

【第102回 定期講演会 講演録】

日時：平成16年10月4日

場所：東海大学校友会館

不動産市場の最新動向 ～首都圏オフィスビル市場を中心に～

みずほ証券株式会社

チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志

■不動産事業者の景況感

本日は不動産市場の最新動向というテーマでお話をさせていただきます。私共の方にも不動産関係のお問い合わせが最近特に増えておりまして、その中では市況の動向を、簡単に言ってどうなんでしょうかというお話が多いわけです。そのときに当方は、このようにお答えする場合がございます。今の不動産市場の状況を端的に申し上げますと、良いところは良いけれども、悪いところは悪いです。非常につまらない説明になるわけなのですが、

2000年以降、不動産市場の二極化が進み、その傾向は、現在までも変わっていない。その点ではこれまで続いてきた傾向が現在も進行しているということだと思います。ただ、この二極化というものが曲者でして、どこを重視するかによって良い方にとることもできますし、悪い方にとることもできます。

最近では、二極化がさらに進み、東京都心部に関しては、不動産市況につきましても回復傾向と言いますか、敢えて言えば加熱気味と言ってよろしいと思いますが、その傾向がかなり顕著になってきたように思います。

その一方で多くの地方都市では、まだ市況に悪い部分と言いますか、かなり厳しい状態が続いています。不動産関連のデータを見ても、過去最悪と言ってよい状況に陥っているところも数多く見られるわけです。

ただ、全般的な傾向としては、昨年は二極化のネガティブな部分に注目される方が多かったのですが、今年に入ってからポジティブな部分に注目する方が増えてきました。そのために、実体はともかくとして、一般的なイメージでは、昨年と今年では不動産のマーケットは様変わりだと、そのように考えられる方が多いように思います。

先ほど申し上げたとおり二極化が進んでいる点では、余

り変わりはないと私自身は考えていますが、最近はその二極化のポジティブな部分に注目される方が多くなってきて、そのために不動産市況は急速に回復しているとのイメージが一般に強くなっているわけです。

ただし、イメージだけとは必ずしも言い切れないところもあります。今は、全般的に市況の良い部分が注目され、またそれは不動産の事業者の方も感じている場合が多いようです。83ページの図表1は、不動産事業者の方々の、業況指数の推移を見たものです。こちらは土地総合研究所のデータですが、2003年以降、概ね景況感は上向きになっています。

グラフが2つに分かれておりまして、上の方のグラフが現在の経営の状況を示しております。それから下の方のグラフが3ヶ月後どうなるかという、これからの見込みを示しております。これは一種のディフュージョンインデックスで、良いと思われる方と悪いと思われる方が半々の場合、丁度数字はゼロになります。全ての方が今の状況が良いと考えると100になります。全ての方が悪いと考えますとマイナス100になるわけです。

現在の状況をご覧くださいますと、住宅・宅地分譲業や住宅地の不動産流通業がほとんどゼロという水準になっています。2003年の1月以降かなり上昇し、現状では今の状況を良いと考えられる方と、それから悪いと考えられる方がほぼ半々になったということです。

ビル賃貸業は、やはり2003年以降、概ね上昇傾向が続いています。一番新しい今年7月のデータでも、まだゼロにまでは至っていませんが、かなりゼロに近い水準にまで上がってきました。ビルの賃貸業についても、かなり市況について、あるいは経営の現況につきましても、回復傾向が出てきたと言えそうです。

この中で数字が飛び抜けて良いのがございます。商業地

の不動産流通業ですが、おそらく、不動産ファンドなどによる不動産投資の需要が相対的に強いことが反映されていると考えられます。

いずれにしても、不動産業には色々な形態がございますが、一般的に現況については回復傾向にあると考える方が多いようです。そしてこれから先も良い傾向が続くであろうと予想されている方が多い、と言えそうです。

84ページの図表2をご覧くださいと思います。こちらはオフィスビル事業に限って、その景況感を見たものです。こちらは東京ビルヂング協会の資料で、区ごとに集計しているわけですが、特に千代田区と渋谷区の2つを場所を取り出してグラフにしています。

千代田区は、ビジネス街としては超一等地と呼ばれるところです。ただ千代田区と言っても、丸の内、大手町のような大型ビルが多いところから、麹町などのようなまだお屋敷の残っているところまで、様々な差はあるわけですが、総じて現在の状況に関しては、良いと考える方が増えてきているということがおわかりいただけるかと思います。

千代田区の空室率の現況の景況感指数は、2003年7月はマイナス26.5と、かなり低い数字だったわけですが、その10月に11.0にまで上がりまして、そして一番新しい4月の段階の数字でも12.5と、プラスの水準になっています。

渋谷区は、2004年4月で35.7と非常に高い水準になっています。渋谷区は、かなり特殊な需要があると言われており、テナント移動がかなり激しいのですが、テナントが仮に移動しても、空室期間がわずかの間に次のテナントが決まってしまう。そういった点では非常に需要の強いところと言えそうです。

いずれにしてもオフィスビル事業は、一般的に見て、かなり明るさが見えてきたと言えそうです。

一般的に、不動産の市況回復傾向が強くなってきている背景として、不動産価格の下げ止まり傾向が強くなってきた影響があると思います。

9月下旬に公表された基準地価にも、二極化傾向というもの、かなりはっきりと現れています。全国ベースでは、基準地価は13年連続で下落という状況です。東京圏など大都市圏では、14年連続で下落という状況です。しかし、最近では、別な動きが見えてきたと言えそうです。

■不動産価格の動向

今年の基準地価に関しては、住宅地や商業地、いずれも、全国ベースで地価の下落幅が縮まったことが、大きな特徴

です。

これまでは景気が回復していると言われながらも、基準値の下落幅は、昨年までは拡大していました。景気が拡大傾向にあるとは言いながらも、地価のデータではその回復傾向を確認することができないという状況が続いていたのですが、今年は徐々に住宅地、商業地とも、全国ベースで地価の下落幅が縮小しました。その点では、全体的に下げどまり傾向が出てきたと言えそうです。

