

急上昇する東京のオフィス賃料

ーバブル超えの可能性を検討するー

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

「本当のバブルの時には誰もそう思っていない。崩壊して初めてバブルだったとわかる」という至言がある。過熱感が指摘されて久しい不動産投資市場だが、バブルかどうかという議論が常に戦わされている現状は、まだ健全な状況にあるといえそうだ。

超強気といわれるファンド運用者の多くも「根拠なき熱狂」状態にあるわけではなく、金利上昇見通しの後退とオフィス賃料の上昇という事実を、無条件にあるいはやや過大評価して、キャップレート、キャッシュフローの想定や出口戦略に織込んでいるに過ぎないのかもしれない。

確かに、市場平均を表すデータでみる限り、1992年以降下落一途だったオフィス賃料は、東京都心の大型ビルを中心に急上昇しており、Aクラスビルの空室はほとんどない状態となっている。2007年竣工予定の新丸の内ビルでは、共益費込みの坪当たり月額賃料が6万円台というバブル以来の最高水準になった。同ビルとは東京駅を挟んで棟建設されているグラントウキョウでも、5万円台の成約が出ている模様だ。バブルピークの1990年代初頭には、大手町・丸の内地区の大型新築ビルが8万～10万円の賃料で決まるとされるが、今後、そのようなビルが現われるのであろうか。

結論からいうと、東京駅周辺で竣工するAクラスビルに限れば、バブル期に近い水準の成約が出る可能性がある。過去のデータをみると、超大型で新築のオフィスビルは賃料変動率が非常に大きく、現在の賃料上昇の勢いが市場のトレンド的な動き以上に増幅される可能性があるからだ（図表-1、2）。

ただし、この地域でそのような事態が想定される大型ビル計画はそれほど多くない。計画内容が明らかになっていない竣工時期未定のプロジェクトを除けば、2009年までに東京駅周辺で計画されている大型オフィスビルは7棟で、うち2007年竣工予定のビルのテナント募集はすでに終了もしくは終盤に入っているとみられるためである（図表-3）。

中期的な景気変動も考慮すれば、2007年以降に竣工する最新鋭のAクラスビルにおいて、瞬間風速的に、一部テナントとの間でバブル期並みの賃料が実現する可能性がある、という程度であろう。

次に、議論を都心3区の大規模ビル全体に広げて考えると、われわれの推計では、仮に名目GDPが毎年7%成長を続けることができれば、2015年によりやくバブル期の賃料水準に到達する(図表-4)。しかし、成熟経済・人口減少時代に入った日本において、このような可能性は限りなくゼロに近いといえる。

足元を振り返れば、賃貸オフィスの市場構造はバブル時代とは大きく異なっている。実需中心の現在と異なり、当時は経済成長やオフィス需要の過大な見通しから、膨大な先物需要と仮需要も発生していた。また、最大の需要者だった国内金融機関は、金融ビッグバンと金融危機を経て再編が進み、彼らに代わる大口需要者は現われていない。ようやく債務・雇用・設備の過剰を解消して成長モードに転換した企業のコストやリスク管理に対する意識は高く、野放図に高額賃料を受け入れる土壌はもはやない(図表-5)。

一方、都心では10万円の賃料でも事業採算が厳しいといわれた当時と異なり、地価の大幅下落に加え、資金調達コストや建築コスト、維持管理コストの低下による事業環境の改善で、ビル供給者側の損益分岐点も大きく下がっている。また、新築ビルの都心回帰と大型化、基本性能の向上は、情報開示の進展や需要の高度化と相まって市場の二極化を現出させたが、ビルの品質格差が賃料にほとんど反映されていなかった当時に比べてはるかに健全な状況といえる。

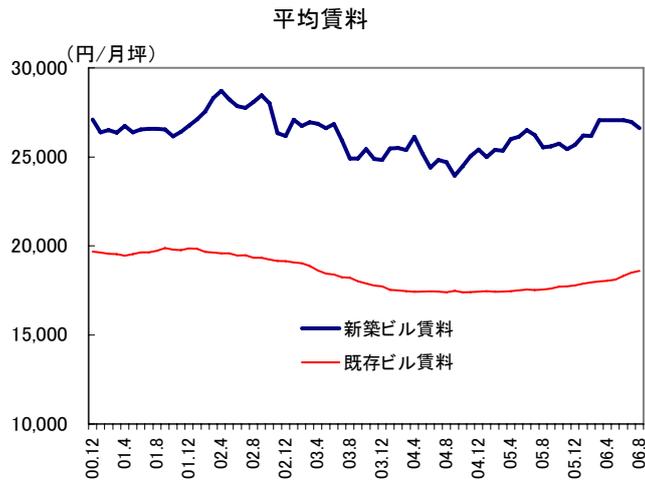
このようにみれば、瞬間風速的にしか実現しそうな最高賃料を追い求めるのではなく、顧客に対し高い品質とサービスを提供して相応の対価を得る努力こそが、ビル事業における持続的成長の王道といえそうである。

