

不動産 投資 レポート

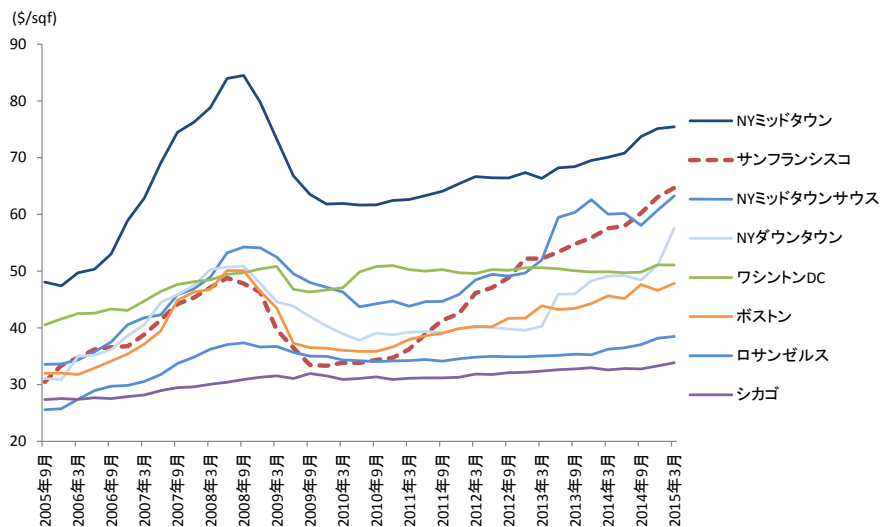
先端技術企業が牽引する サンフランシスコのオフィス市場

金融研究部 不動産投資分析チーム 主任研究員 [加藤 えり子](#)
e-mail: ekato@nli-research.co.jp

はじめに

金融危機後の2009年から2010年にかけて、米国各主要都市のほとんどでオフィス賃料が底となった。その後の回復過程において、最も賃料上昇が著しいのがサンフランシスコであった。サンフランシスコでは、不動産取引も活発化しており、投資資金の流入増加とともに、利回りの低下も他都市と比べて著しい。シリコンバレーなどの郊外型オフィスマーケットを後背地に有し、先端業種のオフィス需要の強さが成長ドライブとなっているサンフランシスコのオフィスマーケットの現状をまとめた。

図表-1 米国主要都市の賃料推移



(出所) Bloomberg/Cushman& Wakefield データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

1. サンフランシスコとその近郊のオフィスエリア、都市圏

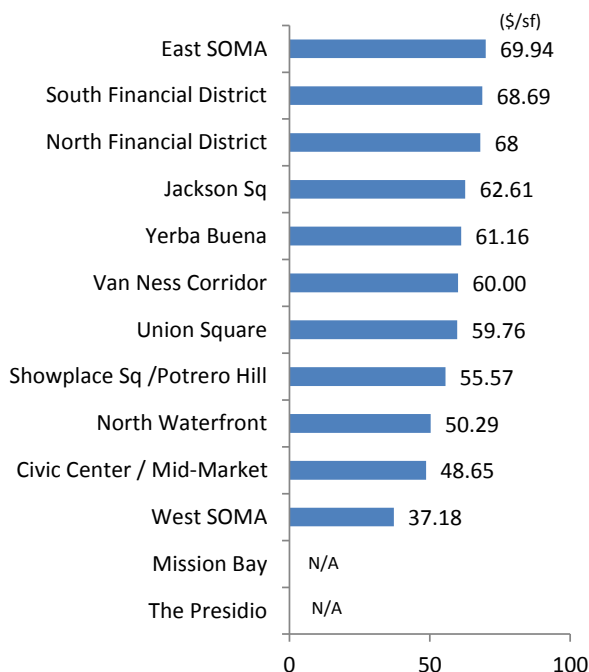
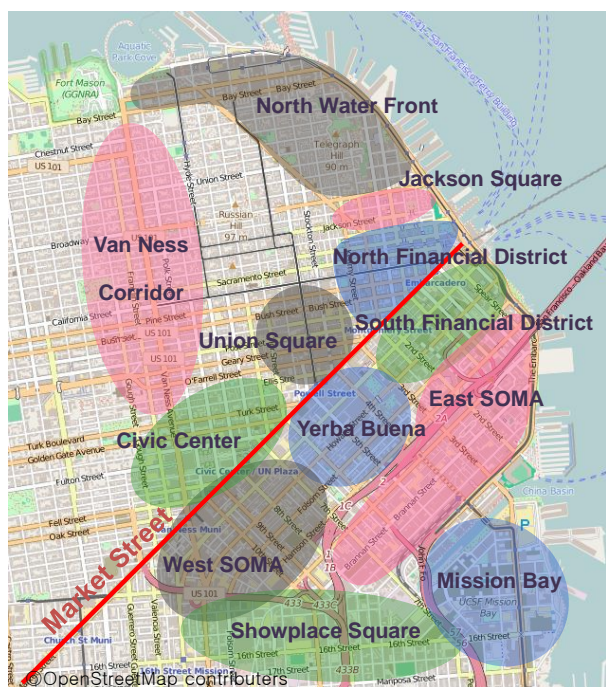
サンフランシスコ中心地区¹のオフィスマーケットは、街の中心軸道路であるマーケット・ストリート (Market Street) の北側に位置し、商業・観光の中心ユニオン・スクエア (Union Square) の東に隣接するノース・フィナンシャル・ディストリクト (North Financial District)²と、その南側のサウス・フィナンシャル・ディストリクト (South Financial District) に比較的大規模なオフィスビルが集積し

