

株式市場下落の影響が大きいのは香港とソウルの オフィス賃料

Andrew Haskins

エグゼクティブ・ディレクター
リサーチ | アジア
+(852) 2822 0511
Andrew.Haskins@colliers.com

Stephanie Sun

ディレクター | リサーチ | アジア
+(65) 6531 8635
Stephanie.Sun@colliers.com

Terry Suen

アソシエイト・ディレクター | リ
サーチ | アジア
+(852) 2822 0579
Terry.Suen@colliers.com

熊谷 真理

シニア・ディレクター | リサーチ |
日本
+(81) 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

概要と 推奨

アジアの主要金融センターの中でも、株式市場の水準とグレードA・オフィス賃料に最も密接な関係が見られる都市は香港で、ソウルがこれに続いています。この関係は上海とシンガポールでは弱く、最も相関が低い都市は東京です。

2018年のピークから22%下落した香港のハンセン指数に連行する形で、2019年には香港セントラル地区の賃料は約4%下落すると弊社は予想します。弊社ではソウル都心部の賃料については慎重な予測をしていますが、これも下方修正する見通しです。

一方、上海経済には株式市場の動向に左右されない強さがあります。シンガポールでは低い空室率と限定的な供給などから、賃料の上昇基調が続くでしょう。

同様に、東京では堅調な需要、限定的な供給、低い空室率により、足許の賃料上昇は当面下支えされるでしょう。

香港のハンセン指数とセントラル地区のグレードA・オフィス賃料



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

香港: ハンセン指数で金融株のウエートは48%です。一方、都心部のグレードA・オフィス・スペースで金融関連テナントの入居率は54%です。株式市場の水準と賃料の相関関係については、香港がアジアで一番密接となっています。このことは、2019年にセントラル・アドミラルティ地区の賃料が3.8%下落するという弊社の最新予測の裏付けとなっています。

ソウル: 韓国総合株価指数(KOSPI)における金融セクターの占有率は現在20%で、ソウルCBDのグレードA・オフィス・スペースにおける金融関連テナントの占有率は36%となっています。ソウルは株式市場の動向とオフィス賃料水準の関連性が2番目に高くなっています。弊社は既に慎重な賃料予測をしていますが、下方修正の圧力が強まっています。

上海: 金融セクターは上海総合指数の31%、上海都心部のグレードA・オフィス・ストックの42%を占めています。ただし、陸家嘴地区の地域経済はそれほど金融動向に左右されず、オフィス賃料と株式市場との関係も密接ではありません。2018年-2022年で同市全般の平均賃料は1.5%上昇すると弊社は予測します。

シンガポール: 金融セクターはストレーツ・タイムズ指数で43%、都心部のプライム・オフィス・ストックの45%を占めています。株式市場とオフィス賃料の関係は比較的弱くなっています。市場が堅調に推移しているため、弊社ではプライム賃料は2019年に8%、2020年に5%上昇すると予測します。

東京: 金融セクターは東証株価指数の12%、都心5区のグレードA・オフィス・スペースの約8%を占めています。東証株価指数と賃料の関係は最も弱くなっています。東京のオフィス市場は回復を続ける見通しです。賃料上昇は今後数四半期のうちに前年比4.5%程度でピークアウト、その後徐々に低下して1%以下の緩やかな上昇にとどまると弊社は見込んでいます。

