

# 不動産 投資 レポート

## 東京と地方都市におけるオフィス投資リスクの比較

### ～期待利回りと相反する募集賃料～

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 増宮 守  
[masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp)

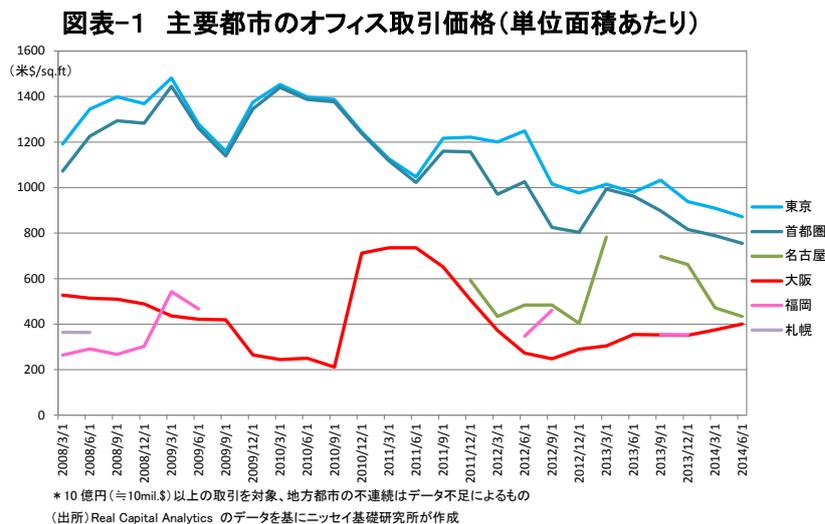
#### 要 旨

- 国内のオフィス投資市場では、東京都心の物件が最も高額で、地方都市との差が大きい。その理由としては、東京の高い賃料水準だけでなく、投資家の期待利回りの低さも挙げられる。
- 一方、賃貸市場におけるオフィス賃料に関する認識は、必ずしも東京が最も安定しているというものではない。実際、東京の募集賃料は地方都市よりも変動率が高く、東京の投資リスクが低いとする投資家の見方と相反している。
- しかし、成約賃料および物件の収益力についてみると、募集賃料に表れない地方都市の変動の大きさがわかり、地方都市の投資リスクが東京より高いことが確認できる。定性的にも、多くの企業が集積する東京では、賃貸市場のテナントの層が厚く、投資市場の流動性も高いなど、地方都市に比べ投資リスクは低いとみられる。

## 1. 東京と地方都市にみられる格差

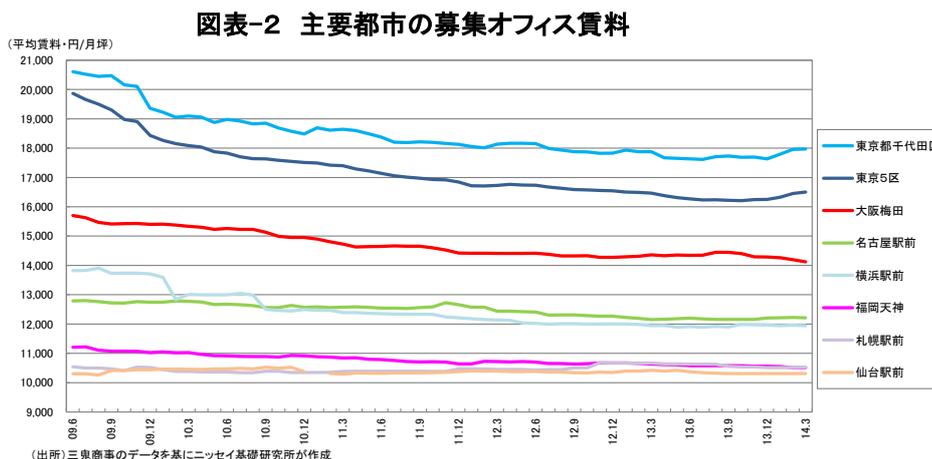
### ① 価格水準

国内において、政治、経済の中心である東京の地位は圧倒的である。オフィス投資市場では、都心の物件が最も高額で取引され、地方都市との差は大きい。オフィスビルの単位面積あたりの取引価格をみると、東京の物件価格は2008年から大きく値下がりしたものの、依然として地方都市の倍以上となっている(図表-1)。