¹ オフィスエリアの名称として、多くのデータ公表会社が「サンフランシスコ」とのみ表記しているが、本稿では近郊の「サンフランシスコ・ペニンシュラ」と区別するために「サンフランシスコ中心地区」と表記する。

² フィナンシャル・ディストリクトとのみ表記する場合もある。

中核をなしている。その他にも幾つかのサブマーケットがあり（図表 2）、最近、テナント需要が強く活況なのが SOMA（ソーマ）と呼ばれるサウス・オブ・マーケット（South of Market）で、特に東側の East SOMA に建替えや改装でオープンな空間を配した先進的なビルが集積し、テック（テクノロジー）・テナントと呼ばれる収益力の高いテナントが流入してきている。テック・テナントは、情報通信技術に限らず様々な先端技術を携えた企業群である。East SOMA の路面テナントには、洗練された飲食店舗も多く、オフィス・ワーカーを惹きつけている。Cushman&Wakefield（以下 C&W）によれば、East SOMA はサンフランシスコ中心地区で最も平均募集賃料の高いビジネスエリアとなっている³（図表 3）。

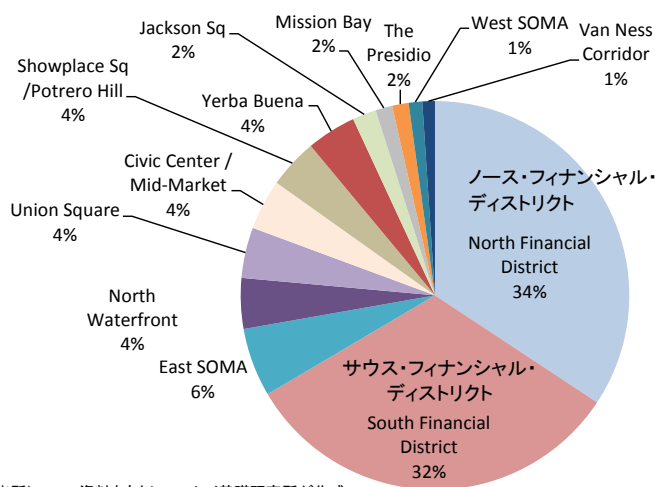
図表-2 サンフランシスコ中心地区オフィス・サブマーケット 図表-3 各サブマーケットの平均募集賃料



（出所）各仲介会社資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

（出所）C & W データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 サンフランシスコ中心地区オフィス・サブマーケットの賃貸床在庫割合



