

講演録

第 173 回定期講演会 講演録

日時:平成 25 年 10 月 9 日 (水)

会場: 日本消防会館

「不動産市場の最新動向と有望分野 －拡大する不動産投資とビジネスチャンス－」

みずほ証券株式会社 チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志

石澤です。よろしくお願いいたします。

毎年 10 月にお邪魔をいたしまして、色々と不動産市況についてお話しさせて頂いているわけですが、3 年程前までですと「今は厳しいですが来年はきっと良くなる」、昨年あたりまでは「今はそこそこだが、来年は更に良くなるであろう」という話をさせて頂きました。現在不動産の市況は良い状態が続いているわけですが、今回は、この良いというのが実際のところどれくらいなのかということと、今後どうなるかという話をさせて頂ければと思います。講演資料の演題には、「有望分野」、「ビジネスチャンス」といった言葉があるわけですが、この良い市況というものをどのように生かしていくかという点に関しても、皆様方のいづれかでもお役に立つところがあればと思います。

不動産業の全体動向

図表 1 は、土地総合研究所が 3 ヶ月毎に調査をしています「不動産業の業況指数」の動向です。不動産の事業者の方々の景況感です。今の経営の環境が良いかどうかというものを指数で示したのですが、今年の 1 月の時点では、まだあまり良いというデータにはならなかったわけですが、4 月に、この景況感は大幅に改善いたしました。最新の調査の 7 月は、4 月に随分伸びたということもございまして、多少足踏み状態というところですが、全体とすれば、不動産業の景況感は、改善傾向が続いていると言ってよろしいのではないかと思います。

住宅・宅地分譲業、不動産流通業（住宅地）、ビル賃貸業、不動産流通業（商業地）の 4 つの業種についてですが、住宅・宅地分譲業は主に新築住

宅の分野、不動産流通業（住宅地）は中古住宅の分野とお考え下さい。この 1 月から 4 月にかけて、この住宅の 2 分野が特に伸びたわけですが。住宅・宅地分譲業に関して、1 月の時点では、この景況感の指数が 0 ポイントだったのですが、4 月に 22.4 ポイントまで伸びました。不動産流通業（住宅地）、つまり中古住宅の分野に関しては、1 月の時点はマイナス 5.3 ポイントと、指数はまだマイナスであったわけですが、4 月には 16.4 ポイントと大幅に伸びました。これは、この 1 月から 4 月にかけて、特に住宅の分野に関して、住宅ローン減税の拡充、給付措置という話がございました。また、これから多少時期はずれますが、消費税前の駆け込み需要も、今後あるであろうという期待もございます。こういった好材料が重なりまして、1 月から 4 月にかけて景況感が上がったというわけですが、7 月は多少足踏み状態ではございますが、全体とすれば、非常に高い水準が続いていると思います。

ビル賃貸業は、住宅に比べますと回復が遅れておりましたが、1 月の段階ではマイナス 5.3 ポイントでありましたものが、4 月の段階では 16.4 ポイントに上がりましたので、随分と改善したと言えるのではないかと思います。ただし、後ほど申し上げますが、足もとでは賃料はまだ下落が続いておりますので、全て良いというわけではございません。しかし、全体とすれば、このビルの市況につきましても、良い方向に進んでいるのではないかと考えております。

不動産流通業の（商業地）は、不動産投資の分野と縁が深いデータだろうと思うのですが、こちらからは非常に高い水準が続いておりまして、1 月の段

階で27.8ポイント、4月の段階で33.3ポイントですので、不動産投資にとって今は非常に良い時期だと考えられているわけです。不動産の価格が今は底値圏にあると考えられますので、不動産投資をこの時期に行いますと、かなり高い利回りを期待することが出来ますので、不動産投資に関しては、今は非常に投資意欲が盛り上がっているという状況ではないかと思えます。

不動産価格の動向—地点上昇地点数等の推移

足もとの不動産市場の状況を最もよく示しておりますのが地価のデータだと思うのですが、図表2は、9月下旬に、公表されました今年の基準地価でございます。前年に比べて、地価が上昇したところ、横ばいだったところ、下落したところ、の構成比を示したものです。円グラフが並んでいますが、一番下の東京圏商業地の欄でご説明させて頂きたいと思えます。まず、古いデータになりますが、一番左端の2008年はいわゆるミニバブルの時期に当たります。大都市圏で不動産投資が加熱しまして、地価が随分と上昇した時期です。これを反映いたしまして、2008年は東京圏の商業地は全体の83.0%で地価が上昇したわけですが、この年の秋口にリーマンショックがございまして、その後は全く市況が変わってしまったわけです。2009年は100%の地点で地価が下落という状況ですので、2008年の暮れから2009年にかけては、市況の方は大幅に変動したということになるわけですが、2011年、2012年、2013年と上昇地点が増えてきました。2013年に関しては、地価上昇地点が、東京圏の商業地に関しては、半数以上を占めるようになりまして、54.2%となりました。全体の地価動向に関しても、東京圏と名古屋圏、それから三大都市圏の平均は、商業地と全用途平均が上昇に転じたので、今年は、この地価の動向という点では、地価が下落から上昇に転じた大きな節目ということになるのではないかと思えます。

不動産価格の動向—地価の上昇要因

図表3は、現在どういったところで地価が上昇しているかというものを示したものです。4つのグループに分かれるのではないかと考えております。今年上昇率が高かった地点のデータを並べてあるわけですが、表の左側に打ってあります①から④が地価の上昇地点の共通の項目ではないか

と考えられます。1つ目の特色は、再開発が進んでいる地点で地価が上昇、2つ目は、交通アクセスが向上したところで地価が上昇、3つ目は、観光・リゾートの需要によって地価が上昇、4つ目は、震災の被災地で上昇しているということです。

1番目の再開発の効果ということですが、2年程前までは、地価の上昇と言いますと、主に住宅の需要、特に、マンションの販売が好調でございまして、それが地価の回復を引っ張るという印象が強かったわけですが、足もとは、オフィスビルのマーケットの方が大分落ち着いてきたこと、大型再開発で竣工したものが非常に多いということもございまして、今年に関しては、むしろ商業地の伸び率の方が高かったというわけです。表の一番上が川崎市の武蔵小杉です。こちらは、地価上昇の常連ですが、2年程前までは主にマンション販売の好調によって地価が上がっていたと思えますが、足もとでは東京機械製作所の工場の跡地で、大型のショッピングセンターの開発が進んでおりますし、旧・新日本石油の社宅の跡地でコンベンション施設を含みます大規模開発が進んでおります。こういった大型の再開発絡みで、最近では地価が上がっているところが多いのではないかと思えます。

今年は、大阪の地価上昇が随分目立ったわけですが、全国の商業地の上昇率10位までの内6地点を大阪が占めました。大阪は三大都市圏の中では比較的の回復、上昇が遅れていた地域だと思いますが、今年は顕著な上昇が見られたわけです。特に上昇が目立ちましたのが、大阪の北区、グランフロントの周辺ということになるかと思えます。グランフロントは、今年4月にグランドオープンをして、オフィスビルの稼働率は、オープン時点で2割強と8割弱はまだ空いている状況、それ以降も足もとで目立って稼働率が上がっているというわけではございませんので、若干オフィスビルの方は不調なわけですが、商業施設の方が大変賑わっておりまして、これで大阪の駅前の人の流れも随分と変わったという評価です。こういった点が地価にとりましてはプラスの効果になって表れているのだらうと思えます。このオフィスビルに関しても、今のところかなり空室が目立つような状況ですが、大阪駅の周辺のビルですと、大分賃料は高めで成約している事例もございまして、この周辺ですと、坪当たり2万円台前半から中頃で成約しているという事例もござ

いますので、おそらくこのグランフロント本体のオフィスビルに関しても、今後1年間くらいの間には、稼働率は随分高まってくるのではないかと予想しております。

千葉県の木更津は、昨年もかなり顕著な上昇率でございました。昨年の基準地価で9.8%上昇し、今回の基準地価で11.6%上昇しておりますが、こちらはアウトレットパークがオープンした効果ということになっております。ただし、木更津では土地区画整理事業も進んでおりまして、周辺の自治体から木更津へ人が流れ込んで来ているという状況もございますので、必ずしもこのアウトレットパークの効果だけではないのだろうと思います。千葉県には、他にも酒々井等で大型のアウトレットパークの建設が進んでおりますが、こういった商業施設の開発によります地価の上昇というものも、最近では、かなり目立つような状況です。

