

みずほリポート

2006 年 8 月 9 日発行

足元の不動産市場を検証する
～「不動産バブル」は再来するか？～

みずほ総合研究所

本誌に関するお問い合わせは
みずほ総合研究所株式会社 調査本部 電話（03）3201-0211 まで。

みずほフィナンシャルグループの新ブランド戦略コンセプト

Channel to Discovery

みずほフィナンシャルグループは
「お客さまのより良い未来の創造に貢献するフィナンシャル・パートナー」
をめざします。

要旨

1. 都市圏を中心とした地価上昇の動きが加速している。2006 年の公示地価では、都心 5 区の商業地で下落となった調査地点はなくなり、全ての地点が上昇ないし横ばいとなった。都心周辺部や地方中核都市でも地価の上昇地点割合は大きく高まっている。
2. 地価の上昇を経済のファンダメンタルズから捉えれば、先行きの成長期待の回復によるところが大きい。不動産価格を収益還元法の考えに沿って要因分解すれば、期待成長率の上昇と不動産投資のリスクプレミアムの低下が地価の上昇に大きく寄与している。
3. 一方で不動産価格の上昇は需給面からは、内外の不動産ファンドによる積極的な不動産取得によるところが大きい。2005 年度の上場企業による不動産売買において、投資目的法人（J-REIT）は最大の購入主体となった。投資目的法人と SPC をあわせた購入件数の全体に占める比率は 6 割に高まっている。一方で、内外主要都市の商業地のイールドギャップ（キャップレート-10 年国債利回り）を比較すると、東京は海外主要都市と比べて高い水準にあることなどから、外資系の金融機関や不動産ファンドが日本での不動産投資を活発化させている。
4. J-REIT については、銘柄数の増加と既往銘柄の保有不動産拡大によって時価総額は約 3 兆円に達し、投資対象や投資地域の多様化が進んでいる。ただし、キャップレートの低下によって従来のように物件の追加取得による外部成長が容易でなくなっており、賃料上昇などによって内部成長が期待できるオフィス系の銘柄と内部成長が期待しづらい住居系の銘柄間で株価の二極化が進んでいる。
5. オフィス市場では、空室率は全国的に低下しており、都心の大型ビルではオフィス賃料の上昇が鮮明となっている。都心では中型・小型ビルの賃料も下げ止まりから上昇に転じており、賃料上昇の動きには広がりが見られる。一方住宅市場では、J-REIT が投資対象にする賃貸住宅の需給はオフィスと比べて緩和した状況にある。背景には、賃貸住宅の着工増やマンション分譲業者による一棟売りなどによって供給が高い水準となっていることがある。
6. 最近の不動産市場では、物件取得競争は一段と激化しており、不動産投資に対する要求利回りは低下が続いている。J-REIT による物件取得時の NOI 利回りは一部に 3 % 台もみられる。オフィス市場を中心に先行きの賃料上昇が見込める環境となっていることが従来と比べて高値での不動産投資を説明可能なものとしており、不動産価格は一段と高まっているものの不動産市場参加者のバブル懸念はむしろ後退している。
7. 都区部など一部で生じている「バブル懸念」については、土地 PER（地価÷賃料）が期待成長率など経済のファンダメンタルズにより算出される水準から大きく乖離している訳ではなく、少なくとも足元においてはバブルというべき状況にはないと考える。不動産の価格形成がキャッシュフローをベースとしたものとなる傾向が強まっており、

都心部でも地価変動率の分散は拡大している。

ただし、注意すべき点もある。都心5区の商業地地価では下落地点が無くなった。海外ファンド等による物件取得では過度にキャピタルゲインを見込んでいると思われる投資も散見される。収益還元法の要素となる将来のキャッシュフローやリスクプレミアムなども主観による面が強く、投資時点で合理的と判断して行った投資が結果的に不採算投資なることもある。また、最近注目すべきは、物価上昇期待が賃料形成に強く織り込まれるようになってきていることである。今後、物価上昇期待が高まっていく過程で、賃料が実態以上に上ブレしやすくなっている点には充分注意が必要であろう。

8. 今後しばらくの間、物価の上昇は緩やかなものになることが見込まれるため、金利の上昇は小幅なものにとどまり、不動産市場に大きなマイナスの影響が及ぶことはないとみられる。キャップレートが既に大きく低下している地域・物件では、金利の緩やかな上昇によって地価の上昇加速に一定の歯止めがかかると期待される。

ただし、金利上昇によって高レバレッジのファンドほど資金調達コスト上昇によるダメージが大きく現れるほか、賃料上昇が進まない物件ほど不動産価格は下落リスクにさらされるなど、ファンド間、物件間で格差は拡大していくと思われる。

9. 今後の不動産市場については、景気の回復が続く下で、個別化と格差拡大の動きを伴いつつも回復基調が続くと予想される。今後も成長期待の回復が不動産市況を牽引していくとみられるが、経済は長期低迷から脱したばかりであり、仮に景気が冷え込むような事態になれば成長期待の下振れを招き、それが不動産市況の過度な調整につながる可能性には注意が必要となろう。

不動産市場調査プロジェクトチーム

調査本部	経済調査部	部長	前中	正行
	経済調査部	シニアエコノミスト	泰松	真也
	経済調査部	エコノミスト	草場	洋方
	金融調査部	部長	梅田	彰
	金融調査部	上席主任研究員	長谷川	克之
	金融調査部	研究員	益田	沙織

本調査を行うにあたっては、株式会社都市未来総合研究所の田中哲夫主席研究員、佐藤泰弘主任研究員、池田英孝主任研究員のご協力ならびに「不動産売買実態調査」のデータ提供を得た。

目次

1.	はじめに.....	1
2.	不動産価格の動向	1
(1)	2006 年公示地価概観	1
(2)	地価上昇の動きに広がり	2
(3)	地価個別化の進展.....	4
3.	地価上昇の背景.....	5
(1)	土地取引件数.....	5
(2)	不動産投資市場の拡大.....	5
(3)	経済のファンダメンタルズ（収益還元地価）	7
(4)	外資による不動産投資.....	9
4.	分野別にみた不動産市場.....	9
(1)	J-REIT、プライベートファンド市場	9
(2)	オフィス市場.....	14
(3)	住宅市場.....	15
(4)	物流施設、工場	16
(5)	海外不動産市場	17
5.	最近の不動産市場の変化.....	19
(1)	不動産価格上昇下でのバブル懸念の後退	19
(2)	都区部賃料水準の妥当性	20
(3)	都区部の不動産価格のバブル懸念.....	22
(4)	金利上昇の不動産ファンドへの影響	23
6.	おわりに.....	24

1. はじめに

わが国経済はバブル崩壊後の長期にわたる低迷からようやく脱却した。消費者物価上昇率はプラスに転じたほか、極めて低い水準まで落ち込んでいた企業の資産収益率は大きく改善している。

経済成長の回復によって、先行きの期待成長も回復している。実体経済の鏡をフローの物価に例えれば、先行き経済を映す鏡は資産価格だ。成長期待の回復は資産価格の上昇につながる。2006年の公示地価でみると、都区部や地方中核都市において地価上昇は加速しており、都区部など一部にはミニバブルの懸念が生じている。一方で、経済環境の好転を背景に日銀は7月にゼロ金利を解除したが、金利の上昇は不動産市況のマイナス要因であり、先行きその影響が懸念される。

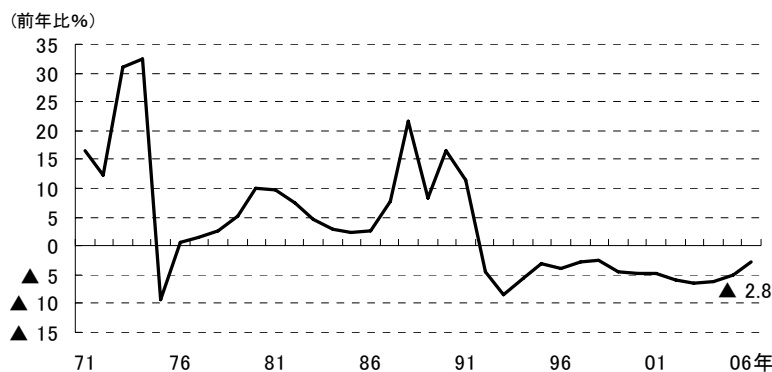
本稿では、こうした不動産市場に焦点を当てて、まず、最近の地価動向をみていく。次に、不動産価格上昇の背景について整理して、J-REITやプライベートファンドなどの不動産市場を分野別にみていく。最後に、最近の不動産市場で注目すべきバブル懸念、金利上昇の影響などの検討を踏まえて、不動産市場の先行きについて展望したい。

2. 不動産価格の動向

(1) 2006年公示地価概観

2006年の公示地価は全国全用途平均で前年比▲2.8%となった(図表1)。92年以降15年連続で下落が続いたものの、下落幅は3年連続して縮小した。用途・地域別にみても、いずれの下落幅も縮小しており、特に景気回復によるオフィス需要の拡大によって、商業地の改善が顕著となった(図表2)。3大都市圏は東京、名古屋、大阪ともに15年ぶりに上昇に転じたほか、日銀の試算による平米当たりの公示地価水準で加重平均した変化率では、商業地は全国ベースでも上昇となっている。

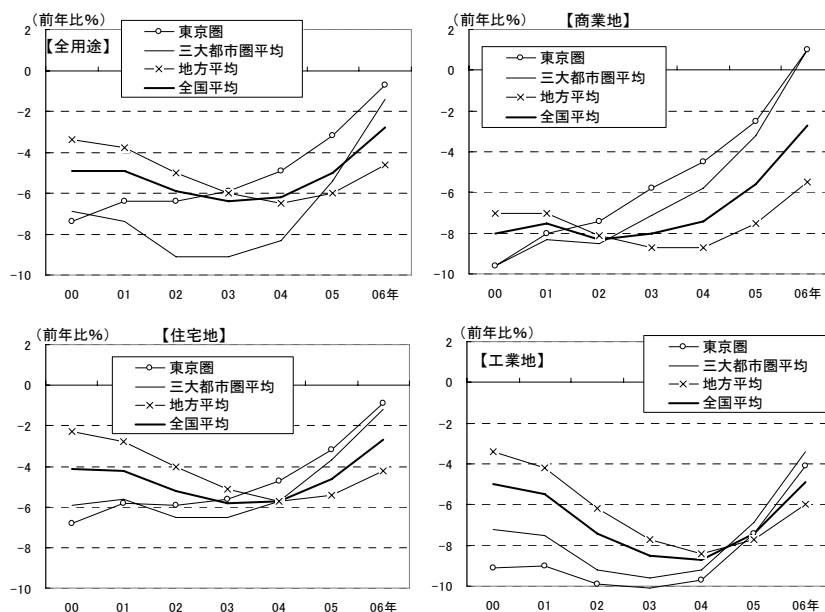
図表 1 公示地価の推移



(注) 全国全用途ベース。

(資料) 国土交通省「地価公示」

図表 2 用途別・地域別地価動向



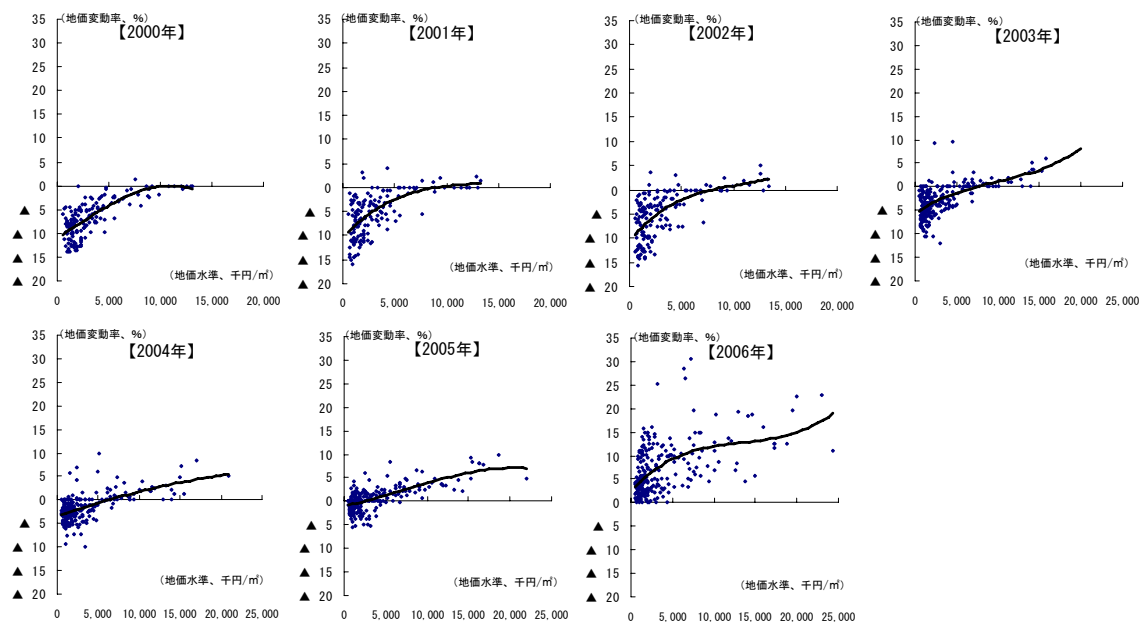
(資料) 国土交通省「地価公示」

(2) 地価上昇の動きに広がり

都心部から始まった地価上昇の動きは、都心部で一層顕著になるとともに、その周辺部や地方中核都市に波及している。

まず、都心5区の商業地地価をみると、2000年頃に地価水準が高い地点で地価の下げ止まりがみられた(図表3)。その後、地価水準の高い地点では上昇率が高まる一方、地価水準の低い地点では下落幅が縮小に向かい、2006年には下落となった調査地点は無くなり、

