

【第156回定期講演会 講演録】

日時:平成22年10月4日(月)

会場: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。よろしくお願ひいたします。毎年10月、この時期にお話をさせていただいております。昨年は非常に市況が厳しい時にお話を申し上げまして、来年お目にかかる時にはもう少し明るい話ができるのではないかと申し上げました。今年実際どうなったかということになりますと、未だ厳しい状態が続いているわけですが、一部に明るい話が見えてきたという状況です。そしてこれからの先行きに関しましては、むしろ良い話の方が増えてくるのではないかとといった見込みがありますので、今日は少し前向きな話をさせていただきたいと思ひます。お手元に簡単な資料をお持ちしています。こちらの資料を中心にお話を申し上げたいと思ひます。

不動産価格の動向

今は10月の初旬ですが、9月の下旬に基準地価が公表されました。先ず簡単にこの基準地価の動向について纏めさせて戴きたいと思ひます。図表1は基準地価の中で地価の上昇、横這い、下落の地点数の比率を示したものです。真ん中が2008年のデータで、一番下が東京圏の商業地のデータです。2008年は83%の地点で地価が上昇していましたが、それが2009年になりますと、一転して殆どのところが下落に転じました。そして今年はまだ、2年連続の下落となりました。ただ僅かではあります、上昇地点が出てまいりました。全体ではまだ98%の地点が下落していますから、未だ良いとはとても言えないわけです。しかしながら幾

らか底打ちの気配が出てきたと考えております。

図表2は、今年の基準地価で地価が上昇或いは横這いの地点をピックアップしています。昨年と今年の基準地価の状況を比べてみますと、地価の変動要因がかなりハッキリとしてきたというのが今年の特徴ではないかと考えています。昨年の基準地価と言いますと、2007年、2008年頃に勢い良く地価が上がったところが大幅に下落し、その反面、地価が堅調なところや、地道な街づくりが行われているところが相対的に浮かび上がってきました。そのような地道な努力が必要だと言うことが、昨年の基準地価の教訓ということですが、敢えて悪い言い方をさせていただければ、何故この地価が堅調なのか少し解りづらい、それが昨年の状況だったのではないかとと思ひます。対して、今年は地価が「変わり目」といいますか、上昇の機運が出てまいりましたので、変動の要因が割とハッキリとしていることが特徴と考えております。

図表2の右下のコメント欄ですが、今年地価が上昇、横這いに転じたところは、大きく分けると3つぐらい変動要因があったのではないかと考えています。先ず一つ目はインフラの整備が進んでいるところです。具体的には九州新幹線の全面開通、川崎市の武蔵小杉の新駅効果、名古屋市緑区の地下鉄の延伸、こういった交通インフラなどの都市基盤設備が充実してきたことが地価上昇のかなり大きな要因になっています。それから2つ目ですが、一部の地区では住宅需要が随分回復して、これが地価をリードする役になっているようです。不動産には様々なデータがありますが、住

宅関連の指標は景気に対し先行指標とされています。一方オフィス関係のデータは、景気に対して遅行性があると言われています。これについて、「不動産市場の動向」という表題のレポートの3頁で説明しています。住宅はユーザーが個人ですので、金利の低下や、減税などの影響が比較的ダイレクトに市況に反映します。それから住宅は関連産業が非常に広い分野です。住宅の直接投資額は年間大体20兆円ですが、関連産業を含めると大体50兆円位の市場規模になります。ですから、住宅のマーケットが盛り上がりますと、それは大体半年から1年のタイムラグを経て他の市況にも影響して来る、だから住宅は波及効果が大いということ、住宅政策は景気対策の対象になることが多いわけです。一方オフィスビル関連は、全体的な景気動向はもとより、当該企業の業績が盛り上がりこないと、なかなか投資が顕在化しない傾向があります。更に、例えば貸しビルの床の借り増しもオフィスビル投資に入るわけですが、金額が大きい割にはその効果がハッキリしないので、設備投資の優先順位もかなり下になる場合が多いわけです。こういうこともあり、住宅は景気の先行指標、オフィスビルは遅行性があると言われています。ちょうど今の不動産市場にもこの傾向が出ています。

再び図表2です。東京圏は広い範囲で住宅需要が回復しています。地価に大分影響しているのが中央区の月島、川崎市の高津区と中原区、すなわち武蔵小杉や溝の口などです。このようなところで今年は地価の上昇、底打ちが見られます。それから少し性格は違いますが、岐阜市、岐阜県瑞穂市、何れも名古屋市のベッドタウンですが、これらの市の地価も堅調です。それから独自の街づくりを行っている静岡県長泉町も地価が上昇傾向にあります。これらの場所では、住宅需要の盛り上がりが大きく影響したようです。

それから3番目の地価上昇要因ですが、これはちょっと変わり種と言いましょか、観光開発やイベントなどで盛り上がっているところもあります。具体的には伊勢市や奈良市です。奈良市は「せんたくん」のお陰ということになるわけですが、ただ、この伊勢市、奈良市などは自分達の歴史的な資産を活用して、それを観光に繋げているわけ

です。一過性のイベントと言うよりも、むしろ息の長い集客が期待できる形の街づくりが進んでいると考えております。

このような形で、今年は地価が上昇に転ずる大きな「変わり目」にあるわけですが、これに際して地価上昇の要因も、昨年の基準地価に比べると、かなりハッキリしてきているといった印象を持っています。このような場所が一部に出始めてきているわけですが、ただし98%以上の地点は、今年もやはり下落という状況です。

図表3、これは昨年も申し上げましたが、私は、東京都心部に関しては、最大でピーク時から40%程地価が下落するであろうと予想を立てています。図表3は東京の表参道の地図で、REITの保有物件を示しています。2007年の春頃が一番不動産投資が盛んでしたが、この頃は投資が過熱し非常に利回りの低い取引が見られました。NOIベース、純収益ベースで2%そこそこという取引も見られたわけです。これはハッキリ申し上げて利回りが低すぎます。私どもが考えますに、一般の賃貸ビル事業が成り立つには最低でも3.5%の利回りが必要です。出来れば4%位の利回りが欲しいと思います。それが2007年頃は2%そこそこの利回りであったというのは、この場所で地道に不動産賃貸業をやると思って土地を買っているわけではなく、最初から転売を狙った取引が多かったということになると思います。2007年の春頃は、外資系の不動産ファンドが盛んに土地を買ってくれましたので、こういった転売目的の取引が成り立ったわけですが、それ以降サブプライムローン問題の深刻化等により外資系の資金が減ってしまいました。今はこのような転売を狙った取引は成り立たなくなっていますので、これから先は最低でも3.5%の利回りが取れるくらいにまで、すなわち一般の不動産賃貸事業が成り立つ水準まで地価が調整されるだろうと考えています。今、2%から3.5%の利回りが取れるくらいまで地価が調整されると申し上げましたが、これを地価の変動率に置き換えると、地価水準によって多少違ってくるのですが、東京の都心部で概ね40%の下落に当たります。そういうこともあり、私はピーク時から約40%地価が下落するであろうと予想しているわけです。

では今回の基準地価でどれくらいまで落ちたのかということについて、図表4をご覧戴きたいと思います。これは、今年の基準地価で地価の下落率が大きかったところをピックアップしたものです。上が全国、下が東京圏の下落率ランキングです。全国では、下落10位までの殆どが東京の中央区銀座と大阪の中央区でした。東京、大阪何れも中央区ということで、なんとも居心地が悪いわけですが、大阪はオフィスビル市況の悪化が地価下落の要因と考えられます。一方東京の銀座ですが、こちらは大阪と少し事情が違うと考えます。一般的な論調ですと、銀座も消費不況のため店舗需要が減少したとの論調が割と目立つのですが、実態は必ずしもそうではないようです。銀座は今、店舗等の空きがありますと、直ぐに後継テナントで埋まりますので、店舗の物理的な需要は非常に旺盛だと考えております。ただし店舗の性格が随分違ってきています。以前は、高級店が多かったのですが、最近はブランドショップ等が相次いで閉店し、その後にはファストファッションなど比較的低価格の衣料品店などが入るようになってきました。このため、需要自体は旺盛なのですが、客単価が大分下がってきています。ブランドショップ等の場合、2003年から2005年にかけて非常に多くの出店がありました。これは単に店舗を出すと言うよりも、資産形成の意味合いもあったようで、今考えると相当背伸びをした投資もあったように思います。例えば、ティファニーが2003年にビルを購入し、4年後に2.3倍の値段で売却したことが話題になりました。ブランドショップの殆どが不動産分野を持っており、資産形成を意識した投資例もあったと考えております。今は低価格のお店が中心になり、無理な投資が無くなってきましたので、敢えて申し上げれば物理的な需要は堅調ですが、背伸びした投資が無くなった部分だけ地価が落ちてきている。ただし、需要が減ったわけではありませので、銀座の地価は、ピーク時から下落しても、今後も東京23区の中では相対的に価格水準が高い状態が続くだろうと考えております。基準地価のベースでは、昨年、今年と2年連続の下落です。場所によっては、2年間の累計で50%を超える下落になっているところもありますが、大体は30%台の下落率の場所が多いと思います。資料には表参道は入っていませんが、東京都心部に関してもやはり30%台の下落の場所が多く

なっていると思います。私は先ほど申し上げた通り、東京都心部ではピーク時から40%地価が下落すると考えておりますので、概ね底になったという状況です。通常であれば40%の下落で落ち着くと考えていますが、足元の景気動向が非常に悪いので、瞬間的に40%を下回って下落するところもあると思います。ただし、今後景気が落ち着いてくれば最終的にはピーク時から40%下落の水準で落ち着いてくると予想しています。こういった点で未だ予断を許さないところはありますが、東京都心部に関しては地価のボトムは見えてきた状態と考えています。

オフィスビル市場の動向（東京・主要エリア）

以上が今年の基準地価について、私が考えているところですが、その前提となるオフィスビルマーケットについて続いて申し上げたいと思います。図表7は、多くの方にお馴染みのデータかと思いますが、東京都心部のオフィスビル空室率の推移です。上方向に跳ね上がった線が新築ビルの空室率です。新築ビルとは、竣工後1年以内のビルを指していますが、足元をご覧戴くと、大体3割から4割ぐらい新築ビルは空いてしまっている状況です。過去に新築ビルの空室率がこれ程高かった例は無かったと思いますので、その点では東京のオフィスビルマーケットは相当特殊な状態にあると言えます。ビルの需給関係により多少の変動がありますが、状況はそれ程短期間には変化しておらず、全体としてはかなり厳しい状態が続いています。ただし最近、と言いますか今年になってからですが、東京の都心部では、思い切って賃料を下げるビルが出始め、物理的な需要が大分回復している例もあります。この辺りは今後市況にプラスに働くのではないかと考えています。例えば、個別の名前を出して大変恐縮ですが、当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。このビルはバブル経済期の1992年頃には、日本で一番賃料が高かったビルの一つだと認識しています。1992年頃は10万円を越える賃料でした。「不動産市場の動向」の41頁に細かなデータが色々ありますが、REITの決算から推計したそれぞれのビルの平均賃料と利回りを示しています。大手町ファーストスクエアの一部は、グロー

バル・ワン不動産投資法人という REIT の運用対象になっていますので、この REIT の決算データから、大体の賃料水準を推計出来ます。表の一番上にこの大手町ファーストスクエアのデータがありますが、右から3番目の項目が一番新しい決算に基づいて推計した賃料水準です。坪当たり大体4万8千円ぐらいという状況です。REIT の決算ですから、ノイズと言いますか、余計なデータというものも入っていますので、必ずしもこの数字が正しいわけではないと思いますが、概ね4万8千円ぐらいがこのビルの賃料水準であると思います。実はこのビルも最近随分賃料が下がっているようです。この REIT が持っている部分とは別の床ですが、業界紙の情報によると、1ヶ月ほど前、あるテナントが3万円台の前半で成約したということです。大手町ファーストスクエアの既存テナントには4万8千円から5万円ぐらいという例もありますが、一番新しく入ったテナントには、3万円台前半まで下がった例もあるわけです。このビルに関しては、私はバブル崩壊期に3万5千円まで下がった時期があると認識していますが、3万円台の前半というのは記憶にありませんので、現在はバブル崩壊期よりも少し悪い水準まで下がっている状況です。この他の丸の内、大手町、東京駅周辺のビルに関しても最近3万円台前半の成約が多くなっているようです。それから大体3ヶ月間ぐらいのフリーレントを入れている例が多いようで、その点を考えると実質的には更にもう少し下がっている状況です。ここまで下がりますと、さすがに割安感も出てきているようで、最近他のエリアから丸の内、大手町にテナントが流入してくる傾向も顕著になっています。今年2010年に入ってから、上場企業の例だけを取りあげても佐藤商事、ザインエレクトロニクス、日本食品化工などが丸の内、大手町に本社を移しています。個別の名前を出して恐縮ですが、7月にあるテレビでザインの社長さんのインタビューを拝見しました。それまで日本橋に本社を構えていらっしやっただけですが、今年早めに思い切って丸の内、大手町に引っ越しをされました。社長さんがテレビのインタビューに答えて言われますのは、「不況になってきたので自分達にもチャンスが巡ってきた」とおっしゃっていらしたのが非常に印象的でした。このような形で、今伸び盛りの企業ですが未だそれ程規模は大きくない、又体力がそれ程伴って

ない、こういった会社でありましても、最近丸の内、大手町に進出する例が多くなってまいりました。賃料水準は確かに下がっていますが、大抵のビルが坪当たり3万円前後の賃料が取れば事業採算は十分に成り立つそうです。それからビルが建築された時期にもよりますが、場合によっては3万円を切っても十分な利回りを確保できる例もあるそうです。賃料が下がっているという問題点はありますが、私は、物理的な需要が回復してきたことをプラスの方向と捕らえています。

私は、市況は一応底打ちの兆しが見えてきたと考えていますが、ただし来年はビル供給量がかなり増えます。これが市況にどう影響するかが少し懸念材料です。図表6は、ビルの供給量の実績とこれからの予想です。2009年、2010年はそれ程供給が多くなかったのですが、来年2011年、その次の2012年は大量供給の年です。図表6のグラフを一覧表に直したものが「不動産市場の動向」レポートの43頁、45頁です。43頁が都心3区、千代田、中央、港の供給計画です。45頁が都心3区を除く23区の供給動向です。延床面積1万平方メートル以上の物件ですが、大体これで大所は揃っているのではないかと考えております。私は来年、再来年はエリア毎に相当入居状況に格差が出てくるのではないかと考えています。結論を先に申し上げますと、丸の内、大手町はこれから先も需要は堅調で、若干空室率が悪化してもそれ程大きな落ち込みには陥らないだろうと考えています。一方で郊外部、都心から少し離れたところに関しては、場合により市況の悪化が続く可能性もあると考えます。この点で23区全体では空室率は来年再来年と更に上昇する可能性があります。都心3区に関してはそれ程大きな問題は無いだろうと考えています。大まかな予想ですが、23区全体では来年再来年と2ポイントくらい空室率が上昇する可能性があると思います。今東京23区の平均空室率が9%くらいですので、最悪の場合2012年の段階で12%くらいまで上昇する可能性があると考えております。一方で都心3区に関しては、それ程状況は悪くありませんので、0.8ポイントくらいの上昇、それから都心5区という言い方をする場合もありますが、新宿の状況が非常に厳しいので、新宿を入れると、恐らく1.2ポイントくらいの上昇と予想しています。

43 頁の上方が千代田区の状況です。丸の内、大手町近辺が東京 23 区内で一番再開発の件数が多い場所ですが、来年は丸の内、大手町の供給はそれ程多くありません。来年よりは 2012 年の方が多い状況です。ですから来年は丸の内、大手町のオフィスビル市況は小康状態と予想しております。それから 2012 年はかなりの供給が見込まれているわけですが、入居テナントが内定しているという例もかなり目立ちます。丸の内、大手町は伝統的に域内の需要のテナントが多く、この形での移転が予定されているものもあり、23 区全体の空室率が悪化しても、丸の内、大手町はそれ程大きな問題は顕在化しないと考えております。その下が中央区のデータです。今年の 10 月、三井不動産の日本橋室町東の再開発がオープンします。こちらは 2 棟の大型ビル全てが満室状態ということです。三井不動産のビルには岡三証券本社などが入居しますし、野村不動産のビルには新生銀行が移転する予定です。このため、今年は大幅な市況悪化は無いと考えています。来年は相当の供給があり、一部にはテナントの内定状況が芳しくないビルもあります。しかし、大規模ビルでも賃料が 3 万円台を切る水準にまで下がっているところもありますので、恐らく物理的な需要は回復して来ると考えております。港区も 2011 年は空室が増える可能性があります。やはり賃料水準の低下が需要回復につながると考えております。

45 頁が新宿のデータです。1 行目から 5 行目までは全部同じエリアの再開発です。現在、西新宿エリアでは空室が目立つ状況になっています。調査会社により多少データに違いがありますが、こちらはエリアの平均空室率が 10% を越え、これまでで最も悪い水準です。今年 2 月、新宿セントラルパークシティという開発がオープンしました。来年は更に 2 つの大型再開発が完成する見込みです。北新宿の再開発と西新宿八丁目の開発です。このため、このエリアに関しては、今後更に空室が増える可能性があります。44 頁の真ん中あたりに西新宿の開発状況について解説していますが、再開発件数が非常に多いので、場合によってはこのエリアが最も市況の悪化が懸念される場所ではないかと考えております。

その次の渋谷は、それ程供給が多い場所ではあ

りません。その点では市況自体はそれ程大きく悪化することは無いと考えています。その下の大崎近辺ですが、伝統的に電器・エレクトロニクス関連のメーカーが多いところで、本来の需要は相当強いところですが、今は一部のメーカーがリストラを進めていることもあり、足元ではかなり市況が落ち込んでしまっている状況です。こちらは今後の景気次第ですが、少なくとも今のテナントのリストラが来年後半ぐらいまでは続く見込みですので、オフィスビル市況も来年後半ぐらいまで悪化が続く可能性が高いと考えています。それから江東区は、来年の供給がかなり多いところですが、元々オフィスビル街としての実績がそれ程無いところですので、空室が相当増えてくる可能性があると思います。ただし、江東区は、足元の市況は厳しいのですが、これから先、相当有望という見方をされる方もいらっしゃると思います。これは主に住宅の話ですが、有明地区には 3 年ほど前から大型オフィスビルが相次いで完成し、かなりの企業集積が生まれつつあります。この企業に勤めていらっしゃる方々が、マンションを手当されることが多くなり、この地区のマンション価格は相当上がってきているようです。この有明エリアでは、ちょっと失礼な言い方になりますが、今のところやや陸の孤島的なところもあるわけですが、2012 年から 2016 年にかけて、新豊洲地区の開発が進む見込みです。東京電力の豊洲 6 丁目地区、それから多少時期は遅れるかも知れませんが、築地の市場も移転してきますので、新豊洲地区の開発が進むと、有明と都心部が地続きになり、この有明も新しいビジネス街として十分発展の可能性があると考えております。ですから、足元ですと、未だ周辺の開発が進んでおらず、寂しいところもあるわけですが、中期的・長期的には有望な場所と見られる方も多くなってきたようです。

このような形で 2011 年、2012 年には供給がかなり増えて、その一方で市況が落ち込む可能性もあるわけですが、中期的な発展可能性に目を転じて見ますと、ビジネス街としての充実が見込まれるところもあり、この点では、足元の状況と、中期的な有望性は分けて考える必要があると思っている次第です。それから先ほどお話しした新宿ですが、こちらでもオフィスビルの賃料は相当下がってきています。西新宿の高層ビル街ですと賃料水準は未

だ高く、3万円台の後半というところもあります。新宿駅南口ですと、今2万円台前半、場合によっては2万円を切っているという例もあります。こういうところは、最近値頃感も生まれているようで、このあたり賃料水準の値下げがいつまで続き、それがどれくらいの割安感を生み出すのか、今後焦点になってくると考えています。

オフィスビル市場の動向（主要都市）

以上が、東京都内のオフィスビルマーケットの状況です。次に地方都市の状況について簡単にお話したいと思います。図表12は、地方都市のオフィス空室率の状況です。大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡と何れも空室率は、過去最悪か或いは過去最悪に近い水準です。ただしこの中で、福岡は今後回復、大阪、名古屋は引き続き市況は悪化、ただしエリアにより有望なところもある、とこのように考えております。

図表13が大阪のビル供給の状況です。大阪は2006年に供給が殆どなく、そのため2008年頃には一部にビル不足の傾向もありましたが、2009年が過去15年間で最大の供給量になり、この影響で2009年から市況が急速に悪化しています。空室率も過去最高の水準に近い状態です。これから先の状況をご覧戴くと、2012年に大量供給が予定されています。これは大阪駅北ヤード開発の先行開発区域の街開きが2013年の春に予定されているためです。大阪駅北ヤードは全部で24haの開発地域ですが、先行開発地域はこの内7haだけです。この7haのところには2棟のビルが供給される予定ですが、この2棟だけでも今の大阪には相当な重荷です。右側にビルの供給リストがありますが、この下よりのところに梅田北ヤードのAブロック、Bブロックの計画概要が記載されています。Aブロックが約17万㎡、Bブロックは約26万㎡の延床面積ですが、残りは未だ計画が白紙で、今後更にビル供給が増える可能性があります。それから2012年、2013年は、中之島、阿倍野などの開発も完成予定で、北ヤード開発だけではなく、色々なところでビル供給量が増えます。これが全体の空室率を押し上げる可能性が高いと考えます。ただ、ここから先はデータの裏付けがありませんので、個人的

な意見になるわけですが、最近の大阪の状況を見ていますと、2つの観点で、これから先期待が持てるところもあると考えております。一つ目は大阪の中で、ビジネスの中心地が移動する傾向が見えるということです。これにはご異論があるかも知れませんが、私の考えですと、南から北にビジネスの中心地が移動しているという印象を持っています。南といいますと、難波、心斎橋、本町といったところですが、こちらよりもむしろ交通の利便性が高い梅田周辺にビジネスの中心地が移ってきている印象を持っています。大阪の中でもこれから先はエリア毎で、相当格差が拡大する可能性が高いと考えています。この動きには問題点もあるわけですが、梅田周辺はこれから先需要が集中し、これがオフィスビル市況を下支えする要因になって来ると考えております。もう一つの要因は、これも個人的な意見で、あくまでもデータの裏付けが無い話ですけれども、最近の関西圏の状況を見ますと、どうも京都、神戸から大阪にビジネスの需要が流れ込んでいるという印象を持っています。これまで関西圏といいますと、関東圏に比べて、需要そのものが多くはない、しかもその多くはない需要が3つの都市に分散してしまっている、それがビジネス集積の効果が出てこない原因の一つになっていたのですが、最近では京都、或いは神戸から大阪の梅田周辺に需要が移動して来る傾向が見られます。これは京都、神戸それぞれに事情の違いがあります。京都は景観条例等非常に開発規制が厳しくなり、大型の再開発が出来にくい状況です。今年は5棟のビルが供給される予定ですが、全体として供給量が少ないので、この5棟のビルは、一部を除きテナントの募集状況自体は好調だと聞いています。供給が少ないから故の好調ということですが、ただし、ビジネス界とすれば非常に仕事がやりづらい場所になってしまいましたので、これから先は京都から大阪にビジネス需要が流れ込んでくると思います。一方神戸は、京都と全く事情が違っておりまして、殆どの機能が供給過剰です。こちらもなかなかビジネス街としては成り立ちにくくなってしまっています。片や供給不足、片や供給過剰という、そういった状況で、結果として、神戸、京都から大阪に需要がシフトしてきますので、これから先、大阪、特に梅田周辺に関しては関西圏の需要を一手に集め伸びてくる可能性が高いと考えています。

以上が大阪についてのお話です。続きまして名古屋は、図表 14 をご覧戴きたいと思います。名古屋は、2007 年、2008 年、2009 年と 3 年連続で大量供給がありまして、空室率も 12%を越え、過去最悪の状況になっています。昨年後半から、名古屋駅前のビルの建て替え計画が相次いで公表されています。名古屋は市街地が非常に狭い都市ですので、駅前のビルの建て替えが進むと、他のビルがそのしわ寄せを受ける可能性が高いと考えられます。右側のビルの供給リストですが、右下に、大名古屋ビルディング、名古屋ターミナルビル、名古屋中央郵便局とあります。この中央郵便局は多少建て替えの計画を見直す動きもあるようですが、これらのビルの建て替えが進むと、名古屋の中では最も立地条件が良いビルですので、その他のビルがこの影響を受けてしまう可能性が高いと考えております。名古屋は今、賃料水準も大分落ち込んでしまっているようです。話を戻して、大阪の賃料水準を拝見いたしますと、大阪は今、大型ビルの場合、大体 2 万 5 千円くらいで募集し、2 万円前後で成約する例が多いようです。若干フリーレントも付けている例が多いようですので、その点では大阪の賃料水準は、新築ビルのテナントに関しては実質 2 万円を下回っている状況だと思えます。名古屋ですが、見かけの水準は大阪と殆ど同じで、新規のビルの場合、大体募集賃料は 2 万 5 千円くらいですが、中には相当長期のフリーレントを入れている例がありますので、やはり名古屋の方が市況は相当悪いと考えられます。ただ、ここから先もデータの裏付けがなく私の個人的な実感ですが、最近、名古屋の一部で、賃料を下げることにより、物理的な需要が回復してきた場所も見られます。この 2007 年から 2009 年にかけて、名古屋では大量供給がありましたが、この多くは丸の内エリアでの供給です。名古屋駅前から栄の交差点のちょうど中間当たりの供給が多かったわけです。こちらは短期間で転売を狙った物件が多かったようで、市況が悪化してもなかなか賃料を下げずに、賃料が高止まりをしている状態が続いていました。これらのビルに昨年暮れあたりから、賃料を下げる例が増えてきたようです。この点はデータで確認出来ないところがあり、あくまでも個人的な実感ですが、この賃料の低下により、これまで丸の内の空室が相当目立った中規模ビルなどに、テナントの入居が進んだ例が少しずつ増え

てきたような気がします。この辺りもデータの裏付けがありませんが、恐らくそういった点で名古屋も賃料の低下によって物理的な需要が戻ってきたところはあると考えております。

