

※一部抜粋版になります。

鑑定セミナー

オフィスの市場分析と鑑定評価



片山 望氏
谷澤総合鑑定所



水谷 賀子氏
シービーアールイー



司会
山下 誠之氏
日本不動産研究所



山方 俊彦氏
ザイマックス不動産総合研究所

はじめに

○山下（司会） 本日はお忙しいところお集まりいただきまして、ありがとうございます。コロナ禍を経て、テレワークを併用した出社中心のオフィスワークが定着しつつあります。また、東京では、コロナ禍で空室が増加してきた中、大規模プロジェクトによる高水準の新規供給が続く状況で、表面賃料は維持しつつ長期のフリーレント等を付与するようなテナント誘致が見受けられるようになっていきます。また、福岡や札幌でも、好調が続く投資活動を背景に中心部での大型の再開発が進展しています。米国に目を転じると、IT大手の人員整理等によるオフィス需要の減退で、例えばサンフランシスコ等ではオフィスの空室の増加が顕著となっています。鑑定評価において、特にDCF法の適用に当たっては、将来の賃貸市場の動向を明示的にシナリオに織り込まねばならず、そのシナリオは十分な情報と分析によって説得力のあるものとするのが求められます。

今日の座談会では、上記のような最新のオフィス市場の動向や投資家のスタンスについて、専門家の皆様から見解をうかがうとともに、鑑定評価を行う上で重要と思われるオフィス市場分析の視点等について議論できればと思います。よろしくお願いいたします。

オフィス賃貸市場の動向

○山下 まず、オフィスマーケットの賃貸市場の現状と最新の動向について、オフィス市場の調査分析の専門家であらっしゃるザイマックス不動産総合研究所の山方さんから情報を提供いただけませんか。

○山方 ザイマックスグループは数多くのオフィスビルの管理運営を手掛けており、ザイマックス総研はそれらのデータを基に市場を分析しています。私は、その中でオフィスマーケットを30年近く見てきました。お手元にお配りした資料をベースに最近のオフィスマーケットについて説明させていただきたいと思います。

まず資料1ですが、左側が空室率と募集面積率になります。募集面積率は空室と解約予告済みで募集中の面積の合計を分子に、貸室面積を分母としたもので、他社では「潜在空室率」と呼んでいるところもあります。右側が賃料インデックス、単価の推移になります。これを見ると、コロナ禍前まで長らくオフィスマーケットの活況が続き、空室率が1%を切るまで行きましたが、コロナ禍を機に反転、上昇に転じました。今は小康状態というか、意外ともちあいというか、方向感が出ない状況が続いております。賃料に関しても、コロナ禍当初は一気に下がりましたが、その後は若干戻し、今は横ばいというふうにもいえるかもしれません。

この背景として、資料1で分母・分子で算出する空室率を見ましたが、その分子（空室面積）だけの変化を見た資料2左側の空室増減量をご覧ください。

PROFILE

山下 誠之（やました まさゆき）
一般財団法人日本不動産研究所 研究部長
不動産鑑定士



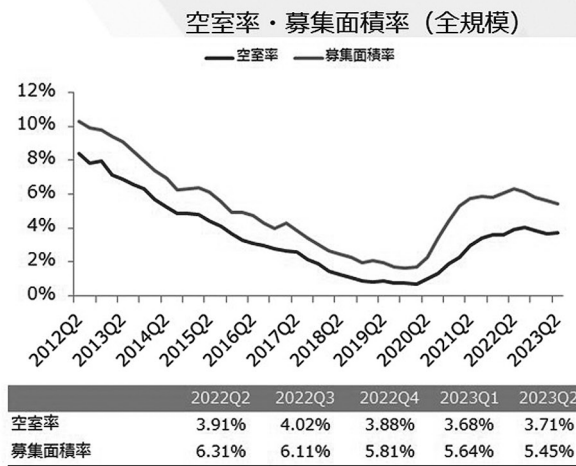
1990年代後半からDCF法など収益還元法の実用化や評価ツールの開発、市場データの整備や投資インデックス等の調査研究を担当。日本における不動産証券化市場の草創期より、証券化不動産の鑑定評価の立場から市場のテイクオフに貢献。その成果は、不動産鑑定評価基準や日本不動産鑑定協会（現・日本不動産鑑定士協会連合会）の実務指針等として結実。2007年より2年間、財務省に出向し、不動産の専門家として国有財産の有効活用方策の検討や世界金融危機前の国内外の不動産・金融市場の調査研究に従事。財務省から復帰後、金融コンサルティング業務や国際業務等の新規ビジネスの開発などを主導。現在、気候変動・不動産テック・アフターコロナ等の先進課題の研究、海外不動産市場の調査や海外機関との技術協力などのプロジェクトを推進中

