

## 【第 142 回講演会 講演録】

日時：平成 20 年 10 月 9 日（木）14:00～16:00

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

～市場回復の条件と、今後の有望分野の検討～

みずほ証券株式会社 金融市場グループ  
 金融市場調査部 チーフ不動産アナリスト  
 石澤 卓志

石澤でございます。宜しくお願ひ致します。失礼を致しまして着席をさせていただきます。ご案内の通り今非常に厳しい状態になってきておまして、不動産分野も金融分野も大荒れという状況ですが、状況が悪い中で色々とビジネスチャンスも生まれている、そのような気がしております。本日、有望分野の検討と題しておりますが、なにがしかのヒントになればと思う次第でございます。簡単な資料をお持ちしてございますので、こちらを元に致しましてお話をさせていただきたいと思っておりますけれども、お話の前半では実物不動産市場の状況、不動産価格、オフィスビル市場、住宅市場についてお話をさせていただきたいと思っております。それから後半は、不動産金融の分野について、REITを中心に不動産投資の動向についてお話をさせていただければと、このように思っている次第でございます。

まず皆様方のお手元の資料、図表1をご覧くださいませでしょうか。こちらは基準地価の動向をまとめたものです。現在では地価評価に収益還元の見え方が根付いているようでございまして、その土地の収益性が比較的ダイレクトに地価の動向に現れていると感じております。土地の収益性と言いますと色々な要素がございますけれども、最終的にはその土地を利用される方の頭数、すなわち人口で決まってくるところが多いのではないかと。ですから現在の地価動向は概ね人口動態で説明出来る状況になっていると思っております。

図表1のグラフはグラフの横軸に人口の変動率を、それから縦軸に地価の変動率をお示しております。今年の基準地価のエリア別の価格の動向をその中でお示しているわけですが、ご覧の通り右上がりの直線で傾向線が引ける状況ではないかと思っております。ですから現在の地価動向は概ね人口動態で説明出来る。人口密度が

高い所ほど地価水準が高い。それから人口が増加しているところは地価も上昇致しますけれども、人口が減少しているところはなかなか地価の下落に歯止めがかからないという状況であろうかと思っております。今お手元のグラフでは、横軸に人口変動率をお示してございますが、これを地域経済を示します他のデータに置き換えましても、だいたい同様の傾向線を得ることが出来ます。例えば日銀短観の中に地域の景況感の指数というデータがございます。これを縦軸に持って参りましても大体同じような傾向線が得られるというわけです。ですから現在の地価のデータと言いますのは単なる不動産のデータではなくそのエリア、あるいはその都市の活力を示す総合的な指標になってきたと指摘することが出来ると思っております。

それから人口動態で地価動向が説明出来る状況ということですから、今地域振興ということが盛んに言われておりますけれども、やはり最終的には人口の呼び戻しが出来なければなかなか地域振興は難しいのかなと、このような感じがするわけでございます。

図表1の中では図が二つついておまして、左側の方が2007年、それから右側が2008年のデータを示していますが、いずれについても大体直線で傾向線が引けるという状態ですが、今年は大都市圏を中心に地価上昇が減速しましたので、2008年の傾向線はだいぶ傾きが小さくなってきている状況です。

地価の変動要因という点では、昨年も今年もそれ程大きな変化はないと思っておりますが、しかしその変動の状況と言いますでしょうか、地価の動きという点からはかなり大きな節目と言えらると思っております。

今年の基準地価の最大の特徴は、東京都心部等で地価が下落に転じたところが増えたという事ではないかと思っております。

図表2をご覧くださいなのですが、今年は東京都心部の4区で住宅地の平均変動率がマイナスに転じました。それから渋谷区に關しましては住宅地、商業地いずれもマイナスに転じたわけですが、概ねこれまで地価が勢いよく上がっていた所で地価の下落傾向が出始めたということだろうと思います。これは言わずもがなでありますけれども、これまで不動産投資が地価を押し上げていた。その不動産投資が減少してしまいましたのでそれが地価の下落になって現れ始めたということだろうと思います。

ただし、恐らく今年に關してはまだ地価の下落は始まったばかりで、これから2、3年かけて更に下落が続く可能性が高い、と当方ではこのように考えております。

図表4は、これまで地価の上昇が非常に著しかった東京の表参道エリアの状況です。このエリアでREITが保有している物件をこの図の中で図示しています。REITが保有しております物件だけでするので一応地図の中に収まっていますが、これに私募ファンド等が投資していた物件を加えると、恐らく2.5倍くらいの件数になると考えられます。

この中には、今年経営破綻した不動産会社、例えばスルガコーポレーションやアーバンコーポレイションなどが盛んに不動産投資をやっていたところもあるようです。ただし、REIT等の不動産投資と、それから不動産投資を盛んにやっていたところとでは大分投資スタンスが違っていたように思います。REITの方は最初から利回りを重視した投資をしておりますので、このように地価が上昇している所でも概ね3%以上の利回りは確保しているようです。

ところが昨年あたりから不動産投資を盛んにやり始めたところだと、地価が下落に転じたため手持ちの不動産を評価するとかなり多額の評価損が出てしまっている、という例も少なくないようです。同じエリアでも、かなりの含み益を得ているところもあればかなり評価損が出ているところもある。そういった点ではこのエリアに投資している不動産ファンドなども、投資の時期、あるいは投資のスタンスによって状況は相当に違ってきていると言えます。

これまで非常に不動産投資が盛んだった場所では、昨年の春頃は2.2%から2.3%くらいの利回りで土地を取得している例も大分見られました。私共の考えでは、不動産賃貸事業が成り立つ利回りは最低でも3.5%だろうと思います。出来れば4%くらいの利回りが欲しいというところでは、ですから2.2%から2.3%の利回りと言いますのは、最初からここで不動産賃貸事業を地道にやろうと思っていたわけではなく、最初から転売を狙って

の取引ということになると思います。

昨年の春頃は、外資系の不動産会社や投資ファンドなどが盛んに土地を買ってくれた訳ですから転売の相手もすぐに見つかったわけですが、昨年の後半からサブプライムローンの影響によってなかなか土地の買い手がなくなってしまった。結果的にそれらの土地が行き場所を無くしてしまい、地価の下落が始まった、ということになると思います。今後の地価動向を考えますと、今の段階では2.2から2.3%くらいの利回りの取引が、恐らく将来的には3.5%の利回りが取れるくらいにまで地価が調整される可能性があるのではないかと、このように考えております。これを地価の下落率ということで計算をしてみますと、だいたい40%程の下落ということになるかと思えます。もちろんすぐに下落をするというわけではなく、恐らく今後2年から3年かけての調整ということになるのではないかと思えます。4割落ちる可能性があるということを申し上げますと、多くの方々がそれは大変だと仰るのでございますが、私は必ずしもそうではないと考えております。

ページが少し前の方に戻りますが、図表3をご覧くださいなのですが、基準地価が現在の土地取引の状況をダイレクトに示しているかどうかという点につきましては色々ご異論もあるかと思うのですが、今年の基準地価ですと表参道エリアの一部について2%程の下落が見え始めたという状況です。ですから最終的に40%落ちる可能性があるということは、まだまだ現在の段階では地価の下落は始まったばかりということになるわけですが、ただし図表3の2006年あるいは2007年あたりを見てみますと、過去2年から3年は年率で10%から20%を超える地価上昇が続いていたという訳です。ですから40%地価が下落する可能性があると言いましても、敢えて申し上げればこれまで急激に上がっていたところが剥落するだけで、決して過度に地価が低下をする訳ではないと考えております。先程申し上げました通り3.5%、言うならば通常の不動産賃貸事業が成立する水準にまで地価が調整をされるというわけでありまして、決してどんどんと落ち込みが続くという訳ではないと考えております。

