

# 不動産市場の最新動向

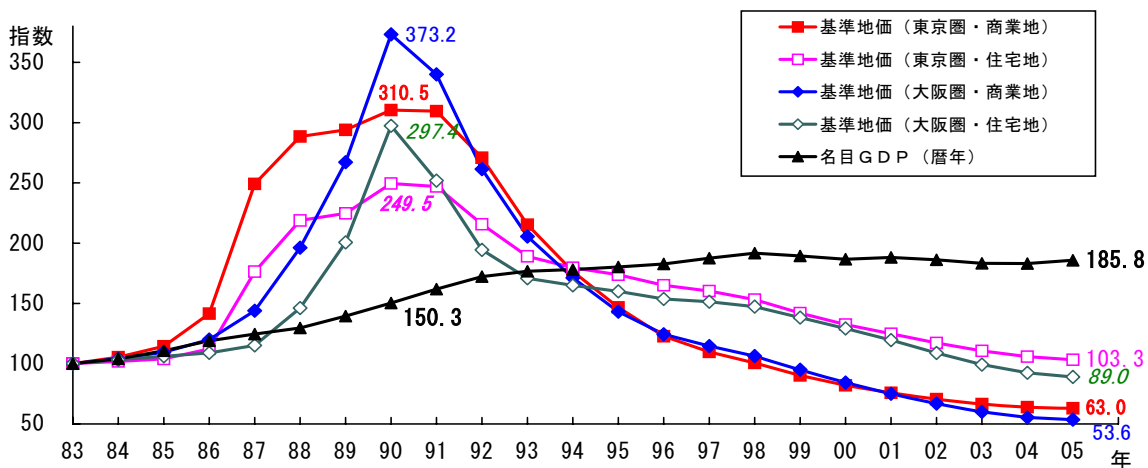
## ～首都圏のオフィス市場を中心に

2005年10月5日  
みずほ証券株式会社  
投資戦略部  
石澤 卓志

### 1. 不動産価格の安定化－基準地価の動向

2005-10-5

■ 図表 1：基準地価の推移



(注) 1. 基準地価 (各年7月1日現在) は、83年を100とし、各年の数値を指数化したもの。  
2. 名目GDP (暦年) は、82年を100とし、各前年の数値を指数化したもの。  
(出所) 国土交通省「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成

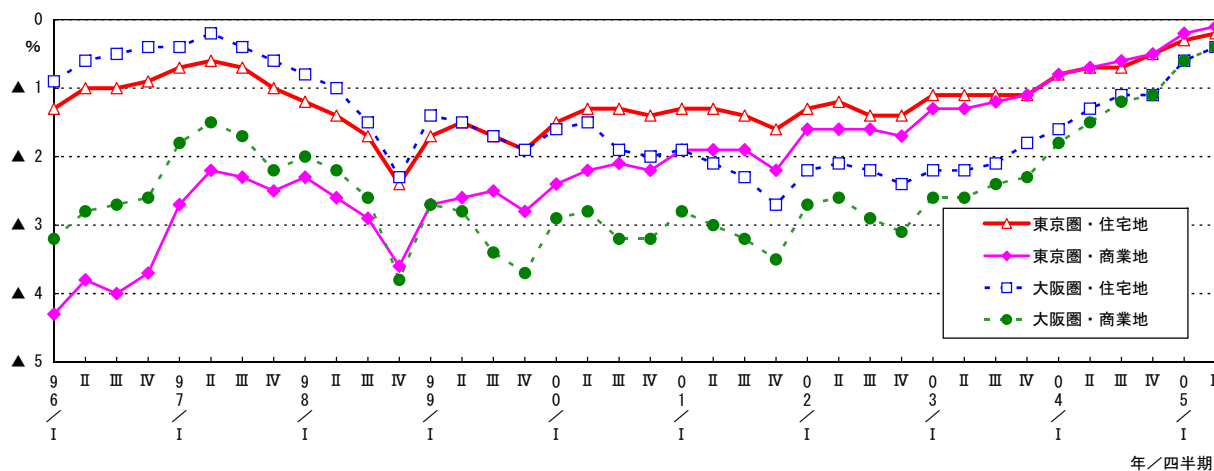
**東京圏・大阪圏の基準地価は、91年以降、15年連続で下落**

… 商業地価格、住宅地価格とも、実質的にはバブル経済前を大幅に下回る水準に低下

## 2. 不動産価格の安定化－四半期ごとの地価動向

2005-10-5

■ 図表2：四半期ごとの地価動向



(出所) 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成。

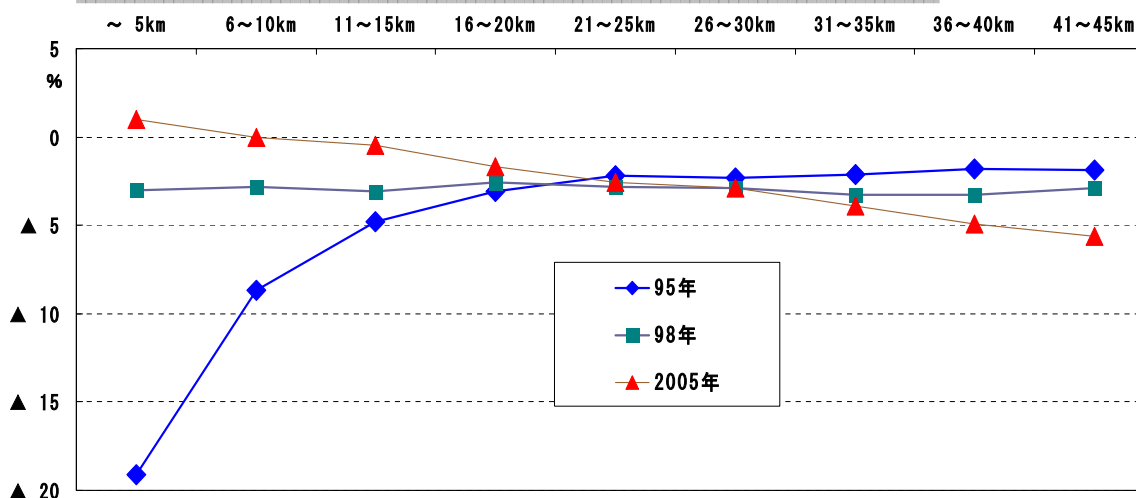
### ・東京圏と大阪圏の地価下落は沈静化

- 99年～2002年は、「前半は下落幅縮小、後半は下落幅拡大」というパターンが見られた
  - ・・・年度末（2～4月）や5月のGW前後に不動産需要が集中するため
- 2003年以降は、年間を通じて、下落幅が縮小 → 05年に入ってからの変動率は1%以内に
  - ・・・リストラの一服、景況感の改善などにより、不動産需要が拡大

## 3. 地価の変動要因

2005-10-5

■ 図表3：東京駅からの距離圏別にみた公示地価の変動率推移（東京圏・住宅地）

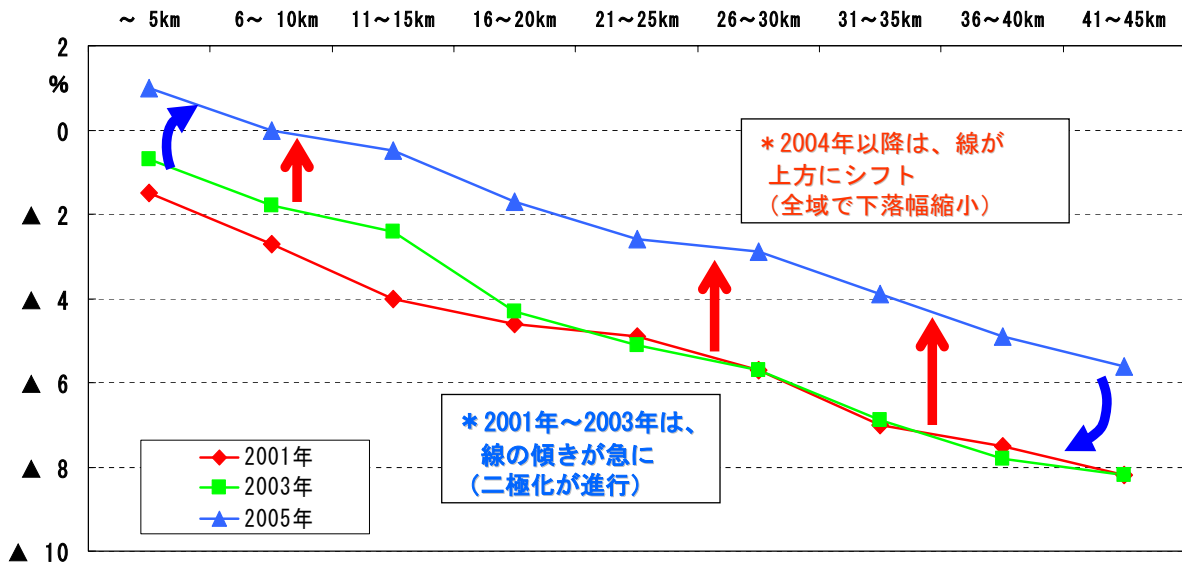


(出所) 国土交通省「地価公示」により、みずほ証券が作成

### 地価の変動要因は、過去10年間で大きく変化：バブル清算 → 利便性重視

- ① 92年～96年：バブル経済期の地価高騰の修正 → 都心部ほど下落幅大
- ② 97年～98年：バブル清算の終了 → 全域で下落幅は一定
- ③ 99年～：交通利便性の高い場所に需要集中 → 都心部ほど下落幅小