図表 3 都心商業地の地価動向



(注) 都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)の商業地。グラフ中の曲線は近似線。

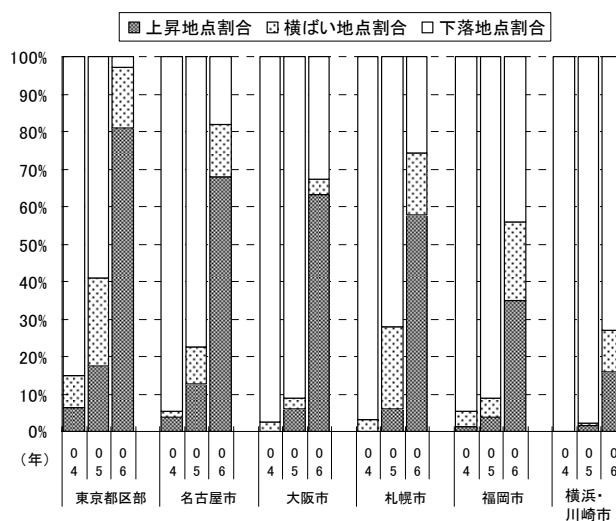
(資料) 国土交通省「地価公示」

全ての地点が上昇ないし横ばいとなった。

また、地方中核都市や都心周辺部の商業地をみると、調査地点のうち地価が前年と比べて上昇した地点の割合は、名古屋市では 2004 年 3.9%、2005 年 12.7%、2006 年 68.0%と、2006 年に上昇地点割合は大きく高まった（図表 4）。大阪市、札幌市でも 2006 年に上昇地点割合は 6 割前後に、福岡市は 35%にまで高まったほか、横浜市・川崎市は 2005 年には 1 %程度に過ぎなかった割合が 2006 年には約 15%まで大きく上昇している。

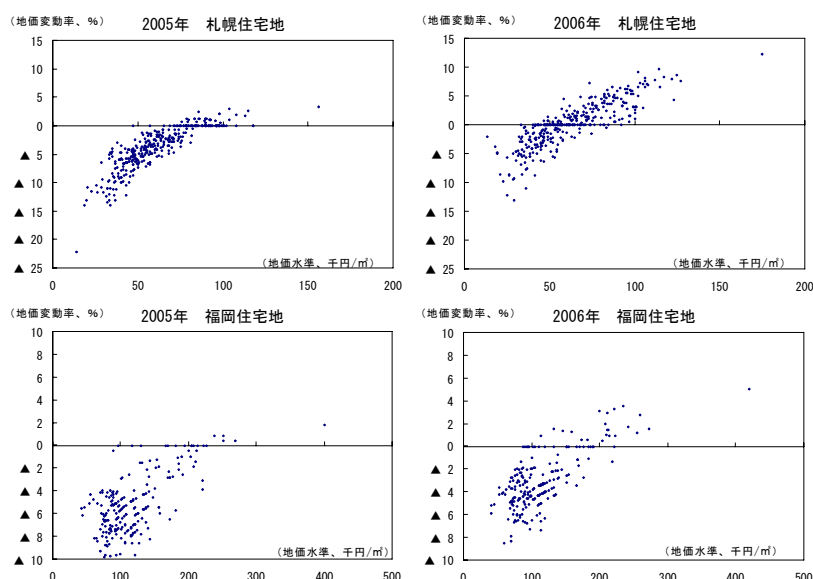
住宅地地価についても、都心部から周辺部へと地価上昇の動きは広がっている。都区部の上昇地点割合は、2005 年の 12.6%から 2006 年には 80.5%となり商業地同様に地価上昇の動きが加速した（都区部商業地の上昇地点割合：2005 年 17.6%→2006 年 81.0%）。地方中核都市では、商業地と比べれば地価の上昇に加速感はないものの、2006 年の上昇地点割合は札幌市で 42.3%、福岡市で 11.1%へと各々高まっている（図表 5）。

図表 4 地価の上昇・横ばい・下落地点割合
(商業地)



(資料) 国土交通省「地価公示」

図表 5 地方中核都市の住宅地動向



(資料) 国土交通省「地価公示」

(3) 地価個別化の進展

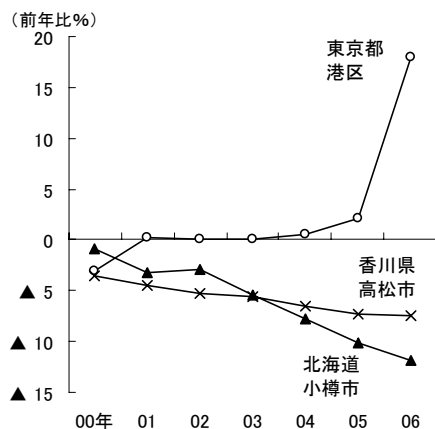
このように一部で地価の上昇が加速する一方で、下落率が年を追うごとに拡大するところもあるなど、不動産価格の動きは地域、地点によって大きく異なる。

東京都港区の住宅地地価は、2006年に前年比18.0%増と05年の2.1%から上昇率が大幅に高まった。一方、地方の主要都市の一部、例えば北海道小樽市や香川県高松市の住宅地地価では下落が加速している（図表6）。

また、都心5区の商業地地価について、前回バブル期の地価上昇初期段階である1985年と比較すると、1985年では調査地点の大半が前年比+30%前後となっていた一方（図表7）、2006年は0~30%の範囲で大きくばらついている（前掲図表3）。2000年以降について、地価変化率のばらつき具合を標準偏差でみると、2006年にばらつきが拡大している（図表8）。さらに、東京駅周辺に範囲を限定して地価変化率をみても、1985年は一律に+30%台だったが、2006年は+5%~20%の間に散らばっている（図表9）。

ばらつき拡大の背景には、地価が個々の不動産の収益性に基づいて決定される傾向が強まっていることがあり、地価が物件ごとに異なる「地価の個別化」が進んでいる。

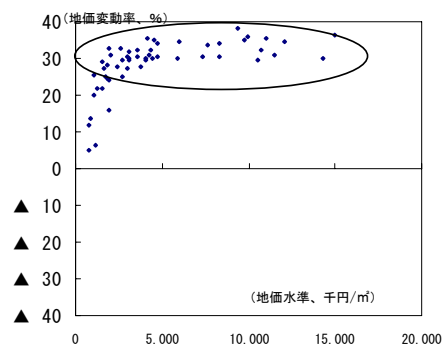
図表6 都心と地方主要都市の地価動向



(注) 住宅地地価。

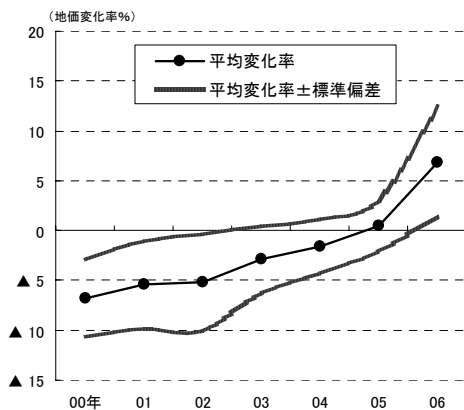
(資料) 国土交通省「地価公示」

図表7 都心5区の商業地地価動向
(1985年)



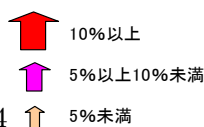
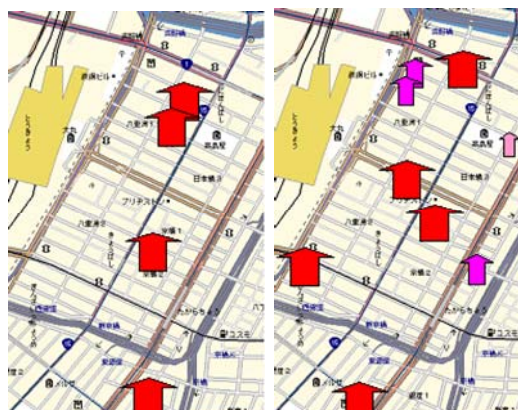
(資料) 国土交通省「地価公示」

図表8 都心5区の商業地地価の
平均変化率とばらつき



(資料) 国土交通省「地価公示」

図表9 東京駅周辺部の地価変化率
1985年 2006年



(資料) 国土交通省「地価公示」

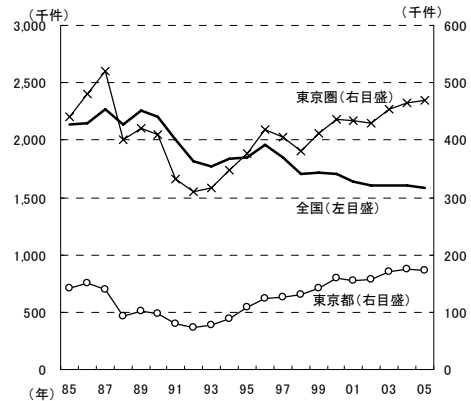
3. 地価上昇の背景

地価の上昇は、景気の回復や不動産投資市場の拡大などによる不動産需要の増加が影響している。以下、地価が上昇した背景についてみていく。

(1) 土地取引件数

はじめに、土地取引の全体像を売買による所有権移転登記件数でみると、全国ベースではバブル崩壊後減少傾向にあったが、最近では減少に歯止めがかかりつつある（図表 10）。また、東京圏（東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県）や東京都については 92 年以降増加傾向となっている。前回バブル期の地価上昇が取引件数の減少で進んだものとは対照的となっている。

図表 10 売買による土地取引件数



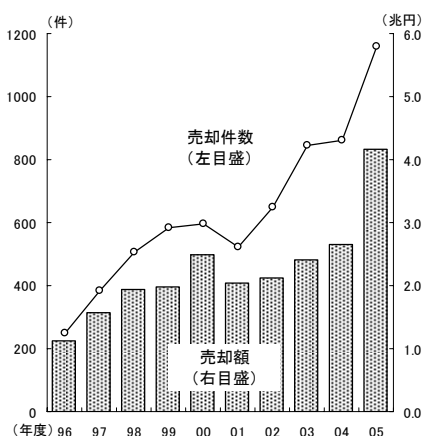
（資料）法務省「法務統計月報」

(2) 不動産投資市場の拡大

次に、上場企業の不動産売買動向からみていくと¹、2005 年度の売却件数は 1,158 件で前年比 34%増、売却額も 4.2 兆円で前年比 56%増といずれも大幅な増加となった（図表 11）。

