

(不動産投資)：都市再生政策への期待と限界

都市再生政策の社会的意義は大きいですが、日本経済再生や不良債権処理の特効薬として過大な期待は禁物である。また、大規模開発の増加がエリア間・都市間格差を拡大させることを勘案し、特定地域への投資集中を避け、広域的な都市計画の視点から、職住バランスや地域間バランスを重視したストック調整的な要素を政策に取り入れ、証券化なども活用するべきである。

東京都心部では、超高層のオフィスビルが次々に竣工している。東京観光の新名所となった丸の内ビルディングや六本木ヒルズを筆頭に、デザイン的にも優れた最新鋭のオフィスビルと魅力的なレストランやショップ、文化施設などとの複合開発がマスメディアで取り上げられる機会も多い。このような大規模開発プロジェクトを促進する都市再生政策は、既存の不動産ストックが抱える問題（震災リスクの大きさ、非効率な土地利用や環境問題、弱者や景観への配慮不足など）を考えれば、その社会的意義は非常に大きい。

ただし、東京の都市開発プロジェクトが大きな建設需要を生んでいることは事実であるが、都市開発は企業活動や消費活動の器を提供するインフラ整備事業でしかなく、過大な期待をかけるべきではない。都市再生政策の後押しで、世界都市にふさわしいハイテクビルやレジャー施設の建設は可能であっても、東京が国際的な経済・金融センターとして再び脚光を浴びるかどうかは、日本の金融市場や消費市場の規模とその成長性、アジア圏での経済拠点性などが、内外の企業からみて十分に魅力的かどうかによって決まるのである。日本経済の再生には、都市再生特区（建築設計や都市計画上の規制緩和）よりも、構造改革特区（経済規制緩和や各種税制見直し）の方が明らかに重要かつ効果的といえるだろう。

また、バブル崩壊以降低迷する東京の不動産市況を前提にすれば、都市再生政策が大規模な開発事業を促進すればするほど、市場の二極化が加速され、不良債権額が増加する可能性が高い。これは、大規模プロジェクトが完成すると、その土地は従前より高度利用されて収益性が高まるはずなので、当該物件が生み出すキャッシュフローを基に収益還元法で評価・計算された当該地域の地価は上昇することになるからである。しかし、特定の物件価格の上昇が無条件に他の物件や地域に波及することはない。現在のように景気低迷下でオフィス需要全体が弱含んでいる状況で、特定のプロジェクトやエリアに大きな需要が集中すれば、他方で需要を奪われるビルやエリアが発生する。空室率上昇や賃料収入減少でキャッシュフローが縮小したビルの価格は当然下がり、地価の二極化は避けられないのである。

信用力と実績のある大企業が中心になって進める都心部の大規模な都市再生プロジェクトには期待も大きい。競争が激化するオフィス市場において、これら勝ち組に属するプロジェクトへの融資は、今後も不良債権化する可能性は低いであろう。これに対し、競争力が劣り需要を奪われるビルへの融資は、すでに不良債権化しているか、今後、不良債権化しそうであるといえる。

現在のような不動産需要縮小局面においては、大規模開発の増加がエリア間格差や都市間格差を拡大させることを勘案し、特定地域への投資集中ではなく、広域的な都市計画の視点から、職住バランスや地域間バランスを重視したストック調整的な要素を都市再生政策に取り入れるべきであろう。

なお、大規模な都市再生プロジェクトでは、証券化やストラクチャード・ファイナンスの仕組みを活用して多数の投資家や金融機関から資金調達するケースが多く、新しい不動産関連の投資対象としても注目されている。

図表1 東京の都市再生緊急整備地域内ビル計画

竣工予定	ビル・開発名	事業者	場所	延床万㎡
2005年	丸の内一丁目第1街区再開発	三菱地所、日本生命ほか	千代田区丸の内	24
	秋葉原タビル	タビル	千代田区外神田	5
	ヨドバシAKIBAビル	ヨドバシカメラ	千代田区外神田	6
	神保町三丁目ビル	集英社	千代田区神田神保町	1
	室町三井新館	三井不動産、千足屋	中央区日本橋室町	13
	銀座八丁目計画(第一ホテル跡地)	三井不動産	中央区銀座	5
	日本橋浜町三丁目再開発	安田不動産	中央区日本橋浜町	3
	汐留・浜離宮サイドプロジェクト	森トラスト、住友不動産ほか	港区東新橋	19
	赤坂薬研坂北地区再開発	再開発準備組合	港区赤坂	5
	サントリー東京新ビル	サントリー	港区台場	3
	有明南 LM2、LM3 区画開発 TXビル	テーオーシー 金融機関による SPC	江東区有明 江東区豊洲	9 10
2006年	東京ビルディング 建替え UDXビル	三菱地所、東京三菱銀行 NTT 都市開発、鹿島による SPC	千代田区丸の内 千代田区外神田	15 16
	三菱商事丸の内新本社	三菱商事、三菱地所	千代田区丸の内	6
	虎 4KAN	鹿島、旭化成、日鉄鉱業	港区虎ノ門	6
	汐留土地区画整理事業第10街区	日本と地建物、飯野海運	港区東新橋	3
	大崎駅東口第3地区再開発	再開発準備組合	品川区東五反田	8
2007年以降	東京駅八重洲側再開発	JR 東日本、三井不動産ほか	千代田区丸の内	34
	有楽町駅前地区再開発	再開発準備組合	千代田区有楽町	9
	富士ソフト ABC 秋葉原ビル	富士ソフト ABC	千代田区外神田	6
	新丸の内ビル建替え	三菱地所	千代田区丸の内	-
	丸の内トラストタワー本館	森トラスト	千代田区丸の内	-
	都庁舎跡地再開発	東京都	千代田区有楽町	-
	大手町合同庁舎跡地再開発	(未定)	千代田区大手町	-
	環状2号線新橋・虎ノ門再開発	東京都(森ビル、西松建設)	港区虎ノ門	16
	防衛庁跡地再開発	三井不動産、安田生命ほか	港区赤坂	35
	TBS 会館再開発	TBS	港区赤坂	17
	西新宿三丁目西地区再開発	再開発準備組合	新宿区西新宿	41
	西新宿八丁目成子地区再開発	再開発準備組合	新宿区西新宿	17
	北新宿地区再開発業務・商業棟	東京都ほか	新宿区北新宿	9
	西新宿六丁目第6街区再開発	再開発準備組合	新宿区西新宿	8
	大崎駅西口明電舎地区再開発	明電舎	品川区大崎	10
	大崎駅西口中地区再開発	再開発準備組合	品川区大崎	5
大崎駅西口ソニー地区再開発	ソニー	品川区大崎	-	
東五反田二丁目第2地区再開発	再開発準備組合(三井不動産)	品川区東五反田	-	
北品川五丁目第1地区再開発	再開発準備組合	品川区北品川	-	
豊洲地区再開発	石川島播磨重工業	江東区豊洲	-	

(出所) 日経不動産マーケット情報ほか資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

(松村 徹)