

# 不動産市場と 不動産投資市場の動向

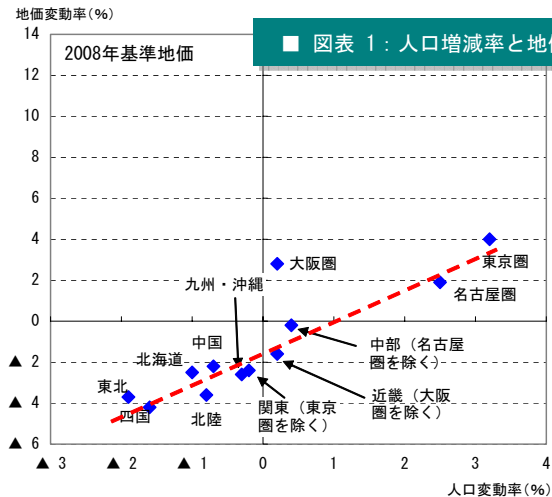
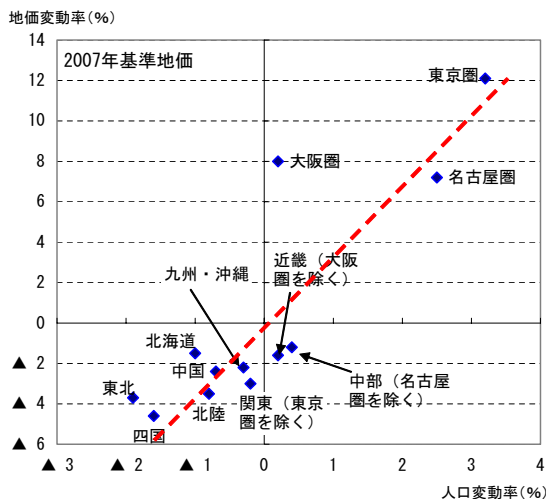
～市場回復の条件と今後の有望分野の検討～

2008年10月9日  
みずほ証券株式会社  
金融市場調査部  
石澤 卓志

本資料は情報の提供のみを目的としており、取引の勧誘を目的としておりません。投資の最終決定は投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。最後のページに当資料の利用に関する重要なアナリスト確認事項、及び留意点を掲載しています。

## 1. 不動産価格の動向① — 人口と地価との相関関係

2008年10月9日



図表 1: 人口増減率と地価変動率

- ・不動産評価において、不動産事業の収益を重視する収益還元法が定着  
→ 現在の地価変動は、人口動態（不動産利用者の数）で、概ね説明可能
- (a) 人口密度が高い場所は、地価水準も高い。
- (b) 人口が増加している場所は地価が上昇しているが、  
人口が減少している場所は地価下落が続く
- ・地価データは、都市や地域の「活力」を示す指標としても有効

(注) 1. 人口変動率は、国勢調査による2000年～2005年の変動率。地価変動率は、基準地価における商業地の年間変動率。  
2. エリア区分は、国土交通省による公示地価の集計区分に準じる。ただし、基準地価は首都圏整備法等による設定、国勢調査は都道府県単位での集計であるため、完全には一致していない。  
(出所) 国土交通省「地価公示」、総務省「国勢調査」により、みずほ証券が作成

## 2. 不動産価格の動向② - 東京都心部の地価動向

2008年10月9日

■ 図表2：東京・主要区の平均地価と平均変動率の推移

(単位：平均価格 千円/㎡、変動率 %)

	住宅地						商業地						
	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	
千代田	平均価格	1,525	1,550	1,640	1,818	2,275	2,555	30,500	3,085	3,236	3,663	4,697	5,068
	変動率	0.7	1.6	5.6	10.4	16.2	7.7	▲4.7	▲1.1	1.5	11.4	22.6	7.9
中央	平均価格	573	573	573	635	783	805	2,732	2,788	3,040	3,586	4,754	5,248
	変動率	▲0.5	0.0	0.0	10.9	23.3	2.9	▲3.0	▲0.2	2.6	12.0	25.8	10.4
港	平均価格	897	926	980	1,196	1,488	1,459	2,347	2,368	2,535	3,034	4,005	4,129
	変動率	0.0	1.4	5.8	24.0	24.1	▲2.3	▲1.2	0.6	4.4	19.6	28.6	3.1
渋谷	平均価格	723	736	785	926	1,159	1,116	2,054	2,071	2,137	2,468	3,356	3,333
	変動率	0.2	1.8	3.9	17.2	23.3	▲3.7	0.2	1.8	3.9	17.2	23.3	▲0.7
新宿	平均価格	527	524	533	551	632	648	2,685	2,669	2,630	2,797	3,607	3,921
	変動率	▲1.4	▲0.6	0.7	3.2	14.6	2.3	▲3.6	▲1.8	▲0.1	4.6	21.8	8.7
品川	平均価格	521	519	526	583	707	686	760	755	760	835	1,019	1,048
	変動率	▲1.1	▲0.5	1.1	10.3	17.5	▲2.6	▲1.2	▲0.7	0.1	9.2	20.0	2.8
目黒	平均価格	580	579	587	632	738	730	1,042	1,033	1,035	1,158	1,478	1,534
	変動率	▲0.5	▲0.2	1.2	7.7	18.1	▲1.1	▲2.3	▲0.6	0.1	11.0	26.3	3.8
23区平均	平均価格	436	434	440	474	552	560	1,359	1,359	1,399	1,587	2,036	2,138
	変動率	▲1.8	▲0.8	0.5	6.4	13.1	1.5	▲3.1	▲1.3	0.6	8.3	20.0	5.0
東京都平均	平均価格	298	294	293	312	354	361	1,146	1,142	1,164	1,311	1,657	1,785
	変動率	▲4.1	▲2.7	▲0.8	3.5	9.9	1.9	▲3.9	▲2.0	0.1	6.7	17.2	4.6

(注) 1. 「平均価格」とは、標準地(調査ポイント)ごとの1㎡当たり価格の合計を標準地数で除したものの、「変動率」とは、継続標準地(前年と同じ調査ポイント)ごとの価格の対前年変動率の合計を標準地数で除したものの、算出の対象が異なるため、両者は完全には連動しない。  
 2. 2008年の商業地の平均価格は、「東京都平均」以外については、前年の平均価格に2008年の変動率を乗じて算出した概算値。  
 (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

・2008年基準地価では、これまで地価上昇が著しかった場所で、大幅に上昇率が縮小し、一部は下落に転じた  
 ……渋谷区、品川区、港区、目黒区の住宅地価格が下落に転じた。渋谷区は商業地価格も下落

## 3. 不動産価格の動向③ - 渋谷区の地価動向

2008年10月9日

■ 図表3：渋谷区的主要地点における平均地価と平均変動率

基準地番号	調査ポイント 住所 (建物名)	上段：地価水準(千円/㎡)、下段：年間変動率(%)											
		97年	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年
渋谷5-1	広尾5丁目 (KITAMURA60KAN)	1,400	1,370	1,250	1,150	1,140	1,130	1,120	1,120	1,160	1,330	1,800	1,800
		—	▲2.1	▲8.8	▲8.0	▲0.9	▲0.9	▲0.9	0.0	3.6	14.7	35.3	0.0
渋谷5-2	恵比寿1丁目 (アサヒビル)	2,300	2,220	2,020	1,900	1,880	1,860	1,830	1,830	1,910	2,200	3,000	3,080
		—	▲3.5	▲9.0	▲5.9	▲1.1	▲1.1	▲1.6	0.0	4.4	15.2	36.4	2.7
渋谷5-3	神南1丁目 (渋谷東日本ビル)	6,580	6,580	6,190	6,190	6,190	6,190	6,190	6,380	6,700	7,900	10,700	10,700
		—	0.0	▲5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	5.0	17.9	35.4	0.0
渋谷5-5	渋谷2丁目 (アサックス青山ビル)	4,700	4,700	4,000	3,900	3,900	3,900	3,860	3,860	4,000	4,600	6,000	5,900
		—	0.0	▲14.9	▲2.5	0.0	0.0	▲1.0	0.0	3.6	15.0	30.4	▲1.7
渋谷5-6	道玄坂1丁目 (道玄坂今井ビル)	—	—	—	—	—	3,070	3,050	3,050	3,140	3,610	4,720	4,650
		—	—	—	—	—	—	▲0.7	0.0	3.0	15.0	30.7	▲1.5
渋谷5-7	渋谷3丁目 (エクラート渋谷ビル)	4,000	3,900	3,430	3,360	3,360	3,360	3,330	3,330	3,430	3,920	4,900	4,900
		—	▲2.5	▲12.1	▲2.0	0.0	0.0	▲0.9	0.0	3.0	14.3	25.0	0.0
渋谷5-11	渋谷3丁目 (協和エクシオ本社ビル)	—	—	—	—	—	—	2,600	2,640	2,690	3,150	4,300	4,200
		—	—	—	—	—	—	—	1.5	1.9	17.1	36.5	▲2.3
渋谷5-14	富ヶ谷1丁目 (平家ビル)	—	—	—	1,030	1,000	1,000	990	990	1,000	1,130	1,470	1,450
		—	—	—	—	▲2.9	0.0	▲1.0	0.0	1.0	13.0	30.1	▲1.4
渋谷5-15	代々木1丁目 (アートネイチャー)	1,350	1,170	1,060	997	977	971	961	961	981	1,130	1,410	1,390
		—	▲13.3	▲9.4	▲5.9	▲2.0	▲0.6	▲1.0	0.0	2.1	15.2	24.8	▲1.4
渋谷5-16	神宮前1丁目 (サンキュービル)	2,990	2,900	2,580	2,480	2,480	2,520	2,520	2,580	2,740	3,400	4,650	4,600
		—	▲3.0	▲11.0	▲3.9	0.0	1.6	0.0	2.4	6.2	24.1	36.8	▲1.1

(注) 「平均価格」とは、標準地(調査ポイント)ごとの1㎡当たり価格の合計を標準地数で除したものの、「変動率」とは、継続標準地(前年と同じ調査ポイント)ごとの価格の対前年変動率の合計を標準地数で除したものの、算出の対象が異なるため、両者は完全には連動しない。  
 (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

・2008年基準地価において、渋谷区・表参道エリアなどで地価が下落に転じた地点が登場  
 ……2006年～2007年は、20%～40%弱の上昇率を示していた場所などで地価が下落  
 → 現在は、地価が適正価格に調整する過程。地価下落は、中長期的には不動産市場にとってプラス

# 4. 不動産価格の変動要因① - 不動産投資の状況

2008年10月9日



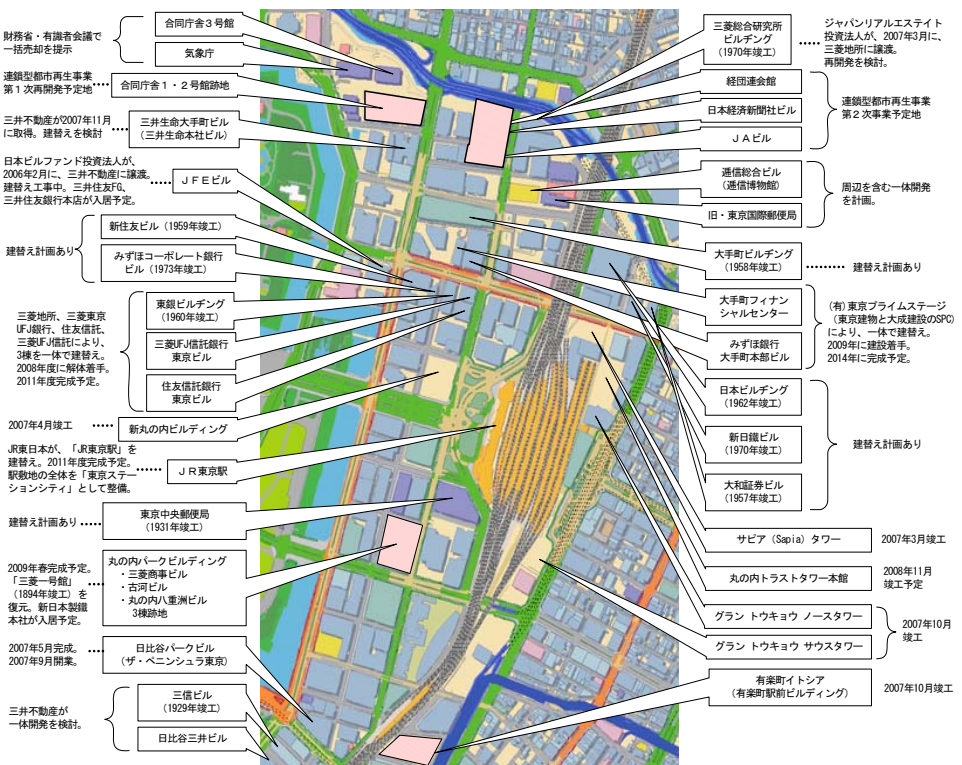
■ 図表 4：渋谷区・表参道エリアの不動産投資動向

- ・渋谷区・表参道エリアでは、J-REIT等による不動産投資が活発化
  - … 報道等によれば、新興不動産会社や投資ファンド等による短期間の転売が多かった模様(※1)。
  - ・神宮前3丁目～6丁目では、過去5年間に取引され、未開発のままの物件が50件以上存在する(※2)。
- ・2007年前半には、物件利回りが2%程度の取引も見られた
  - 今後は、不動産賃貸事業が成立する利回り (3.5%～4.0%)となるまで地価が低下 (▲40%程度) する可能性がある。

(注) ※1：「週刊東洋経済」2008年10月4日号  
 ※2：「日経不動産マーケット情報」2008年7月号(出所) 公表資料により、みずほ証券が作成

# 5. 不動産価格の変動要因② - 東京駅周辺の開発動向

2008年10月9日



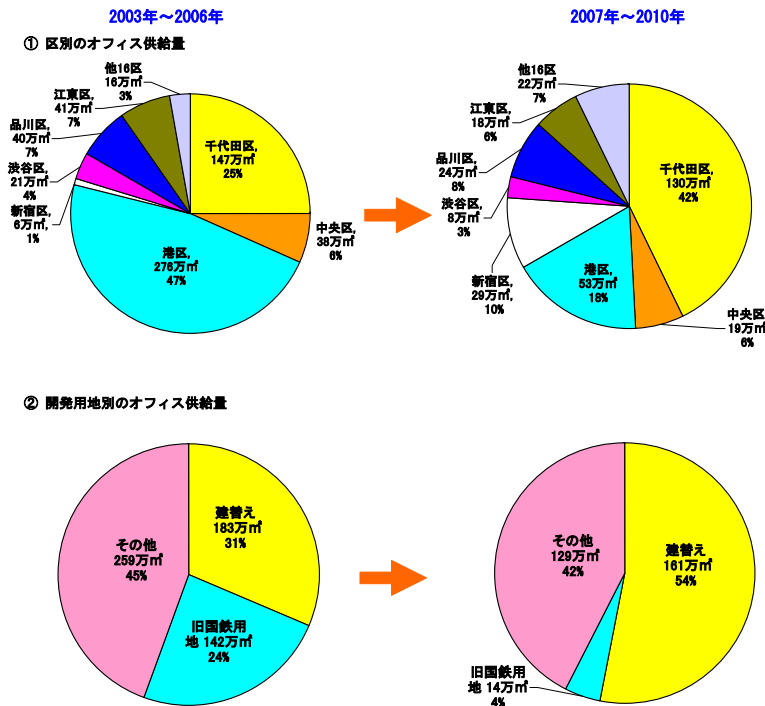
■ 図表 5：東京駅周辺の開発動向

- ・東京駅周辺で、既存ビルの建替えを中心に不動産開発が活発化
  - 地価の押し上げ要因
- ・実需に基づく再開発が多い
  - …いわゆる「バブル」とは異なる
- ・現在の計画では、2011年頃が大量供給のピークとなる見込み
  - …丸の内・大手町エリアについては、十分に吸収できる供給量と考えられる