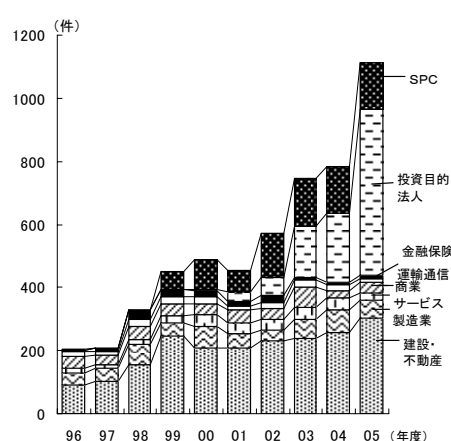
売買が大幅に増加したのは、2005 年度中に 16 銘柄の J-REIT が相次いで上場した影響が大きい。これら 16 銘柄が取得した物件数は 331 件、取得価格は 9,470 億円に達した。買主を業種別にみると、従来、建設・不動産による購入が最も多かったが、2005 年度は「投資目的法人」（J-REIT）が最大の購入主体となった（図表 12）。購入件数全体に対する投資目的法人と SPC と合わせた割合は 60%へ上昇している。

図表 11 上場企業等による不動産売買



（資料）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 12 不動産購入の業種別動向



（資料）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

	件数		構成比	
	2000	2005	2000	2005
建設・不動産	207	303	42	27
製造業	69	56	14	5
サービス	39	22	8	2
商業	35	34	7	3
運輸・通信	20	11	4	1
金融・保険	20	11	4	1
投資目的法人	5	528	1	47
SPC	94	146	19	13
全体件数	493	1123	100	100
（再掲）投資目的法人＋SPC	99	674	20	60

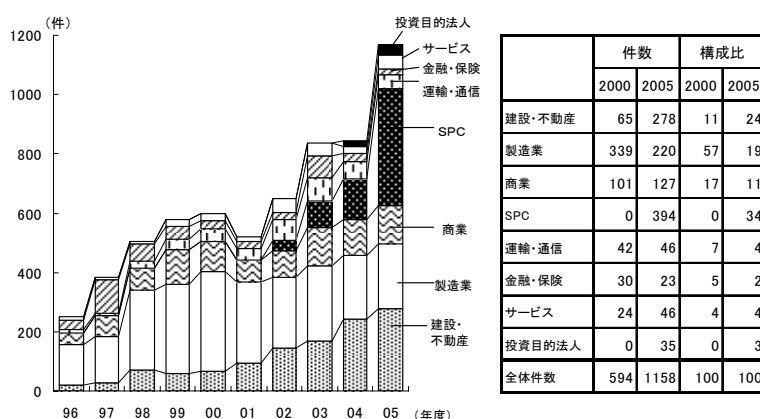
¹都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」による。東京証券取引所に提出された「会社情報に関する報告書」等に公開された情報や新聞等に公表された情報に基づいて、上場企業等が売却・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、土地面積、建物延床面積、売却額、譲渡益、譲渡損等についてデータの収集・分析を行ったもの。

一方、売主を業種別にみると、傾向としてはリストラの進展もあって製造業の売却が減少し、替わって建設・不動産業が増加している（図表 13）。2005 年度については、SPC の売却件数が大幅に増加した。SPC は 2000 年前後から不動産購入を拡大させており、その運用期間終了に伴う売却が現れている。また、J-REIT の資産入れ替えの動きにより、投資目的法人の売却件数が増加している。

なお、不動産の売却に伴って譲渡損失が発生した割合は、2003 年度まで上昇してきたが、2004 年度に低下に転じ、2005 年度は大幅な低下となった（図表 14）。都市圏を中心とした地価上昇に加えて、企業による減損会計対応等による不良資産の処理がある程度一巡したことが影響しているとみられる。

このように不動産売買では投資目的法人や SPC といった不動産証券化スキームを用いた不動産投資市場の影響が強まっている。不動産証券化の状況をみると（図表 15）、年々拡大傾向にあり、2005 年度に証券化の対象となった不動産またはその信託受益権は約 6.9 兆円で前年比 29.6%の大幅な増加となっている。

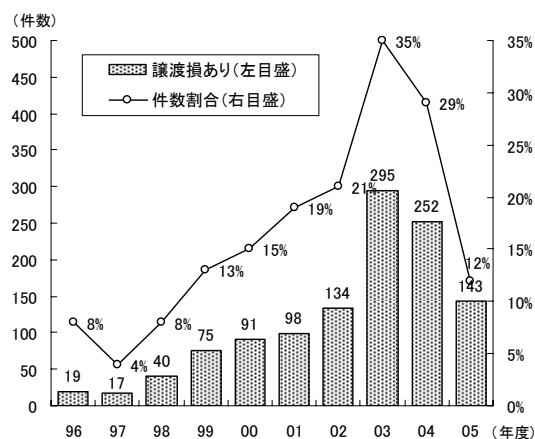
図表 13 不動産売却の業種別動向



（注）系列企業への売却は除く。

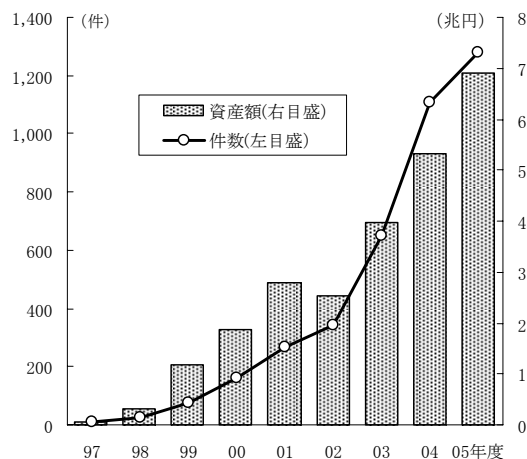
（資料）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 14 譲渡損が発生した売却動向



（資料）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 15 不動産証券化の実績



（資料）国土交通省「不動産の証券化実態調査」

(3) 経済のファンダメンタルズ（収益還元地価）

ここでは、以下の収益還元法の考え方をを用いて、不動産価格上昇を経済のファンダメンタルズから捉える。

〔収益還元法の考え方〕

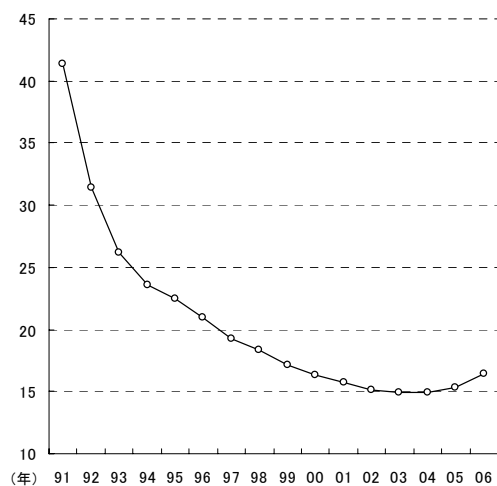
$$P = \frac{c}{r + \rho - g} \quad \text{土地 PER} = \frac{P}{c} = \frac{1}{r + \rho - g} = \frac{1}{\text{キャップレート}}$$

P = 不動産価格、c = 今期の予想収益（オフィス賃料）、
r = 安全資産利子率、ρ = リスクプレミアム、g = 賃料の期待上昇率（名目期待成長率）

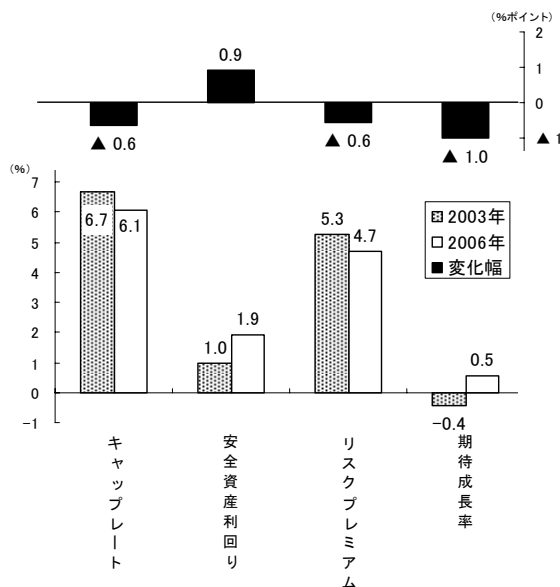
都区部商業地のデータに基づく土地 PER（地価÷賃料）は、バブル崩壊後一貫して低下してきたが、2003 年をボトムに上昇に転じた（図表 16）。

土地 PER の上昇は、一方でその逆数であるキャップレートの低下となるが、2003 年から 2006 年にかけてのキャップレートの低下について収益還元法を用いて要因分解すると、安全資産利子率は緩やかに上昇してキャップレートを押し上げたものの、リスクプレミアムの低下と期待成長率の回復によって、キャップレートは低下した（図表 17）。期待成長率の回復やリスクプレミアムの低下は、いずれも経済の先行き危惧の後退による面が強く、それが地価の反転上昇につながったと考えられる。

図表 16 都区部土地 PER の推移



図表 17 キャップレート低下の要因分解



(注) 地価は地価公示の都区部商業地、賃料は区部平均賃料。

土地 PER は 2004 年を都市未来総合研究所の「RENEX」純収益利回り 6.7%の逆数 14.9 として各年の水準を定めた。リスクプレミアムは他の要因の差額により算出。

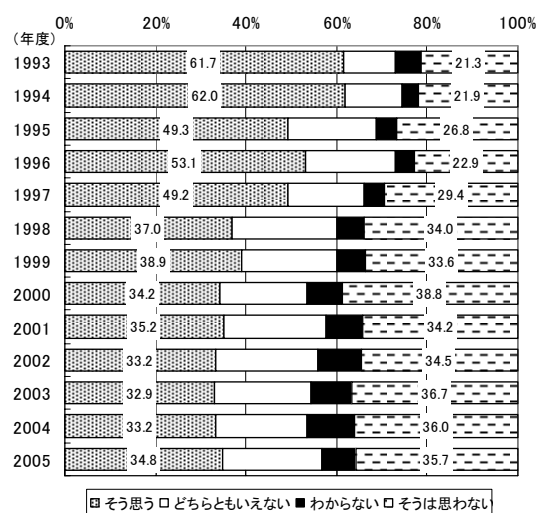
(資料) 内閣府「国民所得統計」「企業行動に関するアンケート調査」、国土交通省「地価公示」、シービー・リチャード・エリス「オフィス・マーケット・レポート」、都市未来総合研究所「RENEX」

不動産投資のリスクプレミアムの低下については、家計・企業に対する各種のアンケート結果にも現れている。

家計が考える土地の資産としての有利性に関して、「土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産である」とする割合は90年代に大きく低下したが、2002年をボトムに緩やかに上昇している（図表18）。また、企業においては、「今後、土地・建物について、所有と借地・賃貸ではどちらが有利になると思うか」との質問に対して、減少傾向にあった「今後、所有が有利になる」とする割合は底打ちしつつある（図表19）。

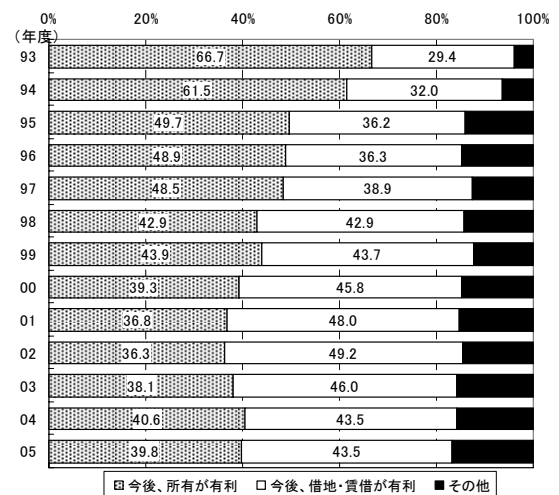
一方、地価の先行きについて、日銀の生活意識に関するアンケート調査でみると、地価見通しD. I.（今後の地価が「上昇すると思う」－「下落すると思う」）は、2004年半ばにプラスに転じ、直近の2006年6月調査ではプラス幅が大きく拡大している（図表20）。

図表 18 土地は金融商品と比べて有利な資産か
家計



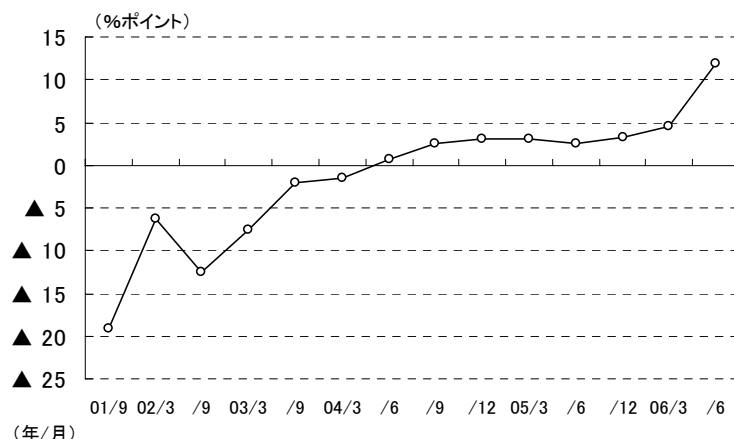
（資料）国土交通省「土地問題に関する意識調査」

図表 19 土地所有の有利性についての意識
企業



（資料）国土交通省「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」

図表 20 地価見通しD. I.



