

熊谷 真理
Head of Research | Tokyo
シニア・ディレクター
+81 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

大阪：期待はとどまるものなのか？

東京とのコスト差格差は大きく、優遇税制の施行などを追い風として、未だ追加的需要の余地はあり

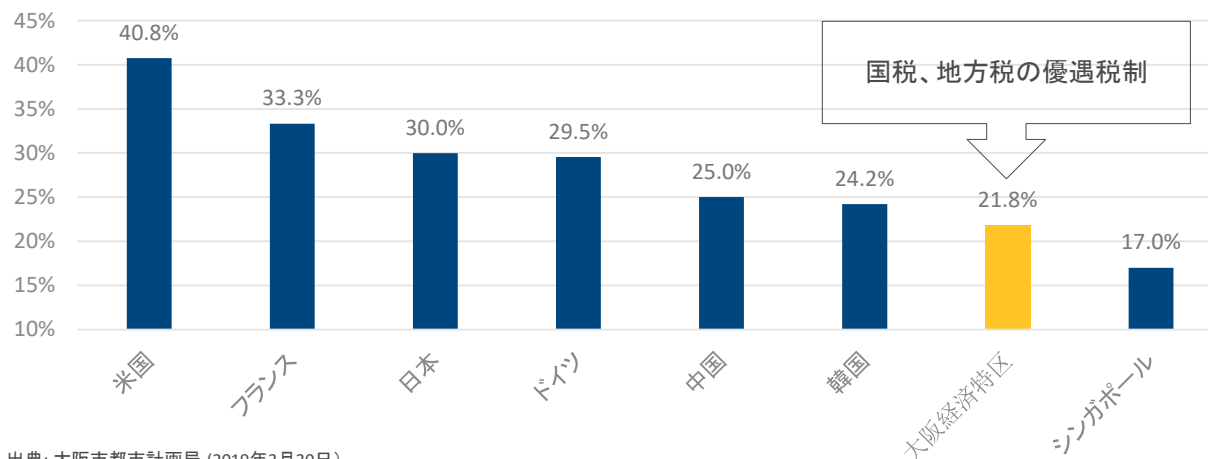
要約&推奨

オフィス市場においてタイト化する需給、相対的に安価な人件費などは大阪への投資を増加させる要因となるだろう。大阪のCPPI¹上昇ペースは速まっているものの、東京の過去10年間のCPPI上昇幅の86%まで到達していないことなど、不動産価格が上昇する余地はありと弊社はみている。

弊社の推奨は以下の通り：

- 市場の需給の不均衡に対処するためにビルの再利用が増加していることを考慮し、投資家はより幅広いオプションを探るべき
- 大阪は景気循環の感性が東京よりも高いことを考慮し、家主はリース交渉では柔軟であるべき
- テナントはこれから市場の変動幅が更に狭まることに伴う賃料の値上げに備えて、期待値を修正すべき

実効税率：優遇税制を勘案した主要都市の平均実効税率を比較する



出典：大阪市都市計画局（2019年3月30日）

アベノミクスも7年目に入り、戦後最長の景気拡大も、高まる貿易摩擦とブレグジットを巡る投資活動の一時停止のなかで、不透明感が漂い始めている。日本の自然利子率も、少子高齢化のために、これからの数十年間は下がらざるを得ない。ただ、79,844人（2018年）を記録した東京への人口集中の弊害が、「他の都市より速いペースで続く東京の不動産価格の上昇」という形で現れ始めたことには留意すべきである。2012年に不動産市場全体が景気循環の底打ちをして以来、東京の不動産市場は好調を維持しており、CPPI¹（商業不動産価格）年率平均増加率も大阪の3.5%に対し、5.6%を保っている。

