

## H19.3 金融・経済レポート

担当 樋口

### テーマ 不動産業界についての考察

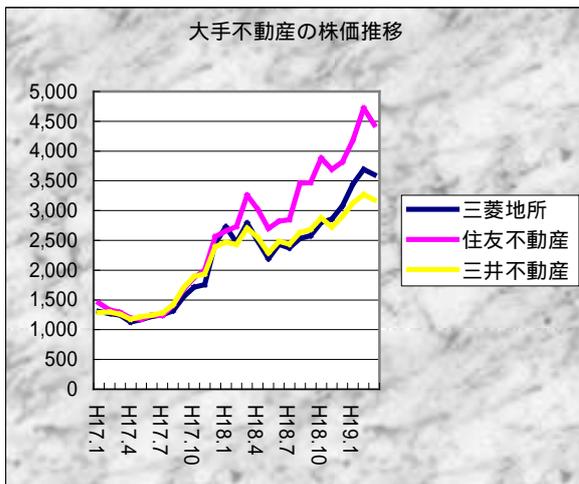
前回のレポートでは、金利、株式、債券の推移をグラフに表し、それぞれの相関関係（変動要因等）について学ぶ事が出来た。

今回のレポートでは、新たな知識習得のため、不動産の金融商品や不動産業界の現状を把握し、不動産業界の先行きについて考察していきたいと思う。

#### 1 不動産の現状

一般的に、不動産会社は大規模な投資（宅地開発、土地・建物取得等）が足かせになり、建設企業と同様に借入金の依存度が高い業種とされている。この事から、借入金利の変動が財務に多くの影響を及ぼす。

現在、日本の金利は世界的に超低金利であり、不動産業界には追い風が吹いている。この事は、大手不動産企業の過去2年の株価並びにJ-REIT指数の推移に顕著に現われている。



大手不動産企業の株価は、ここ2年で3倍近く上昇している。この間、日経平均株価も上昇しているが、この3社の上昇幅には遠く及ばない。

この3社の中でも、住友不動産の株価は他の2社に比べ上昇幅が大きい事がわかる。

また、REIT（不動産投資信託）の代表であるJ-REITの基準価格も去年の暮れから大きく上昇している。元々、安定した分配金の配当利回りが魅力の金融商品であるが、基準価格が上昇している事から、より多くの利益が享受出来るという事だろう。

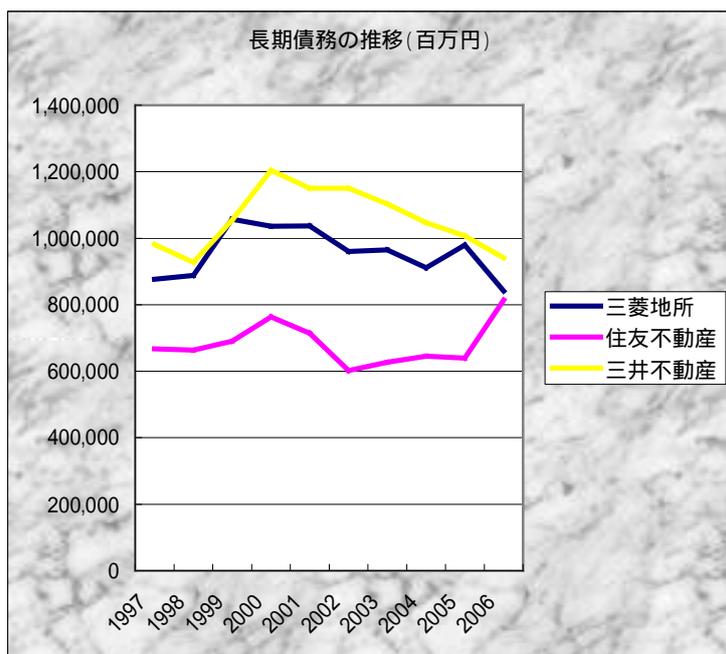
また、どちらのグラフでも、2月の利上げや世界同時株安等の影響から、最近若干下落傾向にある事が伺える。不動産が金利の上昇に敏感である事が読み取れるが、日本の金利は以前、低金利である事から、過度に下落する事は考えにくい。



