

アジア通信第十八回 海外投資家から見た東京不動産の魅力

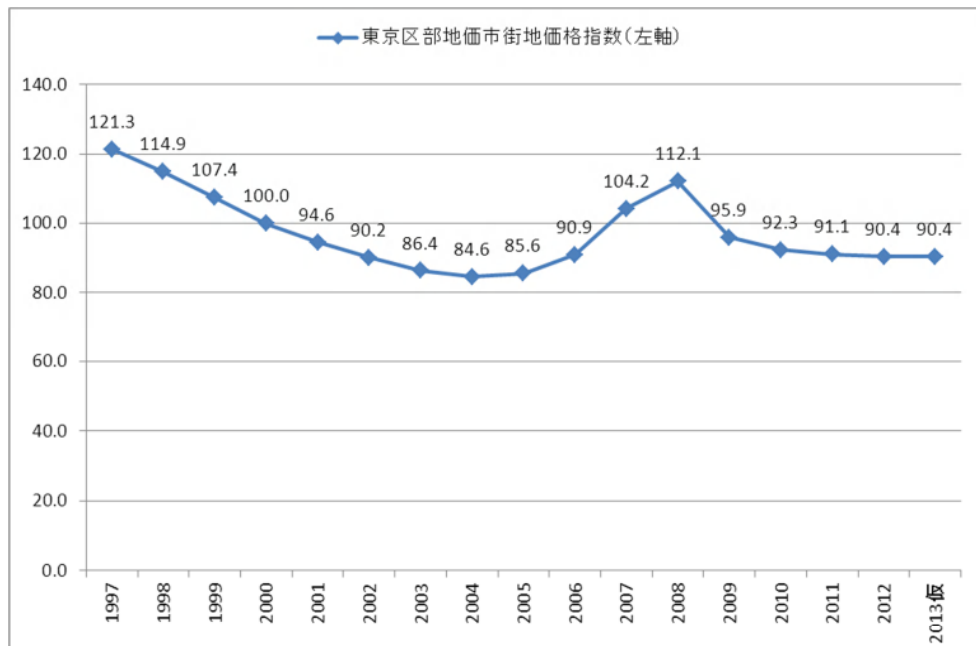
山田ビジネスコンサルティング(株)
アジア事業本部

”アベノミクス”により、日本の株式市場は活況を呈しております。また、2020年に東京オリンピックの開催も決定され、東京の不動産市場の活況が期待されています。

他方、日本の地価は、バブル崩壊以降、地価の低迷傾向が続き、現在に至っています。東京の中心部（東京区部）でも同様の傾向です。以下グラフ1は、東京区部の市街地価格指数の推移です（2000年を100とする）。この指数は、97年に121.3でしたが、04年には84.6まで落ち込みます。04年を底に08年には112.1まで上昇しますが、翌09年には一気に95.9まで落ち込み、その後は緩やかな下落傾向が続いています。なお、2013年の数値は2012年の数値を用いています。

このように長期にわたり地価の低迷傾向が続いてきたことや、日本の生産年齢人口や総人口の減少による実需減少の見込みを背景に、不動産への投資には、消極的という投資家の方が日本には多いものと想像いたします。

