

【講演録40】

「不動産市場の動向と今後の不動産業の展開」

—地価、住宅、オフィスビル市場の現況とビッグバン等の影響—

株式会社長銀総合研究所

主任研究員 石澤 卓志

本日は、「不動産市場の動向と今後の不動産業の展開」と題しましてお話をさせていただきます。くわけでございます。

お手元に簡単な資料をご用意させていただいておりますが、今年、1997年という年は、非常に不動産業界にとりましては画期的な年だったのではないかと思います。これからいろいろなチャンスが出てくる、その起点となる年と考えてよろしいのではないかと思います。

私がおのように申し上げる理由を、3点挙げてみたいと思います。まず1つは、政策の面で大きな変更があった、不動産業をこれからいろいろと活用する、生かす方向での政策が打ち出されているという点、これが第1点です。それから、第2点ですが、地価やいろいろな不動産の評価方法に変化が出てきたという点です。それから、第3点ですが、不動産の新しい市場を作ろうではないか、という動きが出てきたということです。以上3点につきまして、少し細かくお話をさせていただきたいと思います。

お手元の資料の(表1)、(表2)をご覧くださいませでしょうか。これは、いま申し上げました97年の重要な点、政策の面でどのような変化が起こったか、ということを示しています。不動産業は、ご存じのとおり、いろいろな面で政策とのかかわり合いの大きい分野です。1棟ビルを建てるだけで、200以上の法例がすぐに振りかかってくると言われている業界ですので、当然のことながら、政策の面でいろいろと影響を受ける部分が多いわけです。この分野では、今年、随分と大きな変更がありました。今年、1997年の2月に、新総合土地政策推進要綱が出ています。非常に長い名前ですので、人によりましては「土地大綱」などという言い方をする人もいるわけですが、言うなれば、日本におけます土地政策の根幹をなすものです。

この新総合土地政策推進要綱におきまして、土地政策の目標が今年明確に改められたわけです。バブル退治をする、地価の抑制を第一の目的にするというのが、これまでの土地政策の目標でした。それを今年の2月にこれからは土地の有効活用を第一の目的にする、という形に変わったわけです。そして、この土地政策の目標の変更に沿った形で、さまざまな規制の緩和や法改正などが行われました。例えば今年の3月には、規制緩和推進計画の再度の見直しが行われたのですが、この見直しの中で、不動産業関係の規制緩和は全部で180項目以上に及んでいます。項目数としては随分多いなと思うわけですが、ちなみに分野別でいい

ますと上から3番目です。不動産よりも多い項目の分野もあるわけです。何が一番かといいますと、実は金融システム改革です。

それに負けず劣らず不動産業のほうも多いわけなのですが、この中で注目したいのは、今回の規制緩和の中には、これまで実際にはあまり手の触れられなかった部分がある、ということです。例えば、今年の6月には建築基準法等が改正になりました。今年の建築基準法等の改正は、主に都心部でのマンション供給を増やす、という目的のために改正が行われたのですが、その内容を見ますと、これまであまり手の付けられなかった分野での規制緩和項目が入っています。例えばマンションの供給を推進する所では、日影規制とか、いろいろな建築規制を緩和する。それから、容積率等につきましても、廊下などの共用部分を容積率の対象外にする、といったような項目が入っています。

これまで不動産業界、あるいは経済団体では、いろいろな土地関係の規制緩和を求めてきましたが、その中でいちばん焦点としていたのが、やはり容積率の問題、それから各種の建築規制の問題でした。ところが、これまでは、これらの分野については、あまりさしたる変化もなく、これまでに至っていたというわけです。それが今年、97年には、ある程度の変更が加えられました。現在のところはマンション関係だけなのですが、今は、商業地、ビル関係、あるいは、これから先の街づくり等においても、容積率等は大胆に規制緩和しよう、といった話になってきています。これまであまり手の付けられていなかった分野での規制緩和が行なわれるようになった。こういう点は、画期的なことと考えてよろしいかと思えます。

ちなみに、来年、98年も、建築基準法等の改正が予定されています。来年の改正点は3つの柱があるのだそうです。まず第1の柱は、建築確認申請などの各種の建築手続の民間への開放。実際のところは、申請件数が多すぎて現在の体制では処理し切れなくなった、ということがいちばんの理由なのですが、民間への開放が進むということです。第2点としては、さまざまな建築基準の仕様規定を性能規定へ変換するということです。これまで、いろいろな建築関係の規制は、主に仕様で決められていました。例えば防音関係でしたら、壁の厚さをどれぐらいにする、といったような物の数字で決められていたのですが、それに対して、遮音の効果が何デシベル以下であったならオーケーとすると。例えば耐震関係でしたら、これまでは梁の太さをどれぐらいにするとか、梁の間隔をどれぐらいにする、といったような仕様で決まっていたものを、極端な言い方をすると、震度5でも倒れないようになればいい、といったような形に変えるというわけです。

これがどのような効果があるかということですが、海外からの建築資材等の調達が容易になると言われています。したがって、建築コストの削減につながるというわけです。それから、海外の試験・研究機関などとも提携を深めて、海外の資材などが使いやすくなる。これも建築関係、不動産関係にとりましては、大きなプラスとなる点だろうと思えます。

それから、来年の改正点の目玉の第3番目ですが、容積率関係でいろいろな弾力的な措置を取る、というわけです。新聞では、容積率の売買を認める、という形で報道されました。本当に容積率の売買が認められれば、これは画期的なことだなあ、というふうに感じたのですが、ちょっと中身は違うようです。アメリカやヨーロッパの一部の国では、容積率の売買が積極的に行われています。ある所に建物が建っている、その建物の上に未利用の空間がある。建物上の未利用の空間を利用する権利を、空中権（エアライツ）と言っています。この余った容積を、積極的にいろいろな所に移転することができる、これをTDR（移転可能な開発権）と言っています。アメリカなどでは、このTDRが非常に頻繁に利用されているわけです。

これは、主に歴史的な建造物などを保存するために作られたものです。例えば、ある島があって、この島の半分のほうは非常に自然環境が美しいので、こちらの自然は何とか残しておきたい。その一方で、こちらには高層ビルを建てて経済的な振興を図りたい。自然環境を保護する部分で要らなくなった容積を、高度利用するビルなどに売却すると、そこでお金が入りますから、自然環境の保護などにまた使うことができるというわけです。このような形で、TDRが積極的に利用されているわけです。

同様なものが日本でも認められれば、これは画期的なのですが、残念ながら来年の改正では、まだそこまでは行かないようです。と申しますのは、細かなお話になって恐縮ですが、日本では、空間自身を物権の客体とするという考え方がありません。所有権などの対象として、空間は対象にならないのです。日本での考え方は、空間を利用するにはそれを支えるための構造体が必要だ、その構造体の部分に権利を設定する、というもので、言うなれば、空間は構造体に対する権利の、言葉は悪いですが、おまけとしてくっついてくるという考え方です。

それでは、来年の改正はどのようなことなのか。例えば現在、一団地認定制度といった制度があります。この制度を弾力的に活用して、容積のやり取りが自由になるようにする、というものに近いようです。それでは、一団地認定制度というのはどういうものか。現在の日本の制度では、一つの敷地に一つの建物しか建てられない、というのが原則になっています。ところが、この原則を堅持しますと、例えば住宅団地などを作ったときには、団地1つ1つが建っている所が敷地ということになるので、一つの建物ごとに道路を通さなければいけない。道路を通したら、今度はそれに対してさまざまな建築規制がかかってくるということで、やりにくくて仕方がない。

そこで、このような場合には全体を一つの敷地とみなすという一団地認定という制度があるわけです。すなわち、本来だったら複数の敷地として扱うものを、一つの敷地にする。そうすれば、その敷地の中でいろいろと容積率のやり取りが可能になると。どうやら来年の改正では、この一団地の中での容積率のやり取りを可能にするといったような、既存の制度を

応用したものになるのではないかと思います。いずれにしても、今年、来年と、いろいろな意味で土地を生かすという意味での制度の変更が行われた。これは今年、1997年が非常に重要な年であるという理由に挙げてよろしいのではないかと、というふうに考えているわけです。

続きまして、今年、1997年が非常に画期的な年であったという点の第2点について、お話をさせていただきます。不動産の価格、地価等について、いろいろな変化が起こってきたということです。お手元の資料の(図1)、(図2)をご覧くださいと思います。まず(図1)は、名目GNP、公示価格、サラリーマン世帯の収入といったものの推移を見たものです。ご覧いただいておりますのは、1983年を100として指数化したものです。なぜ83年が100なのかということなのですが、いわゆるバブル経済の最初の年が昭和58年(1983年)である、というのが大体の通説になっているからです。そこで、この83年を基準にして、地価等の動きがGNPの動きを下回っているならば、現在、地価などの水準はバブル前の水準に戻っている、と考えてよいだろうというわけです。

