

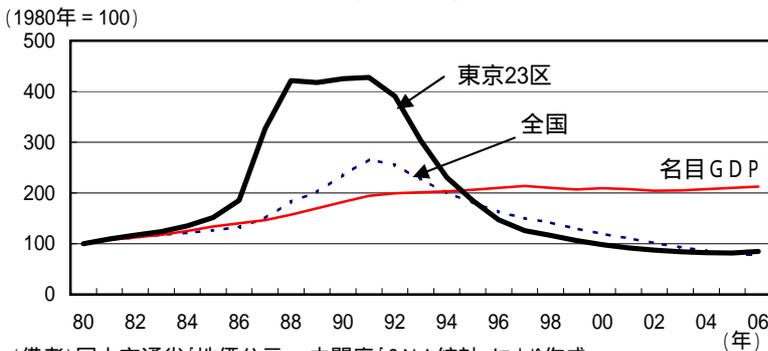


最近の不動産市場動向

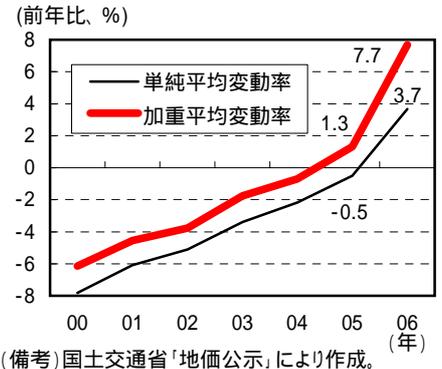
1. 不動産価格上昇の実態

- バブル崩壊の始まった1992年以降、東京23区商業地の単純平均ベースの公示地価は、一貫して下落してきたが、2006年は前年比3.7%増と15年ぶりに上昇に転じた(図表1)。しかし、丸の内や銀座など地価の高い地点では既に2002年頃より上昇しており、加重平均ベースでみれば、東京23区は、2005年に上昇に転じており、2006年は7.7%の上昇となっている(図表2)。
- 東京圏で2006年に上昇率の高かったのは、表参道や銀座周辺などブランド店の集積が進むエリアや、六本木や東京駅八重洲口など大型再開発事業が進捗しているエリアであり、良質な商業・オフィス環境の整備が地価を押し上げていると言える(図表3)。
- 一方、東京以外のエリアでは、都市規模に応じて相違が見られる。地域ブロックの中心都市が多数を占める人口100万人以上の都市では、JRの中央駅から近いエリアで地価が上昇している(図表4)。とくに大型再開発が進んでいる名古屋駅周辺では20%~30%の上昇となっている。また、大阪、京都、福岡、札幌でも駅前エリアで高い上昇率を示している。人口50万人クラスの都市でも緩やかではあるが、JR中央駅に近くなるほど、上昇している地点の割合が高くなるという傾向があるが、100万人都市ほど顕著ではない。他方、50万人未満の都市では、駅からの距離との関係性はあまりみられない。こうした地方都市では、今後、地域の特色を活かしたまちづくりを進め、地域の魅力度を高めていくことが求められる。
- 大都市のJR中央駅周辺で地価が上昇しているのは、IT技術の発達や内部統制の強化、日本経済に占める東京のウエイトの上昇によって、支店のカバーする範囲が広域化するとともに、オフィス立地として東京からの距離が重要になってきていることが背景にあると考えられる。

図表1 公示地価(商業地)と名目GDPの推移



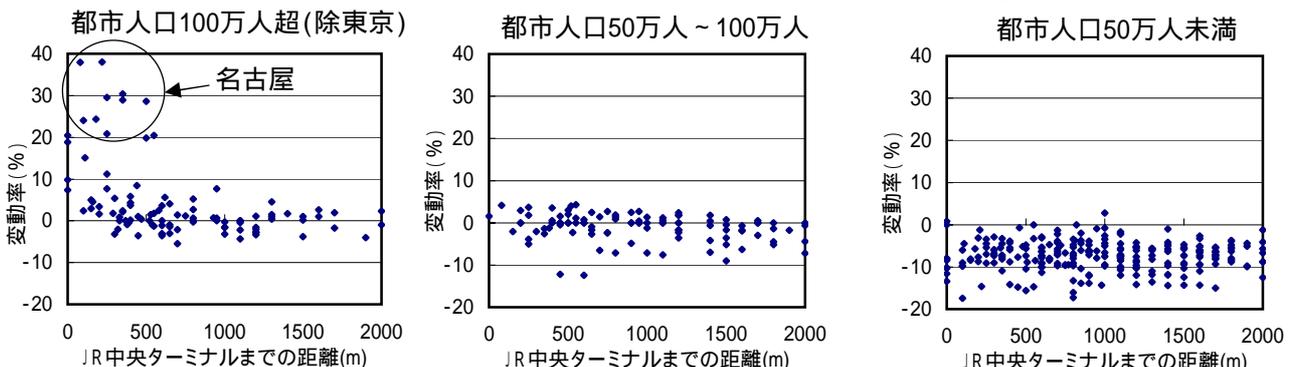
図表2 東京23区公示地価(商業地)



図表3 2006年公示地価上昇率ランキング(東京・商業地)

順位	地番	上昇率	順位	地番	上昇率
1	渋谷区神宮前5-2-2	30.5	11	港区南青山2-1-1	19.5
2	港区北青山3-3-5	28.6	12	中央区銀座4-2-15	19.3
3	渋谷区神宮前1-13-11	26.5	13	中央区銀座8-6-25	18.8
4	渋谷区神宮前1-6-11	26.0	14	中央区京橋1-1-1	18.7
5	渋谷区神宮前3-5-2	25.6	15	中央区八重洲1-5-20	18.5
6	渋谷区神宮前6-23-3	25.2	16	港区六本木7-4-8	16.2
7	中央区銀座4-5-6	23.0	17	港区芝3-6-9	16.1
8	中央区銀座6-9-5	22.7	18	千代田区有楽町2-2-3	15.9
9	港区南青山3-1-5	22.1	19	港区芝2-1-30	15.7
10	中央区銀座5-3-1	19.8	20	港区東麻布2-32-10	15.1

