

みずほリポート

2007年7月31日発行

最近の不動産市場の動向について
～都心部の不動産市場は一部にバブル的な側面も～

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。

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

要旨

1. 2007年の公示地価は全国全用途平均で前年比+0.4%となり、1991年以来16年振りの上昇となった。一方、都心5区の商業地地価は前年比+19%となり2006年の同+7%から上昇テンポは加速した。また、都心部の大型ビルのオフィス賃料は、前年比10%を上回る伸びとなっており、先行きのオフィス賃料についても改善を見込む度合いが強まっている。
2. 不動産価格の上昇については、経済のファンダメンタルズからは経済の成長期待の改善による面が大きい。収益還元法を用いれば、最近のキャップレートの低下は期待成長率の上昇によってほぼ説明できる。一方、市場の需給面からは内外不動産ファンドによる物件取得の活発化が不動産価格の上昇に強く影響している。2006年度の上場企業等による不動産売買では、投資目的法人（J-REIT）による購入割合が50%に達した。不動産証券化の進展とともに、不動産市場へ内外の投資資金が流入している。
3. 海外の不動産市場は、世界経済の拡大や過剰流動性を背景に概ね堅調に推移している。世界主要都市のオフィスの空室率は総じて低下の方向にあり、オフィス賃料は上昇傾向にある。また、世界の不動産投資額は拡大しており、なかでも国・地域をまたいだグローバルな不動産投資が活発化している。海外から日本への不動産投資も大幅に増加しているが、これは先進国主要都市の中で東京のイールドギャップが最も高いことや、東京の空室率が極めて低い水準にあり先行きの賃料上昇が期待されていることなどによる。
4. 一方で、グローバルなREIT市場は不動産の証券化や機関化の進展とともに拡大傾向にある。好調な不動産市場を反映して投資口価格は高い水準にあり、配当利回りと10年債の спреッドは米国、オーストラリアなどではマイナスとなっている。ただし最近では、国債利回りの上昇観測に加えて米国サブプライムローン問題を背景に投資口価格は下落している。
5. 次に、世界各国の不動産市場間の相互関連性をみると、世界の主要な約20都市では2004年のイールドギャップが高かった都市ほどその後2006年までの間のイールドギャップの低下幅が大きくなっている。不動産投資資金のグローバルな展開によってイールドギャップは国際的に裁定が働いており、イールドギャップの平準化が進んでいることをうかがわせる。
6. また、内外REIT指数から各国市場の連動性をみると、2006年までは各国REIT指数の相関係数は高まる方向にあったが、2007年入り後、連動性は低下している。グローバルな不動産価格は既に多くの地域で高い水準となっており、一部にみられるイールドギャップがマイナスといった状況は持続可能とは考えにくい。こうした下で、世界的に金融政策が引き締めの方角にあることから、従来の「どの地域に投資しても高いキャピタルリターンが期待できる」状況からは変化しつつあり、投資先の選別化が進

んでいくとみられる。

7. 日本については都区部不動産市場がミニバブルかどうか注目される場所だが、公示地価の都区部の全ての調査地点をバブル期の1991年と直近の2007年について金利など二時点間の相違を修正した上で比較した。結果は、各地点の平均値については2007年の地価は1991年の地価の6割の水準にとどまるなど、都区部全体で見ればバブルというべき状況にはない。しかし、地価水準が上位5%の地点の平均値は2007年が1991年を上回っており、個別物件ごとにはバブル期並みに高値となるなど、一部にバブル的な側面もみられる。
8. 先行き、景気拡大が続く下、日本の不動産市場は全体として改善が続くとみられる。都区部の不動産市場については、オフィス賃料の上昇が「期待」主導となりつつある点には留意が必要だ。賃料の期待インフレ率に対する感応度が高まっている状況はバブル期にもみられた現象であり、ミニバブル的な様相が一層強まることも懸念される。
9. グローバルな不動産市場については、サブプライムローン問題には注意が必要だが、世界的な金融引き締めが進む下でも、今のところは長期金利の大幅な上昇や過剰流動性の収縮を通じた資産市場へのマイナスの影響はみられていない。これには、景気の拡大持続が予想される下で、①新興国等の供給力拡大を背景とするインフレ抑制を通じた長期金利の安定、②原油など一次産品価格の上昇に基づく資源国等からの資本流出の拡大、といった従来とは異なる構図が影響していると考えられる。こうした構図が続く限り、グローバルな不動産市場は堅調さを維持するとみられる。しかし、この構図にほころびがみられたときには、これまでの価格上昇が大きかった分、調整も大きくなる可能性には注意が必要と思われる。

調査本部	経済調査部	泰松 真也
同	経済調査部	太田 智之
同	経済調査部	木下アン絹子
同	経済調査部	草場 洋方
同	金融調査部	前川 亜由美

目次

1.	はじめに.....	1
2.	国内不動産市場.....	1
(1)	2007年公示地価概観.....	1
a.	用途・地域別動向.....	1
b.	都心商業地地価の上昇加速.....	2
c.	地価個別化の進展.....	3
(2)	不動産価格上昇の要因.....	4
a.	経済のファンダメンタルズからみた不動産価格の上昇.....	4
b.	市場の需給面からみた不動産価格の上昇.....	6
c.	J-REIT、プライベートファンドの動向.....	7
3.	海外不動産市場.....	12
(1)	不動産市況.....	12
a.	不動産投資市場.....	12
b.	住宅市場.....	13
c.	オフィス市場.....	14
(2)	グローバル不動産投資.....	14
a.	グローバルな不動産取引.....	14
b.	世界主要都市のイールドギャップ.....	15
c.	世界のREIT市場.....	16
4.	不動産市場の注目点.....	17
(1)	世界各国不動産市場の関連性.....	17
a.	各国主要都市のイールドギャップからみた市場の関連性.....	17
b.	各国REIT指数からみた市場の関連性.....	19
(2)	都区部不動産市場のバブル懸念.....	20
a.	オフィス賃料からみたバブル懸念.....	20
b.	土地PERからみた都区部全体のバブル懸念.....	21
c.	修正地価からみた都区部個別地点のバブル懸念.....	22
5.	おわりに.....	24

1. はじめに

世界経済は総じて堅調に推移している。これにより、主要国の金融政策は概ね引き締め方向にあるが、いわゆる「過剰流動性」といった状況は続いており、長期金利については過去と比べれば低い水準にとどまっている。

こうした中、世界主要都市のオフィス賃料やその不動産価格の上昇が続くなど、グローバルな不動産市場は好調さを維持している。わが国都心部の不動産価格も大幅に上昇しており、これには外資系投資家をはじめ不動産ファンドによる物件取得の増加が影響している。

内外不動産価格の大幅な上昇に対しては、一部に行き過ぎとの見方も生じている。ただし、グローバルな投資家は、高値警戒感を抱きつつも、しばらくは高い収益性が維持されるとの見方の下、不動産投資を膨らませているようだ。

本稿では、まず、日本の不動産市場を概観して不動産価格上昇の背景についてみていく。次に、不動産証券化などを通じて日本の不動産市場との関係を強めている海外不動産市場について、グローバルな不動産取引や世界の REIT 動向などとともに整理する。これらを受けて、最近の不動産市場の注目点である都心部不動産市場のバブル懸念や内外不動産市場の連動性などを検討して、不動産市場の先行きについて展望したい。

2. 国内不動産市場

(1) 2007 年公示地価概観

a. 用途・地域別動向

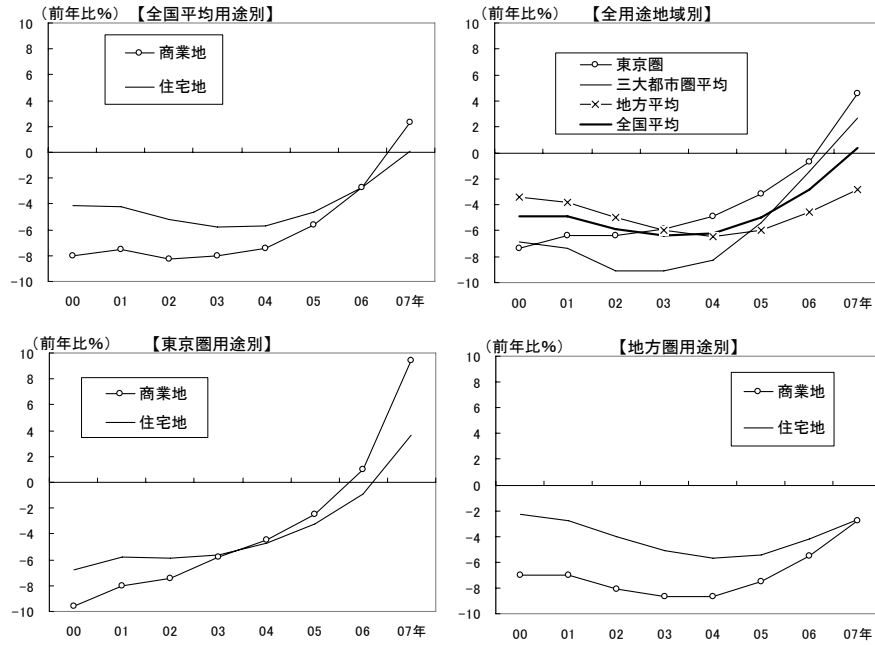
2007 年の公示地価は全国全用途平均で前年比+0.4%となり、1991 年以来 16 年振りの上昇となった（図表 1）。用途別には、景気拡大によるオフィス市況の改善などを背景に、商業地の改善が住宅地よりも鮮明となった（図表 2）。特に、オフィス需要が拡大している大都市圏の商業地で上昇が顕著となった。一方、地方圏では依然として地価の下落が続いている。背景には、地域経済の回復が緩やかでオフィス需要が低調なこと、人口の減少や世帯数の伸びの鈍化によって住宅地需要が低迷していることなどがある。

