

## 【第 162 回定期講演会 講演録】

日時:平成 23 年 10 月 19 日 (水)

会場:東海大学校友会館

「不動産市場の最新動向  
-震災の影響と回復への指針-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。毎年この時期に招かれましてお話をさせていただいております。そして、「今は非常に厳しいけれども大分良い傾向も出てきているので、次にお目にかかるときには相当良いお話ができるのではないかと」言っていて締めくくることが多いわけですが、今年はこの春に震災が発生し、不動産市況に関しても様々な問題が発生しています。非常に厳しい状態がまだ続いておりますけれども、かなり回復の芽といたしますか、兆しのようなものが出てきておりますので、恐らく今後に関しては良いお話が増えてくるのではないかといたしてお話を本日はさせて頂ければと思う次第です。

## 東日本大震災の影響

実は私、出身が岩手県の宮古市で、今回の震災では個人的にも色々と考えなければいけないところがありました。一般論から申し上げますと、震災は不動産にとりまして大変大きなリスクと考えられております。ただし、不動産にご関係の方はよくお分かりのことだと思っておりますが、今回の震災は、不動産の分野に関してはそれほど大きな影響はありませんでした。この点が意外と一般には知られていないところがあるようです。どうしても新聞やテレビの報道となりますと、被害が甚大などところの映像がクローズアップされますので、不動産にとりまして相当大きなダメージだったのではないかと見られるわけですが、もちろん影響はあ

りましたけれども、他の産業に比べると、不動産業が受けた影響はそれほど大きくはなかったと私は考えております。これについてはもちろん、皆様方からはご異論もあるのではないかと思います。震災以降非常に厳しい状態が続いているという話もあるかと思いますが、実は震災そのものに関しては、それほど大きな影響はなかっただろうと当方では考えております。また今後についても、色々変動要因はありますが、むしろ前向きな話が増えて来るのではないかと考えております。震災が起こってからもう7ヶ月以上経ちましたのでかなり古い話になってしまいますが、あらためまして震災の影響を振り返ってみたいと考えております。

お手元に「不動産市場の最新動向」という資料をご用意していますが、こちらの資料をもとに震災の影響を簡単にまとめてみたいと思っております。1ページの図表1をご覧ください。こちらはもう皆様ご案内の資料かと思いますが、震災から2日後に三鬼商事が調べた仙台市内のオフィスビルの被害状況です。今回の震災は、地震の揺れが大きかった割には建物被害が少なかったということが特徴です。目視による調査ですけれども、全体の54%が無傷、非常に軽微な被害が38%で、合わせると92%が無傷もしくは非常に軽微な被害で終わったということです。この他にマンション関係の被害状況の調査も高層住宅管理業協会さんが公表されております。こちらは東北6県のマンションに関して、8割以上が無被害ないしは軽微な被害にとどまったという報告ですので、全体からすれば建物の被害はかなり小さかったと言ってよろしいと思っております。1995年の阪神の震災のときには、建物

の倒壊事例が相当多かったのですが、今回の震災は、津波による被害は甚大でしたが、地震の揺れによる倒壊事例は1件も報告されていないという状況です。この震災を機に建て替えを行う、あるいは相当古い建物のためダメージが大きくこれを機に建て替えをするといった事例はありましたので、もちろん建物被害があったことはあったわけですが、全体とすればかなり軽微にとどまったと言ってよろしいかと思えます。

この原因については色々な説がありまして、今回の地震の揺れが相当特殊だったという指摘があります。いわゆる長周期地震動の影響があまりなかったという指摘です。それから仙台市には特殊事情がありまして、1978年だったと思いますが宮城沖地震がありまして、この経験からまちぐるみで耐震化を進めておったという、こういった防災意識の高さもこの地震の被害を食い止めた原因ではないかと思えます。ただ、それらの状況を考慮いたしましても、今回の震災は、日本の耐震建築の基準が相当高いレベルに達しているということを図らずも証明したことになるのではないかと思います。ただ、今回は建物の倒壊事例はなかったわけですが、例えば建物の天井部分が落ちたという事例はあちらこちらで見られます。関東圏では、九段会館で亡くなられた方がいらっしゃいますし、川崎市のミュージア川崎というコンサートホール、2004年にできたばかりの非常に立派なホールですが、こちら天井が落ちてしまい修復に2年かかるという話です。そういった点では、建物被害が少なかったと必ずしも安易にいうことはできないわけですが、不動産賃貸事業という点では、影響はそれほど大きくなかったと申し上げてよろしいのではないかと思います。今回の震災は、関東圏では特に液状化の被害が相当出て、一時マンションの販売にも影響したわけですが、足元ではその影響はほとんどなくなってきたと考えております。

2ページをご覧顶きたいと思えます。関東圏の中では特に千葉県の被害が非常に大きかったので、千葉県の中で被害が大きかった町の状況をピックアップした表を載せております。またその右側は、地盤の堅さを示す地質柱状図です。こういうものはこれから先注目をされ、こういった地盤の堅さ、

あるいは安全性を重視してマンションなどを選ばれる方が増えてくるのではないかと考えられます。この地盤の堅さは、既にご案内の方が多いかと思えますが、N値というデータで計っております。N値が3ないし5以下であれば軟弱な地盤、50以上であれば強固な地盤ということです。建物支持層になるためにはN値50以上が5m以上続かなければいけないということになっています。千葉県はボーリング調査の結果を全部公表しておりますが、千葉県内で2万1千地点ほど調査地点がありますが、全部インターネットで見ることができます。その内の幾つかをこちらにピックアップしています。一番左が、今回液状化が最もひどかった浦安市高洲の状況です。こちらを見ますと、地表から深さ5mくらいまではN値が5以下の非常に軟弱な地盤が続きまして、地表から10ないし15mくらいで多少堅いところが出てきますが、その後またすぐに柔らかくなりまして、深さが50mを超えないと支持層が出てこない、N値が50以上にならないという状況ですので、相当軟弱な地盤であるということが分かるかと思えます。このデータは1990年頃から公表されていますが、今回のようなことがないと注目されることが少ないデータだと思えます。今回の震災を機に、あらためて安全性に対する意識が高まってくるのではないかと思います。その右隣が、内陸でありながら今回液状化がひどかった我孫子市の状況です。こちらのデータを見ますと、地表から深さ30m位までN値ゼロという状態です。N値ゼロと言いますのは、例えば体重60kgの方が地面に立ちますと自重でずぶずぶ沈んでいくという状態で、こういったところに家が建っていたということですから、かなり危険な状態であったわけですが、ただ、千葉県の中にも地盤が固いところがありまして、例えば市川市の本八幡近辺は、昔から地盤が固いことで知られているところですが、これが一番右側の図です。こちらをご覧頂きますと、地表から数メートルでN値が20くらいになりまして、深さが15mを超えますとN値が50以上になるというわけですから、さすがに昔から評判が良いところはそれなりの根拠があるのだなということが示されていると思えます。こういった点で、これからは安全性も重視しながらマンションなどの物件を選ぶ方が増えてくるのではないかと思います。

ただし今回、通常の常識と違った傾向も一部に見られました。一般論では、埋め立ての歴史が浅ければ浅いほど地盤が軟らかく、液状化が発生しやすいと考えがちですが、今回は必ずしもそうではありませんでした。左下のコメント欄に記載していますが、例えば浦安市の液状化の状況を見ますと、一番液状化がひどかったのが新しい埋立地の内陸側。そして二番目に液状化がひどかったのが、新浦安駅の周辺ですが、比較的古い埋立地。そして意外なことに、新しい埋立地の海側は比較的液状化が少なかったという結果でした。これは一般的な常識とはかなり異なります。理由はよく分からないのですが、この新しい埋立地の海側には、新しいマンションやホテルが建ち並んでいて、この中には地盤改良工事をしっかりやっている例があり、どうもこれが液状化を食い止めたらしいというわけです。

今回の震災では戸建ての被害が相当甚大でありましたが、マンション被害は比較的軽微でした。これについてはお手元の「不動産市場の動向」と記載されています製本版レポートの61ページをご覧くださいと思います。東京カンテイの資料をお借りして作成したのですが、東京圏の主だったところのマンション被害についてまとめています。被害があったところ全てが網羅されているわけではないようですが、大抵のところはこの中に含まれていると思います。町別に細かなデータがありますが、一番下の合計欄をご覧くださいと思います。建物の被害状況ですが、構成比で申し上げますと、調査対象の92.4%の建物が無傷であったということです。それから被害が軽微であったものが7.1%、若干の被害が認められたもの、資料では「小破」と記載されていますが、これが0.5%あったということですから、被害があったのは全体の8%に満たなかったという状況です。ただし液状化の被害は結構見られたようで、敷地状況を見ますと、被害があったものが全体の12.9%、不明が5.4%です。この不明とは、敷地は荒れているが、地震の影響かどうか分からないものです。もしこの不明の全てが地震による被害だとすると、12.9プラス5.4で2割弱のところ液状化が発生したということになります。液状化が発生したにも関わらず建物被害は8%以下ですので、やはりマンションの建物自体のダメージはそれほど大きくな

ったと申し上げてよろしいと思います。

またこれもざっくりとした言い方ですが、一部のマンションには確かに被害があったわけですが、比較的小規模なマンションに被害が多かったようです。これは物理的な制約で地盤改良が必ずしも十分にはできなかったものが多かったと考えられます。その点で今回の震災では、確かに浦安などで液状化の被害がひどかったわけですが、一方で、ディベロッパーの努力により液状化の被害を食い止めることができるということも証明されたのではないかと考えております。ただ、浦安などではインフラの復旧が大分遅れ、かなり長い間下水が使えなかった状態ですので、建物被害が軽微であったと言いましても、インフラ整備の面では非常に大きな問題点があったわけですね。こういった経験もこれから先、災害に強いまちづくりという点で活かされてくるのではないかと考えております。このように、今回の震災は色々と問題点はありましたが、得られた教訓も多かったと考えておりますし、繰り返しになりますが、ディベロッパーの努力によってかなりの被害を食い止めることができるのだということも貴重な教訓として残ったのではないかと考えております。マンション、それからオフィスビルでも災害に強い物件を選ぶという傾向は、今非常に強まっているわけですが、このようなディベロッパーの努力、あるいは物件管理のソフト面での対応というものが相当重要な要素になってくるのではないかと考えております。

資料に戻りまして4ページをご覧くださいと思います。こちらはREITが東北地方に所有している物件の被害状況と、ポートフォリオ全体の被害額の概算をお示ししています。REITの物件は全体の3/4が東京圏に集中しております。不動産投資の対象ということになりますと、投資効率が良いところ、投資の採算性が高いところに集中いたしますので、東北地方の物件はそれほど多くありません。地震が発生した段階で、REITが持っていた物件は東北地方に47ありましたが、このうち42が仙台市内に集中しています。被災地に近いところの物件が少なかったということもありまして、被害額はそれほど大きくありませんでした。表の一番右側にポートフォリオ全体の被害額をお示ししています。金額だけを見ますと結構大きな被害の例も



ありまして、例えば上から3番目の日本リートファンド投資法人の場合、5億円を超える被害となっておりますし、それから表の真ん中あたりの日本ロジスティクスファンド投資法人は6億円を超える被害となっております。ただし総資産額に対する被害額の割合はそれほど大きいわけではありません。日本リートファンドの場合、被害額は5億円を超えましたが、それでも総資産に占める比率は0.1%くらいということですから、全体からすればそれほど大きな金額ではなかったと申し上げてよろしいと思います。この点からやはりREITが受けた被害は、それほど大きくなかったと申し上げてよろしいのではないかと思います。足元のREITの価格は下がっていますが、これは地震による被害の影響ではなく、どちらかと言いますと金融市場そのものに関する問題です。不動産については運用上の問題ではなく、イメージ的な問題がより大きいのではないかと考えております。

少し先になりますが資料の15ページをご覧くださいと思います。おなじみのデータですが、国土交通省が3ヶ月間の地価動向をまとめました、地価LOOKレポートです。現時点で公表されている最新データが今年の7月1日時点のデータです。その前が4月1日時点で震災直後のデータ、さらにその前が1月1日時点で震災前のデータです。震災前、東京圏では住宅地を中心にかなり地価が上昇傾向にありました。ご案内のとおり、昨年5月頃から分譲マンションの売れ行きが随分回復いたしまして、これを反映して住宅地を中心に地価が上昇傾向にあったわけです。それが震災後の4月には、不動産市場が相当混乱し、不動産の価格も低下したところが多かったわけです。ただし、ご留意いただきたいのですが、実際に低い価格で取引が行われたというわけではないようです。全体的に市場取引が低迷し、雰囲気的に、証券取引でいう気配値みたいなことになろうかと思います。イメージ的に下がったところが相当多かったのではないかと考えられます。

例えば東京都内ですと、豊洲、あるいは品川あたりがそれに当たるわけですが、ご覧頂きますと、震災前の1月1日時点では地価が上昇傾向にありましたが、震災後に低下傾向に転じ、最新の7月時点の調査でもまた低下しているという状況です。

ただし繰り返しになりますが、実際に低い価格でもって取引が行われたというよりも、市場取引自体がほとんどなくなってしまい、イメージ的に価格が落ちてしまったというところがかかり多いのではないかと考えられます。それから先ほどマンションの被害状況のデータをご覧頂きましたように、実際には湾岸地域でもマンション被害はそれほど大きいわけではありませんでしたので、この実態が認識されれば価格はまた元に戻ってくるのではないかと思います。次の地価LOOKレポートは10月1日時点の調査ですが、早ければこの10月1日時点の調査から湾岸地域でも一部横ばいというところが増えてくるのではないかと考えておりますし、さらにその次の3ヶ月後の調査になりますと、恐らく上昇傾向というところが増えてくるのではないかと考えております。こういった点で湾岸あたりのイメージ的に多少傷ついたところに関しても、これから先は不動産取引が活性化して、地価が元に戻って来るのではないかと考えております。それから港区の高輪あたりは元々液状化の被害の可能性はほとんどないと認定されているわけですが、こちらに関しても、震災前は地価が上昇しておりましたが、震災後は横ばいに転じている状況です。こちらにも実際に何か物理的被害があったわけではありませんので、これから先は上昇に転じてくるのではないかと考えております。

物理的な被害ですと東京圏の中では千葉県が最も被害が大きかったわけですが、実は最近の取引状況を見ますと、横浜市を含む神奈川県の下落が比較的大きいようです。これは、物理的な被害よりむしろ、経済的損失の方がより大きく地価に影響しているからです。やはり千葉県より神奈川県の方が都市としての経済規模が大きく、例えば外国人観光客に依存している部分や、地元の企業活動に影響する部分が大きいです。震災直後は物理的な損壊が地価にも影響いたしますが、中期的には、例えば節電でありますとか、外国人観光客の減少といった経済的損失の方がより大きく地価に影響しますので、もしかすると東京圏の中では神奈川県あたりが最も大きく地価に対するダメージが残る可能性があるのではないかと考えております。いずれにせよ、これはある程度一時的な影響で、時間を経れば回復していくのでは

ないかと考えております。

9月の下旬に基準地価が公表されております。これも既にご案内かと思いますが、名古屋よりも西では、震災の影響はほとんど地価に現れておらず、むしろ地価の上昇・横ばい地域が増えていきます。これに関しては、図表5に全体動向をお示ししています。基準地価の中で上昇、横ばい、下落の地点の構成比を示したものです。2009年が地価の動向からすると最も下落がひどかったわけで、一番下の東京圏の商業地のデータをご覧頂きますと、100%の地点で地価が下落しておりまして、上昇、横ばいはゼロという状況です。それが昨年2010年に上昇、横ばいが少し増えまして、今年はさらに増えています。全国レベルでは、先ほど申し上げたとおり関西圏で上昇・横ばい地域が増えましたので、昨年からの地価の回復が継続していることが示されたというわけです。こういった点でも震災の影響は必ずしも大きくはなかったと申し上げてよろしいのではないかと考えております。

図表6、こちらは2011年基準地価における上昇率の上位地点を示しています。名古屋市緑区、福岡、熊本といったところで地価の上昇ポイントが増えておりますが、今回地価の上昇が見られたところを簡単にまとめると4つくらいにグループ分けができると考えています。それを図表6の下のコメント欄にお示ししています。1つ目は、交通インフラの整備が進んだところです。具体的には、九州新幹線沿線の福岡市博多区、熊本市、鹿児島市などがこれにあたります。それから先ほど申し上げた名古屋市緑区ですが、こちらは地下鉄の延伸によって交通インフラが強化され、これが地価にプラスに働いたというわけです。ただし余計なことを申し上げますと、九州新幹線開通の効果は、今のところ、沿線の熊本あるいは鹿児島でもプラスの効果が出ておりますが、来年頃からは恐らく状況が違ってくるのではないかと思います。いわゆるストロー効果が発生し、むしろマイナスの影響が出てくるのではないかと考えています。

2つ目の区分は、駅前の整備ですとか、新線沿線などの再開発が進んでいるところです。例えば広島駅周辺、富山市、関東圏では辻堂駅周辺の藤沢市、茅ヶ崎市といったところでプラスの効果が

見られます。このうち広島駅周辺についてですが、恐らくこれから先20年くらいで、町の中心地が徐々に駅前の方に移ってくるのではないかと当方では考えております。最近、交通の利便性が高いところにビジネスの中心地が移動する傾向が見られます。広島の現在の町の中心地は、紙屋町や八丁堀など、駅から大分離れたところですが、駅周辺の開発が徐々に進んでいますので、恐らく10年から20年後は、今の紙屋町、八丁堀から広島駅周辺に町の中心が移動してくるのではないかと考えています。こういった点で今回の基準地価には、町の中で構造が少しずつ変わってくるという動きの一端が垣間見られたのではないかと考えております。

3つ目はブランド力があるところです。具体的には京都市中京区、こちらは室町通り、あるいは寺町通りといったブランド力のあるところで、上昇、あるいは横ばいのところが多かったわけです。全体的に地価は下落傾向が続いておりますので、その中でこういったブランド力のあるところの堅調さが浮き上がってきたということではないかと思えます。それから京都市北区、北山のエリアです。それから芦屋市、こちらは高級住宅街として非常に有名なところです。こういったところの堅調さも今回目立ったということです。

そして4つ目のパターンは、商業施設の進出で地域が活性化したところです。福岡市中央区、天神の周辺がこれに該当するのではないかと考えております。場所によって幾つかパターンはありますけれども、全体とすれば昨年からの地価の底打ち傾向が現在も続いているということが指摘できるのではないかと考えております。

もちろん全体とすれば下落しているところが多いわけで、図表8をご覧頂きたいと思えます。こちらは今回の基準地価で下落がひどかったところの上位地点をピックアップしたものです。全国の商業地では、震災の影響が大きかった宮城県、岩手県などで下落が相当目立った地点があります。第2位に石巻が入っていますが、石巻は逆に地価が上昇した地点も1地点ありました。私は岩手県宮古市の出身です。今回の津波の被害は甚大でしたが、あえて誤解を恐れずに申し上げれば、被害

が大きかったところは海岸線から大体1km、遠くても2~3kmのところまでで、それより内側のところは、被害がなかった、あるいはほとんど影響がなかったところが多いわけです。そして最近、被害があったところから被害がなかったところへの移転需要が起きているそうです。今回、石巻のあけぼの地区という所で1地点、地価が上昇しましたが、このあけぼの地区は元から商業施設が集積しており、石巻の中では割と賑やかなところだそうです。最近では移転需要が出てきたり、マンション建設がいくつか始まったり、また大家が多少強気になって賃料を引き上げている例などもあるようです。そういうことで石巻は、地価の下落がひどかったところもあるが、上昇地点もあるという、良いところと悪いところの両方が町の中に出た例だと思います。

それから高知県の室戸市、あるいは高知市あたりも下落が相当大きかったわけです。今回の震災を機に南海地震、あるいは東南海地震が起こった際の津波被害が起きる可能性が懸念されたのではないかと報道が一部に見られますが、それが原因ではないだろうと私は考えております。これらの高知県の町は、これまでの基準地価、あるいは公示地価でも都道府県別で最も下落が大きかった場所です。人口が減少し、地域経済が衰退していることが、地価下落の一番大きな要因です。確かにこの震災の影響で一部、地震リスク、あるいは津波リスクが認識された可能性はありますが、今回の基準地価に関して申し上げますと、恐らく地域経済の衰退が最も大きな原因であろうと考えております。

それから東京圏ですが、やはり東京都心部の下落が依然として大きいです。これは、主に2007年から2008年、東京の都心部を中心に不動産投資が大分加熱した時期がありまして、その反動が続いているということだと思います。最近では反動の部分は出尽くしたと当方では考えておりますが、景気動向に対して少し懸念要因が出てきましたので、恐らくもうしばらくは下落傾向が続くと考えております。ただし、後ほど申し上げますけれども、この震災の影響で東京圏のオフィスビル、あるいはマンションの市況には幾らかプラス効果も出てきておりますので、状況によっては、地価の

下落を克服することもできるのではないかと考えております。いずれにせよ、地価に関しても震災の影響はそれほど大きくは出ていないと考えてよろしいと思います。

## オフィスビル市場の動向

ここまでは震災が地価に与えた影響についてお話を申し上げましたが、それではこの先どうなるのかについてお話をさせていただきたいと思えます。図表10は東京圏のオフィスビルの供給動向を調べたものです。今年2011年と来年2012年は、東京23区ではオフィスビルの供給が割と多い年にあたります。一般的には、需要がなかなか盛り上がりながらビルの供給が多いということは、市況の悪化要因になると考えがちです。もちろん今は楽観できるような状態ではないわけですが、状況は少し変わってきたようです。震災前にはなかなかテナント移動も少なく、さらに数少ないテナント移動もリストラガらみの移転と言いますか、オフィスのコストをできる限り削減しようという目的の移転が多かったものですから、賃料さえ安ければ多少ビルが古くてもかまわないという移転がほとんどを占めていました。ところが震災後は、安全性が高い物件であるならば、多少賃料が高くても構わないという移動が増えてきました。こういった点で、この震災によりテナントの防災意識が高まったということが、オフィスビルの市況にプラスに現れているという部分が多くなってきたと言えると思います。

今年の後半にでき上がったビルを見ますと、このことを反映して、テナント集めの点で意外と検討している例が多く、満室、あるいは高稼働率を達成した物件が多くなっているようです。例えばこの7月以降に竣工した物件では、具体的な名前をお出しして恐縮ですが、新日鉄都市開発の「淡路町2丁目ビル」、こちらは堀場製作所さん、YKKさんなどが入られて満室状況です。それから三井不動産の「御成門Mスクエア」は、三井倉庫さんのグループが入りましてこちらも満室状態のようです。それから「日本橋本町MKスクエア」、こちらも第一三共などが入居ということで高い稼働率のようです。それからこの10月に完成した物件で



は「京橋2丁目ビル」、大林組の物件ですが、こちらは日東紡などが入居されて、先月の報道では85%の稼働率です。現時点ではもう少し高まっているかも知れません。それからやはりこの10月に完成の「東急番町ビル」が、内定を含めて稼働率90%です。このように足元ではかなりのビルが満室ないしは高稼働率を実現しています。恐らく震災後にテナントの意識が相当変わり、前向きの移転事例が増えてきたことが影響していると考えております。それから、今年は西新宿でビル供給が相当多く、このエリアの市況の悪化に繋がるのではないかと懸念がありました。実は今年の春頃には相当テナント集めに苦戦していた物件も見られましたが、こちらは今も7割から8割くらいまで内定率が高まっているという例がありますので、このあたりもかなり健闘していると言っております。

また、来年完成予定の物件に関しても、今当方が聞いている限りでは、成約には至らないけれどもテナントの引き合いが増えてきた物件や、メインテナントが決まった物件が相当増えてきているようです。来年2012年は、丸の内・大手町の開発が非常に多い年ですが、大体の物件でメインテナントが決まっているようですし、一部には既に満室になった物件もあるようです。来年はビルの供給が相当多いので、市況はかなり悪化するだろうという見込みが多かったわけですが、どうやらその悪化は最小限に食い止めることができ、また場合によっては、稼働率にとってプラス、ないしは賃料にとってプラスの影響が出てくると考えられます。今、西新宿では、大型ビルでも賃料は大体坪当たり2万円前後という成約が多いようです。私は、今年このエリアはビル供給が非常に多いので、あと1割くらい賃料が下がるのではないかと考えていましたが、現時点でかなりテナントの募集状況が好調なようですので、恐らく現状は維持できるのではないかと考えております。それから大手町・丸の内あたりでは、2007年頃は大型ビルですと、坪当たり6万円から8万円くらいでテナントを募集している例が多かったのですが、足元では3万円台前半という成約が多くなっており、またフリーレントなども一部入っているものがあり、かなり厳しい状態が続いていたわけですが、それが来年完成予定の物件ですと、金融機関をメイ

ンテナントに確保しているビルが相当多いようで、一部には賃料4万円台前半を見込んでいる物件も出てきておりますので、今後特に大きなマイナス要因がなければ、来年の春頃には、大手町・丸の内あたりにも4万円台前半の成約が相当増えてくるのではないかと考えております。これは大手町・丸の内のこれまでの歴史的水準からすると必ずしも高くはありませんが、足元では最もグレードの高い物件でも3万円台前半の成約であることを考えますと、来年の春頃から大手町・丸の内あたりでも賃料の上昇傾向がかなり明確になってくるのではないかと考えています。

