

# 特別 企画

## 総力特集

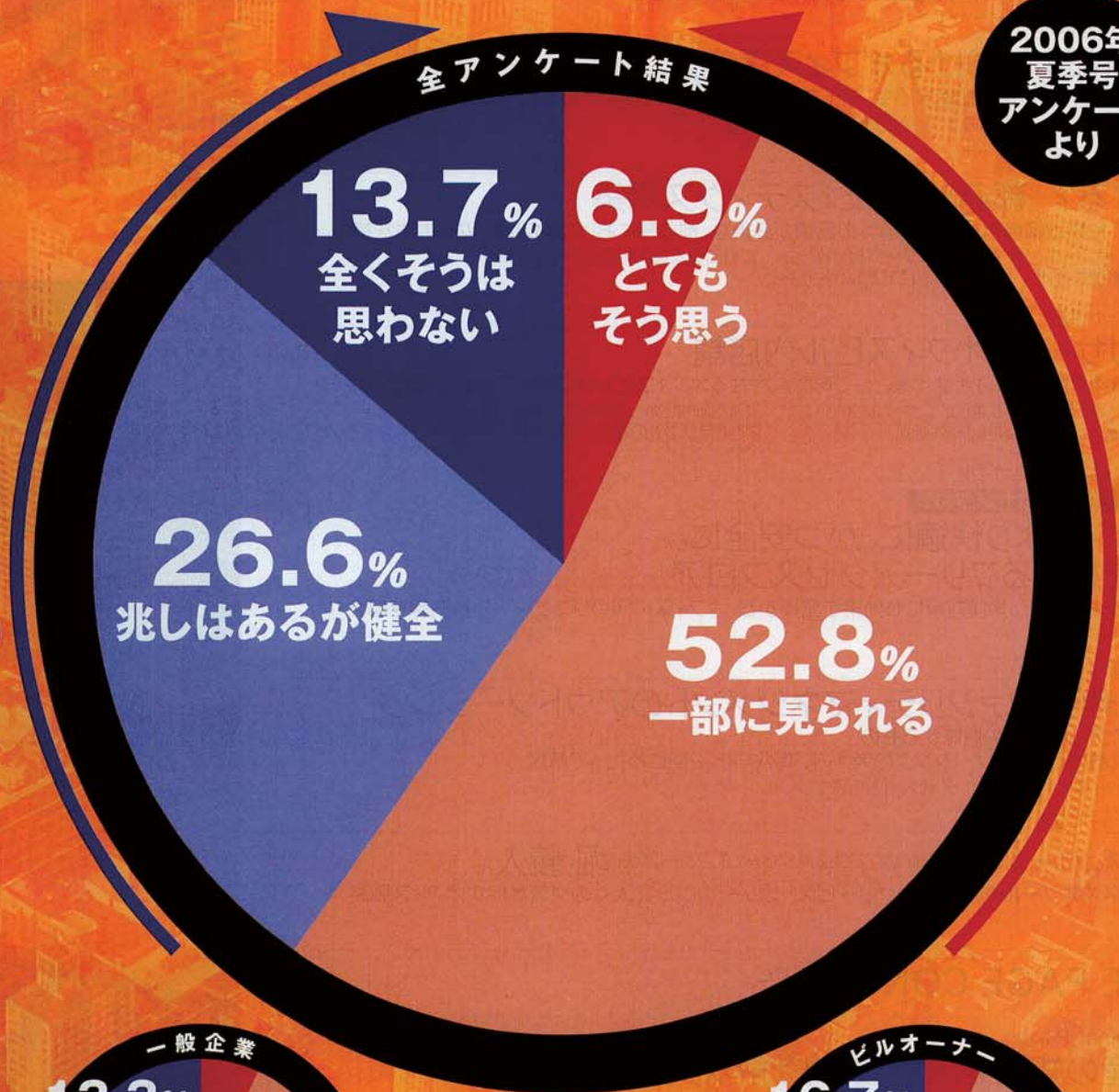
# この景況は “バブル”なのか？

回復する不動産市場は、はたして健全なのか？ それとも、バブル再燃の兆しがあるのか…  
誰もが知りたいと思うその答えを、アンケート分析、業界識者の見解、過去のマーケット  
データ、そして政界キーパーソンへのインタビューと、あらゆる方面から徹底して検証する。

2006年  
夏季号  
アンケート  
より

全アンケート結果

N  
O



Y  
E  
S

一般企業



全 国

ビルオーナー



国税庁はこの8月1日に、2006年(平成18年)分の全国約41万地点における標準宅地の平均路線価が、1㎡当たりで前年比1,000円増、0.9%上昇の11万4000円と、14年ぶりに上昇したことを公表した。昨年、13年ぶりに上昇した東京に加え、大阪、愛知、京都、千葉の4府県でプラスに転じ、地方も下落傾向ではあるものの、下げ幅を大幅に縮小している。昨年9月発表の基準地価(都道府県調査)、今年3月発表の公示地価に続き、地価の指標が発表されるたびに、上昇基調が鮮明になっている。

これら指標に頼るまでもなく、全国各地の活況ぶりは、当社仲介営業の現場からも伝えられている。不動産取引価格の上昇は言うに及ばず、賃貸オフィスビル市場においても、新規出店や拡張移転ニーズの増加、逼迫する需給バランス、

そして需要を集める一部地域のハイグレードビルでは、すでに賃料上昇の動きさえ見られるようになってきていると聞く。

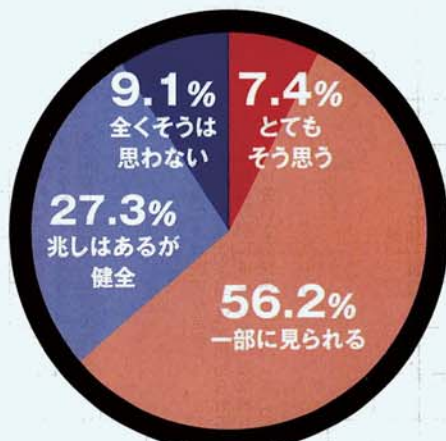
こうした市場の動向が明らかになるにつれ、日増しに高まるのが「これは本物の好景気なのか」「バブルではないのか」といった声だ。確かに、ほんの数年前まで「路線価の〇掛けでも土地が売れない」「大量供給されたオフィスのほとんどが余るのでは」といわれていたのだから、その変貌ぶりに戸惑うのも無理はない。10年以上もの長期にわたり沈滞した市場が続く、今日の不動産に携わる主力プレイヤーの中で、80年代後半のバブルを知る人は、いったいどれくらいいるのだろうか。過去を知らない世代は、驚きとともに、昨今の市場を捉えているであろう。また、かつてのバブルを知る人は知る人で、身

を潜めて時を窺っていた不動産ブローカーが「流れが来た!」とばかりにうごめき出すのを見れば、「バブル」との声が上がっても、決して不思議ではないだろう。

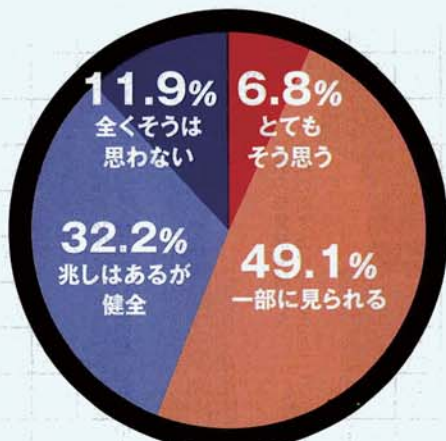
そこで弊社では、6月発行の夏季号に同梱したアンケートに「現在の市況を、“バブル”だと思えますか?」との問いを設け、広く意見を募集した。ご回答いただいたアンケート総数248通のうち、需要者サイドの一般企業が133通、供給者であるビルオーナーが108通と、需給それぞれ約半数ずつの回答となっている。

まず全体の傾向だが、何らかのバブルの兆しがあるとする回答が59.7%と、約6割の人がその気配を感じている。バブルの定義を明確にしない漠然とした設問であるため、言葉が一人歩きしている面もあるだろうが、最も多い意見が「一

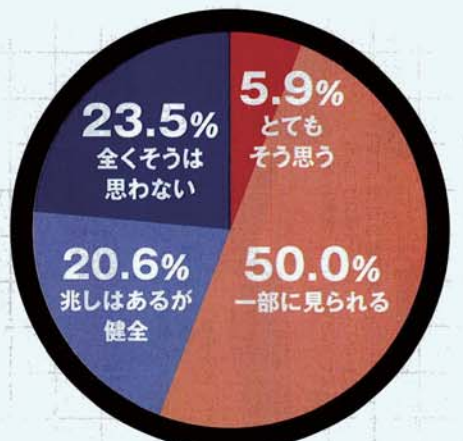
特別企画・総力特集・この景況は“バブル”なのか? — 2006年夏季号アンケートより



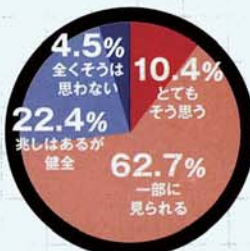
全アンケート結果



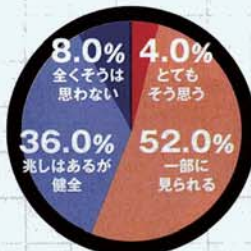
全アンケート結果



全アンケート結果



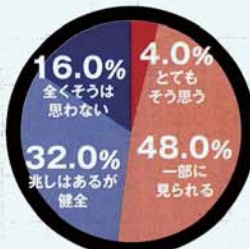
一般企業



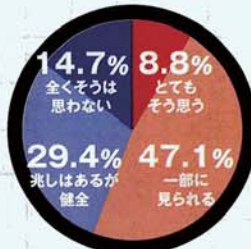
一般企業



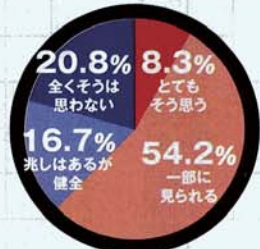
一般企業



ビルオーナー



ビルオーナー



ビルオーナー

東京  
(首都圏)

大阪  
(近畿圏)

地方都市

部に見られる」であることから分かるように、現在の市況に何らかの違和感を持つ人は多い。一般企業とビルオーナーとで分けてみると、当事者ではない一般企業にバブル懸念が強く出ている。外から見た不動産市況の方が、よりバブル的なものかもしれない。一方、ビルオーナーは自己所有ビルの状況が切実に意見に表れてくるため、「全くそうは思わない」、「兆しはあるが健全」という回答の割合が高くなっている。

次に、かねてから不動産市況の好調ぶりが伝えられる東京（首都圏：東京都下および周辺の政令指定都市、横浜市・川崎市・さいたま市・千葉市を含む）と、このところ好況感が増してきた大阪（近畿圏：大阪府下および周辺の政令指定都市、京都市・神戸市を含む）、いまだ停滞気味といわれるその他の地方都市とに分類した結果

を見てみることにする。

それぞれの集計結果を比較すると、予想通り、全体では東京のバブル感が際立っている。だが、ビルオーナーのグラフを見比べると、バブルの認識は、地方>大阪>東京と全く逆になっているのが興味深い。不動産市況が活性化してきているとはいえ、オフィス賃料に反映できているビルは、まだごく一部といわれており、東京の場合「好況だというのに、うちのビルは…」との思いが、より強く出たのかもしれない。逆に地方のビルオーナーは、「都心のビルは好調らしい…」との情報が先行して、このような結果が表れたのだろうか。もう一つの見方が、「兆しはあるが健全」での比較。東京のビルオーナーは、ファンド化・証券化の真っ只中にあり情報も多い。収益還元での評価が浸透していることから、この

ような傾向となったと考えられる。

一方、一般企業におけるバブル感は、東京>大阪>地方と予想通りの順番となっている。バブルを彷彿とさせる高値の不動産取引や、逼迫した市場は、今のところ東京に限られた現象であり、その情報量と身近さが、顕著にグラフに表れた恰好だ。

大阪においては、一般企業、ビルオーナーとも「兆しはあるが健全」との回答の割合が高い。大阪の場合、まさにこれからファンド進出による不動産投資が始まるかといった状況。「なぜ、今、不動産が売れ始めたのか」の理由は理解しているものの、実際の取引はこれからであり、驚くほど高値になった事例があるわけではない。その辺りが、アンケート結果に表れたのではなかろうか。換言すれば、東京では、一部の“驚く

