

# REPORT IV

## 東京のオフィス市場動向

- 先行き不透明な賃貸市場に対し、過熱する投資市場 -

金融研究部門 不動産投資分析チーム

### 1. 先行き不透明な賃貸オフィス市場

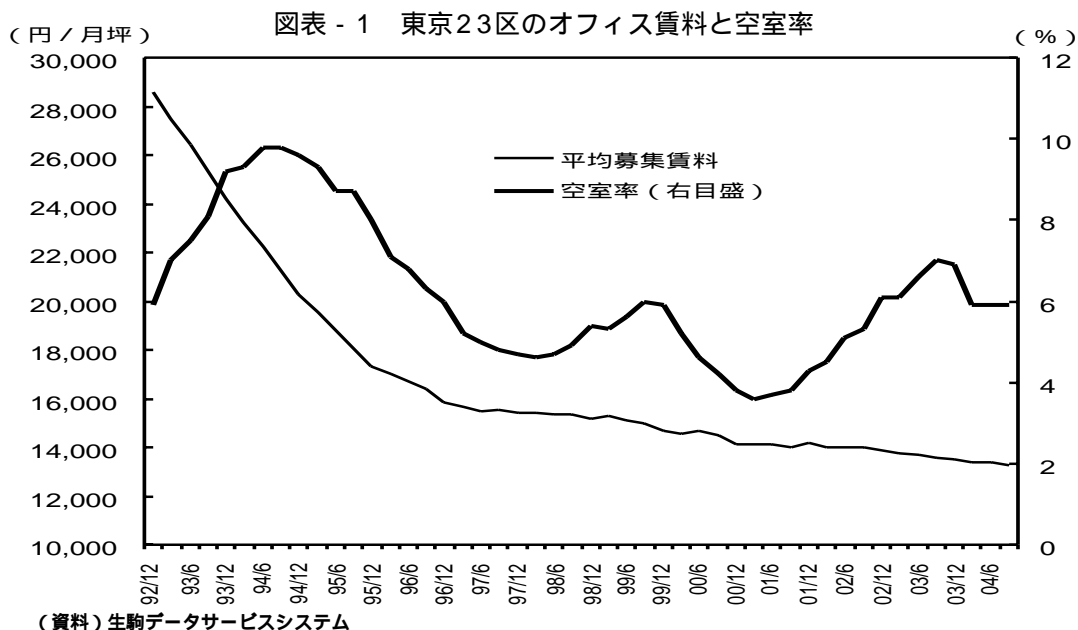
2003年第3四半期をピークに低下してきた東京23区の空室率は3期連続横ばいとなり、また、賃料（募集ベース）の下落も止まっていない（図表 - 1）

また、これまで長期的に増加傾向にあったオフィスの一人当り賃貸床面積が縮小傾向に転じていることも、市場の先行きを不透明なものとしている。

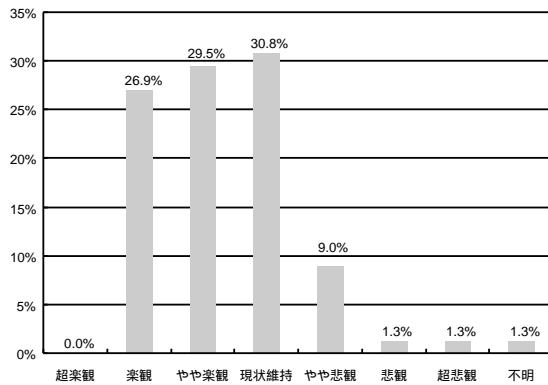
ニッセイ基礎研究所が先般行った、実務家・専門家に対する市況アンケート<sup>(注1)</sup>でも、この

