

不動産調査

日中韓国際不動産シンポジウム

— 東アジア不動産マーケットの繁栄と安定に向けて —

日本の不動産市場の概要

特定事業部証券化プロジェクト 室長 御旅屋 徹

韓国の不動産市場について

韓国鑑定院 不動産調査処 調査企画部長 權寧植 氏

中国の不動産市場の概要

北京仁達房地產評估有限公司董事長 修士 閔旭東 氏

パネルディスカッション

東アジア不動産マーケットの繁栄と安定に向けて



うかい亭 (東京 港区)

当研究所は「不動産に関する理論的および実証的研究の進歩発展を促進し、その普及実践化と実務の改善合理化を図ること」を目的として、昭和34年に、各般の専門家を集めて設立された財団法人です。

【不動産に関する理論的・実証的研究】【不動産の鑑定評価】及び【不動産に関するコンサルティング】の3部門の調和のとれた有機体たることを目指し、本社のほか全国8支社42支所が一体となって活動しております。





特定事業部証券化プロジェクト

室長 御旅屋 徹
(おたや とおる)

- 最終学歴、専攻：神戸大学経営学部経営学科
- 現職場への入社年と所属及び主な異動歴：
2003年入社（東東京支所）、2004年4月証券化プロジェクト室配属
- 資格名：不動産鑑定士
- 所属団体、役職名：社団法人日本不動産鑑定協会証券化鑑定評価委員会専門委員
- 主な著書：不動産評価の新しい潮流（住宅新報社／共著）

日本の不動産市場の概要

皆さん、こんにちは。日本不動産研究所で証券化プロジェクト室長をしております御旅屋と申します。どうぞよろしくお願いいたします。私からは主に中国、韓国の方々へ向けてといった意味合いが強くなるかもしれませんが、まず日本の不動産市場の概要ということで、投資市場の動きを中心にお話ししたいと思います。

まず、日本の不動産市場の概観といったところをお話しします。日本の不動産市場ですが、ある資料によるとすべての不動産、これは法人、個人、国、地方等の公的セクターも含めた所有物ということになりますが、こちらの不動産の総額は金額に直して2300兆円あるといわれています。このうち、法人所有不動産、収益不動産、証券化された不動産、公表されているJ-REITが取得した不動産、あるいは、正確な数字はなかなかつかみにくいものですが、私募ファンドが取得した不動産の総額といった形で、金額としてはだんだん絞られてくるわけです。

本日のお話しの中心となる証券化された不動産は42兆円、総額の中では約1.8%ということになりますし、J-REITあるいは私募ファンドが取得した不動産は総額でも20兆円ということなので、全不動産の中で1%とまだ非常に小さな割合だということがお分かりいただけると思います。

ただ、ここで申し上げたいのは、すべての不動産の中でJ-REITあるいは私募ファンドが保有している不動産は1%にすぎないかもしれませんが、それが日本の不動産全体に与える影響が非常に大きくなっているということです。もう一つは、まだまだこういった証券化対象の不動産あるいは投資対象の不動産の市場が大きく成長していく余地があるという2点です。

ここで東京のオフィスマーケットについて、イメージをつかんでいただきたいと思います。いくつか代表的な数字をお示しします。まず東京23区の概要として、日本の皆様にご存知のことと思いますが、東京の総人口は約880万人、総面積は621km²です。この中で賃貸オフィスの床は約950万m²あるとされています。

次にプライムエリアのハイグレードビルのイメージをお話しします。ここでのプライムエリアとは東京駅の近辺で、具体的には丸の内や大手町といったところになります。まず賃料水準について、これはCBREさんが発表しているものですが、直近の数字でm²当たり7874円です。日本では坪当たりの単価のほうがイメージしやすいので坪換算しますと、2万6000円となります。

ここで1点、中国、韓国の皆様にご注意いただきたいのは、日本の場合はネット、要は貸床そのものの賃料単価で表示することが多いのですが、恐らく中国、韓国の

慣行では延床ベースで皆様お考えかと思えます。そういった意味で、レントプル比を考慮して、こちらの単価に6掛け7掛けしたものが自国の単価との比較対象になるかと思えます。

同じエリアの空室率については4.3%と発表がされています。利回り水準ですが、こちらは我々日本不動産研究所で「投資家調査」という定期調査を行っており、ちょうどこの4月を基準に5月の終わりに発表しましたが、そこでの丸の内・大手町エリアの取引利回りは4.2%となっています。

ただ、このエリアで実際に取引されているSクラスのビル、非常に大きなビルになりますが、こういったものの取引の利回りは4.2%よりも少し低い、実際には3%台で取引されています。

売買価格も貸室面積当たりのネットの単価になりますが、m²当たり330万から380万円、坪当たり直すと1000万から1200万円ぐらいで取引されたということが、この冬から春にかけての丸の内・大手町エリアの売買の事例です。

次に、ここ10年ぐらいで大きく成長してきた日本の不動産投資マーケットについてお話しする前に、その前と後、現在に至るこの10年間とその前では日本国民の不動産に対する感覚が全く異質であったといったところをお示ししたいと思います、グラフを用意しております（図1）。

際公約として実施しなければならなくなりました。それと歩調を合わせて資産価値が急激に上昇していった様子が、こちらのグラフからお分かりいただけるかと思えます。資産バブルによる不動産価格の上昇が急激に起こった後、調整局面に入ったのが90年代の前半ということになりますが、それまでの上昇が大きかった反動もあり、その調整には約10年を要したところでした。

転換点となったのはグラフの真ん中、赤い矢印で示している97、98年の辺りですが、日本の金融危機が起きました。それまでの日本の金融機関はおそろおそろという体力の範囲内で不良債権処理をゆっくり進めてきたわけですが、ここで一気に不良債権処理の完全処理を進めていかなければならない切羽詰まった状況に追い込まれたわけです。

これと機を同じくしてというか、それに合わせて不動産投資マーケットではインフラが二つ整備されました。スライドに記載していますが、一つは98年9月のSPC法の制定、それから00年5月の投信法の改正、これによってJ-REITの解禁がなされたところでした。

スライドでは黄色く表示していますが、実際にこの10年間の動きを少し大きく、縦の単位をかえて示しています。実際にこうした政策の効果が見現するまで約5年を要した状況が分かります。その後、05年から06、07年にかけて不動産価格が大きく上昇しました。ただ、

グラフからも明らかのように、商業地や住宅地に比べて工業地は上昇が小さいなど、そこは用途によって二極化の様相が見られます。あとはご承知のとおり、08年9月にリーマンショックがあり、その後の経済金融危機の中で不動産価格が下落に転じるといった流れです。

ここでまず、バブル期までの日本の不動産観といったものについて簡単に説明いたします。それまでの日本には「土地神話」と呼ばれるものがあり、土地は持っているだけで必ず資産価値が上がるもの、土地価格が下がることは考えられない、といったことが一般に言われていました。土地は持っているだけで含み益がどんどん大きくふくらんでいき、その含み益の拡大によって経営が安定化される。ちょっとした経営ミスにつ

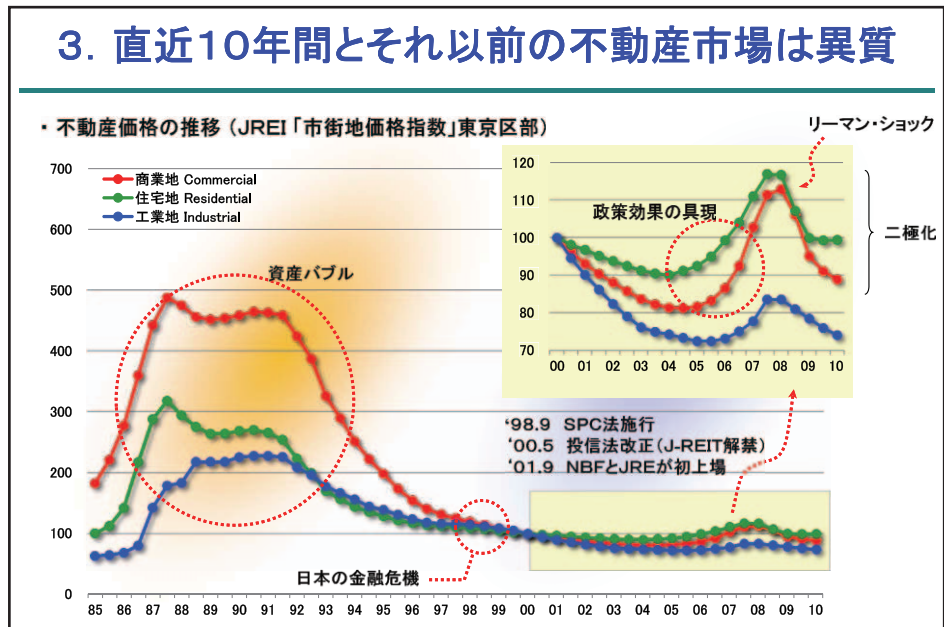


図1

こちらのグラフは、日本不動産研究所で発表している市街地価格指数の東京区部について、赤が商業地、緑が住宅地、青が工業地で85年からの推移を示しています。85年のプラザ合意の時期、それまでの貿易不均衡の是正を迫られた日本は円高と金融緩和による内需拡大を国

いても、最悪の場合は土地を売って含み益で処理をしていけばいいといった形でバッファの役割を担っていました。資金調達を行うにしても、持っている土地の価値がどんどん上がっていくわけですから、担保価値が自動的に増大していくといった機能が生じていたことにな

ります。

これにより、企業規模を拡大していく好循環に土地が寄与していき、不動産は保有し続けることに益があるといった価値観がありました。まさに「動かさざる資産」、「不動産」ということだったわけですが、実際には、80年代には国の経済成長がかなり鈍化していましたので、それとの比較で申しますと実体を超えるような土地あるいは不動産に対する価値認識がなされ、80年代後半の資産バブルが形成されていたということになります。

その後の調整局面については、よく「失われた10年」といった形で話されるところです。90年代前半からの資産バブルの崩壊では、含み益を生み続けていた不動産が、逆に含み損を生じはじめるようになります。不動産は、超長期の運用タムを持っており、売却には一定の時間がかかるといった資産サイドの特徴がありますが、一方ではこれに中期・短期の資金調達を行って購入資金に充てていたのですから、まさにAsset Liability Managementのバランスの悪さ、ALMのミスマッチが露呈してしまったといったところです。

これによってそれまでの日本人の不動産観は大きく変化しました。保有に価値はないのだ、キャッシュフローを生むような運用にこそ価値があるのだといったところが改めて認識され、保有し続けることの害のほうが逆に認識されるようになってきました。特にそれまでの収益性を無視した価値判断に対する改めての認識と強い反省がこの時期に生じていったこともあり、徐々に不動産を流動化していこうというニーズが高まってきたのが、ここでの10年間の動きということになります。

ただし、こうした変化の中でも、実は90年代後半まで不動産の売買は活性化しませんでした。売り手・買い手双方に課題があったのですが、売り手側からすると、土地神話は本当に消えてしまったのだろうかといったところに自信が持てなかった。不動産価格は下げの局面にあったのですが、例えば、自分が売った途端にまた土地神話が復活するのではないかと懐古、呪縛があったわけですね。そういった意味で企業が持っていた不動産を外に売却する、完全に売却してしまうことには躊躇が生じておりました。

買い手側からすると、不動産価格の調整はだいぶ進んでいきましたが、一方でまだまだ自分が欲しい、リスクに見合ったリターンが取れていないといったところのミスマッチがありました。

こういった両者にらみ合いのような状態が続いて時間が経過していたわけですが、そこに解決の刃を突きつけたのが日本の金融危機、97年から98年にかけての時期だったわけですね。この段階で大規模な価格調整が顕現化しました。それから、先ほど申しましたとおり、不良債権処理の処方箋として不動産投資のインフラを整備していきこうといった動きが生じたわけですね。

ここで整備された投資インフラについては大きく二つ挙げられます。一つは98年のSPC法の制定で、これにより証券化スキームの法的位置づけが明確化されました。二つ目は投信法の改正によりJ-REITが解禁されたことで、ここがまさに、日本において不動産証券化市場が本格的に誕生した時期だったのだらうと整理しています。

ここで、整備された2つのインフラ、証券化とJ-REITについてですが、それぞれの所期の目的は少し違ったのではないかと個人的には考えています。

不動産証券化については需要と供給を個別の不動産についてつなぐツールとしての役割が期待されていたと考えています。というのは先ほど申し上げたとおり、例えば不動産を保有している企業においては、不動産を完全に売却してしまうのは怖い、もしかしたら不動産価格がまた上がるかもしれない、あるいは長年保有してきたものを売却してしまい、後で株主その他のステークホルダーから責められはしないかといったところを何らかのストラクチャーでカバーしていきたいというニーズがあった。オフバランスを考えると将来的な買い戻しを約束してしまうわけにはいかないのですが、改めて時期が来たら自分たちの不動産として買い戻せるかもしれないといった、何らかの付加価値をストラクチャーによって付けられないか。そういった売主側の制約の解除に用られるといったところが主な目的だったりもしました。

一方で買主側からすると、ローンでレバレッジをかけることにより、自分たちが要求するリターンに見合うだけの投資効率を上げていくことが不動産証券化の仕組みによって実現できました。ただ、こうした個別の証券化スキームはその後、私募ファンドへと派生し、最終的にはJ-REITと同じように需要自体を拡大する形に発展していったということは、日本の皆さんはご了解されているかと思いますが。

次にJ-REITですが、こちらについては需要の拡大自体が大きな目的だったと考えています。当時のキーワードは「海外マネー」、それから「1300兆円といわれる個人金融資産」の取り込みでした。これらによって日本の不動産マーケットを活性化していこうという試みだったかと思いますが。

その後J-REITは不動産投資マーケットにおいて大きな役割を担うこととなります。これは何かというと、不動産の投資サイクルにおける最後の流動性を供給していく、他の投資手段に出口を与えるといった役割です。先ほど申し上げたとおり、短い資金調達で長い運用タムの資産を買っていく、不動産投資はこうしたALMのミスマッチが生じてしまうわけですが、この出口の部分で期間の縛りがゆるいREITが最終的な流動性を付与することにより、市場全体としてALMのミスマッチを解消していく役割を担うようになってきました。

次のスライドは「日本の不動産証券化市場の10年」ということで、簡単にどんなことがあったかということを書いていきます。一番上に記載しているとおり、証券化スキームはバランスシート型の不動産証券化、それからアキュジション型の不動産証券化と大きく2つのタイプに分けられると考えています。初期のころは、当初申し上げた、まず証券化の仕組みに応じて企業のバランスシートを調整するような個別相対の証券化のストラクチャーが多くを占めていました(図2)。

に陥るまでの間、非常に急速な拡大の時期を迎えていました。その後08年の転換点を迎え、現在、不動産証券化のマーケットが停滞し、取引が少なくなっているといったところが、こちらのグラフからよくお分かりいただけると思います(図3)。

この間のオフィス賃貸市場の推移について、いくつかの数字を紹介したいと思います。まず東京プライムエリア、丸の内・大手町の賃料の推移です。お話ししたように90年代後半に投資インフラが整備されましたが、賃料の場合にはむしろマクロ経済のほうが大きく影響してくるので、特にインフラの整備によって賃料が上がったといった事実は見られません。

特に東京の場合には03年に大量なオフィスビルの供給がありました。日本では「2003年問題」と呼ばれていましたが、解消が進む04、05年ぐらいいまでは賃料が断続的に低下している様子が見てとれます。その後、マクロ的な経済回復もあり、06、07年と賃料が急速に上昇したのですが、その後現在に至るまでは、世界的な経済金融危機の影響もあり、再び賃料が低下に転じている状態です(図4)。

2. 日本の不動産証券化市場の10年

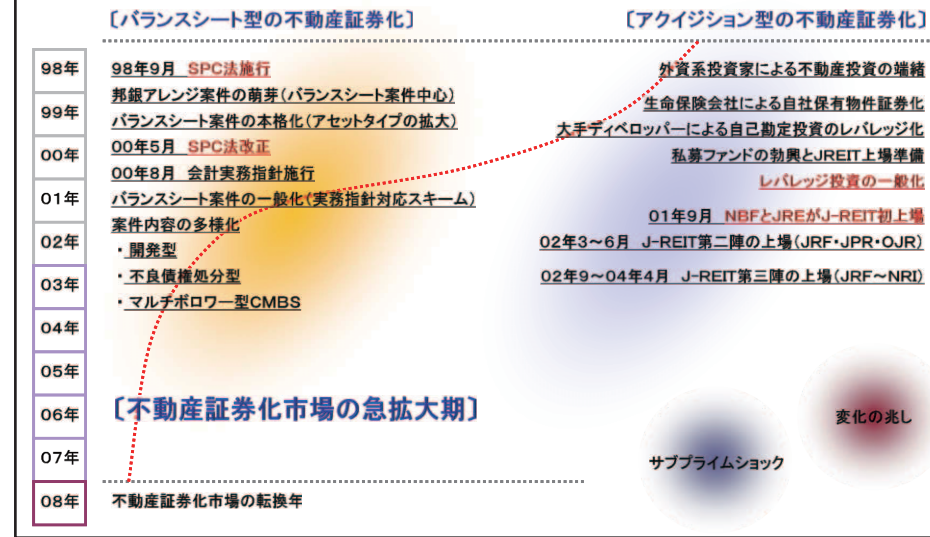


図2

一方で途中から、01年の会計制度の変更も要因の一つだったのですが、その辺が転機となって、完全にものを買い切る投資を目的としたアキュジション型の不動産証券化の比率が多くなってきました。その後05、06、07年と日本の不動産証券化市場が急拡大してきた様子は、皆様の記憶に新しいところだと思います。

不動産証券化市場が拡大していく様子については、国土交通省が「不動産証券化の実態調査」として毎年発表していますので、そのグラフから確認したいと思います。97年に始まり07年、ちょうど07年の夏ごろから米国のサブプライム問題が懸念されはじめ、最終的に08年9月のリーマンショック、あるいは日本の場合には08年10月にニューシティ・レジデンスというREITの破綻があったわけですが、それによって不動産証券化のマーケットが機能不全

