

## 【第122回 定期講演会 講演録】

日時：平成18年10月5日

場所：東海大学校友会館

# 不動産市場と不動産投資市場の最新動向

みずほ証券株式会社

チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志

## ■不動産価格の動向

本日は、不動産市場と不動産投資市場につきまして、お話をさせていただきたいと思います。

先ず、最近の不動産価格の動向について簡単に申し上げたいと存じます。去る9月19日に今年の基準地価が公表されておりますが、164頁目に、その概要を示しています。バブル経済前の1983年を100として、指数化したデータを示していますが、基準地価は毎年7月1日現在で調査されており、地価のピーク時が1990年になっています。商業地の場合、バブル経済期のピーク時には、バブル経済前の3倍ほどの水準に上昇したことになります。それが、91年以降は低下が続き、2006年は、ピーク時に比べて、商業地は1/5ぐらいの水準になったという感覚だと思います。

今年の基準地価は、3大都市圏で住宅地、商業地とも16年ぶりに上昇したことが大きな話題になりました。地価の全体動向としては、1999年ごろから地価の二極化が進んでいると当方では解釈しており、今回の基準地価も、この傾向は同じです。傾向は同じでも、現在の地価は、色々な意味で変わり目にございまして、変わり目という点では、かなり重要なメッセージを含んでいると考えています。

どういう意味での変わり目かということですが、今年の基準地価も、全国ベースでの平均値は15年連続の下落となっておりますが、計算の方法を変えますと、全国ベースではプラスに転じるという見方もあるようです。最近では地価の二極化が進行し、大都市圏ほど地価の上昇が著しい。敢えて言えば、人口密度の高いところは地価が上がっているという傾向が見られます。このような人口密度の高いところは、元々土地自体の価格水準も高く、この価格水準に注目して、地価の伸び率を土地の資産額

に応じて加重平均で計算すると、全国ベースの地価は既に上昇に転じているという見方もあります。

166頁は国民経済計算で示されている土地資産額の地域別内訳をまとめたものです。地方圏の場合、土地の単価が低いわけですから土地資産額も小さい、それから大都市圏であれば土地資産額が大きいということになるわけですが、大都市圏ほど地価上昇が著しいので、この土地資産額を基に地価の伸び率を加重平均するとプラスになるという解釈も最近では出てきています。

別の資料では、8月1日現在で公表されている路線価についてまとめています。今年の路線価は14年ぶりに上昇という結果になりましたが、路線価は公示地価を元にして算定されていますので、本来ならば、公示地価と路線価は似た内容になるはずですが、ところが、公示地価は15年連続の下落、一方で路線価は14年振りの上昇という結果になったわけです。これも平均変動率の計算方法の違いが大きな原因のようです。

公示地価の場合、個別の変動率の単純平均で全体の平均率を出します。一方の路線価では、それぞれの調査ポイントの地価水準を累計して、それを元に平均変動率を出します。つまり、路線価は、土地資産額に基づく加重平均で平均変動率を出している形になります。ですから、今年の基準地価も、一般に公表されている計算方法ではなく、土地資産額に応じた加重平均で平均変動率を計算すればプラスになる、という見方もあるようです。

基準地価の調査ポイントは2万5,000地点以上ございますので、計算をするのも難しいのですが、エリア毎の土地資産額総額を基に概算すると、プラスになると判断しております。現在、金融政策が転換の時期にございまして、金利等の設定については、デフレを脱却したかが大きな判断材料になっているようです。現状では、金利の追加値上げの可能性は小さくなっていますが、今後

の金融政策を検討する上でも、デフレ脱却の判断は重要なポイントになります。その中で、土地資産額や地価に関する資産デフレの脱却も、かなり大きな判断材料になってくると思います。

そうなりますと、現在の基準地価、公示地価は、計算の仕方によっては全国平均でプラス、又別の計算方法によってはマイナスと、大きな意味での変わり目にございますから、この解釈次第で、金利の設定など金融政策にも大きな影響を及ぼす可能性は充分にあると考えています。もう一つの注目点は、首相が交代し、小泉さんから安部さんにバトンタッチされるわけですが、地価の二極化が進んでいる背景には不動産関連の規制緩和が相当大きく影響していると考えられることです。小泉さんは都市再生を政策面で重要課題に位置付け、都市再生を支援するために色々と規制緩和を進められたわけですが、この規制緩和の進展も不動産価格の二極化を促進する一因になったと考えられます。

私は、不動産関連の規制緩和は1997年2月に始まったと考えております。1997年2月の閣議決定で、土地政策の基本方針である「新総合土地政策推進要綱」が変更されました。それまでは「地価の抑制」が土地政策の一番大きな課題になっていたわけですが、これ以降は「土地の有効活用」が重要な政策になってきたわけです。その後様々な規制緩和が進むようになったのですが、規制緩和は、ある面で言うならば、強いところをどんどん伸ばすという政策です。その結果、地価についても二極化が進行する原因の一つになったのではないかと考えております。現在は地方経済について、ある程度配慮しなければいけないという意見が強まっており、恐らく小泉さんから安部さんにバトンタッチされても、規制緩和の基本路線は変わらないと思いますが、地方経済に対する配慮も求められていると思います。地価動向は、地方経済の振興策を考える上では重要な検討材料になってくると考えられます。

このように、地価は既に不動産分野だけの指標ではなくなっており、それぞれの地域の活力・地力を映し出す鏡のような役割をしているのだと思います。人口密度の高いところほど地価が上昇していると申し上げましたが、それぞれのエリアの様々な面での総合力を地価が反映しているのではないかと考えております。この考えが正しければ、地方都市で地価を上昇させるには人口を増やさなければいけませんし、産業の振興策を考えなければいけません。そういった面で地価は、単に不動産分野の指標だけではなく、経済の総合力を示す指標であり、様々な地方経済等の振興策を考える上でも非常に重要な判断

材料を提供するものと考えられます。

今後の地価動向を考えてみますと、少なくとも大都市圏或いは東京都心部等では不動産の市況は良好で、又当面の間は崩れる心配は無いように感じられます。167頁目は四半期毎の地価動向をまとめたものです。98年から2000年頃までの動向をご覧いただくと、季節毎に一定のパターンが見られます。年前半に地価下落幅が縮小し、年後半にはその反動で下落幅が拡大するというパターンです。ところが、2003年以降はこのような季節的なパターンが見られなくなり、年後半になっても下落幅が拡大せず、縮小傾向が続く形に変わっています。これを見ると、恐らく2003年ごろから地価の本格的な底打ちが始まったと言えると思います。

168頁目に少々変わったグラフをお示ししています。このグラフは、横軸に東京駅からの距離を、縦軸に地価の変動率を設定しています。95年、98年、そして2003年以降のデータを図示しています。先ず1995年のデータの折れ線をご覧いただきますと、急激な右上がりになっています。即ち1995年は東京都心部ほど地価下落が著しい状況が見られます。1995年はバブル崩壊の時期、バブル経済の清算の時期です。バブル経済期は、東京都心部で先ず地価が上昇して、それが数年のタイムラグを経て日本全国に波及しました。即ち東京都心部が一番地価の上昇が著しかった。従って、バブルの清算の時期、上がり過ぎた地価の修正の時期には東京都心部ほど地価の下落が著しい傾向が見られたわけです。

