

## 【第94回 定期講演会 講演録】

日時：平成15年10月6日

場所：東海大学校友会館

# 不動産市場の最新動向と今後の有望分野

みずほ証券株式会社

シニア不動産アナリスト 石澤 卓志

ただいまご紹介いただきました石澤と申します。

本日、皆様のお手元に簡単な資料をお持ちしております。それをもとに不動産マーケットの現況と、それから、どのような分野が今後有望な分野として考えられるかについてお話させていただきます。

### ■ 不動産事業を取り巻く環境

最近の不動産マーケットは、全般としては厳しい状況にありますが、その中で有望な分野も生まれています。状況の変わり目には当然でございますが、様々なビジネスチャンスが生まれます。そのような点を本日申し上げて、皆様のお役に立つことを提示できればと思う次第です。

ページの図表1は、オフィスビル経営者の景況感をまとめた、一種のディフュージョン・インデックスです。2001年頃から急速に景況感が悪化していることが分かります。

これは、東京ビルディング協会がまとめたもので、区ごとに多少状況の違いがあるのですが、実際には区ごとの違いと言うよりも、ビルのグレードや規模などによる影響の方が大きいようです。

渋谷区は、最近、小型ビルなどからテナントの移転が大分目立っています。その一方で、渋谷エリアに余りグレードの高いビルが少ないこともあり、大型ビルの場合には、多少空室が出て、すぐ後が埋まってしまう状況です。よいものはよいけれども悪いものは悪い。変な言い方ですが、このような表現に尽きるという気がいた

します。

同様のことが他の区でも言えます。千代田区の場合、丸の内、大手町近辺のビルは比較的高い稼働率を維持していますが、区全体として見ればやはり稼働率は落ちている。このように考えてみると、区ごとに多少の差は見られるのですが、それよりはビルのグレード等による差の方がより大きな影響が出ている状況になっていると言えます。

同様な形で、土地総合研究所が、不動産経営者の景況感を調べたデータがあります。こちらは業種ごとに集計されています。ビル賃貸事業の景況感を見ると、先ほどの東京ビルディング協会のデータとはやや傾向が異なっています。2001年ころから低下傾向が続いている点は似ていますが、2003年に入ってから、重傷傾向が出ているところもあるようです。

これはアンケート調査のサンプルの差もありますが、いわゆる2003年問題が今年前半に一服したので、一番厳しかった状態、最大の山場は越えたという意識が強くなってきたためと考えられます。

住宅・宅地分譲業と不動産流通業の景況感は、2002年あたりからやや上昇傾向が見られます。最近では都心部でのマンション供給が増加し、比較的売れ行きが良い。東京圏全体の売れ行きは頭打ち傾向ですし、大阪圏等では販売はかなり低迷していますが、東京都心部に関しては好調というところも見られるようです。供給業者も、売れ筋の物件に供給を絞っています。あくまでも地域限定ですが、取引量も増加しているので、住宅・宅地分譲業や不動産流通業の景況感指数にも上向き傾向が出ていると考えられます。

不動産マーケット全般としては、悪いところばかりが目につくわけですが、住宅分野で言うならば、いわゆる都心志向、都心回帰の傾向が強まり、それにターゲットを絞った供給ならば比較的良い景況感を得ている事業者が多い。それから、オフィスビルマーケットもさまざまな問題点はあったけれども、山場を越したことによって明るさが出てきた。それが現状だと思われま

## ■ 不動産価格の動向

これは、あくまでも事業者の主観的な要素が入ったデータですが、続いて、客観的なデータをもとに、現在の市況についてお話をさせていただきます。

ページの図表3は、9月下旬に公表された基準地価です。全国ベースで12年連続の下落という状況です。お手元の図表は、基準地価の変動率を78年から表にまとめていますが、半分が黒い三角印、マイナス記号がずっと続いています。

他の地価データ、例えば日本不動産研究所の市街地価格指数では、もう少し長い期間について地価動向を把握できますが、これまで日本で地価が下がったというのは過去に3回しかありません。すなわち、戦争が始まった数年後、それからオイルショックの影響と列島改造ブームの反動が重なった1975年、そしてバブル崩壊後の92年以降と、この3回しかないわけです。

さらにつけ加えますと、第二次大戦のときに市街地価格指数が下がったのは6大都市の商業地だけで、住宅地は下がっていません。戦争中ですから、統計の方法にも制約があったかもしれないのですが、それほど大きな地価下落はなかったと考えてよいと思います。

それから、1975年は確かに下がっていますが、1年間でもとに戻ってしまいました。現在のようにバブル崩壊以降、十数年間も続けて地価が下がっている状況は、過去に例がありません。

図表3のグラフは、バブル経済前の1983年を100として、基準地価の推移を指数化したものです。地価のピークは、東京圏の商業地の場合、1990年で、この時の指数は310.5でした。大阪圏の商業地の方はもう少し振れが大きかったようで、ピーク時は同じく90年ですが、指数は373.2となっています。指数は、それ以降急速に下がり、今年2003年には、東京

圏の商業地が66.5、大阪圏の商業地が60.0という状況になっています。

住宅地の方はこれよりも多少振れ幅が小さく、ピーク時から現在までの変動率は、東京圏については、住宅地は55.7%のマイナス、商業地は78.6%のマイナスとなっています。

ページは、地価動向を四半期ごとに見たものです。面白いことに、99年ころから、年の前半は地価の下落幅が縮み、後半になると下落幅が拡大するというパターンを繰り返しています。