こういった点で東京圏のオフィスビルマーケットはとりあえず最悪期を脱し、今後は賃料の点でもプラスの話が増えてくるのではないかと考えております。ただし非常に流動的な要素も増えてきていると思います。足元では金融機関でも業績が悪化しリストラするという例が一部出てきているようです。どこの会社とは申し上げませんが、先々週の日経に、某証券会社がリストラのために大手町のビルから退出するという記事が載りまして、その後私のところにじゃんじゃん電話がかかってきました。どの床をどのくらい返すのだと問い詰められたのですが、私に聞かれても困るわけがあります。こういった例も一部ありますので、今後、金融情勢次第では状況が変わってくる可能性もあります。ただし全体とすれば、来年の春くらいから賃料の上昇傾向が明確になってくるのではないかと考えています。

REITの物件を見ても、これまでは特にオフィスビル系のREITの中に、かなり減益、あるいは減配を続けている例が多かったわけですが、これも名前を出して恐縮ですが、例えばREITの中で最大規模の日本ビルファンド投資法人は、今年6月期の最新の決算まで6期連続で減益・減配という状況でしたが、次の12月期に関しては1口当たりの分配金は横ばいと予想されていますし、それ以降は増配も見込めるということです。このようにREITが持っている物件の運用状況に関しても、一応底を打ってこれから先はむしろプラスの話が増えてくるのではないかと考えられます。こういった点でも不動産賃貸事業はとりあえず今が一番のボトムでありまして、このボトムを抜け出す動きも大分

見えてきたと考えております。

これまで東京圏を中心にお話を申し上げましたが、地方都市は状況が多少違っております。足元は地方都市も小康状態というところが増えていますが、むしろこれから先、厳しい状態が長く続く可能性があると考えております。図表 16 をご覧ください。こちらは主な地方都市のオフィスビルの空室率をお示ししております。大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡と記載されておりますが、大抵のところは今、空室率は過去最悪という状況です。ただし、ほとんどの都市が今年 2011 年に関してはオフィスビルの供給が少ないので、足元は小康状態というところが多くなっています。

図表 17 をご覧頂きたいと思っております。左側に大阪のビル供給状況をお示ししております。棒グラフがビル供給量ですが、2011 年は供給量が割と少ない年にあたります。右側にビルの供給リストをお付けしています。2011 年は昨年より供給量が大幅少ないのですが、この少ない供給量の約 8 割を 3 棟のビルで占めている状況です。リストの真ん中から少し下にありますが、オリックス本町ビル、本町南ガーデンシティ、ノースゲートビルディングの 3 棟です。この 3 棟は今年の春、相次いでオープンしましたが、うち 2 棟が満室です。オリックス本町ビルは、オリックスグループの大阪本社が入居されて満室、ノースゲートビルディングは伊藤忠商事の大阪本社が移転されて満室という状況です。3 棟のうち 2 棟が満室になりましたので、市況は小康状態です。ただし、来年度から北ヤードで一部の開発事業が完成しますので、少し需給関係に変化が出てきそうです。大阪の最近の成約事例を見ますと、最も良い例でも賃料は 2 万円台前半という状況です。過去数年間の大阪の成約事例ですと、2008 年にできた淀屋橋三井ビルディングと、サンケイビルのブリーゼタワーが、大体坪当たり 3 万円で、この 2 棟が最も高い成約と当方では認識しています。これ以降は成約賃料が 3 万円を超える例は出ていないと考えていますが、北ヤードは概ね坪当たり 3 万円くらいを目指していると聞いておりますので、それが実現できるかは、ちょっと難しいところもあるかと思っております。ただし大阪全体では、この北ヤードの方に需要が集中する形になってくると当方では考えています。

それから、これは私の勝手な見方ですがけれども、これまで大阪は、関東圏に比べると少ない需要が京都、あるいは神戸に分散し、なかなか大阪としての集積効果が出てこなかったという問題点がありました。ところが最近は京都、あるいは神戸から需要が一部大阪の方に流入するという傾向が見られ、恐らくこれで大阪にも、これまで分散していた需要が大阪の北の一部に集中し、集積効果が出てくるのではないかと考えております。それから大阪市内でも、全体的に需要が南から北へ移動してきていると私は考えておまして、北ヤードが完成すれば、かなり良い状況でスタートすることができるのではないかと考えています。こういった点では、大阪はこれまであまり良い話がなかったわけですが、これから先は全体的に集積効果が出て、市況にとって良い話が増えてくるのではないかと考えております。

図表 18 が名古屋の市況です。名古屋も今年はビル供給が少なく、足元では小康状態です。全体の空室率はまだ非常に高いのですが、新築のビルに関しては比較的高い価格予想を示す例もあるようです。今年の春にオープンした名古屋三井ビルディング新館は満室ですし、入居していらっしゃるのも証券会社で比較的高い賃料のように記憶しています。中型ビルでは多少空室を残して竣工した例もあり、必ずしも全てが良いというわけではありませんが、賃料に関しては、全体的に下げ止まりの状態と考えております。ただし、名古屋では 2013 年以降、かなり大規模な開発が予定されておりますし、2015 年から 2017 年にかけて名古屋の駅前で大型ビルの建て替えが予定されておりますので、名古屋駅前に需要が集中すると、周辺のビルがしわ寄せを受け空室率が高まっていく可能性があります。こういった点で名古屋も足元は小康状態ですが、2013 年、あるいは 2015 年以降は、相当立地が良いビル以外は厳しい状況となる可能性があります。大阪も名古屋も、足元は小康状態ですが、先行きに関しては多少注意しなければいけないところが多いと考えております。

地方都市は全般的に厳しい状態ですが、一部、非常に好調な町があります。福岡です。図表 19 をご覧ください。福岡は 2008 年と 2009 年にビルの大量供給がありましたが、2009 年 7 月で大量供給



がストップし、それ以降は大型ビルの供給がほとんどない状態が続いております。2011年でも一部大型ビルの供給がありますが、全体とすれば供給量は少ない状況です。町全体の空室率は非常に高いのですが、この空室のほとんどは多少老朽化したビル、あるいは個人オーナーがお持ちのビルが中心で、グレードの高いビルは空室がほとんどない状況です。恐らくこれから先福岡は、九州新幹線の効果でいわゆるストロー効果が発生し、九州経済圏の富が全て福岡一市に集まってくる状況になってくると考えております。こういった点で福岡市については、これから先非常に良いデータが増えてくると考えております。今年の春、「JR博多シティ」という駅ビルがオープンしました。延べ床面積が20万平米という巨大な物件ですが、これで福岡の人の流れが随分変わってしまったと言われております。他の商業施設は、売り上げを2割から3割減らした例もあるなど、相当大きな影響がありました。足元では福岡市内にさらに商業施設が増えておりまして、この9月末にはキャナルシティの新しいビル、通称では第2キャナルシティと言っておりますが、キャナルシティ・イーストビルがオープンしてこちらも非常に好調と聞いております。それからやはりこの9月にバーニーズ・ニューヨークの店舗がオープンし、大変評判になっているようです。このように福岡市は商業集積がさらに充実してきています。恐らくこれから先、エリア同士の競争が相当激化し、エリア毎の差が拡大してくると考えております。ただしオフィスビルに関しては、全般的に空室率は低い状態が続くと考えております。こういった点で、地方都市の市況が全般的に厳しい中、福岡市は比較的好調な状態がこれから先も続くと考えております。

図表 22 は仙台市の状況です。一般的に地震の被災地というと、どうしてもマイナスのイメージばかりが付きまとうわけですが、仙台市に関しては足元の需要は増えている状況です。その要因は、津波の被害が大きかったところから仙台市の中心部に移転する需要が増えているということと、復旧・復興活動支援のための人員を受け入れるオフィスビルやホテルの稼働率が高まっていることです。当初は、7月、8月頃でこういった復興関係の需要は一時収束すると思われていましたが、未

だ好調な状態が続いているそうです。このように仙台については、とりあえず今の時点では、震災が不動産の市況にプラスに働いているところもあるというわけです。町全体のダメージが大きいのであまり楽観視できる状況ではありませんが、とりあえず数少ない優良物件に需要が集まり、それが全体的に市況にとってプラスになっているのだと思います。来年1月、平和不動産の新しいビルがオープンします。稼働率は50%ほど内定していると聞いておりますが、立地条件が非常に良いので、時間をかければ稼働率は相当高まってくると考えております。これまで仙台市のオフィスビルの賃料は、新しい物件で坪当たり1万2千円から1万3千円くらいでした。賃料はそれほど変動しているわけではありませんが、REITなどが持っている物件ですと1万5千円くらいのものもありまして、大体その賃料水準を保っている状況ですので、今後は特に大きく下落することなく今の賃料水準を維持できるのではないかと考えております。

製本版レポートの、43ページと65ページをご覧頂きたいと思っております。こちらはREITの決算から推計したオフィスビル、賃貸マンションの平均的な賃料水準と利回りをお示ししたものです。REITの決算には、ノイズと言いますか余計な情報が入っていますので、ここで計算した数字がドンピシャリの賃料水準というわけではないと思っております。これらは実際に稼働中の物件のデータですので、成約賃料を示すデータと言ってよろしいと思っております。この結果を幾つかの事業者の方に確認してみたところ、大体この水準で合っているというお話を頂いておりますので、それほど大きなずれはないと考えております。43ページがオフィスビルの賃料水準と利回り、65ページが賃貸マンションの賃料水準と利回りです。

まず43ページのオフィスビルのデータをご覧頂きたいと思っております。先ほど丸の内・大手町あたりでは、相当グレードが高いビルでも足元では成約が3万円台前半まで落ちていると申し上げましたが、既存ビルで良いテナントを確保している物件ですと、今の段階でも4万円台後半ないしは5万円弱という物件もあります。あくまでこれは推計値ですが、例えば表の一番上の三菱UFJ信託銀行本店ビル、こちらはジャパン・リアルエステイト

という REIT の運用対象ですが、計算上の賃料は 4 万 5 千円くらいというところでは、銀座三和ビル、こちらは 4 万 9 千円程ですから、かなり高い水準です。それから野村不動産オフィスファンドの NOF 渋谷公園通りビル、こちらでも 5 万円弱です。1 年程前は賃料が 5 万円を超える物件も幾つか見られましたが、今はそういった高額物件は稼働率が落ちて賃料が下がっているようです。計算上 5 万円を超える物件は REIT 物件ではほとんど見られなくなってしまいました。それでも 4 万円台後半はありますし、恐らくこの中で賃料水準が高いものに関しては、この水準を維持できるだろうと考えております。

地方都市を見ますと、先ほど大阪は最近では大体 2 万円台前半の物件が多いと申し上げましたが、淀屋橋で 2 万円を若干超えているものがあります。それから名古屋ですと、フリーレントなどを相当長期間入れている物件もありますが、例えば近鉄新名古屋ビルが 2 万 4 千円程と相当高い物件もあります。これから先グレードが高い物件に関しては、テナントの入居状況も恐らく維持できるだろうと考えられますので、賃料も今の水準は維持できると考えております。福岡ではデータ上は 1 万円台中頃の物件が多くなっていますが、最近では大型物件の供給が少なくなっていますので、新築で概ね 1 万円を切る物件が多いです。しかし REIT に入っているようなグレードの高い物件ですと、1 万円台中頃から、場合によっては 1 万円台後半というものが多く、恐らくこのあたりの賃料水準も今後維持できるのではないかと考えております。

65 ページが賃貸マンションのデータです。足元では外国人のビジネスマンが一部帰国して、高額物件の稼働率が落ちている例が見られます。ただし、こういった外国人の需要が減っているのは、過去 2、3 年続いておりまして、この 65 ページのデータもある程度賃料水準の高いところが調整された後のデータと考えてよろしいと思います。こう考えますと、お示ししているデータも概ね今の賃料水準を今後も維持できると考えております。以前は高額な賃貸マンションですと 3 万円を超える事例もあったのですが、このデータでは 2 万円台中頃のものが一部見られるという状況です。これも価格の調整が進んだ結果として、ここらあた

りが高額物件のボトムラインなのかと考えております。先ほど申し上げましたように、今金融機関などの経営が少し圧迫され価格が下がっている例もありますが、恐らく価格の変動があってもこれ以上大きな下落にはならないであろうと考えております。このようにオフィスビル、あるいはマンションの市況に関しても、今後は大体现状維持が可能なのではないかと考えていますが、この中で不動産投資のあり方も最近では変わってきているのではないかと考えております。

## J-REIT 市場の動向

資料にお戻り頂きまして、35、36 ページをご覧頂きたいと思っております。こちらは皆様おなじみと思っておりますが、REIT の価格の推移を示す東証 REIT 指数の動向です。図表 35 が REIT 全体の総合指数、図表 36 が用途別指数です。通常は図表 35 の総合指数を中心にお話を申し上げておりますが、グラフの期間を長くとっておりますので足元の状況が少々見づらくなっております。そこで図表 36 をご覧頂きたいと思っております。震災発生は金曜日の午後 2 時 47 分と記憶しておりますけれども、この震災が起こった直後から不動産を保有するリスクが認識され、REIT の価格が大幅に下がりました。最も大きく下がったのは、震災から 2 営業日後の 3 月 15 日です。震災前、総合指数は 1,100 ポイントくらいでしたが、急激に下がり、一時は 833 ポイントになりました。ただしこの段階で外国人投資家の買いが入り、その後価格は戻ってきます。5 月 2 日に REIT の総合指数は 1,090 ポイントまで回復し、これで震災前の市況に回復したと当方では考えております。ただしこれ以降また低下し、足元では総合指数で 900 ポイントを多少下回る状況ですが、これは震災の影響ではありません。主に金融市場の混乱と、投資家の需給関係によるものが大きいと申し上げてよろしいと思っております。

現物の不動産マーケットから少し外れますが、せっかくの機会ですので、現在の REIT の価格の下落につきまして原因などをお話申し上げたいと思っております。REIT の中には震災後不動産投資を手控えていた例もありましたが、5 月には REIT の価格が震災前の水準まで戻ったため、増資して資金調達

をしようという REIT が増えてきました。図表 41 に REIT の資金調達状況をお示ししております。今年の前半は公募増資がかなりありましたが、震災後になくなり、6月頃からまた増えてきています。図表 42 は9月までに行われた公募増資の状況をお示ししております。払い込みベースで申し上げますと、5月にオリックス不動産投資法人、6月にユナイテッド・アーバン投資法人、7月にケネディクス不動産投資法人が増資を行いました。ただし、REIT のマーケットが回復しきらないうちの増資でしたので、残念ながらディスカウント増資、すなわち一口当たりの純資産額、あるいは一口当たりの出資額を下回る公募価格での増資が多かったわけです。表の一番右側の乖離率の欄ですが、ここに▲印がついているのがいわゆるディスカウント増資です。例えば、ケネディクス不動産投資法人はこの7月に増資を行いました、乖離率が▲52.7%ですので、かなり大幅なディスカウントです。ディスカウント増資は既存の投資家が保有する株価の下げ要因になりますので、必ずしも投資家の立場からすると歓迎されるものではありません。こういった問題点もありまして、これらの増資の事例が REIT 価格に一部悪影響を与えたところがあったのではないかと考えております。実際のところ、それぞれの増資の応募倍率は相当高く、主に割安の銘柄を志向される外国人投資家の需要が多かったらしいのですが、既存の投資家にとってみると、こういったディスカウント増資は歓迎できるものではありませんので、この点で一部投資家の失望を招いたところがあったと考えております。9月払い込みで日本リテールファンドの増資がありましたが、こちらもまたディスカウント増資でしたので、足元の REIT の価格も崩れてしまいました。この9月、10月は、増資を検討していたが取りやめた例が恐らく相当多かったと思います。そういった点で、足元でファイナンスリスク、増資リスクというものは少し遠のいてしまっていますが、この春あたりに行われた増資が多少 REIT マーケットにとってマイナスに振れた部分があるのではないかと考えています。

2つ目は、投資家の需給関係です。これについては図表 48 をご覧頂きたいと思えます。現状、REIT の発行済み投資口数の約半分を国内の金融機関が保有しています。以前は地方銀行の比率が割と多

かったのですが、ここ5年くらいは投資信託の対象として REIT を組み入れる例が増え、信託銀行の投資が相当増えてきております。図表 48 は REIT を運用対象に組み込みました投資信託、ファンド・オブ・ファンズの件数と残高をお示ししています。足元で多少金額面に振れがあるのは REIT の価格が大きく変動しているからですが、商品の数自体は依然ドンドン増え続けているという状況です。今年の前半は、特に海外の REIT を組み込んだ投資信託が相当な評判を呼びまして、個人投資家の資金の流入が多かったファンド・オブ・ファンズの過半を REIT 関係の投信が占めたそうです。グローバルリートと通称しておりますが、海外の REIT を投資対象に組み込んだものに関しては、配当利回り 20%以上を謳う例もあります。この 20% という数字が少し曲者で、REIT そのものの利回りは大体 5% くらいですけれども、為替差益などを入れて見かけ上の利回りが相当高くなっている例があるわけです。ただ、今の低金利の時代、配当利回り 20% と言いますと相当魅力的な商品ですので、今年の前半はかなり個人の資金が投信に流入し、REIT 関係のファンド・オブ・ファンズは相当な活況を呈したようです。

ところが7月、8月になると、これまでセールスポイントであったところがむしろ逆風になってきました。海外の REIT と言いましても、組み込まれているのは大体アメリカの REIT が中心です。アメリカが世界の REIT マーケットの中で一番規模が大きいわけです。最近では少し変わった投信もありまして、アジアの REIT に対象を限った商品も出ていますが、全体とすればアメリカの REIT が半分以上を占めている状況です。アメリカの REIT に関しては、今年の前半、過大評価されていたところがあります。7月、8月以降は為替も大分状況が変わってきました。今年の前半は、ブラジルリアル建ての商品が相当な人気を博しましたが、7月以降このブラジルリアルも相当落ち込んでしまうなど、これまでのセールスポイントがむしろマイナスになってしまい、それまで好調だった投信でも資金の流出が続いたところが多かったわけです。投信で資金の流出が起きますと、手持ちの運用対象としている REIT を売却しなければいけない例も増えてきて、投資家の需要も一部変わってきたと言えるのではないかと考えます。



それから、地方銀行など国内の金融機関が REIT を持っている比率は相当多いわけですが、これも過去数年間のうちに相当大きな変遷がありました。一昨年の秋口あたりから国内の金融機関では、REIT 投資を本格的に再開したいという例が相当増えてきました。リーマンショックの直後 REIT マーケットが相当荒れまして、この段階で REIT 投資を一時取りやめたところが多かったのですが、今は全般的に有望な新商品が少なくなってきたので、一昨年の秋口あたりから REIT 投資を再開したいという例が多くなってきたわけです。ただし、地方銀行の場合、運用担当の方はやる気満々でも、役員の方には不動産をあまり信用されていない方が相当多いようです。かつて海外不動産投資で相当なダメージを負った経験のある方もいらっしゃるものですから、上の方を説き伏せることができず、地方銀行の REIT 投資は昨年の中半なかなか進まなかったわけです。それが昨年の 10 月、日銀が REIT を含む金融資産の買い入れを決めまして、これで地方銀行の役員の方もようやく納得し REIT の投資にゴーサインを出されたわけです。今年の 4 月に新年度入りしてから、REIT の運用枠を増やし REIT 投資を本格的に再開しようという計画を立てていたところが多かったのですが、この 3 月に震災がありまして出鼻を挫かれるような形になってしまいました。震災以降に REIT の価格が急激に下がりましたので様子見のところが多かったわけですが、8 月、9 月でさらにまた価格が下がりまして、投資のタイミングを逸してしまったところが多かったわけです。一部の地方銀行などに震災前の 3 月に投資を再開した例がありました。震災前、REIT の総合指数は大体 1,100 ポイントくらいでした。ところが地方銀行では、いわゆるロスカットルールを定めているところが多く、価格が 2 割くらい下がった段階で売却の対象にすることが多いようです。このロスカットルールはかなり厳格に運用されておりまして、足元では REIT 指数が 900 ポイントを下回る状態になっておりますので、このロスカットルールに引っかかってしまい、運用担当の方は、あまり売りたいくないというのが本音らしいのですが、ルール上これを売却しなければいけないという例も最近増えてきているようです。

こういった 3 つの理由と言いますでしょうか、

ディスカウント増資が多かったということ、投信で資金の流出が続いてしまっているということ、地方銀行などでロスカットルールに引っかかってしまい売却せざるを得ない例が増えてきているということ、これらの 3 つの要因で足元では REIT の価格は下落が続いているという状況です。

それから、これも既にご案内のように、8 月以降、主に米国債の格付けの引き下げ、それから欧州の財政不安の問題がありまして、金融市場全体に不安要因が多くなってしまいました。これも足元では REIT の価格に相当大きく影響していると思います。ヨーロッパなどで何か問題が起ころしなくても、REIT の賃貸事業自身には大して影響はない筈ですが、かつてのリーマンショック直後に REIT に対する金融機関などの融資が滞りまして、REIT でも 1 件、ニュー・シティ・レジデンスが経営破綻をしてしまいました。そういった過去の苦い経験もありまして、ヨーロッパ、アメリカなどの事情は日本国内の不動産の需給関係には影響しない筈ですが、もしこれによって金融システムが混乱すると REIT の資金調達にも難点が出てくるかもしれないという懸念が、足元では REIT マーケットにとってマイナスの影響になっているのだろうと思います。

ただし、最近では投資家の見方も少し違ってきているところがあります。確かにニュー・シティ・レジデンスの経営破綻は REIT マーケットにとって非常に大きなイメージダウンでありましたが、ニュー・シティ・レジデンス投資法人の再生計画では債権の弁済率は 100%でした。これはその後も継承されています。ということは、かつて資金繰りに苦しんだ REIT の破綻事例が確かにあったわけですが、弁済率が 100%ということは、REIT の資産の健全性が一方では証明されたというわけです。こういった点で最近他に投資対象がないという消去法からも REIT が浮かび上がってきましたし、経営破綻事例でも結果的に債権は保全されたという経験もありまして、今不動産投資に対する信頼感は、徐々にではありますが回復してきているという状況です。そういうこともありまして最近では、REIT 投資をまた本格的に再開したいという話と、投資対象として REIT を買うのではなく、例えば金融機関の融資の対象として REIT の運用に参加

をしたい、レンダーとしてREITに関わりたい、といった需要も出てきました。この点で足元ではREITの価格が相当大きく下がってしまっていますが、これから先は信用も徐々に回復してくるのではないかと考えております。なにぶん今REITの価格は相当割安な状態が続いておりますので、配当利回りはかなり高いという状況です。

前に戻りますが、図表39をご覧頂きたいと思っております。こちらはREITの平均配当利回りの推移をお示したものです。一番上の濃い太い線が平均配当利回りです。これは時価総額による加重平均のため、時価総額が大きいものの方に平均値が引っ張られますので、全体の単純平均より利回りは多少低くなっていると思います。それから一番下の細い線が10年国債の利回り、真ん中の線がこの2つの利回りの金利差、スプレッドをお示しています。一番太い線をご覧頂きたいと思っておりますが、リーマンショックの直後2008年10月は、REITマーケットがどん底の時期で、平均配当利回りが9.68%に達しました。10%近い利回りだったということになります。個別の銘柄では配当利回りが30%を超えている例もありましたが、それ以降REITの価格は戻ってきました。データ更新の関係で9月27日までのグラフとなっておりますが、足元では平均配当利回りが5.57%となっております。これ以降もREITの価格は低迷が続いており、今は6%弱という配当利回りです。国内の金融商品で今6%程の利回りを確保できる例はほとんどありませんので、利回りの面では相当魅力的な商品になってきたと言えるのではないかと考えております。今REIT投資の再開を本格的に考えるところが増えてきましたので、恐らくこれから先は相当良い話が増えてくるのではないかと考えております。

ただしREITの評価は相当二極化ないしは三極化が進んでおります。図表40、こちらはREITの格付けをお示したものです。R&I、ムーディーズ、S&P、JCRと4つの格付機関のデータをお示していますが、この格付けをもとにしますとこの表のような順番になるのではないかと考えております。日銀がREITを含むリスク資産の買い取りを進めていますが、日銀の買い取りには格付けがAA格以上という条件が付いております。ただし、格付機関については差を設けておりませんので、この4つの

格付機関のどこであってもよろしいというわけです。それからAA-でもよろしいと解釈されておりますので、最近では比較的高い評価が得られやすいJCRの格付けを取得する例が割と多くなってきていますが、このあたりもAA格の格付けを狙ってのことだろうと思います。ただし、私の考えですと、R&Iの格付けでA+以上を取得しているところに関しては、運用上の問題はほとんどないであろうと考えております。お手元の表では福岡リートがA+ですが、これよりも上に記載されている銘柄に関しては特に運用上問題はないと考えております。これよりも上の銘柄であれば資金調達のコストは大体2%を下回るような状態ですし、金融機関からの資金の借り換えも特に大きな問題はない状況です。さらにAのものでも特に問題はないであろうと当方では考えております。Aの銘柄と言いますのは大体が市場再編の対象になった銘柄でして、市場再編のプラス効果がまだ格付けに反映されていない例があります。

