

都心オフィス賃料反転の条件は何か

<要旨>

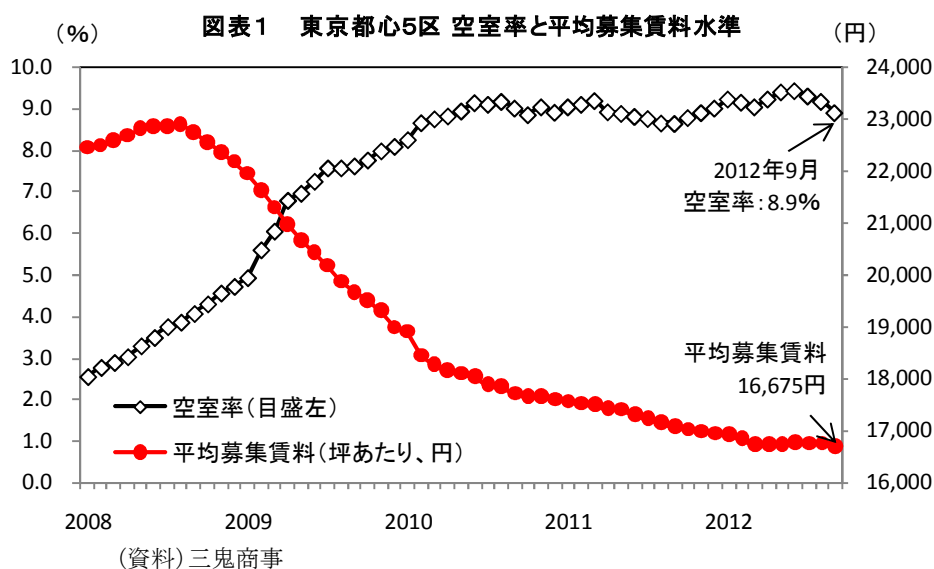
都心5区におけるオフィス平均募集賃料の下落が続いている。これが反転上昇するための条件は、オフィス空室率の5%までの低下という見方があるが、オフィス賃料に影響を与える要因は、その時点における空室率だけでなく、景気の現状や先行きの景気予想、期待物価上昇率も重要な位置を占めていると考えるべきであろう。

この観点から、2003～2004年の前回オフィス市況回復期を見ると、空室率低下の他に、国内外の持続的な景気回復が続き、先行きに対する景気見通しが明るくなってデフレ脱却期待も高まるなど、多くの要素がオフィス賃料を引き上げる要因となった。

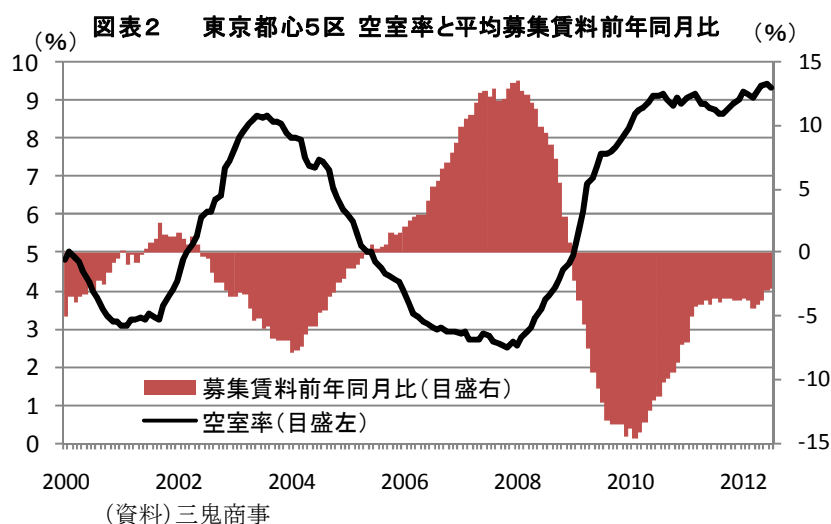
対して、現在の景気は横ばいに留まり、下振れるリスクも高まっている点が大きく異なっている。このような相違を踏まえると、次にオフィス賃料が底打つまでには前回よりもかなり長い時間がかかる可能性が高い。むしろ、景気の現状認識が徐々に厳しくなっている現状は2007～2008年のオフィス市況悪化期に似ていることから、この先オフィス市況が再び悪化に向かうリスクに注意したい。

