

地方賃貸オフィス市場と投資市場

－改善する賃貸市況と流入する投資資金－

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

要 旨

- ✚ 全国主要都市の賃貸オフィス市場では、順調な景気回復を背景に需要が増加し、空室率の低下が著しい。東京、名古屋などを中心に賃料の上昇傾向も強まってきた。都市や地域によって回復度合いに差があるものの、景気拡大の持続や新規供給の抑制から、2006年度末にかけて、札幌を除き、全国的に市況回復がより鮮明になると予想される。ただし、交通利便性、床利用効率、安全性などビルに対するテナントの要求は高度化しており、どの都市においても、立地や規模、築年数などによる空室率や賃料水準の差は厳然と残るであろう。
- ✚ また、日本の経済活動の中心で安定性と成長性を兼ね備えた東京に対し、支店経済性の強い地方都市は市況の改善や市場の成長に限界があるため、今後も、東京都心のAクラスビルを頂点とする市場の階層構造に大きな変化はない。より長期的にみれば、少子・高齢化によるオフィス人口減少度合いが都市により異なるため、東京の優位は揺るがないとしても、他の大都市間の優劣が変化する可能性がある。
- ✚ J-REIT や私募ファンドによる不動産投資は、東京圏が圧倒的に多いものの全国主要都市にも拡大しており、2兆円以上の内外の資金が地方の不動産に投下されたと推測される。このような不動産投資市場の拡大が大都市中心商業地の地価を上昇させているが、東京よりはるかに市場規模の小さい地方都市に集中的な資金流入が続けば、都市の経済成長力や物件の収益価値を無視した取引が増加し、局地的なバブルの様相を呈する可能性がある点に注意が必要であろう。
- ✚ 地方都市のオフィスビルへの長期投資を考える場合、今後の景気後退局面も視野に入れつつ、①不動産投資市場が小規模で流動性が低く、出口戦略の難度が高い、②市場の成長性が低い、③市場や物件に関する情報量が少ない、④収益の変動リスクが大きい、⑤投資適格物件が少ないなど、地方市場の特徴をよく理解した上で慎重に検討すべきである。

1. 全国主要都市の賃貸オフィス市場動向

主要都市の賃貸オフィス市場では、順調な景気回復を背景に需要が増加して、空室率の低下が著しい。東京 23 区の空室率が 3% 台前半で最も低く、次いで横浜が 4% 台前半、名古屋、札幌、大阪が 7% 前後で続いている。福岡、仙台、広島はさらに高い水準にあるものの、すべての都市で低下傾向にある（図表-1、2）。

オフィス賃料も、空室率の低下を背景に全国的に下げ止まり、東京や名古屋など一部の都市や、各都市の主要ビジネス地区では上昇傾向が強まっている（図表-3、4）。

このように、都市や地域によって回復度合いに差があるものの、当面は景気拡大が持続するとみられることや、新規のビル供給が抑制される都市が多い¹ことから、2006 年度末にかけて、全国的に市況回復がより鮮明になると予想される。

ただし、賃貸市場規模と現在の経済状況からみて、市場での消化が容易でない規模の貸室が新規供給される札幌²だけは、空室率の上昇が懸念される。また、交通利便性、床利用効率、安全性などオフィスビルに対するテナントの要求は高度化しており、どの都市においても、立地や規模、築年数、設備などによる空室率や賃料の差は厳然と残るであろう。

全国的に空室率が低かった金融危機前の 1997 年と比べると、東京と横浜の空室率は当時より低い水準にまで低下しているが、地方主要都市では東京圏に比べて市況回復が遅れている。また、2000 年には IT ブームでオフィス需要が急増したが、恩恵を受けたのは東京 23 区だけだった（図表-2 再掲）。

そこで、過去 10 年の平均稼働率³とその変動度合い(リスク)を都市別にみると、最も稼働率が高く安定的な東京 23 区から、その対極にある前橋まで多様な分布が確認できる。本稿で「主要都市」とした政令指定都市の多くは、他の地方都市に比べて、稼働率の水準は高く変動リスクも小さい。なお、東京圏では千葉の稼働率の低さと、浦和(さいたま市)の変動リスクの大きさが目立つ（図表-5）。