（出所）C&W資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

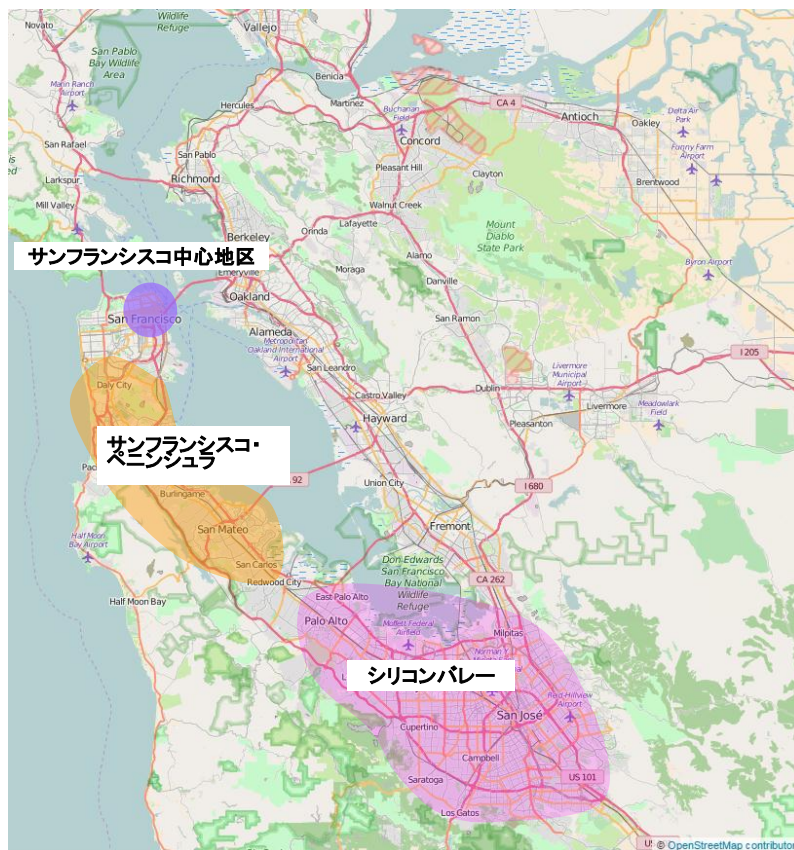
³ Jones Lang LaSalle および CBRE のデータでは、「Mission Bay」が最も募集賃料が高く、それぞれ\$81.5/sf、\$80/sf（15Q3）としているが、賃貸床在庫面積が 250 万 sf 程度と小さい（シェア 2%、図表 4 参照）。C&W では「N/A」としており、本稿では C&W のデータに基づき記載した。

サンフランシスコ近郊まで視野を広げると、内湾を南下したサンフランシスコ・ペニンシュラ、さらに南のシリコンバレーなどに、低層オフィス・パークやテクノロジー企業の自社オフィスなどが多数所在し、郊外でありながらも存在感のあるオフィス市場を形成している。

統計上の都市経済圏 (Metropolitan Statistical Area、以下 MSA) としては、サンフランシスコ中心地区とサンフランシスコ・ペニンシュラは、サンフランシスコ/オークランド/ハイワード MSA に含まれ、シリコンバレーはサンノゼ/サニーバール/サンタ・クララ MSA に含まれる。いずれの MSA も GDP で全米 20 位以内であり (7 位と 16 位)、一人あたり GDP では、サンノゼ/サニーバール/サンタ・クララが全米 2 位、サンフランシスコ/オークランド/ハイワードが 4 位となっている。サンフランシスコとその近郊のオフィスエリアは、生産性の非常に高い都市圏を形成していることがわかる。

さらに地域を広げると、対岸のイーストベイなども含め、内湾を囲む 9 つの county (郡) でサンフランシスコ・ベイエリア広域都市圏を構成している。サンフランシスコ・ベイエリアは、カリフォルニアではロサンゼルスに次いで人口が多く、全米でも 6 位の人口 (2014 年で 756 万人) を有する広域都市圏となっている。

図表-5 サンフランシスコ中心地区と近郊オフィスマーケット



2. オフィス賃料の変遷とテナント業種

冒頭に述べたように、サンフランシスコ中心地区のオフィス賃料は金融危機後に著しく上昇してきている。C&W によれば、募集賃料は 2009 年末に 33.31 ドル/sf⁴で底打ちした後、上昇を続け、15Q3 は

⁴ スクエア・フィート (Square Feet)。1 スクエア・フィートは、0.093 m² (0.028 坪)。募集賃料は年間の数値。

\$66.71/sf (年) まで上昇、約 2 倍の水準となっている。これは Jones Lang LaSalle (以下、JLL) のデータでもほぼ同様で、2009 年末の平均募集賃料\$31.37/sf から、15Q3 は\$66.8/sf まで上昇している。しかしドットコム・バブルとも呼ばれる 2000 年のピーク時には\$93/sf (JLL) で、まだその水準には達していない。

