

# 価格上昇の鈍化が 価格目線を近づけ取引を誘発

ジャパン・キャピタル・フロー 2017年第3四半期



## エグゼクティブ・サマリー

- 日本の2017年第3四半期の投資額は、前年同期比14%減の7,660億円（米ドル建てでは16%減の69億ドル）、2017年1月から9月までの投資額は前年同期比6%増の2兆9,600億円（米ドル建てでは3%増の897億ドル）となった。四半期ごとの投資額では第1四半期及び第2四半期は大幅に増加したが、第3四半期は減少となった。2017年1月から9月までの投資額は、金融危機以降通年で最大の投資額となった2014年1月から9月の投資額2兆9,500億円をやや上回っている。
- 東京都心では売り物件が少ない状況が続いているが、東京湾岸エリアや横浜エリアでは2016年第4四半期以降に売却を選択するプレイヤーが現れ始めた。賃貸市場において都心周辺部や地方エリアへ賃料上昇が波及したことや、東京都心のオフィス賃料が将来的には調整局面に入ると予測されていることから、不動産価格の上昇が鈍化し、売主の売却価格に対する過度な期待が抑制されたことが背景として考えられる。
- 低金利の長期化により低下した運用利回りの向上とポートフォリオの多様化によるリスク分散を目的として、国内投資家が海外不動産へ投資するアウトバウンド投資が増加している。2017年は9月までで21億米ドルと2016年通年の20億米ドルを超えており、2017年の通年では金融危機以前の2006年の24億米ドルを超えるものと予想される。また海外投資家の国内不動産への投資についても、2016年を大幅に上回る水準にあり、積極的にリスクを取る投資家に対しては投資機会が増加傾向にあることを示唆している。
- 地域別投資額では東京都心以外でのオフィスの大型取引の成立や、物流施設の取引の拡大によって、東京都心部の投資額が減少し、他のエリアが増加している。50%を超えることもあった東京都心5区の投資割合は25%に減少している。
- 日本の商業用不動産投資額は2015年、2016年と2年連続で減少していたが、2016年第4四半期から3四半期連続で前年同期比2ケタ成長となり、2017年第3四半期は減少したものの、現時点で2017年第4四半期の複数の大型取引が確認されている。JLLは2017年の日本国内商業用不動産投資額を前年比で10%程度増加の3.9兆円～4.2兆円になるものと予測している。

## コンテンツ

|                           |   |
|---------------------------|---|
| エグゼクティブ・サマリー              | 1 |
| 概要 (Overall)              | 2 |
| 取得者別分析 (Who?)             | 2 |
| セクター、エリア分析 (What, Where?) | 3 |
| ファクター (Why?)              | 3 |
| 予測 (Outlook)              | 4 |
| 注記および用語説明                 | 4 |

## お問い合わせ先

赤城 威志  
リサーチ事業部長  
03 5501 9235  
takeshi.akagi@ap.jll.com

谷口 学  
リサーチ事業部  
アシスタントマネージャー  
03 5511 3390  
manabu.taniguchi@ap.jll.com

## More information

<http://www.joneslanglasalle.co.jp/japan/ja-jp/research>

[www.joneslanglasallesites.com/gcf](http://www.joneslanglasallesites.com/gcf)

November 2017

## 2017年第3四半期の代表的取引

| 取引時点    | 物件名                     | セクター | 価格                | 売主         | 買主                 |
|---------|-------------------------|------|-------------------|------------|--------------------|
| 2017年7月 | OCEAN GATE MINATO MIRAI | オフィス | 不明                | 東急不動産      | PAGインベストマネジメントのSPC |
| 2017年8月 | プロロジスパーク茨木              | 物流施設 | 383億円             | プロロジスのSPC  | 日本プロロジスリート         |
| 2017年9月 | 横浜町田物流センター              | 物流施設 | 255億円             | オリックス等のSPC | 日本ロジスティクスファンド      |
| 2017年9月 | DSBグループ潮見ビル             | オフィス | 不明                | 清水建設       | ヒューリック             |
| 2017年9月 | 有明セントラルタワー(持分50%)       | オフィス | 約150億円<br>(報道による) | 日本土地建物     | 韓国投資証券のSPC         |
| 2017年9月 | ニトリ渋谷公園通り店              | 店舗   | 約120億円<br>(報道による) | シダックス      | ニトリ                |

