

不動産・住宅

【要約】

- 三大都市圏の地価対前年比はプラスに転じており、2014 年も同トレンドが継続すると予想。
- オフィスビル市場は、空室率の改善トレンドが継続。賃料も一部エリアではプラストレンドに転じており、2014 年は好調に推移すると予想。
- 住宅市場では 2014 年 4 月の消費税増税前の駆け込みによる反動減の影響が顕在化しており、2014 年の住宅着工戸数は減少すると予想。マンション市場は、分譲供給量こそ減少すると予想するも、販売・賃貸はともに堅調に推移すると予想。住宅リフォーム市場も増税影響は避けられないが、中長期的なリフォーム需要の拡大と各社の積極的なリフォーム関連事業への取組を背景に、市場規模は拡大すると予想。
- 不動産売買(投資)市場も活況を呈しており、いずれの物件タイプの期待利回りも低下(価格上昇)。当面は同トレンドが継続すると予想。
- 2014 年度の企業業績は個社要因による増減が見込まれるが、業績押し上げ要因としては、①賃貸物件の新規開発と順調なリーシングの進展、②堅調なマンション分譲事業、③拡大するリフォーム需要の取込、業績押し下げ要因としては、①建設資材や労務費上昇による住宅利益率の低下、②消費税増税に伴う戸建需要の低下、などがあげられる。
- 不動産・住宅事業のグローバルプレイヤーは、母国不動産市場の特性や歴史的背景から各社異なる事業展開となっているが、いずれも各社ノウハウや各国固有の不動産市場を踏まえたアライアンス・M&A を活用することにより、着実に事業領域と展開エリアを拡大している。かかる先行事例を取捨し、日系ディベロッパー流にカスタマイズしていくことも有効と考えられる。
- 日系ディベロッパーにおいても、「日本の魅力度向上」に資する国内開発をビジネスの主軸にしながらも、着実に実現してきている現地ローカル企業とのアライアンスによるアジア攻略をもう一步すすめるような海外展開に注目していきたい。

I. 産業の動き

1. 不動産地価の動向

2014 年 3 月に公表された公示地価の対前年比は、▲0.5%程度にまで縮小

2014 年 3 月に公表された公示地価の対前年比(2014 年 1 月基準)は、景況感の改善や低金利・住宅ローン減税等の施策による住宅需要の下支えなどを背景に、全用途で前年比▲0.6%、商業地で同▲0.5%、住宅地で同▲0.6%となった(【図表 31-1】)。エリア別では、三大都市圏(全用途)で 6 年ぶりにプラスに転じた一方で、地方圏との差は未だ 2~3%(商業地では 4%)程度あり、都市部と地方・郊外部の地価二極化の傾向が続いている(【図表 31-2】)。

2014年度1Qの地価LOOKレポートでは全地点の約8割の地価が上昇、同7月に公表された路線価でも東京・大阪では前年比5～10%程度上昇した地点が散見

四半期毎に調査を実施している国土交通省の地価LOOKレポートによれば、2014年度1Qは前4Qと同様、商業系地区を中心に上昇地区が全体の8割を占めたほか、同7月に公表された路線価では、東京や名古屋の中心部で前年比5～10%程度上昇した地点が散見された。不動産投資信託(REIT)などの投資マネーの流入や企業のオフィス需要拡大が主因と捉えられ、当面は同トレンドが継続するものと思われる。

【図表31-2】 公示地価対前年比(エリア別)

【図表31-1】 公示地価・基準地価対前年比

(単位:%)		2012	2013	2014
公示地価 (1月)	全用途	▲2.6	▲1.8	▲0.6
	商業地	▲3.1	▲2.1	▲0.5
	住宅地	▲2.3	▲1.6	▲0.6
基準地価 (7月)	全用途	▲2.7	▲1.9	
	商業地	▲3.1	▲2.1	
	住宅地	▲2.5	▲1.8	

(単位:%)		2012	2013	2014
東京	全用途	▲1.7	▲0.6	+0.9
	商業地	▲1.9	▲0.5	+1.7
	住宅地	▲1.6	▲0.7	+0.7
大阪	全用途	▲1.5	▲0.9	+0.2
	商業地	▲1.7	▲0.5	+1.4
	住宅地	▲1.3	▲0.9	▲0.1
名古屋	全用途	▲0.6	▲0.1	+1.2
	商業地	▲0.8	▲0.3	+1.8
	住宅地	▲0.4	+0.0	+1.1
地方	全用途	▲3.6	▲2.8	▲1.7
	商業地	▲4.3	▲3.3	▲2.1
	住宅地	▲3.3	▲2.5	▲1.5
全国	全用途	▲2.6	▲1.8	▲0.6
	商業地	▲3.1	▲2.1	▲0.5
	住宅地	▲2.3	▲1.6	▲0.6

(出所)【図表31-1、2】とも、国土交通省「地価公示」よりみずほ銀行産業調査部作成

2. (商業地)オフィスビル市場の動向

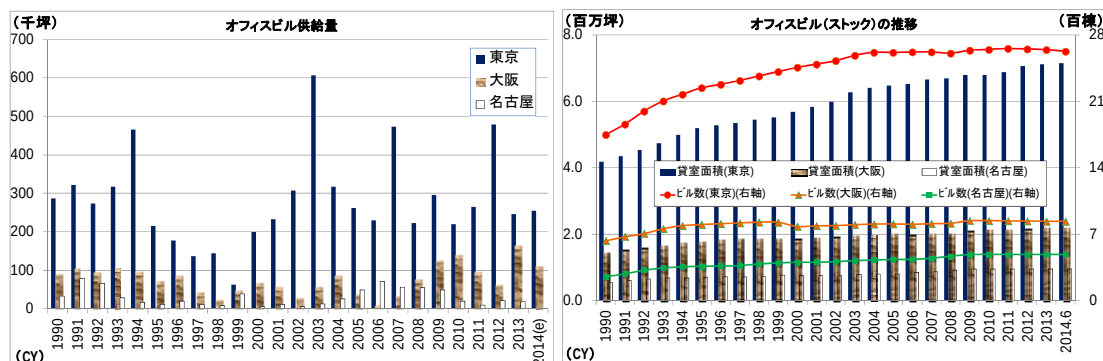
三大都市圏におけるオフィスビル貸室面積は年々増加、東京の2014年の供給量は概ね例年並の予定

三鬼商事の公表データによれば、三大都市圏におけるオフィスビル貸室面積は年々増加しており、近年は高層化・大型(再)開発が進んでいる(【図表31-3】)。とりわけ東京では、1994年に73棟/466千坪、2003年に49棟/607千坪、2007年に35棟/473千坪、2012年に29棟/479千坪と数度の大量供給をこなし、2014年6月末の棟数は26.3百棟、貸室面積は7.2百万坪となっている。なお、東京の2014年の主な供給は、概ね例年並となる+255千坪程度が予定されている(【図表31-5】)。

空室率は低下トレンドが継続、賃料は東京でプラストrendに転じたほか、大阪・名古屋でも低下圧力に歯止め

オフィスビル空室率は、リーマンショックによる企業倒産やリストラ等により上昇したが、2010年をピークに低下しており、2014年も同様の傾向となっている(【図表31-4】)。賃料も、2014年に入って東京でプラストrendに転じているほか、大阪・名古屋でも低下圧力に歯止めがかかってきている。但し、立地・スペックなど、個別ビルの競争力がある新築物件については募集賃料水準の上昇が見られるが、継続賃料の引き上げに成功している事例は未だ限定的であり、マーケット全体として本格回復するにはもう少し時間がかかるものと思われる。

