

コロナ禍において、オフィス継続賃料はどうなる？

～ 感染状況次第で下落圧力がかかるも、影響は軽微か ～

2021 年 2 月 22 日

株式会社谷澤総合鑑定所

主席アナリスト 渡部 光章

[要約]

◆コロナ禍において、東京都心部における足元の空室率は上昇に転じ、これに伴い新規賃料にも下落の兆しがみられている。新規賃料の下落を想定した場合、継続賃料がどれくらい影響を受けるのか。本稿では、新規賃料と継続賃料の関係を分析し、コロナ禍における継続賃料の見通しを行う。

◆新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）の影響を受け、我が国における 2020 年度の実質 GDP は大幅なマイナスになるであろう。しかしながら、2021 年度以降は、ワクチンの普及とともに回復し、プラスの成長率となる見通しである。こうしたメインシナリオによれば、東京都心部におけるオフィスの空室率は、一時上昇するものの、その後、マクロ経済の回復を背景に横ばいを維持する見込みである。新規賃料についても空室率の上昇に伴い、若干下落するものの、その後、横ばいを維持するであろう。

◆ただし、新型コロナウイルス感染症のさらなる拡大等を前提としたリスクシナリオにおいては、新規賃料の下落率が大きくなる懸念がある。新規賃料の下落が鮮明となった場合、継続賃料がどれくらい影響を受けるのか。その動向を占う上で、ファンドバブル期後（2007 年から 2009 年）の両賃料の動向が参考になろう。ファンドバブル崩壊後においては、新規賃料の下落が先行し、その後、継続賃料が下落した。簡単な計量モデルによる検証でも、新規賃料は、ラグをもって、継続賃料の動向に影響を与えるとの結果を得た。

◆こうした新規賃料と継続賃料の関係を前提とすれば、メインシナリオにおいては、新規賃料の若干の下落により、継続賃料にも下落圧力がかかるであろう。しかし、その影響は小さく、継続賃料は、概ね横ばいを維持する可能性が高い。これに対して、リスクシナリオのケースでは、新規賃料の下落が鮮明となり、継続賃料についても緩やかな下落が懸念される。ただし、アベノミクス以降の新規賃料のボラティリティは、ファンドバブル期に比して、低い。そのため、継続賃料に対する下落圧力も相対的に弱く、その下落は限定的なものとなる見通しである。

¹ 本稿は、筆者による不動産の主要分野についての市場変化や中長期的な見通しを示したものにすぎず、必ずしも、当機関の意見を示すものではないことに留意。

1. はじめに

新型コロナウイルスの世界的大流行（パンデミック）により、世界経済は大打撃を受けている。我が国においても例外ではなく、足元において、2 度目の緊急事態宣言が出されるなど実体経済への影響は極めて大きく、2020 年度における実質 GDP は、大幅なマイナス成長となる見込みである。一方、コロナ・ショックにより、一時急落した世界の株式市場は、中央銀行による緩和的な金融政策の維持や雇用維持対策のパッケージプログラム等の政策を背景に活況を呈している。我が国における不動産投資市場に目を転じて、欧米のロックダウンの断続等による世界経済の足踏み状況を横目でみながらも、資金の流入が続いている²。第2 次安倍政権発足以来、長期的に上昇トレンドで推移してきた日本の不動産価格は、その水準を維持できるのか？

一般に、不動産価格の変動要因は、①キャッシュフロー（NOI）要因、②キャップレート要因及び③ミスプライシングの3つに分解することができる。このうち②キャップレート要因については、現行の緩和的な金融政策を背景として、一部の用途を除き横ばいを維持する、というのがコンセンサスとなっている³。キャップレート動向の先行指標となる不動産業に対する金融機関の貸出態度（DI）の推移をみても、リーマン・ショック時にみられたような急激な悪化はみられていない⁴。従って、上記の問いに対する答えは、①キャッシュフローの見通しに負うところが大きい。

①キャッシュフロー（NOI）要因⁵については、用途により見通しが異なる。物流施設や賃貸住宅については、安定的なキャッシュフローが見込まれるが、ホテル・商業施設等のオペレーショナルアセットについては、コロナ禍における需要の減退が回復するまで時間を要するであろう。