サンフランシスコ中心地区の募集賃料の変動は、他の主要都市と比較すると大きい。金融危機後の各都市の底値から 15Q1 までの変動率を見ると、二番目に変動率の高かった NY ダウンタウン 52.3% に対し、最も変動率の高かったサンフランシスコは 94.2% であった。2005 年以降の標準偏差で見ても最も数値が大きいことが分かる。高い変動率の要因の一つとして、市場規模が比較的小さいことが挙げられるが、新興産業の多いテック・テナントがオフィス需要を牽引していることから、その趨勢に合わせて変動が生じている面もある。Colliers は、15Q3 時点で 150 テナントの需要を把握しており、業種別の需要面積は、テクノロジー (33%)、法律関係 (12%)、健康・医療 (12%)、ビジネス (9%)、金融 (9%) の順に大きい。また CBRE が集計するオフィス賃貸契約面積上位 25 テナントの業種別割合 (15Q3) では、よりテクノロジー (54%)、金融 (21%) のシェアが大きい。これらの業種で大面積のオフィス需要があることが分かる。

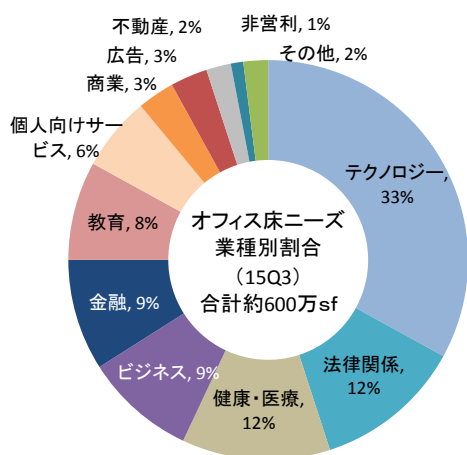
図表-6 米国主要都市のオフィス募集賃料の変動状況

	ワシントンDC	NY ミッドタウン	NY ミッドタウンサウス	NY ダウンタウン	ボストン	シカゴ	サンフランシスコ (中心地区)	ロサンゼルス
前回の底からの変動率	10.3%	22.3%	44.8%	52.3%	33.6%	23.6%	94.2%	13.0%
標準偏差	3.01	8.99	8.13	5.90	5.25	1.83	9.42	3.14

(出所) Bloomberg/Cushman& Wakefield データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

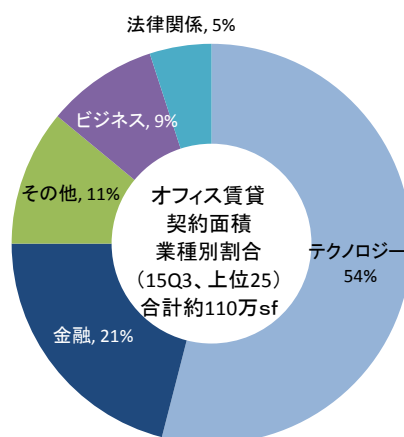
図表-7 サンフランシスコ中心地区業種別テナント需要 (15Q3)

【オフィス床需要業種別割合 (150 テナント)】



(出所) Colliers

【オフィス賃貸契約面積業種別割合 (上位 25 テナント)】



(出所) CBRE

サンフランシスコ中心地区近郊のオフィス・マーケットとしては、サンフランシスコ・ペニンシュラ、シリコンバレーがある。いずれもサンフランシスコ中心地区と同様にテック・テナントの恩恵を受けて

⁵ オフィス床在庫面積規模の主要都市別順位では、1位のNYに続いて、ワシントン、シカゴ、ロサンゼルス、ヒューストン、ボストンの順となっており、サンフランシスコは 16 位で NY の 16.7%、ロサンゼルスの 62.9% の規模 (JLL データによる)

