

第3章 今後の地価動向の考察

第2章では、LEM の概念について考察し、23 区および主要 6 区における LEM・賃料・公示価格の関係と推移について観察をしたが、第3章ではもう少し長い期間にわたる LEM・賃料・公示価格の3者の関係と推移から地価変動メカニズムを探り、今後の地価動向の参考にしたい。

また、今後の地価動向に影響を与えるその他諸要因にも触れておきたい。

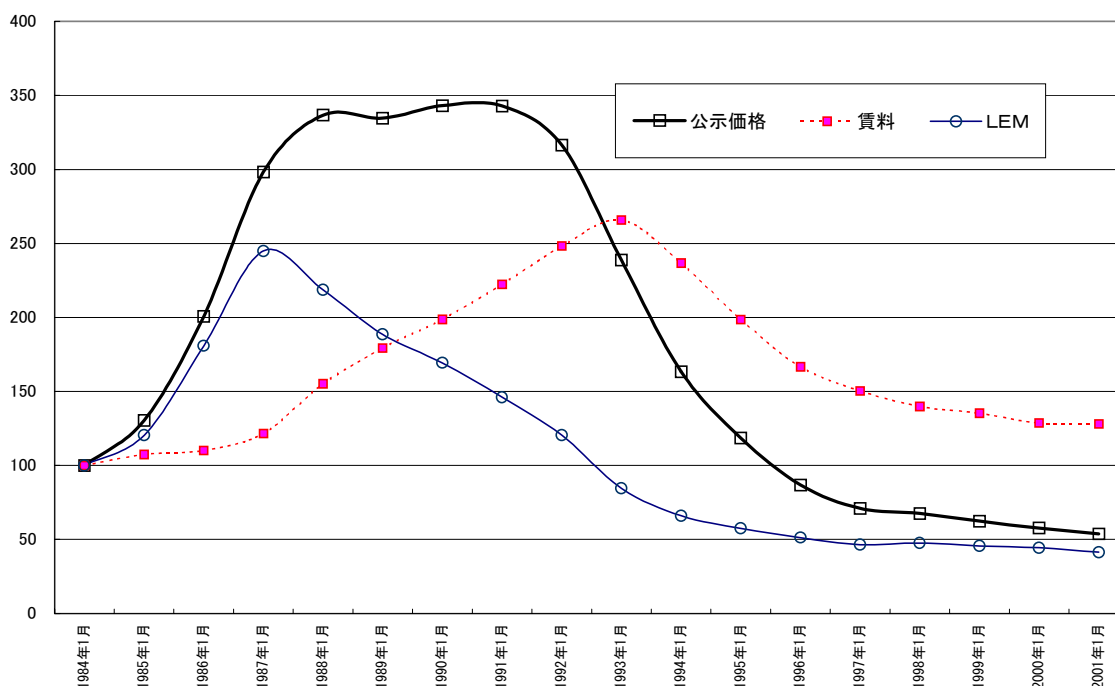
1. 不動産サイクルとしての LEM、賃料、公示価格

(1) 地価高騰以前（1984 年）からの長期 LEM、賃料、公示価格の推移

そこで、これら 3 者の動向を地価上昇局面を含めた長い期間で調べるため、(社)東京ビルディング協会の賃料データを活用することとする。当データは、(社)東京ビルディング協会に所属するビル（地域は概ね主要 3 区）のみのデータであるが、わが国で公表されている利用可能なオフィスビルデータの中では最も長期間のデータを保有しているため、当該データに基づいて LEM、賃料、公示価格の関係を分析していく（なお、98 年以降の数値については、三鬼商事（株）の東京主要 5 区のデータをもとに、日本興業銀行産業調査部にて推計した）。

図表 5 東京ビルディング協会のデータによる LEM、賃料、公示価格指数の推移

（指数：1984 年 1 月＝100）



（資料）(社)東京ビルディング協会連合会「ビル実態調査のまとめ」、(社)東京ビルディング協会「ビル実態調査結果速報」及び「ビル実態調査（東京版）」の数値をもとに、三井不動産（株）が「不動産関連統計集」で算出した実質賃料及び空室率を、更に日本興業銀行産業調査部が加工のうえ作成。

但し、98 年（グラフ上は 99 年 1 月に表示）以降は、三鬼商事（株）「MIKI OFFICE REPORT」のデータをもとに日本興業銀行産業調査部推計。

図表 5-2 東京ビルディング協会データによる LEM、賃料、公示価格の前年変化率 (%)

	85/1	86/1	87/1	88/1	89/1	90/1	91/1	92/1	93/1	94/1
LEM	20.4	50.1	35.5	▲ 10.7	▲ 13.8	▲ 10.2	▲ 13.7	▲ 17.6	▲ 29.9	▲ 21.9
賃料	7.4	2.6	10.4	27.6	15.6	10.8	11.9	11.6	7.1	▲ 11.0
公示価格	30.5	53.8	48.6	12.9	▲ 0.6	2.5	▲ 0.1	▲ 7.7	▲ 24.5	▲ 31.6
	95/1	96/1	97/1	98/1	99/1	00/1	01/1	---	---	---
LEM	▲ 12.8	▲ 11.0	▲ 9.4	2.3	▲ 4.1	▲ 2.5	▲ 6.8	---	---	---
賃料	▲ 16.1	▲ 16.1	▲ 9.8	▲ 7.0	▲ 3.2	▲ 4.9	▲ 0.5	---	---	---
公示価格	▲ 27.5	▲ 26.8	▲ 18.2	▲ 4.8	▲ 7.6	▲ 7.6	▲ 6.8	---	---	---

(資料) (社) 東京ビルディング協会連合会「ビル実態調査のまとめ」、(社) 東京ビルディング協会「ビル実態調査結果速報」及び「ビル実態調査(東京版)」の数値をもとに、三井不動産(株)が「不動産関連統計集」で算出した実質賃料及び空室率を、更に日本興業銀行産業調査部が加工のうえ作成。

但し、98年(グラフ上は99年1月に表示)以降は、三鬼商事(株)「MIKI OFFICE REPORT」のデータをもとに日本興業銀行産業調査部推計。

このグラフから、地価上昇局面から下降局面における LEM、賃料、公示価格の3者の関係は概略以下のように整理される。

(地価高騰局面：1984～87年頃)

84年1月から87年1月にかけて、LEMは急上昇(対前年比約2～5割上昇)する傍ら、賃料はほぼ横這いとなったため、公示価格はLEMとほぼ同じペースで上昇した。

(地価頭打ち局面：1987～92年頃)

87年1月から88年1月にかけて、賃料はようやく年率10%を上回る上昇を始めたが、反対にLEMはそれを機に低下へと転じ、公示価格も頭打ちすることとなる。

(地価急落局面：1992～96年頃)

92年1月から93年1月にかけて、LEMは対前年比約3割の下落を示し、賃料も94年1月以降対前年比10%台の下落となったため、公示価格は93年1月以降、対前年比約2～3割の急落を示した。

(地価調整局面：1996～01年頃)

97年1月以降、LEMは概ね対前年比マイナス桁台からプラス桁台で、相対的に落ち着いた水準で推移、賃料も徐々に下げ幅が縮小し、公示価格も対前年比マイナス桁台におさまリ、地価底打ちを巡る調整局面の様相を呈した。