図表46はREITマーケットの再編の動きについてお示しております。上の表はREITの合併事例、下の表はREITのスポンサー企業が交代した事例です。先ほどご覧頂いた格付けの中で、Aの銘柄は大抵のところがこの市場再編の対象になった銘柄です。足元では格付けは未だ変わっていないものの中にも、市場再編による良い効果が出て財務内容が相当良くなってきている例が多いので、恐らく今後は格上げの対象になる銘柄が多くなっていくと考えております。先ほどの図表40を再びご覧頂きますと、例えばR&Iのデータですと、ビ・ライフ投資法人とアドバンス・レジデンス投資法人がAですが、レーティング・モニターの対象になっておりまして、恐らくこれから先、評価が上がってくるのではないかと考えております。ビ・ライフ投資法人は、以前はモリモト系列のリートでしたが、今は大和ハウスがスポンサーになっております。ニュー・シティ・レジデンスと合併したリートで、財務内容の悪いリートを引き受けた段階では格付けが落ちてしまいましたが、それ以降評価は随分上がりました。合併直後は借入金に占める有担保の比率が非常に高かったわけですが、今こちらは大体無担保に切り替わり、財務内容が相当良くなってきている状態です。こういった点が徐々に評価されておりますので、ビ・ライフは、

今後格付けが上がってくると考えております。その他のものに関しても市場再編の効果はかなり現れてきておりますので、これから先は格付けが上がってくる例は多くなってくると考えております。こういった点でREITに関しても、今後は良い話が徐々に増えてくると考えています。

それから、先ほどから申し上げております震災の影響ですが、全体とすれば今プラスの話が増えてきていると申し上げたわけですが、最近では耐震性に対する評価だけではなく、例えば電力の安定供給に対する備えというものも相当重視されるようになってきました。これまでは物件のリニューアルと言いますと、耐震性の強化だけに注力するところが多かったわけですが、最近では電力の安定供給を目指して、蓄電池を導入する、あるいは非常用電源容量を増強するという例も大分増えてきています。一種の設備投資が戻ってきたこととなりますので、資産価値の保持という点からすると、これから先プラスの影響が出てくるのではないかと考えております。

政策面で申し上げますと、やはり震災復興の需要に期待するところが大きいのではないかと考えております。私も被災地出身の人間ですので、被災地の災害復旧の状況なども色々と聞いておりますが、この7月、8月頃までは瓦礫処理もなかなか進まないような状態が続いていたのが、8月以降は震災復興の活動が円滑に行われるようになってきたようです。政権が野田政権に変わり、震災復興の資金に関しても、現在色々と検討中ですがかなりの措置が講じられる見込みのようです。この点を考えますと恐らく今後、震災復興の公的資金が入れば、被災地などに関してはプラスの話が増えてくるのではないかと思います。また東京圏に関しても、恐らく浦安あたりは今後被災地扱いになってくると思いますので、問題になった地区のインフラ整備についても災害に強いまちを目指して復旧が進んでくるのではないかと考えております。

それから住宅について申し上げますと、これまで政策面で需要を持ち上げていた部分が大幅期限切れになるところが多かったわけですが、図表 25、こちらにマンションの初月契約率の状況をお示し

しております。線が錯綜して見づらいですが、東京圏のマンション販売に関しては、概ね70%以上を確保している状況です。夏場はどうしても有望な物件が少なくなってくるといった問題点もあり、8月に70%を切る状況になっておりますが、今後秋商戦を迎えまして、契約率は大幅に上がってくるのではないかと考えております。価格に関しては図表 26 にお示ししています。震災の直後に物件の販売が相当自粛され、東京圏全体で供給が9%くらい減ってしまいました。この自粛が価格にも影響してきていると思いますが、これから秋にかけてかなり優良物件が増えてくるだろうと思っておりますので、価格に関しても、ある程度戻って来るところが多いのではないかと考えております。最近では安全性が高い物件に関してユーザーのニーズが高まってきておりますので、恐らく契約率も概ね70%を超える水準が維持できるだろうと思っております。それから政策面でこれまで需要を持ち上げてきた需要喚起の政策は、住宅ローン減税が今年で段階的な縮小、贈与の非課税枠についても今年限り、エコポイントに関しても早期打ちきりという状況だったのが、それぞれの政策も見直されるようになってきましたので、恐らくこのあたりも需要喚起という点では一定の効果をもたらすのではないかと考えております。

多少期待値も入っておりますが、不動産マーケット全般に関して申し上げますと、一番厳しい状態は何とか通り過ぎることができたのではないかと考えます。今後は震災復興のやり方次第ではありますが、オフィスビル、住宅、REITのいずれのマーケットに関しても今後プラスの話が多くなってくるのではないかと考えている次第です。

本日は駆け足でしたが、震災後の不動産マーケットの状況と、これから先は全般的に良い話が増えてくるのではないかと話でもってお話を締めくくらせて頂きたいと思っております。今年もこれから先良くなっていくというお話で終わるわけですが、来年お話をする機会がありましたならば、その時は本当に明るい話が増えてきたとお話しできるように期待したいと思います。長時間に渡りご静聴いただきまして、誠にありがとうございました。





# 不動産市場の最新動向

## — 震災の影響と回復への指針 —

2011年10月19日

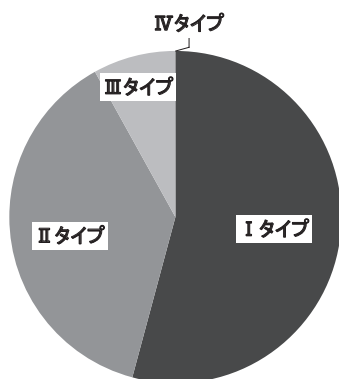
みずほ証券株式会社  
 金融市場調査部  
 石澤 卓志

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。最後のページに本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. 「東日本大震災」の影響①

■ 図表 1：仙台市中心部におけるオフィスビルの被害状況

タイプ	状態	棟数	構成比
Iタイプ	無傷	95棟	54.3%
IIタイプ	外観上ダメージはあるが、短期間の復旧で使用できそうなタイプ	66棟	37.7%
IIIタイプ	外観上強いダメージがあり、復旧に時間がかかりそうなタイプ	14棟	8.0%
IVタイプ	倒壊やフロア崩壊、ビルの傾斜などにより使用不能に見えたビル	0棟	0.0%



・「東日本大震災」による、仙台市中心部のオフィスビルの被害は比較的軽微  
 … 三鬼商事の調査によれば、「使用不能」となったオフィスビルはゼロ

・オフィスビル以外の建築物では、比較的新しい建築物にも、大きな被害が報告されている例がある  
 ・「せんだいメディアテーク」  
 (仙台市青葉区春日町2-1、2000年竣工)  
 … 7階天井が崩落  
 ・JR「仙台」駅  
 … 新幹線ホームの天井が崩落

注：1. 三鬼商事(株)が2011年3月13日時点でまとめた、仙台市中心部におけるオフィスビルの被害状況。  
 2. 対象は、仙台市主要ビジネス地区(駅前地区、一番町周辺地区、県庁・市役所周辺地区、駅東地区、周辺オフィス地区)にある延床面積300坪(1,000㎡)以上の主要賃貸オフィスビル362棟のうち、大通りに面した175棟。  
 3. ビルの外観から被害状況を判断した「目視」による調査のため、今後、外観のみでは把握できない被害状況が明らかとなる可能性がある。  
 出所：三鬼商事(株)の資料により、みずほ証券が作成

## 2. 「東日本大震災」の影響② - 千葉県の被害状況

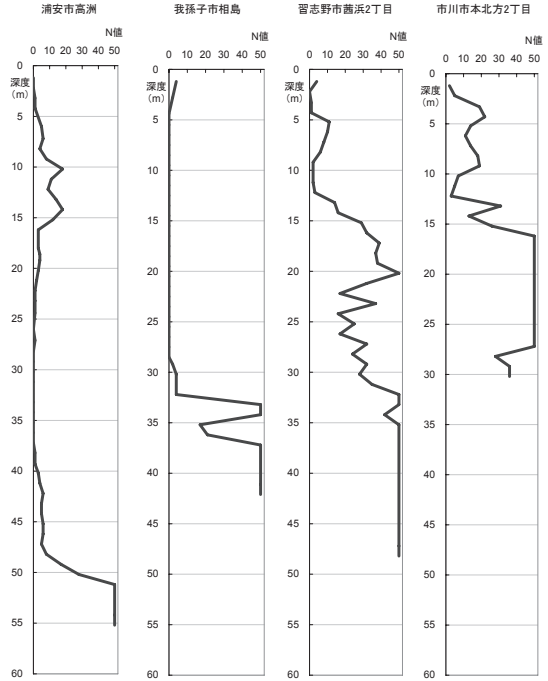
■ 図表2：千葉県の被害状況（左）と主要地点の地質柱状図（右）

	千葉県									
	死者	建物全壊	建物半壊	床上浸水	床下浸水	火災	断水	下水道使用制限	石油コンビナート火災	その他
死者 (人)	17	13	1	2	1	3	1	1	1	1
建物全壊 (棟)	632	427	1	2	3	3	1	1	1	1
建物半壊 (棟)	1,491	335	2	15	1	3	1	1	1	1
床上浸水 (棟)	775	387	32	209	7	9	30	89	6	4
床下浸水 (棟)	307	116	1	34	19	21	28	72	13	3
火災 (件)	13	—	—	—	—	—	—	—	—	—
断水 (戸)	18,736	28,000	—	—	—	—	—	—	—	1
下水道使用制限 (戸)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

	地震による被害											
	浦安市	習志野市	千葉市	船橋市	我孫子市	佐倉市	香取市	成田市	東庄町	野田市	八千代市	市原市
死者 (人)	—	1	—	—	—	—	—	—	—	—	1	1
建物全壊 (棟)	8	2	20	2	118	22	22	3	—	—	—	—
建物半壊 (棟)	470	207	335	34	—	4	48	—	—	—	—	—
床上浸水 (棟)	—	—	2	—	—	—	—	—	15	—	—	—
床下浸水 (棟)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
火災 (件)	—	1	5	1	—	—	—	—	—	1	2	—
断水 (戸)	33,000	3,070	—	30	192	20,834	19,800	232	3,970	—	—	—
下水道使用制限 (戸)	13,000	9,300	—	—	300	—	1,700	—	—	—	—	—
石油コンビナート火災 (件)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	3

注：2011年3月25日時点  
出所：千葉県の資料により、みずほ証券が作成

- 千葉県では、浦安市、我孫子市、習志野市などで、大規模な液状化が発生
- ・表層はあまり液状化せず、深さ6mと10m程度で液状化が大きかった模様
- ・戸建て住宅の被害は、深さ6mぐらまでの液状化の影響を受けた模様
- ・浦安市では、①新しい埋立地の内陸側、②古い埋立地である「新浦安駅」周辺、③新しい埋立地の海側、の順番で液状化の被害が大きかった
- …「日の出」地区と「明海」地区（一部）では、地盤改良工事が施された大規模マンションやホテルが多かったことが、液状化を抑制した可能性

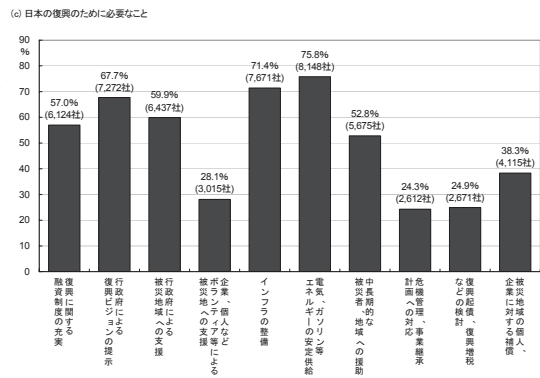


## 3. 「東日本大震災」の影響③ - 企業活動への影響

■ 図表3：東日本大震災の影響と復興支援に対する企業の意識調査

	需要減少(見込み含む)減少		やや減少		需要増加(見込み含む)やや増加		増加		影響はない		分からない		合計
	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)		
全体	57.6 (6,189)	36.0 (3,867)	21.6 (2,322)	19.9 (2,140)	14.9 (1,599)	5.0 (541)	7.3 (780)	15.2 (1,638)	100.0 (10,747)				
農林水産	63.9 (23)	30.6 (11)	33.3 (12)	11.1 (4)	11.1 (4)	0.0 (0)	13.9 (5)	11.1 (4)	100.0 (36)				
金融	49.6 (63)	22.8 (29)	26.8 (34)	13.4 (17)	10.2 (13)	3.1 (4)	7.9 (10)	29.1 (37)	100.0 (127)				
建設	46.8 (64)	23.2 (33)	17.4 (25)	25.6 (36)	18.9 (26)	6.7 (9)	8.1 (11)	19.7 (27)	100.0 (1,406)				
不動産	61.8 (168)	38.6 (106)	23.2 (63)	7.7 (21)	6.6 (18)	1.1 (3)	10.3 (28)	20.2 (55)	100.0 (272)				
製造	56.3 (1,716)	33.6 (1,025)	22.7 (691)	23.1 (705)	17.3 (529)	5.8 (176)	5.6 (171)	15.0 (458)	100.0 (3,050)				
卸売	60.8 (2,048)	38.4 (1,293)	22.4 (755)	19.5 (656)	14.4 (486)	5.0 (170)	6.7 (225)	13.1 (442)	100.0 (3,371)				
小売	66.8 (306)	44.5 (204)	22.3 (102)	12.2 (56)	8.5 (39)	3.7 (17)	9.4 (43)	11.6 (53)	100.0 (458)				
運輸・倉庫	53.8 (217)	35.2 (142)	18.6 (75)	26.6 (107)	21.1 (85)	5.5 (22)	4.7 (19)	14.9 (60)	100.0 (403)				
サービス	62.4 (642)	40.8 (426)	21.6 (226)	12.4 (127)	9.2 (95)	3.2 (33)	10.3 (106)	14.9 (154)	100.0 (1,510)				
その他	40.0 (12)	23.3 (7)	16.7 (5)	16.7 (5)	13.3 (4)	3.3 (1)	10.0 (3)	33.3 (10)	100.0 (30)				

	支援を行っているまたは、行う見込みである		支援を検討している		支援したいが、具体的方法が分からない		支援は難しい		分からない		合計
	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)	構成比(会社数)			
全体	50.1 (5,387)	18.8 (2,025)	8.9 (959)	10.5 (1,127)	11.6 (1,249)	100.0 (10,747)					
農林水産	52.8 (19)	22.2 (8)	5.6 (2)	8.3 (3)	11.1 (4)	100.0 (36)					
金融	59.1 (75)	10.2 (13)	7.1 (9)	3.1 (4)	20.5 (26)	100.0 (127)					
建設	47.4 (76)	20.7 (308)	10.5 (156)	11.8 (176)	9.7 (144)	100.0 (1,490)					
不動産	38.2 (104)	20.2 (55)	11.4 (31)	12.1 (33)	18.0 (49)	100.0 (272)					
製造	50.8 (1,548)	19.0 (580)	8.7 (265)	9.4 (286)	12.2 (371)	100.0 (3,050)					
卸売	48.8 (1,645)	19.3 (652)	9.1 (308)	10.8 (363)	12.0 (403)	100.0 (3,371)					
小売	60.0 (275)	14.0 (64)	6.3 (29)	10.3 (47)	9.4 (43)	100.0 (458)					
運輸・倉庫	58.3 (235)	17.1 (69)	7.7 (31)	7.2 (29)	9.7 (39)	100.0 (403)					
サービス	50.3 (760)	17.9 (271)	8.4 (127)	12.3 (186)	11.0 (166)	100.0 (1,510)					
その他	66.7 (20)	16.7 (5)	3.3 (1)	0.0 (0)	13.3 (4)	100.0 (30)					



- 震災の影響について、建設業は「需要増」を、不動産業は「需要減」を予想する見方が多い
- 東日本レインズによれば、2011年3月の中古マンション成約件数は前年比▲19.2%
- 都県別では、東京都▲17.5%、神奈川県▲16.6%、埼玉県▲17.2%、千葉県▲31.7%
- 千葉県内では、千葉市▲51.3%、総武地区(浦安市、習志野市など)▲31.5%だった一方で、常磐地区(松戸市、柏市など)は成約件数が2割増加

注：網掛け部分は全業界の平均以上であることを示す  
出所：帝国データバンクの資料により、みずほ証券が作成

## 4. 「東日本大震災」の影響④

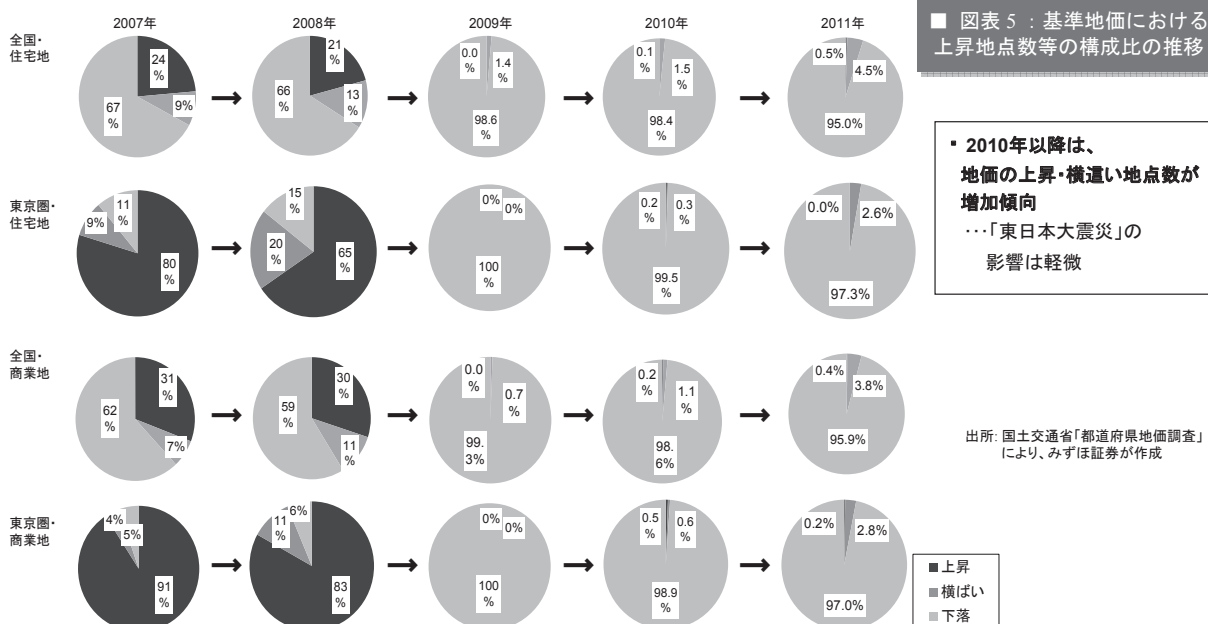
■ 図表4：J-REITが東北地方に所有する物件と、被害額の概算

投資法人名	略称	証券コード	仙台市内の物件数	仙台を除く東北地方の物件	補修費用等概算 (全運用対象)
日本ビルファンド投資法人	NBF	8951	オフィス1	オフィス1(福島県福島市)	238百万円
ジャパンリアルエステイト投資法人	JRE	8952	オフィス2	—	281百万円
日本リートファンド投資法人	JRF	8953	商業1	—	502百万円
オリックス不動産投資法人	OJR	8954	オフィス1	—	67百万円
日本プライムリアルティ投資法人	JPR	8955	オフィス1	—	64百万円
東急リアル・エステート投資法人	TRI	8957	—	—	60百万円
野村不動産オフィスファンド投資法人	NOF	8959	オフィス1	—	85百万円
ユナイテッド・アーバン投資法人	UUR	8960	商業1、住宅1、物流1	—	191百万円
森トラスト総合リート投資法人	MTR	8961	—	—	100百万円
インヴェンシブル投資法人	INV	8963	住宅2、商業1、オフィス1	商業1(福島県須賀川市)	50百万円
平和不動産リート投資法人	HFR	8966	住宅3、ホテル1	—	103百万円
日本ロジスティクスファンド投資法人	JLF	8967	—	—	618百万円
ケネディクス不動産投資法人	KRI	8972	オフィス1	—	110百万円
積水ハウス・SI投資法人	SSI	8973	—	—	18.6百万円
ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人	JHR	8981	—	ホテル1(秋田県秋田市)	71百万円
トップリート投資法人	TOP	8982	—	—	37百万円
いちご不動産投資法人	ICG	8983	オフィス2	オフィス1(秋田県秋田市)	—
ピ・ライフ投資法人	BLI	8984	住宅3	—	60.2百万円
日本賃貸住宅投資法人	JRH	8986	住宅9	住宅1(岩手県盛岡市)	73百万円
日本アコモデーションファンド投資法人	NAF	3226	住宅1	—	35百万円
野村不動産レジデンシャル投資法人	NRF	3240	住宅5	—	87百万円
産業ファンド投資法人	IIF	3249	—	—	13百万円
アドバンス・レジデンス投資法人	ADR	3269	住宅3	—	50百万円

- J-REIT35法人のうち、東北地方に不動産を保有するものは17法人  
 …… 仙台市内42物件、仙台市以外の東北地方 5物件
- J-REITが保有する物件に、「使用不能」となった例はゼロ。  
 被害額(修繕費の概算)も、比較的軽微にとどまった

注：1. 「補修費用等概算」は、2011年8月31日時点で公表されているもの。  
 2. 東北地方に運用対象がなく、且つ、補修費用等が軽微なJ-REITについては、記載を省略した。  
 3. JHRの補修費用等には、ホテル側(テナント側)の負担額を含む。  
 出所：各J-REITの公表資料などにより、みずほ証券が作成

## 5. 不動産価格の動向① — 地価上昇地点数等の推移





## 6. 不動産価格の動向② - 地価の「底打ち」傾向

■ 図表 6 : 2011年基準地価における上昇率の上位地点

順位(全国)	10年 都道府県名	所在・地番	上段:地価(千円/㎡)、下段:年間変動率(%)						
			2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
①全国・住宅地									
1	熊本県	熊本市春日5-5-14	87.0 (▲5.4)	84.5 (▲2.9)	81.0 (▲4.1)	81.0 (0.0)	81.0 (0.0)	83.0 (2.5)	87.0 (4.8)
2	熊本県	熊本市下江津8-3-16	—	—	—	—	—	64.3 (—)	67.0 (4.2)
3	愛知県	名古屋市長区鶴が沢1丁目17-10番	105 (1.9)	110 (4.8)	119 (8.2)	130 (9.2)	125 (▲3.8)	132 (5.6)	137 (3.8)
4	愛知県	名古屋市長区鳴丘1丁目2325番	106 (0.0)	112 (5.7)	123 (9.8)	135 (9.8)	130 (▲3.7)	136 (4.6)	141 (3.7)
5	愛知県	名古屋市長区桃山2丁目129番	116 (▲0.9)	—	136 (—)	147 (8.1)	141 (▲4.1)	147 (4.3)	152 (3.4)
6	愛知県	名古屋市長区ほら貝2丁目313番	123 (0.0)	129 (4.9)	142 (10.1)	153 (7.7)	148 (▲3.3)	155 (4.7)	160 (3.2)
7	愛知県	名古屋市長区鳴子町5丁目20	—	117 (—)	126 (7.7)	135 (7.1)	129 (▲4.4)	130 (0.8)	134 (3.1)
8	北海道	旭川市神楽2条7-1-18	37.5 (▲7.4)	35.8 (▲4.5)	35.5 (▲0.8)	35.3 (▲0.6)	35.3 (0.0)	35.3 (0.0)	36.0 (2.0)
9	兵庫県	芦屋市川西町10-18	263 (1.2)	281 (6.8)	317 (12.8)	340 (7.3)	322 (▲5.3)	311 (▲3.4)	317 (1.9)
10	兵庫県	芦屋市大原町17-7	293 (1.4)	314 (7.2)	367 (16.9)	403 (9.8)	390 (▲3.2)	375 (▲3.8)	382 (1.9)
②東京圏・住宅地									
1	千葉県	君津市中野5-14-26	33.5 (▲5.1)	33.5 (0.0)	34.1 (1.8)	34.5 (1.2)	33.8 (▲2.0)	33.4 (▲1.2)	33.5 (0.3)
2	千葉県	千葉市花見川区検見川町3丁目312番2	171 (▲3.4)	172 (0.6)	182 (5.8)	186 (2.2)	173 (▲7.0)	167 (▲3.5)	167 (0.0)