このように地方都市全体とすればオフィスビル市況は非常に厳しいわけですが、中にはこれから先、回復が予想される都市もあります。図表 15 は福岡の状況です。福岡は、基準地価でも地価の上昇が見られます。それから 3 ヶ月間の地価動向を示す地価 LOOK レポートを拝見しても、博多駅前が地価上昇地区になっています。左側の棒グラフを見ますと、福岡は 2008 年、2009 年と 2 年連続で大量供給があり、このため空室率も過去最悪の水準まで上がっています。ところが昨年 7 月で大量供給が一段落し、今年からは供給量が減ってきました。右側のビルの供給リストを見ると、博多 M-SQUARE という物件が昨年 7 月にオープンしています。このビルがほぼ満室でオープンしまして、これが大量供給の最後のビルということになります。今年に入ってからでは中型ビル、小型ビルが 2 棟出来上がっています。何れも殆どが空室という状況らしいのですが、市況にはそれ程大きな悪影響を与えておりません。このような形で福岡はこれから先、ビル供給が減ってきますので、需給バランスが改善すると思えます。ただ、厳密に申し上げますと、福岡もエリア毎に相当差が付いてきているようです。博多駅前や天神は大分市況が回復してきていますが、赤坂、大名といった南側のエリアは相変わらず市況は相当に悪い状況です。福岡は来年春に JR 博多シティという物件がオープンいたします。延床面積が 20 万㎡というこれまで福岡でも例がない大型ビルですが、この波及効果が相当に大きいのではないかと期待されています。この期待値が先ほど申し上げました基準地価の上昇や、地価 LOOK レポートの地価上昇に繋がっているわけですが、需給関係が改善するということに加えて、このような大型再開発の影響がプラス効果になると考えております。それから、これも個人的な意見ですが、福岡の町は、町の中心部が移動する傾向が見られます。福岡の町には、博多と天神という 2 つの都心部があります。現在は、どちらかといいますと、天神の方が町の中心地ですが、むしろこれから先は博多の方がより有望なエリアになってくると考えております。福岡市民の

交通の便を考えると、こういった結論が出てくるのではないかと思うのです。福岡ではこれまで、市内の交通は西鉄のバスを使って、それから近距離の交通は西鉄の私鉄を使って、という移動が多かったわけですが、これから先は交通の中心手段が地下鉄と新幹線に変わります。ですから地下鉄と新幹線のターミナルがある博多がこれから先は有望な町になると考えられます。それから福岡空港が現在の場所で滑走路の増設を計画しているそうです。福岡空港はアジアのハブ空港を目指していますが、現況の施設がいささか手狭だということもあり、思い切って移転するかそれとも今の場所で営業を継続するかが検討課題となっていました。昨年春の段階で、新空港を造るという案が殆ど無くなり、現在の場所で滑走路を増設することになったようです。博多駅の直ぐ近くに空港があるという状況はこれから先も保たれるわけです。博多が地下鉄と新幹線とそれから空港という全ての交通インフラが集中する場所になりますので、これから先は天神よりも伸びてくる可能性が高いと個人的には考えております。

以上を総括しますと、地方都市のオフィスビル市況は全般的に厳しいわけですが、福岡のような例もありますし、それから大阪、名古屋も数字の裏付けは未だ無いのですが、一部に需要が回復する気配も見られますので、これから先は全般的に明るい話題が増えてくると、個人的にはそのように感じている次第です。

不動産投資の動向（大規模ビルの取引状況）

このような状況を受けて、最近是不動産投資も幾分盛り上がって来ています。図表 22 は、古いデータで恐縮ですが、欧米系の投資ファンドによる不動産投資の状況です。こちらをご覧くださいと、アメリカのアンジェロ・ゴードン、ドイツのデカ、アメリカのハイトマンなどが日本での不動産投資を増やす、或いは再開する計画を立てています。実はお手元の資料はちょっと古いデータでして、より厳密に申し上げますと、昨年春頃にはこういった投資を再開する、或いは投資を増やすという動きが出てきたのですが、昨年の秋口にそれ程不動産市況が盛り上がらなかったため、これらの

ファンドも今は少し様子見という例が多くなっています。ただし、投資の意欲自体は変わっていないようですので、これから先、地価に底打ち傾向が強くなってくれば、更に投資意欲を強めてくると考えております。

お手元には欧米系ファンドの例だけをお示ししていますが、最近はこれにアジア系のファンド、或いはアジアの個人の富裕層などによる投資も増えてきているようです。図表 23 の右側ですが、昨年 6 月に、韓国の年金基金が豊洲の大型ビルを取得しています。この年金基金が海外に投資するのは、この時が初めてだったようですが、継続して日本或いは東京の不動産に投資したいという計画だそうです。そこで私も昨年 11 月に韓国に行き、担当の方と会ってまいりました。運用担当の人数が非常に少なく、私が訪問したときには 3 名の方で運用されていました。人数が少ないので小型の不動産に投資することが出来ない、大型の物件なら是非投資したい、とこういってお話でした。ただ、今ご案内のとおり、東京も優良不動産の売却があまり無い状況です。このためにこの韓国の年金基金も投資の意欲はあるのですが、日本国内では現物の不動産投資は止まっている状況です。このビルのオーナーだったケネディクスが、この年金基金向けのファンドを運用していますので、形を変えての不動産投資は出来ていると言えます。それから、これから先には、大型不動産の売却等も出てくる可能性があると思います。この 11 月に JT が所有する品川の 3 棟のオフィスビル売却が予定されています。8 月に募集要項が発表されまして、11 月に入札ということですが、一物件あたり大体 300 億円くらい、3 棟合計で 1,000 億円近くになると見られます。実は私も収支を計算してみたのですが、売却予定の 3 棟のビルの内、1 棟に関しては今テナントを募集中で、賃料が 1 万 4 千円、共益費が 6 千円です。共益費込みで約 2 万円という賃料水準ですが、これを 5% の期待利回りで割り戻しますと、ビル 1 棟の価格は大体 200 億円強になります。ただ、こちらは競争入札の方式を採りますので、今物件不足ということもあり、落札価格は更に高い水準になるかも知れません。それから、この近傍に REIT 等で運用している物件もありますが、その運用状況から推定しますと、やはり 300 億円強まで上がる可能性があります。

したがって、これら3棟に関しては200億から300億くらいが、1棟当たりの価格になるであろうと考えられます。今年に入ってからの1番大型物件の取引は、6月に森トラスト総合リート投資法人が増資の際に、森トラストから取得した東京汐留ビルディングです。こちらが1,100億円で、今のところ今年の不動産取引で1番金額が大きいものです。もしかしたら、この3棟の取引が、場合によっては900億から1,000億円近くになり、この1位の金額に近づくか、場合によってはそれを上回るという可能性も皆無ではないと思います。

今不動産投資の気運だけは盛り上がっていますので、物件さえ出てくれば不動産市場は相当活性化される可能性があると考えております。今はCMBSの裏付け資産に関しても、証券化された不動産に関しても、なかなか市場に出てくる気配は少ないです。こういった物件の取引が顕在化しますと、先ほど申し上げました不動産に対する投資意欲が一挙に顕在化して、不動産市況も大分活気づく可能性があると考えています。

住宅市場の動向

以上がオフィスビルマーケットの状況ですが、住宅に関しましても簡単に申し上げたいと思います。図表24はお馴染みのデータと思いますが、マンションの売れ行きを示す初月契約率のデータです。この契約率が70%を越えるとマンションの売れ行きは好調と解釈されています。今年3月からこの契約率は随分伸びて、マンション市況も大分盛り上がってきています。今年1月、2月には供給が相当落ち込んでいましたが、3月からマンションの春商戦を控え、有望物件が随分と増え、全体の供給量も増えました。良い物件が増えたことにより契約率も上がってきました。大阪のマンション市場は、こちらの資料にはお示ししていませんが、5月あたりから大分盛り上がってまいりました。そういった点では、時期的に少しズレがあるのですが、東京、大阪ともにマンションの売れ行きは大分回復してきたと言えます。ただ、これから先どうなのかということですが、一部ディベロッパーには相当強気の発言をされる方もいらっしゃいますが、私はここで、敢えて懸念要因を申し

上げたいと思います。図表25は新築マンションの供給属性です。横軸が新築マンションの平均面積、縦軸が平均価格です。左が東京圏のデータです。この中で東京23区のグラフを見ると、2007年が1戸あたり平均価格のピークで、これが2008年、2009年と2年連続で低下しました。この間に東京23区の平均では約15%、1戸あたり平均価格が下がっています。所謂山の手エリアは、更に大きく、25%程度下がっている状況です。ピーク時から随分と平均価格が下がりましたので、そろそろ買い時ではないかと考えられた方が今マンション取得に走られています。余計なことを申し上げますと、少し買い急ぎをされている方が多いようにも見受けられます。これから先、マンションの供給は増えてまいりますし、価格の低下は今年度一杯続くだろうと予想されるため、買い急ぎをする必要は無いと思うのですが、これまでにマンション取得を考えていた方々には、価格が下がってきたから急いで買わなければいけないと考える方が多いようです。ただ、こういった状況が今後もずっと続くかとなると、少し疑問もあります。図表25を改めてご覧戴きたいと思いますが、2007年から2009年にかけて価格が下がって値頃感が出てきた。これが、売れ行きが回復した最大の理由ですが、売れ行きが回復しますと、直ぐに又価格が上がってしまいます。お手元の資料は2010年上半期のデータまでお示ししています。線が重なっていて見づらいところがあるかと思いますが、2010年上半期の価格は昨年に比べ大体5%くらい上がっています。今8月のデータまで公表されていますが、この1月から8月の累計で昨年と比べますと、7%強ほど価格が上がっている状況です。ですから値段が下がり、値頃感によって売れ行きが回復しているのですが、売れ行きが回復した前提条件が崩れつつある状況です。それから一部のエリアに関しては、昨年から今年に入り価格が10%以上上がったところもあり、このような場所では今後売れ行きが鈍ってくる可能性も考えられます。マンション市況の回復を一時的なブームに終わらせないためにも、引き続き価格面での調整とそれから政策の後押しが必要になってくると思います。これから年末、年度末にかけて、来年の税制改正の議論が出てくると思いますが、この中で住宅減税が検討されるほか、或いはひょっとしますと消費税増税という話がまた頭をもたげる可能性もあるわ

けです。その中で住宅産業を日本の生活基盤としてどのように位置付けるか、それが今後の住宅市場にとって相当重要な課題になってくると、個人的には考えています。

J-REIT 市場の動向

以上が住宅マーケットの状況ですが、このような中で不動産投資のあり方も、これまでとは違った動きを示し始めていますと考えております。図表 32 は REIT の値動きを示す東証 REIT 指数です。ご承知のとおり、過去 4 年間ほどにかなり大きな変動がありました。2006 年の 11 月から 2007 年の 5 月にかけて暴騰し、それから 2 年間に渡り暴落しましたが、昨年春あたりからリーマンショックの影響も大分薄れ、落ち着いてきました。昨年の 12 月以降は、概ね回復基調が定着したと考えております。お手元には 9 月 27 日までのデータを入れておまして、この段階で 922 ポイントですが、これ以降 REIT の指数は上がっています。ちょうど今日の前場で、950 ポイントを超えました。このように足元に関しては REIT の取引にも大分回復傾向が出てきたと解釈しています。細かなお話をさせていただきますと、8 月の中旬に、この REIT の指数は上昇の気配が出ました。この時には、特に上位の銘柄と言いますか、スポンサー企業がしっかりとした大手の REIT を中心に上昇傾向が出てきました。私どもはこの段階で地方銀行など国内金融機関の投資が戻ってきたと判断していたのですが、9 月にはこの動きが止まってしまいました。9 月は金融機関などが決算を控え、お金を動かさづらい時期です。しかし 9 月末から 10 月になりますと、下半期に入り、国内の金融機関は新しい投資計画に基づき運用対象を買い進める時期になりますので、また REIT に対する投資が戻ってきたと考えております。このようなこともありまして、今後 10 月以降は、国内の金融機関等の投資が順調に戻ってくれば東証 REIT 指数も上昇傾向がかなりはっきりしてくると考えております。私どもにも、足元では J-REIT 投資を再開したいという、かなり具体的なご相談の事例が国内の金融機関から増えていきます。こういった、投資を再開したいというお話は昨年の秋頃から大分増えてきたのですが、実物不動産のマーケットにあまり良いデータがないた

め、投資の意欲はあっても、なかなか顕在化しなかったというのがこれまでの状況です。国内の金融機関等が投資を再開するにあたっては、理論武装する必要がありますが、それだけの材料が実物不動産マーケットに欠けていたわけです。しかしこの 8 月あたりから、一般の株式が不調で、いよいよ有望な投資対象が少なくなってきました。投資対象が乏しくなる中で相対的に REIT の評価が上がり、投資再開が実現してきたようです。一旦投資が再開しますと、継続して資金が流れてくるようになるだろうと思いますので、これから先は東証 REIT 指数も継続して上がる状況になると考えております。

図表 33 は、東京証券取引所が 6 月から公表している用途別指数です。9 月 27 日時点では、オフィスが 970 ポイント、住宅が 1,112 ポイント、商業・物流が 1,110 ポイントとなっています。今日の前場でオフィスの指数も 1,000 ポイントを超え、大分明るさが見えてきました。ただし、住宅に比べますと、オフィスは幾分調子が悪いという状況です。先ほどお話し申し上げたとおり、オフィスビルはどうしても住宅に比べると、市況の回復が遅れるという性格があります。景気に対して、住宅は先行指標、オフィスは遅行性があると申し上げたわけですが、それが REIT に対する評価にも影響していると思います。足元では住宅がオフィスよりもむしろ好調さが目立つということですが、ただし、これから先の伸び方を考えますと、住宅は良くも悪くも安定していることがメリットです。市況が底打ちすれば、オフィス系の方がむしろ伸びる可能性が高いと思います。個人的にはオフィス系の方がむしろ投資対象とすれば有望と考えています。ただ、最近では用途別指数の影響もあり、投資家の中にはオフィス系よりもむしろ住宅系の安定さに注目する方も増えてきました。住宅系 REIT は、これまではオフィス系よりも全般的に評価が低いものが多かったのです。これは、住宅系 REIT にスポンサー企業、設立母体の信用度が低い例が多かったからだろうと思います。ところが市場の再編が進んだ結果、住宅系 REIT のスポンサーの信用度も随分上がってきました。これから先は住宅系 REIT でも、オフィス系よりも評価が高くなる例が増えると考えています。

図表 34 は REIT にどういった方が投資をしてい

るかを見たものです。フローとストックの状況をお示ししています。先ず左側の円グラフはフローの状況ですが、外国人が35%程の比率を占めて最大の支配権を持っています。それから金融機関が17%程度。外国人の比率は足元ちょっと減っておりまして、先月、先々月は40%を越えていたのですが、8月は40%を切る状況です。ただし、フローベースでは外国人の比率が最も高いこととなります。一方、右側のグラフがストックベースの比率です。現在は国内金融機関が、発行済み投資口数の半分近くを持っています。少し前のデータをご覧戴きますと、2006年は国内の金融機関の比率が60%近くに達していたのですが、その比率が段々落ちて50%を切る状態になりました。一方、外国人の比率は、2006年頃は20%を切っていたのですが、最近では30%近くまで上がっています。全般的に国内金融機関の支配力が落ち、外国人の比率が高くなってきています。ただし、外国人と国内金融機関の投資姿勢は、最近では似た傾向を示しています。2年ほど前ですと、外国人投資家は、割安の銘柄を重視する傾向が強かったのです。スポンサー企業の信用度が弱くて株価が低迷している銘柄は利回りが高かったので、そちらの方を好んで投資される例が多かったわけです。ところが外国人の方々もその内に国内金融機関が投資しないとなかなか価格が上がらないことが解ったので、最近では外国人投資家も国内金融機関と同じような銘柄を選定するようになってきています。ですから、これから先国内金融機関の投資が増えるに従いまして、外国人の投資も増えますけれども、その傾向は、更に又REITの評価の二極化を広げる方向に進むと考えております。

図表36はREIT等の利回りの状況を示しています。一番上の濃い太い線がREITの平均配当利回り、一番下の薄い線が10年国債の利回り、真ん中の線が、この2つの金利の金利差、スプレッドです。この一番濃い線を見ると、2008年10月28日が、REIT市場が最も落ち込んだ時で、この時には平均配当利回りが10%近くまで上昇しました。足元はREITの価格は大分回復してまいりました。データの更新の関係で、9月27日までのデータをお示ししていますけれども、この段階で5.49%です。ですから、一時に比べますと、大分下がってきたのですが、国内の金融商品としては未だ利回りは相当

高い状態と思います。旨く銘柄を選定すれば、今の段階でも7%くらいの利回りは十分得ることが出来るため、配当利回りの高さに注目される方が国内金融機関などでも随分増えてきました。今後金利が上昇する可能性もありますし、先ほど申し上げたとおり、賃料或いは空室率等に関して暫くの間は悪化が続く可能性がありますので、配当利回りが少し低下する可能性はありますが、国内の金融商品とすれば、相当魅力的な商品であることは今後も変わらないと考えております。それからREITの財務内容に関しても、これまでは資金繰りに苦しんで経営破綻する例もあったのですが、随分良くなってまいりました。

図表37はREITの格付けを示しています。R&I、MDYS、S&P、JCRと、この4つの格付機関の格付けをまとめていますが、この中のR&IのデータでシングルA+以上の格付けであれば、資金繰りには殆ど問題が無いと考えております。シングルAクラスですと、多少難点がある場合もありますが、この中にはREIT市場の再編の対象になっている銘柄が多く含まれています。現時点では再編の効果が必ずしも格付けに盛り込まれていない場合がありますので、今後再編の効果が顕在化すれば、シングルAクラスにも十分投資対象としての魅力があると考えられます。実は今年に入ってから、下位の格付けのREITの方が相次いで格付けを取り下げるといった例が増えてきて、相対的に下位のREITの格付けが少なくなりました。ただし、先ほど申し上げましたシングルAないしはシングルA+仕様のものであれば財務的には殆ど問題が無いと考えております。

それから、今後のREITマーケットを見る際に3つほどポイントがあると考えています。1つ目は資金繰りの状況、2つ目は制度面でのサポート、3つ目が市場再編の動向です。この3つそれぞれについて簡単にご説明申し上げたいと思います。図表38にREITの資金調達の状況をお示しています。昨年の後半あたりから、公募増資或いは投資法人債を発行して資金を調達する事例が増えてきました。この図表は暦年ベースでまとめているため解りづらいのですが、昨年前半は資金調達ゼロという状況でしたので、足元では大分回復してきたところです。

図表 39 が公募増資の事例です。昨年 11 月から REIT による公募増資が再開しました。実に 1 年 4 ヶ月ぶりの再開ですが、これ以降かなり増資事例が増え、足元までに 10 法人が 11 回の増資を行っています。ただ残念ながら、REIT マーケットは未だ完全に回復していませんので、発行価格が現在の純資産価格或いは一口当たり出資額を下回る、所謂ディスカウント増資が相当多くなっています。表の一番右端の乖離率の欄で▲印が付いているものがディスカウント増資の事例です。ただ、最近の投資家の状況を見ますと、ディスカウント増資だからと言っても、必ずしも評価が低いわけではないようです。ディスカウント増資は既存の投資家の利益を侵害するので好ましくないというのが一般的な評価です。ところが最近、むしろディスカウント増資の方が有望な銘柄を割安で買うチャンスだという考え方も多く、足元ではこのディスカウント増資についても応募倍率が相当に高い例が見られます。逆にプレミアムが付いた増資の方が、割高感があり投資家が敬遠をしてしまう例も出ています。この点では運用に対して投資家の信頼が相当に戻ってきた、ディスカウント増資でも不動産賃貸事業自体は堅調ですからその点を評価する投資家が多くなってきたと言えます。

図表 40 が投資法人債の発行状況です。REIT が発行する社債ですが、こちらでも今年 1 月から新規発行が再開しています。ただし、募集条件などが必ずしも落ち着いていない例があるようです。表の右から 3 番目のスプレッドの欄を見ると、格付けと比較して、スプレッドもバラバラになっている例があります。投資法人債の市場は未だ発行事例が少なく、市場自体が成熟化していないこともあり、発行条件等に関してはその時点の市況や、発行体或いは引き受け証券会社の事情により、かなり発行条件にばらつきがある状況です。しかし全般的には投資家の評価は高まってきたと考えております。

図表 41 は投資法人債の 10 年国債に対します金利の上乗せ幅、スプレッドを示しています。格付け毎のスプレッドをグラフ化していますが、昨年 12 月時点でダブル A 格のスプレッドは大体 150 ベーシスクらいでした。この時点で一般の事業法人の社債は随分スプレッドが縮小しており、ダブル

格で 20 ベーシスほどでした。この点では REIT の方が、上乗せ幅が大きく投資家にとって魅力的な商品だったということになります。なぜスプレッドが拡大していたかと言いますと、投資法人債の人气が低かったからということになります。投資法人債については、不動産市況に対する不安が非常に大きい、それから REIT の株価も低迷しているということで、昨年までは非常に評価が低かったわけです。ところが昨年の後半になりますと、有望な投資対象が無くなってきたこともあり、REIT 投資の優位性に気付かれる方が多くなってきたわけです。この投資法人債のマーケット規模はまだ小さいのですが、昨年の暮れに地方銀行などにロスカットのために投資法人債を売却する例が多くなってきました。これによって流動性が少し拡大し、市場の活性化に繋がったというところがあるようです。これ以降、今年に入りましてから新発が増えてきているわけですが、敢えて申し上げれば「人气が無いからこそ人气が出てきた」という、変な言い方ですが、それが投資法人債のマーケットの状況だと思います。足元では投資法人債のスプレッドも大分タイトニング化しているのですが、相対的に一般の事業法人の社債に比べて有利な状態は続いていますので、これから先も人气は継続すると考えております。

2 つ目の要点が、政策面でのサポートです。図表 42 をご覧戴きたいと思います。一昨年の後半あたりから、REIT 或いは不動産市場等をサポートする施策が増えてきたわけですが、実はこの表は昨年から変えておりません。昨年の前半あたりまでは制度面でのサポートも結構手厚かったのですが、民主党政権になってからは、この動きが少し止まっています。ただし、昨年の税制改正等が不動産分野に対しては、かなり配慮されたものですし、景気対策は政策面で重要な課題になっていますので、恐らく今年に関しても不動産に対する措置は、ある程度期待できると考えております。この点で制度面でのサポートも、昨年と比べると少し頻度自体は落ちていますが、今後継続して一定のサポートは期待できる状況と考えております。

それから 3 つ目が市場の再編です。これに関しては、図表 44 をご覧戴きたいと思います。こちらは REIT の合併の動き、それからスポンサー企業が

交替する動きを纏めたものです。今年に入ってから7組14法人について合併の話が進んでいます。それからスポンサー企業の交替についてですが、こちらもかなり有力な企業がREITの新しいスポンサーとして名乗りを挙げている状況です。最近のREITの合併において、大きな焦点になっているのが、負ののれんの扱いです。この負ののれんの扱いに関しては、上の表の一番右端にお示ししています。今不動産の価格は下がっていますが、不動産の価格がいきなりゼロになるということはありません。優良不動産は今の段階でも一定の資産価値を保っている場合が多いのですが、それに対してREITの価格は相当大きく下がっています。このREITの価格を基に合併対価や合併比率等を計算しますと、優良不動産を安い価格で取得したのと同じ効果が生まれます。一種の含み益が出てくるわけですけれども、この含み益を負ののれんと呼んでいます。実務において負ののれんの扱いが問題になった事例は、殆どなかったと考えています。通常、M&A、或いは合併の場合、何らかの形で株価に上乗せして、合併なり買収なりするケースが多かったわけですので、合併後の法人はむしろ正ののれんが発生し、この正ののれんの消却で苦しむ会社が多かったわけです。REIT業界では今、全くそれとは逆の状況が起こっておりまして、この負ののれんの活用が大きな焦点になっているわけです。負ののれんは会計上の利益で、キャッシュフローが伴うわけではありませんが、これを活用して配当に上乗せをする、あるいは借金を返済して財務内容の改善に使うことも出来るわけです。合併すると色々得をする状況です。この7組の事例のうち今6組まで合併が成立しました。例えば一覧表の上から2番目のアドバンス・レジデンス投資法人は伊藤忠商事系のREITです。スポンサー企業の信用度は高いのですが、上場した時期があまり宜しくなかったこともあり、資産規模は小さいままです。一方、合併相手の日本レジデンシャル投資法人は、住宅REITとしては一番の老舗です。スポンサー企業はパシフィック・ホールディングスでしたが、パシフィックは昨年春に経営破綻してしまい、その影響でこのREITの評価も随分下がっています。しかし、住宅REITとしては一番の老舗ですので、持っている物件の内容には非常に優れたものがあります。ですから片やスポンサー企業の信用度は高いが、ファンド規模が小さいREITと、

片やスポンサー企業の信用度は低い、ファンド内容が優れたREITの合併ですので、この合併事例は、お互いに弱いところを補完することが出来るため、今後は投資家からの評価が上がって来ると考えております。一番右端をご覧戴きますと、負ののれんが439億円ほど発生していますが、これを活用して配当に上乗せすることを考えているようです。このアドバンス・レジデンス投資法人は6ヶ月間で4,500円程度の配当を出していますが、計算しますと、この内900円くらいが負ののれんを活用した配当の上乗せです。ですから、意地の悪い言い方をしますと、実力以上の配当を投資家の方々にお渡ししていることとなります。今後は半年間で10億円位ずつ負ののれんを取り崩し、配当に上乗せをする方針ですが、440億円ある中、半年間で10億円使うわけですから、今後20年間に渡り配当の上乗せが出来るという計算になります。投資家の立場からしますと、相当配当が安定しているという安心感がありますので、このアドバンス・レジデンスは最近投資家からの評価が随分上がっているようです。他のREITの合併事例をご覧戴きますと、負ののれんは100億円台の例が多く、これを活用して財務内容の改善などに使っているようです。例えば下から2つ目のクレッシェンド投資法人は、名前が平和不動産リートに変わっていますが、6ヶ月間で15,000円ほどの配当を出しています。このREITは、配当の上乗せまでは考えていないらしいのですが、もし不動産賃貸事業が不調であった場合、或いは不動産を売却して売却損が出た場合には、負ののれんを利用して穴埋めすることを考えているようです。こちらに関しても、実質的に配当の水準は維持される状況です。それから、合併をする際には資産の譲渡側の物件は時価で受け入れることとなりますので、資産の受け入れ側は、この段階で売却しても売却損が発生しません。時価で受け入れますから、売却すればむしろ売却益が出てくる場合もあります。このように合併すると色々得があると思います。このような事例が増えているのも、REITマーケットに対する信頼感が回復してきている大きな理由だろうと思います。

