

英国の事業用不動産市場： その規模とは？

IPFリサーチプログラムはこのほどポール・ミッチェル不動産コンサルティング社のポール・ミッチェル著「英国の不動産市場の規模と構造2013年：変化の10年」を刊行した。この著書は、英国の事業用不動産の価値とはいかなるものか、さまざまなセクターや英国内でどのように分布しているのか、保有者は誰なのか、投資市場の規模はどのくらいか、といったIPFが2005年に提起した疑問に立ち戻っている。またこの新たな調査はさらなる2つの疑問 -- 居住用不動産は事業用不動産と比較してどうか、そして不動産へのエクスポージャーが断片化する世界で保険会社や年金基金などの機関投資家が英国不動産への投資から得るものとは何か -- を投げかけている。

この分析は主にIPDおよび査定局が収集したデータを利用している。また、個別不動産取引についてはリアル・キャピタル・アナリストックス（RCA）より、個別ファンドについてはプロパティ・ファンド・リサーチ（PFR）より、またショッピングセンターについてはトレヴァー・ウッド・アソシエイツより、特別に提供を受けた詳細な専有情報を役立てた。

事業用不動産とは、建物の大部分が覆われていること、一般的に事業者が入居していること、保有者は主に民間であることに基づいて定義される。この定義上、公共部門が保有または入居する事業用不動産はすべて含まれる。未完成の開発や未開発の土地は一切含まれない。また、この定義には、商業施設（レストランやパブを含む）、オフィス、産業施設、さらにはホテル、レジャー施設、会議場、展示場、専用駐車場、ガソリンスタンドなど多岐に渡る「その他の事業用」不動産も含まれる。しかしヘルスケア施設、教育施設、美術館／博物館、図書館、運動場、裁判所、刑務所、重工業工場、インフラ施設、またテーマパークのようなオープン構造物は含まれない。

この定義に基づき英国の事業用不動産の合計価値を推定すると2013年末において6,830億ポンドとなっている。そのうち45%が商業施設（レストランやパブを含む）、29%がオフィス、18%が産業施設、8%が「その他の事業用」不動産である。2003年以降の価値の増加はロンドンの事業用不動産によるものであり、ロンドンの事業用不動産価値は英国全体の合計価値の3分の1をやや上回り、またGDPの23%を優に超える。

事業用不動産投資市場の規模

2013年末時点の英国の事業用不動産投資ユニバーズは3,850億ポンドと推定され、2003年の推定値から34%増となっている。自己使用形式から賃貸形式への移行、特にホテル展開や新たな市場の開設によって、投資ストックにおけるこの比較的堅調な伸びが実現した。

投資の保有状況は2003年から2013年半ばにかけて、すべてのセクターおよび大半の市場セグメント（ロンドン以外のオフィスを除く）で増加した。図表1に示すように、「その他」セクターの保有状況は2倍以上となったものの、商業施設とオフィスが依然上位2位に位置する。

投資家のタイプ

図表2に示すように、英国の投資不動産の海外投資家保有は現在24%を占める（これは英国の事業用不動産ストック合計の14%に相当）。

海外投資家の保有のほぼ4分の3がロンドンで、シティのオフィス市場の主要投資家となっており、現在総ストック（投資および自己使用）の半分以上を保有している。加えてウエストエンドとミッドタウン、ロンドンの他地域でも相当数のオフィスを保有している。

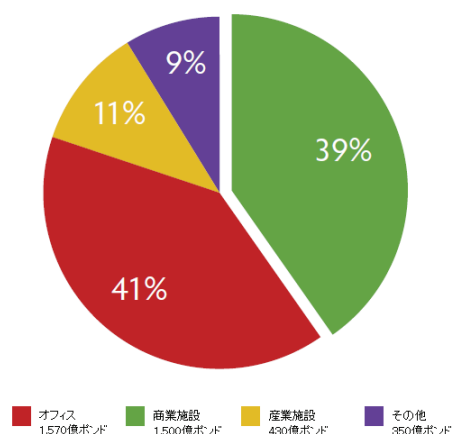
シティのオフィス市場以外において、この海外投資家の伸長ぶりは英国投資家の犠牲の上にあるわけではない。全体として英国投資家の保有量（計2,910億ポンド）は、不動産価格の高騰後も含め、2003年以来増加しており、事業用不動産全体の成長を上回っている。集団投資スキーム、不動産投資信託（REIT）および上場不動産会社、保険会社、民間不動産会社はいずれも有力な英国投資家である。

