

2015

9

September

Topics

不動産トピックス

トピックス1

東京のオフィス賃貸借市場における需給の変化…………… 2

トピックス2

投資対象の用途が広がるJ-REIT…………… 6

マンスリーウォッチャー

一棟リノベーションマンションが普及するなか
新たな動きも…………… 8

東京のオフィス賃貸借市場における需給の変化

東京のオフィスの売買市場では景気回復や金融緩和、海外資本の流入などから不動産価格が上昇していますが、賃貸借市場では需給に構造的な変化が生じており、賃料上昇や市場規模拡大に対する制約要因となる可能性があります。本稿では、都心部と周辺部のオフィス賃貸借市場における需給の変化について考察します。

オフィスワーカー数の減少に伴いオフィス需要が縮小する可能性とオフィスストックの増加率低下

我が国の人口は、すでに減少局面に突入しています。国立社会保障・人口問題研究所の推計によると、総人口は1億2,700万人(2014年現在)から2040年には1億700万人と約15%減少し、15歳～64歳人口は約26%減少します[図表1-1]。

また、東京都の推計によると、オフィスワーカー数^{*1}は、東京都区部、都心5区^{*2}とともに2015年にピークを迎えその後減少します[図表1-2]。

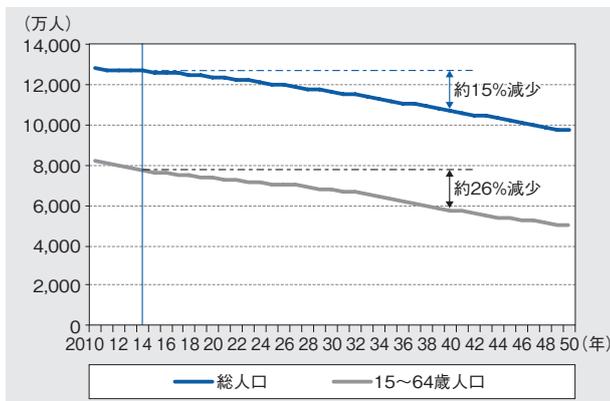
こうした推計結果からは、これまで拡大してきた東京都区部のオフィス需要の趨勢が反転し縮小する可能性がうかがえます。

一方、1994年以降、東京都区部におけるオフィス着工床面積の対ストック^{*3}割合は1%～3%程度で推移しています[図表1-3]。過去20年間

の対ストック割合の平均は前半(1984～2003年)が2.0%、後半(2004～2013年)が1.9%と差は見られませんが、ストックの増加率は漸減しており[図表1-4]、建替えや再開発の割合が増加していることが背景にあると考えられます。今後も、一部に鉄道用地や病院敷地などでの新規開発はありますが、従前もオフィスビルであった物件の建替えや再開発が主流とみられ、ストックの増加率は低位で推移すると考えられます。

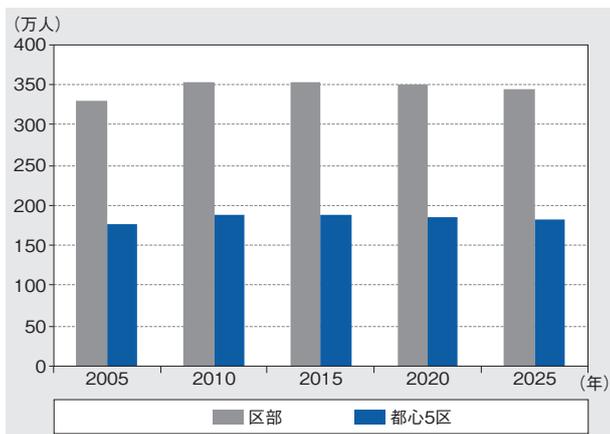
※1：本稿では、専門的・技術的職業従事者、管理的職業従事者、事務従事者の合計をオフィスワーカー数とした。
 ※2：特別区の千代田区、中央区、港区、新宿区および渋谷区を指す。
 ※3：「東京の土地」によると、着工床面積は都の都市整備局「建築統計年報」、ストックは課税資料となっており、異なる資料に基づくものである。

[図表 1-1] 将来人口の推計 (全国)



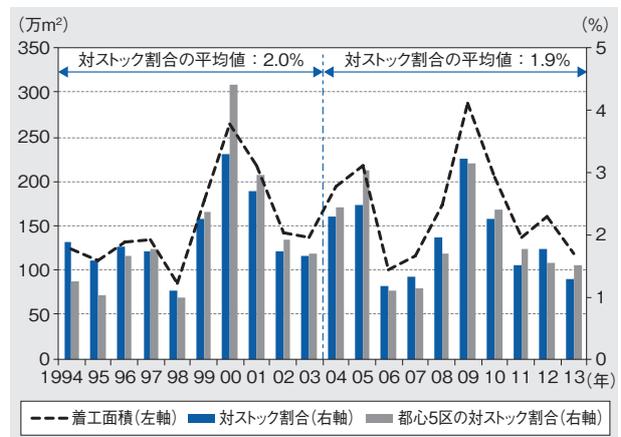
データ出所：国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」