オフィスについては、コロナ禍における「新しい働き方」（リモートワーク）の浸透により、需要の減退が懸念されており、新規賃料のネガティブな見通しについては、メディア・レポートなどにより、既に指摘されている⁶。しかしながら、厳密には、NOI に影響を与える賃料は、新規賃料ではなく、現行のテナントを所与とした継続賃料の割合が大きい。例えば、J-REIT の場合、その保有するオフィスビルは、既に相対的に高い稼働率を有することから、分配金の主な源泉となる NOI への影響度が大きい賃料は、新規賃料ではなく、継続賃料である⁷。こうしたことを鑑みれば、継続賃料についての見通しを持つことは、今後の不動産投資戦略を考える上で、有用であろう。

² JLL『ジャパンキャピタルフロー2020 年1 月-9 月期』によれば、世界の不動産投資額ランキングで東京が首位となった。ロックダウンを行った欧米に比べ相対的にみれば影響が軽微である日本への関心が高まっている。

³ 早稲田大学大学院川口研究室『第31 回不動産投資短期観測調査』によると、今後半年（2021 年6 月期）のキャップレートの見通しは、ホテル以外の用途については、概ね横ばいである。ただし、物流施設についてはさらに改善する見通しとなっている。

⁴ 日銀公表の短観調査を参照のこと。金融機関の貸出態度がキャップレートに先行する理由は、不動産の取得に当たっては、一般的に、デットが不可欠であり、その調達難易が、買い手の多寡に影響するからであると考えられる。例えば、東急リアル・エステート投資法人第17 期決算説明会資料（P23）等を参照のこと。

⁵ 本稿においては、具体的には、キャッシュフロー（NOI）の主な源泉となる賃料に着目する。

⁶ 新規賃料の見通しについては、例えば、日経不動産マーケット情報2020 年1 月号、アナリスト予測『弱含むオフィス需要、下落幅は次第に緩やかに』等がある。しかしながら、継続賃料の見通しについて、焦点を当てたレポートは、筆者の知る限りみられない。

⁷ コストの削減とともに、継続賃料の上昇を実現し得るかが、内部成長を描くに当たり、極めて重要なファクターとなる。

本稿の主要な目的は、都心部におけるオフィスの継続賃料についての見通しを行うことである。まず、第2節において、新規賃料の足元の動向を確認する。次に、第3節においては、新規賃料の見通しを行い、当見通しをもとに、第4節において、継続賃料の見通しを行う。

2. コロナ禍において空室率は上昇、新規賃料には下落の兆しもみられる

新規賃料の上昇（下落）は、契約改定時の賃上げ（賃下げ）要求を誘因するため、フォワードのNOIに間接的に影響を与える。新規賃料と継続賃料の乖離がある程度縮小するまで賃上げ（賃下げ）圧力の可能性が残るため、継続賃料の上限値（下限値）を把握する上では、新規賃料は重要な指標となる。そのため、まず新規賃料について足元の動向を確認する。

コロナ・ショックを契機に東京主要5区におけるオフィスの空室率は上昇している。2012年以降、アベノミクスを背景として空室率は下落してきた。しかしながら、コロナ禍において、空室率は上昇に転じており、2020年第1四半期に1.5%であった空室率は、2020年第4四半期では4.5%に達している。

一方、同エリアの新規賃料⁸をみると、空室率の上昇に伴い、足元で若干の下落がみられる（図表1）。2011年第4四半期に16,000円/坪台であった新規賃料は、2020年第2四半期には、26,200円/坪まで上昇したものの、2020年第4四半期には僅かに下落し、25,500円/坪となった。

ただし、空室率及び新規賃料の動向は、エリアにより差がみられる。エリア別の空室率の上昇幅（2020年第4四半期における対前年同期比）をみると、丸の内・大手町エリアのように空室率が下落しているエリアもあれば、渋谷・恵比寿エリア等在宅勤務がしやすい業種が集積するエリアにおいては、相対的に高い上昇幅が観測されている⁹。