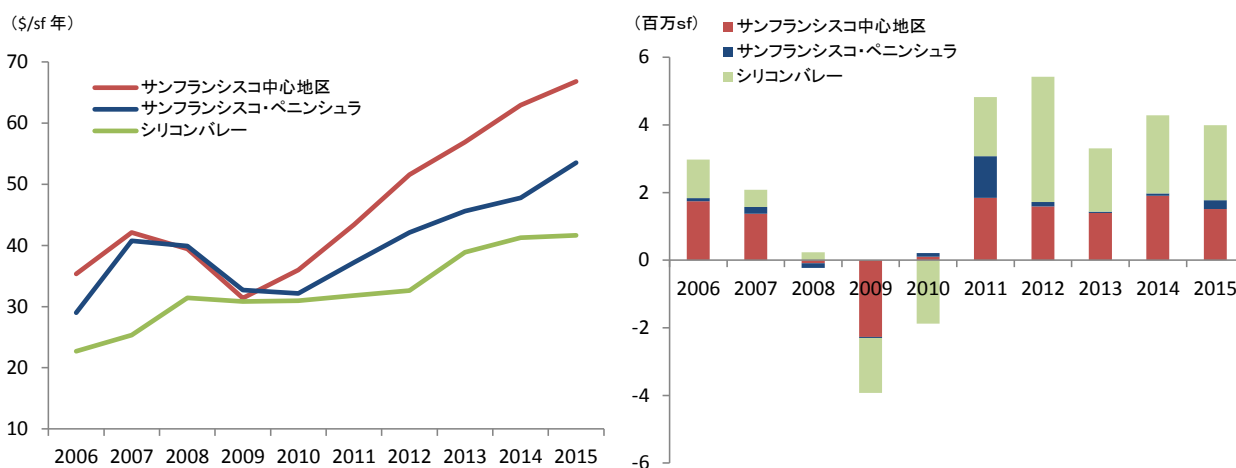
おり、15Q3の純床吸収量⁶のシェアは、それぞれ67%、85%（ハードウェア、ソフトウェア、eコマースの合計）となっている⁷。オフィスは郊外立地が多く、名の知れたIT企業の自社ビルも散見される。サンフランシスコ中心地区と比べて都市としての集積度は低く、路面駐車場を多数備えた低層のオフィス・パークやリサーチ・センターなどの郊外型オフィス（写真1）も多い。平均募集賃料はサンフランシスコ中心地区の6~8割程度となっている。JLLによれば、15Q3の平均募集賃料は、サンフランシスコ・ペニンシュラで\$53.49/sf（年）、シリコンバレーで\$41.68/sfであった（図表8）。ただし、さらに分割したサブマーケットで見ると、Palo Alto（\$98.68/sf）やMountain View（\$87.53/sf）⁸など、サンフランシスコ中心地区のサブマーケットより高い賃料となっている地区も存在する。12年末から15Q3までの変動率でみると、サンフランシスコ中心地区は29.5%であったが、シリコンバレー、サンフランシスコ・ペニンシュラについてもそれぞれ27.6%、27.1%と、大きく上昇してきている。特にシリコンバレーの新規需要は力強く、新規賃貸床面積から解約床面積を差し引いた床吸収量で見ると、サンフランシスコ中心地区を上回る状況が2012年から続いている。

写真-1 サンフランシスコ近郊(サンノゼ⁹)の郊外型オフィス



(2015年10月2日撮影)

