

都心オフィスマーケット

—オフィスマーケットを取り巻く状況—

戦略調査事業部 副主任研究員 船渡川 純

東京都心部を中心に、業務系の不動産取引が活発化していると言われている。本稿では、各種公表資料を基にオフィスビルの視点を中心に現状を把握するとともに、その背景について考察する。

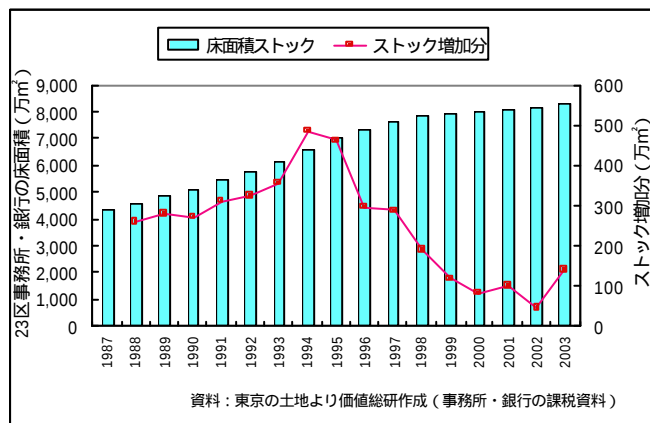
また、23区毎のオフィス床面積の状況では、都心3区に約5割の床が集中している（図表2 23区のオフィス床面積のストック量参照）。

大型オフィスビルの供給状況と今後の計画

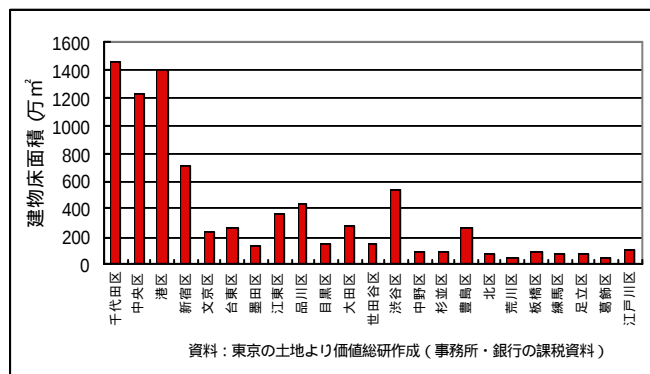
東京23区オフィスビルの床ベースの供給概況

東京都の2003年の事務所床面積は約8,300万㎡（課税床資料ベース）であり、伸びは鈍化しているが増加傾向にある。また、バブル崩壊以降ストック増加量も減少傾向にあったが、2003年には大量供給の影響を受けてストック分が約140万㎡増加している（図表1 東京のオフィス床面積の推移参照）。

図表1 東京のオフィス床面積の推移

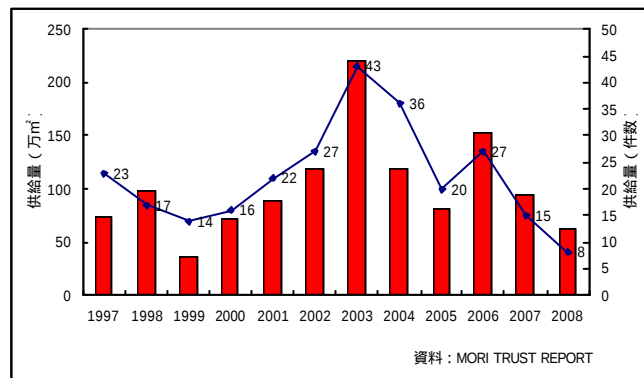


図表2 23区のオフィス床面積のストック量



森トラスト「東京23区の大規模オフィス供給量調査」によると、延べ床面積1万㎡以上のオフィスビルの供給は、2003年問題と言われた大量供給時には211万㎡、その後は供給量が減少し2005年の供給量は82万㎡にとどまるが、2006年には153万㎡、2003年以降の5年間の平均供給量は102万㎡/年となると言われている。これは86年～04年の平均（103万㎡/年）を若干下回るレベルである。また、ビル規模については、01年～05年の1棟あたりの平均オフィス床面積は4.2万㎡であるが、続く06年～08年は6.2万㎡に達する見通しで1棟あたりの大型化は当面続く。さらに、供給エリアとしては、05年～08年の区別シェアでは都心3区が7割強（約285万㎡）ビジネス地区では「大手町・丸ノ内・有楽町」地区が突出しており約76万㎡、2位以下の地区（六本木、赤坂、大崎・五反田等）の2.5倍以上とも言われている。