またこの表参道エリアは基本的に需要は強いところですから、ある程度地価が調整した段階では売買の主体もかなり戻ってくる可能性があります。そういった点を考えますと私が今想像しておりますよりも比較的早い段階で地価の下落が止まる可能性もあるのではないかと。一般的に地価の下落と言いますと不動産業界に取りましては非常にネガティブなイメージがあるわけですが、実際は必ずしもそうではない。昨年の春頃の2.2%、ある

いは2.3%という利回り、これはどう考えましても低すぎる利回りでございます。通常の不動産事業が成立しない利回りです。ですからこの上がり過ぎた地価が言うならば通常の賃貸事業が出来る水準にまで、敢えて言うならば正常な状態にまで戻る過程での地価の調整ですから、地価が下落に転じたということはむしろ不動産業界にとっては中期的に好ましい状態と当方では考えています。このように考えますと一般的にはネガティブに考えられがちな地価下落も、実は不動産業界にとって投資のチャンスという点ではポジティブに考えてよろしい状況ではないかと思えます。

さて今表参道のエリアについてお話を申し上げた訳ですが、私共の考えでは東京都内で地価の上昇が著しいところは、概ね二つのグループに分けることが出来ると考えております。

一つは今申し上げた表参道のような商業施設を中心する繁華街です。もう一つは丸の内、大手町といった東京駅を中心とするビジネス街です。こちらの方も地価の水準は非常に高いわけですが、ただしこの大手町、丸の内エリアに関して言うならば実需を基盤としたしっかりとした再開発が行われている。その再開発が地価を押し上げる要因になったと考えております。ですから敢えて言うならば表参道エリアの方は多少バブル的な要素を否定できないわけですが、大手町、丸の内に関して言うならば着実な実需に基づいた取引ですので決してバブルというようなものではない。こちらの方に関して言うならば地価が大幅に落ちるということはなく、これから先も継続的に街の発展が期待出来る状況と当方では考えております。

図表5でございますが、こちらは丸の内、大手町エリアの開発状況を示したものです。ご覧の通り地図に書ききれないくらい再開発が進んでいるということになるわけですが、これら再開発の一覧表をレポートの45ページと47ページに記載してございますので後ほどご参照いただければと思う次第です。区としては、千代田区と港区が最も再開発の件数が多いようです。

現在の状況では、オフィスビルの大量供給のピークがどうも2011年頃になりそうです。2003年に港区を中心としてオフィスビルの供給が大変に増えまして、マスコミ用語では2003年問題と言われたわけですが、どうも次は、この語例に従いますと2011年問題ということになるようです。2011年には丸の内、大手町だけで単純計算で延床面積60万㎡以上が供給される見込みです。それから時期を2011年から2013年という形で少し延ばしますと少なくとも120万㎡くらいが供給されると考えています。

このように見ますと随分と大量の供給と考えられますが、現在の丸の内、大手町の需要状況を考えますと、十分にこの供給を吸収するだけの需要があり、この大量供給が市況悪化の要因にはならないと当方では考えております。

まずこのエリアのビルは全てが建替えですので、純増という点ではそれほど急激に増えるわけではございません。極めて雑な計算をさせていただきますと120万㎡とお話を申し上げましたけれども、実際のところこの中で床面積が純増する部分は全体のだいたい6割増しから7割増しという状況と思えます。

それから中には色々な用途の床が含まれておりますので、純粋なオフィス賃貸床は、さらにそのまた40%くらいと考えてみますと、実はかなりオフィスビルの床面積の純増は少ないわけです。

それからこのエリアは既存の町のテナントがより広い所を求めて移り住むという例がほとんどでございまして、来年に完成予定のビルも概ねそのテナントが決まっているという状況です。

ですから数字だけを見ますと随分な大量供給になりますが、最終的に市況が悪化する可能性はかなり少ないのではないかと当方では考えています。

ただこの2011年は東京23区の他のエリアでもかなりの大量供給が起こる年です。改めてこのレポートの45ページと47ページをご覧くださいと思いますが、新宿のエリアでは、北新宿の再開発や、それから昨年の暮れに大分話題になった物件ですが日本テレビゴルフガーデンの跡地の開発等がございまして。

それから47ページ目をご覧くださいと品川区の大崎駅前で大変に再開発が多いようです。ソニーが移転を致した跡地を、積水ハウスが中心になって再開発を進めていますし、ソニーの移転先についても賃貸床を含む再開発が計画をされているようです。それから世田谷区の二子玉川園でも2011年が完成目標の計画が進んでいまして、実は2011年は丸の内、大手町だけではなく東京23区の様々な所で大規模開発が完成する状況のようです。

私の考えでは丸の内、大手町の再開発は特に問題はございません。それから大崎駅前も特に問題はないと考えていますが、一部のエリアに関してはやや供給がもたれる状態になってくるのではないかと。一部供給過剰と思われるような状態になるのではないかと、と当方ではこのように予想しております。

このように考えますと2011年の大量供給は全体とすれば懸念する程ではありませんが、個別のエリアについ

ては若干物件がだぶつく可能性もある。そういった点で東京 23 区内でも、エリアによって市況の差が拡大する可能性があると考えています。

いずれに致しましてもこの丸の内、大手町を中心とするエリアは現在も不動産の取引価格も高い訳ですが、決してバブルというわけではなくむしろこのような良い物件が供給されることが中期的には町の発展に貢献すると考えています。

今オフィスビルマーケットの概況をお話したので、オフィスビルの空室率等の状況についてももう少し細かくご覧いただきたいと思います。

図表 7 をご覧いただけますでしょうか。こちらは月次のオフィスビル空室率の動向を示したものです。調査会社によってオフィスビル空室率の水準には捉え方の違いがあるようです。私共はこの空室率を元に市況を判断する際に目安になる水準が二つあると考えております。

一つは空室率が 5% という水準、もう一つは 3% という水準です。空室率が 5% を超えると市況は相当に荒れていると解釈することが出来ます。大家とテナントの力関係からすればテナントの力の方が強くなります。そしてオフィスビルの賃料には低下傾向が出てきます。その目安が 5% であろうと考えております。逆に空室率が 3% を下回りますと、かなりビルが不足した状況になってきます。大家の力の方が強くなり、オフィスビルの賃料には上昇傾向が出てきます。その区切りがほしい 3% と考えております。3% と 5% の範囲内、これ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、賃料は横ばい傾向になります。あくまでもこれは目安ですが、これを元に図表 7 のデータをご覧いただきたいと思います。

調査会社さんによってオフィス空室率の水準の捉え方には違いがあるのですが、私が今申し上げました基準は、概ねシービー・リチャードエリス総研のデータに沿ったものです。三鬼商事のデータでは、これに 1 ポイント程度上乗せをしたものが一応の目安になると考えております。月次のデータを拝見しますと、今年 2 月あたりから空室率の上昇傾向が始まったようです。