■ 図表4：東京駅からの距離圏別にみた公示地価の変動率推移（東京圏・住宅地）



(出所) 国土交通省「地価公示」により、みずほ証券が作成

2004年以降の公示地価は、東京圏全域で、下落幅が縮小 → 地価の底打ちが鮮明に

5. 不動産価格の上昇例

■ 図表5：J-REITの保有不動産の評価額推移－東急リアル・エステートの例

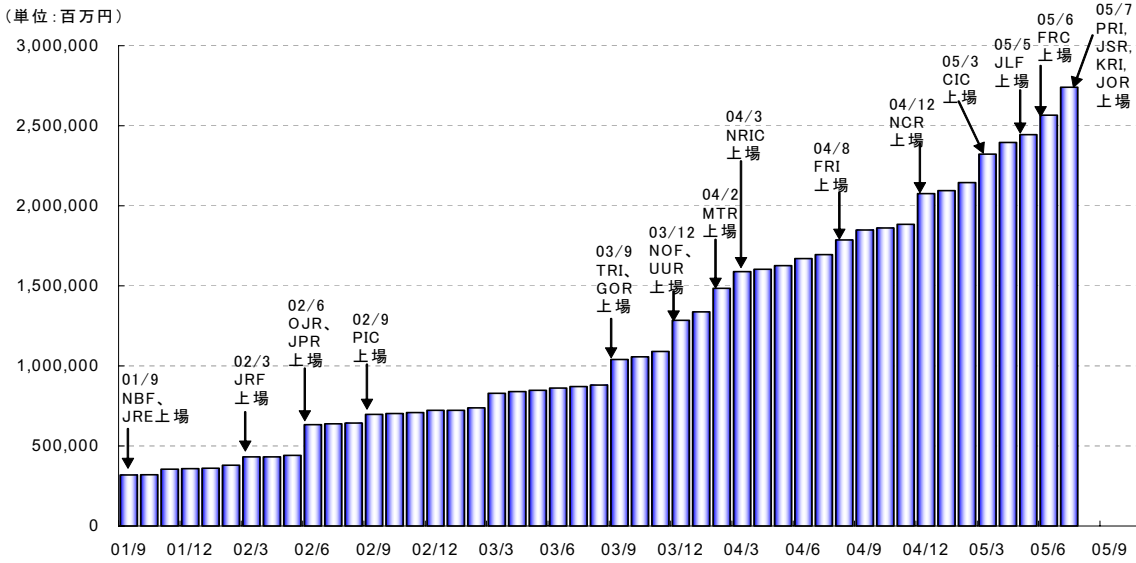
名称	所在地	取得価格	取得時	鑑定価格・期末算定価額				評価額の変動率 (%)		
				第1期末 (04年1月末) ①	第2期末 (04年7月末) ②	第3期末 (05年1月末) ③	第4期末 (05年7月末) ④	第2期末 / 第1期末 ②/①	第3期末 / 第2期末 ③/②	第4期末 / 第3期末 ④/③
商業施設 (5物件)										
0 FRONT	渋谷区宇田川町	15,100	15,100	15,100	15,400	15,800	16,600	2.0	2.6	5.1
レキシントン青山	港区南青山	4,800	4,800	4,840	5,030	5,220	5,580	3.9	3.8	6.9
表参道スクエア	渋谷区神宮前	5,770	5,770	5,450	5,370	5,370	5,750	▲1.5	0.0	7.1
東急鷺沼ビル	川崎市宮前区	6,920	6,920	7,150	7,360	7,510	7,760	2.9	2.0	3.3
第2東急鷺沼ビル	川崎市宮前区	1,290	1,290	1,290	1,290	1,300	1,340	0.0	0.8	3.1
オフィスビル (7物件)										
世田谷ビジネススクエア	世田谷区用賀	22,400	22,400	22,400	22,700	22,700	22,900	1.3	0.0	0.9
東急南平台町ビル	渋谷区南平台町	4,660	4,660	4,660	4,660	4,660	4,880	0.0	0.0	4.7
東急桜丘町ビル	渋谷区桜丘	6,620	6,620	6,620	6,620	6,620	6,890	0.0	0.0	4.1
東京日産台東ビル	台東区元浅草	4,450	4,450	4,450	4,450	4,530	4,770	0.0	1.8	5.3
赤坂榴町ビル	港区赤坂	3,570	3,570	3,570	3,570	3,620	3,780	0.0	1.4	4.4
蒲田ビル	大田区蒲田	4,720	4,720	4,720	5,010	5,140	5,270	6.1	2.6	2.5
りそな・マルハビル	千代田区大手町	23,260	22,800	22,800	23,300	23,800	23,900	2.2	2.1	0.4
合計 (12物件)		103,560	103,100	103,050	104,760	106,270	109,420	1.7	1.4	3.0

(注) 東急リアル・エステート投資法人 (TRI、8957) が、第1期末 (2004年1月末) 時から第4期末 (2005年7月末) 時まで、継続して保有している12物件について、期末時の評価額の推移をまとめたもの

(出所) みずほ証券

J-REITが保有する不動産に、評価額が上昇した例が増加  
 …… キャッシュフロー (賃貸事業収益) の増加は限定的、  
 評価額の上昇は、キャップレート (還元利回り) の低下による部分が多い  
 …… 不動産市場の安定化 → リスクプレミアムの低下  
 不動産価格が高い場所ほど、不動産評価額も上昇傾向が強い

■ 図表6：J-REITの運用対象不動産の残高推移（取得価格ベース）



J-REITが購入した不動産の取得価格累計は、2005年7月末時点で約2.7兆円  
 …… 取得価格ベースでは、約70%をオフィスビルが占める

(注) 取得予定資産は含まない。  
 (出所) みずほ証券

■ 図表7：不動産価格高騰の影響を回避した不動産取得方法

取得方法	完工リスク等の軽減	収益性の確保 空室リスク等の軽減
スポンサー企業との協働 ① スポンサー企業が保有している不動産の取得 ② スポンサー企業が管理している不動産の取得 ③ スポンサー企業が運用する私募ファンドからの取得 ④ スポンサー企業が再開発した不動産の取得		・鑑定評価額未済での取得
開発型（未稼働）物件の取得	停止条件付き売買契約	・売買価格引上げオプション ・竣工から数ヶ月後の取得 ・リアルオプション等による価格決定
再開発の事業主体への出資	コール・オプション	・コール・オプション

(出所) みずほ証券

各J-REITは、不動産価格上昇の影響を回避するために、  
 (a) スポンサー企業との協働、  
 (b) 開発型（未稼働）物件の取得、を重視  
 …… (a)については、利益相反の可能性への対応が、  
 (b)については、空室リスク等の軽減が、大きな課題となる。

■ 図表8：J-REITの外部成長チャネル — 日本ビルファンドの例

取得経緯（特色）		第6期 (2004年6月期)	第7期 (2004年12月期)	第8期以降 (2005年6月期以降)
三井不動産との コラボレーション	三井不動産グループの 保有・マスターリース物件 (好立地、高品質、優良テナント)	NBF厚木ビル NBF恵比寿南ビル	NBF ALLIANCE	小川町三井ビル 浦和三井ビル
	三井不動産グループが関係する ファンドからの取得物件 (築浅、好立地)	NBF池袋シティビル NBF虎ノ門ビル NBF池袋タワー NBF谷町ビル アクア堂島東館	アクア堂島NBFタワー	赤坂山王スクエア 四谷メディカルビル
	三井不動産グループ等の開発物件 (新築、都心立地、大規模)	渋谷ガーデンフロント	虎ノ門琴平タワー	
その他 ルート	三井不動産以外のスポンサー企業 からの取得 既存保有物件の追加取得			堺筋本町センタービル
	開発型物件 (新築)			NBF東銀座スクエア NBFプラチナタワー
	その他ルートからの取得物件 (随意契約あるいは入札)	NBF名古屋広小路ビル NBF芝公園ビル	シーノ大宮ノースウイング (2004年10月取得分)	NBF宇都宮ビル

(出所) 日本ビルファンド  
投資法人の  
資料により、  
みずほ証券が作成

スポンサー企業は、J-REITの外部成長（不動産取得）に大きく関与  
… 現状では、スポンサー企業が不動産会社であるJ-REITは、不動産取得について有利

9. 不動産の収益性向上 — J-REITによるバリューアップ事例

■ 図表9：J-REITによるバリューアップ状況 — オフィスビルの例

① 安田生命天六ビルの事例—日本プライムリアルティ (JPR)

	JPR取得前			JPR取得後		
	2000年度 00年 4月1日 ～01年3月15日	2001年度 01年 3月16日 ～01年11月15日	2001年度 01年11月16日 ～02年2月28日	JPR・第1期 01年11月16日 ～02年6月30日	JPR・第2期 02年 7月1日 ～02年12月31日	JPR・第3期 03年 1月1日 ～03年6月30日
運用期間	349日	260日	103日	227日	184日	181日
実質運用日数	349日	260日	103日	227日	184日	181日
賃貸事業収入	92,519	55,124	22,961	55,433	59,538	58,051
賃料・共益費	83,976	49,480	21,416	51,022	53,624	53,067
その他	8,542	5,643	1,545	4,410	5,914	4,983
賃貸事業費用	49,713	20,363	11,708	34,361	33,728	30,095
公租公課	20,411	—	—	8,885	8,892	8,180
諸経費	29,300	20,362	11,705	25,476	24,836	21,915
外注委託費等	17,552	12,997	5,672	10,039	8,988	8,056
水道光熱費	11,167	6,042	1,276	5,223	7,638	5,957
保険料	544	—	256	441	342	307
修繕工事費	37	802	4,354	7,385	5,934	5,772
管理委託費	—	—	—	2,072	591	1,674
その他	—	521	147	313	340	146
NOI	42,805	34,760	11,253	21,071	25,810	27,955
減価償却費	N.A.	N.A.	N.A.	7,172	5,526	5,551
賃貸事業損益	N.A.	N.A.	N.A.	13,898	20,283	22,403
資本的支出	—	—	—	10,440	385	7,867
NOF	42,805	34,760	11,253	10,631	25,425	20,087
期末入居率 (%)	85.7	53.9	53.9	100.0	100.0	100.0
取得価格 (百万円)	N.A.	N.A.	418	418	418	418
期末評価額 (百万円)	N.A.	N.A.	529	546	514	554
年換算値 (試算・参考値)						
賃貸事業収入	96,761	77,386	81,367	89,132	118,105	117,064
賃貸事業費用	48,443	46,385	59,279	58,620	66,923	60,294
公租公課 (年額、一部推計)	17,800	17,800	17,800	17,656	17,656	16,101
諸経費	30,643	28,585	41,479	40,964	49,267	44,193
NOI	48,317	31,001	22,088	30,513	51,182	56,770
NOI利回り (%)	N.A.	N.A.	5.3	7.3	12.2	13.5

② その他のバリューアップ事例

(a) NOF渋谷公園通りビル

… 野村不動産オフィスファンド (NOF)  
・取得時の想定NOI利回り：4.5% →  
05年8月時：5%超 (NOFによる推計)

(b) リそな・マルハビル

… 東急リアル・エステート (TRI)  
・取得時の想定NOI利回り：3.3% →  
05年9月時：4.6% (TRIによる見込み)

(注) 1. JPR取得前のデータは、JPRが前所有者等から得た  
情報によるもので、JPRが上場した際の日論見書に  
記載されているもの。  
2. 事業収支の年換算値は、JPR、前所有者、前々所有者  
が取得した初年度の特殊要因を除去して、  
運用パフォーマンスを比較するために作成した。  
ただし、2000年度、2001年度の公租公課は、推計値。  
(出所) JPR、NOF、TRIの資料により、みずほ証券が作成

J-REITに、優秀なマネジメントによって、保有物件の収益性向上を達成した事例が増加  
… 取得段階での想定利回りが低いため、高値取引と誤解される一因となっている可能性がある