下の表はスポンサー企業が交替した例ですが、相当有力なスポンサーがREITマーケットに新規参入或いは本格参入する例が増えています。ダヴィ

ンチアドバイザーズがスポンサーだったDA オフィスは、大和証券グループが新スポンサーになっていますし、ジョイント・リートのスポンサーは、ジョイント・コーポレーションから積水ハウスなどに変わっています。プレミアム投資法人は NTT 都市開発、それから日本ホテルファンドは、マレーシアの法人がスポンサーになっているのですが、この法人はケイマン籍の不動産ファンドの子会社ですので、実質的には外資の不動産ファンドがスポンサーになったと言えます。このように、有力ディベロッパーや、或いは信用度が高い企業が新スポンサーになっていますので、スポンサーの信用リスクも大分薄れてきたと考えております。

このような背景から、REIT の価格は、これから先かなり上昇基調が強くなって来ると考えています。今日の前場で東証 REIT 指数がようやく 950 ポイントを超え、オフィス指数も 1,000 ポイントを超えた状況です。恐らく 10 月以降は特にネガティブなイベントが無ければ、総合指数は恐らく 1,000 ポイントに届き、底打ちがハッキリしてくれば 1,000 から 1,200 ポイントくらいまでは比較的短期間に上がる可能性があると考えております。恐らく今年末から今年度末にかけては、REIT の指数も 1,200 ポイントくらいまで回復する可能性があると思います。

このように REIT マーケットも大分回復基調が出てまいりました。それから前半で申し上げたとおり、東京の都心部と郊外部の格差は広がってまいりますが、都心部はこれから先相当明るい話が増えると思います。地方都市の市況も、大阪、名古屋は相当厳しいですが、福岡のように今後市況の回復が期待できる都市もあります。このように、少しずつではありますが、不動産マーケットには明るい話がこれから増えてくると考えています。私は大体 10 月にこちらにお伺いしているわけですが、もし来年もご縁がございましてお話をさせていただければ、昨年、今年と少し明るめの話が増えていますので、来年は更に明るいお話をすることが出来るのではないかなと考えている次第です。本日は長い間ご静聴有り難うございました。今後ともよろしく願いいたします。



不動産市場と不動産投資市場の最新動向

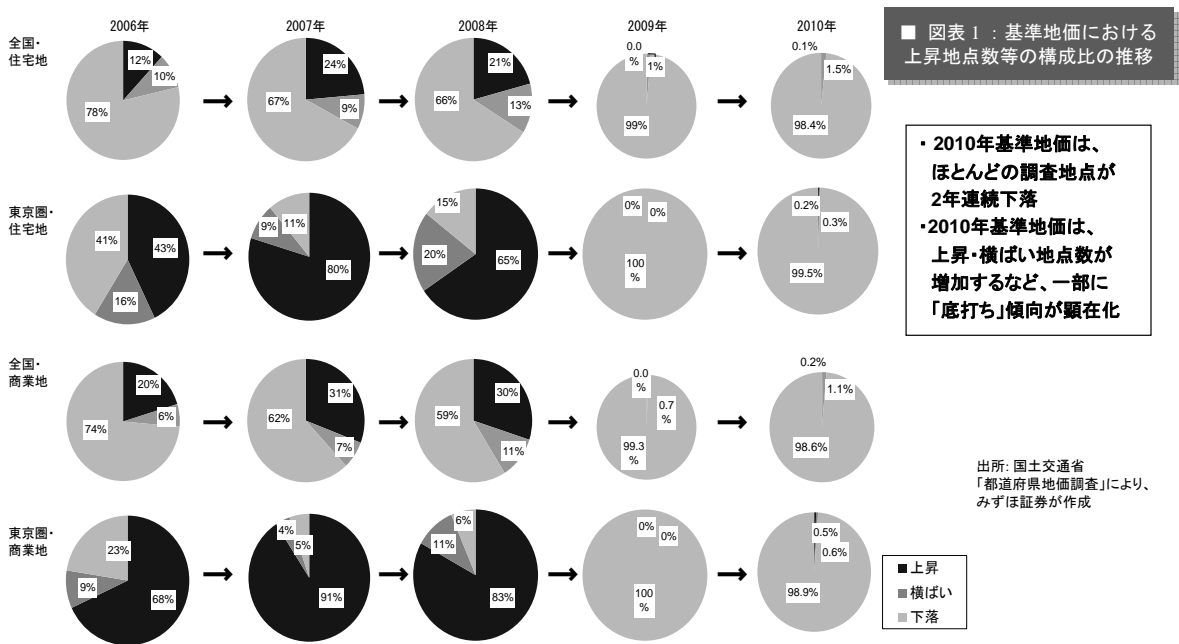
～見えてきた回復シナリオと成長戦略～

2010年10月4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、および留意点を掲載しています。

1. 不動産価格の動向① - 地価上昇地点数等の推移

2010年 10月4日



2. 不動産価格の動向② - 地価の「底打ち」傾向

2010年 10月4日

順位	調査ポイント 10年 基準地 番号	都道府県 府県名	所在・地番	上段：地価(千円/㎡)、下段：年間変動率(%)						
				2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
①住宅地・全国										
1	緑-2	愛知県	名古屋市長区鶴が沢 1丁目1710番	103 (▲2.8)	105 (1.9)	110 (4.8)	119 (8.2)	130 (9.2)	125 (▲3.8)	132 (5.6)
2	緑-5	愛知県	名古屋市長区ほら貝 2丁目313番	123 (▲2.4)	123 (0.0)	129 (4.9)	142 (10.1)	153 (7.7)	148 (▲3.3)	155 (4.7)
3	緑-3	愛知県	名古屋市長区鳩丘 1丁目2325番	106 (▲0.9)	106 (0.0)	112 (5.7)	123 (9.8)	135 (9.8)	130 (▲3.7)	136 (4.6)
4	緑-19	愛知県	名古屋市長区榎山 2丁目22番	117 (▲3.3)	116 (▲0.9)	—	136 (8.1)	147 (▲4.1)	141 (▲4.1)	147 (4.3)
5	中京-7	神奈川県	川崎市中原区小杉御殿町 2丁目144番1	310 (0.0)	315 (1.6)	330 (4.8)	385 (16.7)	411 (6.8)	398 (▲3.2)	408 (2.8)
6	熊本-6	熊本県	熊本市春日5-5-14	92.0 (▲5.0)	87.0 (▲5.4)	84.5 (▲2.9)	81.0 (▲4.1)	81.0 (0.0)	81.0 (0.0)	83.0 (2.5)
7	岐阜-15	岐阜県	岐阜市西荘3丁目19番16	92.0 (▲8.0)	86.5 (▲6.0)	83.4 (▲3.6)	87.9 (3.4)	87.9 (2.0)	87.9 (0.0)	89.5 (1.9)
8	岐阜-18	岐阜県	岐阜市今瀬2-1-3	93.2 (▲8.6)	87.5 (▲6.1)	83.5 (▲4.6)	84.0 (0.6)	86.7 (3.2)	86.7 (0.0)	89.2 (1.7)
9	大野白川-1	岐阜県	大野郡白川村大字鳩谷 字北長514番1	—	—	—	—	6.00 (0.0)	6.00 (0.0)	6.10 (1.7)
10	中京-4	神奈川県	川崎市中原区上丸子山王町 2丁目1319番4	290 (▲2.4)	288 (▲0.7)	307 (6.6)	353 (15.0)	372 (5.4)	344 (▲7.3)	348 (1.2)
11	高津-12	神奈川県	川崎市高津区溝口 3丁目21-31	295 (▲1.7)	295 (0.0)	308 (4.4)	331 (7.5)	344 (3.9)	313 (▲9.0)	316 (1.0)
12	長泉-2	静岡県	駿東郡長泉町上土狩字 産下440番24	114 (▲6.6)	108 (▲5.3)	106 (▲1.9)	107 (0.9)	109 (1.9)	109 (0.0)	110 (0.9)
13	緑-6	愛知県	名古屋市長区鳩子町 5丁目20	—	—	117 (7.7)	126 (7.1)	135 (▲4.4)	129 (▲4.4)	130 (0.8)
14	高津-5	神奈川県	川崎市高津区溝口 二子3-22-13	275 (▲1.1)	277 (0.7)	290 (4.7)	320 (10.3)	336 (5.0)	309 (▲8.0)	311 (0.6)
15	瑞穂-2	岐阜県	瑞穂市只越字村前 1030番5	69.6 (▲7.2)	64.5 (▲7.3)	62.0 (▲3.9)	63.0 (1.6)	64.0 (1.6)	63.5 (▲0.8)	63.8 (0.5)
②住宅地・東京圏(上表と同一地点を除く)										
5	花見川-11	千葉県	千葉市花見川区 菟塚本郷5-6-3	200 (▲0.5)	200 (0.0)	205 (2.5)	224 (9.3)	235 (4.9)	220 (▲6.4)	220 (0.0)
5	市川-15	千葉県	市川市船井1丁目1958番	—	—	—	—	—	—	107 (7.0)
5	八千代-6	千葉県	八千代市緑が丘 2丁目29番12	165 (▲0.6)	165 (0.0)	170 (3.0)	180 (5.9)	185 (2.8)	184 (▲0.5)	184 (0.0)
5	八千代-12	千葉県	八千代市大和田新田字 大田右衛門町445番226	114 (▲2.6)	111 (▲2.6)	111 (0.0)	112 (0.9)	112 (0.0)	111 (▲0.9)	111 (0.0)
5	中央-2	東京都	中央区月島2-16-9	570 (0.0)	570 (0.0)	650 (14.0)	800 (23.1)	820 (2.5)	720 (▲12.2)	720 (0.0)
5	港-3	東京都	港区高輪1-5-5	800 (0.0)	840 (5.0)	1,040 (23.8)	1,270 (22.1)	1,200 (▲5.5)	1,090 (▲9.2)	1,090 (0.0)
5	福城-9	東京都	福城市大字矢野口中島 3750番45外1番	225 (▲3.0)	219 (▲2.7)	220 (0.5)	231 (5.0)	245 (6.1)	245 (0.0)	245 (0.0)

■ 図表2：2010年基準地価における地価変動率の上位地点

順位	調査ポイント 10年 基準地 番号	都道府県 府県名	所在・地番 (ビル名)	上段：地価(千円/㎡)、下段：年間変動率(%)						
				2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
③商業地・全国										
1	緑5-2	愛知県	名古屋市長区鶴が沢1丁目 (auショップ経建書)	147 (▲5.8)	145 (▲1.4)	155 (6.9)	166 (7.1)	175 (5.4)	166 (▲5.1)	178 (7.2)
2	中京5-2	神奈川県	川崎市中原区小杉町3丁目 (大久保ビル)	461 (▲4.2)	453 (▲1.7)	485 (7.1)	600 (23.7)	645 (7.5)	585 (▲9.3)	602 (2.9)
3	刈谷5-4	愛知県	刈谷市若松町1丁目 (カトービル)	—	—	—	173 (0.0)	181 (4.6)	178 (▲1.7)	183 (2.8)
4	奈良5-2	奈良県	奈良市東向南通 (奈良観光会館)	477 (▲8.1)	467 (▲2.1)	467 (0.0)	477 (2.1)	481 (0.8)	470 (▲2.3)	480 (2.1)
5	中京5-10	京都府	京都市中京区烏丸通御所 (京都御所ビル)	—	—	—	—	—	—	2,480 (0.0)
6	駿河5-7	静岡県	静岡市駿河区曲金6丁目 (ラウムよしみつ)	—	—	—	287 (0.0)	336 (17.1)	348 (3.6)	353 (1.4)
7	伊勢5-4	三重県	伊勢市宇治浦田1丁目 (宇治園)	86.0 (▲4.4)	81.0 (▲5.8)	77.0 (▲4.9)	75.8 (▲1.6)	76.0 (0.3)	76.0 (0.0)	77.0 (1.3)
8	中京5-3	神奈川県	川崎市中原区新丸子東2丁目 (高島ビル)	470 (▲4.1)	470 (0.0)	503 (7.0)	608 (20.9)	657 (8.1)	592 (▲11.0)	592 (1.2)
9	中京5-5	神奈川県	川崎市中原区下沼部字玉川向 (三原ビル)	384 (▲5.4)	382 (▲0.5)	408 (6.8)	450 (12.3)	473 (5.1)	435 (▲8.0)	440 (1.1)
10	中京5-8	神奈川県	川崎市中原区今井上町 (第三成興ビル)	292 (▲3.9)	287 (▲1.7)	305 (6.3)	370 (21.3)	388 (4.9)	370 (▲4.6)	374 (1.4)

・2010年基準地価では、比較的明確な上昇要因が見られた

- ① インフラ整備
 - (a)九州新幹線の整備(博多駅周辺、鹿児島中央駅周辺など)
 - (b)新駅の開業(川崎市中原区)
 - (c)地下鉄の延伸(名古屋市長区)
- ②住宅需要… 東京都中央区月島、川崎市高津区・中原区、岐阜市、岐阜県瑞穂市、静岡県長泉町など
- ③観光開発・イベント… 伊勢市、奈良市、俱知安町など

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

3. 不動産価格の変動要因① - 不動産投資の状況

2010年 10月4日



■ 図表3：渋谷区・表参道エリアの不動産投資動向

- ・渋谷区・表参道エリアには、J-REIT・不動産ファンドによる投資物件が集中
 - … 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、2008年6月時点で過去5年間に取引され、未開発のままの物件が50件以上存在した(※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

4. 不動産価格の動向③ - 地価下落の状況と要因

2010年 10月4日

順位 調査ポイント				上段：地価(千円/㎡)、下段：年間変動率(%)										
10年	基準地	都道府県	所在・地番	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	
番号	名称	名称	(ビル名)											
①全国														
1	中央5-12	大阪府	大阪府中央区南久宝寺町3(御堂筋センタービル)	3,620	3,510	3,350	3,280	3,400	4,270	5,800	6,830	5,100	3,850	
				(▲11.7)	(▲3.0)	(▲4.6)	(▲2.1)	(3.7)	(25.6)	(35.8)	(17.8)	(▲25.3)	(▲24.5)	
2	中央5-13	東京都	中央区銀座2(明治屋銀座ビル)	10,700	11,400	12,000	13,000	15,000	19,000	25,300	30,000	25,000	20,200	
				(1.9)	(6.5)	(5.3)	(8.3)	(15.4)	(26.7)	(33.2)	(18.6)	(▲16.7)	(▲19.2)	
3	中央5-9	大阪府	大阪府中央区高麗橋1(三井住友銀行)	2,250	1,850	1,550	1,340	1,290	1,520	2,000	2,300	1,980	1,520	
				(▲19.6)	(▲17.8)	(▲16.2)	(▲13.5)	(▲3.7)	(17.8)	(31.6)	(15.0)	(▲18.3)	(▲19.1)	
4	中央5-17	大阪府	大阪府中央区南船場3(りそな心斎橋ビル)	-	-	-	-	-	3,200	4,400	5,180	4,040	3,300	
				-	-	-	-	-	-	(37.5)	(17.7)	(▲22.0)	(▲18.3)	
5	中央5-15	東京都	中央区銀座3(RAJAビル)	5,050	5,100	5,130	5,260	5,800	7,250	9,750	11,500	9,200	7,550	
				(2.0)	(1.0)	(0.6)	(2.5)	(10.3)	(25.0)	(34.5)	(17.9)	(▲20.0)	(▲17.9)	
6	中央5-14	東京都	中央区銀座8(河北ビル)	7,750	7,810	7,860	8,400	9,260	11,600	15,600	17,700	14,000	11,500	
				(1.3)	(0.8)	(0.6)	(6.9)	(10.2)	(25.3)	(34.5)	(13.5)	(▲20.9)	(▲17.9)	
7	中央5-5	東京都	中央区銀座7(北海道文化放送銀座ビル)	3,500	3,400	3,400	3,450	3,650	4,560	6,100	6,800	5,440	4,480	
				(▲6.4)	(▲2.9)	(0.0)	(1.5)	(5.8)	(24.9)	(33.8)	(11.5)	(▲20.0)	(▲17.6)	
8	中央5-2	大阪府	大阪府中央区南本町4(東宝ビル)	1,230	1,050	970	921	915	1,100	1,400	1,640	1,390	1,150	
				(▲18.0)	(▲14.6)	(▲7.6)	(▲5.1)	(▲0.7)	(20.2)	(27.3)	(17.1)	(▲15.2)	(▲17.3)	
9	東山5-1	北海道	夕張郡東山町中央2(夕張ビル)	34.0	32.5	31.0	29.5	27.5	26.4	25.0	23.7	22.5	19.8	
				(▲5.6)	(▲4.4)	(▲4.6)	(▲4.8)	(▲6.8)	(▲4.0)	(▲5.3)	(▲5.2)	(▲5.1)	(▲16.4)	
10	中央5-3	大阪府	大阪府中央区東心斎橋2(玉屋町VIPビル)	970	800	695	620	580	630	810	850	687	575	
				(▲19.2)	(▲17.5)	(▲13.1)	(▲10.8)	(▲6.5)	(8.6)	(28.6)	(4.9)	(▲19.2)	(▲16.3)	
②東京圏														
1	中央5-13	東京都	中央区銀座2(明治屋銀座ビル)	10,700	11,400	12,000	13,000	15,000	19,000	25,300	30,000	25,000	20,200	
				(1.9)	(6.5)	(5.3)	(8.3)	(15.4)	(26.7)	(33.2)	(18.6)	(▲16.7)	(▲19.2)	
2	中央5-15	東京都	中央区銀座3(RAJAビル)	5,050	5,100	5,130	5,260	5,800	7,250	9,750	11,500	9,200	7,550	
				(2.0)	(1.0)	(0.6)	(2.5)	(10.3)	(25.0)	(34.5)	(17.9)	(▲20.0)	(▲17.9)	
3	中央5-14	東京都	中央区銀座8(河北ビル)	7,750	7,810	7,860	8,400	9,260	11,600	15,600	17,700	14,000	11,500	
				(1.3)	(0.8)	(0.6)	(6.9)	(10.2)	(25.3)	(34.5)	(13.5)	(▲20.9)	(▲17.9)	
4	中央5-5	東京都	中央区銀座7(北海道文化放送銀座ビル)	3,500	3,400	3,400	3,450	3,650	4,560	6,100	6,800	5,440	4,480	
				(▲6.4)	(▲2.9)	(0.0)	(1.5)	(5.8)	(24.9)	(33.8)	(11.5)	(▲20.0)	(▲17.6)	
5	港5-1	東京都	港区芝浦1(住友ビル)	7,560	7,650	7,650	7,800	7,920	9,150	11,800	12,600	9,150	7,800	
				(0.8)	(1.2)	(0.0)	(2.0)	(1.5)	(15.5)	(29.0)	(6.8)	(▲27.4)	(▲14.8)	
6	渋谷5-5	東京都	渋谷区渋谷2(アサックス青山ビル)	3,900	3,900	3,860	3,860	4,000	4,600	6,000	5,900	5,000	4,300	
				(0.0)	(0.0)	(▲1.0)	(0.0)	(3.6)	(15.0)	(30.4)	(▲1.7)	(▲15.3)	(▲14.0)	
7	港5-5	東京都	港区新橋1(日本生命新橋ビル)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(▲28.5)	
				-	-	-	-	-	-	-	-	-	(▲28.5)	
8	新宿5-1	東京都	新宿区歌舞伎町1(新川ビル)	5,740	5,550	5,450	5,400	5,400	5,600	6,600	7,000	5,950	5,120	
				(0.0)	(▲3.3)	(▲1.8)	(▲0.9)	(0.0)	(3.7)	(17.9)	(6.1)	(▲15.0)	(▲13.9)	
9	渋谷5-11	東京都	渋谷区渋谷3(協和エクシオ本社ビル)	-	-	-	2,600	2,690	3,150	4,300	4,200	3,600	3,100	
				-	-	-	(1.5)	(1.9)	(17.1)	(36.5)	(▲2.3)	(▲14.3)	(▲13.9)	
10	新宿5-15	東京都	新宿区四谷三丁目1(東京都トラック総合会館)	-	-	-	2,820	2,820	2,900	3,680	4,000	3,480	3,050	
				-	-	-	(0.0)	(0.0)	(2.8)	(26.9)	(8.7)	(▲13.0)	(▲12.4)	

■ 図表4：2010年基準地価における下落率の上位地点

・2010年基準地価では、東京都中央区銀座、大阪市中央区の調査地が、下落率の上位を占めた

①銀座

店舗需要は旺盛だが、いわゆる「アメ横化」(ブランドショップの閉店、ファストファッション店舗の増加)などにより、不動産に対する過大投資が減少

②大阪市中央区

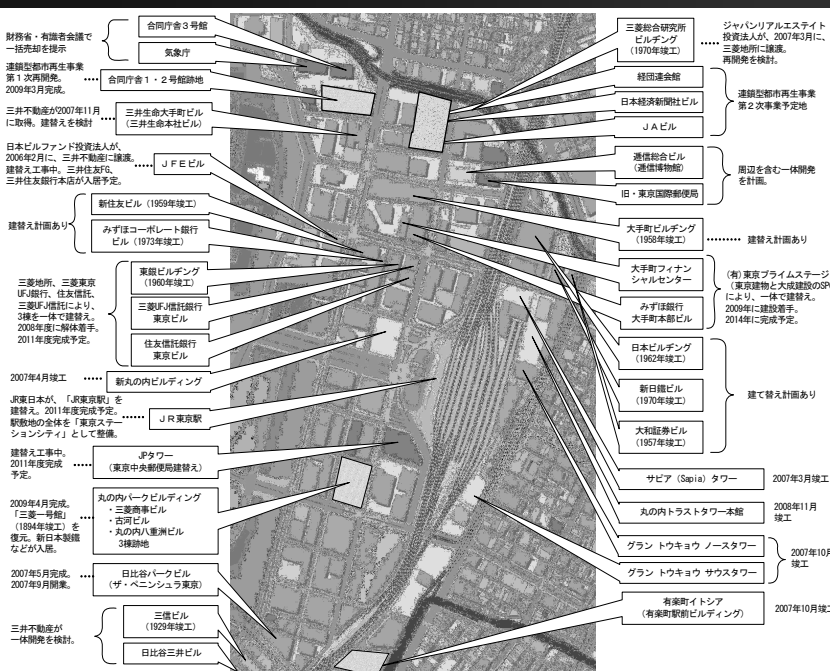
2009年の大阪のオフィスビル供給量は、過去15年間で最大。大阪のオフィス空室率は、2010年6月末に11%超となり、過去最高水準

・大都市圏・商業地では、2006年～2008年の地価上昇の反動が顕在化

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

5. 不動産価格の変動要因② - 東京駅周辺の開発動向

2010年 10月4日



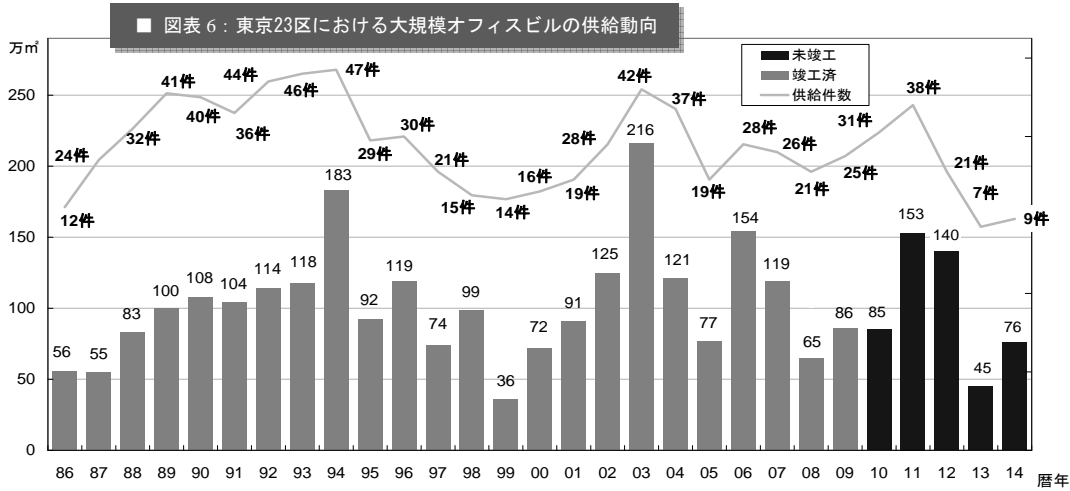
■ 図表5：東京駅周辺の開発動向

・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
…「バブル」とは異なる
・2011年～2012年頃が大量供給のピークとなる見込み
…「丸の内・大手町」エリアは、既存ビルの建替えが中心で、市場で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. オフィスビル市場の動向① - オフィスビル供給の動向

2010年 10月4日

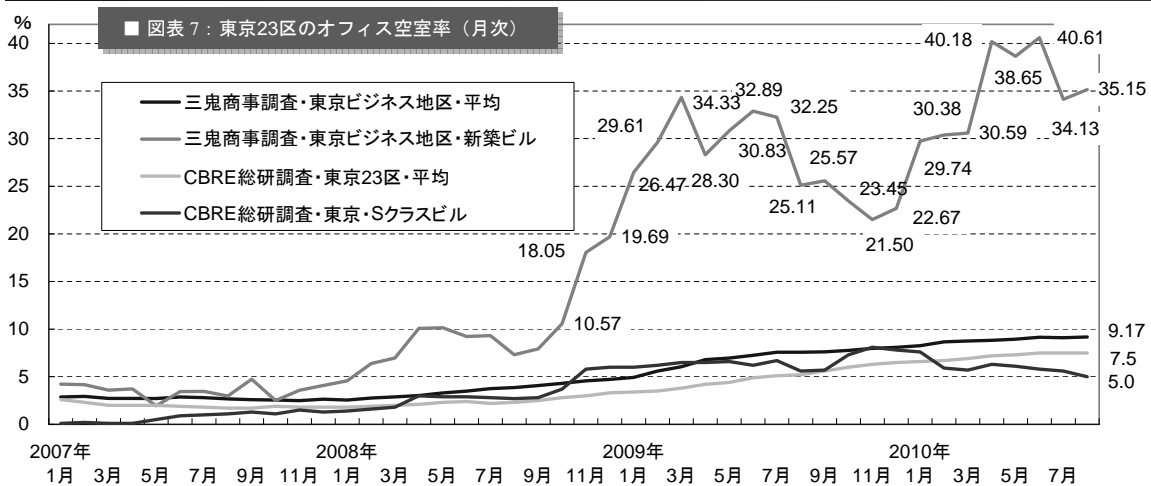


・現在の開発動向を考慮すると、今後の供給量のピークは2011年～2012年になる見込み
 …2011年～2012年は、オフィス需要が大きい「丸の内・大手町」エリアが供給の中心
 北新宿、大崎駅周辺、二子玉川エリアなどでも大規模再開発が竣工予定
 ・オフィスビルに対する潜在需要が旺盛な場所では、「供給が需要を生む」効果が期待できる
 → 不動産市場の活性化に資する可能性も考えられる