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



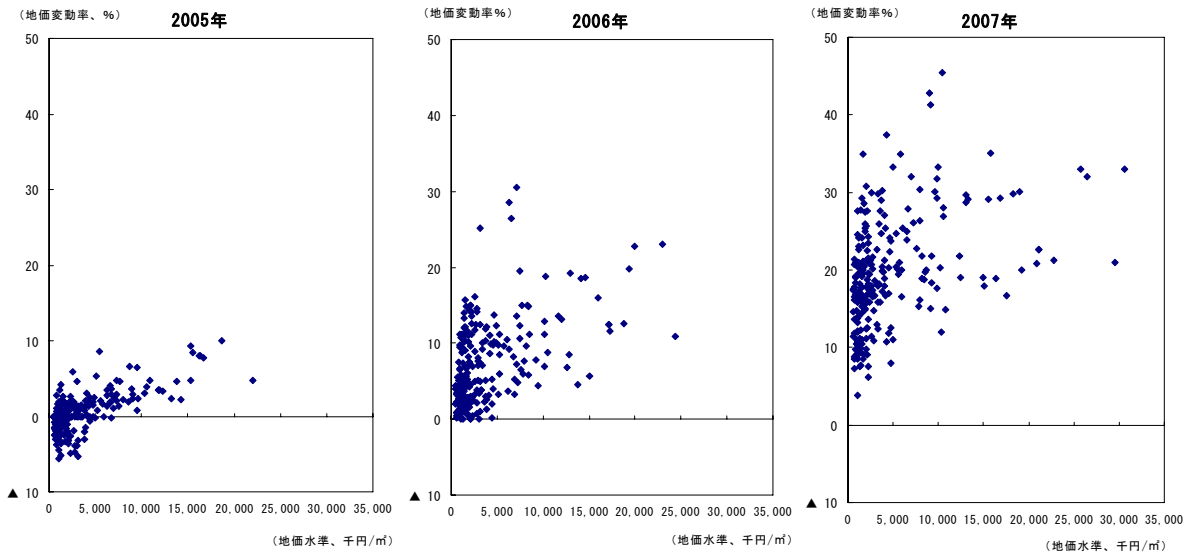
(資料) 国土交通省「地価公示」

b. 都心商業地地価の上昇加速

地価上昇の動きは、都心部では一層顕著になるとともに、その周辺部や地方中核都市にも広がっている。

まず、都心5区の商業地地価をみると、2007年の上昇率は前年比+19%となり、2006年の+7%から上昇テンポは加速した。各調査地点の動きをみると（図表3）、2006年は調査地点の約7割が1桁台の上昇率となっていたが、2007年は上昇率が1桁台の調査地点

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。

(資料) 国土交通省「地価公示」

割合は1割程度まで低下した一方、上昇率が30%を超える調査地点も1割程度現われた。

また、地方中核都市の商業地では、札幌市が2年連続の上昇となったことを含めて、仙台市、広島市、福岡市など12の都市で上昇となった(図表4)。景気回復に加えて、浜松市や松山市では中心市街地活性化など地域振興策が不動産市場の回復につながっている。

図表4 3大都市圏、地方中核都市の地価動向

		商業地		商業地		
		2006年	2007年	2006年	2007年	
東京圏		1.0	9.4	▲5.5	▲2.8	
	都区部	3.7	15.9	▲0.6	12.9	
大阪圏		0.8	8.3	▲2.6	10.8	
	大阪市	3.4	15.0	2.1	9.3	
	神戸市	▲0.6	6.4	▲0.2	5.8	
	京都市	4.1	11.6	▲1.2	5.0	
名古屋圏		0.9	7.8	▲2.2	2.2	
	名古屋市	5.0	16.1	▲2.9	2.0	
				静岡市	▲1.1	1.9
				つくば市	▲0.5	1.6
				岡山市	▲0.7	1.4
				彦根市	▲3.7	0.5
				浜松市	▲1.9	0.4

(注) 草津市は滋賀県。
(資料) 国土交通省「地価公示」

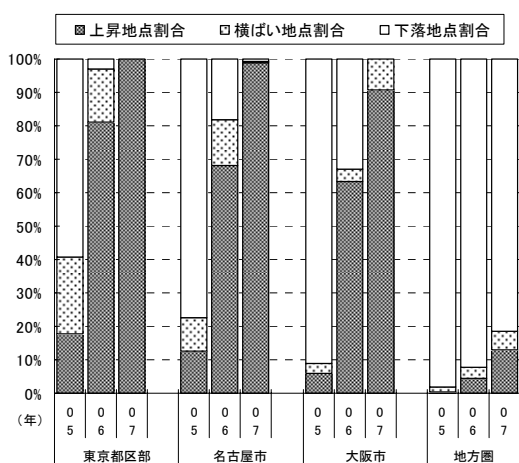
c. 地価個別化の進展

ただし、地方については、公示地価の8割超の調査地点でなお下落が続いている(図表5)。また、人口10万人以上の約150の地方中心都市においても、三分の一のおよそ50の都市では▲5%を上回る大幅な下落が続いている(図表6)。

このように地方の地価は、一部で上昇しているものの大半は下落が続いており明暗がはっきりと分かれている。

また、都心部における地価上昇率については、調査地点の「平均値」で見れば高まる方向にあるが、その「標準偏差」は大きくなっており、地価上昇率の地点間でのバラツキは拡大している(図表7)。銀座では93年以来14年振りに坪単価1億円超の調査地点がみられたが、東銀座や中心街でも幹線道路から内側に入った地点の坪単価は2,000万円～

図表5 地価の上昇・横ばい・下落地点割合



(注) 商業地。
(資料) 国土交通省「地価公示」

図表6 地方中心都市で地価下落率が大きい都市

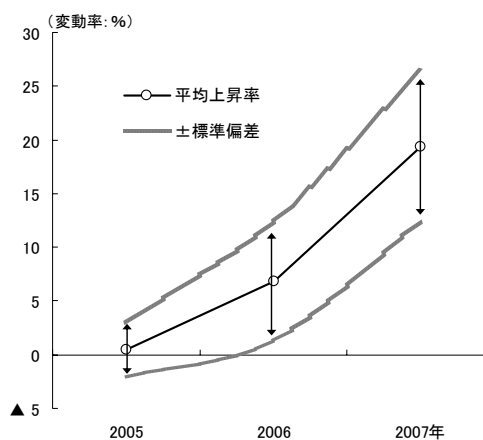
道 県	都市名	人口 (万人)	商業地	
			2006 変動率	2007 変動率
茨城県	ひたちなか市	16	△5.9	△9.5
岩手県	一関市	13	△9.3	△9.3
秋田県	秋田市	33	△12.3	△9.3
熊本県	八代市	14	△9.4	△9.1
秋田県	横手市	11	△12.1	△8.9
青森県	八戸市	25	△10.4	△8.6
香川県	丸亀市	11	△8.8	△8.6
福岡県	大牟田市	13	△10.8	△8.4
宮城県	石巻市	17	△8.2	△8.0
北海道	小樽市	14	△9.3	△7.7
北海道	苫小牧市	17	△12.7	△7.7
岩手県	盛岡市	29	△8.9	△7.6
宮城県	大崎市	14	△8.2	△7.5
福岡県	北九州市	99	△8.8	△7.5

(注) 商業地。
(資料) 国土交通省「地価公示」

3,000 万円にとどまっている。バブル期に銀座の全ての調査地点が坪単価 8,000 円超とそろって高値を示していた状況とは大きく異なっている。

不動産市場は、全体として改善しているものの、個々の物件の収益性によって不動産価格が決定される傾向が強まっている。それにより、地域、地点毎の地価を異なるものとする動き、すなわち「地価の個別化」が進展している。

図表 7 都心 5 区の商業地地価の平均上昇率と標準偏差



(資料) 国土交通省「地価公示」

(2) 不動産価格上昇の要因

不動産価格の上昇は、景気拡大や不動産の金融商品化などによって、不動産需要が拡大していることなどによる。

a. 経済のファンダメンタルズからみた不動産価格の上昇

まず、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 (地価)、c = 今期の純予想収益 (オフィスビル賃料)、
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)

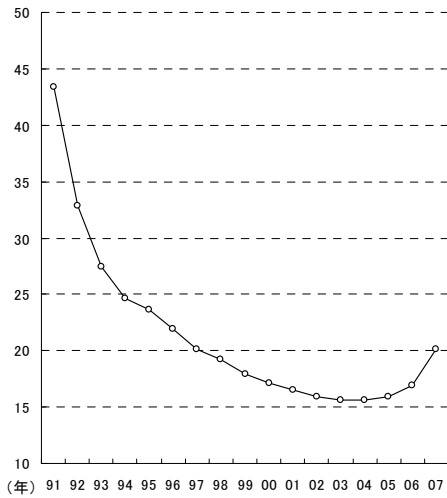
都区部商業地のデータに基づく土地 PER (地価 ÷ 賃料)¹は、バブル崩壊後一貫して低下してきたが、2003 年をボトムに上昇に転じた (図表 8)。

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 2007 年にかけてキャップレートは 1.4%ポイント低下した。これを収益還元法の考え方をを用いて要因分解すると、この間の金利上昇がキャップレートを 0.8%ポイント押し上げたものの、①不動産投資に対するリスクプレミアムの低下が▲0.4%ポイント、②名目期待成長率の上昇が▲1.8%ポイント、それぞれキャップレートを押し下げた (図表 9)。

ここからは、最近の不動産価格の上昇は、経済の成長期待の改善によるところが大きいと判断される。

¹ 本来は不動産価格 ÷ 純収益だが、ここでは地価 ÷ 賃料で行った。

図表 8 都区部土地 PER の推移

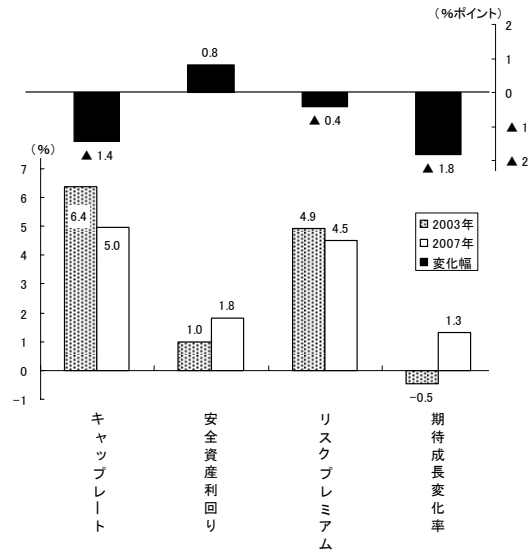


(注) 地価は地価公示の都区部商業地、賃料は区部平均賃料。

土地 PER は 2005 年を都市未来総合研究所の「RENEX」純収益利回り 6.27%の逆数 15.9 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。

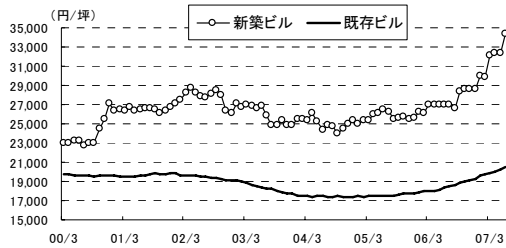
(資料) 内閣府「国民所得統計」「企業行動に関するアンケート調査」、国土交通省「地価公示」、シービー・リチャード・エリス「オフィス・マーケット・レポート」、都市未来総合研究所「RENEX」

図表 9 キャップレート低下の要因分解



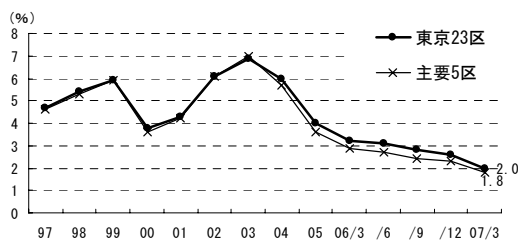
経済の期待成長の改善は、オフィス市場では賃料の上昇期待に置き換えられる。2007 年 6 月の都心 5 区のオフィス賃料は、大型既存ビルで前年比 11.8%の上昇となるなど、オフィス賃料の上昇傾向が鮮明となっている (図表 10)。背景には、オフィス需給が逼迫していることがある。2007 年 3 月の都心 5 区の空室率は 1.8%と 1991 年以来 16 年振りに 2%を下回った (図表 11)。さらに、不動産投資家が予想する先行きのオフィス賃料についても、最近になるにつれて上昇を大きく見込む傾向が現われている (図表 12)。前ページの収益還元法の考えに従えば、オフィス賃料 (c) や賃料の期待上昇率 (g) が大きくなれば、不動産価格 (P) は上昇する。