東京の南青山ですが、こちらは昨年の4月に東急プラザ表参道原宿という施設がオープンいたしました。こちらはREITの主力物件です。東急不動産系のアクティビア・プロパティーズ投資法人が、この東急プラザ表参道原宿を主力の物件にしておりますが、この開発の効果で地価が上がったと見られております。REIT投資等が地価を引き上げた一つの事例と言えるのではないかと思います。

葛飾区の金町、中野区ですが、こちらは、大学の誘致の効果が大きいのではないかと見られております。金町には東京理科大学のキャンパスが今年の4月にオープンいたしました。中野には、3つの大学が進出しております。一つは来年の春に開学予定ということです。今年の1月の公示地価ですと、北千住の地価が随分上がっているわけですが、東京電機大学等大学の集積が進んだという効果が大きいと言われております。こういった大学誘致の効果は出るまでに時間がかかる場合が多いわけですが、今年は、それが実を結んだ例が非常に多く、金町、中野、北千住等で地価の上昇という効果を伴って表れたというわけです。この中にはお示ししておりませんが、名古屋駅の太閤口に愛知大学の新キャンパスがオープンいたしまして、こちらでも地価が上昇しております。大学の誘致等も最近では随分と都市開発の中では重要なファクターになってきているということが言えるのではないかと思います。

台東区の浅草。これは仲見世の近くですが、こ

ちらは観光客が大分増えまして、東京スカイツリーの波及効果ではないと言われております。東京スカイツリーにいられている方が浅草まで足を伸ばしまして、浅草寺の周辺が随分とお客さんが増えたというわけですが、特に昨年の後半以降は円安の方向に振れておりますので、外国人のお客様が随分増えたようです。私も時々、この浅草の近辺に伺いますけども、やはり外国人のお客様、アジア系の方も随分増えていると聞いております。そういった点で、円安の効果も最近では地価の方に影響しているのではないかと思います。今後、オリンピックの誘致の効果もございまして、こういった観光関係、あるいはホテル関係の需要は相当高まってくるのではないかと考えられます。

地方都市では札幌でかなり顕著な地価上昇がございました。札幌の中央区で3.7%上昇している地点がございまして、こちらは、昨年の春に札幌北ビルというビルがオープンいたしました。オープン当初は80%程の稼働率であったわけですが、昨年の秋口までに満室になっております。今年、札幌大通り西4ビルというビルがオープンいたしましたが、こちらは、オープン時の稼働率が大体50%くらいで、まだかなり空いてしまっているわけです。「白い恋人」で有名な石屋製菓さんが事業主体になっているビルです。このビル自体は若干空いてしまっておりますが、札幌の街自体のオフィスビルの市況は、今のところ大分好調だという状況です。ただし、来年に三井不動産等の大型の再開発により大型ビルがオープンいたしますので、来年はもしかしたら、若干空室が増える可能性もございまして、今の段階では、札幌のオフィスビルのマーケットは大分改善傾向がはっきりしており、それが、地価に表れたのだろうと思います。

広島ですが、「二葉の里」という再開発地域があり、こちらで国有地の入札がございました。これが相当高値で落札されまして、そういった最近の動向等も地価に一部影響したようです。こちらの落札者の1社にIKEAが入っておりまして、この中国地方では初めての大规模店舗をオープンするという話ですが、その他にも広島市の街の中心部では、家電量販店の進出が非常に盛んです。こういった開発の動向等も広島の地価にプラスになっているのではないかと思います。

沖縄の那覇の中心部で5.4%地価が上がっているわけですが、これは今年1月の市役所本庁舎の移

転、盛んなオフィスビルの開発によるものです。昨年の12月ですが、沖縄タイムスのビルが竣工いたしましたして、こういった再開発の効果もございまして、地価が上がっているというわけです。

このような再開発の効果が表れたのが、地価の上昇の一番目のグループということになるかと思えます。

2つ目のグループが、交通アクセスの向上です。例えば、北陸新幹線が開通予定の金沢等で地価が上がっております。沖縄県の石垣では、今年、新空港がオープンいたしましたして、新空港の効果で地価が上がっているという話です。

今、非常に注目をされておりますのが市川市ですが、海沿いの地域で物流倉庫の建設が非常に盛んです。シンガポール政府系のGLPと三井不動産が共同で大型の倉庫の建設をしていますが、こちらの4割を楽天さんが借りるということで既に賃貸借契約が締結されています。楽天さんがこちらを即日配達の出発点にされるというご方針ですので、言うなれば、対Amazonの出発点ということになります。同じ市川の塩浜には、Amazonの物流センターもございまして、この市川の塩浜の周辺が今のイー・コマースといえますか、通信販売の激戦地ということになるわけですが、こういった倉庫需要の盛り上がり等もございまして、市川の地価が顕著に上がっているというわけです。倉庫・物流センターの分野と言いますのは、これから先、最も伸びる分野ではないかと考えられておりますので、その一番象徴的な事例が、この市川の辺りということになっていくのではないかと思います。

3つ目のグループですが、先ほど少し申し上げましたが、観光あるいはリゾート事業等が盛り上がっているところです。例えば、北海道の倶知安。こちらは元々スキー場の開発で、以前はオーストラリア資本でしたが今は香港資本になっておりますので、アジア系のお客さんも増えています。一時期、円高方向に振れたときには、外国人のお客さんは減ってしましまして、この倶知安の地価も低下したわけですが、今年は、5年ぶりに、こちらの比羅夫地区等で地価が上昇したというわけです。

最近話題の伊勢神宮の祭礼ですが、こちらも過去最大の参拝客1,300万人が今年訪れたということですが、最終的には1500万人を越えるのではないかと思います。この影響で、地価も随分上がっているという話です。

東京の小笠原。こちらは2011年の6月に、ユネスコの世界自然遺産に登録されましたが、それ以降、チャーター船での観光客が増えたということもございまして、こちらの地価が、ここ数年間連続で上がっているというところですよ。

長野県の軽井沢ですが、こちら、昨年、今年と地価が上昇しておりますが、別荘の建設が非常に盛んです。ただし単なる別荘ではなく、首都圏における震災時の計画停電等の経験から、安全な避難場所としての需要も増えていると聞いております。長野県にはリゾート地が沢山ございまして、今、地価が上がっておりますのは軽井沢だけでございまして、その他のところなどでは、まだ地価の下落しているところが多いわけですよ。白馬や安曇野と比べますと、軽井沢が東京圏との交通アクセスが非常に良いという点がポイントになっておりまして、東京圏からの避難場所ということで軽井沢が重宝されているというわけですよ。ご案内の方も多いかと思えますが、今、軽井沢で特大の別荘の建設が進んでおりまして、敷地面積が22,000㎡ということですが、ビル・ゲイツさんの別荘だという噂話がございまして、最近では、ソフトバンクの孫さんの別荘ではないかという意見も出ています。どちらが正しいのか分かりませんが、孫さんが先週、銀座のティファニーのビルを買われたということもございまして、この点も随分話題になってはおるようですが、いずれにいたしましても、軽井沢に対する別荘需要が強いということを示すエピソードだろうと思えます。

地価の上昇のパターンの4番目ですが、震災の復興が著しいところということになります。仙台などは昨年横ばい、今年は上昇しております。宮城野区で9.5%の上昇となっておりますが、仙台の地価の上昇は必ずしも震災復興の需要だけではございせん。今、地下鉄東西線が建設中ですが、こういったインフラの強化も、地価の上昇にかなり大きな要因になっているのではないかと考えられます。

福島県のいわき市ですが、こちらは原発の被災者の方々の移転が集中しておりまして、その関係で不動産の需要が高まっているという話です。良い点ばかりではなく、問題点も色々あるらしいのですが、いずれにいたしましても、地価にはプラスの効果に及んでいるということですよ。

今申し上げたようなところで地価が顕著に上が

っているわけですが、一方で、地方圏の場合ですと、まだ9割弱のところでは地価の下落が続いております。それを図表5に示しております。

不動産価格の動向—地価下落の状況と要因

図表5の地価下落が大きいところに関しても、大体3つくらいのグループに分かれるのではないかと考えております。1つ目は人口減少、高齢化が進行した地域です。2つ目が、郊外等に店舗が出来まして、中心市街地の空洞化が進んでしまっているところ。3つ目が、特に震災以降ですが、天災リスクが大きいと考えられますところ、特に南海トラフ地震が発生しました際に津波被害等が懸念されることに関しては、地価が大きく低下しているところが多いというわけです。

