オフィスは付加価値がより重要になる市場
ホテルOPの幅広げ、インバウンドも取りにいく

オフィス、ホテル、インフラと3つの上場リート、および私募ファンドを運用するいちご投資顧問。コロナ禍の波を抜け、オフィスとホテルは市場変化を経験するなか、現存不動産のバリューアップという強みを最大化する策を講じている。戦略の基盤はぶれず、一方で時流を捉えた施策を打ち出してキャッシュフローの向上を実現する岩井裕志社長に、足元の運用戦略とセキュリティ・トークン（ST）など新たな可能性について聞いた。

いちご投資顧問 岩井 裕志 社長に聞く

足元の不動産市場をどうみる？

不動産マーケットは引続き好調で、特に取得需要は非常に強い。競合は多いが、われわれが狙っていく物件のサイズは比較的中規模で、大きな資金を投資したい外資系のプレーヤーとは重ならない。ただし、国内の事業法人やアジア系のファミリーオフィスといった投資家らとは競合し、物件価格が高止まりしているためリートとしては買いづらい状況が続いている。

オフィスに対する戦略は？

賃貸市場は、コロナ禍中で考えていたより悪くなっていない印象が強い。東京を中心に中規模ビルの需要は底堅い。大規模なAクラスビルと比較してリーズナブルで、中小企業にとっては使い勝手がいい。こうした需要は今後も引続きあり続ける。

いちごオフィスリートは、大きい区画でテナントの入れ替わりが発生し、一部で目標の稼働率が達成できない事例が生じた。一方で賃料は上昇しており、より良い仕様を求めての入居などポジティブな需要で市場は動いている。われわれの保有オフィスは、テナント入替え時にマーケットとの賃料ギャップを埋めてきた。だが、オフィスマーケット全体のトップラインが力強く上昇するかというと、見通しは未知数と言える。

売買マーケットに出る物件は少なく、価格も下がっていない。われわれは、競合するプレーヤーが買いにくいような築年が経過したビルの取得をして、バリューアップする戦略をとっている。これにより数十億円規模のビルでは、十分に競争優位性を発揮できる。売却については、スペシャルプライスが出れば検討する。例えば、中長期間の運用収益以上の価格が出れば対象になるだろう。足元で買手は多く控えており、問合せは多く受けている。

コロナ禍を抜けて考える付加価値について。

依然としてマーケットとの賃料ギャップ

があるとはいえ、2012年のアベノミクス以後からの上昇基調に合わせて入替えを行ってきたため、ギャップは確実に縮まっている。トップラインを上げていく必要があるなか、付加価値が重要になる。

中規模オフィスに入居するテナントは、移転後にすぐ業務を開始したいなどスピード感を重視する企業が多い。このニーズを感じて始めたレイアウトオフィス事業が非常にうまくいっている。東京・目黒区の「いちご中目黒ビル」で設置したレイアウトオフィスは、従前賃料単価＋71%で新規テナントを誘致できた。また、いちごグループ全体でRE100達成に取り組む中で、再生可能エネルギーを使用するビルに対してステッカーを貼る試みを行っている。これが賃料にどう跳ね返るかの具体的検証はまだできていないが、中規模ビルでも環境配慮型不動産を実現できることを示した。若い経営者を中心に環境への意識が高い方は多く、需要を捉えられればと考えている。

地方都市のオフィス投資は？

大阪、福岡、札幌はウオッチしていく。地方都市は解約の埋め戻しリスクがあるからこそ、いい立地を押さえることが重要だ。福岡は、新規で供給される大規模ビルと中規模ビルの賃料差が大きい。このギャップを埋めていける可能性はある。大阪は、1つ通りが異なると賃料が変わるなど見極めが難しいところもある。東京と同様に中規模ビルに一定の需要はあるが、トラックレコードを見ながら安定性を確認して投資する。大きな流れとしてオフィスエリアが大阪市の南から北へ移ってきているので、その動向は注視している。札幌は、ホテル需要は間違いないが、オフィスも力強さがありそうだ。現在は保有できていないが、取得の可能性は十分にある。

ホテルは市場が沸いている？

最もインフレを享受しやすいアセットで、外国人が非常に強い消費意欲で入っている。賃料のグロースが期待でき、取得価格も強気でみやすい。物件情報は結構入っているので、リートとしては取得のタイミングをみて動いていく。コロナ禍以前は、ホテル投資のプロではないプレーヤーが安定アセットとして保有している物件が多くあった。これが市場に出るかと思われたが、結果的にはディストレス案件は出ず、コロナ禍を耐えきり価格が戻ってきたところで売却に出るプレーヤーがいるのだろう。今後の市場ではどこまで賃料の伸びを織り込むかで、プレーヤーが提示する取得価格は変わってくることになる。

ホテルの投資戦略は？

われわれはこれまでと変わらず、宿泊特化型のアセットを中心に投資する。街の再開発案件などが活発に動き出したことで、工事関係者の長期宿泊需要が生じるなど、バジェットタイプは継続的に安定運用ができることを確信している。