[図表 1-2] 東京都区部のオフィスワーカー数の推計

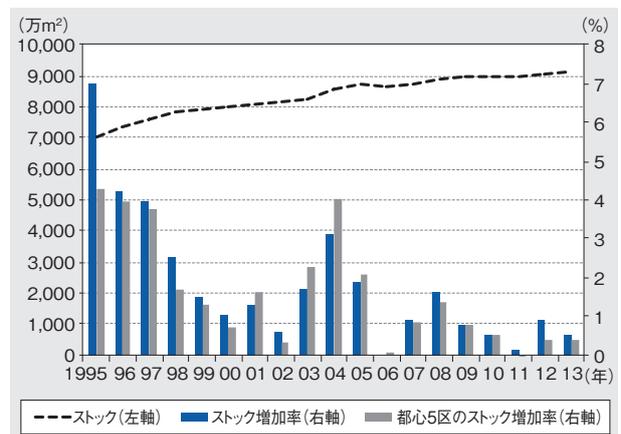


データ出所：東京都「東京都就業者数の予測 平成22年12月」

[図表 1-3] オフィス床の着工面積 (東京都区部)



[図表 1-4] オフィス床のストック (東京都区部)



図表 1-3、1-4 のデータ出所：東京都「東京の土地」

都心部：賃料上昇が小さいため、キャップレートが低くてもオフィス価格の上昇は小幅に止まっている

J-REITが都心5区で保有する賃貸オフィスビル（以下「賃貸ビル」という。）では、2014年頃から価格が上昇し[図表1-6]、キャップレート^{*4}は2007年や2008年と同じく低水準です[図表1-5]。しかし、評価額に基づく価格指数（2004年=100）^{*5}は、直近でも2007年や2008年の水準に達していません[図表1-6]。

こうした動きは公示地価でも同様で、都心5区（商業地）の2014年や2015年の公示地価の価格上昇率は、2007年や2008年の上昇率を大きく下回っています[図表1-7]。

都心部のキャップレートが低位であるにもかかわらず、価格指数が2007年や2008年の水準に達しないのは、純収益^{*6}の原資となる賃料水準があまり上昇していないことが原因と考えられます^{*7}。

オフィスの賃貸仲介会社のデータによると、空室率は低下を続け、7%程度の時に賃料水準が上昇しはじめているものの2007年や2008年の水準には達していません[図表1-8]。

賃料上昇が小幅にとどまっている要因について

では、不動産トピックス7月号^{*8}で次のように整理しています。

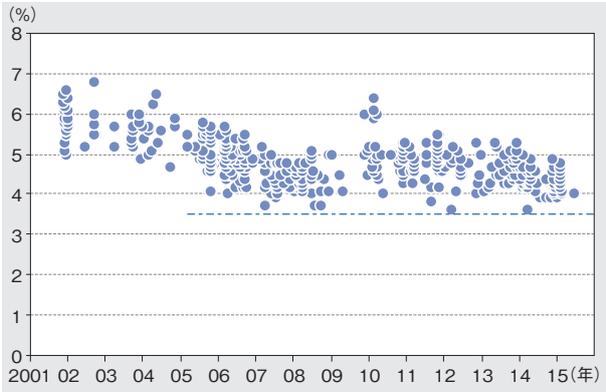
- ①空室量の規模が大きいこと
- ②大規模・高スペックのオフィスの供給増による希少性低下
- ③高額賃料をけん引するテナント業種不在
- ④今後も大規模オフィスビル供給の予定

従来は、大規模・高スペックのオフィスビルは希少性が高く、差別化により競争力があつたため、高額賃料を負担できる外資系金融機関等のテナントが入居し賃料水準の大幅な上昇を実現することができました。

これに次ぐテナント層にあつても、空室率が低下し入居できる候補オフィスビルの選択肢が少な

※ 4：データは取得時の鑑定評価における総合還元利回り。
 ※ 5：各期末の鑑定評価額をベースとした。
 ※ 6：直接還元法の評価式における純収益を指す。
 ※ 7：不動産収支では費用は固定費的な動きをすることから、空室率が低水準な状況にあつて純収益の増加が不十分なのは、賃料水準があまり上昇しないことが原因と考えられる。
 ※ 8：不動産トピックス7月号「賃料上昇の動きが弱いオフィスビル市況」参照