図表 6 東京ビルディング協会データによる LEM、賃料、公示価格の動向推移

時期	地価高騰局面 84～87年頃	地価頭打ち局面 87～92年頃	地価急落局面 92～96年頃	地価調整局面 96～01年頃
LEM	↑	↓	↓	→
賃料	→	↑	↓	↘▲
公示価格	↑	→	↓	↘▲

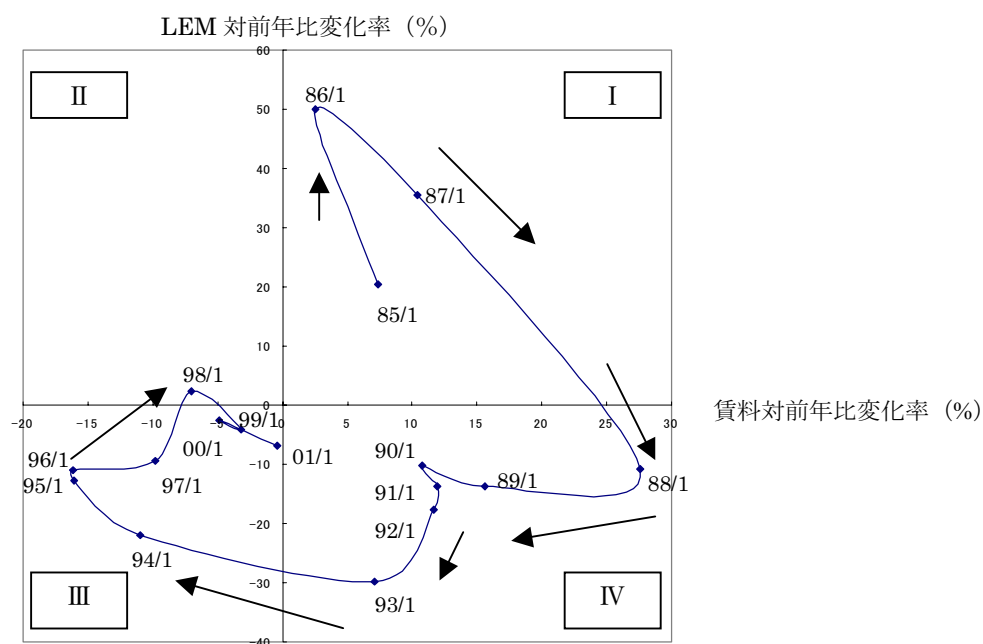
(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

(2) 公示価格の変動を LEM の変動と賃料の変動の2軸に分解

このように LEM、賃料、公示価格の長期の動向を捉え、上昇、下降を繰り返すように見えてくるが、そこで公示価格の主たる構成要素である LEM と賃料の変動に着目して、公示価格の変動の軌跡を視覚的に捉え、地価が循環(サイクル)的な変動を示しているかどうかを確認してみたい。

グラフは、「横軸に賃料の変動率」、「縦軸に LEM の変動率」を取って、その変化の軌跡を追ってみることとする。

図表7 東京ビルディング協会のデータによる LEM、賃料の変動の軌跡



(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

先ずグラフの見方であるが、毎年の公示価格は、その時の LEM 変動率、賃料変動率により、第 1 象限から第 4 象限のどこかの点に定まるが、この点を「公示価格の LR (LEM と Rent の頭文字より) ポイント」と名づける。

I 象限は、LEM、賃料ともに上昇または横這いで、公示価格が上昇する時期に対応する。

IV 象限は、LEM が弱気に転じるが、賃料が今だ上昇している時期で公示価格が頭打ちする時期に対応する。

III 象限は、LEM、賃料ともに低下または横這いで、公示価格が低下している時期に対応する。

II 象限は LEM は上昇するが賃料は低下しており、賃料動向によっては公示価格が底打ちに向かう時期に対応する。

東京主要 3 区優良ビルの LR ポイントは、84 年 1 月から 87 年 1 月までの地価高騰局面は、第 1 象限で推移した。特に 85 年から 86 年にかけて、LEM は 50.1% も上昇した。

87 年 1 月から 88 年 1 月にかけて、賃料は 27.6% の大幅上昇となったが、反対に LEM は早くも▲10.7% の低下に転じている。地価下落の予兆である。

89 年 1 月から 92 年 1 月までの LR ポイントは、LEM 変動率▲15～▲10%、賃料変動率 10～15% の辺りに集まっているが、LEM の低下と賃料の上昇が同じようなペースで推移し、公示価格が頭打ちで推移している局面である。

92 年 1 月から 93 年 1 月は LEM が▲29.9% と大幅に下げ、賃料の伸び率も約 12% から約 7% に鈍化し、公示価格が▲24.5% と急落し始めた時期で、LR ポイントはほぼ垂直に降下している。

93 年 1 月から 94 年 1 月にかけて、LR ポイントは左方向に大きく移動し、賃料が前年比 7.1% から同▲11.0% へと低下に転じている。LEM とともに賃料も低下する本格的な地価下落局面である。

その後 LR ポイントは、94 年 1 月から 97 年 1 月まで地価低下局面である第 3 象限で推移していたが、98 年 1 月には LEM が 2.3% と僅かながら上昇に転じ、一旦、第 2 象限の地価が底打ちに向かう局面に入った。

しかしながら、99 年 1 月以降、賃料の下げ幅は縮小するものの、LEM は再び低下し、LR ポイントは再び第 3 象限に入った。98 年 1 月に東京都心部の公示価格は一旦底打ち局面に入ったが、その後 LEM が弱気に転じたため、再度地価低下局面に戻ってしまったこととなる。

85年1月から98年1月までは、LRポイントが第1象限から時計回りに回転し、その間地価は「上昇→頭打ち→低下→調整」と変化してきたことを考えると、99年1月以降の第2象限から第3象限への逆戻り現象は、今までの地価サイクルに何らかの変化が生じたとも考えられる。

まず考えられるのは、99年以降の不動産証券化の急激な進展による、収益還元法の普及である。98年1月時点のLRポイントは、LEM2.3%、賃料▲7.0%の位置にあったが、賃料が低下している局面で収益還元法が導入されたため、LEMの上昇傾向が瞬間的に萎縮し、弱気に転じた可能性がある。本レポート末尾の（補論）「収益還元法の普及と地価との関係」において触れているような、「収益還元法の普及＝地価の下落」といった不正確な認識も、LEM萎縮の一因と考えられる。

次に考えられるのは、最近の地価2極化の動向である。地価全体としては未だ動きが鈍いものの、個別に見ていくと、一部の動きの強いグループとその他の弱いグループに明らかに区別される。

そこで、更に2極化を切り口に地価動向を考えたい。

2. 足下の2極化の動向

(1) LEMの2極化

LEMの2極化は第2章3.「主要6区エリア別のLEM推移」(19～22頁)及び巻末(参考資料2)「LEM底打ち時系列表」(41～44頁)で述べた通り、96年1月頃から上昇に転じているエリアと、01年1月現在にまだ低下し続けているエリアに分かれ、LEMの2極化は96年1月から始まっていたことが分かる。

(2) 賃料の2極化

足下、賃料の下げ幅は縮小してきているが、エリア別、四半期毎に賃料動向を詳細に分析し、賃料における2極化を探ってみたい。図表8は99年9月以降四半期毎のエリア別賃料動向である。

