

## 【第132回 定期講演会 講演録】

日時：平成19年10月11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動向 ～東京都心部の再整備と投資市場拡大の可能性～

みずほ証券株式会社クレジット調査部  
チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志

### ■地価の底打ち・上昇

本日は、「不動産市場と不動産投資市場の動向」というテーマでお話をさせていただきます。今、不動産分野はいろいろな情報が錯綜しておりますので、情報の整理という趣旨でお聞き頂ければと思う次第です。

お手元の図表1 (P. 43) は、先月19日に公表された今年の基準地価の動向をグラフ化したものです。バブル経済前の1983年(昭和58年)を100とした指数で、データを纏めています。基準地価の場合、地価のピークは90年で、この段階で東京圏の商業地の指数が310.5、住宅地が249.5になっています。一番新しい今年のデータでは、商業地は73.3、住宅地は109.1になるかと思えます。商業地は73.3と100を大きく下回り、バブル経済前の水準よりも相当下がっています。住宅地は109.1で、100を僅かに上回る水準ですが、同様な形で指数化した名目GDPが186.7となっております。従って、住宅地の価格も実質的にはバブル経済前の水準を大きく下回っているということになると思えます。不動産事業者の方々はこのような点で、今の地価は下がり過ぎだというようなご指摘をされる方も多い訳です。

今年の基準地価は全国の商業地の価格が16年ぶり、バブル崩壊後初めてということですが、上昇に転じたということで、地価の下げ止まり傾向がかなり顕著に見られます。今年は全国レベルでの商業地がプラスに転じたという点では、1つの大きな節目と言えるのではないかと思います。

最近の地価動向を見ると、収益還元のお考え方が基準地価等にもはっきりと表れているようです。すなわち、その土地の収益性が不動産価格に反映されているという

ことになります。土地の収益性には色々な要素があると思いますが、最終的にはその土地を利用する方の数、すなわち人口で決まるところが多いのではないかと思います。

### ■人口と地価との相関関係

図表2 (P. 44) は、グラフの横軸に人口変動率を、縦軸に地価変動率を設定しています。人口変動率は国勢調査の2000年から2005年の増加率、地価変動率は今年の基準地価に示されている圏域別の地価の年間変動率です。このグラフに記載されております赤い点をご覧くださいと、概ね右上がりの直線で傾向線を引くことができます。すなわち、現在の地価動向は概ね人口動態で説明できる状況になっています。端的に申し上げると、人口密度の高いところほど地価水準が高いと言えますし、人口が増加しているところは地価も上昇していますが、人口が減少しているところは地価下落に歯どめがかからないといった傾向を指摘できると思えます。

ところで、今は縦軸に地価変動率を設定している訳ですが、こちらを日銀短観に示されている地域別の業況判断指数に置き換えても、概ね右上がりの直線で傾向線を引くことができます。ですから、最近の地域経済の状況は、大体人口で説明できる状況になっています。勿論人口が全てではないのですが、かなりの部分が人口で決まっていると言えると思えます。

マクロ経済の専門家には、このようなデータを基にして、少子化対策をしっかりしなければいけないと指摘される方が多いのではないかと思います。また、地価デ

ータは単なる不動産分野のデータに留まらず、その地域や都市の活力を示す総合的な指標になってきたと言えるのではないかと思います。今は地域振興が政策面でも重要課題になっていますので、このような地価動向が、地域振興の通信簿的な役割になってくる可能性もあります。

そして、人口で地価が大体決まってしまうという状況を考えると、人口の呼び戻しができなければ地域振興はおぼつかないのではないかと、このようなことも指摘できると思います。現状では残念なことに少子化対策にしろ、他の地域振興策にしろ、あまり有効な手立てがない状況ですから、これから先も人口が大都市に集中する。その中で地価の二極化傾向が今後も更に進行すると考えることができます。

このように人口が減少しているところはかなり厳しい状態にあるわけですが、一方で、東京都心部など人口が集中しているところは、地価の上昇傾向がより強まってくると考えられます。東京の23区内で地価の上昇が著しい場所、或いは地価水準が高い場所について、私は2つのグループに分けることができると考えています。

1つは、丸ノ内・大手町など東京駅を中心とするビジネス街です。もう一つは、銀座や表参道など商業施設を中心とする繁華街です。私は、この2つのグループは、それぞれ異なった理由により地価が形成されていると考えております。結論を先に申し上げますと、大手町・丸ノ内などのビジネス街は再開発が非常に盛んで、その再開発の効果により土地の収益性が上がり、それが地価に反映されていると思います。一方、銀座や表参道は不動産投資の活発化が、地価上昇に影響していると考えております。

### ■東京駅周辺の開発動向

図表3 (P. 44) は東京駅を中心とした地図ですが、このエリアでの再開発の状況、主に既存ビルの建替えの状況を示しております。この中にはもう既に完成したものは含まれておりません。ですから、丸ビルや新丸ビルはこの中の記載からは外しているわけですが、現在進行中のもの、或いはこれから先具体化が予想されるものだけを書き出してもこのように地図一杯になってしまうという状況です。

この中で今後は、公的セクターが持っていた土地の有効活用が重要な位置を占めてくると考えております。例えば、この図の左上になりますが、合同庁舎1号館・

2号館の跡地では連鎖型都市再生事業が行われています。合同庁舎の土地を民間に払い下げ、そこに新しいビルを建て、そこに古いビルに入居されていた方々が移動してくる。その後その古いビルを取り壊し、公的セクターが持っていた土地を種地として、民間の古いビルを次々と建替える。この1号館・2号館に隣接する気象庁と合同庁舎3号館は、今年開催された財務省の有識者会議の中で売却の方針が決まっています。このように、丸ノ内・大手町のエリアは公的セクターが持っていた敷地が、これから先、土地利用では大きなインパクトを持つてくると思います。

同じ公的セクターでは、東京中央郵便局の建替えなども具体化しておりますし、それから郵便局は、通信総合博物館とその隣の国際郵便局跡地の再開発も計画している模様です。この場所には、インターネット・エクステンションがあるため、その機能を活用しながら再整備を行うという話も聞いております。このような形で公的セクターの土地利用は、色々な面でこれから先、都心部の再開発の中で重要になってくると思います。

私ども、みずほ証券は大手町ファーストスクエアというビルに入居していますが、このビルが面している永代通り沿いでは建替えが多く、背中ではJFEビルの建替えをしている。横では東銀ビルの建替え等がある。目の前では大手町フィナンシャルセンター等の建替えがあるということで、数年後に残っているビルは私どもが入居しているビルだけではないかという状況になっています。このような形で建替えが進んでいる大手町・丸ノ内では、土地の利用効率が上がり、それが地価に反映されていると言えます。

### ■ビル供給の動向

この場所は、東京都内では一番プロジェクト数の多いところ、またビル供給量も一番多いところです。図表4 (P. 45) は森トラストが今年の春に纏めたビル供給動向を示しています。円グラフが4つございますけれども、向かって左側が2003年から2006年までの供給状況、向かって右側が2007年から2010年までの供給の見込みです。まず、左側の過去4年間の供給動向ですが、左下の円グラフをご覧くださいと、過去4年間は旧国鉄跡地の再開発が供給量の24%を占めていました。具体的なプロジェクト名としては品川駅東口の再開発、それから汐留の再開発、この2つが一番大きなものになると思います。品川駅は港区にありますから、品川駅の建替