次に1998年の折れ線グラフは、東京駅からの距離に関係なく、線が横一直線に伸びています。東京駅からの距離に関係なく大体どこでも地価変動幅が一緒という状況だったわけです。私共はこれを基に、東京圏に関しては1998年の段階で「バブルの清算は終了した」と解釈しております。バブルの清算が終了したということは、東京都心部に立地することがコスト面ではそれ程割高ではなくなることを示しています。都心部に立地することがコスト面で特に割高ではなくなると、今度は都心部の利便性が積極的に評価されるようになりました。これ以降は、東京の都心部、即ち利便性の高いところに様々な都市機能が集まってくるようになったわけです。オフィスの立地場所もそうですし、住宅の立地場所もそうです。最近居住場所を選ばれる方は、先ず利便性を重視して選ばれる方が多いようです。この結果、1998年にバブルの清算が終了した以降は、様々な都市機能が東京都心部に一極集中する傾向が強くなってきました。ですから1998年以降のグラフは右下がりになり、1995年の右上がりとは全く逆の形になっています。

さらに、2003年、2005年、2006年の各グラフをご覧いただきますと、線の傾きはあまり変わっていませんが、線が全般的に上の方向にシフトしています。先ほども少し申し上げましたとおり、2003年以降は、東京圏のほぼ全域で地価の下落幅が縮む傾向が顕著になってきたと言えます。そこで先ほど申し上げた通り、地価の本格的な底打ちが2003年以降に進んだと言えると思います。

## ■オフィスビル市場の現況

ところで、公示地価や基準地価のデータは、必ずしも不動産取引の状況をリアルタイムに示す指標ではございません。実態よりもかなり遅れて、その傾向がデータに反映されていると思います。私共の感覚では、公示地価や基準地価は実際の取引から1年半遅れで、その傾向が出てくると考えています。公示地価や基準地価において、東京都心部等で地価の上昇傾向が見られるならば、実際の土地取引では、とっくの昔に東京都心部では不動産価格が上昇していると言えます。

最近では不動産価格の上昇が、不動産事業者の景気に対する見方等にも随分影響しています。170頁は、土地総合研究所が定期的にまとめている、不動産業の業況指数の推移を示しています。グラフが2つに別れていますが、上の方が現在の経営環境に関する指数です。このグラフでは、2003年頃をボトムとして、景況感は全般的に右上がり傾向が続いていると言えます。不動産事業者の景況感が、かなり早いテンポで回復していることを示しています。昨年後半あたりから主要3業種、すなわち、住宅・宅地分譲業、ビル賃貸業、住宅地流通業の3業種の景況感は、揃ってプラスに転じています。そして今年の春には、この3業種が全て2桁のプラスという状況になっています。この調査が始まって以来、3業種の景況感が全てがプラスになったのは昨年が始めてですし、2桁のプラスになったのは今年が始めてであろうかと思えます。

このような面で、不動産事業者は景況の回復感が強いと言えます。これは不動産事業を長くやっている方にお伺いすると時々返ってくる答えですが、最近の景況感の回復はバブル経済期を上回ると表現される方がいらっしゃいます。これは客観的データだけを見ると少し不思議な答えだと思います。確かに地価は底を打っていますが、バブル経済期のピークに比べると地価水準は概ね1/5程度だろうと思います。オフィスビル等の市場も好調で

すが、賃料が著しく上昇するという状況までには至っていません。ですから、客観的なデータだけを見れば、現在の景況感がバブル経済期よりも良いという感想は、本来は出てこないはずですが、しかし、事業者の方々の感覚としては、現在の景況感の回復はバブル経済期を上回るとお考えの方が随分といらっしゃるようです。この理由は幾つか考えられます。一番大きな理由は、不動産の全ての分野・業態において好調が続いていることが影響していると思います。バブル経済期は、オフィスビル業界は好調でしたが、住宅業界は必ずしも好調ではなかったようです。ところが現在は、オフィスビル、住宅の何れの市場も好調です。このような経験はこれまでありませんでしたので、この市場動向を反映して、不動産事業者の中には、現在の景況感の回復はバブル経済期を上回ると仰られる方が少なからずいらっしゃるということだと思います。

ただ、最近ではあまりの好調振りに先行きに対する不安も多少は出てきたようです。170頁目の下のグラフに示されているように、3ヶ月後の経営の見通しについては、最近ではプラスの幅が縮む傾向が見られます。今は大変に状況が良いが、果たしてこれは本物なのだろうかとか、或いは、こんなに景気が良くて大丈夫だろうかという疑問も一部には出てきていると思います。このような疑問は、特に住宅関係の事業者が多いようです。と申しますのは、住宅分野は色々な不安要因がこれから先、増える見込みです。

例えば分譲マンションについては、今は低金利や住宅減税が住宅市場を下支えしているという考え方があります。今後金利が上がったらどうなるのか。住宅ローン控除制度は段階的に縮小される予定ですが、住宅減税の恩恵が無くなったらどうなるのか。このような不安は随分と多いようです。最近ではREIT等の数が増えたこともあり、高級賃貸マンションの供給量も随分と増えてきています。特に今年の暮れには、六本木の防衛庁跡地再開発などで高級賃貸マンションが大量供給されるため、供給過剰にならないだろうかと心配される方も多いわけです。このような先行きに対する不安が、特に住宅関連では多いようです。それがこの3ヶ月後の見通しにも多少影響しているわけですが、私は、マンション等の売れ行きが急激に落ち込む可能性は低いと考えておりますし、高級賃貸住宅のストックも、当面は供給過剰にはならないと考えております。

173頁目は、オフィスビル空室率のデータです。私は、オフィスビル空室率をもとに市況を判断する際に、目安になる水準が2つあると考えております。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%を越えると、市況はかなり荒れていると解釈することができます。大家とテナントの力関係では、テナントの力が強くなって、オフィスビルの賃料水準は低下傾向が強くなってきます。その目安が5%という水準だと思います。一方、空室率が3%を下回ると、今度は大家の力が強くなって、オフィスビルの賃料水準は上昇傾向が強まってきます。空室率が3%から5%の範囲内が、貸し手と借り手の力関係がほぼ釣り合っている状態で、オフィスビル賃料は横這い傾向が強くなります。

空室率の動向のうち、一番傾向が明確なものが東京23区のAクラスビルのデータです。東京23区のAクラスビルの空室率の推移をご覧くださいと、一番高かった時期が2003年の6月末で、8.8%という水準でした。これはAクラスビルの空室率としては過去最悪の水準でした。それが随分と低下し、2006年6月末時では0.6%になっています。8.8%のものが0.6%に下がった。即ち8.8%とは、先ほど申し上げました5%の目安を大幅に上回っていますので、2003年の段階ではオフィスビル市場は事業者にとって厳しい状態にあったと言えます。最近ではそれが0.6%と、先ほど申し上げた3%の目安を大幅に下回っていますので、事業者にとって随分と経営環境が良くなったと言えます。

