

回復基調にある不動産市況 ～東京オフィス市況の現状と今後の見通し～

【ポイント】

1. リーマンショック（2008年）以降、悪化していた不動産市況は「2012年問題」を乗り越え、回復基調にあるとの報道が先行している。
2. 空室率は2012年6月以降、回復しているが、賃料水準は空室率が改善している割には上昇していない。今後、上昇する見込みは高いといえるが2015年以降100万㎡を超える大量供給が計画されていることもあり上昇ペースは緩やかなものとなろう。
3. 賃料と市街地価格指数の推移は強い相関性があり、これまでの経験則通りであれば、今後の賃料については、市街地価格指数の上昇にあわせて回復していくと思われる。
4. 足元の不動産価格の上昇は、賃貸収益の成長期待を反映した不動産利回りの低下が大きく影響しているものと考えられる。よって、賃料水準の改善が確認できない状況に陥れば一転、下落局面に転じる可能性もあると思われる。

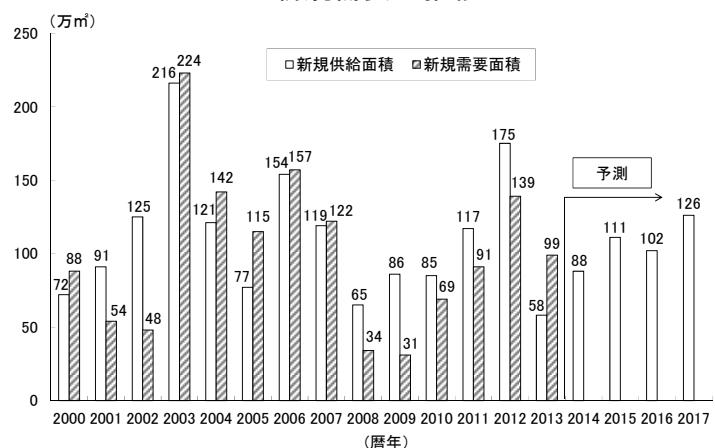
3月に発表された2014年公示地価をみると全国平均では依然として下落しているものの下落率は縮小傾向にある。一方、三大都市圏平均では住宅地、商業地ともにリーマンショックに見舞われた2008年以來6年ぶりに上昇に転じており、安倍政権の経済政策「アベノミクス」を下支えに不動産市況が回復局面に入りつつあることが窺える。本稿では、東京都心部のオフィス市況動向を中心に取り上げ、オフィスビルの需給関係、賃料・空室率、不動産価格（市街地価格指数）等の推移に着目しながら今後の見通しについて考察していきたい。

1. リーマンショック以降のオフィス需給動向

東京都心部のオフィス市況は、リーマンショック以降、長らく続いた低迷期を脱し、足元では大規模ビルを中心に回復基調にあるとの報道が先行している。その間、いわゆる「2012年問題」と称される大規模ビルの大量供給による需給バランスの悪化（空室率の上昇、賃料水準の低下等）が懸念されていた。事実、2012年には図表1の通り2000年以降では2番目に多い175万㎡の新規供給があった。

ところが、2013年には景況感の回復、テナントの業況改善に伴い拡張移転や館内増床などの新規需要を呼び込む流れとなり、新規需要が新規供給を上回る状況となった。結果的に「2012年問題」の市況への影響は限定的だったといえる。

図表1. 東京大規模オフィスビルの新規供給、新規需要の推移



(資料)森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査(速報版)(2014年4月22日)」より富国生命作成

今後の需給動向については、2015年以降3年間で都心3区（千代田区、中央区、港区）を中心に100万㎡を超える大量供給が計画されており、オフィス需要の動向次第では再び供給過多の状況に陥ることもありえよう。