（注）地価見通しD. I. は、今後の地価について「上昇する」割合－「下落する」割合。

（資料）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

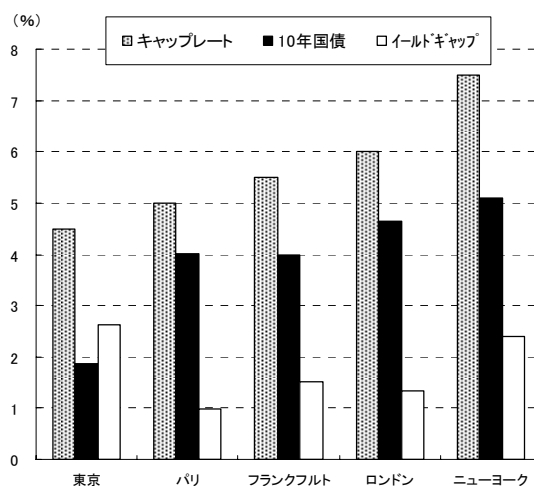
(4) 外資による不動産投資

国内の不動産ファンドに加えて、外資系の金融機関や不動産ファンドによる不動産投資の活発化が物件取得競争の激化につながっている。

日本不動産鑑定協会の「世界地価等調査結果」（2005年1月調査）で世界の主要先進国都市の商業地のキャップレートと比較すると、東京は最も低い水準にある（図表 21）。一方で、10年債利回りが他先進国と比べて大幅に低い水準にあることから、イールドギャップ（キャップレート－10年国債利回り）は最も高い部類にある。このような日本での不動産投資の資金運用面の優位性が外資による不動産購入を拡大させている。

2005年1月の調査時点以降、日本のキャップレートは低下方向にあるものの、グローバルな不動産ファンドで日本のマクロ経済の健全さや賃料の上昇期待などから、日本へのファンド分配割合を高める動きがみられるなど積極的な投資が続いている。

図表 21 先進主要都市のイールドギャップ



(注) キャップレートは高度商業地域中央ビジネス地区で、2005年1月調査。10年国債利回りは06年6月の値。
(資料) 日本不動産鑑定協会「世界地価等調査結果」

4. 分野別にみた不動産市場

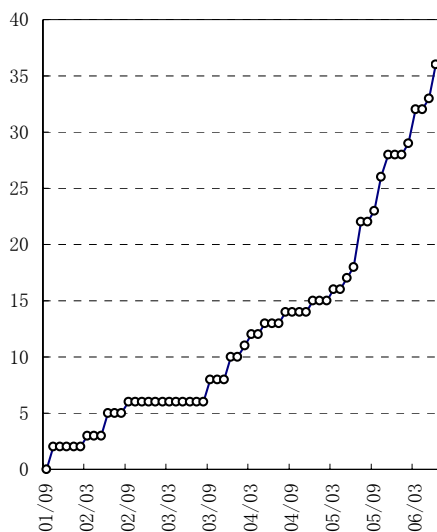
ここでは最近の不動産市場について、(1)J-REIT 及びプライベートファンド市場、(2)オフィス市場、(3)住宅市場、(4)物流施設及び工場、(5)海外不動産市場と分野別に分けてみていく。

(1) J-REIT、プライベートファンド市場

①拡大する不動産投資市場

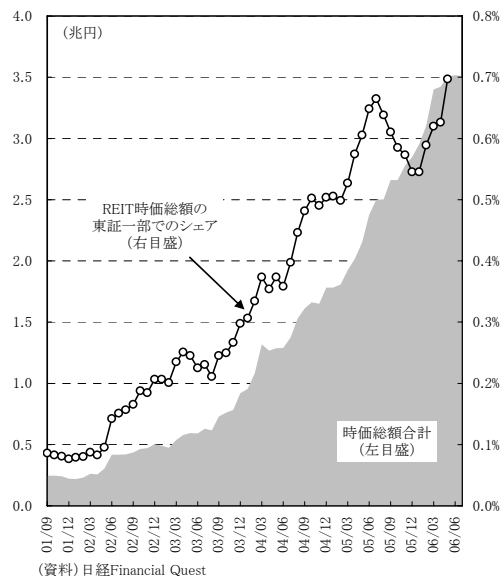
J-REIT は 2001 年 9 月に 2 銘柄が上場された後、順調に拡大し、2006 年 6 月末現在の上場銘柄数は 36 銘柄に増え（図表 22）、現在上場予定・準備中の銘柄があることからさらに増加することが見込まれる。銘柄数の増加に加えて、既往銘柄での保有不動産の拡大に伴い、時価総額は 3 兆円（東証時価総額の 0.7%）を上回る規模にまで拡大している（図表 23）。

図表 22 J-REIT 上場銘柄数



(資料) 各投資法人開示資料よりみずほ総合研究所

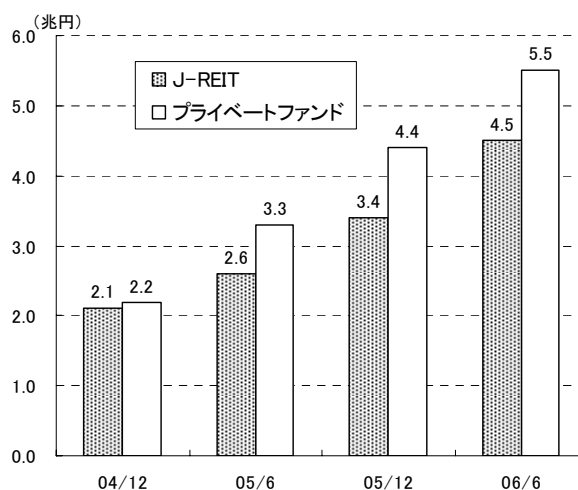
図表 23 J-REIT 時価総額



(資料) 日経Financial Quest

一方、プライベートファンドについては、その全容を把握することは容易ではないが、不動産証券化協会が 2005 年 12 月に会員に行った第 1 回のアンケート調査の集計によれば、会員が運用するプライベートファンドは 430 本、運用資産総額は 6.1 兆円となっている。一方、時系列的に規模を推計している住信基礎研究所によれば、2006 年 6 月末で 5.5 兆円となっており、増加率はやや鈍化しているものの、市場規模の拡大が続いている（図表 24）。

図表 24 プライベートファンドの規模



(資料) 住信基礎研究所
「不動産プライベートファンドに関する実態調査」

②多様化する J-REIT

上場数の増加とともに、J-REIT は設立母体、物件構成、事業運営方針等の面で多様化が進んでいる。J-REIT 発足当時の設立母体は大手不動産会社を中心だったものの、その後、商社、金融、鉄道等に広がっており、最近ではプライベートファンドのアセットマネジメント会社系の J-REIT が増加している。また製造業企業でも、日本たばこが商業施設系の J-REIT フロンティア投資法人を設立し、保有施設のフロンティア投資法人への売却によるコア事業への注力を目指す動きなど出てきている。

物件構成でも、投資対象をオフィス、住居、商業施設に限定した J-REIT に加え、05 年度

は物流施設（日本ロジスティックファンド）やホテルとリゾート施設（ジャパン・ホテル・アンド・リゾート）特化型が登場した。さらに、投資対象地域を限定した J-REIT もみられる。九州への投資に限定した福岡リート、関西圏で 50%以上を投資する阪急リートなど、多様化が急速に進展している。

図表 25 J-REIT の銘柄別概要

	REIT 銘柄	設立主体	直近時価 総額(億円)	上場 時期	投資対象、取得価格の地域別構成
1	日本ビルファンド	三井不動産、住生、野村	5,740	01/9	オフィス特化、東京都75%
2	ジャパンリアルエステイト	三菱地所、東京海上、第一生命	3,592	01/9	オフィス特化、東京都73%
3	日本リートファンド	三菱商事、UBS	2,732	02/3	商業施設特化、関東以外49%
4	オリックス不動産	オリックス	1,483	02/6	オフィス87%、東京都69%
5	日本プライムリアルティ	東京建物、明治安田生命等	1,770	02/6	オフィス69%、商業施設30%、東京都50%
6	プレミア	ケンコーホーレーション、日興ビル等	639	02/9	オフィス52%、住居48%、東京都87%
7	東急リアル・エステート	東急電鉄、東急不動産	1,448	03/9	都心・東急沿線のオフィス、商業施設
8	グローバル・ワン不動産	日本GMAC、近鉄、明治安田生命	762	03/9	東京・名古屋のオフィス特化
9	野村不動産オフィスファンド	野村不動産	2,404	03/12	オフィス特化、東京都74%
10	ユナイテッド・アーバン	トリニティ・インベストメント、丸紅等	1,109	03/12	オフィス33%、住居13%、商業施設27%、ホテル23%
11	森トラスト総合リート	森トラスト、パルコ、損保ジャパン	1,632	04/2	オフィス78%、商業施設17%、住居、ホテル
12	日本レジデンスリアル	パンフィックマネジメント、第一生命等	1,078	04/3	住居特化、東京都81%
13	フロンティア不動産	日本たばこ	933	04/8	商業施設特化、全国に8物件
14	ニューシティ・レジデンス	シービー・リチャード・エリス、エヌシー、みずほ信託等	624	04/12	住居特化、東京都74%
15	クレッシェント	個人、平和不動産等	258	05/3	住居47%、オフィス44%、首都圏
16	日本ロジスティクスファンド	三井物産、中央三井信託、三信リース、ケネディクス	916	05/5	物流施設特化、首都圏79%
17	福岡リート	福岡地所、エフ・ジェイ都市開発、九州電力、ロイヤル	775	05/6	オフィス39%、商業施設33%、福岡・九州地域特化
18	グロスベクト・レジデンスリアル	グロスベクト	276	05/7	住宅特化型(首都圏中心)
19	ジャパン・シングルレジデンス	ダーウィス、リーマン・ブラザーズ・インベストメント・ジャパン、クリード	144	05/7	住宅(単身者向け)特化型(宿泊特化型ホテル含む)
20	ケネディクス不動産	ケネディクス	937	05/7	オフィス26%、住居59%、東京都84%
21	ジョイント・リート	ジョイント・アセットマネジメント、ジョイント・コーポレーション	304	05/7	住居59%、商業施設30%、首都圏55%
22	イーアセット	イーバンク、アセット・マネジャーズ、アセット・インベスターズ	302	05/9	オフィス37%、商業施設26%、住宅32%、首都圏中心
23	FCレジデンスリアル	ファンド・クリエーション	137	05/10	住宅特化、東京都87%
24	DAオフィス	ダウ・インテグリティ・アドバイザーズ	489	05/10	オフィスビル特化、東京都90%
25	阪急リート	阪急電鉄	529	05/10	商業施設76%、関西圏50%以上
26	アド・バンス・レジデンス	伊藤忠商事、伊藤忠都市開発、日本土地建物	220	05/11	住宅特化、東京都81%
27	エルシービー	ザ・エルシービー・グループ・エルビー、極東証券等	238	06/5	住居55%、郊外型商業施設21%
28	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	MLQ Investors, L.P.、森観光トラスト	599	06/2	ホテル及びリゾート施設特化型
29	トップリート	住友信託、新日鉄都市開発、王子不動産	1,009	06/3	オフィス89%、首都圏中心
30	クリード・オフィス	クリード、伊藤忠商事、中央三井信託、三井住友銀行、モルガン・スタンレー・プロパティーズ・ジャパン	405	06/3	オフィスビル運用型(中規模オフィス)
31	ビ・ライフ	モリモト	170	06/3	住居、商業施設
32	日本ホテルファンド	クリエイティブ・リノベーション・グループ・ジャパン、共立メンテナンス	195	06/6	ホテル特化型
33	リプラス・レジデンスリアル	リプラス、エイブル等	266	06/6	住宅特化(都心比率低い)、ファミリータイプ主体
34	ジャパンエクセレント	興和不動産、第一生命保険等	801	06/6	準オフィス特化、首都圏及び周辺地域
35	東京グロースリート	東京リート、エイチ・エス証券等	102	04/5	東京都及び近郊のオフィス・住居
36	スタートアップ・ロースト	スタートアップ・エミュー・コーポレーション	69	05/11	住宅特化、首都圏83%
	合計		35,087		

