

新たな不動産マーケット指標作成の取組み

～市場動向の把握に資するデータの公表に向けて～



中山 善夫

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
取締役
(ARES マスター M0600051)



山方 俊彦

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マーケティング本部
マネージャー

はじめに

日本の不動産市場の課題の一つとして、不動産関連指標の充実や市場の透明性向上の必要性が以前より指摘されてきた。2000年以降、金融と不動産の融合が進み不動産投資市場が発展するに伴い、J-REITの情報開示やARESのAJPIなど投資パフォーマンスに関わる指標の整備は進んできた。しかし、ビルの経営や運営に関する指標は十分な量と種類が提供されてきたとは言い難い。そこで当社では、グループ会社が行うビル経営で蓄積されたデータを基に、不動産マーケットの透明性を高めるべく、指標の作成に取り組んでいる。

本稿では、2014年2月4日に行われた「ARESマスターフォーラム」での資料も用いながら、当社の取組みについてご紹介したい。

1. 不動産マーケット指標の重要性

経済と同様に不動産マーケットにおいても一定のサイクルが認められ、「回復～拡大～後退～悪化」を繰り返している。投資家にとっては現在のマーケットがどの位置にあるかを知ることが重要で、それを判断する材料の存在は欠かせない。投資家はベンチマークや指標の情報不足があると、価格にリスクプレミアムを乗せることになる(図表1)。

国の政策立案や金融機関の融資などにおいても不動産マーケットのモニタリングは極めて重要な課題だ。

また、国際的にみても不動産に係る指標は重要な課題となっている。サブプライム問題とそれに続くリーマンショックに端を発した世界的な金融危機の反省から、IMF(国際通貨基金)やEurostat(欧州統計局)が中心となり、住宅価格の国際比較が可能な「国際住宅価格指数ハンドブック」が2011年に作成された。今後は商業用不動産が再び世界的な混乱の震源になるという危機感から「国際商業用不動産価格指数ハンドブック」の作成が進められ、2015年以降に公表される予定だ(図表2)^{注1}。

注1

2013年6月22日付「日本経済新聞」など。

2. オフィスに関する指標と 当社の取組み状況

図表3は、オフィスの収支構造と不動産マーケット指標の整備状況を示している。ビル経営における「運営収益」に当たる部分の指標は、新規募集賃料を中心にこれまで作成されてきた。空室率もエリア別に定期的に公表されている。しかし、成約賃

料や「運営費用」に関する指標はほとんどなく、運営純収益（NOI）の算出では一定の基準や仮定を置いて想定しているのが実状だ。リーマンショック前までの短期的な投資から、中長期の不動産投資に移っており、今後はキャッシュフロー的確な把握及び予測がますます重要になってくる。

ザイマックス不動産総合研究所は2013年4月に設立され、グループ各

社が過去から数多くのビル経営に携わってきた経験や蓄積されたデータを活かし、有用と思われる指標を作成し、公表している（図表4）^{注2}。その多くは従来にはなかったものである。

3. ザイマックス総研が作成 した不動産指標について

今回は「成約賃料DI（四半期版）」「ダウンタイム（空室期間）」をご紹介します。

(1) 成約賃料DI（ディフュージョン・インデックス）

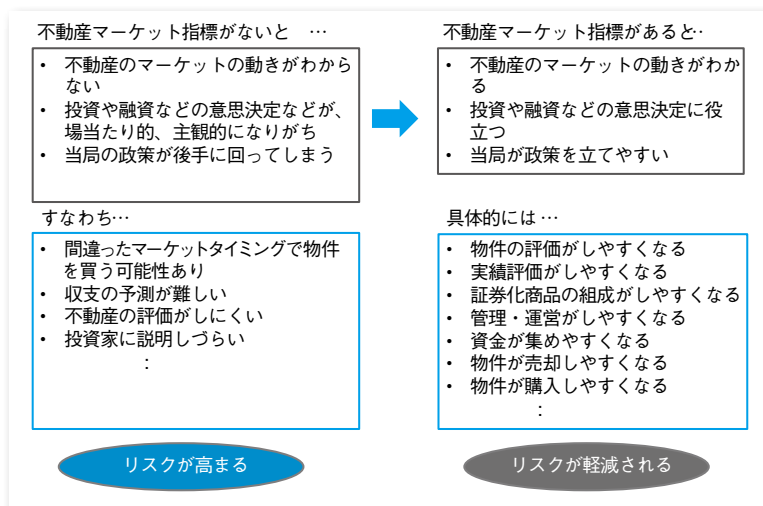
当社では、2013年6月に新たな指標「成約賃料DI（年度版）」を公表した。市場関係者からご評価を頂きながらも「もう少し頻繁に公表できないか」「エリアを絞れないか」とのご指摘も頂いた。そこで2013年12月に、四半期毎に作成した東京23区、都心3区の成約賃料DIを公表し、以降四半期毎に発表していくこととした。