# Overall

前年を上回り、  
2014年に並ぶ投資額

# Who?

海外不動産への投資が増加、海外投資家の投資も増加

## 日本国内投資額

日本の2017年第3四半期の投資額は、前年同期比14%減の7,660億円（、2017年1月から9月までの投資額は前年同期比6%増の2兆9,600億円となった。四半期ごとの投資額では第1四半期及び第2四半期は大幅に増加したが、第3四半期は減少となった。2017年1月から9月までの投資額は、金融危機以降で最大の投資額となった2014年1月から9月の投資額2兆9,500億円をやや上回っている。

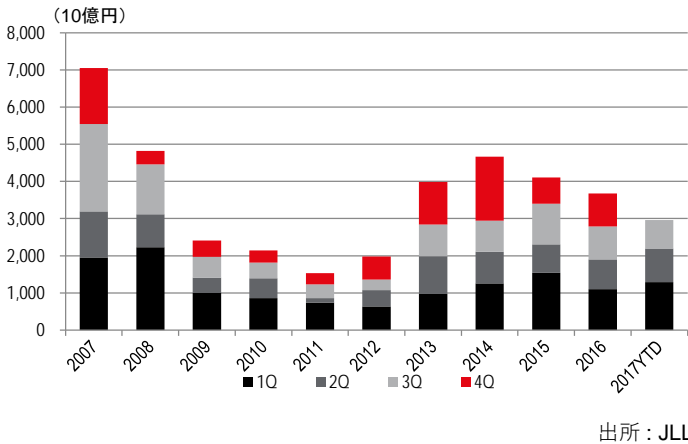
日本国内の商業用不動産に対する国内外投資家の投資意欲は高く、不動産投資市場における需要は非常に旺盛な状況が続いている。一方でリファイナンスによる継続保有の優位性や売手買手間の希望価格の乖離を背景に、東京都心では取引成立に至るケースが乏しい状況にある。しかし都心周辺の東京湾岸エリアや横浜エリアでは2016年第4四半期以降に大型オフィスビルの取引が現れ始め、前年を上回る投資額につながっている。賃貸市場において都心周辺部や地方エリアへ賃料上昇が波及したことや、東京都心のオフィス賃料が将来的には調整局面に入ると予測されていることから、不動産価格の上昇が鈍化し、売手の売却価格に対する過度な期待が抑制されたことが背景として考えられる。

## 世界の都市別投資額ランキング

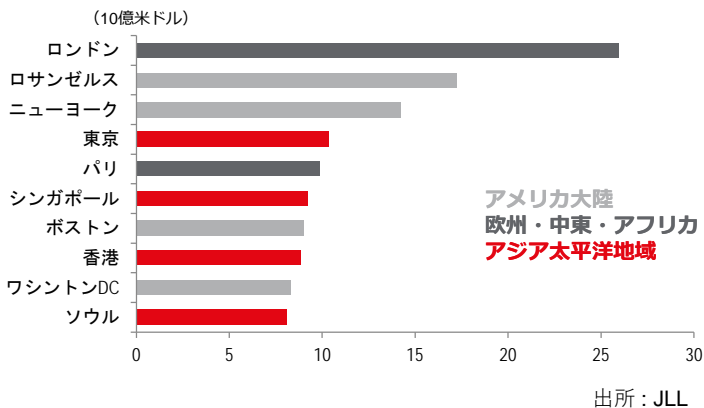
2017年1月から9月までの投資額を世界都市別にみると、ロンドンが第1位で、EUからのイギリス脱退というリスクがあるが、投資家の積極的な姿勢がうかがえる。東京の投資額は104億米ドルで第4位になった。

アジア・スクエア・タワー2の約16億米ドルといった大型取引のあったシンガポールが投資額93億米ドルで第6位にランキングしている。

図表1: 日本国内の投資総額推移



図表2: 都市別投資総額ランキング (2017年第1四半期～第3四半期)