### ② 賃料水準

東京の物件価格が高額な理由は、第1に高水準の賃料にある。三鬼商事による主要都市の募集オフィス賃料の推移をみると、東京都心と周辺、地方都市では水準の違いが明確である(図表-2)。東京では賃料負担力の高い大企業が集積しており、相対的に高い賃料を設定することができる。



### ③ 期待利回り水準

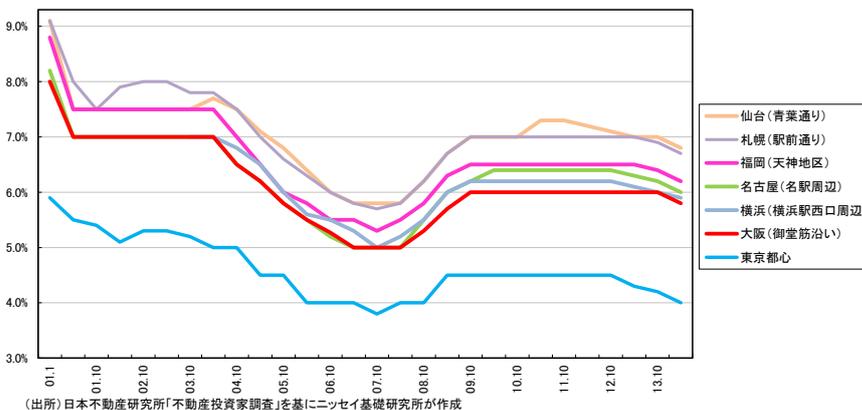
一般的な不動産鑑定評価手法である直接還元法では、賃料収入に基づく純収益(≒キャッシュフロー)を還元利回りで除して物件価格を算出する<sup>1</sup>。東京では、分子の賃料収入が大きいことに加え、分

<sup>1</sup> 単純な直接還元法では、 $P=CF \div R$ 、 $P$ =物件価格、 $CF$ =純収益(≒キャッシュフロー)、 $R$ =還元利回り

母の還元利回りについても有利となっている。日本不動産研究所による投資家アンケートベースの期待利回りをみると、東京と地方都市の水準には大きな隔りがある(図表-3)。投資家は、地方都市での投資に際し、東京よりも格段に高いリスクプレミアムを要求しているといえる<sup>2</sup>。