3. 日本の不動産証券化市場拡大の軌跡

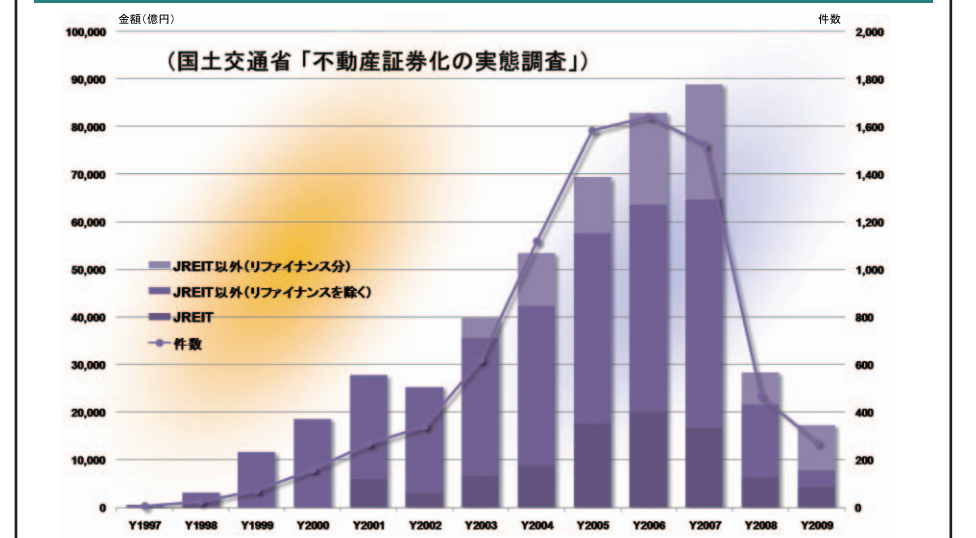
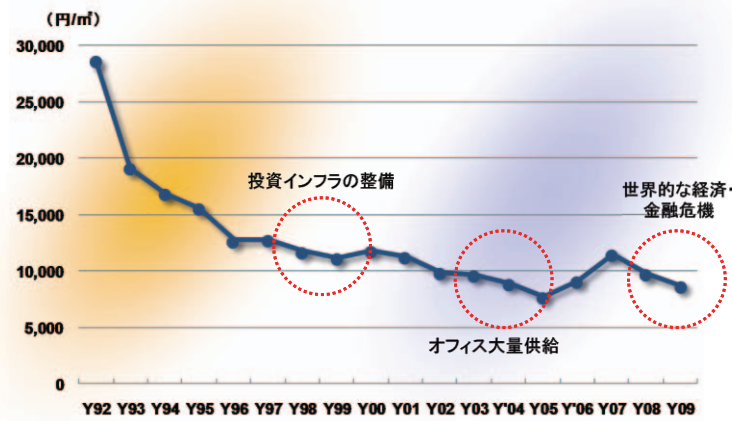


図3

4. オフィス賃貸市場の推移(賃料)

(東京プライムエリアのオフィス実賃料)



資料:CBRE-Japan「Office Market Report Japan」(丸の内・大手町・有楽町地区)

図4

空室率ですが、こちらのほうも先ほど申し上げた2003年問題のところでも一つ、空室率増大のヤマが生じているのを見ていただけかと思えます。03年のところで空室率が3%。現在は07、08年を経て経済金融危機の中、丸の内・大手町の空室率が5%に上昇しています。過去との比較でいくと非常に高く見えますが、一方で数字のほうをご覧くださいお分りのとおり、東京のプライムエリアは、需要の非常に強い地域だということも、数字の絶対値としては5%と、恐らくこれは世界の主要な都市の空室率と比較しても、まだまだ低い水準だということが理解いただけると思います。ちなみに東京23区までエリアを広げるともう少し空室率が上が

り、いま8%程度というところまで来ています(図5)。

次に、オフィスの投資利回りの推移について、これは日本不動産研究所で調査している投資家調査の中から、丸の内・大手町地区のグレードの非常に高いビルについての期待利回りの推移をみたいと思います。お手元の資料は白黒ですが、青いほうが期待利回りの中央値、赤いほうが同じく期待利回りの平均値となっています(図6)。

一つ目の特徴は、年を追うごとにだんだん利回りが低下していく様子、マーケットのインフラ整備が認知されていくとともに市場参加者も増え、流動性が増してくるといった中、期待利回りが低下してきたということです。一方、平均値と中央値が近づ

いてきているといったもう一つの特徴があり、これは回答の分布がだんだん小さくなっていっている、つまり、市場参加者の丸の内・大手町の利回りに対する見方が、ある小さな範囲に収斂していく様子を示していると思われ

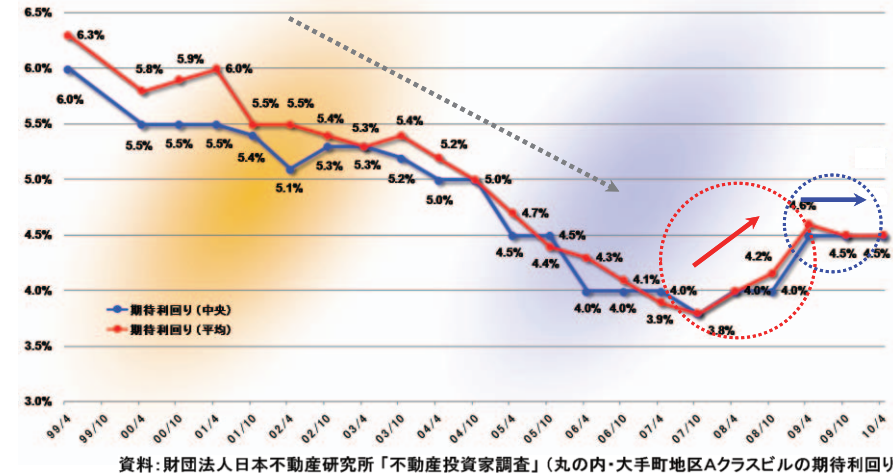
ます。

一方07年10月の調査を底とし、その後08年4月、10月、09年4月にかけて利回りが上昇しました。まさに世界的な経済金融危機の影響を受け、不動産取引が低迷し、期待利回りの上昇が現れた格好になっています。ただ、ここ2回の調査については、ほぼ横ばいに推移しており、ちょうど先月発表したばかりの10年4月現在の調査での期待利回りは4.5%で、利回りの上昇が止まったという見方ができるのではないかと思います。

ここから、不動産証券化が不動産マーケットに与えた影響を整理していきたいのですが、まず、良い方向で作用した点をいくつか挙げていきます。一つは不動産に対する投資機会の創出ということです。当然のことながら個人の方がなかなか100億のビルを買うということとはできないわけですが、そこを債券の形で分割することによって投資の機会を提供しました。これは個人に限らず、例えば地方の金融機関のような主体が、東京の大きなビルに投資をしたりとか、それを可能にしたということ。

6. オフィス投資利回りの推移

(東京プライムエリアのAクラスビル期待利回り)



資料:財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」(丸の内・大手町地区Aクラスビルの期待利回り)

図6

次に、先ほどレバレッジの話をしました、買い手側の要求するリスク・リターン・プロファイルを満たしていくことにより、売買当事者のマッチングに貢献していったということ。

加えて、どの証券化の教科書にも書いてあるところですが、不動産管理のプロフェッショナルとはいえない主体が、投資にあたってそうしたプロフェッショナルの運用なり管理といったものを享受できるようになったということ。

また、不動産市場が資本市場へアクセスできるようになったということで、これは初期の目的どおり、不動産市場への資金流入が増大し、マーケットの活性化に貢献しました。ただ、一方では不動産市場に与える金融市場の影響が直接化したといった意味で、現在の状況を鑑みると、必ずしもいいことばかりではなかったということになるかもしれません。

それから、情報開示の進展。特にJ-REIT開設からいまだ8年半たっているわけですが、保有不動産のかなりの部分について情報開示が行われているところで、市場の透明性の向上に大きく貢献しています。

最後に、金融機関が不動産取引に入ってきたということも関係すると思うのですが、遵法性や環境に対する意識が高まった点も挙げられます。ここでの環境とは土壌汚染、アスベストといったものですが、そういうものに対し不動産業界が意識を高めてきていることも良い方向で作用した点として挙げられると思います。

次に、必ずしも良い方向で作用しなかったかもしれないと思うことを掲げます。一つは先ほども申し上げたとおり、不動産市場に与える金融市場の影響が直接化したこと、もともと不動産が元来持っている

ALMのミスマッチの部分が解決されていなかったことです。金融機関が不動産に対する融資を絞り込むことによって、一気に不動産証券化のマーケットも機能不全に陥ってしまったことは実際にこの1年、1年半ぐらいの間に見られました。

二つ目に「運用の近視眼化」ということです。元来、日本の大きなオフィスビルについてはいくつかの大きなデベロッパーさんが大家さんとしてドンと構えていて、マーケットの悪いときにも「少し様子を見ていくか」といった長いスパンで運用を考えていることが多かったのではないかと思います。REITも含めてですが、証券化されると半年なり一年ごとに決算をしていかなければいけない。あるいは、証券化してローンを

借りている場合には金融機関の審査を受けなければいけない。そこでコベナンツにかからないためにも半年ごと、あるいは1年ごとに結果を出していかなければいけなくなったわけです。

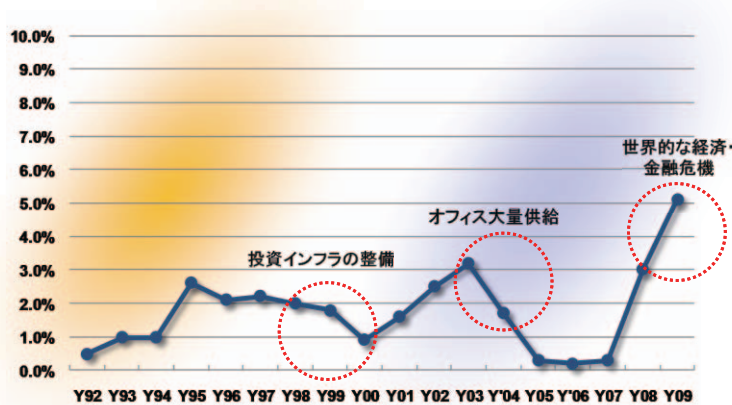
いまもし貸し手にとって不利な賃料であったとしても、一定の稼働をキープしておかないとローンを借りている金融機関にモノを取られてしまうかもしれない。そうした観点から、意思決定が非常に短い周期になってきているといったところで、この部分は売買市場、あるいは賃貸市場のボラティリティを増幅する形で機能してしまったのではないかと指摘できると思います。

三つ目、価格変動・賃料変動のデジタル化といったところも、今の話に近いかもしれません。不動産証券化の場合、一つの不動産がいくつかの投資ポジションに分けられます。例えば、リスクの薄いシニアといわれる部分、それからリスクが高い、リターンももちろん高いエクイティの部分、あるいはミドルリスク・ミドルリターンのメザニンといわれる部分で切り分けられます。何らかの事象で不動産の運用、あるいは処分を考えていかなければいけなくなったときには、まずリスクの高いところを取っている人に、ある一定の期間イニシアチブを渡すストラクチャーが一般的です。例えば半年間とか。となるとその半年間、イニシアチブを持っているエクイティの人は自分が損をしないために行動していくこととなります。その半年が終わると、次にメザニンの人、最終的にその半年も終わると、シニアにイニシアチブが移り、自分だけが損をしない形でファイアセールに入るといったこともあるかもしれません。

このようなことになっていくと、少しずつ価格が変化

5. オフィス賃貸市場の推移(空室率)

(東京プライムエリアのオフィス空室率)



資料:CBRE-Japan「Office Market Report Japan」(丸の内・大手町・有楽町地区)

図5

していくその途中で、本来であれば何らかの意思決定を下したほうが全体的に見ると得だったかもしれない場合にも、エクイティ・ホルダーは自分が損をしない形での運用を考えることにより、半年間意思決定を硬直化させてしまう。その半年間が終わると、今度は急にメザニンという別の人のものの考え方に変わるので、ここに非連続な価格の動き方、運用の仕方が生じてしまうということが起こります。こうした動きは価格変動・賃料変動のデジタル化として顕現化することとなり、あるいは、ある一定期間の取引の硬直化といった形で現れている部分もあるかと思えます。

最後に金融が入り投資効率の追求が、ハイレバレッジに繋がった点です。不動産は年を経るごとに少しずつ劣化していくわけですが、ローンを100借りたら3年後に100を返しますといった、期中の元本償還を考えないローンが横行していた。この点は、証券化の悪い面というよりはむしろ金融機関のディシプリンが緩んでいたという話なのかもしれません。

さらに、証券化の影響のうち、現時点では判断が分かれる点を挙げます。一つは「価格形成プロセスの双視眼化」です。従来の価格形成では、例えば大阪のビルについては大阪だけで価格が決まることが多かったわけですが、ところが、現在では大阪のビルを買うにも、東京の資本市場のお金が入ることにより、東京からの価格形成への影響が無視できないようになってきている。つまり、大阪のマーケットだけ見ていると、大阪のビルの価格はなかなか分からないといった状況になり、特に東京の資本市場の考え方と、まさに大阪の地方のマーケットがぶつかり合いながら価格を形成するようになってきているといったところがあるわけですが、これがいい面、悪い面、どちらに転ぶかはまだ今の段階では分からないのですが、そういうふうに変化してきていることだけは事実です。

あとは「不動産市場への金融カルチャーの侵食」ということで、これも長い目で見ればいいことだったのか悪いことだったのか、これから判断されることになるかかと思えます。

次に、今般の経済金融危機を経てJ-REITの課題がいくつか挙げられていますので、その中で大きな点を二つ挙げたいと思います。一つはJ-REITという長期運用のピークに拘らず、ファイナンス面でのセーフティネットが用意されていなかった点。資金調達を短い期間で繋いでいくことはやむを得ませんが、長期運用を前提としているわけですから、ファイナンスの期限が来たときのセーフティネットが必要だったのではないかと。それがなかったゆえに、ニューシティ・レジデンスというREITが1社、破綻をしてしまったということがあります。

もう一つ、「商品性の迷走」と感じる部分があります。当初目指していた商品性は、実物資産に裏付けられた安

定したキャッシュフローに基づき、株式や債券とは異なるミドルリスク、ミドルリターンの商品を作っている、個人や機関投資家の長い資金の投資対象として売り込んでいこうといった方向性を持っていたわけですが、ただ、一般株も含めた資本市場の活況を背景とし、それを甘受するような形で商品性が変化していたにもかかわらず、これを受け流していた面があったかと思えます。

これに関連して、活況を呈する資本市場を背景にして小規模なREITが乱立してしまった点。大きな資金を動かして関する機関投資家にとっては自分で売ったり買ったりすることで価格が変わってしまうので、そんな危険な商品には投資できませんといった状況も出てきます。そのため、各REITについて規模の増大が求められたりもしていました。

最後に、最近の動向をお話ししますが、いま掲げたREITの課題もいくつか克服されていますので、まずはそれらを紹介したいと思います。

一つは不動産市場安定化ファンドが昨年、設立されました。これがまさにJ-REITに対するセーフティネットを確立することとなりました。図中、薄い紫の表示は先ほどお話ししたニューシティ・レジデンスというREITが破綻した翌月の配当利回りになっています。いちばん高いものは50%で、30%を超えているものもかなりあります。50%の配当利回りということは配当を2年間受け取れば元本が返ってくるということですから、2年程度しか持たないREITと見られていたともいえるかもしれません（図7）。

そういった意味で、REITの投資口価格に対し破綻が織り込まれていた状態と言えるかもしれません。ただ、不動産市場安定化ファンド設立後にあたる09年9月、10年5月の濃い色のグラフでは配当利回りが落ち着いている様子が見られると思います。REITのリファイナンスリスクは一段落したと考えて差し支えないのではないかと思います。

また、M&Aが進展しています。破綻した1社を含め42のREITがあったわけですが、10年に入ってから六つのM&Aが発表されています。12個のREITが6つになるということで、小規模なREITが規模を拡大する一つの手段としてもM&Aが起こっています。

最近ではREITによる公募増資と投資法人債の発行が再開され、それによって物件の取得が行われています。ちょうど去年の10月ですが、REITとして1年半ぶりに公募増資がされ、その後いくつかのREITが続いており、投資法人債の発行もされています。

その他の動きを最後にまとめたいと思います。私は日本の不動産投資マーケットが活性化していくために、特にいま現在というところでは、不動産に対するファイナンスの目詰まりがなくなること、REITのマーケットが活性化すること、それから、マクロ経済が回復して賃料

1. 課題の克服

(1) 不動産市場安定化ファンドの設立 ・ REITのリファイナンス・リスクは一段落

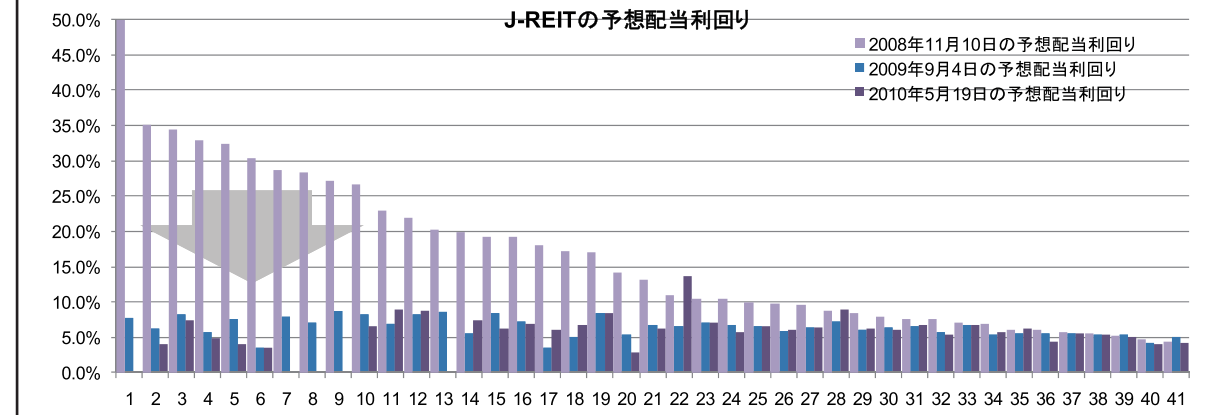


図7

の信認に繋がること。この三つが大きなポイントだと思っています。前二者についてはおおむね良い方向に進んでいるのかなと考えております（図8）。

機能回復、正常化の様子が捉えられます。これからは少しずれますが、今までの上場REITや私募ファンドとは違う形でのファンドの設立も見られています。ドイツで大きな存在感を示しているオープンエンドファンドと同じ形ですが、これに大手のデベロッパーが取り組んでいる。発表されているものもあるし、うわさレベルのものもありますが、上場REITだけではない需要層、流動性の拡大が期待できます。

最後に、大規模取引の再開の様子、リーマンショック以降に公表されている300億円超の取引を紹介しています。ご覧いただくとお分かりのとおり、1000億円級の不動産の動きも見られるということで、やはり日本の不動産についてはまだまだ活力を失っていない。先ほど申し上げた三つの点、最後のマクロ経済の回復で賃料が上昇するところから最後のポイントになりますが、それに