空室率上昇の理由は大きく分けますと二つあると考えています。まず一つは立地の悪いビルが全般的に増えてきたということ。二つ目は、賃料が高いオフィスビルをテナントが敬遠する傾向が強くなってきたことです。後者の方がより深刻な問題のようです。現状では立地条件が多少悪いビルでも賃料がそれほど高くなければ時間をかければテナントは十分に埋まる状況と考えております。

どのエリアで空室が増えているかということですが、図表 8 をご覧いただきたいと思います。こちらはシービ

ー・リチャードエリス総研の 3 ヶ月ごとのデータですが、今東京 23 区内のビジネス街では空室率が 3% を超える場所はほとんどなくなりました。そういった点で全般的には需要は強めと解釈できるわけですが、ただし一部に最近になりまして足下の空室率が上昇している所も見られます。

図表 8 のグラフでは晴海のエリアがそういう場所になります。今年の春から晴海の埠頭エリアで大分オフィスビルの供給が増え、あまり立地条件が良くない物もその中には見られます。それが空室率を押し上げる要因になっているようです。

個別のビルの名前を出して恐縮ですが、今年の春に 2 棟のオフィスビルが完成しています。グラスシティ晴海というビル、それから KDX 晴海ビルというビルでございしますが、KDX 晴海ビルの方は REIT の運用対象に入っていますので稼働率の状況等全て公表されています。勝どきの駅が最寄り駅ですが駅から 10 分くらいかかるため立地条件に多少難点のあるビルだと思います。

このような事情があるためオープン当初はかなり空室が目立ったようです。5 月の段階では入居率は 37.1% ですから 6 割以上空いていたわけですが、ただし賃料は大変に格安です。

今東京の都心部では月/坪あたり 6 万円から 7 万円といったビルもありますがこの KDX 晴海の賃料は 2 万 2 千円から 2 万 3 千円なのだそうございまして、テナントにとってはコストパフォーマンスのよいビルと考えられます。このようなことが功を奏しまして 7 月以降に關しましてはこちらのビルも 95% の稼働率になったようです。

それからレポート 32 ページ下の記載ですが、豊洲エリアでも埠頭の近くで随分とビル供給が増えているようです。

今年 2008 年は、東京 23 区内は非常にビル供給の少ない年で、延床面積が 3 万㎡以上の大型ビルの供給は全部で 4 棟しか計画をされていません。その内の 1 棟がこの豊洲の KDX 豊洲グランスクエアというビルです。こちらは元々三越不動産の物流センターの跡地です。倉庫跡地の再開発ということになりますが、豊洲駅から徒歩で 13 分程かかるため、やはり立地条件にはかなり難点があるかと思えます。

ただしこちらは延床面積が 6 万㎡を超えておりますしワンフロア当たりの面積も 5000 ㎡を超えています。それから賃料が月/坪あたり 2 万円程と、やはり賃料の面でも格安と言えるのではないかと思います。

ですから広くて安い床を求めるテナントに来て欲し

いということで、このような需要があったようで現在ではかなり高い稼働率になっています。ですから立地の悪いビルが増えますと供給された時には空室率が一時的に上昇致しますが、そのビルの賃料が比較的安い場合には、じきに空室は埋まってくる、このように考えてよろしいかと思えます。

したがって私共は、ビル市況はだいぶ悪くなってきてはおりますけれども、決して物理的な需要そのものが減退した訳ではないと考えております。

その一方で賃料を高め設定しているビルの中にはテナント集めに苦戦している例もあるようです。今後の景気動向等を考えると企業業績や賃料負担力などについても懸念が多いため、多くのテナントが賃料が高いビルを敬遠するようになってしまいました。

例えば六本木のあるビルの場合ですと今年になってから坪あたり3万円程であった賃料をいきなり5万円台に引き上げ、この影響でテナントが流出した例もあるようです。かなり立地条件が良い、あるいはグレードの高いビルでも、なかなか今の状態では大家が強気になる状態ではないと言うことだろうと思えます。

ただし賃料を7万円取らなければ採算が取れないというわけではございませんので、賃料が頭打ちになっても決してビル事業者自身が苦境に陥るわけではないと当方では考えています。

図表9に示していますが、2006年から2007年にかけて丸の内、大手町などでは賃料の伸びが止まる状態になってきていますが、ただし現在の賃料も決して低い水準ではございませんので、まだある程度の下げ余地と言いますか、ビル事業の成立性という点ではある程度の余裕は保たれていると考えています。

図表10をご覧くださいと思います。今年の基準地価を拝見しますと現在のビル市場動向と地価動向にズレが生じている、そういった例も見られるように思います。特に地方都市でその傾向が強いと考えております。

図表10は今年の基準地価における商業地の上昇率上位10位を見たものですが、上昇率のトップが仙台の調査地点、それから上昇率の上位10位までのうち4地点が仙台で占められています。それからやはり名古屋が2地点入っている状況ですが、実は仙台と名古屋のビル市況は悪くなってきています。そういった点では現在のビル市況が必ずしも地価に正確に反映されているわけではないと考えております。もちろん実際のオフィスビル市場の状況が地価に反映されるには一定のタイムラグがあると考えられますので、仙台あるいは名古屋に関しては来年の公示地価、あるいは来年の基準地価において地価上昇

の減速、あるいは一部下落の傾向が顕在化してくるのではないかと考えています。

図表11が仙台あるいは名古屋のビル市場の状況を示しています。一番新しいデータが2008年の6月ですが、仙台の平均空室率は10.4%です。

それから特に空室率の上昇が著しいのは仙台駅の東口でして、この6月の段階で15.2%に達しています。

名古屋も平均空室率が随分と上がっておりまして、この6月で7.4%という状態。特に悪化が目立つのが丸の内というエリアで、9.8%という状況です。仙台それから名古屋共に昨年あたりからビル供給が随分増えてきましたが、なかなかそのビルが埋まらずに困っているという状況です。

仙台の動向につきまして図表12にお示ししています。グラフの方は仙台のビル供給量の状況をお示ししております。青い棒線が供給量を示していますが、仙台は98年、99年にオフィスビルの大量供給がございました。98年に仙台駅前にアエルというビルが出来ておりますし、それから99年には花京院スクエアというビルが出来ております。

ところがその後およそ7年間に渡ってビル供給がほとんどないという状態が続き、そして2007年から大型ビルの供給が再開をされたという状況です。

2007年に仙台ファーストタワーというビルが出来ております。それから今年2008年と2010年に大量供給が予定されているという状況です。

仙台でなぜ地価が今年上昇したかのかということですが、再開発が非常に盛んであることが影響していると思います。すなわちこれまではビル供給が少なかった、不動産投資額があまりなかった。それがビル供給が再開された、不動産投資額が増えた。このことが地価を押し上げる大きな要因になったと考えられます。

ただし仙台は残念ながらマーケット規模はそれ程大きいわけではございませんので、ビルの供給が増えますとあつという間に供給過剰になってしまう。そうなりますと仙台は地価は上がっていますがビル市況はよくない、そしてしばらく致しますとビル市況の悪化が地価の方に反映されていくのではないかと、このように考えております。