図表8 支払賃料の前期比増減率推移表

	99/9	99/12	00/3	00/6	00/9	00/12	01/3	前年比+	前年比-	ポイント
丸の内・大手町・有楽町	10.7	▲ 8.1	▲ 7.0	2.0	▲ 2.6	2.6	6.5	4	3	1
内幸町・霞ヶ関・永田町	5.5	6.9	▲ 5.2	▲ 3.6	▲ 1.9	7.6	▲ 18.5	3	4	-1
麹町・平河町・紀尾井町	▲ 0.1	▲ 6.0	▲ 0.3	3.3	▲ 3.5	▲ 0.7	1.5	2	5	-3
番町	▲ 1.0	▲ 2.7	▲ 0.8	0.0	0.4	▲ 1.9	▲ 0.6	2	5	-3
飯田橋・九段・富士見	▲ 3.7	0.2	▲ 0.9	0.1	▲ 1.0	▲ 3.4	▲ 1.3	2	5	-3
神田神保町・神田小川町	1.5	▲ 3.0	▲ 1.6	2.0	▲ 0.2	▲ 6.5	0.0	3	4	-1
内神田・神田須田町	▲ 3.5	1.0	▲ 2.8	1.1	▲ 0.1	▲ 4.0	▲ 1.3	2	5	-3
岩本町・東神田・外神田	0.8	▲ 1.7	0.0	0.5	▲ 1.9	▲ 0.1	▲ 2.7	3	4	-1
堀留町・東日本橋	0.8	▲ 1.6	1.1	▲ 1.5	0.4	▲ 4.2	4.8	4	3	1
室町・本町	▲ 1.8	▲ 4.1	▲ 1.2	1.6	▲ 1.7	▲ 1.4	0.4	2	5	-3
人形町・蛸殻町	1.4	▲ 3.7	▲ 1.0	0.3	0.5	▲ 1.6	2.2	4	3	1
日本橋・八重洲・京橋	▲ 0.8	0.5	▲ 1.6	▲ 1.0	0.4	▲ 3.6	▲ 2.7	2	5	-3
茅場町・八丁堀・新川	▲ 1.2	▲ 3.0	▲ 1.3	3.7	▲ 3.9	▲ 1.6	▲ 0.7	1	6	-5
銀座	0.3	▲ 4.1	0.5	1.2	0.4	▲ 2.9	1.5	5	2	3
新富町・明石町・築地	▲ 3.3	▲ 1.9	▲ 0.5	1.3	▲ 1.3	▲ 3.8	0.6	2	5	-3
月島・勝どき・晴海	0.2	5.7	▲ 6.8	0.4	6.8	▲ 1.4	2.2	5	2	3
新橋	▲ 4.5	▲ 0.8	▲ 0.6	2.6	▲ 0.2	▲ 2.8	▲ 0.1	1	6	-5
虎ノ門	4.2	0.2	▲ 2.8	▲ 0.2	▲ 1.4	▲ 1.0	▲ 3.5	2	5	-3
浜松町・芝公園	▲ 0.9	▲ 0.6	2.1	0.6	▲ 2.1	▲ 2.9	3.8	3	4	-1
芝浦・海岸	3.6	▲ 6.0	0.6	1.7	▲ 3.0	▲ 4.3	▲ 5.1	3	4	-1
港南	▲ 7.3	▲ 16.5	▲ 8.9	8.9	▲ 10.8	11.8	0.0	3	4	-1
芝・三田	▲ 3.6	▲ 3.4	1.6	1.1	▲ 4.6	▲ 2.7	0.0	3	4	-1
六本木	▲ 0.1	▲ 3.8	▲ 0.8	4.2	▲ 2.6	2.3	4.1	3	4	-1
赤坂	▲ 7.5	▲ 2.7	▲ 1.7	5.0	▲ 1.5	▲ 0.9	▲ 2.8	1	6	-5
青山	11.1	2.6	▲ 5.6	▲ 3.1	1.9	▲ 0.5	14.3	4	3	1
西麻布	1.4	3.8	▲ 5.5	3.9	0.0	▲ 5.8	3.7	5	2	3
渋谷	2.1	▲ 4.9	▲ 0.9	3.8	1.8	▲ 4.0	1.0	4	3	1
神南・宇田川町・道玄坂	1.5	0.1	▲ 3.2	▲ 1.8	1.9	0.1	1.5	5	2	3
恵比寿・広尾	4.7	▲ 0.4	▲ 4.9	1.6	1.2	▲ 5.2	7.7	4	3	1
千駄ヶ谷・神宮前	▲ 2.1	9.4	▲ 2.8	0.9	▲ 1.6	0.1	7.8	4	3	1
代々木	2.8	1.2	7.1	▲ 7.4	2.8	13.5	▲ 3.0	5	2	3
西新宿	▲ 3.8	▲ 0.5	5.2	▲ 4.8	2.6	5.0	▲ 7.9	3	4	-1
新宿	2.4	2.1	1.9	▲ 5.0	3.3	6.8	3.9	6	1	5
四谷三丁目	▲ 4.0	0.0	▲ 1.2	3.4	▲ 0.9	0.4	1.4	4	3	1
大久保・百人町	0.4	▲ 3.5	▲ 0.2	0.4	1.6	▲ 1.3	2.6	4	3	1
高田馬場	▲ 5.8	2.3	▲ 1.9	4.1	▲ 4.8	▲ 5.2	7.0	3	4	-1
品川・天王洲	▲ 1.8	0.4	▲ 13.0	11.0	▲ 3.2	▲ 11.5	12.7	3	4	-1
大崎	▲ 7.1	▲ 4.2	11.1	▲ 2.2	5.3	▲ 13.9	▲ 1.9	2	5	-3
五反田	▲ 2.8	▲ 4.2	▲ 1.2	2.8	▲ 2.2	▲ 1.0	1.6	2	5	-3
目黒	▲ 1.1	5.3	0.8	▲ 4.6	▲ 0.5	▲ 10.6	▲ 5.6	2	5	-3
前期比+	18	16	11	29	16	10	25	125		
前年比-	22	24	29	11	24	30	15		155	

(資料) 生駒シービー・リサーチ・エス株式会社「OFFICE MARKET REPORT」より日本興業銀行産業調査部作成

この図表から分かるとおり、直近2年間で上昇傾向にあるエリア(「前年比+」が「前年比-」より多いエリア:図表のポイント欄参照)は、計40エリアのうち、15エリアある。

そのうち更に直近2四半期以上連続で上昇しているエリアは、「丸の内・大手町・有楽町」、「神南・宇田川町・道玄坂」、「千駄ヶ谷・神宮前」、「新宿」、「四谷三丁目」の5エリアである。

40 エリア全体としては、まだ賃料下降の方向感是否定できないが、00 年 6 月や 01 年 3 月には賃料上昇エリアが下降エリアを 10 エリア以上上回っており、限定的ではあるが、賃料上昇の動きも認められる。

これは、新築大型ビルの竣工を契機としたテナントの「連鎖移転現象（*11）」がオフィスビル市場に賃料調整を引き起こし、立地条件が優れ、かつスペックも良好なビルを筆頭に賃料が上昇しているものと推測される。

（*11）興銀調査 299 号「構造変化に挑む 21 世紀初頭のオフィスビル市場」（p. 24 参照）

なお、中期的な賃料動向については、産業集積の変化（*12）によりエリア毎にかなり独自性があり、且つビルの新旧別・スペック別によってもかなりの差が認められ、ビルによる賃料格差は複数の要因により拡大し、且つ同時に細分化される方向にある。

