

## 今は昔の物流・ホテルにおける買い手市場

2015年5月25日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 米倉勝弘

不動産取引市場の動向をプロパティタイプ別に比較すると、物流・ホテルといったオペレーショナルアセットの注目度が相対的に高い状況にある。これは当社が2003年12月より半期毎に実施している「不動産私募ファンドに関する実態調査」の結果からも見て取れ、少なくとも不動産私募ファンド市場では投資対象としているプロパティタイプの拡大・分散化が進んでいるものと考えられる。

オペレーショナルアセットへの注目が高まっている背景はいくつか考えられるが、その一つとしてオペレーショナルアセットの価格が相対的に割安な状態にあるのではないかという仮説を立て、その検証を試みた。

そこで本稿では、プロパティタイプ別で見たときに、相対的に買い手市場(割安で物件を取得できる可能性が比較的高い)の傾向が強いプロパティタイプというもの是否存在するか否かについて考察した。

これについてJ-REITの事例を用いて統計的に分析したところ、長期的に見ると「物流・ホテル」は相対的に買い手市場の傾向が強いプロパティタイプであると解釈できることがわかったが、近年(2013年以降)その傾向は解消されている。

### 1. 不動産投資市場では物件の取得にあたり投資対象プロパティタイプの拡大・分散の動きが顕著に

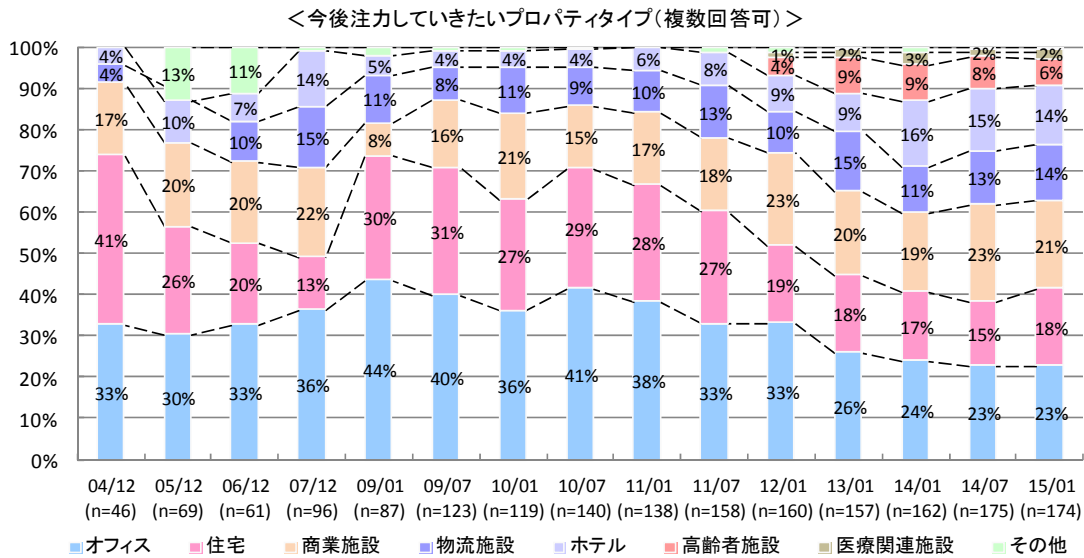
不動産取引市場において、オフィス・住宅といった主要プロパティタイプの取得が困難になっているとの声が聞かれるようになってから久しい。特にコア物件においては、売り物件が少なく需給バランスの悪化から価格にやや過熱感がみられるため、この傾向が強いと言える。

その一方で、物流・ホテルといったオペレーショナルアセットへの注目が高まっている。この背景には、不動産ファンドの資産規模拡大に向けて取得が困難なオフィス・住宅以外のプロパティへ投資対象を拡大していく必要があること、オペレーショナルアセットにおける運用ノウハウが蓄積されてきたことにより投資対象として検討が可能な状況にあること、などが挙げられるのではないだろうか。

図表1および図表2に示した「不動産私募ファンドに関する実態調査」の結果からも投資対象としているプロパティタイプの拡大・分散化が進んでいることが確認でき、少なくとも不動産私募ファンド市場ではその動きが顕著になっている。図表1は、私募ファンドの運用会社に「今後注力していきたいプロパティタイプ」について質問した結果であるが、2013年・2014年頃からオフィス・住宅とする回答割合の低下傾向と物流・ホテルとする回答割合の増加傾向がやや顕著になっている。また、図表2は同じく「今後1年以内に組成を検討しているファンド」について質問した結果であるが、物流・ホテルとする割合が直近で増加していることから、これらのプロパティタイプに対する注目が継続していることがわかる。

