

【第149回定期講演会 講演録】

日時：平成21年10月19日(月)

場所：東海大学校友会館

不動産市場と不動産投資市場の最新動向

みずほ証券株式会社 金融市場調査部
チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志

はじめに

石澤でございます。よろしくお願いたします。毎年10月頃にお話させていただいていますが、昨年の10月9日は、ニューシティ・レジデンス投資法人が経営破綻した日で、今思いますと随分と大変な日にお話させていただいたわけです。それから1年位を経て色々なことがありましたが、最近では不動産マーケットも幾分落ち着きを取り戻してきたのではないかと考えております。本日は、全般的にはまだ厳しい状態ですが、これからは、かなり希望が持てるようなある程度明るい話しもできるのではないかと考えております。先週の末にか、久々にREITの公募増資が公表され、今日はそれを好感してでしょうか、REIT価格も全般的に上がっているようです。REITもこの1年を経て公募増資が出来るような状態にまでなってきたことは不動産マーケットが回復した一つの象徴的な出来事と考えております。

本日は、前半で実物の不動産マーケットの状況、地価、オフィスビルのマーケット、住宅のマーケットについてお話をさせていただきます。いろいろな情報がありますので、情報の整理という形でお聞きいただければと思います。それから、後半は、REITをはじめとする不動産投資の状況等についてお話をさせていただきます。

不動産価格の動向

まず、図表1は、基準地価の動向をまとめたものです。2年前から今年まで基準地価の動向ですが、現在の不動産の価格、不動産の評価方法はいわゆる収益還元が根付いたようで、土地の収益性が比較的、直接的に地価の動向に現れてきています。

土地の収益性はいろいろな要素がありますが、最終的にはその土地を利用する人口で決まってくるところが多く、昨年も最近の地価動向は概ね人口動態で説明できるということを申しあげたかと思えます。図表1の左上のグラフは横軸に人口の変動率、縦軸に地価の変動率を示したものです。このような形でエリア毎の地価動向をプロットしますと、概ね、大まかな傾向線を右上がりの直線として得ることができます。ですから、地価は人口動態で説明することができ、「人口が増加しているところは地価が上昇し、人口が減少しているところは地価の下落に歯止めがかからない」という状況かと思えます。一方、一昨年と昨年を比べますと、昨年も右上の傾向線にありますが、地価の上昇の勢いが大分鈍り、この傾向線が大分横の方に寝て、傾きが小さくなりました。一昨年と昨年は右上がりの直線で傾向線が引けましたが、9月下旬に公表された2009年の基準地価ではかなり異変が起っています。今年は、日本全体の殆どの調査地点が地価下落という状況ですが、グラフでは大都市圏と地方圏では線の傾きが違っております。大都市圏とは東京圏、大阪圏、名古屋圏ですが、大都市圏の傾向線が右下がりの傾向線になり、それ以外の地方圏は相変わらず右上がりの直線です。今年はほぼ全国で地価が下落していますが、地価下落の原因は大都市圏と地方圏では違うらしいということがこのグラフから解るわけです。大都市圏は、過去数年間に地価上昇が著しかったところほど今年地価の下落が著しいという状況です。過去数年間不動産投資が過熱し地価が上昇していたところほど地価の下落が激しく、大都市圏の方は不動産投資の減少が地価下落の原因になったと考えられます。それ以外の地方都市は相変わらず右上がりの直線で傾向線が引けますから、人口の減少等により地域の活力が低下したことが地価下落の要

因だと考えられます。ですから、今年は全国的に地価下落と言いましても、その要因は大都市圏と地方圏とは違う、大都市圏の方は不動産投資の減少が原因と考えられますから、過去数年間に過度に持ち上がっていた部分が調整されれば地価の下落は納まってくるであろうと考えられます。一方、地方圏は人口減少などの構造的な要因により地価の下落が続いているわけですから、当面の間地価の下落が続く可能性が非常に高いと思われます。

現在の地価下落について、「バブル崩壊期と同じ」と言われる方がおられますが、私は全く違うと考えております。バブル経済期は良くも悪くも地方圏は大都市圏の影響を受けてきました。大都市圏で地価が反転・上昇すれば、その動きは地方圏にも影響したのですが、今はそういう状態ではありません。地方圏は大都市圏に活力を吸い取られていますので、おそらく数年後に大都市圏では地価下落は納まるだろうと考えておりますが、地方圏は今後も更に地価の下落が続く可能性も考えられます。

私も、地方の衰退を感じる事が多くなっています。私の故郷の岩手県宮古市にある押角（おしかど）駅は不思議な駅で、山奥にあり廻りに人家が無く道路も通っていませんが、毎日1分1秒遅れずに汽車が来ては止まり、誰も降りたり乗ったりすることなく汽車は出ていきます。その雰囲気が良いということで、「秘境駅」と呼ばれて有名になり、連休時には日本全国から鉄道マニアが押し掛けて大変な騒ぎになるそうです。昔自分が住んでいたところが「秘境」と言われますと多少複雑な気分ですが、地方は大都市圏に活力を吸い取られていることは自分の実感としてもよく感じているわけです。

そうは言いましても、不動産投資では、大都市圏の不動産価格の上下が激しいところが中心になりますが、図表2番は商業地の下落が大きかったところをピックアップしたものです。今年の基準地価で特に下落が著しかったところは、福岡、名古屋等です。東京圏は、千代田区、中央区、港区の都心3区など、本来、オフィスビルの需要が最も強いところで地価下落がひどいという状況です。東京都内でも過去数年間に地価が上昇したところは2つのグループに分かれるであろうと考えています。まず1つ目のグループは渋谷区の表参道です。このエリアは2007年の春くらいまでは、大変に不動産投資が過熱し地価が随分と上昇したところです。図表4は表参道エリアでREITが保有している物件を図示しています。地図に描ききれないくらい沢山ありますが、これに私募ファンドが保有する物件を加えますと2.5倍ほどに膨らむのではないかと考えております。2007年の春くらいは外資系の投資ファンド等が盛んに不動産を購入し、純収益