以前にも多少こういった傾向が見られましたが、99年頃からよりこの傾向がはっきりしてきたように思います。これはどういうことなのか、私個人の考えを申し上げますと、恐らく年の前半、年度の変わり目に当たる2月から5月までの間にさまざまな需要が集中する傾向があります。そのような需要の変わり目に合わせる形で、オフィスの完成時期や住宅等の完成時期が集中する傾向がございます。それが地価に反映されていると考えられます。

最近の状況を見ると、地価の下落幅は、2003年前半は縮小傾向が出ていますが、このパターンが定着していることを考えると、恐らく今年の後半はやや下落幅が拡大し、2003年に入ってから地価の下落傾向がおさまったとは言いにくい状況にあると考えています。

ただ、このような季節的な変動要因を排除して全体傾向を見ると、概ね99年を境として、東京圏に関しては、地価変動率のグラフは概ね右上がり傾向にあると見て良いと思います。一方、大阪圏は、逆に右下がり傾向にあるようです。東京圏と大阪圏では、ちょうど逆の傾向が出ているように思います。その点を考えると、東京圏と大阪圏では、需要動向に大分差がある。全国レベルで東京圏への需要集中が顕著になってきており、その東京圏の中では東京都心部に需要が集中する傾向が顕著になっている。それが地価動向にもあらわれていると指摘できます。

公示地価、あるいは基準地価は全体の平均値という形で示される場合が多いわけですが、東京圏に関しては地価下落幅の縮小傾向が見られるのですが、公示地価、あるいは基準地価の調査ポイントは圧倒的に東京以外の場所が多いため、当面の間は下落傾向が続くと予想されます。私は、恐らく2007年までは公示地価、あるいは基準地価は、下落傾向が続くと考えています。

不動産事業や不動産投資は地価下落が続いている現状では相当にリスクが大きいということになりますが、私自身は必ずしも不動産投資のリスクは大きくはないと考えています。地価の上昇傾向が見られる所、それから下落傾向が続く所、その差がはっきりとしてきており、それもかなりわかりやすい状況になってきているのではないかと。その状況を見分ける基準さえしっかり押さえておけば、不動産投資や不動産事業のリスクは必ずしも大きくはないと考えています。

公示地価等の動向を見ると、十数年間地価が下がrippなしと言っても、その要因は大分変わってきており、最近ではかなりわかりやすい基準によって地価が動いていることが見てとれます。

ページ図表5のグラフは、東京駅からの距離別に見た公示地価の変動率の推移です。お手元の資料には3つの年のデータをプロットしています。

まず、1995年の段階ではこのグラフの線は急速な右上がりになっています。東京駅に近いほど、東京の都心部に近いほど地価の下落幅が大きいという傾向が見られます。1995年の段階では、まだバブル経済期に急テンポで地価が上昇した影響が残っておりますので、地価下落もバブルの清算という意味合いが強かったと思います。バブル経済期は、東京都心部を中心に急激に地価が上昇したので、その反動の傾向があらわれ、東京都心部に近い所ほど地価の下落幅が大きい傾向が出ています。ところが、1998年には、東京駅からの距離に関係なしに、地価の変動幅がほとんどどこでも横ばい、フラットな形になっています。そして、98年を過ぎると、以前とは逆に、グラフに右下がり傾向が出てきた。すなわち、東京駅に近いところほど地価の下落幅が小さくなる傾向が出てきたわけです。

不動産に対する需要は、全体としては縮小していますが、需要が縮小する中で都心部に需要が一極集中するという傾向が強くなっています。98年以降は、バブルの清算は過ぎ、少ない需要が都心部へ集中し、地価の上昇傾向が出る所と、そうでない所が、東京駅からの距離圏別ではっきりと別れるようになってきたというわけです。

実は、最近では、他の要因も見られるようになってきており、東京駅に近い所でも地価の下落幅が大きい場所も一部見られるのですが、全体としては地価は非常にわかりやすい動きを示すようになってきたと言えます。

ビル事業者が自分が持っているビルを保持し続け、その収益性を上げようとするのは、結構厳しい状況です。自分の持っているビルが需要が強い場所にあるのか、あるいはそうでない場所にあるのか。これによって経営の厳しさが相当に違ってきます。一方、J-REITなどの不動産投資ファンドの場合は、ある面で気楽です。良い場所だけ選んで投資すれば良いわけですし、その投資基準は比較的わかりやすい状態になっている。私は、この傾向を指して、現状は不動産経営は大変だけれども、不動産投資は比較的やりやすいと、言葉が微妙に矛盾するところがありますが、そのような言い方をしています。いずれにしても、現在は、地価変動の局面をとらえてさまざまな行動を選択できる状況になっていると言えます。

## ■ 全国主要都市の空室率推移

続いて、オフィスビルのマーケットの状況についてお話をさせていただきます。

ページ図表6に、1986年から最近に至るまでのオフィスビルマーケットの動向をまとめていますが、最近の状況について、より具体的に申し上げたいと思います。

ページの図表7は、オフィスビルの空室率推移を示しています。最近ではいろいろな調査会社がオフィスビルマーケットの状況をレポートしていますが、調査会社によって多少内容に差があるように思います。お手元の資料は、生駒データサービスシステムがまとめたものですが、このデータを見る際に、私は、市況判断の目安となる水準が2つあると考えています。それは空室率が3%という水準と、5%という水準です。空室率が5%を上回ると、オフィスビルマーケットは相当に悪化していると判断されます。貸し手と借り手の力関係では、テナント側の力が強くなってきます。そして、ビルの賃料は下落傾向が強くなってくる。一方、空室率が3%を下回ると、需給関係は相当にタイトで、貸し手の力の方が強くなる。そして、賃料は上昇傾向が強くなってくる。3%から5%の間は、これが貸し手と借り手の力関係がほぼ均衡しておる状況で、賃料水準は横ばい傾向が強くなる。このように考えられるわけです。

