

2019

5
May

Topics

不動産トピックス

トピックス1

新宿駅周辺エリアの開発・整備の動き…………… 2

トピックス2

J-REITによる底地への投資の動向 …………… 6

マンスリーウォッチャー

東京都心5区のオフィスビル価格は上昇が続くも、
上昇要因に変化…………… 8

新宿駅周辺エリアの開発・整備の動き

新宿駅周辺は、東口は百貨店や多数の店舗が集積する商業地として、西口は淀橋浄水場跡地に建設された超高層ビル群を中心にオフィス街として発展してきました。しかし、近年それらの建物は老朽化が進んでいます。本稿では、新宿駅周辺エリア※1の機能更新にあたっての課題やポテンシャルを整理するとともに、エリアの開発・整備に向けた動きを紹介します。

※1：本稿では、東京都が昭和50年(1975年)以降毎年発行を続けている「東京の土地(土地関係資料集)」で使用している「拠点等各地区」の「新宿地区」の町丁目を対象にデータを集計している。

「拠点等各地区」とは、東京都が下記資料で示している地区あるいは区域である。

- ・「新しい都市づくりのための都市開発諸制度活用方針」(東京都都市整備局、平成20年(2008年)12月)で示す、センターコアエリア内の都心等拠点地区と複合市街地ゾーンの内部及び周辺の区域
 - ・「臨海副都心まちづくり推進計画」(東京都、平成9年(1997年)3月)で示す、臨海副都心の内部及び周辺の区域
- 「新宿地区」の対象町丁目は、下記のとおりである。
- ・新宿区：歌舞伎町一・二丁目、新宿三～六丁目、西新宿一～三丁目、同六～八丁目、内藤町、北新宿二丁目
 - ・渋谷区：千駄ヶ谷五・六丁目、代々木一～三丁目、本町一丁目

建物の老朽化が進む新宿駅周辺

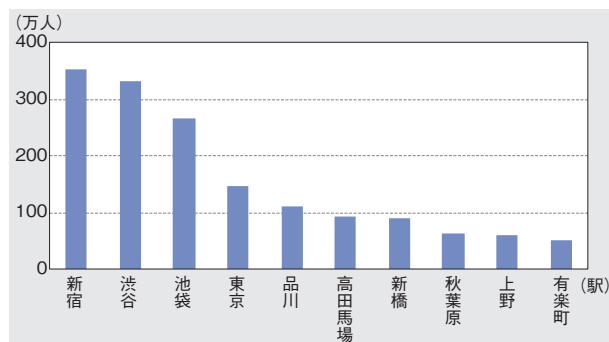
新宿駅は首都圏で最大規模の 大ターミナル駅

新宿駅は、JR東日本と京王電鉄、小田急電鉄、東京メトロの4社と東京都交通局(都営地下鉄)が乗り入れています。2017年度の一平均の乗降人員は約353万人と推計され、首都圏で最大規模のターミナル駅といわれています[図表1-1]。

主に東口は商業エリア、西口は超高層ビル が集積するオフィスエリアとして発展

1885年に開業した新宿駅の周辺は、東口を中心に大規模百貨店や映画館等が建ち並ぶ繁華街が形成され、現在も大規模百貨店や専門店などが集積しています[図表1-2]。商業統計調査によると、東京都区部の駅周辺型商業集積地区の年間商品販売額上位10位までに、「新宿駅西口」と「新宿3丁目」、「タカシマヤタイムズスクエア」の3地区が入っています。この3地区の年間商品販売額は7,516億円にのぼり、次いで多い池袋駅周辺(池袋駅東口と西口の合計)の5,075億円を大きく上回っています[図表1-3]。

【図表 1-1】 山手線の駅の一日平均乗降人員
(2017年度・上位10位)

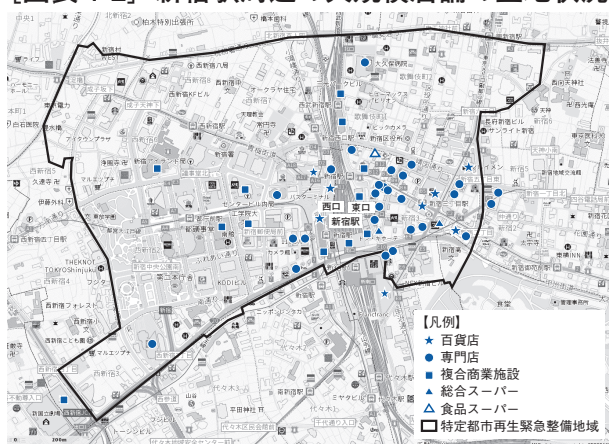


(注)東京メトロの乗降人員は、相互直通運転による通過人員も含む。(半蔵門線渋谷駅、副都心線渋谷駅)

データ出所：各駅に乗り入れている鉄道各社が公表している乗降客数(または乗降人員)に基づき、都市未来総合研究所が作成(JR東日本、JR東海は乗車人員のみ公表のため、乗車人員の2倍として算出)