(NOI)ベースの利回りが2%前後という不動産取引も随分見られました。私の考えでは、一般の賃貸ビル事業が成立するには最低でも3.5%の利回りが必要だろうと思います。できれば4%位の利回りが欲しいところですから2%位の利回りの取引は地道に賃貸ビル事業をやろうと考えているのではなく、最初から転売を狙っての取引になるわけです。ところが、2007年後半には、サブプライムローンの問題も深刻化して土地を買う外資系ファンド等が無くなり、不動産が宙に浮いて価格の下落が始まったと言うわけです。これからは最低でも3.5%の利回りが取れる水準まで、すなわち一般的な賃貸ビル事業が成り立つ水準まで地価が調整されるであろうと考えております。不動産価格のレベルにより調整の幅は違いますが、表参道のエリアはピーク時から最終的には40%位地価が下落すると予想しています。いきなり40%下落するわけではなく2年間ぐらいかけての調整であろうと思います。図表5は基準地価を基にした渋谷区、表参道エリアの地価動向です。上段が地価、下段のカッコ書きが年間の変動率ですが、このエリアの基準地価の下落は昨年からは始まったところが多いようです。昨年はごく僅かの下落ですが、昨年・今年と2年間の累計で大体15%位の下落した場所が多いと考えております。2年間かけての調整と申しあげましたが、昨年はごく僅かの下落だったので、恐らく2010年度までの調整になると考えております。ピーク時から40%下落するだろうと考えておりますが、現状は15%の下落率ですから、まだこれからも地価は落ちるであろうと考えられます。ただ、40%下落と言いましても、それ程ひどい下落ではないという言い方も出来るかと思えます。このエリアは2006年～2007年には年間で30%～40%近くも地価が上昇していたところがありますから、40%下落でも、2006年・2007年の状態に戻るだけでそれよりも下がることはないであろうと考えております。一般的に地価の下落は、不動産マーケットにとって悪いことだと考えられる方が多いわけですが、私は必ずしもそうとは思いません。2007年の春ぐらいは地価が過熱し、まともな賃貸ビル事業が出来ないような状態でした。今は3.5%の利回りが取れ一般的な賃貸ビル事業ができる水準にまで調整する過程、過熱の状態から適正な価格の状態に戻る過程であることから、むしろ今の地価下落は好ましい動きと考えております。勿論、高値で土地を取得してしまった会社も随分あるわけですから様々な問題は出てきますが、全体として、今の地価下落は不動産マーケットにとって新しい事業機会を生むという点ではプラスに評価していいと考えております。

もう一つ地価の上昇が著しいエリアは丸の内・大手町ではないかと考えております。図表6は丸の内・大手町エリアで今進行中の再開発の動向ですが、地図に描ききれないくらいの再開発があります。先ほどの表参道のエリアがいささかバブル的な要素を否定できないのに対し、この大手町・丸の内エリアは実需に即した再開発が多く、地価の下落が起こっても極端な下落はないであろうと考えております。そうは言いますが、足元では状況は悪くなってきています。

オフィス市場の動向（東京・主要エリア）

図表8は、東京のオフィスビルの空室率で、線が勢い良く上がっているのが都心5区の新築ビル空室率で、現在は30%程度の水準です。昨年11月あたりから空室率が上がり始め、名前を出して恐縮ですが、昨年11月下旬にオープンした森トラストの「丸の内トラストタワー本館」の当初空室率約50%が空室率の上昇に繋がっていたわけですが、ただこのビルも現状では空室率20%程と大分回復してきたと聞いております。ただ賃料は随分下がったようですが、森トラストからは正式に公表されていません。この周辺のビルは概ね4万円台、一部のビルでは4万円を少し切る水準まで下がっているようです。森トラストのビルは当初坪/月あたり大体6万円から7万円ほどで募集していたと聞いていますので、かなり大幅な下落率になります。ただし、この周辺では地権者が再開発をしたビルが多く、大抵のビルは坪/月あたり3万円台の賃料で採算は採れるようです。勿論個別のビルによって差はありますが、賃料が下がってもビル事業の屋台骨が揺らぐことはないようです。現在の動きは、適正賃料を見直すことにより、物理的な需要が回復してきたと解釈していいのではないかと思います。

今年の2月から3月にかけても、新築ビル空室率が随分上がりましたが、3月の年度末にかなり大量の再開発が完成したことが影響しています。図表6の、大手町・丸の内エリアでは、合同庁舎1号館・2号館の跡地の再開発、通称「連鎖型都市再生事業」といわれる再開発が完成しています。この再開発では今年3棟のビルが完成し、当初は3割ほど空いていたようですが、最近ではほぼテナントは満室になったと聞いています。名前を出して恐縮ですが、例えば、「経団連会館」は元々坪/月あたり5万5千円でテナント募集し4万円前後で成約しているようです。募集賃料から大分下がりましたが採算面では特に問題ないようです。それから「JAビル」が最後まで空室がありましたが、専門紙を見ますと、先頃、東

京商工リサーチの移転が決まったそうです。賃料は3万円台の中頃と大幅に下がったということですが、現状では物理的に稼働率が回復してきたことを、積極的に評価した方がいいのではと考えております。

東京都心部である丸の内・大手町では賃料が低下した一方で稼働率が上がり、物理的な需要は回復してきましたが、東京都心部以外はまだかなり厳しい状態が続いているようです。例えば、大崎では今年3月に東京建物グループが再開発した「大崎センタービル」が完成しましたが、ソニーが一部借りる予定をキャンセルしました。同社は、周辺のビルの床も返しており、「御殿山トラストタワー」では13,000㎡くらいを解約していますが、他にビルを手当していませんので純減かと思います。ソニーはリストラ効果もあり業績はある程度回復していますが、リストラの影響はビル事業者にとって重荷になっているようです。今、電気・エレクトロニクス関連企業の業績が全般的に不調で、これらの業種は品川近辺から川崎方面に集積していますので、リストラの傾向が今後も続くとこのエリアのビル事業に影響してくると思います。

図表7はビル供給の見込みです。2008年は、2000年以降で一番ビル供給量が少ない年でしたが、今年からビル供給は徐々に増えて2011年から2012年頃が供給ピークの見込みです。完成見込みが少しずれる可能性もありますが、今のところ東京23区内の開発事業では、計画が遅れているという話しは聞いていませんので、概ね、このスケジュール通りにいくのではないかと思います。