## ■ 東京23区の空室率推移

東京23区の空室率は、最も新しい9月時点のデータでは、6月から0.4ポイント上昇して7.0%になりました。東京23区全体では、市況の悪化が続いているわけです。その下の欄に東京・Aクラスビルのデータがあります。Aクラスビルの定義は多少複雑ですが、立地、ビルの規模、設備グレードなどについて、申し分のない優良ビルと言ってよろしいと思います。こちらは2003年6月の段階では8.8%という非常に高い空室率でしたが、最新の9月のデータでは0.2ポイント下がり、8.6%という状況になりました。

恐らく東京23区全体では、需要が縮小した部分が空室率の上昇になってあらわれていると考えられます。ただし、優良ビル、Aクラスビルに対する需要は根強く、空室率が低下する傾向が出ているわけです。

Aクラスビルの空室率データを過去に遡って見ると、最近数年間で一番水準が低かったのが2001年3月の0.8%でした。これは実質的に空室率ゼロという状況です。この頃は、需要が旺盛だったと言うより、大型ビルの供給が少なかったことも影響していると思います。それが2001年6月から9月にかけて急上昇しました。これは、港区や中央区での大型プロジェクトの完成時期にはほぼ一致しています。それぞれ非常にグレードの高い優良再開発ですが、何分にもボリュームが非常に大きいため、空室率の上昇要因になってしまったようです。

最近では、2002年の12月、あるいは2003年の6月に、空室率の上昇が見られます。これは六本木周辺などで大規模オフィスビルがオープンした時期に合致しています。それでも東京のAクラスビルは、全般として見れば需要は根強いので、ビルの大量供給が一服したこともあり、今後は空室率の低下傾向が見られるようになる予想されます。

現時点では、Aクラスビルの空室率の方が23区全体の空室率を上回っていますが、恐らくこれは一時的な現象だろうと思います。来年の6月あたりには、これが逆転するのではないかと予想されています。すなわちAクラスビルの空室率の方が23区の平均空室率を下回るのではないかと予想しています。

このように考えますと、ビル市況の悪化が続いているとは言っても、ビルのグレードによって相当事情に差はあり、グレードの高いビルであるならばかなり高い稼

働率を今後も維持し続けることが可能だと言えます。ただ、これは東京だけの話で、東京以外の都市では、需要の縮小が続いている影響を相当強く受けているように感じられます。例えば大阪の市況は、かなり厳しい状態が続いており、2003年6月の平均空室率が11.0%、9月は少し下がりましたが10.6%と、高い水準が続いています。大阪の過去のデータを見ると、93年9月以降、空室率が5%を超える状態が続いています。

大阪では、地域的な差も見られます。旧来のビジネス街の中心地だった淀屋橋や本町などの御堂筋界隈の落ち込みが目立つ状況です。それに対して、西梅田、堂島、中之島、などのエリアが、新しいビジネス街として評価が上がってきています。恐らくテナントの多くが、交通便利性を重視している結果だと思えます。

淀屋橋から梅田に移転すると、平均的なビルで、交通費をワンフロア当たり年間1千万円削減できるという試算があります。淀屋橋や本町では、通勤・通学のために大体1回は乗り換えが必要になります。乗り換えの手間や交通費の増加を考えると、淀屋橋、本町よりも梅田周辺の方が利便性やコストの面などで優位性が高いと言えます。

このように大阪では、ビジネス街の中心部が駅周辺に移動する傾向が顕著になってきていますが、このような傾向は大阪だけではなく、他の町にも見られるように思います。

例えば横浜は、旧来のビジネスの中心地は関内でしたが、最近ではやはり横浜駅の西口の方が相当に栄えていると言えます。ただし、横浜駅西口は面的に広がるのが非常に難しい場所ですので、恐らく今後は横浜駅の東口エリアの方に開発地が広がってくると考えられます。名古屋の従来中心地は、伏見や栄のエリアでしたが、最近ではJR名古屋駅周辺、名駅の方に移ってきています。最近では、このように交通便利性の高いところにビジネスの中心地が移る傾向が強くなっています。名古屋は2007年にオフィスビルの大量供給が予定されていますが、恐らくこの段階では名駅周辺にビジネス拠点に移転する傾向が更に顕著になると予想されます。このように、利便性の高いところにビジネスの中心地が移動する傾向は、今後、他の町でも起こってくると考えられます。

例えば広島や福岡は、現在のビジネスの中心地は、駅からかなり離れた場所にあり、恐らく5年、10

年というタームではなく、10年から20年の時間を要すると思いますが、その段階では広島駅を中心としたエリア、それから博多駅を中心としたエリアの方がより大きなビジネス街になってくると考えられます。

利便性の高いところにオフィスビルが供給されると、それによってテナントの潜在需要が刺激され、それがビル事業等にとってもプラスになる傾向が見られます。オフィスビルの大量供給、いわゆる2003年問題は、そのマイナスの面だけが過度に強調される論調が目立ちますが、これは一面的に過ぎる見方だと私は思います。確かにオフィスビルの大量供給は短期的には空室率の上昇や市況悪化につながりますが、それにも増してテナント需要が刺激され、成約面積が増え、それぞれの都市にとって新しい発展可能性が拡大する。この点では非常に大きなメリットがあると考えられます。