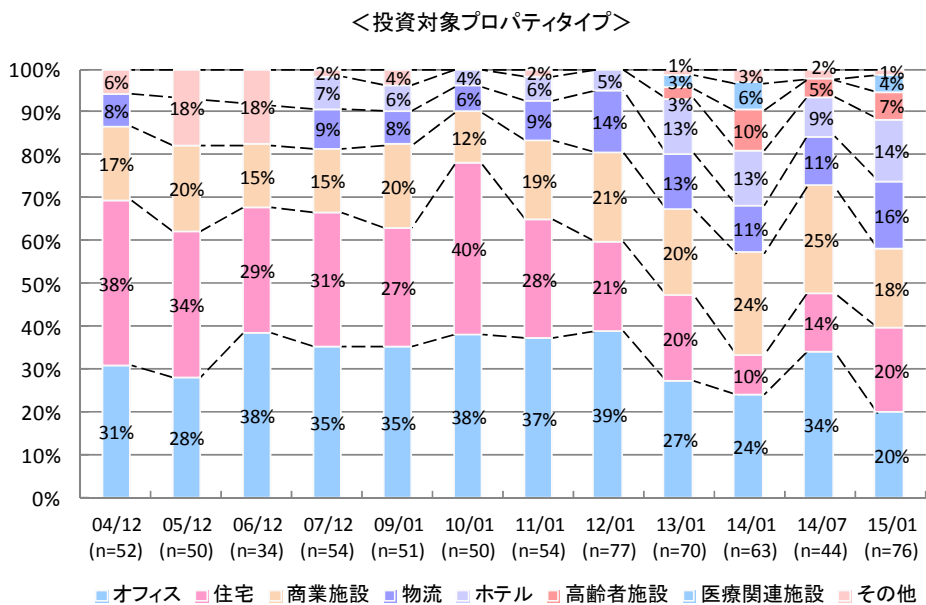
筆者は、物流・ホテルといったオペレーショナルアセットへの注目が高まっている背景として、上記に挙げたもののほかに、買い手に特殊な運用能力が求められることなどを理由とする買い手市場の傾向が存在しているのではないかと仮説を立てた。そこで以下では、プロパティタイプ間において相対的に買い手市場(割安で物件を取得できる可能性が比較的高い)の傾向が強いプロパティタイプが存在するか否かについて考察する。

図表1 今後注力していきたいプロパティタイプ



※2012年1月調査より「高齢者住宅」、「医療関連施設」を新設  
出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

図表2 今後1年以内に組成を検討しているファンド



※2013年1月調査より選択肢に「高齢者施設」「医療関連施設」を追加  
出所)三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」

## 2.不動産取引市場における買い手市場

不動産取引市場におけるプロパティタイプ間の買い手市場の存在について分析を試みる前に、まず買い手市場の判断について定義する。分析にあたっては情報量の観点からJ-REITの取得事例をサンプルとして採用した。当該サンプルの取得時点における不動産鑑定評価額を不動産取引市場におけるフェアバリューと位置付け、取得価格が不動産鑑定評価額を下回っていた場合には割安での取得であると判断する。結果として割安での取得が多く見られたプロパティタイプの不動産取引市場は買い手市場となっている可能性が出てくる。

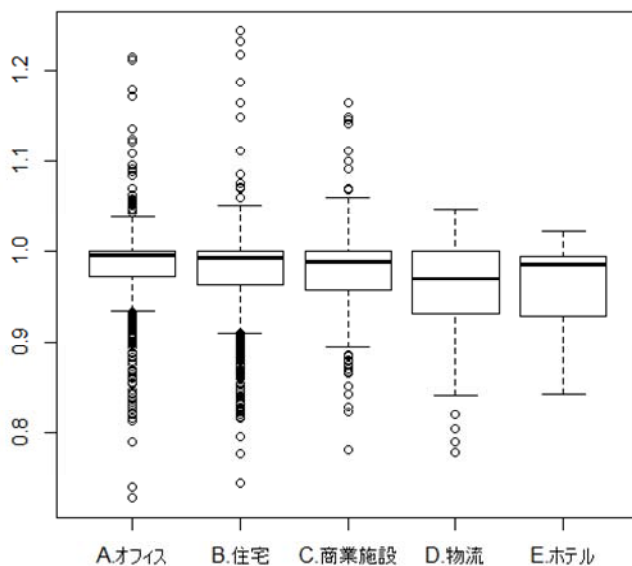
ただし、本稿では不動産鑑定評価額を1.0とした場合の不動産鑑定評価額に対する取得価格の割合を用いるとともに、当該乖離度合いの絶対的な水準を見るのではなく、プロパティタイプ間における相対的な比較を行うものとする。

