

第2章 LEMの推移

1. 株式分析手法からのアプローチ —PER 概念の応用—

(1) LEMの考案

公示価格が、取引事例による比準価格、収益還元法による収益価格、原価法による積算価格を参考に決定されることは既に述べたが、商業地において、その土地の利用価値を基に算出する収益価格が、不動産証券化等の進展や、海外の投資家の増加に伴い、次第に重視されてきている。

(社)日本不動産鑑定協会は、平成11年11月の「『特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律(SPC法)』に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について」及び平成12年11月の「『投資信託及び投資法人に関する法律(投信法)』及び『資産の流動化に関する法律(資産流動化法)』に係る不動産の鑑定評価上の留意事項について」の中で、「収益還元手法の1つであるDCF(ディスカунテッド・キャッシュフロー)法の適用を基本とし、転売予測価格を求める手法は直接還元法によることを原則(後略)」としている。

ここで着目されるのが、「不動産の収益価格算出式」と「株式評価モデル」との近似である。

「不動産の直接還元法(*2)」と「株式の配当割引モデル(*4)」は、永久保有を前提とした毎期のキャッシュフローの現在価値の合計であり、キャッシュフローに「賃料」を当てはめるか「配当」を当てはめるかの違いでしかない。

また、「不動産のDCF法(*3)」と「株式の2段階成長モデル(*5)」は、キャッシュフローを2つの期間に区別し、「当面の期間(通常10年間)のキャッシュフローに基づく現在価値(a)」と「それ以降(通常11年目以降)のキャッシュフローに基づく現在価値(b)」を求め、それらを合算して「最終的な現在価値(a+b)」を導き出すものである。なお、将来価格の算出方法については、将来のある時点以降のキャッシュフローを、その時点の価格に割り引くものであり、不動産では賃料、株式では配当がキャッシュフローとなる(尤も、最近の企業評価や株式評価の実務では、配当ではなくEBITDAをベースにしているが、ここでの比較に際しては、配当をベースとした「配当割引モデル」、「2段階成長モデル」を用いる)。

(*2) 直接還元法 $V = \text{NOI} / R$

V: 対象不動産の収益価格

NOI: 単年度の純収入 (Net Operating Income)

R: 還元利回り

(資料) (社)日本不動産鑑定協会

(*3) DCF法
$$V = \sum_{k=1}^n \frac{a_k}{(1+Y_0)^k} + \frac{R \cdot P}{(1+Y_0)^n}$$

V: 対象不動産の収益価格

a_k : k期の純収益

Y_0 : 総合割引率(資本収益率)

$R \cdot P$: 復帰価格 (Net Resale Price)

n: 保有期間

$$R \cdot P \text{ (転売価格)} = \sum_{k=n+1}^{\infty} \frac{a_k}{(1+Y_t)^{k-n}} = \frac{a_{n+1}}{R_t}$$

Y_t : 転売時割引率 (n+1年以降の資本収益率)

R_t : 転売時還元利回り

(資料) (社)日本不動産鑑定協会

(注) DCF法における第2項は、転売価格を現在価値に割り引いているものであり、結果的にはn+1期以降のキャッシュフローを現在価値に割り引いたものと等しくなり、その意味で下記株式の2段階成長モデルと理論上共通する。

$$(*4) \text{ 配当割引モデル } V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{k}$$

V_0 : 株式の現在価値

D_t : t 時点で受け取る配当所得

(ここでは配当を一定とするゼロ成長モデルを想定)

k : 割引率 (投資家が要求する収益率)

(資料) 榊原茂樹、青山護、浅野幸弘「証券投資論」(日本証券アナリスト協会編)

$$(*5) \text{ 2段階成長モデル } V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{(1+g_s)^{t-1} D_1}{(1+k)^t} + \frac{1}{(1+k)^T} \times \frac{(1+g_n)(1+g_s)^{T-1} D_1}{k-g_n}$$

($g_n < g_s$ と仮定)

V_0 : 株式の現在価値

D_1 : 第1期の配当

k : 割引率 (投資家が要求する収益率)

g_s : 時点Tまでの配当成長率 (Subnormal or supernormal growth rate)

g_n : 時点T以降の正常な配当成長率 (normal growth rate)

(資料) 榊原茂樹、青山護、浅野幸弘「証券投資論」(日本証券アナリスト協会編)

(注) $V_0 = PV1$ (第1期キャッシュフローの現在価値) + $PV2$ (第2期キャッシュフローの現在価値) であるが、 $PV2$ は「第2期初における株式の転売価格の現在価値」と考えることもでき、その意味で不動産のDCF法と理論上共通する。

このように「不動産の収益価格算出式」と「株式評価モデル」が概念的に酷似していることから、本稿において地価を考察するにあたり、株価水準を検討する伝統的な尺度であるPER (Price Earning Ratio) の応用を試みたい。

本レポートの目的は、土地神話崩壊後、土地に対する一般的な評価がどのように推移しているのかを分析し、今後の方向感を考察するものであるが、定量分析としては、PERから派生した「株価キャッシュフロー倍率(PCFR=Price Cash Flow Ratio)」の概念を利用することとした。

「株価キャッシュフロー倍率」は、米国REITの分析では、FFO Multiple (*6) という形で応用されており、REITの株価水準が、REIT保有の不動産のキャッシュフロー創出力に比し、株式市場でどの程度評価されているのか等の判断基準に利用されている。

(*6) FFO (Funds from Operations) は不動産事業 (オペレーション) から発生する恒常的キャッシュフロー (償却前営業利益に近い概念) であり、米国REITの株価水準の判断基準として、株価がFFOの何倍かを示すFFO Multiple (REIT株価/FFO) が一般に利用されている。