特別企画・総力特集・この景況は“バブル”なのか？ — 2006年夏季号アンケートより

この景況はバブルではない

かつてのバブル期との相違点は、キャピタルゲイン重視からインカムゲイン重視の買い手のスタンス。類似点は銀行の融資姿勢と売主の強気な態度。建設会社 社長●広島

収益還元法による取得が定着し、取得価格には一定の合理性が認められる。ただ一部の取引には、他の資産と比較し利回りが低すぎる、もしくは先行きの見通しが甘いと思われるものがある。不動産鑑定士●大分

高騰が見られるのが一部地域に限られており、実需の裏付けもある。建設会社●高松

一部の収益物件では市場に強気の感が見られますが、住宅地などは横ばいか値が下がっている状態にあります。不動産 社長●仙台

日銀の総量規制解除と、金利の引き上げが始まったことは健全と言える。税理士●神奈川

以前のバブル期のように投資一辺倒ではなく、バランスが取れていると思う。製造メーカーマーケティング課●大阪

東京の状況は特異であって、地方都市では賃料相場に下げ止まり感が見られるに過ぎない。倉庫会社 ビル事業部●神戸

地価上昇等、市況回復の兆しは見えはじめていますが、賃料に反映できるようになるのはまだまだ先。特に、既存の築年数の古いビルには全く影響なし。税理士●神奈川

土地価格や不動産証券化に関しては、商業系、住宅系ともに収益性を脱んだ実需に沿った市場形成と思われる。ただし、一部において周辺情勢に流されている感は否めない。建設会社 営業部長●大阪

不動産の担保価値に対する金融市場の慎重さは評価できる。しかし、不動産証券化については市場が新しく、様々なプレイヤーが参入しており、今後はバブル抑制について十分な監視が必要。テューデリ・リスクマネジメント 社長●東京

金融機関は堅実である。一部の過熱感は見えない現象と思われる。不動産 支店長●大阪

バブル期のような投機はまだ多くない。また、中古（建築）物件流通も低調で、バブルとはなっていない。建設会社 設計部長●東京

実需ベースで、経済性に富んだ物件の価値上昇があるのは当然。建設会社 不動産部●大阪

業務縮小による館内移転や廃業による退出など、ビル経営環境は昨年よりむしろ悪化している。不動産 社長●東京

現在京都では、空室オフィスが多数あり困っています。介護サービス●京都

同じ過ちは二度としないでしよう。製造メーカー●熊本

ほどの高値や上昇した賃料”が、文字通り「一部に見られる」という回答割合を高めていると思われる。

アンケートに寄せられたコメントを見ると、さらにその状況がよく分かる。「バブルではない」とする意見の傾向は二つ。一つは、「当事者として実感できない」というもの。前述した、「うちのビルの空室は決まらない」や「賃料値上げなどどんでもない」、「むしろビル経営環境は悪化」との声もある。もう一つは、東京での取引事例を知った上で、「収益力に基づいている」「実需の裏付けがある」「競争原理によるもの」「金融機関は慎重かつ堅実」といった点を健全性の根拠に置き判断しているものだ。加えて、肝に銘じる必要のあるのが、「同じ過ちは、二度としないでしよう」という意見だろう。

一方、バブルと見る向き意見は、その一部の過熱した取引を見て、様々な面からバブル懸念を抱いている。具体的には、あまりに急激な上昇や、ファンド主体であるがゆえに撤退の心配がある点、そのプレイヤーの実力を疑問視するコメントなど。中には「バブルではない」の根拠とされている収益還元法が、形骸化していると危惧する意見もある。大きく分けると「いくら収益を考えているとはいえ、あまりに高すぎるのでは」という意見と、「転売に代表される、かつてのバブル期の動向が見受けられる」という2点がクローズアップされているようだ。

面白い意見としては「実際の取引価格は分からないが、不動産会社の株価の上昇にバブルを感じる」といった、業界全体の活況ぶりからの判断。確かに、株価のみならず、このところ住宅

デベロッパーや不動産ファンド、アセットマネジメント会社の上場が相次いでいる。また、J-REITの上場数、およびその資産額も上昇の一途をたどっており、これが、業界の外から見た場合、市場がバブルに傾いているとの判断材料にされてしまう点かもしれない。

さて、これまでアンケートを元に、現在の市況感を探ってきた。次項では、早稲田大学大学院ファイナンス研究科の川口教授をはじめ、リクルート「住宅情報」の創刊責任者であり、バブル崩壊前の1989年に関西圏からの地価下落を予測、数多くの著書で知られるネットワーク88代表の幸田氏、そしてメルリリンチ日本証券においてCMBS組成を手がけ、現場の実状を最もよく知る根岸氏と3人の識者の方々に、それぞれ今の不動産市況に対する見解をうかがった。

**ECONOMY**

**この景況はバブルの再来だ**

将来の人口動態並びに金融市場動向を考えると、**居住用資産の余剰感が増している。**  
自動車部品製造メーカー ● 東京

バルクセル物件から火が付いて、「**大火事になったなあ**」と思います。  
不動産社長 ● 北海道

**収益還元法が形骸化している。**  
不動産社長 ● 東京

**実力以上の投資事例が散見される。**  
医療機器メーカー社長 ● 大阪

**不動産会社や電鉄会社の株価上昇にバブル感あり。**  
実際の取引価格は知ることができないが、これら企業の日々の株価の推移から、不動産取引の現状を窺い知ることができ、気がする。  
運送会社 ● 東京

マンション(都心部)および商業地域の再開発の動きの中で、**やや過熱化した現象が見られる。**  
耐震偽装などバブル的発想である。  
即・小売業 経営企画室長 ● さいたま

売り手サイドの**想定価格を、大幅に超える土地取引**が見受けられるようになった。  
建設会社 部長 ● 東京

一部のデベロッパーの土地取得には、**あまりにも高額な取引**が見られる。  
特に、分譲住宅供給にて顕著。  
建築設計・監理会社 社長 ● 東京

倉庫物件の開発において、**テナントの目処がなく着工したり、土地の手当をしているのは要注意だ。**  
倉庫会社 業務企画部 ● 東京

1987年頃の土地の値上がり感と現在とは、**とてもよく似ている。**  
不動産社長 ● 神戸

**物件利回りが低すぎる。**  
これは金利が上がると成り立たない。  
プロパティマネジメント マネージャー ● 福岡

収益の裏付けがあるからバブルではないという説があるが、**短期売買の“不動産転がし”が横行し始めている。**  
不動産鑑定士 ● 東京

ファンドの投資用として**局部的に値上がり**している。  
ファンドが撤退すれば崩壊するのでは？  
シンクタンク ● 東京

不動産投資ファンドの中には、資金のタプつきから**投資採算性に合わない物件**についても買入れているところがあると考えられる。  
不動産社長 ● さいたま

今のところ首都圏に限定されているが、**それ以外にも急激な地価上昇**である気がする。  
建設会社 管理部 ● 広島

2007年以降は床面積に余剰が生じると思う。  
ただし、交通アクセスの良い一等地は除く。  
公認会計士 大学院教授 ● 東京

業界識者の見解・①

# 「バブル」風説の影に隠れた 真の価格下落要因に警戒が必要

早稲田大学  
大学院ファイナンス研究科 教授  
川口 有一郎氏

## PROFESSIONAL OPINION

### 「今の市況はバブルではない！」 データが示すこれだけの理由

ここ数年、不動産市況がバブルを迎えたとの論調が、マスコミによって喧伝されています。また最近では、不動産実務に関わるプレイヤーにまで、そうした懸念が取りざたされています。

確かに2001年以降、賃貸不動産のファンダメンタル価値（本来的な価値）は、80年代後半のバブル期に匹敵するスピードで急上昇しています。しかし、それは経済が回復しているからで、なぜバブルの再来と騒がれるのか、私には正直なところ分かりません。

その理由を説明する前に、バブルとは何かを定義すると、それは「合理的に説明できない価格の急上昇と急下落」であるといえます。

例えば、賃料1円に対するファンダメンタル価値である不動産価格収益倍率（10年物国債利回り+不動産リスクプレミアム-賃料の潜在的成長率）と、実勢価格収益倍率の格差を見れば判断できるでしょう。先のバブル期である87年には、ファンダメンタル価格収益倍率30に対して、実勢価格収益倍率は60以上でした。つまり、賃料1円に対して30円の価値しかないビルが60円で売買されるという乖離が起きていました。しかし、現在はほとんど格差がない状態なのです。

また、一般に取引時の名目キャップレート（還元利回り・期待収益率）が2.5%を下回るとバブルの芽があるといわれていますが、70年代および80年代後半には、物価変動を加味した実質のキャップレートがマイナス、つまり金利の方が高くなっていったほどでした。しかし、現在は3%程度を維持しています。

これらの点から見て、今日の不動産市況がバブルではないと結論付けられるのです。

### 一極集中は当然の帰結 心理的不安は無為な所業

では、なぜバブル懸念が生まれているのか。最大の誤解は、不動産をまるで債券であるかのように、イールドギャップ（キャップレート-長期金利）のみで議論している点でしょう。不動産にはキャピタルゲインやキャピタルロスがあり、リスクプレミアムや期待成長という変数も含めて価格が決まるものです。ですから、イールドギャップがマイナス、イコール即バブルにはならないのです。

もう一つ、実感値としてのバブル懸念がかわれます。その理由としてあるのが、①不動産に対して銀行から様々なルートで資金が流れ込んでいる、②地方は下落しているのに東京や一部の大都市圏で価格が上昇していることからの相対的な印象です。

バブル成立には、必要条件としての過剰流動性（カネ余り）と、過大な期待という十分条件の二つが整わなければなりません。

確かに05年秋以降、不動産への銀行の月額貸出しベースがバブル期に近づき、資金が流入しキャップレートが急激に縮まったことで上昇感はあったでしょう。しかし、これはゼロ金利によって、ようやく不動産価格が上昇傾向を見せたという程度であり、バブルの再来というほどの上昇ではなく、波及効果もありません。

海外からの資金流入も、グローバルな視点から見た不動産サイクルの中で、日本経済が

回復基調にあることが評価された結果に他なりません。

そして、さらにいえば十分条件も満たしていません。過去を総括しても、キャップレートがマイナスだった70年代は高度経済成長がそれを吸収した。80年代はその頃と同じ期待（幻想）を抱いたのでバブルが起きた。しかし、人口減少や財政の逼迫など、様々な問題を抱えた今日の日本に、過大な期待を寄せる人はいません。その意味でもバブルは起こらないのです。

また、一部地域の価格の急上昇についてですが、そもそも局地的なバブルなどありえるのでしょうか。大都市と地方都市、あるいは都心でも一部地域への偏りなど二極化が進んでいます。急上昇している銀座を例にとっても、賃料がどんどん上がるスーパーAクラスがある一方、今でも下がっているビルもある。バブルならもっと面的に広がるはずなのに、特定の地域で高い収益性が認められた物件が上昇しているだけでしょ。また、これから見境いなくこの傾向が広がるとも思えません。

しかも、上昇しているといっても、バブル時に10万円/坪だった賃料が急激に下落して、いまはやっと3万円/坪に回復したという程度のもので。前例を超えればバブル再来かもしれませんが、成長するアジアの中で唯一、近代的なインフラを備え、ポテンシャルの高い東京のオフィスビルの賃料が、3万円/坪でMAXだとしたら、かえって困る人が多いのではないのでしょうか。

その意味で私は、現在はむしろ健全な方向に向いていると感じています。

**バブルでなくとも下落は起こる****問題は金融と不動産の「格差」**

では、バブルではないから価格の下落はありえないかという、そうではありません。その最大の不安材料が金融行政と不動産行政の格差です。

先日、金融庁は2005年度に発動した金融機関に対する行政処分件数が、前年度比で約3倍の250件と発表しました。その中で、REITや私募ファンドに対して業務改善命令が出されているのですが、その原因の一つに挙げられるのが金融行政の論理と不動産実務のビジネス慣行との格差です。

統計的にみると、現在の日本の建物の多くは建築基準法を満たしていないといわれています。例えば、専用住宅を一部店舗に変えたり、確認を受けていない看板があったりすることが、街のあちこちで見かけられるといわれています。また、日本の多くの土地の境界は確定していません。

これは、従来の不動産・建設業界のビジネス慣例では見過ごされてきたことであり、監督官庁も実害がなければ不問に付してきた節があります。しかし、プロセスを重視する金融の視点では、実害がなくてもルール違反はアンフェア、確定していないものは不適合。つまり融資できないことになるのです。

