

【第112回 定期講演会 講演録】

日時：平成17年10月5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

シニア不動産アナリスト 石澤 卓志

■不動産価格の安定化

石澤でございます。よろしくお願いたします。本日、皆様方の手元に簡単な資料をお持ちしていますので、そちらを基にお話をさせていただきます。

まず、91ページの図表1をご覧くださいませでしょうか。

こちらは、今年の9月20日に公表されました基準地価の動向をまとめたものですが、1983年を100として指数化したものをお示ししています。全般として見ればまだ低落の傾向が続いており、今年で14年連続の下落ということになります。過去14年間、かなり変動が大きかったわけで、一番高かったのが90年ということになるわけですが、商業地の方は概ねピーク時から8割低下した形になっております。ただし、最近では随分と不動産の価格も落ち着いてきました。最新の基準地価では、東京の都心部等ではかなりの値上がりという地点も出てきているわけです。ご案内のとおり基準地価、公示地価はリアルタイムの指標ではありません。実態からかなり遅れて出る傾向がございます。各調査時点から過去1年間の取引状況などを基に算出されているわけですが、私どもの感覚では、どうも1年半くらい前の動向を示しているように感じられます。したがって、基準地価、公示地価などで地価の値上がり傾向が出てきているということは、実際の取引のマーケットではかなり昔に地価の上昇が始まっているということになると思います。

お手元の資料、92ページ図表2をご覧くださいませと思います。

こちらは四半期ごとの地価動向を見たものですが、これも非常に面白い動きをしております。と申しますのは、98年から2002年頃までは、地価動向に季節的なパター

ンがよく見られたわけです。すなわち、年の前半には地価の下落幅が縮み、そして年の後半になりますと下落幅が拡大します。恐らくこれは、不動産に対する需要が年度末の前後に集中するためではないかと思えます。いろいろな企業の組織の変更とか、あるいは通勤・通学の変わり目であるとか、そういった点で大体毎年の3月から5月辺りまでに不動産に対する需要が集中する傾向があります。それが地価にも表れているのだらうと思えます。そのために、年の前半になりますと不動産の需要が高まって、それを反映した形で地価の下落幅が縮み、後半になると、その反動が表れて地価の下落幅が拡大する。こういうパターンが98年から2002年頃までは見られたわけです。

ところが、2003年以降はその傾向が違ってきました。年の後半になりましても地価の下落幅が拡大しません。お手元の資料には、先般公表されました基準地価を基にして2005年の前半までの動向をお示ししているわけですが、2003年以降はほぼ一直線で右上がりの状況になっております。このように2003年頃から公示地価、基準地価でも地価の底打ちの傾向が見られるわけです。

■地価の変動要因

92ページ図表3をご覧くださいませと思います。

これは、グラフの横軸に東京駅からの距離を、縦軸に地価の変動幅をとっております。お手元の資料には95年、98年、2005年と、この3つの年のデータをプロットしてあるわけです。

まず、95年のグラフをご覧くださいませなのですが、急激な右上がりの状況を示しております。すなわち、95年

の段階では東京の都心部ほど地価の下落が著しかったということです。95年は、バブル崩壊の最中ですが、バブル経済で高騰し過ぎた部分が修正される過程ということだろうと思います。バブル経済の時には、東京の都心部で急激に地価が上昇しましたので、その修正の過程でも東京の都心部ほど地価の下落幅が大きいという傾向が表れたわけです。それが1998年になると、東京駅からの距離に関係なく下落幅がほぼ一定という状況になっています。私どもは、この段階で東京圏に関してはバブルの清算は終了したと判断しております。

そして、98年以降には、95年とは全く逆の傾向が出てまいりました。お手元の資料での2005年のデータでは、グラフが右下がりの状況になっています。すなわち東京の都心部ほど地価の下落が小さくなっています。

バブルの清算が終わると、都心部と郊外部の不動産価格の差が縮まってまいりました。そうなりますと、都心部の利便性が重視される傾向が出てきたわけです。そのため、95年と2005年とは全く逆の傾向を示しているわけです。すなわちバブルの清算の時期には都心部で地価の下落が著しかったわけですが、現在では都心部ほど地価は落ち着いた状態になっているわけです。

■東京圏の地価動向

次に93ページ図表4です。

今ご覧いただいておりますグラフですが、先ほどご覧いただきましたグラフと全く同じ内容を示しています。ただし、先ほどは95年、98年、2005年についてのデータをご覧いただいたわけですが、今ご覧いただいているものは、2001年以降のデータのみをお示ししています。この中で、2001年と2003年の折れ線を比べると、傾きが急になっています。2001年から2003年にかけて、東京圏の中でも都心部ほど有利という二極化が進行する傾向が見られたわけです。次に2003年と2005年の折れ線を比べると、グラフの傾きが急になったと言うよりも、むしろグラフの線が全般的に上の方向にシフトする傾向が出てまいりました。すなわち、2003年以降は東京圏全般で地価の下落幅が縮む傾向が出てきたということです。この辺りからも、地価の底打ち傾向が明らかになったと思われま。

この影響が不動産ファンド、REITなどにも表れてきました。93ページ図表5ですが、こちらは東急電鉄・東急不動産系のREITである東急リアル・エステートの事例をお示ししています。REITは、6カ月毎に決算の中

で保有不動産の時価を再評価しますが、東急REITの場合、地価上昇の傾向が保有している不動産の価格にかなり明確に表れてきております。

東急REITは、REITの中では少し変わった投資方針をもっています。すなわち、東急沿線および東京の都心部を中心に投資をする方針をとっています。通常、REITの場合、日本全国に漏れなく投資をするといえますが、特定の場所に投資対象が重なりますと立地ごとのリスクが大きくなるため、集中投資を避けて分散投資をする場合が多いわけですが、東急REITはそのような一般的な方針とは少し違った方針をとっているわけです。東急沿線とか、東京都心部とか、すなわちこのREITの設立母体であります東急グループが最も得意とする分野に重点投資をするということです。このような投資方針には、メリットとデメリットと両方あるだろうと思います。

まず、問題点の方を申し上げますと、東急沿線あるいは東京都心部はもともと不動産の価格水準が非常に高いところですので、物件利回りがかなり低くなってしまいう問題がございます。

その一方で、良い点といえますと不動産の価格が底を打ってきますと東京の都心部であるとか、あるいは東急沿線のような立地イメージが非常によいところだと、その値上がりのメリットを真っ先に享受することができるという点もあるわけです。今、お手元のデータをご覧いただきますと、そのような不動産価格が底を打って、上昇してきた傾向がかなりはっきりと出ています。お手元のデータには、東急REITが第一期末、これは2004年の1月末ですが、これから一番新しい決算である2005年の7月末までの間に継続して保有している12物件の不動産評価額の推移をお示ししています。

データの右側に、この評価額の変動率を示していますが、第1期末から第2期末までの6カ月間にこの12物件全体で1.7%値上がりし、それから、次の6カ月間で1.4%値上がりしています。さらに直近の6カ月間では3.0%の値上がりという状況が示されています。個別の不動産のデータをご覧いただきますと、かなり急激に値上がりしているところもあります。例えば、港区南青山にレキシントン青山という施設があるわけですが、こちらに関しましては最近の6カ月間で6.9%の上昇。それから、表参道の物件に関しては7.1%の上昇と、かなり急激な上昇を示しています。

