

# 東京の投資用不動産市場動向

社会研究部門 山方 俊彦

東京の賃貸オフィスビル市場は、景気回復の影響で今後の需要増は期待できるものの、2000年以降の大規模オフィスビルの大量供給で需給バランスが悪化する可能性が高い。

一方、98年9月のSPC法施行前後から、不動産投資商品が相次いで登場しており、実物不動産以外の投資機会も増加してきた。

以下、東京23区のオフィス市場動向、不動産取引の現状、および最近の不動産投資商品多様化の動きをみる。

## 1. 賃貸オフィス市場の現状

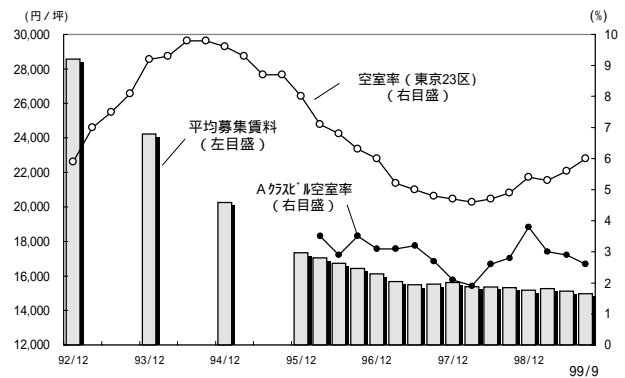
### (1) 空室率と募集賃料

98年3月の4.7%を底に上昇に転じた東京23区の空室率は、99年9月には6.0%まで上昇し、96年12月の水準に戻った。

募集賃料は、空室率が5%台に低下した97年3月以降は15,000円/月坪台半ばで推移していたが、99年9月には14,980円/月坪と15,000円を割り込んだ。

Aクラスビルの空室率は、98年12月を除いて3%前後で推移しており、市場競争力の強さがわかる(図表-1)。

図表-1 東京23区の空室率と募集賃料 (四半期)



(注) Aクラスビル：千代田、中央、港、新宿、渋谷区にある延床1万坪以上、1707.200坪以上等の条件を満たした昭和57年以降に竣工したビル。47棟

(資料) 生駒シービー・リチャードエリス

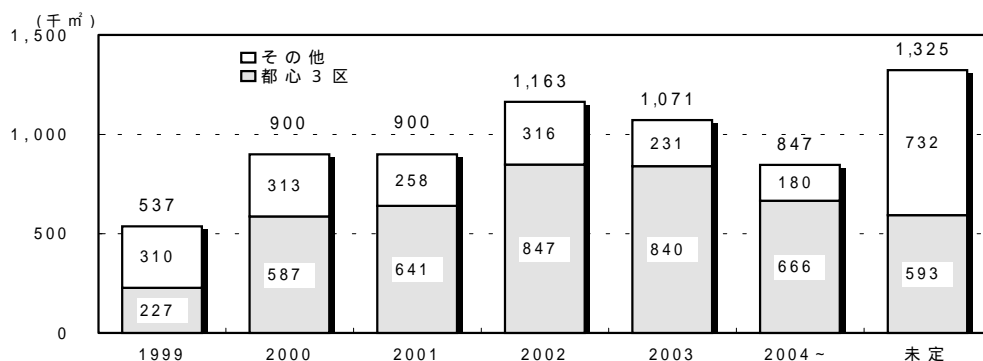
### (2) 今後のビル計画

延床面積5,000㎡以上のオフィスビル(賃貸・自家利用合わせ)計画をみると、2000~2003年までの4年間に、バブル期の3分の2に相当する規模のオフィス床が毎年供給される。この7割以上が都心3区に集中し、さらに、その4分の3をオフィス面積3万㎡以上の大規模ビルが占める(図表-2)。

これら立地条件が良く、新しく、大規模なビル(近・新・大ビル)は、既存ビルに比べ市場競争力が強く、オフィス需要の拡大が見込めない場合、既存ビルにとって大きな脅威となる。

ただし、今後4年間のオフィス供給面積380万㎡のうち、3分の1は本社ビルなど自

図表 - 2 今後のオフィス計画（東京 23 区、延床 5,000 m<sup>2</sup>以上）



(注) 面積はオフィス用途部分を推計したもの。  
 (資料) 公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成