# 10. 不動産の収益性向上 - 未稼働物件のリースアップ事例

2005-10-5

■ 図表10：未稼働物件のリースアップ状況 - 賃貸マンションの事例

物件名称	竣工	売買契約締結	取得・運用開始	稼働率 (%)										
				2004年										
				3月末	4月末	5月末	6月末	7月末	8月末	9月末	10月末			
プレミア投資法人														
PS日本橋茅場町	04年2月	03年9月29日	04年3月26日	17.7	31.5	49.3	60.2	67.6	74.5	82.4	90.6			
日本レジデンシャル投資法人														
PR赤坂I	04年5月	04年6月30日	04年6月30日	-	-	-	0.0	18.6	40.1	66.6	76.8			
PT乃木坂	04年8月	04年6月28日	04年9月30日	-	-	-	-	-	-	0.0	18.5			

物件名称	竣工	売買契約締結	取得・運用開始	稼働率 (%)						
				2004年		2005年				
				11月末	12月末	1月末	2月末	3月末	4月末	5月末
プレミア投資法人										
PS日本橋茅場町	04年2月	03年9月29日	04年3月26日	92.7	98.2	100.0	98.7	100.0	96.1	
PS三田慶大前	04年11月	04年3月26日	04年11月30日	21.8	37.8	44.1	54.2	65.2	70.0	
プレミアロッシン	04年11月	04年12月28日	05年1月14日	-	-	0.0	49.9	93.0	100.0	
日本レジデンシャル投資法人										
PR赤坂I	04年5月	04年6月30日	04年6月30日	80.1	93.8	90.8	83.9	96.9	100.0	100.0
PT乃木坂	04年8月	04年6月28日	04年9月30日	53.2	73.6	81.6	92.4	95.4	92.2	95.4
PR市ヶ谷	04年8月	04年12月3日	04年12月3日	-	45.7	52.4	70.6	88.4	91.6	93.4
PR水道橋	04年12月	04年6月16日	05年2月25日	-	-	-	0.0	18.7	35.7	41.3
PR赤坂II	05年1月	05年3月15日	05年3月15日	-	-	-	-	11.7	30.0	39.6
PR文京千石	05年4月	05年2月28日	05年5月18日	-	-	-	-	-	-	0.0
ニューシティレジデンス投資法人										
NCR浅草橋	05年1月	05年3月25日	05年4月19日	-	-	-	-	-	58.6	76.7
NCR学芸大学	05年4月	05年5月31日	05年5月31日	-	-	-	-	-	-	0.0

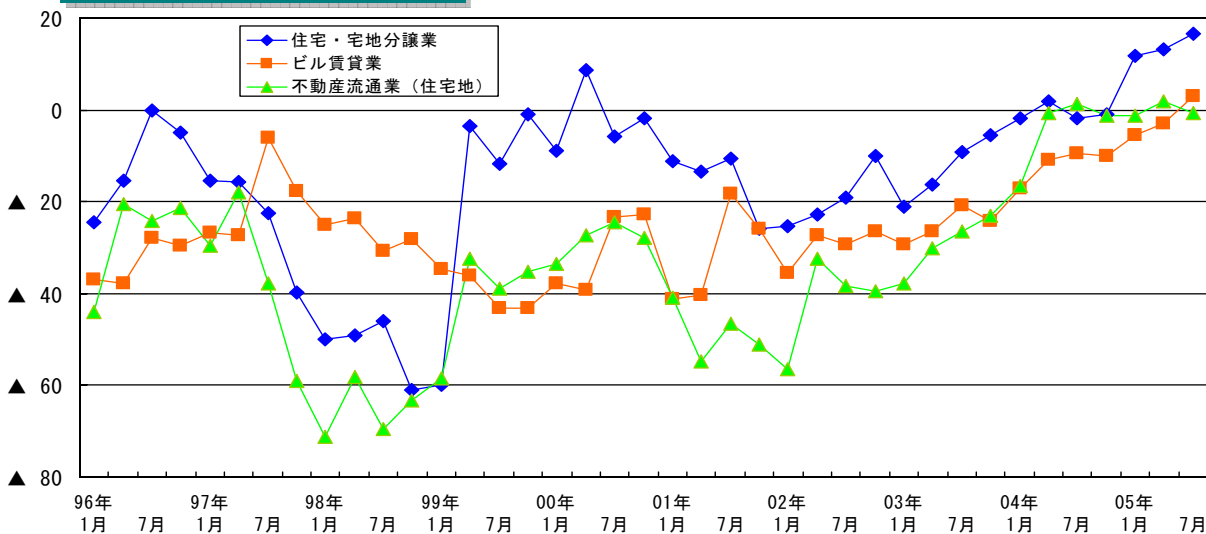
(注) 1. J-REITが未稼働の住宅を取得した事例をまとめたもの。一部に、稼働直後の物件を取得した事例を含む。  
 2. 物件名称の一部に略称を用いている。PS=プレミアステージ、PR=パシフィックレジデンス、PT=パシフィックタワー、NCR=ニューシティレジデンス  
 3. プレミア投資法人の運用対象物件の、2005年5月以降の稼働率は、決算時期の事情により、未公表である。  
 (出所) 各J-REITの決算短信、目論見書、プレスリリース等により、みずほ証券が作成

**住宅系J-REITは、未稼働物件を積極的に取得**  
 …現状では、売手（ディベロッパー）と買手（J-REIT）の双方にメリットが大きい  
 → 利益相反の懸念払拭（投資家の利益保護）が大きな課題に

# 11. 不動産市場の回復 - 不動産事業者の景況感

2005-10-5

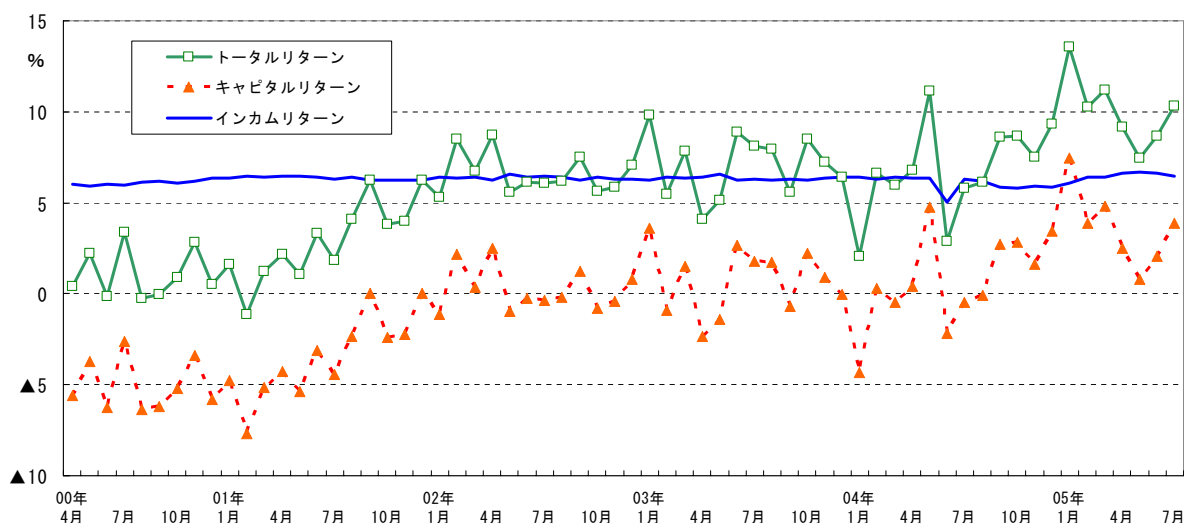
■ 図表11：不動産業業況指数の推移



(出所) 財団法人土地総合研究所「不動産業業況等調査結果」により、みずほ証券が作成

**不動産事業者の景況感は、2003年以降は、改善傾向**  
 特に、住宅・宅地分譲業は好況感が強い。ビル賃貸業の業況指数もマイナス脱出

■ 図表12：マンション投資利回りの推移（東京23区）



不動産投資のインカムリターンは、安定性が高い・・・不動産投資の最大の特徴  
 東京23区・マンションのキャピタルリターンは、2004年9月以降、プラスに転じる  
 → 不動産投資に適した環境が実現

(出所) (株)リクルートの資料  
 により、みずほ証券が作成

■ 図表13：J-REITの格付取得状況

会社名	日本ビル ファンド 投資法人 (NBF・8951)	ジャパンリアル エステイト 投資法人 (JRE・8952)	日本リテール ファンド 投資法人 (JRF・8953)	日本プライム リアルティ 投資法人 (JPR・8955)	プレミアム 投資法人 (PIC・8956)	東急リアル ・エステート 投資法人 (TRI・8957)	野村不動産 オフィスファンド 投資法人 (NOF・8959)	ユナイテッド・ アーバン 投資法人 (UUR・8960)	日本レジ デンシャル 投資法人 (NRIC・8962)	福岡リート 投資法人 (FRC・8968)
R&I (Outlook)	AA-	AA	AA-	A+	A 安定的	A+ ポジティブ	A+ ポジティブ	A- 安定的	-	-
S&P (Outlook)	A (長期) A-1 (短期) 安定的	A+ (長期) A-1 (短期) 安定的	A+ (長期) A-1 (短期) 安定的	A- (長期) A-2 (短期) 安定的	-	A (長期) A-1 (短期) 安定的	A (長期) A-1 (短期) 安定的	-	-	A- (長期) A-2 (短期) 安定的
MDYS (Outlook)	A2 安定的	A1 安定的	A2 安定的	A3 安定的	A3 安定的	A2 安定的	A3 安定的	-	A3 安定的	-
R&Iの推移	新規 2004/10/21	新規 2004/12/20	新規 2004/9/28	新規 2004/1/16	新規 2005/7/14	新規 2005/9/6	新規 2005/2/21	新規 2005/6/15	-	-
S&Pの推移	新規 2002/5/1	据え置き 2004/12/9	新規 2004/9/28	据え置き 2004/1/29	-	新規 2005/9/6	新規 2004/7/8	-	-	新規 2005/9/20
MDYSの推移	A3 → A2 2004/11/11	A2 → A1 2004/11/11	新規 2004/9/28	新規 2004/1/23	新規 2005/7/14	新規 2005/9/6	新規 2004/7/8	-	新規 2005/5/9	-

(注) 1. R&Iは長期優先債務格付 (UURのみ発行体格付)、S&Pは会社格付、MDYSは発行体格付  
 2. 本表の記載の他に、グローバル・ワン不動産投資法人 (略称GOR、8958) が、2005年9月7日付で、  
 MDYSより、国内発行登録枠 200,000百万円に対して、予備格付「(p)A3、安定的」を取得している。  
 (出所) 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