こういった点で、REIT等の保有不動産の評価額にも不動産の底打ちの傾向、さらには上昇の傾向がかなりはっきりと表れるようになってきたと言えます。

ところで、このような不動産価格の上昇要因ですが、

REITなどの不動産ファンドによる取得競争が過熱して、それが不動産の価格を引き上げているという話が随分と出てきています。私は、これには誤解に基づくところが多いのではないかと考えているわけですが、ただ、全く無関係とは言えないところもあります。REIT、あるいは不動産投資ファンドが東京の都心部でかなり盛んに投資をしているのは確かなことです。

■J-RIETIによる不動産取得

94ページ図表6をご覧くださいと思います。こちらはREITの不動産取得の状況をお示ししています。REITも随分と数が増えてきて、取引がスタートいたしましたのが2001年の9月でした。ちょうど丸4年経過したことになるわけですが、最初の2年ほどは上場銘柄もそれほど増えなかったわけです。しかし、最近では随分と増えてきて、本日現在で上場銘柄が23銘柄となっています。また、既に上場の予定が公表されておりますのが3銘柄ございますので、全部で26銘柄という状況です。持っております不動産の価格は、現状では3兆円を超える状況になっています。

このようにREITが盛んに不動産投資をしておりますので、不動産の買い手が相当に増えています。この買い手が増えたということが売り手と買い手の力関係にかなり影響しており、不動産の取引価格は売り手寄りの価格になる傾向が強くなっています。そういった面で、REIT等の取引が不動産価格に影響を及ぼしている要素は決して無視はできないと考えているわけです。

このように不動産価格が上がってきますと、REITや不動産投資ファンドにとっては非常に困った状況が出てまいります。保有不動産の資産価値が上昇することはメリットと言えますが、その反面で新しく不動産を購入してファンドの規模を膨らませることが大変に難しくなってくるわけです。これを通称、外部成長と言っておりますが、不動産価格の上昇は、外部成長の阻害要因になるわけです。

そこで、94ページ図表7をご覧くださいなのですが、各REITとも不動産の価格の高騰を回避するためにいろいろな策を講じています。図表7には大きく分けて3つの例をお示ししているわけなのですが、まず第1番目の方法としまして、スポンサー企業と協力関係を結び、物件を安く譲ってもらうという方法があります。

それから第2番目の方法としまして、開発型の不動産を取得するという方法があります。競争入札で不動産を

取得しますと、どうしても値段が高くなってしまいますので、まだ買い手のいない物件を比較的安く取得する方法です。

3つ目ですが、再開発の事業主体に出資をする例も幾つか出てきております。

それぞれに投資リスクはもちろんあるわけですが、例えば開発型、未稼働の不動産を取得しますと、完工リスクや空室リスクを負担することにもなります。そういったリスクを軽減するためにいろいろな措置も講じられています。例えば、完工リスクを軽減するために工事が予定どおり終了することを停止条件として売買契約に付ける措置が行われています。

それから、入居リスク等を軽減するためには、売買価格を引き上げるオプションを付ける場合があります。テナント募集は原則として売り主側が責任を持って行うということにするわけです。売り主の側で、テナント誘致にうまく成功した場合には売買価格を高くするというようなオプションを付ける場合があります。

それから、物件が完成した段階ではテナントの動向が落ち着かない場合もありますので、完成してから大体3カ月から4カ月ぐらいたってから実際に所有権を移すという条件を付けている場合もございます。

それから、不動産金融工学の手法を利用して将来的な不動産の価値を算定し、それを基に無理のない価格を設定するというような、リアルオプション等を使って不動産の価格を設定している例もあります。

いずれも完全にリスクを排除するわけにはいかないわけですが、現在のところ不動産投資の対象が東京の都心部などかなりテナント需要が強いところに限られていますので、現状ではこれら未稼働の不動産を取得した場合でもそれほど問題は顕在化していないという状況です。

私どもは、こういった状況から、REIT等が不動産価格を引き上げている張本人であるというような論調に対してはかなり誤解があると考えているわけですが、95ページ図表8をご覧くださいと思います。

まず、スポンサー企業などと協力しまして不動産を取得する例ですが、こちらには、三井不動産系の日本ビルファンドの事例をお示ししています。このようにスポンサー企業に頼るといことになりますと、やはりスポンサー企業が大手のデベロッパーである場合には相当に有利ということが言えそうです。三井不動産自身は非常にいろいろな顔を持っております。例えば、ビルオーナーでもありますし、それからオフィスビル等を開発するデベロッパーでもありますし、それから私募ファンド等を運用しているマネジメント会社でもあります。そういった

た点で、不動産事業にいろいろと多面的に関わっているわけではあります。

このような場合、REITがスポンサー企業に頼った場合には多面的なそれぞれの局面において不動産を取得することができるわけです。

このような形でスポンサー企業が大手の不動産会社である場合には、不動産の追加取得につきましてもかなり有利な状況にあると思います。また、やはり大手の不動産会社ですといろいろな情報ルートも持っておりますので、そういった情報ルートを活用することもできます。それから、そのブランド力をうまく活用して自前で情報ルートを開拓することもできるだろうと思います。

最近ではREITの中でも、老舗のREITと、それから比較的若いREITとの間で取得できる物件の内容に差がついてきたように感じております。

大手の資産規模が4,000億円、5,000億円といったファンドですと、最近になりまして、随分と大型の優良物件を取得する例が増えてきています。

具体例を挙げますと、あおぞら銀行の本店の跡地の再開発でありますとか、あるいは東京オペラシティビルでありますとか、それから大和生命ビルでありますとか、かなり大型の物件の取得事例が増えてきています。

それに対して、比較的設立されてから日の浅い中小のファンドですと、なかなかそのような大型の物件を取得することは難しく、また、情報ルートも限られているのではないかと感じられることもあります。そういった点も含めて、最近では不動産ファンドあるいはREITの中でも、持っております物件の内容が二極化する傾向が強くなってきたのではないかと考えているわけです。

■不動産の収益性の向上

95ページ図表9をご覧くださいと思います。

今、不動産を新規に取得する際にどのような形で不動産価格の高騰を回避するかということをお願いしたわけですが、それ以外にREITの方で保有不動産の価値を積極的に引き上げる例も出てきています。最近ではオフィスビルの市況等も随分と回復してきましたので、そういった面では持っている資産価値を引き上げることが以前に比べれば比較的容易になってきたのではないかと考えられるわけです。

幾つかのREITの場合、当初の段階で、やや収益性が低い物件、ちょっと難のある物件を比較的低い価格で購入して、マネジメントで工夫して価値を上げるというバ

リューアップ戦略をとっているということも幾つかあります。

お手元の資料には、そのバリューアップの一番最初の事例だと思いますが、東京建物系の日本プライムリアルティ投資法人が行いました安田生命天六ビルの事例をお示ししています。このファンドが取得した段階の決算では、NOI利回りが5.3%という状況でした。それ以降、稼働率が随分とアップをし、一方、管理コストは随分と低減が図られました。その結果、お手元の資料では一番新しいデータではNOI利回りが13.5%にまで上昇しているわけです。この結果、当初の購入価格よりもかなり高い値段で売却することができました。

これは、比較的古い事例なわけですが、最近でも同様な形でバリューアップに成功した例があります。図表9の右側の方に簡単にお示ししていますが、例えば、野村不動産オフィスファンドが、昨年渋谷の西武信用金庫が所有していたビルを購入されたわけですが、当初の想定利回りは4.5%ほどでした。こちらは、テナントを入れ替えて現在では5%を超える利回りを達成したと考えられます。

