

東京におけるオフィスビル市場の現状と今後の見通し

【ポイント】

1. 市場の牽引役として不動産ファンド勢が台頭してきた。
2. 収益還元法による評価手法が定着してきている。
3. 不動産価格は一部で過熱感があるものの、適正な水準にあると言えよう。
4. 市場は二極化傾向を一層強めながらも、緩やかに成長を続ける事となるであろう。

ここ数年、東京の不動産市場は底堅い景気に支えられ、空室率、賃料相場とも堅調に推移している。また、再開発の続く丸の内・六本木地区では、複合型都市再開発の優等生と言える新丸の内ビルや東京ミッドタウンなどが平成 19 年にオープンし、その扱いは都市型テーマパークの様相である。先に発表された平成 19 年の公示地価によると、三大都市圏、特に東京都心部の急激な地価上昇に伴い、16 年振りに全国の地価（商業地・住宅地）が上昇した。

あるものは言う、「不動産バブル」だと。

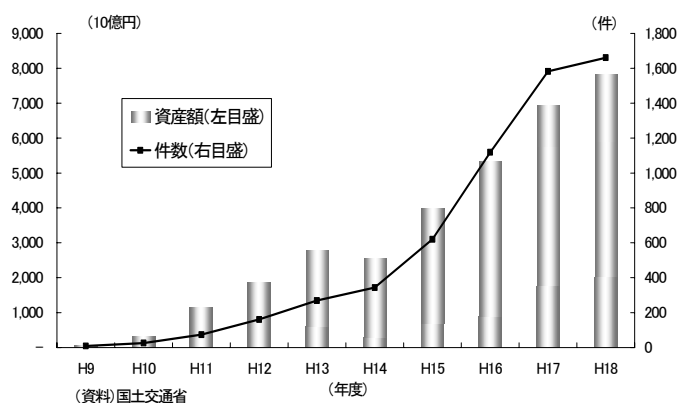
またあるものは言う、「適正な水準」だと。

その現状と今後の見通しについて、考察してみたい。

1. 不動産市場の牽引役

平成 13 年の J-REIT¹誕生以来、私募投信等を含めた不動産証券化市場は拡大を続けており、平成 18 年度中に証券化された不動産資産額は約 7.8 兆円規模（対前年度比約 13% の伸展）に達している（図表 1）。まさに現在の不動産市場を牽引するのは、この不動産ファンド勢と言えよう。証券化され流動性が格段に向上した事に伴い、不動産は急速に金融商品としての存在感を高めている。世界的な運用難、カネ余りで行き場を模索する海外の投資マネーが、この不動産ファンドを通じて、日本の、東京の不動産市場に流れ込んできているのだ。

図表 1. 不動産証券化の実績の推移



2. 評価尺度の変化 ～収益還元法の定着とNOI至上主義～

不動産ファンド勢の台頭により、不動産取引そのものもドラスティックに変化を遂げつつある。不動産ファンドは、投資家に対して事業の執行状況等について説明責任を果たしていく事が必須である為に、不動産取引は従来型の閉ざされた取引形態から、よりオープン

¹ 投資家から集めた資金を不動産で運用し、配当金として分配する日本版不動産投資信託の事。

ンで公平な取引形態へと主流を移しつつある。すなわち、不動産の売買においては、従来の相対取引から競争入札方式へ、その取引価格は、不動産の再調達原価に着目して価格を求める「原価法」や類似の不動産取引事例価格に着目して価格を求める「取引事例比較法」から、不動産の収益力に依拠する「収益還元法」へと評価尺度の主流が変化しているのである。「収益還元法」とは、不動産鑑定評価基準を引用すると『不動産から生ずる収益を一定率で割り戻して現在価値を求める方法で、特定期間の純収益を一定率で割り戻して直接現在価値を求める「直接還元法」と、保有期間中に得られる純収益と、期間満了後の売却によって得られると予測される価格を、現在価値に割り戻して足し上げる「DCF法²」の2つの方法から構成される』とある。特に不動産ファンドにおいては後者を採用するケースが一般的であり、ファンドマネージャーは将来の賃料値上げや管理コストの圧縮シナリオを盛り込んで、NOI³の向上を実現させている。NOIの向上はすなわち「収益還元法」による不動産価格の向上であり、ひいては不動産ファンドのバリュアアップに直結する事である。

3. 不動産バブルの境界線

上記のとおり、「収益還元法」による不動産価格は、将来の収益や売却価格の見込み等、シナリオの描き方一つで大きく変動する事となるのだが、不動産価格はそれ程短絡的に決定されるものではない。不動産価格の算定を複雑ならしめている原因は、立地、地形、インフラ整備状況、ビルの商品企画、構造、維持管理方法等、二つとして同一の不動産が存在しない事にある。「収益還元法」が昨今の主流となっている以上、収益力に見合わない実力以上の価格形成がなされているか否かが、冒頭の「不動産バブル」と「適正な水準」の境界線の一つと言えよう。