実は、2003年問題で空室率が上昇するとは言っても、実際にはそれほど大きな被害は生じていないと私は思います。ビルの大量供給は、テナントにとっては、良質なオフィスビルを比較的安い値段で借りることができるようになるので、メリットが大きいです。また、後ほど詳しく申し上げますが、優良ビルを所有するビル事業者にとっては、需要が縮小傾向にある中で、大量供給によって潜在需要が顕在化した部分を誘致することができるようになるので、メリットが大きいです。一番しわ寄せを受けるのは、老朽化したビルや中小ビルの事業者ですが、例えばビルの建て替えを行う、あるいはマネジメントを工夫するなど、経営環境を見直す契機になります。この点を考慮すれば、必ずしもマイナス面だけではないと思います。

これらの点を総合的に考えると、ビルの大量供給、いわゆる2003年問題は、ビル事業にとっても、あるいはテナントにとっても、それから町の発展にとってもプラスの面が大きいですと考えられます。

大量供給によって潜在需要が顕在化する傾向が、

ページなどに示されています。2002年は東京都心部などで成約面積が増加しました。そして、その成約面積の増加のかなりの部分は大規模ビルで占められており、また、完成前ビルの比率が相当に高かったわけです。新築ビルの大量供給によって潜在需要が喚起され、それが成約面積につながったと見られるわけです。2003年の前半は、まだ成約面積の増加は続いています。ただし、その成約面積の中心部分は、昨年までは新築ビ

ルが中心だったのですが、今年の前半は既存ビルが中心になっています。2003年の春頃に新築ビルにテナントが移動し、既存の大型ビルの中には、かなりの空室を抱える例が目立ちました。そのような既存の大型ビルが賃貸条件等を下げ、その効果が、最近では既存ビルの成約面積の増加という形であらわれているわけです。繰り返になりますが、オフィスビルの大量供給によって需要が喚起され、昨年は新築ビルの、今年に入ってから既存ビルの成約が増えていると言えます。このことを考えると、オフィスビルの大量供給は、ビル事業者にとってはプラス面の方が大きいと考えてよいと思います。

そうは言っても、賃貸条件を引き下げてテナントを誘致している例が多いわけですから、ビル経営については相当に危機感が高まっていると言えます。

## ■ 賃料の動向

ページの図表10は、オフィスビルの賃料水準推移を示したものです。オフィスビル賃料には大きく分けて、募集賃料と成約賃料があります。今、ご覧いただいているのは募集賃料のデータですが、97年以降、募集賃料はほとんど変化していません。ただし、これはビル市況が安定しているというわけではなく、大家の言い値としてはこれ以上下げられない状態まで賃料が下がってしまった影響の方がより強いと考えられます。実際には募集賃料を下回る水準で成約している例が多いというのが実状です。

ページの図表11は、ビルの募集賃料と成約賃料の乖離を見たものです。2001年まで、募集賃料と成約賃料との乖離幅は全般的に縮小傾向にありました。しかし、2002年に入ってから、乖離幅が拡大する傾向が出てきています。相当に賃料のディスカウントが進んでいる傾向が見られるわけです。

ページの図表11は、フリーレントなどの状況を考慮していないのですが、ある調査では、大型ビルの少なくとも4割程度がフリーレントを導入しているという結果が出ています。大体3カ月から6カ月ぐらいのフリーレントが多いのですが、フリーレントを考慮すると、更に大幅に成約賃料は下落していると言えます。

この点を考えると、稼働率の点ではAクラスビルなどの大型ビルは比較的有利な状況ですが、賃料水準が下

がったのでは何にもならないのではないかとといった指摘も出てくると思います。ただし、注意しなければいけないのは、賃料水準が下がっていると言っても、市況が悪いからだけではないということです。日本全体にデフレが蔓延している影響もかなりあります。そのデフレの主要部分が不動産だという指摘もありますが、一般的に価格が下がっている中でオフィスビルの賃料だけが上がることは考えられません。

また、現在のオフィスビル経営には、まだ効率化を進める余地があると考えられます。最近では、J-REITの運用状況などを通じて、オフィスビル経営の実態がよくわかるようになってきました。ビルの運営コストの収入に対する経費率について、私は、概ね25%~30%の範囲が適正水準だと考えています。ところが、J-REITに譲渡される前のビルの状況を見ると、経費率が概ね40%を超えており、50%を超えている例も見られます。この点を考慮すると、ビル経営には、まだ効率化を進める余地があると考えられます。

## ■ オフィスビル大量供給の背景と影響

そうは言っても今でもぎりぎりに経営の努力はしておるという意見はあると思います。海外では、物品の什器備品等のメーカーや購入先についても、どこの製品が一番安く長持ちするかといったデータベースを整備して、経営の効率化を図るようにしている例があります。このような努力が、恐らく日本ではまだ足りないところがあると思います。あくまでも限られた事例からの試算ですが、恐らくオフィスビルの賃料が2割から3割程度下がっても、経営の効率化などを通じて、十分な収益性を確保することが可能だと考えられます。確かに賃料水準が全体的に下がっていることは、ビル経営にとって大きな懸念材料ですが、これを機会にいろいろな面で経営の改善を図ることも可能なのではないか。そのような形でマイナスのベクトルをプラスの方に変えていく。そのようなきっかけになるのではないかと考えております。

そうは言っても、これだけ市況が悪い状態が一体いつまで続くのかということが問題になります。ページの図表13は、オフィスビル供給量と稼働率の推移の関係をまとめたものです。バブル経済期にオフィスビルの大量供給が始まったのが、1986年からです。この