不動産価格の動向—地価動向と人口動態の相関関係

図表6は昨年もお付けした資料ですが、最近の不動産価格はいわゆる収益還元という考え方が徹底されております。その土地を利用しましたならば、どれくらいの現金収入を得ることが出来るか、その収入を期待利回りで割り戻しをしましたものが、地価という考え方が徹底をしているわけです。ですから、土地の収益性がダイレクトに地価に反映されるという状態なわけです。土地の収益性と言いますと、色々な要素がございますが、最終的には、その土地を利用する方の頭数、人口で決まってくる場所が大きいのではないかと思います。ですから、最近の地価動向は、概ね人口動態で説明が出来るという状況です。お手元のグラフですが、グラフの横軸に人口の変動率を、縦軸方向に地価の変動率を取ると、大まかな傾向性を右上がりの直線で示すことが出来るという状況です。4つの年についてグラフ化したデータがありますが、左上は2010年のデータです。2010年の傾向線は、右上がり直線の傾向線が得られるわけですが、東京圏、大阪圏、名古屋圏の三大都市圏に関しては、それより大きく下落をしているという状況です。冒頭に少し申し上げましたが、2007年、2008年と三大都市圏を中心といたしまして、いわゆるミニバブルがございました。不動産投資が加熱をいたしまして、地価が過度に上昇したわけですが、2009年と2010年はこのミニバブルの調整の時期に当たります。地価が過度に上昇した部分が落ちたとい

うわけです。2010年は日本全国で地価が下落をしたわけですが、極端な表現をいたしますと、三大都市圏とそれ以外とでは地価の下落の要因が違っていたと考えられます。三大都市圏は、ミニバブルの調整によって、言葉を変えますと、不動産投資の減少によって地価が下落をしたわけです。これ以外の地方圏に関して言えば、右上がり直線の傾向線が引けるわけですから、人口が減少して、地域の活力が低下したということが、地価下落の要因ということになります。左下が2011年のグラフですが、この時は三大都市圏も含めまして、大体のところは右上がりの傾向線の上に点が並ぶようになりました。私どもは、これを基にミニバブルの調整は2011年で終了したと考えております。右上のグラフが2012年のデータです。これは公示地価のデータですが、説明しやすいので公示地価をここで使っているわけです。2012年の公示地価では、浦安の地価の下落が非常に大きかったということもございまして、2012年はやはり東京圏が多少、他のところに比べますと地価の下落が大きいような状態になっております。2013年の公示地価ですと、また東京圏の下落がやや大きいわけですが、昨年1年間がオフィスビルのマーケットがかなり不調でございまして、それがどうも地価の方に影響したようです。ただし、最近では、オフィスビルのマーケットも随分改善しておりますので、そういった点では今後はこの傾向線の上に点が並ぶような状態になっていくのではないかと考えられます。この様な形で最近の地価動向は概ね人口動態で説明が出来るというところですが、今、日本全国の人口を拝見いたしますと、人口が増加しているところは、東京と名古屋だけという状況ですので、今後、人口の増加によりまして、地価が支えられるところも、かなり少なくなってくるのではないかと思います。ただし、最近の大阪圏では、京都、神戸等の需要が大阪へ流れ込んでいるというところもございまして、地方の経済圏の中心部分に関しては、今後も地価は堅調に推移するところも多いのではないかと考えております。いずれにいたしましても、最近では、こういった実物の不動産のマーケットの状況が、地価に比較的ダイレクトに反映をされる状態ではないかと考えております。

オフィスビル市場の動向—オフィスビル供給の動向

次に、実物の不動産マーケットについて申し上げたいと思います。図表8は、東京23区のビル供給の動向を示しております。2012年は、ビル供給が非常に多い年でございました。過去30年間で3番目に多かったということになるわけですが、2003年、1994年にも大量供給がありましたので、ビル供給は大体9年サイクルということになるかと思えます。景気が良いときにビルの建築計画が作られまして、出来上がったところにはすっかり景気は悪くなってしまっているというパターンが多々ございますので、この9年サイクルといえるのではないかと考えられます。昨年のビル供給が多かったということもございまして、今年の大規模ビルの供給は、昨年の1/3くらいに留まり、来年も昨年の1/2くらいという非常に少ない見通しでございます。最近一部報道等で、2016年の供給は相当に多いという報道がありましたが、一定の規模の大規模ビルに関しては、2016年はそれ程多い年ではございません。ただし、2017年、2018年以降は、今後色々と再開発が具体化してくる事例が増えて参りますので、お手元のグラフのデータを上回り、供給が増えてくる可能性があると思えます。次も9年サイクルになるかどうか分かりませんが、おそらく、現状では2018年頃は、相当供給は増えてきそうな状況です。ただし、足もとの今年、来年の供給は少ないですので、ビル市況に関しても、需給ギャップは改善して、全般的に空室率は低下してくるのではないかと考えられます。

オフィスビル市場の動向—東京都心部の空室率

図表9は、都心5区のオフィスビルの空室率のデータです。2010年と2012年の前半のビル市況は非常に悪かったわけです。線が上の方に跳ね上がっているのが、新築ビルの空室率ですが、昨年のは、新築ビルは大体4割ほどが空いていたという状況です。昨年は、ビル供給が多かっただけではなく、その供給のほとんどが年の前半に集中いたしました。ただし、年の後半の6月以降になると供給は減って参りまして、新築ビルの空室率も顕著に低下してきたという状況です。東京駅前には昨年5月末に竣工したJPタワーというビルがございまして、このJPタワーが、昨年の大量供給の

大体最後の物件に当たるわけです。このJPタワー以降に関しては、ビル供給は少なくなって参りましたので、新築ビルの空室率は大幅低下をしてきたというわけです。足もとの8月までのデータをご覧頂きますと、新築ビルの空室率は7月から8月にかけて若干上昇しておりますが、森ビルさんのアークヒルズサウスタワーが、当初40%程の稼働率でオープンしたということが影響しております。ただし、こちらは、賃貸条件が割りと高めに設定されているということもございまして、安売りはしたくないということだろうと思えます。そういったこともございまして、若干新築ビル空室率が高まっておりますが、むしろこれは、ビルオーナーさんのビルのステイタスを重視したテナント誘致の方針によるものですので、空室率が上がったといっても、必ずしも市況が悪化したわけではないと考えております。

オフィスビル市場の動向—新築ビルの入居状況

図表12には、昨年の春以降に完成しましたオフィスビルに関して、現在の空室率と大まかな賃料水準を示しております。一部推計が入っておりますし、全て最新のデータというわけではございませんので、現状はやや違っているところもあるかと思えますが、大まかな傾向とすれば、当たっているところが多いのではないかと考えられます。昨年のは、ビル供給が多かったわけですので、お手元のデータのビルは、昨年の前半に関しては、空室率が相当に高い例があったわけですが、昨年の後半からビル供給が少なくなり稼働率が上がっている例がかなり多くなって参ります。今年に関しては、ビル供給が全般的に少ないということもございまして、オープンの当初から非常に高い稼働率を確保している例も多いようです。2月に完成しました歌舞伎座タワーと、先ほど申し上げましたアークヒルズサウスタワー等が、若干空室が目立つような状況ですが、いずれも賃貸料を高めに設定しておりますので、テナント募集が多少遅れて参りますが、ただし、全体とすればビルの市況は回復傾向であることは間違いのないと思えます。

一部ですが、かなり賃料が高めに成約している例もあるようです。今年の3月に、東京スクエアガーデンというビルがオープンしています。東京建物さんによる京橋の再開発ですが、こちらは坪

当たり 35,000 円から 40,000 円を超す賃料と聞いております。京橋と言いますと、これまでの成約賃料は 20,000 円台のところが多かったと思います。当該の物件は、京橋と言いましても、東京駅に非常に近いところですが、ただし、やはり京橋エリアでは 30,000 円を超す、あるいは 40000 円台と言いますのは、相場に比べますと、相当高めの賃料ではないかと考えております。一方で、既存のビルではございますが、一部にかなり賃料が低下している例もございます。最近では、大手町、丸の内でありましても、坪当たり 20,000 円台で成約をしているという例もございます。これはオーナーさんの方の戦略といたしまして、優良なテナントさんを誘致するために、戦略的に賃料を下げたという例もございます。これが一部のビルでは賃料の低下に繋がっているわけです。しかし、これも大家さんの戦略次第でございまして、全体の市況とすれば改善傾向だろうと考えております。