REITや私募ファンドにとって、ファンドに組み入れる時点では見過ごされたものが、出口ではペナルティが課されるとなると、買い手は資金調達ができないという事態も想定されます。もちろん、REITの場合は売らなければ問題はないですし、あるいはフルエクイティで買う投資家が現ればいいのですが、現実には考えにくいでしょう。

この「新しい規律」は無視できないほどの大きな影響力を持っていると思います。日本の建築規制などの不完全性という、想定外の「壁」の出現により、不動産への融資が遮断される可能性が出てきたように思います。不動産金融市場がより規律あるものに進化することは歓迎すべきことですが、従来はエンフォーースメントされなかったものが猶予期間もなく突然強制されると、市場はちょっとしたパニックになるかもしれません。

また、先ごろ日銀はゼロ金利の解除を発表しました。1970年以降、日銀が金利を上げた過去4回は、いずれも世界経済が乱調に入るタイミングと一致していました。前回のバブル

崩壊も、不動産融資の遮断がなければ、あんなに急激な下落はなかったかもしれません。今回の融資ルートの動脈硬化プラス金利上昇となれば、流動化は一気に鈍化する危険性を秘めているのです。

**定期的なりバランスを支える****健全な不動産市場**

政府は、ゼロ金利政策を解除した後のGDP成長を3%と試算しています。仮に今後20年間、年平均で4%成長すれば、日本の不動産は80年代バブルの水準に戻ります。3%成長ということは、不動産価格が今以上に上昇すると予測しているのと同じです。

一方、統計的に見ると、10年タームにおけるボラティリティ(ビルの価値の変動)は、日本の場合、30~80%の変動率であり、最大では±80%の幅で上下がありうると思われます。

我々日本人は、前回のバブルにおいて、第二次世界大戦敗戦と同等の約1000兆円の富を失いました。二度と同じ失敗を繰り返さないためにも、投資家としてすべきことは、「超短期転売」と「買い持ち」(バイ&ホールド)との決別でしょう。

値上がりが始まったからといってキャピタルゲイン狙いの超短期転売を繰り返せば、バブルは必ず再来します。また、一方で買った永久に保持し続けるというバイ&ホールドは、不動産の供給を細らせ、根拠もなく価格を押し上げる結果を招きます。

期限のない投資は、投資とはいえません。定期的に保有している不動産の価値を見直し、5~7年くらいでリバランスするような市場になれば、需給関係がある程度の変動性でバランスし、流動性が維持されることになります。

最後に、風説に踊らされず、きちんとした論理を持ち、プレイヤー全員が規律のある行動をとることが、不動産流通市場の健全な姿だと考えます。

業界識者の見解・②

# カネ余りの金融市場が不動産市場をゆがめ 新たな形のバブルを引き起こす

株式会社ネットワーク88 代表  
幸田 昌則氏

## PROFESSIONAL OPINION

### 史上空前の空家率が物語る マンション・貸家の供給バブル！

現在、我が国の住宅市場では、全国で650万戸を超える空き家を抱え、空き家率12%超という異常な事態が起っています。地域別にみると、平成15年の統計におけるトップの大阪市では、総住宅数145万8050戸に対して空き家数25万5400戸と、空き家率は17.5%に上っています。

以下、この空き家率の高い都市を順番に挙げていくと、千葉市、仙台市、名古屋市、広島市、京都市と地方大都市が名を連ね、しかも、これらほとんどの都市で、調査する年毎(5年毎)に空き家率が上昇しているのです。ちなみに、東京23区は10位で空き家数49万1450戸。平成10年からの5年で空き家率はやや改善(-0.2ポイント)したものの、11.2%という状況。つまり、足りないと思われがちな大都市圏ほど住宅が余っているのです。

その主因となっているのが、近年に起こったマンション供給ラッシュです。首都圏における新築分譲マンションの供給は、ピークこそ2000年の10万戸弱ですが、94年から継続して高水準を維持。近年も依然として毎年8万戸台をキープしています。また、アパートなどの貸家着工数も99年から増え続け、04年、05年とも15万戸を上回っています。さらに建売住宅でも、04年には70万戸を突破し、05年もそれに近い数字で推移しているのです。

最近のある新聞発表によると、築後1年以内を除く東京都心部の賃貸マンションの空室率は、4.5%とありました。この数字だけ見れば、住宅市場は健全かに思えます。しかし、新築

を含むと8.3%に上昇、1年以内の新築のみでは、なんと30%もの空室があるのが実態です。地域的な需要の強弱、人口の増減はあるにしろ、マクロで捉えると、今後人口は明らかに減少傾向に入るにもかかわらず、高度経済成長期を上回る勢いで住宅が供給されている。80年代後半が価格上昇のバブルであったのに対し、現在は、供給過剰のバブルの時代を迎えているといえるのです。

### 超低金利と金融緩和が支える 未曾有の供給過剰

では、なぜこのような事態が起こったのでしょうか。一つには、景気低迷と経営環境の変化により、企業から多くのマンション建設用の種地が市場に供給されたことが挙げられます。しかし、売れ続けなければ供給はストップするはず。これらの物件が作られ続け、売れ続けた理由は、近年の超低金利にあるのです。

数年前までは沈静化していた不動産業への銀行からの融資が、ここ数年で急増しており、現在では50~60億円の融資など当たり前といわれています。この資金をバックに開発が行われています。さらに買い手側から見ても、賃貸で月15万円の家賃が払えるなら、金利が安い新築マンションや戸建が十分買える。言い換えれば、超低金利は家賃を割高に見せる効果があり、多くの人が100%ローンかオーバーローンでさえ住宅を購入できるのです。加えて、新築には各種の優遇ローンが認められている。そのため、一般には新築価格の80~85%で推移するといわれる中古マンションが、現在では50%程度に下落してい

ます。価格について詳しくは後述しますが、この新築価格と中古価格の乖離が、現在の市場価格の構成がいびつなものであることの一つの証左といえるでしょう。

徹底した新築マンションへの需要の集中。そして、仮に100戸のマンションが建設されると、周辺の賃貸住宅の方々が主に購入者であることから、新たな空き家が出現するのです。

また、銀行に預けていても利息がつかないのでアパート経営でもしようという人が増え、貸家が増えました。つまり、銀行のお金が様々なかたちで不動産関連に流れ込み、超低金利と金融緩和が供給バブルの後押しをしたといえるのです。

### 大量供給でも、分譲価格や 賃料が下がらない不思議

これだけの大量供給が行われれば、本来なら新築マンションの分譲価格や賃貸住宅の家賃は当然下がるはずなのに、依然として高止まりで維持されています。

その理由の一つは、低金利のため月々の住宅ローンの支払額が家賃以下になり、買いやすいため、デベロッパーの言い値で販売できてしまうことです。金利が高ければ値を下げなければ売れない。つまり、本来の需給関係なら買い手市場になる。これを低金利が支えることで供給者側にとってメリットのある売り時が続いているのです。

これほどの完成在庫を抱えながら、マンションデベロッパーがこれまで延命できた大きな要因には、買い手としての不動産ファンドの存在があると私は見えています。現在、一部のファ

ンドでは、新築マンションをまとめて購入して賃貸に回すという手法をとっています。主に売れ残った物件の最終取得であるため、大幅ディスカウントとなっているようですが、売り手にとっては、利益は見込めなくとも、少なくとも資金の回収はできるでしょう。それを、ファンドが高級賃貸マンションとして貸し出しているわけですが、彼らの多くは収益性を重視して賃料を決定しているため、おおむね相場の2～3割増しの設定になっています。これが、賃料が下がらない要因の一つ。ただし、これら物件群の入居率は低水準なことが多く、極めて危うい状況ということが出来ます。

また、先に述べた大量供給によって潤ったデベロッパーやアパート専門メーカー、住宅メーカーは、近年、こぞって上場しました。彼らは株式公開したことで、常に株主からの利益拡大の圧力がかかっています。そのため、供給を休みたたくとも休めないのです。

2005年以降、全国で450棟の超高層ビル建設(オフィス・住宅含む)が計画されていますが、うち300棟が首都圏に供給される予定です。このボリュームにはたして心配はないのか。不動産業は裾野が広いので、小泉政権の政策の下、経済活性化の大きな原動力となったのは事実ですが、行き過ぎれば必ず値下がりの原因になるはずですよ。

**一時的な需要拡大で解消された  
オフィスの空室率**

一方、オフィスビルに目を転じると、2003年問題として懸念された空室率も、今日では急速に回復しています。一時は10%を越えていた平均空室率が、今では逼迫した状況ともいえます。その背景にあるのが、景気回復に伴う求人増加です。景気低迷時に経費削減のためリストラを断行した企業が、その回復とともに、団塊世代の大量退職が起こる2007年問題に合わせて、積極的に求人を行っています。そのため、将来需要をも含めた事業スペースの確保に、オフィス移転需要が急増しているのでしょう。

それ自体は結構なことですが、一方で二極化が進んでいるのも事実です。例えば、地方でも北海道では札幌、九州では福岡など、そのエリアの中核都市の空室率改善には目覚ましいものがありますが、そこから広く周辺地域に波及してくわけではなく、あくまでも局地的な現象にとどまっています。

つまり、人口減少が著しく、今後の消費マーケットの成長が望めない地方では、特に希少性の高い一等地で、さらに安定した収益性が望める物件でない限り、需要は生まれません。にもかかわらず、一等地とはいえ、大阪の御堂筋のように、全国でも事業所の減少が最も大きいエリアの地価が上昇するといったことは、カネ余りによる所業以外のなものでもないように思われます。

**カネ余りの現実が  
第2のバブルを呼び起こす**

改めていうまでもなく、不動産業界は金融で動かされています。繰り返しになりますが、金融が本来の需給バランスをゆがめる根源なのです。

リゾート地である軽井沢では、5年前に3億円だった物件が、今年始めに13億円で売られました。この間、いくつもの転売があったのですが、その中にエンドユーザーは不在であり、いわゆる業者間の「転がし」による価格の上昇です。銀行のカネ余りが、業界への巨額融資となり、前回のバブル期の再現ともいえる状況が起こり始めているのです。

戦争等で破壊される危険の少ない日本では、長期的に見ればオフィスも供給過剰になることは必然でしょう。こうした中、カネ余りだからといって実需のない不動産の取引が連続すれば、いずれ第2のバブルを引き起こすことになるのです。

不動産に携わるそれぞれのプレイヤーが、先の需要を見越して、賢い選択をしてくれることを望んでやみません。

PROFESSIONAL OPINION



業界識者の見解・③

# 広域化、多様化する不動産取引 不動産証券化も、商品設計力が試される時代に

メリルリンチ日本証券株式会社  
不動産ファイナンス部 部長  
**根岸 憲一氏**

## PROFESSIONAL OPINION

### 不動産ローンの借り手と CMBS投資家の仲介役

弊部の事業は二つから成り立っています。一つは、不動産ファンドなどの不動産投資家に対し、ノンリコースローン（借主の信用力に頼らず、不動産の収益力のみを評価する貸付）を提供する融資事業。もう一つは、そのような貸付を裏付に、CMBS（商業用不動産担保証券）と呼ばれる不動産証券化商品を組成する証券化事業です。これは、ローンを償還リスクの異なるクラス毎に切り分けた上で格付けを取得し、金融商品として金融機関などの機関投資家に販売するもので、1件のローンだけを対象にCMBSを組成することもあれば、複数のローンを束ねて一つのCMBSを組成することもあります。

つまり私どもの事業は、ローンの借り手である不動産投資家と、CMBSに投資する不動産証券化商品の投資家との橋渡しをするようなものです。両者の需要を理解することが求められますし、結果として両者の動向を観察できる立場にあるわけです。

昨今、CMBSの対象である不動産、また、不動産投資家や不動産証券化商品の投資家の間で、様々な動きが出てきています。ここでは、不動産市場および不動産金融市場で、最近目になっている変化についてお話ししたいと思います。

### 多層化が進む 不動産投資家

まず、不動産市場の動向ですが、全般的に売り手市場が続いていると思われます。4～5年程前までは、都心部のオフィスや住宅などの

箱型不動産（オフィスや共同住宅等）が中心に取引されていました。取得競争が激しくなるにつれ、投資対象の範囲が地方の中核都市へと広がり、一方で倉庫やショッピングセンター、ビジネスホテルなどのオペレーション型不動産への投資も盛んになりました。今では地方のオペレーション型不動産の取得競争も激しくなり、キャップレートが低下しています。