2013年より公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会の常務理事・国際委員長、2014年からP P C京都大会実行委員長を兼務（2015年より副会長）、2017年から2021年6月まで副会長・鑑定評価基準委員長を歴任

【資料1】



空室率・賃料の推移



空室率が上昇し、賃料が下落するダウントレンドにあるも、足元は保合い中（方向感がでない）

（出所）ザイマックス不動産総合研究所 2023.07.25「オフィスマーケットレポート 東京2023Q2」

棒グラフの左側が空室の増加面積で、新築時の供給面積も空室と換算していますが、基本的には退去や減床によるものが中心です。右側の棒グラフは空室の減少面積で、取り壊しなどで募集をやめた面積や新築時に入居している面積も含まれますが、基本的には入居が中心になります。折れ線は先ほどの空室率です。

ここで我々が注目している点は、世の中で空室率が上がったと騒がれており、確かにそれは事実なのですが、解約が続いて退去ばかりが増えている一方ではないんだ、ということです。この右側の棒（空室減少面積）のほうも量が増えている、つまり退去も増えているが、入居も増えているという点に非常に注目をしております。これはテナント移転が活性化していることがわかる状況かと思います。

右側のグラフは、テナント企業の移転決定件数です。新聞などで

移転が公表された企業の件数を調べていったもので、移転時期ではなく、発表した時点を集計したものになります。2018年から動きを見えていますが、ご覧のとおり徐々に減っていました。この時は、マーケットで空室がどんどん無くなり、移転する場所が全然見つからない、移転したくてもなかなかできないという状況でした。それが、コロナ禍になり、移転が止まって件数が減少したままでしたが、2020年の第4四半期ぐらいから、移転を決めた企業が増えてきています。新型コロナウイルス感染症拡大によって経済的なダメージを受けたテナントは、早めに移転や退去を行っており、最近の移転は、出社率の回復に伴う手狭感に加え、働き方改革に併せ自分のオフィス・事務所をどうするかというワークプレイス戦略を見直す移転が中心になってきています。

ワークプレイスをどうするか、ということに、企業の関心度合いが非常に高まったことは、このコロナ禍を通じて実感されていると思います。実際に、経営の重要課題として、あるいはこれから見直したい



PROFILE

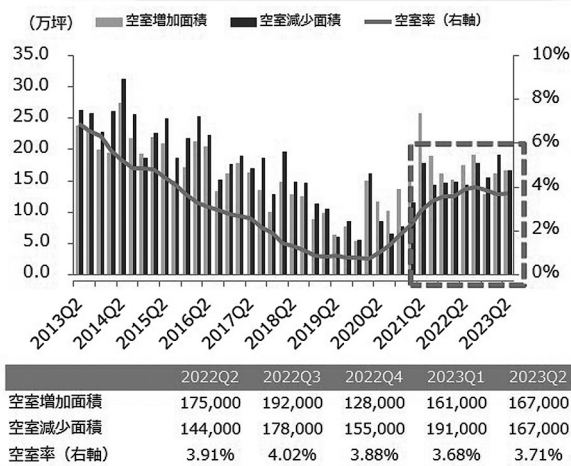
片山 望（かたやま のぞむ）

株式会社谷澤総合鑑定所 東京本社 鑑定本部 鑑定3部 執行役員 部長
不動産鑑定士

横浜国立大学経営学部卒業。同年、安田生命保険相互会社（現・明治安田生命保険相互会社）に入社。その後、1998年に株式会社谷澤総合鑑定所に入社、中国支社勤務を経て現在に至る。鑑定3部では、証券化案件から訴訟案件まで幅広い鑑定評価業務を行う