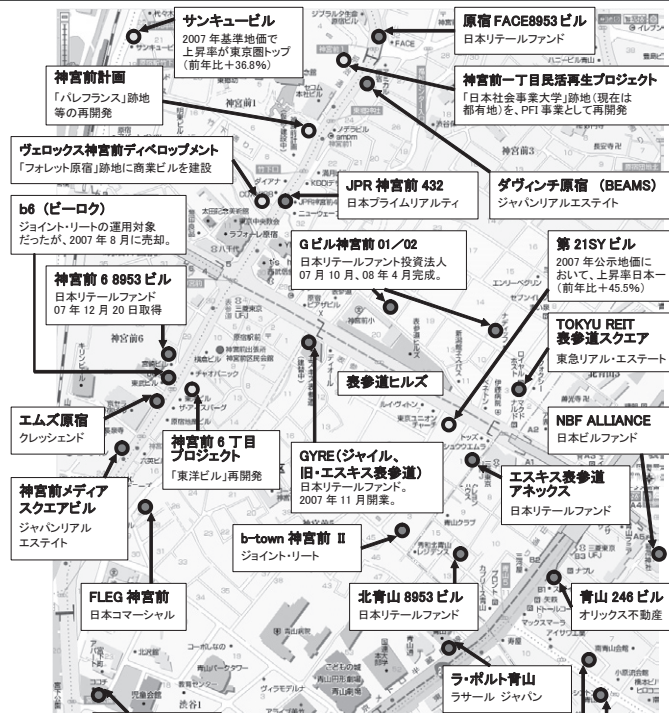
出所: 国土交通省「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成

順位(全国)	10年 都道府県名	所在・地番(ビル名)	上段:地価(千円/㎡)、下段:年間変動率(%)						
			2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
①全国・商業地									
1	愛知県	名古屋市長区鶴が沢1丁目(a)ショップ緑穂重	145 (▲1.4)	155 (6.9)	166 (7.1)	175 (5.4)	166 (▲5.1)	178 (7.2)	192 (7.9)
2	福岡県	福岡市博多区博多東1丁目(花村ビル)	1,240 (▲4.6)	1,560 (25.8)	2,180 (39.7)	2,420 (11.0)	1,770 (▲26.9)	1,700 (▲4.0)	1,780 (4.7)
3	愛知県	名古屋市長区ほら貝2丁目	—	—	139 (—)	149 (7.2)	142 (▲4.7)	142 (0.0)	147 (3.5)
4	福岡県	福岡市中央区天神2丁目(ブラッツ天神)	2,300 (11.1)	3,000 (30.4)	4,000 (33.3)	4,650 (16.3)	3,210 (▲31.0)	2,950 (▲8.1)	3,050 (3.4)
5	東京都	足立区千住旭町40(ツボイビル)	—	—	—	—	—	700 (—)	723 (3.3)
6	福岡県	福岡市博多区博多駅前3丁目(日本政策金融公庫福岡支店)	515 (▲6.4)	600 (16.5)	750 (25.0)	774 (3.2)	600 (▲22.5)	595 (▲0.8)	612 (2.9)
7	広島県	広島市若草町10(加藤ビル)	429 (▲6.3)	430 (0.2)	445 (3.5)	480 (7.9)	478 (▲0.4)	477 (▲0.2)	490 (2.7)
8	三重県	伊勢市宇治浦田1丁目(宇治園本店)	81.0 (▲5.8)	77.0 (▲4.9)	75.8 (▲1.6)	76.0 (0.3)	76.0 (0.0)	77.0 (1.3)	79.0 (2.6)
9	福岡県	福岡市博多区博多駅前3丁目(川清ビル)	292 (▲2.7)	360 (23.3)	450 (25.0)	468 (4.0)	360 (▲23.1)	350 (▲2.8)	359 (2.6)
10	愛知県	名古屋市長区新尾頭1丁目(日本リガメント本社ビル)	284 (0.0)	312 (9.9)	368 (17.9)	395 (7.3)	348 (▲11.9)	325 (▲6.6)	333 (2.5)
②東京圏・商業地									
1	東京都	足立区千住旭町40(ツボイビル)	—	—	—	—	—	700 (—)	723 (3.3)
2	千葉県	木更津市東中央3(ジブラルタ生命木更津支店)	44.5 (▲5.3)	44.0 (▲1.1)	45.0 (2.3)	45.2 (0.4)	44.0 (▲2.7)	43.4 (▲1.4)	43.5 (0.2)
3	千葉県	木更津市中央1(津田織布回店)	67.7 (▲12.1)	65.7 (▲3.0)	64.5 (▲1.8)	64.4 (▲0.2)	62.0 (▲3.7)	61.1 (▲1.5)	61.1 (0.0)

・2011年基準地価によれば、名古屋以西では「東日本大震災」の影響はほとんど見られず、地価の上昇・横這い地点が増加した

- 交通インフラの整備・・・福岡市博多区・熊本市・鹿児島市(九州新幹線の全面開業)、名古屋市長区(地下鉄の延伸)
- 駅前整備・新線沿線の再開発の効果・・・広島駅周辺(新幹線口再開発)、富山市(セントラム沿線)、藤沢市・茅ヶ崎市(辻堂駅周辺再開発)
- 地域ブランド力の効果・・・京都市中京区(室町通り・寺町通り)、京都市北区(北山)、芦屋市(高級住宅地)
- 大規模商業施設による集客効果・・・福岡市中央区(福岡パルコ他)

## 7. 不動産価格の変動要因① - 不動産投資の状況



■ 図表 7 : 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月時点まで過去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

### 8. 不動産価格の動向③ - 地価下落の状況と要因

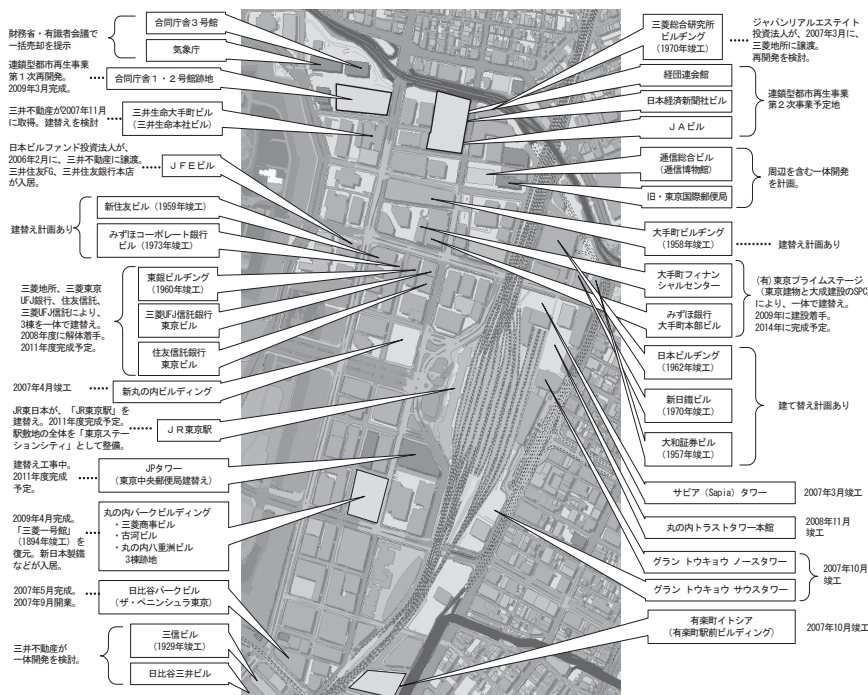
順位	10年 都道府県名	所在・地番 (ビル名)	上段：地価(千円/㎡)、下段：年間変動率(%)									
			2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
①全国・商業地												
1	福島県	郡山市熱海町熱海5 (安田商店)	70.0 (▲10.3)	61.6 (▲12.0)	54.0 (▲12.3)	49.0 (▲9.3)	45.5 (▲7.1)	43.0 (▲5.5)	41.4 (▲3.7)	39.0 (▲5.8)	36.7 (▲5.9)	31.2 (▲15.0)
2	宮城県	石巻市穀町3 (豊和ビル)	135 (▲14.0)	112 (▲17.0)	98.0 (▲12.5)	88.0 (▲10.2)	79.2 (▲10.0)	72.1 (▲9.0)	64.9 (▲10.0)	60.3 (▲7.1)	56.7 (▲6.0)	48.3 (▲14.8)
3	高知県	室戸市羽根町 (山下産科医院)	41.0 (▲2.4)	40.0 (▲2.4)	36.0 (▲10.0)	34.0 (▲5.6)	31.0 (▲8.8)	29.0 (▲6.5)	28.5 (▲8.6)	24.5 (▲7.5)	22.0 (▲10.2)	18.8 (▲14.5)
4	大阪府	大阪市中央区南久宝寺町3 (御堂筋センタービル)	3,510 (▲3.0)	3,350 (▲4.6)	3,280 (▲2.1)	3,400 (3.7)	4,270 (25.6)	5,800 (35.8)	6,830 (17.8)	5,100 (▲25.3)	3,850 (▲24.5)	3,300 (▲14.3)
5	高知県	高知市仁井田字築地 (喫茶・軽食つきじ)	136 (0.0)	135 (▲0.7)	131 (▲3.0)	125 (▲4.6)	119 (▲7.3)	108 (▲7.8)	92.7 (▲12.8)	80.5 (▲13.2)	70.0 (▲13.0)	60.0 (▲14.3)
6	高知県	土佐清水市中央町4 (山本ふとん店)	108 (▲1.8)	100 (▲7.4)	90.0 (▲10.0)	82.0 (▲8.9)	74.0 (▲9.8)	68.0 (▲8.1)	62.0 (▲9.7)	56.0 (▲9.7)	50.0 (▲10.7)	43.0 (▲14.0)
6	高知県	安芸郡東洋町甲浦字奥ノ谷	-	41.0 (▲4.9)	39.0 (▲5.1)	37.0 (▲5.4)	35.0 (▲5.4)	32.0 (▲8.6)	29.0 (▲9.4)	27.0 (▲6.9)	25.0 (▲7.4)	21.5 (▲14.0)
8	東京都	渋谷区渋谷2 (アサックス青山ビル)	3,900 (0.0)	3,860 (▲1.0)	3,860 (0.0)	4,000 (3.6)	4,600 (15.0)	6,000 (30.4)	5,900 (▲1.7)	5,000 (▲15.3)	4,300 (▲14.0)	3,700 (▲14.0)
9	大分県	佐伯市蒲江大字蒲江浦 (戸高電気店)	-	-	-	55.0 (▲7.3)	51.0 (▲7.3)	47.0 (▲7.8)	41.0 (▲12.8)	36.0 (▲12.2)	33.0 (▲8.3)	28.5 (▲13.6)
10	秋田県	鹿角市花輪下中島 (駒ヶ嶺歯科医院)	88.0 (▲5.4)	82.5 (▲6.3)	76.0 (▲7.9)	73.0 (▲3.9)	70.0 (▲4.1)	67.2 (▲4.0)	63.2 (▲6.0)	58.5 (▲7.4)	51.5 (▲12.0)	44.5 (▲13.6)
②東京圏・商業地												
1	東京都	渋谷区渋谷2 (アサックス青山ビル)	3,900 (0.0)	3,860 (▲1.0)	3,860 (0.0)	4,000 (3.6)	4,600 (15.0)	6,000 (30.4)	5,900 (▲1.7)	5,000 (▲15.3)	4,300 (▲14.0)	3,700 (▲14.0)
2	千葉県	千葉市中央富士見2 (かに将軍干菜店)	1,030 (▲5.5)	950 (▲7.8)	900 (▲5.3)	870 (▲3.3)	910 (4.6)	1,050 (15.4)	1,100 (4.8)	990 (▲10.0)	910 (▲8.1)	820 (▲9.9)
3	東京都	渋谷区渋谷3 (協和エシオ本社ビル)	-	2,600 (▲2.4)	2,640 (1.5)	2,690 (1.9)	3,150 (17.1)	4,300 (36.5)	4,200 (▲2.3)	3,600 (▲14.3)	3,100 (▲13.9)	2,800 (▲9.7)
4	東京都	渋谷区渋谷3 (エクラート渋谷ビル)	3,360 (0.0)	3,330 (▲0.9)	3,330 (0.0)	3,430 (3.0)	3,920 (14.3)	4,900 (25.0)	4,900 (0.0)	4,300 (▲12.2)	3,870 (▲10.0)	3,500 (▲9.6)
5	東京都	渋谷区道玄坂2 (関口ビル)	-	-	-	-	-	-	-	10,200 (▲28.5)	8,950 (▲12.3)	8,100 (▲9.5)
6	東京都	新宿区歌舞伎町1 (吉川ビル)	5,550 (▲3.3)	5,450 (▲1.8)	5,400 (▲0.9)	5,400 (0.0)	5,600 (3.7)	6,600 (17.9)	7,000 (6.1)	5,950 (▲15.0)	5,120 (▲13.9)	4,660 (▲9.0)
7	茨城県	取手市取手1 (ブルックスとりで)	177 (▲1.5)	155 (▲12.4)	136 (▲12.3)	119 (▲12.6)	112 (▲5.9)	109 (▲2.7)	109 (0.0)	105 (▲3.7)	101 (▲3.8)	92 (▲5.9)
8	東京都	渋谷区神宮前1 (サトウパティスリービル)	2,520 (1.6)	2,520 (0.0)	2,580 (2.4)	2,740 (6.2)	3,400 (24.1)	4,650 (36.8)	4,600 (▲1.1)	3,950 (▲14.1)	3,600 (▲8.9)	3,300 (▲8.3)
9	東京都	港区新橋1 (日本生命新橋ビル)	-	-	-	-	-	-	13,000 (▲28.5)	9,300 (▲28.5)	8,000 (▲14.0)	7,350 (▲8.1)
10	東京都	渋谷区道玄坂1 (道玄坂今井ビル)	3,070 (▲0.7)	3,050 (▲0.7)	3,050 (0.0)	3,140 (3.0)	3,610 (15.0)	4,720 (30.7)	4,650 (▲1.5)	4,170 (▲10.3)	3,800 (▲8.9)	3,500 (▲7.9)

■ 図表8：2011年基準地価における下落率の上位地点

- ・2011年基準地価では、全国・商業地の下落率上位を、高知県が占めた  
… 人口減少や地域経済の低迷による
- ・東京圏・商業地では、東京都心部(渋谷区・港区・新宿区)が下落率の上位を占めた  
特に、商業施設中心の繁華街(歌舞伎町・道玄坂・神宮前)の下落が目立つ  
… 震災後の「消費の自粛」や「節電」による

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

### 9. 不動産価格の変動要因② - 東京駅周辺の開発動向



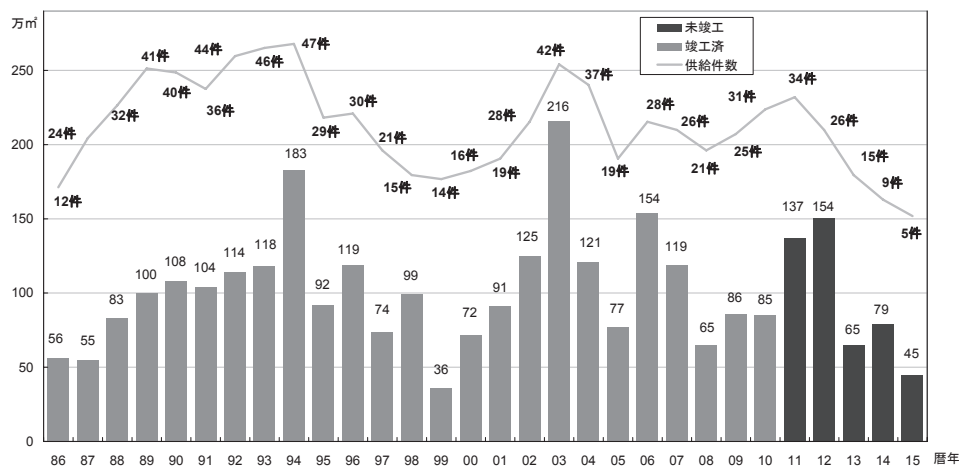
■ 図表9：東京駅周辺の開発動向

- ・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

## 10. オフィスビル市場の動向① - オフィスビル供給の動向

■ 図表 10：東京23区における大規模オフィスビルの供給動向

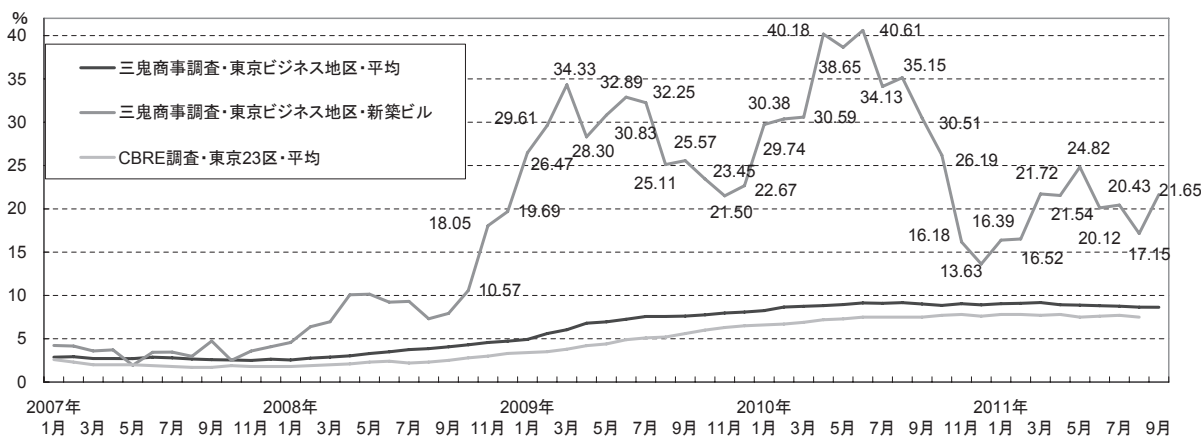


- ・現在の開発動向を考慮すると、今後の供給量のピークは2011年～2012年になる見込み
  - …2011年～2012年は、オフィス需要が大きい「丸の内・大手町」エリアが供給の中心
  - 北新宿、大崎駅周辺、中野、二子玉川などでも大規模再開発が竣工予定
- ・オフィスビルに対する潜在需要が旺盛な場所では、「供給が需要を生む」効果が期待できる
  - 不動産市場の活性化に資する可能性も考えられる

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（速報版）」（2011年4月4日）により、みずほ証券が作成

## 11. オフィスビル市場の動向② - 東京23区の空室率

■ 図表 11：東京23区のオフィス空室率（月次）



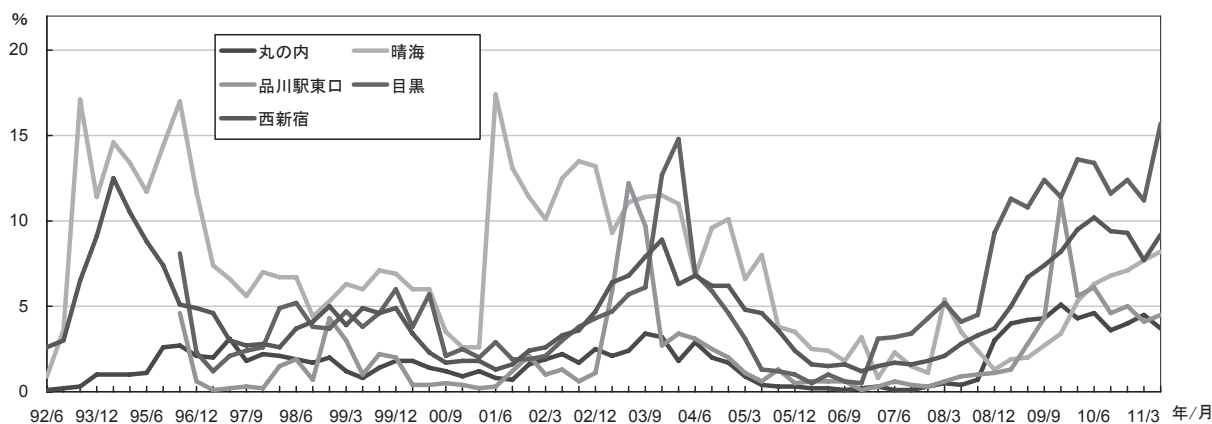
- ・三鬼商事調査による2011年3月末時点の都心5区の空室率は9.19%と、過去最高値を更新
  - …最高値の更新は、2010年6月以来9か月振り
  - ← 赤坂、汐留などで募集面積を残したビルが竣工したことが原因
- ・2011年5月～11月に、新宿エリアなどで大規模ビルが竣工予定
  - 平均空室率の上昇が続く可能性

注：「CBRE」は、「シービー・リチャードエリス（株）」の略称。  
図表：三鬼商事、シービー・リチャードエリス（株）の資料により、みずほ証券が作成



## 12. 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

■ 図表 12 : オフィス空室率の推移 - 東京主要地区

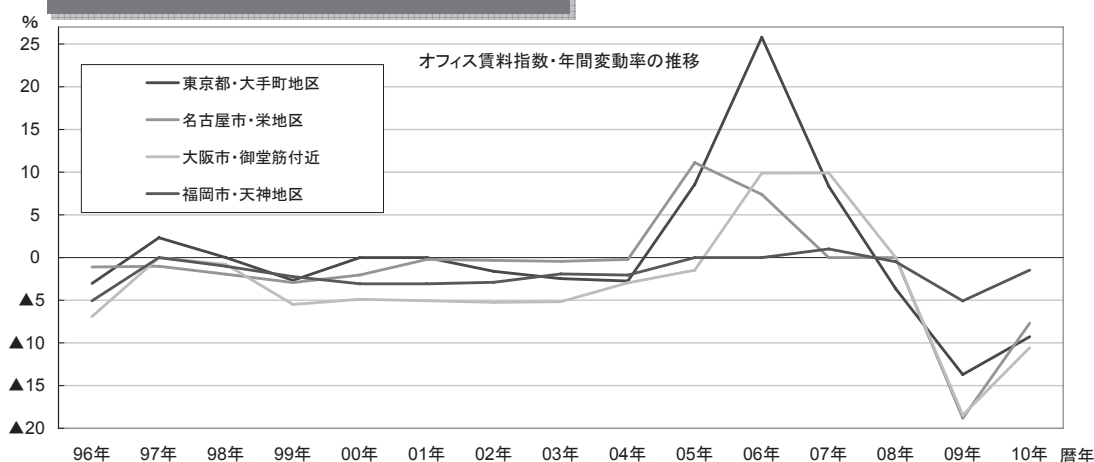


・東京23区は、2008年後半から空室率の上昇が顕著。  
 しかし、2010年後半から、一部に回復傾向も見られる  
 ・好立地のビルに対する潜在需要は根強く、「賃料の調整が進めば需要は回復する」との見方もある

出所: シービー・リチャードエリス(株)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④ - オフィス賃料の推移

■ 図表 13 : 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%、2010年は同▲9.3%と、3年連続で下落  
 ・2010年は、ほとんどの都市でオフィス賃料の下落が続いたものの、下落幅は縮小

14. 不動産価格の動向④ - 6ヵ月間の地価動向

Table with columns: 都市名, 公示地価・標準地価番号, 基準地価・標準地価番号, 所在地, ビル名, 6ヶ月間変動率 (07年前半, 07年後半, 08年前半, 08年後半, 09年前半, 09年後半, 10年前半, 10年後半, 11年前半), 変動率の変化 (①~③).

■ 図表 14: 公示地価・基準地価による 6ヵ月間の地価動向

・2010年後半に、地価の下落率が縮小した場所で、2011年前半に下落率が拡大した例が多く見られる

東京圏
... 震災後の不動産市場の混乱などによる
大阪圏・福岡圏
... 震災後の「消費の自粛」などによる

注: 「備考」欄の印は、半年間変動率に基づき、△=地価下落が減速または上昇、□=地価変動率が横ばい、▼=地価下落が加速を示す。
出所: 国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」により、みずほ証券が作成

15. 不動産価格の動向⑤ - 四半期ごとの地価動向

Table with columns: 都市名, 行政区, 地区, 総合評価 (09.10, 09.11, 09.12, 10.1, 10.2, 10.3, 10.4, 10.5, 10.6, 10.7, 10.8, 10.9, 11.1, 11.2, 11.3, 11.4), 詳細項目の動向 (2011年7月時調査) (取引価格, 取引利率, 取引件数, 投資用物件, 店舗貸料, 住戸供給).

■ 図表 15: 「地価LOOKレポート」の概要

・2011年4月時調査で、「東日本大震災」の影響により、東京湾岸などで下落傾向が顕在化
・最新調査(2011年7月時)では、震災の影響が収まり、地価に落ち着きが出てきた
・全国146地区(仙台市、浦安市を除く)のうち、上昇地区は、前回調査:2地区→7地区に増加、下落は98地区→86地区に減少
・東京圏の地価の回復は鈍いものの、名古屋圏以西で上昇・横ばい地区が大幅に増加
← マンション用地取得の活発化、九州新幹線の全面開業の効果
・商業地には、長期にわたって地価が下落している地区が見られる
... 震災が地価を押し下げた部分は小さい

[凡例]
\* 総合評価:
↑: 上昇 (6%以上)
↑↑: 上昇 (3%以上6%未満)
↑↑↑: 上昇 (0%超3%未満)
〇: 横ばい (0%)
↓: 下落 (0%超3%未満)
↓↓: 下落 (3%以上6%未満)
↓↓↓: 下落 (6%以上9%未満)
↓↓↓↓: 下落 (9%以上12%未満)
↓↓↓↓↓: 下落 (12%以上)
\* 詳細項目:
△: 上昇、増加
□: 横ばい
▽: 下落、減少

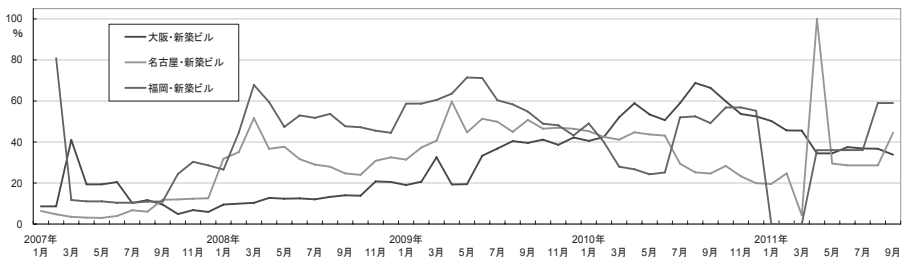
出所: 国土交通省「主要都市の高度利用地価動向報告～地価LOOKレポート～」により、みずほ証券が作成

16. オフィスビル市場の動向⑤ - 主要都市の概況

Table with columns for years (2009, 2010, 2011) and months (10, 11, 12, 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9) for cities like Osaka, Nagoya, and Fukuoka. It shows office vacancy rates for various categories like new buildings, existing buildings, and total office space.