このような状況を踏まえ、最近よく、不動産の価格が“バブル”の様相を呈している、という議論を耳にします。ただし、値上がり益や含み益などを狙って投資がなされていたバブル経済時とは異なり、現在の取引価格の上昇は、収益目標であるキャップレートの設定を下げることにより引き起こっています。このため“バブル”状態にあるかは、実取引のキャップレートが適正な範囲内にあるかどうかで判断すべきと思われますが、画一的に断ずるのはなかなか困難です。

キャップレートとは、目標とする投資リターンであり、投資リターンは投資によるリスクに見合うべきものです。そして、リスクとは投資に伴う不確実性であると考えます。不確実性は、同一物件に投資しても、投資家の能力や経験により異なるはずですが、例えば、同じ地方のマンション投資であっても、その地域で何度もマンション経営をしている方と都心のオフィスビル投資しか経験したことがない方とでは、効率よく稼働率を保てるかどうかには差があります。誰が投資するかにより、不確実性の度合い、つまりリスクが変わってくるのです。

投資家の投資経験や運営能力にかかわらず、一様にキャップレートが低下し、横並びの水準

で売買がなされていたら、中にはバブルを思わせる、リスクに見合わない金額での投資がなされているといえるのかもしれませんが。オペレーション型不動産では、さらにこれら実力の差が、顕著に収益力に現れます。立地と建物の構造・設備というハード面が揃えば、比較的一定の結果が期待できる箱型不動産への投資と違い、オペレーション型不動産は、事業運営のノウハウというソフト面が事業の成否を左右し、運営者の能力や経験により、同一不動産でも収益力が大きく変わってくるからです。

競争原理に基づいて行われる不動産売買では、特に現在のような売り手市場においては、競合相手よりもキャップレートを下げて購入しなければなりません。価格の上昇は必然なのですが、仮に隣り合う不動産が同水準のキャップレートで取引されていて、買い手の投資経験、運営能力、地域への精通度などの差によっては、一方は投資リスクに対し適正な価格で購入しているながらも、他方は投資リスクに見合わない値段で購入されていることがあるわけです。

### 金利上昇&デフレ脱却 地方物件の取引も動き出す

金利が上がると不動産プレミアムは縮小するため、最近の金利上昇は不動産投資に影響を与え得ます。不動産プレミアムというものがあって、これは不動産投資に伴うリスクを負うことにより、得ている投資リターンを指します。全リスクをとらない投資として、国債の購入が考えられ、これにより得られるリターンの割合をリスクフリーレート（risk free rate）といいます。リスクフリーレートには10年物新発国債の利回りをを用いる

ことが多いのですが、現在のこの水準はだいたい2%です。これに対し、不動産投資により得られるリターンが5%だとすると、差の3%が不動産プレミアムとなります。

リスクフリーレートが一定で、不動産投資によるキャップレートが低下すると、不動産プレミアムが縮小します。また、金利が上昇していく環境にあると、やはり不動産プレミアムは縮小します。欧米と比べると、日本の不動産プレミアムはまだ確保されている状況にあり、多くの不動産投資資金が海外から流入しています。しかしながら、不動産プレミアムが一定割合以下になった場合、そのリターンが不動産投資に伴うリスクに見合わない判断され、資金の流れが少なくなっていく可能性があります。

物件取得時のキャップレートが低下傾向にあり、金利が上昇傾向にある現在、一定の不動産プレミアムを確保するには、期中のキャッシュフローを改善することが有効な手段の一つだと考えられます。必要なリノベーションの施工、賃料の増額交渉、優良テナントの誘致、有利な条件でのノンリコースローンの調達などが挙げられるでしょう。このような方法で、市場全体の不動産プレミアムが縮小する環境の中でも、効率よくリターンを上げていくことが可能です。

デフレ脱却についてですが、これは私どもが見ている範囲に限定しても、その傾向が目につくようになってきています。都心では高層ビルの建設が多く見られるようになりましたし、好立地のオフィス物件においては賃料の上昇や空室率の低下が進んでいます。買主も以前は在京の不動産ファンドなどが中心でしたが、今では地方で実需の投資がなされるようになっていきます。それも県庁所在地などの核都市のみならず、郊外の産業道路沿いの流通拠点なども取引されています。

このように不動産市場が広がってくると、多種多様な物件を対象に、様々な投資経験や能力をお持ちの方が取引を行うようになります。不動産投資家と、不動産証券化商品の投資家との橋渡しを行う私どもにも、不動産投資家の投資戦略の実現性や物件の質、市場に対する先見性など、あらゆる観点から精査できる目利きが求められるようになっていきます。

#### 高まるCMBS投資熱の裏に シビアなリスク判断の目

次に、不動産金融市場の動向ですが、CMBS投資に変化が出てきました。98年に

CMBSが日本に登場して以来、CMBSのспレドは継続して縮小してきました。これは不動産市場および不動産金融市場が整備、拡大してきたことと、金利が低水準で推移してきたことに因るところが大きいと思われます。ところが今年に入り、спレドの拡大が見られるようになってきました。これは金利上昇局面におけるボラティリティの増加、超大型案件の登場による需給バランスの変化、姉歯事件など不動産関連不祥事の発生などが影響したと考えられます。

全般的にどのCMBSもспレドが拡大していく中、弊社がアレンジし、7月7日にクローズしたJML Maynds信託受益権(単一不動産を裏付としたCMBSの発行額として今年最大、共有物件を裏づけとしたCMBSとしては過去最大;編者注)は、かなりタイトなспレドで完売することができました。特にシングルAからシングルBまでの各クラスは、昨年同月に発行されたCMBSに大変近いспレドでご購入いただけました(中にはJML Maynds信託受益権の方がタイトなクラスもありました)。

全般的にспレドが拡大している中、JML Maynds信託受益権のспレドが一年前の水準で売れたことや、同時期に販売された同格付クラスの販売状況を見ても、案件毎に必要な大きさが異なる市場になってきたことを感じています。

#### 不動産金融市場は 今後も発展の見込み

今後、不動産プレミアムがどこまで維持できるかという問題はありますが、近年はキャッシュフローを重視した不動産取引が確立されており、また不動産の流動性も飛躍的に向上しています。まだ市場に流通していない不動産のストックもあることを考えると、突然に不動産市場や不動産金融市場が縮小することはないだろうと考えます。

CMBSの対象物件が多岐にわたるようになり、また不動産証券化商品への投資家の目は、より案件を峻別するようになっていきます。私どもに求められるのは、不動産投資家の戦略を理解したノンリコースローンを提供し、同時に、魅力あるCMBSを投資家に提供していくことです。これまで以上に、不動産および不動産金融双方における目利き、知識、経験、が求められ、そのような能力のある人材をそろえた組織づくりが、今後、重要だと考えています。

PROFESSIONAL OPINION

## マーケット温故知新、数字で見るバブル期と現在の比較

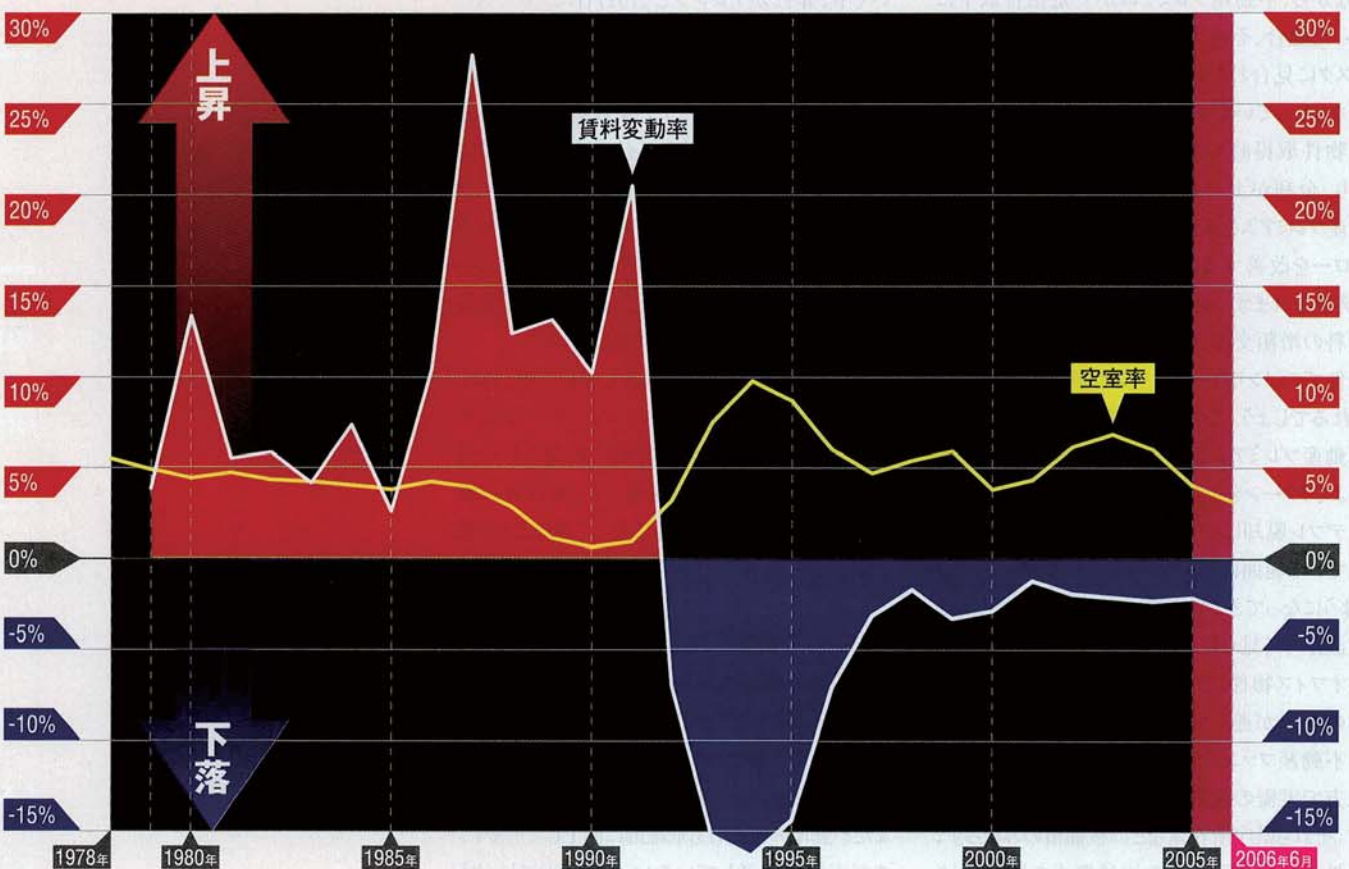
# いにしへのオフィス市場を知る

## 賃料変動率に見るバブル期と現在

バブル期においては、かつてないほど急激に賃料が高騰した。しかしそのピークは、全国一律ではなく、各都市のマーケットの需給バランスや、経済的要因によって、異なる様相を示す。ここでは主要都市の賃料変動率と空室率の経年推移をたどり、過去の状況を詳細に検討することで、昨今のバブル感を冷静に捉えたい。

### 東京〈賃料変動率・空室率〉

いにしへのオフィス市場を知る



東京の賃料が急激に上昇した年は80年、87年、91年である。これは次ページの地価変動率の商業地でのピーク年とほぼ連動する。特に、85年から87年にかけて激しい上昇が見取れるが、85年はプラザ合意が成され、円高不況への対応からバブル経済の発端とされる金融緩和政策が行われた年。東京では他の都市とは異なり、タイムラグなく、まさにこの年を境にオフィス賃貸市場が大きく変化したことが分かる。

バブル期には、87年、91年と賃料変動率のピークが2回あった。87年から90年にかけては、空室率の低下とともに賃料変動率が低下。賃料上昇期ではあるが、まず、テナントニーズ

を集めた高額賃料のオフィスが市場から消え、比較的グレードや立地の劣るビルが残ったため、その上昇率は10%程度に落ち着いたのだろう。90年は、円・債権・株のトリプル安と、経済のほころびの一端が見え隠れしていたことも、抑制の一因となったと考えられる。興味深いのが91年の再ピーク。すでに時代は空室率上昇の兆しが見えていたが、逼迫した市場に出回った物件は、継続するバブル感と旺盛な企業の増員意欲を背景に、超強気な賃料設定を行った。これが如実にグラフに反映されている。