【図表31-3】三大都市のオフィスビルの推移（フローとストック）



エリア	集計対象
東京	千代田・港・中央・新宿・渋谷区
大阪	梅田・南森町・淀屋橋・本町・船場・心斎橋・難波・新大阪地区
名古屋	名駅・伏見・栄・丸の内地区

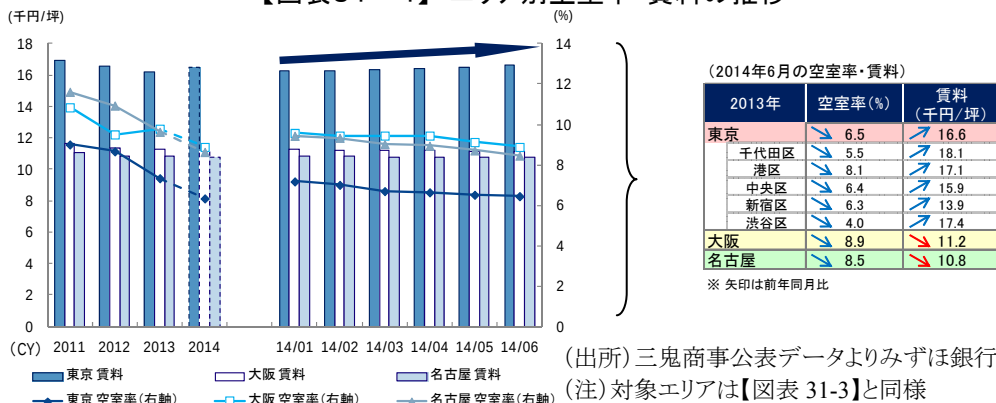
(出所) 三鬼商事公表データよりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 供給量の2014(e)は三鬼商事公表データ集計値(【図表31-5】ご参照)

(2014年6月末時点のオフィスビル)

2014年6月	棟数 (百棟)	賃室面積 (百万坪)
東京	26.3	7.2
千代田区	6.2	2.1
港区	7.2	2.2
中央区	6.5	1.4
新宿区	3.3	0.9
渋谷区	3.1	0.6
大阪	8.3	2.2
名古屋	4.9	0.9

【図表31-4】エリア別空室率・賃料の推移



(出所) 三鬼商事公表データよりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 対象エリアは【図表31-3】と同様

【図表31-5】三大都市におけるオフィスビル供給予定(2014年7月現在)

		2014年				2015年			
		竣工	延床(坪)	階層		竣工	延床(坪)	階層	
東京	千代田区	住友不動産千代田ファーストウイング	2014.1	2,682	7/B1	神田須田町一丁目開発計画(仮)	2015.1	2,311	9/-
		飯田橋グランド・ブルーム	2014.6	37,313	30/B2	神保町テラススクエア	2015.3	15,987	17/B2
		日本生命丸の内ガーデンタワー	2014.6	16,900	22/B3	フロンテリス秋葉原	2015.3	1,960	7/B1
		T本社建替計画	2014.8	3,354	10/B1				
		平河町計画	2014.11	3,745	10/B1				
		PMO田町	2014.1	1,620	12/B1	表参道計画(仮)	2015.1	2,933	11/B1
	港区	住友不動産元赤坂ビル	2014.2	1,804	9/B1	浜松町プロジェクト(仮)	2015.1	3,921	10/B1
		オリックス南青山ビル	2014.4	2,263	9/B1	品川シーステラス	2015.2	62,249	32/B1
		住友不動産御成門駅前ビル	2014.4	2,686	11/-	フロンテリス御成門	2015.3	2,639	8/B1
		西新橋スクエア	2014.4	16,650	22/B3	虎ノ門開発計画(仮)	2015.5	3,682	11/B1
		虎ノ門ビル 森タワー	2014.5	73,918	52/B5	S-GATE AKASAKA	2015.7	1,220	8/-
		芝フロンテリス	2014.6	2,635	9/B1	住友不動産三田プロジェクト(仮)	2015.8	7,300	13/-
		虎ノ門高木ビル	2014.6	1,289	10/B1				
		田町フロンテリス	2014.7	1,736	9/B1				
		PMO芝公園	2014.7	1,059	8/-				
		SHIBAURA OASIS biz(仮)	2014.7	3,901	7/-				
	中央区	ぬ利彦ビル南館	2014.1	1,997	9/B1	日本橋二丁目地区北区計画(仮)	2015.2	40,334	35/B4
		京橋トラストタワー	2014.2	15,730	21/B3	京橋MIDビル	2015.2	3,592	12/B1
		フロンテリス日本橋	2014.2	3,580	10/B1	日本橋1丁目プロジェクト(仮称)	2015.2	7,071	13/B2
		室町ちばぎん三井ビルディング	2014.2	8,808	17/B4	アーバンネット日本橋二丁目ビル	2015.10	4,475	10/B1
		室町古河三井ビルディング	2014.2	18,825	22/B4	アーバンネット銀座一丁目ビル	2015.11	3,575	8/B1
		日本橋SANYO GROUP BUILDING	2014.4	2,530	10/B1				
		HSB銀座洲ビル(仮)	2014.4	2,118	7/-				
		メルクロスビル	2014.7	2,115	9/B1				
		日本橋ダイヤビルディング	2014.8	9,000	18/B1				
		日本橋日銀通りビル	2014.8	3,074	8/-				
	新宿区	オンワードパークビルディング	2014.10	5,624	17/B2				
		ヒューリック新宿ビル(仮)	2014.10	2,925	10/B3				
	渋谷区	サッポロ恵比寿ビル	2014.9	4,843	12/B1	京王重機ビル再開発事業(仮称)	2015.1	11,615	21/B2
大阪		新伏見町ビル	2014.2	1,210	9/-	清和梅田ビル	2015.3	7,196	21/B1
		あべのハルカス	2014.3	92,565	60/B5	新ダイビル	2015.3	23,000	31/B2
		シュナイダーエルクビル大阪ビルディング	2014.3	3,660	10/B1	ORE博労町3丁目ビル(仮称)	2015.3	2,685	11/-
		淀屋橋東京海上日動ビル建替計画	2014.6	4,992	14/B2	阪和興業大阪本社ビル(仮)	2015.7	5,132	14/B1
		宇治電ビルディング	2014.10	6,081	13/B1				
名古屋						大名古屋ビルディング	2015.10	44,367	34/B4
						JPタワー名古屋	2015.11	54,237	40/B3

(出所) 三鬼商事公表データよりみずほ銀行産業調査部作成

3. (住宅地)住宅市場の動向

(1)新設住宅市場(住宅着工戸数)

