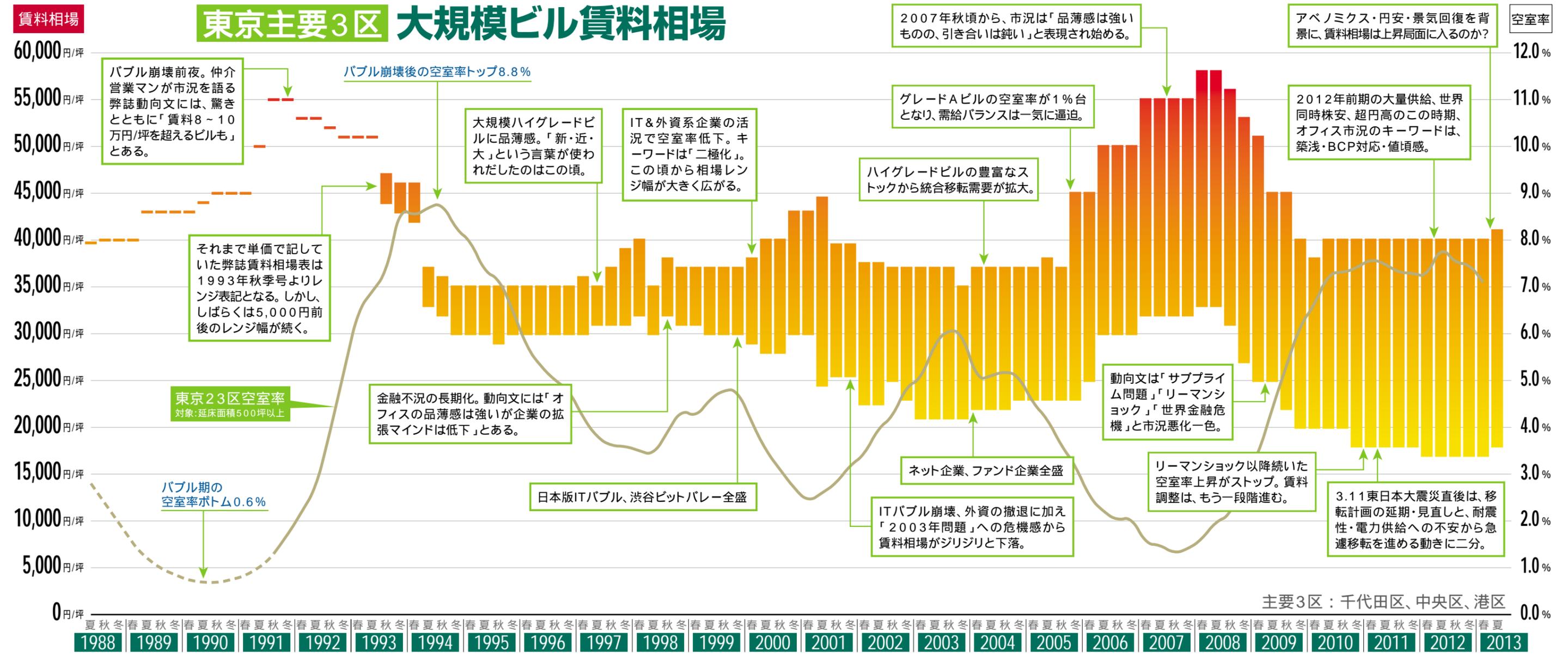


# オフィス市況は底を打ったのか？

各所から聞こえてくる市況回復の声は本当なのか？ 現在、そして今後のマーケット動向を検証する。

## 東京主要3区 大規模ビル賃料相場



上記グラフは、弊誌2009年冬季号で特集した「オフィス賃料相場温故知新」の東京主要3区大規模ビル賃料相場推移を、そのまま2013年夏の今季号まで連続させたもの。同データは弊誌AREA PAGE掲載の「賃貸不動産市場その動向と相場」に基づいており、前回の特集でも「毎回担当者が異なり、あくまでその時々の営業マンの相場感を強引に推移のグラフにしたもの」と断りを入れている。しかし、それでも極めてリアルにオフィス賃料相場の変遷を明示していると、掲載当時、読者から高い評価をいただいた。また、時代時代の需給バランスを捉え

る参考として、東京23区の空室率推移グラフ(対象オフィスビルは延床面積500坪以上の物件)の近似曲線を併せて記している。さて、今特集「オフィス市況は底を打ったのか？」は、オフィス移転を計画する企業にとっても、またビルを開発・運営・運用する不動産デベロッパーや投資家にとっても、今、最も気になる「問い」ではないだろうか。特集の巻頭に当該グラフを掲載したのは、その答えを考える前に、これまでの賃貸オフィスマーケットの動向を復習しておきたいからだ。時の景況に最も大きく反応し賃料相場が上下動するのは、東

京の主要ビジネス街の大規模ビルである。その意味から、現在のオフィス市況が底なのか否か、そして将来のマーケット像を予測する上で、まず把握しておくべき経緯だといえるだろう。1997年頃、2000年頃、そして2006年頃に見られた賃料相場上昇期と、その後の終息。賃料レンジのグラフが作り出す山は、回を重ねるごとに高くなり、同時に広がるレンジの幅。2009年末から一定の賃料レンジ上限値と、4、5期毎に段々に低下してきた下限値。そして、これまでは見られなかった推移を示す7~8%で継続する空室

率。最新2013年夏季号、つまり今号では賃料レンジの上昇が示されているが、これは上昇局面に向かう確かな徴なのか。次ページ以降、東京各エリアの賃料相場推移、全国各都市の動向、そしてマーケット分析の専門家の見解から、その答えを紐解いていく。

**グラフの見方、留意点**  
 【賃料相場レンジ】 共益費込み賃料相場額のレンジ幅を赤色から黄色の帯グラフで表記。弊誌2008年冬季号までは、賃料と共益費を別の相場で記していたが(共益費は単価、下限額と上限額に共益費を加え「共益費賃料相場」に統一している。また、1988年夏季号~1993年夏季号は賃料相場も単価表示となっていた。  
 【空室率】 3、6、9、12月期の東京23区空室率推移の近似曲線(延床面積500坪以上のビル対象)。なお、1991年以前(点線部分)は年1~2回実施の調査値で対象はビル全棟となっている。

