

上昇続く東京オフィスビル価格をどう見るか

～賃料の上昇期待から見た持続性～

<要旨>

東京都心のオフィスビル価格は2012年を底に3割上昇しており、過熱を指摘する見方も出てきている。価格には将来の賃料が上昇するという期待が反映されており、この期待の継続が価格上昇の持続に必要である。そこで、どの程度の賃料上昇が価格に反映されているか試算すると、現在の平均募集賃料より17%高い賃料が価格に織り込まれていることが分かった。足元5%程度の平均募集賃料伸び率が3年間続けば、15～16%の上昇となるので、17%の賃料上昇は達成可能な範囲内ともいえる。今後1～2年は、景気回復と堅調な企業業績に支えられるとすれば、賃料が上昇するという期待と価格の上昇が持続する可能性は高いといえるだろう。

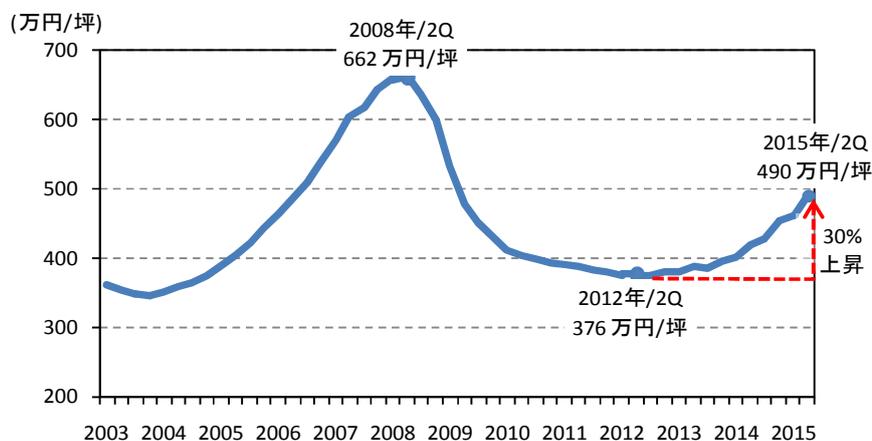
ただし足元で賃料の伸び率はやや鈍化しており、期待ほど賃料が上昇しないリスクも徐々に高まっている。東京都心のオフィスビル供給増加を考えると、3年先以降にオフィスの需給緩和から賃料が頭打ちとなることも予想される。期待ほど実体の賃料が上昇しないとの見方が広がれば、東京都心のオフィスビル価格は調整局面を迎えるであろう。

1. 上昇が続く東京都心のオフィスビル価格

東京都心のオフィスビル価格は2012年を底に上昇が続いており、過熱を指摘する声も聞かれ始めている。東京都心5区(千代田・中央・港・渋谷・新宿)のオフィスビル価格動向を、大手総合不動産サービスのDTZ社が、平均的な仕様のビルを対象として算出している価格指標 Capital Value でみると、2015年第2四半期(6月)のオフィスビル価格は490万円/坪である。

東京都心のオフィスビル価格(以下では Capital Value を指す)は、前回サイクルでピークとなった2008年第2四半期と比べればまだ7割程度だが、2012年第2四半期の底値からは3割上昇した水準にある(図表1)。

図表1 東京都心5区オフィスビル価格(Capital Value)



(資料)DTZ

(年)

