

2016

5
May

Topics

不動産トピックス

トピックス1

全国主要都市のオフィス賃貸市場と投資市場…………… 2

トピックス2

不動産の価格鑑定で織込まれる純収益の
「期待」について…………… 6

マンスリーウォッチャー

東京圏の物流施設は内陸部での新規開設が増加…………… 8

熊本地震で被災された皆様に御見舞いを申し上げます。
被災された地域が一刻も早く復興できますよう、
心よりお祈り申し上げます。

全国主要都市のオフィス賃貸市場と投資市場

「不動産売買実態調査」(都市未来総合研究所)によると、政令指定都市のうち人口上位12都市^{※1}に立地するオフィスの2015年の売買取引額は前年に比べて大幅に増加し、2007年に次ぐ高い水準となりました。本稿は、オフィス売買取引額が大きい主要5都市^{※2}のオフィス賃貸市場と投資市場について、東京と比較しながら特徴を整理しました。

※1：政令指定都市で人口が多い上位12都市(大阪市、名古屋市、京都市、神戸市、横浜市、札幌市、仙台市、福岡市、さいたま市、川崎市、広島市、千葉市)。なお、東京23区は政令指定都市には含まれない。
 ※2：東京圏以外の都市でオフィスビル売買取引総額が特に大きかった大阪市、名古屋市、札幌市、仙台市、福岡市

2015年、全国オフィスビル売買総額の4分の1は12都市に立地するビルの取引

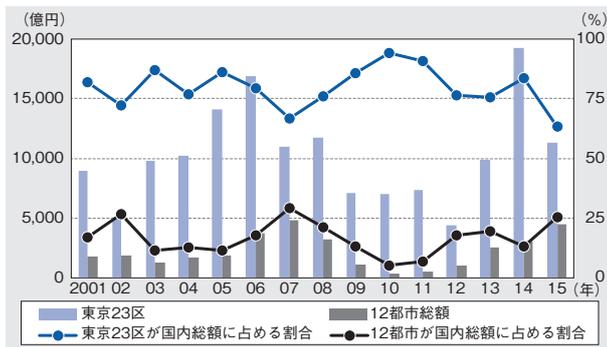
「不動産売買実態調査」(都市未来総合研究所)によると、政令指定都市で人口上位12都市に立地するオフィスの2015年の売買取引額は4,512億円で、前年に比べて46.5%増加し、2007年に次ぐ高い水準となりました。国内オフィスビル売買取引総額に占める割合も、2015年は25%に上昇しました。一方、東京23区が占める割合は63%に低下し、2015年に売買取引されたオフィスの立地は東京区部以外にシフトしているといえます[図表1-1]。

各都市の2001年～2015年のオフィスビル売買取引総額は、大阪市が最も多く約1.3兆円で、次いで横浜市、川崎市、名古屋市が続いています[図表1-2]。

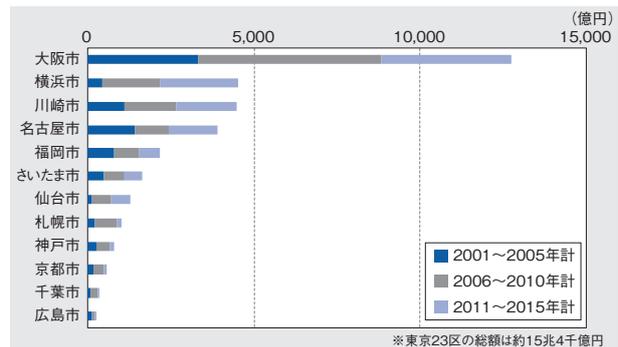
以下では、12都市のうち東京圏の都市を除いた、オフィスビル売買取引総額が大きい上位5都市(以下、主要5都市という)のオフィス賃貸市場や投資市場について、東京都心5区^{※3}と比較しながら特徴を整理しました。

※3：千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

[図表 1-1] 12都市に立地するオフィスの売買取引額



[図表 1-2] 12都市の都市別オフィスビル売買取引額 (2001年～2015年)



図表 1-1、1-2 のデータ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

主要5都市のオフィス賃料は、東京に比べて変動が小さく安定した動き

空室率はいずれの都市も低下傾向で推移

主要5都市と東京の賃貸オフィス市場を比べた時に、最も大きな違いは賃貸オフィスのストック規模です。三鬼商事のデータによると、2015年12月末時点の東京のオフィス賃貸面積は約719万坪で、主要5都市の合計は東京の3分の2に過ぎず、最も面積が大きい大阪(約220万坪)でも東京の31%の規模にとどまります。この10年(2005年～2015年)の増加率は、名駅エリアでこの時期に大規模ビルが次々に竣工した名古屋が23%で最も高く、東京、大阪、仙台、福岡は10～11%で並び、札幌のみ6%にとどまっています[図表1-3]。