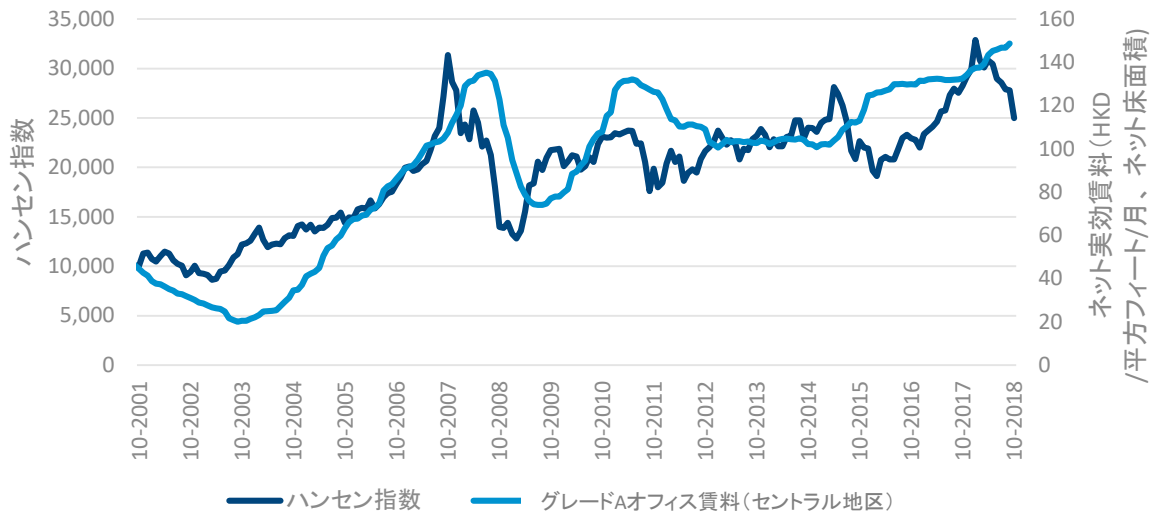
香港

弊社が発表予定の「アジアのトップ・ロケーション (金融)」では、金融業テナントの観点から60の指標を用いてアジア16都市をランキングしましたが、焦点は香港です。金融中心地としての香港の重要性は、株式時価総額 (ハンセンまたはHSI¹ 株式市場は東京に次ぎアジア第二の規模)、香港の対内直接投資、国外預金残高などの規模の指標で高順位を占めていることから証明されています。

金融セクターはハンセン指数で48%のウェイトを占めており、金融関連のテナントも香港CBDのグレードA・オフィス・スペースの54%を占めると弊社では推測しています。従って、ハンセン指数の水準とセントラル地区のグレードA・オフィス平均賃料には明確かつ長期的な関係があるのは当然ともいえ、相関係数 (R) は0.86で決定係数 (R²) は0.74です。これは、調査対象としたアジアの都市のなかで株式指標の動向と賃料水準に最も密接な関連があることを示しています。

図1の通り、最近までセントラル地区のグレードA・オフィス賃料の動向は、ハンセン指数の動向に6か月から12か月程度遅行していました。

図1: 香港のハンセン指数とグレードA・オフィス賃料



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

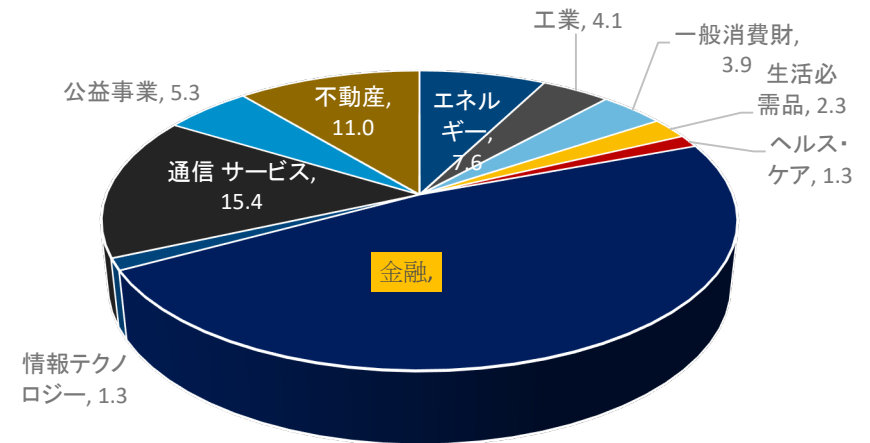
¹ハンセン指数は香港証券取引所上場銘柄の中から選ばれた浮動株に基づく時価総額加重型の指数です。本指標の銘柄は以下の4つのサブ・インデックスに分かれています。ハンセン商工業株指数、ハンセン金融株指数、ハンセン公益事業株指数、ハンセン不動産株指数