2. 空室率、賃料水準

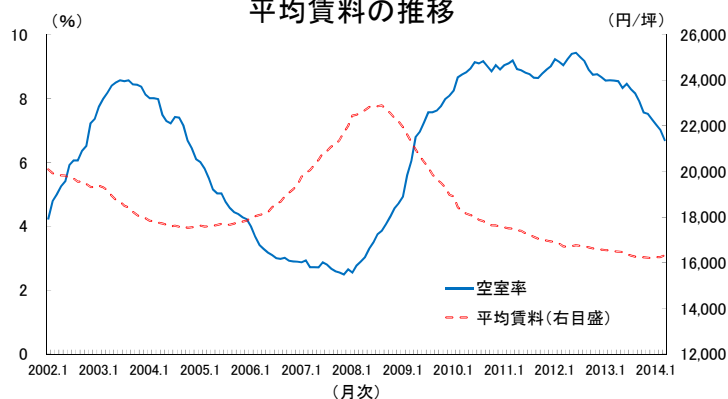
それでは賃料水準は、新築ビルのオフィスの需給の影響を受けどのように推移しているのでしょうか？

ここで賃料動向と関連性の強い空室率についてみると、2008年1月に2.5%まで低下した後、リーマンショックの影響を受けて急速に悪化し、2012年6月には9.4%まで上昇している。しかしながら、2012年6月以降、新築ビルのオフィス需給の改善とほぼ同時に反転し、2014年3月には6.7%まで回復している。

これに対して、平均賃料は2012年6月以降の空室率低下を受けて2013年中に上昇に転じると予測する向きが多かった。これは図表2の通り、賃料水準は空室率に対して遅行性を有しており、これまでの推移からも妥当なものと思われる。結果的には2013年中に明確な反転は認められなかったものの足元では横ばい圏での推移になっており底打ち感が出てきている。

この状況は東京都心部のオフィスにおいて、テナント対応にあたっている小職の実感とも一致している。賃料面に関しては、これまでのようなテナント側からの減額要請はほぼみられなくなっており、逆に空室率改善等を背景に賃料引き上げの提示を行うケースが増えている。不動産市況を取り巻く環境面での好転が明らかになっているといえる。したがって、2006年当時と同様に今後、賃料は上昇していく可能性が高いと思われる。ただし、2015年以降、100万㎡を超える新規供給が見込まれていることから上昇ペースは緩やかなものになることが予想される。

図表2. 東京都心5区オフィスビル空室率と平均賃料の推移



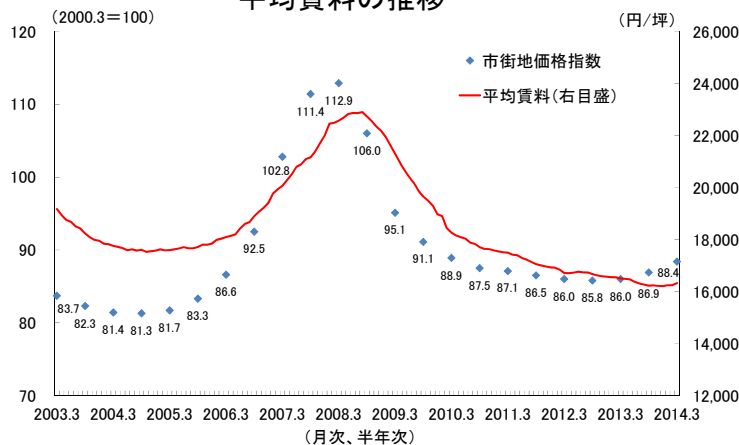
(資料)三鬼商事(株)資料より富国生命作成
(備考)東京都心5区は千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区

3. 市街地価格指数と賃料水準

次に賃料水準と不動産価格（市街地価格指数）との相関性について検証してみる。冒頭で足元の公示地価について、三大都市圏では上昇に転じている旨述べたが、日本不動産研究所が発表している市街地価格指数（宅地価格を指数化したもので地価の長期的変動の傾向をみるために利用されている指標）の推移とあわせて比較してみたい。