# 東京エリア別 オフィス賃料相場推移

東京主要3区全体のオフィス賃料相場の推移を把握した上で、次に、都内ビジネスエリア毎の相場動向を見てもらいたい。右は、弊社が作成する都内大型ビル市況資料をベースに、賃料相場レンジを実額ではなく指数に変更したものの(グラフ単位未記載)。対象は規模・設備等で各エリアを代表する複数のオフィスビルで、予想成約賃料をもとに作成している。賃料単価は記していないが全エリア同様に指数化しており、グラフ単位は等しくエリア毎の比較が可能なものとなっている。もちろん、グラフの上部は高額賃料となり、下部は低廉な賃料。帯の上下の長さは、賃料相場レンジの上限・下限の価格差を示している。グラフの見方としては、前ページに記したレンジグラフとほぼ同様である。

エリア毎の賃料相場の高い・安いは、個々のグラフを見て読者ご自身に判断いただくとして、ここで注目してもらいたいのは賃料相場の推移である。特にリーマンショックからの相場下落期と、昨今の景況感が反映される2012年末～2013年初めの、グラフ右端の動きがポイントとなる。

まず相場下落期だが、下落傾向が現在でも継続しているか否かが、最も注視すべきチェックポイントとなる。次いで、いつ頃に下落傾向がストップしたのかもエリア毎に様々で、移転検討時にエリアを判別する際に留意したい点だろう。また低下の様子も、レンジ幅を維持し全体に下落するエリア、下限値は比較的そのまま上限値が低下してきたエリア、そして上限値は維持されたまま下限値のみが低下するエリアと、それぞれ各エリアのマーケット特性を判断する材料となる。

逆に最近の相場上昇局面であるが、きっちりとその傾向が表れているエリアと、そうでないエリアは一目瞭然である。加えて、現在はまだグラフに示されてきてはいないが、下落期同様に相場上昇の際にも、その上がり方にエリア毎の差異が表れてくるものと思われる。下落期の傾向がそのまま上昇期にも反映されるわけではないが、過去の動向からその上昇傾向を推測することはできるかもしれない。

ここでは、弊社の有するデータの一端を簡易に示し、その見方を解説した。実際の移転計画においては、実施時期の決定やビル選定に当たり、より確かな判断基準が必要となろう。ぜひCBREのビル営業担当にご相談いただき、より詳細なマーケットデータに基づいた、ベストなタイミングのベストなビル選びで賢い移転を行っていただきたい。

次ページでは、東京の市場動向に続き各地方拠点の賃料相場推移とマーケット動向を、現地目線で解説する。



# 全国ビル営業現場に聞く、市況回復の兆しと留意するポイント

## Hiroshima

Area  
広島

2012年は、郊外から中心部へ、自社ビルを売却し賃貸ビルへといった移転や、増床希望のニーズ増加もあり、市内中心部で100坪以上の空室が多く消化された。大型面積確保とともに割安感のある築浅ビルにニーズが集中し、いずれのビルも高稼働で推移。特に、広島トラヴェールビルの竣工時満室は象徴的な出来事であろう。成約賃料は上昇していないものの、高稼働のビルでは従前より下限賃料を高め設定するケースが見受けられる。ただし、この1～3月の動きは例年に比べ少ない印象で、移転規模も例年同様20～30坪クラスの面積レンジが多数を占める。全体を通して見ると、賃料は引き続き低調に推移していることは否めない。テナントへ移転を喚起させる物件が少なく、また市内にて新規供給ビルの予定もないため、今後市場全体が活性化していくかについては疑問視せざるを得ない。

## Osaka

Area  
大阪

梅田や新大阪など元来ニーズが多いエリアの優良物件に限っては、徐々に空室の消化が進んできている。移転理由も、これまでの「縮小」「コスト削減」一辺倒から、昨年以降「拡張」「立地改善」「新規開設」など前向きな移転を検討する企業が増えきている。ただ、マーケット全体の市況回復には至っておらず、賃料相場上昇の気配はまだ感じられない。グランフロント大阪の竣工により、しばらくは供給過多のマーケットが継続し、さらに、二次空室の大量発生も想定される。賃料相場の上昇の動きは当面見られないと思われ、逆に大型ハイグレードビルといえども、一部の好立地の物件を除き、場合によっては賃料水準を下げて空室消化を狙うケースもあるだろう。二極化はより顕著になり、競争力を持たないビルは、引き続き厳しいマーケットの中で誘致競争していくことになると思われる。

## Sendai

Area  
仙台

東日本大震災以降、築浅物件の空室在庫は順調に消化され、ニーズは築浅物件中心から既存物件中心へとシフト。ただし双方の賃料格差は広がっており、築浅物件で新規空室が発生した場合、昨年より若干交渉賃料が上方修正されるケースが散見される。拡張ニーズが需要の中心を占めており、突発的な解約等がなければ、空室率は微幅ながら低下していく傾向にある。これまでは復興需要を中心とした新規出店や拡張需要等に支えられた感があるが、現在の主要な動きは20～30坪程度の小ぶりなものが多く、中規模以上の案件の先細り感が懸念される。復興需要は、一度落ち着きを見せてしまい、その後、なかなか復活の兆しを見せてこない。増床中心のニーズとはいえ、良くも悪くも、いまだ復興需要に影響される状況にある。

## Sapporo

Area  
札幌

札幌中心部では、大型ビルや築年数の浅いビルが需要を牽引して空室率が下がり続けている。また館内増床も増え、移転や新設以外のニーズも増えている。それに伴い、賃料水準についても変化が見られ、それを象徴する事例として、札幌を代表する某ビルが小区画の下限賃料を1,000円/坪引き上げたことなどが挙げられる。ただし、道内における景気そのものの回復スピードは決して速くはない。札幌の人口が減少に転じていることも、今後の需要の伸びへの懸念材料だろう。引き続き企業のコスト意識が高く、マーケット全体への波及は限定的。中心部の老朽化したビルや小型ビルは、これまで同様厳しい市況が継続するものと思われる。

## Fukuoka

Area  
福岡

2012年は新規供給が約7,000坪あったにもかかわらず、空室率は3月の12.4%から12月の10.6%と1.8ポイントも低下。これだけの空室消化を示したのは、近年、稀に見る状況である。その旺盛な需要を背景に、近年は多数の空室を抱えての竣工が多かった新築ビルにおいても、ここに来てほぼ満室で竣工するビルが出てきた。既存ビルにおいても、競争優位性のある延べ500～1,000坪の空室を抱えるビルは、大きく空室を減少させることに成功している。競争優位性のあるビルにおいては、まとまった空室が時間とともに少なくなっている状況であるが、一方で、需要が少ない物件(駅に近くない、旧耐震、中小規模など)は、依然厳しい状態が継続しそうである。