当時は着工ベースの供給状況と稼働ベースの供給状況のタイムラグがせいぜい1年ぐらいでした。この頃に供給されたビルに中小ビルが多く、建築期間が短いものが中心だった点がうかがわれると思います。90年頃から大型ビルの供給が増えてきました。ただし、90年前後に供給されたものは、いわゆるウォーターフロントの物件が中心で、東京都心部から離れた場所での、工場や倉庫跡地の再開発が多かったのです。優良な再開発であることは確かなのですが、利便性などの点では難点もあったというのが実状だと思います。

最近では、大型ビルの供給が中心ですので、供給動向と稼働状況には、2年から3年ぐらいのタイムラグがあるようです。そして、稼働ベースの供給量が増えてから、概ね1年ぐらいのタイムラグを経て空室率の変化が見られます。

データが限られているので、確実とは言えませんが、このような傾向が今後も継続すると考えると、ビル空室率のピークは2004年になると考えられます。そして、供給状況から判断すると、東京23区ベースでの空室率のピークは8%前後になると予想されます。それ以降は着工量が減少してきていますので、ビル市況や空室率については、ある程度は改善傾向が出てくると予想されます。

ただし、2004年以降も、2003年ほどではありませんが、基本的には大量供給が続きます。言葉が微妙に矛盾するようですが、2003年は、汐留、品川駅東口、六本木ヒルズと、大型の再開発が3つ重なったので、特に大量供給が目立つというのが実状です。

## ■ オフィスビル供給の動向

ページの図表12に、主なオフィスビル供給のリストを示しています。2004年は、千代田区丸の内旧国鉄本社跡地の再開発がオープンします。2005年には、秋葉原の再開発が稼働します。2006年には、大崎駅東口や錦糸町の再開発などがオープンします。2007年には、赤坂九丁目にある防衛庁跡地の再開発がオープンするというように、今後も毎年、大規模再開発が完成します。

このように、ビル供給量は今後も増加基調が続く見通しです。ただし、先ほど申し上げたとおり、ビルの大

量供給はメリットの方が大きい。そして、2004年以降のビル供給量は2003年ほどではありませんので、市況も改善の方向に向かってくと予想されます。

## ■ 大量供給の要因

供給量が増加している原因は、大きく3つが挙げられます。まず1つは、バブル経済期などに計画された大規模プロジェクトが稼働時期を迎えていることです。例えば今年最大の物件だった六本木ヒルズの事業着手は1986年です。事業着手から完成まで17年間かかっています。アークヒルズもやはり17年間かかっているようで、大規模再開発が完成までに10年以上かかるのは当たり前と言ってもよろしいと思います。

2つ目の理由は、97年春から旧清算事業団が保有していた土地が大量に放出され、それらの再開発の完成時期が短期間に集中したことです。ページの図表12に記載されている中では、品川駅東口、飯田橋地区、丸の内の旧国鉄本社の跡地、秋葉原などが旧清算事業団跡地の再開発です。

3つ目の理由は、規制緩和が進んでいることです。

ページは現在指定されている容積率がどれくらい使われているか、その容積率の消化状況を見たものです。例えば、千代田区の指定容積の充足率は、1994年以降100%を超える状態が続いています。原則では、100%を超える消化率はあり得ないはずですが、算出の前提資料の制約などによって100%を超える数字が出てきます。ただし、千代田区など東京の都心部では、現行容積率のまま再開発を行う余地がないことは確かだと思います。最近では規制緩和が進み、東京都心部などでも非常に建て替えが容易になってきたわけです。この開発規制の変わり目は、97年の2月に新総合土地政策推進要綱、いわゆる土地大綱の方針が変わってからだと思います。建て替えが進められている主なもののリストをページの図表16に示しています。これ以外にも最近では非常に多くのビルの建て替えが予定されており、このために東京駅周辺、東京都心部などは、現在、東京都内でも最も再開発案件の多いエリアになっています。

ページの図表17は、都市再生策の支援状況をまとめたものです。私は、都市再生は、97年2月からの規制緩和の流れの延長線上に位置づけられるものだと

考えていますが、この方針に沿った形で緊急整備地区が多数設定され、オフィスビルの大量供給を後押しする一因になっていると考えています。

続いて、住宅市場について簡単にお話し申し上げます。住宅にはいろいろな種類がありますが、今回は一番データがそろっている東京圏の分譲マンションの供給動向を中心にお話を申し上げたいと思います。

## ■ マンション供給の動向

ページの図表19は、2002年までのマンション供給の動向を東京の区別に示したものです。昨年、非常にマンションの供給量が多かった所としては、江東区、大田区、板橋区、世田谷区などが挙げられます。このうち江東区は、マンション供給の急増が基準地価等にも影響しており、地価が横ばいの地点数が増えています。マンション供給の増加が、地価に対してプラスに作用したと言えると思います。地価の上昇地点数には、再開発の動向やマンション建設の動向が相当に強く反映されるようです。基本的には昨年の地価水準プラス昨年1年間の不動産投資額が今年の地価水準になります。マンションが建設された、あるいはオフィスビルができたということは不動産投資が行われたということですから、地価にとっては基本的にはプラスになります。ただし、この地価の上昇傾向が続くには、需要が根強いことが重要で、需要が弱いところで大量供給が起こると、地価の上昇ポイントは一時的に増える場合が多いのですが、需要が続かないため、次第に地価の下落傾向の傾向が強くなってきます。

さいたま市では、一昨年から昨年にかけては新都心建設の効果が現れ、地価上昇ポイントがかなり多かったのですが、潜在需要がそれほど強くはなかったようで、最近では再び下落傾向が強くなっています。潜在需要が弱い場所では、不動産投資額が一時的なカンフル剤になります。それが継続的に地域の発展につながるには必要の根強さが必須の条件になると言えそうです。