2003 年問題を迎えるに当たり、オフィスビル全体としては需給バランスが緩み、賃料にも下げ圧力がかかると予想されるが、基準階面積が広く、高スペックで、新たな産業集積に則したエリアの築浅ビルは、引き続き需給タイトで、賃料も（一時的に下振れることはあるにせよ）基本的には底堅いものと思われる。

つまりオフィスビル全体の賃料が、2003 年問題等を要因として弱含む中、立地・スペックの優れたビルと、それ以外のビルとの賃料格差（2 極化）は拡大する方向にある。

（*12）興銀調査 299 号「構造変化に挑む 21 世紀初頭のオフィスビル市場」の p. 13～16、p. 33 参照

（3）不動産サイクルにおける地価の 2 極化 —底打ちエリアの動向—

LEM が既に上昇基調（又は横這い）にあって、尚且つ上記の通り賃料が上昇しているエリアにおいては、理論上地価は上昇局面にあることとなる。

そこで、LEM、賃料ともに上昇傾向にあるエリアの数値を合算して、足下の推測される地価上昇の様子をグラフ化することとした。

当該エリアを便宜上「底打ちエリア」と呼ぶが、選定条件は（1）01 年 1 月の LEM が対前年比上昇（または横這い）しており、且つ、それ以前の時点においても 1 回以上上昇（または横這い）していること、且つ、（2）賃料が直近 2 年間で上昇傾向にあることである。以上 2 条件に該当したのは、「丸の内・大手町・有楽町」、「銀座」、「渋谷」、「神南・宇田川町・道玄坂」、「千駄ヶ谷・神宮前」、「新宿」、「四谷三丁目」の 7 エリアとなった。

また、2000 年 1 月までは年毎の数値であるが、足下 2000 年のオフィスビル市況は、「新・近・大」の物件から賃料が回復してきた動きもあるため、00 年第 1 四半期以降については、以下の手順により四半期毎の数値を求めた。

まず、四半期毎賃料については、既存の生駒シベール・リチャード・エリス株式会社のデータをもとに日本興業銀行産業調査部にて実質賃料を算出した。

次に、四半期毎 LEM の推計については、年ベースの LEM は 00 年 1 月が 20.5、01 年 1 月が 21.6 と上昇傾向にあることを踏まえ、「00 年 1 月の LEM と 99 年第 4 四半期の LEM がほぼ同じ」、及び「01 年 1 月の LEM と 00 年第 4 四半期の LEM がほぼ同じ」であると考え、99 年第 4 四半期 20.5→00 年第 1 四半期 20.8→第 2 四半期 21.1→第 3 四半期 21.3→第 4 四半期 21.6→01 年第 1 四半期 21.9 と毎四半期均等に上昇するものとして推計した。

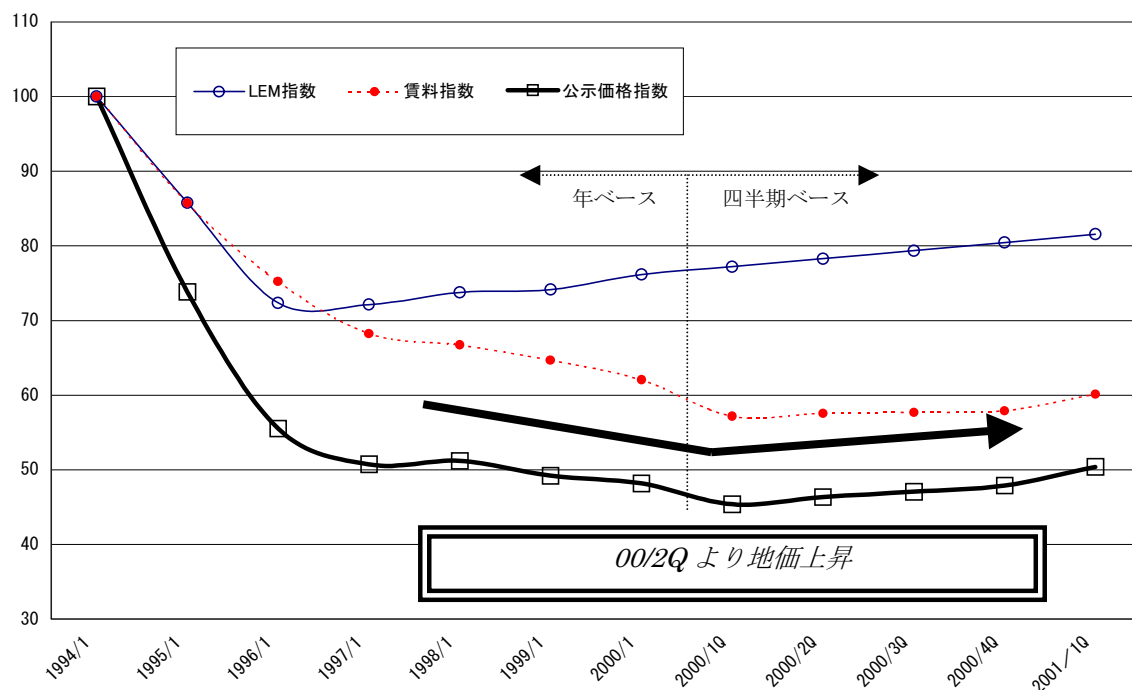
最後に、四半期毎の公示価格については、「公示価格＝LEM×賃料×係数（k）」の算式をもとに推計した。

ここで係数（k）は、「係数（k）＝公示価格／[LEM（公示価格／キャッシュフロー）×賃料]」と表示され、キャッシュフローの代用に賃料を用いることによる誤差を表すが、競争力のあるエリアにおいては、空室率の変動が少ないため、「係数（k）＝キャッシュフロー／賃料」は概ね一定の範囲に収まる。

実際、「底打ちエリア」の係数（k）は 1994 年から 2001 年にかけて 38.6～40.2 の極めて狭い範囲に収まり、00 年 1 月時点は 39.4、01 年 1 月時点は 40.0 であるため、00 年第 1 四半期から 01 年第 1 四半期の公示価格推計に際しては、平均をとって係数（k）を 39.7 とした。

図表9 「底打ちエリア」におけるLEM、賃料、公示価格の推移

(指数：1994年1月＝100)



(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

図表9-2 「底打ちエリア」のLEM、賃料、公示価格の指数推移表

(年毎) (指数：1994年1月＝100)

	94/1	95/1	96/1	97/1	98/1	99/1	00/1
LEM	100	86	72	72	74	74	76
賃料	100	86	75	68	67	65	62
公示価格	100	74	56	51	51	49	48

(四半期毎) (指数：1994年1月＝100)

	00/1Q	00/2Q	00/3Q	00/4Q	01/1Q
LEM	77	78	79	80	82
賃料	57	58	58	58	60
公示価格	45	46	47	48	50

