

東京における投資用不動産の動向

はじめに

97年9月に発表された商業地の基準地価は、東京都心部の一部でバブル崩壊以来初めて上昇した。また、好立地・高機能・大規模な優良ビルでは賃料の底打ちが確認され、一部に先高感も出始めている。汐留と八重洲南口の国鉄清算事業団用地を予想以上の高値で落札したアジア系企業が注目されたが、欧米系企業も水面下では不動産取得に動いているという観測もある。

しかし、優良物件を除けば市場は低迷しており、収益化の見込みが全く立たない虫食い地やいくら賃料を下げても需要のないビルも多い。不良債権・担保不動産の流動化は遅々として進まず、景気が弱含む中で不動産市場全体の先行きは不透明である。

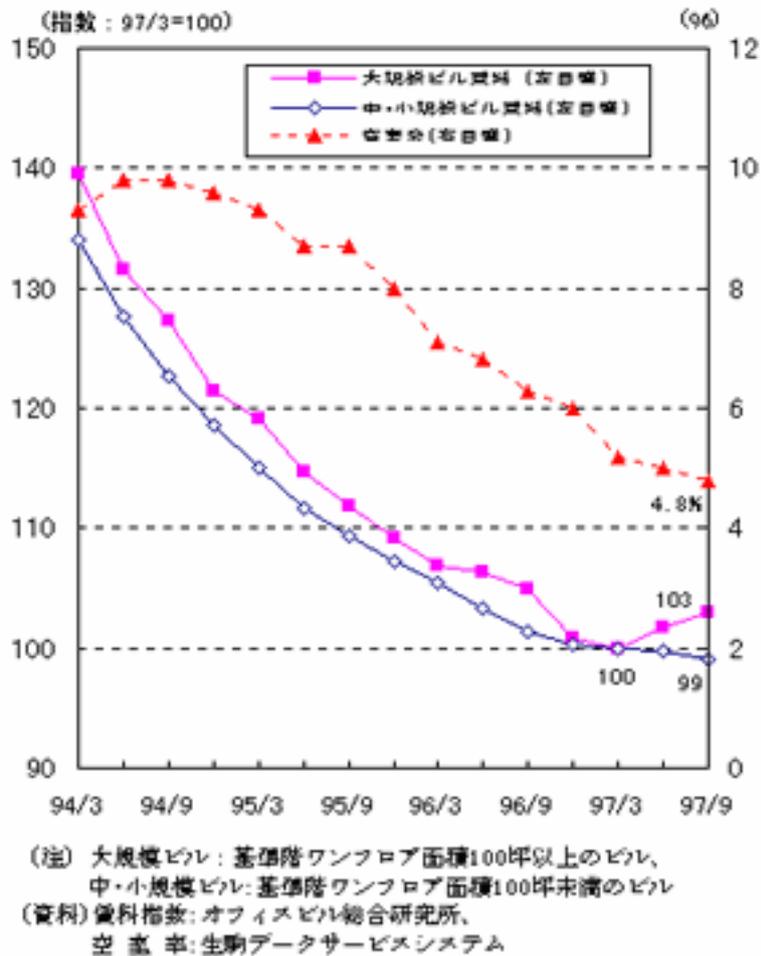
このように、賃貸オフィスビルに代表される投資用不動産市場はまだら模様になっている。以下ではわが国最大の不動産ストックを持つ東京に焦点を当て、市場動向を概観する。

