

株式会社 不動産経済研究所
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-9-1 NEOX新宿7階
TEL 03-3225-5301(代表) FAX 03-3225-5330
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>
購読料:月額15,960円(税込、本体価格15,200円)
月3回発行

Opinion	不動産市場におけるプロシクリカル性	1
Deal Information	東京機械が社宅など4物件を17.82億円で売却	2
Lenders List	大垣共立銀行など41金融機関、経常利益ランキング	4
Interview	小夫孝一郎 ドイツ証券不動産投資銀行部ディレクター	8
Global Report	香港のオフィスマーケット	11
Focus	「8割は漫画」でも有望の電子書籍 16年で市場規模600億円、仮想書店1000店	12
Insiders Discussion	北ヤード効果で大阪駅周辺に成長期待、品川+秋葉原になる	14
Inside Story	東京都心オフィス市場に珍現象、宙に浮く「表参道プロジェクト」	16

Opinion

不動産市場における
プロシクリカル性

宮田 貴仁

「不動産経済ファンレビュー」編集長

多くの市場に共通する問題の1つに「プロシクリカル (pro-cyclical) 性」がある。プロシクリカルは、「景気循環に沿う」という意味の「cyclical」に「賛成して」を意味する「pro」が付いた複合語で、一般に「景気の波を過剰に増幅させること」という意味である。「プロシクリカルティ」は、金融業界の専門用語であり「景気循環増幅効果」と訳される。初めて目にしたのは2000年前後のことで、金融商品市場の小さな変化から銀行などのリスク許容の縮小を経て実体経済全体に甚大な影響を及ぼし得る「パーゼルの副作用」の意味で使われた。今、ユーロ危機が臨みに達しそうな状況を見れば、欧州すべての金融当局がこの問題に直面している。この性質をより一般化すれば、例えば景気の回復過程で先行して株価や債券価格が上昇することでそれらを保有する企業の評価益が増し、企業業績の見かけが良くなり財務に余裕が生まれることで積極経営に舵が切れ経済成長が促され、さらに株価などが上昇していくとなる。逆回転もまた同じで、何かのキッカケによって景気の先行きが不安視され株価などが下がると、これ自体は問題ないが、時価評価によって含み損が拡大し企業が特損計上せざるを得ない場合、実態以上に業績が悪化し、その結果、費用調整などの企業防衛が行われ、一時的に株価が上がるケースはあるものの全体として経済活動は停滞してしまう。最初のきっかけはユーロ安や円高などの為替の変動でも、消費税アップなどの税制改正でも、金融市場に影響を与えるものなら何でもよい。それが公正な基準で「評価」された時、銀行の与信を左右し得るなら海外市場の小さなクラッシュや大型倒産、天変地異もきっかけになる。よく耳にする「市場のマインドの冷え込み」という現象も、テクニカルにはプロシクリカル性で説明できる。不動産市場にもこの性質はある。例えば、景気変動によってオフィス需給の軟化が予想されるような場合、オフィスピルの賃料収入見通しは当然、後退する。それは仕方のないことだが、その結果、僅かな兆候を捉えて新規融資の担保評価を下げる銀行が現れ始め、並行して将来の未回収 不良債権化 懸念が浮上すると一部で融資引上げの動きも出てくる。こうなるとCFにほとんど変化がなくてもオフィスピルの市場価値は一律に低下していく。この過程で不動産投資が手控えられる結果、机上のCapレイトが異常なピッチで上昇し、売買市場はフリーズする という具合である。より深刻なのは実際に収益不動産のCFが悪化した場合で、仮にCFが10%落ちたとして、Capレイトが一定なら不動産の評価額は10%減で収まるが、CF見通しと市場マインドを反映して、CF同様、Capレイトも10%上げてしまうと評価額は27%も低下する。この収益不動産のオーナーが仮に土地・建物価格を均等配分し建物を年2%で減価償却した場合、すでに指摘されている通り(140号 OPINION 参照) BS上の土地評価は半値以下になる。結論として、不動産市場にはより強力なプロシクリカル性がある。今、中国を含めた先進各国の金融政策でプロシクリカルティのコントロールが意識され始めているが、不動産市場においても、その性質を改善するためのアプローチが模索されるべきではないか。



東京機械が社宅など4物件を17.82億円で売却 相鉄は既存初のホテル投資で「赤坂」136室取得

東京機械が社宅など4物件を売却
住友不、大和八などに計17.82億円

この間の固定資産売買では、東京機械製作所が売却を決めた川崎市中原区の土地建物など計4カ所が最大規模だった。価格は計17億8200万円で、いずれも10月31日の取締役会で決議し、10月31日と11月1日に契約締結を結んだ。2012年1月31日までに3物件、同年3月31日までに1物件をすべて更地の状態で引渡す予定。これに伴い東京機械製作所は、固定資産の譲渡益14億7200万円を2012年3月期第4四半期に特別利益として計上する見込み。

売却物件の内、もっとも高額だった土地建物(川崎市中原区上平間1700-19、20)は、住友不動産に価格13億円で売却する土地2918.41㎡(882.81坪)。JR南武線平間駅から徒歩5分に立地する。現況は平間社宅26室(延床面積1615.71㎡、488.75坪)で、敷地の内、1794.71㎡は平置き駐車場となっている。住友不は同用地に分譲マンションを建設するものと見られる。

また、現在、独身寮の「新生寮」(川崎市中原区小杉御殿町2-142

-5)の土地661.31㎡(200.04坪)は、大和ハウス工業に3億3300万円で売却する。JRおよび東急線武蔵小杉駅から徒歩9分に立地している。現況の建物は延床面積823.07㎡(248.97坪)の規模。その他、面積191.29㎡(57.86坪)の川崎市内の駐車場(中原区新城1-260-20)は有限会社アノンに6900万円で、同234.65㎡(70.98坪)の大田区内の駐車場(下丸子1-26-5、7)はJホームに8000万円で売却する。

東京機械製作所(本社・港区芝)は輪転機と工作機械専門の製造メーカーであり、武蔵小杉駅徒歩圏に1937年(昭和12年)から操業してきた専門工場「玉川製造所第一、第二工場」(川崎市新丸子)を保有していた(第一工場は現在も保有、第二工場は売却済み)。その後、周辺で進んだ再開発による環境変化に対応するため、2007年3月に千葉県木更津市に移転先となる工場用地を取得。2011年3月、新工場「TKSかずさテクノセンター」が竣工し機能移転を完了、玉川製造所は閉鎖している。今回の固定資産売買は工場移転に伴う保有資産売却の一環。なお、武蔵小杉駅

近くに保有する社宅跡地には、約65億円を投じて、地下1階地上12階建て、S一部RC造の自社ビルを建設する(2013年6月竣工予定)。また、すでに売却済みの玉川製造所第二は、2011年3月に住友不動産に売却している。

サハダイヤが賃借中ビル買い戻し
3.18億円の競落で差益2.34億円

その他、サハダイヤモンドが、東京・墨田区の土地建物を競売により3億1800万円で落札した。最低売却価格は1億8831万円で、落札額は約1.7倍だった。10月28日に引渡しを終えた。なお同社は、同物件の元所有者で、売却後もリースバックして本社事務所として賃借していたが、今回の競売を気に買い戻した形。今後も使用は継続する考え。