[図表 1-5] 取得キャップレート（J-REIT が保有する都心5区の賃貸ビル）

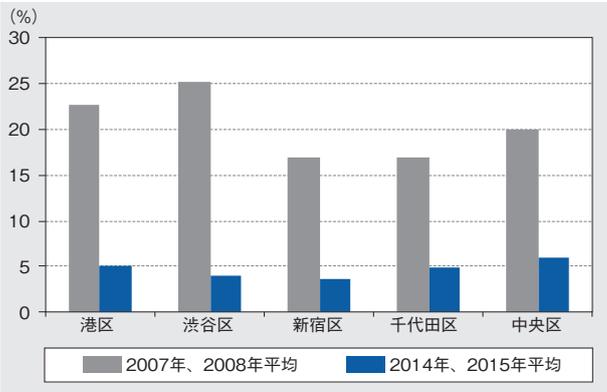


[図表 1-6] 価格水準（J-REIT が保有する都心5区の賃貸ビル）



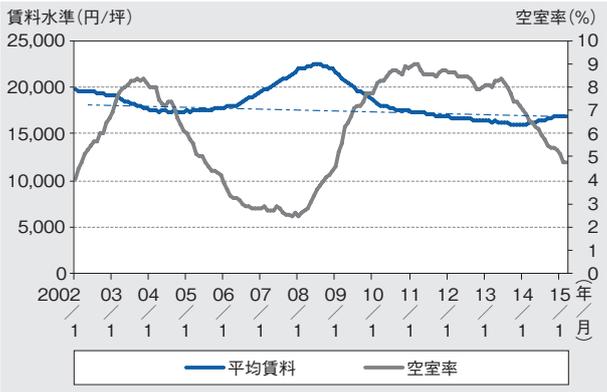
図表 1-5、1-6 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-7] 公示地価の変動率の比較（都心5区（商業地））



データ出所：国土交通省の各年の「地価公示」

[図表 1-8] 空室率と募集賃料（都心5区の既存ビル）



データ出所：三鬼商事「オフィスデータ」

くなる中で、高額賃料の物件に引きずられる形で下位のビルの賃料が上昇し、市場全体の賃料水準が上昇したと考えられます。

これに対して現在は、高額賃料をけん引するテナント業種が不在となり、供給増により大規模・

高スペックのオフィスビルの希少性が低下しました。こうした需給変化が、賃料上昇が小幅にとどまるといふ状況の一因になっていると考えられます。

都心の周辺部：周辺部の区にも一定のオフィスストックが存在するが、その規模は縮小する可能性

東京都心5区と品川区、江東区は、オフィス床面積のストックがそれぞれ500万㎡を超えており、都心のオフィスストックの観点で中心的な7区といえます。本稿では、この7区に次ぐオフィス床

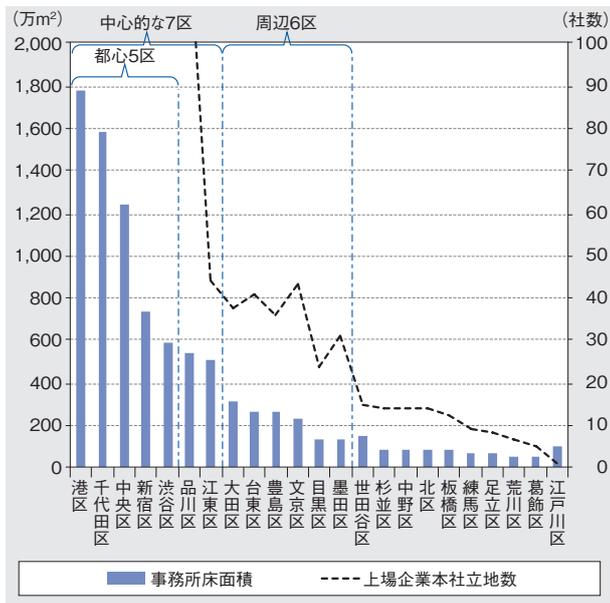
面積のストック規模で、2015年の上場企業の本社立地数が20社以上の区を周辺6区^{※9}として取り上げました[図表1-9]。

周辺6区に立地する上場企業の本社数^{※10}は減少傾向にあり、2009年から2015年にかけて16%減少し200社となりました[図表1-10]。都心5区では、2014年以降増加しており、対照的です。

上場企業の本社数の継続的な減少は、オフィスエリアとしての拠点性の低下に結びつくと考えられ、オフィス需要にとってはマイナス要素となります。このことから、周辺部でのオフィス需要は弱含みと考えられます。

また、周辺6区のオフィス床面積の合計のストック量を指数(2008年=100)でみると、2013年は101強で、ほとんど増加していません。着工のストックに対する割合は減少傾向で、2008年から2013年にかけて1.5%から0.7%となっており、減失を考慮すると現状のストック規模の維持が難しい水準^{※11}です[図表1-11]。

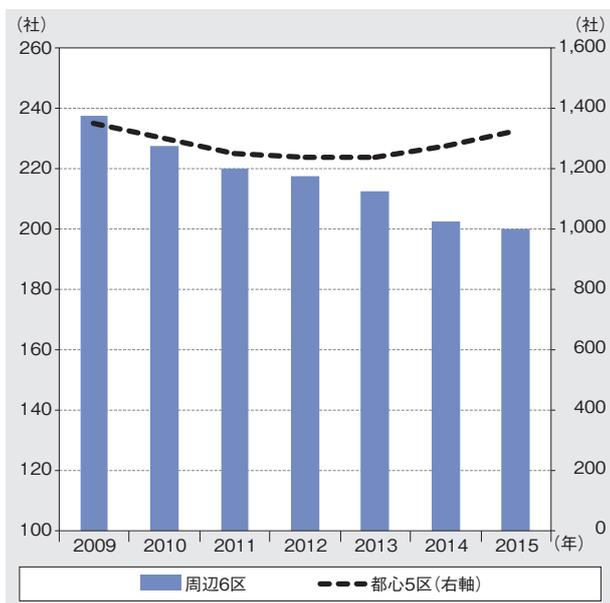
[図表 1-9] 区別のオフィスストックと上場企業本社立地数 (2013年)