ただし、2015年以降はこの二つの指標に乖離が見られるようになり、株式市場の乱高下にもかかわらず賃料は着実に上昇してきました。弊社では、以下を考慮すると今後はこの乖離が続く可能性はないと考えています。

1. ハンセン指数が直近のピークである2018年1月から22%下落 (11月5日現在) しており、これにより投資銀行と証券会社の景況感が揺らいだ。
2. 香港における今後3年間の実質金利上昇が大半のアジア市場よりもペースが速くなると予測されています。これは米国経済が好調であり、香港ドルが米ドルに連動しているため。
3. 米中国貿易戦争により国内の景況感が鈍化している。

こうした背景により、弊社は先ごろ香港のオフィス賃料予測値を下方修正しました。香港全体の平均賃料は2019年は引き続き横ばい、2018年から2022年にかけて年平均成長率2.5%で上昇すると弊社では見込んでおります。セントラル・アドミラルティ地区のグレードA賃料は2019年に3.8%下落しますが、主要テナントの業容縮小の兆候はみられず、その後は安定すると弊社は予想しております。

図2: ハンセン指数 セクター別構成要因 (%)



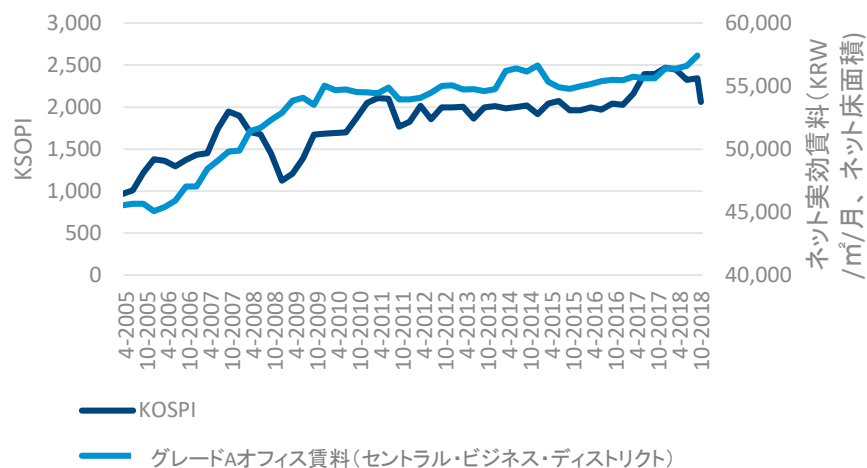
出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

ソウル

ソウルは 国内市場を掌括する重要な金融センターであり、韓国経済の20%を占めています。2017年、ソウルのGDPの14%は金融セクターと保険部門によるものでした。更に韓国は国際貿易で重要な役割を担っています。公表データによると、2016年、ソウルは世界の貿易大国第5位となりました。特に、韓国は半導体では世界第4位の輸出国、半導体製造器具では世界第2位の輸出国となっています。

金融セクターは現在、韓国総合株価指数⁵ (KOSPI)で20%のウェイトを占めています。これは電気・電子機器部門の28%に次いで二番目に高い比重となっています。電気・電子機器セクターではサムスン電子が単独で20%以上を占めています。株式市場での金融セクターの重要性は過去20年間に伝統的な産業都市から金融中心地へ移行したソウル自身の産業変遷を反映しています。弊社では、現在、金融セクターはソウルの都心3区 (= イエオイド、江南、セントラル)にあるグレードA・オフィス・スペースの36%を占めると推定しています

