

# オールグレードの成約賃料も上昇傾向

企業の業績拡大が鮮明になる中、オフィス需要は全国的に増加している。東京23区のオフィス市場では、2012年Q2※1に7.7%でピークをつけた空室率は、2014年Q2には4.8%と、2009年Q2以来6年ぶりに5%を下回った。その後も直近の2015年Q2の3.7%まで10期連続で低下している(図1)。

賃料についても、丸の内のグレードAビル※2のみならず、いずれのグレードの賃料も上昇基調にあることは、CBREが四半期毎に公表している想定成約賃料の動向からも明らかである(図2)。ただし、想定成約賃料は、延床面積2,000坪以上のビルを対象としたものである。そこで本稿では、より規模の小さいビルも含む「オールグレード※3」を対象に、実際の成約事例をもとに昨今の賃料動向を明らかにした。同時に、今後のさらなる上昇余地についても検証した。

## 執筆



シービーアールイー(株)  
リサーチ  
エグゼクティブディレクター  
大久保 寛  
Hiroshi Okubo



シニアディレクター  
鈴木 孝一  
Koichi Suzuki



アソシエイトディレクター  
貝畑 奈央子  
Naoko Kaihata

※1 Q1:3月期 Q2:6月期 Q3:9月期 Q4:12月期  
※2 東京都内のグレードAビル:立地/主要5区、規模/貸室総面積6,500坪以上・延床面積10,000坪以上・基準階面積500坪以上、築年数/11年未満  
※3 オールグレード:規模/延床面積1,000坪以上、築年数/新耐震基準に準拠

## SUMMARY

CBREは昨年、実際の成約事例をもとにケース・シラーモデル※4を用いて集計したオールグレードのオフィス賃料(以下、「CS成約賃料」)を発表し※5、2014年Q2までの動向を分析した。その時点では、想定成約賃料がすでにはっきりと上昇トレンドを示していたのに対し、CS成約賃料は依然として底這い状況を示していた。

CS成約賃料のデータが未だ上昇傾向を見せていなかったのは、ケース・シラーモデルの特性から、データの確定までに数ヶ月の時間を要するためである。今回、本稿で改めてCS成約賃料の2014年末までのデータを確定した結果、東京オールグレードの賃料は2012年Q1から上昇に転じ、2014年Q4までの3年間で11%上昇していることが確認された。また、暫定値ながら2015年Q2時点の賃料は2014年Q4からさらに1.5%上昇している。

オフィス賃料の動きは、新規需要と新規供給との格差、すなわちオフィスの「需給ギャップ」と関連する傾向が見られる。新規需要が新規供給を上回って需給ギャップがプラスであるとき、賃料は上昇傾向にある。逆に、需給ギャップがマイナスであるとき、賃料は下落傾向にある。

東京23区では2015年Q1からQ3にかけて、四半期平均の新規供給が4.0万坪であったのに対し新規需要は4.8万坪で、需給ギャップは0.8万坪のプラスであった。需給ギャップの動向は賃料に先行しているため、このことは賃料の上昇が当面続くことを示唆している。

※4 ケース・シラーモデルについては、本稿末で解説  
※5 CBREリサーチのビューポイント・スペシャルレポート  
バックナンバーはこちら▶<http://www.cbre.co.jp/JP/research/Pages/Special-Reports-ViewPoints.aspx>

