

建築後の年数が比較的経過したビル（以下、築古ビルという。）はストックが豊富なことに加え、運営管理ノウハウが必要なことから投資できるプレイヤーが限られ、取得競争は相対的に緩やかと考えられます。また、築古ビルの利回り水準は将来の賃貸収益低下や価格下落のリスクなどが反映される分、一般的に築浅ビルより高いと考えられます。

J-REIT のオフィスビルの運用データを用いて築年格差を検証したところ、取得時の利回り水準によっては築古ビルへ投資することで高い賃貸利回りが得られるケースが少なくないと考えられます。ただし、築古ビルは運営管理の難易度が高く、外部のビル運営管理会社の活用などの体制構築が必要と考えられます。

築浅ビルに比べてストックが豊富な築古ビル

不動産投資市場は資金調達環境が良好なため、不動産私募ファンドなどでは物件を売却する積極性に乏しいこと、また、J-REIT や私募 REIT など長期保有を前提とするセクターが取得した物件は再度市場に出回ることが少ない構造的な要因もあり、市場に流通する物件は少ない状況が続いているようです。特に築浅ビルは新規供給が低水準なため品薄感が強いと考えられます。東京 23 区のオフィスビル（自用含む）を例にとると、新規供給面積（着工床面積）は 1990 年代後半から増加基調であるものの、ビルの大型化によって棟数自体は低水準で推移しています [図表 1]。また、大型ビルは大手デベロッパーなどが中心となって開発されるため、竣工後も自社あるいはグループで保有するケースがあることも不動産投資市場で築浅ビルが品薄である一因と考えられます。

一方、築古ビルは中小規模のビルが中心ではあるもののストック（棟数）が豊富なことから、取得競争は相対的に緩やかと考えられます。

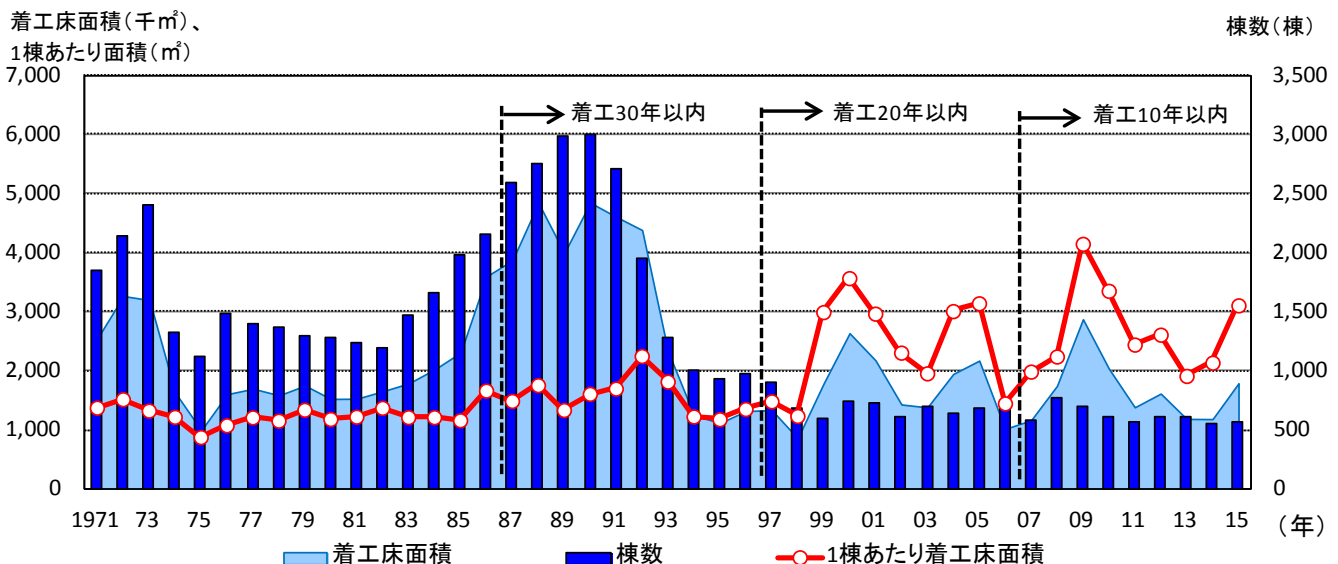
築古ビルは利回りの確保に寄与。J-REIT が保有するビルは約 2/3 が築 20 年以上

