

## 米国セカンダリーシティへの資金流入 ～利回りと成長性を求めて～

2018年11月20日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

海外市場調査部 主任研究員 北見 卓也（ニューヨーク駐在）

## &lt;要約・概要&gt;

- 米国では主要6都市※よりも、それ以外の「セカンダリーシティ」への不動産取引額が拡大し、過去最高額に達した。また、米国外からのクロスボーダー資金は、セカンダリーシティへの投資額が主要6都市を約8年ぶりに上回り、セカンダリーシティ重視のトレンドが鮮明。（※主要6都市とは、ニューヨーク、ロサンゼルス、シカゴ、サンフランシスコ、ボストン、ワシントン DC。これら以外の都市を本稿では「セカンダリーシティ」と呼ぶ。）
- 主要6都市における価格高騰感からオフィス取引が縮小した一方、セカンダリーシティにおける賃貸住宅等の投資機会が拡大したことが主な要因。今後もセカンダリーシティへの資金流入は拡大する見通し。
- セカンダリーシティの中でも都市・エリア毎にその将来性は異なるものの、資金動向や米国特有の人口トレンドが1つの手掛かりとなる。

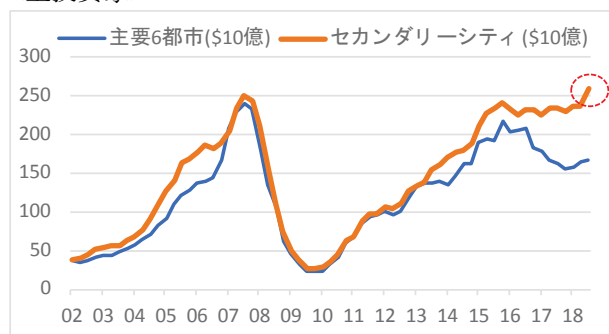
米国セカンダリーシティで  
不動産取引額は過去最高

米国では、主要6都市よりもそれ以外の都市、いわゆる「セカンダリーシティ」における不動産投資取引が拡大している。2002年以降、主要6都市とそれ以外の「セカンダリーシティ」での取引額はほぼ同額で推移してきた。しかし、2016年頃より主要6都市での取引額が縮小し始めた反面、セカンダリーシティにおける取引額は拡大しており、両者の格差が広がっている(図表1<全投資家>)。

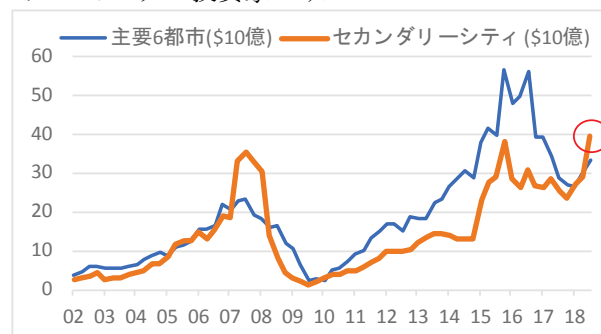
こうしたトレンドは主要6都市への投資を選好してきたクロスボーダー資金(米国外に拠点を構える主体からの投資)でも同様であり、直近の2018年Q3にはセカンダリーシティの取引額が主要6都市を8年ぶりに上回り、データが取得可能な2002年以来で過去最高を更新(図表1<クロスボーダー投資家のみ>)。

図表1 不動産取引額の推移

&lt;全投資家&gt;



&lt;クロスボーダー投資家のみ&gt;