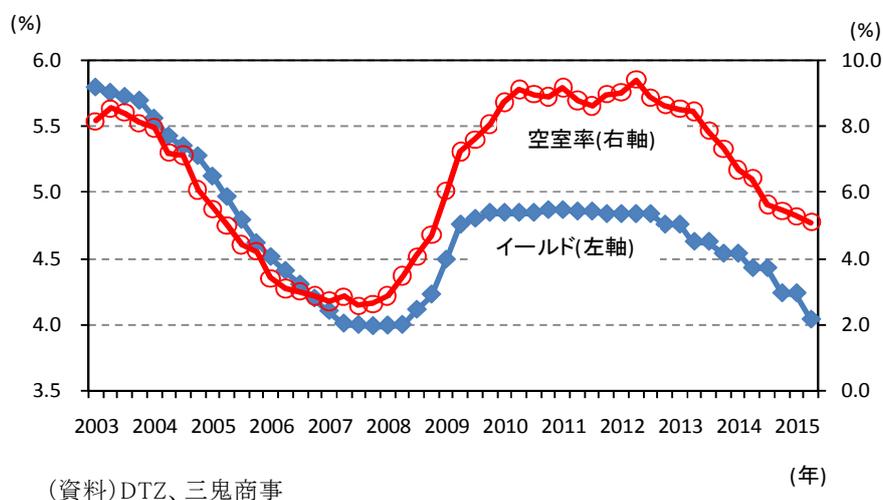
Capital Value は、平均募集賃料と空室率から計算したキャッシュフローを、投資利回りを表すイールドで割り算出されている。

価格上昇の要因をキャッシュフローとイールドに分解すると、価格上昇の大きな要因はイールドの低下にある。DTZ 社が集計している東京都心 5 区オフィスのイールドは、価格が底を打った 2012 年第 2 四半期からの 3 年間で 0.8%ポイント低下しており、キャッシュフローの改善に先行してイールドが低下したことが価格を押し上げる要因として働いている。

イールドは金利水準のほかに、キャッシュフローの見通しにも左右される。たとえばキャッシュフローが増加するとの見通しに基づけば、将来のイールド改善が期待できるので、現在のキャッシュフローに対して低いイールドで投資することが正当化される。したがって、イールド低下の要因は、長期化する金融緩和により低金利が続いていることに加え、いわゆるアベノミクスによる景気回復期待が高まったことが大きいと見られる。景気が回復すれば、企業は業績が改善し雇用者を増やすので、オフィスの拡張が必要となる。オフィス需要が増加すれば、空室率が低下しオフィスの需給バランスが引き締まるので、賃料は上昇しやすくなるためである。

実際にオフィス市場の動きを見ると、東京都心 5 区ではオフィスビル大量供給が一巡した 2012 年第 3 四半期から空室率が低下に転じており、イールドの低下は空室率の低下とほぼ連動していることが見て取れる(図表 2)。

図表2 東京都心 5 区オフィス イールドと空室率



2. 現在の価格はキャッシュフローの 25 年分

ここで、改めてオフィスビル価格とキャッシュフローの関係に着目すると、2015 年第 2 四半期時点のキャッシュフローに対する価格の倍率(以下、CF 倍率)は 24.8 倍であり、現在のオフィスビル価格はキャッシュフローのおよそ 25 年分に相当することになる。