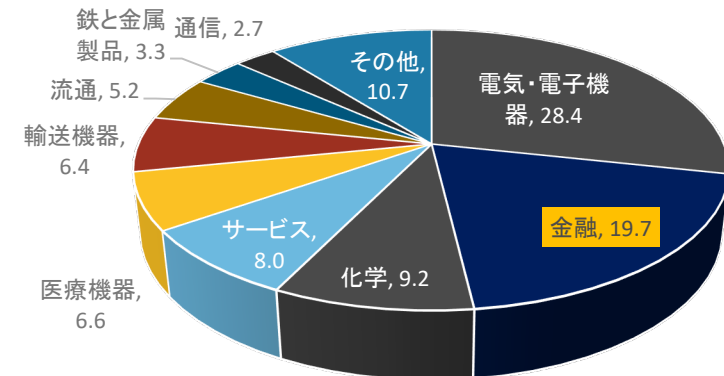
図 3: ソウル KOSPI指数とグレードA・オフィス賃料



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

⁵ 韓国総合株価指数は韓国証券取引所に上場している全銘柄の時価総額加重型指数です。

図 4: KOSPI セクター別構成要因(%) (%)



出典: 韓国証券取引所、コリアーズ・インターナショナル

弊社のANOVA分散分析によると、KOSPIはソウルのCBD各地にあるグレードA・オフィス賃料と密接な関係があります。相関係数 (R) は0.77で決定係数 (R^2) は0.59です。これは調査対象の中で株式指数の動向とオフィス賃料水準に関し、香港に次いで相関が二番目に高い都市であることを示しています。

弊社では当初、この結果に驚きました。というのも、これまでソウルのオフィス賃料はその他のアジア都市に比べて安定推移していたからです。ただし、特に2011年ー2016年にかけては、KOSPI指数はその他のアジアの株式市場よりも狭い範囲でも取引されているため、相対的に高い関連性は妥当と考えます。

2018年は、これまでのところ、ソウル・オフィス市場はアジアのその他多くの都市よりもテナント優勢になっています。

2018年のソウルの平均賃料に連動した2%の賃料上昇、年上昇率は今後数年で最高2-3%となると弊社は見込んでいます。経済の不透明さと貿易をめぐる緊張感が高まりつつある現況下で、弊社は既に慎重な賃料予測をしていますが、下方修正の可能性が高まっております。これは、イエオイド・ビジネス・ディストリクト (YBD) では吸収能力を上回る供給が継続するため、空室率の上昇圧力がとりわけ顕著になることが見込まれるためです。

上海

中国の金融の中心地として、上海の株式時価総額は4兆米ドルに達し、金融セクターが上海GDPの18%を占めています。

上海GDPの比重に加えて、金融セクターは業界別加重である上海総合指数の31%、⁶ (SHNCOMP) (図10)、弊社推定で上海のグレードA・オフィス・ストックの42%を占めています。上海経済における金融セクターの重要性を考慮すると、株式市場とオフィス賃料が相関関係にあると考えるのは当然です。ただし、弊社のANOVA分散分析の結果によると、この二つの基準の相関関係は密接ではなく、相関係数 (R) は0.39で決定係数 (R^2) は0.15となっています。図9では陸家嘴地区のオフィス賃料が (設定データが使用できないためこれを使用) 2009年-2014年に株式市場動向から大幅に乖離していることが示されています。

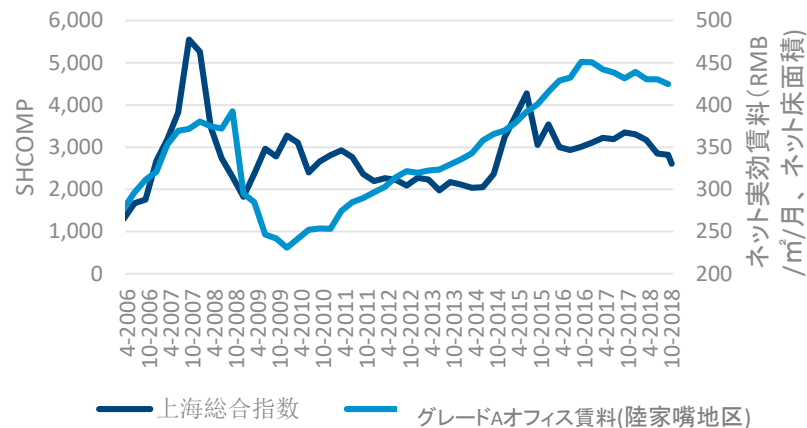
中国本土の株式市場には、中国政府の市場安定化政策を反映する独自の性質があります。中国の証券取引所はA株市場とB株市場があります。A株市場 (RMBが優勢) は外国人投資家にはほとんど開かれていませんが、