## Takamatsu

Area  
高松

高松において築10年以内の築浅ビルは希少な存在で、これらのビル群は90%以上の高稼働状態にある。さらに賃料交渉面でも下げ止まり感を生んでいる。直近の成約事例としては、400坪近隣のコールセンター設立や大規模オフィスの新設、目抜き通り沿い1階路面へのコンビニエンスストアや宝飾店の出店等、これまであまり見られなかった前向きな動きが散見される。また、新たな移転ニーズとして、自社所有物件から賃貸ビルへの動きも顕在化している。築浅ビルに品薄感があり、かつ新規供給の予定もないことから、需要を喚起する材料に乏しくマーケットの停滞が懸念される。空室が長期化する既存ビルも多数あり、築浅ビルとの二極化はますます進んでいる。また、市内中心部から郊外への移転も継続的に見られ、撤退・縮小などマイナスの動きと、新設・増床などのプラスの動きが混在する予断を許さない状態にある。

## Nagoya

Area  
名古屋

拡張による館内増床、あるいは郊外から中心部への立地改善といった移転事例が増加。また、県外資本の成約事例も散見されるようになってきた。特に、名駅では優良物件不足が顕著であり、好立地または築浅ビルでは強気な姿勢を貫くオーナーも見られ始めた。加えて、企業のBCP意識が高まり、多少コスト高になっても新築・築浅など設備水準の良いビルへ移転したいというニーズが顕在化。これまでのコスト削減一辺倒ではなく、「会社と従業員を守る」という視点での要望はある意味新鮮を感じる。しかし、現場主導ではなく本社(東京)主導の移転プロセスとなるケースが多く検討期間が長期化してしまう傾向が強い。今後は2015年度の過去最大規模の名駅への大量供給を控え、市場全体が戦々恐々とした状態に突入する。築浅と老朽化、名駅とその他地域という両者間でテナント引き合い格差は拡大しており、市場の二極化は避けられない。

※当ページ掲載の賃料相場レンジグラフは、前ページ東京もとの単位が異なり比較できません。ただし当ページ7都市での単位は全て統一されています。

# オフィス市況は供給不足・需要増にシフト。 「為替」「株価」に続き、 「企業業績」の推移がポイントに。

## 森ビル株式会社

営業本部 マーケティング室

部長 松本 栄二 氏



### 供給減と需要増 空室率低下基調が鮮明に

まず、現在のオフィスマーケットの市況についてお話しします。当社が独自に調査した「大規模オフィスビル市場動向調査(2012年12月実施、2013年3月公表)」によると、2013年に供給されるオフィスビル(延床面積1万㎡以上)は58万㎡となっています。これは、大量供給があった2012年のわずか33%であり、過去平均の105万㎡と比較しても55%と、非常に少ない水準と言えます。しかも、賃貸マーケットだけを見ると、予定の7割以上が3月までですでに供給済みであり、今後の新規供給は極めて少ないことがわかっています。

一方、「2012年 東京23区オフィスニーズに関する調査」によると、新規の賃貸予定について「意向あり」の回答が昨年と比較して1ポイント増加しています。もちろんの中には縮小移転も含まれますが、新規賃貸予定の拡大縮小割合の設問では、拡大の予定が割合(54%)、件数(255件)と、2009年以降最大になっています。逆に縮小を考えている企業は比率、件数ともに少なくなっており、前向きな移転の動きが高まっていると見ています。端的に言えば、2013年は供給減に対して、拡大基調が高まっている状況と言えます。

仲介各社が発表しているオフィス市況データを見ても、去年の夏ぐらいから空室率が低下傾向にあり、当社の調査でも、2012年の大量供給に対して上期は供給量が新規需要を上回りましたが、下期は反転して空室率が低下しています。さらに、今年に入ってからアベノミクスの影響で、景気見通しに明るさが見えてきたこともあり、さらなる改善が期待されます。2013年3月期あるいは上期の決算報告で企業の業績回復傾向が見られれば、オフィス市況の改善はさらに加速すると考えています。

### ビル選択のキーワードはBCP Aクラスビルへのニーズが鮮明に

今回のオフィスニーズ調査で特筆すべき点は、BCPに対する意識の向上です。新規賃借ビルを選ぶ基準について、その理由の上位に「耐震性の優れたビル」が今回初めて選ばれました。震災の前は14ポイントだったのですが、震災直後は35ポイントに、現在はさらに伸びて40ポイントとなっています。また、それ以外の項

目でも、他がポイントを落とす中で「ビル管理の防災体制、バックアップ体制」を求める声が大きくなっており、東日本大震災とその後の震災発生の予測で、BCPの需要が急速に高まっているのです。

加えて、企業のBCPの策定状況も、震災直後の調査では策定済みが35%であったのに対して、1年半後の2012年12月には50%と増加しています。また、策定予定の企業を含めると、当時は76%だったのに対し、現在も77%とほぼ変化がありませんでした。これはBCPに対する意識が一過性ではないということを示しており、事業継続性が大きな経営課題になっていることの証しでしょう。

今回の調査では、約2,100社から回答をいただきましたが、そのうち、BCP策定予定がない企業も含め、それを分母にして比較すると、入居ビル選定基準に耐震性能を盛り込んでいた企業は、震災直後が8%、つまり12社に1社であったのに対して、現在は12%と8社に1社となっています。また、今後、策定予定の企業を含めると21%と、5社に1社が入居するビルの耐震性能を自社のBCP項目に盛り込むこととなります。つまり、震災直後に比べ、現在は会社の規定として耐震性能が選択基準の最重要事項として認知されるようになってきているわけです。加えて、防災体制も以前は20社に1社から今後は8社に1社へ、非常用発電機についても、以前は33社に1社と特定企業のものだったのですが、今後は9社に1社が求めるなど、大きな変化が見られました。

企業によって求める安全性のレベルは異なるでしょうが、少なくとも耐震性能が低いビルに好んで入ろうというテナントはいなくなっており、高度なBCPを求めるなら、自ずと築浅の大規模ビルで、防災面まで考えれば不動産専門会社が管理運営するAクラスビルに需要がシフトしていくと考えられます。つまり、今後は選択されるビルとそうでないビルの二極分化が鮮明になっていくことが予想されます。最近の成約状況を見ても、今年3月までに供給したAクラスビルは、順調に推移しています。また、BCP面で競争力の低いビルを除けば、東京全体の空室率は5%程度に回復しているところと見ることができるのではないのでしょうか。なかでもAクラスビルの需給バランスは、今後さらにタイトになってくるだろうと予測しています。

### 今後の景気動向が 賃料上昇の決め手に

ビルオーナーやテナント企業にとって気になるのが賃料でしょ

う。市場動向を見ると、すでに2003~2004年当時までは回復しているといえます。当社についていえば、稼働率が高く競争力があるビルは、この4月に値上げを実施しました。同業他社についても、稼働が高いビルは値上げしているようですし、今後もちょうした動きは増えていくと思われます。