図表3 東京23区の大規模ビル供給量



2004年以降竣工延べ床面積1万坪以上新規の大型ビル供給エリアの多くは、東京丸ノ内、八重洲、新橋、秋葉原、三田、大崎駅周辺などJRターミナル駅とのアクセス至便な地域に立地している。汐留・品川など旧国鉄跡

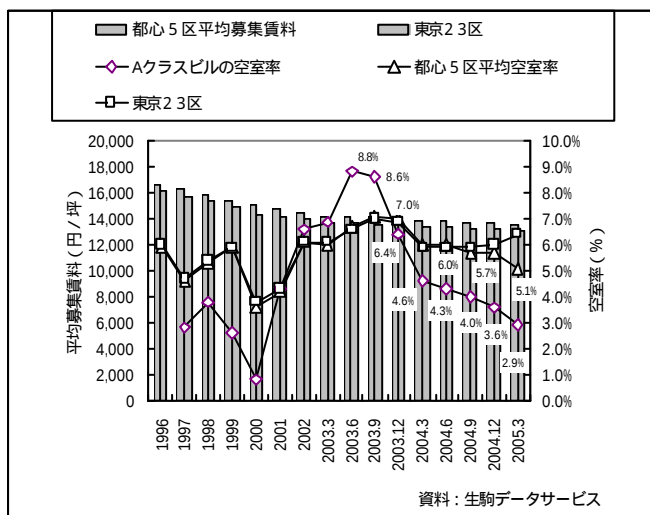
地での開発が完成し、代わって都心部で交通の便が良い立地ポテンシャルの高い地域の既存ビルの建て替えが進行し、企業立地の都心集中傾向が強まっていると言われている。

ビル選定の条件に関するアンケート結果(生駒データサービス)においても、オフィス選定の優先度では立地、最寄り駅からの距離が非常に高い値を示しており、さらに、移転後の満足度においても最寄り駅からの距離に対する値が高く、広域交通インフラの重要性が大きく評価されている。オフィスエリアとしては、JR 利用可能エリア(丸ノ内・大手町、汐留、品川、西新宿、渋谷、大崎・五反田、飯田橋)に人氣が集中し、また集積・稼働率ともに安定した需要が期待できる駅として JR ターミナル駅が挙げられており、利用者の意向が今後の供給実態に反映されている。

実際、都心5区では空室率が低下する傾向にある。森ビル・森トラストでは、立地良好な A クラスオフィスの空室率の低下に伴い、東京都心部の大型優良オフィスビルを対象に、2005 年の新規募集賃料を平均で約 10% 引き上げるなど、5 年ぶりに賃料を上げており、一部地区での需要が堅調であることを示している。

一方で、2、3 区全体では逆に平均空室率が上っており未だ回復基調とは言えず、物件の規模や立地による需要への影響は大きいことがうかがえる(図表4 都心部の空室率の推移参照)。

図表4 都心部の空室率の推移



今後のオフィスを取り巻く課題の一つとして、団塊の世代が短期間に集中して定年退職することによりオフィス需要が縮小される問題が指摘されている。2007 年からの団塊の世代の退職で 10 年先までに大量のオフィスが余ると言われている一方、IT 化の進展によるサーバー需