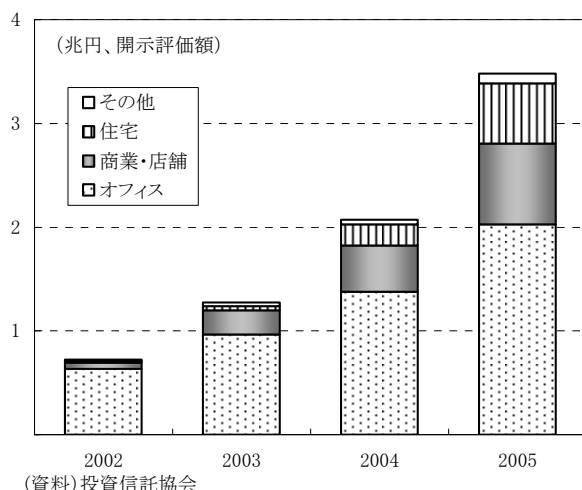
(注) 直近時価総額は2006/7末現在。

(資料) 各投資法人資料より作成

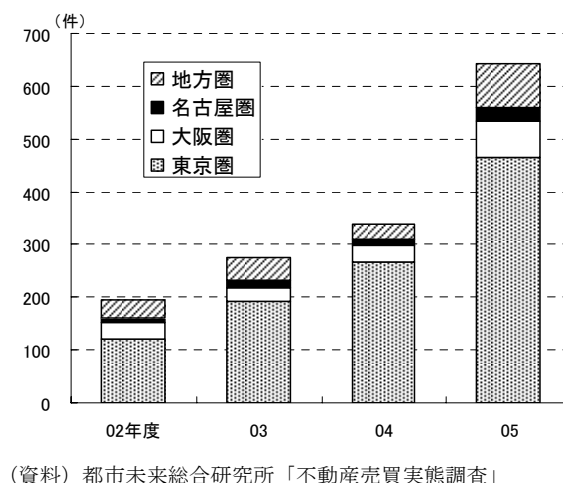
こうした J-REIT の多様化はその投資対象物件にも反映されている。J-REIT による物件取得はストックベースでは引き続きオフィスが過半数を占めるものの、フローベースでは住宅取得の増加が顕著である（図表 26）。また地域別の不動産流動化件数を見ると、これまで東京が大半を占めていたが、2005 年度は大阪や名古屋圏が前年比倍増、その他地方圏も同 3 倍増となる等、東京以外での投資件数が拡大している（図表 27）。この背景には、①

物件取得競争の激化、②東京都心部地価の底打ちに伴い、都心部の優良物件のリスクプレミアムが低下し、売買価格が上昇していること、③地方優良物件への投資の方が相対的に利回りを確保できること等があげられる。

図表 26 J-REIT 不動産種類別投資額



図表 27 流動化不動産の地域別件数



③J-REIT の収益性

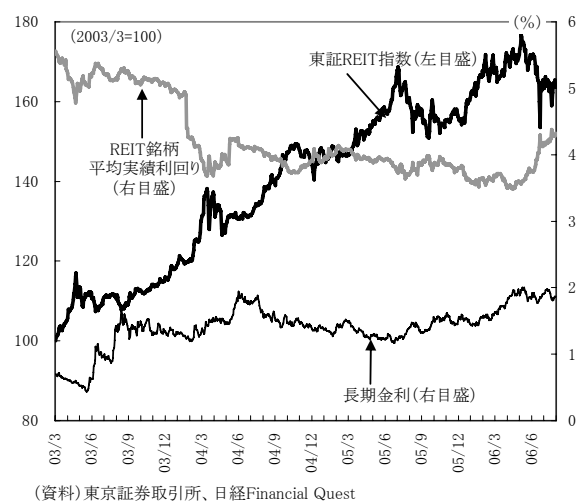
J-REIT 全体をバランスシートから捉えてみると、総資産規模は約 3.3 兆円、その 4 割を有利子負債で調達し、低金利下でレバレッジが効く構図となっている（図表 28）。また自己資本 1.8 兆円に対して時価総額は 3 兆円を上回っており、将来の不動産価格の上昇を織り込んだ形になっている。足元の時価総額の伸び悩み等から、一時 3% 台半ばまで低下した配当利回りは 4% 程度まで回復しており、10 年国債利回りとの格差は 2% 程度となっている（図表 29）。

図表 28 J-REIT バランスシート

06/1末現在（億円）			
流動資産	2,617	負債合計	15,332
現預金	2,483	有利子負債	12,362
固定資産	30,607	借入金	9,542
有形固定資産	30,173	社債	2,820
資産合計	33,236	資本	17,904
		総資産合計	33,236

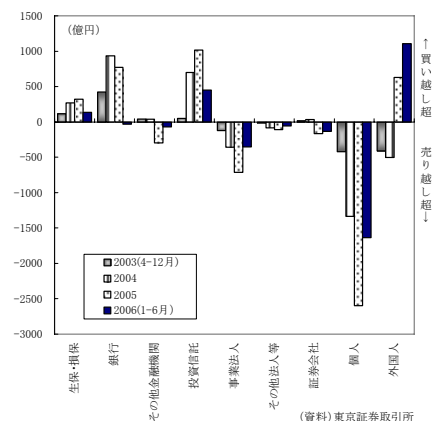
(注) バランスシートを入手出来た投資法人23社合計
(資料) 日経Financial Quest

図表 29 配当利回りと 10 年債利回り



このような J-REIT の投資主体は、従来は地銀を中心とした金融機関だったが、最近では金利上昇等を背景に金融機関が投資を慎重化させており、2006 年入り後は売り越しに転じている（図表 30）。一方で、外国人による投資が活発になり、06 年 1～6 月間の累計はすでに昨年 1 年間の買い越し額を上回っている。

図表 30 J-REIT の売買主体



④J-REIT の二極化

J-REIT は全体でみれば順調に拡大してきているものの、銘柄間で株価は二極化している。

東証の REIT 指数は、2005 年夏ごろに金利上昇や需給悪化懸念などから弱含んだ（図表 31）。その後、REIT 指数は上昇トレンドに復元し 06 年度入り後の TOPIX 調整局面では同様に下落しているが、投資不動産タイプ別には、オフィス系が堅調な一方、住居系は低調な推移となっている（図表 32）。

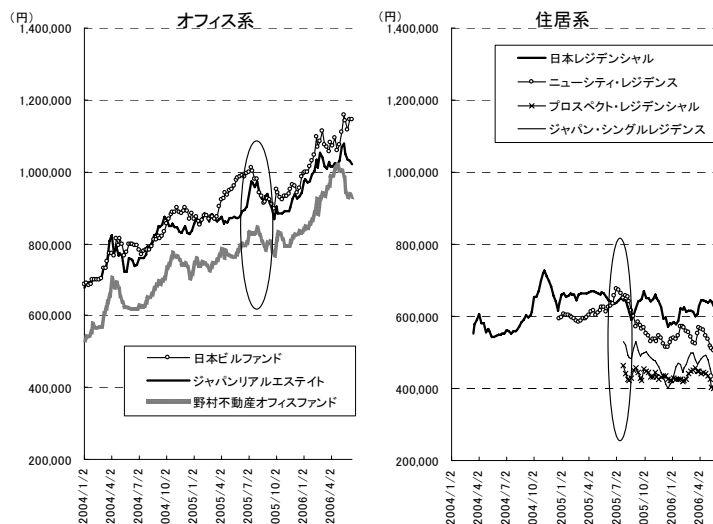
二極化の背景には、総じてキャップレートが低下傾向にあり、これまでのように物件の追加取得による「外部成長」が容易でなくなってきた下、オフィス系ではオフィス需給の好転から賃料の上昇による「内部成長」が期待できることがある。一方で住居系は、住居系 REIT の相次ぐ上場によって株式需給が緩和していることに加えて、賃貸住宅の需給にも悪化懸念もあるなど（（3）住宅市場で後述）、「内部成長」が期待しづらい状況にあることが影響している。

図表 31 東証 REIT 指数



（資料）東証

図表 32 投資不動産タイプ別の株価推移



（注）2005 年 9 月以前の上場銘柄から抽出。

（資料）東証

(2) オフィス市場

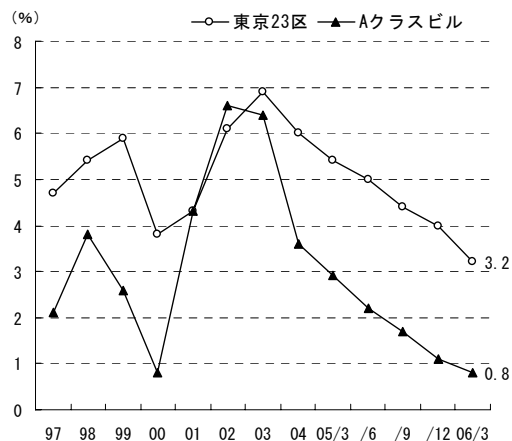
景気回復を背景にオフィスの空室率は全国的に低下しており、賃料上昇の動きには広がりが見られる。

都区部のオフィス市場では、2003 年度のオフィス大量供給を克服して需給改善が続いている。シービーリチャードエリスによると東京 23 区のオフィス空室率は 2003 年の 6.9% をピークに着実に低下しており、2006 年 3 月は 3.2% まで低下した（図表 33）。また、A クラスビルの空室率は 0.8% まで低下しており、事実上フル稼働の状況にある。

都区部オフィス需給が好転しているのは、景気回復に伴うオフィス需要の拡大に加えて、オフィスの供給量が抑制的なものとなっていることがある。森ビルの調査によれば、2005 年の大規模ビルの供給量は 77 万㎡で過去と比べて低い水準であった（図表 34）。また、2006 年の供給量は 154 万㎡と比較的高いものの 06 年から 10 年の平均は 80 万㎡で過去の平均的な水準より低くなっている。

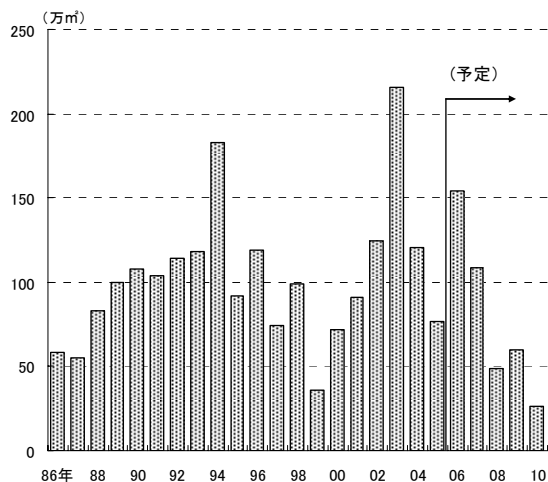
一方、オフィス賃料は、都区部全体の平均値では下落が続いているが、優良ビルでは賃料上昇の動きが明確となっている。都心 5 区の大型ビル賃料は 2005 年初以降上昇が続いており、06 年 6 月の賃料は前年比 +4.0% までプラス幅が拡大した（図表 35）。都心の中型、小型ビルでは、物件毎に格差はみられるものの、平均した賃料は下げ止まりから上昇に転じつつあるなど、賃料上昇の動きは広がりを見せている。

図表 33 都区部の空室率



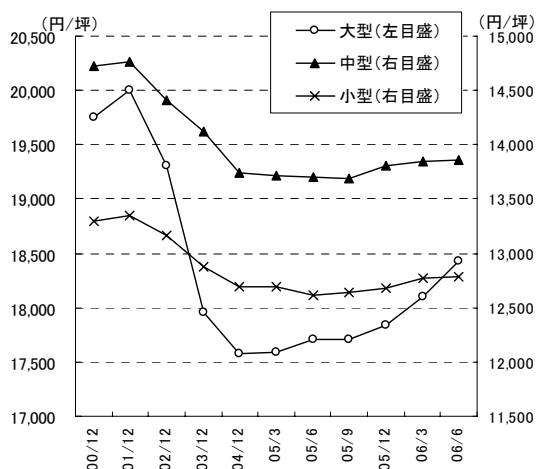
(資料) シービーリチャードエリス
「オフィス・マーケット・レポート」

図表 34 都区部の大規模オフィスビル供給



(注) 都区部の延床面積 10000 平米以上のオフィスビルが対象。
(資料) 森ビル「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査」

