

# 不動産 投資 レポート

## 長期調整が不可避な地方オフィス市場

金融研究部門 不動産投資分析チーム 主任研究員 岡 正規

e-mail: [oka@nli-research.co.jp](mailto:oka@nli-research.co.jp)

### はじめに

昨年の米国サブプライム・ローン問題を契機に、日本の不動産への投資資金が急速に縮小し、不動産ファンドや不動産事業における資金調達環境が大幅に悪化した結果、順調に成長を続けていた不動産投資市場は、現在、大きな調整局面に入っている。一方、好調な企業セクターに支えられ、全国的にみてもおおむね堅調に推移していた賃貸オフィスビル市場（以下、オフィス市場という）は、2007年には、低下傾向にあった主要地方都市の空室率に上昇がみられるようになり、2008年には、絶好調と言われた東京23区の空室率も上昇に転じた。

以下では、主要6地方都市（札幌・仙台・横浜<sup>注1</sup>・名古屋・大阪・福岡）の賃貸オフィス市場に焦点を当て、今回の市況変化の背景と今後の展望をまとめたい。

### 1. 地方オフィス市場の変調

主要6地方都市の最近10年間の空室率をみると、2003年から2004年にかけてピークを迎えた後、低下傾向にあったが、2006年から2007年にかけて相次いで上昇に転じている（図表-1）。

直近の四半期データ（2008年6月）をみると、3年ぶりに2桁台の10.4%となった仙台が最も高く、福岡9.5%、札幌8.1%が続く。これら3都市は、空室率のピーク時から直近までほぼ全期、主要6地方都市の単純平均を上回る水準で推移してきた。

また、直近1年の上昇幅では、3.5%から2.9ポイント上昇した横浜が最大であった。横浜は、最近10年間の平均空室率が6.3%と主要6地方都市で最も低いだけに、昨年以降供給された大型ビルの影響が大きかったといえる。横浜に次いで、仙台（2.4ポイント）と福岡（2.1ポイント）の上昇幅も大きかった。両都市とも、横浜同様に新規供給が多く、需給バランスが崩れ始めたものと推測される。

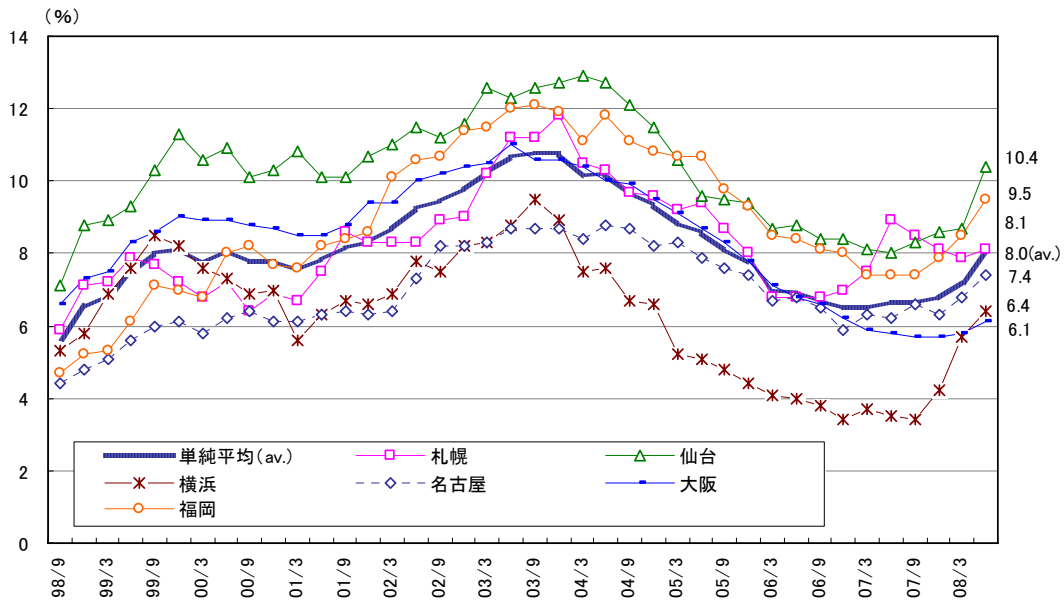
一方、直近1年で空室率が低下したのは、札幌（0.8ポイント低下）だけであった。札幌では、2006年に竣工した大型ビルの影響で空室率が上昇したが、2007年以降目立った新規供給がなかったため、需給が引き締まりつつあるようだ。

