

## 講演録

第 187 回定期講演会 講演録

日時:平成 27 年 10 月 9 日 (金)

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 ～多様化する不動産投資の影響～」

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、この時期にお話をさせていただいております。昨年、お話をした段階では、しばらくの間、不動産の市場の良い状態が続くであろうと、少なくとも、今後、2年間にしましては、良い状態が続くのではないかと申し上げたわけでございますが、大体、そのとおりになってきたのではないかなと考えています。昨年は、「今後2年間は」と申し上げたわけでございますが、今回、またちょっと期間を延長いたしまして、今日の時点を基にいたしまして、今後2年間と言い換えたいと思います。少なくとも、この期間につきましては、不動産のマーケットが大崩れする可能性は相当低いのではないかなと考えております。またもし、来年、同じところでお話することがあれば、やはり、良かったということがご報告することができるのではないかと考えているわけでございますが、ただ、その一方で、最近、良いが故の問題点といったものも顕在化してきたのではないかなと考えております。本日は、そういったお話をさせていただければと思うわけでございます。

まず、最初にお断りでございますが、本日、製本版の資料をお持ちしております。こちらは、3カ月ごとにまとめたものを作っております、新しいものを今月の下旬に発行する予定でございますが、新しいものがまだできておりませんので、お手元は7月付のものになっております。また、こちらの新しいものに関しまして、ご案内する機会があればと思うわけでございますが、本日、お手元のプレゼン資料等を基にいたしまして、こ

の足りない部分を補ってお話をさせていただければと思う次第でございます。

それでは、プレゼン資料の2ページ目をご覧くださいと思います。9月17日に今年の基準地価が公表されたところでございます。もう既にご案内のところかと思いますが、最近の不動産マーケットの動向を全体でつかむには、非常に良い資料でございますので、まずこの基準地価の動向からお話し申し上げたいと思います。ご覧のとおり、今回の基準地価でございますが、全国・全用途に関しましては24年連続の下落ということになったわけでございますが、下落率は6年連続で縮小したということでございまして、全体とすれば回復傾向ということはいえるのではないかなと考えております。

ただ、住宅で上昇幅が少し縮んでしまったということがあるわけでございますが、これはご案内のとおり、昨年、消費税の増税があったわけでございますけれども、その前の年、2013年に増税前の駆け込みの需要がございましたので、昨年はそれが剥落をしたということがございます。特に住宅のマーケットが落ち込んだと私は考えておりませんが、一昨年比べますと、多少低迷をしたということはいえるのだろうと思います。

基準地価は、毎年、7月1日現在で調査・公表されておるわけでございますけれども、実際、この基準日からの前の1年間の取引の動向を示しておりますので、この2013年中の住宅マーケットが減速したということが、この地価の上昇の幅にも表れたということではないかと思っております。

それからまた後ほど申し上げますが、地方圏に関しましては、相変わらず、全体の75パーセントほどの所で地価が下落をしている状況でございます。下落の幅自体は縮小しているわけですが、大都市圏で地価が相当に上昇した所があるということをお考えすると、むしろ、大都市圏と地方圏の格差が拡大しているのではないかと考えられるところもあるわけでございます。

お手元の図表3をご覧くださいと思います、今回の地価が大幅に上昇した所はどういった所であったのかということを示してございます。右側のコメント欄でございまして、その要因などを分けてございます。私は大体、この四つのグループに分かれるのではないかなと考えているわけですが、一つ目は『①再開発が進行した地域』。それから二つ目は、『②交通アクセスが整備された地域』。三つ目が『③観光・リゾート需要が回復した地域』。四つ目が『④東日本大震災の被災地』ということになるわけでございます。実は、この区分自体は昨年の基準地価、それから今年の公示地価と大体同じでございます。そういった点では、この地価の上昇の要因もここ数年間はあまり変化がないということになるわけですが、ただ、今回は、この地価の上昇の範囲が相当広がったということもございまして、特にこの①、②、③に関しましては、かなり内容が多彩になってきたのではないかなと考えております。

一方、この震災の影響④は、震災からだいぶ時間が経ったということもございまして、全体的な影響というのは、割と小さくなってきているのではないかと考えています。今回の基準地価で、やはり、原発事故の被害者の方が避難されております、いわき市で上昇地点が集中したということもございまして、この震災の影響に関しましては、かなり小さくなったということがいえるのではないかと考えます。

①の再開発が進行した地域、これが数としては最も目立ったわけですが、これは不動産投資が盛んな地域という言葉に置き換えてもよろしいのではないかと考えております。

お手元の図表4でございまして、こちらは、東京23区内の各区の平均地価と、平均変動率を示したものでございます。実は、こちらのデータの更新が間に合いませんでしたので、公示地価のデータ使っているわけですが、先般、基準地価を基に

しまして作り直しましたが、大体、同じ傾向線が得られた状況でございました。不動産投資が盛んな所となりますと、やはり、この大都市圏の中心部が主体でございますので、元から地価水準が高い所ということになるわけですが、こういった地価水準が高い所で、さらに不動産投資が起りまして、さらにまたそれが地価を押し上げるといったという状況でございます。このグラフは横軸に地価の水準を示して、縦軸に伸び率を示しているわけですが、大体、正の相関関係があるわけでございます。もともと地価水準が高い所に今、不動産投資が集中しまして、そういう地価水準が高い所で、さらにまた地価が上昇したというわけでございます。こういった面でも大都市圏で地価の二極化が進行していると考えております。

再び、図表3にお戻りいただきたいわけですが、それぞれの要因につきまして、簡単にお話をさせていただきたいと思います。まずこの一つ目の再開発が進行した地域でございますが、(a-1)、(a-2)と分けてございます。(a-1)がオフィスビルを中心とした開発、(a-2)が商業施設を中心とした整備ということになるわけですが、ちょうどこの虎ノ門の近辺ということになるわけですが、こちらも今回、地価の上昇が相当に目立った所でございます。今回、基準地価で17.6パーセント上昇しています。勤銀不二家ビルといいますから、日本不動産研究所が入居されておりますビルになるわけですが、やはり、こちらにつきましては、虎ノ門ビルズが完成した影響が相当に大きかったのではないかと考えております。この近辺もお隣の虎ノ門病院をはじめといたしまして、再開発の計画が相当数動いているといった状況でございますので、この再開発が今後、続々と完成してまいりますし、オリンピックの前までには、地下鉄の整備もあるということもございまして、今後、しばらくの間は、地価の上昇傾向、続くのではないかなと考えられます。

それから銀座尾張町 TOWER に関しまして、こちら也相当、上昇率が高いわけですが、やはり、銀座は、非常に再開発が盛んでございます。インバウンド需要といいますか、そういったもので百貨店の売り上げも相当増えているという話でございまして、ちょうど、今朝の朝刊でも、中国の国

慶節のお休みがこの1日から7日で終わったということですが、前年同期を相当上回る売り上げが東京都内のデパートでもあったという記事を拝見いたしました。こういった部分も恩恵を受けているのではないかなど考えております。

それから今回、地価上昇率、トップになりましたのが名古屋の駅前、名駅のエリアということになるわけですが、名駅古川ビルの上昇率が45.7パーセントというところでしたが。実は、私、この基準地価につきましても、ある程度、予想を立てておまして、東京都内で20パーセントを超える上昇地点が出てくるのではないかと予想しておまして、これは、一応、当たったことになるわけですが、ただ、正直なところ、名古屋の駅前で46パーセントというところまでは予想しておりませんでした。そういった点では、こちらの予想を超えて相当大幅な上昇があったということになるわけですが、こちらは、ご覧のとおり、再開発の効果ということになってくるのではないかと思います。名古屋は、ここ数年の間、オフィスビルの新規供給がなかったわけですが、その一方で、今年は過去最大のビル供給の年となってまいります。この10月以降ですが、大名古屋ビルディング、JPタワー名古屋といった大型のビルが完成をするわけですが。オフィスビルの供給が増えると、これは一歩間違えますと、ビルが供給過剰になって、市況が悪化する要因にもなるわけですが、ただ、そのエリア自体の基礎的な需要が強い場合には、タイムリーに供給があったということがこの需要の受け皿になりまして、潜在化しておりました需要が顕在化しまして、それが新しい需要を生み出す基盤になってまいります。あえて申し上げれば、供給が需要を生むといった効果が出てくるわけですが。ちょうど名古屋は、今、地元経済が好調といいますか、はっきり言ってしまうと、トヨタの業績が好調だということになるわけですが、こういった地元経済の堅調さというものを背景といたしまして、このビルの大量供給等には、むしろプラスの影響があるのではないかと考えられておるわけですが。

お手元の資料の図表12をご覧いただきたいと思っております。8月のデータまで示しておりますが、最新で9月のデータが昨日公表されましたところですが、名古屋の場合は、6.80パーセントと、

平均空室率が今回は少し上がったわけですが。ただ、今年はビル供給が非常に多いということですが、ビル事業者、不動産関係者は、今年は場合によっては相当空室率が高くなるのではないかと予想しております。今、7パーセント弱といった状況ですが、場合によっては、空室率が12から13パーセントまで上昇するのではないかとこの見方が以前は多かったわけですが。ところが、今、かなり地元経済が好調だということもございまして、今年完成しますビルに関しましても、相当、入居の内定がよろしい。大名古屋ビルディングに関しましては、9割以上、テナントが決まっていると聞いておりますし、それからJPタワーに関しましても、今の段階で少なくとも7割以上、テナントが内定しているという話でございます。今、大名古屋ビルディングに入居予定のテナントの一部がルーセントタワーに一時、引越えされているわけですが、こちらが今後、二次空室が発生するという見込みがあったわけですが、こちらの二次空室に対しまして引き合いも相当に強いということがございます。完全満室にはならないようでございますので、多少、この10月以降、空室率が上昇いたしますけれども、恐らく8パーセント台前半で止まってくるのではないかとこの予想が、今、多くなっているわけですが。多少、空室率が上がりますけれども、当初12パーセントから13パーセントとされていた予想が8パーセントの前半に止まるということでございますので、市況は傾向としては改善していると言えるのではないかと思います。ただ、名古屋駅前は、これから先も相当ビルの供給が多いといったところですが。来年はシンフォニー豊田ビルができますし、その翌年もJRゲートタワー、グローバルゲートの新しいビルが2棟できるということがございまして、そういった点で、今後も大規模ビルの供給ラッシュということになりますので、中期的には、もしかしたら供給過剰になるかもしれないといった懸念は消えないわけですが、この地元経済の堅調さというものがこれから先は市況の決定要因になってくると思います。

それから昨年のものでございまして、リニア新幹線が着工したということも、名古屋のポテンシャルに対しまして期待ということで表れているようでございます。こういった交通網の整備も、一歩

間違えますと、いわゆるストロー効果が発生いたしまして、より需要が強い所に都市機能が流出するといった結果が生じる可能性もあるわけですが、ただ、名古屋の場合、やはり、地元経済が堅固でございますので、こういった交通網の整備といいますのもプラスに働くであろうと、場合によっては、他の都市から色々なものを引き込んでくることもできるのではないかとということで、他の都市であれば、もしかしたら市況の悪化要因になるかもしれないオフィスビルの大量供給、あるいは交通網のアクセスといいますのは名古屋の場合ですと、地元経済の好調によりまして、プラスの方向に作用するであろうと考えられているということです。

こういった期待が表れまして、同じ名古屋の井門名古屋ビルも36パーセントの上昇でございましたが、先ほどご覧いただきましたとおり、名古屋の駅前に関しましては、今回、日本一の上昇率であったということになるわけです。