このように、東京の物件価格が高額な背景には、高水準の賃料だけでなく、東京を低リスクとみる投資家のエリア評価が影響している。

図表-3 主要都市における期待オフィス投資利回り

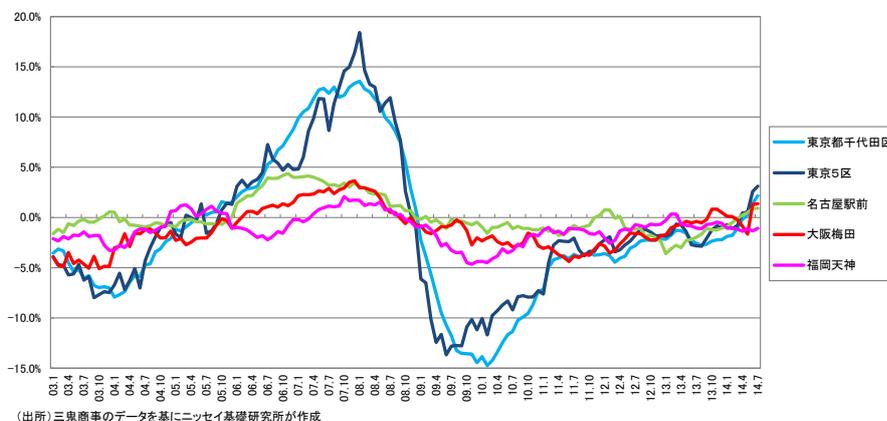


## 2. 相反する期待利回りと募集賃料

しかし、賃貸市場におけるオフィス賃料に関する認識は、必ずしも東京で最も安定した動きがみられるというものではない。一般に、市況回復局面では、都心物件の賃料が先行的に上昇し、その上昇幅は地方都市よりも大きく、一方、その後の賃料下落局面では、高水準の都心物件がより大きく下落すると認識されている。実際、募集オフィス賃料の年間変化率グラフをみると(図表-4)、2006年からのファンドブームの際に東京で大幅上昇し、その後のリーマンショックを経て、2009年には特に東京で大幅下落となった。加えて、最近では東京で地方都市に先行した回復がみられている。

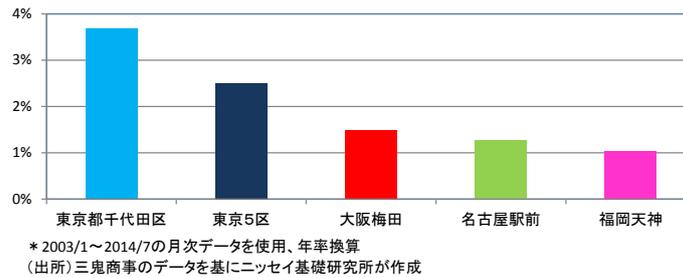
賃料変動の大きさを数値でも見て、募集賃料の変化率の標準偏差は、東京の数値が地方都市よりも格段に大きかった(図表-5)。これらは、期待利回りにみられる東京を低リスクとする認識と相反している。

図表-4 主要都市の募集オフィス賃料の変化率(前年同期比)



<sup>2</sup> 今回、追加的な利回りをリスクプレミアムとみなし、成長期待の概念は扱っていない。東京に限れば、当面は人口増加が続くため、賃料上昇期待が利回りを小さくしているとも言えなくはない。しかし、賃料上昇期待が高まったとみられた2007年、東京だけでなく地方でより利回り縮小が進んだ。東京で賃料上昇期待があるというよりも、地方都市の賃料下落期待が縮小したと見る方が説明し易い。

図表-5 主要都市の募集オフィス賃料変化率の標準偏差



### 3. 募集賃料に表れない地方都市のリスク

#### ① 成約賃料

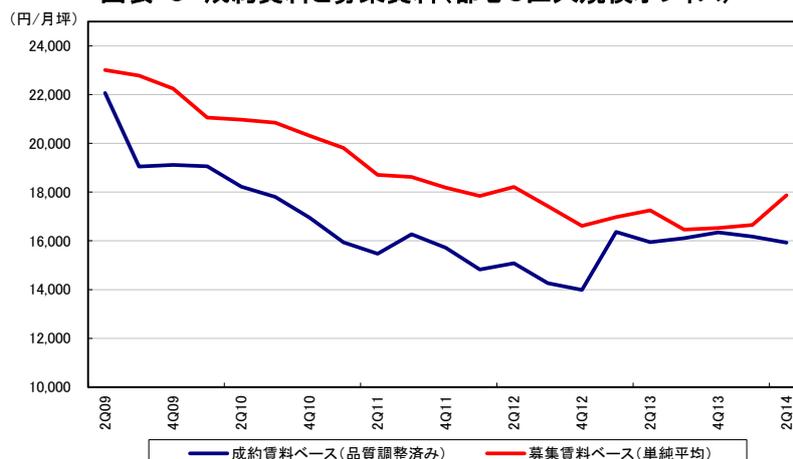
月次公表される募集賃料は、非常に広く利用されているデータであるが、その他に、実際の成約賃料もデータとしてみることができる。成約賃料は、募集賃料が据え置かれている場合でも交渉により変化するため、より変動しやすく、賃料収入やキャッシュフローの実態を反映しているといえる。

たとえば、最近の2013年第1四半期の回復局面をみると、募集賃料の引き上げはみられなかったものの、大幅値引きの減少などを反映し、成約賃料は明確な回復を示していた(図表-6)。