(出所) 公表資料により、みずほ証券が作成

## 6. 不動産価格の変動要因 ③ - オフィスビル供給の動向

2008年10月9日



■ 図表6：東京23区における大規模オフィスビルの供給動向

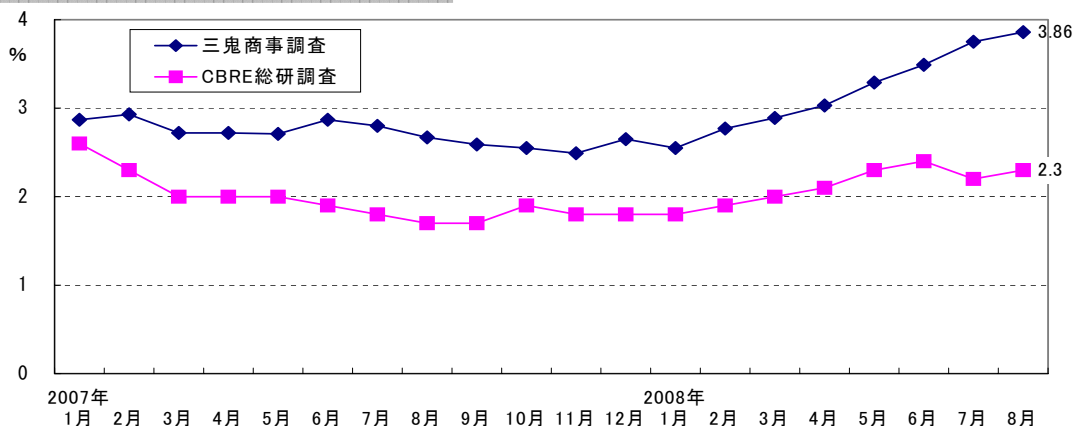
- ・2003年～2006年のオフィス供給は、港区が中心  
…汐留、品川駅東口の旧国鉄用地  
+六本木ヒルズ
- ・2007年～2010年のオフィス供給は、千代田区が約4割を占める見込み  
…丸の内・大手町地区におけるビル建替えが中心  
→ 都心一極集中がさらに強まる可能性
- ・オフィスビルに対する潜在需要が旺盛な場所では、「供給が需要を生む」効果が期待できる  
→ ビル供給量の多い千代田区や港区を中心に不動産価格が上昇する可能性

(出所) 森トラスト(株)「東京23区の大規模オフィスビル供給量調査'07」(2007年4月)により、みずほ証券が作成

## 7. オフィスビル市場の動向 ① - 東京23区の空室率

2008年10月9日

■ 図表7：東京23区のオフィス空室率（月次）



(注) 三鬼商事のデータは、東京ビジネス地区の平均空室率。  
CBRE総研（シービー・リチャードエリス総合研究所）のデータは、東京23区の平均空室率  
(図表) 三鬼商事、CBRE総研の資料により、みずほ証券が作成

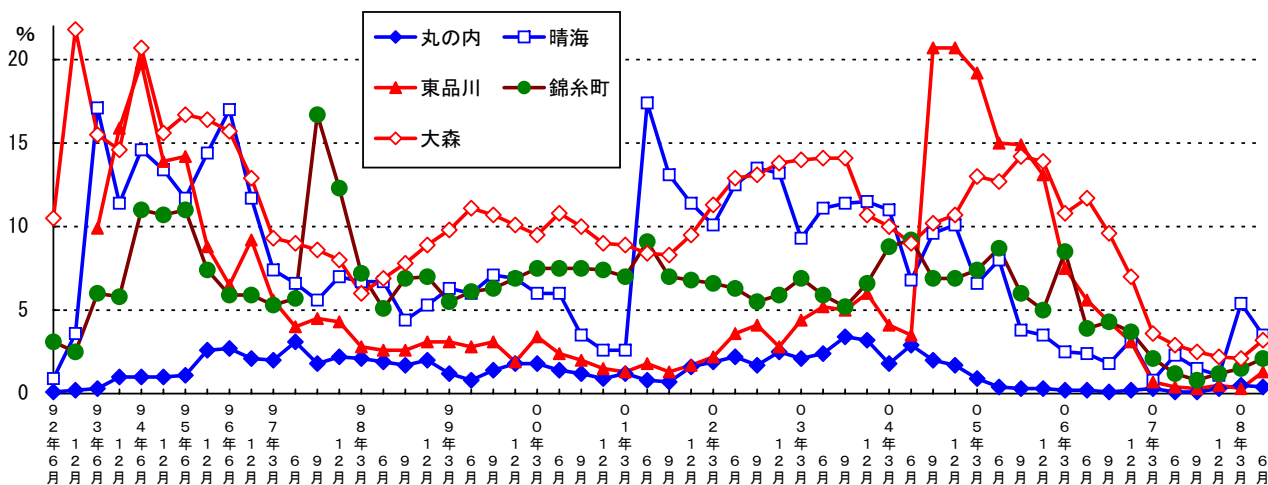
- ・東京23区の空室率は、月次ベースでは2008年2月から上昇傾向  
← ① 立地条件が劣るビルの増加  
② テナントが賃料水準の高いビルを敬遠  
③ サブプライム問題による外資系金融機関等の需要後退  
④ 景気先行きの不透明感による借り控え



## 8. オフィスビル市場の動向② - 東京・主要エリアの空室率推移

2008年10月9日

■ 図表8：オフィス空室率の推移 - 東京主要地区



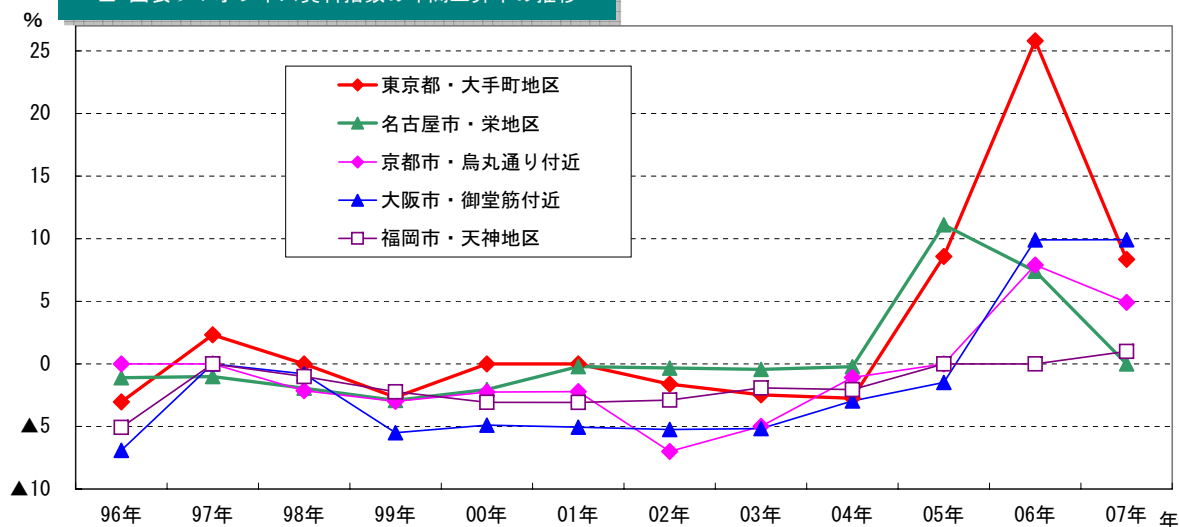
- ・東京23区内では、ほとんどのエリアの空室率が3%以下に低下
  - … 都心部にまとまった空室が乏しいため、東品川など郊外部にオフィス需要が拡大。錦糸町などの大規模再開発が完成した場所も、空室率は過去最低水準に低下
- ・2008年3月以降、「晴海」エリアなどで空室率が上昇
  - ← 主に、立地条件が劣るビルの増加によるもの。立地条件が悪くても、賃料水準が低いビルは、徐々に空室は解消

(出所) シービー・リチャードエリス総合研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 9. オフィスビル市場の動向③ - オフィス賃料の推移

2008年10月9日

■ 図表9：オフィス賃料指数の年間上昇率の推移



(出所) (財)日本不動産研究所「全国賃料統計」により、みずほ証券が作成

- ・「東京都・大手町地区」のオフィス賃料は、2005年に前年比+8.6%、2006年に同+25.8%と、大幅に上昇
  - 2007年は、上昇率がやや減速したものの、大幅上昇が継続
  - 大阪や名古屋のオフィス賃料も、現状では上昇が続いているが、東京との格差は拡大傾向

# 10. 不動産価格の動向④ - 地価上昇率の上位地点

2008年10月9日

■ 図表 10 : 商業地価格の上昇率・上位10地点

順位(全国)				調査ポイント		上段:地価(千円/㎡)、下段:年間変動率(%)									
05年	06年	07年	08年	基準地番号	都市名	所在・地番	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年
-	-	-	1	青葉5-1	仙台	仙台市青葉区中央2(仙台東宝ビル)	2,630 ▲9.6	2,400 ▲8.7	2,210 ▲7.9	1,980 ▲10.4	1,820 ▲8.1	1,760 ▲3.3	2,020 14.8	2,730 35.1	3,340 22.3
-	-	-	2	青葉5-4	仙台	仙台市青葉区国分町2(スーパ-シティ仙台)	1,230 ▲12.1	1,080 ▲12.2	980 ▲9.3	835 ▲14.8	765 ▲8.4	735 ▲3.9	830 12.9	1,110 33.7	1,350 21.6
-	-	-	3	新宿5-10	東京	新宿3丁目(レインボービレッジ)	7,150 ▲0.7	7,150 0.0	7,000 ▲2.1	6,850 ▲2.1	6,900 0.7	6,980 1.2	7,700 10.3	10,400 35.1	12,500 20.2
1	1	3	4	中村5-1	名古屋	中村区名駅3(大名古屋ビルヂング)	-	-	-	3,030	3,330	4,350	5,880	8,200	9,820
-	-	-	5	青葉5-3	仙台	仙台市青葉区一番町4(ツルハドラッグ)	1,720 ▲10.9	1,620 ▲5.8	1,470 ▲9.3	1,350 ▲8.2	1,260 ▲6.7	1,240 ▲1.6	1,370 10.5	1,820 32.8	2,160 18.7
4	-	-	6	中央5-13	東京	銀座2丁目(明治屋銀座ビル)	10,500 ▲2.8	10,700 1.9	11,400 6.5	12,000 5.3	13,000 8.3	15,000 15.4	19,000 26.7	25,300 33.2	30,000 18.6
-	-	-	7	川口5-6	川口	川口市栄町3丁目	-	812	783	760	750	755	789	946	1,120
-	2	8	8	中村5-7	名古屋	中村区名駅4(第三堀内ビル)	2,560 ▲6.6	2,400 ▲6.3	2,170 ▲9.6	2,140 ▲1.4	2,300 7.5	3,000 30.4	4,050 35.0	5,580 37.8	6,590 18.1
-	-	-	9	宮城野5-1	仙台	宮城野区榴岡1	950 ▲6.9	940 ▲1.1	880 ▲6.4	780 ▲11.4	685 ▲12.2	665 ▲2.9	745 12.0	991 33.0	1,170 18.1
-	4	-	10	北5-1	大阪	北区梅田1(大阪第一生命ビル)	-	-	-	-	-	-	-	10,000	11,800

(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

- ・2008年基準地価では、仙台市の調査ポイントが商業地価格の上昇率トップ
- … 2008年公示地価でも、仙台駅前の複合ビル「ヒューモスファイヴ」が上昇率トップだった
- ・名古屋市の調査ポイントも、上昇率10位までの2地点を占めた

# 11. 不動産価格の変動要因④ - 仙台、名古屋のビル市場

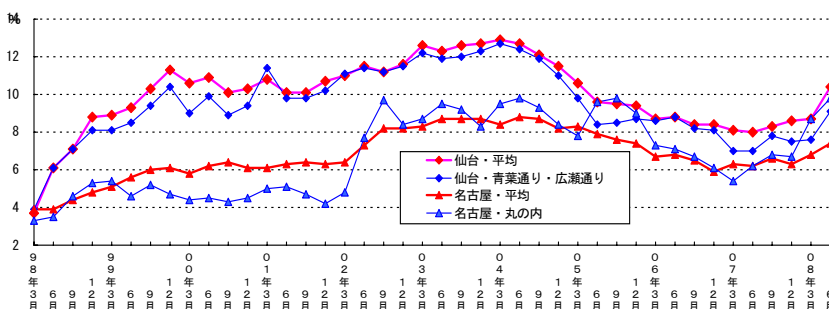
2008年10月9日

(単位: %)

	98年				99年				00年				01年				02年			
	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月	12月
仙台平均	3.7	6.1	7.1	8.8	8.9	9.3	10.3	11.3	10.6	10.9	10.1	10.3	10.8	10.1	10.7	11.0	11.5	11.2	11.6	
青葉通り・広瀬通り	3.9	6.1	7.1	8.8	8.9	9.3	10.3	11.3	10.6	10.9	10.1	10.3	10.8	10.1	10.7	11.0	11.5	11.2	11.6	
南町通り・五橋	3.5	5.1	5.9	9.6	10.4	10.7	12.3	13.6	14.4	14.3	13.4	14.3	12.9	12.7	12.2	13.1	12.9	11.9	13.6	14.1
勾当台	3.9	6.6	8.2	10.6	10.9	10.9	11.1	13.3	13.2	12.6	12.9	12.0	9.8	11.3	12.1	12.4	11.2	13.6	10.5	10.5
仙台駅東口	2.7	8.1	8.8	8.5	6.4	8.0	9.0	8.3	6.7	6.4	4.5	3.5	4.3	4.3	4.3	5.6	5.5	7.6	6.3	7.3
名古屋平均	3.9	3.9	4.4	4.8	5.1	5.6	6.0	6.1	5.8	6.2	6.4	6.1	6.1	6.3	6.4	6.3	6.4	7.3	8.2	8.2
名駅	4.7	4.4	5.0	5.6	5.4	6.5	6.8	6.2	6.3	6.4	6.2	5.0	5.4	6.0	5.8	5.6	5.7	5.6	5.4	5.5
伏見	3.8	3.7	4.1	4.6	5.1	5.9	5.8	6.7	5.9	6.0	6.2	6.2	6.5	5.7	6.6	6.9	7.0	7.2	8.6	9.6
栄	2.8	2.7	2.8	2.9	3.8	4.6	5.3	5.4	5.0	5.6	5.7	5.7	5.3	5.6	6.0	6.2	5.7	7.0	8.1	7.6
丸の内	3.3	3.5	4.6	5.3	5.4	4.6	5.2	4.7	4.4	4.5	4.3	4.5	5.0	5.1	4.7	4.2	4.8	7.7	9.7	8.4

■ 図表 11 : 仙台・名古屋のオフィス空室率推移

- ・地価は上昇しているものの、仙台、名古屋のオフィスビル市場は悪化傾向
- … 地価上昇は、必ずしも不動産市場の好調を示しているわけではない
- ・仙台、名古屋とも、オフィスビル供給量が急増
- … 地価上昇に対する期待が過大な投資資金を呼び込んだ部分もある

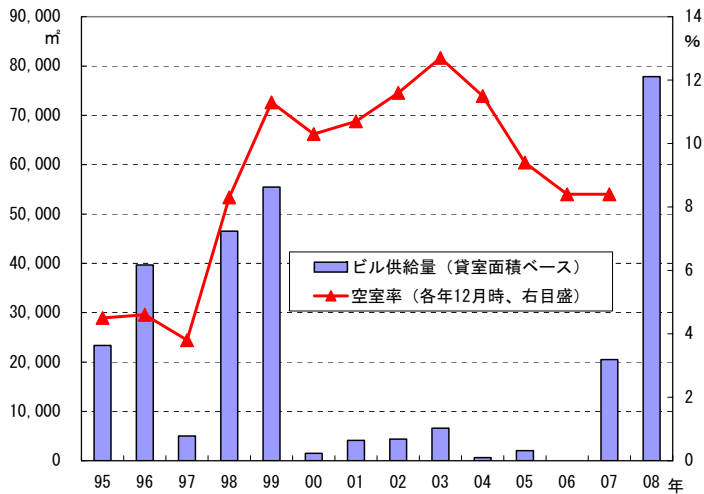


(出所) シービー・リチャードエリス総合研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 12. 不動産価格の変動要因 ⑤ - 仙台市内のビル供給動向