それから、福岡の博多駅前でございます。こちらは、来年の春でございますけれども、JRとJPが共同事業でつくられましたビルが完成するという予定でございます。こちらのほうもLINE Fukuokaが本社を移されるということもあまして、少なくとも7割以上は埋まっているらしいという状況でございます。それから賃料も相当に高いという話でございます。福岡といいますと、これまではかなりグレードが高いビルでありまして、坪単価1万円台後半というものが多かったわけですが、最近では、このJRとJPのビルの影響もございまして、周辺のビルで賃料改定、値上げするといった例も増えているのだそうで、坪単価2万円を超えますものも増えてきたといったというお話を聞いております。こういった点もありまして、福岡のほうも、地価が相当に上がっているということになるかと思えます。

図表3の(a-2)でございますが、こちらは商業施設中心の整備ということになるわけですが、表参道駅に近いナラビルで今回、20.2パーセント上昇したわけですが、やはり、商業施設の集積が非常に充実しているということでございまして、それから先ほどのインバウンド需要等の影響もございまして、店舗賃料等も随分上がっている話がございます。木更津は、空港へのアクセスも良いということもございまして、アウト

レットモールなどの開発が非常に盛んだというわけでございます。

それから今回、相当に話題になりましたのが大阪のいわゆる「ミナミ」のエリア、心齋橋の近辺のエリアでございます。お手元にありますとおり、りそな心齋橋ビルが29.7パーセント上昇というわけでございますけれども、この近辺でやはり30パーセント近い上昇を示した所が幾つか出てきているわけでございます。私も、3週間ほど前のちょうど台風が来ました日に、大阪に行っておりまして、雨が降っておりましたので、この心齋橋のゲートの中に逃げ込んだわけですが、周りは中国人の方でいっぱいございまして、相当この大阪で観光客の需要効果が出ているなということを感じることができたわけでございます。

それから広島データでございますけれども、広島の本通りといいますか、紙屋町の交差点の近くになるわけですが、大規模店舗の進出等が地価の上昇要因ということになっております。広島は、この他にやはり外国人観光客も随分増えているのだそうでございます。大阪でアジア系の観光客が多いのに対して、広島は欧米系の観光客が非常に多いのだそうでございます。トリップアドバイザーという、世界最大級の観光サイトがございまして、こちらの調査ですと、広島は、むしろ、京都よりも観光客の満足度が高いといったデータが出ております。厳島神社をはじめとしたしまして、日本的な風景を残しております所もございまして、それから市電といいますか、チンチン電車ですね、あれが非常に外国人の方に評判がよろしいのだそうでございます。ヒューマンスケールでもって走りますから、この街の状況というものが非常によく分かるといったわけでございます。この市電といいますのは、交通の邪魔になるということで嫌われ者だった時代もあるわけですが、逆に今は、観光等に関しまして、非常に良い手頃な手段だということがございまして、特にこれが欧米から来ました観光客には人気が高いということだそうでございます。同じようなことが、例えば、岡山、富山といった所でもいわれているのだそうでございます。ですから、何か便利さといいますにもちょっと一歩違った所が、観光需要を押し上げるかなり大きな材料になるのではないかと考えられます。

岡山の両備ビルというデータがございます。こ

のビルは、昨年完成しましたイオンモールのすぐはす向かいにある所でございます。このイオンモールがオープンしました効果を受けまして、地価が随分上昇しているというわけでございますが、イオンの店舗も最近、随分と性格が変わってきているようでございまして、このイオンモール岡山に関しまして、劇場型といいますか、情報発信型といいますか、単に物を売るのではなく、この岡山の街の魅力をあちらこちらに発信していく機能を担っているのだそうでございますが、こういったアクティブな商業施設ができたことによりまして、それが地価にも随分影響があったということがいえるかと思えます。岡山の場合ですと、これを迎え討つ地元の商店街といいますか、例えば、岡山の高島屋でありますとか、それから天満屋などもリニューアルを進めておられて、これが街の活性化のかなり大きな要因になっているという話を聞いておりますが、こういったエリアごとの競い合いといったものも街の活力になりまして、地価を押し上げます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。

その下に福岡の天神のデータが出ております。福岡ビルという西鉄の大型ビルが天神にございますが、こちらは今、建て替えの計画があると聞いております。まだ正式公表されていないのではないかとと思えますが、地元では福ビルといって、大変親しまれた施設でございます。最近、やはり新幹線等の影響もございまして、博多駅前が話題になることが多いものでございますので、天神のほうも巻き返しを図っていると聞いておられて、こういった意味で、この博多の駅前と、それから天神のほうの競い合いも福岡の街の活力の源になっているのではないかなと考えられます。

(b-1)が、交通アクセスの整備ということになるわけでございますが、こちらに北陸新幹線の影響というものをまとめているわけでございます。金沢の駅の西口に、伊藤忠金沢ビルというビルがございますけれども、こちらが25.4パーセント上昇したというわけでございます。この金沢駅の西口といいますか、あえて悪い言い方をさせていただきますと、駅の裏側でございます。こちら、これまで低未利用といいますか、開発があまり進んでいない所が多かったわけでございます。ただ、今、これがプラスに働いているというわけでございます。開発の種地が豊富にあったというわけで

ございます。こういったいわば低未利用の所が相当に多くあったということ、これが新幹線の開通を期にいたしまして、開発の種地ということになりまして、むしろ地価をかなり押し上げる要因になったというわけでございます。こちら、昨年、賃貸オフィスが2棟完成をいたしました。このうち1棟は満室、それからもう1棟も高稼働率といった状況でございました。その他には北國銀行の新本店でありますとか、賃貸マンション等も出来上がりまして、金沢駅の西側のほうは、様相が一変したというわけでございます。ただ、あえて申し上げますと、大体、昨年の段階でこの金沢駅の西口のほうの開発は一段落したようなところがございます。今年、来年は、金沢の駅の周辺では、オフィスビルの供給の計画はございません。昨年で開発が止まってしまったような、そういうところもございます。それから、今の段階ですと、この金沢駅の周辺が注目をされ過ぎているようなきらいもございますが、一方で、この金沢の本来の中心地でございます片町でありますとか香林坊、武蔵町といったような所に関しましても、今、街の活性化というものも検討されておられますので、金沢に関しましては、これから先、継続して発展をさせるには、この金沢駅の周辺の整備、それからまたこの片町だとか、それから香林坊とのリンクといいますか、こういったものがかなり重要な課題になってくるのではないかなと考えております。こういった新幹線ができた当初はよろしいのでございますが、その後が続かないといった可能性も今後、懸念されますので、新幹線ができたということはチャンスではございますけれども、むしろこれから先、課題が多いのではないかなと考えられます。

(b-2)は、東京湾岸で倉庫等の開発が非常に盛んだという話でございます。千葉県の市川と船橋の中間の所に二俣新町という駅がございますが、今回、この周辺の地価が随分上がったというわけでございます。こういった物流施設の開発も最近では随分、盛んになってきたところでございます。

お手元の資料の図表45でございまして、こちらに物流施設の開発の計画をお示しております。今、かなり物流施設の開発計画が多い状況でございます。これまで物流施設や配送センターの開発といいますと、国内のデベロッパーはあまり事業化されておらず、どちらかといいますと、

GLP、プロロジスといった外資系のデベロッパーの独壇場であったところがございますが、最近では、GLPと三井不動産とが共同で開発され、また三井独自の開発もございますし、野村不動産をはじめといたしまして、国内の大手のデベロッパーもこちらのほうに力を入れていらっしゃるようですので、今、かなりの開発が進んでいる状況でございます。Eコマース、電子取引の需要もあちらこちらに広がっておりまして、ある経済誌によりますと、Amazon、楽天ばかりが喧伝されるけれども、これらはこの物流施設の中ですと、全体のシェア9パーセントくらいにすぎないといったご指摘もございまして、むしろ、これから先伸びる分野ではないかなと考えられます。

そういった点で、今後、供給もかなり予定されているわけがございますが、図表42に物流施設の供給の計画等をお示ししております。今年の第4四半期、かなりの大量供給になる見込みでございまして、どうもこのデータで確認できる範囲では、過去最大の供給量になるそうです。ただ、このうち、3割から5割くらいはテナントが内定しているようですので、こういった大量供給も特に問題なく、空室は消化されると考えております。

この図表42の左上でございまして、エリアごとの空室率をお示ししております。『東京ベイエリア』と書いております所は、千葉県の一部を含めます湾岸エリアでございまして、今年の第2四半期の空室率がゼロといった状況でございまして、それから第3、第4四半期に関しましても、ほとんどゼロになってくるであろうと考えられます。それから外環道の方に関しましても、おおむね、空室率ゼロといった状況でございまして、圏央道の方に関しましては、多少、空室は目立つような状況でございまして、ただ、それでも空室率の水準はだいぶ低い状況でございまして、こちら1年ほど前であれば空室率が2桁といった状況であったわけでございますが、足元では5パーセントから6パーセントくらいとかなり低くなっておりまして、こういった点では、この物流関係に関しましては、今後、需要は堅調であろうと考えられます。ただ、こちらのほうも地価が随分上がってきたものでございまして、新しい投資がやりづらくなってきております。先ほどご覧いただきました、この基準地価の調査地点のすぐお隣にGLP投資法人が持っております物件がございまして、こちらの利回

りが5パーセント台を確保しているわけでございますが、最近の新規開発ですと、この辺り、5パーセントを切るものが増えてしまっております。それから用地不足もちょっと問題になっておりまして、特にこの市川市の一部などで最近、倉庫街にマンションが建つ例が多くなってきておりまして、これがますます倉庫用地の不足に拍車を掛けているような状況でございまして、この手の物流関係の需要というのは、非常に強いことは強いわけでございますが、これから先は、この地価の高騰、それから用地不足に相当苦しむ可能性がございまして、こちら逆にも言いますと、大きな曲がり角を迎えているのではないかと考えております。

先ほど申し上げましたように、名古屋にしろ、こういった東京湾岸の物流施設にしろ、表面的にはよろしいわけでございますが、実際、色々な問題も顕在化してきたといえるのではないかなと思っております。

図表3の(c-1)が観光需要になるわけでございますが、北海道の倶知安が今回、随分と上がったわけでございます。倶知安といいますと、住宅地の上昇率が2006年の基準地価から連続3年で全国トップになったところだと記憶しておりますけれども、これ以降、地価が低迷をしておったわけですが、足元では、また盛り返しをしてきていたといった状況でございまして、ただ、倶知安は、これまで地価上昇率が高い所はスキー場の周辺に限られておったわけでございますが、今回、倶知安の街の中心部といいますか、スキー場からだいぶ離れた所で地価が上昇いたしまして、こういった点で、観光需要がこれまでのスキー場の周辺から広域化してきた、波及効果がかなり広い範囲にわたるようになってきたということがいえるのではないかと思います。

それから同じ倶知安町のスキー場の近くの林地でございまして、上昇率40パーセントというところがございまして、昨年50パーセント上昇しておりました。こういった点からいたしますと、林地でございまして、地価の上昇率のランキングには入っていないわけでございますが、今回の基準地価ですと、名古屋駅の駅前に匹敵するような上昇率を示しておいて、こういった点で倶知安の観光、リゾート需要が相当、注目されているところかと思っております。