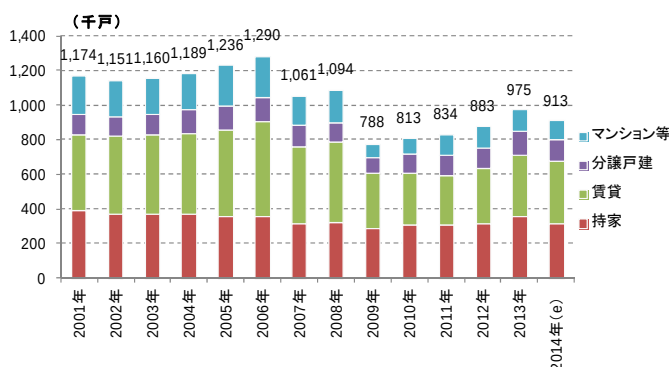
2013 年の新設住宅着工戸数は前年度比+11.2%で着地

2013 年の新設住宅着工戸数は、消費税増税前の駆け込み需要に加え、10月以降に見込まれていた反動減が想定よりも遅行して顕在化したこともあり、従来予想を上振れて推移。2013 年は前年比+11.2%の 975 千戸で着地した。但し、10 月以降は施工者不足を要因に、受注から着工までに相応の期間を擁した PJ もあった模様であり、反動減は一部抑制された様子である(【図表 31-6~9】)。

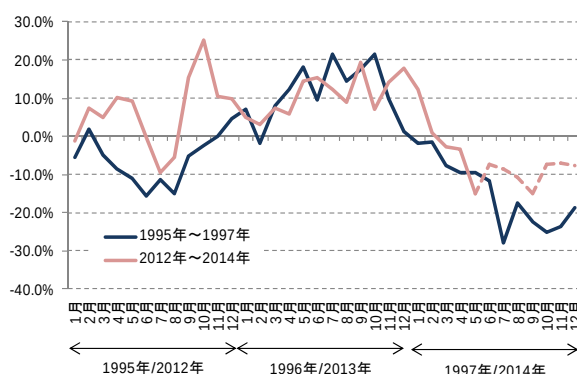
2014 年は前年度比▲6.3%と予想

2014 年は、2013 年の反動減による新設住宅着工戸数の減少は避けられないが、金利・不動産価格の先高感や住宅ローン減税の拡充等の住宅取得支援政策により、反動減はある程度緩和され、その「谷」は前回の消費税増税時の 1997 年と比較すると、浅いものと予想される。2014 年の新設住宅着工は 2013 年比▲6.3%の 913 千戸と予想する。

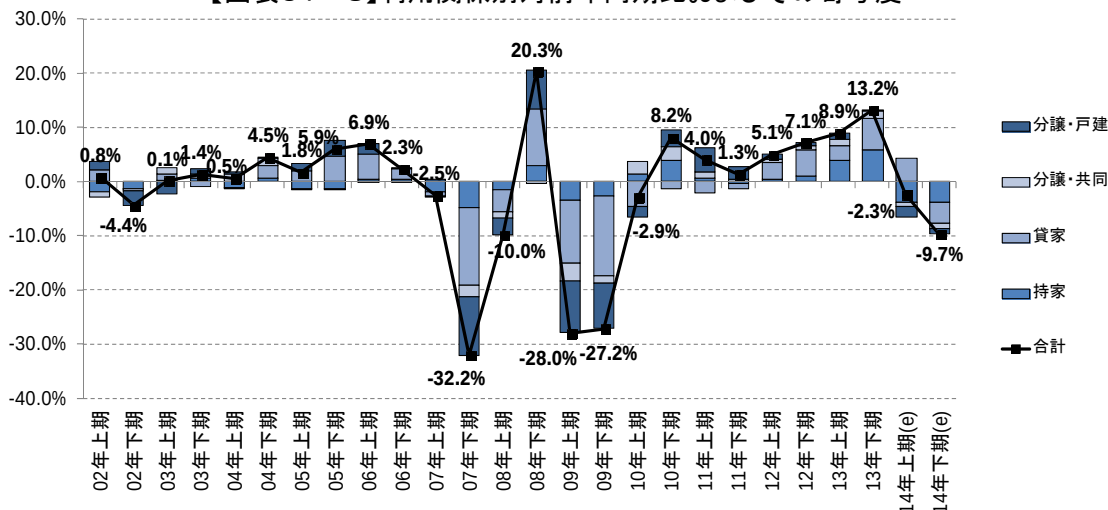
【図表31-6】新設住宅着工戸数推移



【図表31-7】新設住宅着工戸数対前年同期比



【図表31-8】利用関係別対前年同期比およびその寄与度



(出所)【図表 31-6~8】全て、国土交通省「住宅着工統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

(注)2014 年はみずほ銀行産業調査部予測

【図表31-9】利用関係別住宅着工戸数

【実数】

	(単位)	12cy (実績)	13cy (実績)	14cy (予想)	12/上 (実績)	12/下 (実績)	13/上 (実績)	13/下 (実績)	14/上 (予想)	14/下 (予想)
着工戸数	戸数 (千戸)	876.9	975.0	913.3	411.9	465.0	448.8	526.2	438.2	475.1
床面積	面積 (百万㎡)	79.4	86.8	79.8	39.8	39.6	40.1	46.7	37.4	42.3
持家	戸数 (千戸)	311.6	354.8	316.1	143.1	168.5	159.4	195.4	141.7	174.4
貸家	戸数 (千戸)	318.5	356.3	355.6	147.2	171.3	157.9	198.4	177.0	178.6
分譲	戸数 (千戸)	246.8	263.9	241.6	121.7	125.1	131.5	132.4	119.6	122.0
一戸建等	戸数 (千戸)	122.6	134.9	126.8	58.9	63.7	64.3	70.6	61.5	65.3
共同住宅	戸数 (千戸)	124.2	129.0	114.8	62.8	61.5	67.2	61.8	58.1	56.7

【増減率】

	(単位)	12cy (実績)	13cy (実績)	14cy (予想)	12/上 (実績)	12/下 (実績)	13/上 (実績)	13/下 (実績)	14/上 (予想)	14/下 (予想)
着工戸数	(%)	+ 5.2%	+ 11.2%	▲ 6.3%	+ 5.1%	+ 7.1%	+ 8.9%	+ 13.2%	▲ 2.3%	▲ 9.7%
床面積	(%)	+ 4.8%	+ 9.3%	▲ 8.1%	+ 1.0%	+ 9.1%	+ 0.6%	+ 18.1%	▲ 6.7%	▲ 9.4%
持家	(%)	+ 2.0%	+ 13.9%	▲ 10.9%	+ 1.2%	+ 2.6%	+ 11.4%	+ 15.9%	▲ 11.1%	▲ 10.7%
貸家	(%)	+ 11.4%	+ 11.8%	▲ 0.2%	+ 8.6%	+ 14.0%	+ 7.3%	+ 15.8%	+ 12.1%	▲ 10.0%
分譲	(%)	+ 5.2%	+ 6.9%	▲ 8.5%	+ 5.7%	+ 4.7%	+ 8.1%	+ 5.8%	▲ 9.1%	▲ 7.8%
一戸建等	(%)	+ 5.0%	+ 10.0%	▲ 6.0%	+ 4.3%	+ 5.6%	+ 9.1%	+ 10.9%	▲ 4.4%	▲ 7.5%
共同住宅	(%)	+ 5.5%	+ 3.9%	▲ 11.1%	+ 7.1%	+ 3.8%	+ 7.1%	+ 0.6%	▲ 13.6%	▲ 8.3%

(出所)国土交通省「住宅着工統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

(注)2014年はみずほ銀行産業調査部予測

(持家)

