

国内主要都市のオフィスの空室率は過去20年で最低かそれに近い水準にある。そのようななかにおいても東京以外の主要都市ではオフィスビルの新規開発が極めて少ない状態が続く。ビル不足が明白ななか、なぜビルの供給が増えないのか。答えを解く鍵はオフィス以外の別のセクターにある。本レポート前半ではオフィスビルだけでなく、住宅市場やホテル市場など他のセクターのデータも交えて国内市場に起きているメガトレンドを追い、変貌する都心の街並みについて検証していく。

後半ではビル賃貸から目を転じ、国内の不動産投資市場について市場規模や市場の流動性、国際性の観点から海外市場との比較を交えて日本市場の特徴を浮き彫りにしたい。もう一つのメガトレンドである市場の国際化と業界の進むべき方向性を検証する。

マーケットレポート 17

2つのメガトレンド： 変貌する都心の 街並みと市場の国際化

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社 オルタナティブ運用部ディレクター
アジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッド

小夫 孝一郎



ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社
オルタナティブ運用部ディレクター
アジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッド

小夫 孝一郎 Koichiro Obu

東京大学経済学部卒。1995年4月住友銀行（現三井住友銀行）入行。2001年より同行ロンドン駐在の企業調査部シニア・アナリストとして欧州不動産などの調査を担当。2006年より同行企業調査部にて建設・不動産チーム・グループ長。2007年よりドイツ証券。2011年より日韓リサーチ・ヘッド、2013年よりアジア太平洋リサーチ&ストラテジー・ヘッド。2015年より現職。

都心で起きる地殻変動

オフィス市況

国内のオフィス賃貸市況は極めて好調である。東京のオフィス空室率は11年ぶりの低水準にあるほか、大阪や名古屋、福岡、札幌などの主要都市でも軒並み過去20年間で最低値かそれに近い水準となっている（図表1）。労働市場は空前の活況で、求人倍率もバブル期を超え44年ぶりの高さとなっているだけに、企業にとっては優良なビルにオフィスを構えることも人材を繋ぎとめる上でこれまで以上に重要になっている。人材難はしばらく続くと予想され、今後も好立地のオフィス需要を支えすとみられる。

国内主要都市でなぜビルの供給がないのか

このようななか、東京都心部では2018年から2020年にかけてオフィスビルの大量供給が続くが、大阪や名古屋、福岡などの主要都市では今後も数年間はオフィスの新規供給が限られ、一定規模以上のビルの供給は各都市で年1件以下と極めて少ない状態が続く。ビル不足が深刻化する中でなぜ新規オフィスビルの開発が増えないのか。

この要因として建設コストの上昇がまず想起される。2年後の東京五輪に向け施設やインフラの整備が進んでおり建設コストが高止まりしているのは事実である。ただし地方都市でもホテルや住宅は一定の新規供給がみられるだけに、オフィス建設が進まない要因を建設コストに求めるのはやや早計である。では果たして何が原因なのか。

これを検証するために東京都心におけるオフィスと住宅、ホテルの坪あたりの賃料で比較してみる（図表2）。これをみるとリーマンショック前まではオフィス賃料が最も高く都心の賃貸マンションやホテルの賃料はオフィスに遠く及ばない水準にあった。現在は

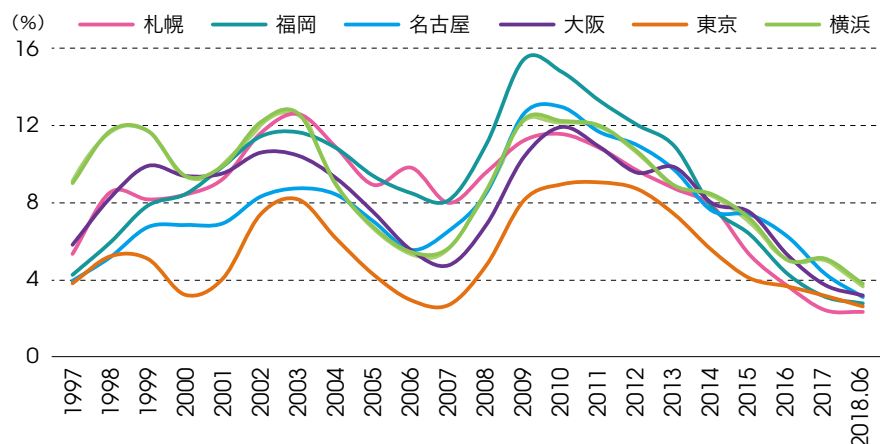
オフィスビルのコモディティ化が進みオフィス賃料が思ったように伸びないのに対し、住宅の賃料は堅調に伸びており都心部に限ればオフィス賃料との差がほぼなくなってきている。ホテルの賃料（支払い賃料）は昨今のインバウンド特需で大きく伸びており、過去10年間で実に2倍近くになっている。これはつまり都心部であっても、場所によってはマンションやホテルを建てた方がオフィスよりも収益性が高くなることを意味している。オフィスの供給が進まない理由はここにある。賃料が坪3-4万円以上取れる場所は別として、それ以外の地域では用地取得で史上初めてオフィスがホテルや住宅に負