(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

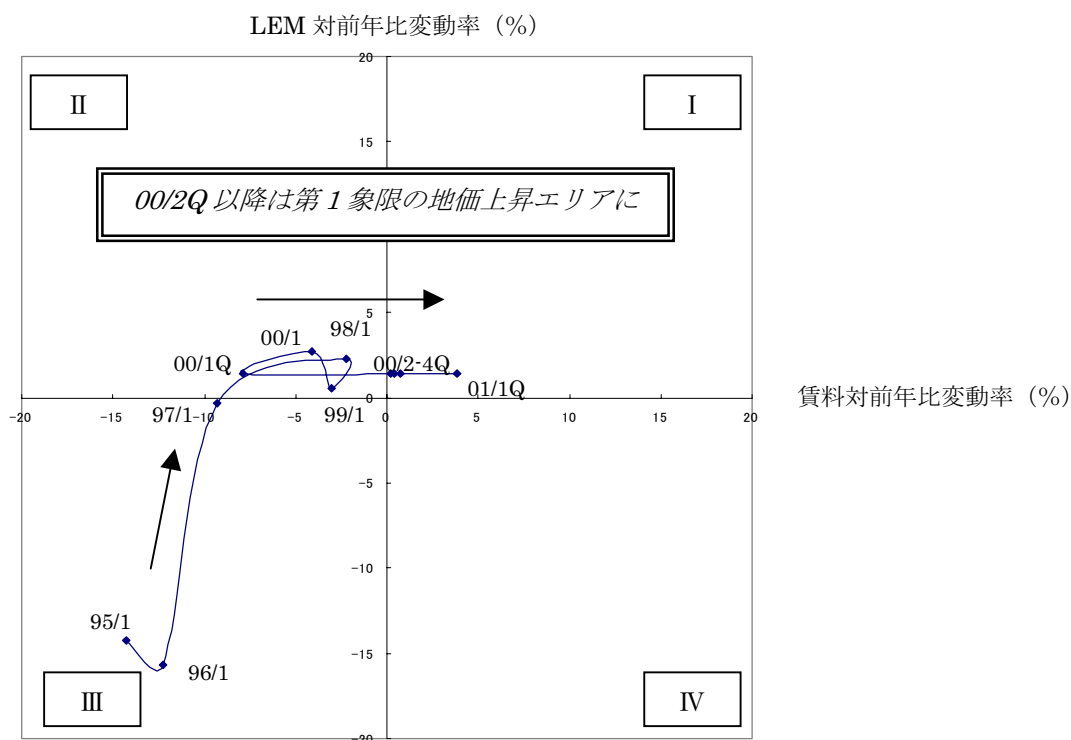
図表9 および図表9-2 上の数値は、LEM、賃料、地価の指数（1994年1月＝100）である。賃料は00年第1四半期を底として反転したため、00年第4四半期の公示価格指数は48（因みに年ベースの01年1月公示価格指数も48）で、00年1月の48と同じであるが、01年第1四半期の公示価格指数は50に上昇している。

つまり、96年1月以降のLEMの回復と、00年第2四半期以降の賃料の堅調振りにより、「底打ちエリア」の四半期毎の推計公示価格指数は、00年第2四半期以降上昇に転じており、01年第1四半期の推計公示価格指数は50で、約3ヶ月前の01年1月公示価格指数48より4.2%上昇している。

このように「底打ちエリア」の足下の動向を細かく捉えると、00年第2四半期以降は推計公示価格が上昇しており、「底打ちエリア」は「上昇エリア」に転じていると言えよう。

同じことをLEM、賃料の変動の軌跡をプロットし、不動産サイクルの視点から見てみたい。

図表 10 「底打ちエリア」の LEM、賃料の変動の軌跡



(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

図表 10 より、95～97 年の「底打ちエリア」の LR ポイントは、LEM、賃料ともに低下している公示価格低下局面にあったが、97 年から 00 年第 1 四半期にかけては、LEM が上昇する一方、賃料の低下がなかなか止まらないという、公示価格が底打ちに向かう局面で推移していることが分かる。

そして、00 年第 2 四半期～01 年第 1 四半期にかけては、遂に LEM、賃料共に上昇する地価上昇局面に入っていると言える。

00 年 1 月と 01 年 1 月時点の公示価格を単純に比較すると、公示価格指数は 107 から 106 にまだ若干低下しているように見えるが、図表 9、図表 9－2 および図表 10 からは、00 年第 2 四半期以降、底打ちエリアは地価上昇局面に入っていることが確認される。

以上第 3 章を通して考えると、「底打ちエリア」においては、85 年以降、LR ポイントが時計回りに移動し、「不動産サイクル」とも言える動きをしていることになる。

「底打ちエリア」にて「不動産サイクル」が成り立っているとすれば、25 頁図表 7 「東京ビルディング協会のデータによる LEM、賃料の変動の軌跡」においても「不動産サイクル」が底流にあり、99 年 1 月から 01 年 1 月までの LR ポイントの動きは、一時的な環境の変化（収益還元法の普及）により LEM が本来よりも下回っているだけで、LEM を強気にする新たな環境変化が生じると、LR ポイントが垂直方向に上昇して地価底打ちに向い、更に賃料が遅行して上昇することにより、第 2 象限から第 1 象限の地価上昇エリアに入る可能性もあろう。

3. 地価動向に影響を与えるその他諸要因

(1) コストの見直しープロパティマネジメントの発展ー

キャッシュフローを極大化するための方策として、キャッシュインである賃料アップを目指すとともに、キャッシュアウトであるコストカットも有効である。

この場合注意すべきは、単に安いだけでビル管理会社等を替えてしまうと、サービスの低下を招き、最終的にはテナントの評価を落とすリスクがあることである。

ハード面では最新テクノロジーに裏付けされたオフィスビルの 365 日、24 時間の遠隔監視・制御システムの利用、ソフト面では LCC（ライフサイクルコスト）マネジメントの導入等により、セキュリティコスト、光熱費等のビル管理・運営費用の削減が可能となる。

具体例として、警備 1 名、管理 1 名体制を機械警備等にすることで、年間 7～8 百万円コスト削減し、(収益還元法で還元利回りを 7～8% とすると) 物件を 1 億円バリューアップすることも可能である。

また、01 年 6 月 4 日付け「日経ビジネス」(28 頁)によれば、川崎のデベロッパーの総合管理を受託した米系不動産仲介会社は、清掃業者、設備機器管理業者の競争入札等によりビル管理費用を約 2 割(5～6 千万円)カットし、入居率も 80%から 100%に上げた効果で物件価値を約 3 割以上引き上げたと言われている。

このように、個別のオフィスビル事業から得られるキャッシュフローの極大化を目指し、サービスの向上とコストの削減を目指すのが、プロパティマネジメント業務と言えるが、2001 年 2 月 1 日、わが国の国際 CPM (Certified Property Manager) 協会(別名 JREM=Japan Real Estate Management & Human Resources Development association)発足と全米不動産管理業界(IREM®=Institute of Real Estate Management)の提携により、今後のプロパティマネジメントの展開が期待される。

(2) 収益還元法における還元利回りまたは割引率の見直し

不動産評価にかかる収益還元法には、大きく分けて、直接還元法と DCF 法があるが、どちらの手法でも、算出式の分子に当たる「キャッシュフロー＝賃料－管理・運営コスト」と、分母にあたる「還元利回りまたは割引率」が、重要であることは同様である。

特に、ここで注目したいのが、分母となる還元利回りまたは割引率が不動産評価に大きな影響を与える点である。

図表 11 はここでの議論を単純化するために作成した、直接還元法における還元利回り(以下 R)と評価額(以下 V)の比較表である。

キャッシュフロー(以下 CF)を 5 で一定とすると、R が 5%から 6%に 1%変化しただけで、V は 100 から 83 に 17%下落する。この下落率は R が低位の時ほど大きく、R が 4%から 5%に変化した時の V は 20%の下落となる。