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」(2010年3月31日)により、みずほ証券が作成

7. オフィスビル市場の動向② - 東京23区の空室率

2010年 10月4日

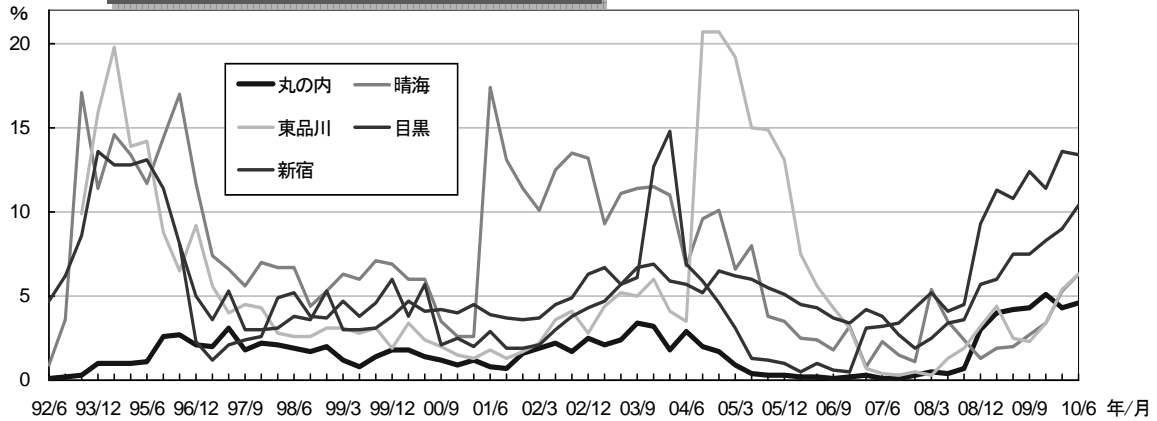


・東京23区の空室率は、月次ベースでは2008年2月頃から上昇傾向
 ← ① テナントが賃料水準の高いビルを敬遠
 ② サブプライムローン問題の影響による外資系金融機関等の需要後退
 ③ 景気先行きの不透明感による借り控え
 ・東京23区の空室率は、2008年11月以降、上昇テンポが加速
 … 新築ビルの空室率は、2009年中に、約20%～30%の高水準で推移

注: 「CBRE総研」は、「シービー・リチャードエリス総合研究所」の略称
 図表: 三鬼商事、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

8. オフィスビル市場の動向③ - 東京・主要エリアの空室率推移 2010年10月4日

■ 図表8：オフィス空室率の推移 - 東京主要地区

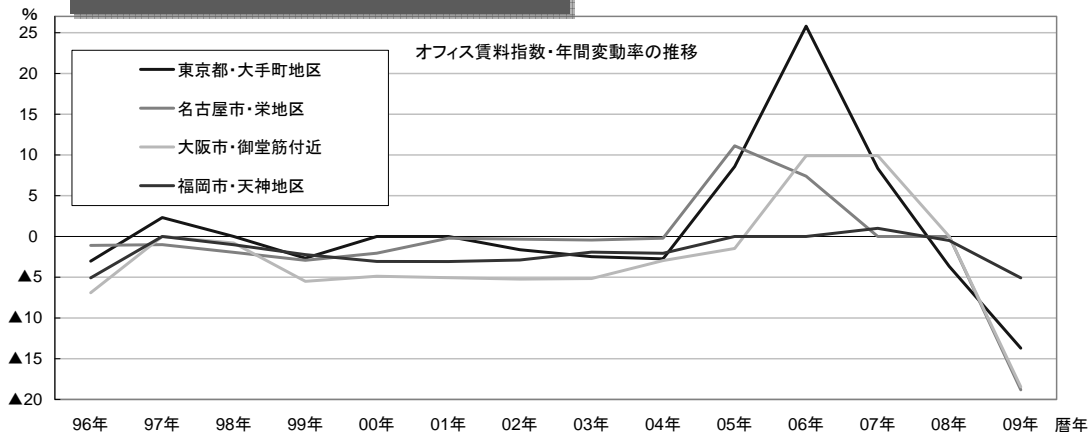


・東京23区は、2008年後半から空室率の上昇が顕著
 …「丸の内」の空室率は、2009年3月末時点で4.0%に上昇(過去最高水準)
 ・好立地のビルに対する潜在需要は根強く、「賃料の調整が進めば需要は回復する」との見方もある

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

9. オフィスビル市場の動向④ - オフィス賃料の推移 2010年10月4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年は前年比+8.3%と上昇が大幅に減速。2008年は同▲3.7%、2009年は同▲13.7%と2年連続で下落
 ・名古屋や大阪でも、2009年からオフィス賃料の下落が加速

10. 不動産価格の動向④ - 6か月間の地価動向

2010年10月4日

■ 図表 10：基準地価・公示地価による6か月間の地価動向

出所：国土交通省「都道府県地価調査」地価公示により、みずほ証券が作成

Table with columns for city name, area name, and price index changes from 07 to 10 for both standard and announced prices. Includes a summary section for '共通の場所' (common locations).

- ・基準地価・公示地価の調査地点が共通の場所については、年間変動率はマイナスでも、2010年前半に、地価が上昇・横ばいになった例が多く見られる
・東京都中央区月島2丁目(住宅地)
...年間▲4.2%、2010年前半+4.3%
住宅販売が好調。マンション建設が増加
・博多駅東「花村ビル」(商業地)
...年間▲4.0%、2010年上半0.0%
九州新幹線の全面開通を控えた再整備の進展



11. 不動産価格の動向⑤ - 四半期ごとの地価動向

2010年10月4日

Table showing quarterly price index changes for various cities and districts from 07.10 to 10.1. Includes a detailed section for '詳細項目の動向(第11回調査)'.

■ 図表 11：「地価LOOKレポート」の概要

- ・2010年1月時調査で、6期(18ヵ月)振りに地価上昇地区(池袋東口)が登場
一家電量販店の商戦激化が主因
・地価上昇地区は、2010年1月時調査以降、徐々に増加。
最新調査(2010年7月時)では、4地区が上昇
・佃・月島、新百合ヶ丘…マンション開発
・武蔵小杉…JR新駅の開業
・博多駅周辺…新幹線への期待
・最新調査では、地価横ばい地区が、前回調査の25地区から41地区に大幅に上昇
…「底打ち」傾向が強まる

Legend for price index changes: symbols for up, down, and flat, with percentage thresholds and color coding.

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



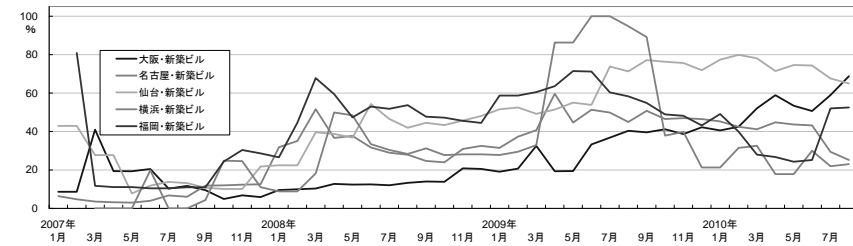
12. オフィスビル市場の動向⑤ - 主要都市の概況

2010年10月4日

Table showing office building market trends for major cities (Osaka, Nishikyushu, Sendai, Fukuoka) from 2008 to 2010. Columns include month and percentage change. Rows list various cities and metrics like '平均' (Average) and '既存ビル' (Existing Buildings).

■ 図表12: 主要都市のオフィス空室率推移

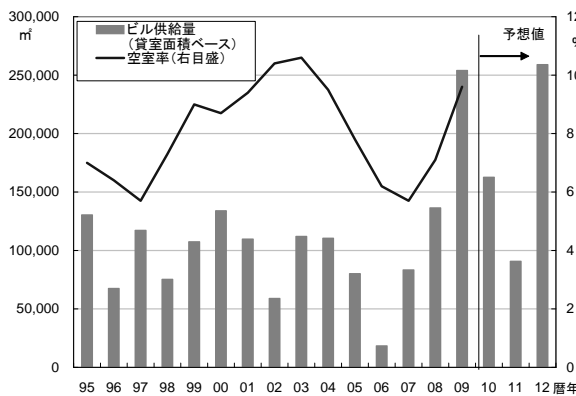
- 名古屋、仙台、横浜、福岡などのオフィス空室率は過去最高値を更新
大阪は2009年10月以降、空室率が10%以上に上昇
大阪、名古屋、仙台、横浜は、2010年もビルの大規模供給が継続する見込み
大阪、名古屋では、2011年以降も大規模再開発が多数完成する見込み
→ 市況回復が遅れる可能性も
福岡は、2010年以降、ビル供給が減少する見込み
→ 市況回復の可能性



出所: 三鬼商事の資料により、みずほ証券が作成

13. オフィスビル市場の動向⑥ - 大阪のビル供給動向

2010年10月4日



■ 図表13: 大阪のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

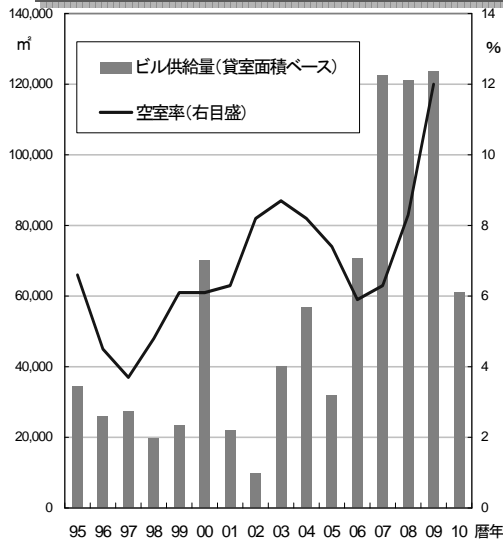
Table listing major office building construction plans in Osaka, including project names, locations, floor areas, and completion dates.

- 大阪では、2006年にビル供給量が少なかったが、2008年以降にオフィスビル供給が大幅に増加
2012年には「梅田北ヤード」(先行開発区域)など大規模開発が相次いで完成する見込み
→ 2012年以降は、ビル市況が相当に悪化する可能性
大阪市内のビジネス需要は、全体的な傾向としては、「ミナミ」→「キタ」に移動している模様
→ 今後は「梅田」エリアの優位性が顕著になると予想

注: 1. ビル供給量は、1995年~2008年はCBRE総研調査による実績値、2009年はCBRE総研による実績見込み、2010年はCBRE総研による予想値、2011年~2012年は、MIDリポート投資法人による予想値。2012年は貸室面積が未定の物件を除く。2. 「空室率」は各年12月末時。出所: シービー・リサーチエリス総合研究所の資料などにより、みずほ証券が作成

14. オフィスビル市場の動向⑦ - 名古屋のビル供給動向 2010年10月4日

■ 図表 14：名古屋のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

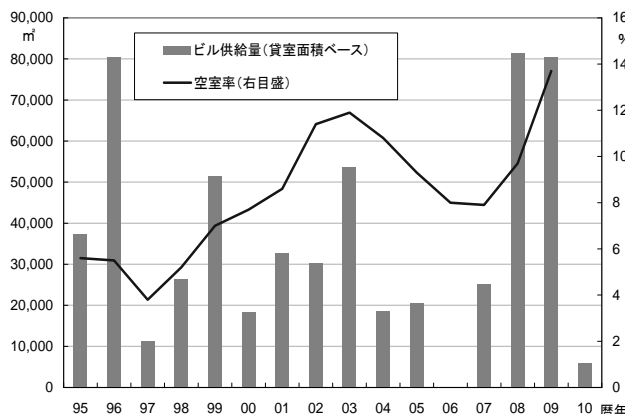


名称	所在地	延床面積(m ²)	階数	竣工予定年月	名称	所在地	延床面積(m ²)	階数	竣工予定年月
丸の内	中区丸の内	10,374	11	2008.1	名古屋駅前ビル	中村区名駅	83,700	14	2009.4
丸の内	中区丸の内	13,588	12	2008.2	トヨタビル	中村区名駅	49,800	24	1209.4
丸の内	中区丸の内	48,000	36	2008.2	トヨタビル	中村区名駅	18,000	29	1209.4
丸の内	中区丸の内	2,640	9	2008.2	丸の内ビルディング	中区丸の内	8,223	12	1209.4
丸の内	中区丸の内	4,780	11	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	3,700	8	1209.4
丸の内	中区丸の内	8,180	9	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	4,420	7	1209.4
丸の内	中区丸の内	3,500	10	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	6,600	7	2009.5
丸の内	中区丸の内	8,660	8	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	9,594	11	2009.6
丸の内	中区丸の内	2,700	10	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	43,985	18	2009.9
丸の内	中区丸の内	2,200	8	2008.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	5,217	11	2009.10
丸の内	中区丸の内	20,270	13	2008.4	丸の内ビルディング	中区丸の内	8,270	12	2009.11
丸の内	中区丸の内	8,662	8	2008.4	丸の内ビルディング	中区丸の内	7,670	10	2009.11
丸の内	中区丸の内	1,700	8	2008.4	丸の内ビルディング	中区丸の内	42,370	22	2010.2
丸の内	中区丸の内	7,250	9	2008.5	丸の内ビルディング	中区丸の内	22,100	12	2010.2
丸の内	中区丸の内	8,474	9	2008.5	丸の内ビルディング	中区丸の内	15,720	11	2010.2
丸の内	中区丸の内	18,929	11	2008.6	丸の内ビルディング	中区丸の内	6,250	12	12010.2
丸の内	中区丸の内	8,900	11	2008.7	丸の内ビルディング	中区丸の内	14,250	12	12010.3
丸の内	中区丸の内	13,528	12	2008.7	丸の内ビルディング	中区丸の内	14,250	12	12010.3
丸の内	中区丸の内	8,247	8	2008.7	丸の内ビルディング	中区丸の内	8,680	12	2010.4
丸の内	中区丸の内	36,852	19	2008.9	丸の内ビルディング	中区丸の内	35,487	28	2011.3
丸の内	中区丸の内	16,000	14	2008.11	丸の内ビルディング	中区丸の内	16,000	14	2008.11
丸の内	中区丸の内	14,300	12	2008.11	丸の内ビルディング	中区丸の内	14,300	12	2008.11
丸の内	中区丸の内	4,792	12	2008.12	丸の内ビルディング	中区丸の内	4,792	12	2008.12
丸の内	中区丸の内	2,500	6	2008.12	丸の内ビルディング	中区丸の内	2,500	6	2008.12
丸の内	中区丸の内	9,502	11	2008.12	丸の内ビルディング	中区丸の内	9,502	11	2008.12
丸の内	中区丸の内	27,270	16	2008.12	丸の内ビルディング	中区丸の内	27,270	16	2008.12
丸の内	中区丸の内	14,875	13	2009.2	丸の内ビルディング	中区丸の内	14,875	13	2009.2
丸の内	中区丸の内	16,577	14	2009.2	丸の内ビルディング	中区丸の内	16,577	14	2009.2
丸の内	中区丸の内	5,800	11	2009.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	5,800	11	2009.3
丸の内	中区丸の内	5,300	12	2009.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	5,300	12	2009.3
丸の内	中区丸の内	13,631	9	2009.3	丸の内ビルディング	中区丸の内	13,631	9	2009.3

- ・名古屋では、2007年後半から、「錦」「丸の内」などを中心に、延床面積 5,000㎡～8,000㎡程度の中型ビルの供給が増加
- 地価上昇に対する期待が投資資金を呼び込んだと考えられる
- ・2007～2008年はビルの供給過剰が主因でビル市況が悪化、2009年からは「トヨタ・ショック」によるオフィス需要の減退が顕在化
- ・名古屋は、2010年以降も、多数の大規模再開発が完成の見込み
- ビル市況の回復が遅れる可能性も考えられる

15. オフィスビル市場の動向⑧ - 福岡のビル供給動向 2010年10月4日

■ 図表 15：福岡のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



- ・福岡では、2006年にビル供給がなかったものの、2007年後半から「博多」「天神」の両エリアを中心に供給増加
- ・2008年は12年振りの大量供給。2009年もほぼ同程度の供給
- ・福岡の大量供給は、2009年7月で一段落
- 空室率の上昇テンポは鈍化
- ・2011年以降は、九州新幹線の全面開通による「ストロー効果」によって、市況の活性化が期待できるとの見方もある

(a) 博多・福岡・東区エリア

ビル名称	所在地	延床面積(m ²)	階数	竣工年月	事業者
Liens(リアン)福岡ビル	博多区福岡	1,785	9	2007.2	リアン・インク
明治安田迎ビル	博多区博多駅前	11,237	11	2007.8	明治安田生命、渡辺地所
コンカード博多	博多区店屋町	4,900		2007.11	モリモト
博多福岡BLDG	博多区福岡	5,400		2007.11	博多屋
西鉄千代田ビル	博多区千代	8,600	10	2008.1	西日本鉄道
AQUA HAKATA	博多区中洲	13,000	12	2008.2	ラットビル・キョクセツ・ハートナズ
ふくろん博多ビル	博多区上川端町	18,300	12	2008.4	福岡銀行
福ギビル	博多区博多駅前	5,100	8	2008.6	福産
博多駅前スクエア	博多区博多駅前	14,000	9	2008.6	博多屋
ビビスタ福岡博多福岡	博多区福岡	2,200		2008.11	ミヤビエシステム
博多福岡センタープレイス	博多区福岡	18,800	11	2009.1	福岡開発特定目的会社
アーバンプレイス博多	博多区中洲	2,820	13	2009.2	野村不動産アパネット
FORCAST博多福岡	博多区福岡	2,500	9	2009.3	野村不動産アパネット
東比呂ビジネスセンター	博多区東比呂	20,028	11	2009.3	福岡地所、野村不動産
博多駅前センタービル	博多区博多駅前	4,900	11	2009.3	野村不動産
リファレンス駅前ビル	博多区博多駅前	5,800	7	2009.6	リファレンス
博多M-SQUARE	博多区冷泉町	20,500	10	2009.7	三井不動産
博多駅前長崎ビル	博多区博多駅前	1,200	9	2010.3	野村不動産

(b) 天神・東区エリア

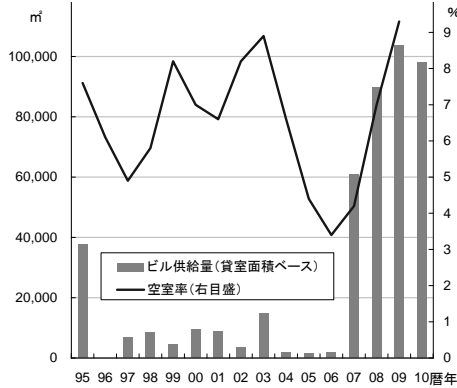
ビル名称	所在地	延床面積(m ²)	階数	竣工年月	事業者
紙与薬院ビル	中央区白糸	12,428	10	2007.3	紙与不動産
NOP天神南ビル	中央区東区	5,300	10	2008.3	野村不動産オアシスカンパ
MG天神ビル	中央区東区	12,300	8	2008.3	ななくま特定目的会社
天神グランドビル	中央区東区	4,670	9	2008.4	アパネット・アパネット
da Vinci IMAIZUMI	中央区今泉	2,100	7	2008.4	ダウインテHD
電気ビル北館	中央区東区	24,500	13	2008.5	電気ビル
遠辺通りビル	中央区清川	6,200	8	2008.8	野村不動産
天神プライム	中央区天神	7,800	12	2008.1	ディックスクロキ
天神MENT	中央区今泉	7,085	9	2008.11	シャイニング・ノヴァ(特)
薬院ビジネスガーデン	中央区薬院	24,400	14	2009.1	薬院ビルディング(特)
KG天神ビル東	中央区天神	4,700	7	2009.1	通産興業
天神122ビル	中央区天神	11,200	13	2009.2	大成建設、積水ハウス
天神遠辺通りビル	中央区東区	9,600	10	2009.3	野村不動産
赤坂ビル	中央区赤坂	1,500	5	2009.3	野村不動産
赤坂センタービル	中央区赤坂	10,900	8	2009.4	野村不動産
天神ノースフロントビル	中央区天神	7,800	8	2010.1	野村不動産

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

16. オフィスビル市場の動向⑨ - 横浜のビル供給動向

2010年 10月4日

■ 図表 16: 横浜市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



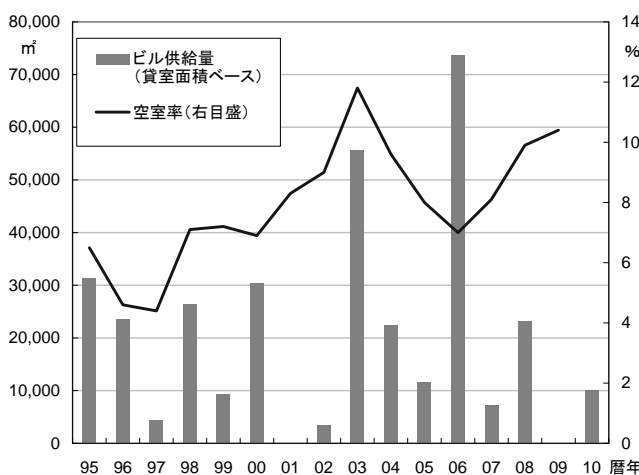
ビル名称	所在地	延床面積 (m²)	階数		竣工(予定)年月	事業者
			地上	地下		
銀洋新横浜ビル	港北区新横浜	10,460	10	2	2007. 3	
JNビル	中区太田町	17,356	14	2	2007. 9	
日経第16ビル	港北区新横浜	5,630	11	1	2007. 10	有限会社エヌ開発1号(日経ビルディング)
ニューチャー山下町ビル	中区山下町	2,930	9	1	2007. 10	
Wワークビル	33街区	51,979	16	0	2007. 12	三菱地所
新横浜中央ビル(新横浜駅ビル)	港北区新横浜	90,006	17	4	2008. 3	JR東海、新横浜ステーション開発
LIVMOライジングビル	港北区新横浜	10,106	11	1	2008. 3	ユタカライジング
コンカード横浜	神奈川区金港町	55,714	20	1	2008. 4	モリモト
横浜イーストスクエア	神奈川区金港町	23,000	9	1	2008. 4	京急開発
Q cube 横浜鶴屋町17	神奈川区鶴屋町	1,800	8	—	2008. 4	
Sea Place 新横浜	港北区新横浜	4,800	9	1	2008. 6	Sea Capital
ニューシティアリーナタワー	港北区新横浜	24,881	15	1	2008. 6	ニューシティコーポレーション
Attend on Tower	港北区新横浜	13,245	18	1	2009. 4	
アーバス新横浜ビル	港北区新横浜	4,759	9	2	2009. 8	NIPPOコーポレーション
日産自動車本社ビル	66街区	92,240	22	2	2009. 8	
野村不動産新横浜ビル	港北区新横浜	24,590	7	1	2009. 11	野村不動産
横浜ブルーアベニュー	46街区	52,288	17	2	2009. 12	(有)オーク・デベロップメント(東谷エコーポレーション)
横浜ダイヤビルディング	神奈川区金港町	93,725	31	2	2009. 12	三菱倉庫
横浜プラザビル	神奈川区金港町	21,824	12	1	2010. 2	ランドビジネス
TOCみなどみらい	28街区	108,394	24	1	2010. 4	テアオーシー
みなどみらいセンタービル	33街区南	—	21	2	2010. 5	オーディーケー特定目的会社(オリックス、大和ハウス、ケンコーポレーション)
日土地横浜山下町ビル	中区山下町	18,507	14	2	2010. 6	日本土地建物
コンカードみなどみらい	43街区	70,000	17	2	—	モリモト(工事中断)
横浜野村ビル	46街区南	98,790	30	3	2011. 3	野村不動産、野村総合研究所
横浜三井ビルディング	67街区	91,940	31	2	2011. 5	三井不動産
みなどみらいグラウンドセントラルタワー	42街区	110,000	26	—	2011. 6	MM42開発特定目的会社(丸紅)

- ・横浜では、2007年からオフィスビル供給が急増。2011年頃まで大量供給が続く見込み
- ・2007年～2008年は、新横浜、ポートサイド(横浜駅東口)でのビル供給が増加
→ ビジネス街としての実績が乏しい場所のため、空室率が大幅に上昇
- ・2009年以降は、みなどみらい地区でのビル供給が本格化する見込み
- ・一部に、ビル市況の悪化による計画の見直し、事業主体の経営破綻等による計画の遅れが見られる

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

17. オフィスビル市場の動向⑩ - 札幌のビル供給動向

2010年 10月4日



■ 図表 17: 札幌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	延床面積 (m²)	階数		竣工年月	事業者
			地上	地下		
野村不動産札幌ビル	北区北7条西2	9,604	10	1	2008. 7	野村不動産
ハートランド円山ビル	中央区大通西	6,500	7	1	2008. 10	ハガ木材
ORE札幌ビル	北区北2条西1	16,670	12	1	2008. 11	オリックス不動産
コンベンション・ゲートウェイビル	白石区東札幌	5,586	6	—	2008. 11	北海道エナジティック
北洋大通センター	中央区大通西	59,000	19	4	2010. 3	北洋銀行、北洋不動産
日通札幌ビル	中央区北3条西2	10,261	11	2	2011. 9	三菱地所、日通不動産
札幌三井ビルディング	中央区北3条西4	99,900	36	4	2012	三井不動産