図表-8 サンフランシスコ中心地区と近郊オフィスエリアの平均募集賃料(左)と純床吸収量



(出所) JLL 公表資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

⁶ 新規契約床面積から解約床面積を差し引いた床需要の契約床面積の純増量

⁷ CBRE のデータによる

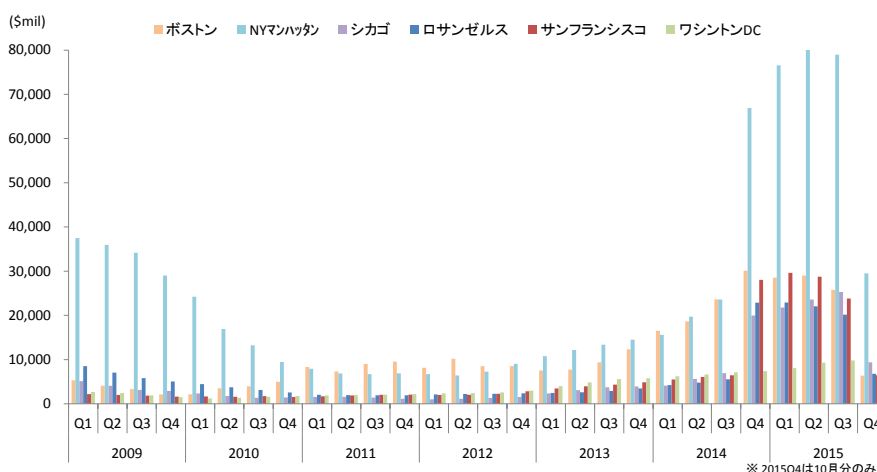
⁸ いずれもシリコンバレーのサブマーケット

⁹ シリコンバレーのサブマーケット

3. 非常に活発な不動産投資取引

長らく続いた金融緩和により資金調達コストは低位にあり、各国の主要都市で不動産投資が活発化している状況下、テクノロジー産業の需要が強く賃貸市場の好調維持が期待されるサンフランシスコのオフィスにも、多くの資金が流入してきている。RCA 社が把握している都市別オフィス投資額の推移を見ると、サンフランシスコのオフィス取引額は、14Q4 から急増している。ニューヨークには及ばないものの、ボストンと取引総額で拮抗、経済規模ではサンフランシスコの約2倍、オフィス市場規模では約1.6倍のロサンゼルスを取引量を上回る状況にある（図表9）。

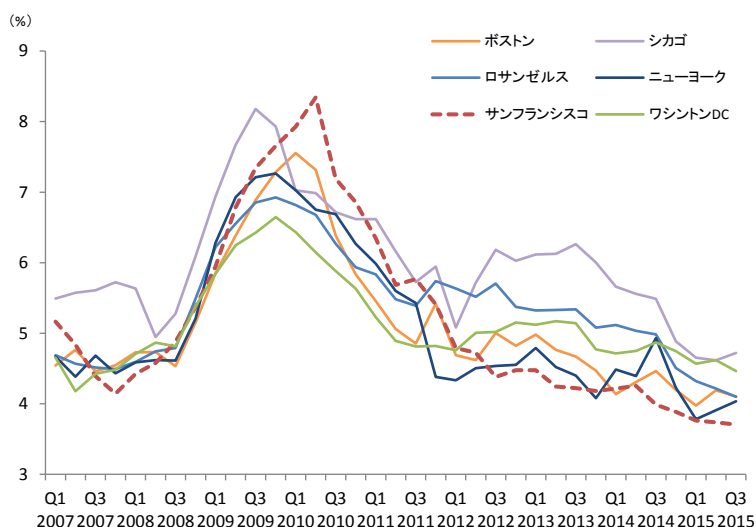
図表-9 米国主要都市のオフィス取引額推移



(出所)RCA/Bloomberg データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

取引量の増加と並行して、利回りは低下が続いている。機関投資家や投資ファンド等が保有する不動産の利回りを集計した MSCI 社のデータによれば、サンフランシスコのオフィス利回りはニューヨークよりやや低い水準にある。15Q3 は 3.71% で、前回の底だった 07Q4 の 4.14% より 0.43 ポイント低く、過去最低位となっている（図表 10）。

図表-10 米国主要都市のオフィス利回り推移



(出所)MSCI データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

実際の取引事例を見ると、過去約2年の間に確認された大型取引では、14年はオフィスがほとんどであったが、15年に入るとホテルが増加していることが分かる（図表11）。オフィスの利回りが下がり、市場に出るオフィス物件に限られる中で、次の大型投資の対象としてホテルへの投資需要が高まっている。サンフランシスコは、産業都市であると同時に観光都市であることから、ニューヨークに次いでホテル料金が高額であり、強いホテル需要も投資家を惹き付けている。

取引の中には、大型年金基金、生保会社、政府系ファンド等による直接投資も散見される。ノルウェー政府年金基金は、メットライフ生命あるいはTIAA-CREFFとの共同投資を行っている。15Q3にノルウェー政府年金基金が投資したサンフランシスコのオフィスは、airbnb（エアビーアンドビー）が本拠地オフィスとしているビルでEast SOMAに立地している。日本でも民泊のシステムプロバイダーとして注目されている新業態のテクノロジー企業をテナントとした大型投資であるとともに、開放的でデザイン性の高い先進オフィスであることも注目を集めている。