図1 東京オールグレード空室率

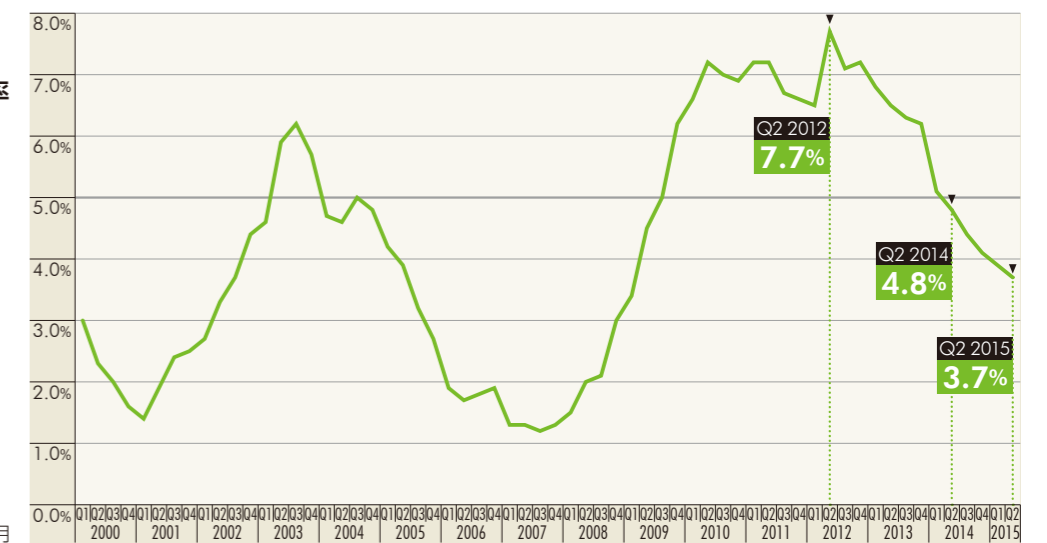
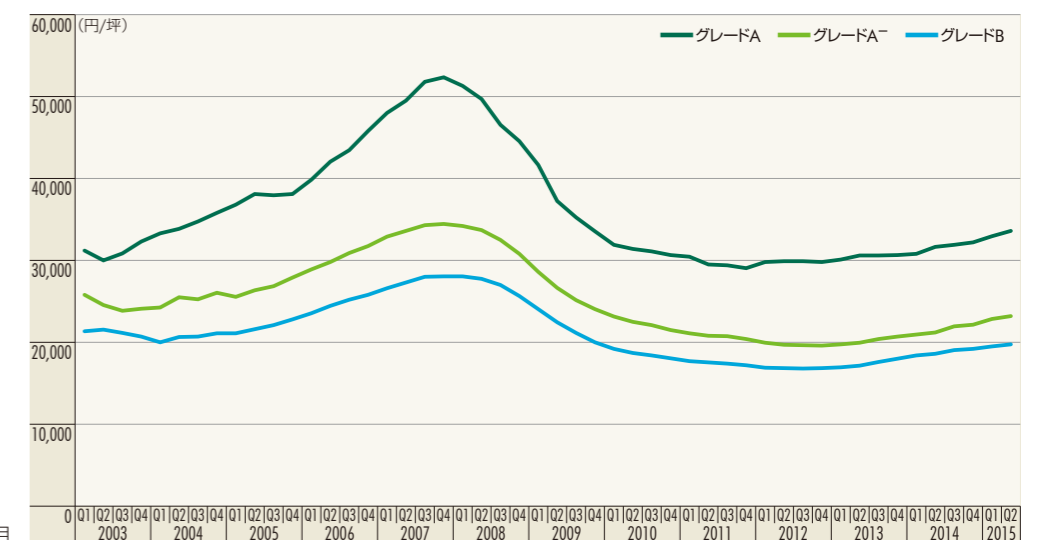


図2 グレード別想定成約賃料



# 1 CS成約賃料は、明確な上昇傾向を示す

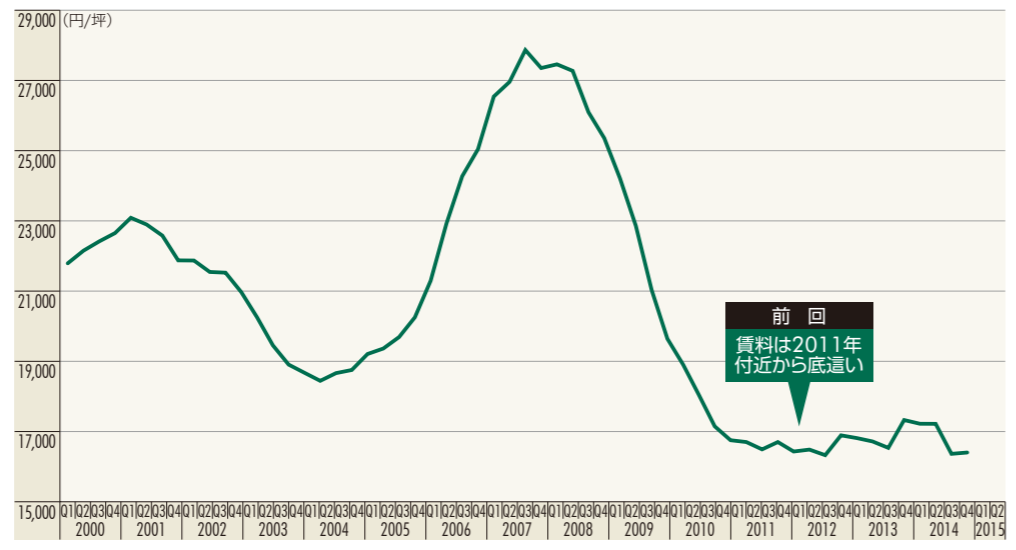
昨年CBREは、実際の成約事例をもとにケース・シラーモデルを用いて集計したCS成約賃料を発表した(2014年11月発行)。単純平均の賃料データは成約事例を分別せずに集計するため、成約事例の特性(立地や規模、築年数など)の違いが集計値を大きく左右してしまう欠点がある。