図表III.11、図表III.12が東京の都心3区（千代田区、中央区、港区）および都心3区以外の23区の主なオフィスビル計画の状況です。全体としては都心3区の計画が多いですが、来年2010年には都心3区のビル供給はそれほど多いわけではありません。来年は、西新宿、文京区後楽、大崎、世田谷区玉川、江東区豊洲などが、ビル供給量が多いエリアです。豊洲の場合、りそなホールディングが移転する「深川ギャザリア」のように既にテナントが決まっているところもありますが、立地面で難点があるところもあり、来年は若干空室率が上がってくる可能性があると考えております。一方、東京都心部は、来年はそれ程供給量が多いわけではありませんので小康状態といえますか、それほど極端に市況が悪くなる状態ではないだろうと思います。

2011年から2012年にかけては、都心3区を含めて供給のピークになるわけですが、面積ベースで7割程が都心3区での供給になります。ただ、この都心3区は殆どが既存ビルの建替えですから、ネットの純増分は供給量全体の25%ほどで、都心3区の供給量は見かけほど多く

はないということになるかと思えます。

一方、都心3区以外の23区にはかなり大量供給のところもあり、例えば西新宿は、新宿駅から遠いところの供給が中心になっており、かなり空室が上昇する可能性もあります。大崎については、意外と需要が強く特に問題はないと私は考えていましたが、先ほどのソニーの例もあり、もしこれらの業種で今後もリストラが続くと、2010年、2011年あたりは品川エリアも空室率が上がってくる可能性があると思えます。それ以外にも世田谷区など郊外部での開発が多いため、2011年から2012年にかけて、都心3区はそれほど大きな問題はありませんが、郊外部でかなり空室が上がり、23区の平均空室率は年間で2%~3%ポイントぐらい上昇すると予想しています。2009年6月の23区平均空室率は4.9%ですが、今後は7%~8%くらいまで上がってくる可能性があると考えております。過去10年間で一番平均空室率が高かったのは2003年9月の7.0%でした。私は、以前はこれを越えることはないだろうと考えておりましたが、若干状況が変わり、2003年9月と同水準か、これを1ポイントくらい上回る空室率になってくると予想しています。東京都心部の市況が比較的落ち着いている一方で、郊外部はかなり空室率が上昇する可能性があり、エリア毎の格差が開いてくると考えております。

オフィスビルの動向（主要都市）

東京都心部のビル市場は、今申しあげたような状況ですが、地方都市はかなり状況が違っております。図表12は地方都市の空室率ですが、今特に市況が悪いのは名古屋、仙台、横浜、福岡です。

代表例として名古屋の状況を見ると、9月末の平均空室率は11.78%です。昨年1月は6.58%でしたから1年半くらいの間に空室率は概ね倍近くまで上がったことになりかと思えます。平均空室率と比べると新築ビル空室率はかなり悪く、9月の段階で50.76%と新築ビルの半分ほどが空いてしまっている状況です。更に、名古屋駅前の名駅エリアは、今年4月の新築ビル空室率が84.49%と、8割以上のビルが空いてしまっている状況です。図表15は、名古屋のビル供給の状況で、左側の棒グラフがビル供給量を示しています。名古屋のビル供給は2007年から随分と増えていますが、増えたかなりの部分が短期的な利鞘を狙った投資目的のビルだと思えます。投資目的のビルは、面積が中途半端で賃料が高めのものも多く、大体延床面積は5,000から8,000㎡くらいです。当初募集賃料は大体2万円前後と全般的に高めに

設定されている例が多かったようです。昨年は割高なビルがテナントに敬遠される一方で、グレードの高いビルはきちんと埋まっていました。ところが、昨年暮れに所謂トヨタショックがあり、この影響が今年になって顕在化したため、最近では、グレードの高いビルでもなかなか埋まらなくなってきた状況です。このような影響もあり、最近では名古屋から不動産投資の資金が逃げ出し始めるという傾向も出始めています。

図表19はオリックス不動産投資法人が今年の3月に行いました取引です。最近REITもなかなか公募増資をやり辛い状況で、やっと1件出てきたところですが、全体からしますとREITの価格が下がり公募増資が出来る状態ではありません。ただし、各REITとも増資による資金調達はできないのですが、手持ちの不動産を見直して問題のある不動産は売却し、その売却代金でより有望な不動産に乗り換えるという資産の入れ替えを行っております。その資産の入れ替えの例がオリックス不動産投資法人ですが、今年の3月に「ORE名古屋伏見ビル」を売却し関東圏の2物件に乗り換えています。オリックス不動産投資法人の場合、少し特殊事情があり、昨年の春にかなり大型の物件を名古屋で取得したために、名古屋の投資比率を幾分下げる目的もあったようです。ただし、この「ORE名古屋伏見ビル」を売却する際には名古屋の不動産の市況が非常に悪いことが売却理由の一つに挙げられていました。東京建物系の日本プライムリアルティ投資法人が今年の6月に行った取引では3物件を売却し1物件を取得しました。図表19の上の写真が「名古屋プライムセントラルタワー」です。今年4月の完成時では契約ベースの稼働率65%でしたが、物理的には相当に空室が目立った物件で、先ほど申しあげました通り名駅エリアの新築ビル空室率が今年4月に約85%を記録しましたが、その原因の一つがこのプライムセントラルタワーの空室ということです。REITはこのビルの現物は所有しておらず、このプライムセントラルタワーの事業主体に出資した優先出資証券を売却しています。それから真ん中の写真が、仙台の「シュトラッセ一番町」という物件です。仙台は今、楽天球団の快進撃で話題になっていますが、不動産市況は非常に厳しい状態です。仙台の一番町は東京でいうならば原宿のようところで、ブランドショップが集積しています。REITは、そのエリア中でかなりグレードの高い商業施設を運用対象にしていたのですが、昨年春にこの施設から「コムサイズム」というブランドを展開しているファイブフォックスというテナントが抜けてしまいました。ファイブフォックスはあちらこちらでリストラをし、この仙台の店も閉めて

