

講演録

第 181 回定期講演会 講演録

日時:平成 26 年 10 月 15 日 (水)

会場: 日本消防会館

「不動産市場の最新動向と今後の有望分野」

みずほ証券株式会社 経営調査部 上級研究員 石澤 卓志

石澤でございます、よろしくお願いたします。毎年、10月にお話しをさせて頂いておりますけれども、昨年は、オフィスビルマーケットはこれから先、良くなってくるであろうから、次の機会には、さらに良いお話しをすることが出来るでしょうと申し上げました。大体、その通りになったのではないかと私は考えております。

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、後半で、実物マーケットにも大きな影響を及ぼすようになった不動産投資の分野に関して、お話しをさせて頂ければと思う次第です。

1. 不動産業の全体動向

最初に、不動産マーケット全体の概況についてですが、お手元の資料の図表1番をご覧頂きたいと思っております。こちらは、土地総合研究所が調査、公表をしています不動産業況指数の推移をお示しております。まず、住宅のマーケットについては、昨年、特に1月から4月にかけて、景況感が急速に盛り上がりました。おそらく、これは税制改正の中に住宅ローン減税の拡充等が盛り込まれたということがあろうかと思っております。それ以降、住宅の景況感の伸びは止まり、昨年の9月まで相当高い水準で推移をしています。ご案内の通り、消費税増税前の駆け込み等もあり、昨年の9月頃まではマンションの売れ行きも相当に高かったわけでございます。注文住宅、中古住宅に関しても、取引が好調だったということがありました。ただし、足元は、いざ消費税増税が現実のものになってきますと、景況感は大分悪くなってきたということが現状でございます。実際のところ、分譲マンションの供給戸数に関しては、今年

の2月あたりから前年同月を割る状態が続いております。それから、注文住宅も、契約が9月までのものに関しては増税前の税率が適用されるということもありまして、昨年の12月くらいまで駆け込み需要が続いておりました。この注文住宅も、今年1月から供給が減ってきております。中古住宅に関しては、一般論的に、消費税増税の影響は受けないと説明をされております。消費税は、あくまでも業者が介在しての取引に課税されるということになるわけで、中古住宅は基本的に個人対個人の取引が多いということもあり、あまり消費税増税の影響を受けないと言われております。ただ、実際のデータ等拝見をいたしますと、今年4月から中古マンションに関しても成約数が落ちてきています。これは、中古マンション等を売る際には、リニューアルしている場合が多々ありますので、このリニューアル工事等に関しては、消費税がかかる場合が多く、さらに心理的な要因と言いますか、増税になりますと、節約ムード等も出て来るのではないかと思います。その影響もあって、中古マンションに関しても、この4月辺りから成約数が減ってしまっているといった状況です。こういったことを背景として、住宅分野に関しては、4月以降、景況感も落ちてきた状況です。ただし、マンションの販売は、相変わらず堅調です。データで初月契約率を見ると、好調ラインとされる70%を概ね上回る状態が続いておりますので、供給は減りましたが、売れ行きの方は好調というところではないかと思います。逆に、供給を絞ったので売れ行きが余り落ちないといった見方もあるわけですが、足元、供給の減少に関しては、

私個人は、昨年、消費税増税前の駆け込み需要があった反動だと見ています。マンション事業者の方々は、そういった説明はされておらず、足元での供給の減少は、あくまでも用地不足、建築コストの高騰などが原因になっているという立場ですが、実際には消費税増税の影響も出て来ているのではないかと個人的には思っています。いずれにしろ、販売の方は好調で、私自身は、供給が減ってきててもそれ程大きな問題はないであろうと考えています。

不動産には、様々なデータがありますけれども、一般論ですが、住宅関連のデータとは、景気に対して先行指標と見られる場合が多く、一方、オフィス関連のデータとは、景気に対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言いますと、住宅のマーケットは個人が取引の主体ですので、減税とか金利の低下とか、こういった政策面の配慮がダイレクトに市況に反映されます。住宅は、関連産業が非常に多く裾野が広い分野ですので、住宅のマーケットが潤うと半年間から1年くらいのタイムラグを経て、他の分野に波及してくるということもあり、この様なことを含めまして、住宅のマーケットは景気の先行指標と考えられる場合が多いわけです。一方、オフィスビルマーケットは、景気に対して遅効性があると言われております。オフィスビルの契約の主体は、法人が中心ですから、景気全体がどうこうと言うよりも、当該の企業の業績が回復しないと、なかなか投資が出てこない。それから、オフィスビル関連の投資というのは、金額が張る割にはその効果ははっきりとしないといったところがあります。例えば、新しいオフィスに移り、気分がよろしい、だから業績が回復をした。なかなかこういった証明は難しいところがあります。そういうこともあり、企業の設備投資の中でも、オフィスビル関連の投資は最後に出て来るところがございませぬ。そのために、オフィスビルのマーケットは、景気に対して遅効性があるといわれているわけです。遅効性があるという点が、一部、表れているのは、住宅に比べると景況感の改善がかなり遅れましたけれども、現況でも改善傾向が続いて来ている状況ではないかと考えています。後ほど具体的に申し上げますが、最近では、新築ビルの入居状況も概ね好調だろうと判断をしておりますし、長らく低迷していましたオフィスビルの賃料に関

しても、ようやくと底を打って徐々に回復方向に向かっていると考えていますので、こういった面でオフィスビルマーケットに関しては何とか、今、底離れをしたような状態ではあります。これから先、しばらくの間、良い状態が続くのではないかと考えております。今、不動産マーケット全体の景況感をご覧頂いたわけですが、こういった景況感の回復を、一番、はっきりと示しているのは、地価のデータ、不動産価格のデータではないかと思っております。

2. 不動産価格の動向①—地価上昇地点数等の推移

お手元の資料の図表2番をご覧頂きたいと思いますが、こちらは、9月下旬に公表された基準地価の動向のデータです。既にご案内の通り、今回の基準地価は、不動産市況の回復をそのまま表すような内容だったのではないかと考えています。三大都市圏の住宅地の価格が6年ぶりに上昇に転じたということ、同じく三大都市圏の商業地に関しては、前年に上昇に転じましたが、今回、さらに上昇幅が拡大をしたということで、こういった時点で、不動産マーケットの改善の傾向が地価にはっきりと表れているのではないかと考えています。一方で、地方圏の方ですが、図表2のコメント欄にもありますように、住宅地が22年連続の下落、商業地が23年連続の下落です。下落率そのものは、縮小していますけれども、かたや上昇、かたや下落といった状況ですので、大都市圏と地方圏との格差がさらに広がっていると解釈をしております。

3. 不動産価格の動向②—地価の上昇要因

図表3番をご覧頂きたいと思いますが、これも、ご案内のところかと思いますが、今、地価が上昇しているところを大きく分けると、4つのグループに分かれるのではないかと考えています。この4つのグループを、この図表3にまとめてありますが、一つめは、再開発が進行しているところ、二つめは、交通アクセスが改善をしたところ、三つめは、観光・リゾート需要が回復をしたところ、四つめは、震災の被災地です。この内容に関しては、前年の基準地価、今年の春の公示地価からあまり変わっていないわけですが、今回、再開発の進展という点で、特に東京の中央区銀座の地価が相当に上昇しました。地価の水準がそもそも高い

ところが、さらに上がったということですので、こういった面で、大都市圏の中心部で、特に先ほど申し上げましたオフィスビル、商業施設の好調が、相当はっきりとしてきたと言えるのではないかと考えております。改めて、図をご覧頂きたいわけですが、再開発の進展で上昇したところに関しては、例えば、川崎市の丸子、それから先ほど申し上げました、東京の中央区銀座の再開発は、今、非常に盛んに行われているところです。東京23区内でも、銀座、日本橋、京橋の界隈が、今、再開発の件数が最も多いところになっているのではないかと思います。こういった再開発の効果が、この銀座の地価を相当押し上げる効果になっているのではないかと考えています。

大阪に関しては、昨年の春に、グランフロント大阪が完成しまして、こちらはオフィスビルのテナント集めに関しては、まだ、かなり苦戦をしています。8割稼働まで目途が付いたと伺っています。こういったオフィスビルが持っている問題点も、徐々に解決しており、また、商業施設の集客が非常に好調です。グランフロントの開発効果が大阪の駅前の地価を押し上げた相当大きな力になって来ているのではないかと思います。愛知県名古屋市の駅の周辺は、ご案内の通り、今、大型の再開発が進行しております。