ただ、観光地の全てが全て良いというわけでは

ございません。図表 5 は、地価の下落が大きい所でございますが、例えば、観光需要が落ち込んでしまっているところとして、新潟県湯沢町のデータが出ております。越後湯沢といいますと、ウィンタースポーツのメッカとして知られている所でございますが、実は人口が今相当減ってしまっております。スキー客は、ここ 2、3 年、ある程度は盛り返しておるわけですが、ただ、全体的なトレンドからすると伸び悩んでいる状況がございまして、今回、この湯沢町に関しましても、地価が前年比 8 パーセントを超える下落となったわけでございます。

ですから、今、インバウンド需要で日本のリゾート地、観光地がどこも潤っているような感覚を持つ場合もあるわけでございますが、実は、場所によって相当差がございまして、この越後湯沢といいますと、国内でも知名度が非常に高い所でございますし、夏場も音楽祭等もございまして、冬場は観光客には相当に恵まれた所といったイメージがあるわけでございますが、実際のところ、かなり大きな悩みを抱えているということもあるのではないかと思います。このように、今回の基準地価は、良いところがかなり目に付くといったところもあるわけでございますが、地域によって相当、明暗が分かれている点を浮き彫りにしたところもございまして、こういう点も、これから先、注視しなければいけないところのかなと考えております。

再び、図表 3 にお戻りいただきたいと思いますが、先ほど、大阪の心齋橋の近辺について申し上げたわけですが、それ以外にも、日本ならではの、といった外国人のお客さんが増えているところがあるようでございます。島根県の出雲に関しましては、出雲大社のお祭りが続いておりまして、この関係で地価も上がっておると。それから沖縄県的那覇も、恐らく観光需要が相当にあるのだらうと思います。こういった点で、地方都市に関しましても、観光需要で地価が上がっている所もございまして。

一番下の欄でございますが、(c-2)といたしまして、東京の佃島、月島を挙げております。リゾート需要というのとはちょっと性格が違うのでございますが、オリンピック関係の需要で随分と住宅地の評価も上がっているといった状況でございます。ちょうど数日前でございますが、大手デベロ

PPER7 社共同のサイトでも、住みたい街のアンケート調査、それから今後の変貌が予想される所等のアンケート調査をされたと聞いておりますけれども、晴海、豊洲といった湾岸エリアを挙げた方が非常に多かったようでございます。やはり、この東京湾岸といいますと、これから先オリンピックの需要もございまして、相当に注目をされるところではないかと考えております。住宅のマーケットにつきましては、後ほどまたあらためて申し上げたいと思うわけでございますが、特にこの豊洲の 6 丁目の昔東京電力がお持ちだった所に関しましては、東京ワンダフルプロジェクトというマンション開発が一段落いたしましたので、豊洲の駅からちょっと離れている所でございますので、坪単価が大体 260 万と記憶しておるわけでございますが、これから先、相当価格が上がってくるのではないかと考えています。恐らく、今後、数年内には坪当たり 280 万くらいまで上がるのではないかと考えているわけでございます。一方で、豊洲の駅前のほうは今、随分と価格が上がっておりまして、パークシティ豊洲は、今から 10 年くらい前に三井不動産が分譲された段階では坪単価が 240 万だったと記憶しておりますけれども、今、こちらの中古の物件ですと、坪単価 300 万を下ることはまずないといった状況でございます。豊洲の駅前は大体 300 万を超す、それから駅からだいぶ離れた所にありまして、恐らく、今後 270 万から 280 万くらいになってくるであろうということもございまして、相当、価格が上がってきているなど考えられます。

それから、晴海のエリアでは、三菱地所が以前、オリンピック誘致前に分譲されておりましたクロノレジデンスという物件は、確か坪単価 270 万台だと記憶しておりますけれども、こちらのほうも今、随分、マンション用地の取得競争が激化しているようでございまして、こちらも今後、坪当たり 290 万から、場合によっては 300 万くらいまでのものが増えてくるのではないかと考えます。個人的には、一般のサラリーマン世帯が無理なく買えるマンションは、坪単価 240 万くらいが上限と考えておるわけでございますが、ただ、今、金利も低いということもございまして、ある程度、買いやすい状態だらうと思います。こういった意味で、この晴海、豊洲のエリアに関しましては、今後、さらにまた、人気が強くなりまして、坪単

価 300 万を目指すような、そういった状況になってくるのではないかと考えています。

一方で、先ほどちょっと申し上げたわけですが、特に地方圏のほうは、全体の 75 パーセントくらいで地価が下落しているといった状況でございます。図表 5 に地価の下落率が大きい所をお示ししているわけですが、表の右側のほうには、簡単にこの地価下落の要因等をコメントさせていただいているというわけでございます。地価の下落が大きい所も大体、この三つくらいの要因に分かれるのではないかと考えているわけですが、これも右上のコメント欄にお示ししております。最も数が多く目立ちますのが、人口が減少している所、高齢化が進行している所ということになるかと思えます。それから二つ目が、過去数年間で台風・豪雨等の被害がありました所、それから三つ目が、これから先、地震リスク、津波リスクが懸念をされる所でございます。やはり、この震災がございまして以降、この天災リスクというものが相当強く意識されるようになってきたわけでございます。このうち、②が既に起こってしまった天災、それから三つ目が将来起こる可能性がある天災、こういった面で既に起こったものと、それから将来のリスクという、ちょっと時間軸が違ってくるわけですが、いずれにしましても、こういった天災リスク等が地価のほうにも相当強く意識されるような状況になってきたのだらうと思えます。

ただやはり、全体とすれば、①の人口減少、あるいは高齢化が進んだ所が相当に目立つといったわけでございます。

図表 6 をご覧いただきたいと思えます。このグラフは毎年作っているわけですが、今回の基準地価を元にしまして、あらためて作り直しをしたわけでございます。今は不動産の価格は収益還元法で計算をされているわけでございます。その土地を有効活用した場合どのくらいの現金収入を得ることができるか。その現金収入を期待利回りで割り戻しをしたものがすなわち、不動産の価格であるという考え方でございます。この不動産の収益性といいますのは、いろんな要素がございますけれども、つまるところ、その不動産を利用します方の頭数で決まっているところが非常に多い。ですから最近の地価動向は、おおむね人口動態で説明できる。端的に申し上げますと、人口

が増えている所は地価が上昇しますけれども、人口が減っている所は地価の下落がなかなか収まらない、といった状況でございます。

お手元のグラフは横軸に人口の変動率を、縦軸に地価の変動率をお示ししているのですが、ご覧のとおり、右上がり直線で、傾向線が引けるといった状況でございます。こういった点で、人口が今減っている所に関しましては、なかなか地価の下落が止まらないといったところがあるわけでございます。ここ数年間の傾向でございますが、この地価下落の上位地点がかなり固定化されています。人口減少や高齢化は構造的な要因でございますので地価の下落が大きい所も大体、固定化する傾向があるわけでございます。今回の基準地価ですと、これが瀬戸内の離島のエリア、島しょ部に集中したところがございます。これも今回想定していなかったことでございます。今回、住宅地・商業地に関しましても、地価の下落率が特に高い所が、兵庫県の姫路の飯島町という島しょ部でございます。それから呉市。これも島しょ部でございます。こういった所に集中をしたというところがございます。それから長崎の大崎上島町、これも島しょ部ですね。こういった島しょ部には下落率が大きい所が集中したというわけでございます。

それからやはり、北海道の街は、地元産業が衰退している場合が多うございますので、ここ数年間は非常に地価の下落が目立つわけでございます。今回、旭川も地価の下落率が高い所に入っているわけですが、ただ、旭川でも逆に交通利便性が上がった所などは、今回、地価が横ばい、ないしは、上昇している所もございますので、そういった点からいたしますと、旭川は街の中で地価が二極化していると考えています。

いずれにしましても、こういった人口減少、高齢化といいますものは、構造的な問題でございますので、なかなか解決が図られない。こういった所は、これから先も地価下落が続く可能性が相当に高いのではないかと考えております。なかなか解決は難しいわけですが、ただ、幾つかの自治体に関しましては、例えば静岡県の一部には、街のサイズが小さいことをうまく利用して、子育てなどに力を入れている自治体もございまして、これがそこそこ成果を上げている例もございます。これから先は、そういった工夫が必要になってくるのではないかと考えております。

いずれにしても、こういった点で、地価の動向等に関しましては、やはり、それぞれの街が持っております明と暗とありますか、これがはっきり分かれたのではないかなと、当方では、このように考えているわけでございます。

この中で東京圏に関しましては、地価が二極化する中で良いほうに入ることになるわけでございます。図表 8 でございますが、こちら、東京都内のビルの供給動向をお示ししたデータでございます。こちらも毎年、ご案内いただいている森ビルのデータでございますけれども、2012 年が大量供給でございました。これの反動で 13 年、14 年は、相当供給が減っておったわけでございますが、今年からおいおいと増えてくる、といった状況でございます。ただ、これまでの状況からすると、全体的に供給の抑制傾向が続くと言ってよろしいのではないかと考えております。過去 30 年間のビル供給の平均を多少、上回るといった程度ではないかと考えています、過去 30 年間の平均を上回っているのですが、全体とすれば供給は抑制傾向であろうと当方では考えております。16 年に大型ビルの供給が比較的多いものでございますから、一部にこの 16 年を大量供給だと、そういう考え方をされる方もいらっしゃると思いますが、総量からすれば 16 年はそれほど多いわけではございません。ただ、17 年、18 年頃になりますと、今、水面下で計画されております再開発が顕在化されてまいりますので、お手元にありますデータよりも、実際の供給が、増えてくるかと思えます。ただ、この 17 年、18 年頃は、オリンピック関係の需要が顕在化してまいりますので、多少供給が増えましても、市況が荒れる可能性は低いかと考えております。この中でオフィスビルの空室率もおおむね低下傾向だろうと考えております。

お手元の資料の図表 9 でございますが、こちら、不動産関係の方にはおなじみのデータだろうと思えますが、三鬼商事のオフィス空室率のデータでございます。上のほうが都心 5 区の新築ビルの空室率でございます。下のほうが全体の平均の空室率ということでございます。新築ビルの空室率は、足元ではちょっと上がっておりますけれども、これは今オフィスビルのマーケットが良くなってきたということを踏まえまして、かなり強気の賃料設定をされるビルオーナーが多くなってきたということが影響しております。2012 年頃ですと、ビ

ルの供給が多かったということもございまして、他のビルにテナントを取られないように貸し急ぎをする大家さんが多かったわけでございますが、足元、ビル供給が減ってまいりまして、他のビルにテナントが出ていく気遣いがなくなったものでございますから、最近では、むしろ強気の賃料設定をいたしまして、良いテナントが出てくるのをじっくり待つといったところが多くなっております。ビル業界の慣行といたしまして、新規のテナントに対しましては、そのときの市況に応じまして、賃料を設定することができるわけでございますが、居続けられているテナント、継続のテナントに対しましては、いったん決まった賃料はあまり大きく変動しないといったところがございまして、ですから、最初貸すときの肝心だということになってまいります。最初安く貸してしましますと、その後も安いままでございます。そういった点もございまして、最近割と高めの賃料を設定する所が多くなっております。貸し急ぎをしなくなりましたので、足元は新築ビルの空室率が上がっております。ただし、竣工の時点で空室が目立つビルに関しましては、大体、数カ月で埋まってくる場合が多いようでございます。

