

建築費高騰も止まらぬ開発

2015年7月7日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 主任研究員 米倉勝弘

- 建築費が2000年以降で最も高い水準まで高騰している。一方で東京23区における大規模オフィスビルの供給は今後も高水準を維持して推移していくものと見られる。
- 新築プレミアムの拡大が建築費高騰時における開発に経済合理性を与えている。
- 新築プレミアムの拡大には、キャッシュフローに新規賃料の上昇が大きく寄与するというソフト面での競争力向上が寄与しているものと考えられる。

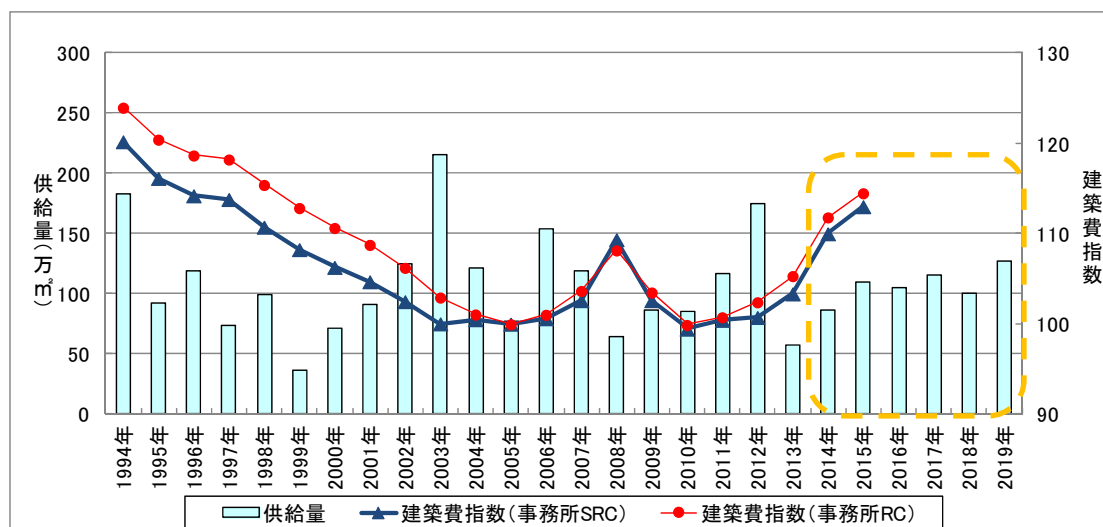
1. 建築費と東京23区における大規模オフィスビルの供給動向

震災復興事業の本格化や公共事業の拡大を背景に建築費は2012年頃から徐々に値上がりしてきた。その後、労務費や資材費の値上がりに拍車がかかり、2014年・2015年の水準は2000年以降で最も高い水準となっている。

一方で、東京23区における大規模オフィスビルの供給は2014年、2015年と増加基調にあり、2016年以降も高水準を維持して推移していくものと見られている(図表1)。

都心3区における延床面積100,000㎡以上の大規模オフィスプロジェクト(予定)だけを見ても、2015年に約565,000㎡、2016年に約777,000㎡、2017年以降に約2,411,000㎡の供給が見えている(図表2)。

図表1 建築費指数(東京)と東京23区の大規模オフィスビルの供給量の推移



出所)供給量は森ビル㈱「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」、建築費指数は一般財団法人 建設物価調査会「建設物価指数月報」

注1)大規模オフィスビルとは、事務所延床面積10,000㎡以上のビル

注2)建築費(対象都市:東京)は2005年を基準(100)とした指数(年間平均)

ただし、2015年の数値は1月～5月までの平均値(4月・5月は速報値)

図表 2 都心3区における大規模オフィスプロジェクトの予定(事務所延床面積 100,000㎡以上)

