

【第167回定期講演会 講演録】

日時:平成24年10月16日(火)

会場:東海大学校友会館

「不動産市場の最新動向
-活性化する不動産投資-」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

石澤でございます。大変にお世話になっております。よろしくお願いいたします。

毎年この時期にお招きをいただきまして、不動産の市場等をご説明申し上げております。昨年も、一昨年も、来年はもっと良いお話しが出来るのではないかということを繰り返しております。なかなか果たせずにここまでできたという感じでございます。不動産の市況はまだ完全に回復というわけではございませんが、全体としては大変良い話が増えてきたのではないかと考えておりますし、またこれから先も割と明るい話題が増えてくると考えている次第でございます。空手形になるといけません、おそらく本日も最後は、「来年はまた良いお話しが出来る」という形でもってご説明を終わるのではないかと思います。おしまいのお話を最初に申し上げるといのもなんでございますが、ご説明の方に入らせていただきたいと思っております。

本日は、前半で実物不動産のマーケットについてお話しを申し上げます。地価とオフィスビル、住宅のマーケットの動向でございます。それから後半でございますが、今私どもが担当していますREITなどを中心といたしまして、不動産投資の動向についてお話し申し上げたいと思っております。

お手元に資料をお持ちしてございますが、まず図表1をご覧くださいと思います。まず地価の動向でございますが、情報の整理という形でお聞きいただければと思います。9月19日に今年の基準地価が公表されておりますが、図表1はこの基準地価で、全体から見まして地価が上昇したところ、それから下落したところ、横這いであったところ、それらの比率をお示ししております。

円グラフが並んでございますが、一番下の「東京圏・商業地」と書いております欄が一番分かりやすいものですので、こちらを元にしてお話しをさせていただきますと思います。2008年のデータをご覧くださいと思いますが、2008年はいわゆるミニバブルの時期でございます。大都市圏で不動産投資が加熱をいたしまして、地価等も随分上がったわけでございますが、その関係で2008年の東京圏の商業地は全体の83%で地価が上昇しておったわけでございます。しかし、この年の秋口にリーマンショック等もございましたので、すっかり状況が変わってしまいまして、この右隣の2009年をご覧くださいますと、今度は100%のところまで地価が下落という状況でございます。しかしながら、それ以降回復をしまいいりまして、2011年それから2012年と全体としてはまだ下落地点の方がはるかに多いわけでございますが、地価の上昇地点も増えてきたという状況でございます。

それでは今どういったところで地価が上昇しているかということですが、図表2をご覧くださいと思います。こちらに今年の基準地価で地価の上昇率が高かったところを並べてございます。概ね4つのグループに分かれるのではないかなど、当方では考えておりまして、その4つのグループを図表2の下のコメント欄にお示しをしております。

まず今回の基準地価では、住宅地の回復、あるいはマンションの需要により地価が回復をしているところが非常に目立ったわけでございます。特に大阪圏の場合ですと、商業地に関しましても、マンション需要の盛り上がりで地価が上昇しているところが多かったわけでございますが、

全般的に今回は住宅の需要の拡大が、地価の上昇を引っ張ったということではないかと思えます。この話も毎年申し上げているのですが、不動産には様々なデータがございますけれども、住宅関連のデータは景気に対しまして先行指標と見られる場合が多くございます。

一方でオフィスビル関連のデータと言いますのは、景気に対しまして遅効性があると言われております。これはどういうことかと申し上げますと、住宅と言いますのは個人が取引の主体でございますので、政策面の変更、例えば減税措置でありますとか、それから金利の低下でありますとか、状況の変化がダイレクトに市況に影響する場合がございます。それから住宅は関連産業が非常に多い分野でございます。住宅の直接投資額は年間15兆円から20兆円位でございますが、関連産業を含めました市場規模は40兆円を越えますので、概ね2.5倍の乗数効果があると言われております。ですから、住宅のマーケットが回復してまいりますと、大体半年から1年間くらいのタイムラグを経まして、他の分野に波及してまいります。そういった点で住宅は景気の先行指標と考えられる場合が多いわけでございます。一方、オフィスビルは法人が取引の主体でございます。ですから、景気全体がどうこうと言いますよりも、当該の法人の、企業の業績が回復をしないとなかなか投資が出てこないという傾向がございます。それからオフィスビル関連の投資と言いますのは、金額が張る割にはあまり効果がはっきりとしないところがございます。例えば新しいオフィスビルに移った、気分が良いからそれで業績が回復した、なかなかこうはいかないわけでございます。このため、オフィスビル関連の投資と言いますのは、企業の設備投資の中でも最も優先順位が劣後する傾向がございます。このような点も含めまして、オフィスビルは景気に対しまして遅効性があるというわけでございます。

現在の状況でございますが、やはり住宅市場の方が一歩先に回復をいたしまして、先ほど申し上げましたとおり、地価の上昇の牽引役になっているわけでございます。ただし、後ほどまた申し上げますとおり、最近ではオフィスビルのマーケットの方も、やっと底離れをしてきた状態でございます。この点では大都市圏を中心といたしまして、今はオフィスビル、住宅、それぞれに関して回復

傾向が顕著になってきたと言えるのではないかと思います。このような住宅需要の回復が地価を引っ張っている第1のグループということになります。

それから第2のグループでございますが、交通インフラの整備が進んでおりますところ、これも昨年の基準地価、あるいは公示地価と同様なわけでございますが、九州新幹線の沿線ですとか、名古屋市の緑区のような交通アクセスが改善されたところなどで、地価が上昇しているというわけです。ただ、九州新幹線の効果は今年になりましたから、若干状況が違ってきましてございまして、鹿児島あたりで新幹線効果が薄らいできているというご指摘が出ております。福岡や熊本ではまだ新幹線効果が続いているわけでございますが、多少、エリアによりまして、濃淡と言いますか、バラツキというものも出てきたようでございます。それから、熊本の一部では新幹線が開通したことによりまして、在来線の特急の本数が減らされた関係で地価の下落率が拡大した例もございまして、新幹線の負の部分というものが徐々に顕在化してきたのではないかと考えております。

それから、3つ目のグループということになりますが、商業施設、大学、あるいは観光施設と、中心になる施設は様々でございますが、これらの施設を核といたしまして、面的な再整備が行われているところがございます。例えば神奈川県藤沢市と茅ヶ崎市、これらはいずれも辻堂駅の北口にあたりますけれども、湘南シークロスという開発が行われておまして、この関係で地価が上昇しているわけでございます。

それから、北千住。こちらもここ2年間ばかりは地価の上昇が非常に目立つところがございます。こちらは、大学の集積によりまして地価が上昇しているというわけでございます。今から5年程前でございますが、東京芸大が北千住にキャンパスを置きまして、それ以降比較的若い大学が2つこちらに立地をいたしまして、それから今年の春に、4つ目の大学ということになるかと思えますが、東京電機大学が北千住に移りまして、これで5千人ほど学生さんが増えたということでございます。神田の移転元の方では、今再開発の計画がありまして、住友商事さんを中心といたしまして、再開発計画がスタートし始めているというところがございますが、まだ一部校舎を取り壊したばかりと

いうことですので、今は残念ながら大学が出てしまった後でございますから、やや寂しいような気もいたします。私も開発動向がありますところを自分の足で確かめて廻る場合が多いわけですが、神田の方は今大学が移転をしたばかりで、寂しい状況でございます。実はこのあたり、学生さん相手の食堂がいっぱいございまして、今は学生さんがいなくなりましたので、食堂の経営もだいぶ厳しいらしいのでございます。ちょっとお腹が空いたと思ひまして食堂に入ってみますと、学生さん相手のお店でございますから、量が半端ではないのですね。そういったことで、神田の方でございますが、もしお時間がありましたら、お出かけいただきますと、今は非常にサービスも良いですし、大盛りが出てまいりますので、おそらく非常に満足感が強いところではないかな、というふうに考えております。おそらくこちらの方も、後1年2年のうちには再開発の計画が具体化するのではないかと考えておりますので、そういった点ではもうしばらくの辛抱なのかなという気がしていただいております。

それから、押上の近辺でございますが、こちらはやはり東京スカイツリーの関係で、地価が上昇したわけでございます。よくご質問を受けますのは、下町のエリアは地盤の状態があまり良くないのではないですか、というお話を伺うこともございます。それは確かにそのとおりでございます。この「押上」という地名そのものが、地盤があまりよろしくないということを示している地名でございます。この「押上」の押し上げると書きますのは、川が合流いたしまして、土石が堆積している状態を示しているのだそうでございます。元々地盤が緩いところでございます。私は落語が趣味でございますが、古典落語等を拝見いたしますと、「押上」ってどういったところだと聞きますと、これは雨が降ると水が出るところだと、そういつて隠居が答える場面がございまして、昔から水害に非常に悩まされたところのようでございます。しかしながら、今はこのスカイツリーの関係もございまして、だいぶ雰囲気も変わっております。東京楽天地さんが今年の春でございますが、浅草の再開発の計画をご発表なさいました。浅草にお持ちの映画館とボーリング場の跡地を再開発するというわけでございますが、おそらくこれもスカイツリーの効果に触発されての開発だろ

うと思います。東京の下町あるいは城東、城北のエリアと言いますと、これまで一般的にはあまりイメージが良くないところが多かったわけですが、今年の公示地価あるいは基準地価では、東京の東側あるいは北側の上昇が割と目立ったというところでございます。母数が元々小さいということもございまして、伸び率の点ではそれが余計に目立つわけですが、そういった点ではこれから先発展が期待できるところと考えております。

4つ目のグループでございますが、震災の被災地で地価が上昇しています。お手元の図表2をご覧くださいと、エリア毎に地価の上昇率が高いところをお示ししているわけですが、左上が全国の住宅地で上昇率が高かったところでございます。今年は住宅地の上昇率が高かったところの1位から10位までを全て岩手県と宮城県の被災地が占めたという状況でございます。個人的には、この結果には違和感がございまして、実は私は出身が岩手県の宮古市でございます。ご案内のとおり津波被害を受けたところでございますが、実は地価上昇率の1番目が陸前高田市、2番目に宮古市の田老が入っているわけでございます。私は現地の方の事情を多少知る者ではございますけれども、復旧・復興活動が実はかなり遅れておまして、宮古市の場合ですと、今ようやく被害を受けました住宅を撤去した状況という状態です。海岸の方に行きますと、もう建物の土台しか残っていないという状態なのですけれども、新しい建物はほとんど建っておりません。復興需要によって地価が上昇したというのが一般的な説明になっているのですが、個人的にはかなりの違和感があるところでございます。実際のところは、東京当たりから業者さん等が入り込みまして、多少先高感というものもあるのでございましょうか、アパートの家賃等もこの関係で随分上がってしまったり、あるいはいち早く土地を押さえってしまったり、あるいは陸前高田の場合、被災した学校を統合し、高台に移転しようと計画しておったところが、こういう業者さんに土地を押さえられてしまったので、移転計画を見直さなければいけなくなったという、そういういった例もあるようでございます。商売でありますから、仕方がないと言えば仕方がないのでございますが、ただ、地元の方からいたしますと、復校・復旧活動の障害になる可能

性もございますので、かなり今の状況は問題が多いのではないかなと考えております。今回は津波の被害が非常に甚大だったのでございますが、地震の揺れによります被害というものはほとんどございませんで、築50年以上を過ぎました住宅でも特に問題なく残っていると言うところがほとんどでございます。地震の災害と言いますと、テレビ等では一番酷いところをクローズアップいたしますので、町が全部壊滅したという印象を持ちがちなのでございますが、実際は必ずしもそういうわけではございません。津波の被害がほとんどでございましたので、海岸線、それから、宮古市の場合には川もあるのでございますが、この川から大体数百メートルの所までは被害を受けたわけですが、そこから数メートル離れますと、ほとんど無傷という状況でございます。ですから、ほんの僅かな差でもって全財産を失った、あるいは命まで失った方もいらっしゃる、ほとんど被害を受けなかった方もいるわけでございますけれども、この被害を受けなかったところに関しましては、今のところ需要がそれなりに高まっているというのが一般的な説明になっています。今申し上げたように、全般的に復旧作業が遅れておりますので、そういった点で、今回の基準地価の結果には個人的には相当違和感を覚えるところでございます。いずれにいたしましても、今申し上げました4つのグループの所で、今地価が回復をしているというところでございます。ただ、ほとんどの所ではまだ地価の下落が続いておまして、それを図表3にまとめてあるというところでございます。

図表3が、下落が大きかったところをお示しているわけでございますが、それぞれ個別の要因というものがございます。例えば、高知県、あるいは和歌山県でもそうでございますが、津波のリスクが認識されまして、それが地価の下落要因になったという事例もあるわけでございます。全体といたしますと、人口が減って、地域の活力が低下をしているところを中心に地価の下落が続いていると考えられます。

お手元の図表4をご覧くださいわけでございますが、今の不動産の評価方法は、いわゆる収益還元法という考え方が徹底をいたしております。その不動産を活用いたしますと、どれくらいの現金収入が得られるか、キャッシュフローが得られるか。その収入を期待利回りで割り戻しをいたし

ましたものが、すなわち今の価格であるということになるわけでございますが、この土地の収益性と言いますと、色々な要素がございますけれども、やはり最終的には、その土地を利用する方の頭数で、人口で決まってくる部分が多いのではないかと考えられます。ですから、今の地価動向は概ね人口動態で説明が出来るというわけでございます。それをお示したものが、この図表4でございます。このグラフには、横軸に人口の変動率を、縦軸の方に地価の変動率をお示しておりますが、グラフ化をいたしますと、概ね右上がりの直線で傾向線が引けるという状況でございます。ですから、現在の地価動向は概ね人口動態で説明が出来る、端的に申し上げますと、人口が増えているところでは地価も上昇いたしますけれども、人口が減っているところでは地価の下落に歯止めがかからないという、傾向が見て取れるのではないかと思います。

この図表4には、3つの時点のデータをお示しているわけでございますが、まず左上の小さなグラフをご覧くださいと思います。こちらは2010年の公示地価のデータでございます。確かにこれでは右上がりの直線で傾向線が引けるわけでございますが、2010年に関しましては、東京圏、大阪圏、名古屋圏の3大都市圏に関しましてはこの傾向線を外れまして、地価が下落しているという状況でございます。これはどういうことかと言いますと、2007年と2008年にいわゆるミニバブルがございました。2009年と2010年は、このミニバブルの調整の時期でございます。ミニバブルの時には、大都市圏を中心といたしまして、地価が過度に上昇したわけでございますが、2009年2010年には、この調整のために大都市圏で大きく地価が下落をしたというわけでございます。ですから、2010年は三大都市圏に関しましては、ミニバブルの調整によって、あるいは不動産投資の減少によりまして地価が下落をしたということになります。三大都市圏以外の地方圏に関しましては、右上がりの直線で傾向線が引けるわけでございますから、人口が減って地域の活力が低下したということが要因でございます。2010年は、日本全国で地価が下落をしたわけですが、三大都市圏と地方圏とでは下落の要因が違っておったということになるのだらうと思います。

その下が2011年のデータということになるわけ

ですが、2011年は三大都市圏も含めまして、大体右上がりの直線の上に点が並ぶような形になりました。私どもは、これを元にいたしまして2011年でミニバブルの調整は終了したと考えております。言うなれば、この2011年がノーマルな状態に近いということになると思います。

続きまして、右側の2012年のデータ、少し大きなグラフでございますが、今年も大体はこの右上がりの直線の上に乗っているわけでございますが、東京圏だけこれから少し外れてしまっております。実はこれは、今年の公示地価では浦安の地価の下落が相当に大きく、特に東京圏の住宅地ですと、地価の下落率の上位の1位から10位まで全てを浦安市が占めたというわけですが、震災の影響で東京圏では地価が大きく下落をしたところがございましたので、これが公示地価のベースですと東京圏の価格が、傾向線よりも大きく下落をした理由だろうと思います。基準地価ですと、この点が傾向としてうまく出ておりませんで、今年の基準地価は、市川市と浦安市で地価の上昇地点が出たわけでございますが、市川市の方は行徳の駅の周辺で、それから浦安市の方は地下鉄の浦安駅の周辺で出たのですけれども、おそらくこれは域内の移転需要がある程度回復をしてきたということと、それから、これまで下がり過ぎたところの揺り戻しと言いますか、その反動が幾らか出たのではないかと思います。東京圏の地価が戻りましたため、お手元でご覧いただいたようなはっきりとした傾向は基準地価の方では出ていないわけですが、この浦安市あるいは市川市の方も多少地価は戻ってきている、あるいは上昇しているところも出てきているというところなんです。実は今回の震災、浦安の液状化の影響は非常に強かったわけでございますが、一方で市川市でありますとか船橋市は、あまり液状化の被害は無かったことになっております。これはどういうことかと言いますと、物理的な液状化は実は市川市やあるいは船橋市でも発生したのでございますが、実は市川市や船橋市は海沿いに家がほとんど建っていないのです。市川市の場合ですと、海沿いに建っていますのはほとんどが倉庫です。ですから、倉庫の場合ですと、液状化は発生したのですけれども、実はあまり被害として認識されていない。一方で浦安市の方は、海沿いはほとんどが個人の家でございますので、そこで被害の方がより強く認識されたということ

もあるのだろうと思います。

地価LOOKレポートで本八幡の地価が上昇に転じていますが、こちらはマンション開発が非常に盛んなところでございますが、やはりマンション需要が中心となって地価を押し上げているのではないかと思います。行徳の駅の周辺と本八幡の駅の周辺では、かなり距離もあることはあるわけでございますが、地価の上昇が住宅地でかなり著しい、例えば川崎市の武蔵小杉も東京駅から大体20分くらいの距離のところでございますし、それからこの市川市も大体東京駅から20分くらいのところでございます。あえて申し上げれば、市川市あるいは川崎市あたりは、東京から利便性がそこそこ良くて、一方で地価の水準も極端に高いわけではない、そういった利便性と地価の水準のバランスが取れているところといたしまして、需要が回復をしているのかなという意識をもっているところがございます。

いずれにいたしましても今お手元のグラフをご覧いただきましたとおり、全体とすれば、人口が減少しているところで地価の下落が著しいということになるわけでございますが、今国勢調査の確定値が出始めているところでございますが、人口が増加していますところは東京と名古屋以外にはあまりないという状況でございます。そういった点では、これから先、地価が上昇する場所もかなり限られた状態になってくのではないかなと考えているわけでございます。

この様な形で、収益還元という考え方が徹底をしておりますので、実物の不動産マーケットの状況が非常に重要になってきているわけでございますが、続きましてオフィスビルのマーケット等についてお話しさせていただきたいと思っております。

図表6は東京23区のオフィスビルの供給の状況をお示しいたしております。既にご案内のデータかと思っておりますけれども、今年2012年はビルの供給量がかなり多い年でございます。過去のデータをご覧いただきますと、1994年と2003年にも大量供給がございました。ですから、オフィスビルの供給は、概ね9年間隔、9年サイクルということになるのではないかと思います。大型の再開発となりますと、ケースバイケースでございますが、平均7年間くらいは建築期間がかかるのではないかと思います。準備段階等も含めまして大体9年サイクルなのかなというわけですが、大体再開発等

は景気が良いときに計画をされる場合が多いわけ
でございますけれども、実際に出来上がるときに
は景気が悪いときに当たる場合が多くございま
して、いずれもテナント集めに苦勞するというこ
とが多いわけでございます。この2012年に関しま
しては、実は昨年2011年はもう少し供給が多いはず
だったわけでございますが、震災の影響で、5件
くらい完成時期が今年にずれ込んだものがござ
いまして、2012年は昨年などに比べますと、供給量
が突出した形になっています。ただ、最近では震災
前と震災後でテナントの動きの状況が違っており
まして、震災前は景気が非常に悪いということも
ございまして、テナントの移動も全般的に少なく
ございましたし、それから数少ない移転事例もリ
ストラ目的のものがほとんどでございましたから、
賃料さえ安ければビルは多少古くても構わないと
いう移転が多かったわけでございます。震災以降
は、テナントの防災意識が非常に強くなりまして、
安全性が確保されるのであれば、賃料が多少高く
ても構わないという考え方が増えてまいりました。
テナントがコスト削減一辺倒でなくなったとい
うのは不動産業界にとりましては、非常にありが
たい話ではないかと思えます。

図表10をご覧いただきたいと思いますが、昨年
の後半以降ということになります。目についま
した大型の移転事例をこの図表10にまとめてご
ざいます。これをご覧いただきましても、かなり有
力な会社が割と立派なビルに移転をしているとい
う例が目につくのではないかと思えます。移転需
要といたしましては、同じエリア内での移転が
かなりのところを占めているようでございます。ビ
ルの供給が全般的に今多いということもございま
して、あるテナントが隣に建ったビルを見て、あ
のビルはどうも空いているらしいなど、こちらよ
りも賃料が安ければ移転をしようという、そうい
った形のご近所に移転をするという場合が全体か
らすると割と多いのではないかと思えます。

一方で大手ディベロッパーの物件ですと、仲介
を通さずに、自らの情報ネットワークを使ってテ
ナントを募集する場合もございますので、大手デ
ィベロッパーの物件ですと、割と広域から移転を
しているという場合もあるわけでございます。た
だ、件数とすると同じエリア内での移転が、かな
りの部分を占めているのではないかと思えます。

個人的な意見でございますが、なかなかビルオ

ナーさんは、オフィスビルの賃料あるいは空室
の実態というのは明かして下さらない場合が多い
わけでございますが、いざビルがオープンしまし
て、空いているとなりますと、それを見て新しい
テナントの候補が申し込んでくるという、例もご
ざいますので、ビルの空室や賃料の情報がもう少し
オープンになりますと、より需要の方が盛り上
がってくるのではないかなと考えております。ビ
ルオーナーさんの立場からいたしますと、それは
テナント交渉がやりづらくなるから駄目というお
答えが返ってくる場合が多いのでございまして、
どちらかと言いますと情報はオープンにした方が、
むしろ市場全体にとりましてはメリットがあるの
ではないかなと、個人的には考えているわけでご
ざいます。ただ、昨年の7月以降に関しましては、
こういった形で新築ビルの入居状況は割と良くな
ってきたわけですが、残念ながら全てのビルが
オープン時から満室になるわけではございま
せんので、供給が多いところに関しましては、空
室率が相当に高くなっている場合も多くございま
す。