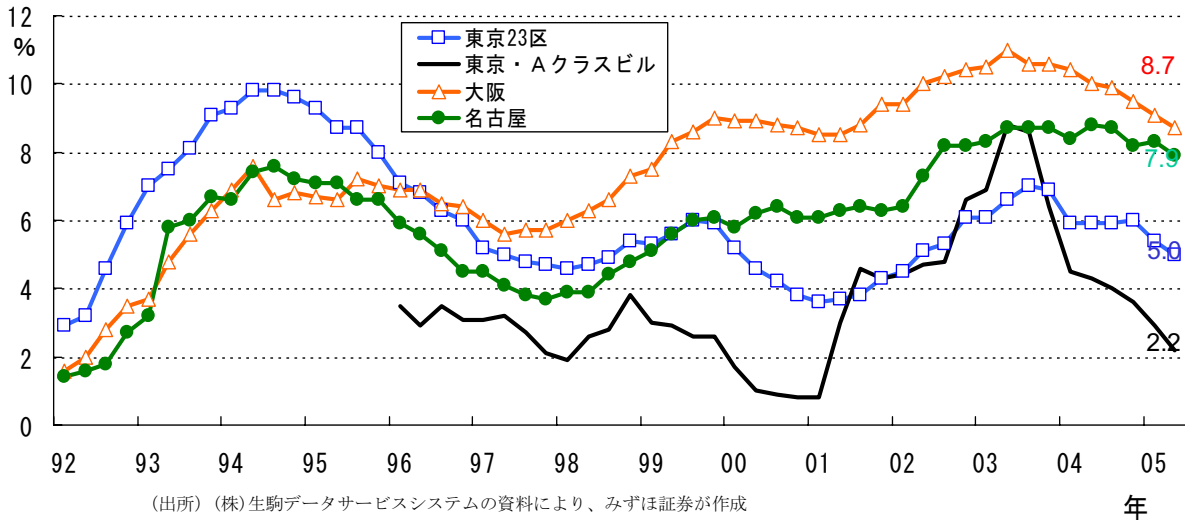
**J-REITの格付取得例が増加**  
 …… いずれも高い評価。特にJREの格付は、不動産セクターとしては世界最高クラス  
**2005年2月には、公募投資法人債も登場**  
 → 将来的には、J-REITは、債券市場においても重要な位置を占める可能性



# 14. オフィスビル市場の回復 - オフィス空室率の推移

2005-10-5

■ 図表14：オフィス空室率の推移



(出所) (株)生駒データサービスシステムの資料により、みずほ証券が作成

東京都心部のAクラスビル(優良ビル)の市況は、2003年後半から、急テンポで回復  
 ← 2003年の大量供給が、市況の活性化を促す  
 2005年3月末時の空室率は、2%台に低下 → オフィス賃料上昇の可能性が高まる  
 大阪の空室率は高水準だが、市況は回復傾向  
 地方都市は、回復基調に転ずる例が増えているものの、全体としては、厳しい状況が続く

# 15. オフィスビル市場の安定性向上 - 賃料データベースの整備

2005-10-5

■ 図表15：J-REITの運用対象の賃料水準(試算・参考値) - 東京23区

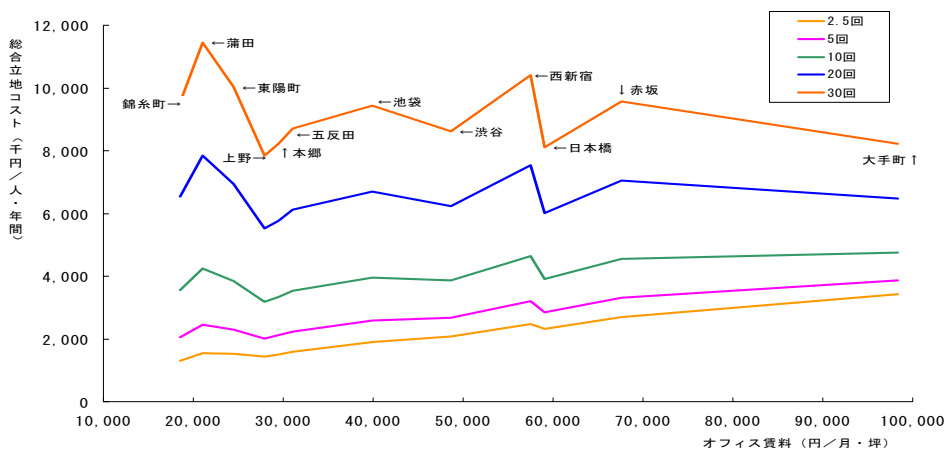
エリア	ビル名	所有者	延床面積 (㎡)	竣工 (年/月)	取得価格 (百万円) ①	期近決算(百万円)				平均賃料 (概算) (円/坪) ②÷6ヶ月÷④×3.3	備考	
						営業収益	賃料等 ②	NOI ③	期末賃貸面積 (㎡) ④			NOI 利回り (%) ③×2÷①
大手町	大手町ファーストスクエア	GOR	141,228	92/02	23,495	723	600	598	8,167	5.09	40,478	区分所有
	リソナ・マルハビル	TRI	74,379	78/11	23,260	670	615	495	12,756	4.26	26,565	リースアップ前
	JFEビル	NBF	62,949	74/06	74,131	2,175	2,175	1,774	65,280	4.79	18,358	リースバック
八重洲	三菱総合研究所ビル	JRE	36,373	70/07	27,267	1,063	1,063	783	18,006	5.74	32,529	一括賃借
	福岡ビル	JPR	11,628	90/05	1,800	65	65	46	1,250	5.11	28,651	
	有楽町	JRE	70,288	75/09	7,200	267	267	176	4,694	4.89	31,341	
御茶の水	日立本社ビル	MTR	57,255	83/03	40,000	1,316	1,316	1,156	57,255	5.78	12,665	リースバック
室町	日本橋室町センター	NBF	23,019	86/10	9,945	427	405	296	16,306	5.95	13,685	
本町	イトーピア日本橋本町	NOF	29,431	61/04	20,600	798	757	610	18,904	5.92	22,065	
京橋	兼松ビル	JPR	14,995	93/02	16,276	385	352	240	7,775	2.95	24,944	
赤坂	ランディック赤坂ビル	OJR	16,272	73/01	11,580	359	307	217	10,444	3.75	16,197	
芝・三田	芝NBFタワー	NBF	44,437	86/10	32,000	1,064	981	683	24,621	4.27	21,954	
	いすゞビル	NOF	11,425	91/03	10,000	251	217	207	6,905	4.14	17,317	
青山	青山クリスタルビル	JRE	8,094	82/12	7,680	258	259	200	4,916	5.21	29,029	
神宮前	神宮前メディアスクエア	JRE	10,386	98/03	12,200	316	316	228	5,074	3.74	34,312	
渋谷	渋谷クロスタワー	JRE	61,862	76/04	34,600	1,497	1,497	866	29,745	5.01	27,730	
	東急桜丘町ビル	TRI	6,505	87/06	6,620	238	227	189	4,737	5.71	26,403	
西新宿	新宿野村ビル	NOF	117,259	78/05	38,730	1,727	1,520	1,043	30,705	5.39	27,276	
	池袋	OJR	6,905	02/07	9,577	361	321	306	5,540	6.39	31,927	

(注) 2005年5月10日時点で公表されている、各J-REITの最新の決算データを基に、平均賃料等を試算したもの。資料の制約等により、実際とは異なる可能性がある。  
 (出所) 各J-REIT資料により、みずほ証券が作成

J-REITの情報開示などにより、賃料データベースの整備が進む  
 → オフィス賃料等に対するスタビライザー効果



■ 図表16：総合立地コストの状況（1992年）

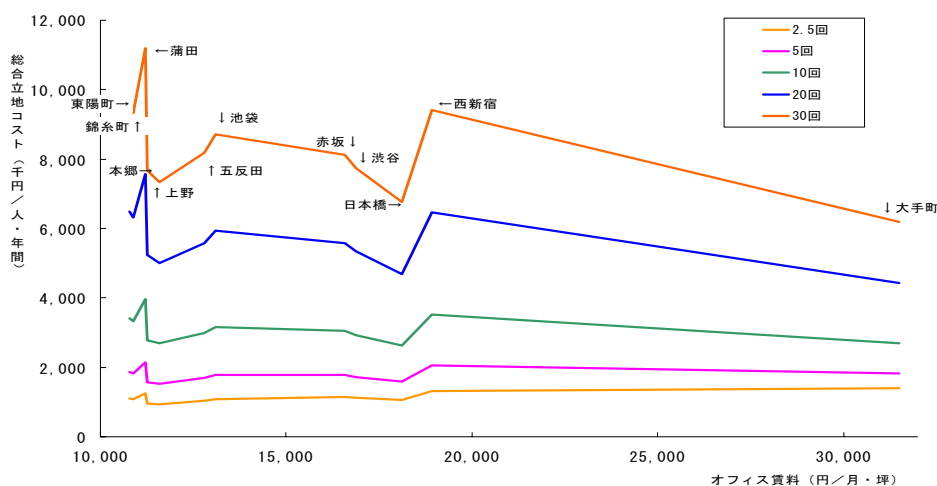


(注) 「2.5回」「5回」…は、週当たりのコミュニケーション頻度を指す。  
(出所) みずほ証券

**1992年は、業種や勤務形態によって、立地コストが安い場所が異なった**

- (a) コミュニケーション頻度が高い業種（サービス業等）  
… 都心部に立地した方が、表面的な賃料水準は高くても、総合立地コストは低くなる → 都心集中
- (b) コミュニケーション頻度が低い業種（製造業等）… 郊外の方がコスト面では有利 → 郊外化

