

## 講演録

第 193 回定期講演会 講演録

日時:平成 28 年 10 月 27 日 (木)

会場: 日本消防会館

## 「不動産市場の最新動向と今後の有望分野

## ～『足元の転換期』と『2021 年以降』の市況を読む～

みずほ証券株式会社 市場情報戦略部 上級研究員 石澤 卓志

石澤でございます。よろしくお話をいたします。毎年この時期にお話をさせていただいております。昨年の段階では比較的不動産の市況がよろしく、もし次の年に同じようなお話をさせていただくのであれば、さらに良いお話をすることができるのではないかと申し上げたわけですが、大体そうやってきたような気は、個人的にはしておるわけですが、最近好調が少し行き過ぎたのかなと思うようなところもありました。そういった面で不動産のマーケットのほうも、踊り場といえますでしょうか、少し変わり目を迎えたのではないかなと考えております。そういったところを本日は、お話しさせていきたいと思う次第です。

お手元に資料の中で横長のプレゼン資料がございますが、こちらを中心に申し上げたいと思います。まず、最近の地価動向について申し上げたいと思います。お手元の資料の図表の 3 番目です。ページ番号と図表番号は一致しておりますので、3 ページ目をご覧くださいと思います。こちらに今年の基準地価の動向等、お示しをしているわけですが、ご案内のとおり、今年、地価は大きな節目であったのではないかと考えております。

図表 2 の下の円グラフのほうをご覧くださいと思いますが、前年に比べまして地価が上昇した所、横ばいだった所、下落しました所、その構成比を円グラフでお示ししています。ご案内のとおり、一番古いデータ、2008 年時点のミニバブルの頃ですので、東京圏の住宅地、商業地、いずれにおきましても、地価はほとんどの所で上昇して

いたわけですが、この年秋口にリーマンショックがありまして、全く状況が変わってしまったわけですね。

ただ 2010 年頃から徐々に地価の上昇地点が増えてまいりまして、そして今年ですが、図表 2 のコメント欄、右側の欄にお示しをしておりますとおり、一つの大きな区切りだったのではないかと考えております。全国の商業地が 9 年ぶりに下落から脱却したといった状況です。わずかではございますが、上昇ということです。地価の底打ち傾向は 2010 年頃から出始めていたわけですが、実際に今年、下落から脱却というわけですので、かなり大きな節目だったのではないかとこのように考えております。

ただ日本全体ではようやく下落から横ばいに移行した状況であるわけですが、三大都市圏に関しては、実は今年で 4 年連続の上昇ということでしたので、そういった点で地価の動向は大都市圏と地方圏とで相当二極化が進行しているということではないかと思っております。

お手元の資料の図表の 3 番目ですが、今回の基準地価からどういった所で地価が上昇していったかということをお示ししております。いろいろと細かなデータが並んでいますが、私は主に地価の上昇地点は三つのグループに分かれるのではないかなと考えておまして、この三つのグループを図表 3 のコメント欄に①から③という形でお示ししております。

一つ目が再開発が進行しました地域、大都市圏

に関して申し上げます、不動産投資が盛んな地域といった言葉で置き換えてもよろしいかと思いません。それから、二つ目が交通アクセスが整備された地域、それから三つ目が観光リゾート需要が盛り上がった所、いわゆるインバウンド需要が盛んな所ということになるわけですが、実はこの区分、2014年頃からほとんど変わっておりません。こういった点では、同じような地価動向が大体3年間続いているということになります、しかしながら、地価の上昇地点が相当広くなりましたので、それぞれの区分がバラエティーに富んでいると言いますか、多様化が進んでいるということが言えるのではないかと思います。

この中のまず一つ目、再開発の進展、ないしは不動産投資の進展というところで、お手元の表の一番上が東京、日本橋室町についてお示しをしておりますが、この中にご覧のとおり、この日本橋、京橋、それから銀座の辺りが一番東京都内で最も再開発が盛んな所ということになるかと思いません。

ちょうど昨日でございますが、銀座の松坂屋の再開発の計画が公表されていましたが、GINZA SIXという新しい複合ビルを造られるという話でございました。今年の9月には銀座プレイスができて、この時期に公表されました地価LOOKレポートなどでも、この銀座の地価、顕著に上昇している結果になったわけですが、こういった商業施設の開発等も、地価に相当強く影響しているのではないかと考えられます。

それから図表3の上から二つ目、三つ目ですが、名古屋の駅前でございます。名駅古川ビル、それから井門名古屋ビルといった二つのビルがありまして、この二つ、名古屋駅を挟んでちょうど反対側に位置しているのですが、いずれも地価の上昇率が非常に高い状況でございます。この二つのビルは、昨年の基準地価でも、地価の上昇率1位、2位だったわけですが、今回もまた、1位、2位でございました。順位は1位、2位、入れ替わったのですが、昨年、今年と2年連続で、名古屋の名駅が地価の上昇率、日本のトップと、それから第2位を独占したといったことになります。これは言わずもがなですが、名古屋は今、非常に市況が好調でございます。昨年は名古屋のオフィスの供給が過去最大規模になったわけでございます。

大名古屋ビルヂング等出来上がったわけですが、

しかしながら、大量供給にもかかわらず、空室率は非常に安定をしております、おおむね7パーセント前後で推移している状況でございます。2次空室が幾らか発生したはずですが、地元経済が好調だということもありまして、名古屋ルーセントタワーに大名古屋ビルヂングに移転されますテナントさんが、一時引っ越しされていたようですが、今はほとんどオファーが入ったような状況でありまして、2次空室も結果的にほとんど発生しなかったといった状況でした。

こういった面で、地元経済が好調だということが、名古屋の市況を支えたということになるかと思いません。通常であればビルの大量供給は市況の悪化要因になる場合が多いわけですが、名古屋の場合は、地元企業の影響が非常に強いといったところがありますので、むしろこういったタイムリーなビル供給が重要な受け皿ができたということで、それが新しい供給を生み出す基盤になっている。言うなれば供給が需要を生み出すといった効果が名古屋では起こっているのではないかと思います。

しかしながら、注意しなければいけないのは、あくまでもこれ、地元経済が好調だということが背景にありますので、実は、いわゆるトヨタショック、2008年の秋口でございますが、この直後の基準地価、公示地価等では、名古屋は非常に地価の下落が大きかったわけですが、2009年の公示地価、基準地価ですと、地価の下落率の上位を名古屋が占めるような状態でしたので、こういった面で見ると、名古屋は良きにしろ悪きにしろ、地元経済次第だということになってくるわけですが、こういった面で非常に振れが大きいの点も注意しなければいけないところかなと思います。

当面の間は名古屋の経済、好調だろうというふうに考えております。今年6月に完成しましたシンフォニー豊田ビルに関しましても、こちら満室になりましたですし、来年は2棟、大型ビルが供給される予定ということですが、このうち1棟は非常に募集状況好調だと聞いております。今の段階で、大体8割以上埋まっていると聞いておりますので、そういう点では名古屋の市況のほうは、来年も好調だろうと考えております。もう1棟のほうは、少し駅から離れておりますので、まだ完全には埋まっていないといった状況だと思いますけれども、しかしながら、名古屋の場合、これか

ら先もおおむね堅調な市況になってくるのではないかなと考えております。

それからその下に大阪のデータですが、大阪はご案内のとおり、3年前にグランフロント大阪が出来上がったわけです。こちらは三つの再開発が一度に完成した、それくらいのボリュームがあり、当初オフィスビル部分は、2割強の稼働率でスタートしたわけです。8割近く空いていましたが、今の段階でこのグランフロント、9割以上埋まったということで、大阪の市況のほうもだいぶ良くなってきたといった状況でございます。

大阪は今年、2016年はビル供給ゼロでございました。大阪の供給ゼロというのは非常に珍しい状況でして、恐らく過去20年間で初めてなのではないかと思っております。来年もビルの供給、大型ビルに関しましては、1棟のみの供給だそうでして、このグランフロントができたインパクトが非常に大きかったようです。その反動で、ビル供給がだいぶ抑制されていたわけですが、これは結果的に市況にとりましては、プラスになりまして、大阪の市況のほうも、当面の間は回復傾向といった状況です。

昨年2015年に関しても、中型ビルが主体で十数棟の供給があったわけですが、こちらもおおむね高い稼働率でスタートしたということがございました。そういった面で大阪の市況は、今のところ、それほど大きな問題はないといった状況でございます。大阪は、これからの先もしばらくの間は、ビル供給が抑制された状態が続いてまいりますので、しばらくの間は市況のほうは堅調であろうかなというふうと考えております。

それから、同じ表の下のほうですが、福岡のデータをお示ししております。福岡はご案内のとおり、今年の春、JRさんとJPさんの共同のビルが出来上がりまして、これがほぼ満室になったといった状況でした。97パーセント稼働でスタートしたというふうに聞いておりますが、8月までに満室になりました。福岡は来年の春に1棟、比較的小さなビルの供給がありますが、それ以降はあまり大型ビルの供給はない見込みでして、今のところ、2019年まではビルの供給の抑制が続く見込みでございます。こういった点で福岡の市況も、しばらくの間は好調が続くと考えております。

ということで、いろいろ申し上げましたが、ビル供給という点からいたしますと、名古屋を除き

ますと、今は全般的に供給が少なくなっておりますので、それが市況では、縮まった需給関係というものを作り出しまして、プラスに働いているということになるかと思っております。

