

東京の投資用不動産市場動向

都市開発部 山方 俊彦

昨年、今年と経済成長率は2年連続してマイナスとなることが確実視され、景気低迷は長期化の様相を呈している。

投資用不動産市場でも、一部の優良物件には底打ちの兆しがみえていたが、昨年末の金融機関の破綻以降、わが国の景気悪化や海外金融市場の混乱が利用需要や投資需要を後退させている。

以下、わが国最大のオフィスストックを有する東京23区の市場動向をみる。

1. オフィス市場の現状

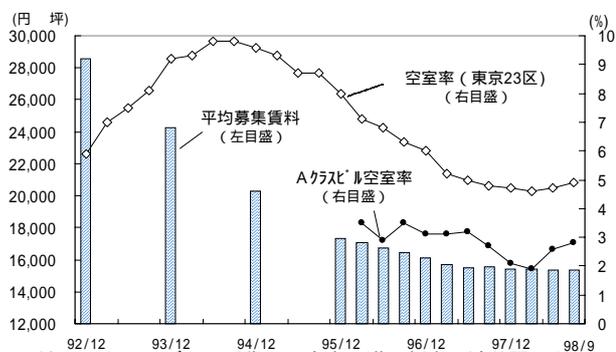
(1) 賃貸オフィス市場の現状

四半期毎の動きをみると、低下していた空室率は98年3月の4.6%を底に3年半ぶりに上昇に転じた。また、市場競争力が強く空室率の低いAクラスビルも、同じく98年3月の1.9%を底に上昇に転じ、市場全体に後退傾向が表れてきた。

募集賃料は、空室率が5%台まで低下した97年3月以降は15,000円/月坪台半ばで推移している。現時点では、需給悪化の影響は明確にはみられない(図表-1)。

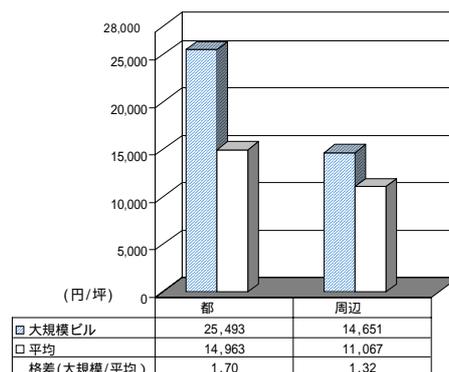
地域・規模別にみると、都心3区(千代田・中央・港)の大規模ビルの賃料は同地区平均

図表-1 東京23区の空室率と募集賃料(四半期)



(注) Aクラスビル: 千代田、中央、港、新宿、渋谷区にある延床1万坪を越えるビル
(資料) 生駒データサービスシステム

図表-2 地域/規模別の募集賃料(98/9時点)



(注) 大規模ビル: ワンフロアが200坪以上の物件
都心3区: 千代田・中央・港、周辺14区: 都心3区・新宿・渋谷・品川・豊島・文京・台東を除く区
(資料) 三幸エステート

の約1.7倍だが、周辺14区の大規模ビルでは約1.3倍と「都心の大規模ビル」の優位性は高い(図表-2)。

(2)過去 10 年の市場局面変化

ここで市場の長期的な推移をみてみる。過去10年間の賃貸オフィス市場を振り返ると、需要動向からいくつかの局面に区分でき、現在は再び後退局面に入った可能性が高い。

バブル経済による需要過熱局面（～90年）バブル期最後の90年まで新規のオフィス需要（前年から純増した入居面積）が順調に伸び、89、90年は供給の純増を上回った。空室率は90年に0.6%まで低下し、募集賃料は上昇を続けた。

バブル崩壊に伴う需要減退局面（91～93年）

91年のバブル崩壊で需要が急減し93年には純減となった。一方、バブル期に計画されたビルが次々に完成したため供給量は増加し、空室率が急上昇した。

需給悪化に伴う賃料調整（引き下げ）はやや遅れ、92年をピークに下落に転じた。

成約面積（オフィス移転や増床などに伴う新規の賃貸契約面積）は92年に増加に転じ93年に急増した。これはコスト削減を目的とした拠点集約や縮小移転などが増加したためとみられる。

価格効果による需要拡大局面（94～96年）大幅な賃料引き下げが需要を顕在化させたため、需要面積が拡大した。これは、コスト面の問題などからこれまでオフィス移転を控えていた企業が、総コストを変えずにより広い面積を借りることが可能になったためである。