足元では、1口当たりNAVとNOIは過去最高を実現する一方、巡航ベースの1口当たり分配金は最高に届いていない。これはポートフォリオに一定のエクスポージャーを占める大阪と京都が戻り切っていないことに起因する。このエリアは需要も強いが競合も多い。今後はインバウンドを意識した変更を加え、需要の力強さを取りにいきたい。

これまでは国内のビジネス需要に対して、都市の中心地に投資してきた。その結果、都心では客室がどうしても小さめになる。インバウンドの集客を考えると、空港からのアクセスや鉄道網へのアクセスが確保できれば、超都心である必要はなさそうだ。少しエリアを外すことで、客室が広めの物件を比較的リーズナブルに買える可能性が出てくる。戦略を大きく変えるわけではないが、少し視野を広げて検討していく。

オペレーターの選定について。

マーケットが成長している分野なので、賃料も右肩上がりの傾向にある。5～10年という契約期間の中では、市況がだいぶ変わっていることが多い。オペレーターごとのインバウンド集客力やサービスも見ていきたい。外資系のホテル事業者もリミテッドサービスタイプのホテル展開を増やそうという意欲は強い。こういった方々との協働も検討はするが、契約方式はマネージメントコントラクトが中心で、ここは工夫を要する。いちごグループはホテルオペレーター会社も持っている。ただしグループ内含め、エリアごとに強いオペレーターと組んで展開していきたい。提携するオペレーターの幅を広げることで、人手の確保、インバウンド対応などそれぞれの強みを活かした運営を行い、きちんとアップサイドを狙っていく。

金利上昇についての考え方は？

売買マーケットは、理論上では影響を受けるはずだが、足元ではまったく価格が下がっていない。賃料のインフレが見えるこ

とが背景だろうし、そこが無ければ金利は上がらないという見立てが成り立つ。金利を含めてコストが上昇し、この傾向ばかり続けば苦しくなるが、賃料が追い付いてくることに期待する。金利動向も含めて引続き注視はしていくものの、マーケットは総じて安定し落ち着いて推移すると見通す。

借入れは、基本的に固定・長期の金利を設定してきた。金利がどこまで上がるか不透明であった時期は、ほぼ100%この戦略で借り入れたが、先行きが定まってくれば短期・変動を一部入れていくことも柔軟に考える。他リートと比べるとまだ利率が高い傾向もあるので、レンダーと協議しながら成長のためにコストをコントロールしていきたい。

上場インフラ投資法人への見解について。

全体的に投資口価格が低迷している。FIT期限の終了に伴う収益低下への懸念や、税制優遇措置である導管性が時限措置であることなど、制度的影響が強い。現在5銘柄が上場を維持するが、唯一われわれは増資をしてこなかった。物件の価格が非常に高騰しており、20年という制度的制限があるなか、期中で投資をしても分配金向上につながらないと考えたからだ。われわれは成長よりも安定性に重きを置き、例えばFIT期間で償却が完了するように商品を設計してきた。それにより、FITが終了したら収益の低下は避けられないが、費用計上は大きく下がる。

物件の取得では、収益還元で価格を算定しないプレーヤーが入っており、価格が高くわれわれの間尺に合わない。再生可能エネルギーにはスポンサーも投資を深めているが、オンバランスでの投資が十分可能であり、オフバランスの必要性は薄い。現状では、先行きを明るく見通すことは難しい。制度上の課題について、何らかの変革がもたらされるよう働きかけている。

レジデンスはSTで投資する？

グループのいちごオーナーズが新築のレジに対して知見があり、また各アセットの中で最も安定性が高いことからSTで個人投資家へ提供している。想定外と言えるほど非常に需要は強い。足元では投資経験のある富裕層が、分散投資の観点で資金を入れているとみられる。新築のレジは、築年数に対するキャペックスリスク、賃料のボラティリティが低い代わりに、キャピタルゲインを強く狙う商品ではない。インフレヘッジの1つに選択する投資家に向け、安定的な運用を目指している。

STは機関投資家が入らないために、市場規模が小さく、ボラティリティが低く抑えられる。一方で、私設取引システムはまだ黎明期のため、流動性や透明性は今後の課題になっている。今後、投資家の拡大と共に効率化や整理がさらに進み、より魅力的なマーケットになることを期待する。需要を見つつ、対象アセットの拡大なども視野に動向を見極めていきたい。

プロフィール

岩井　裕志　［いわい　ひろし］

ケン・コーポレーション、シンプレクス・インベストメント・アドバイザーズを経て、2010年にいちごへ入社。レジデンス、オフィス、リテール、ホテル、底地等様々なタイプの運用経験を有し、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック型など様々な投資スタンスの私募ファンドでのアセットマネジメントの実績を有す。

いちごでは私募ファンド運用、不動産開発、M&A等の実績を積み上げた後、2015年にホテル特化型REITであるいちごホテルリート投資法人を上場し、ホテルリート本部長に就任。

2019年3月よりいちご投資顧問㈱代表執行役社長に就任。指名委員会等設置会社から取締役会・監査役・会計監査人設置会社への移行に伴い、2020年3月より代表取締役社長執行役員に就任。