図表 10 オフィス賃料



(資料) 三鬼商事「東京の最新オフィスビル市況」

図表 11 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 12 5年後の賃料水準 (調査時点の賃料水準=100)

調査時点	調査時点=100とした場合の5年後の賃料水準				
	2003年10月	2004年10月	2005年10月	2006年10月	2007年4月
丸の内・大手町	100	101	105	107	110
日本橋	98	100	100	105	105
虎ノ門	98	100	100	105	105
西新宿	97	100	100	105	104
渋谷	98	100	100	105	105
六本木	98	100	101	105	105
上野	95	97	98	101	101
品川	100	100	100	105	105
夕留	100	100	100	105	105
札幌駅前通り	95	95	98	100	100
名古屋駅前	95	100	101	103	104
大阪御堂筋	95	98	100	103	103
福岡天神	95	98	100	102	102

(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

b. 市場の需給面からみた不動産価格の上昇

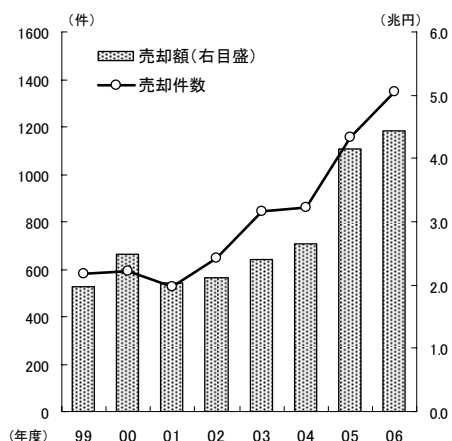
一方で、不動産市場の需給面からは J-REIT（不動産投資信託）や不動産プライベートファンドによる物件取得の活発化が不動産価格の上昇につながっている。

都市未来総合研究所の調査によれば、2006 年度の上場企業等による不動産売買は、売却件数が前年比 16%増、売却額は前年比 7%増といずれも増加が続いた（図表 13）。買主を業種別にみると、J-REIT が大半を占める投資目的法人による購入割合が上昇傾向にあり、2006 年度は 50%に達した（図表 14）。SPC による購入も高水準で推移しており、投資目的法人と合わせた割合は 62%にまで高まっている。

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見ると年々拡大傾向にある（図表 15）。2006 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 7.8 兆円で前年比 13%増となり、97 年度以降の累計では約 33 兆円に達している。

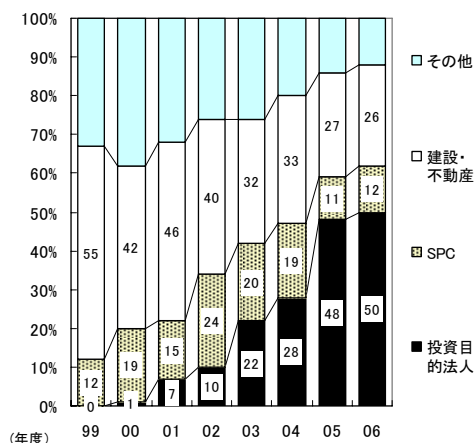
不動産証券化によって、不動産が不動産業を中心とした財から一部が資本市場の財となり、不動産市場へ個人投資家を始め内外投資家の資金の流入が加速している。

図表 13 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」

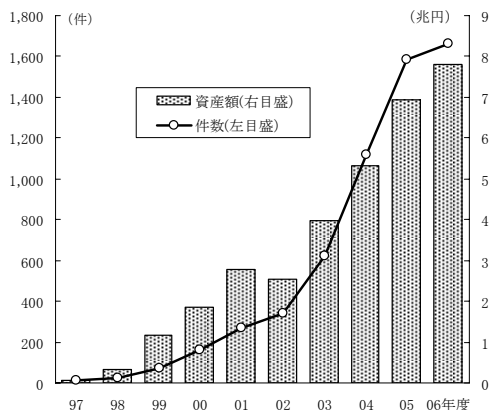
図表 14 不動産購入の業種別動向



(注) 件数ベースで系列企業からの購入は除く。

(資料) 都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表 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」

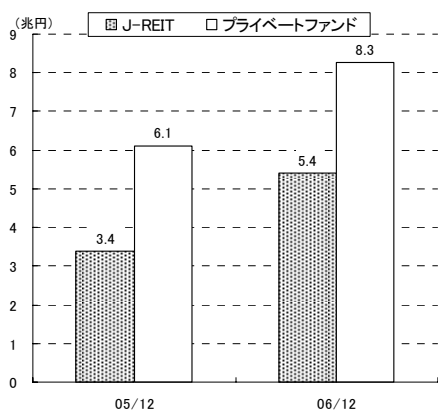
c. J-REIT、プライベートファンドの動向

ここでは、最近の不動産市場で存在感を高めている J-REIT、不動産プライベートファンドといった不動産ファンドの動向についてやや詳しくみていきたい。

はじめに、不動産ファンドの運用資産額をみると、2006年12月末で J-REIT が 5.4 兆円で前年比 59%増、プライベートファンドが 8.3 兆円で前年比 35%増と規模の拡大が続いている（図表 16）。

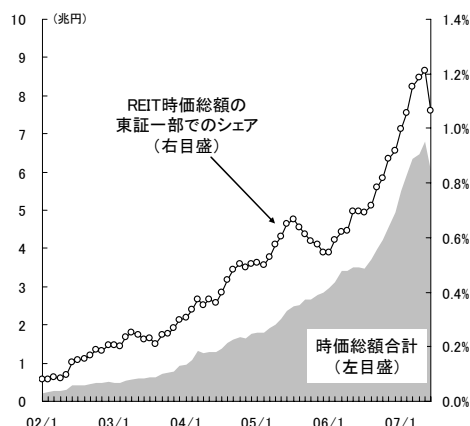
J-REIT は、2001年9月に2銘柄からスタートしたが、2006年度中にも9銘柄が上場して直近の銘柄数は41に達している。J-REITの時価総額は、07年6月末で約6兆円となり、東証一部時価総額に対するシェアも1%を超えている（図表 17）。時価総額の拡大には、①上場による銘柄の増加、②既往銘柄での増資、③投資口価格の上昇が影響している。新規上場と増資によって投資口数は2007年3月末で610万口と前年から160万口増加した。また、投資口価格については、2006年半ば以降、不動産市況の改善期待などから大幅に上昇して TOPIX を大きくアウトパフォーマンスした（図表 18）。

図表 16 不動産ファンドの運用総資産額



(資料) 不動産証券化協会「会員対象私募ファンド実態調査」

図表 17 J-REITの時価総額



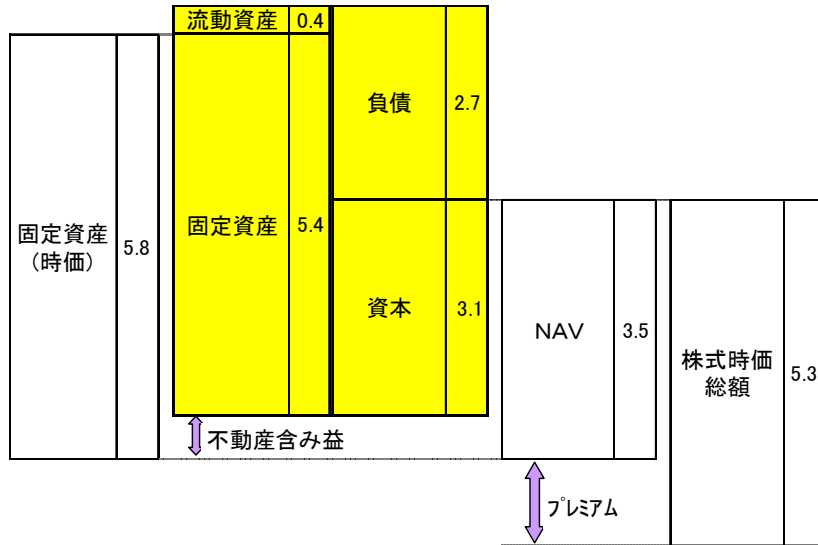
(資料) 日経 FQ

図表 18 東証 REIT 指数の推移



(資料) 日経 FQ

図表 19 J-REIT のバランスシート



(注) 40 の投資法人について直近の決算期の値を合計したもの。
 固定資産の時価は各投資法人による鑑定評価額。
 (資料) 各投資法人資料

J-REIT 各銘柄のバランスシートを統合してみると、総資産 5.8 兆円に対して自己資本は 3.1 兆円、負債 2.7 兆円となっている (図表 19)。負債のうち有利子負債は 2.0 兆円で LTV (Loan to Value) は約 4 割と健全な水準が維持されている。

また、バランスシート上の固定資産 (簿価) 5.4 兆円に対応した鑑定評価額 (時価) は 5.8 兆円となっており、保有不動産には約 10% の含み益がある。これらから NAV (純資産額) は 3.5 兆円と計算される。一方で、株式時価総額は 5.3 兆円に達していることから NAV に対するプレミアムは約 5 割となっており、J-REIT のプライシングが将来の不動産価格の上昇を織り込んでいることをうかがわせる。

一方、J-REIT の個々の銘柄においては、設立母体、投資物件構成、事業運営方針等の面で一段と多様化が進んでいる (図表 20)。

投資対象の面では、オフィスが依然として中心ではあるが、2006 年中に投資対象をホテルに限定した J-REIT が 2 銘柄登場した (ジャパン・ホテル・アンド・リゾート、日本ホテルファンド)。

また、既存 J-REIT のスポンサーが従来とは異なる不動産用途に投資する投資目的法人を設立・上場する動きもみられた (オフィス特化型である日本ビルファンドのスポンサー三井不動産による住居特化型の日本アコモデーションの設立、住居特化型の日本レジデンシャルのスポンサーのパシフィックマネジメントによるオフィス商業施設型の日本コマースシャルの設立)。