図表8をご覧いただきたいと思いますが、こち
らもお馴染みのデータかと思えます。三鬼商事さ
んで発表なさってらっしゃいます、「都心5区のオ
フィスビルの空室率の状況」でございまして。線が
上の方に跳ね上がっていますのが新築ビルの空室
率の状況。それから、なだらかな線が既存ビルを
含めました平均空室率ということになるわけでご
ざいます。新築ビルに関しましては、今30%から
40%ほど空いてしまっているという状況でござ
います。多少は改善傾向ではございますけれども、
まだまだ全体とすれば厳しいということになるろ
うかと思えます。各月をご覧いただきましても、
上昇しました理由はある程度はつきりしていまし
て、今年の3月から4月にかけて空室率が上が
りました。個別の名前を出して恐縮でございます
が、新宿6丁目の開発、日本テレビゴルフガー
デン跡地の開発、新宿イーストサイドスクエア
がオープンしまして、当初入居率が30%くらい
にとどまっていたということが大きな理由でござ
います。それから5月以降空室率が相当上昇いた
しましたが、こちらは東京駅前のJPタワーが、
オープン当初空室が目立ったということが原因
でございまして。ただ、これらのビルに関しま
しても、足元ではだいぶ入居状況は改善してい
る場合が多いのではない

かと思えます。

図表 11 をご覧いただきたいのですが、今年に入りましてから竣工いたしましたビルにつきまして、現在の大まかな入居状況と賃料水準等をお示しいたしております。実は、私のように証券会社に席を置きますものは、アナリストのルールといたしまして、新聞等で公知になっている事実以外はレポートに使ってはいけないという縛りがございまして、このお手元のデータに関しましては報道等を元にまとめたものでございます。実態と若干違っているところもあろうかと思えますし、多少現状を追い切れていないものもあるのではないかと考えています。そういった点でお手元の資料をご参考程度ということでお許しいただきたいと思えます。

まず今年の1月に丸の内永楽ビルがオープンいたしまして、入居状況は80%くらい、賃料は坪当たり45,000円、4万円台の半ばと報道されています。それからパレスビル等も大体4万円前後というところでございます。

2月に晴海フロントが100%稼働でオープンし、先週末にジャパン・リアル・エステイト投資法人が増資を公表していますが、同投資法人が今回この晴海フロントを取得する予定でございます。厳密に申し上げますと、商業施設の部分に若干空きがあるようでございまして、実際は97%くらいの入居状況です。いずれにいたしましても、このオフィスビルに関しましては、銀行が1棟借りしています。

4月が先ほどお話し申し上げました新宿イーストサイドスクエアがオープンいたしまして、当初30%くらいの入居状況であったようでございますが、今はシティバンクの入居が決まりまして、5割を少し越えているという状況のようでございます。成約賃料は2万円台の前半と聞いておりますが、このビルは非常に1フロア当たりの面積が大型のビルでございまして、1フロアの面積が6,000㎡位、2,000坪ほどあるというわけでございます。やはりステイタスを維持するためには、フロア単位で貸したいというご意識がビルオーナーさんの方にあるようでございまして、しばらくの間はフロア単位でのテナント募集を続けたいというお考えであったようでございます。おそらく賃貸条件をもう少し弾力化すれば稼働率は上がってくるだろうと思えますけれども、ビルオーナーさんの方

でビルステイタスを重視されまして、ある程度テナントを選別すると言いますか、逆に入居候補を狭めた形の募集になっておりますので、そこで今半分くらいの入居状況にとどまっているのだらうと思えます。最近ではビルオーナーさんの方でも、無理をしてテナントを集めなくなってきたという傾向が出ております。ある程度埋まったのでこれ以降のテナントにつきましては、ディスカウントを止めようとか、そういった例も出てきておりますので、市況の方はまだ全体とすれば厳しいわけでございますが、ビルの供給が今後減ってくるということも含めまして、ビルオーナーさんの方ではある程度気持ちに余裕が出てきたという例もあるようでございます。それからREITの物件等を探見いたしましても、フリーレントの期間を若干短縮されているようでございまして、例えば半年くらい前ですと、REITの物件ではフリーレントを大体6ヶ月くらいのもので中心だったわけですが、最近では3ヶ月から4ヶ月くらいのもので中心になっているようでございます。おそらくREITの物件に関しましても、無理にテナント募集をすることは、全般的に少なくなってきたのではないかなと考えております。

同じく4月には、渋谷ヒカリエがオープンいたしまして、こちらは今伸び盛りのDeNAさんのご本社等が入居しておりますので、賃料も渋谷のオフィスビルとしては割と高めの4万円台で決まっているという状況でございます。

5月には中野セントラルパークがオープンをいたしまして、東京の郊外部でございまして、賃料が2万円台の前半は維持しているということのようです。こちらの方は、ある程度テナント候補も増えてきているという話でございまして、今年中にはさらに稼働率が高まるという見込みも伺っておりますので、東京の郊外部あるいは都心から若干距離感があるところに関しましても、かなり需要は拡大してきたのではないかと考えております。中野の場合ですと、こちらはビール会社等が借りていらっしゃる場所があるわけですが、メーカーさんには、営業部隊の力が非常に強いところがあるようでございまして、車周りと言いますでしょうか、駐車場を確保できる場所などを重視する傾向がございまして、都心部ですとやはり駐車場の確保あるいは道路整備という点からするとハンディもございまして、郊外部であります

と今申し上げたような条件が揃い、かなり優良なテナントを獲得できる例が多くなってきたと言えるのではないかと思います。

JPタワーに関しましても、賃料が一部の報道で5万円から6万円くらいと報じられておりますが、おそらく実態はもう少し低い可能性もあるのではないかと個人的には思っております。ただし、都心部の一部では、かなり高めの成約の例というものも出来ているのではないかと考えております。

来年以降に完成しますビルに関しましても、テナント集めは順調だという例も多いようでございます。例えば1月に完成いたします神田万世橋のビル、これは昔の鉄道博物館の跡地の開発でございますが、数ヶ月前ですと、3割ほどの入居と聞いておったわけですが、今は8割近い入居状況だそうでございます、だいぶこちらの方もテナント募集が進んできたようでございます。それから、100%稼働になっているというところもございます。来年の3月は御茶ノ水で2棟大型の開発がオープンいたしますが、ソラシティの方がほぼ満室という状態のようでございます。それからワテラスの方も、この2つの建物は隣同士でございますので、運営面では色々協力をし合う方針だそうでございますが、おそらくソラシティの方が満室になりましたので、ワテラスの方も今後かなり入居状況は良くなっていくのではないかと考えています。

今いくつか事例等をお話し申し上げたわけですが、全体とすれば、オフィスビルに関しましても稼働状況は上がってきていると考えております。賃料の方でございますが、一部のデータでは今年の春から賃料は上がっているという結果になっておりますが、多少これは数字のトリックがございます。今年の春は丸の内、大手町の供給が非常に多かったわけでございますが、賃料水準が高いところに供給の中心地が移ってまいりましたので、それで今年の春に関しましては、前年に比べますと賃料が上昇したという結果になっております。ただ、今年の秋口になりますと、この丸の内、大手町の募集が一服をいたしますので、前年と比べますと賃料が下がったという結果になってくるのではないかと思います。一般論から申し上げますと、空室率がピークアウトしましてから、大体半年くらいのタイムラグを経ましてオフィスビルの賃料の方も底を打ってまいりますので、おそらくこの10月あたりから空室率の方は徐々に良くなってま

いりまして、おそらく来年の春あたりから賃料の方も底を打って上昇傾向になってくるのではないかと考えております。REITの物件の場合ですと、一部の物件に関しましては、テナントの入れ替えがあった段階で、賃料が上昇したという例も出てきております。多少市況が悪いときに安い賃料でテナント入れたという、そういった例が中心なわけでございますが、立地条件が良いものに関しましては、賃料が底を打ったという事例もいくつか出始めておりますので、オフィスビルのマーケットの方に関しましても今後、さらにまた市況の回復が顕著になってくると考えております。

今REITの物件を元にいたしまして、賃料動向についてお話し申し上げたのでございますが、製本版のレポート「不動産市場の動向」43頁をご覧くださいと思います。REITの場合ですと、決算の段階で一棟当たりのビルの事業収支を公表する場合がございますが、これを元にいたしまして、現在の平均的な賃料水準と、物件の利回りを算出いたしましたものがこの43頁でございます。賃料水準が結構高いものもございまして、例えば一番上にございます、三菱UFJ信託本店ビルに関しましては、坪当たり4万7千円くらいというところがございます。それから、渋谷にございますNOF渋谷公園通りビル、これは野村不動産オフィスファンド投資法人さんの物件であります。こちら49,499円と5万円近い水準でございます。こちらは元々入札でテナントを選んだという特殊事情があるわけでございますけれども、かなり高めの賃料水準という例でございます。それから、過去の例から拝見いたしますと、一般的に賃料が上昇している例が、最新データでは多くなっていると考えております。中には特殊な契約形態を取っている例もございまして、例えば、大崎MTビルというビルがございます。平均賃料が1万円台になっておりますが、これはビルを一括丸ごとテナントが借りていらっしゃる、それから管理費用等もテナントが負担するという内容になっているものでございます。そういう特殊な契約形態のものは見かけ上の賃料はかなり安くなっている場合もございます。ただ、こちらはビルオーナーさんの方でコストの負担がございませぬので、この大崎MTビルに関しましては、平均賃料は安い計算になりますけれども、利回りは5%を越えています。オフィスビルの場合ですと、賃貸

借契約がかなり特殊な事例もございますので、この点を考慮しながらデータを見る必要があると考えています。

同じ資料の 61 頁でございますが、同様に REIT が持っております賃貸マンション等の平均賃料と利回りとを計算したものでございます。マンションの方は、個別の物件の属性により、同じエリアでありましてかなり賃料が違う場合も多くございます。駅からの距離でありますとか、それから間取りと言いますか、ターゲットとしました入居者層によりまして賃料水準が違ってくる場合が多いわけでございます。ただ、REIT が持っている物件といたしますと、大体駅近の物件が中心、駅から大体徒歩 10 分以内の物件で、築年数もかなり若い物件が中心でございますし、いわゆるシングルタイプでありますとか、あるいはワンルームタイプが中心でございますので、物件の属性のバラツキが割と小さいといったところがございます。こういった点で、REIT のデータを元にいたしまして、マンションに関しましては、賃料のデータベースを作成することも可能なのかなと考えております。マンションに関しましては、一部に社宅等になっており、一括で法人が借りているという例もあるのですが、ただ、そういった例は、全体からすれば少数でございますし、今申し上げたとおり、大体ここに出てきます水準がそれぞれのエリアの平均的な数字、REIT の場合ですから、全般的にグレードが高い物件が中心で、賃料水準も平均より少し高めでございますけれども、大体そのエリアの一般的な水準を反映しているのではないかなと考えているわけでございます。

お話を元に戻しまして、今東京のオフィスビルのマーケットに関して申し上げたわけでございますが、地方都市に関しましては足下ではだいぶ市況が回復をしてきた例が多いようでございます。

プレゼン資料の図表 12 をご覧いただきたいわけでございますが、図表 12 は、主要都市のオフィスビルの空室率の動向をお示しいたしております。大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡と並んでいるわけでございますが、お手元には 8 月までのデータをお示ししているかと思っております。今 9 月のデータが公表されていますが、大阪で全体平均は 10% くらい空室率でございますが、新築ビルの空室率は 40% を越えてしまっております。その他の所に関しましては、空室率は、新築ビルに関しまし

てはかなり高めのところが多いわけでございます。ただ、全体とすれば地方都市に関しましてもオフィスビルのマーケットは小康状態のところが多いのではないかと考えております。

まず大阪のデータ、図表 13 をご覧いただきたいと思っております。併せまして、製本版のデータの 32 頁もご覧いただきたいと思っております。まず図表 13 の大阪の供給の状況、棒グラフをご覧いただきたいわけでございますが、少し古いお話しからいたしますと、大阪は、昨年はビル供給が非常に少ない年でございました。この少ないビル供給の 8 割ほどを 3 棟のビルで占めたというわけでございますが、この図表 13 の右側の方にビルの供給リストをお付けしてございます。細かなデータで恐縮でございますが、このうちの真中から下寄りのところが昨年の供給でございます。オリックス本町ビル、本町南ガーデンシティ、ノースゲートビルと、これら 3 棟で昨年の供給の 8 割ほどを占めたというところでございますが、このうちオリックス本町ビルとノースゲートビルの 2 棟が昨年の段階で満室になっております。そういった面で大阪は、昨年の市場は 2 勝 1 敗という状況でございました。今年に入りましてから、9 月に阪急電鉄さんの新大阪阪急ビルがオープンしておりますが、こちらは 77% の稼働率でスタートしております。そういった点では割と高めの稼働率でスタートしたということが言えるのではないかと思います。この 10 月、朝日新聞社の中之島フェスティバルタワーがオープンということでございますが、まだこちらは現在の入店の状況を正式公表されていないかと思っておりますが、昨年の秋口の段階ですと、内定が 7 割という形でビルオーナーさんから公表されております。おそらくそれを若干上回る稼働状況でオープンすることになるのだろうと思っております。こういった点で大阪はさすがに満室という例は少ないわけでございますが、7 割、8 割埋まっているという例も少なくないわけございまして、そういった点では、市況の方は一応小康状態ということではないかと思っております。ただ、駅前のビル等に相当ディスカウントされている例がございまして、一部の大型ビルに相場の半分程度の賃料で貸しているという、そういった例も中にはあるようでございます。賃料水準の方は全般的に苦戦している例が多いのではないかと考えられます。稼働状況に関しましては、回復傾向でございますが、賃料に関

しましては、まだまだ厳しい状態が続くそうだというわけです。大阪はご案内のとおり、来年の春に梅田北ヤードの開発でグランフロント大阪というプロジェクトがオープンをするわけでございます。こちらのナレッジキャピタル、産学共同の部分に関しましては、9割テナントが埋まっているという話でございますが、一般オフィスの部分に関しましては、だいぶテナント集めが難航しているという話も聞いておりますので、おそらく来年の春の段階では空室率がかなり上がる状態になってくるのではないかと思います。ただ、私の個人的な意見でございますが、おそらくこのグランフロント、オープン当初は空室が目立つような状態でありまして、大体半年から1年くらいの間にはかなり稼働率は高まってくるのではないかなと考えています。

私の考えですと、京都、それから神戸から大阪の方にオフィスビルの需要の方が流れ込んできているという状態であろうと考えております。京都の方は、今景観条例が非常に厳しいということもございまして、なかなか大型のオフィスビルが建てられない状況でございます。供給が全般的に減っているだけではなく、やはりビジネス自体もちょっとやりづらくなってきているのではないかと思います。京都は、昨年供給が少なかったのですが、その前年に5棟ほどの供給がございまして、1棟を除きましていずれもテナント募集に相当苦戦したようでございます。そういった点で、京都の方はビジネス都市とすれば、かなり地盤沈下が続いているのではないかと考えております。

一方で神戸の方でございますが、こちらは京都と打って変わって、ほとんどのものが供給過剰でございます。神戸は、阪神大震災の前からオーバーストアの状況があったわけでございますが、震災復興の資金が流れ込みまして、それでまた供給過剰の度合いが強くなりました。それがために神戸の方は、オフィスビルの空室率も全般的に高止まりをしている状態なわけです。したがって、京都、神戸は、事情は少し違うのですけれども、いずれもビジネスが非常にやりづらい都市になってしまいました。それに対して、大阪では計画的に整備されているビジネス街もございまして、全般的に需要が大阪の方に流れ込んできていると私は考えております。

それから、大阪の街の中での需要も全体的には

南から北の方へ、交通の利便性が高いところの方へ移ってきているのではないかと考えております。いま、阿倍野エリアが、新しいショッピングセンターが出来たり、それから阿倍野ハルカスの建築が進んでいたりということで、地価も上昇しておりますけれども、どちらかと言いますと、大阪の南側の中心という感じが強くございます。しかし、大阪全土から需要を集めている感じではないような気が個人的にはしてございまして、そういった点で大阪圏に関しましては、これまで需要が分散してございました京都あるいは神戸から、大阪の方へ需要が流れ込んで来る、それから大阪の市内の需要も全般的には、北の方の交通利便性が高いところに集まってくるということで、おそらく今後は、梅田エリアを中心といたしまして、大阪圏の経済機能が活発化してくるのではないかと考えております。

図表 14 は名古屋でございます。名古屋も昨年は供給が非常に少ない年でございます。昨年は3棟の供給がございまして、このうち一番大型の名古屋三井ビル新館がオープン当初から満室になっております。それから伏見KSビルなど当初はかなり空きが目立ったものもあったわけですが、だいぶ今は埋まってきているという状態ではないかと思っております。今年に入りましてからは、東海関電ビルは若干テナント集めに苦戦されておったかと思うのですが、ナビタ名灯ビルはかなり入居状況がよろしいようでございます。名古屋クロスコートタワーは一部空いてしまっている状況だろうと思いますが、全体からすると名古屋も需要はだいぶ回復してきているものが多いと、個人的には思っております。名古屋は本来であれば来年の春あたりから供給が増えてくる見込みでございました。ささしまライブで大型ビルが、2棟ほど計画されてございまして、本来であれば来年の4月あたりにオープンする予定だったと記憶しておりますが、今日現在こちらはまだ着工されていないようでございまして、どうも計画が見直されているようでございます。それから、納屋橋ルネサンスタウンという計画、こちらも本来は来年にオープンする予定だったのでございますが、計画を縮小されまして、完成時期も2016年に延期し、内容も少し変更されまして、住宅の比率を増やしたようです。こういった点で、来年の開発予定のものが、供給が延期されてしまったということもございまして、

名古屋はおそらく市況の小康状態が今後も続くのではないかなと考えております。ただ、名古屋は2015年頃から駅前の大型ビルの建て替えが始まってまいりますので、この段階で、新しい建て替え後のビルの方に需要が集中してくる傾向が強いのではないかと考えております。こういった点で、名古屋も中期的には不安要因がございますけれども、とりあえず、しばらくの間に関しましては、市況の方は小康状態が続くのではないかと考えております。

それ以外の都市でございますが、お手元に関しましては、図表15以降にデータをお示ししてありますが、製本版の資料34ページ以降を少しご覧いただきたいと思っております。製本版の方の記載は、今年の4月時点までのデータの記載ですので、少し足下は違っているところもございますが、概ねこの状況と同じだろうと思っております。まず、北の方から申し上げますと、札幌は昨年秋口に、日通不動産さんのビルが満室でオープンいたしまして、今年の春に竣工した札幌北ビルが、こちらは今も満室の状態でございます。札幌の場合は、本来は今年の夏に大型ビルの建築が予定されておったのですが、この建築が延期されました。2014年8月に札幌三井JPビルディングがオープンする予定ですが、これまではあまり大型の供給は予定されていないようでございますので、札幌もしばらくの間は市況の改善状況が続くのではないかと考えております。札幌は、地価の面で上昇傾向がかなり強くなってきております。札幌駅の北口で、オフィスビルの需要が割と堅調な状態ということもございますし、それから、札幌駅からススキノまでを結ぶ地下道が今年の春に開通いたしまして、これで集客効果が上がったようでございます。そういった点で、札幌は今、不動産投資の分野でも注目をされる方が多くなってきております。大通公園の近辺が本来の札幌の中心地でございますけれども、北口の方が、割と需要と供給のバランスが取れているようでございまして、札幌駅の北口に注目をされている方も多いようでございます。それから札幌はマンションの需要も好調でございますので、そういった面で、オフィスビルあるいはマンション共に市況が回復傾向と言えるのではないかと思っております。

それから、その次が仙台でございますが、仙台は今年の1月に一番町平和ビルがオープンいた

しました。これは仙台では一番良い場所にあるビルだろうと思っております。佐々重という醤油屋さんがいましたところでございますが、こちらの方に新しいビルが建ちまして、8月の段階で入居率96%と記憶しております。おそらくそれ以降も稼働率は高まっているのではないかとと思っておりますが、そういった点では、仙台のビル市況も今、改善傾向だろうと思っております。ただし、ヨドバシカメラの仙台第2ビルが今かなり空いているような状態でございます。お手元のデータ等をご覧いただきますと、新築ビルの空室率がかなり高くなってございますけれども、ただし、大概のビルに関しましては、仙台における稼働率は随分と改善しているのではないかとと思っております。震災復興を支援するという名目で、仙台にわざわざオフィスを作られたという、そういった企業も中にはございますので、この震災復興後の需要というというものも加わりまして、仙台の市況は概ね改善傾向だろうと考えております。

その次が横浜でございますが、今年の春に、横浜三井ビルディングが満室でスタートしているところでございますが、横浜市は東口のポートサイド地区と、みなとみらいのエリアに入居しましたテナントに関しまして、助成金を出すという制度を行っています。言うなれば街ぐるみでテナント誘致に務めているというわけでございます。この横浜三井ビルディングには、いくつかの有力な企業が移転されていますが、この助成金を利用しての移転というものもあるようでございます。こういった点で、横浜の場合は街ぐるみの努力というものもございまして、稼働率の状況が良くなってきていると言えるかと思っております。

広島でございますが、今年の春にトランヴェールビルディングというビルがオープンいたしまして、地元経済界のバックアップもございまして満室状況でございます。

それから、福岡でございますが、今年の春に電気ビル共創館というビルがオープンいたしまして、当初7フロア空いており、相当空室が目立ったわけでございますが、電気ビルさんの方で、こちらに入居してくれた企業に対しましては、当初1年間は賃料を2割引にいたしますと、さらに1年間は賃料を1割引にいたしますということをホームページに掲載して、その結果もございまして、今空室フロアは大体3フロアまで減っているのでは

