

マクロ経済指標から見た国内オフィス市場

<要旨>

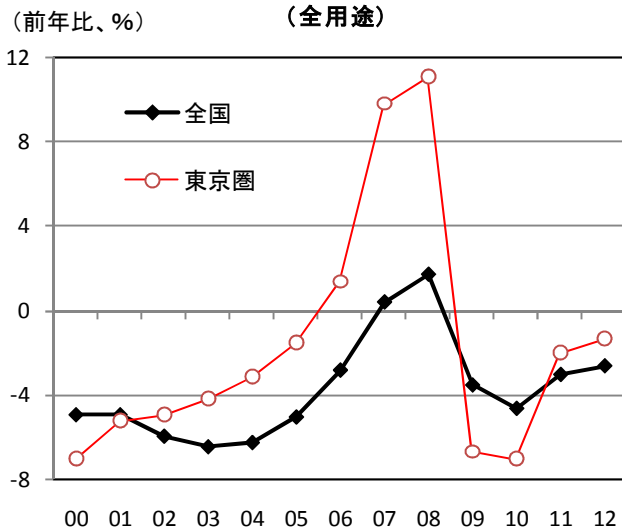
国内オフィス市場の現状と見通し、およびリスクをマクロ経済指標の動きから見たもの。最近では国内企業の収益低迷や先行きに対する見方が慎重になっていること、オフィスに対する需要がかなり弱いことから、賃料の低迷はこの先も長期化する見込みである。

こうした中、国内金融市場が安定した状態を維持していたことや、中央銀行による大規模な金融緩和もあって、銀行経由のルートを中心に、不動産部門への資金流入が徐々に拡大する兆しを見せている。資金が流れ込みやすくなること自体は、不動産価格にとってプラス材料だが、今のように不動産投資から得られる収益が伴わないにもかかわらず流入する資金が増加すれば、特定のエリア、あるいは特定の物件で収益実態から乖離した高い価格が付く可能性が高くなる。そして、この状態が長期化すれば、その範囲が徐々に拡大していくリスクが生じることは、念頭に置き続ける必要がある。

1. 本レポートの目的と枠組み

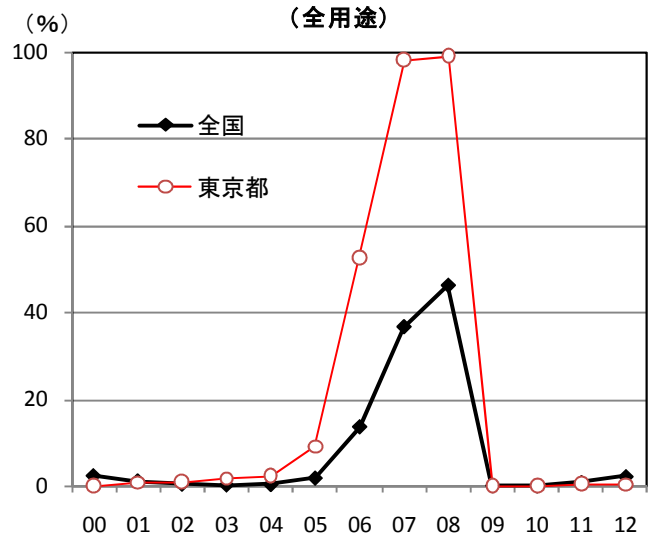
国土交通省「地価公示」によると、2012年1月時点の地価は、全国・全用途平均で前年比2.6%と4年連続で下落した(図表1)。今回の調査地点の中では、前年比で地価が上昇した調査地点は若干増加したものの、その割合は全体の2.1%とごく僅かに過ぎず全体的な下落傾向は変わっていない(図表2)。そしてこの動きは、東京でも共通している。本レポートは、国内不動産市場の動きを代表するものとして国内オフィス市場を採り上げ、その現状と先行きの見通しをマクロ経済指標の動きから概観することを試みるものである。