また、パソコン配備率やネットワーク率の上昇で企業のオフィスニーズの高度化が進み、比較的賃料引き下げ割合の高かった新築オフィスへの移転・統合が増加した。

このようなオフィス移転の増加により、成

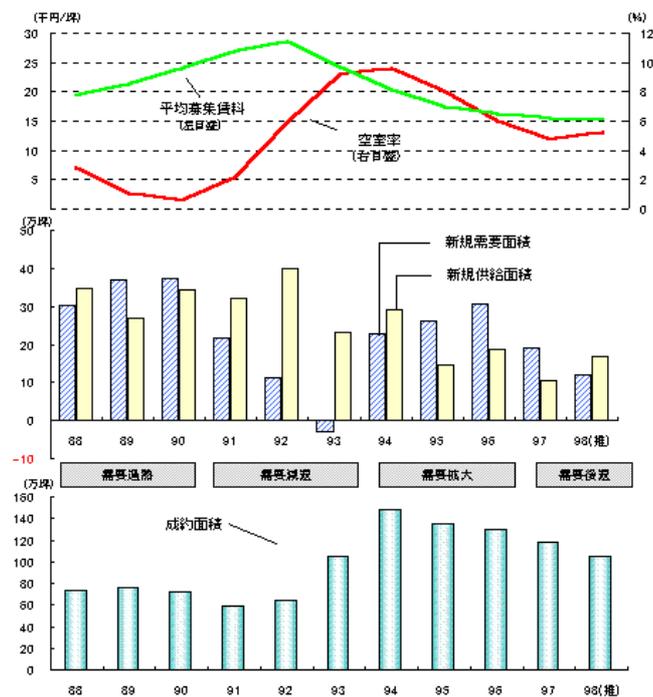
約面積は高水準で推移した。

供給がようやく抑制されはじめたこともあり、空室率は94年をピークに低下に転じた不況に伴う需要後退局面（97年～）

97年には、借り換え需要の一巡や価格効果の低下、人気の高い優良物件の在庫縮小に加え、景気後退と金融不安拡大から需要の伸びは低下した。しかし、供給の抑制により空室率は低下が続いた。

98年に入り景気低迷の深刻化から需要の伸びは大幅に低下し、空室率は上昇に転じた。このため、97年には優良ビルなど一部で底打ちの兆しがみられた賃料に再び下げ圧力が強まっているとみられる（図表-3）。

図表-3 過去10年の市場局面変化(東京23区)

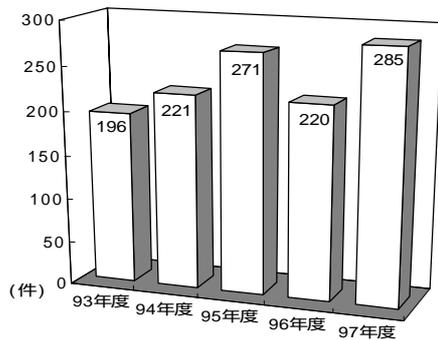


(注) 88年～91年の賃料および98年の成約面積はニッセイ基礎研究所による推計。98年の賃料は9月時点
(資料) 生駒データサービスシステム（新規需給面積、空室率、平均募集賃料）、三幸エステート（成約面積）

2. 不動産取引の現状

株式公開企業の不動産売却の動向をみると、97年度は285件で96年度より65件、30%上回り、93年度以降最大である（図表-4）。

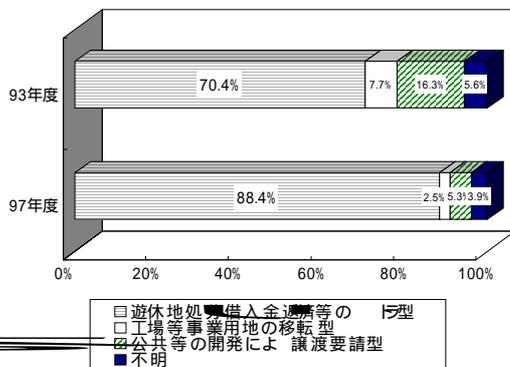
図表-4 東証企業の不動産売却物件の推移



(注) 大京による集合住宅1200戸の一括売却は1件とした
(資料) 東京証券取引所に提出された資料を基にニッセイ基礎研究所作成

売却理由をみると、遊休地処分や借入金返済などを理由とするリストラ型が約9割を占め、93年度から18ポイント上昇している。これは、景気低迷から財務体質が悪化し、借入金削減や決算対策などのため益出しを目的とした不動産売却が増加したためとみられる（図表-5）。