そこで、この中の「東京圏の商業地」と書いてあります折れ線をご覧くださいと思います。いちばん水準が高かったのが1991年です。この段階での指数は、341.3という数字でした。これが、97年の段階では127.9になっております。これに対しまして名目GNPの動きはどうであるか、ということなのですが、1991年の段階で160、97年の段階で186.9です。

この点を考えますと、地価等の水準はもうバブル前の水準に戻った、というふうに申し上げてよろしいかと思います。ところが、これに対しては、異論を挟む人もいます。「バブル前でも地価はそもそも高すぎたのだ。だから、バブル前の水準に戻ったからといって安心してはいけない。バブル前の水準でもそもそも高すぎたのだから、もっと下げなければいけないのだ」、このように主張する方もいらっしゃるわけです。そこで、適正な地価という言い方はちょっと語弊があるかもしれないのですが、例えばその土地を活用した際に得られる収益と比べて本当にその土地の実力を表しているのか、という点で計算をしてみたものが、(図2)です。

(図2)のグラフの細い実線は、オフィスビル等の賃料を基にして、その土地でビルを建てて賃貸ビル事業を行ったら、どれぐらいの収益が得られるか、そして、それを地価に換算してみたら、どれぐらいの水準になるかを見たものです。これは、収益価格と言っています。それから、太い黒い実線は、基準地価格、あるいは地価公示価格の水準を示したものです。

まず、(図2)の有楽町の欄をご覧くださいと思います。有楽町は大手町、丸の内地区と同一エリアだと思いますが、オフィス街としては超一等地と呼ばれている所です。この太い実線と細い実線は、93年の段階で大体一致しているようです。それ以降、全体の水準としては下がってきているのですが、両者の乖離はほとんど広がらない。ということは、現

在の公示価格等は、有楽町のようなオフィスビル街として整備の進んでいる所であるならば、大体その土地の収益力をほぼ正確に反映している、と考えてよろしいと思います。

その右隣の、日本橋本町の欄をご覧くださいと思います。日本橋という地区は、非常に評価の難しい場所です。例えば日銀のある辺りはオフィスビル街として整備は進んでいるのですが、中小ビルが密集している所もありますし、ビルの空室がかなり多い場所もある。そういう点では、なかなか評価の難しい場所なのですが、とりあえず今日は、比較的ビル街として整備の進んでいる場所という感覚でをご覧くださいと思います。こちらをご覧くださいますと、90年、91年ごろのバブル期には収益価格と公示価格の間に2倍近い差があったわけですが、96年以降は、大体両者がほぼ一致する形になっています。ちょっと乱暴な言い方かもしれませんが、有楽町あるいは日本橋のような、オフィスビル街として整備の行き届いた地区ならば、ある程度バブルの清算は終わったのではないか、と思うわけです。

したがって、地価は、これからはバブルの影響を離れて、もっと別な要因で決まってくるだろう、おそらく収益価格に一本化されてくるのではないか、という気がいたします。この理由は何か。本日の後半の主題になると思うのですが、現在、金融分野でビッグバンが進行しています。このビッグバンによって、おそらく不動産も、新たな不動産投資商品が生まれ、金融市場の中に取り込まれていこうと思います。

現在の日本の地価の算定方法は、欧米と同じ基準ではありません。地価の算定方法には、大きく分けると、3つの種類があります。まず1つは、原価法と言われるもの。これは、いろいろなコストを積み上げて価格を決めるというやり方です。メーカーなどが製品の価格を決める際に、大体この原価法によっていると思います。コストを積み上げて、それに一定の利益率を上乗せして製品の価格が決まっていくわけです。ところが、不動産の分野では、このような原価法というものはあまり使われません。世の中の常識は不動産業にとっては非常識である部分が多くございまして、こと不動産・建設業の分野では、コストとプライスは別物である、というのが常識になっているわけです。この原価法は、不動産の分野ではあまり使われていないわけです。

それでは、どういう方法が現在使われているかといいますと、取引事例比較法というものです。これは、対象不動産とよく似た物件の取引事例を調べ、その取引価格から類推するというものです。非常に実証的な方法なのですが、何かイレギュラーな取引があると、それに土地価格自体が引っ張られてしまうといった危険もあるわけです。例えばバブル期は、異常な高値の取引がありますと先高感が生まれて、それにどんどん地価が引っ張られて上がっていった。逆に地価下落の局面では、先安感がどんどん出てきて、それによって地価が際限なく下がってしまう。そのように地価実態以上に大振れしてしまう、といった悪影響もあると思います。

そこで、現在注目されていますのが、収益還元法というものです。これは、先ほども申し

上げましたとおり、その土地を活用したらどれぐらいの収益が得られるのかを計算して、その得られる収益に一定の利回りを掛け、現在価値を判断するという方法です。金融市場に、割引現在価値といった考え方がありますが、その不動産版だとお考えいただければよろしいかと思います。国土庁では、95年に、この収益還元法の新しい手法を整備いたしました。土地残余法と言っているのですが、これを公示価格等にすでに応用しているわけです。国土庁などの地価を所轄しております官庁も、公示価格などはできれば収益価格ベースで決めたい、という意思を持っているわけです。

以前、地価については、一物三価、あるいは一物四価などと言われていました。公示価格、相続税などを決める路線価、固定資産税の評価額、それぞれがばらばらに決まっていたわけです。一時期は、公示価格や基準地価格は市場価格の約8割、路線価は大体4割、固定資産税評価額は2割だ、と言われていたのですが、現在ではこの方法も改められており、公示価格をベースに一本化されるようになってきています。路線価とか、固定資産税の評価額も、それぞれ率の差はありますが、公示価格をベースに決められるようになってきています。したがって、これから先の地価は、主に土地の収益性によって決まるようになってくる、と考えるわけです。

それでは、その土地の収益性は何によって決まるのかということですが、これは、不動産市場の好調、不調で決まるわけです。おそらくこれから先の地価は、不動産市場の影響を受けるようになるだろう、不動産市場の好調、不調といったものを地価が反映するようになるだろう、と考えられるわけです。その点から考えますと、有楽町あるいは日本橋本町は、大体バブルの清算が終わったと考えられますので、これから先は不動産市場の動向が中心になって地価が形成されるようになるであろう、かように考えているわけです。

さて、(図2)の中でこのほかの地点を見てみますと、ちょっと問題が感じられますのが新宿3丁目です。実は、新宿3丁目は、今年の7月現在の基準地価格で値上がりした場所です。毎年、7月1日現在の基準地価格が発表されますが、今年は東京で10地点が値上がりしました。新宿3丁目は、その一つであったわけです。ところが、この試算結果では、新宿3丁目は太い実線のほうが細い実線よりもまだ上回っている。これを表面上解釈いたしますと、まだ地価は過大評価されているのではないかという解釈も成り立つわけです。

ただ、新宿という場所も非常に評価の難しい場所です。ビル等を見ましても、個別の条件があまりにも違う物件が多い。大型ビルもあれば老朽化した小型ビルも多い、というのが新宿地区です。当然のことながら、ビルの賃料等もばらばらです。例えば現在の新宿地区ですと、月坪当たり2万5,000円ぐらい出しますと、かなり立派なビルを借りることができます。ところが、駅前では、坪6万円を超える取引がいくらかございます。このように、優良ビルだけとりましても、2万5,000円前後から、6万円ぐらいまでと、随分と大きな振れ幅があるわけです。

新宿地区では、最近では小型ビルもだいぶ埋まってきましたが、小型ビルですと、大体2万円弱から1万5,000円程度の範囲内です。個別のビルの差が大きすぎて、なかなか全体の動向をひと掴みでは把握しにくい場所です。このような計算をする場合には、その地区の平均のデータをとるわけなのですが、棟数、物件の数としては小型ビルのほうが多いので、どうしても賃料のデータなどは小型ビルに引っ張られて低めに出る傾向があります。したがって、ここで出しました細かい実線の数字も、かなり低い水準になっているのですが、駅前等の有効活用が可能な場所ならば、この太い実線との乖離は随分と小さくなっているかもしれない。そういう意味では、ちょっと解釈の難しい場所だと言えると思います。

ただ、いずれの場所でも、いわゆるバブル期に比べますと、太い実線と細かい実線の差というものは随分と縮まっております、おそらくこれからは、収益価格ベースで地価が決まっていくと、考えられるわけです。

これが、今年、1997年が画期的であったという、第2番目の理由です。

さて、第3番目の理由ですが、新しい不動産市場を作ろうという気運が盛り上がってきたということです。資料の(表3)および(表4)をご覧くださいと思います。(表3)は、今年の春に行われました、国鉄清算事業団所有の大規模事業用地の処分状況を示したものです。それ以降も、いくつか旧国鉄の重要な敷地が処分されているのですが、今年2月から3月にかけて相次いで出された4物件のインパクトが大きかったので、それについて整理してみたものです。ご覧いただきますとおり、汐留の貨物駅跡地、品川駅の東口、大阪駅北、東京駅八重洲口、が相次いで売却されたわけです。