図表 20 J-REIT の銘柄別概要

	REIT銘柄	設立主体	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	8,687	01/9	オフィス特化、東京都心部64.5%
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	5,945	01/9	オフィス特化、東京23区80.9%
3	日本リアルファンド	三菱商事、UBS	4,136	02/3	商業施設特化、関東以外56.3%
4	オリックス不動産	オリックス	2,213	02/6	オフィス87.5%、首都圏85%
5	日本プライムリアルティ	東京建物、明治安田生命等	3,006	02/6	オフィス65.4%、商業施設34.6%、東京都心42.5%
6	プレミア	ケン・コーホレーション、日興ビル等	1,207	02/9	オフィス49.5%、住居50.5%、東京都88.1%
7	東急リアル・エステート	東急電鉄、東急不動産	2,016	03/9	都心・東急沿線のオフィス、商業施設特化、東急沿線地域60.6%
8	グローバル・ワン不動産	日本GMAC、近鉄、明治安田生命	1,473	03/9	東京・名古屋のオフィス特化、東京23区69.2%
9	野村不動産オフィスファンド	野村不動産	3,537	03/12	オフィス特化、東京都心部66.7%
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	1,482	03/12	オフィス30.7%、住居16.8%、商業施設31.4%、ホテル21.1%
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	2,240	04/2	オフィス65%、商業施設、住居、ホテル35%
12	日本レジデンシャル	パンフィクマネジメント、第一生命等	1,765	04/3	住居特化、東京都81.2%
13	プロテア不動産	日本たばこ	1,214	04/8	商業施設特化、全国に9物件
14	ユージティ・レジデンス	シービー・リチャード・エリス、エヌシーシー、みずほ信託等	1,124	04/12	住居特化、東京都86.3%
15	クウェジェント	個人、平和不動産等	770	05/3	住居47.8%、オフィス42.7%、東京23区92.9%
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	1,251	05/5	物流施設特化、首都圏78.1%
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	1,210	05/6	オフィス34.5%、商業施設62.6%、福岡・九州地域特化
18	プロスベクト・レジデンシャル	プロスベクト	327	05/7	住宅特化型、東京23区70.3%
19	ジャパン・シングルレジデンス	ダーウィン、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	288	05/7	住宅(単身者向け)特化型(宿泊特化型ホテル含む)、東京圏58.3%、関西圏23.8%
20	ケネディクス不動産	ケネディクス	1,846	05/7	オフィス59.9%、住居29.4%、東京経済圏84.7%
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・コーホレーション	504	05/7	住居58.3%、商業施設41.7%、首都圏67.7%
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	394	05/9	オフィス39.5%、商業施設32.0%、住宅28.5%、首都圏82.7%
23	FCIレジデンシャル	ファンド・クリエーション	169	05/10	住宅特化、東京都87.5%
24	DAオフィス	ダウ・インテリ・アドバイザーズ	810	05/10	オフィスビル特化、首都圏95.9%
25	阪急リート	阪急電鉄	1,033	05/10	商業施設94.0%、関西圏95.9%
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	439	05/11	住宅特化、東京23区79.5%
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	464	06/5	住居54.4%、郊外型商業施設18.5%、首都圏58.5%
28	ジャパン・ホテル・アワード・リゾート	MLQ Investors.L.P.、森観光トラスト	615	06/2	ホテル及びリゾート施設特化型、関東25.8%、近畿39.8%、九州・沖縄31.4%
29	トップリート	住友信託、新日鉄都市開発、王子不動産	1,180	06/3	オフィス81.6%、東京都心部79.2%
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	640	06/3	オフィスビル運用型(中規模オフィス)、首都圏72%
31	ビー・ライフ	モリト	346	06/3	住居、商業施設、東京都主要9区86.3%
32	日本ホテルファンド	クリエティブ・リレーション・グループ・ジャパン、共立メンテナンス等	246	06/6	ホテル特化型、三大都市圏63.7%
33	リプラス・レジデンシャル	リプラス、エイブル等	504	06/6	住宅特化、都心7区22.7%、関東圏40.9%、地方36.3%
34	ジャパンエクセレント	興和不動産、第一生命保険等	1,429	06/6	準オフィス特化、東京・神奈川95.6%
35	東京クローストリート	東京リート、エイチ・エス証券等	225	04/5	東京都及び近郊のオフィス・住居、住居77.5%、東京23区83.1%
36	スターツアロシード	スターツアロシード、スターツコーホレーション	130	05/11	住宅特化、首都圏81.0%
37	日本アコモデーションファンド投資法人	三井不動産	966	06/8	住宅特化、東京23区95.5%
38	MIDリート投資法人	MID都市開発	1,144	06/8	オフィス80.3%、大阪圏77.5%
39	日本コマース投資法人	パンフィクマネジメント	1,380	06/9	オフィス69.7%、商業施設30.3%、東京圏76.6%
40	森ビルリート投資法人	森ビル	1,571	06/11	港区80.9%、オフィス72.9%
41	野村不動産レジデンシャル投資法人	野村不動産ホールディングス	561	07/2	住居特化型
	合計		60,483		

(注) 時価総額は2007年6月末。投資対象、取得価格の地域別構成は直近の決算期。

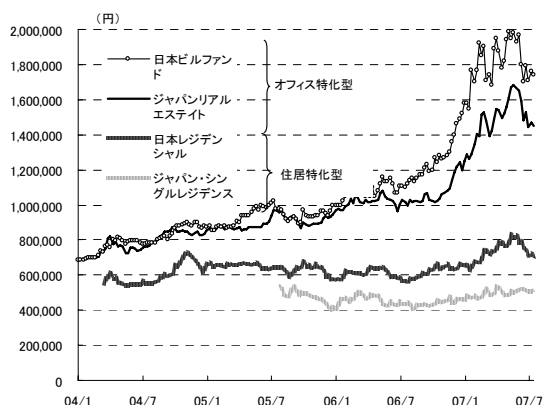
(資料) 各投資法人資料より作成

個々の銘柄の投資口価格については、投資対象によって二極化が進んでいる。投資対象がオフィス特化型の銘柄では賃料の上昇期待から大幅に上昇している（図表 21）。しかし、住居特化型は賃料の顕著な改善が見込めないことから上昇率は限定的なものとなっている。

こうした中で 5 月以降、J-REIT の投資口価格は下落した（前掲図表 18）。背景には、これまでの投資口価格の大幅な上昇によって配当利回りは 2% 台半ばまで低下して 10 年債利回りとのスプレッドが 1% 台を割り込む状況にあった下、10 年国債利回りが上昇して、投資口価格へ割高観が生じたことがある（図表 22）。最近では、投資口価格の下落によってスプレッドは 1% 前後まで回復している。

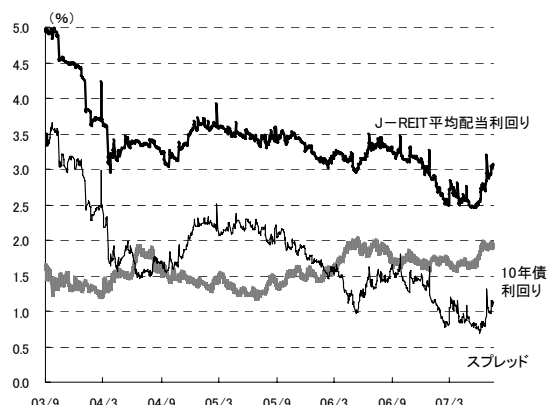
一方で、J-REIT の投資主体別売買動向をみると、投資信託が安定した買い主体となっている中で、外国人による購入が拡大傾向にある（図表 23）。さらに有力外資による J-REIT への資本参加も増加しており、このうちいくつかのケースでは資本提携と同時にパイプラインサポート契約（物件取得面でのサポート）を結んでいる。これによって、J-REIT 側は外部成長機会を拡大させる一方、外資側はファンドの出口等に伴う物件売却先の安定化を図っている。

図表 21 投資対象別の投資口価格



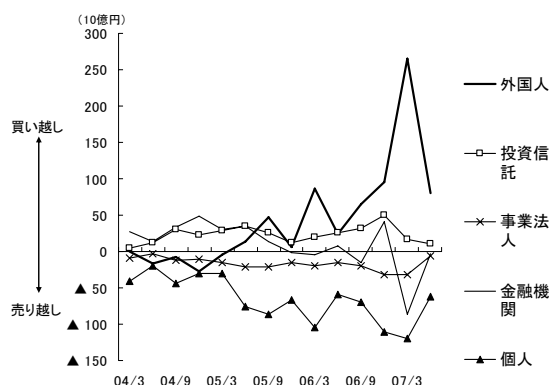
(資料) Bloomberg

図表 22 J-REIT 配当利回りと 10 年債利回り



(資料) Bloomberg

図表 23 J-REIT の投資主体別売買動向



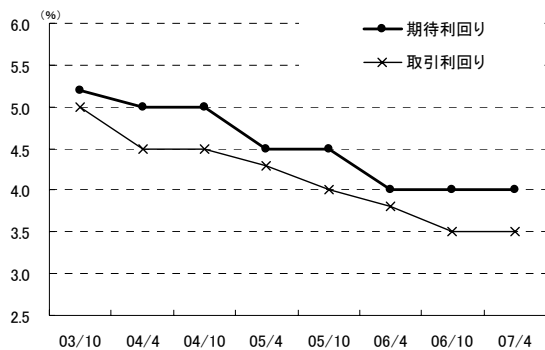
(資料) 東証

不動産投資家を対象としたアンケートでは、丸の内・大手町地区のキャップレートが下げ止まるなど（図表 24）、不動産価格は一部でピーク観も生じつつある。一方で、プライベートファンドを中心に賃料の大幅な上昇を織り込んでキャップレート 2%台での物件取得も一部にはみられるなど物件取得競争が過熱した状況に変化はみられていない。

こうした環境下、不動産ファンドの戦略には変化がみられる。J-REIT においては、外部成長の面ではスポンサーへの依存を強めている。外資とのパイプラインサポート契約もこの一環と考えられる。また、内部成長面の重点は、従来「コスト削減」だったが最近では「賃料引き上げ」へと変化している。一方、プライベートファンドにおいては、従来はキャピタルゲインを「キャップレートの低下」に依存する面が強かったが、最近では「賃料上昇」によって不動産価値の向上を目指しているようだ。

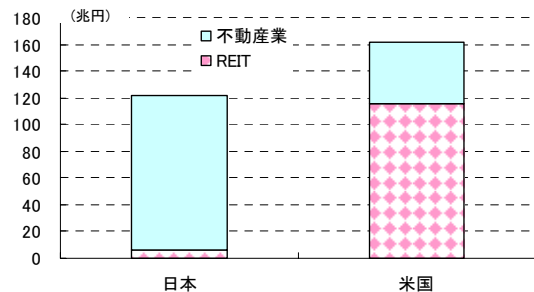
なお、不動産セクターにおいて REIT が占める割合（総資産ベース）は、米国ではおよそ 70% となっている一方、日本は 5% 程度にとどまっている（図表 25）。また、日本では法人企業が自ら不動産を所有する傾向が強く、法人所有不動産約 500 兆円のうち証券化されている部分は約 30 兆円と 1 割にも満たない（図表 26）。もっとも、企業においては、企業価値の向上に向けて不動産の潜在的な価値を顕現化させることが一層求められており、先行き、不動産の証券化、機関化が進展していくと予想される。

図表 24 丸の内・大手町のキャップレート



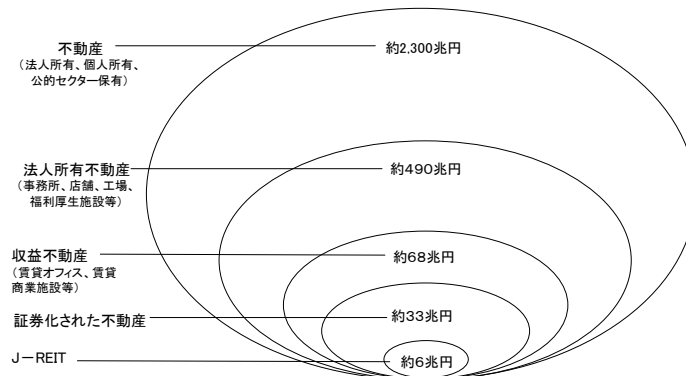
(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表 25 不動産セクターにおける REIT