そこで公示価格については、以下の手順で、「公示価格」を「ある前提で想定されるキャッシュフロー」で除することとした。

- 1) キャッシュフローである賃料は、土地と建物が一体となって初めて創出されるものであるが、ここではまず、公示価格が代表するエリアに標準的なオフィスビルを想定し、現状の賃料データをもとに、諸経費控除後の想定キャッシュフロー (坪当たり、容積フル活用: *7) を算出する。
- 2) 公示価格を1) で求めた想定キャッシュフローで除し、エリア別公示価格が想定キャッシュフローの何倍で推移しているかを観察する。

このようにして求められた数値は、言わば「地価・想定キャッシュフロー倍率」 “Land Price Estimated Cash Flow Ratio” である。ここで使用するキャッシュフローは金利前、税金前、減価償却費控除前であり

企業分析における EBITDA に相当するため、この「地価・想定キャッシュフロー倍率」を「地価・想定 EBITDA 倍率 (Land Price estimated EBITDA Multiple、以下主要 3 文字を取り LEM)」と表記し、便宜上「レム」と呼ぶこととする。

(LEM 算出式)

$$LEM = \frac{LAND\ PRICE}{estimated\ EBITDA} = \frac{公示\ 価格}{想定\ キャッシュ\ フロー(*7)}$$

(*7-1) キャッシュフローの前提として想定するオフィスビルは、容積率フル活用の建築、有効面積は延べ床面積の 70%、賃料は生駒データサービス社の実質募集賃料 (預託金運用益含む)、入居率は生駒データサービス社の空室率データより逆算、とした。

(*7-2) 想定キャッシュフロー＝収入 (実質賃料×12 ヶ月×有効面積率[0.7]×各エリア平均容積率×入居率)－経費 (公租公課、保険料、修繕費等：収入の 3 割と設定)

(2) LEM の定義① ーLEM 算出式の構成要素からの定義ー

さて、このようにして導き出される LEM は何を表すのであろうか。いくつかの項目に着目しながら、LEM の定義づけを行なっていきたい。

○ 不動産価格の賃料に対する先行性 ーLEM は「将来」と「現在」との関係を表すものー

まずは「地価」が「賃料」より先行することから LEM を考える。

「不動産の収益価格算出式」と「株式評価モデル」において分かるように、「価格」は「将来のキャッシュフロー (賃料や配当)」を現在価値に割り引いたものであり、価格形成には「将来予測 (先行きの観方)」が含まれている。

それ故に、不動産でも株式でも、理論上「価格は足下のキャッシュフロー (賃料や配当)」に先行して変動することとなる。

また、不動産特有の事情として、不動産価格は売り手と買い手が、その時その時の考えられる限りの理由付けを行って価格の合意決定がなされるのに対し、賃料はオーナーとテナントとの永年の付き合いの中で、周辺相場の様子を見ながら賃料改定がなされるため、結果的に、不動産賃料は価格に遅行することとなる。

よって、LEM 算出式は「先行する地価」を「遅行する賃料を源泉とするキャッシュフロー」で除しているため、LEM 自体は「将来と現在 (あるいは過去) との何らかの関係」を表していると言える。

○ PER との違い ーPER の株価は実取引価格であるが故に、市場環境変化の影響を大きく受けており、異時点での PER 比較は困難。一方、LEM の公示価格は純粋理論価格であるが故に、将来予測の要素をそのまま内包しており、異時点における LEM 比較が可能ー

次に、LEM における地価と PER や PCFR における株価の違いと特性である。

PER や PCFR における株価は正に実取引の価格である。実取引における株価は、「株式評価モデル」の理論上の価格とは異なり、為替や債券市場の動向に影響を受けて大きく変動するものである。故に市場環境が異なる時点間での PER 比較は困難となる。

一方、LEM における地価である公示価格は、あくまで鑑定価格であり、実取引の価格ではない。

このレポートでは、LEM における地価が鑑定価格、つまり理論価格であることに着目して、LEM を利用したい。LEM の変数である地価が理論価格である為、LEM には価格に内包される将来予測の要素が、他の要素 (市場環境等) に毀損されることなく、そのまま残っていると言える。

よって LEM は、PER や PCFR とは異なり、「現在のキャッシュフローはこれくらいであるが、将来の収益性を勘案

すると、この程度の価値はあるだろう」という、足下の収益と比較した価格評価の度合い（強気・弱気）を示すこととなり、且つ、異時点間でのLEM比較が可能となる。

この点において、LEMとPERやPCFRは、「似て非なるもの」である。

(LEM算出式の構成要素からの定義)

LEM＝「足下の収益性と比較した場合の、土地価格評価の度合い（強気・弱気）」であり、
且つ、異時点間での比較可能

(3) LEMの定義② ー還元利回りとの関係からの定義ー

次に、LEMの算出式を変換し、LEMと還元利回りとの関係にてLEMの定義を行いたい。
先ず、LEMを簡便な算出式に置き換える為に、

1) 公示価格＝土地の収益価格（直接還元法）

2) 土地の収益価格(*8)＝土地建物一体の収益価格× $\frac{\text{土地の収益価格}}{\text{土地建物一体の収益価格}}$

(*8) 実務上、土地の収益価格は残余法により、「土地収益価格＝土地建物一体の収益価格－建物価格」で求められる。

と仮定する。

すると、LEMは、

$$LEM = \frac{\text{土地の収益価格}}{\text{estimatedEBITDA}} = \left(\frac{\text{Net Operating Income}}{\text{還元利回り}} \times \frac{\text{土地の収益価格}}{\text{土地・建物一体の収益価格}} \right) \times \frac{1}{\text{estimatedEBITDA}}$$

となり、Net Operating Income≒estimated EBITDAであるため、

$$LEM = \frac{1}{\text{還元利回り}} \times \frac{\text{土地の収益価格}}{\text{土地・建物一体の収益価格}}$$