その落札価格は、一般的な予想に比べますと随分高値で落札されたのではないかと評価されているわけです。例えば、汐留貨物駅跡地の落札価格は、総額で3,723億円、坪単価は2,336万円でした。事前の下馬評では、大体坪当たり1,600万から1,700万くらいだろう、総額でも3,000億円を超えることはないだろう、というのが一般的な見方でした。結果はそれを上回ったわけですので、かなり高い落札だ、という評価は確かにできるのだと思います。ただ、私どものほうで、この落札価格を先ほどの収益価格ベースで計算し直してみたのですが、大体収益を取れる範囲内に収まっている、と考えております。汐留、品川、大阪北、これらは、そこでビル事業を行っても大体採算のとれる範囲だろうと、考えています。

ただ、問題がありますのが、東京駅八重洲口です。こちらは坪単価約6,000万円で落札されたわけなのですが、この地区の周辺の公示価格が大体坪当たり4,000万円、それから、私どもで計算いたしました収益価格が、坪当たり3,000万円でした。ということは、公示価格の1.5倍、収益価格の約2倍の値段で落札されたことになります。やはりちょっと高すぎるという気もするわけです。

ただ、不動産業界では、このような状況について過熱気味のところもございます。来年の

春には丸の内の国鉄本社の跡地が売却されるのですが、これにつきましても、いろいろな噂が立っているわけです。国鉄清算事業団の所有地は一般競争入札という方法をとっているわけですが、この方法では高値競争にならざるを得ないわけです。このような高値落札になりがちな方法とは、ちょっと見直す必要があると思います。

さて、この清算事業団の事業用地の落札が話題になりましたのは、このように落札価格が高かったということのほかにも、海外の会社が入っているということもあったわけです。「落札者」の欄をご覧くださいますと、例えば汐留のB街区には、アルダーインベストメントというシンガポールの会社が入っています。それから、東京駅の八重洲口には、香港の財閥系の、日本パシフィックセンチュリーという会社が入っています。一般競争入札という、逃げも隠れもできない方法で処分が行われましたので、海外の企業が入っていることが表に出たのですが、日本の場合、物件の取引情報はあまり外部に公表されないわけです。したがって、海外の企業等が日本の不動産を買っている動向も、これまではあまり実態がわからなかったわけなのですが、ここで、資料の（表4）をご覧くださいと思います。

これは、あまり公表されない取引事例の中でも、報道等に上がりましたものをピックアップしてみたものです。当然のことながら、これらは数多い取引の中のごく一部にすぎないわけで、これの何十倍もの取引が実際にはあるわけです。ただ、一つ言えますことは、ここ1、2年、海外投資家、あるいは海外の企業が、日本の不動産に対しても非常に興味を示すようになってきた。これは間違いのないところだろうと思います。銀行などを通じて、海外の企業等が日本の不動産等について照会を求めるといった例も、随分と増えてきています。

（表4）をご覧くださいますと、アメリカあるいはフランスの企業も入っておりますけれども、全体的に多いのはやはりアジア系の会社です。香港・シンガポール系の会社と、韓国の会社の2通りに分けることができると思います。そして、それぞれの会社が、日本の不動産についての考え方が違っております。例えば香港などの会社の場合には、日本への不動産投資は国際的な投資リスク分散の一環と考えているようです。したがって、不動産の収益性はさることながら、日本の政治的な安定性、経済的な安定性、それから軍事的な安定性を、非常に重視しています。

韓国の会社の場合には、日本をマーケットとして非常に重視しているようです。例えば、日本の消費者は非常に質が良い。物を見る目が肥えている。ですから、日本の市場で受け入れられれば、これは世界どこへ出しても安心だ。したがって、韓国の企業の場合には、自社ビルとか、あるいは自社ビル用地として不動産を買われる場合が多いわけです。

ただ、問題なのは、欧米の企業、投資家です。これまで、あまり欧米の資本は日本の不動産市場には流れてきませんでした。これには、いくつかの理由が考えられます。まず、いちばん大きな理由は、日本の不動産市場の情報が伝わっていない。日本の不動産市場が閉鎖的なので、その正体がわからないわけです。



それから、もう一つ、日本の不動産市場は現物取引が中心であるということです。欧米では、不動産の小口化、あるいは証券化が進んでおります。これならば、個人の投資家でも、容易に不動産を購入することができるわけです。例えば、アメリカに REIT と呼ばれる不動産商品がございます。日本では不動産投資信託と訳されていますけれども、これが、昨年末で大体890億ドルの残高がございます。ここ数年間で急成長しているものなのですが、これの普及したいちばんの理由は、アメリカの不動産市場が好調であるということ。キャピタルゲイン込みですと大体40%ぐらいの利回りが確保できるのだそうで、これだったら、みんな「買ってみよう」という気になるわけです。それから、もう一つは、非常に買いやすい物件であるということです。REIT の7割以上が株式市場に上場されており、株式と同じように売買されています。日本でも、個人が株式を購入するのは、当たり前になっているわけですが、これと同じようなことが、アメリカでは不動産を対象に行われているわけです。

このような状況から考えますと、日本の現物だけの市場は、いかにも異様に感じられます。現物が中心ということになりますと、1回当たりの取引の額はどうしても巨額になります。それから、不動産市場が落ち目になりますと、不動産の流動性が著しく落ち、実際の損失額は額面以上のものになってくるわけです。これでは、なかなか日本の不動産には手出しができない、ということになるわけです。そのようなこともございまして、新しい不動産市場を作ろうではないか、欧米と同じような投資環境を作ろうではないか、という動きが出てきたわけです。これについては、本日の後半で詳しくお話することになるかと思えます。

政策の面での動き、地価などの不動産の評価面での動き、海外の投資家などを含めた新しい不動産市場の動き、この3点を根拠に、今年、1997年は非常に重要な年ではないか、と思われるわけです。

そこで、先ほど申し上げました第2の点ですが、不動産市場の動向のお話に入っていきたいと思えます。先ほど申し上げましたとおり、今後の不動産価格は、おそらく不動産市場の動向によって決まると思うわけです。したがって、不動産市場、ビル市場とか住宅市場の動向を把握すれば、地価の動きもわかってくる、と考えられるわけです。

まず、ビル市場の動きを見てみたいと思えます。(図3)は、東京の主な場所のオフィスビルの空室率のデータを示しております。少し太い実線で記載してありますが、東京23区の平均値です。いちばん空室率が高かったのが94年で、9.8%という水準でした。これが97年9月では、4.8%になっております。それから、Aクラスビルと呼んでおりますけれども、非常に質の良いビルに関しては、97年9月の空室率は2.7%と、非常に低くなっています。

経験値から申し上げますと、オフィスビルの空室率を見る際には、5%および3%が一つの基準になるようです。5%を超えますと、オフィスビル市場は借手市場、テナント主導型の市場になるようです。3%から5%の間ですと、借手と貸手の力がほぼ対等の関係になる

のではないかと考えられます。3%を切りますと、今度は貸手市場になる、ビル会社の力のほうが強くなるわけです。これを基に考えてみますと、東京のオフィスビル市場は、これまで10%近かった空室率がやっと5%を切る状況になってきました。これまで空室率は下がってきていたわけなのですが、ただ、市場全体としてはテナント主導型の市場が続いていたので、なかなかビルの賃料は上がらなかった。空室は減っているのだけど、ビルの賃料は下がっている状況が続いていたわけです。しかし、最近では、ようやく5%を切る状態になってきておりますので、賃料等についても、ようやく底値感、底打ち感が出てきたと言ってよろしいと思います。

それから優良ビル、Aクラスビルですが、現在では品薄感が強うございます。Aクラスビルは東京で40棟しかありません。かなり少なく、空室はほとんどない状態になってきている。したがって、Aクラスビルは、空室率も3%を切り、オフィスビルの賃料等も値上げする例が増えてきたわけです。これは経験値から申し上げたのですが、実はロンドン等のヨーロッパの市場でも、大体5%ぐらいが市況を見る際の一つの目安になるようです。5%以下ですと、ビルの市場は安定期に入ったと見てよろしいかと思えます。東京のオフィスビル市場も、一時の混乱期を抜けて、ようやく落ち着いた状況になってきたと、思うわけです。

(図4)は、日本全国の主な場所の空室率を示しています。大阪、名古屋、福岡、それぞれの場所も空室率は下がってきております。「おやっ」と思われるのが、大阪のAクラスビルです。東京では、Aクラスビルのほうが空室率が低いのですが、大阪は、Aクラスビルのほうが空室率が高いという、状況になっています。大阪と東京では、オフィスビルの市場のあり方に違いがあるようです。と申しますのは、大阪は東京に比べますと、一等地と呼ばれる所が非常に範囲が狭いのです。梅田の駅から本町の駅に至ります御堂筋界限、これぐらいが超一等地で、それ以外の場所ですと、かなりビルの立地としては落ちるというわけです。したがって、ここでAクラスビルの範疇に入れておりますビルも、実はテナントの目から見ると、必ずしも一等地に建っているものではないというわけです。