図表 35 都心部ビルのオフィス賃料



(資料) 三鬼商事「東京（都心 5 区）の最新オフィスビル市況」

(3) 住宅市場

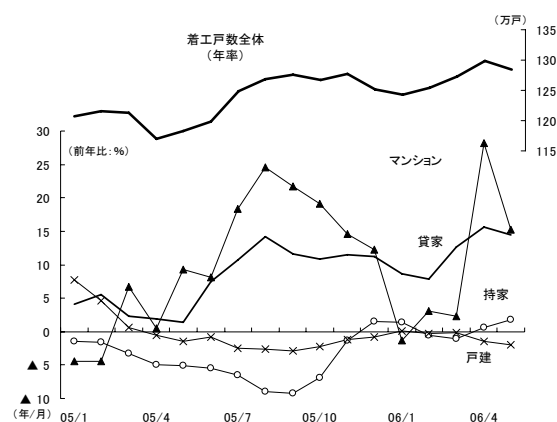
家計の所得見通しの改善や地価の底打ち観測を背景に、住宅着工件数は増加傾向となっており、最近では年率換算で約 130 万戸と高い水準にある（図表 36）。

利用関係別には、耐震偽装問題の影響などから一時落ち込んでいたマンションが復調しているほか、貸家は高い伸びが続いている。持家は冷え込んでいた建て替え需要が底打ちするなど持ち直しの方向にある（図表 36）。また、地域別には、ほぼ全国的に増加傾向にあり、なかでも東京都は高い水準を維持している（図表 37）。

都区部についてみると、旺盛なマンション需要を背景に高い水準の着工が続いているほか、不動産ファンドの投資対象になっている貸家着工が堅調に推移している。都心 5 区の貸家着工戸数はバブル期を含めて過去最高の水準となっている（図表 38）。

景気回復などを背景に不動産ファンドが投資対象とするような高級賃貸物件の空室率は 2004 年半ば以降低下に転じている。しかし、高水準の貸家着工に加えて、マンション分譲業者が不動産ファンドへのマンションの一棟売りを進めていることなどから、空室率の水準は 2000 年前後と比べて倍近い水準となっている（図表 39）。オフィスの空室率が 2000 年前後と比べて改善しているのとは対照的であり、こうした違いが住居系 J-REIT の相対的な低迷につながっていると考えられる。

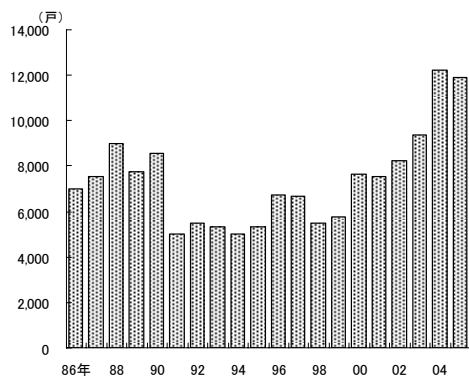
図表 36 利用関係別の住宅着工件数



(注) いずれも 3 ヶ月移動平均値。

(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

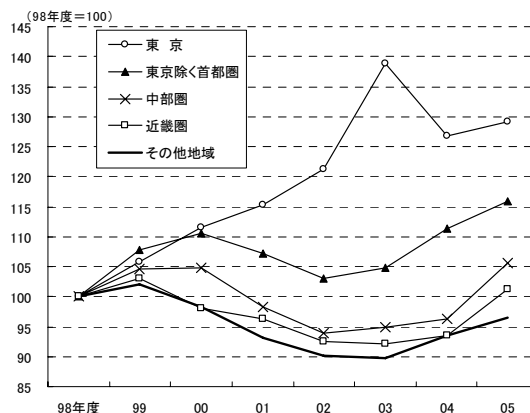
図表 38 都心 5 区の貸家着工件数



(注) 都心 5 区は千代田、中央、港、新宿、渋谷。

(資料) 国土交通省「住宅着工件数」

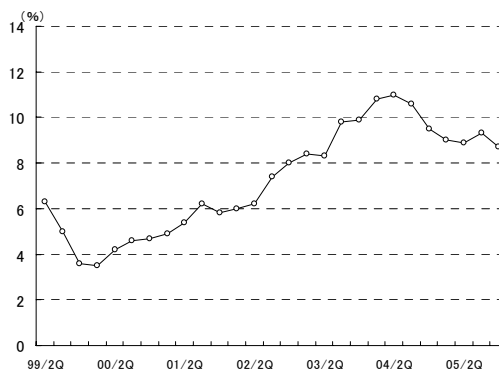
図表 37 地域別の住宅着工件数



(注) 98 年度=100 とした指数。

(資料) 国土交通省「住宅着工統計」

図表 39 都心 9 区の高級賃貸住宅空室率



(注) 都心 9 区は千代田、中央、港、新宿、渋谷、文京、品川、大田、目黒、世田谷。

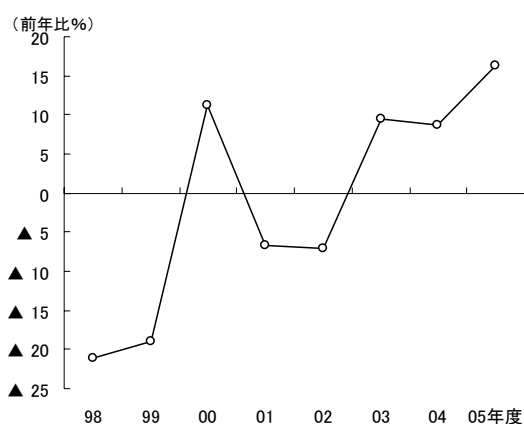
(資料) ケン不動産投資顧問「KEN DATE PRESS」

(4) 物流施設、工場

不動産ファンドの投資対象は、オフィス、住居から物流施設やホテルなどに広がりを見せている。

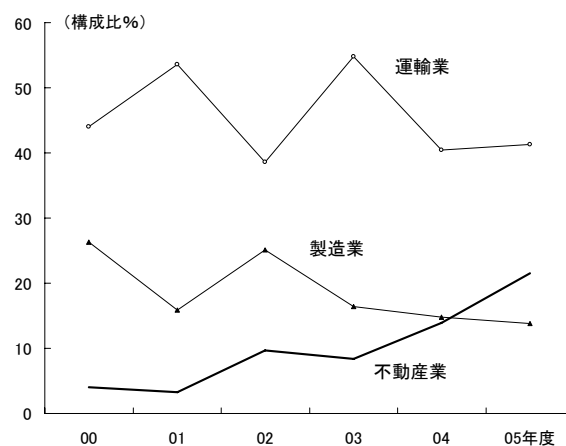
物流施設について倉庫の着工をみると、2003年度以降増加しており、2005年度は前年比16%増の高い伸びとなった（図表40）。床面積が3,000㎡以上の大規模施設の着工割合が上昇している。一方で、倉庫建設の発注者は、倉庫業者が含まれる運輸業や製造業のウェイトが低下し、替わって不動産業が高まっており（図表41）、ファンドによる物流施設への投資拡大がうかがわれる。

図表 40 倉庫着工床面積（前年比）



（資料）国土交通省「建設着工統計」

図表 41 倉庫着工の発注者別構成比

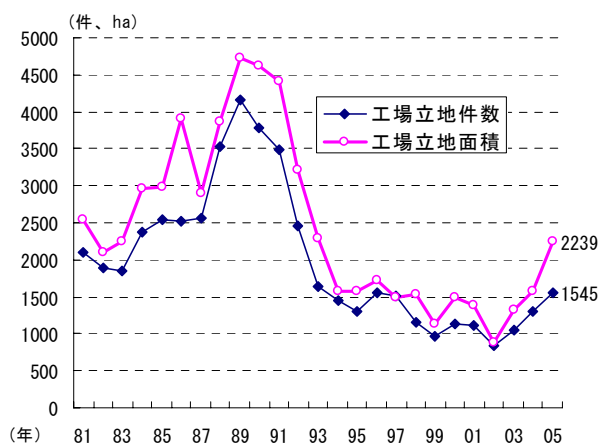


（資料）国土交通省「建設工事受注動態調査」

また、製造業の好況を映じて、工場立地の件数及び面積は2002年をボトムに増加しており（図表42）、全国的な工業地地価の下落幅縮小につながっている。

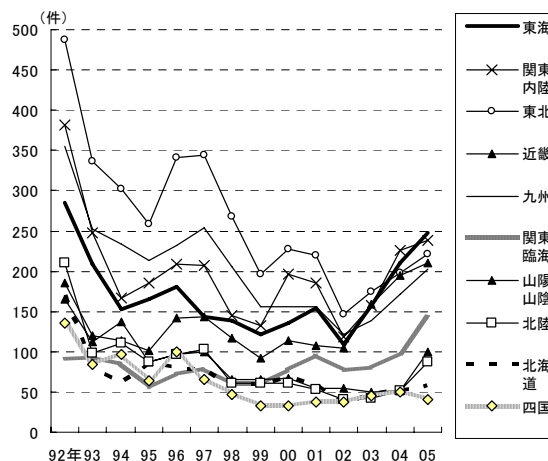
地域別には、2002年以降、ほぼ全ての地域で増加しているが、地方圏と比べて都市圏での増加が目立っている。都市圏の中では東海が90年代前半と比べた落ち込みが小さく、かつ02年以降大幅に増加している（図表43）。これには、好調な輸送機械産業や液晶関連産業の集積深化が影響していると考えられる。

図表 42 工場立地件数、面積の推移



（資料）経済産業省「工場立地動向調査」

図表 43 地域別工場立地件数

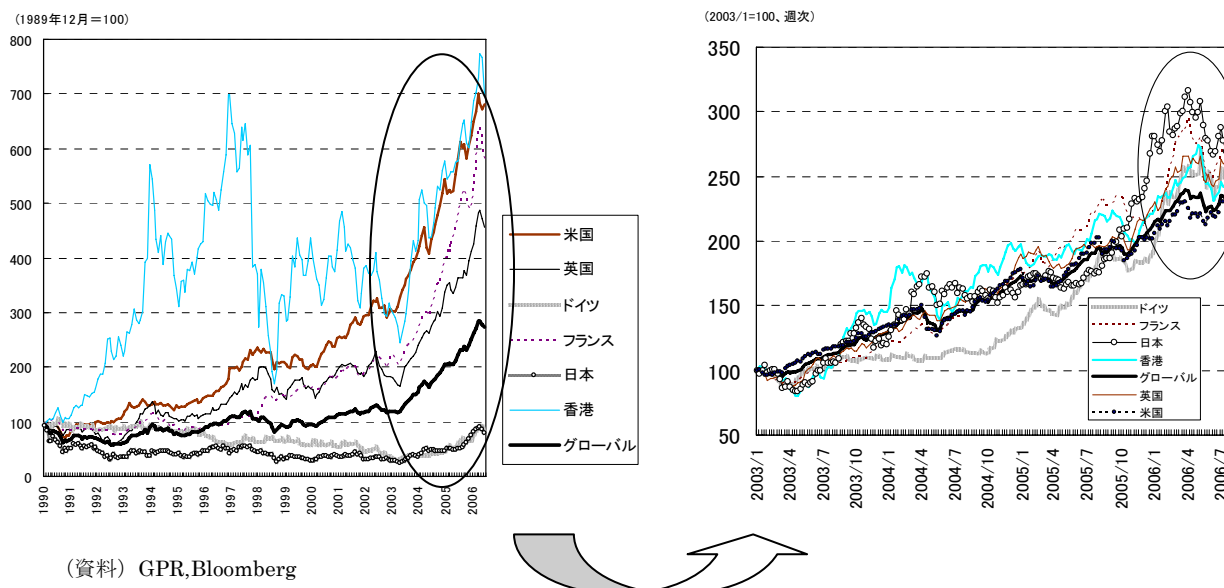


（資料）経済産業省「工場立地動向調査」

(5) 海外不動産市場

近年の世界経済の好調、グローバルな低金利といった好環境のもとで、不動産市況はこれまでグローバルに活況を呈してきたが、足許はやや天井感がうかがえる。図表 44 は世界の不動産市場動向の代理変数として各国の上場不動産企業、不動産投資信託商品（REIT 等）の時価総額推移を指数化したものである。日本の不動産市場がバブル崩壊以降低迷していた中でも、英米を始めとした海外市場は 90 年代以降好調に推移してきた。好調な世界市場に取り残された感があった日本市場でも 2003 年以降は海外市場とほぼ同じペースで回復しており、とりわけ昨年は海外市場を上回る勢いを示すに至った。しかしながら、世界的に金利が上昇しつつある中で、本年の春先以降については各国とも調整色がうかがえる展開となっている。