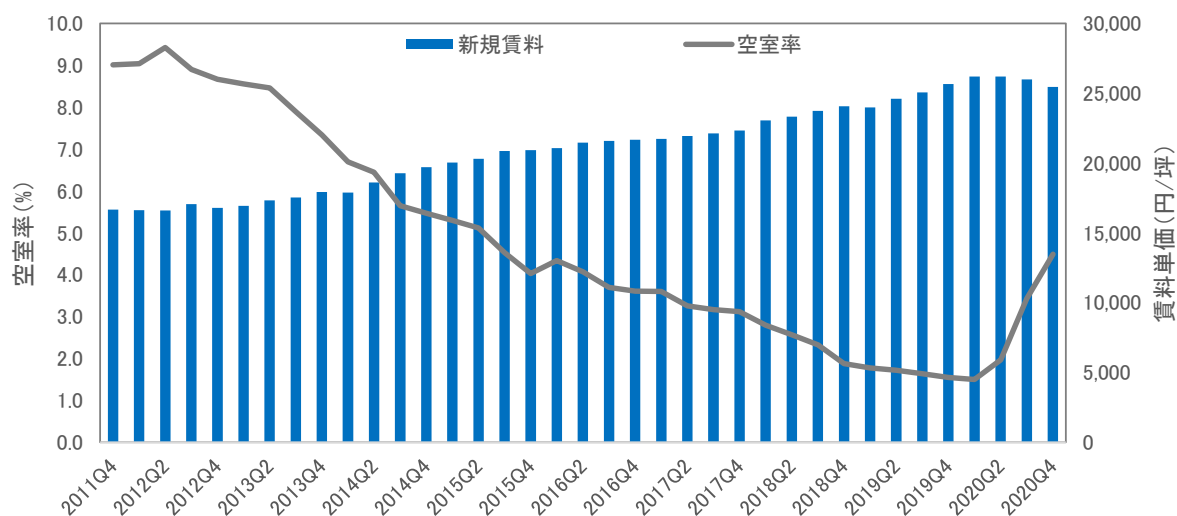
東京主要エリアにおける新規賃料の年変動率（2020年第4四半期における対前年同期比）をみても、八重洲・京橋・日本橋地区エリアのように若干の上昇となっているエリアもあれば、渋谷エリアのように大幅な下落となっているエリアもある（図表2）。また、大規模ビル（基準階面積300坪以上）は、多くのエリアで下落がみられるのに対し、中規模ビル（基準階面積100坪程度）については、横ばいのエリアが多く、規模により変動に違いが見られる。このように、足元の新規賃料は、エリア・規模により変動にばらつきがみられており¹⁰、下落の兆候がみられるものの、そのトレンドは鮮明ではない。

⁸ 日経不動産マーケット情報が公表するエリア別「想定成約賃料（平均値）」の中から、東京主要5区に存するエリアのみを抽出し、その平均値を用いた。当賃料は、複数のオフィス仲介会社にヒアリングしてまとめたものであることから、速報性に優れるという特徴を有する。なお、本稿においては、築10年、駅から徒歩5分程度、基準階床面積100坪程度の想定賃貸オフィスビルについて、テナントとの契約が成立する平均的な賃料水準（想定成約賃料）を用いている。

⁹ シービーアールイー株式会社『オフィスマーケットビュー2020年第4四半期』によれば、空室率の上昇幅（対前年同期比）は、丸の内・大手町エリア:-1.0pts、渋谷・恵比寿:+2.8pts、六本木・赤坂:+3.6ptsであった。

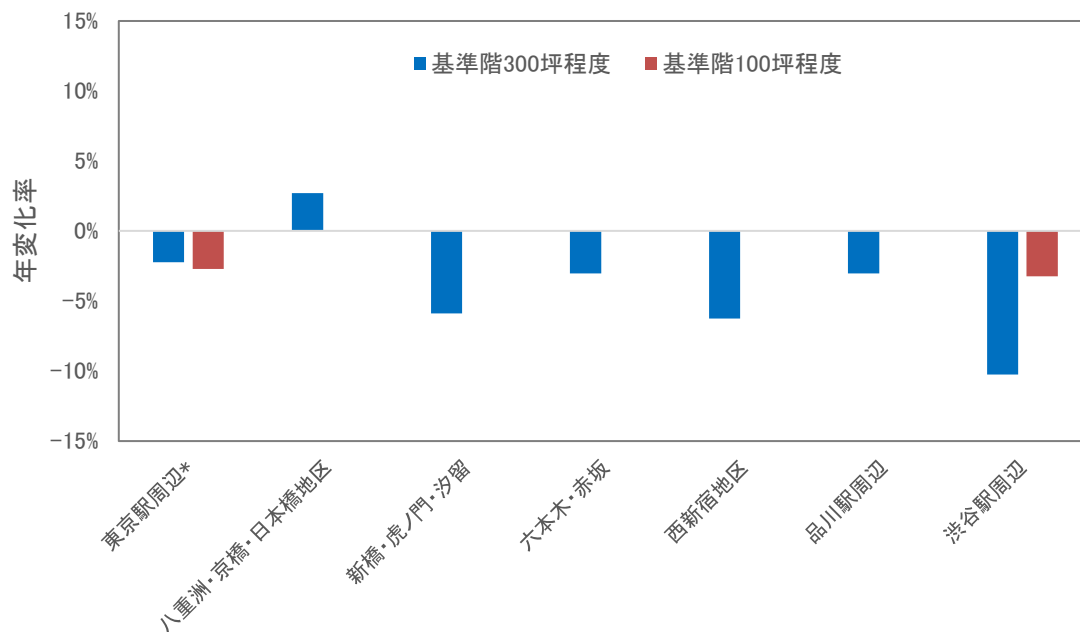
¹⁰ ファンドバブル崩壊後においては、エリア・規模に関わらず新規賃料の下落が観測され、下落トレンドが鮮明となった。