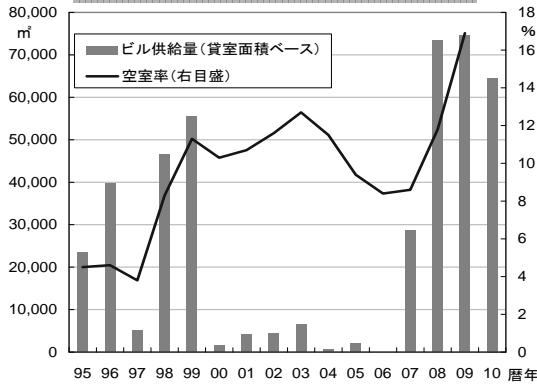
- ・札幌は、2006年に、「日本生命札幌ビル」などの大量供給があったものの、2007年以降はビル供給量が減少
- ・2009年は、新築ビルの供給がゼロだったにもかかわらず、オフィス空室率が大幅に上昇
→ オフィスビルの供給過剰によるものではなく、不動産投資の減少と、景気後退によるオフィス需要の減退が原因と考えられる
- * 2009年基準地価において、札幌市・商業地価格は前年比同▲10.0%となり、地方圏(三大都市圏以外)の人口10万人以上の都市としては、福岡市(▲15.9%)に次いで2番目の下落幅を記録
- ・札幌では、2010年～2012年に大規模ビルの供給が予定されている
→ ビル市況の悪化が長引く可能性も

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

18. オフィスビル市場の動向⑪ - 仙台のビル供給動向

2010年 10月4日

■ 図表 18: 仙台市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



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

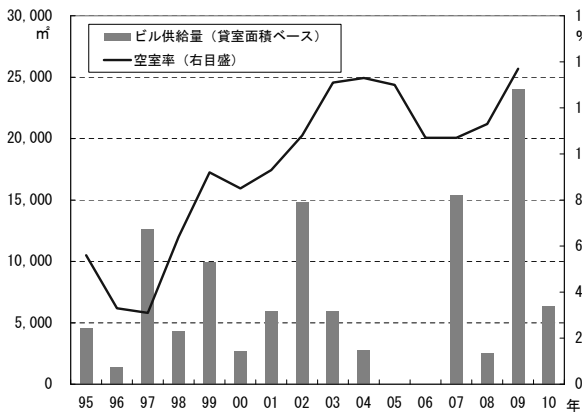
ビル名	所在地	延床面積 (m²)		階数	竣工年月	事業者
		地上	地下			
花京院プラザ	青葉区花京院	11,646	14	-	2008. 3	(株)アザレア (アセットマネージャー)
駅前のみみビル	青葉区中央	11,600	6	-	2008. 3	(株)いふくエースター
おいしい健康仙台ビル	青葉区花京院	11,550	14	1	2008. 4	あいおい損害保険株式会社
GRD仙台花京院	青葉区花京院	1,985	9	-	2008. 4	クリード
シエロ仙台東口ビル	宮城野区榴岡	1,500	8	-	2008. 4	
AI Premium	若林区新寺	18,300	8	1	2008. 6	(株)イマース
EQUINA(エキニア)青葉通り	青葉区中央	6,052	9	-	2008. 7	伊藤忠商事東北支社
仙台マークワン	青葉区中央	49,946	19	2	2008. 7	再開発組合
東二番丁スクエア (旧・仙台中央警察署跡地再開発)	青葉区一番町	28,200	14	1	2008. 7	はやて特定目的会社 三菱地所、鹿島
仙台東宝ビル (仙台東宝劇場跡地再開発)	青葉区中央	13,200	13	1	2008. 8	東宝
エムロード	青葉区国分町	2,929	7	1	2008. 9	エムロード
仙台MMビル	宮城野区宮城野	7,359	5	-	2008. 9	
仙台福岡(つつじがおか)1丁目ビル	宮城野区榴岡	4,400	7	-	2008. 11	
小田急仙台東口ビル	若林区新寺	7,212	10	-	2009. 1	小田急不動産
仙台中央第一生命ビルディング	青葉区中央	6,900	7	1	2009. 1	第一生命保険
花京院ビルディング	青葉区花京院	5,520	14	-	2009. 2	
仙台NEビル	宮城野区二十人町	6,726	8	-	2009. 2	(株)ランド、(有)ブラダス
東一センタービル	青葉区一番町	9,983	8	1	2009. 2	東一センタービル
仙台本町三井ビルディング	青葉区本町	14,595	18	1	2009. 6	三井不動産
プライムスクエア広瀬通	青葉区中央	15,458	14	1	2009. 6	SPT(オリックス不動産等)
アーバンネット勾当台ビル	青葉区二日町	7,663	10	1	2009. 6	NUファンド第2特定目的会社 (NTI都市開発等)
アゼリアヒルズ	宮城野区榴岡	30,466	19	1	2009. 8	(個人)
花京院一丁目第一地区 街区1(商業、オフィス、住宅)	青葉区花京院	24,436	14	1	2009. 9	再開発組合 清水建設グループ
東京建物仙台ビル	青葉区中央	28,497	20	3	2009. 11	仙台中央開発特定目的会社 (東京建物)
Solaia garden (花京院一丁目第一地区街区2、商業、オフィス、住宅)	青葉区花京院	18,318	29	1	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	125,300	37	2	2010. 4	森トラスト
野村不動産仙台青葉通ビル	青葉区中央	13,780	13	1	2010. 8	野村不動産
一番町平和ビルプロジェクト	青葉区一番町	11,080	10	1	2010. 12	平和ビル

- ・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。2009年も大量供給の見込み → ビル市況の悪化が継続する可能性が高い
- ・「仙台トラストシティ」など、大規模再開発計画が市況にとって重荷となる可能性も

19. オフィスビル市場の動向⑫ - 広島市のビル供給動向

2010年 10月4日

■ 図表 19: 広島市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



ビル名称	所在地	延床面積 (m²)		階数	竣工(予定)年月	事業者
		地上	地下			
エイトバレー大手町	広島市中区大手町	3,800	9	-	2007. 1	広島八谷建設
エイトバレー八丁堀	広島市中区八丁堀	2,400	12	-	2007. 6	広島八谷建設
ニッセイ広島ビル	広島市中区中町	10,200	10	1	2007. 11	日本生命保険
三川町パーキングビル	広島市中区三川町	9,500	13	-	2008. 5	
伊藤久芳堂ビル	広島市中区鉄砲町	1,330	8	-	2009. 2	
広島鉄砲町ビルディング	広島市中区鉄砲町	9,970	14	1	2009. 4	三菱地所
広島ビジネスタワー	広島市中区八丁堀	28,423	21	-	2009. 11	大成建設
ACTIVE INTER CITY オフィス棟	広島市東区若草町	48,400	21	1	2010. 9	広島若草都市開発(合) (大和システム)

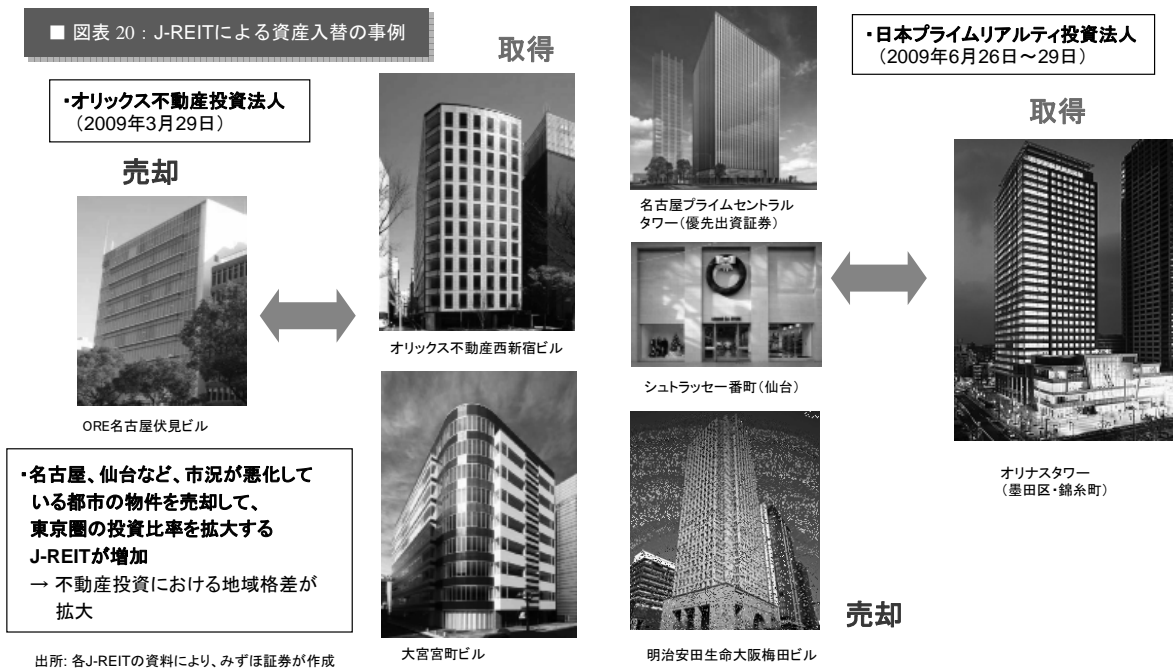
- ・広島市の2009年の新規供給量は、1994年以来、15年振りの大量供給
- ・広島鉄砲町ビルディング(事業主体は三菱地所) …… 60%弱の稼働率でスタート
- ・広島ビジネスタワー(大成建設) …… 約70%の稼働率でスタート
- ← 需要が減退する中で、テナント募集は難航
- ・2010年は、JR広島駅・新幹線口(北口)の再開発「ACTIVE INTER CITY」のホテル・オフィス棟が竣工予定
- ・ホテル部分には「広島シェラトンホテル」が進出 …… 中国・四国では初の「シェラトン」ブランド
- ・オフィス部分の募集賃料(坪当たり、共益費込み)は、29,000円(1階)、24,000円(2階)、18,000円(7階以上)と、やや高めの設定
- ・JR広島駅周辺の再開発が進行すれば、将来は広島市の都市構造が変わる可能性も考えられる

(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

20. 不動産投資の動向①—地域格差の拡大

2010年 10月4日

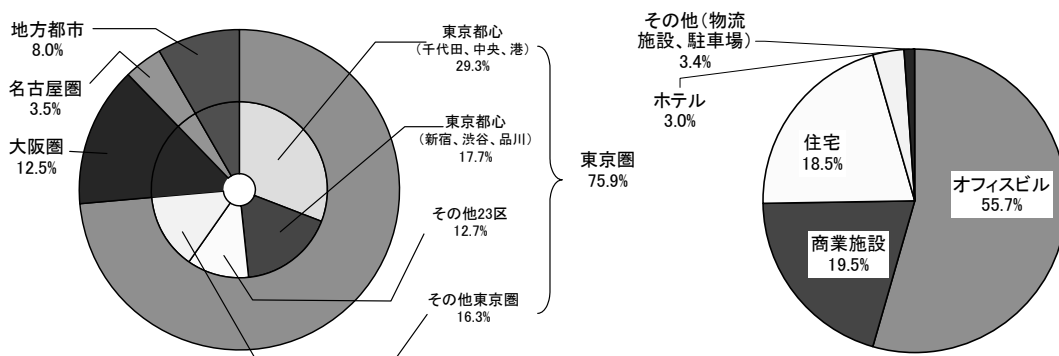
■ 図表 20 : J-REITによる資産入替の事例



21. 不動産投資の動向② — J-REITによる投資の傾向

2010年 10月4日

■ 図表 21 : 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
 … 不動産市況に「東京の一人勝ち」傾向が強まる中で、投資対象の東京都心部集中が、さらに強まる可能性
 ・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. 2010年1月22日時
 2. 構成比は、取得価格ベース
 出所: みずほ証券

22. 不動産投資の動向③— 外資による不動産投資

2010年 10月4日

■ 図表 22：外資による不動産投資の動き

出所：みずほ証券が作成

- ・エリオットマネジメント(米)
…ニューヨーク拠点のヘッジファンド。ケネディクスと提携し、パシフィックホールディングスの買収を計画していた模様。
- ・クッシュマン・アンド・ウェークフィールドグループ(米)
…パシフィックホールディングスから、私募不動産ファンドと運用会社を買収し、商業施設とオフィスビルを投資対象としたファンドを組成。
- ・アンジェロ・ゴードン(米)
…米オルタナティブ投資。今後1~2年で500億~1,000億円の投資を計画。
- ・アクサ・リアルエステート・インベストメント・マネジメント(仏)
…住友信託銀行と共同で、総額1,000億円規模のオフィスビルファンドを組成。利回り6~7%を投資基準とし、中長期的な安定運用を図る。
- ・チャレンジャーグループ(豪)
…ケネディクスと共同で総額1,000億円規模の商業施設ファンド組成を計画。
- ・デカ・リアルエステート・レンディング(独)
…2008年春に日本に子会社を設立。オフィスビルの他、商業、物流、ホテルなどの「オペレーショナル・アセット」への融資を拡大。
1案件当たり限度額60億~70億円規模で、LTVは最大70%。オフィスビル、ホテルは都心立地のみ。商業、物流は、東京周辺部まで対象エリアを拡大。
- ・ハイトマン・インターナショナル(米)
…米国REITや私募不動産ファンド向けにシニアローンを提供するファンドの組成を計画。融資報酬に加え、メゼニンローンの提供を組み合わせてIRR12~15%を目指す。日本への投資も検討。
- ・スプリング・インベストメント
…アストロ・ジャパン・プロパティ・トラスト(AJA)が日本で投資している不動産の運用会社。2010年4月に、ジョイント・リート投資法人(JOR、8973)のスポンサーの1社となる予定。AJA(旧パブコック・アンド・ブラウン・ジャパン・プロパティ・トラスト)は、日本の不動産に特化して投資するREIT(豪州LPT)で、2010年1月時点で、東京圏を中心に1,195億円(鑑定ベース)の不動産を保有。

23. 不動産投資の動向④— 大規模ビルの取引状況

2010年 10月4日

■ 図表 23：不動産売上の事例



・AIG大手町ビル (2009年5月)

売り主: AIG
 買い主: 日本生命保険
 価格: 約12億ドル
 (約1,155億円)
 (注)米国AIGのプレスリリースによる
施設概要
 土地面積: 3,983.84㎡、
 延床面積: 37,560.00㎡
 地上15階/地下4階
 竣工: 1974年(築35年)
賃貸状況
 賃料(坪当たり): 43,000円
 共益費(坪当たり): 7,000円
 *2008年2月時の募集条件
 主要テナント: AIU保険、
 アリコジャパン、ボーイング

・KDX豊洲グランスクエア(2009年6月)



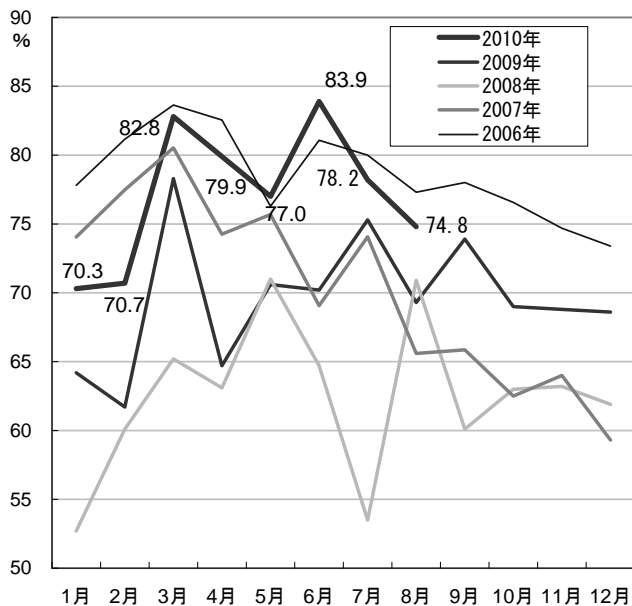
売り主: 合同会社KRF25(ケネディクスのSPC)
 買い主: カーライル・グループ(持分51%) / 韓国の国民年金基金(同49%)
 価格: 4,600億ウォン(350億円弱) (注)専門誌の報道による
施設概要 土地面積: 20,448.87㎡ / 延床面積: 63,892.86㎡
 賃貸可能: 48,885㎡ / ワンフロア当り賃貸面積: 約5,100㎡(1,550坪)
 *無柱空間のオフィスビルとしては国内最大級
 地上10階 / 竣工: 2008年5月
 賃料(坪当たり): 20,000円(共益費込み) *2008年6月時の募集条件
 主要テナント: 第一貨物、昭和リース(新生銀行グループ)、NTTデータ、
 リコーリース、日商エレクトロニクス、MUS情報システム(三菱UFJ証券系)

・不動産取引が低迷する中で、複数の大規模ビルについて、
 海外資本が関与(売り手/買い手の双方)した取引事例が表面化

出所: 公表資料により、みずほ証券が作成

24. 住宅市場の動向 ① - 分譲マンションの販売状況

2010年 10月4日



■ 図表 24: 東京圏・分譲マンションの初月契約率の推移

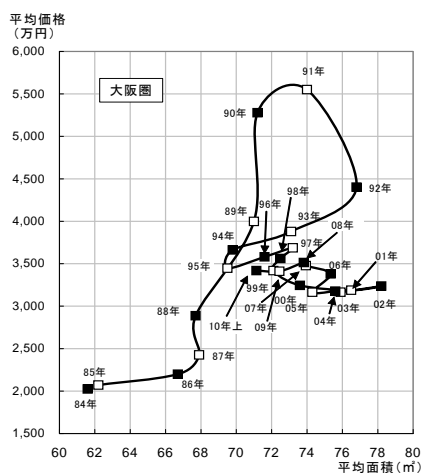
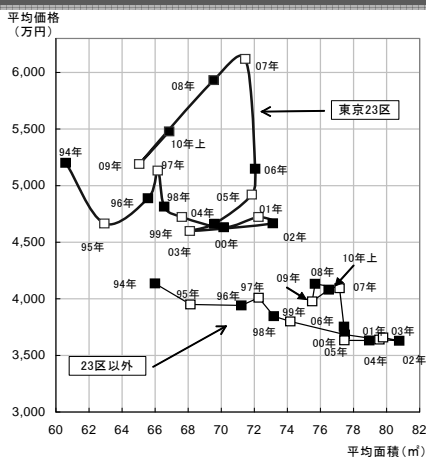
- ・ 2009年(暦年)の東京圏のマンション供給戸数は、1,866件36,376戸(前年比▲16.8%)
 … 17年振りの4万戸割れ
- ・ 2010年上半期(1月～6月)のマンション供給戸数は前年同期比27.0%増
 … 上半期としては6年振りに増加
 同期の初月契約率は78.9%(前年同期比+10.3%ポイント)
 … 上半期としては3年振りの70%超
- ① 城東部を中心に値下げ・低価格物件が増加 … 亀戸・亀有・金町(3K)エリアなど
- ② 都心・都心周辺部の一部にも、値頃感 … 台東区・文京区など
- ③ ブランド力のある事業者については高額物件の販売も好調 … 東急線沿線(二子玉川園等)など

出所: 不動産経済研究所の資料により、みずほ証券が作成

25. 住宅市場の動向 ② - 住宅価格等の推移

2010年 10月4日

■ 図表 25: 新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移

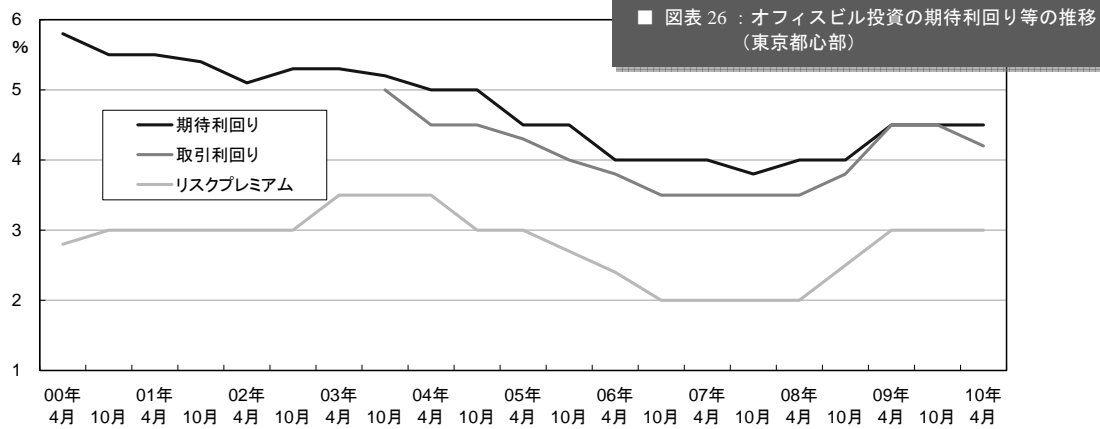


- ・ 東京23区の平均価格(1戸当たり)は、2007年～2009年(暦年)に▲15%低下
 → 購入希望者の値頃感が高まる
- ・ 平均面積が縮小したため、㎡当たり単価は▲7%の低下にとどまる
- ・ 一次取得者向けの低価格物件(東京圏4,000万円以下、大阪圏3,000万円以下)の供給戸数は減少
- ・ 2010年上半期(1月～6月)の、東京23区の平均価格は、2009年に比べて+5.5%と、早くも上昇傾向
 → 住宅取得意欲が短期間に縮小する可能性も考えられる

出所: (株)長谷工総合研究所「CRI」により、みずほ証券が作成

26. 不動産投資の環境① - 不動産投資利回りの推移(1)

2010年 10月4日



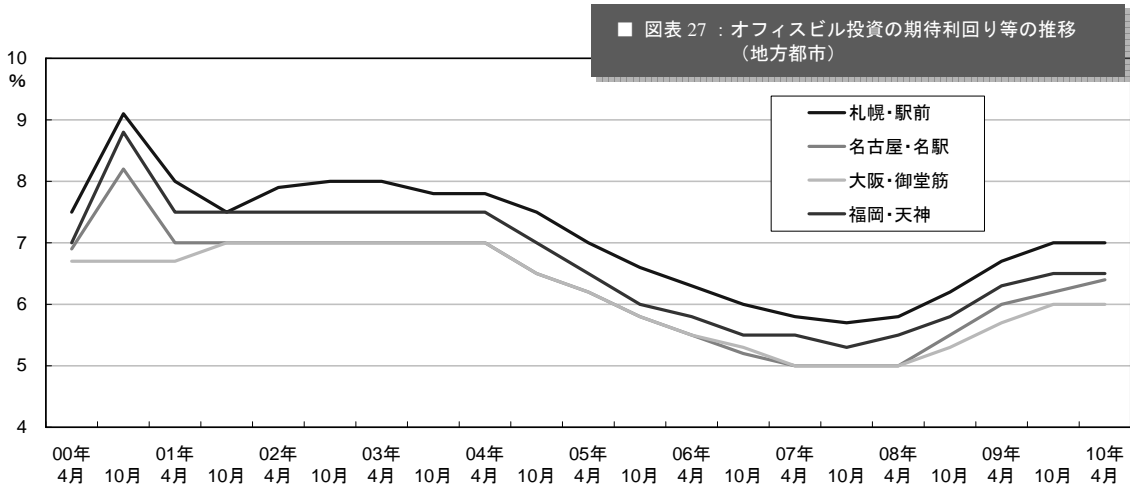
■ 図表 26 : オフィスビル投資の期待利回り等の推移 (東京都心部)

- ・2008年後半から、期待利回り・取引利回りが上昇
 - … 不動産評価額が急速に低下
- ・2009年4月以降、期待利回り・取引利回りは横ばい傾向
 - … 不動産評価額は依然として低下している例が多いが、低下要因は「キャップレートの上昇 → キャッシュフローの低下」へと変化

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

27. 不動産投資の環境② - 不動産投資利回りの推移(2)

2010年 10月4日



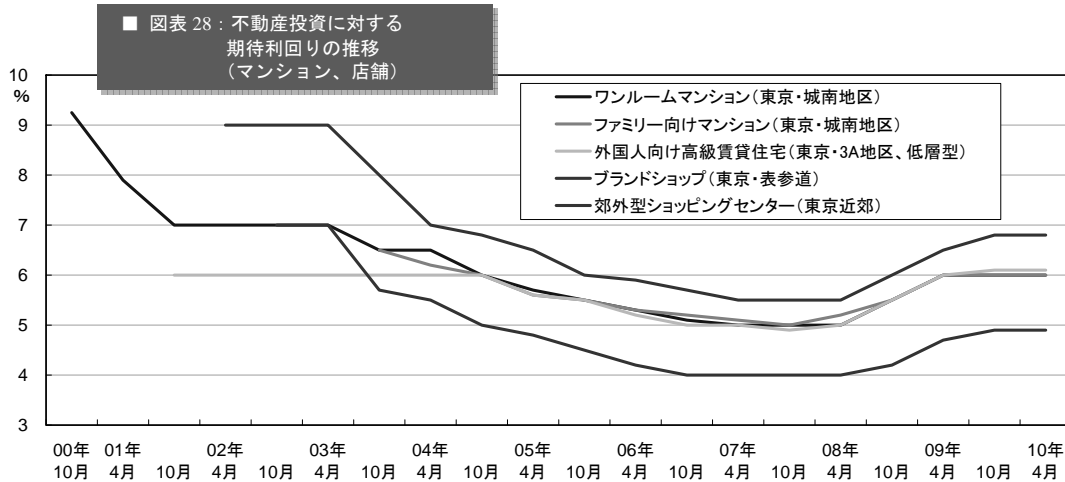
■ 図表 27 : オフィスビル投資の期待利回り等の推移 (地方都市)

- ・2008年後半から、地方都市においても、オフィスビル投資の期待利回りは上昇
 - ← オフィス空室率の上昇など不動産市況の悪化を反映
- ・2009年後半も、地方都市の期待利回りは、上昇が継続
 - … 東京都心部とは異なる動き

注: 主要都市の優良ビルに投資した場合の期待利回りをまとめたもの
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

28. 不動産投資の環境③ - 不動産投資利回りの推移(3)