社ビル利用が予定されている。このため、新規供給量の割には賃貸オフィスビル市場への影響はそれほど大きくないといえる。しかし、現在入居している賃貸ビルからのオフィス移転が予想される大手企業も少なくなく、テナントに退去されたビルが建替えなどでテナント募集を休止しない限り、市場への影響は中立的ではない。

### (3)金融機関のオフィス需要

現在、外資系金融機関大手は、オフィス拡張意欲が強く、賃料負担力も高いことから、オフィス市場のプライス・リーダー格となっている。

東京に代表本支店を置く外資系金融機関（銀行、信託、証券、保険、投信・投資顧問）の従業員数は、90年以降ほぼ横ばいで推移していたが、98年に16%増加し3万人を超えた（図表 - 3）。これは、金融ビッグバンによる日本での事業機会の拡大が背景にあると思われる、今後も従業員数の増加に伴うオフィス拡大が予想される。

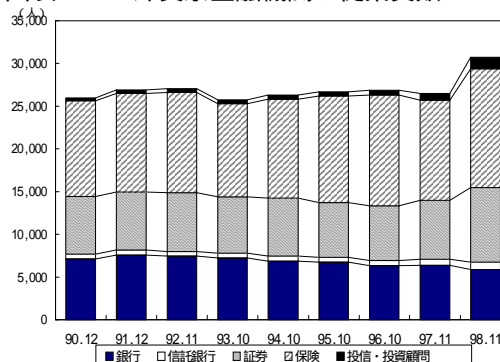
ただし、投資銀行や信託、投資顧問は法人顧客が中心で、一部の銀行、証券、保険、投信など個人顧客を対象にする企業でも情報ネットワークによる販売の効率化が進んでいること、また、新規設立数と同じくらい撤退も多いことから、全体として従業員数の大幅な

拡大が持続する可能性は低い。

これに対し、合併や業務提携が相次ぐ国内金融機関は、従業員数の本格的な削減を今後3~5年間に計画(注1)している。これは、在京従業員だけを対象にするものではないが、経済シェアの大きさからみて東京でも数千人以上の規模で実施される可能性が高い。このため、過剰店舗や重複店舗の統廃合などによるオフィス需要の減少が予想されるが、国内金融機関は、賃料負担力が高く優良なオフィス需要者であっただけに市場への影響は大きい。

国内金融機関のオフィス需要の落ち込みを、外資系金融機関の需要増加だけで相殺するのは難しく、金融機関全体としてオフィス需要の増勢は期待できない。

図表 - 3 外資系金融機関の従業員数



(注) ・対象は、代表本支店が東京にあるもの  
 ・従業員不明のときは、判明している直近の年度と同人数を加えた  
 (資料) 東洋経済「外資系企業総覧」を基にニッセイ基礎研究所作成

## 2. 不動産取引の現状

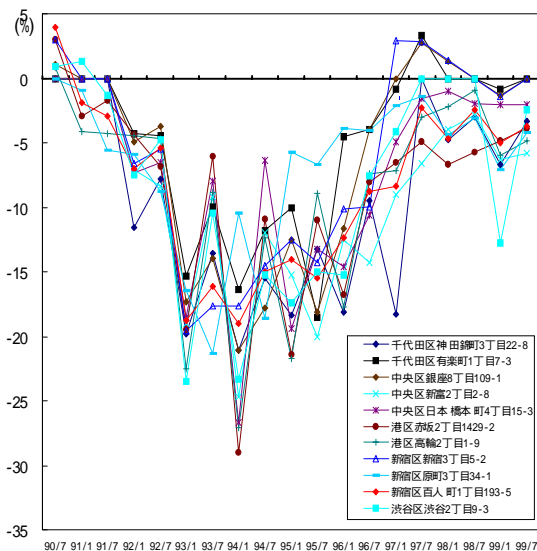
### (1) 商業不動産価格

99年7月の基準地価をみると、都心5区（千代田・中央・港・新宿・渋谷）の商業地141地点で、昨年4カ所あった上昇地点は無くなった。

基準地価と公示地価（毎年1月）の調査地が同一の11地点をみると、92年から続いた地価下落は、97年7月には一部上昇に転じて下げ止まったかにみえた。しかし、98年1月以降、再び弱含み傾向となり、99年7月には8地点が下落している（図表-4）。