お手元の資料では、データ作成の関係で 8 月までのデータをお示ししてはいますが、昨日、新しいデータが公表されまして、新築ビルは、38.26 パーセントと、多少下がりました。それから平均の空室率のほうも 4.53 パーセントと、いずれも下がった、こういった状況でございました。後ほどまた申し上げますが、今年の新築ビルの供給は、大体 1 月から 5 月に集中しております。今年の後半に関しましては、ビル供給が割と少ないということもございまして、足元の 9 月末に関しましては、新築ビルの空室率も多少下がったというわけでございます。

お手元の図表 11 をご覧いただきたいと思います。9 月の時点でまとめた新築ビルの入居の状況でございます。一部、推計も入っておりますのが、大まかな傾向は捉えているのではないかと考えております。足元では大分ビル供給が減ってきたわけなのですが、先ほど申しました強気の賃料設定をしている所に関しましては、多少、足元、空室が目立つ所もあるといったところではございます。今年 2 月末に新築ビルの空室率がいきなり 29 パーセントに上がってしまったのですが、この原因

が、同じ2月に完成しました品川シーズンテラスというビルであったわけでございます。こちら、竣工の時点で入居率が25パーセントであったと記憶しております。足元のデータですと、大体60パーセントぐらいまで上がってきたというところですが、内定も相当、決まっているようです。足元では大分盛り返してきたということになるかと思えます。

ビルのオーナーは、中長期でこれを貸していくということを考えていらっしゃるようございまして、来年の春までに稼働率75パーセントを目指しますと、こういったお話でございすけれども、実際、恐らくもうちょっと早く埋まってくるのではないかと私は考えております。

それから同じ2月でございすますが、東京建物日本橋ビルが完成しまして、お手元、8割ほどの稼働ではないかと記載しておりますけれども、こちら、坪当たり3万8000円程度の賃料ということのようございす。日本橋辺り、これまでは、大体、大型ビルでありまして、2万円から2万3000円くらいが一応の目安ということになっておりますので、この東京建物日本橋ビルに関しましては、大体、相場の7割増しから8割増しくらいの賃料で決まっているということがいえるかと思えます。この日本橋という所は、日銀があります関係で、地方銀行の東京支店が多い所でございす。ですから、このビルも東京建物と、伊予銀行の共同開発ということになってきているわけございす。銀行も期せずして、不動産事業に手を染める例も出てきております。2014年の欄にございす室町ちばぎん三井ビルも、千葉銀行はこの場所の地権者でございす。それからまた、後ほど申し上げます東京日本橋タワーに関しまして、メインのテナントは横浜銀行でございす。こういった銀行の需要も非常に強い所でございすので、これも賃料を押し上げるかなり大きな要因になってきているかと思えます。今、ちょっと申し上げました東京日本橋タワーに関しまして、賃料は大体4万円弱というお話になっておりますけれども、足元、デベロッパーのほうでは、6割稼働とおっしゃっているようではございすますが、実際のところ、もうちょっと内定している所が多いのではないかと考えております。こういった点で、相当今このエリアは賃料も上がってきたということがいえるのではないかとと思えます。私個人の意見でござい

ますが、こちら、ビル供給、非常に多い場所でございますので、ひょっとしたら場合によっては供給過剰になるかもしれないと考えておたわけでございます。良いほうで私の予想が外れまして、このエリアは、新築ビルの供給が多いということがむしろ、市況を押し上げる要因になったわけでございます。震災前と震災後では、テナントのオフィスビルに対するニーズが相当違っておりまして、震災の前はといいますと、リストラをいずこも進めていらっしゃるいましたので、できる限り賃料は安いビルを求める傾向があったわけございすますが、震災以降は、できる限り安全性が高いビルをといた形で、ニーズが変わってまいりました。この安全性が高いビルといいますと、既存のビルでも安全性が高いビルはもちろんあることはあるわけございすますが、ただ、会社の総務担当の方は必ずしも不動産のプロではございせんので、どうしても新しいビルであれば、安全性が高いだろうと、そういった思いがちでございす。そういった点もございまして、最近ではテナントの人気も、新築ビル、ないしは築浅のビルに集中しているようなところございす。既存のビルのほうが多少アピールの度合いが弱いというところがあるのではないかと個人的には思っているわけなのですが、この日本橋の場合は、新築ビルが多い、供給が多いということがむしろ市況にプラスに働いておりまして、先ほど、ご覧いただきましたとおり、一般的な相場の7割増しから8割増し、場合によっては2倍近い賃料で成約をしているといった状況でございす。

恐らくこういった点で、この日本橋、京橋、銀座といった所は、非常に供給が多い所でございすので、今の時点では、おおむね市況のほうにとってはプラスになってくるのではないかと考えられます。これか市部の大手町、丸の内の供給が増えてくるのですが、大型ビルを一括して借りるテナントが割と多いということがございまして、坪単価ベースですと、かなり賃料が抑えられている場合もございす。それから多少、築年数が経過しましたビルに関しましては、大手町、丸の内の一部ではございすますが坪単価3万円を切っているといった例もありますので、ビルによって多少の差はございすけれども、場合によっては、大手町、丸の内よりも日本橋のほうが高いといった見方もできるようなところもございす。いずれに

しましても、こういった供給が多い所が今の段階では、市況のほうではむしろ躍進している所が目立つといったところではないかと考えております。

今年の後半に関しましては、10月竣工予定の鉄鋼ビルが、今日の新聞にもございましたけれども、5割ほどの内定だと聞いております。ただ、恐らく全体的な動向からすると、平均の空室率は下がり続けるだろうと考えております。11月竣工予定の大手門タワー・JXビルに関しましては、満室と聞いております。こういった面で、今年に関しましては、おおむね空室は低下傾向が続くのではないかと考えております。それから来年完成予定のものに関しましても、既にテナントが決まったものが増えているといったところでございます。六本木3丁目の開発はテレビ東京が移転をされるということでございますし、その他のビルに関しましても、メインのテナントが決まった所が多くなってきているというところでございます。2016年は大型ビルの供給が目立つ状況でございますが、それほど市況には大きな影響はない、むしろ良いビルが増えることによりまして、市況のほうは活気を取り戻してくる可能性が高いのではないかと、このように考えております。

こういった面で、東京に関しましては、少なくとも今後しばらくの間は、市況は改善傾向が続くのではないかと考えております。よく聞かれますのは、2020年のオリンピックまでは良いけれども、その後どうなるのだといったご質問もあるわけでございます。2020年といいますと、まだ5年先、6年先ということになるわけでございますが、私はそんなに心配する必要はないのではないかと考えております。どういうことかといいますと、やはりオリンピックの性格がこれまでは多少違っているといったところでございます。長野にいたしましても、北京にいたしましても、ロンドンにいたしましてもそうだったのでございますが、どちらかといいますと需要創出型といいますか、これまであまり需要がない所に対しまして、オリンピック、イベントを機会に開発を進めようといったものが割と多かったわけでございます。一方で、東京オリンピックの場合は、元から需要が強い所にオリンピックの競技会場ができてまいります。晴海の選手村を中心といたしまして、8キロ圏内に競技会場が集中すると。今の計画ですと、大体8割の会議場はこの8キロ圏内にできるというわけな

のですが、8キロ圏内といいますと、結構、広うございまして、新宿の一部まで入ってくるのですけれども、ただ、内陸のほうはあまり空き地がございませんので、大体、整備の中心は、湾岸のほうになってくる。競技会場の大体6割が湾岸に集中する状況でございます。こういった点で、湾岸のこれまで立ち遅れておりましたインフラが強化をされる。インフラが強化されるといいますのは、都市が継続して発展する基盤がつくられるというわけでございますので、元から潜在需要が多かった所にインフラが整備されることによりまして、街の発展の基盤ができて、それがまた実際にプラスの効果が強くなっていくと考えております。こういった点で、先ほど豊洲、晴海の話をしていただきましたが、特に豊洲などは、交通利便性が非常に高い所でございますので、住宅以外のオフィスビルの用地としても非常に有望な所でございますので、これから先、発展の度合いが相当強くなっていくのではないかなと考えています。

それからマンションでございますが、東京湾岸の一部の区でマンションの高さ制限とか開発制限をやっている所がございまして、そこで、この湾岸の需要の一部が千葉県の方に伸びているようなところがございまして、市川、浦安の一部でございます。市川は、今そういった点で、大型マンションの坪単価が相当に上がっております。実は今、私も市川の駅の近くに住んでいるのでございますが、こちらで坪単価275万というマンションができてまして、プラウド市川、野村不動産の物件でございます。これは元々郵便局の社宅があった土地でございます。最近ではこの郵便三社の上場の話もございまして、こちらのほうも随分、話題になっているわけです。一步先に民営化しましたJRに関しましては、不動産での売り上げを将来的には売り上げの20数パーセントまで高めたいといった計画があるようでございます。こういった公的な団体が民営にくら替えをいたしますと、あっという間に土地持ちの巨大な不動産会社が出来上がるというわけでございます。こういった効果もございまして、千葉県の一部等に関しましても、オリンピックの効果が波及しているということになります。

それから先ほど申し上げました福岡に関しましても、このJRとJPが手を組んで大型のオフィスビルを建てているわけです。これから先、東京湾

岸のほうは、元から需要が強い所に開発が及ぶことになりまして、それがまた、発展の基盤が整えられることによって、さらにまた地価も上がってくるだろうと考えられます。

こういった点もありまして、これから数年間で様相が変わってくる所も、特に東京湾岸のほうが多いだろう。ですから、2020年以降に関しましては継続して発展できるだろうと、当方ではこのように考えているわけでございます。

それから、東京以外の街でございまして、先ほど名古屋について申し上げたわけでございますが、大阪のほうも大分市況が改善をしてきたというところでございまして、大阪は2年前にグランフロント大阪という建物が完成をいたしまして、オープンのときのオフィスビル部分の入居率が大体、20パーセント強といった状況でございました。ただ、こちら今だいぶ埋まってまいりまして、内定を含めると8割程度までこぎつけた、そういった状況のようでございます。大阪は、今年十数棟のビル供給がある予定でございまして、一部に空室を残したまま竣工するものもございまして、足元、新築ビルの空室率が上昇しているわけでございます。ただ、大阪の街全体とすると、このグランフロントの空室が相当に多いといった状況でございます。このグランフロントの空室がだいぶ解消されてまいりましたので、大阪の街全体の空室率も大分改善してきたといった状況でございます。お手元にありますとおり、大阪の空室は、今8パーセント台で推移しているといった状況でございます。来年、再来年はちょっと供給が減ってくる、そういった状況でございます。阪急阪神の新ビル等の計画がございまして、グランフロントの隣の用地等は計画未定でございますし、全体からすると、来年以降は市況に大きな影響を与えるような供給は少のうございまして、そういった点で大阪の市況もこれから先は改善傾向だろうと、このように考えております。

名古屋の市況は先ほど申し上げたとおりでございますけれども、これから先、ビル供給が多いということは、名古屋の市況にとりましては、地元経済の好調を背景に、プラスのほうに作用してくるのではないかと考えております。

お手元の製本版の資料42ページ目をちょっとご覧いただきたいのでございます。そちらに札幌、仙台、横浜、福岡と各都市の市況をお示ししてお

りますけれども、札幌は今年1棟供給ございまして、こちらほぼ満室になっているといった状況でございます。2017年に2棟、大型の再開発が出来上がるわけでございます。ただ、市況のほうに及ぼします問題点は、それほど大きくはないだろうと考えております。ただ、札幌は、大通公園の周辺のほうが多量に空室率が高いといった状況でございます。駅の北側のほうがむしろ今空室率が低いような状況がございまして、今REITなどの不動産投資ファンドも、大通公園の周辺よりも、駅の北側のほうに注目をしている例があるようでございます。こちらのほうがビルの供給が少ないということもございまして、むしろ需給関係は締まっているようなところがございまして、投資対象からすると、本来の札幌の中心地ではなく、駅の北口のほうを注目される、そういった不動産ファンドが増えている状況ではないかと思っております。ただ、全体とすれば、この札幌の市況は改善傾向で、今後に関しましてはそれほど大きな懸念はないだろうと考えています。

