

アナリストの眼

回復局面を迎えつつある不動産賃貸市場

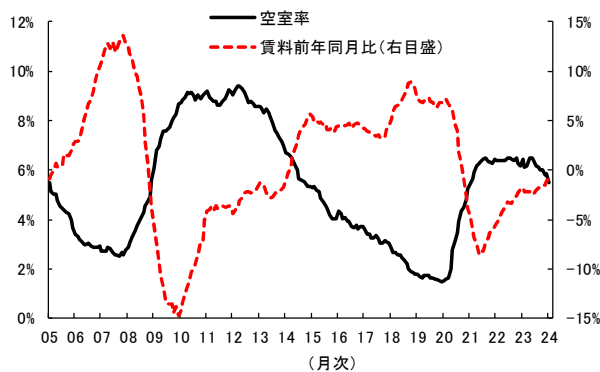
【ポイント】

1. コロナ禍からの回復や好調な企業業績を背景にオフィスビル市況を取り巻く状況は回復しつつあり、空室率や賃料は改善方向。
2. 物流部門は物流網再構築の流れと中長期的なEC市場拡大による需要増加が期待できる。2023 年で新規大量供給のピークは過ぎ、今後需給バランスは改善していく見込み。
3. 一方、中長期的に不動産賃貸市場を維持・拡大させるためには国内需要のみでは限界があり、海外需要の取り込みを積極化すべきである。

1. オフィス部門

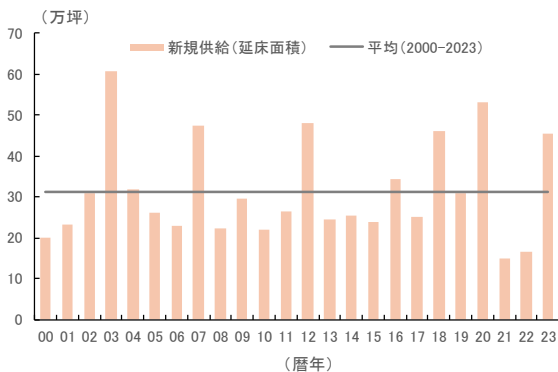
2019 年に 2%を下回る水準にまで低下していたオフィスビル空室率（東京都心 5 区）は、新型コロナウイルス感染症の拡大をきっかけに在宅勤務が定着するなか、大型オフィスの開業が相次ぎ、2022 年には 6%超まで悪化した（図表 1）。2023 年も新規供給は多かったものの（図表 2）、5 月の新型コロナウイルス感染症の「5 類」移行を受け、出社率が回復し、需要が増加したことから空室率は低下に転じた。対面での社員教育やコミュニケーションの重要性などが再認識され、在宅勤務の浸透に伴い賃借面積を削減していた企業が増床に動いたことが一因となった。

図表 1. 空室率、賃料推移



（資料）三鬼商事資料より富国生命投資顧問作成

図表 2. 新規供給面積



（資料）三鬼商事資料より富国生命投資顧問作成

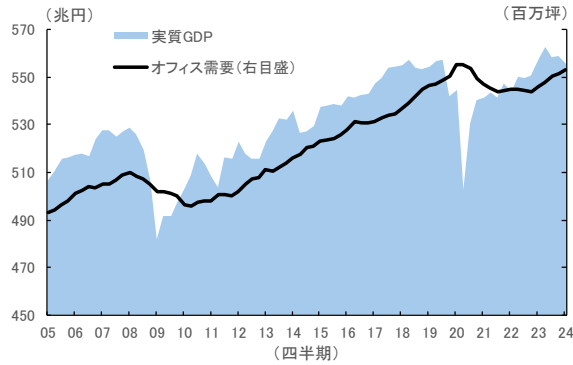
2023 年の平均賃料は 4 年連続で下落したものの、前年よりマイナス幅が縮小した。空室率が低下に転じたことに加え、好調な業績を背景に企業の賃料負担力が回復してきたことなどが要因と考えられる。

また、最近では人的資本経営の観点から、人材確保を目的とした立地改善やグレードアップに伴う需要も増加している。コロナ禍を経て「従業員のエンゲージメント向上」、「部門を越えたコミュニケーション」などが課題となっている企業ではオフィス環境づくりのための支出を「コスト」というよりも「投資」と考えるようになってきている。