英国投資家間の保有バランスは2003年以降変化がみられる。英国の機関投資家の戦略が間接不動産投資へ移行したことや、海外および英国の個人投資家による投資の増加により、英国の集団投資スキームによる保有が（外国人投資家による保有高の増加に匹敵するほど）大幅に増加した。しかし、この伸びは2000年代前半の動きによるものであり、2009年以降は保有量の持続的牽引力を欠いていて、クローズドエンド型投資信託が特に大きなマイナス影響を受けている。

REITおよび上場不動産会社そして個人投資家もその保有量を著しく増加している。とはいえ、ブリティッシュ・ランド、ハマーソン、イントゥ、ランド・セキュリティーズ、セグロの5社による保有率は2003年には約75%であったが、現在この投資家群の中で占める割合は3分の2に過ぎない。また近年ではショッピングセンターの保有に偏りつつあり、英国のこのセクターにおける最大の保有者となっている。そして多くの英国投資家同様、REITおよび上場不動産会社もシティのオフィスへのエクスポージャーを大幅に減らしている。

保険会社は縮小傾向だ。アセットアロケーターが不動産投資比率を大きく下げ、また戦略が直接投資から間接投資へと変更された結果、彼らの非リンク生命保険および年金基金へのエクスポージャーは2003年以降半分以上低下した。年金基金も間接投資寄りに戦略を変えてきたが、海外不動産へのシフトや不動産への資産配分の縮小も行っている。

図表1：セクター別英国の事業用投資不動産ユニバース
(2013年末時点)



出所：企業年次報告書のデータに基づく
PMRECON、IPD、ONS、PFR、RCA／プロパティデータ

図表2：英国の事業用不動産市場における投資家

投資家タイプ	2013年末 (億ポンド)	2013年末 シェア (%)
英国保険会社基金 長期ファンド、ユニットリンク生命保険・年金、運用資産ファンド	430	11
英国個別分離運用型年金基金 積立方式年金制度の自己勘定不動産ポートフォリオ	310	8
英国およびチャンネル諸島内集団投資スキーム 認可／不認可不動産ユニット投資信託、合資会社、他の類似形態	630	16
英国REITおよび上場不動産会社 ロンドン証券取引所のメイン市場に上場	550	14
英国民間不動産会社	530	14
英国の従来からの土地資産家および慈善団体	170	4
英国個人投資家 富裕層シンジケートを含む	100	3
英国その他 地方自治体による投資、公営住宅運営者の入居中不動産を含む	180	5
英国 小計	2,910	76
海外 英国国外に拠点（ソブリンウェルスファンドを含む、 出資金の原資が英国のものは除く）	940	24
合計	3,850億ポンド	100%

出所：企業年次報告書のデータに基づくPMRECON、IPD、ONS、PFR、RCA／プロパティデータ

英国の民間不動産会社は530億ポンド相当の事業用不動産を保有し、その投資家としての存在感は依然大きい。カナリー・ワーフ・グループ／ソングバード・エステートは約50億ポンドの不動産を保有する単独投資家のトップだが、全体の半数は比較的小規模な会社による保有で、保有する不動産規模はそれぞれ1億ポンド未満である。各社の情勢は過去10年間で大きな差が出ている。多くの大企業は戦略的にその保有量を減らし、また中には保有をやめる企業、保有量の大幅な縮小を行う企業（2000年代半ばの過度な借入による）も現れている一方、2000年代後半の価格の下落を捉えて資産を取得しポートフォリオの拡大を図った企業もある。地方オフィスの最大の保有者は民間不動産会社である。