出所) RCA データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

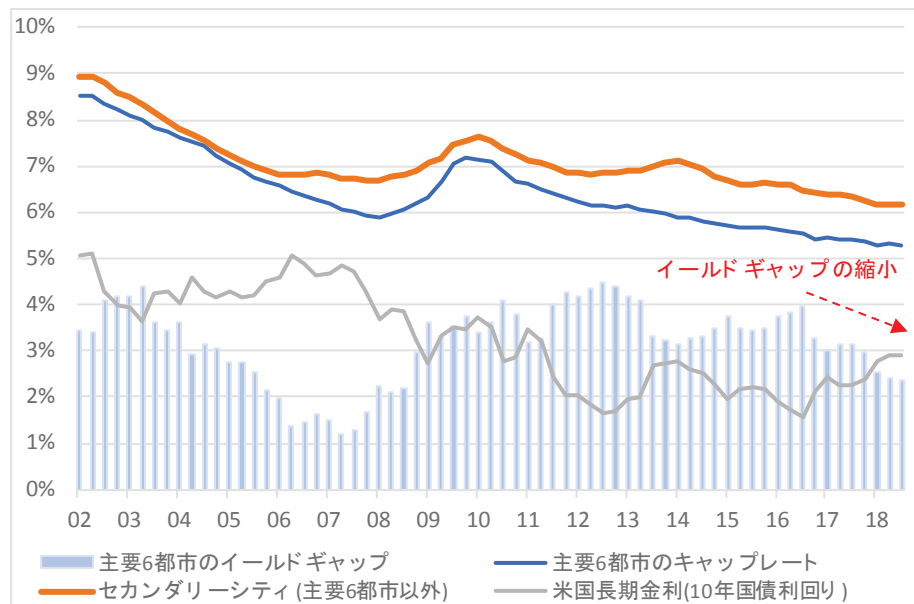
注) 12か月移動平均(\$1,000万以上の取引)

## 価格高騰感が一因か

しかし、これまで米国経済が堅調に推移していたにも関わらず、主要6都市において不動産取引額が縮小したのはなぜか。もっとも一般的と考えられるのは、主要6都市の不動産価格に高騰感が強まっていたという解釈である。なぜなら、取引量が縮小しはじめたタイミングは、FRB(連邦準備理事会)が9年半ぶりに利上げを決定後、長期金利が下降トレンドから上昇トレンドへと反転し、イールドギャップが一層縮小し始めた2016年頃と重なるためだ(図表2)。

イールドギャップとは、キャップレート(不動産の年間純収入をその取得価格で割って求める投資利回り)と米国長期金利(10年国債利回り)の差であり、この「利ざや」とも言える数値が小さいほど不動産価格に高騰感が強いと言える。図表2のように、主要6都市の投資利回りが緩やかに低下するとともに、長期金利が上昇したことで、イールドギャップは前回ピーク時の2008年頃の水準に近づきつつあり、価格高騰感が強まっていたとみられる。

図表2 キャップレートとイールドギャップの推移



出所)RCA データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

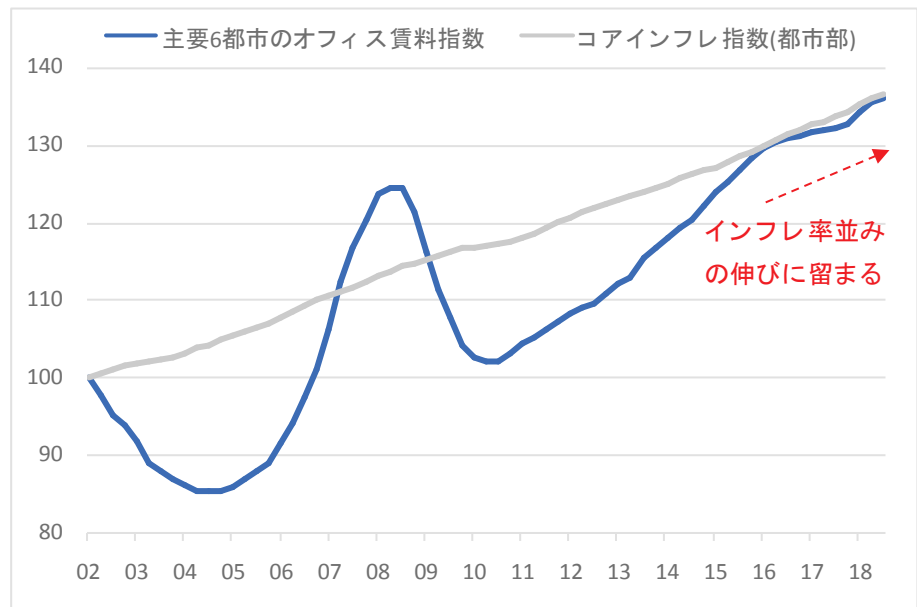
## 主要6都市における 賃料成長期待は縮小

一見すると、2006～2007年頃には、イールドギャップが2%を下回る時期もあったため、もう少し縮小余地があるように見えるかもしれない。しかし、例えば、主要6都市における取引額ウェイトが高いオフィスの賃料推移を見てみると、2016年以降は年率2～3%のインフレ率程度の上昇に留まっていた(図表3)。つまり、実質ベースで見ると、主要6都市のオフィス賃料は2016年頃からほぼ横ばいに推移していたにも関わらず、長期金利の上昇でイールドギャップのみが縮小し(価格の高騰感が強まり)、買手がつきにくくなったと考えられる。実際、主要6都市におけるオフィス取引額を見ると、2016年頃より頭打ちとなっていた(図表4)。