次に製本版の資料「Real Estate Market Report (不動産市場の動向)」の 43 頁をご覧ください。

43 頁目の表は、8 月の時点の REIT の決算データから現在のオフィスビルの賃料と大まかな利回り水準を推計したものです。一番右側のデータが、前期の決算による賃料水準と利回りです。右から 3 番目の列が、最新の決算による平均賃料ですが、一部にかなり高めの賃料が維持されている例もございます。例えば、このデータの一番上が丸の内にございます三菱 UFJ 信託銀行の本店ビルですが、こちらは坪当たり 45,000 円程ですから、今の市況から考えますと、相当に高い賃料だろうと思えます。それ以降のものに関しても、一部 30,000 円台の後半ですとか、多少高めのものもあるわけですが、一部のビルオーナーさんに聞いてみますと、特に最近、六本木、赤坂あたりでは、昨年の段階では、募集賃料 30,000 円台の中頃から後半くらいであったのが、今年に入りましてから急激に賃料が上昇いたしまして、40,000 円台の前半で募集して 40,000 円前後で成約をするという例も増えてきているようです。お手元は REIT のデータですので、多少古い募集条件などもあるわけですが、ここ 6 ヶ月間くらいで大分賃料が上昇した例が多いというわけです。あくまでも、今の段階では募集賃料のベースでございまして、成約はまだ下がっている例が多いらしいのですが、この募集賃料の方から申し上げますと、大家さんは最近貸し急ぎをし

なくなってきたという傾向が見られます。今年はビル供給が少ないということもございまして、既存のテナントが他のビルに流れる可能性が少なくなっておりますので、大家さんも性急にテナントを埋めようというよりも、ある程度高めの賃料で借りてくれるテナントをじっくり探そうという待ちの姿勢に転じているところが多いようです。

一方、REIT の物件は、分配金、配当が減ることを懸念しますので、出来る限り空室の期間を減らそうという意識が強くあります。そこで REIT の場合ですと、多少賃料が安くても貸し急ぎをするということが多くございます。現状では、一般のビルのオーナーさんの場合、出来る限り高く借りてくれるテナントを見つけるために待ちの姿勢も見られるわけですが、逆に REIT の方では、多少貸し急ぎをするということもございまして、一般ビルの新規のテナントに関しては、賃料が上昇しておりますが、REIT に関しては、まだ新規のテナントの賃料が下がっているという例もございます。

オフィスビル市場の動向－オフィス賃料の推移

図表 10 は、三鬼商事さんが毎月公表されているビルの市況のデータですが、新築ビルの募集賃料は、昨年の春から上昇しております。昨年の春以降、かなりグレードの高い物件が増えたということと、昨年は東京都心部の丸の内、大手町あたりの開発物件が多かったということが影響しているわけですが、それと同時に、今申し上げました通り、ビルオーナーさんが貸し急ぎをしなくなったということも、影響しているのだらうと思えます。

製本版の資料の表題といたしまして、「平均賃料が 4 年半ぶりに上昇に転じた」と記載してございますが、CBRE さんのデータですと、今年の 4-6 月期に、この平均募集賃料が 4 年半ぶりに上昇しております。まだ成約ベースの賃料は低下しておりますが、今年はビル供給が少なく、ビルの需給関係も大分改善をするということを考えますと、おそらく、来年の春あたりから、この成約ベースの賃料についても上昇に転じる例が多いのではないかと考えております。

また、先ほど申しました、多少賃料の回復が鈍っております REIT に関しても、来年の後半あたりからは、賃料が上昇に転じる例が多くなっていくのではないかと予想しております。ただし、今後、賃料が上がると言いましても、過大な期待は禁物

だろうと考えております。これから先、賃料は底を打って上がってくるかと思いますが、年率の伸びはおそらく 5%から 8%くらいだろうと思います。REIT 等の不動産ファンドの場合ですと、複数のビルに投資しておりますので、東京の都心部やあるいは大都市圏を中心といたしまして、賃料が戻りましても、ポートフォリオ全体、運用資産全体に占めます影響度は、それ程大きいわけではございませんので、賃料収入が上がりましても、REIT の配当、分配金が上がるまでには、相当時間がかかってくるのではないかと考えられます。そういった点で、賃料はおそらく、来年の春以降上昇して参りますが、全体に収益に与えます影響は軽微だということもございまして、過大な期待は禁物と考えている次第です。いずれにいたしましても、ビルの市況が、かなり良い状態に戻ってきているということは確かだろうと思います。

オフィスビル市場の動向—主要都市の概況

東京の都心部を中心にお話を申し上げましたが、最近では地方都市のビルの市況に関しても改善傾向が進んで来ているのではないかと考えられます。図表 13 は、大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡のオフィスビルの空室率を示しております。いずれも空室率の水準はかなり高めの状態が続いておりますが、全体とすれば改善傾向ですので、地方都市に関しても、ビルの市況は大分良くなって来たということが言えるのではないかと思います。特に、昨年は地方都市でも新築ビルは概ね満室になったわけです。

例えば、今年の春、札幌では札幌北ビルというビルが完成いたしまして、当初稼働率は 80%くらいでございましたが、それ以降満室を達成しております。それから、先ほど申し上げましたが、今年の新築ビルはまだ 5 割ほど空いているような状態です。札幌の中心部のビルはなかなか空室の改善が進まない例もございしますが、全体からすれば改善傾向が続いていることは確かだろうと思います。

仙台は、昨年、一番町平和ビルというビルが出来まして、ほぼ満室の状況です。一部小割りの部屋が空いているようですが、私どもは、実質満室と理解しています。ヨドバシカメラさんのビルがテナントさんの募集活動もあまりしておらず、空室が目立つような状態ですが、これは特殊要因が

あるようですので、仙台も昨年、新築ビルに関しては、実質満室と考えております。仙台は、当面の間ビル供給はございませんので、市況の方は改善傾向が続くのではないかと考えられます。

横浜では、今年の春に横浜三井ビルがオープンいたしまして、こちらも当初から満室でございました。横浜市は、みなとみらい 21 や駅の東口のポートサイド地区に関して、進出してくる企業に対して、助成金を出すという制度を行っております。この制度を利用いたしまして、横浜三井ビルも満室になったわけです。横浜は、今年もビル供給はございません。これは、非常に珍しい年ですが、来年は、みなとみらい地区で大型ビルが竣工いたします。横浜は、元々地盤が非常に弱いところでもございまして、地震リスクがかなり大きな街です。そのせいか、テナントさんは新築のビルに集中する傾向がございまして、来年みなとみらいで完成するビルに関しても、テナント募集は好調だと聞いております。そういった点で、横浜は、来年ビル供給はかなりございしますが、おそらく、市況の方は全体的に改善傾向だろうと考えております。

広島では、昨年トランヴェールビルというビルがオープンいたしまして、満室でございました。今年も、ビル供給はございません。今後広島駅前の再開発と進んで参りますが、全般的に需要は好調だろうと考えられますので、広島市のビル市況に関しても、今後概ね改善傾向が続くのではないかと考えております。

福岡は、昨年 2 棟の供給がございまして、1 棟は満室になりました。もう 1 棟は九州電力さんの子会社さんのビルが空いてしまっている状況です。おそらくこちらの親会社さんの都合もある程度影響しているのではないかと考えられますが、福岡市に関しては、九州新幹線の開通の効果がございまして、全般的にビル市況は改善傾向だろうと思っております。今年 9 月に 1 棟供給がございまして、現状では埋まっていないようです。ただし、規模は小さなビルですので、市況にはあまり響いていないという状況です。

こういった点で、全てが全て良いという訳ではございませんが、札幌、仙台、横浜、広島、福岡とも、いずれも今の段階では、市況は改善傾向だろうと考えられます。

名古屋では今年、ビル供給は 2 棟ございました。5 月、6 月に供給がございましたが、いずれも足も

とではほぼ満室になっております。5月は富士フィルムさんが入居されているビルがオープンいたしまして、9割ほどの稼働状況です。6月に東京海上さんのビルが完成いたしまして、こちらは当初から満室という状況です。名古屋は、2015年に大型ビルの供給が集中する見込みでございまして、この時点で、若干市況は悪くなる可能性がございまして、名古屋のビル市況はトヨタさん次第というところもございまして、トヨタさんの業績が回復してくれば、おそらくビルの市況等に関しては、概ね改善傾向が今後続くのではないかと考えております。

大阪は、先ほど申しましたとおり、足もとは「グランフロント大阪」が大分空いてしまっているような状況ですが、こちらの方も、大分引き合いが強くなってきたという話も聞いています。それから、来年の春に完成します「あべのハルカス」は、現況で8割ほど埋まってきていると聞いておりますので、おそらく大阪に関してもそれ程市況は今後悪化するということはないだろうと思っております。