## 投資機会を求め海外不動産へ投資が増加

低金利の長期化により低下した運用利回りの向上とポートフォリオの多様化によるリスク分散を目的として、国内投資家が海外不動産への投資するアウトバウンド投資が増加している。2017年は9月までで21億米ドルと2016年通年の20億米ドルを超えており、2017年の通年では金融危機以前の2006年の24億米ドルを超えるものと予想される。国内での投資機会が乏しい中で、大手のデベロッパーや商社、生命保険会社を中心に海外へ投資機会を求める動きが2015年以降活発になっている。投資先の相手国においても2015年以降はアメリカ単独で90%程度を占めており、イギリスへの投資額とアメリカへの投資額が同規模で推移していた2014年以前とは変化が見られる。

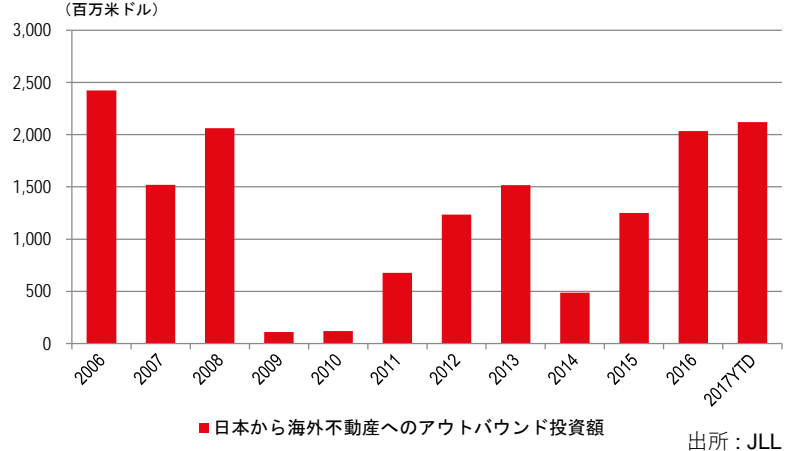
## 海外投資家の取得機会が増加

1月から9月までの海外投資家による投資額は5,230億円となり、前年同期比で46%の増加となった。通期の投資額は、2014年及び2015年の投資額約9,000億円には及ばないが、2016年の投資額は上回ると予想される。

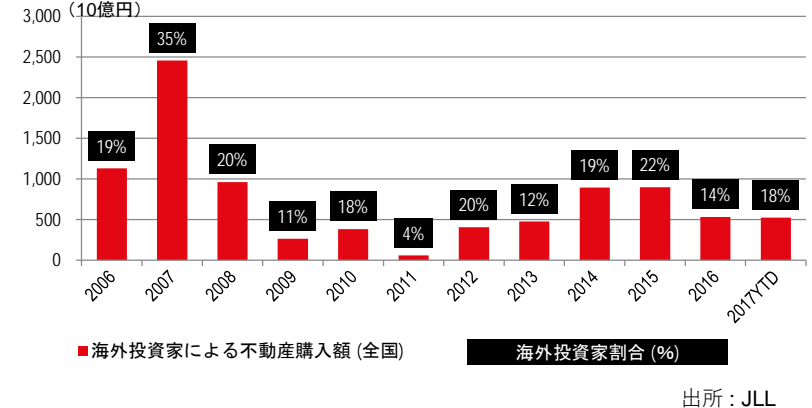
第3四半期には韓国投資証券のSPCが有明セントラルタワーの持分50%を約150億円で取得、PAGインベストメント・マネジメントのSPCが横浜みなとみらいで竣工したばかりのOCEAN GATE MINATO MIRAIを取得した。第1四半期、第2四半期に続いて、東京湾岸エリアや横浜エリアで海外投資家による大型取引が見られる。

また2017年第4四半期の取引になるが、シンガポール政府投資公社(GIC)がインヴィンシブル投資法人と共同でシェラトン・トーキョーベイ・ホテルを約1,000億円で取得している。

図表3: アウトバウンド投資額推移



図表4: 海外投資家投資額推移



# What? Where?

投資機会は東京  
都心以外で拡大

# Why?

東京都心での価格  
上昇の鈍化、地方  
での市況回復

## 東京都心以外で大型オフィスの取引

東京都心におけるオフィスの取引は限定的な状況が続いているが、東京湾岸エリアや横浜エリアでオフィスの大型取引があり、2017年1月から9月のオフィスに対する投資額は前年比12%増の1兆4,200億円に達した。