そういう意味では、東京に比べてビルの選択が非常にシビアだと言えるのかもしれませんが。

それから、大阪では中堅・中小のビル会社が非常に頑張っています。大阪のビル市場を見ますと、かなり縁故で決まる場合が多くビジネスライクで話が進まない場合も多いわけです。東京から大手のディベロッパーが行きましても、優良テナントをなかなか確保できない。ところが、地元で頑張ってこられました中堅・中小のディベロッパー、ビル会社は、古くから優良な顧客をガッチリとつかまえていて放さない、といったようなことがあるわけです。このような点も大阪の特殊性と言えます。かような理由で、大阪の場合には、Aクラスビルのほうが大阪全体よりも空室率が高い、という状況になっていると思います。

それから、福岡は96年から97年にかけて、空室率が6%前後から4%前後にまで下がってきております。実は私どもは、福岡の空室率は昨年から今年にかけて上がるだろう

とっておりました。昨年、福岡では、非常に大規模な再開発ビルが多数オープンしたからです。いちばん大きなものは福岡の湾岸の開発で、「シーサイドももち」という地区に、「ソフトリサーチパーク」という大規模なビジネス街がオープンしました。このソフトリサーチパークに入居しております企業のほとんどは、福岡のオフィスビル街の中心の天神地区で賃貸ビルに入っている会社です。したがって、ソフトリサーチパークの完成に伴って、天神のビルには相当の空きが出ると、思っていたわけなのですが、結果は大外れでした。

福岡は本来需要が強かった、ところが、あまり良いビルの供給がなかった、したがって、これまでは需要が潜在化していた、ビル供給によって潜在需要が顕在化した、ということだと思います。

福岡では昨年、キャナルシティ博多というビルがオープンいたしました。賃料は、坪当たり1万5,000円です。これは地方都市としてはかなり高い水準です。この点から考えても、福岡のオフィスビル市場は好調だ、という気がするわけです。

いま賃料のお話が出ましたので、(図5)をご覧くださいと思います。これは、全国の代表的な場所のオフィス賃料の推移を示しているものです。ここで注意しなければいけないことは、オフィスビルの賃料は、二重賃料構造化しており、見かけの賃料と実際の賃料が違う場合が多いわけです。ビル会社がテナントを募集する際に公表する賃料を、募集賃料とか応募賃料と言います。それに対して、実際に賃貸借契約が成立する賃料を、成約賃料と言います。この募集賃料と成約賃料の差が非常に大きいわけです。

バブル期には、ビル・オーナーの言い値と実際に成約した値段が60%食い違っていたという例があります。ただ、最近では、そのような極端な値下げはあまりなくなっており、サンプル調査によるものですが、大体15%以内に収まっているようです。都心部では大体10%以内に収まってきているようで、この点でも、オフィスビル市場は安定してきた、という気がするわけです。ただし、今ご覧いただいておりますグラフは募集賃料ベースのもので、実態はこれより低めになっているとお考え下さい。

この(図5)で、いちばん上の折れ線が大手町のデータです。大手町は、87年は、月坪当たり大体4万円台の後半でした。これが、92年ごろには10万円近くまで上がりました。個別ビルの成約ベースでは、10万5,000円といった例がございます。最近はこの値が随分と下がって、4万円前後になっています。これも、個別ビル・ベースで多少違いがございます。後半で申し上げることになると思いますが、現在、大手町地区は、金融ビッグバンの影響が出て、外資系の金融機関が新しいオフィスを求める動きが、活発化してきています。昨年の暮れごろは、大手町は成約賃料ベースで4万円弱だったのですが、最近では5万円前後にまで上がってきています。金融分野でのビッグバンが、オフィスビルの市場にとって、特に大手町などの場合では、現在はプラスの方向に働いていると言えるわけです。しかし、ピークのころに比べると、賃料は半値ぐらいに下がっているわけです。

それから、赤坂のデータをご覧いただきたいと思います。赤坂地区は、昔はあまりオフィスビル街としては高く評価されていた場所ではありません。87年のデータでは、2万円台の前半でした。これが、91年、92年ごろ7万円近くにまで上がりました。実際の成約例では、6万5,000円といった例があります。これが最近では、大型ビルで4万円弱、地区の平均で3万円弱にまで下がってきています。やはりこちらも半値ぐらいになってきているわけです。

ただ、オフィス賃料が上がったり下がったりしたのは東京だけで、ほかの地方都市、例えば大阪や福岡などではあまり変化がありません。横浜駅西口のデータをご覧いただきますと、高いときでも大体、月坪当たり2万3,000円くらい、現在でも2万円前後という状況です。オフィス賃料が乱高下したのは実は東京だけの現象です。

さて、このように、空室率や賃料の動向を一通り見てみたわけですが、その傾向を、(図6)にまとめてございます。91、2年ごろ不況が深刻化して、テナントにオフィスビルのコストを削減しようという動きが出てきました。

それでは、これ以前はどうだったかということになりますと、実は日本の企業のほとんどは、あまりオフィスビルのコストを意識していませんでした。悪い言い方をすれば、不動産にかかるコストはどんぶり勘定だったと言ってもよろしいわけです。これには、いろいろな理由があるのだらうと思います。まず、日本の会計方法が、不動産関係のコストだけを抽出できるような形にはなっていないこと。例えば、ある部分は減価償却費の中に組み込まれている、ある部分は什器備品の中に組み込まれている、ある部分は福利厚生費に含まれているといったように、不動産にかかるコストをなかなか帳簿上把握できなかったことが、大きな理由だらうと思います。

それから、もう一つは、不動産市場が閉鎖的で、情報をテナントに与えなかったということが挙げられます。ところが、不況が深刻化して、そんなのんびりしたことも言っていられなくなってまいりました。そこで、各会社が不動産関係のコストを洗い直してみますと、これが意外に大きいことがわかったというわけです。このころのいくつかの調査を見ますと、メーカーの場合、売上げの6、7%を不動産関係のコストが占めていた、という記録が残っています。この部分のコストを削減しなければいけない。それで、事業所を統廃合する、あるいは、少しでも安い賃料を求めて郊外に移転する、といったことが起こったわけです。ところが、事業所が統合された所は、狭いオフィスの中にたくさんの人員が押し込められるようになってきた。非常にオフィスの環境が悪くなってきたというわけです。

それに加えて、OA化が進んできた。OA機器は非常に場所を取ります。パソコンなどの場合、1台当たり1平方メートル強の面積を取ります。ということは、OA機器が増えてくると、それだけオフィスが狭くなるというわけです。OA機器は、小型化が進んでおりますけれども、これも人間の目で確認できる範囲、あるいは人間の手で操れるキーボードの大き

さを考えると限界がございまして、おそらく、これから先は、そうそう簡単には小型化は進まないだろうと思います。OA化の進展がオフィスビルの手狭さを助長する結果になったわけです。

それから、郊外に移転すれば、確かに見かけ上のオフィス・コストは削減されます。ところが、郊外に移転すると、いろいろな問題点も出てきたわけです。例えば、従業員の方々の通勤が非常に難しくなった、それから、取引先とコミュニケーションをとるのが非常に難しくなった、ということが挙げられます。フェイス・ツー・フェイスでの情報交換がやりにくいというわけです。取引先は都心に集中している。郊外に出かけると、相手先と重要な話をする際には向こうまで出かけていかなければいけない。これは非常にタイム・ロスがかかる。タイムは只ではございません。その点を考えますと、郊外に移転して見かけのコストは下がったのだけれども、いろいろな手間だとか、あるいは働きやすさというものを考えてみると、もしかしたらコストがよりかかっているのではないか、そのような考え方も生まれてきたわけです。

そこで、94年ごろから、コストの考え方が違ってきました。見かけのコストだけではなく、総合的な立地のコスト・パフォーマンスを考えるようになってきたわけです。例えば取引先とのコミュニケーションが重要ならば、それを金額に換算し、立地コストにプラスして、全体のトータルのコスト・パフォーマンスを考えてみる。そのように考え方が変化してきたわけです。これによって、かなり多くの企業が都心に移るようになりました。このころは都心のビルの賃料もだいぶ安くなってきていましたので、以前と同じコストで、良い立地の、良い条件のビルを借りることができるわけです。それによって、94年ごろから一部の需要が顕在化してきた。そして現在は、むしろ優良ビルに関しては品薄感が強くなってきているわけです。

ただ、気を付けなければいけないのは、確かにビル市場は今、空室も減り、ビルの賃料も下げ止まり、だいぶ回復してきたという感じが強くなってきているのですが、これは必ずしも本格的な回復ではないということです。91年ごろから多くの企業が借り控えをしていた。その借り控えをしていた一部の潜在需要が、顕在化してきたにすぎないわけです。これは何も不動産には限りません。経済のすべての分野について言えるものです。例えば設備投資の動向を見ますと、今、多くの調査機関などで設備投資等の調査を行いますと、数字上はかなり強い回復という結果になります。ところが、その中身を見ますと、ほとんどが更新投資が中心で、積極的な能力増強投資があまりないわけです。91年ごろからコストを削減していた。それもそろそろ限界に近付いた。そこで、設備の更新をしなければいけない。これまでコストを抑えていた分、母数が下がっている。したがって、ここで回復した分は数字上はかなり大きなプラスの数字になって出てくるというわけで、実態からすると、これまで抑えていた部分がいくらか回復しただけで、本格的な回復とは言えないわけです。