成約賃料指数の変化率をみると、その標準偏差は概ね8%以上で(図表-7)、募集賃料の4%弱(図表-5)を大幅に上回っている。さらに、他都市の数値が東京を上回っており、募集賃料の解釈とは異なり、東京のリスクは地方都市に比べ高くないといえる<sup>3</sup>。

テナント企業や賃貸ビル数が少ない地方都市では、顔のみえる賃貸市場として相対交渉の余地が大きいとみられる。テナント候補が複数の募集賃料を比較する東京では、募集賃料が重要な意味を持つものの、募集賃料にこだわらず個別交渉で成約する割合が高い地方都市では、募集賃料は据え置かれたままの場合もある。実際、地方都市の募集賃料にはあまり動きがみられておらず(図表-4)、市場の変動が十分に表れていない可能性が高い。

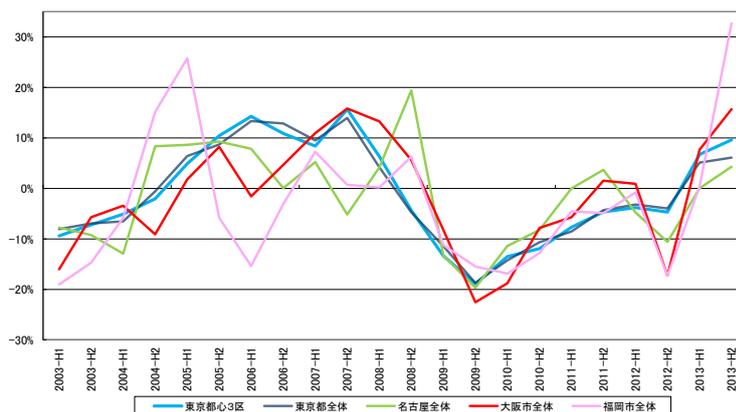
図表-6 成約賃料と募集賃料(都心3区大規模オフィス)



(出所) 募集賃料は三幸エステート、成約賃料は三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同開発した「オフィスレント・インデックス」

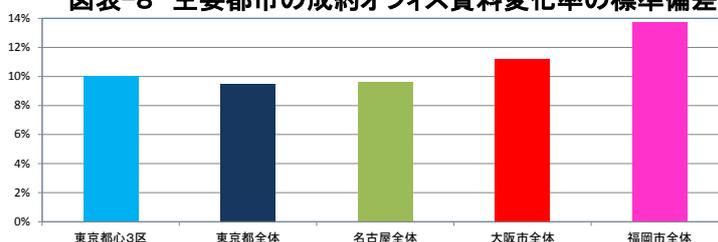
<sup>3</sup> ただし、成約ベース賃料データは、募集賃料よりもデータ数が少ない。特に地方都市ではデータ数の少なさが変動率に影響している可能性にも注意を要する。

図表-7 主要都市の成約オフィス賃料変化率(前年同期比)



(出所) 三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同開発した「オフィスレント・インデックス」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-8 主要都市の成約オフィス賃料変化率の標準偏差



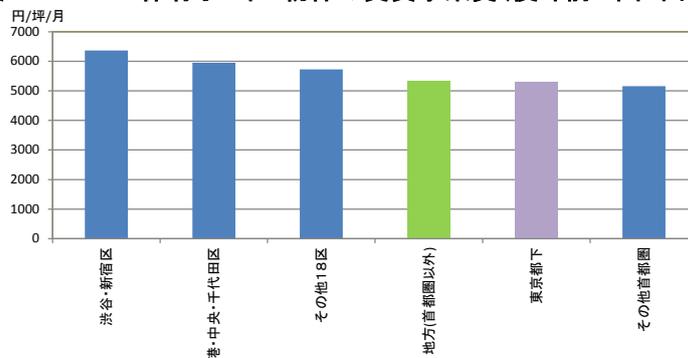
(出所) 三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同開発した「オフィスレントインデックス」を基にニッセイ基礎研究所が作成