2008年10月9日

■ 図表 12：仙台市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



ビル名	所在地	階数		延床面積 (㎡)	竣工年月	事業者
		地上	地下			
HANIX BUIL	青葉区本町	6	1	1,400	2007. 1	
南町通センタービル	青葉区中央	5	1	9,200	2007. 3	
仙台ファーストタワー	青葉区一番町	24	2	29,310	2007. 6	日本土地建物 他
広瀬通り55ビル	宮城野区名掛丁	9	-	12,020	2007. 12	
花京院ビル	青葉区花京院	14	-	11,646	2008. 3	(株)アザレア (アセットマネージャーズ)
あいおい損保仙台ビル	青葉区花京院	14	-	11,560	2008. 4	あいおい損害保険株式会社
花京院1丁目計画	青葉区花京院	9	-	1,990	2008. 4	
エネオ再開発ビル	青葉区中央	9	-	6,052	2008. 5	
AI Premium	若林区新寺	8	1	18,300	2008. 6	(株)イマス
仙台マクアウン (中央一丁目第二地区再開発)	青葉区中央	19	2	49,948	2008. 7	再開発組合
青葉通りビル	青葉区中央	9	1	5,980	2008. 7	
東一番丁スクエア (旧・仙台中央警察署跡地再開発)	青葉区一番町	14	1	28,200	2008. 7	はやて特定目的会社 三菱地所、鹿島
仙台舞臺ビル (仙台舞臺劇場跡地再開発)	青葉区中央	13	1	13,200	2008. 8	東宝
エムロード	青葉区国分町	7	1	2,929	2008. 9	エムロード
仙台駅前ビル	宮城野区宮城野	5	-	7,359	2008. 9	
仙台舞臺ビル (三井ガーデンホテル仙台)	青葉区本町	18	1	14,595	2008. 12	三井不動産
(仮称) 花京院ビル	青葉区花京院	14	-	5,726	2008. 12	(株)ランド、(有)ブラダス
(仮称) 新寺ビル	若林区新寺	10	-	7,212	2009. 1	小田急不動産
(仮称) 東一センタービル	青葉区一番町	8	1	9,983	2009. 2	東一センタービル (旧仙台舞一センター商業協同組合)
(仮称) 仙台広瀬通ビル	青葉区中央	14	1	15,458	2009. 4	
(仮称) 仙台中央広瀬通ビル	青葉区中央	20	3	28,800	2009. 夏	仙台中央開発特定目的会社 (東京建物)
仙台榴岡 (つじがおか) ビル	宮城野区榴岡	19	1	30,466	2009. 6	(個人)
花京院一丁目第一地区 街区1 (西棟：商業、ビジネスホテル)	青葉区花京院	14	1	24,436	2009. 9	再開発組合、清水建設グループ
花京院一丁目第一地区 街区2 (東棟：オフィス、住宅)	青葉区花京院	29	1	18,318	2010. 3	再開発組合 住友不動産
仙台トラストシティ (旧・東北学院中学・高校跡地再開発)	青葉区一番町	37	2	125,300	2010. 4	森トラスト

(出所) シービー・リチャードエリス総合研究所の資料 などにより、みずほ証券が作成

- ・ 仙台では、1999年10月に「花京院スクエア」がオープンして以来、大規模ビルの供給がストップしていたが、2007年からビル供給が再開。
- ・ 2008年のビル供給量(貸室面積ベース)は77,800㎡で、前年(20,500㎡)の4倍弱に達する見込み  
→ 今後、ビル市況が悪化する可能性が高い
- ・ 「仙台トラストシティ」(事業者は森トラスト)など、新たな再開発計画も具体化

MIZUHO

12

みずほ証券

## 13. 不動産価格の動向 ⑤ - 3ヵ月毎の地価動向

2008年10月9日

都道府県名	都市名	行政区	地区	総合評価			詳細項目の動向(第3回調査)						
				第1回調査 (07.10.1 ~08.1.1)	第2回調査 (08.1.1 ~4.1)	第3回調査 (08.4.1 ~7.1)	取引価格	取引利回り	取引件数	投資用不動産の供給	オフィス賃料	店舗賃料	
北海道	札幌市	中央区	駅前通	↗	⇒	⇒	□	□	▽	▽	□	□	
			大通公園	⇒	⇒	⇒	□	□	▽	▽	□	□	
宮城県	仙台市	青葉区	中央1丁目	↗	⇒	⇒	□	□	▽	▽	□	□	
			一番町	↗	⇒	⇒	□	□	▽	▽	□	□	
東京都	23区	千代田区	丸の内	↗	↗	↗	△	□	□	□	△	□	
			秋葉原	↗	⇒	⇒	□	□	□	□	□	□	
		中央区	銀座	↗	↗	↗	△	□	□	□	□	△	
			八重洲	↗	↗	↗	□	□	□	▽	□	□	
		港区	六本木	↗	↗	⇒	□	□	□	▽	□	△	
			汐留	↗	⇒	⇒	□	□	□	□	□	□	
			新宿区	新宿	↗	↗	⇒	□	□	□	▽	□	□
			渋谷区	渋谷	↗	↗	⇒	□	□	□	▽	□	□
豊島区	表参道	↗	↗	⇒	△	□	▽	▽	□	□			
	池袋東口	↗	↗	↗	□	□	□	▽	▽	□	□		
愛知県	名古屋市	中村区	名駅駅前	↗	↗	⇒	□	□	▽	□	□		
		中区	栄駅周辺	↗	↗	↗	▽	△	▽	▽	□	□	
			伏見	↗	⇒	⇒	▽	△	▽	□	□		
京都府	京都市	下京区	京都駅周辺	↗	⇒	⇒	▽	□	▽	▽	□	□	
		中京区	丸丸	⇒	⇒	⇒	▽	□	▽	▽	▽	▽	
大阪府	大阪市	北区	梅田	↗	↗	↗	△	□	□	□	□	□	
			茶屋町	↗	↗	↗	△	□	△	△	□	□	
		中央区	北浜	↗	↗	↗	▽	△	□	□	□	□	
			心斎橋	↗	↗	↗	△	□	□	□	□	□	
			なんば	↗	↗	↗	▽	△	□	□	□	□	
福岡県	福岡市	中央区	天神	↗	⇒	⇒	▽	△	▽	▽	▽		
		博多区	博多駅周辺	↗	⇒	⇒	□	□	▽	□	□		

[凡例]

- \* 総合評価
  - ↗ : 上昇 (6%程度~)
  - ⇒ : 横ばい (0%程度)
  - ↘ : 下落 (▲3~0%程度)
  - △ : 上昇、増加
  - : 横ばい
- \* 詳細項目
  - ↗ : 上昇 (0~3%程度)
  - ↘ : 下落 (▼3%程度)
  - △ : 上昇、増加
  - ▽ : 下落、減少

■ 図表 13：「地価LOOKレポート」の概要

- ・ 国土交通省による四半期ごとの地価調査(地価LOOKレポート)において、2008年第Ⅱ四半期に地価下落地区が大幅に増加
- ・ オフィスビル市況が低迷している名古屋、福岡で地価下落が目立つ
- ・ 不動産投資額の減少により、東京・表参道などの地価上昇が減速
- ・ 「実需」を裏付けとした再開発が盛んな東京・丸の内などは、(上昇率は縮小しているものの)地価は比較的堅調。

(出所) 国土交通省「主要都市の高度利用地地価動向報告～地価LOOKレポート～」により、みずほ証券が作成

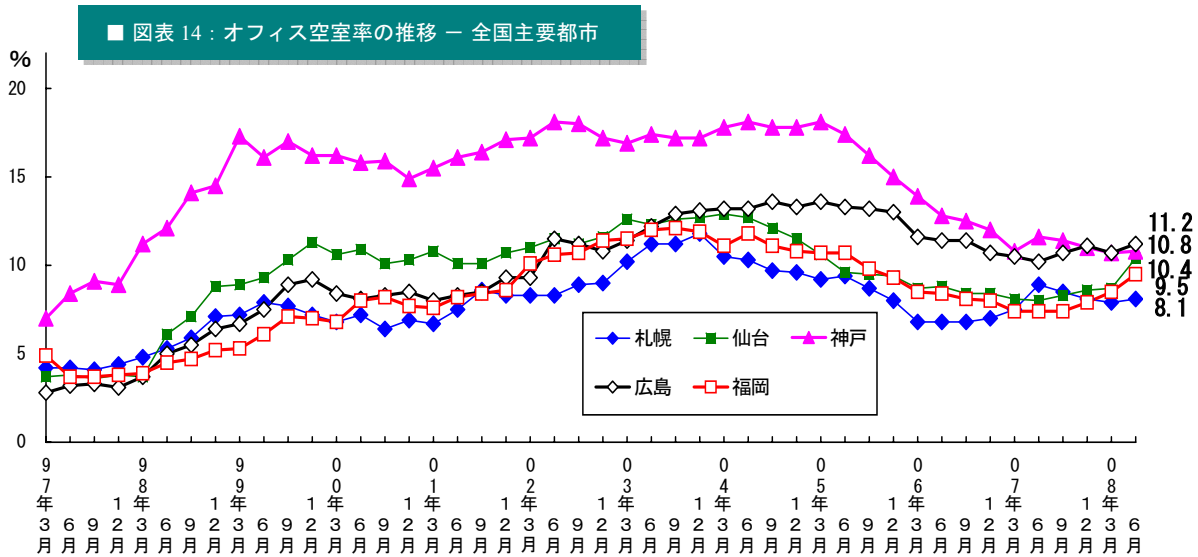
MIZUHO

13

みずほ証券

## 14. オフィスビル市場の動向 ④ - 全国主要都市のオフィス空室率

2008年10月9日

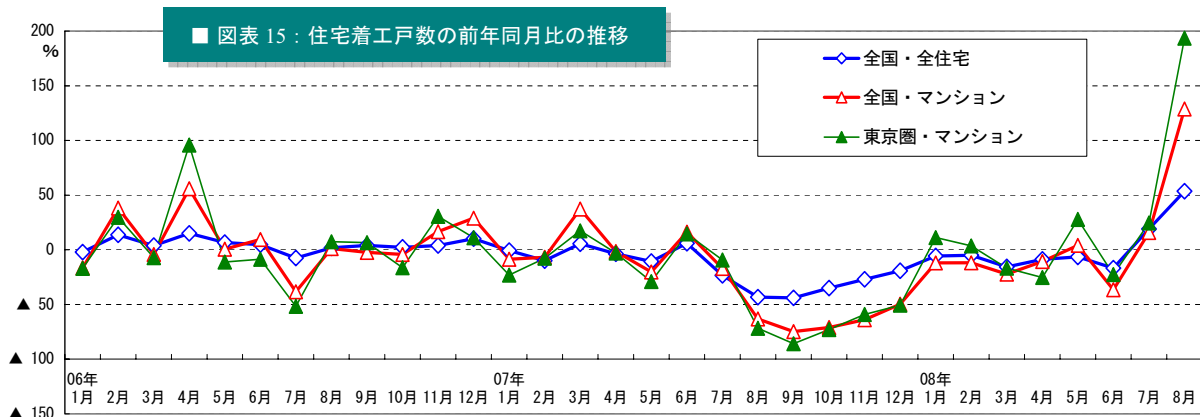


・全国主要都市のオフィス空室率は、2008年に入ってから徐々に悪化傾向  
 ← 需要が伸びないため、ビル供給量に市況が左右される状況

(出所) シービー・リチャードエリス  
 総合研究所の資料により、  
 みずほ証券が作成

## 15. 住宅市場の動向 ① - 住宅着工戸数の推移

2008年10月9日



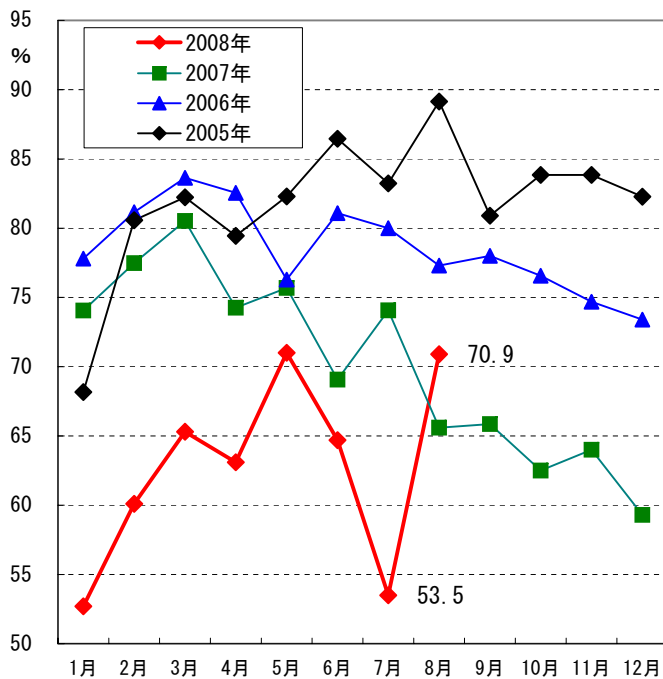
- ・住宅着工戸数は、2007年7月～2008年6月に、12ヶ月連続で前年割れ  
 ← 建築基準法の改正による、建築確認現場の混乱が最大の原因
- ・07年8月以降は、分譲マンション着工戸数の落ち込みが目立つ  
 ← 指定判定機関による構造審査（ピアチェック）の遅延による影響が大きい
- ・前年同月比の減少幅は、07年10月以降、徐々に縮小  
 ← 改正建築基準法の影響は小さくなってきたが、マンション販売の不振などにより、マンション供給は抑制が続く
- ・08年7月は、前年の大幅減の反動で13ヶ月振りに増加  
 … 必ずしも市況の回復による増加とは言えない
- ・改正建築士法の施行（2008年11月28日）など、規制強化の動きにも注意が必要

(出所) 国土交通省「住宅着工統計」  
 により、みずほ証券が作成



## 16. 住宅市場の動向 ② - 分譲マンションの販売状況

2008年10月9日



■ 図表 16：東京圏・分譲マンションの初月契約率の推移

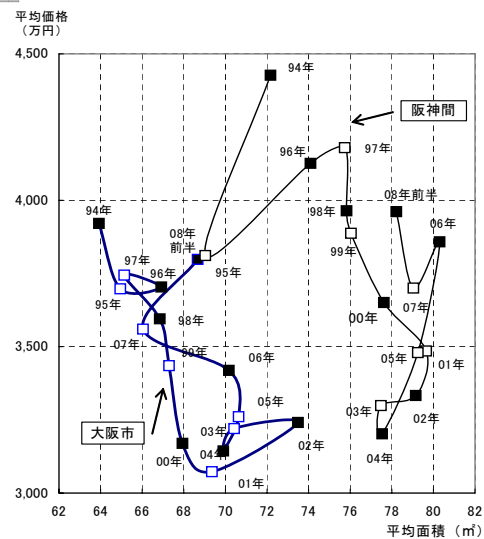
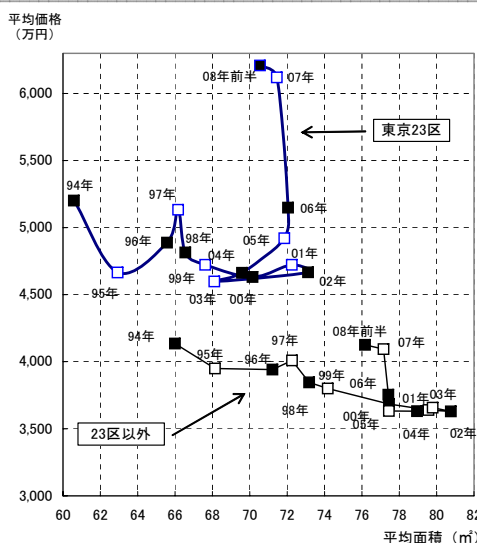
- ・東京圏・分譲マンションの初月契約率は、2006年5月～2008年7月に、27ヶ月連続で前年同月を下回る  
 ……2年ほど前から、販売状況に陰り
- ・2007年8月以降は、初月契約率が、好調ラインとされる70%を下回る
- ・2008年1月の契約率は(52.7%)と、1月としては1991年以来の低水準
- ・販売不振の要因として、下記の事項が考えられる
  - (a) 東京都心部：ユーザーのニーズは強いものの、開発適地が不足
  - (b) 東京圏郊外部：販売価格の上昇によりユーザーが購入を断念  
 → 郊外部では、2008年後半から、分譲価格が大幅に低下する可能性も

(出所) 不動産経済研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 17. 住宅市場の動向 ③ - 住宅価格等の推移

2008年10月9日

■ 図表 17：新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移



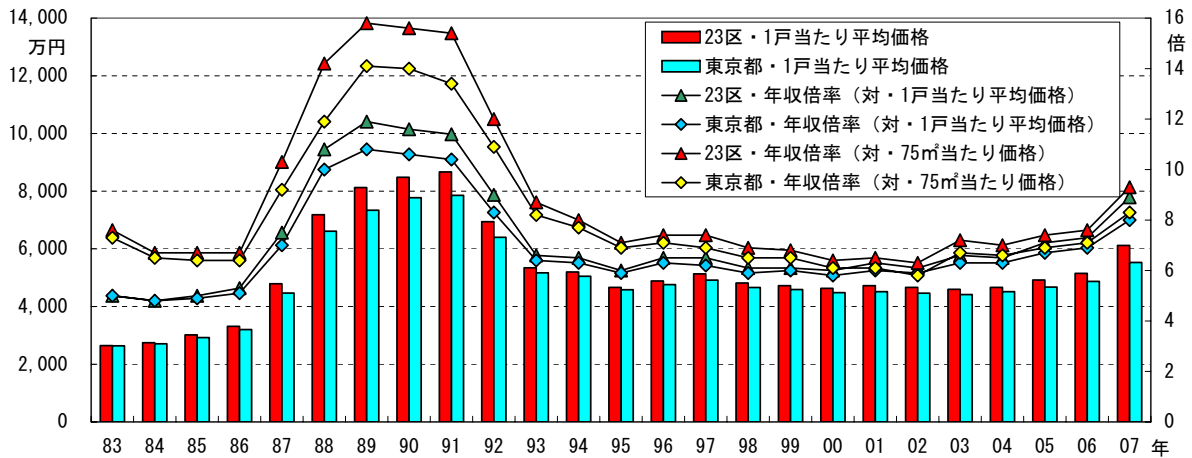
- ・2007年に東京圏で発売された分譲マンションの平均価格は、前年比+10.6% (東京23区は+19%、東京都下や周辺3県は+8～+10%上昇)  
 平均面積は横ばい → 分譲マンションの割高感が強まる
- ・大阪圏・阪神間では、2007年に平均面積の縮小により、平均価格が低下  
 2008年に入ってから、都市中心部の物件が増加し、平均価格は再び上昇