今年の7月から8月にかけて、仙台では特に大型の再開発3つがほぼ同時に完成しました。7月の始めですが仙台東宝ビルというビルが完成しています。

これは映画館跡地を再開発したビルですが、今年の基準地価で地価上昇率が日本一になったのがこの仙台東宝ビルですので、これもやはり再開発が地価を押し上げた

最も顕著な例と言えるかと思えます。

さらにこの7月から8月にかけては仙台駅前で仙台マークワンという開発と、それから警察跡地を再開発した東二番丁スクエアが完成しています。マークワンの方はパルコがメインテナントで商業施設主体のビルですが、オフィスビルも一部入っておりましてオフィスには若干まだ空きがあると聞いております。

それから東二番丁スクエアの賃料は仙台で最も高く坪あたり2万2千円と公表されていますが、どうも実態はもう少し低めのようなようです。

いずれにしてもこのような大型の再開発は比較的高い稼働率を維持しているようですが、仙台ではその一方で立地条件が悪いビルも増えています。

仙台駅東口が仙台で言えば立地条件があまり良くない所に当たると思えます。仙台は広瀬通あるいは青葉通りが最も賑わいのある所ですが、その反対側の仙台駅東口の方はそれ程立地条件が良いというわけではありませぬ。

ところが仙台駅東口には6月に1棟比較的大型なビルが出来ましたし、それからこの秋口にかけてはさらにまた3棟ビルが供給される予定です。

この点を考えると仙台は今の段階でもちょっと供給過剰になっていますし、それから2010年にはさらにまた大型の再開発が計画をされていますので、これからさらに市況が悪化する可能性が高いと予想されます。

ですから一般的には地価が上昇しておりますと、その街の不動産屋さんは随分儲かっているんじゃないかというイメージを持たれがちですが、地方都市などマーケット規模が小さい所で地価が上昇すると、それは供給過剰になる前触れである可能性も多く、あえて言えば地価上昇はその街の不動産市場にとりまして黄色信号であるという指摘も出来るのではないかと思います。

名古屋について本日はデータをお持ちしていませんが、名古屋は公示地価、基準地価において過去3年くらいの間日本で最も高い地価上昇率を維持していた街です。

ところがその高い地価上昇が過剰な投資金を呼び込んでしまったようです。今年前半の1月から6月には名古屋中心部で15棟のビルが完成していますが、現状ではその多くが相当まとまった空室を抱えている状況のようです。

名古屋でなぜ地価が上昇したかについては色々理由がありますが、一昨年の暮れにトヨタ自動車の新しい本拠地が出来たことが最も大きなインパクトがあったようです。

一昨年秋口にミッドランドスクエアというビルが出

来て100%埋まっています。さらに昨年の1月に名古屋ルーセントタワーというビルが出来ましたが、こちらはまだ2割弱ぐらい空室があると聞いております。

ですからトヨタ関連の需要は確かにあったのですが、だいたいこの二つのビルで収まってしまったようで、他のビルは一部を除いてかなり高い空室率に苦しんでいるというのが実態のようです。

名古屋は2013年にかなりの大量供給が予定されています。名古屋の貨物駅跡地である笹島というところで大規模開発が予定されていますが、この開発地はアクセス条件に難点があると聞いておりますので、テナント集めに苦勞する可能性もあると思えます。

これらの点を考えてみますと名古屋もこれから先さらにまた市況が悪化する可能性があると思われれます。

本日の冒頭に人口動態で地価が説明出来るとお話を申し上げましたが、現在のところ日本全体の中で人口が増えているところは、東京と名古屋しかないというのが実態です。

その内名古屋は今申し上げましたとおりマーケット規模は東京に比べますとかなり小さいわけですので、あつという間に供給過剰になってしまう可能性があります。

その点を考えてみますと今安心して不動産事業が出来る、あるいは不動産投資が出来るのは実は東京だけという状況と思えます。これから先東京の一人勝ち状態がさらに顕在化してくるのではないかと予想しています。

今年の基準地価は私共の立場では違和感を感じるころが多かったわけですが、それに対して国土交通省は今年から3ヶ月ごとの地価のデータも公表しています。それが図表13ですが、この3ヶ月ごとの地価動向では今申し上げたような短期的なオフィルビルの市場動向も比較的確に地価動向に反映されているように思います。

こちらをご覧くださいますと仙台では3ヶ月ごとの地価動向でも地価上昇が続いている形になっていますが、それでも一番新しいデータですと大分地価の伸びが鈍りほぼ横ばいになっています。

それから名古屋は名駅エリアでは地価は横ばいですが、栄や伏見では下落に転じています。

それから福岡はほぼ全域で下落している状況です。これから先はこの短期的な地価動向を元に市況を判断することもかなり重要になってくるのではないかと考えています。

さて、今申しあげましたのがオフィスビル市場の動向ですが、続いて住宅市場について簡単にお話しさせていただきます。

お手元の資料の図表16はマンションの売れ行きを示

す初月契約率のデータです。ある月に発売されたマンションの内、当月のうちに売買契約が成立した比率を示しています。

このマンションの初月契約率が70%以上であればマンションの売れ行きが好調と考えられています。ただしこのデータは、マンション販売会社の自己申告によるデータですので、かなり水増しがあるんじゃないかというお話がござますし、いわゆるキャンセル住戸は盛り込んでいませんので公表されてる数字よりも実態は10ポイント程低いのではないかという指摘もあります。

とりあえず70%を基準としてお話を申し上げますと、昨年8月から初月契約率が70%を下回る状態になり、昨年の12月から今年の1月、2月に関しては契約率が50%から60%程に低迷をする状況になっています。

このような売れ行きの落ち込みは1991年以来の状況だそうで、言うならばバブル崩壊期に近い状況になってしまっているわけです。

なぜマンションが売れないかということですが、色々理由があるかと思いますがやはり最終的には価格が上がらずすぎたということではないかと思います。

図表17をグラフの横軸に新築マンションの平均面積を、それからグラフの縦軸に新築マンションの平均価格をとったデータです。

左側の方が東京圏のデータですが、この中で東京23区の折れ線をご覧くださいと思います。ご覧の通り2006年から2007年にかけて線がほぼ垂直方向にピンと上がっています。

この間に東京23区ではマンションの平均価格が19%上がり、2007年の段階で平均価格が6千万円を超えてしまいました。平均価格が6千万円を超えたのは15年ぶりですので、少々極端な表現をさせていただければ、現在のマンション市場は価格についてはバブル経済のピーク時に迫る状況と言えます。

一方で売れ行きはバブル崩壊時にそっくりという、非常になにかチグハグな状況になっています。

これだけ売れ行きが悪ければ当然価格は下がるはずですが、ところがなぜかなかなか下がりません。図表17には2008年前半のデータもお付けしていますが、2008年前半の価格は下がるどころかむしろ上がってしまったというわけです。かなり高値で土地を仕込んでしまった会社が多いようで、なかなか値段を下げられない状況のようです。ただしそうは言いましても在庫調整を優先しなければいけませんので、今年の8月あたりから、一部の会社ではマンションの大幅な値引き販売に踏み切る例も増えてきたようです。

このように考えますと今後のマンション業界は、かなりのところ体力勝負になってくると考えられます。すなわち体力のある会社ならば在庫調整を行う為に率先して値下げをすることが出来ますが、マンション販売会社には財務的に体力のないところもあるので、在庫を抱えたまま経営破綻してしまう例も増えてくるのではないかと考えております。