それから、東急REITが大手町にある、りそな・マルハビルを昨年取得したわけですが、こちらは取得時の想定利回りが3.3%でした。この段階では2フロアが空きフロアになっていたわけですが、こちらに新しいテナントを誘致して、現況では4.6%ほどの利回りにバリューアップをされたと考えられます。これは、それぞれのファンドのマネジメント能力の成果ということもあるわけですが、先ほどお話し申し上げましたとおり不動産マーケット、市況が底を打ってきたことにより、テナント需要が回復してきたことも見逃せない要素なのではないかと考えているわけです。

今ご覧いただきましたのは、多少難ありの物件をバリューアップした例ですが、最近、特に住宅系ファンドで増えてきたのが、未稼働の物件を購入をして、これをリースアップして価値を上げるという例です。住宅の場合、管理コストが非常に小額です。そうなりますと、管理コストを圧縮して利回りを高めることが、なかなかやりにくいわけです。それで、もう一つの手として、稼働率が低めの物件を購入しまして、それをリースアップするという方法が考えられるわけです。ただし、稼働率が90%ほどの物件を購入して95%ぐらいに引き上げた程度では効果が上がりませんので、最近では未稼働物件を取得して、その稼働率を100%にまで引き上げ、バリューアップ部分というものをファンド側で享受しようという例が出てきたわけです。

こうなりますと、空室リスクはすべてファンド側の方で負担をすることになるわけですが、これは、投資家から見ると随分と危なっかしいことをやっていると思われる可能性があります。このため、未稼働物件の取得は、かなり住宅需要が強いところに限られており、現状では、バリューアップに成功している例が多くなっています。

最初にこの手法を使ったのがプレミアム投資法人です。こちらはケン・コーポレーションなどがスポンサー企業になっているファンドです。こちらが購入いたしました日本橋・茅場町の物件ですが、2004年の3月末の稼働率は17.7%でした。それが2005年1月の段階で100%稼働を達成する状況になっています。

ファンド側がこれを基にマーケティングを行っている例もあります。同じプレミアム投資法人の例ですが、プレミアロッソという物件があります。こちらは2005年1月末の段階で稼働率0という状態でした。それがほぼ2カ月で満室稼働となりました。プレミアム投資法人ではこれを基に、このエリアの住宅需要が非常に強いということを確認してこのエリアの物件をさらに追加で購入しています。

いずれにしましても、各REITが様々な工夫をして、不動産価格の高騰を避けながら何とか不動産取得を続けているという状況です。

いろいろと不動産の価格にまつわるお話を申し上げたわけですが、このような状況が不動産の事業者の景況感にも影響しています。

■不動産市場の回復

96ページ図表11をご覧くださいと思います。

こちらは、土地総合研究所でまとめている不動産業況指数です。2003年以降から、景況感は右上がりの方向で、かなり改善してきたと言えます。最も回復傾向が著しいのが住宅・宅地分譲業で、2004年以降は指数が概ね0を超えている状況です。恐らくこの背景には、東京湾岸等でマンションが盛んに建設されており、大量供給が続いているにもかかわらず、かなりよく売れているということが影響していると思います。

その次に回復傾向が強いのが住宅地の不動産流通業ですが、2004年1月頃に0になりました以降、ちょっと低迷しているようです。現況では良いと考えられる方と悪いと考えられる方がほぼ半々程度という状況だろうと思います。同じ住宅関係のものを扱っているながら、なぜこれだけ差があるのかということですが、不動産の流通

業は、不動産の価格が全般的に下がったため、手数料収入も減ってきます。取引の件数が増えましても1件1件の手数料が減ってくるわけですから、忙しい割には儲からないという状況なのだろうと思います。

一方で、ビル賃貸業ですが、こちらは全般的に回復が遅れていましたが、ここ暫くの間は回復傾向がさらに加速して、一番新しいデータでは0を超える状態になっています。

不動産の指標のうち、住宅関連の指標は景気に対する先行指標だと言われます。一方、オフィスビル関係の指標は景気に対して遅効性があると言われていています。では、なぜそういう差が出てくるかということですが、住宅は取引の主体は個人中心です。したがって、環境の変化、例えば金利の低下や、不動産価格の低下が比較的ダイレクトに市況に表れる傾向があります。それから、住宅産業は非常に裾野、関連産業の広い産業です。住宅の直接投資額は年間大体20兆円ですが、関連産業を含めると大体40兆円から50兆円ほどのマーケット規模があるとされており、このように裾野が広いということもありまして、住宅はよく景気回復策の対象になるわけです。住宅の場合、このように住宅マーケットが回復すると、それが様々な分野に波及して経済全般を押し上げる効果があるわけです。その点で、住宅関連の指標は景気に対して先行指標であると言われていているわけです。

一方、オフィスビル市場の動きは、景気回復に対して遅れる傾向があります。オフィスビルの場合、取引の主体は法人ということになりますが、この法人の場合ですと、例えばマクロの景気動向が良いからといっていきなり設備投資を増やすということはあまりありません。自らの会社の業況が良くなしないと、またそれがはっきりと数字に出ないとなかなかアクションを起こさないと傾向があります。

例えば貸しビルに入っている企業が床面積を増やすことも不動産投資に当たるわけですが、不動産投資の場合、額が張る割にはなかなか効果がはっきりとわからないという特質があり、そのためにいろいろな設備投資の中では不動産関連の投資はどうしても後順位になる傾向があります。

このような事情がありますので、オフィスビル関係の投資は景気に対して遅効性があるというふうに言われているわけです。

このようにオフィスビル関係の指標は、景気動向に対して遅れる傾向があるわけですが、こちらのオフィスビル関係の景況感も最近では0を超える状況になってきており、不動産関係全般で景気回復感が強くなってきた

ことが言えそうです。

■不動産投資の安定性

さて、このような状況を基にいたしまして不動産関連の投資も随分と増えております。97ページ図表12をご覧くださいと思います。

こちらは、マンションに投資した場合の利回りをお示ししています。こちらでは3つのデータをお示ししているわけですが、1つはマンションの家賃を基にしたインカムリターンです。それから、もう一つは不動産価格等の変動に影響を受けますキャピタルリターンです。インカムリターンは過去数年間ほとんど変わっておりません。お手元のデータは東京23区のデータなわけですが、大体6%前後でほぼ一定で推移しています。一方、キャピタルリターンの方は、かなり長い間マイナスの状況が続いていましたが、2004年の後半辺りからプラスになってきております。こういった点で不動産投資の方も非常に高いリターンが期待できる状況になったと言えそうです。このような状況が、不動産投資の隆盛につながっているのではないかと思います。

97ページ図表13をご覧くださいと思います。

不動産関係の投資と言いますと、どうしても値段が上がっているというような派手な話題の方に目が向きがちですが、不動産投資の最大のメリットは安定した収益を中・長期で確保することができるというインカムの安定性なのではないかと私は考えています。先ほどご覧いただきましたとおり、不動産投資のインカムリターンは非常に安定しているわけです。そして、最近ではこのインカムリターンを基にした不動産関連の商品が数多く出されています。恐らくJ-REITはその代表格ではないかと思いますが、非常に安定したインカムリターンを基に配当、分配を行いますので、投資家の方々は非常に安定した収益を継続して長く受け取ることができるわけです。これは、不動産投資の、一番大きなメリットだろうと考えているわけですが、過去にバブル経済とバブル崩壊という時期がありましたので、不動産投資と言いますとリスクな面ばかりが強調される傾向があります。

それに対して、現在のJ-REIT等の不動産金融商品が出てきたということは、不動産投資の安定している面に注目した、またその感覚が戻ってくることを意味しているのではないかと考えているわけです。