それから、お手元の図表3の(a-2)の欄、大きな区切りの上から二つ目では商業施設関係の開発をお示ししています。この中で今申し上げました銀座の他に、大阪も心齋橋の周辺等の再整備が進んでまいりましたので、インバウンド需要等の効果というものもあり、地価にとってはプラスに働いているということではないかと思っております。

それから広島ของデータがありますが、広島もインバウンド需要が盛んでございます。広島に関しましては、欧米人の観光客の方に大変な人気だそうでございますね。大阪はどちらかと言いますと、中国の方の来訪が多いのですが、広島は、日本古来の風景を堪能できる場所もありますし、それからもちろん原爆関係の資料もありまして、非常に観光客が増えてきております。それから家電量販店の進出が、数年前から非常に盛んでした。これは思うに、地元のデオデオさんと、それからエディオンさんの争いということになるわけなのですが、こちらはいろんなところに波及をいたしまして商業施設が進出していますが、これも地価にとりまして、プラスに働いているといった状況です。

あえて中国四国地方に関して申し上げますと、広島以外はそれほど大きな町がないので、このエリアの需要を、広島が大体一手に担っているような状況です。これが地価のほうにとりましては、大変なプラスに働いているのではないかなというふうに考えられます。

それからお手元の表の真ん中あたりの欄ですが、(b)の交通アクセスが進展した所として、北陸新幹線の沿線等が代表的な事例となっています。今年の基準地価ですと、札幌の中心部の地価が随分上がったわけですが、こちら、市電のループ化が昨年の12月に完成したということがございまして、そこで札幌も町の中心部等、随分地価が上がっているといった状況です。

それからお話が少しずれますが、札幌は駅の北口とその周辺のほうに関しまして、特に住宅等の売れ行きが好調だということがございますので、そこで札幌に関しましては、商業地、住宅地、いづれに関しまして、地価のほうはおおむね堅調といった状況です。札幌の中心部のほうは多少ま



だ空室が残っているような所もあり、すべてがすべて良いというわけではないのですが、市況のほうに関しては、おおむね堅調と言ってよろしいのではないかと思います。札幌は、来年、再来年と大型開発が続く見込みですが、こちらもそれぞれ比較的立地条件が良い所の開発が中心ですので、恐らく市況のほうにとりましては、それほど大きな問題にはならないであろうと当方では考えております。

それからその下に仙台のデータをお示しておりますが、仙台も昨年の12月、地下鉄東西線が出来上がり、この沿線の地価が随分と上昇しています。仙台の町の中心といいますと、一番町広瀬通り、青葉通りの方面の、駅の西口が中心地となりますが、東側のほうに関しましては、この東西線ができた波及効果が相当ございます。こちら、もともと地価の水準が低かった所ですので、上昇率は東のほうが目立つ状況ではないかと思います。

それから、その下ですが、金沢のデータ、それから東京の新宿3丁目のデータがございます。新宿3丁目に関しましては、ここ数年間、地価の上昇がかなり好調に続いているといった状況です。やはりこちらも3年ほど前から地下鉄の副都心線と、それから東急東横線がつながり、交通利便性が上がり来客者が増えたといった理由があります。渋谷が今、駅舎の開発を行っておりますので、随分と渋谷駅が使いづらくなったという評判でございます。それがために最近では、渋谷の駅の周辺のお客さんが、新宿3丁目のほうに流れているといった指摘があります。こういった面で、新宿3丁目が渋谷のほうにいろいろ問題点があります恩恵を受けているということが言えるのではないかと思います。ただ渋谷のほうは2018年頃から、今の再整備が完成をしまいらいますので、2018年以降は渋谷の逆襲が始まってくるのかもしれないと考えています。こういった面で渋谷あるいは新宿エリアの競い合いといったものも、これから先は注目される所ではないかなというふうに考えています。

それからその下の欄、東京の湾岸のエリアですが、こちらはお手元に示しておりますとおり、圏央道、それから外環道の整備が進んでいます。これにネット通販の隆盛というものが重なりまして、今、物流施設の建設が非常に盛んになってきているといった状況です。最近では物流施設も完全な都

市型施設になってまいりまして、宅配便の配送センター等が多くなってきています。こういった宅配便の配送センター等は、仕分け等に人手が必要になりますので、物流施設も最近では、駅の近くに出来上がるような状況になっています。交通利便性が高い所に、こういった物流施設が出来上がるようになってきていますが、そこで今、マンション用地と倉庫用地の用地の取り合いが起こっているようなところも一部に出てきています。

千葉県の湾岸の一部ですが、駅をしばらく歩きますと、マンション建設反対といったのぼりが立っています。のぼりは実は地元の倉庫業者さんが立てている場合が多いのですけれども、最近地元の倉庫業者さんの場所を、マンション建設が相当侵食するようになってきています。マンション建設反対といいますと、昔、住民の方がのぼりを立てる場合が多かったわけですが、最近では地元の倉庫業者さんたちが立てるといった例が中にはあるようです。こういった点で、倉庫業者とマンション業者の取り合いも起こってきています。これも地価の上昇に拍車をかけているところがあるのではないかなと考えています。

それからお手元の図表3の下のほうの欄で、(C)の欄、観光リゾート需要といったところですが、こちらは先ほど、大阪や広島について申し上げたように、京都、それから北海道などでも、地価はこの影響で随分と上昇しています。

お手元に沖縄の那覇のデータをお示していますが、那覇の場合はいくつか理由が重なったのではないかと考えております。もちろんこちら、観光客も増えていますが、最近地元の新聞社が本社屋を建てたり、市役所が引っ越しをしてきたり、いろんな要素が重なっているわけですが、今大体こういった所で地価が上がっている状況です。

ただ一番数が多く、目立つ所といいますと、やはり不動産投資が盛んな所ということになってくるのではないかと思います。お手元の図表の4番、ちょっとご覧いただきたいと思いますが、こちら東京23区の各区のデータですが、グラフの横軸のほうに、各区の平均の地価をお示しています。それからグラフの縦軸のほうですけれども、伸び率を示しているわけですが、こういったグラフを書きますと、おおむね正の相関関係を見ることが

できるといった状況でございます。

今、不動産投資が盛んな所と申しますと、どうしても繁华性が高い所、駅前等が中心になってきますが、こういった所はもともと地価の水準が高い所でございます。こういった地価の水準がもともと高い所で、今、不動産投資が盛んになりまして、それがさらにまた地価を押し上げてるといった状況です。

ですから、東京 23 区内でも地価の二極化が進行しているといったデータになってくるわけです。このグラフ、毎回、公示地価、基準地価が公表されるたびごとに作っていますが、お手元にはお示ししておりませんが、今年の公示地価、1月1日時点のデータを見ますと、やはり正の相関関係を見ることができます。おおむね遞減関係と申しますか、グラフが右のほうに行けば行くほど、伸び率が鈍ってくるデータになっておりました。ところが、今回の基準地価では、ご覧のとおり、グラフの地価の水準が高い所と低い所が伸びているといった状況です。

そういった点で、今年の春の公示地価とちょっと状況が違ってきたのかなというふうに考えられます。どちらかと言いますと、地価が高い所の上昇率が、さらにまた上がってきたといった状況です。不動産投資の効果が今年の春の公示地価よりもさらに強く表れるようになってきたのかなと考えております。

逆に言いますと、地価の水準が中くらいと申しますか、この真ん中の所に関しましては、それほど伸びていないといった所がございますので、そこで今、再開発が盛んな所、いろいろと需要が盛り上がっている所と申しますと、地価がうんと高い所か、あるいは低い所、この両極端が中心になっておまして、あまり特徴がない所が、若干置いてけぼりをくっているような状況ではないかというふうに考えています。

ただ、後ほどまた申し上げますが、最近ちょっと地価のほう上がり過ぎたきらいがございます。その点では今、お手元に示しますとおり、地価の高い所のほうが、随分と上昇が目立つわけですが、これから先に関しましては、地価の水準がもともと高い所の伸び率が、若干鈍ってまいりまして、また遞減状態と申しますか、そういったグラフになってくるのではないかなと当方では考えています。

お手元の資料の図表の 5 番目をご覧いただきたいと思いますが、今、地価上昇が著しい場所の話申し上げたわけですが、地方都市のほうに関しましては、全体とすればまだ地価の下落が多いといった状況です。公示地価、基準地価で申し上げれば、基準地価に関しましては、大体、調査地点の 7 割ほどの所で依然として地価の下落が続いているといった状況です。下落の幅は、いずれも縮んでいますが、ただ、大都市圏で、地価の伸び率が拡大していることを考えますと、地方圏のほうは、下落率が縮んだとは言いますが、まだ下落が続いていますので、現在また地価の二極化が進行しているといった言い方もできるのではないかと考えております。

この図表 5 には、今回、基準地価で下落率が大きかった所をお示ししています。こちらは大体三つのグループに分かれるのかなと考えております。この三つのグループを図表 5 のコメント欄に①から③という形でお示ししていますが、一つ目は、人口減少、それから高齢化が進行した地域になっています。これは、ある程度は構造的な問題ですので、この要因によりまして地価が下落している所は、大体固定化する傾向がございます。

ここ数年間で申し上げれば、北海道の自治体と、瀬戸内の離島の下落が目立つといった、こういった状況です。これは昨年の基準地価もそうですし、今年の公示地価もそうでございます。こういった面で、高齢化が進行している所、それから人口減少が進んでいる所、いずれも下落がひどいわけなのですが、特に北海道と瀬戸内が目立つといったところが、ここ数年間変わっていないという状況です。