2003年については、今さら申し上げるまでもありませんが、いわゆる「2003年問題」、すなわち、東京都心部におけるオフィスビルの大量供給の問題がありました。ところが、大量供給のピークが過ぎますと、大量供給の良い面がオフィスビル市場の改善に役立ってきたようです。大量供給の良い面とは、優秀な商品が供給されることによって取引が活発化したということです。これはオフィスビルだけではなく、どんなマーケットについても言えることだろうと思います。

どんなに潜在需要が強くても商品がなければ、取引は活性化しません。ですが、マクロ経済の専門家は、単純に需要量と供給量だけを比べて、これは供給過剰だとか供給不足だといった議論をしがちです。私も昔マクロ経済を担当していましたので、良くそういった議論をしたのですが、不動産分野では単純な分量の比較はあまり意味はなく、むしろ供給の中身がユーザーのニーズに合っているかどうか、そちらの方がより重要だろうと思います。供給される商品が優秀であるならば、それは需要の受け皿となって潜在需要を顕在化させ、そして顕在化した需要が新しい需要を生み出す基盤になります。供給と需要がうまく絡み合うことにより、更に又需要が創出される、そういう良い循環が出てくるわけです。このよう

な点で、「2003年問題」は、単純に量だけを比較すれば良いものではない、供給の質を見直すという意味で非常に重要な意味を持っていると考えております。

何れにしても、2003年の大量供給が功を奏し、オフィスビル空室率は低下してきたわけですが、一番新しいデータで0.6%という水準ですから、先ほど申し上げました3%の目安を大幅に下回っており、オフィスビル賃料が上昇する環境になったと申し上げて良いと思います。事実最近ではオフィスビル賃料は随分と上昇している例が多いようです。

176頁目は賃料の改定状況について示したものです。オフィスビルの賃料は、テナントが新しく入居する際の新規設定賃料と、現在入っているテナントが契約更新の際に交渉で決められる継続賃料の2つに分けることができます。継続賃料は、なかなか上がり難い、下がり難いというのが通常です。これにはあまり合理的な根拠はないのですが、戦後間もなくの地代家賃統制令の名残という方もいらっしゃいます。お手元の資料をご覧くださいと、2005年の段階で東京23区と横浜に関しては、継続賃料の平均改定率がプラスに転じています。これは大変に珍しいことであろうかと思えます。ただし、現在のところ、継続賃料が上昇しているのは東京23区と横浜だけで、それ以外の都市、例えば大阪や名古屋でもまだ賃料の低下は続いています。東京圏に限った現象ですが、継続賃料が上昇に転じた状況は、過去にもこのような例はあまり無かったと考えています。

最近ではこのような賃料改定の状況を反映して、ある程度築年数が経過したビルでも強気の賃料が設定される例が増えてきました。最近でも、港区の大型ビルなどでは、テナントが入替わる際に、既存賃料から2割以上上昇した水準で募集されている例が幾つかございます。このような面では随分とビルオーナーが強気になっている気がします。ただし、全体としては、このような賃料改定の面で値上がりを実現できた例は、まだ少数だと考えております。ただし今後は、東京圏については、オフィスビル賃料はかなり強気の設定が見られ、空室率も低下が続く可能性が高いと考えております。

175頁は、東京の主要ビジネス街のオフィス空室率の推移です。全体としては空室率が低下しているところが多いと言えますが、2006年6月の段階で、空室率が2桁という場所は大森と臨海副都心の2つのエリアしかない状況です。幾つかのエリアでは、これまで空室率が高止まりしていた例もあったのですが、今年になってからかなり急激な低下が見られます。

その代表例が東品川です。東品川は2004年9月末の

段階で、エリア全体の空室率が20.7%と、非常に高い水準でした。2004年8月に、日本たばこ産業の工場跡地の再開発である「品川シーサイドフォレスト」のオフィスビルがオープンしましたが、かなり長い間テナントがない状態が続きました。それが原因で、東品川は空室率が高い状態が続いていたわけですが、昨年の春頃から入居が進み、現況では5.6%と、まだ多少高めですけれども、以前に比べると、随分と低い水準に低下したと言えます。最近このエリアに楽天が移転する予定であることが話題になっています。現在、東京都心部には殆ど大型ビルの空きがない状況ですので、楽天のように業容が拡大している企業が広い床面積を確保しようとすると、東品川以外にはなかなか候補の場所が無いといった状況も影響しているようです。

今年は錦糸町駅前でも再開発が完成し、その影響で2006年3月には錦糸町エリアの空室率が8.5%にまで上昇したのですが、新しくできたオフィスビル棟の半分をAIGが購入し、その他の部分もテナントの入居が進み、この錦糸町の再開発「オリナス」は殆ど空室が無い状態になっています。6月末の段階では錦糸町エリア全体の空室率も3.9%という水準で、かなり空室率は改善されたと言えます。現在、ある程度空室率の高い大森エリアは、元々は日立製作所の関連会社が多かった場所ですが、日立製作所がグループの再編を進めているため、このエリアから退出する企業が多いようです。ただし、このエリアも、大型のグレードの高いビルに関してはほぼ満室状態です。お手元のデータでは、大森エリアは10%を越える空室率となっていますが、ある程度競争力のあるビルに関しては、それ程空室は目立たない状況であろうかと思えます。

臨海副都心は業務エリアとしての整備が遅れていることが原因だと考えております。即ちエリアの問題と言うよりも、事業主体に関する問題の方がより大きいと思います。ですから事業主体の経営状況等が安定して、又開発についてもある程度環境整備が進むようであれば、それ程大きな問題点は無いと考えています。

## ■オフィスビル市場の中期展望

今後、オフィスビル供給量が増えるエリアも幾つかございまして、例えば大崎・五反田エリアでは、今年から来年にかけて、かなり大量のオフィスビル供給が予定されていますが、元々オフィスビルのストックが不足しているエリアですので、ある程度空室率が上昇する可能性

はありますが、極端に高い水準にはならないと予想しています。

このように考えますと、エリアによって多少差があるのですけれども、全体として見れば東京の空室率は低下傾向が続くと予想しています。ただし、低下傾向が続くと言いましても、今の段階でも随分と低い水準に下がってきています。そうなりますと果たしてどこまで低下が続くのが問題になります。そこで183頁目ですが、非常に荒い区分けですけれども、幾つかのエリアに分けてオフィスビルマーケットの見通しを示しています。全体としては、今後のオフィスビルマーケットは堅調であると考えています。お手元の資料は、シナリオAシナリオBシナリオCと3つに分けてございます。シナリオAが楽観型、それからシナリオCが悲観型、そしてシナリオBが中間型です。この予想は、今年の3月に原型を作成したのですが、それ以降空室率の低下が当方の予想を上回るテンポで進んだため、3ヶ月後に1回見直しをしました。最近の空室率の改善の状況は、私共の想定を上回るテンポで進んでいますが、シナリオCのように市況が低迷する可能性もまだ完全には捨てきれないと考えております。シナリオCは、悲観型ではあるのですが、需要が減速するという意味での悲観型ではありません。空室が無いために取引が低迷するといった意味での悲観型です。いずれのシナリオも、それ程ひどく市況が悪化するとは考えていません。