CF 倍率は株価の評価に用いられる¹株価収益率と似た指標である。データ取得が可能な 2001

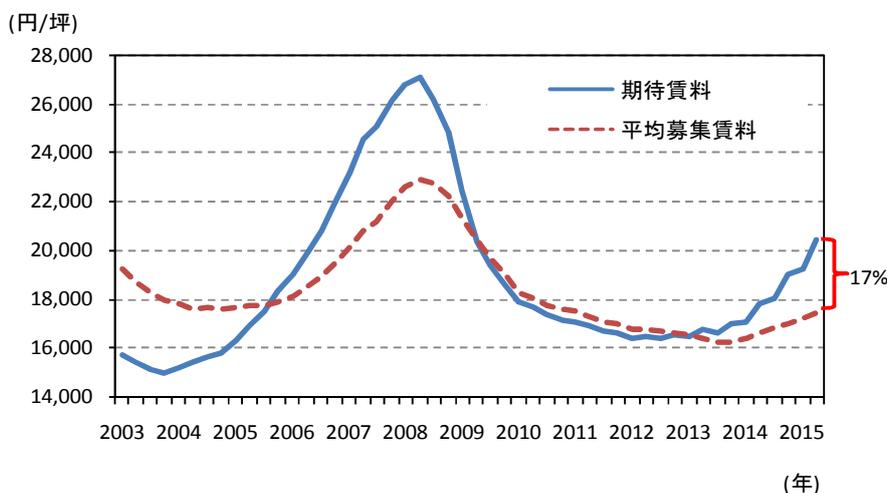
¹ 株価収益率(PER) = 株価 ÷ 一株当たり純利益

年第4四半期以降の平均CF倍率は21.1倍なので、それとの比較では現在の24.8倍はやや割高という意見もあるかもしれない。しかし株価評価では、将来の利益成長を期待できる銘柄は、現在の利益水準に対して割高に評価される傾向がある。不動産についても同じように、将来のキャッシュフロー増加を期待できるのであれば、現在のキャッシュフローに対して割高な価格で取引されることは十分に考えられる。将来の賃料見通しには様々な見方があり、市場参加者の賃料上昇に対する期待の度合いにより、現在のオフィスビル価格が割高か割高ではないか、どちらにも判断することはできる。

そこで、現在の価格にどの程度の賃料上昇期待が織込まれているかを一定の前提で試算してみた。具体的には、オフィスビル価格に反映されている賃料上昇に対する期待を正確に測ることは難しいが、たとえば2015年第2四半期時点の価格が、過去平均のCF倍率21.1倍となるのに必要な賃料を逆算することができる。その試算によれば、2015年第2四半期の価格には、同時点の平均募集賃料より17%高い賃料が織込まれていることが分かった。

加えて、この試算による賃料を価格に反映された期待賃料と見做し、過去の期待賃料を試算して推移を見ると、2006～2008年の価格上昇局面においても、期待賃料が実際の平均募集賃料を上回って上昇していたことが分かった(図表3)。この点からも、将来の賃料上昇に対する期待の高まりがオフィスビル価格を押し上げる大きな要因であると言えるだろう。

図表3 東京都心5区オフィス 期待賃料と平均募集賃料



(資料)平均募集賃料は三鬼商事、期待賃料は三井住友信託銀行調査部試算

3. 経済・金融環境見通しと期待の蓋然性

このように現在の価格には将来の賃料上昇が織込まれているとすれば、賃料上昇期待が実現可能なもので価格上昇も持続可能なものかどうか、その蓋然性について経済・金融環境を踏まえて考えてみたい。

「期待の度合い」が不動産価格上昇ペースを左右するのであれば、不動産価格が過熱していくメカニズムは次のように考えられる。

- ① 経済・金融環境や不動産市場の好転により、賃料上昇の期待が形成され始める
- ② 将来の賃料上昇を反映したイールドの低下により価格が上昇する
- ③ 実際の賃料が上昇することで、更に賃料上昇の期待が高まる
- ④ 賃料上昇の更なる期待の織り込み(③)が繰り返されることにより、どこかで不動産価格はファンダメンタルズから大幅に乖離した水準まで上昇していく

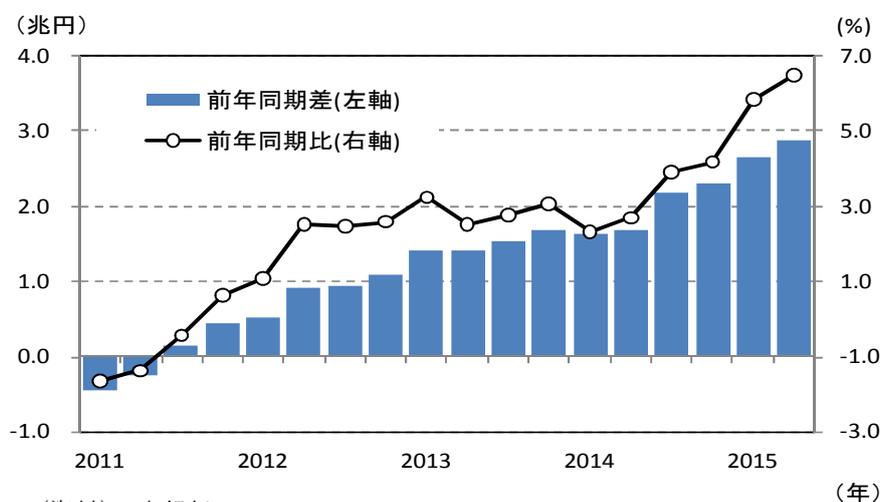
このメカニズムに沿って2012年以降の東京オフィスビル価格の上昇過程を整理すると、以下のようによまとめられよう。