図表 1 東京主要 5 区のオフィス空室率及び新規賃料の推移



(出所) 新規賃料: 日経不動産マーケット情報の資料を基に筆者作成、空室率: 三鬼商事

図表 2 東京主要エリアにおける新規賃料の変動率(2019 年 Q4 から 2020 年 Q4)



(出所) 新規賃料: 日経不動産マーケット情報 *東京駅周辺・・・丸の内・大手町・有楽町・内幸町

3. 新規賃料は下落傾向を示すも、2022 年以降は、横ばいになる見通し

このように下落の兆しがみられる新規賃料であるが、今後はどのような方向性を示すのか。ここでは、シナリオ別に新規賃料の見通しを行う。

<メインシナリオ>

足元においては、国内外における新型コロナウイルスの感染拡大が、消費及び輸出を下押ししており、2020 年度における我が国の実質 GDP は大幅なマイナスになるであろう。しかしながら、その後ワクチンの普及とともに回復し、2021 年度以降はプラスの成長率となる見通しである。こうしたマクロ経済の回復に伴い新規需要も回復に向かうが、2021 年は、その回復は緩慢なものとなり、新規供給を吸収しきれないであろう。こうした場合、2021 年は需給バランスが若干崩れる懸念がある。

2022 年については、新規供給が相対的に少ない一方、新規需要は堅調に回復することから、需給バランスは若干改善されるであろう。2023 年には、「虎ノ門・麻布台プロジェクトメインタワー」を筆頭に大規模なオフィスビルの竣工が計画されており、相対的にまとまった新規供給があるが、マクロ経済の回復に伴い、新規需要の回復が続くことから、需給バランスが大幅に崩れることはないであろう。

2024 年以降については、新型コロナウイルス感染症の終息により、マクロ経済の成長も相対的に高くなり、新規供給を上回る新規需要も期待されよう。こうした仮定の下では、需給バランスはさらに改善し、新規賃料が 2020 年の水準まで回復することも視野に入る。しかしながら、本稿においては、特に将来における新規供給の不確実性を考慮し、2024 年以降の新規賃料は概ね横ばいで推移するものと仮定する。

本メインシナリオ¹¹によれば、空室率は、直近においては上昇するものの、その後、マクロ経済の回復を背景に横ばいを維持する見込みである。新規賃料も空室率の上昇に伴い若干下落するものの、2022 年以降は、概ね横ばいを維持するであろう（図表 3）。