(注) 不動産セクターは上場不動産業と REIT の総資産合計。
日本は 06 年末、米国は 04 年末で 104.12 円/\$ で換算
(資料) 財務省、米国内国歳入庁

図表 26 日本の不動産市場規模



(資料) 国土交通省「企業不動産の合理的な所有・利用に関する研究会報告書」07 年 3 月
(注) 証券化された不動産、J-REIT 規模についてはみずほ総研で 2006 年値に修正。

3. 海外不動産市場

世界経済の拡大や過剰流動性を背景に、海外の不動産市場はオフィス市場を中心に概ね堅調に推移している。グローバルな不動産投資資金は収益性を追求して国・地域をまたいだ投資活動を拡大させており、日本の不動産投資市場は海外不動産投資市場の影響を受け易くなっている。

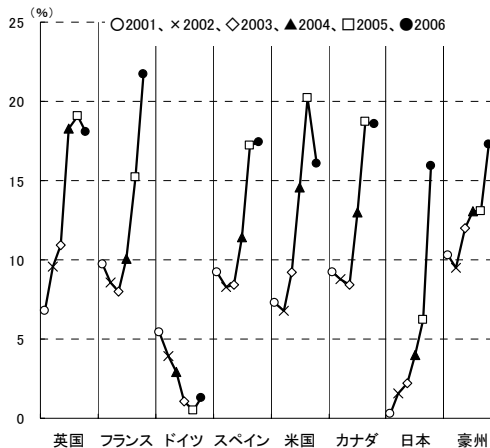
(1) 不動産市況

a. 不動産投資市場

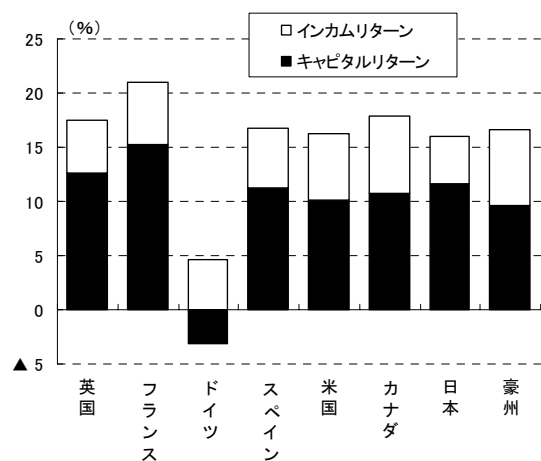
はじめに、内外主要国の不動産投資市場の収益性をみると、2004 年以降、日本とドイツを除いて、収益率は10%を上回る状況が続いている（図表 27）。日本については、デフレ脱却の展望が開けるとともに収益性は急速に高まっており、2006 年の収益率は 15.9%と2005 年から 10%ポイント近く改善した。これにより 2006 年の収益率はドイツを除いて概ね 15%を上回る高い水準となるなど、不動産投資は良好な環境が続いている。2006 年の収益率をインカムリターンとキャピタルリターンに分けてみると、ドイツを除けばキャピタルリターンが 10%程度に達している（図表 28）。

もっとも、ドイツについても景気回復によって不動産市況は改善に向かっており、収益率は 2005 年にボトムを打ち 2006 年は上昇に転じている。一方、米国、英国、スペインなどでは高い収益率を維持しつつも、2006 年の収益率はやや鈍化したが、これには住宅市場で収益性が悪化しているためとみられる（後述）。

図表 27 不動産投資パフォーマンス



図表 28 2006 年投資パフォーマンス内訳



(資料) ユーロ各国：IPD(Investment Property Databank)、米：NCREIF(全米不動産受託者協会)

日本：MTB-IKOMA 不動産インデックス

(注) 対象は投資不動産で全用途。ただし、日本のみ都心 5 区のオフィス。

b. 住宅市場

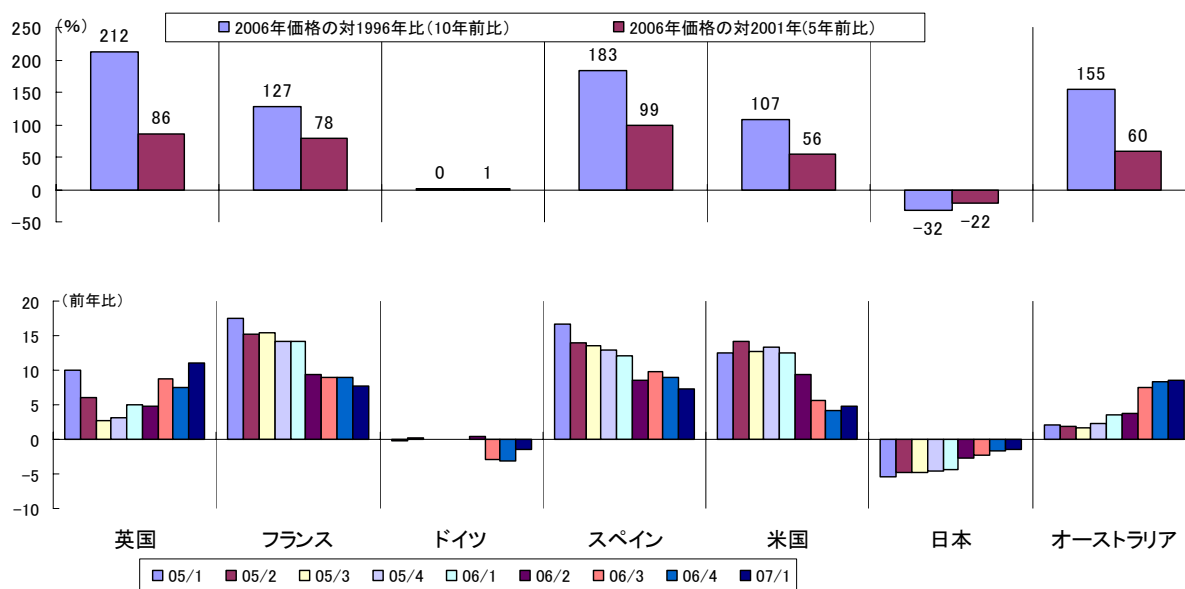
1990年代半ば以降、米国、欧州、オーストラリアなどの国々で住宅価格の上昇が続いている。最近の各国の住宅価格を10年前と比較すると、英国やスペインでは約3倍、フランスやオーストラリアでは約2.5倍、米国では約2倍と、いずれも大幅なものとなっている（図表29）。

住宅価格上昇の背景には、家計の住宅資金のアベイラビリティが向上していることがある。世界的な低金利によって家計の資金調達可能額は増加しているほか、多様な住宅ローンの導入などによって家計が住宅ローンを組みやすい状況になった。さらには、米、英、スペインでは移民の受け入れなどによって人口が安定的に増加したことも、住宅実需の拡大を通じて住宅価格の上昇につながったと考えられる。

もっとも、最近の住宅価格は、米国やスペインなどで伸びが鈍化しており（図表29）、英国も先行き伸びの鈍化が予想されている。

この背景には、世界的に緩やかな金利上昇が進んでいることがある。家計の住宅借入は金利上昇が小幅であっても資金調達への影響は大きい。また、住宅価格の高騰による家計の住宅取得能力の低下や住宅の供給過剰も、一部で住宅価格の鈍化につながっている。

図表29 住宅価格



(資料) 10年前、5年前比較：Global Property Guide、四半期前年比：Knight Frank Residential Research

c. オフィス市場

一方で、世界経済の拡大を背景にオフィス需要は好調に推移している。主要都市の空室率は低下傾向にあるほか、オフィス賃料は総じて高い伸びとなっている（図表 30）。

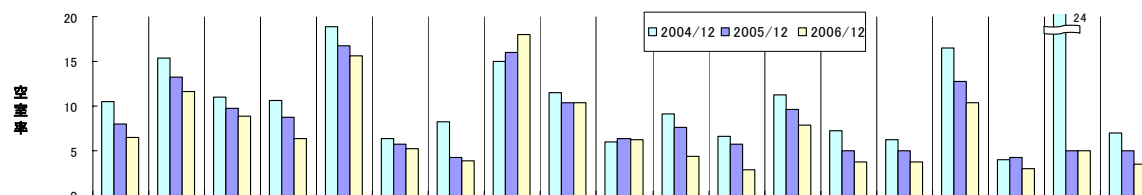
各都市の状況では、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールなどは金融業を中心にオフィス需要の強い状況が続いており、オフィス賃料は高まる方向にある。

欧州では、パリやマドリッドで空室率の低下を背景にオフィス賃料は高い伸びとなっている。一方、フランクフルトはオフィス需要に持ち直しの動きがみられるものの空室率の水準は高く、オフィス賃料の伸びは緩やかなものとなっている。

香港では 2004 年から 2005 年にかけてオフィス賃料の水準はおよそ 2 倍に上昇した。賃料の高騰によってマーケットが中心部から周辺部へ拡大したことから、最近では賃料の伸びはやや鈍化している。

図表 30 オフィス賃料上昇率と空室率

賃料 上昇率 (前年比)	ニュー ヨーク (ミッド タウン)	サンフラン シスコ	トロ ント	ロ ンドン (ウ ェス ト エンド)	フ ラン ク フル ト	パ リ	ロー マ	ア ム ス テ ル ダ ム	プ リ ュ ッ セ ル	チ ュー リッ ヒ	マ ド リ ッ ド	モ スク ワ	シ ド ニ ー	上 海	香 港	シ ン ガ ポ ール	ソ ウル	ム ン バ イ	東 京
2005/1	0.5	2.2	-2.2	25.0	-2.9	-3.1	-13.2	-4.8	9.1	-3.8	-3.8	7.6	-0.5	3.8	54.3	10.0	1.0	0.0	13.2
2006/5	2.7	21.6	-0.4	13.3	0.0	9.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.9	11.1	5.2	15.7	59.5	20.4	1.8	90.9	15.6
2007/5	25.5	16.8	2.3	17.6	3.0	11.4	0.0	8.3	0.0	6.3	28.1	30.8	9.2	13.2	26.9	53.6	2.7	52.4	25.5



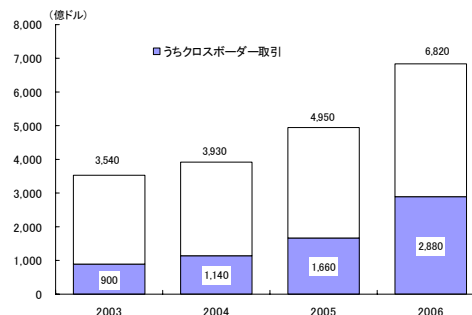
(資料) 賃料上昇率：CB RICHARD ELLIS” Global Market Rents”
空室率：COLLIERS INTERNATIONAL ” Global Office Real Estate Review”