グラフ1 東京区部の市街地価格指数



出典 (一財)日本不動産研究所研究部「市街地価格指数・全国木造建築費指数」

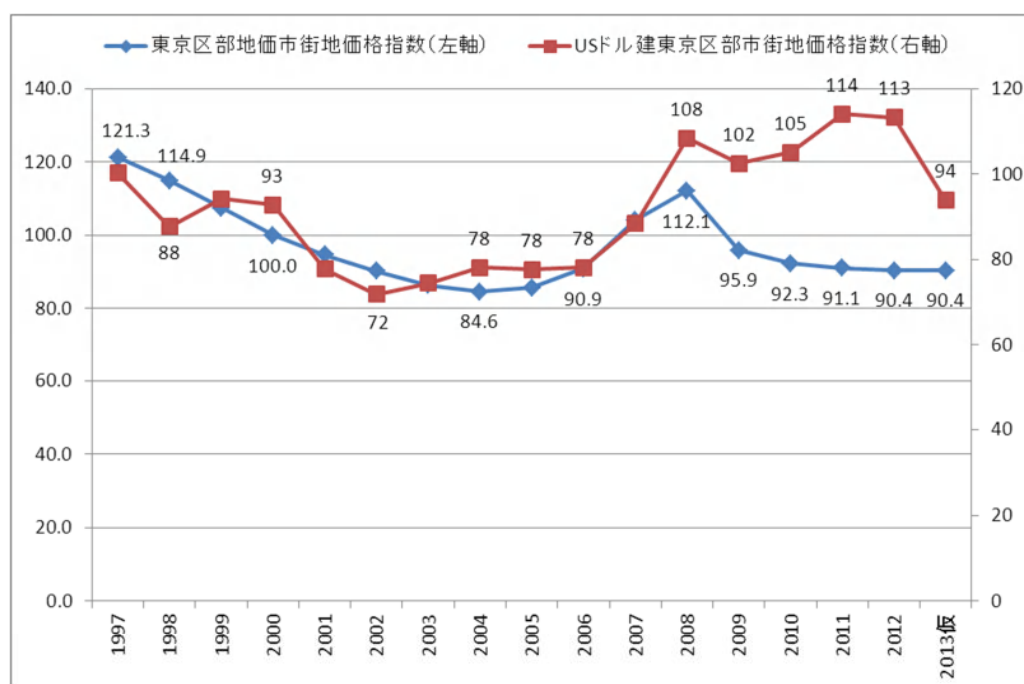
ところで、アベノミクスは、海外でも注目されています。アベノミクスは、長期に亘って低迷する日本経済の復活の切り札になるのか、日本は投資先として魅力があるのかという視点です。そこで、今回は、海外投資家から見た東京不動産投資の魅力を考えていくことに致します。

1. ドル換算の東京区部市街地価格指数推移

以下のグラフ2は97年から13年までの東京区部の地価推移をドル換算で評価したものです。ドル換算価格は、円建ての地価のような低迷傾向にあるわけではありません。08年から09年にかけての落ち込みも小さく、09年からは上昇傾向を示しています。円建ての東京区部市街地価格指数推移もそうですが、GDPの推移などのマクロ指標や、ある産業の市場規模の推移などのミクロ指標の多くも、08年頃に大きく落ち込み、その後もそれ以前の水準には回復していません。これらの傾向と比べますと、08年以降のドル換算の地価推移はとても特徴のある動きを示しています。

このドル換算地価は2013年に大きく下落しています。これは、急激な円安の影響によるものです。2013年の市街地価格指数は、2012年の数値を仮置きしたのですが、2013年の市街地価格指数の数字を実際の数字に洗い替えても、ドル換算地価の大幅下落の結論は変わらないと想像します。