空室率は、名古屋、札幌、仙台、福岡が2010年4月～6月をピークに低下傾向で推移して

います。大阪は、2011年3月をピークに他の主要都市に遅れて空室率が低下を始めましたが、2013年2月に「グランフロント大阪タワー B (貸室総面積21,940坪)」、3月に「グランフロント大阪タワー A (同22,062坪)」が相次いで竣工したことなどから、一転して空室率が大幅に上昇しました。その後は低下傾向で推移していますが、空室率はまだ7%台の水準です。東京の空室率のピークはさらに遅れ、2012年6月でした。東京では、2012年前半のオフィス大量供給が影響したと考えられます[図表1-4]。

このように、一時期に大量の賃貸オフィスが供給されると、空室率に少なからず影響を与えます。東京に比べて賃貸オフィス市場規模の小さい都市では、より影響が大きくなると考えられます。

主要5都市の平均募集賃料は東京に比べ 上昇の時期が遅れている

東京の平均募集賃料は、2013年12月の@16,207円/坪を底に反転し、空室率が6%台に低下した2014年の春から対前年比がプラスとなり上昇が続いています。一方、主要5都市の平均募集賃料は、いずれも2013年以降横ばい傾向で推移しています。対前年比は、名古屋と福岡では2015年6月以降上昇が続いていますが、大阪、札幌、仙台は下落傾向で推移しており、東京に比べて上昇の時期が遅れています〔図表1-5〕。しかし、主要5都市の平均募集賃料は、東京に比べて変動が小さく安定した動きで推移しています。

名古屋のオフィス賃料収入は大幅改善。 東京と大阪は2004年の水準を下回る

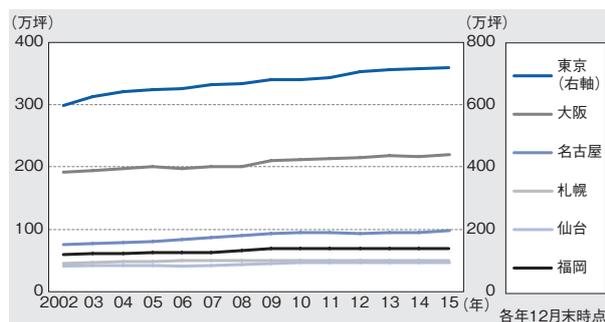
オフィスの賃料収入^{※4}は、従来からの入居テナントの①継続賃料と②改定後の賃料、新規入居テナントの③新規賃料の単価に各々の面積を乗じた額の総和で算出できます。

ここでは、以下の仮定に基づいて平均募集賃料ベースの賃料収入を試算しました。

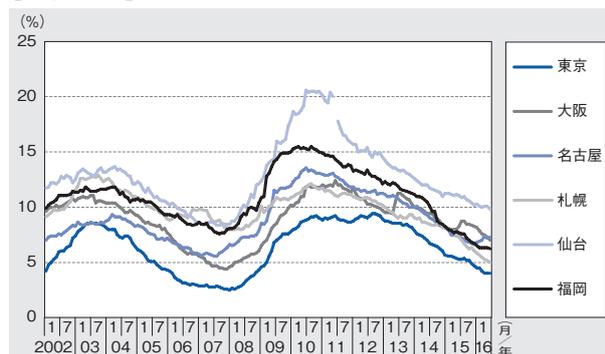
- ①の継続賃料収入は、「2年前の平均募集賃料単価」と「稼働面積から②および③の面積を減じた面積」の積。
- ②の改定後の賃料収入は、普通借家の契約割合(71.4%)、平均契約年数(2年とする)と定期借家の契約割合(28.6%^{※5})、平均契約年数(3.7年^{※6})から算出した「契約改定面積」と「当月の平均募集賃料単価」の積。
- ③の新規賃料は、成約面積^{※7}と当月の平均募集賃料単価の積から平均フリーレント期間(2.6ヶ月^{※8})に対応する賃料収入を減じた。

賃料収入は、2013年以降東京、大阪が減少～横ばい傾向で推移しているのに対し、他の4都

〔図表 1-3〕 オフィス賃貸面積



〔図表 1-4〕 空室率



市は増加傾向で推移しています。2004年1月時点の賃貸収入100に対する指数は、名古屋の124を先頭に仙台、福岡、札幌が100以上となったのに対し、東京は97、大阪は94にとどまっています。

※4: 平均募集賃料と空室率、賃貸総面積から試算した結果である数値を使用したため、個別ビルの賃料収入を集計してきた場合の実態とは異なる。

※5、※6: 日経不動産マーケット情報の「オフィスビルテナント調査」(2012年4～5月、東京都心部の延床面積1万㎡以上の主要オフィスビルに入居するテナントを対象に実施したアンケート調査。有効回答数315)のデータを使用した。

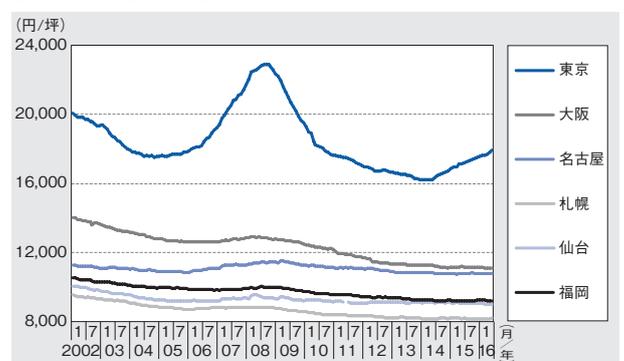
定期借家契約割合や平均契約年数は、各年、各都市によって異なると思われる。また、平均契約割合は件数割合であり面積割合とは異なるが、本試算では上記データを使用した。