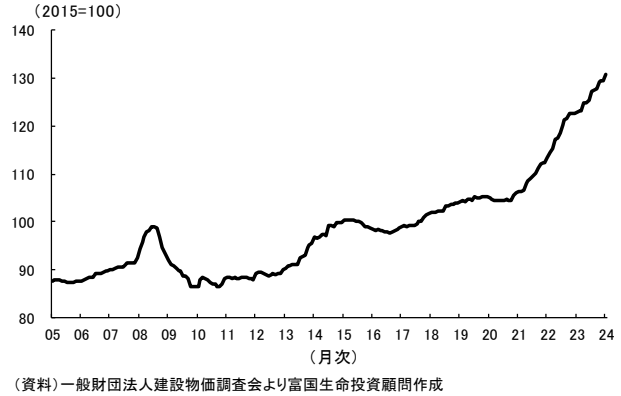
オフィス環境重視の観点から、交通利便性などの立地条件や環境性能によりビルの賃料や空室率は二極化が進むであろう。

オフィス需要はヒストリカルに見て実質 GDP 成長率との連動性が高い（図表 3）。日本銀行の実質 GDP 成長率の予測（2024 年 4 月時点）は 2024 年度 +0.8%、2025 年度 +1.0% とプラス予想となっており、当面需要の増加が期待できる。

図表 3. 実質 GDP とオフィス需要



図表 4. 建築費指数

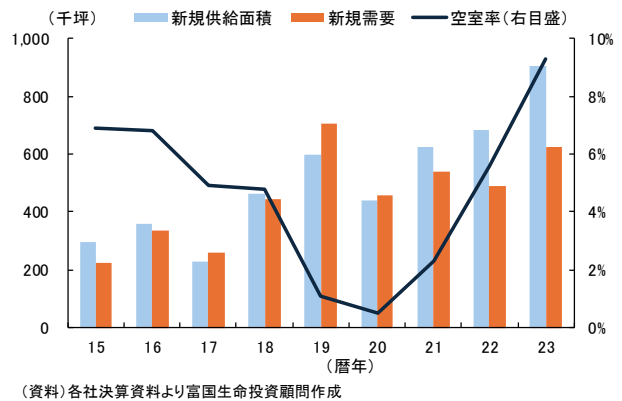


供給面では、今後 3 年間のオフィス平均供給面積は過去平均（2020 年～2023 年）を下回る見通しである。最近では建築費の高騰により建築計画の延期を発表するケースも出ており、新規供給は予想を下回る可能性もある。需給バランスの改善から空室率は緩やかに低下していくものと考えられ、前年比マイナスの状況が続いていた賃料は、空室率の見通しや不動産の維持費用増加（物価や人件費の上昇など）を踏まえると、今後は上昇局面に入るであろう。また、大手デベロッパーの経営陣の意識の変化もオフィスビル市況に影響を与えつつある。東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請して以降、ROE（自己資本利益率）・資本効率の重要性を認識し、企業価値向上に向けた取り組みを進めている。具体的には資産の入替えや、競争力の劣る保有ビルをホテルやマンションなどへ用途転換を進める「回転」型ビジネスの強化が中心となっている。ビルのスクラップは過去 10 年間では全貸室面積に対して年平均 1% 弱程度であるが、今後スクラップが加速する可能性もある。

2. 物流部門

物流施設は従来の保管機能に加え、仕分け・加工・配送など様々な機能が求められるようになってきている。物流施設の開発はここ数年サプライチェーンの最適化を図る目的で増加している。2023 年には首都圏で新規大量供給が行われ、需給バランスが一時的に悪化したことで空室率が上昇した（図表 5）。一方、省人化対応やセキュリティ管理体制が充実している「高機能な物流施設」は物流施設全体の 10% 以下と恒