と置き換えられることとなる。

直接還元法における還元利回りは、実務的には「原則的にDCF法における投資収益率である割引率から将来10年間程度内に見込まれる純賃料平均変動率を控除した数値を中心に、個別のリスクを加味し、かつ同種の投資不動産の取引利回りを参酌して総合的に決定」(*9)されるが、単純化すると「還元利回り(R)＝DCF法における割引率(Y)－純収益変動率(CR)」となる。

割引率(Y)は投資家収益率(イールド)と同義なので、還元利回りの逆数は、リスク回避的な投資家(*10)にとって、賃料等の変動を勘案した上での期待や収益確度を示すものと考えられる。

結果、不動産事業を行った場合の収益確度を、立地条件による確度と、建物価値による収益確度とに分けた場合、LEMは「立地要因による不動産事業における期待や収益確度」を示す指標となる。

(*9) 新藤延昭(財)日本不動産研究所投資不動産研究会「投資不動産の分析と評価」第5章(175頁)

(*10) 同じリターンであればよりリスクの少ない投資機会を選別する投資家のタイプ。

(還元利回りとの関係からの定義)

$$LEM = \frac{1}{\text{還元利回り}} \times \frac{\text{土地の収益価格}}{\text{土地・建物一体の収益価格}}$$
$$= \frac{1}{\text{割引率 (投資収益率) - 純収益変動率}} \times \frac{\text{土地の収益価格}}{\text{土地・建物一体の収益価格}}$$

LEM = 「立地要因による不動産事業における期待や収益確度」

以上総じると、LEM は以下のように定義される。

(LEMの定義)

「足下の収益（賃料）と比較した場合の、土地評価の度合い（強気・弱気）を示す指標」で、
異時点間（時系列）での比較可能であり、

もし仮に公示価格＝収益価格と考えると、

「立地要因による不動産事業収益の期待や確度を示す指標」となる。

(例) あるエリアのLEMが、A時点の13倍から、B時点の17倍に上昇した場合、当該エリアの収益性に対する土地評価の度合いが高まった、つまり強気になったことを表す。

次にLEMの推移とその関連数値との関係を把握してみたい。

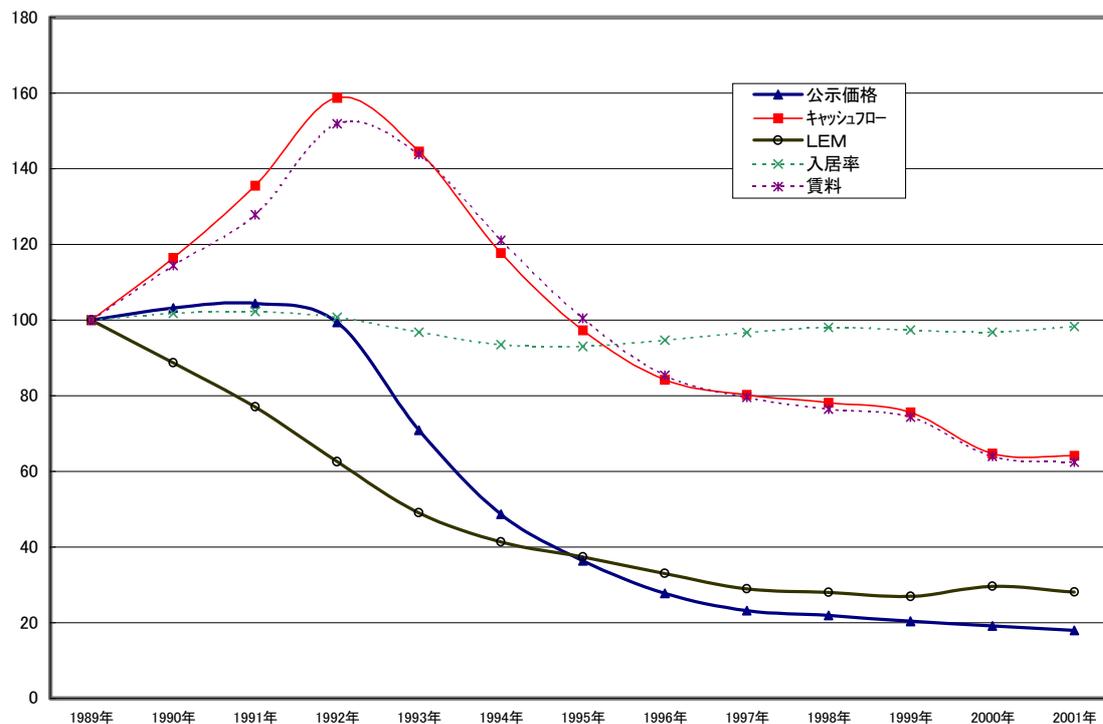
2. LEM とその関連数値との関係 -23 区データにて考察-

先ず、東京 23 区における 1989 年から直近 2001 年までの動向を調べて見る。

図表 3 は、LEM 及び LEM 算出に関連する数値を並べたものであるが、このグラフから公示価格を考える上でのポイントとなるいくつかの事実を観測することが出来る。

図表 3 東京 23 区における LEM 及び主要変数の指数推移 (1989 年 1 月～2001 年 1 月)

(指数：1989 年 1 月=100)



(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)、株式会社生駒データサービス「不動産白書」及び生駒サービス・リチャード・エリス株式会社「OFFICE MARKET REPORT」より日本興業銀行産業調査部作成

(注) 公示価格は毎年 1 月時点で作成されるが、その際の基礎データは前年分が基礎となるため、キャッシュフロー、賃料(預託金運用益を含む実質賃料)、入居率は公示価格作成時点の前年の平均値とした。なお、2000 年の実質賃料は、各四半期の賃料により日本興業銀行産業調査部にて推計した。