新宿駅西口では、1965年(昭和40年)に淀橋浄水場が東村山浄水場へ移転、廃止され、その跡地を中心に西新宿超高層ビル群が建設され、オフィスエリアとして発展してきました[図表1-4]。拠点等各地区の2017年1月1日時点のオフィス床面積を比較すると、新宿地区(新宿駅周辺エリア)は約548万㎡で、品川地区(291万㎡)や渋谷地区(254万㎡)を大きく上回っています[図表1-5]。

【図表 1-2】 新宿駅周辺の大規模店舗の立地状況



出所：東京都/新宿区「新宿の拠点再整備方針」(2018年3月)を基に、都市未来総合研究所が作成

【図表 1-3】 東京都区部の駅周辺型商業集積地区
別年間商品販売額・売場面積(年間
商品販売額高い順：上位10位まで)

区名	商業集積地区名	年間商品販売額(億円)	売場面積(㎡)	売場1㎡当たり年間商品販売額(万円)
豊島区	池袋駅東口	3,547	149,541	237
新宿区	新宿駅西口	3,497	132,202	265
新宿区	新宿3丁目	3,114	86,609	360
渋谷区	渋谷公園通商店街	1,846	90,284	204
豊島区	池袋駅西口	1,528	103,572	148
千代田区	東京駅商店街	1,208	57,323	211
千代田区	秋葉原	942	41,301	228
渋谷区	タカシマヤタイムズスクエア	905	71,890	126
渋谷区	道玄坂周辺	885	34,447	257
渋谷区	渋谷駅東部	860	46,332	186

データ出所：東京都「平成26年(2014年)商業統計調査報告小売業編(業態別・立地環境特性格集計)」

新宿駅周辺エリアのオフィス床面積の 約3割は建築年が1979年以前

しかし、新宿地区(新宿駅周辺エリア)のオフィスビル床面積を建築年別に集計すると、建築年が2000年以降の床面積は104万㎡で全体の19%にとどまります(拠点等各地区全体の平均は34%)。一方、建築年が1979年以前の床面積は162万㎡で29%を占めており(拠点等各地区周辺全体の平均は23%)、池袋地区(45%)と都心地区(30%)に次ぐ高い割合です[図表1-5]。

なお、都心5区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)の区別にオフィス面積等を比較すると、新宿区における2000年から2016年のオフィス新規供給面積は121万㎡となり、渋谷区(136万㎡)を下回りました。一方、減失等面積※2は1980年から2016年の期間に158万㎡で渋谷区

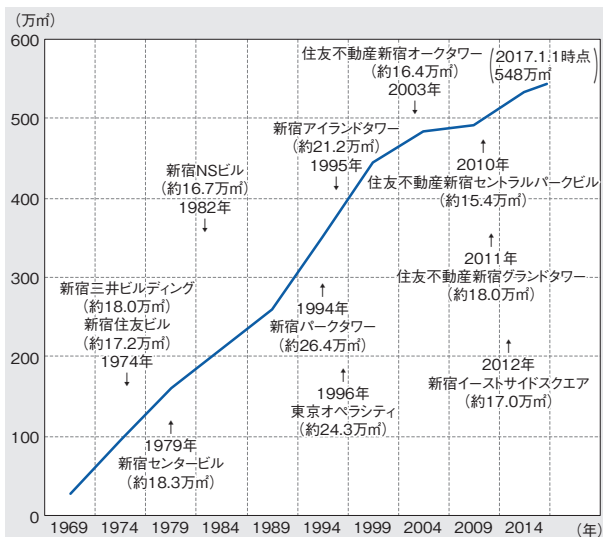
(122万㎡)は上回るものの、千代田区(557万㎡)や中央区(345万㎡)に比べて低い水準にとどまっております。都心3区(千代田区、中央区、港区)に比べ、オフィスビルの建替は進んでいない状況と推察されます[図表1-6]。

また、新宿駅周辺の大規模百貨店には1960年代までに建設された建物が数多くあります[図表1-7]。

このように、新宿駅周辺には老朽化の進んだ大規模商業施設やオフィスビルが多く立地していることに加え、新宿駅の駅舎や駅に隣接するルミネエスト新宿のビルなどの老朽化が進んでおり、駅の機能更新と駅周辺の開発・整備が計画されています。

※2：減失等面積とは、建物を取り壊されたり火災で消失した面積(減失面積)に、オフィスから他の用途に用途変更された面積等を加えた面積をいい、本稿では、オフィス床の増加面積から新規供給面積を減じて算出された数値とする。