(2) グローバル不動産投資

a. グローバルな不動産取引

次に、グローバルな不動産取引の動向をみると、不動産市況の好転や過剰流動性を背景に取引額は拡大している。ジョーンズ ラング ラサール社の調査によれば、2006年の全世界の商業不動産直接投資額は、6,820 億ドルで前年比 38% 増となった（図表 31）。

図表 31 商業不動産直接投資額



(資料) ジョーンズ ラング ラサール
「グローバル・リアル・エステート・キャピタル」

このうち国・地域をまたいだクロスボーダー投資は 2,880 億ドルで前年比 73%の大幅な増加となった。米大陸、欧州、アジア・パシフィックのいずれの地域においても、投資額全体に占めるクロスボーダー投資の割合は高まっており、不動産投資資金が一段とグローバルに展開していることをうかがわせる（図表 32）。

また、世界全体の不動産取引額に対する各国別のシェアをみると、2006 年は米国が 40%と前年の 42%からやや低下したほか、英国は 15%と前年の 21%から大幅な低下となった。一方で、シェアを高めたのはドイツと日本で、ドイツは 2005 年の 5%から 2006 年は 9%に、日本は 5%から 8%へ上昇した。

日本については、2006 年の不動産投資額が 520 億ドルで前年比 128%の増加となったが、特にクロスボーダー投資は前年比 225%の大幅な増加を示した。

図表 32 グローバル不動産投資

	2006		2005		投資額	クロスボーダー	2006	2005	2006	2005
	投資額		投資額							
	(10億ドル)	クロスボーダー	(10億ドル)	クロスボーダー	(%)	(%)	クロスボーダー取引構成比		各地域・国別構成比	
		(10億ドル)		(10億ドル)			(%)	(%)		
グローバル	682	288	495	166	38	73	42	34	100	100
アメリカ大陸	283	70	216	34	31	106	25	16	41	44
米国	271	65	205	29	32	124	24	14	40	42
欧州	305	187	212	113	44	65	61	53	45	43
英国	101	53	103	47	-4	13	52	46	15	21
ドイツ	62	51	25	17	148	200	82	68	9	5
フランス	30	23	18	15	70	53	77	83	4	4
スウェーデン	16	9	13	8	23	13	56	62	2	3
ロシア	4	—	—	—	700	—	—	—	1	—
アジア・パシフィック	94	30	67	20	42	50	32	29	14	14
日本	52	13	23	4	128	225	25	17	8	5
オーストラリア	12	3	11	—	9	—	25	—	2	2
中国	9	6	—	—	69	—	60	—	1	—

(資料) ジョーンズ ラング ラサール「グローバル・リアル・エステート・キャピタル」

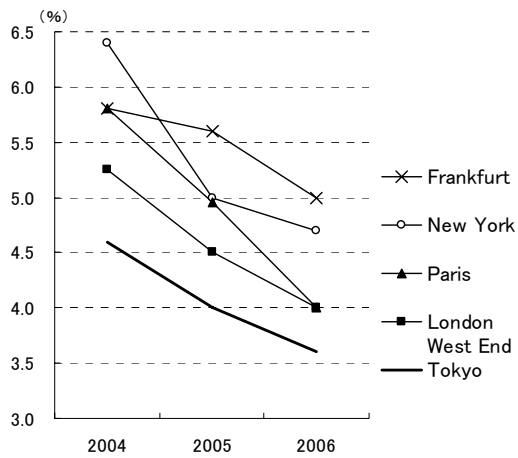
(注) 前年比及び構成比の値の一部は上記資料の公表値を用いてみずほ総研で算出したもの。

b. 世界主要都市のイールドギャップ

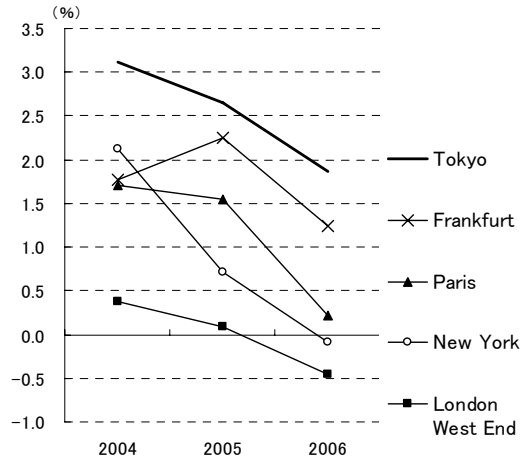
このようにグローバルな不動産投資が日本とドイツで拡大し、一方で英国と米国でやや減速している背景には、先進国の主要都市間でイールドギャップに差異が生じていることがある。

東京、ニューヨーク、ロンドン、パリ、フランクフルトについて、2004 年から 2006 年にかけてのキャップレートをみると、不動産価格の上昇などによって全ての都市で低下傾向にある。2004 年から 2006 年の間の低下幅は、パリが最大で▲1.8%ポイント、最小のフランクフルトでも▲0.8%ポイントとなっている（図表 33）。キャップレートの水準については、2006 年は最高のフランクフルトで 5%、最低の東京で 3.6%となっている。

図表 33 主要都市のキャップレート



図表 34 主要都市のイールドギャップ



(資料) COLLIERS INTERNATIONAL” Global Office Real Estate Review”
 (注) イールドギャップ=キャップレート-国債利回り。

一方で、投資の収益性を表すイールドギャップ（キャップレート-国債利回り）は、この間、国債金利が概ね横ばいで推移したことから、低下傾向となった（図表 34）。2006 年のイールドギャップの水準は、東京が 2%程度と最も高い水準にあり、次いでフランクフルトが 1%台前半となっている。一方で、ロンドンやニューヨークのイールドギャップはマイナスとなっている。

ロンドンやニューヨークでは、国債利回りを下回る水準で不動産売買が行われていることを示しており、不動産投資が収益を見込みにくい状況となりつつある。一方で、東京やフランクフルトは一定のイールドギャップが確保されている。また、東京については、空室率が極めて低い水準にあり（前掲図表 28）、先行きの賃料上昇を期待し易いことが海外からの不動産投資を活発化させていると考えられる。

c. 世界の REIT 市場

世界の REIT 市場は拡大傾向にある。REIT 導入国はおよそ 20 カ国に達しており、その時価総額は 100 兆円に迫っている（図表 35）。

最近では欧州で規模の拡大が顕著となっている。2003 年に導入したフランスの時価総額は 8 兆円に達しているほか、本年 1 月スタートの英国も時価総額は 8 兆円を超えている。さらに、ドイツは 4 月に REIT 制度導入の法案が可決しており、イタリアも 2007 年中の導入が予定されるなど、今後も REIT の市場規模は拡大していくとみられる。

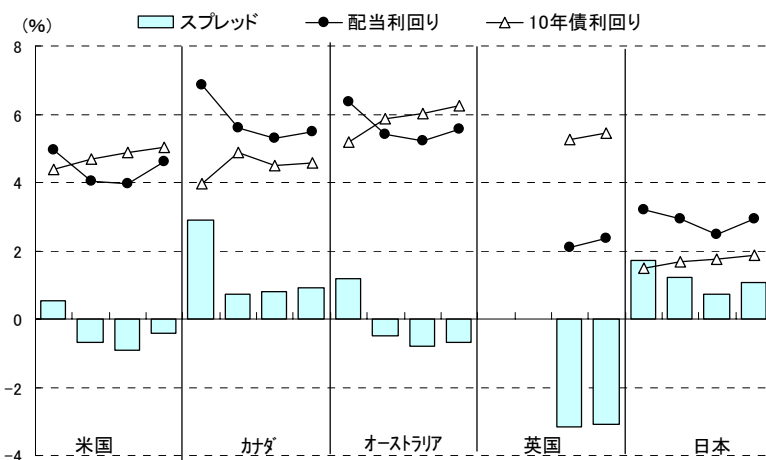
図表 35 世界の REIT 市場

	市場開設年	銘柄数	市場規模 (単位:兆円)	日本=100
米国	1960	172	49.6	783
オーストラリア	1971	72	12.8	202
英国	2007	9	8.1	128
フランス	2003	37	8.0	127
日本	2001	41	6.3	100
オランダ	1969	8	3.2	51
カナダ	1993	32	3.0	48
シンガポール	1999	15	2.0	32
香港	2003	6	1.0	16
ベルギー	1995	12	0.8	12
トルコ	1995	11	0.2	3
台湾	2003	7	0.2	3
マレーシア	1986	13	0.2	2
韓国	2001	8	0.1	1
イスラエル	2006	1	0.0	0
合計	-	-	95.8	-

(資料) 不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」

また、海外不動産市場では好調な不動産市況を背景に REIT の買収が相次いでいる。米国では、時価総額が 1 兆円を超える大手住宅 REIT のアーチストーン・スミス・トラストを不動産大手ティッシュマン・スパイヤーが買収することで合意したほか、欧州では、オランダ最大の REIT のロダムコ・ヨーロッパをフランス最大の REIT ウニベルが買収して時価総額が約 3 兆円の欧州最大の REIT が誕生している。

図表 36 REIT 配当利回りと 10 年債利回りのスプレッド



(注) グラフは各国ともに左から順に
2005 年末、2006 年末、2007 年 5 月末、2007 年 6 月末
(資料) Bloomberg

一方、各国 REIT の配当利回りと 10 年債利回りのスプレッドについては、2005 年から 2007 年 5 月にかけてプラス幅が縮小ないしマイナス幅が拡大する傾向にあった (図表 36)。これは、各国 REIT 指数が上昇して配当利回りが低下する一方、10 年債利回りが緩やかに上昇したことによる。

もっとも、5 月後半からのグローバルな長期金利の上昇によって、各国 REIT 指数は大きく低下 (配当利回りは大幅に上昇) したことなどから、スプレッドはプラス幅が拡大ないしマイナス幅が縮小している (後述)。

4. 不動産市場の注目点

以下では、最近の不動産市場の注目点として、①世界各国の不動産市場の関連性、②日本の都区部不動産市場のバブル懸念について検討していく。

(1) 世界各国不動産市場の関連性

a. 各国主要都市のイールドギャップからみた市場の関連性

はじめに、世界各国の主要 23 都市²のキャップレートとイールドギャップから市場相互間の関連性についてみていく。

² 23 の都市は以下のとおり。アムステルダム (オランダ)、ブリュッセル (ベルギー)、ケープタウン (南ア)、コペンハーゲン (デンマーク)、フランクフルト (ドイツ)、ロンドンシティ (英国)、ミラン (イタリア)、モスクワ (ロシア)、パリ (フランス)、ストックホルム (スウェーデン)、メキシコシティ (メキシコ)、ニューヨーク (米)、ロサンゼルス (米)、北京 (中国)、香港 (中国)、ソウル (韓国)、シドニー (豪)、東京 (日本)、ダブリン (アイルランド)、リスボン (ポルトガル)、オスロ (ノルウェー)、シンガポール、デリー (インド)

