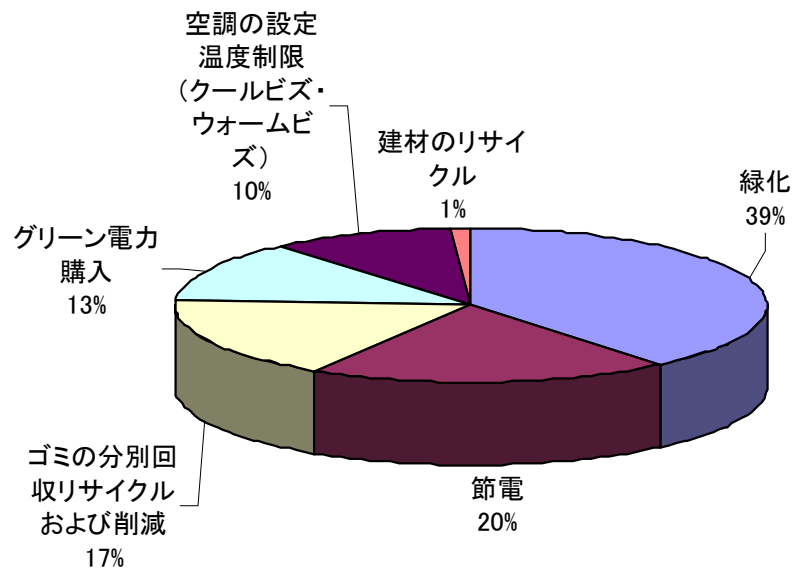


1 環境配慮型不動産への潜在需要

■ 環境に配慮したマンション購入意向



■ オフィスビルにおける環境保護策として最も意義があると考えられる取り組み



出所)株式会社ビーエムジェー「グリーンビル事例集」を基に住信基礎研究所作成
注)本アンケート調査は、GEリアル・エステートが2008年4月に企業に入社した新社会人800人を対象に行った「住宅に関する将来設計調査」の一部

出所)株式会社ビーエムジェー「グリーンビル事例集」を基に住信基礎研究所作成
注)本アンケート調査は、森ビルが2007年11月～12月に六本木ヒルズ森タワー、愛宕グリーンヒルズMORIタワー、アーク森ビルに勤務するオフィスワーカー739人を対象に行った「2007年度ヒルズオフィスライフ調査」の一部



1 太陽光発電を導入した賃貸マンション

～ニューガイアシリーズ(芝浦特機による)～

■ ニューガイアシリーズ(ニューガイア空港通)



■ ニューガイアシリーズ

- 空調工事を主としていた芝浦特機(株)は、太陽光発電の販売事業を開始し、自らマンションオーナーとなってその事業の有効性を実証。
- マンション屋上に太陽電池パネルを設置し、全世帯に太陽光発電システムを採用した賃貸マンション
- 戸別に九州電力と契約し、余剰分は売電し、不足分は購入。オール電化で光熱費が割安。エネルギー版の地産地消を実現。
- 2005年2月の第1号から現在までに6棟を竣工させ、2009年にも1棟完成予定。周辺の相場より1割ほど高い賃料設定ながら、完成前に入居率100%で、入居待ち状態が継続。
- 2005年度「第10回新エネルギー大賞」経済産業大臣賞など数々受賞。

出所) 芝浦特機(株)のホームページ、(株)ビーエムジェー「グリーンビル事例集」をもとに住信基礎研究所作成



2 耐震改修等事例 ～名古屋伊藤忠ビル オリックス不動産投資法人～

- 物件価値再生のために耐震性能強化、省エネ性能向上を図る大規模改修を実施
- J-REITは、毎期の減価償却費を原資として、物件のリニューアル等に戦略的に投資（内部成長のための投資）

<大規模改修工事概要>

- ・総工費 約15億円（設計監理料含む） 取得価格45億円
- ・期間 2004年10月～2006年8月



出所)三井住友建設HP、「決算説明会資料」オリックス不動産投資法人を基に住信基礎研究所作成



3 コンバージョン事例

～コンバージョンされた有料老人ホーム
エルシーピー投資法人～

- 一部のJ-REITでは、生活環境に優れた立地の居住用資産(企業の社員寮など)からコンバージョンされた有料老人ホームを投資対象資産として組入れ

<ボンセジュール千歳舟橋>

- ・建築時期 昭和63年3月
- ・大規模改修 平成16年
- ・REIT取得 平成18年5月
- ・入居可能戸数 42戸



<ボンセジュール日野>

- ・建築時期 平成2年5月
- ・大規模改修 平成17年
- ・REIT取得 平成18年5月
- ・入居可能戸数 56戸



出所)「決算説明会資料」エルシーピー投資法人を基に住信基礎研究所作成



- 1 この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
- 2 この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
- 3 この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
- 4 当社は不動産鑑定業者ではなく、原資産の不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値又は価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、原資産の不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。