**セカンダリーシティで  
賃貸住宅取引が拡大**

一方、セカンダリーシティにおいても、主要6都市と同様にイールドギャップは縮小したが、オフィス取引額は大きく縮小していない。また、セカンダリーシティにおける賃貸住宅の取引額は2010年からほぼ一貫して拡大の傾向が見られ、2016年からは主要6都市のオフィス取引額を上回る水準へと拡大した。セカンダリーシティの賃貸住宅市場は、住宅価格の高騰、持家比率の低下等を背景として投資機会が増えたことや、賃料成長や市場規模の拡大シナリオを描く余地が残されていたことから、一定水準以上の利回りを求める投資家の資金が流入したものとみられる。

図表3 主要6都市のオフィス賃料指数

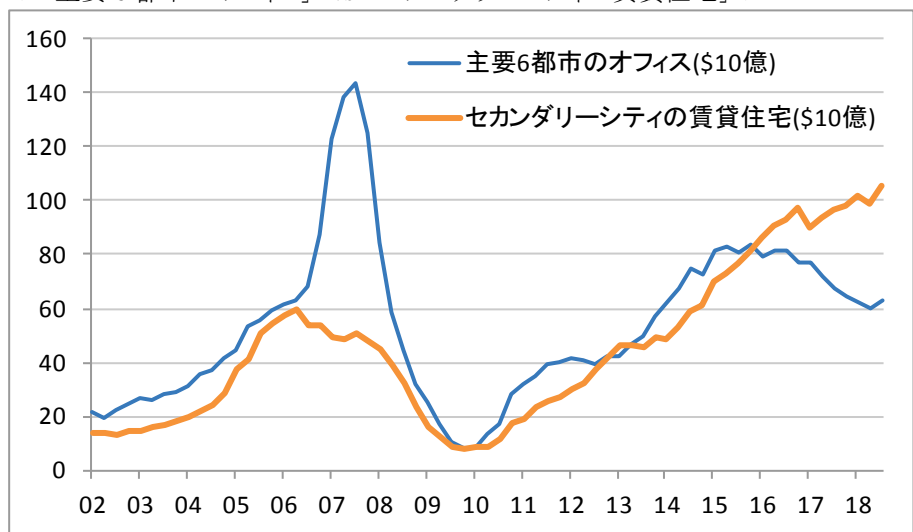


出所) REIS、U.S. Bureau of Labor Statistics のデータをもとに作成

※2002Q1=100として指数化、オフィス賃料指数は6都市の実効賃料を加重平均

図表4 不動産取引額の推移

< 「主要6都市のオフィス」 vs 「セカンダリーシティの賃貸住宅」 >



出所)RCA データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

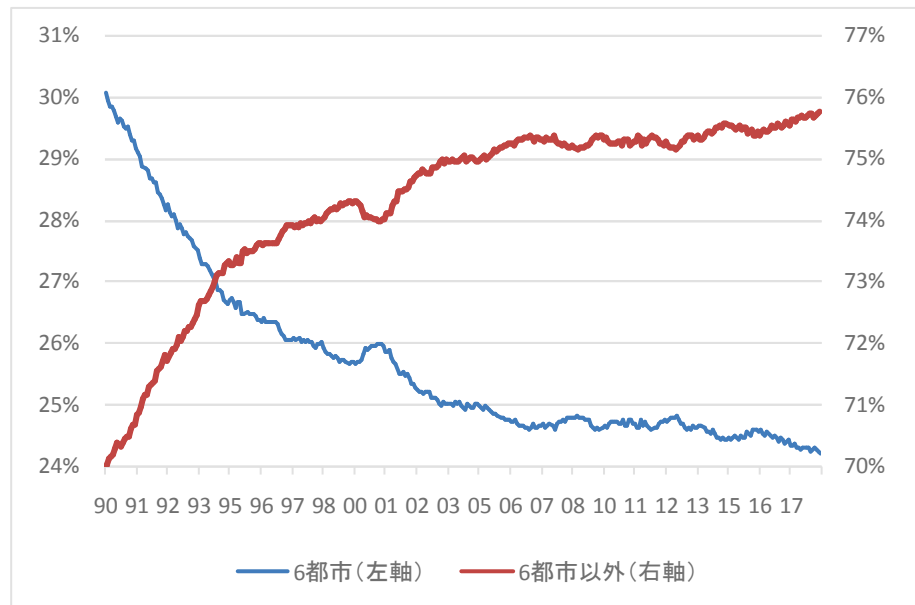
注) 12か月移動平均(\$1,000万以上の取引)

## セカンダリーシティへ 拡散するオフィスワーカー

ところで、米国における不動産資金の動向を考える際に、もう1点注目しておきたいポイントがある。それは、米国特有の「人口トレンド」である。なぜなら、米国ではライフイベント(進学、就職・転職、結婚、出産等)に合わせた都市間の移住が、ごく普通に行われており、不動産需要や資金動向に影響を与えるためだ。

個別都市の人口トレンドについては別稿に譲るが、ここでは米国におけるオフィスワーカーの動向について触れておきたい。1990年頃、米国における全オフィスワーカーのうち、ちょうど30%程度が主要6都市に集中していたが、2018年にはそのシェアが24%前後にまで低下している(図表5)。すなわち、30年弱かけて、6%程度のオフィスワーカーが、セカンダリーシティへと吸収されたことになる。また、2006~2011年頃はこのシェアがほぼ横ばいに推移してきたが、2012年頃からは再びセカンダリーシティの割合に再び上昇の兆しが見えてきた。