図表-5 土地売却理由の変化



(資料) 図表-4に同じ

最近の企業経営では、資産や売上高の規模拡大にかわり、ROA（総資本利益率）やROE（株主資本利益率）など資産効率重視が求められている。地価下落で不動産の含み益は減少する一方で、保有コストは上昇しており、リストラや資産圧縮のため含み益のある優良物件を売却する企業が増えている。特に、本社や支店など自家利用している不動産を売却後、そのまま使用するセール・アンド・リースバックが目立つ（図表-6）。

川崎市や山梨県などでは利用計画のない公有地の売却を検討しており、他の地方公共団体でも税収不足による財政悪化から公有地を民間に売却する動きが増加している。

また、不動産の直接取引ではないが、昨年後半以降、金融機関は不動産担保付債権などの不良債権をまとめて外資系金融機関などに売却するバルクセールを積極化させてきた。これらは収益性や様々な投資リスクを織り込んで簿価の10%程度、場合によってはそれ以下の評価額で売却されたとみられる。投資資金は短期の回収を狙った海外のホットマネーであり、2～3年以内に担保不動産が市場にでてくる可能性もある。

このように優良・不良を問わず、不動産の供給圧力は強い。

図表 6 ビルの売買事例

住所	ビル名	取得企業・団体	売り手	時期
千代田区大手町	大和銀行東京本部(リース)`ック)	恒和興業	大和銀行	1998
中央区八重洲	安田信託銀行本店(リース)`ック)	東京建物、安田生命	安田信託銀行	1998
中央区八重洲	さくら銀行東京中央支店(リース)`ック)	エス・ジー管理	さくら銀行	1998
港区北青山	ハザマ本社ビル(リース)`ック)	青南開発	ハザマ	1998
千代田区内幸町	大和生命ビル(一部リース)`ック)	ゴールドマンサックス	大和生命	1998
千代田区大手町	朝日東海ビル(リース)`ック)	御幸ビルディング	東海銀行	1998
中央区八重洲	住友信託銀行東京中央支店	東西土地建物	住友信託銀行	1998
目黒区中目黒	富士銀行東京事務センター	日本橋興業	富士銀行	1998
千代田区丸の内	三菱商事ビルディング別館(借地権付)	三菱商事	三菱地所	1998
中央区銀座	日産自動車本社ビル	森ビル開発	日産自動車	1998
新宿、目黒、江東区	コリンズ3ビル他計5棟	ダヴィンチ・ワン	住管機構	1998
新宿区高田馬場	高田馬場鹿友ビル	陸運電機	戸田建設	1998
港区	第一勧銀青山支店ビル(リース)`ック)	(グループ内ビル管理会社)	第一勧銀	1998
千代田区内幸町	長銀本社ビル	長ビル	日本長期信用銀行	1998
渋谷区六本木	旧第一住宅金融所有ビル	サウジアラビア	住管機構	1998
中央区日本橋	東急百貨店日本橋店	未定	東急百貨店	1999
中央区銀座	ダイエーOMCビル(旧リッカービル)	未定	ダイエー	未定
中央区銀座	ダイエー銀座ビル(旧カネボウビル)	未定	ダイエー	未定
渋谷区神宮前	レナウン本社ビル	未定	レナウン	未定

(資料) 公表資料を基にニッセイ基礎研究所作成

3. 商業不動産価格の現状

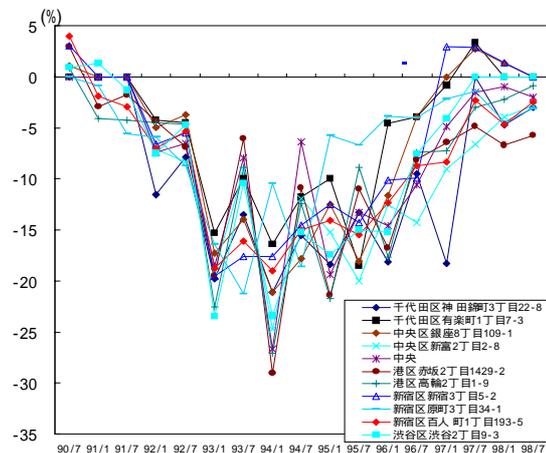
98年7月の基準地価をみると、都心5区(千代田・中央・港・新宿・渋谷)の商業地170地点のうち、地価が上昇したのは4地点で昨年から6地点減少した。