この点を踏まえて、資料を再度見ると、江東区や大田区の地価にはマンション供給の影響が見られますが、板橋区などでは基本的な需要がそれほど強くなかったようで、地価への大きな影響は見られなかったようです。マンション供給の不動産価格への影響は、地区の潜在需

要によって、かなりの差があると言えます。

世田谷区は、相当地域イメージの良い所ですが、最近数年間に大量供給が連続していることもあり、特に単年度で地価上昇が起きる傾向は出ていません。湾岸のように、これまで多少イメージが悪く、地価水準の低かった所でマンション供給が増えると、地価動向についても地価上昇地点が増えるというプラスの影響がよく見られるようです。

お手元の資料は2002年までの状況を示していますが、今年2003年は、品川駅周辺や中央区の一部などでマンション供給が相当地に増えています。恐らくこの影響は次の公示地価、あるいは次の基準地価などに現れてくると考えられます。

マンションの売れ筋に関しては、昨年と今年とでは多少の違いが見られるようです。ページの②は、東京23区で販売されている分譲マンションの平均価格と平均面積の推移を見たものです。バブル経済が崩壊した93年以降、平均価格は余り変わっていませんが、平均面積は昨年まではどんどん拡大していました。昨年までは、かなりお買い得の物件が多かったと言えます。ところが今年2003年の上半期は、平均面積が減っています。恐らく東京都心部などで比較的小型の住戸が増えている傾向が現われたのだと思います。

最近では住戸面積が40㎡程度の、いわゆるコンパクトマンションの供給が増えています。値段も手ごろなため、かなりの人気を博していますが、これが平均面積の縮小につながったと思います。コンパクトマンション自身の評価についてはいろいろなご意見があるかと思いますが、ただ、これまで拡大傾向が続き、お買い得の物件が増えていたことを考えると、それが大きな変わりを迎えていることは間違いなさそうです。

資料③の方は、大阪市の平均価格と平均面積の推移ですが、東京とは大分違った形になっています。バブル経済期とバブル経済期以降を比べてみると、東京は平均価格は大体同じで、価格が低下したら面積を増やす傾向が顕著に見られます。一方、大阪は逆にグロスの価格をおさえて買いやすさをアピールする傾向がより強く出てるように見られます。そういう点で、東京と大阪とではマンションの価格や質等に対する考え方も相当に違うと言えます。このように住宅の市場動向も今大きな節目を迎えています。コンパクトマンション等が増えた理由も、住むにも手ごろ、他人に貸す投資等にも手ごろであ

るということが影響していると思います。そして、地価は全体としてはまだ下落傾向が続くと予想されますが、リスクを判断する基準がかなりわかりやすくなってきた。こういう点では不動産投資にとってチャンスが生まれていると考えています。

## ■ 不動産投資の活発化

最近では東京都心部の分譲マンションの供給量が、他地区よりも突出する傾向が出ています。これも、投資対象として手ごろな物件がふえてきたことが影響していると考えられます。雇用や所得に対する不安が増大する中で、多くの人が安定収入を求めて不動産投資を始めるようになってきた。それが分譲マンションの供給動向、あるいは、比較的面積の小さいコンパクトマンション等の供給動向に現れていると思います。

最近では中央区の一部、あるいは台東区などで投資用に適した小型物件が増えています。一方、条例等で小型物件の建築を制限する動きも見られます。今後、どのような状況になるのか流動的な要素が多いのですが、全般的に不動産投資に対する関心は相当に高まってきていると言えます。

そこで、今、不動産に投資した場合、果たしてどれくらいの収入が得られるのかが問題となります。ページの図表21は、日本不動産研究所が機関投資家を対象にアンケート調査を行い、不動産投資にどれくらいの利回りを期待するかを質問したものです。東京主要地区では、丸の内、大手町のエリアが一番利回りが低くなっています。このエリアはビジネスの1等地ですから、優良物件が多い。取得コストも高い。その反面、利回りが低くなっているわけです。東京都心部から少しずつ離れるに従って、リスクプレミアムが上乗せされて、期待利回りが上昇してきます。

丸の内、大手町のエリアでは、投資家が希望する利回りは5.3%となっています。これは、「NOI（ネット・オペレーティング・インカム）利回り」と呼ばれるもので、総収入から管理コストを差し引いた、純収入をベースにした利回りです。利回りにもいろいろな計算の仕方があり、投資用マンションでは、一切のコストを考慮しない直接利回りが使われる場合が多いようです。概ね直接利回りから3割から4割減じたものがNOI



利回りになると思います。大手町、丸の内のエリアから少しずつ離れるに従いまして利回りが上乘せされてくるわけですが、東京都内の場合ですと概ね0.5ポイント上乘せされる場合が多いようです。すなわち日本橋や虎の門、新橋の場合ですと、基本的な利回りは5.8%になります。上野は再開発が進んでいますが、どうも投資家の評価は余り高くはなく、1.5ポイント上乘せで、6.8%になっています。

品川駅周辺は、新幹線駅もできて、最近では評価が高まっているようです。以前は多少上乘せのポイント数が大きかったのですが、最近では他のエリアと同様に0.5ポイントの上乗せとなっています。汐留も以前は多少上乘せポイントが大きかったのですが、最近では0.5ポイントの上乗せで収まっている。東京都内の主要地区ならば、概ね5%台の利回りということになると思います。

