

市場の二極化、実は階層化

—平均値では把握できないオフィスビル市場—

ニッセイ基礎研究所 金融研究部門
不動産投資分析チーム

上席主任研究員 松村 徹

omatsu@nli-research.co.jp

市場の二極化が指摘されて久しく、選別淘汰の過程に入ったといえる現在のオフィスビル市場を平均値だけで推し量ることは難しい。ただし、市場の実態は二極化というより、階層化していると理解する方がより適切ではないだろうか。つまり、立地や規模、建築・設備内容、賃料水準などが似通るグループが階層構造を形成している、という見方である。

実際、規模などの条件でセグメントされたグループ別に空室率をみると、平均値ではわからない個々グループ特有の動きが見えてくる（図表-1）。需要が高度化・多様化し、立地条件やフロア形状、空調設備や情報通信設備、セキュリティなどスペックの差がビルの稼働状況を左右するようになってきていることから、セグメントして市場を見る必要性が高まっている。特に、人口減少・高齢化を背景に、今後、オフィスワーカー数縮小による需給バランスの緩和で、ビル間格差の拡大が予想されるだけに、市場をきめ細かく見ないと市況判断を誤る可能性すらある。

米国のオフィスビル市場では、リース・ブローカーや市場データサービス会社などが、立地条件、建物・設備グレードと賃料・価格水準を総合評価¹する形で、それぞれ独自にAからB、Cまでにビルをクラス分けしている（図表-2）。また、自らの投資判断のため、独自にクラス分類基準を設けている機関投資家もいる。

日本でも、セグメントされた市場データが公表されるようになってきたが、分類基準やデータ内容などまだ十分とはいえない。東京の実態からいえば、オフィスビル市場はメジャーリーグ（いわゆるAクラスビル）とマイナーリーグ（BおよびCクラス）、デッドストック予備軍（あえていえばDクラス）に区分すべきと考える。

基本的には、生駒シービー・リチャードエリス社が採用しているAクラス基準を参考に、立地、規模、建物・設備スペックや築年などに注目してクラス分けするのが妥当と思われるが、デッドストック予備軍というグループ設定に特徴がある。これは、今後、利用者や投資家の選別がより厳しくなれば、市場からの退場が不可避となるであろうビル群を指す。現在、東京の都心部にスラム化した空きビルが多数存在するわけではないが、近い将来、

¹ 明確な数値基準がないため主観的判断が入る余地が大きい、という指摘もある。

利用者が離反して淘汰されるビルは少なくないと思われる。

たとえば、ストックの3割を占めると推測される耐震性に問題のあるオフィスビルは、震災リスクに敏感なテナントの増加でデッドストック化する可能性が高い。すでに、中長期の不動産投資を行う投資家では、建替えや耐震補修を前提とせずに、こういった物件を買うことはほとんどなくなっている。しかし、自らの生命を危険に晒しているはずのテナントのリスク意識は今のところ投資家ほど高くない。また、立地²、フロア面積や形状、天井高の問題は修正不可能であり、将来デッドストック化するリスクを抱えたビルは少なくないとみられる。

ここで注意すべきは、このようなクラス分けが将来にわたって固定されるものでないことである。つまり、不動産は放置すれば市場価値が劣化する反面、再生可能な資産でもあるということだ。デッドストック予備軍であっても、立地条件に恵まれるなど一定の条件があれば、建替えによりメジャーリーグの新築ビルに生まれ変わる可能性がある。一方、メジャーリーグのビルといえども、適正な維持管理や改修を怠って市場価値が低下すれば、マイナー落ちもありうるのである。米国では、賃貸市場での競争力として直近の新規賃料を重視するリース・ブローカーが、最上級とされるトロフィービルを格下げした例もある。