① 成約賃料DIとは

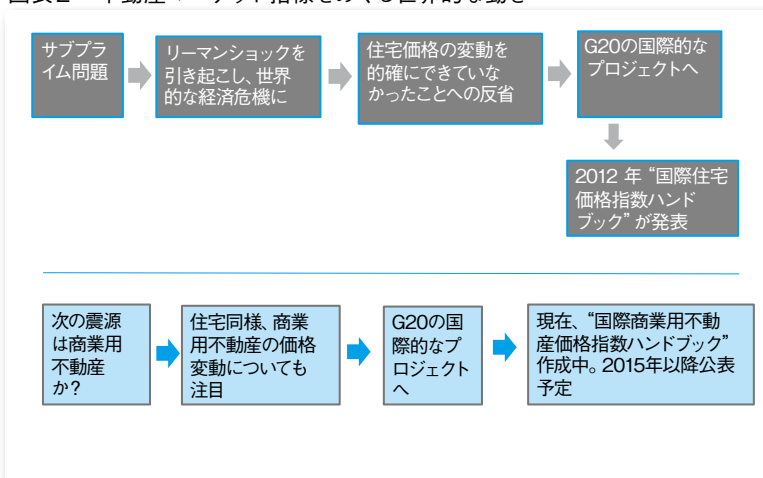
「成約賃料DI」とは、同一ビルにおいて、新規に成約した賃料単価（共益費込）が前期間と比較して、「上昇したビルの割合」から「下落したビルの割合」を引いたものである（図表5）。

この指標のポイントは「成約ベースの賃料を同一ビルで比較した」点

図表1 不動産マーケット指標の重要性



図表2 不動産マーケット指標をめぐる世界的な動き



注2

各レポートは弊社HPの「総研の研究調査」からダウンロードできます（<http://www.xymax.co.jp/report/>）。

にある。一般に、募集賃料と成約賃料にはかい離がみられるが、成約金額が公になることはほとんどなく、成約賃料を用いた指標が市場関係者に強く望まれていた^{注3}。また、同一ビルで比較することで、ビルの立地や

規模、スペックといった物件特性が成約賃料に与える影響を考慮している。

なお、同一ビルでの変動を比較した点で、同じような考え方としてレポート・セールス法がある。これは同一物件で行われた売買の価格データを用いるもので、米国の住宅価格のS&Pケース・シラー指数が有名だ。しかしレポート・セールス法では、例えば10年前の売買価格と比較すると建物価値の減価を反映できていないといった問題点が指摘されている。「成約賃料DI」は前の半年間と比較することで、建物価値の変化の影響を可能な限り排除できたと考えている。また、通常のDIはアンケートなど、回答者の意見の集計であるが、この「成約賃料DI」は数値データに基づく集計結果となっている。

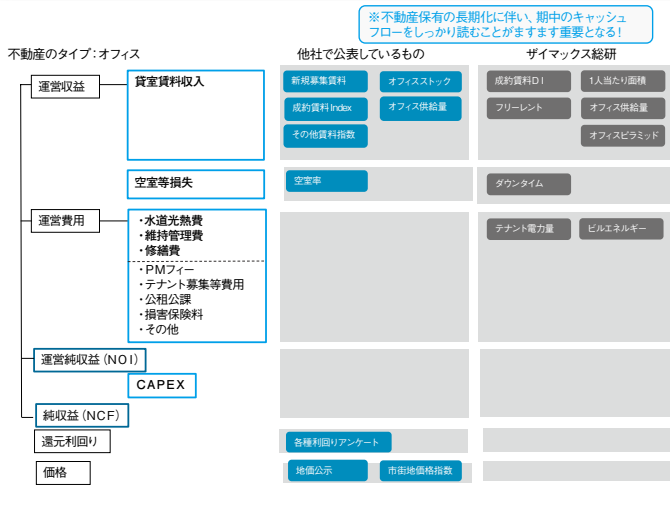
このような性質の「成約賃料DI」はどのような特徴があるか、次にオフィス市況や他の経済指標と比較してみたい。