また、過去 10 年間のオフィス需要(ストック)の増加率と新規供給(フロー)の需要(ストック)に対する割合をみると、東京 23 区はいずれも最も高い。これに対し、名古屋は需要増加率が最も低く、新規供給割合も大阪と並んで二番目に少なく、東京市場の成長性と名古屋市場の保守性が好対照となっている（図表-6）。

日本の経済活動の中心である東京の賃貸オフィス市場は、金額ベースで全国の 60% を超える圧倒的なシェアを占めており、第 2 位の大阪は東京 23 区の 4.5 分の 1、第 3 位の名古屋は 14 分の 1 に過ぎない（図表-7）。また、東京には大小企業の本社、外資系企業、官公

¹ 主要都市のうち、横浜、仙台、福岡、広島では、2006 年中に賃貸オフィスビルの供給が計画されていない。また、大阪の新規供給もわずかである。これに対し、東京、名古屋、札幌では大量の新規供給が予定されている（生駒データサービスシステム資料より）。

² 「日本生命札幌ビル（地上 22 階・地下 2 階・延床面積 107,200 m²）」など 2006 年に供給される新規の貸室面積は、札幌市場の 2005 年末賃貸可能床面積の 5.0% に相当する。同じく 2006 年に大型ビルの竣工が相次ぐ東京、名古屋が 2.8%、2.5% である（生駒データサービスシステム資料より）ことからすれば、市場への影響は格段に大きいといえる。

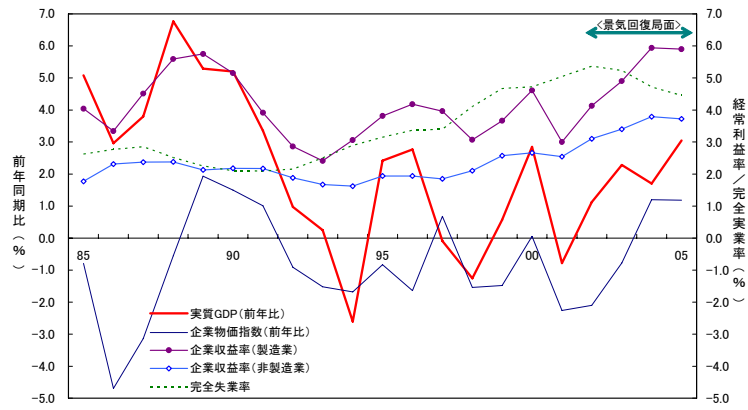
³ 稼働率(%)=1-空室率で計算。生駒データサービスシステムが公表している四半期データを利用。

庁・諸団体、支店・営業所、サービスオフィス、学校など多様なオフィス需要が存在し、企業の新陳代謝も活発に行われる、安定性と成長性を兼ね備えた市場といえる。これに対し、地方都市は市場規模が小さく安定性に劣り、支店経済性が強いいため需要の多様性も欠いている（図表-8）。