ところで図表17には、大阪のデータもございます。このうち阪神間のデータをご覧くださいと2006年から2007年にかけて平均価格が下がっています。大阪では地価が上昇すると専有面積を切り詰めて見かけの値段を安くしようという力学が働くようです。このあたりには東京と大阪のユーザーの気質の違いのようなものが随分と出ているような気が致します。

ところが大阪も今では都心部の立地の良い物件でないとなかなか売れないという状況です。現在のデベロッパーの姿勢は売れない物は作らないという考え方ですので、そこで大阪では2007年は価格が下がったのですが、2008年前半はまた上がってしまったという状況です。

これらのデータを拝見する限りでは東京あるいは大阪とも価格が下げ渋っているわけですが、ただし先程申し上げましたとおり実態は、この8月頃から大分多くの会社で値引き販売が始まっている状況ではないかと思えます。

私の考えでは恐らく今年の9月、10月以降、東京圏の郊外部を中心にかなり大幅な値引き販売が常態化する可能性があるのではないかと考えております。もう10月の始めになってきておりますけれどもなかなかデータには現れておりませんが、恐らく相当に大幅な値引き販売が増えてきていると考えております。恐らく20%から30%程の値引き販売は珍しくなくなってくるのではないかと考えております。ではどこあたりまでマンション価格が下がれば良いのかということになりますが、図表18をご覧くださいと思います。あまり当てにならないデータですが、マンションの価格を見る目安として年取倍率というデータがございます。

あくまでも一般論ですが無理なく買えるマンションは年収の4倍まで、ちょっと無理をすれば買える価格は年収の5倍までと言われております。ところが現在東京23区のマンションの場合年取倍率は8倍から9倍に達しています。

データの取り方によって年取倍率にはかなりの違いがありますが、現在は明らかに高くなってしまっており一般的な勤労者がマンションを買える状態ではなくなっていると云えます。

個人的にはマンションの年収倍率を計算するバックデータの内、年収の把握は実態よりも低すぎると考えています。ピンク色の表紙の53ページ目にこの年収倍率を計算するバックデータをお付けしています。これは東京都の資料に記載されているデータですが、2007年時点で平均年収が689万円となっております。私は、これはちょっと低すぎるような気が致しまして、恐らく東京23区内ならば実態は700万円を超えて、800万円弱ではないかと考えております。それから特に今マンションの購入を考えていらっしゃる世帯に限りましてもう少し年収は増えてくると考えております。

これらのデータの振れも考慮致しますと、恐らくこれから先マンションの売れ行きが回復する水準としては東京圏全体で4千万円台の前半、恐らく4300万くらいが一応の目安になると思います。それから東京23区内では4千万円台後半、4千7、8百万くらいが一応目安になるのではないかなと予想を立てています。

いずれにしても現在東京23区内で平均価格が6千万円を超えるような状態は高過ぎますので、一定の価格の調整が必要だと思います。

ただし現状では、ユーザーの不動産を取得する意欲が衰えてしまったようで、価格が下がれば市況が回復すると単純には言えないようです。従って需要を喚起するような政策面での配慮も必要になってくると考えております。

98年、99年頃にもマンションの売れ行きが非常に苦しかった時期がありましたが、政策面で一定の配慮が図られることによってマンション市場が息を吹き返したという前例がございました。

この98年の頃には住宅金融公庫の金利が過去最低の水準、当時で基準金利が2%という水準に下がったわけです。それから住宅ローン減税の大幅な拡充もございました。これは政策面の配慮がマンション市場を回復させたということになると思います。

現在金利はかなり低い水準が続いていますので、この面で刺激効果は限られてくると思いますが、少なくとも住宅ローン減税を延長するだけではなく、なんらかの形で需要を喚起する策が必要になってくるのではないかと考えます。

具体的なメニューとなりますとなかなか難しいのですが、例えばこの減税を時限立法ではなく恒久化する。それからさらにまた利用枠につきましても拡大する、そのような配慮が今後必要になってくると考えております。

さて、これから先住宅地の価格が調整されるとしても、エリアによって調整幅には違いがでてくると考えられま

す。

資料の方にお戻りいただきまして、図表20をご覧くださいと思います。こちらは東京カンテイのデータをお借りしたのですが、ターミナル駅からの距離と住宅地価格をグラフ化したものです。図表20が東京圏の状況、それから図表21が大阪圏の状況です。

まず図表20の東京圏の方からご覧いただきたいと思います。当たり前と言えども当たり前ですがターミナル駅を離れるに従って住宅地価格は下がってまいります。この赤い線が傾向線ですが、この傾向線より上の地点であれば相対的に割高、それから下であれば相対的に割安ということになるかと思います。

これから先住宅地価格が調整をしてくと相対的に割高であるところが地価の低下幅も大きくなる可能性があるかと予想しています。これにはご異論のある方もいらっしゃるのではないかと思います。

この地価が割高であるという場所は、一般的に住宅地としてのイメージが非常に良好なところで、こういったイメージが良いところの地価はなかなか下がらないんじゃないかという指摘もあるかと思います。ただし最近では多くのユーザーが利便性を重視して住む場所を選ばれる状況になってきていますので、多少イメージが良い所でもやはり割高な場所は今後地価の調整幅が相対的に大きくなる可能性が高いと考えております。

例えば個別の名前を出して恐縮ですが、吉祥寺は大変に住宅地としてユーザーの人気の高い所で、住みたい町のアンケートを取りますと大抵はトップか、最も低い時であっても3位から下には落ちないという所ですが、やはり利便性を考えますと現在の地価は割高と考えられます。

このように郊外部でもイメージの良い所には割高な所が見られまして、場合によりましてはこれらの場所は今後地価が調整する過程では比較的大きな下落幅になる可能性もあるのではないかと考えております。

東京圏の場合、地価は西高東低の傾向が強く、東側の方が相対的に割安ということになります。このデータをご覧くださいいただきまして、また千葉県寄りなど、東京の東側には割安の所が多いようです。

こちらの方は利便性に比べて地価がかなり安めに評価されている場所もございます。これまでは西高東低そのまま放置されていた所がありますが、最近では東京の東側で色々なイベントが増えてきました。

先程お話を申し上げましたとおり、豊洲でも再開発が盛んですし、それから墨田区には第2東京タワーも出来ます。全体からすると東側の方がこれまで利便性の面で



見落とされていたところが、その利便性が見直されるような状態になってきたと思われまます。

その点を考えますとこれから先、むしろ東側の方が事業エリアとしては有望な所もあると個人的には考えています。

図表 21 は大阪圏の状況です。この赤い傾向線をご覧ください。東京の方は駅から離れるに従って地価が下がるという比較的傾向がはっきりとした線だったのですが、大阪の方はぐにやぐにやした形になっております。大阪も梅田を過ぎると基本的に地価は下がっていくわけですが、神戸が近くなると上がる、それから京都が近くなると上がるという状況です。言うならば東京は東京駅を中心した一極型の構造になっていますが、大阪圏は梅田、神戸、京都と3つを頂点とした三極型の構造になっていると指摘出来ると思います。

この中でも神戸あたりでは随分と割高なところがあるようでございまして、今後地価が調整する過程では下落幅になるところもあると考えています。

このように色々問題点はあるわけですが、このように地価が調整する過程で需要が戻ってくることも十分に期待できますし、不動産市場は落ち込むばかりではないと当方では考えていますが、このように不動産価格が大きく揺れ動くなかで不動産投資のあり方も随分と見直されるようになってきたと思います。