ただし、今のように東京23区のAクラスビルの空室率が0.6%という数字になってしまいますと、これ以上良くなりようがなくなってしまいます。空室が無くなるというのは、オフィスビル業界にとって必ずしも良い状態ではないと思います。大口のテナント需要に応えることができなくなりますから、市況が低迷します。これより良くなる可能性が無いということは市場の停滞に繋がる可能性が高いということです。先ほど「2003年問題」の影響について、大量供給の良い面が出てきたと申し上げました。大量供給の良い面とは、良い商品が供給されることによって市況が活性化したということです。今はその逆の状態になってきているわけです。商品が無いために取引が無くなって、それが市況の低迷に繋がる可能性も出てきたわけです。今のように空室率が低いと、これから先、潜在需要が更に潜在化してしまう。そういった面でも、需要の受け皿が無いということが市況に取ってマイナスとなる可能性を否定できないわけです。

逆にシナリオAは楽観型ですが、現在水面下でオフィスビルの再開発或いは建て替え等の計画が随分起こっています。これもおいおいと顕在化していくのだろうと思

いますけれども、この建て替えや再開発等の具体化がある程度順調に進み、新しい需要の受け皿ができることが、シナリオAの楽観型的前提になっております。即ち、現在のビル不足という状況にビル供給の面である程度対応できたという段階が、シナリオAです。ですから現況のままでは、メインシナリオは、シナリオBの中間型です。現在のオフィスビル市場は好調の部分だけが目立つのですが、実は大きな曲がり角を迎えており、このまま潜在需要が潜在化したままで埋もれてしまうのか、或いはこの潜在需要を旨く活かして、それを更なる市場の好況に結びつけることができるのか、そういった面で非常に大きな変わり目にきていていると考えております。

## ■J-REIT市場の動向

何れにしても、急激に市況が悪化する可能性は低いわけですが、この状況を背景として、最近では不動産投資等も随分と活発化していると思います。184頁目は、J-REITの設立状況等を示しています。J-REITは2001年9月10日に取引がスタートし、丸5年経ったのですが、昨年夏から1年間に上場銘柄数が倍増しました。そういった面では市場も随分拡大してきているわけですが、運用対象不動産の用途も随分と広がりが出てきたと考えております。184頁目の図表22は各REITが運用している不動産の用途を基に区分したものです。全体としてはオフィスビルを運用対象とするJ-REITが一番多いわけですが、運用対象全体に占めるオフィスビルの比率は徐々に低下しています。2005年では、J-REITの運用対象の大体7割をオフィスビルが占めていましたが、最近では住宅系のJ-REITが増え、オフィスビルの構成比は現在6割弱です。ただし全体としては、まだオフィスビルへの投資がJ-REITの運用では中心になっていると言えそうです。

これまで日本の不動産分野では、あまり投資対象として認識されていなかった不動産に対してもJ-REIT等の運用対象になる例が出ています。昨年は、倉庫・物流施設専門のJ-REITが上場しましたし、今年はホテル専門のJ-REITも2銘柄上場しています。それから、介護付きの老人ホームを運用対象にしているものもございます。このような面では随分と運用対象不動産の幅が広がってきたという気がします。

これから先、病院専門J-REITが来年か再来年には登場する見込みですし、ゴルフ場のJ-REITもできそうです。それから昨年来、投資の対象エリアを絞ったJ-

-REIT、地域限定J-REITと言いますか、ご当地ファンドも出てまいりました。この動きに触発されたのか、街起こしの一つの方法としてJ-REITを使うことができないか、或いはタウンマネジメントの手法として、街のオペレーション費用を捻出する方法としてJ-REITや不動産ファンドを使うことができないかといった検討を進める動きも出てまいりました。

実現までには少し時間がかかりそうですが、このようにJ-REIT或いは不動産ファンドを起点として、色々な応用が出てきたわけです。不動産は日本全国何処にでもあるわけですから、新しい手法が編み出されれば、色んなところに適用が可能なわけです。そういった面では、このような不動産投資の制度は、色々発展の可能性があると云えるのではないかと思います。

184頁目の図表23はJ-REITがこれまでに購入した不動産の累計額を示しています。今年8月末の段階で、不動産取引額の残高が、5兆円を少し超えたところです。先ほどの国民経済計算によりますと、日本の不動産の総額は大体1300兆円ということですので、1300兆円の中の5兆円ですから、まだまだ僅かな量です。ただし、J-REIT等の不動産投資の対象は、東京都心部に極端に偏ってる状況です。J-REITの運用対象の約30%が東京の都心3区、即ち千代田区・港区・中央区に集中しており、東京23区に全REITの運用対象の約6割が集中しています。こういった点から、5兆円という金額自体はまだ日本の不動産総額に占める比率はそれ程高くないわけですが、東京圏に関してはかなり大きな影響度を持っていると言えらると思います。これまで不動産投資市場については、実物の不動産マーケットとは違った形で動いている印象をお持ちの方もいらっしゃると思うのですが、こと東京圏に関して言うならば、不動産投資市場の動向が実物不動産のマーケットにかなり大きく影響する状況になってきていると思います。

## ■不動産の収益性

不動産価格の上昇は、不動産投資にとって良い面と悪い面と両面があると思います。良い面は、各不動産ファンドが保有している不動産の資産価値が上昇して、含み益が出るということだと思いますが、その一方で新しく不動産を取得して運用を始める場合には、取得コストが増大してなかなか投資利回りを確保することができないといった問題が出てくると思います。不動産に投資をしたらどれぐらいの利回りを確保することができるのかを

185頁目に示しています。

表の1番上の欄が丸の内・大手町エリアのグレードの高いオフィスビルに投資をした場合の利回りを見たものです。2000年頃は概ね6%程度の利回りを確保することができたわけですが、最近では不動産価格が上がって、利回りも随分と低下しております。2006年4月の段階では期待利回りが4.0%となっています。期待利回りというのは、不動産に投資をする際に、その投資判断の目安になる利回りです。不動産に対して、どれぐらいの利回りを期待できるかということは別に、不動産価格が上昇しているため、この期待利回りどおりの水準を確保することは実際には難しいようです。

上から4番目に取引利回りという欄がございますが、こちらが実際の不動産の取引価格に基づいた利回りです。2006年4月の段階では3.8%という水準になっています。ですから、4%の利回りを期待しても実際には3.8%ということで、期待利回りと取引利回りの間には若干のギャップがあるわけです。表の下方に東京都内、地方都市、それぞれのデータをまとめていますが、期待利回りと取引利回りとの間には概ね0.5ポイントから1ポイントほどの差があるようです。地方都市でも全般的に期待利回りの水準は低下しており、不動産価格の上昇が地方都市でも利回りの低下に繋がっていることが伺われると思います。

186頁も不動産投資の利回りについて示したのですが、185頁がオフィスビルに関しての利回り、186頁はオフィスビル以外についての利回りです。ワンルームマンション、ファミリー向けマンション、外国人向け賃貸住宅、都心のブランドショップ、郊外型ショッピングセンター、それから倉庫、ビジネスホテルと、何れも同じエリアのオフィスビルに比べて、期待利回りは若干高めになっていることが多いようです。これは投資家がオフィスビル以外のものは、オフィスビルより投資リスクが高いと考えており、その考えを反映したものだと思います。例えば住宅への投資もオフィスビルに比べますと投資リスクは高いとお考えの方が多いようです。住宅を運用対象にしているJ-REITや不動産ファンドは、住宅の方がオフィスビルよりも投資リスクは低いと説明しています。