図表 5. 首都圏大型物流施設の需給と空室率

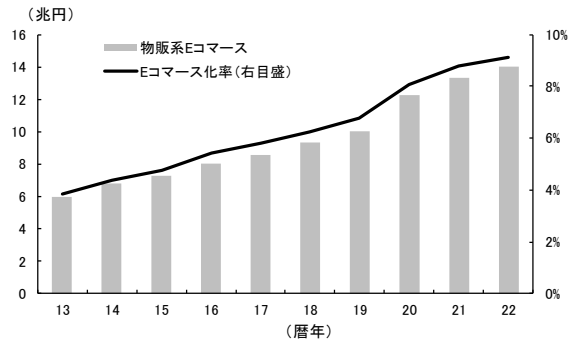


常的に少ない状況に変化はなく、保管機能のみの倉庫からの移転も多い。競争力の高い物件は「立地」、「荷下ろしの容易さ等の機能面」、「快適な就業環境」が備わっている。

また、今後はトラックドライバーの労働時間規制が厳格化され、長距離輸送を抑制するための中継物流施設の需要増加も期待できる。

昨今の建築費上昇もあり新規大量供給のピークは過ぎている。物流施設が竣工し、内覧してから契約するテナントも増えていることやEC（電子商取引）市場拡大に伴う需要増により中長期的に空室率は改善していくと見ている（図表6）。

図表6．EC市場規模

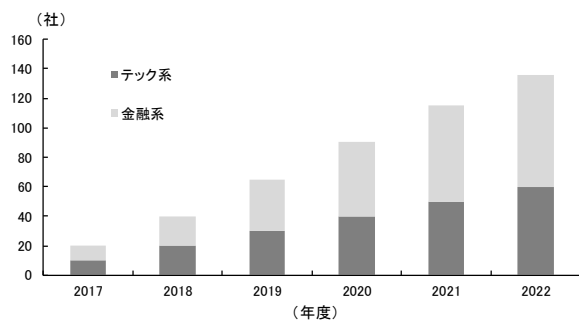


（資料）経済産業省より富国生命投資顧問作成

3. 海外需要の取り込み

海外企業の誘致は地域経済を活性化させる目的で各自治体が行っている。例えば、東京都はアジアヘッドクォーター特区を創設し、アジア地域における企業拠点の東京への集積を目指している。条件を満たした企業に対してビジネス支援、多言語での生活情報提供、税制の優遇措置などを行っており、一定の成果が出ている（図表7）。最近の動きとしては、2023年12月に政府の新しい資本主義実現会議が策定した「資産運用立国実現プラン」で「金融・資産運用特区」の創設を決定したことがあげられる。ビジネス環境と生活環境を重点的に整備するもので、特定のエリアを対象に規制緩和などを実施し、税制面での優遇措置や創業時の英語での手続き（法人の設立登記や雇用保険などの手続きをする際）の拡充などを目指す（図表8）。足元では地政学リスク回避の観点から東京をアジアの「金融ハブ」にする動きがある。日本の個人金融資産の獲得を狙う海外の運用会社が「金融・資産運用特区」を活用する可能性は高く、オフィス需要の取り込みが期待できる。

図表7．東京都海外誘致企業数（累計）



（資料）東京都より富国生命投資顧問作成

中長期的に不動産賃貸市場を維持・拡大させるためには国内需要のみでは限界がある。国や地方自治体の支援を活用して海外需要の取り込みを積極化すべきである。

図表8．「金融・資産運用特区」（案）

- 「金融・資産運用特区」において、国内・海外の金融・資産運用会社の新規参入や業務拡充を通じて、海外の投資資金も取り込み、スタートアップなどの成長分野へ十分な資金が供給される環境を実現する。
- このため、金融庁と意欲ある地域が協働し、関係省庁と連携しつつ、金融・ビジネス・生活環境関連の規制改革や英語対応等の行政サービスの充実など必要な支援を実施し、金融・資産運用サービスの集積・拡充と成長分野の発展を目指す。

I 国の支援	II 地域の主体的な役割
1 金融・資産運用サービスの集積・拡充に資する支援 ① 規制緩和・規制特例措置（金融関連、ビジネス・生活環境等関連） ② 行政サービスの充実（英語対応等） 2 成長分野（スタートアップ等）に関する支援 ① 規制特例措置 ② その他の支援	1 金融・資産運用サービスの誘致・拡充に向けた取組み ① ビジネス・生活環境の整備、税財政面その他の支援 ② 行政サービスの充実（英語対応等） 2 金融・資産運用の投資対象として一体的に推進する成長分野（スタートアップ等）の支援

（資料）金融庁より富国生命投資顧問作成

（富国生命投資顧問（株）チーフアナリスト 橋本 浩）