B株市場 (上海では米国ドルが優勢) は外国人にも開かれています。こうした特色のため、中国の株式市場は他の主要取引所と全く違う動向を示します。ただし、中国市場も当然ながら世界的な圧力と無縁ではありません。

図5に示されているように、陸家嘴地区のグレードA・オフィス賃料は2010年から2016年にかけて上昇基調にありましたが、それ以降は下落しました。上海株式市場での業績が芳しくないこと (11月5日現在、直近のピークである2018年1月上旬から25%下落)、および年初来、再度対米ドルで自国通貨安となっているため、上海の金融テナントの景況感が損なわれていると考えられます。この想定が正しいとすれば、今後上海の金融街のオフィス賃料の動向をみれば株式市場の動きにより近くなるでしょう。

一方、上海経済全体をみれば、金融セクターの動向に左右されない強さがあるともいえるでしょう。2018年-2022年にかけて、上海の年間平均賃料は全サブ・マーケットにわたり1.5%上昇するだろうと弊社は予測します。

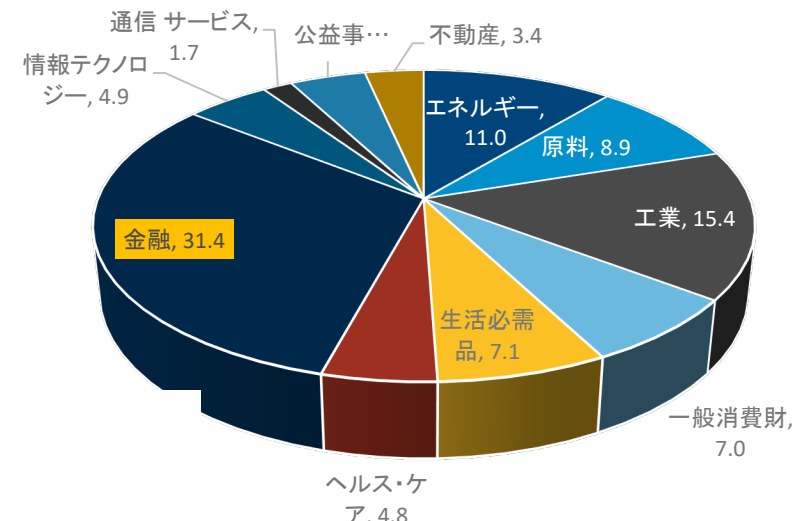
図5: 上海総合指数と グレードA・オフィス賃料



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

⁶ 上海総合指数は上海証券取引所に上場しているA株とB株の全てについて日々の値動きを評価する時価総額加重型指数です。

図6: 上海総合指数セクター別構成要因(%) (%)



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

シンガポール

東京 や香港のような資産規模はないものの、シンガポール はアジア 最高級水準の資産管理の拠点です。

金融セクターはシンガポールのストレーツ・タイムズ指数⁴ (STI) (図 8参照) で43%、都心部のプライム・オフィス・ストックの45%を占めています。シンガポールが開かれた金融市場であり、海外投資は高水準、かつ他のアジア太平洋諸国と密接な貿易関係にある小規模な経済圏であることを考慮すると、株式市場とオフィス賃料が密接な相関関係にあるのは当然です。