ただ、それがオフィス市場全般の相場にまで波及するかどうかについては、まだ未知数の部分が多いのも事実でしょう。

2005年からリーマンショック前にかけての水準にまで回復するかどうか、その判断をする上でのポイントは、「為替」「株価」「企業業績」の3つがそろえることが重要だと考えています。為替は2004年が底で2005年から上がりだしましたが、現在もこの時と同じように円安に振れ始めています。株価も2004年から2005年にかけて11千円から16千円に上昇し、現在も同じ状況になりつつあります。つまり、為替と株価は賃料が上昇した2004-05年当時と同じ状況になりつつあるようです。あとは企業業績が、増収増益基調になるかどうかは分かれ目でしょう。2004-05当時は、売上高が2年連続で6%以上増加、経常利益も2年連続で15%以上増加していました。先にも述べた通り、2013年の第1四半期や上半期の決算でいい数字が出てくると、状況は近いものになってくると思われます。こうした状況になれば、企業は人員拡大から増床・移転という流れになり、必然的にAクラスの需要が高まり、賃料相場の上昇につながっていくでしょう。つまり、今後の成り行き次第であり、特に、都心のオフィスの主要業種である金融・保険業、法律会計事務所や経営コンサルタント、IT系企業の業績改善が大きなファクターとなります。競争力のある主要なビルの稼働率が高まっている中、アベノミクスで需要サイドのマインドがチェンジすれば、賃料が上昇しはじめると思っています。

### 今後のプロジェクトが オフィスの競争力をさらに向上させる

当社がかねてからヴァーティカルガーデンシティ(立体緑園都市)という街づくりのコンセプトに基づき、東京の国際新都心形成に向けて、新橋、虎ノ門、赤坂、六本木といったエリアの再開発を進めています。当エリアに多く所在する当社保有の営業物件すべてが耐震基準を満たしていることに加え、六本木ヒルズ、アークヒルズ、愛宕グリーンヒルズの3拠点を中心とする周辺ビルへの群管理体制を敷いています。また、このエリアに社員の防災要員社宅

約200戸を設け、有事の際には、社員が直接、震災対策に当たる体制を構築しています。防災面だけでなく、当社ビルに入居する企業のオフィスワーカーに向けての様々な優待サービスやスポーツイベントの開催など、森ビルが提供するオフィスビルならではのメリット創出や満足度の向上に努めています。

当エリアでは今後、昨年竣工した「アークヒルズ 仙石山森タワー」に続き、「アークヒルズ サウスタワー」が今夏竣工予定。高い耐震性能や非常用発電設備により事業継続を実現するだけでなく、都心部の超高層オフィスの屋上としては最大規模となる屋上庭園や低層部の緑あふれる憩いのフロントガーデンなど、オフィスワーカーが利用できるスペースが多様な働き方を可能にします。また、来年竣工を控えた「虎ノ門ヒルズ」は、BCP対応はもちろんのこと、インターナショナルホテルや、国際会議に対応するカンファレンス、高規格レジデンス、多様な都市活動をサポートする店舗などを擁し、国際ビジネスセンターの一翼を担うプロジェクトです。これらの主要プロジェクトを成功させ、エリアの魅力を向上させていくことがオフィスの競争力をさらに高める大事な要素と位置づけています。

### ■ 新規賃借予定の理由

	2009年	2010年	2011年	2012年
耐震性の優れたビルに移りたい	11	15	35	40
賃料の安いビルに移りたい	40	43	38	36
業容人員拡大	28	28	36	34
立地の良いビルに移りたい	20	34	35	30
1フロア面積が大きなビルに移りたい	21	22	28	27
設備グレードの高いビルに移りたい	19	27	26	24
セキュリティの優れたビルに移りたい	15	20	24	21
防災体制、バックアップ体制の優れたビルに移りたい	8	10	19	20
企業ステイタスの向上	11	16	12	12
事務所の統合	13	9	12	13
環境に配慮したビルに移りたい	4	8	9	8
入居中のオフィスビルの建て替え	5	6	8	9
新規事業展開	9	12	8	9
オーナーの信用度が高いビルに移りたい	5	8	5	6
分室が必要	2	2	2	3
一時的な仮移転	1	1	1	1
支店・営業所の新設	2	1	1	2

複数回答可とし、全回答企業が選択した場合を100とする。  
出典：2012年 東京23区オフィスニーズに関する調査(森ビル)

# オフィス系REITに投資家の人気が集中。 賃料底打ちや稼働率上昇の事例が増加。 ただし、REIT価格上昇には期待先行の部分も。



みずほ証券株式会社

リサーチグループ 金融市場調査部

チーフ不動産アナリスト 石澤 卓志 氏

## 不動産市況の回復により、 オフィス賃料に上昇期待

オフィスビルは、J-REITの運用対象不動産の51.5%を占め、最も重要な投資対象となっています(取得価格ベース、2013年4月30日時点)。J-REITの投資対象としてオフィスビルが重視される要因としては、住宅など他用途の不動産と比較して、①市況次第で高い収益性を確保できること、②空室率や賃料についての市場データが整備されており、運用成績の評価や、市場動向の予測が比較的容易であること、③施設・設備の内容やテナント属性に特徴が多く、他のJ-REITとの差別化が図りやすいこと、などが挙げられます。このうち①の収益性は、特に最近、多くの投資家に注目されています。

一般財団法人日本不動産研究所が半年毎にまとめている「不動産投資家調査」によれば、オフィスビルの期待利回り(Expected Cap Rate)は、同一エリアの住宅に比べて、0.3～1.0ポイント程度低くなっています。例えば、2012年10月時点で、港区・赤坂エリアの優良オフィスビルの期待利回りは4.9%、3A地区(麻布・赤坂・青山)の外国人向け高級賃貸マンションの期待利回りは5.9%です。期待利回りが低いということは、投資家が「投資リスクが低い」と判断していることを示します。住宅は、テナント(居住者)候補の数は多いものの、テナントの入退出が頻繁であるため、稼働率を安定させることが難しいといえます。また、住宅には、築年数が経過すると入居者の募集に難点が多くなり、資産価値の低下が比較的早いなどの問題点もあります。

オフィスビルは、一般的に、同一エリアの住宅に比して賃料水準が高く、賃料の変動幅も大きい傾向が見られます。このため、不動産市況が悪化している時期には賃料水準が大きく低下する一方で、市況の回復期には賃料の値上げによる増収が期待できます。