② オフィス市況と

「成約賃料DI」の推移

図表6で「成約賃料DI（東京23区）」の推移をみると、2001年4Qから2004年4Qまでマイナスで推移した。この間には「オフィス2003年問題」があり、オフィス需給が緩んだ時期である。その後、02年4Q、03年1Q「-37」をボトムに上昇傾向となり、04年1Q「-14」は20ポイントと大きく

図表3 不動産マーケット指標の整備状況（オフィス、主なもの）



図表4 当社が公表した研究調査（2013年度）

No.	年月	テーマ
1	2013.06	全国大型商業施設ストック推計、空き区画率（商業）
2	2013.06	成約賃料DI（東京23区）・フリーレント指数
3	2013.06	オフィステナント電力量（2010.01～2013.03）
4	2013.09	オフィス1人あたり面積（東京23区）
5	2013.09	オフィステナント電力量（2013.04～2013.06）
6	2013.10	オフィス防災アンケート調査 2013
7	2013.12	成約賃料DI（東京23区）四半期版
8	2013.12	オフィステナント電力量（2013.07～2013.09）
9	2014.01	オフィスビルのダウンタイム（空室期間）調査
10	2014.01	オフィス新規供給量調査 2014
11	2014.02	オフィスビルエネルギー消費量及びコスト
12	2014.03	オフィステナント電力量（2013.10～2013.12）
13	2014.03	成約賃料DI（2013年第4四半期）
14	2014.03【予定】	オフィスピラミッド
15	2014.03【予定】	オフィステナント入居期間分析

図表5 成約賃料DIの算出方法



注3

国土交通省「不動産投資指標に関する調査検討に係る報告書」（2013年7月）でも「成約・実績に基づく情報」「長期系列に整備された情報」を求める声が一番多い。（<http://www.mlit.go.jp/common/001002803.pdf>）

改善した。依然マイナス値ではあったが、当時、このような変化をみて、当社グループでは市況の変わり目が近いのではと募集賃料の見直しや継続賃料の値上げ戦略について議論を始めていた。

成約賃料DIは05年1Qから08年1Qまでの3年間はプラス圏で推移している。この頃は「ファンドバブル」「ミニバブル」と騒がれ、オフィス市場が活況を呈していたのは記憶に新しい。しかし07年3Q「51」にピークに達した後、07年4Q「34」と下落基調に転じ、その半年後の08年2Qには「-1」と35ポイント減少して再びマイナスに転じている。「オフィス賃料はリーマンショックで下落して」と形容される事が多いが、成約賃料DIは既にリーマンショック（08年9月）前から低下に転じている。実際、07年後半

ごろから、テナント募集の現場では「最近、空室への申し込み件数が減少してきた」といった話が出始めていた。個別ビルの賃料水準は維持できても、全般的に移転ニーズが弱まっていると実感されていた。これはサブプライム問題の影響や不動産ファンド向け融資規制など、リーマンショック前からマーケットが変化していたことを示している。

マイナスに転じた成約賃料DIは09年2Qに「-75」まで一気に低下した。そのスピードもさることながらDIの値が2003年頃と比べてはるかに大きい。いかにオフィス市況が急激に様変わりし、多くのビルで賃料を下げざるを得なかったかがわかる。その後回復傾向にあるが、表面単価を下げないためにフリーレントを長期化していた事も背景にある。震災直後の