このため、地方都市は東京と比べて市況の改善や市場の成長に限界があるといえ、今後も東京都心のAクラスビルを頂点とする市場の階層構造に大きな変化はないと考えられる。

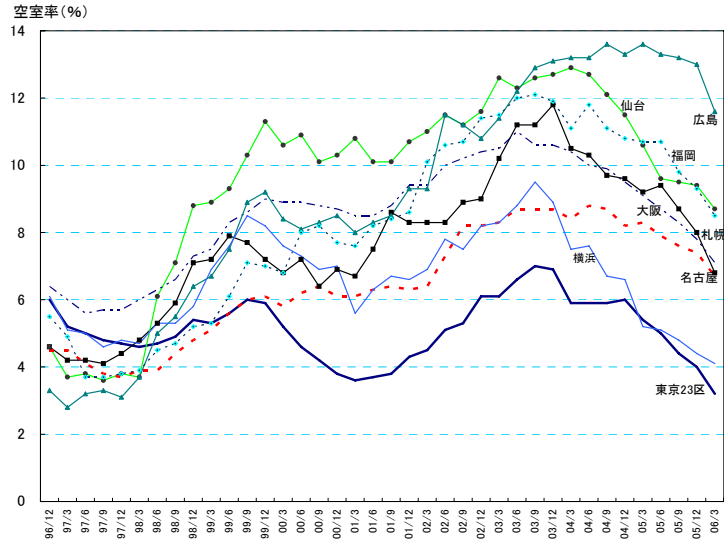
より長期的にみれば、少子・高齢化によるオフィス人口減少度合いが都市により異なるため、東京の優位は揺るがないとしても、他の主要都市間の優劣が変化する可能性がある。ニッセイ基礎研究所の推計では、2000年から2030年にかけて、オフィス人口の減少率が最も高いのは大阪で、名古屋、札幌、広島、東京23区、仙台が続き、横浜と福岡だけはオフィス人口が2000年より増加する見込みである（図表-9）。

図表-1 マクロ経済動向



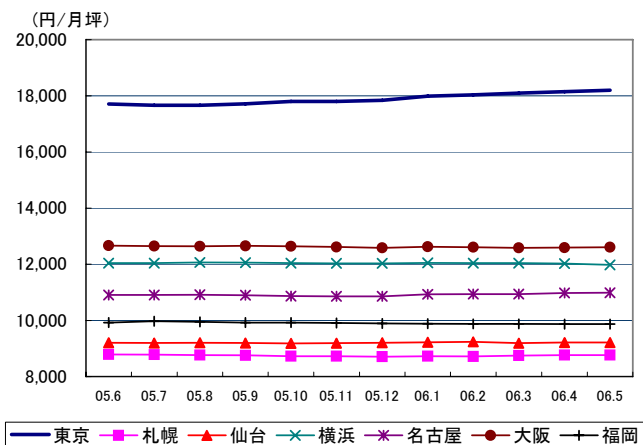
(出所)各種データに基づきニッセイ基礎研究所が作成

図表-2 主要都市の空室率推移



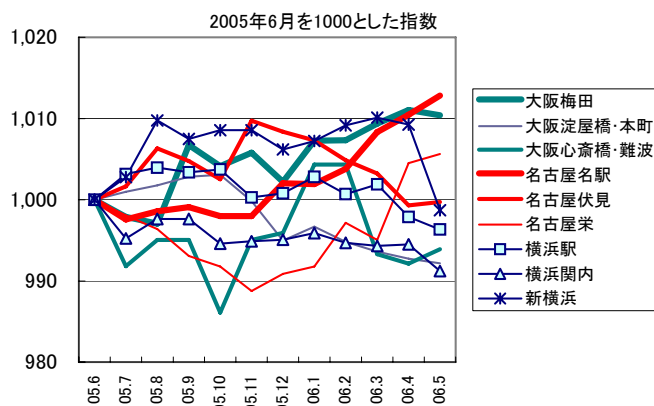
(出所)生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-3 主要都市の賃料動向



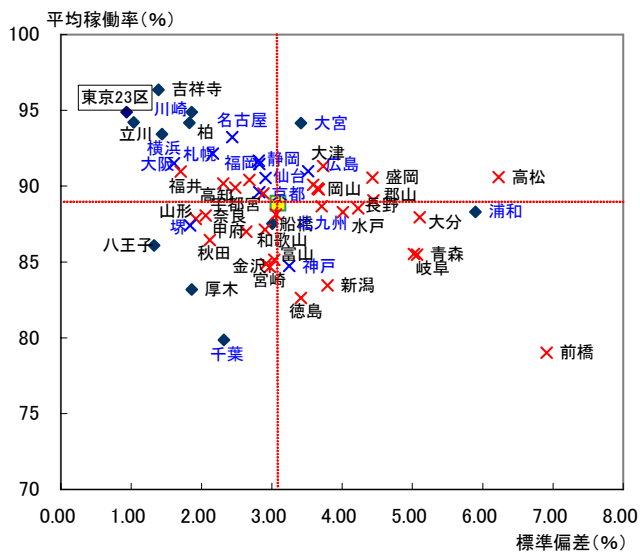
(出所)三鬼商事資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 地区別の賃料動向
(大阪・名古屋・横浜)