オフィスビル特化型のJ-REITである日本ビルファンド投資法人(NBF)の1口当たり分配金(配当)の推移を見ると、2008年6月期の22,549円をピークに6期(3年間)連続で減配となり、2011年6月期には15,138円まで減少しました。減配が続いた要因は複数存在しますが、賃料水準の低下が続いたことも一因です。NBFが保有するビルには優良企業が多く入居していますが、不動産市況が悪化する中で賃料相場が下落し、テナントからの賃料減額要求に対応せざるを得ない状況が続いていました。しかし、

2011年後半から賃料が下げ止まってきたため、NBFの2011年12月期～2012年12月期の1口当たり分配金(実績値)は、15,000円台で安定した水準を維持し、2013年6月期以降は不動産取得の効果もあって16,000円台に増加する見込みとなっています。

## オフィスの収益向上を示す データが増加

J-REITは、決算期ごとに保有不動産の時価評価を鑑定会社に依頼しています。鑑定評価の前提となったキャップレート(直接還元利回り)の推移を見ると、東京都心部のオフィスビルについては、2011年後半に0.1～0.3ポイント程度低下した例が多く、2012年前半には、都心周辺部の物件に低下傾向が広がりました。キャップレートの低下は、鑑定会社が、オフィスビル事業の経営環境が好転したと判断したことを示しています。なお、J-REITが保有する住宅については、2011年前半からキャップレートの低下事例が増加し、その後も低下傾向が強まっているので、オフィスビルよりも早期に市況が改善したといえます。また、2012年以降は、商業施設にもキャップレートが低下した例が増えました。

2012年頃までは、J-REITが保有するオフィスビルから、コスト削減を目的としてテナントが退出した例や、賃借面積を縮小した例が多く見られました。例えば、東急リアル・エステート投資法人(TRI)が保有するオフィスビルの稼働率は、2011年9月末には97.5%の高水準を維持していましたが、同年12月頃からテナントの退出が目立つようになり、2012年6月末には87.0%に低下しました。しかし、TRIがテナント誘致に尽力した結果、2013年2月末時点の稼働率は93.3%まで回復しました。現状では、一部のJ-REITにまとまった空室を抱えている例が見られるものの、オフィス系REITの多くは、ポートフォリオ全体で90%以上の稼働率を確保しています。

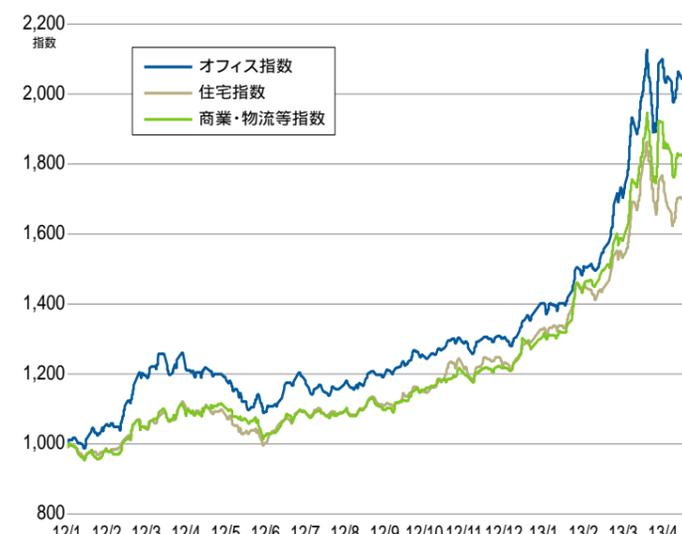
これまでは、空室を新規テナントで埋め戻しても、フリーレント(入居後の一定期間の賃料の支払いを減免する措置)が導入されているため、J-REITの賃料収入にはなかなか貢献しない例が多く見られました。しかし最近では、フリーレント期間も短縮傾向にあり、2012年初めには6ヶ月間程度が一般的だったものが、2012年末以降は3～4ヶ月程度の例が増えています。

## オフィス系REITは 有望な投資商品

今後の業績予想について、多くのJ-REITは慎重な見方を変えていませんが、投資家の多くは、J-REITが予想値を上回る運用成績を上げると見ています。このような投資家の期待は、J-REITの値動きにも反映されています。2012年1月4日を1,000として、東証REIT指数(用途別指数)の動きを指数化すると、2013年4月30日時点で、オフィス系REITの指数は2,021となり、住宅系REITの1,675や、商業・物流系REITの1,818を大きく上回っています(図表1)。多くの投資家は、オフィスビル市況が底打ちしたことから、今後は、オフィス系REITの運用成績が、住宅系や商業・物流系よりも大きく伸びると予想しているようです。

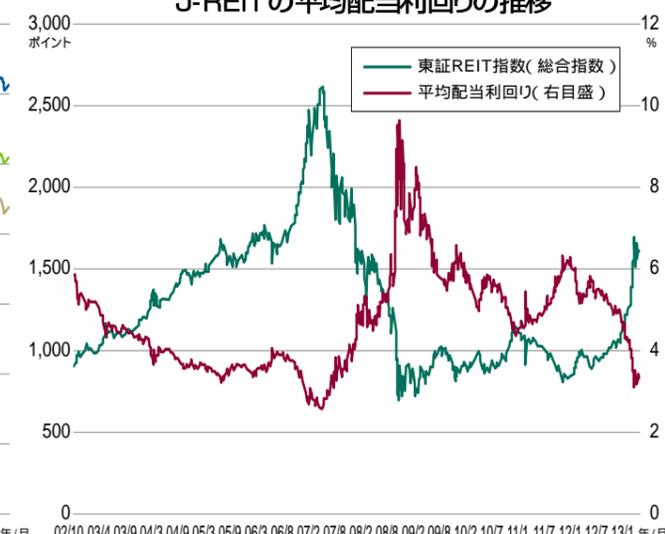
ただし、今後、J-REITの収益がどの程度改善するかについては、不明な点もあります。不動産専門誌によれば、J-REIT市場の関係者の中には、強気の予想を示す例が増えており、現在は1,600ポイント程度で推移している東証REIT指数(総合指数)が、2014年4月頃には2,000ポイント以上に上昇するとの見方も出ています。この中には、「2013年後半からオフィス賃料が上昇する」見込みであることを、東証REIT指数の上昇要因とする見解も見られます。

■ 図表1：東証REIT指数(用途別指数)の推移



出所：東京証券取引所の資料により、みずほ証券が作成

■ 図表2：東証REIT指数(総合指数)と  
J-REITの平均配当利回りの推移



出所：東京証券取引所、各J-REITの資料により、みずほ証券が作成

# これまでの景気回復期と、現在のマーケットとの違いは？ オフィス市況は本当に底を打ったのか。



シービーアールイー株式会社  
CBREコンサルティング本部  
シニアディレクター 前澤 威夫

## リーマンショックがもたらした 賃貸オフィス市場の流動性の低下

今回のテーマである「オフィス市況は底を打ったのか」という点ですが、結論からいうと、底を打ったと認識しています。

どんな市場にも共通することですが、マーケットの動向を判断するうえでひとつの指針となるのが「流動性」です。最悪なのは、ものが全く動かないという状態。安くする、賃貸条件を柔軟にする、付加価値を付けるなど、何をやっても売れない。つまり値段がつかないので、それが底なのか未だに五合目なのかといった判断をすることさえできないのです。