名古屋は、2014年に関しては、ビルの供給ゼロという見込みですが、来年の秋以降は大型ビルが続々と完成するというので、この開発に対しての期待もあると思いますし、中期的にはリニア中央新幹線に対する期待もあるのだらうと思います。これは、一歩間違えますと、例えば、オフィスビルのマーケットは、供給過剰になってしまう可能性もありますし、リニア新幹線等に関しても、いわゆるストロー現象により、東京などに都市機能が流出してしまうという危険もあるわけです。ただ、名古屋は地元経済が非常に堅調です。はっきりと言えば、トヨタの業績ということになるわけですが、今年の春の業績が過去最高益を記録し、地元経済がしっかりとしているということが、ビルの供給過剰の問題や、リニア新幹線によるストロー現象といった懸念を大幅に軽減しているのではないかと考えられます。ストロー現象等に関しては、地元力が弱い場合は、交通アクセスの利便性が高まると、どんどんと都市機能が他のところに流出してしましますが、その街自体がしっか

りとした魅力を持っているのであるならば、逆に色々な機能を呼び込んでくる武器になってきます。名古屋の場合は、そういった魅力を、地元で持っていますので、この点で、今後、色々と開発が進展しても心配は少なく、むしろメリットの方が大きくなっていくのではないかと考えられます。

岡山の駅前も、今回随分と地価が上がっていますが、この12月にイオンが大規模店舗をオープンさせるということが、岡山の街の賑わいという点に、さらにプラスになると考えられているわけです。広島は、昨年以来、非常に地価の上昇が目立つところですが、特に広島駅の北口、「二葉の里」で大型の開発が進展しており、地価にプラスになっているというわけです。地元スーパーのイズミが、本社を駅北口に移されまして、その関連会社等も大挙してこちらの方に移転されたということもあります。この「二葉の里」で国有地が売却され、落札された1社にイケアの日本法人が入っているわけですが、中国地方で最大の店舗を出されるということもあって、これに対する期待もあるのだらうと思います。こういったところが、再開発の進展により、地価が上昇している事例にならうかと思っています。

二つめの交通アクセスの整備について、お手元の表に仙台市のデータが入っていますが、八木山本町というところで、今回10%程地価が上がっております。仙台といいますと、これまでは、復興需要で地価が上がっているところが多かったわけですが、最近は、この復興需要も一服をしたようなところがございます。一時期設置されていた臨時事務所が閉鎖されるといった例も出て来ているわけです。ただ、仙台クラスの街になりますと、復興需要がなくなりまして、地元自体の需要も、出て来るわけです。この八木山本町に関しては、新しい地下鉄の新駅が出来るということがプラスになっているわけです。

千葉県の船橋、市川、東京の大田区などに関しましては、いずれも湾岸の倉庫地帯で地価が上昇していますが、これは倉庫需要が非常に盛んだということが影響しているのではないかと思います。後ほどご案内申し上げますが、昨年J-REITが取得しました不動産が2.2兆円で、これは過去最大といった状況ですが、この2.2兆円の内35%が物流施設で占められたわけです。昨年、特に、物流関係の大型のREITが相次いで新規上場、あるいは増

資等を繰り返したということもありまして、昨年 REIT が取得しました不動産は、中でもこの倉庫関係が一番目立ったわけで、倉庫・物流施設に関しましては、今後、最も伸びる不動産の分野なのではないかと目されているわけでございます。特に、昨年の暮れ以降、経済紙、経済の専門の雑誌等を拝見いたしましたも、楽天対アマゾンといった、そういった特集が目につきます。それから数ヶ月前の、東洋経済でしたでしょうか、よく楽天とアマゾンだけが喧伝されるけれども、この両者が占める物流のシェアというのは9%に過ぎず、その他の会社も物流関係の需要はどんどん増えてきており、この倉庫・物流関係については、さらに大きく成長する可能性があるのだといったご指摘がありました。いずれも、正しいご指摘だろうと思いますが、倉庫関係の需要はこれから先もかなり高い伸びを見せるのではないかと考えております。

石川県の金沢市については、駅の裏側という言い方はあまり良い言い方ではないかも知れませんが、広岡1丁目2丁目でも再開発が進行しています。これまで、広岡1丁目2丁目といいますが、金沢パークビルという大型のオフィスビルが1棟あるだけで、あまり開発が進んでいなかったわけですが、北陸新幹線の開通を機としまして、言うならば駅の裏手のかなり空いていたところで、再開発が今随分と盛んになっており、少なくとも今5件ほどの開発が進んでいる状況でございます。内1件は、北國銀行の本店の新築で、これはもう出来ていますけれども、その他にもオフィスビルの建設、投資用のマンションの建設等があり、あえて申し上げれば、駅の裏側が空いておった所が種地になったという点が、非常にプラスに働いたところではないかと思えます。金沢に比べますと、お隣の富山は、こういった再開発用地が少ないのですが、それでも、新幹線の波及効果は大きいのです。そういった意味で、北陸新幹線の沿線等に関しては、かなりこれから先も地価の上昇傾向が続くと思えます。新幹線の中途の駅については、軽井沢辺りに関しても、地価は随分上がっているわけです。こちらは別荘地の開発が非常に盛んで、これは、前年も申し上げましたが、今、この軽井沢で敷地面積が2万5千㎡という特大の別荘の開発が進んでいます。当初は、一昨年、完成予定だと聞いていましたが、大分遅れています。北陸新幹線により、東京からさらに利便性が高まるとい

うことが別荘の開発にプラスに働いているようにございます。

今、軽井沢について申し上げましたけれども、地価が上昇した要因の三つ目が、観光・リゾートの回復です。表の一番上に、北海道の倶知安のデータを入れてあります。北海道の倶知安は、2006年から2009年に3年連続で基準地価の住宅地の上昇率が全国トップになった記録があったわけですが、それ以降、やや外国人観光客等が減り、地価の上昇地点から遠退いておりました。昨年の基準地価で、徐々に上昇に転じ、今年はさらに上昇率拡大となりました。そういった面で、振り返き、という言い方は相応しくないかも知れませんが、こういった観光地関係の需要が随分と上がってきたのではないかと考えられます。

京都の祇園等に関しても、今随分と地価が上がっております。アマンリゾートが京都でリゾートホテルの計画をしております。今から7~8年前に計画自体はありまして土地も取得されていましたが、長らく着手できずにいましたけれども、いよいよ具体化をしてきたというお話がございます。こちらの方は、日本の東屋風のリゾートホテルということらしいのですが、観光客が増えてきたことを機に、一時期遅れていた観光開発等も再開されるといったこともありますので、京都をはじめとする観光地は、これからさらに、動きが活発になってくるのではないかと考えております。

四つ目の上昇要因が、震災の被災地ということになるわけですが、特に、福島県のいわき市の上昇が今回は相当に目立ったわけです。いわき市では、被災された方が住宅をお求めになるということもあり、住宅の価格が随分上がっています。

お手元のデータでははっきりといたしません、最近、仙台の住宅の価格が随分と上昇してきております。これにも少し皮肉な背景があるようで、被災者の方々が復興計画の中で公的住宅が整備されるのを待ち望んでいたわけですが、なかなか公的な住宅の整備が行われないので、民間の若干割高なマンションを買っているといった例が、最近増えているのだそうです。ですから、仙台と言いますと、復興計画の進捗で地価が上がったようなイメージを受ける場合が多いのですが、実際は、必ずしもそうではありません。復興計画の遅れが、逆に地価の高騰に繋がったといった例もあるわけです。必ずしも好ましい内容だけではないと思

ますが、いずれにしても、全体として、地価の上昇傾向がはっきりとしてきたということが言えるのではないかと思います。

4. 不動産価格の動向③—地価下落の状況と要因

一方で、全体では、地価の下落が続いているところが多く、地方圏に関しては、全体の8割で下落が続いています。図表4が、地価の下落率が高いところがございます。これも前回の公示地価と同じような内容ですけれども、三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。一つめが、過疎化・高齢化が進行しているところ。ただ、この過疎化・高齢化が進行しているところと言いますのは、ある面で言うならば、構造的な問題ですので、これによって地価が下落するところも、固定化する傾向があります。お手元の図表4の(a)にデータが並んでいますが、過去数年間の基準地価、公示地価でも、やはり、地価の下落率が高い方の上位にランクされている場合が多く、地価の下落率が高いところは、固定化の傾向が強いということが言えると思います。

二つめが、昨年、台風被害があったところです。例えば、昨年の秋の台風26号によって、伊豆大島や、千葉県の我孫子、こちらは内陸の街ですが、浸水の被害がありました。我孫子は、東日本大震災のときには、内陸の街ですけども、液状化の被害に見舞われ、地価の下落率がかなり目立つ状況です。足元でも、最近は大震災があちらこちらで起こっておりますので、おそらく、今後公表されます公示地価、あるいは基準地価にも反映されてくるのではないかと考えられます。