※7: 三幸エステートの月次データ(成約面積、現空面積、空室率)から算出した成約面積割合(=成約面積/現空面積/空室率)を使用した。

なお、同社の統計日は各月1日時点のため、1ヶ月前のデータとして扱った(例:2月1日=1月のデータ)。

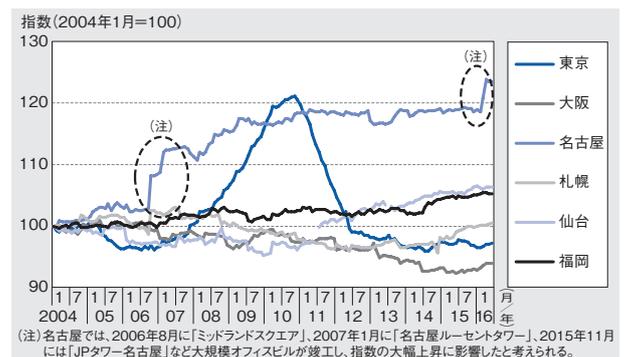
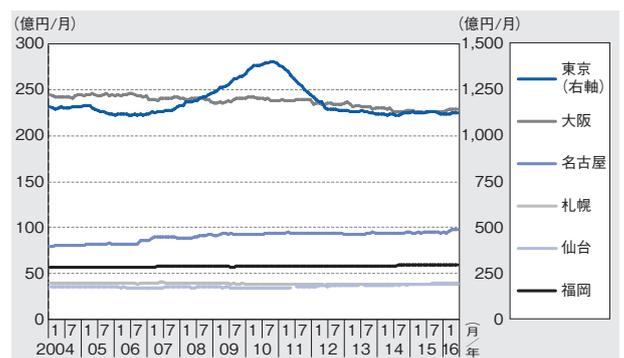
※8: ザイマックス不動産総合研究所「オフィスマーケットレポート東京2015Q4」のデータを使用した。

〔図表 1-5〕 平均募集賃料



図表 1-3～1-5 のデータ出所: 三鬼商事

〔図表 1-6〕 平均募集賃料に基づく
オフィス賃料収入(下図は指数)



データ出所: 三鬼商事、三幸エステートほか(※5～※8)のデータを基に都市未来研究所が作成

主要5都市のオフィスビルの キャップレートも低下傾向

一般財団法人日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によると、主要5都市におけるAクラスオフィスビルの投資期待利回り^{※9}は、いずれの都市も2010年～2012年をピークに低下傾向で推移しています。東京の利回りが他の都市に比べて特に低い水準で推移しており、主要5都市の中でほぼ最も利回りが低い大阪と比べても差は大きく、2010年以降は1.5ポイント以上の差が続いています[図表1-7]。前述したように、主要都市のオフィス賃貸市場は市場規模が小さく投資対象不動産が少ないことなどが、投資家にとってリスクと判断・評価されていることが、東京のオフィスビルと利回りの差が生じる一つの要因と考えられます。

J-REITが取得したオフィスビルの取得額ベースのキャップレート^{※10}は、立地や規模、築年数など様々なオフィスビルが含まれているため、また投資家の期待利回りのような明確な差はみられません。主要都市においてもキャップレートは低下傾向で推移しています[図表1-8]。

※9：投資価値の判断(計算)に使われる還元利回りを指す。図表1-7の調査では、初年度の純収益(NOI)を期待利回りで割ったものを投資価値と定義している(一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」の「用語の定義」から)。

※10：取得時の鑑定評価額と鑑定評価上のキャップレートから算出した鑑定評価上設定されたNOIを物件取得額(予定額も含む)で除した値。なお、追加取得がある物件は除外した。

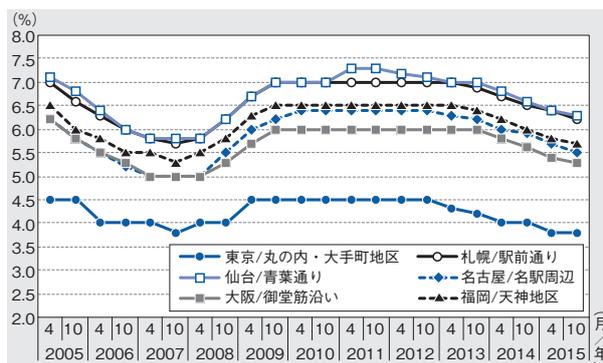
J-REIT や私募ファンド等による主要都市 のオフィスビル取得が増加

オフィスビルの買主セクター別取得額(2001年～2015年累計額、公表ベース)は、いずれの主要都市もJ-REITが最も大きな割合を占めています。主要5都市では、大阪市を除く4都市が50%を上回っており、特に名古屋市は62%で最も大きい割合を占めています[図表1-9]。5年毎のセクター別取得額割合の推移をみると、名古屋市や仙台市でJ-REITの割合が大幅に上昇しています。また、札幌市や福岡市では、SPCや私募REIT等の取得額割合が上昇しており、J-REITや私募ファンド等による投資がオフィスビル売買取引額の増加に大きく寄与したと考えられます[図表1-10]。