築古ビルでは経年による賃貸収益の低下や価格の下落が懸念されますが、一方で価格形成においてはこうしたリスクが反映される分、一般的に築浅ビルよりも利回り水準が高いと考えられます。

J-REIT が保有する都心 5 区のオフィスビルを対象に築年による利回り（期末鑑定還元利回り）格差をみると、築 20 年未満では利回り 4% 以上の物件は 4 ~ 5 割にとどまるのに対し、築 20 年以上では 4% 以上が 7 ~ 8 割を占め、4.5% 以上も 2 ~ 3 割を占めています [図表 2]。

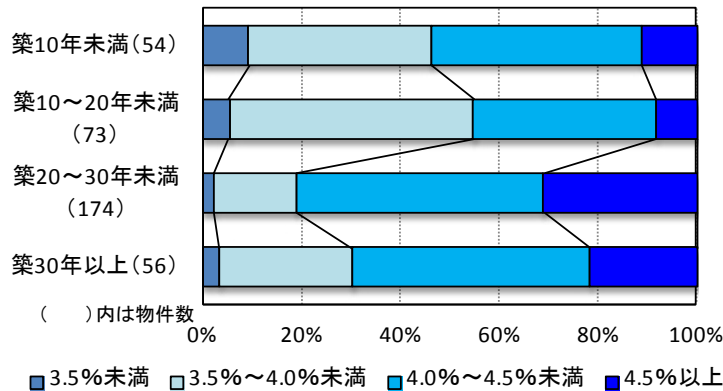
なお、利回り（分配金利回り）が重視される J-REIT が保有するオフィスビル（全国）は築 10 年未満は 2 割に満たず、約 2/3 は築 20 年以上となっており（[図表 3]）、築古ビルが利回り確保に寄与している面があると考えられます。