図8

まず、ファイナンス市場に積極感が感じられてきています。我々は恒常的にメガバンク、信託銀行等、大手金融機関と意見交換をしていますが、その中で特にこの4月以降、不動産のノンリコースローンに対する積極感を感じています。これは半年前、1年前とはまるっきり異なる感度のものです。加えて、先ほどご紹介したとおり、REITのマーケットで増資や物件取得が見られており、

よって日本の不動産も回復に向かう。今はちょうどその潮目にあると私は感じているところです。

簡単ではありますが、日本の不動産市場について概要を説明いたしました。ご静聴ありがとうございました。（拍手）

2. その他の動き

- (1) ファイナンス市場に積極感
- (2) 上場REIT、既存私募ファンド以外の新しいクライテリアのファンド設立
・ 大手デベロッパーによるオープンエンドファンド設立
- (3) 大規模取引の再開

(リーマン・ショック以降の300億円超の公表取引)

発表時期	物件名	用途	売買金額	購入主体
2009年3月	朝日生命ビル	オフィス	800億円	デベロッパー
2009年5月	AIG大手町ビル	オフィス	1,155億円	生命保険会社
2009年6月	オリナスタワー	オフィス	313億円	REIT
2009年6月	KDX豊洲グランドスクエア	オフィス	350億円	外資系投資家
2009年10月	住宅18物件	住宅	426億円	REIT
2009年11月	汐留ビルディング	オフィス	546億円	REIT
2009年12月	リソナマルハビル	オフィス	420億円	デベロッパー
2009年12月	グラントーキューサウスタワー	オフィス	400億円	一般事業法人
2010年1月	パシフィックセンチュリープレイス丸の内	オフィス	1,400億円	外資系投資家
2010年4月	東京汐留ビル	オフィス	1,100億円	REIT
2010年4月	青山ライズスクエア	オフィス	379億円	デベロッパー

(本稿は、平成22年6月3日に開催された当研究所主催の日中韓国際不動産シンポジウムでの講演内容をもとにとりまとめたものです)



韓国鑑定院 不動産調査処
調査企画部長 **權寧植 氏**
(クォン・ヨンシツ)

最終学歴：1991年2月 建国大学 不動産学科卒業
略歴：1991年3月 韓国鑑定院 入社
1991年6月 春川支店
2001年8月 不動産研究院 研究開発チーム 専任研究員
2004年1月 情報調査部 政策支援チーム 担当役
2007年8月 不動産調査処 調査企画部 部長

政府からの予算支援はありません。

韓国鑑定院の組織図が下に出っていますが、こちらに先ほど申し上げた四つの本部、一つの研究院、11の室が図になっています。四つの本部とは公益事業本部、不動産調査本部、経営管理本部、企画本部という名前です。研究院は不動産研究院という名称になっています(図2)。

次に、韓国不動産市場の概観ですが、不動産市場を土地、マンション、オフィスに分け、一つひとつ見ていきたいと思います。

まず、第一に土地市場ですが、後のほうで出てくるマンションの動向と動きは似ています。違うところというと、80年代末ごろ土地の上昇幅は非常に大きかったのですが、90年代から00年代にかけマンションのほうはさらに変動幅が大きかったことです。韓国ではマンションを買いたい人が非常に多く、関心が集中しているからです。推移自体は似ているのですが、土地のほうはご覧のようなグラフになっています。ですから、マンションの市場動向のほうが市場全体をよく表していますので、マンション市場に移ってみたいと思います。

韓国不動産市場は今までずっと成長を続けてきました。80年代末、90年代初めから半ば、00年代初め、それから08年末以降というように分けられますが、80年代末、それから00年代初めは価格の上昇期でした。80年代末は「3低」といって

金利も低いし、原油価格も低いし、ドルに対してウォンも安いということで、全体に土地やマンションが上がりました。00年代初めにも非常に大きな価格上昇の時期がありました。一方、下落を見ると90年代初めから半ばにかけ住宅が200万戸建設され、規制緩和がいろいろあるなか分譲価格の規制緩和もありました。転売についての規制緩和もあったので、価格が安定期に入ったということが言えます。

価格が大きく下落した時期は二度ありました。97年末、通貨危機当時、不動産市場で非常に大きな幅の価格下落があり、それから08年末の金融危機の後にも大きく価格の下落を見せたことがあります。しかし、二つの

韓国の不動産市場について

こんにちは、韓国鑑定院の権と申します。本日、韓国の不動産市場についてご紹介できることになったことをたいへんうれしく思います。今日のテーマは「韓国の不動産市場」ですが、まず私も韓国鑑定院について簡単にご紹介し、次に韓国不動産市場の概略、それから投資用不動産市場の変遷、最後に最近の不動産市場の状況と今後の展望という順でお話をしたいと思います。

韓国鑑定院とは、国民から信頼される不動産価値の評価を行う専門企業、公企業です。根拠法は69年4月につくられました。政府傘下の機関として以前は財務部の主管だったのですが、現在は国土海洋部が主管です。07年4月には公共機関として、特に準市場型公企業と呼ばれる形の団体となっています。主な事業としては鑑定評価、不動産情報の調査、補償業務、そのほか政府の不動産政策の基礎となる統計調査、また資料の発刊などを行っています(図1)。

I. 韓国鑑定院の紹介

1. 機関の概要



図1

組織ですが、本部が四つ、研究院が一つ、室が11あります。それから、全国に38の支店を有し、事業を行っています。職員は全部で748人、資本金は60億ウォンです。100%独自の収入によって活動を行っています。

II. 韓国不動産市場の概観

1. 土地市場の動向

◆ 地価指数(2008年=100)

価格の上昇: 1980年代末(3安好況)、2000年代初め(低金利および流動性の増加)
価格の下落: 1990年代初め~半ば(200万戸建設)、1997年末(アジア通貨危機)

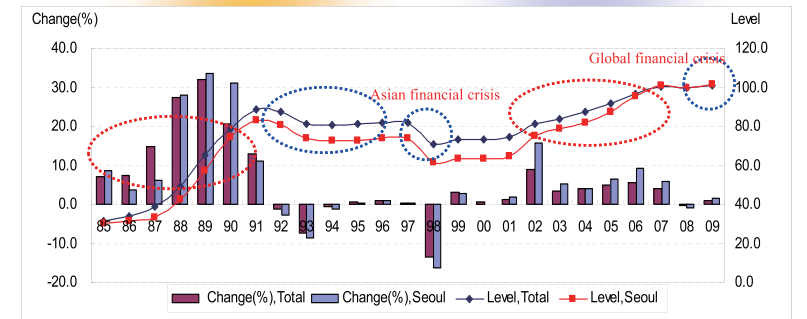


図3

I. 韓国鑑定院の紹介

2. 組織体系

・組織: 4本部、1研究院、11処(室)、38支店
・人員: 役員 5名(定員 748名)

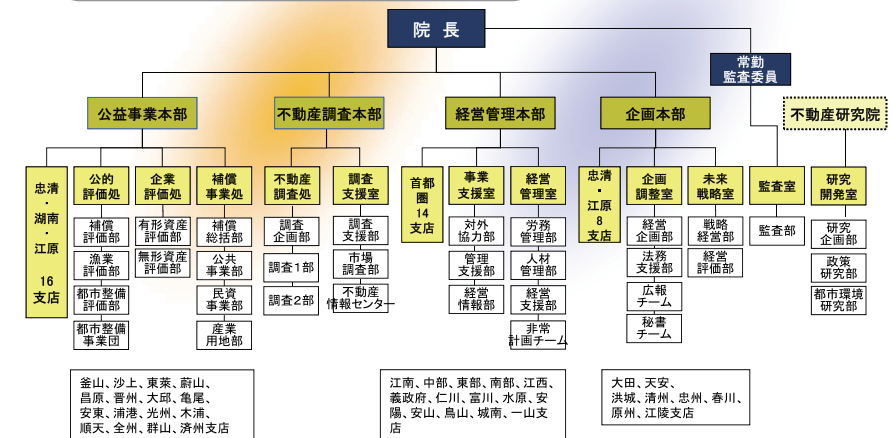


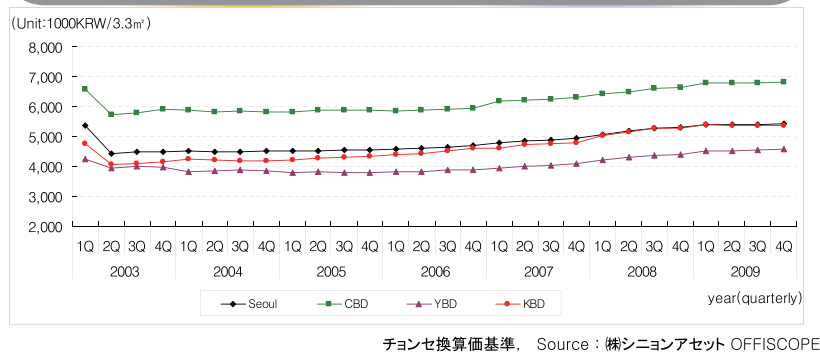
図2

II. 韓国不動産市場の概観

3. オフィスマーケットの動向

◆ オフィスの賃料

オフィスビルの賃料は、上昇トレンドが継続
最近の上昇率は、2007-2008年に比べ鈍化し、エリア別の賃料は CBD > KBD > YBD
の順となっている



チャンセ換算価基準、Source: 韓シニョンアセット OFFISCOPE

図4

オフィスの空室率は、04年に最高になりましたが、08年半ばにかけ下落し、リーマンショック以降、再び上昇してきました。金融危機以降、持続的に空室率は江南地域、都心区域、麻浦、汝矣島という順位で低くなります。韓国では一般に自然空室率を5%ぐらいと見ているので、いま現在、各エリアとも数値は5%より下回っています(図5)。

オフィスの収益率ですが、08年の金融危機以降、企業はリストラを大幅に行いました。ですから、オフィスの需要が少なくなり、運用収益も少なくなってきました。ソウルの代表的なビジネス街である都心部でも総合収益率と資本収益率は下落しましたが、インカムリターンは比較的安定的だったと言えます。5.44%

ぐらいですから、あまり大きな落差がないこととなります。しかし、リーマンショック以降はキャピタルリターンとトータルリターンは若干ずつ落ちてきています。

次に、ソウルのオフィスビルの所得収益率を株式や社債と比べてみましょう。株式より安定的で、それからキャピタルまで考えると社債より有利です。ソウルのオフィスビルの所得収益率は09年度を見ると5.42%ぐらいです。

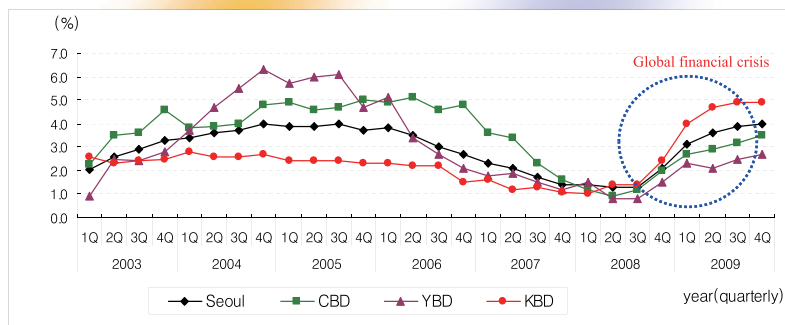
オフィスの1㎡当たりの売買価格は継続的に小幅な上昇傾向が続いていましたが、09年以降に急激に上がりました。09年には売買価格が下落したということですが、

II. 韓国不動産市場の概観

3. オフィスマーケットの動向

◆ オフィスの空室率

空室率は2004年末-2005年にかけて上昇トレンドを示し、その後2008年半ばまで下落
2008年の金融危機以降のエリア別空室率は、KBD > CBD > YBDの順で継続



Source: 韓シニョンアセット OFFISCOPE

図5

下落期自体はあまり長く続きませんでした。90年代の場合は回復するまでに1年半程度の時間を要しました。08年、これはリーマンショックのときで、そのときは価格が下落したのですが、6カ月ぐらいでまた回復することになりました。

韓国国内では、このように回復が早かった要因は、価格下落が不動産部門から始まったものではないと見られています。経済全体に原因があり、不動産価格も落ちたと見えています。ですから不動産自体以外の経済が回復すれば、不動産価格も再び上がることになったのです(図3)。

次に、韓国のオフィスマーケットはソウルを中心に発達してきました。特に鍾路、乙支路という都心部を中心として、これは伝統的にビジネス街ですが、そういった地域です。それから江南区、証券会社の多い麻浦、汝矣島というような地域などに分かれます。韓国のオフィスマーケットは規模がそんなに大きくなく、年間4兆ウォン程度の市場規模です。企業所有が80%、一般の投資対象となっているのはその残りの20%ぐらいです。

00年代のソウル地域の賃料の変動は、物価上昇率と推移が似ています。オフィスビルの賃料はエリア別に違います。最近の上昇率は07、08年に比べると非常に鈍化してきています。賃料をエリア別に見ると都心部、江南地区、麻浦、汝矣島地区の順となります(図4)。

09年上半期は自社使用を目的とした法人および個人資産家の市場参加が目立ちました。下半期になり、機関投資家が市場参加をして市場は活性化しています。最近では再び少し調整局面にある状態です(図6)。

ルドマン・サックス、ローンスター、リーマン・ブラザーズ、GICなどでした。

01~03年ですが、ここでは傾向として流動性が増加し、収益率が減少しました。中長期的な海外ファンドが

入ってきて需要が安定し、景気が回復した時期でした。この時期の期待収益率は15%以上になっていて、投資会社としてマッコーリー、プラメリカ、ラサール、カーライルなどが入ってきました。この時期にREITができたわけです。

03~04年を見ると、同じようにこの時期にも流動性が増加し、収益率は減り、景気が回復し、安定型のファンドができてきました。このころから期待収益率が非常に低くなり、10%前後になりました。DEKA、DBRE、ING、コラムコ、アセムダスなどが活躍し、不動産ファンドがこのとき現れました。

05年以降は国内ファンドが非常に活躍する時期となりました。間接投資資産運用業法が始まったので国内

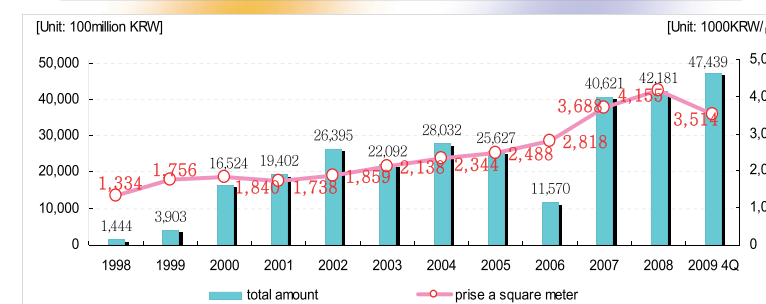
図6

II. 韓国不動産市場の概観

3. オフィスマーケットの動向

◆ オフィスの売買価格

取引金額および1㎡当たりの売買価格は継続的に小幅な上昇傾向が続いているが、2009年に1㎡当たりの売買価格が下落、2009年上半期は自社使用を目的とした法人および個人資産家による市場参加、下半期は機関投資家による市場参加により市場が活性化



Source: 韓シニョンアセット OFFISCOPE

韓国不動産市場について概略を申し上げましたが、次に投資用不動産市場がどのように変遷してきたかについて、話をしたいと思います。間接投資制度の変化ということをもっと申し上げたいのですが、大きく分けて03年まで、その後08年まで、またその後09年2月3日までというように分けてみました。03年までとそれ以前は00年に成立した信託業法と01年の不動産投資法が根拠法になっていました。このとき韓国のREITが現れたのですが、この後08年までに不動産ファンドの根拠法である間接投資資産運用業法ができたので、それ以前の不動産投資信託法はここに吸収されました。その後09年に資本市場法ができたので、これ以前にあった六つの法律はこの一つにまとめられたこととなります。最近、韓国政府でも間接投資を活性化しようという動きがあり、さまざまな政策を立てているようです。

間接投資市場の規模ですが、不動産ファンドとREITの規模は大きく増加しています。09年末を見ると不動産ファンドは約1兆ウォン、REITは7兆ウォンに成長しています。

オフィス投資は期間別にどのような特徴があるかを見てみると、88~01年、01~03年、03~04年、それから05年以降というように分けることができます。構造調整の不動産市場のグローバル化が88~01年に起こりました。不良資産、需要不足、資産の低評価などがその特徴ということが言えます。この時期の期待収益率は20%以上でした。このときに活躍した投資会社はゴー

内ファンドが非常に活発になったわけです。期待収益率は8%にまで落ちました。アセット、コラムコ、GE、メリルリンチなどがこの時期に活躍した会社です。市場が安定化したので収益率はだんだん低くなってきたということ(図7)。

次に、韓国のREITと不動産ファンドについて紹介します。

REITの最低の資本金は100億ウォンです。ファンドは会社型の場合は10億ウォン、信託型は制限なしとなります。1人当たりの持分もREITの自己管理型、委託管理型は30%未満です。しかし、ファンドの会社型、信託型のこれは制限がありません。投資比率は、REITの場合は70%以上を不動産に投資しなければなりません。ファンドの場合は不動産への投資が50%以上を超えればよいことになっています。監督機関ですが、REITとファンドは監督省庁が違います。REITの場合は韓国の国土海洋部が管轄し、不動産ファンドは金融監督院の管轄下に置かれます(図8)。

K-REITについて、もう少し詳細に説明します。通貨危機によって痛手を食らった、いわゆる経済を回復させる、あるいは企業の構造調整を助ける目的で01年にREITが導入されました。売れ残りのマンション、あるいはオフィスビルなどを主な投資の対象としています。マーケットの規模は7兆ウォン強となっています。最近の動向ですが、09年、景気が回復したことで商業用不動産への投資信託がよみがえりました。そして、政府の

Ⅲ. 投資用不動産市場の変遷

3. オフィス投資市場における期間別の特徴

期間	1988 - 2001	2001 - 2003	2003 - 2004	2005以降
区分	Opportunistic fund	Strategic fund	Institutional fund	Domestic fund
傾向	構造調整、不動産市場のグローバル化	流動性の増加、収益率の減少	流動性の増加、収益率の減少	国内ファンドの飛躍
特徴	不良資産、需要の不足、資産の低評価	中長期的な海外ファンドの導入、需要安定、景気回復	景気回復、安定型ファンドの流入	REITs、間接投資資産運用業法による国内ファンドの活躍
要求収益率	20%以上	15%以上	10%前後	8%前後
取引金額	約1.5兆ウォン	約5.5兆ウォン	約1.2兆ウォン	約3.9兆ウォン
主な投資会社	ゴールドマンサックス、ローンスター、リーマンブラザーズ、GIC等	マッコーリー、プラメリカ、ラサール、カーライル等	DEKA, DBRE, ING, コラムコ、アセムダス、GE、ミレアセット(マップス)	ミレアセット(マップス)、コラムコ、GE、メリルリンチ等
国内の変化		REITsの導入	不動産ファンドの導入	不動産ファンドの活性化