2013 年は、前年
比+13.9%で着地

2013 年は年初から消費増税前の駆け込み需要が顕著に現れたことに加え、景況感の改善や金利・不動産価格の先高感などが、持家の着工を押し上げた。9月までの契約分も建設コストの上昇や労働者不足等を背景に、10月以降に着工が遅れるケースもあり、年間を通してプラスで推移した。通期では2012 年比+13.9%で着地。

2014 年は、前年
比▲10.9%の見込

2014 年に入って駆け込み需要の反動減が顕在化し、2014 年2月には18ヵ月ぶりに前年割れを記録した。その後は着工減が顕著に現れているものの、夏～秋口には底を打つとみられる。また、住宅ローン減税拡充等の住宅政策の効果や金利・不動産価格先高感の継続が反動減による下落幅を抑制し、2014 年の着工数は2013 年比▲10.9%と見込む。

(貸家)

2013 年は、前年
比+11.8%で着地

2013 年の貸家着工は、消費増税前の駆け込み需要に加え、サービス付き高齢者向け住宅や復興需要による被災3県の着工が堅調に推移していることを主因に好調に推移し、2012 年比+11.8%の約356千戸で着地した。

2014 年は、前年
比▲0.2%と予想

2014 年は、駆け込み需要の反動減はあるものの、2015 年1月から適用される相続税改正による課税強化への対策として地主による貸家建築の需要が増加していることが、反動減の抑制につながると予想し、2014 年の貸家着工数は2013 年比▲0.2%と予想する。

（分譲・一戸建て）

2013 年は対前年
比+10.0%増加

2013 年は、消費増税前の駆け込み需要を狙い、大手ハウスメーカーやパワービルダーを中心に積極的な仕入・着工が行われた。一般的に戸建住宅の工期は3～4カ月であり、3月末までに引き渡しが可能と見られる12月までの着工数は前年同期比プラスで推移したものの、1月以降は同比マイナスに転じ、通年では2012年比+10.0%となった。

2014 年は対前年
比▲6.0%の見込

2014 年に入ってから、パワービルダー等は仕入れ・着工を積極的に進める方針に変わりはないが、駆け込み需要の反動減を補うことはできず、2013 年対比▲6.0%を予想する。

（分譲・共同住宅）

2013 年は、前年
比+3.9%と微増に
留まる

2013 年は、増税前の駆け込み需要をターゲットとした積極的な大型開発が相次ぎ、上期までは2012年を大幅に上回る水準で推移した。しかしながら、下期に入ると建設コストや土地代の上昇が顕著となり、入札不調案件や着工を遅らせる事例も顕在化した。通年では2012年比+3.9%増と微増に留まった。

2014 年は、前年
比▲11.1%と予想

2014 年は、既述のとおり建設コストや地代の高騰を主因に、建設投資を見送る動きが散見されることやディベロッパーの積極的な仕入れ態度に変化が見られることを背景に2013年比▲11.1%と予想する。

（2）分譲マンション市場

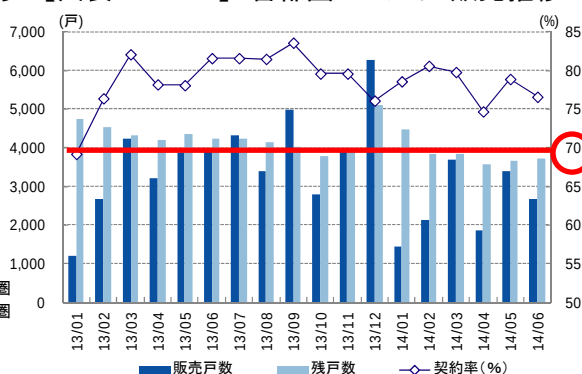
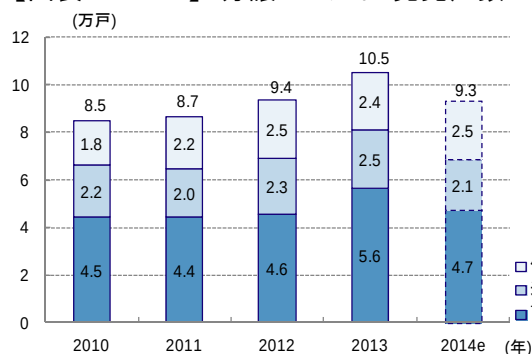
2013 年の発売戸
数は6年ぶりとな
る10万戸超とな
ったが、2014 年
上期の供給量は
抑制されており、
通年では2012 年
程度に留まると
予想

2013 年の分譲マンション発売戸数は6年ぶりに10万戸超（首都圏：約5万6千戸、近畿圏：約2万5千戸）となった（【図表 31-10】）。2014 年は、景況感の回復や不動産価格先高感を受けて開発されているマンションの竣工が見込まれるものの、消費税増税の影響と住宅ローン減税拡充等の施策効果の見極め姿勢から上期の新規供給量が大幅に抑えられており、供給量が下期に急速に増加することも想定しがたいため、通期では2012年並の供給量に留まるものと予想する。また、建設人員不足やコスト上昇等によって竣工が2015年にズレ込む可能性も否定できない。

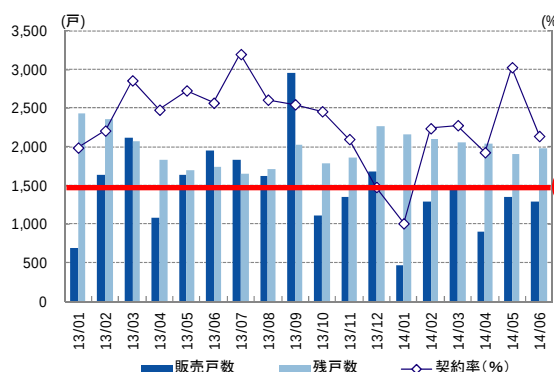
2014 年上期の販
売戸数は、良好
であった2013 年
対比減少してい
るが、初月契約
率は2014 年も堅
調に推移すると
予想

2014 年上期の首都圏・近畿圏分譲マンション販売戸数は、良好な販売実績となった2013年と比べ、用地費・建築費等の高騰を受けた販売価格の上昇もあって減少しているが、いずれのエリアにおいても平均初月契約率は好不況の判断の目安と言われている70%超で推移しており、今後も同水準での推移を見込む（【図表 31-11、12】）。

【図表31-10】分譲マンション発売戸数の推移 【図表31-11】首都圏マンション販売推移



【図表31-12】近畿圏マンション販売推移



（出所）【図表 31-10～12】全て、不動産経済研究所データより
みずほ銀行産業調査部作成

（注）【図表 31-10】2014e はみずほ銀行産業調査部予測

(3) 賃貸マンション市場

賃貸マンション賃料もプラスで推移しており、2014 年も同トレンドが継続すると予想

東京カンテイの公表資料によれば、2013 年の年間平均賃料は首都圏・近畿圏・中部圏のいずれにおいても前年比プラスとなった。都心部の高額・築浅物件に対する需要、及び不動産投資市場の売買活性化も少なからず影響を与えているものと思われる。2014 年も同トレンドが継続すると予想する。