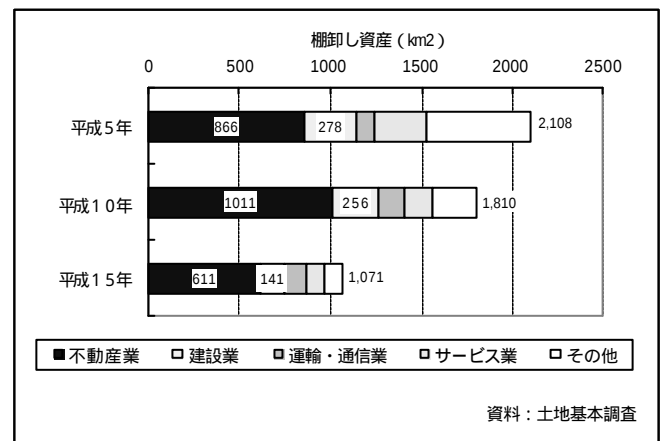
要の増大、学校やホテル等を内包する複合的なビル(名古屋駅前三井ビルへの専門学校、防衛庁跡地・汐留地区への外資系ホテルの入居など)活用もあわせて進んでおり、団塊の世代定年の影響は比較的軽減されるとの意見もある。

土地取引の概況から見たオフィス供給

土地取引の状況も、オフィス供給と深く関係している。最近公表された「平成15年法人土地基本調査・平成15年法人建物調査」によると、ここ5年間の土地取引の特徴として、全国で法人の所有する土地面積は22,432平方キロメートル(2003年調査)で、前回調査(1998年)時に比べ0.9%増加しているが、棚卸資産が約4割減の1,070平方キロメートルと大幅に減少している。

特に棚卸資産の内訳をみると、不動産業者では1,011平方キロメートルから611平方キロメートルへ、建設業者では256平方キロメートルから141平方キロメートルへの棚卸資産が減少している(図表5 棚卸資産の推移参照)。これは、平成13年3月の販売用不動産に関する強制評価減の影響、及びJ-REITなど不動産の証券化が大きく影響していると考えられる。土地基本調査では不動産業の棚卸資産減少の約半分は、不動産証券化進展に伴いSPCなどに譲渡されたものと推定しており、不動産事業を取り巻く環境が大きく変化していることを示している。

図表5 棚卸資産の推移



上記の調査結果は全国レベルのものであるが、法人の所有する全建物の床面積は約1,662平方キロメートル、その内事務所面積は全体の約18%(工場37.5%、店舗13.3%、倉庫10.5%)の269平方キロメートルであり、さらにその1/4(23.6%)の6,985万㎡が東京に集中している状況を考慮すると、都内で供給されている大規模オフィスの多くがREITや不動産証券化による影響が大きいことが予想される。

不動産証券化の進行

需要が見込まれる都心部でのオフィス供給の活性化、不動産会社・建設会社の棚卸資産減少の背景には、不動産証券化による影響が大きいと言われているが、実態としては以下のようになっている。

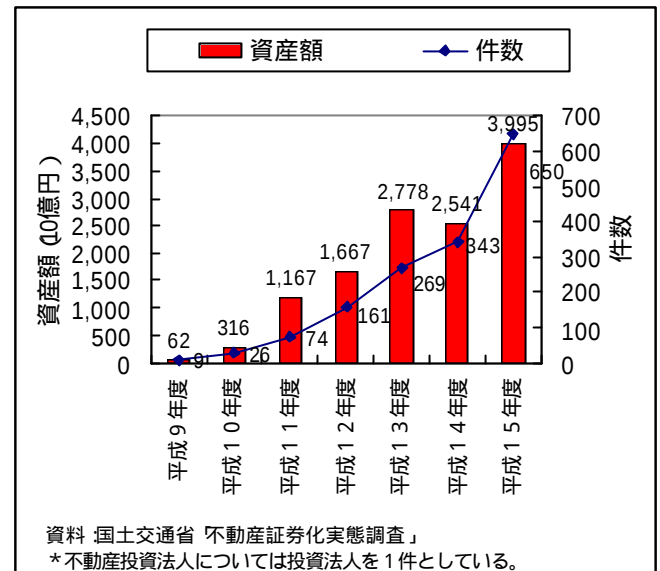
国土交通省が行った実態調査によると、平成 15 年度に実施された不動産証券化の対象となった不動産及び信託受益権の額は約 4 兆円、平成 15 年度までの資産額の累計額は約 12.7 兆円となっている（図表 6 不動産証券化の実績の推移参照）。証券化の対象となった不動産の主な用途について資産額ベースで見ると、平成 15 年度では、オフィスが 43.4%、住宅が 17.9%、商業施設が 10.5%となっており、半数弱がオフィスで占められている（図表 7 証券化された不動産の用途別資産額の割合参照）。