Source: ミレアセットマップス資産運用

図7

ばならない。投資対象を多様化する、投資情報をもう少し充実したものにしなければならないといった課題があります。REITの多様化によって競争体制を導入する必要があるし、ポートフォリオも非常に限られています。したがって、投資の対象をまず多様化しなければいけないということです。投資情報の拡充としては、不動産マーケットの投資指標をもう少し信頼性のあるものにしていかなければならない。情報の拡充が必要ということです。そして、不動産ファンドは不動産開発事業を手がけることができますが、住宅法によって住宅事業が主体になるためには専門人材を登録しなければなりませんので、現状としては難しいことになっています。

Ⅲ. 投資用不動産市場の変遷

4. K-REITsと不動産ファンドの比較

区分	リート			不動産ファンド	
	自己管理	委託管理	企業構造調整	会社型	信託型
最低資本金	100億ウォン	100億ウォン	100億ウォン	10億ウォン	制限なし
1人当たりの持分	30%未満	30%未満	制限なし	制限なし	制限なし
借入金	LTV 66%以内	LTV 66%以内	LTV 66%以内	LTV 66%以内	LTV 66%以内
投資比率	不動産70%以上	不動産70%以上	不動産70%以上	不動産50%超過	不動産50%超過
資金貸与	不可	不可	不可	純資産総額の100%以内	純資産総額の100%以内
開発事業	総資産の30%以内	総資産の30%以内	総資産の30%以内	総資産100%可能	総資産100%可能
現物出資	資本金の50%以内	資本金の50%以内	資本金の50%以内	私募の場合可能	私募の場合可能
取得税登録税	30%減免	30%減免	30%減免	30%減免	30%減免
法人税	控除なし	90%以上配当の場合控除	90%以上配当の場合控除	90%以上配当の場合控除	課税対象外
株式公募	30%以上	30%以上	制限なし(私募可能)	制限なし(私募可能)	制限なし(私募可能)
監督機関	国土海洋部	国土海洋部	国土海洋部	金融監督院	金融監督院

図8

リスクと利回りをどう管理するかということですが、今後の見通し、あるいはリノベーションによって価値の上昇が見込まれる地域に投資をすることが望めます。また、法的、財務的、物理的な調査、いわゆるデューデリ、あるいは実施調査などによって購入のリスクを事前に点検する必要があります。そして、専門的な管理を行うことで収益、利回りの向上を図ることができるでしょう。管理費も削減することができます。銀行などから低金利で資金を調達すれば、ファンドの利回りはさらに高くなります。そして契約期間、あるいは優良賃借人を分散化するなど安定的な管理をすることも必要でしょう。

規制緩和によってREITの設立が盛んになっています。次に、不動産ファンドの状況です。間接投資資産運用業法の施行によって04年6月に解禁となり、マーケット規模は11兆ウォンぐらいで、地道に成長しています。初期は公募型のファンドが多かったのですが、次第に私募ファンドが大勢を成しています。09年に設定されたファンドは全部、私募型でした。そして合計94のファンドがあり、総額として3兆2590億ウォンぐらいとなっています。08年と比べ件数として18%減、総額として10.7%、増えています。課題ですが、まず、REITのタイプを多様化しなけれ

次に、最近の不動産マーケットの状況、そして今後の展望についてお話しします。まず、マンションマーケットです。08年半ば以降、リーマンショックによってマンション価格は大幅に下落しました。しかし、6カ月の間にマンションの下落は回復しました。09年上半期から景気回復、あるいは規制緩和に対する期待が高まったことで取引価格が回復しました。09年後半までの間に小型マンション、あるいは再開発地域を中心に価格が上昇しました。しかし、9月、10月のいわゆる住宅ローンの規制などによっていま若干、萎縮傾向にあります。10年ですが、今もまだサブプライム問題に対する懸念、あるいは金利引き上げの可

能性が言われており、若干、市場が萎縮しています。長期的に見ると人口の減少、あるいは1人世帯がどうなるか、高齢者世帯がどうなるかということが一つの大きなポイントになると思います。

マンション市場の動向ですが、地域別差別化、規模別差別化、タイプ別差別化、売れ残りマンションの増加などがポイントとなります。首都圏は値段が上がっています。しかし、地方の場合は供給がだぶついています。そして分譲価格も高い、需要は冷え込んでいるということで、売れ残りのマンションが急増しています。

小型マンションのほうが実際の需要があるので、大型マンションより強含みの状態で動いています。再開発のマンションが価格の上昇を押し上げてきました。07年末から、売れ残り分譲マンションのうち、完成済物件の占める割合が急増しました。こういった問題は短期間では解決できないだろうと思われま

マンションマーケットの動向と展望です。景気回復などが上昇要因です。また、アジア通貨危機以降のいわゆる価格下落が回復したという学習効果があります。上昇要因として、この二つしかありません。しかし、他方、金利引き上げの可能性、あるいはLTV(ローン・トゥ・バリュー)、あるいはDTI(デット・トゥ・インカム)といった規制はまだ続いています。これは下落要因です。売れ残りのマンションが増えている、あるいは大量の庶民用マンションが供給される予定であるといったことは価格を押し下げる要因となります。

ですから、マンションの価格上昇は今後、かなり制限的でしょう。マンションの価格が上昇するとしても、それは一部の地域に限られることになると思います。

次に、オフィスマーケットの動向、そして展望です。金融危機後も大型のオフィスマーケットの賃料は継続して上昇しました。最近になり上昇率は鈍化しましたが、一部のエリアで上昇しています。あと空室率ですが、04~05年でピークでしたが、しかし、金融危機後も空室率は高くなりました。しかし、09年の下半期から空室率は5%ぐらいで推移しています。

オフィスの売買状況は、金融危機後、いわゆる自社使用のための購入が増えました。また、09年後半からは不動産ファンドなどの、いわゆる間接投資が行われ、そこでオフィスの購入者が多様化しています。しかし、

金融危機の後もクムホアジアナビル、ファーストタワーなど大型ビルの売買が活発に行われています。

では、オフィスマーケットの展望はどうなるでしょうか。先ほど日本のほうからお話がありましたが、マクロ経済の影響を非常に強く受けます。ですから、価格を押し上げる要因としては景気回復、間接投資マーケットの活性化、有良ビルに対する競争的な購入状況でしょう。他方、オフィスの大量供給計画がある、公共機関を地方に移転するなどの問題は、恐らくオフィスマーケットの価格を押し下げるでしょう。上昇要因と下落要因は拮抗すると思います。拮抗の結果、売買取引市場は回復トレンドを見せるだろうと韓国では見えています。

韓国のオフィスマーケットに対し海外の投資機関はどのように評価しているのか、どういう目で見ているのかについてのデータを紹介します。これはソウル地域の商業用不動産の投資魅力度という調査です。ソウルの魅力度は1位だと見えています。ほかの都市に比べ、ソウルは魅力があるということです。

利回りですが、7~8.5%あるだろうと見えています。国内の既存の清算済みのREITなどの状況を見ると8%の収益が既に上がっていて、実績があります。高い経済成長率、低い空室率、そして取引が活発なマーケット、つまりマーケットとしての流動性が高い、そして政府の規制は緩和するといったことが今後、市場の活性化を引っ張るでしょう(図9)。

Ⅳ. 最近の不動産市場の状況と今後の展望

3. 海外投資機関の視点

◆ ソウルエリアの商業用不動産投資の魅力度

比較的高い経済成長率と低い空室率、取引が活発な活性化市場としての流動性の側面、政府の規制緩和措置による今後の市場活性化展望等が肯定的に作用している

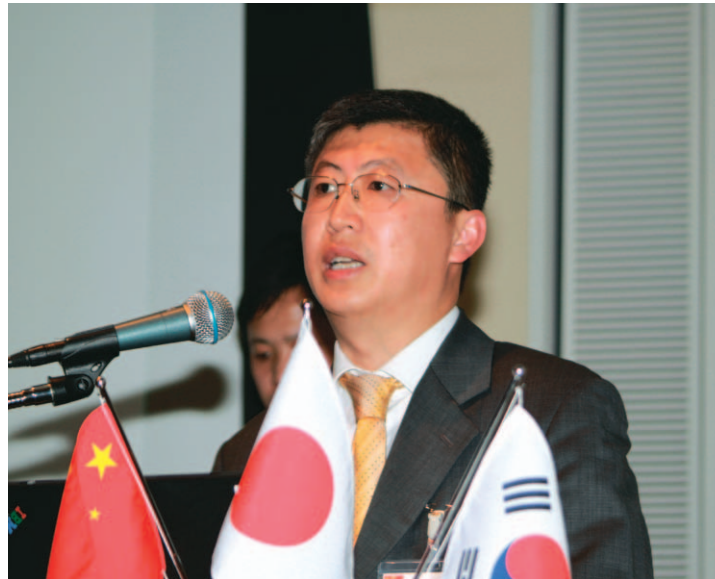
都市	投資展望順位				オフィス	
	2010年	2009年	2008年	2007年	順位	収益率
上海	1	5	1	2	10	8-10%
香港	2	3	5	11	8	3.1%
北京	3	12	6	9	12	7-8%
ソウル	4	6	7	13	1	7-8.5%
シンガポール	5	2	2	4	9	4.8%
シドニー	6	14	15	16	3	7.7%
東京	7	1	3	3	2	3.5-4%
ムンバイ	8	7	10	17	5	13-15%
メルボルン	9	11	17	6	4	-
ニューデリー	10	9	13	14	7	10-12%

source: Emerging Trends Real Estate Asia Pacific 2010 survey, CB Richard Ellis, Colliers International. 収益率は2009.6.30時点の資料

図9

以上で発表を終えたいと思います。ありがとうございました。(拍手)

(本稿は、平成22年6月3日に開催された当研究所主催の日中韓国際不動産シンポジウムでの講演内容をもとにとりまとめたものです)



北京仁達不動産評価有限公司
 董事長 閻旭東氏
 (イェン シュウドン)

学歴：修士
 資格：公認不動産評価師、公認土地評価師、HKIS、MRICS
 公職：中国土地估師協会常務理事
 中国不動産評価師協会常務理事
 北京市房地産業評価師および土地估師協会副会長
 国土資源部土地評価師資格試験委員会委員

中国の不動産市場の概要

皆様、こんにちは。今日は、中国の土地估師協会を代表して皆様に中国の不動産市場についてお話しできることを光栄に思います。

今日の内容ですが、まず、私の勤務する会社についてお話しして、中国の不動産市場の概観についてお話しします。そして3番目ですが、先ほど韓国や日本の投資型の不動産市場についてお話ししたかったので、中国本土はどういう状況であるかということをお話しします。また、中国の不動産市場における課題、そして今後の展望についてお話しします。

私の勤務する企業は、北京仁達不動産評価会社です。中国人民大学が創立した会社で、全国に7つの支社があり、220人の従業員がいます。現在、資格をいくつか持っています。中国の土地估師協会のA級の土地評価資産認定、国家建設部の一級不動産評価資格、最高裁判所の不動産評価資格、また、国際的な評価師の資格もあります。これはイギリス王立公認サーベイヤー協会会員、アメリカの不動産鑑定協会会員 (MAI)、それから香港不動産鑑定士協会の会員です。私自身は中国土地估師協会の常務理事であり、中国不動産估師学会の常務理事です。また、北京の不動産估師および土地估師協会の副会長です。

中国の不動産市場の問題について申し上げる際には、

やはり政策的な背景と切っても切れない関係があり、中国の不動産市場は政策市場であると言う方もいますが、それは市場が政策から受ける影響が大きいということです。中国の不動産市場を知るためには10年前、あるいは20年前まで振り返る必要があります。

88年、中国は土地制度の改革を行い、土地の所有権の流通を許可することになりました。すなわち、使用権について譲渡できるようになりました。98年、中国の不動産は住居について改革が行われ、もともと国が住居の分配、福祉に結びついた家屋の分配制度を止めてしまいました。ですから、98年から中国では個人の所有権に属する不動産が出てきたわけです。よって、中国の不動産市場の本当の発展は98年以降に始まったということが言えます。

98年のこの改革はアジアの金融危機に対応したものでした。これによって投資を誘引し、経済成長を牽引しようという狙いがありました。このため98年から03年まで、中国の不動産市場は比較的安定した成長を見せた時期でした。そして03年以降まで、中国経済の発展に伴い不動産への投資が過熱気味でスピーディー過ぎるという局面がありました。当時の投資は毎年30%以上、あるいは40%以上の伸びを示していました。

その後、不動産価格の大幅な上昇につながってしまい、

このため、03年から04年にかけて、不動産投資の急増を抑制していた段階であったと言えます。そのためにいくつかの措置がとられました。

05~08年は、不動産市場に関しては不動産価格を安定させ、構造調整を図りました。そして不動産市場について税制、金融、投資など、さまざまな面での措置を取って構造調整を行ったわけです。もともと住宅のタイプは面積が大きいものが多かったのですが、小さな面積の小型住宅へと切り替えていく方向にしたため、これは供給構造の調整を図ったと言っています。

08年になってから国際金融危機に直面しました。経済成長を牽引するために、私たちはそれ相応の措置を取ったわけです。そして実際には08年上半年ですが、中国ではインフレの懸念が出てきて、さらに、経済過熱の兆しもみられました。このため08年上半年からインフレを抑える、経済過熱を抑えることを始めました。

そして、金融危機が始まってから調整の目標を成長を守りつつ、インフレを抑制するというに変えたわけですが、そこから成長率を維持するだけでなく内需を拡大し、経済成長を図り、人々の生活の安定を図ることを柱にしてきました。ですから最近の不動産市場は、やはり政策の影響を受け、マクロ経済の影響を大きく受けてきたと言えます。

不動産市場の不動産販売価格の指標と、その時期に発

表された政策についてみます。03、04年、特に05年まで不動産価格が上がり続けて、そして06年、調整が行われました。これにより不動産価格の上げ幅が少し小さくなったと言えます。08年には、不動産価格はマイナス成長となりました。中国では非常に有力な刺激政策がとられたので、09年の不動産価格は大きな伸びを見せました。現在、中国政府はまたそれに対応する政策を発表して、不動産価格の調整に努めています。

09年のマクロ経済のバックグラウンドを歴史的に見ると、ここ数年、中国のGDPは高度成長を続けています。06、07年は10%以上の成長でした。08年のGDPは下がりましたが、09年から10年にかけては大きく伸びています。経済成長は、三つの馬車に頼っています。それは、消費、輸出、投資です。中国の小売総額は緩やかに増加しており、輸出入総額の割合は年ごとに下がってきています。このため09年は投資により経済成長を図るという内需拡大策をとり、これによって中国の経済成長の牽引を図ったわけです (図1)。

土地開発面積・取得面積の変化から、ここ数年の中国の土地、分譲住宅の供給、それから需要の変化をみていきたいと思います。97、98年からですが、そのころから開発量がだんだん増え、03年にコントロールしたわけですが、04年以降、入札・競売という政策をとりはじめました。それによって供給量、需要量に影響が出て

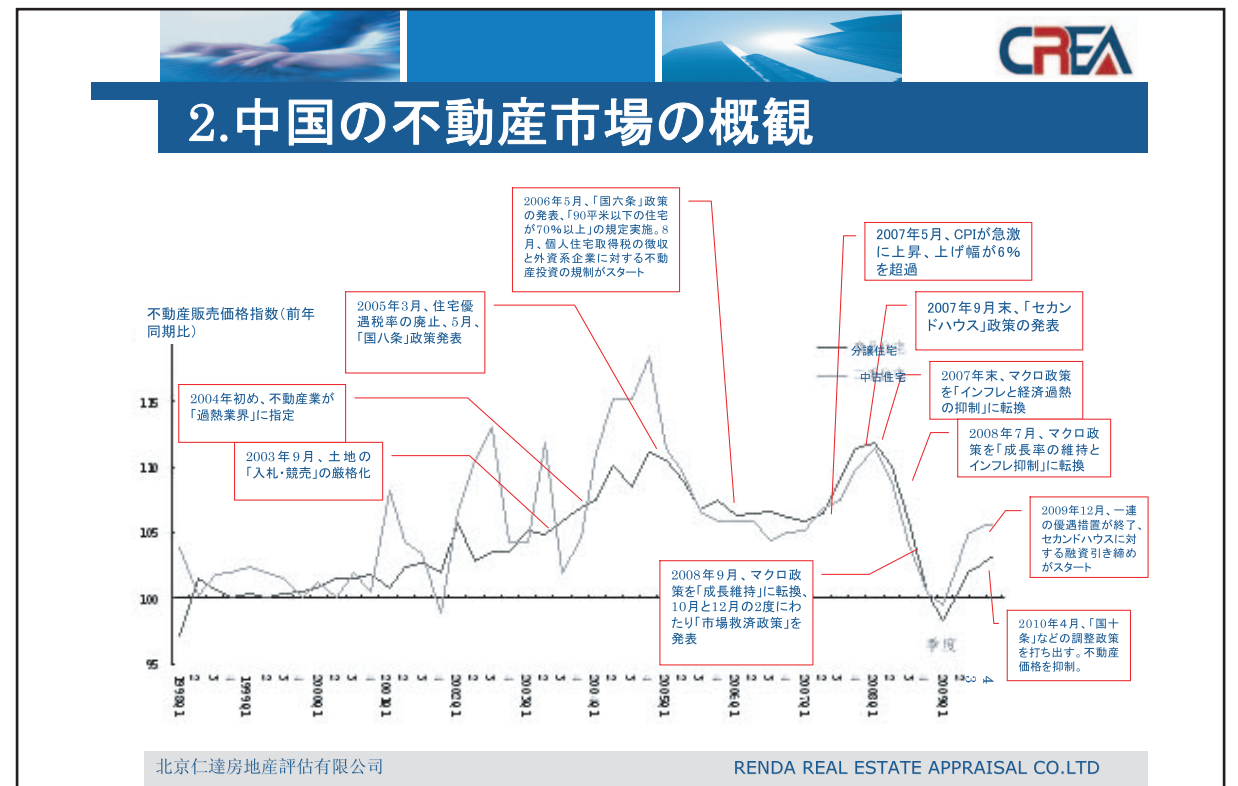


図1

きたと言えます。それから、中国政府の調整により09年は住宅供給量が減っています(図2)。

土地価格のタイプ別の上げ幅ですが、変化のトレンドは比較的そろっている。ここ数年の調整措置が安定を促すものであったと言えます。調整措置が正しかったということです。07年、土地価格が突出していますが、08年の金融危機の後、やはり地価が下がっています。そして09年、経済の回復により地価も上がってきています(図3)。

