

## なぜ、東京で再開発ブームが起こっているのか？

日本大学 スポーツ科学部 教授 清水 千弘

東京の中心部においては再開発ブームと言えるほど、大型開発が目白押しである。2018年には20万坪を超えるオフィス床が供給され、2019年、そして2020年のオリンピックまで、3年間の累計で60万坪の床が再開発を通じて供給されようとしている。

再開発とは、経済学的には、都市内部における土地に関する資源配分の非効率性を調整するように土地建物用途を転換していく経済的な行為である。そのような非効率性を生み出している原因としては、土地利用規制や都市の容量を定める都市計画制限などによってもたらされていることが多い。これらの再開発は、従来の規制の緩和に伴い、再開発を通じて効率的な資源配分を達成するように投資が行われているとも言える。

そのような土地建物資源の利用調整に注目した研究としては、古くは、Brueckner(1980)やWheaton(1982)、Rosenthal and Helsley (1994)がある。彼らの研究は、米国の都市を対象として、再開発が起こるための経済的な条件を明らかにしている。具体的には、ある仮定のもとで最適な再開発が行われる条件を次のように表現している。

$$V^R - V^C \geq 0$$

ここで、 $V^R$ は再開発された不動産から得られる収入の割引現在価値、 $V^C$ は現在の用途から生まれる不動産収入の割引現在価値である。Munneke (1996)と McGrath (2000)はこの左辺で示された差分の値によって、再開発の確率がどの程度高まるのかを、シカゴを対象としてプロビット・モデルを利用して推定した。そして、どちらの研究もこの仮説を支持するものであった。

Shimizu, Karato and Asami (2010)は、バブル崩壊後の東京のオフィス市場に注目した。同様の理論的な枠組みで実証分析を行った結果を見ると、1991年のバブルのピーク時に6万棟あったオフィスビルのうち、バブル崩壊後の2005年には14,000棟のオフィスビルで、住宅に転用することによって1平米単位でみる家賃といった限界収益で超過収益が発生していたことが明らかにされた。そして、その収益格差の大きくなるほどに住宅に転用された確率が高く、バブル崩壊後に1万棟以上のオフィスビルが、住宅や商業施設などの用途に転換されていたことが解明された。

このようなバブル崩壊後の用途転換は、バブル期に過剰に供給された中小オフィスビルの資源配分の歪みを調整するように、再開発が行われたといえる。この期間には、団塊ジュニア世代が住宅市場に参入し、マンションの大量供給が実現できた時期でもあった。つまり、異なる用途間で、強い需要によって限界収益が増加し、利用転換が行われたといってもよい。

それでは、現在の東京における再開発ブームは、どのような資源配分の調整として説明ができるのであろうか。現在の再開発は、東京の都心区を中心に、オフィス・商業施設の業務系用途から同じ用途へと建物ボリュームを大幅に増加させるように開発が進められている。また、一度、再開発によってできた街を、再度再開発によって統合していくような再々開発ともいえるものも散見される。

このような再々開発によって生まれてくる大型の商業ビルで、用途転換のような限界的に高い収益

を得ることができるのであろうか。同じ用途同士での開発において、坪単価でより高い賃料が取れるのであろうか。例えば、東京のオフィスビルの家賃の坪単価で最も高いビルで5万円であるとする、再々開発によって出現するビルにおいて坪単価で6万、7万、またはニューヨークやロンドンのように10万といった限界利益をとることができるのであろうか。

現在の市場環境から考えると、その答えはNoであろう。これから出現する大規模開発によって生まれる商業ビルの家賃は、現在のハイエンドのビルの家賃と同等またはそれ以下になるであろう。その理由としては、現在の開発は、需要サイドからの変化によって生まれた開発ではなく、供給サイドの事情から生まれた開発であるためである。つまり、現在の開発は、ボリュームを増価させることで、開発利益を得ることを狙ったものである。

そうすると、限界的な収益の増加がないままに供給だけが拡大すると、周辺地域のオフィス相場を引き下げるだけでなく、パイの取り合いを通じて、ハイエンドの限界収益をも引き下げることとなってしまう。つまり、都市全体で見たときの総収益は変化しないことになる。さらには、東京といえども、2025年以降においては、人口減少、とりわけ労働人口の減少に直面し、不動産需要は縮退していく。つまり、需要サイドは、一層弱くなっていく。

それでは、どうして、このような再開発ブームが起こってしまっているのであろうか。Grenadier (1996)は、都市の成長の末期、つまり激しい縮退が起こる直前には、土地保有者が競って再開発を行うために、不動産が過剰供給になることをオプション理論によって説明した。この再開発ブームは、東京の成長の末期を予兆するものであるのか。さらなる成長への起爆剤として考えることができるのか。東京のオフィス市場の行方を注視したい。