

回復を模索するオフィス市況

2011.2.1 発行

2つのデータに見る地価のトレンド

我が国には様々な地価データがあります。公示地価、都道府県地価調査に基づく基準地価、路線価、(財)日本不動産研究所が発表する市街地価格指数、などです。それぞれ目的や拠り所とする法律に違いがあるわけですが、この中では公示地価が比較的聞き馴染みのあるものではないでしょうか。

公示地価は地価公示法に基づいて毎年1月1日時点における標準地(観測地点)の価格を3月に公表するものであり、一般の土地取引の目安にしたり、公共用地の取得に際して参考にしたりするものです。この公示地価に似た統計データが都道府県地価調査に基づく基準地価です。拠り所になっている法律が都市計画法であるという違いはありますが、観測地点の数や目的は公示地価と似ており、地価公示制度を補完すると考えられます。こちらは毎年7月1日時点の地価を9月に公表しており、公示地価とあわせて半年毎の大まかな地価の動き(完全に連続性があるわけではない)を把握するのに役立てることができます。

図表1は2002年以降の地価公示と都道府県地価調査の結果を見たものです。例えば東京圏の商業地の場合、公示地価も都道府県地価調査の地価も2005年までは地価が下落、2006年から反転して2008年まで上昇、その後2009年、2010年と再び下落に転じています。2005年までの下落局面を見

ると半年遅いタイミングで発表される都道府県地価調査の下落率は、常に公示地価の下落率より小幅なものに止まっています。これは地価の下落ピッチが年を追う毎に緩やかになっていたことを示しています。逆に2006年からの地価上昇局面では都道府県地価調査による地価の上昇率は公示地価のそれを上回り、地価上昇が加速していたことをうかがわせます。2008年は地価の上昇は続きましたが転換点となりました。都道府県地価調査の地価上昇率が公示地価のそれを下回ったのです。地価上昇ピッチの鈍化が示唆されていたわけで、2009年には地価は下落に転じました。

(図表1) 地価変動率の推移 (単位: %)

【住宅地】		2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
都道府県地価調査	東京圏	-6.1	-5.6	-4.3	-2.4	0.7	4.8	1.6	-6.5	-3.0
	全国	-4.3	-4.8	-4.6	-3.8	-2.3	-0.7	-1.2	-4.0	-3.4
地価公示	東京圏	-5.9	-5.6	-4.7	-3.2	-0.9	3.6	5.5	-4.4	-4.9
	全国	-5.2	-5.8	-5.7	-4.6	-2.7	0.1	1.3	-3.2	-4.2
①-②	東京圏	-0.2	0.0	0.4	0.8	1.6	1.2	-3.9	-2.1	1.9
	全国	0.9	1.0	1.1	0.8	0.4	-0.8	-2.5	-0.8	0.8
【商業地】										
都道府県地価調査	東京圏	-6.9	-5.8	-3.9	-1.5	3.9	12.1	4.0	-8.9	-4.1
	全国	-7.2	-7.4	-6.5	-5.0	-2.1	1.0	-0.8	-5.9	-4.6
地価公示	東京圏	-7.4	-5.8	-4.5	-2.5	1.0	9.4	12.2	-6.1	-7.3
	全国	-8.3	-8.0	-7.4	-5.6	-2.7	2.3	3.8	-4.7	-6.1
①-②	東京圏	0.5	0.0	0.6	1.0	2.9	2.7	-8.2	-2.8	3.2
	全国	1.1	0.6	0.9	0.6	0.6	-1.3	-4.6	-1.2	1.5

(出所)国土交通省資料より明治安田アセットマネジメント作成

2009年は都道府県地価調査による地価の下落幅が公示地価の下落幅を上回っており、下落率が加速していたことが確認できます。そして2010年は再び転換のシグナルが出ています。両調査ともにマイナスではありますが、都道府県地価調査の地価下

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいており、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