(c)の将来的な天災リスクですが、地震・津波のリスクが非常に大きいところがございます。こちらの方は、少しデータによって変化が見られまして、昨年の基準地価では、主に和歌山県と四国の一部で、この理由による地価の下落が目立ったというところ。それから、今年の春に公表された公示地価では、静岡県の大浜の下落が相当目立ったわけです。地価がある程度の水準まで下落すると、地価の下落が目立つところが別な場所に移動してくるようで、今回の基準地価では愛知県の大浜の下落が相当に目立ったというところ。理由は、やはり将来の地震・津波のリスクで、これにより地価の下落率が高いところが、少しずつ

移動してきている状況でございます。関東圏に関しては、神奈川県の大浜市が地価の下落が大きいところの常連になってしまっており、大浜市自体は、今、人口も減ってきていますし、主力産業等が、大分衰えてしまっているわけですが、それと共に、活断層等が非常に多いところで、それに対する地震リスクが相当意識されてきているのではないかと思います。

5. 不動産価格の動向④—地価動向と人口動態の相関関係

色々申し上げましたが、最近の地価動向は、概ね人口動態で説明が出来るような状況ではないかと思っております。先ほど、過疎化、高齢化と地価の関係を申し上げましたが、お手元の資料の図表の5番をご覧頂きたいと思っております。最近の地価動向は、いわゆる収益還元という考え方で評価されているわけです。土地を有効活用すると、どれくらいの現金収入を得ることが出来るか、この現金収入を期待利回りで割り戻したものが、すなわち地価だという考え方になります。土地の収益性を反映した地価評価ということで、この土地の収益性には色々な要素がありますが、やはり最終的には、その土地を利用する方の頭数、つまり人口で決まってくるのではないかと考えられます。ですから、最近の地価動向は、概ね人口動態で説明ができるといった状況です。お手元のグラフの横軸に、人口の変動率を設定しまして、縦軸方に地価の変動率を設定しますと、ご覧の通り、右上がりの傾向線が引けるといった状況です。ただし、現在、人口が増えているところは東京と名古屋しかない状況です。この点を考えると、日本全体の中で、地価が上がりやすいところは、大分少なくなり、どちらかと言うと地価は上がりづらいような構造になってきているのではないかと思っております。ただ、先ほど、少し申し上げましたが、大阪に関しては、グランフロント大阪等のオフィスも大分埋まりまして、これから先は、梅田エリアを主に関西圏の色々な機能が一極集中する状況になってくるのではないかと考えております。これまで、関西圏は、関東圏に比べてオフィスの需要そのものが小さく、さらに、その小さい需要が神戸、京都といった街に分散してしまっていたので、なかなか集積の効果が出なかったということがあるわけですが、神戸、京都のビジネス都市として

の力が落ちてきてしまっていますし、京都は、開発規制等が非常に厳しいということもあり、今これらの需要が大阪の方に流入するといった状態になっております。それから、大阪の街でも地殻変動が起こっております。これまでは、「キタ」と「ミナミ」の二つの都市核がありまして、どちらかというイメージがあったわけですが、これから先は、交通の利便性が高い「キタ」の方に色々な機能が集中してくることになると思います。このようなことで、これから先は、梅田エリアの方に色々な機能が集中して集積の効果が出ていますので、これが関西経済圏の発展の起爆剤になってくるのではないかと私は考えております。ということで、名古屋圏は地元経済が堅調だと申しましたが、大阪も、これから先は、色々な面で発展の機会を得ることが出来るのではないかと考えています。三大都市圏については、いずれに関しても、これから先、地価の方が大きく落ち込む可能性は低いと個人的には考えておる次第です。

7. オフィスビル市場の動向①—オフィスビル供給の動向

今、色々申し上げましたが、地価が全体として改善傾向にある背景は、やはり実物不動産のマーケットが概ね好調だということがあるのではないかと思います。お手元の資料の図表7をご覧くださいと思います。こちら、毎回ご覧頂いております資料ですけれども、森ビルさんがまとめられたオフィスビルの供給の動向のデータです。棒グラフをご覧くださいと、2012年が大量供給の年であり、これの前のデータをご覧くださいと、2003年とそれから1994年にも大量供給がありましたので、概ねオフィスビルの供給は9年サイクルということになってよいかと思います。大体は、景気の良いときにビルの建築の計画が作られ、出来上がった頃にはすっかり景気が悪くなってしまっているというパターンも多いですから、9年間の供給のサイクルといいますのは、概ね景気循環のサイクルとも一致しているとも考えられます。2012年が大量供給だったという反動もあり、2013年、2014年と供給は減ってきているというわけですが、資料は、延床面積10000㎡以上の大規模ビルについてのデータですが、2013年の供給は一昨年の1/3くらい、今年も一昨年の1/2くらいといった状況

です。今後、若干、供給は増えてきますが、全体とすれば低水準の供給がこれから先も続く見通しです。一部のシンクタンクで、2016年が大量供給だというレポートを発行されている例がありますが、おそらく、おそらく、延床10000㎡以上の大型ビルに関して言えば、2016年にはそれ程大量供給ではないだろうと考えられます。

中小ビル等に関しては、最近、建築費等が高騰してきましたので、建築を後ろ倒しにするという例も出てきて、計画を見直すという例も出てきて、現況で申し上げますと、2016年は大量供給にはならないだろうと考えられます。おそらく次の供給のピークは、2017年もしくは2018年になってくるのではないかと考えられます。お手元のデータですと、2018年は、まだそれ程供給は多くないようですが、今、水面下で計画されています再開も具体化しそうなところもあるので、おそらく次の供給のピークは2017年もしくは、2018年くらいになってくるのではないかと考えています。ただし、この頃は、東京に関しては、オリンピック関係の需要が盛り上がってきている可能性が高いので、多少供給が増えても、それ程大きな問題はないであろうと考えております。

ところで、建築費の高騰等は、ビルオーナー、ディベロッパーにとって大変に頭の痛い問題なのではないかと思いますが、ディベロッパー等の話を伺いますと、例えば、しばらく前であれば、坪当たり60万円から70万円くらいで建築することが出来たものが、最近の場合によっては140万円から150万円くらいの建築費がかかると言われる方もいらっしゃるわけです。ただ、あくまでも私個人の意見ですが、こういった表現はオーバーなところがあるのかなとも考えております。あくまでも、私個人の意見ですので、冗談半分で聞いて頂きたいのですが、最近BCP対応といいますが、ユーザーの方で安全性に対する希望が非常に強くなってきていますので、ビルの仕様そのものもかなり高度化してきているのではないかと思います。それから、ビルの内装の仕様ですとか外構等の整備に関しても、おそらくここ数年間でレベルが相当上がっているのではないかと思います。こういったレベルの上昇等を考えますと、確かに、今、建築費、140万円とか150万円とか、そういった話は聞きますが、従前と同じレベルであるならば、大体100万円から120万円くらいではないのかな

と個人的には考えております。

これもお聞きになる方によりましては、不快な意見かも知れませんが、ゼネコン側にある程度、建築費を上げて欲しいといった希望もあるのではないかと思います。これまでは、下請け、元請けといった構図の中で、どうしても建築費の低下の要求が末端にシワ寄せされる状態がありました。これを機会に、これまで随分下がっていたものを見直してほしいといった要望もあるのではないかと思います。ですから、今、建築費が上昇している、ということは確かですが、今、申し上げたような、仕様の高度化とか、これまで、ゼネコンで相当無理をして受注していたということも勘案しなければいけないのか考えています。こういった点から考えますと、建築費の上昇は、賃料に、これから先、どれくらい転化できるか、という問題点はあるのですが、ただ、一般に言われているほど、極端に上がっているわけではないというのが私個人の考え方でございます。

それから今、建築の労務費等も随分と上がっているという話です。あまりはっきりとしたことは申し上げられませんが、震災後に外国人労働者が減少した影響がかなりあったのではないかと考えられます。こちらの方も、問題解決というわけにはいきませんが、幾分緩和されてくるのではないかと考えています。いずれにいたしましても、少なくとも2016年までは供給が少ない状態ですので、この間にビルの市況が大幅に悪化する可能性はかなり低いのではないかと考えられます。

一方で、オフィスの需要に関しては、多少増える傾向にあります。日本経済の回復に対する期待があり、最近では外資系の証券会社等が人員を増やす例が多くなってきていますし、今ビルの賃料が底値圏で、過去で最も水準が低い状態であろうかと考えられます。これを機に、執務環境の改善を図りたいという企業も多くなってきています。日本橋辺りですと、今は大体坪当たり20,000円前後で相当立派なビルが借りられるわけですが、この辺りでメーカー等がオフィスを構えることが多くなってきています。メーカー等はコスト意識が非常に強い業界ですので、これまで賃料が割高なビルには絶対に入らなかったわけですが、最近は相当に割安になったということもあって、都心部にオフィスを構えるといった例も多くなってきました。こういった形で、供給が減る一方で、需要