生駒データサービスシステムの資料から、毎年のオフィス需給の純増・純減の推移をみると、2007年にオフィス需要が純減したのは札幌だけで、他の5都市はすべて純増している。しかし、

（注1）横浜を地方都市とするには異論もあるが、首都圏の代表的な業務核都市として、今回分析の対象とした。なお、地方の他の政令指定都市は、市場規模が小さいため対象外とした。

需要を上回る供給があったため、札幌以外の5都市の空室率は上昇した。

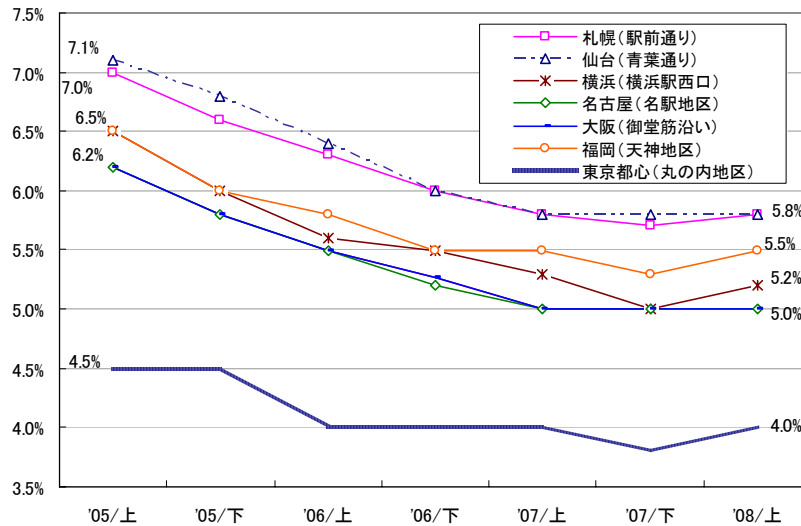
図表-1 主要地方都市別空室率の推移



(注)1998年第3四半期～2008年第2四半期までの10年  
(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

また、財団法人日本不動産研究所の「不動産投資家調査」により、都市別の期待利回りであるキャップ・レート(注2)の推移をみると、2007年下期(10月)まで低下傾向にあり、主要6地方都市にも投資資金(注3)が流入して不動産価格が上昇していたことがわかる(図表-2)。

図表-2 都市別キャップ・レート(中央値)の推移



(注)便宜上、4月調査を上期、10月調査を下期と表示した。  
(出所)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

(注2) キャップ・レートは、投資家が期待する利回りの目安のひとつ。通常、不動産の初年度の純収益 (NOI) をキャップ・レートで除した数値が、投資価値 (収益価格) となる。

(注3) 投資資金とは、私募ファンドやJ-REIT (不動産投資信託) などのファンドマネー、不動産会社の開発事業資金 (SPCを組成することが多い) などをいう。

新規供給が少なく空室率が低下傾向にあった地方大都市において、このような投資資金の多くが、既存ビルばかりか新規のオフィスビル開発に向かったものと推測される。

なお、主要6地方都市における2007年以降のオフィスビル開発計画をみると、新興不動産会社系ファンドによる開発事業も少なくないが、大型プロジェクトでは、三菱地所や三井不動産など在京不動産会社大手が事業者となっているものが多い(図表-3)。

いずれにしても、今回の空室率上昇は、サブプライム問題後の不動産投資市場の大きな調整が地方経済に波及したのではなく、サブプライム問題の発生以前に、東京からオーバーフローして地方都市に流入した投資資金が、オフィスビル開発を急増させたことが大きな原因と考えられる。