ただし、これはあくまでも目安として、個別物件の属性によっては5%を下回る物件でも投資対象となる場合があります。あるJ-REITが先日購入した表参道の物件は、利回りが5%を切っています。一方、東京都内の物件でも、やや築年数が経過した物件や、小型物件の場合には、7%以上の利回りが求められることがあります。そういう点で、不動産投資には、個別性が高いわけですが、基本的には5%台の中ごろが東京で投資する際の目安になっていると言えます。

全国の主要都市の期待利回りを見ると、名古屋、大阪はいずれも7.0%という水準です。名古屋と大阪が同じ水準になっているのは、アンケート調査の限界として、余り細かな設問ができなかったことが影響していると思います。名古屋と大阪の現在のオフィスビル市況を比べると、大阪の方が名古屋よりも厳しいと考えられます。また、名古屋の市況は、現在は比較的安定していますが、2007年に大量供給が見込まれていますので、その段階で市況に大きな変わり目が出てくると予想されます。その点を考慮すると、現在、それから将来についても、大阪、名古屋それぞれに検討すべき条件が多いのではないかと思います。

その他の都市を見ると、札幌は8.0%とかなり高い利回りが期待されています。北海道経済の地盤沈下が著しいため、札幌のオフィスビル投資は相当にリスクが大きいと考えられているようです。札幌では昨年、一昨年は、大型ビルの供給がほとんどなかったのですが、今

年は大型ビルが一举に4棟オープンしました。そして、この4棟はほとんどが満室に近い稼働率を確保しています。その一方で、大通り公園周辺のオフィスビルの空室率が上がる傾向も見られますが、グレードの高い、設備の整ったビルであれば、札幌でも十分な稼働率を確保することが可能なようです。ただし、札幌では、今年オープンしたビルの供給面積とほぼ同じ空室が増加していますので、全体として見れば需要量はほとんど増えていないことになります。

東京では大規模オフィスビルの供給増加によって、潜在化していた需要が顕在化する面が見られたのですが、札幌の場合には、供給量と同面積の空室が出てしまう。大量供給が需要を喚起したとは言えない部分があります。こういう点で、東京とその他の都市とでは、相当に市況動向に差があると言えます。

仙台は、平均空室率は二ケタに達していますが、数年前に大量供給が一服し、今後供給が予定されているビルは多くありません。その点を考慮すると、現在よいテナントを確保していれば、今後有力なライバルが登場する可能性が低いわけですので、そのパフォーマンスを今後も維持できる可能性が高いと考えられます。仙台的期待利回りは7.5%と、かなり高い水準ですが、現在稼働率が高いビルに関しては、投資リスクは必ずしも高くないと言えます。

その他、多くの地方都市には、8.5%と相当に高い利回り水準が期待されています。地域経済圏のブロック都市以外は、需要縮小の影響がより強く現れているので、より高いリスクプレミアムを盛り込む必要が出てくる可能性もあります。

ページには、築年数や施設規模など、さまざまな利回りを構成する要因が記載されています。

賃貸マンションへの投資について、多くの投資家は、オフィスビル投資よりもリスクが大きいと考えているようです。すなわち、ワンルームマンションに対する期待利回りは7.0%、高級賃貸マンションについては6.0%と、いずれもオフィスビルよりは高い水準になっています。ただし、この点は実態と少し違うところがあり、実際のマンション投資はオフィスビル投資よりも利回りが落ちる場合が通常です。あるJ-REITの場合、現在投資しているマンションの利回りが平均4.9%です。一方、このファンドはオフィスビルにも投資していますが、その利回りは6.9%となっています。これはオフ

ィスビルよりもマンションの方が家賃水準が全般として低く、管理等の手間もかかる場合が多いことが影響しています。この点を考慮すると、投資家がマンション投資に期待する利回りと実態とはギャップが大きいようです。マンション投資の場合、中古物件であれば比較的高い利回りが確保できる場合が多いのですが、中古物件は価値の減衰が大きく、投資リスクも大きくなる。そういう点では、物件の新しさと利回り水準とのバランスをとる必要があると言えそうです。

商業施設に対する期待利回りは、郊外型ショッピングセンターが8%~10%、ブランドショップが6%~8%になっています。これも現実とは多少ギャップがあるようですね。実際には、郊外型ショッピングセンターの場合、平均的な利回り水準は6%を切る場合が多いようです。

このように考えると、現在のところ、現状では比較的安心して投資できる対象としては、やはりオフィスビルが一番だということになってしまう気がいたします。そういう点では不動産投資の対象となる物件はまだ限られていると言えそうです。

## ■ J-REIT市場は順調に拡大

それでも最近は不動産投資に対する制度面での支援も増えており、さまざまな形の不動産投資が盛んになってきています。ページは、J-REITの設立動向をまとめたものです。J-REITのマーケットは一昨年の9月10日にスタートをいたしました。そして、現在では8銘柄が東京証券取引所に上場しています。昨年の9月から今年の9月まで1年間の間、全く新規上場がないという状態が続いていましたが、今年9月に一挙に2銘柄が新規上場して、8銘柄に増えました。それ以外にも、J-REITマーケットへの新規参入を考えている企業が増えています。また、J-REITは、ほぼ毎年増資による資金調達をして不動産を追加取得します。今年になってから4銘柄が既に増資を実施しています。このように、J-REITは不動産マーケットの中で、重要な不動産投資の担い手としての地位を確立しつつあります。現状では、東京証券取引所への上場銘柄は8法人、J-REIT市場の時価総額は約7,000億円、運用対象となっている不動産の累計額は約1兆円という