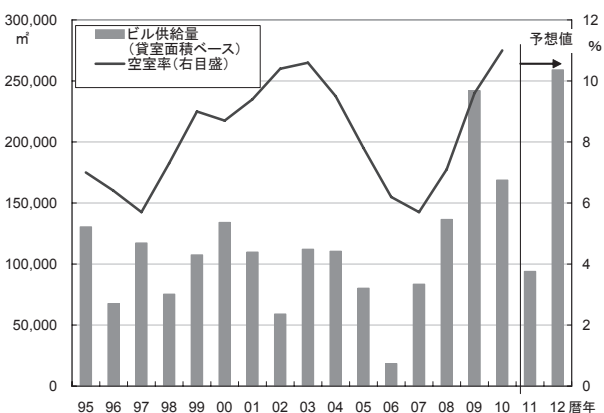
■ 図表 16 : 主要都市のオフィス空室率推移

・ほとんどの地方都市において、オフィス空室率が過去最高水準
・大阪、名古屋は、2013年頃からオフィスビルが大量供給される見込み
→ 市況回復が遅れる可能性も
・福岡は、2009年7月で、オフィスビルの大量供給が一段落
→ 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

17. オフィスビル市場の動向⑥ - 大阪のビル供給動向



■ 図表 17 : 大阪のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

Table of main office building construction plans in Osaka, including project name, location, area, floors, completion year, and developer.

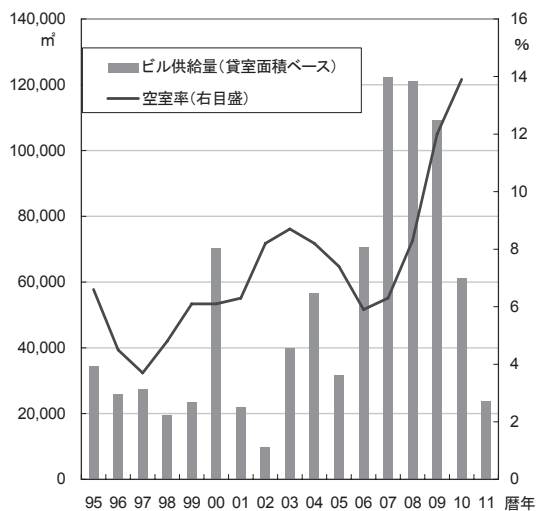
・大阪では、2012年以降、「梅田北ヤード」(先行開発区域)など大規模開発が相次いで完成する見込み
・大阪市内のビジネス需要は、全体的な傾向としては、「ミナミ」→「キタ」に移動している模様
→ 今後は「梅田」エリアの優位性が顕著になると予想

注: 1. ビル供給量は、1995年～2009年はCBRE総研調査による実績値、2010年は実績見込み、2011年以降はCBRE総研による予想値。
2. 「空室率」は各年12月末時点。2010年のみ9月末時点。
出所: シービー・リチャードエリス(株)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⑦ - 名古屋のビル供給動向

■ 図表 18 : 名古屋のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



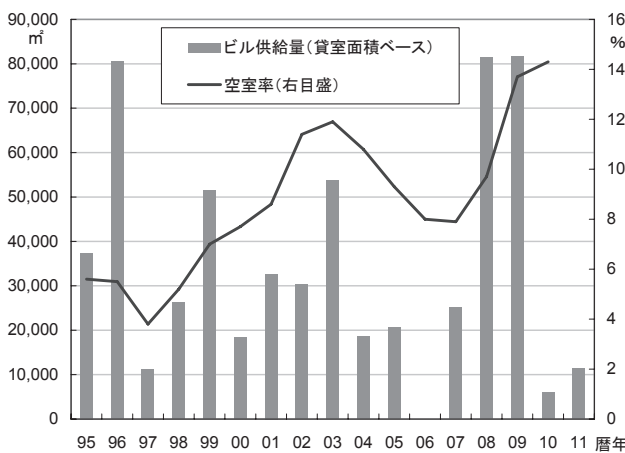
出所: シービー・リチャードエリス(株)の資料  
などにより、みずほ証券が作成

名称	所在地	延床面積 (m²)	階数	竣工予定年 月	名称	所在地	延床面積 (m²)	階数	竣工予定年 月
GR丸の内	中区丸の内	10,314	11	2008.1	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山名ビル	中区東山	13,580	12	2008.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
モード学園スパイラルタワーズ	中村区名駅	49,000	36	2008.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
2ビル	中区丸の内	2,640	9	2008.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
アルティメイトタワーV	中区丸の内	4,788	11	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
ちとせビル	中村区名駅	8,100	9	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山1ビル	中区丸の内	1,700	8	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
フレジジョLA	中区丸の内	3,500	10	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
パシフィックビル	中区丸の内	8,800	8	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
阪神ビル	中区丸の内	2,700	10	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビル	中区丸の内	2,200	8	2008.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	20,270	13	2008.4	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	8,652	8	2008.4	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	7,700	8	2008.4	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
オリックスビル	中区丸の内	7,230	9	2008.5	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビル	中区丸の内	6,474	8	2008.5	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	18,929	11	2008.6	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	8,900	11	2008.7	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	13,528	12	2008.7	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	5,247	8	2008.7	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	36,852	19	2008.9	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	16,000	14	2008.11	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	14,300	12	2008.11	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	4,792	12	2008.12	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	2,500	6	2008.12	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	8,502	11	2008	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	22,710	16	2008	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	14,875	13	2009.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	16,577	14	2009.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	8,315	8	2009.2	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	8,900	11	2009.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	5,300	12	2009.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4
東山ビルディング	中区丸の内	13,631	9	2009.3	名古屋駅前ビルディング	中村区駅前	63,700	20	2009.4

- ・名古屋は、2007年～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
- ・2011年は、ビル供給量の減少により、市況は小康状態
- ・名古屋は、2013年頃から、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

## 19. オフィスビル市場の動向⑧ - 福岡のビル供給動向

■ 図表 19 : 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
- ・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、市場の活性化が期待できるとの見方もある

(a) 博多・祇園・呉服町エリア

ビル名称	所在地	延床面積 (m²)	階数	竣工年 月	事業者
Liens(リアン)祇園ビル	博多区祇園町	1,785	9	2007.2	リアン・リンク
明治安田渡辺ビル	博多区博多駅前	11,237	11	2007.8	明治安田生命、渡辺地所
コンフォート博多	博多区博多駅前	4,900	11	2007.11	モリモト
博多祇園BLDG	博多区祇園町	5,400	10	2007.11	モリモト
西鉄千代田東口ビル	博多区中洲	8,600	10	2008.1	西日本鉄道
AQUA HAKATA	博多区中洲	13,000	12	2008.2	アークビル・キャピタルパートナーズ
ふくぞん博多ビル	博多区上川福岡	18,300	12	2008.4	福岡銀行
福さ屋ビル	博多区博多駅前中央街	5,100	8	2008.6	福さ屋
博多駅前スクエア	博多区博多駅前	14,000	9	2008.6	福さ屋
SPICE スキップ博多祇園町	博多区祇園町	2,200	10	2008.11	ミヤビエスタックス
博多祇園センタープレイス	博多区祇園町	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博多祇園	博多区祇園町	2,500	9	2009.3	野村不動産
東比恵ビジネスセンター	博多区東比恵	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
博多駅前東屋敷ビル	博多区博多駅前	1,200	9	2010.3	三井不動産
福岡RDビル	博多区榑場町	10,600	9	2011.3	三井不動産

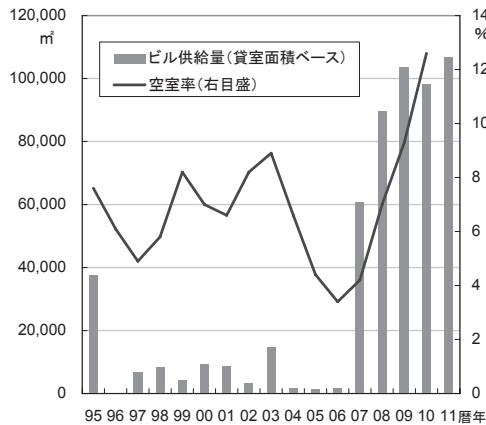
(b) 天神・薬院エリア

ビル名称	所在地	延床面積 (m²)	階数	竣工年 月	事業者
紙与薬院ビル	中央区白金	12,428	10	2007.3	紙与不動産
NOF天神南ビル	中央区渡辺通	5,300	10	2008.3	野村不動産オフィスファッド
MG薬院ビル	中央区薬院	12,300	8	2008.3	ななくま特定目的会社
天神ガラスビルディング	中央区舞鶴	4,670	9	2008.4	アーバン・セントマネジメント
da Vinci IMIAIZUMI	中央区今泉	2,100	7	2008.4	ダウフィンPHD
電氣ビル北館	中央区渡辺通	24,500	13	2008.5	電氣ビル
渡辺通り南ビル	中央区清川	6,200	8	2008.8	電氣ビル
天神プライム	中央区天神	7,800	12	2008.11	ディックスクロキ
天神MENT	中央区今泉	7,095	9	2008.11	シャイニング・ヴェア(MENT)
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)
KO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
天神渡辺ビル	中央区渡辺通	9,600	10	2009.3	大成建設
赤坂門ビル	中央区赤坂	1,500	5	2009.3	大成建設
赤坂センタービル	中央区大名	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
昭光福岡ビル	中央区薬院	5,506	9	2011.8	昭光
アーバンネット天神ビル	中央区天神	14,797	9	2011.8	NTT都市開発

出所: シービー・リチャードエリス(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

## 20. オフィスビル市場の動向⑨ - 横浜のビル供給動向

■ 図表 20：横浜市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

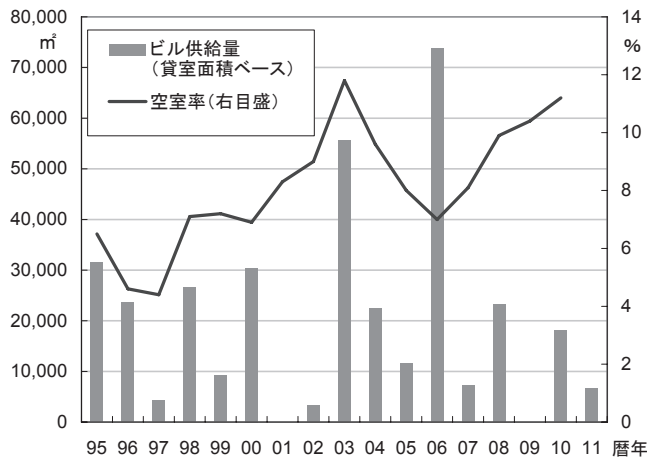


ビル名称	所在地	延床面積 (m²)		階数	竣工(予定)年月	事業者
		地上	地下			
銀洋新横浜ビル	港北区新横浜	10,460	10	2	2007. 3	
JNビル	中区太田町	17,356	14	2	2007. 9	
日総第16ビル	港北区新横浜	5,630	11	1	2007. 10	有限会社エヌ開発1号(日総ビルディング)
フューチャー山下町ビル	中区山下町	2,930	9	1	2007. 10	
MMパークビル	33街区	51,979	16	0	2007. 12	三菱地所
横浜中央ビル(新横浜駅ビル)	港北区新横浜	90,006	17	4	2008. 3	JR東海、新横浜ステーション開発
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)オーケ・デベロップメント(長谷工コーポレーション)
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みなとみらい	28街区	108,394	19	1	2010. 3	チーオーシー
みなと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. 7	日本土地建物
コンカードみなとみらい	43街区	70,000	17	2	-	モリモト(工事中断)
みなとみらいグラッドセントラルタワー	42街区	114,545	26	2	2011. 9	MM42開発特定目的会社(丸紅)
横浜三井ビルディング	67街区	90,574	30	2	2011. 12	三井不動産
横浜野村ビル	46街区南	85,000	21	2	2014. 2	野村不動産

- ・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、みなとみらい地区でのビル供給が本格化
- ・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(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

## 21. オフィスビル市場の動向⑩ - 札幌のビル供給動向



■ 図表 21：札幌市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

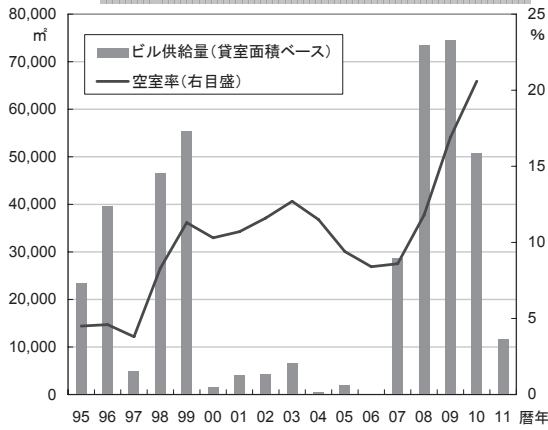
- ・札幌は、2006年に、「日本生命札幌ビル」などの大量供給があったものの、2007年以降はビル供給量が減少
- ・2009年は、新築ビルの供給がゼロだったにもかかわらず、オフィス空室率が大幅に上昇  
← オフィスビルの供給過剰によるものではなく、不動産投資の減少と、景気後退によるオフィス需要の減退が原因と考えられる
- ・札幌では、2010年～2012年に大規模ビルの供給が予定されている  
「札幌三井ビルディング」は竣工を延期

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3	59,000	19	4	2010. 3	北洋銀行、交洋不動産
富士フィルム札幌ビル	中央区大通西6	8,659	11	-	2010. 8	富士フィルム
北4西2ビル	中央区北4条西2	2,937	12	-	2010. 12	邦洋海運
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
札幌北ビル	北区北7条西2	27,178	14	2	2012. 春	三菱地所、TK7/サピス
札幌三井ビルディング	中央区北3条西4	99,900	36	4	2013以降	三井不動産

出所：シービー・リチャードエリス(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

## 22. オフィスビル市場の動向⑪ - 仙台のビル供給動向

■ 図表 22：仙台市のビル供給量の推移と主なビル建設計画



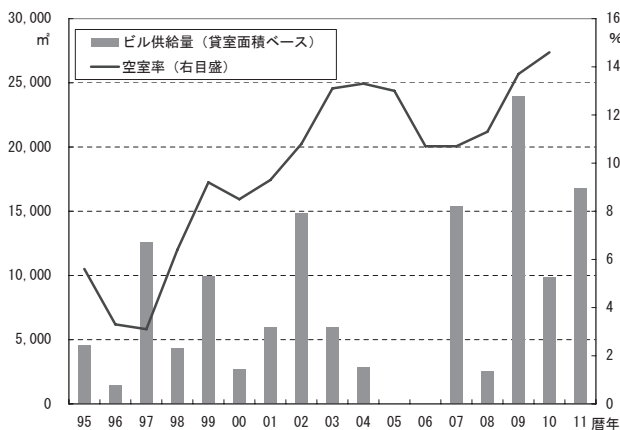
出所：シービー・リチャードエリス(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

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ズ)
駅前のみみビル	青葉区中央	1,600	6	—	2008. 3	(株)いぶきエステート
あいおい損保仙台ビル	青葉区花京院	11,560	14	1	2008. 4	あいおい損害保険株式会社
CRD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)イマス
EQUINIA(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	49,948	19	2	2008. 7	高層建設組合
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Mビル	宮城野区宮城野	7,359	5	—	2008. 9	
仙台榴岡 (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	5,726	8	—	2009. 2	(株)ランド、(有)ブロード
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	SPC (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 (NTT都市開発 等)
アザレアヒルズ	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 (西棟：商業、ビジネスホテル)	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)
Solala garden (花京院一丁目第一地区街区2、東棟：オフィス、住宅)	青葉区花京院	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
仙台東海海上自動車ビルディング	青葉区一番町	6,300	9	1	2011. 4	東京海上自動車火災
一番町平和ビル	青葉区一番町	11,080	10	1	2012. 1	平和ビル

- ・ 仙台では、2008年～2009年にオフィスビルの大量供給 → 「仙台トラストシティ」などの大規模再開発計画が市況にとって重荷に
- ・ 足元では、「東日本大震災」の影響によって、オフィス・賃貸住宅・ホテルなどの需要が増加
- ← ① 津波による被害が大きかった仙台市湾岸部から、仙台市中心部などへオフィス需要等が移動
- ② 復旧・復興活動を支援する人員の受入などによって、オフィス需要等が増加

## 23. オフィスビル市場の動向⑫ - 広島市のビル供給動向

■ 図表 23：広島市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



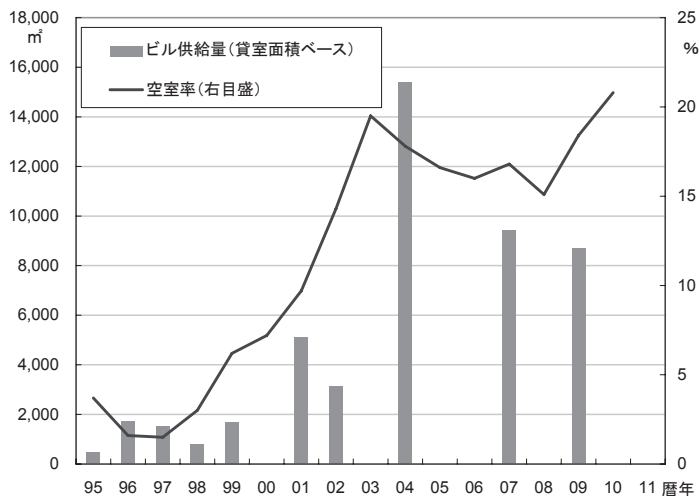
ビル名称	所在地	延床面積 (m²)		階数	竣工(予定)年月	事業者
		地上	地下			
エイトバレー大手町	広島市中区大手町	3,800	9	—	2007. 1	広島八谷建設
エイトバレー八丁堀	広島市中区八丁堀	2,400	12	—	2007. 6	広島八谷建設
ニッセイ広島ビル	広島市中区中町	10,200	10	1	2007. 11	日本生命保険
三川町パーキングビル	広島市中区三川町	9,500	13	—	2008. 5	
伊藤久芳堂ビル	広島市中区後徳町	1,339	8	—	2009. 2	
広島鉄砲町ビルディング	広島市中区鉄砲町	9,970	14	1	2009. 4	三菱地所
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	広島若草町再開発(合) (大和システム)
広島紙屋町プロジェクト	広島市中区紙屋町	29,000	21	1	2012. 2	三井不動産、広島電鉄、ちみじ銀行 他

- ・ 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」のオフィス棟が竣工
- ・ 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(株)の資料などにより、みずほ証券が作成



## 24. オフィスビル市場の動向⑬ – 高松のビル供給動向



■ 図表 24：高松市のビル供給量の推移と主なビル建設計画

・高松では、2007年に2棟、2009年に2棟のビルが竣工

2007年竣工の2棟は比較的高い稼働率を達成したものの、移転元のビルなどで空室が発生  
← 需要の総量は増えていない

2009年竣工物件のうち、「四国通商ビル」は、主に小規模テナントの需要を吸収

「ニッセイ高松ビル」は、立地条件、施設規模、設備グレードなどの点で、高い競争力を備える

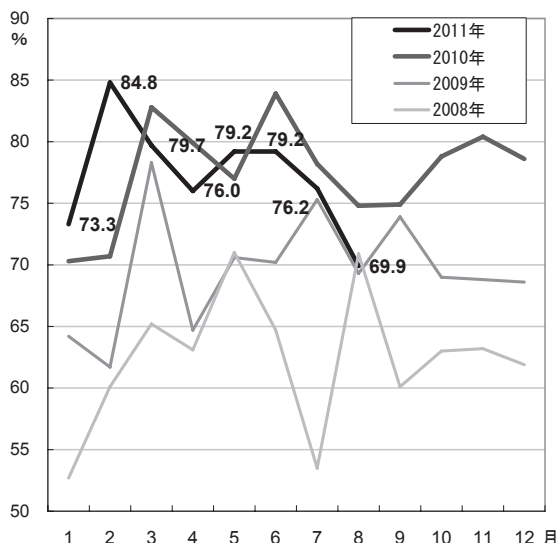
・高松では、2010年～2011年は新築ビルの供給がない見込み

→ 築浅ビルへのテナント移転が進行し、既存ビルの空室が増加する可能性も

ビル名	所在地	延床面積 (m <sup>2</sup> )	階数		竣工年月	事業者
			地上	地下		
東明ビル	高松市吉新町	9,143	13	1	2007.4	明治安田生命、東京海上日動火災
COI高松ビル	高松市寿町2	8,314	8	0	2007.5	寿キャピタル(大成建設)、クリード・オフィス(現ジャパン・オフィス)
四国通商ビル	高松市丸の内	2,430	7	0	2009.3	四国通商
ニッセイ高松ビル	高松市番町1	12,200	12	0	2009.8	日本生命保険

出所：シービー・リチャードエリス(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

## 25. 住宅市場の動向① – 分譲マンションの販売状況



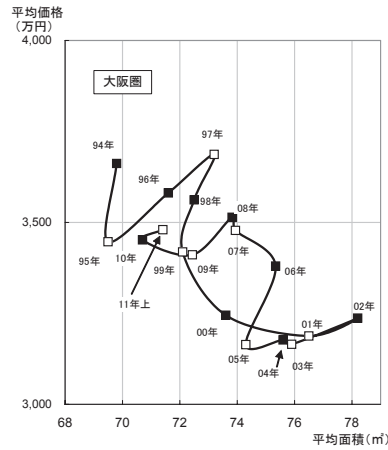
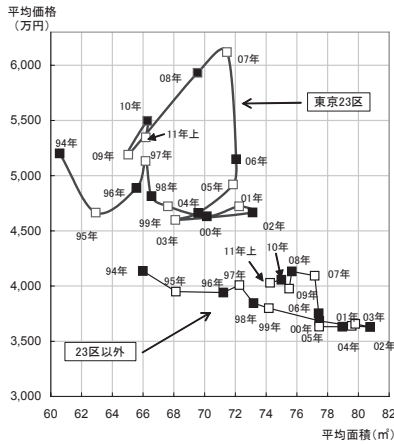
■ 図表 25：東京圏・分譲マンションの初月契約率の推移

- ・2010年(暦年)の東京圏のマンション供給戸数は、2,000件44,535戸(前年比+22.4%)  
… 6年振りの増加だが、供給戸数は低水準
- ・2010年の平均初月契約率は78.4%(前年は69.7%)  
… 4年振りに、好調ラインとされる70%台を回復
- ・東京圏では、2010年3月から、初月契約率が上昇するとともに、供給戸数も増加
- ・「東日本大震災」以降も、初月契約率は、概ね70%超を維持  
… 販売自粛などにより、供給戸数が絞られたことも初月契約率の押上げ要因

出所：不動産経済研究所の資料により、みずほ証券が作成

## 26. 住宅市場の動向 ② - 住宅価格等の推移

■ 図表 26：新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移

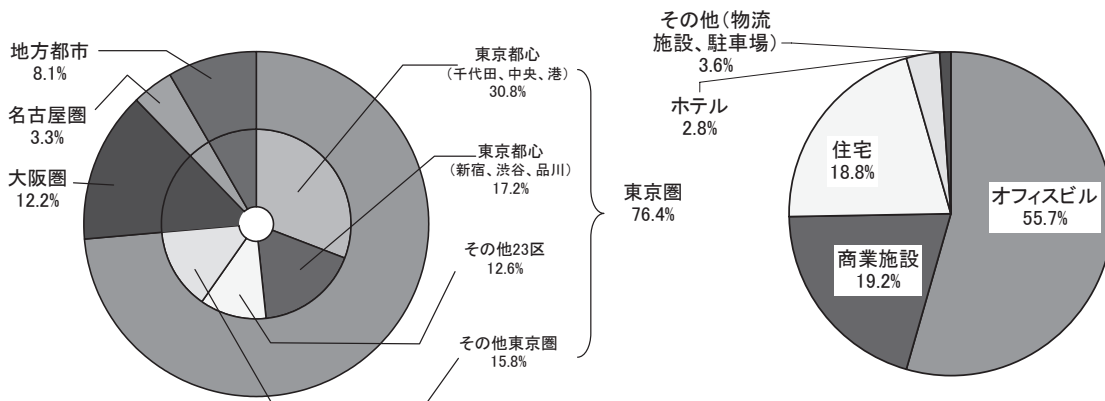


- ・東京23区の平均価格(1戸当たり)は、2007年～2009年(暦年)に▲15%低下  
→ 購入希望者の値頃感が高まる → マンション市場の回復に寄与
- ・一次取得者向けの低価格物件(東京圏4,000万円以下、大阪圏3,000万円以下)の供給戸数は減少
- ・2011年上半期(1月～6月)の、東京23区の平均価格は、2010年(暦年)に比べて▲1.9%  
← 前年に年間+5.9%上昇した反動+震災による販売自粛・取引の低迷