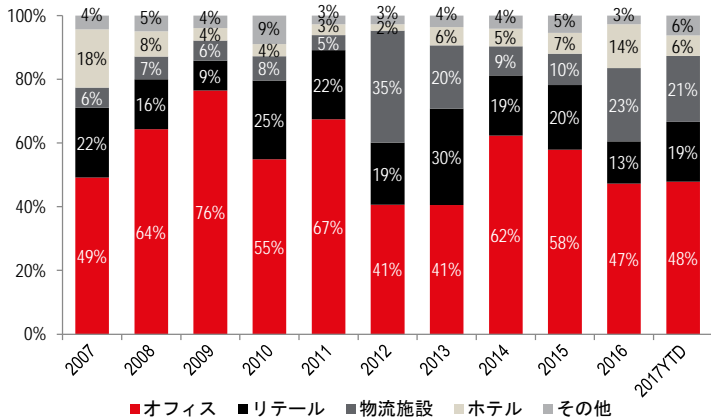
1月から9月までのリテールに対する投資額は5,570億円と、前年同期比38%の増加となった。第3四半期はイオンリート投資法人による追加取得やトトリ渋谷公園通り店の取引が見られた。

物流施設への投資も活発な状況にあり、第3四半期には三菱地所物流リート投資法人の新規上場や、日本プロロジスリート投資法人や私募リートによる物件取得によって、1月から9月の投資額は6,120億円とオフィスに次ぐ投資額となっている。また今期は希少性の高い都心近郊の大型物件である横浜町田物流センターが第三者間で売買されている。

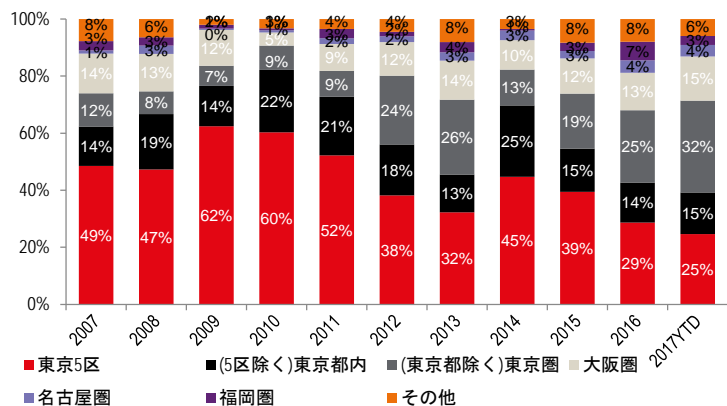
## 投資は東京都心以外に拡大傾向

地域別投資額では東京都心以外でのオフィスの大型取引の成立や、物流施設の取引の拡大によって、東京都心部の投資額は減少し、他のエリアが増加している。50%を超えることもあった東京都心5区の投資割合が25%に減少している。一方で、大型取引が続いている横浜エリアの影響により東京都を除く東京圏（神奈川、千葉、埼玉）の投資額割合は32%に増加している。また国内外投資家の投資意欲が高い大阪圏の投資額は総額4,580億円と対前年同期比35%増加し、2008年以降最大の投資額を記録している。

図表5:セクター別投資額割合推移



図表6:地域別投資額割合



## 安定して高いイールドギャップが魅力の日本市場

東京Aグレードオフィスのキャップレートは2.90%と前四半期比横ばいで、日本の10年物国債利回りは前四半期比で2bps下落して0.07%となった。結果としてこれらの差で表されるイールドギャップは2017年9月末で283bpsとなり、前四半期比で2bps拡大した。

世界的には不動産投資利回りの低下や、アメリカの利上げの影響を受けた金利上昇によって、イールドギャップは縮小傾向にある。一方で東京はイールドギャップが他の都市と比較して安定して高く、低金利は続く予想されていることから、インカム重視のコアファンド等にとって東京オフィス市場は魅力的な投資対象となっている。