## 2 不動産が好調な要因

不動産企業は低金利の下で積極投資を行い、この成果が業績回復へ寄与している。その他、日本経済の景気回復を背景に、従業員の採用増やオフィス拡張意欲が強く、空室率が低下傾向である事、都心部を中心に地価が上昇している事等も好調な要因に挙げられる。

また、REIT や不動産の証券化等が登場した事により、土地活用の需要が増え、資金調達手段も広がり、以前程借入に依存せずに開発・投資する事が可能になった事もプラスに作用しているだろう。下のグラフは大手 3 企業の長期債務の推移を表したグラフである。



各社とも大規模な開発を行なっているが、長期債務の残高は 1 兆円を割っている。

三井不動産は 2000 年以降から、三菱地所は 2005 年以降から順次債務の返済を行なっている事が伺える。

一方、住友不動産は 2005 年から借入金が増えている。金利の引上げや、今後の更なる開発投資に備え、債券等を発行したのだろうか…。ただ、借入残高は 3 社とも大きな差が無い。

## 3 不動産の好調は大規模都市圏のみ...?

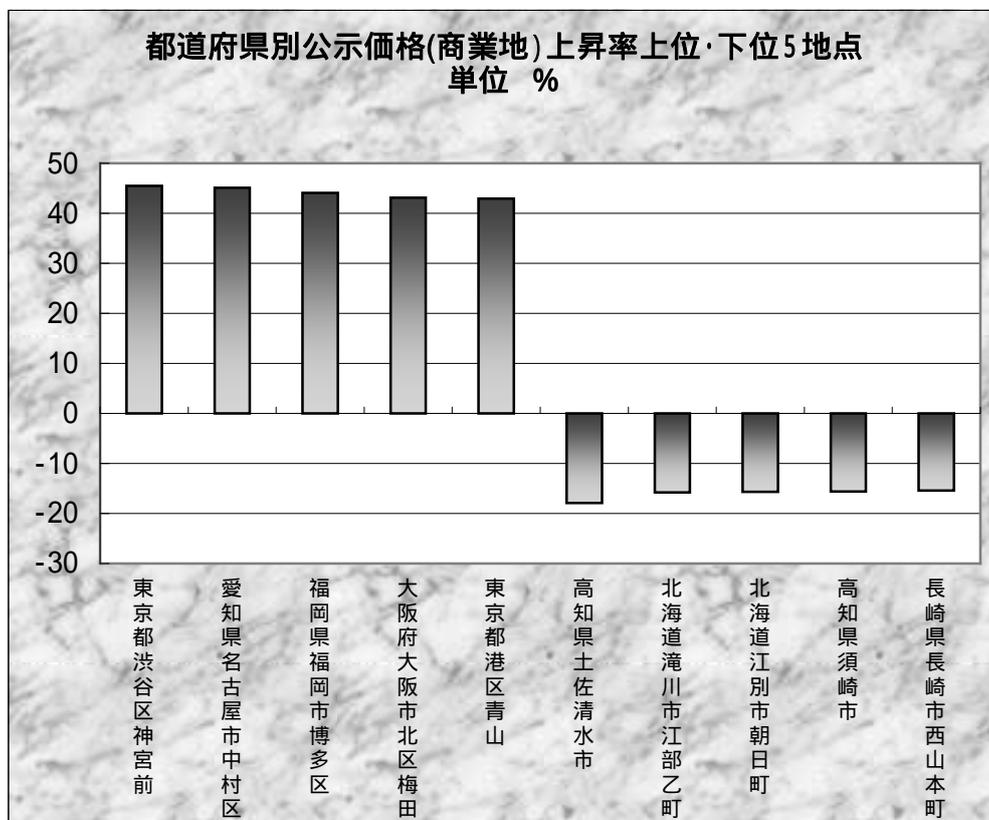
日本経済が長引く不景気から脱し、緩やかに回復している事から、不動産の好調は全国に波及しているかのように思える。しかし、大型地方都市を除いて地方の地価は上昇しておらず、開発行為もされていないのが現状である。上記に挙げた不動産各社は、需要のある都心部中心に開発を行なっている。近年、大型ショッピングモールの開発が地方でも行なわれていたが、まちづくり三法により中心市街以外の大規模開発は規制される事となった。まちづくり三法は、中心市街のシャッター通りを活性化する事が目的のようだが、駐車場が完備できない中心市街が多く、地方の開発行為にマイナスに作用しているようだ。

