

アフターコロナにおけるオフィス賃貸市場の中期予測

～ 有効求人倍率の上昇を背景に堅調に推移する見通し ～

2024年3月11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]

◆コロナ禍で世界のオフィス市況は大幅に悪化した。特に、在宅勤務が定着した米国においては、アフターコロナにおける現在でも回復の兆しがみられていない。米国における主要都市のオフィス出社率をみても2019年比で5割を下回る水準となっており、コロナ前に比してオフィス需要が大幅に減退している状況にある。これに対して、我が国のオフィス出社率はコロナ前の8割程度の水準まで回復しオフィス価格の下落もみられていない。このように落ち着きを取り戻しつつある我が国のオフィス賃貸市場であるが、こうした状況は今後も続くのであろうか。

◆東京におけるオフィス空室率の動向をみると、特に2012年末のアベノミクス以降では大幅に下落したが、2020年に入ると、新型コロナウイルスの感染拡大が確認され活動が制限される中、オフィスの空室率が上昇し、2022年中頃には7%台の水準になった。しかし、直近の動向をみると空室率の上昇は止まり、再び下落傾向となっている。賃料についても、2020年のコロナ・ショックを契機として下落傾向となったが、2022年に入ると下落傾向が止まり、直近の動向をみれば、概ね横ばいの状況にある。

◆オフィス空室率と有効求人倍率の動向には負の相関があり、その相関は高い。足元では外需が減少しているものの、インバウンドの急回復に加え内需が堅調に推移しており、2023年度以降も実質GDPはプラス圏で推移する見通しである。今後、こうしたマクロ経済の回復に下支えされ、有効求人数もさらに増加すれば、東京における有効求人倍率が上昇し空室率も下落するであろう。筆者の分析によれば、2024年は有効求人倍率の上昇が続きオフィス空室率は下落傾向が続く見込みである。2025年以降もマクロ経済の回復が続き、空室率の変動幅は下落傾向で推移する可能性が高い。今後5年間でみた空室率は、下落傾向が継続し、これに伴い賃料も概ね回復傾向が継続する見通しである。

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。

1. はじめに

世界のオフィス市況はコロナ禍で大打撃を受けた。米国やロンドンの空室率は20年ぶりの高水準に達し、米国における多くの都市の空室率は、2008年のリーマン・ショック後に記録したピークの水準を上回る状況となった²。こうした状況は、コロナ禍を脱し景気が回復傾向にある現在においても改善がみられていない。特に、在宅勤務が定着した米国においては、回復の兆しがみられておらず、在宅勤務の継続により過剰となったオフィススペースを縮小・解約する動きが継続しており、コロナ前に比してオフィス需要が大幅に減退している状況にある。

コロナ前（2019年時点）におけるオフィス出勤率を100%とした場合³のオフィス回帰率をみても、アジア太平洋では84%、欧州では71%であるのに対し、米国では50%に留まっている。主要都市別にみると、ニューヨークやワシントンで46%、サンフランシスコに至っては42%の回帰率に留まる。これに対して、2023年時点の東京における回帰率は80%と相対的にみればオフィスの出社率が高い状況にある⁴。

こうした我が国における賃貸オフィス環境の改善を背景として、オフィス銘柄群のJ-REIT投資口価格は堅調に推移している⁵。直近1年（2022年12月末から2023年12月末）におけるインプライドキャップレートの変動幅をみても、商業施設・ホテルをはじめ多くの用途が上昇傾向となったのに対して、オフィスについては下落傾向がみられている⁶。インプライドキャップレートの動向を見る限り、短期的にみれば我が国においてはオフィス価格も堅調に推移するであろう⁷。

このように落ち着きを取り戻しつつある我が国のオフィス賃貸市場であるが、こうした状況は今後も続くのであろうか。そこで、本稿では、ヒストリカルデータを用いてオフィス賃料及び空室率の動向についての分析を行う。第2節において、足元における東京のオフィスの空室率及び賃料の動向を確認する。次に、第3節では、雇用環境の動向に着目し、オフィス空室率との相関を確認する。第4節では、特に東京におけるオフィスについて今後の空室率と賃料についての見直しを行う。

² 賃貸市場の低迷により利払いの原資である賃料が減少する中で、金利も高水準となっていることから不動産向け融資が焦げ付き、金融不安につながる懸念もある。

³ 2019年の平日平均オフィス出社率を100%とした場合の2023年時点の出社率比率を示す。詳細は、JLLリサーチ『CBDの未来』を参照のこと。

⁴ アジア諸国のオフィス回帰率を都市別にみると、上海・北京・ソウルではコロナ前と同水準である100%、香港では95%、シンガポールでは90%となっており、オフィス回帰率は総じて高い。