同物件(東京都墨田区千歳3-8-2、4)は、地下鉄森下駅から徒歩3分の清澄通り沿いに立地。敷地面積は333.11㎡(100.76坪)、建物はRC造陸屋根地下1階地上8階建て、延床面積1838.44㎡(556.12坪)の規模で、竣工は1974年8月。サハダイヤモンドが同物件を売却したのは2007年8月ごろ

のことで、当時の売却価格は5億5200万円だった。今回、同物件が東京地裁本庁において競売に付され、期間入札において入札に参加。9月1日付で売却許可決定を受け買受代金を納めて所有権を得た。同社は同物件を取得したことで賃借コストなどを削減できるため、期間収益の増加が見込めるが、子会の買い戻しにより、実質2億3400万円の売買差益を得ている。なお、取得資金の半分(1億6500万円)は借入により調達した。

■ 相鉄Gが赤坂のビジネスH取得
既存施設は初、12月に改装営業

その他、相鉄グループが東京・港の「チサングランド赤坂」136室の土地建物の信託受益権を取得する。このほど売買契約を締結、12月20日付で取得する。取得先は出資者不明のTMK(ニュー・ライジング・サン第3号)、取得額は非開示。取得後は「ホテルグランドフレッサ赤坂」と

して相鉄インが営業する。相鉄グループが、稼働中の既存ホテルを取得するのはこれが初めて。同グループは今後も、M&Aを含めた既存ホテルの買収に注力するという。

同ホテル(東京都港区赤坂6-3-17)は、地下鉄赤坂駅から徒歩2分、同溜池山王駅から徒歩8分、同赤坂見附駅から徒歩9分に立地。敷地面積は704.47㎡(213.10坪)、建物はRC造地下1階地上8階建ての本館とS一部RC造地下1階地上7階建てのアネックスの2棟構成で、竣工は2006年12月。客室数は136室(ダブル134室、ツイン1室、ユニバーサルツイン1室)、延床面積3674.76㎡(1111.61坪)。

都内の主要なビジネスエリアや観光地へのアクセスが良く、「赤坂BLITZ」や「赤坂ACTシアター」などのイベント拠点にも近い。



東京機械製作所が売却した「平間社宅」と駐車場

相鉄インはこれまで、「相鉄フレッサイン」ブランドで宿泊特化型のホテルを展開してきたが、今回の「ホテルグランドフレッサ赤坂」では、インテリアや内装を従来シリーズよりワンランク上げる計画。同社では、11月21日に「相鉄フレッサイン浜松町大門」、12月1日に「同東京京橋」を開業する予定。来年以降も「千葉柏」や「日本橋人形町」など計4件の開業を計画している。2013年春に計10件・約1400室体制とし、2019年度までに50件超のチェーン展開を目指していく。

不動産売買一覧

物件名	物件概要	購入者	価格	引渡し日	購入先
大阪市・土地建物	土地1889㎡、延床2315㎡、住之江区中加賀屋1-4-84	福地興産	3億5868万円	12月	大阪市
川崎市・土地建物	土地661㎡、延床823㎡、中原区小杉御殿町2-142-5	大和ハウス工業	3億3300万円	12年1月31日	東京機械製作所
墨田区・サハダイヤモンドビル	土地333㎡、延床1838㎡、千歳3-8-2、3-8-4	サハダイヤモンド	3億1800万円	10月28日	I・S・J
福岡市・KC研修会館駐車場	土地1710㎡、博多区博多駅南175-4、5(地番)	トラストパーク	2億7900万円	11月30日	KCカード
岐阜県本巣市・土地	土地1万773㎡、屋井昼待1057-6屋井工業団地内	ハピックス	約2億5000万円(推定)	非開示	本巣市土地開発公社
大阪市・土地建物	土地1300㎡、延床123㎡、東淀川区東中島2-13-1	社会福祉法人秀生会	2億4600万円	12月	大阪市
広島市・三洋工業広島営業所	土地延床非開示、東区曙4-49-1	非開示	1億9500万円	12年2月	三洋工業
群馬県高崎市・土地(駐車場)	土地非開示、問屋町2-8-12	アサヒ商会	8400万円	10月20日	(有)高崎問屋町商事
大田区・土地	土地234㎡、下丸子1-26-5、7	Jホーム	8000万円	12年1月31日	東京機械製作所
大阪市・土地	土地327㎡、浪速区戎本町1-6-26	長友産業	7538万円	12月	大阪市
川崎市・土地	土地191㎡、中原区新城1-260-20	(有)アノン	6900万円	12年1月31日	東京機械製作所
山形県酒田市・建物	延床998㎡、ゆたか2-9-13	大場建設	無償	10月31日	オーエー・システム・プラザ
三重県亀山市・セントレジャーゴルフクラブ亀山	土地延床非開示、小川町83	PIプロ(ティーズPIホールディングス子会社)	非開示	12月下旬	セントレジャーホールディング特定目的会社
港区・チサングランド赤坂 ホテルグランドフレッサ赤坂に改装予定	客室(136室) 土地704㎡、延床3674㎡、赤坂6-3-17	相鉄イン開発(相鉄ホールディングス子会社)	非開示	12月20日	ニューライジング・サン第3号特定目的会社
横浜市・横浜中央プロジェクト(仮称)(旧パークテラス横浜ベイ)	賃貸マンション(98戸)、西区中央2-50-5	フージャースコーポレーション	非開示	非開示	非開示

レンダーズリスト(11年6月期)

金融機関名	REIT 融資(直近)(11.11.1)	REIT 投資(直近)	業務粗利益	業務純益
大垣共立銀行			17,105	4,018
中京銀行		672	7,287	2,359
愛知銀行			10,541	3,001
百五銀行	4,616		14,972	4,334
第三銀行			7,593	2,286
三重銀行	2,716		6,286	1,379
近畿大阪銀行			13,400	3,400
関西アーバン銀行	5,000	4,292	16,632	7,243
池田泉州銀行	12,697	11,905	16,680	1,327
みなと銀行	4,732		12,802	4,785
南都銀行	3,292		16,282	3,792
紀陽銀行			13,732	3,584
島根銀行	2,044		1,627	430
中国銀行	23,000	13,191	23,187	8,024
西京銀行			4,219	1,532
山口銀行	8,896		19,285	7,339
もみじ銀行		2,855	11,237	4,217
広島銀行	14,822	2,369	24,517	9,955
四国銀行			10,519	3,723
百十四銀行	4,000		(**1)14,670	5,010

注)(*1) コア業務純利益を記載。

「レンダーズリスト」は、日本国内のオフィスビルや商業施設、ホテル、賃貸マンションなど、キャッシュフロー(=賃料収入)を生むあらゆる収益不動産に対して供与されるローンのうち、「リートやプライベートファンドなど、不動産投資ヴィークル向けに供与されるノンリコースローン(非遡及型ローン)や協調ローンなどのレンダーを一覧化します。メガバンクから外資系ノンバンク、地方銀行まで、各金融機関に対するヒアリング調査に基づいて、四半期ごとのファンド向けローン残高や期中の貸付動向などのほか、LTVや金利についても開示可能な範囲でデータを掲載します。また開示データの中から総貸付および業種別貸付、期末平均金利を抽出掲載し、四半期毎にデータを更新します。毎月15日発行号に35~40金融機関を掲載し、3カ月で一巡します。なお、ローン残高については、金融機関毎の正確な業容を反映させるため、CMB S発行などによって貸付債権の流動化(調達)を終えてBSに存在しない取組分も含めた残高を掲載する予定です。