1. 賃貸オフィス市場の動向

(1) 市場の現況

東京23区の空室率は94年9月をピークに低下を続け、97年9月には4.8%と約5年ぶりに5%を下回った(図表-1)。

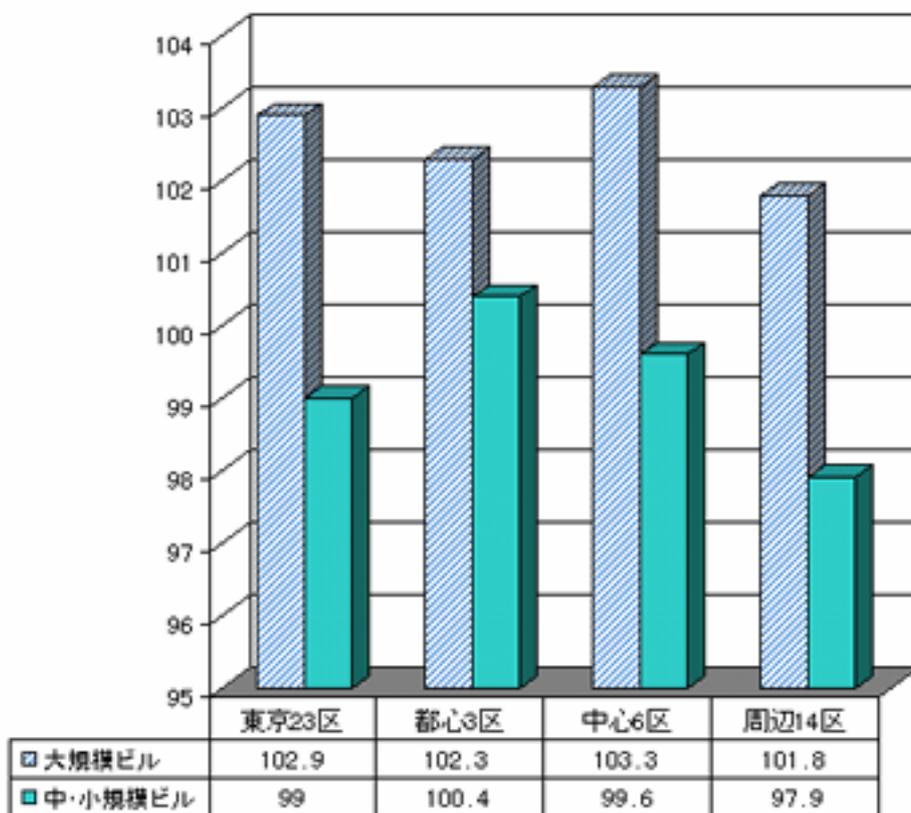
図表－1 募集賃料指数と空室率の推移(4半期)



新規の募集賃料は、都心部の大規模ビルを中心によく底打ちが確認されたが、周辺部や中小規模ビルでは値下がりが続いている(図表－1、図表－2)。

図表-2 規模別/地区別の募集賃料指数(97/9時点)

(指数: 97/3=100)



(注)都心3区:千代田、中央、港、
中心6区:新宿、渋谷、品川、豊島、文京、台東
(資料)オフィスビル総合研究所

オフィス需要は、「近・新・大」といわれる好立地(都心にある、駅から近いなど)・高機能(新しい)・大規模ビルに集中しているが、これはビルの希少性と賃料の割安感などがアピールしたものである。例えば、国土庁の調査によると90年以降に竣工した延べ床面積3万㎡以上の大規模ビルは、東京23区のストック全体の5%未満しかない。

また、新規の大規模オフィス供給が抑制されているため、オフィス需要は「近・新・大」から立地条件の良い中古・中小規模ビルにも拡大している。しかし、立地条件の悪い中小ビルや郊外の大規模ビルでは需要が低迷しており、平均値では市場実態の把握が難しくなっている。

(2) オフィスビル建設計画

過去20年間(76~95年)の東京23区のオフィスビル供給をバブル期以前(76~85年)とそれ以後(86~95年)に分けて推計すると、年平均供給量はバブル期以前は100万㎡でそれ以後は200万㎡と倍増している。

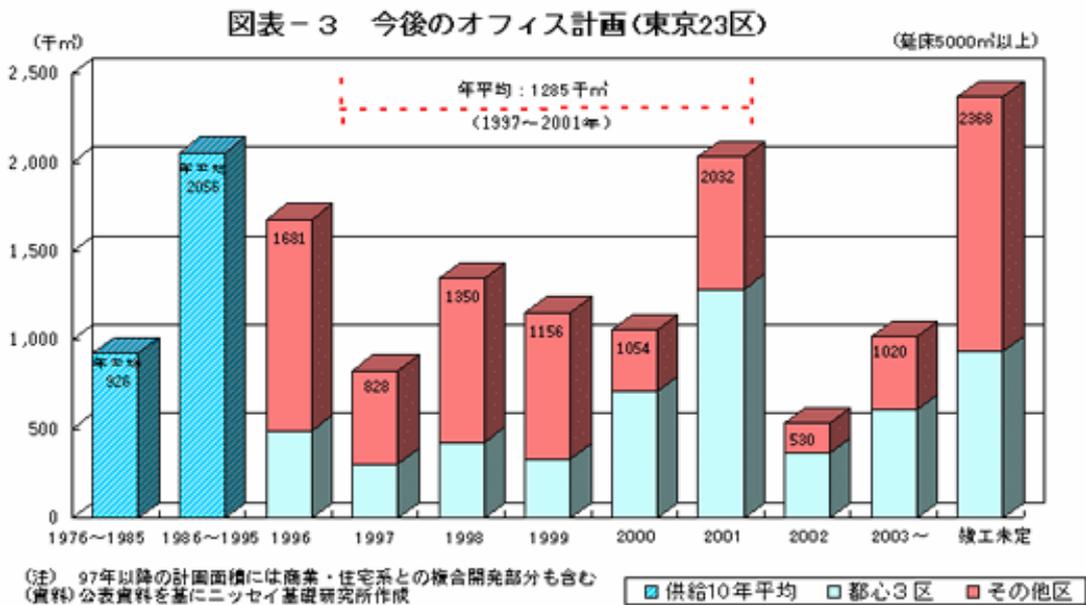
今後の延床面積5000㎡以上の業務系開発計画をみると、バブル崩壊で中断されていた大規模計画の再開と自社ビル計画が目立つ。また、