## ② 物件の収益力

さらに、投資リスクについては、賃料だけでなく<sup>4</sup>コスト面にも注意し、東京と地方都市の物件収益力を比較することも重要である。

J-REIT 保有オフィス物件について賃貸事業費単価の平均を求めたところ、格差のみられる賃料水準と異なり、東京と地方都市でコスト水準に大きな差はみられなかった(図表-9)。海外では都心と地方の物価格差が珍しくないが、国内では家賃などを除き、東京と地方で物価の違いを感じることはほとんどない。賃貸事業費単価についても、不動産関連の固定資産税、都市計画税を除けば、東京と地方都市で特に差はみられていない。

図表-9 J-REIT 保有オフィス物件の賃貸事業費(償却前・単位面積あたり)



(出所) J-REIT公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>4</sup> 賃料だけでなく、賃料収入を左右する空室率も重要であり、地方都市では、東京を大幅に上回る高水準の空室率が賃料収入を抑制している。しかし、その変動性には東京と地方都市での明確な違いがみられなかったため、本文では空室率については扱っていない。

次に、平均的なオフィスビルのモデルとして、每期2割のテナントが成約賃料指数の単価で新規に入れ替わり、賃貸事業費単価は一定である物件を想定してみた(図表-10)。賃料の高い東京都心3区と、大阪と福岡では収益力が大きく異なり、直近2013年下期の純収益(NOI)率は、都心3区の約57%に対し、大阪では約35%、福岡では23%であった。

賃料水準は低いにもかかわらず、コスト水準が東京と大差ない地方都市では、賃料変化の純収益に及ぼす影響が大きく表れる。純収益変化率の標準偏差は、都心3区の6.2%に対し、大阪では8.9%、福岡では11.9%であった。

図表-10 モデルオフィス物件の収益率および変動性

	継続賃料 (円/月/坪)	コスト単価 (円/月/坪)	純収益単価 (円/月/坪)	純収益率	新規賃料 標準偏差 (成約賃料指数)	純収益 標準偏差
モデルA 都心3区	14,900	6,366	8,534	57.3%	8.4%	6.2%
モデルB 大阪	8,456	5,338	2,918	35.3%	12.5%	8.9%
モデルC 福岡	6,966	5,338	1,628	23.4%	14.4%	11.9%

\*2013年下期時点、標準偏差には09年下期~2013年下期までの半期データを使用、年率換算  
(出所)三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同開発した「オフィスレント・インデックス」とJ-REIT公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

このように、成約賃料や物件の収益力をみると、地方都市のリスクはかなり高く、東京のリスクは相対的に低いといえる。定性的にも、多くの企業が集積する東京では、賃貸市場のテナント層が厚く、投資市場の流動性も高いなど、地方都市に比べ投資リスクが低いといえる要素は多い。

#### 4. さらなる市場整備への期待

今回、成約賃料と物件の収益力をみることで、東京のオフィス投資リスクが相対的に低いことを確認した。しかし、日々市場価格が得られる株式や債券市場に比べれば、流動性の乏しい不動産市場では、データ分析によって確認すべき課題は多い。

今後、年金基金を含む幅広い層の不動産投資を促進するためには、彼らのリスク管理要請に応え、他資産との比較に資する市場データの充実が肝要である。

J-REIT市場の創設から13年目を迎えたこともあり、不動産市場で入手可能なデータは、以前に比べ質、量ともに格段に充実してきた。たとえば、株式や債券のように取引価格データから投資リスクを把握できることが理想的だが、住宅については、2012年から取引ベースの東証住宅価格指数が公表されている<sup>5</sup>。現在、オフィスなどの商業用不動産についても国交省が同様の指数を準備しており、その公表によって取引価格ベースのオフィス投資リスクの算出も期待される。今後も、市場インフラ整備の進展により、不動産投資市場が活性化することを期待したい。

以上

<sup>5</sup> 東証住宅価格指数は、複数回売買された同一物件について、取引価格の変化を統計的に処理する手法(リピートセールス法)によって算出されている。

(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。