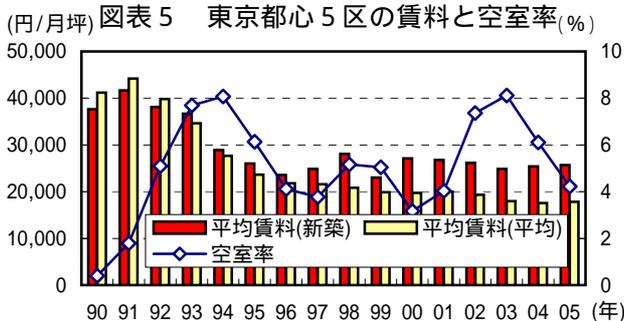
図表4 JR中央駅からの距離と2006年度公示地価上昇率の散布図(商業地)



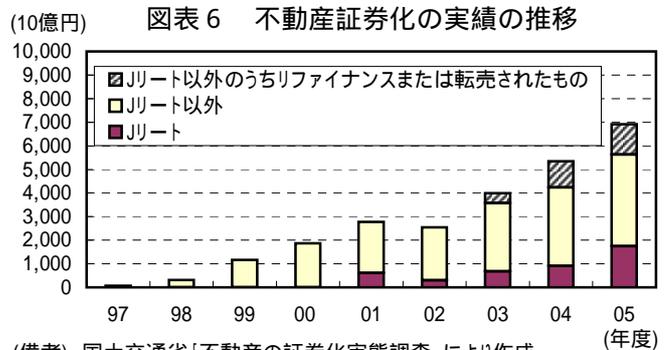


2. 不動産価格上昇の背景

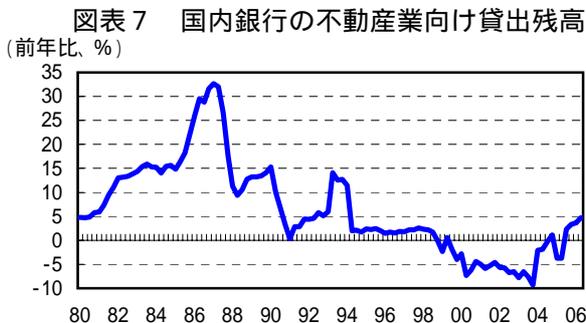
- ・都心部で不動産価格が上昇に転じたのは、実体面、金融面、制度面で複合的に地価を押し上げる動きがあったためである。実体面では、景気回復に伴い人員を拡充する企業が増えたことからオフィス需給が引き締まり、都心5区の空室率は大量供給のあった2003年をピークに低下し、三鬼商事の調査によれば、都心5区の新築ビルの平均賃料は2003年を底に上昇している(図表5)。また、一等地のAクラスビルでは、同クラスのビルで前年と比較すると、新規募集賃料は25%程度値上がりしている。こうした需給の逼迫により既存ビルでも賃料改定時に値上げする動きが活発化している。
- ・金融面では、2003年以降、不動産証券市場が拡大し、投資資金が不動産市場に流入してきた(図表6)。2001年に登場したJ-REITに加え、私募ファンドなども急拡大した。最近では、都市部の売買の過半は投資法人やSPCとなっている。さらに、低迷していた不動産業向けの銀行融資残高も2005年の後半から増加に転じるなど銀行の不動産貸出が積極化し(図表7)、外国人投資家も不動産市場に復帰したこと(図表8)も不動産市場の活性化に寄与していると考えられる。
- ・制度面では、都市再生法により、都心部での再開発が容易になり、利便性、収益性が高まったことがあげられる。都市再生法に基づく民間都市再生事業計画が認定されたエリアでは殆どが計画認定後に地価が上昇している(図表9)ことから分かるように、都市再生法は、不動産の収益性を向上させ、再開発を誘発し、都市環境を改善させる効果があった。



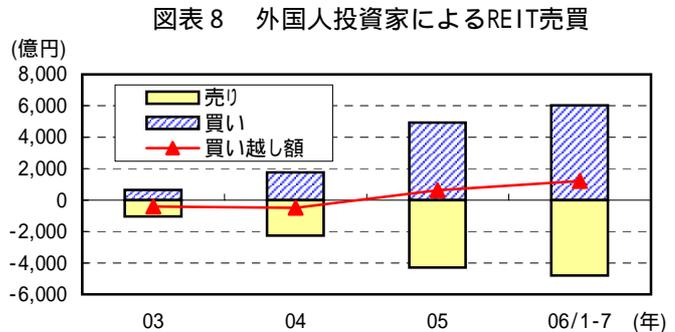
(備考)1.三鬼商事株「MIKI OFFICE MARKET REPORT」により作成。
2.都心5区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区



(備考) 国土交通省「不動産の証券化実態調査」により作成。



(備考) 日本銀行「金融経済統計月報」により作成。(暦年四半期)