- ① アベノミクスによる景気回復期待から賃料上昇への期待が生まれる
- ② 異次元緩和が資金調達の容易化を通じ不動産投資需要を喚起する
- ③ 景気回復の恩恵を真っ先に受ける東京都心オフィスビルへの投資需要が増大
- ④ 2014年に東京都心5区の平均募集賃料が上昇に転じ賃料上昇の期待が高まる
- ⑤ 空室率低下と平均募集賃料上昇が続き賃料上昇の期待が加速する

このメカニズムに従えば、賃料上昇と金利の低位安定が長期にわたり維持される限り、東京都心のオフィスビル価格上昇も持続可能ということになる。

この点から今後1～2年を展望すると、景気回復の持続と堅調な企業業績が期待できるため、東京のオフィス需要拡大を見込めることが、賃料上昇の期待を需要面から支えるだろう。他方、成長戦略の停滞などから期待成長率そのものが高まらないとすれば、物価上昇率も1%程度にとどまり、金融政策は現行の異次元緩和が維持され、金利が低位安定するとの期待が現実化する蓋然性は相応に高い。こうした環境は、不動産投資市場への資金流入を加速させる要因としても働いている(図表4)。

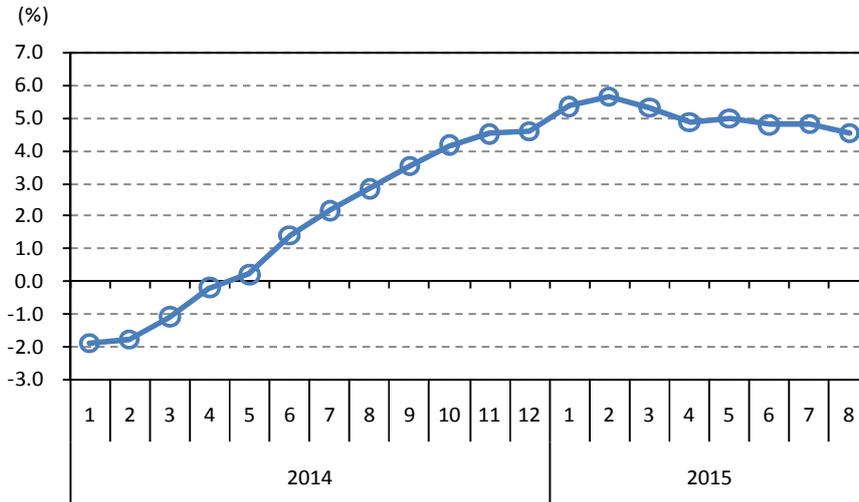
図表4 REIT含む不動産企業・SPC向け貸出残高の増減



現在のオフィスビル価格に反映されていると試算される17%の賃料上昇についても、現在の平均募集賃料の上昇ペースが続けば達成可能な範囲ともいえる。平均募集賃料は今のところ年率5%程度で上昇しており、これが3年間続けば15～16%の賃料上昇は達成可能ということになる。