よく私共が聞かれるのは、果たしてこれでデフレは終わったのでしょうかということです。先ほど来申し上げてたとおり、どこに視点を置くかで、その考え方は大分違ってくると思います。私自身は、おそらく地価は全国ベースでは2007年までは下落が続くと、このように考えています。

何故2007年なのかということですが、不良債権の最終処理、減損会計の導入、リストラの進展など、地価変動の要因に一応の決着が付くのが、2005年度の末というのが現在の想定です。

これらの状況が不動産価格に反映されるには、だいたい半年から1年程のタイムラグがあります。2005年度の末を一つの起点と考えると、それが不動産価格に影響が出て来るのが、おそらく2007年からということです。

ただし、その一方で二極化も相当に進展し、東京都心部に関しては、地価上昇ポイントも相当に増えるだろうと思いますし、それからエリアとして地価が上昇するという場所。これもかなり増えると考えています。

89ページの図表7は公示地価や基準地価の動向を3箇月ごとに見たものです。このグラフには、これまで面白いパターンが見られました。これは98年辺りから2002年辺りまでにははっきりと表れている傾向ですが、年の前半には地価の下落幅が縮小するというパターンです。不動産の需要は年度末の前後、具体的には2月から5月に集中する傾向があります。企業が組織の変更を行ったり、あるいは通勤の動きが変わったりそういった形で年度末の前後に不動産の需要が集中する傾向があるわけです。また、その頃を狙って、オフィスビルのオープンや、マンションの商戦も、5月ごろ辺りまでが一つの区切りになっています。

そのため、98年から2002年までは、年の前半に地価の下落幅が縮小し、後半にはその反動が出て、また下落幅が拡大するパターンが見られたわけです。

ところが、2003年以降は、この傾向が見られません。2003年に入ってから下落幅は縮みっぱなしという状況です。これはある意味では、地価の下げどまり傾向が、かなり顕在化してきたと言えると考えております。

■不動産価格の変動要因

90ページは、公示地価をもとに、東京駅からの距離圏別に地価の下落幅を図示したものです。これには、かなり面白い傾向が見られます。

95年は、東京駅に近づくほど、東京都心部ほど著しい下落が見られました。95年はバブル崩壊の真っ最中です。不動産価格がバブル経済期に東京の都心部を中心に上がった、修正の過程です。バブル経済期には東京の都心部ほど地価の上昇が著しかったので、その調整時期に当たる95年の段階では、東京の都心部ほど、地価の下落幅が大きかったと言えます。

これが98年には、東京駅からの距離に関係無く、下落幅がほぼ一定になっています。言うならばこの段階で、バブルの精算は東京圏に関しては終わったのではないかと、考えています。

そして2004年には、95年とは全く逆の傾向が見られるようになってきました。東京都心部に近いところでは地価がほとんど動かない。下落率ほとんどゼロという状況です。東京都心部から離れるにしたがって、下落幅が大きくなっていく傾向が見られるわけです。

バブルの精算が終わると、今度は東京都心部の利便性が高く評価されるようになってきました。そして東京の都心部に不動産に関する需要、住宅需要や、オフィスビル需要が一極集中する傾向が強くなってきた、そのため、95年とは逆に東京の都心部ではほとんど地価の下落が見られない。そして都心から離れるにしたがって下落幅が大きくなるという状況になってきたと思われまます。

91ページの下グラフは、先ほどのグラフと全く同じ、東京駅からの距離圏別の地価の変動状況を示したものです。ただ先ほどのグラフと違い、2001年から2004年までの4年間についてだけ図示したものです。

このグラフをご覧くださいますと、2001年から2003年までの間はこのグラフの線の傾きがより急になる傾向が見られました。すなわち2001年から2003年は、二極化がさらに極端に進行する傾向が見られたわけです。

そして2004年には、二極化はやはり続いています。線が一般的に上の方にシフトしてきた。即ち東京駅からの距離に関係無く下落幅が縮まったということです。

そこで私、先ほど二極化の傾向はこれまでと変わらないと申し上げましたが、人口密度の高いところに関しては、一般的に市況の改善度合いが見られるようになってきた。そのような形で二極化の質が少しずつ変化してきているということは言えそうです。

■オフィスビル市場の変遷

今申し上げた通りに東京圏では、全般的に下落幅が縮まっているわけですが、地価の下落幅が小さいところと大きいところが固定化してきたと、こういった見方もできます。

都道府県別では、やはり東京都が全般として見れば地価の下落幅が小さいです。それからエリアとしては、千代田区、港区、渋谷区等では区全体として、地価の上昇が見られるようになってきました。

91ページの表では、基準地価を、区ごとに下落幅が小さいところと大きいところに分けています。

今年、地価の上昇率が区として一番高かったのが渋谷区で、平均で1.8%の上昇という状況でした。渋谷区の場合、2001年から区全体としても上昇傾向が続いておりまして、2000年の段階ではマイナス0.7%でしたが、2001年が0.2%の上昇。2002年は0.0%だったので、2003年が0.2%上昇。そして今年が1.8%上昇という形で、上昇がだいたい概ね4年間続いているということになります。

それから2番目が千代田区で、こちらも昨年が0.7%の上昇。今年が1.6%の上昇と、それから今年は港区もエリア全体として上がっています。

一方、地価の下落幅が大きいところは、東京圏の中では、千葉県が一番大きいわけです。木更津がここ数年間、千葉県内では、最も市として下落幅が大きい状態が続いています。今年、マイナス13.4%という下落幅でございました。木更津の平均地価は、96年の段階では平方メートル当たりの価格が10万1,000円という状況でした。今年2004年は平均価格が、3万1,000円になりました。概ね3分の1になり、かなり大幅な下落が続いていることになります。

それから2番目が市原です。この1位、2位はだいたい毎年同じです。こういった点でも、地価の下落幅の大きいところも、大分固定化してきたと言えます。木更津に関しては、東京湾アクアラインに対する期待が大き過ぎたことが影響していると、よく言われております。

また、ストロー現象が起きている、という説明もあります。郊外に住宅団地を作り、そちらまで鉄道線などを延ばす、そうすると都心部からあふれ出た人たちがそちらに住まい、不動産の価格も上昇するというのが、以前の考え方でございました。ところが、実際は必ずしもそうではありません。交通が便利になりますとみんな田舎から都会に出てきてしまう。これを時々、ストロー現象などという言葉で表現しています。言うならばアクアラインのような交通網がストローの管になります。そのストローの管を伝って、