(備考) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」により作成。

図表9 民間都市再生事業計画(国土交通大臣認定)認定後の路線価推移

都市再生事業の名称	認定年月	従前路線価格		決定後路線価		増減率(%)	翌年路線価		増減率(%)	翌々年路線価		増減率(%)
		03年	04年	04年	05年		05年	06年		06年	07年	
1 南青山一丁目団地建替プロジェクト(東京都港区)	03年1月	03年 1,880	04年 1,840	04年 1,840	05年 1,900	2.1	05年 1,900	3.3	06年 2,250	18.4		
2 UDXビル計画(秋葉原3-1地区)(東京都千代田区)	03年10月	03年 1,870	04年 1,870	04年 1,870	05年 1,920	0.0	05年 1,920	2.7	06年 2,080	8.3		
3 (仮称)名駅四丁目7番地区共同ビル建設事業(名古屋市)	03年12月	03年 2,450	04年 2,580	04年 2,580	05年 2,940	5.3	05年 2,940	14.0	06年 4,070	38.4		
4 晴海2丁目地区都市再生事業(東京都中央区)	04年2月	04年 790	05年 790	04年 790	06年 830	0.0	06年 830	5.1				
5 三洋電機・大日地区開発計画(大阪府守口市)	04年3月	04年 220	05年 205	04年 220	06年 210	6.8	06年 210	2.4				
6 新天神地下街建設事業(福岡市)	04年3月	04年 3,240	05年 3,430	04年 3,240	06年 3,960	5.9	06年 3,960	15.5				
7 東京ミッドタウンプロジェクト(東京都港区)	04年5月	04年 1,050	05年 1,070	04年 1,050	06年 1,290	1.9	06年 1,290	20.6				
8 勝どき六丁目地区市街地再開発事業(東京都中央区)	04年12月	04年 520	05年 520	04年 520	06年 550	0.0	06年 550	5.8				
9 (仮称)川崎駅西口堀川町地区開発事業(川崎市)	04年12月	04年 480	05年 480	04年 480	06年 520	0.0	06年 520	8.3				
10 (仮称)東京駅八重洲口開発事業(東京都千代田区、中央区)	04年12月	04年 10,550	05年 12,490	04年 10,550	06年 14,060	18.4	06年 14,060	12.6				
11 三宮駅前第1地区都市再生事業(神戸市)	05年2月	05年 850	06年 860	05年 850		1.2						
12 (仮称)堺第2区臨海部開発事業(大阪府堺市)	05年2月	05年 -	06年 -	05年 -		-						
13 サッポロビール埼玉工場跡地(リボンシティ)開発事業(川口市)	05年3月	05年 255	06年 290	05年 255		13.7						
14 (仮称)大崎西口開発計画(東京都品川区)	05年3月	05年 840	06年 920	05年 840		9.5						
15 千種二丁目(仮称)地区共同開発事業(名古屋市)	05年3月	05年 185	06年 205	05年 185		10.8						
16 なんばパークス2期事業(大阪市)	05年8月	05年 660	06年 690	05年 660		4.5						
17 (仮称)大手町地区第一次再開発事業(東京都千代田区)	05年11月	05年 11,440	06年 12,860	05年 11,440		12.4						

(備考) 都市再生本部HP、国税庁「路線価図」により作成。

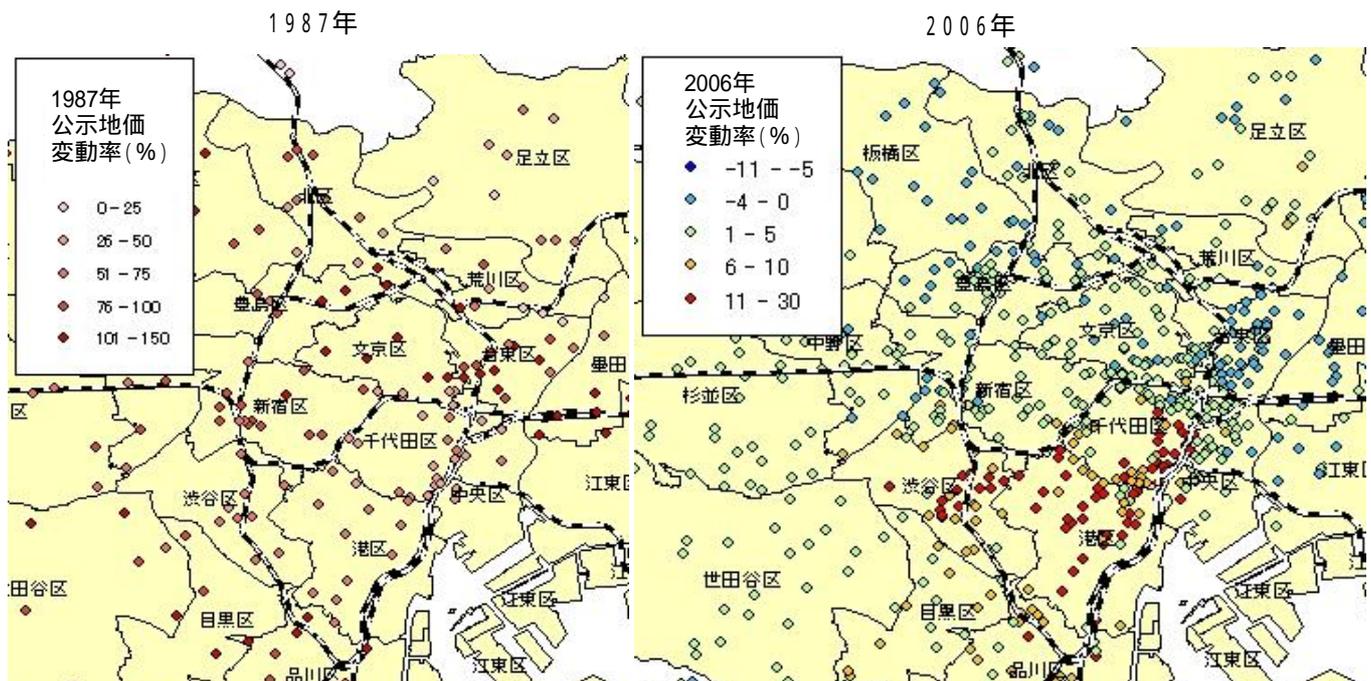
3. 不動産価格水準の検証

- ・今回の地価上昇をバブル期の地価上昇と比較すると、バブル期では都心3区の地価が上昇し、その後、23区全体に、そして全国に波及したが、今回の地価上昇はまだ競争力のあるエリアに限定されているという違いがある(図表10)。
- ・さらに詳細に上昇率の著しかったポイントを見てみると、1987年では城東地区でより上昇率が高く、1年間で2倍以上になっているエリアもみられる反面、2006年に上昇しているのは、山手線内側南部と銀座エリアが中心で、城東地区では下落しているポイントもあり、23区内でも二極化の傾向がみられる。
- ・2006年1月時点の公示地価の動きを見る限り、地価上昇は収益力が高まったエリアで上昇しており、一律に値上がりしたバブル期とは様相が異なる。しかし、足元では郊外地区でも値上がりしているエリアもあり、今後の動きについては、収益性に見合った地価水準なのか吟味する必要がある。