それから仙台は、お手元の42ページ目の2段目でございますけれども、昨年1棟供給ございまして、これはまだ空室が相当あるわけでございますけれども、ただ、中型ビルでございましたので、市況に対しては、それほど大きな影響はございませんでした。仙台では、今年以降供給は予定されておられませんので、しばらくの間は空室低下傾向が続くのではないかと考えております。

横浜は、昨年1棟供給ございまして、まだ空室もあるわけでございますが、ただ、今年、来年と供給はございません。17年に2棟供給の予定がございまして、うち1棟はテナントがもう既に内定しておまして、ほぼ満室状態といった状況でございますので、横浜は、しばらくの間は市況のほう、改善傾向だろうと考えております。

福岡は、先ほどお話し申し上げましたが、JR、JP共同のビルが来年の春にできる予定でございまして、こちらはだいぶ、内定が進んでいます。それから周辺のビルも、この影響で賃料が上がっている状況でございます。博多駅の筑紫口のほうで開発の計画が顕在化しております。それから天神のほうでも大型の開発が検討されておりますので、これが出来上がります頃が一つの市況の節目になってまいります。ただ、当面大型供給ございませんので、しばらくの間、福岡の市況は改善傾向が

続くのではないかなと考えています。

こういった点で、場所によって多少の差がありますが、日本全体に関しましても、全体とすれば市況は改善傾向と考えております。こういった面で、オフィスビルマーケットに関しましては、しばらくの間は改善傾向が続くと当方では考えております。

一方、住宅、マンションの市場でございますが、こちらのほうもおおむね、良い状態ではないかと考えております。プレゼンの資料のほうにお戻りいただきまして、図表 14 をご覧いただきたいと思っております。こちらは、グラフの横軸に東京 23 区で供給をされましたマンションの 1 戸当たりの平均面積を、それから縦軸のほうに平均価格、1 戸当たりの価格をお示ししているわけでございます。2015 年、今年の上半期、1 月から 6 月に供給をされましたマンションでございますけれども、1 戸当たり平均価格が 6000 万円を超えてしまったといった状況でございます。お手元の図表 14 に『2015 年の上半期』と書いております点、でございますけれども、こちらが 6000 万円を超えてしましまして、2007 年以降の高値といった状況でございます。ミニバブル以降、8 年ぶりに 6000 万円を超えてしまったということになるわけでございます。一方で、面積のほうでございますが、実は、足元ではやはりグロスの価格を抑えるために面積が多少抑え気味といった所が多いようでございまして、2007 年と比べますと、今多少縮小している状況でございます。面積の狭小化が進んだということでございますので、今のマンション価格は、実質的にはミニバブルの頃を上回っているといった言い方ができるのではないかなと考えています。

ちなみに、ちょっと古い話をいたしますと、いわゆるバブル経済期の 88 年以降、このときに 5 年連続で 6000 万円を超えたわけでございますが、このときは、平均面積も 50 平方メートル台の後半でございましたので、この頃に比べますと、今のマンションの面積は拡大しております。ですから現在のマンション価格は実質的に、バブル経済期には至らないのだけれども、ミニバブルの頃は上回ってしまったといった状況でございます。そういった点で、今かなりマンションは値段の点では買いつらくなってきたということがいえるかと思っております。実は、私、日経電子版に先月アップしました記事に、東京のマンションは高いけれども、買

いやすいといった記事を書きました。どういうことかといいますと、確かに今マンションの価格は上がったわけでございますが、その一方でマンションが買いやすくするための配慮も行き届いておる。住宅ローン減税が拡充された。金利も低い。それから生前贈与を支援する制度が充実しております。これは FRK、不動産流通経営協会などのデータにあるわけでございますが、今、マンションを購入される方の 10 数パーセントが何らかの形で親、もしくは親族から援助を受けている、こういった状況でございます。それから若い世代の方、20 代の方ですと、大体 4 割ほどが何らかの形で支援を受けているというわけでございます。こういった生前贈与を支援する制度ができたといえますのは、かなり実質的にプラスになっているのではないかと考えられます。そういった点も含めまして、今このマンションの価格が高いけれども買いやすい。この結果、今かなり高いマンションが売れている、そういった状況ではないかと考えております。個人的な意見ではございますが、一般のサラリーマン世帯が無理なく買えますマンションは、大体坪単価 240 万くらいが上限と考えておるわけでございます。ただ、今坪当たり 300 万くらいのもも非常によく売れているというわけでございますので、ちょっと背伸びしているところもあるのではないかとはいえるわけでございますが、制度面で支えられている部分も相当大きいのではないかと考えております。

一方で、マンションの供給のほうは多少減っているところもございまして、お手元の一つ前に戻りまして、図表 13 ということになるわけでございますが、ちょっと表が見づらい所がございますが、上半分の表の左側のほうでございます。この左側のほうの真ん中辺りに東京圏全体の供給量をお示ししているわけでございます。供給戸数が今年の上半期、1 月から 6 月にしましては、東京圏全体で、前年同期比でマイナス 7.1 パーセントといった状況でございました。前年よりは供給が減ったということになるわけでございますが、ただ、供給が減ったのは、どちらかといいますと、都心から離れた所が中心でございます。例えばさいたま市で 50 パーセント減っておりますし、それから千葉市でも 52 パーセントほど減っている、といった状況でございます。東京圏全体で 7.6 パーセント減りましたけれども、どちらかといいますと、郊

外部といいますか、多少東京の都心部から離れた所が減っているといったところがあるかと思えます。以前はマンションデベロッパーも売り上げに関わらず、供給のシェアや戸数だけを競った時代もあったわけですが、最近、体力がなくなってまいりましたので、もう売れないものをつくらないといった所が多くなってきております。不動産はつまるところ、立地というところがございまして、都心部を離れますと、マンションの売れ行きも必ずしも良くないといったところがございまして、売れ行きは初月契約数というデータで判断をするわけですが、これが70パーセントを超えますと、マンションはよく売れていると解釈をされておまして、実際、大体この毎月70パーセントを超えているわけですが、ただ、千葉県の一部、あるいは埼玉県の一部ですと、これが70パーセントを下回る場合も結構ございまして、こういった面で、売れ行きが悪い所に関しましては、そもそもマンション供給そのものがなくなってしまっている所もございまして、このデベロッパーさんの売れないものをつくらないという姿勢が千葉県、埼玉県の一部には影響しておまして、先ほど、この地価のほうに関しまして、二極化の話をしていただきましたが、東京圏の中でも二極化が進展をしております。埼玉県などでは前回の基準地価で上昇した所が下落に転じた所も出始めてきている状況でございまして、ですから、全国で二極化が進んでおりますが、東京圏でも二極化が進んでいるといえるのではないかと考えております。私個人の意見でございまして、これから先は、資産価値が目減りしない所は、大体このターミナル駅から20キロ圏内だと考えています。東側のほうに関しましては、東京駅を起点といたしまして、20キロ圏内ではございまして、大体、船橋辺りまでは問題がないのかなと考えています。それから北側のほうでございまして、私は一応大宮までと考えているわけなのですが、大宮まで都心から大体28キロくらいございまして、20キロ圏を超えているのではないかと指摘を時々頂くのはございまして、これはあくまでも開発密度の関係でございまして、そういった面で、北のほうに関しまして、大体この大宮辺りまでだったら特に大きな問題はないだろうと考えています。南のほうでございまして、横浜の人气が非常に高いものでございまして、横浜から大体20キロ圏内

になってまいります。藤沢辺りまでは大丈夫なのではないかと考えているわけですが、それから西のほうがちょっと微妙でございまして、吉祥寺の人气が高いということもございまして、これからおおむね20キロ圏内と考えているわけなのですが、昨年、立川で非常に高額なマンションが販売され、野村不動産の物件ですけれども、坪単価が確か342万円と記憶しておりますが、これが完売になったということもございまして、随分と話題になったわけですが、こういった立川など広域の開発がある所に関しましては、郊外部も今相当評価が高くなってきているということになるわけですが、こういった面で、このエリア辺りまでは資産価値が減る可能性が低いのかなと考えています。私が今申し上げたのは、あくまでも目安でございまして、これを超えてまいりますと、今後、地価の下落、あるいは資産価値が目減りする可能性とが高くなっていくのではないかと考えているわけですが、こういった点で、埼玉県、千葉県の一部ですと、そもそもマンション供給そのものも少なくなってまいりまして、これが東京圏などでは、地価の二極化という形で顕在化し始めてきているのではないかと考えております。

一方、神奈川のほうも今、供給が減っておりまして、横浜が19.0パーセント減少、それから川崎市も7.3パーセント減少です。横浜、川崎は、マンションの供給場所とすれば一般的な人气が非常に高い所ではございますが、用地がなくなってまいりました。横浜はこれまで東戸塚などで大量供給があったわけですが、大型開発が一段落をいたしまして、最近はやっと用地不足が顕在化してきたといった状況でございまして、それから川崎に関しまして、川崎区は供給が増えているわけですが、それ以外の所などは、供給一段落をいたしまして減っている所が多い、そういった状況でございまして、ですから、私も今千葉県人なので、ちょっと言いづらいところがあるのですが、恐らく、埼玉県、千葉県と神奈川県ではちょっと事情が違っておりまして、売れ行きが悪いから供給を減らしている所と、それから供給を増やしたいのだけれども、実は用地がないと、そういった所の差というものもあるのではないかと考えております。そういった点で東京圏も大分エリアによっては差がついてきたのではないかと考

えています。

東京都下に関しましては、先ほど申し上げた立川等の人気もありますし、広域開発をしている所に関しましては、相当魅力が高まってきているところもございますので、マンションの供給は、最近では随分増えてきています。東京 23 区の供給戸数は、全体でマイナス 3.3 パーセントでございますが、東京圏全体での 7.1 パーセント減の減少幅を下回っています。用地が足りなくなってきた所を考えますと、健闘しているほうではないかと考えています。お手元には下町エリアと記載してございますが、こちらのほうは、今年はいよいよ供給が増えております。足元では、板橋での供給が増えております。板橋は、比較的小さな町工場の跡地の開発もございます。それから北区なども増えてきているというところ。それから今年の前半期につきましては、品川の近辺の開発が割と多かったのですが、こちらは目黒区に入る所もあるのですけれども、一部、下町に入る所もございまして、この影響もございまして、下町エリアのほうでいよいよ供給が増えている所がございまして、

それから山手エリアは需要が強いわけでございますが、用地不足で供給が減ってしまっている。ただ、今年、高層マンションが随分売れたわけでございます。この高層マンションも相続税対策で買っている方が相当いらっしゃるらしいのでございますが、ただ、この相続税対策がいつまで続くかという問題点がございまして、お手元の製本版の資料の 3 ページ目ですが、節税目的で高層マンションの上層階を買われる方が非常に多いということがございまして、税務署も、随分とこれに注目されているところがあるようでございます。一部に関しましては、この路線価ベースよりも、市場価格ベースで課税価格を評価したほうが良いのではないかとといった話も出ているようでございます。これから先相続税対策で高層マンションの上層階を買うといった需要は減ってくる可能性もございまして、