需要の強いところにみんな引っ張られてしまう。そのような減少が木更津や市原に関しては出ていると思われるわけです。

こちらは千葉県の中でも東京の都心部から比較的距離のあるところになりますが、それ以外に東京から比較的近いところでも、大きな下落幅が見られるところがございます。鎌ヶ谷や、我孫子など、かつては東京のベッドタウンとして栄えた町が、これに当たります。最近では、東京都心部に優良なマンションが数多く建てられるようになってまいりました。そのためにこれらのベッドタウンは、以前に比べ立地の優位性が無くなってきています。このような優位性の低下が地価の方にも現れていると、考えられます。

私、先ほど東京駅から遠くなるほど不利になる、あるいは近くなるほど有利になると申し上げましたが、一部このような例外も出ているということです。いずれにしても、全般として東京都心部にオフィスや住宅等の需要が集中する傾向は、おそらく今後も余り変わらないと思います。

■立地条件に関する選別基準

102ページの図表20は、私共の方で、総合立地コストと名づけたコストを計算したものです。

例えば都心部から郊外にオフィスが移転すると、見かけのオフィス賃料は安くなります。その一方で東京の都心部から郊外に移ることによって、色々と不便なことが出てきます。例えば従業員の方は、場合によりましてはかなり遠方まで通勤しなければいけない。その通勤費用は会社が負担するわけです。それから取引先はやはり、既存の東京の都心部などに集中しているので、取引先とコミュニケーションを取るためには、頻繁に外出をしなければいけない。その中で相当に大きなタイムロスが出てきます。時は金なりですから取引先にいちいち出て行くのに時間がかかっていたのでは、それも実質的な損失になるわけです。

よく日本と違って海外では余り対面交渉は重視されないのではないか、と言う方がいらっしゃいます。そうではなく、海外でもフェイス トゥ フェイスの情報交換を重視する点は変わらないと思います。例えばアメリカでも、大抵の場合、交通が便利なところに事業所は集積しています。相当郊外に離れたところにも事業所の集積があるじゃないか、という主張もありますが、大抵の場合それは飛行場の近くであったり、あるいは幹線道路の近くであったりと、言うならば業務環境の場と交通利便性のバランス等を考えてそこに立地しておるわけで、決して対面交渉を軽視しているわけではないと思います。そういった点を考えてみま

すと、やはり相手方と対面で交渉することは、ビジネスチャンスをつかむためには大変に重要なことだと言えます。

試算方法ですが、郊外に移転した場合、相手方がどこにいるか、これは事業所の集積の動向を公表データから把握して、そこに出かけて行く時間を計測します。この計測した時間を、従業員一人当たりの人件費、時間単位当たりの人件費でお金に換算して、その換算した値を事業所などの立地コストに加算して、総合立地コストを計算しています。言うならばコミュニケーションの便を加えたコスト。利便性とも言い換えることができると考えています。

資料には92年と2003年と、この2つの時期についてデータを記載しています。

92年はオフィスビルの賃料が最も高い時期でした。バブル崩壊の一手前といった時期だったわけです。グラフは、横軸に表面的なオフィス賃料を示しています。それから縦軸に、コミュニケーションコストなどを加味した総合立地コストを記載しています。もし見かけのコストと、それから総合立地コストが同じ傾向であるのならば、グラフは右上がりの線になると思われます。ところが試算結果は、どうも右上がりではなさそうです。

グラフでは、コミュニケーションの頻度に応じて線を分けています。最もコミュニケーションの頻度が多い場合が30回。それから若干少なくなるのが20回。それから10回、5回、2.5回という形で分けていますが、どうもコミュニケーション頻度が20回辺りが最も水平で、その20回を境にして、コミュニケーション頻度が多くなりますと、グラフは右下がりになるようです。それからコミュニケーション頻度が少なくなると、右上がりになるようです。

即ちコミュニケーションの頻度が多い場合には、少々見かけのオフィス賃料が高くても、東京の都心部に留まっていた方が、立地コストは結果的には割安になる。それからコミュニケーションの頻度がそれほど多くない方々は思いきって郊外化した方が立地コストは安くなる。これが92年の状況でした。

サンプル調査では、業種としてはサービス業が非常にコミュニケーション頻度が高いということになっています。金融、あるいは建設、不動産などは、このコミュニケーション頻度が高い方に入ります。それから概ね製造業は、コミュニケーション頻度が低い業種に入ります。それから仕事の内容でございますが、営業職の方などは、やはりコミュニケーションの頻度が高い。一方、開発職の方々は頻度が小さいというわけです。

サービス業の特に営業職の方は、週当たりのコミュニケーション頻度が30回を超えます。このような方は多少見

かけの賃料が高くて東京の都心部にいたほうが都合がいい。それからメーカーの研究開発などの方は、むしろ郊外化した方が立地コストは安くなる。このような傾向が92年には見られたわけです。

一方、2003年はこの線の傾きが、コミュニケーションの頻度いかに関わらず、全体として右下がり傾向が強くなってきています。

まず横軸をご覧くださいますと、92年に比べて2003年は横軸の刻みが非常に荒くなりました。92年の段階では東京の大手町などは坪当たりの賃料が10万円に近かったのですが、これが2003年には3万円強という状況になりました。都心部と郊外部の賃料水準の差が縮まってくると、コミュニケーションの利便性が総合立地コストに大きく影響してくるようになります。そのために2003年の段階では、都心部に近いほど、交通の便が良く、そして取引先がたくさん集積しているところほど立地コストが安いという結果になってきています。

このような状況は、今後も基本的には変わらないと思います。最近では一部のオフィス賃料に底打ち傾向も出てきていますが、バブル経済期の様に一挙に坪当たり10万円になるといったようなことは、考え難いだろうと思います。オフィスの賃料は比較的低い水準で推移するのではないかと、そうなりますと、今後も東京の都心部に留まっておいた方が、コストが安い状態が続くのではないかとということです。