1. 都心5区 オフィス賃料回復の条件

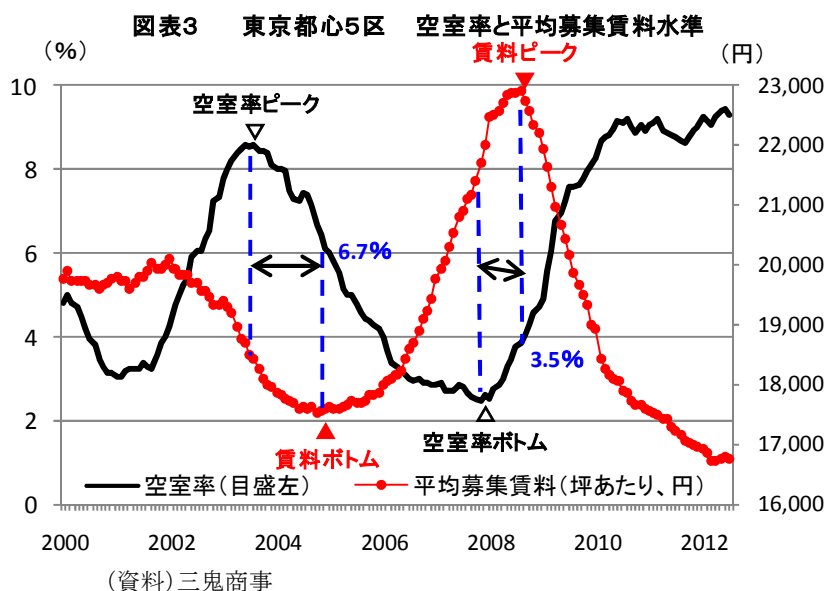
東京都心5区のオフィス空室率(以下単に「空室率」とする)は、2008年のリーマン・ショック以降大幅に上昇し、直近2012年9月でも8.9%と、8%台には低下したものの依然としてその水準は高い。また都心5区オフィスの平均募集賃料(以下単に「オフィス賃料」とする)の下落には歯止めがかかっていない(図表1)。



この先、オフィス賃料が下げ止まるための条件に関して、「空室率が5%程度まで低下すること」という見方がある。主な理由は、2000年以降、オフィス賃料の前年同月比伸び率がプラスマイナスを跨いだ時期の空室率が、オフィス市況回復局面でも悪化局面でもほぼ5%だったことである(次頁図表2)。



しかし、「オフィス賃料が底打ちする時の空室率水準」をより厳密に考えた場合、オフィス賃料前年同月比の符号ではなく、賃料水準のボトム・ピークを見る必要がある。この観点から、改めてオフィス賃料と空室率の動きを見ると、2000 年代前半の市況改善局面では、空室率は「2003 年問題」と言われたオフィスの大量供給が終了した頃の 2003 年 8 月に 8.6% でピークを付けた後低下に転じ、オフィス賃料水準がボトムを付けたのはその 14 か月後の 2004 年 10 月、その時の空室率は 6.7% であった(図表3、4)。逆に市況悪化局面においては、2007 年 10 月に空室率が 2.5% で底を打ち、その 7 か月後に空室率が 3.5% になった時点でオフィス賃料が下がり始めた。オフィス賃料が前年同月比でプラス(マイナス)になるのは所謂安定的な回復(悪化)局面入りを示すものと考えるのが自然であり、もう少し厳密な意味でのボトム(ピーク)は前年同月比の符号が変わる時期よりも少し前に来ているというのが妥当な理解であろう。



図表4 オフィス市況回復期と悪化期の動き

		空室率ピーク	賃料ボトム	タイムラグ 変化率	空室率ボトム	賃料ピーク	タイムラグ 変化率
東京都心 5区	年月	2003年8月	2004年10月	14 ヶ月	2007年11月	2008年6月	7 ヶ月
	空室率(%)	8.6	6.7	▲ 1.9	2.5	3.5	+ 1.0
	平均募集賃料(円)	18,424	17,526	▲ 4.9	21,713	22,868	+ 5.3