図表10 東京23区別公示地価上昇率(商業地、加重平均変動率)

1986年 (%)	1987年 (%)	2005年 (%)	2006年 (%)
千代田 56.6	文京 133.4	中央 3.6	中央 14.1
中央 51.9	目黒 110.6	千代田 2.9	渋谷 12.6
港 48.9	品川 104.3	渋谷 2.6	港 11.4
渋谷 48.4	大田 98.2	港 1.4	千代田 8.3
新宿 39.7	世田谷 94.4	世田谷 0.3	目黒 6.6
目黒 35.4	墨田 94.3	杉並 0.0	品川 6.3
品川 33.1	練馬 94.3	江東 -0.1	江戸川 3.2
文京 32.9	江東 92.7	新宿 -0.1	新宿 3.2
豊島 32.2	台東 91.9	大田 -0.1	足立 3.2
台東 30.5	板橋 89.8	練馬 -0.2	世田谷 2.8
杉並 24.9	豊島 85.7	目黒 -0.2	杉並 1.8
大田 24.3	江戸川 84.3	足立 -0.4	荒川 1.8
中野 21.6	新宿 79.2	品川 -0.4	豊島 1.6
江東 13.1	荒川 76.7	墨田 -0.5	北 1.5
世田谷 13.1	中野 73.8	中野 -0.8	大田 1.3
墨田 12.4	北 73.8	文京 -0.9	文京 1.2
練馬 8.8	杉並 71.1	豊島 -1.3	中野 1.1
板橋 8.0	葛飾 69.1	江戸川 -1.4	台東 1.1
荒川 6.6	渋谷 58.8	荒川 -1.5	練馬 0.9
北 5.7	港 57.3	板橋 -1.5	江東 0.8
足立 5.5	足立 51.3	北 -1.9	墨田 0.6
江戸川 4.9	中央 44.9	台東 -2.6	葛飾 0.3
葛飾 2.6	千代田 44.0	葛飾 -2.7	板橋 0.0
総計 36.4	総計 64.9	総計 1.3	総計 7.7

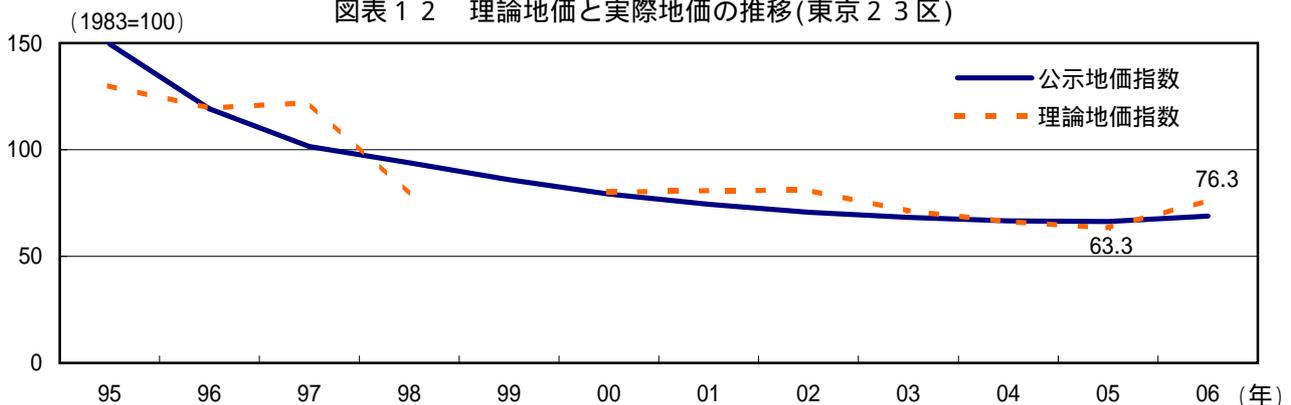
図表11 ポイント別地価変動率(東京都心部)





- 過去の地価水準を名目賃料、空室率、10年国債利回り、名目GDP成長率で回帰した地価モデルを推計すると、名目賃料の上げ止まり、空室率の改善、名目GDP成長率の上昇によって2006年に理論値は上昇に転じた。2006年の理論地価水準は実際の地価水準を10.8%上回っている(図表12)。
- CAPレートは、2005年以降2年間で1%程度低下している。要因分解をしてみると、期待NOI(純営業収益)上昇率の拡大とリスクプレミアムの低下によりCAPレートは低下していることが分かる。期待NOIは、空室率の改善、賃料の値上がり期待により上昇し、リスクプレミアムは、流動化市場の拡大や不動産市場の透明性向上によって流動性リスクが低下したことで低下しているものと推察される(図表13)。
- CAPレートを世界の主要都市と比較すると、東京は、シンガポールに次いで低い水準にあるが、イールドギャップ(CAPレートと安全資産利回りの差)をみると、世界の主要都市のなかでは大きい方であり、投資家にとっては、依然として投資実利のある市場であると言える(図表14)。

図表12 理論地価と実際地価の推移(東京23区)



$$\ln(\text{公示地価}) = -8.01341 + 1.30897 \times \ln(\text{名目賃料}) - 12.518 \times (\text{空室率}) - 5.51628 \times (\text{10年国債利回り}) + 5.337241 \times (\text{名目GDP成長率})$$