図表 28 をご覧いただきたいと思ひます。こちらはREITの値動きを示す東証REIT指数の動向です。黒い線が東証REIT指数ですが、比較の対象として細い青い線でTOPIXの状況も示しています。

お手元のデータは資料を作った時点の関係で9月30日までのデータしか入れていませんが、東証REIT指数はこの後大幅に下がり、本日は900ポイントを割ってしまい、850ポイント前後の水準になっています。ただ後ほど申し上げますが必ずしも過度に懸念するような状態ではないと当方では考えておりますし、むしろこれを見ましてREITの良さ、あるいは不動産投資の堅実さが見直される可能性もあると、当方では考えております。これについてはまた後ほどお話を申し上げたいと思ひます。

このREIT指数の過去の動向をご覧ください。過去2年間ほどの間に随分と大きな変動がありました。変動の始めが2006年の11月の下旬です。この時から急激な上昇が始まり、昨年の5月末まで急激な上昇が続きました。ところが昨年の6月初旬から急激な下落に転じ、昨年8月の段階で一旦落ち着いたのですが今年に入ってからまた大幅な下落が続いているという状況です。

なぜここまで大きな下落になってしまったのかということですが、昨年1年間の変動状況とそれから今年に入ってからの変動では理由がちよっと違ってきているのではないかと考えております。まず昨年1年間に関しては外国人の投資家に振り回されたというのが実態ではないかと思ひます。

図表 29 はREITの月間の取引状況をお示ししています。これは金額の差し引きのデータですのでプラスであれば買い越しを、それからマイナスであれば売り越しを示しています。

青く塗っているところが外国人投資家の動向ですが、外国人投資家は一昨年9月あたりから買い越しの傾向を強め、昨年2月が過去最大の買い越し額になっております。この2月の一ヶ月間だけで1400億円の買い越しだったわけですが、それが6月に入りますと一転して売り越しに転じ、この段階からREIT価格の低下が始まったこととなります。

なぜ外国人投資家が投資判断を変えたのかということですが、私は3つ程原因があると考えております。

まず第一番目の原因は、ちよっと変な言い方をさせていただきますが、勘違いです。それから第二番目の要因は金利の上昇です。それから第三番目の要因がサブプライムローンの影響です。それぞれにつきまして簡単にお話を申し上げたいと思ひます。

まず第一番目の理由、勘違いですが、どういうことかと言いますと昨年春の段階では外国人投資家の方々は、日本の不動産が欧米に比べて大幅に割安と考えていました。ただこれは決して根拠のないことではありません。図表 30 は主要都市のマンション価格の動向をまとめたものです。

1995年を100とした指数でお示ししていますが、ご覧のとおりニューヨーク、ロンドンに過去10数年間に渡ってマンション価格の上昇が続いています。ニューヨークは昨年からのマンションの価格低下が始まっており、サブプライムローンの影響が出始めたためと思ひますが、ただし中期的に見るとまだ上昇が続いていると解釈してよろしいと思ひます。

それに対して日本は、これまでバブル崩壊の影響がありましたのでマンション価格はあまり上がらなかった、むしろ下がっていたというような実情です。

ところが一昨年頃から基準地価や公示地価において地価の下げ止まり、あるいは一部上昇という状況になり、これらのデータを組み合わせると日本の不動産マーケットはこれまでバブル崩壊の影響で苦しんでいたけれども、いよいよそのトンネルを抜けたのだという期待が盛り上

がってきたと言えそうです。

ただし日本の不動産価格は値動きだけを見ると有望のように考えられますが、実は投資利回りはそれほど高いわけではないのです。

図表 31 は、それぞれの町の中心部のオフィスビルに投資した場合の利回りをお示ししています。ここでの利回りとは純収益ベースの利回り、ネットオペレーティングインカムベースの利回りですが、ほとんどの都市で 2007 年は利回りがそれまでに比べて低下しています。

昨年の夏くらいまでは世界のどこの都市でも不動産投資ブームでした。そのブームが加熱して昨年までは投資利回りもほとんどの都市で下がっていたわけです。2007 年時点の投資利回りは、東京が 4.0%、ニューヨークが 6.0%、それからロンドン是不動産価格の水準は世界で一番高い都市だと思いますが、それでもこのデータでは利回りは日本を上回って 4.5% という水準になっています。

このように利回りを考えてみると実は日本の不動産は必ずしも割安とは言えないと思いますが、ただこのデータには二つ落とし穴がございます。まず一つ目の落とし穴ですが、こちらには敢えて記載していませんが、東京の利回りは確かに 4.0% ですが、大阪や名古屋の利回りは 5% を超えています。ですから日本の都市の中でも東京が異常に利回りが低いわけで、大阪や名古屋に関しては他の国と同じくらいの利回りが十分に確保できるというわけです。

ただ先程申し上げましたように大阪や名古屋は不動産投資のリスクが今後高まる可能性がございますので私自身は利回りだけで判断すべきではないと考えていますが、いずれにしても東京は極端に利回りが低い都市と言えるかと思います。

もう一つの落とし穴ですが、確かに東京は物件利回りは低いわけですが、その一方で金利が非常に低いため、その調達コストを考えると利回りは相対的に高くなるという考え方が可能というわけです。

実はこの点が多くの外国人投資家が日本の不動産に注目するポイントになっているようです。日本は金利が安い、資金の調達コストが安いので、不動産の投資利回りが多少低くても十分な収益性が見込めると考える方が多いわけです。

お話が少しズレますが、昨年の夏くらいまで世界各国が不動産投資ブームでしたが、実はこの不動産投資ブームの影に日本の低金利があったのではないかとこのご指摘がございます。

金余りの状態が続くと、どの国でもだいたい不動産の

方に投資資金が流れるという共通の傾向が見られるようです。

不動産は一物件あたりの投資金額が非常に大きいため、投資の実績を上げやすいという特色がございます。それから不動産投資には一定のリスクがありますので、通常の金融商品に比べると不動産の利回りの方が高いというわけです。不動産にはこのように投資がしやすいという環境が整っており、そのため金余りの状態になるとどの国でも不動産に資金が流れやすくなるという共通の傾向があるようです。

この金余り状態の大元が日本の低金利なんじゃないかという指摘もあります。

ですから私共のところにも昨年の春くらいはこれに関連致したお問い合わせが随分ございまして、スペインで住宅価格が上がっている原因は日本の円キャリー資金だというご指摘もありました。これに関してははっきりとした証拠があるわけではございませんので正確な答えがしにくいのですが、日本の低金利が、不動産投資が過熱した理由となっていた可能性もあると考えられます。

そしてその大元である日本、あるいは東京の不動産に関しましてはその低金利に注目した投資資金が非常に多かった。これもあながちはずれた指摘ではないと考えられます。

いずれにしても、日本の場合は低金利の結果として投資利回りが高いということが不動産投資の魅力になっていたわけですが、ところが REIT の価格が昨年の春に暴騰致しますとこの利回り面での魅力が大分薄れてしまいました。

図表 32 は様々な商品の利回りをまとめたものです。青い濃い線が REIT の平均配当利回り、細い黒い線が 10 年国債の利回りです。そして赤い線がこの REIT の平均配当利回りそれから 10 年国債との金利差、スプレッドです。