グラフ2 東京都区部の市街地価格指数

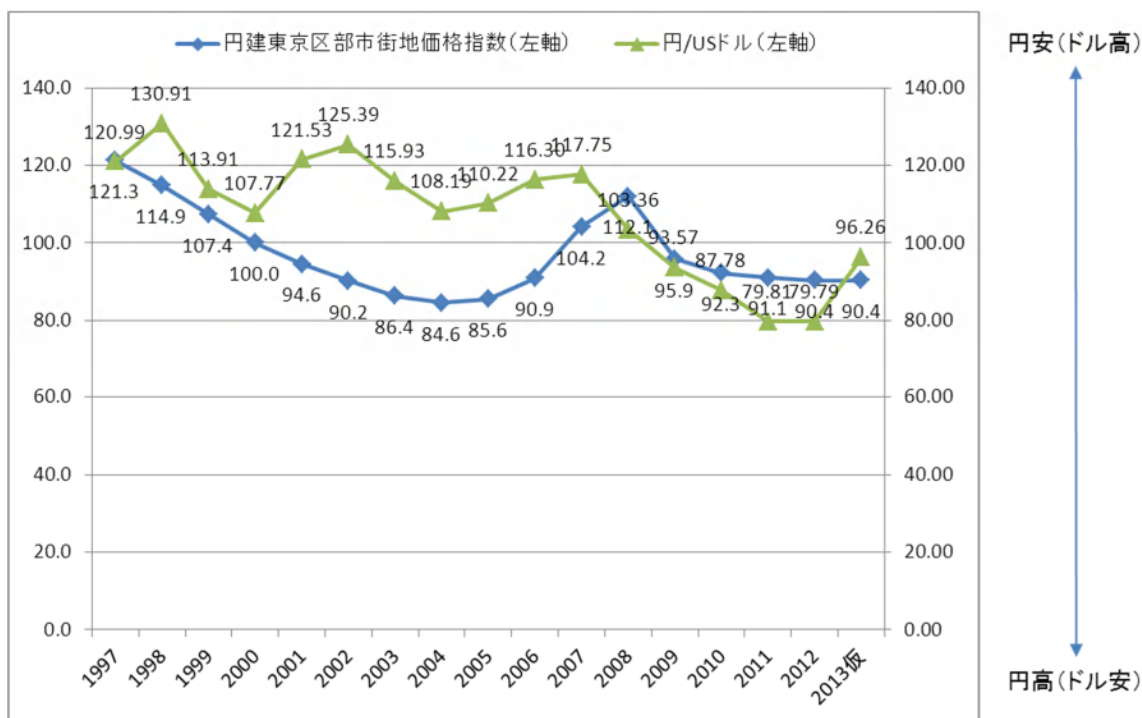


出典 (一財)日本不動産研究所研究部「市街地価格指数・全国木造建築費指数」 University of British Columbia The Pacific Exchange Rate Service」を基に筆者作成

このように、円建て地価推移とドル換算地価推移の傾向が異なる要因は、為替とデフレ(インフレ)の影響です。

次のグラフは、円建て東京区部の市街地価格指数とUSドル/円レートの推移です。97年から98年、00年から02年や07年から08年の期間などを除いては、円高進行時には円建て地価が下落し、円安進行時には円建て地価が上昇する傾向にあります。デフレは物価(地価)の下落と同時に円高を意味し、他方、インフレは物価(地価)の上昇と円安を意味する、といえそうです。

グラフ3 円建東京区部の市街地価格指数とUSドル/円レートの推移



出典 (一財)日本不動産研究所研究部「市街地価格指数・全国木造建築費指数」 University of British Columbia The Pacific Exchange Rate Service」を基に筆者作成

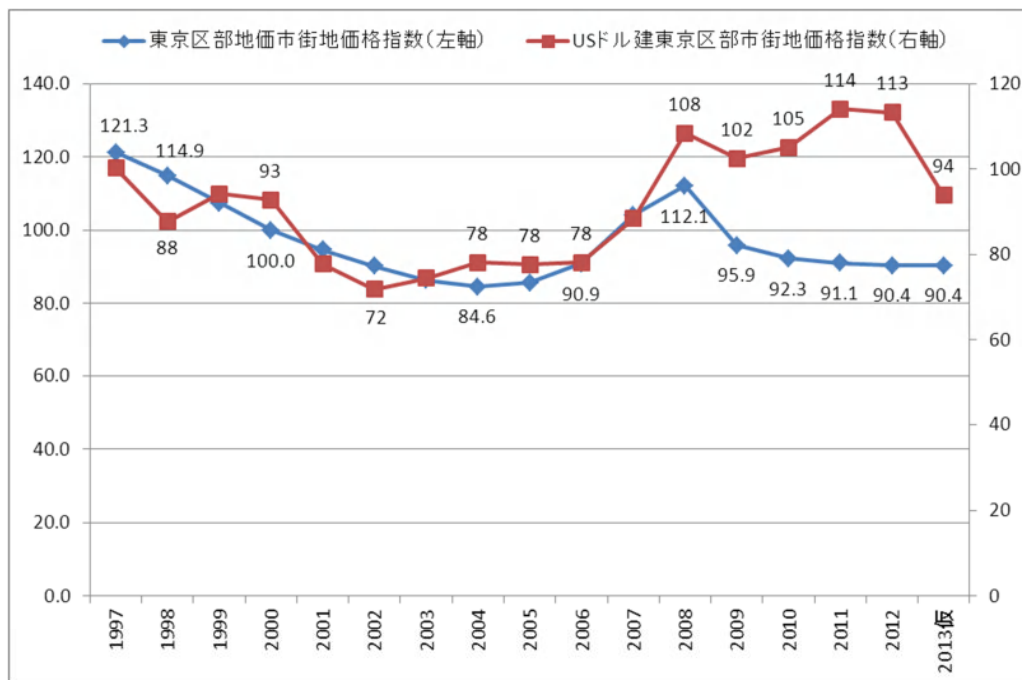
ここで、海外投資家の視点から、円高進行時には円建て地価が下落、円安進行時には円建て地価が上昇することの意味を考えてみます。