当初に比べ近年は多様化が見られるものの、累積でも約半数がオフィス用途の物件を対象としており、証券化がオフィス市場に大きな影響を及ぼしていることがうかがえる。

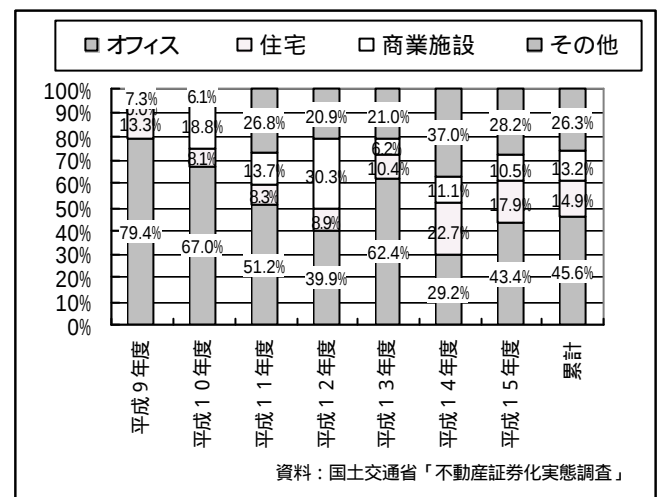
また不動産所有に関する企業アンケートの結果によると、一般企業の不動産に対するスタンスも、「所有」から「利用」へとシフトしている傾向が全業種に共通してみられる。過半数の企業が、減損会計適用をきっかけとした不動産売却を実施または予定しており、不動産の証券化・流動化についての回答では、約 4 割の企業が証券化・流動化を有効な手法と認識していた。特に、建設業と運輸・倉庫業では「未経験だが、有効な手法と認識」と回答した企業の割合が相対的に高くなっている。（不動産証券化協会 不動産の保有と証券化に関する意識調査の結果 2004 年 11 月に、金融業と不動産業を除く上場企業 2000 社を対象に実施 209 社回答）

さらに従来の不動産の証券化は民間が主体的に実施してきたが、国としても、民間資金を優良な都市再生プロジェクトに誘導する仕組みとして、「都市再生ファンド」を創設し、不動産証券化手法を活用して、都市再生を進めている。秋葉原駅周辺開発では、秋葉原 UDX ビル建設事業向けに日本初の開発型メザニンファンドが活用されている。また、大手町合同庁舎跡地を種地とする連鎖型再開発事業においても、特定目的会社「大手町開発」を活用した仕組みを導入するなど、不動産証券化を前提とした仕組みが取り入れられている。

図表 6 不動産証券化の実績の推移



図表 7 証券化された不動産の用途別資産額の割合



Jリーートの状況

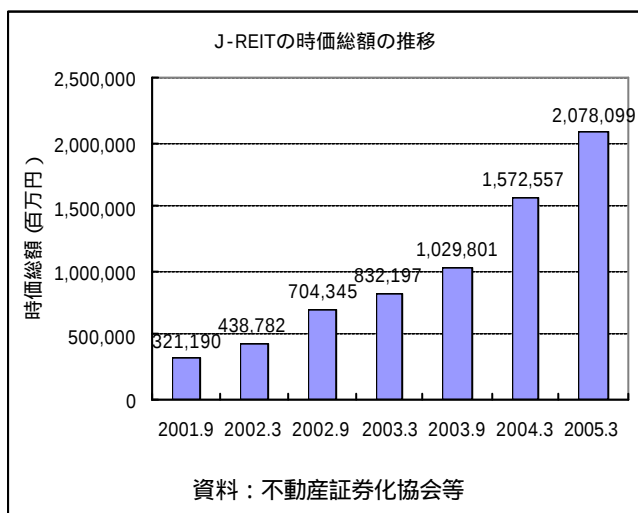
平成 12 年に「投資信託及び投資法人に関する法律」の施行によって組成が可能となった J リート（不動産投資法人及び不動産投資信託）については、平成 17 年 4 月末までに 16 銘柄が上場され、総額で約 2 兆 8 千億円の投資証券が流通しており、不動産証券化とともに順調な伸びを示している（図表 8 J-REIT の時価総額の推移参照）。また、国内外の不動産投資信託を組み合わせた新しい不動産投資商品（ファンド・オブ・ファンズ）も組成可能となり、さらに少額での投資も可能となるためさらなる投資拡大の可能性が高い。