図表1 公示地価変化率の推移
(全用途)



(資料)国土交通省「地価公示」

図表2 地価上昇地点割合の推移
(全用途)



(資料)国土交通省「地価公示」

考え方の枠組みは、以下の通りである。すなわち収益還元法の考え方に基づいて、オフィスの資産価格を、オフィスへの投資から得られる収益(ここではオフィス賃料)を投資の期待利回りで除したものと考える。そして分子であるオフィス賃料に影響を与えるものとして企業収益、企業の期待成長率を採り上げ、分母はリスクフリーレートとしての国債利回りと、不動産投資に関するリスクプレミアムの合計とした。

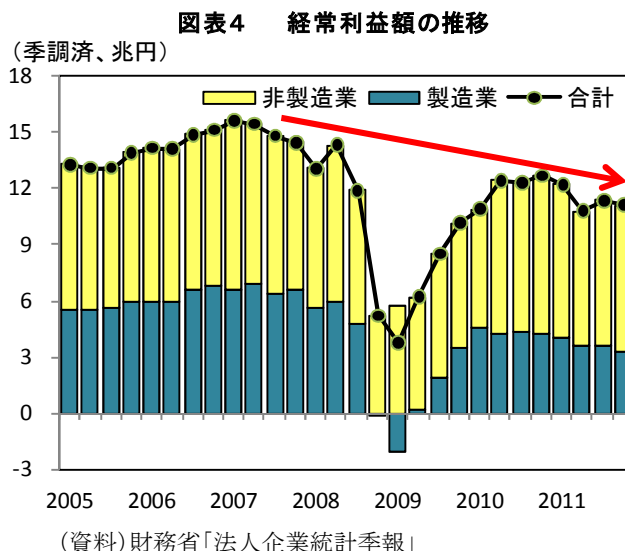
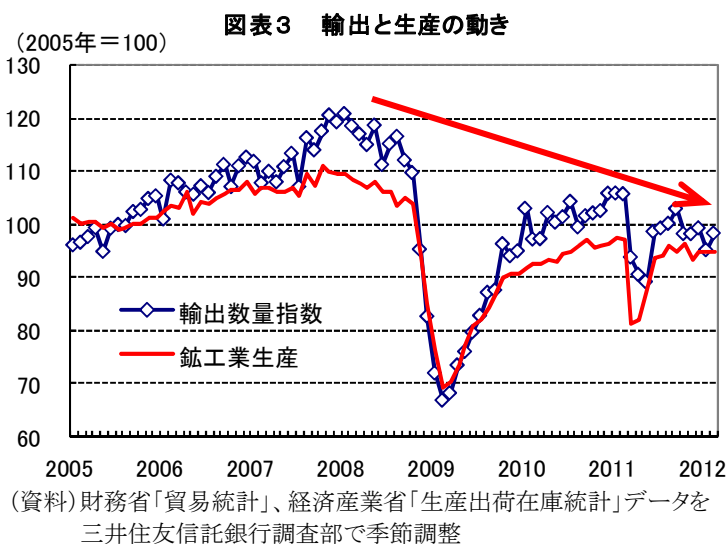
<考え方の枠組み>