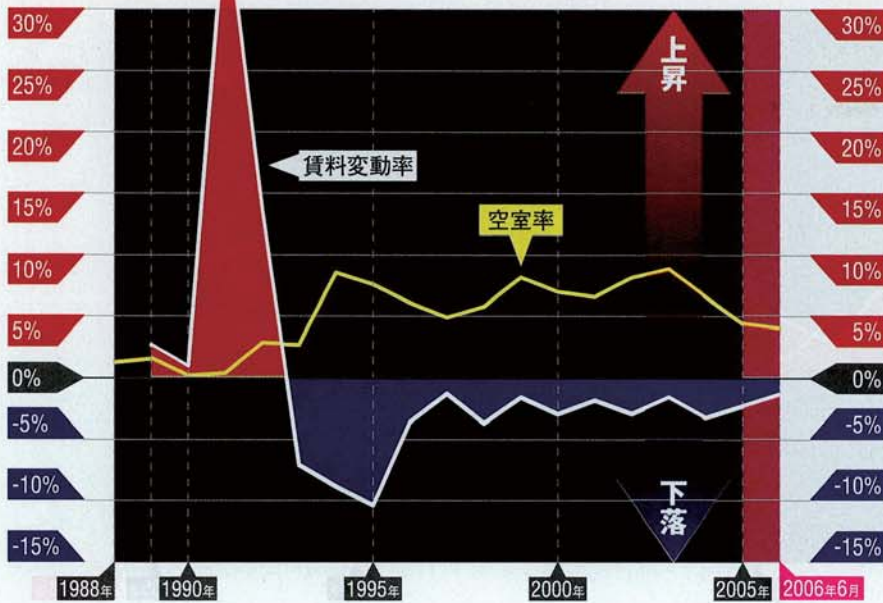
バブルの清算がとりあえず終息するのは97年頃。以降は、10年近く見慣れたマケッ

トが続く。すなわち、空室率は若干の上下動はあるものの5%前後で推移し、賃料は毎年ジリジリと低下を続けるといった状況である。

さて、現在の東京はどうか。参考までに、05年の年間データと、最新06年6月期の四半期データとの変動率をグラフに示した(グラフ右端、紫で表示)。空室率は低下しているものの、賃料低下傾向は継続し、下落率はさらに拡大。近年、市場に変化が出てきているとはいえ、巷で言われるようなバブル感の一部の地域、物件に限定される。市場の動きが最も顕著な東京においても、このようなマクロのデータ上には、表面化していない。

## 横浜(賃料変動率・空室率)

## いにしへのオフィス市場を知る



横浜のオフィス賃料バブルは91年である。当時のマーケットの逼迫具合は東京以上で、賃料変動率の38%上昇という数値は、全都市の通年での最高値である。同年の空室率は極端に低く、ゾーン別に見ても、横浜西口、関内、新横浜がそれぞれ0.1%、0.6%、0.2%という状態で、僅かな空室に需要が集中し、超強気な賃料設定が行われた。バブル崩壊後は、東京から1年遅れで賃料低下局面に入るが、僅か1年のバブルだったためか、賃料変動率のマイナス傾向は東京よりも小幅にとどまっている。直近の空室率は4.0%と、近年の低下基調を継続。場所によっては2%前後と需給が逼迫している。ここに示してはいるが、近年の3ヵ月毎の賃料変動率を見ると、市場が限定されているためか平均賃料の底打ち感は東京を上回っている。

## 六大都市(東京・横浜・名古屋・京都・大阪・神戸)における地価と変動率の推移



〔不動産白書2006〕(株式会社生駒データサービスシステム発行)  
〔第1章 特集—不動産温故知新〕より抜粋

高度経済成長期を中心とした都市への継続的な集中は、土地の需給バランスにおいて常に需要過多の状況を創出し、都市の地価はほぼ一貫して上昇を続けていくこととなる。

グラフ点線は財団法人日本不動産研究所がまとめている六大都市(東京・横浜・名古屋・京都・

大阪・神戸)の市街地価格指数(2000年を100)を時系列で示したものである。

これを見ると、バブル経済期の地価、特に商業地の上昇が際立っていることが視覚的にも確認される。ここからはバブル経済期の特異性のみがうかがえるが、これを対前年変動率で見ると異なる傾向が見出せる(グラフ実線)。

対前年比で見たときの地価(3用途平均)の変

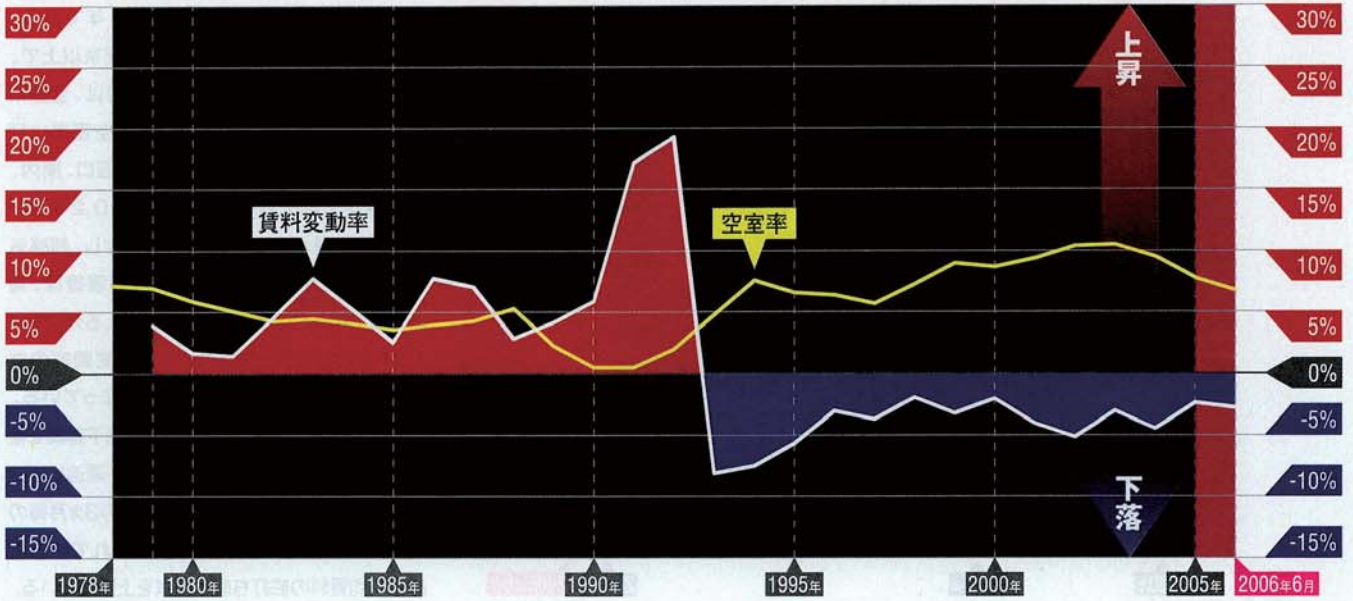
動が最も高いのは1961(昭和36)年、次いで高いのは1973(昭和48)年、バブル経済期の1988(昭和63)年は三番目である。また、1961年に最も上昇しているのは工業地、1973年は住宅地、1988年は商業地とそれぞれ用途も異なっている。

地価の高騰は、実需に加え投機的な資金が大量に流入することで発生する

(以下「不動産白書2006」10ページに続く)

## 大阪〈賃料変動率・空室率〉

いにしへのオフィス市場を知る



東京と比較して大きく異なるのは、非常識な賃料上昇、つまりバブルが起こった時期である。東京の賃料変動率ピークの87年は、大阪ではむしろ抑制傾向にあり、そのピークは91年、92年と、かなり遅れたものとなっている。91年の変動率は、対前年比11.3ポイントの急上昇。ピー

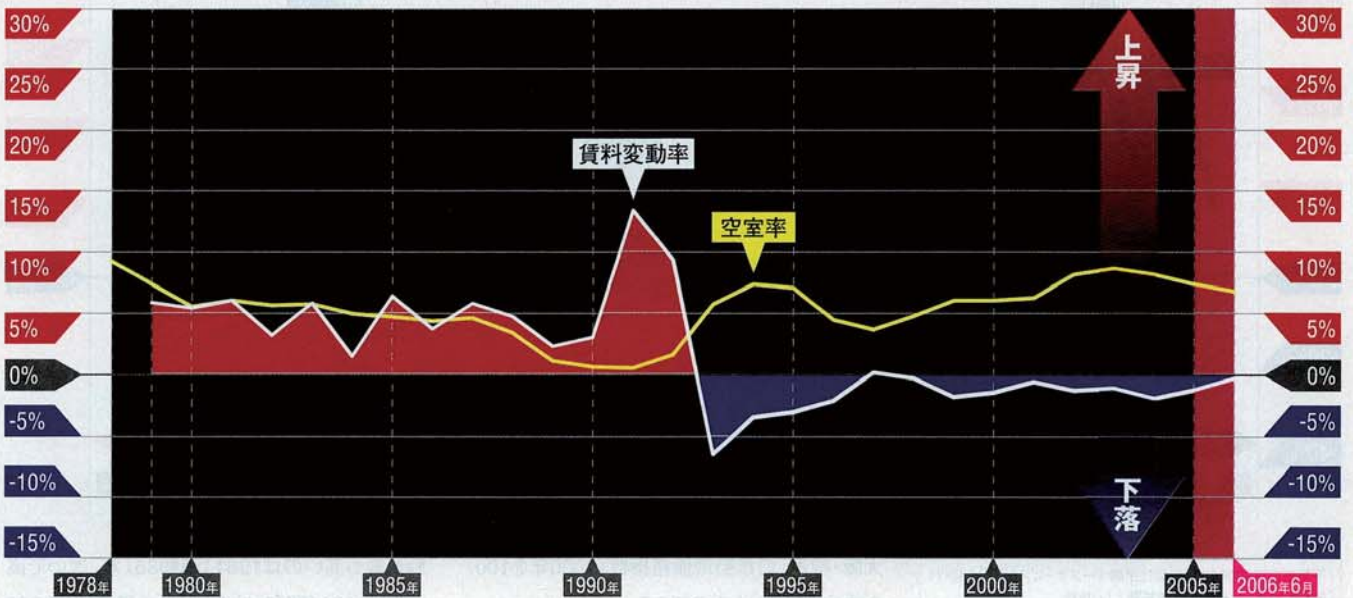
クは92年で、賃料上昇率19.3%を記録。空室率の推移から判断するに、91年の需給バランス逼迫による賃料急上昇後、翌年に募集に出された空室が、さらなる賃料上昇を後押しした恰好だ。その賃料上昇がはたして適正だったかどうかについては、後の状況が証明する。グラフ

に示された紺色のボリュームが示すように、年毎の賃料下落率の水準は際立って大きい。

最新の状況を見ると、06年6月期の空室率は6.8%とここ数年ではもっとも低い数値である。バブルというには程遠いが、いくばくかの回復傾向が見られるといったところか。