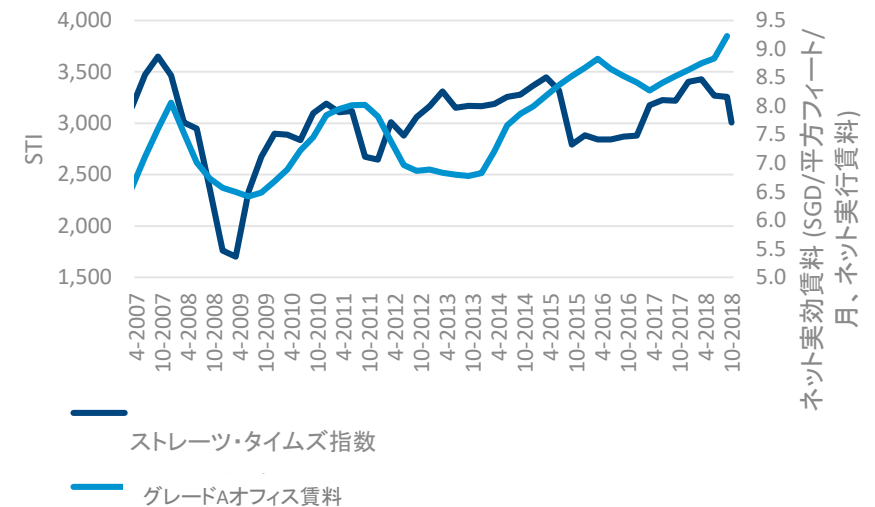
ただし、STI指数市場とシンガポールの A グレード・オフィス 賃料の関係はそれほど緊密ではありません。これは右側の図 5 を見れば明らかです。図7では、特に2012年 6月頃から2014年6月頃、および 2015年6月から2017年3月の期間における株式市場の動向と賃料の方向性の大幅な乖離が示されています。弊社の ANOVA 分散分析によると、相関係数 (R) は0.38 で決定係数 (R²) は0.14です。ここで示される関連性は比較的低い水準となっています。

弊社の見解では、これまでシンガポールのプライム・オフィス市場は株式市場ほど変動が激しくありませんでした。これは空室率が低く、高品質で入居可能なストックの数量が限定的であること、および2014年から賃料上昇率が安定して推移していたためです。近年の賃料上昇の主要けん引役は金融、保険、ビジネス・サービス部門、および卸売・小売部門でした。テクノロジー・グループとフレキシブルなワークスペース などまた 需要の拡大 については賃料上昇を牽引しました。これまでのところ、2018年にシンガポールCBDのグレードA賃料の累積成長率は12.1%に達しました。

低い空室率と限定的な供給を考慮して、今後2年間で賃料は安定した上昇基調に乗り、2019年には平均賃料は前年比8%上昇、2020年にかけてさらに前年比5%上昇すると弊社では予測します。しかし仮に株式市場の乱高下が続き金融セクターテナントの需要が減少した場合、弊社の賃料予測は高すぎるかもしれないということを弊社では認識しております。ただし、香港に比べると、シンガポールでは翌年度の賃料に圧力がかかるほど株価の変動が大きく見通しはしないことには留意が必要です。

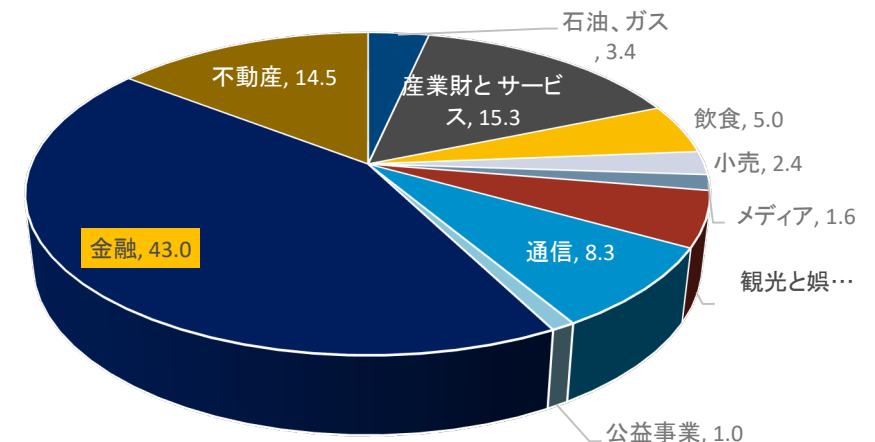
⁴ ストレーツ・タイムズ指数は時価総額加重型の株式市場指数で、シンガポール 株式市場の基準指標となっており、シンガポール・プレス・ホールディングス、シンガポール 証券取引所とロンドン株価指数 (FTSE) で構成されます。ストレーツ・タイムズ指数は シンガポール 証券取引所に上場する上位30銘柄の業績を評価するものです。