能力増強投資が幾分ある分野もございます。主に情報通信の分野がそうです。オフィスビル市場が本格的に回復するには、景気の回復、その景気の回復によって人員を増やす、あるいはビルの床を積極的に借り増しする、そのような状況が必要になってくると思うわけです。

続きまして、住宅市場についてお話し上げたいと思います。資料の(図9)のグラフでは、全部で3つのデータを示しています。折れ線が、契約率です。ある月に販売されたマンションのうち、その月に売買契約が成立した率を示しております。これが70%を超えますと、マンション市場は好調、80%を超えますとマンション市場は絶好調と言われております。それから、白い棒グラフが供給、黒い棒グラフが在庫を示しています。これらのデータをご覧くださいますと、92年、93年ごろはマンション業界はかなり厳しい状況でした。契約率も60%を切っておりますし、在庫の黒い棒グラフが随分増え、白い棒グラフが減っていたことがおわかりいただけるかと思えます。ところが、94年ごろからこの白い棒グラフが急激に増え、契約率も上昇しています。経験上、首都圏でのマンションの適正な供給量は大体4万戸から5万戸だと言われております。これについては、いろいろ異論がある方もいらっしゃると思いますが、例えばマンションの需要層の裾野が広がっているとか、団塊の世代のジュニアがこれから家を取得する時期になる、もっと需要はあるはずだ、といったお話もあるわけなのですが、一応これまでの経験則などから考えますと、4万戸から5万戸が一般的な水準だと考えられるわけです。

ところが、94年以降、年間8万戸ペースの供給が続いています。言うならば例年の2倍ペースの供給が4年間続いたわけです。なぜこれが4年間も続き、しかもその間、高い契約率を維持してきたかということなのですが、マンション価格が下がり、低金利が続いたことが、マンション市場を底支えする要因になったのだらうと思えます。ところが、今年の春ごろから、マンション市場はだいぶ陰りが見え、契約率も、現在では、何とか70%のラインは保っているものの、かなり厳しい状態になってきております。地域別に見ますと、東京の城北部では、契約率が50%台にまで落ちてきている地区もあります。

今年は、都心部での物件供給が非常に多い年でした。区でいいますと、港区、渋谷区が非常に多かったわけです。それから、世田谷、杉並なども、例年の数倍の供給量があったわけです。このような都心に近い場所でも現在の販売単価は坪当たり300万円台にまで下がってきております。随分下がっているわけなのですが、それでも、ファミリー・タイプになりますと、一住戸当たり6,000万円以上の値段になるわけです。

このような高額物件は、だいぶ売行きにばらつきが見られます。例えば話題性のある物件、三井不動産の佃島の物件などは、あっという間に即日完売になってしまうのですが、そうでない物件では、かなり販売に苦労している例も多い。このように、話題性のある物件と、そうでない物件とで、契約率に格差が見られるようになってきています。今後は、このようなマンション販売の好調、不調が、不動産価格、地価などにも表れてくる、と考えられるわけ

です。

住宅地の地価のお話に戻します。97年7月現在の基準地価を見ますと、住宅地の価格で大きく地価が下がっている所には、3つのパターンがあるように思われます。まず、下がっている第1のパターンは、栃木など首都圏の外縁部です。こちらは、戸建て販売が不調な場所です。それが地価などにも影響していると思います。少し前であれば、40代以降の方々は、郊外に戸建ての住宅を持つというのがステータス、あるいは人生の目標になっていたわけですが、最近では都心部に良いマンションが増えてまいりましたので、どうしてもそちらに目移りしてしまう。したがって、郊外の戸建ては、都心部のマンションなどにお客さんを取られて、販売が厳しい状態になっている。それがどうやら地価にも表れているらしい、というわけです。

それから、地価が下落している場所のパターンの2番目ですが、都心部の千代田区の麹町や番町など、いわゆるバブル期に急速にそれまでの住宅地区がオフィス街化した地区です。これらの地区は、開発が非常に多かったこともありまして、バブル期には急激に地価が上がったのですが、本来は住宅地である所が無理矢理オフィス化したので、いろいろと不都合な点もございます。例えば交通の面で不便な所が多いとか、あるいは業務を支援するいろいろな設備がそろっていないということもあり、問題点が出ている。こういう所が、住宅地の値段が下がっている場所になっているわけです。

それから、値下がりしている所のパターン3ですが、都心部の、いわゆる高級住宅街です。大田区の田園調布などをはじめとして、いくつかの住宅街としては一等地と言われた所が、大きく値を下げているわけです。こちらは、先ほど申し上げましたとおり、今年マンション供給が増えているのですが、マンションの売行きにばらつきの出ている場所です。このようなマンション販売の好不調が、地価にも影響していると考えられるわけです。

この傾向は、来年98年もある程度続くと思います。現在のマンション業界、住宅業界の状況を見てみますと、残念ながら需要がいきなり回復すると思われる材料はあまりないように思われます。まず、マンション販売が不調になった最大の理由ですが、一般的には、消費税の値上げによる反動が出た、という説明がされているのですが、私は、先ほど申し上げましたとおり、通常の2倍ペースの供給が4年間続いた、需要を先食いした面があるのではないかと感じています。需要の先食いということになりますと、調整には相当時間がかかる。少なくとも98年いっぱい、この調整は続くのではないかと。それから、一時期に比べますと、低金利政策が長く続きすぎ、その効果が薄れてきていると思います。

それから、現在、住宅ローン破産とか、いろいろユーザー層のほうでも問題が出てきております。住宅金融公庫のゆとり返済の利用者の中で住宅ローンの返済が不能になっている方が増えている。98年はこの問題がさらに深刻化すると言われており、住宅購入意欲に水を差すのではないかと考えられるわけです。

それから、マンションの在庫が増え始めていますので、マンション会社、住宅会社としても、新規の供給を抑えて在庫の調整をメインにせざるを得ないと思います。その点から考えますと、おそらく98年も、住宅・マンション業界にとって厳しい状態が続くのではないかと考えているわけです。

したがって、住宅地の地価につきましても、郊外部、栃木などは、相変わらず戸建て住宅の不振が続く。首都圏の通勤圏、埼玉の一部や千葉県の一部、神奈川県の一部の4,000万円台のマンションが供給できる所は、ある程度好調が続くと思います。こちらは低金利政策のお蔭もあり、まだマンションの購入意欲は強い場所です。そこで、こちら辺りの地価は大体横這いの状況になるのではないかと思います。

なぜマンション販売が好調なのに横這いか、ということなのですが、4,000万円台で物件を供給するには、土地のコストは坪単価で100万円台に押さえなければなりません。実は、この100万円台で土地を買える場所が、いま非常に少なくなっているのです。有望な場所ですと、その土地を購入しようとするマンション会社がいくつも入札場所で鉢合わせするという状況でして、土地の手当てが難しいので供給を絞らざるを得ないマンション会社も、多数出ています。これらの通勤圏の中で地価が100万円台、あるいはそれ以下の所は、需要は強いのですが、物件の数が少なくなっておりまして、地価を下支えする、あるいは上昇させるまでには至らないだろうと考えられるわけです。そして、都心部については、まだ地価の修正が進むのではないかと。この点を考えますと、98年は、首都圏の住宅地についてはいわばドーナツ型の地価の動向になるのではないかと考えています。

このように考えてみますと、どうも不動産市場にはあまり明るい話題はなさそうです。ビル市場は表面的には回復しているけれども、あまり本格的な回復とはいえない状況である。ビル賃料の低下などによって、これまでの潜在需要の一部が出てきただけで、本格的な回復とは言えない。住宅市場、マンション市場は減速傾向がはっきりしてきており、98年もこの傾向が続くそうだと。こういうことになりますと、何だ、良い話がないんじゃないか、ということになるわけなのですが、そこで本日の第3番目のお話、新しい不動産市場を作らなければいけない、もしかしたらそれが不動産業界、あるいは、さまざまな経済の分野でも、大きな活性化の起爆剤になるかもしれない、というお話をしたいと思います。

現在、金融分野でビッグバンが進んでおります。

ビッグバンとは、金融制度の大改革を示しているわけです。先例になったのは、1986年にロンドンで行われたビッグバンですが、ロンドンのビッグバンと、それにちなんだ日本版のビッグバンでは、いくつか大きな異なる点がございます。いちばん大きく異なる点は、ロンドンでは主に証券市場中心の改革だったのですが、日本の場合は、金融全般の改革であるという点です。銀行、証券、保険の全分野にわたる改革です。このビッグバンが進行すれば、単なる金融システムの改革に止どまらず、日本全体のさまざまな取引を変える可能性が