データ出所：東京都「東京の土地 2013」、東洋経済新報社「会社四季報」

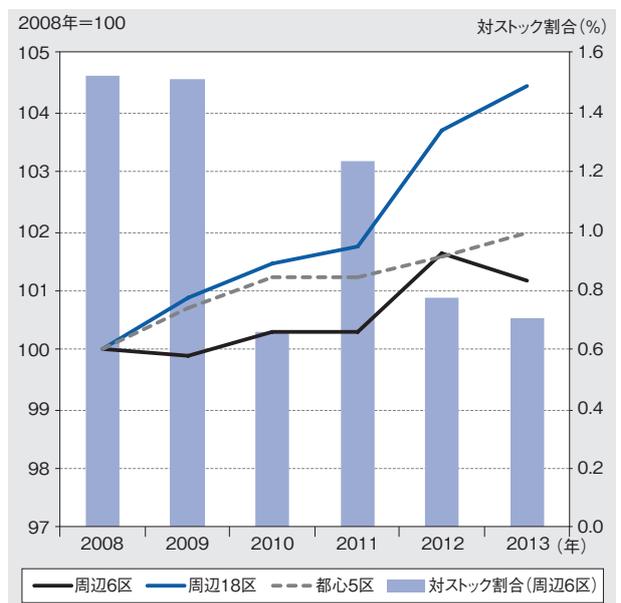
※9：大田区、豊島区、台東区、文京区、目黒区そして墨田区
 ※10：立地している上場企業本社数は、子会社化などによる非上場化等で変化し、必ずしもオフィス需要の大小と正比例するわけではない。
 ※11：オフィスビルの寿命を50年とすると、平均的にストック量の2%未満の着工だと、着工より減失のほうが多くなると推計されるため、ストック量の2%以上の着工がストック規模維持のための一つの目安になるものと考えられる。

[図表 1-10] 上場本社立地数 (周辺6区)



データ出所：東洋経済新報社「会社四季報」

[図表 1-11] 事務所床のストック比較とストックに対する着工の割合 (周辺6区)



データ出所：東京都「東京の土地 2013」

J-REITが周辺6区に所有している賃貸ビルを抽出^{※12}すると、平均稼働率は低下し平均専有単価^{※13}は2014年度上期まで下落を続けました。

この結果、同条件で抽出した賃貸マンションと比較して、賃貸ビルの専有単価が賃貸マンションを下回る状況となっています[図表1-12]。

今後：オフィス需給の構造的な変化に対応した戦術が必要

東京都区部のオフィス市場の需給状況は、次のように整理できます。

- ・オフィス賃料の上昇が低水準なのは、高額賃料をけん引するテナント業種の不在や大規模・高スペックオフィスの希少性の低下といった需給の変化が要因の一つと考えられる。
- ・周辺部の一部では、オフィスエリアとしての拡大は限定的とみられオフィス需要は弱含み。供給面も弱含みであることから、賃貸オフィス市場の規模の縮小が懸念される。

築浅ビルの構成が低かった中央区、渋谷区等(図表1-13)における再開発や、品川区、江東区における新規開発が今後も予定されていることから、中心的な7区での大規模・高スペックのオフィスの供給の動きは堅調で、これらの希少性の低下が続く可能性があります。

一方、今後のオフィス需要を増加させる明らかな要因は現時点では見当たらず、オフィスワーカー数の減少に伴って需要が縮小する可能性は否定できません。

以上を踏まえると、今後の東京都区部でのオ

フィスビル等の不動産事業で、従来型の大規模・高スペック開発に加え、成熟化する市場を念頭に置き、市場に残されたニッチ領域を開拓する戦術の有効性が高まると考えられます。

[ニッチ戦術の例]