図表 3-2 東京 23 区における LEM 及び主要変数の指数値と対前年変化率

(指数：1989 年=100)

| 指数 | 1989年 | 1990年 | 1991年 | 1992年 | 1993年 | 1994年 | 1995年 | 1996年 | 1997年 | 1998年 | 1999年 | 2000年 | 2001年 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 公示価格 | 100.0 | 103.2 | 104.4 | 99.4 | 70.9 | 48.7 | 36.4 | 27.8 | 23.2 | 21.9 | 20.4 | 19.2 | 18.0 |
| キャッシュフロー | 100.0 | 116.4 | 135.6 | 158.8 | 144.5 | 117.7 | 97.3 | 84.2 | 80.3 | 78.2 | 75.6 | 64.7 | 64.1 |
| LEM | 100.0 | 88.6 | 77.0 | 62.6 | 49.1 | 41.3 | 37.4 | 33.0 | 28.9 | 28.0 | 27.0 | 29.6 | 28.1 |
| 入居率 | 100.0 | 101.7 | 102.3 | 100.7 | 96.8 | 93.5 | 93.0 | 94.7 | 96.7 | 98.0 | 97.3 | 96.8 | 98.3 |
| 賃料 | 100.0 | 114.4 | 127.8 | 151.9 | 143.8 | 121.1 | 100.5 | 85.4 | 79.5 | 76.4 | 74.4 | 64.0 | 62.4 |
| 対前年変化率 | 1989年 | 1990年 | 1991年 | 1992年 | 1993年 | 1994年 | 1995年 | 1996年 | 1997年 | 1998年 | 1999年 | 2000年 | 2001年 |
| 公示価格 | --- | 3.2 | 1.2 | ▲4.8 | ▲28.7 | ▲31.4 | ▲25.2 | ▲23.6 | ▲16.5 | ▲5.6 | ▲6.9 | ▲6.1 | ▲6.1 |
| キャッシュフロー | --- | 16.4 | 16.5 | 17.1 | ▲9.0 | ▲18.6 | ▲17.4 | ▲13.4 | ▲4.7 | ▲2.6 | ▲3.3 | ▲14.4 | ▲0.9 |
| LEM | --- | ▲11.4 | ▲13.1 | ▲18.7 | ▲21.6 | ▲15.7 | ▲9.5 | ▲11.8 | ▲12.3 | ▲3.1 | ▲3.7 | 9.8 | ▲5.2 |
| 入居率 | --- | 1.7 | 0.5 | ▲1.5 | ▲3.9 | ▲3.4 | ▲0.6 | 1.8 | 2.2 | 1.4 | ▲0.7 | ▲0.5 | 1.5 |
| 賃料 | --- | 14.4 | 11.7 | 18.8 | ▲5.3 | ▲15.8 | ▲17.0 | ▲15.0 | ▲6.8 | ▲3.9 | ▲2.7 | ▲14.0 | ▲2.4 |

(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)、株式会社生駒データサービス「不動産白書」及び生駒サービス・リチャード・エリス株式会社「OFFICE MARKET REPORT」より日本興業銀行産業調査部作成

(注) 公示価格は毎年 1 月時点で作成されるが、その際の基礎データは前年分が基礎となるため、キャッシュフロー、賃料、入居率は公示価格作成時点の前年の平均値とした。

(89年～99年におけるLEM、賃料、公示価格の関係)

第1点目は、89年～99年の期間におけるLEM、キャッシュフロー、公示価格の3者間の関係である。

89年から92年にかけてLEMは約6割の水準にまで低下したが、キャッシュフローは約1.6倍に増加したため、公示価格は横這いに推移した。これは1986年から始まった地価の高騰について「今の地価はおかしい」と思われ始めたが、キャッシュフローが賃料の遅行性によって依然上昇し続けたため、公示価格は横這いに止まった。

92年以降、いよいよ賃料下落によるキャッシュフローの低下が始まり、公示価格は、依然低下基調にあるLEMとキャッシュフロー低下との相乗効果により、96年まで一気に下落することとなる。

96年以降、キャッシュフローの下落ペースはやや緩やかになり（96年1月：対前年比▲13.4%→97年1月：同▲4.7%）、LEMも97年以降は対前年比がマイナス二桁台からマイナス一桁台へ（97年1月：同▲12.3%→98年1月：▲3.1%）と緩やかになったため、98年1月の公示価格は対前年比▲5.6と、前年の▲16.5%より下げ幅が大幅に縮小した。

以上総じると、89年以降LEMは対前年比▲10数%のペースで下がっていたが、キャッシュフローがまだ対前年比10数%の勢いで上昇していたため、公示価格は表面上92年1月までは殆ど横這いで推移した。しかし、91年から92年にかけてキャッシュフローが対前年比▲10%台での下落に転じるや否や、LEMの対前年比▲20%前後の低下と掛け合わされ、公示価格は92年1月から94年1月にかけて対前年比▲約30%とスパイラル的な急降下を記録。結果、この不動産下げ局面では、先ずLEMが下がり、次いで公示価格、賃料の順で下げた。

(足下におけるLEM、賃料、公示価格の関係)

第2点目は、足下99年から2001年にかけての関係である。

99年から2000年にかけてキャッシュフローが対前年比▲14.4%と大幅に低下したのに対し、LEMは「足下のキャッシュフローは一段と下げたが、地価は寧ろもうそろそろ底である」と反対に大幅に強気に転じた（対前年比9.8%）ため、公示価格は対前年比で▲6.1%の下げに止まった。翌年01年、いよいよキャッシュフローも対前年比▲0.9%と前年の大幅下げ後の底値を探るような動きを見せたが、23区全体のLEMは再度同▲5.2%と低下したため、公示価格は再び対前年比▲6.1%の下げに終わった。