主要都市のオフィスビル投資における 留意点

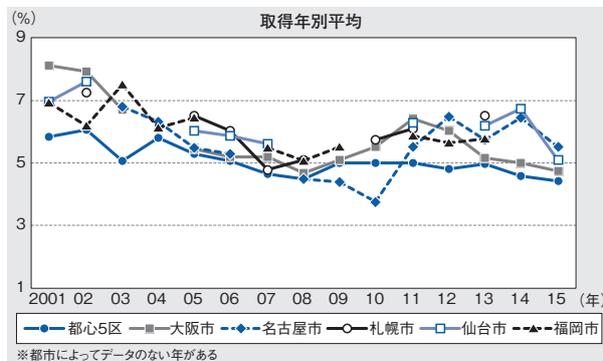
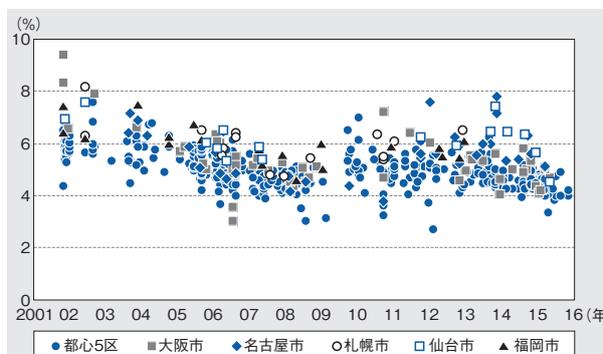
東京では、不動産価格の上昇によって、投資家が期待する利回りを確保できる物件の取得が難しくなっています。一方、主要5都市においても、

[図表 1-7] オフィスビル(Aクラスビル)の
期待利回り



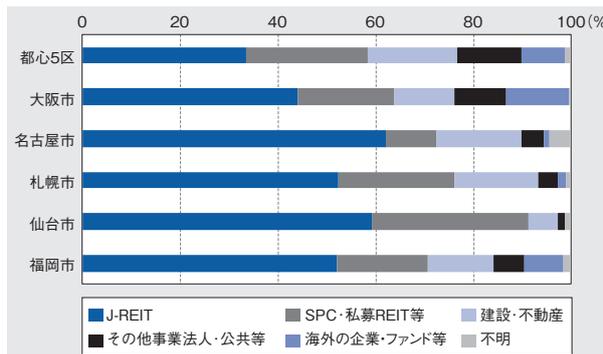
データ出所：一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」

[図表 1-8] J-REIT が取得したオフィスビルの
取得額ベースのキャップレート



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

[図表 1-9] 買主セクター別オフィス取得額割合
(2001～2015年計)