しまったわけです。ただし、仙台では最も良い立地の物件であり、良いテナントが入るだろうと REIT は我慢して持ち続けていたのですが、幾つかのテナント候補とは賃料で折り合いが付かず、1年以上も空室状態が続いて賃料収入がゼロになりました。このため、不動産評価額が2年間で40%ほど下がり、減損処理の可能性が出てきたため、仕方なく売却したということです。この名古屋と仙台の2物件だけでは売却損が発生しますが、それに大阪の1物件を加え3物件全体でなんとか売却益を確保し、それらの売却代金を基に「オリナスタワー」という物件を取得しています。これは墨田区錦糸町にあり AIG の本社等も入居しているかなりグレードの高いビルです。場所が錦糸町なので、「錦糸が織りなす」という意味でオリナスタワーと名前が付いたそうです。ディベロッパーもいろいろと工夫し名前を付けなければいけないので、ビル事業者にもセンスが求められますが、REIT としては良い買い物をされたのではないかなど考えております。

このような形で、地方都市の物件から関東圏、或いは東京都心部に投資資金がシフトしてきていますが、図表 20 は、REIT が保有する物件をエリア別、用途別に区分したものです。左側の円グラフが立地別の区分で、東京証券取引所に上場している 40 銘柄の運用対象の不動産を区分していますが、全体の 75% が東京圏に集中しています。ここで申し上げます東京圏とは 1 都 3 県、東京・埼玉・神奈川・千葉です。大阪圏は 12.9%、名古屋圏は 4% を切るという状況です。東京圏の中でも東京の都心 3 区、千代田区・中央区・港区に全体の 29% が集中していますが、恐らくこれから先、この東京圏の一極集中の状況は更に強まっていくのではと考えております。

図表 15 から、名古屋のビル市場は 2013 年頃まで大量供給が続く見込みです。例えば 2012 年から 2013 年にかけて、「ささしまライブ 24」という計画が完成する予定ですが、これは名古屋駅の隣の貨物駅操車場跡地の再開発です。万博のサテライト会場にもなったところですが、私どもの感覚では、名古屋駅の隣ですが、実際には交通アクセス面で難点があり距離感があるようです。直線距離では近いですが名古屋の都市軸からずれたところあります。名古屋の中心部は JR 名古屋駅から栄の交差点までですが、この都市軸と違った方向に向いていますので、実際は直線距離よりかなり距離感があるのが実態だと思います。このため、この開発事業はテナント募集等にかなり苦勞する可能性があると考えております。それ以外にも幾つか大規模再開発等が予定されており、名古屋では 2013 年頃まで空室率が相当に高い状態が続く可能性があるかと予想しています。

大阪のビル市場では、2006 年はいわば景気の谷間でビル供給量が非常に少なかったのですが、2008 年からかなりグレードの高いビルが増え 2009 年以降は大量供給が予定されています。図表 14 の棒グラフでは、これからの供給見込みを示していますが、計画未定はこの棒グラフから外しています。このため、2011 年は供給が減るような形となっていますが、供給量が未定なものを考慮すると 2010 年位のレベルの供給が今後も続く見通しです。今後の供給予定のかなりの部分を「梅田北ヤード」24ha の再開発が占めています。この「梅田北ヤード」開発は、当初は 2011 年に街開きの予定が 2012 年に延期になっており、更に 2013 年にずれ込む可能性があるようです。この場合、2011 年～2012 年の供給はそれほど多くなく、2013 年が前年の 3 倍ほどの供給になってしまう可能性も考えられます。私は当初、大阪は 2011 年頃から供給過剰と予想していましたが、2011 年・2012 年はむしろ小康状態で 2013 年に一挙に市況が悪化する可能性も出てきたわけです。2013 年以降は「梅田北ヤード」以外にも随分と重要な開発があります。例えば 2013 年は朝日新聞社による中之島のフェスティバルホール跡地の再開発、2014 年は近鉄による阿倍野再開発があり、これらの大規模再開発と「梅田北ヤード」開発が競合する可能線があります。大阪は残念ながらビジネスの街としては自力が衰えていますので、この 2013 年の段階でかなり空室率が上昇する可能性があると考えております。図表 14 から、大阪市内でビル供給量が一番多いのは梅田で、全体的にビジネス需要が「ミナミ」から「キタ」に移動してきているようです。その点を考えますと、2013 年に市況が悪くなる可能性があるものの、梅田にはそれほど大きな影響は出ないだろうと考えています。逆に「ミナミ」側は全般的に需要が減少気味ですから相当厳しい状態になってくるのではと考えております。梅田の方が有利だというのは、やはり交通の利便性が高いところにビジネス街が移転してきているためだと思います。これは大阪だけではなく、日本全国の都市で、JR など鉄道駅の周辺にビジネス街が移動する傾向が見られます。JR の駅がそれぞれの街のど真ん中にあるのはむしろ例外的で、大体町はずれの辺鄙などところにあることが多いです。「わしの目の黒いうちは鉄道なぞ絶対入れさせない」と頑張った昔の権力者が多かったので、大体 JR の駅は街の外れにあります。今、JR 自身が再開発に力を入れていることもあり、交通の利便性の高いところにグレードの高いオフィスビルが出来、街の中心部が移転する傾向が随分と見られるわけです。

私は若い頃に横浜の開発を担当していましたが、横浜

ではそういう傾向が既に表れております。横浜のビジネスの中心地は、昔は関内でしたが、20年以上も前から横浜駅西口に移動している状況です。

名古屋は変化の最中だろうと思います。昔の名古屋の中心地は栄・伏見でしたが、今は名駅エリアに随分と新しいビルが増えビジネス需要が移転しています。一方、栄エリアも商業施設中心の開発が進んでおり、ビジネスの中心地は名駅、商業の中心地は栄という役割分担が名古屋市の中で起こってくると考えております。

福岡もそういう傾向が出てきています。福岡の従来の中心地は天神でしたが、これからは JR 駅がある博多の方がむしろ有望な街になってくると思います。福岡市内の交通手段は、昔は西鉄とバスによる移動が中心でしたが、これからは地下鉄と新幹線に変わってくるだろうと思いますので、福岡の中心地も天神から博多に移転してくるだろうと考えております。