ないかと思えます。そういった点でも、多少場所によって差はございますけれども、全体とすれば、オフィスビルの需要も回復傾向と考えております。

今申し上げましたのが、オフィスビルマーケットの状況でございますが、住宅の方も、冒頭に申し上げましたとおり、住宅は景気の先行指標でございますので、オフィスビルに比べますと一歩先に回復しているわけでございます。お手元の製本版の資料でございますが、52、53 ページをご覧くださいと思います。こちらは、今年の上半期までの東京圏、大阪圏のマンション供給状況等をお示しいたしております。昨年は震災で、特殊要因がございまして、供給が相当減少しておりましたけれども、今年の上半期から、供給は一応通常のペースに戻ったようでございます。東京圏に関しましては、今年の上半期で2年ぶりに供給が2万戸を越え、大阪圏に関しましても、同様に2年ぶりに1万戸を越えたというわけでございます。震災で相当供給が遅れておりましたけれども、今は大体通常のペースに戻ったと言いますか、震災前よりもむしろ供給のペースは上がってきている状況でございます。まだ価格の低下が続いておりますので、売れ行きの方も結果的にはかなり押し上げられている状況でございます。東京圏の場合ですと、契約率の好調ラインが70%と言われておりますけれども、8月まで12ヵ月連続で上回っておりますので、取りあえずは売れ行きの方も、割と良いというところがございます。

ただし、足下のマンション販売の状況を拝見いたしますと、昨年秋口くらいに比べますと、多少熱気が落ちてきたのかなという、感覚を個人的には持っております。これも少し私の主観が混じっておりますので、割り引いてお聞きいただきたいと思うのでございますが、昨年3月に震災がございまして、それから4ヶ月間くらいマンション販売が自粛されておりました。大体昨年7月あたりからマンション販売の供給体制が元に戻った場合が多いわけでございますが、新築物件の供給がだいぶ滞ってしましまして、例えば野村不動産さんのプラウドタワー東雲キャナルコートも当初は9月発売の予定だったと聞いておりますけれども、実際の発売は12月にずれ込んだわけでございます。こういった中で、マンションを欲しいと思われる方の需要が相当潜在化しておったようでございます。これが昨年の秋口に大型の物件の供給が再開

されますと、一気に顕在化をいたしまして、昨年の秋口から冬にかけては、マンションのマーケットがかなり活気に満ちた状態だったと、個人的には考えております。

ところが震災の揺り戻しが終わってまいりますと、マンションマーケットが抱えています本来の問題というものが顕在化してまいりました。すなわち雇用の状況が改善をしていない、所得も伸び悩んでいる、マンションを取得される方の取得能力が一向に上がっていないと、問題点が頭をもたげてまいりまして、足下でマンションの契約率は取りあえず70%を越えているわけでございますが、どうも熱気は昨年の秋口からすれば冷めてきたのではないかと、個人的にはこのような意識を持っております。

その一方で、今後消費税等が段階的ではございますけれども上がって来ます。マンション販売の方の立場からいたしますと、税制の問題というのはいかなり意識されているようございまして、おそらく今後駆け込み需要も相当出てくるのではないかと思います。前回の増税の場合、増税の大体2ヶ月あたり前から、マンションの駆け込み需要が顕在化したという見方をされる方が多いようでございます。ですから、今回の消費税の増税に対しましては、まだ足下で影響が目に見えて出てきているというわけではございませんが、おそらく再来年に入りましてからは、この駆け込み需要が相当に顕在化してくるのではないかと考えております。一方で駆け込み需要はあくまでも需要の先食いに過ぎないわけでございますので、そういった点では、増税後には、相当反動が出てくる可能性もございます。段階的に消費税は上がってくるのですが、最初に上がる時のインパクトが非常に強く、2回目の時にはそれ程大きなインパクトはないというのがこれまでのパターンですが、そういった点では再来年度に関しましては、少し反動が強く出てくる可能性があるのではないかなと、個人的には思っております。

一方、国土交通省で、増税後の反動を避けるために、来年度の税制改正大綱において、住宅ローン減税等の拡充を要求されているという話でございますが、なかなかこちらの方も実現までには、紆余曲折あるだろうと思っておりますので、その点では、再来年度に入りましてから、この消費税の駆け込みの反動が出てくる可能性は、かなり高いのでは

ないかなと考えております。

ただし、今の段階では足下でマンションの販売は好調ですが、販売計画を上積みしようと考えていらっしゃるディベロッパーさんは、今の段階ではほとんどないと聞いております。確かに足下では、マンション販売は好調ですけれども、今申し上げたとおり、取得の能力が一向に上がっていないということを考えますと、本当に市況が回復したかどうかにつきましては、かなり疑問を呈されるマンション会社が多いということもございまして、供給計画は、それ程は上積みされていない。ということは、おそらく今の供給計画のまま契約率は70%を越える状態を保つ可能性が高く、増税後に関しましては、残念ながら反動も出てくる局面もあるのかなというところでございます。こういった点で、マンションのマーケットは、先ほど申し上げたとおり、今の段階では取りあえず好調なわけですけれども、これから先は、踊り場と言いますか、場合によりましては、調整局面に入る可能性もあるのではないかなと思っている次第でございます。

いずれにいたしましても、問題含みではございますが、足下では、オフィスビル、それからマンションのマーケットに関しましては、一応表面的には良い状態になってきているということになるかと思いますが、このことを元にいたしまして、最近では、不動産投資の方もだいぶ回復をしてきたと考えています。

プレゼン資料に戻りまして、お手元の図表 23、24 をご覧いただきたいと思っております。特に昨年の秋口からでございますが、外資系ファンドの日本の不動産に対する投資が、相当目立つ状態になってまいりました。この理由でございますけれども、図表 23 の一番上の方に①②③という形でお示しいたしております。

まず、①でございますが、これまで申し上げたことの繰り返しになりますけれども、日本の不動産の価格が今ボトムと考えられるというところがございます。これから先不動産の価格が上昇してくるという期待もあるのだらうと思っております。ただし、大抵のところは、日本の不動産に対して長期的な視点で投資をされているところがございますので、足下で短期間に値上がりを期待するという動きはそれ程強くないのではないかと思います。この点は 2006 年から 2007 年あたりの状況と少し

違っています。2006 年の後半から 2007 年の初めにかけてまして、外資系ファンド等が日本のマーケットにどっと進出いたしまして、REIT 等の不動産金融商品や、実物の不動産もだいぶ強気で買ったのですが、この時には、短期的に日本の不動産の価格が上がるという期待が非常に強かったようでございます。今は、必ずしもそうではございませんで、今は日本の不動産の価格が安いから、底だから買っておくと、ただし、短期的に売却をするわけではなく、ある程度長期的視点で運営をしたいという、そういったところが増えております。いわゆるミニバブルの時とは少し状況が違うのだらうと考えております。

②でございますが、日本の不動産の投資利回りは、欧米などに比べてかなり低いわけですけれども、その一方で、調達コストもかなり安いというところがございます。その点、一定の利回り水準は確保できるというところがございます。今東京都心部の大型ビルに投資をいたしますと、大体利回りが 4 から 4.5% くらいだらうと思っております。これに対しまして、製本版の資料の 23 ページ、日本不動産研究所のデータをご覧いただきたいのですが、不動産投資にどれくらいの利回りを期待するかという期待利回りと、実際の物件の価格を元にいたしました取引利回りの推移をお示したものでございます。期待利回りを通常 Expected Cap Rate、それから取引利回りを Market Cap Rate と申し上げておりますけれども、この中の一番上が東京の丸の内・大手町に投資した場合の利回りでございます。今、期待利回りが平均で 4.5% ほど、取引利回りは 4.2% くらいでございます。こちらは NOI ベースの利回り、Net Operating Income 純収益ベースの利回りということになるわけでございますが、今、東京の大手町ですと大体 4 から 4.5% という例が多いだらうと思っております。中には 4% を切る場合もあるわけですが、大体 4% くらいが一応、投資の目線になっているかと思いません。それから、下の方には東京の各エリアと、地方都市の利回りをお示ししております。いずれも A クラスビルと言いますか、優良ビルに投資した場合の利回りでございますが、東京都内ですと概ね 4% 台から 5% 前後が期待利回りの水準でございます。地方都市の場合ですと、三大都市圏クラスで 6% 台、政令指定都市クラスで 7% 台、県庁所在地クラスで 8% 台というのが一つの目安になってい

るわけでございます。

25 ページにオフィスビル以外の利回りをお示しいたしております。マンション、外国人向けの高級賃貸住宅、ブランドショップ、ショッピングセンター、物流施設、ビジネスホテルという形でお示しいたしております。

それから 27 ページでございますが、REIT の場合ですと、決算期に鑑定評価書の内容を開示している例が多く、それに記載されております鑑定評価額の前提条件になりましたキャップレートをお示しいたしております。こちらをご覧くださいますと、REIT は 6 ヶ月決算でございますが、大体昨年の前半あたりでキャップレートが横這いになり、足下では、住宅のキャップレートにつきましては、若干下がっている例がございます。オフィスビルに関しましても、一部の場所によりましては、キャップレートが下がっているというわけですが、キャップレートの低下は不動産の評価額という観点からしますと、上昇要因になりますので、キャップレートに関しましては、価格が上昇する基盤が整ってきたと言えるのではないかと思います。実際は、このキャップレート以外に不動産の価格を決定する要因といたしまして、キャッシュフローがあるわけですが、このキャッシュフローの方はまだ低下をしておりますので、全体とすれば鑑定評価額が低下している場合が多いわけですが、ただし、価格が上昇する基盤もだいぶ整ってきたと言えるのではないかと思います。

お話しを元に戻しまして、再び先ほどのプレゼン資料の方の図表 23 をご覧いただきたいわけですが、今申し上げましたとおり、日本の場合、東京の都心部ですと、利回りが大体 4% から 4.5% くらいというところですが、ニューヨークですと、かなりグレードが高いビルでありまして、6% から 7% くらいになります。多少グレードが落ちるビルですと 8% を超えまして、中には 10% を超える場合もあるというわけですが、それから、新興国等、不動産価格が比較的低い場合ですと、利回りが 10% を超えるという例も珍しくないということがございます。そういった点で、日本の不動産の利回りは、諸外国、欧米に比べますと、多少不利なところもあるわけでございます。ただし、その一方で資金調達のコストが安いということもございますので、この点に魅力を感じまして投資をされる外資系ファンドも相当多くなってきているというわ

けでございます。これが、理由の②番目ということになります。

③でございますが、少しこの点は、ご異論のある方もいらっしゃるかも知れませんが、日本の不動産投資の環境が、他の都市に比べまして相対的に安定をしているということです。例えば、今欧州債務問題が非常に深刻化しているわけですが、不動産の価格は、ロンドンの方が東京よりも高いという例がございます。ロンドンの場合は、少し特殊事情もございまして、政策的に不動産の価格が維持されているというところもございます。ただし、ロンドンの場合ですと、投資用の不動産は、かなりのところ保険会社や機関投資家が持っているところが多くございます。欧州の債務危機は、一応イギリスは範囲外ではあるのですが、不動産投資の主体が、商業用不動産を持っている比率が割と高いものでございますので、欧州債務問題がこじれますと、ロンドンの商業不動産の価格にも影響してくる可能性がございます。すなわち金融機関等、あるいは機関投資家が損害を被りますと、そのために手持ちの不動産を売却する例も出てくる可能性がございます。そういった面で、今顕在化しているわけではございませんが、欧州、ロンドンに関しましては、不動産投資のリスクは高まっている可能性がございます。パリやその他の国になりますと、不動産の価格はロンドンよりも相当低く、データによりましては、ロンドンの 4 割という例もあるらしいのでございますが、そういった点では、欧州では全般的に投資リスクが拡大していると言えるのではないかと思います。

それからアメリカでございますけれども、一般的な報道ですと、今アメリカは住宅の市況が底を打ちまして、だいぶ回復してきたという論調が目につくわけでございまして、個人的には少し疑問を感じる次第でございます。実際のところ、数年前から価格は底打ちしておりますけれども、これまで抱えておりました不良債権等の問題が完全には解決していないだろうと、私は考えております。そういった点では、欧州、アメリカに関しまして、投資のリスクというのは相当高いのではかと個人的には思っております。

一方でアジアの諸都市でございますけれども、いわゆるミニバブルの時に外資系のファンド等が東京よりも安い不動産投資の先がないかというこ

とで、アジアの諸都市を色々と調べて回ったところがございませう。インドのムンバイあたりも随分と注目されたのでございませうが、実際にインドに行ってみますと、インフラが整っていないところが多くございませう、なかなか投資しづらいというところがございませう。

中国は、これは以前から指摘されているところですが、やはり不動産の価格は相当過大評価されているところがございませう。それから、シンガポールあたりは、国の管理が比較的きちりとしていませうので、そういった点で、必ずしも自由な市場ではないというところもございませう。

一方で、日本はといませうと、政府の関与がそれ程厳しくないというところもございませう、不動産投資という点からすると、自由な投資が出来ると思えるところもあるようございませう。色々なアンケート評価などを取りませうと、日本は、不動産の情報の開示がなっていないだとか、あるいは制度の面でも不安定なところがあるという、そういった結果が出てくるわけございませうが、実際のところ不動産ファンドの運用の方は必ずしもそうは思っていないところが多いようございませう、この比較論から言ませうと、日本の不動産投資の環境は割と安定をしていると思えるところが多いようございませう。もちろん地震のリスクというものは、かなり東日本大震災の影響で意識されているのだらうと思ませうが、先ほども少し申し上げましたとおり、今回の地震は建物の倒壊事例がほとんど無かったということもございませう、日本の建物は一定水準の耐震性能を備え、災害に対する対応が進んでいるということも、投資が増えている大きな理由ではないかと思ませう。地震リスクは相当多くの投資家の方が意識しているらっしゃるのだらうと思ませうが、一定の対応がなされている点でかなり投資リスクが軽減されているということがあるのだらうと思ませう。

それから、海外のファンドの場合ですと、地震保険を付けている場合がかなり多くございませう。これは海外のREITの場合ですと、大抵の場合運用対象には地震保険を付けている場合が多いようございませう。日本のREITは逆に採算性を重視いたしまし、地震保険を掛けていない場合が多いございませうが、少しこのあたりもリスクの取り方が日本のREITと海外のファンドでは違うところがあるのではないかと感じているわけだ。

いった点で、地震のリスクはございませうけれども、必ずしも投資を妨げる要因ではないと考えているところが多いようだ。

以上のような3つの理由がございませうして、今外資系ファンド等の日本の不動産に対する投資もかなり盛んになってきているというところがあるのではないかと思ませう。

この図表23の第2項目以下でございませうが、主な投資事例等をお示しいたしてございませう。これも報道で伝えられているものが中心でございませうので、それほど目新しいものはないかも知れないわけだ、例えばアメリカのアンジェロ・ゴードンなどは今年の3月に紀尾井町ビル、延べ床面積6万平米を超えます大型ビルでございませうが、これを取得いたしまし、6月には青山ベルコモンズを取得してございませうので、かなり色々な不動産を取得していると思ませう。その他にも、イギリスのグローブナーでありますとか、それからドイツのエイエム・アルファでありますとか、それからイギリスのアヴィヴァでありますとか、こういったところが不動産の投資を増やしているというわけだ。ただし、少しご留意いただきたいのは、今名前を申し上げましたところは、日本の不動産にかなり詳しいところが中心でございませう。日本の不動産投資の経験が充分にあり、日本の不動産マーケットの情報も相当詳しいところが多いわけございませう。詳しい方々から見ませうても、今の日本の不動産は価格がボトムだと考えられるようございませうして、益々今の段階では、不動産投資の勢いを増やしているという状況ではないかと思ませうていませう。それから、7月でございませうが、シンガポールのキャピタモールズがオリナスの商業施設を228億円で取得をいたしましたし、大型の投資というものもだいぶ出てきているというわけございませう。

図表24でございませうが、海外のREITによる日本の不動産に対する投資というものが、かなり盛んになっています。お手元にはシンガポールのREITのサイゼンの例などをお示しいたしてございませうが、このサイゼンは日本の不動産に特化したシンガポールREITでございませう。このサイゼンという名前も日本語の「最善」からきてございませう。実は、シンガポールには日本専門のファンドがいくつございませうし、それからオーストラリアにも日本専門の上場REITが4法人くらいございませう。こうい

った点で、海外のファンドにとりまして、日本の不動産は、以前からかなり有望な投資先になっております。実は日本人の方がむしろ逆に日本の不動産に対しまして悲観的な見方をしているのではないかと思うときがあるわけですが、このサイゼンの場合ですと、2007年から投資を始めたのですけれども、元々は地方都市の物件を中心に投資をしておったようでございます。地方都市の物件の方が見かけの利回りが高く、それから、不動産の取得もやりやすいというところがあったのだらうと思いますが、今年の春から東京の都心部の物件の取得に力をいれているようでございます。かなり投資のターゲットも変わってきたのかなと考えられます。おそらくこの中には、東京と地方で不動産の市況が相当二極化しているという認識もあるのではないかと思います。それから、シンガポールのアセンダスに関しましては、ホテルREITを作りたいと言うことで、有明のホテル等を取得しているというところですが、その他海外のREIT等かなりのところが、日本の不動産に対して投資を強めています。

図表24の真中でございますが、こちらは物流施設あるいは倉庫等の投資でございます。こちらは今、一部報道等で話題になっているのですけれども、日本には物流分野の有力なディベロッパーの数が少なくございまして、これまでは物流分野のディベロッパーと言いますと、むしろ海外のファンドの独壇場でございました。アメリカのプロロジス、それからシンガポールのGLP、それからメイプルツリーなどが、日本での主な物流施設のディベロッパーになっておったわけでございます。GLPは、今年の前半にREITを作って、日本のマーケットに上場する予定だったと聞いております。色々市況の関係がありまして、延期されたようでございますが、おそらく比較的早い段階で再度上場と言うことを考えられるのではないかと思います。それから、メイプルツリー等も、現在、日本国内での投資を2.5倍に増やすなどという計画を立てているようでございます。海外で物流専門のファンドの中には、日本の不動産マーケット、REITマーケットに参入したいという計画がいくつかあると聞いております。こちらの方は、日本での不動産投資を拡大したいのですが、日本での不動産投資を拡大するには過去に投資した不動産を現金化しなければいけないということで、過去に投資し

た不動産の現金化のためにREITを作りまして、このREITに物件を売却したいという考え方を持っているようです。言うなれば、前向きな投資の考え方でREITマーケットに参入したいと考えているところが多いようです。

それから、一部でございますが、地方都市に投資をしているという例もございまして、図表24の一番下にお示しいたしております。やはり、地方都市の場合でも優良な物件であれば投資リスクがそれほど高いというわけではございません。それから、地方都市の方が見かけ上の利回りが高いということもございまして、地方の投資に、むしろ力を入れている例も少なくないというわけでございます。こういった点で、ケースバイケースではございますけれども、全体とすれば、外資の不動産投資というものも、今後さらに増えてくる可能性が高いのではないかと思います。

日本国内のREITも、不動産投資の意欲が高いというところで、プレゼン資料の図表38をご覧くださいと思いますが、こちらはJ-REITのファイナンスの状況でございます。REITの場合も、不動産の価格がだいぶ下がってまいりましたので、今が不動産を購入するチャンスだという意識が非常に強いようでございます。過去4年間ほどはREITのマーケットはかなり荒れてしまっておりまして、不動産を取得したくてもなかなか増資が出来ない、資金調達が出来ないという状態が続いておったわけでございますが、今はREITの市況もだいぶ回復してまいりまして、REITの増資事例も増えてまいりました。今年に入りまして、今日現在で10法人が増資に踏み切っておりますし、それから、2法人がこれとは別に新規上場しておりますので、こういった点でREITのファイナンス、REITの資金調達も随分と増えてきたということが言えようかと思います。図表38は、このREITのファイナンスの内、増資あるいは投資法人債の発行の状況についてお示しいたしております。REITはエクイティ(株式)とそれからデット(社債)の両方で資金を調達することが出来ます。エクイティの方は投資口と呼んでおりますし、社債の方は投資法人債と呼んでいるわけですが、内容は一般の株式や債権と変わらないわけでございます。特に増資の件数が今年に入りましてから相当増えています。お手元は9月末までのデータをお示ししていますが、ペースからすると、むしろ昨年を上回ってきている

という状況でございます。一方、投資法人債の方は、少し振るわないところがございますが、今足下の金利が低下をしております、銀行の貸出姿勢もかなり弾力的だということもございます。今はなかなか不動産分野以外には資金需要がないということもございまして、各金融機関もどちらかと言いますと、不動産向け融資にかなり積極的です。こういう中で、投資法人債を発行して資金を調達することが必ずしもメリットが高くないと考えるというところが多いようございまして、この投資法人債の発行の方は残念ながら、少し低迷をしている感じでございますが、一方で増資の方は今かなり盛んに行われているというところがございます。

図表 39 をご覧いただきたいのでございますが、こちらはREITの増資の状況についてお話し申し上げております。昨年1月のデータからお示しておりますが、足下では、もう一件これに新規の募集が加わっておるわけでございます。私ども証券会社のルール上、募集中の案件については記載できないことになっておりますので、9月末のデータまでをお示しいたしております。これまでREITマーケットは必ずしも回復しきっていない状態でございますので、こういった中で不動産投資を優先いたしますと、どうしてもディスカウント増資になってしまうという問題点がございました。図表 39 の一番右端の方に乖離率と書いた欄がございますが、この乖離率の欄で▲印がついていますが、いわゆるディスカウント増資にあたります。現在の一口当たり純資産額を下回る価格で新株を発行して増資をします。これは投資家にとっては、保有証券の資産価値が減るという形になりますので、問題点が多いわけでございますが、ただし、今不動産を投資するには非常に良い時期だということで、増資に踏み切った例もあるようでございます。中にはディスカウント率が50%を超えてしまっている例もあるわけですが、ただ、REITマーケットが足下回復してまいりまして、このディスカウントの状況も徐々に解消されています。今募集中のジャパン・リアル・エステイトに関しては、ディスカウント増資ではないようございまして、こういった点では、REITマーケットの方もだいぶ資金調達がしやすくなってきたのではないかと考えております。こういった中で、REITも成長意欲を非常に高めているわけござい