2000年以降は都心3区の割合が高い(図表-3)。

97年から2001年までの5年間の年平均供給量は130万㎡で、これは86～95年の3分の2、バブル期以前の1.3倍であり、需要の伸び次第では供給過剰になる可能性がある。

また、2002年以降では竣工時未定物件を含めて400万㎡の計画があり、これらが潜在的な供給圧力となっている点にも留意する必要がある。

一方、土地神話が崩壊した上、金融機関が不動産融資に慎重になっていることや多額の有利子負債を抱えた不動産会社が事業受託・サブリースに消極的になっていることなどから、延5000㎡未満の中小ビル建設は過去に比べかなり抑制される可能性が高い。



(3) オフィス需要の動向

最近の空室率の低下からみて、オフィス需要の増加は明らかである。しかし、この需要拡大は賃料低下による潜在需要の顕在化という側面も強い。そのため、優良物件を中心に賃料が底打ちしていることから、今後はこのような価格の低下効果による需要増は期待できない。

また、外資系企業の需要が伸びているが、通産省の調査によると外資系企業従業員の99%以上は日本人であることから、新卒採用分を別とすれば人材の企業間移動が進んでいるとみられる。一方で金融機関など規制業種でリストラクチャリングが進んでいることを重ねあわせると、外資進出が増加してもオフィス需要全体の伸びは大きくないと予想される。

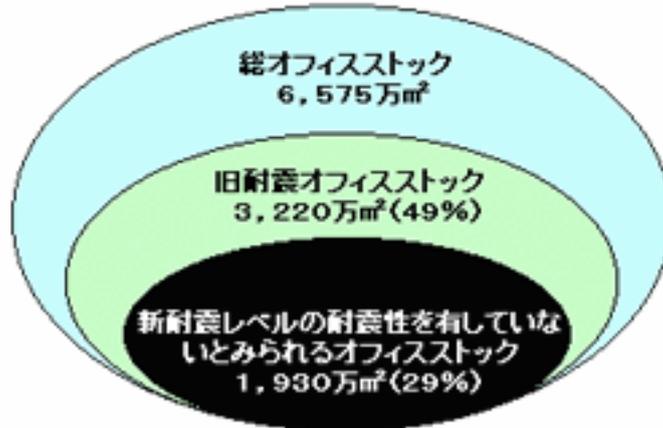
しかし、オフィス需要の先行きが不透明な反面、オフィスビルに求められる要件は確実に高度化しつつある。このため、ビルの機能や立地により需要の格差が生じると考えられる。

最近の「近・新・大」ビル人気はその現れで、24時間化や高度な情報ネットワーク化に対応できないビルは市場競争力が低下している。70年代に建設された大量のビルストックはリニューアルなど機能更新を行わない

限り、新たに建設されるビルとの機能格差は大きい。

また、阪神淡路大震災を契機にビルの耐震性を重視するようになった企業も少なくない。現実には、23 区のオフィスストックの3分の1が大きな震災リスクを抱えている(図表-4)。

図表-4 東京23区のオフィスストック
(1994年1月1日時点)



(資料) 建築統計年報、東京都資料等を基に
ニッセイ基礎研究所作成

現在の市場は優良物件が品薄となり、全体の需給も引き締まってきているものの、入居しているビルに必ずしも満足していない企業も少なくないと思われる。このため、今後の新規供給増加が企業のオフィス移転を顕在化させる可能性が高い。

また、オフィス立地面からみた需要にも変化がみられる。東京圏という広域でみると都心回帰であり、都心の個々のオフィスエリアでみれば立地の多様化である。

都心回帰は、不動産価格の低下を背景に経済集積度の高い都心の経済メリットが再評価されたことによる。昨年の国土庁の企業アンケートでも、都心部の集積メリットを評価する23区内企業の割合は51%あり、顧客との近接性と情報面の優位性が評価されている。