(資料) 三鬼商事

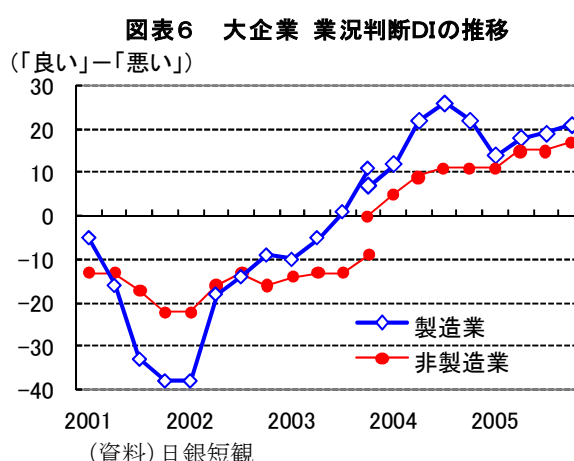
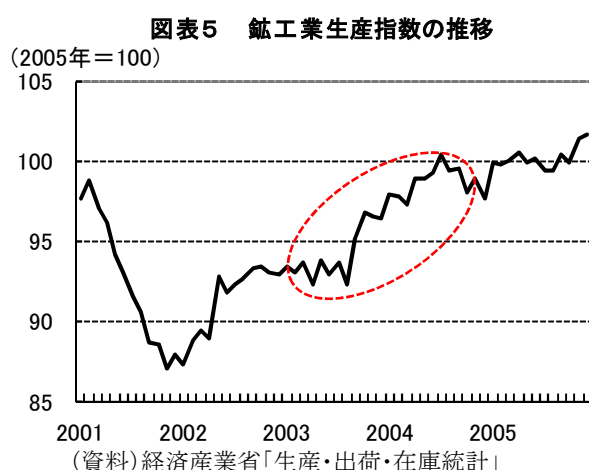
ここで、オフィス賃料ボトム時の空室率(6.7%)とピーク時の空室率(3.5%)が、回復局面と悪化局面で大きく乖離している事実注目したい。オフィス賃料の動きが、純粋に空室率で示されるオフィス需給で決まるならば、賃料のボトム・ピーク時点の空室率はほぼ同じ水準になるはずだが、実際には大きく乖離している。これは「空室率がある水準まで低下すればオフィス賃料が反転する(賃料の転換点となる特定の空室率水準が存在する)」というシンプルな考え方ではなく、空室率水準以外にも、オフィス賃料に影響を及ぼす要素が存在すると考えるべきことを示唆している。

この観点から、前回空室率がピークアウトしてオフィス賃料が底を打つまでの 2003～2004 年において、オフィス市場を巡るマクロ経済環境がどういう状態にあったかを振り返ってみよう。

2. 前回オフィス市況回復局面の振り返り

(1) 国内景気の回復

この時期は、直近の景気の谷である 2002 年 1 月を過ぎ、既に景気回復局面に入ってから 1～2 年以上経過した時であった。但し、2003 年前半に発生したイラク戦争中は世界中で不透明感が高まったため、景気回復の認識が定着し始めたのは 2003 年半ばからであり、空室率ピークはちょうどこの時に当たる。そして 2004 年は、アテネ五輪開催前に「新三種の神器」といわれた薄型テレビ、HDD レコーダー、デジタルカメラの売れ行きが大幅に伸びたことなどもあって景気回復が続き、国内企業や一般消費者の間で景気回復の認識が定着し、先行きに対しても明るい見方が強まっていった時であった。こうした情勢は、鉱工業生産が 2003 年後半から横ばい局面を脱して回復し始めたことや、日銀短観の業況判断DI(大企業)が 2003 年半ばから上向いて 2004 年にはプラス圏内に入っただけではなく、2004 年夏には製造業のDI水準が IT ブーム期を超えてバブル期以降最高水準になったことにも表れている(図表5, 6)。