ますので、このREITを有価証券といたしまして投資される方も、REIT投資に対しましては、相当意欲を強めている場合が多いかと思えます。

図表 32 をご覧いただきたいと思いますが、REITの価格の推移を示しましたデータでございます。東証REIT指数の動向をお示ししているわけですが、上の方の線が東証REIT指数のデータ、下の方の線がTOPIXのデータでございます。REITの方は、足下は価格が回復しておりますが、TOPIXの方はまださえない状態でございます。REITに関しましては、足下では評価はうなぎ登りということになるかと思えます。ただ、昨年1年間、お手元の2011年のデータをご覧いただきますと、REITの価格は下がりっぱなしという状況でございました。年初が一番高く、どんどん下落が続いておったわけですが、この理由は、大きく分けますと、二つ理由があったのではないかと思えます。今REITの発行済みの投資口は、約44%を国内の金融機関が保有しています。この国内の金融機関の半分弱が地方銀行、それから半分強が信託銀行でございますが、おそらく地方銀行は、地元の良い融資先がないということもございまして、配当利回りが高いREITへの投資を強めたのだらうと思えます。ところが日本の金融機関は、どちらかと言いますと、儲けると言いますよりは、損をしないという感覚を重視いたします。REITの価格が落ちてまいりますと、傷口を広めないうちに、早めに売却をする、ロスカット、損切りをするという傾向が強いわけでございます。大体2割から3割、REITの価格が下がった段階で、ロスカットの対象になる場合が多いということです。先般ある地方銀行さんから1割でロスカットという話を聞いたことがございまして、1割でロスカットとなりますと、今ほとんど投資するものがないという状況でございます。いずれにいたしましても、昨年3月頃にREIT投資を始められた銀行さんがあったのですが、11月頃にはREITの価格が下落をいたしまして、持ちきれなくなって売ってしまった場合が多かったようです。ところが、売ってしまいますと、さらにまた価格が下がります。ロスカットがさらなるロスカットを呼ぶという形で価格がどんどん下がってしまいました。普通は価格が下がりますと、ヘッジファンドなどのリスクマネーがこれを拾うのですが、今欧州債務問題の関係で、リスクマネーの力が無くなっておりまして、そこで価格が際限なく

下がってしまったというのが昨年の状況でございます。それからもう一つの要因は、REITを運用対象とした、投信が今盛んに売られています。通称REIT投信などと呼んでいるのですけれども、このREIT投信が昨年の春までは個人投資家さんに非常に良く売れたわけですが、後半になりますとこの売れ行きが落ちまして解約が相次ぎました。これがREITの価格の下落に繋がったわけでございます。一昨年の秋口あたりから、REIT投信は盛んに発行されるようになっていきます。この低金利のご時世の中で、REIT投信に関しましては、配当利回りが20%を越えているという例も少なくなかったわけでございます。今REIT平均の配当利回りは5%くらいですが、これに外貨建ての商品が非常に多くなりまして、為替差益等を配当に回しておいた例も中にはあったようでございます。こういった点もございまして、配当利回りが20%を越えると謳っておいた例もございまして、これが昨年の春は個人投資家に好評でございました。ところが、相当無理をして配当を出しておいたということが、昨年の後半になりますと露見をいたしました。昨年の後半は為替の状況もガラッと変わって、それまでのブラジルリアル建てなどでかなり高めの利回りを出していましたが、今度は逆に回転するようになりまして、それがREIT投信の解約を増やしたわけでございます。それによって、投信の運用会社が手持ちのREITを換金するという場合が多かったわけでございます。

二つの理由が重なりまして、昨年はREITの価格が下落を続けました。ところが、このREITの価格が落ちましても、REITの運用成績は落ちません。REITの本業と言いますのは、言うなれば不動産賃貸業、ビルオーナーということになるわけですが、不動産賃貸業は、ご案内のとおり、外部環境の変化にはあまり左右されないという特性がございまして、REITの価格が落ちる一方でも、REITの運用成績は堅調でございました。その中で、株価、価格だけが落ちましたので、配当利回りは随分高くなってしまったわけでございます。

少し前後いたしますが、図表36をご覧くださいと思います。こちらはREITの平均配当利回りをお示ししています。一番上の太い線がREITの平均配当利回り、一番下の細い線が10年国債の利回りをお示ししているのですが、REITの市場がどん底だったのが、リーマンショック直後の2008年の

10月でございます。2008年の10月には、リーマンショックの影響で銀行等が不動産融資に対しまして非常に慎重になりまして、それがために不動産会社も資金繰りに行き詰まって倒産する例が多かったわけでございます。REITの方も資金繰りが悪化をいたしまして、経営破綻した例が1社ございました。そういうこともございまして、REITマーケットがすっかり信用を失ってしまいました。ただし、REITの運用成績、不動産賃貸業は、それにも関わらず好調でございましたので、配当利回りが随分高くなってしまったわけですね。2008年の10月には、REITの平均配当利回りが9.68%ございました。個別の銘柄ですと、配当利回りが30%を越える例もあったわけでございます。REITの価格は、それ以降戻ってまいりまして、お手元には9月末までのデータをお示ししていますが、現在、5.11%でございます。ですから、一時に比べますと配当利回りは下がりましたが、まだまだ国内の金融商品とすれば最も高い水準でございます。この配当利回りが昨年の11月の段階で6%を超えまして、この段階で相当割安感が出てまいりました。その結果今年の1月の下旬からREITの価格の方も割安感を基に回復してきたというわけでございます。

再び図表32をご覧くださいませのでございますが、今年の1月の下旬からREITの価格が回復をいたしまして、4月の頭までは上がっておいたわけでございますが、5月に欧州債務問題が深刻化いたしましたして、投資家の投資マインド悪化してしましました。REITの運用成績はそれ程影響しないのですが、投資家心理といたしまして、リスク資産に対する投資を手控えたいという考え方が強くなりまして、そこで5月はこの影響をREITが受けてしまったというわけでございます。ただし、運用成績が悪いわけではございませんから、この6月の下旬あたりからは、REITの価格は概ね改善傾向というところでございます。特に8月のお盆明け以降でございますが、地方銀行を中心とした国内の金融機関の投資が、かなりのところ再開されたようございまして、これが足下のREIT価格の上昇に繋がっているわけでございます。金融機関等がREIT投資に注目した一番の理由は、他に良い投資対象がないという、消極法でREITが浮かび上がってきたというのが一番のところですね。それ以外に、REITの運用成績が全般的に堅調であるというところ

ろも、相当重視されているのだらうと思います。それから、冒頭で申し上げましたとおり、不動産の市況は底を打ってきた。オフィスビルのマーケットも、まだ全体からすれば厳しいわけですが、だいたい回復傾向が顕著になってきたということ、それから、住宅系のREITに関しましても運用成績が相当に安定をしていますので、この安定度合いというものに注目をしている投資家が多くなってきているというわけですが。特に、オフィスビルのマーケットが回復をしておりますので、今後はオフィスビルを主体に運用していますREITの運用成績が、相当上がってくるのではないかと考えております。例えば、日本ビルファンド投資法人という三井不動産系のオフィスビルREITがございますが、こちらは東京都心部のオフィスビルを中心といたしまして運用をしております。非常に良いREITではございますけれども、昨年の6月期までは6期連続で減配を続けておりました。REITの場合は、6ヶ月決算でございますから、6期連続と言いますのは、3年連続で減配だったというわけです。稼働率は高いのでございますが、オフィス賃料の低下が止まらなかったというのが、その理由でございます。ただし、昨年の12月からは減配は止まりまして、今後は物件の取得などによりまして、ファンド規模を拡大すれば、増配も可能という状況になっておりますので、今後はオフィスビル系のREITの方が、だいたい運用成績は好調で配当も増えてくる、分配金の水準も高くなっていくという例が多くなっていくのではないかと考えています。

最近ではよく言われていますが、制度面でも、REITマーケットの後押しをしようというところが多くなってきているようにございます。日銀が今リスク資産の買入の一環といたしましてREITを購入しております。今年の12月までの運用枠では、1,200億円という運用枠があるのでございますが、足下の投資額は1,043億円まで増えてしまっており、運用枠の残りも少なくなりました。先般の金融緩和で、REITの投資につきましても、期限だけは延長されているのですが、ただし、運用の枠はこれまでと同じでございますので、おそらく今後、金融緩和がさらに進めばREIT運用枠も拡大をしていくのではないかと考えております。

それから、2013年度でございますけれども、REIT制度の改革、投信法の改革というものが計画され

ておりまして、一部、税制と絡む制度に関しましてはなかなか検討が難しいところもあるようにございますけれども、自己投資口の取得でありますとか、減資でありますとか、新投資口予約権の付与でありますとか、こういった点に関しましては、実現する見込みと聞いておりますので、これらが実現いたしますと、今後REITマーケットにとりましても、市場の拡大の起爆剤になってくるのではないかなと考えております。

本日色々申し上げましたけれども、今実物の不動産マーケットに関しましても、不動産投資市場に関しましても、まだはっきりとした傾向ではございませんが、全般的に良い話が増えてきたのではないかと考えています。一方で景気動向はかなり不安要因があるわけですが、不動産の価格あるいはオフィスビルの賃料等に関しましても、これまでは景気が悪いところに大量供給が重なりまして、本来の水準以下に下がってしまったようなところがございます。景気が悪いので、目に見えて回復をするというわけではございませんが、これまで落ち込み過ぎていた部分が元に戻って来るという、現状から大体1割から1割強くらいはオフィスビルの賃料水準についても回復が可能でございますし、先ほど申しましたとおり、住宅あるいはオフィスビル等に関しまして、一応需要の方も回復傾向が見られますので、この点が顕在化してくれば、不動産のマーケットも継続して、自律的に回復をしていく可能性が高いのではないかと考えている次第でございます。

本日は、多少明るめのお話しをしまして、最後に、来年またこちらの方に伺いました際には、さらに良い話しが出来るのではないかなと期待を込めまして、本日の話を終了させていただきます。どうもありがとうございました。

不動産市場の最新動向

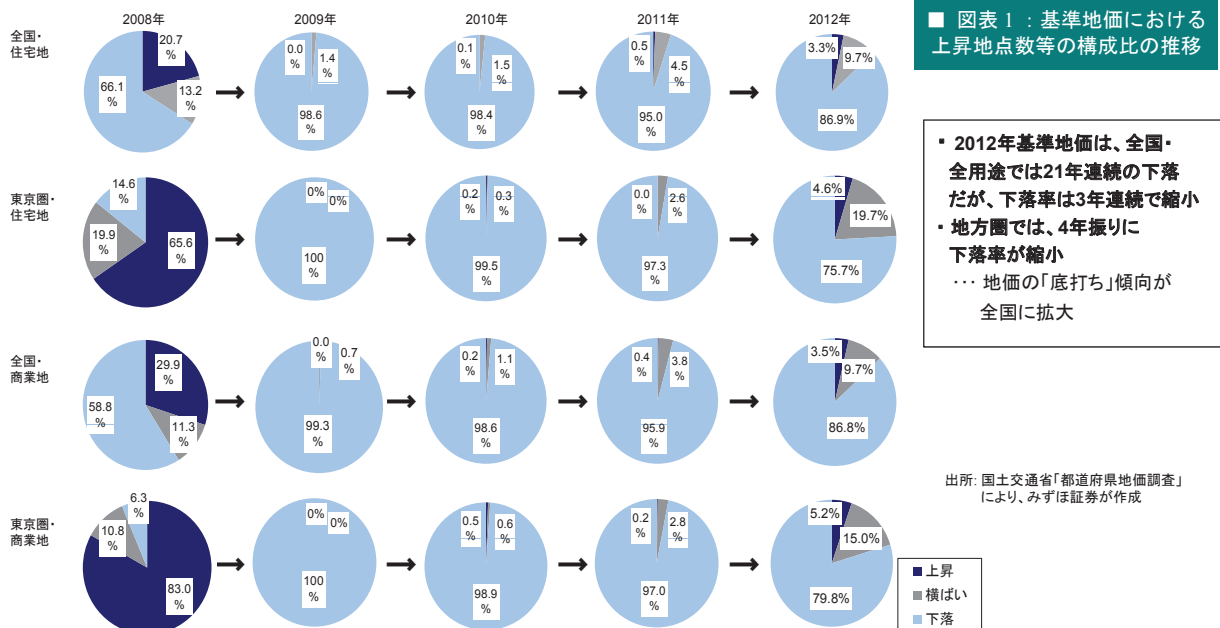
－活発化する不動産投資－

2012年 10月16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. 不動産価格の動向①－地価上昇地点数等の推移



2. 不動産価格の動向② - 地価の「底打ち」傾向

(a) 全国・住宅地					(c) 全国・商業地											
順位	都道府県	住所	2008	2009	2010	2011	2012	順位	都道府県	住所	ビル名	2008	2009	2010	2011	2012
1	岩手県	陸前高田市米崎町	17.8	17.2	16.3	13.7	15.7	1	宮城県	石巻市	慶和ビル	64.9	60.3	56.7	48.3	54.0
2	岩手県	宮古市旧老	8.27	7.87	7.48	6.90	7.90	2	東京都	豊田区	福助ビル	700	630	612	612	672
3	宮城県	石巻市あけぼの	47.5	45.6	43.8	43.9	50.0	3	宮城県	石巻市	まるやま石巻店	39.4	37.3	35.6	31.5	34.5
4	宮城県	東松島市矢本	47.5	44.5	42.7	39.9	44.8	4	東京都	足立区	増立ビル	700	700	723	785	785
5	宮城県	石巻市大森	51.4	49.0	46.6	41.9	47.0	5	宮城県	千住旭町40-22	-	-	-	(3.3)	(8.6)	
6	宮城県	石巻市大森	42.1	40.0	38.0	33.8	37.5	6	神奈川県	川崎市中原区	新丸字東2丁目907番14	657	585	592	592	635
7	宮城県	石巻市大森	12.0	11.4	10.8	10.3	11.5	7	福岡県	福岡市博多区	花村ビル	2,420	1,770	1,700	1,780	1,880
8	宮城県	石巻市大森	42.1	40.0	38.0	33.8	37.5	8	宮城県	仙台市青葉区	アルファオフィビル	455	365	325	297	313
9	宮城県	石巻市大森	23.3	22.1	20.9	19.9	22.0	9	石川県	金沢市	金沢香林坊	610	550	520	503	530
10	宮城県	石巻市大森	42.1	40.0	38.0	33.8	37.5	10	福岡県	福岡市博多区	博多駅前1-12-6	(11.0)	(▲26.9)	(▲4.0)	(4.7)	(5.6)

■ 図表 2 : 2012年基準地価における上昇率の上位地点

- ・2012年基準地価では、下記のような特徴を有する場所が、地価の上昇・横這い地点が増加
 - ① 住宅需要の回復・・・川崎市(武蔵小杉、元住吉、溝の口)、横浜市戸塚区、西三河地区(刈谷市、安城市、豊田市)、京都市室町通、芦屋市
 - ② 交通インフラの整備・・・福岡市博多区など(九州新幹線の全面開業)、名古屋市緑区(地下鉄の延伸)、名古屋市・金山駅周辺
 - ③ 商業施設・大学・観光施設などを核とする再開発・・・藤沢市・茅ヶ崎市(湘南C-X)、北千住(東京電機大学)、押上(東京スカイツリー)
 - ④ 被災地における復興需要・・・陸前高田市、宮古市、石巻市、東松島市、気仙沼市、七ヶ浜町など

3. 不動産価格の動向③ - 地価下落の状況と要因

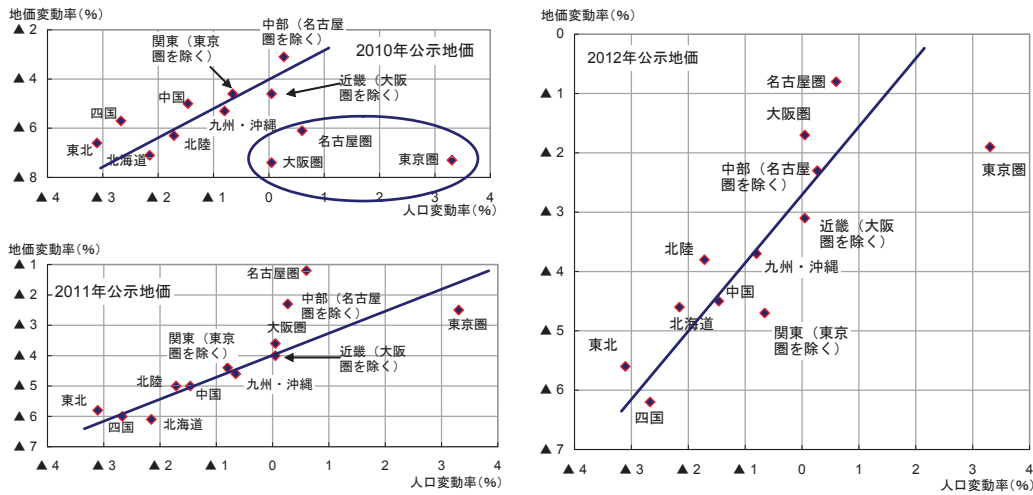
(a) 全国・住宅地					(c) 全国・商業地											
順位	都道府県	住所	2008	2009	2010	2011	2012	順位	都道府県	住所	ビル名	2008	2009	2010	2011	2012
1	茨城県	ひたちなか市	31.6	28.8	26.1	23.5	20.5	1	北海道	留萌市	タニ薬局	36.0	31.0	27.9	25.5	21.5
2	和歌山県	那智勝浦町大字川開	29.3	28.2	26.5	25.2	22.0	2	北海道	紋別市	田巻会計事務所	37.5	35.0	29.5	26.0	22.0
3	高知県	高知市	167	157	138	119	105	3	秋田県	鹿角市花輪	駒ヶ嶺歯科	63.2	58.5	51.5	44.5	38.5
4	高知県	宿毛市小浜紫野小筑紫	17.0	16.5	16.0	14.5	12.8	4	北海道	羽幌町	大澤通2丁目15番1	(▲6.3)	(▲5.1)	(▲7.6)	(▲11.1)	(▲13.2)
5	高知県	中土佐町上ノ加江	(▲3.8)	(▲6.4)	(▲6.0)	(▲6.4)	(▲11.7)	5	北海道	西1丁目9番11	(▲8.8)	(▲7.7)	(▲6.3)	(▲6.0)	(▲12.7)	
6	岐阜県	多治見市	46.5	45.3	44.0	43.0	38.0	6	北海道	当別町	石井針灸接骨院	37.0	34.0	31.2	28.6	25.0
7	鳥取県	倉吉市北野	28.0	26.5	24.5	22.0	19.5	7	岩手県	花巻市	住友生命	-	-	-	64.5	56.5
8	高知県	高知市大津字大石ヶ本	111	107	96.0	84.0	74.5	8	大分県	佐伯市蒲江大字蒲江浦	宇向浜3278番4	41.0	36.0	33.0	28.5	25.1
9	高知県	宿毛市	23.5	22.5	21.5	19.5	17.3	9	高知県	高知市	中平ビル	222	212	190	169	149.0
10	和歌山県	和歌山県	62.3	58.6	54.8	51.2	45.5	10	高知県	高知市	片島1-58-1	(▲5.6)	(▲5.9)	(▲6.3)	(▲9.3)	(▲11.9)

■ 図表 3 : 2012年基準地価における下落率の上位地点

- ・2012年基準地価において、下落率が大きい地点は、地域経済の衰退が目立つ場所が中心
 - ・・・高知県(高知市、宿毛市)、北海道(留萌市、紋別市、羽幌町、当別町)、茨城県(ひたちなか市、取手市、龍ヶ崎市)など
- ・被災地は、津波被害の有無によって、地価が二極化

4. 不動産価格の動向④ - 地価動向と人口動態の相関関係

■ 図表4：地価動向と人口動態の相関関係



- ・地価動向と人口動態との間には、強い相関関係が認められる
 ……人口が増加している地域の地価は上昇するが、人口が減少している地域は地価下落が継続
- ・2010年は、「ミニバブル」の調整の過程で、三大都市圏の地価が大きく下落。2011年には、過度に上昇した地価の調整が、ほぼ終了
- ・2012年は、東京圏の一部で、震災の影響により、地価が大幅に下落

5. 不動産価格の動向⑤ - 四半期ごとの地価動向

都市名	行政区	地区	09年 第4Q	10年 第1Q	10年 第2Q	10年 第3Q	10年 第4Q	11年 第1Q	11年 第2Q	11年 第3Q	11年 第4Q	12年 第1Q	12年 第2Q
札幌市	中央区	宮の森(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		駅前通	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
仙台市	青葉区	中央1丁目	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
さいたま市	大宮区	大宮駅西口	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		浦安駅	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
浦安市	市川市	新浦安(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		本八幡駅周辺	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
23区	中央区	大手町	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		佃・月島(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
港区	新宿区	銀座中央	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		芝浦(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
渋谷区	豊田区	西新宿	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		表参道	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
豊田区	江東区	とらきょうスカイツリー駅周辺	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		豊洲(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
横浜市	西区	横浜駅西口	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		都筑区	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
川崎市	川崎区	都筑区センター南(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		都筑区センター北	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
金沢市	名古屋市	青葉区	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		美しが丘(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
名古屋市	中川区	川崎駅西口	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		元住吉(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
滋賀県	大津市	武蔵小杉	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		金沢駅周辺	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
名古屋	中区	名駅駅前	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		本郷口	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
東区	千種区	伏見	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		大曾根(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
豊田区	豊田区	覚王山(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		御器所(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
熱田区	熱田区	金山	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		金山	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
津市	大津市	中之島西	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		心斎橋	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
津市	津市	新大塚	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		福島(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
大宮市	大宮市	福島(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		天王寺(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
阿倍野区	阿倍野区	阿倍野	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		阿倍野	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
神戸市	中央区	三宮駅前	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		六甲(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
東灘区	東灘区	岡本(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		JR芦屋駅周辺(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
芦屋市	芦屋市	三宮駅前	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		六甲(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
広島市	広島市	岡本(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		大塚(住宅)	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
福岡市	中央区	天神	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		大名・赤坂	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
博多区	博多区	博多駅前	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕
		博多駅前	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕	↕