ちなみに、オフィス賃貸市場における流動性を判断するには、二つのポイントがあります。ひとつはパイが膨張しているのかどうか、つまり需要が拡大しているかどうかという点。需要がプラス成長かマイナス成長かということですね。もうひとつは絶対的な動きの量で、要するに募集したものが、どれぐらいのスピードで、どれぐらいのボリュームで決まっているかということです。

もちろん需要自体がプラス成長で、大小含めて様々なオフィスが募集開始から短期間で決定するようであれば活況と言えるわけですが、極論で言えば、需要自体がマイナス成長であっても、募集しているものが決まるほうがまだいいと言えます。縮小移転で100坪から80坪に、200坪から150坪になったとしても、移転があったほうが市場は健全なのです。最悪なのは、移転しないまま床を返して面積を減らす、あるいは減額交渉が増え、募集在庫ばかり増えて値段がつかない状態になることです。そういうマーケットが続くと、供給サイドは疑心暗鬼に陥らざるを得なくなってしまいます。

ここで、過去5年のマーケットの流動性の変化を見てみましょう。2008年の前半は良かったのですが、リーマンショック後の同年秋以降、市場は突然にその様相を変えました。2009年からは流動性が落ちて解約が増加する一方、新規成約が目に見えて減少するといった状態が続きました。2008年と2009年は、需要のボリュームは大幅なマイナス成長であり、移転自体も少なく極めて流動性が低い状況に陥っていたのです。

## 良くも悪くもインパクトが大きな 東日本大震災の影響

ところが、2010年には好転の兆しが見えてきました。2009年

の第4期をピークにグレードAに代表される大規模ビル等の空室率は下がっており、新規契約が増えて、成約面積のボリュームも増してきたのです。需要は7万坪のプラス成長となり、前年が13万坪超のマイナス成長だったことと合わせると、20万坪以上の差が生じたわけです。専門家の間では、この時点で最悪の時期は脱したという見解が大半を占めていました。

さらに、続く2011年は新規オフィスの供給が比較的少ないことから、大幅に持ち直すと予想されていました。事実、新興諸国やロンドンなどの海外のマーケットはすでに回復に転じており、それに追いつくのではないかと期待が強かったのです。

しかし、その上がり際とも言える3月に発生した東日本大震災で、この期待は、もろくも崩れるかに見られていました。4～5月の流動性は、かなり低い状態に落ち込んだのです。

ところがここで、テナントサイドが以前には想定していなかったアクションを起こし始めました。それまでは、賃料は安ければ安い方が良いという発想だったのに対し、このビルに居ることは安全なのか、BCPは維持できるのかという危機意識が芽生えたのです。つまり賃料に加えて安全性という新しいファクターが加わったわけで、これにより、増床するかどうかは別にして、移転に対する意識が急激に高まりました。ビルオーナー側も、この動きに呼応して対策を取ったことから、需要の流動性だけは、急速に回復し始めました。それが2011年後半のことです。

余談ですが、高層ビルの場合、従来であれば上層階から決まるものですが、この時は低層階に人気が集まり、中には、同じビルの上層階から低層階へ移転するといったケースまで見られました。2001年の世界同時多発テロの後にも同様の動きがありましたが、いずれにしても、今までの常識とは違う動きで需要が活性化されたのは事実です。

## BCPに対する意識の拡大が さらなる安定的な需要を創出

この10年ほど、都内では大規模なビルの建て替えが行われてきましたが、震災以降、その動きはさらに加速しているようです。先ほど触れたBCPへの意識から、「古いビルはそれ自身がリスクだから、早く対応しよう」という考えが根底にあることがうかがえます。こうした建て替えが促進されると、需要の再生産が起こります。今まで入居していたビルが建て替えられることになれば、テナント企

業は当然、別のビルに移転しなければならないわけですから、従前の入居ビルはストックとして減失の扱いになり、その際に移転したテナントの使用床は新たな移転先での新規需要となり、需要の再生産が起こります。もちろんこのような動きは昔からあるのですが、全体に与える影響はそれほど大きくはありませんでした。しかし、大型ビルの建て替えが毎年複数棟行われている現状では、それなりに大きなインパクトを与えることとなります。

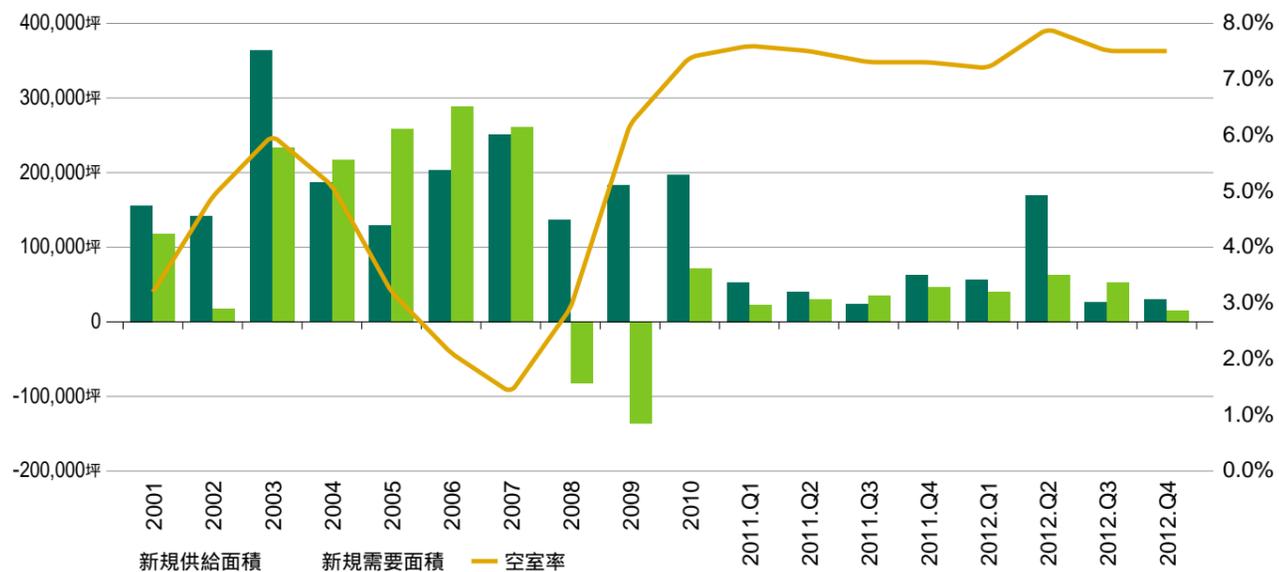
例えば、去年の例で言うと、銀座東芝ビルとAIGビル、鉄鋼ビルの3棟の建て替えだけでも3万坪弱の床面積になります。このところの、東京のパイの膨張はせいぜい十数万坪レベルですから、この3棟だけで2割弱ぐらいの比率を占めることになるのです。こうした需要の再生産が、毎年のように起こっていると言えます。