国税庁が被災地の「調整率」を公表

ト・ピ・ック

国税庁は11月1日、震災特例法に基づいて、東日本10県の被災地域の土地評価の算定に必要な「調整率(100%以下)を公表した。納税者は、今年1月1日時点の路線価に「調整率」を掛けることで震災後の土地の時価を算定できる。福島第一原発から約20km圏内の警戒区域や、計画的避難区域、緊急時準備区域などの原発周辺地域については、「相当程度減価していると考えられるが、年内の算定が困難(国税庁)だったが、調整率は事実上0になった。原発周辺地域以外では、津波被害が甚大だった宮城県牡鹿郡女川町の一部地域の調整率が最小(減価率最大)の0.20。調整率が1.00(調整なし)の地域を除く、域内最大の調整率は0.95だった。首都圏地域で液状化被害を受けた千葉県浦安市の調整率は0.60~0.70になった。調整率の設定は、阪神大震災後に初めて行われたが、当時の最小値は0.75(25%減価)だった。

臨時損益	経常利益	対粗利経常益：%	特別損益	四半期純利益	不良債権比率
1,982	2,035	11.90	25	1,247	(*)3.12
1,659	749	10.28	43	279	(*)5.01
1,940	1,060	10.06	36	791	(*)5.19
906	3,427	22.89	22	2,226	(*)3.26
845	1,441	18.98	117	896	2.21
1,221	2,600	41.36	3	1,580	(*)2.42
200	3,700	27.61	0	5,800	3.90
2,775	4,468	26.86	42	4,358	3.22
5,796	4,468	26.79	42	3,386	1.86
1,505	3,279	25.61	18	1,295	3.21
373	3,419	21.00	235	1,804	3.15
1,101	4,686	34.12	1,474	3,671	3.84
285	145	8.91	0	96	(*)5.89
585	7,438	32.08	10	4,550	(*)4.70
731	801	18.99	35	457	2.76
569	7,885	40.89	7	4,693	(*)2.99
1,628	2,588	23.03	39	1,571	(*)2.56
2,169	7,785	31.75	5	5,098	2.48
2,797	925	8.79	14	1,046	3.92
1,277	3,732	25.44	16	2,559	2.73

注) (*2) 部分直接償却実施前の数字を記載。

[次ページへ](#)

解説

国税庁は、調整率の算定方法も公表した。調整率は路線価に対する課税評価割合を意味するが、その算定では、4種の減価要因から「0.1」や「0.2」など減価率を定め、それぞれを先に1から差し引いて「0.9」や「0.8」など4種の評価割合を算出し、それらを掛け合わせて求めている。減価要因は 直接的要因(周辺の建物倒壊などの減価) 社会インフラ要因(電気、ガス、水道、道路などの被害に応じた減価) 経済的要因(経済活動が縮小することによる減価) その他の要因(液化化に伴ってブランドイメージが低下したことによる減価) の4つ。震災特例法は、指定地域内の相続税などの課税額を、「震災直後の土地の時価から算定して良い」とした。この特例は、財務大臣が指定した地域の「震災に起因するいわば経済的な損失による(土地の)評価損に配慮」したもので、調整率は、街路の破損、鉄道交通の支障、ライフラインの停止、周囲の建物の倒壊、がれきの堆積、塩害などによる地域一帯での経済的な損失を反映している。反対に個々の土地の地割れ、亀裂、陥没、隆起、海没などによる損失は調整率に反映し

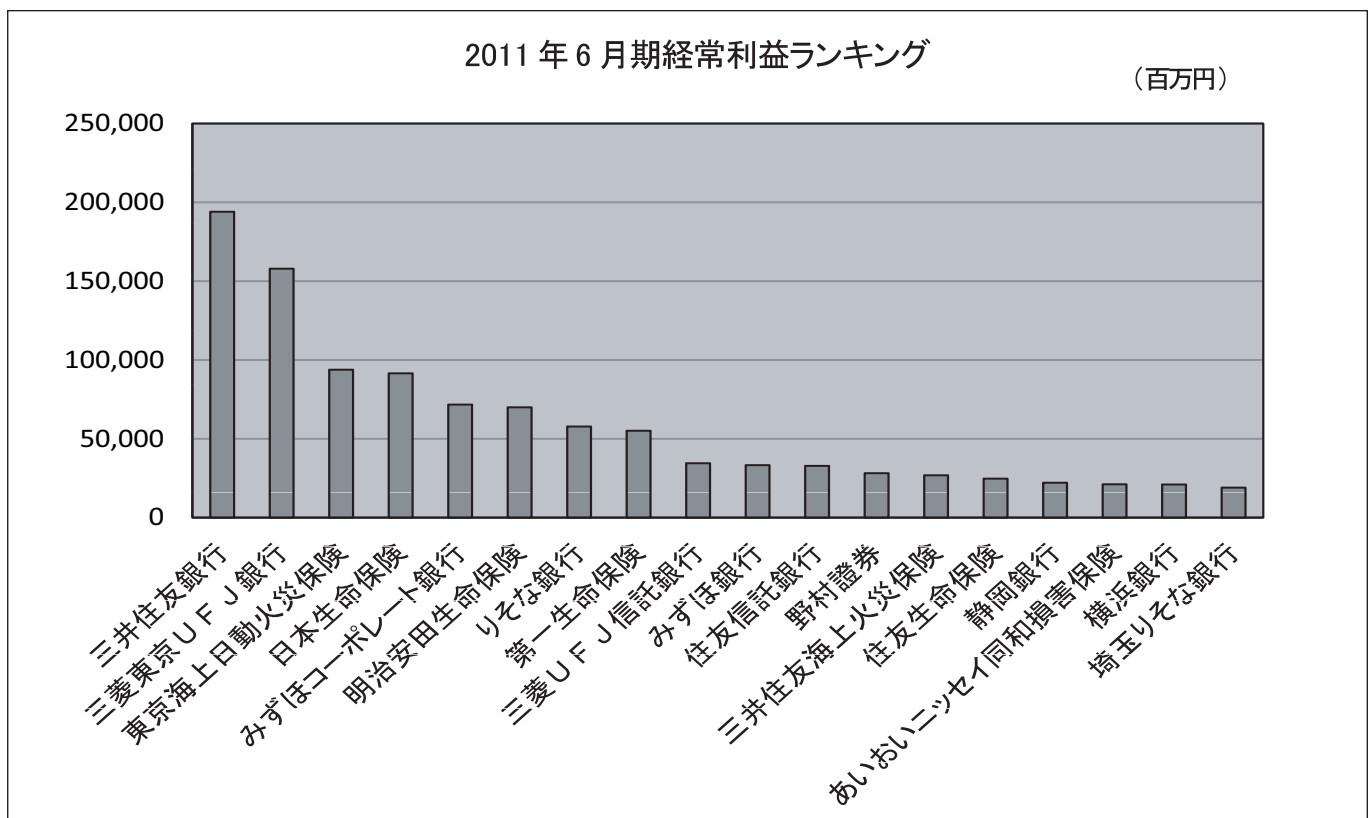
ていない(地域一帯が海没や陥没している場合など損失を反映している)。なお、調整率は、震災後、もっとも状況が悪化し価値が最低となった時点の価額算定のために設定しており、震災後の復旧状況は加味していない。福島第一原発周辺地域の調整率を判定しなかった理由は、原発周辺地域では、取引事例もなく、不動産市場が成立していないものと考えられる、他の公的土地区画も原発周辺土地などの価額等を明らかにしていない、