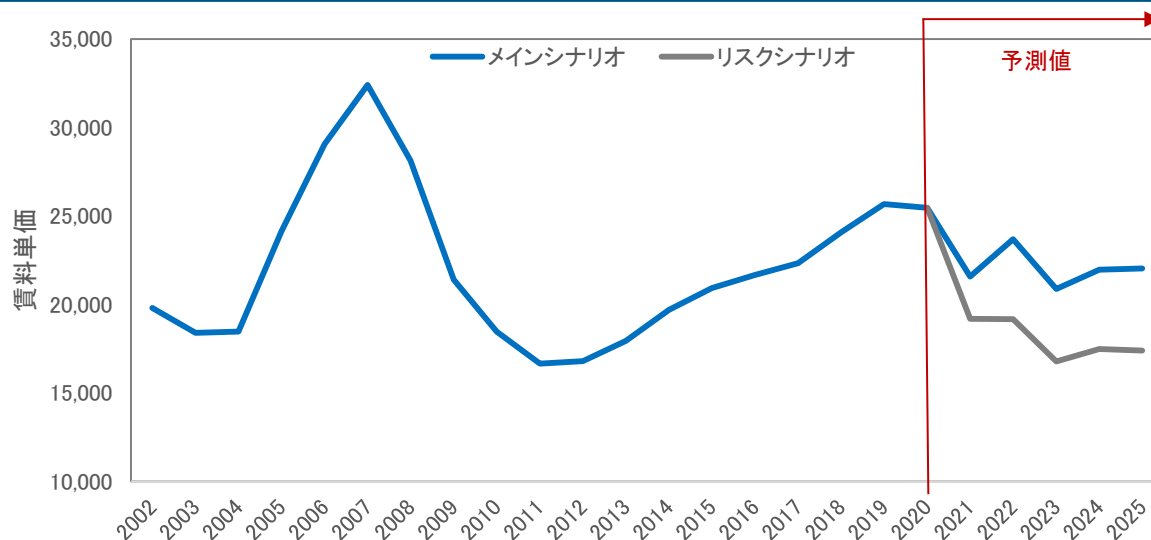
<リスクシナリオ>

ただし、新型コロナウイルス感染症のさらなる拡大等を考慮したリスクシナリオにおいては、新規賃料は、下落傾向となる見通しである（図表 3）。上記メインシナリオは、ワクチン普及による個人消費や輸出の増加等を前提としたものであり、その普及が遅れた場合には、实体经济の回復が遅れる可能性もある。日欧米でロックダウンや緊急事態宣言が断続的に行われた場合には、個人消費や輸出の回復は遅れ、2 期連続のマイナス成長となる懸念もあろう。

¹¹ ここでは、オフィス賃貸マーケットにおける新規需要がマクロ経済変数に影響を受けるというモデルを用いて予測を行った。また新規供給については、現時点において計画されているオフィスビルを集計した。なお、マクロ経済変数の予測値については、メインシナリオとして、実質 GDP でみれば、5 年平均で 1.5%程度の成長率になると仮定したものである。

新型コロナウイルスの感染収束が遅れば、メインシナリオを維持できない。こうしたリスクシナリオ¹²の場合、2022年以降も、マクロ経済の力強い回復が見込めず、新規賃料は下落傾向となる見通しである。本シナリオによると、新規賃料は下落し、今後5年間でみれば、2011年の水準まで悪化する懸念もある。

図表 3 新規賃料の予測



(出所) 新規賃料: 日経不動産マーケット情報の資料を基に筆者作成、2021年以降は筆者予測値

注) 数値は、各年末の値を示している

4. 新規賃料の下落が鮮明となっても、継続賃料への影響は軽微か

新規賃料が下落した場合、継続賃料¹³がどれくらい影響を受けるかを占う上で、ファンด์バブル期後の両賃料の動向が参考になろう。ファンด์バブル崩壊後においては、空室率の上昇及び新規賃料の下落が先行し、その後、継続賃料が下落した(図表4)。

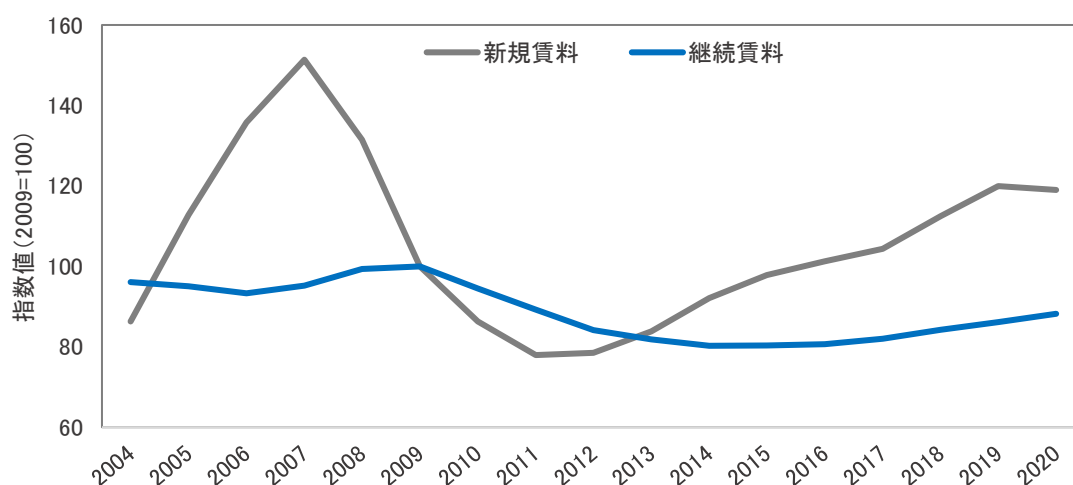
¹² ここでのリスクシナリオは、実質 GDP でみれば、5年平均で0.7%程度の成長率になると仮定したものである。なお、本リスクシナリオにおいては、コロナ禍における「新しい働き方」(リモートワーク)の影響等の構造変化を考慮していない点に留意が必要である。ただし、現状においては、リモートワークが可能な職種は限られていること、大企業を中心にオフィス解約には慎重な姿勢がみられていることなどを考えると、リモートワークが定着するにしても、その影響は長期に亘るものであろう。むしろ、短期においては、オフィス賃貸マーケットにおける新規需要への影響度は、マクロ経済変数を含む景気動向の方が大きいと考えられる。