海外投資家が、保有するドルを円転し、東京の不動産(円建て資産)に投資し、その後売却する場合、投資時点よりも不動産の売却時点の方が円高(ドル安)になるケースでは、投資時よりも高くなった円でドル転できますので、ドルベースでは為替差益が発生することになります。他方、円高進行時には地価(円建て)が下落するとしますと、売却により不動産の売却損(円建て)が発生することになります。このようなケースでは、為替差益というプラスの効果と地価下落というマイナスの効果の両方が発生し、それぞれの効果を打ち消し合うことになります。

投資時点よりも売却時点の方が円安(ドル高)になるケースでは、為替差損が発生しますが、円安進行時には地価(円建て)が上昇するとしますと、売却により不動産の売却益(円建て)が発生することになります。このようなケースでは、為替差損というマイナスの効果と地価上昇というプラスの効果がお互いを打ち消し合うことになります。

以下のグラフ2(再掲)で、以上の為替変動と地価の騰落の効果の影響を確認しますと、08年以降は為替変動の効果が地価の騰落の効果を大きく上回っていることが分かります。

グラフ2(再掲) 東京都区部の市街地価格指数



出典 (一財)日本不動産研究所研究部「市街地価格指数・全国木造建築費指数」¹ University of British Columbia The Pacific Exchange Rate Service」を基に筆者作成

2. 東京の不動産は割安か

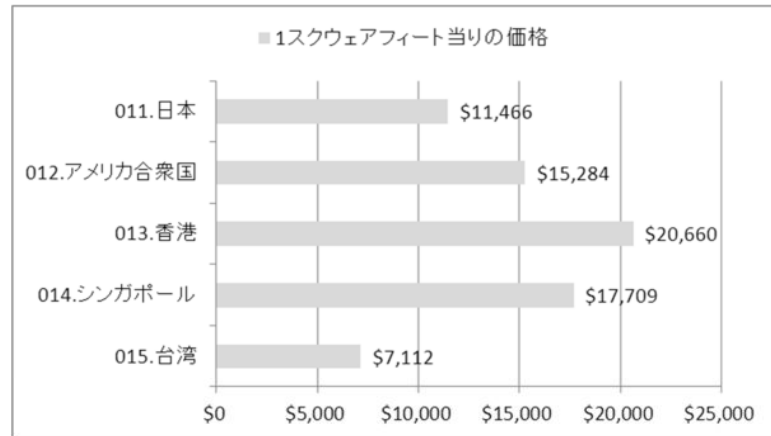
今度は、東京の不動産価格と他国の不動産価格を比べてみましょう。

以下に日本・アメリカ合衆国・香港・シンガポール・台湾の主要都市中心部¹の居住用マンションの価格等を比較する3つのグラフを紹介いたします。なお、日本での主要都市中心部とは、東京の麹町、青山、代々木上原などです。また、これらのグラフで掲載されている日本の不動産価格は、12年11月以降の急激に円安が進行する前のものです。