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

オフィス賃貸市況の改善などから、さらに不動産投資が活発になる可能性があります。

主要5都市のオフィスビルへの投資を検討するにあたっては、以下のような留意点が考えられます。

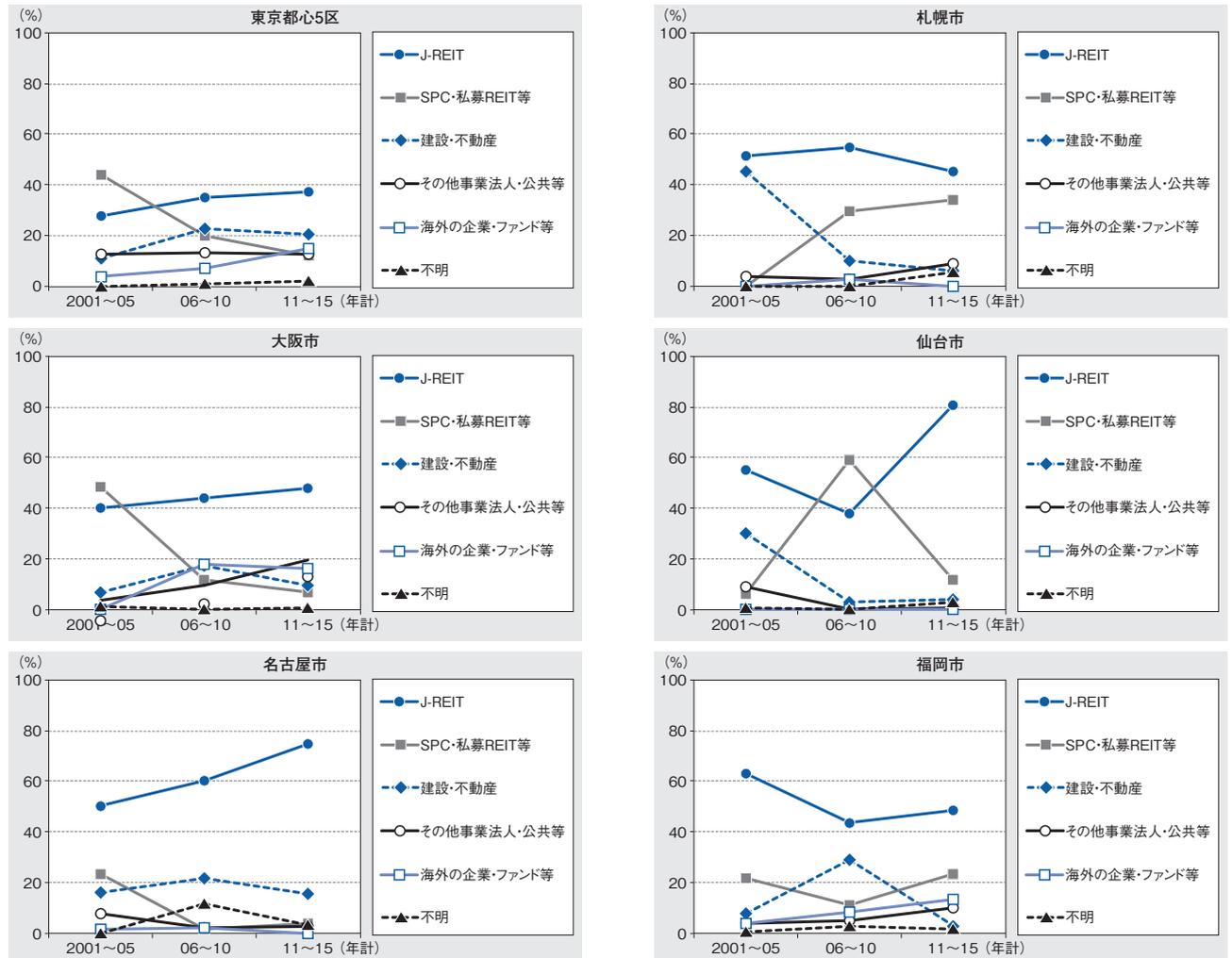
①競争力の高い物件については賃料のボラティリティが小さく安定した賃料収入が期待できる一方、そうでない物件については、東京に比べ

てリーシングが困難になるリスク（賃料を下げても空室が埋まりにくいリスク）が高くなる可能性がある。

②東京に比べ高めのキャップレート設定での物件取得が期待できる反面、市場規模が小さいことから流動性に劣る可能性がある。

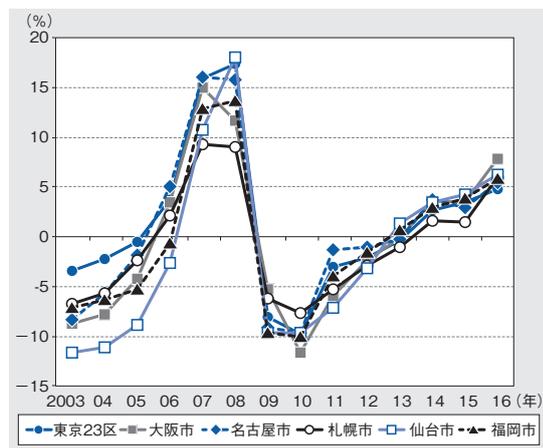
(都市未来総合研究所 佐藤 泰弘)

[図表 1-10] 買主セクター別取得額割合の推移



データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

[図表 1-11] 商業地価対前年変動率 (各年1月1日)



データ出所：国土交通省「地価公示」

[図表 1-12] 主要5都市の主な大型開発(2016年以降竣工)

都市	ビル(計画)名	所在	階数	延床面積 (㎡)	竣工(予定)
大阪	中之島フェスティバルタワー・ウエスト (仮称)	大阪市北区	41/B4	約150,432	2017年春
	(仮称)新MID大阪京橋ビル	大阪市中央区	22	約49,662	2017年度上期
	新南海会館ビル(仮称)	大阪市中央区	30/B2	約84,000	2018年9月
	梅田3丁目計画(仮称)	大阪市北区	40/B3	約217,000	2019年4月
名古屋	シンフォニー豊田ビル	名古屋市中村区	25/B2	約47,500	2016年6月
	JRゲートタワー	名古屋市中村区	46/B6	約260,000	2017年2月
	グローバルゲート	名古屋市中村区	ウエストタワー棟: 36/B2 イーストタワー棟: 17/B2 低層棟: 4/B2	約157,000	2017年3月
	(仮称)錦二丁目計画	名古屋市中区	21/B1	約45,410	2018年2月
札幌	(仮称)札幌創世1.1.1区北1西1地区第一種市街地再開発事業	札幌市中央区	13/B1	約18,844	2017年1月
仙台	野村不動産仙台青葉通ビル	仙台市青葉区	10/B1	約12,600	2017年4月
福岡	(仮称)東比恵ビジネスセンターII	福岡市博多区	6	約8,943	2016年3月
	JRJP博多ビル	福岡市博多区	12/B3	約44,000	2016年4月