けてしまう現象が起きているのだ。実際、これを裏付けるように東京都心の人口は大きく増加しており、過去10年でみると東京23区の人口増加率のトップ3は中央区、千代田区、港区と都心3区が揃ってランクインした（図表3上）。従来のビジネス街が一部住宅地化しているのだ。同じような現象は国内主要都市でもみられる。大阪では御堂筋や心斎橋周辺でホテルやマンションの開発が続く。名古屋市では伏見や栄でホテルの開発が多く、新規開発の大半がホテルとなっている（図表3下）。逆にオフィスの開発は少なく、名駅地区を除くと4年間のオフィス計画はわずか1件にとどまる。

変わり行く都心の街並み

2000年代の容積率の緩和で丸の内（東京）や梅田・中之島（大阪）、名駅地区（名古屋）などで高層オフィスビルの建設が進み、これが周辺から需要を吸い取っているとみることもできる。オフィスビルが上に伸びた分ビジネス街の面積は小さくなるのは必然で、従来のオフィス街は住宅やホテル、リテールの混在地域へと変貌しつつある。開発計画を策定する際はまずこのメガトレンドを踏まえることが重要で、その上で伝統的ビジネス街でどうやって用途変更を進めていくのか、住宅、ホテルを含めた複合ビルをどう開発していくかといった点が重要なポイントになるとみられる。

図表1 国内各都市におけるオフィスビル空室率の推移



出所：三鬼商事の資料を基にDWS作成

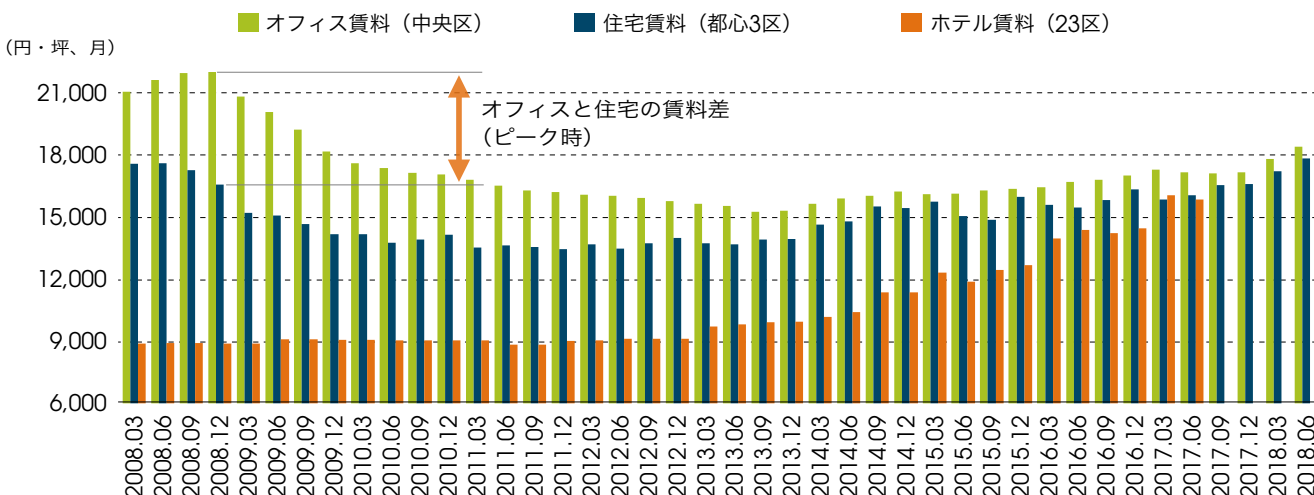
図表3 日本の都市のメガトレンド

東京23区人口増加率（07年-16年）		
順位	区	増加率
1	中央区	+34.2%
2	千代田区	+24.6%
3	港区	+21.5%
4	江東区	+12.8%

名古屋の主な開発計画（件）				
セクター	2018	2019	2020	2021
オフィス			3	1
ホテル	3	6	4	1
住宅		1	1	1
商業			1	

出所：東京都、日経不動産マーケット情報、各社資料を基にDWS作成

図表2 東京のオフィス・住宅・ホテル賃料の推移



出所：ARES、ケン不動産投資顧問、三鬼商事の資料を基にDWS作成

不動産投資市場と市場の国際化

日本市場の規模と特徴

一方、賃貸市場から目を転じて投資市場、特にその市場規模を概観してみよう。日本の投資不動産はストックベースで世界3位とGDPの規模に準じた順位となっているが、物件の流動性については証券化の進む欧米主要国より劣っており不動産取引額のみで順位は世界5位となる。取引額のうち外資系によるインバウンド取引はさらに下がって世界8位と、市場の国際化は遅れているといえる（図表4）。