それから二つ目、三つ目の要因ですが、東日本大震災以降、特に天災のリスクが相当に意識されるようになってきました。二つ目が過去数年間に実際に天災が起こってしまった所、それから三つ目が将来的にこのリスクが懸念される所となりますが、二つ目の所に関しましては、今回の基準地価ですと、茨城県の常総市、それから今年春に地震がありました熊本の下落が相当目立ちました。

今回の基準地価ですと、熊本に関しましては、3 地点、調査が休止されたわけなのですが、ただこれでも相当に影響は大きかったようでして、やはりお手元に示しましたとおり、益城町では相当な

下落がありました。

それから三つ目でございますけれども、こちらでもここ数年間、傾向が同じなわけなのですが、特に静岡県、それから愛知県の湾岸の下落が目立つといった状況です。一方でこの愛知県、静岡県に関して申し上げれば、県の中心部、名古屋ですとか、それから静岡、浜松は地価の上昇が相当に著しい所がありますので、同じ県の中で二極化が進行しているといった言い方もできるのではないかなと思います。

東京圏に関して申し上げます、やはり神奈川の湾岸の下落が相当に目立ちます。お手元に見えますとおり、横須賀、それから三浦市等の下落が目立つわけですが、こちらは活断層が非常に多い所です。ですから、地元で高齢化が進行している、それから地元経済が不調だということが一番の下落理由なのだろうと思いますが、それとともに、活断層が多く地震のリスクが懸念されるといったことも、地価の下落の要因になっているのではないかなと考えております。

お手元の資料の図表の6番ですが、先ほどとはちょっと観点を変えてデータを作りました。これも毎年申し上げているわけでございますが、今回も同じことの繰り返しになりますけれども、今の地価の動向は、主に収益還元法で算定をされておりますので、大体、土地の収益性がダイレクトに地価に反映をされるような状況です。

この土地の収益性といいますと、いろんな要素がありますが、大体その土地を利用する方の頭数で決まっていますので、最近の地価動向は、おおむね人口動態で説明ができます。そこでお手元のグラフの横軸に人口の変動率を示しまして、それから縦軸のほうに地価の変動率をお示ししますと、大体このような正の相関関係を見ることができます。

昨日、今回の国勢調査の確定値が公表されましたが、日本の総人口は、国勢調査始まって以来のマイナスになりました。ここ10年間で0.8パーセント減少してるといった状況で、もちろん場所によって相当に差はありますが、やはり人口が増えています所は、東京、名古屋、それから沖縄等、ごくわずかに限られてしまっています。日本で一般的に人口が減ってきているということは、地価が上がりづらくなってきているということではない

かと思えます。その点ではこれから先、このまま放っておきますと、東京、名古屋以外は、なかなか地価は上がらないといった状況になってくるのではないかなと考えております。

このような形でいろいろと濃淡はあるわけなのですが、ただ全体とすれば、地価はまだ上昇が続いているといった言い方になってくるのではないかと思えます。ただその一方で、地価の水準が実需の限界に近づいたのではないかなと思われるところも出ております。

今回の基準地価で申し上げますと、商業地は随分と伸びていますが、住宅地は伸びのテンポが鈍ってしまったという所もあるようです。

お手元に資本市場リサーチといった製本版のレポートを二つお持ちしました。この10月版の資料の33ページ目をちょっとご覧いただきたいと思えます。

細かなデータで恐縮ですが、この33ページ目にありますとおり、東京圏、大阪圏、名古屋圏、いづれにも住宅地に関しましては、地価の上昇地点数が減ってしまったというわけです。それから上昇率も鈍ってしまったのですが、地価が上昇し過ぎた所がありまして、実需の限界に近づいてしまった所があるのかなというふうと考えております。

お手元の横長の資料に戻っていただき、18ページをご覧いただきたいと思えます。こちら不動産投資の収益性をお示ししているわけですが、やはり地価が上昇してまいりまして、最近では不動産投資の収益性も、だいぶ低下してしまっております。

お手元の図表18番はグラフでお示ししていますが、お手元の製本版の、今度は7月版の25ページ目でこのグラフの元データをお示ししております。これもさまざまな細かな数字が並んでいるわけですが、この数字の表の上から五つ目になりますでしょうか。取引利回り（現在）と書いております欄がございますが、こちらが現在の地価に基づきます利回りということになっています。この取引利回り（現在）のデータをご覧いただきますと、3年ほど前、2012年から13年にかけては、東京の都心部でも大体4.2パーセントくらいの利回りを取ることができたわけだったのですが、最近では地価が上昇し、利回りは低下しています。一番新しいのが今年の4月時点のデータになりますが、3.4



パーセントまで低下してしまっているといった状況です。

私の個人的な意見でございますが、オフィスビルの不動産賃貸業が採算を取るためには、大体NOIベースで3.5パーセントの利回りが必要だというふうに考えております。賃料収入等から管理コストを除いたものがネットオペレーティングインカムということになってくるわけです。これを分子に置きまして、分母に不動産価格を置きましたものを通常NOIベースの利回りと呼んでいます。通常私ども、特にお断りをしない場合には、NOI利回りを基にしましてお話をすることが多いです。このネットオペレーティングインカムの利回り3.5パーセントがオフィスビル賃貸業が成り立ちます採算点だろうと考えています。

お手元のデータご覧いただきますと、都心部の大手町、丸の内のグレードが高いビルに限っての話ですが、今、取引利回りが3.4パーセントまで低下してまいりましたので、実需の範囲を乗り越えるような状態になってきたのかなと考えております。

お手元の25ページ目の表をご覧いただきますと、こちら東京都内の各エリアのデータをお載せしておりますけれども、日本橋で3.8パーセント、それ以外の所でも、大体4パーセントぐらい取れているような状況です。3.5パーセントを下回ってまいりますと、当初から転売を狙った取引が多くなってくると考えております。真面目に不動産賃貸業をやりましても、採算が取れませんので、そこで転売を狙った取引が多くなってくる、バブル的な取引が多くなってくると考えています。大手町、丸の内以外に関しましては、3.8パーセント以上を確保できるような状況ですから、まだバブルではないと考えていますが、ちょっと危険水域に近づいてきたのかなと考えております。

場合によりましては今年から来年にかけて、一部の所では局地バブル的な状況になってくる可能性もあるのかなというふうに考えております。もしこの局地バブルが発生するとするならば、それは恐らく都心の大手町、丸の内ではなく、渋谷の近辺になってくるのかなと、個人的には思っております。大手町、丸の内は大型ビルしかありませんので投資対象が限られておりますし、1物件当たりの投資金額も相当に大きなものになってまいります。こういった所は意外にバブルになりづらい

といった特性がございます。

一方で、渋谷の近辺でありますとか、港区の渋谷寄りになりますと、地価の単価は高いわけなのでございますが、大型ビルがほとんどありませんので、投資対象とすれば、1物件当たりの価格が手頃な物件が多いというわけです。こういった所が、局地バブルになりやすいと考えております。

一方で、先ほど申し上げました住宅地のほうですが、お手元の横長の資料の14ページ目をちょっとご覧いただきたいと思っております。東京23区の新築マンションの状況をお示したものでございます。横軸に新築マンションの平均面積を、それから縦軸のほうに平均価格をお示ししています。この中で2015年のデータでございますけれども、お手元のグラフの右側のほうにありますけれども、線がほとんど垂直方向にピンと伸びてしまっています。2015年は、相当地価の水準が上がりまして、それでマンションの価格も相当に高くなってしまったわけでございます。

デベロッパーとしては1戸当たり価格が上昇いたしますと、売れ行きの方に影響するといえますか、マンションの取得意欲に影響をしておりますので、1戸当たり価格を抑えるために面積を狭めるといった戦略に出たところが多いようです。2016年の1月から8月のデータも、お手元にお示ししておりますが、こちらは線が横のほうに伸びているといった状況です。ですから1戸当たり価格が抑えられているわけですが、ただし平方メートル当たり単価とか、坪単価ですと、やはりまだ上がっているといった状況です。

お手元の元データを図表の13番にお示しております。横四つに表が分割されておりますけれども、この右から二つ目が分譲の単価のデータです。お手元は平方メートル単価でお示しをしてるわけですが、私の個人的な意見ですが、一般の勤労者世帯の方が無理なく買えますマンションの価格といえますのは、大体、坪単価240万ぐらいが限界かなというふうに考えております。

今の住宅ローンの条件と、金利等から基づいたもので出しましたもので、大体、可処分所得の25パーセントくらい返済に回すことを上限としまして計算しましたデータです。図表13の上下の真ん中あたりが東京圏の全体の平均値になります。昨年2015年の平方メートル単価が77万9000円です。

これ3.3倍して坪単価に直しますと257万6000円といった状況ですので、私が先ほど申し上げました240万の基準をもう乗り越えてしまったような状況でございます。

それから、東京23区全体は昨年の平均値で平方メートル単価98万7000円です。坪単価に直しますと326万4000円です。こちらも相当に高いといった状況でございます。

今年の1月から8月のデータも、そのお隣にお示しておりますが、東京圏の全体で81万3000円ですが、これ坪単価に直しますと268万8000円ですので、当然のことながら240万を超えてしまいます。それから東京23区全体で申し上げますと、102万円と、とうとう100万円を超えてしまったわけですが、こういった点で不動産の価格は、随分高くなってしまい、マンションを買うのも、相当に苦勞するような状況になってきたんだろうと思います。