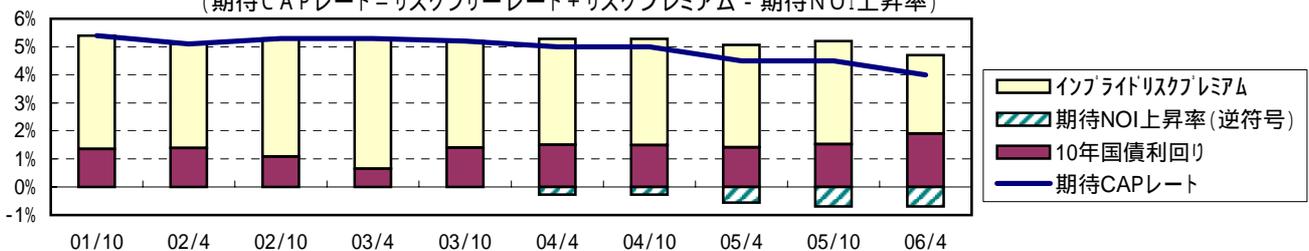
(-9.08) (15.05) (-4.43) (-2.01) (3.21) ()内はt値

推計期間 1983年～2005年(名目賃料調査が実施されなかった1999年を除く) 修正R2 0.958 D.W.比 1.59

(備考)1.2005年までは名目賃料及び空室率は(社)日本ビルディング協会連合会「ビル実態調査のまとめ(東京)」,2005年～2006年の変化率は生駒シービーリチャードエリス(株)「OFFICE MARKET REPORT」の東京23区の平均募集賃料及び空室率前年比を援用
2.2006年の10年国債利回り及び名目GDP成長率は2006/1-6の前年比

図表13 丸の内・大手町地区Aクラスビルの期待CAPレートの要因分解

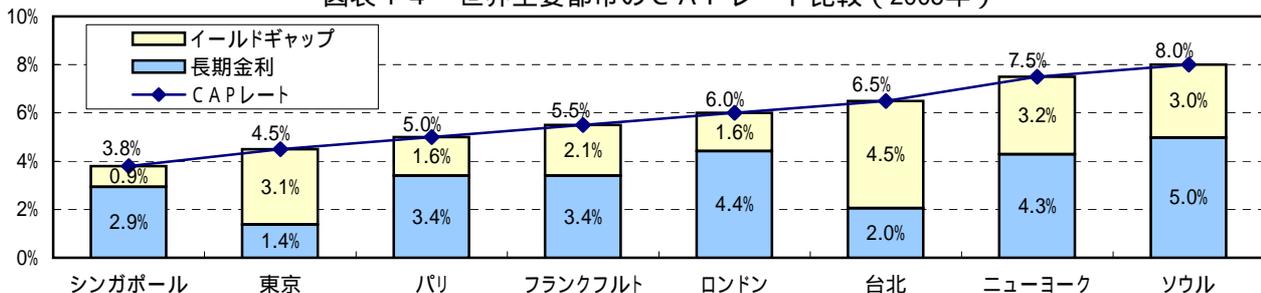
(期待CAPレート=リスクフリーレート+リスクプレミアム-期待NOI上昇率)



(備考)1.(財)日本不動産研究所「不動産投資家調査」日本銀行「金融経済統計月報」により作成。

2.リスクフリーレート=10年国債利回り、期待NOI上昇率=丸の内・大手町地区の10年間の期待賃料上昇率(年率)/0.71(上場REITの2005年度平均売上高NOI比率)、インプライドリスクプレミアム=期待CAPレート-リスクフリーレート+期待NOI上昇率

図表14 世界主要都市のCAPレート比較(2005年)



(備考)1.CAPレートは(社)日本不動産鑑定協会「世界地価等調査結果」、長期金利は10年国債利回りでブルームバーグにより作成。

2.対象エリアは高度商業地域中央ビジネス地区



4. REIT市場の動向

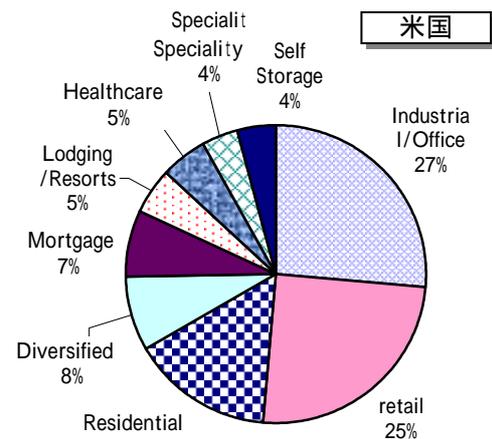
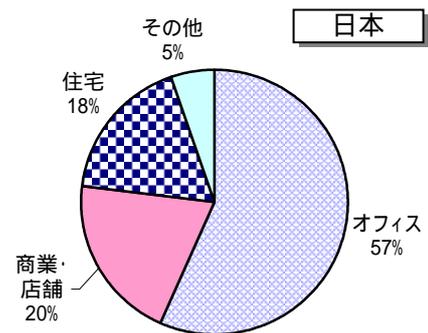
- ・2001年9月に2銘柄でスタートしたJ-REIT市場は順調に拡大している。上場REIT法人数は2006年8月末時点で37銘柄となり、時価総額は3.5兆円の規模まで拡大している(図表15)。
- ・投資物件についても、当初は100%オフィスビルであったが、商業・店舗や住宅等への投資が徐々に増加し、全投資物件に占めるオフィスビルの割合は6割を切る水準まで低下している(図表16)。
- ・世界のREIT市場と比較すると、株式時価総額では米豪仏につぐ規模となっているが、対GDP比で見るとシンガポールや香港よりも低い水準であり、J-REIT市場の拡大余地は依然として大きい(図表17)。
- ・また、米国REITでは病院やリゾート施設等も投資対象となっており、オフィスビルの割合が3割を切る水準となっている。J-REITについても投資物件の更なる分散化が見込まれる(図表18)。