【図表 1-4】 新宿駅周辺エリアのオフィス床面積の推移



(注1) オフィス床面積は課税資料に基づく。最新データは2017年1月1日時点

(注2) 個別の事例は、新宿駅周辺に立地し延床面積150,000㎡以上の主なビルを掲載

データ出所：東京都「東京の土地 2017」、各種公表資料

【図表 1-5】 東京の拠点等各地区のオフィス床面積

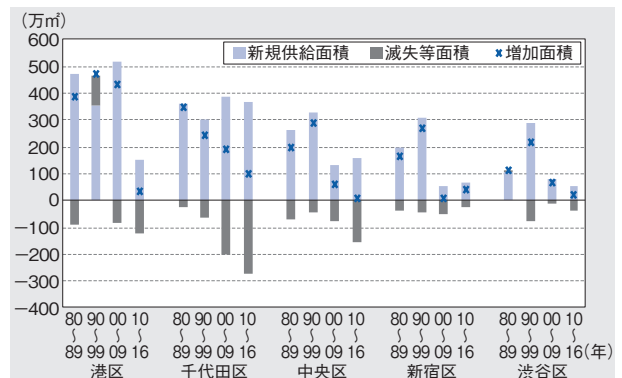
地区	地区面積 (km ²)	オフィス床 面積(万㎡)	1km ² 当たり オフィス床面積 (万㎡/km ²)	建築年が 1979年 以前の割合	建築年が 2000年 以降の割合
都心地区	5.65	1,639	290	30%	48%
都心周辺地区	22.88	2,338	102	21%	29%
新宿地区	4.45	548	123	29%	19%
渋谷地区	2.75	254	92	26%	28%
池袋地区	2.47	176	71	45%	6%
大崎地区	2.66	239	90	10%	37%
上野・浅草地区	3.42	182	53	23%	16%
錦糸町・亀戸地区	3.16	70	22	15%	9%
臨海地区	4.63	128	28	1%	41%
品川地区	3.16	291	92	3%	44%
秋葉原地区	0.36	65	181	17%	65%
合計(平均)	55.59	5,930	107	23%	34%

(注1) 地区面積は各地区の対象町丁目面積の合計

(注2) オフィス床面積は建築年が2016年(2017年1月1日時点)までの合計

データ出所：東京都「東京の土地 2017」、地区面積は東京都「平成22年東京都の昼間人口」

【図表 1-6】 年代別オフィス新規供給面積・減失等面積



(注1) 新規供給面積は、「東京の土地(各年)」記載の着工床面積が、該当年の2年後に全て新規供給床面積となると仮定し、計測する年の2年前の着工床面積を計測する年の新規供給面積とした。

(注2) 港区の1990～1999年と渋谷区の1980～1989年の減失等面積はマイナスとなっているが、建設に要する年数の差異や減失等のタイミングなどによるものと考えられる。

(注3) 増加面積は、「東京の土地(各年)」の1月1日時点のオフィス床面積より10年前の1月1日時点のオフィス床面積を減じて算出された面積とする。(算出例：1980年～1989年は「1990年1月1日時点のオフィス床面積」-「1980年1月1日時点のオフィス床面積」)

データ出所：東京都「東京の土地(各年)」
最新は「東京の土地 2017」

【図表 1-7】 新宿駅周辺の百貨店の建物概要

店舗名称	所在	店舗面積 (㎡)	開設年月	設置者	業態
伊勢丹新宿本店	新宿3	58,494	1930年9月	株式会社伊勢丹	百貨店
小田急百貨店本館・小田急新宿駅南口専門店ビル	西新宿1	46,718	1962年11月	小田急電鉄株	百貨店
京王百貨店新宿ビル	西新宿1	37,879	1964年4月	京王電鉄株	百貨店
ビックロ(ビックカメラ新宿東口店)	新宿3	20,745	1929年10月	株式会社伊勢丹	専門店
小田急百貨店別館(ハルク・ビックカメラ新宿西口店)	西新宿1	19,120	1964年4月	小田急電鉄株	百貨店
IDC大塚家具新宿ショールーム	新宿3	17,309	1991年10月	株式会社伊勢丹	専門店
新宿マルイ本館	新宿3	15,493	1977年4月	株式会社丸井	百貨店
ルミネエスト新宿	新宿3	15,147	1964年5月	東日本旅客鉄道株	寄合百貨店
新宿ルミネ2	新宿3	11,442	1987年10月	株式会社ルミネ	寄合百貨店
新宿センタービル・新宿野村ビル・損保ジャパン本社ビル	西新宿1	10,356	1978年6月	野村不動産株	寄合百貨店

注) 新宿区所在の店舗面積1万㎡以上の店舗を抽出

出所：東洋経済新報社「全国大型小売店舗総覧 2019」

新宿駅周辺の開発・整備の動き

新宿駅の整備に向けた動き

新宿駅周辺整備に向けた官民の動きを[図表1-11]に整理しました。

「新宿の拠点再整備方針～新宿グランドターミナルの一体的な再編～」(2018年3月、東京都/新宿区)では、今後、行政及び鉄道事業者が連携して、2020年度以降に鉄道駅施設整備や東西デッキ等公共施設整備、駅ビルの建替えに着手するとしています。