$$\text{資産価格} = \frac{\text{収益 (NOI)}}{\text{期待利回り}}$$

← 企業収益、期待成長率
← 国内長期金利 + 不動産投資のリスクプレミアム

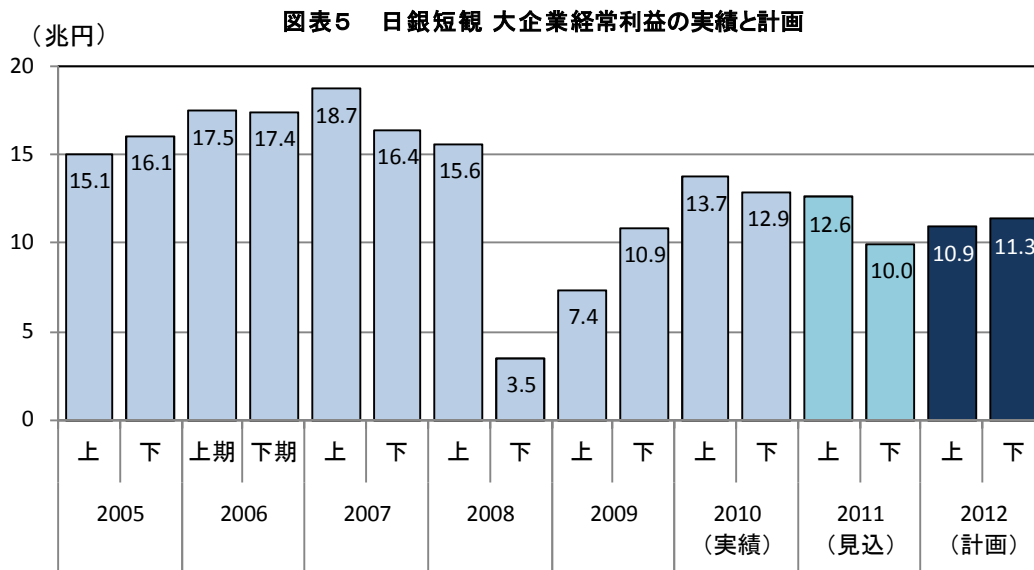
2. まだ弱い国内景気と企業収益

最初に、オフィス市場を巡る環境として国内景気全体、およびオフィスの需要者である国内企業の収益の動きを見ておく。国内景気回復の起点である輸出と生産は、ともに足元では多少の増減を繰り返しているが、少し長いスパンで見ると、双方ともサブプライムローン問題が顕在化する前の水準を大幅に下回っており、東日本大震災前の水準も十分には回復していない(図表3)。この点は、財務省「法人企業統計季報」の企業収益でも共通しており、2011年10-12月期の経常利益は11.1兆円と、15兆円台だった2007年前後を明らかに下回る他、12兆円台だった震災前の水準にも及んでいない。リーマン・ショック直後の大幅な落ち込みとその後の回復を除けば、ここ数年減少基調とも読める動きになっている(図表4)。



この先の企業収益を、日銀短観の収益計画(大企業)で見ると、直近では2011年度下期を浅いボトムとして2012年度下期まで増加していくようになっており、前年同期比で見ると2012年度上期

の▲12.9%から、下期は+13.8%とプラスに転じている(図表5)。しかし、2012年度下期の計画値は、前年比ではプラスだが、2年前と比べるとマイナス(▲12.2%)に留まる。