国内外に評価先例がない上、不動産鑑定評価は困難であると考えられる の3点。ただし、国税庁は税の申告時に「土地の価額をゼロとして差し支えない」と説明しており、これを以って、原発周辺地域の土地価額は0円と評価できることになった。調整率の指定地域は、青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、千葉県全域と、埼玉県の一部、新潟県の一部、長野県の一部の計10県。合計面積は約6万5000㎡(国土の17.1%)。なお、2012年の地価公示や基準地価の算定でも、今回の課税標準における調整率を参照するものと見られる。

レンダーズリスト (11年6月期)

金融機関名	REIT 融資(直近) (11. 11. 1)	REIT 投資(直近)	業務粗利益	業務純益
徳島銀行	—	746	5,704	2,379
香川銀行	5,014	—	6,428	1,762
伊予銀行	16,400	500	(*)24,945	(*)12,775
福岡銀行	64,323	—	32,988	14,989
西日本シティ銀行	18,762	—	30,187	11,108
筑邦銀行	—	—	2,884	907
佐賀銀行	1,954	—	8,458	2,622
親和銀行	2,504	—	8,101	2,816
十八銀行	666	—	10,424	3,556
肥後銀行	1,288	—	15,391	6,098
熊本ファミリー銀行	550	—	5,645	1,710
大分銀行	2,080	—	10,431	2,949
宮崎銀行	666	—	8,694	2,656
鹿児島銀行	—	—	14,771	4,726
南日本銀行	—	892	3,667	959
沖縄海邦銀行	—	290	3,069	795
農林中央金庫	73,653	—	—	—
信金中央金庫	44,762	—	24,900	18,300
全国共済農業協同組合連合会	45,400	7,210	—	—
全国信用協同組合連合会	13,434	—	—	—
プルデンシャルLPS	13,962	—	—	—

注>(*3) コア業務純利益、コア業務純益を記載。



臨時損益	経常利益	対粗利経常益：%	特別損益	四半期純利益	不良債権比率
1,573	806	14.13	8	312	3.61
1,110	651	10.13	91	151	4.26
	15,424	61.83	8	9,620	2.44
4,811	10,178	30.85	433	5,788	2.78
3,722	7,386	24.47	249	4,264	2.95
598	309	10.71	0	177	4.30
259	2,362	27.93	208	1,276	(*)3.36
927	1,888	23.31	88	1,885	2.97
753	2,802	26.88	2	1,675	3.70
1,710	7,806	50.72	1	4,748	2.42
1,184	526	9.32	6	369	2.48
1,345	4,293	41.16	0	2,949	(*)5.76
40	2,616	30.09	0	1,414	2.69
1,178	3,548	24.02	29	1,833	(*)2.99
702	256	6.98	2,414	2,108	(*)5.91
95	891	29.03	4	457	(*)3.20
	18,900	75.90	0	15,700	0.36

注)(*)部分直接償却実施前の数字を記載。

今月の分析

全101機関の経常益総額、6%減の1兆4312.07億円 トップの三井住友銀は2.01%減の1940.53億円

2012年3月期第1四半期の経常利益を開示した101機関のデータによると、経常益の総額は、前年同期実績1兆5338.41億円から6.69%減(1026.34億円減)となる1兆4312.07億円だった。トップ10の内、前年同期比2桁減が3機関ある一方で、2桁増も2機関あるなど、全体的にまだら模様だった。

経常益計上額のトップは、三井住友銀の1940.53億円(2.01%減) 2位は三菱東京UFJ銀の1579億円(1.74%増) 3位は東京海上日動火災の938.18億円(5.66%増) 4位は日本生命の915.23億円(4.80%減) 5位はみずほコーポレート銀の717億円(47.08%減)だった。上位5機関の顔ぶれは前年と変わらないが、1位と2位が入替り、みずほコーポレート銀が2ランク落ちた。上位5機関だけで計646.78億円(9.60%)の減益となった。

6位以下は明治安田生命の699.83億円(61.18%増) リそな銀の578億円(59.67%増) 第一生命の551.01億円(16.00%減) 三菱UFJ信託銀の345億円(6.25%減) みずほ銀の333億円(29.60%減)が続いた。全体で総額1026.34億円の減益だが、単独で100

億円超の減益となったのは6機関。その内、半数の3機関がトップ10内だった。一方、2金融機関が200億円以上の増益で、とくに明治安田生命は、保険料等収入の2884.39億円増などで経常収益(売上高)を32.33%増やした上、有価証券売却損を約180億円圧縮し特別勘定資産運用損も解消して大幅増益となった。トップ10以外で増益が目立ったのは、15位の静岡銀(26.83%増、計上221.48億円) 17位の横浜銀(32.36%増、210.09億円) 22位の伊予銀(65.94%増、154.24億円)だった。

反対に計上額を大きく減らしたのは14位の住友生命(35.17%減、247.09億円) 20位の大同生命(25.14%減、178.40億円) 32位の中央三井信託銀(64.29%減、85億円) 91位のアメリカンファミリー生命(98.25%減、4.39億円)などだった。アメリカンファミリーは経常利益上位の常連であり、当期も経常収益は4250.83億円(11.65%増)だったものの、資産運用費用として有価証券評価損119.40億円を計上、貸倒引当金繰入額を275.68億円積み増したことから大幅減益となった。

「坪単価と見比べるとミスプライスを散見する 地価ランキングには容積率の高いところが並ぶ」

ドイツ証券・小夫孝一郎不動産投資銀行部ディレクターに聞く

ドイツ銀行グループの不動産運用部門(RREEF)の日韓リサーチヘッドとして主に日本・韓国などアジア地域の不動産市場のリサーチを担当する小夫孝一郎ディレクターは、オフィス取引の指標に坪単価を使用することを提唱している。日本の不動産市場の分析などを聞いた。



小夫孝一郎

RREEFについて。

小夫氏 ドイツ銀行グループは、世界規模の不動産ファンドを「RREEF(リーフ)」というブランドで運用している。運用資産は約5兆円で世界3~4位の規模だ。日本では、ドイツ銀行の在日証券・投資銀行業務拠点であるドイツ証券株の不動産投資銀行部がRREEF Japanのブランドで業務を展開している。

リサーチの中身について。

小夫氏 私が担当しているのは、主に日本と韓国、アジア全体のマクロ経済、不動産市況などのリサーチだ。四半期毎にレポートを発行している。加えて、RREEFの顧客である海外機関投資家に日本の不動産市場について説明している。日本の不動産取引における取引価格の床面積当たりの坪単価(または㎡単価)の推移や、トータルリターンの推移などの指標を使って説明している。

床面積当たり坪単価とは？

小夫氏 ビルの取得価格を延床面積当たりで表示した価格だ。日本の鑑定評価手法は、おおむね米国の鑑定評価手法にならって作られたが、坪単価の概念だけ抜けてしまっている。坪単価はマンション販売では使われているが、これをオフィスビルでも使ったらどうかと提案している。