えは港区のプロジェクトになる訳です。これらに六本木ヒルズを加えて、2003年から2006年までは港区が東京23区の供給量の47%を占めていました。

これから先はどうなるか、右下の円グラフをご覧くださいと思います。国鉄跡地の開発は、汐留の一部を残すだけになり、全体の4%に減少します。そして、既存ビルの建替えが全体の54%を占めるようになります。先ほど地図でございました通り、丸ノ内・大手町のエリアに既存ビルの建替えが集中しておりますので、千代田区が23区全体の供給量の42%を占める状況です。港区も比較的再開発計画が多く、TBSによる赤坂再開発等かなり大型の再開発がございます。ですから、過去4年間は港区、千代田区の順番で多かった訳ですが、今後4年間は千代田区、港区の順番で多い。いずれにいたしましても、千代田区と港区がオフィスビル供給の中では、最も重要なエリアになると予想されます。

ところで、現在の東京のオフィスビルの賃料あるいは地価の動向を見ますと、新規ビルの供給量の多いところほど賃料の上昇が著しく、地価の上昇も著しい状況ではないかと思えます。東京の場合、オフィスビルの潜在需要が非常に強いので、その強い潜在需要に対してタイムリーに供給が行われますと、潜在需要が受け皿を得て顕在化します。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る訳です。言うならば、「供給が需要を生み出す」効果が期待できるのではないかと思えます。

マクロ経済の専門家には、供給が増えると市況の悪化要因になるとの見方をされる方が多いのですが、不動産の場合には必ずしもそうとは限りません。需要の強いところで供給が行われますと、「供給が更なる需要を生む」という効果が期待できる訳です。勿論、需要の弱いところでの供給増は市況の悪化要因になる訳ですが、東京の場合非常に潜在需要が強いので、供給量の多いところほど地価水準も上がり、オフィス賃料も上がると言えます。

ですから、今後当面の間、地価動向あるいはオフィス賃料の動向も、恐らく千代田区、具体的に言いますと丸ノ内・大手町エリア、それと港区の赤坂、六本木のエリア、この2のエリアが、賃料上昇が著しく、また地価も上昇傾向が強いと考えることができます。

## ■オフィス賃料の推移

オフィス賃料の動向に関しては、図表7 (P. 46) をご覧いただきたいと思えます。これは、実際の賃料を

集計したのではなく、不動産鑑定士がそのエリアの市況に基づいて、適正賃料を査定する形で算出された賃料水準です。現実の賃料ではないのですが、不動産の専門家がそのエリアを評価した結果ですので、私どものような調査の立場からは、主観的に受け入れやすい結果になっていると思えます。

このデータによれば、2005年から2006年にかけて、大手町エリアでは25%を超える賃料上昇がありました。現実のオフィス賃料も、大手町・丸ノ内エリアは随分と上がっているようです。2年くらい前までは、大手町・丸ノ内のエリアのオフィス賃料は、坪当たり月額4万円弱が一般的だったと思いますが、今年4月に完成した「新丸ビル」に、坪当たり6万円超のテナントがいるそうです。報道によれば、三菱地所は、丸ビル、新丸ビルの新規テナントについては、6万5,000円から6万7,000円くらいの賃料を適用する方針と伝えられています。また、森トラストが建設中の「丸ノ内トラストタワー」は、6万5,000円でテナントを募集するとの記事が今年の春時点では報道されていますが、現状はそれから更に賃料が上昇し、現在の丸ノ内・大手町エリアでは坪当たり7万円を超える成約が出ているとも伺っております。

例外的な事例ですが、10万円を超える賃料も出ているようです。ダヴィンチ・アドバイザーズが「パシフィック・センチュリー・プレイス」の最上階のテナントを入札で選定し、この落札価格が10万円を超えているということです。ただし、対象面積が20坪くらいの比較的狭い部屋のように、私は、この賃料水準が周辺に波及する可能性は低いと考えております。いずれにしても、丸ノ内・大手町エリアでは、坪当たり7万円を超える水準になってきたと言えそうです。

ただし、バブル経済期のころの水準には達していないようです。バブル経済期のころは丸ノ内・大手町で10万5,000円というビルが複数ありました。今後どんどん賃料が上がると強気の見通しをされる方もいらっしゃるかもしれませんが、丸ノ内・大手町の場合ですと、再開発のスケジュールが順繰りである程度決まっております。メインテナントが概ね内定している場合が多いようです。この点を考えますと、今後賃料はある程度上がると思えますが、バブル経済期のように青天井で上がる形にはならないと思えます。

私どもは、昨年段階では、丸ノ内・大手町の賃料の上限を7万3,000円と考えていました。現状でも7万3,000円という予想値は変えていませんが、現実には8万円を超える可能性があると考えております。ただし、10万円を超える水準にまではならないでしょう。先程

申し上げた「パシフィック・センチュリー・ブレイス」の例はあくまでも例外で、エリアの一般的な水準としては、10万円までは至らないと考えています。いずれにしても、丸ノ内・大手町エリアはビル供給量が多いため、その効果で賃料水準も上昇していると言えます。

港区もオフィスビルの供給が多い場所ですが、例えば東京ミッドタウンの賃料水準は、報道によりますと3万円台の中ごろと伝えられています。一昨年春の段階でテナントの殆どが決まり、賃料が上昇する前にテナントが内定したため、現在の相場に比較して安い賃料になっているらしいのですが、こちらも新規テナントについては、概ね5万円を超える募集賃料になっているようです。赤坂・六本木エリアはテナントの入居時期により、かなり賃料水準が違っていると考えられます。

その一方で、オフィスビル供給量がそれほど多くないところは、あまり賃料は上がっていないのが実態のようです。新聞報道等ではオフィスビルの賃料は随分上がっているという記事が目につくのですが、賃料水準が目に見えて上がっているのは新規ビルの供給が多いエリアが中心で、供給量がそれほど多くないところはそれほど極端に上がっている訳ではないと言えます。

例えば、渋谷は非常にオフィスビル需要の強い場所ですが、新規ビルの供給は殆どございません。そのため賃料水準は高止まりしており、高水準ではありますけれども、それほど上がっていないのが実態だろうと思います。

新宿エリアの賃料については、ご異論があるも知れませんが、私は、一部下がっていると考えております。新宿エリアの新規ビル供給は、西新宿から中野坂上の方面に段々外延化してきております。ですから、新規ビルという括りでは、立地の悪いビルが増えて、その影響で募集賃料も下がっているというのが実態のようです。一方、駅前の1つのビルだけを対象にして定点観測をしますと、西新宿のオフィス賃料は少し築年数が経ったビルでも、年間十数%上がっている例がございます。ですから、駅前的のある1つのビルだけをとりて時系列で観測しますと上がっている訳ですが、新規ビルだけをとりていきますと、立地条件の悪いビルが増えていきますので、新宿エリアの賃料は下がっているという結果になると思います。

一部極端に賃料が上がっている例もございまして、例えば新宿駅の南口でファンドが取得したビルに、2倍強の大幅な賃料の値上げを考えている例もありますので、個別のビルによって随分と差があります。ただし、新築ビルだけを取り上げますと、上がってはいない、む