	千代田区	中央区	港区
2015年	鉄鋼ビルディング 117,000㎡ 大手町タワー-JXビル 108,000㎡	東京日本橋タワー 133,900㎡	品川シーズンテラス 206,025㎡
2016年	大手町フィナンシャルシティグランキューブ 193,800㎡ 東京ガーデンテラス オフィス・ホテル棟 147,000㎡ 大手町パークビルディング 149,000㎡	京橋再開発プロジェクト 113,534㎡ 銀座六丁目10地区再開発 147,900㎡ 日本橋二丁目地区再開発 C街区 143,372㎡	六本木三丁目東地区再開発 174,500㎡ 赤坂一丁目地区再開発 175,297㎡
2017年以降	新日比谷プロジェクト 188,620㎡ 大手町二丁目地区再開発A棟 202,000㎡ 大手町二丁目地区再開発B棟 152,000㎡ 丸の内3-2計画 172,000㎡ 大手町一丁目2地区開発事業 A棟・B棟 361,000㎡	日本橋室町三丁目地区再開発A地区 168,000㎡	TGM芝浦プロジェクト A棟 135,000㎡ ホテルオークラ東京本館建替計画 180,000㎡ 虎ノ門四丁目プロジェクト 210,000㎡ 虎ノ門一丁目地区再開発 175,000㎡

出所)日経 BP 社「日経不動産マーケット情報」

建築費の高騰は開発事業を推進する上でコスト増となり、開発を抑制する要因となり得ることは言うまでもない。それにも関わらず供給に急激な落ち込みは見られていない。

開発事業の推進にあたっては、共同事業のため開発を進めざるを得ないケースなど個別事情が存在し、また、デベロッパー各社とも複合的な要因を検討した上で開発計画を立てていることから、開発抑制に至らない原因を特定することは極めて困難である。しかしながら、経済合理性という切り口で見れば新築プレミアムの拡大が開発事業の推進を後押しする一要素として挙げられるのではないだろうか。

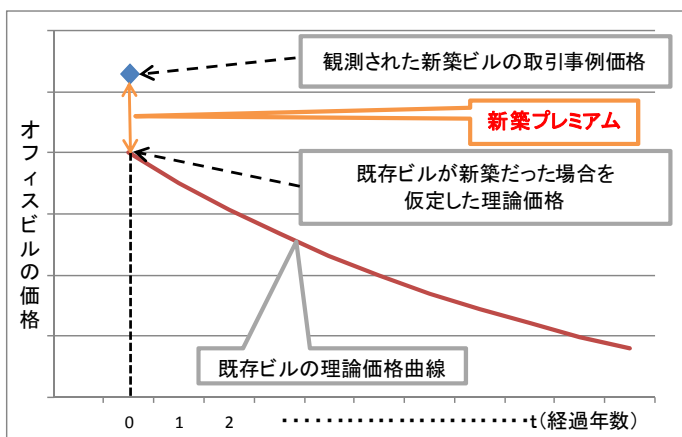
つまり、立地やビルのスペックなどが全く同一のオフィスビルであれば、既存ビルよりも新築ビルの方が価値は高いのが当然とした上で、昨今ではその価値の乖離幅が拡大しているとの見方である。

新築プレミアムが拡大した結果、建築費高騰に伴うコスト増を考慮しても投資採算性が確保できていると考えることができる。

2.新築プレミアムの変化

ここではまず、取引価格推計モデルを用いて新築プレミアムに変化があったのか否かについて確認を試みる。なお、新築プレミアムの構成要素には、NOIもしくはNCFから影響を受ける部分とキャップレートの変化から影響を受ける部分があり、両者を明確に区別することが困難であるため取引価格そのものを被説明変数としてモデルを作成する。

図表 3 新築プレミアムのイメージ



本モデルで説明変数として用いる新築ダミーの係数比較により取引時点の違いによる新築プレミアムの変化を確認するというものである。

本稿では2段階に分けて新築プレミアムの推計を行う。

まずサンプルデータの中から取引時点における築年数が1年以上経過しているビルのみを抽出し、既存ビルの取引価格推計モデルを構築(図表4)する。その後、本モデルを用いて既存ビルが新築だった場合を仮定した理論価格を推計する。

次に、新築ビルの取引価格と先に推計した既存ビルの新築補正理論価格を用いて、新築ビルの取引価格推計モデルを構築する(図表5)。最後に

¹ サンプルデータは日経 BP 社「日経不動産マーケット情報」に取り上げられたオフィスの取引事例(欠損値を含むものを除く)のうち2012年以降に取引が行われた事例のみを採用。また、「新築」とは取引時点において築後1年未満のオフィスビルを指す。

図表 4 既存ビルの取引価格推計モデル

log築1年以上経過既存ビルの取引価格

$$= \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \beta_3 \cdot X_3 + \beta_4 \cdot X_4 + \beta_5 \cdot X_5 + \varepsilon$$