また、全期間(2001年5月～2015年5月)の取引事例をサンプル対象とした長期的視点による分析と2013年以降の取引事例をサンプル対象とした短期的視点による分析に分けて行うものとする。

## 3.J-REITの取引事例にみる買い手市場の傾向が強いプロパティタイプとは(長期的視点)

図表3は全期間(2001年5月～2015年5月)の取引事例を対象に各プロパティタイプにおける不動産鑑定評価額(取得時点)に対する取得価格の割合を箱ひげ図で表現したものである(横棒が最小値および最大値、長方形の上下の辺が第一四分位数および第三四分位数、太線が中央値、白点が外れ値を表している)。

図表3 J-REIT 取引事例における取得時鑑定評価額と取得価格との比較:全期間(2001年5月～2015年5月)



各プロパティタイプの中央値を比較してみると、オフィスと住宅については不動産鑑定評価額と取得価格との間にほとんど乖離が見られない一方、商業施設・物流・ホテルでは取得価格が鑑定評価額よりもやや低い水準にあり、相対的に買い手市場となっている可能性がある。特に物流の乖離が大きい状況にある。

そこで、統計的にプロパティタイプごとに平均値の水準に違いがあると判断してよいかについて分析するために一元配置分散分析を行った。その結果、プロパティタイプの違いによる水準の差は0.1%水準でも有意となった。

( $F(4,3418)=26.33, p<.001$ )<sup>ii</sup>

つまり、各プロパティタイプはいずれも平均値の水準に違いがないとする帰無仮説が棄却され、プロパティタイプごとに平均値の水準に差が存在するとの結論を得た。なお、各データの等分散を仮定しない Kruskal Wallis test を行った結果でもプロパティタイプごとに代表値(中央値)の水準に違いがあることが確認された(カイ二乗値:96.0196,自由度 4,  $p<.001$ )。

<sup>i</sup> 同一物件の追加取得については不動産鑑定評価基準に定義されている限定価格な要素を排除できないことからサンプルから除外している

<sup>ii</sup> 分散分析の結果は「F(グループ間の自由度,グループ内の自由度委)=F値」で表示

図表4 Tukey-Kramer methodによる多重比較結果:全期間(2001年5月~2015年5月)