(4) 住宅リフォーム市場

2013 年は前年対比+9.8%の 6.1 兆円で着地

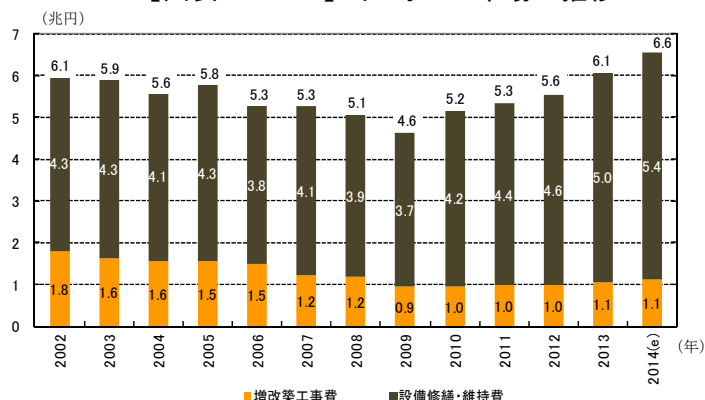
2013 年は景況感の改善に伴う個人消費の底堅さや消費増税前の駆け込み需要に加え、シニア対応等の潜在的なリフォーム需要が相俟って、住宅リフォーム市場は堅調に推移した。2013 年度の市場規模（「増改築工事」、「設備・修繕費」の合計）は 2012 年度比+9.8%の 6.1 兆円となった（【図表 31-13】）。

2014 年は前年対比+7.5%の 6.6 兆円と予想

2014 年は、駆け込み需要の反動があるものの、夏から秋口には底を打ち、年度後半からは回復するものと思われる。大手ハウスメーカーやビルダーがリフォーム分野へ注力していることやホームセンター、家電量販店でもリフォーム需要の取り込みに積極的に取り組む等、消費者に対する門戸が広がったこともリフォーム市場が拡大する一因となるだろう。2014 年の住宅リフォーム市場は 2013 年対比+7.5%の 6.6 兆円に達すると予想する。

長期的に見れば、新設住宅着工が減少することは否定できず、これまで新設の戸建住宅を中心に手掛けてきたハウスメーカー各社も、「脱戸建依存」を掲げ、事業の多角化を標榜し、多数の企業がその軸に住宅リフォーム事業を据えている。住宅リフォームには、経年劣化による「確実に必要」なリフォーム需要があることに加え、高齢者対応、環境対応等の「よりよい住環境」を求める需要が伸張すると見込まれるため、継続して当該分野は成長を続けると考えられる。

【図表31-13】リフォーム市場の推移



(出所) 総務省「家計調査」「住民基本台帳」に基づく人口、人口動態及び世帯数、国土交通省「建築着工統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

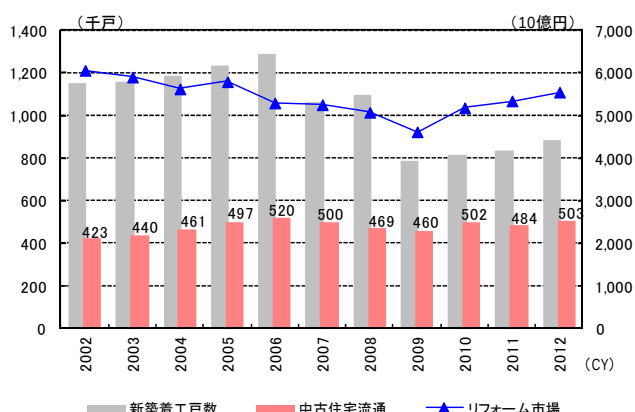
(注1) 本表では「増改築工事費」と「設備修繕・維持」をリフォーム市場と定義

(注2) 2014年はみずほ銀行産業調査部予測

リフォーム適齢期のストックが多く、リフォーム市場は更に拡大する見込

新設住宅着工が頭打ちとなることが見込まれている中、中古住宅流通市場はリーマンショック前後も比較的安定して推移しており、景気の影響を受けにくい市場と考えられ、同流通量の増加に伴い、リフォーム市場は堅調に成長することが見込まれる(【図表 31-14】)。また、国内ストックのうちリフォームの適齢期と言われている築20年以上のものが全体の50%超を占め、リフォーム対象となる物件も相応にあるため、ストックの有効活用を掲げている住宅政策のもと、住宅リフォーム市場の更なる拡大に期待がかかる(【図表 31-15】)。

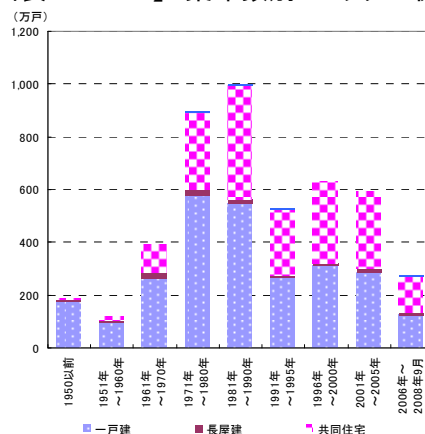
【図表31-14】中古住宅流通市場の推移



(出所) 一般社団法人不動産流通経営協会資料、及び国土交通省「住宅着工統計」よりみずほ銀行産業調査部作成

(注) 「リフォーム市場」はみずほ銀行産業調査部による推計値

【図表31-15】築年数別ストックの状況



(出所) 総務省「住宅土地統計調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

4. 不動産売買(投資)市場の動向

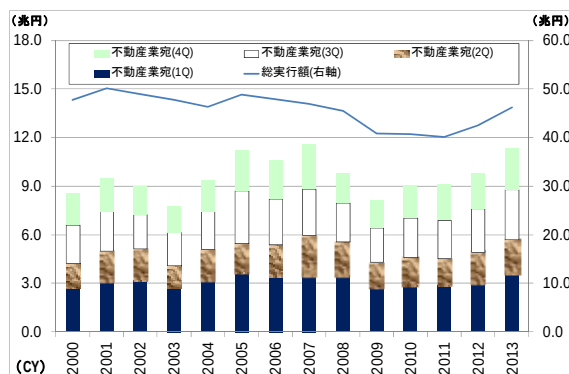
不動産売買(投資)市場は、良好な資金調達環境もあり、引き続き活況

土地の取引件数は、2012年以降、増加基調にある。大胆な金融緩和政策の影響もあり、国内銀行貸出額、とりわけ不動産業宛貸出額が増加しており、貸出条件も不動産各社にとって年々良化、物件を取得しやすい金融環境になっていることも一因と考えられる(【図表 31-16】)。また REIT 市場も活況を呈しており、2014年に入ってから7月までに3件のIPO(調達総額1,513億円)があったほか、4月までに9件のPO(同1,661億円)があった。同取得物件数は157件、同取得総額は6,083億円と引き続き旺盛な取引状況となっている(【図表 31-17】)。

不動産投資に対する投資家利回りは、いずれの物件タイプでも低下トレンド継続

2014年4月に公表された日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によれば、オフィスビル・賃貸住宅・商業店舗・ビジネスホテル・物流施設に対する投資家の期待利回りは引き続きいずれの物件タイプでも低下した（【図表31-18】）。東京所在の物件については2007年の水準に近づきつつある。