Adjusted R-squared (自由度調整済み決定係数): 0.88

 α : 定数項

β_1 : X_1 の偏回帰係数 (44.69)	X_1 : log延床面積
β_2 : X_2 の偏回帰係数 (5.96)	X_2 : log所在エリアのマーケット賃料水準(2000年以降平均値)
β_3 : X_3 の偏回帰係数 (2.19)	X_3 : 400m以内利用可能路線数
β_4 : X_4 の偏回帰係数 (-6.30)	X_4 : log取引時点築年数
β_5 : X_5 の偏回帰係数 (2.91)	X_5 : 取引年地価公示価格(東京都商業地平均値)

※カッコ内はt値

説明変数については、オフィスビルの規模に起因する取引価格の大小を補正する要因およびビルスペックの格差(大規模ビルはスペックが高いとの仮定を置いている)を反映する要因として延床面積を、立地による取引価格水準の格差を反映する要因として所在エリアのマーケット賃料水準(2000年以降平均値)を、エリア内での相対的な立地格差を反映する要因として400m以内利用可能路線数を、建物の物理的・機能的減価を反映する要因として築年数を、取引市場における価格トレンドを反映する要因として取引年地価公示価格をそれぞれ採用した。

モデルの自由度調整済み決定係数は0.88と説明力が高く、各説明変数とも有意に意味があるとの結果を得た。

図表 5 新築ビルの取引価格モデル

log取引価格(新築ビルの取引価格+新築補正既存ビルの理論価格)

$$= \alpha + \beta_1 \cdot X_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \beta_3 \cdot X_3 + \beta_4 \cdot X_4 + \beta_5 \cdot X_5 + \beta_6 \cdot X_6 + \varepsilon$$

Adjusted R-squared (自由度調整済み決定係数): 0.98

 α : 定数項

β_1 : X_1 の偏回帰係数 (121.81)	X_1 : log延床面積
β_2 : X_2 の偏回帰係数 (17.05)	X_2 : log所在エリアのマーケット賃料水準(2000年以降平均値)
β_3 : X_3 の偏回帰係数 (5.55)	X_3 : 400m以内利用可能路線数
β_4 : X_4 の偏回帰係数 (6.98)	X_4 : 取引年地価公示価格(東京都商業地平均値)
β_5 : X_5 の偏回帰係数 (5.17)	X_5 : 新築ダミー(2014年・2015年取引)
β_6 : X_6 の偏回帰係数 (7.79)	X_6 : 新築ダミー(2012年・2013年取引)

※カッコ内はt値

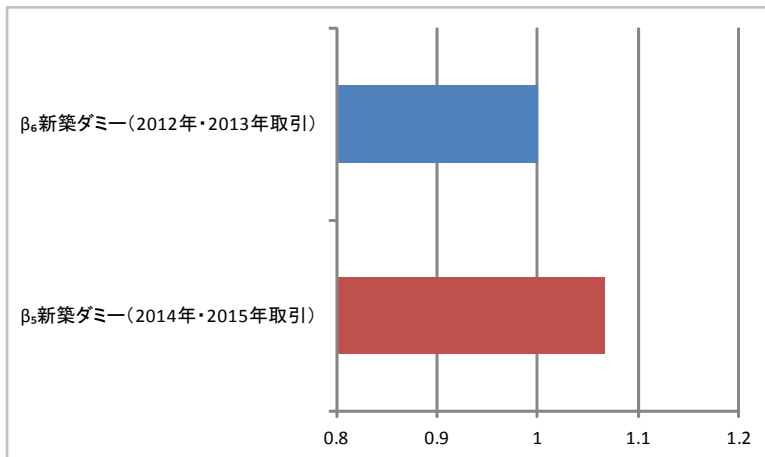
説明変数として、既存ビルの取引価格モデルで用いた説明変数ⁱⁱに2014年・2015年に取引された新築ビルダミーと2012年・2013年に取引された新築ビルダミーを加えて新築プレミアムの変化を確認したⁱⁱⁱ。本モデルにおいても各説明変数は有意に意味があるとの結果を得た。

本モデルの目的である β_5 新築ダミー(t値5.17, P値4.11E-07)、 β_6 新築ダミー(t値7.79, P値9.66E-14)も有意性が確認された(有意水準1%)。

ii 築年数について新築の状態で統一していることから説明変数から除いている

iii いずれの新築ダミーにおいても新築補正既存ビルの理論価格は含まない

図表6 新築ダミーの比較(2012年・2013年取引を1とした場合)