図7: STI とシンガポールCBDのグレードA・オフィス 賃料



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

図 8: ストレーツ・タイムズ指数 (STI) セクター別構成要因 (%) (%)



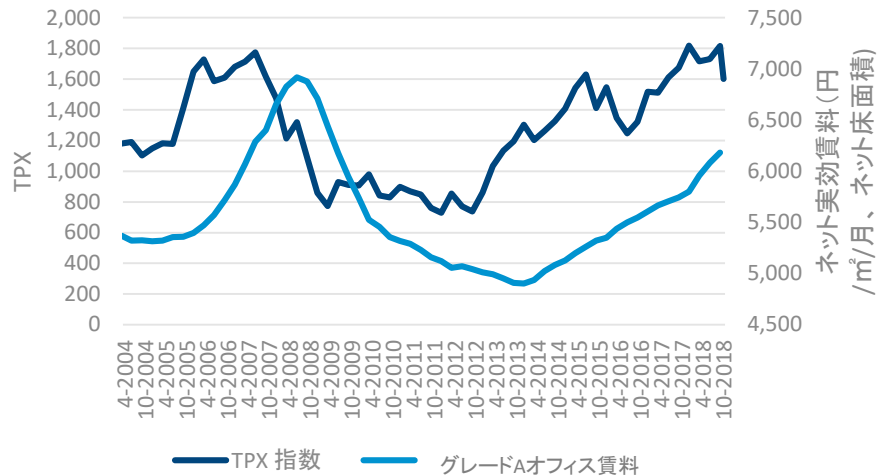
出店: FTSE ラッセル、コリアーズ・インターナショナル

東京

東京はアジアおよび世界で最大の都市であり、都心部の人口は3600万人で東京のGDPはUSD 2兆を上回っています。香港同様、東京は国際金融の中心で、世界最大規模となるネット国際投資328兆円の恩恵を受けています。これは過去10年間にわたり国内貯蓄が引き続き上昇したためです。香港とは違い、東京の経済基盤は非常に大規模で多岐にわたり、**弊社の試算によると金融部門の占める割合は日本のTOPIX 株価指数のわずか12%、グレードA・オフィスの8.2%にとどまっています。**

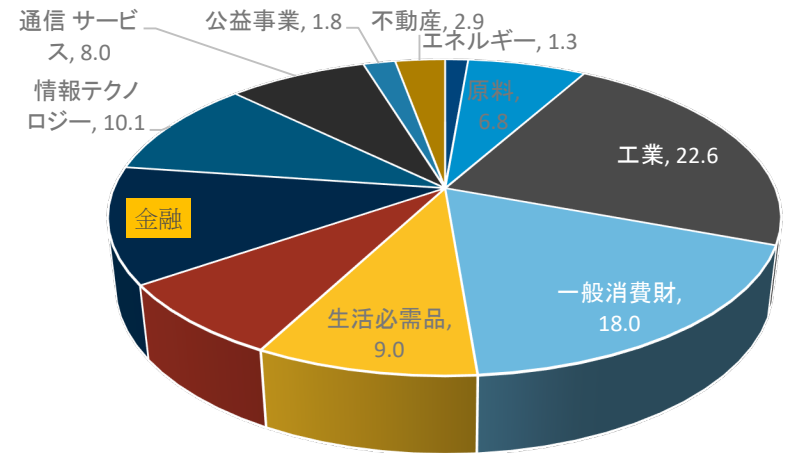
東京オフィス市場の特徴は、様々な市場周期を通じた変動が総じて小さく市場動向との相関性も低いことです。過去15年間のA グレード・オフィス賃料とTOPIX株価指数の関係を分析すると、相関係数(R)は0.22で決定係数(R²)は0.05となります。これは、**アジア主要5都市の中でオフィス賃料が株式市場の動向から受ける影響が最低水準となるであろうことを示しています。**