⁵ MFI J-REITスタイルインデックスをみると、直近1年間（2022年12月末から2023年12月末）における用途別の投資口価格変動率は、オフィス：+2%、賃貸住宅：-3%、商業施設：-5%、物流施設：-9%、ホテル：-13%となっており、オフィスのみプラスとなった。

⁶ インプライドキャップレートの動向は用途により異なる傾向がみられ、ホテルをはじめ多くの用途ではインプライドキャップレートは上昇傾向であるが、アフターコロナにおけるオフィス回帰傾向などを背景としてオフィスについては下落傾向がみられている。具体的には直近1年におけるインプライドキャップレートの変動幅は、オフィス：-7b. p.、賃貸住宅：+4b. p.、商業施設：+7b. p.、物流施設：+23b. p.、ホテル：+62b. p. となっている。

⁷ 不動産キャップレートがインプライドキャップレートに追従する関係を前提とすれば、現在のところオフィスのキャップレートが上昇に転じる兆しはみられない。なお、不動産キャップレートとインプライドキャップレートの関係については、谷澤総合鑑定所『ポストコロナにおけるキャップレートの中期見直し ～緩和的な貸出態度を背景として、横ばいを維持する見直し～』を参照のこと。

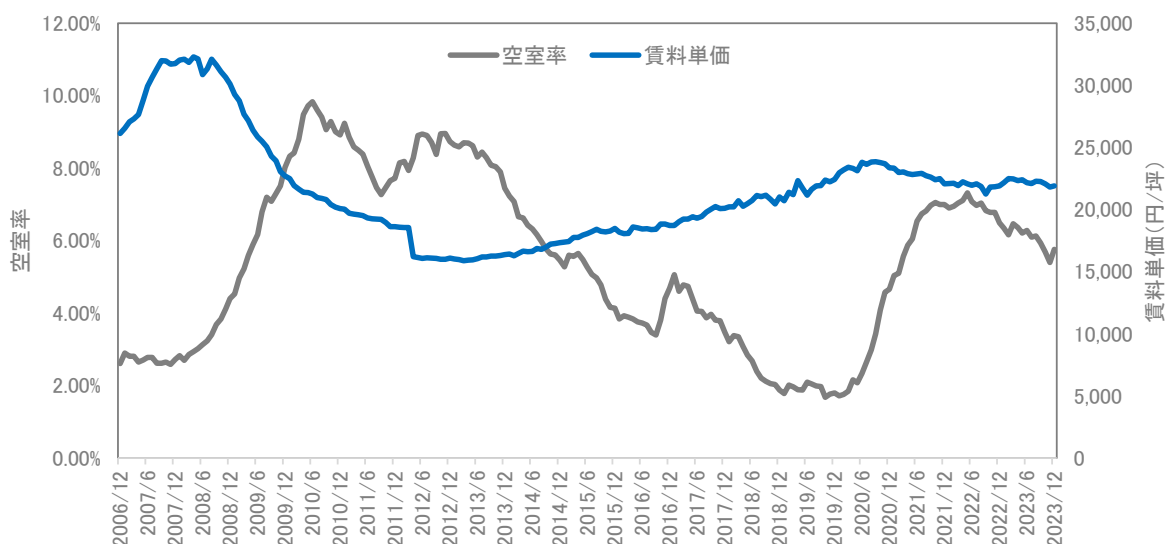
2. 直近の空室率は改善し賃料の動向には下げ止まり、回復の兆しがみられる

まず、東京主要5区におけるオフィスの賃料単価及び空室率について過去の動向を確認する。空室率は2007年のファンデバブル期には低水準であったが、サブプライム問題やリーマン・ショックを受け上昇し2010年には10%に迫る水準まで上昇した。その後、概ね改善傾向が続き、特に2012年末のアベノミクス以降では大幅に下落し、これが2019年まで持続した。しかし、2020年に入ると、新型コロナウイルスの感染拡大が確認され活動が制限される中、オフィスの空室率が上昇し、2022年中頃には7%を超える水準になった。直近の動向をみると空室率の上昇は止まり、再び下落トレンドに入っていることがわかる（図表1）。