広島も相当変わってくるのではないかと思います。広島今の中心地は、八丁堀、紙屋町ですが、来年秋に JR 新幹線口の再開発が完成いたします。これだけではまだ影響はそれほど大きくはないですが、広島駅周辺の再開発が進みますと、広島の中心地は紙屋町、八丁堀から広島駅の方に段々と移動してくると思います。広島の場合は恐らく 20 年をかけての変化になると思いますが、交通便利性の高いところに街の中心地が移動するという傾向が日本全国で見られます。

恐らく大阪もそういう状況で、「ミナミ」から「キタ」にビジネスの中心地が移動してきています。梅田はビル供給量が一番多いですが、今後需要が集まってくる可能性を考慮すると、ビル市況が悪化する度合いは大きくないだろうと考えております。ただし、大阪、名古屋ともこれから大量供給を迎えますので、全体的な市況は、いずれも厳しくなってくると考えられます。

図表 16 は福岡のデータです。福岡は 2006 年に、自社ビルの供給は幾つかあったのですが、賃貸ビルの供給が全くない状況でした。それが 2008 年に 12 年振りの大量供給でいきなりビル供給が増加し今年も昨年とほぼ同じくらいの供給量となる見込みです。ビル供給リストの事業者区分欄の、○印は地元の事業者が建設したビル、●印は地元以外の事業者が建設したビルです。地元以外の事業者が造ったビルには投資目的のビルが多く、昨年までは○印のビルは大体埋まっていますが、●印のビルは空いてしまっているという傾向が見られました。この●印のビルは面積が中途半端で、賃料が高めのものが多く、○印は地元の事業者が所有地を有効活用したものが多く全般的に面積もゆったりとし賃料も低めのものが多かつ

たわけです。ただし、福岡も最近はいくぶん市況が回復し、この●印のビルも良く埋まるようになってきたそうです。つい最近福岡の事業者の方から聞いたところでは、最近テナント募集をしているビルは相当少なくなりましたが、賃料は大幅に下がっているようです。

各地方都市の賃料状況ですが、募集賃料が中心で必ずしも成約ベースの賃料ではないため、多少実態とは違っているところがあるかも知れません。

大阪では、昨年随分とグレードの高いビルが完成していますが、最もグレードが高いビルが「淀屋橋三井ビル」と「ブリーゼタワー」で何れもオープンの段階でほぼ満室になりましたが、賃料は共益費込み坪月あたり 3 万円で成約しているようです。今年 3 月竣工の「中之島ダイビル」は募集賃料 2 万 7 千円でほぼ満室であったと記憶しています。それから 6 月竣工の「マルイト難波ビル」はかなり空いてしまっており、立地条件もやや不利なビルですが、賃料は 1 万 5 千円～1 万 8 千円、うち共益費が 4 千円くらいと賃料もかなり低くなっています。他のビルと同一に比較することはできませんが、大阪では、今年の 6 月以降はかなりグレードの高いビルにも空きが目立つようになっています。

名古屋のオフィス賃料の状況です。昨年オープンした「名古屋インターシティ」はかなりグレードの高いビルですが、「興銀ビル」跡地の再開発です。オープン時はかなりの高稼働率だったと聞いておりますが、その後かなり空きが出て、今は幾分稼働率が回復した状況のようです。同ビルの募集賃料は坪月あたり 2 万 5 千円、うち共益費が 4 千円というところです。それから今年 4 月にオープンした「プライムセントラルタワー」の募集賃料も 2 万 5 千円ですが、フリーレントが多いことから実態はもう少し低いと考えられます。

福岡では、新築ビルには大体 1 万円台後半～2 万円程度でテナントを募集しているビルが多いようですが、地元の事業者に向いますと、投資目的用のビルの一部には坪月あたり 1 万円を切って成約している例もあるようです。それから 1 年近くの長期間のフリーレントを導入している例もあり実態は相当大きく下がっているようです。賃料を下げることにより稼働率は幾分上がってきたので、評価は少し難しいところもありますが、ビル市況は以前に比べれば落ち着いてきたと判断してよいと考えます。福岡では、来年はビル供給が殆どなく、市況は回復してくるだろうと思います。ただし、大阪、名古屋は、2012 年から 13 年に供給が多いので、まだ暫く厳しい状態が続くと予想されます。以上がオフィスビルマーケッ

トの状況です。

不動産投資の動向（大規模ビルの取引状況）

最近では大型の不動産投資も幾分戻ってきたようです。図表 21 は、最近話題になりました不動産取引の例ですが、まず「AIG 大手町ビル」の取引です。買ったのは日本生命ということですが、日本生命からはまだこの件に関しての正式公表はありません。アメリカ側の公表によれば、取引価格は 12 億ドル、日本円で 1,155 億円ほどになります。昨年 2 月の段階での賃貸条件は、賃料が坪当たり 4 万 3 千円、共益費が 7 千円の合計 5 万円です。ただし、丸の内・大手町エリアは、賃料水準の低下が続いており、かなり条件の良いものでも大体 4 万円から 4 万 5 千円ぐらいのものが多く、最近では 4 万円を切るものも少し見られる状況です。取り敢えず坪あたり 4 万 5 千円の賃料で計算しますと、この物件の取引利回りは NOI ベースで大体 2.7%とかなり低く、これを基に「この売買は高値取引だ」とする評価が多いわけです。しかしながら、これに幾つかの検討を加えますと必ずしも高値取引とは言えないところがあります。まず「AIG 大手町ビル」は築年数 35 年で、恐らく日本生命は建替え目的で買ったのではと思います。実際に建替えた場合、かなり容積率が上がる可能性があると思います。このビルの容積率は 1,000%ですが、このエリアは 2004 年 6 月に容積率が引き上げられ現在 1,300%です。最近ではさらに規制緩和が進み、このエリアの再開発ビルは、多くが 1,500%～1,600%程度の容積率を実現しています。個性はありますが、「AIG 大手町ビル」を建替えると、大体 1,600%ぐらいの容積率は確保できると考えられます。そこで賃料 4 万 5 千円、容積率 1,600%で計算しますとこの物件の利回りは 4.1%に向上します。勿論再開発に要する事業費等を考えなければなりません、ビル単体のフローの収益だけで計算しますと 4.1%になり、それほど高くはないものの必ずしも説明できない水準ではありません。それから、買い手が日本生命である点にも注目をしなければなりません。通常のディベロッパーではビルの建替えは借金で行うことになりませんが、生命保険会社の場合は自己資金で賄うことができます。勿論自己資金とはいえコストは掛かっていますが、事業採算上は無利息資金という取り扱いになり事業収支上は相当有利になります。まだ、最終的にどのような計画なのか解りませんのであくまでも想定ですが、この取引は一般的には高値取引と言われておりますが、実際はかなり買い手にとってメリットの大きい取引だったという考え方も成り立