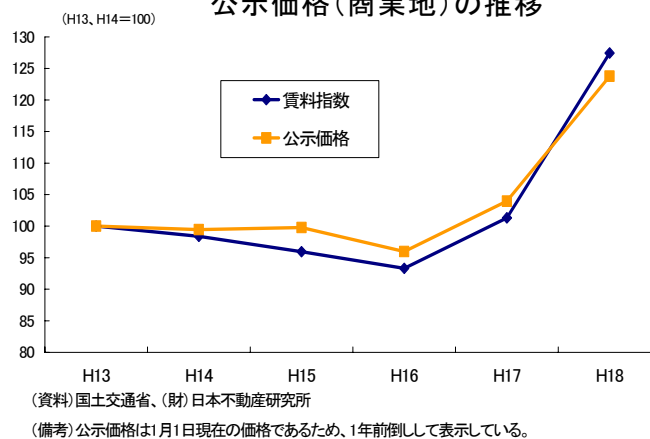
ここで、千代田区のオフィス賃料指数と公示価格の推移（図表2）を概観すると、J-REITが誕生した平成13年以降、賃料指数と公示価格はほぼ連動している事がわかる。公示価格は、1月1日時点における直近の売買事例や収益性を勘案して算出されるものであり、近年の急激な価格上昇も、前年の賃料上昇等を反映した合理的な結果として説明可能な水準にある。すなわち、現在の地価は実力（収益力）に見合った「適切な水準」にあると言えよう。

しかしながら、一部で過熱感が生じている事は否めず、引き続き今後の動向を注視していく必要がある。

4. 東京におけるオフィスビル市場の今後の見通し

汐留や六本木など、官公有地の民間移譲に伴う白地の再開発がほぼ一巡し、今後は老朽

図表2. 千代田区のオフィス賃料指数と
公示価格(商業地)の推移



² ディスカウント・キャッシュ・フロー法の略。

³ ネット・オペレーティング・インカム。総収入から管理費用等の総支出を控除した純収益の事。

化した既存ビルの建替えによるスクラップ&ビルドが多くなるものと予測される事から、新規供給がそのままストックの増加には繋がらない。また、東京 23 区の大規模オフィスビルの供給量は、今後比較的低位安定で推移する事からも、企業の旺盛な床需要に支えられた昨今の市況の回復を腰折れさせる程のインパクトとはなりそうもない（図表 3）。

一方、需要面を俯瞰すると、首都圏への経済一極集中がより一層進展することや、首都圏の将来人口が全国的な少子高齢化、人口減少社会の到来局面においても、当面緩やかな上昇を続ける事から、市場としての広がり期待する事ができよう（図表 4）。また、オフィスは人材の知的工場であるとの考えが先進企業に定着した事や、外資系企業の進出もあり、海外主要都市と比較して狭小な東京のオフィス環境（図表 5）の改善による増床ニーズもある程度見込まれる事から、急激な需要の減少も想定しづらい。尚、懸念された団塊の世代の大量退職がもたらすオフィスビル市場の悪化も、堅調な景気に下支えされた企業の旺盛な雇用ニーズもあり、今のところ顕在化の兆しは見えていない。

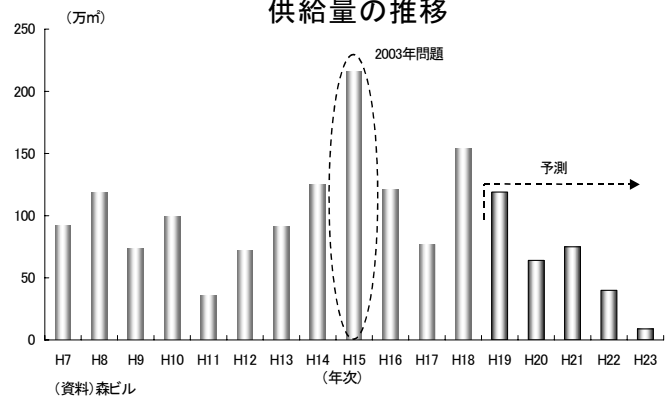
近年オープンした再開発ビルは、立地面に優れるうえ、高度に進化した IT 環境に対応可能な最新設備、情報漏洩を排除する高度なセキュリティシステムを有し、懸念される大規模地震にも対応できる制震・免震装置等を備え、芸術・商業施設、従業員のメタボリック対策としてクリニックモールやフィットネスクラブを併設するなど、+αの魅力的な演出を付加する事で成功を収めている。

一方、立地や設備等に劣り、市場のニーズに応えられない老朽化ビル等においては、テナントの退去や縮小、賃料値下げ等に対抗する術もなく、市場からの撤退をも余儀なくされている。

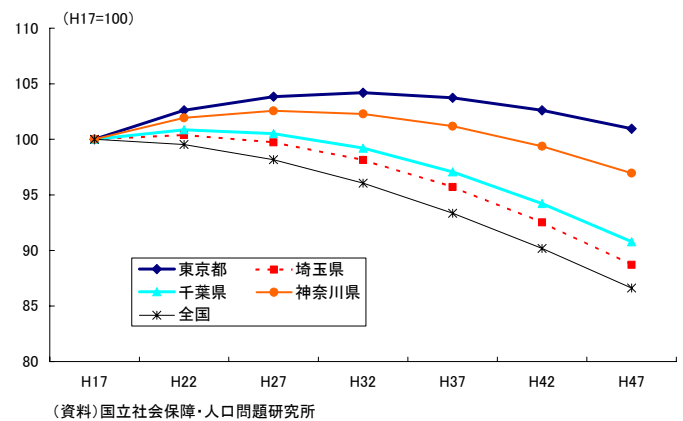
今後の東京のオフィスビル市場は、設備や付加価値などによる競争力格差を色濃く反映し、好立地・ハイスペックの A クラスビルと、競争力に劣る老朽化ビル等との二極化傾向をより一層強めながらも、需給の動向等を総合的に判断すれば、緩やかに成長を続ける事となるであろう。

（不動産部 武田 剛）

図表 3. 東京 23 区内の大規模オフィスビル供給量の推移



図表 4. 将来の都道府県別人口



図表 5. 世界主要都市におけるオフィスワーカー 1 人あたりの標準利用床面積