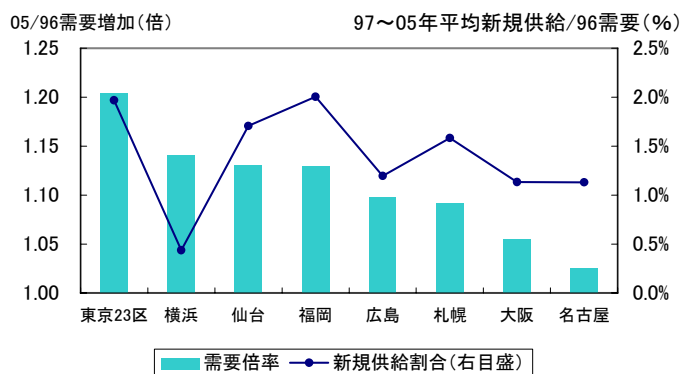
(出所)三鬼商事資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-5 全国都市の平均稼働率と標準偏差



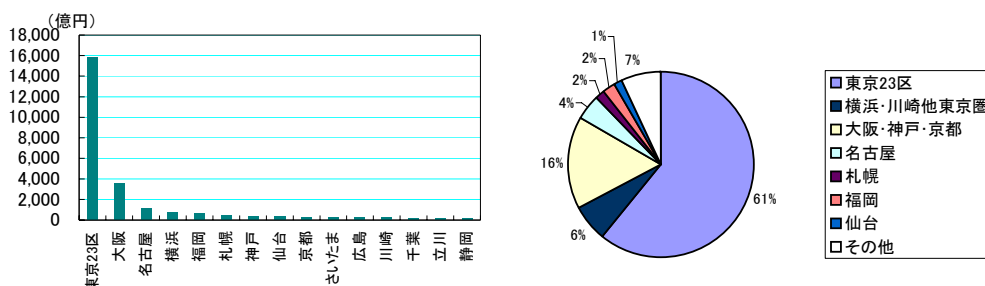
(注) 青字は政令指定都市。その他は東京圏主要都市と各県庁所在都市(一部都市名省略)
稼働率データは、原則として1996年第4四半期~2006年第1四半期
(出所) 生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-6 主要都市の需給増加構造



(出所) 生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 主要都市のオフィス市場規模の比較
(2004年末)



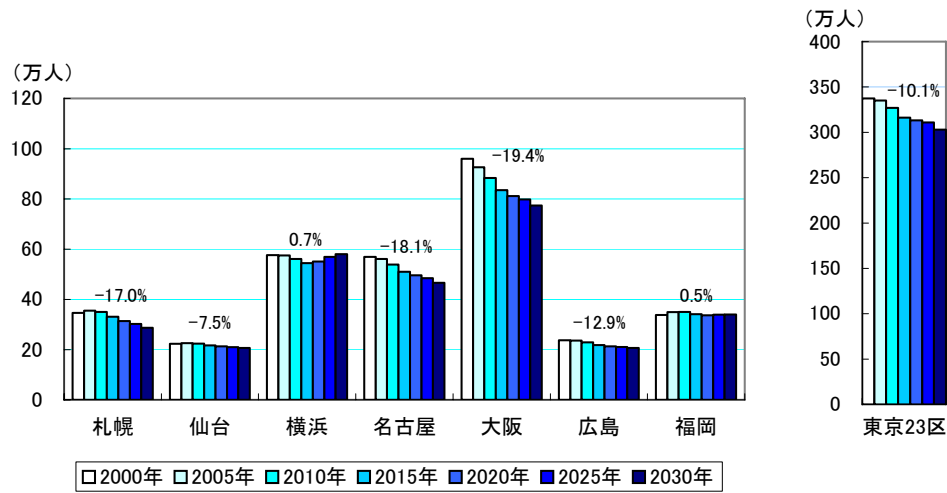
(注)市場規模=貸室面積×(1-空室率)×賃料単価×12
(出所)生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 大都市のオフィス需要構造イメージ
- 4段階の網掛けの濃さが需要の厚みを表す -