基準地価と公示地価(毎年1月)の調査地が同一の11地点をみると、92年から全地点で下落してきたが、97年7月には4年半ぶりに3地点が上昇し、2地点が横ばいとなった。残る6地点も下落率が縮小してきたことから、地価は底値圏に入ったと思われる。しかし、98年1月以降は再び弱含み傾向が強まっている(図表-7)。

また、最近では外資系金融機関による投資が活性化したこともあり、公的な地価動向だけでは実際の市場動向が判断しにくくなっている。これまでわが国の商業不動産評価は、周辺の取引事例を参考とする取引事例比較法が中心だったが、外資系企業の投資判断は収益

評価が基本であり、完全に収益評価となっていない基準・公示地価との乖離が指摘される。

図表-7 都心5区商業地価変動率の推移



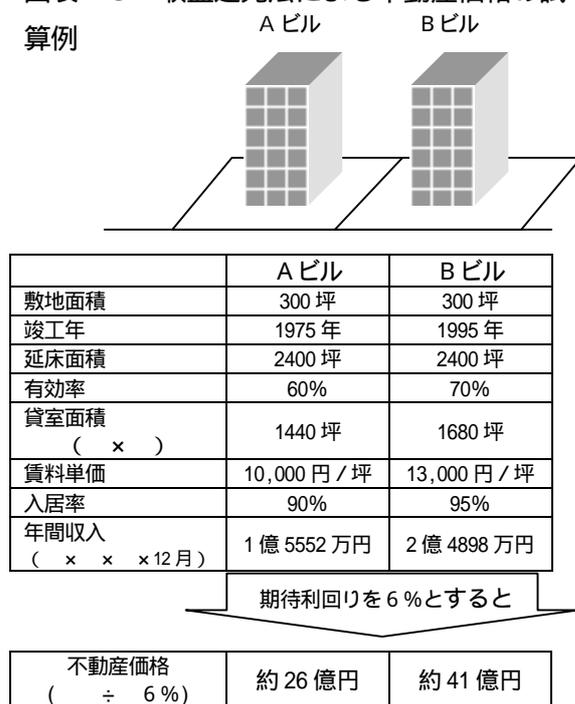
(資料)国土庁「公示地価」「都道府県地価調査」より作成

取引事例法では同じように評価される物件でも収益が異なれば市場価値に大きな差が生じるため、収益評価への転換は不動産市場の二極化をより鮮明にする。

例えば、ビルの新しさを安全性や設備機能、

グレードの差とみると、賃料や稼働率（空室率）に影響が生じ、建築設計による賃貸可能面積（有効率）の差が総収入額に影響するとして、両者の市場価値を試算した。その結果、同じ道路に面して隣接した同規模のビルでも市場価値が大きく異なることがわかる（図表 - 8）。

図表 - 8 収益還元法による不動産価格の試算例



(注)税金・管理費などの経費は考慮していない

(資料)ニッセイ基礎研究所作成

実際の投資判断では、将来の賃料改定や空室発生リスク、市場価値維持のための再投資（改修工事）コストや転売価格などを想定し、DCF 法（ディスカウント・キャッシュフロー法）を使ってより精緻な評価を行うことも多い。さらに、地域の市場性やテナントリスク、投資資金の性格などを考慮して期待する投資利回りを使い分ければ評価方法はより複雑・多様になる。

このような考え方においては、あくまで土地と建物を併せた利用価値が評価されるので

あり、土地だけを分離した価格を議論ではない。

国土庁と不動産鑑定士協会は9月に日本版デュー・デリジェンス（不動産の詳細な調査と厳格な評価）として、デフォルト状態の担保不動産を収益還元法で評価するための指針を提示した。対象は限定されているが、今後の拡大によってわが国にもようやく不動産の収益評価が定着していくと予想される。