図表-11 サンフランシスコ中心地区の大型取引（14年-15年）

	物件名	用途	買い手	価格 (百万ドル)
14Q1	One Market Plaza	オフィス	Paramount Group	\$600
	101 Second St	オフィス	Invesco Real Estate	\$298
	425 Market St	オフィス	Norges Bank IM	\$235
	Parkside Towers*	オフィス	Heitman OBO Teachers Ret System IL	\$205
14Q2	Standard Oil Bldg	オフィス	Genzen Group	\$315
14Q3	50 Beale St	オフィス	Paramount Group	\$395
	Foundry Square II	オフィス	TIAA-CREF JV Norges Bank IM	\$390
	650 California	オフィス	Columbia Property Trust	\$313
14Q4	Villas Parkmerced	賃貸住宅	Maximus RE Partners	\$1,310
	One Market Plaza	オフィス	Blackstone	\$610
15Q1	SF Fremont St	オフィス	Salesforce	\$629
	1455 Market St (45%持分)	オフィス	CPPIB	\$219
	Parc 55 Wyndham	ホテル	Hilton Worldwide	\$530
	Parc Central San Francisco	ホテル	Lasalle Hotel Properties	\$350
15Q2	Tower Two at One Rincon Hill	賃貸住宅	Maximus RE Partners JV Rockpoint Group	\$410
15Q3	Market Square	オフィス	JP Morgan	\$917
	Airbnb HQ	オフィス	TIAA-CREF JV Norges Bank IM	\$310
	Fairmount San Francisco	ホテル	Mirae AM (韓国の資産運用会社)	\$450
	100, 150, 200 West Evelyn Av (3棟)**	オフィス	TIAA-CREF	\$150

※「*」はSan Mateo(サンフランシスコ・ペニンシュラ)、「**」はMountain View(シリコンバレー)に所在、それ以外はサンフランシスコに所在
(出所)RCAデータ、報道資料、リリース資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

4. 今後の開発動向

現在サンフランシスコ中心地区と近郊エリアで進行しているオフィス開発は、図表12のとおりで、大規模なものとしては、2018年に竣工予定のセールスフォース・タワー(SalesForce Tower、以下SFT)がある。SFTは、竣工すれば高さが1,100フィートでトランスアメリカの853フィートを抜いてサンフランシスコで最も高いビルとなる。また現在、SFTに隣接する縦長の敷地では、バス・鉄道用ターミナルと店舗等からなるトランスベイ・トランジット・センター(Transbay Transit Center、以下TTC)の工事も行われている。SFTに先んじて2017年に竣工予定のTTCは、サンフランシスコ・ペニンシュラを経てシリコンバレーの南に延びる鉄道「カルトレイン」が伸延されてできる新駅(地下2階)とバスターミナル(地上3階)、店舗(地上1階の一部)、自転車置場などで構成される交通ターミナル機能を持つ

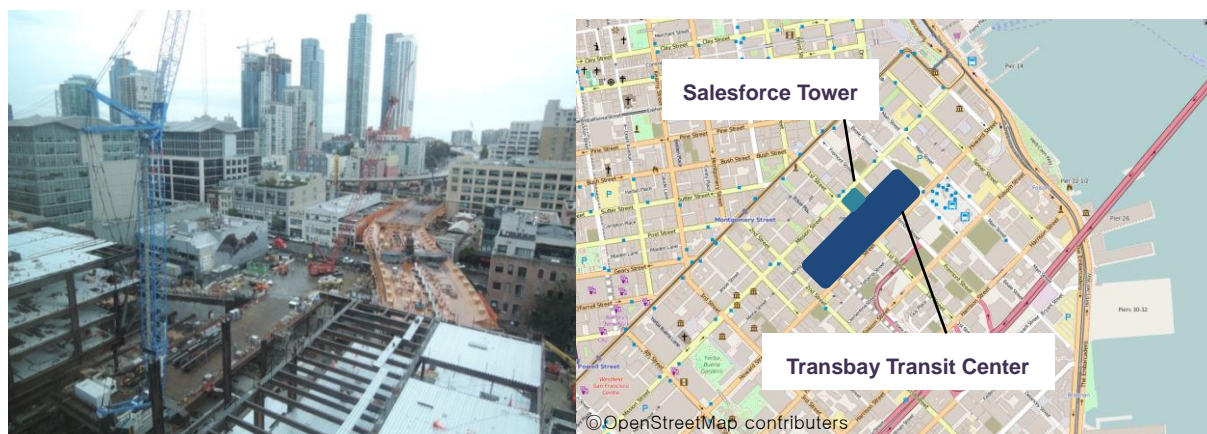
つ複合施設である。地上3階の屋上は緑豊かな庭園「シティ・パーク」となる。サウス・フィナンシャル・ディストリクトのまさに中心に位置する交通拠点の開業が、地域のポテンシャルを高めることは確実と思われる。