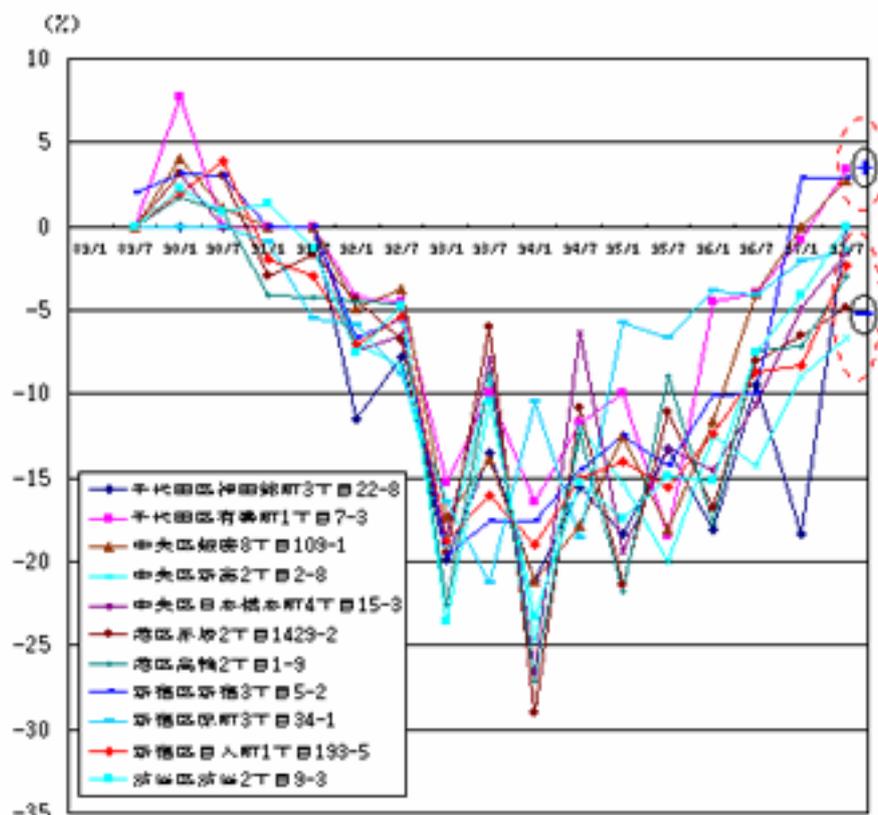
ただし、都心部でも丸の内・大手町以外に、臨海部(汐留等)や品川、新宿など大規模なオフィス開発が進む地域の評価が高まっており、立地は多様化し一極集中から多極集中型に変化しつつある。

2. 商業地価の動向

97年7月の基準地価では、都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)の商業地171地点のうち、新宿、銀座など10地点が91年以来初めて上昇に転じた。

基準地価ポイントと公示地価ポイントが同じ 11 地点をみると、半期前との比較では新宿が 97 年1月に上昇に転じ、千代田区と中央区の2地点が7月に上昇している(図表-5)。これらは 11 地点中の価格上位3地点 (㎡当たり 700 万円以上)でもあり、地価の反転上昇は都心一等地における現象といえる。

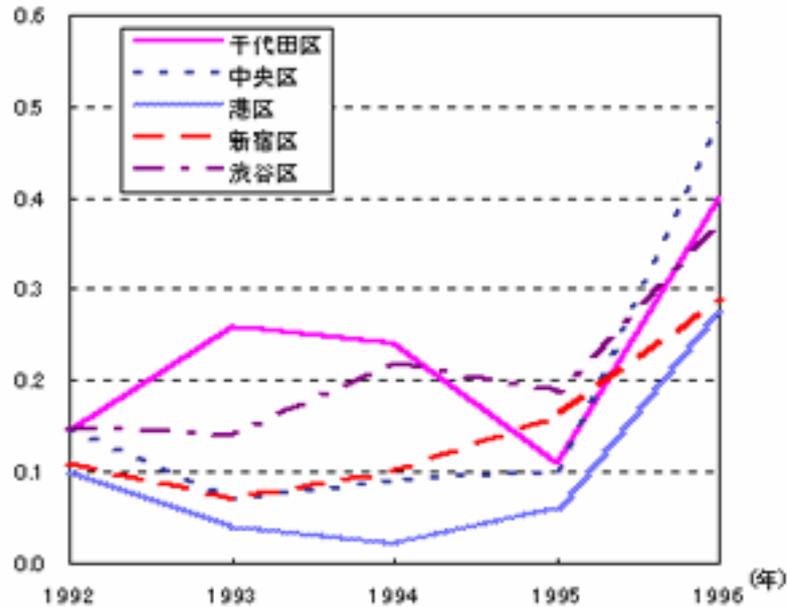
図表-5 都心5区商業地地価変動率の推移



(資料)国土庁「地価公示」、「都道府県地価調査」より作成

都心5区それぞれの商業地の動きをみると、各区とも変動係数(各々の集合体のばらつきを相互比較できるようにした係数:変動係数=標準偏差÷平均値)が96年から大きく上昇しており、中央区が特に目立つ(図表-6)。これは、各区内でも地域・物件毎の価格変動の差が広がったことを意味し、地価の跛行性が強まっているといえる。しかし、一等地でみられる地価反転の動きが他の地域にも波及するかどうかは不透明である