一般論でございますけれども、一般サラリーマンの方が無理なく買えますマンションの価格は、年収の4倍と言われております。多少無理をすれば買える価格が、年収の5倍というふうに言われています。この年収倍率は、東京圏の平均で、多少計算方法によって違ってきますが、今10倍から12倍といった状況ですので、なかなか買づらい状況ではないかと思えます。

ただ時々、相当に高い物件も出てまいりまして、それが無理なく売れてしまうといった、そういったデータもあります。これもご案内かと思えますが、2年前、立川で野村不動産が販売したマンションが、坪単価348万円で完売になってしまいました。野村不動産のデータでは、地元の方が買われたのが3割、それから多摩地区の方が4割だそうですが、地元の方が中心で買ったので、あくまでも実需に基づく取引だったのではないかと思います。ただその一方で、投資の目的なものも3割ほど入っておったと考えられますので、こういった不動産投資も郊外まで波及してきたのかなと思われるところがございます。

今年の2月には、国分寺で坪単価450万のマンションが出たわけですが、こちらも売れ行き好調だというふうに聞いておりますので、こういった駅に近い物件で、企画が良いものと、多少値段が高くても売れてしまう場合が多いようです。なかなか平均値だけで語ることはできないのです

が、やはり不動産は詰まるところ立地ですので、交通利便性が高い所であれば、多少高くても企画が良ければ売れるといった状況でございます。この1月から8月までですと、マンションの供給、東京圏全体では2割ほど減ってしまっており、それから売れ行きのほうもいまひとつぱっとしなかったと言いますか、初月契約率が70パーセントを下回るような状態が続いていましたが、9月に多少盛り返しをしてきました。この9月の盛り返しが一時的な状況なのか、それから今後続くのかということにおきましては、ちょっと注目をしたいところです。

今年の前半のほうは、消費増税の動向等がはっきりとしませませんでしたので、デベロッパーが供給を先送りしたものが相当あったようです。この消費増税の動向がはっきりとしましたので、恐らく今年の後半以降に関しましては、先送りされておりました物件が出てきて、供給が増えてくるのではないかと当方では考えております。

供給が増えてきますと、ユーザーの関心を引く物件も増えてまいりますので、恐らく売れ行きのほうは今後、伸びてくるのではないかと当方では考えています。いずれにしても、分譲マンションに関しましても、多少高くなり過ぎてしまったところがあり、それが地価の伸びを抑えているといったところもあるのではないかなというふうに考えております。

こういった点で濃淡はあるわけでございますが、取りあえずは不動産マーケット全体とすれば、一応好調と言ってよろしいのではないかと考えております。こういった背景に、やはり現物の不動産のマーケットが堅調だということがあるわけですが、お手元のプレゼン資料の横長の資料の8ページ目をご覧くださいと思います。

この8ページ目のデータも、毎年お示ししておりますオフィスビルの供給のデータです。最近では2012年が大量供給の年でした。2003年とそれから94年にも大量供給ございますので、ビルの供給は、おおむね9年サイクルといった状況です。

大抵は景気の良いときに、建築の計画が作られて、出来上がった頃にはすっかり景気が悪くなってしまっているというパターンが多いので、大体この9年サイクルといえますのは、景気循環のサイクルとも一致していると考えられるわけな



のですが、2012年の次の9年は、2021年ということになります。オリンピックの前にビルを完成させると考える方が多くなっておりまして、そこでお手元にありますとおり、18年、19年、20年の供給が多くなってきているといった状況です。

このお手元のデータは、森ビルの調査によるデータですが、今年の4月に改訂されましたけれども、この一つ前のデータですと、2019年の供給が相当に増える見込みになっておりました。2019年が183万平方という予想になっていましたが、それが今度4月に改訂になりまして、18年以降、大体3年連続で同じような供給量になりました。2018年以降はビル供給が増えるということですので、ここでも問題視される方もいらっしゃるわけですが、例えばこの2018年以降の供給は、大体年間130万平方メートルくらいでございます。

東京23区の供給は過去30年間の平均で、大体年間110万平方メートルくらいです。3年連続で大量供給と言いましても、年間では大体130万平方メートルくらいですので、極端に多くなるというわけではないだろうというふうに考えております。

ですから私は、2018年以降の供給に関しましては、しのげる供給量だと考えているわけですが、2018年頃になりますと、オリンピックの関連の需要というものも出てまいります。このオリンピック関連の需要といいますものも、主に交通インフラと、それから情報インフラの整備が中心になってくるかと思うわけですが、そうなりますと建築土木、運輸通信、それからIT関連などのほうで、需要が増えてくるのではないかと考えております。こういった点で2018年以降に関しましては、こういった需要をオフィス需要に誘導することができれば、市況のほうはそれほど悪くならないのではないかと、当方ではこのように考えております。

それからお手元のデータですと、供給のデータは2020年で止まってしまっているのですが、実は2021年以降に関しましては、かなりの供給量が継続する見込みになっております。2021年以降の供給ですが、東京都内に関して申し上げますと、拠点は四つということになってこようかと思っておりますが、一つは大手町2丁目でございますね。通称常盤橋の開発ですが、こちらは日本一の高さのビル、高さ390メートルのビルを建てるということで、都市計画も決定いたしまして、建築工事にかかっているといった状況ですが、この大手町の2丁目が、

2021年以降の一つの大きな拠点になってまいります。

それから八重洲のエリアですが、こちらの八重洲の1丁目の東口、2丁目の北地区、それから2丁目の中地区と、この三つの地区と、それから京橋の1丁目、この四つの地区が八重洲口の開発のほうの中心部分になってくるということになります。こちらでも開発の計画が進行している状況でございますね。

それから、三つ目の舞台が新橋のエリアということになってくるわけですが、新橋駅の西口で開発の計画が進行しておりまして、今年の春に地元での説明を終えたと聞いておりますが、こちらのほうも今、計画がだいぶ具体化しつつあるといった状況です。

それからまだ構想段階というふうに聞いておりますが、将来的に湾岸のほうにループ状にLRTを通すといった計画がございます。最近では、次世代路面電車と訳すのだそうですので、こういったものを湾岸のほうに通してくる、その起点が新橋になる計画のようですね。

それから今、浜松町で世界貿易センタービルの建て替えをやっておりますけれども、これとともに、バスターミナルや、モノレールの駅を新橋のほうまで延伸しようといった計画もあるようでして、まだ詳細は決まっておらないようですが、場合によっては新橋が今後、東京の一大交通拠点として発展をする可能性が出てきたというわけですね。

それからもう一つの中心が、虎ノ門の地点ということになってきますが、森ビルが虎ノ門ヒルズに3棟の大型ビルを建てられますし、それから虎ノ門の2丁目の開発も進行しているといった状況でございます。その周辺のほうでも、2020年の前に大体できてしまうわけですが、相当な数の再開発が進行しているということですので、今申し上げました大体四つの拠点が、2021年以降の供給では中心地点になってくるというわけでございます。

それから個人的な意見ですが、これ以外に注目をされます所が、品川と、それから渋谷ではないかなと考えています。品川、渋谷、いずれも今、駅舎の建て替えを中心といたしまして、再整備が進行しているわけですが、この駅舎の建て替えの波及効果が相当に大きいのではないかと考えられます。品川のほうに関しましては、こちらJR東海

さんの本拠地ということになるわけですが、東京駅の再開発が一步先に進行いたしました。品川のほうも、大体これと同規模か、場合によってはこれを多少上回るような計画が予定されているようですので、そこでこの品川に関しましても、相当波及効果は大きくなっていくのではないかと考えられます。

それから先ほど、2018年以降、渋谷の逆襲が始まると申し上げたわけですが、渋谷の駅舎の周辺のほうでも、いろんな再開発が進行しておりますので、この波及効果も相当に大きいのではないかと考えております。

ということで、2021年以降の開発ですが、先ほど申しました四つの拠点と、それに品川と渋谷を加えました六つの辺りが、これから先の供給の中心地になっていくのではないかなと考えております。

オリンピックを境に不動産の需要が減るのではないかといったご心配をされる方がいらっしゃるわけですが、私はオリンピックといいますのは、あくまでも一つの通過地点と考えております。一般論から言いますと、オリンピックといいますのは、一過性のイベントということになるわけですが、私は東京という町が持続的に発展をするための設備投資の期間と考えております。

20世紀にオリンピックが開催されました都市のその後の集客の状況等見ますと、大抵の所で観光客が増えているのだそうです。北京は例外でしたが、オリンピックが世界同時不況に重なってしまったというタイミングとして非常に不幸な出来事がありましたので、北京の特殊事情を除きますと、大体このオリンピック以降に関しましては、観光客が増えている所がほとんどだというわけです。オリンピックによりまして町の知名度が上がりますし、先ほど申し上げました通信のインフラ、交通のインフラ、それから旅館等の整備も進みますので、このための観光客を受け入れる素地が整ってまいります。これがプラスに働きますので、オリンピック後のほうがさらにお客が増えてくる状況です。

私も、東京にとってみれば、2021年以降のほうむしろ町の発展の本番なのではないかと、考えております。ということで、この2021年以降に関しましても、相当な開発が計画されているわけですが、それほど心配する必要はないというふうに、