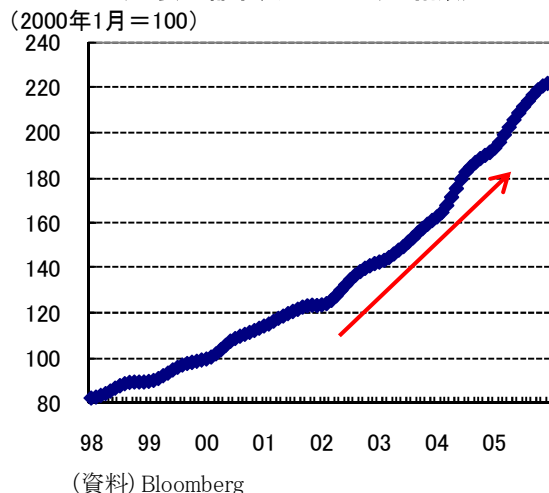


(2) 海外景気の拡大～信用膨張の開始

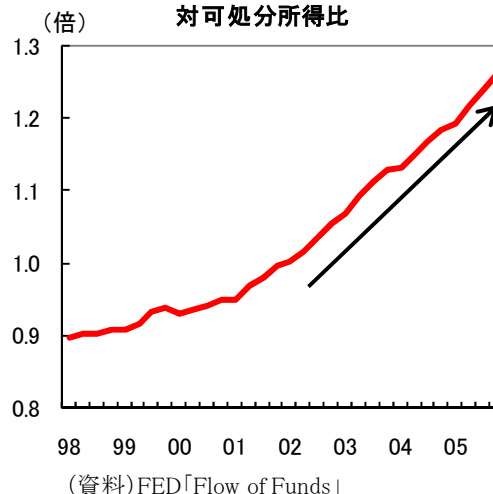
国内景気回復の背景にあった動きとして重要なのは、2002 年頃から米国で住宅価格の上昇ペースが加速し、それを梃にして借入を増やした家計の支出が伸び率を高め、景気を押し上げ始めたことである。このことは、米国住宅価格の上昇、家計債務と収入比率の上昇などから振り返ることができる。これらは後に「グローバル・インバランス」と言われる動きの萌芽であり、米国をはじめとす

る住宅価格の急落、サブプライムローン問題の顕在化、そしてリーマン・ショックへとつながっていく、結果的にはネガティブな動きだったが、この時は内外の景気に対して強いポジティブ要因となっていた。2003 年から 2004 年にかけての期間は、世界的な信用膨張という大きな流れが定着した時期であり、海外から国内不動産部門への多額の資金流入、また外資系企業のオフィス開設が増加し始める中、都心のオフィス市況は回復に向かったのである(図表7, 8)。

図表7 米国住宅価格の推移
(主要10都市、ケース・シラー指数)



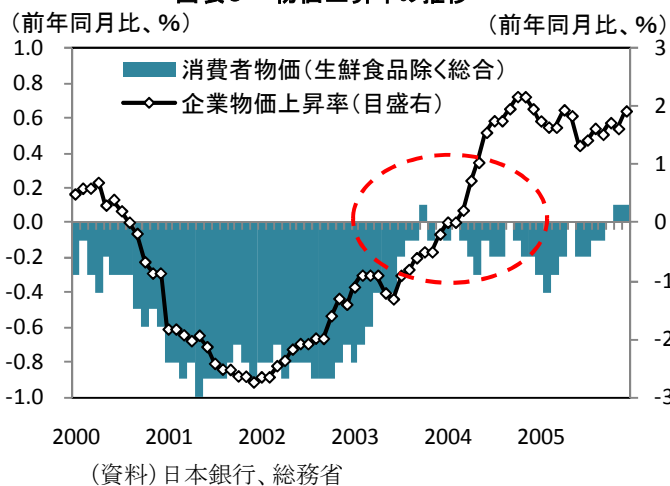
図表8 米国家計債務の
対可処分所得比



(3) 国内でのデフレ脱却期待の高まり

内外景気の回復定着に加えて、2004 年半ばに国内でデフレ脱却期待が高まったことも重要なポイントであると考えられる。当時、ドバイ原油価格が 2003 年半ばの 1 バレル＝20 ドル台半ばから 2004 年 8 月には一時 40 ドルまで高まるなど資源価格が上昇し、国内企業物価前年比伸び率は明確なプラスに転じた。これが国内消費者物価にも波及して、長らく続いてきたデフレも遂に終わるのではないかとの見方が強まったのが 2004 年半ばであった(図表9)。実際にはデフレ脱却が定着するには至らなかったが、この時の日銀は消費者物価前年比上昇率のプラス定着を条件に量的緩和政策を解除するという金融政策の枠組みを採用していたため、利上げが近いとの予想が強まり、長期金利は2%に迫る上昇を見せている(図表10)。消費者物価と、企業向けサービスの一種であるオフィス賃料の間に直接的な関係はないものの、「デフレ脱却」という見方の強まりが、「価格」という点では共通しているオフィス賃料の下げ止まりの要因の一つになったと見られる。

図表9 物価上昇率の推移



図表10 日本の10年債利回り



3. オフィス賃料に影響を与えるマクロ要因の整理

以上のような過去のオフィス市況の動きと、その背景にあった内外経済・物価情勢を踏まえると、オフィス賃料に影響を与える要素として、以下の5つが想定できよう。

第一に、各時点における空室率で示されるオフィス需給の状態である。引き締まれば当然にオフィス賃料は上昇する(①現在のオフィス需給)。

第二に、オフィス需給の将来予想である。空室率がまだ高い状態でも、過去の一定期間空室率低下が続き、この先もオフィス需給が引き締まっていくという予想が強まれば、借り手が借り急ぐためにオフィス賃料は早い段階で底を打つ。大規模なビル竣工によるオフィス床の大量供給が予定されている場合は、需給緩和予想が強まる要因となる(②オフィス需給の将来予想)。