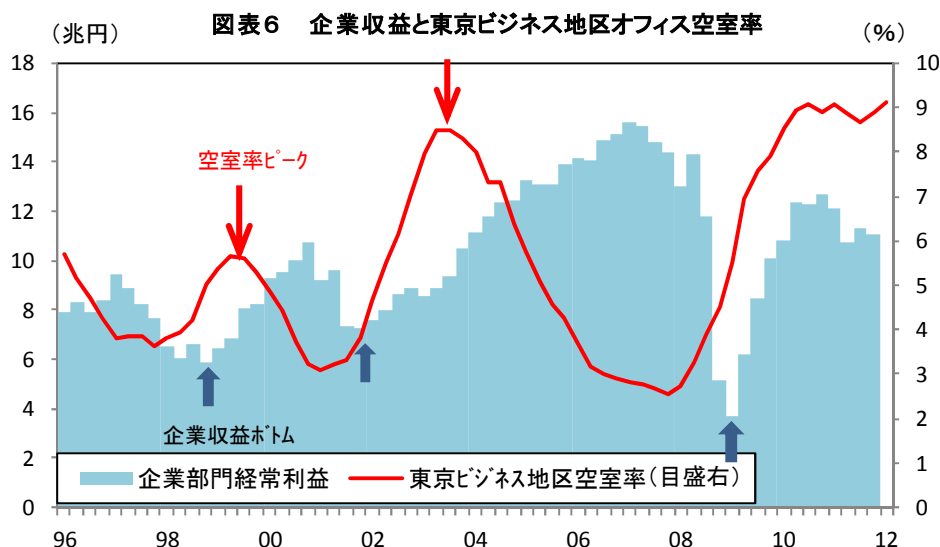


(資料)日銀短観

2012年度の数值はあくまで計画であり、最終的な実績がこれを上回る可能性もあるが、足許の輸出・生産が横ばい動きにとどまっており、サブプライムローン問題顕在化前の水準をかなり下回っていることを踏まえると、ここ数年続いてきた企業収益の減少トレンドが、向こう1年以内に明確な上向きに転じる可能性は高くないと見ておくべきだろう。

3. 都心オフィス稼働状況と企業収益

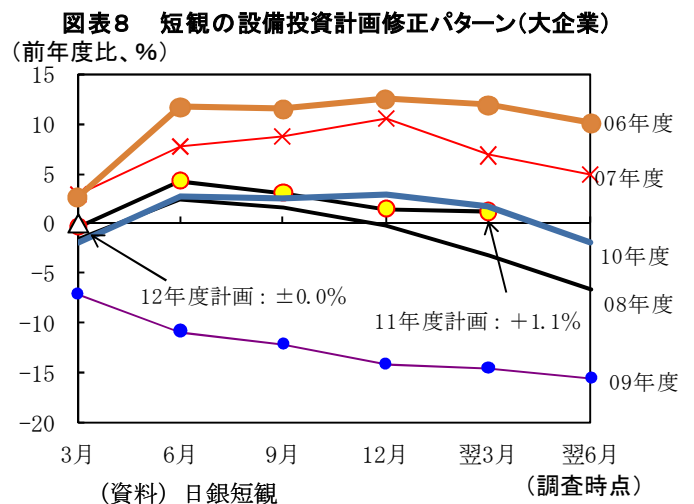
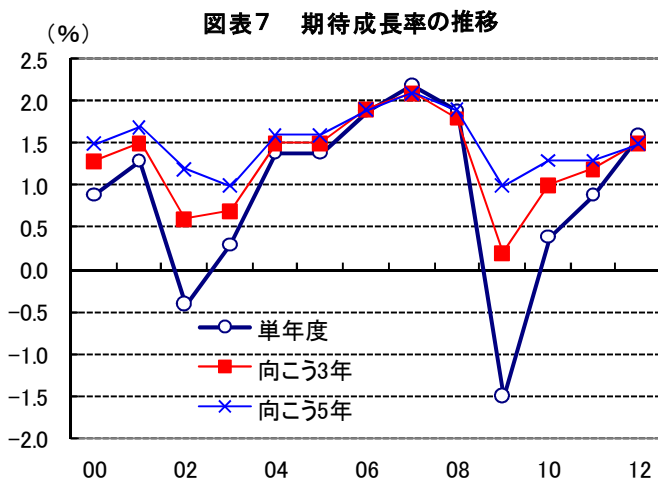
過去の企業収益と東京ビジネス地区空室率の関係を見ると、企業収益が底を打ってから空室率が低下し始めるまでに通常1～2年のタイムラグがある(図表6)。