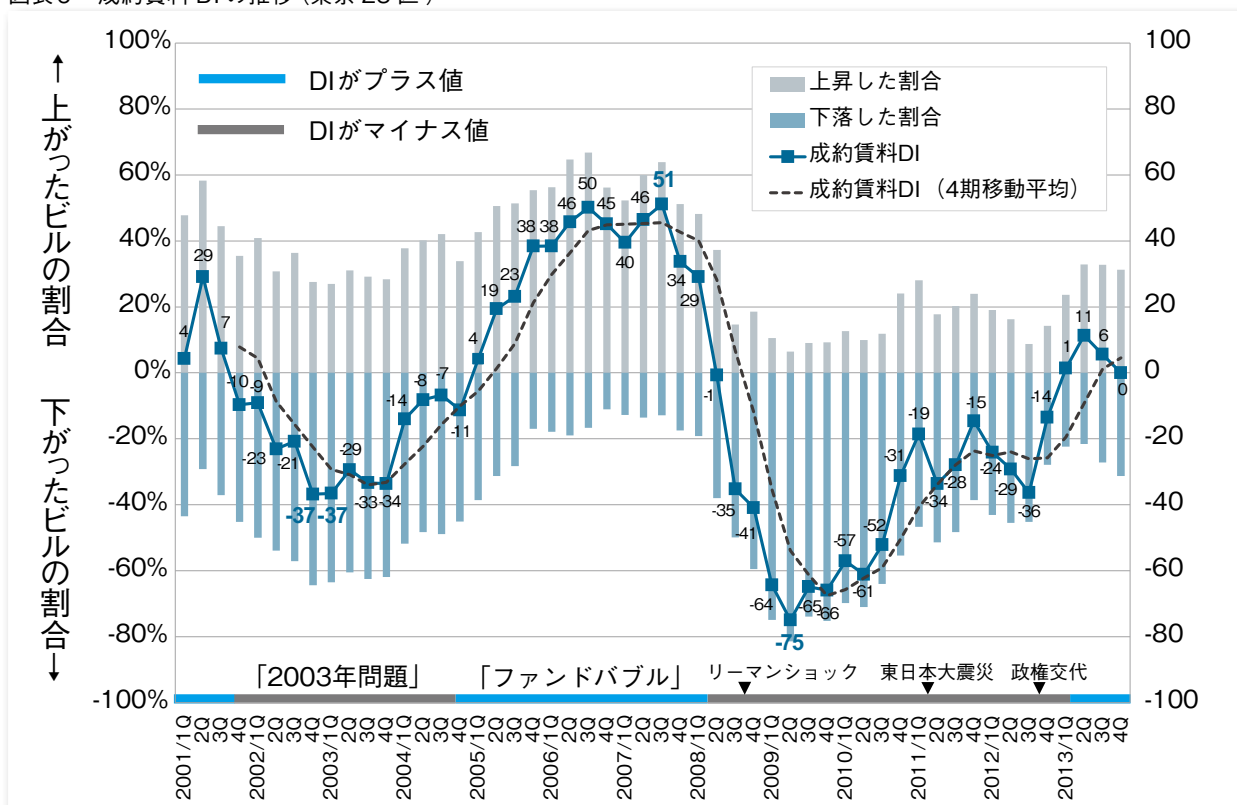
2011年2Qには「-34」と15ポイント低下し、約5年間にわたってマイナス圏で推移した。

成約賃料DIは2012年12月の政権交代後から上昇に転じ、2013年1Qに5年ぶりにプラス圏に浮上した。しかし直近の2013年4Qは「0」と、上昇トレンドではあるものの、まだ力強い賃料上昇局面に入ったとは見えない。

③ 「成約賃料DI」と 経済指標との関係

企業全般の景況感を示す日銀短観（大企業/非製造業）と、景気に先行するといわれる株価（東証株価指数、TOPIX）と比較したのが図表7、8である。それぞれ相関係数は0.739、0.853と高い相関性がみられた^{注4}。

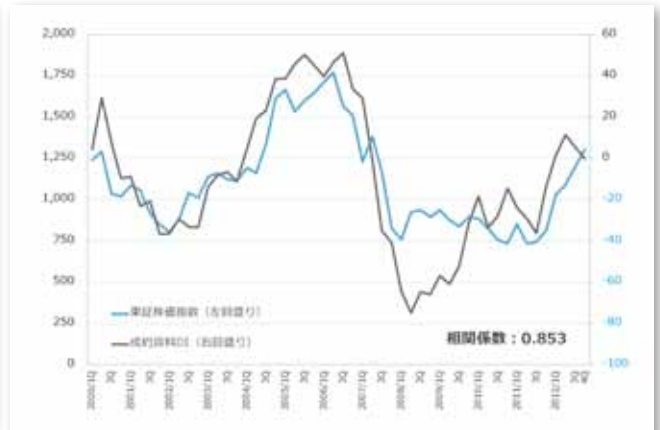
図表6 成約賃料DIの推移（東京23区）



図表7 成約賃料DIと日銀短観



図表8 成約賃料DIと東証株価指数 (TOPIX)