もっとも日本市場が海外投資家に人気がない訳ではない。日本に投資はしたいが、世界一調達コストが低いといわれる国内デベロッパーやJ-REITとの物件取得競争は熾烈で、外資系の会社が入札で一番札を取るのが容易でないというのが実態である。このため例えばJ-REITが手を出しにくい500億円以上の大型案件やポートフォリオ案件、空室ビルや竣工前の物件などを検討し、REITなどとの競争を極力避けているのが実情である。

都市別にみれば東京市場は香港と並んでアジア太平洋地域で最大規模の不動産取引額を誇る（図表5）。このうち外資系取引の割合はこれまでの2割弱から直近では28%まで増加しておりその存在感が増しているが、早くから証券化や国際化が進み外資系の割合が4-5割のオーストラリア市場と比べるとまだ見劣りする。国内市場の国際化が思ったほど進まない背景にはデベロッパーとJ-REITの間のパイプライン契約など、日本独特の業界構造も影響しているものとみられ、実際日本市場では売買取引に占めるREITの取得割合が高いのが特徴だ。

投資市場の動向、日本市場の位置づけ

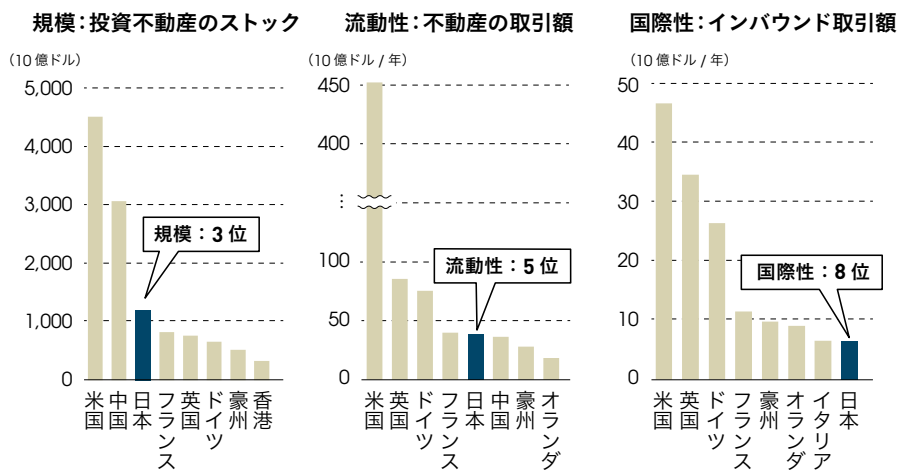
各国のソブリンファンドや年金基金

などの機関投資家は投資活動をグローバルに行っている。彼らにとって市場規模や流動性に加え、どの程度投資妙味があるのかが重要な指標となる。東京のオフィスビルのキャップレートは主要都市の中で香港に次いで低い水準にあるが、日本の長期金利は0.1%程度と主要国で最も低く、このためイールドスプレッド（不動産利回りと国債金利の差）でみれば東京は280ベースポイント程度と逆に主要都市で最も高くなっている（図表6）。これは“Brexit”に揺れるロンドン市場より

も高い水準で投資妙味は高いといえ、海外からも注目される要因になっている。

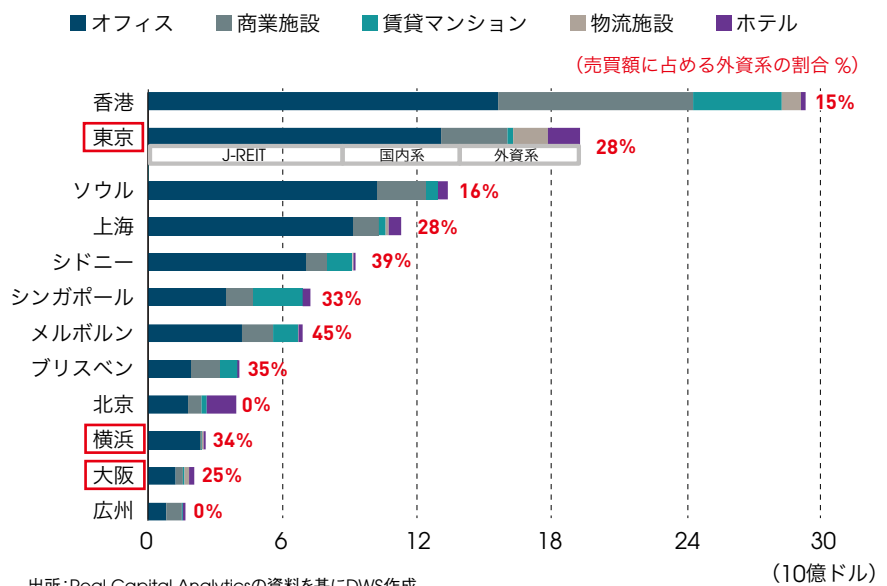
価格サイクルを示す指標としてはこれ以外にビルの資産価値を面積単価でみる方法も国際的によく使われる。図表7は東証REIT指数とAクラスビルの実物不動産の坪単価の推移を比較したものである。REIT指数とオフィスの資産価格の推移をみると、市場のピーク時も底打ちの時期もREIT指数が資産価格の変動に常に1年ほど先行して動いていることがわかる。逆にいうと現