ただし、基準・公示地価はデータ公表までのタイムラグが大きく、評価方法も実際の投資判断とそぐわなくなっている。市場関係者には、実勢価格を反映した新たな価格情報整備を求める声が強い。

図表-4 都心5区商業地価変動率の推移



(資料)国土庁「公示地価」「都道府県地価調査」を基にニッセイ基礎研究所作成

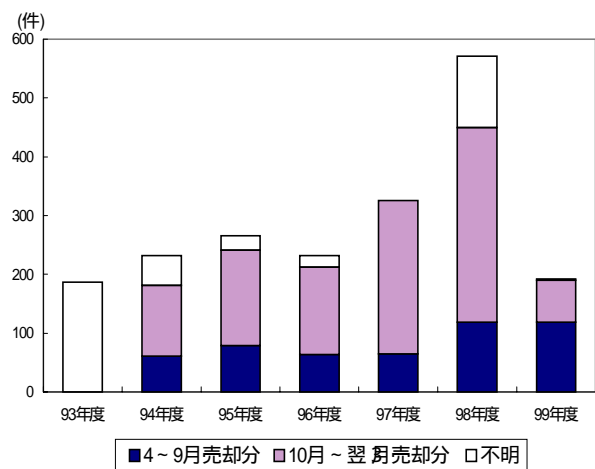
### (2) 不動産売買

東証に株式公開している企業の不動産売却

動向をみると、98年度は571件で97年度実績を145件、75%上回った(注2)。今年度も昨年度と同水準で推移しており、企業の不動産売却圧力は引き続き高い(図表-5)。

売却対象は遊休不動産だけでなく、オフィスビルとして利用されている不動産も多く、セール&リースバック方式による本社ビルまで含まれている(図表-6)。

図表-5 不動産売却件数の推移



(注) 99年9月30日公表分まで。97年度に行われた大京による集合住宅1200戸の一括売却は1件としている。  
(資料) 東京証券取引所に提出された資料を基にニッセイ基礎研究所作成

不動産売却急増の背景のひとつとして、企業が経営指標としてROA（総資産利益率）やROE（株主資本利益率）に注目し、資産効率重視の経営を目指すようになった点が指摘できる。これは、間接金融から直接金融への移行で、企業が金融資本市場から有利な条件で資金調達をするため、格付を意識した財務体質強化を進めているためである。

また、企業のリストラや企業合併や提携の動きは、重複した事業用不動産、福利厚生施設などの処分や不良債権の処理を加速させ、不動産の売却圧力となっている。

2000年3月期からのいわゆる会計ビッグ

パンでは、連結中心の決算となり、連結対象企業の範囲も拡大されるため、これまでのような関連子会社への売却による益出しの意味合いが薄れる。上記東証資料によると、関連会社への不動産売却構成比は、97年度の43%から98年度は36%に低下し、第三者への売却が増加している(注3)。

一方、国際会計基準委員会(IASC)では、固定資産の減損会計に続き、投資用不動産の時価会計採用を検討している(12月に決定予定)。これが国内会計基準にも適用される

と、企業は簿価の低い土地を売却して期間損益を取り繕うことができなくなるため、導入時には遊休資産の売却圧力を強める方向に働く。

不動産の減損会計や時価評価については、企業損益への影響の大きさや評価の技術的問題から慎重な意見が多いが、投資家の信頼を得るために情報開示を徹底するという大きな流れを止めることは不可能で、不動産だけがいつまでも例外扱いではありえない。

図表 6 主なビルの売買事例(1999年)