以上の動きの中で注目したいのは、23区全体のLEMが99年1月：27.0→00年1月：29.6→01年1月：28.1と28前後の水準で推移しており、99年に底打ちした可能性があることである。もしLEMが底打ちしている状態で、キャッシュフローが底打ちすれば、公示価格も底打ちすることとなる。

(キャッシュフローと賃料の関係)

第3点目は、キャッシュフローの低下に影響を及ぼす変数として賃料と入居率が考えられるが、**図表3**で分かるとおり、キャッシュフローは賃料に大きく依存する。入居率は、95年（94年平均値を表示）を底に上昇傾向で推移している。よって、LEM、キャッシュフロー、公示価格の3者関係は、今後の考察を単純化するために、LEM、賃料、公示価格の関係と置き直すこととする。

3. 主要6区エリア別のLEM推移

次に、東京主要6区エリア別に、LEM、賃料、公示価格の推移を詳細に観てみたい。

図表4 主要6区エリア別LEM推移表

(網掛け部分は前年比上昇または横這いを表す。公示価格は毎年1月時点で作成されるが、その際の賃料データは前年分が基礎となるため、賃料は公示価格作成時点の前年の平均値とした。)

(LEM：倍、公示価格：千円/㎡、実質募集賃料：円/月坪)

| | | 94/1 | 95/1 | 96/1 | 97/1 | 98/1 | 99/1 | 00/1 | 01/1 |
|-------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 丸の内・大手町・有楽町 | LEM | 17.5 | 15.8 | 13.5 | 15.7 | 16.1 | 17.5 | 18.4 | 19.7 |
| | 賃料 | 63,110 | 55,540 | 51,520 | 41,970 | 42,270 | 38,790 | 36,810 | 34,174 |
| | 公示価格 | 19,025 | 15,125 | 11,775 | 11,188 | 11,588 | 11,563 | 11,525 | 11,525 |
| 内幸町・霞ヶ関・永田町 | LEM | 20.3 | 16.8 | 18.7 | 18.0 | 21.1 | 17.8 | 20.6 | 20.9 |
| | 賃料 | 47,910 | 46,270 | 32,750 | 32,050 | 28,010 | 33,160 | 28,840 | 28,084 |
| | 公示価格 | 14,500 | 11,600 | 9,100 | 8,590 | 8,865 | 8,835 | 8,800 | 8,800 |
| 麹町・平河町・紀尾井町 | LEM | 24.0 | 21.2 | 17.6 | 14.8 | 14.4 | 15.0 | 15.2 | 16.0 |
| | 賃料 | 31,450 | 27,350 | 22,830 | 21,620 | 21,530 | 20,080 | 19,950 | 17,915 |
| | 公示価格 | 8,433 | 6,433 | 4,667 | 3,740 | 3,717 | 3,610 | 3,560 | 3,420 |
| 番町 | LEM | 26.1 | 26.2 | 20.0 | 16.7 | 15.9 | 17.1 | 17.2 | 17.5 |
| | 賃料 | 32,490 | 25,120 | 22,310 | 21,200 | 21,430 | 19,420 | 19,040 | 17,573 |
| | 公示価格 | 7,900 | 5,800 | 4,330 | 3,500 | 3,470 | 3,350 | 3,270 | 3,150 |
| 飯田橋・九段・富士見 | LEM | 27.9 | 23.9 | 20.6 | 17.3 | 17.1 | 16.8 | 17.2 | 17.7 |
| | 賃料 | 27,270 | 23,370 | 19,740 | 17,780 | 17,420 | 17,150 | 15,930 | 14,700 |
| | 公示価格 | 8,050 | 5,893 | 4,305 | 3,425 | 3,350 | 3,175 | 3,023 | 2,865 |
| 神田神保町・神田小川町 | LEM | 22.9 | 21.0 | 17.6 | 15.2 | 15.5 | 14.9 | 14.0 | 13.9 |
| | 賃料 | 29,020 | 23,510 | 20,040 | 17,790 | 16,660 | 16,170 | 15,890 | 14,523 |
| | 公示価格 | 6,189 | 4,508 | 3,258 | 2,560 | 2,471 | 2,274 | 2,110 | 1,956 |
| 内神田・神田須田町 | LEM | 29.1 | 27.4 | 23.1 | 19.8 | 19.5 | 17.8 | 18.2 | 18.3 |
| | 賃料 | 28,840 | 23,210 | 19,760 | 17,610 | 17,270 | 17,280 | 16,320 | 14,794 |
| | 公示価格 | 8,680 | 6,360 | 4,658 | 3,620 | 3,542 | 3,244 | 3,062 | 2,826 |
| 岩本町・東神田・外神田 | LEM | 22.6 | 19.6 | 17.1 | 13.2 | 12.6 | 13.0 | 12.2 | 11.8 |
| | 賃料 | 23,980 | 20,610 | 16,800 | 16,570 | 16,490 | 14,420 | 13,930 | 12,816 |
| | 公示価格 | 5,471 | 3,986 | 2,889 | 2,240 | 2,114 | 1,909 | 1,730 | 1,550 |
| 堀留町・東日本橋 | LEM | 25.0 | 23.6 | 19.6 | 15.6 | 14.9 | 14.0 | 12.9 | 12.0 |
| | 賃料 | 24,320 | 18,880 | 16,450 | 15,300 | 14,150 | 13,530 | 12,990 | 11,977 |
| | 公示価格 | 5,875 | 4,263 | 3,035 | 2,273 | 2,053 | 1,848 | 1,625 | 1,415 |
| 室町・本町 | LEM | 31.1 | 31.5 | 27.5 | 25.6 | 25.7 | 26.1 | 26.5 | 27.3 |
| | 賃料 | 33,720 | 25,230 | 21,860 | 20,290 | 19,980 | 19,040 | 17,910 | 16,256 |
| | 公示価格 | 14,200 | 10,500 | 7,775 | 6,890 | 6,935 | 6,700 | 6,350 | 5,975 |
| 人形町・蛸殻町 | LEM | 19.0 | 17.2 | 14.4 | 12.2 | 11.8 | 10.9 | 10.2 | 9.3 |
| | 賃料 | 24,260 | 20,410 | 17,300 | 15,380 | 14,170 | 13,700 | 13,130 | 12,232 |
| | 公示価格 | 4,140 | 2,960 | 2,304 | 1,738 | 1,584 | 1,429 | 1,260 | 1,102 |
| 日本橋・八重洲・京橋 | LEM | 28.0 | 26.4 | 24.1 | 22.2 | 23.1 | 23.4 | 24.7 | 25.0 |
| | 賃料 | 38,400 | 31,170 | 25,740 | 24,650 | 23,760 | 22,840 | 21,480 | 20,196 |
| | 公示価格 | 13,560 | 10,140 | 7,682 | 6,900 | 7,004 | 6,780 | 6,566 | 6,378 |
| 茅場町・八丁堀・新川 | LEM | 28.0 | 27.8 | 23.7 | 20.9 | 20.7 | 20.5 | 18.8 | 18.7 |
| | 賃料 | 28,430 | 21,870 | 18,610 | 16,480 | 15,750 | 15,400 | 14,710 | 13,090 |
| | 公示価格 | 8,080 | 6,100 | 4,500 | 3,644 | 3,456 | 3,190 | 2,862 | 2,612 |