テナントの移転動向

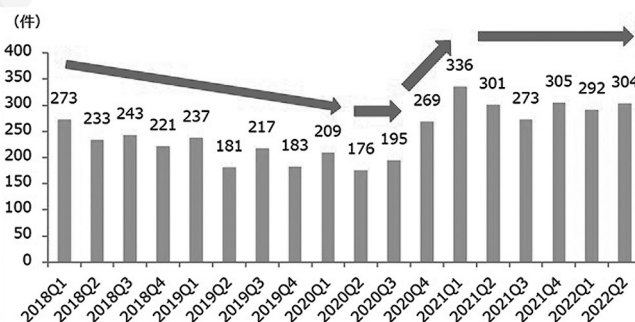
空室増減量（23区・全規模）



テナントの退去は増えたが、入居も増えている

（出所）ザイマックス不動産総合研究所 2023.07.25「オフィスマーケットレポート 東京2023Q2」

企業の移転決定件数の推移



移転を決定した企業は高位で推移している

（出所）ザイマックス不動産総合研究所 2022.12.05「最近の空室率上昇を読み解く（2022年）」

と考えている企業は、すでに6割近くいるような状況になってきています（資料3）。これから着手しようという企業が、今動いてきているというのが実態です。

資料4は、2023年春に企業向けに実施した出社・テレワークに関するアンケート調査で、現在の出社率の実態と、これからの意向を聞いております。出社率を10%刻みで並べていて、一番左の0%は出社がゼロということで完全テレワーク、一番右は100%で完全出社になります。これを見ると、実態としては完全出社が4分の1程度です。ではこれからの意向はどうかというと、やはり完全出社は4分の1程度、残りはテレワークと出社のハイブリッドが7割近くという結果でした。その出社率については、ばらついています。また、

完全テレワーク、「もうオフィスは要らない」という回答は2%程度です。

この結果から、コロナ禍の初期の段階では、「オフィス不要論」のような話が出てきましたが、オフィスが不要というのは小規模な会社など極めてわずかです。大部分の企業は出社率をコントロールしながら、ハイブリッドで働くことを選択しています。最近、電車に乗ると人が増えたと感じますが、全員が全員出社しているわけではないこともわかります。

では、そういう状況下でオフィスマーケットでは何が起きているかですが、資料5をご覧ください。直近で空室率が一番低かった2020年第1四半期と、それから2年半経った2022年第3四半期の空室率の間に市場全体で空室率が3%上がりましたが、この資料はビルの規模別と築年別で空室率とその期間に