【図表31-16】国内銀行貸出実行額の推移

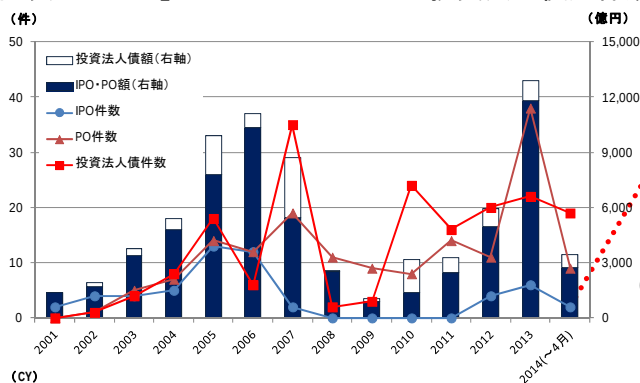


(4半期推移)
(単位: 兆円)

		総実行額		うち不動産		
			対前年比		対前年比	対総実行額
2012	1Q	12.3	103%	2.9	103%	24%
	2Q	9.4	110%	2.0	119%	21%
	3Q	10.8	108%	2.7	114%	25%
	4Q	9.9	104%	2.2	98%	22%
2013	1Q	13.5	110%	3.5	120%	26%
	2Q	10.4	110%	2.2	111%	21%
	3Q	11.4	106%	3.1	114%	27%
	4Q	10.9	110%	2.6	120%	24%
2014	1Q	14.0	103%	3.7	105%	26%

(出所) 日本銀行統計データよりみずほ銀行産業調査部作成

【図表31-17】J-REITのIPO・PO・投資法人債別件数・調達額推移と2014年度IPO銘柄

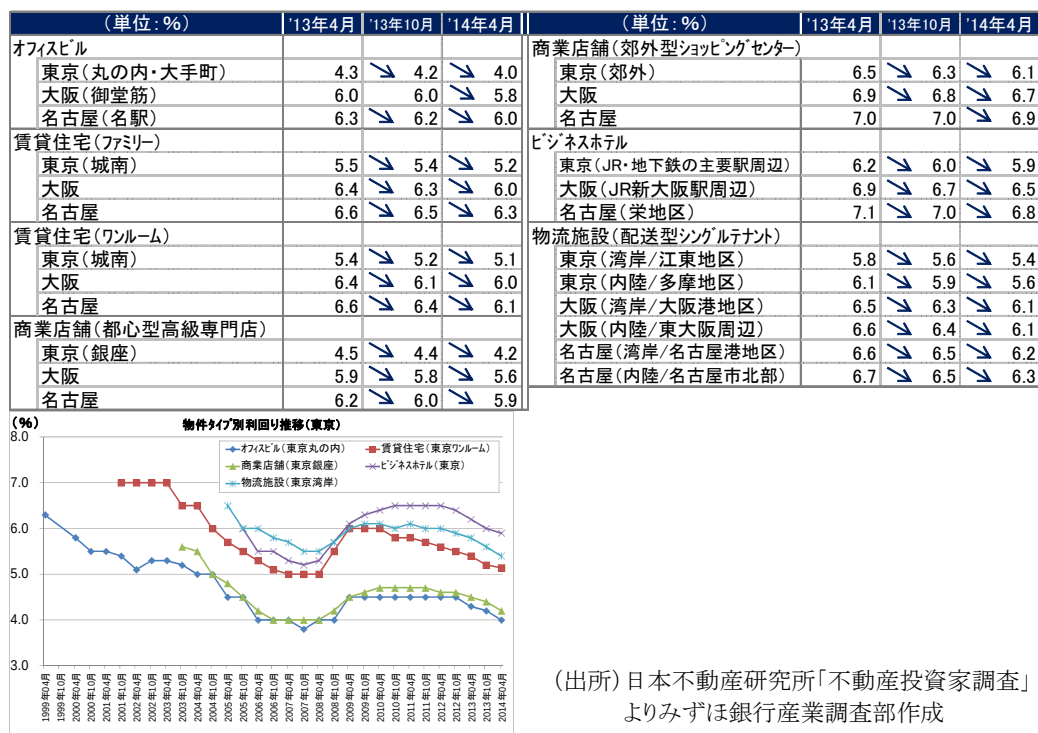


(単位: 億円)

時期	投資法人名	総額	投資対象
2月	ヒューリックリート	702	オフィス・商業施設
4月	日本リート	382	オフィス・住宅・商業施設
6月	インベスト・オフィス・ジェイリート	429	オフィス

(出所) 不動産証券化協会公表データ、及び各種公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表31-18】物件タイプ別期待利回りの一覧と東京所在物件の期待利回り推移



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」よりみずほ銀行産業調査部作成

Ⅱ. 企業業績

1. 不動産大手6社

2013年度は増収増益となったが、2014年度は各社の一過性要因により6社合計では増収減益を計画

2014年度のベース収支は、賃貸・分譲ともに堅調に推移すると予想

2013年度は、良好な不動産市況を背景に、微減益となった東京建物を除き各社とも増収増益となった（【図表 31-19】）。2014年度は、三井不動産・住友不動産・東急不動産 HD が増収増益を計画する一方で、三菱地所が前期物件売却の反動減、野村不動産 HD が大ロテナント移転と子会社 REIT 上場の反動減、東京建物が分譲マンション売上減少を主因に、大手6社合計では増収減益の計画となる。当部も同様の業績動向を予想する。

三菱地所の海外物件売却の反動減など、各社に決算上の特殊要因があるうえ、2013年度の収益ドライバーとなった分譲マンションの手持材料の大小から各社各様の計画となっているが、2014年度は、建設費の上昇が開発案件の利益率を押し下げるものの、賃貸物件の新規開発と順調なリーシングの進展、及び堅調なマンション分譲により、ベース収支は堅調に推移するものと思われる。

【図表31-19】不動産大手6社の業績

【実額】 (億円)			
	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (予想)
売上高	44,172	48,369	49,481
営業利益	5,591	6,594	6,286

【増減率】			
	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (予想)
売上高	+ 4.8%	+ 9.5%	+ 2.3%
営業利益	+ 7.7%	+ 18.0%	▲ 4.7%

(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 連結ベース。2014 年度数値はみずほ銀行産業調査部予測

(注 2) 大手 6 社: 三井不動産、三菱地所、住友不動産、東急不動産、野村不動産、東京建物

2. 住宅大手5社(住宅部門)

2013年度は大幅な増収増益で着地

2014年度は、住宅部門以外の事業が好調であり、増収増益と予想

2013年度は、2012年度下期から顕在化していた消費増税前の駆け込み需要等の影響で、分譲・賃貸問わず住宅全般での受注が増加した。また、物流や商業不動産への投資・開発案件も好調であり、住宅大手5社合算の2013年度決算は増収増益となった（【図表 31-20】）。

2014年度は、駆け込み需要の反動減は避けられず、戸建部門は業績悪化要因となることが見込まれるが、好調な受注を続ける賃貸住宅部門の影響により増収を予想する。但し、当該部門は利益率が低く、住宅大手5社合算(住宅部門)では増収減益となることが見込まれる。

ただし、商業施設や物流、ホテル等の住宅以外の事業については堅調な推移が見込まれるため、住宅大手5社合算(全社ベース)では増収増益での着地を見込む。

【図表31-20】住宅大手5社の業績

【実額】 (億円)

	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (予想)
売上高	71,661	84,870	87,660
住宅部門	42,283	47,694	48,960
営業利益	3,928	5,550	5,816
住宅部門	2,880	3,714	3,661