| | | 94/1 | 95/1 | 96/1 | 97/1 | 98/1 | 99/1 | 00/1 | 01/1 |
|-------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 銀座 | LEM | 33.4 | 31.2 | 26.9 | 26.1 | 28.0 | 27.9 | 29.4 | 31.0 |
| | 賃料 | 38,890 | 30,800 | 26,140 | 24,640 | 23,080 | 22,840 | 21,500 | 19,804 |
| | 公示価格 | 15,067 | 11,083 | 8,263 | 7,682 | 7,832 | 7,623 | 7,490 | 7,437 |
| 新富町・明石町・築地 | LEM | 24.5 | 21.6 | 16.9 | 14.1 | 13.7 | 12.7 | 11.4 | 10.8 |
| | 賃料 | 27,170 | 21,270 | 18,250 | 16,810 | 15,440 | 15,000 | 14,570 | 13,330 |
| | 公示価格 | 5,850 | 4,188 | 2,938 | 2,258 | 2,035 | 1,828 | 1,588 | 1,405 |
| 月島・勝どき・晴海 | LEM | 17.1 | 14.3 | 12.6 | 9.8 | 9.6 | 11.2 | 11.1 | 10.2 |
| | 賃料 | 23,510 | 19,900 | 16,700 | 16,080 | 15,270 | 12,040 | 11,600 | 12,023 |
| | 公示価格 | 3,250 | 2,250 | 1,640 | 1,270 | 1,240 | 1,170 | 1,095 | 1,070 |
| 新橋 | LEM | 24.7 | 20.8 | 20.2 | 18.6 | 18.0 | 18.1 | 18.6 | 19.3 |
| | 賃料 | 32,540 | 27,910 | 21,610 | 20,600 | 19,940 | 19,040 | 18,100 | 16,189 |
| | 公示価格 | 9,150 | 6,445 | 4,848 | 4,283 | 4,165 | 3,973 | 3,788 | 3,588 |
| 虎ノ門 | LEM | 24.6 | 21.0 | 18.1 | 16.2 | 15.7 | 14.3 | 14.6 | 15.2 |
| | 賃料 | 37,140 | 28,040 | 23,960 | 21,380 | 20,330 | 20,940 | 19,440 | 17,723 |
| | 公示価格 | 8,200 | 5,617 | 4,183 | 3,493 | 3,263 | 3,043 | 2,860 | 2,753 |
| 浜松町・芝公園 | LEM | 20.4 | 16.6 | 14.5 | 12.7 | 12.8 | 11.9 | 11.7 | 11.6 |
| | 賃料 | 28,540 | 23,160 | 19,220 | 17,870 | 16,640 | 16,360 | 15,540 | 14,503 |
| | 公示価格 | 5,683 | 3,930 | 2,933 | 2,443 | 2,300 | 2,100 | 1,923 | 1,823 |
| 港南 | LEM | 15.5 | 13.9 | 11.1 | 10.1 | 10.8 | 8.3 | 10.9 | 12.1 |
| | 賃料 | 27,750 | 21,580 | 19,990 | 18,690 | 17,060 | 23,210 | 17,230 | 15,574 |
| | 公示価格 | 4,600 | 3,200 | 2,380 | 2,000 | 1,970 | 1,970 | 1,970 | 2,010 |
| 芝・三田 | LEM | 22.7 | 18.0 | 16.8 | 15.9 | 15.7 | 14.5 | 13.5 | 13.9 |
| | 賃料 | 25,490 | 21,410 | 17,980 | 16,180 | 14,770 | 15,140 | 14,990 | 13,412 |
| | 公示価格 | 5,086 | 3,401 | 2,734 | 2,344 | 2,217 | 2,068 | 1,893 | 1,790 |
| 六本木 | LEM | 28.3 | 25.9 | 19.8 | 17.4 | 17.7 | 16.2 | 15.4 | 16.2 |
| | 賃料 | 29,620 | 21,230 | 19,620 | 18,440 | 17,210 | 16,770 | 16,500 | 15,194 |
| | 公示価格 | 6,063 | 4,228 | 3,105 | 2,638 | 2,523 | 2,313 | 2,175 | 2,153 |
| 赤坂 | LEM | 31.0 | 25.7 | 21.7 | 19.9 | 19.3 | 18.3 | 19.3 | 19.6 |
| | 賃料 | 32,680 | 27,290 | 22,830 | 20,790 | 20,130 | 19,580 | 18,100 | 16,720 |
| | 公示価格 | 9,543 | 6,710 | 4,998 | 4,343 | 4,128 | 3,818 | 3,608 | 3,513 |
| 青山 | LEM | 26.6 | 22.5 | 18.8 | 16.9 | 15.6 | 15.4 | 14.7 | 15.8 |
| | 賃料 | 33,230 | 27,070 | 24,030 | 22,850 | 23,640 | 23,010 | 22,480 | 21,046 |
| | 公示価格 | 7,950 | 5,500 | 4,220 | 3,700 | 3,570 | 3,330 | 3,140 | 3,215 |
| 西麻布 | LEM | 34.3 | 19.3 | 22.5 | 17.2 | 16.6 | 15.3 | 14.2 | 14.0 |
| | 賃料 | 27,270 | 30,900 | 19,390 | 18,880 | 17,990 | 17,430 | 16,130 | 15,025 |
| | 公示価格 | 5,000 | 3,300 | 2,430 | 2,020 | 1,910 | 1,650 | 1,500 | 1,420 |
| 渋谷 | LEM | 29.7 | 23.9 | 18.7 | 16.9 | 17.2 | 15.7 | 15.4 | 16.3 |
| | 賃料 | 28,850 | 25,100 | 22,450 | 21,530 | 20,830 | 20,930 | 20,560 | 18,777 |
| | 公示価格 | 9,333 | 6,507 | 4,720 | 4,213 | 4,160 | 3,733 | 3,580 | 3,550 |
| 神南・宇田川町・道玄坂 | LEM | 34.7 | 26.9 | 22.8 | 20.8 | 21.2 | 20.1 | 20.3 | 21.4 |
| | 公示価格 | 9,495 | 6,720 | 4,985 | 4,535 | 4,527 | 4,192 | 4,055 | 4,041 |
| | 賃料 | 29,660 | 26,680 | 23,410 | 21,860 | 21,320 | 21,190 | 20,380 | 18,722 |
| 恵比寿・広尾 | LEM | 29.5 | 22.9 | 17.6 | 14.1 | 13.1 | 12.7 | 12.1 | 12.3 |
| | 賃料 | 24,310 | 21,890 | 19,810 | 19,040 | 18,870 | 18,400 | 18,130 | 16,931 |
| | 公示価格 | 6,500 | 4,673 | 3,340 | 2,660 | 2,473 | 2,270 | 2,127 | 2,043 |