新宿駅周辺の開発動向

新宿駅周辺の大型プロジェクトを整理しました[図表1-12]。新宿駅東側の歌舞伎町では、新宿コマ劇場と東宝会館の跡地にシネコンやホテルなどの複合施設「新宿東宝ビル」が2015年に竣工したほか、新宿 TOKYU MILANO跡地を中心とした「歌舞伎町一丁目地区開発計画(新宿 TOKYU MILANO 再開発計画)」でも、ホテルと複合エンターテインメント施設が2022年度に開業予定されているなど、インバウンド需要も見込んだホテルやエンターテインメント施設、商業施設が複合したビルのプロジェクトが進んでいます。

(以上、都市未来総合研究所 佐藤 泰弘)

[図表 1-11] 新宿駅周辺整備に向けた官民の動き

○新宿駅周辺整備に向けた動き（公共主体）

- ・2012年1月：特定都市再生緊急整備地域指定「新宿駅周辺地域整備方針の策定」(都市再生本部)
- ・2014年5月：国家戦略特別区域指定
- ・2016年3月：新宿駅周辺地域まちづくりガイドライン（新宿区）
20年後（2035年）をイメージした新宿駅周辺地域の将来像と将来像実現に向けたまちづくりの戦略
対象範囲：おおむね特定都市再生緊急整備地域の範囲
- ・2016年9月：2040年代の東京の都市像とその実現に向けた道筋について答申（東京都都市計画審議会）
2040年代を見据えた東京の目指すべき都市構造のイメージと地域像
- ・2017年6月：新宿の新たなまちづくり～2040年代の新宿の拠点づくり～（東京都・新宿区）
より長期的・広域的な視点からの新宿駅周辺地域が果たすべき役割とまちの将来像将来像実現に向けた地域全体のまちづくりの方向性
- ・2018年3月：新宿の拠点再整備方針～新宿グランドターミナルの一体的な再編～（東京都/新宿区）
新宿の拠点再整備検討委員会における検討を踏まえて整備の方針を取りまとめたものであり、今後、行政及び鉄道事業者が連携して取り組む具体的な整備内容を示すもの
- ・2019年3月：新宿の拠点再整備方針具体化に向けた都市基盤の再整備の検討～2018年度とりまとめ～(新宿の拠点再整備検討委員会)
- ・2019年3月：新宿グランドターミナル・デザイロリーシー2019～新宿の拠点再整備方針の具体化に向けた空間・景観づくり～（新宿の拠点再整備検討委員会）

○新宿駅周辺整備に向けた動き（民間主体）

- ・2010年6月：「新宿副都心エリア環境改善委員会」発足
西新宿地区全体での取り組みによる課題解決や都市間競争力の向上を目指し、民間企業十数社が参加（2018年5月時点、民間企業や学校法人、財団法人など16者）
エリア活動支援のため官民で設立された「新宿副都心地区エリアマネジメント連絡会」へ参画（2017年12月）
- ・2014年3月：西新宿懇談会が「西新宿地区まちづくり指針」を民間ガイドラインとして策定
西新宿懇談会は、2013年3月に新宿区と新宿副都心エリア環境改善委員会が協働する官民連携組織として発足
西新宿地区まちづくり指針は、西新宿地区の将来像共有とその実現を促すために協議、策定。「タワース・イン・ザ・パーク」がまちづくりのコンセプト
- ・2015年4月：小田急電鉄は、3カ年中期経営計画（15～17年度）の重点施策として、新宿スバルビル、小田急百貨店、小田急ハルク、小田急新宿ミロードなどの所有施設について、開発計画の早期具体化に取り組む方針を盛り込む
- ・2017年9月：住友不動産が「新宿住友ビル（1974年竣工）の大規模改修工事に着手（2017年8月「民間都市再生事業計画」に認定、2019年7月竣工予定）