オフィス需要の種類	東京	大阪 名古屋	その他大都市
企業本社・本部	濃	濃	薄
外資系企業拠点	濃	濃	薄
新会社・ベンチャー企業	濃	濃	薄
法律・会計事務所	濃	濃	薄
官公庁・各種団体	濃	濃	薄
支店・営業所	濃	濃	濃
サービスオフィス	濃	濃	薄
マンションの事務所利用	濃	濃	薄
大学・専門学校・予備校	濃	濃	薄
物販・飲食店舗	濃	濃	薄
データセンター	濃	濃	薄
コールセンター	薄	薄	濃

(注)サービスオフィスとは、海外企業やベンチャー企業向けに受け付け・秘書機能などの事務サービス機能と家具付のブースを賃貸するもの。
(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-9 主要都市のオフィス人口将来予測



(注) グラフ上数字は、2000年から2030年までの減少率
 (出所) 国立社会保障・人口問題研究所将来人口推計を基にニッセイ基礎研究所が推計

2. 地方投資市場の現状と評価のポイント

J-REIT や私募ファンドによる不動産投資は、東京圏が圧倒的に多いものの、全国主要都市にも拡大している（図表-10、11）。現時点で、J-REIT と私募ファンド合わせて2兆円以上の内外の資金が、地方主要都市のオフィスビルやマンション、商業施設などに投下されているものと推測されるが、賃貸市況の改善傾向を背景に、今後も投資資金の増加が予想される。

このような不動産ファンドからの資金流入で、投資対象となる不動産の値上がりが続く、投資家の期待利回りは低下傾向にある（図表-12）。ただし、投資家アンケートや J-REIT の投資実績をみる限り、地方市場には、東京都心部に対するリスクプレミアムとして1~2%の利回りが上乗せされている（図表-12、13）。これは、地方の不動産投資市場が東京に比べて、①市場が小規模で流動性が低く、出口戦略の難度が高い、②市場の成長性が低い、③市場や物件に関する情報量が少ない、④収益の変動リスクが大きい、⑤投資適格物件が少ない、などと認識・評価されているためと考えられる（図表-14）。

最近のファンド主導による不動産投資市場の拡大で、大都市中心商業地の地価は、バブル崩壊以来ようやく上昇に転じている⁴。ただし、過去の商業地価の動きからみて、東京と地方では変動の幅やパターンが異なることに留意すべきである。

たとえば、1980年代後半のバブル期に大阪圏の商業地価は東京圏に1年遅れて上昇し、東京圏の暴落から2年後、東京圏以上暴落した。同じく東京圏に1年遅れて上昇した名古屋圏も、東京圏の暴落から2年後に下落したが、上昇率・下落率とも東京、大阪に比べて非常に穏やかであった。三大都市圏以外の地方圏は、大阪圏と名古屋圏にさらに1年遅れて上昇し、同じく1年遅れて下落したが、名古屋圏以上に穏やかな動きであった。しかし、2001年以降、三大都市圏では着実に下落率が縮小して2006年には上昇に転じたのに対し、地方圏では1993年以降低迷したままである（図表-15）。

また、これまで東京や大阪に比べて安定的な地価動向を示してきた名古屋だが、2006年の地価公示をみると、東京や大阪など他の大都市に比べて、土地取引価格(比準価格)は収益価値からみて過大評価されているようだ。これは、2005年の愛知万博や中部国際空港開港、2006年の超高層ビルの開業ラッシュ、トヨタ効果などで名古屋への関心が非常に高まった結果と思われる（図表-16）。