一方、ケース・シラーモデルでは同一物件毎の賃料変動を集計する。そのため集計結果は、より正確に市況の変化を反映していると言える。しかしながら、ケース・シラーモデルも万能ではない。集計方法の特性上、当該時点より後に成約した賃料事例が、当該時点のCS成約賃料に影響を与えてしまう。そこで今回、過去1年間の成約事例をもとに、あらためて東京オールグレードの2014年末までの賃料データを確定した。

前回のレポートでは、CS成約賃料は2011年から2014年Q2まで依然として底這い状態が続いていることを示していた(図3)。しかし、2014年Q3から2015年Q2の1年間、成約賃料がそれ以前の成約賃料を上回る事例が増加。これらの新たな賃料データは、ケース・シラーモデルの特性上、2014年Q2以前の集計値にも影響する。そのため、CS成約賃料は過去に遡って上方修正された。結果として、2012年Q1にオフィス賃料はボトムを打ち、2014年Q4までの3年間で11%上昇していたことが明らかになった(図4)。

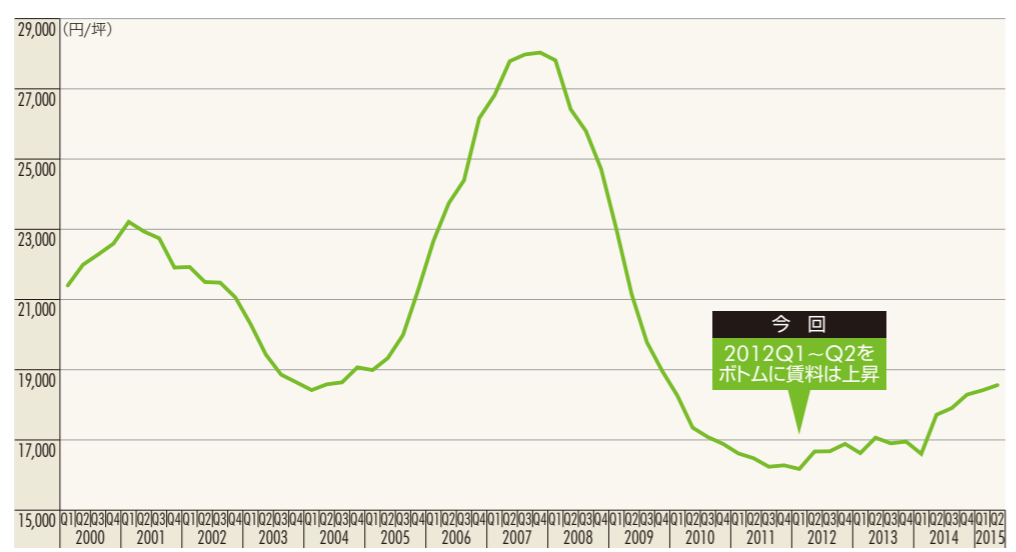
これは、CBREが四半期毎に公表している想定成約賃料が示すトレンドとほぼ同じである。また、暫定値ながら直近2015年Q2時点では2014年Q4からさらに1.5%上昇しており、賃料の上昇傾向は続いている。