分譲住宅について、これは施工面積、新規着工面積、竣工面積を見ますと、まず土地の開発面積と同じ動きを示しています。すなわち、中国の住宅価格の上昇、供給量の減少、全体の下げ基調のトレンドは一定の関係があるということです。供給量の減少は中国の土地資源の制約を受けたために供給量が減ったということです。

ここ数年の変化をみると、全体的なトレンドとして施工面積、新規着工面積の前年同期比は全体的に03年

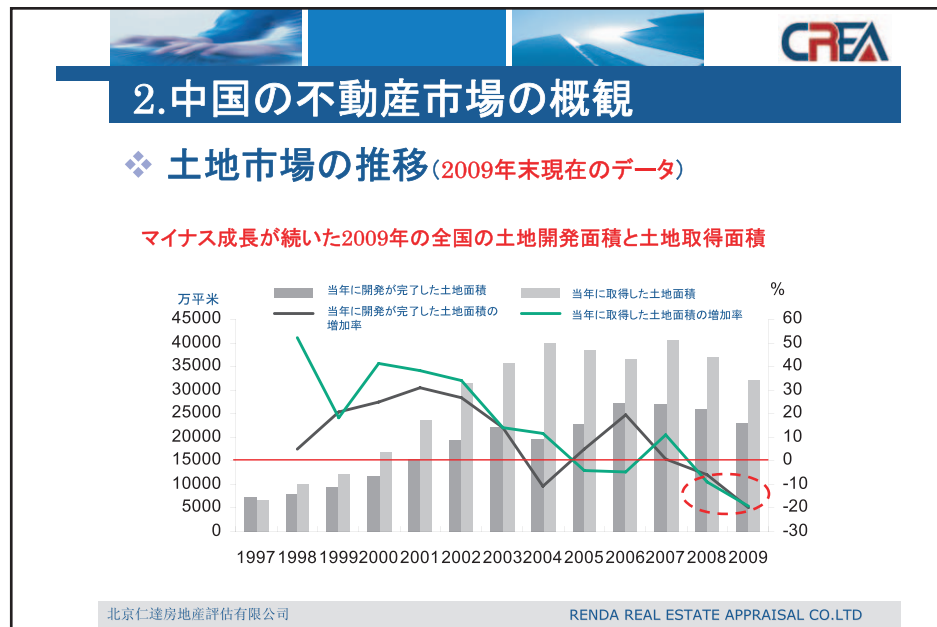


図2

のピークから徐々に落ち込みを見せていると言えます。このように下がる方向にあり、08年は最も低くなり、09年に上昇が拡大しました。

分譲の販売状況から見ると、はっきりと見て取れるのは09年からさまざまなタイプを問わず販売面積が大き

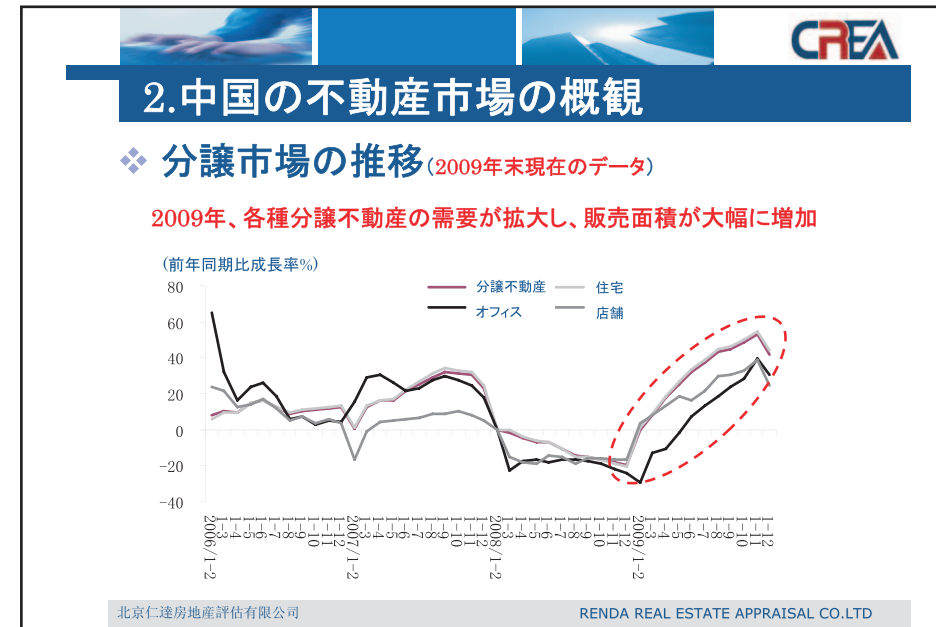


図4

ています。

それと同様に、四つ直轄市、北京、上海、天津、重慶、の各都市の土地面積の変化はどうでしょうか。開発面積はどうでしょうか(図6)。この後お話しする販売面積というデータもあります。これらもだいたい一致しています。ですから中国の不動産市場、マクロ経済、中国政府の調整措置はそれぞれ大きな関係を持っていることが言えると思います。

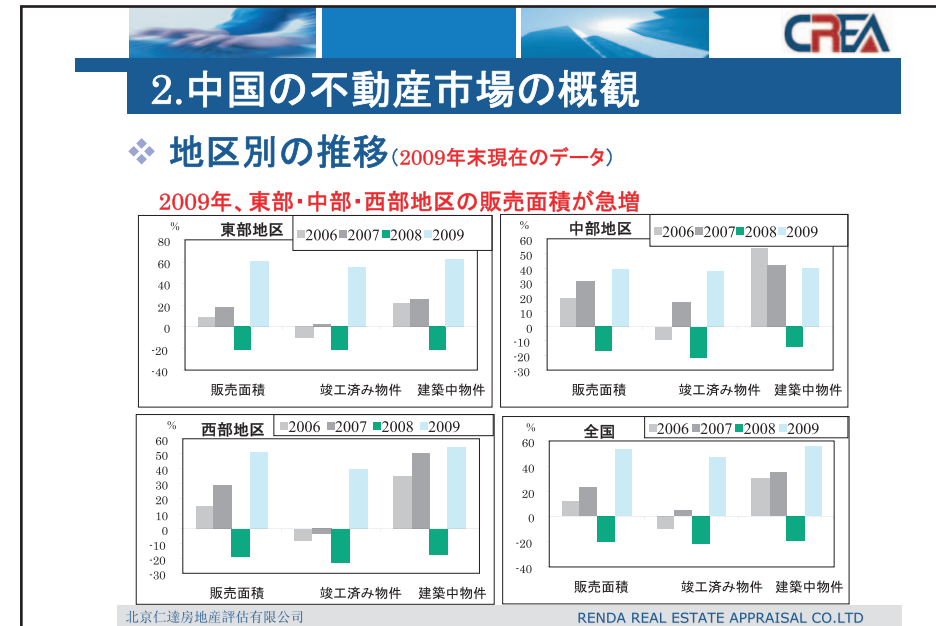
オフィスビルの市場ですが、北京を例にお話ししましょう。北京の空室率はソウル、あるいは東京より高いのです。そして、賃料の水準はなかなかよいのですが、空室率が少し高すぎると思います。直近の動向は、09年から10年にかけて経済が発展しているため、空室率が少し下がってきました。

賃料の水準は、現在の時点ではまた戻ってきて上昇傾向にあり、上がってきました。CBD、東長安街、東二環、中关村、金融街それぞれの地域の賃料は地域ごとにかなり違います(図7)。

上海のオフィスビルの市場はどうなっているのでしょうか。北京とかなり似ていますが、09年から10年にかけて賃料の数値が上がってきています。これは非常に顕著な上昇傾向で、経済が好転していることの表れであり、不動産市場もよくなっていることの表れかと思えます(図8)。

皆様が非常に関心をお持ちの中国の不動産投資信託についてお話ししたいと思います。中国政府としてはこれについていま検討しています

図5



く増えています(図4)。

これも08年からの中国の内需刺激策と関係があります。中国は通貨政策も規制を緩和し、そして取引の税金についても優遇策をとり減税に努めました。ローンの割合を増やし、ローンの利率について優遇を図ったわけです。住宅ローンの優遇により、不動産の取引量が大幅に増えました。このような販売面積の変化は一線都市、つまり非常に大きな都市にとどまらず東部地域、西部地域、中部地域においてもだいたい同じような傾向が現れています(図5)。長江デルタ、珠江デルタ、環渤海地域の販売面積も変化の様子はだいたい同じような傾向を見せ

し、モデル事業も始めました。事実として中国の不動産投資信託は、これは私募も公募も含んでいます。既に具体的な開発のケースが出てきています。しかし、今回の会議の目的に合わせて中国のREIT、C-REITについても説明しなければならぬと思っています。

08年末ですが、全世界の金融危機に対応するために中国国務院は9条にわたる金融促進、経済発展の政策措置をまとめました。そのうちの一つは不動産投資信託基金、ファンドを新たな融資方法、資金調達の方法として認めたということです。これにより、中国のREITのモデル事業が始まったこととなります。

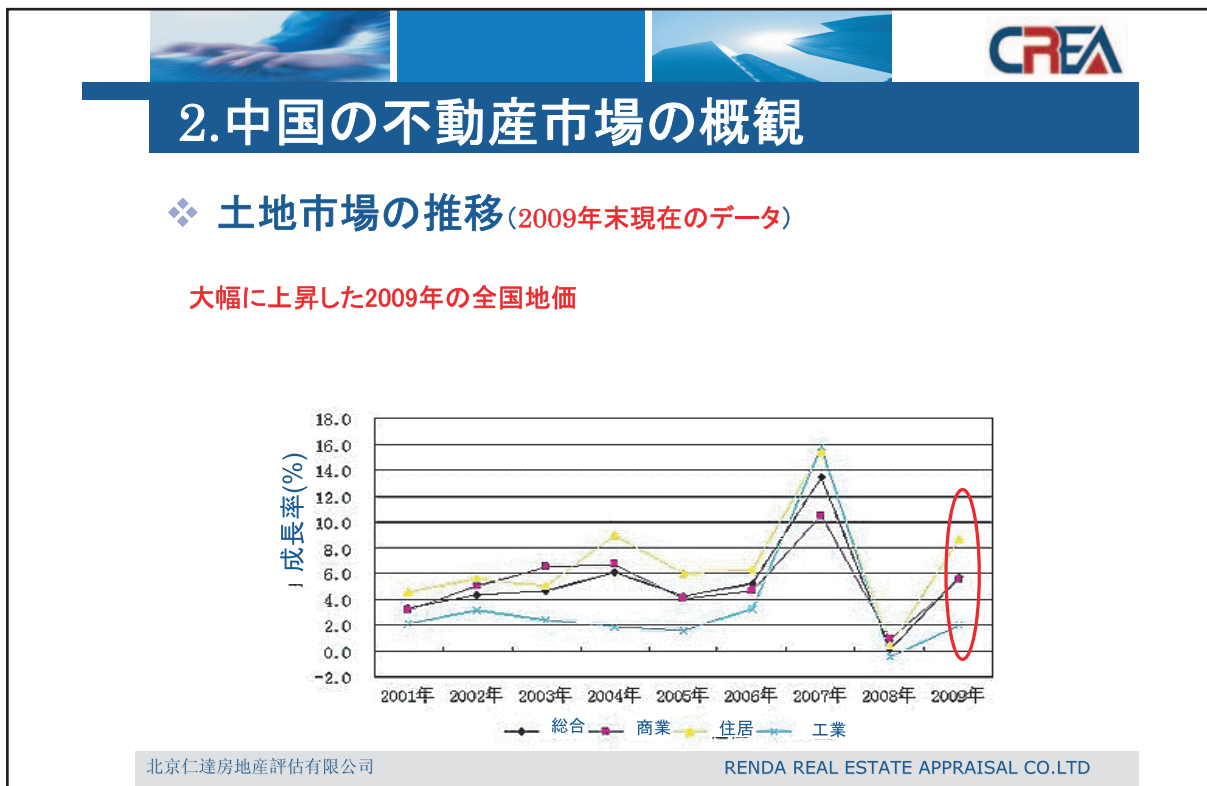


図3

こうした信託ファンドですが、二つに分けることができます。一つはインターバンクの債券市場の資産信託というモデル、もう一つは取引所において発行する資金信託のモデルです。つまり、一つは資産のモデル、もう一つは資金によるモデルです。

いまモデル事業を行っています。その地点は上海、天津、北京、深圳です。この取り組みは現在展開中です。例えば上海のモデル事業はどのような具合かという、張江、金橋、外高橋、陸家嘴、この四つの会社が共同で発起し、モデル事業をいま行っています。期限は10年です。年間の賃料収入は4.7億元に達するといった物件を提供しているわけですが、10年間における賃料収益権を保証する形で信託を設立しました。

条件に適合する機関投資家に対し、その信託の賃料収益証書を発行します。計画中の調達資金の総額は35億元ということです。もちろんこれは計画なので、正式な認可はまだ下りていませんし、今ちょうど準備作業にかかっているところです。対象の不動産についてはオフィ

スビル、工場建屋、商業ビルなどがあります。

これに相応する政策が必要になっています。これからつくられる予定の政策、あるいは法律ですが、その一つは「銀行間債券市場不動産投資信託受益証券発行管理規則」という名前であり、今これは業界の意見を募ってい

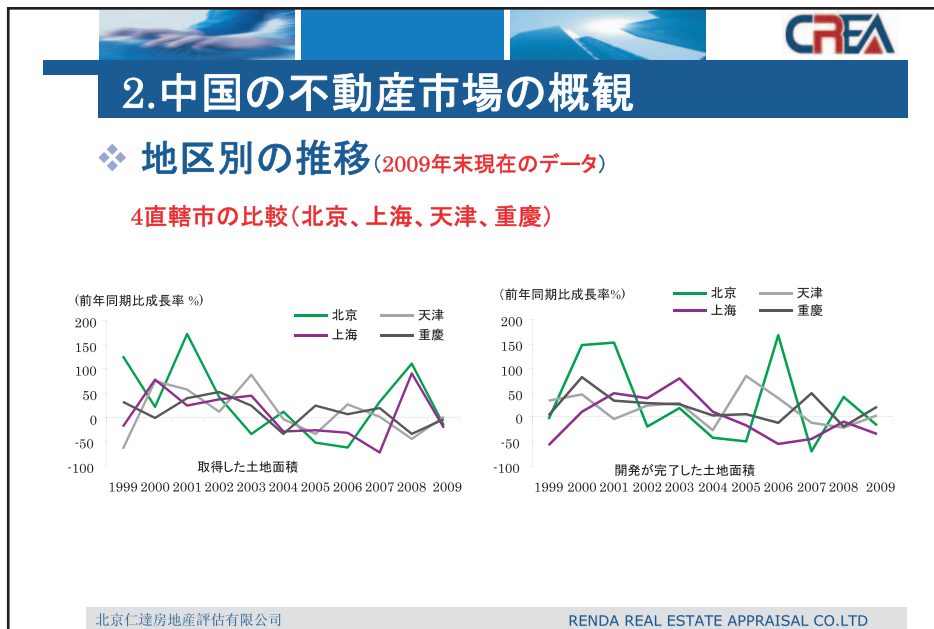


図6

るところです。さらに、「不動産投資信託資産評価指導意見」、もう一つ、「不動産投資信託財産登記規則」などがあります。

次に、非常に話題となっている不動産市場のテーマをお話しします。まず第一点として住宅価格、不動産価格の問題です。皆様もご関心のあるところかと思えます。中国の価格はいま上がりすぎているのではないかと感じていらっしゃると思います。

中国の不動産価格ですが、98年以前は商品となるマンション、分譲住宅等の量は非常に少なく、それは主流ではありませんでした。そして98年以降、住宅改革、体制改革を行うようになり、分譲住宅がようやく発展をはじめ、98年から03年にかけて、全体として住宅価格は安定して推移してきました。それは、アジア金融危機後の経済回復と歩みを一にするものでした。

中国経済の発展の急激な成長に伴いここ数年、つまりGDPは10%以上の成長率ですが、不動産に対する投資もその歩みを早めてきました。04年以降、不動産価格は上げ幅が非常に大きくなってきて、非常に顕著な上昇傾向でした。ですから、04年から07年にかけて不動産価格の伸び幅が非常に大きくなった時期です。これについて、政府としてもさまざまな政策を打ち出し、不動産価格の抑制に努めてきました。08年、全世界の金融危機が広がるにつれ、中国政府としてもインフレのプレッ

シャーに見舞われ、利率を上げるなどの措置を打ち出しました。

05年以降の不動産価格に対する調整も引き続き行い、08年度はその上げ幅は若干抑制することができました。一部の都市においては、不動産価格は明らかに反落してきました。08年末ですが、全世界の金融危機に対応するため中国政府も拡張的な刺激的な財政政策をとり、不動産市場は非常に活発化しました。取引量もそうですし、価格においてもそうですが、大幅な成長が見られました。一部の都市において、不動産価格は上げ幅が非常に大きすぎたという傾向もありましたので、中国の不動産価格の上昇は早すぎると言えると思います。

不動産価格についてさまざまな意見があるところですが、そのうちのひとつの見方、つまりバブルが起きているのではないかという見方です。以前の日本のバブルと同じような現象が起きているのではないか。一方、「支配論」との見方もあります。つまり、不動産が経済を支配しているということです。不動産の発展によって経済成長を牽引しているのではないかという論です。

ほかの産業でいくと、特に製造業については実質的な成長はあまりありません。中国の経済成長は不動産によって大きく伸ばされたのではないか。そして、長期的に見れば中国の経済には不利だという論調です。しかも中国の金融業は不動産に大規模な投資を行っています。