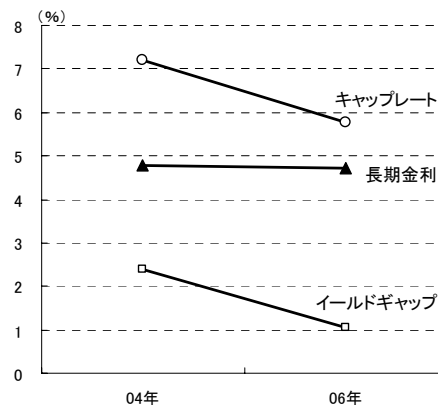
まず、23 都市の平均値でみると、キャップレートは2004年から2006年にかけて1.4%ポイント低下した（図表 37）。この間、長期金利はほぼ横ばいで推移したことから、イールドギャップの低下幅も1.4%ポイントとなった。

次に、23 都市各々のデータを用いると、2004年にイールドギャップが高い都市ほど、その後2006年までの間のイールドギャップの低下幅が大きくなっている（図表 38）。すなわち、投資の収益性が高い都市ほどグローバルな投資資金が大量に流入して、不動産価格の上昇を通じた収益率の低下が発生したと考えられる。

また、23 都市のデータからは、長期金利の水準が高い都市（国）ほど、2004年から2006年の間のイールドギャップの低下幅が大きくなっている（図表 39）。本来、長期金利の水準とイールドギャップの低下幅とは無関係と考えられるが、金利が高い国に対する投資では金利水準の低い国で調達したマネーを用いて実質的なイールドギャップを高く保つようなグローバルな投資行動が影響したと考えられる。このことは、2004年のキャップレートが高い都市ほど、2006年までの間のキャップレートの低下幅及びイールドギャップの低下幅が大きいといった傾向にも現れている（図表 40、41）。

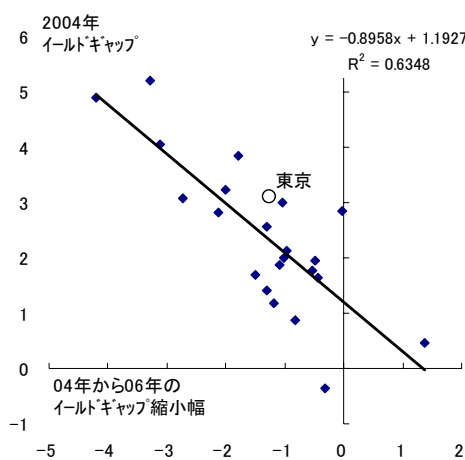
不動産投資資金のグローバルな展開によって、世界主要都市のキャップレートやイールドギャップは国際的に裁定が働いており、各都市間の収益性の平準化が進んでいることをうかがわせる。

図表 37 主要 23 都市平均のキャップレート、イールドギャップ



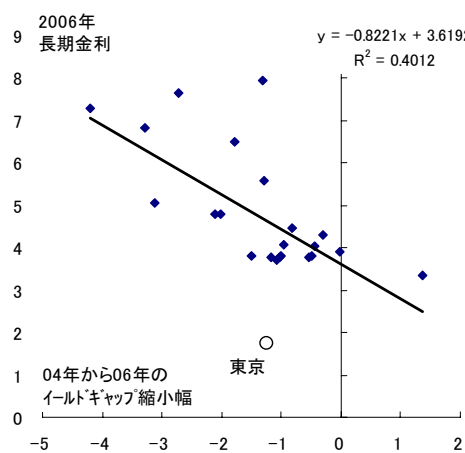
(資料) COLLIERS INTERNATIONAL
” Global Office Real Estate Review”

図表 38 イールドギャップと変化幅



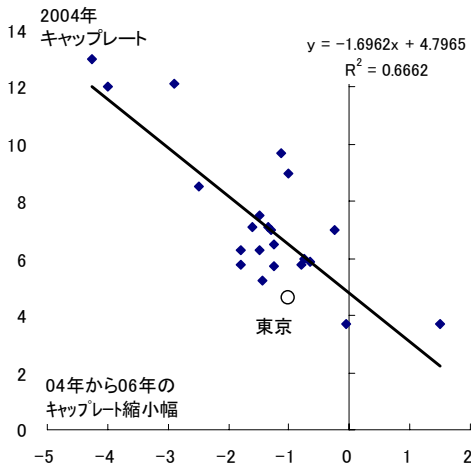
(資料) COLLIERS INTERNATIONAL
” Global Office Real Estate Review”

図表 39 長期金利とイールドギャップ変化幅



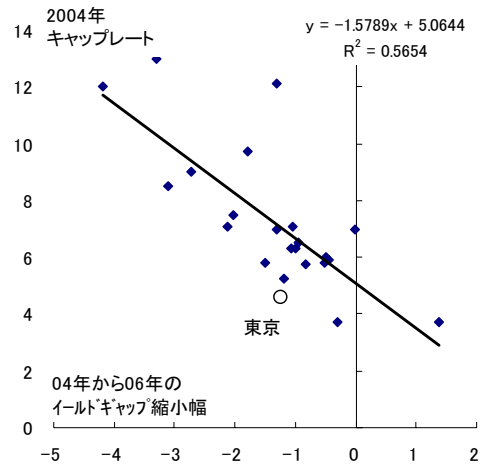
(資料) COLLIERS INTERNATIONAL
” Global Office Real Estate Review”

図表 40 キャップレートとキャップレート変化幅



(資料) COLLIERS INTERNATIONAL
” Global Office Real Estate Review”

図表 41 キャップレートとイールドギャップ変化幅



(資料) COLLIERS INTERNATIONAL
” Global Office Real Estate Review”

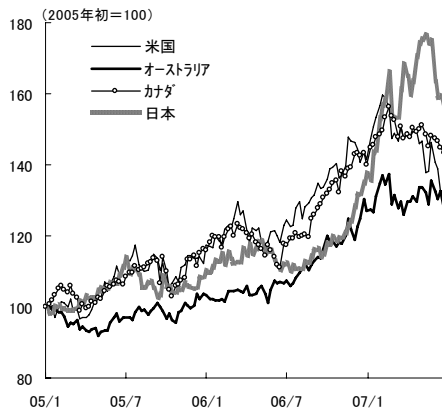
b. 各国 REIT 指数からみた市場の関連性

次に、各国 REIT 指数から市場相互間の関連性についてみていく。

米、オーストラリア、カナダ、日本の4カ国の REIT 指数をみると（図表 42）、2005 年初から 2006 年末までの間、各国指数はいずれも上昇トレンドをたどり、2006 年末にかけて上昇トレンドは強まる方向にあった。しかし、2007 年に入って、米、オーストラリア、カナダの指数はピークを打ち、米は大幅に下落、オーストラリアとカナダは緩やかに低下している。一方、日本は 5 月頃まで上昇トレンドを維持したものの、その後は大きく下落している。

各 REIT 指数の相互間の連動性を相関係数からみると（図表 43）、2005 年から 2006 年にかけて概ね高まる方向にあった。しかし、2007 年の相関係数は 2006 年から低下して、市場間の連動性は弱まっている。

図表 42 各国 REIT 指数の推移



(注) データは週次で 07 年 6 月末まで。
(資料) Bloomberg

図表 43 各国 REIT 指数の相関係数 (上段 05 年、中段 06 年、下段 07 年)

	米	豪	カナダ	日本
米	1.00	0.57	0.88	0.79
		0.94	0.94	0.74
		0.40	0.60	-0.17
豪		1.00	0.67	0.18
			0.90	0.77
			0.56	0.39
カナダ			1.00	0.60
				0.83
				0.38
日本				1.00

(注) 週次データの相関係数。07 年は 6 月末まで。
(資料) Bloomberg

2007年入り後のグローバルなREIT指数の下落については、これまでの投資口価格の大幅な上昇によって配当利回りと10年債とのスプレッドが大幅に縮小する下、世界的な金融引き締めなどを背景とする国債利回りの上昇などによって、投資口価格へ高値警戒感が生じたためと考えられる。

一方で、2007年の相関係数の低下については、各国の投資口価格の下落が始まった時期や下落幅の相違による。まず、米国、オーストラリア、カナダが年初来下落した一方で日本のみが他諸国から遅れて5月からとなったのは、日本のスプレッドが他諸国と比べて大きかったことや日本ではオフィス賃料の上昇期待が強いことなどによると考えられる。また、米国、オーストラリア、カナダのピークから直近までの下落率は、米国が最も大きく、次いでオーストラリアとなっている。米国、オーストラリアの順に下落幅が大きいのは、配当利回りと10年債利回りのスプレッドが両国ではマイナスといった状況にあることに加えて、米国はサブプライムローン問題といった特定の要因が影響したためとみられる。

グローバルな不動産価格は、これまでの上昇によって既に多くの地域で高い水準となっている。こうした下、世界的な金融引き締めが続く方向にあることなどから、「どの地域に投資しても高いキャピタルリターンが期待できる」状況からは変化しつつあり、投資先の選別化が進んでいくとみられる。

(2) 都区部不動産市場のバブル懸念

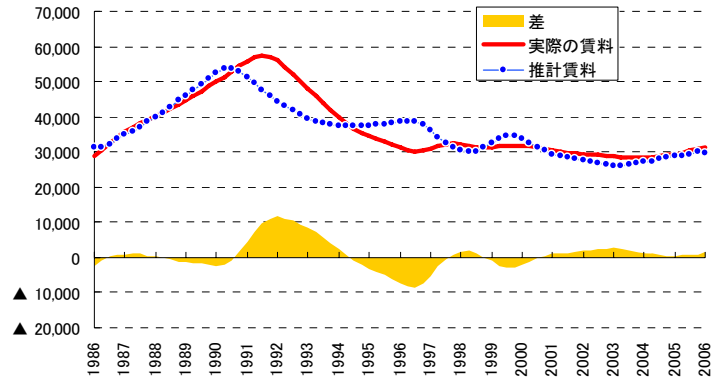
a. オフィス賃料からみたバブル懸念

以下では、不動産市場の最近の注目点のふたつめとして、日本の都区部不動産市場のバブル懸念について検討する。

まず、不動産価格の評価に収益還元法が一般化したことで、「不動産価格が当該物件の生み出すキャッシュフローから大きく乖離することはなく、バブルというべき状況は発生しえない」との声がしばしば聞かれる。しかし、評価の前提となる賃料水準およびその将来予測値が過度に楽観的または悲観的なものであるならば、収益還元法に基づく不動産価格評価に疑念が生じることは言うまでもない。したがって、賃料水準の妥当性については厳しく検証していく必要がある。

以下では、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、それを実際の賃料と比較することで最近の賃料水準の妥当性についてみてみた。説明変数は、①企業従業員数、②企業粗利益、③オフィス床面積、④企業物価の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期待インフレを代理するものである。