一般的に「オフィス市況は景気に遅行する」と言われる。その理由として、企業は業績の変化を受けてから人員計画を見直し、その後オフィス移転を行うまでにタイムラグが生じるためと説明される。実際、公表されている募集賃料のピークは08年半ばで、日銀短観の景況感が最もいい時期（06年4Q～07年2Q）から1～1年半程遅れている。

しかし募集賃料はビルオーナーの意思が入っている点に注意が必要だ。ビルオーナーは市況がダウントレンドに入っても、できるだけ高値を追求したいという思いや入居テナントとの関係などから積極的に値下げを表明しづらい。また、アップトレンドに転換しても周辺競合物件の中で先陣を切って値上げすることに抵抗感がある。募集賃料が景気に遅れるのは、このような背景が影響していると考えられる。

一方、成約賃料はビルオーナーとテナントの交渉で妥結したもので、貸主側だけでなく、その時点の経済環

境に応じた借主側の意向も反映している。そのため成約賃料DIは日銀短観といった企業の感じ方との相関が高いと考えられる。ビルオーナーとの交渉開始から移転までにタイムラグは生じても、実際には企業のオフィスに対する行動は景気に大きく遅行していないと判断できる。

このような成約賃料DIは、景気動向をオフィス市場の面から捉える一指標として活用できると期待している。

(2) ダウンタイム (空室期間)

① ダウンタイムとは

ダウンタイムとは、成約した区画について「空室が発生してから、次にテナントが入居するまで何日かかるか」を算出したものである。収益がない空室期間の想定は投資判断や価値算出のために非常に重要な項目であるが、今まで実態に即した公表データはなかった。そこで当社では、当社グループの管理物件からダウンタイムを算出し、2014年1月に公表した。

算出の対象としたのは、前テナント

図表9 2012年度のダウンタイム対象区画



注4

日銀短観で相関係数が一番高かったのは、短観を1四半期前倒しした0.758であった。また、東証株価指数(不動産業)、東証REIT(オフィス)指数、ARESオフィス指数の不動産指標とも比較したが、いずれも相関係数は東証株価指数(TOPIX)に比べて大幅に低かった。

の契約終了から新テナントの契約が開始するまでの賃貸借契約の空白期間である(図表9のケース2、3)。

なお、契約開始後にフリーレントが付与されるケースでは未収入期間が発生するが、ここではフリーレントは考慮していない。

② 東京23区のダウンタイムは98.5日(約3.3ヶ月)

2012年度のダウンタイムは、東京23区が98.5日(約3.3ヶ月)、その他の地域では196日(約6.5ヶ月)であった。東京23区ではダウンタイム「なし」が16.5%、「3ヶ月以内」が32.9%と、約半数の区画で比較的短期となった一方、東京23区以外の地域のダウンタイムは長期のケースが多くなっている(図表10)。

次に、新耐震基準/旧耐震基準に分類して比較を行った結果が図表11である。ダウンタイムが1年以内であった事例は新耐震ビルの割合が高く、逆に1年を超えるものは旧耐震ビルの割合が高いことがわかる^{注5}。

③ 留意点と今後の検討点

このように算出した「ダウンタイム」には二つの留意すべき点がある。一点目は、ダウンタイムの長短がオフィス市況の好調不調を直接反映しない場合がある点だ。市況が良くなり長い間空室だった区画にテナントが決まると、長い日数のダウンタイムが検出される。そのため、市況が改善する初期にはダウンタイムが長期化することになる。二点目は、今回のダウンタイムは「空室が解消された区画」を対象としたもので、「空室中の区画(図表9のケース4、5)」は含まれていない点だ。調査時点ではいつ空室が解消されるか観測できないため、空室状態が長く継続する可能性がある。

これらの課題を解消するため、一点目では、平均値ではなく「中央値」を採用して長い空室期間による影響を受けにくくしている。また二点目は、現在、「空室が解消された区画」と「空室中の区画」の両方のデータを用い、 Kaplan-Meier法により「空

