

オルタナティブ不動産市場展望

平尾 佳誉子 JLL 森井鑑定

短期連載 第4回(最終回)

海外・国内オルタナ市場



これまで国内のセルフストレージ(第1回)、データセンター(第2回)、学生寮(第3回)を取り上げてきたが、最終回の今回は、海外市場を概観しつつ、日本のオルタナティブ不動産市場を展望する。

海外オルタナティブ不動産市場

オルタナティブ不動産投資は、海外市場に一日の長がある。例えば、セルフストレージは米国が最大の市場であり、すでに40余年の歴史を持つ。特化型上場REITは6銘柄、全米の総施設数は5万超、オペレーター総数は3万に上る。オペレーターのうち、小規模事業者が8割超を占めており、成熟市場とはいえ、市場統合の余地が残されている。既存物件取得や新規開発で規模拡大を図るREITや、他オーナー所有のストレージのサードパーティAMに軸足をずらして収益増を狙うREITも存在するなど、多様な動きを見せている。

学生寮投資は米英で活況だ。総学生数の約2割を留学生が占める英国では、国内学生の高学歴志向と相まって、学生寮が不足しており、PBSA(Purpose Built Student Accommodation)と呼ばれる学生寮建設が盛んである。機関投資家の動きも活発で、米国では2018年1月にCPPIB(カナダ年金制度投資委員会)とGIC(シンガポール政府投資公社)などが、学生寮ポートフォリオ(全米24施設)を約11億USドル(約1,200億円)で取得した。

アジア地域のオルタナティブ不動産市場については、ジョーンズ ラング ラサルスのレポート「The Rise of Alternative Real Estate in Asia Pacific」から、以下のポイントが確認できる。

- ①不動産市場は、潤沢な資金に対し投資先が引き続き不足している。投資家は資産分散と高リターン獲得のため、価格がすでに高騰したオフィス、住宅、商業施設などの伝統的不動産に代わる新しい市場、セクターを模索している。
- ②オルタナティブ不動産の需要を喚起する要因は、人口統計、都市化や世帯所得拡大といったマクロトレンドに関連しており、それらは中長期的な変動や不確実性が少ない。また、技術革新およびスマートフォン、クラウドコンピューティング、IoTの急速な普及も重要なファクターである。一方、伝統的不動産の需要喚起要因は、ホワイトカラー雇用(オフィス)や商業売上(リテール)と

いった、変動が大きく見通しが不確かなものが多い。

- ③オルタナティブ不動産は20年超の長期契約が多く、安定した収益構造と収益の多様化を投資家にもたらす。
- ④オルタナティブ不動産は伝統的不動産に対し、高いリターンプレミアムを維持している。今後市場が成熟し、透明性が改善するにつれ、伝統的不動産との利回りスプレッドは縮小するであろう。
- ⑤オルタナティブ不動産市場は、投資家の需要増に反し、資金と事業者が結びついていない。事業者は、不動産所有と事業運営、双方を兼務していることが一般的である。参入障壁も依然高く、高齢者施設やデータセンターなどは、政府による規制が厳しい。また投資適格物件の不足から、開発を伴う市場参入も散見される。早期に行動を起こす者には好機が訪れるだろう。

国内オルタナティブ不動産市場

日本におけるオルタナティブ不動産投資は、まだ緒に就いたばかりである。前述のアジアレポートのポイントを日本の現況と照らし合わせると、それらは概ね合致する。投資適格物件の不足は日本でも課題であり、新規市場・セクターを模索する投資家は増加し続けている。需要を支える要因としては、アジアの新興国に特有の人口増や所得増などは該当しないが、成熟国に特有のeコマース拡大(データセンター)や高齢化(ヘルスケア施設)といった要因は存在する。これらは確かに、技術革新や社会構造の変化に関係しており、ボラティリティが低く、長期的な傾向を予測しやすい。

また、オルタナティブ不動産は実際に長期契約が多く、一旦成約すれば長期安定インカムを実現できる。市場が未成熟な現在、プレミアムは高い状態にあるが、市場拡大に伴いリスクが逡減しスプレッドも縮小していくことが予想される。

投資資金と事業者は、日本においても距離があるだろう。市場規模が小さな新興市場では、不動産所有者と運営事業者が同一の場合が多く、運営事業者自ら資金調達をしているケースが散見さ