## 名古屋〈賃料変動率・空室率〉

いにしへのオフィス市場を知る



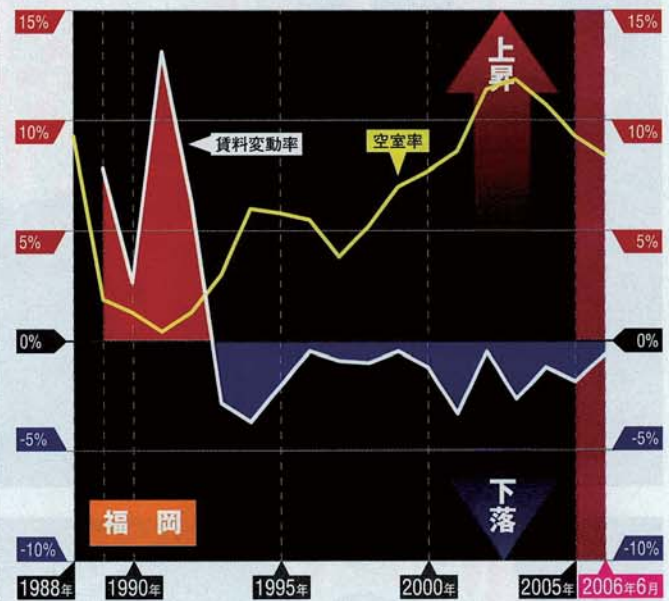
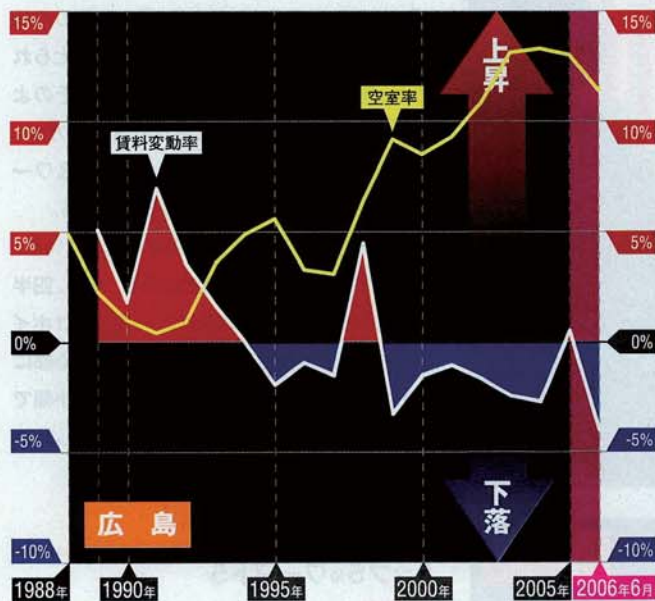
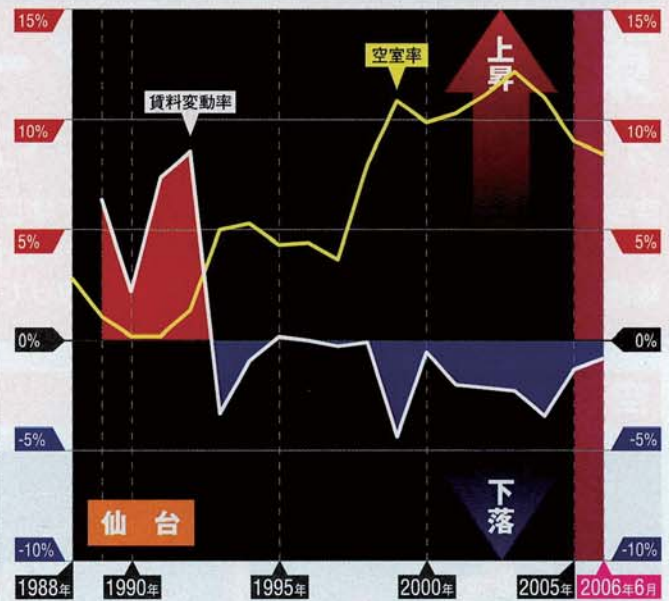
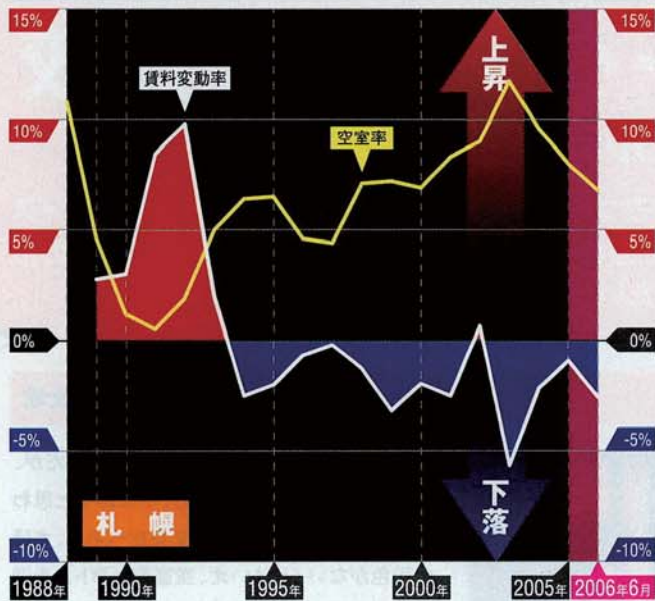
基本的には大阪のスケールダウン版といった様相であるが、大阪とは異なる部分に、名古屋オフィス市場の底固さが表れている。あくまでマクロデータに基づくものだが、例えば91年から92年にかけて、大阪では需要逼迫に伴い新たな募集をさらに強気で貸し出そうとした

のに対し、92年の名古屋では、すでに賃料変動率を低下させている。もちろん賃料は上昇しているものの、少しでも空室が出始めると、すぐさま対処するオーナー気質を反映したものであろう。また、93年から賃料下落期となっているが、バブルの後始末も少なく、以降、現

在まで下落率が低水準で推移していることなど特筆すべきポイントだ。全国各都市で長期的に比較すると、名古屋オフィスマーケットは健全性が際立っているといえる。04年以降は、賃料上昇率、空室率ともに好調に推移。最新調査の6月期は空室率6.8%で、低下傾向が続く。

## 地方4都市（賃料変動率・空室率）

いにしへのオフィス市場を知る



地方都市の賃料変動率は、いずれも90年に一旦低下する。この年は、トリプル安に端を発する金融不安、加えて総量規制に起因する市況停滞による賃料の踊り場であった。対して91年はいずれの都市でも賃料の急上昇が起こる。当時の弊誌の記述を見ると「いつまで続くか懸念されている好景気も意外と底堅く、企業活動は堅調。人員採用や設備投資意欲になって表れており、それに伴いオフィスマーケットでは空室率が軒並み各都市で低下。賃料も急上昇」とある。ただし、あまりの急騰ぶりに、当時、好立地志向の強かった銀行・証券などの金融機関は、それまでの高賃料水準下での精力的な店舗拡大路線を手控えた。一般企業でも、高賃料を嫌い郊外型拠点に転換する動きが出始めたのもこの

時期である。再びバックナンバーから引用すると、「オフィス市場の現状は、先行き不透明さととまどいを感じながらも、それがいまだ顕在化していない」とある。はたしてこの記述から、今、学ぶ必要はあるやなしや。以下、都市別に見る。

【札幌】91年に空室率は0.5%まで低下。同時期に賃料が急上昇したが、94年以降は、賃料変動率はマイナス傾向が続き、空室率も上昇傾向に。現在は需要拡大局面に入り、最新の6月期の空室率は6.8%まで低下した。

【仙台】89年に政令指定都市となった後、空室率は91年、92年ともに0.2%と逼迫。バブル崩壊後も、東北支店経済の後押しによって比較的好況であったが、98年、99年の大型供給の影響で悪化傾向に。以降、供給抑制が

図られ、現在8%台まで空室率が低下。仙台駅周辺では品薄感も拡がる。

【広島】バブル期以降、供給抑制が続いた上に企業業績回復による需要拡大が進んだが、金融不安等による地方拠点縮小で、空室率は97年以降上昇傾向に。最新市況では、四半期毎の空室率は5期連続で低下。07年の新規供給計画が市場にどう作用するかが注目される。

【福岡】91年には13%強の賃料上昇を記録し、地方都市で最も高騰したのが福岡だ。その分、バブル崩壊後の賃料調整が若干見られるが、需給バランス自体は安定。逆に、バブルの後始末が済んだ97年以降に需要が鈍化し、03年には11.8%まで空室率が上昇した。最新の空室率は8.4%と改善傾向。賃料下落も落ち着きを見せる。

※当該タイトルにおけるグラフは、1978年～1995年については「季刊オフィスジャーナル 1998 SPRING 創刊20周年記念号」所収「オフィス市場「20年」変遷史(PART II)：賃料・空室率で見る20年」、1996年～2006年については弊社発行「オフィスマーケットレポート」よりデータを抽出、これを元に編集部にてグラフ化した。また、賃料変動率は通年データの前年比であるが、グラフ右端、紫で示した2006年6月の賃料上昇率は、2006年4～6月の四半期の平均賃料と2005年通年の平均賃料とを比較したものである。最新の動向として、参考として掲載した。

## マーケット温故知新、数字で見るバブル期と現在の比較

# 東京オフィスマーケット徹底比較

## オフィスマーケットに見るバブル期と現在

空室率、賃料上昇率、オフィス街成長率。ここではこの三つの指標を通じて、ややミクロ的に東京オフィスマーケットのバブル期と現在を比較する。その共通性と差異は？ また、データ上には表れない現場の市場感覚とはどういうものか。ポイントを絞って語ってみたい。

### 空室率(1988年 & 2006年)



### 東京オフィスマーケット徹底比較

円柱が高いほど空室があるゾーンなのだが、驚いたことに、バブル真っ只中にあると思われる88年と現在の空室率を見比べると、さほど遜色がない(とはいえ、空室率がボトムを迎え、市場が最も逼迫した状況になったのは、バブル崩壊直前の90年であるが)。昨今の市場を語る上で、よく「二極化」との表現がとられるが、現在の空室率を地域別に見てもそのような傾向はなく、かえって88年当時の方が、エリア間格差が顕著なほどだ。トップ5&ワースト5を見ても、その傾向は明らかである。

最新6月期の東京全体の空室率は3.1%と、04年以降連続して低下基調にある。ただ、四半期毎の調査による対前期比は、わずかに0.1ポイント減と改善傾向は少々足踏み状態。都心部に限れば、0.2ポイント減の2.7%とやはり小幅ではあるが、バブル崩壊後、空室率が上昇し始めた92年の水準にまで低下を見せている。

#### トップ5&ワースト5

1988年			
ランキング	ゾーン番号	ゾーン名	空室率
1位	1	丸の内・大手町・有楽町	0.0%
2位	2	内幸町・霞ヶ関・永田町	0.1%
3位	18	浜松町・芝公園	0.3%
4位	10	室町・本町	0.4%
5位	7	内神田・神田須田町	0.5%
5位	12	日本橋・八重洲・京橋	0.5%
36位	30	四谷三丁目	7.1%
37位	13	茅場町・八丁堀・新川	7.9%
38位	21	六本木	7.9%
39位	38	後楽・神楽坂	8.8%
40位	39	浅草橋	10.1%

2006年			
ランキング	ゾーン番号	ゾーン名	空室率
1位	1	丸の内・大手町・有楽町	0.2%
2位	2	内幸町・霞ヶ関・永田町	0.4%
3位	27	恵比寿・広尾	0.6%
4位	23	青山	1.2%
5位	25	渋谷	1.3%
36位	24	西麻布	5.8%
37位	8	堀留町・東日本橋	6.3%
38位	31	大久保・百人町	6.6%
39位	33	西池袋・池袋	7.1%
40位	32	高田馬場	8.7%

## ゾーン名

- |               |               |                |              |
|---------------|---------------|----------------|--------------|
| 1 丸の内・大手町・有楽町 | 11 人形町・蛸殻町    | 21 六本木         | 31 大久保・百人町   |
| 2 内幸町・霞ヶ関・永田町 | 12 日本橋・八重洲・京橋 | 22 赤坂          | 32 高田馬場      |
| 3 麹町・平河町・紀尾井町 | 13 茅場町・八丁堀・新川 | 23 青山          | 33 西池袋・池袋    |
| 4 番町          | 14 銀座         | 24 西麻布         | 34 東池袋・南池袋   |
| 5 飯田橋・九段・富士見  | 15 新富町・明石町・築地 | 25 渋谷          | 35 北大塚・南大塚   |
| 6 神田神保町・神田小川町 | 16 新橋         | 26 神南・宇田川町・道玄坂 | 36 後楽・神楽坂    |
| 7 内神田・神田須田町   | 17 虎ノ門        | 27 恵比寿・広尾      | 37 本郷・湯島     |
| 8 岩本町・東神田・外神田 | 18 浜松町・芝公園    | 28 西新宿         | 38 台東・上野・東上野 |
| 9 堀留町・東日本橋    | 19 芝浦・海岸      | 29 新宿          | 39 浅草橋       |
| 10 室町・本町      | 20 芝・三田       | 30 四谷三丁目       | 40 五反田       |