より小規模な投資家の間では、個人投資家と同様に、従来からの土地資産家および慈善団体がポートフォリオの不動産投資比率を高めている。これは上昇傾向にあるウエストエンド市場に対する彼ら（ロンドン中心部の商業施設の最大の保有者グループである）の選好による。

セグメント別事業用投資不動産

不動産ユニバースと投資ユニバースの仕組みには大きな違いがあり、全体的な投資ユニバースとIPDのベンチマークにも違いがある。

標準的な商業施設（主に店舗や飲食店）は不動産ユニバースにおける最大のセクターだが、投資ポートフォリオでは比較的シェアが低い。大半の店舗の資産価値が、主流の投資家が購入を検討するロットサイズを下回るためである。バランスを取るために投資家のポートフォリオはショッピングセンターや商業用倉庫により重きを置き、価格で見ると95%のショッピングセンター、86%の商業用倉庫が投資家の保有となっている。

ロンドン以外およびサウスイーストの産業施設が投資家ポートフォリオに占める割合は比較的小さい（その多くは自己使用に適した工場、もしくは投資家の投資対象からかけ離れた小さいロットサイズである）。同様に地方のオフィスも投資家ポートフォリオの中では影が薄い。

「その他」の事業用不動産は投資家のポートフォリオにおいて最も大きく拡大しているセクターで、2003年以降その規模は倍以上に拡大している。ヘルスケア施設や教育施設を含む（居住用不動産は除く）このセクターは現在ポートフォリオの9%を占める。ホテルを中心に伸びており、ロンドンのホテルに多額の投資を行っている海外投資家とその主たる保有者である。

図表3：各セグメントにおける最大の投資家タイプ

セグメント	最大の投資家タイプ
ロンドン中心部の店舗	従来からの土地資産家および慈善団体（40億ポンド）
英国の他地域の標準的な商業施設 （飲食店、パブ、レストランを含む）	パブ経営者（80億ポンド）、 集団投資スキーム（70億ポンド）
ショッピングセンター	英国REITおよび上場不動産会社（150億ポンド）
商業用倉庫	集団投資スキーム（110億ポンド）
シティのオフィス	海外投資家（260億ポンド）
ウエストエンドとミッドタウンのオフィス	海外投資家（180億ポンド）
ロンドンの他地域およびサウスイーストのオフィス	海外投資家（150億ポンド）
英国の他地域のオフィス	民間不動産会社（40億ポンド）、 海外投資家（40億ポンド）
産業施設	集団投資スキーム（90億ポンド）
その他の事業用不動産	海外投資家（110億ポンド）

出所：企業年次報告書のデータに基づくPMRECON、IPD、ONS、PFR、RCA／プロパティデータ

現在では大半が公営となっているヘルスケア施設（介護施設を含む）や教育施設は、非居住用セクターに残る選択肢のなかで、おそらく最も期待できる未開拓の投資分野であろう。公共政策によって今後これらのストックがより大規模なスケールで事業用不動産投資家に開放されるかどうかが鍵となるだろう。

投資家のポートフォリオは引き続きロンドンを中心としている。しかし首都ロンドンが投資不動産に占める割合が46%と大きい理由のひとつは、ロンドンの不動産価格が他より高いためである。多くの地域市場の特徴である小規模なロットサイズを投資家が敬遠するというのが重要な要因となっている。この拒否反応は国内投資家のみならず、むしろ平均購入価格が国内投資家の2倍近くになる傾向にある海外投資家に強い。世界的にみてもクロスボーダー投資家は一般的に首都への投資を好む傾向がある。

IPDの英国指標は投資ユニバースのおよそ5分の2近くをカバーすると予想される。これは、特にREITおよび上場不動産会社、民間不動産会社の資産のデータが少数であること、およびさらに重大な要因として、海外投資家保有の大量の不動産を英国指標に含んでいないことを反映している。実際の投資ユニバースは、全体として商業用倉庫や商業施設へのウエイトがIPDの示すものより低くなっており、ロンドンのオフィス（特にシティ）がより大きなウエイトを占めている。これはIPDの英国指標には含まれない海外投資家のポートフォリオがロンドンに非常に集中していることによる。