は増えてきていますので、空室率も低下傾向が強まってきているところです。

8. オフィスビル市場の動向②—東京都心部の空室率

お手元の図表8番は、三鬼商事が公表している都心5区のオフィスビルの空室率の状況を示しています。線が上の方に跳ね上がっているのは、新築ビルの空室率です。2012年は大量供給がございまして、年度前半の主に1月から5月に供給が集中したわけですが、東京駅前にありますJPタワーの完成が、2012年の5月で、大量供給の最後の物件とあってよろしいのではないかと思います。これ以降、供給は減ってきまして空室率の方も低下してきたわけですが、一時、この新築ビルの空室率も11%程にまで落ち、足元ではまた若干上昇しまして、今、18%から20%くらいといった状況です。ただし、必ずしも市況が悪くなったわけではなく、ビルオーナーが、テナントを募集する方法が変わったからだと考えております。2012年頃は、ビルの供給が非常に多く、まごまごしていますと他のビルにテナントを取られてしまう可能性があったので、そこでビルオーナーは賃料を引き下げ、テナントの引き留めを図ったわけですが、2013年頃から供給が少なくなり、テナントが他のビルに出ていく可能性が低くなってきました。そこで、最近では比較的高めの賃料を設定するビルが多くなってきています。最初から満室にならなくても良い。高く借りてくれるテナントが出て来るのを、じっくり待とうといったところが相当に多くなってきたわけですが、貸し急ぎをしなくなってきたということもあって、空室率は、若干上がっていませんけれども、市況の方は概ね改善傾向というところではないかと思います。この点が、最近の、特に、新築ビルに関して言えば、オープン時から高い入居率を確保する例が多くなってきたというわけですが。

10. オフィスビル市場の動向④—新築ビルの入居状況

図表の10番をご覧頂きたいと思いますが、主な新築ビルの入居の状況について、お示しをしています。こちらは、私どもの推計も一部入っていますので、必ずしも正確な数字ではないと思いますが、概ねこういった傾向ではないかと考えており

ます。それから、賃料等をお示ししていますが、これも若干実体と異なるところなどがあるのかなと考えております。

まず、古い方のデータから申し上げます。2012年あたりはビル供給が非常に多く、当初は空室が目立つ例もありましたが、最近は大体埋まってきたといったところです。例えば、特殊な例かも知れませんが、2012年の4月に東京スカイツリー・イーストタワービルがオープンいたしました。場所が東京の郊外、元々ビジネス街ではありませんので、オープン時の入居率が20%を切る状態でしたが、今は稼働率100%です。こういった郊外に関しても、テナントの入居の状況が良くなってきています。

新宿イーストサイドスクエアに関しても、当初の入居は相当苦労された例ですが、今はかなり稼働率が高くなり、一部はファンドに売却されるといった状態になっています。

2012年5月に竣工した中野セントラルパークですが、稼働率40%くらいの状態が長く続いたと記憶していますが、現況では100%稼働です。こちらは、メインのテナントは麒麟ビールです。ビール会社の場合、営業部隊の力が非常に強いのだそうで、駐車場の確保等を重視されたと聞いていますが、このセントラルパークの中にもかなり大型の駐車場がありますし、周辺の駐車場を借りることも容易だということもあって、車で移動する際の利便性、駐車場確保の利便性、こういったものが相当、テナント誘致にはプラスに働いたのではないかと思います。

東京駅前の新築ビルには坪当たり40,000円台で入っているテナントがあるようです。東京駅の駅前という点からしますと、相当低めの賃料だろうと思います。ただし、こちらの方も周辺のビルが、賃料を上げるということで、テナントに対し交渉されていますので、実際のところ10%、20%上げるというのは難しいようございますが、おそらく最終的には5%から8%くらいの上昇率に収まるのではないかと考えております。こういった、当初多少安めに賃貸が成立したのものに関しても、今後若干賃料が上がってくる例が都心部では多いのではないかと考えております。

昨年3月に完成しました東京スクエアガーデンという建物でございますけれども、こちらは、東京建物を中心とします京橋の開発でございます

が、成約賃料は坪当たり35,000円から40,000円強と聞いております。この辺りは伝統的に、坪当たり20,000円台前後のテナントが多いところで、三幸エステートのデータを拝見しますと、募集ベースで21,000円、その他のデータを見ましても、19,000円から21,000円という例が多いようございます。それに対しまして、この、東京スクエアガーデンに関しては、坪当たり35,000円から40,000円超というところですので、相場に比べますと高めの賃料だったのだらうと思います。ただ、周辺のビルに比べますと、こちらはビルのグレード、それから規模等も大分違いますので、周辺と単純比較はできませんけれども、こういったグレードの高いビルに関しましては、相場を大きく上回るような成約も出始めてきていると言えるのではないかと思います。

同じ京橋で、今年の2月に京橋トラストタワーというビルがオープンをいたしておりますけれども、こちらに関しまして、35,000円から40,000円でテナントを募集しており、それと大きく変わらない賃料でテナントが決まっているようです。こちらは、今、概ね100%稼働になっています。韓国のLGグループが当初2割ほど借りていましたけれども、最終的にLGグループがその部分を買収したという経緯がございます。最近、賃料を払うのではなく買い取られるという例も他にもいくつか出てきているような状況でございます。こういった面で、賃貸、あるいは持ちビルに対する考え方に変化が起きてきたのかなと思います。といいますのも、土地神話が崩壊したときに関しては、不動産はあまり持つものではないと、むしろ外部に売却をして、その段階で現金化してしまうという会社が多くなってきたわけですが、不動産価格が底を打ったことにより、資産としての土地、あるいは資産としてのオフィスビルを見直される傾向が、一部出て来たのではないかと考えております。

今年の5月に虎ノ門ヒルズが竣工した虎ノ門近辺は、今非常に需要が強い場所です。今の政権に変わって以降、公共事業等が増えて参りましたので、ゼネコン、あるいはディベロッパーの、官公庁に対しての情報収集等の需要が強まってきたのだらうので、需要も大分戻ってきたところがあるようです。それから、虎ノ門界隈といいますと、これまで大型のビルが少なかった場所

あろうかと思えます。お隣の神谷町辺りになりますと、相当大型のビル、グレードの高いビルが多いわけですが、虎ノ門エリアに関しては、全般的には、中小規模のビルが多く、それも多少老朽化したものが多かったわけでごさいますけれども、環状2号線の開発が一応完成し、虎ノ門ヒルズが完成したということもございまして、再開発の機運が随分、今高まってきているわけでごさいます。このビルの斜向かいにあります虎ノ門病院も、今、再開発の計画が進んでおりますので、そういった面で虎ノ門辺りに関しては、今後、多数の再開発の計画が表面化してくるのではないかと思います。この意味で、この辺りは全般的に老朽化したビルが多かったわけでごさいますけれども、今後、建て替え、大型の開発が、かなり目立つようになって参りますので、おそらく賃料等についても相当上昇傾向強くなって来るかなと思えます。今の段階では、40,000円弱といえますと、それ程安い水準ではないだろうと思えますけれども、場合によっては、今後40,000円前後から、さらにそれを超えるような相場観が出て来るような可能性もあるのではないかと考えているわけでごさいます。

今年の、3月、4月以降に完成したビルに関しては、全般的に入居状況が良いものが多いようで、例えば、日本生命丸の内ガーデンタワーは三井物産の一棟借りで100%稼働ですし、その他、日本橋ダイヤビルも満室稼働というところでごさいます。ただし、一部に稼働率が多少低迷しているものもありまして、例えば、飯田橋グラン・ブルームはオープン時60%の稼働率にとどまったようです。こちらの方は、多少賃料を高めに設定しているという話を伺っておりまして、専門誌の報道ですけれども、大体35,000円辺りを目安にされているのだそうです。先ほど申しましたけれども、最近では、賃料を高めに設定する例が非常に多くなってきています。そういったものもございまして、現況では賃料に割高感があるものに関しては、稼働率が低めのものもございまして、全体とすれば、賃料が高めのもの、どちらかといえば大家さんの戦略によるもので、市況の方は改善傾向が続いてきていると言えるのではないかと考えております。

来年以降に完成予定のビルに関しましても、まだテナント募集が本格化していない例もございまして、4月に完成予定の大崎ブライタワー、二子玉川ライズ、こちらは楽天が移転をされますけ