図表15 J-REITの時価総額とJ-REIT指数の推移

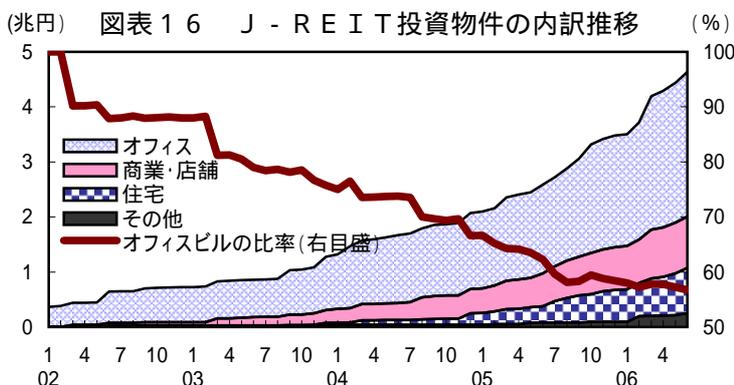


(備考) Bloombergにより作成。

図表18 投資物件の比較

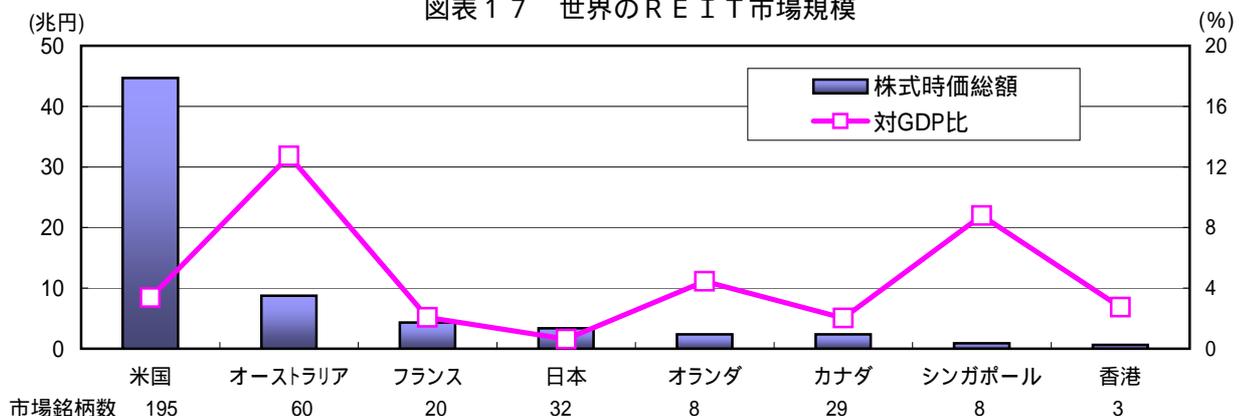


(備考) 社団法人投資信託協会及びNational Association of Real Estate Investment Trusts資料により作成。



(備考) 社団法人投資信託協会資料により作成。

図表17 世界のREIT市場規模

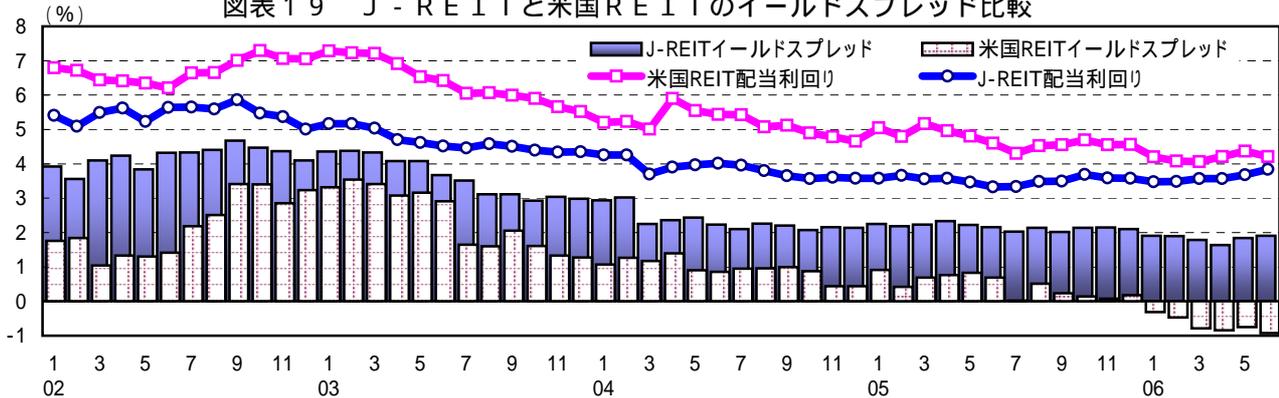


(備考) 1.(社)不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック2006-2007」、IMFホームページにより作成。
2.株式時価総額は2006年3月末時点。GDPは2005年実績値。