| | | 94/1 | 95/1 | 96/1 | 97/1 | 98/1 | 99/1 | 00/1 | 01/1 |
|----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 千駄ヶ谷・神宮前 | LEM | 36.3 | 27.6 | 22.4 | 20.9 | 21.2 | 19.9 | 20.6 | 21.9 |
| | 賃料 | 28,560 | 24,510 | 20,870 | 19,700 | 19,190 | 18,960 | 18,300 | 17,026 |
| | 公示価格 | 6,500 | 4,415 | 3,200 | 2,825 | 2,805 | 2,590 | 2,497 | 2,568 |
| 代々木 | LEM | 23.1 | 19.3 | 15.3 | 14.1 | 13.8 | 13.5 | 12.7 | 11.8 |
| | 賃料 | 31,360 | 25,690 | 22,750 | 21,130 | 21,420 | 20,300 | 20,600 | 21,487 |
| | 公示価格 | 7,438 | 5,163 | 3,688 | 3,258 | 3,183 | 2,940 | 2,803 | 2,765 |
| 西新宿 | LEM | 27.1 | 25.2 | 19.9 | 18.0 | 16.5 | 15.9 | 16.2 | 16.2 |
| | 賃料 | 31,560 | 25,390 | 23,080 | 21,540 | 22,200 | 22,380 | 21,220 | 20,661 |
| | 公示価格 | 10,617 | 7,817 | 5,795 | 5,024 | 4,872 | 4,610 | 4,476 | 4,461 |
| 新宿 | LEM | 37.1 | 31.6 | 28.9 | 24.7 | 24.5 | 24.9 | 24.7 | 25.3 |
| | 賃料 | 26,950 | 23,250 | 18,930 | 18,480 | 18,430 | 17,790 | 17,750 | 17,185 |
| | 公示価格 | 11,729 | 8,694 | 6,589 | 5,886 | 5,948 | 5,810 | 5,686 | 5,664 |
| 四谷三丁目 | LEM | 23.8 | 21.8 | 18.2 | 16.2 | 15.5 | 14.5 | 15.1 | 15.4 |
| | 賃料 | 25,900 | 21,490 | 18,690 | 16,900 | 16,240 | 15,970 | 14,760 | 13,613 |
| | 公示価格 | 4,998 | 3,680 | 2,750 | 2,300 | 2,134 | 1,950 | 1,844 | 1,778 |
| 大久保・百人町 | LEM | 31.0 | 28.9 | 26.6 | 23.6 | 21.6 | 19.1 | 17.3 | 18.5 |
| | 賃料 | 22,200 | 17,570 | 14,730 | 13,990 | 13,050 | 12,500 | 12,900 | 11,554 |
| | 公示価格 | 5,858 | 4,355 | 3,183 | 2,708 | 2,493 | 2,275 | 2,098 | 1,983 |
| 高田馬場 | LEM | 19.3 | 15.3 | 13.4 | 11.0 | 10.8 | 9.8 | 9.8 | 10.8 |
| | 賃料 | 22,880 | 21,730 | 17,560 | 17,200 | 16,020 | 16,650 | 15,930 | 13,918 |
| | 公示価格 | 3,598 | 2,696 | 1,989 | 1,684 | 1,550 | 1,443 | 1,377 | 1,336 |
| 品川・天王洲 | LEM | 12.0 | 10.6 | 8.6 | 8.0 | 8.7 | 7.6 | 6.2 | 6.9 |
| | 賃料 | 20,600 | 17,490 | 16,780 | 15,680 | 12,380 | 13,330 | 15,230 | 12,903 |
| | 公示価格 | 1,478 | 1,133 | 940 | 813 | 737 | 697 | 656 | 624 |
| 五反田 | LEM | 22.2 | 21.3 | 17.5 | 14.0 | 13.1 | 12.9 | 11.6 | 11.8 |
| | 賃料 | 25,100 | 20,390 | 18,170 | 17,190 | 16,070 | 15,260 | 15,650 | 14,263 |
| | 公示価格 | 5,202 | 3,880 | 3,006 | 2,410 | 2,161 | 1,988 | 1,842 | 1,733 |
| 目黒 | LEM | 26.4 | 21.3 | 18.9 | 14.0 | 13.1 | 13.0 | 12.5 | 12.5 |
| | 賃料 | 23,250 | 20,130 | 17,910 | 19,670 | 17,990 | 17,250 | 16,790 | 15,788 |
| | 公示価格 | 6,550 | 4,580 | 3,620 | 2,870 | 2,450 | 2,300 | 2,110 | 2,030 |