出所：東京都、新宿区、各社の公表資料等

[図表 1-12] 新宿駅周辺の主な大型開発プロジェクト（2019年以降竣工（予定含む））

No.	計画(物件)名	事業主体	主要用途	竣工(予定)	所在地	敷地面積 (㎡)	延床面積 (㎡)	階数
1	ヨドバシ新宿五丁目ビル	ヨドバシホールディングス	事務所	2019年3月竣工	東京都新宿区新宿五丁目3番1	6,079	19,500	地上8
2	住友不動産新宿セントラルパークタワー	住友不動産	事務所、住宅	2019年8月	東京都新宿区西新宿六丁目666-1番地他(地番)	5,616	60,517	地上33 地下2
3	(仮称)新宿南口プロジェクト(千駄ヶ谷五丁目北地区第一種市街地再開発事業)	三菱地所、日本製粉、ジャパリエルエスエイト投資法人	事務所、店舗、地域貢献施設、駐車場	2019年8月	東京都渋谷区千駄ヶ谷五丁目27番3他(地番)	4,139	44,100	地上16 地下2
4	Dタワー-西新宿	大和ハウス工業	事務所、サービスアパートメント、店舗、保育所、駐車場	2020年3月	東京都新宿区西新宿六丁目78番8	3,386	39,461	地上29 地下2
5	西新宿五丁目北地区防災街区整備事業	西新宿五丁目北地区防災街区整備事業組合(参加組合員:住友不動産)	住宅、事務所、店舗、駐車場、保育所等	2020年度	東京都新宿区西新宿五丁目及び西新宿六丁目各各地内	7,980	99,920	地上43 地下2
	A地区					4,300	44,720	地上39 地下2
6	歌舞伎町一丁目地区開発計画(新宿 TOKYU MILANO再開発計画)	東急レクリエーション、東京急行電鉄	宿泊施設、エンターテインメント施設、店舗、駐車場等	2022年8月	東京都新宿区歌舞伎町一丁目29番	4,600	89,600	地上48 地下5
7	新宿の拠点再整備「新宿グランドターミナル」構想 ※詳細は未定であるが、2018年3月に東京都と新宿区によって「新宿の拠点再整備方針」が公表された。	国土交通省、東京都、新宿区、東日本旅客鉄道、小田急電鉄、東京地下鉄、京王電鉄、西武鉄道	駅、駅前広場、駅ビル等を一体的に再編整備	2020年度事業着手	東京都新宿区西口			
8	西新宿三丁目西地区第一種市街地再開発事業	西新宿三丁目西地区市街地再開発組合(予定) 事業推進協力者:野村不動産、住友商事、東京建物、首都圏不燃建築公社 事業協力者:前田建設工業	A-1 街区:住宅、店舗、事務所、生活支援施設、駐車場、保育所等 A-2・3 街区:住宅、店舗、生活支援施設、駐車場等	2022年度工事着手(予定) 2029年度工事竣工(予定)	東京都新宿区西新宿三丁目8～19番(住居表示)	施行区域面積約4.8ha	A-1 街区:北棟約181,600 南棟約203,100 A-2 街区:約3,700 A-3 街区:約1,500	
9	西新宿五丁目中央南地区第一種市街地再開発事業	西新宿五丁目中央南地区市街地再開発組合(予定)	住宅、商業・業務、駐車場、保育所等	2020年7月工事着手(予定) 2023年7月工事竣工(予定)	東京都新宿区西新宿五丁目	施行区域面積約0.8ha	約57,500	

出所：東京都、新宿区、各社の公表資料等（2019年4月時点）

J-REIT による底地への投資の動向

J-REITによる底地^{※1}の取得額と譲渡額は、いずれも2018年度に過去最高となりました。底地の取得額ベースの資産規模(2018年度末の残高)は4,000億円を超え、J-REITの法人数の1/3を超える22投資法人が底地に投資をしています。

J-REIT で底地の売買や資産規模が拡大

J-REIT による底地の売買額は 2018 年度に過去最高

J-REITによる底地の取得額は、2011年度から比較的高水準で推移しており、2018年度は715億円と過去最高になりました〔図表2-1〕^{※2}。2018年度の取得額の増加は、J-REITとして過去最高額の底地取得(375億円)があったことや、保有資産における底地の割合が約55%のエスコンジャパンリート投資法人が上場したこと^{※3}が背景です。

J-REITでは底地の資産規模(ストック)拡大に伴い、その譲渡額^{※4}が2015年度から増加し、2018年度は過去最高(180億円)になりました〔図表2-1〕。譲渡の背景としては、店舗テナントの閉店に伴う収益性低下リスクやポートフォリオ構築上の課題^{※5}等があげられています。

※1：建物の所有や利用を目的とする借地権や地上権が設定されている土地

※2：取得日ベース。以下、同様

※3：2019年2月13日上場。底地の割合は上場時(取得額ベース)。上場に伴う底地取得額は195億円(取得対象の一部が底地の物件は除く)

J-REIT による底地の資産規模(残高)は 2018 年度に 4,000 億円を超える

J-REITによる底地の取得額ベースの資産規模(残高)は2018年度に4,000億円を超え、4,360億円(124物件)になりました〔図表2-1〕。

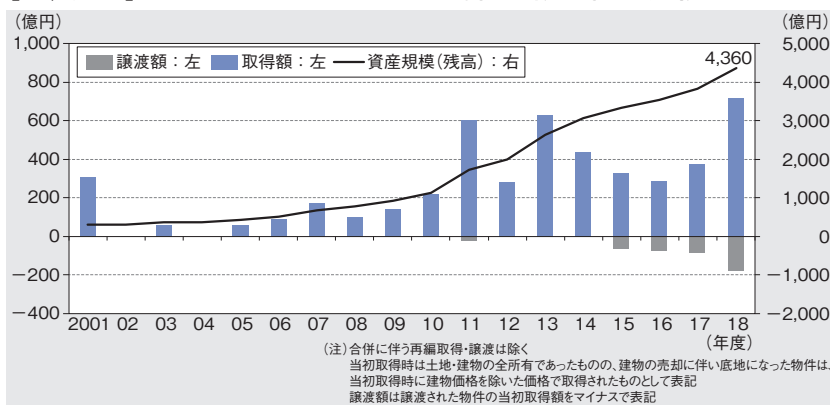
2018年度末時点で、底地に投資するJ-REITの投資法人は22投資法人です〔図表2-2〕。同時点のJ-REITは全63投資法人のため、1/3を超える投資法人が底地に投資をしています。投資規模は500億円超(総合型REITの事例)から10億円未満(住宅特化型REITの事例)まで幅があります。