一方、賃料単価⁸の推移をみると、空室率の下落を背景に2007年までは上昇傾向にあったが、2008年のリーマン・ショックを契機として下落に転じ、その下落は、2012年まで続いた（図表1）。その後は2019年まで上昇が続いたものの、2020年のコロナ・ショックにより再び下落傾向となった。しかし、2022年に入ると下落傾向が止まり、直近の動向をみれば、僅かながら上昇し、概ね横ばい傾向がみられている。

ただし、アフターコロナにおける賃料単価の直近の変動率をエリア別にみると異なる傾向がみられ、千代田区：-1.0%、中央区：+2.1%、港区：-6.0%、新宿区：+2.9%、渋谷区：+5.5%である（図表2）。主要5区の賃料動向は概ね横ばいであったが、その動向はエリアにより異なり、千代田区及び港区については下落しているものの、中央区、新宿区及び渋谷区では上昇している。特に渋谷エリアでは活発な移転がみられており、渋谷区の上昇率が相対的に高くなっている。渋谷エリアにはリモートワークに対応しやすいIT企業が多く、他のエリアに比して、コロナ禍でオフィスを解約・縮小する企業が多かったが、その反面、コロナ収束に伴いオフィスを戻したり、立地を重視した拡張移転をする企業も多くみられている。

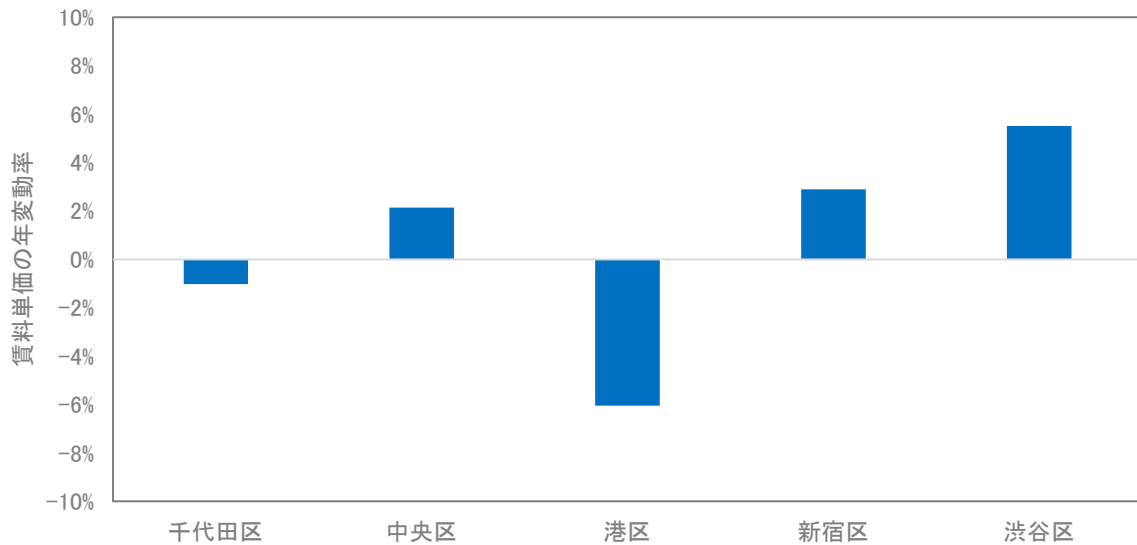
図表1 主要5区におけるオフィス賃料単価及び空室率の推移



(出所)ビルディング企画の公表資料をもとに筆者作成

⁸ 本稿では、オフィスの賃料単価として、ビルディング企画が公表している「想定成約賃料」を用いている。なお、2012年3月までは「募集賃料」、2012年4月からは「想定成約賃料」であることに留意。

図表 2 アフターコロナにおけるエリア別のオフィス賃料動向



(出所)筆者作成

注)直近の年間変動率として、2022年12月から2023年12月までの変化率を用いた

3. 雇用環境の状況は、オフィス空室率の先行指標となっている

空室率の低下の一つの理由は、拡張、オフィス環境改善等のポジティブな移転⁹が増加していることである。JLLの調査¹⁰によれば、新型コロナウイルスの感染が拡大した2020年は拡張等のポジティブなオフィス移転は55%にまで低下した。しかし、コロナ禍にありながら、2021年にはポジティブなオフィス移転が60%超となり、2022年には90%超に達し再びオフィスへの投資が活発化してきている。ザイマックス不動産総合研究所のアンケート調査¹¹でも「拡張」移転の割合から「縮小」移転の割合を控除して得られるDIは、コロナ禍ではマイナスで推移したが、近年では回復傾向となっており、2023年秋の調査において+4.8ptのプラスとなっている。