いずれにしても、東京よりはるかに市場規模の小さい地方都市に集中的な資金流入が続けば、都市の経済成長力や物件の収益価値を無視した取引が増加し、局地的なバブルの様相を呈する可能性がある点に注意が必要であろう。

新規参入が比較的容易な私募ファンド市場では、短期的な収益拡大のために、長期的には資産価値を毀損しかねないような無理な管理コスト削減や、無定見なテナント営業を行う運用会社も少なくないようだ。しかし、ここで注意すべきは、景気の回復傾向が強まって

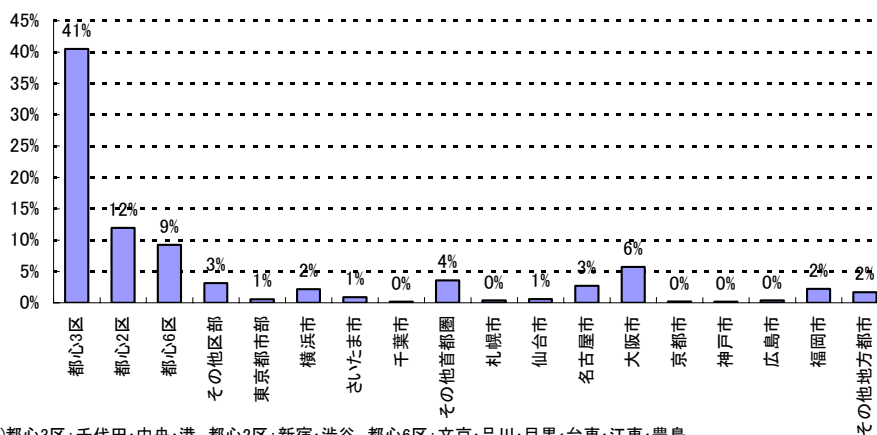
⁴ 地方主要都市の商業地価は、2005年第4四半期までにほぼ底打ちして上昇に転じている（国土交通省の四半期データ）。

不動産価格やオフィス賃料が上昇傾向にある現状では、キャッシュフロー改善や資産価値増加に関する運用会社の貢献や技量の差が明確になりにくい点である。

このようにみれば、地方都市のオフィスビルへの長期投資を考える場合、今後の景気後退局面も視野に入れつつ、改めて地方市場の特徴をよく理解した上で慎重に検討すべきである。もちろん、不動産は個別性が非常に強い資産であり、ファンダメンタルズ分析だけでは判断を誤り、機会損失を被る可能性もある。本来、ファンド投資では運用の巧拙がリターンに直結するだけに、調整局面に強い優良な物件と優良な運用会社を厳選することが重要である。

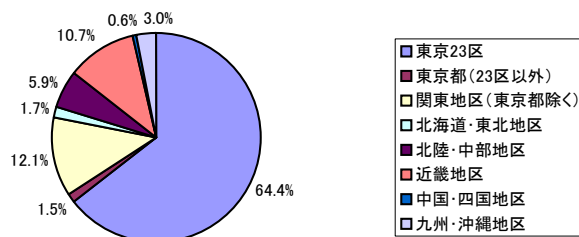
以上

図表-10 J-REIT 保有資産額の地域別シェア
(オフィスビル)



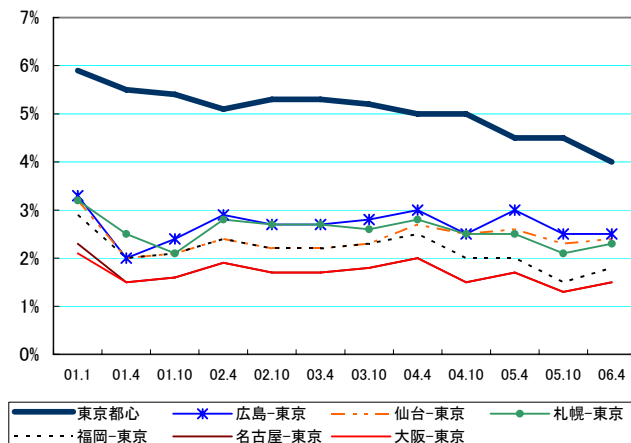
(注)都心3区:千代田・中央・港、都心2区:新宿・渋谷、都心6区:文京・品川・目黒・台東・江東・豊島
(出所)開示資料(2006年4月判明分)を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 私募ファンドの地域別投資状況
(資産額ベース:全用途)