建物用途別資産規模は商業施設の割合が65.9%で最も多く、次いでオフィスビルの22.5%です〔図表2-3〕。その他は割合は少ないものの、工場・研究開発施設等、物流施設、屋内型レジャー施設、大学キャンパス等の幅広い建物用途の底

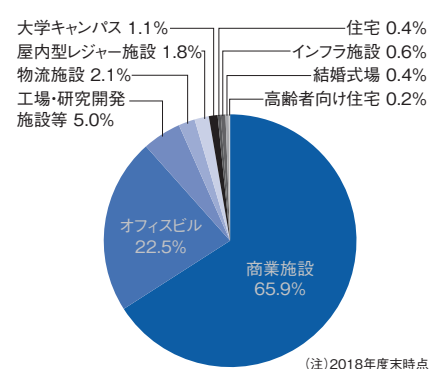
※4：譲渡額は譲渡された物件(持分)の当初取得額

※5：投資対象としている地域や規模に合致していなかった、ポートフォリオ全体で譲渡物件のテナントのシェアが高かった等

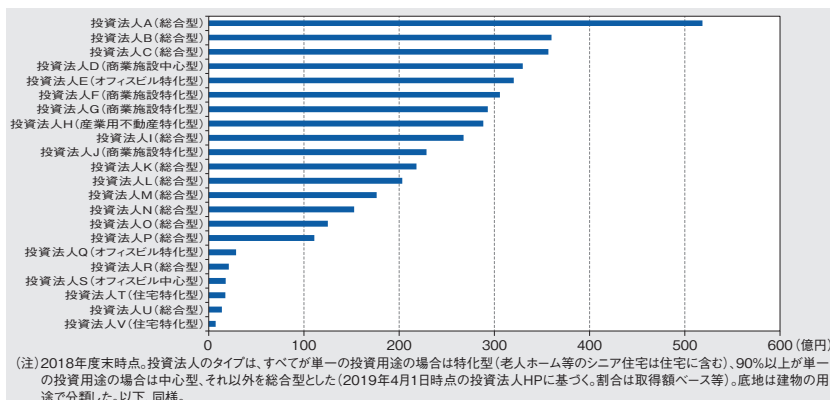
〔図表 2-1〕 J-REIT による底地の取得額、譲渡額の推移



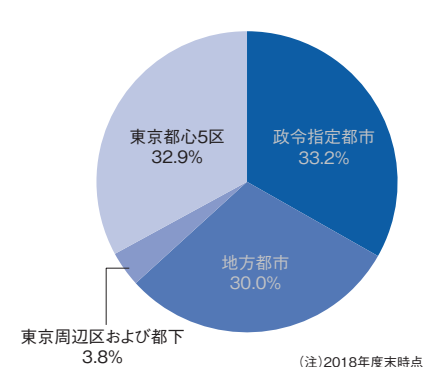
〔図表 2-3〕 J-REIT が保有する底地の用途割合



〔図表 2-2〕 底地に投資する投資法人の保有資産額



〔図表 2-4〕 J-REIT が保有する底地の地域割合



図表 2-1 から図表 2-4 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」「不動産売買実態調査」から作成

地が投資の対象です。

地域別資産規模割合は東京都心5区、政令指定都市、地方都市が各3割と同程度で、J-REIT全体と比較して地方圏の物件がやや多いことが特徴です[図表2-4]。

J-REITによる底地への投資は、建物の減価償却が不要であり、修繕費等の管理費負担が

少ないため、配当利回りの向上に寄与できることが特徴の一つです^{※6}。底地物件の償却後NOI利回りがポートフォリオ全体の中で高いことが複数の投資法人の決算説明会資料で紹介されています。

※6：J-REITでは償却後のNOIが配当原資になる（利益超過分配を行う場合を除く）。

J-REITでは取得先や取得手法を拡げ、積極的な底地の取得が行われている

投資法人が底地を取得している先は、J-REITにおける一般的な取得先であるSPC（SPC・私募REIT等で分類）や不動産（不動産・建設で分類）が多い状況です[図表2-5]。ただし、2011年度から継続して「その他の事業法人等」から一定規模（平均132億円）を取得しています。

その他の事業法人等から取得している額の内訳は、リース会社等の「その他金融」と鉄道会社等の「陸運」で半分近くを占めます[図表2-6]。ただし、投資法人はその他の多くの業種の事業会社からも底地を取得しています。

これら事業会社等^{※7}の中には、図表2-7の売主の業種の中核的事業で使用するために所有している不動産の底地を投資法人へ直接譲渡^{※8}し、建物部分を引き続き利用する例が2013年以降に様々な物件用途で見られます[図表2-7]。