このようにJ-REIT等の運用が安定していることを反映して、最近ではJ-REITが格付け機関から高い格付け

を取る例が増えています。

図表13にはその格付けの取得事例をお示ししています。現在、全部で10銘柄が格付けを取得しているわけです。

特にジャパンリアルエステイト投資法人の格付けは、不動産セクターとしては世界最高とされています。これは、それぞれのファンドが非常に良いマネジメントをしている結果ということもありますが、さらにその背景として、不動産マーケットがかなり落ち着いてきたことも影響しているのではないかと考えています。

■オフィスビル市場の回復

98ページ図表14をご覧くださいと思います。

今まで不動産価格を中心に話を申し上げてきたわけですが、当然のことながら、このような不動産価格の状況は実際のオフィスビルや住宅など、実物の不動産マーケットの状況を反映しているわけです。

図表14は、オフィスビルの空室率の推移を示しています。

2005年の6月末で東京のAクラスビルの空室率は2.2%にまで低下しています。私どもの方では、空室率を基に市況を判断する目安が2つあるのではないかと考えています。1つは空室率が5%という水準、もう一つは3%という水準です。

空室率が5%を上回りますと市況は相当に荒れていると解釈することができます。テナントとビルオーナー、貸し手と借り手の力関係からしますと、テナントの力の方が強くなってきます。そして、オフィスビルの賃料は下落傾向が強くなってまいります。一方、空室率が3%を下回りますと今度はビルの不足感が強くなってまいります。テナントとオーナーの力関係から言いますと、オーナーの力の方が強くなってまいります。そして、オフィスビルの賃料は上昇傾向が強くなってと考えることができます。そして、空室率が3%から5%の範囲内、この範囲内は貸し手と借り手の力関係がほぼバランスした状態で、賃料水準は横ばい傾向が強くなってきます。あくまでも目安ですが、大体このようなことが傾向として言えるのではないかと考えております。

過去数年間の状況をご覧くださいますと、Aクラスビルの空室率が一番高かったのが2003年の6月末で、8.8%という水準でした。この8.8%という水準は、Aクラスビルの空室率としては過去最悪の水準です。この年に東京のオフィスビルマーケットでいわゆる2003年

問題があり、その影響というものをAクラスビルも受けたということです。

2003年の春に大型のプロジェクトが3つ同時にオープンしました。2003年の3月末には品川駅東口の再開発、通称品川グランドコモنزと呼ばれている開発がオープンしました。そして、2003年4月上旬、汐留シオサイトで一番大型の賃貸ビルがオープンしました。そして、2003年4月の下旬には、六本木ヒルズがオープンしました。このように大型の再開発が3つ同時にオープンしましたので、その供給圧力で、2003年の6月末にはAクラスビルの空室率が8.8%にまで上昇してしまったというわけです。

ところが、ビルの供給がピークを過ぎますと今度は大量供給の良い部分が出てきました。大量供給の良い部分は何かと言いますと、すなわち優良な商品が大量に供給されたことにより、市場が活性化したということです。これは考えてみれば当たり前のことです。どんなに潜在需要が強くて売れるもの、買うものがなければマーケットは活性化しようがないわけです。グレードの高いオフィスビルが大量に供給されたことは、一時期は供給圧力により市況が悪化する原因になったわけですが、ある程度供給が落ち着いてきますと良い物件が増えたところが市況の活性化を促したわけです。そういうこともありまして、2003年の後半から空室率はほとんど拍子に下がってきて、一番新しいデータでは2.2%にまで下がっております。

私が先ほどお話し申し上げました目安を基にしますと、これから先は賃料水準が上がるのではないかという話になってこようかと思えます。私は上がることは上がってくると思いますが、例えばバブル経済期のようにいきなり上がるということはないだろうと考えております。恐らく私の考えではこれから先、オフィスビルの賃料が上がったとしても、最も上昇した例で現況の2割増しというところですね。大抵の場合には1割増しかそれを下回る状況なのではないかと考えています。

このように考える最大の理由はバブル経済期と今とでは不動産に関するデータ、情報量が全く違うということです。92年頃は不動産関係のデータベースは非常に未整備な状況でした。このエリアのオフィスビルの賃料相場が幾らなのかを知っている方は非常に少なかったわけです。こういったオフィスビル関係のデータは、言うならばビルの仲介会社でありますとか、あるいは個別ビルのオーナーでありますとか、こういった方々が独占した状態で、テナントの方はビルのデータにアクセスのしようがなかったわけです。

今はなくなってしまいましたが、90年代の初め頃までに「日経オフィス」という雑誌がありました。こちらは、企業の総務担当の方などを対象にした雑誌でして、この日経オフィスが、ある時、それぞれのビルの総務担当に、どれくらいオフィスにコストをかけているかのアンケートをとりました。

ところが、90年代の初め頃は、各会社の総務担当さんは、自分たちがオフィスにどれだけコストをかけているか知らない方が非常に多かったわけです。今では驚くべきことですが、もともと会社の経理は組織ごとに縦割りになっていたので、全社としてどれだけ特定の分野にコストをかけているか、そういった点は把握していない方が多かったわけです。このように92年の頃は、テナント企業のコスト意識も希薄な場合が多かったということになると思います。

ところが、現在はバブル崩壊期を経たこともあり、各会社とも、コスト意識は非常に強くなってきております。それから、REIT等の公募の商品が増えてきましたので、オフィスビル関係のデータもかなり充実するようになってまいりました。現在ではそのエリアの賃料がどれくらいの水準なのか大体わかる状況です。このように今は、不動産に関する情報が豊富なので、以前に比べますと簡単に賃料は値上がりしない状況になってきていると考えられます。

■オフィスビル市場の安定性向上

98ページ図表15は、比較的最近公表されていますREITの決算データを基に、そのREITが保有しているビルの賃料等を計算してみたものです。

例えば、大手町ファーストスクエアというビルはグローバル・ワン不動産投資法人という東京三菱系のREITの運用対象になっています。こちらの平均賃料は大体4万478円と推計されます。

また、東急REITが保有している、りそな・マルハビルは、月坪当たりの賃料は2万6,565円くらいになります。そのほか、旧日本鋼管ビルのJFEビルは1万8,358円。それから三菱総研ビルは3万2,529円という計算になります。

ところで、今申し上げましたものは、すべて大手町のビルですが、随分差があります。

この差は、所有形態や契約形態の違いが影響しています。今オフィスビルに関するデータは非常に豊富なわけですが、こういった個別の契約の違いとか、あるいはテ

ナントの属性の違いを考慮しないと逆に誤解の基になる場合もあるということです。

例えば、大手町ファーストスクエアは区分所有のビルです。それに対しJFEビルの賃料は随分安いように思われますけれども、実はこちらはもともとJFEグループが自社ビルとして所有していたもので、ファンドに売却はされた現在でも、実際は自社ビルと同様な形で使われています。ビル全体を一括した賃貸者契約になっていて、本来は賃料が取れない共用部分も賃貸面積の中に含まれております。レントブル費はビルによってかなり差があると思いますが、JFEビルくらい的大型物件であれば、60%を切っているのではないかと思います。レントブル費を60%と仮定しますと、今お手元に示しております1万8,358円の実際的水準は、この約6割増しの水準と考えられるわけです。

それから、さらに管理形態にも差があります。このビルはテナントが元の自社ビルと同じように使用しているため、管理コストはすべてテナントが負担しています。この管理コストの負担部分は、表面的な賃料には反映されていません。この点を換算しますと、恐らくこのJFEビルの実質的な賃料水準は4万円近くになると思われます。