落率が公示地価の下落率を下回っており、地価の下落ピッチが緩やかになってきたことを示しています。今3月に公表される公示地価のデータが注目されます。

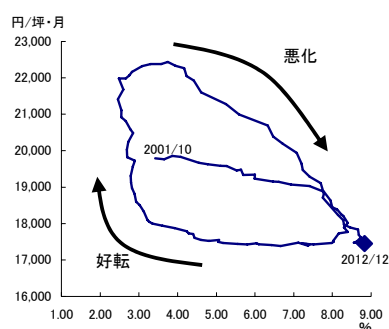
回復を模索するオフィス市況

今後の地価の動向、とりわけ都市部の商業地の地価動向に大きな影響を及ぼすと考えられるのが賃貸オフィスの市況動向です。これは商業地の鑑定価格を決定する主な要因が収益(賃料)とキャップレート(割引率)であるためです。賃貸オフィス市場の動向については、種々の空室率や賃料などの調査結果が発表されているほか、REIT やオフィス賃貸事業主力の上場企業の決算動向からも把握することができます。データによっては回復を示唆する動きも出てきてはいますが、賃貸ビルの収益の決定要因の一つである賃料には回復感はなく、全体としては「回復を模索している」感じです。

今回のオフィスビル市況の悪化は空室率という観点では2007年11月頃から始まっていますが、賃料の調整が前回に比べかなり短期間で進んでいるのが特徴の一つです。三鬼商事株式会社のデータによれば、2001年末から2002年末にかけて空室率は3ポイント以上上昇しましたが、この間の賃料下落は3.6%でした。さらに2002年末から空室率のピークをつけた2003年末にかけては賃料の下落は7.4%となっています。一方、今回の市況悪化が始まった2007年末から2008年末までの賃料は1.1%上昇し、環境の悪化はすぐに賃料下落に結びつきませんでした。2008年末から2009年末にかけては、賃料下落の幅は実に14.2%となりました。2010年に入ってから下落基調に変化の兆しはなく、年間の賃料下落は7.3%となりました。足元の賃料水準は前回ボトム(2004年10月頃)とほぼ同程度の水準になっています。ビルの供給状況を見ると前回空室率をピークつけた2003年は、通常年を大幅に超えるオ

フィス供給があり、供給問題が大きくクローズアップされた時期でした。森トラスト株式会社の調査では、1990年から2009年までの20年間の東京23区の大規模オフィス供給量は年平均109万㎡/年となっていますが、2003年には221万㎡ものオフィスが供給され過剰供給が問題視されました。今回空室率の悪化が始まった2007年以降の推移を見ると2007年こそ100万㎡を超える供給となったものの、2008～2009年はいずれも100万㎡を下回る供給水準であり、2010年も83万㎡と低い水準にとどまったと考えられます。2011～2012年にかけては再び過去平均を上回る供給が予想されていますが、2013年には再び低水準の供給に戻る見込みです。平均を上回る供給増加はマイナス要因として留意する必要がありますが、前回ほどの極端な供給圧力が市況悪化につながる訳では無さそうです。

(図表2) 都心5区(空室率×賃料)の動き～既存ビルベース～



(注1) 縦軸=賃料、横軸=空室率

(出所) 三鬼商事株式会社資料より明治安田アセットマネジメント作成

一方、鑑定価額のもう一つの決定要素であるキャップレート(割引率)がピークアウトしてきていることは明るいニュースです。なお、キャップレートとは Capitalization Rate の略で、その資産に投資家が求める利回りのことで、賃貸不動産のように収益を生み出す資産の価値を算定する場合に用います。例えば、年間100の収益を生み出す不動産があるとしましょう。その資産に対し世の中の投資家が5%の利回りを要求したとすると、その不動産価値は2,000(100÷5%)で良いと言うことになります。この

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

アナリスト・コラム

時の5%をキャップレート呼びます。J-REITを始めとして不動産ファンドが物件取得に動きだしていることが背景であり、売買事例も増加しつつあります。特に日銀がJ-REIT投資口の購入を決定し、J-REIT市場が上昇したことで、資金調達/物件取得が容易になったことはプラスに評価できると考えられます。図表2は空室率と賃料の関係を見たもので、空室率の低下→賃料の上昇という動きの中で、時計回りの動きをするものです。現在の状況は◆印で示したとおり過去の市況のボトムに近いところに位置しており、経験則的には、ボトムアウトは近いことを示唆しています。今後は経験則どおりオフィス市況は着実な回復を示すのか？オフィス市況の動向に一層注目が集まるところです。

国内株式運用部シニア・ポートフォリオ・マネジャー 兼
調査担当シニア・リサーチ・アナリスト(金融・不動産担当)

瀬藤 誠