簡単に言ってしまうと、今都心部が一番安い、ということです。大手町の賃料が大体今、3万円から5万円くらい、新宿では2万5,000円から3万5,000円くらいだろうと思います。大手町、丸の内の方が少し高くても、実はコミュニケーションの利便性を考えてみたら割安です。割安のところみんな集まってくるのは、何の不思議もないわけです。

勿論、業種によって色々な差はあります。例えばIT関連産業、あるいはファッション産業関連であるならば、渋谷区のステータス性が重要だと思いますし、業種、業態によって多少の差はあると思いますが、現状では都心部の方が立地コストが安いという状況は当面変わらないでしょう。そうなりますと今後も不動産の市況、あるいは不動産価格の二極化は続くのではないかと、考えられるわけです。

さて今、このように二極化がきつくなってきたということをお知らせしたわけなのでございますが、2003年の基準地価については、先ほど下落が激しいところについての理由を申し上げましたが、今度は上昇傾向が顕著に見られるところにつきまして、その理由を幾つか考えてみたいと思います。

■いわゆる「2003年問題」の要因

今年の基準地価で上昇傾向が強く見られたところは、概ね3つのグループに分けられると考えております。まず第1のグループが2003年に不動産供給が多かった場所です。それから第2番目が、規制緩和の恩恵を受けている場所です。それから第3番目は、これちょっと違和感があるかもしれませんが、ブランドショップ等の出店が多いところです。この3つについて簡単に御説明をさせていただきたいと思っております。

まず第1番目の、昨年オフィスビル等の供給が多かったところです。昨年は、東京都心部でいわゆる2003年問題が盛んに懸念されておりました。2003年問題は一時的に市況を悪化させた側面はあったわけですが、比較的短期に終息しました。

93ページの図表11は、オフィスビルの空室率推移を示したものです。この中で東京・Aクラスビルのデータに、御注目いただきたいと思っております。東京・Aクラスビルの空室率は、2003年6月が最も高く、8.8%という状況でした。これは、過去最悪という数字です。やはり2003年問題の影響は、それなりに出ていた、と言えます。

昨年、東京都心部では大型の再開発が一挙に3つ稼働しました。1つは汐留、もう1つは六本木ヒルズ、それからもう1つは、品川駅の東口。特に品川グランドコモンズと呼ばれるエリアでござります。そのほとんどが昨年の4月にオープンしています。供給のピークが4月でしたので、その直後の2003年6月が、過去で最も空室率が高い状況になったわけですね。ところがこの空室率は、そのあと急テンポで回復しました。2004年6月には4.3%という水準になったわけですね。

私は空室率のデータを見る際に、市況の目安になる数値が2つあると考えています。1つは空室率が5%という数値。もう1つは空室率が3%という数値です。空室率が5%を超えると、市況はかなり悪化していると判断することができます。貸し手と借り手の力関係では、テナントの力の方が強くなる、そしてオフィスビルの賃料は下落傾向が強くなってくる。これの目安になるのが5%という水準と考えています。

一方空室率が3%を下回ると、今度は大家の力の方が強くなってきます。オフィスビルの賃料は、上昇傾向が強くなってきます。そして空室率が3%から5%の範囲内は、貸し手と借り手の力関係がほぼ拮抗している状態で、賃料水準は横ばい傾向が強くなってきます。

私が申し上げたのは目安に過ぎませんが、大体の市況判断はこれで足りると考えています。これを基にこのAクラ

スビルの数字を再度ご覧いただきますと、昨年の6月の段階は8.8%という水準で、5%を相当に上回っておりますので、市況はかなり悪化していたと判断することができます。そして、今年の6月の段階では、4.3%という水準ですから、貸し手と借り手の力関係がほぼ均衡している。言うならばある程度バランスの取れた状態になってきた。全般として見れば、空室率の低下傾向が一挙に進んでおりますから、勢いとしてはむしろ、大家さんの方が多少強気になる局面も出てくる状況と思います。

このように2003年問題、ある程度影響があったわけなのですが、かなり短期間に終息されたように思います。それどころか私自身は、2003年問題はオフィスビルのマーケットにとって、むしろプラスになったと考えています。特に不動産価格の面では、昨年の大量供給が不動産価格を押し上げる要因になったと、考えています。

非常に単純化した式ですが、今年度の不動産価格は、昨年度の不動産価格に昨年度の不動産投資額を加えたもの、という考え方が成り立つと思います。この不動産投資額の中には、オフィスビルへの投資額、これは一般的な不動産投資の他に不動産開発の事業費なども含まれます。このように昨年、不動産のオフィスビル等の供給量が多かったことが、それが不動産価格にとってはプラスに作用したと言えます。

ただ、1つ付け加えますと、今申し上げましたような考え方が通用いたしますのは、おそらく潜在需要が強い場所に限られると思います。東京都心部は潜在需要が強い場所ですから、不動産投資が増えると、それが不動産価格の面ではプラスになってきます。

一方、地方都市などの場合には、不動産の需要が弱い場合が多いので、そこに供給量が増えると、単純に市況を悪化させただけで不動産価格にとってもマイナスに作用すると思われるわけです。従って、ビル供給量が多いことは、潜在需要の強さによって、不動産価格にとってプラスに働くこともありますし、また逆にマイナスに働くこともあると言えます。

東京の都心部に関しては、潜在需要が大きいので、昨年再開発が稼動したところが、不動産価格の上昇となって現れたと言えます。

今年度の基準地価に関しては、六本木ヒルズの周辺で地価上昇のポイントがかなり多く見られました。それから数はそれほど多くないのですが、品川駅東口などでも上昇ポイントが増えているようです。その点を考えると、やはり昨年の不動産供給量が多かったことは、不動産価格にプラスに働いたと考えて良いと思います。

■今後のオフィスビル供給量の変動要因

これは、今後の不動産価格にも影響してくると思います。101ページの図表19には、東京23区の中で、オフィスビル計画の多いところをお示ししています。千代田区、港区、品川区に、不動産開発の計画が集中しています。

件数といたしましては、東京駅の丸の内の周辺がかなり多くなっています。それから汐留の一部、それから六本木、それから大崎、五反田の近辺などで多くなっています。これら不動産開発が多いところは、今後も地価については上昇基調が強まるのではないかと考えています。これが地価上昇の要因の第1点目でございます。