つと思います。

それから「KDX 豊洲グランスクエア」は、三越不動産が所有していた物流センター跡地の再開発です。清水建設がこのビルを開発してケネディクスに売却しました。ケネディクスはこのビルを早い段階で売却する方針でしたが、昨年 5 月に取得して、丁度市況が悪くなった時期に重なりなかなか売却することができず、その間にケネディクスの株価がどんどん下がってしまったという物件です。今年 6 月に、この物件を購入したのが、アメリカのカーライルと韓国の国民年金基金が共同出資したファンドですが、韓国の国民年金基金は海外不動産への投資は今回が初めてだそうです。日本の不動産に対しては、継続して投資したい意向で、聞いた話では、日本中のディベロッパーがこの年金基金へ日参しているということです。最近、アジア系のファンド会社など、日本・東京の不動産に興味を示しているところが多いようですが、継続して日本に投資しているファンドはアジア系の会社には数多くあります。名前が挙がることは少ないですが、例えばシンガポール政府公社を始めとして日本に継続的に投資している場合が多いようです。それからケネディクスも今年末までに 1,000 億円規模のファンドを組成するそうできて、中国などアジア系の投資家から需要が強いという話も聞いています。いずれにしても、アジア系の会社にとって、日本・東京は不動産投資の対象として関心が高まっていると言えます。この物件の賃料は坪/月あたり 2 万円ほどと聞いていますが、稼働率 90%で計算しますと投資利回りは 5.6%と、比較的良い利回りと言えます。それから、この物件の売却でケネディクスも売却益をたてることができましたし、この物件の管理も受注したということですので、買い手売り手双方にとりハッピーな取引だったと考えております。こういった形で不動産の価格が大幅に下がった見合いですが、最近では随分と大型の不動産投資も顕在化してきたところです。聞いた話では、ダヴィンチが所有していた「パシフィックセンチュリープレイス丸の内」も借入がデフォルトして、今債権者に所有権が移っていますが、かなり有力な買い手の候補が出てきたそうで、業界の専門紙等によりますと、大体 1,200 億円～1,300 億円で売却できるのではという話もでております。優良な不動産であればまだまだ買い手が現れる可能性があるということです。不動産マーケット、特に都心部のオフィスビルには、これから明るい話が増えてくるのではと考えております。

住宅市場の動向

続きまして、住宅マーケットについて簡単にお話を申しあげたいと思います。図表 23 はマンションの初月契約率のデータで、70%を越えると売れ行き好調といわれています。一昨年 8 月以降は契約率が 70%を下回るような状態が続いておりましたが、最近では大体 70%前後の販売率を確保できるような状態になってきたようです。ただ、供給量が以前よりも随分減っており、2 年前は東京圏のマンション供給戸数は年間 7 万戸～8 万戸ペースでしたが、今は 4 万戸ペースまで落ちています。2 年前の供給量の大体 60%で、4 割供給が減って契約率が 70%ですので、必ずしも高く評価できるものではないと個人的には考えております。ただ、マンションの事業者にかがいますと、今マンションはよく売れているという話があり、「東京駅から 20km 圏内で 1 戸あたり 3,000 万円～4,000 万円の物件」は大変よく売れているそうです。良く売れているのは、主に東京の東側で、代表的なところは、亀有、亀戸、金町と全部「カ」の字がつくところで、個人的にマンション販売の「3K」と申しあげています。「3K」は悪い意味にも使いますが、この場合は良い「3K」です。このエリアで大幅に販売価格を下げるマンションが出てきて大分需要層を刺激しているようです。事業者により多少ニュアンスが違いますが、今富裕層向けの物件はまだ必ずしも良いとは言いきれない、やはり株価がまだ低い水準で富裕層の不動産投資意欲もまだそれほど戻っていない。ところがどうやら実需は戻ってきたようです。「何時かはマンションを買いたい」と思っていた方が、ピーク時から 2 割～3 割くらいマンション価格が下がったので、そろそろ買い時ではないかと勘違いして買っている例が多い状況です。「勘違い」と申しあげたのは、もう暫くの間は価格が下がるだろうと思っており、慌てて買う必要は無いということですが、今すぐにも欲しいという方は相当多いようです。この動きに先鞭をつけたのが「亀戸レジデンス」だと思います。亀戸の駅から徒歩 12 分くらいの立地で、大京とオリックス不動産の共同事業第 1 号と聞いていますが、必ずしも交通利便性が高い場所ではないので思い切って販売価格を下げたようです。販売当初の坪単価が大体 220 万円くらいと聞いていますが、昨年の 10 月から 2 回に渡り値下げしまして最終的には坪単価 180 万円台まで下げて完売になったということです。恐らく坪単価が 200 万円を切ると、東京都内ではかなり割安感が強く、当初よりも 2 割ぐらい下げるとかなり大幅な値引きだという考え方がユーザーの方で起こってくるのではないかと思います。