ある。当然のことながら、不動産市場、不動産業界にも非常に大きな影響があるわけです。

イギリスのビッグバン、それからアメリカにはメーデーといった改革がございましたが、いずれにしても、四半世紀あるいは10数年にわたってなし遂げてきた改革です。日本版のビッグバンは、これよりも広い範囲の改革を紀元2001年までにやり抜こうというわけですから、その規模の大きさ、スピードの速さなどの点でも、これまで世界に類例を見ない大改革になるわけです。そのために世界中から注目されているのですが、さて、不動産分野にはどのような影響があるのでしょうか。

(表5)のいちばん上の欄をご覧いただきたいと思います。金融ビッグバンの主な項目として、フリー、フェア、グローバルの3原則に基づく金融市場の改革が挙げられております。フリーとは、自由な市場を作ろうということです。例えば現在の金融システムを見ますと、統制された横並びの金利、しかも非常に低い金利になっている。このため、例えば預金者などの個人資産は随分と不利益を被っているのではないかと。そこで、新しい金融商品などが自由に作れるようにすれば、個人の資金なども有効に活用されるようになる。これは経済の活性化につながるというわけです。日本での個人資産は1,200兆円あると言われておりますので、それが有効に使えるようになれば、確かにインパクトは大きいわけです。これについてもいろいろな見方がございまして、例えばその1,200兆のうちかなりの部分は公的資金で不効率に運用されている、いろいろ計算してみると500兆円ぐらいしかないという意見もあるわけですが、いずれにしろ、金融の面でのいろいろな改革は進めなければいけないことだろうと思います。

それから、フェア、公正な市場にするというわけです。いちばんの問題は、ディスクロージャー、情報開示だろうと思います。それから、フェアの裏返しでございますが、アンフェアなものについては厳正に対処するというわけです。

第3番目がグローバルです。世界に先駆けて、世界標準市場を作っていこうというわけです。日本の不動産市場にも、これは当てはまるわけです。フリーという点から考えても、フェアという点から考えても、先ほど申し上げましたとおり、日本では物件情報あるいは取引情報はあまり公開されておられません。それから、グローバル、世界標準という点から考えても、日本の不動産市場は随分といろいろな取引慣行があって、諸外国から見ると訳のわからない部分が多いわけです。

(表9)は、日本の不動産市場の特殊性について、代表的な例を示したものです。これはビル市場の慣行を例に取ったものでございますが、この中で、まず契約期間という欄をご覧いただきたいと思います。日本の場合、ビルの賃貸借契約は大体2年が普通です。これに対してアメリカの場合は、10年から15年ぐらいが普通になっています。イギリスの場合は25年が普通です。それから、日本の場合は解約も非常に簡単にでき、6カ月前に予告すればいつでも解約することができます。ところが、アメリカの場合は、契約期間中にテナント

が出てしまうと、そのテナントは残存期間について賃料の支払義務を負っています。そのかわり、テナントには、転賃の権利、サブリースの権利が留保されているわけです。日本では、それに対して、賃貸借契約というのは言うならば大家と店子の関係だ、大家といえば親も同然、店子といえば子も同然という信頼関係によって契約が成り立っていますので、又貸しするなどということはもつてのほかというわけで、サブリースは原則として認められていないわけです。これはあくまでも慣行によるもので、法律による規制ではありません。あくまでも日本の賃貸借契約の慣行ですので、当事者間でこれと異なる契約をすることはもちろん可能なわけなのですが、ただ、このような契約慣行が諸外国に比べると随分と違った慣行になっていることも事実です。

ビルあるいは不動産事業の安定性という点から考えると、日本は2年経つとテナントがいなくなってしまうかもしれない、6カ月先にはテナントがいなくなってしまうかもしれないということで、ビルあるいは不動産収入が不安定なわけです。それに比べてアメリカなどでは、契約自体が長期ですし、その間の収入は安定している。例えば、これを基に利回り計算などをする場合には、アメリカに比べると日本の場合にはかなりリスクが大きい、という結果にならざるを得ないというわけです。

それから、諸外国に比べて問題になるのが、一時金の問題です。東京では、いわゆるバブル前は、ビル等を借りる場合には大体2年分、賃料の24カ月分の保証金を払うというのが原則でした。現在ではビル市場が随分と変化したために、大体9カ月から12カ月ぐらいという例が多いようですが、いずれにしても、一時金はテナントにとっては大きな負担になるわけです。ところが、諸外国には、このような一時金の制度はあまりありません。したがって、外資系企業などが日本のオフィスビルに入る際には、この保証金は非常に評判が悪いわけです。「非関税障壁ではないか」とまで言うところもございます。

この一時金というものが出てきた経緯を見てみますと、実はビル会社の資金調達必要性から生まれたものなのです。昭和30年代になかなか銀行がビル会社にお金を貸してくれなかった。そこで、ビル会社は、それならばテナントに建設の協力金として一部分を負担してもらおうということになって、この保証金の制度が始まったわけです。しかし、現在は、ビル会社には資金調達の方法としていろいろな道があり、この一時金という制度も、今は必ずしも日本のビル事業に不可欠なものとは言えないという気がいたします。この点を考えますと、世界の慣行と異なるところも、これから先、努力次第では世界標準に変えることも可能ではないかと考えられるわけです。

このように考えてみますと、フリー、フェア、グローバルという3原則は、必ずしも金融システムの問題だけではなく、不動産業界、あるいはビル業界等にも重要な問題だということになるわけですが、金融分野でのビッグバンが不動産業にどのような影響を及ぼすかを、考えてみたいと思います。(表5)の「不動産業への影響」という欄をご覧くださいと思います。

います。

例えば金融分野でビッグバンが起こることによって、外国の金融機関はビジネス・チャンスが拡大する。これまで規制でできなかったことができるようになる。したがって、人員も増強し、オフィスも借り増しをしなければいけないという状況が出てくるわけです。昨年の6月から今年の6月までの間に、外国の証券会社の従業員は11%増えています。一方、日本の証券会社は4%減っております。具体的な例では、ドイチェ・モルガン・グレンフェルが昨年から今年までに200人増員して、500人体制にしています。この点を考えますと、金融分野のビッグバンが、不動産の需要、ビル需要等を押し上げると言えるわけです。

ところが、良いことばかりではございません。その右隣の「不動産業の課題、問題点」という欄をご覧いただきたいと思います。確かに外国の金融機関にとってはビジネス・チャンスが拡大するのですが、日本の金融機関は効率的な経営をしなければいけない。日本の金融機関はいろいろと無駄が多くて、水膨れ体質になっております。リストラをやらなければいけない。人員や資産や店舗を見直して、効率的な経営に切り替えなければいけない。

それから、金融機関の業務形態も変化してくると思います。これから先の金融機関は、インベストメント・バンキング、投資銀行業務が中心になると言われています。これは、言うならば卸売業務で、あまり店舗数を必要としません。ということは、全体の店舗数は減ってくる、不動産に対する需要は減ってくるということになるわけです。

このようないろいろな合理化が進むのは、金融システムのみならず、取引の自由化が進めば、さまざまな分野で不動産の必要性は少なくなってきます。例えば、不動産仲介業を考えてみたいと思います。物件情報はインターネットで取ることができる、不動産売買の申込みはコンビニエンス・ストアでやることのできる、資金の決済は電子マネーを使ってやることのできるということになりますと、実は店舗が要らないわけで、金融に限らず、いろいろな分野で、これから先は不動産に対する需要が減ってくる可能性があるわけです。現に流通業の一部、あるいは商社などの一部は銀行業に近い仕事をすでに始めていますし、コンビニエンス・ストアも、それに乗る姿勢を示しております。いま申し上げたことは、現実に起こりつつあるというわけです。このような点を考えてみますと、金融分野のビッグバンは、不動産業にはプラスの面とマイナスの面と両面あるということが言えるわけです。

それから、プロジェクト・ファイナンスなどの新しい融資手法が出てきます。これまでの日本の金融機関が行ってきた融資方法は、言うなればコーポレート・ファイナンスという範疇に属するもので、会社の信用度合いに応じて資金を融通するというものでした。これから先はそうではなく、対象事業の有望性に応じて資金を出すという、プロジェクト・ファイナンスの手法が出てくる。現在、不動産業では資金の手当てが難しい部分も出てきているわけですが、プロジェクト・ファイナンスの方法が定着すれば、優良な事業にはお金が集まるよ

うになる。これによって、例えば古いビルを建て替えたり、またはビル供給が増えたりといったことも出てくるのだらうと思います。

さて、こう考えますと、需要が増えたり、あるいは減る要因があったり、さまざまな影響があるわけです。そこで、最近のビル需給の動向について、見てみたいと思います。(図7)は、オフィスビルの着工状況を示しています。ビルの着工がいちばん多かったころは、1991年ごろでした。延べ床面積ベースで、1990年には485億の着工があったわけです。それから、91年は461億の着工があったと。ところが、それが95年には111億に落ちている。96年は少し増えていますけれども、それでも130億ちょっとです。一時期に比べますと、かなりビルの着工が減っているわけです。これは、91年ごろから不動産業が不況に突入し、ビルの建築計画を一時中断したり、あるいは延期したりといった例が増えたからです。