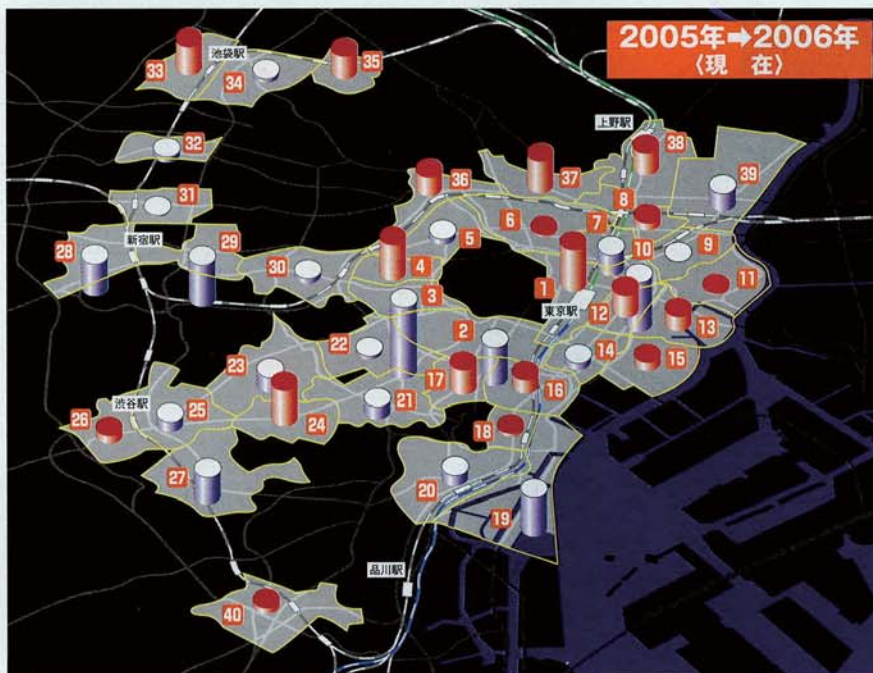
## 賃料上昇率(1987年→1988年) & (2005年→2006年)

## 東京オフィスマーケット徹底比較



空室率から一転、賃料上昇率は大きく様相が違ふ。前掲「いにしえ…」の東京で見ると、88年の賃料変動率は、バブル期の中でも落ち着いていた年である。しかし、賃料上昇気運の高まりが叫ばれる現在とでも、ここまでの差がある。

データのベースとなる賃料とは、市場に募集に出ている空室によるものなので、バブル期は「売れ残りの物件でさえ、ここまで賃料が上昇した」と解釈できる。対して現在だが、数年前までは「募集賃料と成約賃料の乖離」が決まり文句で、つまりデータよりも実際の決まり値は低かった。しかし最近、仲介の現場からは「空室が発生しても、館内増床や直接オーナーが誘致するテナントで内々に決まる。実際の相場感は、データより高い」との声が聞かれる。特に好立地・ハイグレード・高額賃料のビルにその傾向が強く、データには表れない市場感が形成されているようである。



### トップ5&ワースト5

#### 1987年→1988年

ランキング	ゾーン番号	ゾーン名	賃料上昇率
1位	14	銀座	27.3%
2位	13	茅場町・八丁堀・新川	25.3%
3位	17	虎ノ門	23.6%
4位	10	室町・本町	22.9%
5位	24	西麻布	22.2%
36位	31	大久保・百人町	7.5%
37位	8	岩本町・東神田・外神田	6.2%
38位	20	芝・三田	4.6%
39位	37	本郷・湯島	3.5%
40位	27	恵比寿・広尾	2.6%

#### 2005年→2006年

ランキング	ゾーン番号	ゾーン名	賃料上昇率
1位	1	丸の内・大手町・有楽町	6.6%
2位	4	番町	5.7%
3位	24	西麻布	5.6%
4位	37	本郷・湯島	5.1%
5位	33	西池袋・池袋	4.5%
35位	28	西新宿	-5.0%
37位	19	芝浦・海岸	-6.1%
37位	2	内幸町・霞ヶ関・永田町	-6.1%
38位	29	新宿	-6.6%
39位	10	室町・本町	-7.7%
40位	3	麹町・平河町・紀尾井町	-11.2%



東京オフィスマーケット徹底比較 データ

空室率

- 1988年:1988年8月の空室率データ[「1988オフィスマーケットレポート」(生駒商事株式会社発行)より]
- 2006年:2006年6月の最新空室率データ[「オフィスマーケットレポート2006 Summer Vol.38」(シービー・リサーチドエリス株式会社発行)より]

賃料上昇率

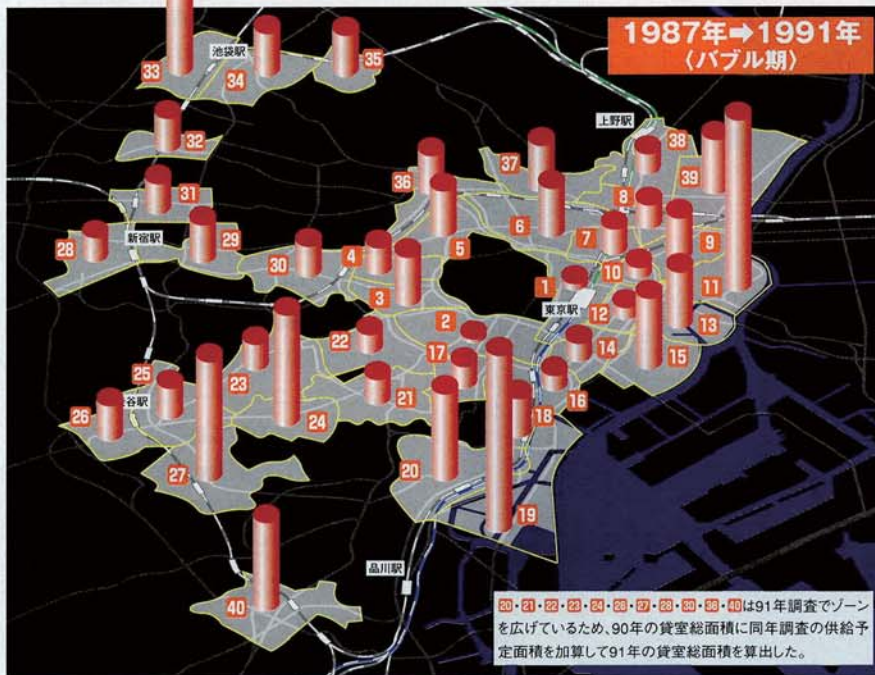
- 1987年→1988年:1986年9月～1987年8月(1987年度)の平均実賃賃料から、1987年9月～1998年8月(1988年度)の平均実賃賃料への上昇割合。平均実賃賃料とは、募集賃料に預託金の運用益(年6%で算出)を加えたもの。当時の平均賃料の算出方法は、加重平均によるものとなっている。
- 2005年→2006年:2005年4月～6月(2005年6月期)の平均募集賃料から、2006年4月～6月(2006年6月期)の平均募集賃料への上昇割合。2006年6月期の平均募集賃料の前年同期比と同義。平均賃料の算出方法は、棟数平均によるものとなっている。

オフィス街成長率

- 1987年→1991年:1987年8月調査時の各ゾーン内の貸室総面積から、1991年8月調査時の各ゾーン内の貸室総面積への上昇割合。一部ゾーンで91年調査時にゾーン面積を広げているため、90年調査の貸室総面積に翌年の新規供給予定面積を加算して、91年の貸室総面積を算出している。
- 2002年→2006年:2002年6月調査時の各ゾーンの貸室総面積から、2006年6月調査時の各ゾーンの貸室総面積への上昇割合。「北大塚・南大塚」ゾーンにおけるオフィス街成長率のマイナスは、賃貸ビルの貸し出し中止、取り壊しなどによるもの。

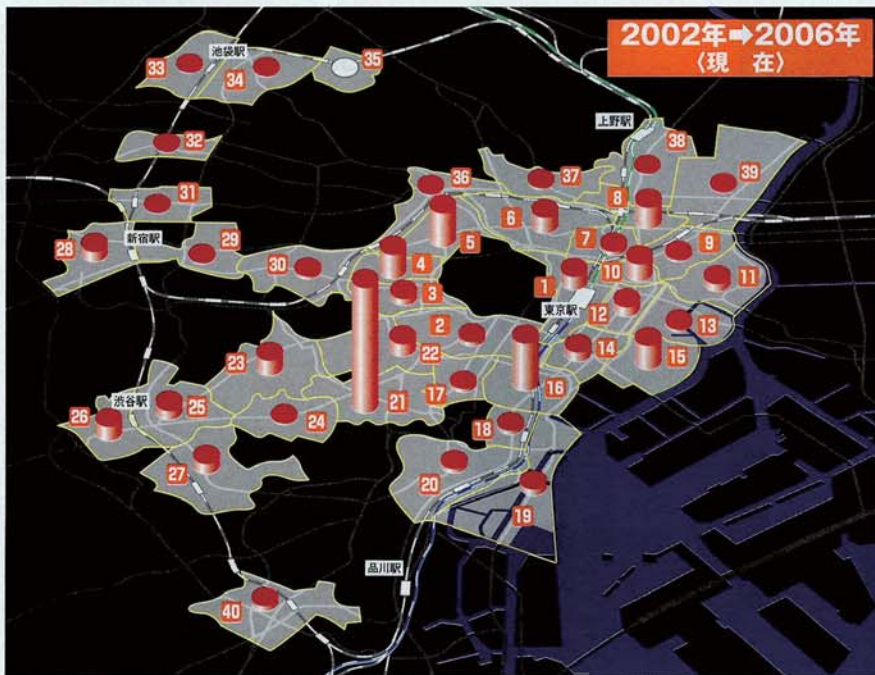
※バブル期のデータにおけるゾーン分けと、現在におけるゾーン分けとは、同一名称のゾーンであっても、若干、ゾーン範囲を変更(現在の方が拡大)しているところがある。

オフィス街成長率(1987年→1991年) & (2002年→2006年) 東京オフィスマーケット徹底比較



オフィス成長率とは、新規供給による貸室総面積の増加割合を表すもの。現在のデータは、大量供給の危機感が叫ばれた「2003年問題」の時期を含むが、バブル期のそれには遠く及ばないのが一目で分かる。単年度ごとに見ていくと、バブル期の東京のオフィス街成長率は、88年～91年に5.3%、5.6%、6.0%、5.2%と高い水準で継続。当時のオフィスビル建築ラッシュの濃さがうかがえる。比べて01年～05年は、ピークの03年にしても3.7%に過ぎず、他は1%台と目立ったものではない。

地域的に見ると、現在は「六本木」を筆頭に、汐留を含む「新橋」、旧国鉄の払い下げ用地を含む「飯田橋」と、再開発エリアがベスト3となり、ワーストのエリアはほぼ成長がない。バブル期は、当時オフィス街化が進んだゾーン群がベスト5に並び、今の六本木ヒルズ誕生に匹敵、それ以上の成長がなされていたことになる。



トップ5&ワースト5

1987年→1991年

ランキング/ゾーン番号	ゾーン名	成長率
1位	19 芝浦・海岸	140.0%
2位	11 人形町・蛸殻町	135.0%
3位	27 恵比寿・広尾	92.2%
4位	24 西麻布	87.5%
5位	33 西池袋・池袋	85.2%
36位	16 新橋	11.9%
37位	12 日本橋・八重洲・京橋	9.1%
38位	10 室町・本町	8.6%
39位	1 丸の内・大手町・有楽町	5.0%
40位	2 内幸町・霞ヶ関・永田町	2.8%

2002年→2006年

ランキング/ゾーン番号	ゾーン名	成長率
1位	21 六本木	98.4%
2位	16 新橋	38.2%
3位	5 飯田橋・九段・富士見	26.2%
4位	4 番町	19.2%
5位	15 新富町・明石町・築地	18.6%
35位	38 台東・上野・東上野	0.6%
35位	38 後楽・神楽坂	0.6%
36位	33 西池袋・池袋	0.5%
38位	31 大久保・百人町	0.3%
38位	39 浅草橋	0.3%
39位	32 高田馬場	0.1%
40位	39 北大塚・南大塚	-1.4%

## 政界のキーパーソンに聞く 新たな課題を的確に捉え リスクヘッジできるか否かが 不動産業界の永続的発展の条件



### 大塚 耕平氏

参議院議員 民主党

おつか こうへい ●1959年名古屋市生まれ。早稲田大学政経学部卒、同大学院博士課程修了(学術博士、専門はマクロ経済学)。日本銀行に入学し、金融政策の最前線である旧営業局(現在の金融機構局、決済機構局、金融市場局)に長く在籍し、バブル経済の発生と崩壊の過程を体験。当時のセキュリティタイゼーション協議会の立ち上げにも関わる。2001年、参議院議員に初当選。2005年から中央大学大学院客員教授も務める。

## POLICYMAKER SPEAKS

### 大塚先生は日本銀行にお勤めの時代にバブルを経験されたわけですが、当時の諸状況を総括すると。

私は1983年の日銀入行以来、95年まで金融政策の現場にいました。その間、85年のプラザ合意による円高不況があり、その下支えとして低金利政策が行われました。それに伴い、86年頃から企業経営に貧窮した経営者が、会社の土地を不動産事業や売却によって活用するケースが急増し「会社は貧乏、社長は金持ち」といった状況が生み出されました。