例えば住宅の場合はユーザー層が非常に厚い。オフィスビルの場合は基本的に会社がユーザーになりますが、住宅は個人がユーザーなので、ユーザー層が厚い。それからこれまでの賃料動向を見ると、オフィスビルの賃料はバブル崩壊期に随分下がったが、住宅はそれ程賃料の変動がない。だからユーザー層が分厚い、賃料の変動の

可能性が低いという点で、住宅の方が安定した運用が期待できると主張される場合が多いようです。しかし、投資家は必ずしもそうは見ておらず、先ず運用の安定度については、オフィスビルの賃貸借契約は法人が中心で、契約形態も基本的な賃貸借契約期間は2年間が多いと思いますが、居状況は安定している場合が多い。住宅の場合は個人が基本的なユーザーですから、入居者の入れ替わりが非常に激しい、そういった面では住宅の方が安定した稼働を確保することが難しいと考える方が多いようです。

住宅の方が賃料の振れが少ないと言っても、それは住宅の賃料水準が元々オフィスビルよりも低いことが要因で、ベースの水準の差を考えると、住宅の家賃の方がオフィスビルよりも安定しているとは必ずしも言えないのではないかと。又現在のように不動産市況が回復傾向にある時には、オフィスビルは家賃を上げることが比較的容易ですけれども、住宅の家賃は簡単には上がらないため、多くの投資家は住宅の方がオフィスビルよりも投資リスクが高いと考えているようです。

郊外型ショッピングセンターの賃貸借契約は20年間の長期契約が多いため、契約面では安定していますが、何分にも郊外型ショッピングセンターは有力な事業者が少ないという問題点があります。テナントの代替性の点で問題が多い。それから大型ショッピングセンターが空いてしまった場合には、他の用途に転用することも難しいであろう。即ち施設の転用の硬直性、それから有力な事業者が少ないという、テナントの層の薄さ、こういった点で郊外型ショッピングセンターもオフィスビルよりは投資リスクが高いと考える投資家が多いようです。その他の施設についても、色々な理由がありますが、投資家はオフィスビルへの投資を不動産投資の基本形と考えている投資家が多いようです。

お手元の資料では住宅や郊外型ショッピングセンターはオフィスビルに比べ期待利回りが高くなっていますが、実際のJ-REIT等の決算を見ると、実際の個別物件の収益性はむしろオフィスビルよりも劣る場合が多いようです。そういった面で投資家の住宅やショッピングセンターに対する期待利回りは高いものの、現実の利回りは低いといった部分も、それぞれのファンドの評価に大きく影響していると考えております。

オフィスビル運用に関しては、東京都心部のグレードの高いビルでは4%から5%ぐらいが一応の目安になっていると考えられますが、実際には不動産価格が随分上がっていますので、最近では3%台の利回りの取引が随分増えてきています。今年の4月に、ある外資系の不動

産会社が買い手となった取引では2.2%という取引がありましたので、最近では2%台の取引も散見されると言えます。ただし、J-REITの場合には、個別の不動産取引の内容が全て開示されており、割高な取引をすると投資家からの評価が下がりますので、ある程度の利回りは確保している場合が多いようです。

187頁目はちょっと古い資料ですが、2004年7月以降にJ-REITが購入した不動産について、その物件利回りをまとめたものです。私共は通常、NOI利回りを基に投資利回りを判断しています。オフィスビル賃料などから公租公課と管理コストを差し引いたものをネット・オペレーティング・インカム、NOI、あるいは純収益と言います。このNOIを分子に置き、分母を不動産の取引価格として計算したものをNOI利回りと呼んでいます。

図表の26をご覧くださいますと、J-REITが取得している物件には、概ね4%から5%位の利回りを確保している例が多いようです。ただし、3%台の利回りという事例も見られます。これは高値取引ではないかと疑われるところもあるのですが、3%台の物件には一定のパターンがあるようです。即ち銀座の物件か或いは千代田区内の大型ビルの場合には3%台の利回りの事例もありますが、それ以外のJ-REITの取引では4%以上の利回りを確保している場合が多いと言えそうです。

銀座と大手町とでは事情が違っています。先ず銀座ですけれども、こちらは不動産価格の評価額は非常に高いところですが、銀座に建っておりますビルは、概ね中小ビルが主体です。ですから不動産の評価額が高い割には建物の収益性が低いといった特性があると思います。公示地価や基準地価の評価では、現在どのような建物が建っているかという点はあまり問題にしておりません。現在の建物とは関係無しに、先ず更地の状態を想定して、その土地を最も有効に活用したならば、どれぐらいの収益を得ることができるかという前提で不動産価格を判定しているわけです。開発可能性と言いますか、或いは収益のポテンシャルと言いますか、それが不動産価格の評価にある程度織り込まれていると思います。それに対して銀座は中小ビルが主体のエリアですから、建物自身の収益性はかなり低い場合が多いわけです。銀座の賃料水準は恐らく東京では最高クラスと思いますが、建物の床面積が小さく、容積率も使い残しが多いので結果的に収益が低くなる。そして銀座で不動産を購入する方もある程度収益性が低い、利回りが低いということは承知した形で投資している場合が多いのではないかと思います。

もう一つの利回りが低いパターンは、千代田区内の大型ビルです。例えば「北の丸スクエア」というビル、こ

ちらの利回りは3.8%ですが、これは、あおぞら銀行の本店跡地の再開発ビルです。それから内幸町の「大和生命本社ビル」。こちらの利回りは3.5%ですが、千代田区内でこれだけの大型ビルは、なかなか売り物として出てきませんので、希少性が利回りが低い原因の一つになっていると思います。ただ、収益還元で不動産の価格が決まっていると言われているわけですが、収益還元法を基本に考えた場合には、やはり物件利回りとしては4%ぐらいは欲しいというのが、私共の立場からすると偽らざるところです。

ただし、これらの中には事後にバリューアップが可能な物件もあります。賃料を上げることができるとか、少しリニューアルしてテナントを入れ替えれば収益性が上がる見込みがある場合には、現在の利回りが多少低くても、不動産投資の対象になる場合が多いと言えます。例えば、東急リアルエステート投資法人が2004年に取得した「りそな・マルハビル」という例が大手町にございます。このビルは、取得の段階での想定利回りは3.3%という水準でした。非常に低い利回りだったわけですが、東急リアルエステート投資法人がリニューアル工事を行い、新たにテナントを誘致した結果、現在の利回りは4.8%に上がっております。このように取得段階の利回りは3%台で、高値取引だと思われる場合もあるわけですが、事後にバリューアップが見込める物件ならば、不動産投資の対象として十分な収益性を有している場合もあると思います。ただし、このような有望な物件は数が限られております。そういう点とともに、最近東京の都心部等で2%台の取引も出始めたということを考えますと、不動産価格の上昇もそろそろ限界なのかなと、当方では考えておるわけです。

先ほどNOI利回りないしは期待利回り、通常キャップレートと呼んでいますが、この状況についてお話を申し上げたわけですが、不動産投資の原則論から言いますと、キャップレートは「リスクフリーレート+リスクプレミアム」で決まるのが通常です。リスクが全く無い状態の金利に、不動産投資に固有のリスクを上乗せしたものが不動産投資に期待される利回りの基本形になるわけです。