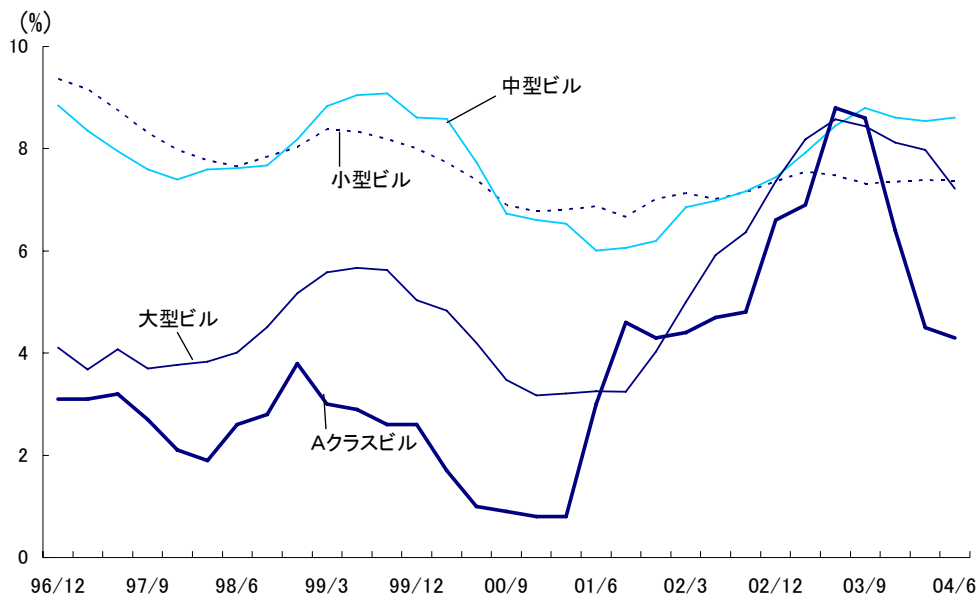
ただし、マイナーリーグの場合、分類基準にもよるが、Bクラスの大型ビルの場合、立地が良ければリニューアルでメジャー入りの可能性もあるが、Cクラスの中小型ビルは床面積を拡張できない以上、格上げは難しい。

とはいえ、現状では、耐震性能の例に限らず、ビルのグレードと賃料水準のミスマッチが少なからず存在する。しかし、2003年問題を契機に、借り手側がオフィスビルのグレード・品質レベルと賃料水準に厳しい視線を向けるようになってきたことから、今後、オフィス市場の階層化がさらに進むことは間違いないと思われる。

以上

² 不動産は、鉄道路線の延伸や新駅開業、あるいは周辺の大規模開発など外部環境の変化で立地条件の評価が上がるケースもある。

図表-1 東京都心部の規模別・グレード別オフィス空室率



(注)大型ビル：基準階面積100坪以上、中型ビル：同100坪未満50坪以上、小型ビル：同50坪未満、Aクラスビル：都心5区もしくは将来性の高い地域に立地する、延床1万坪以上、フロア面積200坪以上、天井高2.6m以上、電気容量30VA/m²
 (出所)三鬼商事、生駒シービー・リチャードエリス資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-2 日米オフィスビルのクラス(グレード)分類

| | クラス A | クラス B | クラス C |
|---|--|--|---|
| <p>CoStar 社 全米主要都市のオフィス市場データを専門に提供するデータサービス会社</p> | <ul style="list-style-type: none"> 品質へのプレミアム価格を惜しまない投資家に最も選好される物件 市場最高水準の賃料・価格 信用力の高いテナント構成 最高水準の立地 卓越した建築設計品質 最新の通信・空調システム | <ul style="list-style-type: none"> 知名度・価格面でクラス A よりやや劣る物件 クラス A を下回る価格・賃料 実用性に徹したオフィス構成 中級の建築設計品質 平均水準のビル管理サービス | <ul style="list-style-type: none"> 無駄を一切省いた物件や築年の古い物件 無名の小規模テナント構成 旧式エレベータ、電気設備 中級以下のビル管理サービス |
| <p>全米ビルオーナー・マネージャ協会(BOMA) 2万人の会員を擁する最大のオフィスビル業界団体</p> | <ul style="list-style-type: none"> ハイクラスのテナント向けで、市場平均より高い賃料水準 高水準の内外装、最新のビル設備 立地条件が極めて良く、市場での知名度・評価が確立 | <ul style="list-style-type: none"> 平均的グレードで、市場平均水準の賃料 内外装、ビル設備共に中級程度 | <ul style="list-style-type: none"> 市場平均未満の賃料水準 |
| <p>Studley 社 全米主要都市にネットワークを持つ有力不動産ブローカー</p> | <ul style="list-style-type: none"> 平均以上の賃料水準で有力テナントの獲得が可能 最新設備に加え、豊富なビルアメニティ 立地条件に優れ、ビルクオリティについて高い市場評価 | <p>(その他クラス)</p> <ul style="list-style-type: none"> 機能優先で、平均以下水準の賃料を求めるテナントを獲得 ショールーム、工場等其他施設からの転用オフィスも含む | |
| <p>生駒ビル・リチャード・エリス 日本全国にネットワークを持つ不動産仲介会社</p> | <p>(東京 23 区の場合)</p> <ul style="list-style-type: none"> 都心主要 5 区を中心とするオフィス街として成熟度の高い地域、またはその他区部でオフィス街として将来性の高い地域 延床面積 10,000 坪以上 フロア面積 200 坪以上(賃貸対象有効面積) 築 21 年未満 2.6m 以上の天井高 1 フロア以下の単位で調整可能な空調 3WAY、フリーアクセスの床配線 電気容量 30VA/m²以上 24 時間入退室可能 | <p>その他クラスの規定なし</p> | |

(出所)米国基準はNLIプロパティーズ調査による