PROFILE

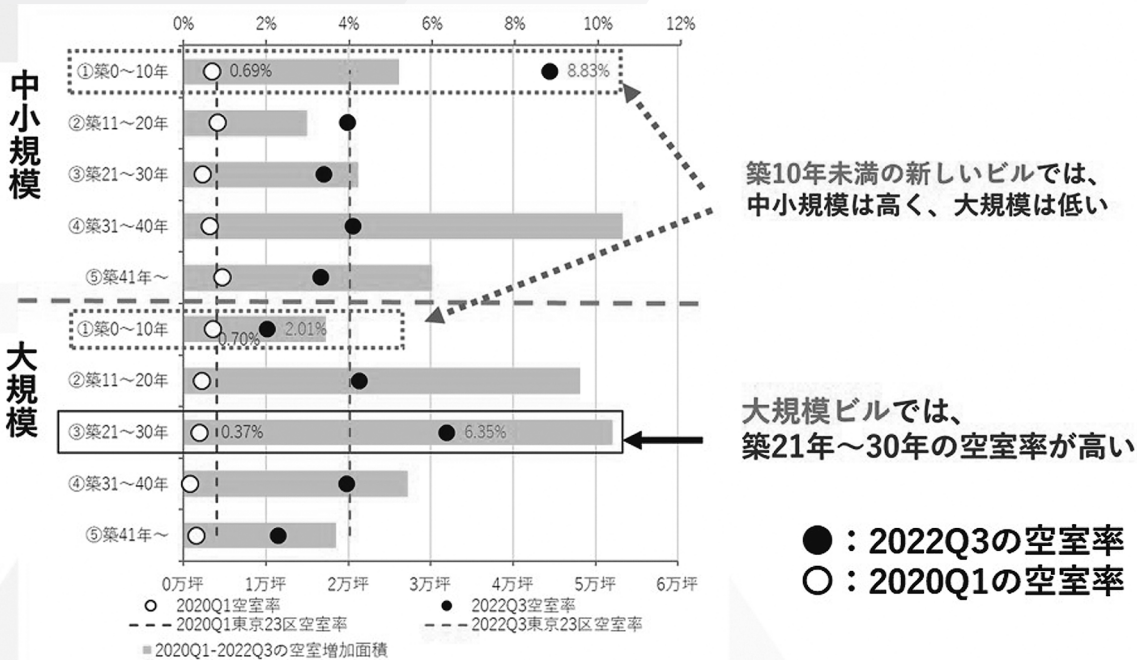
水谷 賀子（みずたに しげこ）

シービーアールイー株式会社 バリュエーション・アドバイザー&コンサルティング・サービス本部 本部長、マネージング・ディレクター
不動産鑑定士，MAI（米国不動産鑑定士），MRICS（英国不動産鑑定士）

早稲田大学文学部英文学科卒業後、東京銀行株式会社（現・三菱UFJ銀行株式会社）入行。その後、UBSグローバル・アセット・マネジメント（株）、フィッチ・レーティングスを経て、2006年シービー・リチャードエリス株式会社（現・シービーアールイー株式会社）に入社、現在に至る

公益社団法人日本不動産鑑定士協会連合会 国際委員会 副委員長。RICS Asia Pacific World Regional Board メンバー

規模別・築年別の空室率（2020年と2022年）



オフィスマーケット全体の空室率が上昇する中で、
企業によるオフィスビルの選別が進んでいる

(出所) ザイマックス不動産総合研究所 2022.12.05「最近の空室率上昇を読み解く(2022年)」

どれだけ変化したかを比較しています。白い丸が2020年第1四半期の空室率、黒い丸が2022年第3四半期です。棒グラフは、その期間に増えた空室の面積を表しています。

市場全体が良かった2020年は、規模に関係なく、どんな築年でもほとんど空室がありませんでした。それが、市場全体に空室が増えた2022年には、規模や築年によってばらつきが出ていることがわかります。たとえば、大規模ビルだけで見たときには、築21～

30年の空室が非常に増えている、あるいは、築0～10年のビルを見ると、大規模ビルはそれほど増えていないのに対して中小規模が増えているなど、差が出ています。

これが何を表しているかというと、マーケット全体の空室が増えたことによって、企業にとってはビルを選ぶ選択肢が非常に増え、ビルの選別が起こっているということです。先ほども申しましたが、空室率が1%を切ったときには、移転したくてもでき

PROFILE



山方 俊彦（やまかた としひこ）

株式会社ザイマックス不動産総合研究所 主任研究員
不動産証券化協会認定マスター、からくさ不動産塾講師

1991年日本生命保険相互会社入社。不動産部にて投資用不動産の運営実務に携わり、1997年に株式会社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年株式会社ザイマックス入社。マーケティング部で不動産のデューデリジェンスなどに従事し、2013年から現職。不動産マーケットの調査分析・研究を担当

一般社団法人不動産証券化協会市場動向委員会 委員長（2023～）

主な著書・論文：『不動産証券化協会認定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」』（一般社団法人不動産証券化協会）、「空室率と募集賃料の時系列データに基づく東京23区主要オフィスエリアのクラスターリング」（2008年春季研究発表会、日本オペレーションズリサーチ学会、共著）