状況です。来年の3月末までには、J-REITの上場銘柄数は10銘柄ほどに増え、時価総額も1兆円に手が届く水準になると予想されます。

一昨年の9月にJ-REITマーケットがスタートする直前には、今後2~3年で市場規模が5兆円~8兆円に成長するといった威勢のいい予測もあったのですが、スタートから2年ほど経過した現在で、時価総額が7,000億円という状況ですから、予想を裏切るような状況になっています。ただし、これも当初の期待が余りにも大き過ぎたということだと思います。2年間で時価総額が7,000億円というのは決して小さな規模ではありません。そういう点で、J-REITマーケットは順調に拡大していると評価できます。

先ほど申し上げたとおり、現在のところ投資家が不動産に期待する利回りと、現実の利回りにはかなりのギャップがあるのですが、ページの図表23のとおり、現在のところ各J-REITは、好調な運用を続けています。現状では多くのJ-REITが物件ベースでの投資利回りは6%以上を確保しており、投資言家の期待に答える水準になっていると言えます。

現状では、低金利も収益に貢献していますし、J-REITの運用会社の多くが、有力な不動産会社のスタッフを中心に構成され、物件運用について卓越したノウハウを投入している。それが運用状況に反映されていると言えます。

このように各J-REITはかなりよい運用パフォーマンスを確保しておりまして、物件ベースでの利回りが現状では6%以上、そして配当利回りでは概ね4%台から5%台を確保しています。しかし、先ほど申し上げたとおり、優良不動産は最近では値上りしている状況です。不動産市況は全体としては低迷していますが、その中で二極化も進行している。優良不動産の場合、取得コストが上がり、その反面で利回りが下がる状況になってきています。現在のような非常に高い利回りを今後も確保するのは、難しい状況になってきています。そこで、各J-REITとも、これまでのような利回りの高さをセールスポイントにするのではなく、むしろ収入の安定さ、あるいはマネジメントの優秀さをセールスポイントにしようと、多少軸足を移してきています。

## ■ オフィス環境

ページの図表24は、主要J-REITのポートフォリオの状況をまとめたものです。ほとんどのJ-REITは、東京都心部の物件を重視しています。例えば、三井不動産系の日本ビルファンド投資法人は、東京都心3区のオフィスビルが全ポートフォリオの55.8%を占めています。

東京建物系の日本プライムリアルティ投資法人は、地方物件も比較的充実しており、地方都市の比率が20.1%を占めています。ただし、こちらのファンドも、地方都市の投資リスクが高くなってきた一方で不動産価格が余り下がっていないという意識を持っており、当面の間は東京都心部の物件を中心に追加取得していく方針を示しています。

東京都心部に関しては、J-REITなどによる投資や、分譲マンションなどの実物不動産投資の、いずれも増加している。その傾向は地価動向にも反映されている。さまざまな面で、東京都心部への一極集中傾向が強くなってきたと言えそうです。そして、その不動産投資の増加は、不動産投資に安定収入を求める人が増えていることが背景にあると考えられます。

ページは、東証REIT指数とTOPIXとを比べて見たものです。今年4月から、東京証券取引所が東証REIT指数を作成し、公表しています。これはTOPIXと同様の方法で算出されているもので、時価総額をもとにしたインデックスです。東証REIT指数の動きには、大きな特色が3つあると考えられます。まず第一は、昨年10月から最近まで、概ね上昇基調が続いていること。2つ目は、上昇基調が続いているとはいえ、昨年10月から12月までに、そして今年の4月から5月にかけて急テンポで上昇し、これ以外の時には、非常に落ちついた動きを示していることです。昨年の10月と、今年4月になぜ急激に上がったのかということですが、主に機関投資家の運用ニーズがこの期間に拡大したためと考えられます。昨年の10月は、J-REIT市場がスタートしてほぼ1年になり、機関投資家が運用委託者などに対して説明責任を果たせるだけのデータが増えてきたことが、J-REITに対する運用ニーズが拡大した要因だと思います。

今年の4月から5月にかけては、新年度に入り、運用枠を拡大した機関投資家が増えたことが影響していると思います。運用ニーズが拡大した結果、REITの価

格も上昇したのですが、この2つの期間を除くと、非常に安定した動きを示しています。現況の価格水準がREITのパフォーマンスを適格に反映しているかどうかについてはまだ判断しにくい部分がありますが、REITの運用が安定していることの認知度は随分と広まってきたと思われます。昨年10月と今年の4月は、銘柄数が増えないところに運用ニーズだけが拡大したため、J-REITの株価が上がってしまったわけですが、今後は上場銘柄数が増える見込みですし、マーケット規模も拡大するので、今後は需給関係に余り左右されない、安定したマーケットが形成されると予想されます。

今後は、証券化されていた不動産の中に、運用期限が終了する例が増えてきます。資産流動化法がスタートしたのが98年の秋ですが、その影響で、99年ころから不動産証券化の事例が増えてきました。概ね5年から7年の期間で証券化された事例が多いのですが、その期限が終了するものが来年から増えてきます。この段階で、一部は実物不動産マーケットに放出され、一方では、J-REITなど不動産ファンドの運用対象になるものも出てくると予想されます。規制緩和が続く中で実物不動産の供給量は増加傾向にあり、証券化された案件も含めて不動産マーケットへの供給量は増加基調が続くと考えられます。そして、何回も申し上げて恐縮なのですが、一般的には供給量が増加することは市況に対するマイナス要因との見方が多いのですが、実際はそうではない。テナントにとっても、ビルオーナーにとっても、都市の発展にとっても、そして不動産事業の中長期的な発展にとっても、供給量の増加はメリットの方が大きい。その動きの中でさまざまなビジネスチャンスも生まれていることを申し上げて、本日の私の話は終了させていただきたいと思います。

長時間にわたりご清聴まことにありがとうございます。