

REPORT I

地方賃貸オフィス市場と投資市場

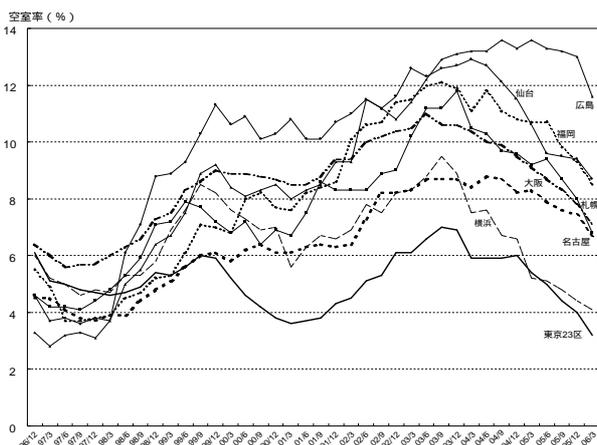
- 改善する賃貸市況と流入する投資資金 -

金融研究部門 不動産投資分析チーム 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

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、広島は更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)

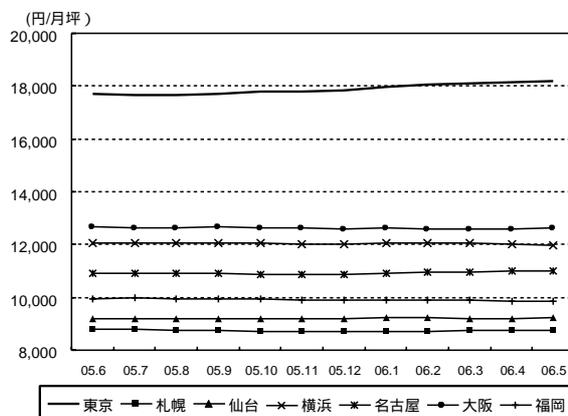
図表-1 主要都市の空室率推移



(資料) 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

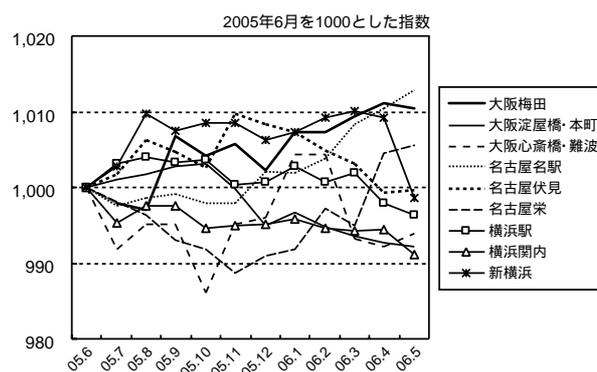
オフィス賃料も、空室率の低下を背景に全国的に下げ止まり、東京や名古屋など一部の都市や、各都市の主要ビジネス地区では上昇傾向が強まっている(図表-2、3)

図表-2 主要都市の賃料動向



(資料) 三鬼商事資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-3 地区別の賃料動向
(大阪・名古屋・横浜)



(資料) 三鬼商事資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

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(注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

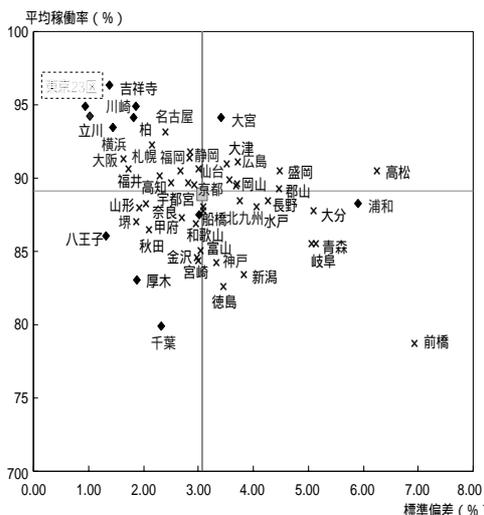
される。

ただし、賃貸市場規模と現在の経済状況からみて、市場で簡単に消化されないと思われる規模の貸室が新規に供給される札幌^(注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-1)

そこで、過去10年の平均稼働率^(注3)とその変動度合い(リスク)を都市別にみても、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

図表-4 全国都市の平均稼働率と標準偏差

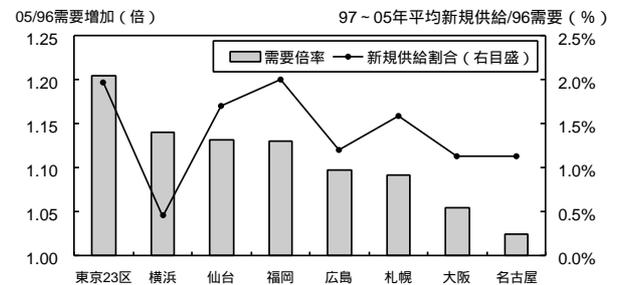


(注)稼働率データは、原則として1996年第4四半期～2006年第1四半期
(資料)生駒データサービスシステム資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