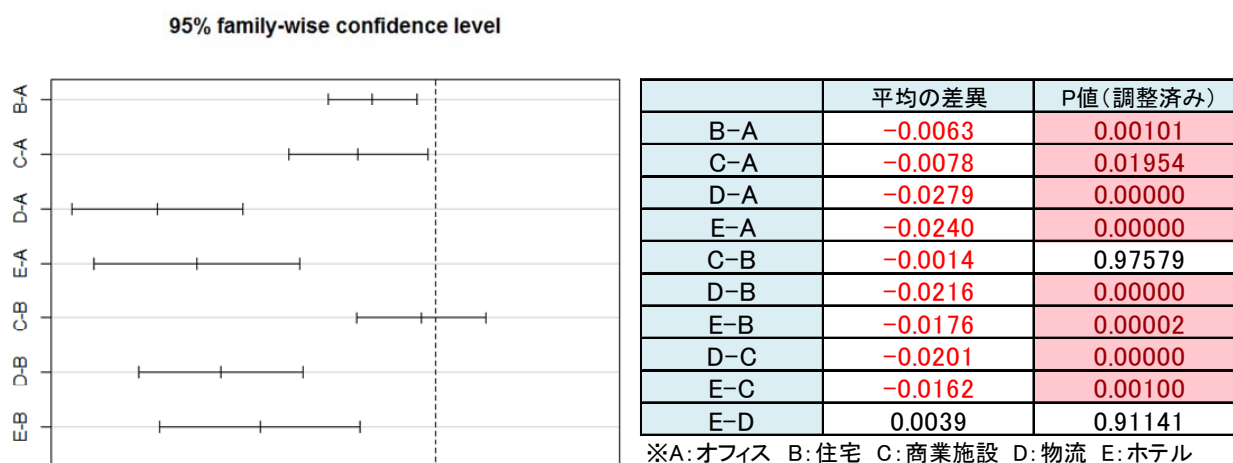


図4は、Tukey-Kramer method (Tukey's 'Honest Significant Difference' method) を用いた多重比較により、各プロパティタイプにおける平均値の間に有意差があるかについて検定を行った結果である。左側は95%信頼区間の

中で平均の差異がどこに位置しているかを示したものであり、当該信頼区間が0.00を含まなければ、有意水準5%のもとでプロパティタイプ間における平均の差異はゼロであるとする帰無仮説を棄却できることになる。住宅と商業施設との間および物流とホテルとの間における平均の差異はゼロではないが、95%信頼区間のレンジがゼロを含んでいるため、有意に差があるとは言えない(母平均の差異はゼロかもしれない)ことが確認できる。

P値(調整済み)が0.05を下回る項目(塗りつぶし部分)はプロパティタイプ間における平均の差異はゼロであるとする帰無仮説が有意水準5%のもとで棄却されたものである。つまり、有意水準5%でみた場合に、住宅・商業施設・物流・ホテルの不動産取引市場はオフィスの同市場に比べて相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できることがわかった。特に物流とホテルについてはオフィスに比べて2%以上も低い有意差が認められる。また、物流とホテルにおいては、住宅および商業施設と比較しても相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できる結果となった。一方、住宅と商業施設との間および物流とホテルとの間に有意差は認められなかった。

図表5 Steel-Dwass's multiple comparison testによる多重比較結果:全期間(2001年5月~2015年5月)

	統計量	P値
AとB	3.4210	0.00423
AとC	4.4708	0.00006
AとD	7.6167	0.00000
AとE	6.6306	0.00000
BとC	2.3802	0.09268
BとD	6.1849	0.00000
BとE	5.2789	0.00000
CとD	3.8227	0.00095
CとE	3.3774	0.00493
DとE	0.0299	1.00000

※A: オフィス B: 住宅 C: 商業施設 D: 物流 E: ホテル

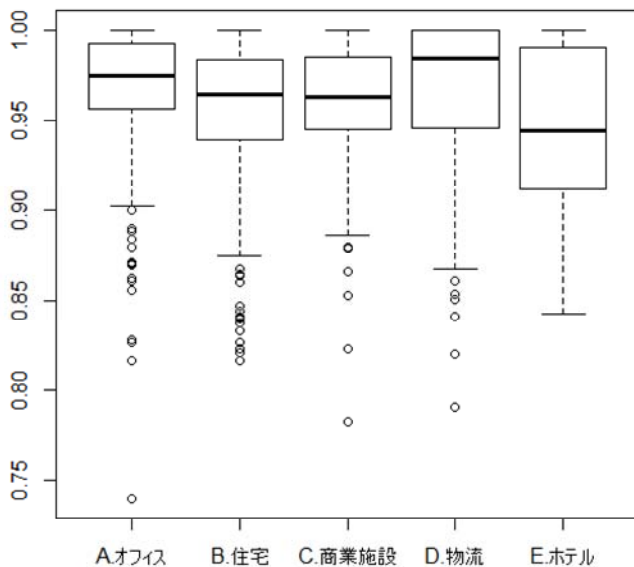
図表5は各データの等分散が仮定できない場合を考慮して Steel-Dwass's multiple comparison test<sup>iii</sup>により多重比較検定を行った結果である。P値が0.05を下回る項目(塗りつぶし部分)はプロパティタイプ間の水準に有意さが認められたものである。Tukey-Kramer methodを用いた場合と同様に住宅と商業施設との間および物流とホテルとの間に有意差は認められなかった。