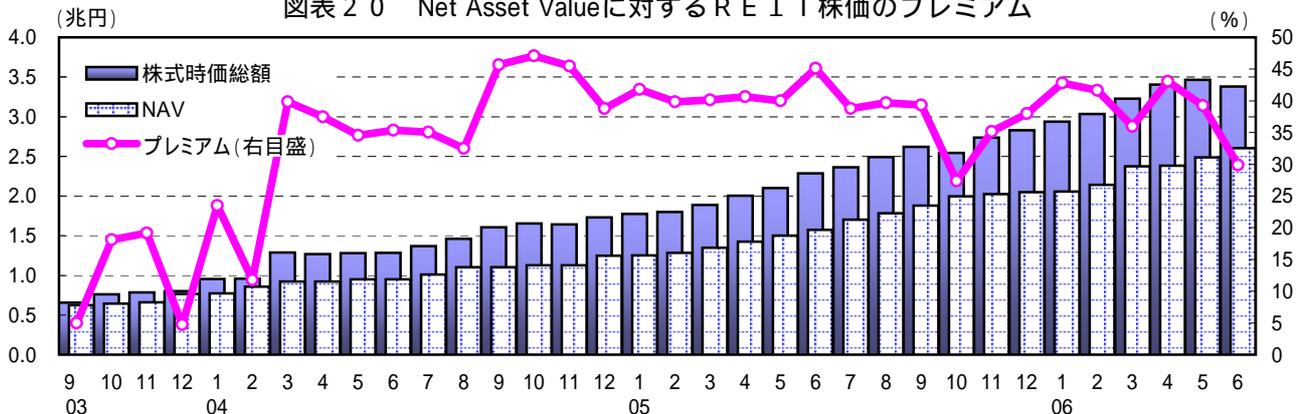
- ・ J-REITの配当利回りは、2004年頃まで低下傾向が続いたが、2005年以降は3%台後半で推移している。また、米国REITと比較すると、配当利回りでは劣るものの、10年国債利回りとの差分であるイールドスプレッドは、ここ数年2%程度で安定的に推移しており、イールドスプレッドが直近でマイナスとなっている米国REITと比較すれば、なお高水準である(図表19)。
- ・ 上場REIT全体の株式時価総額は、純資産価値(Net Asset Value)を30%~40%程度上回っており、マーケットは、J-REITの更なる成長を織り込んでいるものと推測される(図表20)。
- ・ しかしながら、オフィス特化型REITの株価が堅調に推移しているのに対して、住宅系REITの株価は低迷を続けており、J-REIT株式市場が2極化の様相を呈している点は留意が必要である(図表21)。

図表19 J-REITと米国REITのイールドスプレッド比較



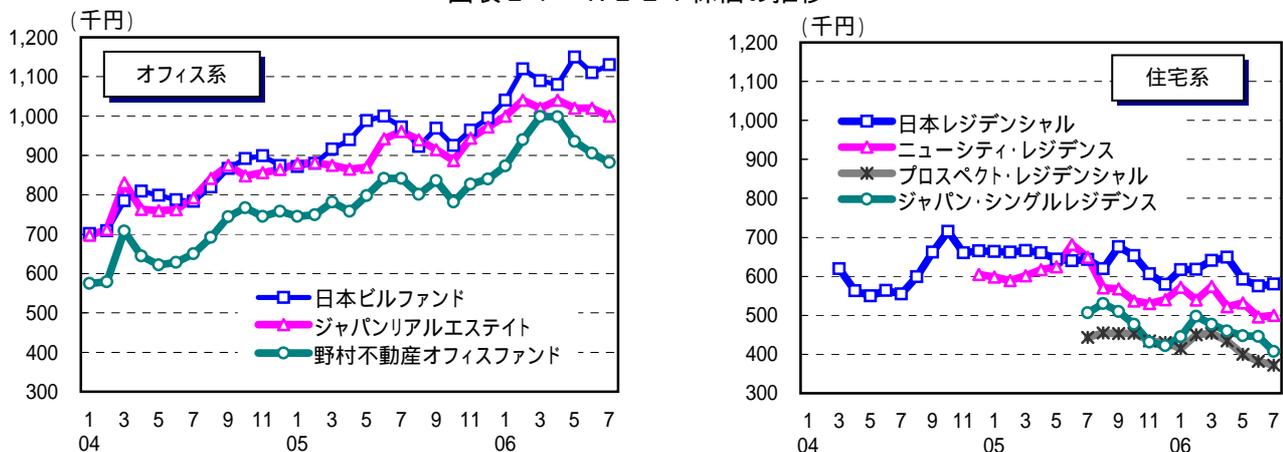
(備考) 1.株住信基礎研究所 STBRI J-REIT Index、National Association of Real Estate Investment Trusts資料、Bloombergにより作成。
2.イールドスプレッドは各国10年国債利回りとの比較。米国REITはEquity REIT