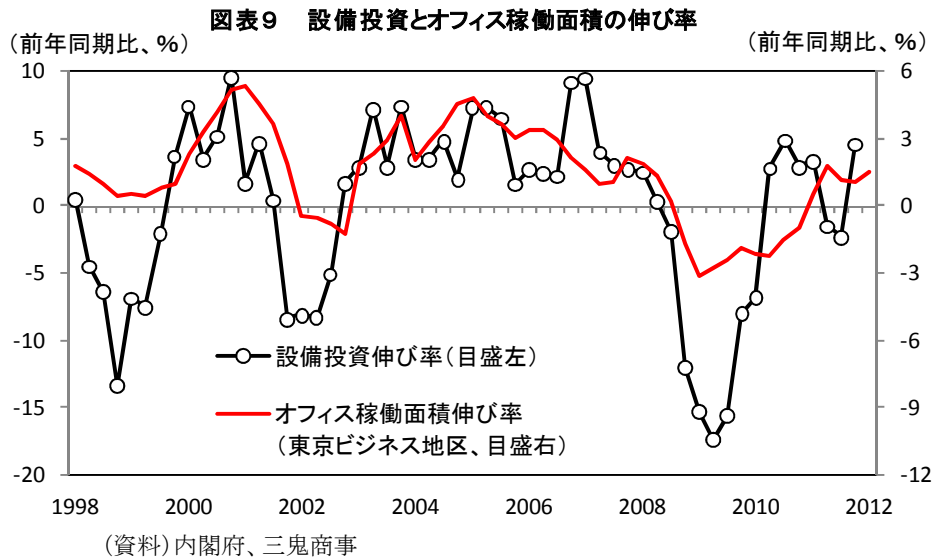
直近では、2009年初にリーマン・ショック後の企業収益のボトムがあり、その後約3年経過した現在も空室率は低下していない。足許の企業収益を、2009年から回復してきたという見方をすれば、今回局面においては空室率の底打ちまで異例に長期間を要していることとなる。しかし先に見たように、企業収益は今もサブプライムローン問題顕在化以降続いている減少トレンドにあるという見方に立てば、空室率の高止まりが長期化しているのもごく自然なことと言える。そして前掲図表5で見たように、企業収益の減少トレンドが向こう1年以内に反転することが期待しにくいとすると、空室率の明確な改善は更に先のことになる可能性が高い。

4. 企業の低い期待成長率

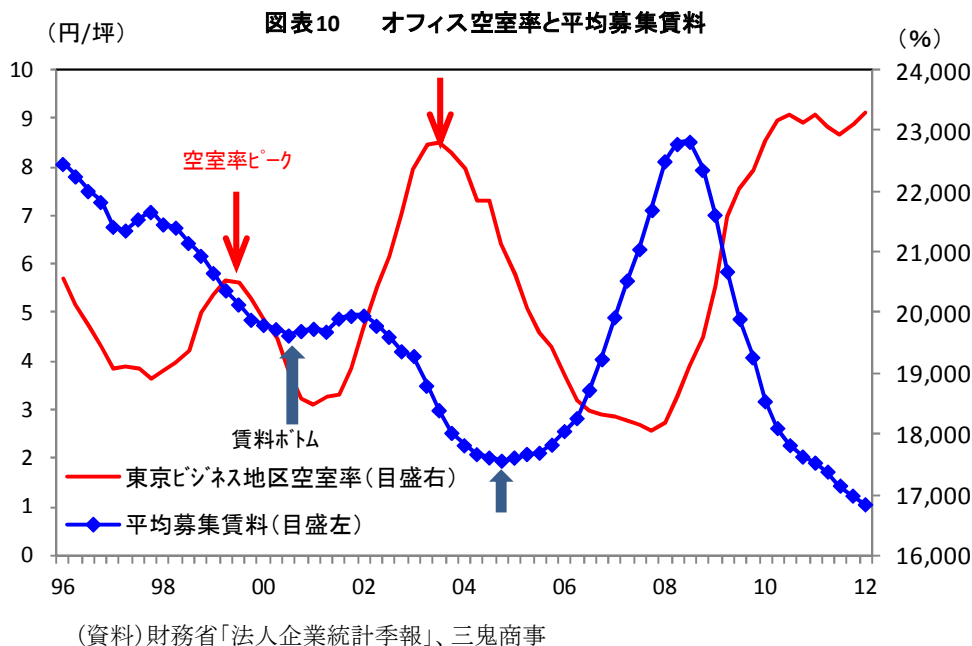
企業収益の低迷に加えて、国内企業の先行きに対する弱い見方も、オフィスへの需要回復を妨げる要因となる。内閣府「企業行動に関するアンケート調査」による国内企業の期待成長率は、2012年調査において単年度(2012年度のみ)、向こう3年平均、向こう5年平均のいずれも1%台半ばに留まった(図表7)。期待成長率そのものは回復しつつあるものの、2006～2007年前後の2%には及ばず、また2013年度以降も成長ペースが高まるという予想にもなっていない。このことから、国内企業の先行きに対する期待は依然として弱いままであることが窺える。こうした姿勢は実際の設備投資にも表れており、日銀短観の大企業の設備投資計画(2012年3月時点)は、2011年度で前年比+1.1%と低い伸び率に留まり、2012年度も±0.0%と増えていない(図表8)。