れども、こういったところに関しては、既に100%稼働という形になっておりますし、来年以降のものに関しても、入居状況が見えてきた例が多くなってきているのではないかとと思えます。

先ほどの繰り返しになりますが、2016年辺りまで、東京23区内では、それ程ビルの供給は多くはない状態が続きますし、その一方で、オフィスの需要に関しては、概ね改善傾向だろうと思えます。景気が、相当酷い状態で腰折れをしない限りは、おそらく、需要の方は増え続けるだろうと考えておりますので、当面の間は、ビルの市況に関しては、堅調な状態、むしろかなり好調であることが表面的に出て来るような状況ではないかと考えております。

11. オフィスビル市場の動向⑤—主要都市の概況

お手元の資料の図表の11番をご覧頂きたいと思えますが、こちらは、東京以外の街の市況についてお示しをしています。大阪、名古屋、札幌、仙台、横浜、福岡でございまして、ビルの市況が堅調なのは、東京だけではありません。地方の主だった都市に関しましても、概ねビルの市況は好調、あるいは改善に向かっているだろうと考えております。

大阪に関しては、先ほど申し上げました通り、空室率自体は街全体で8.3%ですので、まだまだ高いような状態ですが、大阪の空室のかなりの部分をグランフロントが占めております。グランフロントの入居状況が改善をすることにより大阪の市況に関しても良くなってきているというところではないかと思えます。このグランフロントの入居状況は、昨年の4月のオープンの時点でオフィス部分の入居が2割強といったかなり厳しい状態であったわけですが、今年の4月の段階で約50%の入居になり、今年の6月で大体60%の入居になったというわけです。9月の段階で80%稼働が見えてきたという話ですので、大分、有力なテナント候補が増えてきたのではないかとと思えます。私も、今後、早ければ半年以内には、このグランフロントの空室は、ほぼ解消されるのではないかと考えております。この点では、大阪の市況に関しましてもそれ程心配するような状態ではないだろうと考えています。

大阪では今年、何棟かビル供給がありまして、2

月に新伏見町ビル、3月には淀屋橋ミッドキューブ、6月に淀屋橋東京海上日動ビル、それから10月に宇治電ビルが完成するのですけれども、竣工時の需要に関しては、概ね高稼働率を達成したということです。大阪でもビル供給は少なくなってきましたので、大阪の街のボリュームを考えますと、空室が大幅に増える可能性は小さいと思われます。今後に関しても、それ程大型の供給は少ないようです。グランフロントの開発の残りの部分は、緑地になるとか色々話もありますので、今後の供給も全般的に抑え気味になってくるのではないかと考えます。おそらく大阪の市況に関しても、今後しばらくの間は堅調な状況だろうと思えますし、先ほど申し上げました通り、これから先は京都、神戸から、梅田エリアの方に需要が流れ込んでくるような状況だろうと考えますので、今後、計画が変更になって、梅田エリアの供給が増えても、十分に吸収できるような状況ではないかと考えております。逆に、周辺の都市に関しては、多少ビルの市況という点では厳しいところもあるかと思いますが、京都の場合、今ビル供給は相当に抑え気味ですので、特にマイナスという状況ではないだろうと考えております。

名古屋に関しては、空室率は徐々に低下してきているというところですが、足元で空室率が低下しておりますのは、やはり、新規ビルの供給がほとんどないからです。昨年の8月にTIGアクタスというビルが完成してからはビル供給がほとんどないような状況で、今年1年間に関しては、ビル供給ゼロといった状況です。来年から大型ビルの供給が相次ぐ見込みですけれども、名古屋ビルディングが来年の10月に竣工の予定、JPタワー名古屋が来年の11月の完成の予定。それから、2017年の2月と聞いておりますが、JRゲートタワー、元の名古屋ターミナルビルの建て替えが完成する予定というところですので、これから先、ビル供給が随分と増えてくるわけです。ただし、名古屋の市況は地元経済次第といったところがかなりございます。名古屋の駅前のビル等を拝見いたしましても、かなりの部分はトヨタ関連のテナントで占められているというところがございます。先ほどの繰り返しになりますが、ビルの供給が多いということは、逆にいいますとビルが供給過剰になる。それからリニア新幹線等の問題にしても、ストロー現象が起きてしまうというような懸念もあ

るわけですが、地元経済がしっかりとしている限り名古屋の市況に関しては、それ程大きな問題はないであろうと考えております。

札幌は、今年、大型の供給がございました。札幌三井JPビルの供給がありましたが、アクサ生命が札幌市内にあります事業所を統合しまして札幌支店として設置されたため、札幌三井JPビルそのものに関しては満室スタートといった状況です。ただし、他のビルで、二次空室が発生しそうな状況ですので、札幌に関しては、今後は、若干、空室率が上昇する局面も出て来るのではないかと考えております。ただ、全体とすれば、供給はこれから先も抑え気味だろうと考えられますので、それ程大きく崩れることはないであろうと考えております。そういった面で、札幌は、若干、問題点がないわけではございませんが、それ程懸念は少ないであろうと考えております。

仙台は、この9月にイースタンビルが出来上がりました、オープン時の稼働率が40%くらいだったようでございます。ただし、それ程大型の物件ではありせんので、仙台の市況への影響はそれ程大きくないようです。仙台の今後に関しては、あまり大型のビルの供給予定がないといえますか、私どもの方でも、仙台について、今後のビル供給は把握しておりませんので、当面の間、市況の方は改善傾向が続くと考えております。

横浜では、今年3月に横浜アイマークプレイスというビルが完成しましたが、それ以降に関しては、大型のビルの供給は少ないということで、横浜に関しても、ビル供給が少ない中で、多少需要は増えてきているようなところがありますので、市況は概ね好調だろうと考えております。

福岡は、今年3月に、テラソIIというビルが完成いたしました、ほぼ満室の竣工でした。来年以降も、ビル供給はある程度ございますが、2015年の供給は5,000㎡くらい、2016年が延床ベースで30,000㎡くらいというところですので、福岡の街のボリュームを考えましたらそれ程の大量供給ではないだろうと思えます。2018年から2019年頃に、大型の再開発等が完成する見込みですが、全体とすれば供給は抑え気味だということもありますので、福岡に関しても少なくとも2018年あたりまでは、市況の改善傾向が続くのではないかと考えております。それから、九州全体の経済機能が、福岡1市に集まるような状態が続いてきております

ので、おそらく、福岡の街そのものに関しては、今後も発展の可能性は、相当増えてくるのではないかと思います。

これから先、エリアごとの差が出て来るのではないかと考えられますが、先ほど、いくつかの街について申し上げましたが、最近では交通利便性が高いところに業務の機能が集中する傾向が非常に強くなってきております。例えば、横浜は30年以上前から、業務機能は交通利便性が高いところに集中しております。横浜の昔の中心地は関内だったのだらうと思いますが、実際の街の中心地は、20年、30年以上前から、横浜駅の西口の方が交通の利便性が高いのでそちらに移ってきているような状況でございます。名古屋も、以前は、栄、伏見が中心地だったのだらうと思いますが、最近では名駅の方の開発が盛んになっております。公示地価、基準地価は、3年程前に、名駅と栄が逆転をいたしまして、今、その格差がさらに開いてきているような状況でございますので、これから先は、やはり交通利便性が高い名駅の方が発展してくるのだらうと思います。大阪も梅田エリアの方に、これから先は色々なものが集中してくるのだらうと思います。大阪の街の中でも、「ミナミ」から「キタ」の方に需要の方は移ってくるのだらうと考えられますので、今後、「キタ」の方が中心で栄えるといった状態のだらうと思います。

先ほど、地価の点で、広島駅の北口について申し上げましたけれども、広島の街の中心地は紙屋町・八丁堀というところが、現在の中心地ですが、こちらは駅から随分と離れたところでございます。ただし、広島駅の周辺の開発は、これから先もさらに進行して参りますので、おそらく後10年から20年後には、紙屋町・八丁堀よりも、広島駅の周辺の方が、街の中心地として発展する可能性が高いのかなと考えております。同様な形で、福岡に関しましても、今は天神の方が街の中心地でございますが、これから先は博多駅周辺の方が伸びてくるのではないかと思います。こういった意味では、街の有望な場所というものも、今後多少変わってくるのではないかなと考えております。

東京に関しては、先ほどいくつか市況を申し上げましたが、おそらく今後は、有望な街としては、品川、渋谷、丸の内を中心とする東京駅の周辺と考えています。丸の内など東京駅の周辺に関しては、交通の拠点が集中していますので、この優位