賃料の推移と市街地価格指数の推

図表3. 市街地価格指数(東京都区部商業地)と平均賃料の推移



(資料)三鬼商事(株)資料、日本不動産研究所資料より富国生命作成

移については、図表 3 の通り、強い相関性があることが窺える。合理的に考えると賃料の上昇を受けて地価水準が上昇するのが妥当と思われるが、過去の推移からは市街地価格指数(地価動向)は将来の賃料動向を先取りして上下していることが確認できる。すなわち、リーマンショックの影響による 2008 年 9 月以降の市街地価格指数の下落に対して、賃料はやや遅行して下落基調で推移している。市街地価格指数が底を打ち上昇に転じた 2013 年 3 月以降においては、賃料水準は足元、ようやく底を打った程度にすぎないとの見方もできるが、これまでの経験則も踏まえて考察するに今後、市街地価格指数の上昇にあわせて賃料水準は回復していくものと思われる。

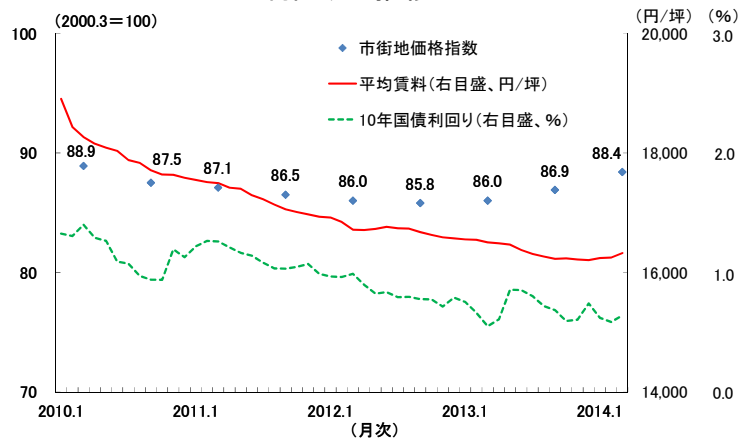
4. 今後の不動産価格の見通し

いわゆる「アベノミクス」への期待感や世界的な金融緩和の影響によりインフレヘッジ効果の見込める不動産市場への資金流入が続いているが、価格の上昇に拍車がかかりそうな気配はあるのか？

既知の通り、現物不動産の売買については収益還元法に基づく収益価格を中心とした取引が主流になっている。2013 年までの賃料水準(言い換えると物件が生み出す収益)が前述の通り横ばい程度で推移していることを勘案すると、これまでの不動産価格の上昇は不動産取引の需給タイト化と低金利政策の影響による不動産利回り(キャップレート)の低下が要因と考えられる。

今後については、「3. 市街地価格指数と賃料水準」で記述の通り、これまでの経験則通りであれば賃料水準は回復していくことが予想され、賃貸収益の成長期待から不動産利回りの低下(不動産価格の上昇)が進んでいくものと考えられる。ただし、足元の不動産価格については、今後の賃料の上昇がある程度先取りされていることから、賃料水準の改善が確認できない状況に陥った場合には一転、下落局面に転ずる可能性もあると思われる。

図表 4. 市街地価格指数・平均賃料・10年国債利回りの推移



(資料)三鬼商事㈱資料、日本不動産研究所資料、ブルームバーグデータより富国生命作成

不動産市況については、前掲の図表 2~4 から読み取れるように一方向にのみ振れるということはない。概ね 5 年程度の周期で上昇と下降を繰り返す今日に至っているが、足元、不動産市況は回復基調にある。中期的にみても 2020 年の東京五輪開催に向け会場となる湾岸エリアを中心にインフラ整備や都心拠点の整備が行われ、企業の設備投資や雇用の改善を通じ経済成長を後押しするとの期待感がある。これらの動きは不動産市場にとってもオフィスの増床需要に結びつくことが見込まれる等プラス材料であることは間違いなからう。

ただし、2 度目の消費税増税による需要面への影響、金融緩和政策の状況によっては、不動産市場への資金流入が鈍化する等の懸念材料もある。したがって、今後の不動産投資、賃貸事業においては、市況の反落局面も意識した行動が求められてくるのではなからうか。

(不動産運用グループ 高橋 祐一)