投資に対する姿勢の弱さは、企業が雇用者を増やすことなどを通じて、事業所面積の拡充など前向きなオフィス需要が出るのを妨げる要因になる。このことは、過去の設備投資増減とオフィス稼働面積増減のタイミングがほぼ一致していることから窺うことができる(次頁図表9)。



オフィスへの投資から得られる収益の根幹を成すオフィス賃料(ここでは募集賃料)は、空室率の改善から更に1～2年遅れるのが過去のパターンである。足許の募集賃料の動きを見ると、低下ペースこそリーマン・ショック直後に比べると緩やかにはなっているものの、まだ下落に歯止めはかかっていない。過去の空室率との動きとの関係を踏まえると、下げ止まるのはかなり先であって、まだ当面は下落が続くと考えられる(図表10)。

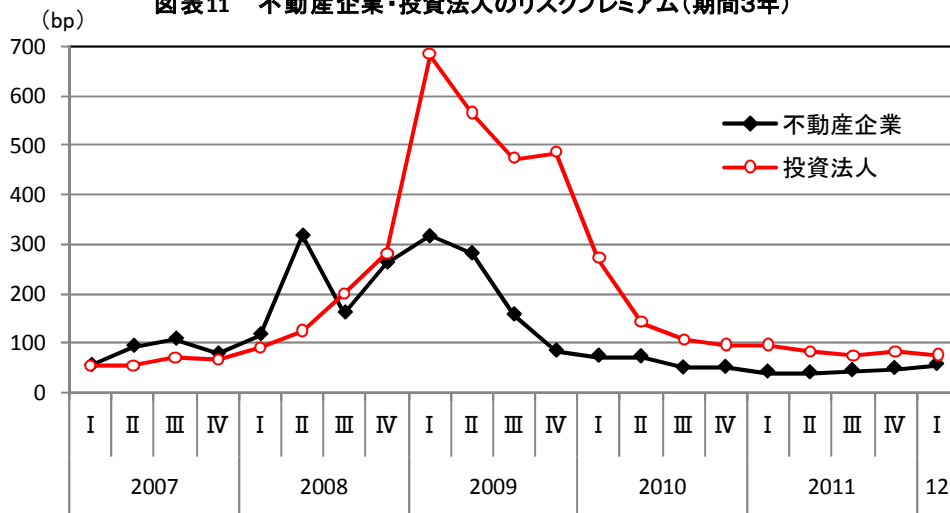


このように、オフィスへの投資から得られる収益の根幹を成すオフィス賃料を巡る環境は、その需要者たる国内企業の収益・期待成長率の双方から見て、非常に弱いままとなっている。国内オフィス市場が賃料の上昇という実態を伴った回復局面に入るのは、かなり先のことになると考えられる。