確かに同等の都市に比べると地域経済基盤の抱える課題は多いものの、大阪には今でも東京に比べて事業関連経費が安いというメリットがあり、地価は約60%、平均賃金は約15%安い。大阪市内総生産（名目推計）は1880億米ドル（21兆円）²、ベトナム一国分のGDPに相当する規模である。また、大阪にはより大きな政策支援を受けられるメリットがあり、国家戦略特区³内への適格投資家であれば、最高5年間の減税措置により、有効税率がゼロまで軽減される場合もある。更に、大手の外資系不動産会社の市場への参入に伴い、大阪の既存のビルを改装するバリュー・アッド・インベストメント戦略は、徐々に認知されつつあるため、大阪のオフィスビルの年間総収益率も、7.9%（ARESデータ）まで改善していることは注目に値するだろう。

¹国土交通省の商業用不動産価値指数(CPPI)を指す ²日本の統計局、CECDによる

³グランド大阪駅施設周辺の2つの指定地区と大阪湾地区を指し、その総面積は大阪市の総面積223平方キロメートルの1%未満

セクター別インプリケーション・投資戦略

オフィス: 既存ビル改装に着目

オフィスビルは、主にリノベーション済みビルからの純利益(NOI)の改善により、全グレードで価格上昇の十分な余地がある、との弊社見解を維持する。2021年までは主だったビル供給がないことも勘案すれば、大阪の空室率は少なくとも2021年下半期の後までは2.0%以下に留まるだろう。

グレードAオフィスビルの約半数が集中する梅田地区の賃料は、2014年半ば以降、募集賃料が40%以上も急騰していることの恩恵を最も受けそうだ。より便利な場所となる梅田駅北側のウメキタ再開発プロジェクトや、大阪市湾岸部の夢洲・咲洲の2025年日本国際博覧会施設の開設は、賃料の上昇に対する更なる追い風となるだろう。

店舗: 小規模物件に対する需要に柔軟に対応する

2014年以来、需要ドライバーの半分以上は中国本土からの旅行者だったが、2018年以降の米中貿易摩擦の始まりで、賃貸需要の勢いは幾分失われている。2018²年の観光客の購買支出総額の46%に相当する中国本土からの観光客の購買力の減退は、向かい風になりかねない。

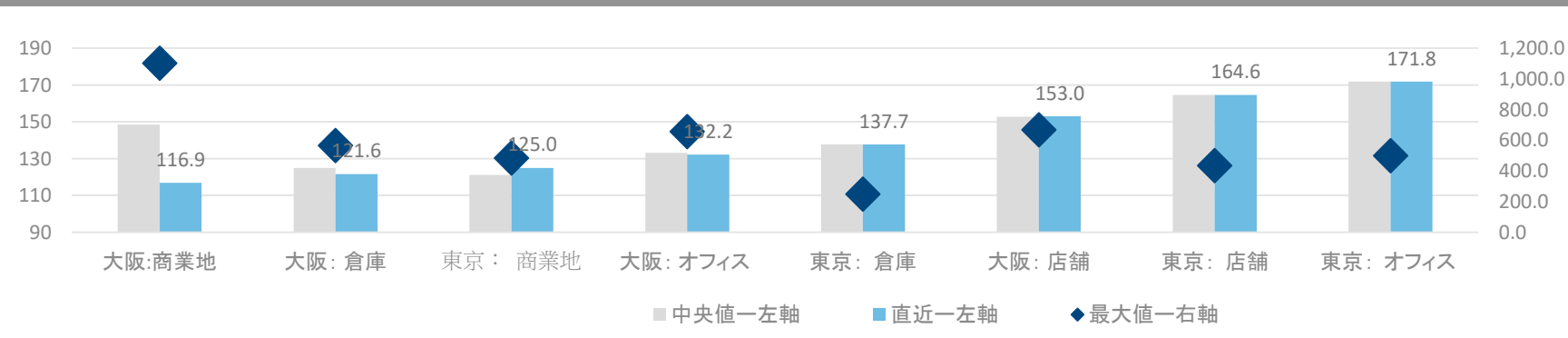
リテール市場特有の構造変革と回転の速さは、これからも勢いを増すと考えれば、貸主はより小規模の店舗スペース、より柔軟な対応を求めるテナントの要求を受容せざるを得ないだろう。大阪のリテール市場に関して、弊社は前向きな見方を維持している。目抜き通りでは実店舗を探すネット販売の小売業者が増えている。一方、既存のオフィスビルへの用途転換の増加などは、リテール市場が下降した場合の緩衝材となる。