(出所) (株)長谷工総合研究所「CRI」により、みずほ証券が作成

## 18. 住宅市場の動向 ④ - 年収倍率の推移

2008年10月9日

■ 図表 18：マンション価格と年収倍率の推移



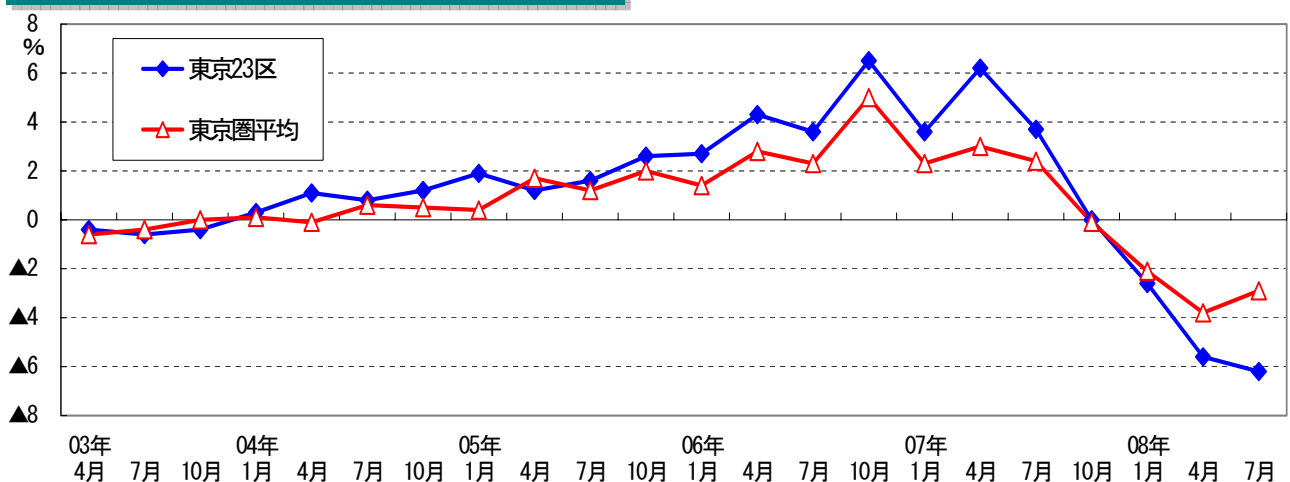
・東京23区のマンション価格は、勤労者世帯の平均年収の約8.9倍  
75㎡換算のマンション価格の年収倍率は約9.3倍  
(2007年時、東京都調査)  
…勤労者世帯が購入できるマンション価格の上限とされる  
「年収5倍」を大きく上回る  
→ 住宅市場の回復には、価格の調整が必要

(出所) 東京都「東京の土地2007」(2008年7月)により、みずほ証券が作成

## 19. 不動産価格の動向 ⑥ - 住宅地の地価動向(1)

2008年10月9日

■ 図表 19：野村不動産アーバンネット 実勢調査の推移

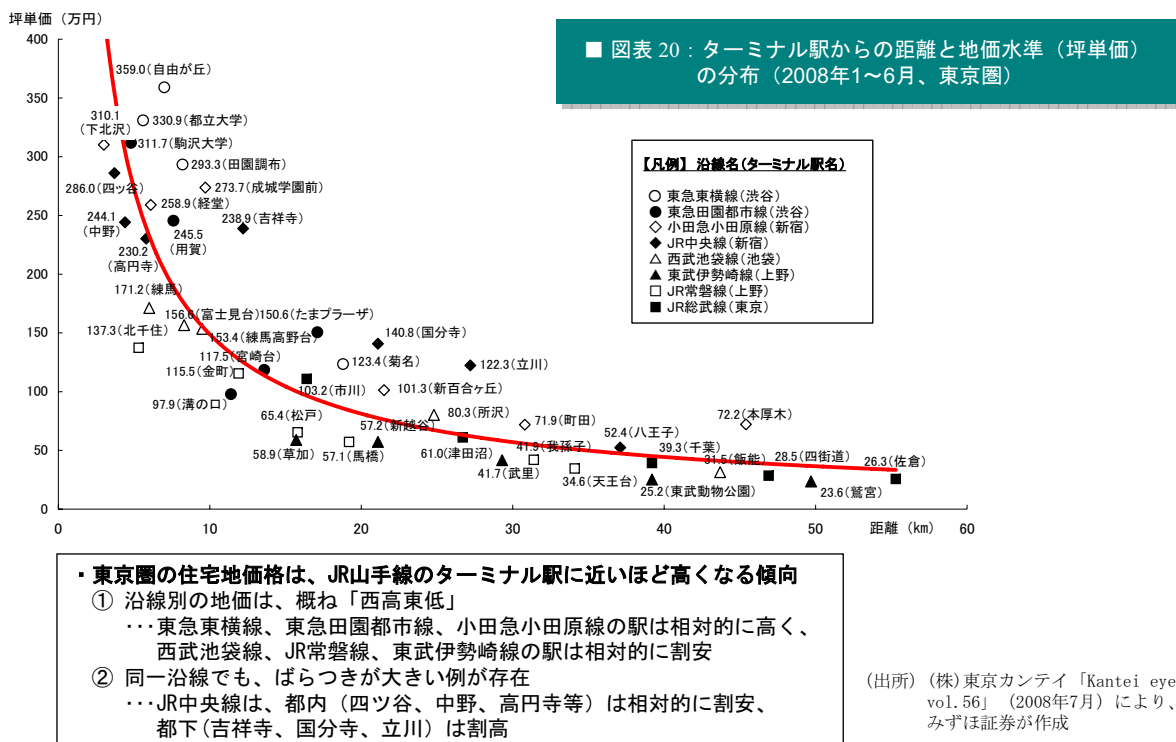


・住宅地価格は、低下が相当に進んでいるとの調査結果も存在  
…野村不動産アーバンネット調査によれば、東京圏の住宅地価格は、  
(a) 2007年10月時に、3ヶ月間の変動率がマイナスに転じ、  
(b) 2008年1月時には、調査地点のほぼ半数が値下がり  
(c) 2008年7月時は、下落幅がやや縮小  
→ 住宅地の地価は、大きな「変わり目」に

(出所) 野村不動産アーバンネットの資料により、みずほ証券が作成

## 20. 不動産価格の動向 ⑦ - 住宅地の地価動向(2)

2008年10月9日



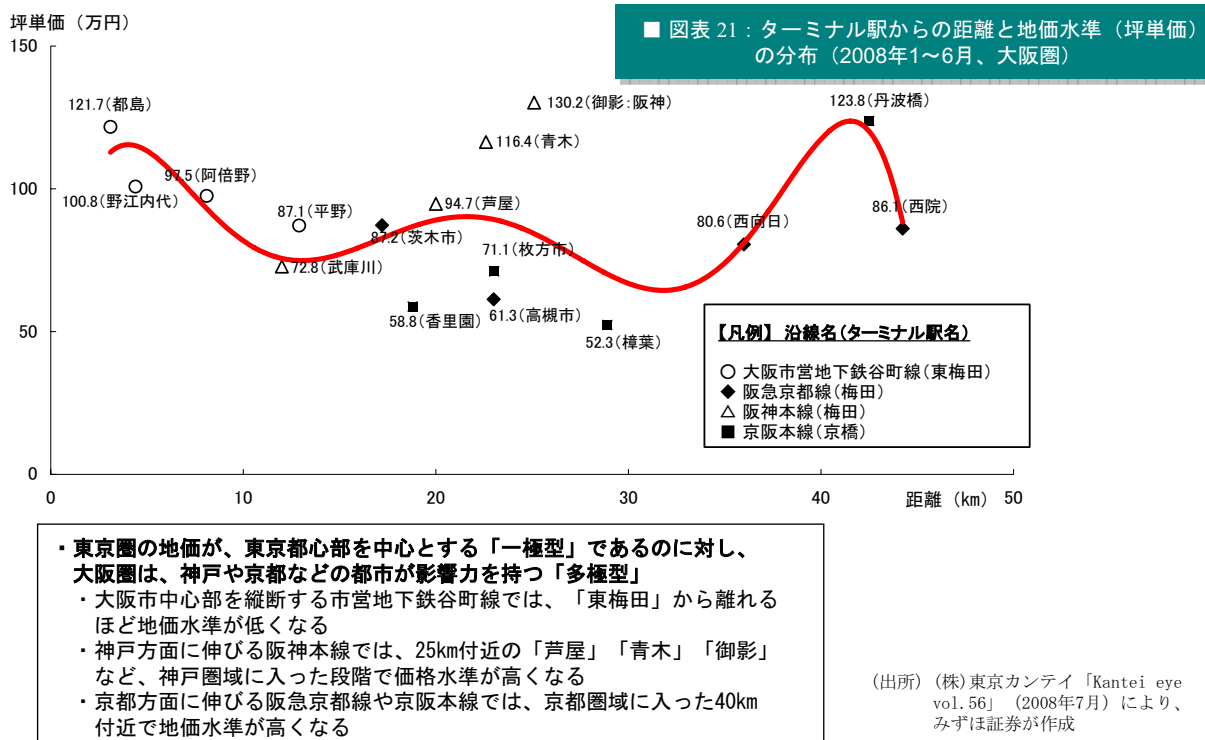
MIZUHO

20

みずほ証券

## 21. 不動産価格の動向 ⑧ - 住宅地の地価動向(3)

2008年10月9日



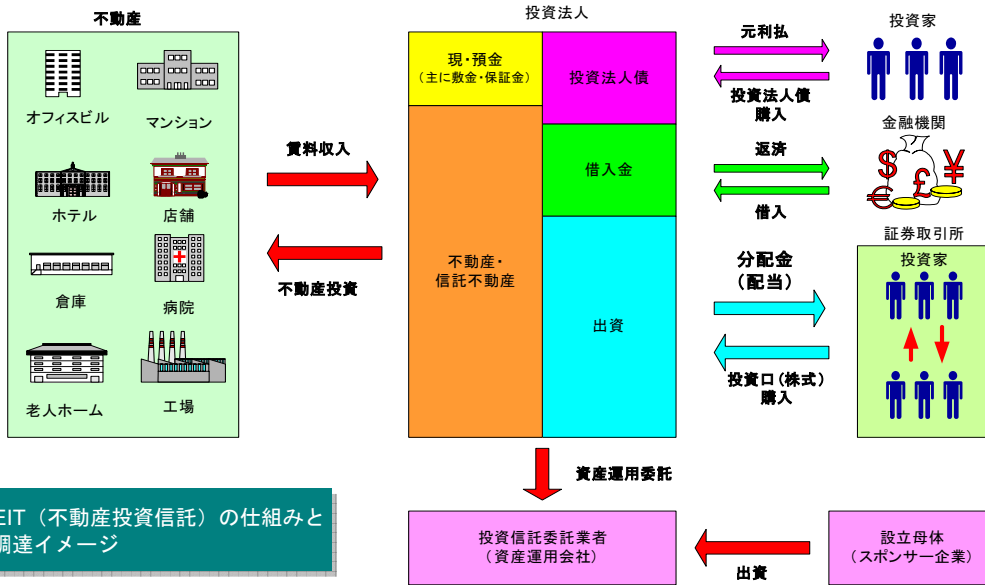
MIZUHO

21

みずほ証券

## 22. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み

2008年10月9日



■ 図表 22 : J-REIT (不動産投資信託) の仕組みと資金調達イメージ

- J-REIT (リート、不動産投資信託) とは
  - ① 投資家から集めた資金でファンド (投資法人) を設立し、
  - ② その資金を不動産 (オフィスビル、マンション等) に投資し、
  - ③ 不動産を運用 (維持・管理、買い替えなど) し、
  - ④ 不動産事業の利益 (賃料収入 - 管理コスト) を投資家に分配 (配当) する商品
- 有利子負債比率 (LTV) は、おおよそ40%程度 ... 銀行借入から投資法人債へと、徐々にシフト

(出所) みずほ証券

## 23. J-REIT市場の動向② - 投資対象の多様化

2008年10月9日



■ 図表 23 : 上場J-REIT の概要

- 2008年9月末時点で、上場J-REITは42銘柄 ...うち41銘柄が東京証券取引所に上場
- 2007年12月以降、上場の延期・中止が相次ぐ
  - ...ジェイリート投資法人 (3253)
  - エイブルリート投資法人 (3255)
  - 大和ハウスリート投資法人 (3263)
- オフィスビルを中心に、商業施設 (店舗)、住宅、ホテル、倉庫など多様な不動産に運用対象が拡大
- 病院ファンド、村おこし型、街づくり型など、ユニークな内容のものも検討されている
- 海外では、娯楽施設、刑務所なども運用対象

### 今後の上場候補

- ・病院専門
- ・ゴルフ場対応
- ・ふるさと振興 (地域限定)