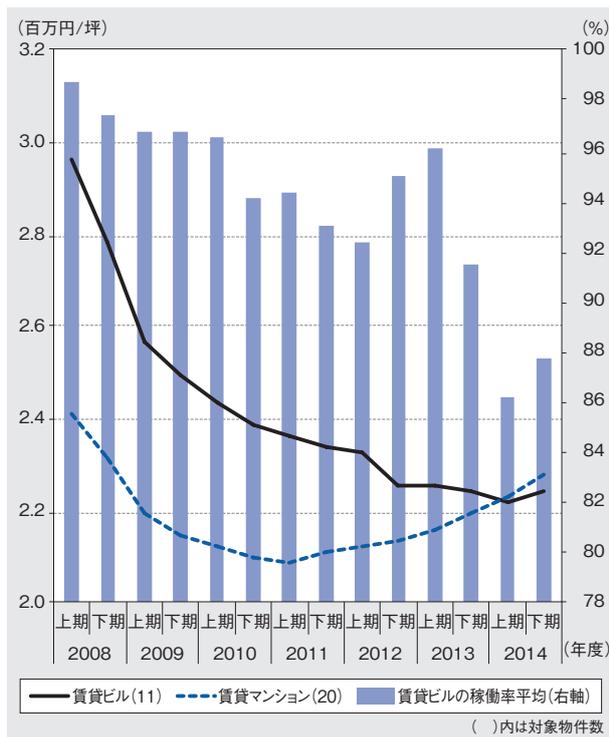
- ・都市部では、リーズナブルな賃料を希望するボリューム・ゾーンのテナント層をターゲットとして、現オフィスストックとの差別化を図れる中規模・高スペックや小規模・高スペックといったオフィスの整備。
- ・周辺部では、既存オフィスビルが住居系施設へ用途転換することを前提とした小型スーパーマーケットや子育て支援施設といった住宅向け機能や施設の整備。

(以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司)

※12: 専有単価(※13参照)が2014年度下期に200万円/坪~250万円/坪の物件で当該期間中にデータ欠損のない物件を抽出した。

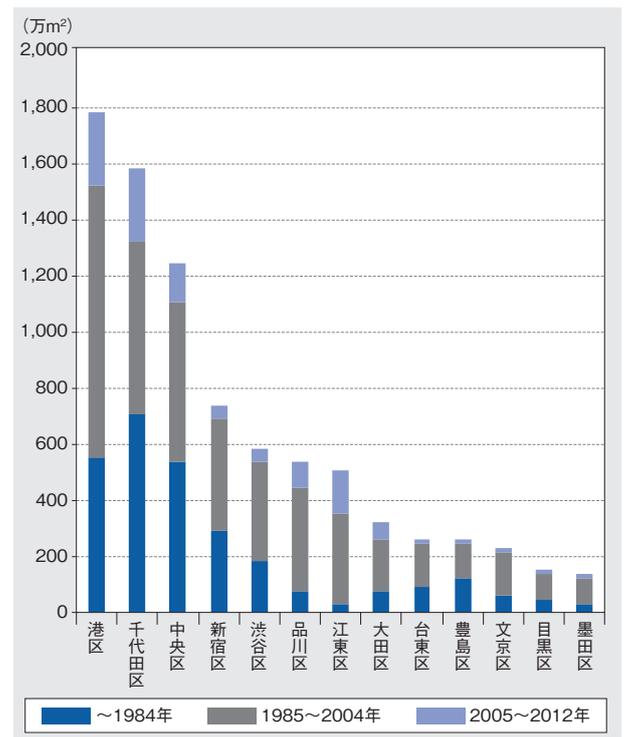
※13: 次の式で求めた専有単価の単純平均。決算時鑑定評価額(百万円)÷賃貸可能面積(坪)

[図表 1-12] 専有単価の比較 (周辺 6 区)



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-13] 建築年代別のオフィスストック (2013年)



データ出所：東京都「東京の土地 2013」

投資対象の用途が広がる J-REIT

J-REITでは、上位の5用途(オフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテル)以外の資産規模が拡大しています。これら資産は用途が多様である一方、共通点として収益の安定性の高さに特徴があります。

マイナーアセットの資産規模が拡大

J-REITでは、用途別資産規模^{*1}上位の5つの用途(オフィス、商業施設、住宅、物流施設、ホテル。以下、「メジャーアセット」といいます。)が全体の97.2%を占めます[図表2-1]。J-REITにおいて資産規模が小さな用途資産(以下、「マイナーアセット」といいます。)の合計は残り2.8%ですが、その規模が拡大しています。2003年には取得額ベースでオフィスの投資額が87.2%を占めていましたが、その後、他の用途への投資が進んでおり、マイナーアセットへの投資割合も増加しました[図表2-2]。