図表 11 還元利回りと評価額の関係(1)

キャッシュフロー	5	5	5	5	5	5	5	5	5
還元利回り	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
評価額	250	167	125	100	83	71	63	56	50

(資料) 日本興業銀行産業調査部作成

もう少し細かく見るために、5%を中心に 0.25%刻みにしたものが図表 12 であるが、5%から 4.5%に 0.5%下がるだけで V は 11%アップする。例えば実際のビルのケースを考えてみると、期間 2 年の賃貸借契約を、契約更改の際に、10 年なり 15 年の定期借家権に切り替えることにより、今後の CF 変動リスクが低減し、還元利回り(R)を 0.5%引き下げることも可能となろう。

つまり主要なテナントに定期借家権を導入することで、この場合収益価格を 11%上げることが可能になる。

その他、現状より信用力の高い企業にテナントを入れ替えることにより、R を引き下げることと考えられる。このように考えていくと、投資家あるいはビルオーナーの立場からすれば、信用力の劣る企業や、定期借家権を締結しないテナントに対しては、状況によって相対的に高い賃料を要求できることにもなる。

図表 12 還元利回りと評価額の関係（２）

キャッシュフロー	5	5	5	5	5	5	5	5	5
還元利回り	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	5.75%	6.00%	6.25%
評価額	118	111	105	100	95	91	87	83	80

（資料）日本興業銀行産業調査部作成

（３）土地の潜在能力を引き出すためのコストの低下 ー建築費、金利の低下ー

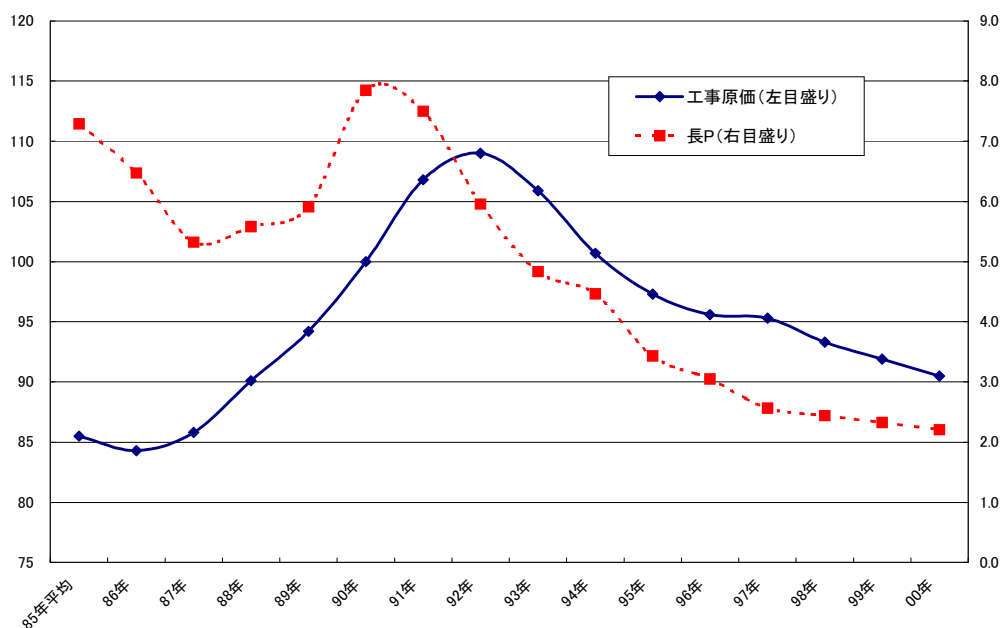
キャッシュフローを拡大化するためには、そもそも土地を最も有効使用できるような建物を供給することが必要となるが、再開発や、ビルの建て替えには多大の建築コストが掛かる。

バブル期には高騰した建築コスト（92年：指数109）も、足下は2割弱下がっており（99年：指数92）、また金利も史上最低水準（長プラ、90/10：8.9%→01/5：1.75%）に低下しており、土地のポテンシャルを発揮させるべく事業を興しやすい環境にある。

図表 13 建築コスト及び金利推移表

（工事原価指数：1990年）

（長P：％）



（資料）（財）建設物価調査会「建設物価」及び日本銀行「金融経済統計月報」より日本興業銀行産業調査部作成

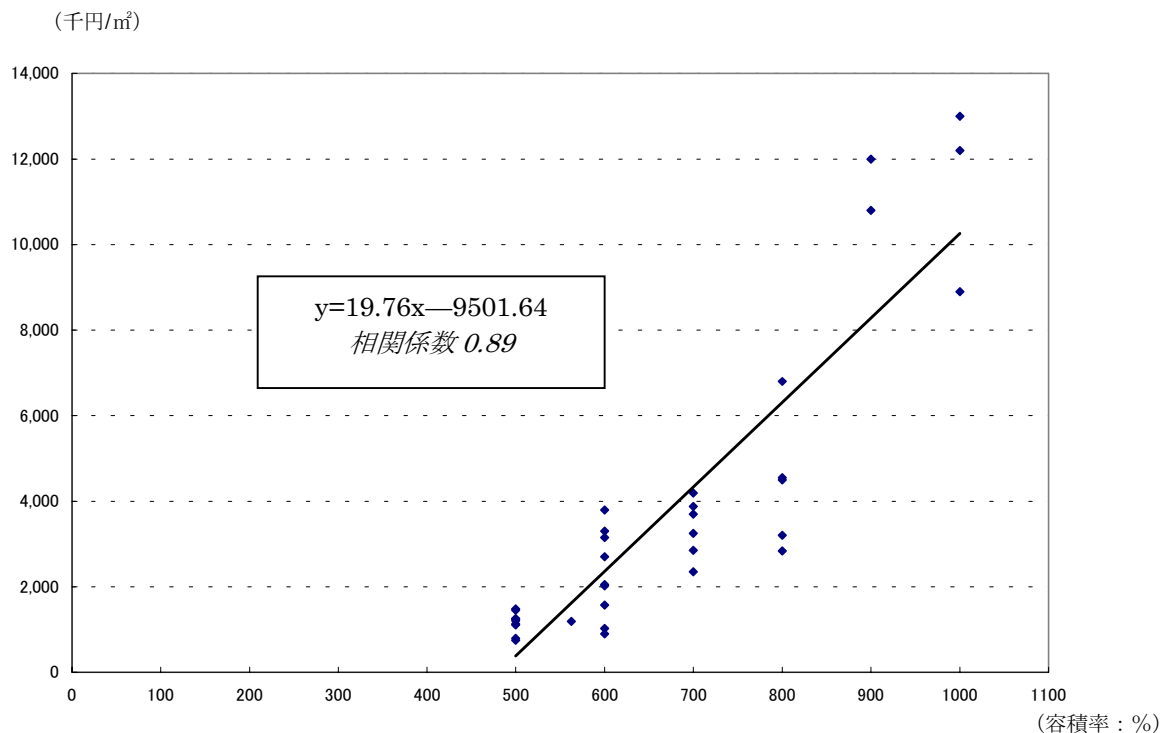
（４）容積率の緩和

政府が 2001 年 4 月 6 日発表した「緊急経済対策」では、「3. 都市再生、土地の流動化」の中で「容積率の緩和」が掲げられているが、土地の潜在能力の向上に資することから、地価に一定の上昇圧力を与えるものと考えられる。