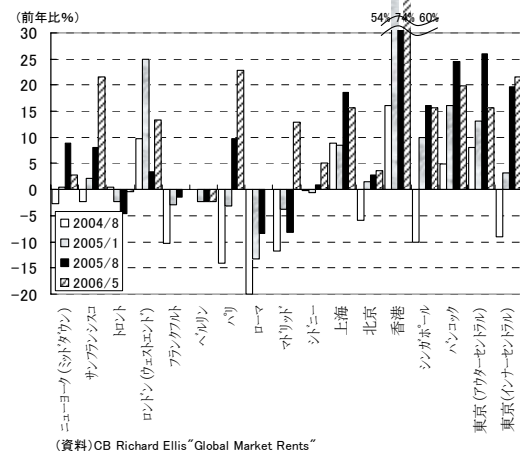
図表 44 世界の上場不動産企業・不動産投資信託商品の時価総額推移



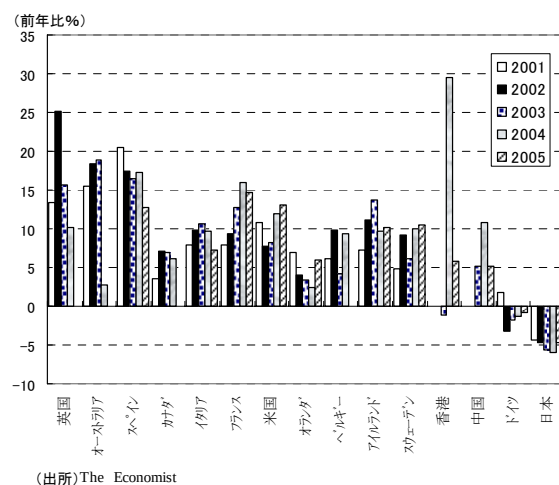
世界のオフィス賃料や住宅価格の推移を見ると、各国の経済・金融事情や需給の動向を反映して、国、地域により違いはあるものの、これまでのところは底堅く推移している模様である。オフィス賃料は欧米の一部、日本を含むアジア諸国で二桁の高い伸びを引き続き示している（図表 45）²。一方、住宅価格については、図表 46 の通り、英国、オーストラリア、香港等では伸びは大幅に鈍化しており、また、米国についても、新築・中古住宅の販売価格（中間値）はほぼ横ばいで推移するに至っている。

² オフィス賃料は各都市におけるいわゆる優良物件を対象とした調査に基づく。

図表 45 主要都市のオフィス賃料(前年比)



図表 46 主要国の住宅価格(前年比)



グローバルに見て景気の底堅さが持続するものと見られることから、不動産価格が大幅な下落に転じることは可能性は低いものの、各国金利が上昇局面にある中、キャップレートにも上昇圧力がかかりやすく、内外不動産価格が調整色を帯びてくる可能性には留意する必要がある。

次に、内外の REIT 市場を比較すると、日本の REIT 市場は拡大基調にあるものの、海外に比べるとその市場規模は 2004 年時点で 1.9 兆円、対 GDP 比で 0.4%と低位にとどまっている(図表 47)。これは REIT 先進国である米国、オーストラリアは別格としても、対 GDP 比ではシンガポール、オランダ、カナダ、ベルギー、フランスのほうが規模としては日本より大きいことから、J-REIT は未だ発展の余地があることが示唆される。

図表 47 海外の REIT 市場の規模 (2004 年)

	制定時期	銘柄数	市場規模 (単位:兆円)	日本=1.00	2004GDP(単位:兆円)	市場規模GDP 比
アメリカ	1960	195	30.0	15.79	1,269	2.4%
カナダ	1993	27	1.5	0.79	107	1.4%
オランダ	1969	7	1.7	0.89	66	2.6%
ベルギー	1995	11	9.5	5.00	39	24.6%
フランス	2003	28	2.5	1.32	221	1.1%
オーストラリア	1971	54	6.5	3.42	69	9.4%
日本	2000	16	1.9	1.00	496	0.4%
シンガポール	1999	5	0.5	0.26	12	4.3%
韓国	2001	7	0.1	0.05	74	0.1%
マレーシア	1986	3	0.006	0.00	13	0.1%
香港	2003	0	0.000	0.00	18	0.0%
トルコ	1995	9	0.032	0.02	33	0.1%

(資料)不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック2004」等

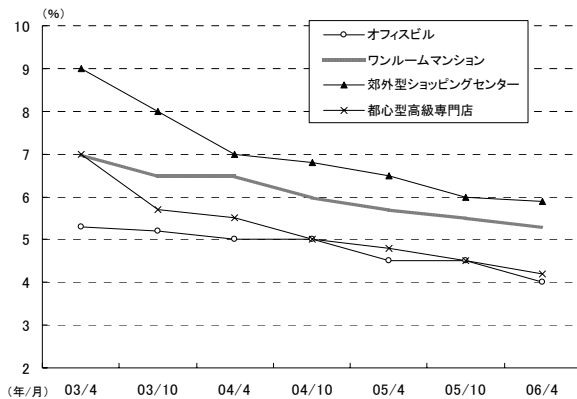
5. 最近の不動産市場の変化

ここでは、最近の不動産市場での注目点について検討していく。

(1) 不動産価格上昇下でのバブル懸念の後退

これまでみてきたように、J-REIT やプライベートファンドなどによる不動産取得は一段と過熱している。これにより、不動産投資に対する要求利回り（キャップレート）は低下傾向にあり（図表 48）、2006 年 4 月時点のキャップレートは、04 年 4 月と比べてオフィスを始め、住居、商業施設などいずれの分野でも 1 % 程度低下している。キャップレートの 5 % から 4 % への 1 % ポイントの低下は、物件収益など他の条件を一定とすれば不動産価格の 25 % の上昇に相当する。また、J-REIT の物件取得時の NOI 利回り（償却前税前営業利益 ÷ 不動産取得価格）をみると、1 年前は 4 % 台での取得が増加するといった状況にあったが、最近では 3 % 台での取得も散見されるようになっている（図表 49）。

図表 48 不動産投資家の期待利回り



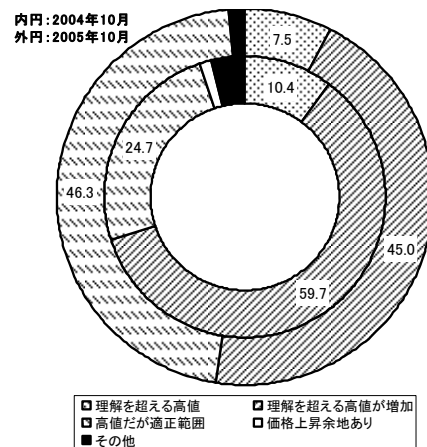
(注) 1. オフィスビルは丸の内・大手町地区の A クラスビル等。
 2. ワンルームマンションは城南地区で築 5 年未満、面積 25～30 m² 等。
 3. 都心型高級店は表参道地区でテナントが高級ブランド小売業等。
 (資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表 49 最近の J-REIT の不動産取得例

ファンド名	用途・場所	取得時期	取得価格 単位: 億円	NOI 利回り 単位: %
ジャパンリアルエステイト	オフィスビル(九段北)	05/08	816	3.8
日本ビルファンド	オフィスビル(内幸町)	05/09	635	3.5
野村不動産オフィスファンド	オフィスビル(赤坂)	05/09	74	4.5
グローバルワン	オフィスビル(南青山)	05/10	350	4.0
ケネディクス	オフィスビル(麹町)	05/11	60	4.5
日本プライムリアルティ	商業施設(神宮)	06/02	45	3.5
日本ビルファンド	オフィスビル(虎ノ門)	06/02	185	4.1
日本ビルファンド	オフィスビル(大崎)	06/02	301	4.4
日本リテールファンド	商業施設(東戸塚)	06/03	505	4.5
オリックス不動産	オフィスビル(赤坂)	06/05	219	4.2
森トラスト総合リート	オフィスビル(赤坂)	06/05	270	4.5

(資料) 各投資法人資料

図表 50 不動産取引での不動産価格の評価



(注) 調査対象は機関投資家、不動産業、金融機関等。
 (資料) ニッセイ基礎研究所「不動産市況に関するアンケート」

このように不動産価格が一段と高まる一方で、不動産市場参加者における「バブル懸念」はむしろ後退している。不動産価格が「高値」とする割合は（「理解を超える高値」と「理解を超える高値が増加」）、2004 年 10 月時点の調査では 70.1% だったが、2005 年 10 月調査では 52.5% まで低下し、替わって「高値だが適正範囲」とする回答割合が 5 割近くにまで高まっている（図表 50）。

背景には、不動産市場が好調でオフィスを中心に賃料が上昇に転じており、不動産取得にあ

たって、先行きの賃料上昇を織り込み易い環境となっていることがある。

オフィス賃料は都心部など一部では既に上昇に転じている。一方、先行きのオフィス賃料について日本不動産研究所の「不動産投資家調査」でみると、2004年4月調査では全ての調査地点で横ばいないし下落を予想していたが、最近の調査では上昇を見込む地点が増えている。特に、直近の2006年4月調査を半年前の調査と比較すると、先行きの賃料上昇を見込む地点が大幅に増加したほか、前回2005年10月調査で上昇を見込んでいた地点ではさらに高い賃料への上昇を予想している（図表51）。

こうした賃料の先行き期待の変化は、不動産市況に極めて大きな影響を与える。本稿7ページに示した収益還元法に沿って考えれば、賃料の期待上昇率が1%高まればキャップレートは1%低下する。これによって従来と比べておよそ25%高い価格での不動産購入が可能となる訳で、不動産価格高騰の下でのバブル懸念の後退は、こうした状況を反映していると考えられる。

図表 51 先行きのオフィス賃料水準（調査時点の賃料＝100）

	2003年10月		2004年4月		2004年10月		2005年4月		2005年10月		2006年4月	
	2年後	5年後	2年後	5年後	2年後	5年後	2年後	5年後	2年後	5年後	2年後	5年後
丸の内・大手町	100	100	100	100	100	101	100	102	102	105	105	105
日本橋	97	98	100	100	100	100	100	100	100	100	102	103
虎ノ門	98	98	100	100	100	100	100	100	100	100	102	104
西新宿	98	97	98	98	99	100	100	100	100	100	102	103
渋谷	98	98	100	100	100	100	100	100	100	100	102	104
六本木	98	98	100	100	100	100	100	100	101	101	102	105
上野	95	95	96	95	98	97	98	98	98	98	100	100
品川	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	102	102
汐留	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	102	103
札幌駅前通り	95	95	95	95	96	95	98	97	98	98	100	100
名古屋駅前	97	95	98	98	99	100	100	100	100	101	102	103
大阪御堂筋	95	95	97	95	98	98	99	99	100	100	102	102
福岡天神	96	95	97	97	98	98	99	99	100	100	100	101