■ 図表5：「地価LOOKレポート」の概要

- ・最新調査(2012年7月時)では、地価の「底打ち」が明確化
- ・上昇地区は、前回調査:22地区→33地区に増加、下落は48地区→35地区に減少
- ・東京圏では、「とくようスカイツリー駅周辺」が、2期連続で、全国で最も高い上昇率を記録
- ・「武蔵小杉」が5期連続、「元住吉」が4期連続、「豊洲」が3期連続で上昇…住宅需要が拡大
- ・大阪圏では「岡本」「JR芦屋駅周辺」が7期連続の上昇…ブランド力のある地域の地価は堅調
- ・「阿倍野」は4期連続の上昇…商業施設開発の効果
- ・名古屋圏では、「金山」が4期連続の上昇、「名駅駅前」と「覚王山」が3期連続の上昇
- ・全体としては、マンション需要が、地価上昇の牽引役

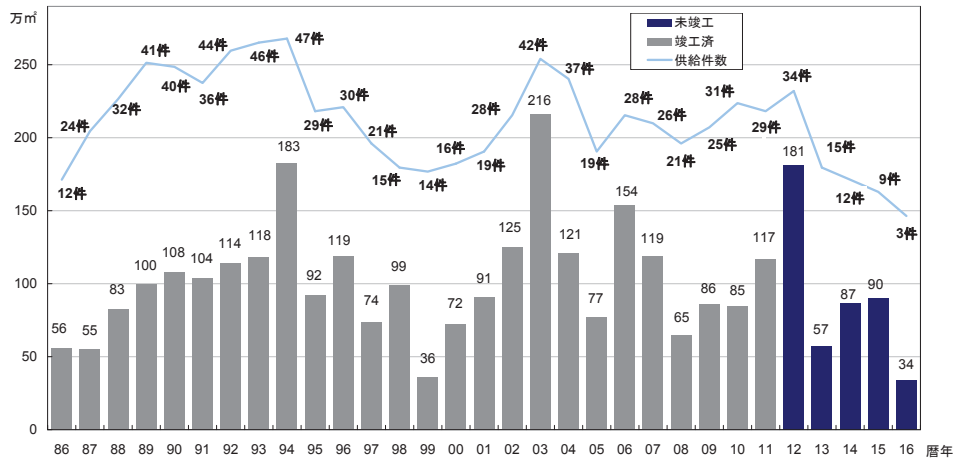
【凡例】
 * 総合評価
 ▲ : 上昇 (6%以上) ▼ : 下落 (0%超▲3%未満)
 △ : 上昇 (3%以上6%未満) ▽ : 下落 (▲6%以上▲9%未満)
 ○ : 横ばい (0%) □ : 横ばい
 ◆ : 下落 (▲3%以上▲6%未満) ◇ : 下落 (▲6%以上▲9%未満)
 ◆ : 下落 (▲9%以上▲12%未満) ◇ : 下落 (▲12%以上)

* 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

6. オフィスビル市場の動向① - オフィスビル供給の動向

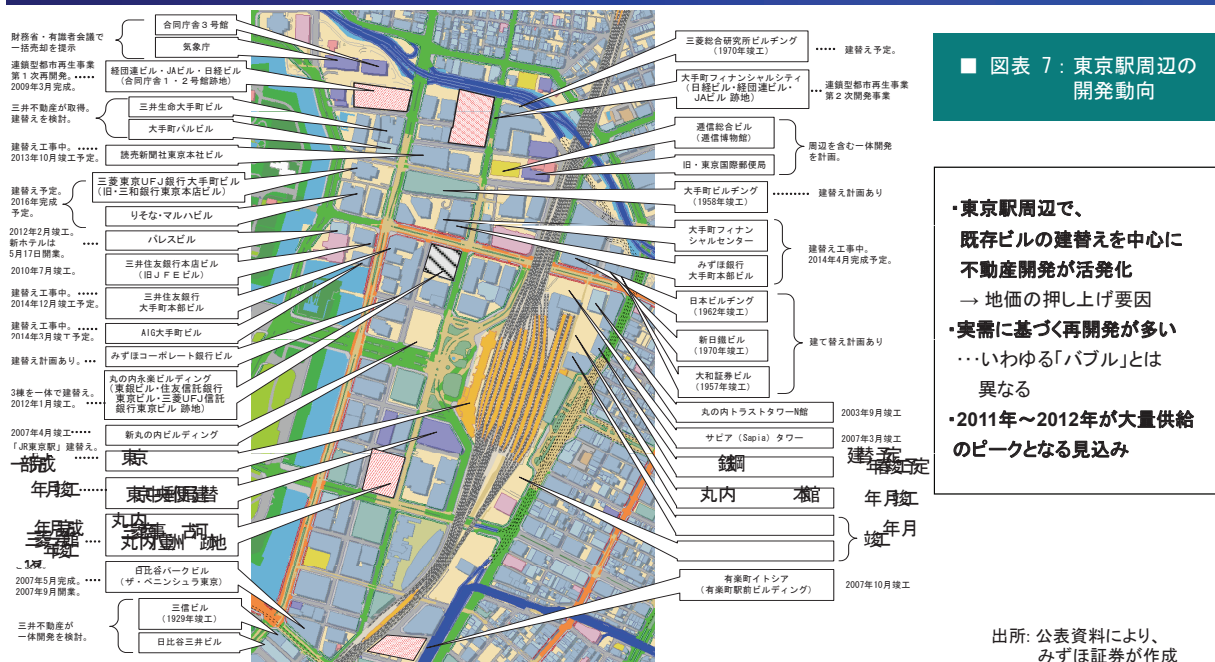
■ 図表 6 : 東京23区における大規模オフィスビルの供給動向



・現在の開発動向を考慮すると、ビル供給のピークは2012年になる見込み
 …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
 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

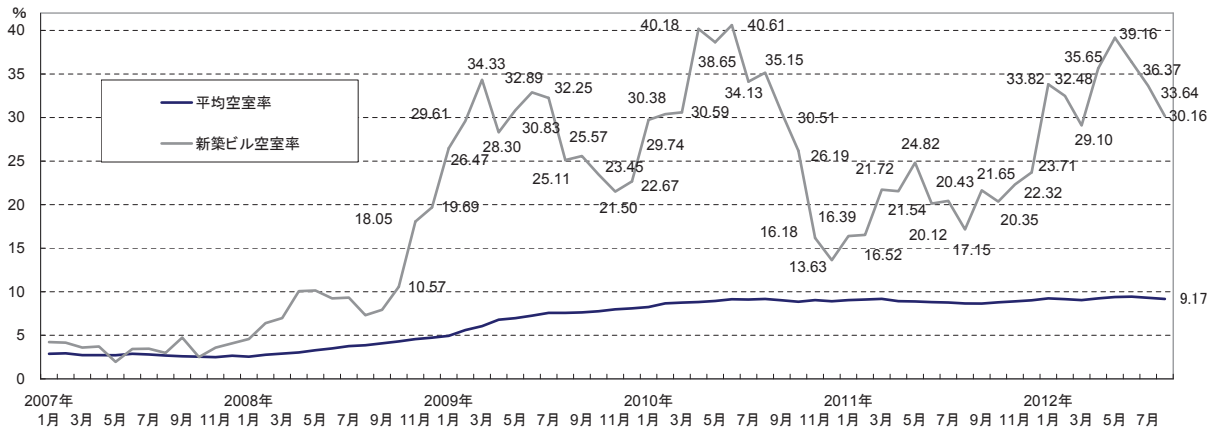
出所: 森ビル株式会社「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査(速報版)」(2012年3月19日)により、みずほ証券が作成

7. オフィスビル市場の動向② - 東京駅周辺の開発動向



8. オフィスビル市場の動向③ - 東京都心部の空室率

■ 図表8：東京・都心5区のオフィス空室率

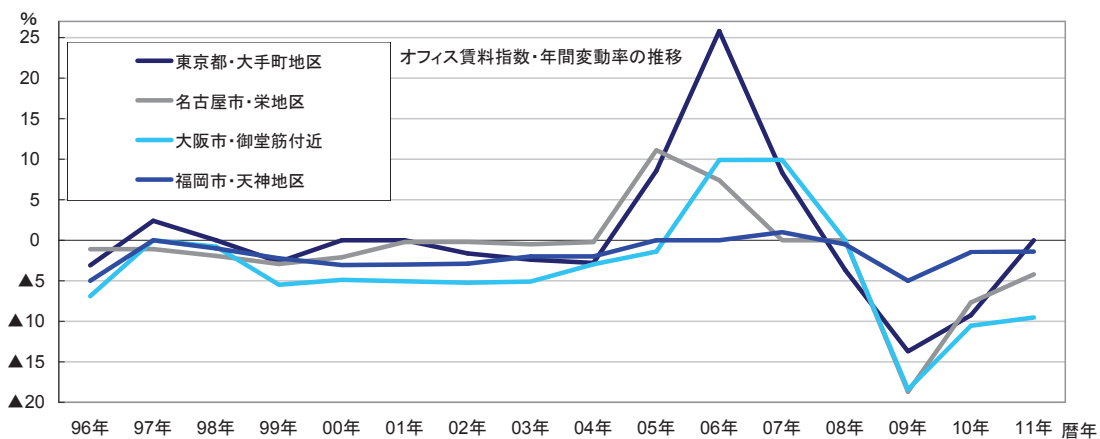


- ・東京・都心5区のオフィス空室率は、2009年以降、過去最高水準で推移
- ・2012年1月末時点の東京都心5区の平均空室率は4ヵ月連続で上昇して9.23%
…2002年の月次調査開始以来最も悪化した水準
- ・東京23区内のビル供給は、2012年前半で一段落する見込み
→ 空室率は、2012年後半から改善する見込み

図表：三鬼商事(株)の資料により、みずほ証券が作成

9. オフィスビル市場の動向④ - オフィス賃料の推移

■ 図表9：オフィス賃料指数の年間上昇率の推移



出所：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、2008年以降3年連続で下落したものの、2011年は横這いに
…東京都心部では、一部のビルに、比較的高額な賃料で成約した事例も見られる
- ・2010年・2011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2年連続で縮小

10. オフィスビル市場の動向⑤ - テナントの動向

企業名	移転先ビル名称	移転後エリア	移転前エリア
三菱ケミカルホールディングス	バレスビル	丸の内	芝
田辺三菱製薬 東京本社	バレスビル	丸の内	日本橋
三菱樹脂	バレスビル	丸の内	日本橋
三菱レイヨン	バレスビル	丸の内	港区港南
三井住友トラスト	丸の内永楽ビルディング	丸の内	芝
三菱UFJモルガン・スタンレー証券	丸の内ビルディング	丸の内	丸の内
あずさ監査法人	大手町フィナンシャルシティサウスタワー	大手町	新宿区津久戸町
デジタルアーツ	大手町ファーストスクエア W棟	大手町	赤坂見附
保土谷化学工業	常和八重洲ビル	八重洲	芝
テルモ	東京建物八重洲ビル	八重洲	丸の内
DIC	WATERRAS (淡路町2丁目再開発)	八重洲	日本橋
シンプレクス	新霞が関ビル	霞が関	丸の内
(財)家電製品協会	霞が関東急ビル	霞が関	虎ノ門
日本デジタル配信	霞が関東急ビル	霞が関	赤坂
トクヤマ	霞が関コモンゲート西館	霞が関	渋谷
トランプ	浜離宮三井ビルディング	築地	大田区平和島
電通パブリックリレーションズ	浜離宮三井ビルディング	築地	銀座
ダルトン	浜離宮パークサイドプレイス	築地	市谷
日本エンリクソン	MOMENT SHIODOME	東新橋	文京区後楽
ソフトバンクBB	汐留住友ビル	汐留	東品川
ウィルコム	東京汐留ビルディング	汐留	虎ノ門
YKK AP	秋葉原ダイヤビル	秋葉原	神田
アクティス	PMO秋葉原II	秋葉原	神田
マルマン	NREG秋葉原ビル	秋葉原	神田
現場製作所	神田迷宮町二丁目ビル	神田	神田
三機工業	聖路加タワー	明石町	日本橋室町
日東紡	麹町二丁目ビル	麹町	丸の内
科学技術振興機構	K's五番町ビル	番町	麹町
オプト	真急番町ビル	番町	神田
三井倉庫	御成門M-SQUARE	西新橋	港区海岸
バナソニックヘルスケア	西新橋MFビル	西新橋	芝公園
三井住友銀行新橋支店	新橋M-SQUARE	新橋	新橋
日本郵政子会社(IT系)	城山トラストタワー	虎ノ門	丸の内
富士火災(AIUと合併)	神谷町MTビル	虎ノ門	銀座
独立行政法人原子力安全基盤機構	虎ノ門タワーズオフィス	虎ノ門	丸の内
オリックス不動産ほかグループ会社	芝公園フロントタワー	芝公園	丸の内
マルメディア放送	メソニック38MTビル	芝公園	晴海
エムスリー	赤坂スターゲートプラザ	赤坂	赤坂
	赤坂不動産ほかグループ会社	赤坂	浜松町
	ミッドタウンタワー	赤坂	赤坂
	赤坂インダストリアル	赤坂	芝大門

■ 図表 10 : 主なテナント移転事例

出所:公表資料により、みずほ証券が作成

企業名	移転先ビル名称	移転後エリア	移転前エリア
三井丸紅液化ガス	山王パークタワー	永田町	ー
アイレップ	山王パークタワー	永田町	渋谷
明豊ファシリティアークス	JA共済ビル	永田町	麹町
NTTデータ経営研究所	JA共済ビル	永田町	渋谷
ロクサンジャポン	平河町森タワー	永田町	麹町
三菱UFJリサーチ&コンサルティング	オランダヒルズ森タワー	神谷町	品川
ソフトバンクメディアホールディングス	興和六本木ビル	六本木	赤坂
葵プロモーション	大崎センタービル	大崎	ー
日本アクセス	アートヴィレッジ大崎セントラルタワー	大崎	世田谷区
富士通パーソナルズ	品川インターシティ B棟	品川	港区港南
近鉄エクスプレス	品川インターシティ A棟	品川	大手町
キャノンMJアイティグループHD	野村不動産天王洲ビル	天王洲	港区港南
日本サードパーティ	御殿山トラストタワー	北品川	港区港南
DHL	御殿山トラストタワー	北品川	東品川
ニフティ	新宿フロントタワー	北新宿	品川区南大井
ジェイコ	新宿フロントタワー	北新宿	西新宿
キャンドゥ	新宿フロントタワー	北新宿	板橋
セブテールHD	住友不動産新宿グランドタワー	西新宿	新宿区大京町
ITホールディングス	住友不動産新宿グランドタワー	西新宿	内幸町
大成建設	住友不動産新宿グランドタワー	西新宿	ー
損害保険料算出機構	新宿パークタワー	西新宿	西
日本シャクリー	新宿住友ビルディング	西新宿	西麻布
もしもしホッパライ	小田急サザンタワー	代々木	代々木
DeNA	渋谷ヒカリエ	渋谷	代々木
NHNJapan	渋谷ヒカリエ	渋谷	大崎
KDDI	渋谷ヒカリエ	渋谷	飯田橋
ライフプラザホールディングス	渋谷ヒカリエ	渋谷	神宮前
スタラー電気	恵比寿ガーデンプレイス	恵比寿	中目黒
オールアバウト	恵比寿東急ビル	恵比寿	渋谷
アスクル	豊洲キュービックガーデン	豊洲	江東区辰巳
三菱UFJ証券	豊洲フロント	豊洲	豊洲

- ・震災後に、テナントの防災意識が向上
- 安全性の高い新築・築浅ビルにオフィス需要が集中
- ・BCPの観点から、電力の安定供給を重視する動きも

11. オフィスビル市場の動向⑥ - 新築ビルの入居状況

■ 図表 11 : 新築ビルの入居状況 (2012年以降竣工ビル)

竣工年月	ビル名称	入居率 (2012年9月時点、一部推計)	賃料水準 (坪当たり)	主なテナント	
2012年	丸の内永楽ビルディング	80%	45,000円	三菱ケミカル・グループ、ウェリントン・インターナショナル、ペイン・キャピタル、日本スペンサーズチュアート	
		バレスビル	75%		40,000円
	2月	晴海フロント	100%	ー	クニエ
	3月	麹町大通りビル	100%	ー	日紡織、マネックス、みずほ第一フィナンシャルテクノロジー
	4月	東京スカイツリーイーストタワー	25%	22,000円	グロリーナスカ
		新宿イーストサイドスクエア	50%	20,000円台前半	スクウェア・エニックス、シティバンク銀行
		ダイバーシティ東京オアシスタワー	50%	ー	フジテレビジョン
		渋谷ヒカリエ	100%	40,000円台	DeNA、ライフプラザホールディングス、NHN Japan
	5月	住友不動産田町ファーストビル	60%	ー	大東運輸、三菱電機インフォメーションテクノロジー
		中野セントラルパーク	50%	20,000円台前半	SOUTH: キリンホールディングス、同社グループ(メルシャン等) EAST: 栗田工業
2013年	JPタワー	50%強	50,000円~60,000円	コニカミノルタホールディングス、三菱東京UFJ銀行	
		三田ベルジェビル	76%		ー
	6月	JP南新宿ビル	100%	ー	フィアットクライスラー・ジャパン、シャバンマリノニテッド、日本原子力技術協会
	住友不動産渋谷ガーデンタワー	100%	ー	アインファーマシーズ、TOTO、DAIKEN、YKKAP	
		相互館 110タワー	95%		ー
	7月	アーバンネット神田ビル	100%	ー	クリナップ、ダイト、NTTビジネスアソシエ
	8月	アークヒルズ仙石山森タワー	55%	ー	ペーカー&マッケンジー-外国法事務弁護士事務所
	9月	新赤坂センタービル	65%	ー	ー
	12月	大手町フィナンシャルシティ	80%	ー	あずさ監査法人、モルガン・スタンレー-MUFG証券
	目黒1丁目計画	50%	ー	スターバックスコーヒージャパン	
1月	JR神田万世橋ビル	75%	ー	ー	
2月	日本橋本町二丁目計画	100%	ー	アステラス製薬	
3月	歌舞伎座建替計画	50%~60%	ー	ー	
ワテラス タワー	90%以上	ー	日本製紙グループ、キョーリン製薬ホールディングス		
	御茶ノ水ソラシティ	90%以上		ー	
京橋3-1プロジェクト	ー	ー	ー		
6月	アークヒルズ サウスタワー	ー	ー	ー	
10月	JR大塚駅南口ビル	ー	ー	ー	

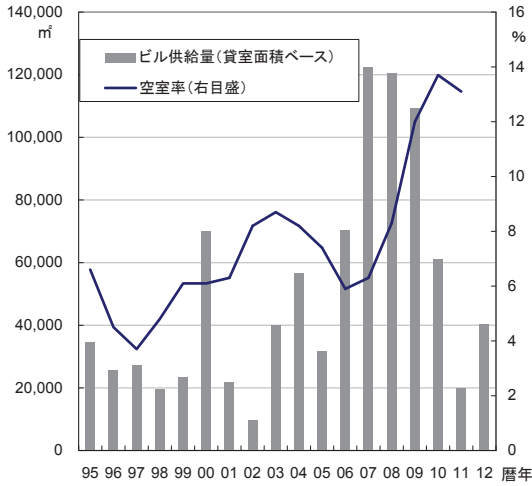
- ・2012年以降に竣工したオフィスビルには、オープン時から満室、あるいは高稼働率を達成した例も見られる

注:稼働率と賃料水準は一部推計。事実とは異なる可能性がある。

出所:日経不動産マーケット情報(2012年8月号)、公表資料により、みずほ証券が作成

14. オフィスビル市場の動向⑨ - 名古屋のビル供給動向

■ 図表 14 : 名古屋のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



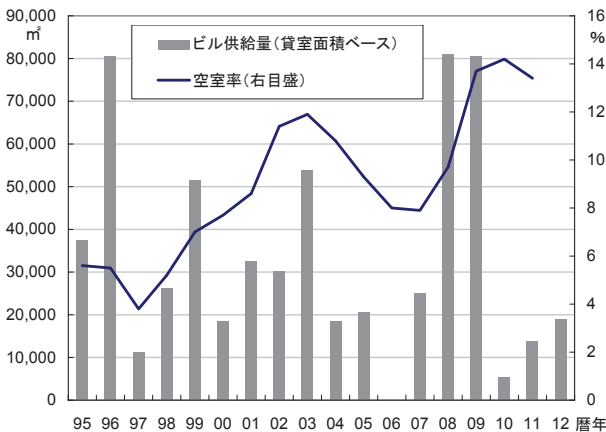
出所: シービーアールイー(株)の資料
などにより、みずほ証券が作成

名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数	竣工年月	名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数	竣工年月	
経通MIDビル	中区丸の内	14,875	13	2009. 2	広小路ガーデンアベニュー	中村区名駅南	7,270	12	2011. 4	
名古屋ビルディング	中村区名駅	16,577	14	2009. 2	名古屋三井ビルディング新館	中村区名駅南	17,990	14	2011. 5	
グランドスクエア名駅南	中村区名駅南	6,315	8	2009. 2	伏見KSビル	中区栄	6,439	8	2011. 9	
HS名駅ビル	中村区名駅	5,800	11	2009. 3	東海電気ビル	東区栄	14,100	15	2012. 1	
丸の内	中村区丸の内	5,300	12	2009. 3	オビタ名駅ビル	中村区名駅	4,100	11	2012. 4	
金山センタープレイス	中区金山	13,631	9	2009. 2	名古屋クロスコートタワー	中村区名駅	30,100	17	2012. 6	
名古屋アクトシティビル	中村区金山	83,700		2009. 4	ORCビル	中村区栄	21,105	13	2012. 8	
(市交通局旧名古屋営業所活用事業)	中村区名駅	49,500	24	1	さしまライブ24					
オアシスタワー		18,400	29	1	(旧)豊田倉庫跡地再開発					
パシフィックビルディング		8,223	12	1	豊田大工業ビル	中村区名駅	95,350	23	2012. 4	
丸の内ビルディング	中区丸の内	3,700	8	1	丸の内ビルディング		171,435	13		
GRビル	中区栄	4,420	7	1	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋	
名古屋センターステージ	中区栄	6,600	7	2009. 5	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋	
AKS名古屋ビル	中区栄	9,594	11	2009. 6	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋	
豊田産業労働センター	中村区名駅	43,985	18	4	2009. 9	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
SCビル	中区栄	8,270	12	2009. 11	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋	
HSビル	中区栄	7,070	10	2	2009. 11	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
HSビル	中区栄	5,217	11	1	2010. 1	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
マザック アートプラザ	東区栄	42,370	22	2	2010. 2	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
名古屋丸ビル	中区栄	22,100	12	2	2010. 2	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
セントライズ	中区栄	15,720	11	2	2010. 2	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
(名古屋証券ビル-証券会館建替)										
丸の内ビル	中区丸の内	6,250	12	1	2010. 2	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
名古屋丸ビル	中区丸の内	14,250	12	1	2010. 2	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋
マイフィス名駅ビル	中村区名駅	8,680	12	2010. 4	名古屋中央郵便局建替	中村区名駅	179,000	40	2015年 秋	