¹³ 継続賃料は J-REIT が保有するオフィスのデータを用いて筆者推計。推計に当たっては、ヘドニック法を用いた。リピーターセールス法やヘドニック法の詳細については、早稲田大学『住宅市場動向に関する指標のあり方の検討業務に関する報告書』等を参照のこと。なお、当推計に用いた J-REIT の賃料単価データは、厳密には、区画(テナント)単位ではなく、ビル単位での賃料単価であることに留意。それでもなお、オフィスビル1棟への投資を前提とすれば、こうしたビル単位の継続賃料のトレンドを把握することには一定の有用性がある。

新規賃料は 2007 年にピークを打ってその後下落に転じたが、継続賃料のピークは、2008～2009 年であり、継続賃料もその後下落に転じている。また、新規賃料が底を打ったのが、2012 年であるが、継続賃料は、2014 年まで下落していることがわかる。

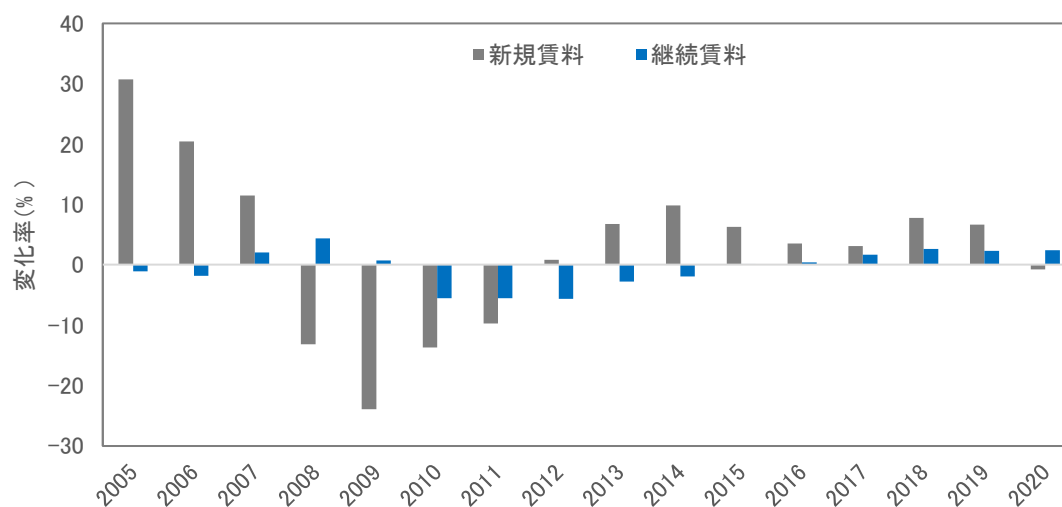
新規賃料と継続賃料の年変動率をみても、新規賃料は、2008 年から 2009 年にかけて 20% 超の下落となったが、継続賃料は、2009 年から 2010 年の下落率は、5%程度であった（図表 5）。2005 年から 2019 年の期間におけるボラティリティをみても、新規賃料の 13.4%に対して、継続賃料は、3.1%と、継続賃料のボラティリティは低い。ヒストリカルデータから、継続賃料の動向は、新規賃料に対して遅行性が認められること及び相対的にみてボラティリティが低いことが確認できる。