図表5 オフィスワーカーのシェア推移



出所) 米労務局データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

※オフィスワーカーとは専門ビジネスサービス、情報通信業、金融業に従事する雇用者数の合計

セカンダリーシティのオフィスワーカー比率が再び高まり始めた理由はいくつか考えられるが、特に関連性が強いと考えられるのは、主要6都市における生活費の高騰だ。サンフランシスコやニューヨークを筆頭に、主要6都市における生活費は過去数年で急速に高騰しており、それに見合うだけの収入を得られる仕事や貯蓄がなければ、もっと生活費の安い都市へ移住せざるを得ない。これがオフィスワーカーがセカンダリーシティへ移住するのを後押ししたと考えられる。

一方、企業等の雇用主側からしても、オフィス賃料や人件費が高い主要6都市にだけオフィスを構えるよりも、セカンダリーシティで人材の集まる場所、例えば主要な大学のある都市周辺へオフィスを設置した方が、人材を確保しやすく、コストメリットも期待しやすい。つまり、企業側も人材確保、事業コスト削減の観点からオフィス立地を主要6都市以外へと分散させてきたことが、オフィスワーカーのセカンダリーシティへの拡散を促してきた側面があると言える。

## セカンダリーシティへの 資金流入は継続の見通し

米国の総人口は今後も年率0.7%程度で安定的に伸びると予測されていることや、主要6都市における生活費・事業コストの高騰、開発余地の少なさ等を考慮すると、今後もセカンダリーシティへの人口流入、不動産需要の拡大、資金流入は継続すると予想される。

とはいえ、セカンダリーシティには、人口や経済規模(市場規模)の面において、主要6都市を上回る都市も含まれ、その地理的範囲は広大である。また、都市全体では目立った動きがなくても、もう少し細かいエリア・セクターを絞り込むと、人口流入(あるいは新規供給)を起点として、需要が喚起され、更に開発投資が進展するケースも珍しくない。

こうした状況を踏まえると、広大なセカンダリーシティの中でもどの都市、その中でもどのエリアに人が集まっているか、そしてそれがどのような要因によるものかという人口トレンドを分析することは、各都市・エリアにおける不動産市場の将来性を展望するうえで重要な手がかりになると考えられる。

### 【お問い合わせ先】 海外市場調査部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。