出所)三井住友トラスト基礎研究所

格を推計した結果、2014年もしくは2015年に取引された新築ビルは2012年・2013年に取引された新築ビルに比べて(立地条件やビルのスペック条件が同一だとしても)取引金額ベースで約6.7%の乖離が見られた(仮想ビルの想定条件により推計される取引価格総額の水準は変化するが、両者の乖離率は一定である)。

β 新築ダミー(2014年・2015年取引)と β 新築ダミー(2012年・2013年取引)の価格に及ぼす影響を比較すると符号はプラスで β 新築ダミー(2014年・2015年取引)の方が大きくなっている。これは、2014年もしくは2015年に取引された新築ビルは2012年・2013年に取引された新築ビルよりも新築プレミアムが大きいことを意味している。

また、本モデルに具体的な数値を内挿して仮想オフィスビルの取引価

3.新築プレミアムが拡大した要因

2. より2014年・2015年における新築プレミアムの拡大が確認できたが、その要因について現在のマーケット状況を踏まえて整理する。

① 希少性

オフィスの賃貸市場では震災直後に見られたBCP対応によるテナント移転や賃料の割安感によるテナント移転が一巡している一方で、足下の堅調な雇用状況を反映したオフィス面積の拡大ニーズが出てきている。とはいえ、纏まった面積を確保できるビルが少なく、現入居ビルや周辺ビルでの増床で対応しているテナントも多いのが現状である。その点、纏まった面積の確保が可能な新築ビルは希少な存在となり、新築プレミアムの拡大に寄与する。

② キャッシュフローの向上

現在のような賃料上昇期においては過去に締結した賃貸借契約が既存ビルにおける潜在価値の顕在化を妨げているケースも考えられる。普通賃貸借契約においては賃貸人の都合でテナントを退去させることが困難である上、継続賃料の値上げについて交渉(裁判を含む)を行ったとしても新規賃料の水準まで引き上げることは難しいのが実態である。一方、新築ビルでは現在の新規賃料水準が賃貸借契約の基準となるため立地やビルスペックが類似した既存ビルと比較した場合、築年差以上にキャッシュフローの水準が上振れすることが考えられる。その結果、キャップレート水準の比較では築年差程度の違いしか見られない場合でも、想定されるNOIもしくはNCFが押し上げられていることにより取引価格は上昇し、新築プレミアムの拡大に寄与する。

4.最後に

これまで、デベロッパーにおける経済合理性という観点から新築プレミアムの拡大が開発事業継続の一要素であることを見てきた。今後も新規賃料と継続賃料の乖離など、新築プレミアムの拡大を助長する事象が継続している間はオフィスビルの安定的な供給が期待できる。

ただ、逆に考えれば新築プレミアムの拡大を上回る建築費の上昇や新築プレミアムの縮小が見られる場合には経済合理性が成り立たなくなり、開発計画の見直しや着工時期の見直しなどが発生する可能性もあるということである。今後開発事業が大きく縮小するリスクとしては、「更なる建築費の高騰」と「需給バランスの悪化」を挙げることができよう。

建築費については時系列的に見ても既に相当程度高い水準にあることから、高止まりすることはあっても、これ以上の急激な上昇は考えづらいのではないだろうか。一方で新築プレミアムが縮小することは十分に想定される事象である。

新築プレミアムの縮小を引き起こす最大の要因は需要を見誤った供給の増加であると考えている。各デベロッパーが個の事情を優先し、マーケット全体の需要と供給を無視して合成の誤謬をもたらすような場合には、新築ビルは竣工後も低稼働状態が長引き、キャッシュフローは想定から大きく下振れする。結果として、稼働中の既存ビルに注目が集まり、新築プレミアムは縮小していく。

開発事業が不可逆的なプロジェクトであることを念頭においた上で、開発事業によるオフィスビルの安定的な供給を促していくためには、マーケット全体を俯瞰した立場からのオフィスビルの賃貸需要分析や賃貸需要予測が必要不可欠となるのではないだろうか。

以上

本稿に関するお問い合わせはこちら

【お問い合わせ】 私募投資顧問部

https://www.smtri.jp/contact/form-private/private_fund.html

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。