しろ下がっていると指摘できると思います。

池袋はやはり新規ビルの供給が殆どないため、全体的に賃料が下がっていると聞いております。

このように見ますと、東京都内でオフィス賃料が上がっていると言いましても、実はかなり地域限定的なお話という見方も出来ると思います。また、丸ノ内・大手町のエリアでも、一部賃料の伸びが鈍化をしてきたという話も現状では時々聞こえてまいります。恐らくこれは大型ビルの募集が一服したことが影響しており、相場として下がっている訳ではないと当方では考えております。大型ビルの募集が出ると、その段階で上昇するのですが、募集が一旦終了し、その谷間のような状態になると、伸びが鈍化してくる場合があります。ですから、調査時点によって、少し振れがある訳ですが、これから先は大幅な伸びにはならず、伸び率は少しずつ縮小してくるとの見込みを立てています。

何れにしても、丸ノ内・大手町の場合は、賃料の伸びが鈍化しても、上昇傾向が続く点は変わりございません。地価に関しては、賃料が上昇していることが土地の収益性がアップしたということで、素直にそれが収益還元の見込みで地価に反映されている、このように指摘することが出来ると思います。

## ■規制緩和の影響

図表5(P.45)にお戻り頂きたいと思います。丸ノ内・大手町のエリアは賃料が高くなった他に、大型のビルが非常に建て易くなっています。これは規制緩和の恩恵を強く受けていると言えます。規制緩和の考え方も以前と最近とでは大分違ってきたように思います。以前は、強いところを削り取って弱いところに分け与え、バランス良い開発を目指そうという考え方が強かったように思いますが、最近は強いところ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がより強くなってきたように思います。言うなれば二極化を容認する、1人勝ちを認める。このような考え方が強くなってきたように思います。最近の規制緩和策も東京の都心部等、元々需要の強いところで適用される場合が多いようで、それが丸ノ内・大手町の土地の収益性を更に高める結果になってきていると思います。

このような収益力のアップが地価の裏づけになっている訳ですので、丸ノ内・大手町の地価は、著しく上昇していても決してバブルではなく、規制緩和の影響或いはオフィス賃料の上昇が、素直に地価に反映された結果

と考えているわけです。

### ■銀座・渋谷エリアの不動産投資状況

一方、地価上昇率の高いもう一つのグループの銀座や表参道は、少し事情が違っているように思います。お手元の資料の図表6 (P. 46) をご覧いただきたいと思います。この図は、右側が銀座の状況、左側が渋谷・表参道の状況ですが、それぞれのエリアでリートが保有している物件を地図上に示したものです。特に表参道は数が多く、恐らくこのエリアがリート投資の件数が東京都内で最も多い場所と思われる。こちらに記載しているのはリートの物件として公表されているものだけで、私募ファンド等の物件を加えますと、この2.5倍くらいの数になってくると考えております。

銀座・表参道は、丸ノ内・大手町とは全く土地利用の状況が違っております。丸ノ内・大手町は大規模ビルしかない訳ですが、逆に銀座や表参道は大型ビルが殆どございません。ですから、不動産の価格の単価は非常に高いのですが、1物件当たりの価格はそれほど高い訳ではない。それから、投資対象物件の数が非常に多い。言葉が過ぎるかも知れませんが、ある面では銀座や表参道は比較的気軽に不動産投資ができる。投資し易い場所と言えらると思います。

このような形で不動産投資が盛んなことが、地価上昇の大きな要因になっていると思います。ただし、このエリアは容積率を使い残しているビルが多いということもあり、賃料の単価は高いのですが、ビル1棟当たりの収益性は必ずしも高くないようです。丸ノ内・大手町の場合、個別物件の利回りは、大体4%から5%を超えている場合が多い訳ですが、銀座や表参道の場合、3%台のビルがかなりございます。時々2%台のものも見られるので、不動産投資の収益性、利回りという点では、多少問題のあるエリアと言えます。

今、口頭で簡単に傾向を申し上げましたが、具体的なデータにつきましてはお手元のレポートの37ページ目に記載されています。リーートの決算データでは個別ビルの賃貸事業収支も全部公表されていますので、それを基に、そのビルの平均的な賃料水準やNOI利回りを推計したものです。ただ、各リートによって、事業収支の出し方に多少ばらつきがあったり、データにノイズが入っていますので、ここにお示ししたものはあくまでも概算、参考値ということでご覧いただきたいと思います。

37ページ目の表の右から4番目の欄が物件利回りを

示しています。丸ノ内・大手町は高値取引が多いというイメージがありますが、この利回りの欄をご覧くださいますと、意外にも、多くのビルが4%台から5%台の利回りの実現をしています。

千代田区内のビルに時々3%台の利回りのものが入っていますが、主に大型ビルを入札で取得した場合に、取得のコストが高かったために、利回りが下がってしまった事例です。例えば、内幸町の大和生命ビルの利回りは3.68%になっていますが、大型ビルを入札で取得した事例です。

一方、銀座エリアでは、本来は3%台のビルがいくつか見られます。このように、銀座や表参道では、利回りの点では劣る場合が多い訳です。ただし、バブル経済期とはかなり状況が違います。バブル経済期は最終的な需要や利回り水準をあまり意識しない取引が多かった訳ですが、最近では一見高値取引に見える場合でも、取引の当事者は利回りを踏まえて投資判断をしていますので、採算面では劣っても、それ以外の要因、例えば物件の希少性とか、立地場所のブランド力とか、そのような要素を評価して取り引きされているようです。

バブルという言葉の定義が少し問題になるのですが、仮に、さしたる根拠も無しに価格だけが上がってしまう状況をバブルと言うのであるならば、利回りが低くても、希少性やエリアのブランド力が評価された取引は、必ずしも根拠がないとは言えず、またバブルとも言い切れないと思います。そういった点では、銀座や表参道のようなところも、広い意味での収益性を重視した取引になってきている。このように結論づけで宜しいのではないかと考えている次第です。

このような形で思い切った投資がされるのも、オフィスビルのマーケットあるいは住宅等のマーケットが比較的堅調であるということが背後にある訳です。そこでオフィスビルのマーケットの動向等をご覧いただきたいと思います。

### ■オフィス空室率の推移（東京）

図表8 (P. 47) は、オフィスビルの空室率の動向を示しています。空室率ですから数字が大きいほど状況が悪いということになる訳ですが、私は、オフィスビル空室率を基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3%という水準、もう一つは5%という水準です。空室率が5%を超えますと、オフィスビルマーケット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り、オフィス賃料には低下傾向が出てまいります。その目安になる水準が5%だろうと思います。一方、空室率が3%を下回ると、ビル不足の傾向が強くなり、大家の力の方が強くなります。そして、オフィス賃料には上昇傾向が出てきます。3%から5%の範囲内が、貸し手と借り手の力関係が釣り合っている状態で、オフィス賃料は横ばい傾向が出てきます。この点を踏まえて、このオフィスビル空室率のデータをご覧くださいと思います。