事業会社は底地の譲渡により、資産保有リスクの回避や資本の効率化^{※9}、資金調達の多様

化等を図ることが可能になります。なお、土地・建物をセールアンドリースバックする場合と比べ、底地を譲渡する場合は建物を継続して所有するため建物内改装等で自由裁量の確保が図れるとみられます。

プレスリリースでは、投資法人（資産運用会社）が事業会社等へCRE提案を行うことを通じ、底地の取得が実現した例が紹介されています。J-REITでは幅広い建物用途や売主セクターに取得先を拡げ、事業法人からの直接取得にも取り組み、積極的な底地の取得が行われています。

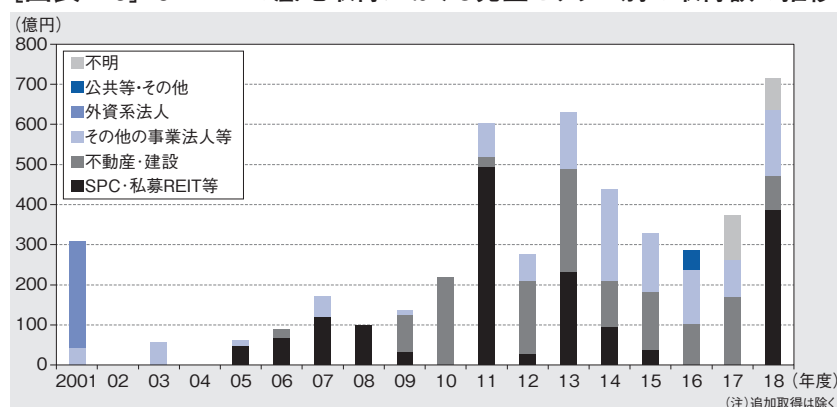
（以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹）

※7：その他の事業法人等のその他金融と陸運を除く業種と公共等・その他の学校法人

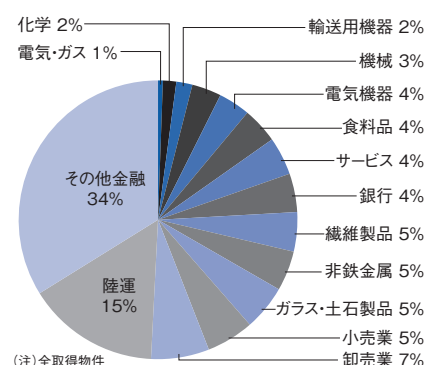
※8：事業会社等がSPCやリース会社等に譲渡した底地を、後に投資法人が取得した例は含まない。

※9：現在の日本の会計基準では、底地の売却は土地の経済耐用年数が無限のためオペレーティングリースが認められオフバランス（簿外計上）が可能と推察される。ただし、国際会計基準（IFRS）では2019年1月から始まる会計年度でオペレーティングリースがオンバランス処理とされるため底地を売却した場合も原則オンバランス処理になるとみられる（会計基準の詳細については専門家への確認を行ってください）。

【図表 2-5】 J-REIT の底地取得における売主セクター別の取得額の推移



【図表 2-6】 図表 2-5 のその他の事業法人等の内訳



【図表 2-7】 事業会社等が投資法人へ底地を直接譲渡し建物部分を引き続き利用する例

売買月	物件用途	所在 (都道府県)	所在 (区・市)	取得額 (百万円)	売主 (業種)	買主 (投資法人タイプ)
2013年3月	工場・研究開発施設等	埼玉県	蕨市	4,530	電気機器	総合型
2014年2月	インフラ施設	愛知県	名古屋市港区	1,900	化学	産業用不動産特化型
2015年3月	高齢者向け住宅	東京都	世田谷区	735	サービス	住宅特化型
2016年5月	大学キャンパス	千葉県	浦安市	4,900	学校法人	総合型
2017年1月	店舗	茨城県	守谷市	4,111	小売業	商業施設中心型
2017年4月	店舗	東京都	杉並区	700	小売業	総合型
2018年3月	工場・研究開発施設等	神奈川県	横浜市戸塚区	2,300	輸送用機器	産業用不動産特化型
2018年3月	物流施設	兵庫県	神戸市西区	1,960	小売業	産業用不動産特化型

図表 2-5 から図表 2-7 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」「不動産売買実態調査」から作成

Monthly Watcher

東京都心5区のオフィスビル価格は上昇が続くも、上昇要因に変化

J-REITが保有する^{※1}東京都心5区^{※2}のオフィスビルの期末鑑定評価額^{※3}は、2012年度上期以降一貫して上昇しています〔図表3-1〕。直接還元法において不動産価格は「不動産価格＝純収益÷キャップレート（以下、CR）」の計算式で求められます。すなわち、不動産価格が上昇（低下）する要因は、純収益の増加（減少）とCRの低下（上昇）となります。以下、この考え方に基づき、オフィスビル価格の変動要因について考察します。

〔図表3-2〕は、期末鑑定評価額の前期比の変動要因を金額ベース（上図）と物件数ベース（下図）で集計したものです。これをみると、2015年度下期以降、金額ベース、物件数ベースともに、期末鑑定評価額が前期比低下分は僅少である一方、上昇分は相当数あることがわかります。