もうひとつの大きな動きが、自社ビルから賃貸ビルへの移転です。これまでも財務諸表上のバランスシートの問題として捉えられ、自社ビルの売却・賃貸ビルへの移転という動きは見られました。さらに近年は、これに安全性に対する不安という新たな要因がプラスされたわけです。既存の自社ビルの安全性を高めるためには再投資が必要ですし、バランスシート上の問題は残ることになる。手放して賃貸ビルに移るといった動きが、大きなうねりになり始めています。もちろん、自ら自社ビルを建て直すという選択肢がないわけ

ではありません。国内企業の自社保有ビルの全体的なボリュームは、かなりの面積になるはずですが、大型ビルはそれほどありません。都心で言えば、延床面積1,000坪程度のビルが主流なのではないでしょうか。

これら自社ビルの建て替えに際して、多くの場合、ほかの用途に利用されたり、あるいは周辺の土地を合わせて取得した人が大きなビルにするといったケースが考えられますが、それでもすべてのスペースがオフィスとして開発されるとは思えません。オフィススペースとして再生されるのは、感覚的には約半分くらいでしょうか。当社の調査によると、毎年6～10万坪の賃貸オフィス床の減失があり、さらに自社ビルの減失による減少が5～10万坪程度あるようです。もちろん、これらのすべてがオフィス需要として再生されるわけではないのですが、おおむね毎年、十数万坪程度の新規供給があっても、ある程度吸収できる潜在的な需要があると考えられます。しかも、こうしたサイクルは今後も一定の量で継続していくとみられるので、東京の賃貸マーケットにおける、潜在的な需要はかなり安定していると言えます。事実、景気浮揚効果がそれほどでもなかった過去3年間を見ても、2010年は約7万坪、2011年は約13万坪、2012年には約17万坪レベルのプラス需要が発生している状況を見ても、この想定には根拠があると考えられます。

■ 図表1：23区需給バランスの推移



出典：CBRE調べ

好況感なき需要回復が、新たな弊害を併発する要因に

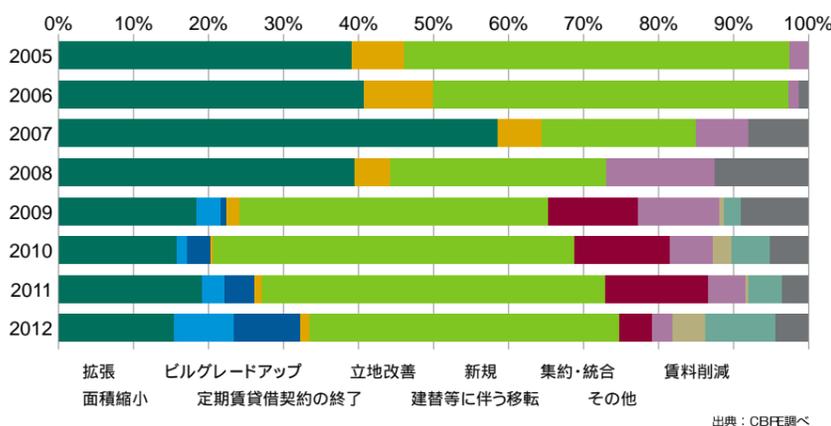
つまり、ここ数年、景気の浮揚感がそれほど顕著には見られないにもかかわらず、需要が高まっているわけですが、これは、同時にテナント企業の賃料負担力が戻りきらない状態で市場の流動性だけが上昇していることを示しており、思わぬ弊害が起こっているのも、また事実です。

本来、景気の回復とともに企業の賃料負担力が戻り需給バランスが改善するときは、大手と言われる企業から動き始める点では同様ですが、いわゆるグレードAと言われるような、市場での評価

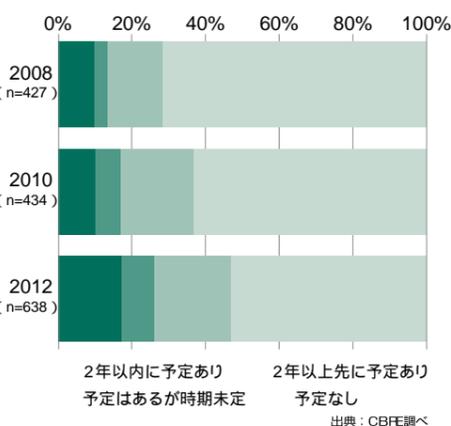
の高いビルから埋まっていくのが一般的です。今は賃料が調整されて低廉な水準であるが、来年には高くなるだろうという予測が流れれば、早いうちにいいビルを押さえようという発想になるので、こうした現象が起こるのです。そして、その後、徐々に裾野が広がって中小規模ビルにも需要は拡大していき、空室率の低下に伴い、最終的にはスペック的に平均点とまではいかないビルにも需要がつくというプロセスを経るわけですが、今回は、テナントにとってリーズナブルな、しかも築浅で、ある程度まとまった面積の確保可能なビルだけに人気が集まり、そこだけを注目すると市場に優良空室が不足しているといった状況になりつつあります。

そのため、こうしたビルを多く保有する大手のビルオーナーが

図表2：近年の東京の移転傾向(移転理由)