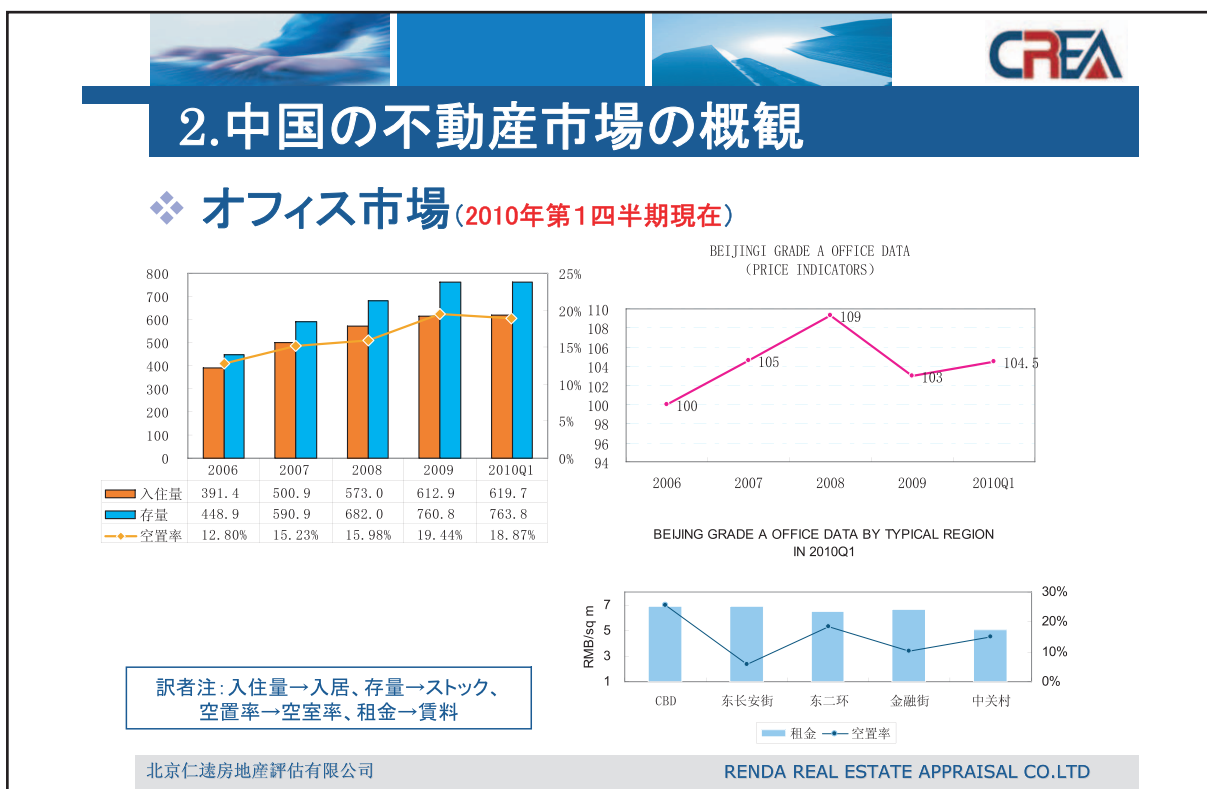


図7

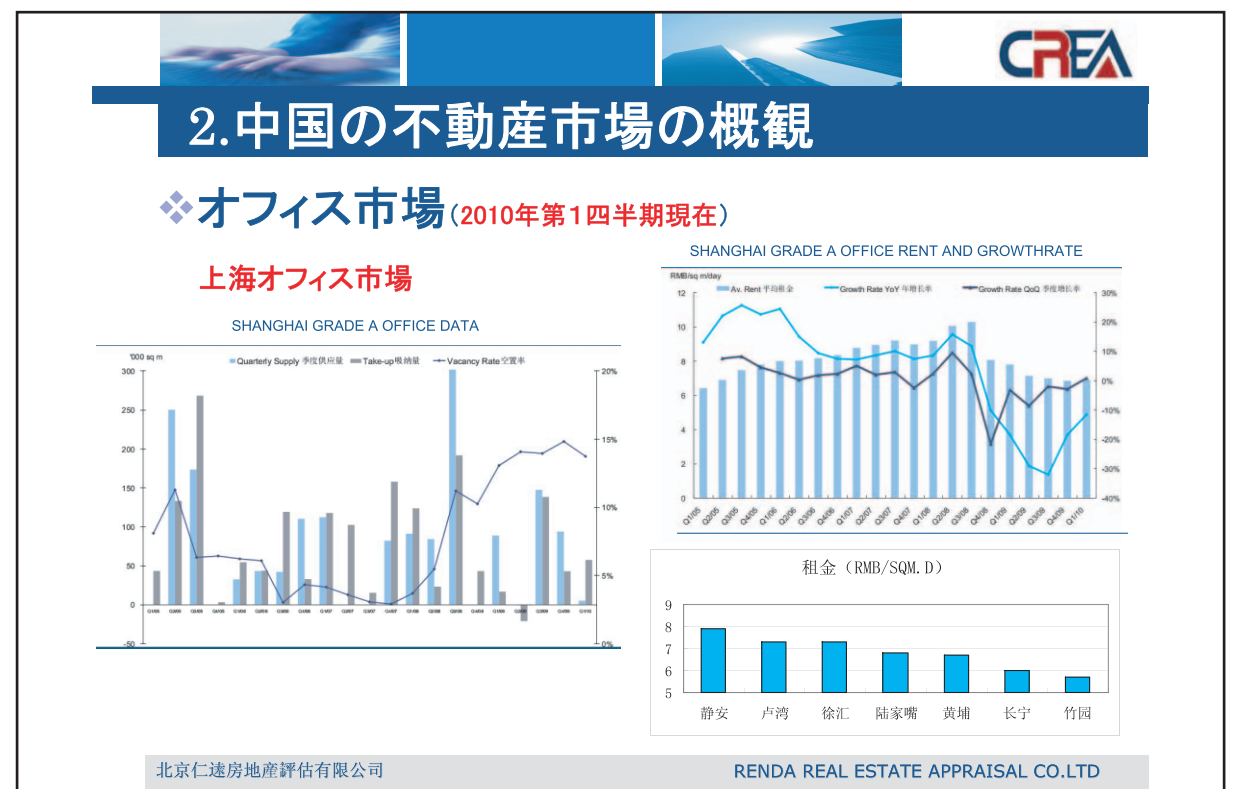


図8

98年から05年にかけて、一つ数字を紹介しましょう。中国の住宅ローンですが、成長率は100倍です。98年の母数が非常に低いのでこういう数字になるのです。しかしながら、私どももよく分かっていることですが、中国の金融業は不動産に対する貸付は非常に大きな比率を占めているということです。もし不動産価格が下がれば、金融業に対し大きな損害を与えることとなります。ですから、不動産が支配しているというわけです。

別の方は、不動産価格が上がっていけば一般大衆は家を買えない。その結果生活の安定に影響する、社会の秩序に影響するという論があります。ですから、不動産価格については中国社会各界が非常に注目しています。中国の経済において非常に重要な一つの側面であると言えます。

不動産について私たちが考えることは、まず価格だけを見てはいけないということです。やはり、その構造に注目すべきでしょう。最近、不動産価格が急上昇しており、この急上昇と中国の住宅の供給構造は関係があります。98年以前、中国の住宅の供給は福祉面で割り当てる、分配するという形でした。98年以降、一気に市場化してしまいました。

ですから中低レベルの収入の一般市民は、市場で自分が家を買いたいとしてもその負担を負えきれない状況になり、これは供給構造に関係ある問題となりました。06年以降、中国政府としてもこの問題を意識しはじめ、社会保障型の住宅を供給すべきだという考えに至りました。中低レベルの収入の国民に対し、こうした安い住宅を提供するわけです。

最近、こうした住宅がたくさん建設されています。しかしながら、こうした保障型住宅の供給量と市場で売れる住宅の供給量はお互いにどのようにうまくその比率を保つか、どのような比率がよいか、将来的な保障型住宅建設の規模はどのような社会層をカバーすべきかという問題については、まだ現在の時点で明確な答えは出ていません。よって何が起きているかという、市場に対する予測がなかなかはっきりしないため、社会全体の混乱を招いている事態に立ち至りました。

09年の不動産価格の上昇、そして取引量の上昇がありますが、その中に実需に基づいたもの、あるいは改善型の需要と呼ばれるもの、そして投資型の需要と呼ばれるものもあります。そして、恐怖による需要というものも実はあるのです。これは将来的な見通しを明確にする必要があると思います。つまり、市場に透明度を与える。予測可能な市場にすることが必要かと思います。中国政府は現在、住宅保証法を制定中です。ですから、法律が実際に施行されるようになれば、市場の透明度が増すことだと思います。

中国の住宅の供給、あるいは建物の構造、あるいはタイプはまだまだ問題があります。データで示すと、中国

は07年までは住宅の供給は1戸当たりの面積は平均的に100㎡以上でした。これは住宅のタイプとして大きすぎます。ですから、住宅の実際の供給量を増やすためには、やはり中小型の住宅をより多く供給する必要があります。つまり、供給の構造を調整しなければなりません。しかも有効な調整を行っていくことがいま検討すべき課題となっています。

もう一つの問題があり、中国の資源、環境が不動産に与える制約的な要素の問題です。中国の土地資源は非常に不足しているのです。建設できる面積、あるいは耕地面積は国民1人当たりにして考えてみると非常に少ないです。私たちは一定の耕地面積を確保しなければならない。そして、経済発展に伴う建設用地も確保しなければならない。中国は高速鉄道をたくさんつくっています。インフラもぞくぞくとつくっています。多くの工場もいま建設中です。これらはすべて土地が必要です。よって必要なことは土地の利用率を上げていくこと、つまり使用密度を上げていくことです。

そして不動産の開発、あるいは建設過程においてインフラを併せて建設する必要があります。例えば郊外にサテライトシティ、衛星都市をつくったとします。しかし、地下鉄がない、公共の交通手段がないという状況がよくあります。ですから、生活関連の施設も足りない。こういうことでは実際に分譲したとしてもマンションに住めないことになってしまいます。予想してインフラ整備の計画を立てるということがまだ追いついていないと思います。つまり、発展のほう及早すぎるわけです。

もう一つ、省エネ、環境保全についてもまだまだ検討が足りません。それに対する精力もあまりかけていません。中国の不動産は供給の問題だけではなく、建物の質も問題になっています。長く使うことができるか、そして省エネか、環境にやさしいかということも問題になっています。これらについても、さらに向上していく必要があると考えています。

そして中国の不動産の将来を展望してみると、もちろん現在はたくさん問題を抱えています。やはり前向きに考える必要があるでしょう。将来について課題は大きいのですが、中国は改革開放の初期段階において都市の人口は1億人しかいませんでした。現在、中国の都市部の人口は5億人に達しており、都市化率は45%となっています。将来、20年後はどうでしょうか。都市部に住む人口は60%になるでしょう。つまり今後、9億人、10億人になる可能性があります。4億～5億人が農村から都市に流入してくるわけです。ですから、こうした課題は非常に大きいと言わざるを得ません。

改革開放をやってきましたが、この間の需要にちょうど相当すると思います。そして社会の発展につれ人口も高齢化し、人口構造が変わってきます。あるいは、戸籍制度が改革され自由に移転することができるようになり

ます。いろいろありますが、生活状態の変化によって居住、あるいは住宅モデルが変わっていくはず、変化が起こるはず。どのようにしてこうした変化に対応すればいいのでしょうか。どのような住宅によってこうしたニーズに適応すべきでしょうか。

また、中国は将来的に工業化がこれからも進んでいくので、この問題も考える必要があります。中国の不動産が直面している課題、プレッシャーは非常に大きい。現在のみならず、今後のこともよく考える必要があります。この過程において私どもは解決すべきことは居住の問題のみならず、さらにインフラを同時に建設することを考えなければなりません。住宅の産業化についても、これから検討する必要があります。

これらいくつかの点を挙げましたが、日本、韓国はそれぞれ多くの経験をお持ちです。ぜひ学んでいきたいと考えております。また日本、韓国の企業の皆様、そして研究機関の皆様、ぜひ中国にお出でになり、私たちに手を差し伸べていただきたいと思います。

私の発表は以上です。ありがとうございました。(拍手)

パネルディスカッション

東アジア不動産マーケットの繁栄と安定に向けて

パネリスト 日本



特定事業部証券化プロジェクト
室長

御旅屋 徹

(おたや とおる)

パネリスト 韓国



韓国鑑定院 不動産調査処
調査企画部長

權寧植 氏

(クォン・ヨンジック)

パネリスト 中国



北京仁達房地產評估有限公司
董事長

閻旭東 氏

(イェン シュウドン)

コーディネーター



(財) 日本不動産研究所
研究部長

中野 豊

(なかの ゆたか)

韓国語通訳



(財) 日本不動産研究所
特定事業部 主任鑑定役

慎 明宏

(しん あきひろ)

中国語通訳



(財) 日本不動産研究所
研究部

林 述斌

(りん じゅつひん)

中野 それではパネルディスカッションを始めたいと思います。まず、改めてパネリストの紹介をさせていただきます。

皆さんから向かっていちばん右側の席に座っておられます、中国土地估價師協会の閻さんです。(拍手)

2人飛ばしまして韓国鑑定院の權部長です。(拍手)

左隣、不動産研究所証券化PJ室長の御旅屋でございます。(拍手)

あと、閻さんと權さんの間に私どもの職員が2人座っていますが、パソコンの操作と不動産の専門用語が出てきたときに通訳しづらいことが多々ありますので、サポートということで中国側は林職員、韓国側は慎職員がそれぞれスタンバイしております。

最後に、私はコーディネーターを務めます中野でござ

います。どうぞよろしくお願ひいたします。(拍手)

それでは早速始めます。第1部では日中韓それぞれの国の不動産マーケットについて基調講演をいただき、たいへん興味深く聞かせていただきました。これから「東アジア不動産マーケットの繁栄と安定に向けて」というテーマで、パネリストの皆さんと論議を進めたいと思います。特にいま世界の注目を浴びている中国と韓国なので、閻さんと權さん、お疲れのこととは思いますが、お二人のお話を中心に進めたいと思います。どうぞよろしくお願ひします。

まずディスカッションの最初の論点として、このところ日本では製造業だけではなく住宅メーカー、物流、小売、サービスといった内需型企業がこぞって海外進出するという新聞報道が毎日のように多く見られています。

日本だけではなく欧米の企業、あるいは投資家により、リーマンショック後の経済回復がめざましい中国や韓国など東アジアへの投資が増加しつあると思います。

そこで、日本企業など海外から中国や韓国に不動産投資がどのように行われているのか、最近の特徴と留意点といったところをお伺いしたいと思います。

まず權さん、韓国の状況についてお話をお願いします。

権 外資系の投資は生命保険、私募ファンド、国民年金基金、投資専門機関、デベロッパーなど、いろいろなところに投資を行っています。97年のアジア通貨危機による企業の大規模リストラがあったのですが、そのとき進出した外資は主にソウルのオフィスビルに投資を始めました。

これを時期別に見ていくと、アジアの通貨危機より前は韓国では国内の保険会社が主にオフィスビルに投資していたのですが、97年以降04年まで外資系の投資家が主なプレーヤーになっていきました。初期は短期型の私募ファンドが中心で、主なプレーヤーとしてはモルガン・スタンレー、ローンスター、ゴールドマン・サックスなどが活躍しました。02年下半年以降、中長期の投資が狙われ、国府ファンド、年金基金などで外資が競合する状態になりました。

その後05年以降になると韓国の不動産ファンド、韓国REITが市場の主体となります。調達費用が小さいため、長期投資ができる日本やヨーロッパ系の投資家も活躍するようになりました。オフィスビルの価格が上がり、韓国国内の機関投資家の目標利回りが04年以前に進出していた外資の目標利回りより低くなりました。ですから、市場の主導権は国内勢が確保することとなりました。

最近になると間接投資市場が拡大し、07年以降は外資系より国内が増加しています。08年以降、国内の直接投資が増加する傾向となっています。外資系の投資家

の対象は首都圏の流通施設、物流施設、また国内のプレーヤーが参加できないような大規模な取引を外資系の投資家が行っています。

ソウルのオフィス市場を見てみると、先ほどもお話ししましたが、98~01年、01~03年、03~04年、05年以降というように分けることができますが、それぞれ違いがあります。

98年から01年までは構造調整、リストラですね。それから、不動産市場の国際化が行われました。不良資産、需要不足など、資産は低評価を受けていたような時期です。外資系は主に短期投資を行いました。彼らの期待収益率は20%以上で、売買差益を狙うという状態でした。ゴールドマン・サックス、ローンスター、リーマン・ブラザーズなどが主なプレーヤーとして韓国を舞台に活躍しました。

01年から03年までは流動性が増え、収益率が減ってきました。ですから中長期の海外ファンドが入ってきて需要は安定し、景気も回復するという状態でした。外資系の短期、中長期すべての投資資本が活躍し、この時期の期待収益率は15%以上、プレーヤーとしてはマッコーリー、プラメリカ、ラサール、カーライルなどでした。この時期に韓国国内で韓国REITが登場しました。

03年から04年の間は流動性が増加し、収益率は低下する状態でした。景気が回復し、安定型のファンドがよく売れました。外国系の投資も中長期の形が多く、期待収益率はだいたい10%ぐらいまで下がっています。アセンダス、GE、INGなどが主なプレーヤーでした。国内では不動産ファンドがこの時期に現れました。

05年以降は国内ファンドが主体となっていく時期で、韓国REIT、間接投資法による国内ファンドが活躍しました。外国系の投資家も韓国の機関投資家も主な投資家となりました。期待収益率は8%台、コラムコ、ミリアセット、GE、メリルリンチなどがプレーヤーとなりました。



した。最近では不動産ファンドにたいへん力を入れていますが。

外国から韓国に投資する場合の留意点ですが、ソウルのオフィスマーケットはその規模からいって、住宅市場が年間100兆ウォンなのにオフィスのほうの取引は4兆ウォンぐらいしかないということで、非常に小さいのです。魅力のある地域も限定的で、ソウルの都心部、江南地域、麻浦地域、汝矣島地域などです。

市場データが未公開で公式な投資情報が不足しています。ですから慎重なアプローチが必要だということになります。最近ではオフィスビルの値段が上がっているのに、期待収益率が全体的に低くなっています。ですから、こういった時期であればあるほど慎重さが必要だと思えます。

オフィスの価格の上昇で利回り低下という事態には四つぐらい注意が必要だと思えます。まず、第一に投資需要の豊富な将来性のあるところを選ばなければいけません。リノベーション（Renovation）などを通して価値の上昇が見込める地域を投資対象として選ぶことが大切になってきます。

2番目に、多角的に調査することが必要になってきます。法律面、財務面、実物の特性などは十分に鑑定評価を行ってリスクを減らしていくことは事前に行うべき行動だと思えます。

3番目に、専門のビル管理会社を使って効率的に資産管理をするべきです。専門の管理会社を使うことでコストも低くなるし、収益率も上げることができると考えます。

最後に4番目ですが、安定的な賃料収入を得るためにミキシング戦略が必要です。賃貸の契約期間、優良な賃借人を選ぶことはもちろん大切ですが、それらを分散して契約することで安定を狙うということです。97年のアジア通貨危機のときと違い、今は売買差益より運用で収益を上げることが主な目的になってきているからです。

中野 続いて閔さん、中国の状況をお話してください。

閔 私から中国の外資系企業の不動産投資についてお話しします。歴史的に見ると、中国の外資系企業による投資はいくつかの段階に分かれます。一つは85～92年。なぜ92年かという中国で鄧小平氏が中国南部を回り、そこから中国の経済発展が促されたということがあります。これが第一段階です。