このような例が東京の東側の「3K」の他の場所でも起こっており、金町などは駅前で大規模再開発を行っており住環境も随分良くなっております。亀有なども大規模商業施設ができ利便性が向上しています。このような環境で、かなりグレードの高いマンションが比較的安い値段で供給されていることが実需層を刺激しているようです。それが周辺に波及し、現在東京圏の東側は比較的売れ行きが良い状況のようです。ですから、今この段階で土地を仕込んでマンションを供給すれば相当儲かるという業者も多いらしいのですが、銀行がまだ不動産向け融資に慎重のため、なかなか土地を仕入れることができず、必ずしも思うとおりに行かないのが実態のようです。ただ、東京の南側・西側も、一部高額物件が売れるようになってきたという話も聞いております。専門紙によると、東急電鉄グループが「二子玉川園」の再開発で建設しているマンションも 8 割ほどが契約済みということですが、当初は坪単価 330 万～360 万円で販売していたと記憶しています。一部であります、東京の城西・城南地区の高額物件も動き始めたという状況かと思えます。個人的にはまだ高額物件は全体的に売れ行きが良いとは言えないと判断していますが、恐らく今年の 9 月・10 月あたりから東京の東側で値頃感が強まり、大体 1 年半ぐらいを経て値頃感が東京圏の全体に広がってくると予想しています。

恐らくこの中では、かなり価格の調整が起こってくるのではないかと考えておりますが、図表 26 と図表 27 は東京カンテイが調査したデータです。昨年の 7 月に公表された少し古いデータですが、図表 26 は、東京駅から離れるに従い、住宅の単価等がどのように変化しているかを示したものです。傾向線よりも上であれば割高なエリア、下であれば割安のエリアを示していますが、今は交通利便性を重視してマンションを選ぶ方が多くなっていますので、割高のエリアの方が価格の調整の幅が相対的に大きくなる、価格の下落がより大きくなるかと考えております。最終的には、この傾向線に近づくような形で価格が落ち着くのではと考えております。

図表 27 は大阪圏についてのデータですが、傾向線が少しぐにやぐにやした曲線になっており、東京のような綺麗な曲線ではありません。大阪も梅田を過ぎますと不動産価格はだんだん下がっていきませんが京都に近くなると上がる、それから神戸に近くなると上がるという状況です。ですから、東京圏は東京駅を中心とする一極構造なのですが、大阪圏は、梅田・京都・神戸を中心とした三極構造になろうかと思えます。ただ、大阪もかなり割高なエリアはあるようでして、例えば、阪神が再開発を

進めている御影というエリアがあります。かなりグレードの高いマンション等が販売されていますが、全体の傾向からは割高のエリアと言えると思いますので、恐らく価格調整の幅が相対的により大きくなっていくのではと考えております。価格面では今後さらに調整が進む可能性がありますが、物理的な需要自体は大分回復してきたのが現在の状況です。

J-REIT 市場の動向

このような不動産市場の傾向は、不動産投資のマーケット或いは REIT のマーケット等にも同様と言えると思います。図表 36 は、REIT 価格の値動きを示す東証 REIT 指数のデータです。過去 2 年間ほどに REIT 価格には相当に大きな変動がありました。本年 2 月下旬あたりから概ね回復傾向が出てきました。この 4 月以降は回復傾向が一服して少し横這いの状態が続いている状況です。概ね回復基調が根付いたと当方では解釈していますが、この理由は大きく 3 つあると考えております。1 番目は REIT の資金繰り、資金調達に対する懸念が大分改善されてきたということです。2 番目は、REIT や不動産分野を支援する様々な制度的な措置、行政面でのセーフティネットが講じられたことだと思います。3 番目は、REIT 同士の合併、或いはスポンサー企業の交替など、REIT 市場の再編の動きに対して投資家の期待が盛り上がっていることだと思います。

以上それぞれに関して簡単にお話をさせていただきます。まず REIT の資金繰りです。REIT は不動産購入資金の大体 4 割から 5 割ぐらいを借入金で調達し、いわゆるレバレッジ効果により高水準の配当を出しています。図表 43 の黒い棒グラフが銀行借入の返済期日、白い棒グラフが投資法人債の償還期日で、4 つの REIT の財務状況を示しています。これ以外にも借入金返済を控えた REIT はありますが、上位の株価の高い REIT は返済にそれ程大きな懸念はありませんので、評価が比較的低い REIT を中心にデータを記載していますが、現状では下位の REIT も、返済に関する懸念は殆どなくなってきました。昨年のリーマンショックの直後は REIT の資金繰りは相当厳しく、借入金の返済等もかなり難しい状態でしたが、今年の春には、リーマンショックの影響が大分薄れ、REIT の運用成績もそれほど悪いわけでないで、新年度に入ってから金融機関も REIT の信用度をかなり見直したようです。現在、金融機関は REIT の融資についてかなり協力的で貸付残高が増えない限り短期借入金の借換については REIT 側のニーズに弾力的に

対応しているようです。ただし、問題は白い棒グラフ、投資法人債です。投資法人債の償還資金や、新しく不動産を購入する資金を融資すると融資残高が増えてしまいますので、金融機関がなかなか応じてくれないという例もあるようです。

図表 46 は、今年の 9 月 5 日に官民が共同出資した「不動産市場安定化ファンド」の概要です。ただし、貸付条件等がかなり厳しいようで、恐らくこのファンドを利用する REIT はあまりないという見込みです。貸付のベースレートが当初 1 年間は「TIBOR+150~550bp」という条件ですので、仕上がりは 3% を越える例が多いと思います。今、上位 REIT には、大体 1.5% から 2% 弱の金利で資金調達している例が多いようですが、下位 REIT では、融資関連手数料などを含めると、3% を超える金利で資金調達している例もあります。ただ、この官民ファンドは、LTV（有利子負債比率）に応じて金利が決定される「スプレッドマトリクス方式」を融資の審査に導入しており、下位 REIT では自動的に高い貸付金利となって借りるメリットが少ないことから、このファンドを利用する可能性はかなり低いと考えられます。財務内容が良好な REIT だけが融資対象になりますが、今、多くの REIT が、保有不動産の鑑定評価額が下がったため、見かけ上の借入比率が相当上がり、LTV65% という足切りにかかってしまうことが、このファンドから REIT への貸付が縁遠くなっている理由の一つかと思えます。ただ、こういう手段が講じられ、制度面でセーフティネットが作られたということは、REIT マーケットにとって一定の安心感につながっていると思います。殆どの REIT は、今のところ銀行から投資法人債の償還資金についても融資を受けられる状況のようです。一部に貸付金利が相当高くなってしまっている例もあり評価は様々ですが、現状では官民ファンドに頼らずとも取り敢えずは大丈夫だということが多いようです。ただ、こういった制度面で一定の配慮が講じられたことは、取り敢えずプラスに評価してよいと思います。