図表-1 規模別のオフィス賃料変動率

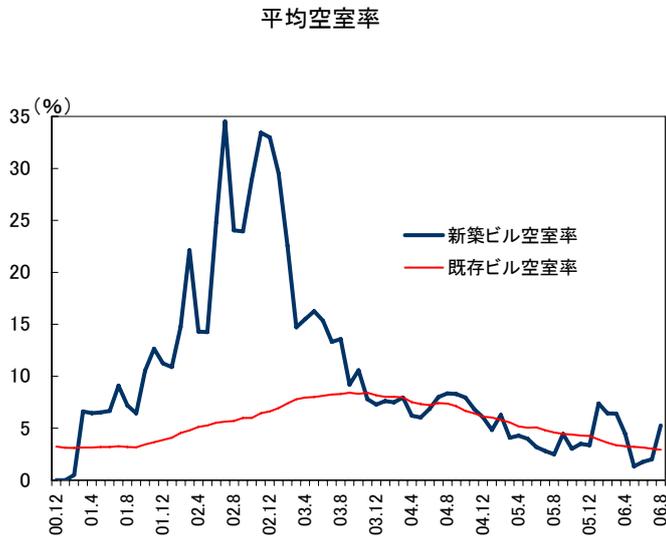
| | 全体平均 | 基準階 200坪以上 | 基準階 500坪以上 |
|------------------|------|---------------|---------------|
| 対前期比変動率の 標準偏差 | 12.1 | 13.8 | 15.9 |

(注)対象地域:東京都心3区(千代田・中央・港)、対象期間:87Q1~06Q2
(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-2 新築ビルと既存ビルの賃料と空室率



(出所)三鬼商事



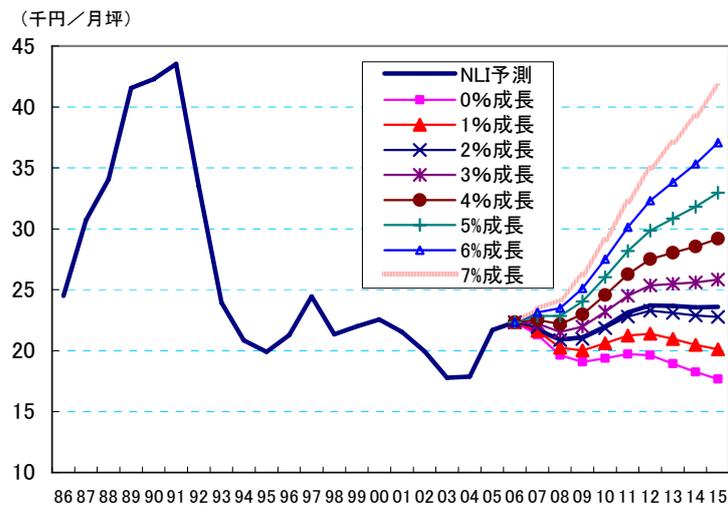
(出所)三鬼商事

図表-3 東京駅周辺の大型ビル計画
(2007年以降)

| 竣工年 | ビル名 | 住所 | 延床面積 | 事業者 |
|------------|--------------------------|---------|--------|---------------------|
| 2007年 | サビアタワー | 千代田区丸の内 | 7.8万㎡ | JR東日本、鉄道会館 |
| | 新丸の内ビルディング | 千代田区丸の内 | 19.5万㎡ | 三菱地所 |
| | グラントウキョウノースタワー | 千代田区丸の内 | 17.2万㎡ | JR東日本、三井不動産、国際観光会館 |
| | グラントウキョウサウスタワー | 千代田区丸の内 | 14万㎡ | JR東日本、鹿島八重洲開発、新日本石油 |
| 2008年 | 丸の内トラストタワー本館 | 千代田区丸の内 | 11.7万㎡ | 森トラスト |
| 2009年 | 三菱商事ビル・古河ビル・丸の内八重洲ビル建替計画 | 千代田区丸の内 | 20万㎡ | 三菱地所 |
| | 大手町地区第一次再開発事業 | 千代田区大手町 | 24万㎡ | 大手町開発(SPC) |
| 竣工時期 未定 | みずほ銀大手町本部ビル建替 | 千代田区大手町 | 未定 | 東京建物 SPC |
| | 大手町地区第一次再開発事業 | 千代田区大手町 | | 大手町開発(SPC) |
| | JFEビル建替 | 千代田区大手町 | | 三井不動産 |
| | 大和証券本店ビル建替 | 千代田区大手町 | | 大和証券グループ |
| | 東銀ビル建替 | 千代田区丸の内 | | 三菱地所 |
| | 都庁舎跡地開発 | 千代田区有楽町 | | 東京都 |
| | 三信ビル建替 | 千代田区有楽町 | | 三井不動産 |

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-4 東京都心3区大規模ビルの賃料予測



(注)東京都心3区・基準階200坪以上のビル

(出所)ニッセイ基礎研究所

図表-5 東京のオフィス需要 バブル期との比較

| | | バブル期 | 現在 |
|-----------|-------------------|------------------------|-----------------------------|
| 外部環境 | 実質 GDP 成長率 | 4.8%('85~'90年) | 1.3%('99~'04年) |
| | 公示地価 (東京区部商業地) | 100('91年指数) | 19('05年) |
| | 23区の貸室面積 | 2,192万㎡('91年末) | 3,148万㎡('05年末) |
| オフィス需要の特徴 | | 実需+先物需要・仮需要 | 実需中心 (選別的・戦略的・投資的) |
| | | 内外金融機関・ノンバンク が大口需要者 | IT、教育、医療介護、不動産 商業店舗の需要増加 |
| | | 立地は分散化・外延化 | 立地は都心回帰 |
| | | 床面積確保を最重視 | ビルの床利用効率・ 耐震性・セキュリティ重視 |
| | | 一人当床面積は拡大傾向 | 一人当床面積は縮小・横ばい |
| | | 国による 過大なオフィス需要予測 | 民間による 「2010年問題」の提起 |

(出所)ニッセイ基礎研究所

(参考)不動産投資分析チーム 公表レポート一覧

| | |
|------------|---|
| 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 |
| 2006/07/10 | 地方賃貸オフィス市場と投資市場ー改善する賃貸市況と流入する投資資金 |

(注)2002年4月以降のレポート