海外投資家や民間不動産会社（同じくIPDの英国指標に含まれるデータは少数）のポートフォリオの双方において「その他」の事業用不動産の比重が非常に大きいことから、「その他」の事業用不動産は投資ユニバースにおいて比較的大きな割合を占めている。

指標に含まれるシティのオフィスのデータが少数である以外は、英国投資家のポートフォリオは概ねIPDのベンチマークと変わらない。

居住用不動産

居住用不動産は新たな投資対象エリアとなりうる。2013年末の英国の居住用不動産のストックは4兆6,700億ポンドと推定され、事業用不動産のストックの7倍に匹敵する。

このストックのほとんどが民間保有で主に自己使用となっているが、約8,390億ポンド相当は民間の賃貸使用となっている。なお賃貸ストックのおよそ75%は個人保有である。この民間の賃貸用の8,390億ポンドのうち、従来の事業用不動産投資家が保有するのは現在わずか2%ほど（アパートや戸建に110億ポンド、学生向け住宅に80億ポンド）である。主にロンドンで保有する従来からの土地資産家および慈善団体は、主流の投資家の中で最大の投資家である。また集団投資スキームや、REITおよび上場不動産会社も同様に相当な居住用不動産ポートフォリオを持つ。

結論

本レポートは多くの重要なトレンドを特定し数値で示している。トレンドのひとつは基となる不動産ストックを上回る速度で投資市場が成長してきていることである。これは自己使用者による投資不動産の売却、また影響力はそれほどではないがヘルスケア施設、学生向け住宅、またユースホステルやマリナーなどのニッチ市場といった代替市場の開始の結果といえる。特に郊外の商業施設を含む新たな開発は投資家にとってストックの供給源となっている。過去10年間に海外投資家は英国不動産の相当量を買集めてきたが、シティのオフィス市場以外では、国内投資家を追い出すほどではなかった。国内投資家のポートフォリオは事業用不動産の価格が横ばいだった期間に規模を拡大させている。

今後について、注目すべきは2つの主要な事業用不動産セクター（商業とオフィス）における投資適格ストックが現時点でほぼ投資済みとなっている点だ。現在、新規開発が少ないため、新たな投資家（もし過去10年のトレンドが継続するなら、海外からの投資家）のニーズに応えるには新規市場の開拓しかないだろう。

事業用不動産はすでに非居住用不動産市場価値の約85%となり、残りの多くは、主に教育施設やヘルスケア施設といった大半が公営となっているサービスや、裁判所、刑務所、救急施設といったより小さいニッチ不動産でほぼ占められている。どの程度までこのストックが事業用不動産投資家に開放されるかは、公共政策の決定を待つところである。本調査はまた、事業用不動産投資家による開拓が居住用セクターでは進んでいない状況も明らかにしている。

不動産投資のグローバル化は英国市場に影響を与えているが、英国投資家の国際化は限定的となっている。英国の保険会社と年金基金の保有するエクイティポートフォリオに占める海外投資の割合が50%以上を占める一方で、保有不動産に占める海外投資の割合はわずか10~15%である。この方向への投資が増加すれば、海外投資家にとって、英国でさらなる機会が創出されるかもしれない。

本レポートに関するお問い合わせは下記までご連絡下さい。

パム・クラドック

リサーチディレクター
ddi 020 7194 7925

pcraddock@ipf.org.uk

インベストメント・プロパティ・フォーラム (IPF) について

インベストメント・プロパティ・フォーラム (IPF) は1988年に英国に設立された特定のメンバーの為に資産投資協会です。資産投資マーケットに大きな影響を及ぼすシニアプロフェッショナルのネットワークにより構成されています。

我々の組織としての強みは投資エージェント、ファンドマネージャー、銀行、弁護士、リサーチ会社、学術機関、保険計理人を含む2,000を超えるプロフェッショナルなメンバーの多様性にあります。我々はロンドン、スコットランド、ミッドランズ地域及び北イングランドに拠点を構えています。



Research
Programme
2011-2015