図表20 Net Asset Valueに対するREIT株価のプレミアム



(備考) 社団法人投資信託協会資料、Bloombergにより作成。

図表21 REIT株価の推移



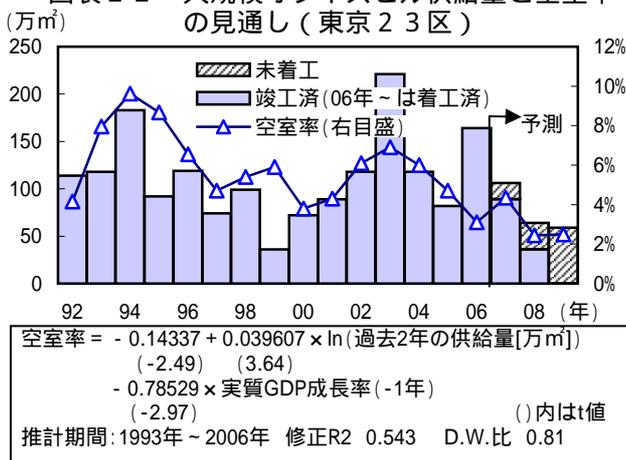
(備考) Bloombergにより作成。



5. 今後の不動産市場見通し

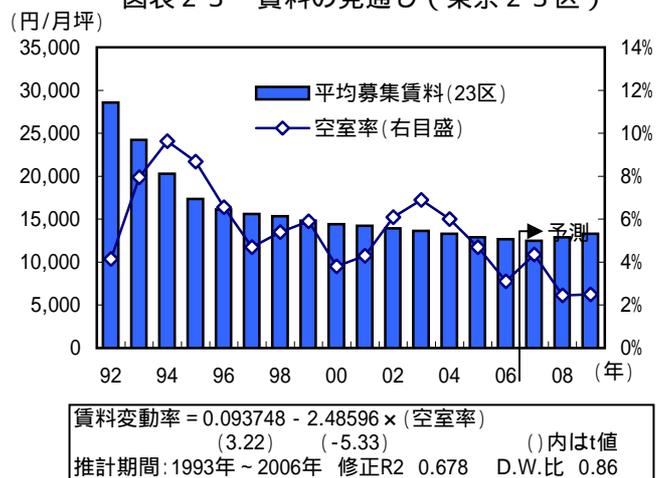
- ・空室率は、供給量と需要量で決まるが、オフィス供給は、2006年に東京ミッドタウンなどの竣工などにより一時的に増加するものの、07年以降は大型オフィスビルの供給は一段落する見通しである。一方、需要は経済活動全体の動きを示す実質GDP成長率に依存するが、緩やかに減速しつつ2%程度の成長が続くとすれば、需要の伸びは供給の伸びを上回り、空室率は、06年の3.1%から09年には2.5%程度にまで緩やかに低下するものと予測される(図表22)。
- ・賃料の増減率は、需給ギャップの大きさである空室率に依存するが、過去の経験では、空室率が1%改善すれば、賃料は年率2.5%上昇するという関係があることから、図表22で示した空室率の改善に伴い、09年の賃料は06年に比して5.0%増と緩やかに上昇するものと予想される(図表23)。
- ・地価について、図表12の地価モデルに従って予想すると、説明変数である空室率は図表22のモデル、賃料は図表23のモデルの結果を用い、名目GDP成長率と長期金利は日本経済研究センターの中期経済予測の結果を用いると(2007年までの成長率はESPフォーキャストを採用)、15年までの9年間で地価は、ベースケースで19%上昇するという結果となった。なお、名目GDP成長率が11年以降2.0%となるダウンサイドケースでは5%下落し、名目GDP成長率が4.5%となるアップサイドケースでは33%上昇するという結果となり(図表24)、将来の地価水準は今後の名目GDP成長率に強く依存する。
- ・金利変動の影響をシミュレーションすると、図表24のベースケースの名目GDP成長率のもと、2%金利が上昇すると地価はベースケースに比して13%ポイント下落し、2%低下すると地価は14%ポイント上昇するという結果となった(図表25)。
- ・なお、上記結果は東京23区の平均値の見通しであり、個々の物件の地価変動は、周辺環境や利便性の変化、他エリアとの競合状況など個別要因の影響を受けやすい点には留意する必要がある。

図表22 大規模オフィスビル供給量と空室率の見通し(東京23区)



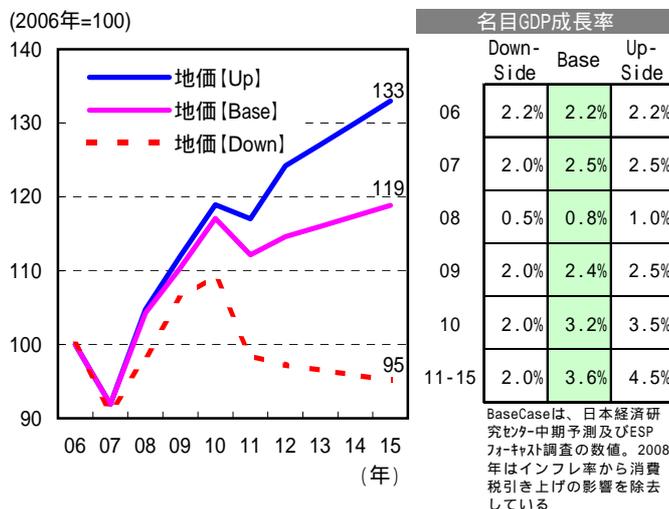
(備考) 1. 森トラスト「東京23区の大規模オフィスビル供給量調査'06」、生駒シービー・リチャードエリス「OFFICE MARKET REPORT」により作成。
 2. 2007年以降の空室率は、ビル供給量は森トラスト予測、実質GDP予測は日本経済研究センター「第32回日本経済中期予測」を採用し、さらに、足元補正を行い推計。

図表23 賃料の見通し(東京23区)

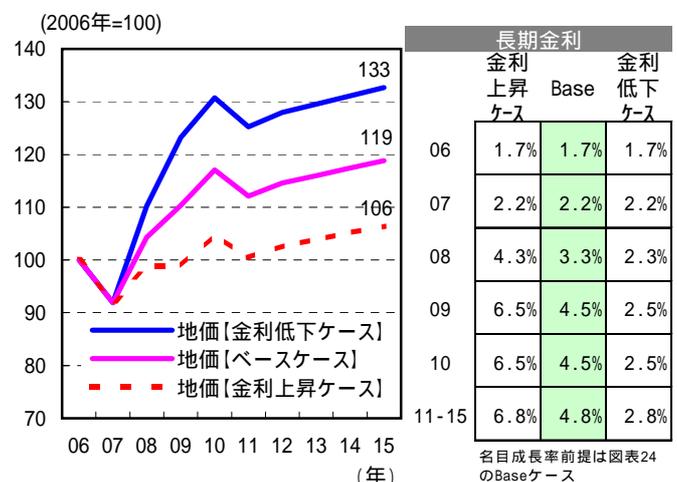


(備考) 1. 生駒シービー・リチャードエリス「OFFICE MARKET REPORT」により作成。
 2. 07年以降は、空室率に図表22の予測値を採用し、推計。

図表24 地価見通し



図表25 金利変動のシミュレーション



[調査部(経済調査担当) 藤井康雄、調査部(産業調査担当) 寺崎友芳]

お問い合わせ先 日本政策投資銀行調査部

Tel: 03-3244-1840

E-mail: report@dbj.go.jp