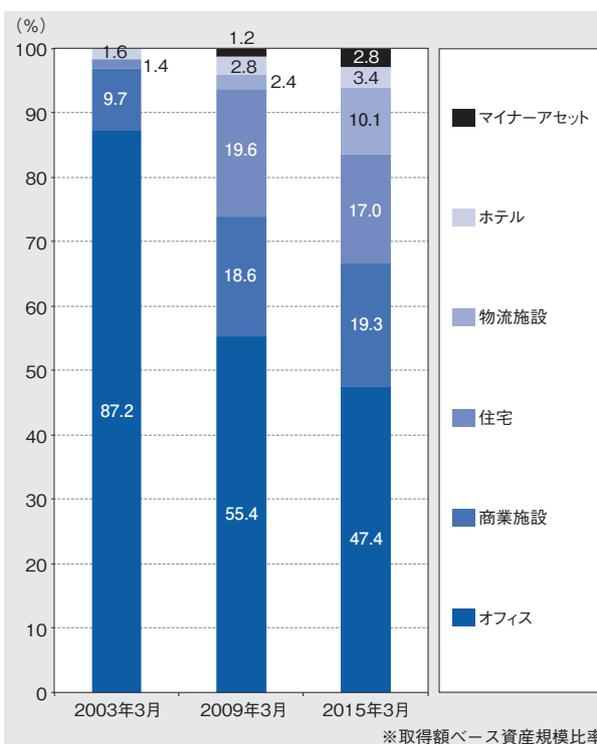
2015年3月現在のマイナーアセットの資産規模は3,725億円です[図表2-3]。J-REITによるマイナーアセットへの投資は、2004年の企業の研究開発施設に始まり、世界金融危機後の2009年3月から2015年3月の間に資産規模で3.9倍に拡大しました。J-REIT全体の資産規模が同期間に1.7倍に拡大したことと比べ、マイナーアセットの拡大は顕著です。

J-REITにおけるマイナーアセットの概況は[図表2-4]のとおりです。2009年4月以降、港湾施設、情報通信施設^{*2}、レジャー・イベント等集客施設、教育施設が新たに加わり、研究開発施設、駐車場、スポーツ施設、ヘルスケア施設の規模が拡大しました。

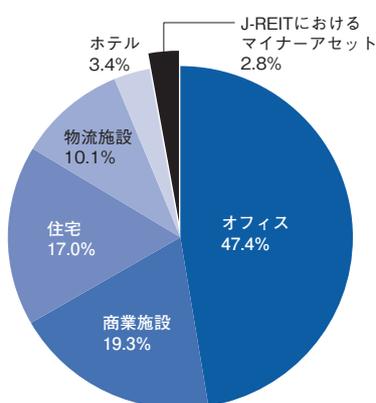
2015年3月において、データセンター等の情

報通信施設の割合が29.1%で最も大きく、2009年以降の資産規模の増加も同施設が最大です[図表2-4]。なお、データセンターはユーザー企業の需要拡大から、2015年度以降も国内総床面積の増加が予測されており[図表2-5]、J-REITの運用資産がさらに増加する可能性があります。

[図表 2-2] J-REIT の用途別投資割合の変化



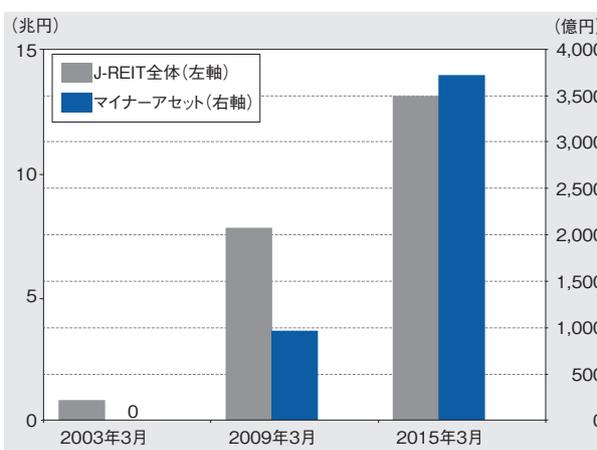
[図表 2-1] J-REIT の用途別資産規模 (投資割合) (2015年3月)^{*1}



※1: 資産規模は取得額ベース。

※2: 主に、各種通信サービスを提供するための基盤となる施設で、施設名にデータセンター、ネットワークセンター、システムセンター、ITソリューションセンター等が含まれるもの。

[図表 2-3] マイナーアセットの資産規模^{*1}の推移



データ出所：図表 2-1、図表 2-2、図表 2-3 は都市未来総合研究所「ReiTREDA」

次いで、ヘルスケア施設(高齢者向け住宅)の割合が約16%と顕著です[図表2-4]。J-REITでは昨年からはヘルスケア特化型REITの上場が始まり、今年の7月29日には3例目となるジャパン・シニアリビング投資法人が上場しています。

情報通信施設やヘルスケア施設等の規模拡大は、メジャーアセットの価格が上昇し、取得が難しくなったことに加え、これらマイナーアセットが情報化や高齢化等の社会的ニーズの変化に対応した投資であることが背景として考えられます。

収益の安定性の高さがマイナーアセットの運用上の共通点

インフラストラクチャーや企業の業務用施設から校舎、レジャー施設まで、マイナーアセットの施設用途は千差万別ですが、運用上の共通点として、10年以上の長期の賃貸借契約が主体で、全体の9割近くが賃料固定型であり、収益の安定性が高いとみられることがあげられます[図表2-6]。

世界金融危機後の市況悪化で、オフィスや住宅など数年単位で賃料改定が行われる物件の収益が低下し、長期固定の賃貸借契約で収益の安定的確保が可能な物件の投資需要が増大したことが、その後の物流施設やマイナーアセット等の資産規模の増加に繋がった一つの背景と考えられます。