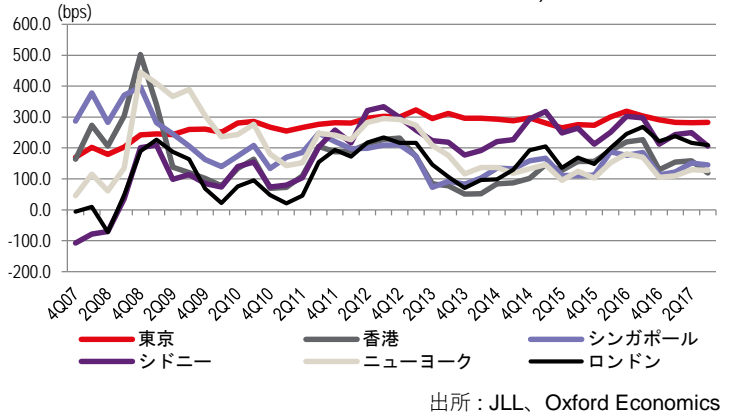
## 金融機関の融資姿勢に落ち着き

2017年9月に公表された日本銀行の短観によると、不動産業に対する金融機関の貸出態度は1ポイント低下し21となった。マイナス金利導入により金融機関の貸出姿勢は積極化し、2016年9月には22を記録したが、直近の1年間で貸出態度は落ち着きを見せている。

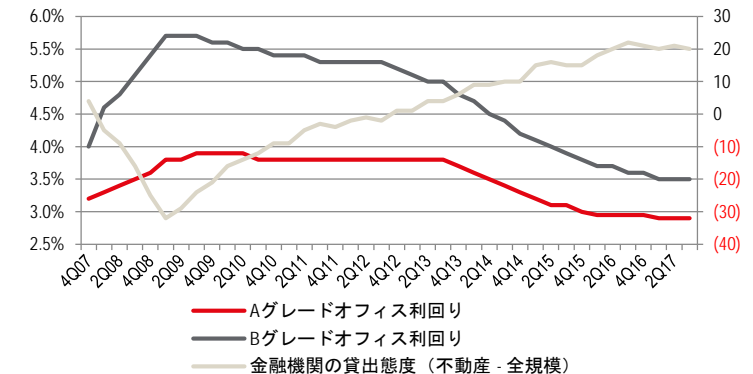
都心のオフィスにかかるキャップレートは前四半期比で横ばいとなった。今後のキャップレートについても、東京グレードBオフィスや地方圏のオフィス、郊外商業施設や物流施設といった利回り水準が相対的に高いアセットについては、投資資金の流入により緩やかに低下すると予測されるが、歴史的な低水準にある東京グレードAオフィス等のプライムアセットのキャップレート低下余地はほとんどないと考える。

2016年以降プライムアセットの利回りがほぼ横ばいで推移し、賃料の上昇についても鈍化していることから、価格上昇も鈍化傾向が続いている。

図表7:主要都市のイールドスプレッド推移  
(Aグレードオフィスvs10年物国債利回り)



図表8:東京オフィスキャップレートと日銀短観 金融機関の貸出態度



# Outlook

2017年投資額は  
10%程度の増加を  
予測

## プライムアセットの利回りは横ばい、価格上昇は鈍化

東京都心のオフィスやリテールに代表されるようなキャップレートが2%台にあるプライムアセットの利回り低下余地はほとんどなく、今後は横ばいで推移すると予測される。

利回りが横ばいで推移し、賃貸市場においてもオフィス大量供給により東京都心のオフィス賃料は若干の調整が予測されることから、不動産の価格上昇は鈍化傾向にある。

## 売買件数増加を期待させるマーケット環境

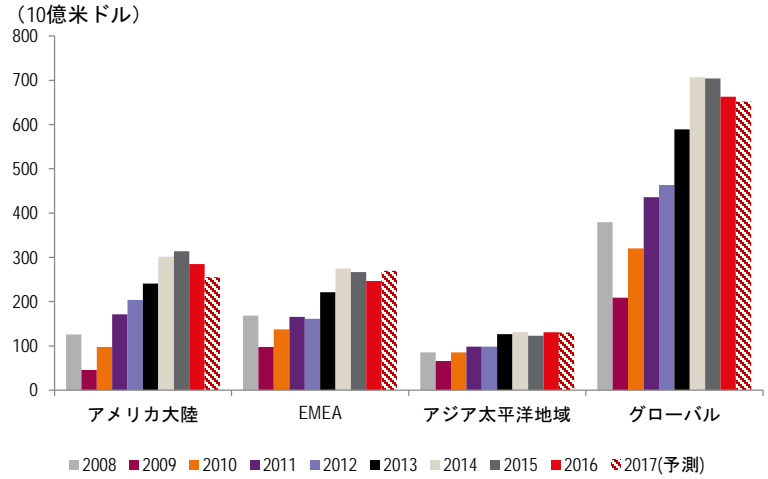
不動産価格の上昇が鈍化する中で、売主の売却価格に対する過度な期待が和らぐとともに、引き続き旺盛な投資需要と相俟って、売手と買手の価格目線の乖離が縮小してきている。JLLが10月23日に開催した「不動産&ホテル投資フォーラム2017」の会場内アンケートでも、投資家の売り意向と買い意向はほぼきつ抗しており、今後の売買件数増加が期待できる。