図表-6 都心5区商業地価変動率の変動係数



(注) 1. 各区とも92～97年までの時系列でとれる全ての地点について
1月1日から翌年同日までの1年間の変動率をとって計算した
2. 変動係数は絶対値とした
(資料) 国土庁「地価公示」より作成

97年上期に行われた国鉄清算事業団用地の入札では、予想以上の高値で落札されたものが多かったが、周辺の地価への影響はあまりないという指摘もある。

また、オフィス需要の都心回帰から、横浜や千葉など郊外部では地価の低下が続いている。

3. 不動産競売の動向

三友システム不動産金融研究所の調査から、不良債権の担保不動産が処分される競売の動向をみると、96年下期に東京地裁が扱った競売物件100件(更地、土地建物、借地、マンション)の落札率は49%である。また、落札価格は当初設定した担保価値の1割程度となっている。

不良債権処理の一環として担保不動産処分が本格的に進むとすれば、企業の抱える担保価値の実態が明らかとなり、不動産価格の下落要因となろう。

4. 不動産取引の動向

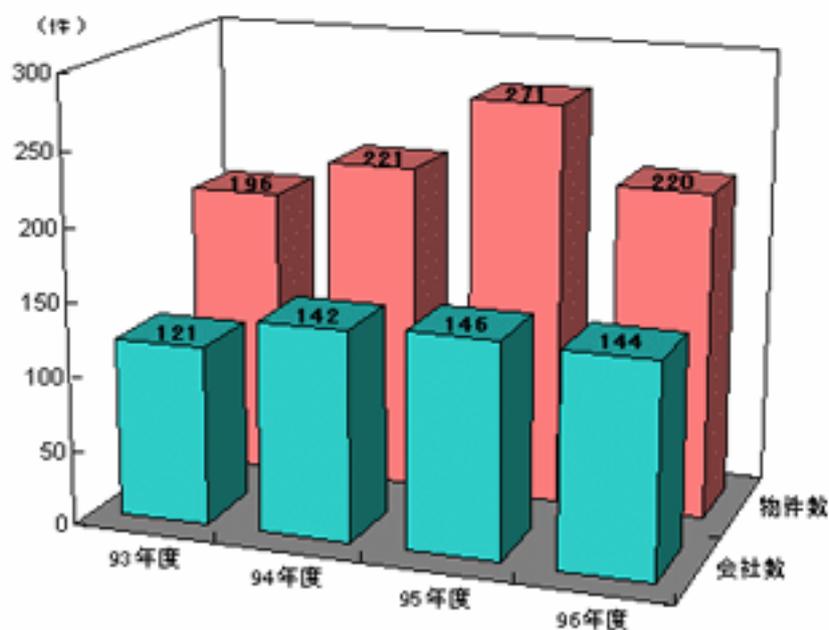
(1) 企業の不動産処分

93年度から96年度における東証上場企業の不動産売却動向(東京圏でなく全国ベース)をみると、93年度に比べて94年度以降の処分件数の多さが目立つ(図表-7)。売却理由では借入金の圧縮やリストラ対策が多い(図表-8)。

また、購入先は公的機関が1~2割を占める以外、関連企業を含む民間企業がほとんどである。

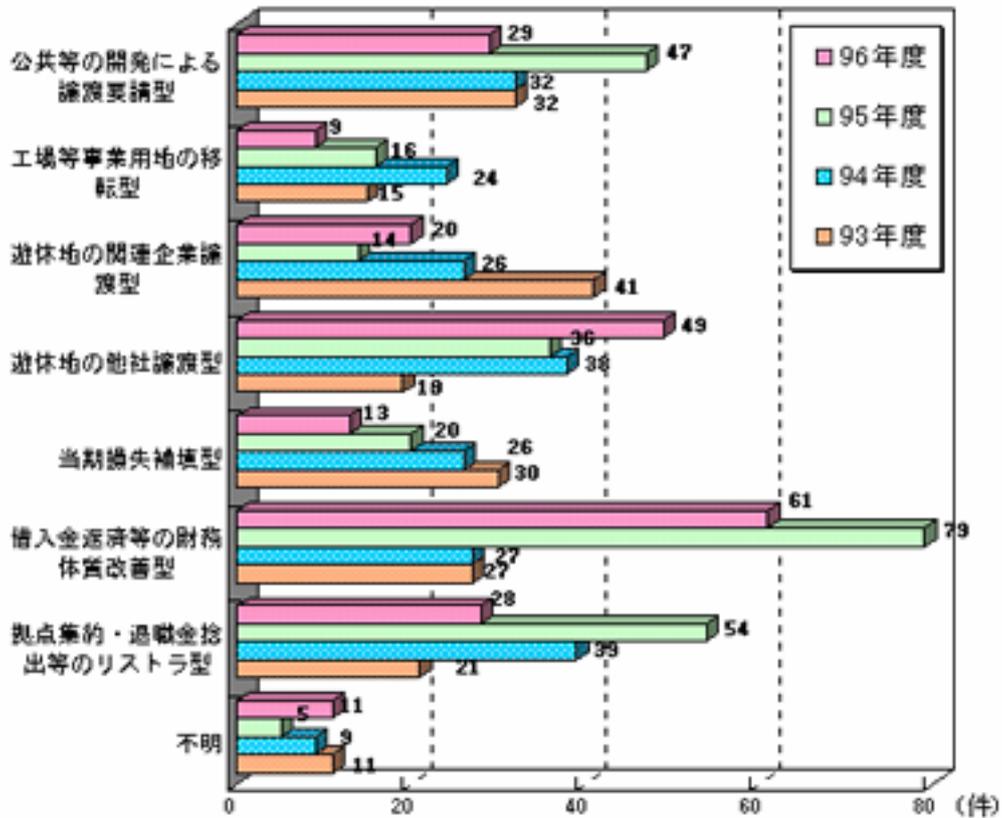
いずれにしても、金融機関の不良債権処理をはじめとして企業のバブル清算は完全に終了していないことから、今後も不動産処分は高水準で推移すると思われる。