図表 45 は、経済の活性化策や不動産マーケットの支援策をまとめたものです。昨年 12 月以降、いろいろな対策が講じられましたが、自民党議員からの議員立法で成立したものが多くを占めています。今、民主党政権になり、果たしてこういう支援策がどうなるかという懸念もありますが、これまでに講じられた施策は、必要な法改正等が終わり支援策も軌道に乗っているものが多いようです。例えば、今年の 4 月 10 日に、当時の政府与党で「経済危機対策」をまとめています。表の①番目ですが銀行等保有株式取得機構により、REIT や ETF 等の買

取りを行うことになっています。当初はかなり広く買取りを行う予定でしたが、この時の野党の反対により、一部条件付きの買取りになっています。REITは「トリプルB格以上」の格付けの高い銘柄だけを買取り対象にし、「ダブルB格以下」は買取りの対象外ですが、実際のところは実務面ではそれほど大きな障害にならないだろうと考えております。今年の6月末に参院本会議で必要な法改正が成立し、7月17日から実際に買取りが始まっているところですが、買取りの実績はそんなに多くないだろうと予想していますが、このような対策が講じられたことが市場にとり、かなり安心感を出す基盤になってきていると考えております。

REITの資金繰りが改善し、制度面でも対策が講じられる一方で、REITマーケットの再編の動きも盛んになっています。図表48でREIT同士の合併について4つほどの例を示しています。このうち①と②は大体この内容で本決まりという状況です。①は、今年の春に経営破綻したパシフィックホールディングズ系の日本レジデンス投資法人と伊藤忠商事系のアドバンス・レジデンス投資法人の合併計画ですが、合併については基本合意しており、11月に予定されている、一般の株式会社の株主総会にあたる投資士総会で承認を受ければ合併が決定します。順調に進みますと、来年の3月に合併が成立する予定になっています。②は、昨年10月に経営破綻したニューシティ・レジデンス投資法人と大和ハウス系のピ・ライフ投資法人との合併です。この合併計画はいろいろと紆余曲折があり、今年の春に、ニューシティ・レジデンスが出したローンスターをスポンサーとする再生計画案が債権者から否決され、債権者から提案されたピ・ライフとの合併計画案が進んでいる状況です。新しい再生計画案は11月はじめに裁判所へ提出される予定で、問題点の大部分は解決したと考えておりますので、順調にいけば来年4月に合併が成立すると思います。③は、パシフィックホールディング系の日本コマース投資法人と、あくまで報道ベースの話ですが、オリックス不動産投資法人ないしはユナイテッド・アーバン投資法人との合併の話があるようです。その他にも幾つか合併の話が顕在化している例があります。これまではスポンサー企業の信用度が低いREITもありましたが、スポンサー企業の交替が幾つか実現し、問題点も随分と改善されてきていると思います。今年6月には、ダヴィンチ系のREITだったDAオフィス投資法人のスポンサー企業が和証券グループ本社に変わりました。それから、今年の春にジョイント・コーポレーションが経営破綻し、ジョイント・コーポレーションの再生計画にジョ

イント・リート投資法人も加わることになりそうということですが、最終的にどうなるかまだ流動的な部分がありますが、ジョイント・コーポレーションにも有力なスポンサー候補が出てきており、これまで問題点があったREITのスポンサーの信用度に関しても、市場再編の中で随分改善が図られてきていると思います。

こういった中で、最近私達に対しても「REITへの投資を再開したい」という問い合わせが随分と増えてあります。実は、先週・先々週と地方都市にお邪魔して、地方銀行などのご相談に応じている状況です。ただし、実物の不動産マーケットの市況に幾分回復傾向は見られますがまだはつきりした回復ではありません。まだ不動産マーケットが厳しい状態にある点を考えますと、国内の金融機関等がREIT等に再投資をする場合には、預金者に対する説明責任を果たすには、REIT投資を再開するだけの理論武装が難しい実態です。マクロの景気動向についても、全般的に弱気派が多く、概ね2010年～2011年度をボトムとして景気が回復してくるという見通しを立てている調査機関が多いのですが、足元の景気動向については弱気な見方が増えているようです。今、REIT等を投資の対象とすれば、利回りも高いですし、運用面でも安定性が出てきており非常に良い投資対象と言えますが、投資を再開する理屈付けが難しいため、REIT投資がなかなか実現しない状況のようです。

ただ、理論武装には多少時間がかかっていますが、投資意欲は確実に強まっています。私の考えでは、今の東証REIT指数は大体1,000ポイント弱で推移していますが、今年度末には、大体1,200～1,300ポイントぐらいまで上昇してくると思います。実は、もう少し早く回復するだろうと当初は考えており、概ね今年の年末までには1,200～1,300ポイントに回復すると考えていましたが、景気の足取りが意外に遅く、不動産市況も、東京都心部は比較的よいのですが、地方都市などはまだ悪い状態が続いており、地方銀行などもREIT投資に対して躊躇するところが多いようです。

このような事情がありますので、概ね今年度末、来年3月あたりに1,200～1,300ポイントと、底打ちが予想されるタイミングを少し後ろの方にずらさなければいけないと考えております。ただし、現在の不動産市況を考えますと、東京都心部はこれから先さらに大きく落込むことはないと思いますし、そういう有利な場所の物件を個別投資しているREITの運用成績もこれから先大きく崩れる可能性は低いと思います。大阪や名古屋の不動産市況には不安要因が多いですが、全体としては、不動産投資は概ね回復傾向が続くと考えています。

最近では幾つか大口の投資も顕在化してきましたし、来年の10月にまたお話する機会があれば、その時には、かなり明るいお話をすることが出来るのではないかと予想しているところです。

本日は最近の不動産市場、不動産投資市場の動向につきましてお話を申しあげました。皆様には既にご案内の話題が多かったと思いますが、今後のビジネスチャンスについて何がしかでもヒントになるところがあれば嬉しく思う次第です。長時間ご静聴いただき誠に有り難うございました。