続きまして、第2点目ですが、規制緩和の恩恵を受けている場所です。これは、主に東京駅の周辺、特に丸の内側がこの影響が大きいように思います。

99ページの図表17は現在都市計画等で指定されている容積率を、実際の程度消化しているかを見たものです。例えば千代田区の充足率は、94年以降、100%を超える状態が続いています。概念上充足率が100%を超えるということは無いはずなのですが、分母の数字と分子の数字がそれぞれ異なったデータから取られておりますので、計算の対象が同じベースではないということで、100%を超えた数字になっています。いずれにしても、千代田区ではこれまでの容積率の範囲内ではものを建てる余地が無いということです。

中央区や港区の場合には、まだ100%にはなっていませんが、かなり高い水準です。一説では、都市計画では、容積率の充足率は最高でも7、8割を目処に指定しているそうで、その点を考えると東京都心部の主な区では、容積率の見直し無しでは、ものが建て難い状況になっていると言えます。

千代田区の丸の内側では、今年6月に容積率がアップしました。これまでの容積率の上限の1,000%が1,300%になったわけです。これで、以前に比べるとかなりものが建て易くなったと言えます。

これまでも様々な規制緩和を利用して、東京都心部では、指定の容積率を超える建物が建っております。例えば丸の内ビルディングは、容積率が1,400%を超えているようで、これも規制緩和策をうまく活用した例のようです。それから今、三菱地所やJR東日本などが共同で進めている東京ビルディングの建て替えでは、様々な規制緩和を利用して、1,700%程の容積率になるということです。これらは容積率が1,000%の段階で計画されたものですので、今後、基本的な容積率が1,300%になると、さらに大型のビルが建て易くなると思います。これは、ビ

ルの採算性の向上につながります。

基準地価の算出では、現況に何が建っているかは、あまり重視していません。その土地が、最高の効率で活用された状態を想定して地価を算定している、ということのようです。したがって、容積率のアップは、地価の上昇に繋がると解釈することができます。その点を考えますと、今年の基準地価等の上昇にもこれらの規制緩和の影響がある程度反映されていると考えることができます。

規制緩和の動きは、おそらく今後も基本的には変わらないと思います。この点を考えると今後都心部の需要の強いところについては、規制緩和の恩恵はより大きくなると考えられます。

土地規制等につきましては、97年頃から規制緩和の傾向が強くなっていますが、以前とは大分考え方が変わってきています。以前は強いところを削り取って、弱い部分に分け与えて、全体としてバランスの良い発展を目指すというのが、規制緩和の基本的な姿であったように思います。ところが最近の規制緩和は、必ずしもこのようなやり方になっておりません。強い部分をどんどん伸ばしてその波及効果に期待する、という考え方になっています。現在、都市再生などで考えられている規制緩和策の多くは、東京都心部などでの活用を想定していると言われています。この点を考えますと、やはり規制緩和の恩恵は、今後も東京都心部などの需要の強いところでより強く働くのではないかと、考えられるわけです。

これが規制緩和の恩恵という、2点目でございます。

それから第3点目でございますが、ブランドショップ等の出店が多いところで、やはりかなりの地価上昇が見られます。最近では世界的に見ますとブランドショップの売り上げは、落ちているそうです。ところが世界的に見ると売り上げは落ちているのに、何故か日本は増えている。これも日本で二極化が様々なところで進展しているということを端的に表しているのではないかと思います。

不動産の価格についても、あるいはオフィスビル等の需要についても、東京都心部への二極化が進んでいます。同じように、消費動向などにつきましても二極化が進んでいるようです。日常の生活費は切り詰めるけれども、贅沢品にはお金を惜しまない。それがブランドショップ等の売り上げが相当に伸びているということに繋がっているのではないかと思います。

日経の記事によると、国際的なブランドの場合、売り上げの約3割を日本市場で稼いでいる。ルイ・ヴィトンの場合、日本市場の売り上げが全体の4割くらいを占めている。それから海外に日本人が行って買うものや、平行輸入を加えると、ルイ・ヴィトンの場合には全体の約7割を日本に

依存しているのだそうです。これは、ちょっと大き過ぎるような数字のように思いますが、いずれにいたしましても、国際的なブランドにとって、日本に進出する、あるいは東京のマーケットというのが非常に重要になってきており、それが日本国内に基幹店を持つ、新しい店舗を出店する原動力になっていると思います。

昨年、ティファニーが銀座のビルを取得いたしました。これが随分と色々なところで話題になったわけなのですが、このようにビルを一棟買ってしまふということ以外でも、特にブランドショップ等がテナントに見込める場所ですと、賃料水準はかなり強気な水準になる場合が多いようです。それで、このようなブランドショップの進出の増加というものも、都心部の地価を押し上げる要因になっているようです。むしろ通常のビジネス需要や、あるいは住宅の需要よりもかなり地価の面では強く現れるようです。今の不動産価格の計り方は一般的には、収益還元法が中心になっております。従いまして、どんなに土地の値段が上がっても、採算性が取れないような水準にまで地価が上がるということは、稀です。

ところがブランドショップの出店の場合ですと、東京なり、あるいは日本市場なりに拠点を持つ、トロフィーになるビルを持つということが目的ですので、収益価格の上限を突き抜けた価格になる場合が多いようです。

基準地価をもとに当方で計算をしてみたのですが、東京都心部、特に丸の内等のビジネス街の場合には、地価が上がったとは言ふものの、一応通常の賃貸ビル事業の収益の範囲内に収まっているようです。地価の上昇率も大体3%から5%の間に止まっています。一方銀座や表参道などの場合、かなり収益価格を突き抜けた取り引きが行われているようです。単なる収益還元ではなく、その場所のステータス性や、ターゲットとなっている店舗の希少性などの方がより強く不動産価格に現れているように思います。

このようなブランドショップの出店攻勢がいつまで続くかは分かりませんが、日本以外に余り有望な市場が無いようですから、銀座や表参道等の地価に取っては、今後もプラスの要素になり続けるのではないかと思います。