5. 国内金融市場の状況と不動産部門への資金流入の動き

以上は、冒頭で示した＜考え方の枠組み＞における分子に相当する賃料の動きを見てきたが、分母にあたる期待利回りはどうだろうか。リーマン・ショックの直後には、不動産企業や投資法人の社債利回りと国債利回りの格差で測ったリスクプレミアムが急激に拡大し、同じ時期にこれら法人の社債発行が完全に止まるなど、金融市場を通じて国内オフィスの価格に強いマイナスの効果が及んだ。これに対して足許では、不動産企業のリスクプレミアムは殆ど上昇しておらず、社債発行額は2007年には及ばないものの、ある程度の水準を維持している。現在は直接金融市場ルートに特段の問題は生じていない(図表11、12)。

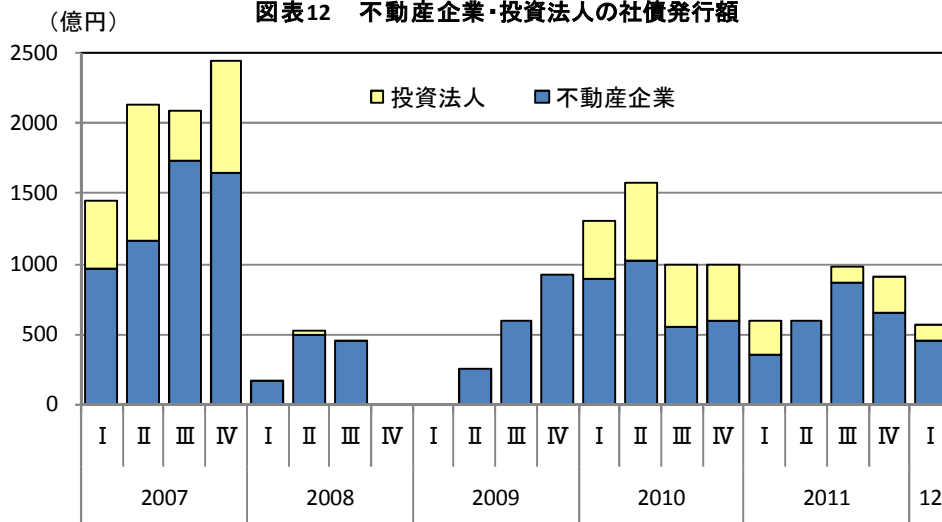
図表11 不動産企業・投資法人のリスクプレミアム(期間3年)



(資料)Bloomberg

(注) 残存期間2.5～3.5年の社債利回りの単純平均値から、3年国債利回りを引いたもの

図表12 不動産企業・投資法人の社債発行額

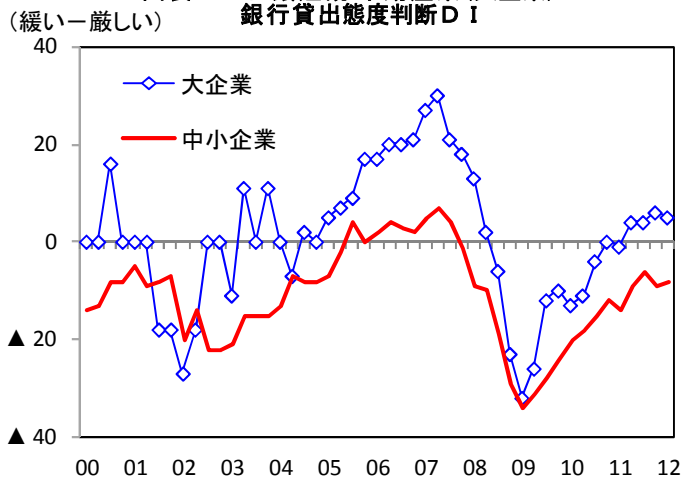


(資料)Bloomberg

また、日銀短観における不動産業の銀行貸出態度判断DIは大企業で既にプラスに転じており、中小企業でもマイナス幅が縮小している。リーマン・ショック後は、ほぼ一貫して改善してきたと言え