データ出所：公表資料を基に都市未来総合研究所が作成

不動産の価格鑑定で織込まれる純収益の「期待」について

不動産取引市場では収益還元法^{※1}に基づく価格付け・価値判断が普及し、「運営している不動産の純収益^{※2}（以下、「実NOI」という）が上昇すれば（不動産）価格も上昇する」と考えられる傾向があります。しかし、実際には、価格は実NOIに先行して動いています。収益還元の考え方と一見矛盾するこの動きは、価格鑑定の段階で「期待」が織込まれることに原因があります。本稿では、期待純収益に焦点を当てこれを解説し、都心5区^{※3}の賃貸オフィスビルと賃貸マンションのそれぞれの「期待」部分の動向について考察します。

価格鑑定の段階で「期待」が織込まれ、実NOIと期待純収益にかい離が生じるケースも

J-REITが運用する都心5区の賃貸オフィスビルのデータ^{※4}を指数化^{※5}すると、評価額は実NOIが上昇する前に2013年度下期以降先行して上昇しています。過去に遡ると、評価額の下落は実NOIに先行して、2009年度上期ではすでに大きく低下しています〔図表2-1〕。

評価額の変動が実NOIに先行する動きは、収益を還元して価格査定が行われる収益還元の考え方に一見矛盾しているように映ります。しかし、不動産の価格鑑定の段階で将来の「期待」が織込まれていることを踏まえると、この動きを理解することができます。

直接法の基本式（〔図表2-2〕）によると、分子の期待純収益と分母のキャップレートの双方が価値（価格）査定に影響を与えます。基本式の分子に注目すると^{※6}、期待純収益は、実NOIなど

の動向を踏まえ将来変動を加味して想定が行われます。このため、実NOIと期待純収益の間にかい離が生じ、実NOIと期待純収益の大小関係は、時期により変化すると考えられます。期待純収益の想定が実NOIよりも大きい（期待部分がプラスの）時期は、将来の純収益が現在よりも増加すると期待（想定）されていることになり、逆に、実NOIよりも小さい（期待部分がマイナスの）時期は、将来の純収益は現在よりも減少すると期待（想定）されていることとなります。

実際の取引では、分子分母の双方に不動産投資家など評価式の利用者それぞれの「期待」が織込まれます。期待部分は、将来の想定であるため、結果として評価額が運営実績値である実NOIに先行すると考えられます。

※1：国土交通省の不動産鑑定評価基準によると「収益還元法は、対象不動産が将来生み出すであろうと期待される純収益の現在の価値の総和を求めることにより対象不動産の試算価格を求める手法」とされており、DCF法（Discounted Cash-Flow法）や直接（還元）法がある。

※2：純収益（NOI）＝運営収入－運営費用

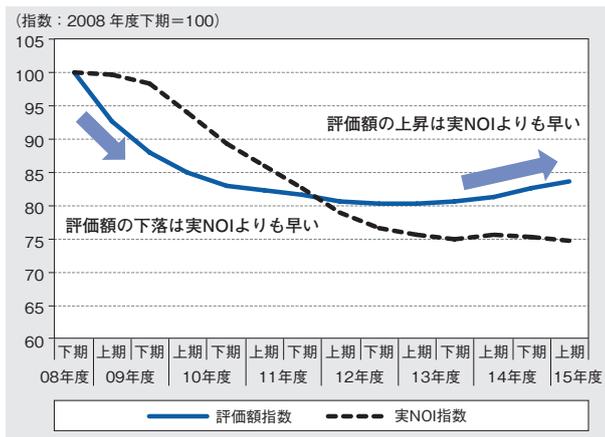
※3：東京都の千代田区、中央区、港区、新宿区および渋谷区を指す。

※4：2008年度下期から2015年度上期までのデータに欠落のない物件のみを抽出し集計した。

※5：2008年度下期を基準（100）に指数化。

※6：評価額の変動は、キャップレートによっても変動するため、期待純収益の増減だけでは、評価額の増減を判断することはできない。

〔図表 2-1〕 評価額指数と実NOI指数の推移
（J-REIT 保有の都心5区の賃貸オフィスビル）



データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

〔図表 2-2〕 直接法の基本式等

$$\text{価値} = \frac{\text{期待純収益}}{\text{キャップレート}}$$

↓ 変型すると

$$\text{期待純収益} = \text{価値} \times \text{キャップレート}$$

賃貸オフィスビルの期待純収益における期待部分は、市況軟化で剥落も

以下では、実NOI^{※7}と期待純収益^{※8}の動向を整理し、期待収益率の今後の動向について考察します。対象は東京都心5区の賃貸オフィスビルと賃貸マンションです。

【賃貸オフィスビル】

2011年度以降、期待純収益は実NOIを上回っており、純収益が将来増加するというプラスの期待部分が存在します〔図表2-3〕。その中で、2014年度以降実NOIは下げ止まりの動きを示し