こうしたポジティブな移転理由の中でも特に注目したいのが人材採用の強化や長期雇用の維持といった雇用状況とオフィス需要との関係である。もし両者の相関が強ければ、雇用環境に関する指標がオフィス空室率の先行指標になる可能性があるからである。そこで、まず、有効求人倍率と空室率の関係を分析する。有効求人倍率が高いことは人材不足を意味し、人材確保のためより良い環境のオフィスへの（拡張）移転を誘引することから、空室率は下落傾向となるであろう。反対に、有効求人倍率が低いことは人材獲得のためのオフィス移転のインセンティブが低く、そうした移転が減少することから空室率は上昇すると考えられる。

⁹ 拡張、立地改善、スペック向上、オフィス環境改善、従業員増等の移転を示す。

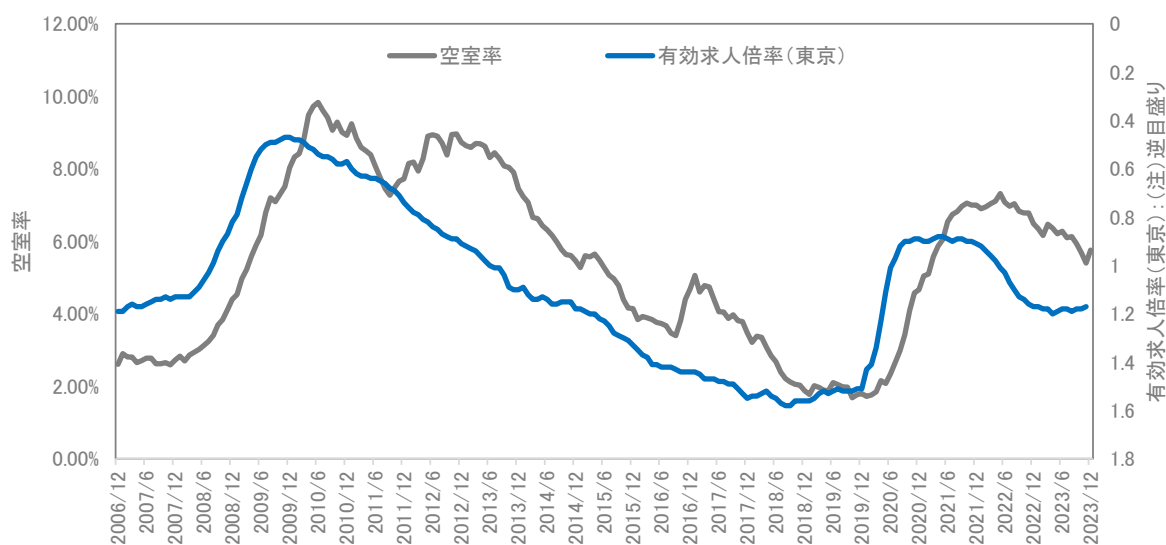
¹⁰ 詳細については、JLL『オフィス移転の目的が変化してきた』を参照のこと。

¹¹ 詳細については、ザイマックス不動産総合研究所『大都市圏オフィス需要調査 2023 秋』を参照のこと。

実際、オフィス空室率と有効求人倍率の動向には負の相関があり、その相関は高いことがわかる（図表3）¹²。例えば、リーマン・ショックの際には、有効求人倍率は大幅に下落したが（図表3における有効求人倍率は逆目盛りにしてあることに留意）、タイムラグをもって空室率も大幅に上昇傾向となった。その後、特にアベノミクス以降では、有効求人倍率の回復に伴い空室率も低下傾向となっていた。また、コロナ禍においても有効求人倍率が下落する中で、空室率が上昇する関係があったことがわかる。このような過去の動向を前提とすれば、有効求人倍率が上昇（下落）すると、空室率も下落（上昇）すると考えられる。

さらに筆者は計量モデル¹³を用いて、有効求人倍率の動向が、東京主要5区におけるオフィス空室率の動向にどれくらい影響を与えるかの分析を行ったが、この分析でも、当期における有効求人倍率への1標準偏差のショックは、その後のオフィス空室率の動向に負の影響を与えるとの結果を得た（図表4）。インパルス応答関数を見ると、3カ月後に影響がピークとなり、10カ月後にはその影響がほぼ消えることがわかる。これは、有効求人倍率の上昇が観測された場合、企業がポジティブな移転を行い、より良いオフィス環境を整えることにより人材を確保しようとすることを示唆している。従って、仮に、有効求人倍率が上昇した場合、空室率はタイムラグをもって下落する可能性が高い。