図表 44 オフィス賃料の推計結果



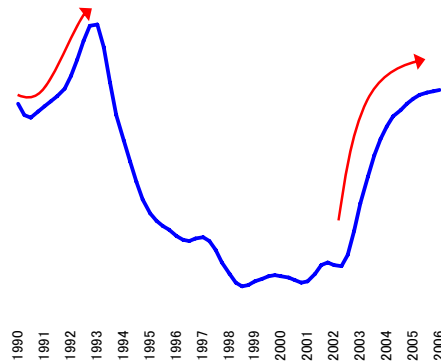
(推計式) $\ln(\text{実質賃料}) = 1.8 * \ln(\text{企業物価指数8期移動平均}) \quad (t=2.5)$
 $+ 0.7 * \ln(\text{大企業従業員数}) \quad (t=2.2)$
 $+ 2.0 * \ln(\text{大企業売上総利益額}) \quad (t=7.7)$
 $- 2.5 * \ln(\text{都心3区オフィス床面積}) \quad (t=-6.4)$
 $- 19.3 \quad (t=-5.2)$
 (推計期間) 1986年Q4～2006年4Q (4半期ベース。n=81)

(資料) 財務省、東京都、日本ビルダング協会連合会ほか

推計結果は図表 44 のとおりで、最近のオフィス賃料は、4つの説明変数から推計した賃料とほぼ同じ水準にあり、ファンダメンタルズから大きく乖離した状況にはない。

もっとも、図表 45 は企業物価(期待インフレ)の変化に対するオフィス賃料の感応度(企業物価が1%変化した時に賃料が何%変化するか)を時系列で示したもののだが、最近において感応度は大きく高まっている。これはバブル期にもみられた現象であり、賃料の値上がりが「期待」主導になりつつある点には留意が必要と考えられる。

図表 45 賃料の期待インフレへの感応度



(資料) 財務省、東京都、日本ビルダング協会連合会ほか

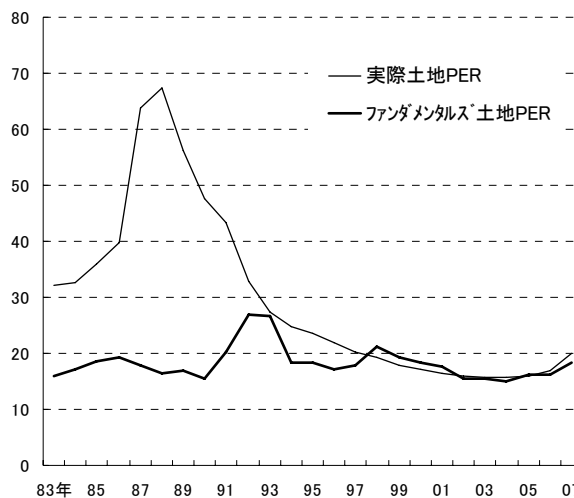
b. 土地 PER からみた都区部全体のバブル懸念

次に、都区部の不動産市場が全体でみてバブルか否かを、本稿 4 ページの収益還元法に基づく土地 PER を用いて検討していく。

方法は、都区部の地価と賃料の実績値から算出される土地 PER (以下「実際土地 PER」)と経済のファンダメンタルズから算出される土地 PER(=1÷(安全資産利回り+リスクプレミアム-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」)を比較することでみてる(図表 46)。

80年代半ばから90年代初めにかけて、実際土地 PER の水準はファンダメンタルズ土地 PER から大きく上方に乖離して、バブルであったことがうかがわれる。一方で、最近においては、実際土地 PER とファンダメンタルズ土地 PER はほぼ同じ水準となっている。先に、最近の都区部のオフィス賃料水準がファンダメンタルズから推計した水準と概ね合致していることも考え合わせれば、都区部の地価が全体としてバブルというべき状況にはなっていないと判断される。

図表 46 土地 PER の推移



(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の都区部オフィスの純収益利回りの 05 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」

c. 修正地価からみた都区部個別地点のバブル懸念

ここでは、都区部の不動産市場の一部でバブルが発生しているか、ミニバブルというべき状況になっていないかどうかを検討していく。

検討の方法は、公示地価における都区部調査地点の個々の地価データについて、バブル期の 1991 年と直近の 2007 年の地価水準を比較する。ただし、当時と最近では金利水準や期待成長率など経済環境が大きく異なるため、2007 年の地価を 1991 年当時と経済環境を同じとなるように公表値を修正した (以下「2007 年修正地価」) うえで比較した。

修正の方法は、図表 46 の注に示したとおり、 t 期の地価 L_t は賃料 α_t と割引率 r_t を用いると、 $L_t = \alpha_t \div r_t$ で表されることなどから、2007 年の修正地価 L^{\wedge}_{2007} は、2007 年の公表値 L_{2007} 、2007 年の割引率 r_{2007} 、1991 年の割引率 r_{1991} を用いて $L^{\wedge}_{2007} = L_{2007} \times (r_{2007} \div r_{1991})$ となる。ここで、割引率は各年のインカム収益率を用いた。

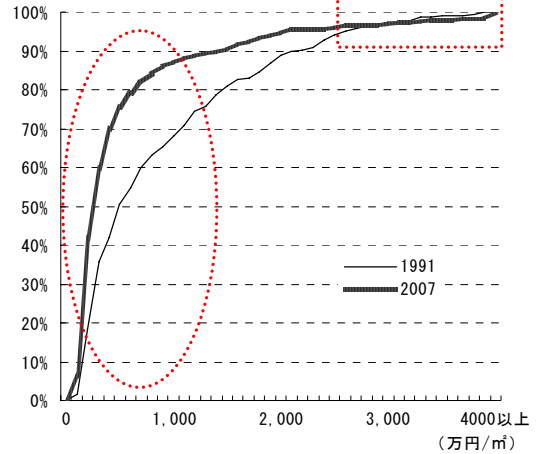
2007 年修正地価と 1991 年地価を比較すると、まず個々の調査地点の地価の平均値は、2007 年修正地価は 5.3 百万円/㎡と 1991 年地価の 8.6 百万円/㎡の 6 割の水準にとどまる (図表 47)。都心 5 区に限ってみれば 5 割以下の水準となるなど、地価水準を「平均値」で見ればバブルと言うべき状況には至っていないと推察される。

図表 47 都区部及び都心5区の地価の分布状況

単位：百万円

	23区		都心5区	
	1991	2007修正	1991	2007修正
平均値	8.6	5.3	17.7	8.8
上位	5%平均	31.0	36.0	43.0
	10%平均	27.7	34.2	34.4
下位	5%平均	1.1	4.2	1.3
	10%平均	1.3	5.7	1.5

【都区部の分布状況(累積度数)】



(資料) 国土交通省「地価公示」、生駒データサービスシステム「MTB-1KOMA 不動産インデックス」
 (注)

※修正地価の考え方

$$L_t = \alpha_t / r_t$$

$$L_{t+n} = \alpha_{t+n} / r_{t+n}$$

$$L_{t+n} = \alpha_{t+n} / r_t = \alpha_{t+n} / r_{t+n} \times r_{t+n} / r_t = L_{t+n} \times r_{t+n} / r_t$$

L_t : t期の地価、 α_t : t期の賃料

r_t : t期の割引率、 L_t : t期の修正地価

次に、個々の地点でのバブル発生の可能性を探るために、地価水準の階層別分布状況をみしてみる。都区部の2007年修正地価では、平米当たり1,000万円未満の調査地点が87%を占めるのに対して、1991年地価では68%となっており、2007年修正地価は相対的に低い地価階層に分布が偏っている（図表47）。

一方で、高い地価階層の分布状況は似通ったものとなっている。都区部における上位5%の地価水準の平均値は、2007年修正地価が33.7百万円/m²とバブル期の1991年地価平均の31.0百万円/m²を上回っている。都心5区では2007年修正地価の上位10%の平均値が34.4百万円/m²となり、1991年地価の上位10%の平均値34.2百万円/m²とほぼ同じ水準になっている。

これらからは、都区部の不動産市場は、全体で見ればバブルというべき状況にないものの、個別物件ごとにみればバブル期並みに高値となっているものも散見される状況と言えるであろう。

5. おわりに

わが国の不動産市場は、景気拡大の持続やデフレ脱却期待などを背景に、底上げが図られつつ全体として改善が続いている。都区部の不動産市場では、不動産投資市場の影響が強まっており、オフィス賃料の上昇期待とともに海外マネーの流入が不動産価格を押し上げている。

先行きについても、景気拡大が続く下、不動産市場は全体として改善が続くとみられる。都区部の物件にはバブル期並みに高値となっているものの散見されるのは既に見た通りだが、オフィス賃料の上昇が「期待」主導となりつつある点には留意が必要だ。賃料の期待インフレ率に対する感応度が高まっている状況はバブル期にもみられた現象であり、ミニバブル的な様相が一層強まることも懸念される。

また、グローバルな不動産市場は、低金利や過剰流動性を背景に総じて好調に推移しており、内外の不動産投資市場は、多くの地域で高い収益性を維持している。しかし、海外の不動産市場で一部にみられるイールドギャップがマイナスといった状況は持続可能とは考えにくい。こうした下で、世界的に金融政策が引き締めの方角にあることから、投資先の選別化が進みやすい状況にある。

もっとも、世界的な金融引き締めが進む下でも、今のところは長期金利の大幅な上昇や過剰流動性の収縮を通じた資産市場へのマイナスの影響はみられていない。これには、景気の拡大持続が予想される下で、①新興国等の供給力拡大を背景とするインフレ抑制を通じた長期金利の安定、②原油など一次産品価格の上昇に基づく資源国等からの資本流出の拡大、といった従来とは異なる構図が影響していると考えられる。

こうした構図が続く限り、グローバルな不動産市場は堅調さを維持するとみられる。しかし、この構図にほころびがみられたときには、これまでの価格上昇が大きかった分、調整も大きくなる可能性には注意が必要と思われる。

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[2007]『土地白書』平成19年版
- 国土交通省[2007]『平成18年度不動産証券化実態調査』
- 国土交通省[2007]『企業不動産の合理的な所有・利用に関する研究会(CRE研究会)報告書』
- 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書』
- 佐藤泰弘[2007]『2006年度不動産売買実態の概要』（「不動産トピックス」2007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）
- シービー リチャード エリス[2007]『オフィス・マーケット・レポート』2007年 Winter
- ジョーンズ ラング ラサール[2007]『グローバル・リアル・エステート・キャピタル』
- 高田由利香[2007]『高級賃貸オフィス市場を中心とした香港不動産市場の動向』（「みずほアジアインサイト」みずほ総合研究所）
- 仲谷光司[2007]『RENEX にみる不動産収益率』（「不動産トピックス」2006年10月号みずほ信託銀行）
- 不動産証券化協会[2007]『不動産証券化ハンドブック 2007-2008』
- 不動産証券化協会[2007]『第2回会員対象私募ファンド実態調査』
- みずほ証券[2007]『J-REIT 市場の動向（2007年5月23日）』（「Mizuho Securities Real Estate Market News」）
- 森ビル[2007]『東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査』
- CB RICHARD ELLIS[2007]『Global Market Rents』May 2007
- COLLIERS INTERNATIONAL[2007]『Global Office Real Estate Review 2007』
- Investment Property Databank[2007]『IPD global index—consultation release』2006

以上