期末鑑定評価額が前期比上昇した物件の上昇要因を金額ベースでみると、これまではCRの低下を上昇要因とするものが多くありましたが、2017年度下期以降、CRの低下は減少し、純収益の増加が増えています。物件数ベースでは、2017年度下期以降、期末鑑定評価額が前期比横ばいの物件が増加し、上昇した物件は減少しましたが、上昇要因をみると、CRの低下が減少し、純収益の増加が増えています。

期末鑑定評価額の上昇要因としてCRの低下が減少している主な背景には、直近のCRの水準はファンドバブル期を下回り^{※4}、低下余地が限られてきていることがあるとみられます。純収益の増加が上昇要因として増加している主な背景には、賃貸市況が好調に推移していることがあるとみられます。

（以上、都市未来総合研究所 大島 将也）

〔図表 3-1〕 東京都心5区のオフィスビルの
期末鑑定評価額



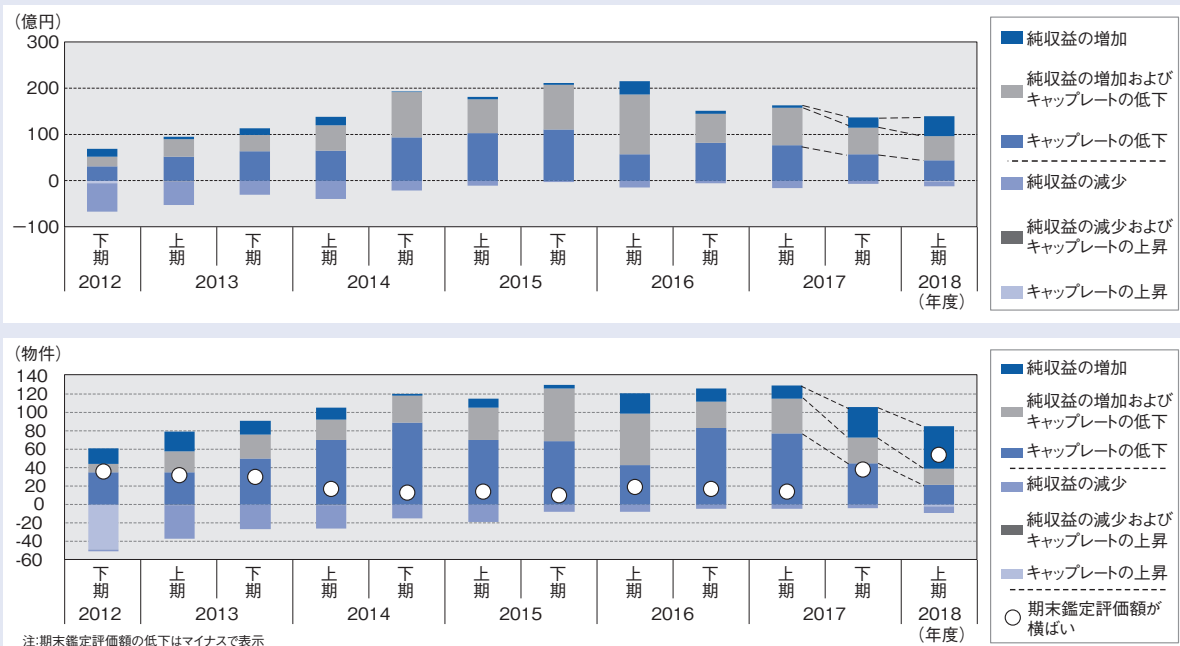
※1：J-REIT では決算毎に保有物件の期末鑑定評価額や鑑定評価上のキャップレートなどが公表されており、保有期間における期末鑑定評価額の変化を考察することができます。他方、J-REIT 以外で同一物件の価格に係る情報が定期的に公表される事例はほとんどない。したがって、本稿では J-REIT が公表した期末鑑定評価額を用いて分析している。

※2：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区をいう。

※3：本稿では、2012 年度上期以降連続してデータが取得でき、かつ賃貸形態が変動収益型の物件を対象としている。ただし、追加取得があった物件は対象から除いた。対象物件数は 148 物件

※4：ファンドバブル期を 2006 年度上期～2008 年度上期と定義し、この期間の CR と直近（2018 年度上期）の CR を比較すると、比較可能物件 74 物件すべてで直近の CR がファンドバブル期を下回っている。

〔図表 3-2〕 期末鑑定評価額の前期比変動要因（上：金額ベース、下：物件数ベース）



図表 3-1、3-2 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

不動産トピックス 2019. 5

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲 1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

また、金融商品取引法において金融商品取引業として規定されている一切の業務について、当行が勧誘することを意図したものではありません。

※本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行および都市未来総合研究所は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

大畑 善郎 TEL.03-3274-9079（代表）

株式会社都市未来総合研究所 研究部

湯目 健一郎、秋田 寛子 TEL.03-3273-1432（代表）