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-4)

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対照となっている(図表-5)

図表-5 主要都市の需給増加構造



(資料)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

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-6)

また、東京には大小企業の本社、外資系企業、官公庁・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-7)

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り、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。

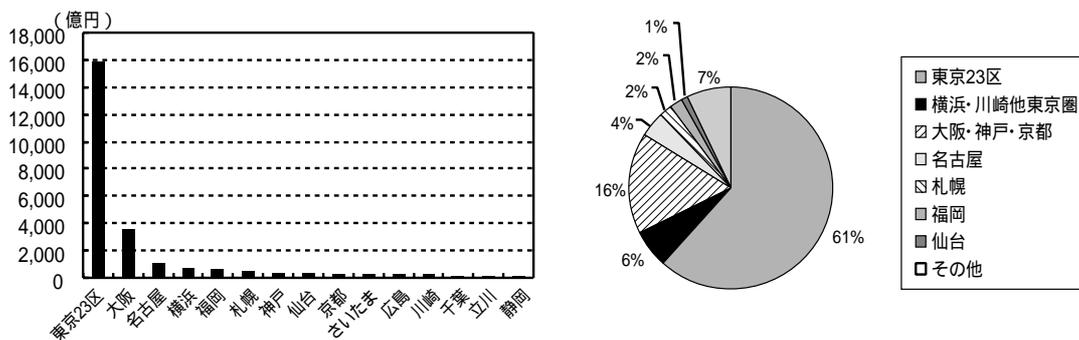
より長期的にみれば、少子・高齢化によるオフィス人口減少度合いが都市により異なるため、東京の優位は揺るがないとしても、他の主要都市間の優劣が変化する可能性がある。ニッセイ基礎研究所の推計では、2000年から2030年にかけて、オフィス人口の減少率が最も高いのは大阪で、名古屋、札幌、広島、東京23区、仙台が続き、横浜と福岡だけはオフィス人口が2000年より増加する見込みである（図表 - 8）。

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 - 9、10）。

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。

図表 - 6 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
 (資料) 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

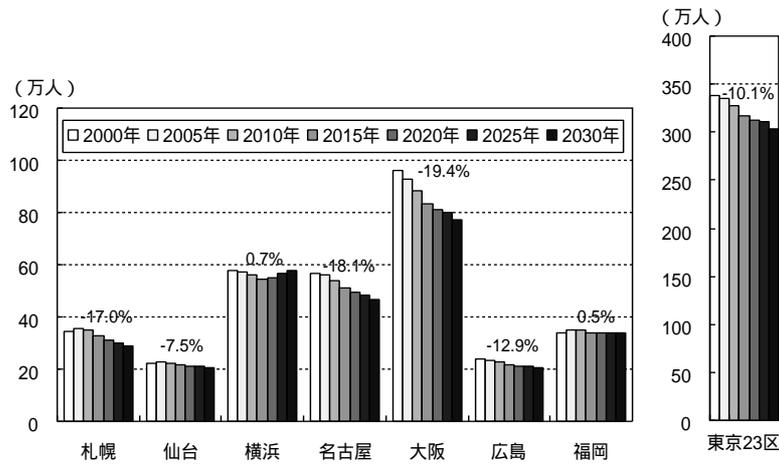
図表 - 7 大都市のオフィス需要構造イメージ
 - 4段階の網掛けの濃さが需要の厚みを表す -

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	薄	薄
外資系企業拠点	濃	薄	薄
新会社・ベンチャー企業	濃	薄	薄
法律・会計事務所	濃	薄	薄
官公庁・各種団体	濃	薄	薄
支店・営業所	濃	薄	薄
サービスオフィス	濃	薄	薄
マンションの事務所利用	濃	薄	薄
大学・専門学校・予備校	濃	薄	薄
物販・飲食店舗	濃	薄	薄
データセンター	濃	薄	薄
コールセンター	濃	薄	薄

(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。

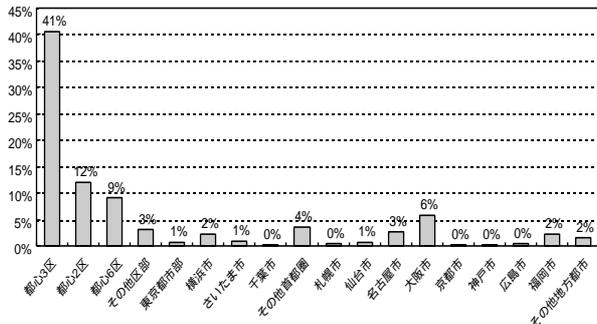
(資料) ニッセイ基礎研究所

図表 - 8 主要都市のオフィス人口将来予測



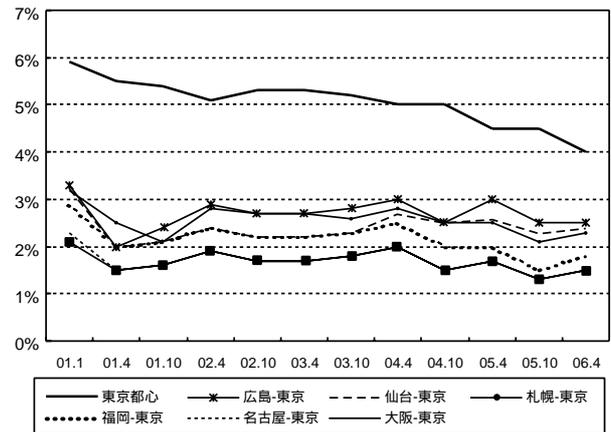
(注) グラフ上数字は、2000年から2030年までの減少率
 (資料) 国立社会保障・人口問題研究所将来人口推計を基にニッセイ基礎研究所が推計