土地: 開発案件を選好する

東京との大きな価格差が続いており、大阪には裁定取引の機会が残る。中心地区におけるオフィス・ビル、特に時代遅れとなった物件を保有する貸主に対しては、オフィス市場の歴史的にタイトな需給なども勘案したうえで、先を見越した既存物件の用途転換などを柔軟に考えることを推奨する。新規ビルの供給がないことに加え、歴史のある御堂筋地区などでは1フロア面積が広い物件の供給などが非常に少ないことから、活発な賃貸活動、不動産価格の上昇などは継続する見通しである。

供給が限られた市場の不均衡に対処する最良の方法とは、開発案件により柔軟性を増すことである。海外企業を誘致することを前提とした様々な優遇税制を活用することも、営業純利益(NOI)率の改善にもつながるであろう。

1984年以來のCPPIの年換算利回り(2010年を100とする):資産クラス別に現在の価格レベルを過去最高値/中間値と比較する



出典:国土交通省の2019年4月現在の年間データ。

² 61% - 台湾もしくは中華圏地域を含めた場合、日本観光振興協会の2018年データに基づく

高値を更新し続ける？

リアル・キャピタル・アナリティクスによると、アジアの都市が2018年に集めた投資資産ランキングで、東京(172億米ドル)はトップの香港(261億米ドル)に次ぐ2位で、3位のソウル(163億米ドル)を上回った。しかし2019年第1四半期は東京のオフィス投資額は低レベルに留まり、前四半期から22.0%減の2,995億円(26億米ドル)にとどまり、低調であった2018年第4四半期をも下回った。しかし、グレードAオフィスの不動産価格は、前四半期比で4.5%増を記録した後も高値を更新し続けるとする弊社見方に変更はない。

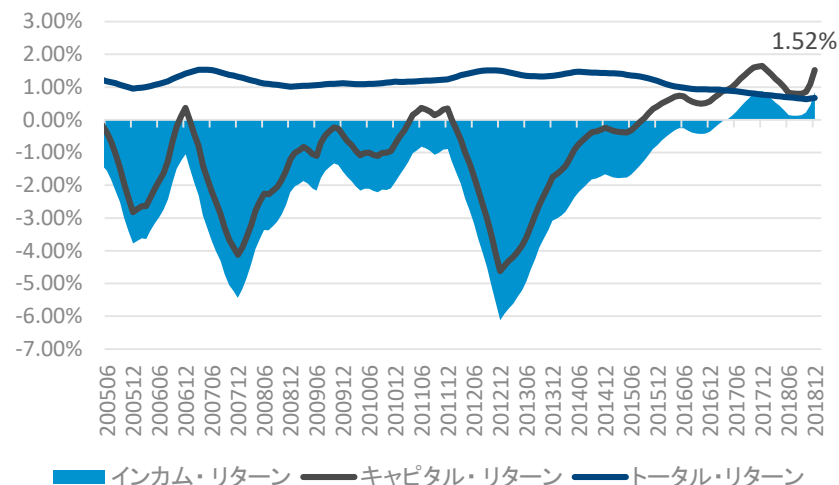
代替投資先がほぼなく、事業会社と生命保険会社からの新たな競争圧力が増すなか、豊富な現金残高などを有する不動産ファンドは、コア資産、あるいはコア・プラス資産を超えた投資先を積極的に模索している。取引可能な資産が極端に少ないため、東京では投資家の模様眺め姿勢が続いているが、最近の大阪の投資家は、積極的に独自の取引形態²を創出している。その一例が、2019年1月下旬のグリーンオーク・リアルエステートによる総額500億円(5億8200万米ドル)の武田薬品御堂筋ビルなどを含めた21件の不動産の一括買収だ。規模ではまだ東京に及ばないものの、大阪の売買取引総額は前年比でほぼ3倍の318億円(3億4100万米ドル)に達した。単価にも東京よりも手ごろ感があり、坪単価のほとんどは約200万円以下、東京の1/3以下である。