テレビ CM で、シャープが三重県亀山市に大規模な液晶の工場を建設し稼働しているのを見たが、製造業も賃金の安い海外へ工場を建設するケースが依然多い状況だ。

地方での開発行為がされない事により、その地域の雇用環境が整備されず、若い人たち

は働き先を求めて都心部へ移住する。その結果、地方の税収が伸びず、年々過疎化が進み、財政難に陥るというサイクルになっていると考えられる。この事は、公示価格の変動率にも表れており、不動産価格の観点からも地域間の格差は今後も広がっていくと予想できる。

下のグラフは、3月に発表された全国の公示価格のうち、上下変動率5地点を日経新聞を参考に、グラフ化したものである。



表参道・丸の内・汐留・豊洲・日本橋等の大規模開発が行なわれる東京都、自動車産業を中心に企業業績が好調な愛知県、再開発が進む JR 大阪駅周辺や福岡市博多区等の三大都市圏の上昇率は、平均 8.9%の上昇であった。

一方、地方の過疎化が進む地域は、前年に比べ下落率は減少しているものの、以前下落基調である。地方の中でも、観光需要が高まっている軽井沢や沖縄県等では上昇する動きとなった。

#### 4 不動産事業の展望

現在、好調とされる不動産事業は、以下の環境下と密接に関わっていると考えられる。

##### 低金利

理由...借入に対する負担が少なくて済む。また、高利回りの不動産投資の魅力が増す。

##### 地価の高騰

理由...保有不動産の含み益により、担保価値の増加。転売等でキャピタルゲイン(売却益)が発生する。賃貸を行なう際は、地価の高騰を背景に、賃料の値上に転化できる可能性が増加。

##### 不動産需要の増加

理由...緩やかな景気回復を背景に、企業の採用数の増加や積極的な設備投資(事務所拡張等)が積極的に行なわれ、オフィスの賃貸需要は増加している。需要があるため、不動産開発の必要性・メリットがより増加していると考えられる。

##### 外資参入の障壁

理由...金融業(銀行、証券、保険等)は、外資の参入により企業間の競争が強まっている。不動産業は、外資のファンドが参入しているが、今のところ熾烈な競争には発展していない。

一方、不動産事業のリスクとして留意しておく事象があるとすれば、

人口減少・少子高齢化(潜在的な不動産需要は弱まる可能性も否定できない)

バブル時の余念。不動産は景気変動の影響が強いとされる。ファンド等は、投資資金のシフトが激しい事から、熱しやすく冷めやすい事も...

緩やかな金利の引上げ

地価高騰による開発コストの増加

等が新聞記事や専門家の発言から読み取る事が出来た。これらを踏まえた上で、各自の視点から不動産事業の今後について自由に記述した。

## 5 不動産事業の今後について

### 川邊

3月22日に国土交通省において、2007年1月1日時点での公示価格が公表された。全国平均で0.4%のプラスという結果であった。平成3年以来、16年ぶりにプラスに転じた。