2010年 10月4日

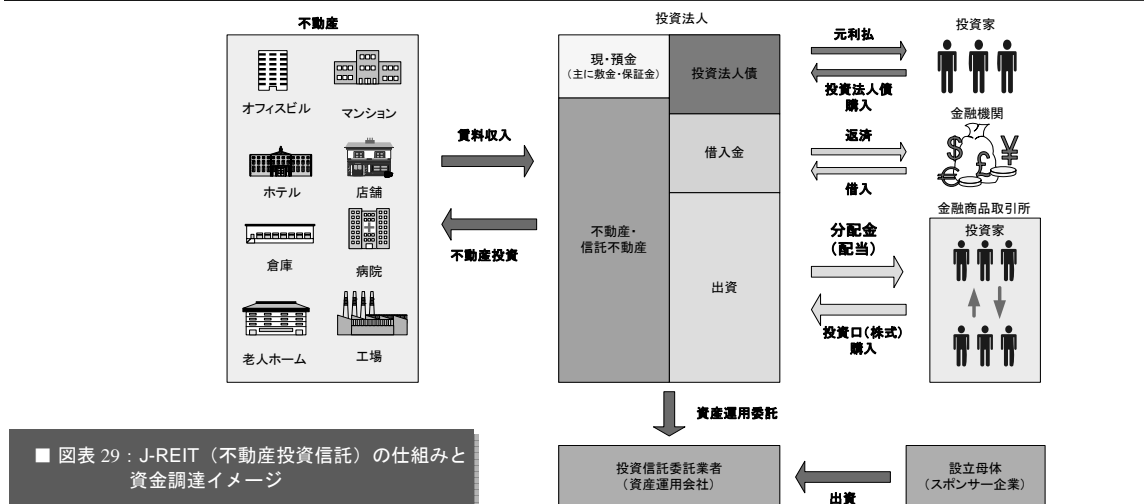


- ・住宅、商業施設に対する期待利回りは、同一エリアのオフィスビルよりも高い水準
 …… 投資環境(市場規模、運用対象の多様性、価格算定方法など)が未整備であることを反映
- ・2008年以降の住宅の期待利回りの上昇は、2007年頃の過大評価の修正が影響している可能性も
- ・2008年以降の商業施設の期待利回りの上昇は、テナントの退去リスクの高まりを反映している可能性も

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

29. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み

2010年 10月4日



■ 図表 29：J-REIT（不動産投資信託）の仕組みと資金調達イメージ

- ・J-REIT(日本版不動産投資信託)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

出所：みずほ証券が作成

30. J-REIT市場の動向② - 投資法人の現状

2010年 10月4日

<特化型>

- **オフィスビル専門**
 - 日本ビルファンド投資法人 (NBF, 8951)
 - ジャパニリアルエステイト投資法人 (JRE, 8952)
 - グローバル・ワン不動産投資法人 (GOR, 8958)
 - 野村不動産オフィスファンド投資法人 (NOF, 8959)
 - 大和証券オフィス投資法人 (DOI, 8976) (DAオフィス投資法人から商号変更)
 - ジャパン・オフィス投資法人 (JOI, 8983)
- **商業施設専門**
 - フロンティア不動産投資法人 (FRI, 8964)
- **住宅専門**
 - 日本アコモデーションファンド投資法人 (NAF, 3226)
 - 野村不動産レジデンシャル投資法人 (NRF, 3240)
 - 日本レジデンシャル投資法人 (NRJ) (ADRと合併)
 - ニューシティレジデンス投資法人 (NCR) (合併により消滅)
 - プロスペクトリート投資法人 (PRI) (合併により消滅)
 - アドバンスレジデンス投資法人 (ADR, 3269) (NRJと合併)
 - 日本賃貸住宅投資法人 (JRH, 8986) (PRIと合併)
 - スタートプロシード投資法人 (SPI, 8979) (2010年7月27日から、JASDAQと東証に重複上場、2010年10月1日付で、JASDAQの上場廃止)
- **物流施設専門(工場、インフラ施設を含む)**
 - 日本ロジスティクスファンド投資法人 (JLF, 8967)
 - 産業ファンド投資法人 (IF, 3249)
- **ホテル専門**
 - ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人 (JHR, 8981)
 - 日本ホテルファンド投資法人 (NHR, 8985)

<複合型> (2種類の不動産で運用するタイプ)

- **オフィスビル + 商業施設**
 - 日本プライムリアルティ投資法人 (JPR, 8955)
 - 東急リアル・エステート投資法人 (TRI, 8957)
 - 阪急リート投資法人 (HRI, 8977)
 - 日本コマースリアル投資法人 (3228) (UURと合併・消滅予定)
- **オフィスビル + 住宅**
 - プレミア投資法人 (PIC, 8956)
- **住宅 + 小規模ホテル**
 - ジャパン・シングルレジデンス投資法人 (JSR, 8970) (CICと合併・消滅の予定)
 - FCレジデンシャル投資法人 (FCR, 8975)
- **住宅 + 商業施設**
 - ビ・ライフ投資法人 (BLI, 8984) (NCRと合併)

<総合型> (不動産の用途を限定しないタイプ)

- **オフィスビル中心**
 - MIDリート投資法人 (MID, 3227)
 - 東北リート投資法人 (NEHR, 3234)
 - オリックス不動産投資法人 (OJR, 8954)
 - 森トラスト総合リート投資法人 (MTR, 8961)
 - ケネヂクス不動産投資法人 (KRI, 8972)
 - ラサール・ジャパン投資法人 (LJR) (合併により消滅)
 - トップリート投資法人 (TOP, 8982)
 - ジャパンエッセレント投資法人 (JEI, 8987)
- **商業施設中心**
 - 日本リートファンド投資法人 (JRF, 8963) (LJRと合併)
 - ユナイテッド・アーバン投資法人 (UUR, 8960) (NOIと合併予定)
 - 福岡リート投資法人 (FRD, 8968)
- **住宅中心**
 - インヴァインブル投資法人 (INV, 8963)
 - (LGPと合併、東急グロースリート投資法人から商号変更)
 - クレッシェンド投資法人 (CIC, 8966) (JSRと合併予定) (平和不動産リートに商号変更予定)
 - 積水ハウス・SI投資法人 (SSI, 8973) (ジョイント・リート投資法人から商号変更)
 - エルシービー投資法人 (ESB) (合併により消滅)

■ 図表 30 : 上場J-REITの概要

・2010年8月末時点で、7組・14投資法人の合併が進行

- ① 東京グロースリート+エルシービー → インヴァインブル (10年2月合併)
- ② アドバンス・レジデンス+日本レジデンシャル (10年3月合併)
- ③ 日本リートファンド+ラサール・ジャパン (10年3月合併)
- ④ ビ・ライフ+ニューシティレジデンス (10年4月合併)
- ⑤ 日本賃貸住宅+プロスペクトリート (10年7月合併)
- ⑥ クレッシェンド+ジャパン・シングルレジデンス → 平和不動産リート (10年10月合併予定)
- ⑦ ユナイテッド・アーバン+日本コマースリアル (10年12月合併予定)

・2010年12月1日時点での上場J-REITは、35銘柄の見込み

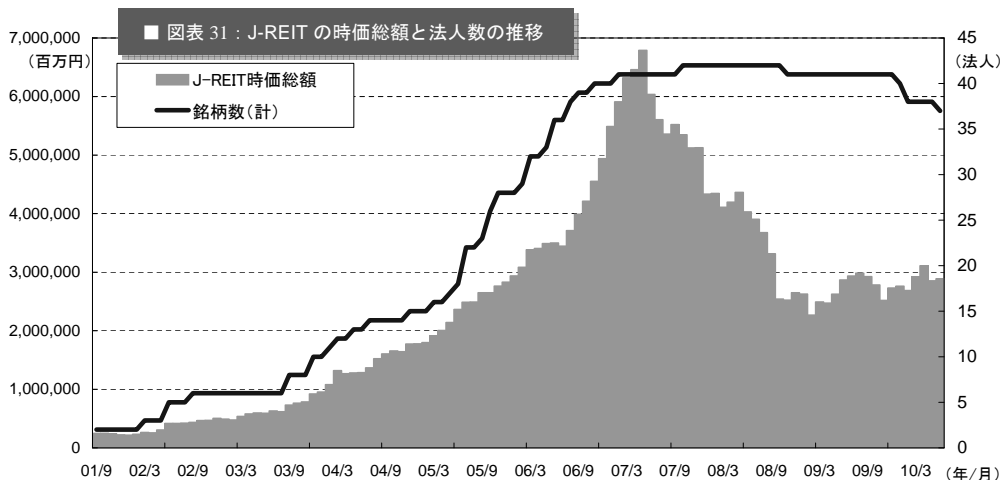
・スポンサー企業の交替が増加

- ・大和証券オフィス (旧・DAオフィス) のスポンサーが、ダヴィンチHD → 大和証券グループ本社 (8601) に交替 (2009年7月)
- ・クレッシェンド (平和不動産リートに商号変更予定) のスポンサーが、平和不動産 (8803) に交替
- ・積水ハウス・SI投資法人 (旧ジョイント・リート) のスポンサーが、ジョイント・コーポレーション → 積水ハウス、スプリング・インベストメントに交替 (2010年4月)
- ・プレミア投資法人のメイン・スポンサーとして、NTT都市開発 (8933) がJ-REIT市場に参入 (2010年5月)
- ・日本ホテルファンドは、外資系ファンドがスポンサーに (2010年7月)

注: 2010年9月28日現在
出所: みずほ証券

31. J-REIT市場の動向③ - 市場規模の変動状況

2010年 10月4日



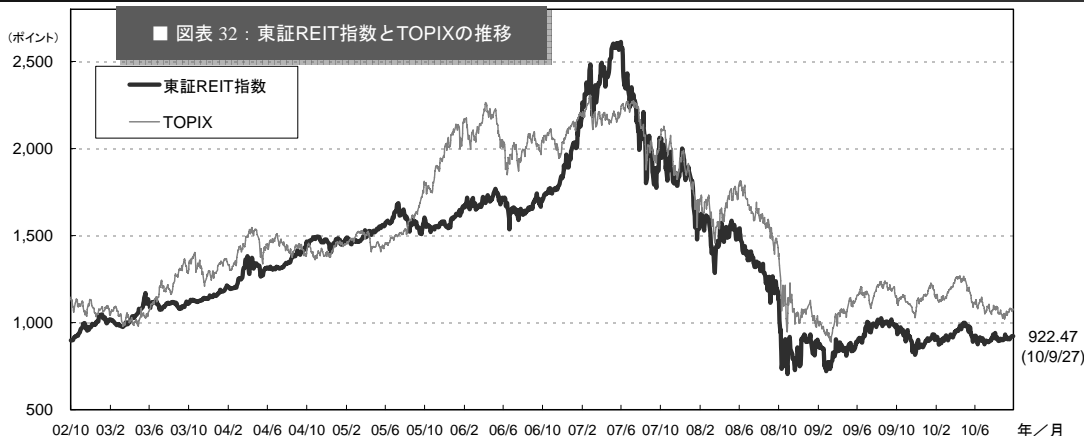
■ 図表 31 : J-REITの時価総額と法人数の推移

- **J-REITの時価総額は、2007年5月時に約6.8兆円に拡大**
 - …スタート時(2001年9月)約2,600億円の約26倍の規模、2003年後半以降、上場ラッシュが続く
- **2008年3月中旬に約3.6兆円、10月下旬に約2.1兆円の市場規模に縮小**
 - …ピーク時の約30%の市場規模、(2010年7月末時の市場規模は約2.9兆円)
- **市場規模縮小により、投資口(株式)の流動性が低下。投資家層の偏在なども問題**

出所: 不動産証券化協会などの資料により、みずほ証券が作成

32. J-REIT市場の動向④ - 株価(投資口価格)の推移(1)

2010年 10月4日



■ 図表 32 : 東証REIT指数とTOPIXの推移

・東証REIT指数は、2006年11月下旬以降、急テンポで上昇
 … 外国人投資家の資金が流入した他、国内金融機関、FOF等の需要を反映

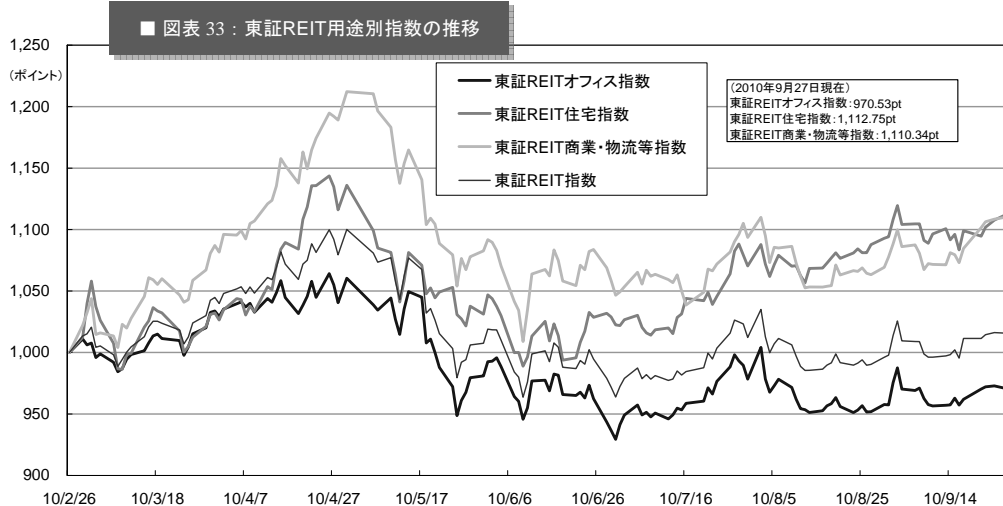
・2007年6月以降、大幅な下落が2年近くも継続
 ① 金利上昇の影響で、投資妙味が薄れたことなどが原因
 ② 07年7月下旬以降は、米国サブプライムローン問題が下落を加速
 ③ 08年1月以降は、国内金融機関等によるロスカットも影響

・2009年12月以降の東証REIT指数は、概ね上昇傾向
 ① J-REITの資金調達環境が改善
 ② 政策面における、J-REIT・不動産分野に対する支援策の増加
 ③ J-REIT市場の再編に対する期待の高まり

注: 1. 2002年10月1日～2010年9月27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

33. J-REIT市場の動向⑤ - 株価(投資口価格)の推移(2)

2010年 10月4日



■ 図表 33 : 東証REIT用途別指数の推移

・用途別指数では、オフィス系REITの不調が目立つ
 … オフィス空室率の上昇、オフィ賃料の低下により、特に大型ビルの運用が不調。中型ビルの運用は比較的堅調

・住宅REITの運用は、オフィスビルに比べて安定
 … 不動産市況が好調な時期には、賃料等が「なかなか上昇しない」との問題が顕在化する可能性もある

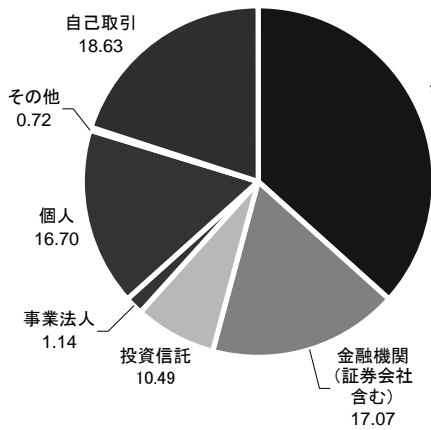
注: 1. 東証REIT用途別指数は、2010年2月26日を起算日として、2010年6月21日より東証が公表。
 2. 東証REIT指数は、2010年2月26日の終値(908.23pt)を1,000ptとして指数化したもの。
 出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

34. J-REIT市場の動向⑥ - 投資家別の取引動向

2010年10月4日

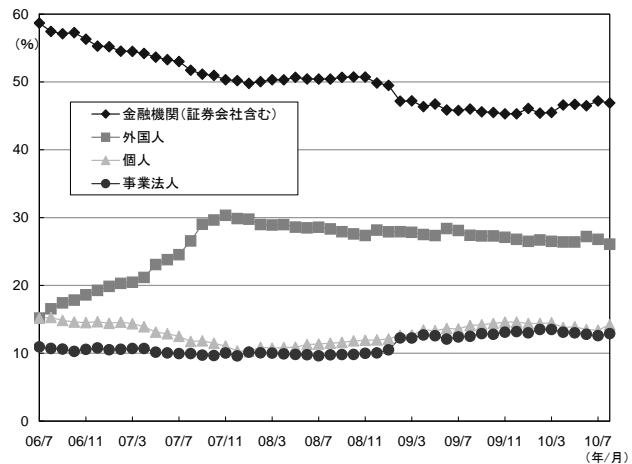
■ 図表 34 : J-REITの投資主体別売買動向 (フローとストック)

各投資主体の売買シェア(金額ベース)(単位:%)



注: 比率は2010年8月時。
出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

J-REIT全体の投資主体別の投資比率

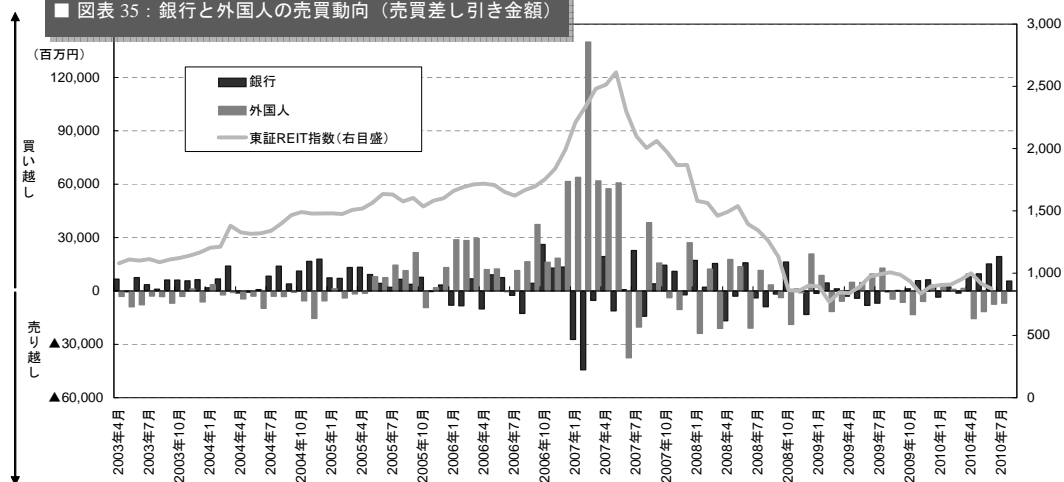


注: 年月は調査時。
出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

35. J-REIT市場の動向⑦ - 銀行と外国人の取引動向

2010年10月4日

■ 図表 35 : 銀行と外国人の売買動向 (売買差引き金額)

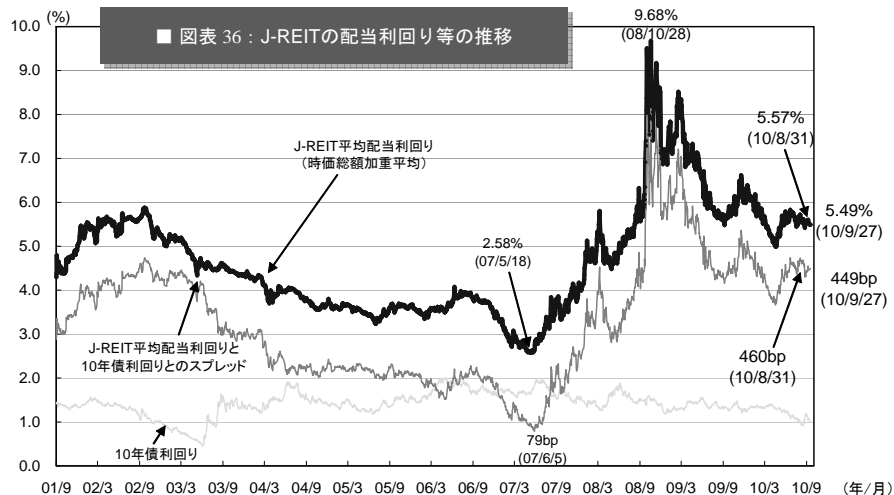


- ・2006年9月以降、外国人投資家によるJ-REIT投資が増加
← 日本の不動産に対する期待を反映
- ・外国人投資家は、2007年6月以降、売り越しに転じた
… 金利上昇の影響+不動産価格に対する値上がり期待の減退
- ・2008年後半以降は、外国人、国内金融機関は、売り越しと買い越しが交互に入れ替わる状況
… 国内金融機関がロスカットを進める一方で、割安感も出始めた模様

出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

36. J-REIT市場の動向⑧ - 配当利回りの推移

2010年 10月4日



・J-REITの平均配当利回りは「円の金融商品」としては高水準
 ・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拡大
 ・2010年6月時点のJ-REITの平均配当利回りは、約5.4%
 2008年10月のピーク時(約10%)に比べれば低下したものの、依然として高水準

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

37. J-REIT市場の動向⑨ - J-REITの信用度

2010年 10月4日

投資法人名	格付機関・格付状況				主なスポンサー企業
	R&I	MDYS	S&P	JCR	
ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE、8952)	AA	A1	AA-		三菱地所、第一生命、三井物産
日本ビルファンド投資法人(NBF、8951)	AA	A1	A+		三井不動産、住友生命
日本ロジスティクスファンド投資法人(JLF、8967)	AA	A1			三井物産、中央三井信託、ケネティクス
フロンティア不動産投資法人(FRI、8964)	AA-	A2	A+		三井不動産
日本アコモデーションファンド投資法人(NAF、3226)	AA-	A2	A+		三井不動産
日本リアルファンド投資法人(JRF、8953)	AA-	A2	A		三菱商事、UBS A.G.
日本プライムリアルティ投資法人(JPR、8955)	AA-	A2	A		東京建物、大成建設、安田不動産
東急リアル・エステイト投資法人(TRI、8957)	AA-	A2	A		東京急行電鉄、東急不動産
野村不動産オフィスファンド投資法人(NOF、8959)	AA-	A2	A		野村不動産HD
野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF、3240)			A	AA	野村不動産HD
森トラスト総合リート投資法人(MTR、8961)				AA	森トラスト、バルコ、損保ジャパン
トップリート投資法人(TOP、8982)	AA-	A3			住友信託、新日鉄都市開発、王子不動産
ジャパンエクセレント投資法人(JEI、8987)	AA-	A3			興和不動産、第一生命、積水ハウス
グローバル・ワン不動産投資法人(GOR、8958)		A3	AA-		明治安田生命、近鉄、キャップマーク
阪急リート投資法人(HRI、8977)	A+	A3			阪急電鉄
森ヒルズリート投資法人(MHR、3234)		Baa1		AA-	森ビル
プレミア投資法人(PIC、8956)	A+	Baa1			NTT都市開発、ケン・コーポレーション
ユナイテッド・アーバン投資法人(UUR、8960)	A+	Baa1			丸紅、クレディ・スイス・ブリンシバル
オリックス不動産投資法人(OJR、8954)	A+		A-		オリックス
福岡リート投資法人(FRC、8968)	A+		A-		福岡地所、九州電力
ケネティクス不動産投資法人(KRI、8972)				A	ケネティクスAM、伊藤忠商事
アドバンス・レジデンス投資法人(ADR、3269)	A	Baa3			伊藤忠商事、日本土地建物
DAオフィス投資法人(DAO、8976)	A				大和証券グループ本社
ピ・ライフ投資法人(BLI、8984)	A				大和ハウス工業、モリモト
MIDIリート投資法人(MID、3227)	A				MID都市開発(関西電力)
積水ハウス・SI投資法人(SSI、8973)	A				積水ハウス、スプリング・インベストメント
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人(JHR、8981)	A-				ゴールドマン・サックス・グループ
日本ホテルファンド投資法人(NHF、8985)	BBB+				カエテック・リバーソング・グループ、共立メンテナンス
クレッシェンド投資法人(CIC、8966)	BBB				平和不動産
日本賃貸住宅投資法人(JRH、8986)	BBB				オークツリー・グループ
日本コマースリアル投資法人(NCI、3229)	BB				パンフィックHD

■ 図表 37 : J-REITの格付状況

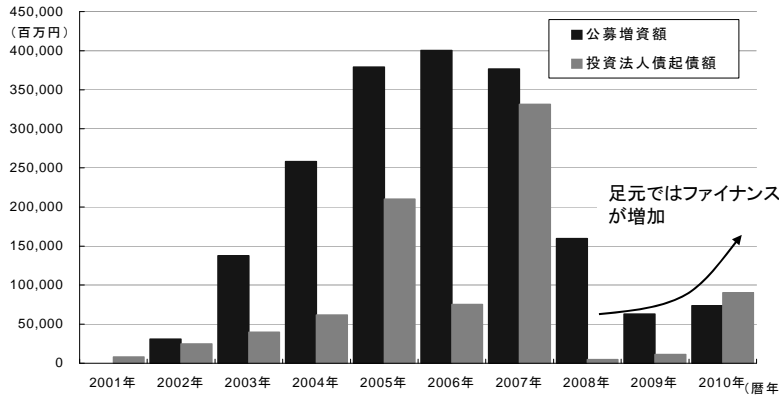
・信用度の高いJ-REIT(≒高格付けのJ-REIT)は、新規調達(銀行借り入れ等)についても、特に問題は見られない
 ・スポンサー企業の信用度が、J-REITの信用度に関する評価にもある程度影響している模様

注: 2010年9月28日現在。
 発行体格付または長期格付
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

38. J-REIT市場の動向 ⑩—J-REITの資金調達状況

2010年 10月4日

■ 図表 38 : J-REITのファイナンス状況



注: 1. 公募増資額には新規上場は含まない。
 2. 投資法人債の起債額は、私募債は含むが、短期投資法人債(CP)は含まない。
 3. 2010年は、7月までの調達額。
 出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

・2009年後半から、J-REITによる公募増資や、投資法人債の起債が増加
 背景: 投資家のJ-REITに対する信頼感が回復。J-REIT市場・投資法人債市場における売買が活発化
 資金調達の目的: ① 短期借入金の返済・長転などによる財務内容の改善
 ② 不動産の取得 ← いわゆる「CMBSの2010年問題」や、私募ファンドの破綻などにより、優良不動産の売却が進むとの期待
 ・資金調達できるJ-REITは、スポンサー企業の信用力の高い銘柄に限られる
 … 不動産取得についても、スポンサー企業のパイプラインを活用する事例が多い

39. J-REIT市場の動向 ⑪—J-REITの公募増資

2010年 10月4日

■ 図表 39 : J-REITの公募増資 (2009年11月以降)