このJFEビルは、表面的な賃料はかなり低めと思われれますが、ファンド側からすると非常に投資効率の良い、利回りの高いビルになっています。この平均賃料の欄の左側にNOI利回りの欄があります。NOIとは、ネット・オペレーティング・インカム（NOI）の略で、家賃収入から税金と管理コストを差し引いたものです。このネット・オペレーティング・インカムの取得価格に対する比率をNOI利回りと呼んでおります。

JFEビルのNOI利回りは4.79%です。現在、都心部で不動産を購入すると、4%台の利回りを確保するのは難しい状況です。もちろん、取得時期の違いもありますが、この点を勘案しますと、このJFEビルはかなり高収益なビルと判断することができます。

御茶の水の日立本社ビルは、表面的な賃料水準は1万2,665円となっていますが、こちらは一括賃借のビルです。また、マスターレシーが管理コストを一括して負担し、プロパティマネジメントも一括して担当しています。ですから、ファンド側からすると非常に手のかからないビルということになっており、見掛けの賃料水準は低いわけですが、NOI利回りは5.78%と、かなり高くなっています。

りそな・マルハビルの利回りは、お手元の資料では4.26%となっています。こちらはテナントを誘致する

前の数字で、現状ではテナントの誘致に成功して満室稼働となり、利回りは4.6%ほどに上がっていると推計されます。

いずれにしても全般的に不動産市況が回復傾向にあり、それがオフィスビルの空室率等にも表れている。今後は恐らくオフィスビルの賃料等にも上昇例が増えてくることは間違いがないと思います。

再び図表14をご覧くださいと思います。お手元の資料には東京のAクラスビルだけではなく、幾つかの都市についてデータをお示ししています。

例えば、大阪の空室率は、一番新しいデータで8.7%という数字になっております。こちらはAクラスビルのデータではなく、街としての平均空室率ですが、大阪もAクラスビルの空室率は3.1%と、相当に低い水準になっています。ただ、この大阪のデータもエリアごとに差がありまして、現在は御堂筋の界限、淀屋橋とか本町のエリアは空室率が比較的高く、それに対してJR大阪駅、梅田のエリアの方が比較的空室率が低いという状況です。言うならば、伝統的なビジネス街であります御堂筋の界限は不調で、新興のビジネス街である梅田エリアが比較的好調ということです。これには幾つか事由があるわけですが、大きく分けると2つ理由があると考えております。

まず、第1番目の理由としましては、淀屋橋や本町などに立地する企業は、銀行や繊維関係など成熟化した業種が多いということです。

それから、御堂筋の界限はかなり長い間、開発が制限されてきました。そのために新しいオフィスビルがほとんど建たないという状況です。そのために伸び盛りの企業は、このエリアを避けて梅田の方に移転する傾向が強くなったわけです。

大阪の梅田にビルを持っているあるビル会社のパンフレットを見ますと面白い試算がしてあります。淀屋橋から梅田の方にオフィス移転をしますと、1フロア当たり年間1,000万円コストを削減することができるという計算です。

淀屋橋は地下鉄駅が中心ですので、遠方から通勤される方が淀屋橋に勤務される場合には1回乗り換えが必要になります。この分、通勤コストが余計にかかるわけです。一方、梅田の方はJR駅がありますので乗り換える必要がありません。このため、通勤の定期代は、淀屋橋よりも梅田の方が安いことになります。そこで、平均的なビルの床面積と在館人員を想定して、定期代が余計にかかる部分を計算すると、年間で1,000万円ほどの違いになるというわけです。これはビルオーナーさんの側で

計算したものですから、少し割り引いて考える必要があるという気はしますが、考え方は全く正しいと思います。最近では、このように立地コストの安いところにテナントが移転する例が増えてきているわけです。

このように、現在の大阪では、伝統的なビジネス街である淀屋橋、本町から西梅田、堂島、中之島といったエリアにビジネスの中心地が移動する傾向が強くなってきていると言えます。同じような形でこれから先ビジネスの中心地が移動する例が他にも出てくるのではないかと考えております。

例えば名古屋は、これまでのビジネスの中心地は栄のエリアでしたが、最近ではJR駅前に非常にグレードの高いオフィスビルが増えてきました。今年の基準地価で名古屋駅前では、30%以上の地価上昇があったという結果が出ています。再開発の動向を先取りして地価が上がったようです。2006年から2007年にかけてJR名古屋駅の駅前に大型のオフィスビルが2つできます。名古屋ルーセントタワーとトヨタ毎日ビルというビルですが、このうち1つはトヨタ自動車の本拠地になります。このような状況もあり、これからは栄のエリアからJR駅前の方にビジネス需要が移転する傾向が強くなってくると思います。

それでは栄のエリアがこれから先落ち込むのかと言いますと、必ずしもそうではありません。こちらは今でも百貨店が集積しているエリアですけれども、現在は大規模店舗を中心とした再開発計画が幾つか動いています。恐らく2007年以降は、ビジネスの中心地はJR名古屋駅前の方に移り、栄のエリアは商業中心のエリアになると考えられます。

街の構造を考えますと、特定の業種、特定の機能に特化したエリアがあり、また、それが隣接して互いに有機的に結合しながら動いている状況が、これが街の構造としては一番強い形態と考えられます。特定の企業などが集中したところの方が効率的な都市運営が可能になります。また、1つの機能だけでは街は成立しませんので、様々な機能がそれぞれ別個でありながらまた関連して動いている状況が、これが街の構造にとっては一番都合が良いわけです。恐らく名古屋では、2007年以降、今申し上げたかなり理想的な都市形態が実現するのではないかと思います。このような点で、名古屋の街は、全体が非常に力強い収益構造を得ることになるのではと当方では考えています。

また、同じような傾向がこれから先、福岡でも強まるのではないかと考えています。福岡の街は大きく分けますと博多と天神の2つのエリアに分かれますが、現在

の街の中心地は天神のエリアです。ただし、天神はかなり飽和状態になってきています。これから先は、博多のエリアの方がより有望なのではないかと考えております。

これまでは天神を中心に整備されている西鉄の交通網を中心として街の経済活動が成り立っていました。すなわち、市内の交通は西鉄のバスで、そして中距離の交通は西鉄の鉄道を使ってと、こういった構造が福岡の中心となっていたわけです。これから先はこの交通網の中心が地下鉄と新幹線に変わるのではないかと思います。そうなりますと、これらの拠点のある博多の方が総体的に有利になると考えられます。

先ほどお話し申し上げましたとおり、天神のエリアはもう既に飽和状態に近いわけですが、博多駅の方はまだ駅東口の方にかなり未開発の部分が残っています。その点を考えますとこれから先、博多エリアの方がポテンシャルが上がってくるのではと考えております。現在、JR九州が博多駅の建て替えに着手しています。こちらは高島屋などが進出する計画ですが、このような開発動向を含めて、これから先、福岡でもビジネスの中心地が旧来の中心地から移動する傾向が顕著になってくると考えられます。