性はこれから先も変わらないであろうと考えております。品川ですが、こちらは極端な言い方をあえてさせていただきますけれども、陸・海・空の拠点が、揃っているのが品川です。JR東海の本拠地がありますし、これから先は、リニアモーターカーのターミナル駅にもなり、鉄道網の一つの大きな拠点になって参ります。空という点からしますと、羽田空港の国際化の影響もあり、機能が強化されて拠点性が強くなってきています。海の拠点という点からすると、品川には大井埠頭と品川埠頭という日本でトップクラスの港湾があります。このように品川は、陸・海・空の拠点が揃っているという点で、これから先、最も有望なところではないかと考えております。足元では、品川は少し悪い話題が多くなってしまっております。例えば、ソニーが自社ビルを売却したり、パナソニックにつきましても面積を減らしたり、それから、楽天が品川から二子玉川に移転をするといったこともあります。決して良い話題ばかりではないわけですが、中期的に見ますと、交通利便性という点から、他のエリアにない特徴を持った場所ですので、品川は、今後相当に発展していくのではないかと考えています。

渋谷に関しては、元々オフィス需要が非常に強いところですが、これまであまり大型のビルがなかった、業務の受け皿がなかったところでございます。今、渋谷駅の再整備が行われておりまして、ヒカリエをはじめとして、いくつかのビルは完成したのですが、まだまだ集積は少ない状況でございます。次の大型ビルの完成は2017年度になりますので、しばらくの間はビル供給不足の状態が続くわけでございます。渋谷駅周辺は東急不動産が開発を進めており、東急電鉄の開発と東急不動産の開発が進みますと、渋谷駅でも色々業務機能の受け皿が出来て参りますので、これが発展の機会になって参りますから、その点で渋谷等も、今後非常に発展の可能性が高いのではないかと考えています。

あくまでも私個人の意見でございますが、今後、東京都内で注目すべきところは、今申し上げました通り、丸の内を中心とする東京駅の周辺と、品川、渋谷と考えおります。もちろん、それ以外のところに関しましても、発展の可能性の高いところはあるわけでございます。先ほど、申し上げました通り、虎ノ門についてもその点が言えるわけ

です。ただし、これから先は、地域間競争が、相当強くなって参ります。この中で、交通アクセス等について難点があるところに関しては、不利なところも出て来るのではないかなと考えております。

昨年の3月に、副都心線と東横線が渋谷駅のリニューアルによって相互乗り入れが可能になり、この影響が相当広範囲に及んでおりました、北は練馬区から、南は横浜の中華街まで、行動範囲が広がったということで需要が増えてきているという話でございます。それから、本日の新聞等を見ますと、虎ノ門に地下鉄の新駅という話もございます。2020年の予定らしいのですけれども、こういった面で、都内の中でも交通アクセス等が強化される場所がございますので、さらに、発展の余地が拡大すると思います。逆に、こういったところから、多少取り残されてくる場所もあるのではないかと思います。現況では、地下鉄駅しかないようなところで、広域からの集客に欠けるようなところもありますし、今、申し上げました、業務機能の集積地から距離感があるところに関しては、逆にエリア間競争で、劣後する可能性もありますので、この点で、東京都心部といいますが、場所によって、状況は違って来るのではないかなと考えています。

14. オリンピック招致の効果①—湾岸エリアのオフィス市況の安定化

この様な形で、実物の不動産マーケットも、随分と、良くなってきたわけですが、今後の状況を考えますに、オリンピックの動向は、一つ大きなポイントになってくるのではないかなと考えています。

お手元の図表の14番をご覧頂きたいと思います。これは、前年もお話し申し上げたかと思いますが、新しい話題ではございませんが、改めて申し上げたいと思います。こちらは、東京湾岸の業務エリアの空室の状況をお示ししております。晴海、臨海副都心、東品川について申し上げているわけですが、ご覧の通り、空室率は随分と大きく変動している場所が多いわけでございます。このエリアは、一定のオフィスビルの集積はあるのですが、なかなかテナントが居着かない場所が多かったわけでございます。問題点は、主に二つあるのだろうと考えられます。湾岸エリアは、元々、交通ア

クセスの面で非常に不備なところが多いということ。それから、特に、震災以降ですが、液状化のイメージ等もありまして、このエリアを敬遠される方もあったというわけです。品川にあります、外資系の会社では、幹部の外国人の方が、地震が起きると怖いということで移転を決められたという噂話を耳にしたこともあるわけで、あくまでもイメージだけなのだろうと思いますけれども、いずれにしても、こういった点が、湾岸にテナントがなかなか居着かない原因になっていたのではないかと思います。晴海を例に取りますと、晴海は、街の中には鉄道駅がありませんので、お隣の勝どきの駅から歩いてこななければならず、こういった交通アクセスの不備が、ビジネス街として見れば、相当、ハンディだったのだろうと思います。これから先、オリンピックの開催を目指して、このエリアも交通アクセスが整備されて参ります。中央区では、2016年の4月までにBRT（バス高速輸送システム）を通す予定だということもありまして、これから先、交通アクセスは、大分強化されそうな状況でございます。将来的には、LRT（新交通システム）を、湾岸にループ状に通すといった計画もございます。これまでは、計画が難航しておったところですが、オリンピックの招致が決まって以降、目標の年時みたいなのが固定されたということもあり、このBRTの構想等に関しましては、以前よりも交渉の進展が早いという話も聞いております。こういった面で、将来的には交通アクセスに関しても、相当改善されるだろうと思いますし、特に、晴海辺りはオリンピックの選手村になるということもでございます。国際交流の舞台になるという点は、イメージ的には相当プラスだろうと思います。ということで、この湾岸のハンディの部分、交通アクセスが弱い、イメージの点で問題がある、という二つの点は、これから先、改善されてくるのではないかなと考えられます。

15. オリンピック招致の効果②—物流施設に対する評価の高まり

図表の15番ですけれども、先ほど、基準地価について申し上げましたが、今回の基準地価で、平和島3丁目の調査地点の地価が随分上がりました。この近辺の地図が資料の左側にありますけれども、こちらREIT等の不動産投資が非常に盛んなところでございます。特に、シンガポール政府系のGLP

投資法人と、アメリカ最大の物流ファンドであるプロロジスがスポンサーとなった日本プロロジスリート投資法人の主力物件が並んで建っている場所です。それから、すぐお隣は、オリンピックのホッケー会場になることのおよびですので、こういった面で、このエリアに関して一般的な認知度がこれから先、上がってくるのではないかと思います。こちらの方は、今、物流関係の需要が伸びて地価が上がっていますし、これから先は、オリンピック絡みで一般的な知名度も上がって参りますので、こういった面も、地価にはプラスと考えています。

16. オリンピック招致の効果③—不動産価格の「東西格差」の縮小

図表の16番ですけれども、東京圏の地価は、西高東低という傾向がございます。東側の下町の方が低くて、西側の方が高いといったところがあるわけですが、これから先、オリンピックの整備の関係で、オリンピックの会場のかんりの部分が湾岸に整備される見込みですので、湾岸の方のインフラ整備が盛んになって来そうな状況です。湾岸の整備が進むことによりまして、このエリアの地価は上がってくるだろうと考えられますし、それから、先ほどの晴海等に関しては、選手村に建設したマンション等を一般にも分譲するという話もありますので、こういった点でも、グレードの高い物件が、これから先、増えてくるのではないかと考えられます。

お手元のグラフは、このエリアで供給されたマンションの㎡当たりの単価をお示ししているのですが、2013年の1年間に供給されたマンションの1㎡当たりの単価が、いわゆる、山手エリアの方は102万8,000円。それに対しまして、下町エリアの方は69万円といった状況でございました。両者には、大体33%くらいの格差があったわけでございます。これから先、東京圏の地価の西高東低というところは変わりませんが、東西格差は、相当に縮小してくるであろうと考えられます。湾岸の方が、元々地価水準が低いということもありますし、こちらの方のインフラ整備が進んでくるということで、地価の上昇率に関しては、むしろ、山手エリアよりも湾岸エリアの方が高いであろうと考えるわけでございます。ですから、あくまでも、お手元の図はイメージですが、2020年頃にな

りますと、山手エリアの方は、坪当たり120万円くらいまで、下町エリアの方は、坪当たり90万円くらいまで上がる可能性があります。西高東低は変わりませんが、東西格差は25%くらいまで縮小してくると考えております。こういった点で、オリンピック関係の需要も、これから先、不動産のマーケットを支える大きな要素になってくるのではないかと考えられます。