上二つはオフィス市況の動きに関する要因であるが、この他にマクロ経済要因も重要であると考えられる。第三に挙げられるのが、その時点における景気の状態である。景気が強い状態にあれば、企業収益の増加等を通じて賃料支払能力が高まる。これはオフィス賃料を押し上げる要因となる(③景気の現状)。

第四に、先行きの景気予想が挙げられる。景気回復がある程度の期間続き、この先も回復が続くという見方が定着すれば、企業は従業員を増やす。このためオフィスの実需が発生するとともに、近い将来オフィス拡充が必要という見方が強まることで、多少高い賃料でも受け入れやすくなる(④先行きの景気予想)。

そして第五に、将来の物価動向に関する予想である。この先物価が上昇するという予想が、同じ価格というカテゴリに属するオフィス賃料にも影響を与える(⑤期待物価上昇率)。

この観点で、改めてオフィス市況が回復した 2003 年から 2004 年と、逆に市況が悪化に転じた 2007 年から 2008 年の状況を整理すると、以下のようになる(図表 11)。2003 年からの回復局面では①から⑤の全てがオフィス賃料に対してプラスに働いていた。逆の悪化局面では、①の空室率水準はまだ低かったものの、その他4つの要素が全てマイナス要因となっている。

図表11 オフィス市況回復・悪化局面の状況整理

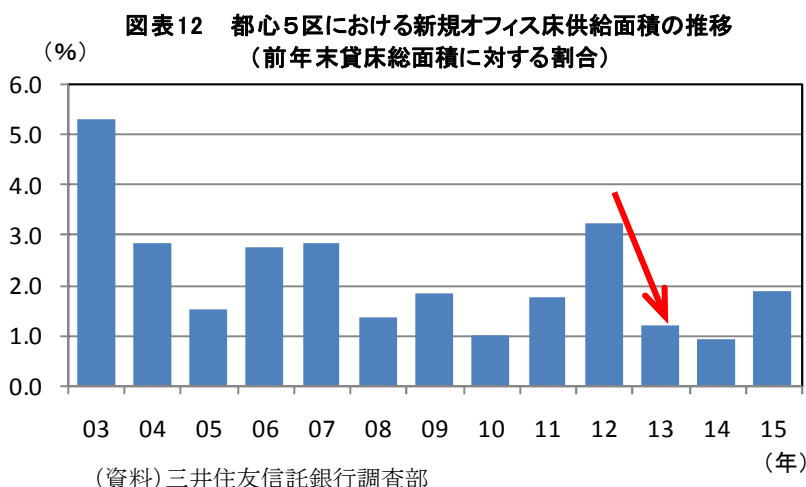
		市況回復期 (2003～2004年)	市況悪化期 (2007～2008年前半)
オフィス市況 要因	① 現在のオフィス需給	空室率水準は一定ライン(6.7%)まで低下。	空室率は3.5%とまだ低水準。
	② オフィス需給の将来予想	2003年のオフィス大量供給が終了して空室率改善の期待が高まっており、実際に空室率は低下を続けた。	空室率が上昇に転じてから7か月経過し、上昇基調が確認され始めた時期。
マクロ経済 要因	③ 現在の景気	輸出と生産が増加し、景気回復が続いていた。加えてアメリカでは住宅価格上昇に端を発する信用膨張が始まっていた。	2007年夏のサブプライムローン問題顕在化以降、既に景気の拡大ペースは鈍化、資源価格高騰もあって「踊り場局面」との認識。
	④ 先行きの景気予想	イラク戦争終了後1年以上に亘って景気回復が続き、その先に対しても安心感が広まっていた。	「当面減速が続くものの、その後次第に緩やかな成長経路に復していく」が日銀の基本シナリオ。但しリスクバランスは下向き。
	⑤ 期待物価上昇率	企業物価の明確な上昇を受けて、消費者物価も押し上げられてデフレ脱却期待が高まった時期。	エネルギーと食料品でCPI上昇率はプラスだが、特殊要因除けば上昇率ゼロ近傍での推移が予想されていた。