図表8には、様々な空室率のデータを盛り込んでいますが、東京のAクラスビルのデータが一番傾向がはっきりしていますので、これを基にお話をさせていただきたいと思います。いわゆる2003年問題の影響がございまして、2003年6月にはAクラスビルの空室率は非常に高く、8.8%という水準でした。しかし、大量供給のピークが過ぎた2003年の後半から、大量供給の良い面が出てまいりました。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、市場の取引が活性化したということです。別にこれはオフィスビルだけではなく、すべてのマーケットに共通して言えることだろうと思います。どんなに需要が強くても、売り物がなければ取引は活発化しません。いわゆる2003年問題で大量のオフィスビルが供給されたことは、一時的に空室率を上昇させ、市況悪化の要因にはなりましたが、中期的にはむしろ市場を活性化させ、オフィスビル市場により効果を生んだと考えられます。

先ほど申し上げた「供給が需要を生む」という効果が、この段階で生まれた訳です。2003年の9月以降に空室率が低下し始めた訳ですが、2004年後半には景気自体が回復して、オフィスビル需要が盛り上がってきました。そして、2006年6月の段階では、Aクラスビルの空室率は0.6%と、過去最良の水準にまで下がりました。2003年6月が過去最悪の水準、2006年6月が過去最良の水準ですから、ここ3年間に東京のオフィスビル市場は、地獄から極楽に変わったと言える訳です。

それ以降は、オフィス空室率が少し上がりましたが、これは決して市況が悪化した訳ではなく、ビルオーナーのテナント誘致の姿勢が変わってきことが大きな要因です。ビル市況が好調なので、何時でも空室は埋まる。それならば、できる限り高い賃金を払ってくれるテナントに貸そうと、ビルオーナーがテナントを選別するようになってきた訳です。このため、最近では空室期間が長期化する傾向にあります。全体的には市況の回復が続いていると指摘できると思います。

## ■オフィス空室率の推移（大阪・名古屋）

東京はこのように、オフィスビル市場は好調と言える訳ですが、一方で大阪や名古屋については、私は少し問題点があると考えています。大阪も現在のビル市況は大分改善しており、特にAクラスビルの空室率は非常に低い水準にございます。ただし、これには少し特殊事情がございす。大阪は、2006年はAクラスビルの供給が1件もございませませんでした。これは過去10年間で初めての出来事なのだそうです。今年はAクラスビルが3棟供給される予定ですが、全体的にはまだビル不足の状態が続いていますので、足元では大阪のオフィスビル市場は非常に好調と言えます。

しかし、大阪は来年以降、大型のプロジェクトが数多く完成する予定です。2008年春には北浜の再開発が完成しますし、それ以降も大阪駅北ヤードの開発等が控えています。現在具体化しておりますプロジェクトをまとめると、大阪では現在のビルストックの10%弱のビル供給が、今後5年間で行われることになろうかと思えます。少々失礼な言い方ですが、大阪はビジネス都市としての機能が大幅落ちてきていますので、ビルストックが1.1倍増えることになると、市場にとって重荷になると予想されます。

今後5年間でビルストックが1割弱増えると申し上げましたが、実はこの1割弱の中には、計画が未定の物件は含まれていません。例えば大阪駅北ヤードは現在2棟のビルだけが具体化しております。大阪駅北ヤードは全体で24ヘクタールの規模がありますが、そのうち7ヘクタールの先行開発区域だけ計画が具体化しています。従いまして、24ヘクタールの主要部分は、これから先の供給になります。この計画次第では、大阪のオフィスビル供給量は更に大幅に増える可能性があると思えます。

今年8月に近鉄が阿倍野の再開発を公表しましたが、こちらは今申し上げた1割弱の供給量の中には入っておりません。このように新しい開発計画も生まれてきていますので、大阪ではこれから先大幅にビル供給が増え、それがビル市況にとって重荷になる可能性があると考えております。ただし、恐らく新築のビルはテナント募集に苦戦することはなく、既存ビルの一部が、ビル供給が増えたしわ寄せを受けてしまうのではないかと思います。個人的には、梅田エリアの中で外延部という印象がある中之島、堂島、それから比較的古いビルが多い本町、西本町、このエリアの物件がしわ寄せを受ける可能性があるのではないかと考えています。大阪のビジネス街は

一般的に梅田寄り、北の方に移動していますので、これから先は、大阪市内でも北と南では相当格差が出てくる可能性があると考えております。

名古屋についても、私は必ずしも楽観視していません。この点をご異論のある方もいらっしゃるかと思うのですが、名古屋は大型ビルの空室の消化が大分遅れています。今年1月に「名古屋ルーセントタワー」が8割弱稼働率でオープンしましたが、この段階で名古屋ではAクラスビルの空室率が随分と上がってしまいました。つい一昨日、生駒データから9月末時のAクラスビルの空室率等が公表されましたが、Aクラスビル空室率の改善は0.1ポイントの小幅に止まっています。一般的に大型ビルの空室消化が遅れているようです。

名古屋は、マーケット規模が東京や大阪に比べると小さいため、その弱みがビル市場に出始めたと考えております。名古屋では、基準地価が年間40%以上上昇している地点があります。地価は上昇していますが、必ずしも実態のオフィスビル市場が好調とは言いきれないところがある。この点で、地価データと実際の不動産マーケットの状況に、かなり乖離が進んでいると思われる。

いずれにしても、これらの点で大阪や名古屋については、あまり楽観視は出来ないと考えております。3大都市圏の中では、東京の1人勝ちの状態、東京だけが良いという状態がこれから更に強くなっていくのではないかと、このように見ている訳です。

図表9(P. 47)をご覧くださいと思います。東京都内では空室率はいずれも随分と下がっており、現状では東京の主なビジネスエリアでは、空室率が3%を超える場所はほとんど無くなっています。今、空室率が比較的高いのは、東京臨海副都心ぐらいでしょうか。ただ、臨海副都心も最近は随分と空室率が下がっています。

### ■ビル供給量の見込み

図表12(P. 49)は森ビルが纏めたオフィスビル供給量の予測です。これをご覧くださいますと、2007年以降はビル供給量が減少する見込みになっています。この中には、計画が未定のものや、まだ把握することが出来ない再開発は含まれていませんので、実際の供給量はもう少し増えると思います。ただし、2006年をピークに、ビル供給量がだんだん減ってくる傾向は確かだと思います。

このデータでは供給の総量だけをご覧くださいますが、個別のプロジェクトは別のレポートの47ペ

ージに記載していますので、後ほどご参照頂きたいと思っております。区ベースで横線を入れていますが、やはり千代田区と港区が一番プロジェクトの数が多いようです。千代田区はこれから先、更にまた段階的にビルの建替えが出てきます。港区では、既存の再開発に触発されて、再開発エリアが広域的に広がる可能性があるところが幾つか見られます。そういった点では、千代田区・港区に関しては、これから先も大型再開発が具体化する例が多いだろうと考えています。先ほどの繰り返しになりますが、今後はオフィスビル賃料や地価についても、この2区が23区全体をリードする状況になってくると考えております。

### ■投資対象の多様化

このような不動産市況の好調を背景として、リート等の不動産投資も随分と活発になってきました。図表15(P. 50)は、現在上場しているリートの一覧ですが、この18日に上場予定の産業ファンド投資法人もリストに含まれています。これを加えまして現在の上場リートは全部で42銘柄になりますが、うち41銘柄が東京証券取引所に上場しています。