この赤い線の推移を見ると、2004 年中頃から 2006 年暮れあたりまで、だいたい赤い線は 2% 程、200 ベーシスポイントくらいで安定していました。REIT の価格が安定していた時期には多くの投資家が長期金利プラス 200 ベーシスを一応の投資判断の目安にしていたと考えられます。

ところが一昨年の 11 月頃から外国人の資金がどっと入って REIT の価格が暴騰し、配当利回りが下がってきました。昨年の 5 月の段階でスプレッドが 100 ベーシスを切る状態になってしまったわけです。

この段階で REIT についても割高感が強まってきたわけですが、それ以降も REIT 価格はしばらくの間

上昇が続き、昨年の6月5日にはスプレッドが79ベースまで低下する状況になりました。

昨年の5月、6月は、長期金利が上昇傾向にあった時期で、金利上昇がREITの割高感が一気に顕在化したきっかけになったと考えられます。ここで外国人投資家が売りに転じてREIT価格の暴落が始まりました。ただしREIT価格が暴落したことにより、今の段階ではREITの平均配当利回りも随分高い水準になっています。利回りの点ではREITは大変魅力的な商品になったと言えると思います。

昨年の段階では外国人投資家の動向がREITの利回りに随分影響していたわけですが、今年に入ってから価格の変動要因は外国人よりはむしろ国内投資家の需給関係の方がより大きな理由だったと考えています。

現在はREITの発行済投資口数の約半分を国内の金融機関が保有しています。国内の金融機関が保有する半分弱程を地方銀行が占めております。それからやはり半分強程を信託銀行が占めております。

おそらく地方銀行の方々は地元にも有力な融資先がなくなってきたので、利回りが高く安定している投資商品としてREITに注目したのではないかと考えられます。

それから昨年の春頃まではREITを運用対象に組み込んだファンド・オブ・ファンズが大変人気で、これが信託銀行による保有が増えた原因と思われる。しかし、敢えて言えば投資家層が大分偏る状況になってきたわけです。全体の50%ほどを国内の金融機関が占めている。それから外国人投資家が全体の30%、それから10%ほどが個人投資家、残りの10%程が国内の一般事業法人という状況ですが、やはり国内の金融機関が最大数ですので、この国内の金融機関の動向がREITの価格動向には大きな変動要因になるわけです。

ところが昨年の6月から8月にかけてREITの価格が大きく低下したので、そこで今年の1月から3月にかけて国内金融機関がREITを売却する例が大分目立ったわけです。

国内金融機関は、語弊があるかも知れませんが、基本的には儲けるという観点ではなく損をしないという観点で投資しています。ですから投資対象となっている金融商品の価格が下がると比較的早い段階で損失が拡大しないうちに売却する傾向があるようです。通常ロスカットという言い方をしていますが、一部の金融機関では投資対象となっている有価証券の価格が2割から3割下がった段階で売却をするルールを定めている場合が多いようです。この売却では銘柄の有望性などはあまり考慮

されません。単純に価格が下がればその段階で売却の対象になってしまう場合が多いのですが、このような動きがこの春にかけてREIT価格が暴落した原因の一つになったようです。

だいたい決算期末が近づきますとロスカットの件数が増えてくるというのが実態です。このため今年3月の決算を前に、1月下旬から2月上旬にかけて国内金融機関がロスカットを進めた例が多いようです。それから9月の前期末決算を控えて、やはり8月下旬から9月上旬にかけてロスカットを進めた金融機関が多いようです。この中では先程申し上げたとおり、銘柄の有望性はあまり考慮されませんので、本来ならば割安で投資対象として有望だと思われる銘柄についても売却された例が多いようです。

このようなロスカットが進められている際にはREIT価格にも特徴的な値動きが見られます。

現在、REIT価格は二極化が進んでおり、上位のREITと下位のREITでかなりの価格差が開いています。通常は価格の低いREIT、割安のREITが売込まれることが多いわけですが、金融機関のロスカットが進んでいる時期には金融機関の保有比率の高い銘柄が値段を崩すことが多い。ですから時価総額が大きい、上位のREITの方がロスカットが進んでいる時期には値崩れが激しいという傾向が見られます。

ただしロスカットはあくまでも損失を拡大しない為の措置ですから、一定の期間が過ぎますとロスカットは収まります。ですから今年の春はだいたい2月上旬でロスカットが終わったわけですが、3月になりますとサブプライムローン問題が深刻化し、そのために外国人投資家が不動産セクターに対して一様にネガティブな判断をするようになりました。この段階で外国人投資家は不動産と名がつく銘柄については、その内容に関わらず売却する傾向が強まりました。これがREIT価格をさらに押し下げる要因になったようです。

この段階でREIT市場の未成熟さがかなりマイナスに作用したところがあるようです。REIT市場の時価総額は一時期7兆円近くにまで拡大したのですが、この3月の段階では3兆円強まで縮小していました。流動性が低下しているところに空売りを仕掛ける投資家もいたことが、REIT価格を押し下げる要因になったと考えられます。

ただし4月に新年度入りすると、今度は国内金融機関が新年度の投資計画に従って運用対象を買い増しする時期ですから、そこで私共はREITの価格の低下は3月末で一旦収まり、4月以降は上昇傾向が強まってくると

予想を立てていました。確かに4月上旬にREIT価格は一時期上昇致しました。ところが4月上旬を過ぎると価格上昇が勢いを失い、中旬以降にはむしろ下落傾向が強まりました。

なぜREIT価格の上昇が早い段階で止まってしまったのかは、もうご説明申し上げるまでもございません。不動産分野で色々とネガティブなイベントが発生したからです。不動産会社の経営破綻も相次ぎましたし、それから一部のREITが資金繰りに苦しんでいる実態も顕在化してきました。

4月中頃に、クリード・オフィス投資法人が業績予想の大幅な下方修正を行いました。この理由は大きく分けますと二つあります。一つ目の理由が手持ちの不動産を売却することが出来なくなり、売却益の見込みが立たなくなったということです。不動産の買い手に融資がつかなくなり、そのため不動産売却が出来なくなったというわけです。

もう一つの理由は、長期資金の借り換えが一部の金融機関からの反対で出来なくなったため、これを通常の金融機関からではなく外資系投資ファンドから借りの形にしたことです。融資関連コストが随分と上がってしまい、それが業績を圧迫したということです。

このためクリード・オフィスは業績予想の下方修正をしたわけですが、この段階でREITにも随分と資金繰りに苦しんでいる例があるということが明らかになりまして、これ以降REIT市場に対する不安が随分高まってきたわけです。

これ以降も不動産会社の経営破綻が相次いだわけですが、この中にはいわゆる資産流動化事業をやっている会社が多数含まれていました。流動事業化自体は決して不調でなかったようですが、例えば反社会的勢力と繋がりがあるといふ噂がたつなど、金融機関からの信用度が低下し、資金調達ができなくなって経営破綻する例が増えました。この中でいくつかの会社はREITのスポンサー企業になっていたため、不動産会社に関する問題がREIT市場にも波及してくるのではないかという懸念が、REIT価格を押し下げる大きな要因になっている状況です。

ではこれから先一体どうなるかということですが、不動産関連の経営破綻が相次いでいるわけですが、大きく分けますとこの経営破綻には3つのパターンがあると考えております。