室の解消期間」の生存確率を算出した推計を試みている。

4. 今後、公表予定の指標

今後、公表を予定している上記以外の指標、調査について参考までにいくつかご紹介したい。

① テナント平均入居期間

これは、上記のダウンタイムと逆の概念に相当する。

通常、オフィスの賃貸借契約期間は2年であるが、実際は更新されて8年、10年と続くことも多い。しかし「契約期間が2年で期間内解約が可能」をリスクと感じる海外投資家の「では実際、テナントは何年入居しているのか?」という問いに対して、感覚的な数値や事例で答えざるを得なかった。そこで当社では以前より「入居期間」の分析を行っている。

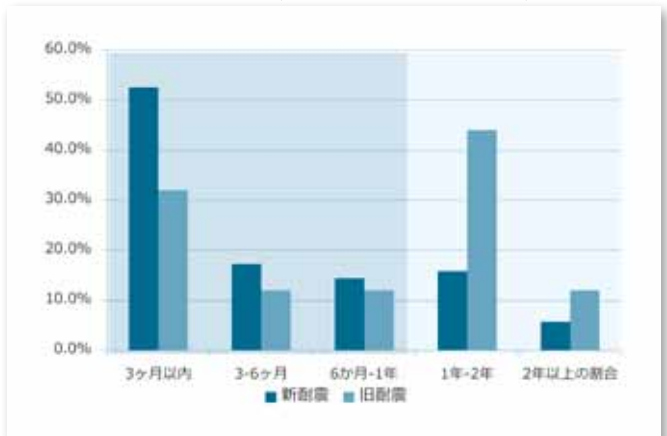
しかし、一口に「入居期間」といっても捉え方は様々ある。

まず、ある時点における「入居し

図表10 2012年度のダウンタイム

	東京23区	その他
中央値(日)	98.5	196.0
分布割合		
なし(0日)	16.5%	11.3%
3ヶ月以内	32.9%	22.1%
3-6ヶ月	16.5%	14.4%
6か月-1年	14.0%	24.1%
1年-2年	20.1%	28.2%
2年以上	6.7%	17.4%
合計	100%	100%

図表11 新耐震、旧耐震(東京23区/2012年度)



注5

その他に、賃借面積別、ビル規模別などでも比較したが明確な差は見られなかった。

ているテナントの入居期間」というスナップショットという考え方がある。たとえば、当社グループにおける2011年4月時点の入居テナント約4,500社（全国）の入居期間の平均は約6年であった。しかし、実際にはその調査時点以降も引き続き入居し続けるテナントは多く、また竣工間もないビルのテナント入居期間は短くなる。

2つ目の考え方としては、「退去したテナントはそのビルに何年入居していたか?」である。これは、総務省が公表する耐久消費財の「買い替えサイクル^{注6}」の考え方に倣ったもので、当社では「オフィステナントの借り替えサイクル」として約7年（2010年度）を公表した^{注7}。

ただ、これらはいずれも断片的な状況や一部のテナントを表しているにすぎない。また一般の方に「テナントは6～7年程度しかいない」と誤解されてしまうケースもあった。

そこで、人間でいう「平均寿命」と同様の考え方で算出を試みたことがあるが、サンプル数の確保などの課題があった^{注8}。

現在は、ダウンタイムと同様、テナン

トの生存確率を推計した「入居期間」を算出している。

② オフィスピラミッド

男女別に年齢ごとの人口を表した「人口ピラミッド」に倣い、オフィスビルを大規模と中小規模に分け、築年ごとにストック量（賃貸面積、棟数）を比較した「オフィスピラミッド」を作成している。

概略としては、中小規模ビルはバブル期に建築された築23～29年が大量にあり、大規模改修が必要な時期を迎えている。今後、さらにビルの高齢化が進んでいく中で、適切な機能更新・改修の実施が社会的にも大きな関心事となり、個別ビルにおいても競争力を維持していく重要なカギになろう。

一方、大規模ビルはバブル期以降に何度かあった大量供給の年が目立ちがちであるが^{注9}、毎年コンスタントに10万坪程度の新規供給が続いている。今後も大規模ビルの新規供給が計画され、同レベルのビル間競争が一層激しくなると予想される。