図表-3 主要地方都市における不動産会社のオフィス系の開発計画(2007年～)

事業者	竣工年	物件名	用途	所在地	延床面積(m <sup>2</sup> )
三井不動産	2008	淀屋橋プロジェクト	オフィス・商業	大阪市中央区北浜	91,334
	2009	仙台本町プロジェクト	オフィス・商業・ホテル	仙台市青葉区本町	14,595
	2009	博多冷泉町ビル	オフィス・商業	福岡市博多区冷泉町	20,000
	2011	札幌三井ビル建替え	オフィス・商業・ホテル	札幌市中央区北2条西	100,000
	2011	横浜三井ビルディング	オフィス・商業・文化	横浜市西区高島	89,000
三菱地所	2007	南町通センタービル	オフィス・商業	仙台市青葉区中央	9,195
	2007	MMパークビル	オフィス	横浜市西区みなとみらい	49,037
	2008	東二番丁スクエアビル	オフィス・商業	仙台市青葉区一番町	28,239
	2009	淀屋橋スクエア	オフィス・商業	大阪市中央区北浜	24,300
	2011	梅田北ヤード先行開発地区	オフィス・商業・ホテル ・住宅・R&D	大阪市北区梅田	430,000
東急不動産	2008	広小路センタープレイス	オフィス	名古屋市中区錦	2,725
	2009	梅田北プレイス	オフィス	大阪市北区芝田	10,870
	2009	芝田一丁目開発	オフィス	大阪市北区芝田	11,000
東京建物	2009	仙台中央広瀬通ビル	オフィス・商業	仙台市青葉区中央	28,500
	2009	名古屋プライムセントラルプロジェクト業務棟	オフィス	名古屋市中村区名駅	49,800
	2009	博多祇園町開発プロジェクト	オフィス	福岡市博多区祇園町	18,867
	2009	薬院一丁目開発プロジェクト	オフィス・商業	福岡市中央区薬院	24,423
野村不動産	2008	野村不動産札幌ビル	オフィス	札幌市北区北7条西	10,006
	2009	新横浜II-Bビル	オフィス	横浜市港北区新横浜	24,778
	2009	御堂筋野村ビル	オフィス	大阪市中央区平野町	20,960
	2009	野村不動産堺筋本町ビル	オフィス	大阪市中央区本町	5,651
	2009	赤坂センタービル	オフィス	福岡市中央区大名	10,930
	2009	東比恵ビジネスセンター	オフィス・商業	福岡市博多区東比恵	20,190
森トラスト	2010	仙台トラストシティ・トラストタワー	オフィス・ホテル・商業	仙台市青葉区一番町	123,497
森ビル	2011	北仲通北地区A	オフィス・ホテル・商業・住宅	横浜市中区北仲通	160,158