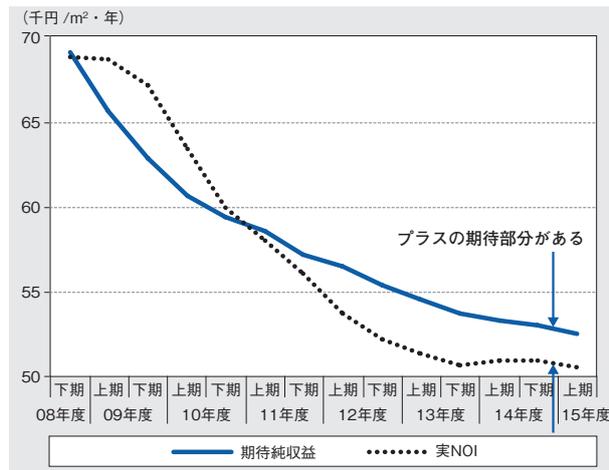
ているのに対して、期待純収益は低下しているため、期待部分が小さくなっています。この動きは、純収益の将来の増加想定が小さくなっていることを意味すると考えられます。

2016年～2019年まで都心5区でのオフィスビルの供給量は比較的高水準で推移すると予想され[図表2-4]ます。賃貸オフィス市況が軟化する^{※9}ならば、プラスの期待部分の実現は難しいと考えられるようになり、期待部分が剥れ落ちることによって評価額が下落することも考えられます。

【賃貸マンション】

期待純収益と実NOIの推移では、期待純収益と実NOIとの差は賃貸オフィスビルに比して小さく期待部分はプラス・マイナスともにわずかです[図表2-5]。賃貸マンションの実NOIは大きくは変動しないという特性を踏まえ、将来の動向を見据えて期待純収益の想定が行われていると考えられます。

【図表 2-3】 賃貸オフィスビルの期待純収益と実NOIの推移



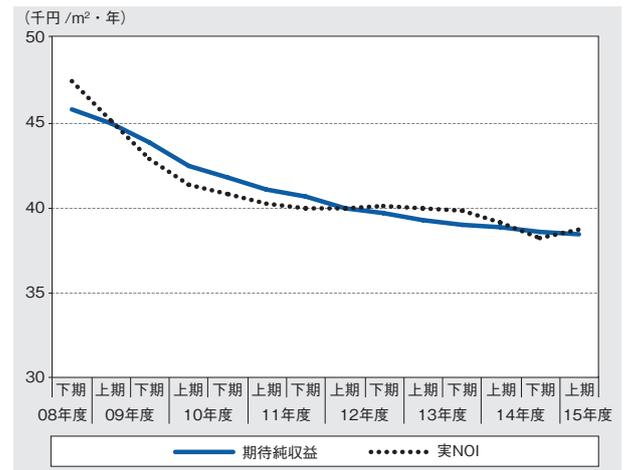
データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

地価上昇や建築費の高止まり等で新築賃貸マンションの投資利回りが低下しており、大幅な賃料上昇が期待しにくい賃貸マンションにとっては、供給制約の1つの要因となっています。一方、東京都の予測^{※10}によると、区部の人口は2020年に、都心5区の人口は2025年にピークを迎えます[図表2-6]。自然増ではなく社会増が人口の増加を支えており、賃貸マンションの需要は今後も増加すると思われます。こうした需給状況から、当面都心5区の賃貸借市場は比較的タイトな状態で推移すると考えられ、実NOIは底打ち～上昇となり、これに沿うように期待純収益も推移する可能性があります。

(以上、都市未来総合研究所 仲谷 光司)

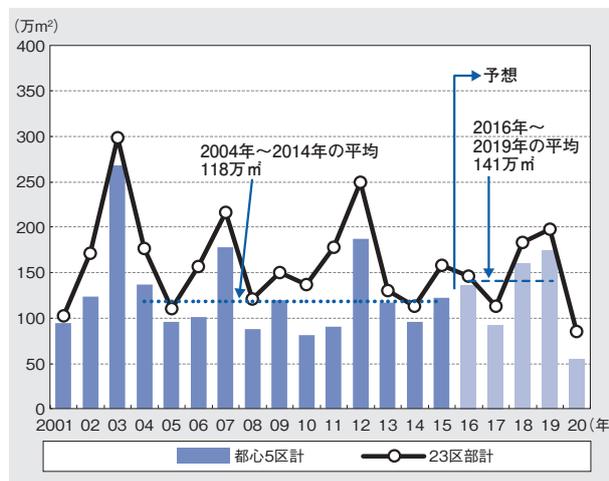
※7：賃貸可能面積当たりの直近1年間の純収益(NOI)の平均。
 ※8：鑑定評価額×期末のキャップレート÷賃貸可能面積によって求めた値の平均。(本稿では、公表された鑑定評価額を直接法の評価額と仮定して求めた。)
 ※9：本誌2016年1月号参照
 ※10：「東京都男女年齢(5歳階級)別人口の予測」(平成25年3月)