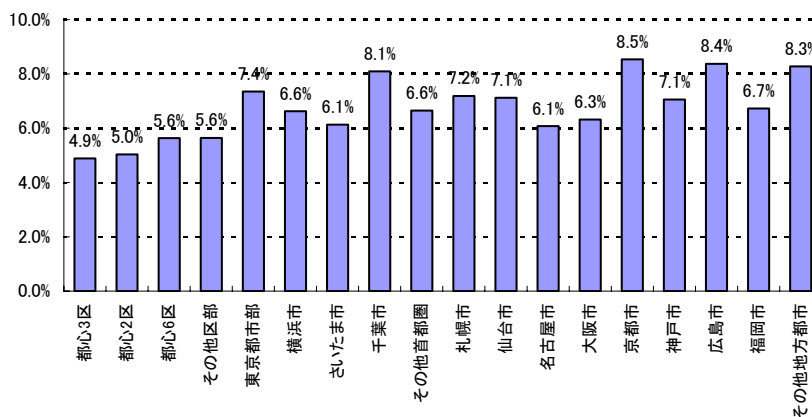
(出所)不動産証券化協会「第1回私募ファンド実態調査」2005年12月末時点

図表-12 東京都心部 A クラスビルの期待利回りと主要都市との利回り差



(出所)日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-13 J-REIT 保有物件の地域別 NOI 利回り
(オフィスビル)



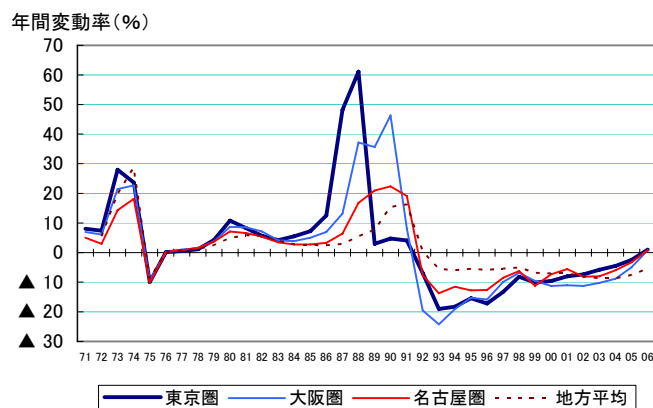
(注)期末評価額による加重平均値。都心3区:千代田・中央・港、都心2区:新宿・渋谷、都心6区:文京・品川・目黒・台東・江東・豊島
(出所)開示資料(2006年4月判明分)を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-14 東京と地方都市の不動産投資市場特性

不動産市場の特性	東京	地方
規模	大きい	小さい
流動性	高い	低い
成長性	高い	低い
透明性	高い	低い
変動リスク	低い	高い
投資適格物件	多い	少ない
市場参加者	多い	少ない

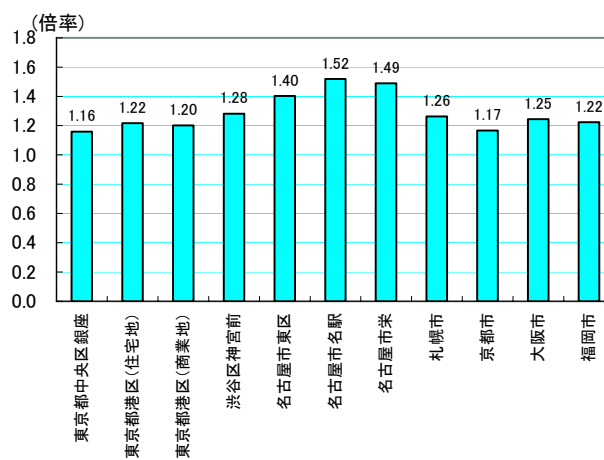
(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-15 都市圏別の公示地価推移(商業地)