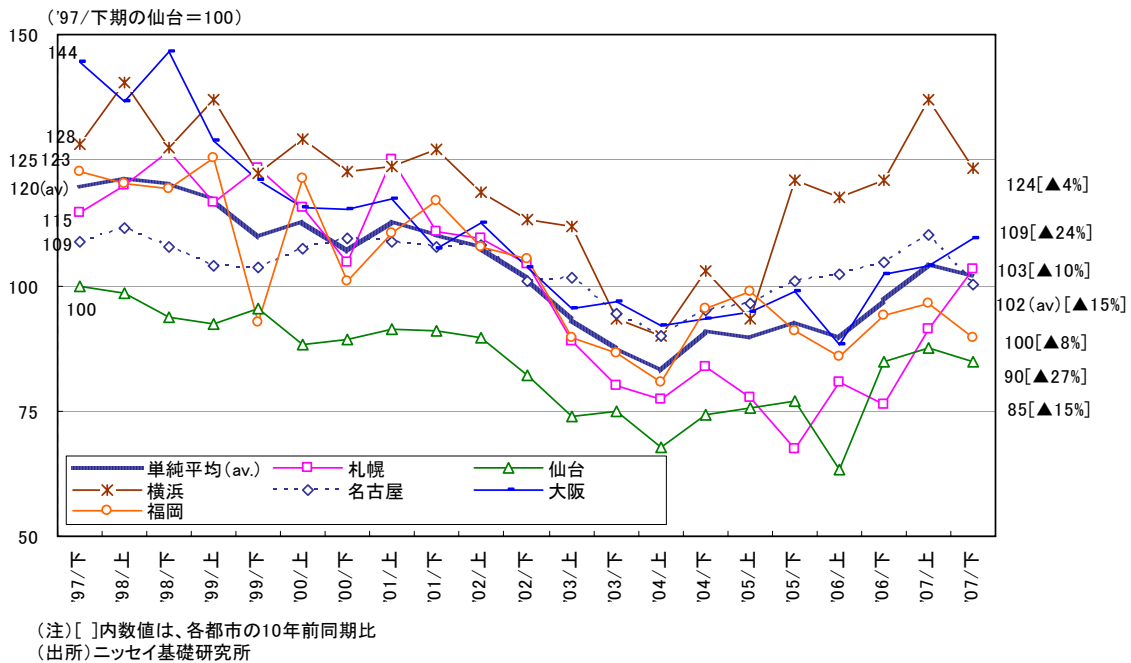
(出所)ニッセイ基礎研究所

次に、主要6地方都市の過去10年間の新規オフィス賃料の推移をみると、低下傾向にあった賃料は、おおむね2004年上期を底に上昇したが、直近の2007年下期に、空室率の上昇を反映し、札幌と大阪以外は再び低下に転じた（図表-4）。

また、前出の図表-2では、2005年上期から低下傾向にあった都市別の期待利回りが、長期金利水準に大きな変化がない中、2008年上期（4月）に、いくつかの都市で上昇（予想純収益など他の条件が同じなら、不動産価格は低下）に転じていることから、投資家の地方都市に対する見方が厳しくなりつつあることがうかがわれる。

実際、リスク分散を目的に地方都市のオフィスビルに投資しているオフィス系J-REIT（不動産投資信託）の中にも、地方保有比率を見直したり、物件を厳選して成長見込みの低いビルを売却したりするケースが増えている（注4）。

図表-4 主要地方都市の新規賃料の推移(10年間)



(注4) これまでも、地方都市に保有するオフィスビルを売却したり、入れ替えたりするケースがあった。最近では、地方都市では東京ほど賃料収入上昇が期待できず、価格下落リスクも大きいとして、投資方針を見直し、東京の投資ウエイトを高めるJ-REITも出てきた。

## 2. 長期化が予想される調整局面

今後の地方オフィス市場を展望するため、1999年から2008年までの過去10年間と、2009年から2011年までの今後3年間について、当該期間の年平均新規供給面積と賃貸ストック面積(注5)に占める割合(以下、供給比率という)を比較してみる(図表-5)。