やがて「何か変だ」と皆が思い始め、銀行の貸出増加率を調べたところ、全体が1桁の伸びであったのに対して、不動産、建設、ノンバンクの3業種への貸出は30~40%も増加していました。

3業種を中心に土地の値上がりを期待した借入が多くなり、その結果、負債調達コストと事業収益のバランスが崩れ始めました。しかし、この変化を気に留める人は少なかったですね。そこに政府による総量規制と日銀による金融引締が行われて一気にバブルが崩壊し、不良債権処理の時代に突入しました。不動産の事業収益よりも値上がり益に重点を置いていた企業や個人が、その大波を被ることになってしまいました。

### 昨今の不動産市況も、同じような状況にあるのでしょうか。

構造的に似ている面はあります。今回の不動産価格の上昇も、基本的には金融緩和がベ-

スにあることは間違いありません。2000年から02年頃までは、実需に基づく底値買いや自己資金での不動産投資が中心でしたが、02年後半頃からは、負債調達による不動産投資が増えました。先日、ゼロ金利政策が解除されましたが、それでも金融関係者の体感イメージとしては、前回バブル期の数倍の「異常な超金融緩和」が継続されているという印象です。

反面、似ていない面もあります。一つは投資対象となる地域や物件が限定されていることです。前回のバブル期のように、どこでも投資が行われ、どんな物件でも値上がりが期待できる状況とは違います。周辺地域への広がりがありません。もちろん、当時の「原野商法」のようなことも現時点では起きていません。

さらに、REITに象徴されるように、個人投資家の資金が大量に流入していることも大きな相違点といえます。

### 当社のアンケートでは、昨今の状況から「一部にバブルがみられる」という回答が最も多かったのですが。

バブルの定義が明確ではないので、一概には評価しにくいですね。しかし、確かにREITの利回りの低下や、NOI利回りが5%、インプライドキャップレートが4.5%程度と下がってきていますので、過熱感が出始めているのは間違いありません。

ただ、前回バブル期の投資と違って、「土地

であれば何でも」といったものではなく、その多くが地に足がついた投資であることは安心材料です。逆説的ですが、だからこそ特定の地域や物件に対する買いが集中し、そうした物件の値上がり感が過熱しています。それがその物件の事業収益性に見合った価格なのかどうか、適正な投資資金の流入なのかどうかという観点からは、懸念材料がないわけではないですね。

### 局地集中の是非を読みきれないことが、市場で“バブル”の声が聞かれる原因なのでしょう。今後、上昇するエリアが拡大していきそうですが、どの程度の拡大が適正といえるのでしょうか。

昨今の状況を見ると、例えば吉祥寺や柏などのように、郊外でも一定の商圏が形成された地域の中心地は値上がりしています。一方、それ以外の地域、つまりこの15年で疲弊し商圏が崩れた地域の土地は上昇していません。むしろ、値下がりしています。

これは、この15年で国内の社会構造が変わったことも影響しています。その理由は二つありますが、一つは「少子高齢化」。不動産市場はこの点からは縮小均衡に向かっており、商圏の確立していない地域はこれから淘汰されていかざるを得ません。

二つ目は「地域格差」です。例えば、北海道経済は相変わらず低迷していますが、札幌の不動産は値上がりしています。これは北海道経

政界のキーパーソンに聞く



金融関係者の体感イメージとしては、前回バブル期の数倍の「異常な超金融緩和」が継続されているという印象です。



不動産事業者や投資家の皆さんは今後の潮の変わり目を冷静に分析する必要があると思います。



不確実性を抱えた海外物件を投資対象にする動きが出てきていること自体が、REITが転換期にきている証拠といえます。



景況が低迷する中で、以前は道内各地にあった出先機関が、中心都市である札幌に集中する傾向を強めているからです。だからといって、札幌が今後どんどん発展するかどうかはよく分かりません。この15年間の地域経済の疲弊によって、こうした不思議な現象が起きています。

**g** 大量の資金が疲弊しきった市場に注がれ、“いびつ”さが生まれている、といった感じてでしょうか。

たしかに資金はダブついています。「何かに運用しなければならぬが、商品先物は恐いし、株はすでに持っている。金利がつかない銀行よりREITにでもするか」という投資家が多いかもしれません。ゼロ金利政策が解除されましたので、不動産事業者や投資家の皆さんは今後の潮の変わり目を冷静に分析する必要があると思います。

**g** 海外の投資家にとっては、日本はまだ魅力ある投資先であるようですが。

海外の投資家は為替差益に着目しているようです。彼らはもともと、株や不動産のキャピタルゲインを狙って日本市場に参入しました。ゼロ金利政策が解除され、今後は金利上昇リスクが高まりますので、本来なら投資を縮小してもおかしくありません。しかし、円高が進んで為替差益で儲けることが可能だと考えているようです。

今後の円相場の動きを予測することは簡単ではないですが、日本の景気の改善傾向が続けば円高基調です。もっとも、海外投資家の多くは、現在の日本の景気が異常な超金融緩和政策で下支えされていることを認識しています。景気の悪化傾向が明確になった瞬間に海外投資家の撤退が始まり、一気に円安になる可能性もあります。

前回のバブルの際は、国内資金が中心の不動産投資であり、地価上昇に伴って一段と資金力が高まり、とうとう海外の不動産まで買い始めました。今回は、まず海外投資家の資金が流入しました。続いて国内での負債調達コストがゼロだったことから、内外の投資家が借入して投資を始めました。円安を契機に海外投資家が撤退すると、借入して投資を始めた国内投資家だけが取り残されることになります。このように海外投資家の影響が大きいのも現在の特徴ですね。

不動産ファンドの出資母体に外資がかなり含まれていることを考えると、為替の動きには十分注意を払う必要があると思います。

**g** 現在の不動産投資はREITに代表されるように証券化ベースであり、換金性が高くリスクが低いと思うのですが。

たしかに、そういう面はあります。しかし、油断は禁物です。

現在、REITの全銘柄の運用状況が良いからこそ、信頼性も高く、流動性が維持されています。しかし、もし一銘柄でも失速すると、全体の信頼性に波及する恐れがあります。その場合、前回バブル期には大口投資家に集中していた不動産の価格変動リスクが、多くの一般投資家に及ぶことになります。この点も前回バブル期との違いですね。

REITの信頼性を判断する際の留意点は二つです。一つはデューデリジェンス。15年前と比べると事業見通しの分析精度が上がっているとはいえ、デューデリジェンスの前提となっている経済指標の予測値はアテにならないのが実情です。デューデリジェンスの結果を過度に信用するのは危険です。

一番重要なのは、不動産価格の値上がり期待の「投機」ではなく、実需に基づく「投資」であるか否かです。デューデリジェンスの結果がどんなに良くても、経済状況が変われば見通しははずれます。しかし、堅実なビジネス、あるいは実需に基づいた不動産事業であれば、経済状況が変わっても相対的に安全といえるでしょう。REITは当初その傾向がはっきりしていましたが、最近では値上がり期待の運用に傾く傾向が強くなっている点が気になりますね。

二つ目の留意点は、海外物件を投資対象にしようとしていることです。これは、先のバブル期と同様に、実態を確認できない物件への投資拡大の予兆といえます。

例えば、投資対象地域として注目されている北京では、現在オリンピックに向けてインフラや施設の工事、高層ビルの建設が急ピッチで進んでいます。7月に訪中した際に中国の政府関係者から聞いた話では、現在建設中の高層ビルの竣工期限は来年12月。それまでに完成しなければ、政府が物件を接収するという事でした。真偽のほどは定かではありませんが、万が一REITの投資対象がそんな事態になれば、大きな損失を被ることになります。そうしたいわばカントリーリスクやデューデリジェンスの不確実性を抱えた海外物件を投資対象にする動きが出てきていること自体が、REITが転換期にきている証拠といえます。投資対象の国や地域、物件の限定など、慎重な対応を期待したいと思います。

## 9 その他、リスクとして認識しておくべき点がありますか。

不動産だけでなく、金融証券全般についていえることですが、最前線で働いている40歳以下の若い世代は、社会人になってから金利上昇局面を経験していないという点です。これまで業績をあげている若いディーラーやトレーダーは、金利上昇局面でどんなリスクがあり、どのようなリスク回避手段と行動をとるべきかという点について、これから初めての経験をします。経営陣はその点を考慮しながらマネジメントしていく必要があるでしょう。

一般の不動産の買い手についても、長年のゼロ金利政策に伴う影響を指摘できます。昔の感覚だと、金利が上昇し始めれば住宅やマンション購入を急ぎます。しかし、1995年以降、事実上のゼロ金利政策が10年以上続いていたから、現在35歳以下の第1次住宅購入世代にとってゼロ金利は常識になってしまいました。ゼロ金利は経済が正常であれば二度と起きない事態ですから、ゼロ金利政策が解除されたこの局面は常識的には借り時です。しかし、現時点では借入申込みが殺到する事態にはなっていません。少子化の影響で持ち家を相続して住宅投資が必要ないという世帯が増えているのかもしれませんが、いずれにしても、現在35歳以下の世代の住宅投資行動は予測がつかないというリスクがあります。サプライヤーの皆さんも、これまでの常識でビジネスを展開すると、思わぬ落とし穴に遭遇するかもしれません。

## 9 新たなリスクが顕在化した不動産投資ですが、不動産投資マーケットとして、あるいは金融商品として、持続的な価値を維持するために関連業界に求められることは。

倫理規範やディスクロージャーに対する自主規制、自らを律する自主ルールをつくることでしよう。ここ数年、コンプライアンスという言葉がよく使われます。コンプライアンスは、単に法律やルールを守るだけでなく、個々の企業が追求する価値や倫理を守ることも意味しています。企業としてやること、あるいはやらないことを明確にするという意味があります。つまり、法律やルール以外にも守るべきものがあるということです。マーケットを持続的に維持・発展させるには、不合理な過熱感が出てきたら、自らクールダウンする業界の自制心が重要です。逆に過熱を継続させるために次々と奇策を弄するのは、一見マーケットを大事にしているように見えても、結果的には

悪い方向に進めることが往々にしてあります。業界の自制心が求められる局面ですね。

空室率や需要量、賃料など、投資判断に必要なデータのクオリティを高めることも必要でしょう。REITなどによって新たな個人投資家が増えたことから、彼らの判断に資するデータを提供することが、結果として不確実性の高い投資行動を抑制することになると思います。

## 9 一方で、これまで日本経済再生のための不動産流動化など、国の政策はうまくいっていると思いますが。

確かに90年代後半の景気底割れ局面以降の立ち直りのプロセスを振り返ると、REIT等による不動産流動化の施策が牽引役の一つになったと思います。しかし、その背景には、頭に「超」がいくつも付く異常な金融緩和政策が行われていたことを忘れてはなりません。「偽りの好景気」とまではいいませんが、立ち直りのプロセスと現状には明らかにバイアスがかかり、歪みが生じています。

政府には、将来の構造的な不動産需要減少を見越した政策面での対応が求められます。前回バブル期の都心の不動産市況高騰によって郊外にスピルオーバーした需要は、90年代後半から2000年代初頭にかけて都心回帰しました。しかし、今また郊外にスピルオーバーし始めています。だからといって、この局面でワンパターンの宅地造成を進めれば、少子化、人口減少という構造変化を捉えていないことになります。供給過剰を招き、不動産業界の不安定性を高めることになるでしょう。ゾーニングの見直しや新たな宅地造成の抑制など、縮小均衡的な政策を行うことが、むしろ不動産業界や国民全体の利益につながるかもしれません。しかし、従来型の政治構造と行政体質の中では、縮小均衡的な政策パッケージの実施は困難であり、そのことが最大の経済失速リスクといえます。

こうした状況を起こさないために、私としては金融政策の正常化や財政の健全化、不動産投資に対する税制対策などを関係省庁に働きかけていくつもりです。

しかし、市場の繁栄にとって最も重要なのは、繰り返しになりますが、業界自体が自制心を保ち、むしろ行政や政策当局を牽引する業界リード型の政策運営を実現することです。同時に、投資に際しては、今後さらに顕現化してくるであろう様々なリスクを広い視野から分析・認識し、ビジネスの不確実性に対して万全の対応を行うことが求められます。



最前線で働いている40歳以下の若い世代は、社会人になってから金利上昇局面を経験していない。



これまでの常識でビジネスを展開すると、思わぬ落とし穴に遭遇するかもしれません。



業界自体が自制心を保ち、行政や政策当局を牽引する業界リード型の政策運営を実現することです。