出所：(株)長谷工総合研究所  
「CRI」により、  
みずほ証券が作成

## 27. 不動産投資の動向 ① - J-REITによる投資の傾向

■ 図表 27：J-REITの運用対象不動産の内容(立地別、用途別)



- ・J-REITの運用対象は、東京都心部に集中  
… 不動産市況に「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. 2011年2月24日時点  
2. 構成比は、取得価格ベース  
出所：みずほ証券

## 28. 不動産投資の動向②－外資による不動産投資

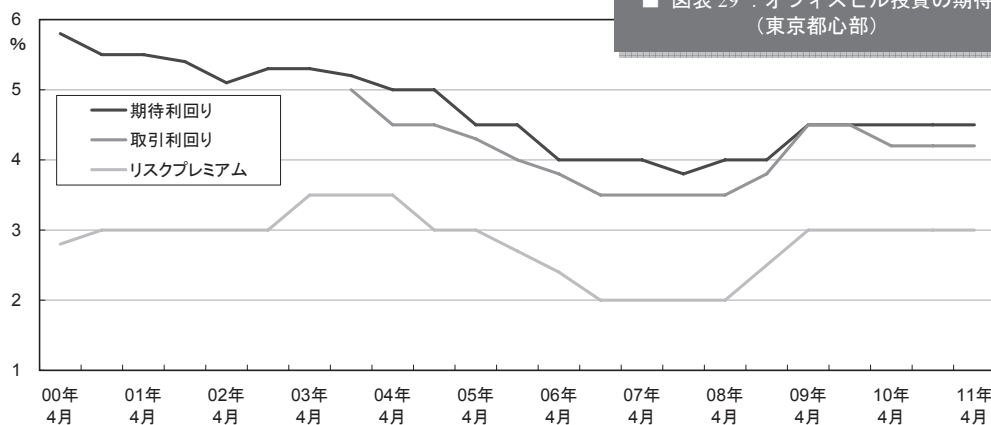
■ 図表 28：外資による不動産投資の動き

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80億～70億円規模で、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、メザニンローンの提供を組み合わせ、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(旧バブcock・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。

## 29. 不動産投資の環境①－不動産投資利回りの推移(1)

■ 図表 29：オフィスビル投資の期待利回り等の推移(東京都心部)

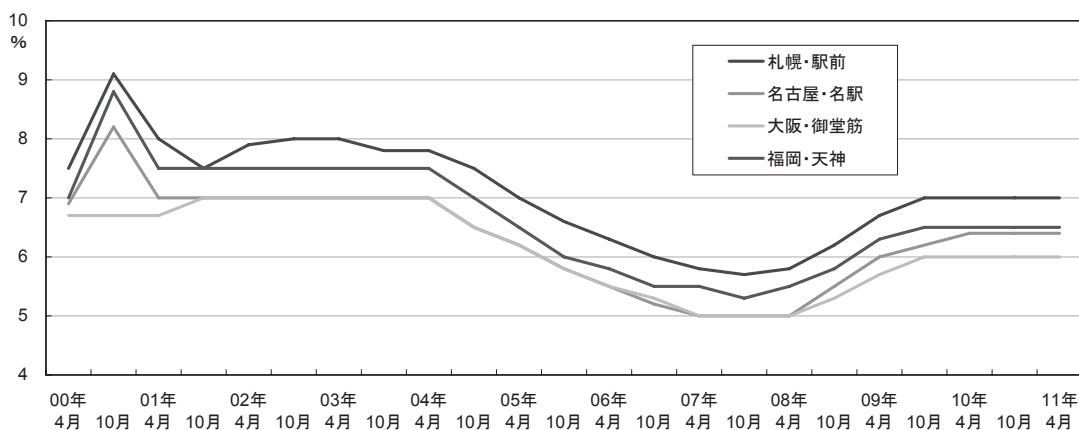


- ・2008年後半～2009年4月に、期待利回り・取引利回りが上昇  
…不動産評価額が急速に低下。不動産市場の低迷を反映
- ・2009年4月～2009年10月に、期待利回り・取引利回りは横ばい傾向  
…不動産評価額の低下要因が、「キャップレートの上昇 → キャッシュフローの低下」へと変化
- ・2010年4月以降、取引利回りが低下。ただし、期待利回りとリスクプレミアムは横ばい傾向  
…不動産評価額の下落が収まる一方で、一部の収益不動産には取引価格の上昇例も

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

### 30. 不動産投資の環境② - 不動産投資利回りの推移(2)

■ 図表 30 : 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

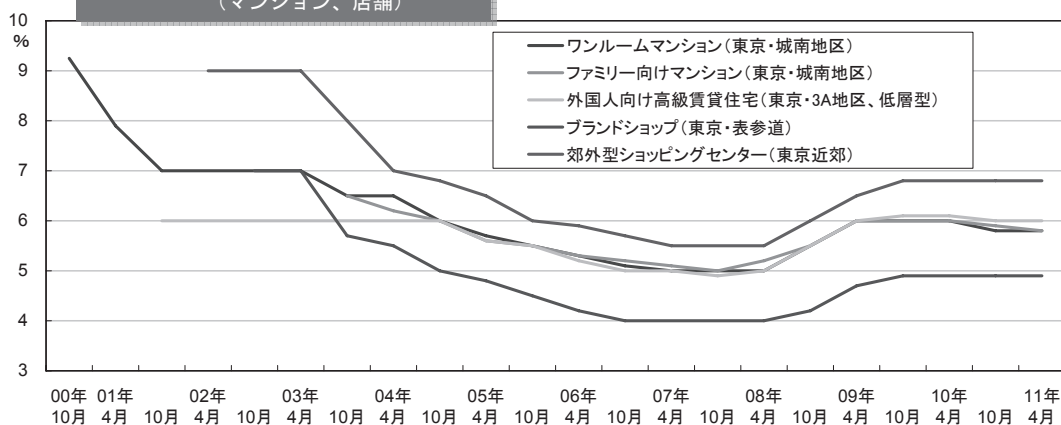
・2010年4月時調査以降、地方都市の期待利回りは概ね横ばい

… 東京都心部より遅れて、オフィスビル市場が安定化

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

### 31. 不動産投資の環境③ - 不動産投資利回りの推移(3)

■ 図表 31 : 不動産投資に対する期待利回りの推移 (マンション、店舗)



・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

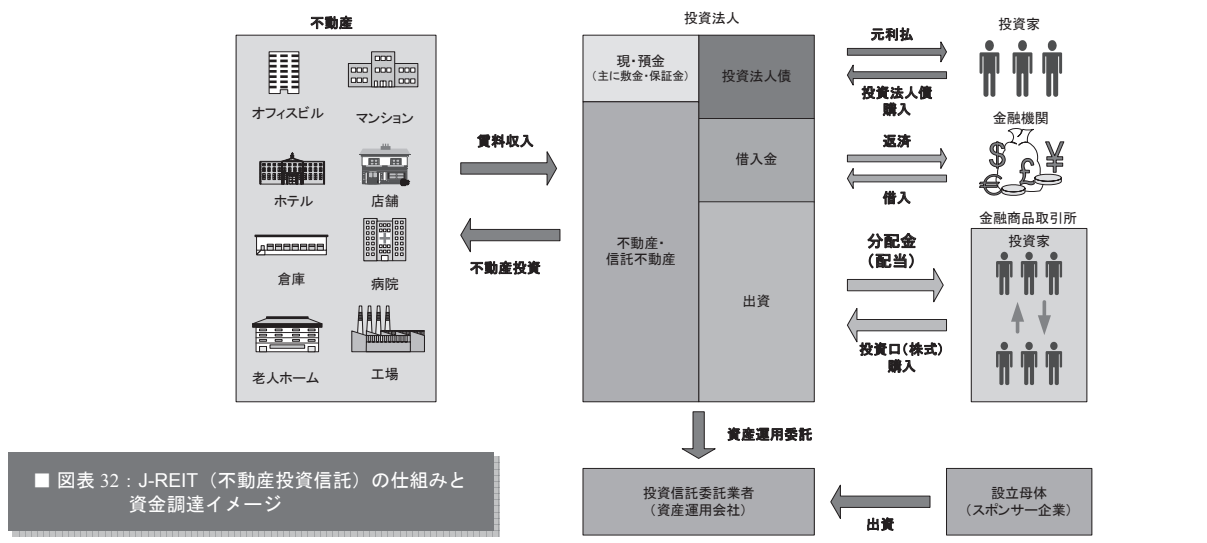
・2008年以降の商業施設の期待利回りの上昇は、テナントの退出リスクの高まりを反映している可能性も

・2010年10月時調査で、東京都心部の住宅の期待利回りが低下…住宅市場の回復を反映

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



### 32. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み



- 図表 32 : 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

### 33. J-REIT市場の動向② - 投資法人の現状

**<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)
  - ジャパン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 (DOL, 8976)
  - DAオフィス投資法人から商号変更
  - いちご不動産投資法人 (IRI, 8963)
  - ※ FCRと合併予定(消滅投資法人)
- **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 (NRIG) (ADRと合併)
  - ニューシティレジデンシス投資法人 (NCR) (合併により消滅)
  - プロスペクトリート投資法人 (PR) (合併により消滅)
  - アドバンス・レジデンシス投資法人 (ADR, 3269) (NRCと合併)
  - 日本賃貸住宅投資法人 (JRH, 8968) (PRIと合併)
- **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**
  - ジャパニ・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)
  - 監査リート投資法人 (HRI, 8977)
  - 日本コマースリアル投資法人 (JCR) (合併により消滅)
- **オフィスビル + 住宅**
  - プレミア投資法人 (PIC, 8958)
- **住宅 + 小規模ホテル**
  - レジデンシャル・ホテル・レジデンシス投資法人 (JHR, 8970) (合併により消滅)
  - FCレジデンシャル投資法人 (FCR, 8975)
  - ※ IQGと合併予定(存続投資法人)
- **住宅 + 商業施設**
  - ピ・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)
  - 森ビルリート投資法人 (MHR, 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, 8981)
  - ケネディクス不動産投資法人 (KRI, 8972)
  - サザン・ジャパン投資法人 (SJR) (合併により消滅)
  - トップリート投資法人 (TOP, 8982)
  - ジャパンエクセレント投資法人 (JEL, 8987)
- **商業施設中心**
  - 日本リアルファンド投資法人 (JRF, 8953) (LJRと合併)
  - ユナイテッド・アーバン投資法人 (UUR, 8980) (NCRと合併)
  - 福岡リート投資法人 (FRC, 8988)
- **住宅中心**
  - インヴァンシブル投資法人 (INV, 8963) (LCPと合併、東京グローバル投資法人から商号変更)
  - 平和不動産リート投資法人 (HFR, 8968) (JSRと合併)
  - クレッシェンド投資法人から商号変更
  - 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 (ELC) (合併により消滅)

● **2010年中に、7組・14投資法人の合併が成立**

- ① 東京グロースリート+エルシービー → インヴァンシブル(10年2月合併)
- ② アドバンス・レジデンシス+日本レジデンシャル(10年3月合併)
- ③ 日本リートリアルファンド+ラサール ジャパン(10年3月合併)
- ④ ピ・ライフ+ニューシティレジデンシス(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・シングルレジデンシス → 平和不動産リート(10年10月合併)
- 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)

● **2011年中に、1組・2投資法人が合併予定**

- ⑧ FCレジデンシャル+いちご不動産(11年11月合併予定)

● **2011年7月末時点での上場J-REITは、35法人**

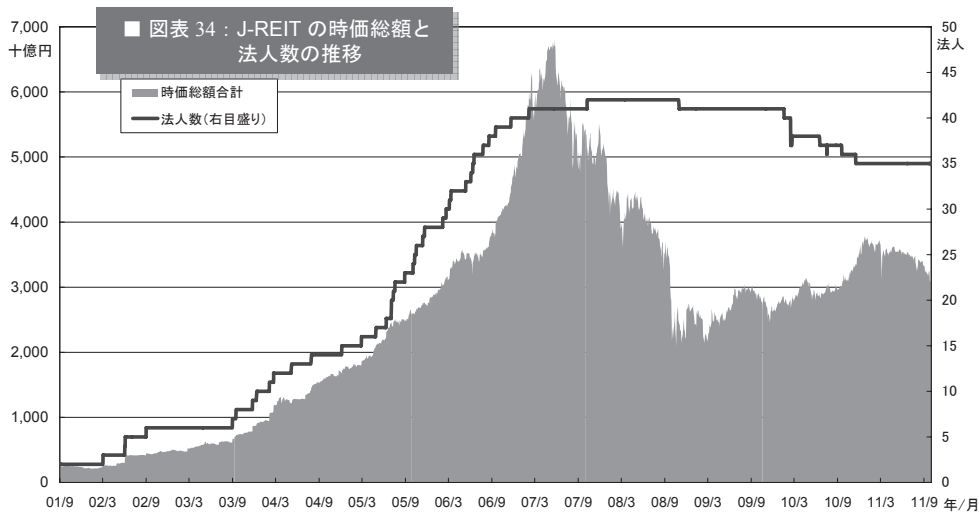
● **2011年末は、34法人となる見込み**

● **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、ダウインテHD → 大和証券グループ本社(8601)に交替(2009年7月)
- ・平和不動産リート(旧・クレッシェンド)のスポンサーが、平和不動産(8803)に交替(2009年10月)
- ・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)
- ・インヴァンシブルは、ヘッジファンドがスポンサーに(2011年7月)

注: 2011年10月11日時点  
出所: みずほ証券

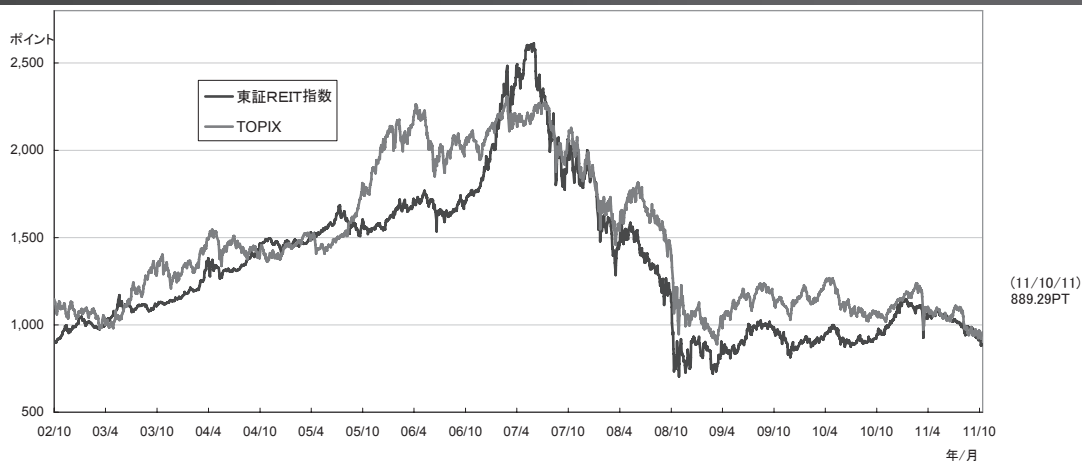
### 34. J-REIT市場の動向③ - 市場規模の変動状況



- ・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、(2011年5月末時の市場規模は約3.5兆円)
- ・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

### 35. J-REIT市場の動向④ - 株価(投資口価格)の推移(1)



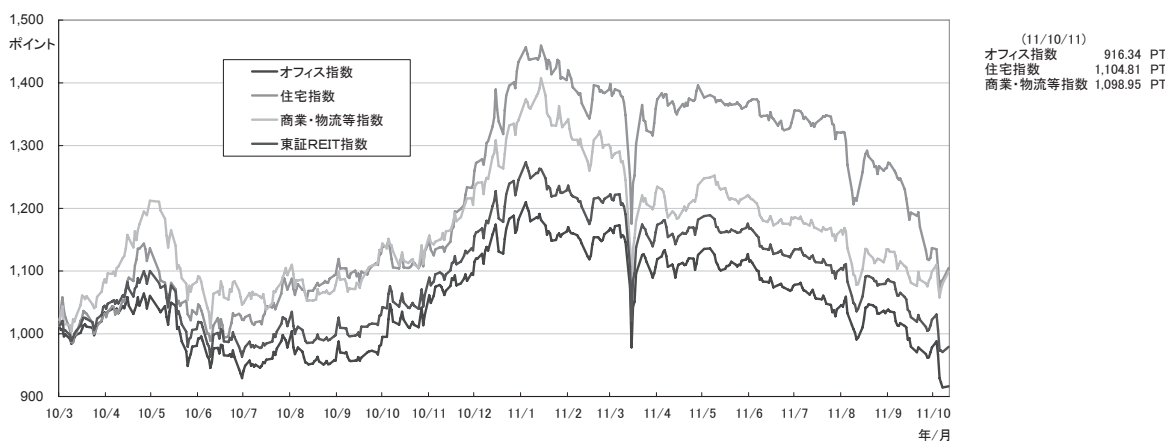
- ・東証REIT指数は、2006年11月下旬以降、急テンポで上昇  
 … 外国人投資家の資金が流入した他、国内金融機関、FOF等の需要を反映
- ・2007年6月以降、大幅な下落が2年近くも継続  
 ← ① 金利上昇の影響で、投資妙味が薄れたことなどが原因  
 ② 07年7月下旬以降は、米国サブプライムローン問題が下落を加速  
 ③ 08年1月以降は、国内金融機関等によるロスカットも影響
- ・2010年10月以降の東証REIT指数は、急速に回復  
 ← ① 国内金融機関のJ-REIT投資の再開  
 ② 日銀によるJ-REITの買入れ(買入限度額を段階的に拡大)  
 ③ J-REITを中心とするFOFの設定が増加

■ 図表 35 : 東証REIT指数とTOPIXの推移

注: 1. 2002年10月1日～2011年10月11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

### 36. J-REIT市場の動向⑤ - 株価(投資口価格)の推移(2)

■ 図表 36 : 東証REIT用途別指数の推移



**・用途別指数では、オフィス系REITに回復の遅れが目立つ**  
 … オフィス空室率の上昇、オフィス賃料の低下により、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

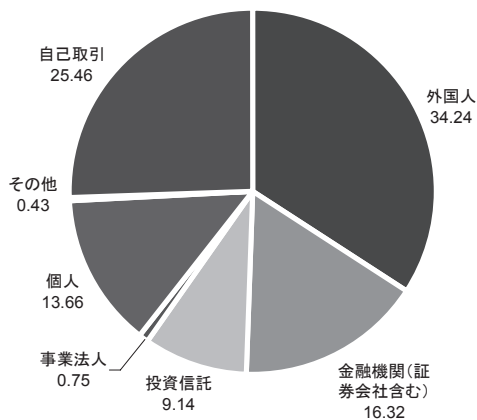
**・住宅REITの運用は、オフィスビルに比べて安定**  
 … 住宅関連の指標は景気動向に先行し、オフィス関連は遅行する傾向がある。好況時には、住宅の家賃等が「なかなか上昇しない」可能性もある

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

### 37. J-REIT市場の動向⑥ - 投資家別の取引動向

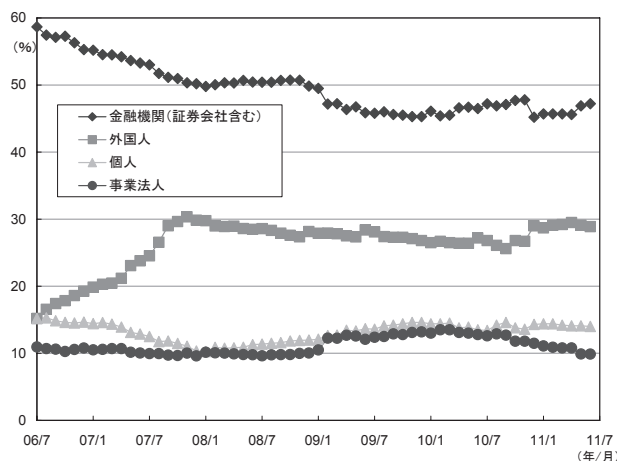
■ 図表 37 : J-REITの投資主体別売買動向 (フローとストック)

各投資主体の売買シェア(金額ベース)(単位: %)



注: 比率は2011年7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

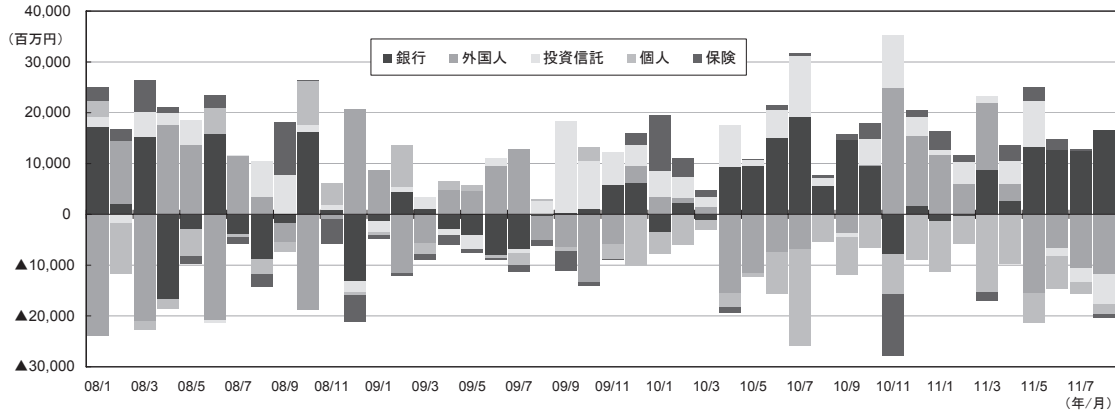
J-REIT全体の投資主体別の投資比率



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

### 38. J-REIT市場の動向⑦ - 銀行と外国人の取引動向

■ 図表 38 : 投資主別の売買動向 (売買差し引き金額)

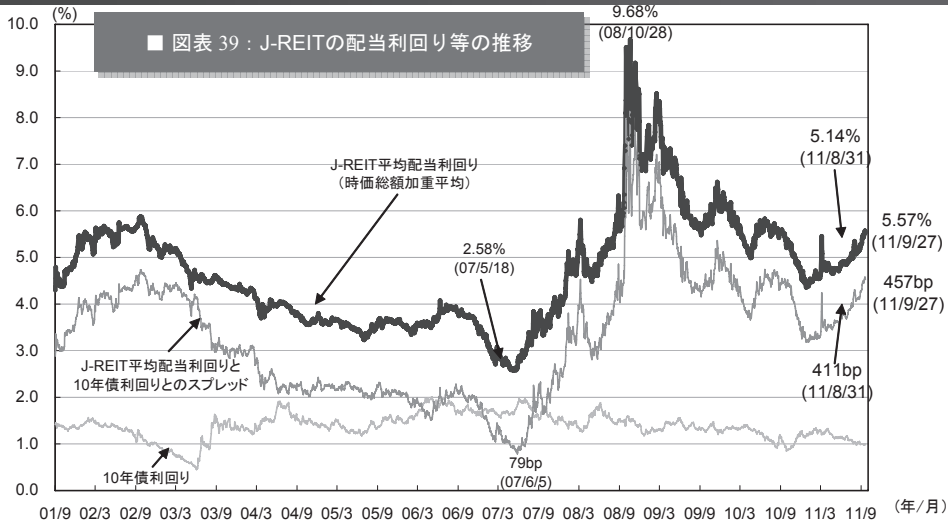


- ・2010年11月以降、外国人の「買い越し」が増加**  
 …… 実際は、日本国内のFOFIによる購入。  
 (「通貨選択型」のFOFIが、ケイマン籍の法人などを通じて、J-REITを購入しているもの)
- ・2011年5月以降、銀行の「買い越し」が増加**  
 …… リーマンショック以降、J-REIT購入を中断していたものの、他に有望な投資先が乏しいこともあり、J-REIT投資を再開 → 市場の活性化に寄与
- ・新たな投資家層も拡大** …… 企業年金、公務員等の共済組合など

出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

### 39. J-REIT市場の動向⑧ - 配当利回りの推移

■ 図表 39 : J-REITの配当利回り等の推移



- ・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
- ・2011年9月時点のJ-REITの平均配当利回りは5%超**  
 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



