

東京のオフィスビル市場

【ポイント】

1. これまでのオフィスビル賃貸市場は、景気動向に遅行的に連動し、景況感に左右される市場であった。
2. 足元の動向においては、オフィス床に対する潜在的需要の縮小により、こうした経験則が働かなくなっている。
3. こうした中、「2012年問題」が指摘されているが、「2003年問題」同様に、この影響に対する懸念が杞憂に終わる可能性は低い。

昨今、日本の不動産市場は、リーマンショックの打撃を克服し、ようやく回復の兆しが窺われつつあるとの声を多く耳にする。新聞紙上には、米国の投資銀行による日本の不動産投資が再開されるという記事など、年内の底入れを予測するものが多く見られるようになりつつある。

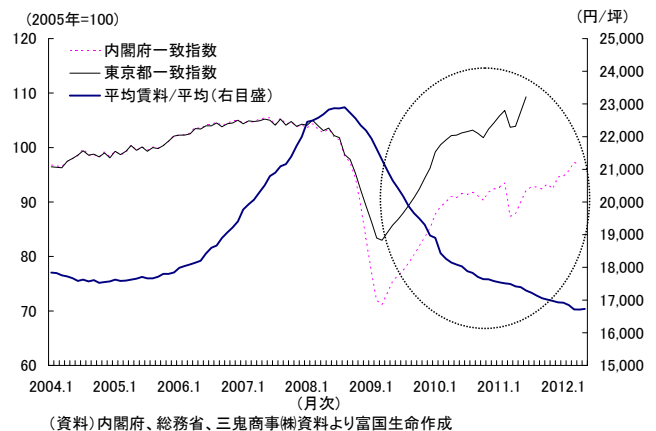
一般的に、不動産市場の動向は、景気の動きに対し遅行性があるといわれている。一致指数（図表1）の動きを見れば、2009年1月頃より回復基調にあり、こうした予測について納得できる面もある。

一方、東京のオフィスビルの賃貸市場においては、2012年にオフィスビルが大量に供給される見込みであり、需給面の悪化を懸念する向きもある。本稿では、不透明感の漂う不動産市場の見通しについて、東京圏の動向を中心に、考察していくこととする。

1. 一致指数とオフィスビル平均賃料の推移

図表1は、2004年1月から直近までの、内閣府発表の景気動向指数（一致CI）、総務省発表の東京都の景気動向指数（一致CI）、オフィス仲介業者「三鬼商事」発表の東京都主要5区平均賃料の推移を示したグラフである。一致CIは、主として景気変動の大きさやテンポ（量感）を測定することを目的として発表され、一般的に、一致CIが上昇している時は景気の拡張局面、低下している時は後退局面で、一致CIの動きと景気の転換点は概ね一致するといわれている。

図表1. 一致指数と平均賃料の推移



2004年1月より、2008年初頭までは、内閣府一致指数、東京都一致指数とも、上昇傾向

を示しており、景気の拡張局面であったことがわかる。一方、平均賃料の動きをみると、2004年1月から2004年末頃まで下落基調で推移した後、2005年初頭に底を打ち、2008年後半にピークを迎えるまで、一貫して上昇局面であった。平均賃料は、一致指数に比べ、約1年程度遅行して推移していたこととなる。

その後、内閣府一致指数、東京都一致指数とも、2008年初頭より2009年初頭まで、リーマンショック等の影響を受け、大幅に下降しており、景気の後退局面にあった。それに遅行するように、平均賃料も2009年初頭より下落を始める。

ところが、内閣府一致指数、東京都一致指数とも、2009年初頭に底打ちし、上昇に転じているにもかかわらず、底打ち後、概ね3年を経過した足元においても、平均賃料について、回復の兆しを確認することはできない状況にある。

このように、一致指数と平均賃料の動向をみると、2004年から2008年にかけての景気拡張局面、および2008年から2009年までの景気後退局面において、平均賃料の動向には一致指数との間で、1年程度の遅行性が確認できるが、2009年の景気拡張局面以降においては、こうした経験則での説明ができず、賃料の下落傾向が一貫して続いている。

2. オフィス床の大量供給問題について

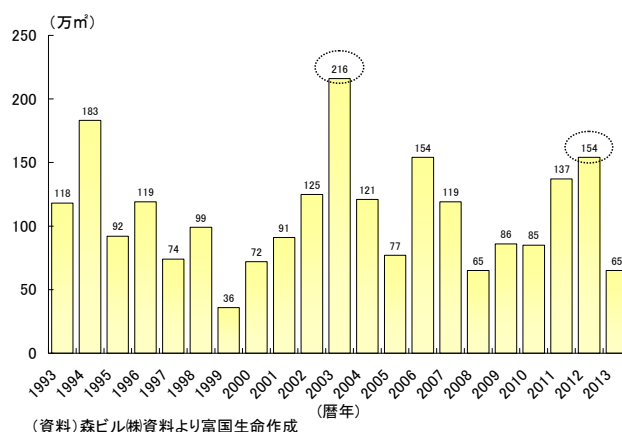
足元の東京圏のオフィスビル賃貸市場では、オフィス床の大量供給による影響が懸念されており、一般に「2012年問題」といわれている。2012年に予定されている供給量は、154万㎡であり、「2003年問題」後、最大のオフィス床が供給される見込みである（図表2）。

「2003年問題」においては、216万㎡のオフィス床が新規に供給され、空室率は、2002年1月4.24%から、2003年の夏には8%台半ばまで大きく悪化したが（図表3）、この動きは一時的なものにとどまり、景況感の回復により、旺盛なテナント需要が刺激され、僅か2年後の2005年夏には、賃貸市場の好不況の目安（3%～5%）とされる4%台まで低下した。「2003年問題」は杞憂に終わることとなった。

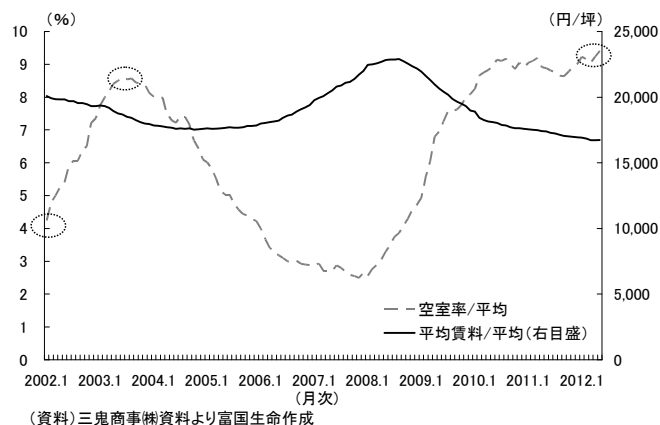
「2003年問題」当時の状況を概観すると、大量供給直前の空室率が、4%程度と、貸し手優位といわれる水準にあった。

新規出店や増床ニーズなどの潜在的需要が存在し、新たな床の供給を吸収したと考えることができる（この潜在的需要の存在から、その後の景気回復局面において、空室率が徐々に改

図表2. 東京23区オフィスビル供給量



図表3. 東京主要5区オフィスビル平均賃料と空室率



善したことから、明らかであるといえよう)。

3. 厳しい市場動向

話は少し戻るが、これまでの経験則によれば、平均賃料は、景気動向に1年程度遅行して推移する傾向にあった。しかし、足元では、この経験則が当てはまらなくなっている。現状において東京圏の空室率は、9%程度と高水準にある。図表4は、東京圏におけるオフィス床の総供給量を示したグラフである。オフィスビルは、竣工すると一般的に30年以上は使用されるため、スクラップアンドビルドが進むには、長期間を要することとなり、総供給量は、累積的に増加していく。

特に、近年のオフィスビルの開発においては、容積率の緩和を受けるケースも多く、単年度での供給量が膨大になるケースも散見される。昨今の日本経済は、低成長時代に入っているといわれているが、こうした中で、新興国の生産技術力向上や、円高、高い法人税率・エネルギーコストなどの要因により、日本国内企業

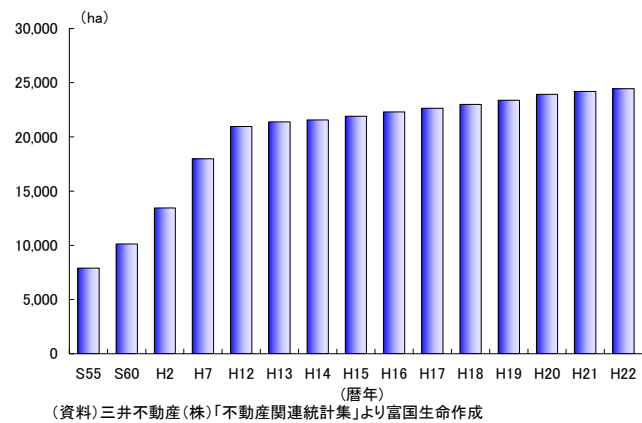
の海外進出が加速している。また、日本の人口減少社会への突入も、こうした動きに拍車をかけている。日本の貿易収支が赤字に転落したことも、こうした動きの象徴ともいえよう。このような社会構造の変化により、新規出店や増床ニーズなど、潜在的需要が大きく縮小していることが、これまでの経験則が働かなくなった要因となっているものと考えられる。このことが、景気動向との遅行的連動性が、失われつつある原因である。

こうした中で、2012年に、大量のオフィス床が供給される。果たして、2003年問題同様に、乗り越えることができるであろうか。

私自身としては、潜在的新規需要が減少していることや、現状の空室率等の水準を勘案すれば、これだけの供給量を吸収できる余力は残されていないように思われる。メインシナリオとしては、2012年に竣工する新築物件においては、立地面やスペック面等において、優れたものが多いことから、賃料単価を含めた契約条件の緩和等は伴うものの、概ね一定水準の入居率を確保することは可能であると思われる。しかし、その多くは、借換え需要でまかなわれるものと想定され、結果的に発生する二次空室により、(平均)賃料水準への下落圧力が強まっていくものと思われる。つまり、2003年問題のように、市場に大きな負のインパクトを与えることなく、2012年問題が収束していくというシナリオは描きにくい。

中長期的に見ても、潜在的需要が過去に比べ、大きく縮小していると考えられる中で、相応のオフィス床の供給が続くことをも勘案すれば、空室率・賃料水準が好転していくことは想定し難い。円安局面への転換等による外資系企業の日本進出や、大胆な規制緩和等による日本国内向けの投資環境整備などにより、潜在的需要を創出していくことが市場回復の条件となる。

図表4. 東京圏のオフィス床の総供給量



(不動産運用グループ 吉田 侑生)