払込期日 (公募増資)	投資法人名	新投資口数 (第三者割当 を含む)	発行価格 (円) ①	調達額 (第三者割当を 含む、百万円)	1口当たり 純資産額(円) ②	(増資決定時 の直近決算)	乖離率 (%) ①÷②
2009年11月4日	日本アコモデーションファン	42,000	487,910	20,124	550,978	(09年8月期)	▲11.4
2009年11月16日	ケネディクス不動産	33,550	252,200	8,156	635,335	(09年10月期)	▲60.3
2009年12月8日	ジャパンリアルエステイト	42,000	597,520	26,752	690,984	(09年9月期)	▲13.5
2009年12月7日	野村不動産レジデンシャル	27,400	289,545	8,030	596,306	(09年11月期)	▲51.4
2010年2月8日	日本プライムリアルティ	82,000	168,101	14,614	257,693	(09年12月期)	▲34.8
2010年2月23日	日本ロジスティクスファンド	8,500	624,680	5,425	686,609	(09年7月期)	▲9.0
2010年3月23日	森ヒルズリート	67,000	210,005	14,640	561,451	(09年7月期)	▲62.6
2010年5月31日	森トラスト総合リート	60,000	670,800	39,010	556,270	(10年3月期)	20.6
2010年6月30日	アドバンス・レジデンス	240,000	113,684	28,299	124,169	(10年3月期)	▲8.4
2010年7月1日	フロンティア不動産	32,000	592,312	19,478	577,361	(09年12月期)	2.6
2010年8月30日	日本ロジスティクスファンド	16,700	627,590	10,113	687,892	(10年1月期)	▲8.8

注: 1. 本表には、2010年9月28日時点で公表されている事例を記載した。
 2. 新投資口数と調達額には、第三者割当分を含む。ただし、ケネディクス不動産と森トラスト総合リートは、第三者割当が実施されていない。
 出所: みずほ証券

・J-REITの公募増資は、2009年11月に1年4ヵ月ぶりに再開(払込日ベース)
 ・ディスカウント増資となった事例が多いが、多くの投資家は、J-REITの積極的な外部成長戦略を評価

40. J-REIT市場の動向⑫—投資法人債の起債状況

2010年 10月4日

■ 図表 40：投資法人債の起債一覧(2010年1月以降)

ローン起日	証券コード	発行会社名	発行形態	回数	発行時の格付け R&I JCR S&P MDYS	発行額 (億円)	年限 (年)	クーポンレート (%)	スワップスプレッド (bp)	払込日	償還日
2010/1/22	8951	日本ビルファンド	公募	11	AA A+	100	5	1.23	46	2010/1/28	2015/1/28
2010/2/18	8954	オリックス不動産	公募	1	A+ A-	120	3	2.08	150	2010/2/25	2013/2/25
2010/3/5	8987	ジャパンエクセレント	公募	1	AA-	120	4	1.52	88	2010/3/11	2014/3/11
2010/3/5	8955	日本プライムリアルティ	公募	11	AA- A	60	5	1.68	93	2010/3/12	2015/3/12
2010/4/16	8952	ジャパンリアルエステイト	公募	7	AA AA-	100	5	1.26	48	2010/4/23	2015/4/23
2010/5/14	8955	日本プライムリアルティ	公募	12	AA- A	70	5	1.27	51	2010/5/21	2015/5/21
2010/5/20	3234	森ヒルズリート	公募	3	AA- Baa1	50	3	1.38	80	2010/5/27	2013/5/27
2010/5/20	3234	森ヒルズリート	公募	4	AA- Baa1	50	5	1.95	120	2010/5/27	2015/5/27
2010/5/28	8982	トップリート	公募	1	AA- A3	85	5	1.00	25	2010/6/4	2015/6/4
2010/6/11	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	3	A+	100	3	1.55	98	2010/6/17	2013/6/17
2010/6/17	8976	DAオフィス	公募	2	A	50	3	1.87	130	2010/6/24	2013/6/24
2010/6/22	8987	ジャパンエクセレント	公募	2	AA-	50	5	1.29	58	2010/6/28	2015/6/28
2010/7/14	8952	ジャパンリアルエステイト	公募	8	AA AA-	100	5	1.05	38	2010/7/23	2015/7/23
2010/7/23	3226	日本アコモデーションファンド	公募	2	AA- A+	70	6	1.20	48	2010/7/30	2016/7/29
2010/8/6	8954	オリックス不動産	公募	2	A+ A-	50	4	1.44	88	2010/8/12	2014/8/12
2010/8/11	8956	プレミア	公募	3	A+	70	3	0.97	45	2010/8/18	2013/8/18
2010/9/17	8958	グローバル・ワン不動産	公募	3	AA- A3	100	3	1.07	59	2010/9/29	2013/9/27
2010/9/17	8958	グローバル・ワン不動産	公募	4	AA- A3	50	7	1.59	79	2010/9/29	2017/9/29

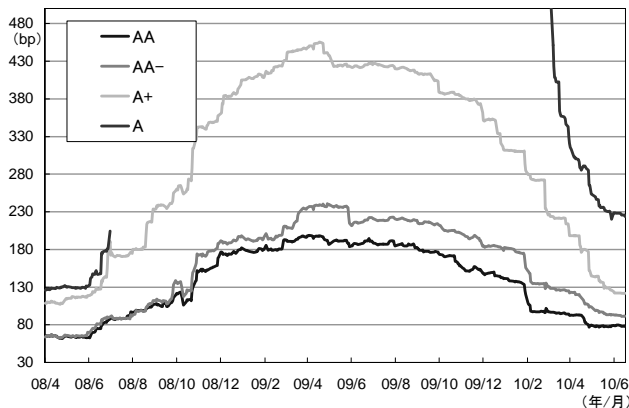
出所：各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

- ・ 2010年に入ってから、投資法人債の起債が相次ぐ
- ・ 起債に際しては、投資家ニーズの把握が重要課題に… 一部の起債事例に、スプレッドがタイトニングした事例が見られる

41. J-REIT市場の動向⑬—投資法人債の優位性

2010年 10月4日

■ 図表 41：投資法人債のクレジット・スプレッド (2008年4月～2010年6月)



注：格付はR&I。
出所：日本証券業協会の資料
により、みずほ証券が作成

- ・ **ニューシティ・レジデンスの経営破綻で大幅にワイドニング**
2008年9月にリーマン・ショック、10月にニューシティ・レジデンス(NCR)が経営破綻し、投資法人債市場も大きく調整、クレジット・スプレッドは大幅にワイドニング
- ・ **2009年11月頃から、投資法人債の取引が活発化**
 - ① 多くのJ-REITは、「本業」とも言える不動産賃貸事業は好調を維持… 利払い等に関する懸念は小さい
 - ② J-REITの資金調達環境が改善
(金融機関の与信基準の緩和、「不動産市場安定化ファンド」の創設など)
→ 投資法人債の償還に対する懸念が低下
 - ③ 投資法人債のスプレッドが拡大
→ 2009年末時点でダブルA格(R&I)の投資法人債の、国債利回りに対するスプレッドは約1.5%で、同格付けの社債(平均約0.2%)を大幅に上回る
 - ④ 投資法人債の流通量が増加
→ 金融機関などが「損切り」のために、投資法人債を売却
一方、利回り面に着目した投資家が、投資法人債を取得

42. J-REIT市場の動向⑭ - J-REIT市場の活性化支援策

2010年 10月4日

■ 図表 42: 住宅・不動産業、J-REIT向け支援策の概要

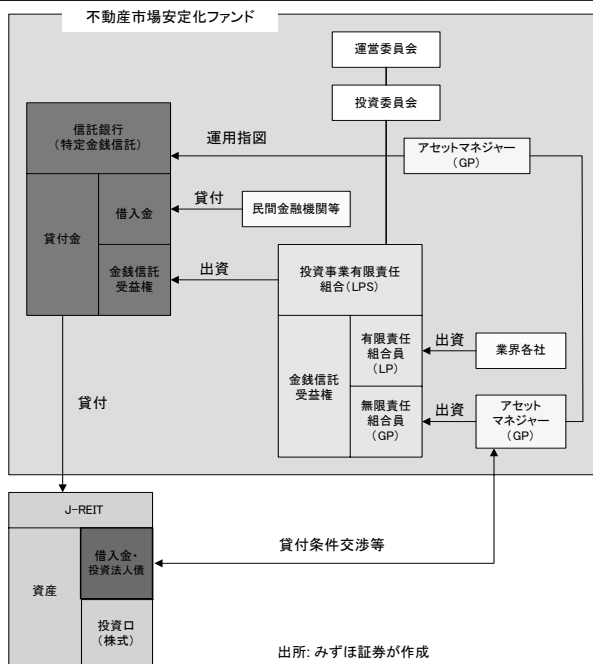
出所: みずほ証券が作成

1. 住宅・不動産市場の活性化のための緊急対策 (2008年12月15日、国土交通省)
 - ① 日本政策金融公庫「危機対応円滑化業務」による融資 … 運転資金の支援
 - ② 独立行政法人住宅金融支援機構「まちづくり融資」による融資 … 短期事業資金の支援
 - * 2009年6月5日現在で問い合わせ5,539件に対し、融資決定は83件・約515億円
 - ③ 財団法人民間都市開発推進機構による融資 … 開発事業の支援
2. 2009年度税制改正
 - ① 過去最大規模の住宅ローン減税 … 最高600万円の税額控除
 - ② 長期優良住宅の新築等に対する所得税額の特別控除制度 … 投資減税
 - ③ 土地長期譲渡所得の1,000万円控除制度の創設 / ④ 不動産取得税、登録免許税の軽減措置の延長
 - ⑤ その他 … J-REITの課税特例の見直し (負の「のれん」の配当可能利益額から控除など)
3. 投資法人債の適格担保化 (2009年1月22日、日本銀行)

(a) 「AA格相当以上」の格付けを取得していること、(b) 公募投資法人債であること、などが要件
4. 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の一部改正
 - ① J-REITの合併・M&Aなどを想定した制度整備 … 「合併交付金」などによる端株の処理
 - ② フォワード・コミットメント (不動産取得の予約) に関するルール整備
5. 経済危機対策 (2009年4月10日、政府・与党)
 - ① 銀行等保有株式取得機構によるJ-REIT等の買い取り
 - * 2009年6月26日に「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律の一部を改正する法律案」が成立。7月17日より買取実施
 - 買取対象は、「BBB-」以上のREIT。「BB+」以下 (6月末時点で5銘柄) は対象外
 - ② 住宅ローン制度の支援 … 住宅融資保険制度の拡充、「フラット35」の融資率引き上げなど
 - ③ 都市開発事業等の支援 … 都市再生機構や民間都市開発推進機構の活用など
 - * 2009年6月10日までに民都機構への問い合わせ96件。09年度末までに「梅田北ヤード」などに対する融資実施を想定
 - ④ 不動産事業者による資金調達の支援 … 日本政策投資銀行・住宅金融支援機構による融資の充実など
 - * 2009年6月26日に日本政策投資銀行法の改正案が成立。同行に対する政府の追加出資を2012年3月末まで可能とした
 - ⑤ J-REITへの資金供給の充実 … 官民ファンドの創設など
 - * 2009年9月5日に「不動産市場安定化ファンド」を創設

43. J-REIT市場の動向⑮ - 官民ファンドの設立

2010年 10月4日



出所: みずほ証券が作成

■ 図表 43: 不動産市場安定化ファンドの概要

- ・「不動産市場安定化ファンド」を2009年9月5日に設立
- ① ファンド規模: 総額約4,500億円
 - ← 2012年3月までの投資法人債の償還総額約3,000億円に対応
 - ← キャピタルコール方式 (a)2009年末までの4ヵ月間は500億円程度、(b)2009年度末までの7ヵ月間は1,000億円程度
- ② 出資構成: (a) 不動産・金融各社によるエクイティが約6.7% (b) 日本政策投資銀行(DBJ)からのメザニンローンが13.3% (c) 金融機関からのシニアローンが約80%
- ③ 融資対象: (a) 投資法人債の償還資金、(b) J-REITが資金不足に陥った場合の、民間金融機関からの借入金のリファイナンス資金、(c) J-REITの合併・M&Aなど再編に必要な資金、
- ④ 貸付のベースレートは当初1年間で「TIBOR+150~550bp程度」1年経過後は3ヵ月ごとに一定水準を上乗せ LTVや資産規模等により、機械的にスプレッドを決定する「スプレッド・マトリクス」を作成 … J-REITの信用度によっては、通常融資より割高の場合も
- ⑤ 貸付可能額は投資法人の担保物権鑑定評価の65%が原則
- ・2010年3月にプロスペクト・リポート(PRI)、4月に日本コマーシャル(NCI)の2法人が投資法人債の償還などで活用

44. J-REIT市場の動向①6 - J-REIT市場の再編

2010年 10月4日

■ 図表 44 : J-REIT 市場再編の動き

① J-REIT 同士の合併事例

合併成立日 (一部予定)	存続法人 (吸収合併の場合)	消滅法人 (吸収合併の場合)	合併比率 (投資口分割前、 存続法人:消滅法人)	負ののれん (百万円、 一部概算)
2010年2月10日	東京グロースリート → インヴィンシブル(商号変更、INV、8963)	エルシービー	1:0.8	11,800
2010年3月1日	アドバンス・レジデンス(ADR、3269) (新設合併)	アドバンス・レジデンス(旧ADR) 日本レジデンシャル(NRI)	旧ADR:NRI= 3:2	43,943
2010年3月1日	日本リートファンド(JRF、8953)	ラザール ジャパン	1:0.295	7,194
2010年4月1日	ビ・ライフ(BLI、8984)	ニューシティ・レジデンス	1:0.23	19,011
2010年7月1日	日本賃貸住宅(JRH、8986)	プロスベクト・リート	1:0.75	12,343
2010年10月1日	クレッシェンド(CIC、8966) → 平和不動産リート(商号変更予定)	ジャパン・シングルレジデンス(8970)	1:0.75	11,400
2010年12月1日	ユナイテッド・アーバン(UUR、8960)	日本コマース(3229)	6:1	16,000

② スポンサーの交替事例

交替時期 (資産運用会社の 株式譲渡時期)	投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2009年7月	大和証券オフィス(DOI、8976) * 旧DAOオフィス	ダヴィンチHD(4314)	→ 大和証券グループ本社(8601)
2010年4月	積水ハウス・SI(SI、8973) * 旧ジョイント・リート	ジョイント・コーポレーション	→ 積水ハウス(1928) スプリング・インベストメント * 豪州REIT(LPT)が日本国内で投資した 不動産の運用会社
2010年5月	プレミア(PIC、8956)	ケン・コーポレーション 他	→ NTT都市開発(8933) * ケン・コーポレーションは第2位のスポンサーに
2010年7月	日本ホテルファンド (NHF、8985)	クリエイティブ・リノベーション・ グループ・ジャパン * カナダのホテルコンサルティング	→ Rockrise Sdn Bhd (ロックライズ社、マレーシア法人) * ケイマン籍の不動産ファンド(RECAP II)の子会社

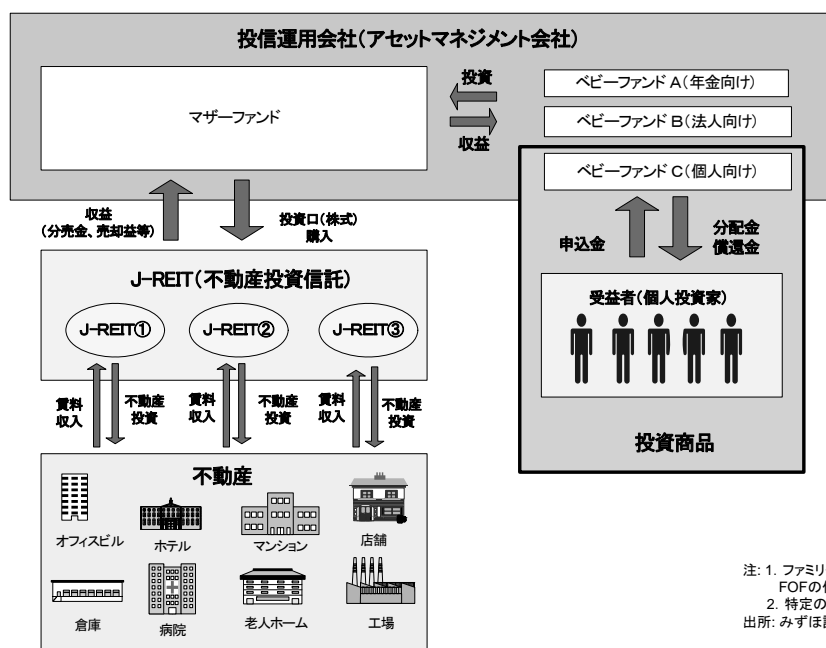
・2010年に、J-REIT同士の合併が初めて成立。同年中に7組・14法人が合併予定
→ 資産規模の大きなJ-REITが増加
・合併J-REITは、「負ののれん」の利益を活用して、財務内容の改善を推進
・ADRは、分配金に上乘せする形で、「負ののれん」の利益を投資家に還元
・BLIとCICは、資産入替で売却損が発生した場合や、賃貸収益が予想を下回った場合に、「負ののれん」を活用して、未達部分を補完する方針

・スポンサーの交替により、スポンサーの信用力に関する問題は大幅に軽減
… 有力デベロッパー等が、J-REIT市場に新規参入(あるいは本格参入)

注: 2010年9月28日時点
出所: みずほ証券

45. J-REIT市場の発展① - FOFによる運用(1)

2010年 10月4日



■ 図表 45 : 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

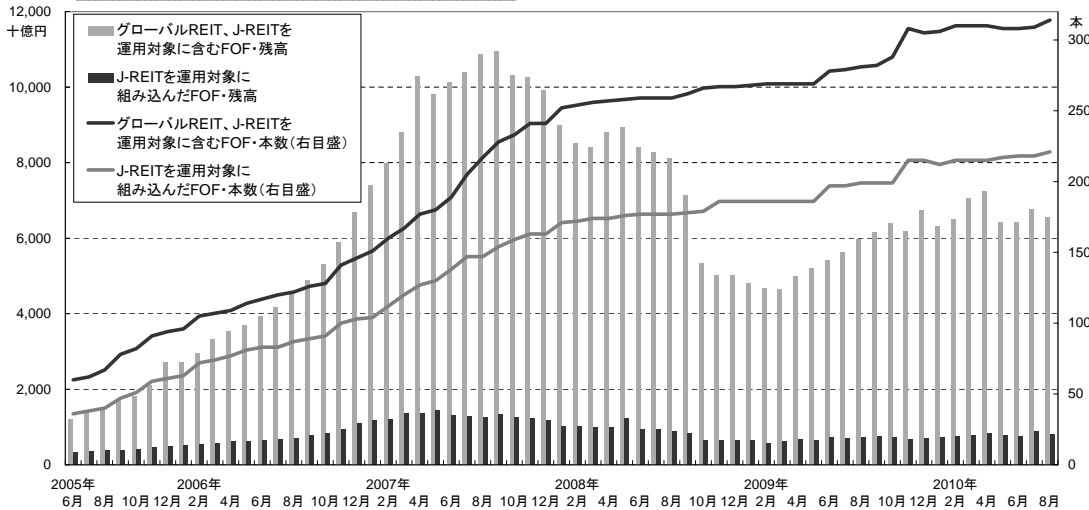
← J-REITの安定性に着目

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

46. J-REIT市場の発展 ② - FOFによる運用(2)

2010年 10月4日

■ 図表 46 : REITを運用対象とするFOFの状況



・2010年7月末時で、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30%程度を占める
 … J-REITの不足などにより、グローバルREITでの運用が増加

注: ETFを含む
 出所: みずほ証券が作成

【アナリスト確認事項】

本資料に記載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がすべて入手可能な情報に基づき作成されたものです。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者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者に対して金融・顧問サービスを提供する場合もあります。

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、お取り扱いください。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いたします。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・スイス: 本資料の英国における配布については、Mizuho International plc(所在地:Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JA UK、電話44-20-7236-1090、FAX:44-20-7236-0484)が行い認可を受けています。Mizuho International plcは、英国金融サービス庁(Financial Services Authority)の規制のもとにあり、ロンドン証券取引所の会員会社です。本資料は個人投資家向けではありません。本資料は欧州経済地域に加盟している他の国に配布できます。本資料のスイスにおける配布はスイス金融市場監査局(Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA)の規制のもとにあるMizuho International plcのチューリッヒ支店(所在地:Lowenstrasse 30, CH-8001 Zurich)が行います。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(所在地:1251 Avenue of the Americas, 33rd Floor, New York, NY 10020 USA、電話:1-212-209-9300)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はありません。

日本: 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社(所在地: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(所在地:12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, 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となります。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1.20750%(税込) (2,625円[税込])に満たない場合は2,625円[税込]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。

I. はじめに

一般的に、不動産に関するデータのうち、住宅関連のものは景気に対する「先行指標」、オフィスビル関連は「遅行指標」と言われている。住宅は、主なユーザーが個人であるため、減税や金利の低下などの効果が直接的に需要動向に影響する。また、住宅は関連産業が多いため、住宅市場の動向は半年～1年程度のタイムラグを経て様々な分野に波及する。住宅の直接投資額は年間20兆円程度であるが、関連産業を含めた市場規模は40兆円以上に及ぶ。

国土交通省の資料によれば、2007年度の住宅投資額(新築、増改築)は約17.1兆円だったが、居住関連支出を含めた市場規模は約44.9兆円にのぼった(国土交通省住宅局住宅政策課「住宅経済データ集」2009年度版)。居住関連支出の内訳は、「設備修繕・維持」(設備器具、畳替えなど)が約4.6兆円、「家庭用耐久財(電気冷蔵庫など)・室内装備・装飾品・寝具類」が約2.9兆円、「家賃地代・水道光熱」が約20.2兆円となっている。このように波及効果が大きいため、住宅分野は景気対策の対象となることが多い。

一方、オフィスビル関連の投資は、全体的な景気動向だけではなく、当該の企業の業績が回復しないうちは、なかなか増加しない傾向がある。オフィスビル関連の投資には、既存テナントが賃貸床を借増しすることも含まれるが、投資金額が大きい割には投資効果の算定が難しいなどの問題点がある。このため、オフィスビル関連の投資は、企業が実施する設備投資の中でも、優先順位が劣後することが多い。

東京圏のマンション市場は、2010年3月に売行きを示す初月契約率が80%を上回り、供給戸数も前年同月を大幅に上回るなど、回復傾向が顕著になっている。これに対して東京23区のオフィスビル市場は、空室率が過去10年間の最高水準に達し、賃料も低下が続くなど、市況回復の動きはほとんど見られない。この点で、現在の不動産市場は「住宅は先行指標、オフィスビルは遅行指標」という特徴を具現化していると言える。

もっとも現状では、本当に住宅が景気の「先行指標」として機能するか疑問もある。東京圏でマンション販売が回復した要因には、分譲価格の低下によってもたらされた部分が大いと思われるが、東京23区の一部では、早くもマンション価格に上昇傾向が出始めている。また、消費税率の引上げが政策の焦点として浮上するなど、住宅販売の障害となる事項も増える可能性がある。所得水準や雇用環境が改善せず、居住者の住宅取得能力が伸び悩む中で、住宅分野に「景気の牽引役」を期待するには限界があると思われる。

不安定な要素や不透明な情報が錯綜する中で、不動産市場の現状を的確に把握するには、多様なデータから多面的に市場動向を検討することが有効と思われる。「Real Estate Market Report」が、その一助となれば幸いである。

本レポートは、次の各社の調査に基づくデータを、全て許諾を得て掲載している。

- ・不動産価格 財団法人日本不動産研究所
野村不動産アーバンネット株式会社
 - ・オフィスビル 財団法人土地総合研究所
社団法人東京ビルディング協会
シービー・リチャードエリス総合研究所株式会社
 - ・住宅 株式会社長谷工総合研究所
株式会社不動産経済研究所
アットホーム株式会社
有限会社エム・アール・シー
財団法人東日本不動産流通機構
- (以上、掲載順。資料が複数の項目にわたる場合は、最も中心的な項目を記載)

ご許諾をいただいた上記各社には、この場をもってお礼を申し上げたい。

■図表III.8: J-REITが保有するオフィスの賃料等(概算、参考値)