図表-7 土地売却企業数と物件数の推移



(資料)公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成

図表－8 売却理由別件数の推移



(資料) 図表－7に同じ

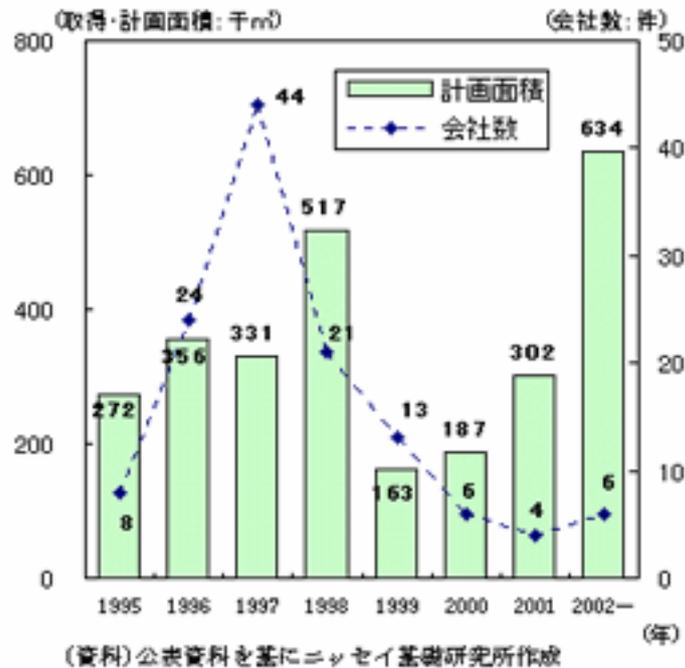
(2) 自社ビルの建設・取得

最近、企業の本社ビル建設や自社ビル取得が目立つが、国鉄清算事業団用地の入札で大企業の潜在的な自社ビル需要の強さが確認された。主な目的は賃料コストの削減や分散拠点の統合による業務効率化、旗艦店舗の確保など様々である。

95年以降の主な自社ビル取得・計画をみると、件数では97年の44件が最も多く、面積では98年が最も多い(図表－9)。

これらの背景には、最近の商業地価低下の影響があると思われる。しかし、土地神話が崩壊して不動産の長期保有リスクが顕在化し、グローバルな基準から自社ビル保有か賃貸ビルかの費用対効果の判断が求められるれば、今後も自社ビル需要が拡大するかどうかは疑問である。

図表－9 自社ビル取得・計画の面積と件数



(3) 海外からの不動産投資

最近、海外からの不動産投資が増加しているが、昨年までは自社利用を目的とした投資が多かった。しかし、97年になり国鉄清算事業団用地の入札など事業用ビルの建設や取得が目立っている(図表－10)。

アジア系投資家についていえば、商業地価の底値感や、不動産価格が高騰している自国に比べての割安感が指摘できる。また、金融ビッグバンなど市場制度改革を控え、わが国の潜在的な成長力が高く評価されたという側面もある。

しかし、最近のアジア金融市場の混乱などを考慮すれば、今後市場全体を活性化させるほどの効果は期待できない。一方、担保不動産の証券化などを契機に欧米投資家の投資拡大が期待できるが、彼らはリスクに対応した高い利回りを求めるため不動産価格の引き下げ圧力となる。

なお、東京や大阪の都心一等地以外では外資系といえども不動産投資に慎重である。

図表-10 対日不動産投資の状況 (1994年～)