■ 図表17：総合立地コストの状況（2003年）



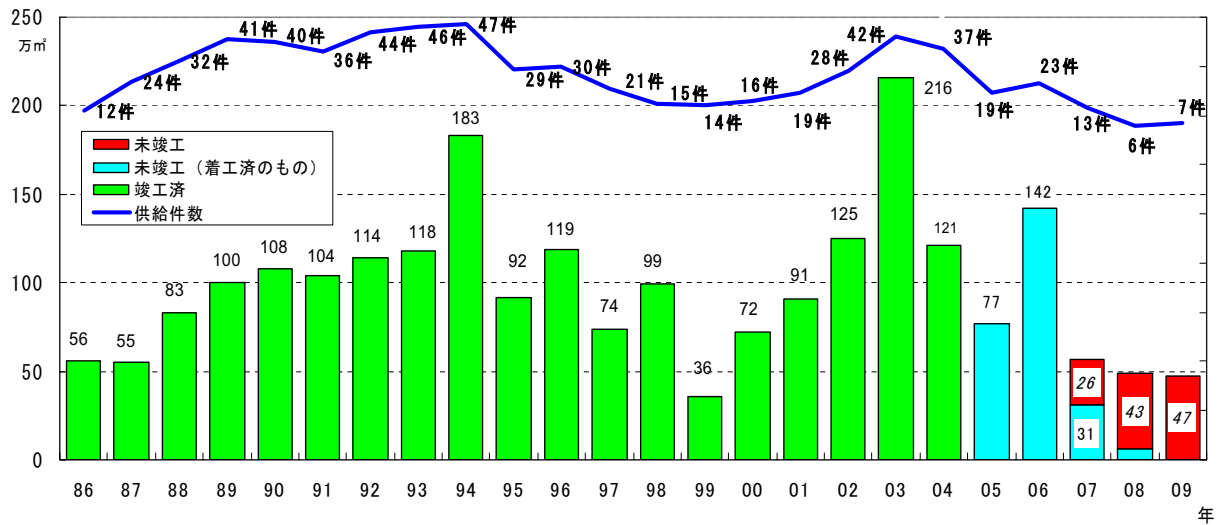
(注) 「2.5回」「5回」…は、週当たりのコミュニケーション頻度を指す。  
(出所) みずほ証券

**2003年には、業種や勤務形態を問わず、都心部に立地するメリットが高まった**  
オフィス賃料等の地域差が縮小 → 利便性が立地を決定する最大の要因に  
→ 都心部への一極集中が進行

# 18. オフィスビル市場の展望 - ビル供給量の推移

2005-10-5

■ 図表18：オフィスビル供給量の推移と予想（森ビル調査）



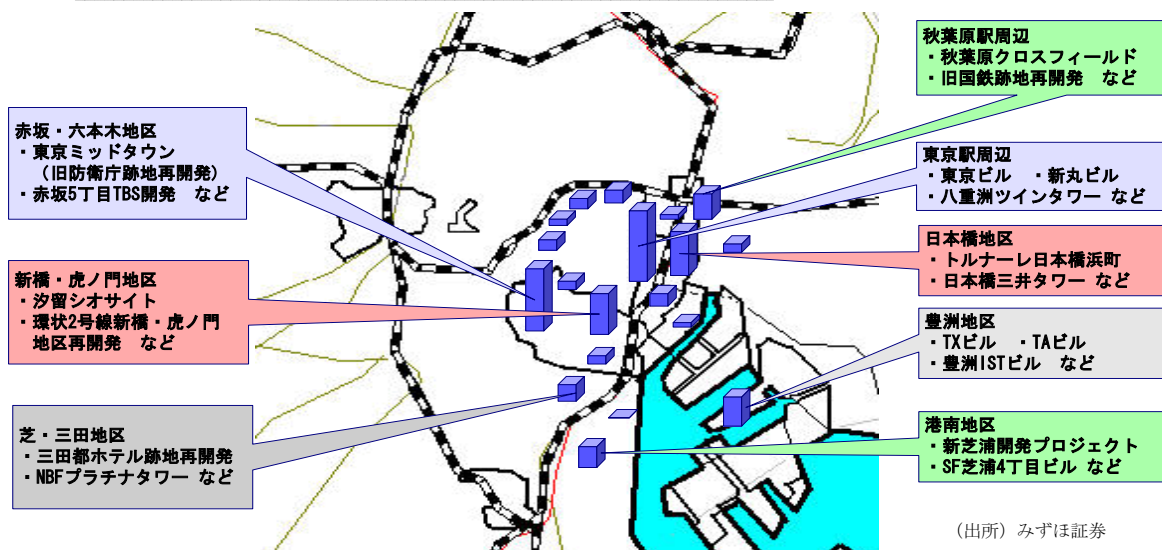
(出所) 森ビル(株)「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」(2005年5月)により、みずほ証券が作成

**2003年以降のオフィスビル供給のピークは、2006年になる見込み**  
 … ただし、2003年ほどの供給量ではない。優良ビルについては、品薄感が強まる可能性もある

# 19. オフィスビル市場の展望 - 大規模ビル計画の状況

2005-10-5

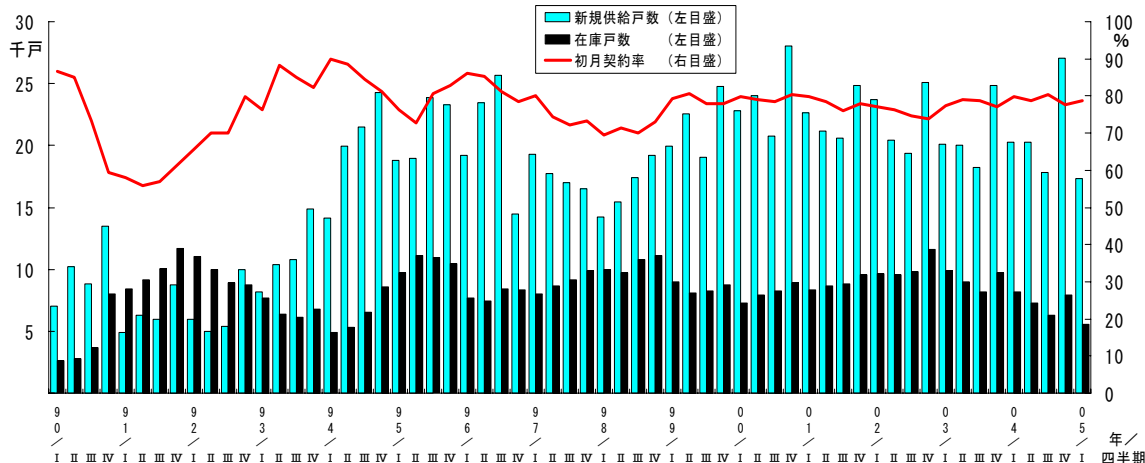
■ 図表19：主なオフィスビル供給計画（2005年以降、東京23区）



(出所) みずほ証券

**2005年以降も、数多くの大規模プロジェクトが進行**  
 ただし、① 2003年ほどの供給量ではない、② 潜在需要が強い都心部での供給が中心、  
 ③ 既にテナントが内定したビルが多い、などの理由から、ビル市況が悪化する可能性は低いと考えられる

■ 図表20：東京圏・分譲マンション市場の動向



東京圏では、94年以降、年間8万戸ペースの供給が続く

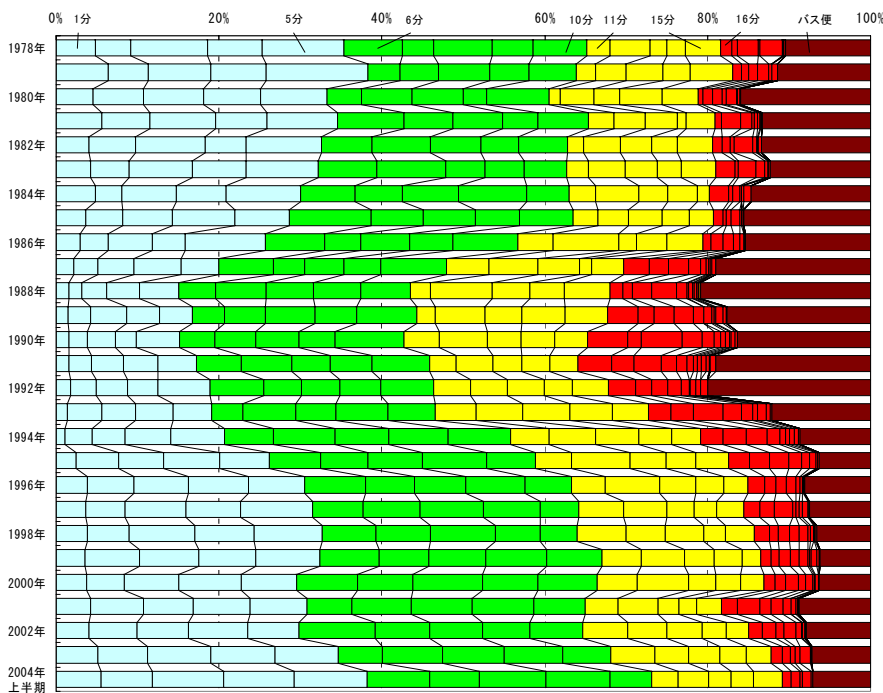
大量供給にもかかわらず、初月契約率は80%弱と、売れ行きは好調

- ① 低金利、住宅減税の効果、②「団塊ジュニア」世代の持家需要
- ③ 都心立地、低価格化など、ユーザーのニーズに合致した物件の増加
- ④ 不動産投資の活発化

← 所得や雇用に対する不安が拡大する中で、不動産投資に安定収益を求める人が増加

(出所) (株)不動産経済研究所の資料により  
みずほ証券が作成

21. 「都心居住」志向への対応 - マンション立地条件の推移



■ 図表21：駅から距離で見た分譲マンション供給の推移

92年以降、「駅近マンション」が増加

- ① 供給側の環境変化
  - ・不動産価格の低下
  - ・企業の土地売却による開発地の増加
- ② ユーザーの「都心居住」志向
- ③ 地下鉄網の整備

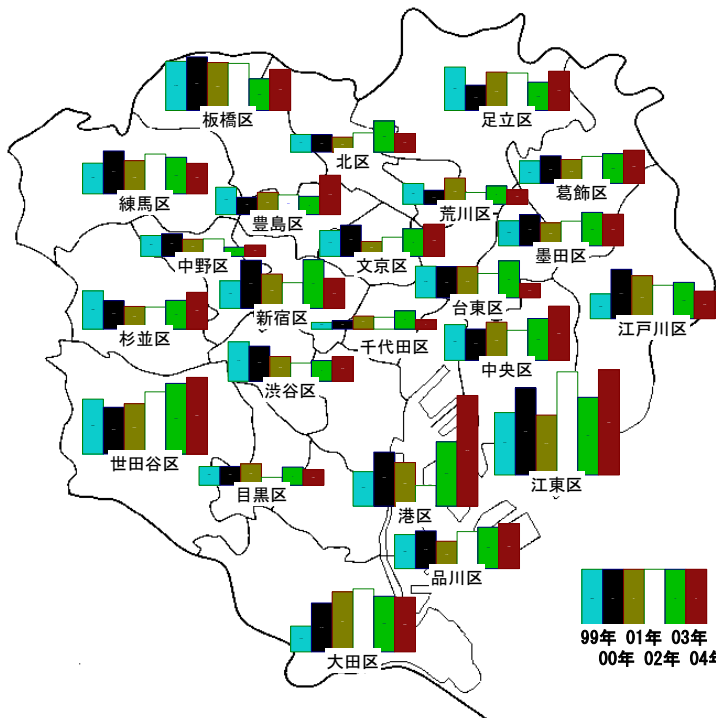
→ 郊外部のマンションは競争力低下

(注) 1. 各年に供給されたマンションを駅からの所要時間ごとに区分し、構成比をまとめたもの。  
2. 駅からの所要時間は、「不動産の表示に関する公正競争規約」第15条にもとづき、徒歩の場合は、道路距離80mを1分に換算。(分単位で切り上げ計算)