図9: TOPIX とグレードA・オフィス賃料 (都心5区)



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

図10: TOPIX指数 セクター別構成要因(%)



出典: ブルームバーグ、コリアーズ・インターナショナル

日銀による積極的な金融緩和政策は、2013年以来安倍政権の三本の矢のひとつである民間投資を喚起する成長戦略の一環でした。弊社では、同政策が続き、少なくとも2020年までは最大年25ベースポイント程度の緩やかな金利上昇と予測します。

東京の賃料は2014年1月から着実に上昇を続けてきました。これは既存ストックの約2.7%となるしっかりとした需要が、5年連続上昇となった取り壊しの影響を調整した「ネット」供給を上回り続けたためで、空室率も3.0%を下回る低い水準が続くと弊社は予想します。また募集賃料は今後数四半期のうちに前年比約4.5%上昇でピークとなり、その後徐々に低下してより持続可能な年率成長率0.8%程度に落ち着くと予想します。比較的柔軟性に欠ける日本の労働制度もまた、賃金上昇率の低さを反映しています。日本においては大半の企業の事業予算編成過程を反映し、低い賃金上昇率が低いオフィス賃料と密接な相関関係にあります。低い実質賃金が堅持されインフレも1.0%を下回る低水準となる中、**日本の株式市場水準とオフィス賃料との直接的な関連は限定的となるでしょう。**

² 東証株価指数は東京証券取引所第一部上場全銘柄を対象とした時価総額加重型指数です。本指数はサブ・カテゴリーである東証33業種別株価指数により補完されます。

著者

Andrew Haskins

エグゼクティブ・ディレクター | リサーチ | アジア
+(852) 2822 0511
andrew.haskins@colliers.com

Stephanie Sun

ディレクター | リサーチ | アジア
+(65) 6531 8635
stephanie.sun@colliers.com

Terry Suen

アソシエート・ディレクター | リ
サーチ | アジア
+(852) 2822 0579
terry.suen@colliers.com

熊谷 真理

シニア・ディレクター | リサーチ | 日本
+(81) 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

コリアーズ・インターナショナル・グループ・インクについて

[コリアーズ・インターナショナル・グループ](#) (NASDAQ: CIGI, TSX :CIGI) は世界69か国で展開する業界トップクラスの国際不動産投資管理サービス会社で、12,000人以上の専門家を擁しております。コリアーズは上場している国際不動産サービス投資管理 企業の中で最も成長が早く、2017年 には23億ドル (連結では27億ドル)の企業収益を計上しました。起業家精神に長けた弊社の専門家が、グローバル企業・不動産オーナーおよび投資家へ幅広いサービスを提供し、また投資管理サービス・プラットフォームでは、世界で最も権威ある不動産機関投資家の資産を250億ドル以上管理しております。

コリアーズの専門家は、顧客企業の成功を第一に考え、ユニークな視点と革新的なアドバイスで顧客企業の取引を成功へと導きます。コリアーズはアウトソーシング専門家協会が選出するグローバル・アウトソーシング企業上位100社に、不動産サービス企業としては最多となる13年連続でランクインしています。コリアーズはコマーシャル・プロパティ・エグゼクティブで2年連続で 最優秀不動産管理会社に選ばれています。

コリアーズは、経験豊富な首脳陣が 率いる企業で 20年以上にわたり株主に年率利回り20%以上をもたらした実績があります。

コリアーズの最新情報については、弊社の [ウェブサイトwebsite](#) を参照してください。   

著作権 © 2018年 コリアーズ・インターナショナル

この文書に記載される情報は 信頼できる情報源から入手されたものです。弊社では正確な情報を提供すべく努力していますが、保証は致しません。弊社は不正確な内容についての責任は一切負わないものとします。読者には、本報告書に記載される情報に基づいて行動を起こす前に、専門家に相談されることをお勧めします。