(出所)国土交通省「地価公示」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-16 2006年地価公示の比準価格／収益価格



(出所)国土交通省「地価公示」資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

(参考)不動産投資分析チーム レポート一覧

2002/06/06	東京オフィス市場の「2010年問題」ーオフィス需要純減で2003年より深刻な局面も
2002/09/12	オフィスビル大競争時代の幕開けー需要縮小局面における勝ち組の条件
2002/10/08	本当に有利か?ワンルームマンション投資ー投資リスクを誤解させる利回り表示
2002/11/12	拡大する私募型不動産ファンド市場ーそのビジネスモデルと市場展望
2003/03/25	日銀の不動産投資信託(REIT)購入効果に疑問ー健全な市場形成を阻害するおそれも
2003/05/09	大規模開発は日本経済を再生するかー都市再生プロジェクトへの期待とその限界
2003/07/08	新時代を担う世代のための都心居住政策をー求められる多様な賃貸マンション供給
2003/08/28	都市再生は不良債権問題を解決するかー的外れな地価反転待望論
2003/10/14	マンションの事務所利用に注目するー小規模オフィスビルにおける需要創造の新たな視点
2003/11/10	地方オフィス市場の現状と展望ー東京ー極集中で高まる縮小均衡の可能性
2003/12/16	情報通信技術が支える新しいワークスタイルーテレワーク増加とオフィス需要への影響
2004/03/02	大型オフィスビルが牽引するフロア利用効率の改善ー2003年問題の陰で進んだオフィス改革
2004/03/19	投資家が求めるビル管理コストのベンチマークー適正な管理仕様に基づくコスト評価のために
2004/05/28	今後の金利上昇がJ-REIT価格に与える影響ー米国REITからのインプリケーション
2004/06/21	住宅市場に2010年問題はあるかー団塊世代の住行動と定年退職の影響を読む
2004/07/27	市場の二極化、実は階層化ー平均値では把握できないオフィスビル市場
2004/09/27	不動産投資ブームと投資教育の不在ー人生最大のマイホーム投資こそ重視すべきテーマ
2004/10/21	オフィス市況アンケートのまとめー実務家・専門家がみる今後のオフィス市場
2004/11/11	東京のオフィス市場動向ー不透明な賃貸市場と過熱する投資市場
2005/01/31	注目される新築アッパーミドルクラスビルー中型ビル市場で勝ち組になる巧みなマーケティング
2005/03/14	J-REITにおける不動産投資利回りの動向
2005/04/27	再考/東京オフィス市場の「2010年問題」ービル需要の多様化がオフィスワーカー減少の緩衝材に
2005/05/19	求められる不動産価格の妥当性検証の仕組みーJ-REIT,私募ファンド市場の健全な成長のために
2005/07/05	不動産投資立国で人口減少でも豊かな生活を
2005/09/25	Aクラスビルの付加価値とは何かービルスペック高度化の現状と展望
2005/11/08	熱を帯びる不動産投資市場の行方ー不動産市況アンケート結果より
2005/12/27	再々考/東京オフィス市場の「2010年問題」ー成長業種が牽引する賃貸オフィス需要
2006/01/26	耐震強度偽装問題 不動産投資市場への影響ーJ-REIT 銘柄や私募ファンド運用会社の選別化加速
2006/03/10	賃貸住宅市場の概況と投資ポイント
2006/03/31	不動産投資市場拡大で問われる投資家の情報リテラシー
2006/06/20	オフィスビル事業のブランド戦略ー大競争時代における勝ち組の条件ー

(注)2002年4月以降の公表レポート