

好調が続く東京オフィス市場の死角

～需要を見込み易いが故に供給も増えやすい東京～

<要旨>

東京都心のオフィス空室率は、2016年7月に3.94%と7年11か月ぶりに3%台へ低下したが、平均募集賃料の上昇率は年率4%台で推移しており、需給がタイト化している割に上昇ペースが鈍いとの見方もある。

その要因の一つは東京のオフィス市場が抱える固有の問題に根付くものである。

東京では2018年以降にオフィスビルの大量供給が見込まれるため、賃料上昇が加速するほど空室率が低下するのは難しいとみられる。

東京都心はヒト・モノ・カネが集まり、オフィス需要が安定していると見られているがゆえに新規供給が増加しやすい。それが需要の波以上に市況の変動を大きくし、更には資産価値にも影響しかねないことには留意が必要である。

1. 東京都心のオフィス空室率は3%台に低下

三鬼商事(株)の「オフィスレポート TOKYO 2016年8月号」によると、2016年7月時点の東京都心5区(千代田、中央、港、新宿、渋谷)のオフィス空室率は3.94%に低下し、2008年8月以来7年11ヶ月ぶりに4%を下回った(図表1)。

空室率の低下に伴い平均募集賃料の上昇も続いている。三鬼商事(株)によると、2016年7月の東京都心5区における平均募集賃料は18,271円/坪であり、2013年12月のボトムから12.7%上昇した水準にある(図表2)。

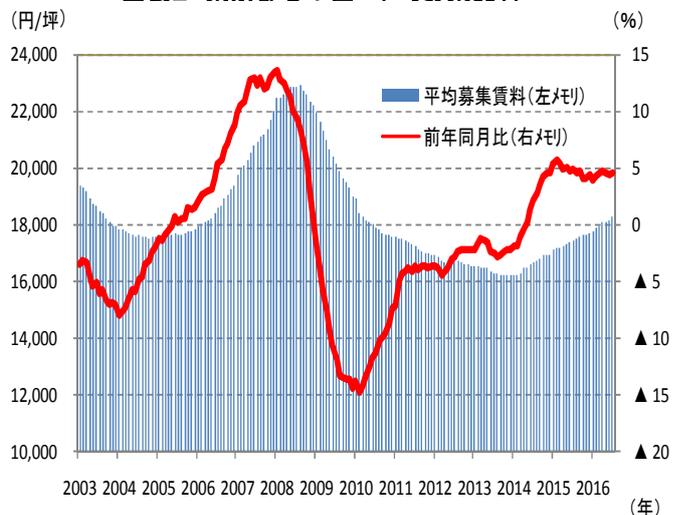
一般的に空室率が5%を下回るとオフィス市場は「貸手市場」となると言われている。足元の募集賃料は年率4%台の上昇が続いているが、「貸手市場」になっている割には上昇ペースが鈍いとの見方もある。

図表1 東京都心5区 空室率推移



(資料) 三鬼商事

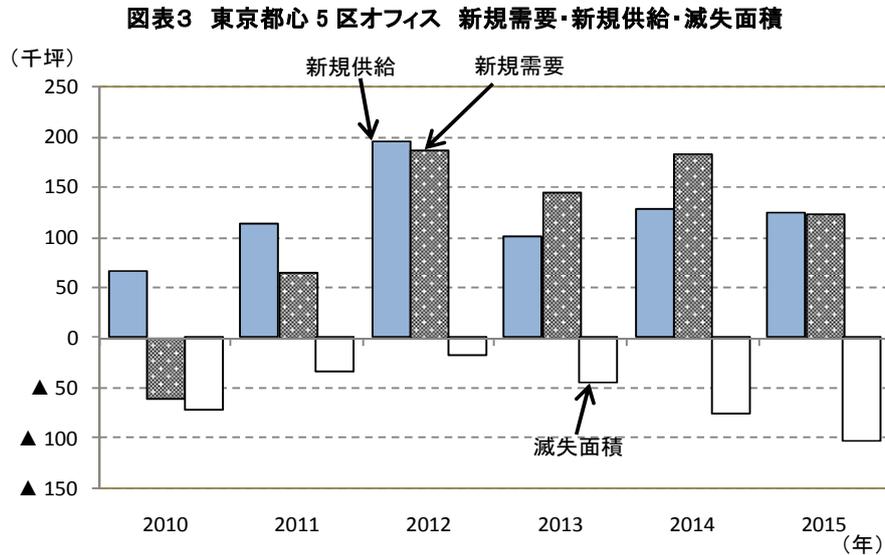
図表2 東京都心5区 平均募集賃料



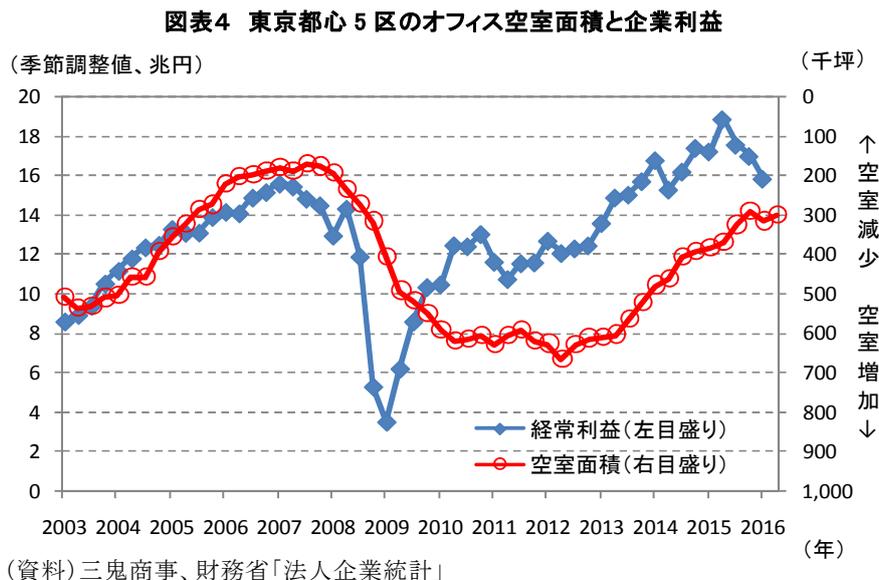
(資料) 三鬼商事

2. 需要回復が空室率低下のドライバー

2012年以降の空室率低下要因をオフィスの新規需要と新規供給に分解すると、2012年には200千坪の大量供給があったものの、新規需要の回復が続いたことで新規供給が吸収され、空室率が低下してきたことが分かる。また建替えや取り壊しなどでオフィスビルの滅失が増加したことも、空室率低下に寄与している(図表3)。



オフィスの新規需要が回復したのは、いわゆるアベノミクス以降、為替が円安に振れたこともあり企業収益が改善し、企業が人員増加など前向きな動きを強めたことが背景にある。実際に法人企業統計の経常利益とオフィスの空室面積にはある程度の連動性があり、2012年を境に経常利益増加につれ空室面積が減少したことが見て取れる(図表4、右目盛りが反転していることに注意)。



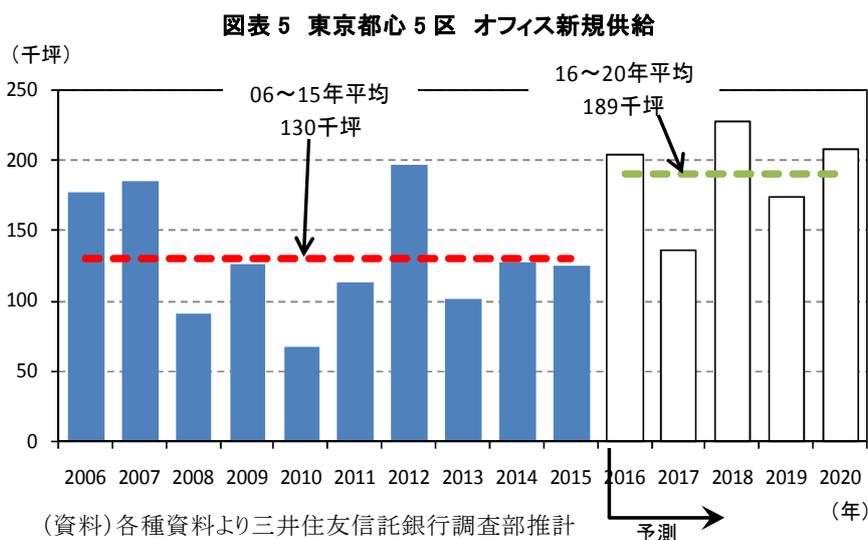
しかし企業収益は円安の修正や中国経済減速などを要因に、2015年半ばをピークに減少してきている。利益水準はまだ高いものの、6月23日の英国国民投票がEU離脱の結果となって以降、

為替の円高傾向が強まっており、輸出産業を中心に利益が下振れする可能性が高まっている。

企業収益の頭打ちによって企業の先行き見通しが慎重になり、人員増加やオフィス拡張が手控えられ、オフィスの新規需要が減少し空室が増加する懸念がある。

3. 2018年以降はオフィスビルの大量供給が続く

一方、今後のオフィスビル新規供給について見ると、2017年は過去10年間(2006～2015年)平均並みの供給に一旦落ち着くが、2018年から2020年の3年間は過去10年平均を大きく上回る供給が見込まれている。過去にも2003年や2012年に大量供給があったが、今回は3年間にわたり高水準の供給が続くというのが特徴である(図表5)。



当調査部の推計では、2018～2020年の3年間累計で608千坪の供給が見込まれるが、これは2016年7月のオフィスストックに対し8.3%(年平均2.8%)に相当する。過去10年間の供給インパクト(年間供給面積の前年末オフィスストックに対する比率)が年平均1.9%だったことと比べても、2018年以降の供給がオフィス市場に与えるインパクトがいかに大きいか分かる。

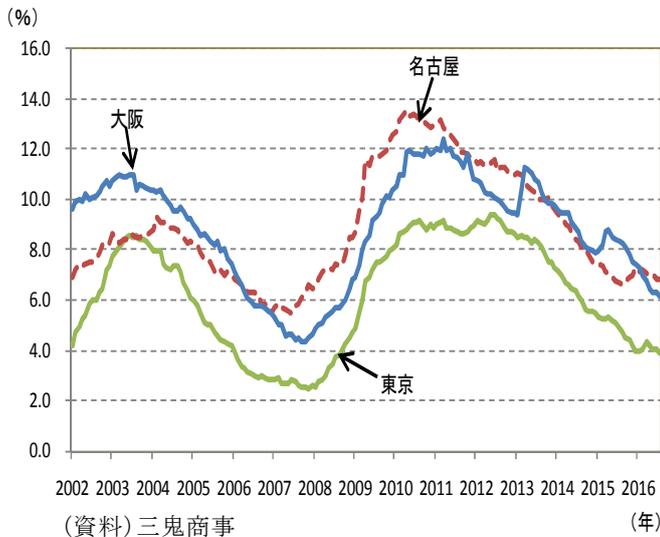
建替えや再開発が多い東京都心では、今後も一定の減失が生じ新規供給の一部を相殺するだろうが、2018年以降はオフィスストックの純増ペースが加速するとみておくべきであろう。

4. 東京に固有の大量供給問題

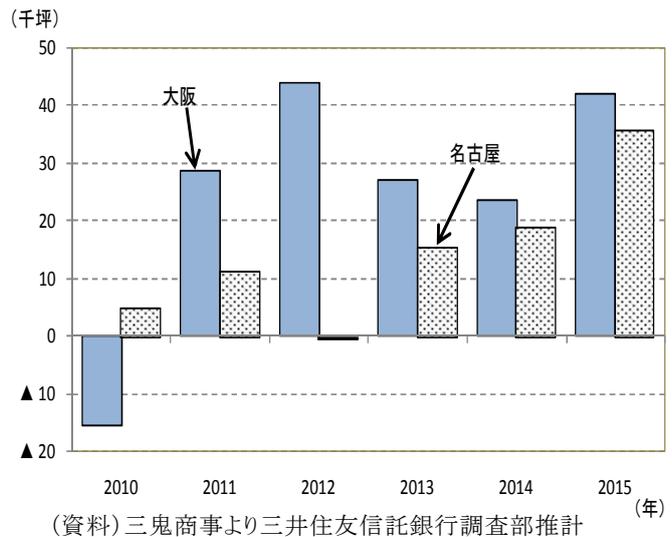
このようなオフィス市況が東京以外の都市にも共通するものなのか確認するために、大阪と名古屋のオフィス市場に目を向けると、足元では大阪・名古屋でも東京と同様にオフィス需給は改善傾向にあり空室率は低下している(次頁図表6)。

大阪と名古屋の新規需要を見ると、多少の凸凹はあるが基本的に2011年以降は回復傾向にある(次頁図表7)。大阪と名古屋の需要回復も、企業収益が改善し企業が前向きな姿勢を強めたことが背景にある点は東京と同じと考えられるが、足元で企業収益がピークアウトしており、オフィス需要が減速する懸念が強まっていることも東京と同様とみておくべきであろう。

図表6 東京・大阪・名古屋 オフィス空室率



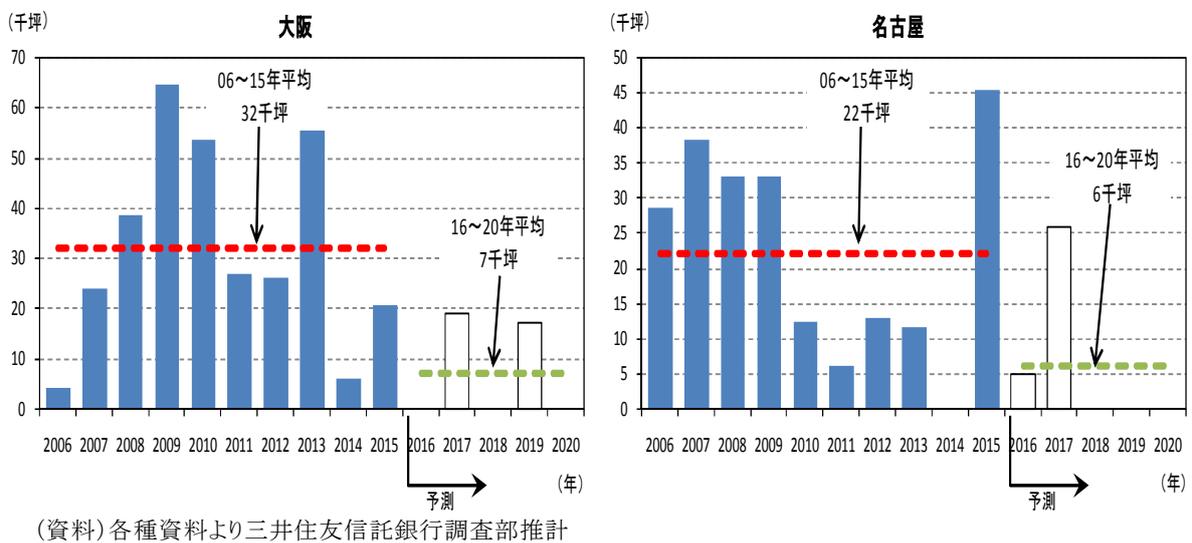
図表7 大阪・名古屋 オフィス新規需要



一方、今後の新規供給については東京と大阪・名古屋では大きく様相が異なっている。

図表8に大阪と名古屋の新規供給の推移と今後の見通しを示したが、過去10年間(2006～2015年)の供給量は年平均で大阪32千坪、名古屋22千坪であった。東京は130千坪だが、オフィスストックの規模は大阪が東京の3割、名古屋は東京の1割強なので、過去においては大阪と名古屋でも概ね市場規模に応じた新規供給が行われてきたと言える。

図表8 大阪・名古屋 オフィス新規供給



しかし今後5年間(2016～2020年)の新規供給は、大阪が年平均7千坪、名古屋が年平均6千坪と激減する見通しである。今後5年間の累計新規供給量は、2016年7月のオフィスストックに対し、大阪1.6%、名古屋3.1%に過ぎず、東京の13.0%と比べ新規供給のインパクトは極めて限定的であり、供給要因により需給が悪化する懸念は東京に比べ小さい。つまり近い将来の大量供給は東京に固有の問題なのである。

5. 需要を見込み易いが故に供給も増えやすい東京オフィス市場

以上のように、オフィス需要が減速する懸念が高まりつつあるなか、新規供給の動向には東京と大阪・名古屋では大きな差異がある。リーマンショック後に空室率が大きく上昇した経験を踏まえ、大阪・名古屋では供給が慎重になっているのに対し、東京では供給が減少する気配はない。

東京都心は日本経済の中心として、ヒト・モノ・カネが集まりオフィス需要も安定していると見られていることが、オフィス開発や投資を呼び込む背景になっているのであろう。

2002年に都市再生特別措置法が制定され、規制緩和や許認可手続きの迅速化が図られたことで、以前より都市開発が進めやすくなったことも活発なオフィスビル開発を後押ししている。

都市開発が進むこと自体は必ずしも否定されるものではなく、都心に残された密集市街地を再開発することは防災上有益であり、東京の都市力を強化し海外主要都市との競争力を高めるために必要なことであるのは理解できる。

また、オフィスビル開発は完成してから数十年間にわたり賃貸収益を稼ぎ投資を回収する事業であり、本稿のように短期的な需給を論じることにあまり意味はないのかもしれない。

しかし長期的なオフィスの需給バランスという観点でも、東京都心で生じる集中的な供給増加が今後も繰り返されることを危惧せざるを得ない。過去にも大量供給が懸念された時期はあり、それを乗り越えてきたのも事実だが、今後も大量供給が繰り返されオフィスストックが膨張し続ければ、いずれ臨界点に達し空室率が高水準で張り付いてしまう虞がある。

東京都心のオフィスビルは賃貸需要が安定していて相対的に安全な優良資産と見られがちだが、需要が見込める優良な市場であるがゆえに供給も増加しやすく、それが需要の波以上に市況の変動を大きくし、更には資産価値にも影響しかねないことには留意が必要である。

(不動産調査チーム 小林 俊二 : Kobayashi_Shunji@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。