今月上場予定の産業ファンド投資法人は、通常の不動産の他に、インフラ施設も運用対象に加えています。上場の段階では、地域冷暖房施設が運用対象に含まれていますが、ある程度公益的な施設もこれから先は投資対象に加える方針のようです。この点では、リートも、単なる不動産投資商品ではなく、社会資本を充実させるための、言うならば社会インフラの1つとして位置付けられるようになってきたと考えております。このような点では、リーートの数が増えたというだけではなく、その目的も随分当初とは違ってきており、これから先の日本の都市整備を行う上で非常に重要な存在になってきている。社会資本整備の手法という点でも、これから先、リーートの動向は目が離せないと考えている訳です。

### ■不動産取引の活発化

図表16(P. 51)は、これまでにリートが購入した物件の金額の累計を示しています。この8月末の段階で約6.2兆円という金額になっています。この6.2兆円という数字、果たして多いのか少ないのかということになる訳ですが、現在日本全体での不動産の金額は

2,300兆円ということになっております。

「国民経済計算」という統計に日本のバランスシートを示すデータが載っていきまして、それを別レポートの5ページ目の図表1-1に示しています。土地資産のストックが2005年末の段階で1,214兆円ございます。それに、住宅や、住宅以外の建物等を含めて、有形固定資産が大体1,100兆円位あります。これを合わせて全体では2,300兆円の不動産がある、これが今の日本の資産ということになっております。

金額の算定の仕方に問題点がない訳ではありませんが、日本の不動産ストックはアメリカに次いで世界第2位になっております。この2,300兆円の中の6.2兆円です。リート等が持っているものは、日本の不動産のごく一部になる訳ですが、今後の発展可能性が期待できるという見方もできます。

先ほど申し上げた通り、不動産の価格が最近随分と上がってきている訳ですが、不動産の価格上昇もリート市場に色々な面で影響を与えています。不動産価格の上昇はリート市場にとって、プラス面とマイナス面の両方があると思います。まず、プラス面のお話を申し上げると、不動産価格が上昇することにより、リートが取得済みの不動産の資産価値が上昇し、それによりリートの含み益が増えてきます。これが不動産価格が上昇するメリットと言えます。

## ■不動産価格上昇の影響

図表17 (P. 51) には、リートの中で最大の資産を持っている日本ビルファンドの状況を示しています。2003年頃は不動産市況が荒れていたこともあり、日本ビルファンドも含み損を抱えていましたが、2004年以降大分含み益が増えて、2007年6月末には、1,800億円を超える含み益を保有する状況になっています。

日本ビルファンドが一番資産額が多いのですが、他のリートも不動産の評価額は上がってきています。この不動産評価額が上がってきていることを基に、投資家のリートに対する評価も向上しています。含み益が上がっても、投資家にとっては配当が増える訳ではないのですが、言うならば投資の安心度という形で、含み益に対する評価がリートの株価の評価に含まれていると指摘できます。

このような含み益の拡大が、地価上昇によりリートが受けるメリットということになりますが、その一方でマイナス面もあります。これから先何かを買おうとする

と、取得コストが上がリ、投資利回りが下がってしまう、そういった問題点がございまして、図表18 (P. 52) は、日本不動産研究所のデータを基に、不動産の投資利回りの推移を示しています。こちらには期待利回りと取引利回りの2つの利回りをしています。期待利回りの方は、エクスペクテッド・キャップレート (Expected Cap Rate) と言っておりますけれども、投資家の方々はその不動産の価格を判断する、あるいは鑑定評価においても、この期待利回りの水準が重要な指標となっています。

それに対して、実際の不動産取引の価格に基づくものが取引利回り。マーケット・キャップレート (Market Cap Rate) です。期待利回りは、2006年4月以降殆ど底ばいの状態が続いています。今ご覧いただいているデータは、東京の丸ノ内・大手町エリアの大型オフィスビルに投資した場合の利回りですが、期待利回りは2006年4月以降4%で、変化していません。理論上、期待利回りは「リスクフリーレート+不動産投資のリスクプレミアム」という計算式で決まってくる。

リスクフリーレートとは、大抵の場合には10年国債の利回りを指しています。金利は、足元では異なった動きも見られますが、中期的には上昇傾向にあると言えます。一方、不動産のリスクプレミアムですが、東京のオフィスビル市場は好調が続いていますが、東京都心部の空室率が非常に低い水準になり、これから先、市況がこれ以上改善する余地が無くなってきました。そういった点では、リスクプレミアムの低下にもそろそろ限界が出てきたのではないかと思います。

それから、2007年に入ってから地価上昇が減速してきたという指摘もあります。不動産事業者の中にも、今年の6月頃に金利の上昇傾向が出てきた段階から、かなり不動産投資の先行きに対して慎重な見方をする人が増え、「不動産価格もそろそろ天井なのではないか」と判断する人が多くなってきているようです。これらの見方にはご異論もあると思いますが、不動産価格あるいは不動産市況について、これ以上の急速な伸びは期待しづらい状態になってきているのは確かだと思います。そのようなこともあり、このリスクプレミアムも、以前に比べますと低下のテンポが鈍化している。お手元の資料では、昨年10月以降はほとんど変わっていません。

リスクフリーレートが全体とすれば上昇傾向、それからリスクプレミアムが横ばいないしは底打ちということになりますと、キャップレートもこれ以上大幅に低下する状態には無いと思います。むしろ、これから先はある程度上がってくる可能性も考えられます。現在はまだ不動産投資は加熱気味ですから、期待利回りと取引利回



りのギャップが拡大していますが、今後は、取引利回りが期待利回りに引っ張られて低下が止まってしまう可能性も考えられます。オフィスビルの投資利回り等についても、期待利回りの低下がストップし、価格上昇が抑えられる、あるいは一部の物件については価格が低下する、このような傾向が出てくる可能性があると思います。

今までご覧いただきましたのがオフィスビルの利回りですが、図表19 (P. 52) がオフィスビル以外の不動産の利回りです。こちらにはワンルームマンションや、郊外型ショッピングセンターなどのデータを示しています。最近の不動産マーケットを見ると、オフィスビルは好調が続いていますが、住宅関連はかなり先行きに対して不安が強くなってきたようです。

### ■不動産業況指数の推移

レポートの23ページ目をご覧いただきたいと思えます。これは、土地総研が3カ月ごとにまとめている不動産業況指数です。

経営の現況についての業況指数は、2003年以降、概ね右上がりの傾向が続いてきましたが、今年の4月頃から住宅関連業種について、大分悲観的な見通しが増えてきました。お手元の資料には4月時のデータまでを示していますが、住宅地の流通業の業況指数が3.3ポイントと、この段階で大分下がってきています。現在は7月時の調査まで公表されていますが、更にまた住宅地の流通業の指数が低下しています。

下のグラフは、今後の経営の見通しを示したのですが、今年4月時のデータでは住宅関連業種の業況指数がマイナスになっています。住宅地の流通業、それから住宅・宅地分譲業、それぞれがマイナス4.0ポイントないしはマイナス5.3ポイントで、先行きに対して悲観的な見通しが過半を占めています。こちらも現在は7月時のデータまで公表されています。住宅・宅地分譲は幾らか改善していますが、やはり全般的には住宅関連は低い水準に止まっていると言えます。