(出所) (株)長谷工総合研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 22. 「都心居住」志向への対応 - 東京23区内の供給戸数

2005-10-5



■ 図表22：東京23区内の分譲マンション供給戸数の推移

### 江東区、港区、中央区など、東京湾岸でのマンション供給が急増

- ・江東区は、2002年以降、23区中トップの供給量。2004年の供給は4,582戸
- ・2004年の港区の供給戸数は、前年比72%増の4,832戸
- … 倉庫、工場の跡地が中心
- … インフラ整備については問題点も多い

### 世田谷区、大田区などで安定した供給量

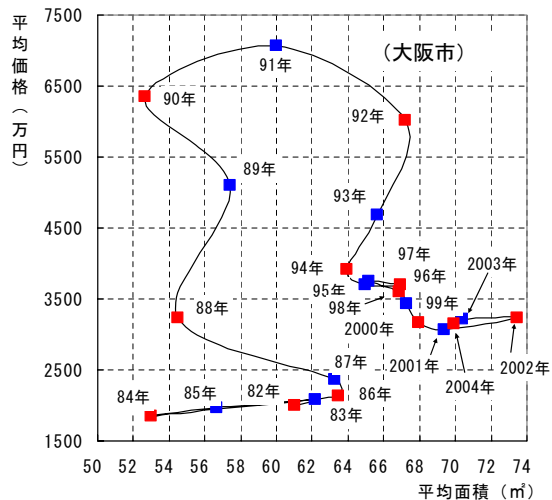
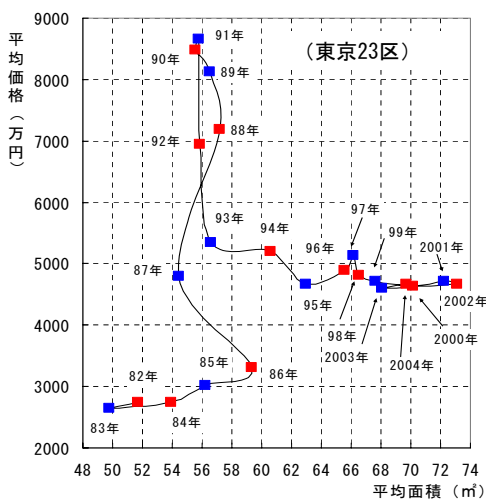
- … 充実した住環境がセールスポイント

(出所) (株)長谷工総合研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 23. マンション供給の動向 - 価格と床面積の推移

2005-10-5

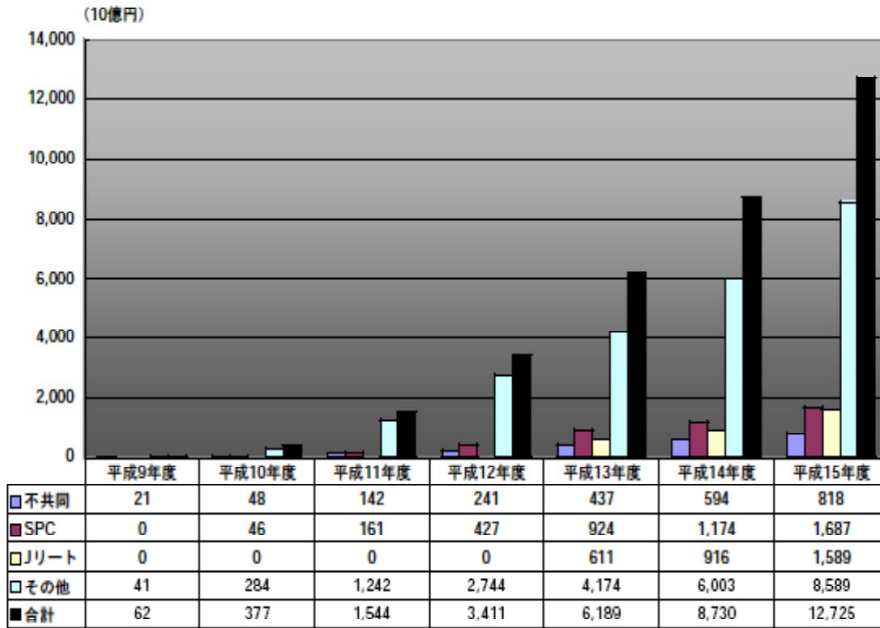
■ 図表23：新築マンションの平均価格と平均床面積の推移



バブル経済崩壊以降、平均価格は横ばい、平均床面積は拡大傾向が続く  
 … 不動産価格の低下が住環境の向上に寄与  
 2003年に平均床面積が大幅に縮小  
 ← コンパクトマンション急増 … 不動産投資のニーズ拡大

(出所) (株)長谷工総合研究所の資料により、みずほ証券が作成

■ 図表24：不動産証券化市場規模の推移（累計）



不動産証券化市場は、2000年度（平成12年度）以降、急拡大 ← 不動産流動化に関する法制度の整備による

2004年3月末時の市場規模は約12.7兆円  
 …… 2年間で2倍以上の規模に成長

(出所) 国土交通省、(株)都市未来総合研究所「不動産証券化市場の見直しに関する調査」（2005年3月）

25. 期待利回りの推移 — オフィスビル

■ 図表25：不動産投資に対する期待利回りの推移（オフィスビル）

(単位：%)

調査時点	99年		2000年		2001年		2002年		2003年		2004年		2005年	
	4月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月		
東京	丸の内・大手町	6.3	5.8	5.5	5.5	5.4	5.1	5.3	5.3	5.2	5.0	5.0	4.5	
	日本橋	6.8	6.2	5.9	6.0	5.9	5.6	5.8	5.8	6.0	5.8	5.5	5.3	
	神田・神保町	7.7	7.0	6.7	6.5	—	—	—	—	6.0	6.0	6.5	5.8	
	虎ノ門	6.8	6.2	5.9	6.0	5.9	5.6	5.8	5.8	6.0	5.7	5.5	5.3	
	汐留	—	—	—	—	6.0	5.6	5.8	5.8	5.8	5.6	5.5	5.3	
	赤坂	7.0	6.5	6.1	6.1	—	—	—	—	5.9	5.7	5.5	5.3	
	六本木	—	—	—	—	5.9	5.6	5.8	5.8	5.8	5.8	5.5	5.3	
	港南（品川）	7.4	6.7	6.4	6.5	6.0	5.9	5.8	5.8	6.0	5.8	5.6	5.5	
	西新宿	—	—	—	—	5.9	5.6	5.8	5.8	6.0	5.8	5.5	5.5	
	渋谷	—	—	—	—	5.9	5.6	5.8	5.9	5.9	5.8	5.5	5.4	
	池袋	—	—	—	—	—	—	—	—	6.0	6.0	6.0	5.8	
	上野	7.7	7.0	6.7	6.5	6.4	6.1	6.8	6.8	6.5	6.5	6.5	6.0	
	大崎	7.4	6.7	6.4	6.5	—	—	—	—	6.2	6.2	6.0	5.8	
	地方都市	札幌・駅前	—	7.5	9.1	8.0	7.5	7.9	8.0	8.0	7.8	7.8	7.5	7.0
		仙台・青葉通り	—	7.3	9.1	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.7	7.5	7.1
さいたま・大宮		—	—	—	—	—	—	—	—	7.0	7.1	7.0	6.5	
千葉・幕張		—	—	—	—	—	—	—	—	7.5	7.5	7.5	7.2	
横浜・駅西口		—	—	—	—	—	—	—	—	7.0	7.0	6.8	6.5	
名古屋・名駅		—	6.9	8.2	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.2	
大阪・御堂筋		—	6.7	6.7	6.7	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.2	
神戸・三宮		—	—	—	—	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.0	
広島・紙屋町、八丁堀		—	7.4	9.2	7.5	7.8	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	7.5	7.5	
福岡・天神		—	7.0	8.8	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.0	6.5	
その他県庁所在地		—	—	9.2	8.3	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.0	

(注) 1. (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」の結果をまとめたもの。  
 2. 調査方法が数次にわたって変更されているため、データが連続していない部分がある。  
 (出所) (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」により、みずほ証券が作成

不動産投資の利回りは低下傾向 ← 不動産価格の二極化が進行  
 東京都心部の優良ビルの場合、最近の取引では、利回り3%台の例も見られる

■ 図表26：不動産投資に対する期待利回りの推移（マンション、店舗）

(単位：%)

調査時点	99年	2000年		2001年		2002年		2003年		2004年		2005年
	4月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月	10月	4月
ワンルームマンション（城南地区）	—	—	8.1~10.4	7.0~8.8	7.0	7.0	7.0	7.0	6.5	6.5	6.0	5.7
同（城東地区）	—	—	—	—	—	—	—	—	7.0	6.8	6.4	6.1
ファミリー向け（城南地区）	—	—	—	—	—	—	—	—	6.5	6.2	6.0	5.6
同（城東地区）	—	—	—	—	—	—	—	—	7.0	6.7	6.5	6.2
高級賃貸マンション（低層型）	—	—	—	—	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	5.6
同（高層型）	—	—	—	—	—	—	—	—	6.5	6.0	6.0	5.7
ブランドショップ（銀座地区）	—	—	—	—	—	—	—	—	5.6	5.5	5.0	4.8
同（表参道地区）	—	—	—	—	—	—	6.0~8.0	6.0~8.0	5.7	5.5	5.0	4.8
郊外型SC	—	—	—	—	—	8.0~10.0	8.0~10.0	8.0~10.0	8.0	7.0	6.8	6.5

(注) 1. (財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」の結果をまとめたもの。  
 2. 調査方法が数次にわたって変更されているため、データが連続していない場合がある。  
 (出所) みずほ証券