図表3 有効求人倍率及びオフィス空室率の推移

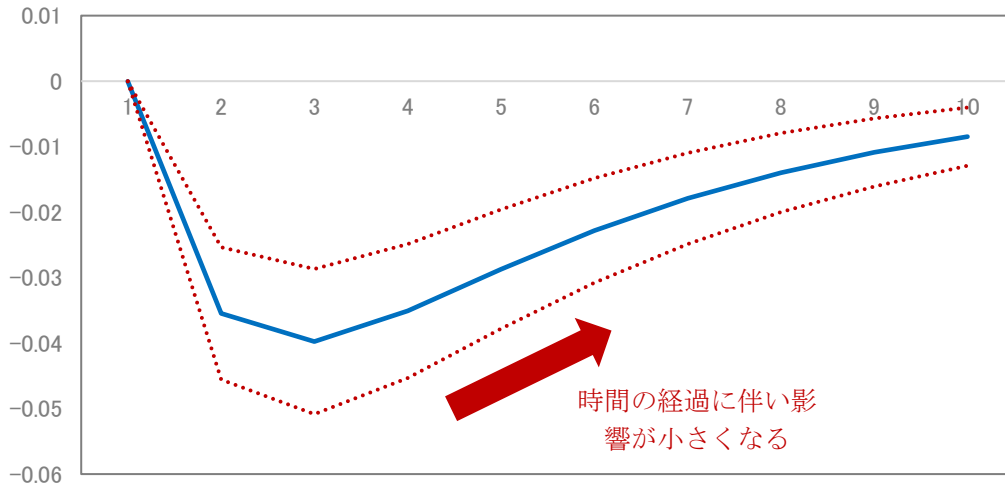


(出所)ビルディング企画及び厚生労働省の公表資料をもとに筆者作成

¹² 実際、過去の有効求人倍率とオフィス空室率の関係を確認すると両者の相関は高く、その相関係数は-0.7程度となっている。なお、本稿においては就業地ベースの有効求人倍率を用いている。

¹³ 本稿では、有効求人倍率及び空室率の2変数からなるVAR（ベクトル自己回帰）モデルを推定し、インパルス応答関数を通じて、有効求人倍率がオフィス空室率に対して、どのように影響を与えるかを時系列的に観察した。なお、VARモデルの推計期間は、2006年12月から2023年11月であり、ラグは、シュバルツ情報量基準（SBIC）に基づき1とした。また、ADF検定の結果では、有効求人倍率及び空室率の原系列は、ともに1次和分過程（I(1)）であり、Johansenの共和分検定、トレース検定及び最大固有値検定でみて共和分関係がみられなかった。従って、本稿においては、階差VARモデルによる推定を行った。なお、グレンジャー因果性の検定の結果を見ると、過去の有効求人倍率の動向の情報はオフィス空室率の予測の改善に有用であると解釈できる。

図表 4 空室率のインパルス応答関数（対有効求人倍率）



(出所) 筆者推定値

(注) 青線は、1 標準偏差のショックに対する反応を示し、赤い点線は±2 標準偏差区間を示す

4. 有効求人倍率の上昇を背景にオフィス空室率は下落傾向が続く見通し

オフィス市況は、今後どのようなようになるのであろうか。本稿では、有効求人倍率に着目し東京のオフィスについて空室率及び賃料の見直しを行う。

前節で確認したようにオフィスの空室率と有効求人倍率は相関があることから、まず有効求人倍率の直近の状況を確認する。2019年12月時点で1.51であった東京都の有効求人倍率はコロナ禍の影響により大幅に低下した。2020年12月時点では0.89であり、求人数はコロナ前（2019年）比でみて約27%減少した。その後、2021年12月時点では、有効求人倍率は0.90となっており僅かに回復傾向がみられたが、1.0倍を下回る状況であった。直近の動向をみると、回復傾向が鮮明となっており、2023年12月における有効求人倍率は、1.14となっており、1.0倍を超える状況となっている。

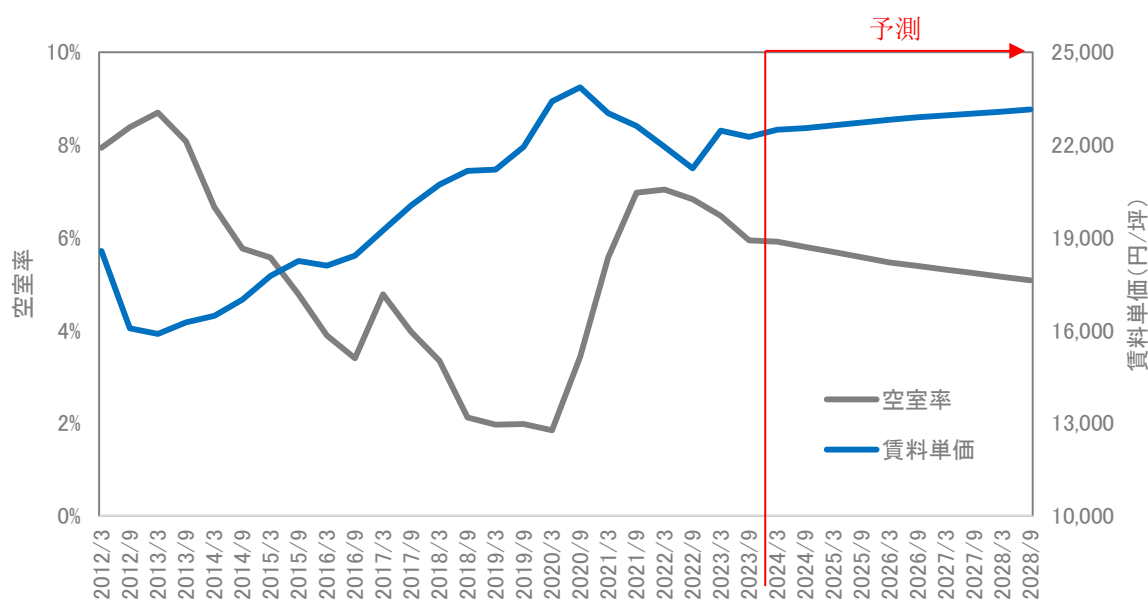
こうした有効求人倍率上昇の背景には、マクロ経済の回復がある。国内外における新型コロナウイルスの感染拡大による活動制限に伴い、特に消費及び輸出が減少したことにより2020年度における我が国の実質GDPは大幅なマイナスとなった。しかしながら、全国旅行支援やインバウンドの受け入れ緩和等により2021年度以降の実質GDPはプラスに転じており、2023年度には、新型コロナウイルスの感染症法上の扱いの見直しを実施され、経済活動の正常化がさらに進展した。足元では外需が減少しているものの、インバウンドの急回復に加え内需が堅調に推移しており、2023年度以降も実質GDPはプラス圏で推移する見通しである¹⁴。

¹⁴ ただし、マクロ経済の見直しにおいては、米中の景気減速に伴う我が国マクロ経済の悪化、資源高、逆資産効果などの下方リスクがあり、こうした前提のもとでは、オフィス空室率に上方圧力がかかる可能性もあることに留意する必要がある。

今後、こうしたマクロ経済の回復に下支えされ、有効求人数もさらに増加すれば、東京における有効求人倍率が上昇し空室率も下落する見通しである¹⁵。

筆者の分析によれば、2024年は有効求人倍率の上昇が続きオフィス空室率は下落傾向が続く見込みである。2025年以降もマクロ経済の回復が続き、空室率の変動幅は下落傾向で推移する可能性が高い。今後5年間でみた空室率は、下落傾向が継続し、これに伴い賃料も概ね回復傾向が継続する見通しである（図表5）。

図表5 東京主要5区における空室率及び賃料の中期予測



(出所) 筆者作成

***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。

¹⁵ ここでは、オフィスの空室率がマクロ経済変数及び雇用環境に影響を受けるというモデルを用いて予測を行った。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で見れば、5年平均で1.0%程度の成長率になると仮定したものである。なお、長期的にみれば、我が国における少子高齢化の進行によるオフィスへのネガティブな影響は看過できないであろう。女性や高齢者の労働参加率は高まるものの、高齢者比率の高まりにより、我が国の労働人口は減少トレンドになるであろう。こうした状況は長期的にみれば、マクロ経済の成長を押し下げる要因となる懸念もある。しかしながら、デジタル化による生産性の向上やインバウンド及びその消費単価の増加等を背景として、我が国における実質GDPは長期的にみてもプラス圏で推移する見通しである。