(表7)および(図8)は、ビルの稼働ベースのものです。先ほどご覧いただきました着工ベースの数字が、3年ほどの建築期間を経まして、(表7)、(図8)の、稼働ベースの数字になって現れてくるわけです。稼働ベースでいちばん供給が多かったのが、1993年ごろです。このころには、485億ぐらいの供給があったわけです。これが95年は294億にまで減っているわけです。

実は、一昨年の冬ごろからビルの着工は盛り返しておりまして、98年ごろから稼働ベースでの供給は増えそうです。一昨年の冬といいますと、まだ不動産業の先行きの見通しが立たないころだったわけなのですが、なぜこの時期にビル供給が増えたのかといいますと、一言で言うならば「待ち疲れた」というのが理由です。91年ごろから不況になって、いろいろなビル会社が建築計画を一時中断し、様子を見ていた。ところが、不況が5年越しになったけれども、いっこうに回復する気配がない。これ以上遅らせるわけにはいかないというわけで、待ち切れなくなったところから、ビルの計画を再開する会社が増えてきたというわけです。

西新宿6丁目のある地区の再開発の例では、地権者たちが、バブル期に再開発計画を立てました。東京の再開発ですと、地権者の方は高齢化している場合が多いわけです。このまま古くからある店を続けていても仕方ないから、立派な再開発ビルを建てて、そこから出る賃貸収入で老後の生活を立てようと思っていたわけです。ところが、91年ごろにビル市場の状況が悪いので計画が中断してしまいました。景気が回復せず、なかなか再開できなかったのですが、一昨年の冬ごろから、ビル建築計画や再開発が再開するようになってきたわけです。98年ごろから少しずつビルの供給量は増えてくるのですが、それでも紀元2000年ごろまでは、大規模ビルの供給は少ないようです。

(表8)は、現在、新聞報道等で明らかになっております主な大規模ビルの計画を挙げたものです。ここでは、延べ床面積5万㎡以上の物件を挙げております。98年には、事業ベ

ースで5件挙がっております。ちなみに、この基準を3万㎡まで落としますと、7件になります。ただ、数としては、一時期に比べれば随分少ないと言えるわけです。それから99年も、あまり数は多くありません。来年に関して言うならば、この東京の物件のほかには、大阪で1件、京都で1件、福岡で2件、仙台で1件と、非常に数が少ないわけです。紀元2000年までは大規模な計画は少なく、おそらくビル市場も、優良ビルは不足気味になると思います。

ところが、紀元2000年からはかなり大規模な計画が稼働し始めます。前半で申し上げた国鉄清算事業団跡地の再開発、東京駅周辺、品川駅周辺、汐留なども2002年から2003年ごろには稼働してくるわけです。かなり大量のビル供給があると言ってよろしいかと思えます。

それから、計画がまだ定まっていないので、この中には載せていない計画もございます。例えば秋葉原駅周辺とか、南千住、二子玉川園周辺などです。開発計画はあるのですが、まだ具体化しておりません。これらも、数年間のうちには計画が具体化してくると思います。

ここで再び、(表5)にお戻りいただきたいと思えます。ビッグバンの影響は、ビル需要等に関して、プラスの面とマイナスの面とがあると申し上げました。先ほど申し上げたのですが、最近、都心部の大手町、丸の内のような所では、外国金融機関がビッグバンがらみで新しいビルを求める例が増えてきておりますので、現在は、ビッグバンの影響は、ビル市場、不動産市場にプラスの影響を及ぼしております。しかし、日本の金融機関のリストラが本格的に進む段階になりますと、おそらくこの影響はマイナスの方向に変わるでしょう。そして、その段階では、今ご覧いただきましたとおり、かなり大量のビルが供給される。場合によっては、ビルがまた供給過剰になる可能性もあるということです。

先ほど申し上げましたとおり、ビル市場の好不調は、景気次第です。紀元2000年までに景気が回復し、本格的にビル市場が立ち直れば、おそらくこのビル供給はプラスの方向に左右すると思えます。

ロンドンの先例では、1986年にビッグバンが行われました。この時も、ビッグバンによるビル需要を当て込んだこともありまして、かなり大量のビル供給がありました。この結果、1990年ごろには、ロンドンのシティの空室率は随分と高くなってしまいました。調査機関によって数字にぶれはございますが、18%から20%の空室率があったようです。それから、立地の悪いビルでは、入居率が20%を切る例も多かった。すなわち、80%以上空室を抱えるビルも少なくなかったわけです。しかし、ロンドンのビッグバンは、いろいろと評価は分かれるとは思いますが、ロンドンの金融市場としての地位を止どめました。この結果、ロンドンのオフィスビル市場は、いま回復しております。一時期、空室率が非常に多かった場所に、ドックランズという開発地区のキャナリーワーフという場所があります。しかし、ロンドンの国際金融センターとしての地位が保たれたことによって、現在はキャナ

リーワーフも、金融センターとして十分な機能を果たしています。このように、短期的にはビル市場が悪化しても、経済面での発展が期待できるならば、最終的にはビル供給はビル市場にとってプラスになるわけです。この点から考えても、一刻も早い景気回復が望まれるわけです。

そのほか、ビッグバンによって不動産市場にどのような変化が起こるかですが、(表5)のいちばん下の欄をご覧くださいと思います。金融サービス法の制定、それに伴って不動産の証券化が進む、あるいは不動産投資顧問業など、投資家向けの業務が期待できるわけです。先ほど申し上げましたとおり、日本のビッグバンは、銀行、証券、保険のすべての金融システムにわたる改革ですが、いちばん大きく変化するのは証券市場だろうと思います。そこでは、おそらく不動産を投資対象とした金融商品も出てくると思います。

(図10)をご覧くださいと思います。不動産に関しては、今は非常にリスクが大きいとか、不動産に手を出すと失敗するというイメージが強いのですが、不動産の価格がだいぶ低下してきたことによって、実は表面上の投資利回りは上がっているのです。海外の投資家が日本の不動産に注目しているのも、投資利回りが良くなってきたことが影響しています。(図10)をご覧くださいますと、東京、大阪、名古屋といった大都市の物件ならば、5%から6%程度の利回りは確保できるわけです。日本の他の金利を見てみますと、例えば銀行に預金を預けても只みたいなものですし、外債に投資しても5%台がやっとというところですが、仮に個人投資家が不動産に投資できるようになれば、5%ぐらいの利回りが確保できるというのは、かなり魅力的だと考えられるわけです。

これに対しても異論がございまして、確かに表面上の利回りは5~6%確保できるが、日本の不動産は税金が非常に高い。ここで出した利回りは、あくまでも表面上の初期投資利回りで、税金や減価償却は考慮しておりません。税金が非常に高い点を考えますと不動産投資の妙味も薄れるのではないかというわけです。

それから、投資家の方々の意見を聞きますと、彼らは事業として不動産投資を考えていますので、日本の事業所税などの実効税率が高いことも問題になるようです。それから、日本の不動産価格の変動リスクを上乗せしなければいけない。いわゆるリスク・プレミアムです。これらの点を考えますと、表面上の利回りは10%以上はないと、なかなか不動産業には手を出せないと指摘なさる方もいるわけです。これは税制改正や、日本の不動産市場の安定化によって改革は可能な部分だろうと考えられますので、今後の不動産市場の整備と合わせて、この部分にも手が加えられることが望まれます。

さて、不動産の小口化の簡単な仕組みを(図11)に図示しています。いろいろな方法がありますけれども、ここでは信託を利用した方法を示しています。図の中に①とか②とか書いてありますが、これが資金の流れを示しています。まず、不動産会社が複数の投資家に不動産を売却します。各投資家は共有持分を持つわけですが、これを信託銀行に信託する。そ

して、信託銀行が不動産会社に運用を依頼して、テナントから入ってくる賃料収入を、期間中は配当という形で支払う。満期になったら、この不動産を不動産市場で売却する。もしキャピタルゲインが得られるならば、それも投資家に還元する。これが、不動産の小口化の基本的なものです。

実は、このような不動産の小口化を利用した商品は、日本ではすでに販売されております。(図13)は、日本でこれまで小口化商品がどれくらい販売されたか実績を示すものです。折れ線グラフが件数を示し、棒線が取扱高を示しています。これ以外に、海外で販売されたもの、それから、特殊なものとして、清算事業団にだけ認められた不動産返還ローンというものがございます。

この(図13)をご覧くださいますと、89年、90年の地価が高騰していたときには、年間で40件程度の取扱いがり、金額も、1,000億円を超えていたわけです。ところが、地価の下落、あるいは不動産市場の衰退に伴って、扱い高はどんどんと少なくなり、95年で2件、96年で6件、97年前半のは2件と、非常に低い水準に止どまっているわけです。