個人的には思ってるわけでございます。

お手元の資料の横長のほうの図表の9番目です。最近の都心のオフィスビルのマーケットの状況についてお示ししています。これは三鬼商事のデータでございますけれども、足元で申し上げますと、新築ビルの空室率は、多少低下しまして、一番新しいデータが9月のデータですが、12.18パーセントまで低下してきた状況でした。2012年と2015年の真ん中あたりに、空室率が相当に高かったわけですが、それぞれ事情は違っております。2012年はビル供給が非常に多かった年ですので、物件がだぶつきまして、空室が増えてしまったわけです。2015年のほうは、ビルの供給は以前に比べますと減ってきたわけですが、その一方で、ビルオーナーが貸し急ぎをしなくなりまして、高めの賃料を当初から設定するようになってまいりました。それがために当初、空室が目立つビルも多くなってきたのですが、ただそういったビルも、大体半年ぐらいたちますと埋まってくるような状況でございます。

足元のビルの供給量は、全般的に減ってきております。今年も3月の供給が非常に多かったわけですが、4月以降はビルの供給が減ってまいりまして、結果的に新築ビルの空室も9月はだいぶ低下し、12.18パーセントになりました。ただ10月は新築ビルの供給が多少増える月でございますので、多少空室率が上がってくると考えております。

お手元の資料の図表の11ページ目をご覧くださいと思いますが、昨年春以降のオフィスビルの稼働の状況、テナント誘致の状況等をお示ししております。

昨年2月に完成しました、品川シーズンテラスも、当初、稼働率25パーセントくらいでスタートしたと聞いておりますけれども、足元で96パーセントくらい埋まってきた状況だそうです。

それから同じ月に完成した東京建物日本橋ビルに関しましても、90パーセント稼働、その他のビルに関しましても、大体90パーセントから100パーセントの稼働率といった状況のようです。

それから賃料のほうも、この日本橋に関して申し上げますと、相当上がっております。もともとこのエリアの坪単価は、大体、大型ビルでありまして、2万1000円から2万3000円くらいが、一

応、通り相場であったわけですが、それに対しまして、一部のビルは坪当たり 4 万円くらいを達成している例もあるようですね。

今年は新宿のエリアのビル供給が割と多かったわけなのですが、下から二つ目の新宿ガーデンタワーはお手元、95 パーセント稼働と記載してはいますが、実はビルオーナーのほうで、相当テナントの申し込みを断ったんだそうとございまして、ビルオーナーがテナントの選別を始めたといった事例も出てきたようですね。

それから、新宿ミライナタワーも今 100 パーセント稼働していると聞いておりますけれども、坪単価は一般に公表されておりませんが、専門誌のデータですと、大体坪当たり 3 万円代の後半ではないかというふうに推定されております。こちら実質的に新宿の新しい駅ビルといった状況でございまして、この数字をどう見るかは、ちょっとお立場によって違うところはあるかと思うわけですが、ただこのエリアの平均的な賃料水準からすれば、比較的高めのほうで決まったのかなと、当方では考えております。

それから今年 6 月に完成しましたビルに関しましては、中型ビルですけれども、日本橋で 2 万円台の半ば、日本橋といたしましても、多少、繁華性の乏しい所だと思いますけど、こういった点で比較的強めに決まってる所もございまして。

それから 4 月にできました、新橋のビルが 2 万円台の後半、こちら今、100 パーセント稼働ということになっておりますけれども、こういった点で全般的に強めの賃料で決まっている例が多くなってきたのかなと考えております。

この 10 月以降ですが、主だったビルに関しましては、メインテナントは大体確保した例が多いように聞いております。ただ、一部のビルでございまして、多少、賃料の設定を見直した例もあるようですね。

特にこの新橋、日本橋、京橋、銀座エリアに関して申し上げますと、坪単価 4 万円を大きく超えませぬ賃料を当初設定した例もあったようですが、多少、テナント募集が難航した所も出てきたようでして、ビルによって多少違うのですが、3000 円から 5000 円ほど目標値を下げまして、今 3 万円台後半から 4 万円前後で募集してる例もあるようです。日本橋を例に取るのであれば、もともと 2 万円から 2 万 3000 円くらいが通り相場であった所が、一

部、3 万 8000 円から 4 万円のビルが出てきた、それをさらに上回るような目標の所も出てきたわけですが、これは今、見直しが入っておりまして、結果的には 3 万円台の後半から 4 万円くらいに落ち着くのかなと、こういった例も出てきてるといった状況です。

ということで、揺り戻しというわけではございませんが、相当強気に出たものが、多少見直される例も出てきたというふうに考えております。ただ、これは、当初 4 万円を超えていたものが、3 万円台の後半まで戻したとなりますと、何か後退したように見えるわけですが、もともとの相場は 2 万円から 2 万 3000 円くらいが一応の目安と考えますと、それに対しては 3 万円台の後半から 4 万円ですから、やはり全体からすれば上がっているのかなと考えております。

ということで、見方はいろいろあるのだらうと思いますが、基本的にビルの市況に関しましては、多少見直しは入っておりますけれども、全般的にはまだ強気の姿勢の所が多くなってきていると、当方では考えております。

今、一部賃料について申し上げたわけですが、お手元の資料、一つ前に戻りまして、図表の 10 番目でございます。都心 5 区の賃料の推移等につきまして、データをお示しいたしております。お手元は、三鬼商事のデータでございます。傾向値はいずれこの調査機関も大体似たようなところと考えてはおりますが、平均の賃料に関して申し上げますと、2010 年あたりから上昇傾向が出てきたわけですが、空室率が低下しているのに比べますと、賃料上昇の伸びのテンポが遅い感じですね。

一般論ですが、大体、空室が 5 パーセントを切りましますと、賃料上昇が顕著になってくるといった見方が強いようです。この 5 パーセントといたしましては、必ずしもはっきりとした具体的、客観的な根拠があるわけではありませぬで、過去からの傾向値によりませぬデータです。今、東京の都心部の空室が 5 パーセントを相当に下回り、丸の内、大手町は、4 パーセントを下回るデータも出てきています。それに比べますと賃料の伸びが鈍いといった考え方を持たれる方も多いようですね。

そこで最近の賃料の動向ですが、お手元の製本版の資料でございますけれども、10 月版のデータですね、こちらの方の 25 ページ目をご覧ください



たいと思います。これまでなかなか個別のビルの賃料といいますと、データがなかったわけですが、最近、REITが1棟当たりのビルの事業収支を公表するようになってまいりました。このREITのデータを基にいたしまして、大まかな平均の賃料を算定することができます。計算の方法は割と単純でして、1棟のビルの各期の賃料収入等を期末の賃貸面積で割るといった方法で出しているわけですが、ただちょっと粗い出し方でございますので、いろいろと誤差が出てまいります。それからお手元の資料の24ページ目の本文のほうですが、オフィスビルの賃貸借契約といいまするのは、いろいろな形態がありますので、この形態によりましては多少違った傾向が出てくることもございます。

特に都心部ですと、1棟のビルを大口のデベロッパー等がマスターリースしまして、テナントにサブリースをするといった場合が多いわけですが、こういった1棟丸借りの場合ですと、いわゆる共用部分まで賃貸契約の面積の中に入ってしまうので、坪単価に直しますと相当に低く出てしまうといったこともあります。それから、ある期にテナントさんが入れ替わり、同じ期に後継のテナントさんが入りますと、一定の期間、ダウンタイム、空室の期間というものが発生するわけですが、その結果、賃料収入が空室期間だけ低下いたしまして、期末のデータで割りますと、坪単価が相当低く出てしまうといったこともあります。こういった点で契約内容ですとか、それから、テナントさんの移り変わりの動向は多少注意しなければいけないところがあるわけですが、そういった問題点があることを認識しながらも出したものが、お手元データになります。

今申し上げたとおり、いろいろな事情がありますので、あくまで一つの参考値としてご覧いただきたいのですが、大体この中ではそれぞれのビルの傾向というものが出てきているのかなと考えております。このお手元のデータは、当期のデータと、その前の期についてしか出していないわけですが、実は非公表ですが、これまでのデータを時系列に並べたものも、私どもは作っております。

この中で拝見をいたしますと、大体賃料の動向は、四つのグループに分かれるのかなというふうに考えております。まず一つ目のグループですが、このお手元のデータは、REITのデータなわけですが、REITの場合ですと、割と安定的なテナントさ

んに、安定的な契約形態で、長期契約でありますとか、それから定期借家契約等で貸し出しをしている例が多くあります。こういったものに関しましては相当に高めの賃料で、それがあまり変わらないといった例がございます。

例えば、個別の名前を出して恐縮ですが、25ページ目の一番上が三菱UFJ信託銀行本店ビルですけれども、こちら、お手元のデータの個別の賃料の欄をご覧くださいますと、4万6148円と出ております。前の期が4万6241円でしたが、実はこれ、2007年以降のデータを拝見いたしましたけど、大体ほとんど変わっておりません。こういった点で、安定テナントが安定的な契約で入っております例に関しましては、この賃料もあまり変わっていないといった例がございます。

REITの物件に関しましては、こういった例が割と多いのですが、一方で相当に下がっている例というものもあります。これが二つ目の形態になってくるわけですが、2010年から11年頃は、2010年にビル供給が多かった関係で、その募集が始まった時期から、だいぶ賃料が低下してまいりました。この中で、相当ディスカウントしてテナントさんを誘致した例があり、こういったディスカウントしたものに関しましては、足元で多少戻している例が多くあります。