図表-12 サンフランシスコ中心地区で開発中のオフィスビル

物件名称	マーケット	サブマーケット	賃貸面積(sf)	賃貸面積(m ²)	開業予定
Salesforce Tower	サンフランシスコ中心地区	サウス・フィナンシャル・ディストリクト	1,420,081	131,969	2017
2685 Augustine Drive	シリコン・バレー	サンタクララ	607,186	56,426	2016
Moffett Gateway	シリコン・バレー	サニーバール	600,864	55,839	2016
378 Beale Street	サンフランシスコ中心地区	サウス・フィナンシャル・ディストリクト	529,232	49,182	2016
222 2nd Street	サンフランシスコ中心地区	サウス・フィナンシャル・ディストリクト	452,418	42,043	2015

(出所)JLL 公開資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

写真-2 工事中のトランスベイ・トランジット・センター 図表-13 SFT・TTC配置図



図表-14 トランスベイ・トランジット・センターイメージ図



(出所)The Transbay Joint Powers Authority (TJPA)、左図はニッセイ基礎研究所が加筆

これらの大型物件以外にも中型ビルの供給は継続して発生している。サンフランシスコ中心地区で

15Q4 に供給予定のオフィス床は約 140 万 sf (約 13 万 m²) で、その多くで既にテナントが確定しているため、空室率の上昇には繋がらないと複数の仲介会社がしている。16 年以降は、510 万 sf (約 47.4 万 m²) が建設中、310 万 sf (約 28.8 万 m²) が認可されているとのことであり合計すると 810 万 sf (76.2 万 m²) のパイプラインが存在する¹⁰。図表 7 に示すように、上位 25 位までの大型賃貸契約では、テック・テナントの占める割合が高いが、全体では、法律関係や各種サービス業の需要も底堅く、需要は分散している。全体の需要としては既に 600 万 sf 近くが確認されている (15Q3) とのことであり、未着工も含めた供給予定の床面積 810 万 sf は、空室率の著しい上昇には至らない可能性が高い。

5. テクノロジー企業が牽引するオフィス市場

新聞等でも報じられているように、最近ではシリコンバレーに拠点を持つ当初ベンチャーであったテクノロジー企業もサンフランシスコ中心地区にオフィスを構える傾向がある。また、早い段階からサンフランシスコにオフィスを持つテクノロジー・ベンチャー企業も増えてきており、前述のノルウェー政府年金基金が投資した arbnb などその一例といえる。こうした企業はその成長性から、賃料負担力が高く、将来の事業拡大に備えて比較的大規模なオフィスを確保する場合もある。

成長力のある新しいタイプの企業が志向する傾向にあるのは、開放的で創造力を高めるオフィス形態である。高い天上や吹抜けを確保する、ダイニングスペースを作る、ソファで寛げるコミュニケーション・スペースや外気に触れることができるテラスを配置する、といった工夫がなされたものだ。洗練されたデザインも欠かせない。サンフランシスコ中心地区では、リノベーションでこのような価値向上を戦略的に行っている不動産投資運用会社も見られた。SOMA を中心にこうした新しいクリエイティブ・オフィスがリノベーションによるものも含め供給され、オフィス空間の創造という意味でもサンフランシスコの先進性が発揮されている。

90 年に創設されたサンフランシスコ・ベイエリアの経済シンクタンク¹¹は、地域経済のレジリエンスについての提言をまとめ地域経済戦略として公表した¹²。提言ではインフラ投資、住宅開発、ワールドクラスのスキル育成などの戦略を示している。こうした常に先に向かってイノベーションを志向する風土が新しい企業を生む、あるいは呼び込むことになり、地域経済が継続的に活力を持つ礎となっていると思われる。金融危機後の回復期からの数年間、サンフランシスコのオフィス市場は地域経済成長の恩恵を受けてきた。今後は、投資利回りのさらなる低下、取引価格の上昇を懸念する声もあるが、リスクの顕在化を抑制するためにも地域経済の持続力に期待したい。

¹⁰ CBRE による

¹¹ Bay Area Council Economic Institute

¹² 最新の提言は 15 年 11 月時点

(ご注意) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。
また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。