[図表 1] 東京 23 区のオフィスビルの着工床面積・棟数・1 棟あたり着工床面積

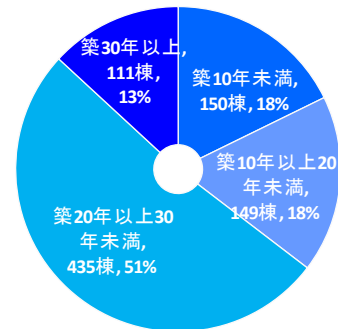


データ出所：東京都「建築統計年報」（「オフィスビル」の統計上の名称は「事務所」）

[図表 2] J-REITが保有するオフィスビル（都心5区）における期末鑑定還元利回り（2016年上期）



[図表 3] J-REITが保有するオフィスビル（全国）における築年別の物件棟数・割合



* 全国のオフィスビル845棟の築年別棟数・割合

図表 2, 3 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」

取得時の利回り水準によっては築古ビルへ投資することで高い利回りが得られる

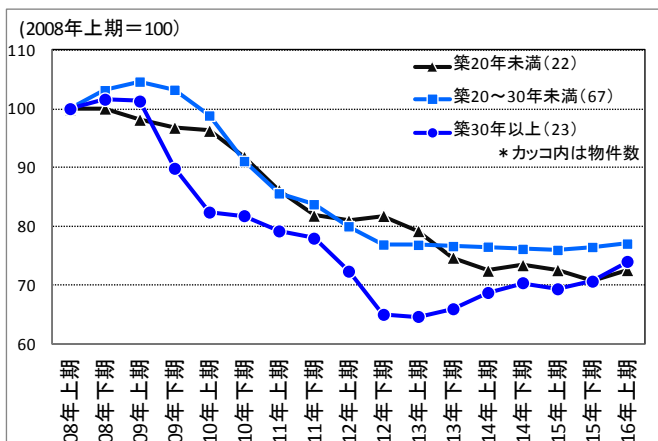
J-REIT が保有する都心5区のオフィスビルを対象に、築年による賃貸収益や価格変動の格差を検証したところ、分析期間中のNOI（賃貸純収益）の平均値（2008年上期＝100）は、築30年以上は79で築20年未満の84より5ポイント低い水準となっていますが、仮に取得時のNOI利回りが築30年以上は5.0%、築20年未満は0.5%ポイント低い4.5%とした場合、分析期間の平均NOI利回り（対取得額）は築30年以上が4.0%（5.0%×79%）、築20年未満が3.8%（4.5%×84%）となり、築30年以上の方が利回りが高いと試算されます〔図表4〕。また、不動産価格（時系列分析可能な期末鑑定評価額で代替）そのものの変動を築年で比較したところ、差はほとんどありません〔図表5〕。

以上の検証をふまえると、築浅ビルより一定程度以上高い利回りで築古ビルを取得することによって、築浅ビルより高い賃貸利回りが得られるケースが少なくないと考えられます。

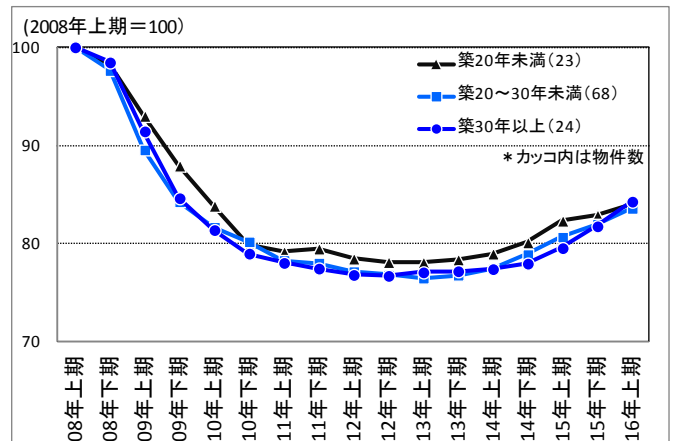
築古ビルの運営管理には技術的な専門性が要求される面もあり、運営体制構築も重要

築古ビルは競争力維持のため、計画的かつテナントニーズに即した追加投資が必須です。大規模修繕工事やバリューアップ工事の計画はゼネコンなどから提案を受けることが可能ですが、提案された工事内容や金額を精査し、確度の高い収益向上策を策定・実行するには専門性が要求され、外部のビル運営管理会社からの助言を受けるなどの体制構築が必要と考えられます。

[図表 4] J-REITが保有するオフィスビル（都心5区）の直近1年NOI（2008年上期＝100）



[図表 5] J-REITが保有するオフィスビル（都心5区）の期末鑑定評価額（2008年上期＝100）



なお、築年区分は以下のとおりとしました。

- 築30年以上（2016年上期時点の築年数）
 - ・ サンプルの平均築年数は38年であり、分析期間2008年上期～2016年上期は築30～38年の期間に相当。
- 築20～30年未満（同）
 - ・ 平均築年数26年、分析期間は築18～26年に相当。
- 築20年未満（同）
 - ・ 平均築年数14年、分析期間は築6～14年に相当。

図表 4, 5 のデータ出所：都市未来総合研究所「ReiTREDA」



公益社団法人 東京ビルメンテナンス協会会員 国土交通大臣免許(3)第6808号
 みずほ信託銀行グループ 〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目1番7号
平成ビルディング株式会社 ☎ 03-3271-9715

(発行：2017年3月)
 FAX03-3271-8940
 〈土日・祭日休〉