③ 1人あたりオフィス面積

1人あたりオフィス面積は、オフィス需要の算定だけでなく、企業が効率的にオフィスを利用する際の目安として活用できる重要な指標で、今までにも他社からいくつかの指標が公表されている^{注10}。当社も昨年9月に2012年度版（図表4-NO.4）を公表した。特徴はサンプル数が多いことと同じテナントに対して継続的に観測できる点にある。それにより、業種別やテナントの利用変化による違いなどの分析が可能となった。現在、2013年度版を作成している。

④ テナントのオフィスビルの選択行動

当社では、ビルの管理運営で蓄積されたデータだけでなく、約4,500社の入居テナントとの接点を活かしてテナントの「生」の声を集めることができる。2011年に「夏の節電行動」^{注11}、2013年に「防災に対する意識や対策の取り組み状況」（図表4-NO.6）について、テナントへのアンケート調査を行った。

現在は、新規に入居したテナントにヒアリングを行い、移転にあたってビ

注6

総務省「消費動向調査」の3月調査。耐久消費財を「買替えをした世帯について、買替え前に使用していたものの平均使用年数」のこと。携帯電話3.2年、デジタルカメラ4.6年など（2013年）。

注7

平成23年10月20日付リリース「オフィスビルテナントの借り替えサイクル調査（2008～2010年度）」（http://www.xymax.co.jp/report/pdf/2011_10_20.pdf）

注8

平成19年7月レポート「テナントは入居してから何年で退去するか?」（<http://www.xymax.co.jp/report/pdf/xoc0503.pdf>）

注9

大規模ビルの新規大量供給が問題とされた2003年、2007年、2012年。なお「2016年問題」は解消されていた。2014年1月「オフィス新規供給量調査2014」（図表4-NO.10）（http://www.xymax.co.jp/news/release/2014_01_15.html）

注10

森トラスト（4.17坪/人、2010年）、日本ビルディング協会連合会（3.75坪/人、2012年）日本ファシリティマネジメント協会（4.23坪/人、2007年）などがある。

ルを選ぶ際に「当初重視した項目は何か」「決定する要因となった項目は何か」といった様々な回答を収集している。それらをデータ化しクラスター分析を用いて、テナントがオフィスビルを選択する際の行動パターンの類型化を行っている^{注12}。

これらについては公表後、詳細を改めてご報告したい。

おわりに

不動産の経営や投資・融資において、マーケットの状況が分からないことは大きなリスクである。不動産マーケット指標の充実は、わが国の不動産投資市場が今後とも持続的に拡大するための必須条件と言え、また、バブルなどの急激な変動を監視する上でも極めて重要である。現実には、1つの指標でマーケットの全てを知ることはできず、様々な指標を組み合わせてマーケットの動きを正しく理

解できると考えている。

本稿では、当社が取り組んできた「収益項目」に係る指標を中心に紹介してきた。しかし、冒頭で触れた管理費や修繕費といった「費用項目」やCAPEXなどの追加投資に関する研究調査の必要性も感じている。

今後、業界関係者の皆様とのディスカッションを交えながら、市場を多面的に把握できる指標作成に引き続き取り組み、不動産マーケットの透明性向上の一助になればと考えている。

注 11

2011年夏季にどのような節電の取組みを行ったかアンケートを実施。さらに実際の電力使用量データを用いて節電効果について分析した。2012年4月「2011年夏季節電対策の実態および有効な節電手法の研究調査」

注 12

京都大学大学院工学研究科建築学専攻加藤直樹研究室との共同研究の一環。

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、MAI、MRICS、CCIM。早稲田大学大学院ファイナンス研究科非常勤講師、ARES マスター養成講座「201 不動産投資分析」担当。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。

やまかた としひこ

1991年日本生命保険に入社。不動産部にて投資用不動産の運営実務に携わり、1997年にニッセイ基礎研究所出向。オフィスマーケットの調査研究に従事。2003年にザイマックス入社。マーケティング部で不動産のデューデリジェンス、マーケット分析を行い、その後、(株)ザイマックス不動産マーケティング研究所(現在のザイマックス総研の前身)及び現ザイマックス総研では、一貫して不動産マーケットの調査分析・研究を担当。