- ・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

15. オフィスビル市場の動向⑩ - 福岡のビル供給動向

■ 図表 15 : 福岡のビル供給量の推移と、主なビル建設計画



- ・福岡のビル大量供給は、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「ストロウ効果」
によって、市場の活性化が期待できるとの見方もある

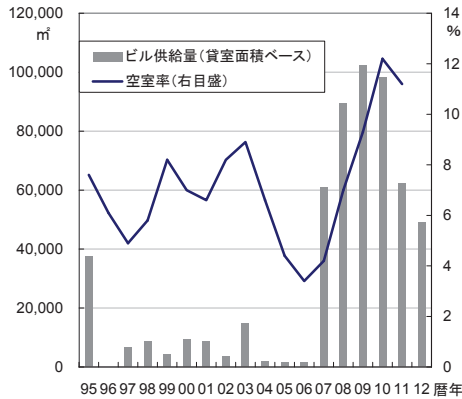
ビル名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数	竣工年月	事業者
Liens(リアン)福岡ビル	博多区福岡	1,785	9	2007. 2	リアン・インク
明治安田渡辺ビル	博多区博多駅前	11,237	11	2007. 8	明治安田安田、渡辺地所
ユニカード博多	博多区博多駅前	4,900	11	2007. 11	セリモト
博多区BLDG	博多区福岡	5,400		2007. 11	
西鉄千代原ビル	博多区千代	8,600	10	2008. 1	西日本鉄道
AQUA HAKATA	博多区中洲	13,000	12	2008. 2	アクトビル・キャバリエ・パートナーズ
ふくぎ博多ビル	博多区上川端	18,300	12	2008. 4	福岡銀行
博多ビル	博多区博多駅前	5,100	8	2008. 6	博多ビル
博多駅前スクエア	博多区博多駅前	14,000	9	2008. 6	
RYE HILLS博多福岡	博多区福岡	2,200		2008. 11	ミヤビエテックス
博多区福岡センタープレイス	博多区福岡	16,800	11	2009. 1	福岡開発投資目的会社
アーバンプラザ博多	博多区中洲	2,820	13	2009. 2	野村不動産アパレル
FORCAST博多福岡	博多区福岡	2,500	9	2009. 3	
東比摩ビジネスセンター	博多区東比摩	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	
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
博多駅前東端ビル	博多区博多駅前	1,200	9	2010. 3	
福岡ROビル	博多区福岡	10,600	9	2011. 3	
フレッド博多福岡ビル	博多区福岡	2,251	10	2011. 11	フレッドサービス
第二博多南ビル	博多区博多駅前	9,060	9	2012. 7	

ビル名称	所在地	延床面積 (㎡)	階数	竣工年月	事業者
熊本学院ビル	中央区白倉	12,428	10	2007. 3	熊本学院
NIO天神南ビル	中央区渡辺	5,300	10	2008. 3	野村不動産アパレル
MG東門ビル	中央区東門	12,300	8	2008. 3	ななくま特定目的会社
天神グランドビルディング	中央区舞鶴	4,670	9	2008. 4	アパレル・アパレル・アパレル
da Vinci IMAIZUMI	中央区今泉	2,100	7	2008. 4	ダヴィンチHD
電気ビル北館	中央区渡辺	24,500	13	2008. 5	電気ビル
渡辺通り南ビル	中央区清川	6,200	8	2008. 8	
天神プライム	中央区天神	7,800	12	2008. 1	ディックスクロキ
天神MENT	中央区今泉	7,095	9	2008. 11	シャニング・メソ(特)
東門ビル	中央区東門	24,400	14	2009. 1	東門ビル(特)
KG天神ビル	中央区天神	4,700	7	2009. 1	通産興業
天神12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	9,600	10	2009. 3	
赤坂門ビル	中央区赤坂	1,500	5	2009. 3	
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	
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
ちくま福岡ビル	中央区高砂	5,500	9	2011. 8	筑邦銀行
電気ビル共創館	中央区渡辺	38,000	14	2012. 2	電気ビル

出所: シービーアールイー(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

16. オフィスビル市場の動向⑪ - 横浜のビル供給動向

■ 図表 16：横浜市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

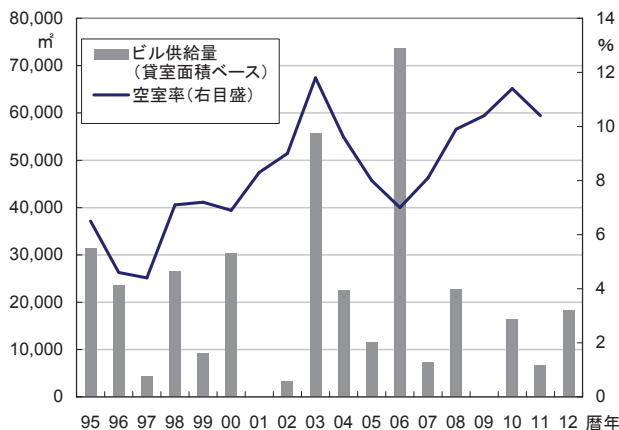


ビル名称	所在地	延床面積 (㎡)		階数	竣工(予定)年月	事業者
		地上	地下			
銀洋新横浜ビル	港北区新横浜	10,460	10	2	2007.3	
JNビル	中区太田町	17,356	14	2	2007.9	
日総第16ビル	港北区新横浜	5,630	11	1	2007.10	有限会社エヌ開発1号(日総ビルディング)
フューチャー山下町ビル	中区山下町	2,930	9	1	2007.10	
NMパークビル	33街区	51,979	16	0	2007.12	三菱地所
新横浜中央ビル(新横浜駅ビル)	港北区新横浜	90,006	17	4	2008.3	JR東海、新横浜ステーション開発
LIVMOライジングビル	港北区新横浜	10,106	11	1	2008.3	ユタカライジング
コンカド横浜	神奈川区金港町	55,714	20	1	2008.4	モリト
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	1	2008.4	
Sea Place 新横浜	港北区新横浜	4,800	9	1	2008.6	Sea Capital
ニュースティアリーナタワー	港北区新横浜	24,881	15	1	2008.6	ニュース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	
アーパス新横浜ビル	港北区新横浜	4,759	9	2	2009.8	NIPPOコーポレーション
日産自動車本社ビル	66街区	92,240	22	2	2009.8	
野村不動産新横浜ビル	港北区新横浜	24,590	7	1	2009.11	野村不動産
横浜ブルーアベニュー	46街区	52,288	17	2	2009.12	(有)オーク・デベロップメント(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	テアオーシー
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、ケンコーポレーション)
日本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
コンカドみなとみらい	43街区	70,000	17	2	-	モリト(工事中断)
みなとみらいグラン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	90,187	30	2	2012.2	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～2008年に、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
- ・新築・築浅ビルのテナント募集は概ね好調

出所：
シービーアールイー(株)
の資料などにより、みずほ証券が作成

17. オフィスビル市場の動向⑫ - 札幌のビル供給動向



■ 図表 17：札幌市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

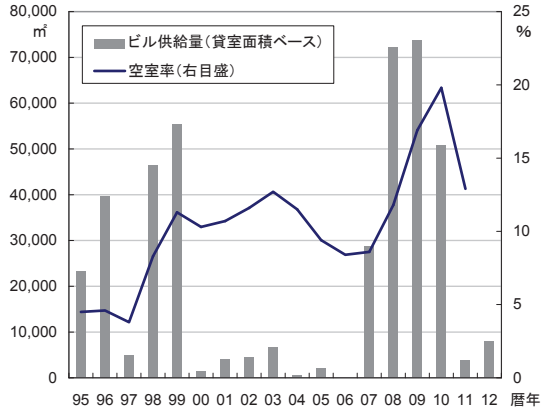
- ・札幌は、2006年に、「日本生命札幌ビル」などの大量供給があったものの、2007年以降はビル供給量が減少
- ・2010年～2012年のビル供給は比較的小規模
「札幌三井ビルディング」は、当初は2012年竣工予定だったが、計画を延期
- ・「日通札幌ビル」は、オープン時から満室稼働。
「札幌北ビル」も、ほぼ満室となる見込み

ビル名	所在地	延床面積 (㎡)		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
ハートランド岡山ビル	中央区大通西	6,500	7	1	2008.10	ハガ木材
OR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	1	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	1	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	1	2010.12	翔洋海運
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	2012.3	三菱地所、TK7ビルサービス
札幌三井ビルディング	中央区北2条西4	68,000	20	3	2014.8	三井不動産、郵便局

出所：シービーアールイー(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⑬ - 仙台のビル供給動向

■ 図表 18：仙台市のビル供給量の推移と主なビル建設計画



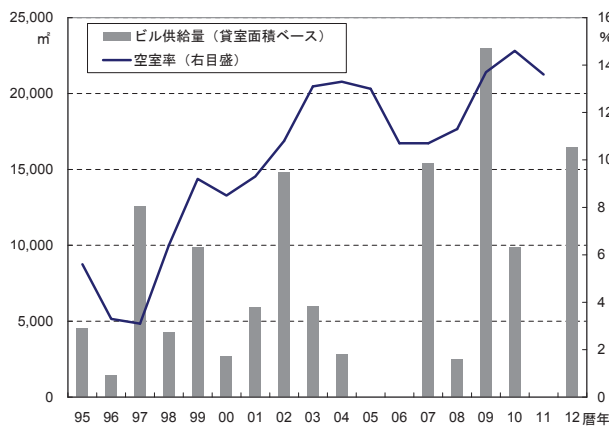
出所：シービーアールイー(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

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 (アセットマネジャーズ)
駅前のぞみビル	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
GRD仙台花京院	青葉区花京院	1,985	9	—	2008. 4	クリード
シエロ仙台東口ビル	宮城野区福園	1,500	8	—	2008. 4	—
All 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	再開発組合
東二番丁スクエア (旧・仙台中央警察署跡地再開発)	青葉区一番町	28,200	14	1	2008. 7	はやて特定目的会社 三菱地所、鹿島
仙台東宝ビル (仙台東宝前増築地再開発)	青葉区中央	13,200	13	1	2008. 8	東宝
エムロード	青葉区国分町	2,929	7	1	2008. 9	エムロード
仙台MMビル	宮城野区宮城野	7,359	5	—	2008. 9	—
仙台福園(つつじがおか)1丁目ビル	宮城野区福園	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)ブラドス
東一センタービル	青葉区一番町	9,983	8	1	2009. 2	東一センタービル
仙台本町三井ビルディング	青葉区本町	14,595	18	1	2009. 6	三井不動産
プライムスクエア広瀬通	青葉区中央	15,458	14	1	2009. 6	SFC (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)
アザリアビルズ	宮城野区福園	30,466	19	1	2009. 8	(個人)
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	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	青葉区一番町	323,300	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
太陽生命仙台ビル	青葉区一番町	6,300	9	1	2011. 3	太陽生命保険
仙台東京海上日動ビルディング	青葉区中央	11,000	11	1	2011. 12	東京海上日動火災
APPLE 泉	泉区七北田宮内	1,900	5	—	2011. 4	—
一番町平和ビル	青葉区一番町	11,080	10	1	2012. 1	平和不動産
ヨドバシカメラ仙台第二ビル	青葉区一番町	30,950	8	1	2012. 4	ヨドバシカメラ

- ・ 仙台では、「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
- ・ 「仙台トラストシティ」の稼働率は、震災前には約50%にとどまっていたが、2012年春には90%程度となる見込み

19. オフィスビル市場の動向⑭ - 広島市のビル供給動向

■ 図表 19：広島市のビル供給量の推移と、主なビル建設計画

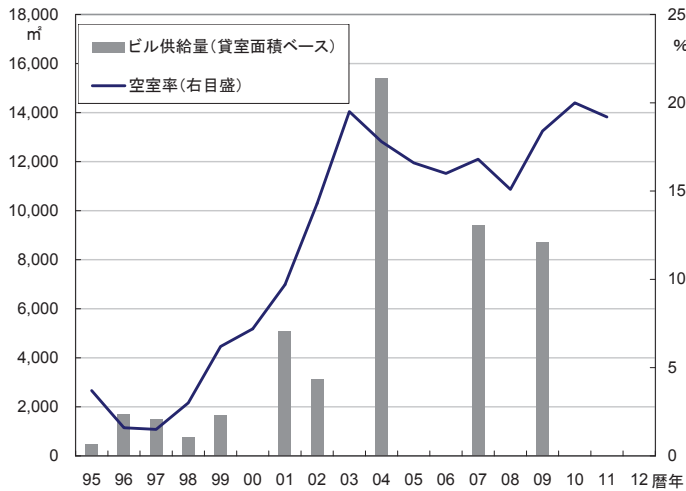


ビル名称	所在地	延床面積 (m²)		階数	竣工(予定)年月	事業者
		地上	地下			
エイトバレー大手町	広島市中区大手町	3,800	9	—	2007. 1	広島八谷建設
エイトバレー八丁堀	広島市中区八丁堀	2,400	12	—	2007. 6	広島八谷建設
ニッセイ広島ビル	広島市中区中町	10,200	10	1	2007. 11	日本生命保険
三川町パーキングビル	広島市中区三川町	9,500	13	—	2008. 5	—
伊藤久寿堂ビル	広島市中区鉄砲町	1,330	8	—	2009. 2	—
広島鉄砲町ビルディング	広島市中区鉄砲町	9,970	14	1	2009. 4	三菱地所
広島ビジネスタワー	広島市中区八丁堀	28,423	21	—	2009. 11	大成建設
ACTIVE INTER CITY オフィス棟	広島市東区若草町	48,400	21	1	2010. 9	広島若草町開発(株) (大和システム)
広島トラウンヴェールビルディング (広島鉄砲町プロジェクト)	広島市中区紙屋町	29,000	21	1	2012. 2	三井不動産、広島電鉄、もみじ銀行 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
- ・ 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
 - 2011年基準地価の上昇要因に
 - … 将来は、広島市の都市構造が変わる可能性も

出所：シービーアールイー(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⑮ – 高松のビル供給動向



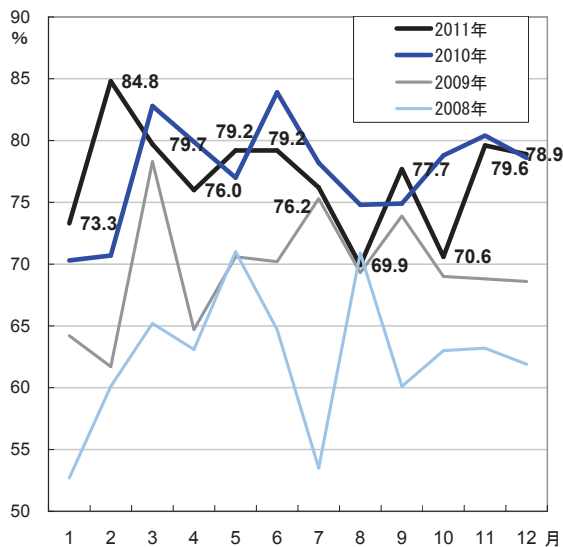
■ 図表 20 : 高松市のビル供給量の推移と主なビル建設計画

- ・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～2012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 (m²)	階数		竣工年月	事業者
			地上	地下		
東明ビル	高松市古新町	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: シービーアールイー(株)の資料などにより、みずほ証券が作成

21. 住宅市場の動向 ① – 分譲マンションの販売状況



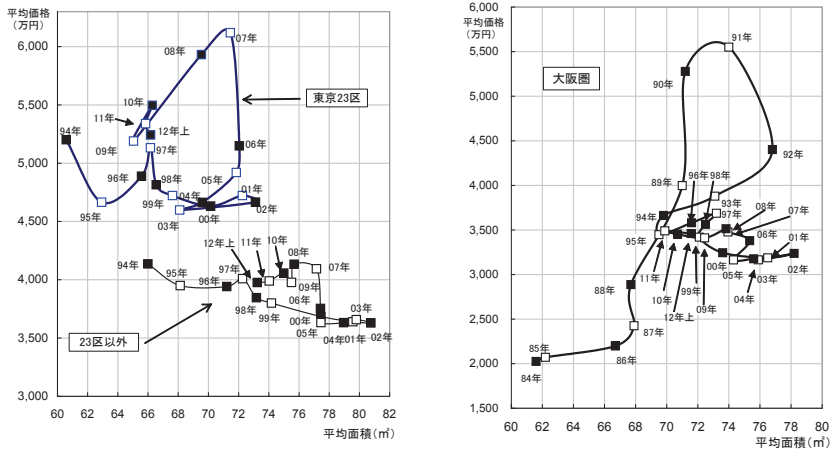
■ 図表 21 : 東京圏・分譲マンションの初月契約率の推移

- ・2011年(暦年)の東京圏のマンション供給戸数は、1,915件・44,499戸(前年比▲0.1%)
 - … 2011年秋以降は増加傾向だが、供給戸数は低水準
- ・2011年の平均初月契約率は77.8%(前年は78.4%)
 - … 2年連続で、好調ラインとされる70%台を維持
- ・「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

22. 住宅市場の動向 ② - 住宅価格等の推移

■ 図表 22: 新築分譲マンションの平均価格と平均面積の推移



- ・2012年上半期(1月～6月)の東京圏・マンション価格の供給戸数は、2年振りに2万戸台を回復
 …分譲単価(㎡当たり)は642千円(前年比▲1.2%)、1戸当たり平均価格は45,120千円(同▲1.4%)
 総戸数200戸以上の大規模物件や、地上20階以上の超高層物件の供給が増加
- ・2012年上半期の大阪圏のマンション価格は上昇
 …分譲単価(㎡当たり)は485千円(前年比▲2.8%)、1戸当たり平均価格は34,710千円(同▲0.5%)
- ・平均初月契約率は、東京圏77.6%、大阪圏75.9%で、いずれも好調

出所: (株)長谷工総合研究所
 「CRI」により、
 みずほ証券が作成

23. 不動産投資の動向① - 外資系ファンドによる投資状況

■ 図表 23: 外資系ファンドによる不動産投資の状況

出所: みずほ証券が作成

1. 外資系ファンドによる不動産投資が増加している背景
 - ①日本の不動産価格が2008年後半から大幅に低下し、現在がボトムと考えられること。
 - ②日本の不動産の投資利回りは、欧米などに比べて低いものの、資金調達コストも低いため、一定の収益が見込めること。
 - ③欧州問題が深刻化する一方で、アジアの主要都市にも政治的・経済的な問題が顕在化した例が増えており、相対的に、日本の投資環境の安定度が不動産ファンド等に評価されていること。
2. 主な投資事例 (2011年以降)
 - (a) 東京都心部での取引事例
 - 米・アンジェロ・ゴードン (Angelo Gordon)
 - ・2012年3月に、オリックス不動産と共同で、森ビルから複合ビル「紀尾井町ビル」(延床面積62,540㎡)の持分約70%を取得。
 - ・2012年6月に、シンプルクス・インベストメント・アドバイザーズと共同で、第一生命保険から、「青山ベルコモンズ」を取得。
 ※アンジェロ・ゴードンは、これまでに、「プラザミカド」(赤坂)や、「JTB池袋ビル」などを取得した実績がある。
 - 英・グローブナー (Grosvenor)
 - ・2011年10月に、高級賃貸マンション「六本木アレックス」(99戸、延床面積21,177㎡)を、日本たばこ産業から取得。
 ※グローブナーは、2008年10月に、代々木公園の隣接地(5,701㎡)に、高級賃貸マンション「グローブナープレイズ神園町」(45戸、延床面積約18,000㎡、専有面積154㎡～364㎡)を開発した実績がある。
 - 独・エイエム・アルファ (AM alpha)
 - ・2012年3月に、「東京ミッドタウン」前の店舗ビル「アクソール (Axall) 六本木」(延床面積4,777㎡)を取得。
 - 英・アヴィヴァ (Aviva) グループ
 - ・2012年3月に、セキュアード・キャピタル・インベストメント・マネジメントと共同で運用する「東京リカバリー・ファンド」の運用対象として、オフィスビル「目黒プレスタワー」を取得。
 - キャピタモールズ・アジア (CapitalMalls Asia)
 - ・2012年7月に、墨田区錦糸町の複合施設「オリナス」の商業施設部分を22,800百万円で取得。
 ※キャピタモールズは、シンガポール政府系のデベロッパーであるキャピタランド (CapitaLand) の子会社で、日本で7物件を運用。