これは景気回復によるオフィスの移転や拡張等に伴うオフィスの空室率の低下及び賃料の上昇が寄与したものである。

オフィスビルの空室率から公示価格を考えてみることにする。三鬼商事の調べでは2月末時点での東京(都心)の平均空室率は2.93%であった。貸し手優位の目安とされる3%を下回る状況が続いている。既存ビルで2.9%(前月比+0.06)新築ビルで4.16%(前月比0.06)という状況であった。新築ビルの募集状況が好調であることが伺える。実際に2007年12月に竣工予定である東急不動産の汐留1-2プロジェクト(地下2階地上24階 延床面積35,845坪)のビルの状況を調べてみたが、竣工の約10ヶ月前にも関わらずほぼ契約済みであった。また、他の既存の大型新築ビルも満室稼働のビルが目立っている状況であった。オフィス需要が逼迫していることが伺える。このような状況が今後も続けば、小中型ビルのオフィス市場においても空室率の低下が進むだろう。

また、近年の低金利を背景に不動産投資信託(J-REIT等)が飛躍的に伸びている。各投資法人も市場の伸びと同時に収益性を重視するようになってきている。

収益性の高い物件へ資金のシフトが進んでおり、収益性の高いビルが多く建設され、新築ビルの空室率低下につながり結果、収益性の高い土地の公示価格が上昇しているのだろう。

収益性の高い地域では、公示価格の高騰が目立つ。東京・名古屋・大阪の三大都市圏では一部過熱感がある。三大都市圏以外は下落傾向であることを考えると、土地の収益性が公示価格に影響をおよぼしていることは間違いなさそうだ。

三大都市圏での公示価格の上昇は過熱感がありバブルとの懸念の声もある。また、ダヴィンチ・アドバイザーズ系列の投資会社が金融庁の業務改善命令されるなど投資会社への信頼も揺らいでいる。投資する側も勉強して、適切な投資先に投資をすることが求められている。今後も、公示価格及び不動産投資信託に注目していきたい。

### 安西

不動産業界は、景気回復の名のもとにビル賃貸業の環境が好転すると共に需要が増し活況を帯びている。また、先頃国土交通省より発表された1月1日現在の地価が発表されたが大都市圏は地目問わず前年より高値の評価を受けた。これによりますます不動産市場が活発になることは間違いだろう。しかしながら、路線価や公示価格は各自治体の限られた地域にしか存在しないケースが多く、また地点が少ないことからバブル期には公表地点を

基に取引が行われていたことから護送船団方式のように跳ね上がった土地の取引が引き金となりバブル崩壊という結末になったことから、投資価格に見合う回収計画等が必要であると考える。

今日の大手不動産株を高値に押し上げた立役者は外国人投資家であることから彼らに保有株を手放されたら株価が下落、業界環境の悪化と捉えるべきだろう。

## 樋口

今後の不動産業界は、引続き東京都心部・大型地方都市(梅田、名古屋、博多、仙台、札幌等)を中心に開発が行なわれ、それに伴い不動産の価格も上昇する事が予想される。

現在の不動産価格は、バブル崩壊を教訓に従来の原価法や取引事例比較法に基づく算定方法以外に、収益還元法(不動産が将来生み出すであろう収益に基づき還元利回りで還元して求める方法)を適用している。そのため、都心部でやや加熱していると思われる不動産価格も、“ファンダメンタルズ(経済的な分析)による価格”とする専門家の意見が挙げられていた。しかし、個人的には、投機的な側面があるのではないかと感じる。その理由は、世界的な“金余り”によって、不動産投資に海外のファンド等から短期的な投機資金が流入しているからだ。この事は、世界同時株安での、不動産企業の株価・REIT 指数の下落幅が他の業種に比べ大きかった事から推測出来る。アメリカや BRICS 諸国等の景気が減速されるとの憶測・悲観論が市場で広まる時などは、一時的にリスクマネーが回収され、日本の不動産に投資している資金も冷え込む可能性がありえる。

こうした短期的なリスクを勘案しつつも、長期的には魅力ある土地開発事業と緩やかな景気上昇の恩恵が見込まれる事から、収益は伸び、株価・REIT 指数も上昇していくと予想する。

## 参考文献

3/23 日経新聞朝刊

債券投資デイリー

三菱地所、三井不動産、住友不動産ホームページ

NIKKEI NET

ヤフーファイナンス

以上