街によって多少の差がございまして、地方都市に関しても、全般的に市況の方は良くなってきたと考えております。

一方、住宅のマーケットも、取りあえず、足もとは良い状態が続いているのではないかと思います。

住宅市場の動向—住宅価格等の推移

図表14番をご覧頂きたいと思っております。今年の前半に関しては、東京圏、大阪圏とも、供給はかなり多かったわけですが、概ね新築マンションの契約率は70%を超しまして、販売は好調が続いているという状況です。足もとで、やはり消費税の増税前の駆け込み需要が相当に強く効いております。マンション販売の現場ではこの増税を全面に押し出して、買い急ぎを促しているようなところがあるわけです。大体この9月で増税前の駆け込みの需要は一服したと考えております。今後、この駆け込み需要の反動が多少出てくる可能性がございまして、実際のところ住宅ローン減税と、給付措置の効果も今後は相当大きく効いてくると思っております。一部のシンクタンクの試算によりますと、1戸あたりの住宅の価格が4,000万円を超す物件、あるいは、世帯の収入が800万円を超す場合、い

ずれもこれは住宅ローンの残高によって、多少状況は違ってきますが、このような高額な物件ないし一定の所得の方で、ある程度住宅ローンの残高が多い方にとりましては、消費税の増税の効果よりも、住宅ローン減税の効果の方が大きいと試算もございまして、ですから、消費税が導入された以降に関しては、駆け込み需要の反動もありますので、しばらくの間住宅販売は低迷する可能性がございまして、おそらく数ヶ月間で状況は改善されるのではないかと考えられます。特に、東京圏の場合は、1戸あたりのマンションの価格も4,000万円をかなり超えておりますので、むしろ消費税の増税よりは住宅ローン減税の効果の方が大きいだろうと思っております。この点が認識されますと、おそらく来年の夏あたりからは、この住宅ローン減税の効果の方がより強くなりまして、住宅販売も元の回復基調に戻って来るのではないかと考えております。マンションの供給に関しても、今年は東京圏で大体55,000戸くらい、大阪圏の方に関しても25,000戸くらいということで、かなりの供給が見込まれるわけですが、おそらく来年の供給戸数に関しても今年と同程度か、あるいは若干上回る可能性があると考えております。その点では、東京、大阪等に関しても、全体として市況は改善が続くのではないかと考えております。

オリンピック誘致の効果—湾岸エリアのオフィス市況の安定化

最近、特にお問い合わせが多いのが、オリンピックの関係ですが、今申し上げた通り全般的に市況の方は改善傾向にあることに加えまして、オリンピックの効果等に関しても、今後増加要因として見込まれるわけです。図表15番以降にオリンピックの効果につきまして若干考察したところがございます。今回のオリンピックの会場に関しては、東京湾岸に、かなり多く配置をされているわけですが、おそらく今後東京湾岸の開発が大分進みまして、これが今後、地価、住宅販売、あるいは業務需要の点などに関しても、回復の牽引役になってくるのではないかと考えられます。

今最も注目をされておりますエリアは晴海エリアということになるのではないかと思います。晴海は選手村が設置される予定でございまして、この晴海地区を元にいたしまして、大体半径8km圏以内でオリンピックの競技会場が配置されている

というわけです。現状の晴海といたしますと、オフィスビルの建築などもかなり盛んなところではあるわけですが、残念ながらテナントさんの定着の状況はあまり良くないというのが現状です。おそらく、これには2つ、大きな問題点があるのではないかと思います。1つは、交通アクセスが多少不便な点です。晴海は地下鉄の勝どきの駅が最寄り駅ということになるかと思いますが、大江戸線ということもございまして、他の業務エリアと接続が良くないということがございます。それから、晴海エリアはやはりインフラの整備がやや遅れているようなところもございまして、例えば、朝、通勤者が増えますと、歩道が狭いのでさばききれずに一方通行の制限をしているといったところもございます。こういった、インフラ整備の難点といたしますものも、なかなかオフィスビルのテナントが居着かない、あるいはテナント誘致の障害になるといったところがあるわけですが、今後、オリンピックの選手村が設置されることによりまして、インフラ整備等も進んで参りますし、交通アクセスに関してもかなり改善が予想されるかと思えます。オリンピックの決定前からですが、BRT（バス高速輸送システム）を導入するという計画案がございまして、これは、都心部との接続の関係で、これまで導入が難航しておったらしいのですが、今後は、オリンピックの誘致が成功したということもございまして、おそらく都心部との導入の交渉等につきましても、いうならば開発につきまして明確な目標が出来ましたので、話が進みやすくなるのではないかと思います。そういった点で、晴海地区の交通アクセスにとりましては、大幅な改善の見込みが立ったことが、今後、プラスに影響するのではないかと思います。

将来的ですが、ライト・レールウェイという新交通システムを通すという計画もございまして、おそらくオリンピックの開催の時期には間に合わないと思いますが、今後こういった計画が進むことによりまして、湾岸の交通アクセスは相当改善されますので、晴海エリア、隣の豊洲エリア等の発展には相当大きく貢献するのではないかと考えられます。

晴海のもう一つの弱点は、埋め立て地ということもございまして、オフィス街としての集積があまりないという事です。震災以降に関していえば、液状化の危険性というものも多少懸念をされまし

て、地区のイメージの低下に繋がったというところもございまして。実際のところ震災の時には、晴海、豊洲とも液状化の被害はなかったわけですが、イメージ的にはダメージを受けたところがあるのではないかと考えられます。ただし、今後こちらは選手村が設置され、国際交流の場になりますので、それによって、イメージも随分変わって参ります。これからは、イメージの点と交通アクセスの点の最も大きな弱点の2つが一挙に改善されますので、晴海エリアに関して、相当業務の集積等が進むのではないかと考えられます。

有明にはかなりオリンピック会場が配置されます。少し失礼な言い方になりますが、現在は陸の孤島的な意味合いが強いのではないかと思います。これから先は豊洲のエリアの方の開発が進んで参ります。最近の新聞報道によりますと、築地市場の移転計画が2015年に正式に決まったという話です。こちらでも土壌汚染等の問題がございまして、移転計画が難航しておりましたが、オリンピック誘致の絡みもございまして、今後計画が大幅に進捗するだろうと考えられます。この築地の市場が移転をいたしますところに既に新市場前という駅が出来ております。そのお隣は以前東京電力さんが土地をお持ちだったわけですが、最近ではマンション建設が随分盛んになって来ております。有明のエリアでも、単体ではございまして、オフィスビルやマンション等が大分建つようになって参りまして、かなり高額で分譲される例も多いようです。こういった、有明と豊洲のエリア等の開発が進むことによりまして、現在の有明には陸の孤島的なところがあるわけですが、これが豊洲の駅前と地続きになりますので、このエリアは相当今後発展していくのではないかと考えられます。こういった点で、晴海、豊洲のエリアに関しては、今後大幅に市況の方も改善していくのではないかと考えております。

オリンピック誘致の効果—物流施設に対する評価の高まり

図表16番をご覧頂きたいと思えます。オリンピック誘致が決定して以降、REITあるいは不動産関係の株価等も随分上がっているわけですが、特にREITですと、湾岸の開発が進むことにより、倉庫、物流関係に対する評価が上がるのではないかと期待が強いようです。最近では、大型のREIT、

物流関係のREITが相次いで上場しているわけですが、昨年の秋口以降ですと大和ハウスリート、シンガポール政府公社系のGLP、今年の春になりますと、日本プロロジスリート、その後、野村不動産マスターファンドと、物流系のREITが相次いで上場しております。特に、GLP投資法人と日本プロロジスリート投資法人は、非常に資産規模が大きいREITですので、物流関係が脚光を浴びる契機となっているわけですが、おそらく、オリンピック会場の整備が進むことによりまして、こういった物流関係に対する投資家の認識も随分変わってくるのではないかと思います。物流施設と言いますと以前は湾岸の人里離れたところに建設されるというイメージが強かったわけですが、最近では、必ずしもそうではございません。こういった倉庫、物流施設も、今は都市型産業的な色彩が非常に強くなってきております。特に、最近需要が伸びておりますのが、宅配便の配送センターの需要です。以前は物流センターと言いますと、単にものを置く場所というイメージが強かったわけですが、最近は配送センター等で仕分け等の作業も行いますし、販売戦略を練るオフィスの機能を持っております。最近では倉庫、配送センター等も、人手が必要ですので駅に近いところに設置される場合が非常に多いわけです。これまでは一般の方々の目に触れず、倉庫と言いますと自分たちの生活から縁遠い施設というイメージが強かったわけですが、オリンピック会場の整備が進むことによりまして、こういった物流施設関係に対する一般的な認識が相当改まってくる可能性があるのではないかと思います。