それから最近では、ブランドショップが丸の内などの都心のビジネス街に進出するという傾向が強くなってきました。丸の内や大手町といったエリアは、先ほどの地価上昇の要因の1番目、2番目の恩恵を既に受けています。即ち都心への一極集中の恩恵でありますとか、あるいは規制緩和の恩恵を受けているわけです。ところがこれから先はこれに加わりまして、3番目のブランドショップ等の進出の恩恵も受ける可能性がございます。そうなりますと、この傾向は、都心部等の二極化をさらに促進する結果になると

考えられます。

■オフィスビル供給量と空室率

これまでは、調子が良い方のお話を集中的にさせていただいたわけですが、その一方で、二極化には当然のことながら、調子の悪いところもあるわけです。

東京都心部のAクラスビルの空室率は、急速に下がっていますが、その一方で地方都市の多くは空室率が相当に上がりまして、過去最悪と言っている状態になっています。

ただ地方都市の場合にも、町によってそれぞれの差がございます。例えば、札幌は2003年はやはりビル供給が多かったわけですが、2002年、2001年と余りビル供給が無かったのですが、2003年は駅前を中心に一挙に4棟の大型ビルがオープンしました。この4棟のほとんどが満室か、非常に高い稼働率を確保しています。札幌の場合にも新築大規模ビルの場合には、非常にテナントの募集状況が良いという状況でございます。

ところが新築の大規模ビルは埋まったんですが、札幌の町全体ではこの大規模ビルの供給量とほぼ同じ空室が発生してしまいました。即ち札幌の町全体としてのビルの需要量はほとんど増えていないわけです。このために札幌の空室率は全般的に、高水準の状況が続いています。

ただ、私は、不動産投資については、札幌は今、非常に良い状態なのではないかと考えています。オフィスビルの大規模供給が、大体一服したので、現況で比較的稼働率の高いビルであるならば、今後空室率が急激に上がるということは考え難いであろうと思います。札幌の、特に大通り公園の周辺のビルは、昨年は空室が上昇したビルが多いのですが、今年になりまして空室率の回復傾向がはっきりとしてきた場合が多くなっています。そういった点では、札幌の市況は、全体として見ればまだまだ厳しいのですが、大分改善傾向が出てきたのではないかと考えております。

仙台は非常に今空室率が高い水準で、直近の数字で12.7%という状況です。ここ数年間、空室率は2桁の状態が続いているわけですが、私は仙台も、例えば不動産投資の分野で言うならば、それほど問題の大きい町ではないだろう、むしろ有利な点が多いのではないかと考えております。それは、やはり供給が少ないということが影響しています。特にJR仙台の駅前では、まとまった空室が今ほとんど無いという状況です。まとまった空室が無いが故に、ビルの潜在需要が顕在化しない、そういった傾向が出ていると考えています。

オフィスビル市場が活発化するには、ある程度の空室が

必要のようです。特にまとまった空室が無いと、大型のテナント移動が起こりませんので、空室が無いことが市況にとってマイナスに作用するということがあります。

例として挙げるのが適当かどうか分からないのですが、東京では、築地がその状況だったと思います。あの一帯の大変に大きなテナントが、汐留に移転して、まとまった空室が発生しました。そのまとまった空室ができたことによって、後継テナントの誘致が容易になった。その結果、築地は、一時空室が相当に増えたのですが、現在の市況は回復しています。

仙台の場合には空室が無いことが、空室率の高止まりに繋がっている。ただし、既存のビルで有望なテナントを確保している例ならば、投資リスクは余り無いと考えられます。

最近、大変に話題になっているのが名古屋です。名古屋は、2004年6月の段階で、町全体の空室率が8.8%。それからAクラスビルの空室率が3.9%という状況です。オフィスビルのグレードによって、空室率に大分差がつくような状況になっています。私は、99年の暮れに、JRセントラルタワーズが名古屋駅前にオープンして、それ以降名古屋のオフィスビルマーケットの構造が変わってしまったことが影響しているのではないかと考えています。

JRセントラルタワーズが完成する以前は、名古屋では数年ごとに、延べ床1万平米以上のオフィスビルが単発で供給され、それによって潜在需要を吸い取ってきた状況が繰り返されてきました。ところがJRセントラルタワーズができてから、この状況が変わってしまいました。一説によると、JRセントラルタワーズは、名古屋のオフィス需要の3年分に当たるそうです。大型のオフィスビルが供給されて、テナントが優良ビルに集中する傾向ができたわけですね。どうも良い環境に一旦慣れますとなかなか悪い方に後戻りできないようです。それが、名古屋の場合には町の平均空室率と、それからAクラスビルの空室率に相当に差ができる原因になっていると考えられます。

名古屋では、2007年に大量供給があると言われております。JRの名古屋駅前に、名古屋ルーセントタワーとトヨタ毎日ビルというビルが2つできるわけで、名古屋2007年問題などと呼ばれる場合もあります。しかし私は、この2007年の段階でおそらく名古屋の町の構造は相当に効率的になり、そして不動産市場に取っては、この大量供給はプラスに作用すると考えています。優良ビルが名古屋駅前に増えることによって、テナントが名古屋駅の方に集中する。これまでの名古屋の伝統的なビジネスの中心地は栄・伏見エリアだったわけですが、こちらでは商業施設中心の再開発が計画されております。この結果、2007

年以降は、オフィスの機能は名古屋駅前に、そして商業の機能は栄・伏見と、町の中で役割分担ができると考えています。

一つの機能は、ある程度狭い範囲内に集中した方が効率が良い場合が多いのです。名古屋の場合には、エリアごとの役割分担ができることによって、不動産市況がさらに活発化すると、考えています。

大阪に関しましては、基準地価などでは回復傾向が見られますが、私自身は、やや難しい局面が多いと考えています。

大阪でも最近ではビジネスの中心地が移動する傾向が見られます。旧来の伝統的なビジネス街である淀屋橋、本町の地盤沈下が進み、それに対して北梅田、堂島、中之島の方が比較的状況が良好という状態が続いています。淀屋橋は金融街ですし、本町は繊維街です。成熟化した産業が多く立地していることが町の活力低下に繋がっていると思います。御堂筋の周辺は、長い間開発が規制がされていたため、ビルの老朽化が進んでいます。そのために新興の伸び盛りの産業のテナントは梅田の方面の方に多く立地する傾向が見られます。