### 40. J-REIT市場の動向⑨－J-REITの信用度

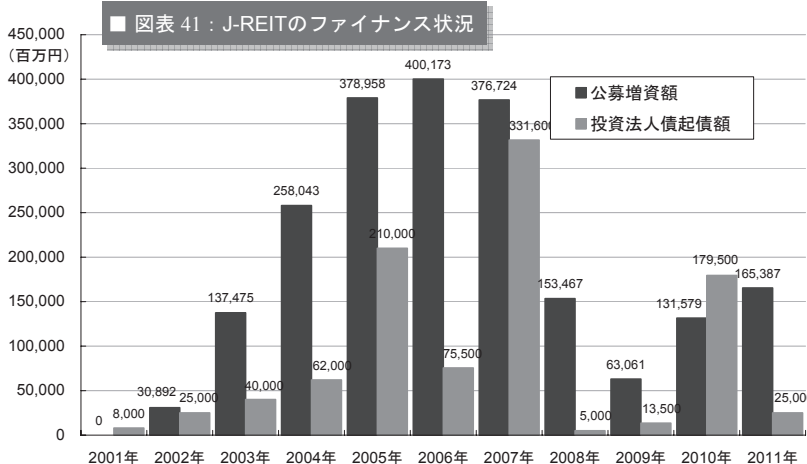
投資法人名	格付機関・格付状況				主なスポンサー企業
	R&I	MDYS	S&P	JCR	
ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE, 8952)	AA	A1	AA-		三菱地所、第一生命、三井物産
日本ビルファンド投資法人(NBF, 8951)	AA	A1	A+		三井不動産、住友生命
日本ロジスティクスファンド投資法人(JLF, 8967)	AA	A1			三井物産、中央三井信託、ケネディクス
フロンティア不動産投資法人(FRI, 8964)	AA-	A2	A+		三井不動産
日本アコモデーションファンド投資法人(NAF, 3226)	AA-	A2	A+		三井不動産
日本リテールファンド投資法人(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・エステート投資法人(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, 8981)				AA	森トラスト、バルコ、損保ジャパン
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
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
阪急リート投資法人(HRI, 8977)	A+	A3			阪急電鉄
ユナイテッド・アーバン投資法人(UUR, 8960)	A+	A3		AA-	丸紅、クレディ・スイス・プリンシパル
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、森ビル
森ヒルズリート投資法人(MHR, 3234)		Baa1		AA-	森ビル
オリックス不動産投資法人(OJR, 8954)	A+		A-	AA-	オリックス
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
福岡リート投資法人(FRC, 8968)	A+		A-	AA-	福岡地所、九州電力
アドバンス・レジデンス投資法人(ADR, 3269)	(A)	Baa1		AA-	伊藤忠商事、日本土地建物
大和証券オフィス投資法人(DOI, 8976)	A				大和証券グループ本社
ビ・ライフ投資法人(BLI, 8984)	(A)				大和ハウス工業、モリモト
MID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
ケネディクス不動産投資法人(KRI, 8972)		Baa3		A	ケネディクスAM、伊藤忠商事
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+				ロックライズ社、共立メンテナンス
日本賃貸住宅投資法人(JRH, 8986)	BBB			A-	オークツリー・グループ
平和不動産リート投資法人(HFR, 8966)	BBB				平和不動産

■ 図表 40 : 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(銀行借入等)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: 2011年10月11日時点。  
 発行体格付・会社格付または無担保長期債務格付。ただし、一部に長期債務格付を含む。  
 R&Iのカッコ付はレーティング・モニター指定  
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

### 41. J-REIT市場の動向⑩－J-REITの資金調達状況



注: 1. 公募増資には、新規上場は含まない。払込ベース。  
 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. 2011年のデータは2011年7月25日現在。一部に見込みを含む。  
 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

## 42. J-REIT市場の動向 ⑪—J-REITの公募増資

■ 図表 42 : J-REITの公募増資 (2009年11月～2011年9月)

増資公表日	名称	公募/第三者	募集口数	払込期日	追加上場日	発行価格 (円)①	発行価額 (円)	調達額 (百万円)	1口当たり純 資産額(円)②	増資時における 直近決算期日	乖離率(%) ①÷②
2009/10/16	日本アコモデーションファンド投資法人(NAF)	公募増資分	42,000	2009/11/4	2009/11/5	487,910	471,311	19,795	550,978	2009/8/31	▲11.4
		第三者割当分	698	2009/12/1	2009/12/2	487,910	471,311	329			
2009/10/29	ケネディクス不動産投資法人(KRI)	公募増資分	33,550	2009/11/16	2009/11/17	252,200	243,100	8,156	635,335	2009/10/31	▲60.3
2009/11/18	ジャパニリアルエステイト投資法人(JRE)	公募増資分	42,000	2009/12/8	2009/12/9	597,520	579,040	24,320	690,984	2009/9/30	▲13.5
		第三者割当分	4,200	2009/12/22	2009/12/24	597,520	579,040	2,432			
2009/11/18	野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF)	公募増資分	27,400	2009/12/7	2009/12/8	289,545	279,097	7,647	596,306	2009/11/30	▲51.4
		第三者割当分	1,370	2009/12/24	2009/12/25	289,545	279,097	382			
2010/1/21	日本プライムリアルティ投資法人(JPR)	公募増資分	82,000	2010/2/8	2010/2/9	168,101	162,382	13,315	257,693	2009/12/31	▲34.8
		第三者割当分	8,000	2010/3/12	2010/3/15	168,101	162,382	1,299			
2010/2/4	日本ロジスティクスファンド投資法人(JLF)	公募増資分	8,500	2010/2/23	2010/2/24	624,680	602,784	5,124	686,609	2009/7/31	▲9.0
		第三者割当分	500	2010/3/25	2010/3/26	624,680	602,784	301			
2010/3/5	森ヒルズリート投資法人(MHR)	公募増資分	67,000	2010/3/23	2010/3/24	210,005	202,427	13,563	561,451	2009/7/31	▲62.6
		第三者割当分	5,320	2010/4/23	2010/4/26	210,005	202,427	1,077			
2010/5/13	森トラスト総合リート投資法人(MTR)	公募増資分	60,000	2010/5/31	2010/6/1	670,800	650,160	39,010	556,270	2010/3/31	20.6
2010/6/4	アドバンス・レジデンス投資法人(ADR)	公募増資分	240,000	2010/6/28	2010/6/29	113,684	109,816	26,356	124,169	2010/3/1	▲8.4
		第三者割当分	17,694	2010/7/30	2010/7/31	113,684	109,816	1,943			
2010/6/14	フロンティア不動産投資法人(FRI)	公募増資分	32,000	2010/7/1	2010/7/2	592,312	572,872	18,332	577,361	2009/12/31	2.6
		第三者割当分	2,000	2010/7/28	2010/7/29	592,312	572,872	1,146			
2010/8/23	日本ロジスティクスファンド投資法人(JLF)	公募増資分	16,000	2010/8/30	2010/8/31	627,590	605,592	9,689	687,892	2010/1/31	▲8.8
		第三者割当分	700	2010/9/24	2010/9/27	627,590	605,592	424			
2011/1/11	日本ビルファンド投資法人(NBF)	公募増資分	34,000	2011/1/26	2011/1/27	818,025	792,855	26,957	727,996	2010/12/30	12.4
		第三者割当分	2,500	2011/2/21	2011/2/22	818,025	792,855	1,982			
2011/1/13	ジャパニクエレント投資法人(JEI)	公募増資分	31,000	2011/1/31	2011/2/1	454,930	438,984	13,609	577,629	2010/12/30	▲21.2
		第三者割当分	3,100	2011/2/21	2011/2/22	454,930	438,984	1,361			
2011/2/7	福岡リート投資法人(FRC)	公募増資分	16,000	2011/3/1	2011/3/2	576,083	557,078	8,913	579,738	2010/8/31	▲0.6
2011/2/10	日本アコモデーションファンド投資法人(NAF)	公募増資分	37,500	2011/3/1	2011/3/2	593,872	574,380	21,539	533,045	2010/8/31	11.4
		第三者割当分	1,033	2011/3/28	2011/3/29	593,872	574,380	593			
2011/2/21	産業ファンド投資法人(IIF)	公募増資分	14,200	2011/3/8	2011/3/9	405,945	391,297	5,556	472,294	2010/12/31	▲14.0
		第三者割当分	397	2011/3/24	2011/3/25	405,945	391,297	155			
2011/5/9	オリックス不動産投資法人(OJR)	公募増資分	31,250	2011/5/25	2011/5/26	412,735	398,693	12,459	561,847	2011/2/28	▲26.5
		第三者割当分	1,562	2011/6/24	2011/6/27	412,735	398,693	623			
2011/5/23	ユナイテッド・アーバン投資法人(UUR)	公募増資分	640,000	2011/6/8	2011/6/9	91,162	88,357	56,548	92,371	2010/11/30	▲1.3
		第三者割当分	12,064	2011/7/6	2011/7/7	91,162	88,357	1,066			
2011/7/5	ケネディクス不動産投資法人(KRI)	公募増資分	51,400	2011/7/20	2011/7/21	274,510	264,605	13,601	580,199	2011/4/30	▲52.7
		第三者割当分	1,600	2011/8/8	2011/8/9	274,510	264,605	423			
2011/8/24	日本リテールファンド投資法人(JRF)	公募増資分	187,500	2011/9/14	2011/9/15	107,640	104,107	19,520	165,483	2011/2/28	▲35.0
		第三者割当分	4,500	2011/10/12	2011/10/13	107,640	104,107	468			

・J-REITの公募増資は、2009年11月に1年4か月ぶりに再開(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

出所:みずほ証券

## 43. J-REIT市場の動向 ⑫—投資法人債の起債状況

■ 図表 43 : 投資法人債の起債一覧(2010年1月～2011年9月)

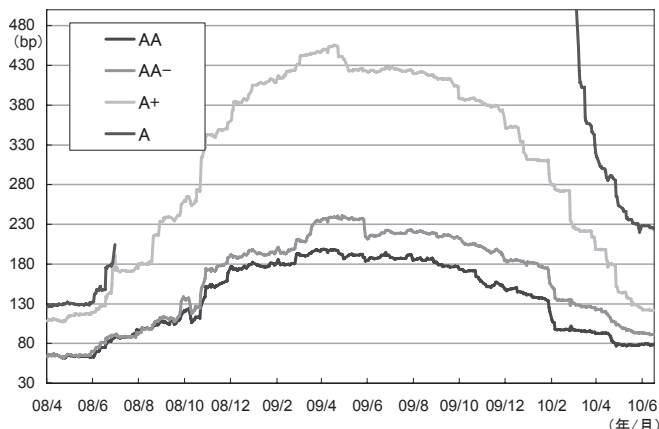
出所:各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

ローンチ日	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 (億円)	発行額 (億円)	年限 (年)	クーポンレート (%)	スワップ レド(bp)	払込日	償還日	
2010/1/22	8951	日本ビルファンド	公募	11	AA A+	A1 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	ジャパニクエレント	公募	1	AA-	A-	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-	A2 60	5	1.68	93	2010/3/12	2015/3/12	
2010/4/16	8952	ジャパニリアルエステイト	公募	7	AA-	AA- A1 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-	A2 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+	A-	100	3	1.55	98	2010/6/17	2013/6/17
2010/6/17	8976	大和証券オフィス(旧.DAオフィス)	公募	2	A	A-	50	3	1.87	130	2010/6/24	2013/6/24
2010/6/22	8987	ジャパニクエレント	公募	2	AA-	A-	50	5	1.29	58	2010/6/28	2015/6/28
2010/7/14	8952	ジャパニリアルエステイト	公募	8	AA	AA- A1 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+ A2 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	フレミア	公募	3	A+	A-	70	3	0.97	45	2010/8/18	2013/8/16
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	
2010/11/11	8954	オリックス不動産	公募	3	A+	A-	50	5	1.58	100	2010/11/18	2015/11/18
2010/11/12	8959	野村不動産オフィスファンド	公募	8	AA-	A2 60	4	0.94	40	2010/11/26	2014/11/26	
2010/11/12	8959	野村不動産オフィスファンド	公募	9	AA-	A2 40	7	1.52	72	2010/11/26	2017/11/24	
2010/11/18	8967	日本ロジスティクスファンド	公募	1	AA	A-	80	5	0.95	32	2010/11/29	2015/11/27
2010/12/3	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	4	A+	A-	150	3	1.38	88	2010/12/17	2013/12/17
2010/12/20	8981	ジャパニ・ホテル・アンド・リゾート	公募	1	A-	A-	20	3	2.11	160	2010/12/28	2013/12/27
2011/1/21	8954	オリックス不動産	公募	4	A+	AA- A-	50	3	1.40	85	2011/1/27	2014/1/27
2011/2/9	3240	野村不動産レジデンシャル	公募	1	AA	A	50	5	1.21	38	2011/2/25	2016/2/25
2011/2/10	3234	森ヒルズリート	公募	5	AA-	A-	50	3	1.29	70	2011/2/25	2014/2/25
2011/2/16	8961	森トラスト総合リート	公募	1	AA	A	50	3	0.83	24	2011/2/25	2014/2/25
2011/3/4	8964	フロンティア不動産	公募	1	AA-	A+	50	5	1.07	30	2011/3/11	2016/3/11
2011/9/2	3269	アドバンス・レジデンス	公募	13	AA-	A-	80	5	1.27	75	2011/9/12	2016/9/12
2011/9/2	3269	アドバンス・レジデンス	公募	14	AA-	A-	20	7	1.68	95	2011/9/12	2018/9/12
2011/9/8	8972	ケネディクス投資法人	公募	3	A	A-	15	5	1.59	120	2011/9/15	2013/9/13
2011/9/9	8951	日本ビルファンド	公募	12	AA	A+	A1 100	5	0.64	14	2011/9/15	2016/9/15

・投資法人債の起債が相次ぐ  
 ・投資家ニーズの把握が重要課題 … 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

## 44. J-REIT市場の動向⑬－投資法人債の優位性

■ 図表 44：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  
(金融機関との与信基準の緩和、「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

## 45. J-REIT市場の動向⑭－J-REIT市場の活性化支援策

■ 図表 45：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. 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
  - 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)
2. 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
3. 「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
4. 経済危機対策(2009年4月10日、政府)
  - ① 銀行等保有株式取得機構によるJ-REIT等の買い取り
    - \* 7月17日より買取実施。買取対象は、「BBB-」以上のREIT
  - 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
  - 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
  - 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
5. J-REIT等の買入(2010年10月5日、日本銀行 政策委員会・金融政策決定会合)
  - ・①「実質ゼロ金利」を2006年7月以来4年振りに採用、②金融緩和策継続の「時間軸」の明確化
  - ・③資産買入等の基金の創設…1年後5兆円程度の残高となるよう金融資産(国債、CP、ABCP、社債、ETF、J-REITなど)を買入
  - ・J-REITの買入要領(2010年10月28日決定)：(a)J-REITの買入限度額は500億円程度、(b)2011年末を目処に買入限度額になるよう実施、(c)各銘柄の発行残高の5%を上限、(e)信託銀行を受託者として信託財産として買入、
  - ・J-REITの買入要領(2010年11月5日決定)：(1)買入対象：AA格相当以上、取引所での売買成立が200日以上、売買累計額が200億円以上、(2)買入価格：原則として取引所での売買高加重平均価格
6. J-REIT等の買入(2011年3月14日、日本銀行・金融政策決定会合)
  - ・「東日本大震災」が日本経済におよぼす悪影響を抑制するために、金融資産の買入を拡大
  - ①資産買入等の基金：35兆円→40兆円、②資産買入の規模：5兆円→10兆円
  - ③買入期間：2011年末→2012年6月末
  - ・J-REITの買入限度額：500億円程度→1,000億円程度(さらに、2011年8月4日に、1,100億円程度に拡大)

## 46. J-REIT市場の動向⑮－ J-REIT市場の再編

■ 図表 46 : 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、 一部繰上)
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(IBADR) 日本レジデンスリアル(NRI)	IBADR:NRI= 3:2	43,281
2010年3月1日	日本リテールファンド(JRF、8953)	ラサール ジャパン	1:0.295	7,202
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	19,009
2010年7月1日	日本賃貸住宅(JRH、8986)	プロスペクト・リート	1:0.75	12,343
2010年10月1日	クレッシェンド → 平和不動産リート(商号変更、HFR、8966)	ジャパン・シングルレジデンス	1:0.75	11,400
2010年12月1日	ユナイテッド・アーバン(UUR、8960)	日本コマースリアル	6:1	12,241
2011年11月1日	FCレジデンスリアル(FCR、8975)	いちご不動産(IGC、8983)	7:3	17,000

② スポンサーの交替事例

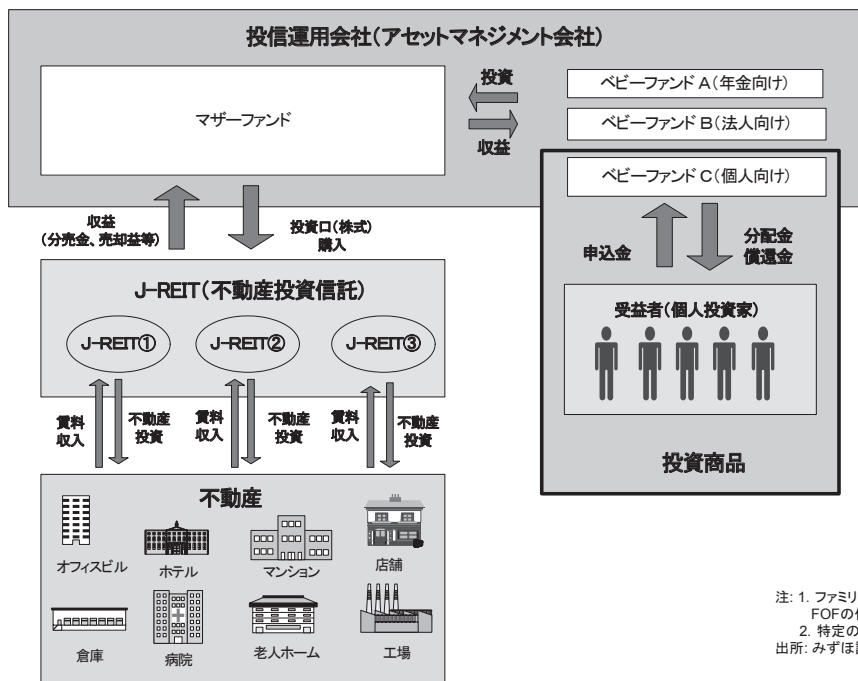
交替時期 (資産運用会社の 株式譲渡時期)	投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2009年7月	大和証券オフィス(DOI、8976) *IBDAオフィス	ダヴィンチHD(4314)	→ 大和証券グループ本社(8601)
2010年4月	積水ハウス・SI(SSI、8973) *旧ジョイント・リート	ジョイント・コーポレーション	→ 積水ハウス(1928) スプリング・インベストメント * 豪州REIT(LPT)が日本国内で投資した 不動産の運用会社)
2010年5月	プレミア(PIC、8956)	ケン・コーポレーション 他	→ NTT都市開発(8933) *ケン・コーポレーションは第2位のスポンサーに
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
2011年7月	インヴィンシブル (INV、8963)	The LCP Group	→ Calliope合同会社 (Fortress Investment Group LLC の関係会社)

・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  
→ 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、分配金に上乗せる形で、「負ののれん」の利益を投資家に還元  
・BLIとHFR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: 2011年10月4日時点。  
出所: みずほ証券が作成

## 47. J-REIT市場の発展①－ FOFによる運用(1)



■ 図表 47 : 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

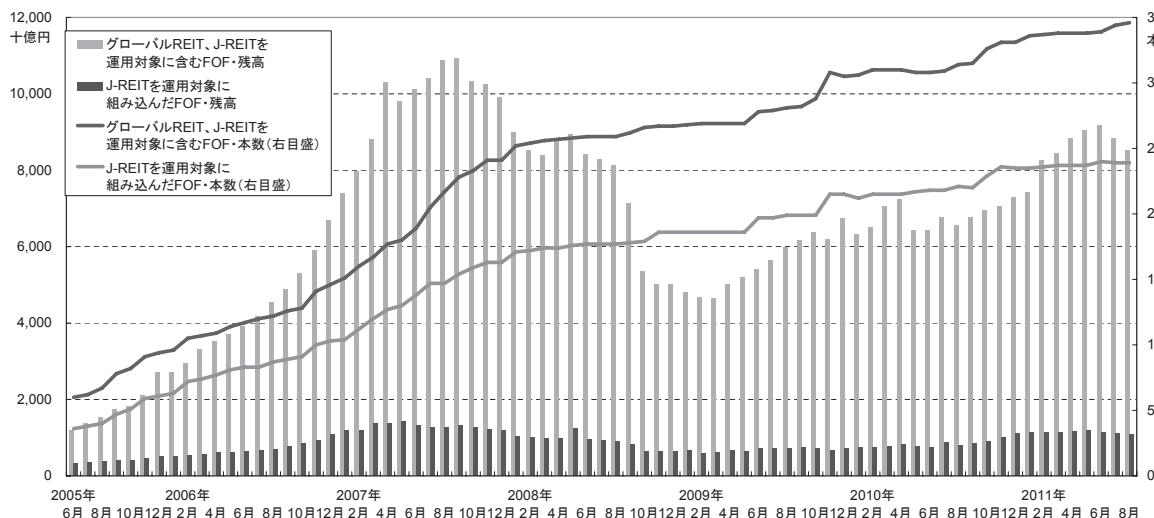
- ① 東証REIT指数をベンチマークとするパッシング運用型、
- ② 毎月分配型、が主流  
← J-REITの安定性に着目

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



## 48. J-REIT市場の発展 ② - FOFによる運用(2)

■ 図表 48: REITを運用対象とするFOFの状況



・2011年7月末時点で、FOFに組み込まれているJ-REITの残高は、J-REIT全体の時価総額の30%超を占める  
 ・2010年11月から、J-REITで運用するFOFの設定が増加  
 → J-REITの価格を支える大きな要因に

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がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものです。本資料には、信頼に足るものと判断した情報、データを掲載していますが、みずほ証券/Mizuho International plcは、その正確性、確実性を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。本資料に記載された今後の見通しは、アナリストの見解を反映させたものであり、実際のパフォーマンスとは異なり、今後のパフォーマンスに関する保証をするものではありません。本資料に記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券、Mizuho International plcおよびその関連会社等は、本資料に記載された発行体の発行する有価証券およびその派生商品について、本資料読者の売買の相手方となり、本資料において推奨された内容と異なる売買、ポジションの保有、マーケットメイク、自己あるいは委託売買を行う場合があります。また、本資料記載の有価証券等の発行者に対して金融・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、お取り扱いいただくようお願いいたします。また、みずほ証券およびMizuho International plcは、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。投資の最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。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: 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)が行います。Mizuho International plcは、英国金融サービス庁(Financial Services Authority)により認可および規制を受けるロンドン証券取引所の会員です。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せん。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<https://uk.mizuho-sc.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: 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USA)までお問い合わせください。MSUSAは外国のソブリン債、社債、およびそれらに関連する商品の取引についてはみずほ証券株式会社およびMizuho International plcの代理人として当該取引を行います。

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)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)および2.6250%(税込)に満たない場合は2.6250%(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。