こういった点を背景としまして、不動産投資も随分と盛んになってきているのではないかと思います。

26. J-REIT市場の動向⑤—株価（投資口価格）の推移（1）

お手元の資料の図表の26番をご覧頂きたいと思っております。こちらは、REITの値動きを示します、東証REIT指数の動向をお示ししています。この資料は、データの作成の関係で10月3日までのデータを示していますけれども、今1600ポイント台の前半になってきているところがございます。ただ、5月の下旬あたりから随分と上昇しまして、かなり割安感が薄れ、少し割高になってしまっているような状況でございます。色々な金融商品がありますけれども、やはり不動産関連の商品に対する投資家の方々の期待は、相当に大きいようでございます。はっきり申し上げますと、今、他にあまり安心して投資できるものが少ないということがございます。日本株そのものに関しては、色々な見方があるのだろうと思いますが、少し不安定な状態がありますし、国債に関しても、色々不安要因というものは出て参りました。一方で、不動産関連の商品と申しますのは、安定性が非常に高いということもありまして、投資家の需要、期待が、相当に集まってきているというわけでございます。ただし、投資家の方々は、不動産に対しては、成長性よりは安定性を求めています。REITに関して申し上げれば、REITの価格が上がると言うよりも、むしろ、安定した配当利回りを出して欲しいといった考えの方が強いわけでございます。ですから、REITの価格は上がってはいますけれども、少し割高な状態にもなってきていますので、足元では、どちらかと言いますと、価格からすると以前程動かなくなってきている状況であります。REITの価格は最近低迷しているとか、落ちてきたといった報道も目立つわけですが、これは逆に

REITの本質を理解していないような記述でして、投資家の方々は、REITあるいは不動産に対しては、成長性よりは安定性を求めているというわけでございます。不動産と言いますと、一般的なイメージから、バブル経済期、バブル崩壊期のイメージがありますので、かなり価格の変動が大きいといった意識を持たれる方がいまだに多いわけですが、不動産投資は、価格の上下より、安定した収益を継続して得ることが出来るところが最大の魅力という考え方が強くなってきたわけでございます。そういった面で、REITの価格に関しては、これから先、目立った上昇は、あまりないだろうと考えられますが、大きく落ち込むこともなく、どちらかと言いますと、横這いの傾向で推移してくると考えているわけでございます。

27. J-REIT 市場の動向⑥—株価（投資口価格）の推移（2）

このようなREIT関連の需要というものを含むのですけれども、図表の27番をご覧いただきたいと思えます。これは、REITの用途別に、価格の推移を見たものです。指数になっておりまして、2010年の6月を起点としたものなのですが、オフィス関連の指数が、一番低くなっているのですけれども、今、オフィスを中心とするREITが、多少、割高なところが多くなっています。オフィス関連のREITと言いますと、大手のディベロッパーがスポンサーとなったREITが非常に多く、投資家の人気が高いということがございまして、利回りが多少低めです。そういった面で、オフィス関係の指数が一番低いと言いますのは、決して低迷しているというわけではありません。むしろ、投資家の人気が根強いということを反映しているということなのだろうと思えます。住宅は、良くも悪くも、賃料等があまり動かないというのが特徴ですので、不動産の市況が厳しい時には、オフィスよりも住宅のREITの方が、人気が高まりますし、それから、不動産が底を打ちました現在の状況ですと、むしろ、オフィス関連の方に注目が集まってくるといった状況です。商業、物流関係に関しては、先ほど申し上げた通り、今非常に注目をされている分野ですので、これから先も評価の方は高まってくるところが多いと考えているわけでございます。

29. J-REIT 市場の動向⑧—投資主別の取引動向

図表の29番をご覧いただきたいのですが、今どういった方々がREITを買っているかということをお示ししています。これは、月間の取引の中での金額の差し引きをお示ししていますので、金額がプラスであれば買い越しを、マイナスであれば売り越しを示しています。全体とすると、銀行と投信の買いが目立つような状況でございます。銀行は、REITでの運用は、業務純益、銀行の本業として認められますので、特に地方銀行の場合ですと、地元、あまり良い融資先がないということもありません。REITでの運用に相当に力を入れているところが多いというわけでございます。それから、投信の需要ですけれども、今REITを運用対象に組み込みました投資信託、通称REIT投信とか、REITファンドと呼んでいますけれども、これが個人の投資家の方から人気を集めているような状況です。特に、昨年11月以降、NISA（少額投資非課税制度）の対応として、REITを運用対象に組み込んだ投信が増えてまいりまして、投信のREITに対する需要がかなり増えたというところがあるわけでございます。一方で、個人の方は、逆に売り越しという場合が多いわけですが、これは、特にここ数年間のREITの新規上場や増資が増えたことが個人の売り越しに拍車を掛けているといった指摘がございまして、どうも、これは、証券会社の営業にも問題があるのですが、個人の投資家の方に対して、新規上場だとか増資があったときには、とりあえず応募をして、購入した株式を初日に売れば儲かります、といった営業をしているところが、相変わらず多いわけでございます。そういった点もありまして、個人の方々も、REITに対して、どちらかと言うと利回りを中心で買われる方が多いのだらうと思えますが、長く持たずに、早めに売却をされてしまう方が多いということもあります。個人の方が売却をされたものは、結果的に、金融機関だとか、投信が買ってしまい、そこでREITの主な投資家は、半分くらい、国内金融機関が占めているといった図式になっているわけでございます。いずれにしても、REIT、あるいは不動産関連の金融商品に関しては、国内金融機関の需要が相当の部分の占めているというわけですが、これらの投資家は安定した分配金、配当を維持したいといった意識が強いわけでございます。

30. J-REIT 市場の動向⑨—配当利回りの推移

図表 30 番は、J-REIT の配当利回り等の推移をお示ししています。REIT の本業というのは不動産賃貸業ですが、この不動産賃貸業は、市況が良いときも、悪いときにも、安定した収入を得ることが出来るというのが一番の特色です。賃料収入等を元にして、投資家の方々に配当をお渡しするわけですが、この配当金の数字を割り算の分子において、割り算の分母に株価をおいたものが配当利回りになるのです。分子の方は、大体一定していますので、株価が上がれば、配当利回りが下がる、株価が下がりますと、配当利回りは上がるといった関係にあるわけでございます。

図表 30 ですが、濃い青い線が REIT の平均配当利回りをお示ししております。REIT の価格がこれまででどん底だったのが、リーマンショックの直後の 2008 年 10 月です。この頃は、金融機関等が REIT を含む不動産向け融資に非常に慎重になりました。REIT が 1 社、経営破綻をしてしまった例があったのですが、REIT が経営破綻したのは、実は、これが世界最初の例だったようです。そういったこともありまして、これで REIT マーケットがすっかり信用を失ってしまいまして、価格の方は暴落をしたわけです。ところが REIT の価格が下がりますと、配当利回りの方は、上がって参ります。そこで、2008 年 10 月には、REIT の平均配当利回りは 9.68% という水準であったわけでございます。個別の銘柄に関しては、配当利回りが 30% を超えているというものも複数あったわけですが、もしこの頃に REIT を買っておれば、今頃は REIT の配当だけで十分生活が出来たわけで、つくづく惜しいことをしたものだと思うわけです。

現況では REIT の価格は大分戻って参りまして、お手元のデータは 10 月 3 日までお示しをしていますが、平均配当利回りが 3.46%、10 年国債との金利の格差、スプレッドは 294 ベーシスポイントといった状況です。実は、10 年国債への上乗せの金利の水準、このスプレッドは、実物不動産の投資の利回りと同様です。多くの不動産関連の投資家の方々に、例えば、オフィスビルに投資した場合に、10 年国債との利回りに対して、どれくらいのスプレッドを、リスクプレミアムを求めるとかというアンケートを取りますと、過去 3 年強に関して、3.0% と変わらない状況がございます。これは、おそらくビル事業をやられている方ならば、

感覚的に合うところなのではないかと思えます。ビル賃貸業を行う場合ですと、借り入れを 4 割から 6 割くらいの間で行い、それで事業収支をたてるわけです。借り入れの金利は、以前と最近とでは随分変化してきておりますが、初年度で総事業費の 10% 強の収入を得ないと、なかなか採算が合わないという場合が中心です。今申し上げました採算と言いますのは、大体、単年度黒字をオープン以後 4 から 6 年で、累積解消を 10 から 20 年といった感覚で申し上げているのですが、経験則からいたしますと、大体、借入金利プラス 3% の利回りを確保していないと、賃貸ビル事業は、なかなか成り立たないといったところがございます。こういった経験値もありまして、投資家の方々、あるいは、不動産を購入される方に対して、10 年債との利回り格差、スプレッド、リスクプレミアムはどれくらいか、と聞きますと、大体、3% といった回答になってくるわけでございます。これは、日本不動産研究所が実施している不動産投資家調査の中で、こういった具体的な数字も出て来ているわけですが、実物不動産投資のリスクプレミアムは REIT の配当利回りのスプレッドと同じくらいの数字になっています。REIT は、あくまでも配当利回りですし、先ほど申しました実物不動産の投資とは内容が違うわけですが、REIT と言いますものは、賃料収入をほぼそのまま投資家の方々にお渡しをするといった仕組みでございます。そういった点から考えますと、現物の不動産の投資と、かなり似通ったところがございます。ですから、実物不動産投資のリスクプレミアム 3% といえますのは、REIT の配当利回りのスプレッド 3% と、一つ通じるところもあるのではないかなど考えられます。