なぜ坪単価指標なのか？

小夫氏 坪単価を使用した方が良い理由は3つある。まず、誰でも簡単に計算できること。2つ目は、収益不動産取引では土地と建物は不可分だが、坪単価であれば土地と建物を一体で評価できること。3つ目は、開示価格と面積さえ分かれば計算できることだ。現状ではオフィスビルの価格指標にCapレートが使われているが、分子となる賃料純収益は公表されないため、担当者の予想によってCapレートが大きくなってしまふ特性がある。例えば、今年取引された「六本木ヒルズ」の単価は㎡当たり1280万円だった。これに対して東京のオフィス単価は過去10年で平均150万円と言えれば分かりやすい。坪単価の推移を見ると、じつは2010年の下期から市況の回復傾向が明らかになっており、時系列でも把握しやすい。過去の取引の坪単価の推移と、Capレートの推移を見比べるとミスプライス(高過ぎるの意)を散見する。Capレートのみでは評価が困難なのではないか。

日本では土地と建物は別々に評価する。

小夫氏 収益不動産については地価だけ見ても何も語れない。公示地価は、土地だけの評価額なのでデータとして不完全で使いにくい。坪単価と似たような考えになるが、地価のデータを容積率100%あたりに換算し直すこ

と、インカムと合算してトータルリターンに引直すことの2点を提唱している。

地価の容積率換算で何ができるのか。

小夫氏 公示地価のうち住宅地の地価を容積率100%当たりの数値に換算し直すと、より実感に近い数字になる。例えば、2011年の住宅地の公示地価の最高地点は千代田区五番町の1㎡当たり280万円だが、この背景は五番町の容積率が400%であり日本でもっとも高容積だからに過ぎない。容積率100%当たりに引直して地価を換算し直すと、五番町は1㎡70万円だ。容積率換算の地価が全国でもっとも高い地点は目黒区青葉台の120万円だ、これに田園調布や松濤などが続く。ほぼ一般的な高級住宅地のイメージと一致する。これに建築コストを加えれば先の坪単価と理論的に同じ数値になり、指標としての利用価値も高い。オフィスや商業地でも同様に容積率当たりの地価を換算すると、どの地区の賃料や坪単価が高いのかが類推できる。現在の地価ランキングは単に容積率が高いところが並んでいるに過ぎない。

地価をトータルリターンに引直すとは？

小夫氏 地価公示は1970年から行われている。数十年にわたる地価推移を理論値だがトータルリターンに引直すことだ。具体的には、各地点の土地に、容積率を最大限使用した建物を建てたと仮定する。この建物から市場実勢賃料が計上できると想定すると、これがインカムリターンになる。地価のキャピタルリターンにインカムリターンを合算したトータルリターンを算出できる。トータルリターンは欧米の不動産業界ではもっとも重要な指



プロフィール

東京大学経済学部卒。1995年4月、住友銀行（現三井住友銀行）入行。1998年より同行調査部アナリスト。2001年より、同行ロンドン駐在のシニア・リサーチ・アナリストとして欧州不動産・テレコムセクターの調査を担当。2006年より同行企業調査部（東京本部）にて建設・不動産チームのグループ長を歴任。2007年よりドイツ証券不動産投資銀行部に所属し、RREEF（リーフ）の日本リサーチヘッドとして日本およびアジア太平洋地域の不動産市場の調査を担当。2011年より、韓国リサーチヘッドとアジア共同リサーチヘッドを兼任する。セミナーやカンファレンスの講演多数。投資家向け不動産季刊誌「RREEF ジャパン・クォーターリー」を執筆。

標で、日本の指標も地価からトータルリターンに移行していく必要がある。

トータルリターンをどう使うのか。

小夫氏 不動産のリターンを株式や債券などの他の資産と同一基準で比較できる。公示地価から算出したトータルリターンと、公社債や東証TOPIXのトータルリターンの推移を1980年から比較すると、不動産のリターンは他の資産に見劣りしないことが分かる。実績データのある2003年以降で見れば、不動産は株や債券よりも高いリターンを上げている。機関投資家にとっては、長期のトータルリターンが分かればポートフォリオ理論を使って最適な投資配分を決定でき、アセットクラスとしての不動産がもっと見直されるだろう。英国では、投資家は不動産のトータルリターンを他の資産とつねに比較している。日本でも年金基金などの機関投資家に、他の資産クラスとのトータルリターン比較を提示すれば、不動産投資への理解が深まるのではないか。「不動産と金融の融合」はトータルリターンを使って初めて可能となる。

現在のオフィス賃貸市場をどう見るか。

小夫氏 震災後、企業業績も回復するなどマクロの環境は好転してきている。ただし、東京都心部のオフィスの空室率は平均8%中

「坪単価と見比べるとミスプライスを散見する
地価ランキングには容積率の高いところが並ぶ」
ドイツ証券・小夫孝一郎不動産投資銀行部ディレクターに聞く



盤と依然高水準だ。2012年に竣工する新築ビルも多い上、賃料の反転は空室率5%からと見られるため、賃料の回復にはまだ時間が掛かると思う。明るいニュースは、2011年の第3四半期(7-9月期) S、Aクラスビルの状況が好転してきたことだ。大手デベロッパーによると、震災後、大型ビルで目立っていた空フロアが埋まってきており、値段交渉も少しはできるようになったという。S、Aクラスビルの需給には来年、潮目の変化があるかもしれない。ただし、大多数の平均的なビルの現在の空室率は、過去15年間の中でもかなり悪い水準にあり楽観視はできない。

オフィスビルの売買は？

小夫氏 オフィスの売買市場はすでに潮目の変化が来ている。売買取引件数、Capレート、坪単価などの指標を見ると力強い回復とは言えないもののすでに底は打っている。オフィスビルは市場に出物があまりないので、良いものが出れば高値になる。今後、懸念があるとすると欧州危機と円高だ。いずれも外需に影響する。来期GDPはプラス成長を見込むが、外需の落ち込みが激しいと回復シナリオにも影響が出てくるだろう。

欧州の動向がどう影響する？

小夫氏 不動産価格はグローバルな要因で決定されるので、欧州経済の動向が混迷するとアジア、日本の不動産市場にも影響する。現在恐れている点は2点。1つは欧州のレンダの動向だ。不動産に銀行融資がつかなくなると不動産市況が打撃を受ける。これはリーマン・ショックの時に実証されている。すでに大型ファイナンスが難しくなってきてい

る上、今後も欧州の銀行に資本注入が検討されており、不動産市場への影響は避けられないだろう。もう1つの懸念は、投資家が一斉に不動産を売却し始めるような事態になるか否かだ。株価が下落し続けると、多くの機関投資家には不動産のポーションを強制的に減らす必要がある。これは「分母効果」と呼ばれていて、リーマン・ショック後の不動産価格の下落要因になった。米国や英国に比べユーロ圏の投資家は不動産のポーションが小さいので、今のところ大きな問題になる兆候はないが今後も注視が必要だ。

賃貸住宅市場について。

小夫氏 レジはオフィスに比べると賃料の下落が緩やかなため投資対象としてここ2年人気があった。賃料は今後も比較的安定していると思われ、安定利回りを得るには都合がいい。もっとも、所得水準が伸びない中で住宅の賃料上昇は見込みがたいのではないか。実際、住宅の賃料は過去20年ほとんど上昇していない。