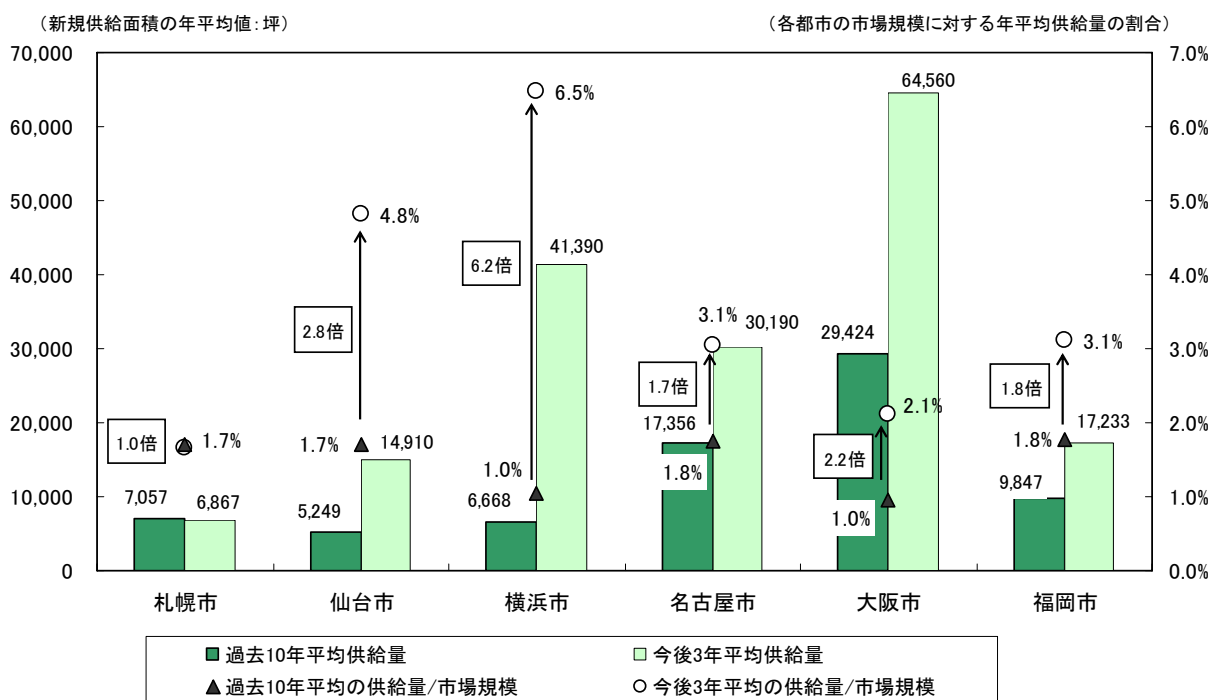
過去10年間の供給比率をみると、最高が名古屋と福岡の1.8%、最低が大阪、横浜の1.0%で、6都市の平均(面積加重平均)では、毎年、賃貸市場の1.3%に相当する新規供給があったことになる。

ところが、今後3年間の供給比率は、横浜が6.5%と最も高いが、これは過去10年間の年平均値の6.2倍に相当する規模である。横浜では、みなとみらい21地区と同地区北側(ヨコハマポートサイド地区)、同地区南側(北仲通地区)などの大規模開発が次々と動き出したことがこの背景にある。横浜に次いで供給比率が高いのは、仙台の4.8%(過去の平均値の2.8倍)で、これに名古屋と福岡の3.1%が続く。

梅田駅周辺の大規模開発を控え、一部で供給過剰が懸念される大阪は、今後3年間の供給量が年平均およそ6.5万坪と、他都市と比較して最大ではあるが、市場規模自体が307万坪と他都市に比べ桁違いに大きいため、供給比率は2.1%と札幌(1.7%)に次いで小さい。

今後3年間の供給面積の合計が、市場規模に対して最も大きい都市は、横浜(19.4%)で、仙台(14.5%)が続いている(図表-6)。

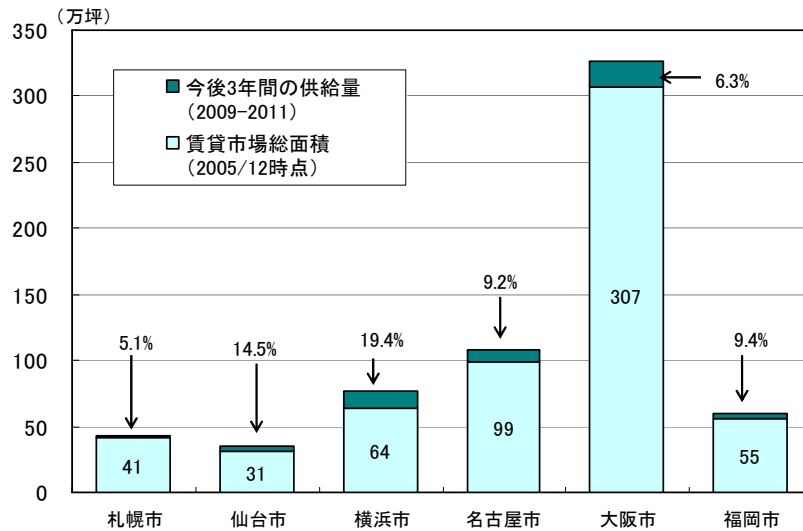
図表-5 主要地方都市別のオフ別のオフィス新規供給量(過去10年平均-3年予測平均の比較)