現在、堂島、中之島の空室率水準は、淀屋橋周辺の概ね半分程度です。その点では大阪も、旧来のビジネス街からJR梅田駅の近辺にビジネスの中心地が移動しつつあると思います。

大阪はこれから先、非常に大きな再開発が幾つか計画されています。最も大きなものは北梅田のヤード跡地の再開発です。この稼働のタイミングは、まだ流動的な要素が多いわけですが、おそらく開発規模は大阪の潜在需要を上回ると考えられます。そのため、大阪のオフィスビル市況は、今後かなり厳しい状態が続くと考えています。

一方、福岡は、多くの方々が大変に有望な町だと考えているようです。ビルの空室率のデータだけを見ると、福岡の空室率は一番新しいデータで11.8%という状況ですから、決して良いとは言えないのですが、それでも福岡は活力のある町だと評価される方が多いようです。

今回の基準地価でも、福岡の場合は都心部などで、上昇ポイントが幾つか出てきていますが、そのほとんどが天神エリアに集中しています。今年の3月からの天神百貨店第3次戦争の第2幕と呼ばれる動きが始まっています。天神ではこれまでに過去3回、天神流通戦争と呼ばれる百貨店の進出ラッシュがありました。今年3月に、岩田屋新館がオープンしたことから、第3次戦争の第2ラウンドが始まりました。

実は天神のエリアでも百貨店の売り上げは全般的に落ちていて、百貨店戦争が地区の活性化に繋がっていない面が

ありますが、不動産投資が盛んになり、それが不動産価格の面にはプラスに作用しているようです。

さらに重要なこととして、これから先、おそらく九州全体のオフィス需要等を福岡が一手に引き受けることになる兆しが見えはじめています。福岡市内では、地価上昇ポイントが増えましたが、その他の九州の各都市では、地価の下落幅が拡大したところが多いのです。今年、九州新幹線が部分開通して、九州の各都市の機能が福岡に吸い取られ始めていると言われています。

九州新幹線の全線開通は、2010年以降になりますが、おそらく全線開通した段階では、さらに福岡への一極集中の度合いが強くなると考えられます。この点を考えると、福岡は、今はビル市況が悪化していますが、不動産投資については、一種の先行投資的な意味の大きい町だと言えます。

このように、町によって色々と差はありますが、全般的に不動産市況につきましては回復傾向が見えてきた。それから東京都心部に関して言うならば地価の下げどまり傾向もかなり強くなってきた。それから、札幌、仙台、名古屋、福岡など、見かけの市況データは良くありませんが、実は今後は余り大きく悪化しないであろう、市況としては有望なエリアも出てきていると言えそうです。

■不動産証券化市場の拡大

このような動向を反映して、最近では不動産投資も随分と盛んになっています。最近では、不動産を運用対象とする私募ファンドなども随分増えていますが、本日はJ-REITを中心にお話をさせていただきたいと思います。

104ページの図表22は、J-REITの設立動向を示しています。現在東京証券取引所に13銘柄、それから大阪証券取引所に1銘柄が上場しています。それからJ-REITの株価、正確には投資口の価格と言いますが、時価総額の合計は、東京証券取引所で約1.5兆円という状況です。

それから運用対象になっている不動産の取得額合計が1.8兆円くらいという状況です。今年度中、来年の3月までには、J-REITの時価総額は2兆円にまでに拡大と考えています。東京証券取引所では、おそらく今後4銘柄から6銘柄くらいがかなり早い段階での上場が見込まれています。たとえば、住友不動産、福岡地所、阪急電鉄グループ、CBリチャードエリスなどが、上場準備を進めています。それから三菱商事、三井物産は、倉庫専門のREITを計画しています。

これまで、日本では倉庫は不動産投資の対象になっていませんでした。最近ではそのためか、プロロジスや、AMBブラックパインなど、外資系ファンドによる倉庫投資が目立っています。それに対抗してというわけではないだろうと思いますが、倉庫専門のREITの計画もあるわけです。

現在、REITは東京証券取引所と大阪の証券取引所の2箇所だけで取引されていますが、制度としては、名古屋証券取引所と福岡証券取引所がREITマーケットを設立しています。それからJASDAQもREITマーケットを作る計画があります。REITは銘柄数が増えるだけでなく、取引所数も増えることになります。

REITは、当初は個人向けの商品として強く意識されたのですが、現在のところREITの主な投資家は、地方銀行などの国内金融機関です。これがREITの設立の趣旨に合致していないという批判もあります。ただ最近少し事情が変わってきたのは、REITを運用対象としたFOF（ファンド オブ ファンズ）が設定されるようになってきました。

現在、個人にとっては、REITは敷居の高い金融商品になってしまったように思われます。REITは、概ね1口50万円で設立されますが、現在では評価額が上がり、70万から80万ぐらいになっています。これでは、流石に個人では、ちょっと手が出し難いところがあるかと思えます。

一方、昨年7月に、REITを運用対象としたFOFが解禁されて、現況では50数銘柄、基準価格も5千億円以上に上がっているという状況です。FOFならば、1万円前後から取り引きすることができますので、個人の方も比較的気楽に投資することができます。これから先は、個人投資家はJ-REITそのものに投資するのではなく、FOFを経由してJ-REITに接していく形が増えると考えられます。

海外の例を見ますと、例えばアメリカでは、REITの発行済み残高の大体8割から9割を個人の投資家の資金が支えています。この内半分くらいは、ミューチュアルファンドを経由しての投資です。従って、日本でもファンドを経由してREITに投資する個人が増えてくるということは、決しておかしくはないだろうと思います。そういった点ではREITも個人投資家に、浸透する基盤ができてきたと言えると思います。

このほかに、最近では、年金運用の対象にもREITが利用されているように思えます。年金基金にアンケートを取っても、REITや不動産で運用しているという答えが返ってこない場合が多いのです。これは、一般的な不動産