図表3：今後の移転予定の有無



図表4：自社ビルからの移転事例

テナント名	従前ビル	移転先ビル / 移転先住所	備考
田辺三菱製薬	自社ビル	日本橋小網町スクエアビル 中央区日本橋小網町17	自社ビルの老朽化
シャープ	自社ビル(幕張・市ヶ谷)	シーバンスS館 港区芝浦1	集約・統合移転
セガ	自社ビル(セガ1号館)	カナルサイドビル 品川区東品川1	築年数の経過に伴う耐震面の不安から
栗田工業	栗田工業本社ビル(自社ビル)	NAKANO CENTRAL PARK EAST 中野区中野4	自社ビルの老朽化
キリンホールディングス	自社ビル(原宿・新川)	NAKANO CENTRAL PARK SOUTH 中野区中野4	集約・統合に伴う移転
富士火災海上保険	富士火災東京本社ビル(自社ビル)	靖国九段南ビル 千代田区九段南2 神谷町MTビル 港区虎ノ門4	グループ再編に伴う移転
大幸薬品	自社ビル	ルオーゴ汐留 港区東新橋2	西中延の自社ビルは売却
大同信号	大同信号本社(自社ビル)	新御成門ビル 港区新橋6	
ミスミグループ	自社ビルおよび賃貸ビル	住友不動産飯田橋ファーストビル 文京区後楽2	拡張移転と2ヶ所に分散しているオフィスを1ヶ所に集約するため
インテリックス	自社ビル(八重洲・渋谷)	東建インターナショナルビル 渋谷区渋谷2	東京地区の営業拠点を集約し、業務を効率化
住友スリーエム	自社ビル(賃貸)	ガーデンシティ品川御殿山 品川区北品川6 みなとみらいグランドセントラルタワー 横浜市西区みなとみらい4	災害時のBCP対応、従業員の安全性確保を目的に移転

出典：CBRE調べ

景気の回復を実感している一方、中小規模の特定の属性のビルオーナーには、市況の回復などまるで無縁な状態に陥っているといえるのです。移転動機のグラフを見ても、前の好況期であった2007年は事業の拡大に伴う面積の拡張を理由とした企業が多いのに対して、2012年は集約・統合を中心として、ビルのグレードアップや立地改善といった動機が増加していることにその様子がうかがえます。

景気回復に伴い負担力が向上賃料アップは必然か？

さて、注目されるのは、それでは2013年以降はどうなるかということですが、結論は賃料アップの可能性が極めて高いと言えます。

先程も触れたとおり、一定の潜在需要は見込まれるうに、2013年のビルの供給量は12万坪程度。さらに景気浮揚効果によって需要が増加すれば、供給量を大きく上回る訳で、需給バランスの改善は去年以上になることは間違いのないでしょう。加えて、今年度のGDPの予測は2%台と、ここ数年にはなかった見通しとなっており、そうなれば企業の賃料負担力も向上し、企業の移転マインドもさらに高まってくるだろうと見られます。

すでに、昨年の第4四半期に当たる10月以降くらいから、大型ビルや築浅物件だけでなく数百坪クラスの移転で空室が消化される面積が、新たに空室となる面積を大きく上回る傾向が見えてきています。当社の営業現場からも、ビル内で内部増床による契約が多く、外部募集を想定していたビルで募集が出なかつたりするケースもあり、空室消化は確実に進んでいると聞いています。これらの動きはBCP関連ニーズも含めて、中堅企業群での需要拡大を示唆していると考えられ、需要の裾野が広がつつあることを表しています。また、大規模ビルについても昨年は竣工が多く募集が増えましたが、直近では大手企業を中心にそれらの空室の消化が進んでいます。

つまり、例えて言えば、これまでの需要は日本の株式会社30万社のうちの大手5,000社くらいの話だったものが、2~3万社ぐらいまで、マインドが拡大するステップに入りつつあると見ていいでしょう。それだけ、賃料負担力も向上してきているのかもしれませんが。拡大基調プラス景況感の改善があるため、需要の拡大という点で懸念する材料は今のところ見えていません。

このまま、景気の回復が現実のものとなり、インフレ期待が高まれば、賃料の上昇に対するテナントの許容度も上がってくるのが予想されます。だからこそ、移転するなら少しでも安いうちに、早い時期での駆け込み移転が急増する可能性も含んでいるのです。

これに対し、特に大手をはじめとするビルオーナーサイドは、すでに一部で強気の見解を示しています。大量供給があった2012年を乗り切ったうに、今年の供給量は少ない、ニーズが落ちる気配もないとなれば、いうなれば「待ちに待った瞬間」に向けて、着々と準備を進めているといった状況でしょう。テナントとオーナ

ーの双方のコンセンサスが同じ方向を向いていて、なおかつ潜在的ながらも十分な需要が担保されている現状は、まさに賃料が上がる条件を全て備えているのです。

市況の回復と安定的なビル供給健全な賃貸マーケットへの第一歩

これまで見てきたとおり、今年、賃料が反転するのは間違いのないところでしょう。今後、注目すべきはどれぐらいのスピードで、どこまで上昇するのかという点です。

どれぐらいのスピードでといった観点でいうと、マスコミの動向が少なからず影響すると思われます。これは2005~06年時の例を見れば明らかです。この時期はちょうど、継続賃料の値上げが可能になったタイミングであり、マスコミがこぞって記事に取り上げたことで、テナントサイドは値上げは所与のものと考えなければならぬような風潮が形成されました。これによって、実際の継続賃料の上昇スピードが加速されたのです。今回は、地価の上昇が契機になるようですが、「不動産市場におけるファンダメンタルズが本格的に改善に向かう(この場合、賃料が本格的に上昇に転ずるということの意味する)」といった話題が多く取り上げられるようであれば、同様の事態が起こるでしょう。継続賃料の増額改定の話もある程度の企業が受け入れざるを得ないと認識するかもしれませんし、新規賃料に関しては、間違いなく影響を及ぼすことは目に見えています。その分、賃料上昇が本格化するまでの時間が短縮されることが考えられるのです。

もうひとつのポイントである新規賃料の上昇率ですが、いかに、これまで数年間新規賃料の低下が続いたとはいえ、その反動で一気に新規賃料が現状より50%近くも上昇するといった状況は考えにくいでしょう。一等地といわれる地域のビルで、例えば賃料が坪単価5~7万円といった取引事例が複数出てくれば、マスコミがこぞって書き立てるでしょうから、それに影響されて上振れることもあり得るでしょうが、少なくともこの1~2年はそのような事態が起こるほど需給バランスがタイトになることは考えにくいと思われます。その理由として、ひとつは、一般的にもっとも賃料負担力が高いといわれる銀行や保険会社などの金融機関に、まだそこまでの体力が戻っていないこと。もうひとつは、丸の内、大手町という超一等地において、現在進行中の再開発により今後数年間、毎年のように新規ビルが供給され、オフィス空室の逼迫感が薄いであろうことが挙げられます。

ですから、新規賃料は年末までに5~7%上昇し、その後、2015~16年までは安定的に上昇を続けるといった可能性が高いと予測しています。

現状は、賃貸オフィスの市場が健全といえる状態にまで回復していく第一歩を踏み出したことは間違いのないところであり、今後も順調に回復を続けるかどうかは、日本の経済成長がどこまで安定的に推移するかによっても左右されるものと考えられます。