【増減率】

	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (予想)
売上高	+ 6.2%	+ 18.4%	+ 3.3%
住宅部門	+ 7.0%	+ 12.8%	+ 2.7%
営業利益	+ 7.5%	+ 41.3%	+ 4.8%
住宅部門	+ 16.0%	+ 29.0%	▲ 1.4%

(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 連結ベース。2014 年度数値はみずほ銀行産業調査部予測

(注 2) 大手 5 社: 積水ハウス、大和ハウス工業、住友林業、
積水化学工業、旭化成

(注 3) 住友林業は、開示情報の制限により経常利益を採用

3. 建材大手 5 社

2013 年度は増税
前の駆け込み需
要や拡大するリ
フォーム事業等
により増収増益

建材大手 5 社の 2013 年度決算は、年度初めから好調に推移した新設住宅着
工や需要の拡大が続くリフォーム事業、消費増税前の駆け込み需要も相俟つ
て、大幅な増収増益となった(【図表 31-21】)。建材メーカーは着工時から需
要が発生する壁材等の商材から工期の後半に需要が生じるエクステリア商材
等を取り扱っており、2013 年度は年度を通して駆け込み需要を享受できた様
子である。

2014 年度も引き
続き堅調推移を
予想

2014 年度は駆け込み需要の反動減は避けられず、新設住宅向け需要は減
少することが見込まれる一方で、好調なリフォーム需要により増収を予想する。
また、LIXIL が買収した海外子会社の業績回復や通期寄与が利益押し上げ
要因になろうが、新設住宅向け商材の売上高減に伴う生産性悪化により減益
を予想する。2014 年度は売上高は前年度比+5.4%、営業利益は同▲3.0%の
増収減益を予想する。

【図表31-21】建材大手5社の業績

【実額】 (億円)

	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (見込)
売上高	39,267	43,922	46,289
営業利益	1,517	2,360	2,289

【増減率】

	12fy (実績)	13fy (実績)	14fy (見込)
売上高	+ 5.8%	+ 11.9%	+ 5.4%
営業利益	+ 43.5%	+ 55.6%	▲ 3.0%

(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 2014 年度数値はみずほ銀行産業調査部予測

(注 2) 大手 5 社: LIXIL(連結)、TOTO(連結)、大建工業(連結)、
YKK AP、パナソニック(株)エコソリューションズ社

Ⅲ. トピックス ～ グローバルな視点からの考察

日系の大手ディベロッパーは、高度経済成長期に国外で事業を行ったが、バブル崩壊に伴う事業の選択と集中により撤退した経緯

日系の大手ディベロッパーは、高度経済成長期に国外で事業を行ったが、バブル崩壊により各社とも財務体力が疲弊したため、国内に事業を特化すべく、一部を除き海外事業から撤退した経緯がある。一方で昨今は、国内で安定した事業基盤を構築した大手ディベロッパー各社が、先進国に加えてアジアの成長力を取り込むべく、再び海外事業へ進出・検討する動きが活発化している。

アジアには都市形成・発展段階にあるエリアが多く、そのエリアに根差した、情報力に長けた実績あるディベロッパーと相対して単独で進出・事業展開を図ることは難しい。欧米等の先進国における事業展開も同様であるが、海外展開を図る日系ディベロッパーは現地企業とのアライアンスによって進出するケースがほとんどである（【図表 31-22】）。

【図表31-22】 日系大手ディベロッパーの海外展開と主なアライアンス企業

不動産会社	展開国	物件タイプ	現地パートナー(例)
三井不動産	英国	商業	STANHOPE
	米国	商業・住宅	Akridge
	中国	商業・住宅	杉杉集団
	台湾	商業	FarGlory
	マレーシア	商業・住宅	Eastern & Oriental
	タイ	住宅	ANANDA
	インドネシア	住宅	Ciputra Development
三菱地所	英国	商業	Europa Capital Group
	米国	商業	Rockefeller Group
	中国	商業・住宅	Symphony HD
	台湾	商業	潤泰創新国際社
	シンガポール	商業・住宅	Capitaland
	タイ	住宅	AP社
	ベトナム	住宅	Capitaland
不動産会社	展開国	物件タイプ	現地パートナー(例)
住友不動産	中国	住宅	億達集団
東急不動産	中国	商業・住宅	新華集団
	インドネシア	ホテル・住宅	Lippo
東京建物	中国	住宅	万科企業
大和ハウス	米国	住宅	Lincoln Property Company
	中国	商業・住宅	宝業集団
	インドネシア	工業団地	PT Argo Manunggal Land Development
	ベトナム	工業団地	Dong Nai Import Export Processing Agricultural and Foods Company
積水ハウス	米国	住宅等	Holland Partner Group
	オーストラリア	住宅	Lend Lease
	中国	住宅	蘇州常成置業有限公司
	シンガポール	商業・住宅	Far East Organization
	サウジアラビア	住宅	(日揮)

(出所) 各社公表資料よりみずほ銀行産業調査部作成

そこで本稿では、各国・エリア毎に異なる市場特性や歴史的背景を前提としたうえで、代表的なグローバルプレイヤーの事業展開から得られるインプリケーションについて考察することとしたい。

米国では REIT をメインプレイヤーとして不動産開発が行われるため、ディベロッパーは小規模な企業が多いが、CBRE は商業用不動産サービスを軸にグローバル展開

未だ REIT において各種制限のある日本とは異なり、REIT 先進国である米国では、REIT による開発や内部運用が認められており、子会社でテナント企業などに事業としてサービスを提供することが可能であることから、米国不動産市場は、REIT をメインプレイヤーとして、ファンド等の金融資産により積極的な不動産開発が行われている。そのため、開発・企画と所有者が分離していることが多く、北米のディベロッパーはプロジェクトの企画機能を中心とした特定のバリューチェーン領域を担う企業が一般的で、同業界で圧倒的な規模を有する CBRE Group, Inc 社でさえも、時価総額は REIT 市場の総額 83 兆円に対して 1 兆円程度に過ぎない。同社は商業用不動産にかかる不動産サービスを所有者・投資家・レンダーなどに提供するビジネスモデルにより、積極的なクロスボーダー M&A のもと世界の主要都市における豊富な不動産データをストックし、事業展開を行うことで、世界的にその名を知らしめ、グローバルプレイヤーの筆頭格となっている（【図表 31-23】、世界の REIT 市場概要につき【図表 31-25、26】）。

Capitaland は金融機能とアライアンスの効果的活用によりグローバル展開、Sun Hung Kai は自国で培った事業ノウハウにより中国本土へ進出

アジアでは、シンガポール・香港といった不動産市場が代表的であるが、前者で不動産業界時価総額 No.1 である Capitaland Limited 社は、REIT 市場をうまく活用しつつ、アライアンスや M&A を積極的に活用し、母国市場及び中国を中心とする複数国への展開をすすめ、グローバルプレイヤーとしての名を高めてきた。また後者で同じく No.1 である Sun Hung Kai Properties Ltd. 社は、日系ディベロッパー同様にオンバランスでの開発・保有による展開が中心であるが、自国で培った事業ノウハウにより、世界的に注目度の高い中国本土にも進出し、確固たる地位を築いている。