しかしながら、足元で平均募集賃料の伸び率はやや鈍化してきており、期待ほど賃料が上がらないリスクが徐々に高まっている(図表5)。

図表5 東京都心5区オフィス 平均募集賃料前年同月比

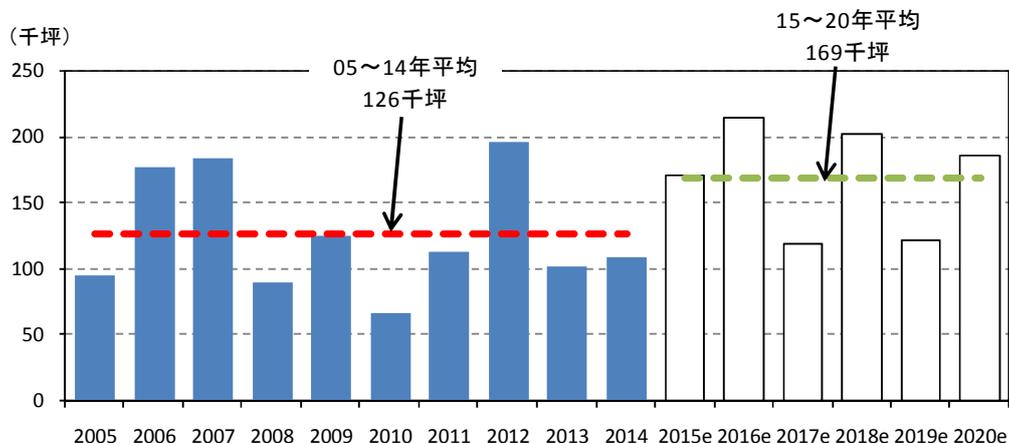


(資料)三鬼商事

東京都心5区の空室率が5%を下回ったことから、賃料上昇ペースが加速することを期待する見方もあるが、今後、東京都心のオフィスビル供給が増加することには注意が必要である。

当調査部の集計によれば、2015～2020年の東京都心5区におけるオフィスビル供給は年平均169千坪であり、過去10年間の平均126千坪より3割の増加が予想される。2016年・2018年・2020年には、大量供給が問題視された2012年に匹敵する規模の供給が1年おきに見込まれ、供給過剰になることが懸念される(図表6)。

図表6 東京都心5区オフィス 新規供給見通し



(資料)各種資料より三井住友信託銀行調査部集計

(年)

ロンドンなど海外の市場では、着工時に一定のテナントを確保していないと融資を受けられず、着工できないという金融慣習がある。対して東京では海外のような金融慣習はなく、計画されたオフィスビルは需要の増減に関わらず、デベロッパーの開発スケジュールに沿って供給されてくる。

東京都心では常に建替えや再開発に伴うビルの解体や貸止めが生じているので、新規供給がそのままオフィスストックの増加になるわけではないが、供給量の増加は需給バランスの緩和を通じて賃料上昇を阻む要因となる。新しいビルが次々に建ち上がってくる状況下では、既存ビルのオーナーはテナントの移転を警戒し、賃料の引上げが難しくなると推察される。

4. 東京都心のオフィスビル価格上昇は持続可能か？

以上のように考えると、足元の空室率低下から向こう1～2年は賃料上昇が続き、賃料上昇に対する期待も継続するが、2～3年のうちに17%の賃料上昇は実現しない懸念が高まろう。こうした見通しを踏まえれば、現在の東京都心のオフィスビル価格は現実の賃料上昇より強い期待が反映された、やや割高な水準にあるとの見方になる。

もちろん現在のオフィスビル価格が割高であっても、直ちに価格が調整されるわけではない。向こう1～2年は景気回復と緩やかながらの賃料上昇、長期金利の低位安定と資金調達環境の容易化、海外からの不動産投資マネーの流入などが賃料上昇期待を支え、あるいは高めると考えられるためである。

しかし3年先以降、たとえば2018年前後になるとオフィスの需給バランス緩和が市場参加者の視野に入り始めてくるだろう。実際に空室率の上昇や、賃料の頭打ちが観察されるようになると、期待ほど実体の賃料が上昇しないとの見方が広がり、賃料上昇に対する期待が剥落する。期待が剥落すれば、金利が上昇していなくても将来のキャッシュフロー成長の鈍化を織り込み、投資に要求される利回りが高まりイールドが上昇に転じる。それが東京都心オフィスビルの価格上昇の転機となり、オフィスビル価格は調整局面を迎えるであろう。

その時の価格調整の大きさは、調整が生じるまでに期待がどこまで拡大しているかに依存する。賃料上昇の期待が大きいほどオフィスビルの将来価値が高く見積もられ、期待が大きく膨らみ現実との乖離が拡大するほど期待が剥落する過程での調整幅は大きくなる。

東京のオフィスビル市場においては、足元の需給タイト化に目を奪われ過度に賃料上昇期待が高まることなく、過去の経験と同じ極端な価格上昇とその後の大幅な下落を繰り返さないために、冷静に将来の需給バランスを考慮した価格形成が成されることが望まれる。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。