24. 不動産投資の動向②－ 外資系ファンドによる投資状況

■ 図表 24：外資系ファンドによる不動産投資の状況（続）

出所：みずほ証券が作成

(b) 海外REITによる不動産投資

- サイゼン (Saizen Real Investment Trust) －シンガポール
 - ・2012年3月に、賃貸マンション「THEパームス田園調布」(30戸、延床面積932㎡)を約560百万円で取得。
 - ・2012年5月に賃貸マンション「アムス八丁堀I」を取得。
 - ※サイゼンは、日本の不動産に特化したシンガポールREITで、その名称は、日本語の「最善」に由来する。同REITは、2007年に日本の12都市・148物件を運用対象としてシンガポール証券取引所に上場した。
- アセンダス (Ascendas) －シンガポール
 - ・アジア地域のホテルに投資するREITと、ホテル事業に投資するビジネストラストをセットにした投資信託「Ascendas Hospitality Trust」をシンガポール証券取引所に上場する方針。運用対象として、「ホテルサンルート有明」などが入居する「有明プライムビル」を取得。

(c) 物流施設の取引

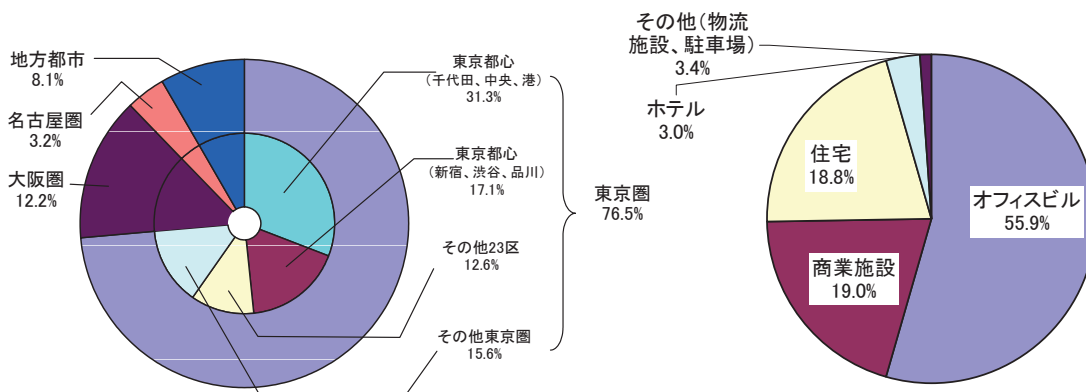
- GLP (Global Logistic Properties)
 - ・中国投資有限公司 (The China Investment Corp. 略称CIC) と共同で、「ロジポート柏」などの物流施設15物件を、ラサール (LaSalle Investment Management) から約122,600百万円で取得。
 - ※本件は、2011年中に日本国内で行われた最大の不動産取引と見られる。
- メープルツリー (Mapletree Investments Pte Ltd.)
 - ・数年以内に約100,000百万円を投資して、日本国内の物流施設の資産規模を、現在の2.5倍に拡大する方針。
- フォートレス・インベストメント・グループ (FORTRESS Investment Group)
 - ・2011年12月に、川崎市・東願島の物流施設3棟 (合計延床面積388,676㎡) を、賃組から30,000百万円超で取得。

(d) 地方都市への投資

- 香港・PAG (Pacific Alliance Group)
 - ・2011年10月に、神戸市・三宮の高級賃貸マンション「MUSEUM TOWER」(125戸、延床面積34,094㎡) を取得。
- シンガポール・Parkway Life REIT
 - ・2012年3月に、さわやか倶楽部 (本社：北九州市) などから、介護付有料老人ホーム3棟 (北海道東神楽町・枚方市・北九州市) を、合計3,000百万円で取得。
- シンガポール・IPC Corporation
 - ・2011年12月に「松山ワシントンプラザホテル」を取得。2012年1月には横須賀市でマンション開発用地を取得。
 - ※IPCは、2009年に日本に進出し、既にホテル4棟、マンション用地5件などを取得しており、今後3年～5年で、30棟～50棟のホテルを取得する計画を立てている。

25. 不動産投資の動向③－ J-REITによる投資の傾向

■ 図表 25：J-REITの運用対象不動産の内容(立地別、用途別)

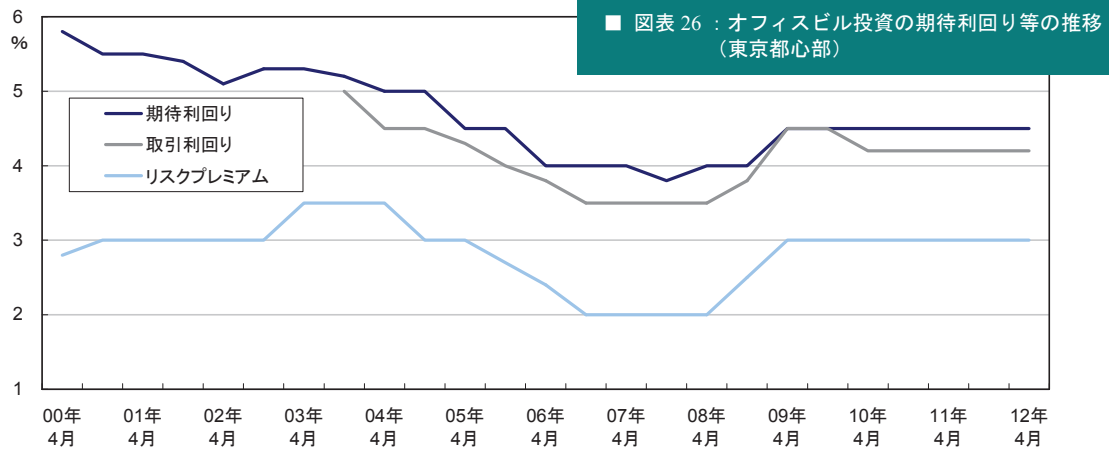


・J-REITの運用対象は、東京都心に集中
 … 不動産市況に「東京の一人勝ち」傾向が強まる中で、投資対象の東京都心部集中が、さらに強まる可能性

・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. 2012年1月26日時点
 2. 構成比は、取得価格ベース
 出所：みずほ証券

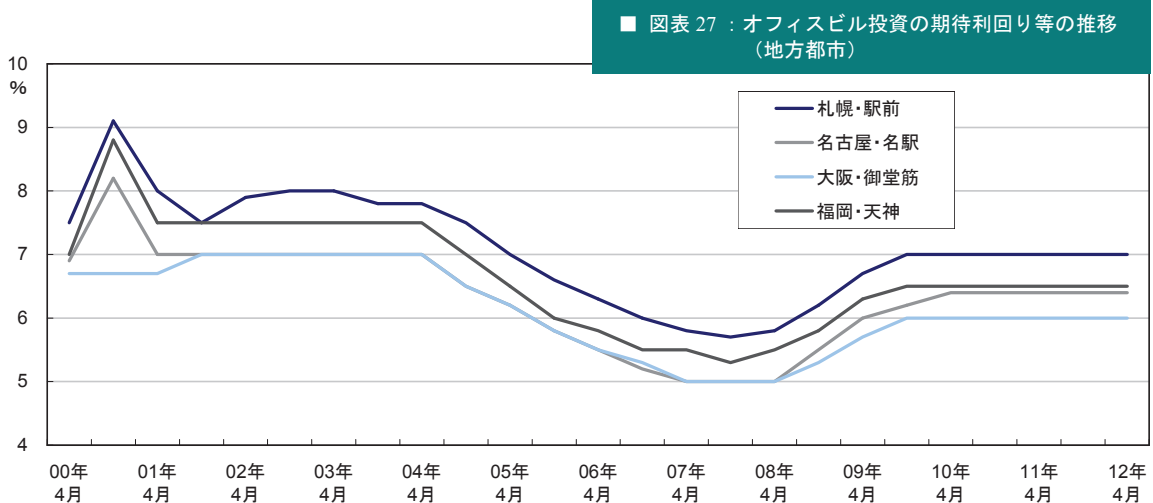
26. 不動産投資の動向④－不動産投資利回りの推移(1)



- ・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月に取引利回りが低下。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

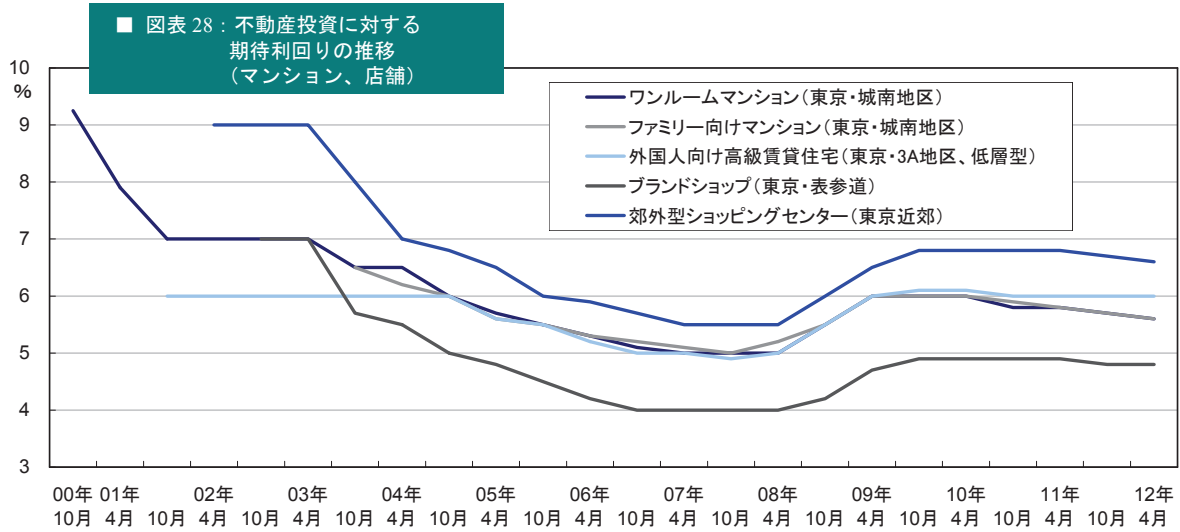
27. 不動産投資の動向⑤－不動産投資利回りの推移(2)



- ・2008年後半～2009年に、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

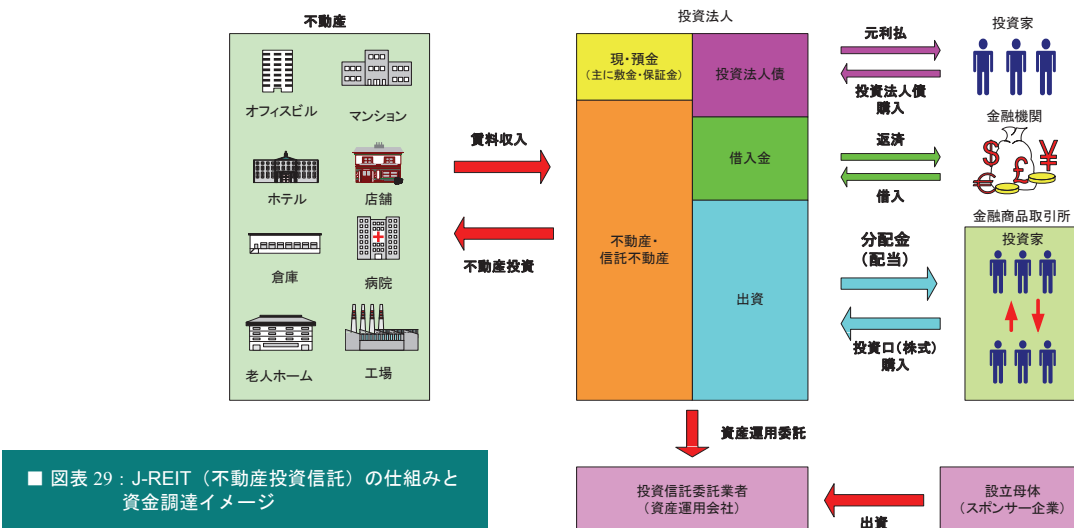
28. 不動産投資の動向⑥ - 不動産投資利回りの推移(3)



- ・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
- ・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

29. J-REIT市場の動向① - J-REITの仕組み



- ・J-REIT(日本版不動産投資信託)とは
- ① 投資家から集めた資金でファンド(投資法人)を設立し、
 - ② その資金を不動産(オフィスビル、マンション等)に投資し、
 - ③ 不動産を運用(維持・管理、買い替えなど)し、
 - ④ 不動産事業の利益(賃料収入-管理コスト)を投資家に分配(配当)する商品

出所: みずほ証券が作成

30. J-REIT市場の動向② - 投資法人の現状

<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 (DOI, 8978)
 - (大和証券投資法人から商号変更)
 - いちご不動産投資法人 (ICG, 8983)
 - ※ FCIレジデンシャルと合併 (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 (NRIIC) (ADRと合併)
 - ニューシティレジデンス投資法人 (NGR) (合併により消滅)
 - プロスペクトリート投資法人 (PRI) (合併により消滅)
 - アドバンス・レジデンス投資法人 (ADR, 3289) (NRICと合併)
 - 日本賃貸住宅投資法人 (JRH, 8986) (PRIと合併)
 - ケネディクス・レジデンシャル投資法人 (KDR, 3278)
 - ※ 2012年4月26日上場
 - スターツプロシード投資法人 (SPI, 8979)
 - 2010年7月27日から、JASDAQと東証に重複上場
 - 2010年10月1日付で、JASDAQの上場廃止
- **物流施設専門(工場、インフラ施設を含む)**
 - 日本ロジスティクスファンド投資法人 (JLF, 8977)
 - 産業ファンド投資法人 (IF, 3249)
- **ホテル専門**
 - ジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人 (JHR, 8984)
 - (合併により消滅)
 - ジャパン・ホテル・リゾート投資法人 (JHR, 8985)
 - ※ ジャパン・ホテル・アンド・リゾート (消滅投資法人) と日本ホテルファンド (存続投資法人) が合併し、商号変更

<複合型> (2種類の不動産で運用するタイプ)

- **オフィスビル + 商業施設**
 - 日本プライムリアルティ投資法人 (JPR, 8955)
 - 東急リアル・エステート投資法人 (TRI, 8957)
 - 阪急リート投資法人 (HRI, 8977)
 - **日本コマース・レジデンシャル投資法人 (3228) (合併により消滅)**
 - アクティビア・プロパティーズ投資法人 (API, 3279)
 - ※ 2012年6月13日上場
- **オフィスビル + 住宅**
 - プレミア投資法人 (PIC, 8956)
- **住宅 + 小規模ホテル**
 - ジャパン・シングル・レジデンス投資法人 (JSR, 8976)
 - (合併により消滅)
 - いちご不動産投資法人 (ICG, 8975)
 - ※旧いちご不動産 (消滅投資法人) と FCIレジデンシャル (存続投資法人) が合併し、存続投資法人が商号変更
- **住宅 + 商業施設**
 - 大和ハウス・レジデンシャル投資法人 (DHL, 8984)
 - ※NCRと合併、ピラフ投資法人から商号変更

<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)
 - 森ヒルズリート投資法人 (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, 8961)
 - ケネディクス不動産投資法人 (KTR, 8972)
 - ラサール・ジャパン・投資法人 (LJR) (合併により消滅)
 - トップリート投資法人 (TOP, 8982)
 - ジャパン・エクセレント投資法人 (JEI, 8987)
- **商業施設中心**
 - 日本リテールファンド投資法人 (JRF, 8983) (LJRと合併)
 - ユナイテッド・アーバン投資法人 (UUR, 8980) (NCIと合併)
 - 福岡リート投資法人 (FRIC, 8988)
- **住宅中心**
 - インヴァンシブル投資法人 (INV, 8963)
 - (LGPと合併、東武グロースリート投資法人から商号変更)
 - 平和不動産リート投資法人 (HFR, 8986) (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 (LCP) (合併により消滅)

・2010年～2012年4月に、9組・18投資法人が合併

- 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・レジデンス+日本レジデンシャル (10年3月合併)
- ③ 日本リテールファンド+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ス (10年4月合併)
- ⑤ 日本賃貸住宅+プロスペクトリート (10年7月合併)
- ⑥ クレッシェンド+ジャパン・シングルレジデンス
→ 平和不動産リート (10年10月合併)
- ⑦ ユナイテッド・アーバン+日本コマース・レジデンシャル (10年12月合併)
- ⑧ FCIレジデンシャル+いちご不動産 (11年11月合併)
- ⑨ 日本ホテルファンド+ジャパン・ホテル・アンド・リゾート
→ ジャパン・ホテル・リゾート (2012年4月合併)

・2012年8月末時点での上場J-REITは、35法人

・2012年4月26日に、ケネディクス・レジデンシャル投資法人 (KDR, 3278) が上場

… J-REITの新規上場は4年半振り

・2012年6月13日に、アクティビア・プロパティーズ投資法人 (API, 3279) が上場

注: 2012年10月5日時点
出所: みずほ証券

■ 図表 30 : 上場J-REIT の概要

MIZUHO 30 みずほ証券株式会社

31. J-REIT市場の動向③ - 市場規模の変動状況

■ 図表 31 : J-REITの時価総額と法人数の推移

- J-REITの時価総額は、2007年5月時に約6.8兆円に拡大
- … スタート時(2001年9月)約2,600億円の約26倍の規模、
- 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
- 2012年8月末時の市場規模は約3.7兆円 … 現在の市場は回復の途中
- 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

MIZUHO 31 みずほ証券株式会社

32. J-REIT市場の動向④ - 株価(投資口価格)の推移(1)



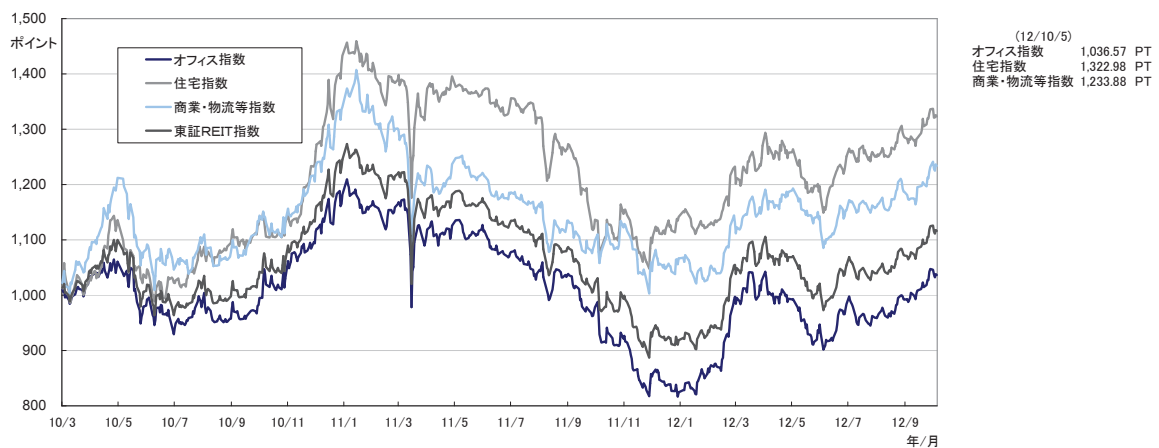
- ・東証REIT指数は、2011年中に、ほぼ一貫して低下
 - … ① 国内金融機関によるロスカット、② 投信による解約対応の換金売り、が主な要因
- ・東証REIT指数は、2012年1月下旬から反転・上昇
 - … 平均配当利回りが6%超となり、割安感が強まった
- ・東証REIT指数は、2012年5月に大きく下落
 - … 欧州債務問題の深刻化により、株価が全面安となった影響を受けた
- ・東証REIT指数は、2012年6月以降は、概ね上昇傾向
 - … ①不動産市況の「底打ち」に対する期待、②J-REITの不動産運用の「堅調さ」に対する再評価、③国内金融機関によるJ-REIT投資の再開

■ 図表 32：東証REIT指数とTOPIXの推移 (長期推移)

注：1. 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。
 2. TOPIXは、2003年3月31日を1,000として指数化した値。
 出所：東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

33. J-REIT市場の動向⑤ - 株価(投資口価格)の推移(2)

■ 図表 33：東証REIT用途別指数の推移



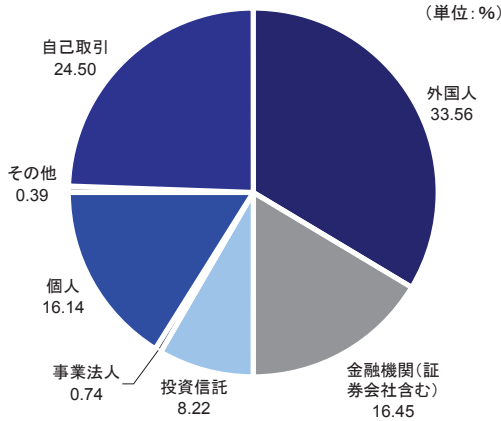
- ・用途別指数では、オフィス系REITに回復の遅れが目立つ
 - … オフィス空室率の上昇、オフィス賃料の低下により、特に大型ビルの運用が不調。中型ビルの運用は比較的堅調
- ・住宅REITの運用は、オフィスビルに比べて安定
 - … 住宅関連の指標は景気動向に先行し、オフィス関連は遅れる傾向がある。好況時には、住宅の家賃等が「なかなか上昇しない」可能性もある

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

34. J-REIT市場の動向⑥ - 投資家別の取引動向

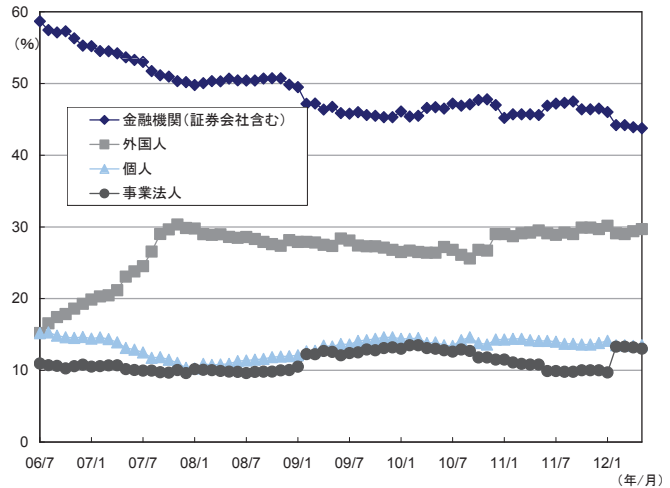
■ 図表 34 : J-REITの投資主体別売買動向 (フローとストック)