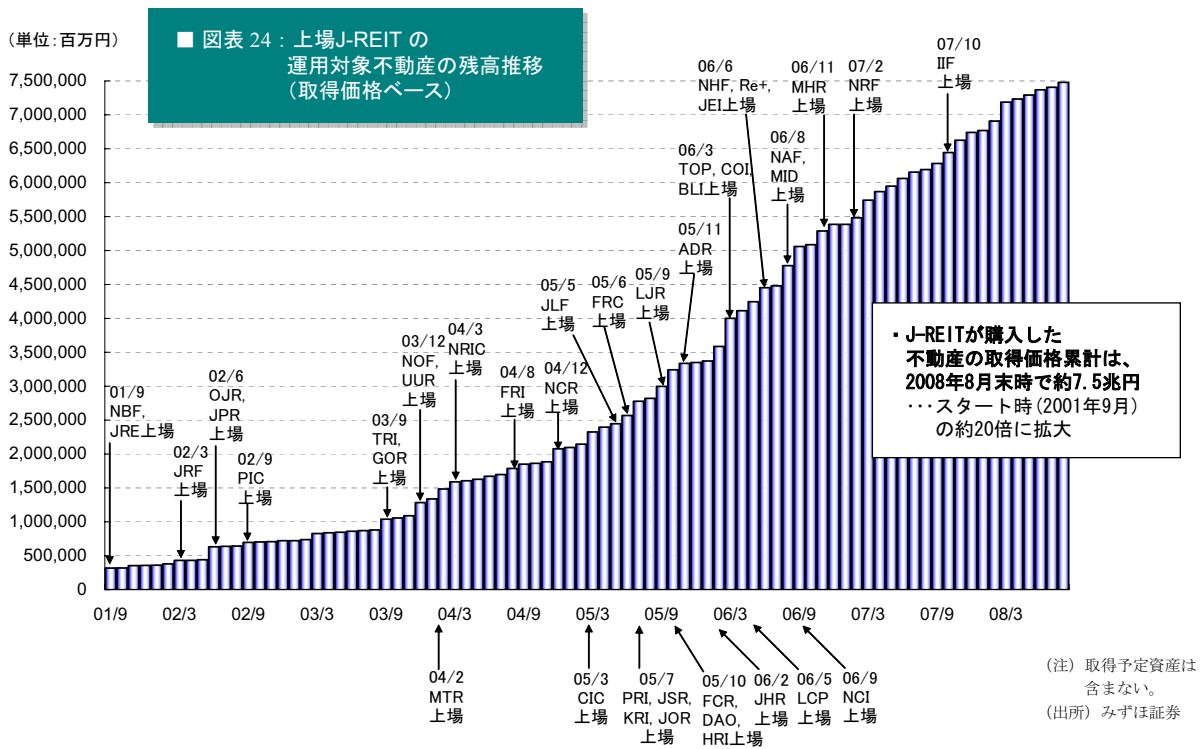
### (参考) 海外の事例

- ・リゾート施設、別荘
- ・学校・病院・刑務所
- ・官庁・公益施設
- ・アミューズメント施設

(出所) みずほ証券

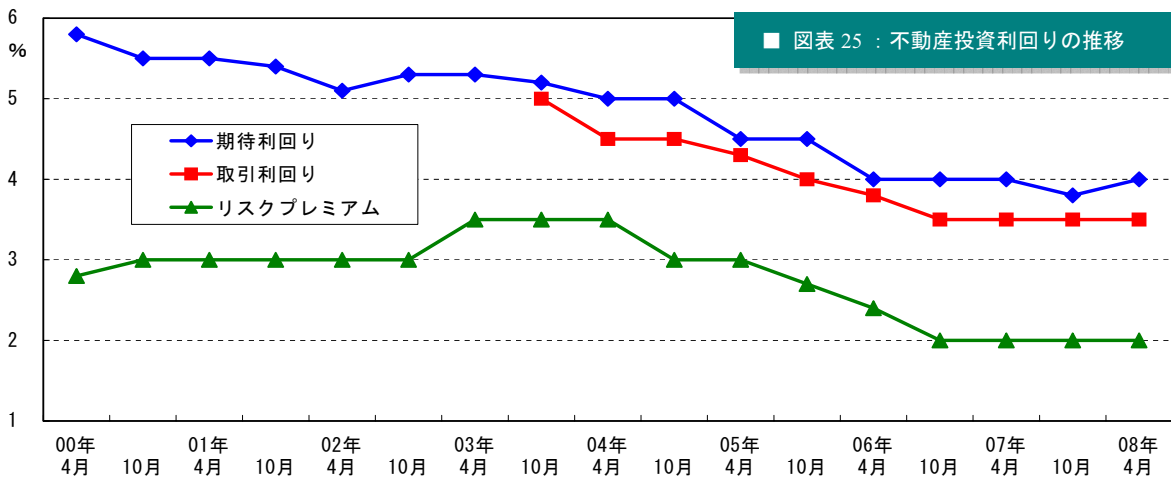
## 24. J-REIT市場の動向③ - 不動産取引の活発化

2008年10月9日



## 25. 不動産価格の動向⑩ - 不動産投資利回りへの影響(1)

2008年10月9日



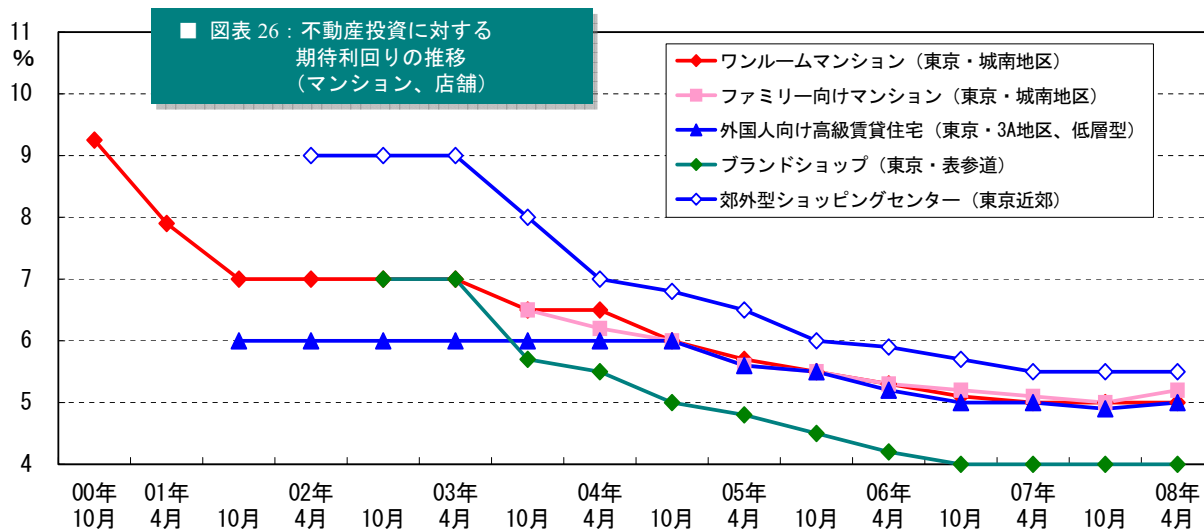
- ・ 不動産市況の好転により、不動産投資に係るリスクプレミアムは低下  
→ 期待利回り (リスクフリーレート+リスクプレミアム) は、低下傾向  
ただし、最近時の期待利回りは、4%程度で概ね横ばい推移
- ・ 不動産取引価格の上昇により、取引利回りは低下傾向  
→ 期待利回りと取引利回りととのギャップを解消するため、  
不動産会社のマネジメント力が問われる状況に

(注) 東京の「丸の内・大手町」エリアのAクラスビル(優良ビル)に投資した場合の期待利回り等をまとめたもの  
(出所) 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



## 26. 不動産価格の動向⑪ - 不動産投資利回りへの影響(2)

2008年10月9日



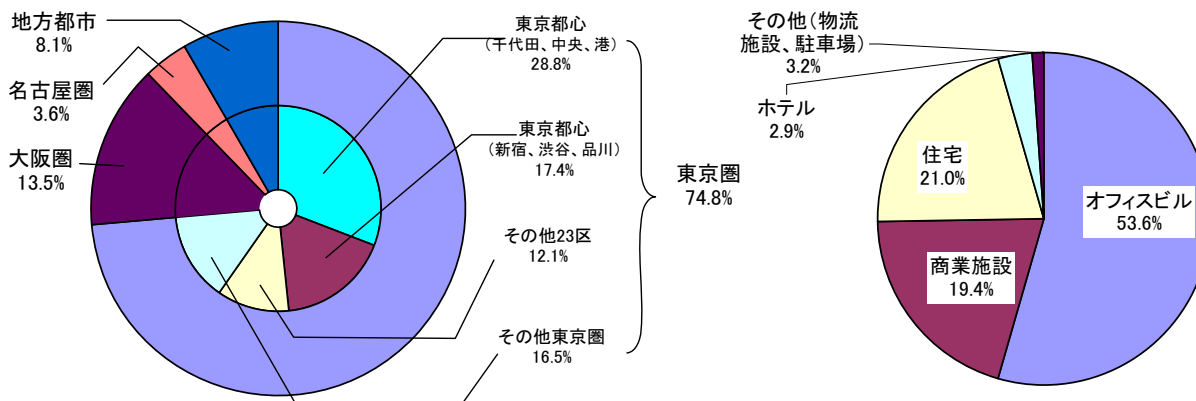
住宅、商業施設に対する期待利回りは、低下傾向にあるものの、オフィスビルよりも高い水準  
 …… 投資環境 (市場規模、運用対象の多様性、価格算定方法など) が未整備であることを反映  
 ただし、実際の運用利回りは、オフィスビルよりも低い場合が多い

(出所) 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

## 27. J-REITの商品特性① - 運用対象の分散状況

2008年10月9日

■ 図表 27：J-REITの運用対象不動産の内容(立地別、用途別)



- ・ J-REITの運用対象は、東京都心部に集中  
 …… 不動産市況回復の恩恵を十分に享受できる内容
- ・ 施設用途は、オフィスビルが過半を占める  
 …… 2005年以降は、住宅系J-REITが増加  
 多様な不動産に運用対象が拡大

(注) 1. 2008年8月19日時  
 2. 構成比は、取得価格ベース  
 (出所) みずほ証券

## 28. J-REIT市場の動向④ - 株価(投資口価格)の推移

2008年10月9日

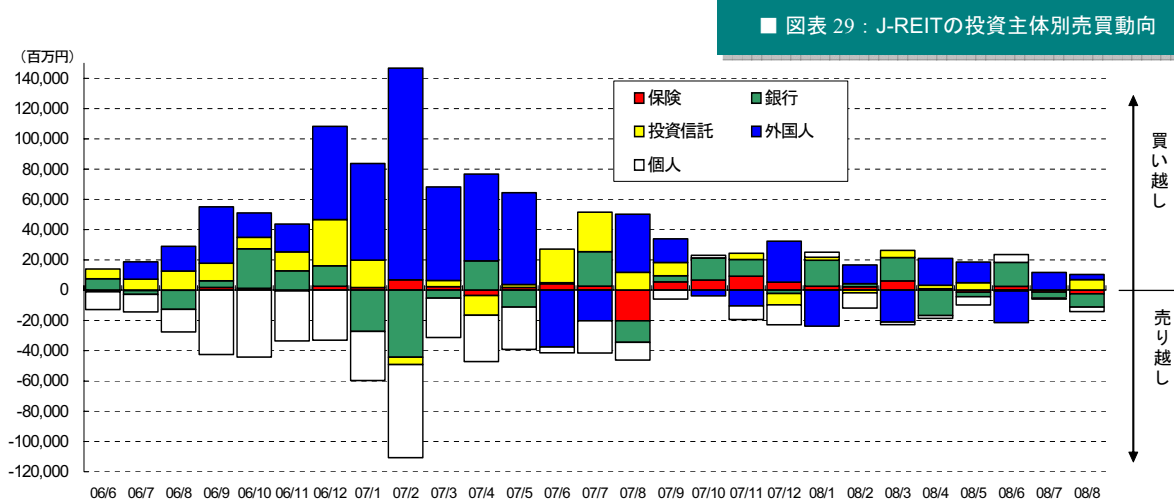


- 東証REIT指数は、2006年11月下旬以降、急テンポで上昇
  - 外国人投資家、国内金融機関、FOF等の需要を反映
- 2007年6月上旬以降、大幅な下落
  - 金利上昇の影響で、投資妙味が薄れたことなどが原因
  - 07年7月下旬以降は、米国サブプライムローン問題が下落を加速
  - 08年1月以降は、国内金融機関等によるロスカットも影響
- 2008年4月以降は一時回復傾向が見られたが、6月以降は再び下落
  - ① 実物不動産市場の減速、② 不動産セクターの信用力低下、③ J-REIT等の資金調達に対する懸念、④ 金利上昇懸念 などによる

(注) 1. 2002年10月1日～2008年9月19日の東証REIT指数とTOPIXの推移をまとめた。  
 2. 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。  
 3. TOPIXは、2003年3月31日を1,000として指数化した値。  
 (出所) 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

## 29. J-REIT市場の動向⑤ - 投資家別の取引動向

2008年10月9日

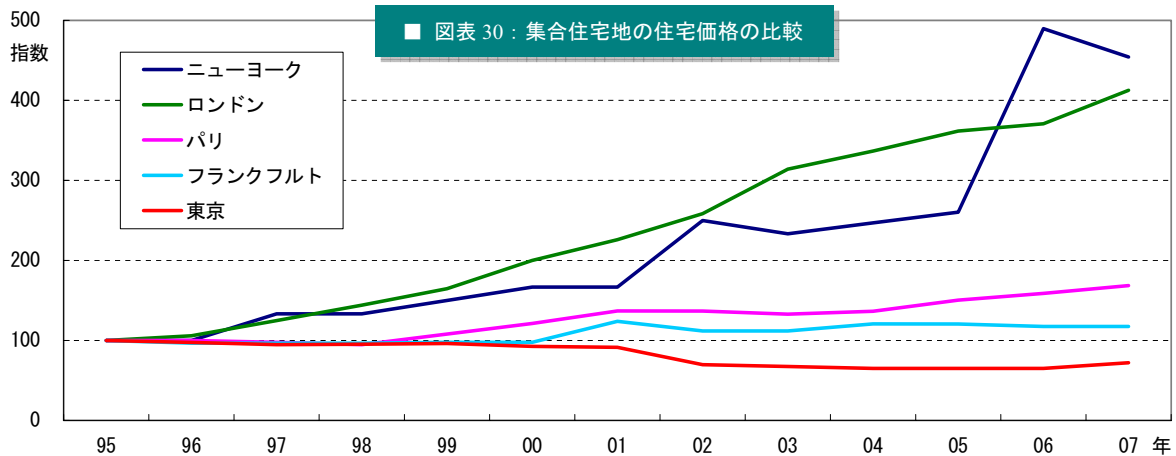


- 2006年9月以降、外国人投資家によるJ-REIT投資が増加
  - 日本の不動産に対する期待を反映
- 外国人投資家は、2007年6月以降、売り越しに転じた
  - 金利上昇の影響+不動産価格に対する値上がり期待の減退
- 2008年1月以降は、外国人、国内金融機関は、売越しと買越しが交互に入替わる状況
  - 国内金融機関がロスカットを進める一方で、割安感も出始めた模様

(出所) 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

### 30. 不動産市場の国際比較① - 不動産価格の変動推移

2008年10月9日

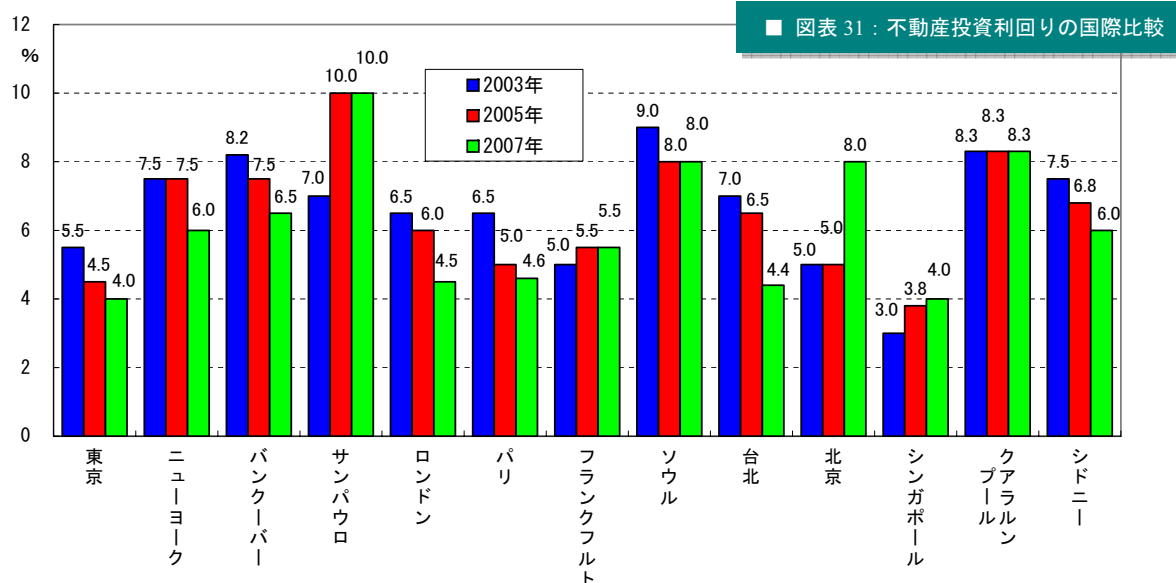


(注) 1995年を100として、主要都市の集合住宅地の住宅価格の推移を調べたもの。  
各データは、調査地点の評価額であり、都市全体の平均値ではない。  
(出所) (社)日本不動産鑑定協会「世界地価等調査結果」により、みずほ証券が作成

- ・外国人投資家の多くは「日本の不動産は、欧米に比べて割安」と判断している模様
  - ← ① 公示地価は、バブル崩壊以降、ようやく上昇に転じた
  - ② 今後は、穏やかながらも景気拡大が継続。オフィス需要等は比較的堅調と予想される
  - … ただし、サンプルの採り方によっては、日本の不動産は必ずしも割安とは言えない

### 31. 不動産市場の国際比較② - 不動産投資利回りの状況

2008年10月9日



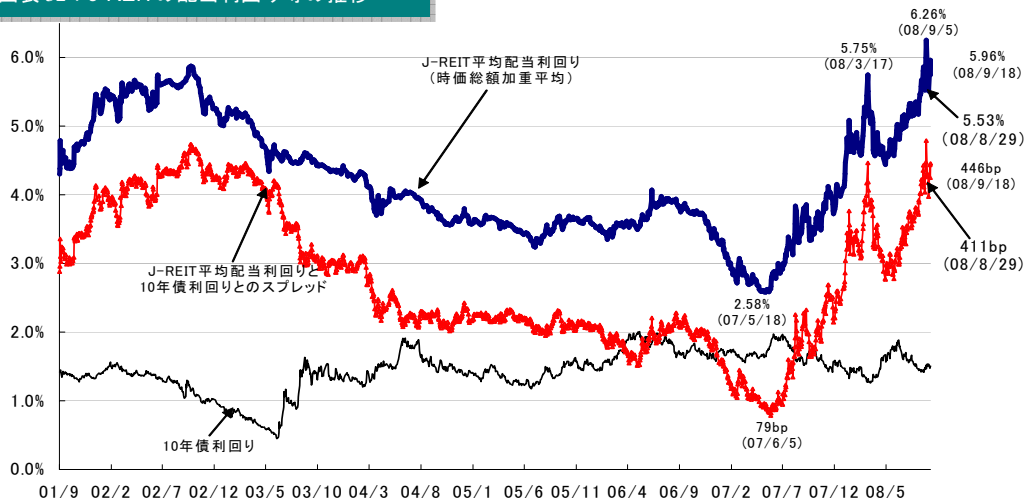
- ・日本の不動産の投資利回りは、欧米主要国を下回る
  - … 日本の不動産が「割安」かは、不動産価格の変動状況だけでなく、多面的に判断する必要がある