(資料) 各種データより三井住友信託銀行調査部作成

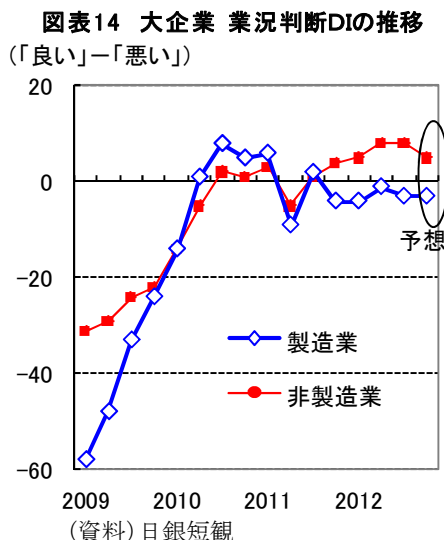
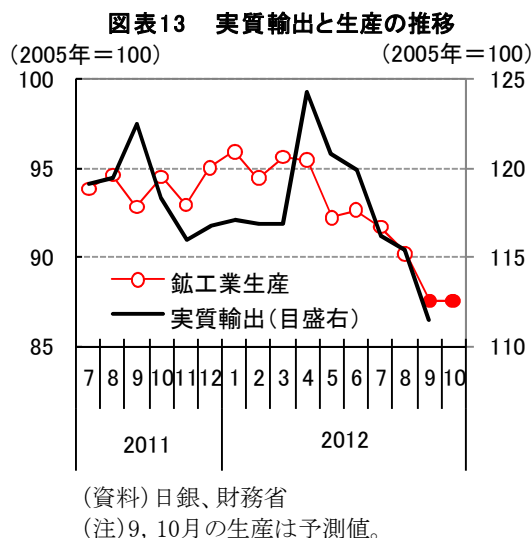
4. この先のオフィス市況についての考察

ではこの先、2012年末からのオフィス賃料はどう推移するだろうか。先に示した5つの要素の観点から現状を整理すると、①**現在のオフィス需給**については、前掲図表1の通り2012年9月の空室率は8.9%となお高く、2003～2004年の空室率ピーク8.6%をなお上回っている。需給の緩みの度合いが強いことは、オフィス賃料の底打ちまでの時間を遅らせる要因になる。

②**オフィス需給の将来予想**については、都心5区における2012年のオフィス大量供給が終了し、2013年の新規供給はかなり少なくなるため、この先空室率の低下が見込みやすい状況にある(図表12)。この点では、「2003年問題」といわれたオフィス大量供給を終えて、空室率が低下していった2003～2004年の回復局面と共通しており、この要素は賃料へのプラス材料となり得る。



③**景気の現状**と④**先行きの景気予想**に関しては、「現在の景気は踊り場にあり、この先もしばらく同じ状態が続く見込み」という状況にある。ここ数カ月、海外景気の減速に伴う輸出の減少や鉱工業生産の頭打ちなどを背景に、国内景気は徐々に厳しくなっている(図表13)。このような経済環境の変化は、国内企業の業況判断や収益計画にも表れており、日銀短観2012年9月調査における大企業業況判断DIは製造業で▲3と前回▲1から悪化、非製造業では+8と前回比同水準だが先行き予想は+5と▲3ポイント悪化した。また2012年度の収益計画は製造業(大企業)で前年比+3.2%とプラスだが前回の計画値+10.1%からは大幅に下方修正されており、非製造業(大企業)の収益計画も前年比▲2.3%、前回計画値の▲1.8%から悪化した(図表14、15)。



**図表15 日銀短観における
2012年度経常利益計画(大企業)**
(前年比、%)

	経常利益	
	6月時点 計画	9月時点 計画
全産業	+ 3.1	+ 0.0
製造業	+ 10.1	+ 3.2
非製造業	▲ 1.8	▲ 2.3

(資料) 日銀短観(2012年9月調査)