また、このような動向を基に、不動産投資ファンドも、それぞれの街の中・長期的な成長シナリオを描きながら投資をする例があります。

1つの例を挙げますと、東京建物系の日本プライムリアルティが和歌山でビルを購入しました。和歌山は駅が2つあります。1つは南海の駅、もう一つはJRの駅です。現在の街の中心は南海の駅の方で、こちらには県庁とか裁判所などの主要施設が集中しています。ところが、プライムリアルティは南海の駅の方ではなくJR駅前のビルを購入しました。今後は、JRの駅前の方で再整備が進んでくる可能性が高い。そうすると、こちらの資産価値が上がるのではないかとという予想によるものです。仮に資産価値が上がらないとしても、こちらは今、どちらかというと寂れた状況です。不動産価格は非常に低いです。このエリアの中では、ライバルとなる優良物件の数は限られていますので、購入したビルは稼働率が非常に高く、利回りも非常に高い状況です。ですから、目論見通り駅前の整備が進められるならば資産価値の上昇を期待することができます。仮に目論見が外れたとしても非常に収益性の高いビルを低コストで取得したことになります。これは一例ですけれども、このような街の中・長期的な成長のシナリオを考えながら不動産投資をすることも非常に重要な課題になってきています。

■オフィスビル市場の展望

さて、これから先の市況の状況を考えてみます。100ページの図表18をご覧くださいと思います。

東京では、2003年にかなりの大量供給があり、これから先もそれなりの供給はありますけれども、2003年ほどの規模にはならないようです。今後数年間のビル供給量のピークは来年、2006年になりそうです。昨年までの予想値では2007年がピークということになっていましたが、今後の最大の開発物件である六本木防衛庁跡地の再開発、東京ミッドタウンプロジェクトの完成時期が半年前倒しになりました。この結果、現在では2006年が今後の供給のピークということになっています。

そうなりますと、このミッドタウンプロジェクトの動向が気になるわけですが、現在のところテナントの3分の2以上が内定しているということですから、少なくとも不動産市況に悪い影響を与えることにはならないと思います。むしろ、六本木エリアのインフラストラクチャー、あるいはビジネス環境が全般的に強化されることにより、エリア全体で開発効果を楽しむ形になると考えられます。それ以降に関しては、開発案件が分散しており、極端に供給量が多い年はありません。これから先、東京のオフィスビルマーケットは全体として見れば非常に穏やかな状況で推移すると予想されます。

100ページの図表19をご覧くださいと思います。

主な大規模ビルの計画の状況を図の中にお示ししています。全般的な傾向としては、開発エリアは、千代田区と港区に集中しています。東京の場合、基本的にオフィスビルに対する潜在需要が強い場合が多くあります。潜在需要が強いところであると、供給が増えることは地価や不動産市況にとってプラス要因になります。先ほど2003年問題についてご説明したところで申し上げたのですが、潜在需要が強いところに供給が行われますと、その潜在需要の受け皿ができることにより需要が顕在化します。そしてその顕在化した需要がベースになって、新しい需要を生み出す効果が出てきます。すなわち、供給と需要がうまく絡まることにより、より大きな需要が創出されるわけです。

一方、潜在需要が弱いエリアでは、供給量が増えることが市況の圧迫要因になります。供給過剰によって市況が悪化する可能性が高いわけです。

東京の場合、基本的にはオフィスビルに対する潜在需要が強いと考えられますから、供給が多いところほどこれから先、地価や不動産市況の面では有利と判断してよろしいのではないかと思います。

最近の基準地価あるいは公示地価の状況などを見ますと、不動産価格の上昇が著しい、あるいは不動産価格の水準が非常に高いエリアは大きく2つのパターンに分かれるのではないかと考えております。1つは、東京駅を中心としたビジネス街です。もう一つは、銀座や表参道など商業施設を中心とした繁華街です。このうち、ビジネス中心のエリアについては、今申し上げましたような再開発の動向が相当にプラスに作用していると考えられます。

また、現在は制度面でも都心の再開発を後押しする状況になってきております。昨年6月に大手町・丸の内エリアの容積率が従来の1,000%から1,300%に引き上げられました。さらにいろいろな規制緩和の措置を加えて、現在東京駅の周辺で建設されているオフィスビルには、1,700%ほどの容積率を実現している場合が多いわけです。この結果、東京駅周辺のオフィスビルは非常に収益性が高い状態になっています。この収益性の高い状態を反映して、基準地価や公示地価も算定されていると考えられます。このような状況もあり、これから先、オフィスビルの供給量が多いビジネス街は、不動産価格の面でも上昇傾向がより強まっていくのではないかと考えています。

■住宅取引の活発化

101ページ図表20をご覧くださいと思います。

今、オフィスビルを中心にお話をさせていただいたわけですが、簡単に住宅市場につきましてもお話をさせていただきますと思います。こちらの図は東京圏のマンション販売の状況を示しています。94年以降、マンションは大量供給が続いております。93年以前は東京圏でのマンション供給量は、大体年間4万戸から5万戸といった状況だったわけですが、94年以降は概ね8万戸ペースの供給が続いています。今年の供給量に関しては、大体8万3,000戸ぐらいになるのではという予想になっております。

このように大量供給が続いていますが、売れ行きは比較的好調です。初月契約率が70%を超えるとマンションは良く売れていると言われますが、現在は80%をやや下回る状況です。

過去数年間の推移をご覧くださいますと、97年頃に契約率が低下した時期がありましたが、98年以降また盛り返しております。これは住宅政策の面で住宅需要促進策が講じられ、この政策面での配慮が功を奏した結果だと

考えられます。98年の秋に住宅金融公庫の基準金利が過去最低の2%という水準になりました。また、住宅減税も大幅な拡充が図られ、これによってマンションの売れ行きが持ち直したと考えられます。

しかし、最近では、政策面での配慮の効果は大分薄れてきたと思います。それ以降も売れ行きが落ちないのは、恐らくデベロッパーの営業努力が相当に効いているのではないかと思います。

■「都心居住」志向への対応

101ページの図表21は、ユーザーの方のニーズに非常に合ったマンションが増えてきたことを示しています。

最近、マンションを購入される方には、立地面での利便性を重視して選ばれる方が非常に多いわけですが、最近では駅に近いマンションが増えており、それが売れ行きを下支えする大きな要因になっています。不動産価格が非常に高かった1988年から1992年頃には、駅に近いマンションが非常に減っていたことが分かります。駅から徒歩5分以内の物件の構成比は、大体20%前後という状況だったわけですが、不動産価格が低下すると、駅に近い物件が随分と増えてきました。最近では供給される物件の60%以上が駅から10分以内の物件という状況になっています。

このように駅に近いマンションが増えた原因ですが、需要者側の要望とそれから供給者側の事情と、2つの要素があると思います。供給者側の事情については、企業が寮・社宅の用地を売却し、立地条件の良い開発用地が供給されるようになったことが大きな要因です。利用者の方も利便性の高い物件を求める傾向が強くなっており、このような需要者と供給者側の利害が一致する形で、駅に近いマンションが売れ行きを支える状況になっています。

102ページ図表22は、最近のマンション供給の動向を区別に示しています。

最近、東京湾岸での供給が非常に目立つわけですが、区ベースでは港区の供給量が急激に増えています。それから江東区は過去数年間供給量が多い状態が続いています。

一方で、意外に思われるかもしれませんが、内陸部でも安定した供給が続いているところがあります。例えば、大田区や世田谷区です。世田谷区などは住宅エリアとして、継続的に人気の高いところですが、供給量も非常に安定しています。最近では、湾岸の大型物件ばかりが目

に付く状況ですが、このように内陸で住環境の良さを活かした物件も非常に安定した売れ行きが続いていることも忘れてはならないと考えています。

102ページ図表23は、過去からのマンション供給の動向を示したものです。グラフの横軸に面積をとっており、それから、縦軸の方に平均価格、1戸当たりの値段を示しています。東京23区では、バブル経済期が始まった1986年から1991年くらいまで、この線が急激に縦方向に伸びています。バブル経済期においては、平均面積はあまり変わらない中で、値段が高騰したことが示されています。