図表16は、その代表的な例をいくつか挙げてみたわけですが、例えば、右側の地図に東雲物流センターという物流施設がございます。こちらは、一般的には佐川急便の東京ビッグベイという名前で知られているわけですが、これは、東雲の駅から徒歩数分のところがございます。駅から非常に近い物件ですが、これまではあまり人目に触れることは少なかったのではないかと思います。こちらの西1kmのところ、有明のオリンピック会場の集積が出来上がりますし、東の1.3kmくらいにある辰巳の森海浜公園はシンクロナイズドスイミング、水球の会場になります。2つの会場の狭間ですが、おそらくこちらには、相当足を運ばれる方も多くなって来るだろうと思いますので、これら

の施設は今後一般の方々にも、随分と認知度が高まって来るのではないかと考えております。

左側の地図は、東京大田区の例です。こちらにも、先ほど申し上げました、新規上場いたしましたREIT 2銘柄の特に主力の物件が集中しているところですが、GLP投資法人のGLP東京という物件と、日本プロロジスリート投資法人のプロロジスパーク東京大田という物件がございますが、この2つがほぼ隣り合わせに並んでいるところですが、さらにそのお隣ですが、大井埠頭の中央海浜公園というところがございます、こちらはホッケー会場になります。おそらくこのあたりも、一般の方がかなり足を運ばれる方が多くなって来るだろうと思っております。この周辺に来ますと、目で見えるところに、こういった物流施設がございますので、こちらに対する認知度というものも相当高まって来るのではないかと思います。特に、REIT等の場合、公募の金融商品ですので、プロの投資家だけではなく、一般の方々の目に触れる、一般の方々がそういった施設を実際に自分たちの目で確認できるということは、REITの評価の方に相当大きく影響して参りますので、オリンピック会場が出来るということが物流施設に対する一般の認識の度合いをさらに強め、それがREITあるいは不動産の投資物件に対する評価に繋がってくる可能性が相当高いのではないかと考えております。

オリンピック誘致の効果—不動産価格の「東西格差」の縮小

図表17をご覧頂きたいと思っております。オリンピック会場は、概ね東京の湾岸地区を中心に整備される予定ですが、東京圏の地価と言いますと、これまでは西高東低という傾向が非常に強かったわけですが、東京の西側の方が全般的に地価の水準が高く、東側のいわゆる下町エリアは地価の水準が低いという状況があったわけですが、今年の前半に分譲されました物件ですと、東京のいわゆる山手エリアの物件の㎡当たり単価は平均100万8千円、一方で下町エリアの物件、これは湾岸だけではないのですが、㎡当たり単価は67万円です。今、山手エリアと湾岸エリア、大体33%程価格差があるということになります。今後、オリンピックの効果もございまして、いずれの不動産価格も上がって参りますが、おそらく湾岸の整備がより進みますので、湾岸エリアの方が地価の上昇の度合いは大

きいと考えております。あくまでも仮定ですが、今後数年間の内に、山手エリアの方は120万円くらいまで上がってくる可能性があると思います。過去を見ても、㎡当たり単価が120万円まで上がったという例は無いわけですが、今後は特に景気の腰折れがなければ、120万円くらいまで上がる可能性も否定できないのではないかと思います。一方で、下町エリアの方ですが、より伸び率は高く90万円くらいまで上がる可能性はあるのではないかと思います。西高東低という傾向そのものは変わりませんが、東西格差は大体25%くらいの差まで縮んでくる可能性があるというわけです。余程景気の方が悪くならなければ、こういった状態になるのではないかと考えております。そういった点で価格自体からすれば、まだ西側の方が高いわけですが、今後の伸び率の点からいたしますと、むしろ東側あるいは下町エリアの方が注目される、あるいは成長の度合いが大きいと考えております。

不動産投資の動向—外資系ファンドによる投資状況

こういった点に注目をいたしまして、不動産投資の方も随分と盛り上がっているわけです。特に、一昨年の秋口から外資系ファンド等が日本の不動産に投資をするという例が相当に増えて参りました。投資の具体的な事例を示す図表18と図表19番は、やや古い事例が多くなってしまっているわけですが、足もとは、不動産投資は拡大傾向が続いているというわけです。この不動産投資が拡大している背景について、図表18の上の方に①②③という形でお示しをしております。

1つ目は、繰り返しですが、日本の不動産価格が、今がボトムであると。基準地価等は今年から上がっているわけですが、まだまだ底値圏という事ですので、今、不動産を購入いたしますと、かなり高い収益を得ることが出来るという理由です。ただし、これから先、不動産の価格は上昇が期待されますが、今の時点では、まだ不動産の価格は上がり始めたばかりです。これから先はバブルになるのではないかとというご質問を頂くのですが、少なくとも現状では価格の水準からいたしましてもボトム圏ですので、まだバブルではないだろうと考えております。

今、日本に対して投資しているところに関して、単純に転売をして利鞘を稼ごうというところ

ではありませんで、むしろ中長期の投資でじっくりと資産価値を高めていこうということが中心になっておりますので、2007年2008年頃のミニバブルの時とは状況が違っていると考えております。ミニバブルの時には、確かに短期間で地価も上昇いたしました。それ以降の反動も非常に大きかったわけですが、投資ファンドもこの時の苦い経験を忘れておりませんので、そういった意味で、今、不動産投資は増えておりますが、短期的な転売等などを見込んでいる投資は、今の段階では多くないようです。今後、不動産投資が加熱するという可能性も全くないわけではございませんが、少なくとも今の段階では息の長い投資を考えていらっしゃる場所が多いのではないかと思います。

2つ目ですが、日本の不動産投資の利回りは欧米に比べまして低いわけですが、資金調達のコストが安いということもございまして、十分な利鞘を取ることが出来るというわけです。海外のファンドと言いましても、必ずしも海外の資金だけで投資をしているわけではございませんで、日本の機関投資家などから資金を預かって投資をしているという例が非常に多くございます。そういった点で、日本の低金利は、外資系の投資ファンドの投資環境にとってもかなりプラスに作用しているということが言えそうです。

不動産投資の動向—主要国と比較した東京の投資環境

海外と日本の不動産投資利回りの差ですが、図表20に事例等を入れてございます。今、東京のオフィスビルに投資をした場合、利回りは4%から4.5%くらいです。一方で、ロンドンには日本に比べて不動産価格が高いので、ロンドンはヨーロッパの中でも不動産投資の利回りが低いわけですが、それ以外の都市は不動産価格が東京に比べて低いので、利回りは逆に高くなっております。

アジアの新興都市の場合ですと、データによって多少違うのですが、やはり成長著しい街に関しては不動産の価格が上昇しており、賃料等に関しても相当高騰している場合がございますので、日本よりも利回りが高く取れる場合が多いようです。東京の利回りが4%から4.5%くらいと申し上げたわけですが、足もとでは利回りが若干低下をしてきているのではないかと思います。

お手元の不動産市場の動向のレポートを再びご

覧頂きたいと思うのですが、こちらの 23、25、27 頁目に、現在の不動産投資の環境等について示しております。例えば、23 頁目は日本不動産研究所さんの不動産投資家調査の結果の概要を示したものです。今東京大手町のグレードの高いビルに投資した場合の期待利回りは、一番新しいデータですと 4.3%となっております。昨年の 10 月のデータですと 4.5%だったわけですが、足もとでは、若干低下をしてきております。この背景ですが、この 23 頁の上の段の真ん中辺りに、リスクプレミアムと書いているところがございます。これは、不動産投資のリスクを元にいたしまして、リスクフリーの金利、これは 10 年国債の金利が基本になるのですが、これに対してどれくらいの利回りの上乗せを期待するかということですが、こちら 3%程で変わっておりません。リスクプレミアム自体はあまり変わっていないのですが、この調査をした段階で、資金調達のコストが下がってまいりましたので、想定借入金利は昨年の 4 月の段階で 2.0%でしたが、今年 4 月の段階で 1.5%まで下がっております。この段階で、資金調達のコストが落ちてまいりましたので、そこで、リスクプレミアムは一定ですが、期待利回りの段階では多少下がったというわけです。今後は、おそらく金利は徐々に上がっていきたくらうと考えられます。足もとは海外要因で長期金利は下がってしまっているところもあるわけですが、こういった低金利がいつまでも続くわけではございませんので、徐々に上がっていきたくらうと考えられます。ただし、今後しばらくの間に関しては、上がったといたしましても上昇幅は非常に限定的だろうと考えられます。今後半年間でおそらく上がったといたしましても、0.5%ポイントの範囲内だろうと考えております。そういった点で、リスクプレミアムは基本的に変わらないだろうと思っておりますので、期待利回りの方に関しては、横ばいか、場合によりましては、若干上昇の方に振れる可能性がございます。ただし、全体とすればそれ程大きな差はないだろうと考えております。