# 3 CS成約賃料<前回集計>



●出典: CBRE, 2015年11月

# 4 CS成約賃料<今回集計>



●出典: CBRE, 2015年11月

# 2 さらなる賃料上昇の余地

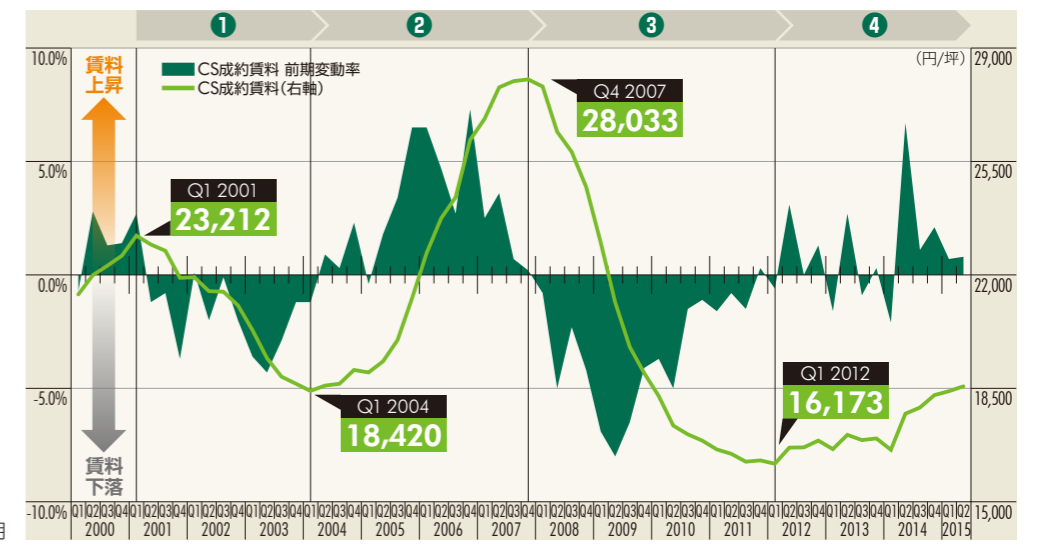
オフィス賃料には、景気動向とほぼ連動して上昇と下降を繰り返すサイクル性がある。過去15年間で振り返ると、CS成約賃料のピークは2001年Q1、2007年Q4の2回、ボトムは2004年Q1、2012年Q1の2回見られた。そして現在は、2012年Q1を起点とした上昇局面にある。

(図5)は東京オールグレードのCS成約賃料とその変動率(前期比)※6を示したものである。過去の賃料のサイクルは、2001Q1~2004年Q1までの12四半期(賃料下落局面①)、2004年Q1~2007年Q4までの15四半期(賃料上昇局面②)、そして2007年Q4~2012年Q1までの17四半期(賃料下落局面③)に分けられる。賃料の上昇・下落局面が入れ替わるサイクルが12~17四半期であるとする、2012年Q1を基点とする現在の上昇局面④のピークは、2015年Q1から2016年Q2にかけてのいずれかのタイミングとも考えられる。

しかし、賃料の転換点を予想する上で重要なのが、賃料に先行する空室率の動向だ。(図6)はCS成約賃料の前期比と空室率の前期比変動(当期と前期の差)の関係図であり、両者はほぼ相関している。すなわち、空室率が前期比でマイナス(もしくはプラス)に転じると、賃料はそれにやや遅れて上昇(もしくは下落)に転じるという傾向がある。

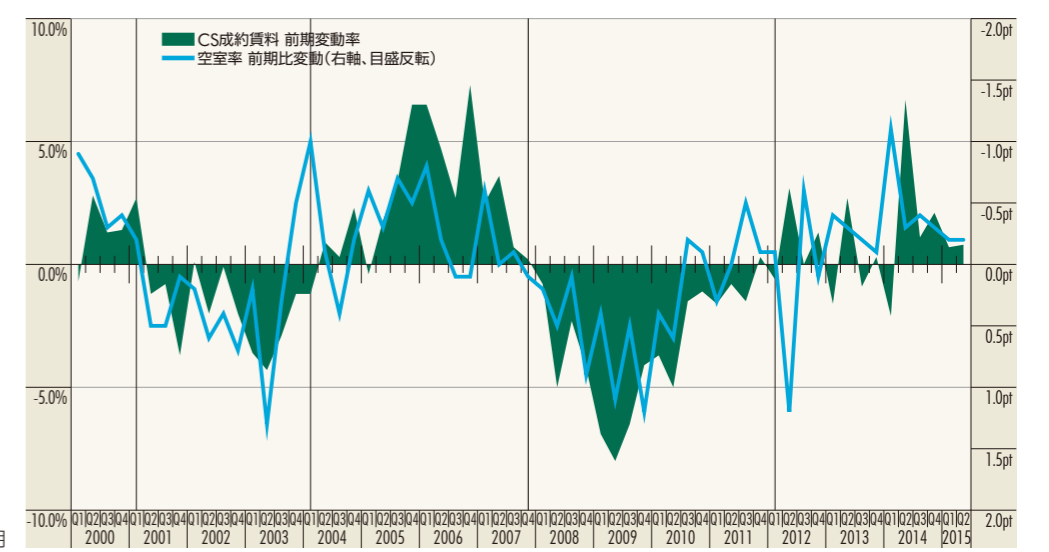
今後2015年から2017年にかけての3年間で展望すると、東京23区では毎四半期に平均4万坪の新規供給が見込まれている。すなわち、空室率が今後も低下し続けるためには、毎四半期4万坪超の新規需要※7が必要ということになる。直近の2015年Q1からQ3にかけて、四半期平均の新規供給が4万坪であったのに対し新規需要は4.8万坪で、需給ギャップは0.8万坪のプラスであった。需給ギャップを見る限り、空室率が上昇基調に転じる兆候は今のところ見られない。