2009年以降に投資比率が拡大(図表2-2)した物流施設やマイナーアセット等は、共に収益の安定性が高い傾向があります[図表2-6]。用途が限定的でテナント兼オペレーターとなる事業者に限られるこれらのアセットは、一般に流動性・換金性が低いため、契約条件によって賃貸収益の安定性を高め、投資対象としての魅力を高める工夫がなされています。

景気の回復とともに、オフィスや住宅などでは賃貸収益の増加期待が高まっているところですが、収益のアップサイドが狙いにくいマイナーアセット等についても、安定的な分散投資先として、あるいは取得が難化するオフィスや住宅等の代替投資先として、投資需要は堅調に推移すると思われる。

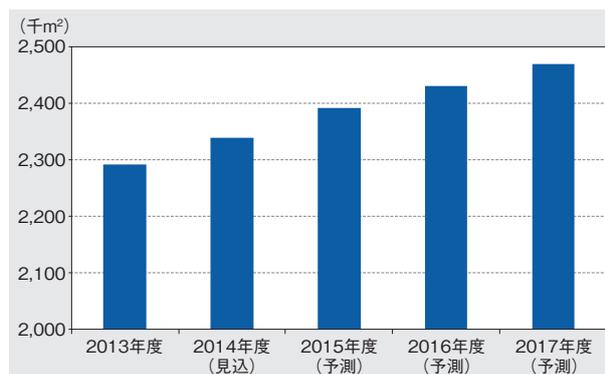
(以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹)

[図表 2-4] J-REIT におけるマイナーアセットの概況 (施設内容および資産規模^{※1}等)

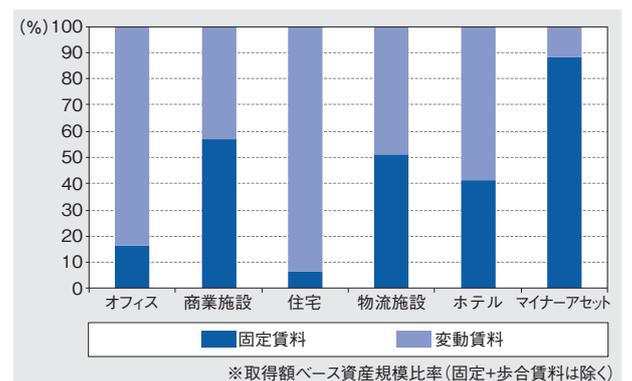
施設内容	2009年3月末 資産規模① (億円)	2015年3月末 資産規模② (億円)	資産規模増減 ②-①(億円)	2015年3月末 資産規模合計 に対する割合	2015年3月末 保有施設数 (棟)	2015年3月末 平均資産規模 ^{※3} (億円)
空港・港湾施設	・羽田空港の航空機整備用格納庫	411	411	0	11.0%	1
	・名古屋港タンクターミナル	0	19	19	0.5%	1
地域冷暖房施設	・神戸地域冷暖房センター	181	181	0	4.9%	1
企業の研究開発・ 情報通信施設	・研究開発施設	192	548	356	14.7%	8
	・データセンター等の情報通信施設 ^{※2}	0	1,085	1,085	29.1%	17
駐車場	・立体および平置き駐車場	29	94	65	2.5%	3
レジャー・イベント等 集客施設	・ボウリングやピリヤード等のレジャー施設	0	468	468	12.6%	9
	・結婚式場	0	81	81	2.2%	3
スポーツ・教育施設	・スポーツクラブ	68	238	170	6.4%	9
	・予備校	0	17	17	0.5%	1
ヘルスケア施設	・高齢者向け住宅	85	584	499	15.7%	41
計	966	3,725	2,760	100.0%	94	82

※3: 権利関係が全所有の平均資産規模を示す。ただし、港湾施設は底地の所有、地域冷暖房施設は区分所有の施設のための、それらの資産規模を示す。合計の平均資産規模は、港湾施設、地域冷暖房施設を除く各施設の平均資産規模の単純平均。

[図表 2-5] 国内データセンター総床面積の推移と予測



[図表 2-6] 固定賃料の割合 (2015年3月)



データ出所: 図表 2-4 と図表 2-6 は都市未来総合研究所「ReiTREDA」、図表 2-5 は株式会社矢野経済研究所「データセンター事業に関する調査結果 2014」のプレスリリースから都市未来総合研究所作成