一転して、バブル崩壊の時期の91年から93年にかけては、この折れ線がほとんど一直線で下がっています。そして、93年以降は、平均価格はほとんど変わらない状態で、平均面積が増えていることが分かります。このように、93年以降は価格低下によって、ユーザーにとっては広い面積の物件が以前と同じ値段で買えるようになったわけです。

このような面積の拡大が2002年まで続いたわけですが、2003年に異変が起こりました。2002年まで順調に拡大していた平均面積が2003年になると急に縮小したわけです。

この理由は、コンパクトマンションの増加によるものと思われる。コンパクトマンションは、一般にはDINKS（ディンクス）向けと言われていますが、不動産投資の対象としても非常に手頃だということも、増加の一因になったと思います。この中でも、2002年から2003年にかけて、不動産投資が盛んになった状況を見ることができると思います。

最近では個人の方でもマンション投資あるいはアパート経営に手を染められる方が増えています。この背景には、雇用や給与に対する不安があり、不動産経営に安定した収入を求める方が非常に多くなってきていることがあると思います。

以前は、アパートやマンション経営は、お金持ちが節税対策として始める場合が多かったわけですが、最近ではごく普通のサラリーマンの方が何とかお金をやりくりしてマンション経営等を始められる例が多いようです。

先ほど住宅関係のデータは、景気の先行指標と申し上げたのですが、特に住宅着工戸数はマクロ経済の分野では景気の先行指標として特に重視されています。

ところが、今申し上げましたとおり、最近では、不況だからマンションが売れているのではないかとと思われるところもありまして、そうなりますと住宅が景気の先行指標だという定説も非常に怪しくなっているように

思います。いずれにしても、最近ではこのように様々な形で不動産投資が浸透してきたということが言えそうです。

■期待利回りの推移

それでは今、不動産に投資した場合どれくらいの利回りを期待することができるかということですが、103ページ図表25をご覧くださいと思います。

こちらは日本不動産研究所が機関投資家を中心に、アンケート形式で不動産投資にどの程度の利回りを期待するかを調べたものです。

丸の内・大手町の非常にグレードの高いオフィスビルに投資をした場合、2000年頃には大体年間6%程度の利回りを期待することができました。それが最近では不動産価格が上昇してきたこともあり、だんだんと利回りが下がってきておまして、一番新しい2005年の4月のデータでは4.5%という状況です。こちらはあくまで投資家の方々が期待する利回りです。実際は不動産価格の上昇が著しいため、4%の利回りを確保することは難しくなっているのが実情です。お手元の資料では4.5%が期待利回りとなっていますが、実際の利回りは3%台にまで落ち込む例も出ています。

お手元の資料には地方都市のデータも示していますが、こちらでも概ね下がってきています。地方都市の場合ですと、まだ比較的高い利回りを期待される方が多いわけですが、不動産価格が全国的に落ち着いてきたということもあり、利回りは概ね低下しているという状況です。

104ページ図表26は、マンションあるいは店舗に対する期待利回りを示しています。概ねオフィスビルの利回りに比べて1ポイントから1.5ポイントほど高いと言えます。マンション関係のファンドによれば、マンション投資はオフィスビルの投資よりも安定しているとよく言われます。ユーザーの層が非常に大きいから安定した稼働率、安定した収益を上げることができると説明される場合が多いわけですが、投資家の方々は必ずしもそうは思っていないようです。マンションの場合には個人が入居者ですから、いつ出て行くか分からないところがあり、入居者の移転も非常に頻繁であるため、安定した稼働率を確保するのが難しいという実態です。

一方、店舗は、長期契約で入居しているテナントが多いのですが、テナント候補が非常に少ないという問題点があります。例えば、郊外型のショッピングセンターの場合ですと、大体20年間の長期契約が導入されている場

合が多いのですが、流通の勝ち組みは、ジャスコとイトーヨーカ堂しかない状況ですので、テナントが一旦退出すると、後継テナントを得ることが難しいという問題があります。このため、店舗は投資リスクが高いと考える投資家が多いようです。そういった事情を反映して、お手元の資料ではマンション、あるいは店舗に対する期待利回りは概ねオフィスビルよりも1ポイントから1.5ポイントほど高い水準になっています。この点では、不動産ファンドを運用する側と投資家の意識の間にギャップがあるのではないかと考えています。

いずれにしても現在、不動産投資には安定収益が期待できるのですが、一時期に比べると利回りはかなり下がっていると言えそうです。

■取引利回りの状況

そこで、実際にREIT等が投資をしている場合には、どれくらいの利回りを確保しているかということですが、104ページ図表27をご覧くださいと思います。

こちらに昨年の7月以降に、J-REITが取得した物件の利回りをまとめています。

REITは、不動産価格を吊り上げていると言われていますが、実は結構工夫をして物件を買っていますので、実際には4%から5%程度の利回りを確保しています。例えば、一番上の欄に記載されている虎ノ門琴平タワーは、三井不動産系の日本ビルファンドが取得した例ですが、利回りは4.93%となっています。その他の物件を見ましても都心部の物件でありながら、5%前後の物件利回りを確保している例が多いことがお分かりいただけると思います。

その一方で、かなり利回りが低い例も一部出ております。例えば、チアーズ銀座という商業ビルは、3.44%という水準です。こちらはファンド側の方からの表面利回りで3.6%という水準が公表されているわけですが、私どもの方で実際に管理コスト等を想定して、NOIベースでは3.4%と推計しております。

その他の事例では、銀座三和ビルが3.11%。同じく銀座の物件ですが、菱進イーストミラービルが3.58%です。このように銀座の物件では3%台の例が幾つか見られます。

先ほど申し上げた通り、大手町・丸の内エリアのビジネス街では、容積率が上がったこともあり、かなり物件の収益性が高まっています。このため、私どもの試算では、大手町・丸の内エリアでは、高値取引と思われるよ

うな事例でも、実際は採算性がかなり高い場合が多くなっています。大手町・丸の内エリアでは、公示地価や基準地価は非常に高い水準ですが、現在の収益性を素直に反映した水準になっていると考えています。

一方、銀座エリアに現在建っているビルは、中小ビルが中心です。このため、不動産の評価額は高いものの、実際の建物の収益性は必ずしも高くはない例が多いようです。ファンド等が銀座で物件を取得する場合には現況の足元の利回りではなく、これから先、中・長期的な資産価値の値上がりも多少は考慮しないとなかなか物件が買えない状況になっています。したがって、REITのように採算性を重視するファンドが取得する場合でも、利回りが3%台の例があるわけです。

ただ、こういった3%台の例は今ご覧いただきましたとおり、銀座エリアに固まっている状況でして、東京のエリアすべてに広がっているわけではありません。その点では、多少無理をして買っているとしても、ある程度将来の資産の値上がりが見込める銀座エリアに限られているという言い方ができると思います。こういった状況を基に、私どもの方ではREIT等はかなり採算性を重視した判断をしていると解釈しています。

■J-REITの配当利回り

105ページ図表28をご覧いただきたいと思います。

このように採算性を重視して物件を購入することにより、REIT等の配当利回りは比較的高い水準を確保していますが、そうは言ってもREITの価格がだんだん上がってきているため、その反面で配当利回りが下がる状況になっています。お手元の資料は幾つかの利回り関係の資料を示したのですが、一番高かった水準の頃、2002年の9月頃ですが、この頃ですと大体6%弱の配当利回りを投資家の方々には享受することができました。ところが、最近REITの人气が上がってきて、段々と配当利回りが下がってきました。現在ではREITの配当利回りは、平均で3.4%、今日現在では少し上がって3.5%くらいです。それでも10年国債の利回り等に比べると相当に高いため、現況ではREITに対する人気は、それほど衰えていない状況です。