ような現状を反映して、賃貸オフィス市場の今後1年間の見通しを「現状維持」と慎重にみる市場関係者が30.8%と最も多かった（図表 - 2）

空室率は低下するものの、成約賃料の反転はないとする「やや楽観」的な見方が29.5%と次に多く、現状維持と合わせて、市場関係者の過半数が、今後1年間は成約ベースの賃料が上昇しないと予想している。ただし、この数字には、成約賃料が上昇する前に、空室率の低下を反映してフリーレント期間短縮など契約条件が貸主に有利になる、という見方も含まれているものと思われる。



図表 - 2 東京の賃貸オフィス市場の見通し (今後1年間)



設問内容 (択一方式)

1	平均空室率がさらに低下し、ほとんどの地域やビルで成約賃料が上昇する (超楽観)
2	平均空室率がさらに低下し、一部地域やビルで成約賃料が上昇する (楽観)
3	平均空室率はさらに低下するが、成約賃料は横ばいで推移する (やや楽観)
4	平均空室率は横ばいで推移し、成約賃料も横ばいで推移する (現状維持)
5	平均空室率は横ばいで推移し、成約賃料はさらに低下する (やや悲観)
6	平均空室率は反転して上昇し、一部地域やビルで成約賃料はさらに低下する (悲観)
7	平均空室率は反転して上昇し、ほとんどの地域やビルで成約賃料はさらに低下する (超悲観)
8	わからない

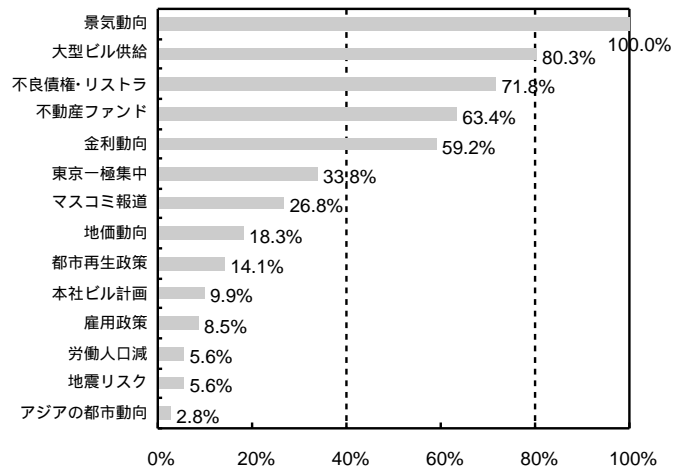
(資料) ニッセイ基礎研究所「市況アンケート(2004年10月)」

一方、成約賃料の全般的な上昇を予想する「超楽観」的な見方はまったくなかったが、都心部の大型ビルなど、一部の地域やビルで成約賃料が上昇する「楽観」的な見方は26.9%と3番目に多かった。

「2003年問題」を乗り越えた東京の賃貸オフィス市場では、悲観論が極めて少なくなったものの、市場の先行きには未だ慎重な見方をする関係者が多いといえる(注2)。

次に、今後1年間のオフィス市場に影響を与える要因を聞いたところ、景気動向、大型ビル供給、企業の不良債権処理・リストラの動向、不動産ファンド、金利動向の順に支持が高かった(図表 - 3)

図表 - 3 東京の賃貸オフィス市場に影響を与える要因



(資料) ニッセイ基礎研究所「市況アンケート(2004年10月)」

アンケート回答者の市況見通しがやや慎重であったのは、景気動向の不透明性、大型ビル供給の継続、不良債権処理・リストラの継続が影響しているためとみられる。

不動産ファンドの影響については、開発の促進によってビル供給が増加するという貸手にネガティブな側面と、投資市場の活況が景気を刺激してテナント需要を増加させるというポジティブな側面との、両方が評価されたものと推測される。

なお、影響を与える要因の支持率7位にマスコミ報道があがっているが、昨年の「2003年問題」報道が貸手の弱気と借手の強気を煽って、賃料低下に拍車をかけた、という実感がうかがわれる。