みずほ証券株式会社

金融商品取引業者  
加入協会

関東財務局長(金商)第94号

日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

広告審査番号:MG2230-111012-07

■図表III.8: J-REITが保有するオフィスビルの賃料等(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 営業収益					前回決算		
							賃料等 (百万円) ②	NOI (百万円) ③	期末 賃貸面積 (㎡) ④	NOI 利回り (%) ⑤×②÷①	平均賃料 (円/坪) ⑥÷④×③	NOI 利回り (%)	平均賃料 (円/坪)	
東京	丸の内	三菱UFJ信託銀行本店ビル	JRE	16,235	03/02	44,700	984	984	735	11,922	3.29	45,478	3.30	45,385
		日本橋	日本橋室町センター	NBF	23,019	86/10	23,945	845	818	530	16,226	4.43	27,778	4.26
		NOF日本橋本町ビル	NOF	29,431	61/04	20,600	753	723	591	18,882	5.73	21,085	4.61	18,453
		PMO日本橋本町	NOF	3,507	08/06	5,000	133	127	110	2,450	4.39	28,554	4.48	28,721
	京橋	兼松ビル	JPR	14,995	93/02	16,276	328	294	193	7,191	2.37	22,509	3.25	28,065
	八重洲	福岡ビル	JPR	11,628	90/05	2,920	126	126	98	1,937	6.69	35,928	6.69	35,928
	有楽町	有楽町電気ビル	JRE	70,288	75/09	7,200	245	245	135	4,095	3.75	32,966	5.11	32,515
	内幸町	NBF日比谷ビル	NBF	50,847	84/06	63,500	1,325	1,209	700	25,257	2.20	26,375	2.01	30,613
	新橋	新橋駅前MTRビル	MTR	7,820	99/04	18,000	459	459	425	8,055	4.72	31,398	4.72	31,398
	銀座	NBF東銀座スクエア	NBF	7,153	05/02	5,200	251	227	184	4,871	7.08	25,678	7.00	25,904
		銀座三和ビル	JRE	8,851	82/10	16,830	381	381	267	4,290	3.17	48,935	2.85	48,367
	赤坂	オリックス赤坂2丁目ビル	OJR	14,233	04/11	21,860	455	531	344	10,296	3.15	28,417	4.40	28,417
		赤坂ガーデンシティ	JEI	46,777	06/01	23,300	565	530	454	8,770	3.90	33,301	3.85	33,175
		赤坂インターシティ	JEI	73,061	05/01	17,857	326	294	224	5,169	2.51	31,337	2.62	31,977
	六本木	アーク森ビル(パズル型)	MHR	177,487	86/03	22,000	314	296	229	4,927	2.08	33,157	2.08	38,319
		六本木ヒルズゲートタワー	MHR	29,112	01/10	36,500	1,086	969	760	16,181	4.16	33,008	4.16	32,481
	虎ノ門	六本木ファーストビル	MHR	45,754	93/10	21,000	549	493	402	8,609	3.83	31,538	3.83	28,053
		虎ノ門琴平タワー	NBF	29,353	04/11	24,543	864	816	530	16,848	4.32	26,687	4.11	26,196
	九段下	北の丸スクエア	JRE	58,969	06/01	81,556	1,579	1,579	1,260	23,313	3.09	37,319	2.48	31,768
	麹町	新麹町ビル	JPR	5,153	84/10	2,420	111	108	77	2,900	6.35	20,476	7.31	20,600
	四谷	二番町ガーデン	JRE	57,031	04/04	14,700	482	481	341	9,316	4.64	28,449	4.63	28,508
	青山	青山クリスタルビル	JRE	8,094	82/12	7,680	219	219	155	4,898	4.04	24,636	3.91	25,773
	渋谷	渋谷クロスタワー	JRE	61,862	76/04	34,600	1,393	1,393	725	29,363	4.19	26,140	4.20	27,964
		東急桜丘町ビル	TRI	6,505	87/06	6,620	253	242	204	4,737	6.15	28,182	6.07	28,395
新宿	NOF渋谷公園通りビル	NOF	5,359	87/09	12,000	325	300	272	3,420	4.54	48,363	4.45	48,136	
	ビックス新宿ビル	JPR	25,733	85/04	15,121	573	520	379	14,056	5.02	20,366	4.84	21,140	
西新宿	新宿野村ビル	NOF	117,259	78/05	38,730	1,705	1,561	1,086	30,130	5.61	28,555	5.55	29,042	
	東京オペラシティビル	JRE	232,997	96/07	31,777	1,767	1,767	1,103	32,763	6.94	29,717	7.14	29,407	
中野坂上	ハーモニータワー	JRE	72,729	97/3	8,500	366	366	205	9,374	4.82	21,513	6.45	22,091	
池袋	オリックス池袋ビル	OJR	6,905	02/07	9,577	334	300	284	5,540	5.93	29,838	5.89	29,838	
芝・三田	芝NBFタワー	NBF	44,437	86/10	32,000	1,007	952	637	24,358	3.98	21,535	4.24	23,058	
大崎	オーバルコート大崎	JPR	28,576	01/06	3,500	192	182	128	4,088	7.31	24,491	6.67	22,968	
	大崎MTビル	MTR	26,981	94/07	13,527	507	507	461	22,634	6.81	12,334	7.09	12,831	
五反田	五反田ファースト	JPR	10,553	89/07	2,920	136	128	83	4,244	5.66	16,662	6.42	16,934	
大崎	ゲートシティ大崎	NBF	287,350	99/01	30,100	1,029	891	679	20,709	4.51	23,707	4.72	23,707	
白金	NBFプラチナタワー	NBF	48,763	05/11	31,000	1,558	1,430	1,151	33,503	7.43	23,518	7.28	22,877	
中目黒	中目黒GTタワー	NBF	56,171	02/03	23,856	952	815	577	21,423	4.84	20,962	5.50	22,582	
晴海	晴海アイランドトリドスクエア(Y)	TOP	267,133	01/10	33,000	1,309	1,309	949	23,219	5.75	31,063	5.90	31,344	
豊洲	NBFガーデンフロント	NBF	35,622	04/09	25,018	992	884	733	28,300	5.86	17,211	7.21	20,035	
天王洲	スフィアタワー天王洲	GOR	47,152	93/04	12,115	747	743	486	17,553	8.02	23,324	8.52	24,176	
用賀	世田谷ビジネススクエア	TRI	94,374	93/09	22,400	1,088	972	570	21,552	5.09	24,842	5.38	23,002	
錦糸町	アルカイースト	JPR	34,282	97/03	5,880	275	263	134	7,023	4.56	20,612	4.55	20,700	
大阪	梅田	野村不動産西梅田ビル	NOF	8,037	93/6	5,660	154	141	85	4,952	3.01	16,969	3.85	17,569
	堂島	アクア堂島NBFタワー	NBF	35,913	96/8	17,810	677	591	420	19,935	4.72	16,335	5.26	18,568
本町	サンマリオンNBFタワー	NBF	23,756	96/01	10,500	404	335	244	14,490	4.65	12,739	4.61	13,120	
	御堂筋ダイワビル	JRE	31,213	91/09	14,314	569	569	334	19,350	4.67	16,203	5.51	17,391	
淀屋橋	淀屋橋フレックスタワー	GOR	10,998	06/11	7,834	273	273	215	7,394	5.49	20,343	6.13	22,653	
新大阪	新大阪セントラルタワー	UUR	58,883	89/06	24,000	1,103	995	789	45,753	6.58	11,981	6.03	11,976	
名古屋	名駅	近鉄新名古屋ビル	GOR	27,152	93/03	16,852	790	790	592	18,081	7.03	24,074	7.03	24,919
	伏見	名古屋広小路ビル	JRE	33,378	87/05	14,533	580	580	337	18,517	4.64	17,259	5.19	18,586
栄	JPR名古屋伏見ビル	JPR	10,201	91/3	4,137	140	107	63	3,904	3.07	15,063	6.25	13,133	
	錦	錦パークビル	JRE	25,092	95/8	5,150	256	256	96	7,844	3.73	17,983	4.16	19,088
札幌	札幌エルプラザ	NBF	32,602	03/03	4,404	324	260	200	11,396	9.08	12,571	9.81	12,571	
	札幌ノースプラザ	NOF	18,843	81/08	6,820	315	273	183	12,846	5.35	11,696	5.43	12,192	
仙台	NBF仙台本町ビル	NBF	10,585	87/06	3,566	172	141	92	6,602	5.16	11,768	6.45	12,894	
	擔保ジャパン仙台ビル	JPR	10,784	97/12	3,150	184	175	122	6,000	7.77	16,056	8.50	15,291	
大宮	明治安田生命さいたま	GOR	78,897	02/03	22,700	871	865	618	21,396	5.44	22,276	5.73	26,071	
川崎	興和川崎西口ビル	JEI	61,857	88/02	32,000	999	900	639	32,487	3.99	15,264	4.39	14,730	
	川崎日進町ビルディング	JEI	22,142	92/4	4,205	225	223	163	8,981	7.75	13,682	8.18	13,927	
横浜	横浜STビル	NBF	42,569	87/10	13,529	651	583	401	18,650	5.93	17,224	6.83	19,455	
	MMパークビル	JRE	49,038	07/12	37,400	1,378	1,378	998	37,282	5.34	20,366	5.47	20,922	
広島	JPR横浜日本大通ビル	JPR	9,147	89/10	2,927	133	122	89	5,733	6.10	11,744	6.43	11,969	
	NBF広島立町ビル	NBF	8,657	91/11	2,930	130	111	79	4,900	5.39	12,482	5.73	13,226	
福岡	野村不動産広島ビル	NOF	11,950	76/07	1,930	174	156	115	6,833	11.93	12,562	12.32	13,167	
	日之出天神ビル	JRE	12,527	87/08	3,657	175	175	120	5,482	6.56	17,589	7.05	17,042	
福岡	キャナルシティ・ビズネスセンター	FRC	32,733	96/04	14,600	609	607	397	21,817	5.44	15,330	5.14	15,212	
	呉服町ビズネスセンター	FRC	27,949	03/10	11,200	516	466	353	18,840	6.30	13,629	6.00	13,541	

注:1. 2011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。

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=森ヒルズリート(3234)。また、一部のビル名を略記した。

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IV.6: 「東日本大震災」による分譲マンションの被害状況

	物件数 調査対象		建物状況			敷地状況			周辺状況			
			被害無	被害軽微	小破	被害無	被害有	不明	被害無	被害有	不明	
<b>千葉県浦安市</b>												
明海	1・5・6丁目	9	9	9		2	7		3	6		
今川	1・2・4丁目	3	3	1	2		3			3		
入船	1~3・5・6丁目	5	5	4		1	3	1	1	4		
北栄	1~4丁目	44	44	41	3		44		43		1	
高洲	1~2・5~8丁目	11	11	11		3	3	5	4	7		
当代島	1~3丁目	22	22	22			22		22			
富岡	1~3丁目	5	5	4	1		5			5		
猫実	1・2丁目	7	7	7		7			7			
東野	1~3丁目	15	15	12	2	1	6	9		9	6	
日の出	1~6丁目	16	16	14	2		2	11	2	14		
弁天	2・3丁目	2	2	1	1		2			2		
堀江	2~6丁目	10	10	10			10		10			
舞浜	2丁目	1	1	1			1			1		
美浜	1・5丁目	6	6		6		1	5	1	5		
富士見	1~5丁目	20	20	20			20		19		1	
計		176	176	157	17	2	113	37	26	112	56	8
<b>東京都中央区</b>												
勝どき	1~6丁目	51	51	51			51		51			
月島	1~4丁目	47	47	47			47		47			
佃	1~3丁目	23	23	23			23		23			
晴海	1~3・5丁目	6	6	6			6		6			
計		127	127	127	0	0	127	0	0	127	0	0
<b>東京都江東区</b>												
有明	1丁目	5	5	4	1		5		4	1		
枝川	1~3丁目	19	19	19			19		19			
越中島	3丁目	2	1	1			1		1			
塩浜	2丁目	11	2	2			2		2			
潮見	1・2丁目	5	5	5			5		5			
東雲	1・2丁目	12	12	9	3		12		12			
辰巳	1丁目	8	8	6	2		8		7	1		
豊洲	1~5丁目	24	24	22	1	1	20	4	18	6		
計		86	76	68	7	1	72	4	0	68	8	0
<b>東京都江戸川区</b>												
南葛西	1~7丁目	48	47	47			44	3	46	1		
清新町	1・2丁目	13	13	13			11	2		13		
臨海町	2・5丁目	3	3	3			3		3			
計		64	63	63	0	0	58	5	0	49	14	0
<b>東京都葛飾区</b>												
東金町	4・5・7丁目	7	5	5			5		5			
東水元	2・3・5丁目	7	5	4	1		5		5			
計		14	10	9	1	0	10	0	0	10	0	0
<b>横浜市神奈川区</b>												
大野町、金港町、栄町、榎本町、星野町		29	22	21	1	0	13	1	8	13	0	9
<b>横浜市西区</b>												
岡野、楠町、桜木町、高島、中央、戸部町、戸部本町、西平沼町、花咲町、浜松町、平沼、南幸、みなとみらい		218	88	87	1	0	88	0	0	88	0	0
<b>横浜市金沢区</b>												
乙船町、柴町、洲崎町、瀬戸、寺前、泥亀、平潟町、町屋町、柳町		70	67	65	2	0	64	3	0	64	3	0
<b>神奈川県秦野市</b>												
尾尻、上大槻、北矢名、曾屋、鶴巻、南矢名、鶴巻北、鶴巻南		42	38	37	1	0	23	14	1	21	0	17
<b>千葉県中央区</b>												
千葉港、間屋町		16	3	3	0	0	3	0	0	3	0	0
<b>千葉県花見川区</b>												
幕張本郷		13	2	2	0	0	2	0	0	2	0	0
<b>千葉県美浜区</b>												
磯辺、稲毛海岸、打潮、幸町、高洲、高浜、浜田、幕張西、真砂		162	96	83	13	0	61	31	4	47	48	1
<b>千葉県市川市</b>												
相之川、新井、行徳駅前、塩浜、福栄、南行徳		60	32	19	13	0	15	8	9	14	9	9
<b>千葉県船橋市</b>												
高瀬町、浜町、若松		14	8	6	1	1	7	1	0	5	3	0
<b>千葉県習志野市</b>												
秋津、香澄、鷺沼、袖ヶ浦、津田沼、谷津		38	36	31	5	0	28	8	0	26	10	0
<b>埼玉県八潮市</b>												
伊勢野、大瀬、古新田		10	6	6	0	0	6	0	0	6	0	0
<b>埼玉県三郷市</b>												
東町、新和、高洲、戸ヶ崎、谷口、矢中、鷹野		33	33	32	1	0	31	2	0	32	0	1
東京圏・計		1,172	883	816	63	4	721	114	48	687	151	45
(構成比)				(92.4%)	(7.1%)	(0.5%)	(81.7%)	(12.9%)	(5.4%)	(77.8%)	(17.1%)	(5.1%)

注: 1. 東京カンテイは、「建物状況」(建物の被災状況)を「被害無」「軽微」「小破」「中破」「大破」「崩壊」の6つに区分しているが、今回の調査では、「中破」「大破」「崩壊」の判定は皆無だった。  
 2. スペースの都合により、浦安市・中央区・江東区・江戸川区・葛飾区については、丁目別の詳細データを省略した。また、横浜市・秦野市・千葉市・市川市・船橋市・習志野市・八潮市・三郷市については、町別・丁目別の詳細データを省略した。  
 出所: (株)東京カンテイ「Kantei eye」により、みずほ証券が作成



■図表IV.8: J-REITが保有する賃貸マンションの平均家賃等(概算、参考値)

所在地	エリア	マンション名	所有者	主な物件タイプ	延床面積 (㎡)	竣工 (年/月)	取得価格 (百万円)	稼働率 (%)	期近決算				前回決算				
									営業収益 (千円)	賃料等 (千円)	NOI (千円)	期末賃賃面積 (㎡)	NOI 利回り (%)	平均賃料 (円/坪)	NOI 利回り (%)	平均賃料 (円/坪)	
東京	銀座	RD東銀座	ADR	C	6,608	06/09	5,251	100.0	257,146	255,974	236,554	4,871	4.88	15,672	4.89	15,729	
		スペース銀座	SSI	S	7,837	05/02	5,290	96.8	174,603	165,727	142,223	5,337	5.39	17,146	5.05	16,749	
日本橋	京橋	ラング・タワー京橋	PIC	S	1,714	03/2	927	95.1	35,886	34,520	27,374	1,157	5.95	16,571	6.06	16,131	
		RD三越前	ADR	S	2,829	05/02	1,920	92.2	115,340	112,563	95,236	2,352	5.37	14,274	5.48	14,810	
		PS日本橋茅場町	PIC	S	4,541	04/03	2,430	97.1	84,180	87,057	73,279	3,356	6.08	14,402	5.58	13,875	
		PA日本橋ステージ	NAF	C	12,488	04/08	7,557	99.3	245,065	227,414	188,744	9,957	5.04	12,682	4.92	12,830	
佃・月島・勝どき	人形町	大川端賃貸棟	NAF	F	58,763	88/04	29,696	92.7	915,853	885,087	631,632	40,615	4.29	12,100	4.35	12,194	
		US勝どき	NRF	C	5,451	87/02	2,290	94.4	92,837	86,771	71,800	4,722	6.29	10,148	6.31	10,583	
		RD日本橋人形町Ⅱ	ADR	S	4,633	07/1	3,180	97.7	175,604	173,361	157,826	3,461	5.38	14,938	5.42	15,200	
		六本木グリーンテラス	PIC	L	8,332	02/10	4,678	97.2	118,803	115,990	87,868	5,586	3.79	11,529	3.62	12,150	
		CA赤坂	PIC	C	1,793	02/11	1,330	92.4	40,827	37,271	30,624	1,273	4.64	16,262	4.50	16,231	
		ストーリア赤坂	PIC	C	6,330	02/12	3,930	86.6	92,936	86,654	68,407	3,453	3.51	13,934	3.80	13,910	
		RD赤坂榴町	ADR	C	6,151	04/12	4,930	90.2	228,589	220,896	178,146	4,151	3.91	15,869	3.82	15,614	
		PA六本木榴町公園	NAF	C	2,759	06/1	2,170	89.0	57,073	55,975	45,742	1,828	4.25	17,006	4.09	15,636	
		PA溜池山王	NAF	C	3,517	05/12	2,860	96.0	79,193	76,311	60,734	2,602	4.28	16,286	4.44	16,121	
		Walk赤坂	PIC	C	2,358	04/11	2,403	78.7	51,531	46,234	36,684	1,367	3.08	18,774	3.59	20,902	
		アークフォレストテラス	MHR	L	9,125	01/01	5,300	95.2	145,920	137,639	54,716	4,997	2.05	15,046	2.03	17,598	
		六本木ファーストプラザ	MHR	L	22,907	93/10	2,100	86.9	66,077	66,077	40,397	2,569	3.82	14,048	3.76	14,505	
麻布・青山	元麻布ヒルズ	MHR	L	54,007	02/05	17,970	95.0	588,441	541,702	355,612	12,006	3.49	24,644	3.45	22,193		
		ホームウッドビル	PIC	L	8,270	88/08	5,090	95.1	128,706	126,087	77,782	5,509	3.08	12,708	3.38	14,181	
		CA南青山	PIC	S	1,399	03/02	1,070	97.9	37,236	34,919	26,836	1,162	5.06	16,689	5.62	18,147	
		PA青山骨董通り	NAF	C	1,940	05/8	1,730	97.4	45,889	45,154	37,062	1,498	4.32	16,739	3.98	17,221	
		サンパレス南麻布	PIC	L	2,227	89/11	1,150	84.7	28,816	26,989	18,037	1,336	3.16	11,219	3.07	11,069	
		RD麻布十番	ADR	C	2,565	99/11	1,987	87.6	94,988	92,929	75,794	1,740	4.13	15,932	4.36	16,888	
		US麻布十番	NRF	C	1,355	99/03	991	97.9	32,027	30,917	25,150	1,197	5.09	14,266	4.97	14,385	
		PA南麻布	NAF	C	5,061	03/02	3,939	100.0	101,503	100,958	85,184	3,938	4.36	14,235	3.99	14,418	
		PF白金高輪	NRF	S	3,787	08/8	3,510	97.8	93,907	89,098	79,483	2,884	4.54	17,061	4.36	17,265	
		スペース麻布十番Ⅲ	SSI	S	2,097	07/2	2,700	100.0	68,511	65,858	56,512	1,755	4.20	20,719	4.54	22,756	
三田	PA白金台	NAF	C	5,993	05/09	5,140	99.1	142,027	138,841	116,915	4,661	4.59	16,540	4.47	16,692		
		PS三田慶大前	PIC	S	1,748	04/11	1,580	96.8	56,116	53,412	45,183	1,547	5.77	19,168	5.33	18,357	
		PU田町	NRF	S	1,373	05/01	941	94.0	30,594	28,877	24,198	1,041	5.16	15,322	4.70	14,005	
		PS芝公園	PIC	S	2,130	06/9	1,585	90.7	46,663	44,495	37,611	1,596	4.79	15,479	4.30	13,911	
品川	RD北品川	ADR	S	3,891	07/02	2,720	100.0	139,128	137,478	128,091	2,898	5.10	14,148	5.11	16,992		
		JF東品川	SSI	S	3,338	08/5	2,610	96.7	73,222	68,566	59,140	2,841	4.54	13,329	4.76	14,117	
		RD中目黒	ADR	S	1,903	05/2	1,730	100.0	87,173	86,944	79,592	1,694	4.98	15,305	5.06	15,409	
		RD都立大学	ADR	C	910	06/8	643	94.4	33,782	32,407	24,961	697	4.20	13,875	3.74	13,413	
新宿	PU目黒大橋	NRF	S	3,965	08/02	3,580	98.2	85,032	81,773	73,771	2,902	4.13	15,559	4.07	15,766		
		PU中目黒	NRF	S	1,390	04/12	1,320	93.9	40,227	37,537	33,922	1,223	5.15	16,953	4.83	16,597	
		PA目黒本町	NAF	C	2,274	06/7	1,810	100.0	51,679	47,242	38,796	1,885	4.32	13,918	4.07	13,934	
		RD新宿イーストⅢ	ADR	S	970	09/2	750	100.0	47,189	47,189	39,344	819	5.68	17,189	5.70	17,203	
目黒	ルネ新宿御苑タワー	PIC	S	11,203	02/12	6,500	91.8	190,809	170,236	130,915	6,019	4.06	15,705	3.86	15,363		
		PU西新宿Ⅰ	NRF	S	1,576	06/08	1,290	90.3	35,810	34,541	25,200	1,319	3.92	14,462	4.56	14,127	
		RD渋谷代官山	ADR	C	1,811	05/5	1,690	91.0	81,483	80,365	65,112	1,506	4.17	15,914	4.34	17,139	
		PA渋谷	NAF	C	1,195	03/4	1,282	87.6	35,870	34,930	28,505	958	4.48	20,244	4.57	18,899	
代々木	RD代々木の社	ADR	C	887	07/03	732	94.3	31,521	31,403	24,199	682	3.58	13,740	3.47	15,525		
		PB代々木公園	PIC	C	3,163	05/06	2,330	95.2	63,880	61,205	49,578	2,225	4.29	15,276	4.41	15,598	
		プレミアロッソ	PIC	C	2,488	04/12	1,662	85.2	45,761	42,007	28,945	1,601	3.51	14,571	4.57	14,588	
		PA明治神宮前	PIC	C	1,913	02/03	2,604	80.5	43,503	40,181	28,481	1,374	2.21	16,234	3.21	17,653	
原宿	PF代々木上原	NRF	S	1,229	05/11	1,100	89.8	29,894	28,494	23,920	1,033	4.36	15,226	4.01	13,078		
		PA渋谷神南	NAF	S	3,041	05/08	3,230	90.8	85,116	82,364	70,390	2,512	4.39	18,205	4.34	17,073	
		PA四谷ステージ	PIC	F	8,158	01/11	5,208	90.6	156,906	145,821	115,080	6,101	4.46	13,272	4.63	12,801	
		PS市ヶ谷河田町	PIC	S	1,779	05/7	1,460	98.2	46,969	45,334	37,582	1,627	5.19	15,476	5.42	15,466	
市ヶ谷	PU番町	NRF	S	1,400	03/02	1,170	96.2	31,529	30,228	23,459	1,229	4.02	13,586	4.15	14,051		
		御茶ノ水	PA御茶ノ水ステージ	NAF	S	15,910	06/02	9,710	99.3	303,429	291,689	241,345	11,942	5.01	13,563	4.78	13,729
		PA文京ステージ	NAF	S	6,319	05/9	4,440	98.8	141,712	135,607	115,945	6,007	5.27	12,536	5.00	12,378	
		池袋	PC池袋要町	NAF	S	2,250	07/03	1,609	98.5	44,751	42,271	35,901	1,858	4.50	12,634	4.53	12,848
池袋	ジャイフラッツ三軒茶屋	SSI	S	955	08/1	871	97.2	25,293	24,935	20,467	832	4.71	16,552	4.18	15,235		
		池尻大橋	RD池尻大橋	ADR	C	1,609	05/08	1,230	95.0	63,832	62,574	50,839	1,352	4.48	13,799	4.89	15,418
		豊洲	PA豊洲	NAF	C	34,806	08/3	14,300	87.6	557,041	535,389	436,441	25,018	6.15	11,883	6.06	12,367
		錦糸町	RD錦糸町	ADR	C	5,979	07/12	4,200	97.7	221,399	211,496	191,602	4,226	4.94	14,926	4.86	15,691
大阪	PU錦糸公園	NRF	S	2,201	05/01	1,180	93.5	42,466	39,542	32,503	1,764	5.52	12,381	5.58	12,153		
		心斎橋	JF南堀江	SSI	S	2,693	07/1	1,055	98.2	36,161	35,443	26,831	1,773	5.10	11,041	5.19	11,063
		江坂	PU江坂Ⅲ	NRF	S	3,385	08/8	1,535	97.7	45,744	38,304	34,093	2,101	4.45	10,066	4.70	10,092
		名古屋	PA名駅南	NAF	S	6,919	06/02	2,440	98.3	84,952	82,305	64,198	5,469	5.31	8,357	4.96	8,672
札幌	PA丸の内	NAF	S	4,082	06/11	1,920	99.3	61,982	60,655	49,772	3,773	5.23	8,928	4.57	8,528		
		PU大通公園Ⅰ	NRF	S	2,278	06/01	530	100.0	17,168	17,114	13,817	1,850	5.23	5,108	5.57	5,080	
		PU札幌医大前	NRF	S	2,814	08/03	732	95.8	27,754	25,443	22,009	2,337	6.03	6,012	5.77	5,711	
		仙台	PU長町一丁目	NRF	S	4,093	08/01	1,110	100.0	41,589	37,590	34,260	3,441	6.19	6,032	5.90	5,837
福岡	US堤通雨宮	NRF	C	4,482	95/08	969	100.0	43,086	38,195	32,341	4,252	6.69	4,961	5.33	5,174		
		福岡	PA博多駅南	NAF	S	4,875	07/3	1,890	96.8	68,947	66,601	49,680	4,521	5.30	8,180	5.17	8,080