図表4 各国の不動産投資市場の比較



注: 投資不動産のストックは2016年、投資不動産の取引額とインバウンド取引額は2015-2017年の平均値
出所: Cushman & Wakefield [Money into Property 2016]、Real Capital Analytics の資料を基にDWS作成

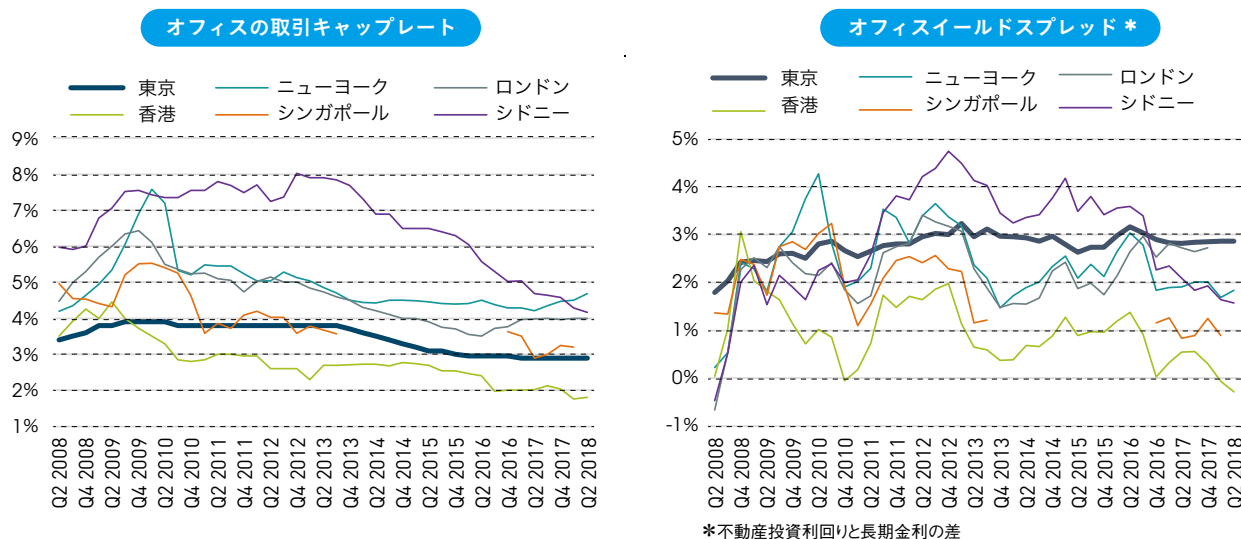
図表5 アジア太平洋各都市の収益不動産取引額（過去12ヶ月）



出所: Real Capital Analyticsの資料を基にDWS作成

(10億ドル)

図表6 主要都市のオフィスの取引キャップレートとオフィスイールドスプレッド*



在のREIT指数をみることで1年先の不動産価格をある程度予想できるということになる。実際、東証REIT指数はリーマンショック（2008年9月）が起きる1年半前の07年5月にピークを付け、その後リーマンショックまでに57%の下落を記録していた。REIT指数はリーマンショックにおける資産価格の下落を正確に予見していたことになる。最近では昨年軟調だったREIT指数が今年に入って順調に回復しており、

ここから類推すると2019年夏までの1年間の不動産価格は、「おおむね高値圏で横ばい。場合によっては一段の強含み」となることが予想される。

市場の国際化にむけて

不動産業界はどの国でもある程度固有の制度を有する。業界構造や商習慣、投資スキームや税制など必ずしも国際的に統一されている訳ではない。日本でよく使われる「地価」もその代表例

で、欧米ではみられない日本独特の指標である。一方、不動産投資マネーはグローバル化しており、投資家は日本市場を常に海外と比較しながら投資している。今後市場の一層の国際化を図るには欧米並みに証券化を進め市場の流動性を高めていくこと、同時に国際的に使われる統計やインデックスを広く普及させていくことが重要になると思われる。

図表7 東証REIT指数とビルの資産価格（坪単価）の推移