**住宅、商業施設に対する期待利回りは、オフィスビルよりも高い水準**

… 投資環境（市場規模、運用対象の多様性、価格算定方法など）が未成熟であることを反映。  
 ただし、実際の運用利回りは、オフィスビルよりも低い場合が多い

27. 取引利回りの状況 — J-REITが取得した物件の収益性

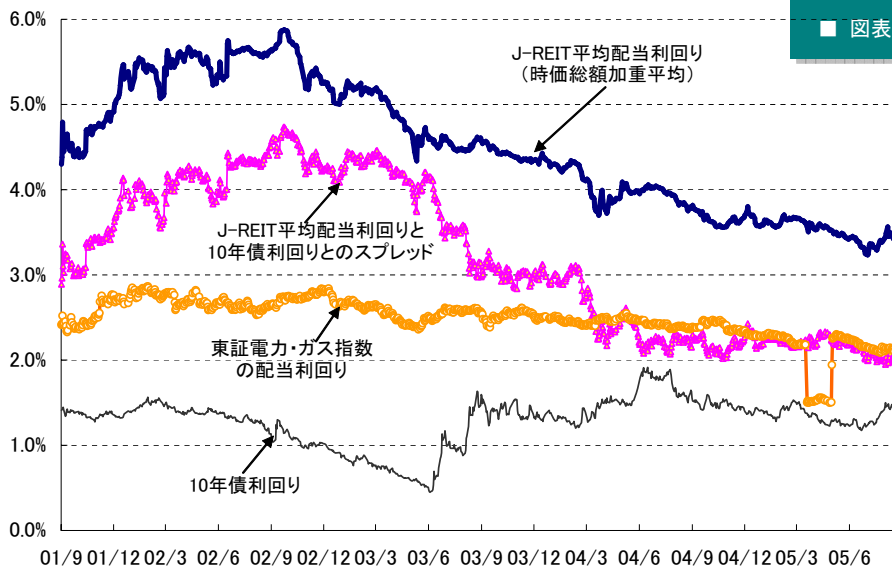
物件名	所有者	取得時期	所在地	営業収益 (百万円)	営業費用 (百万円)	取得価格 ① (百万円)	鑑定 評価額 (百万円)	想定NOI ② (百万円)	NOI利回り ②÷① (%)
虎ノ門琴平タワー	NBF	04年11月	港区虎ノ門	N.A	N.A	6,043	6,070	298	4.93
赤坂山王スクエア	NBF	05年2月	港区赤坂	469	156	6,250	6,320	313	5.01
四谷メディカルビル	NBF	05年8月	新宿区左門町	584	118	8,800	8,990	465	5.28
ISTビル	NBF	05年9月	江東区豊洲	2,288	633	35,200	35,300	1,655	4.70
新和ビルディング	JRE	04/9/1	新宿区西新宿	487	N.A	7,830	7,800	341	4.35
ハーモニータワー	JRE	05/2/28	中野区本町	738	N.A	8,500	8,670	517	6.08
銀座三和ビル	JRE	05/3/10	中央区銀座	747	N.A	16,830	16,840	523	3.11
菱進イーストミラービル	JRE	05/3/15	中央区銀座	274	N.A	5,354	4,410	192	3.58
二番町ガーデン	JRE	05/4/1	千代田区二番町	936	N.A	14,700	14,800	655	4.46
自由が丘8953ビル (NEXT館)	JRF	05年3月	目黒区自由が丘	122	13	2,100	2,100	109	5.18
自由が丘8953ビル (コリアス館)	JRF	05年3月	目黒区自由が丘	40	6	600	600	34	5.73
チアーズ銀座	JRF	05年8月	中央区銀座	151	N.A	4,200	4,200	144	3.44
シーフォートスクエア/ センタービルディング	OJR	05年9月	品川区東品川	1,778	909	18,000	18,000	868	4.82
新宿スクエアタワー	JPR	04年7月	新宿区西新宿	867	442	10,000	9,670	425	4.25
ビッグス新宿ビル (当初取得分)	JPR	04年11月	新宿区新宿	307	124	2,900	2,910	183	6.31
ビッグス新宿ビル (追加取得分)	JPR	05年3月	新宿区新宿	935	344	8,921	8,900	591	6.62
櫻岳ビル	PIC	05年6月	千代田区 神田佐久間町	139	43	1,796	1,830	96	5.35
藤田観光虎ノ門ビル	TRI	04年12月	港区虎ノ門	783	325	8,630	8,640	458	5.31
PI CASSO347 (当初取得分)	TRI	05年4月	渋谷区渋谷	775	156	14,700	24,500	619	4.21
銀座ファーストビル	GOR	05年3月	中央区銀座	N.A	N.A	12,282	12,500	580	4.72
TK南青山ビル	GOR	05年10月	港区南青山	N.A	N.A	35,000	35,040	1,400	4.00
JALビルディング	NOF	05年3月	品川区東品川	N.A	N.A	33,080	30,940	1,549	4.68
大崎MTビル	MTR	05年3月	品川区北品川	525	96	7,870	7,870	428	5.44
NV富岡ビル	CIC	05年3月	江東区富岡	154	N.A	2,500	2,500	115	4.61
浜松町SSビル	CIC	05年6月	港区芝大門	102	N.A	1,530	1,530	76	4.94
国際溜池ビル	CIC	05年7月	港区赤坂	152	N.A	2,700	2,700	122	4.52
グレイスビル泉岳寺前	CIC	05年8月	港区高輪	99	N.A	1,220	1,220	67	5.51

■ 図表27：J-REITが取得した不動産の収益性等（試算、参考値）

- ・ J-REITが取得した不動産は、概ね5%程度の利回りを維持  
 … 不動産価格が上昇する中で一定の利回りを確保
- ・ 銀座エリアでは、3%台の不動産取得も見られる  
 … 再開発への期待、中長期的な資産価値上昇に対する期待が、不動産価格を押し上げている可能性がある

(注) 1. J-REITが2004年7月以降に取得した主な不動産について、各J-REITが取得決定時に公表した資料を基に、NOI利回り等を推計した。  
 2. 公表資料にNOIが明記されていないものは、みずほ証券が推計。資料の制約等により、実態とは異なる可能性がある。  
 (出所) 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

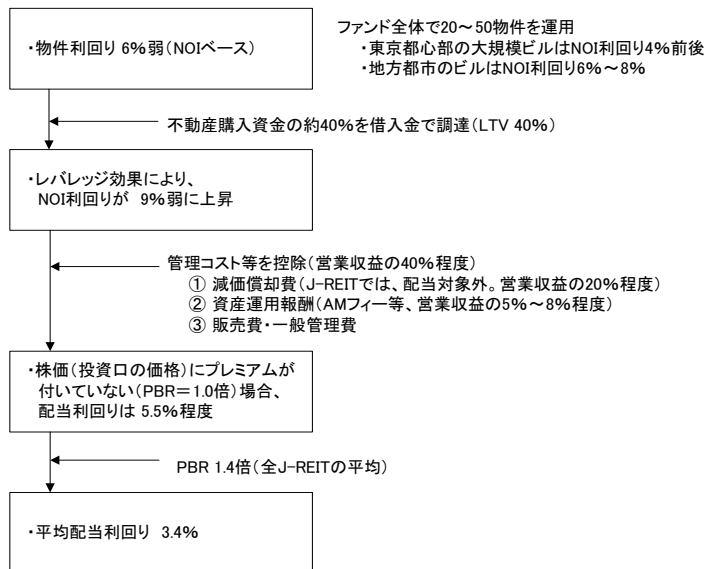




(注) 1. J-REIT平均配当利回りは、各J-REITの配当利回りを時価総額で加重平均して算出。  
 2. 各J-REITの配当利回りは、分配金の予想値(年換算値)で算出。  
 3. 2005年3月下旬～5月上旬の電力・ガスの配当利回りは、決算期末要因で一時的に下落。  
 (出所) Bloomberg、各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

**J-REITの平均配当利回りは次第に低下・・・2005年8月末時では3.4%程度**

- 多くの投資家は、「長期金利+2ポイント」程度をJ-REITの配当利回りの目安と考えている模様
- 不動産投資のリスクを考慮すると、J-REITの配当利回りが、電力・ガス株の配当利回りを下回るとは考えにくい



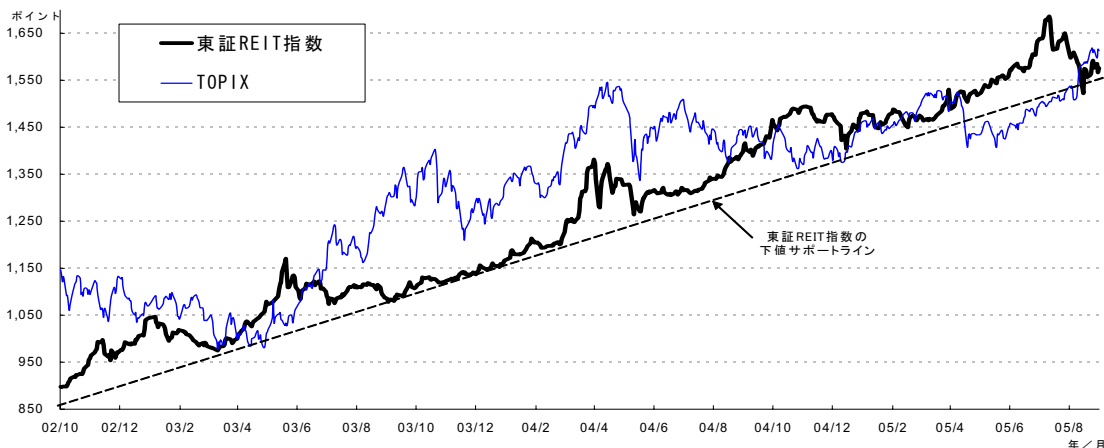
(注) 1. J-REITの配当利回りが形成される過程を、大まかなイメージとしてまとめたもの。  
 2. 物件利回りと配当利回りが混在しているなど、必ずしも厳密な定義に基づいた利回りを示しているわけではない。  
 3. 物件利回りや管理コストの比率は、平均的なJ-REITをイメージしたもので、特定の銘柄をモデルとしたものではない。  
 (出所) みずほ証券が作成

**J-REITの平均配当利回り (約3.4%) は、他の金融商品に比べると高水準だが、実物不動産の物件利回り (6%弱) を下回る**

→ J-REITの配当利回りについては、「割高」との評価と、「投資対象として魅力的」という評価が混在。



■ 図表30：東証REIT指数とTOPIXの推移



(注) 1. 2002年10月1日～2003年3月31日の東証REIT指数は、みずほ証券が算出した。  
 2. TOPIXは、2003年3月31日を1,000として指数化した値である。  
 (出所) 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

**東証REIT指数は、一時期を除いて、TOPIXとは逆相関の動き**

← REITの配当(分配金)の安定性に注目する投資家が多い  
**REITの価格(株価、投資口価格)は、上昇傾向が続く** … 現状では、投資家の需要拡大に対して、品薄感が強い  
 → 配当利回りは、3%台に低下