所在地	エリア	ビル名	所有者	延床面積 (㎡)	竣工 (年/月)	取得価格 (百万円) ①	期近決算					前回決算		
							営業収益 (百万円)	賃料等 (百万円) ②	NOI (百万円) ③	期末 賃貸面積 (㎡) ④	NOI 利回り (%) ③×2÷①	平均賃料 (円/坪) ②÷6ヵ月 ÷④×3.3	NOI 利回り (%)	平均賃料 (円/坪)
東京	大手町	大手町ファーストスクエア	GOR	141,228	92/02	23,495	722	722	525	8,166	4.47	48,719	4.96	48,494
	丸の内	三菱UFJ信託銀行本店ビル	JRE	16,235	03/02	44,700	981	981	756	11,922	3.38	45,339	3.36	45,478
	日本橋	日本橋室町センター	NBF	23,019	86/10	23,520	928	754	576	16,306	4.90	25,479	6.08	32,328
	京橋	兼松ビル	JPR	14,995	93/02	16,276	460	410	315	6,771	3.87	33,397	4.52	34,078
	八重洲	福岡ビル	JPR	11,628	90/05	2,920	126	126	98	1,937	6.73	35,928	6.91	36,685
	有楽町	有楽町電気ビル	JRE	70,288	75/09	7,200	287	287	191	4,095	5.31	38,617	5.86	41,577
	内幸町	NBF日比谷ビル	NBF	50,847	84/06	63,500	1,541	1,317	901	20,195	2.84	35,933	3.19	34,189
	新橋	新橋駅前MTRビル	MTR	7,820	99/04	18,000	459	459	426	8,055	5.43	31,398	6.11	34,955
	銀座	NBF東銀座スクエア	NBF	7,153	05/02	5,200	250	229	186	4,871	7.15	25,904	7.15	26,243
		銀座三和ビル	JRE	8,851	82/10	16,830	387	387	287	4,329	3.41	49,258	3.39	49,512
	赤坂	赤坂山王スクエア	NBF	7,427	89/09	6,250	232	216	136	4,091	4.35	29,092	5.31	27,590
		オリックス赤坂2丁目ビル	OJR	14,233	04/11	21,860	509	526	461	9,939	2.72	24,615	4.88	34,687
		赤坂ガーデンシティ	JEI	46,777	06/01	23,300	559	526	461	8,770	3.96	33,049	3.74	33,426
		アーク森ビル(固定型)	MHR	177,487	86/03	6,600	148	148	138	2,729	4.18	29,882	4.12	29,882
		アーク森ビル(ハスル型)	MHR	177,487	86/03	22,000	360	338	268	4,631	2.44	40,218	2.79	40,930
	六本木	六本木ヒルズゲートタワー	MHR	29,112	01/10	36,500	1,077	950	747	15,993	4.09	32,730	4.11	34,133
		六本木ファーストビル	MHR	45,754	93/10	21,000	601	540	462	9,679	4.40	30,742	4.95	32,351
	虎ノ門	虎ノ門琴平タワー	NBF	29,353	04/11	24,543	966	754	635	16,848	5.17	24,659	5.50	31,461
		虎ノ門35森ビル	MHR	10,300	81/08	12,720	430	421	340	6,720	5.35	34,518	5.36	34,552
	九段下	北の丸スクエア	JRE	58,969	06/01	81,556	1,811	1,811	1,505	25,678	3.69	38,861	3.73	39,247
	麹町	新麹町ビル	JPR	5,153	84/10	2,420	127	123	92	3,194	7.61	21,200	8.93	20,165
	四谷	二番町ガーデン	JRE	57,031	04/04	14,700	485	485	348	9,316	4.73	28,686	4.71	28,686
	青山	青山クリスタルビル	JRE	8,094	82/12	7,680	252	252	196	4,511	5.10	30,781	5.49	30,149
		TK南青山ビル	GOR	20,959	03/05	35,000	967	967	777	14,013	4.44	38,024	4.56	38,810
	渋谷	渋谷クロスタワー	JRE	61,862	76/04	34,600	1,456	1,456	745	28,756	4.31	27,899	1.29	29,492
		NOF渋谷公園通りビル	NOF	5,359	87/09	12,000	353	327	292	3,420	4.86	52,634	5.08	54,859
	西新宿	新宿野村ビル	NOF	117,259	78/05	38,730	1,782	1,642	1,174	29,643	6.06	30,525	6.47	32,110
	中野坂上	ハーモニータワー	JRE	72,729	97/3	8,500	358	358	182	10,651	4.28	18,520	7.67	22,234
	池袋	オリックス池袋ビル	OJR	6,905	02/07	9,577	338	304	231	5,540	4.82	30,236	6.14	31,031
	芝・三田	芝NBFタワー	NBF	44,437	86/10	32,000	1,166	1,093	815	23,991	5.09	25,103	5.17	25,128
		芝二丁目大門ビル	JRE	16,235	84/03	4,859	316	316	209	8,773	8.60	19,847	9.47	19,623
	高輪	NBF高輪ビル	NBF	12,848	87/11	6,667	353	327	249	10,458	7.47	17,229	7.32	17,123
	大崎	オーバルコート大崎	JPR	28,576	01/06	3,500	182	174	120	4,088	6.88	23,426	6.60	22,788
		ゲートシティ大崎	NBF	287,350	99/01	30,100	1,117	964	756	20,713	5.02	25,644	5.81	26,894
	五反田	五反田ファースト	JPR	10,553	89/07	2,920	137	130	95	4,244	6.54	16,934	6.74	17,351
	白金	NBFプラチナタワー	NBF	48,763	05/11	31,000	1,532	1,353	1,091	33,503	7.04	22,252	7.08	22,663
	中目黒	中目黒GTタワー	NBF	56,171	02/03	23,856	1,071	948	677	21,423	5.68	24,383	7.10	25,900
	晴海	晴海75セントラルビル(Y)	TOP	267,133	01/10	33,000	1,323	1,322	973	23,240	5.90	31,344	5.25	31,652
		晴海センタービル	JRE	26,447	06/11	26,800	754	754	582	20,425	4.34	20,340	4.46	20,359
	豊洲	NBFキャナルフロント	NBF	46,002	04/09	35,200	1,130	1,062	900	35,272	5.11	16,590	4.67	15,964
	天王洲	スフィアタワー天王洲	GOR	47,152	93/04	12,114	722	722	467	17,626	7.72	22,570	4.34	20,695
		天王洲ハイクビル	NOF	17,587	95/01	14,800	719	626	484	16,087	6.54	21,431	7.59	21,718
	用賀	世田谷ビジネススクエア	TRI	94,374	93/09	22,400	1,201	1,083	695	22,304	6.20	26,757	6.42	26,282
錦糸町	アルカイースト	JPR	34,282	97/03	5,880	259	249	121	7,023	4.12	19,522	3.88	22,306	
大阪	梅田	野村不動産西梅田ビル	NOF	8,037	93/6	5,660	183	166	110	5,213	3.90	17,529	4.10	17,522
	堂島	アクア堂島NBFタワー	NBF	35,913	96/8	17,810	750	652	506	18,943	5.68	18,965	5.85	19,147
	本町	サンマリオンNBFタワー	NBF	23,756	96/01	10,500	386	328	241	12,022	4.59	15,033	5.31	15,763
		御堂筋ダイワビル	JRE	31,213	91/09	14,314	606	606	411	18,265	5.74	18,281	6.20	20,719
	淀屋橋	淀屋橋プレックスタワー	GOR	10,998	06/11	7,834	299	299	238	7,394	6.09	22,280	6.13	22,578
	新大阪	新大阪セントラルタワー	UUR	58,883	89/06	24,000	1,098	985	739	42,682	6.16	12,712	6.53	13,054
	名古屋	名駅 近鉄新名古屋ビル	GOR	27,152	93/03	16,852	766	766	559	17,313	6.64	24,378	7.14	26,573
	伏見 名古屋広小路ビル	JRE	33,378	87/05	14,533	696	696	452	20,245	6.22	18,943	6.43	19,356	
	錦 錦パークビル	JRE	25,092	95/8	5,150	272	272	112	7,847	4.35	19,099	4.58	19,920	
札幌	札幌エルプラザ	NBF	32,602	03/03	4,404	320	262	200	11,396	9.08	12,668	9.90	12,764	
	札幌ノースプラザ	NOF	18,843	81/08	6,820	327	276	188	12,497	5.52	12,152	6.07	13,435	
仙台	NBF仙台本町ビル	NBF	10,585	87/06	3,566	203	171	135	7,381	7.57	12,765	7.68	13,139	
	損保ジャパン仙台ビル	JPR	10,784	97/12	3,150	201	192	141	6,762	8.97	15,682	9.17	15,187	
大宮	明治安田生命さいたま	GOR	78,897	02/03	22,700	959	945	719	19,920	6.33	26,139	6.20	25,402	
川崎	川崎日進町ビルディング	JEI	22,142	92/4	3,775	233	231	176	8,981	9.32	14,173	9.48	14,173	
横浜	横浜STビル	NBF	42,569	87/10	13,529	734	661	492	18,698	7.27	19,479	7.30	20,028	
	JPR横浜日本大通ビル	JPR	9,147	89/10	2,927	135	124	82	5,901	5.62	11,607	5.56	12,719	
広島	NBF広島立町ビル	NBF	8,657	91/11	2,930	148	128	94	5,050	6.42	13,966	6.48	14,032	
	野村不動産広島ビル	NOF	11,950	76/07	1,930	192	172	131	7,313	13.53	12,938	13.76	13,065	
福岡	NBF博多祇園ビル	NBF	7,478	93/04	2,629	144	131	82	4,784	6.24	15,088	6.69	14,548	
	日之出天神ビル	JRE	12,527	87/08	3,657	180	180	124	5,776	6.78	17,171	5.91	17,042	
	呉服町ビジネスセンター	FRC	27,949	03/10	11,200	523	472	335	18,696	5.98	13,911	6.32	13,710	

注:1. 2010年8月10日時点で公表されている、各J-REITの最新の決算データを基に、平均賃料等を試算したものの。

2. J-REITの略称は次の通り。NBF=日本ビルファンド(8951)、JRE=ジャパンリアルエステイト(8952)、OJR=オリックス不動産(8954)、JPR=日本プライムリアルティ(8955)、TRI=東急リアル・エステート(8957)、GOR=グローバル・ワン不動産(8958)、NOF=野村不動産オフィスファンド(8959)、UUR=ユナイテッド・アーバン(8960)、MTR=森トラスト総合リート(8961)、FRC=福岡リート(8968)、TOP=トップリート(8982)、JEI=ジャパンエクセレント(8987)、MHR=森ビルズリート(3234)。

3. 賃料等は、J-REITによって計算方法が異なる。例えば、NBFの賃料等は賃料と共益費であるが、GORの賃料等は賃料と共益費の他、駐車場収入など付帯収入が含まれる。

4. 資料の制約等により、実際の賃料水準等とは異なる可能性がある。

出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

■図表III.9: 主なオフィスビル計画—東京都心3区、2010年以降、延床面積10,000㎡以上

名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数		竣工予定	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	139,728	27	4	2012.1	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	212,131	38	4	2012.3	日本郵政
三井住友銀行本店ビル(JFEビル建替え)	千代田区丸の内	80,134	23	4	2010.6	三井不動産
PFプロジェクト・オフィス棟(パレスホテル建替え計画)	千代田区丸の内	68,000	23	4	2011.12	パレスホテル
日本生命大手町ビル(AIG大手町ビル建替え)	千代田区丸の内	55,700	23	3	2014.3	日本生命保険
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
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	242,500	35	4	2012.9	都市再生機構、三菱地所 他
A棟		110,000	31	4	2012.9	都市再生機構、NTT都市開発、三菱地所、サンケイビル 他
B棟		132,500	35	4	2012.9	都市再生機構、三菱地所
大手町地区再開発(第3次以降、連鎖型都市再生事業)	千代田区大手町	未定	未定	未定	未定	三菱地所
日本政策投資銀行本店・公庫ビル・新公庫ビル跡地 三菱総合研究所ビルディング建替え事業		未定	未定	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	未定	未定	未定
大手町1-6計画(みずほ銀行大手町本部ビル等再開発)	千代田区大手町	198,000	38	6	2014.4	東京プライムステージ(東京建物、大成建設)
読売新聞東京本社ビル(建替え)	千代田区大手町	79,800	30	3	2014初め	読売新聞グループ本社、読売新聞東京本社
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	未定	未定	三菱地所
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	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	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	未定	未定	三井不動産
東急キャピタルタワー(キャピタル東急ホテル建替え)	千代田区永田町	87,746	29	4	2010.7	東京急行電鉄、東急ホテルズ
新飯野ビル(飯野ビル建替え)	千代田区内幸町	104,000	27	5	2011.6	飯野海運
霞が関東急ビル(UBEビル、大東ビル建替え)	千代田区霞が関	19,200	17	2	2010.11	(有)カスミガセキ・インベストメント(東急不動産)
全共連ビル(建替え)	千代田区平河町	87,620	21	2	2011.2	全国共済農業協同組合連合会
赤坂プリンスホテル建替え計画	千代田区紀尾井町	未定	未定	未定	未定	西武ホールディングス
千代田区四番町複合ビル計画	千代田区四番町	16,758	11	1	2011.10	東京急行電鉄、内外エステート
富士見2丁目10番地区 業務・商業棟	千代田区富士見	121,000	31	2	2014.4	三井不動産、前田建設工業
富士見1丁目計画 オフィス棟(東京警察病院等跡地)	千代田区富士見	17,867	14	2	2011.4	住友不動産
ヤマビル(建替え)	千代田区麹町	10,685	11	1	2010.5	麹町建物
麹町2丁目ビル(常和麹町ビル建替え)	千代田区麹町	24,245	14	2	2011.9	大林組
住友不動産麹町プロジェクト	千代田区麹町	17,700	11	2	2011.1	住友不動産、エスエフ麹町1丁目開発特定目的会社
猿楽町1丁目計画(集英社猿楽町ビル建替え)	千代田区猿楽町	12,700	9	2	2012.1	集英社
内神田3丁目ビル(神田西口再開発)	千代田区内神田	14,756	19	2	2012.4	NTT都市開発
神田万世橋ビル計画(交通博物館跡地)	千代田区神田須田町	28,499	20	2	2012.12	東日本旅客鉄道
淡路町2丁目西部地区・北街区	千代田区神田淡路町	129,000	41	3	2013.3	再開発組合(安田不動産、東急不動産、東京建物)
三井住友海上火災新館ビル(駿河台ビル別館建替え)	千代田区神田駿河台	66,475	22	3	2012.3	三井住友海上火災保険
御茶ノ水セントラルビル(旧・日立本社ビル)建替え	千代田区神田駿河台	102,000	23	2	2012年度	駿河台開発特定目的会社(大成建設、ヒューリック、昭栄 他)
ネクストサイト東日本橋ビル(NTT浜町ビル別館建替え)	中央区東日本橋	12,203	8	1	2010.4	NTT東日本プロパティーズ
ニッセイ同和損保日本橋ビル	中央区日本橋	13,346	12	1	2010.6	ニッセイ同和損害保険
江戸橋倉庫ビル(三菱倉庫本社ビル)建替え	中央区日本橋	30,200	18	1	2014.8	三菱倉庫
日本橋室町東地区	中央区日本橋室町	186,574	未定	未定	未定	三井不動産、野村不動産 他
A地区(1-5街区)		30,000	17	4	2013.3	三井不動産、千葉銀行 他
室町東三井ビルディング(三井第三別館跡地、2-2街区)		41,296	22	4	2010.9	三井不動産
C地区(2-3街区)		63,000	23	4	2013.12	三井不動産、古河機械金属、細井化学、にんべん 他
日本橋室町野村ビル(2-4街区)		46,397	21	4	2010.9	野村不動産
日本橋本町2丁目計画(NTA本町ビル等建替え)	中央区日本橋本町	27,600	17	2	2012.8	三井不動産、ロータスエステート
日本橋本町3丁目共同ビル本町通り(建替え)	中央区日本橋本町	13,484	15	2	2011.9	M&K特定目的会社、恒心社
八重洲共同ビル(東京建物八重洲第5ビル等建替え)	中央区八重洲	23,450	11	2	2012.3	東京建物、富士フィルムメディカル
三井住友銀行呉服橋ビル(さくら呉服橋ビル建替え)	中央区八重洲	16,660	13	2	2011.10	三井住友銀行
八重洲口大栄ビル(八重洲口ビル建替え)	中央区京橋	10,754	12	1	2010.9	大栄不動産
KPP八重洲ビル(服部ビル等建替え)	中央区京橋	11,127	13	2	2011.8	国際紙パルプ商事
京橋2丁目3地区(明治屋京橋ビル等再開発)	中央区京橋	119,500	37	3	2015.8	再開発組合
京橋2丁目16地区・A棟(清水建設新本社)	中央区京橋	54,300	22	3	2011.9	清水建設
京橋3丁目1地区	中央区京橋	117,025	24	3	2013.3	京橋開発特定目的会社(東京建物)、片倉工業 他
第一生命相互館建替え	中央区京橋	24,480	12	3	2012.6	第一生命保険
京橋2丁目プロジェクト(京橋MTビル建替え)	中央区京橋	52,000	22	3	2013.10	森トラスト
日土地銀座ビル(旧日交銀座ビル建替え)	中央区銀座	13,053	12	1	2010.1	日本土地建物
銀座東芝ビル建替え計画	中央区銀座	未定	未定	未定	未定	東急不動産
歌舞伎座建替え計画(銀座4丁目12地区)	中央区銀座	94,097	29	4	2013.2	歌舞伎座、KSBビルキャピタル特定目的会社(松竹)
築地5丁目計画(三井造船築地本社ビル建替え)	中央区築地	31,639	13	1	2011.10	三井造船、三井不動産
リバーシティM-SQUARE(北ブロック棟)	中央区佃	27,242	8	1	2010.1	三井不動産
晴海2丁目2-4街区計画	中央区晴海	47,600	17	2	2012.3	晴海2丁目開発特定目的会社(三菱地所、鹿島)
晴海3丁目西地区	中央区晴海	319,200	未定	未定	2013年度	都市再生機構
環状2号線新橋・虎ノ門地区再開発 Ⅲ街区・超高層棟(虎ノ門街区)	港区虎ノ門	252,993	53	4	2014.5	東京都、森ビル、西松建設グループ
東急虎ノ門ビル(秀和第2虎ノ門ビル等建替え)	港区虎ノ門	12,557	10	2	2010.4	東京急行電鉄
虎ノ門ファーストガーデン(新虎ノ門ビル等建替え)	港区虎ノ門	10,155	12	1	2010.8	ヒューリック、昭栄、安田不動産、東京建物
虎ノ門バスター再開発	港区虎ノ門	未定	未定	未定	未定	森トラスト、ダヴィンチ・アドバイザーズ
MOMENT SHIODOME(汐留プロジェクト)	港区東新橋	40,800	23	1	2011.3	東洋海工工業
御成門プロジェクト	港区西新橋	16,435	21	2	2011.7	三井不動産
アークヒルズフロントタワー(赤坂2丁目計画(福吉町))	港区赤坂	24,858	22	1	2011.1	森ビル
赤坂2丁目3計画(ランディック赤坂ビル等跡地)	港区赤坂	17,948	16	2	2011.3	合同会社ジョイントアーク10(オリックス不動産)
元赤坂Kプロジェクト	港区元赤坂	53,863	30	3	2011.11	鹿島
新赤坂センタービル(赤坂センタービル1号館~3号館建替え)	港区元赤坂	39,803	20	3	2012.9	関電不動産
六本木プリンスホテル・日本IBM本社跡地等再開発	港区六本木	未定	未定	未定	未定	住友不動産
21・25ビル建替え計画	港区六本木	55,000	20	未定	未定	森ビル
虎ノ門・六本木地区再開発 複合棟	港区六本木、虎ノ門	143,720	47	4	2012.6	再開発組合(森ビル 他)
三田ベルジュビル	港区芝	56,500	33	4	2012.4	ベルジュ
野村不動産芝大門ビル	港区芝大門	16,294	11	2	2010.4	野村不動産
芝公園フロントタワー	港区芝公園	16,712	24	2	2010.3	サクセス・プロ
芝浦4丁目計画(乃村工芸社旧本社ビル跡地)	港区芝浦	22,228	11	1	2011.11	住友不動産
品川中日ビル(中日新聞品川開発計画)	港区港南	72,621	19	3	2010.11	中日新聞社
キャンパジネスサポート港南ビル	港区港南	12,165	8	2	2011.6	キャンパジネスサポート
SSJ品川ビル(荏原品川ビル跡地)	港区港南	29,952	18	2	2011.3	芝浦シャリング
芝浦水再生センター上部ビル	港区港南	179,980	32	2	2014	NTT都市開発、大成建設、ヒューリック、東京都市開発 他
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	35,480	25	2	2011.5	興和不動産

注: 2010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: 日経不動産マーケット情報、その他公表資料により、みずほ証券が作成。

■図表III.10: 主なオフィスビル計画—東京23区(都心3区を除く)、2010年以降、延床面積10,000㎡以上

名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数		竣工予定	事業主体(関係企業を含む)
			地上	地下		
西新宿8丁目成子地区・高層棟	新宿区西新宿	180,163	40	3	2011.5	再開発組合(住友不動産 他)
西新宿3丁目西地区再開発・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5丁目北地区再開発・業務棟	新宿区西新宿		22		未定	再開発組合(住友不動産)
住友不動産新宿セントラルパークビル	新宿区西新宿	30,608	17	2	2010.2	再開発組合(住友不動産、三菱商事、佐藤工業 他)
北新宿地区再開発・1街区、業務棟	新宿区北新宿	92,256	35	2	2011.6	三菱地所、平和不動産
新宿イーストサイドスクエア(新宿6丁目N街区・業務棟) (日本テレビゴルフガーデン跡地北側区画)	新宿区新宿	170,274	20	2	2012.4	新宿6丁目特定目的会社(三菱地所、日本土地建物 大和ハウス、平和不動産)
大日本印刷市ヶ谷工場整備計画	新宿区市谷加賀町	177,030	25		2017.12	大日本印刷
JR南新宿ビル(JR東京総合病院跡地等)	渋谷区代々木	58,029	18	4	2012.6	東日本旅客鉄道
神宮前計画(原宿パレフランス跡地)	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)
渋谷ヒカリエ(渋谷新文化街区プロジェクト、 渋谷2丁目21地区、東急文化会館跡地再開発)	渋谷区渋谷	143,953	34	4	2012.3	渋谷新文化街区プロジェクト推進協議会 (東京急行電鉄、東京地下鉄、東宝不動産 他)
南平台町計画(日本NCR本社ビル跡地等)	渋谷区南平台町	61,600	22	2	2012.5	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	未定	RD Legendベータ特定目的会社
住友不動産渋谷ファーストタワー(アサグループ本社跡地)	渋谷区東	52,753	25	3	2010.8	住友不動産
南池袋1丁目開発計画	豊島区南池袋	28,600	15	1	未定	新日本建物、セコムホームライフ、NTT都市開発
東池袋1丁目共同ビル	豊島区東池袋	21,967	21	1	2011.11	日本生命、清水建設
住友不動産飯田橋ファーストタワー	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・S街区	文京区小石川	95,000	20		2015	再開発組合(三井不動産、三菱地所、新日鉄都市開発 他)
講談社目白台ビル A棟	文京区目白台	31,321	11	1	2011.4	講談社
東五反田地区(B地区、東洋製罐旧東京工場跡地)	品川区東五反田	72,535	21	2	2011.12	東洋製罐
五反田TOCビル(建替え)	品川区西五反田				未定	テーオーシー
大崎駅西口中地区再開発	品川区大崎	129,120			2010.9	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	58,457	25	2	2012.10	再開発組合(日本土地建物、山田建設、セコムホームライフ 他)
大崎駅西口C地区再開発(大崎駅西口ソニー地区)	品川区大崎	123,962	25	2	2011.3	ソニー
目黒駅前地区	品川区上大崎	61,000	33		2015	東京建物、第一生命、大成建設、竹中工務店 他
新飯急大井ビル	品川区太井	55,000	30	1	2011秋	飯急百貨店
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	93,000	11		2011.2	積水ハウス
Aブロック(オフィス・店舗棟)		63,000	9	1	2011.2	
御殿山DC(Cブロック、データセンター)		20,000	6	2	2011.2	
北品川5丁目第1地区	品川区北品川	250,950			2013.10	日本土地建物、三井不動産、大成建設、大和ハウス、 新日鉄都市開発 他
A街区・A1棟		92,240	30		2013.10	
C街区・C1棟		44,600	19		2013.10	
グラスキューブ品川(古河電気工業跡地)	品川区東品川	19,496	13	1	2010.2	鹿島
大橋地区再開発 1-1棟	目黒区大橋	83,094	42	2	2010	東京都
上目黒1丁目地区	目黒区上目黒	72,113	45	2	2010.10	再開発組合
アルコタワー・アネックス(目黒雅叙園増築)	目黒区下目黒 他	25,736	16		2011.2	雅秀エンタープライズ
二子玉川ライズ(二子玉川東地区再開発)・第1期	世田谷区玉川	266,300			2010.10	再開発組合(東急電鉄、東急不動産 他)
二子玉川ライズオフィス(I-b街区)		29,700	16	2	2010.10	
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
丸井中野プロジェクト(旧中野本店跡地)	中野区中野	21,988	13	1	2010	丸井
中野駅前開発プロジェクト(警察高等学校等跡地)	中野区中野	192,350				中野駅前開発特定目的会社(東京建物、昭栄)
区域4 オフィス棟		39,025	10	2	2012.3	
区域5 オフィス棟		151,577	22	1	2012.5	
業平橋押上地区開発事業	墨田区押上	230,000			2011	東武鉄道 他
TIXTOWER UENO(東上野4丁目計画)	台東区東上野	24,031	18	1	2010.9	東京建物、伊藤忠都市開発
上野ゲートタワー(タカラホテル跡地)	台東区東上野	41,200	24		未定	リサ・パートナーズ
秋葉原大栄ビル	台東区秋葉原	10,628	10		2011.1	大栄不動産
旧福井中学校跡地活用事業	台東区浅草橋	19,396	12	2	2013	ヒューリック、竹中工務店
豊洲3-1街区	江東区豊洲	107,017	15	2	2010.8	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、コンピュータセンター、住宅 等)		33,600	12	2	2016.3	
IHIビル		98,223	16	2	2012.9	IHI
TDプロジェクト(豊洲3-3街区)	江東区豊洲	98,823	14	1	2011.1	第一生命保険
豊洲5丁目計画	江東区豊洲	16,100	12	1	2011.11	巴コーポレーション
SIA豊洲ビルディング(ドゥ・スポーツプラザ晴海 跡地)	江東区豊洲	42,494	12	0	2010.8	シンプルクス・インベストメント・アドバイザーズ
深川ギャザリア	江東区木場					フジクラ開発
ウエスト2棟(りそねHD東京本部)		37,506	10	1	2010.3	
ウエスト3棟		21,696	10	2	2010.3	
イースネットビル2期	江東区東陽	10,576	8	1	2010.2	カクマル
明治安田生命新東陽町ビル	江東区東陽	96,227	12	1	2012.3	明治安田生命保険
関電工 江東・銀座統合事務所	江東区新砂	12,063	6		2010.11	関電工
有明セントラルタワー(有明南A区画)	江東区有明	71,285	20	1	2011.1	有明南A特定目的会社(日本土地建物、大和ハウス)
青海P区画	江東区青海	117,592	18	1	2012.2	青海P特定目的会社(森ビル)
the SOHO(青海シーサイドプロジェクト)	江東区青海	28,156	13	1	2010.1	合同会社青海シーサイドプロジェクト(正友地所)
青海Q区画(青海Q街区)	江東区青海	205,530	21	2	2012.1	青海Q区画特定目的会社(三井不動産、大和ハウス、 サンケイビル、フジテレビジョン)
オフィス		64,880	21	1		
商業施設・駐車場		140,200	9	1		
青海北側R区画	江東区青海	167,291	20	1	2012.3	青海開発特定目的会社(東京建物)
青海ST区画(パレットタウン跡地)	江東区青海	380,538	23	2	2016.3	青海S1特定目的会社、青海T特定目的会社 (森ビル、トヨタ自動車)
日本ヒューレット・パッカド新本社ビル(大島2丁目計画)	江東区大島	44,500	9	1	2011.3	日本ヒューレット・パッカド

注: 前表と同じ。

出所: 日経不動産マーケット情報、その他公表資料により、みずほ証券が作成。