最近、REITの決算の説明会等でも、足元、だいぶ賃料上がったという報告を受ける場合が多くなってきたわけですが、あえて申し上げれば2011年、12年頃に相当ディスカウントしてテナントを入れておったものが、大体、相場なりに戻ってきたといった状況でございます。相場以上に上がったという例は、あまり出ていないのですが、取りあえずこの短期間、足元だけを見ますと、ディスカウントしておったものが相場並みに戻ってきたといった例が二つ目のパターンでございますね。

それから三つ目の例ですが、REITの場合ですと看板物件といいますか、ポートフォリオの中心となります物件に関しましては、知名度の高いビルや名門ビルを入れる場合が多くあります。こういったビルの場合、築年数が経過している場合が多く、賃料水準が低下している例もあります。ビル自体の知名度は非常に高いのですが、繁華性の高い所ですと、周辺に非常に競争率の高いライバルも出てまいりますので、そういった所にテナントさん等が退出をしないように、賃料を下げなけれ

ばいけない例もあるようです。こういった場合には、有名ビルでありますけれども、賃料は低下してしまっているといった例もございます。これが三つ目のグループです。

それから四つ目のグループですが、こういった築年数が経過しましたビルに関しましても、実はテナント分散が進んだビルに関しましては、ほとんど影響を受けてない、テナントの入退社は頻繁ですが、ただ賃料はあまり変わっていないといった例もございます。

お手元の事例で申し上げますと、新麴町ビルというビルがあります。こちらのビルに関しましては、実はあまり賃料が変わっていないといった状況ですね。こちらやはりテナントさんが相当に分散をしております、場所柄、一般財団法人でありますとか、法律事務所でありますとか、それから会計事務所でありますとか、そういったオフィス関連サービスの会社さんが非常に多い所なのですが、多様な業種と業態が賃料を支えるといった例もあります。

そういった点で過去からの賃料の推移を拝見いたしますと、大体この四つのグループに分かれるのかなと考えています。ただ、先ほど申しましたように、新築ビルで相当の強気の賃料を設定する所も出てまいりましたので、相当に賃料等は多様化しているということが言えるのではないかと思います。この賃料が多様化しているところを基に、テナントさんの移動も相当に盛んになってきていると思います。

一部、相当に賃料が高いものもありますが、ただ、賃料が上がっているものは、新築物件の一部に限られていまして、どちらかと言いますと過去最低水準の賃料が続いているといった例が、全般的に多いのだらうと思います。こういった賃料コストが相当に低下したことを基にいたしまして、過去数年間はリストラが続きまして、相当に執務環境が悪化している例もありますので、執務環境の改善を図りたいと考えるとところが相当に多くなってきているわけですね。

お手元の製本版のレポートですが、7月版、10月版ともに46ページなんですけれども、こちらのほうに最近のテナントさんの移動の情報につきましてお示しをしております。この46ページ目の大体ページの真ん中あたりですが、比較的伸び盛り

の業種で、床面積を増やすといった例が増えてきております。こういった場合はIT関係でありますとか、コンピューター関係でありますとか、インターネット関連でありますとか、かなり業績が好調な例が多いわけです。こういった企業は、これまで入居していたビルで、なかなか増床に対応できなくなってしまっておりますので、新しいビルに、床面積を広げるために引っ越すといった事例も出ております。

それから、それらのページの一番下のほうにですが、名門の会社さん、歴史のある会社さん等が、複数のビルに分散しておりました事業所等を統合するために、統合移転をするといった例も多くなってきております。こういった意味で46ページ目のほうには、新しい会社さんと、それから伝統的な会社さんと、両方の事例を載せていますが、いづれに関しましても移転事例が相当増えています。こういった点もやはり賃貸条件が多様化してきたということが、テナントの移動を促しているところがあるのではないかと考えております。

こういった点でオフィスビルのマーケットのほうも、需要は増えてきていると考えております。いろいろと個別のビルの事情はありますが、市況のほうは、おおむね堅調かなと考えております。

今、東京を中心に申し上げましたが、地方都市に関しましても、おおむね市況のほうは好調だろうと考えております。お手元のプレゼン資料12ページ目の図表の12番目、それから製本版10月版の資料のほうの44ページ目を合わせてご覧ください。

北のほうから申し上げますと、札幌は今年1棟ビル供給ありまして、当初、8割ほどの稼働であったようですが、今は9割以上の稼働になっているようです。来年、再来年と大型供給がありますが、先ほど少し申し上げましたように、立地条件が良い所でございますので、それほど大きな問題点ないだらうと考えております。

それから二つ目の仙台ですが、今年ビル供給ゼロです。来年1棟供給ありますが、5年ぶりの供給ということもございまして、相当潜在需要高まっていったようです。今ごく一部のフロアだけ募集してるようですが、大体はテナントが決まってきたような状況です。

それから横浜ですが、今年ビル供給ござい

せん。来年2棟供給ありますが、うち1棟は、テナントさんがもう既に決まっている状況です。

福岡は先ほど申し上げました通り、2019年までは大型ビルの供給は少なく、市況はおおむね堅調だろうと考えております。

ということで、一応、地方に関しましても、それほど大きな問題点はないと考えているわけですが、こういった不動産のマーケットの好調さを基にいたしまして、不動産投資のほうも、最近では随分と活発化しているのかなと考えております。

お手元の資料の横長の資料ですが、図表の15番を少しご覧いただきたいと思います。こちらに外資系ファンド等の不動産投資につきまして、お示しをしております。こちら日本不動産研究所のデータですが、2015年の末までのデータをお示しておりますけれども、2016年の上半期に関しましては、不動産投資は多かったのですが、差し引きでは売り越しになってしまったようです。昨年に関しましては、前半は買い越しでしたが、後半は売り越しになってしまったといった状況ですね。

よく爆買いといった言葉を使うわけですが、不動産のほうに関しましても、こういった爆買いというものが確かにありまして、最近特に、外資の不動産投資が目立つわけですが、その一方で、売るほうも非常に盛んです。結果的にこの売り買い、差し引きをいたしますと、売るほうが多いといった状況が最近では増えてきていますね。よく爆買いのほうは話題になりますが、爆売りのほうはあまり話題になりません。売ってるほうの事情は、いくつかありまして、まずお手元の資料、2007年の投資の状況をご覧いただきたいのですが、2007年は今以上に不動産投資が活発化していたところがありました。この2007年は、主に欧米のファンドの買いが多かったのですが、今、出口と言いますか、売る例が多くなってきています。2007年あたりの投資の手じまいといったことになってまいりますか。

それからアジアの投資を見直そうといった動きもありますね。東京の市況は比較的よろしいのですが、アジアの新興国で成長率が相当に鈍ってしまっているところもございます。それから中国リスクといったものも出てまいりましたので、アジアの投資につきまして、見直しをするといった例が多くなってきております。そういったところが、

最近では不動産売却する例が多い。2年前でございますが、アビバがアジアの投資部門を売却されまして、これをJPモルガンが買った売買もございません。

一方で欧州の一部、それからアジアの一部のファンドで、日本に新しく投資を始めるといった例もありますね。昨年の暮れですが、ノルウェーの年金基金が日本で不動産投資を始めるということが話題になりました。ヨーロッパは日本に先駆けまして、金融緩和が進みまして、不動産価格が上昇しまして、不動産投資がやりづらくなっています。そこでヨーロッパの投資を諦めまして、日本に投資しようといった例が多くなってきているわけですね。

一方、アジアの諸国ですが、今、日本への投資の比率が非常に大きいところは、香港、シンガポール、台湾といったところが中心でございます。中国本土の方の投資は、それほど増えていないというふうに当方では考えております。元の持ち出しが制限されていますので、地下銀行等いろいろな方法はあるらしいのですが、そうは言いつても、やはり中国本土の方は、日本には投資しづらいというのが実態のようですね。

それに対しまして、シンガポール、香港、それから台湾のかたがたは自分たちの国土が狭いといった共通点があります。一般論から言いますと、なんで中国のような広い国の方が、わざわざ狭い日本に投資するのだという話になるわけですが、不動産マーケットの規模となりますと、日本のマーケット規模はアメリカに次いで世界第2位ですので、そこで狭い国から日本のような広いマーケットに投資するといった状況でございますね。

それからアジアの諸国では今年の前半に不動産価格が相当に上昇した例が多いようです。特に台湾の場合ですが、この1月から3月までに住宅の家賃等が3割以上、上がったそうです。これは多分、政治絡みもあるのではないかと考えているわけですが、こういった方からしますと、日本の不動産の価格のほう割安に見える状況でございますね。

最近では台湾、シンガポールあたりのかたがた、一般のサラリーマンの方でも、日本の不動産に投資するといった方が多くなってきているわけですが、実はこういった働いている方ですと、忙しくて日本に現地調査まで来ることができないもので



すから、現地のコンサルタントの説明だけで、日本の不動産買ってしまふ例もあるわけですが、コンサルタントの方の殺し文句みたいなものがございまして、「日本の不動産は今が底です」と、「これから先、上がってまいります」と。確かに公示地価、基準地価を拝見をいたしますと、今が底で、日本全体からすれば、今、上がってるといった状況でございますから、うそではございません。ただし、現地調査もせずに日本の不動産を買ってしまわれる方もいらっしゃるようでして、こういったところは今後、問題化する可能性もあるのではないかと、個人的には思っているわけです。こういった点で、最近ではアジア諸国からの日本への投資も増えてきているといった状況です。