【図表31-23】不動産関連のグローバル企業

CBRE Group, Inc.		Capitaland Limited		Sun Hung Kai Properties Ltd.	
本社	ロサンゼルス	本社	シンガポール	本社	香港
設立	1906 (前身のTucker, Lynch&Coldwell)	設立	2000 (DBSラッド&デムコランドの合併)	設立	1963
上場	NYSE(2004年)	上場	SGX(2000年)	上場	SEHK(1972年)
事業内容	商業不動産サービス リーシング 物件売買 物件評価、リサーチ 不動産投資 不動産開発	事業内容	不動産 REIT 金融サービス ホテル	事業内容	不動産 不動産投資 ホテル テレコム インフラ他
展開エリア	アメリカ大陸 EMEA(40カ国) アジアパシフィック(13カ国)	展開エリア	シンガポール 中国(含む香港) 他アジアパシフィック(9カ国) ヨーロッパ(6カ国) 中東(6カ国)	展開エリア	香港 中国 (シンガポール)
近年の動向、他	・2011年にINGグループの不動産投資運用事業(ヨーロッパ・アジア)を買収 ・2013年のM&Aは11件	近年の動向、他	・設立時に既に欧米連の複数国で展開(前身2社)。 ・その後金融機能とアライアンスを効果的に活用し、事業領域・展開国を拡大	近年の動向、他	・売上の90%、資産の70%が香港 ・自国で培った住宅・商業開発ノウハウにより中国本土で展開
総資産(※1)	737,633	総資産(※1)	1,603,967	総資産(※1)	5,537,042
時価総額(※2)	1,077,662	時価総額(※2)	1,108,367	時価総額(※2)	3,786,348

(※1) いずれも13/12期(Sun Hung Kaiのみ中間期)。百万円換算。換算レートは105.4円/USD、83.06円/SGD、13.59円/HKD、(※2) 2014.6.30終値(百万円換算)

【ご参考(時価総額)】三菱地所(3.5兆円)、三井不動産(3.3兆円)、住友不動産(2.1兆円)

(出所) 各社 HP、アニュアルレポート等よりみずほ銀行産業調査部作成

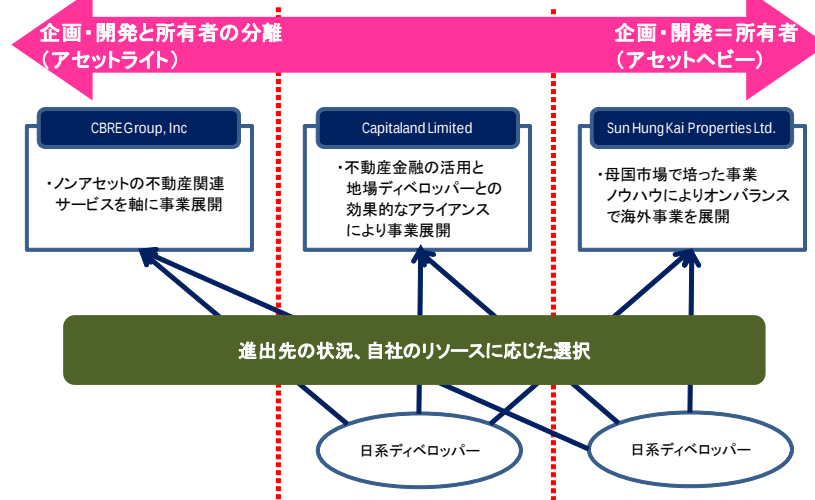
日系ディベロッパーは、安定的なストック収入と資産回転型フロー収入のバランスをとった経営を志向

日系ディベロッパーは、国内都市開発の担い手として、日本の魅力度を高めるべく、情報開示に閉鎖的であった国内を主戦場にビジネス展開を行ってきた。かつては「不動産価格は下がらない」という土地神話のもと、アセット保有を前提とした開発が行われたが、不動産価格がボラタイルに推移するようになり、不動産流動化制度・REIT 市場等が創設されるなど、オフバランススキームが整備されてからも、ディベロッパー各社の劇的なアセット圧縮までには至らず、現在でも保有アセットからの賃料収入による安定的なストック収入と分譲などの資産回転型フロー収入のバランスをとった経営が行われている。

母国市場の特性や歴史的背景を踏まえつつ、グローバルプレイヤーの海外展開手法を取捨し、日系ディベロッパー流にカスタマイズしていくことも有効

CBRE、Capitaland、Sun Hung Kai の3社は母国不動産市場の特性や歴史的背景から各社異なる事業展開となっているが、いずれも母国市場以外での事業を着実に進めており、不動産サービスの拡充を軸とした海外展開、不動産金融の活用や地場ディベロッパーとの効果的なアライアンス、母国市場で培った事業ノウハウを活用してのオンバランス展開など、日系ディベロッパーにも参考にできる点があると思われ、日本市場の特性と進出先市場の特性を踏まえて日系ディベロッパー流にカスタマイズしていくことも、海外事業展開上、有効と考えられる(【図表 31-24】)。

【図表31-24】不動産グローバル企業の海外展開手法



(出所) みずほ銀行産業調査部作成

現地ローカル企業とのアライアンスによるアジア攻略をもう一歩すすめるような海外展開に注目していきたい

我が国の不動産市場では、1990年代後半からの投資市場の整備とともに外資系ファンドなども国内のプレイヤーとして参入しており、世界的にも不動産鑑定評価基準の国際化や各国 REIT 決算への IFRS 適用がすすむなど、不動産投資市場のグローバル化は着実にすすんでいる。一方で不動産事業の現場は常にエリア特性や歴史的背景を前提とせざるを得ず、(日系)不動産会社が海外展開をすすめるには現地情報のストックや地場企業とのアライアンスなど「ビジネスの現地化」が極めて重要となるが、一度根差してしまえば先行者メリットを享受し続けることが可能と思われ、実際にバブル崩壊時に海外事業を撤退しなかった企業は現在も海外展開を有利に進めている。日系ディベロッパーにおいても、「日本の魅力度向上」に資する国内開発をビジネスの主軸にしながらも、着実に実現してきている現地ローカル企業とのアライアンスによるアジア攻略をもう一歩すすめるような海外展開に注目していきたい。

【図表31-25】世界の REIT 市場の時価総額

(単位: 億円)

国名	銘柄数	時価総額	
米国	234	829,721	59%
オーストラリア	57	96,421	7%
日本	46	84,701	6%
フランス	31	81,771	6%
英国	24	66,661	5%
カナダ	53	55,663	4%
シンガポール	37	53,327	4%
香港	10	23,181	2%
他	261	108,082	8%
世界計	753	1,399,528	100%

※ 2014年6月30日現在

【図表31-26】世界の主な REIT 市場

欧州(13カ国): 12.8%(※)				アジア・パシフィック(9カ国): 20.1%(※)				米州(4カ国): 64.7%(※)		
英国	2007年	UK-REIT		日本	2000年	J-REIT		米国	1960年	US-REIT
フランス	2003年	SIIC		オーストラリア	1971年	A-REIT		カナダ	1994年	C-REIT
オランダ	1969年	FBI		シンガポール	1999年	S-REIT				
				香港	2003年	HK-REIT				

※ 割合は2014.6末現在の時価総額

(出所) 【図表 31-25、26】とも、公表データよりみずほ銀行産業調査部作成

(社会インフラチーム 藤井 洋平／中村 朋生)

youhei.fujii@mizuho-bk.co.jp

tomoki.nakamura@mizuho-bk.co.jp

©2014 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。