iii 多重比較検定のノンパラメトリック法のひとつで、Tukeyの方法のノンパラメトリック版

#### 4.J-REIT の取引事例にみる買い手市場の傾向が強いプロパティタイプとは(短期的視点)

図表6は2013年以降の取引事例を対象に各プロパティタイプにおける不動産鑑定評価額(取得時点)に対する取得価格の割合を箱ひげ図で表現したものである。

図表6 J-REIT 取引事例における取得時鑑定評価額と取得価格との比較:2013年以降



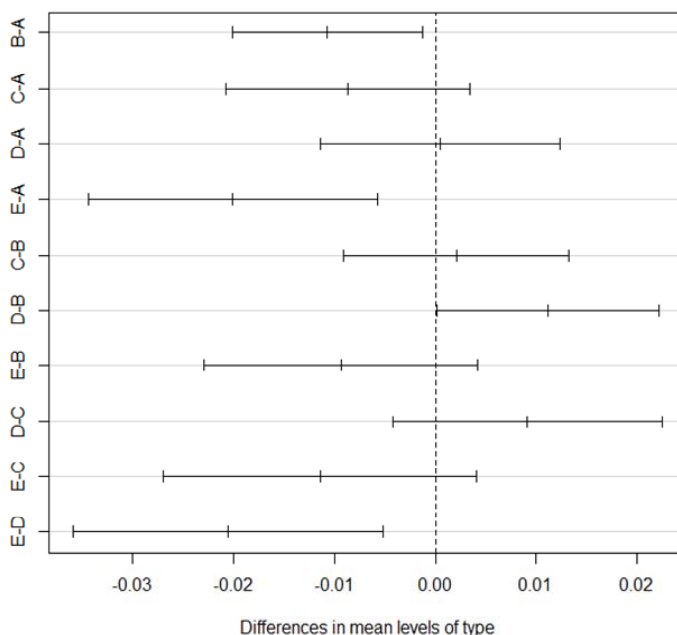
各プロパティタイプの中央値を比較してみると、中央値の水準は物流が最も高く、次いでオフィス、住宅、商業施設、ホテルの順となっている。

ホテルの中央値の水準は依然として低水準にあり、相対的に買い手市場となっている可能性があるが、物流においては中央値の水準がオフィス、住宅、商業施設の水準と逆転しており、相対的な買い手市場の傾向は解消している可能性がある。

そこで、ここでも全期間をサンプル対象とした場合と同様に統計的にプロパティタイプごとに平均値の水準に違いがあると判断してよいかについて分析するために一元配置分散分析を行った。その結果、2013年以降のサンプルでもプロパティタイプの違いによる水準の差は0.1%水準で有意であった( $F(4,910)=5.812, p<.001$ )。つまり、各プロパティタイプはいずれも平均値の水準に違いはないとする帰無仮説が棄却され、プロパティタイプごとに平均値の水準に差が存在するとの結論を得た。なお、各データ等の分散を仮定しないKruskal Wallis testを行った結果でもプロパティタイプごとに代表値(中央値)の水準に違いがあることが確認された(カイ二乗値:44.8474,自由度4,  $p<.001$ )。

図表7 Tukey-Kramer methodによる多重比較結果:2013年以降

95% family-wise confidence level



	平均の差異	P値(調整済み)
B-A	-0.0107	0.01729
C-A	-0.0086	0.29183
D-A	0.0005	0.99996
E-A	-0.0201	0.00126
C-B	0.0021	0.98680
D-B	0.0112	0.04323
E-B	-0.0094	0.32386
D-C	0.0091	0.33337
E-C	-0.0114	0.25923
E-D	-0.0206	0.00247

※A:オフィス B:住宅 C:商業施設 D:物流 E:ホテル

図7は、全期間をサンプル対象とした場合と同様に Tukey-Kramer method (TukeyHSD)を用いた多重比較により、各プロパティタイプにおける平均値の間に有意差があるかについて検定を行った結果である。左側は95%信頼区間の中で平均値との差異がどこに位置しているかを示したものであり、当該信頼区間が0.00を含んでいなければ、有意水準5%のもとでプロパティタイプ間における平均の差異はゼロであるとする帰無仮説を棄却できることになる。オフィスと商業施設、オフィスと物流、オフィスとホテル、住宅と商業施設、住宅とホテル、商業施設と物流、商業施設とホテルとの間における平均の差異はゼロではないが、95%信頼区間のレンジがゼロを含んでいるため、有意に差があるとは言えない(母平均の差異はゼロかもしれない)ことが確認できる。