地域	ビル名	売り手	従前 本社	リース バック	買手
千代田区	東京三菱銀行本店 東急ホテルチェーン本社ビル 千代田ビルヂング ダイヤモンドビル他	東京三菱銀行 東急ホテルチェーン 三菱地所 ダイヤモンド社、東洋鋼板			三菱地所 小学館 明治生命保険 大同生命保険(注2.)
中央区	東京三菱銀行本店別館 三井造船エンジニアリングセンター 日新製糖本社ビル 住友入船ビル 東急百貨店旧日本橋店	東京三菱銀行 三井造船 日新製糖 住友不動産 東急百貨店			三菱地所 不明 住友生命保険 *証券化して投資家に販売 民都機構(注3.)
港区	東京都民銀行本店 新日鉱ビル 日本NCR本社ビル 森永プラザビル 長谷工本社ビル NECスーパータワー 赤坂東急ビル 東京日産ビル	東京都民銀行 ジャパンエナジー 日本NCR 森永製菓 長谷工コーポレーション NEC 東急不動産 東京日産自動車販売		不明  不明	未定 AIGグループ 日本財団 未定 未定 未定 *信託財産化して資金調達 森ビル
新宿区	小田急建設本社ビル 東京オペラシティ 新宿エルタワー 新宿住友ビル	小田急建設 小田急百貨店 サッポロビール 住友不動産、住友生命保険			小田急電鉄 小田急電鉄 富国生命保険 *証券化して投資家に販売予定
渋谷区	(明治乳業賃貸ビル) 渋谷東急プラザ 東邦生命本社ビル 殖産住宅相互本社ビル 東急不動産本社ビル	明治乳業 東急不動産 東邦生命保険 殖産住宅相互 東急不動産			パードフェザー ティー・イー・エヌ都市開発 ゴールドマンサックス 殖産不動産販売 *証券化して投資家に販売
墨田区	いすゞモーター東京墨田営業所	いすゞ自動車			ベルキャピタル
品川区	長銀事務センター 宇部興産本社ビル	日本長期信用銀行 宇部興産開発			長ビル JTBグループ
台東区	ホテルソフィテル東京	法華倶楽部			アコー
豊島区	東武ストア本社ビル	東武ストア			東武鉄道

(注)1.共有持分権、区分所有権、借地権付き建物、信託受益権の売買および交換、買手が従前建物を取壊して建て替える場合も含む。証券化した場合は買手欄に記載。

2.ダイヤモンドビルと隣接するニューダイヤモンドビル、日本鋼板ビルを取壊し、大同生命が本社ビルを建設する予定。

3.取壊して跡地を民都機構に売却、東急電鉄・東急不動産・三井不動産がビルを建設し10年以内に民都機構から購入する予定。  
(資料)ニッセイ基礎研究所

### 3. 不動産投資機会の拡大

98年9月のSPC法施行前後から、不動産投資商品が相次いで登場しており、実物不動産以外の投資機会も増加してきた。

#### (1) 実物不動産の証券化

98年11月、SPC法に基づく第1号として、外国人向けサービスアパートメントが証券化された。今年9月末までの登録実績は、リース債権等を含めた18件中、不動産もしくは不動産の信託受益権の証券化は8件となっている(図表7)。

SPC法による証券化は、借入制限や資産の入替えが出来ないなど使い勝手の悪さを指摘する声も多く法改正が議論されているが、証券化を想定した優良不動産の売却も相次ぎ、海外のSPCを使った証券化も合わせてみれば、今後も実物不動産の証券化が進むとみられる。

#### (2) 不動産ローンの証券化

99年2月に国内初の商業不動産ローン担保証券(CMBS)が発行された。これはモル

ガン・スタンレーが大京からマンション1,200戸を取得した際に、外資系銀行が融資したノンリコース・ローン(特定の不動産のみを返済原資とするローン)の元利金返済を原資に証券を発行したものである。

また、6月には三和銀行が国内初の住宅ローン担保証券(MBS)を発行し、募集額の3倍を超える需要を集め完売した。

10月には、米国のCMBS市場発展に大きな役割を果たした野村證券が、ノンリコース・ローンやCMBSの専門会社を設立し、年内に営業を開始する計画を発表するなど、不動産ローンの証券化も動き出した。

ただし、SPC法に基づく証券化例はない。

図表 - 7 SPC法に基づく不動産証券化の特定目的会社登録状況(1998年9月～1999年9月)