¹

グラフ 5 は、単位面積あたりの価格を比較したものです。東京は、台湾に次ぐ低さとなっています。

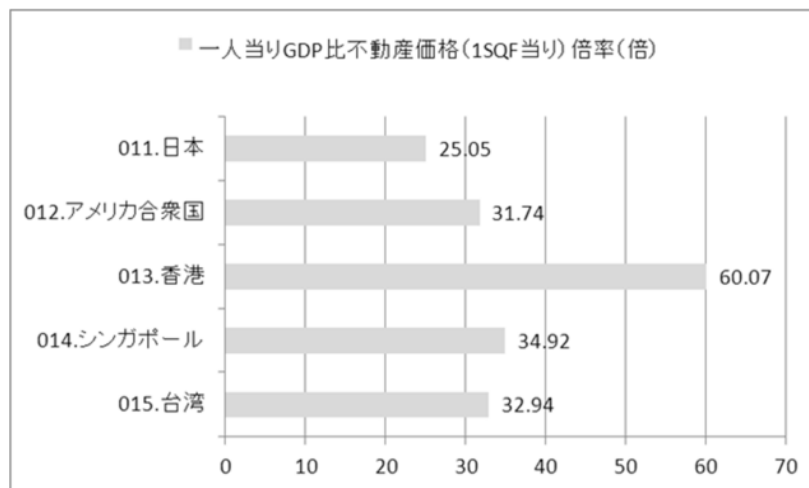
グラフ 5



<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Rental-Yields> より

次のグラフ 6 は、各国の経済力(1人当り名目 GDP)と対比した不動産の価格です。ここでは、東京が一番低いということになっています。

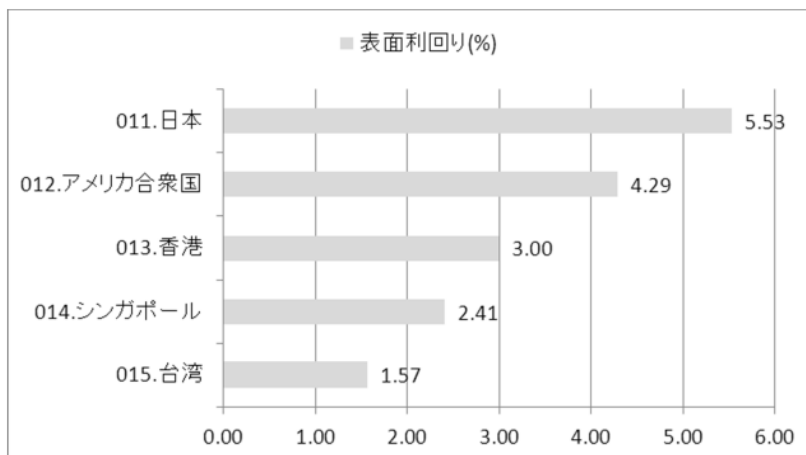
グラフ 6



<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Rental-Yields> より

グラフ7は、各国の不動産の表面利回りを比較したものです。表面利回りでは東京が一番高くなっています。

グラフ7



<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Rental-Yields> より

以上3つのグラフから、東京の不動産の価格は、その経済力や利回りに比べて、低い水準にあるといえます。また、ここでの東京の不動産価格には、2012年11月以降の急激な円安が織込まれていませんので、現在の為替相場(本稿執筆現在1ドル約104円)を織込みますと、更に低い水準になると想定致します。

東京は人口・経済規模でも世界最大級の都市で、2025年においても都市別GDPで第1位になるとの予測もあります²。ちなみに、この予測は2020年の東京オリンピックの開催が決まる前のものです。更に、東京は、ミシュランの星付レストラン数世界1位、アドビ社の最もクリエイティブな都市ランキング世界第1位など、定性面でも高い評価を受けています。