【図表 2-5】 賃貸マンションの期待純収益と実NOIの推移



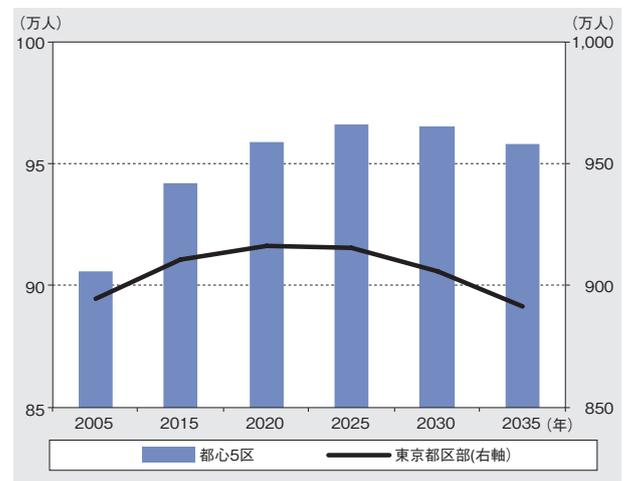
データ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

【図表 2-4】 都心5区の賃貸オフィスビルの供給量予想



データ出所：都市未来総合研究所「Office Market Research」

【図表 2-6】 東京都区部と都心5区の人口予想



データ出所：東京都「東京都男女年齢(5歳階級)別人口の予測」

Monthly Watcher

東京圏の物流施設は内陸部での新規開設が増加

一都三県における物流施設は、2015年は埼玉県圏央道近くで開設が増加しました。2016年は千葉県内陸部の柏市や野田市などを中心とした内陸部における開設が大幅に増加する見込みです。延床面積が50,000㎡以上の主な物流施設の開設状況は[図表3-1]のとおりです。

内陸部での新規開設は、圏央道をはじめとする道路網の整備によって配送エリアの拡大や配送時間の短縮が見込まれる地域や、消費地へのアクセスが良く、湾岸部と比較して賃料水準が低廉な国道16号の沿線地域などで増加がみられます。東京都市圏交通計画協議会が2015年12月に公表した「第5回東京都市圏物資流動調査」では、埼玉県南部や千葉県西北部など内陸部における物流施設の増加が顕著にみられる結果となりました[図表3-2]。

また、物流施設需要の高まりをうけて、2014年以降東京圏工業地の地価は上昇が続く[図表3-3]、配送利便性の高い東京湾岸エリアの地価が高い水準にあることも、比較的割安に用地を取得できる内陸部への新規開設を後押ししている一因と考えられます。

(以上、都市未来総合研究所 大重直人)

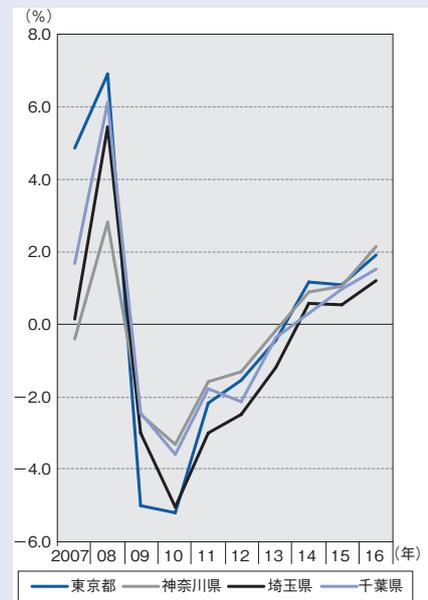
[図表 3-1] 物流施設の開設が内陸部で増加(床面積 50,000㎡以上)



*プロット地点は床面積 50,000㎡以上の主な物流施設を示すが、場所については大まかな位置を示すにとどまる。

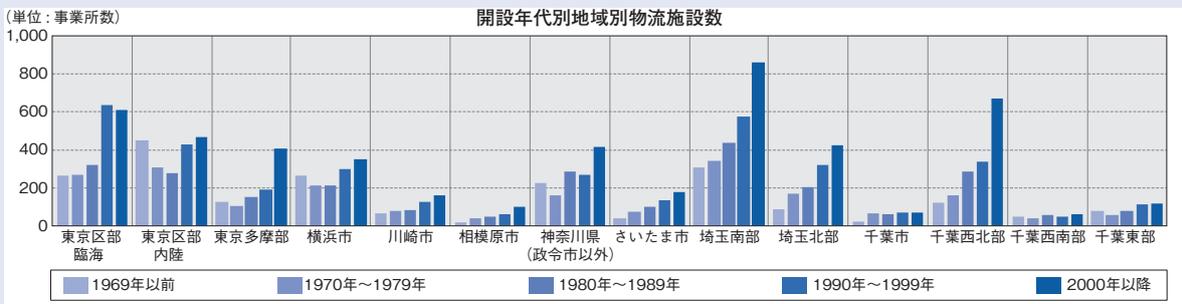
データ出所：各社 Web やニュースリリースなど各種公表資料から作成

[図表 3-3] 工業地の地価は上昇傾向が続く



データ出所：国土交通省「平成 28 年地価公示」より作成

[図表 3-2] 2000 年以降は埼玉県南部や千葉県西北部で物流施設が増加



データ出所：東京都市圏交通計画協議会「第 5 回東京都市圏物資流動調査」より作成

不動産トピックス 2016. 5

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。