185頁目に、10年国債の利回りに対するリスクプレミアムを示していますが、2006年4月の段階で2.4%ポイントになっております。これに10年国債の利回り、足下で1.6%ぐらいですが、これを加えると不動産に対する期待利回りは、4%ぐらいになるというわけです。今後の金利動向を考えると、現在は、金利が直ぐに上昇するという観測はかなり遠のいていますが、今年の3月に長

期金利が上がった時期もありましたので、場合によっては今後長期金利が2%以上に上昇する事態も想定しておく必要があると思います。そして、ご覧いただいるリスクプレミアムは、東京・大手町のAクラスビルに対するリスクプレミアムでも2.4%ですから、リスクフリーレートが2%を超える可能性がある中で、現在の不動産取引で2%台の事例が出てきていることは、説明が非常に難しいと言えます。常識的には、物件利回りが2%台という不動産取引はかなり割高ではないかと考えられるわけですが。

先ほどお話し申し上げましたとおり、事後にバリュエーションが可能な物件ならば、足下の利回りが少し低くても投資対象になる可能性はあるわけですが、そのような希少性の高い物件はそれ程多くないと思います。この点を考慮すると、恐らく現在の不動産価格はもうかなり上限に近づいた、そういう解釈が成り立つのではないかと考えられます。

最近の不動産価格は上昇傾向が続いていますので、不動産関係者の中からは強気の発言が増えています。不動産価格は今後もどんどん上昇し、物件利回りも3%を下回る状態になるであろうと発言される方もいらっしゃるわけですが、取引利回りが2%台になると、先ほど申し上げたとおり、合理的な根拠に基づいた説明が困難になります。先ほど申し上げたとおり、オフィスビルの賃貸事業については当面の間市況が大きく崩れる可能性は低いと考えられるため、不動産価格が下落する可能性は低いと思います。下落する可能性は低いのですけれども、例えば今年の公示地価や基準地価に示されたように、地価が年率で30%以上も上昇する場所がどんどん出るといった状態にはならないと思います。不動産価格の伸び率については、恐らく今年がピークで、来年以降は、上昇幅の縮小傾向が出てくると考えております。全体的に不動産価格の上昇の度合いが縮まっていくと考えているわけですが。

最近では非常に強気の発言をする不動産関係者が多くと申し上げましたが、不動産ファンドを運用している、アセットマネジメント会社の経営者には、これまでは地価動向について強気の見通しを立てていた方が、今年の基準地価に関して、もうそろそろ限界ではないかとの見解を述べられる方もおられるようです。その辺を考えると、やはり今の地価水準は、不動産投資という観点から考えると、加熱し過ぎのところがあると思われれます。そうなりますと、下落はしませんが、伸び率は今後縮んでくると考えるのが妥当だと思います。そして、そのような考えが、不動産ファンドを運用している方の

中にもかなり強くなってきたと言えるようです。

## ■不動産投資商品の特徴と課題

このような形で不動産投資も、今大きな変わり目と云いますか、転換期を迎えていると言えます。この中で、不動産投資商品も色々な変わり目にございます。J-REITを例に取りますと、2001年9月10日に取引がスタートしまして、今年がちょうど5年経ったところですが。5年と言いますのは、色々な制度の変革の節目ということになります。どんな制度も5年経ったならば、その内容を見直すというのが一応の基本形で、J-REITについても、関係している各団体や所轄官庁、例えば金融庁や国土交通省などで、J-REIT制度について、変革の道を探っているようです。7月下旬には東京証券取引所からもJ-REIT市場の改革案が示されています。この5年という節目を迎えて、地価の変わり目、或いは不動産市況の変わり目とともに、J-REIT市場も非常に重要な時期を迎えていると考えております。

これから先、不動産投資に対する見方がどのように変わってくるかを、データが一番はっきりしているJ-REITのデータを基に、お話し申し上げます。188頁の図表27は、J-REITの配当利回りと、10年国債との金利差がどのような形で推移しているかを示したものです。一番上の黒い太い線がJ-REITの平均配当利回りを示しています。J-REIT市場がスタートしてから2年間ほどはJ-REIT市場は不振が続き、あまり人気が無かったわけです。このため、2001年9月にスタートしてから、2002年9月頃まで、配当利回りは上昇傾向が続きました。配当利回りが上昇傾向にあったということには幾つかの理由があるのですが、J-REITの株価が低迷していたことの影響が相当に大きかったと思います。

この状況を反映して2002年9月頃には、J-REITの平均配当利回りは概ね6%弱の高い水準でした。それ以降J-REITの評価が随分上がり、その一方で、平均配当利回りが随分下がりました。お手元の資料では、今年8月末時の平均配当利回りは3.72%になっています。一方、J-REITの平均配当利回りと10年債利回りととの金利差は、2004年6月頃から最近まで概ね200ベースポイントほどで、あまり変わっていません。従って、多くの投資家はJ-REITに対して安定したスプレッドを求めているという言い方ができると思います。今年3月に長期金利が上昇する傾向が出はじめて、スプレッドも一時期縮小しました。今年5月頃ですと大体150ベーシ

ポイントほどに縮小したわけですが、これ以降あまり金利が上がらなかったことと、一部のJ-REITの銘柄で価格調整が起こったこともあり、再びスプレッドは拡大し、現状では2%を少し上回る状態になっています。ですから、平均配当利回りの水準だけを見ると低下傾向が続いているのですが、投資家がJ-REITを10年国債とのスプレッドで評価していると考え、この評価は2004年以降殆ど変わっていない。J-REITに対する評価は非常に安定した内容に基づいていると言えます。

様々な種類の利回りについてお話し上げたわけですが、個別物件の利回りとか、配当利回りとか、色々な利回りの水準が話が錯綜していますので、それを整理した図表を188頁目に載せています。これはJ-REITの配当利回りがどのように形成されるかのイメージを示したのですが、厳密な意味での利回りの定義とは少し違うところがございますので、この点をご容赦いただきたいと思います。

先ず一番上の項目がJ-REITが保有している物件の、実物不動産の利回りです。J-REITが保有している物件の利回りは、平均で6%弱だと考えております。先ほどもご覧いただいたとおり、東京都心部のオフィスビルの場合には、4%程度が一応の利回りの目安だと思います。一方、地方都市の場合、また取得コストが安いところもございますので、ある程度高めの利回りを確保することもでき、概ね6%から8%ぐらいが利回りの目安になっていると思います。

多くのJ-REITは、看板となる中心物件は東京都心部に立地する、目立つ大規模ビルを充てて、その周辺をある程度利回りが確保できる地方の物件で固め、ポートフォリオ全体では6%弱の利回りを確保していると考えられます。地方都市のビルでも、最近は6%から8%程度の利回りを確保するのは難しい場合があるのですが、一部のJ-REITの場合、利回りを上げるために地方都市にも投資をすると、割り切った投資方針を立てている例もございまして、結果的に地方都市の物件は、比較的高い利回りのものが多く運用対象に組み入れられている場合がございます。そういうことも含めて、各J-REITは、20物件から50物件ぐらいを運用対象にしている場合がございます。そういうことも含めて、各J-REITは、20物件から50物件ぐらいを運用対象にしている場合がございます。そういうことも含めて、各J-REITは、20物件から50物件ぐらいを運用対象にしている場合がございます。そういうことも含めて、各J-REITは、20物件から50物件ぐらいを運用対象にしている場合がございます。