(注) 高度商業地域・中央ビジネス地区の投資利回り。  
(出所) (社)日本不動産鑑定協会「世界地価等調査結果」により、みずほ証券が作成

## 32. J-REIT市場の動向⑥ - 配当利回りの推移

2008年10月9日

■ 図表 32 : J-REITの配当利回り等の推移



- ・ J-REITの平均配当利回りは高水準 …… 2008年9月18日時点では 約6%
- ・ 2004年6月～2006年11月の配当利回りは、概ね「長期金利+200bp」で推移
- ・ 2006年12月以降、J-REIT価格の上昇によって、10年債利回りとの金利差が縮小
- ・ 2007年 6月以降、J-REIT価格の低下によって、10年債利回りとの金利差が回復
- ・ 2008年 1月以降、J-REIT価格の急落によって、配当利回りは5%以上に上昇
- ・ 中期的な平均配当利回りは、概ね「長期金利+200bp」が目安と予想

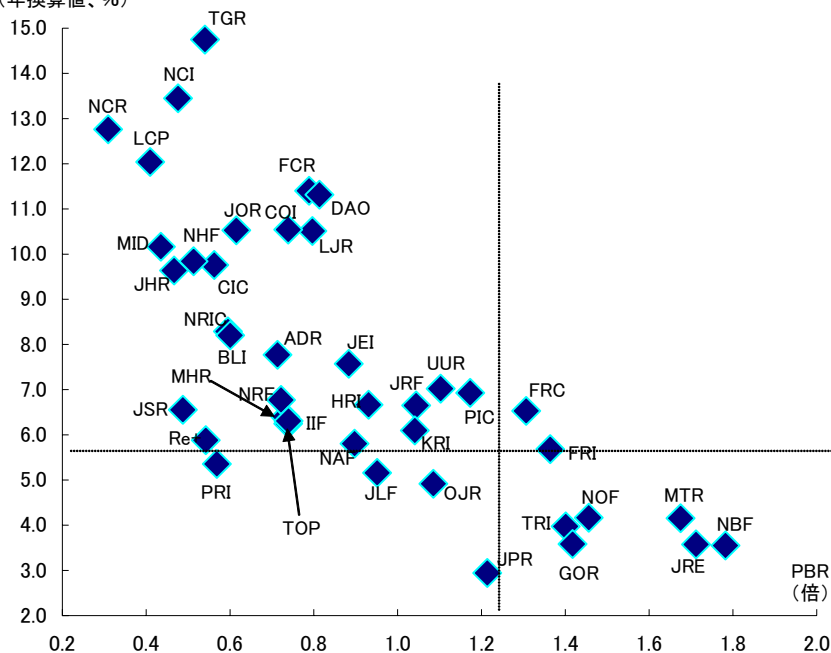
- (注) 1. J-REIT平均配当利回りは、各J-REITの配当利回りを時価総額で加重平均して算出。  
2. 各J-REITの配当利回りは、分配金の予想値(年換算値)で算出。

(出所) Bloomberg、各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

## 33. J-REITの商品特性② - 配当利回りとPBR

2008年10月9日

予想配当利回り  
(年換算値、%)



■ 図表 33 : J-REITの  
予想配当利回りとPBR

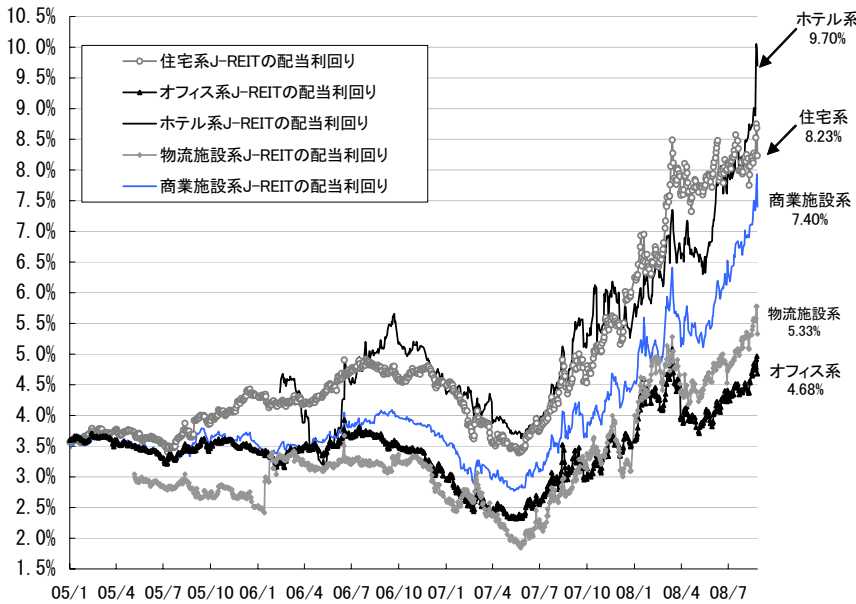
- ・ 2008年8月末時では、過半の銘柄が PBR 1倍割れ
- ・ 配当利回りは平均で6%弱に上昇
- ・ 価格は低下しているものの運用成績は好調  
→ 割安の銘柄が多いと考えられる

- (注) 1. 予想配当利回り = 1口当たり予想分配金(年換算) ÷ 株価(2008年7月31日終値)  
2. PBR (Price Book Value Ratio) = 株価純資産倍率 = 株価 ÷ 1口当たり純資産額  
(出所) 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

# 34. J-REIT市場の動向⑦ - 評価の二極化

2008年10月9日

■ 図表 34 : 運用対象の用途別に見た配当利回りの推移



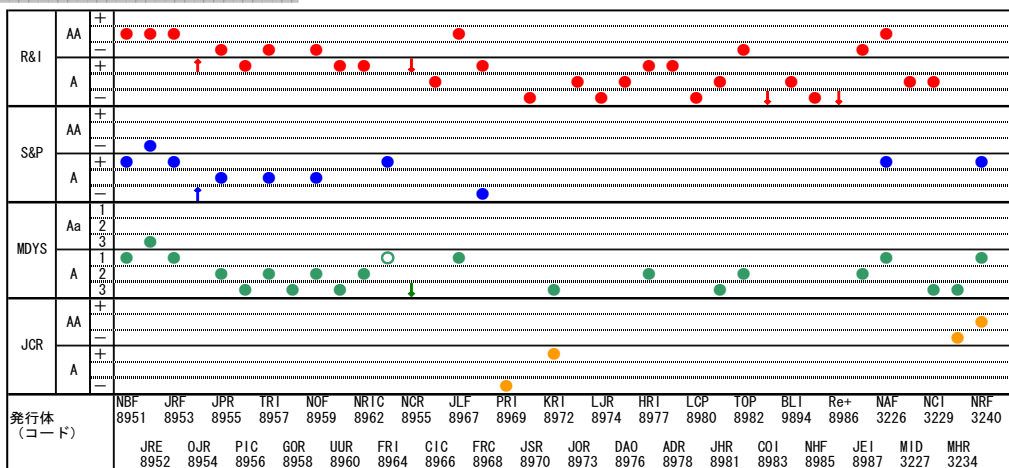
(注) 平均配当利回りの数値表記は、2008年6月30日現在。  
(出所) Bloomberg、各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

- ・ J-REITの評価が二極化
- ① オフィスビル系REITの方が、住宅系REITよりも評価が高い
    - ← (a) 稼働率の安定性、
    - (b) 賃料上昇の可能性、
    - (c) 未稼働物件への取組み、
    - (d) ファイナンス方針、
    - などの点で、住宅系REITには、
    - 難点が多いとの評価
  - ② 一部の商業施設で、運用上の問題点が顕在化
    - … (a) 賃料引下げ要求の増大
    - (b) 一部の大型テナントの退出
    - (c) 大規模リニューアルの必要性
    - (d) 運用改善を目的とした施設売却
  - ③ スポンサー企業の信用度がJ-REITの評価に大きく影響
    - ← (a) 外部成長戦略 (不動産取得)
    - (b) 内部成長戦略 (管理・運営体制)
    - (c) 財務戦略 (金融機関との信頼)
    - の全てに、スポンサー企業が影響

# 35. J-REIT市場の商品特性③ - 格付取得の状況

2008年10月9日

■ 図表 35 : J-REITの格付取得状況



(注) 2008年9月25日時。R&Iは発行体格付、MDYSは発行体格付および無担保長期債格付、S&Pは会社格付、JCRは長期優先債務格付。  
「↑」はアウトルックが「ポジティブ」、「↓」は「ネガティブ」、白抜きは「方向未定」であることを示す。  
(出所) 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

- ・ 2008年9月末時で、37法人のJ-REITが格付を取得 … 金利上昇に備えて、格付取得の動きが活発化
- ・ 格付を取得している全法人が、A格以上の評価を獲得
  - ← ① J-REITの健全な財務内容 (保守的なLTV、高い無担保借入比率、長期有利子負債比率)
  - ② 安定性を重視した運用方針 + 不動産賃貸市場の好調

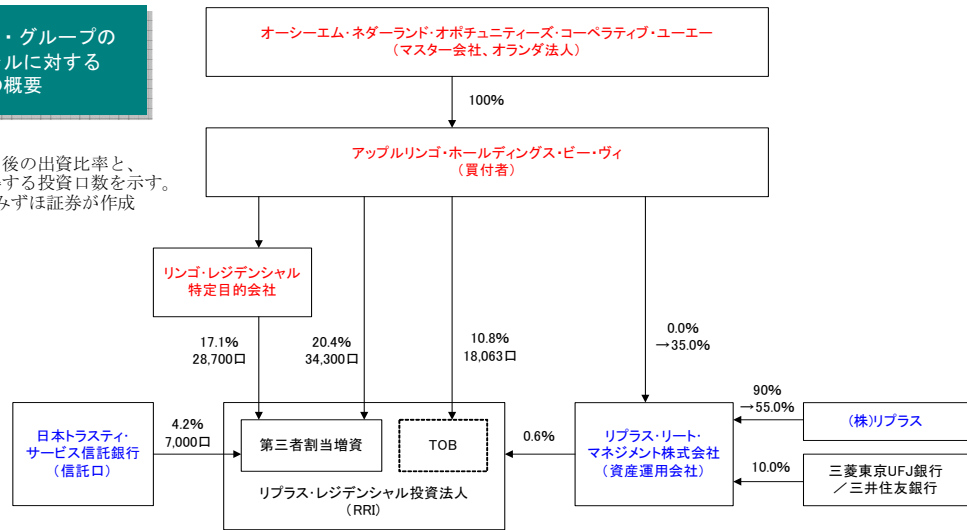


## 36. J-REIT市場の動向⑧ – J-REIT市場の再編

2008年10月9日

■ 図表 36：オークツリー・グループのリプラス・レジデンシャルに対する第三者割当およびTOBの概要

(注) 数字部分は第三者割当終了後の出資比率と、第三者割当およびTOBで取得する投資口数を示す。  
(出所) RRIの公表資料により、みずほ証券が作成

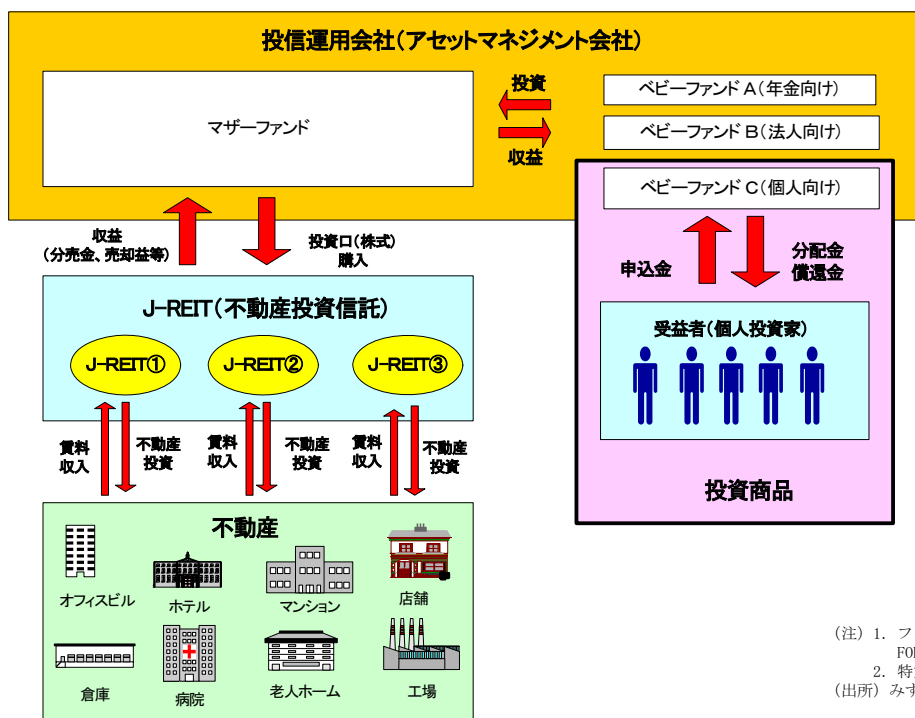


### ・ J-REIT市場に再編の動き

- ① J-REIT同士の合併… 実現までのハードルが高い（投資主総会での特別決議（議決権の3分の2以上の賛成）が必要）
  - ② 有力企業によるJ-REITの買収… オークツリー・グループによるリプラス・レジデンシャルの実質買収などの事例
  - ③ 上場J-REITの非上場化… 複数の投資ファンドが検討中
- … ②と③は、既存投資家の利益を損なうなど「副作用」も大きい

## 37. J-REIT市場の発展可能性① – FOFによる運用(1)

2008年10月9日



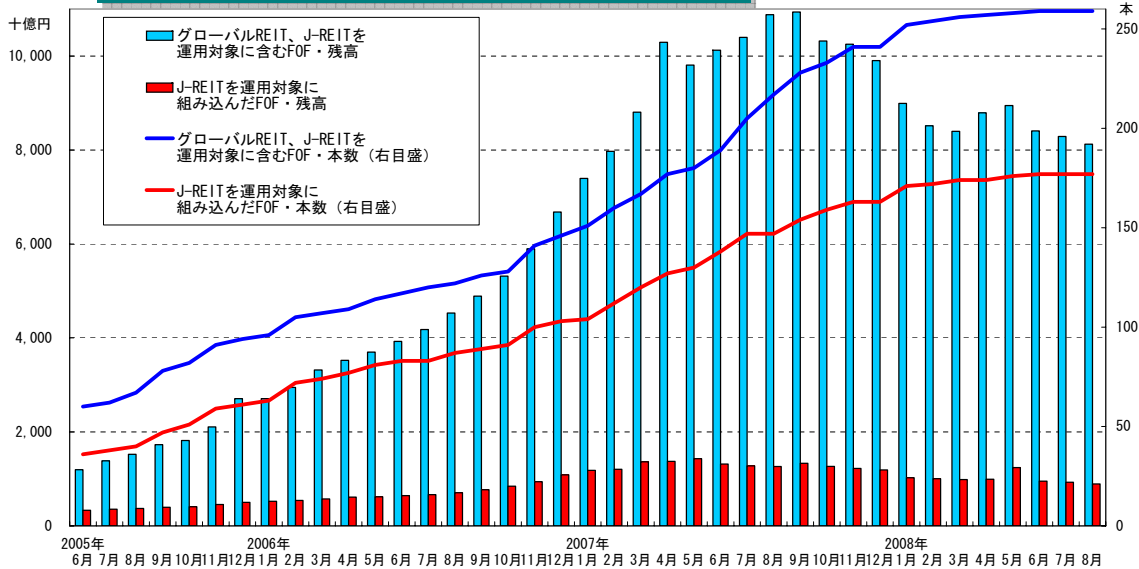
■ 図表 37：J-REITを運用対象とするFOFの仕組み

J-REITを運用対象に組み込んだFOF（ファンド・オブ・ファンズ）が、2003年7月に解禁

- ① 東証REIT指数をベンチマークとするパッシブ運用型、
  - ② 毎月分配型、が主流
- ← J-REITの安定性に着目

(注) 1. ファミリーファンドを経由してJ-REITに投資するFOFの仕組みを、イメージとして示した。  
2. 特定の金融商品について説明したものではない。  
(出所) みずほ証券が作成