P値(調整済み)が0.05を下回る項目(塗りつぶし部分)はプロパティタイプ間における平均の差異はゼロであるとする帰無仮説が有意水準5%のもとで棄却されたものである。その結果、有意水準5%でみた場合に、オフィスと住宅、オフィスとホテル、住宅と物流、物流とホテル間以外の比較においては平均の差異に有意差が認められなかった。全期間をサンプル対象とした場合では、物流はオフィス・住宅・商業施設に比べて相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できたが、短期的に見るとその状況は解消しているものと思われる。また、ホテルにおいてはオフィス・物流と比較すると相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できるものの、全期間をサンプル対象とした場合に有意差が認められた住宅・商業施設に対して相対的な買い手市場の傾向が解消されている。

図表8 Steel-Dwass's multiple comparison test による多重比較結果:2013年以降

	統計量	P値
AとB	4.2698	0.00018
AとC	3.0403	0.01799
AとD	2.1021	0.20108
AとE	3.6987	0.00184
BとC	0.3317	0.99698
BとD	5.0289	0.00000
BとE	1.4232	0.58607
CとD	3.7324	0.00161
CとE	1.7954	0.35124
DとE	4.5427	0.00005

※A:オフィス B:住宅 C:商業施設 D:物流 E:ホテル

図表8は各データの等分散が仮定できない場合を考慮して Steel-Dwass's multiple comparison test により多重比較検定を行った結果である。P値が0.05を下回る項目(塗りつぶし部分)はプロパティタイプ間の水準に有意さが認められたものである。Tukey-Kramer methodを用いた場合と比べて、特に物流において相対的に強かった買い手市場の解消が有意に確認できた。

## 5.考察

以上のとおり長期的視点と短期的視点に分けてプロパティタイプ間における買い手市場の傾向が相対的に強いプロパティタイプが存在するの可否かについて見てきた。その結果を要約したものが図表9である。横軸で見たときに、“○”は相対的に買い手市場の傾向が強いと有意に解釈できるケース、“×”はその逆のケース、“△”はどちらのプロパティタイプが相対的に買い手市場の傾向が強いのかについて有意に解釈ができないケースを示している。

長期的に見れば他のプロパティタイプと比較して相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できた物流・ホテルであったが、短期的に見るとその傾向が解消しているというのが特徴の一つである。

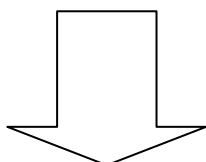
物流市場ではBCPの観点から高機能な物流施設の賃貸需要が高まっていることや所有から賃貸へシフトする動きが継続していること、ホテル市場では東京オリンピックの開催決定や円安傾向による訪日外客数の増加が見られることなど、足元の市場環境を反映して投資家のリスクプレミアムが急速に縮小した結果と捉えることができよう。

ただし、物流・ホテル市場における足元の市場環境が将来も永続的に続く保証はない。物流・ホテルなどのオペレーショナルアセットが他のプロパティタイプよりも相対的に買い手市場の傾向が強いと解釈できた時期には、仮に多少のインカム収益率の悪化やキャピタルロスが生じた場合でも割安取得による貯金部分でカバーできたものと考えられるが、相対的な買い手市場の傾向が解消されている現在の状況においては、これまで以上にリスクを十分に反映させたキャッシュフロー分析が必要不可欠になるものと思われる。オフィス・住宅に比べて投資実績がまだまだ少ない物流・ホテルなどへの投資にあたっては、賃貸借契約の内容(賃料水準や契約期間)、汎用性、エンドテナントの状況、投資戦略等について、より詳細なデューデリジェンスが求められるのではないだろうか。

図表9 分析結果の要約

全期間(2001年5月~2015年5月)

	オフィス	住宅	商業施設	物流	ホテル
オフィス		×	×	×	×
住宅	○		△	×	×
商業施設	○	△		×	×
物流	○	○	○		△
ホテル	○	○	○	△	



2013年以降(Tukey-Kramer method)

	オフィス	住宅	商業施設	物流	ホテル
オフィス		×	△	△	×
住宅	○		△	○	△
商業施設	△	△		△	△
物流	△	×	△		×
ホテル	○	△	△	○	

2013年以降(Steel-Dwass's multiple comparison test)

	オフィス	住宅	商業施設	物流	ホテル
オフィス		×	×	△	×
住宅	○		△	○	△
商業施設	○	△		○	△
物流	△	×	×		×
ホテル	○	△	△	○	

以上

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

[https://www.smtri.jp/contact/form-private/private\\_fund.html](https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html)

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。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料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、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また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、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。