それからまだちょっと誤解がありますのが、よく言われますのが中国人の富裕層の方などが東京で高級マンションを買いあさっているといった、こういった話題が随分出る場合が多いわけでございますが、これ、私自身はちょっと誤解があるのではないかと考えています。中国の本土の一般の方は、元の持ち出しを制限されておりますので、

実は、東京都内でマンションの現物を買うということは、それほど多くはございません。そ比較的价格が低いものを中心になっているように思います。そういった面で、一般に週刊誌等で書かれております通り、中国人の方が都心部の高額マンションを買いあさっているというような記事には誤解があるように考えております。ただ、その一方で、香港、シンガポール、台湾の方が東京のマンションを買うという例はかなり多くなってきております。この香港、台湾、シンガポールは、いずれも国土が狭いといった共通がございます。中国本土自身は、国土が広いわけ。ですから、中国本土の方が日本に投資しているのを見ると、あんな広い国の方がなんで狭い日本へと、日本人は考えがちなのですが、実際は、香港、台湾、シンガポールの方といたしますと、自分たちの国土が狭いものでございます。一方で、この東京の不動産マーケット市場の規模は、実は、データ上はアメリカに次いで世界第 2 位の規模がございます。この点が一般の日本人の感覚と、実際に買っていらっしゃる感覚の相当違うところなのではないかと思っております。そのために一般に報道されていることと実態とは、かなり違うところがあるような気が個人的にはしております。この台湾でマンション等を買っていらっしゃる方のツアーの取材等も、実際、私、見たことがあるわけなのですが、働いている方々は日本に来ることができないものでございますから、現地のコンサルタントの説明等を聞いて、そのまま現物を見ずに契約をしてしまう方が結構いらっしゃる。このときに現地のコンサルタントの殺し文句がございまして、日本では不動産価格が今ボトムを打って、これから先上がりすると。これは、冒頭にご覧いただきますとおり、実際に基準地価格、公示価格が今、ボトムを打って、上がっているところでございますから、うそではない。うそではないのですが、ちょっと何か誇張されているところもあるような気が個人的にはいたします。こういった点で、日本の現物を見ずに買ってしまわれる方も結構いらっしゃるわけでございます。こういったところの需要は割と増えている。ただし、こちら一般の個人の方に関して申し上げますと、そんなに高額のものを買っているわけではございません。実は、結構安いものと 500 万くらいのももございまして、それからやはり数千万クラスのもものが中心でございますか

ら、高級物件といいましても、意外と一般の価格帯のものが増えているということがいえるかと思えます。

それからこれは、ちょっと言いづらいところもあるのですが、結構、中古の物件等を買われる方も多くなってきておまして、実際私が拝見しましたものは築年数30年を経過しましたマンションとか買われている例があったわけなのですが、これは施設内容など、今後の資産価値等を考えますと、問題があるものもあるような気がいたします。今、外国人が日本のマーケットをすっかり占領したといったイメージを持たれる方もいらっしゃると思うのですが、実態はちょっと違うのではないかと個人的には考えています。いずれにしても、そういった点で、これから先中国経済の減速ということも考えられますし、香港、台湾、シンガポールの方々も、中国経済と縁の深い国でございますので、多少減速する可能性はございますけれども、今後も投資は堅調だろうと当方では考えています。

こういった点で、この節税対策の高額マンションの購入は、これから先下火になる可能性がございますけれども、逆に外国人の方々も日本のマンションを買うといったことは、これから先も、多少テンポは落ちますけれども、堅調なのではないかと、考えております。いずれにしましても、こういった点でマンションの動向に関しましても、しばらくの間は、好調が続くのではないかと考えております。

お手元のデータ戻りまして、今年上半期で東京圏のマンション供給は、前年同期比でマイナス7.1パーセントだったわけでございますが、後半、盛り返しをいたしまして、今年全体ですと、大体、昨年と同レベルか、あるいはちょっと増えてくるのではないかと予想しております。お手元のデータにありますとおり、昨年は年間で4万4913戸の供給があったわけでございますが、今年も後半は増えまして、大体、年間で4万5000戸、場合によってはもう少し増えまして、4万8000戸くらいまでいく可能性もあるのではないかと考えております。やはり、デベロッパーの中には、これから先、不動産価格が上がってくるという見込みもございまして、この上半期の供給を先送りした例もあるわけでございます。

それから、まだ先のことでございますが、消費

税の再増税も計画されております。その経過措置が切れる半年ほど前から駆け込み需要が顕在化してまいりますので、これを期待されるデベロッパーも、最近では増えてきました。マンションの用地の仕込みなどに関しましても、これをある程度、計算しておるところもあるようでございます。今後は、消費税の再増税なども、マンション供給に影響してくるのではないかと考えています。こういった点で、今年のマンション供給は、上半期は減りましたけれども、むしろ後半に盛り返して、全体とすれば好調が続くのではないかなと考えている次第でございます。こういった点でもオフィスビル、マンションに関しましても、多少の短期的な変動はございますが、全体としては良い話が多くなってくるのではないかと考えています。

こういった中で、不動産投資も随分と最近では増えてきているわけでございます。図表19をご覧くださいと思います。こちらは外資系のファンド、外資系のプレーヤーによります不動産購入でございますが、最近、新聞や週刊誌でも、外国人のいわゆる「爆買い」といったものが報道されることも多いわけございまして、これが不動産に関しましても、外国人の「爆買い」が起こっているといった論調の報道が目立つわけでございます。実は、誤解されているところがあるわけございまして、最近、この「爆買い」も確かにあることはあるのですが、一方、売却のほうも増えているのですね。そういった点で、お手元に昨年までのデータをお示ししているのですが、昨年後半は前半の大体3倍くらいの不動産購入がございましたので、確かに不動産購入は増えているわけでございますが、一方で、売却のほうもだいぶ増えてきているというわけでございます。過去の推移をご覧くださいますと、2007年のミニバブルの頃のほうが不動産の購入は多かったという状況でございます。この頃は、欧米系のファンドに日本の不動産買った例が多かったのです。リーマンショックの後に売却してしまった所もありますが、持ち続けている所も結構ございまして、この持ち続けている不動産に関しましては、足元の円安が続くことによりまして、ドルベースですと資産価値が落ちてしまったといったという状況もあるわけでございます。一般的には、円安で日本に対する投資がしやすくなったと考えがちでございます

が、以前から不動産を持っている外国人の方にとってみるとドルベースで資産価値が落ちておりますので、そこで今、売却を始めているところもかなりあるといったこととございます。

ミニバブルの頃は、欧米系のファンドが買った場合が多いわけとございますが、最近では、欧米系は、割と売却をするところが多くなってきており、一方で、アジア系で買うところが多くなってきております。非常にざっくりとした言い方でございますけれども、最近ですと、欧米系が売ってアジア系が買うといったところが割と多くなってきているのではないかと考えています。最近、やはり、一番多く売ってらっしゃるところがGEだろうと思います。GEは、これから先、不動産ローンに力を入れるといった方針を採っていらっしゃるし、実物の不動産の投資は手じまいするといった方針のようでございます。そこで、昨年もこのGEは不動産を売却されることが非常に多かったわけとございますが、これはアジア系も含めましたところを買われて、かなりオーナーも変わった所が多いというわけとございます。

それからイギリスの保険会社のアビバは、昨年の暮れでございますけれども、アジア太平洋部門の投資の部門をJPモルガンに売却しました。これも恐らく日本がどうこうといいますよりも、アジアの新興国の成長が鈍ってきたので、そこで体制を見直そうということではないかと想像いたしましております。こういった点で、この不動産のプレーヤーも変わってきたということがございまして、これが足元の変革の背景になるのではないかと考えております。いずれにしても、足元、いわゆる「爆買い」だけではなく、「爆売り」も増えておいて、GEをはじめとした欧米系のファンドの売却が最近では目立つといった状況とございます。

ただ、昨日の日経の朝刊にもございましたとおり、ノルウェーのソブリン・ファンド等が日本で投資を始めるといった話もございまして、実は、これも前から話があったらしく、これまでは投資を断念された例もあったようです。こういったところで海外のファンド等が日本で新しく投資をする例が増えてきました。今申し上げた北欧系でも、スウェーデンのファンドだとか、他にアラブ系といった話も幾らか出ております。今、安心して不動産に投資できる国が全般的に少なくなってきて

おります。

どういふことなのかなということとございますが、図表18でございます。2年毎のデータで刻みが荒いのですが、日本の不動産投資の環境が相対的に良くなってきたといったことがあろうかと思っております。例えば、東京とニューヨークをご覧いただけますと、2003年頃ですと、東京とニューヨークはかなり不動産の投資利回りに差がございまして、東京よりもニューヨークのほうが4パーセントポイントくらい高かったわけとございます。ただし、ニューヨークのほうが不動産の価格が先んじて上がってしましまして、足元ですと、東京とニューヨークの利回り格差は0.4パーセントポイントくらいに縮んでしまいました。ですから、ニューヨークに投資する意味合いがなくなってきたというところとございます。

海外では不動産は、完全な市況商品とございます。日本では何か不動産と申しますと、多少、特別扱いするところもあるわけなのですが、海外ですと、別に不動産を特別扱いするところは少ないものですから、大幅に変動することが多いわけとございます。特に欧米ですと、これまで先んじて不動産の価格が上がって、むしろ、今、その調整が始まって、価格が下がってしまっているといった例があるわけとございます。ですから、海外のREIT市場にもそういった傾向が見られたのですが、今年前半に急に上がって、後半になると落ちてしまったといったところもあるわけとございます。ただ、一方で、東京の場合ですと、相対的に不動産の価格等は安定しておりますので、足元ですと、東京の優位性が相対的に上がってきたということになろうかと思っております。

ロンドン是非常に不動産価格が高い場所とございます。東京よりも高い場所が相当にあるわけとございますが、それでも2003年は、投資利回りが東京を上回っておりました。ただ、足元では、東京よりも利回りが低くなっております。パリの不動産価格は、大体、ロンドンの40パーセントぐらいとございます。ですから、利回りは、取得コストが安い分だけ高いわけとございますが、ただ、東京との差は小さくなっておりまして、それからパリは開発計画が制限されている場所が多いということもございまして、不動産投資が自由にできません。こういった点もありまして、東京の相対的な地位が、利回りの点でも、投資しやすさとい

う点からしましても、上がってきたということがあろうかと思えます。こういった点で、ヨーロッパのファンド等に関しましても、最近、日本、あるいは、東京にも注目をするところが相当に多くなってきたというわけでございます。ただ、東京は、先ほど申し上げたとおり、基準地価も随分、上がっておりますので、利回りがだいぶ落ちてきたというところがございます。