勿論、容積率の変更が意味を持つのは、その土地に対する経済的需要が高く、既に容積率が十分活用されている場合に限られる。又、土地の収益力が高くても地権関係その他で有効使用が妨げられている場合にも効果は限定されよう。そうした側面を見るため、本稿では東京主要 6 区の容積率と公示価格につき統計的な相関を調べた。

東京主要 6 区全体の容積率と公示価格との相関係数は 0.77 に留まるが、容積率の活用度が高く、経済的価値に基づいた合理的価格設定がされていると考えられる千代田区においては 0.89 とより高い相関を示している（図表 14）。

図表 14 千代田区（商業地）の容積率と公示価格の相関図



図表 14－2 東京主要 6 区各区（商業地）の容積率と公示価格の相関係数

区	千代田区	中央区	港区	新宿区	渋谷区	品川区	6 区全体
相関係数	0.89	0.76	0.72	0.78	0.78	0.87	0.77

(資料) 「地価公示」（国土交通省土地鑑定委員会編）より日本興業銀行産業調査部作成

4. (補論) 収益還元法の普及と地価との関係

地価と収益還元法の関係において、「地価下落に伴い、不動産価格が収益還元価値に近づいてきた」、或いは「収益還元法の普及に伴い、今後の不動産価格はまだ下がる可能性がある」と、しばしば言われることがあるが、このような認識は、今後の不動産価格、特に地価の形成において少なからず影響を及ぼす可能性があるため、その内容について確認してみたい。

まず、不動産鑑定や、現実の不動産売買取引における不動産価格決定に際し、収益還元法が普及していくことについては、J-REIT を含めた不動産証券化の進展を考えると、概ね首肯できよう。

次に、収益還元法をベースにしたエリア別地価と、公示価格を比較してみた。

(収益価格の認識の違い)

図表 15 は本レポートのエリアにおける「推計エリア収益価格(*13)」と「エリア公示地価」の抜粋とであるが、全てのエリアにて収益価格は公示地価を下回っており、半額以下になっているエリアもある。

図表 15 地価収益価格と公示地価の乖離試算

	実質賃料	還元利回り	収益価格(a)	公示地価(b)	公示価格倍率(a/b)
丸の内・大手町・有楽町	36,810 円/月坪	5.0%	32,537 千円/坪	38,033 千円/坪	0.86
神田神保町・神田小川町	15,890 円/月坪	6.0%	3,007 千円/坪	6,963 千円/坪	0.43
日本橋・八重洲・京橋	24,480 円/月坪	5.5%	11,216 千円/坪	21,668 千円/坪	0.52
銀座	21,500 円/月坪	5.5%	8,605 千円/坪	24,717 千円/坪	0.35
港南	17,230 円/月坪	6.0%	4,446 千円/坪	6,501 千円/坪	0.68
青山	22,480 円/月坪	5.5%	7,796 千円/坪	10,362 千円/坪	0.75
渋谷	20,560 円/月坪	5.5%	7,888 千円/坪	11,814 千円/坪	0.67
西新宿	21,220 円/月坪	5.5%	9,535 千円/坪	14,769 千円/坪	0.65
五反田	15,650 円/月坪	6.0%	3,260 千円/坪	6,077 千円/坪	0.54

(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)及び株式会社生駒データサービス「不動産白書」より
日本興業銀行産業調査部作成

(*13) 推計エリア収益価格=当該エリアに想定される土地・建物一体の収益価格-建物価格

○想定するオフィスビル建物は、00 年時点建築坪単価 90 万円(過去は財団法人建設物価調査会の「建設物価建築費指数月報」により推計)、容積率フル活用一杯、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)、有効面積は延べ床面積の 70%、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。

○想定されるキャッシュフローは、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)として、直接還元法にて収益価格算出。還元利回りは、エリア毎の過去(94/1~2001/1)の公示地価の標準偏差等を参考に格差を付けた。

では、収益還元法の更なる普及に伴い、今後公示価格は収益価格に近づいていく(低下していく)のだろうか。

ここで注意したいのは、公示価格算出の際の賃料は、最も有効使用の建物を前提とした賃料であるのに対し、図表 15 で用いた賃料は、該当エリア平均の賃料で、ベースが異なると思われる点である。

例えば、「丸の内・大手町・有楽町」の実質賃料(1999 年平均)はエリア平均では 36,810 円/月坪だが、規模別では、延床 3,000 坪以上:44,140 円/月坪、同 1,000 坪以上~3,000 坪未満:32,430 円/月坪、同 500 坪以上~1,000 坪未満:30,610 円/月坪、同 500 坪未満:32,210 円/月坪となっている。

大型ビルの 44,140 円/月坪をもとに試算すると、収益価格は 40,791 千円/坪で、公示価格倍率は 1.07 と、収益価格が公示地価を若干上回るが、ほぼ同じ水準にあることとなる。

つまり、「丸の内・大手町・有楽町」エリアにおいては、最有効使用を大型ビルと考えた場合の収益価格は、公示価格と既にほぼ等しい状態にあり、公示価格がさらに低下する余地はない。

そこで、他のエリアについても大型ビルを前提とした場合の収益価格試算を行ない、同様のことが言えるかどうか確認してみた。

図表 16 地価収益価格（大型ビル）と公示地価の乖離試算

（網掛けは収益価格＞公示価格のエリア）

	大型ビル賃料	収益価格 (a)	公示地価 (b)	公示価格倍率 (a/b)
丸の内・大手町・有楽町	44,140 円/月坪	40,791 千円/坪	38,033 千円/坪	1.07
神田神保町・神田小川町	22,240 円/月坪	6,319 千円/坪	6,963 千円/坪	0.91
日本橋・八重洲・京橋	30,310 円/月坪	15,540 千円/坪	21,668 千円/坪	0.72
銀座	26,870 円/月坪	12,427 千円/坪	24,717 千円/坪	0.50
港南	24,530 円/月坪	8,653 千円/坪	6,501 千円/坪	1.33
青山	30,230 円/月坪	12,217 千円/坪	10,362 千円/坪	1.18
渋谷	25,540 円/月坪	11,274 千円/坪	11,814 千円/坪	0.95
西新宿	28,720 円/月坪	15,381 千円/坪	14,769 千円/坪	1.04
五反田	19,140 円/月坪	5,209 千円/坪	6,077 千円/坪	0.86