（注）網掛けは前回からの改善部分。

（資料）日本不動産研究所「不動産投資家調査」

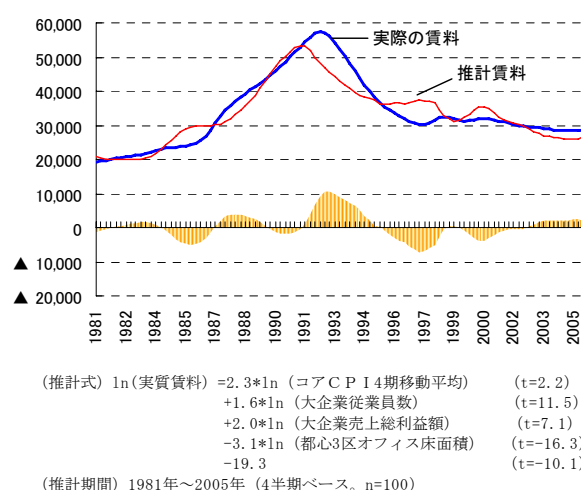
(2) 都区部賃料水準の妥当性

収益還元法あるいは割引キャッシュフロー法を用いた不動産評価が一般化したことで、「当該不動産の創出キャッシュフローから大幅に乖離した不動産価格は成立し難い環境になった」という声がしばしば聞かれる。しかしながら、評価の前提となる賃料水準及びその将来予測が過度に楽観的または悲観的なものであるならば、このようなモデルを用いた価格評価にも疑義が生じることは言うまでもない。従って、収益還元法やDCF法が普及すればするほど、賃料水準が果たして適正なものか否かを厳しく検証していく必要性が増してゆく。

ここでは都心部を例に、ファンダメンタルズ要因から妥当と考えられるオフィス賃料を推計し、それを実際の賃料を比較することで足許の賃料水準の妥当性を検証した。説明変数は、①大企業従業員数、②大企業売上総利益額、③都心3区オフィス床面積、④コア消費者物価指数（4期後方移動平均）の4変数であり、それぞれ①オフィス実需、②テナントの賃料支払い余力、③オフィス供給、④期待インフレ率を代理するものである。推計結果は図表52に示しているが、足許のオフィス賃料は若干の割高感はあるものの、バブル崩壊直後のようにファンダメンタルズから大きく上方に乖離したものではない。少なくとも足許の賃料は、まずは妥当な水準にあると言えるだろう。

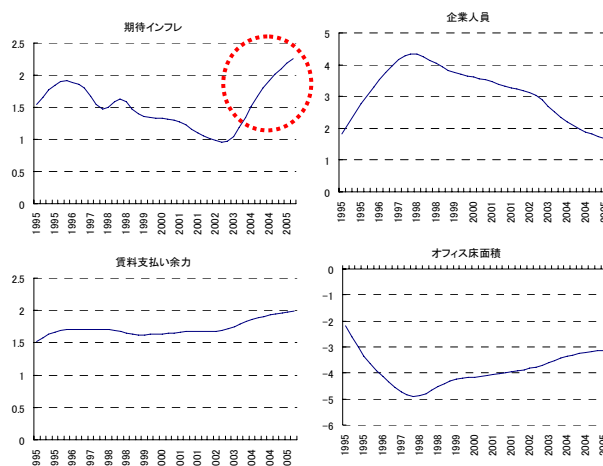
なお、図表53では、各説明変数の変化に対するオフィス賃料の感応度（＝説明変数が1%変化した場合に賃料が何%変化するか）を時系列で示したが、期待インフレ率に対する賃料の感応度が高まっていることが認められる。こうした環境下では、今後インフレ期待が醸成されていく中で賃料が更に上昇し、収益還元法或いはDCF法による不動産価格が、フ

図表 52 オフィス賃料の推計結果



（資料）財務省、東京都、日本ビルディング協会連合会ほか

図表 53 オフィス賃料の各説明変数への感応度の変化



（資料）財務省、東京都、日本ビルディング協会連合会

ファンダメンタルズに相応しい価格以上に上ブレしてしまう可能性がある。この意味において、今後の賃料水準の行方については十分な注意が必要と言えるであろう。

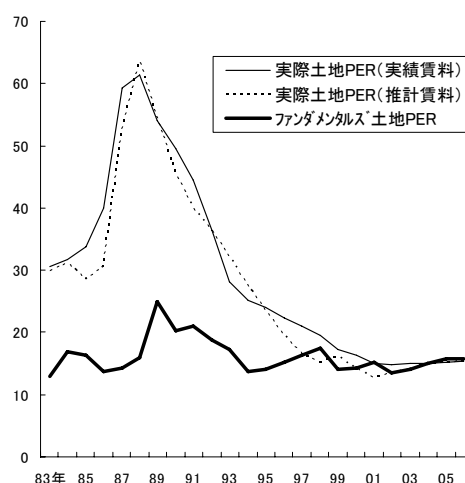
(3) 都区部の不動産価格のバブル懸念

都区部では不動産取得が過熱化しており、一部ではバブルとの懸念も生じている。ここでは、都区部の地価が全体としてバブルか否かを、本稿 7 ページの収益還元法及び前ページ「都区部賃料の妥当性」の推計賃料などを用いて検討していく。

まず、土地 PER を以下の方法で 3 通り算出する。①実績地価÷実績賃料、(以下「**実際土地 PER(実績)**」)、②実績地価÷推計賃料 (以下「**実際土地 PER(推計)**」)、③ $1 \div (\text{安全資産利回り} + \text{リスクプレミアム} - \text{賃料の期待変化率})$ でリスクプレミアムは 5 % で一定と仮定、(以下「**ファンダメンタルズ土地 PER**」)。

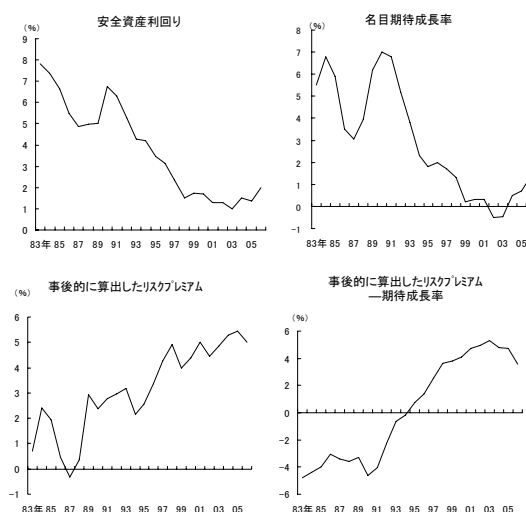
ここで、**実際土地 PER (実績)** と **ファンダメンタルズ土地 PER** を比較すると、80 年代半ばから 90 年代初めにかけて**実際土地 PER (実績)** が **ファンダメンタルズ土地 PER** から大きく上方に乖離していたが、最近では両者はほぼ同じ水準にある (図表 54)。前回バブル期は賃料が経済のファンダメンタルズから乖離したため、推計賃料から算出した**実際土地 PER (推計)**と比較しても同様の傾向となる。これにより 80 年代半ばから 90 年代初めにかけて地価はバブルの状態にあったが、少なくとも足元においてはバブルというべき状況にまでは至っていないと判断される。

図表 54 土地 PER の推移



図表 55 各要因の推移

バブル期に **ファンダメンタルズ土地 PER** が **実際土地 PER** と同じ水準にまで高まるには、リスクプレミアムが負の値をとらなければならぬような状況だった (図表 55、事後的に算出したリスクプレミアム)。また、「事後的なリスクプレミアムー期待成長率」の推移をみると、80 年代はマイナス圏で推移し、90 年代は急ピッチで上昇した後、最近では比較的安定した動きとなっており、合理的な地価形成がなされるようになってきたことをうかがわせるものとなっている。



(注) **実際土地 PER** は都区部地価(公示地価)÷オフィス賃料(シービー・リチャード・エリス)、これを、都市未来総合研究所算出の都区部オフィスの純収益利回りの直近 04 年値を用いて水準を調整して算出。

(資料) 国土交通省「地価公示」、シービー・リチャード・エリス「オフィス・マーケット・レポート」内閣府「国民所得統計」、「企業行動に関するアンケート調査」都市未来総合研究所「不動産投資インデックス」

6. おわりに

都市圏を中心に地価上昇の動きは一段と明確になっている。地価の上昇は、経済のファンダメンタルズから捉えれば先行きの成長期待の回復によるところが大きく、一方、需給面からは内外の不動産ファンドによる積極的な不動産取得による面が強い。不動産の証券化を通じて、不動産が不動産業を中心とした財から一部が資本市場の財となったことなどで、投資家の資金を広く引き付けた意義は大きい。バブル崩壊後、不動産価格の下落は企業のバランスシート調整など様々なルートを通じて経済を下押ししてきたが、最近においては日本全体でみて地価動向が経済へマイナスの影響を及ぼす状況からは脱したと考えられる。

こうした下で、都区部などではバブルの懸念が生じている。これについては、本稿では土地 PER の考えを用いて都区部については全体でみてバブルといった状況になっていないことをみた。不動産の価格形成が個々の物件のキャッシュフローをベースとしたものとなる傾向が強まっており、地価変化率の分散拡大などにみられる地価の多極化、さらには J-REIT の二極化はそれを裏付けるものだ。

ただし、注意すべき点もある。2006 年の公示地価では都心 5 区の商業地地価は下落地点が無くなった。海外ファンド等による物件取得では過度にキャピタルゲインを見込んでいられると思われる投資も散見される。収益還元法の要素となる将来のキャッシュフローやリスクプレミアムなども主観による面が強く、投資時点で合理的と算出して行った投資が結局はバブルとなることもある。最近注目すべきは、物価上昇期待が賃料形成に強く織り込まれるようになってきていることである。今後、物価上昇期待が高まっていく過程で賃料が実態以上に上ブレしやすくなっている点には充分注意が必要であろう。

今後しばらくの間、物価の上昇は緩やかなものになることが見込まれるため、金利の上昇は小幅なものにとどまり、不動産市場に大きなマイナスの影響が及ぶことはないとみられる。キャップレートが既に大幅に低下している地域・物件では、金利の緩やかな上昇によって地価の上昇加速に一定の歯止めがかかると期待される。

ただし、金利上昇によって高レバレッジのファンドほど資金調達コスト上昇によるダメージが大きく現れるほか、賃料上昇が進まない物件ほど不動産価格は下落リスクにさらされるなど、ファンド間、物件間で格差は拡大していくとみられる。

今後の不動産市場については、景気の回復が続く下で個別化や格差拡大の動きを伴いつつも回復基調が続くと予想される。先行き不動産市場全体で留意すべき点をあげれば、不動産市場の回復には成長期待の回復と不動産投資市場の拡大による影響が大きいことを述

べたが、成長期待の面では経済は長期低迷から脱したばかりであり、仮に景気が冷え込むような事態になれば成長期待の下振れを招き、それが不動産市況の過度な調整につながる懸念がある。また、不動産投資市場の面では、その拡大によって国内のみならず海外の金融環境の変化から影響を受け易くなってきており、世界的な金利上昇などに伴う内外のマネーフローの変化にも注視していく必要があるだろう。

以上

【参考文献】

- 植村修一・佐藤嘉子[2000]『最近の地価形成の特徴について』（「日銀調査月報」2000年10月号日本銀行）
- 川口有一郎[2006]『不動産投資市場の現状と展望』（不動産証券化ジャーナル May-June 2006 不動産証券化協会）
- 国土交通省[2006]『土地白書』平成18年版
- 国土交通省[2006]『国土審議会土地政策分科会企画部会不動産投資市場検討小委員会最終報告』
- 佐藤泰弘[2006]『2005年度不動産売買実態の概要』（「不動産トピックス」2006年5月号みずほ信託銀行）
- 佐々木康一・一瀬善孝・清水季子[2005]『J-REIT 市場の拡大と価格形成』（「日銀レビュー」2005-J-12 日本銀行）
- 澤田考士[2006]『低迷期を脱し安定拡大期に乗った J-REIT』（「週刊金融財政事情」2006.5.22 金融財政事情研究会）
- 住信基礎研究所[2006]『不動産プライベートファンドの市場規模は 5.5 兆円、J-REIT と合わせて 10 兆円に』（「NEWS RELEASE」2006.7.26）
- 仲谷光司[2006]『RENEX にみる不動産収益率』（「不動産トピックス」2006年2月号みずほ信託銀行）
- 野口悠紀雄[1989]『土地の経済学』
- 松村徹・岡正規[2005]『熱を帯びる不動産投資市場の行方』（「ニッセイ基礎研 REPORT」2005年12月号ニッセイ基礎研究所）
- 日本銀行[2006]『経済・物価情勢の展望』2006年4月
- 藤原裕行・新家義貴[2003]『土地収益率と地価下落要因の分析』（「景気判断・政策分析ディスカッション・ペーパー」DP/03-2 内閣府）
- 不動産証券化協会[2006]『不動産証券化ハンドブック 2006-2007』
- 不動産証券化協会[2006]『第1回会員対象私募ファンド実態調査』
- 森ビル[2006]『東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査』

以上