## 2017年の投資額は前年比で増加予測

JLLは、2017年の世界の商業用不動産投資額の見通しを前年比横ばいもしくは若干減少の6,500億ドルとみている。アジア太平洋地域については前年比横ばいの1,300億ドル程度と予測している。

日本の商業用不動産投資額は、2015年、2016年と2年連続で減少したものの、2017年1月から9月までで前年同期比6%となっており、大型取引が続くなどポジティブな要因が増えている。JLLは2017年の日本国内商業用不動産投資額を2016年の3.7兆円より増加して、3.9兆円～4.2兆円になると予測している。

図表9:大陸ごとの投資額推移および予測



出所: JLL

### 注記および用語説明

|                         |  |
|-------------------------|--|
| <b>不動産の直接投資</b>         | <p>個別の商業用不動産あるいは資産ポートフォリオ（あるいは資産を保有する特別目的会社の株式）の取得<br/>商業用不動産への直接投資に含まれるもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・500万米ドルを超えるすべての取引</li> <li>・カバーしているセクターは、オフィス、リテール、ホテル（カジノを含む）、インダストリアル、複合用途、その他（介護施設、学生寮を含む）</li> </ul> <p>データにはREIT組成を含む、以下の条件を満たした不動産会社のM&amp;Aが含まれる</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・実質的に不動産取引である</li> <li>・不動産以外の主要資産（労働力、知的所有権、のれん代など）が譲渡されない</li> <li>・収入の70%以上を直接的な賃料収入から得ている</li> <li>・取引により、所有権の大幅（30%以上）な変更が生じる</li> <li>・取引は「市場価格」で行われる</li> <li>・IPO価格で新たな投資家に売却した比率のみが含まれる</li> </ul> <p>商業用不動産への直接投資に含まれないもの</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・法人単位の取引、開発案件、集合住宅への投資</li> </ul> |
| <b>開発案件</b>             | 「将来の」開発計画や「土地」取引として分類される取引を指す  |
| <b>アジア太平洋地域</b>         | オーストラリア、中国、香港、インド、インドネシア、日本、マカオ、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、韓国、台湾、ベトナム、タイの不動産への直接投資をカバー  |
| <b>欧州</b>               | ベルギー、ブルガリア、クロアチア、チェコ共和国、フィンランド、フランス、ドイツ、ハンガリー、アイスランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポーランド、ルーマニア、ロシア、スロバキア、スロベニア、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国の不動産に対する直接投資をカバー  |
| <b>中東および<br/>アフリカ大陸</b> | バーレーン、イスラエル、クウェート、レバノン、カタール、サウジアラビア、UAEの不動産に対する直接投資をカバー<br>アフリカでは、南アフリカをカバー  |
| <b>アメリカ大陸</b>           | カナダと米国の不動産に対する直接投資をカバー。アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、コスタリカ、メキシコ、パナマ、ペルーへの直接不動産投資については部分的にカバー  |
| <b>日本国内地域分類</b>         | 東京都5区：千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区、東京圏：東京都・神奈川県・千葉県・埼玉県、大阪圏：大阪府・京都府・兵庫県・奈良県、名古屋圏：愛知県・岐阜県・三重県、福岡圏：九州各県   |
| <b>為替レート</b>            | 取引額を米ドル建てに換算する上では、取引が行われた四半期の平均為替レートをを用いている  |
| <b>グロスアップ</b>           | 市場カバレッジを反映させるため、取引額はグロスアップしている   |



COPYRIGHT © JONES LANG LASALLE IP, INC. 2017. Unauthorised reproduction prohibited. This report is based on material that we believe to be reliable. While every effort has been made to ensure its accuracy, we cannot offer any warranty that it contains no factual errors. Jones Lang LaSalle takes no responsibility for any damage or loss suffered by reason of the inaccuracy or incorrectness of this publication.