これから先、金利は中長期的に上昇を見込まれる方が多いかと思えます。実際のところ、日銀の金融政策は、当面はそんなに変わらないと思えますので、足元の金利は、むしろ多少下がり気味というところがあるわけでございます。ただ、中期的には、金利はやはり上がってくるだろうと思えます。仮に金利が上がった場合には、REIT のスプレッドも、かなりタイト化する、縮小すると見込まれる方が多いのですが、私個人は、必ずしも、そういうふうには思っておりませんで、先ほど、申し上げたように、実物不動産のマーケットとほぼ同じようなスプレッド感、あるいはそういった

ものを投資家の方は持っていらっしゃるようですので、仮に今後、金利が上昇した場合にも、スプレッド3%という基準は維持されるであろうと考えているわけでございます。

31. J-REIT 市場の動向⑩—不動産賃貸の運用状況不動産業の全体動向

さて、今、REITは多少割高と申し上げたのですが、図表の31番を、ご覧頂きたいと思います。理屈っぽい話になって恐縮ですが、これはREITのNAV倍率というものを横軸に取りまして、縦軸に配当利回りを取ったものでございます。平均値のところに、縦線・横線を引っ張っております。NAV倍率といえますのは、REITが持っている不動産の評価額で調整した純資産価格に対する株価の倍率を示しております。通常は、1倍が、株価が割高でも割安でもないニュートラルな状態と解釈されています。ただ、REIT等は、不動産を運用してかなり良い成績を上げていますので、株価にいくらかのプレミアムがついてもおかしくないのだらうと思います。その点で、私はREITのNAV倍率に対しては、大体、1.2倍くらいが基本だらうと考えているのですが、実は今、1.47倍くらいに平均値が上がっております、少し割高な状況です。REIT全体は割高ですが、一方で、割安な銘柄というものも結構ございます。ですから、NAV倍率が低めで配当利回りが高めというものも、まだありまして、お手元の十文字の線からしますと、左上のエリアがそれに当てはまるわけですが、割安で投資対象として魅力のあるものも相当多いと考えております。

35. J-REIT 市場の動向⑭—J-REITによる不動産取得

先ほど、少し申し上げましたが、不動産投資が現物マーケットに与えます影響も、相当大きくなってきております。

お手元の図表の35番をご覧頂きたいのですが、昨年1年間にREITが購入した不動産が2.2兆円ございまして、これは過去最大でした。この内訳を、右側の方に表でお示ししているわけですが、昨年のREITが購入しました不動産の35%程は物流施設が占めたという状況でございます。この図表35のコメントにあります通り、昨年は物流関係の大型のREITが、相次いで上場、もしくは増資等を繰り返したということがありまして、REITによる不動

産投資は、物流施設が相当目立ったわけですが、今年は、こういった大型の物流施設の上場がありません。REITによる購入額は、1月から9月に関しては、昨年の大体3割減といった状況です。昨年に比べるとREITによる不動産投資は表面的には減っていますが、実は、必ずしもそうではありません。今、優良不動産が不足している状態ですけれども、その中でも、REITは頑張っており不動産を取得していると言えようかと思えます。昨年は、物流施設が35%を占めたわけですが、今年の内訳の方をご覧頂きますと、オフィスビルが全体の5割弱を占めるような状況になっており、今年は、オフィスビル投資が主体になっています。

今、やはり優良物件が不足しているような状態ですが、金額を件数で割り、一物件あたりの平均価格を出しますと、むしろ今年は昨年を上回っているような状況ですので、REITの各社は、物件不足の中でも、頑張って質を落とさない投資をしていると言えるようです。そういった点でも、REIT等の投資は、昨年のボリュームからすると目立たないところもありますが、決して勢いが衰えたわけではありませんし、むしろオフィスビルに関しては、昨年よりも良い物件を取得している例が多いかと思えます。ただし、最近、都心部のオフィスビル等については、かなり価格も上がってきましたので、投資利回りは若干低下気味です。私個人の考え方ですが、ビル賃貸業が成立するには、NOI（純収益）ベースで最低でも3.5%の利回りが必要で、3%台の前半の取引が多くなってきますと、それは、地道にビル賃貸業をやろうと考えているわけではなく、むしろ、転売を狙った取引が中心になってきているのではないかと思います。最近、REITによる不動産取引に関しても、実は、4%を切るものが目立つような状態になってきました。現況では、利回りが低いものは都心部の相当グレードの高い物件に限られていますので、必ずしも高値取引とは言えない状況ですが、やっぱり不動産価格が上がっている中で、質を落とさない投資をしようと考えますと、割高な物件に手を出さざるを得ないようなところがありまして、こういった点が、今後は懸念要因なのかなと考えています。ただ、これから先も、こういったREIT投資は、さらに増えてくることは確かだらうと思えます。

36. 私募REITの動向①—私募REITの運用・設立状況

REITが割高になりましたので、最近、金融機関の方々ですけれども、値動きがないREITに対する需要というものも増えてきました。図表の36番ですが、こちらは私募REITの運用の状況です。私募REITの場合は、一般の市場に上場されるわけではありせんので、持っている不動産を時価評価いたしまして、資産価格相当分がREITの時価総額になってくるといった考え方ですが、現在12法人が設立済みで、さらに法人数は増えてくると思います。

37. 私募REITの動向②—私募REITの投資家層

図表の37番をご覧いただきたいのですが、私募REITの場合は、運用を開始しますと、有価証券報告書を作らなくて良いので、足元の状況は正確にわからないところがありますが、設立の段階での投資家の状況をまとめて見ますと、実は、国内金融機関がほとんどを占めています。信託銀行、銀行、信用金庫、生損保で、大体のところを占めているような状況です。先ほどの、公募のREITの投資家層と重なる部分が多いわけですが、こういった点も含め、多くの投資家の方々には不動産に対しては成長性よりは、むしろ安定性を望んでいる、価格の方が上がるより、むしろ安定した利回りを、今後長く欲しいといった考え方が強いのではないかと思います。

不動産の範疇から場合によっては外れてくるかも知れないのですが、今、注目されていますのが、ヘルスケア施設です。老人ホームや、サービス付き高齢者向け住宅です。不動産の分野からすると、オペレーターではなく、大家として係わってるところが多いかと思いますが、ヘルスケアREITも、大分時間がかかりましたけれども、ようやく登場してきました。社宅等を上手く活用、再利用しているといった例もありますので、不動産分野の事業としても、今後、取り組む価値は十分にあると考えております。こちらは、入居者が特殊な住宅と不動産の分野からは捉えられますので、利回りは、一般の住宅と同じか、それよりも少し高めといった状況です。大体、NOI利回りベースで5%代の後半から、6%前後というところが多いです。今後は、需要が増えはすれ減ることはない分野ですので、こちら、住宅の一分野としましては、有望と考えております。

これ以外では、インフラファンドという、太陽光発電システムなどを対象とするファンドを作って、上場市場を作ろうという話があります。これは、REITとは違った市場ということで検討されていますが、太陽光発電システムは制度に依存している部分もありますので、安定性からすると問題はありますが、不動産の運用、活用の範囲は、今後、さらに広がってくると考えております。

オフィスビルの市況に関しては、今後、さらに良くなっていくところが多いだろうと、少なくとも、東京圏に関しては、2016年くらいまでは、特に大きな問題はなく、それ以降に関しても、概ね堅調だろうと考えられますし、それ以外の不動産分野も、概ね安定した市場が続くのではないかと思います。それを基にした不動産投資商品に関しても、特にオフィスビル関係の投資は、安定性を求める投資家の需要を吸収して、発展して来られるだろうと思います。また、不動産投資の用途に関しても、ますます広がりを見せてくると考えております。

色々、申し上げましたけれども、今年の段階で「今年はさらに良い話が出るだろう」と予言をしたのですが、本日もまた、予言をさせていただきます。来年、お話しをさせて頂く機会がありますと、さらに良いお話しをすることが出来るのではないかなと私は確信をしている次第でございます。本日は、誠にありがとうございました。