東京に比べると、賃料水準の回復も不動産価格の回復も大きく遅れをとるなかで、大阪の古いビルは再開発の主要なターゲットになっている。ビルの所有者ベースが多様である東京と比較すれば、大阪オフィス賃貸市場は概ね非効率で構造改革が遅れている。東京と対比でみれば、構造調整を伴う大阪オフィス賃貸市場のポジティブな環境も、今後数年程度はより長く続くであろうと弊社は予想する。大阪の総収益率の平均的伸びで2.5%程度が維持されているが、少なくとも2020年後半まではこの程度の勢いは維持できるだろうと弊社は予想している。

一方、米連邦準備理事会(FRB)は3月20日に、2019年の年内は利上げを見送ると発表した。グローバルな利下げへの大きな政策修正の究極的な影響は概ね中立的と、弊社では見ている。対外金利差の縮小は為替利益の減少につながるため対外投資資金の一部が回流してしまう可能性があるものの、国内投資家にとってはその逆も正しい。世界的な低金利環境により国内不動産投資はより魅力的な投資先となるためである。

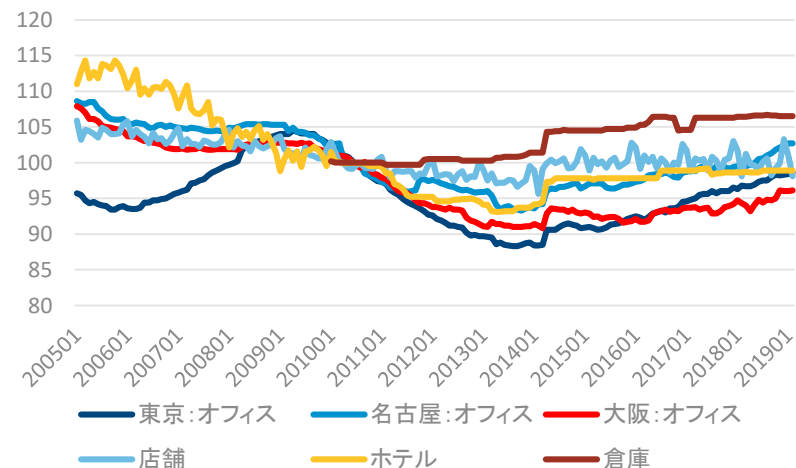
²グリーンオークは武田薬品工業が所有する21件の不動産を500億円以上で買収。2019年1月30日付けの日経不動産マーケット情報

2005年～2018年：東京に対する大阪の実績リターン格差の推移



注: 1,000万ドルの個別取引最低価格を適用している, 出典: コリアーズ・インターナショナル, ARES

2005年～2019年の資産クラス別に賃料動向を比較する (2010年を100とする)



出典: コリアーズ・インターナショナル, 日本銀行

執筆者：

熊谷 真理
リサーチ | 部門長
シニア・ディレクター
+81 3 4572 1009
mari.kumagai@colliers.com

詳細は以下の者にご連絡ください：

時田 勝司
日本代表 |
マネージング・ディレクター
+81 3 4572 8607
katsuji.tokita@colliers.com

布施 正浩
バリュエーション・アドバイザー・サービス |
エグゼクティブ・ディレクター
+81 3 4572 8612
masahiro.fuse@colliers.com

岩瀬 弾
キャピタルマーケット・インベストメントサービス |
エグゼクティブ・ディレクター
+81 3 4572.8603
hazumu.iwase@colliers.com

太田 英輝
キャピタルマーケット・インベストメントサービス |
エグゼクティブ・ディレクター
+81 3 4572 1005
hideki.ota@colliers.com

Alistair Walker
クライアント・サービス | シニア・ディレクター
+81 3 4572 8617
alistair.walker@colliers.com

Andrew Haskins
リサーチ | アジア | エグゼクティブ・ディレクター
+852 2822 0511
Andrew.Haskins@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す。世界68か国で、14,000人以上の起業家精神に長けた専門家を擁しており、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40%以上をもたらした実績があります。2018年には28億ドル（連結では33億ドル）の企業収益を計上し、預かり資産高260億ドル以上を管理しております。

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

著作権 © 2019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。