J-REITは不動産を取得する際に、必要資金の約40%を借入金で調達します。ローン・トゥ・バリューという言葉を使っておりますが、有利子負債比率は40%程度が一般的です。40%の借入金を入れて、レバレッジを効かせて配当利回りを上げていることになります。40%

の借入金を入れることにより、計算上は物件の利回りが9%ぐらいに上昇します。ここからJ-REITの経営に必要なコストを差し引いてまいります。先ず減価償却費を差し引きます。減価償却費はJ-REITの配当対象にすることが制度上はできるのですが、現在は、いずれのJ-REITも税制上の不備を理由に減価償却費は配当対象としておりません。ですからここでコストの一つとして減価償却費を差し引きます。これが大体賃料収入の20%程度です。

この減価償却費も国によってかなりの違いがあり、例えばアメリカの場合、不動産投資を奨励するために減価償却費の制度をかなり弾力的に認めた時期がございます。加速度償却と日本語で言っておりますが、この制度により、キャッシュフローの大体40%程度が減価償却費で占められるといった事例もアメリカにはございます。日本の場合、減価償却の期間が相対的に長いので、賃料収入総額の大体20%ほどが減価償却費になっている場合がございます。

それからファンドの管理・運用を担当する資産管理会社に渡す手数料がございます。通常アセットマネジメント・フィーと言っておりますが、これが大体収入の5%から8%ぐらいです。それから通常の会社経営と同じように販売費や一般管理費が掛かります。大体これらのコストの総額で、収入の40%程度がコストとしてカットされることとなります。この40%をカットされたものが配当の原資になるわけです。

この配当原資をそのまま投資家に分配した場合、J-REITの価格にプレミアムが付いていなければ、この配当利回りは5.5%ぐらいになると考えられます。J-REITの価格は、正式には投資口価格というのですが、投資家の方々に分かりやすいように、私共は通常J-REITの株価と言っております。純資産価格に対する株価の倍率を示すPBRという指標があるのですが、J-REITにプレミアムが付いていないということは、PBRが1.0倍ということ。先ほど申しましたとおり、物件利回りが大体6%弱、それに有利子負債比率40%のレバレッジ効果で利回りが9%ぐらいに上がり、そこから40%のコストを差し引いて出来上がった利回りが5.5%と、大体こういったイメージです。

ところが現在ではこのJ-REITの株価にかなりのプレミアムが付いております。REIT全銘柄の平均で大体40%ほどのプレミアムが付いておりますので、PBR 1.4倍ということになるわけですが、このプレミアム部分に応じて配当利回りが低下するわけです。結果的に投資家の方々が実際に得ることができる配当利回りは3.5%か

ら3.9%ぐらいになるわけです。お手元の資料では、8月末の段階では、平均配当利回りは3.72%となっています。

さて、ここで3.5%から3.9%ほどの配当利回りは、高いのか低いのかということが問題になってまいります。実物の不動産に投資をすれば利回りは6%です。それがJ-REITに投資する場合の配当利回りは3.7%ほどになってしまいます。これは利回りとして低いのではないかと考える方もいらっしゃると思います。その一方で、10年国債との金利差が200ベースポイントございます。ですから、国債や銀行預金等に比べると、随分と利回り水準が高いといった解釈も成り立つわけです。即ちこのJ-REITの配当利回り水準については、低いという判断と高いという判断の、正反対の考え方が両方成り立つわけです。敢えていうならばJ-REITを不動産投資と考える方にとってはJ-REITの配当利回りは低すぎる。一方、J-REITを金融商品と考えた場合には充分高い利回りで投資対象として魅力があるとの解釈が成り立つと思います。

例えばある個人の方が不動産で資産運用を考えた場合、もし余裕があるならば賃貸マンション経営などの実物不動産に投資した方が得られる利回りは高いと思います。実物に投資すれば、利回りは大体6%ぐらいというのがお手元の資料で示されているわけですから。ただし、実際にはサラリーマンの方が実物不動産に投資することは、結構難しいわけです。手間もかかり、管理等のコストもかかります。そういった場合には管理を他人任せにできるJ-REITに投資する。その場合には、3.7%ぐらいの配当利回りで我慢することになるわけです。このように今は、実物不動産の利回りと、J-REIT等の配当利回りと、一般的な金融商品とでは随分と利回りに格差が出てきていますから、それをどれか選ぶかは、なかなか判断が難しいと思います。

色々なことを申し上げましたが、現在のところJ-REITは一般的な金融商品に比べ、利回りは水準として見れば高いわけですし、配当の水準も随分と安定している。それから賃貸オフィスビル市場などの実際の不動産運用では、不安要因が少なくなっていますので、全般的な評価はかなり上がっている状況だと思います。31頁目の図表29は、J-REITの価格を基にしたインデックスを示しています。東京証券取引所が公表している東証REIT指数をこのグラフでは太い線で示していますが、下値サポートラインに示されているように、現在のところは右上がりの直線で傾向線が引ける状況です。ですから、投資家のJ-REITに対する評価はかなり安定しており、

全体としては上昇傾向にあると解釈できると思います。

ただし、J-REITの価格は稀に、短期的に非常に大きな変動を示すときがございます。最近では、6月19日と20日の2日間にJ-REITの価格は大きく低下しました。特に6月20日の低下は、東証REIT指数が設定されて以来最大の下げ幅でした。ところが翌21日には、今度は東証REIT指数が設定されて以来、最大の上げ幅になりました。J-REITは現在は配当利回りを重視して投資する人が多いわけですから、株価が上がると配当利回りが下がり、高値警戒感が強くなってきます。一方、株価が低下しますと、今度は配当利回りが上がり、投資対象として魅力的になったと考える投資家が多いようです。即ち配当利回りを重視して投資する人が多いことが、価格面で安定している大きな要素になっていると言えます。

時々株価が短期的に大きく変動する理由としては、投資家層がかなり偏っていることが影響していると思います。189頁目のグラフは現在J-REITに投資している投資家の属性を区分したものです。直接J-REITを購入している投資家の57.1%は国内の金融機関で占められています。国内金融機関の半分程度が地方銀行による投資だと思っておりますが、地方銀行には、利回り水準が非常に高く、安定している点を重視して投資している例が多々あります。それから全体の10%ほどが国内の一般事業法人で占められています。これらの金融機関や事業法人は、何れも中期的・長期的に保有する目的でJ-REITを購入していますので、J-REITにとっては安定株主と言えると思います。

J-REITのマーケットは、拡大が続いていますが、全体の約7割が安定株主で占められていますから、実際に流通している株がそれ程多くない。浮動株が少ないわけです。このため、僅かな取引で株価が大きく変動することがあります。ただし、この点は十分に理解している投資家が多く、株価が短期的に変動してもあまり動揺しない投資家が多いようです。何れにしても、J-REITの配当利回りが安定している。短期的に大きく下がっても中期的に見ると非常に安定しているということが、かなり多くの投資家に認知されている状況になってきたようです。