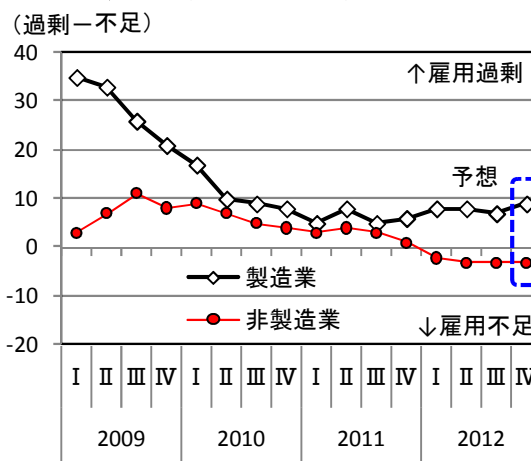
このように景況感が厳しさを増す一方で、国内企業の設備投資・雇用に対する姿勢には大きな動きは出ていない。大企業の 2012 年度設備投資計画は、製造業では前年比+12.3%（前回計画は+12.4%）、非製造業は前年比+3.3%（前回+3.0%）と、双方とも前回から殆ど変化なく、全産業では+6.4%（前回+6.2%）と比較的高い伸び率を維持している。また大企業の雇用判断は製造業で+8から+7に低下（過剰度合いが弱まった）、非製造業では雇用不足状態を示す▲3のまま横ばいであった。業況判断と収益計画が厳しくなっても、本格的なリストラに向けた動きは出てきていない。国内企業は、先行きに対してさほど悲観的な見方をしているわけではないことが窺える（図表 16、17）。

図表 16 日銀短観における
2012年度設備投資計画(大企業)
(前年比、%)

	設備投資	
	6月時点 計画	9月時点 計画
全産業	+ 6.2	+ 6.4
製造業	+ 12.4	+ 12.3
非製造業	+ 3.0	+ 3.3

(資料) 日銀短観 (2012年9月調査)

図表 17 雇用判断DIの推移(大企業)



(資料) 日銀短観

業況判断の悪化や収益計画下方修正に伴って、企業が設備投資を抑制し、従業員削減を行えば、それが家計所得と個人消費減少を通じて企業の売上と利益を減らし、更なる設備投資と従業員削減を促すという悪循環に陥る。これは典型的な景気後退局面の姿だが、今回の日銀短観の結果は、日本経済がこの悪循環に陥るほど明確な景気下向きの状態にあるわけではなく、「踊り場」と言うべき横ばいの状態で踏みとどまっていることを示すものと言える。このような国内景気の現状と現時点での先行き見通しは、既に景気回復局面にあった 2003～2004 年前後とは明らかに異なっており、オフィス賃料を押し上げる要因となるまで前回よりも長い時間を要することになる。

そして⑤期待物価上昇率に関しても、景気の動きが弱い現状では物価も上がりにくいことに加えて、企業物価がプラスに転じて、それが消費者物価に波及してデフレ脱却につながるという見方は 2004 年以降ほとんどされなくなっている。このため、物価に対する予想もオフィス賃料押し上げ要因にならない。

これらの材料を改めて整理して(次頁図表 18) 2003～2004 年の状況と比較すると、前回回復局面では①から⑤までの全ての要素がオフィス賃料を押し上げる方向に働いたのに対して、現在オフィス賃料に対するプラス材料は、オフィスの大量供給が終わったことによる目先の空室率低下見通しのみである(②オフィス需給の将来予想)。その他の要素はいずれも賃料に対して中立、あるいは下押し要因となっている。このため、オフィス大量供給が終わった 2012 年末から空室率が下がっていくとしても、オフィス賃料が底を打つまでのタイムラグは前回局面の 14 カ月よりかなり長くなるだろう。またオフィス賃料が底を打ったとしても、その後の回復ペースは前回局面よりも極めて