■ 図表31：J-REITの評価イメージ

区分	特徴	配当利回りの目安
上位銘柄	・ 上場時期が比較的古い銘柄 J-REIT市場のバイオニア的な存在 ・ スポンサー企業の信用度が高い ・ 格付け機関からも高い評価	3%台前半
中位銘柄	・ 一定期間の運用実績を有する銘柄 ・ 「実カバースの分配金」が推計可能 ① オフィスビル系 … 年間 30千円以上 ② 住宅系 … 年間 22千円～25千円 (不動産売却益を除く) ・ 比較的安定した運用状況	3.5%～3.7%
新規上場銘柄等	・ 運用実績が比較的短い ・ ファンド規模が比較的小規模 ・ スポンサー企業の信用度がやや劣る	4%前後

(注) J-REITの大まかな評価イメージを3階層にまとめたもの。  
 個別銘柄の評価とは、必ずしも合致しない。  
 (出所) みずほ証券

**J-REITの銘柄数が増加 → 投資家による選別が厳格化**

- ① J-REIT市場全体では、「長期金利+2ポイント」が評価の目安  
 … 長期金利の水準、需給関係の変動により、目安となる金利差は変動。  
 現在は、投資家のJ-REITに対する需要が大きいため、金利差が縮小している状態と考えられる
- ② 個別銘柄については、階層化が進行  
 … 配当利回りの水準を基準とした場合、概ね3区分に分化。  
 運用実績、スポンサー企業の信用度、格付などが判断要因に
- ③ 新規上場銘柄は、「配当利回り4%」が評価の目安  
 … 金利上昇リスク等を考慮した水準

■ 図表32 : J-REITの投資主の状況 — 日本ビルファンドの例

	第1期末 (01年 12月末)	第2期末 (02年 6月末)	第3期末 (02年 12月末)	第4期末 (03年 6月末)	第5期末 (2003年12月末)	第6期末 (2004年 6月末)	第7期末 (2004年12月末)	第8期末 (2005年6月末)
口数・比率								
	口数 (口)	口数 (口)	口数 (口)	口数 (口)	口数 (口)	比率 (%)	口数 (口)	比率 (%)
個人・その他	41,772	45,042	41,865	39,119	37,630	13.4	33,701	12.0
政府・地方公共団体	0	0	0	0	0	0.0	0	0.0
金融機関	98,957	95,418	109,894	144,021	148,611	52.9	154,170	54.9
銀行・信託銀行	56,865	52,327	68,038	92,982	97,869	34.9	98,245	35.0
都市銀行	8,074	1,971	615	4,019	3,688	1.3	2,379	0.8
地方銀行	26,618	28,199	43,483	66,198	68,530	24.4	68,155	24.3
信託銀行	22,173	22,157	23,940	22,765	25,651	9.1	27,711	9.9
生命保険会社	23,381	23,381	23,381	26,938	27,279	9.7	31,507	11.2
損害保険会社	12,000	12,553	12,439	14,754	12,787	4.6	13,435	4.8
その他金融	6,711	7,157	6,036	9,347	10,676	3.8	10,983	3.9
信用金庫	6,016	6,443	5,693	8,851	8,610	3.1	8,615	3.1
その他	695	714	343	496	2,066	0.7	2,368	0.8
その他国内法人	73,605	68,478	60,307	51,249	48,802	17.4	47,520	16.9
一般法人	68,873	63,745	55,219	45,989	44,028	15.7	43,451	15.5
その他法人	4,768	4,733	5,088	5,260	4,774	1.7	4,069	1.4
外国人	50,349	60,328	55,772	35,040	33,133	11.8	32,385	11.5
外国個人	8	14	19	21	15	0.0	8	0.0
外国法人	50,341	60,314	55,753	35,019	33,118	11.8	32,377	11.5
証券会社	15,907	11,303	12,822	11,244	12,508	4.5	12,917	4.6
保管振替機構名義	110	131	40	27	16	0.0	7	0.0
合計	280,700	280,700	280,700	280,700	280,700	100.0	280,700	100.0

(注) 投資口数ベースの投資主(株主)の状況を見たもの。  
(出所) 日本ビルファンド投資法人の資料により、みずほ証券が作成

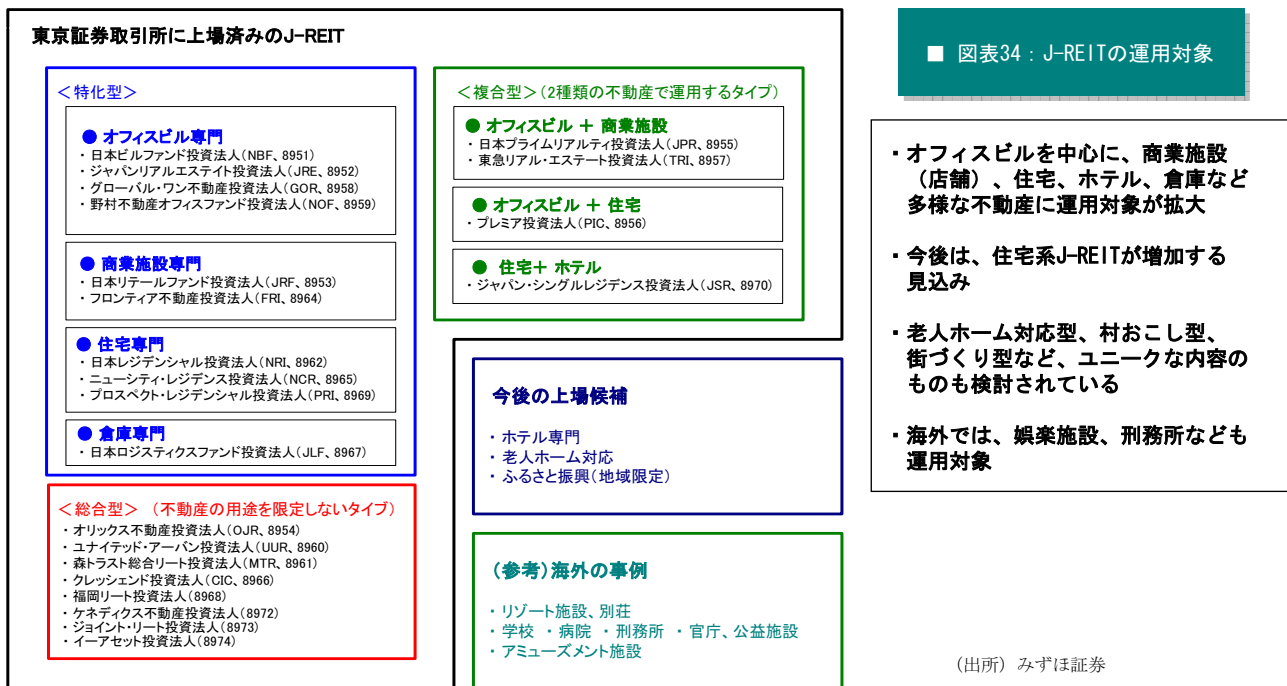
**J-REITの投資主(株主)の過半を国内金融機関が占める**  
最近では、信託銀行による投資が急増・・・年金等の運用ニーズを反映

■ 図表33 : REITを運用対象とするFOFの推移

	グローバルREIT (J-REITを含む)を 運用対象とするFOF		J-REITを運用対象に 組み込んだFOF	
	本数 (本)	残高 (百万円)	本数 (本)	残高 (百万円)
2003年末	N.A.	N.A.	6	N.A.
2004年末	N.A.	N.A.	20	N.A.
2005年4月末	N.A.	N.A.	26	270,000
2005年6月末	60	1,193,720	36	332,483
2005年7月末	62	1,383,292	38	354,698

(注) 海外のREITおよびJ-REITを運用対象とするFOFの本数、残高をまとめたもの。  
資料の制約によって空欄となっている部分がある。  
(出所) 2005年4月末までは、「不動産経済ファンドレビュー」による。  
2005年6月末以降は、みずほ証券調べ

- ・ 2003年7月に、J-REITを運用対象に組み込んだFOFが解禁  
2003年(7月～12月)に6本、2004年に14本、2005年(1月～7月)に18本が新規設定
- ・ 2005年7月末時に、FOFが運用するJ-REIT残高は約3,550億円  
・・・ J-REITの時価総額 2.5兆円の約14%を占める。  
→ J-REITを購入する個人投資家は、実質的には増加している可能性



**【アナリスト確認事項】**

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

**【留意事項】**

本資料は、みずほ証券/Mizuho International plcにより、両社およびその関連会社の顧客を対象に情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、英国金融サービス庁(Financial Services Authority)規則により規定されている個人投資家や、米国および日本の証券規制法規により配布を制限されている投資家を対象にしたものではありません。また、本資料は特定の有価証券の取引の勧誘、または特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は、みずほ証券/Mizuho International plcがすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものです。本資料には、信頼に足るものと判断した情報、データを掲載していますが、みずほ証券/Mizuho International plcはその正確性、確実性を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。本資料に記載された今後の見通しは、アナリストの見解を反映させたものであり、実際のパフォーマンスとは異なり、今後のパフォーマンスに関する保証をするものではありません。本資料に記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券、Mizuho International plcおよびその関連会社等は、本資料に記載された発行者の発行する有価証券およびその派生商品について、本資料読者の売買の相手方となり、本資料において推奨された内容と異なる売買、ポジションの保有、マーケットメイク、自己あるいは委託売買を行う場合があります。また、本送/記載の有価証券等の発行者に対して金融・顧問サービスを提供する場合があります。本資料に記載された有価証券等および同取引にはリスクが伴います。投資家は、かかるリスクや投資判断、個別の事情に応じた投資適合性について、顧問の金融、法務、会計、税務アドバイザーにご相談の上、お取り扱い下さるようお願い致します。また、みずほ証券およびMizuho International plcは、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。投資の最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願い致します。アナリスト、みずほ証券/Mizuho International plcはいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱漏または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券/Mizuho International plcに対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

英国・欧州経済地域: 本資料の英国における配布については、Mizuho International plc, (Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JA. Phone: 44-20-7236-1090, FAX: 44-20-7236-0484)が認可を受けています。Mizuho International plcは、英国金融サービス庁の規制の下にあるロンドン証券取引所会員会社です。米国: 外国社債、ソブリン債およびそれらに関連する取引については、Mizuho Securities USA Inc.がMizuho International plcの代理としてこれを行います。Mizuho Securities USA Inc.は、それら取引の成立を保証するものではなく、決済に関与するものでもありません。本資料の内容に関する問合せは、Mizuho Securities USA Inc. (Waterfront Corporate Center, 111 River Street, Hoboken, NJ07030. Phone: 1-212-612-1830) 日本: 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社(東京都千代田区大手町1-5-1大手町ファーストスクエア、電話03-5208-3210) がこれを行います。

本資料の著作権はみずほ証券/Mizuho International plcに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます