

第11回

変わる東京オフィスマーケット

～ データでみる現状と需給動向からこれからを考える ～



中山 善夫

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
代表取締役社長
(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
マネージャー
(ARES マスター M1506272)

1.はじめに

我が国における不動産は約2,500兆円あり、そのうち企業不動産は約470兆円といわれている。その中でも一番割合が高いのはオフィスである。また、投資マーケットでは、昨今の金融情勢から、相対的に高い利回りが期待できるものとして実物不動産やJ-REITの注目度が高まってきている。投資対象用途が多様化してきたJ-REITは保有不動産額が14兆円を超え、その中でオフィスは約7兆円とほぼ半分を占めている。東京のオフィスマーケットは全体的には改善が続いているものの、昨今の国内外の社会経済情勢の変化により、景気の不透明さが増し、今後のマーケットのゆくえに関心が高まっている。企業あるい

は投資家にとって、最も主要なアセットタイプであるオフィスの価格動向に影響を与える賃貸マーケットの現状と今後を分析しておくことは重要である。

そこで、本稿では、まずザイマックス不動産総合研究所が四半期ごとに公表している「オフィスマーケットレポート東京（2016年Q1）」をベースに、現在のオフィス市況をみていく。そして、今後の東京のオフィスマーケットについて、「供給」と「需要」の両面における「量」と「質」の変化を考察していく。

2.東京オフィスマーケットの現状

① オフィスマーケットの概況

現在の市場関係者が感じているオ

フィスマーケット概況は「需給は改善しているが、賃料はそれほど上がっていない」がおおよそのコンセンサスと言っているだろう。空室率は4年近く低下を続けて4%台になってきたが、賃料水準は2008年頃と比べてまだ見劣りする。

ザイマックス総研が四半期毎に発表している「オフィスマーケットレポート東京」では、「空室率」「新規成約賃料インデックス」「成約賃料DI（デフュージョン・インデックス）」「支払賃料インデックス」「フリーレント」の5つの指標と主な竣工ビル、テナント移転等をまとめている。

なお、本稿執筆時点における最新レポートは【図表1】の2016年1～3月期の内容で、翌4～6月期につい

ては8月初旬に公表予定である。現在、確定前の作業中であるが、2016年Q2においてもQ1と大きな傾向の変化はないと思われる。

2012年以降、東京のオフィスマーケットでは、空室率は低下を続け、新規賃料も緩やかに上昇が続いてきた。事業拡大・人材確保による拡張移転や業務効率化といった前向きな移転を検討する企業が多く、オフィス需要は堅調に推移した。その一方で、2013年以降のオフィスビルの新規供給はそれほど行われなかったため、空室の解消が進んでいった。都心部に立地する築浅物件での空室在庫の減少や賃料上昇を受け、企業が希望する立地やスペックの基準を緩め、広い範囲で候補物件を検討するケースもみられた。主要オフィスエリアから離れた周辺エリアにもテナント需要は広がり、基準階100～200坪程度の中規模ビルにおいても空室在庫は減少している。入居テナントの

賃料改定の時期に合わせ、数年前に低水準の賃料で入居したテナントの値上改定もみられるなど、支払賃料の水準上昇が進んできた。

長期的なトレンドの変化を把握する

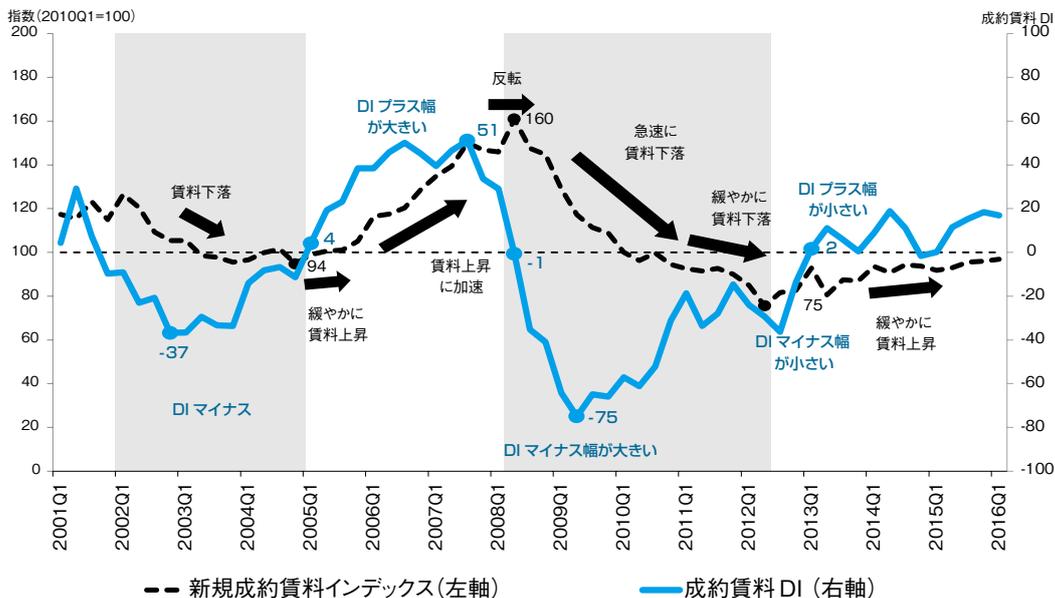
ために、上記の指標を使った分析を行ってみる。【図表2】は新規成約賃料インデックス（賃料単価の水準）と成約賃料DI（賃料変化のトレンド）を重ねたものである。これをみると

図表1 オフィスマーケット指標（2016年Q1）

空室率 : 需給バランスを表す
前期（2015年Q4）と比べ0.37ポイント下降し4.46%となった。空室率は2012年Q2の9.27%以降、15四半期連続して下降している。企業の集約移転ニーズを受け、大規模ビルを中心に空室が順調に消化されている。都心部の新築オフィスビルで竣工前に空室が消化されたケースもある。
新規成約賃料インデックス : 新規賃料の水準を表し、2010年Q1を100とした指数
2008年Q2の161から2012年Q2の76まで低下したが、現在は緩やかな上昇傾向が続く、2016Q1は前期と比べ1ポイント上昇して97となった。
成約賃料DI : 賃料の変化の方向性を表す。賃料が上昇した物件の割合から下落した物件の割合を引いた数値
成約賃料DIは2009年Q2の-75をボトムに上昇トレンドに転換し、2013年Q1にプラス（賃料が上昇したビルの割合の方が高い状態）となり、その後もほぼプラス圏で推移し、2016年Q1は+17と賃料を上げたビルの割合が多くなった。
支払賃料インデックス : 新規と継続の両方を含んだ賃料の指数。2010年Q1を100
2013年3Qの77をボトムに、上昇傾向が続いている。2016年Q1は前期と比べ2ポイント上昇し84となった。
平均フリーレント月数 : 契約開始から賃料発生時までの無料期間
フリーレント月数は2011年Q1の5.0か月をピークに減少傾向が続いている。2016年Q1は前期と比べ0.3か月増加し3.2か月となった。6か月フリーレントを付与する割合は6.6ポイント増の35.2%とこちらもやや増加した。

(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表2 新規成約賃料と成約賃料DI



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

成約賃料DIが新規成約賃料に先行しているのがわかる。たとえば、2005Q2は、成約賃料DIが0のラインを下から上（マイナスからプラスへ）に抜け、賃料を上げたビルの割合が下げたビルを上回った時期である。それからやや遅れて新規成約賃料が上昇に転じている。また、その後DIの数値が大きくなる（賃料を上げたビルの割合が多い状態）と賃料の上昇に加速がついているのが観察できる。これは2008～09年にかけてなど、逆の下降局面でも同様の動きをしている。

2016年Q1の成約賃料DIは17とプラス圏で推移しており、これからみると、賃料のピークアウトにはまだ到達していないとみえる。

【図表3】は、新規成約賃料インデックス（賃料単価の水準）と平均フリーレント月数（全契約）を重ねたグラフである。マーケットの好不況の向きを合わせるため、フリーレントは軸の上下を反転させている。フリーレントの長短と新規成約賃料の上下は連動している中で、マーケットの上昇期はフリー

レントが先行して短くなり、遅れて賃料が上昇する傾向がみえる。フリーレントは実質的な収入を回復させるための調整弁の役割を担っていることがわかる。一方、マーケットがピークから後退局面に入る転換期にはフリーレントの長期化と賃料の下落が同時におきている。賃料単価を下げ、フリーレントを長くしてもテナント誘致を優先しているビルオーナーの行動が伺える。

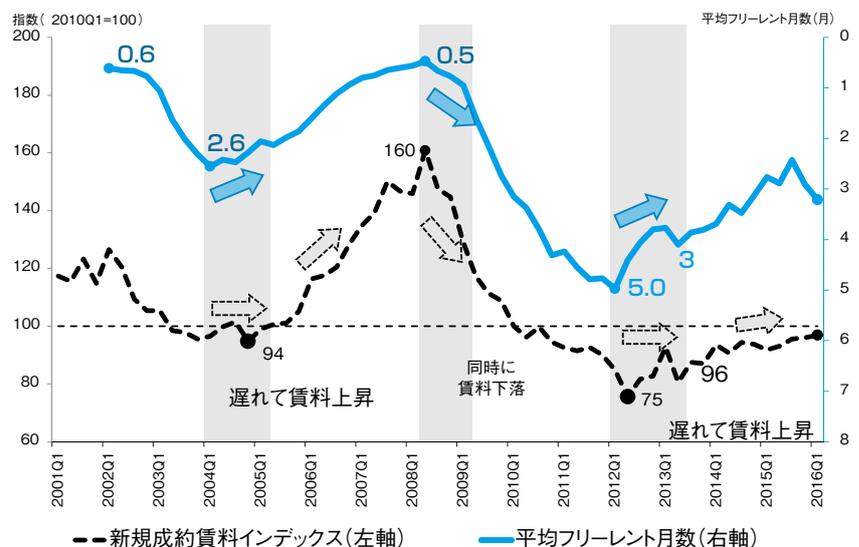
直近の2016年Q1では新規成約

賃料が上昇局面であるにもかかわらずフリーレント月数が増加した。この動きは一時的なものであるか、あるいは市況の変化に繋がるものか今後の動きに注意したい。

② 実体経済とオフィスマーケット

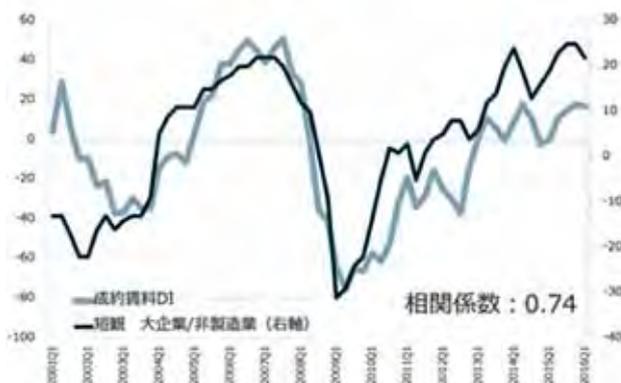
足元では国内外の景気の先行きに不透明感が増しつつある。固定費用となるオフィス賃料の増加に敏感になる企業が徐々に増え、不動産市況のピークは近いといった見方も一部に出

図表3 新規成約賃料インデックスと平均フリーレント月数



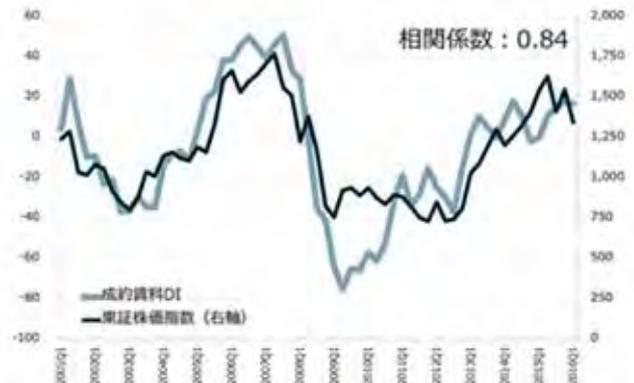
(出所) ザイマックス不動産総合研究所

図表4 成約賃料DIと日銀短観（大企業 / 非製造業）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所、日本銀行

図表5 成約賃料DIと東証株価指数



(出所) ザイマックス不動産総合研究所、東京証券取引所
(注) 東証株価指数は各四半期の月末終値

始めてきた。そこで市場の動きをより多面的に把握するため、不動産指標だけでなく様々な経済指標やデータと比較検討を行う。【図表4】【図表5】は景気全般の状況を示す際によく用いられる日銀短観、東証株価指数と成約賃料DIとをそれぞれ重ねたものである。一般に不動産市場は景気に遅行すると言われているが、成約賃料DIは短観や株価との連動性が高く、オフィス市場も実体経済の景気の影響をダイレクトに受けていることがわかる。

2016年3月の日銀短観（大企業／非製造業）は前の2期（2015年9月、12月）の25をピークに23へと若干下がっている。7月1日には6月の結果が公表され、19とプラス圏で推移しているものの2期連続して低下した。先行きに対しても17と2ポイント低下している。東証株価指数についても2015年12月以降、下落トレンド

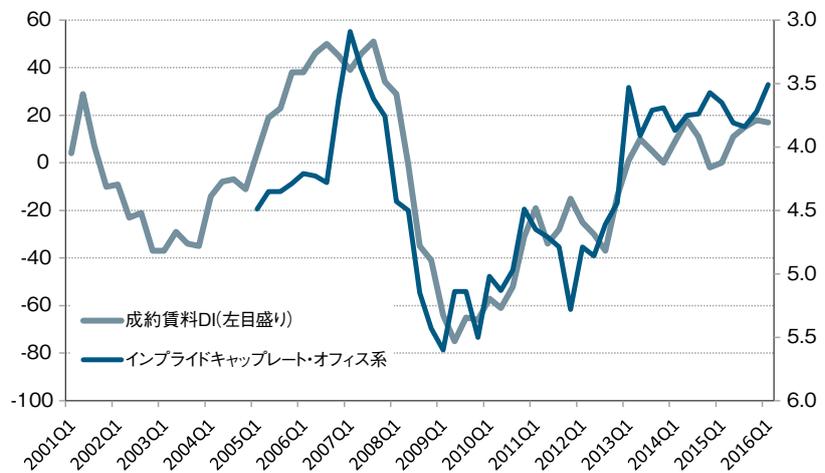
が続いている。6月23日にはイギリスでのEU離脱を問う国民投票の結果から、日本では円高が進み、株価は大きく下落した。

マーケット動向の変化を見ていく上で、このような実体経済を表す各種指標も注視しておく必要がある。

③ 不動産投資市場と オフィスマーケット

【図表6】はマーケットにおけるJ-REITに対する要求利回りを表す「インプライドキャップレート」と成約賃料DIを比較したものである。図表のとおり、賃貸市場の指標である成約賃料DIと不動産投資市場の相関性は高い。

図表6 成約賃料DIとJ-REITのインプライドキャップレート



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所「SMTRI J-REIT インプライドキャップレート」、ザイマックス不動産総合研究所

図表7 東京23区 新規供給量（賃貸面積）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

3. 「供給」からみたオフィスマーケットのこれから

ここでは、これからのオフィスマーケットについて、新規供給の「量」と「質」の変化と、オフィスビルのストック構成から考察する。「量」とは供給される床面積の総量であり、「質」はそれらを構成する個々のビルにおける立地や規模（グレード）等である。

① 新規供給の「量」

【図表7】は2003年以降の毎年の新規供給量（賃貸床面積）の推移と今後の見通しである。2018年、19年には20万坪を超える新規供給が見込まれ、大型ビルの竣工によって需給の悪化を懸念する声が出てきた。しかし、過去の大量供給があった2003年（35万坪）、2007年（26万坪）、2012年（27万坪）と比べると供給量は少なく、2003-2015年の13年間では年平均19万坪の供給であることから、ここ10数年間の平均的供給量ともいえる。東京都心では20万坪程度は消化できる需要量があり、巷で言われるほど大きな市況の変動要因ではないという見方もある。

ただし、2020年以降も大規模ビルの竣工が続く。政府の施策である「国家戦略特区」を背景に規制緩和等により事業のスピードアップが図られ、都心中心部における大型プロジェクトが多数推進されている。東京

図表8 バブル期とバブル前後におけるオフィスビルの分布



(出所) ザイマックス不動産総合研究所

都では5月に6つの都市再生プロジェクトが新たに追加され、合計28プロジェクトとなった。

② 新規供給の「質」

最近の新規供給の多くは主要オフィスエリアに集中している。2003-2015年にかけて「丸の内・大手町・有楽町」40万坪、「品川駅東口」17万坪、「赤坂」14万坪、「日本橋・八重洲・京橋」13万坪の供給が行われてきた。2016年以降もこの傾向は続き、先に挙げたエリア以外にも「虎の門」「渋谷」等の主要オフィスエリアで新規供給が計画されている。

次に一棟当たりの規模の変化をみると大型化していることが分かる。延床1万坪以上のビルで比較すると、2003-2015年の2.7万坪から2016-19年の3.5万坪へ延床面積が約3割大きくなっている^{注1}。この背景の一つには、オフィスに商業やホテル、住宅といった複合用途の大型ビルの増加があげられる。虎の門や品川では新駅

の開業が予定されるなど、今後、大型物件が竣工する周辺ではエリア全体の魅力をあげる取組みが同時に行われている。また、最近の傾向としては、オフィスビル自体のスペック面においても省エネ性能や環境認証の取得、耐震性といった社会変化の要請に応えた機能を備えたものが増加している。

③ オフィスストック変化

オフィスストックに目を向けると、新規供給が続いていることから増加している。棟数で見た場合、オフィスストックの9割は中小規模ビルで、そのうち築20年以上のビルは8割を超える^{注2}。特にバブル期には大量の中小規模ビルが竣工し、バブルの前後では供給がみられないような遠隔のエリアにオフィスビルが建てられてきた（図表8）。

これら中小規模ビルの所有者の多くは中小企業や個人オーナーである。

注1

2016-19年の計画物件は、リリースされている物件は比較的大規模ビルが多く、中小規模ビルは計画のリリースが着工直前に行われる、もしくはまったく行われない場合もあることから、中小規模ビルを除いて比較した。

注2

ザイマックス不動産総合研究所「オフィスピラミッド2016」（2016年1月29日付）

改修や建替えを行いたくても、資金的な問題だけでなく、所有者自身の相続の問題や事業承継等も絡んでなかなか実施できないのが現状だ^{注3}。市場全体では平均築年数の高年齢化が進む中で、大型の新規供給が登場してくる。

4. 「需要」からみたオフィスマーケットのこれから

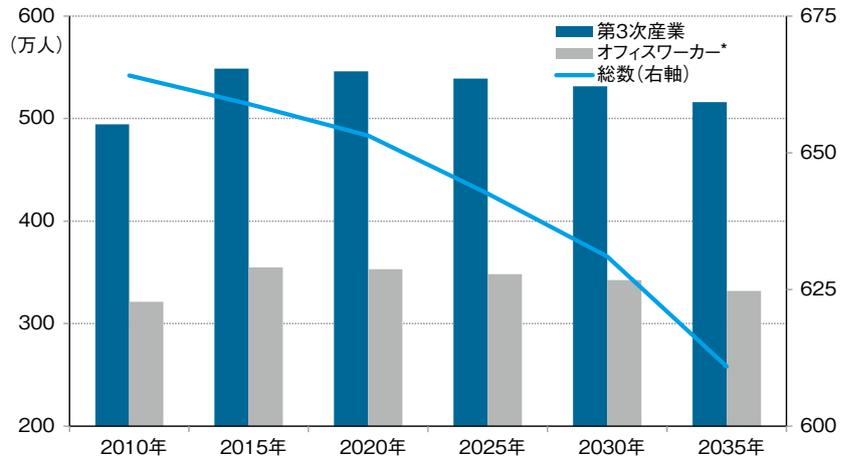
続いて、オフィスのこれからについて、需要の「量」と「質」の変化から考察する。「量」はテナントが賃借する床面積の総量で、「質」はテナントのオフィス床の使い方に関してである。

① オフィス需要の「量」

オフィスの需要量（床面積）は「オフィスワーカー数」と「1人あたりオフィス床面積」に分解できる。

東京都が2015年10月に公表した「東京都就業者数の予測」では、23区の昼間就業者数は2010年の664万人から5年後の2015年には659万人と5万人減少している。そのような中、オフィス利用者が多いと考えられる産業別の「第3次産業」では54万人、職業別の「管理的職業」「専門的・技術的職業」「事務」従事者では34万人とそれぞれ1割程度増加するとしている。しかし、産業別、職業別の過去のトレンドをベースで推計しているこの調査では、2020年以降は全体の就業者数の減少と同じよ

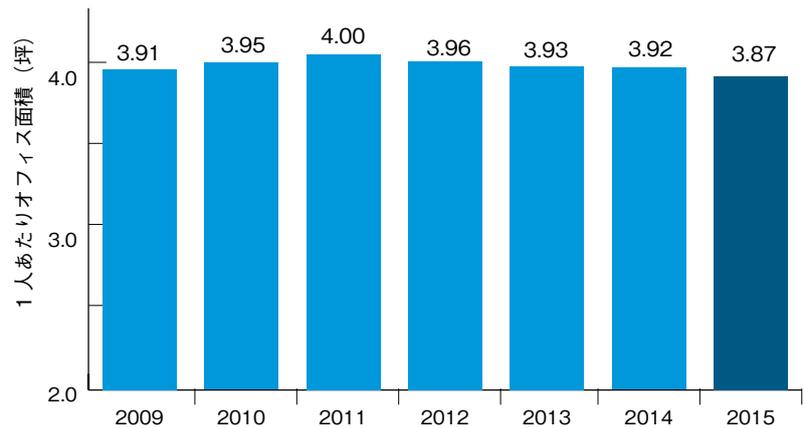
図表9 オフィスワーカー数の予測（東京23区）



(出所) 東京都「東京都就業者数の予測」平成27年10月をもとにザイマックス不動産総合研究所作成

(注) オフィスワーカーは職業別区分のうち「管理的職業従事者」「専門的・技術的職業従事者」「事務従事者」を合計したもの

図表10 1人あたりオフィス床面積（東京23区）



(出所) ザイマックス不動産総合研究所作成

うに、オフィスワーカーも減少すると見込まれている（図表9）。

今後、高齢者の雇用増や女性の社会進出が進めばオフィスワーカーは増加していくことも考えられる。また次項でみる企業の変革、働き方の変化、産業別、職業別の構成割合の変化はオフィスワーカー数の増加にも減少にもつながる可能性がある。ただし、少子高齢化が進む日本では、

人口の集中が続く東京といえどもオフィスワーカーは長期的には減少していかざるをえないであろう。

「1人あたりオフィス床面積」は過去7年、約4坪と大きな変化はないが、最近では若干縮小が続いている（図表10）。これはテナントが従業員を増やしながらか、賃貸借契約上の関係や空室の減少から移転先の候

注3

中小規模ビルの築古化問題について取り上げた本紙 vol.30 を参照

補が見当たらず、すぐに増床や移転をしたくてもできないといった理由が考えられる。さらに、次項でみる使い方の「質」の変化によって縮小していることも考えられる。

② オフィス需要の「質」

社会経済情勢、雇用環境等の変化に対応するため、個々の企業は生産性をいかに高めるか、そのためにいかに働く人達が快適に過ごせるかについて、さまざまな取組みを行うようになってきた。企業は知的生産活動の拠点であるオフィスを、それぞれのニーズや目的に合わせた使い方をし始めている。自社オフィスを一か所に集約する企業もあれば、従来のオフィスを代替してサードプレイスオフィス（サテライトオフィス）を活用したり、あるいは在宅での勤務を可能にしたりするなど、働く「場所」と「時間」の多様な選択が行われるようになってきた。またオフィス内においてもリフレッシュコーナーやカフェテリア、コミュニティスペースの設置など、企業のそれぞれに合った「スペースの役割」が多様化してきた。フリーアドレスの導入や、デザイン性を高める、観葉植物など緑を多く取り入るといった働く場所の快適性向上に取り組む企業も多くみられる（図表11）。

企業にとって、知的生産性を高めるオフィスの在り方の重要性は一層高まってきている。

5. オフィス市場のこれから

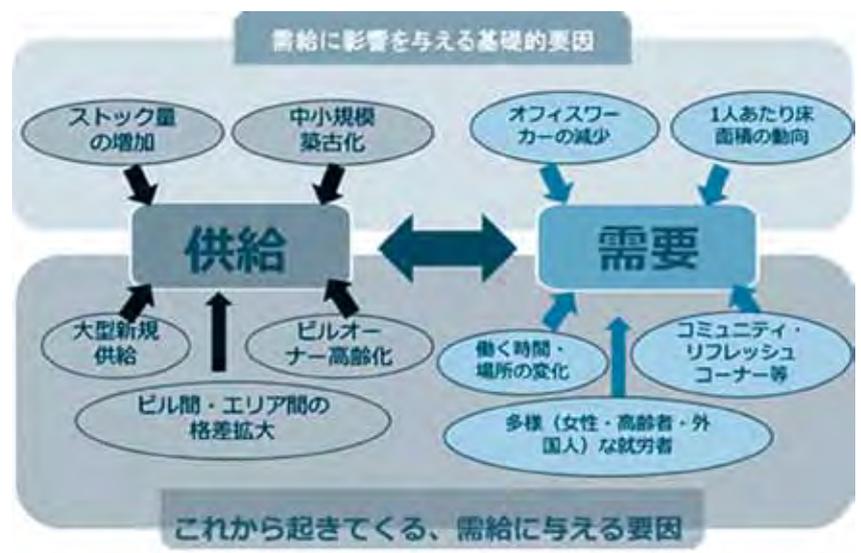
ここまでみてきたとおり、足元のオ

図表 11 最近の企業の働き方の変化（例）

企業名	遠隔オフィス、サテライトオフィス
富士電機	子会社の本社と2工場内にサテライトオフィス導入
富士ゼロックス	首都圏11カ所にサテライトオフィス設置
パナソニック	国内16カ所にサテライトオフィス設置、主に出張者が利用
リクルートホールディングス	在宅勤務とサテライトオフィス勤務の併用
日本生命保険	保険事務担当者を対象にサテライトオフィス勤務制度導入を目指す
ユニリーバ	在宅勤務に加え、カフェ、図書館も仕事場に、自由度をあげる
企業名	在宅勤務の導入、拡充
リクルートホールディングス	社員全員対象グループ2000人、上限日数なく
トヨタ自動車	1.3万人対象、8月にも総合職に
三井物産	在宅勤務、90分の時差勤務も試行
三菱UFJ銀行	在宅勤務、主要行ではじめて導入
日産自動車	2010年～全社員に在宅勤務制度導入、2014年～利用拡大
企業名	働き方の柔軟さ
ホンダ	在宅勤務導入、事業所内保育所の設置も検討
清水建設	フレックスタイム制度導入
味の素	2020年度の目標、現在より35分短い1日7時間労働へ
クロレツツ日本法人	コアタイムの廃止、在宅勤務導入
マイクロソフト	働く場所やテレワークの回数の制限を取り払う
シーエーセールススタッフ	好きな日を選び出勤

（出所）各種報道資料等をもとにザイマックス不動産総合研究所作成

図表 12 オフィス市場の需給に影響を与える要因



（出所）ザイマックス不動産総合研究所作成

フィス市場は継続的に需給の改善が進み、空室率の低下と賃料上昇のトレンドが続いている。しかし、中長期の視点では、需要と供給の両面において、今までにない変化が生じており、これらが既存のオフィスマーケットにおける需給バランスにも影響を与えることになるだろう(図表12)。

少子高齢化の進展、労働人口の減少の側面だけを見て、オフィス市場の将来を悲観することは簡単である。しかし、高度経済成長時代から続いできたワークスタイルは変わっていかざるを得ない時代に入っており、企業は働き方を見直し、働く人の「時間」「場所」の自由度を高めることが求められてきている。それは、今まで制約があって働くことができなかった人や

女性、高齢者、外国人など様々な人達の社会進出を促進させ、オフィスワーカーの増加にも寄与する。さらに、全体のオフィスワーカーが減少したとしても、多様で柔軟な働く機会の選択が可能になり、減少分を上回る1人あたり生産性が上がれば、企業の収益は改善して賃料負担力の向上につながることになる。これから『生産性向上に寄与するオフィスのニーズ』は高まりこそすれ低くなることはなく、このような需要を満たすオフィスの必要性は高まっている。

オフィスを提供する供給側はこのような需要側の変化にも対応していかなくてはならない。しかしこれらのニーズに応える用意があったとしても、オフィスストックの増加と老朽化により、今後はオフィスエリア間・ビル間の競争力格

差が一層広がると予測されることから、従来と同じスタンスのままオフィスを作り続けていては時代に取り残されてしまうであろう。

以上のように東京のオフィスマーケットには新たな変化が起きている。これからのマーケットを占う上では、供給面と需要面の変化とそれらに影響を及ぼす要因の動きに注目する必要がある。ザイマックス総研では、引き続き四半期レポート(発行月:2月、5月、8月、11月初旬)で東京オフィスマーケットのタイムリーな動きを発表していくとともに、各種テーマについては、総研レポートとしてホームページでの発表や本誌への寄稿などを通じて、世の中に発表していく予定である。

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。不動産証券化マスター養成講座「102不動産投資の実務」及び「201不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。からくさ不動産塾塾頭。

やまかた としひこ

1991年日本生命保険入社。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等に従事し、2013年から現職(出向)。一貫して不動産マーケットの調査分析・研究を担当。不動産証券化マスター養成講座テキスト「102不動産投資の実務」"第Ⅱ部 不動産市場の指標と見方"を執筆担当。学習院大学経済学部卒業。