緩やかで「横ばい」の範囲を出ないと見込まれる。

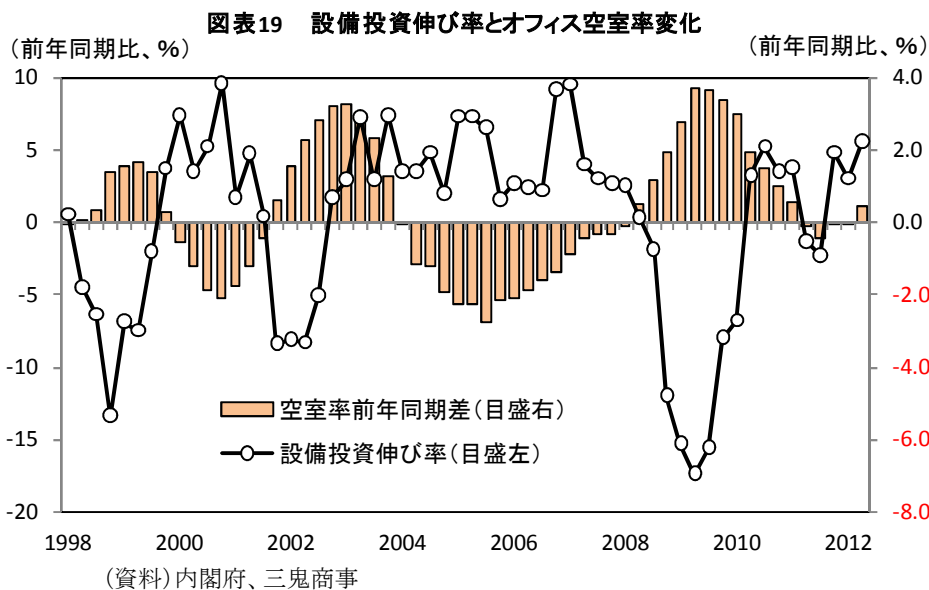
図表18 オフィス市況回復期と現在の状況比較

	市況回復期 (2003～2004年)	現状 (2012年10月)
① 現在のオフィス需給	空室率水準は一定ライン(6.7%)まで低下。	空室率は8.9%、ピークアウトした可能性はあるが依然高水準。
② オフィス需給の将来予想	2003年のオフィス大量供給が終了して空室率改善の期待が高まっており、実際に空室率は低下を続けた。	「2012年問題」と言われた都心オフィスの大量供給は終了し、この先空室率低下が見込みやすい状態。
③ 現在の景気	輸出と生産が増加し、景気回復が続いていた。加えてアメリカでは住宅価格上昇に端を発する信用膨張が始まっていた。	海外経済の減速により「踊り場」にある。日銀の業況判断DIIは横ばい圏内に留まり、企業収益計画は下方修正。日銀・政府の景気判断は足許下方修正が続いている。
④ 先行きの景気予想	イラク戦争終了後1年以上に亘って景気回復が続き、その先に対しても安心感が広まっていた。	日銀含む国内エコノミストの基本的なシナリオは「景気は当面横ばい圏内で推移」だが、リスクウェイトは下向き。
⑤ 期待物価上昇率	企業物価の明確な上昇を受けて、消費者物価も押し上げられてデフレ脱却期待が高まった時期。	従来からデフレ脱却は遠いとの認識で、最近の景気減速でさらに遠のいたとの見方が強まっている。

(資料)各種データより三井住友信託銀行調査部作成

足許の景気が徐々に厳しさを増していることを踏まえると、この先のオフィス賃料については、回復までの期間が長くなるというよりも、むしろ再び悪化に向かうリスクを意識する必要性が高まっていると考えるべきであろう。現在と2007～2008年の局面を比較すると、数か月前よりも景気の認識が厳しさを増していて現状が「踊り場」と判断される状態にある点(③**景気の現状**)や、景気の先行きの基本的なシナリオが「当面横ばい」だが下振れリスクを強く意識せざるを得ない状況にある点(④**先行きの景気予想**)が共通している。

この先の景気の動きについては、具体的な経済指標では企業収益と設備投資の動きが注目点になる。企業収益は、2012年度計画では今のところ前年比同水準に踏みとどまっているが、この先更に二桁以上の減益まで下方修正されるようなことがあるかどうか、そして今のところ比較的高い伸び率を維持している設備投資計画が、この先大幅に下方修正されるかどうか、という観点が重要になる(前掲図表15、16)。設備投資は、国内企業が景気の先行きをどう見ているかを測るバロメーターになる上に、企業が先行きに対して明るい展望を持ち、設備投資が伸びるような状況になると、オフィス拡充需要も高まって空室率が低下する。実際に、過去において設備投資の増減は空室率の上下とかなり連動性が高い(次頁図表19)。従って、設備投資の大幅な悪化は空室率が再び9%台に上昇するサインと見ることができ、この観点から、この先のオフィス市況にとって設備投資が重要なポイントになると見ている。



先にみたように、現時点における国内景気は、企業と家計の間で相互にマイナスの影響を与え合う悪循環の局面には入っていない。この状況を前提とすると、輸出が回復すれば、国内景気も上向いていき、従ってオフィス市況も今の状態から大幅に悪化することも回避できるだろう。但し海外景気の低迷が長引いて日本からの輸出回復時期が後ろ倒しになれば、設備投資や雇用の削減に踏み込む企業が徐々に増え、日本経済が悪循環に陥る。この場合は、オフィス市況は一段と悪化する可能性が高まっていく。この先のオフィス市況にとっては内外景気、より具体的には国内企業の収益と設備投資の下振れが最大のリスク要因と考えられる。

(経済調査チーム 花田 普 : Hanada_Hiroshi2@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。