(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)、株式会社生駒データサービス「不動産白書」及び生駒ソニー・リサーチ・エリス株式会社「OFFICE MARKET REPORT」より日本興業銀行産業調査部作成

図表4の通り、総38エリアのうち、28エリアにおいて01年1月時点のLEMは前年比上昇(又は横這い)している。このうち22エリアについては、それ以前の時点においても1回以上上昇(又は横這い)しており、LEM上昇傾向にあるエリアと言える。

例えば、丸の内・大手町・有楽町では(図表4-2)、94年1月の17.5(指数100)から96年1月の13.5(指数77)までは下降しているが、その後は上昇に転じ現在19.7(指数113)となっている。

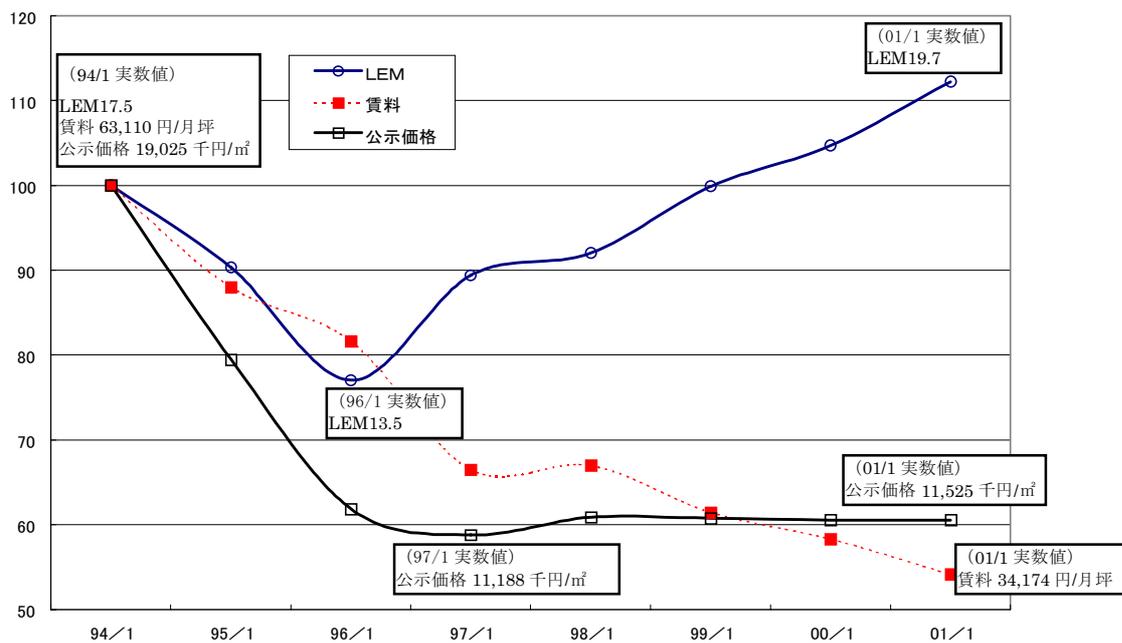
94年から01年に至る賃料については、全体として下落傾向(94/1:指数100→01/1:指数54)が続いている。(尚、足下の当該エリア賃料動向を四半期毎に詳しく見ると、00年第2四半期に反転している。27頁参照。)

公示価格も94年1月の19,025千円/㎡(指数100)から97年1月の11,188千円/㎡(指数59)まで下がったが、これを底として、01年1月は11,525千円/㎡(指数61)の水準で落ち着いた推移を示している。

つまり、丸の内・大手町・有楽町では、LEMは97年1月に早くも上昇に転じ、01年1月時点では94年1月時点を上回ってさえいるが、賃料の下落が止まらないため、公示価格は底打ちの後、横這いで推移している。

図表 4-2 丸の内・大手町・有楽町エリアのLEM、賃料、公示価格推移

(指数：1994年1月=100)



(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)、株式会社生駒データサービス「不動産白書」及び生駒シブ・リチャード・エリス株式会社「OFFICE MARKET REPORT」より日本興業銀行産業調査部作成

なお、各エリアのLEMと賃料と公示価格の3者の関係については、一覧表に纏め、本レポート末尾に記載(参考資料2)したが、96年頃からLEMが回復しているエリアと、未だにLEMの低下が止まらないエリアに2極化している。