このように、J-REITに対する評価は、全体としては安定していますが、銘柄数が随分増えてきました。本日現在でJ-REITは全部で39銘柄です。これから先も増えると思います。これだけ銘柄数が増えると、当然のことながら評価も一様ではなく、銘柄毎に格差がついてきたように思います。190頁はそのREITの評価の格差に

ついて示していますが、階層化が進行していると考えられます。配当利回りの水準を基にJ-REITを区分すると、配当利回りが低いREITは株価の面での評価が高い銘柄で、配当利回りが高い銘柄は、株価の面での評価が低い銘柄ということになります。J-REITの場合には、このように言い切っただけかまわないと思います。190頁上のグラフは、上場の時期による評価の差です。大まかな傾向としては、上場の時期が古いJ-REITほど配当利回りが低い。即ち株価にプレミアムが付いている傾向が見られます。運用の実績が若いJ-REITですと、まだ信用度が低いため、多少評価が厳しくなるのは仕方ないところかと思いますが、今このような形で設立の時期、上場の時期により評価の差が見られるわけです。

190頁の下のグラフは運用対象の不動産の用途による差です。オフィスビル或いは商業施設を運用対象としているJ-REITは、配当利回りがかかなり低く、即ち株価の面での評価が高くなっています。一方で、住宅を運用対象にしているJ-REITは、配当利回りが非常に高い、即ち株価の面での評価が低い傾向が見られます。これには幾つかの理由がございますが、私の考えでは、運用対象の不動産の収益性と、もう一つは各J-REITのスポンサー企業になっている会社の信用度が影響していると考えております。

運用対象の不動産の用途について簡単にお話を申し上げますと、多くの投資家はオフィスビル投資を不動産投資の基本型と考えているようで、オフィスビル投資との比較で、他の用途の不動産の利回りを判断する傾向が強いです。そしてオフィスビルが一番投資リスクが低いと考える投資家が多いようです。結果的に住宅などに対する評価はかなり厳くなる場合が多いと思います。実際の運用状況を見ても、住宅系のJ-REITとオフィスビル系のJ-REITでは、配当の水準にかなりの差が見られるのが実情です。オフィスビル系のJ-REITの場合、年間の配当の水準は概ね3万円を超えています。一方、住宅を中心に運用するJ-REITの場合、年間の配当の水準は2万2千円から2万5千円のものが多いと思います。このように運用対象の不動産の収益性が異なっていますので、それが配当の水準に影響し、その水準に応じて株価が形成されているということだと思います。

不動産の収益性の要素には様々なものがありますが、J-REITの運用対象になっているものは、東京都心部の物件が中心で、これはオフィスビルも住宅も傾向としては、ほぼ同様です。それから比較的新築のグレードの高い物件が多い。これもオフィスビル、住宅いずれも同じです。稼働率も全体としては非常に高い。現在オフィ

スビルを中心に運用しているJ-REITでは、ポートフォリオ全体の稼働率は95%を超えている場合が多くございます。住宅中心のJ-REITの場合は、テナントの入退出が比較的頻繁だということもございまして、それから一部のJ-REITは未稼働物件を購入して、それをリースアップして収益性を高める戦略を採っていますので、住宅の方が稼働率が相対的に低くなります。それでも住宅系J-REITの平均稼働率は、大体92%から93%程度になっています。即ち立地の面でそれ程大きな差がない、物件グレードの面でそれ程大きな差がない、それから稼働率の面でそれ程大きな差がないということで、結果的に賃料水準の差がJ-REITの配当水準の差に表れていると指摘できると思います。

J-REITの運用対象になっている不動産の賃料水準を計算すると、勿論色々な例があるわけですが、オフィスビルの場合は賃料水準が月/坪あたり2万円を越えている物件が多いようです。一方、住宅の場合、これも色々な物件がありますが、中心的な価格帯は月/坪あたりの賃料が1万2千円から1万4千円のもので、この賃料水準の差が、分配金の水準の差にダイレクトに反映されていると言えそうです。

今申し上げたのは、あくまでも中心的な価格帯です。住宅の場合、例えば港区等の立地イメージの良いところでは、月/坪あたりの家賃が1万8千円から、最近では2万円を越えているものも随分と多くなってまいりました。それからサービス・アパートメントのように、入居者向けのサービスが付いている物件では、月/坪あたりの賃料が3万円を超える例もございます。港区の青山あたりでは、小型ビルの賃料が3万円を下回る場合もありますので、エリアによっては住宅の方がオフィスビルよりも高い賃料を取ることができると言えます。ですから、一概には言えないのですが、あくまでも中心的な価格帯はオフィスビルが月/坪あたり2万円以上。住宅が1万2千円から1万4千円くらい。これがJ-REIT等の配当の水準にも影響していると言えそうです。この配当の水準が、株価の水準に反映されますので、結果的に配当金の水準が高いオフィスビル系J-REITの方が株価も高くなり、配当の水準が低い住宅系J-REITは株価が低くなる言えるのではないかと思います。

次に、スポンサー企業の信用度ですが、これも最近ではJ-REITの評価にかなり大きく影響するようになってきました。原則論では、J-REITはあくまでも設立母体、スポンサー企業から独立した存在ですから、スポンサー企業の信用度がJ-REITの評価に影響するのは、本来は変な話ですが、実際はJ-REITの成長

可能性を図る上で、スポンサー企業の信頼度はかなり重要な要素になっています。不動産価格が上昇したため、最近では多くのJ-REITは投資利回りを確保するために通常の不動産流通市場では物件をあまり買わなくなっており、スポンサー企業のネットワークに頼って、不動産を取得する例が多くなっています。このため、スポンサー企業が老舗の不動産会社であったり、或いは優良資産を持っている名門企業であったりする場合には、J-REITも優良な不動産を取得することができる機会が多くなります。それに対して、スポンサー企業が非不動産業、或いは比較的業歴の浅い会社の場合にはJ-REITの成長可能性にはある程度の限界が出てくるという判断になります。このように、最近ではスポンサー企業の信用度或いはスポンサー企業が不動産会社か非不動産業か、或いは業歴の状況等が、J-REITの評価にも影響する状況になっています。

このような形でJ-REITの評価等も、随分と階層化が進んでいるわけですが、先ほど申し上げたとおり、マーケット全体としてはJ-REITの評価は安定しています。それから、現在の不動産マーケットには、それ程大きな懸念が見当たりません。空室率が低すぎて、これから市況が低迷するかも知れない懸念はありますが、当面大きく崩れる可能性はかなり低いと考えられます。このような環境の中で、不動産投資に関する一般的な関心も随分高まっており、全般的には、不動産マーケットにはこれから先かなり明るい話題が増えるのではないかと考えています。ただし、先程申し上げましたとおり、良すぎるといことは必ずしも良いことばかりではございませんので、その点に対する注意も必要です。それから様々な動きの中で地価動向や不動産投資の環境等は大きな変わり目に差し掛かっている。その変わり目をどのように旨く乗り切り、次のステップに続けていくか、このような点で現在の不動産マーケットは非常に重要な時期に差し掛かっていると指摘できると考えています。

本日は不動産市場と不動産投資市場の動向という形でお話を申し上げました。ご静聴有り難うございました。又今後ともご指導の程よろしく願いいたします。