図表 - 9 J-REIT保有資産額の地域別シェア (オフィスビル)



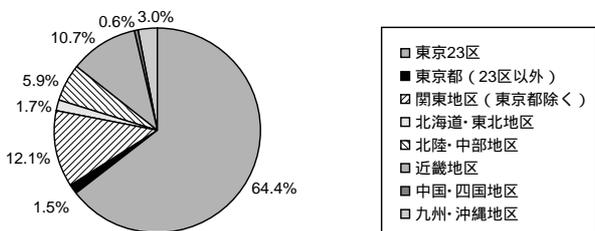
(注) 都心3区：千代田・中央・港、都心2区：新宿・渋谷、都心6区：文京・品川・目黒・台東・江東・豊島
 (資料) 開示資料 (2006年4月判明分) を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 11 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



(資料) 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 - 10 私募ファンドの地域別投資状況 (資産額ベース・全用途)



(資料) 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

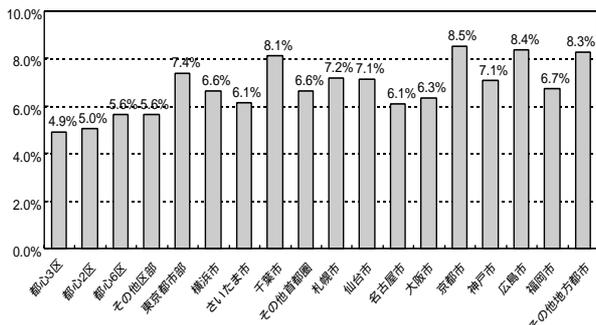
このような不動産ファンドからの資金流入で、投資対象となる不動産の値上がりが続く、投資家の期待利回りは低下傾向にある (図表 - 11)。

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 - 11、12)。

これは、地方の不動産投資市場が東京に比べて、市場が小規模で流動性が低く、出口戦略の難度が高い、市場の成長性が低い、市場や物件に関する情報量が少ない、収益の変動リスクが大きい、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。

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

図表 - 12 J-REIT保有物件の地域別NOI利回り(オフィスビル)

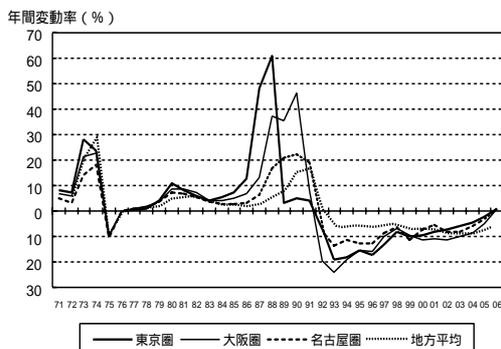


(注) 期末評価額による加重平均値。都心3区：千代田・中央・港、都心2区：新宿・渋谷、都心6区：文京・品川・目黒・台東・江東・豊島
(資料) 開示資料(2006年4月判明分)を基にニッセイ基礎研究所が作成

壊以来ようやく上昇に転じている(注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更に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

図表 - 13 都市圏別の公示地価推移(商業地)

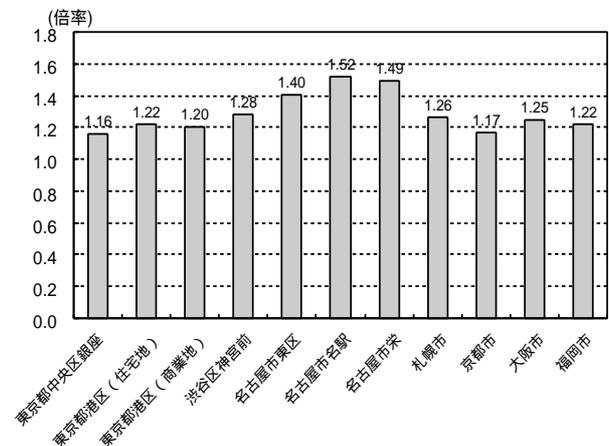


(資料) 国土交通省「地価公示」を基にニッセイ基礎研究所が作成

迷したままである(図表 - 13)。

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 - 14)。

図表 - 14 2006年地価公示の比準価格/収益価格



(資料) 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

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。

-
- (注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)。
 - (注2) 「日本生命札幌ビル(地上22階・地下2階・延床面積107,200㎡)」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。
 - (注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。
 - (注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)。