購入者(国籍)	時期	取得額 (億円)	自社 利用	取得物件名
アメリカンファミリー生命保険(米国)	1994	340	○	AFLAC スクエアビル
浦項総合製鉄(韓国)	1994	100	○	銀座第二中央ビル
箕霧ジャパン(韓国)	1994	-	○	箕霧六本木ビル
インドネシア石油(インドネシア)	1994	-	○	恵比寿ネオナート
ハンファ・ジャパン(韓国)	1995	-	一部	ハンファビル
日本アムウェイ(米国)	1995	190	○	(土地取得)
香港上海銀行(中国)	1995	交換	一部	ニデメン日本橋ビル
三星電子ジャパン(韓国)	1996	200	○	第22丸山奥和ビル(50%)
SKグループジャパン(韓国)	1996	140	○	西新橋20 森ビル
グローバル・プロパティ・インク(米国)	1996	200	一部	アルカタワーズ(区分所有)
アルダニー・インベストメンツ(シンガポール)	1997	1382	投資用	汐留貨物駅跡地B 街区
日本パシフィックセンチュリーグループ(中国)	1997	868	投資用	東京駅八重洲南口地区
エルメスジャパン(フランス)	1997	90	○	セイコービル
カルティエ・ジャパン(フランス)	1997	-	○	成和&カルティエ銀座ビル
ブルネイ投資庁(ブルネイ)	1997	105	投資用	品川三井ビル
シティ・ディベロップメンツ(シンガポール)	1997	80	投資用	福田三井ビル

(注)インドネシア石油は不動産交換ローンを購入したもの
(資料)公表資料を基にニッセイ基礎研作成

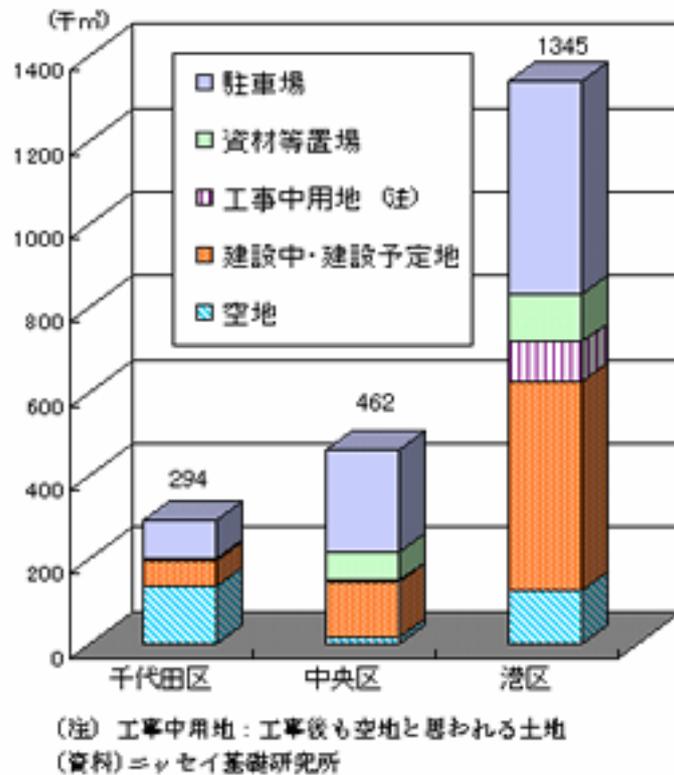
5. 都心の低未利用地の状況

都心3区における敷地面積 250 ㎡以上の低・未利用地を調査すると、全体で約 210 万㎡であった。これは汐留貨物駅跡地(全体約 30 ha)の 7 倍に相当し、区の総民有地面積の 12.1 %に当たる。

これを用途別にみると、駐車場利用が最も多く全体の 40 %を占め、次いで建設中・建設予定地(33 %)、空地(13.2 %)が続く(図表-11)。

これらが仮に指定容積率まで有効利用されると仮定すると、3区で 995 万㎡の潜在的な建物供給圧力があることになる。

図表-11 土地利用別にみた都心3区の低未利用地



6. まとめ

(1) 不動産価格の二極化定着

これまでみてきたように、投資用不動産市場の方向を示す材料は楽観・悲観とも多い。これは市場がまだ調整局面にあること、また、市場が二極化して平均値では実態が見えなくなっていることを表わしている。問題は、調整局面が終われば市場の二極化状態も解消に向かうかどうかである。

戦後初めて経験する本格的な不動産価格・地価の下落をバブルの反動調整という循環的な側面だけで見ると、調整が終われば再び上昇することになる。

しかし、バブル期までの不動産価格の上昇は人口増加と高い経済成長に支えられていたといえ、今後予想される人口減少・低成長経済の下ではこれまでの土地神話は成立しえない。また、経済活動のグローバル化や投資資金のボーダレス化も、不動産市場の国際標準化・透明化を迫っている。