### ■2007年上半期のマンション供給

なぜ住宅関連の市況に悲観的な見通しが増えてきたのかということですが、レポートの55ページをご覧ください。昨年後半から分譲マンションの売れ行きが鈍化していますが、これが景況感の悪化に繋がっていると考

えられます。分譲マンションの売れ行きが鈍っている理由は、恐らく東京都心部と郊外部で違うと思います。結論を先に申し上げますと、東京都心部では売れ筋の物件の供給が難しくなったことが売れ行きの低下に繋がっていると思います。郊外部に関しては、価格が上がり過ぎて、高いから売れなくなったことが原因と考えられます。

まず、都心部の状況ですが、55ページ目の上の表が、マンションの新規供給の動向を示したものです。一番左側が供給戸数を示しています。ここではスペースの関係から2005年以降のデータしか掲載していませんが、2003年、2004年と東京都心部では供給が増加していました。それが2005年以降は2けたの減少率で都心部の供給が落ちてきている状況です。今年上半期の供給量は、東京23区では30.6%の減少、それから東京都心部、山の手エリアは38.6%の減少となっています。

2003年、2004年頃は、東京の都心部に比較的近いところにマンション開発用地がありました。具体的には、中央区の勝どき、港区の芝浦港南など、倉庫跡地がマンション用地として活用された訳ですが、倉庫跡地の開発が一服して、都心部にマンション開発用地を見つけるのが難しくなってきました。現状では、ユーザーに人気が高いマンションは、大体スペックが決まっています。端的に申し上げるならば、目立つ物件ほど売れ行きが良いというのが実情です。超高層物件ほど売れ行きがよい。それから、大規模物件ほど売れ行きがよいといった傾向が見られます。

また、「姉齒事件」の影響で、売り主のブランド力や知名度を重視するユーザーが多くなってきたようです。売り主が有名な会社ならば、何か問題が起こっても補償してくれるだろうといった考えが強いようで、ブランド指向が随分と強くなってきております。ところが、先ほど申し上げた通り、目立つ物件を供給できる用地が乏しいので、売れ筋の物件が減ってきた。それが都心部のマンションの売れ行き鈍化に繋がってきていると考えられます。

都心部で供給された高額物件は大変に売れ行きがよく、代表例が広尾の日赤救急センター跡地の再開発だと思えます。超高額な物件は希少性が高いということもあり、売れ行きは好調ですが、一般的なファミリータイプは供給が難しくなっています。

一方、郊外部については、値段が上がり過ぎて売れなくなった状況が見られます。55ページ下のグラフは横軸に新規供給されたマンションの平均面積を、縦軸に平均価格を示しています。まず、東京23区のデータをご覧いただきたいと思いますが、2006年から2007年の

上半期にかけて、この線がほとんど垂直方向に伸びています。即ち2006年から2007年に関しては、マンションの面積はほとんど変わらないまま、値段だけが上がってしまった訳です。具体的には、54ページ目をご覧くださいと思います。分譲単価については、東京圏平均で10.9%上昇。山の手エリアは22.5%の上昇です。特に上昇が目立つのが港区と千代田区でして、港区は65.7%、千代田区は31.5%の上昇です。この時期に高額物件の供給が集中したという事情もあるのですが、いずれにしても、マンション価格が急速に上昇したことは確かです。

ただし、ここに示しているような港区や千代田区の物件は、希少性もあって大変によく売れています。むしろ、データとしては目立たない郊外部の方が、ユーザーが希望する値段から販売価格が乖離してしまい、そのために郊外部のマンションが売れなくなった状況が最近では随分と多くなってきているようです。

55ページ下の右側の大阪のグラフをご覧くださいのですが、東京と大阪ではマンションの供給の動向が少し違っているようです。東京の方は、先ほどお話しした通り、面積が殆ど変わらないまま値段だけが上がってしまった。グラフの線が、昨年から今年の前半にかけて垂直方向に伸びていますが、大阪はグラフの線が左側の方向に伸びています。大阪では、面積を切り詰めて全体の価格を抑える販売戦略を採っているマンション会社が多いようです。東京と大阪の気質の違いと言えますでしょうか。このような点も東京と大阪のマーケットの違いを見る際には、興味深い部分と思います。

このようにマンションの売れ行きが鈍ってきたことも、住宅事業者の景況感が悪化した要因のようです。この他に、郊外型ショッピングセンターの売り上げも最近では低迷しています。様々な不動産の用途の中で、オフィスビル市場は好調ですが、住宅やショッピングセンターは陰りが見えてきたと言えます。

何故このような傾向が出てきたのかと言うことですが、恐らく企業と家計とでは、景気回復の恩恵の度合いが違うのではないかと思います。景気回復によって、これまでリストラに努めていた企業が業容を拡大しオフィス床を借り増しする。そのことを背景として、オフィス賃料は上昇傾向にあります。一方、家計は、景気回復の恩恵がそれほど多くはない。それどころか、低率減税の縮小とか、あるいはこれから先、消費税の税率が上がる。家計を痛めつけるような要因が非常に多い。住宅の取得の能力が上がらないからマンションが売れない、家賃の負担能力が上がらないから賃貸マンションの家賃も

低迷。個人消費も盛り上がらないから郊外型ショッピングセンターの売り上げも頭打ち。最近では郊外型ショッピングセンターの事業者が、施設所有者に対して賃料の引き下げを要求する例が多くなっています。

オフィス賃料については先ほど地域限定と申し上げましたが、東京都心部ではかなり上昇している。それに対して、郊外型ショッピングセンターの場合は、むしろ賃料は下がっている場合が多いようです。ですから、企業と関係の深いオフィスビルは好調ですが、家計と関係の深い不動産、具体的には住宅やショッピングセンターは不調と言えらると思います。このような動きが、ある程度投資利回りにも影響していると思います。最近では投資家も、オフィスビルが一番投資対象としては安定している。それに対して、住宅やショッピングセンターは多少リスクが大きい。このように考える人が多くなってきたようです。

## ■運用対象の分散状況

この傾向を敏感に感じ取ったという訳でもないのですが、リートの運用対象は、比較的好調な不動産が中心になっていると言えます。図表20 (P. 53) は、9月時点で、リートの運用対象の不動産を区分したものです。東証に上場している全リートのうち、その運用対象の30.4%は東京の都心3区(千代田区、中央区、港区)に集中しています。それから、東京圏の1都3県が全体の73.9%を占めています。先ほど申し上げた全国的な一極集中の中で、そのメリットを享受できる内容に、リートの運用対象が構成されていると言えます。

先ほど私は、大阪圏、名古屋圏に関しては悲観的な見通しを持っていると申し上げましたが、この円グラフをご覧くださいますと、大阪圏の物件は14.1%、名古屋圏は3.7%で、構成比は小さいと言えます。地方都市の運用対象不動産は8.4%ですが、その多くが郊外型ショッピングセンターです。

右側の円グラフが用途別の構成比を示しています。オフィスビルが全体の53.4%を占めており、それから商業施設が20.2%、住宅が21.5%という状況です。住宅は件数が急速に増えてきていますが、1件当たりの価格がそれほど大きくはないこともあり、金額ベースでのシェアはそれほど増えていないのが実態です。今後は物流関連施設が大分増えてくると予想しています。先ほどの産業ファンド投資法人がインフラ施設を取得した場合、地方のインフラ施設は大規模で金額も大きい施設が