図表 22 をご覧いただきたいのですが、こちらに投資した際の利回り等についてお示ししております。製本版の資料のほうでは、21 と 23 ページをご覧くださいと思います。21 ページがオフィスビルに投資した場合の利回り、23 ページ目がオフィスビル以外の設備投資した場合の利回りとなっております。21 ページに、丸の内、大手町のオフィスビルに投資をした場合の期待利回りと取引利回りというデータがございます。この期待利回りとは、投資家が不動産投資に期待する利回り、投資判断の利回りになるわけでございます。これを上回るようならば投資をしよう、低いようならば投資をやめようといった判断基準になるデータでございます。それから、取引利回りが実際の市場価格に基づきます利回りでございます。実際に不動産の市況に応じた現在の利回りと言ってよろしいかと思えます。この「取引利回り(現在)」と書いていますデータをご覧いただきたいわけですが、3 年ほど前の 2012 年頃であれば、この取引利回りは 4.2 パーセントくらいであったわけですが、足元、不動産の価格が上がってまいりましたので、今年の 4 月時点で 3.5 パーセントまで下がってしまっているといった状況でございます。私の個人的な意見でございますけれども、不動産賃貸業が成り立つには、最低で 3.5 パーセントの利回りが必要だと考えています。今、申し上げたのは、いわゆる NOI ベースの利回り、純収益ベースの利回りでございます。この 3.5 パーセントを下回る利回りの取引は、不動産賃貸業を地道にやろうと考えているわけではなく、最初から転売を狙った取引が多いということになってまいります。バブル的な要素が強いということになってくるかと思えます。これから先、こういったものもだいぶ、増えてくるのではないかと考えております。今のところ、3.5 パーセントまで低下してしまったというのは、東京の都心部、丸の内・大手町の優良ビルに限定をされているわけござい

まして、それ以外の東京エリアに関しましては、おおむね 4 パーセント台を確保している状況でございますので、まだ全体からすればバブルではございませんが、恐らく今後、2 年間は不動産の価格が上がり続けるのではないかと私は考えています。これから先、この上昇のテンポは鈍ってくるだろうと考えておるわけなのですが、ただ今後 2 年間は上昇が続くと当方では考えています。今後、ミニバブルになってくるのはどういったところかと考えているのでございますが、東京の表参道近辺がその可能性が最も高いのではないかと考えています。東京の都心部、丸の内、大手町ですと、大型ビルが非常に多いものがございますから、物件数も少ないですし不動産投資の総額が大き過ぎるということもございまして、必ずしも取引が盛り上がるような状態ではないわけなのですが、一方、表参道、渋谷の近辺ということになりますと、不動産の単価は高いのですが、大型ビルがほとんどございませぬので、1 物件当たりの価格が投資対象として手頃なものが相当数多くあるというわけでございます。こういった投資しやすい所でどうしても価格が上がりやすいわけでございます。ですから、今後 2 年間のうちに、恐らく表参道近辺ですと、場合によっては、取引利回りが 3.2 パーセントくらいまで下がる所が出てきて、そこでかなり局地バブルといえますか、ミニバブル的なところが多くなってくるのではないかと考えています。ですから、今の段階では、まだバブルではございませんが、この辺りはちょっと投資はしづらくなってくるのではないかと考えているわけでございます。こういった点で、不動産投資の弊害みたいなものも一部、今後、顕在化してくるのかなと考えています。ただ、相対的に日本の不動産投資が有利だということはございますので、これから先、多少テンポが落ちてきたり、ミニバブルのところが出てくるといったところはございますけれども、東京全体では、不動産投資は今後も堅調と考えています。

先ほど申しました外資系のファンド等に関しましても、今後、相当、バリエーションが多彩になってくるのではないかと考えています。北欧系、アラブ系という話も最近はお始めておりますが、アラブ系はイスラム法の関係がございまして、不動産賃貸業がやりづらいといったところもあるようでございますので、日本でパートナーを組んで、

名義上はそのパートナーの名義で投資をするという場合が多いらしいですので、なかなか実態がつかめないのをございます、幾つか、最近の大型取引の例ですと、どうも資金の出元はアラブ系じゃないかというところも多少ございますし、当方に対する問い合わせも増えておりますので、これから先、外国人の投資等につきましても、継続して期待できることが多いのではないかと考えています。

それから、最近、不動産投資の対象も随分と多彩になってきたわけでございますが、最近、やはり、注目をされておりますのがホテル系でございます。これに関しまして、足元のインバウンド需要の関係もございまして、需要が相当増えているところがあるわけでございます。図表 46 番をご覧くださいと思います。こちらは、ホテルの客室稼働率の推移をお示ししたものでございます。先ほど、地価の欄で一部申し上げましたが、ホテルの稼働率が相当に伸びております所が大阪でございます。大阪の客室稼働率に関して申し上げます、足元では 90 パーセントを超えるような状態になってございます。やはり、地理的な要因もございまして、アジア系の観光客が随分増えておりまして、韓国、香港、シンガポールからの関西国際空港の利用者数は、いずれも成田を抜きまして、一番多いといった状況でございます。東京のホテルの稼働率は、震災の直後に落ち込んでおりましたけれども、それ以降、だいぶ盛り返しをいたしまして、今は大体、85 パーセントに近い状態になってきているわけでございます。よく週刊誌等で、最近、話題になっていますが、アパホテルが 1 泊 3 万円といった宿泊料のときがあるそうでございます。帝国ホテルの方が、うちはアパホテルより低いのだと嘆いたという話が週刊誌に載っておったのを記憶しております。これには、特殊な要因がございまして、アパホテルの場合ですと、マネジャーの裁量で宿泊料金決められるようなシステムを採ってらっしゃいますので、お客さんがいっぱいになりますと、かなり宿泊料金を上げています所がございます。これで周辺の名門ホテルよりもアパホテルのほうが高いという場合があるようです。一方、東横インだとかスーパーホテルの場合ですと、エリアごとの最高宿泊料を定めていらっしゃいます。これはやはり、業界最安値というこ

とを意識されているからだろうと思いますが、東京の場合ですと、確か、東横インで 9700 円だと記憶しておりますが、これを超える料金設定はないだろうと思います。ただ、この設定料金もじわじわと上がってきているような状況でございます。いずれにしましても、ホテルごとに多少の差はございますけれども、東京のホテルに関しましてもじわじわと上がってまいりまして、稼働率もおおむね満室といった状況でございます。そういった点で、東京、大阪、それから名古屋も中部国際空港が利用できる利便性がございまして、稼働率が随分と上がってきているといった状況でございます。

このホテルを運営対象にしています REIT もかなりあるわけなのですが、REIT の中にはホテルの客室の稼働率、客室の単価等を公表している例がございます。ADR と呼んでおりますけれども、これは平均客室単価でございます。こちら足元、随分、上がっている所がございます。お手元にありますグラフになんばオリエンタルホテルというデータがございますが、これは大阪の千日前にございます。こちらは、だいぶ客室単価も上がっておりまして、過去 1 年間で大体 4 割ぐらい上がっている状況でございます。大阪の千日前といいますと、大阪の一番の繁華街だろうと思うわけなのですが、こういったインバウンド需要の影響を、一番強く受けている所ではないかと考えられます。

それから先ほど、広島が、特に欧米系の観光客に評判がよろしいと申し上げたわけでございますが、お手元にオリエンタルホテル広島のデータをお示ししております。こちらの ADR は、あまり変化ございませんが、これに稼働率を掛けあわせました RevPAR というデータがございまして、この RevPAR は随分と上がっております。ですから、単価は割と安定しているのですが、稼働率が上がっておりまして、この広島のホテルの収益率も結果的には上がっているといった状況でございます。

それから、イビス東京新宿は、新宿の駅のすぐ近くにあるわけなのですが、こちらは、ビジネスの需要、観光の需要、いずれも増えておりまして、ほぼ毎日、満室といった状況なわけなのですが、こちら ADR は上昇している状況でございます。

それから、星のや 軽井沢というデータがございます。星野リゾート・リート投資法人の主力物件でございます。こちらは、日本旅館ではあるので

すが、外国人の利用も最近では増えているそう  
 ございます。ただ、夏場と冬場でかなり稼働率が  
 違う物件でございまして、8月がピークで2月がボ  
 トムという形で、年間の変動が相当に大きい物件  
 でございます。ただ、この各月のデータだけを採  
 りますと、徐々に上昇しているといった状況で  
 ございますので、季節性が強いリゾートホテル、和  
 風旅館に関しましても、収益性は相当に増えてき  
 ているということがいえるかと思えます。ただ、  
 REIT などがこのホテルの事業の好調そのまま受け  
 入れているかといいますと、必ずしもそうではな  
 いところがございまして、REIT はあくまでも不動  
 産の大家さんでございまして、テナントといたし  
 ましてホテルが入っているわけでございますが、  
 この大家さんである REIT とホテルの間の賃貸者契  
 約はあくまでも固定賃料という場合が多いので、  
 テナントの業績が上がりましても、賃料は変わら  
 ないといった例もございます。そういった点で、  
 このホテルの事業が好調であるということが、そ  
 のまま REIT の収益につながる場合もあるわけ  
 でございます。

図表 48 は、REIT 側のホテル事業の賃料収入を示  
 しているわけなのですが、この中で新宿ワシント  
 ンホテルというホテルがございまして、これは藤田  
 観光の直営ホテルなのですが、賃料収入が低下し  
 ております。どういうことかといいますと、テナ  
 ントの業績が多少不振なところがありまして、そ  
 こで過去 2 回にわたりまして、賃料を下げており  
 ます。ですから、こちらのホテル事業自体は、最  
 近、成績が非常によろしいのですが、REIT の収益  
 は、過去 2 回にわたって落ちてきているといった  
 状況でございます。そういった点で、このホテル  
 事業の好調さを REIT のほうは必ずしもうまく受け  
 止めていないといったところがあるわけですね。た  
 だ、REIT も最近では工夫をいたしまして、この固定  
 賃料の比率を下げまして、変動賃料の比率を上げ  
 るとか、ディスカウントした賃料に関して、値上  
 げを考えているところもございまして、このイン  
 バウンド需要を積極的に取り込もうという所も多  
 くなってきておりますので、これから先、このホ  
 テル事業の好調さも、REIT の収益に反映されてく  
 るのではないかと考えております。いずれにしま  
 しても、ホテル事業は、今、一番注目をされている  
 分野で、ホテルを運営する REIT に対します評価  
 も上がってきていると考えております。

それからやはり、最近、注目をされております  
 のが高齢化向けの施設でございます。図表 49 で  
 ございます。このヘルスケア関係の施設に関しま  
 しても、最近では不動産投資が随分と盛んになっ  
 てきたというところでございます。図表 49 の左側  
 にヘルスケア施設、主に高齢者向けの施設の区分  
 をお示ししております。今、REIT の運用対象にな  
 っておりますのは、有料老人ホームが主体でござ  
 います。それから数は少ないですが、サービス付  
 き高齢者向け住宅、通称サ高住と呼んでおりま  
 すが、これも一部、運用対象になっております。そ  
 れからちょっと位置づけが難しいので微妙な線  
 の引き方になっておりますが、高齢者向けのグ  
 ループホーム等も数は少ないですが、投資対象  
 になっているものもございまして、こういった面  
 で、今、高齢者向けの施設がかなり注目をされ  
 ております。

REIT あるいは不動産投資の対象となりますと、  
 オフィスビルが中心、それから住宅、ショッピ  
 ングセンターといった所でございまして、物流  
 施設については、これまで国内のデベロッパー  
 は少なかったわけですが、外資のファンドがス  
 ポンサーの REIT も増えてまいりまして、そこ  
 で物流系の投資も最近では随分とメジャーに  
 なりました。それから先ほどのホテル等も投  
 資の主体としては外資系がリーダーになって  
 いるという所があるかと思えます。これから先  
 、こういった高齢者向け施設もかなり大きな  
 投資対象になってくるのではないかと思いま  
 す。オフィスビルや住宅は、どうしても大  
 都市が中心の施設になってくるわけな  
 のですが、一方で、このヘルスケア関係の  
 施設、高齢者向け施設といいますと、地方  
 でも業務展開が可能でございますので、こ  
 ういったヘルスケア施設が増えることによ  
 りまして、地方へも不動産投資が波及し  
 てくるということに期待される方も多  
 いわけでございます。ただ、このヘルス  
 ケア施設は、オペレーターが今、非常に不  
 足しております。