(注) 各都市の市場規模は、2005/12末の賃室総面積値(生駒データサービスシステム調査)による  
過去10年平均とは1999~2008年の平均値、3年予測平均とは2009~2011年の平均値  
(出所)生駒データサービスシステム、その他情報によりニッセイ基礎研究所が作成

(注5) 生駒データサービスシステム資料による都市毎の賃室総面積(2005年12月末時点)を用いた。

図表-6 主要地方都市別市場規模と今後の供給量



(注)グラフ内の%数値は、各都市の市場規模に対する今後3年間の供給量合計値の割合  
(出所)生駒データサービスシステム、その他資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

サブプライム問題後の米国実体経済の変調や世界的な資源高、国内景気の減速感の強まり、ファンドマネーの退潮は、今後、地方の実体経済にも、少なからずネガティブな影響を与えることは確実と思われる。このため、今後、オフィス需要が拡大する可能性は非常に低いといえるが、一方、大量のオフィス供給が避けられないことから、供給比率の低い札幌や大阪以外の都市で空室率は大幅に上昇し、調整の長期化が予想される。

このような市況変化は、資金調達や出口戦略に苦しむ不動産ファンドや不動産事業者に、保有するオフィスビルの収益力低下や価格低下という、さらなるダメージ(注6)を与えることになる。

また、市況悪化の影響度合いは、オフィスビルにより異なり、市場の二極化も加速しよう。たとえば、中長期保有を前提に、実績と信用力のある地元や東京の大手不動産会社が満を持して開発したビルと、転売狙いで東京や海外資本の独立系私募ファンドがブームに乗って安易に開発したビルでは、稼働率や賃料水準に大きな差が出ると考えられるためである。

あるいは、今後3年間の供給量のインパクトが比較的小さい大阪であっても、業務・商業機能の集積が進む梅田駅周辺や御堂筋に立地するビルと、その他地域のビルとの格差拡大が予想される。

2年前、弊社レポート(注7)では、「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」を指摘した。結局、この懸念は現実のものとなったが、その後、予期せぬサブプライム・ローン問題で投資環境が激変した上、投資資金が推し進めたオフィスビル開発の

(注6) 短期転売を狙う私募ファンドと、長期投資を前提とするJ-REITや、不動産賃貸事業として長期保有を想定する不動産会社では、受けるダメージの大きさは異なる。

(注7) 松村徹『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、不動産投資レポート、2006年7月10日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2006/fudo0607-a.pdf>

集中により、投資の前提としていた好調な賃貸オフィス市況も崩れ始めた。

日本の景気に減速感が強まる中、地方の不動産投資市場は、当面、在庫調整と価格調整が避けられないと思われる。

### 3. おわりに

これまでみてきたように、主要地方都市の賃貸オフィス市場では、大量のオフィスビル供給で調整が避けられない。しかし、このような時期こそ、長期的な視点に立って、これらの開発プロジェクトを新しい街づくりに活かし、地方経済を活性化する独自のシナリオを探るべきではないだろうか。

人口や経済中枢機能の東京一極集中が加速する<sup>(注8)</sup>中で、主要地方都市が無為無策に過ごすのであれば、地方の不動産市場は長期的に縮小の道をたどらざるをえないのは明らかである。

たとえば、各地方都市が独自の街づくりを競い、東京にない魅力的な事業機会や消費市場を積極的に育て、内外の有力企業や人材の誘致を行うことで、オフィスビルに限らず住宅や商業施設などの新たな不動産需要の確保を目指すべきである。

このような都市経営を行うためには、財政と行政権限において、真の地方分権を早急に実現することが望まれる。

---

(注8) 竹内一雅『定住化傾向が強まる東京への人口流入ー東京における人口集中の現状ー』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2008年6月10日 <http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2008/fudo080610.pdf>