2. 見逃せない階層格差の存在

賃貸オフィス市場全体の先行きが不透明であっても、市場は階層構造となっているため、エリアや規模など市場をセグメントして見ないと市況判断を誤る可能性がある。たとえば、東京都心部の大規模ビルでは賃料の反転も見込まれ

る一方、高度化する需要に対応できない都心周辺部の中小ビル群では賃料の長期低迷も懸念される。

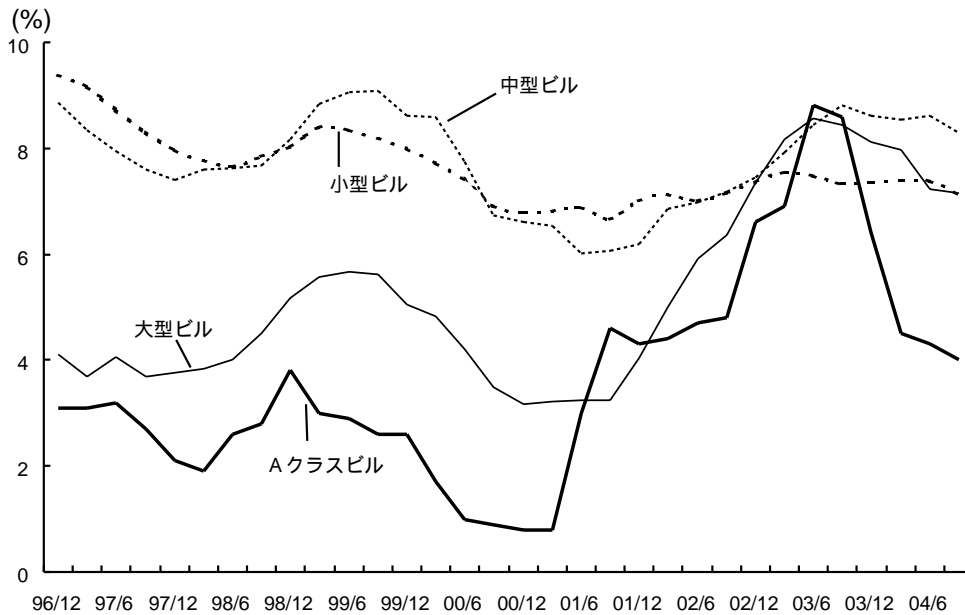
都心部の空室率を規模別等でみると、Aクラスビルと小型ビルとでは、動きが全く異なるなど、平均値ではわからない動きがみえる。(図

表 - 4 )

また、エリア別・規模別に賃料をみると、東京都心5区の大規模ビルを頂点にした階層構造が明らかである(図表 - 5 )

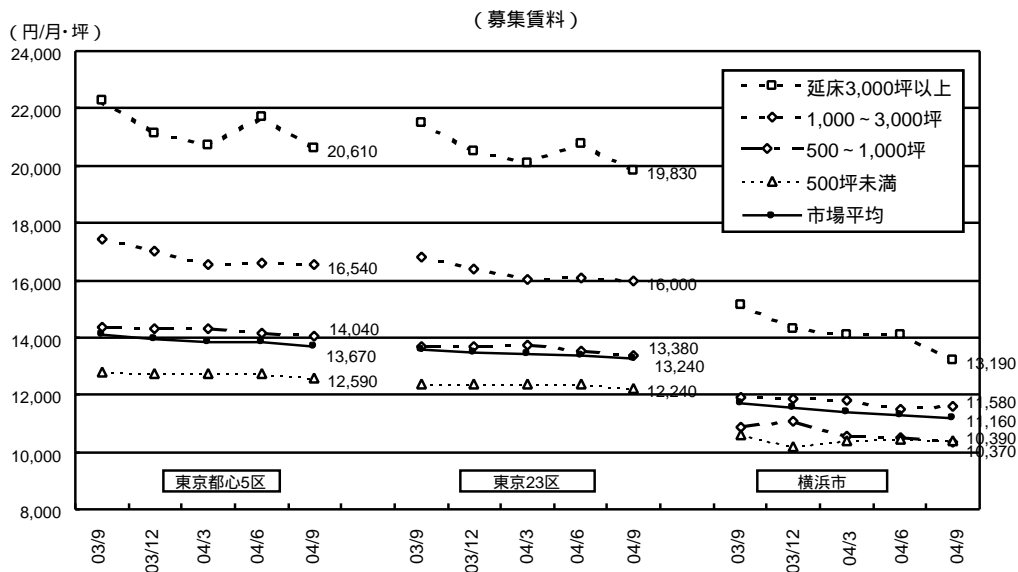
さらに、都心部で最高の賃料水準にある丸の内・大手町・有楽町エリアについて、規模別・築