図表 4 新規賃料及び継続賃料の推移



(出所) 新規賃料：日経不動産マーケット情報の資料を基に筆者作成、継続賃料：筆者推定値

図表 5 新規賃料及び継続賃料の年変動率



(出所) 新規賃料：日経不動産マーケット情報の資料を基に筆者作成、継続賃料：筆者推定値

さらに、本稿においては、検証として、VAR（ベクトル自己回帰）モデル¹⁴により、新規賃料が、継続賃料の動向にどれくらい影響を与えるかの分析を行った。本稿では、VAR モデル¹⁵を用いることにより、インパルス応答関数¹⁶を通じて、新規賃料が継続賃料に対して、どのように影響を与えるかを時系列的に観察する。

当分析によると、当期における新規賃料への1標準偏差のショックは、その後の継続賃料の動向に正の影響を与えるとの結果を得た（図表6）。インパルス応答関数をみると、3年半から4年後にピークに達し、6年後には半分近くが消失する。しかしながら、影響がほぼ消えるのにはさらに1年程度を要する。これは、我が国における普通賃貸借契約の期間は、2年が一般的であることを考えると、新規賃料の動向が、その後3回の賃料改定時における増額または減額改定に影響を与える可能性があることを示唆している。従って、仮に、新規賃料の下落が鮮明となった場合、継続賃料はタイムラグをもって下落し、その下落圧力が続く可能性が高い。

上記のような新規賃料と継続賃料の関係を前提とすれば、継続賃料は、上記メインシナリオとリスクシナリオのいずれのシナリオにおいても、2022年まで若干下落し、新規賃料の下落を追従する可能性が高い。しかしながら、2023年以降は、シナリオによって継続賃料が異なる方向性を示した（図表7）。

メインシナリオにおいては、2023年以降、概ね横ばいで推移するのに対して、リスクシナリオのケースでは、緩やかな下落が懸念される。しかしながら、アベノミクス以降における新規賃料の上昇は、ファンダブル期に比して、小さい。そのため、継続賃料には下落圧力がかかるものの、その下落幅は限定的なものとなり、今後5年間の年平均下落率でみれば、2%程度に留まる見通しである¹⁷。

今後、上記のいずれのシナリオが実現するのかは、確率の問題である。しかしながら、NOIの源泉である継続賃料が安定的に推移するのであれば、オフィスセクターへの投資が、有望な選択肢のひとつであることに変わりはないであろう。

¹⁴ VARモデルの詳細については、山本拓『経済の時系列分析』創文社、1988年、139ページ等を参照のこと。例えば、2変量VAR(1)モデルを例示すれば下記の通りである。

$$\begin{aligned}x_t &= c_1 + a_1x_{t-1} + a_2y_{t-1} + u_{1t} \\y_t &= c_2 + b_1x_{t-1} + b_2y_{t-1} + u_{2t}\end{aligned}$$

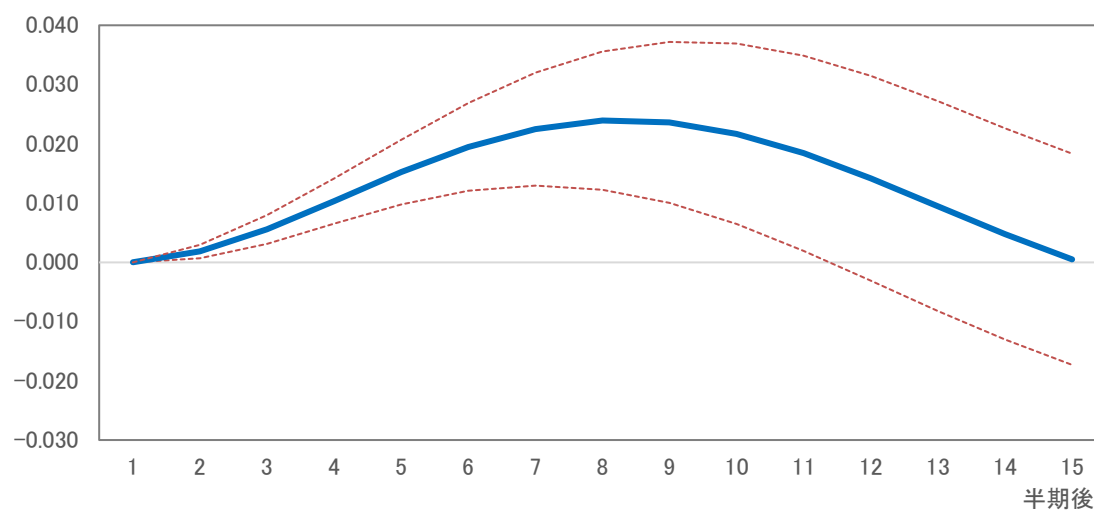
ただし、 a_i, b_i, c_i はパラメータ（定数）、 u は攪乱項である。

¹⁵ 新規賃料及び継続賃料の2変数からなるVARモデルを推定。推計期間は、2004年上半期から2020年上半期であり、ラグは、赤池情報量基準（AIC）に基づき2とした。単位根検定には検定力の低さやサイズの歪みがあること及びレベル変数のデータを用いた推定量であっても一致性が得られることを考慮（Sims, Stock and Watson(1990)）し、レベル変数のままでVARモデルを推定した。なお、ADF検定の結果では、新規賃料及び継続賃料の原系列は、ともに1次和分過程（I(1)）である。また、Johansenの共和分検定の結果、トレース検定及び最大固有値検定でともに1つの共和分関係がみられたため、小標本であることも考慮して、VECM(Vector Error Correction Model)の推定も行ったが、レベルVARの推定結果と同様の結果が確認された。

¹⁶ インパルス応答関数とは、ある変数の攪乱項へのショックが他の変数へどのように伝播するかを示す関数。

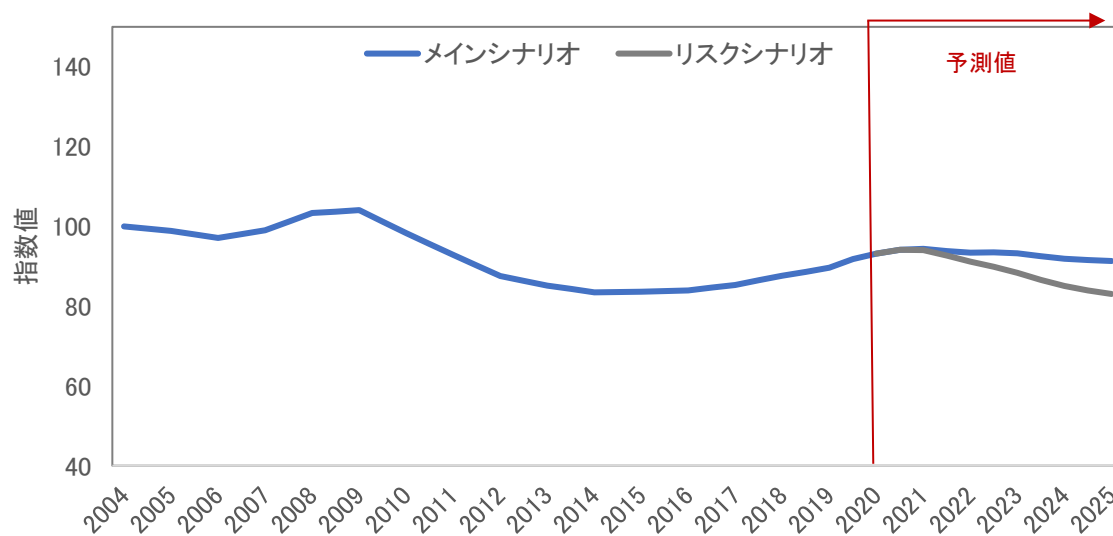
¹⁷ 継続賃料は、同一物件であっても区画・成約時期により異なる水準である等個別性が高いことから、上記の結果が当てはまらないケースもあることに留意。

図表 6 継続賃料のインパルス応答関数（対新規賃料）



（出所）筆者推定値

図表 7 継続賃料の見通し



（出所）筆者推定値

¹⁸ 青線は、1 標準偏差のショックに対する反応を示す。赤い点線は±2 標準偏差区間を示すが、ADF 検定によると、レベル変数においては、「単位根を持つ」という帰無仮説を棄却できないことに留意。

***免責事項**

当レポートは、投資判断のための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や特定の銘柄への投資の推奨を目的としたものではありません。内容は現時点での判断を示したに過ぎず、データ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましては責任を負いかねますのでご了承ください。当レポートのいかなる部分もその権利は株式会社谷澤総合鑑定所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、無断で複製または転送などを行わないようお願いします。