4. 当面の見通し

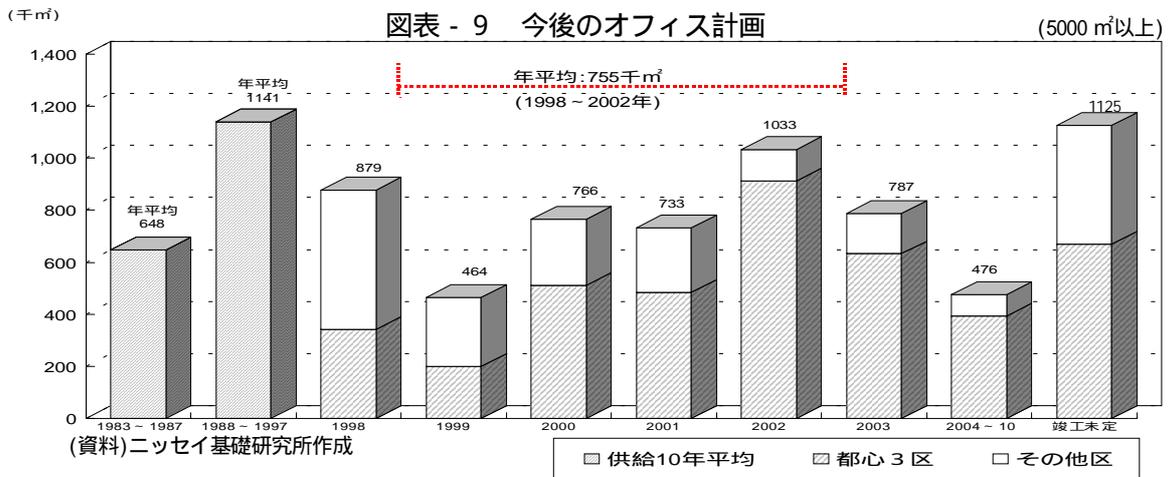
延床面積 5,000 m²以上のオフィスビル（賃貸・自家利用合わせ）計画をみると、今後5年間はバブル期の3分の2に相当する供給が予定されている。

特に、中断されていた再開発事業の再開や国鉄清算事業団用地の開発などの大規模計画が多く、2000年以降は都心3区に集中している。これらのビルは立地条件が良いばかりでなく、耐震性能や情報ネットワーク対応などの建築・設備面での優位性も高いと予想される（図表 - 9）。

これは、現在強い競争力を持ついわゆる「近（都心立地・駅近接立地）・新・大」ビルを上回る条件を備えたビルが大量に供給されることを意味する。賃料設定さえ間違わなければ、完成時から高い稼働率を達成できるビル群の市場参入である。

このような供給は新たな需要を喚起し、企業の都心移転を促すなど市場活性化の効果も期待できる。しかし、景気回復が遅れ需要が期待するほど拡大しない場合は、ゼロサムゲームとなる。

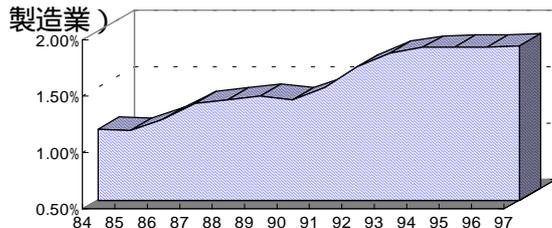
いずれにせよ、今後大型ビルの大量供給によって既存ビルは大きな影響を受け、新旧ビル間の競争激化は確実である。



一方、金融機関を中心とした業界再編や事業の再構築（リストラ）の動きの中で、当面は組織のダウンサイジングや合理化が優先して進められるとみられるため、オフィス需要の急拡大は期待できない。また、コスト意識や資産の有効利用意識も高まっている。99年3月期決算では、営業利益や経常利益の減益率は売上高の減少率を下回ると予想されている。これは企業が売上高の減少以上に人件費や賃借料など固定費の圧縮に取り組むためである。

例えば非製造業では動産・不動産賃借料の売上高に占める割合が93年以降高止まっているが、今後も情報化投資の積極化でOA機器のリース料の上昇圧力が強いいため、オフィス賃料総額の引き上げは難しいとみられる（図表 - 10）。

図表 - 10 売上高に対する賃借料の割合（非製造業）



(注) 動産の賃借料を含む

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」より作成

今後、景気回復が遅れると、オフィス需要の伸び悩みから、需給ギャップは拡大し、賃料の低下、地価の低下という悪循環に陥る可能性もある。

しかし、企業のリストラ過程で優良物件・土地の処分が進む可能性が高く、低金利政策の下、地価の低下と収益価値による不動産の厳格な評価の浸透で絶好の不動産投資機会が到来するとみられることもできる。問題は投資資金の調達で、証券化やノンリコースローンなど内外の投資家から資金を誘導するための新しい直接金融の仕組みが必要である。

「SPC法（特定目的会社法）」の施行やサービサー法の制定など、不動産投資再生に向けた制度的インフラ整備もあり、不動産に関する新たな事業機会も広がってきている。

・本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものですがその正確性と完全性を保障するものではありません。

・本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。

・本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複写、引用、配布することを禁じます。