ところで、先ほどから、物件の利回りが6%だとか4.5%に下がったとか、あるいは配当利回りが3.5%だとかいろいろと言っているわけですが、今申し上げた利回りがどのような過程で形成されるかについてお話し申

上げたいと思います。

105ページ図表29をご覧いただきたいと思います。

こちらにREIT等の配当利回りがどのような過程で形成されるかをお示ししています。こちらは、様々な利回りデータが交錯していますので、あくまでも1つのイメージという形でご覧ください。

まず、不動産そのものの物件利回りですが、東京都心部ですと随分と利回りが下がっている例があるわけですが、地方都市の場合はまだ比較的高い例もあります。REITは1つのファンドで大体20物件から50物件を持っているわけですが、東京都心部の看板物件を中心として、その周りを利回りが稼げる地方都市の物件などで固めて、大体ポートフォリオ全体で6%弱の利回りを確保している状況です。

REITは、不動産を購入する際に必要資金の40%ほどを借入金で調達します。約40%の借入金によって、いわゆるレバレッジ効果が働くこととなります。計算上はこれによって、物件利回りが9%弱にまで上昇することとなります。これが基本的な収入の源泉になるわけですが、ここからいろいろな管理コストを差し引くこととなります。

まず、現在のREITは減価償却費を配当対象にしておりません。制度面では配当対象にすることができるわけですが、税制面での対応が不備であることを理由に、現在のところ減価償却費は配当対象にしていません。この減価償却費が営業収益の20%程度を占めています。日本では減価償却費の期間が非常に長いので、キャッシュフロー全体に対する比率が20%前後になります。海外では減価償却期間が短い場合がございまして、極端な場合ではキャッシュフローの40%ほどが減価償却費という例がありますが、日本の場合は大体20%くらいになります。

それから、REIT等のマネジメントをしている会社に払うフィーが現在では結構高く、キャッシュフローの5%から8%程度です。これがまた控除されることとなります。

それから、販売費や一般管理費が控除されて、結果的には収入全体の40%程度がカットされることとなります。このカットされたものが配当原資になるわけですが、これをそのまま投資家にお渡しした場合、配当利回りは5.5%くらいになると思われま

す。しかしながら現在では、REITの人气が非常に高く、REITの価格に随分とプレミアムが付いております。現在は、平均のPBR、すなわち純資産価値に対する株価の倍率が1.4倍ほどになっております。すなわち本来の価値に対して40%ほどのプレミアムが付いているわけ

す。このため、そのまますなりと配当すれば5.5%の配当利回りが、今の平均では3.5%ほどに落ちているという話になるわけです。

さて、ここでこの3.5%という水準が高いか低いかの問題になってきます。不動産にそのまま投資すれば物件利回りは6%です。それがREITの配当利回りでは3.5%になっています。この配当利回りは低すぎるのではないかという評価が出てくると思います。

それに対して、先ほど申し上げたとおり、10年物国債に比べますとまだ配当利回りは高いわけです。ここ数日長期金利が上昇していますが、大体1.5%から1.6%ほどです。それよりも2ポイントほどREITの方が高いということになります。このようにREITの現在の配当利回りは、不動産投資と考えると低いけれども金融商品と考えると高いという評価になってくると思います。

よくREITの評価に対しては、割高だという考え方と、それからまだ随分と魅力があるという考え方と両極端な考え方があるわけですが、言うならば、何をベースに評価しているか、それによって判断が変わってくるということなのだろうと思います。例えば、個人の方はアパート経営やマンション経営をすることには何の問題もありません。ですから、より高い利回りを求めるのだったらREITなどは買わずに、投資用マンションを買った方がずっと高いリターンを期待することができるわけです。

一方、現在REITに投資している方の約半分は国内の金融機関で占められています。さらにその半分ほどが地方銀行です。銀行は実物の不動産に投資することができません。ですから、金融商品としてのREITの配当利回りに注目します。そうすると、金融商品としてのREITは一時期よりは配当利回りは下がったけれども、それでもまだ魅力は高いということになります。そのような形で、現在のところREITは国内の金融機関を中心に高い人気を保っているわけです。

■J-REITの評価基準

ただし、これから先金利等が上がる可能性がありますし、REITの銘柄も増えてまいりました。これから先私どもの方ではREITの評価は、概ね3つほどに分かれてくるのではないかと考えております。それが106ページの図表31です。

現在、REITは23銘柄に増えていますが、これだけ増えてまいりますと、すべて一律の評価というわけにはまいません。これから先はREITの収益性、あるいはそ

のマネジメントの巧拙によりかなり評価が分かれてくるのではないかと考えています。

私どもの方では大きく分けて、上位、中位、それから新規上場の銘柄と、3つに分かれてくると考えています。上位の銘柄はスポンサーの信用度が非常に高く、REITマーケットを切り開いてきたパイオニア的な存在です。そういった点もあり、投資家からの評価は非常に高いようです。こちらは恐らく配当利回りが3%台前半の水準まで買い進まれる可能性があると考えています。

それから、中位の銘柄は、配当利回り3.5%から3.7%ぐらいが1つの目安になるのではないかと考えています。REITもある程度運用実績が重なると、実力ベースでの分配金の水準が固まってきます。現在ではオフィスビル系のファンドの場合、年間の配当は3万円ほどになっています。それから、住宅系REITの場合は、年間2万2,000円から2万4,000円くらいです。物件の売却益などがあって多少分配金の水準が高くなっている例もありますが、賃貸借の部分だけに限ると大体年間2万2,000円くらいと考えられます。この3万円ないし2万2,000円を基にしまして、先ほど申し上げました3.5%から3.7%の利回りで割り戻したものが大体のREIT価格の水準になってくると考えているわけです。そうなりますと、オフィスビル系の方が分配金の水準がそもそも高いわけですから、株価の水準もオフィスビル系の方が住宅系より高いことになると思います。

一方、新規上場銘柄はまだ運用実績がございません。それから、最近は小型ファンドが増えており、スポンサーの信用度も必ずしも高くはない例が出てきています。先ほど申し上げたとおりスポンサーが非常に力のあるデベロッパーですと、REIT等が物件を取得する際にもいろいろメリットがあり、また力強い成長が期待できるわけなのですが、スポンサーの信用度が低い場合は、購入できる物件にかなり限界が出てくると考えております。そういった点を考えると、新規上場銘柄にはある程度のリスクを見込まないとなかなか投資対象にできない事情があると思います。今、長期金利が上がっていますが、これから先2%くらいにまで上昇する可能性を見込む必要があると思います。現在のREITの配当利回りは、長期金利プラス2ポイントが1つの目安になっておりますので、そこで2%プラス2ポイント、合計で4%くらいが一応の配当利回りの目安になってくると考えております。このような形で不動産関連商品もこれから先は一律の評価ではなく、運用実績や、あるいはスポンサー企業の信用度で相当に差がつく状況になると考えています。

そうなりますと、今は不動産価格が上がったことだけ

が強調されている嫌いがございすが、これから先は個別不動産のマネジメントの巧拙や、あるいはその属性などが強く意識される状況になってくると思います。そのような点では今、不動産マーケットは全般的に上昇傾向になっていますが、むしろ勝負はこれからで、マネジメントなど広い意味でのソフトウェアの部分がより重視される状況になると考えています。

本日は、不動産事情の最新動向ということでお話をさせていただきました。本日は、誠にありがとうございました。