次に93年以降。これは92年の鄧小平氏の南方巡回から改革開放により外資が大量に中国に流れ込んできました。そして第三段階ですが、98～02年です。これはアジアの経済危機、金融危機の時期でした。外資が中国に進出するには非常に難しい時期で、停滞期になってしま

いました。その後03年から現在までですが、これは投資の大幅な回復期であると言えます。外資の発展段階となっています。

そして重点的に説明したいのは06年以降、中国の外資投資に関する政策がいくつかありました。調整もありましたが、それほど大きな調整はされていません。

外資企業は中国の不動産市場が今後すごいスピードで発展するだろうと見込んだわけです。そのような予想により、05年に為替レートの改革を行い、たくさんのホットマネーが中国に流れ込んできました。中国はホットマネーについて慎重な態度をとりました。このため05年に外資企業が中国に期待する投資施策が打ち出されたわけですが、慎重にコントロールするというのが原則でした。

その後、不動産市場における外資系企業の参入の規範化、ルールづくりを進めました。07年、08年に出ている政策ですが、外資による例えばプロジェクトの資本金など、それから外資がどれだけかという割合についても制限があります。そして外国人が中国で分譲住宅を購入する場合にも、それに対応する政策が打ち出されました。全体的に見ると慎重な態度を保っていました。

関連する政策について、いくつか解説したいと思います。現在の政策ですが、まずアクセス、外資参入のことについて、中国国内で会社を設立した外資企業でなければ不動産に関して開発できないことになっています。もう一つは最低資本金の条件です。投資額が1000万米ドル以上になる企業について、登録資本金は投資総額の50%を下回ってはならないとなっています。

借入融資の制限ですが、外資系不動産会社は登録資本金が全額払い込まれ、国有地使用権取得事業の投資総額の35%に相当する資本金の登記が完了した後に借入が受けられることになっています。

外資に対する融資の制限ですが、07年6月1日以降に商務部に許認可を受けた外資系不動産投資企業に対して融資しないことになっています。

それから、売買に関する要件が決まっています。合



併企業の外資系の資金に対する要件があります。海外企業、あるいは海外の個人は株式譲渡などの方式で中国国内の不動産企業、また合併会社の中国側の株式を購入する場合は自己資金、しかも一括で支払わなければならないとなっています。そうでなければ外貨管理局はエクイティの譲渡に関する外貨交換の手続きを行えないことになっています。ですから海外への送金、それから国内への送金について制限が加えられています。

外資企業が自己使用目的で分譲不動産を購入する場合、購入代金は外貨管理部門が指定した銀行口座に振り込む、あるいは中国国内の外貨専用口座で人民元に換金した後にデベロッパーの口座に振り込まれることになっています。そして、外貨口座で外貨送金を受け取ることはできません。

海外への送金の制限があります。海外企業、それから個人が不動産を売却し海外送金する場合は、不動産が所在する外貨管理局に不動産譲渡契約書等の書類をそろえて申請しなければなりません。そうしなければ外貨の海外への送金ができないということです。これはホットマネーの影響を考えた政策です。

しかし、これらの制限は外資企業による中国不動産への投資を制限するものではありません。外資企業の投資エリアはずいぶん広がってきています。もともと大都市が中心でしたが、今は中小都市に対しても投資が行われるようになってきました。このような地方都市も非常に多くなっています。シンガポールが蘇州、天津といったところでインダストリアルパークをつくるという開発が行われており、大規模なものですが、ここ2年の間、規模としては不景気の影響で縮小していますが、そういったプロジェクトがあります。このように、全体的な投資規模は毎年増え続けています。投資地域、範囲についても拡大傾向にあります。

投資方式ですが、やはり金融化という方向に変化しています。投資主体も多元化しています。現在は従来の香港、あるいは華僑による投資からアメリカ、その他、海外の投資家が増えています。地域も多元化しています。投資主体、投資家も中小企業個人、それから公的機関など、さまざまなジャンルに拡大しています。

最近の短期的な状況を見てみると、中国国内で企業を設立する、あるいは中国国内企業と協力することによって投資期間が長くなり、認可も下りやすくなります。明確な投資目標を持っている外資系投資家は、やはり中国の不動産マーケットを注目しています。

ローカルのデベロッパーですが、海外の投資家との協力を望んでおり、新しいルートの開拓をねらっています。特に商業不動産に限らず、さまざま不動産について興味を持っています。中国のデベロッパーはもともと住宅開発が主であり、短期的なものでした。住宅価格は急速に上がりましたが、国のマクロ政策の調整に伴いデベロッ

パーも住宅開発だけではだめで、リスクが大きいということを認識しました。

ですから現在は商業不動産、あるいはきめ細かい不動産開発に重きを置くようになりました。不動産開発投資はもともとの政策に比べ制限が大きくなっていますが、こういった商業不動産については有望視されているので、この分野なら入りやすいと言えます。外国投資家、それから国内投資家が協力し共同開発し、共同運営するというモデルが増えてきています。

中長期から見ると、中国不動産市場は今後も持続的に発展するでしょう。これは投資家の認識が一致するところです。特に海外投資家は中国不動産市場の拠点を設け、収益を得る目的から優良物件の購入を続けると思います。人々のライフスタイルも変わってきているので、より多くの新業態の商品が出てくると思います。そしてよりよい発展を遂げると思います。

中野 ありがとうございます。中国のほうはかなり幅広い投資が広がっている感じがします。

欧米の調査会社が先日発表したのですが、去年度1年間の不動産投資額の総額は中国がアメリカを抜いたという調査結果が出ていました。今年はそれ以上、かなり差が広がっていくのではないかと感じがします。

お二人の話を聞きまして日本として御旅屋さん、いかがでしょうか。

御旅屋 ありがとうございます。外からの投資という意味では、特に中国の閔さんにいろいろとお聞きしたいと思います。

私は05年以降の中国の外資流入規制というところは、中国政府が外資からのお金が入ってくるのを全体に抑制するスタンスに転じたものかと思っていたのですが、今の話にもありましたように、ホットマネーの抑制というところはあったにしても、長期的にはそうではないのだというようなところを理解しました。

恐らく日本から中国への投資に関心を持つ人にとって本日特に関心が高いところが二つあると思います。一つは、長期で投資していくにしても、どこで入っていくのかというタイミングの問題です。それを考えるときに、中国の今の不動産価格はバブルなのかバブルではないのかというところは、恐らく中国国内でもいろいろと議論があるところだと思います。この辺、可処分所得や賃料の伸びに比べると少し価格の上昇が早すぎるのではないのかという意見なのか、それとも高度成長の勢いや住宅の実需、あるいは先ほど触れられていた都市化の流れといった中でいくと、きちんと裏付けのあるものであって、要はバブルではないという意見なのか、そこについて閔さんのご意見を伺いたいの一点。

もう一つ、バブルかどうかは別にして、その内容につ

いてですが、日本では中国の不動産は一律に価格が上がっているかのような報道のされ方をしているが、実は用途やエリアによって少し違うのではないかと。先ほどの基調講演の中でも住宅価格の上がり方とオフィス価格の上がり方は、小さなグラフではありましたが、少し様相が違ったのではないかと個人的に感じたところです。この2点、ご意見をお伺いできればと思います。

問 中国の現在の不動産価格は、私たちの見方では、やはりある程度バブルはあると言えます。日本側からのご質問にあったように、住宅物件においては利回りのレベルが非常に低くなっています。ひどい場合は1年の預金金利を大幅に下回ることもあります。

バブルについては、バブル経済が全体の経済に対し、どれだけの影響を与えるかということをお話したことがあります。中国の現在のマクロ経済のバックグラウンドから見ると、日本のバブルと比べて似ている面も多いと言われています。なぜこう言うかということ、バブルは不動産の表面的な部分だけではなく、やはりマクロのバックグラウンドとも関係があるということです。現在、中国の通貨は切り上げのプレッシャーにさらされ、そしていま輸出に依存し、低い消費率、つまり貯蓄率が高い、通貨政策の規制緩和があり、これは当時の日本と結構似ているところがあります。

ですから中国の不動産市場は、やはり警戒してかからなければいけないと思います。日本の方がご質問されたように、中国の不動産価格は上がってきています。特に大都市の住宅の価格上昇が激しくなっています。例えば05~07年、上海、深圳、広州といったところの上げ幅は非常に大きく、09年は北京の値上がり率が非常に激しくなっています。しかし、ほかの都市について見てみると、中西部の都市では値上がりはそれほど大きくありません。したがって、上げ幅の大きいところは一部の都市にすぎず、全国的にそうであるというわけではありません。

用途については、市場構造から見るとやはり住宅に集中しています。商業施設、オフィスビルについては上がっていますが、上げ幅はそれほど大きくありません。先ほど日本、韓国が調査されている数字を見ました。私たちのオフィスの利回りはなかなかいいものであることが分かりました。これをてこにすることができます。

中国の現在の状況を見たときに、日本の当時のバブルのときとは少し違う面もあります。それは金融のマクロ環境です。というのは、中国でいま行っているのは安定した通貨レートの改革を行っていますが、私たちの通貨政策の中での利率については、まだ自由化された、オープンな利率政策を取っていません。また、中国は現在、都市化と工業化の途中です。都市化率は45%。しかし、日本のバブル時期は都市化率76.7%でした。すなわち

そのころの日本の都市化は既に大部分を終えていた。中国はその途中であるということです。

また、中国では金融市場に対する制限が非常にきついということがあります。例えば信用貸付についても制限があります。ご説明したいのは中国の不動産の消費、開発のための融資が銀行の貸出残高に占める割合はあまり大きくなく、わずか20%です。実際には住宅ローンについても十数パーセントです。この割合はほかの国と比べると決して高くありません。

中国政府は住宅価格の問題を非常に重視しているので、いくつかの措置をとり、上げ幅があまり大きくならないように制限しています。例えば投機行為を撲滅することも試みています。過度のニーズが持ち上がらないように制限しているし、土地供給についても制限している。そして、むしろ社会保障的な住宅を大量に供給することに努めています。不動産に関する信用貸付も制限しています。ですから、いま不動産デベロッパーに対する融資は非常に厳しく制限され、金融の締め付けが行われているということで、この効果が非常に大きく表れています。

中野 ありがとうございます。それでは中国の閔さんの回答をいただきましたので、権さんのほうから何か質問があるでしょうか。

権 私だけではなくここにいらっしゃる皆さんも関心がおありになることだと思うのですが、今後の潜在的可能性として、収益率を考えると中国と日本はそれぞれ自国の中の不動産投資の有望な地域、また有望な用途、商品はどのようなものだとお考えになっているのでしょうか。

中野 投資の有望地域と有望商品ということですね。では閔さんのほうからお答えいただけるでしょうか。

問 先ほども少し申しましたが、中国は現段階では一線都市、つまり大きな都市の分譲住宅が政策の制限を受けていますが、例えば商業地域の賃料、利回りは非常によい状況です。それから第二線、第三線の小さな都市において分譲住宅もかなり可能性があると思います。中国は工業化の段階において産業も構造改革があって工業的な不動産、物流、産業パークなどがありますが、これらについては非常に大きな発展の可能性があると考えています。

それ以外に、例えば一般の生活レベルが上がる、収入が上がるということがあるので、生活スタイル、あるいは消費スタイルも変わってくるでしょう。例えば、レジャー用不動産なども非常によい可能性を秘めていると思います。

地域的に申し上げると、皆様にご注目いただきたいの

は、中型の都市群です。これは非常に大きな可能性を秘めていると思います。

中野 都市群というのはどんなイメージでしょうか。

問 中国を見ると三つの大きな地域があります。まず長江デルタ地域。上海を中心とする地域で、上海、杭州、南京などを含んでいますが、この地域以外に蘇州、昆山などもあります。これらは一つの都市群を構成しています。例えば環渤海地域は北京、天津、唐山があります。こうした地域を合わせると都市群となります。珠江デルタにおいては深圳、広州があります。それから中山、東莞も入ってきますが、こうした都市群についてはクラスターの役割を果たすことができます。それは周囲の発展に対し、大きな助けとなります。

また、中国の山東省、これは青島、威海、煙台を中心とする地域ですが、この地域においては中部の長沙地域もあり、成都を中心とした地域もあり、西安の地域もあります。こうした中心の都市があり、その周囲にいくつかの都市があるという形です。これは産業的にお互いに補完する形になっています。こういうところは潜在力が非常に大きいところですので、皆さんに注目いただきたいと考えています。

中野 権さんのご質問は日本のほうにもありましたので、御旅屋さんのほうからお願いします。

御旅屋 もちろん個人的な見解ですが、日本の政治と経済は東京が中心になっており、その他の地方都市と比べるとボリュームも重要性もけた違いと感じています。特に今のような経済環境の中でいくと、最終的に、これは賃貸も売買もですが、不動産の需要は東京の安定感が群を抜いている。というより、そういった環境になるとなかなか地方に目が向かないといった事実は否定できないかと思っています。

用途については、恐らくそのときどきの経済環境によっても選好が変わり、今のような環境では特に安定性が求められていると思います。そんな中、特に日本では住宅、物流など比較的キャッシュフローが安定したものが志向される傾向にあります。一方、もう少し前の時期、伸びゆく経済成長を取り込んでいこうとしていた時期にはオフィスが選好されました。この辺の用途の優劣はそのときどきの状況によって違ってくると思っています。

それから、成熟した日本の中で、唯一ものすごい勢いで、右肩上がりの状況を示している指標があります。それは高齢化率と高齢者数です。これからの私も含めた老後の生活を考えたとき、関係するヘルスケア施設、例えば老人ホーム、あるいは病院などの重要性を考えると、こういったところに不動産投資のお金がきちんと回るよ

うにする必要があります。この2~3年出てきつつあったのですが、クリアしなければいけないハードルも少なくありません。こういったところにもう少し不動産投資のお金が回るような工夫、検討が進んでもいいのかなと考えています。

中野 ありがとうございます。それでは閔さんのほうで何かご質問あるでしょうか。

問 皆様は、中国の不動産がバブルであるかどうかということをお心配していらっしゃると思います。私は日本と韓国は不動産バブルの経験、そしてその教訓も持っていると思います。

それについて私はお伺いしたいのですが、韓国では不動産の上昇期があり、そして下降期があったと思います。その中で韓国政府は不動産の価格上昇を抑えるために何をしたのか、税制面でどういった措置を取ったか、そしてどういった効果が上がったかということをお話いただきたいと思っています。

中野 では権さん、お答えをお願いします。

権 韓国にバブルがあったのか、これからまたバブルがあるのかということをはっきりしません。ですから、バブル抑制政策というより価格安定政策ということでお答えしたいと思います。

経済学で言うバブルというのは資産バブルのことで、実際の価値と市場での価格が乖離するような状態を言っていると思います。バブルが発生するためには資金供給がたくさんなければいけません。それから、金融システムが十分に整っていないと起らないことです。バブル崩壊後の価格の下落は不良債権ともつながっています。そういった一連の過程を考えると、バブルは非常に深刻な事態であると考えます。

韓国では需要の抑制ということでLTV、DTIなどの施策がとられました。与信の管理、貸し出した後の管理



などが集中的に行われました。一方では、庶民用の住宅については非常にたくさん供給が促されました。このように、需要と供給をコントロールすることによってバブルについて、ある程度効果的に対応できたように思います。

中野 あと何か、ご質問があるでしょうか。では御旅屋さん。

御旅屋 また中国の閔さんに質問です。これも、ここにいる方々の関心が高いところだと思いますが、中国REITの話が先ほどの基調講演の中にも出てきました。先ほど私のほうからJ-REITについてお話ししたように、J-REITには不動産マーケットが低迷しているところを活性化していこうという意図があり、個人のマネー、あるいは海外のマネーを呼び込むねらいがあったわけですね。

もしかすると不動産バブルの懸念さえあるかもしれないといった中においても、中国国内でC-REITを開設していく方向感が変わっていないのでしょうか。あるいは08年の経済停滞不安に対するアナウンスメント効果を狙ったものであれば、ここに来て開設のタイミングの見直しはないのかといったことについて伺います。

中野 それでは閔さん回答をお願いします。

閔 非常にいい質問だと思います。中国のREITの導入時期についてはこのように考えています。

日本の方からも08年という話がありましたが、中国でREITを始めようという検討が始まった背景として、やはり経済が谷間に入った時期だったからです。そして、不動産も非常に低調な時期でした。ですからREITの導入は不動産資金調達、そして資本規模を広げようという意図があったわけですね。また、市場の活性化も考えたわけですね。

当時、検討を行い、現在は研究成果、モデル事業についてまだ正式な認可は下りていませんが、こうした考え

方、背景があったことは事実です。実際にREITがすぐに導入されるかどうかについて、今ははっきりと申し上げることはできません。しかし私が思うには、この導入は、やはり不動産市場の低迷期において検討されるのではないかと思います。

ただし、不動産の企業は資金の需要が非常に大きいのですが、資金の調達ルートは割と単一的で、自己資金以外に建物販売の収入、あるいは機関投資家が提供した資本市場の資金などというルートしかなく、非常に少ないわけですね。ですから金融の発展、イノベーションから見ると、やはりREITのような仕組みを導入し、それによって資金調達の方式を広げる必要があると考えています。

中野 韓国、それから中国、それぞれの国の海外からの投資状況ということで、いろいろご意見を伺いました。

それでは、次の論点に移りたいと思います。いま日本企業はアジアを中心に海外進出が目立っていますが、最近では日本のほうに中国や韓国からの観光客も非常に目立っていますし、不動産投資の面でも中国や韓国、あるいはシンガポールといったところから日本国内に不動産投資が行われています。

そこで閔さんと権さんにお聞きしたいのですが、海外から見ると日本の不動産市場はどのように映っているのかということをお伺いしたいと思います。非常に興味があるところなのでお答えをよろしくお願いいたしますのですが、まず閔さん、中国から見ると日本の不動産市場はどのように映っているのでしょうか。よろしくお願いいたします。

閔 私は今回初めて日本に来ました。しかし日本の不動産バブル、日本の不動産市場や住宅の市場化などが非常に発達していることなどは聞いていました。これが日本の印象です。個人的にいろいろ投資家と話をしたときに、ちょっと違うなという感じがしました。中国で非常にヒットした映画があり、狙った恋をどうしてもつかむというようなもので、これには北海道をロケ地としたシーンがあり、中国の人たちはそれによって、北海道は何と素晴らしいところだろうと非常にあこがれを持ち、住みたいと思う人も出てきています。

中国の機関投資家は海外投資について、現在は産業への投資を主としており、大規模に海外の不動産への投資を繰り広げる段階に行っていないと思います。ただ、民間の投資、あるいは個人の投資家といった人たちが興味を持っているのは、やはり風景のいいところ、リゾートの場所、観光地など、あるいはその複合的な物件だと思います。