登録日	特定目的会社名	特定資産譲渡人 (発起人)	特定資産 の種類	特定資産 の内容	発行証券	金額 (上限)
1998.11.26	高輪アパートメント特定目的会社	森村産業、ファースト・グレイズ(東京建物)	不動産	賃貸マンション	特定社債 優先出資証券	65.3億円 (70)
1999.1.28	染野井エッセイ特定目的会社	東急不動産	信託受益権	大規模小売店舗	特定社債 優先出資証券	54.17 (90)
1999.3.10	ネットワークキャピタル特定目的会社	住友銀行	信託受益権	銀行店舗(20ヶ店)	特定社債 優先出資証券	271 (440)
1999.6.18	パシフィック・セチュリティー・インベストメント・グループ・リミテッド	シティ・ライต์・デベロップメント・グループ・リミテッド	信託受益権	賃貸マンション	特定社債 優先出資証券	N.A. (160)
1999.6.30	共同住宅証券化特定目的会社	スターツ	信託受益権	賃貸住宅	特定社債 優先出資証券	N.A. (2.7)
1999.8.31	ニューズ特定目的会社栗の実	坂本建設	不動産	賃貸マンション・駐車場	優先出資証券	N.A. (5)
1999.9.10	スターキャピタル特定目的会社	日本生命保険	信託受益権	賃貸オフィスビル	特定社債 優先出資証券	N.A. (500)
1999.9.28	トビ・カホーディングス特定目的会社	日本ビルド・ロフ・エト	信託受益権	店舗、オフィスビル、共同住宅、駐車場	特定社債	N.A. (140)

(資料)関東財務局資料を基にニッセイ基礎研究所作成

### (3)不動産小口化商品

不動産特定共同事業法は、99年2月に最低出資額が1,000万円から500万円に引き下げられた。これを受けて大手不動産会社が相次いで発売した小口化商品は、低金利に悩む個人投資家に好評であった。住友不動産の商品は、優先劣後構造を利用して安全性を訴えたもので、個人投資家から1ヶ月で65億円の出資金を集め、第2弾、第3弾の商品も販売された。

9月には、事業法の省令改正が行われ対象不動産の変更・追加が可能となった。これにより商品組成の自由度が高まったため、本制度を活用した投資ファンド型商品の出現も期待されている。

#### (4)不動産投資ファンド

不動産投資ファンドとは、不特定多数の投資家から資金を集め、その資金を不特定の不動産に投資・運用する集団投資の仕組みをいう。

これまで野村不動産やダヴィンチが先行していたが、98年12月に解禁された会社型投資信託を利用した不動産ファンド第1号が10月に誕生した。また、森トラストと野村證券が、共同で総額2,000億円規模の不動産ファンドを組成する構想を発表した。

S P C法に代表される、当初特定された不動産・債権を対象とするABS型の証券化では、オリジネーター（原資産所有者）がエクイティ証券を保有するが多かったが、このようなエクイティ証券を、不動産ファンドがポートフォリオに組み込む可能性もある。

大蔵大臣の諮問機関である金融審議会では、集団投資スキームの法制度の整備が議論されており、今後、投資家にとって魅力ある不動産ファンド型商品の増加が期待される。

この他、不動産開発事業へのプロジェクトファイナンスやコンストラクション・ローンの導入など、不動産事業の資金調達手法は多様化してきており、投資家にとっても新たな不動産投資機会が確実に広がりつつある。

.....

(注1)1999年3月時点の大手15行の健全化計画では、2003年までに約2万人を削減するとなっていたが、その後相次いだ合併では、削減数が上乗せされ計画も前倒しとなっている。損害保険会社3社(三井、日本、興亜)の事業統合でも5年間で3千人削減が発表されている。また、株式委託手数料完全自由化を迎えた証券大手3社(野村、大和、日興)も、99年度に2千人超の人員削減を計画している。

(注2)東証上場企業が、東京証券取引所に提出した情報開示資料に基づく。固定資産譲渡の情報開示基準は以下のとおりで、売却物件全てが含まれている訳ではない。

(a)法令上の「重要事項」に該当するもの

(b)固定資産の譲渡で、譲渡による損益が最近事業年度の経常利益又は当期利益の100分の30程度に相当する額以上であるもの

(注3)ここでは、譲渡先として関連会社と明記されているものと、企業名から明らかに関連会社と想定されるものを合計して算出した。

- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保障するものではありません。
- ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
- ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。

Copyright c ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved