

第15回

空室を科学する
～マーケットの透明性向上のために～

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)



渡部 円

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
マネジャー



菊澤 恭子

株式会社ザイマックス不動産総合研究所
研究員

はじめに

我が国の不動産投資市場は過去15年あまりで急速に拡大し、その間にさまざまな環境整備が行われてきた。その取り組みのひとつに透明性の向上がある。不動産市場の透明性を高め、その動きを正確に把握するための各種指標の充実は、不動産投資プレーヤーやビル経営者、ビル運営者のみならず、利用するテナント企業、自社利用のために不動産を保有する企業、政策当局者のいざれにとっても重要なことである。

具体的には、不動産の価格に関するインデックスの開発や、従来は募集賃料が中心であった賃料の指標に関しては、成約賃料をベースにしたインデックスの開発などが行われてきた。

ザイマックス不動産総合研究所（以下、ザイマックス総研）でも「新規成約賃料インデックス」「支払賃料インデックス」「成約賃料DI」「フリーレント」など、その充実をはかってきた。

成約賃料はオフィス賃貸市場を見る重要なベンチマークであり、その水準や動きはマーケットの状態を示すものである。そして、この成約賃料を変動させるのは「空室」である。

空室については、一般的に「空室率」が公表されており、その時系列変化が注目されてきた。しかし、オフィスマーケットの動きをより正確に把握し、これからを考えていくためには、空室そのものについてもっと理解を深める必要がある。ザイマックス総研では、空室率に加えて、本年1月、新たな指標である「空室増減量」に関する

調査を発表した。本稿では、その内容と、さらに追加で行った分析内容を紹介し、「空室」について科学的に考えてみたい。

1. 「空室」について考える

不動産のマーケットは、賃貸市場（スペースマーケット）と売買市場（不動産キャピタルマーケット）の2つがある。【図表1】は前者のオフィス賃貸市場のメカニズムを表している。マーケットは基本的には需要と供給で構成されており、それらのギャップが空室である。空室率が低くなると賃料が上昇し、逆に空室率が高まると賃料が下落する方向に働く。オフィス需要の源泉となるのは、企業などのオフィス床ニーズであり、これは企業の不動

産戦略によるところが大きい。一方、供給の源泉となるのは、新たに発生する空室量である。これは既存物件においては入居テナントの移転ニーズにより、新築物件においては、不動産開発事業者などの開発計画によっている。そして、これらの企業のニーズや不動産開発事業者の戦略は国内外の社会・経済情勢の変化を受ける形で変動することとなる。

なお、空室率や賃料などの水準やその動きも、オフィスを探すテナント企業や、オフィスを開発する不動産開発事業者の意思決定に影響を及ぼすものである（【図表1】では破線で示してある）。

前述のとおり、新たな空室の発生は、主にテナントの退去や新築物件の竣工がきっかけとなる。しかしこの両者を比較しても、たとえば新築物件は数年前の需要予測に基づき計画されているものである一方、テナント退去は比較的足元の企業活動や彼らの将来的な不動産戦略を背景としているように、一口に「空室が増加した」といってもその背景となる時間軸に違いがある。加えて、テナントが退去する理由も、より広いスペースへの移転を目的とした前向き移転もあれば、コストカットなどの消極移転もあるというように、その中身は様々である。

さらに視点を広げると、老朽化した物件の空室増加は、今後「空きビル問題」として、個別不動産の所有者や利用者だけでなく、社会全体にとても大きな問題となりうる可能性を秘めている。

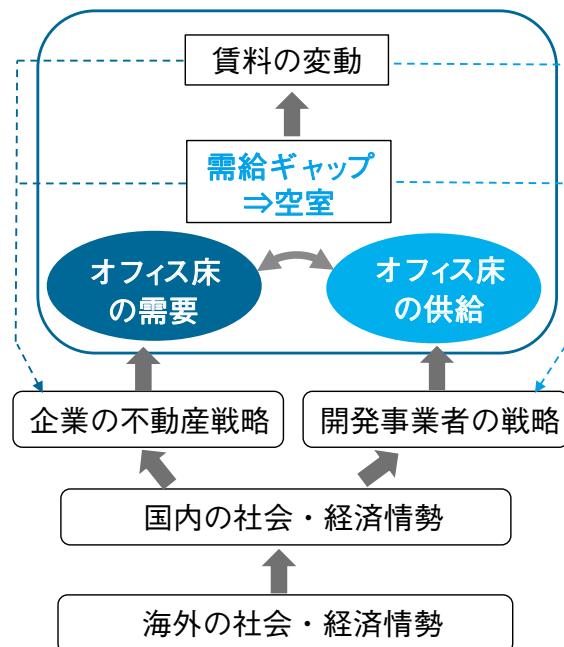
このように、「空室」は需要の強さや中身、供給の過不足などを反映して生まれてくるものであり、空室について正しく理解することは、オフィスマーケットの現状や今後を考えるうえで極めて重要なことである。

現在、世の中に存在する空室関連指標を確認すると、最も一般的で馴染みがあるものは「空

室率」である。空室率は需給ギャップの大きさを割合で示したものであり、その水準や時系列変化がマーケットの良し悪しを判断する指標となっている。空室率の低さは空室在庫の少なさを表し、前述のとおり、賃料変化への圧力となる。

空室率は1つの率で示されることから分かりやすいものの、それが表すものは特定時点における需給ギャップの結果であり、スナップショットであることに留意する必要がある。仮に空室率が低下した場合、その背景として1つには需要の拡大が考えられるが、単に新規供給が少なかったことも考えられる。逆も同様であり、空室率の上昇は大型新築物件の供給が原因となっていることもあれば、需要の縮小を背景としていることもある。このように空室率だけでは需給の動きが分からぬといふデメリットがある。

図表1 オフィス賃貸市場のメカニズム



空室関連指標のうち、需要の強さをターゲットにしている指標として「ネットアブソーピション」がある。これは特定期間におけるオフィスの稼働床の増減を表しており、稼働床の増加が多いときは需要が強く、増加が少なかったり減少したりしているときは需要が弱いとされる。

空室率もネットアブソーピションも、その時系列変化を追うことで不動産市場における需給バランスの変化について知ることができる。本稿では、さらに一歩進んでその変化の中身について深掘りし、需要と供給とに分解して見ることで、これまでデータとして示されてこなかったマーケットの一面を明らかにする。以下、①空室増減量調査、②空室消化率、③空室増減量の特徴分析、④空室ストックの特徴分析の4つを紹介する。

2. 空室に着目した 新しい指標・分析

① 空室増減量調査(空室の発生・消化ボリュームを測る)

オフィスマーケットにおける需要と供給の強弱は、そのギャップである空室の動きから推し量ることができる。そこで、ザイマックス総研では、東京23区のオフィスを対象に、期間中に生じた(増加した)空室面積と消化された(減少した)空室面積を月単位で調査したうえで四半期ごとに集計し、「空室増減量」としてまとめて本年1月に公表をおこなった。

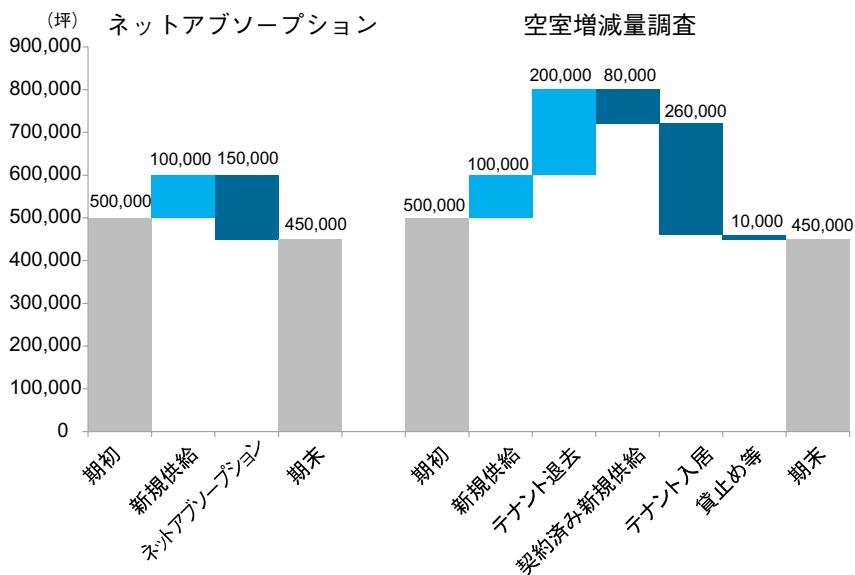
本調査では、ザイマックスグループが独自に収集した空室データを用い、空室増加面積と空室減少面積を算出している。なお、館内増床は空室として市場に出てこないため、含まれない。それぞれの定義は次のとおりである。

空室増加面積：前月末時点では居中(空室募集が出ていない状態)であったが、当月末時点では空室(募集中)であった面積。既存テナントの退去面積のほかに、新規竣工物件の総賃貸面積も含む。

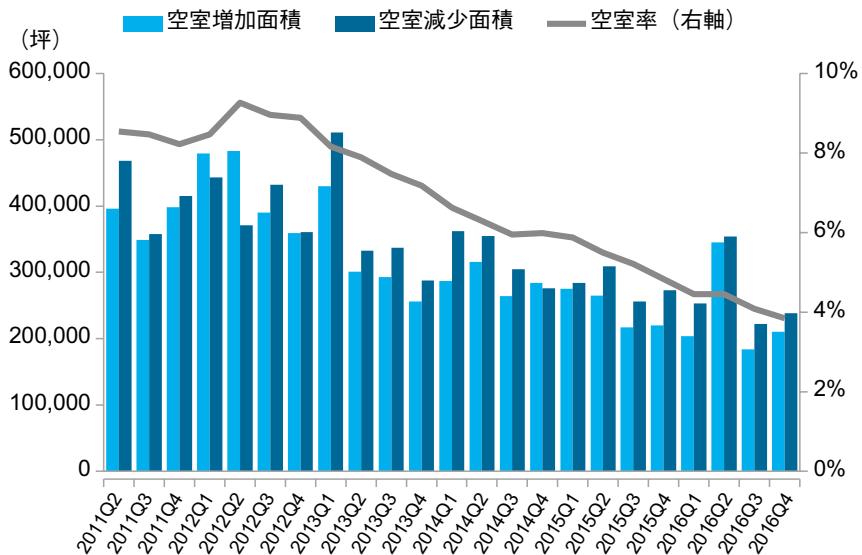
空室減少面積：前月末時点で空室(募集中)であったが、当月末時点では入居中(空室募集が出ていない状態)であった面積。既存物件のテナント入居面積のほかに、新規竣工物件において竣工時点で入居が決まっている面積、既存物件の空室のうち貸止めされた面積を含む。減失については貸止めに含まれる。

空室増減量調査は、ネットアブソ

図表2 ネットアブソーピションと空室増減量調査のちがい



図表3 空室増減量調査(東京23区)



ーション(期初の稼働床と新規供給の合計から期末の稼働床を差し引き、需要の強さを計算)と考え方は似ているが、本調査では空室の増加量・減少量を区画単位の面積ベースで加減して集計しており、また新規竣工物件の空室に加えて既存物件から生じた空室も調査対象に加えている点でより詳しい分析となっている【図表2】。

が【図表3】である。四半期ごとの増減量(坪)を棒グラフで表しており、空室減少面積(棒グラフ右)が空室増加面積(棒グラフ左)を上回っているときは、空室率が低下する。逆に、空室増加面積が減少面積を上回っているときは、空室率が上昇する。空室在庫が少なくなっていくにつれて、増減の動きは小さくなる傾向にある。

2012年の前半は新規供給が多く、空室増加が空室減少を上回り、空室

このようにして集計した空室増減量

率は上昇した。その後、2013年は既存物件の空室消化が進み、空室減少が空室増加を上回った結果、空室率は下降し、以降も同様の傾向が続いている。2016Q2では、空室率はその前の期と比較してほぼ横ばいだが、空室増減量をみると、空室増加量（供給量）が前後の期間と比較して多く、さらにそれを吸収するだけの需要も十分にあったことがうかがえる。

② 空室消化率（空室の消化スピードを測る）

上記の①空室増減量調査は、期間中における空室の「量」に着目することで空室のボリュームの変化を掴もうというものである。①と同じデータを用いて、空室在庫のうち、期間中に消化されている割合を計算し、「空室消化率」として示した。

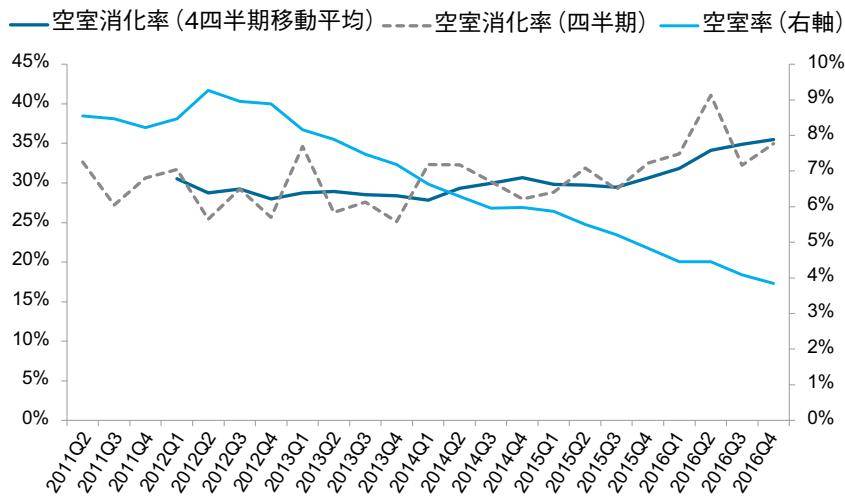
空室消化率は、次の計算式により求めることとする。

空室消化率＝

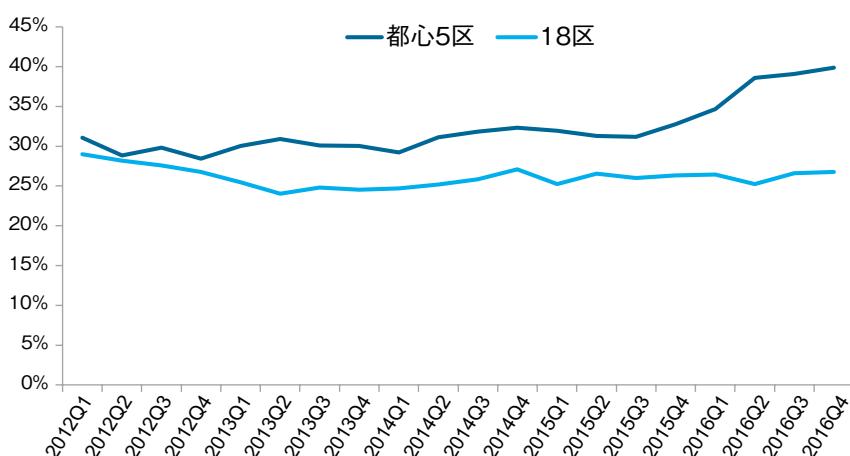
期間中の空室減少面積 ÷ (期初空室面積 + 期間中の空室増加面積)

前述のとおり、空室率や成約賃料の上下によってマーケットの状況や変化の方向性を把握することはできるが、それでは測れないものとして市場の「スピード感」や「活発度」がある。本指標は、期間中におけるすべての空室ストック（期初に存在していた空室在庫に、期間中に増えた空室在庫を足した、空室ストックの総量）のうち、消化された割合を把握することで、マーケットの需要の強さや空室消化のスピードを測ろうとするものであ

図表4 空室消化率（東京23区）



図表5 空室消化率（エリア別・4四半期移動平均）



る。他の指標同様、長期的な時系列変化を確認することにより、中長期的な時間軸での需給バランスを推し量る材料としても利用できる。

【図表4】は23区全体における空室消化率を表したグラフである。四半期の消化率（破線）は大規模供給による影響を受けて多少の上下が見られるが、一年間（4四半期）の移動平均を見ると中期的な傾向が確認できる。

この結果から、全期間を通して、毎期約3割の空室ストックが安定的

に消化されていることがわかる。また、時系列の変化を追うと消化率は緩やかに上昇傾向であることがうかがえる。空室増減量調査でも確認したとおり、全体としての空室在庫は減少しているが、少ない在庫の中でも底堅い需要があり、市場に放出された新規空室（新規供給、既存物件の退去区画）も一定水準で消化されていることがわかる。

次に、【図表5】で都心5区と周辺18区とに分けたエリア別の空室消化率を見てみる。

5区は18区と比較すると消化率が高く、足元では4割近くまで上昇するなど、その差は大きくなっている。空室率が低下し、空室在庫が減少している一方で十分な需要があり、新たな空室に対する感応度が高くなっていることがうかがえる。また、18区においても堅調に一定水準で消化が進んでいることもわかる。

続いて、【図表6】は新築物件（竣工後1年未満のもの）と既存物件（築1～20年、20年以上）の消化率を比較したものである。

新築物件は物件の個別性が強く出る傾向があり、そのため変動が大きくなっているが、全体的な水準としては既存物件よりも高く、約6割前後で推移している。

築1～20年の物件と築20年以上の物件を比較すると、築1～20年が約3割、築20年以上の物件は約2割～3割と、築浅物件のほうが若干消化率は高いものの、その差は大きくなく、また足元の傾向としては差が縮まっている。

③ 空室増減量の特徴分析（増減している空室の特徴をとらえる）

ここまで、空室増減量や空室消化率から、取引される空室の量やスピードを見てきた。次に、市場で取引されている空室にはどのような特徴があるのかを見てみる。

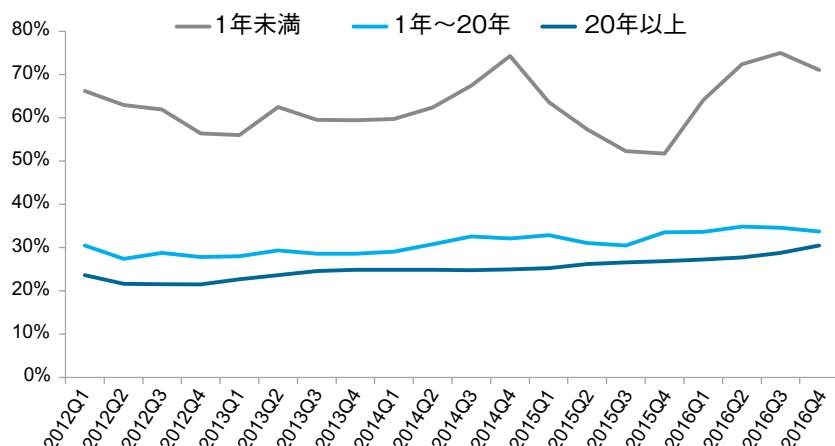
増減している新築以外の空室の特徴を明らかにするために、空室増減量調査に用いたデータのうち、築1年以上の既存物件を対象として、エリア別（都心5区・周辺18区）・物件規模別（大規模・中小規模）の割合および増加した空室区画と減少した空室区画の平均面積の分析を行った。な

お、大規模は延床5,000坪以上、中小規模は延床5,000坪未満の物件とした。

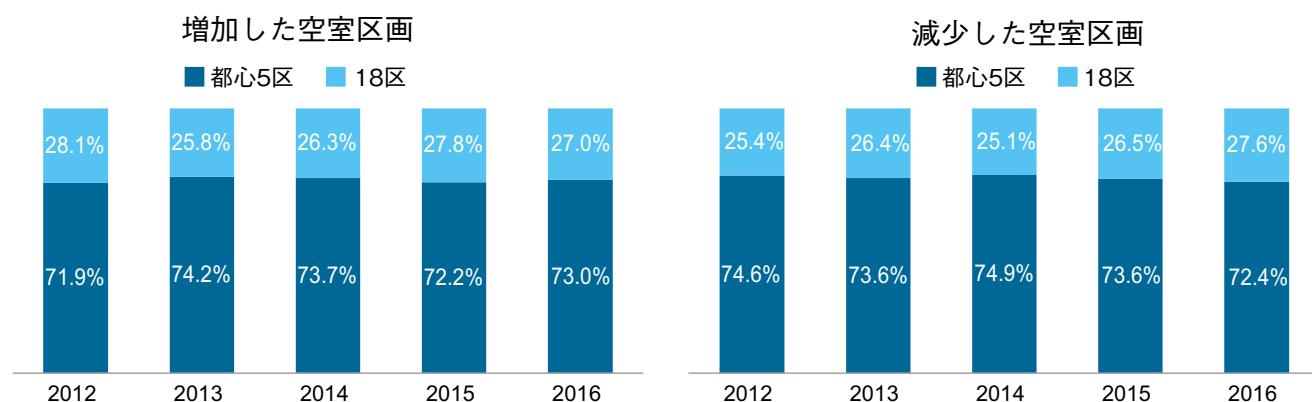
この分析では、市場に存在する空室1区画を1商品と捉え、「面積」ではなく「空室区画数」で集計を行った。また、より傾向が確認しやすい年ごとの集計を行っているため、2012年からの集計としている。

【図表7】では、増加した空室区画と、減少した空室区画におけるエリア別の割合を示している。どちらにおいても、都心5区が7割強となっており、年によっても大きな変化は見られない。

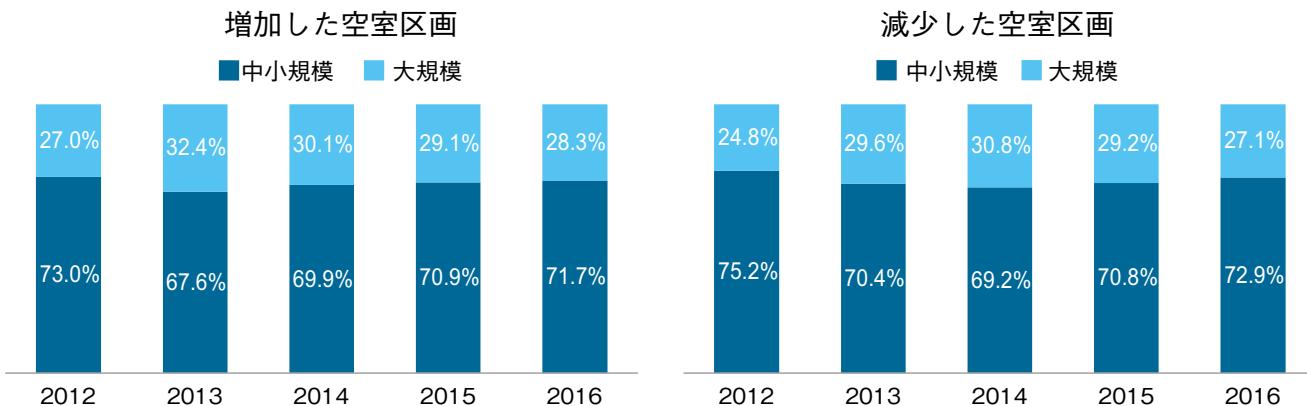
図表6 空室消化率（築年別・4四半期移動平均）



図表7 増減した空室区画のエリア別の内訳



図表8 増減した空室区画の規模別内訳



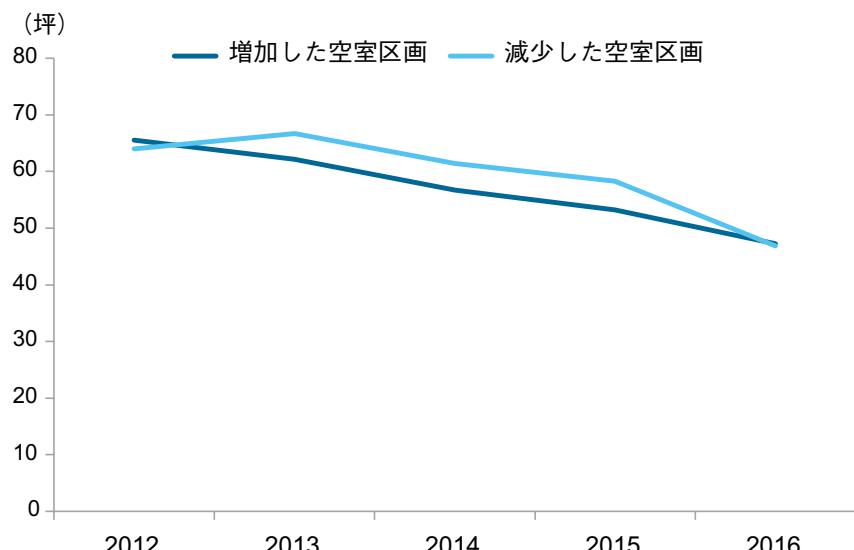
次に、物件規模別の集計を行った

【図表8】。なお、延床面積が不明の物件は集計から除いています。大規模物件の区画が3割弱、中小規模物件の区画が7割強となっている。年ごとに見ると、2012年の大量供給の影響によりテナント入れ替えが進んだと思われる2013年は、大規模物件の増加および減少が多くなっていたものの、全体としてはその割合はほぼ一定である。

物件規模による割合はあまり変わらないが、実際にテナントが入居する区画の面積はどう変化してきたのであるか。増加した空室区画、減少した空室区画について、区画面積を各年で平均した【図表9】。

2012年以降、取引される区画の平均面積は小さくなる傾向にある。これは、空室ストックのうち、大きな区画の在庫が減ってきており、より小さい区画の取引が増えているためと考えられる。また、区画の平均面積を比較すると、減少した区画のほうがわずかに大きいことから、テナントには現状よりも大きい区画に移転したいニーズがあることがうかがえる。実際の現場においても、ワンフロアへの集約移転が

図表9 平均区画面積



難しく、複数フロアに分かれて入居したり、分室を作ったりするなどといったケースが増えてきている。

空室区画数は2012年以降、空室率の低下に伴って減少しており、2016年は2012年の半分程度となっている。

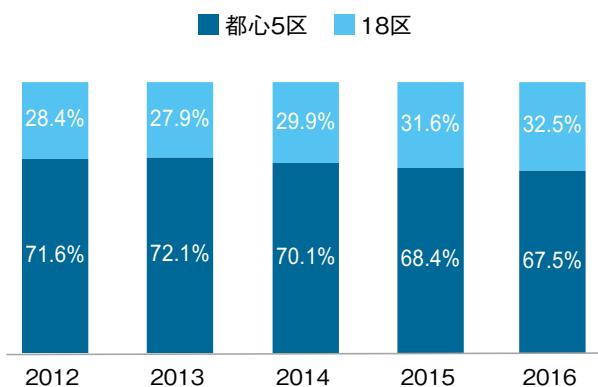
④ 空室ストックの特徴分析(空室ストックの特徴をとらえる)

このように空室が動いた結果、空室ストックの中身はどのように変化したのだろうか。空室増減量の集計に用いたデータを使い、各年における期末時点の空室在庫について、その特徴をみた。ここでも空室の数を見るため、「面積」ではなく、空室の「区画数」を集計している。

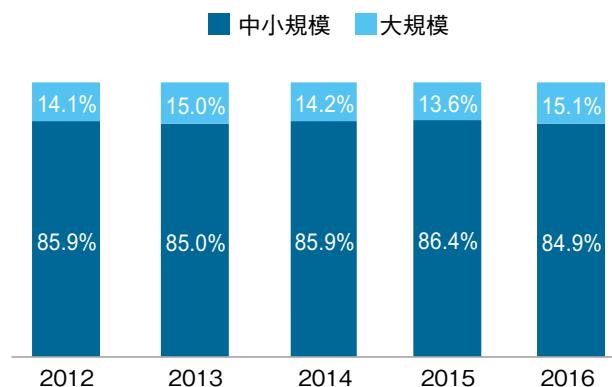
特徴的なところでは、エリア別にみた結果、都心5区の空室ストックの割合が減少傾向にあることが確認できた【図表10】。都心5区の空室消化率が周辺18区に比べて高いことから、空室の消化スピードが速く、結果として5区の空室ストックの割合が減少していると考えられる。

物件規模の内訳は2012年以降、大規模物件の区画が15%前後、中

図表 10 空室ストックのエリア別内訳



図表 11 空室ストックの物件規模別内訳



小規模物件の区画が85%前後と安定して推移している【図表11】。

区画の面積で集計すると、2012年以降50坪未満の小さな区画の割合が増加している【図表12】。区画数でみると、50坪～300坪未満の手頃なサイズの区画はこの5年間で半分以下となっていた。

おわりに

本稿では空室に関する4つの指標・分析を紹介した。①空室増減量や②空室消化率は、新たにマーケットの「活発度」を捉える材料として利用できると考えている。たとえば、空室率や成約賃料に変化がない場合でも、実際の成約面積が多ければマーケットは活発であると言えるだろう。逆に空室率が下がっていても、そもそも成約面積が少なければ、マーケットの活発度が低下しているおそれがあり、今後の動向を注意深く見ていく必要があるだろう。

また、オフィスマーケットは様々な立地・規模・築年数などの個性を持った個別物件の集合体であり、一口に空室率が低下・上昇した、あるいは成約

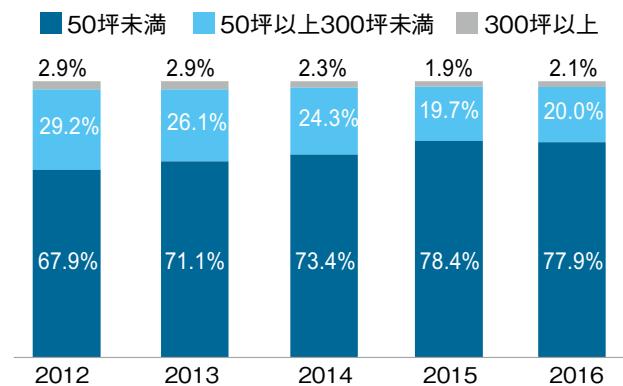
賃料が上がった・下がったと言ってもその中身は画一的に解釈できるものではない。したがって、③と④の特徴分析で行ったように、空室在庫の特徴やその変化などを追うことで、現在の市場の商品力を

測るとともに、マーケットに起きている変化を把握することは、市場の透明性を高めることに加え、より正しく予測を立てるうえでも重要となってくるだろう。

我が国では、専ら空室率が重視されているが、海外では空室に関する様々な指標が用いられており、我が国においても、実務のレベルアップと透明性の観点から、その充実が急務といえる。本稿はその一助となれば幸いである。

なお、本稿において紹介した指標・分析は「空室」という、いわば「商品在庫」に焦点を当てたものであり、取引が行われた（成約した）結果

図表 12 空室ストックの区画面積別内訳



を反映している。すなわち、調査に表れるのは「顕在需要」である。その一方で、空室消化率の上昇などから鑑みると、空室在庫が減ってきていたために移転したくてもできないテナントの需要、すなわち「潜在需要」も一定量あると推測されるが、これらについては本調査では把握することができない。

今回は、「空室増減量」を切り口に、空室について深堀りした分析を行った。ザイマックス総研では、四半期ごとにオフィスマーケットレポートをホームページで発表しているが、これらのほかにも、テナントの需要にフォーカスしたアンケート調査や、供給面で

は新規供給量調査、ストックについて
はオフィスピラミッドなども発表してお
り、それらと組み合わせてみることで
マーケットの需給をより多面的にとらえ

ることができると考える。今後とも、
マーケットの透明性を高めるべく、有
用な指標の開発や情報の発信を行つ
ていくつもりである。

※本稿中の図表は、すべて株式会社ザイ
マックス不動産総合研究所による作成
※端数処理のためパーセンテージの合計が
100%にならない場合がある。

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、CRE、FRCIS、MAI、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。

わたなべ まどか

2002年ザイマックスグループ入社。オフィスビルの会計管理業務に従事した後、情報システム部にてグループ内運営管理物件の基幹システム開発やデータベース管理業務に従事。2013年より株式会社ザイマックス不動産マーケティング研究所（現・ザイマックス不動産総合研究所）にて調査・研究業務に従事。主にオフィスビルにおける契約・会計関連データを利用した指標開発業務を担当。京都大学法学部卒業。

きくざわ きょうこ

2015年ザイマックスグループ入社。株式会社ザイマックス不動産総合研究所にて主にオフィス市場分析・ビルエネルギーに関する調査研究・賃貸管理データを用いた指標開発を担当。京都大学大学院農学研究科農学専攻修士課程修了。