それから中国の本土もそうですが、個人の投資はそれほど多くはないのですが、ファンドを介しての投資が、相当に多いのです。こういったシンガポール、中国等のファンド等の投資も相当に増えてきているのですが、よく中国経済が減速しましたら、日本に対する投資が減るのではないかとといった指摘をされる方もいらっしゃいますが、恐らくそんなことはないだろうと考えております。と言いますのは、例えば中国のCICなどの場合も、中国経済がこれから先、減速するといったことを見越した形で日本に投資しています。リスク分散の一環といった点で、仮に今後、中国経済が減速しましても、それは想定範囲内でございます。むしろますます日本に対します投資を進めるのではないかと考えております。

一昨年、2014年で申し上げますと、例えば目黒雅叙園でありますとか、それからパシフィックセンチュリープレイスをシンガポール、それから中国のファンド等が購入しまして話題になったのですが、実はいずれも利回りは相当に低い水準ですね。一部に関しましては、利回りが2パーセント台後半といった例もあるのですが、短期間で転売してもうけようというわけではなく、あくまでリスク分散の一環ですので、相当長期の期間で考えている方が多いようですね。多少足元の利回りが低くても、それほど気にはしないといった状況のようでして、むしろ成長性よりは安定性を重視しまして、日本に投資している方のほうが多いといった状況です。

そういった点でお話を元に戻しますと、こういったアジア関係の投資は、これから先、中国経済

が減速しましても、決して減ることはなく、むしろますます日本の優位性が増して、日本に対する投資が増えてくるのではないかと当方では考えております。先ほど申し上げましたように、2007年に投資しました欧州勢を中心に、全体からすると、売り越しのほうが目立つ状況です。ただし不動産投資は、全体とすれば活発化しているということになろうかと思えます。

こういった中で、日本国内のREITを始めとしまふ不動産投資商品のほうも、おおむね好調といった状況ではないかと考えています。お手元のプレゼン資料の図表25番目でございます。こちらにREITの価格についてお示しをしておりますけれども、こちら中長期のデータですので、足元のデータ、ちょっと見づらくなってしまうところがございます。10月18日までのデータをお示ししております。今年に入りましてから、おおむね堅調な推移だと考えております。

お手元の図表の38番を少しご覧いただきたいと思いますが、こちらは今年の1月から7月末までのデータです。期間を絞っておりますので、短期間の状況が分かりやすくなっているのですが、お手元にはREITの指数と、それから利回りのデータをお示ししています。

REIT利回りですと、配当利回り、分配金の利回りは、割り算の分子に分配金の数字を載せまして、そして株価、REITの場合は投資口価格というのが正式名称なのですが、これを分母にしますと利回りが出てきます。分子のほうは不動産の賃貸事業を基にしますので大体安定していますが、分母の株価が上昇すれば利回りが下がる、株価が低下すれば利回りが上がります。今年の1月29日に日銀がマイナス金利導入を決定したわけですが、REITは常に借金を背負って、いわゆるレバレッジを効かせて、不動産投資をおこなっておりますので、金利が低下をいたしますと、借入金の負担が減りまして、運用の成績が上がってくるわけです。1月29日の段階ではREITの価格も急上昇したわけですが、REITのほとんどが今、安定的な財務内容を確保しておりまして、金利がいきなり低下しましても、REITの運用自体にはそれほど大きな影響というものはないと思います。

そういった点もありまして、大体、10営業日後には、株価は元に戻ってしまったのですが、この

後はマイナス金利の影響でREITの価格が上がってまいりました。ただ2月の下旬以降はそれほど大きな変化がないといった状況と思います。2月の下旬から6月までは、REITの指数が1850ポイントから1920ポイントくらいの範囲内にありまして、6月にイギリスのEU離脱の問題でREITの価格も下がったのですが、これ以降また安定的な水準に戻り、大体1800ポイントから1880ポイントで推移している状況です。

この10月は多少価格が低下しましたが、これは時期的な要因というのもございます。10月になりますと下半期の期首に入りまして、機関投資家のかたがたが手持ちの銘柄を見直しまして、割安な銘柄に乗り換えるといった時期に入ります。こういった時期的な要素もございまして、10月になってから価格が下がったわけですが、価格の低下も、おおむね一昨日あたりで終わったようです。一昨日、昨日あたりから大体上昇傾向に戻ってきているといった状況です。

REITの指数は、今1800ポイントを多少下回るような状況ですが、これから先、1800ポイントまで戻りまして、恐らく年末には1900ポイントくらいまで上がってくるのではないかと考えているのですが、ただ全体からしますと、安定した動きがこれから先も続くのではないかなと考えております。不動産賃貸業自体が安定的で、これを反映しましてREITの価格等も、おおむね安定した動きを示すのではないかと、当方では考えております。

ただこういった中で、不動産関連の投資と申しますものも、相当バリエーションが豊富になってきました。有望な分野もこれから先増えてくるのではないかと考えています。そういったものをいくつかお出ししたいと思うのですが、お手元の横長の資料のほうで、まず図表41番をご覧くださいと思います。

この図表41番は機関投資家、プロの投資家向けということになりますが、最近では私募REITも、相当今、注目をされるようになってまいりました。今、公募のREITが全体で56銘柄くらいありますが、一時期、相当値動きが大きかった時期もありまして、REITに投資されてる方には、成長性よりはむしろ安定性求める方が多いものがございますので、こういった値動きが大きい商品と申しますのは、敬遠されるところもあります。そこでこう

いったプロ向けの商品ですが、非上場のREIT、オープンエンド型のREITを注目される方も多くなっています。

こちらは今、お手元に22法人ほど記載していますが、だいぶ設立が増えてきた状況と考えています。横軸をそれぞれの年ごとに区切ってるわけですが、6銘柄ほど今年になりましてから増えているといった状況です。投信協会のデータですと、今23銘柄ということになっていまして、この表から漏れておりますものもあるのだろうと思います。

大体今、公募のREITの利回りが3.5パーセントから3.6パーセントくらいですが、ここで私募のREITの場合ですと、おおむね4パーセントぐらいの利回りを確保することができるという点も随分と注目をされています。今の株式のマーケットも不調ですので、株式にも、4パーセントを超えます利回りを確保できる銘柄もありますが、株式で利回りが高いものといえますと、やはり信用度が多少低い銘柄が中心になります。一方、REITの場合は、信用度も高いものが中心でございまして、こういった安心感という点と、それから安定性という点から、選択をされる方が相当に多く、その中で、私募のREIT等に注目をされる方も相当に多くなってきています。

例えば今年の2月設置されました、D&Fロジスティクスと申しますのは、大和ハウス工業のファーストリテイリングの施設専門のファンドですね。ファーストリテイリングは、今、湾岸のほうに、物流施設を造りまして、本拠地を移される予定ですが、オフィスビルのマーケットからすると、珍しい事例と言えます。こちらのほうにすべての部門を集約する方針だそうですが、こういったファーストリテイリングと大和ハウスのコラボレーションで新しいファンドが出来上がってきているというところですね。

それから下から二つ目のCREのファンドですが、こちらは物流施設専門ですけれども、将来的には上場する計画だそうですので、上場の一つ手前といたしまして、私募で運用を始めたといった事例です。ですから表41の中では、例外的な例になってくると思います。

それから一番下の地主プライベートREITですけれども、こちらは底地のみを対象としますファンドです。最近では、公募REITでも、底地だけを投資対象にする例も増えてきていますが、償却費があり

ませんので、その分、比較的利回りが高めで出ている場合が多くございます。

見かけの利回りが高いということもありますし、それからメンテナンス等、費用等も比較的抑えることができるということもありまして、こういった底地ファンド、底地投資といったものも最近では随分と注目をされているようです。こういった私募のREITといたしますものも、新しい投資形態としては注目をされるものと考えております。

最近では、ファンドを通じてREITに投資するという例が相当多くなってきています。投信でありますとか、それからETFを通じまして投資をするという例が多くなってきているわけですが、そういった中でなかなかREIT投資の実態がつかみづらくなってきていますが、こういった投資形態のほうも、だいぶ膨らみが出てきたと思います。

それからお手元のプレゼン資料の43ページ目の図表43ですが、こちらは物流施設の状況です。先ほど地価の欄で、物流施設につきましては多少お話し申し上げたのですが、図表43は東京圏の物流施設の供給動向についてお示しをしているところでございます。先ほどの繰り返しになりますが、この湾岸の道路の整備に加えまして、今ネット通販等、隆盛だということもありまして、最近ではこういった倉庫投資、物流施設に対する投資も随分と増えてきました。特に今年、公募のREITで6銘柄、新規の上場があったのですが、このうち2銘柄が、こういった物流施設を中心としますファンドでした。新規REITの中でも、物流施設の比率が相当に高くなってきていますが、こういった需要を反映しまして、供給も今、相当に伸びております。

お手元の棒グラフをご覧くださいまして、昨年の第4四半期以降、大量供給が4期連続で続いているといった状況です。ただこの関係で、多少、空室率のほうも上がってきておまして、お手元の図表43の表の上のほうになってまいりますが、東京圏全体で今、9パーセントほどまで上がってきているといった状況でございましょうか。