【図表】日本のオルタナティブ不動産の特徴と課題

セクター	特徴	課題	利回り
セルフストレージ	<ul style="list-style-type: none"> ◎住居に比べ安価な賃料 ◎満室まで2年程度要するが、その後は安定稼働 	<ul style="list-style-type: none"> ◎低い利用率と認知度拡大 ◎投資適格物件の不足 	住宅+100-200bps (郊外屋内型)
データセンター	<ul style="list-style-type: none"> ◎AI、IoT、ビッグデータの浸透・拡大による需要増 ◎運営事業者による施設保有が大半だが不動産業者による施設開発の動きも 	<ul style="list-style-type: none"> ◎運営事業者による資産保有がもたらす低い流動性 ◎需要に対応する大型施設の今後の供給増が不透明 	4%台前半 (好条件の優良資産)
学生寮	<ul style="list-style-type: none"> ◎学生数は都心中心に増加傾向 ◎政府による大学の国際化支援、留学生数増加による需要増 	<ul style="list-style-type: none"> ◎学生寮不足 ◎民間事業者単独での留学生対応が未整備 	住宅+10-50bps (東京23区)
ヘルスケア施設	<ul style="list-style-type: none"> ◎高齢化による需要増 ◎高齢者住宅・施設は地域密着の中小運営事業者多数 	<ul style="list-style-type: none"> ◎介護報酬を含む制度変更による収支への影響 ◎病院への投資拡大 	4%前後 (好条件の優良資産)

出所:ジョーンズラングラサール、JLL森井鑑定

れる。実際、データセンターは通信事業者の開発によるものが多い。伝統的不動産に比べて、市場データや運営に関わるセクター固有の情報入手が困難なことが、プレーヤーが投資を躊躇する一因となっている。一方、市場規模が小さい現在は、トップ事業者の地位に立てるチャンスも多い。リスクの検証を行い、早期に市場参入することで、シェア拡大と収益最大化を図ることが可能である。

国内市場の課題・展望

最後に、日本におけるオルタナティブ不動産投資の今後について述べてみたい。まずその魅力は、小～大型まで物件規模は多岐にわたり、リターンも多様で幅広く、分散投資が可能な点である。長期リースも多く安定収益が望め、さらに伝統的不動産に対して高いプレミアムを維持している。このプレミアムを享受できるのは、流動性が限定的な「今」である。そして、市場が成熟していく過程でのキャップレートの低下は、キャピタルリターン増大の可能性を意味する。よって、長期安定投資を好む年金基金やソブリンファンドに適している一方で、短期の投資家も、早期参入(投資)とその後の売却で利益を享受できる。多様な投資家が参入することで、市場のストック増や流動性の向上に期待したい。

リスク要因は、政策や制度変更の影響を受けやすい点である。例えば、政府は高齢化を背景にヘルスケア施設への投資を支援してきた。2014年にはヘルスケア施設特化型REITが誕生し、現在では2銘柄の特化型REITが上場している。しかし、介護報酬削減などの制度変更は、オペレーターの収支を大きく左右する。投資対象物件も不足しており、資産規模の拡大はさほど進んでいない。また、J-REITの資産は大半が有料老人ホームであり、国内ヘルスケア施設の約半分を占める病院不動産(大半が医療法人による保有)への投資は、2017年11月のヘルスケア&メディカル投資

法人による病院資産(新潟市、約20億円)の取得が初であった。医療関係者との合意形成を経て、今後、病院不動産の取得が進むかが注視される。

その他、学生寮需要を支える留学生増加は、政府による後押しが大きい。再生可能エネルギーは、参入事業者増加の半面、FIT法改正、買取価格引き下げなどが収益の変動に直結している。近年、アパート投資の代替やESG投資として注目される保育園の建設は、待機児童解消を掲げる政府や自治体の補助金交付が鍵となっている。

オルタナティブ不動産の運営事業者は専業も多く、事業規模が小さいケースが多い。投資家は資金提供を、事業者は運営に特化し、所有・運営それぞれの役割を果たすことが、市場の長期的かつ健全な成長に貢献すると考える。よって不動産投資家は、市場に精通した有能な運営事業者を探し出し、手を組むことが肝要である。オルタナティブ不動産の大半は、いわゆるオペレーショナルアセットである。その代表格であるホテルは近年、訪日客増加や2020年のオリンピック開催を背景に、投資が活発である。かつてはホテル投資市場にも黎明期があり、経年とともに参入事業者が増え、成熟市場へと変貌を遂げた。現在オルタナティブと言われる各セクターも、安定した需要に支えられ、市場が開く時代が訪れるものと期待したい。

ジョーンズ ラング ラサール/JLL森井鑑定

JLL(ニューヨーク証券取引所上場)は、不動産に関わるすべてのサービスをグローバルに提供する総合不動産サービス会社。世界80か国、従業員約8万6,000名、300超の拠点で展開し(2018年6月30日現在)、フォーチュン500に選出されている。一方、JLL森井鑑定は2016年3月にJLLグループに参画。国内における機関投資家や金融機関での豊富な鑑定実績と、JLLのグローバルネットワーク・ノウハウを活かし、高品質の鑑定サービスを提供している。