まず一つ目は、今申し上げましたような資産流動化事業を中心としている会社の経営破綻です。それから二つ目は住宅・マンション関連の会社の経営破綻です。それ

から三つ目は、厳密には不動産会社ではありませんがゼネコンの経営破綻です。これも一応不動産分野の関連ということに含めてよろしいのではないかと思います。

私の考えではこの三つのパターンの内、二番目と三番目については今後も経営破綻が増える可能性があると考えています。すなわち住宅・マンション市況は、本日もお話を申し上げましたが、これから先は体力勝負になってくる可能性が非常に高い。財務面で体力のある会社はマンション等の値下げをすることで経営環境を改善することができますが、財務的に体力のない会社は値下げに耐えることが出来ずに経営破綻してしまう。このような例はこれから先も増えてくと予想しています。

それから三つ目のゼネコンの経営破綻も、今後も増えてくる可能性があると考えています。マンション会社さんの方では、今後供給を絞らなければいけない状況ですから、ゼネコンの受注もかなり難しくなってくると予想されます。

それから建築関係の規制強化もある程度影響してくると思います。建築基準法の改正によって住宅着工が減ったという指摘が非常に多いわけですが、今年の11月以降にはさらに建築士法の改正も予定されていますし、住宅あるいは建設業界にとって規制が強化される動きが強まると思います。現在でも建築確認申請の件数は以前に比べると概ね2割弱ぐらい減っていると当方では考えていますが、これが建築士法の改正に減少傾向に拍車がかかる可能性があります。

この点を考えるとゼネコン受注があまり伸びない。その一方で建築資材等の価格は上昇していますので、ゼネコンの経営破綻も今後増えてくる可能性が高いのではないかと考えています。

一方、一番目のパターンの不動産流動化事業が主力の会社ですが、当方ではこの9月末までで大体一服すると考えていました。経営面で問題があると言われている会社の名前がいくつか挙がっていますが、既に経営破綻した事例が多く、残っている会社については資金繰りなどについてほしい山を越えたのではないかと9月末の段階では考えていました。ところが9月中頃あたりから今度は金融機関関連の経営破綻が増え、問題の焦点が不動産業界から金融機関関係へ移ってしまいました。これから先は金融システムの混乱による影響を資産流動化事業が受ける可能性がかなり高くなってきた状況です。

ただし、ここ数週間の中で海外を含め金融危機に対応する体制も大分整ってまいりましたし、不動産事業に関してもある程度の備えは出来たように思います。これらの点を考慮すると今想定されている以上の厳しい状態に

はならないと当方では考えています。

それからREIT等、不動産関連の金融商品に関しては、むしろこれを機会に収益面での堅実さが見直される可能性もあると当方では考えています。これにはちょっと逆説的なところもございますのでご異論もあるかと思いますが、例えばREITの中には資金繰りに苦しんでいる例が随分出てきていますが、その一方で不動産を売却して資金を捻出する動きも出ています。

それから先程申しましたとおりクリード・オフィスなどは通常の金融機関から借りられない状態になってしまったため、GEリアル・エステートなどの投資ファンドから借りている状況です。全体の借り入れの7割以上を外資系投資ファンドからの借り入れが占めていますが、これも敢えて言うならば資金調達コストが上がってしまったわけですが、REITが有望な不動産を持っていれば最終的に資金の出し手は見つかるという解釈も成り立つと思います。

これまでに比べれば資金調達が厳しい状態にあるのは事実ですが、経営破綻する事例はそれほど多くはないと当方では考えております。

一部では不動産業界の再編も始まり、これがREITマーケットにとっても良い影響を及ぼす可能性もあると思います。

図表36は、リプラス・レジデンシャルというREITを、アメリカの投資ファンドであるオークツリー・グループが買収した事例のスキームをまとめたものです。リプラスは先月経営破綻しましたが、その経営破綻はこのREITの運用状況にはほとんど影響しない状況になっています。REITそのものはもちろん維持をされますし、REITの資産運用会社もこれまでの職員がそのまま再雇用される形で、これまでの運用体制は従来通り維持される見通しになっています。これにつきましては様々な解釈があるかと思いますが、オークツリー・グループにとってこのREITは大変お買い得と捉えられたのではないかと思います。現在リプラス・レジデンシャルの資産価値を計算してみますと不動産価格を考慮しますと投資口1口当たりの価格は48万5千円と計算できます。それに対してオークツリー・グループは、第三者割当増資などを行って発行済投資口数の48%程を取得する状態になっておりますが、この第三者割当の価格が17万5千円です。ちょっと極端な表現を取らせていただきますと、48万円の会社を17万円で買った状況に近いわけですから、見方によれば大変に割安な投資ということになると思います。

今、このような形でREITを丸ごと買いたいという

動きが色々な所で始めているようです。

これはREITの既存の投資家にとっては手持ちの投資一口当たりの価格が毀損をすることになりますので、REIT市場に取ってはかなりの副作用がある問題です。ただしこの段階でREITの本来の資産価値が見直される機会も相当にあると考えております。

このようにREITマーケットの再編が進む中でREITの本来の価値が見直される事態になってくれば、中期的にはREIT市場にとってプラスの効果も現れてくると考えております。

それから当たり前と言えば当たり前なのですが、REIT各社はいずれも非常に堅実な経営を行っています。多くのREITは現在でも増収増益を繰り返しています。REITの投資口価格は随分下がっていますが、それがREITの運用状況になんらかの悪影響を及ぼしているというわけではございません。恐らくこれから先はREITが非常に堅実な運営をしていることが見直されるようになってくるのではないかと考えております。

現在は金融市場全体が混乱して、いわゆる投資資金の質への逃避が起こっています。リスクの高い金融商品を避けて安定性の高いものの方に資金が動いているわけですが、現在の段階ではREITもリスクが高いと考えられているようで、資金の流出が続いています。しかし私が今申し上げましたようにREITの運用自体は非常に好調で堅実なわけですから、この点が投資家に認識をされれば今度は逆に非常に堅実な商品としてREITの方にリスクを回避する資金が流れてくる可能性も十分にあると考えております。

現在のREIT市場は随分とネガティブなイベントが多いわけですが、今私が申し上げましたとおり一見ネガティブなイベントでも実は見方を変えると、必ずしもネガティブではない場合があると思います。

繰り返しですがREITが不動産を売却して資金調達をしていることは、一般的には苦し紛れに不動産を売却していると思われがちですが、別な見方すれば、優良な不動産を持っていれば最終的には何らかの形で資金調達出来る、あるいは貸し手も見つかるという証明にもなりますし、REITの買収が始まっていることもREITの資産価値に注目した投資家が始めているという点では、決してネガティブな話題だけではないと思います。

そのように考えると、一見ネガティブに思える動きが起こっていることが、むしろ不動産市場あるいはREIT市場を見直すきっかけになってくると当方では考えております。

そして先程申し上げました通り、冷静に考えてみると

不動産事業は非常に堅実な事業である。そしてまたREITの運営とは、その堅実な事業を金融商品という形で投資家に提供するものであるとの認識も強まってくるのではないかと思います。このような点では現在の状況は決して悲観するだけの問題ではなく、むしろこれから色々な面でチャンスが生まれてくるきっかけになるのではないかと、と当方ではこのように考えている次第でございます。

本日は大変に雑なお話で恐縮でございますけれども、現在の不動産市場の状況、それから不動産投資市場の状況、そしてその状況が決してマイナスの面ばかりではないのだというお話をさせていただきました。長時間に渡りましてご静聴いただき誠にありがとうございました。