



AAAコンサルティング ヘッド・オブ・リサーチ (不動産鑑定士)

賀藤 浩徳

不動産市場

東京オフィス市場に異変？
感応度の鈍った空室率と賃料の逆相関

東京のオフィス市場に異変が生じている。これまでみられていた空室率と賃料の逆相関の関係において、空室率の変動に対する賃料の感応度が大きく低下している。

一般に、賃料は需給や不動産価格の変化に比べて遅行性があるといわれている。不動産鑑定評価基準においても、地価水準の変動に対する賃料の遅行性がうたわれている。つまり、不動産価格が変化しても賃料はただちにこれに追従せず、タイムラグが生じるということである。

これを、東京の大規模オフィスの空室率と募集賃料の時系列データからみてみよう。図表は、2000年からの年間データの推移である。03年の空室率のピーク(8・1%)から07年のボトム(1・4%)までは、大幅に空室率が低下したミニバブル発生期である。この空室率の動きに対し、募集賃料は、遅れを伴いながら04年から07年まで上昇を続けた。この間、坪単価が1万円近く上昇したことがわかる。次は、ミニバブルの崩壊期であるが、07年の空室率のボトムから09年まで一気に空室率が上昇した。この間、タイムラグを伴いながら、賃料は07～08年のピークから12年まで低下を続け、坪単価は

1万円強下落した。

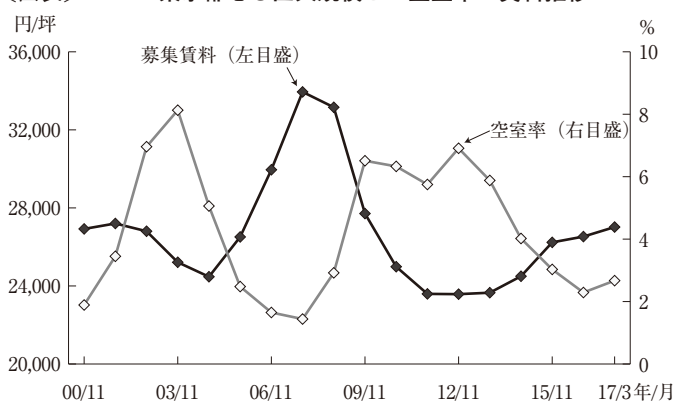
ところが、アベノミクス以降の景気回復期はそれまでの動きとは異なる。景気回復をうけて企業のオフィス床需要が旺盛であったのは確かであり、空室率は12年の6・9%をピークに直近までおおむね低トレンドを続け、足もとでは2・3%まで低下している。だが、空室率が大きく低下しているにもかかわらず、賃料は従来のように上がっており、坪単価は直近までで3400円ほどの上昇にとどまっている。

アベノミクス以降、賃料が伸びない理由の一つには、18年から始まる大規模供給をにらんだテナントの様子見姿勢があげられる。しかし、これはいまに始まったことではなく、これだけ引き締まっている足もとの需給を覆すだけの有力な説明材料にはなりにくい。

やはり本当の理由は、高額賃料で大きく床を借りるリーディング業種がないことにあると考えられる。ミニバブル時の外資系金融機関のようなリーディング業種がいまはまったく見当たらないのである。米トランプ政権が掲げる金融規制緩和・撤廃

などが今後実現すれば、外資系金融機関の収益環境改善から、ふたたび高額なオフィス床を借りる時代が到来するかもしれない。しかし、ドット・フランク法で定められている金融規制の廃止・緩和を目指すトランプ政権が、オバマケア代替法案の撤回に追い込まれるなど議会運営に苦慮しているのを見る限り、本格的な金融規制緩和・撤廃が措置されるのは当分先の話かもしれない。

東京都心5区大規模ビル空室率・賃料推移



(出所) 三幸エステート公表資料をもとに筆者作成。