多いものですから、インフラ施設の組み込みにより、その構成比がこれから先はかなり増えてくると予想しています。

### ■株価（投資口価格）の推移

いずれにしても、現状でオフィスビルが多いということは、比較的好調なオフィスビル市況をリートが十分に享受できる内容になっていると指摘できます。

このように、運用が比較的好調ということも影響して、リートに対する投資家の評価は概ね好調と当方では解釈しています。図表21（P. 53）はリーートの値動きを示す東証リート指数の推移です。「下値サポートライン」という右上がりの直線を記載していますが、過去からの推移で、リート価格のトレンドと認められるものを示しています。

このリーートの指数の推移をご覧くださいますと、過去10カ月間に随分と大きな変動がありました。昨年の11月下旬からリーートの価格が暴騰し、概ね今年の5月末まで上昇が続きしました。6月から価格の急速な低下が始まり、8月の第3週でその低下は止まったと考えています。お手元の資料では、9月25日までのデータを示していますが、現在は、概ねこの下値サポートラインに沿う形で価格が推移していると言えます。

敢えて、大雑把な言い方をさせていただきますと、過去10カ月間は価格変動が大きかった訳ですが、下値サポートラインにまた戻っている訳ですから、中長期的に見ると、リーートの価格は緩やかな右上がり傾向が続いていると言えます。過去10カ月間が、敢えて言うならば随分とイレギュラーな動きだったと考えることもできます。

### ■投資家別の需要動向

過去10カ月間に何があったのかということですが、価格変動の大きな要因は、外国人投資家の投資姿勢の変化だと考えています。図表22（P. 54）はリーートの月間の売買動向を示しています。この中で濃い青色が、外国人投資家の動向です。お手元の資料は月間の売買額の差し引きの金額ですので、数字がプラスであれば買い越しを示し、マイナスであれば売り越しを示しています。昨年の9月頃からこの青い部分が随分伸びており、外国人投資家のリートに対する購入意欲が増していたこ

とが示されています。昨年12月、それから今年の1月、2月と随分と買い越しの額が膨らみ、特に今年2月は過去最大の1,400億円の買い越し額になっています。

一方、現在リートに投資をしている投資家は、国内金融機関が一番構成比が大きいのですが、国内金融機関のリート投資は、昨年前半はかなり抑え気味でした。昨年前半はリーートの不祥事が相次いで発覚し、リート7法人が行政処分を受けています。私は、行政処分と言っても、原因はいずれも軽微な問題と認識しています。しかし、仮に軽微な問題でも、国内金融機関の立場では、問題のあるものは買い辛いのが実態です。この影響もあって、昨年前半は国内金融機関の投資が大分抑制されていた訳です。

秋頃からある程度投資が回復してきた訳ですが、今年の1月から3月は国内金融機関は売り越しになっています。これはリートに対する評価と言うよりも、敢えて言うならば「季節要因」的な影響が非常に強いと考えられます。1月から3月は決算期に当たるため、国内金融機関は含み益のある銘柄を売却する傾向があります。このため、毎年1月から3月は、国内金融機関は売り越しとなる場合が多いと考えられます。

一方4月になると新年度に入りますので、新しい投資方針の基に運用枠を設定して、その投資対象を買い進む傾向が出てきます。ですから、今年の4月は国内金融機関は買い越しになっています。それ以降、リーートの価格が随分と上昇し、利回りの面で不利になりましたので5月は売り越し。6月以降は価格が急激に低下しましたので、なかなか投資姿勢が定まらなかったようです。ただし現時点ではリーートの高値も随分と解消され、国内金融機関など、利回り重視の投資家にとっては、随分と買い易い状態になってきましたので、これから先は買い越しの傾向が強まってくると予想しています。

このように、外国人と国内金融機関の動向がリーートの価格に対して大きな影響力を持っている訳ですが、外国人は今年5月までは買い越しだったのですが、6月は一転して売り越しになっています。この6月から東証リート指数も低下が始まりました。この投資判断の変化は何によるものかということですが、私は、この段階で金利が上昇傾向にあったことが、一番大きな要因と考えております。金利が上昇すると、リート投資の旨味が失われてきます。この段階では、リートに対して割高感が強まっていたため、6月から売り越しに転じたと考えられます。

7月下旬以降は、米国のサブプライムローン問題が顕在化して、外国人投資家の手持ち資金に余裕が無くな

り、日本の不動産マーケットやリートのマーケットから資金が流出しました。サブプライムローン問題は、現状では日本の実物不動産マーケットや、リートの不動産賃貸事業に対する直接的な影響は殆ど無いと私は考えています。ただし、リートの株価（投資口価格）や、不動産会社の株価等については、外国人投資家の動向が大きな変動要因になっていますので、その株価を通じて、間接的にリートのマーケットに影響していると考えられます。

外国人投資家と言えば、どうしても短期の利ざや稼ぎの投資が多いというイメージが強いのですが、実際は必ずしもそうでは無いようです。8月第3週までリートの価格は急テンポで下がりましたが、8月の外国人投資家は買い越しになっています。8月下旬頃から比較的割安になった銘柄を中心に買い進んでいる例が多いのではないかと思います。外国人投資家といえども、恐らく短期のキャピタルゲイン狙いの資金は、全体の3割強から4割弱だと私は考えています。そして、外国人投資家の大体6割強から7割弱は、中長期の投資、利回り重視の投資をしていると考えられます。8月第3週までの段階で、キャピタルゲイン狙いの短期の資金は殆ど流出してしまい、現在は比較的中長期の投資を目的とする資金が残っていると思われます。そういった点では、今後9月以降10月から11月位にかけて、恐らくリートの価格は極端に大きく変動することはなく、比較的落ち着いた動きを示すと予想しています。

先ほど申し上げたように、私はむしろ昨年11月に価格が急騰する以前の状態の方が、リートに対する通常の評価を示していると考え、東証リート指数については1,800ポイント程度を下値の目安と考えていました。実際はその1,800ポイントを僅かに下回る水準で、リートの価格が下げ止まった訳ですが、当面の間、東証リート指数は2,000から2,100ポイント程度の水準で推移すると予想しています。

先ほどの繰り返しになりますが、短期のキャピタルゲイン狙いの資金が流出したため、利回りを重視した安定した資金が増えてくるのではないかとということです。ただし、足元では金利上昇の可能性が殆どなくなってまいりましたので、そういった点ではリート投資のメリットも、以前に比べれば拡大していると思います。その点を考慮しますと、一時的に2,100ポイントを多少上回る局面が出てくる可能性も考えられます。ただし、あまり高い状態には多くの投資家がこりごりしていますので、2,100ポイントを超えても、それは一時的な状況で、概ね2,000ポイントから2,100ポイントの間で、今後暫く

は推移すると予想しています。

先ほど申し上げたとおり、リートの投資家の過半は国内金融機関で占められていますが、国内金融機関の投資には、一種の季節的なパターンが見られます。10月、11月は下半期の期首に当たりますので比較的買い進む場合が多い。ただ、今年に関しては、8月の価格の下落があまりにも急テンポだったため、購入意欲があまり盛り上っていないようです。ただし、10月、11月は一般的に強含みになる可能性があります。12月は年末になり、投資資金の動きが鈍くなります。それから、1月から3月は先ほど申し上げたように、年度末ということでやはり投資資金が動きにくくなります。ただし、それほど大きく価格が変化をすることはなく、4月以降は、特に大きな変動要因がなければまた強含みの状態に戻るのではないかと、このように考えております。