J リートの時価総額は年々増加しているが、一方で配当利回りは低下傾向にある。これは投資先としての

優良物件の絶対的な不足と買い手の競争激化による物件価格の上昇によるところが大きく、その影響で東京の都心部ではバブルの再来ともいわれるほど不動産市場が活発化している。またこのような状況を反映し、稼働物件と比較してリスクの高い開発型証券化を運用先に組み込みも始まっている。

また、Ｊリーートの多くは超低金利の現状を反映し、借入金によるレバレッジ効果を活用している。ＬＴＶ（債務残高／不動産評価額）は 15%～65%程度となっており、今後金利上昇時には大きな影響を受けることも予想されている（ＲＭＪ 2004.10 より、試算では金利が 1% 上昇すると 5～25%の減収率となると言われている）。

図表 8 J-REIT の時価総額の推移



その他のファンドの状況

幅広い投資家から資金を調達する「REIT（不動産投資信託）」に対して、特定の投資家が出資し、他の投資商品に比較して相対的に高い運用利回りを目指す私募型不動産ファンドも設立され、活発に取り引きされ始めている。海外投資家や年金基金などに加えて、地方銀行なども積極的に投資しており、低金利で資金調達が容易な状況がファンド組成を後押ししていると言われている。また、不動産証券化による開発をさらに進めるとともにアセットマネジメント（資産の適正管理）業務も行うことができるため、建設業各社が主体となり複数の物件を束ねた私募型不動産ファンドを組成するケースが増えている。

鹿島建設は、自社開発のオフィスビルを対象に「鹿島不

動産ファンド」を組成しゼネコンで初となる私募型の不動産ファンドを立ち上げている。初期段階では、鹿島建設が東京や名古屋に保有する賃貸のオフィスビルや住宅 4 棟をファンド（運用期間は 5 年間で、予想利回りは年 7～8%）に組み入れ、証券会社や信託銀行、鹿島建設が出資した 115 億円と、複数の銀行から借り入れた 190 億円の合計 305 億円を調達し、売却益から過去の開発資金を回収する一方、首都圏で活発化するマンションやオフィスビルの建設などに再投資し、都市開発事業を強化している。

インテリアデザインなどを手がける乃村工藝社も運用する子会社を設置し、05 年内にファンドを立ち上げる予定である。また、兵庫県の地場ゼネコン・ジェイオー建設もマンションなどに投資するファンドを組成する。ファンド組成ではないが、大成建設も開発型証券化案件や、民間資金活用による開発プロジェクト（PFI）事業などに充当するため公募増資と第三者割当増資を実施している。（各種新聞記事より）

さらに千代田・港・中央区の中古ビル再生を目的とする私募不動産ファンドも組成され始めている（サンフロンティア不動産 300 億円の調達をめざす）。中小型ビルに集中投資ファンド資金の 7 割は銀行から非遡及（そきゅう）型融資で調達している。（各種新聞記事より）

まとめ

東京 23 区の現状のオフィスを取り巻く状況としては、丸ノ内・大手町等の都心部及び JR 主要ターミナル駅等アクセスの優れた地区での需要は大きく、今後地区選別がさらに進んでいく。また、既存ビルの建て替えとともに、不動産会社や建設会社が棚卸資産として持っていた敷地でオフィス建設が進み、都市基盤整備を伴う優良な都市ストックも形成されていく。

これらのオフィス・不動産開発が進む背景としては不動産の証券化やＪリーートの資金調達手法多様化の影響が非常に大きい。従来オフィスビル等建設は不動産事業の枠組みの中で検討されてきたが、不動産証券化等新たな資金調達手法の拡大により、金融市場との結びつきがさらに強まってきている。現在不動産に多くの資金を流入させているＪリーート市場は、株式市場や債券市場と競合関係にある市場であるため、今後、株式市場や金利の動向が不動産市場に大きな影響を及ぼすことも考えられる。