■ 図表 38 : REITを運用対象とするFOFの本数および残高の推移



・ 2008年8月末時点で、FOFに組み込まれているJ-REITの残高は、J-REIT全体の時価総額の20%以上を占める  
 … J-REITの不足などにより、グローバルREITでの運用が増加

(出所) みずほ証券が作成

【開示事項】

本レポートの作成担当アナリスト及び/又はその家族(生計を一にする家族、又は、同居する家族)は次の会社の有価証券を保有しております。: 該当なし

【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体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、本資料記載の有価証券等の発行体に対して金融・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落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。Mizuho International plcによる利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイトwww.mizuho-int.comをご覧ください。米国: Mizuho Securities USA Inc. (MSUSA) が配布するレポートの内容については、MSUSAが責任を負っています。また、みずほ証券株式会社とMizuho International plcが米国の顧客に直接配布するレポートの内容については、それぞれのレポートの発行会社が責任を負っています。米国の投資家が本レポートに記載された有価証券の取引を申し込む際には、MSUSAを通して取引を申し込む必要があります。詳細や取引のお申し込みについては、MSUSAの営業担当者(電話: 1-212-209-9300, 所在地: 1251 Avenue of the Americas, 33rd Floor, New York, NY 10020 USA)までお問い合わせください。MSUSAは外国のソブリン債、社債、およびそれらに関連する商品の取引についてはみずほ証券株式会社およびMizuho International plcの代理人として当該取引を行います。MSUSAはそれらの取引の成立を保証するものではなく、また決済に関与するものでもありません。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。アジア: 香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 10th Floor, CITIC Tower, 1 Tim Mei Avenue, Central, Hong Kong 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。

当社において債券を購入する場合は、購入対価のみお支払いいただくことになります。その他のお取引をいただく場合には、各取引の種類に応じて、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、株式・REITの売買取引には、約定代金に対して最大1.08675% (税込み) (2,362円(税込み)) (2,362円(税込み)) の手数料が必要となります。

各商品等への投資には対象商品等の価格変動等により、損失が生じるおそれがあります。

### (3) 東京主要地区のオフィス空室率

空室率が上昇したゾーンが多数を占める状態が続いている

月次ベースでは、08年2月から空室率が上昇に転じた

空室率が2%ポイント以上上昇した場所は1ゾーンのみ

「晴海」ゾーンなどの空室率上昇は、徐々に改善

「豊洲」では、6万㎡超の大規模ビルにも空室が発生している

IDSSのオフィスビル市場調査では、東京23区の主要ビジネス街を54ゾーンに区分して、空室率等を計測している。当期(2007年4~6月)の調査では、2008年3月時に比べて空室率が低下したゾーンが14ゾーン、上昇したゾーンが37ゾーンで、上昇したゾーンの方が多かった。このように、上昇ゾーン数が低下ゾーン数を上回る状況は、2007年12月期から顕在化している。東京23区の平均空室率は、2007年12月期に3年振りに上昇し、2008年6月末時は2.4%(3ヶ月前比+0.4%ポイント)と、3期(9ヶ月間)連続の上昇となった。

IDSSは、全国主要都市のビル市場を3ヶ月毎に調査するとともに、三大都市(東京、大阪、名古屋)については月次調査も実施している。この月次調査によれば、東京23区の平均空室率は、2008年1月末の1.8%をボトムに上昇に転じ、6月末まで上昇が続いたが、7月は2.2%(前月末比▲0.2%ポイント)と、若干回復した。一方、三鬼商事による月次調査では、東京23区の平均空室率は、2008年1月の2.55%をボトムに上昇に転じ、6月末時3.49%、7月時末3.75%と、悪化が続いている。

IDSSによる3ヵ月毎の調査を基に2008年6月末時の空室率を見ると、「大久保」の5.6%(3ヶ月前比+2.2%ポイント)、「東日本橋」の3.3%(同+1.4%ポイント)、「後楽」の3.6%(同+1.4%ポイント)などが、当期に比較的大幅な上昇が見られたエリアである。このうち「東日本橋」では、4月に竣工した「NEWS日本橋堀留町ビル」(延床面積約6,100㎡)が多く空室を残している。ただし、空室率が上昇したゾーンは多いものの、2%ポイント以上の上昇は1ゾーンのみである。

これに対して、当期に空室率が回復したゾーンとしては、「晴海」の3.5%(3ヶ月前比▲1.9%ポイント)、「白金・高輪」の2.1%(同▲1.5%ポイント)、「目黒」の4.1%(同▲1.1%ポイント)などが挙げられる。

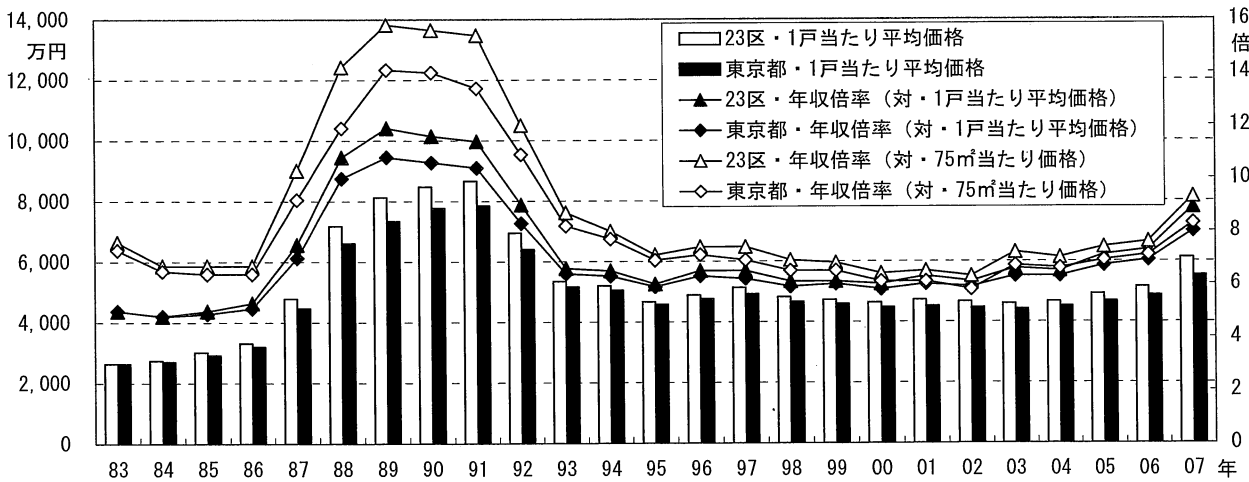
「晴海」ゾーンでは、前期に「グラスシティ晴海」(延床面積15,200㎡)や「KDX晴海ビル」(12,694㎡)などが空室を残して竣工したため、ゾーン全体の空室率は3ヶ月前比+4.3%と、大幅に上昇した。このうち「KDX晴海ビル」の稼働率は、5月1日時では37.1%にとどまっていたが、7月以降は94.5%(賃貸借契約ベース)に向上した。

この他、IDSSの調査対象には含まれていない(ビジネス街として認知されていない)ゾーンであるが「豊洲」に5月に竣工した「KDX豊洲グランスクエア」(延床面積63,661㎡)も、竣工時には空室が目立った。2008年に東京23区内で供給が予定されている延床面積30,000㎡以上のビルは4棟だけであるが、同ビルはそのうちの1棟である。同ビルは、立地条件には難点が多いものの、基準階床面積は5,117㎡と都内最大級の規模を有し、賃料(坪当たり)は共益費込み20,000円と比較的低い水準である。このため、現状では80%以上のテナントが契約または内定している(2008年6月4日付「日刊不動産経済通信」)。

■ 図表 3.3 : マンション価格等と年収倍率の推移

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
供給戸数 (戸)													
23区	22,505	18,314	13,743	10,021	9,277	5,824	6,794	7,225	4,748	5,657	8,204	20,304	23,466
都下	4,307	3,413	3,317	2,285	2,769	2,377	2,426	3,154	2,183	1,982	3,201	7,234	10,032
東京都平均	26,812	21,727	17,060	12,306	12,046	8,201	9,220	10,379	6,931	7,639	11,405	27,538	33,498
1戸当たり平均専有面積 (㎡)													
23区	49.79	53.96	56.24	59.31	54.41	57.19	56.50	55.53	55.80	55.88	56.57	60.58	62.93
都下	59.33	61.68	61.51	63.96	63.42	77.50	59.74	59.15	62.37	59.60	61.43	63.32	66.84
東京都平均	51.32	55.17	57.27	60.18	56.48	63.07	57.35	56.63	57.87	56.85	57.94	61.30	64.10
1戸当たり平均価格 (万円)													
23区	2,647	2,744	3,016	3,313	4,791	7,183	8,125	8,481	8,667	6,941	5,344	5,200	4,665
都下	2,585	2,518	2,545	2,713	3,378	5,219	5,140	6,150	6,088	4,852	4,721	4,629	4,389
東京都平均	2,637	2,709	2,924	3,201	4,466	6,613	7,340	7,773	7,855	6,399	5,169	5,050	4,583
平均年収													
金額 (万円)	528	566	602	623	642	663	681	734	757	775	812	804	779
伸び率 (%)	2.5	7.2	6.3	3.5	3.0	3.3	2.7	7.7	3.2	2.4	4.8	▲1.1	▲3.1
年収倍率 (対・1戸当たり平均住戸価格、倍)													
23区	5.0	4.8	5.0	5.3	7.5	10.8	11.9	11.6	11.4	9.0	6.6	6.5	6.0
都下	4.9	4.4	4.2	4.4	5.3	7.9	7.5	8.4	8.0	6.3	5.8	5.8	5.6
東京都平均	5.0	4.8	4.9	5.1	7.0	10.0	10.8	10.6	10.4	8.3	6.4	6.3	5.9
年収倍率 (対・75㎡当たり価格、倍)													
23区	7.6	6.7	6.7	6.7	10.3	14.2	15.8	15.6	15.4	12.0	8.7	8.0	7.1
都下	6.2	5.4	5.2	5.1	6.2	7.6	9.5	10.6	9.7	7.9	7.1	6.8	6.3
東京都平均	7.3	6.5	6.4	6.4	9.2	11.9	14.1	14.0	13.4	10.9	8.2	7.7	6.9

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
供給戸数 (戸)												
23区	25,902	22,877	22,035	31,321	35,318	31,843	31,574	36,340	39,147	31,025	23,650	16,563
都下	8,803	7,862	6,968	9,034	10,274	9,638	10,913	10,548	8,321	8,962	7,004	7,728
東京都平均	34,705	30,739	29,003	40,355	45,592	41,481	42,487	46,888	47,468	39,987	30,654	24,291
1戸当たり平均専有面積 (㎡)												
23区	65.58	66.16	66.55	67.62	70.15	72.25	73.12	68.10	69.59	71.85	72.05	71.45
都下	70.90	71.04	72.48	72.99	77.67	79.77	82.45	80.43	78.41	77.49	76.53	76.11
東京都平均	66.93	67.41	67.97	68.82	71.84	74.00	75.52	70.87	71.14	73.11	73.08	72.93
1戸当たり平均価格 (万円)												
23区	4,888	5,133	4,815	4,723	4,632	4,723	4,666	4,599	4,663	4,920	5,149	6,120
都下	4,384	4,288	4,180	4,125	3,966	3,835	3,878	3,786	3,820	3,834	3,932	4,263
東京都平均	4,760	4,917	4,662	4,589	4,482	4,517	4,464	4,416	4,515	4,677	4,871	5,529
平均年収												
金額 (万円)	756	787	788	771	773	754	760	700	716	694	703	689
伸び率 (%)	▲3.0	4.2	0.1	▲2.2	0.3	▲2.5	0.8	▲7.9	2.3	▲3.1	1.3	▲2.0
年収倍率 (対・1戸当たり平均住戸価格、倍)												
23区	6.5	6.5	6.1	6.1	6.0	6.3	6.1	6.6	6.5	7.1	7.3	8.9
都下	5.8	5.4	5.3	5.4	5.1	5.1	5.1	5.4	5.3	5.5	5.6	6.2
東京都平均	6.3	6.2	5.9	6.0	5.8	6.0	5.9	6.3	6.3	6.7	6.9	8.0
年収倍率 (対・75㎡当たり価格、倍)												
23区	7.4	7.4	6.9	6.8	6.4	6.5	6.3	7.2	7.0	7.4	7.6	9.3
都下	6.1	5.8	5.5	5.5	5.0	4.8	4.6	5.0	5.1	5.3	5.5	6.1
東京都平均	7.1	6.9	6.5	6.5	6.1	6.1	5.8	6.7	6.6	6.9	7.1	8.3



(注) 1. マンションの供給戸数、1戸当たり平均専有面積、1戸当たり平均価格の各データは(株)不動産経済研究所の資料による。平均年収は、総務局「東京都生計分析調査報告」(勤労者世帯)による。  
 2. 「75㎡当たり価格」とは、不動産経済研究所の資料から1㎡当たりの平均単価を算出し、75㎡当たりに換算した価格である。75㎡とは、国土交通省の「住宅建設5箇年計画」及び「東京都住宅マスタープラン」で定められた、「3人世帯の都市居住型誘導居住水準」(3人世帯のマンションについての望ましい居住水準)である。  
 (出所) 東京都「東京の土地2007」(2008年7月)により、みずほ証券が作成

■ 図表 2.10 : 東京 23 区内の主なオフィスビル計画

① 東京都心部のオフィスビル計画 (2007 年 7 月以降、延床面積 20,000 m<sup>2</sup>以上)