しかし、もっと注目しているのは、長期にそこに居住するわけではないので、賃貸して収入を得るために、安

定した物件であることを期待していると思います。

また、中国から日本に来ている留学生がいます。そして、いま中国から日本に行く留学生は経済的に恵まれている人も多いので、そういった人たち向けにアパート、マンションを提供することも可能かと思っています。これが私の感じているところです。

中野 ありがとうございます。続いて権さん、韓国から見て日本の不動産市場はどのように見えているのでしょうか。よろしくお願いいたします。

権 最近、日本の不動産マーケットは調整局面に入ったと言われています。それはアメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した世界的な金融危機の影響ではないかと思っています。08年のリーマンショックの後、ほとんどの国の不動産マーケットが停滞しました。日本もまたしかりでした。本格的な回復はまだまだ不透明な状況にあるように思います。

日本のオフィスマーケットでは供給がだぶついで、空室率が高くなっている、賃料は下がっている、利回りもあまり高くないと聞いています。しかし、日本の不動産マーケットは既にバブルの崩壊を経験しています。したがって、韓国をはじめほかのアジア諸国が抱えている、不動産バブル論という問題から相対的に解放されていると申し上げることができません。不動産価格の急落・暴落というようなリスクは、日本の場合は相対的に低いと言えるのではないのでしょうか。

そして、日本は金利が低いのでレバレッジ効果が高いです。また08年の透明度指数というところを見ると、日本は82カ国のうち26位です。五つのグループに分けたとき第2番目のグループに入っています。つまり、アジアの国の中で日本マーケットは比較的透明で非常に先進的なマーケットというように映っています。海外から日本マーケットへの投資の関心は非常に高いと申し上げることができます。

また、日本に既に投資している外資系もたくさんいます。こういった外国からの不動産投資は日本経済の活性化の一助となるでしょう。したがって、日本の不動産市場が本格的に回復するにはもう少し時間がかかるかもしれませんが、市場の持つ潜在力は非常に高く、非常に安定したマーケットと見ています。

中野 ありがとうございます。それでは日本のマーケット関係者である御旅屋さん、お二人のコメントについてどのように思われますか。

御旅屋 「バブル崩壊を経た安定性」というお言葉が権さんのほうからありましたが、これは非常に面白い視点だと思い、関心を持って聞いていました。

もう一つ、サブプライム・ローン問題に端を発した経済金融危機が日本の不動産価格の調整に影響したといったコメントもありました。私の基調講演の中でも申し上げたとおり、それはマクロ経済への影響という意味で非常に大きな影響があったと思っています。ただ、日本の不動産投資市場への直接的なインパクトという意味では、実はREITの破たんのほうが大きかった。そこについてはセーフティネットの整備といった手当てがなされ、次のステージに移りつつあるのが日本のマーケットだと考えています。

ところで、最近、韓国の国民年金基金が例えば日本でケネディクス (KDX) さんの豊洲グランスクエアを買ったりとか、海外に積極的に投資していると聞いています。従来よりそういった海外投資に積極的なのかどうか、あるいはどんなところに投資しているのか、そういった投資をする際に重視しているインフラとしてどのようなものがあるのかなどについて、補足的にご説明いただくとありがたいと思います。

中野 ではよろしくお願いいたします。

権 韓国の国民年金基金、これは国民年金法の下で設置されました。88年に積立を始め、10年3月末現在で積立金は290兆ウォンになっています。投資対象は株式、債券、ベンチャー組合への投資、そして03年からSOC投融資、不動産への間接投資、企業のリストラ、構造調整組合への投資などというように投資の対象を拡大しています。06年から海外のREF、あるいは不動産などに投資しています。

国民年金基金は、商業用不動産価格の調整が本格化したと言える09年からHSBCグローバル本社ビルをはじめロンドン、東京、シドニーなどの不動産に投資しています。安定した収益基盤を確保するといったところで、10年には世界の主要都市の優良物件への投資を行う計画があると聞いています。国民年金基金の海外運用資産は全体資産の中のおよそ9%ですが、12年にはこれを12%に引き上げる。14年には15%まで海外投資のポーションを拡大すると聞いています。

アジア通貨危機、そして08年のグローバル金融危機というような外貨の流動性危機が起きた場合、例えば海外の資産を売って国内にドルを持ち込む一つの手だてになり得る面があります。しかし、国内の一部においては為替リスクに十分対処できていないのではないかと批判の声も上がっています。

では、海外の不動産に投資した例をいくつか紹介しましょう。イギリスのロンドンにあるHSBC本社ビルを1兆5000億ウォンで買っています。09年のことでした。次、ドイツのベルリンの複合施設であるソニーセンターを8500億ウォンで購入しました。そしてグローバル私



募投資家であるカーライルと一緒に日本の東京にあるKDX豊洲グランスクエアを買っています。そしてイギリスのロンドンにあるオフィスビルも買っています。また、オーストラリアのシドニーにあるプライム級のオフィスビル、オーロラ・プレースも7500億ウォンで買っています。

つまり、最近になって非常に思い切った大胆な海外投資を行っていると感じることが出来ます。

中野 あと、日本に対する質問を中国、韓国のほうから受けたいと思いますが、まず問さん、日本に対して何か質問があるでしょうか。

問 先ほど日本の方がおっしゃいましたが、中国は06年に外資系企業の投資に対し非常に慎重な態度をとりました。日本は現在、円高の状態にあります。現在は外資の投資を日本に導入すること、そして不動産への投資を奨励していると聞いています。このような外資による日本の不動産投資は日本の不動産市場に対しどのような影響を与えるのでしょうか。

中野 それでは御旅屋さんお願いします。

御旅屋 日本への外資系の投資は昔からありました。まずは、90年代の後半頃、先ほどお話しした「失われた10年」の後期にあたり、これは権さんの韓国の話にもあったIRR20%とか、25%といった高い要求利回りを目指した短期での売買、不良債権取引からまず参入してきました。その後、もう少し投資目標利回りの低い投資家が入ってきて、日本のマーケットの活性化に寄与してきたわけです。

そういったものが08年のリーマンショックの後、一気に撤退、あるいは活動を停止してしまったことが日本の不動産の投資マーケットに影響を与えたことは否めません。例えばノンリコースローンについて言えば、日本で15兆円程度の残高がある、あるいはあったと言われているのですが、そのうち3分の1の5兆円ぐらいは外資系が何らかの形で絡んでいたと言われています。これからそういったものが償還期迎えるにあたり、日本の不動産マーケットの問題解決に向け何らかの障害になったりすることはあり得ると思っています。

ただ、繰り返しになりますが、直接的に日本の不動産投資市場に与えたインパクトという意味では、リーマンショックより、むしろREITが破たんし全体の投資マーケットが機能不全に陥ってしまったことのほうが大きかったと思っています。個人的には、マーケットに参加する市場参加者の思考が多様化されているほうが、長期的に見れば市場は安定すると思います。

一部には、外資がいいときに入ってきて荒らすだけ荒

らして日本から出ていったというようなことを主張する向きもあるのですが、短期的な状況はともかく、もう少し長い目で見たときには、外資が入ってきたことをもってマーケットが崩れたといった考え方を、私は持っていません。

中野 ありがとうございます。それでは権さん、韓国のほうから何か、質問があるでしょうか。

権 日本はアジアの不動産マーケットの中では透明性が高くなり高いほうだと思います。投資情報の信頼性が高いということも一つの理由だと思います。オフィスを含め、日本の商業用不動産投資情報は今どきのようになっているのでしょうか。

中野 では御旅屋さん、回答をお願いします。

御旅屋 調査機関の公表資料によって、オフィス、商業、住宅などの主要な資産についてのサブマーケットの募集賃料、あるいは空室率といった情報を比較的容易に手に入れることができます。我々、日本不動産研究所も市場参加者がどんな期待利回りを持っているか、あるいは賃料の将来予測を持っているかといったところを「投資家調査」という形で半年ごとに調べて、それを発表しています。

加えて、日本の情報開示の進展にいちばん大きく貢献したのは、REITの情報開示の存在だと思います。いまREITの市場が開設されて8年半たっていますが、彼らはホームページなどで大半の保有資産について項目別のブレイクダウンも含めたNOIなどの情報を開示しています。そういったものから実際の不動産の賃料水準、運用の状況が見えてくるので、情報の透明性拡大という面での貢献が非常に大きいわけです。

ただ、一方で日本でもまだ問題点としてよく挙げられる点があります。REITについてもそうですが、さまざまな開示情報が完全に同じフォームになっておらず、細



かく比較していこうとするとちょっとした定義の違いがあつたりして一致していない。あるいはREITのマーケットはいま持っている資産規模で言うと7兆とか8兆とかになるのですが、より規模の大きな私募ファンド、これは13兆などというような数字で試算されることが多いのですが、こちらの情報開示がなかなか進んでいない。REITの情報開示への貢献が大きいとはいえ、マーケット全体を見る上では、まだ一部しか公開されていないのが実態だと思います。

それからもう一つ。REITの開示情報もそうですが、毎半期ごとに資産の洗替えが行われ、そのときに取った鑑定評価に基づく情報開示は非常に多いのですが、現実の取引がどんな形でなされたか、REITの売買物件を除くと、現実の取引価格に関する情報が意外に取りにくいことは、日本の不動産マーケットでの情報について言える課題の一つだと思います。

中野 ありがとうございます。取引価格情報などはすごく重要なインフラだと思います。

権さんにお尋ねしたいのですが、確か韓国は06年に不動産取引価格申告制度という法律ができ、取引をすれば全部届け出なければいけないということになっていると思うのですが、あれはどういう目的で導入されたのか。当事者と仲介業者が届出義務を負うということだったと思いますが、反発、反対はなかったのでしょうか。簡単で結構です。教えてください。

権 韓国では06年に不動産取引申告制ができました。実質的に韓国全体に広がったのは06年ですが、実は04年から住宅取引申告制がありました。これは韓国全土ではなく特定地域、投機的な取引の多い地域や、投機が起ころうな地域とか、土地取引が加熱した地域が対象でした。これが効果を上げたので、政府は韓国全体に不動産取引申告制を広げていったわけです。当初はもちろん仲介業者から反発がありました。しかし、政府はこれについて法律を制定し推し進めたので、結局、定着してい



きました。

法律の制定目的ですが、それまで韓国で取引が行われるとき、税金のかかる部分をできるだけ小さくするために二重契約書をつくるといったことが行われていました。そういった慣例があったので、こういった慣習をなくし不動産市場の透明化を高めるという趣旨でこの法律が制定されたと聞いています。

中野 ありがとうございます。非常に参考になるお話でした。

あと、パネリストの皆さんからもっとお話を聞きたかったのですが、時間がどんどん過ぎてしまいました。そこで最後に、今日のシンポジウムのテーマである東アジア不動産市場の繁栄と安定に向けて、日中韓それぞれの国が協力して今後取り組んでいくべき事について、パネリストの方々から提言していただきたいと思います。

まず権さんからお願いしたいと思います。よろしくお願いします。

権 今回のシンポジウムで私が感じたことを含めて簡単にお話ししたいと思います。まず、第一に不動産投資に関連する情報の体系化があまり進んでいないということがあります。投資関連の情報はいくつかの不動産会社でそれなりにつくっているのですが、フォーマットが一定していません。信頼できる情報を取得し活用することは難しい状況です。ですから、今回を契機に3カ国が互いに協力して不動産投資に関連する情報を標準化し、体系化し、共有することが重要ではないかと考えます。

2番目に今後、不動産の間接投資市場はこれから拡大していくと思うのですが、3カ国に精通した投資関連のスペシャリスト自体が不足していると感じています。ですから日本、中国、韓国の3カ国に精通した不動産投資の専門家、スペシャリストを育成するようなプログラムを開発する。そしてお互いに共有することも大事だと思います。

最後に、相互の人的交流をこれからもずっと続けてい

くことが大事だと思います。それでこそ我々はお互いに理解を深めることができます。そういった機会をつくっていくことが大事だと考えています。

中野 ありがとうございます。では引き続きまして問さん、よろしくお祈りします。

問 今回、シンポジウムに参加しまして感じる事が非常に多かったと思います。たくさんのお話を学びました。また、いろいろなことも理解することができました。日本と韓国の不動産の投資、分析、管理などについての経験を多く学びました。ですから、私は非常に感謝しています。また特に感謝したいのは、今回の主催者の皆様方が非常に細かく手配して下さったことです。

私の感想です。3カ国は都市化あるいは工業化の発展の過程、金融の開放の度合い、あるいは不動産市場に現れているボラティリティなど、それぞれ事情は違うわけですが、だからこそ私たちはお互いの経験や教訓を交流することが有意義だと思います。そして市場の安定、繁栄のために何をすべきか、どのような作用があるか、教訓は何かということについてお互いに参考にできると思います。ですから、私の希望としては、将来的、継続的に交流および協力を進めていきたいと思っています。

それからもう一つ、権さんの考え方にも賛成です。つまり、資本ポートフォリオなどの発展、金融のさまざまな新たなツール、あるいは新たな開発モデルが出てきています。そして運用モデルも進化してきています。ですから、こうした専門家、あるいは業界内の人々の需要に従い、それぞれ高い要求が出てきているので、こうした分野についてお互いにできるだけたくさん人の交流を行いたい、技術の交流を行いたいと考えます。

先ほどの話にもありましたが、例えば不動産情報の標準化、情報の共有についてもそうです。将来的には3カ国の継続的な交流と協力について私も大きな期待を抱いている次第です。

中野 ありがとうございます。では御旅屋さん、よろしくお祈りします。

御旅屋 お二方の話にもありましたが、私も今回パネリストとして参加させていただいて勉強になることが非常に多く、心より感謝しています。

日本では、この10年間で、不動産投資のマーケットが成長し、その後の金融経済危機を経て少し不動産のマーケットが停滞しました。いま、また少し新しいステージに変わりつつある状況とお話ししました。

その中で少し気になる話があるわけです。マーケットでいろいろと話をしている中で、これは本日の質疑の中にもあったのですが、「外資悪玉論」のようなことを

言う人がいる。これは何かというと、日本でのインフラ整備をいいこととして、マーケットのいいときにどんと入ってきて、マーケットが少し悪くなったらどんと引いて、結局、マーケットを荒らしていっただけではないかといった論調なわけです。

そもそも先ほども申し上げたとおり、例えばJ-REITを開設したときのキーワードは個人資産と並んで海外の資金を入れていくことだったわけです。そういった意味を外したとしても、投資の世界において魅力あるマーケットに入っていくって魅力がなくなれば出ていくということは当然の投資行動なわけです。そういったところをとって、外資が日本の不動産投資マーケットを荒らしたという論調はいかがなものかと個人的には感じています。

先ほども申し上げましたが、もう少し長い目で見たとときの市場の安定ということを見ると、逆にいろいろな思考がその市場に入ってきたほうがいいのではないかと。要は思考の多様化というものがある市場の安定化につながるのではないかと常々考えています。

ただ、これは日本人の悪い癖かもしれませんが、どうしても外資とか、ほかの国の思考といったときに、特に投資分野では真っ先にアングロサクソン流の考え方を重視しがち、もっと言えば神格化している面すらあるのではないかと思います。特に今回の金融経済危機を経てその後の大きな停滞を招いたこと背景には、海外の多様な思考を採り入れたと思っていたら、実はその思考にみんな一様になびいてしまっていて、逆に多様性を失ってしまっていた部分もあったのではなかったのかと考えているところです。

日本に限らず、中国、韓国のマーケットも含めて、思考の多様化、いろいろな思考が入ることによって市場が安定するといったことを前提に考えたときに、単にアングロサクソン流の考え方だけではなく、我々東アジアにもともと根付いてきた文化に基づくいろいろな思考がそれぞれのマーケットでプレゼンスを増していくことが重要かと、今日いろいろと話を聞きながら考えていたところです。

そのために何をすべきかということ、結局、権さん、問さんがおっしゃったこととかなり重なるのですが、一つには、3カ国について比較可能なデータを整備していく。実は今日、コーディネーターの中野部長のほうでも3カ国比較データなどを準備されていたようですが、いろいろ比較していこうとすると微妙な部分で、これは何だろうというようなことがあったりして、逆に分かりにくいものになってしまったので発表を断念したと聞いています。

安心してそれぞれが相互に投資するための理解できるデータ、つまりプラットフォームの整備を進めていき、それに基づくデータ集なり、例えば市況のレポートも含めて、今回の機会を活かして定期的に発刊していくことが

一つ、今後のあり方としてあるかと考えた次第です。

もう一つ、我々は継続的に3カ国でこういったシンポジウムを開き、そういったデータ集なり、市況認識の共有についての共同作業をやっていく。ただ、それをマーケットに示すだけではなく、マーケットの中でそういったものに関心ある方と積極的に一緒に共同研究をしていくようなグループを組成していくことも方法としてあるのではないかと考えています。

日本の政権が掲げる東アジア共同体構想がありますが、ぜひ経済全般に先駆けてそういった不動産分野における東アジア共同体構想を進めていければ非常に素晴らしいことだと思います。話をさせていただきました。

中野 ありがとうございます。これでディスカッションは終わりますが、最後に少し私のほうから感想を述べたいと思います。

第1部の基調講演も含め、先ほどのディスカッションでは、非常に有意義な話が聞けて個人的にもよかったと思っています。

特に中国はいま不動産のバブル懸念ということで、日本のマスコミでも結構取り上げられています。住宅ローンの規制、課税の強化、固定資産税の導入の話は以前からあり、そのアナウンス効果がいまの不動産マーケットのほうにだいたい出てきているのだということが分かりました。中国の不動産は中国国内の不動産市場だけではなく、金融などの世界のマーケット全体に影響を与えているということで、これからますます目が離せないという感じが

がしています。

韓国のほうのお話ですが、先ほどの年金基金の話は非常に興味がありました。かなりの額を日本の東京だけではなくアメリカやヨーロッパのほうに投資されているということで、海外展開が非常に進んでいることがうかがえた感じがします。あと、マーケットの海外展開だけではなく、先ほども話がありましたが、国内の不動産取引価格申告制度をいち早く取り入れられたということで、これは取引価格をもとに住宅価格などのインデックスの作成につながっていると思うのですが、中国や日本より一歩先を進んでいるという感じがしました。

最後に、取引情報、インデックスの作成など、それぞれのマーケットに共通するインフラ整備に、これから取り組んでいかなければいけないという気がさらに高まってきました。いろいろと課題はあるのですが、今後も日中韓の協力関係をもっと深めて東アジア不動産投資市場の繁栄と安定を図りたいということで、今後も3カ国で相互に貢献を果たしていきたいと思っています。

最後にパネリストの皆さんに拍手を送って終わります。皆様ありがとうございました。(拍手)



(本稿は、平成22年6月3日に開催された当研究所主催の日中韓国際不動産シンポジウムでの講演内容をもとにとりまとめたものです)