第3四半期以降、供給のほうはだいぶ絞られてまいりますので、これ以降は、空室率のほうは低下してくるであろうと予想されるわけですが、足元ですと、多少空室が増えてきた、物件にだぶつきが出てきたといった、そういった状況です。

ただ、都心部のほうに関して申し上げますと、一部でございまして、強気の賃料を設定しているがために、多少空室が増えている例もあります。今空室が増えています所は、おおむね郊外部ですね。お手元の資料で申し上げますと、圏央道エリアということになってくるわけですが、都心部から比較的離れた所の空室が中心でして、都心周辺に関しましては、ほぼ満室に近い状況と考えております。

お手元の資料の図表44ですが、こちらは物流施設の賃料水準等をお示ししてはございますけれども、こちらも最近では全般的に上昇傾向であろうと考えております。例えば、東京の都心部に近い所、お手元の表で申し上げますと、左上のほうのエリアに当たりますが、例えば品川、太田あたりですと、坪単価7590円まで上がってきています。その一方で先ほど申し上げたとおり、湾岸の倉庫用地は、今相当に地価上昇が激しいといった状況です。全般からしますと、需要は堅調で、賃料もおおむね上昇傾向にあるといった状況です。

その一方で、大阪の南港でありますとか、九州は、あまり賃料が上がっていないのですが、こちらのほうは、供給が少し滞っているところもありまして、もしこちらの供給が増えてくれば、恐らく賃料も上がってくると思います。こういった面で、賃料のレベルという点からすれば、オフィスビルとは相当の差がありますが、物流施設も、有望な投資対象になってきたと言えるのではないかと思います。

それからお手元の資料の図表46番目以降になりますが、ホテル関係ですね。こちらも1室当たりの単価等、随分上がっております。図表46は客室の稼働率の状況ですが、例えば大阪圏では稼働率が90パーセントを超えているといった状況です。

日本全体ですと、今ホテルの新增室の契約といったものが、5万数千室あるような状況です。このうち1万数千室が東京圏なわけですが、ただこれから先の観光客の需要というものを考えますと、5万室増えましてもまだ足りないといった状況です。

民泊が今話題になっておまして、多少、当初の想定から設置基準を緩和した形でスタートする予定になってはいますが、民泊等では対応しきれないところもありまして、ホテル関係の投資も、これから先、引き続き注目をされる場所ではない



かと考えております。

それからお手元の資料の図表 48 以降ですが、こちら高齢者向けの施設、ヘルスケア関係の施設ということになります。図表 48 では高齢者施設の区分を、それから図表 49 ではそれぞれの施設の整備状況を、お示ししております。

こういった高齢者関係の施設といいますと、以前は公共セクターが整備する福祉的な性格が強かったのですが、最近では、民間の有料老人ホームが相当に増えてきたわけでございますね。一方で、自治体や公共セクターは、財政の面で難点も多いということもございまして、公的な施設は減らす傾向にあります。民間の施設のほうが、むしろこれから先は中心になってくるであろうといったところであります。

特養の老人ホームは利用費が非常に安いということもありまして、これらは大体満杯で、全国で5万人ぐらいウエイティングがあったと聞いております。ただ最近、東京の一部ですと、特養の稼働率が低下しているといった話を時々聞くようになってまいりました。事情はいろいろあるわけなのですが、民間の老人ホームが相当増えてきたということが背景にあるようです。ということで、これから先、高齢者向けの施設に関しましても、市場原理に沿った形での供給になってくるのではないかと考えられます。こういう中で、ヘルスケア関係の投資といいますか、高齢者関係の投資も、相当に増えてくると考えています。

こういったものを運用対象としますREITに対する評価は多少低下している場合が多いようですが、これから先は、需要の堅調さが認識されて、評価も上がってくるのではないかと考えています。

お手元の資料の図表の 51 番をちょっとご覧いただきたいのですが、ホテル系、ヘルスケア系、それから物流系、それぞれのREITの評価の状況についてお示しをしています。NAV 倍率と通称呼んでおりますけれども、価格の割高、割安を示しますデータでございますね。2015 年の初めあたりは、いずれも非常に高い評価を得ていたのですが、それぞれ事情がありまして、今評価が下がっている例が多いようです。

ホテル系の場合ですと、一時インバウンド需要等が相当に注目をされた時期がございまして、こ

のときにホテル関係のREITに対しての評価も上がったわけですが、中国経済が減速して、インバウンド需要も一服したといった見方が強くなり、その段階でREITの評価も下がってまいりました。

それからヘルスケア系ですが、当初こちらは、政策面でのサポートも期待できるということがあり、それが後押しとなって、相当に評価が高かったわけですが、昨年、一部の老人ホーム等で、虐待事故でありますとか、転落死の事故等ございまして、イメージが相当に悪化してしまったところがあったわけですね。そういった問題点も含めまして、ヘルスケア関係のREITの評価も随分下がってしまいました。

それからヘルスケア関係といいますと、まだ市場が未成熟なところがありまして、それが評価の低下につながってしまったところもあると思います。

お手元の資料、ちょっと前のほうに戻りますが、図表 50 番でございますが、こういったヘルスケア関係のほうに関しましても、最近では業界の再編等が随分と進行してきたようですね。昨年の暮れに損保ジャパンが、ワタミの介護等を買収されまして、これを傘下に収めたわけですが、図表 50 番のコメント欄にございまして、最近ではこの分野で本格参入をする有力な事業者が多くなってきたといった状況でございます。

こういった面で、この分野に関しましても、これから先、相当に信用度が高いオペレーターが増えてきますので、業界自体の成熟度が上がるにつれて投資対象としても見直されるようになってくるのではないかと考えております。

なかなか一般のデベロッパーで、こういったヘルスケア関係に本格参入するといった動きまではなっていない場合もあるわけなのですが、この図表 50 にお示ししますとおり、例えば、長谷工とか、野村不動産、東京建物といったところが最近、高齢者ビジネスに本格参入する例も出てきておりますので、これから先は不動産の分野の一部としまして相当有望な分野になってくるのではないかと考えております。

それから再びこの図表 51 番ですが、この物流系のほうですけれども、先ほど申し上げたとおり、昨年の空室が増えた段階で、投資対象としての評価が低下しているわけですが、こういった物流関

係のほうも、最近ではデベロッパーの本格参入する例が多くなってまいりました。

お手元の資料、前のほうになります。図表 45 番で新しい物流施設の整備の状況等についてお示しをしております。もともとこちらは、日本国内で有力なデベロッパーに限られていまして、以前は外資系の独壇場といった状況でございました。GLP、それからプロロジスが主な供給者でしたが、最近では三井不動産をはじめとしまして、野村不動産、それから他にもいろいろな有力なデベロッパーが進出するようになってきました。こういった点で、これまでは多少デベロッパーの本業とは違った分野といった印象があったわけですが、これから先は、完全に不動産業界の一分野として評価されるようになってくると思います。

ということで、相当にこれから先は不動産分野でも新しい分野が増えてまいりまして、投資対象などにしましても、かなり評価が高まってくると考えております。

それから、お手元の資料の 52 ページ目ですが、インフラファンド等も最近では増えてきた状況ですね。一昨日でございましょうか。新しいインフラファンドの上場が公表されたのですが、第 1 弾が、タカラレーベンのインフラファンド、第 2 弾として、いちごグループのインフラファンドが上場の準備をしている状況でございます。

こういった面でインフラファンドのマーケットも、これから先、不動産の分野といたしまして、相当に評価が高まってくると考えております。今のところは、太陽光発電システムなど再生可能エネルギーの分野が投資の中心になってきているわけですが、恐らくこれから先、空港でありますとか、それから湾岸施設、有料道路に対しますコンセッション、公共施設等利用権の分野のほうが投資対象とすれば、むしろ有力になってくると思います。

今年、仙台空港と、関空、それから伊丹空港に関しまして、民営化、コンセッションの導入が成立したわけですが、今、高松空港をはじめとしまして民営化の導入が検討されておるといった状況ですね。それからこの 10 月からですが、奈良県で有料道路の民営化がスタートしてございまして、こういった面でインフラファンド等に関しましても、相当これから先は、注目をされる分野になってく

ると思います。

そこでお手元の資料の最後のページですが、不動産の分野、これから先もいろいろ広がってくると考えております。お手元にはこの J-REIT、それからインフラファンドの分野を中心といたしまして、不動産投資等がこれから先は日本経済を支えます大きな力になってくるかと考えております。言わずもがなでございますけれども、工場、物流、それからオフィスビルなどが日本の産業を支える基盤としまして非常に重要でございますし、それからマンション、店舗等は市民生活の支援、ホテル、それから今年、温泉ファンドというものも出来上がったわけですが、温泉専門の REIT といえますのは世界でも初めての事例と聞いておりますけれども、こういったものは観光立国としましての日本を支える原動力になってくるのではないかと思います。

高齢者向けのファンド支援といったものもこれから先は高齢化社会を乗り切る手法として評価されてくると思いますし、それからインフラファンド等が、エネルギー問題に対応できると思います。公共施設と申しますと、赤字のところは今、多いわけでございますが、こういったものも、これから先は投資対象となることによって相当に変わってくるかと考えております。

本日はお聞き苦しいところあったと思いますが、不動産市場の話と、それから不動産投資について申し上げました。恐らく来年もお話しする機会があるのではないかと思います。そのときはまた新しい良い話ができるように願っております。ご清聴、誠にありがとうございました。