名称	所在地	延床面積 (m <sup>2</sup> )	階数		竣工予定 年月	事業主体 (関係企業を含む)
			地上	地下		
丸の内1-4計画 (東銀ビル等・3棟建替え計画)	千代田区丸の内	100,000			2011年度	三菱地所、三菱東京UFJ銀行、住友信託、三菱UFJ信託
JPタワー (東京中央郵便局建替え)	千代田区丸の内	215,000	38	4	2011年度	日本郵政
丸の内1丁目地区建替え計画 (JFEビル建替え)	千代田区丸の内	80,460	23	4	2010年春	三井不動産
丸の内トラストタワー本館	千代田区丸の内	116,000	37	4	2008.11	森トラスト
東京ステーションシティ グラントウキョウノースタワー・第2期	千代田区丸の内 他	171,770	43	4	2012.夏	JR東日本 他 JR東日本、三井不動産、国際観光会館
丸の内パークビルディング (三菱商事ビル等3棟建替え計画)	千代田区丸の内	205,000	34	4	2009.春	三菱地所
大手町地区第1次再開発 (連鎖型都市再生事業)	千代田区大手町					大手町開発 (三菱地所、NTT都市開発、サンケイビル他)
日本経済新聞社新本社ビル(A棟)		74,400	31	3	2009.3	日本経済新聞社
JAグループ棟 (B棟)		88,100	37	3	2009.3	JAグループ (全国農業協同組合連合会 他)
日本経団連棟 (C棟)		71,500	23	4	2009.3	日本経済団体連合会
大手町地区第2次再開発 (連鎖型都市再生事業)	千代田区大手町	200,000			2012	都市再生機構、日本政策投資銀行 他
三菱総合研究所ビルディング建替え事業		未定			未定	三菱地所
大手町2-1街区 (通信総合博物館、旧東京国際郵便局)	千代田区大手町	300,000			未定	
大手町1-6地区 (みずほ銀行大手町本部ビル等再開発)	千代田区大手町	204,000	39	3	2014	東京プライムステージ (東京建物、大成建設)
りそな・マルハビル等建替え計画	千代田区大手町	未定			未定	三菱地所
PFプロジェクト (パレスホテル建替え計画)	千代田区大手町	119,022	23	4	2011.秋	パレスホテル
三井生命大手町ビル建替え計画	千代田区大手町	未定			未定	三井不動産
気象庁・大手町第3合同庁舎跡地	千代田区大手町	未定			未定	未定
日比谷三井ビル・三信ビル建替え計画	千代田区有楽町	未定			未定	三井不動産
永田町2丁目計画 (キャピトル東急ホテル建替え計画)	千代田区永田町	87,746	29	4	2010.9	東京急行電鉄、東急ホテルズ
飯野ビル建替え計画	千代田区内幸町	106,000	26	5	2011.春	飯野海運
平河町2丁目東部南地区再開発	千代田区平河町	51,500	24	2	2009.12	再開発組合 (森ビル 他)
全共連ビル (建替え)	千代田区平河町	87,620	21	2	2011.4	全国共済農業協同組合連合会
二番町計画 (ベルギー大使館建替え計画・民間棟)	千代田区二番町	45,300	13	1	2009.6	(有)まちづくりインベストメント (三菱地所)
三番町計画	千代田区三番町	34,200	15	1	2009.9	東京海上日動火災保険
富士見2丁目北部地区・業務棟	千代田区富士見	74,300	17	2	2009.3	再開発組合 (野村不動産、大成建設 他)
富士見2丁目10番地区	千代田区富士見	186,000			2012	三井不動産
神田須田町計画 (大木須田町ビル建替え)	千代田区神田須田町	23,080	19	2	2009.5	住友不動産、エスエフ神田須田町開発特定目的会社
淡路町2丁目西部地区・北街区本体棟	千代田区神田淡路町	123,800	41		2013.10	安田不動産、五洋建設、西松建設
三井住友海上火災新館ビル (別館建替え)	千代田区神田駿河台	64,800	23		2011.秋	三井住友海上火災保険
住友不動産秋葉原ビル (日本通運秋葉原本社、ヤマギワ別館跡地)	千代田区外神田	31,991	19	3	2009.9	住友不動産、エスエフ秋葉原開発特定目的会社
江戸橋倉庫ビル (三菱倉庫本社ビル) 建替え	中央区日本橋	25,000			2011	三菱倉庫
日本橋フロント	中央区日本橋	29,265	11		2008.6	(有)チェントロ、TAKプロパティ (東急不動産 他)
日本興亜日本橋ビル (建替え)	中央区日本橋	22,015	11		2009.6	日本興亜損害保険
日本橋室町東地区	中央区日本橋室町	186,574				三井不動産、野村不動産 他
A地区		30,000	17	5	2013.3	
B地区 (三井第三別館跡地)		41,500	18	5	2013.3	
C地区		63,000	22	5	2013.3	
日本橋野村ビル (D地区)		46,248	21	5	2010.10	野村不動産
京橋2丁目16地区・A地区	中央区京橋	54,300	22	3	2011.9	清水建設
汐留浜離宮計画 (竹中工務店東京本店跡地再開発)	中央区銀座	47,969	21	2	2009.8	住友不動産、汐留浜離宮特定目的会社 (大成建設)
銀座東芝ビル建替え計画	中央区銀座	未定			未定	東急不動産
晴海3丁目西地区	中央区晴海	319,200			2013年度	都市再生機構
環状2号線新橋・虎ノ門地区再開発	港区虎ノ門	201,860			2011年度	東京都、森ビル、西松建設グループ
Ⅲ街区・超高層棟		249,000	51	4		
虎ノ門バスターミナル再開発	港区虎ノ門	未定			未定	森トラスト、ダヴィンチ・アドバイザーズ
赤坂4丁目薬研坂南地区再開発	港区赤坂	70,620	43	2	2009.1	再開発組合
赤坂Bizタワー (赤坂5丁目TBS開発計画)	港区赤坂	187,177	39	3	2008.1	東京放送、三井不動産
赤坂二丁目計画 (福吉町)	港区赤坂	24,900	22	1	2010.10	森ビル
元赤坂Kプロジェクト	港区元赤坂	54,861	30		2011.12	鹿島
六本木プリンスホテル・日本IBM本社跡地再開発	港区六本木	未定			未定	住友不動産
虎ノ門・六本木地区再開発 複合棟	港区六本木、虎ノ門	143,600	46		未定	森ビル
青山OM-SQUARE (ハザマビル跡地再開発)	港区北青山	47,135	25	3	2008.7	(有)コラス・プロパティ (三井不動産)、日本オラクル
A.O. (アオ、紀伊国屋跡地再開発)	港区北青山	21,933	16	2	2008.11	ダイショー・ティーディーエー
芝浦ルネササイトタワー (芝浦工業大学跡地・B街区)	港区芝浦	27,322	19	2	2009.3	新日鉄都市開発、日本土地建物
中日新聞社品川開発計画	港区港南	72,970	19	2	2010.11	中日新聞社
東京都下水道局敷地内開発	港区港南	180,000			未定	東京都下水道局
浜離宮インターシティ (藤田観光本社ビル・竹芝ビル跡地)	港区海岸	39,000	26	3	2011.5	興和不動産
西新宿8丁目成子地区・高層棟	新宿区西新宿	179,239	42	4	2012.3	再開発組合 (住友不動産 他)
西新宿セブシティ跡地計画	新宿区西新宿	21,201	27	3	2008.5	エスエフ・セブン特定目的会社 (住友不動産)
西新宿3丁目西開発・業務棟	新宿区西新宿	406,000	70		未定	再開発組合 (旭化成ホームズ、新日鉄都市開発 他)
西新宿6丁目西第6地区・業務棟	新宿区西新宿	45,000	18	3	2009.3	再開発組合 (三菱商事、佐藤工業、住友不動産 他)
西新宿7丁目計画	新宿区西新宿	39,243	33	2	2009.4	住友不動産
北新宿地区再開発・1街区、事務所・店舗棟	新宿区北新宿	94,782	35	2	2011.6	三菱地所、平和不動産、キャピタランド
新宿6丁目N街区計画 (日本テレビゴルフガーデン跡地北側)	新宿区新宿	154,900			2012.1	新宿6丁目特定目的会社 (三菱地所、日本土地建物 他)
オフィス棟		153,700	20	2	2012.1	
神宮前計画 (原宿パレランス跡地)	渋谷区神宮前	42,445	23	3	未定	リムテック特定目的会社 (ダ・ヴィンチ)
東急文化会館跡地再開発	渋谷区渋谷	143,000	33	4	2012.3	東京急行電鉄 他
南平台町計画	渋谷区南平台町	61,600	22	2	2011.3	住友不動産
宇田川町プロジェクト	渋谷区宇田川町	20,179	9	1	2010.7	RD Legendベータ特定目的会社
渋谷東1丁目計画 (アクサグループ本社跡地)	渋谷区東	54,331	26	3	2010.7	住友不動産

(注) 東京都心部 (5区) で 2008 年以降に完成予定の、オフィスビルを含む開発計画のうち、主なもの。一部に自社ビルを含む。  
ビル名は、一部に仮称を含む。一部の複合開発 (オフィス部分であることを明記していないもの) については、延べ床面積に  
住宅やホテルなどを含む。延床面積、階数、竣工予定は、公表データによるが、計画が変更になっている場合もあり得る。  
(出所) 公表資料により、みずほ証券が作成



■ 図表 2.11 : 東京 23 区内の主なオフィスビル計画 (続)

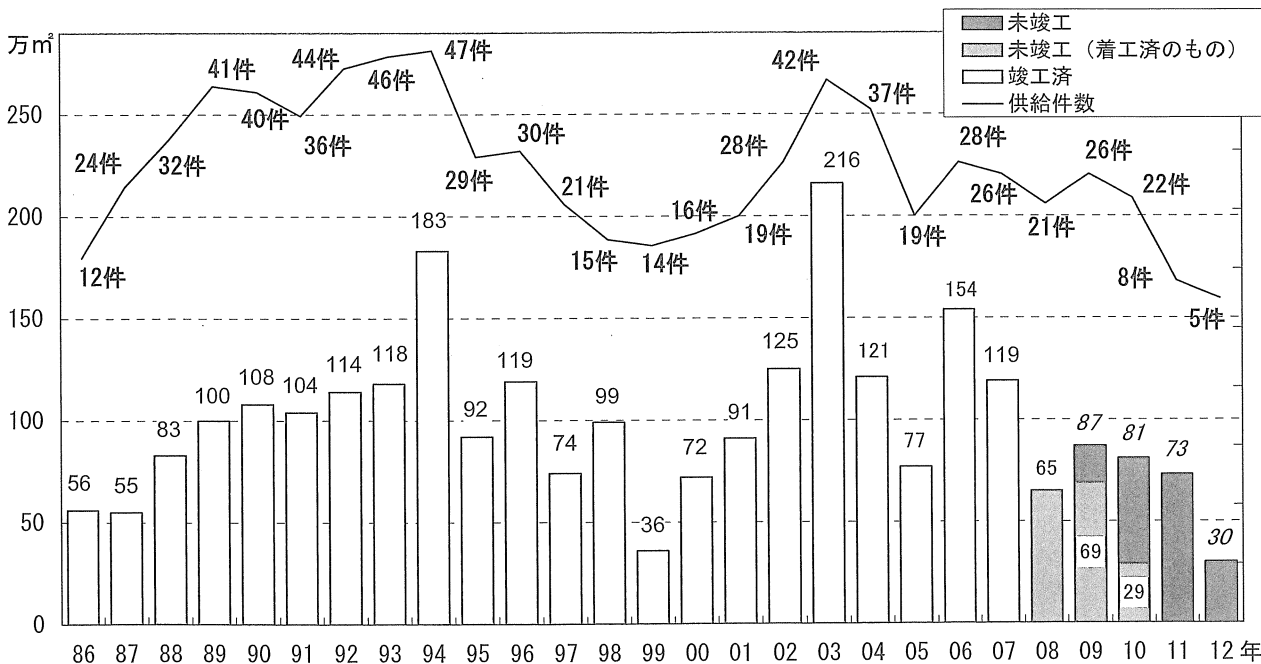
② 東京 23 区 (都心 5 区を除く) のオフィスビル計画 (2008 年以降、延床面積 20,000 m<sup>2</sup>以上)

名称	所在地	延床面積 (m <sup>2</sup> )	階数		竣工予定年月	事業主体 (関係企業を含む)
			地上	地下		
南池袋プロジェクト	豊島区南池袋	27,876	15	1	2011. 1	新日本建物、ダヴィンチ・アドバイザーズ
後楽 2 丁目西地区再開発	文京区後楽	78,398	34	3	2010. 3	再開発組合 (住友不動産 他)
春日・後楽園駅前地区・南街区	文京区小石川	191,700	41		2013	再開発組合 (三井不動産、三菱地所、清水建設 他)
東京サザンガーデン 東五反田スクエア	品川区東五反田	28,143	16	2	2009. 4	再開発組合 (三井不動産、鹿島、都市再生機構)
学習研究社 五反田新本社ビル	品川区西五反田	27,839	24	2	2008. 6	学習研究社
大崎 1 丁目プロジェクト (東口第 3 地区・C 地区)	品川区大崎	37,900	17	2	2009. 3	(有)大崎ファーストステージ (東京建物、清水建設、新光企業)
大崎駅西口中地区再開発	品川区大崎	未定			未定	再開発組合
大崎駅西口南 (旧百反坂下地区) 開発計画	品川区大崎	57,100	25		2011	再開発組合 (日本土地建物)
大崎駅西口ソニー地区再開発	品川区大崎	100,000	24	2	2011. 2	ソニー
新阪急大井ビル	品川区大井	55,000	30	1	2011 秋	阪急百貨店
御殿山プロジェクト (ソニー本社跡地等再開発)	品川区北品川	未定	11		2011	積水ハウス
品川 5 丁目第 1 地区・A 街区・A1 棟	品川区北品川	92,100			2012 年度	三井不動産、都市再生機構、大成建設
品川 5 丁目第 1 地区・C 街区・C1 棟	品川区北品川	46,400			2012 年度	三井不動産、都市再生機構、大成建設
東品川月島倉庫跡地計画	品川区東品川	21,779	11	1	2009. 10	住友不動産
大橋地区再開発 1-1 棟	目黒区大橋	83,094	42	2	2010	東京都
青葉台 3 丁目計画 (あおば生命本社ビル跡地)	目黒区青葉台	55,773	33	3	2009. 9	住友不動産、エスエフ目黒開発特定目的会社
二子玉川ライズ (二子玉川東地区再開発)・第 1 期 1-b 街区・業務棟	世田谷区玉川	266,300			2011. 3	再開発組合 (東急電鉄、東急不動産 他)
		28,000	16	2	2011. 3	
アルプス電気新本社ビル	大田区雪谷大塚町	21,099	7	1	2010. 3	アルプス電気
東武鉄道新本社ビル	墨田区押上	23,174	6	1	2009. 5	東武鉄道
豊洲 3-1 街区	江東区豊洲	103,295	15	2	2010. 9	豊洲 3 の 1 特定目的会社 (三菱地所)、IHI
豊洲 3-2 街区	江東区豊洲	281,400	38	2	2016. 3	東京電力
A1 街区 (オフィス、商業・生活利便施設 等)		72,000	21	2	2012. 3	
A2 街区 (コンピュータセンター)		40,000	6	0	2010. 12	
B1 街区 (オフィス、住宅、商業 等)		33,600	12	2	2016. 3	
TD プロジェクト (豊洲 3-3 街区)	江東区豊洲	98,000	14	2	2011. 1	第一生命保険
豊洲 5 丁目プロジェクト	江東区豊洲	42,900	12	2	2010. 3	明豊エンタープライズ
KDX 豊洲 グランスクエア	江東区東雲	63,661	10	2	2008. 6	ケネディクス、清水建設
MSC 深川ビル 2 号館	江東区佐賀	22,340	6	1	2008. 12	三井倉庫
深川ギャザリア B 棟	江東区木場	21,700	10	2	2010. 3	フジクラ開発
深川ギャザリア西側敷地開発計画 W2 棟	江東区木場	38,767	10	2	2010. 3	フジクラ開発
有明南 G1 区画	江東区有明	50,370	13	1	2010. 3	アセット・マネジャーズ
有明南 A 区画	江東区有明	71,065	20	2	2010. 9	日本土地建物、大和ハウス工業
青海シーサイドプロジェクト (青海 F1-N 区画)	江東区青海	31,097	13	2	2009. 8	プロバスト
青海 F1-S 区画	江東区青海	28,789	10	1	2011. 11	プロバスト
青海 P 区画	江東区青海	117,592	18	1	2012. 8	森ビル
青海 Q 区画	江東区青海	205,530	22	2	2012. 1	三井不動産、大和ハウス、サンケイビル、フジテレビ
青海 R 区画	江東区青海	166,490	20	1	2012. 3	東京建物

(注) 図表 2.10 と同じ。

(出所) 公表資料により、みずほ証券が作成

③ 東京 23 区の大規模オフィスビル供給量の推移 (森ビル調査)



(出所) 森ビル株式会社「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査」により、みずほ証券が作成

## 2. マンション市場

### (1) マンション価格等と年収倍率の推移

取得可能な住宅価格の上限は「年収5倍」と言われている

「年収倍率」は、資料や算出方法によって大きく異なる

75㎡換算したマンション価格は、さらに年収倍率が高くなる

住宅価格の適正水準を判断する指標の一つとして、「年収倍率」が挙げられる。これは、住宅の平均価格を平均年収で除した倍率である。一般的には、「生活を切りつめることなく購入できる住宅価格は年収の4倍前後、やや生活を切りつめれば購入できる住宅価格は年収の5倍前後」と考えられている。ただし最近では、景気の減速を背景に、借入金等の上限を「年収の3倍」までと、堅めに見積もる購入者が増えているとの指摘もある（2008年8月7日付、日本経済新聞）

1991年に国が策定した「生活大国5ヵ年計画」では、「年収の5倍程度」で住宅を購入できるようにすることが重要課題として盛り込まれるなど、「年収倍率」は広く利用されている。

もっとも、この指標の合理性については、疑問を呈する不動産関係者が少なくない。住宅価格や年収については様々なデータがあり、資料の選択によって「年収倍率」は大きく変わってくる。

東京都が2008年7月に公表した「東京の土地2007（土地関係資料集）」では、東京23区のマンション価格を、不動産経済研究所の調査を基に61,200千円（同調査による2007年1～12月の平均価格）と設定し、年収は東京都総務局「東京都生計分析調査報告」を基に6,890千円（勤労者世帯年収）と設定して、年収倍率を8.9倍と算出している。

国土交通省が2008年6月に公表した「首都圏白書」では、東京23区のマンション価格を、不動産経済研究所の調査を基に63,490千円（同調査による2008年3月時の平均価格）と設定し、年収は総務省「家計調査（貯蓄・負債編）」を基に7,980千円（関東大都市圏の勤労者世帯の平均年収）と設定して、年収倍率を8.0倍と算出している。

東京カンテイが2008年5月にまとめた調査では、同社が調査した新築マンション価格を70㎡換算したものを、内閣府「県民経済計算年報」の雇用者報酬で除して、年収倍率を算出している。この前提では、2007年の東京都のマンション価格は61,220千円、平均年収は6,210千円で、年収倍率は9.85倍となる。

このように、年収倍率の数値は調査によって相当に異なるが、2007年時については、いずれも「年収5倍」を大きく上回っている。

国土交通省の「住宅建設5箇年計画」などでは、3人世帯の「望ましい居住水準（誘導居住水準）」を、マンションについては75㎡としている。

東京都の資料では、75㎡に換算したマンション価格に対する年収倍率も算出しており、2007年時の東京23区は9.3倍となっている。

2008年春以降、郊外部の物件を中心に、マンション販売会社が大幅な値下げに踏み切る例が出ている模様である。このため、2009年以降は、マンション価格の年収倍率にも低下傾向が出てくると予想される。