図表 50 に、このヘルスケア施設の代表的な  
 オペレーターをお示ししているわけな  
 のですが、ヘルスケア施設の団体がござ  
 いまして、今 300 社くらい登録されて  
 いるのでございまして、このほとんど  
 が大体一社で一つの施設だけをオペ  
 レートしているといった、中小業者  
 でございます。こういった点で、まだ  
 オペレーターの数が不足している  
 業界ではないかと思えます。最大の事  
 業者が

ベネッセグループということになるわけなのですが、こちらも全体のシェアからしますと、4パーセント前後といったところがございます。またこの業界そのものが未成熟でございますし、それから有力な事業者の数が限られているといった状況でございます。最近は、一部の老人ホーム等で事故などがございまして問題になったりだとか、それからワタミが介護分野を売却するという話もありますので、これから先、一般的な見方が変わってくる可能性もあるわけでございます。いずれにしろ、この高齢者向け施設といいますのは、これから先、社会的にも、非常に意義が大きいと考えられてございまして、そこで、今、このヘルスケア施設を運用対象とする REIT に関しましても、政策面でサポートをしようということになっております。ただ、事業者の数が少ないという点が、ネックになっております。2008 年度に介護保険法の改正がございましたけれども、このときの改正の非常に大きな目的といたしまして、不正業者を排除するといった項目がございました。この高齢者向けの事業といいますのは、個人の善意から始まったような、そういった事業者がたくさんございまして、お隣のおじさんが困っているようだから助けてあげようと、こういった善意がそのまま会社になってしまったという例があるわけなのですが、悪い言い方しますと、会社の体をなしていない事業者が非常に多かったわけでございます。預かり金を受けましても、領収書も発行しないといったところや、帳簿の不備なども多かったわけなのですが、こういった不正業者を排除しようということで、介護保険法の中で規制を強化いたしまして、業界自体はだいぶ体質改善されたわけなのですが、今度は、有力な業者が非常に少なくなってしまったところがございます。こういった点で、これから先、こういった高齢者施設が投資の対象になるためには、オペレーターの確保が非常に重要な課題になってくるわけです。最近、オペレーターのほうでヘルスケア関係の施設のファンドをつくられる例も出てきました。学研コソファンが先般、コソファンというファンドをつくられました。こちらは、私募ファンドという形でスタートされたわけでございますが、これから先は、こういった介護関係のオペレーターが不動産投資の分野に参入してくる例も増えてくるのではないかと予想をしております。この不動産

投資の分野において、スポンサー、事業者が多彩になり、それがまた投資対象の拡大となりまして、今はまだ大都市圏中心の投資にとどまっているようなところがございまして、中期的、長期的には、地方都市への投資の展開も可能になり、このヘルスケア関係に関しましても、相当、投資の可能性が広がってくるのではないかと考えております。

資料 29 でございます。これは REIT の値動きを示します東証 REIT 指数というデータでございます。昨年の 10 月に日銀が追加緩和を決定し、日銀が REIT の買い取り枠を一気に 3 倍に増やすということを公表されまして、これ以降 REIT の価格が随分と上がりまして、今年の 1 月の段階で一時的にこの指数も 2000 ポイントを超えたのですが、その後、1800 ポイントを多少切るところまで下がりました。その後、おおむね 1800 ポイント台を推移しておったのですが、7 月 2 日に大口の解約による売りがありまして、これをきっかけに、価格が調整されました。それから 8 月 24 日は、中国リスクで株価が全般的に暴落をした日でございます。この中国リスクに巻き込まれる形で REIT の価格もかなり落ち込んだわけなのです。ただ、REIT の運用成績自身は非常に好調でございます。こういった点で、足元ではだいぶ戻ってまいりまして、お手元には 10 月 1 日までのデータをお示ししていますが、1700 ポイント前後で推移している状況でございます。ただ、この 10 月の中旬頃、下半期に入りまして、一部、利益確定の売りも出てまいりますので、いったん調整をして、その後、下半期の投資が本格化して、大体 1800 ポイントの中頃でバランスするのではないかと私は考えております。いずれにしましても、全般的に、評価はこれから先、上がってくるのではないかと思います。ただ、投資家の方々は、REIT に対しましては、成長性よりは安定性を求める方が非常に多いというわけでございます。不動産投資といいますと、どうしてもバブル経済期、バブル崩壊期のイメージが強いものがございますから、非常に振れが大きい、変動が大きいと考えがちなわけでございますが、不動産投資の醍醐味といいますのは、安定した賃料を長く受けることができるということだろうと思いません。

図表 21 は、不動産投資のパフォーマンス等をお

示しております。「インカム収益率」と書いておりますのが不動産の賃料収入等に基づく収益率でございます。「キャピタル収益率」と書いておりますのが不動産の値上がり、値下がりに基づきます収益率ということになるわけでございます。このキャピタル収益率のほうは不動産価格の変動によって大きく変動することが多いわけでございますが、インカム収益率のほうは、ほとんど変動しないといった状況でございます。ですから、日本国内には色々な仕事がございますけれども、私は、この不動産賃貸業といいますのが一番手堅い仕事なのではないかと私は考えていますこういった点でもう少し一般の方々にも認識されてくれば、こういった REIT、不動産投資に関しまして、ファンが増えてまいりますので、それがまた、この不動産投資の活発化、それから REIT 等の価格の安定にだいぶ寄与してくるのではないかと考えております。

ただ、こういった考え方も浸透してきたようでございます。最近では、この REIT に対する見方、あるいは不動産投資に対する一般の見方のほうも随分と良くなってきたのではないかと考えております。最近では、この REIT をを運用対象に組み込んだ投資信託、通称 REIT 投信あるいは REIT ファンドと言っておりますが、これも随分と個人投資家の評価が良くなってきたようなところがございまして、REIT 投信に関しましては、この仕組みの図を、図表 53 にお示ししております。複数の REIT にまとめて投資をいたしまして、その収益を個人投資家などにお渡しをするというところなのですが、配当の水準も安定しているということもございまして、かなり扱いが増えております。

この資産総額の推移等を図表 54 にお示しておりますが、銘柄数も増えておりますし、残高もだいぶ、増えてきているといった状況でございます。ですから、この REIT、あるいは、REIT 投信といいますのは、個人投資家の小口の資金を大口の不動産に導くツールということになるわけでございますが、このツールがようやく、効果を発揮してまいりまして、個人投資家にとりましても、この不動産投資が、相当、身近なものになってきたのではないかなと考えております。

これから先は、またさらに不動産投資等の範囲が広がってくるかと思うわけでございますが、図表 56 に、不動産投資がどういった効果を持ってい

るかということをお示ししてございます。右下のデータ「検討中・その他」と書いてございますけれども、今年の 4 月末でございますが、東京証券取引所にインフラファンドのマーケットが出来上がりました。これは REIT と別市場ということになっているわけでございます。検討段階では REIT 市場の中で一緒に運営する案もあったようですが、インフラファンドといいますのは、オペレーターの力量によって収益が違ってまいりますので、一般の不動産賃貸業とはちょっと違った収益構造を持っております。そういったご指摘もございまして、結果的には、既存の REIT マーケットとは違って、インフラファンドの市場を独立してつくるということになったようです。ただ、仕組みは、今の REIT 市場とほとんど同じような仕組みになっております。REIT と同様に投資法人の形態の事業主体が上場いたしますし、そういった面で、REIT と同じ性格を持ったものと捉えられているようでございます。このインフラファンドは、一応、マーケットが今年の 4 月末に出来上がったわけなのですが、今のところ、上場の事例はございません。上場を検討しているところは複数ございます。タカラレーベンが光マンションの開発で日本一と自負されてらっしゃいまして、このインフラファンドの上場第 1 号を目指すということを公表されていらっしゃいます。それから、世界最大級のインフラ投資家であるスパークスが、こちらインフラファンド市場に参入されるということを公表されていらっしゃいます。こういった有力な上場候補も出てきているというわけでございますが、現在のところ、税制上、問題点がございまして、それが新規上場を妨げているところもございまして、一般の REIT ですと、いわゆる、導管性要件を確保いたしますと、法人税が実質、非課税になるといったメリットがあるわけでございますが、このインフラファンドに関しまして、太陽光発電システム等が資産の半分以上占めますと、非課税の期間が 10 年間に限定されるといった制度になってまいりまして、今、これが上場のネックになってしまっているわけでございます。業界では、10 年問題と言っているらしいのでございますが、この 10 年問題の改正を昨年度以降、金融庁や東証が要求しているわけでございます。昨年度は、実現しなかったわけなのですが、もし、これが、今後、改正されるのであれば、その段階で上場しようと考え

ているところが多いようでございます。ただ、東証のほうでこれに対しまして、一定の措置を講じまして、仮にこういった税制上問題点があったとしても、これは東証の上場廃止の基準に当たらない、適応除外だといった制度改正をされたので、当面は問題がなくなりました。ですから、一部、もしかしましたら、これから見切り発車で上場されるところも出てくるかもしれないといった状況でございます。こういった点もございまして、このインフラファンドの市場といいますのは、今、非常に注目をされている分野ということになるかと思えます。いちごグループが実際にこのインフラ施設、太陽光発電システムの収益性のデータを公表されているわけでございますが、IRR と言っておりますけれども、内部収益性率が平均でもって、7パーセント以上、一部のものに関しましては、10パーセントを超えているといった状況なのですが、今、売電価格が高めということもありまして、恐らくこういった成績につながっているのではないかと考えているわけでございます。収益が制度に依存しているところがございしますので、これから先、変わってくる可能性もあるわけなのですが、ただ、いずれにしましても、今の段階であれば、こういったエネルギー関係の太陽光発電システム等は、投資対象とすれば、収益性が高いということになってまいります。こういった点もありまして、このインフラファンドのマーケットも来年度以降に関しましては、相当に期待できるマーケットではないかと思えます。これも広い意味での不動産投資ということになってまいりますので、不動産投資の分野、これがさらにまた、不動産のマーケットを盛り立てる役割を果たして行くのではないかと思います。

図表 40 でございますが、REIT は、今、日本の法人としては、最大の不動産の買い手になっております。こちらの資料は、REIT による不動産取得の状況をお示ししております。2013 年に 2.2 兆円の不動産購入がございまして、これは過去最大だったのですが、去年は、1.6 兆円くらいまで減ったわけでございます。それでも去年は、過去第 3 位の購入額でございました。今年、お手元には 1 月から 9 月までのデータをお示ししていますが、昨年同期よりも 2 割ちょっと増えているような状況です。このペースを維持しますと、今年の購入額は 1.8 兆円くらいになってこようかと思えます。2

兆円までは超えない可能性が高く、今年も過去第 1 位ではございませんが、相当、不動産の取得は多いといった状況でございます。こういった取引の活発化が現物の不動産のマーケットのほうでは、やはり、地価の上昇になってまいりますし、これが不動産のマーケットの活性化につながりますので、不動産投資が良い意味で循環をいたしまして、不動産マーケットを盛り立てるような役割を果たしているということになるかと思えます。

そういった面で、お話が冒頭に戻るわけでございますが、私は、また来年にこの席でお話をする機会があれば、来年もまた今後 2 年は安泰だと、また 2 年延長しますといったことが言えるのではないかと考えています。そうなるように、祈っているところでございます。ご清聴、誠にありがとうございました。