各投資主体の売買シェア(金額ベース)(単位:%)



注: 比率は2012年4月時。
出所: 東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

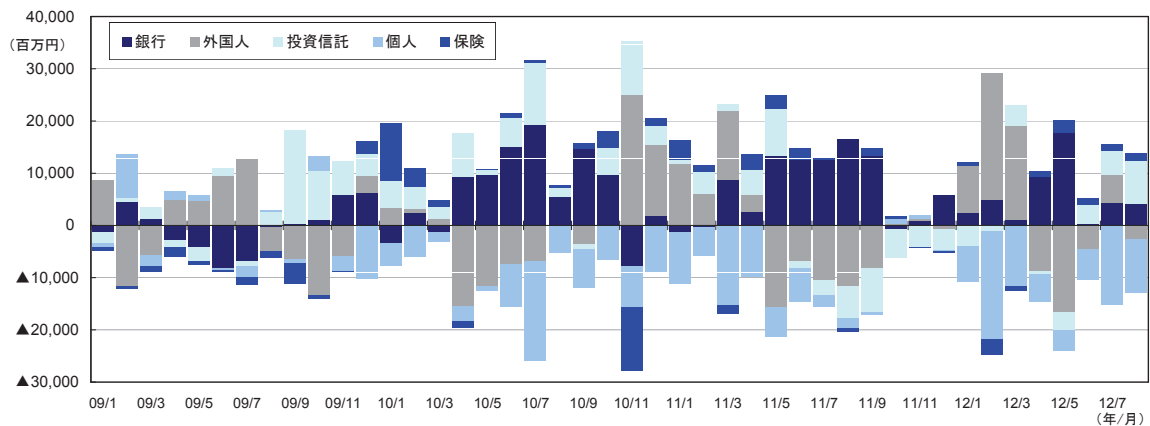
J-REIT全体の投資主体別の投資比率



注: 年月は調査時。
出所: 各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

35. J-REIT市場の動向⑦ - 銀行と外国人の取引動向

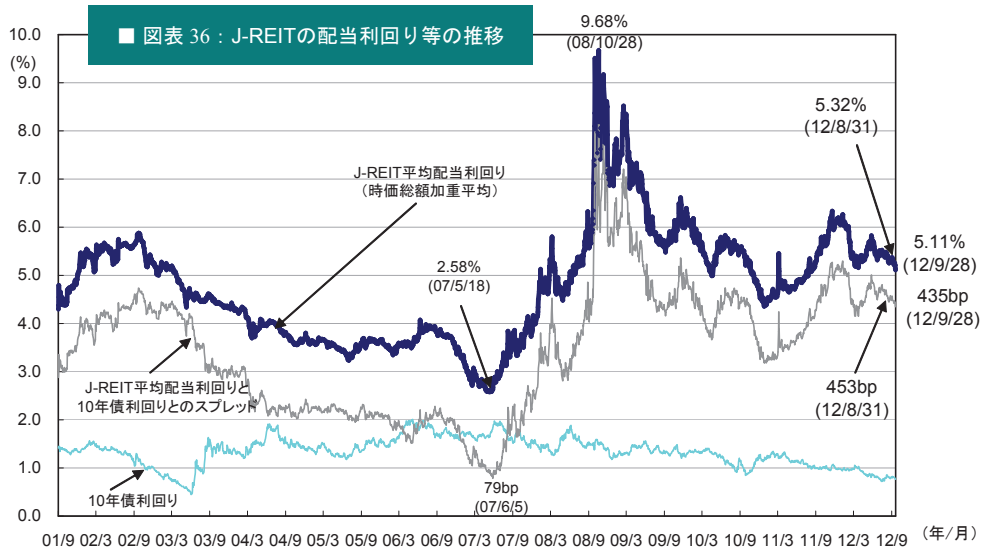
■ 図表 35 : 投資主別の売買動向 (売買差引き金額)



- 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FOFによる購入。
 (「通貨選択型」のFOF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

36. J-REIT市場の動向⑧ - 配当利回りの推移



- ・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
- ・2012年6月時点のJ-REITの平均配当利回りは約6%
- ・2008年10月のピーク時(約10%)に べれば低下したものの、依然として高水準

注: 1. J-REIT平均配当利回りは、各J-REITの配当利回りを時価総額で加重平均して算出。
 2. 各J-REITの配当利回りは、分配金の予想値(年換算値)で算出。
 出所: Bloomberg、各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

37. J-REIT市場の動向⑨ - J-REITの信用度

投資法人名	格付会社・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	A+		三菱地所、第一生命、三井物産
日本ロジスティクスファンド投資法人(JLF、8967)	AA	A1	A+		三井物産、中央三井信託、ケネディクス
日本ビルファンド投資法人(NBF、8951)	AA	A2	A+		三井不動産、住友生命
フロンティア不動産投資法人(FRI、8964)	AA-	A2	A+		三井不動産
日本プライムリアルティ投資法人(JPR、8955)	AA-	A3	A		東京建物、大成建設、安田不動産
野村不動産オフィスファンド投資法人(NOF、8959)	AA-	A3	A-		野村不動産HD
日本アコモデーションファンド投資法人(NAF、3226)	AA-	A3	A+		三井不動産
日本リートファンド投資法人(JRF、8953)	AA-	A3	A		三菱商事、UBS A.G.
東急リアル・エステート投資法人(TRI、8957)	AA-	A3	A		東京急行電鉄
野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF、3240)			A	AA	野村不動産HD
森トラスト総合リート投資法人(MTR、8961)				AA	森トラスト、バルコ、損保ジャパン
トップリート投資法人(TOP、8982)	AA-	Baa1			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+				阪急電鉄
ユナイテッド・アーバン投資法人(UUR、8980)	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)		Baa1		AA-	明治安田生命、近鉄、森ビル
森ビルズリート投資法人(MHR、3234)				AA-	森ビル
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
オリックス不動産投資法人(OJR、8954)	A+		A-	AA-	オリックス
福岡リート投資法人(FRC、8968)	A+		A-	AA-	福岡地所、九州電力
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
大和ハウス・レジデンシャル投資法人(DHI、8984)	A+			AA-	大和ハウス工業
産業ファンド投資法人(IF、3249)				AA-	三菱商事、UBS A.G.
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
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)				A	ケネディクスAM、伊藤忠商事
ジャパン・ホテル・リート投資法人(JHR、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

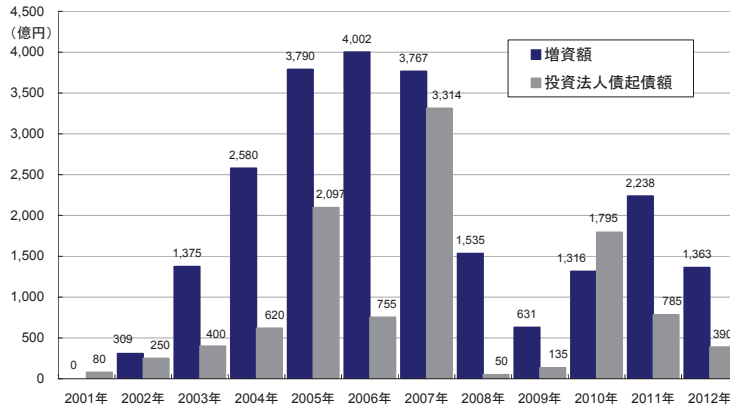
■ 図表 37 : J-REITの格付状況

- ・信用度の高いJ-REIT(≒高格付けのJ-REIT)は、新規調達(銀行借入等)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: 2012年10月5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、一部に長期債格付を含む。
 出所: 各J-REITの公表資料により、みずほ証券が作成

38. J-REIT市場の動向 ⑩ - J-REITの資金調達状況

■ 図表 38 : J-REITのファイナンス状況



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. 2012年のデータは2012年7月末現在。
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 ← 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
 ・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
 …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

39. J-REIT市場の動向 ⑪ - J-REITの公募増資

■ 図表 39 : J-REITの公募増資 (2011年1月~2012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
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	ジャパンエクセレント投資法人(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	日本アク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	ユニテッド・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			
2011/7/6	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	日本リートファンド投資法人(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			
2011/9/15	大和ハウス・レジデンシャル投資法人(DHI)	公募増資分	38,000	2011/10/4	2011/10/5	435,337	421,049	16,000	628,176	2011/2/28	▲30.7
		第三者割当分	3,800	2011/11/1	2011/11/2	435,337	421,049	1,600			
2011/10/26	プレミア投資法人(PIC)	公募増資分	53,000	2011/11/14	2011/11/15	250,066	241,816	12,816	524,464	2011/4/30	▲52.3
		第三者割当分	3,599	2011/12/12	2011/12/13	250,066	241,816	870			
2011/11/14	野村不動産レジデンシャル投資法人(NRF)	公募増資分	23,629	2011/12/1	2011/12/2	292,193	281,951	6,662	503,963	2011/5/31	▲42.0
		第三者割当分	1,772	2011/12/20	2011/12/21	292,193	281,951	500			
2012/1/10	日本ビルファンド投資法人(NBF)	公募増資分	30,000	2012/1/25	2012/1/26	624,975	605,745	18,172	732,709	2011/6/30	▲14.7
		第三者割当分	4,500	2012/2/21	2012/2/22	624,975	605,745	2,726			
2012/1/12	アドバンス・レジデンシャル投資法人(ADR)	公募増資分	110,000	2012/2/1	2012/2/2	133,770	129,379	14,232	161,048	2011/7/31	▲16.9
		第三者割当分	10,000	2012/2/29	2012/3/1	133,770	129,379	1,294			
2012/2/13	ジャパンリアルエステイト投資法人(JRE)	公募増資分	64,400	2012/2/28	2012/2/29	672,750	652,050	35,472	680,029	2011/9/30	▲1.1
		第三者割当分	5,440	2012/3/27	2012/3/28	672,750	652,050	3,547			
2012/2/15	産業ファンド投資法人(IIF)	公募増資分	44,762	2012/3/5	2012/3/6	432,135	417,879	18,705	463,517	2011/12/31	▲6.8
		第三者割当分	2,238	2012/3/26	2012/3/27	432,135	417,879	935			
2012/6/25	フロンティア不動産投資法人(FRI)	公募増資分	31,000	2012/7/10	2012/7/11	631,800	611,064	18,943	579,731	2011/12/31	9.0
		第三者割当分	2,500	2012/8/7	2012/8/8	631,800	611,064	1,528			
2012/7/9	日本プライムリアルティ投資法人(JPR)	公募増資分	101,420	2012/7/30	2012/7/31	194,610	188,222	19,089	245,387	2011/12/31	▲20.7
		第三者割当分	8,580	2012/8/28	2012/8/29	194,610	188,222	1,615			
2012/8/28	ジャパン・ホテルリート投資法人(JHR)	公募増資分	240,000	2012/9/12	2012/9/13	20,990	20,232	4,856	33,941	2012/3/31	▲38.2
		第三者割当分	12,000	2012/10/10	2012/10/11	20,990	20,232	243			
2012/9/6	積水ハウス-SI投資法人(SI)	公募増資分	20,460	2012/10/1	2012/10/2	340,957	328,717	6,726	449,183	2012/3/31	▲24.1
		第三者割当分	1,540	2012/10/26	2012/10/27	340,957	328,717	506			
2012/9/11	日本リートファンド投資法人(JRF)	公募増資分	194,500	2012/10/1	2012/10/2	128,310	124,230	24,163	156,883	2012/2/29	▲18.2
		第三者割当分	4,500	2012/10/31	2012/11/1	128,310	124,230	559			

・J-REIT市場の環境が厳しい中で、公募増資に踏み切るJ-REITが増加。
 ・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

40. J-REIT市場の動向⑫－投資法人債の起債状況

■ 図表 40：投資法人債の起債一覧(2011年1月～2012年9月)

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			発行額	年限	クーポンレート	スワップスプレッド	払込日	償還日
					R&I	JCR	S&P	MDYS (億円)	(年)	(%)	レド(bp)		
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	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-			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			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-			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-			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			15	2	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+	100	5	0.64	14	2011/9/15	2016/9/15
2011/10/18	8955	日本プライムリアルティ	公募	13	AA-		A	70	5	0.95	42	2011/10/25	2016/10/25
2011/10/18	8955	日本プライムリアルティ	公募	14	AA-		A	20	7	1.34	62	2011/10/25	2018/10/25
2011/10/21	8987	ジャパンエクセレント	公募	3	AA-			50	5	1.01	48	2011/11/4	2016/11/4
2011/10/21	8987	ジャパンエクセレント	公募	4	AA-			20	7	1.40	68	2011/11/4	2018/11/4
2011/10/28	8977	阪急リート	公募	1	A+			60	5	1.27	73	2011/11/11	2016/11/11
2011/12/2	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	5	AA-			70	3	1.00	54	2011/12/16	2014/12/16
2011/12/2	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	6	AA-			30	5	1.12	55	2011/12/9	2016/12/9
2012/2/8	3240	野村不動産レジデンシャル	公募	2	AA	A	A	50	5	1.03	50	2012/2/24	2017/2/24
2012/2/10	8961	森トラスト総合リート	公募	2	AA			50	3	0.76	33	2012/2/28	2015/2/28
2012/3/2	8984	大和ハウス・レジデンシャル	公募	1	AA-			30	5	1.12	60	2012/3/9	2017/3/9
2012/3/2	8972	ケネディクス不動産	公募	4	A			15	5.5	2.00	144	2012/3/8	2017/9/8
2012/4/13	3269	アドバンス・レジデンス	公募	15	AA-			40	3	0.86	45	2012/4/26	2015/4/26
2012/4/13	3269	アドバンス・レジデンス	公募	16	AA-			40	5	1.08	58	2012/4/26	2017/4/26
2012/6/28	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	7	AA-			65	5	0.95	50	2012/7/5	2017/7/5
2012/7/20	8960	ユナイテッド・アーバン	公募	8	AA-			100	4	0.80	43	2012/8/6	2016/8/5
2012/9/5	3269	アドバンス・レジデンス	公募	17	AA-			80	5	0.87	45	2012/9/12	2017/9/12
2012/9/5	3269	アドバンス・レジデンス	公募	18	AA-			40	7	1.23	67	2012/9/12	2019/9/12

- ・ 2011年の投資法人債の起債は、やや低調
- ・ 投資家ニーズの把握が重要課題
- … 一部の起債に、スプレッドが大きくタイトニングした事例が見られる

出所：各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

41. J-REIT市場の動向⑬－J-REIT市場の活性化支援策

■ 図表 41：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

- 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)
- 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
- 「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
- 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
- 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)信託銀行を受托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
- 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(2011年8月4日に1,100億円程度に、2012年4月27日に1,200億円程度に拡大)

42. J-REIT市場の動向⑭－ J-REIT市場の再編

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、 一部見込み)
2010年2月10日	東京グロースリート → インヴァンシブル(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) 日本レジデンシャル(NRI)	IBADR:NRI= 3:2	43,281
2010年3月1日	日本リートリアルファンド(JRF、8953)	ラザール ジャパン	1:0.295	7,202
2010年4月1日	ビ・ライフ(BLI、8984) → 大和ハウス・レジデンシャル(DHL、2011年12月1日に商号変更)	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)	日本コマースナル	6:1	12,241
2011年11月1日	FCレジデンシャル(FCR) → いちご不動産(商号変更、ICG、8975)	いちご不動産	7:3	16,567
2012年4月1日	日本ホテルファンド(NHF、8985) → ジャパン・ホテル・リート(商号変更)	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート(JHR、8981)	12:11	24,000

② スポンサーの交替事例

交替時期 (資産運用会社の 株式譲渡時期)	投資法人名	旧スポンサー	新スポンサー
2009年7月	大和証券オフィス(DOI、8976) *旧DA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	インヴァンシブル (INV、8963)	The LCP Group	→ Calliope合同会社 (Fortress Investment Group LLC の関係会社)

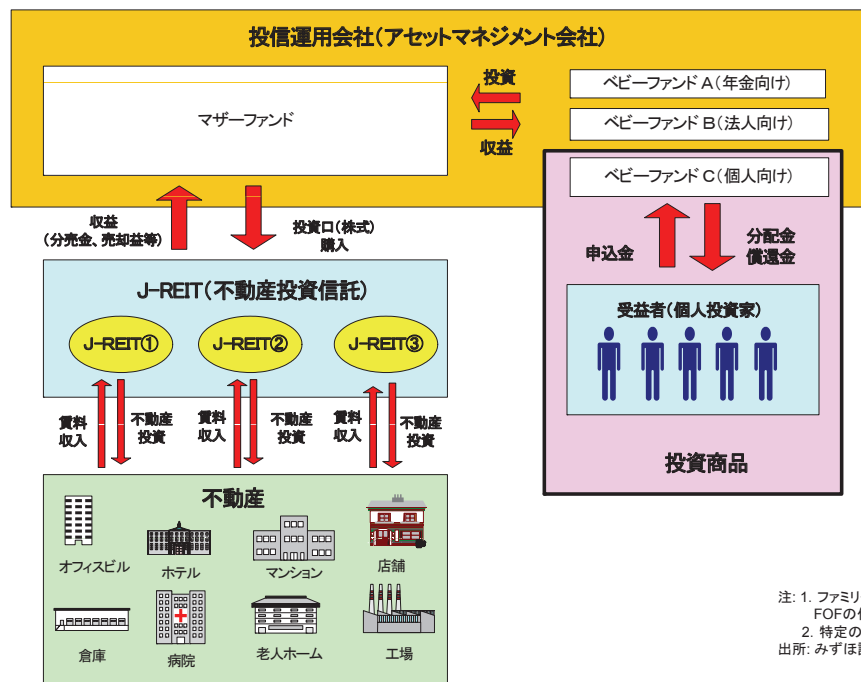
■ 図表 42 : J-REIT 市場再編の動き

・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、分配金に上乗せする形で、「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: 2012年10月5日時点。
出所: みずほ証券が作成

43. J-REIT市場の発展①－ FOFによる運用(1)



■ 図表 43 : J-REIT を運用対象とする FOFの仕組み

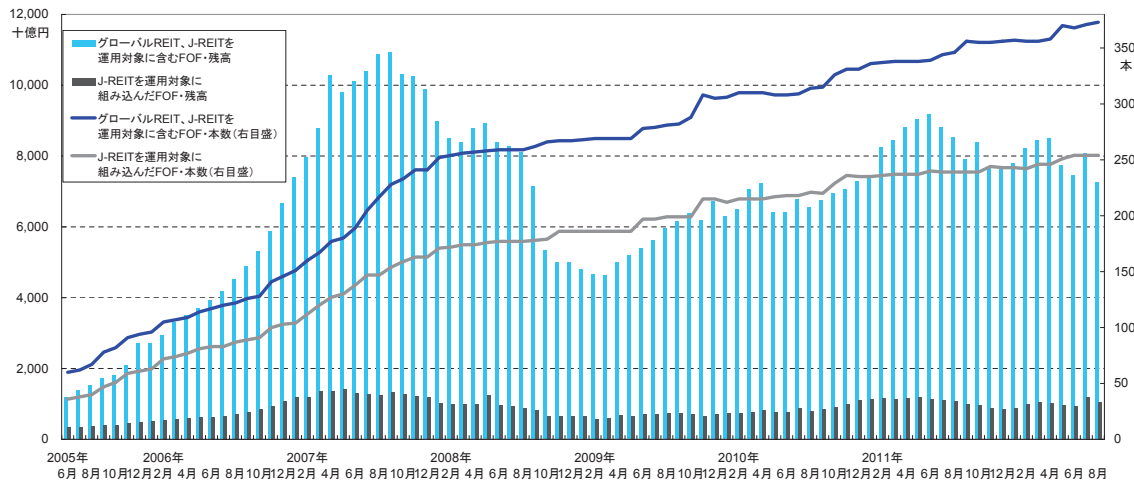
・J-REITを運用対象に組み込んだ FOF(ファンド・オブ・ファンズ)が、2003年7月に解禁

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

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

44 . J-REIT市場の発展 ② - FOFによる運用(2)

■ 図表 44 : REITを運用対象とするFOFの状況



- ・2012年1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
- ・2011年8月頃から、FOFの解約が増加 → 解約対応の換金売りが増加。J-REITの価格低下の大きな要因に
- ・2012年2月からは、東証REIT指数の上昇に伴い、FOFによるJ-REIT購入も回復している模様

注: ETFを含む
出所: みずほ証券が作成

【アナリスト確認事項】

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

【留意事項】

本資料は、みずほ証券/Mizuho International plcにより、両社およびその関連会社の顧客を対象に情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、英国金融サービス庁(Financial Services Authority)規則により規定されている個人投資家や、米国および日本の証券規制法規により配布を制限されている投資家を対象にしたものではありません。また、本資料は特定の有価証券の取引の勧誘、または特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。

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

みずほ証券、Mizuho International plcおよびその関連会社等は、本資料に記載された発行者の発行する有価証券およびその派生商品について、本資料読者の売買の相手方となり、本資料において推奨された内容と異なる売買、ポジションの保有、マーケットメイク、自己あるいは委託売買を行う場合があります。また、本資料記載の有価証券等の発行者に対して金融・顧問サービスを提供する場合もあります。

本資料に記載された有価証券等および同取引にはリスクが伴います。投資家は、かかるリスクや投資判断、個別の事情に応じた投資適合性について、顧問の金融、法務、会計、税務アドバイザーにご相談の上、お取り扱いくださる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み際には、MSUSAを通じて取引を申し込みする必要があります。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。MSUSAはそれらの取引の成立を保証するものではなく、また決済に関与するものでもありません。

日本: 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社(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1.2075% (税込) [2,625円(税込)]に満たない場合は2,625円(税込)の手数料が必要となります。

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