23 頁目の真ん中以降ですが、東京の他のエリアに対するビル投資の利回り、それから、地方都市に関します利回り等につきまして示しております。場所によって差はございますが、東京の都心部以外のところ、それから、地方都市に関しても、期待利回りは下がっているところが多いので、リス

クプレミアムが一部低下をし、不動産市況の改善が示されているところもあろうかと思えます。期待利回りの低下と言いますのは、不動産価格の上昇要因になりますので、今後、不動産価格に関しては、地方都市に関しても徐々に上昇傾向が強くなっていくのではないかと考えられます。

25 頁目は、オフィスビル以外の不動産に対します期待利回りですが、表の上の方から、ワンルームマンション、ファミリー向けマンション、外国人向け高級賃貸住宅、商業施設、物流施設という形でデータが並んでいます。いずれも期待利回りは足もとでは低下傾向です。オフィスビルだけではなく、住宅やそれ以外の不動産に関しても、おそらく今後価格は上昇傾向が強くなっていくのではないかとこのところでは、期待利回りの点からも見て取れるということではないかと思えます。

図表 19 に戻ります。日本への不動産投資は、一般的な不動産会社さん以外にも日本への不動産投資を強めているところが相当でございます。図表 19 (b) に、海外 REIT による投資について示しております。海外に日本の不動産専門という REIT もございます。シンガポールには少なくとも日本専門の REIT が 3 つございますし、オーストラリアには、少なくとも 4 つございます。こういったところも、今、日本の不動産価格は今がボトムと考え投資を益々増やしているということでは、図表 19 (c) ですが、物流施設、配送センターに対する投資も増えておりまして、先ほど申したとおり、今後最も伸びる分野ではないかと考えられます。図表 19 (d) ですが、一部、地方都市に投資しているという例もございます。地方都市の場合ですと、不動産投資のリスクは大都市に比べてかなり大きいわけですが、一定の人口規模があるところでグレードが高い物件であれば、不動産投資の対象として特に問題は無いというわけでございます。一部、地方都市に対する投資を増やしているという例もあるというわけです。こういった点で、外資系の不動産ファンドによる投資も増えておりますし、日本の REIT による投資も、相当増えているということでは、

J-REIT の動向—J-REIT の資金調達動向

図表 34 は、REIT の資金調達の状況を示しております。線の色が濃い方がエクイティファイナンス、

薄い方がデッドファイナンスの状況です。REIT はエクイティとデッドと両方で資金を調達することが出来ます。エクイティによります調達と言いますのは、増資によります調達です。株式を発行いたしまして資金を調達いたします。REIT の場合は、株式ではなく投資口と言っておりますが、中身は同じものです。お手元のデータは、2013 年の 1 月から 9 月末までのデータですが、5,386 億円の資金を調達しております。お手元のデータは公募増資のデータだけございまして、これ以外の新規上場がかなり最近では増えておるとい状況です。今日も SIA 投資法人という REIT が新規上場しているわけですが、今年は 5 銘柄程新規上場がございしますので、こういった新規上場を除きましても、足もとの調達金額は相当増えているというわけです。昨年の増資による調達額は、年間で 2,107 億円ございまして、この公募増資だけを取りましても既に昨年 1 年間の 2 倍以上になっているというわけです。過去ですと 2006 年が資金調達が最も多かったわけですが、2006 年の調達金額が 4,002 億円ございまして、この過去最高をさらに大きく上回るような状態になっているわけです。REIT は国内の法人としては、最大の不動産の買い手です。そういった点で REIT の資金調達が増えますと REIT が購入する不動産の金額も随分増えますので、それがさらに不動産マーケットの活性化に繋がるということでもあります。

J-REIT の動向—J-REIT による不動産取得

図表 35 は、今年 REIT が実際に購入した不動産の金額を示しております。2013 年の 1 月から 8 月の 8 ヶ月間に 1.54 兆円程の不動産を REIT は購入いたしております。昨年 1 年間で、7,879 億円、大体 8,000 億円程の購入でございまして、今年 は 1 月から 8 月の 8 ヶ月間で昨年の 2 倍くらいの不動産を購入したということになるわけです。お手元のデータは 8 月までですが、この 9 月、10 月と REIT の新規上場や増資も非常に多かったわけです。一部、新聞報道でご案内かと思いますが、今後大型の新規上場も予定されておりますので、さらにこの金額は膨らむだろうと思います。2013 年のデータをご覧頂きますと顕著に増えておりますのが物流施設ですが、この物流施設が 1 月から 8 月まで 6,558 億円ということです。先ほど申し上げましたが、特に昨年の暮れから今年の春にかけ

まして物流系の REIT でかなり大口のファンドが上場したということが影響しております。GLP 投資法人が昨年の暮れに上場したわけですが、物件の購入は今年の 1 月でございましたので、この GLP 投資法人の上場による金額がこの中に入っておりますし、日本プロロジスリート投資法人も今年に入りましてから上場と増資を行っておりますので、それがこの中に入っています。野村不動産マスターファンドも資産規模が非常に大きい REIT ですので、こういったイベントが重なりまして、物流施設の金額が非常に膨らんでいるというところなんです。今年、こういった特殊要因が重なりまして、来年以降は若干減ってくる可能性もありますが、おそらく多少減ったといたしましても、また来年も高水準だろうと考えております。こういった点で、REIT による不動産の取得が相当増えまして、不動産市場の活性化に繋がり、地価等を引き上げるかなり大きな要因になってきているのではないかと思います。不動産の価格も引き上げるようになってはいますが、REIT そのものに対する評価というものも随分上がっているのではないかと考えております。

J-REIT の動向—J-REIT による不動産取得

お手元の資料の少し前の方に戻りますが、図表 28 をご覧頂きたいと思っております。こちらは、REIT の値動きを示す東証 REIT 指数の動向を示しております。線が濃い方が東証 REIT 指数、薄い方が TOPIX の状況を示しておりますが、東証 REIT 指数に関しても、足もと概ね上昇傾向だろうと解釈をいたしております。

やや古い話からさせていただきますと、2011 年は REIT の価格は下がりっぱなしでございまして、年初が一番高く、時間を経るに従い低くなっていったという状況です。2011 年は非常に悪い話が多くございまして、年の前半には震災もありましたし、年の後半には欧州債務問題が深刻化したということもございまして、REIT の価格も、概ね低下傾向が続いたわけです。それから、REIT は投資家層が少し偏ってしまっておりまして、国内の金融機関が REIT の投資家層の約半分くらいを占めているわけですが、特に地方銀行ですと手持ちの有価証券の価格が下がると損失が拡大しないうちに早めに売却をするという、ロスカットルールというものを定めております。2011 年は REIT の価格が下がり

っぱなしでございましたので、地方銀行さん等もロスカットルールにかかるものが多くなりまして、REIT を売却して、さらに価格が下がり、売りが売りを呼ぶというような形でREIT の価格が下がってしまったわけです。通常、価格が下がりますと、リスクマネーがこれを拾うわけですが、2011 年は欧州債務問題も深刻化しておりまして外資系のファンドに力がなかったものですので、なかなか買い支える主体がなく価格の低下が続いたわけです。しかしながら、REIT の本業は不動産賃貸業ということになるわけですが、不動産賃貸業は景気の変動如何に関わらず、安定した収益を得られるという点が一番大きな特色です。配当利回りを計算する場合には、割引算の分子に賃料収入等をのせて、分母に株価をのせて計算するわけですが、分子の不動産賃料収入などは安定をしております。一方で、株価は、2011 年は、低下が続いたわけですので配当利回りは随分高くなったわけです。REIT の価格が低下いたしました、利回り商品としての魅力は随分と 2011 年には上がったわけです。2011 年の秋口にREIT の平均配当利回りが6%を超えまして、多くの投資家にとりましては、魅力的な商品になって参りました。