商業施設は？

小夫氏 防災・節電関連品需要などの特需で、震災後は商業売上げが回復した。ただし、郊外型SCは構造的に運用が難しくなると思う。郊外型SCを商圈人口比で見ると、数が多過ぎる。同一商圈で4社が競合し1社だけが勝つような状況だ。これでは売上増はなかなか見込めない。一方、都心部の商業施設は物件によっては賃料の回復が見込まれ、投資妙味がある。ただし、都心部の路面店は、原発事故などの影響で外国人観光客が戻らず売上回復が遅れている。

香港のオフィスマーケット

グローバルレポート

金融機関のオフィス需要が賃料水準を世界一に

香港は中国の玄関口であると共に、アジアの金融中核都市としての性格を持つ。2010年の実質GDP成長率7.0%など、近年、成長を続けており、金融関連企業の進出や、業容拡大も相次いでいる。この間、オフィス需要は旺盛であった。

ただし、中心的なオフィスゾーンである香港島側のセントラル(中環)地区では、前面はビクトリア湾、後背は斜面という狭隘な敷地にビルが林立しているため、新たなオフィスビルの開発余地はほとんどない。その結果、好況期には、金融機関による需要の増大と、僅少な供給により需給バランスがタイトとなる。また、他業種に比べて賃料負担力の高い金融機関のオフィス需要が集中することで、賃料水準はさらに押し上げられることとなる。香港の賃料水準が世界でもっとも高いとされるのは、こうした市場構造に起因している。

このセントラル地区の賃料水準を頂点に、香港島側のオフィスゾーンや、九龍半島サイドの相場観が形成されていくことになる。また、日本と異なり、定期借家契約が一般的

であるため、契約更新時にその時々々の市況に敏感に反応する市場であることも、日本のマーケットに比べて香港の市場賃料のボラティリティが大きくなる要因である。

幅広い業種でオフィス拡大しA1グレードの賃料は坪5.3万円

香港の金融業界では、9月以降、いくつかの銀行による人員削減計画が明らかになっている。例えばHSBCグループ(香港上海銀行など)は、今後3年間でおよそ3000人を削減する計画である。ほかにもHSBCと同様の人員削減に動く銀行もあり、これまで金融関連業種に支えられてきた香港のオフィス市況の今後の動向が注目されている。

シービー・リチャードエリスの香港リサーチチームが発表した第3四半期(2011年9月末)の香港島の空室率はほぼ横ばいの3.6%、九龍半島サイドの空室率は低下した。当期においては、引続きオフィス需要は安定しており、市況は好調を維持している。第2四半期(同6月末)の実質GDP成長率は、前年同期比で第1四半期(同3月末)の7.5%から若干低下したが、年間を通して5~6%の成長が見込まれている。これは、この間、

幅広い業種でオフィス面積の拡大が見られた結果だ。

しかし、懸念される点もある。セントラル地区のA1グレード(高グレードビルからさらに優良ビルのみを抽出した集計区分)ビルの賃料水準が前期比3.8%ダウンとなったことである。貸主サイドが金融機関のビジネススタンスの変化を感じ取って、いくぶん賃貸の姿勢を軟化させている様子であり、先に述べた削減計画の公表などが影響しているのは明らかである。しかしながら、同区分での平均月額賃料水準は平方フィート当たり148香港ドル(坪当たりおよそ5万3000円)であり、東京主要5区のAクラスビルの賃料水準である3万1100円よりも依然、高水準である。

欧州の金融危機など、今後の世界経済は不透明さを増している。香港はアジアの金融中核都市として位置づけられているが、その分、世界経済の影響をより受けやすい市場となっている。アジアの不動産マーケットの先行指標とも言える香港のオフィス市況の動向を今後も注視しなければならない。(藤本隆博・シービー・リチャードエリス エグゼクティブディレクター)

「8割は漫画」でも有望の電子書籍 16年で市場規模600億円、仮想書店1000店

2009年にアマゾン社の電子書籍端末「キンドル」が登場し、2010年にはアップル社の電子端末「iPad」が登場するなど、電子書籍に対する注目度が高まっている。日本での電子書籍配信サービスは1995年に富士通グループが開始しており、すでに15年以上の歴史がある。「端末次第」という電子書籍の市場は広がるか。電子書籍配信ビジネスの現状をレポートする。

iPadの登場で出版社の意識に変化 成長支える「ケータイ課金」と「漫画」

「iPadが出版社の意識を変えた」片手にiPadを持ちながらこう話すのは、1995年から電子書籍配信を手掛けるパピレスの松井康子副社長だ。2010年からアップル社が販売するiPadは、画面が大きく、IN接続によりサイトや動画、ダウンロードした書籍を閲覧できる携帯用の電子端末だ。iPadの画面は縦約20cm、横15cmで、ハードカバーの書籍と同じサイズ。画面は明るく、そこに表示される書籍の字体も美しい。

松井氏は「電子書籍配信事業の歴史は、INのインフラと端末への対応の歴史」という。PCに始まり、携帯情報端末、携帯電話、高機能携帯電話に対応してきた。パピレスは富士通の社外VBとして創業。1995年3月に創業者の天谷幹夫社長が設立し、同年11月にPC通信上で電子書籍を販売する仮想店舗「電子書店パピレス」を開設した。IN黎明期の1990年代は、INのインフラが弱く、家庭でダウンロードできるのは文字情報が主だった。パピレスの配信する書籍も、PC画面上で文字を読むだけだった。

PC以外で電子書籍を読むことができる電子端末が登場したのは1993年。シャープが発売した電子手帳のような携帯情報端末「ザウルス」などである。ザウルスは1994年からPC通信が可能になり、パピレスは1999年にザウルス対応書籍の配信を開始している。1999年には、NTTドコモが携帯電話からINに接続

できるiモードサービスを開始。パピレスは、INに携帯電話から接続しやすくなった2003年まで待って、携帯電話への電子書籍配信を開始した。現在、電子書籍配信事業の主戦場は、完全に携帯電話(以下、ケータイ向け)に移っている。

電子書籍市場は、INインフラと端末の進化と軌を一にして拡大してきた。松井氏によると、2010年度の電子書籍市場は約600億円という。2002年度の約10億円規模から、8年足らずで60倍に拡大した計算だ。もっとも増加したのはケータイ向けの電子書籍配信。現在の電子書籍市場ではケータイ向けのシェアが約9割に達している。ケータイ向けが伸長した要因の1つは、電子書籍の購入代金を電話料金として課金できるようになったこと。従来、INでの決済にはクレジットカードなどが必要だったが、ケータイを使いこなす中高生などにとってカード決済はハードルが高かった。しかし電話料金との合算なら容易に購入できる。電子書籍配信事業を行う会社側も、決済用のシステム構築コストが下がった上、確実な代金回収法が確保された。

将来は2000億円市場へ 鍵はスマートフォンの普及拡大

電子書籍市場は、パピレスの創業以降の16年間で600億円規模に成長したが、日本の書籍市場は全体で約2兆円であり、電子書籍市場は全体の3%に過ぎない。松井氏は今後の成長性について「紙の書籍の