これらのことを考えますと、東京の不動産は過小評価されていると感じざるを得ません。また、日本人の謙虚さ、または対外的なアピール不足も感じてしまいます。

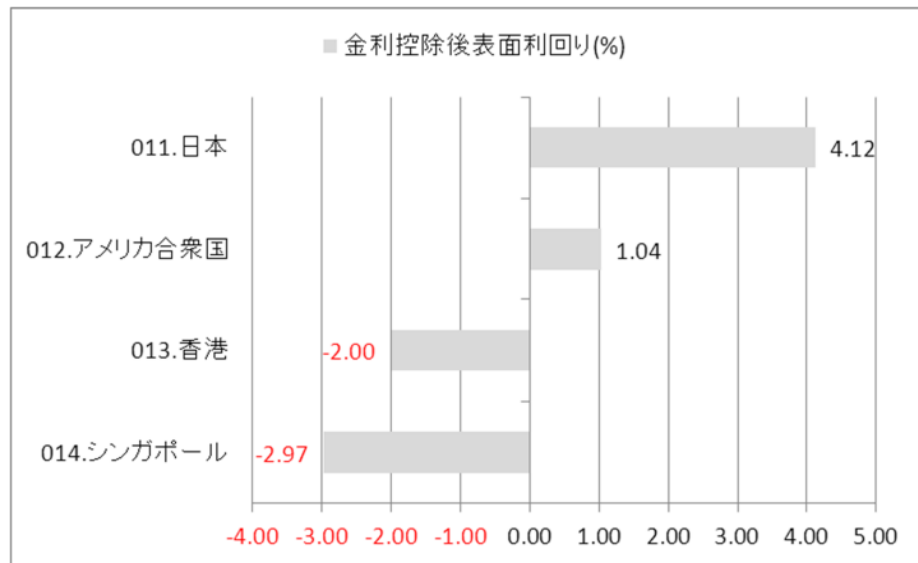
3. 東京の不動産の利回り

東京の不動産の利回りは、アメリカやシンガポール等と比べて高い水準にあることは、前述グラフ7の通りですが、ここで、再度、東京の不動産の利回りを見てみましょう。

今回は、東京の不動産の利回りを実質的な利回りで捉えてみます。この場合の東京の不動産の利回りは、さらに他国と比べて高い水準になります。以下のグラフ8では、実質的な利回りとして、表面利回りから金利を控除したものを用いています。香港・シンガポールの不動産は、この利回りがマイナスで、これらの国では、安定した賃貸収益を目指す不動産投資が成り立ちづらく、投資の目的はキャピタルゲインの獲得にほぼ限定されるという状況です。アメリカもプラスではありますが、とても低い水準です。

² PWC 調査

グラフ 8 各国の金利控除後表面利回り



<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Rental-Yields>

The World Bank orld Development Indicators(WDI)より筆者作成

4. 円建て債券との比較

東京の不動産は円建て資産ですので、海外投資家は、これに投資することにより、ドル安リスクをヘッジすることが出来ます。ただし、投資対象資産が円建て債券の場合と比べると、ドル安リスクヘッジ効果は低くなります。不動産の場合、前述の通り、ドル安(円高)時には円建て価格が下がる傾向がある分、ドル換算の不動産価格が下がる場合があるからです。また、不動産は、円建て債券より、流動性においても不利です。

しかし、投資時よりも、円が安くなる局面では、円建て債券よりも有利です。ドル高(円安)時には円建て価格が上がる傾向がある分、円安のマイナス効果を減殺できる可能性があるからです。

また、東京の不動産の利回りは、一般に円建て債券の利回りよりも高く、この点においても、円建て債券よりも有利といえます。

以上、海外投資家の視点で東京不動産の魅力を考えてまいりました。

東京のドル換算の不動産価格は、これまで右肩下がりの傾向にあったわけではありません。また、他国の不動産価格と比べて割安感じます。

また、東京の不動産への投資により、相対的に高い利回りを安定的に確保することが可能となり、不動産価格や円が下落する場合でも、これらの下落を賃貸収益によりカバーすることが可能となります。更に、東京の不動産への投資により、ドル安リスクをヘッジすることもできます。

これらの特性から、東京の不動産は、株式や新興国の不動産のようなハイリスク・ハイリターン投資資産とは異なり、長期に亘って財産価値を維持・財産保全するのに適した財産であるということが出来ます。特に、一定以上の余剰財産を持つ海外富裕層にとって、その財産ポートフォリオの“守り”の中核として、無視することが出来ない財産といえるのではないのでしょうか。

また、日本の投資家と海外投資家とでは、東京の不動産への投資への対応が大きく異なることになりそうです。

不動産の円建て価格の上昇が見込まれる状況は、日本の投資家にとっては投資の好機となります。キャピタルゲインを狙うことが出来るからです。もちろん、海外投資家も、日本の投資家同様、円建てのキャピタルゲインを狙うことは出来ます。しかし、この状況は、円が下落している、または下落が見込まれる状況でもあります。そのため、海外投資家においては、為替差損を被る懸念、そして、為替差損がキャピタルゲインを超え、トータルでは損失となる懸念があります。

不動産の円建て価格の下落が見込まれる状況では、日本投資家にとっては、投資を見送ることが合理的となりますが、海外投資家は為替差益を見込むことが出来ますので、必ずしも、投資見送りが合理的とはいえません。

以上を東京の不動産の売り手の立場で考えてみますと、日本の投資家が消極的な時期には、海外投資家へ売却するという選択肢も検討できるのではないのでしょうか。