よう(図表13)。そして実際に、銀行から不動産業向けの貸出残高は2011年12月末で前年同月比▲0.1%とほぼ下げ止まっており、その内訳を見ると、不動産流動化目的SPCなどを除いた一般の不動産企業に対する貸出残高は、12月末で前年同期比+1.5%と既に増加に転じている(図表14)。中央銀行による大規模な金融緩和が続く中で、銀行部門中心とした間接金融市場ルートを通じて、徐々に資金が流れ込みやすくなってきていることが窺える。

図表13 日銀短観 不動産業(大企業)の銀行貸出態度判断DI



(資料)日銀短観

図表14 不動産業向け銀行貸出の内訳 (前年同期比、%)

	2011				2011/12末 残高 (兆円)
	I	II	III	IV	
不動産業	▲ 0.6	▲ 1.4	▲ 0.9	▲ 0.1	59.6
不動産流動化目的SPC	▲ 2.4	▲ 3.6	▲ 4.2	▲ 3.0	7.1
個人による貸家業	4.2	0.3	▲ 0.2	▲ 0.4	20.6
不動産関連地方公社等	▲ 20.1	▲ 17.5	▲ 14.2	▲ 8.7	2.1
その他一般の不動産業	▲ 1.5	▲ 0.7	0.5	1.5	29.8
大企業	▲ 0.3	▲ 0.3	2.1	4.3	4.8
中堅中小	▲ 1.7	▲ 0.8	0.2	1.0	24.9

(資料)日本銀行「貸出先別貸出金」

これらのデータを見る限り、欧州債務問題が悪化した2011年後半の時期においても、国内不動産部門に対する資金の流れにはほとんど影響は出ず、リスクプレミアムは殆ど変化しなかった。こうした中、日本の国債利回りも、欧州債務問題で国家財政が問題視される中でも、我が国の経常収支の黒字が崩れないという見方の下で一定の範囲内で推移していた。従って、両者を合わせた不動産投資に際しての期待利回りはほとんど変化しておらず、オフィス価格に対してほぼ中立であったと判断できる。

6. まとめ ～ 国内オフィス市場の現状、見通し、先行きのリスク

以上のマクロ関連指標の動きから把握できる、足許の国内オフィス市場の環境を概観すると、サブプライムローン問題顕在化から長期にわたって続く企業収益の減少傾向に歯止めがかかっていないことや、企業の期待成長率の弱さのために、オフィスを所有することによって得られる収益を直接的に左右する賃料の下落に歯止めがかかる兆しが見られていない。現時点での様々なデータを見ると、賃料の下落はこの先も当面続くと見られることから、オフィスの価格に対しても、しばらくは低下圧力がかかり続けるというのが国内オフィス市場全体の環境である。2月中旬から、日銀の金融緩和強化をきっかけに円安と株高が進んだ際に、国内不動産市況の回復を期待する声もあったが、

景気および企業収益の現状と、企業の先行きに対する慎重な姿勢に鑑みれば、この先再び円安や株高が進む局面が来たとしても、国内オフィス市場が賃料の上昇という実態を伴った回復局面に入るまでには、かなりの時間を要するだろう。

こうした中、不動産投資の際に求められる期待利回りは、国内金融市場が安定した状態を維持してきたこともあって殆ど変化せず、オフィスの価格に対してはほぼ中立であった。そして最近、中央銀行による大規模な金融緩和の影響もあって、銀行ルートを中心として、徐々に不動産部門に資金が流れ込みやすくなっている。資金流入そのものは不動産価格にとってプラス材料になるが、収益実態が伴わないにもかかわらず投資される資金が増加しやすいこの状況は、実際の取引において、実態から乖離した所謂「バブル的」な価格形成が成立しやすい環境になることには注意を要しよう。そして、目先は局地的、あるいは特定物件においてのみそういった現象が発生するに留まっていたとしても、同じ環境が長期化すれば、徐々にその範囲と規模が拡大していくリスクも、中長期的な観点からは念頭に置く必要があるように思われる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。