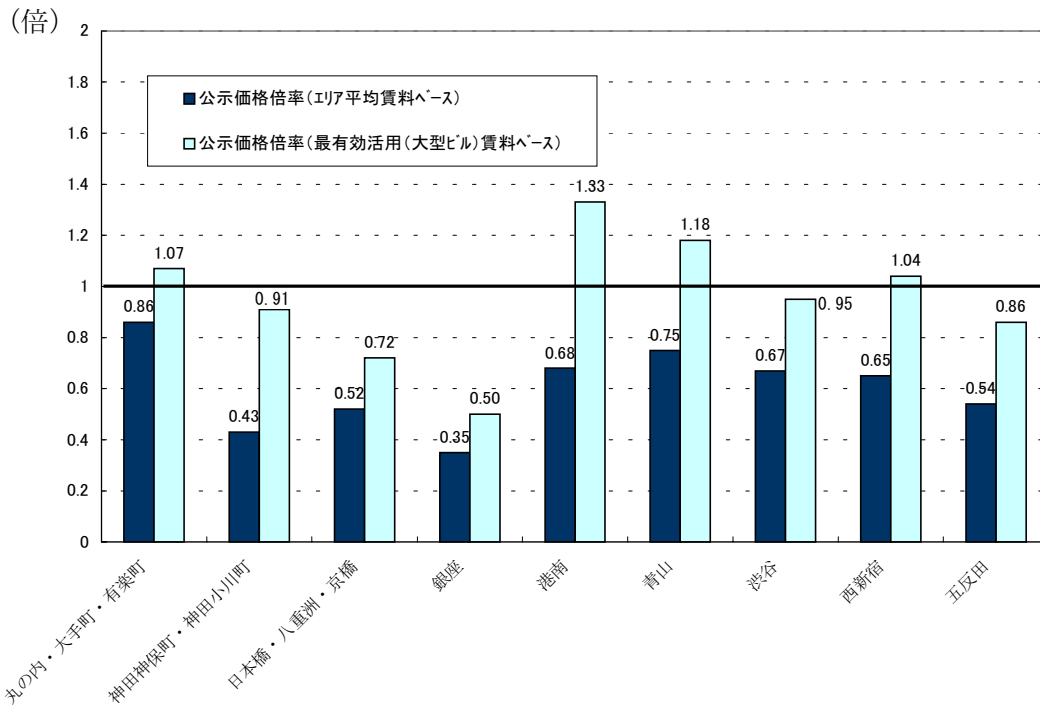
（資料）「地価公示」（国土交通省土地鑑定委員会編）及び株式会社生駒デベロップメント「不動産白書」より
日本興業銀行産業調査部作成

（注）公示価格の基準地の地積によっては、そもそも大型ビルが建てられるほどの面積が無い場合もあるが、そのエリアの最有効使用を図るべく、周辺の土地も含めて再開発されることを前提に、取引価格が決定されることもあり得ると考えられる。

図表 16 は、各エリアの大型ビルの実質賃料をベースに収益価格を計算したものであるが、公示価格倍率が「1」以上のエリアは9エリア中4エリアあり、これらのエリアでは最有効使用を大型ビルと解すると公示価格に下落余地は殆ど無くなり、寧ろ「港南」のように収益ベースでは、公示価格よりも3割程度高く評価されるエリアもある。

また、図表 17 は 34、35 頁の図表 15 と図表 16 の公示価格倍率を並べて比較したものであるが、賃料をエリア平均ベースから最有効使用（大型ビル）ベースにすることで、収益価格と公示価格の乖離が縮小することが分かる。

図表 17 キャッシュフローの元となる賃料ベースの違いによる公示価格倍率の差



(資料) 「地価公示」(国土交通省土地鑑定委員会編)及び株式会社生駒データ・サービスシステム「不動産白書」より日本興業銀行産業調査部作成

(収益還元法が馴染まないエリア)

図表 17 で、最も有効使用(大型ビル)ベースでも公示価格倍率が「1」を下回っているエリアは5エリアあるが、このうち4エリアの公示価格倍率は、0.91、0.72、0.95、0.86で、今後これらの地域においても、収益還元法に則した不動産取引が増えることにより、公示価格が収益価格にさらに近づく可能性も考えられる。

しかしながら、「銀座」は依然公示価格を大幅に下回り、0.50となっている。

これだけ公示価格と収益価格の乖離があると、単に収益還元法の普及の遅れだけでは、説明しきれないのではないかと。一つの仮説として、「銀座」は海外ブランド等の出店意欲が強いが、再開発等オフィスビル新規供給の予定は殆ど無いため、需給バランスによって、収益価格を大幅に上回る取引事例による比準価格が当事者の間で固く形成されているものと考えられる。

また、純粋なオフィスビル街というより様々な商業施設が集積しているため、オフィスビルを念頭においた投資利回りの考え方がフィットしないのかも知れない。

現状、一般に要求利回りは5～8%と言われているが、これは不動産投資を行う「投資家の要求利回り」である。ここで重要なのは、「投資家は自ら事業を行うことは無い」ということである。

もし、この土地で事業を行えば、多額の収益を上げられる自信のある「事業家」であれば、例えば要求利回りが3%と購入価格が多少高くても、購入することは十分考えられる。

このように投資家による不動産取引が比較的少なく、投資家のロジックが浸透しきれない「銀座」のようなエリアについては、今後についても、収益還元法とは異なる従来の取引事例等の理論で価格形成されるであろうことから、公示価格と収益価格の乖離を残したまま地価が底打ちし、上昇に転じていく可能性も考えられる。

まとめ

本レポートでは、「地価」を「LEM」と「賃料」の2つの要素に分解することで、地価変動のメカニズムを把握することに努めた。

概ね、東京の主要6区では、キャッシュフローの源泉となる賃料の下げ幅は縮小し、収益性に対する土地評価の度合いであるLEMは既に上昇に転じている。また、一部のエリアでは、賃料が00年第2四半期から上昇しているため、足下、地価は上昇している状況にある。

1984年以降、「LEM」と「賃料」の変動をグラフ上で表すと、時計回りの軌跡を描く。

足下のLEMは、賃料が低下している局面で収益還元法が導入されたため、一瞬萎縮したような動きも見られるが、基本的には安定したレベルで推移していると考えられる。

一方、賃料は、オフィスビル大量供給という2003年問題はあるものの、時代の流れを敏感に捉えているエリアに立地した優良なオフィスビルの賃料は強含みで推移すると思われる。また、賃料が地価やLEMに遅行して上昇する可能性があることや、寧ろ、収益還元法の導入により、不動産事業においてこれまで以上にインカムゲインが重視されるが故に、賃料に上げ圧力が掛かるとも考えられる。

このように、LEMが基本的に回復し、賃料も上昇または堅調に推移しているエリアや地点においては、「地価の動意」が見られ、今後も緩やかながら安定的上昇基調で推移するものと思われる。

但し、足下LEMが未だに低下しているエリアもあるように、LEM、賃料ともに2極化が進行しており、そこに2003年問題や、2007年と言われる人口減少が現実のものとなると、地価下落が止まらない商業エリアは、更に街としての活力が一気に失われる可能性もある。

土地の有効利用が図られないエリアは、従来のオフィスビルを中心とした土地活用でなく、職住接近をコンセプトとした住宅地や再開発等、新たな有効利用策を迫られることにもなる。

振り返って見ると、わが国の地価上昇を根底で支えてきたのは、敗戦国から先進国に生まれ変わる過程の「高度経済成長」であり、言わば、先人の流した汗の結晶に他ならない。

経済大国の一つとなったわが国は、経済的には成熟期に入っており、もはや全国一律地価が上がるようなことは考えられない。首都圏と言えども、付加価値を生まない土地は低下し続けるであろう。

本年4月、政府により「都市再生本部」が設置されたが、ここで期待されるのは、経済的成熟期に入ったわが国の都市に適したインフラ整備である。それは、今後少なくとも半世紀のわが国の経済構造を支える柔軟かつ多様性を備えたものでなければならない。

(産業調査部 小川 隆)

e-mail:takashi.ogawa@ibjbank.co.jp