このような市場環境の構造変化によって、投資用不動産の価格形成は土地神話に基づくものから利用価値に基づく合理的なものに転換しつつある。その意味で、遅まきながら95年の地価公示から収益還元評価法が

重視され、97年2月の新総合土地政策推進要綱で土地政策の目標が地価抑制から土地の有効利用に転換したのは象徴的である。

このように考えると不動産価格の二極化が完全に解消されることはありえず、むしろ優良物件とそうでない物件の価格差は拡大する可能性が高い。賃料についていえば、バブル崩壊の混乱で下げ過ぎた感のある優良ビルの賃料の上昇が期待できる。このような市場は、老朽化などで競争力が低下したビルでも耐震改修や設備のリニューアルを実施すれば市場価値が高まる市場である。

また、ある不動産価格(地価)が上がっても土地利用のいかに関わらず周辺の地価も一緒に上がることはありえない。

本来、自由な市場では商品の良し悪しで価格差が生じるのは当然で、ようやく不動産も普通の商品に近づいたといえる。

ただし、投資用不動産が証券化され広く流通したり、他の金融商品と裁定されて投資されるようになるには、情報インフラの整備・公開や取引抑制的税制の見直しなど投資環境の整備が必要である。

(2) 事業リスクの顕在化

これまでの不動産投資は、将来の大きな含み益やキャピタルゲインが見込めたため、流動性リスクなど不動産特有の事業リスクは結果として問題とならなかった。また、高い地価上昇率を前提に不動産会社が不動産事業のほとんどの事業リスクを負担してきた。しかし、土地神話の崩壊に加えて阪神淡路大震災を契機に、不動産特有の事業リスクが顕在化している(図表-12)。

不動産会社では、不動産価値の上昇や自己の信用力に依存した事業資金の調達が困難となっており、今後事業リスクの分散や低減が大きな課題となる。

また、一般に不動産価格は、収益を反映して $\text{価格} = \text{収益} \div (\text{金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{収益の期待上昇率})$ という式で表わされる。これに顕在化した事業リスクを全てプレミアムとして積むことは、一般投資家にとって事業用の不動産取得価格が低下せざるを得ないことを意味する。

いずれにしても、新規の不動産開発は厳選される。また、既存の投資用不動産では震災リスクや劣化リスクを低減するため機能更新による商品価値(資産価値)の維持・向上が大きな課題になる。

図表-12 不動産事業リスク

事業リスク	内容
市場変動リスク	地価、賃料、空室率、金利が変動するリスク
流動性リスク	売却・換金化が簡単にできないリスク
制度リスク	不動産税制の変更や開発規制などの制度変更リスク
震災リスク	阪神・淡路大震災により顕在化したリスク
地域リスク	交通網の整備などによる経済重心の移動や拠点性低下のリスク
事業期間リスク	開発・事業開始・継続と事業が長期にわたることの環境変化リスク
劣化リスク	保守・修繕・改修など商品価値維持のための再投資リスク

(資料)ニッセイ基礎研究所

おわりに

－求められる事業の高度化・専門化－

いまや不動産事業や不動産投資は多くの分野にわたる高度な専門能力を要する事業となっており、今後は不動産関連事業の機能分化・専門化が進まざるを得ない。

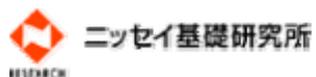
例えば一般の不動産事業においても、不動産開発（デベロップング）、建築の効率管理（コンストラクション・マネジメント）、不動産投資顧問（アセットマネジメント、コンサルティング）、不動産管理（プロパティマネジメント）、不動産仲介などの機能が分化・専門化していく可能性が高い。また、不良債権処理では債権回収機能が、不動産証券化では信用保証機能や格付機能が求められている。

すでに、97年10月に三井不動産が国内初の不動産投資顧問業を設立したが、ノウハウを持つ海外企業との業務提携も増加している。

不良債権の流動化・証券化では、97年4月に日本債券信用銀行とバンク・オブ・トラスト、6月に北海道拓殖銀行とバークレイズが業務提携した。また、96年12月にわが国のビル情報会社が米国不動産サービス最大手のCBコマースと不動産仲介・コンサルタント業で提携したほか、97年1月には三菱地所が米国不動産大手クッシュマン・アンド・ウェイクフィールドと不動産仲介などで、6月に三井不動産販売がナイトフランクの日本法人と国際仲介を中心とした不動産コンサルティング業務分野で提携している。このほか、10月には安田信託銀行がゴールドマン・サックス・リアリテ

イー・ジャパンと提携した。

このように、不動産市場の構造変化により既存の業界の枠組みは大きく変化しつつあり、新しいビジネスチャンスが拡大している。



ご意見・ご要望がございましたら、
ニッセイ基礎研究所 [都市開発部](#)までお寄せ下さい。