図表 - 4 東京都心部の規模別等空室率



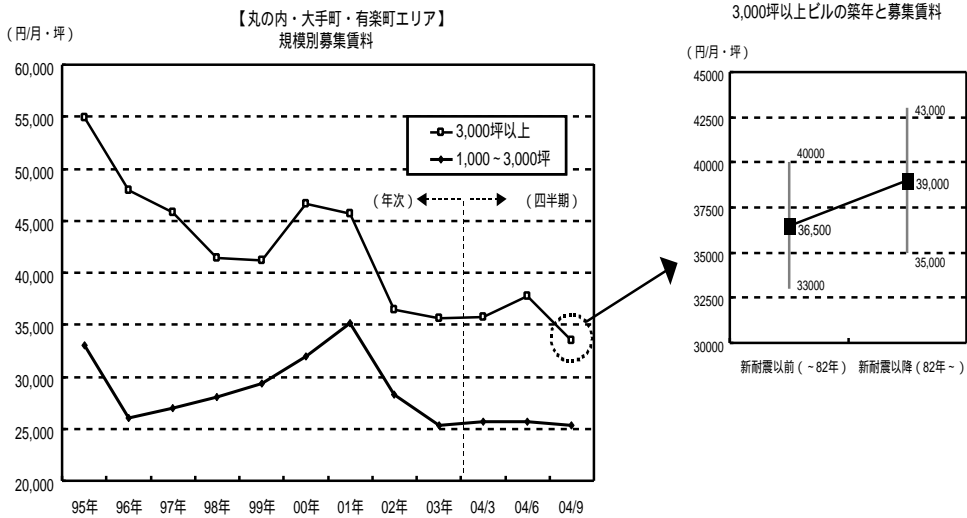
(注)大型ビル：基準階面積100坪以上、中型ビル：同100坪未満50坪以上、小型ビル：同50坪未満、Aクラスビル：都心5区(千代田、中央、港、渋谷、新宿)もしくは将来性の高い地域に立地する、延床1万坪以上、フロア面積200坪以上、天井高2.6m以上、電気容量30VA/㎡  
 (資料)三鬼商事、生駒シービー・リチャードエリス資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 5 東京のエリア別・規模別のオフィス賃料



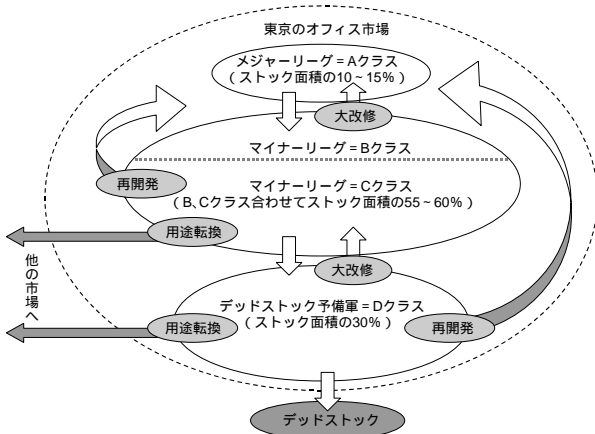
(資料)生駒データサービスシステムのオンラインサービス「IDSS-CREIS」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 6 丸の内・大手町・有楽町エリアの規模別・築年別賃料