1割以上、2000億円の市場になると思う」と話す。市場拡大の鍵は2つ。1つは、高性能携帯電話スマートフォンやiPadのような携帯用の電子端末の普及だ。現在のケータイ向けの内の8割は中高生など若者向けの漫画である。画面の小さい携帯電話では書籍は読みづらいが、漫画は1コマずつ紙芝居のように読み進めることができる。これに対して新たに登場したスマートフォンは、画面が大きい上、拡大表示ができる。大日本印刷や講談社などが出資する電子書籍配信・取次会社であるモバイルブック・ジェーピーの藤田尚プロデューサーは、「スマートフォンなどの端末を使えば中高年世代にも読みやすい」と期待する。もう1つの鍵は、電子書籍の形式の統一化だ。これまで、電子書籍の形式は「XDMF」や「PDF」など複数あった。複数の形式がある結果、出版社側は市場を制限され読者側も端末によって読めない電子書籍があるなど、双方が不利益を被っている。この形式が英語圏で主流の「EPUB」に統一されつつあり、出版社側の対応が容易になるという。

その上で、なお残る課題は、電子書籍の配信タイトル数の増加だ。米国の電子書籍市場は年々拡大し2010年は約360億円（書籍市場全体の0.2%）、2011年には2倍以上に膨らみ日本市場に匹敵する規模になると見られている。米国市場拡大のきっかけは、アマゾンが計100万タイトル以上の電子書籍を読める専用端末「Kindle」を発売したことだった。圧倒的なタイトル数が火を付けた格好だ。これに対して日本の場合、タイトル数最大のパピレスでも、まだ22万に止まる。この差について松井氏は、「そもそも出版業の環境が違う」と説明する。欧米では出版社の寡占化が進んでおり、大手5社で約50%のシェアを

握る。一方、日本では大手から零細まで2000社以上の出版社がある。大手出版社5社の1社当たりのシェアは4~5%に過ぎない。だから大手出版社が電子書籍事業を始めても、「出版業界全体には広がらない」（松井氏）また、中小出版社は紙の書籍発行で手一杯であり、電子書籍化に伴う販売時著作権料の支払い管理などに労力を割けない。松井、藤田の両氏は、こうしたハードルを越えていくために重要な役割を担うのが、現在、10社程度まで増えた電子書籍の取次会社という。

パピレスやモバイルブック・ジェーピーなどでは、著作権者が許可した著作物を出版社から預かって電子書籍化し、それを自社サイトやネット上の仮想書店を通じて販売している。電子書籍は、著作権の保護目的で定価販売が義務付けられる再販制度の対象ではないが、取次ぎ会社には出版社の収益確保が要請されており、出版社が決めた価格を守っている。そうすることで出版社に紙書籍同様の収益をもたらしている。

電子書籍の販売にはもともと在庫リスクがない。1冊からでも作れるため、紙で出版する前に実験的に電子書籍を販売する出版社もいるという。ニッチな販売チャンネルを持てる点は、とりわけ中小出版社には魅力だ。現在、ケータイ向け電子書籍をネット上で専門に販売する仮想書店は1000店に上るといふ。中にはアイドル専門書店のようなニッチな書店も多い。藤田氏は、「日本は世界でもっとも書店数が多く、地域で棲み分けがなされている。電子書籍市場でも同様にジャンルによる棲み分けが起きる」と話す。日本の紙の出版文化が、電子書籍市場にも引き継がれるかもしれない。

関西シフトゼロでも 北ヤード効果で 大阪駅周辺に成長期待 品川+秋葉原になる

福島第一原発事故による放射能汚染や少線量長期被ばくを避けて、オフィスを東京から西に移転する「関西シフト」が言われたが、いまのところ目立った動きにはなっていない。今回は関西の現状について、大阪のオフィス需給を中心に語ってもらった。

座談会出席者

- A = 外資系証券アナリスト
- B = 国内シンクタンク
- C = 外資系金融機関
- D = 国内証券アナリスト

いま大阪の経済はどう？

- A 原発事故の影響で東京から大阪に人が移るという話があったが、関電の節電要請が水を差してしまった。難波に「マルイトビル難波」というビルがあるけど、そのビルをDeNAが800坪借りただけ。

- D でも大阪に行ってみると、意外に底堅いと感じる。梅田北ヤードも何とか埋まりそうだ。

大阪駅周辺のオフィス需給は？

- D 大阪駅上の「ステーションシティ」内で5月にオープンした北ヤード側の「ノースゲートビル」は伊藤忠商事が入った。南口で2010年10月に竣工した「大坂富国生命ビル」にはソフトバンクと東淀川区から引っ越してきた江崎グリコ、2010年5月開業の「梅田阪急ビル」のオフィスタワーにはリクルートや東芝が入っている。悲観論が多い割に埋まっている。

- A 意外にテナント候補は多い。賃料は？

- A 伊藤忠商事の大阪支店が移転して入った駅上の「ノースゲートビル」は名目3万円だったと思うけど、実際はたぶん2万6000円以下だ。

- D 北ヤードには、積水ハウスとオリックスが自ら入って、三菱地所が三菱商事などを連れていって、丸紅もいずれ入ると言われている。

- A 丸紅は、2010年3月に梅田駅の東側で「梅田ゲートタワー」を建てた。鹿島の施工ミスがあって竣工が遅れたけどそこにはヤンマーが入ったね。

- B ヤンマーは一時的な入居という話だ。関西初の丸紅のビルだから丸紅の大阪支社が入るのではないか。

- D 大丈夫だと思った瞬間にダメになるのも大阪の特徴だから楽観はできないけど、大阪駅や梅田周辺は捨てたものじゃないというところだ。

なぜテナントが集まったの？

- D 大人である東京と喧嘩したら負けるけど、子供同士の喧嘩には強いから。大阪は高松や岡山、広島、和歌山などになら必ず勝つ。

- A 西日本の拠点の中で最後に残っているのは大阪だけという会社もある。そういう需要は全部大阪だ。

集約移転がある一方で空室もある。

- A ダメなビルも多い。だから東京以上に住宅へのコンバートも目立つ。住友不動産は、北区の旧トーメン本社を壊して「シティタワー大阪天満（総戸数649戸）」を建てた。

- D 返す刀でキヤノン販売が抜けた「住友中之島ビル」にトーメンに入ってもらったのはさすが。

更新需要は見込める？

- A 大阪中央郵便局を超高層複合ビルに建て替えるプロジェクトは止まったままだ。中之島には、朝日新聞ビルの建替えがあるけど、完成すれば朝日新聞が戻ってくるから何とかなる。ツインタワーの竣工時期が2013年と2018年でずれているから調整も効く。日立系が入ると言う噂。

- D 中之島の「ダイビル」は2013年に竣工するけど、本館に大林組が入る予定だ。旭化成と関電グループも入る。優良テナントを渋く集めている。今年竣工した積水ハウスの「本町南ガーデンシティ」が苦戦しているけど、強気な値付けが問題だと思う。

- A 救いがないのは2014年に竣工する「阿倍野ターミナルタワー」。ホテルと百貨店が内定したから基礎票は稼げるけど、オフィスがまだ決まらない。シャープが

入ると言われているけど、どうなるか分からない。

- C それでも阿倍野は、東急不動産がキューズモールを作って「109」を出店して良くなった。
- D 東京の「新橋」が「汐留」に変わったように、「阿倍野・天王寺」も変わっている。