現在はサブプライムローン等の問題があって、外国人投資家の資金が引いてしまっている状況ですが、海外での混乱が納まった場合には、日本の不動産が投資対象として有利だという考え方は根強いと思いますので、再び外国人の資金がリートマーケットや日本の実物不動産マーケットに戻って、価格が再び高騰する可能性も考えられます。

現状では何時の段階でサブプライムローン問題が納まるのか、まだ予想がつかないところがございます。このような点では、今後も外国人投資家の動向から目が離せない状況が続くと思います。ただし、価格にある程度の変動があっても、リートの不動産賃貸事業に関しては、特に大きな変動がある訳ではなく、基本的には好調が続くと考えられます。

## ■不動産市場の国際比較

日本の不動産が割安だと申し上げましたが、外国人投資家の方のそのような判断には、あながち根拠が無い訳でもありません。図表23 (P. 54) は、主要国のマンションの価格の動向を示したものです。過去10年間にニューヨーク、ロンドンでは概ねマンション価格は上昇が続いていました。それに対して、東京はこれまではバブル崩壊の影響があったため、価格が下落していました。冒頭に申し上げた通り、今年、公示地価や基準地価ベースで地価の上昇傾向が明確になったため、これらのデータを組み合わせると、日本ではこれまでバブル崩壊の影響で不動産価格が下がっていたけれども、ようやくバブル崩壊のトンネルを抜けて、これから先上がり始

めるとの判断が成立すると言えます。

ただし、日本の不動産の収益性は必ずしも高いとは言えません。不動産投資の利回りについては、必ずしも日本の不動産が割安とは言えないだろうと思います。

図表24 (P. 55) は世界の主要都市における不動産投資の利回りを示したものです。グレーの線が2005年時のデータですが、東京が4.5%、ロンドンが6.0%、それからニューヨークが7.5%となっています。東京が一番利回りが低い訳です。確かにバブル崩壊の影響で不動産価格は下がっていますが、投資利回りが低いことを考えると、日本の不動産が割安とは一概には言えないと思います。ただし、日本は金利水準が非常に低い。ノンリコースローン等で不動産投資をする場合には、概ね2%以下の金利水準で資金を調達している場合が多い訳です。不動産投資のコストが低いことを考慮すると、物件利回りが多少低目でも投資環境が非常に良いので、日本の不動産はやはり相対的に割安である。このように考える投資家が多いようです。

図表24では、日本については東京のデータのみを示しています。実は、大阪や名古屋のオフィスビルの投資利回りは6%を超える水準です。この点では、日本の都市の中でも東京だけが極端に利回りが低い状態で、大阪や名古屋のような地方都市の物件ならば、比較的高い利回りを享受できると言えます。ただし、先ほどお話しした通り、私は、大阪や名古屋の市況については多少悲観的な見通しを持っていますので、利回りが高いと言っても、投資対象としては問題が多いと考えています。何れにしても、東京の利回りは見かけ上は低いのですが、日本全体として見れば必ずしも利回りが低い訳ではない。また、投資のコストが比較的安く、日本は政権の変動リスクもあまりありませんし、制度が大幅に変わるリスクもあまりございません。そういった点では、投資環境が整った国と言えると思います。

本日の日本経済新聞に、スペインで不動産投資が落ち込んでいるという記事がありました。スペインでは、これまで住宅価格が上昇していたのですが、日本から低コストの資金が出ている影響ではないかという見方がございます。私共のところにも所謂円キャリーの資金がスペインの不動産投資に流れているのではないかというご質問が随分ございました。これは私共の方で実態を捕捉できないため、明確なお答えができないのですが、現在は、世界全体が不動産ブームのような状況です。不動産投資が盛んなのは日本だけではなく、世界全体が金余りの中で不動産投資が盛んになっています。この金余りのかなりの部分が、日本の低金利が原因となっている可能

性もあります。その中でも日本の不動産は相対的に割安だと判断する外国人投資家が多く、日本の不動産投資の環境も良好なので、それが不動産投資の活発化に繋がっていると考えられます。

## ■ J-RE市場の発展

図表25 (P. 55) はリートの配当利回りの推移を示したものです。濃い青い線で示しておりますところが、リートの平均配当利回りです。リート市場がスタートしてから2年間ほどは、リートの評価は非常に低く、リートの株価(投資口の価格)も概ね下がっていましたが、2002年9月頃には平均配当利回りが6%近い水準でした。2003年頃からリートの決算が重なるにつれて評価が上がり、配当利回りが下がってきました。ただし、利回り中心でリートを買っている投資家は、10年国債との金利差(スプレッド)を重視していたようで、2004年中頃から昨年10月位までは、概ね2%ポイント(200ベースポイント)ほどのスプレッドが投資判断の目安になっていたようです。

昨年11月下旬からリートの価格が急上昇し、平均配当利回りが下がって、その影響でスプレッドも縮んできました。今年5月末時点で、スプレッドは79ベースポイントまで下がりました。これ以降はリートの価格が低下して、利回りが回復しています。9月11日時点では平均配当利回りが3.82%、10年債とのスプレッドが228ベースとなっています。現状では平均配当利回りが3%を超え、それから長期金利があまり上がっておらず、スプレッドも200ベースを超える状態ですので、足元ではリートを利回り商品として見れば、投資し易い環境になってきたと言えます。

ただ、先ほど申し上げましたとおり、これから先は外国人の資金がまた日本に返ってくる可能性もございませぬし、そういった点では今後の動向には注意しなければならぬところもございませぬが、何れにしても、リート市場は投資家の支持を得られるような環境になってきていると考えております。

ただし、リートの価格も一時期に比べますと全般的に株価水準が上がり、個人投資家にとっては買いづら部分も出てきたと言えるのではないかと思います。最近ではリートを運用対象に組み込んだファンド・オブ・ファンズが随分と多くなっています。図表27 (P. 56) に基本的なファンド・オブ・ファンズの仕組みを図示しています。2003年7月にリートを組み込んだファンド・

オブ・ファンズが解禁になり、その残高も増えています。

図表28 (P. 57) がファンド・オブ・ファンドの残高を示しています。6月以降、国内のリートに関しては、株価（投資口の価格）が低下して、残高が減っていますが、全体としては成長が続いていると言えます。これから先、リートが価格が落ち着いてくれば、ファンド・オブ・ファンズを経由した個人投資家の需要も今後堅調に推移すると考えています。

色んなことを申し上げましたけれども、リートの場合、基本的に不動産の賃貸事業が好調であるならば、それほど懸念することはないだろうと思います。そして、前半で申し上げました通り、少なくとも東京都心部のオフィスビル市場に関しては、それほど大きな懸念要因がある訳ではございませんので、当面の間は不動産賃貸市場もリート市場も、比較的落ち着いた状況で穏やかな成長が続くと予想しています。

今日は、不動産市場と不動産投資市場という形で、最近の不動産市場の動向、あるいはリートを中心とした投資市場の動向について、お話を申し上げた次第です。長時間に渡りご静聴頂き、誠に有り難うございました。