(資料) 生駒データサービスシステムのオンラインサービス「IDSS-CREIS」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 7 階層化したオフィス市場イメージ



(資料) ニッセイ基礎研究所が作成

年別の賃料をみると、大型で新しいビル（ここでは1982年の新耐震設計基準後に竣工したビル）の方が、賃料が高いことが確認できる（図表 - 6）。

別の調査でも、入居しているオフィスの設備・機能条件についての満足度は、1996年以降の比較的新しいビルが最も高くなっている（注3）。

オフィスを評価する際には、このような市場の階層構造を前提に、たとえば市場をメジャーリーグ（Aクラス）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（Dクラス）に区分して、個々物件のポジションを明確にするのも一案であろう（図表 - 7）（注4）。

デッドストック予備軍とは、将来的に市場からの退場が不可避となる可能性が高いグループをいう。たとえば、建築構造や設備が経済・社会的に陳腐化したビル、安全上重大な問題を抱えるビル（注5）、立地と企画のミスマッチが著しいビルで、改修工事などでは市場価値の改善が見込めない、もしくは追加投資資金の回収が不可能なビルである。

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、需要とのミスマッチから利用者が離反してデッドストック化する可能性が高いビルは少なくないと思われる。

ただし、このような状況が、将来にわたって固定的でない点に留意する必要がある。不動産は再生可能な資産であり、現在デッドストック予備軍であっても、立地条件に比較的恵まれるなど一定の条件を備えていれば、建替えや再開発によって、上位リーグのビルに生まれ変わる

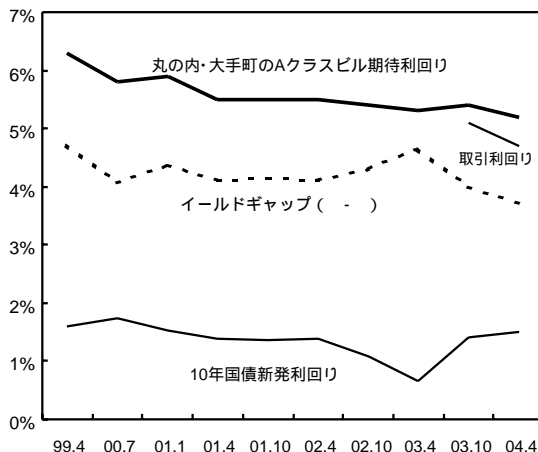
可能性がある。一方、現在メジャーリーグのビルといえども、適正な維持管理や改修を怠って市場価値が低下すれば、マイナー落ちも十分ありうるのである。

### 3. 過熱する投資市場と賃貸市場の温度差

不動産投資市場は、賃貸オフィスビルを中心に活発な取引が行われており、ファンドバブルともいわれる過熱状態にある。

不動産投資市場に大量の資金が流入しているのは、超低金利による運用難を背景に、不動産の賃貸収入によるインカム利回りの相対的な高さからイールドギャップ（不動産利回りと借入金利の差）を活かして、レバレッジの効いた有利なエクティ投資の機会が得られると、投資家が考えられているためである（図表 - 8）