既存オフィス市場は？

- C 月坪1万円を切るような家賃のオフィスがごろごろしている状態だ。北ヤードの坪2万5000~3万円と言われると「それホント？」という感じ。

- D 北ヤードの場合、そもそも指し値が高過ぎたという人もいる。面積の単位を間違えたのではないかと。

- A そう言われても仕方がないほど差があったから。
- B 分譲マンションも単価300万円という話。その値段でどのくらい買う人がいるのか。

- A オフィス賃料も名目3万~2万5000円だけど、いずれ2万円程度に下がっていくはずだ。

- D 中之島でスパッと決まった家賃は坪2万4000円だった。悪くても1万3000円まで下げれば決まるはずだ。パナソニックがいま京橋のOBPのオフィスにいるけど、たしか1万3000円に入っているから。

- A 月坪2万4000円にフリーレントを付けて、どの程度、実質を取るのかだろう。

関西シフトは本当じゃない？

- A 外資系も一旦検討してやめたところが多い。
- D 喉元過ぎれば暑さ忘れる だろう。何かあった時、どうやって大阪まで行くのかという問題に答えが出なかったという会社が多かったらしい。大阪のオフィスを見に来たけど大阪が厳しいのはみんな分かっている、結局、誰も借りなかった。

- A 北ヤードには品川の経験が生きればいいね。

品川の経験というとは？

- A 競争力が低いと言われた品川駅前のオフィスにダイキンとか関西系の企業が入って、それなりになった。
- B 新幹線も最初はくそみに言われていたけど、今は都内の移動の利便性の良さが評価されている。

- A 北ヤードも大阪の中ではあまりいいと思われていないけど、東京から見れば便利な立地になる可能性はある。

- D 大阪駅は、東京で言えば東京駅に当たるけど、開発

が進む秋葉原でもある。北ヤードの開発効果によって秋葉原駅のような成長が期待できる。

秋葉原は変わったね。

- A JRの品川駅と秋葉原駅の乗降客数を見ると、品川駅は2004年度の29.6万人が2010年度は32.2万人に2.6万人増えた。秋葉原駅は5年前の14.2万人が22.7万人に8.5万人も増えている。上野や川崎、立川を抜いて、東日本の駅の中では新橋、大宮に次いで8位に躍進した。

- C 家電というコンテンツもあるけど、つくばエクスプレスが来て上野駅みたいになった。

大阪駅もそうなる？

- A 大阪駅の乗降客数は2010年度が40万人だった。今年はおそらく渋谷を抜いて新宿、池袋に次ぐ3番目の駅になる。今後は北ヤード開業で+4万人、特急はるかの運行や四つ橋線の完成などで50万人に届く可能性もある。

大阪の不動産投資市場はどう？

- C 売買の話はあまり聞かない。買っているものはもちろんあるけど、値段がこなれないと動かない。東京のファンがどこか買う場合でも、名古屋や大阪は入ってこない。

- B 東京と同じで、何でもいから売りたいという人がいるわけでもないから。

- C 賃料も空室率もまだ先が読めないからだろう。とくに大阪は北ヤードの供給があるから、なお読めない。

影響は当然あるからね。

- C 事業所自体が増えているわけではないのに、そこへ北ヤードができれば、既存のオフィスが影響を受けるのは火を見るよりも明らかだ。そのインパクトの大きさが分からない間は、どうしたらいいのかという感じだ。

- D 大阪の場合は、物件を買うより会社を買った方が早いのではないかと。

たとえば？

- D ダイビルとか。時価総額600億円。

- C ダイビルでもその程度だから、たしかに物件を買うより早いかもしれない。

- A 実際は商船三井が持っているからダイビルは買えないけど、マネジメント能力の高いビル事業者を会社ごと買う方法は悪くない。

- D あとは大阪駅周辺に絞ることだ。

日刊不動産経済通信の記者が、日常の取材活動の中でつかんだニュースやトピックの裏側を独自の切り口で解説します。

東京都心オフィス市場に珍現象 「賃料底打ち」の認識が両極端

都心オフィスビルは、大規模ビルで空室改善が続いているが、ここに来て一部マーケット指標の成約賃料が上昇、大手不動産会社も「底打ち感」を口にするようになり、2012年に予定されている新規オフィス供給分は、早くも吸収されつつあるかのようだ。たしかに、大手町地区では、金融や化学メーカーの本社移転が決定するなど、新築ビルにはすでに大口テナントの入居が内定しており、テナント確保に窮する様子は窺えない。問題は賃料水準だが、貸主サイドは、「賃料反転にはもう少し時間がかかる。来年半ばにその時期が来るのではないか」と慎重姿勢。既存ビルに関しても、「更新時になるべく空室を出さないよう、無理のない賃料水準を提示している」とし、ディフェンシブな対応を続けているようだ。

超円高と欧州の「ソブリンリスク」が底打ちモードに水を差しつつあるのは間違いない。企業業績にも不透明感が出始めている。ある大手不動産会社も、「新規募集賃料はほぼ底打ち。いつ反転させるかという態勢にあるが、ここにきて様子見状態にならざるを得ないのが正直なところ」と明かす。それどころか「もともと底打ち感はない」と断言する別の大手不動産会社もいて、一部の明るい指標や、耳にする「底打ち感」に懐疑的な関係者はいる。立地やスペックによる優劣が明確になった東京のオフィスマーケットだが、勝ち組もなお苦闘が続くようだ。

宙に浮く「表参道プロジェクト」 打つ手なく固定資産に振替え？

レーサムが2005年8月に約260億円で取得したJR原宿駅前の旧コクド本社ビル跡地の開発計画（仮称）表参道プロジェクト（東京都渋谷区神宮前6丁目）が宙に浮いている。着工の目途が立たない中、レーサムは約300億円の土地を仕掛販売用不動産から固定資産に振替えた。

原宿駅前の開発は同社が社運を賭けたプロジェクトであり、長期戦で事業機会を待つようだ。

当初計画では、2006年度中に着工、土地代を含めた総事業費約400億円をかけ、2008年中を目標に、約2860㎡の敷地に延床面積約1万1000㎡の複合施設を建設する予定だった。その後、計画が見直され、2010年秋までに着工して、2年後にオフィス、店舗、多目的施設などからなる複合商業施設をオープンするというスケジュールに変更されたが、その計画もリーマン・ショックで頓挫。その後、プロジェクト再開の目途は立っていない。

同プロジェクトはJR原宿駅から徒歩1分の立地で、地下鉄明治神宮前駅と地下連絡通路で直結する予定だ。また原宿駅前との間に架かる歩道橋の撤去が決まるなど、アクセスと視認性の向上は間違いなく、付加価値は高まっている。しかし、レーサムは単独の事業化を断念。田中剛社長は、「売却は何とか避けたい。共同開発を模索したいがメジャーポジションは取れない」とコメントしており、何とも悩ましい限り。

2011年度版「不動産プライベートファンド資料集」発刊（予定）

約350本のファンドデータ（総資産額やエクイティ総額など7項目）をタイプ別に網羅。総合不動産投資顧問業登録済み、金商法投資運用業登録済み業者などを一覧化（名称、申請代表者名、各手数料率データ）したほか、「Jリートベンチマーク、2010年8月から2011年8月までに公表された不動産売買一覧も収録。

A4判 140頁 定価：105,000円（税込・送料込）