バブル期には、この小口化商品の中で社会問題化したものもあります。いわゆる投資用のワンルーム・マンションです。これも不動産小口化商品の一種類で、かなり問題のある業者によりワンルーム・マンションの販売が行われ、社会問題化した95年に、事業者等を規制する法律ができたわけです。不動産特定共同事業法がその法律ですが、このようなこともありまして、95年以降はかなり取扱いも減ってきているわけです。ただ、この小口化商品は、今後の不動産市場の活性化にとって非常に重要なものです。そこで、今年の5月にこの不動産特定共同事業法が改正され、プロの投資家、機関投資家などが共同事業に参加しやすいように法改正が行われたわけです。

不動産の証券化とは、非常に大ざっぱな言い方をいたしますと、小口化商品の部分を有価証券にして流通性を高めたもの、と言えます。(図12)は、SPCと呼ばれるものを利用して不動産を証券化するスキームを示しています。SPC(スペシャル・パーポーズ・カンパニー、特別目的会社)とは、不動産の取得と証券の発行だけを目的とした、限定的な目的を持つ会社です。

この仕組みをご覧くださいますと、不動産会社がSPCに物件を譲渡し、SPCが証券を発行します。社債の形をとる場合を図では示していますが、これによって、不動産商品としての不動産らしさが消えてくるわけです。そして、有価証券ですので、アメリカのREITのように株式市場などで流通させることも可能になるわけです。満期になりましたら、この物件を不動産市場で売却します。

このSPCについては、日本ではこれまで明確な規定がありませんでした。そこで、このSPCに関する法律を、来年の通常国会に提出する予定で準備が進んでいます。現在の段階では、不動産会社がSPCに物件を譲渡する際は非課税にする、一般の不動産市場で物件を

売却するときには通常の不動産取引として扱う、という形で検討されているようです。

日本では、この不動産の証券化は、現在は主に金融機関が担保不動産を処理するための手法として使われています。金融機関が担保不動産を処理するために証券化を利用した例は今では10数例に上っており、そういう意味ではかなり実績があると言えなくもないのですが、実は、金融機関の担保不動産の処理方法としての証券化は、一般の不動産証券化とはかなり内容の異なるものです。どの部分がいちばん異なるかといいますと、証券の形はとっておりますが、実質的な流動性がないという部分です。担保不動産を証券化したものは、大抵の場合がその金融機関のグループ企業、子会社などに売却され、市場で流通することはほとんどありません。すなわち、証券化の本来の役割を果たしていないわけです。不動産業界からは、こういう金融機関の証券化に対してはかなりの批判もございまして、SPCに関する法制度などが整備されても、もしこれが担保不動産の処理だけに止どまるならば、一般の不動産市場に与えるプラス効果はほとんどない。だから、他の小口化商品などにも同様な非課税措置などを認めてくれ、といった要望が行われています。

順々にそれらの制度は整備されてくると思いますが、このように不動産の投資市場等が整備されてくるならば、不動産業界にも、いろいろなビジネス・チャンスが出てくると思います。そのいくつかの例を(図14)に示してあります。この中から、不動産業に現在求められている課題と、それに対してどのような形態の不動産業が考えられるかという点だけを、かい摘んでお話いたします。

まず、「キャピタルゲイン依存からインカムゲイン重視へ」。先ほど地価の欄で申し上げましたが、6年間、地価の下落が続いた。これまでの日本の不動産事業は、不動産の値上がり益、キャピタルゲインにある程度依存していた。これは否定できないと思います。しかし、これから先は、先ほど申し上げましたとおり、不動産価格は収益ベースで決まってくる。ということは、あまりキャピタルゲインは期待できなくなってくる。不動産から得られる収入、インカムゲインを重視した形に変えなければいけないというわけです。

それから、不動産はどうしても価格が変動するものです。日本の不動産業のあり方を考えてみますと、世界的に見ると非常に特殊な形態なのではないかと思えます。まず、不動産を所有することが不動産経営の前提となっている。そして、不動産を購入して、ビルを建てて、テナントを募集して、ビルを管理して、それらをすべて一貫して同じ不動産会社がやるというのが、日本の不動産業の基本的な形になっているわけです。しかし、先ほど申し上げましたとおり、欧米では不動産の小口化、証券化が進んでいる。ビルを持っているのは場合によっては個人投資家であったり、あるいは法人の小口の投資家であったりと、その所有者はいろいろな場合がある。不動産会社は何をやるかという、そのビルの運営管理といったようなノウハウを売り物にしている。そのような形態も、これからは重要になってくると思います。



そこで、「ソフト産業としてのノウハウの構築」を挙げているわけです。『日経オフィス』という雑誌の中で、ビルに入居しているテナントに満足度調査というアンケートを行った記事がございます。この結果を見ますと、非常に不思議なことに、古いビルほど満足度が高いという傾向が見られました。新しいビルのほうが気持が良くて満足度が高いのではないかとと思われるわけなのですが、どうもそうではないようです。

古いビルには、テナントを満足させるノウハウが隠されているのではないかとこのわけです。

新しいビルのほうが満足度が低いというのは、例えば折角新しいビルに入ったのに、その割にはサービスが悪いとか、あるいは新しいビルなのでやたら賃料が高い、といったマイナス要因もあるのだろうとは思いますが、おそらく、古いビルにはやはり古いビルなりの、テナントのニーズを受けて、それをちゃんとオペレーションに反映するノウハウがあると思います。このノウハウは、これから先、不動産事業の新しい武器になると思います。

そこで、(図14)のいちばん右側に、新しい不動産業の形態として、いくつかの例を示しています。プロパティマネジメントとは施設管理ということです。すなわち、不動産になるべくコストをかけず、しかも資産価値も失わず、どれだけ良いオペレーションができるか。これには相当高度なノウハウが必要になるわけです。

リーシングエージェントはテナント管理という意味です。テナントの希望をどれくらい聞いて、それをどのような形でオペレーションに生かしていくか。しかも、なるべくコストは圧縮して、資産価値を下げないように。そのような相反する要望をうまく調整するには、やはり十分なノウハウが必要になってくるわけです。

それから、本日はお時間の関係でお話することができませんでしたが、これから先は都市の更新、リニューアルが非常に重要な課題になってきます。そこでは、再開発のコーディネーターとか、いろいろなノウハウが必要となります。「タウン・マネジメント」とは例えば商店街の活性化とか、あるいは街のにぎわいの回復とか、そのような街全体のオペレーションのノウハウを示しています。それから、いま申し上げましたとおり、新しい不動産投資市場が生まれてくる。そこで、さまざまな不動産商品を開発する必要が出てくる。

それから、不動産の投資家向けにさまざまな業務が出てくる。例えば不動産投資顧問業とか、あるいは、その資産管理とか、投資家に対して情報を与えるといった業務が出てくるわけです。数箇月前に三井不動産が不動産投資顧問業の新会社を設立しましたし、三菱地所や東急不動産をはじめとして、大手のディベロッパーが、相次いで投資顧問関係の部署を拡充しています。これから先は、いずれのディベロッパーにとっても、収益の柱として重要な分野と位置付けられているわけです。

ただ、こちらの分野を狙っているのは不動産業界だけではありません。銀行業界にとってもプライベート・バンキングなどの一環として、この不動産分野は重要になってくるでしょ

う。専門商社や総合商社なども、不動産投資家向けの業務は、力を入れてくるだろうと思います。こちらは有望な分野であるとともに、また大変な激戦区でもあるわけです。その中で、不動産業界が、これまで埋もれていたノウハウを十分に磨き、優位性を保っていくことが必要なのだと思います。

それから、やはり本日はご説明する時間がありませんでしたが、さまざまな情報の開示、これはおそらくさまざまなメディア産業と組み合わさっていくのだらうと思いますが、不動産の情報提供とか、あるいはデータベース整備といったような業務も出てくる。それから、空間の高品質利用、これも本日はお話する時間ありませんでしたが、今年、ファシリティ・マネジメントに関する資格制度が正式に発足しています。空間をどのように有効に使うか、どのように気持ち良い業務環境や居住環境を確保するかということも今後の不動産業にとって、非常に重要な分野になってくると思います。

このように申し上げますと、つい30分ほど前に、不動産業界はあまり明るい話題がないと申し上げましたが、決してそうではなく、いろいろなビジネス・チャンスがあるようです。ただし、これらの不動産ビジネスは、これまで日本の不動産業がやってきた形態とは、随分と異なったものです。そういう点では、不動産業にも、ある意味ではビッグバンが必要、発想の転換が必要なのではないかと思います。

私は冒頭で、今年、1997年は非常に画期的な年であると申し上げました。いろいろなビジネス・チャンスの芽が出始めたということで、今年は重要だと申し上げたわけです。このようなビジネス・チャンスが現実のものになり、そして、これから10年後に振り返ってみて、「ああ、やっぱり97年は重要な年だった」と回顧できるようになりたいと思う次第です。本日は、長時間にわたりまして、ご清聴誠にありがとうございました。

◆第40回講演会 1997年11月27日 於：氷川会館