図表 - 8 丸の内・大手町地区のAクラスビルに対する投資家の期待利回り

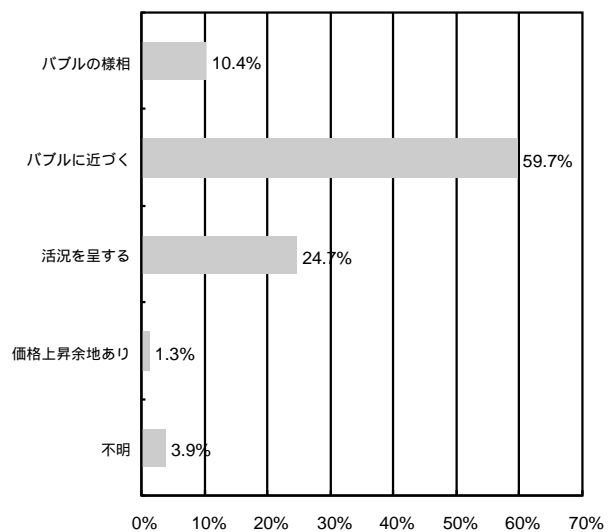


(注) 期待利回りとは、投資価値の判断に用いる還元利回り取引利回りとは、実際の市場での利回り  
 (資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」など公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

加えて、不動産証券化市場の拡大により、不動産の流動性と透明性が高まり、不動産のリスクプレミアムが低下（価格は上昇）したこと、外資中心だった投資家層が国内の機関投資家にも拡大して、期待利回りが低下してきていること、なども背景にある。

先に紹介した前述のアンケートで、市場関係者の現状認識を聞いたところ、「理解を超えた価格の取引が増えている（バブルに近づく）」という意見が59.7%と最も多く、物件固有のリスクに関係なくキャップレート<sup>(注6)</sup>が低下しており、優良でない物件の利回り低下が進んでいることを懸念するという指摘があった（図表 - 9）

図表 - 9 不動産投資市場（売買市場）の現状認識



#### 設問内容（択一方式）

1	理解を超えた価格の取引が非常に多い（バブルの様相）
2	理解を超えた価格の取引が増えている（バブルに近づく）
3	高値ではあるがほとんどは適正な範囲の取引である（活況を呈する）
4	十分適正な範囲の取引で、まだまだ上値の余地がある（余地あり）
5	わからない
6	その他

(資料) ニッセイ基礎研究所「市況アンケート（2004年10月）」

これに対し、「高値ではあるがほとんどは適正な範囲の取引である（活況を呈する）」と、現在の投資市場を健全とみる意見が24.7%で続く。また、「理解を超えた価格の取引が非常に

多い(バブルの様相)」という意見は10.4%であった。

賃貸オフィス市場の先行きについて慎重な見方が多かったことと比べると、賃貸市場と投資市場の温度差が感じられる。市場関係者の多くは、過熱する投資市場に一抹の不安を感じながらも、今しばらくは強気で市場に参加していかざるをえない感覚かと思われる。

今後、ペイオフ解禁(2005年4月)や減損会計実施(2006年3月期決算)が予定され、金融緩和政策が今しばらく維持されるとすれば、不動産投資利回りがさらに低下した場合でも、市場の過熱状態が続く可能性は否定できない。

-----  
(注1)「実務家・専門家がみる今後のオフィス市場(2004年10月)」は市場関係者に行ったe-mailアンケート。不動産、建設、金融、保険、証券、ビル仲介、ビル管理、J-REIT、私募ファンド、格付、投資顧問、コンサルタントなど幅広い業種から、市場に携わる実務家・専門家150名を抽出した。メール送信日の2004年10月4日から12日間で79件の回答を得た(回収率52.7%)。

(注2)ビルオーナーの団体である(社)東京ビルディング協会の「ビル経営動向調査(2004年7月調査)」でも、3ヵ月後の賃料水準を下落と予測しており、同様の傾向が見取れる。

(注3)日経不動産マーケット情報調査(2003年)

(注4)米国では、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する形で、それぞれ独自にビルをA、B、Cの3段階にクラス分けしている。

(注5)オフィスストックの3割を占めると推測される耐震性に問題のあるビルは、震災リスクに敏感なテナントが増加すれば、たちまち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の場合には、建替えや耐震補修を前提としないで、こういった物件を買うことはほとんどない。

(注6)物件の鑑定や投資価値の判断に用いる還元利回りのこと。