この割安感から、2012 年の 1 月下旬から REIT の価格は上昇に転じたわけです。2012 年の 4 月、5 月にギリシャ問題が深刻化いたしました、この時、投資家さんの投資意欲が落ちまして、REIT の価格も低下したわけですが、ギリシャで何が起ころうと REIT の運用成績は全く関係ございませんので、その点も認識されまして、昨年の 6 月以降に関しては REIT の価格は再び上昇傾向に転じたわけです。それ以降も、大体は上がっていたわけですが、昨年の 12 月の下旬、政権交代が決定しました時期から、REIT の価格の上昇テンポは加速をしたわけです。これは、自民党等に対します期待が影響しているのだらうと思います。自民党は、衆議院選挙の前から、国土強靱化計画などを公表いたしました、不動産の分野に対して積極的に関与する方針を示しておりましたので、これを期待するところがございます REIT の価格、あるいは不動産株なども上がったわけです。それで、上昇テンポが加速をいたしました、昨年 12 月の下旬から今年 4 月の始めにかけて、REIT の価格も高騰したわけです。通常、1 月から 3 月と言いますと、国内の機関は決算を控えまして、含み益がある銘柄は売却

をする時期ですが、昨年度は本業が比較的好調だということもございまして、売却益を立てる必要がございませんでしたので、4 月の初めまで REIT の価格も高騰いたしました。ただし、4 月を越した段階で、手持ちのポートフォリオを見直しまして、一部、利益確定に入られる投資家もございまして、REIT の価格はそれ以降調整したわけです。ただし、価格は低下したのですが、3 月の末で相当割高な状態にございましたので、むしろ 4 月以降は価格が下がったことにより、正常な状態に戻ったと解釈いたしております。

この 4 月、5 月以降に関しては、それ程大きな変動は無かったわけですが、9 月の中頃辺りから、オリンピックが決まった以降ですが、不動産のマーケットは今後も良くなるのではないかと期待もございまして、REIT の価格は上昇が続いたわけです。9 月末の上半期末まで上がったわけですが、10 月を越して期が変わりましたので、個々の金融機関等がこの段階で、また手持ちのポートフォリオを見直しまして、一部、利益確定に動かれるところも出ました。足もとでは、REIT の価格は多少下がっているところですが、利回りの点からすると逆に買いやすくなった、継続して投資をしやすくなった状態だろうと考えております。今、足もとでは、国内の金融機関等は REIT の利益確定をされているところが多いわけですが、今の段階で REIT 投資を減らすと考えているところは、ほとんどございません。利益が出た銘柄は一旦売却いたしますが、また同程度のものを買い直すという方針のようです。銘柄の見直しは行っておりまして、おそらく、割高な銘柄を売却いたしました、多少、割安な銘柄を買い増しするという方向性が強くなってくるのではないかと思います、おそらく、この時点で、REIT マーケット全体からすると、今後も、全般的に上昇基調が続くのではないかと考えております。

ただし、先ほど申し上げた通り、長期金利はこれから先中期的には上昇して参りますし、その点では REIT の価格に対する下方圧力も出て参ります。そういった点では、極端に上昇するような状態ではないだろうと考えております。今、REIT の価格は 1,400 ポイントの前半というところ。お手元のデータの更新の関係で、10 月 1 日までのデータを載せてございますが、これも若干強含みですが、おそらく、今後半年間に関しては、大体 1,400

ポイントの後半から 1,500 ポイントの前半くらいで推移するのではないかと思います。若干強含みですが、全体とすれば、穏やかな変化であって、おそらく、投資家が REIT を見る目線と言いますのも、それ程大きく変わらないのではないかと考えております。

J-REIT の動向—配当利回りの推移

REIT あるいは、不動産投資と言いますと、やはり一番の魅力は安定した収益を継続して得ることが出来るという点ではないかと思います。図表 32 は REIT の平均配当利回りを示しております。一番上の太い線が REIT の平均配当利回りを示しています。一番下の薄い線が 10 年国債の利回りを示しております。真ん中の線がスプレッドを示しているわけですが、私どもは大体 REIT の平均配当利回りは、10 年国債に対して 300bp、つまり 3%ポイントくらいの上乗せが一応の目安と考えております。このスプレッドが 300bp を上回りますと割安、300bp を下回りますと割高になってくると考えているわけです。お手元のデータは更新の関係で 10 月 1 日までしか載せてございませんが、今 REIT の平均配当利回りは 3.7%くらいです。実は長期金利が下がってしまっておりますので、今、このスプレッドは大体 320 bp くらいまで拡大しています。やや金利の低下に助けられているところがあるわけですが、投資対象とすれば魅力が高まってきているところですので、おそらく、こういった点を元にいたしまして、今後 REIT に関しては、さらに投資を増やされる投資家が多いのではないかと考えております。先ほどの繰り返しになりますが、今後しばらくの間、中期的には金利が上がってくるかと思いますが、一方で、REIT の運用成績も堅調ですので、上昇要因と下落要因とが拮抗しているような状態ですが、全般的には、両方が相殺して、全体からすれば若干の強含みという状態に落ち着くのではないかと考えております。いずれにいたしましても、今、REIT あるいは不動産のマーケットにとりましては、投資しやすい状況だと思います。一方で、今後、投資商品に関しては銘柄間の格差、競争も拡大していくのではないかと思います。

J-REIT の動向—J-REIT の信用度

図表 33 は REIT の格付の状況を示しております。

実は格付の機関は、今はまだ不動産市況に對しましては多少厳しめの見方をしているところもございます。また一部の銘柄ですが、多少今大口のテナントさんが抜けまして物件の稼働率が低下しているという例もございます。全体とすれば、REIT の収益は改善傾向ですが、一部そういった例もございまして、市況の方に関しても、先ほど申し上げましたが、全般的なオフィスビルのマーケットの方は賃料の方も募集ベースでは回復傾向ですが、REIT の方は、空室の期間を減らそうと考えておりますので、どうしても、貸し急ぎをしましては、なかなか賃料が上がらないという状況もございまして、そのことでもございまして、多少 REIT に関しては収益の改善傾向が遅れているところもございまして、全体としては、改善傾向が続きますので、おそらく、今後は REIT の格付等に関しても、全般的には上がってくるところが多いのではないかと考えています。

投資家さんの投資も随分戻ってきておりますが、どちらかと言いますと格付の高い REIT の方に投資が集中しがちです。ただし、私どもは、多くの REIT は非常に保守的な財務内容を維持しておりますので、むしろ中堅どころの方が、より高い利回りを取ることが出来ますので、投資対象とすればむしろ注目されるのではないかなどと考えております。以前は下位の REIT ですと、多少、運用面で難点があったところも多かったわけですが、最近、投資家向けの IR 活動等をきちんとやっているところもございまして、全般的に下位の REIT に対しましても、評価は上がってきているようです。こういった点で、REIT 全般として底上げされている状態ではないかと思います。

先ほど申し上げました通り、REIT は国内の法人とすれば最大の不動産の買い手ですので、おそらく今後 REIT マーケットが改善することによりまして不動産の投資が益々拡大し、不動産の市況に関しても、概ね改善傾向が続くのではないかと考えております。

毎年 10 月頃にお話しをさせて頂いているわけですが、今年は全体として非常に良い話が多くなったという構図です。おそらく、今後 1 年半から 2 年間くらいは、この不動産のマーケット、それから、REIT のマーケットも含めまして改善傾向が続くのではないかと考えております。足もとでは、不動産投資はまだ増えていますし、

市況もそれ程悪くなる要因は見あたらない状況ですので、おそらく、データ上は、今後、1年半から2年間くらいは、不動産マーケットは堅調だろうと思います。2年後以降はどうなるかというところですが、その2年を過ぎた以降に関しては、景気次第ということになろうかと思えます。ただし、今、アベノミクスを初めといたしまして、色々と景気の動向に対しまして、てこ入れがされているというところですし、この効果は相当出てくるだろうと考えられますので、2年を超えました以降に関しても、おそらく、不動産の市況に関しては、良い話が多くなっていくのではないかと考えております。そういった点で、今年に関しては、不動産の市況は堅調ですし、おそらく今後、数年間に関しては、それ程大きな問題点は考えられないと思えます。むしろアベノミクスの効果と、オリンピックの効果などによりまして、今後、改善傾向も続くのではないかと思えます。その中で、先ほど申しました通り、足もとではビル市況も改善しておりますので、オフィスビル関連の不動産投資の方も盛んになってくるかと思えます。それから、先ほど申しました物流系統に関しても、需要は相当増えて参りますので、今後注目をされる分野だと思います。また、これまでは価格が多少低めでありました、湾岸エリア、あるいは下町エリアの方がこれから先伸びて来ますので、この辺りがおそらく不動産の分野にとりましては大きなビジネスチャンスになってくるのではないかと考えている次第です。

本日は、非常に駆け足でございましたが、不動産の市況につきまして、申し上げました。また来年以降お話をする機会があれば、本日よりも、さらに明るい話が出るのではないかと考えています。ご静聴、誠にありがとうございました。