Monthly Watcher

一棟リノベーションマンションが普及するなか新たな動きも

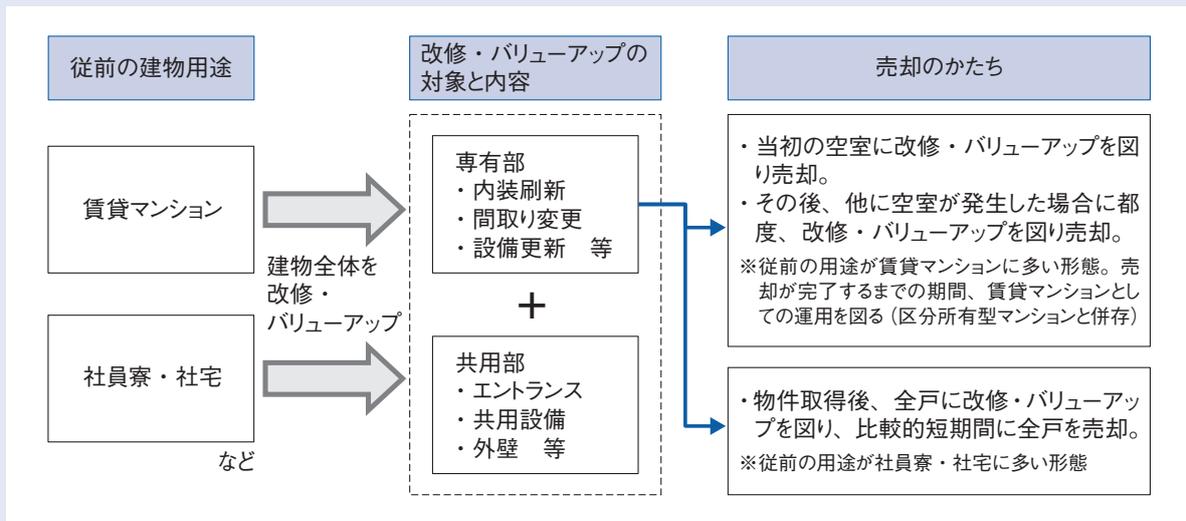
リノベーションマンション*では、従来主流であった区分所有マンションの住戸単位での買い取り再販に加え、建物一棟を取得したうえで建物全体に改修・バリューアップを図り、住戸単位で売却を図る一棟リノベーションマンションが2013年頃から多く見られ始め、参入事業者の増加を伴いながら普及・拡大しています。

最近では、物件のグレード(価格帯等)や建物規模、居室部分の改修・バリューアップの手法、事業手法などの点で新たな動きがみられ、多様化しています。

*中古物件の内装設備などの古さを払拭し、現代のライフスタイル等に合わせる
改修・バリューアップ(価値向上)工事を施し、販売されるマンション

(以上、都市未来総合研究所 清水 卓)

【図表 3-1】 一棟リノベーションマンションの商品化の流れ (物件取得～売却)



出所：都市未来総合研究所

【図表 3-2】 最近の特徴的な動向

区分	特徴	具体事例等
取り扱う物件のグレード、建物の規模	大規模賃貸マンションの取り扱い	・2015年2月に、1棟リノベーションマンションの販売を開始(JR横浜駅から徒歩10分、京急本線神奈川駅から徒歩2分)。従前は築年数21年の賃貸マンションで総戸数は95戸で100戸弱の規模。物件取得後に、大規模修繕を実施した上で空室住戸をリノベーション。第一期に3戸を販売。今後、賃貸部分に空室が発生次第、改修・バリューアップし順次販売予定。 ・品川区の賃貸マンション(総戸数142戸)について、共用部および5戸の専有部の工事を終え、2015年4月に販売。賃貸部分について、賃借人の退去のタイミングで住戸ごとにバリューアップ工事をを行い販売する方針。
	高額物件の商品化	・上記の品川区の物件では、初回販売住戸(5戸)の価格はおおむね7千万～1.6億円で、一部の住戸は1億円を超える高額物件として商品化されている。 ・港区において、2015年7月に一棟リノベーションマンションの第二期販売が行われた(従前は1992年竣工の外国人向け高級賃貸マンション。総戸数36戸)。第一期、第二期の販売戸数は合計で17戸。第二期の販売価格は、おおむね1.5億円から1.9億円。第一期の購入者は青山、麻布、赤坂地区等に居住する経営者、会社員、医師等。
部屋単位のバリューアップ手法	他社ブランドの活用による商品の魅力付け 選択方式による多様な取得層への訴求	・専有部の改修・バリューアップについて、生活・住まいの雑貨、什器販売、住宅販売等でブランド力のある企業と提携し、当企業の仕様により専有部をバリューアップ。 ・「什器等の配色選択(フローリング、建具、キッチン等)」、「居室・リビング・水回りなどについてそれぞれ複数の間取りパターンから選択」、「デザイナーを起用したオーダーメイドの作り込み」など、複数の選択肢を用意。
事業の手法	資産の取得を伴わないフィービジネスの展開	・都心部でのマンション事業を検討する投資家やデベロッパーを対象に、1棟リノベーション事業を物件取得から商品企画、リフォーム、販売までパッケージで提案し、コンサルティングフィーと販売手数料から収益を得る。なお工事、管理はグループ内の別会社が手掛ける。主な対象物件は、バブル期に大量に供給された都心5区に立地する高級賃貸マンション。

データ出所：各種公表資料から都市未来総合研究所作成

不動産トピックス 2015. 9

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部

金子 伸幸 TEL.03-3274-9079 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

本資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行および都市未来総合研究所は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。