投資のイメージが、よいとは言えないことの影響があるようです。

しかし、FOF関係であるとか、あるいは年金関係などを含めて、REITあるいは不動産に対する運用ニーズが、相当に大きくなってきていることは確かです。

■J-REIT取引の状況

111ページに、REITに対する評価を端的に示すデータとして、東証REIT指数とTOPIXを比較したグラフを載せています。

この2つの指数を見ると、幾つか変わった傾向が見られると思います。昨年の冬頃までは、この2つの線の間には、逆相関に近い関係が見られました。即ち株価が上がればREITの価格は下がる。株価が下がればREITが上がると、そういった関係が見られたわけです。REITは投資形態では株式ですが、利回りを重視して投資する方が多いため、株というよりは、債権に近い値動きをしていました。

ところが昨年の冬から今年の4月頃までに、この2つはむしろ順相関に近い関係に変わってきました。即ち株の動きと、それからREITの価格の動きが一致する傾向が強くなってきたわけです。昨年の冬辺りからマクロ経済の指標などに日本経済の回復基調を示すデータが増えてきました。一般的に景気が回復すると不動産の価格は上がると言われています。REITは、見方を変えると、優良な不動産を一杯持っているビル会社ということになりますので、景気回復はREITの資産価値の上昇に役立つと考えられたわけです。その期待感によって、昨年の暮れ辺りから不動産やREITを含む内需関連の株式が随分と注目されるようになり、その値段が上がったわけです。その結果、昨年の冬から今年の4月辺りまでにかけては、東証REIT指数とTOPIXの間には順相関の関係が近くなったわけです。

言い方を変えると、以前はREITの利回りに注目する人が多かった。即ち安定したインカムゲインに注目する方が多かった。それが昨年の冬辺りから、キャピタルゲインに注目する方が多くなってきた。このように状況が変わってきたと言えそうです。

しかし、これまでの資産価値の上昇については、期待が先行していたところがあったように思います。景気が良くなれば不動産の価格が上がる、これは決して間違いではないのですが、この2つの間にはかなりのタイムラグがあります。概ね半年くらいから1年くらいのタイムラグがあると考えられます。昨年の冬から、今年の4月辺りにかけて

の不動産関連株の上昇は、どうも期待先行の部分が大き過ぎたようです。そのため、4月以降に断続的に調整が始まりました。大体5月の段階で調整が終了したのではないかと考えています。

この5月頃から、また東証REIT指数とTOPIXの間には、逆相関に近い動きが見られるようになりました。日本経済が回復基調にあるということは大抵の方が認めているのですが、それがどうもマクロ経済の指標で必ずしも確認できない場合がある。時々、弱い内容がマクロ経済の指標などで出てくるときがある。それから海外の指標、特にアメリカの経済指標などにも、必ずしも良いとは思えない内容がある。このため、TOPIXは、かなり不安定な動きを示しています。6月下旬までは、概ね上昇傾向が続いていましたが、その後は、全体として低下傾向にあると言っていいでしょう。これに対して不動産事業、特にREITなどの賃貸事業収入は、短期的な景気変動にあまり影響されません。この結果、TOPIXの動きが不安定なところで、REITの安定性が逆に注目されるようになってきました。このためにまた逆相関の動きが強くなってきた。敢えて言うならば再びインカムの安定性に注目される方が増えてきたということです。

最近では、8月辺りからまた、REITの価格は上昇傾向が強くなってきました。これまで期待が先行していた資産価値の上昇が、現実のものとして認識され始めたということが大きな原因だと思えます。冒頭に申し上げました基準地価についても、東京都心部などでは下げどまりの動きが現れはじめています。それから実際にREITが保有している不動産の評価額にも上昇傾向が現れるようになってきました。REITは半年ごとに決算を行います。決算ごとに保有不動産を時価評価して、公表しなければいけません。この半年ごとの時価評価の価格が実際に上昇傾向が出てきたわけですね。つい最近で言いますと、2週間ほど前に東急電鉄系の東急リアル・エステート投資法人というJ-REITが決算を公表しています。東急REITの場合には、13物件をこの段階で保有していますが、この内の7物件の価格が取得時を上回っています。

東急REITの場合、投資方針が他のREITに比べると特殊なところがあり、東京都心部と東急沿線に投資対象を特化するとの方針を採っています。東急グループの得意分野だけをやりますという方針を取っているわけですね。このような得意分野だけに特化する方針を採っている例は非常に少数派で、多くは、日本全国に万遍なく投資リスクを分散させるという方針を採っています。東急REITの場合、東京都心部や東急沿線のような不動産価格の高いところに運用を特化しているので、投資利回りが若干低くなる

という問題点があります。その一方で都心部の地価に下げどまり傾向が出てくると、いち早くその上昇の恩恵を受けることができるといったプラス面もあるわけです。

即ち今年の3月辺りには、期待が先行しておった資産価値の上昇が実際にREITの運用状況に表れるようになってきたわけですね。今は都心部の物件が多い、東急REITなどにその影響が顕著なのですが、REITの多くは東京都心部の大型ビルを中心にポートフォリオを構築していますので、他のREITにもこの傾向は強くなってくるのではないかと思います。

冒頭に申し上げましたとおり不動産価格、あるいは不動産市況は二極化が続いております。そしてまた本日、立地コストなどの点で申し上げましたとおりに、東京都心部等が有利な状態は、今後も余り変わらないであろうと思えます。この中では二極化もさらに進行する場面が多いと思えます。ただし、それは必ずしも地方都市への投資が難しいというわけではございません。ビルの供給の動向などを考えると、地方都市への投資にも十分にチャンスがございます。

不動産投資の分野では、東京都心部の地価に底打ち傾向が出てきたことは、プラスに評価される場面が多いのではないかと思います。

冒頭のお話に戻ると、今の不動産市況は良いところは良いけれども、悪いところは悪いという状況である。ただし、その良いところにみんな注目するようになってきた。そしてその良いところに注目することが、地価の面でも、それからREITなどの不動産金融商品の面でも、実際の評価額の上昇となって表れてきている。そのようなことが言えるのではないかと思います。

本日の私のお話、これにて終了させていただきたいと思えます。長時間にわたり、御清聴、誠にありがとうございました。