# 5 CS成約賃料と変動率



●出所: CBRE, 2015年11月

# 6 CS成約賃料の変動率と空室率の変動



●出所: CBRE, 2015年11月



3

さらなる賃料上昇の余地

【図表7】は日銀短観※8の全産業業況判断DIと東京オールグレードのオフィス稼働率を比較したものである。

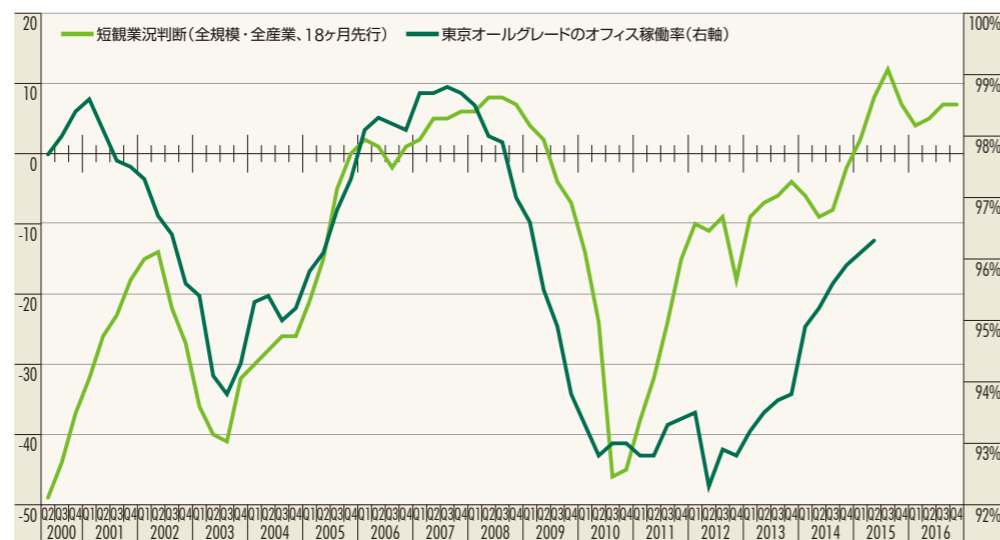
このDIについては18ヶ月先にずらして表示しており、同指標がオフィス稼働率に先行して推移する傾向があることを示している。最近2年余りの業況判断が概ね改善傾向にあることから、今後2年程度はオフィス稼働率が大きく落ち込む(=空室率が大きく上昇する)可能性は低いと言えよう。

ただし、足元では中国の経済成長の鈍化や、原油価格の変動など、日本経済をとりまく環境も目まぐるしく変化している。オフィス市況の今後を予測する上では、オフィスの空室率にさらに先行して変動する企業の景況感の変化にも、十分注意する必要がある。

- ※6 賃料の変化の方向性、すなわち、賃料の上昇・下落局面の転換点となるボトムやピークを的確につかむためには、前期比が優れている。
- ※7 稼働床面積の当期と前期の差。新規需要の大きさは、拡張移転・新規開設などの企業の前向きなオフィス床需要の強さの表れであり、企業の賃料負担力の向上にも通じる。
- ※8 全国企業短期経済観測調査

7

短観業況判断指数 vs 東京オールグレードのオフィス稼働率



● 出所：日本銀行、CBRE、2015年11月



## ケース・シラーモデルについて

### Case-Shiller Model

ケース・シラーモデルとは、リピート・セールス法の一つであり、複数回売買された同一資産の価格変動から価格指数を推計する方法。異なる資産毎の属性による違いを排除できるという利点がある。ケース・シラーモデルを使って作成された指数のうち、最も有名なのがアメリカの住宅価格指数であるS&Pケース・シラー(Case-Shiller)住宅価格指数である(日本でも同様な手法によって、東京証券取引所が東証住宅価格指数を公表している)。S&Pケース・シラー住宅価格指数では、特定の住宅毎に2時点間の取引価格の変動率を算出し、指数化している。

この推計法においては、ある時点の価格指数はその前後の時期の事例データのトレンドによって決定されるため、指数が確定するまでにやや時間を要するという特徴があることには留意すべきである。すなわち、直近の数値が後から遡って修正される可能性がきわめて高いため、即時性という点ではやや難がある。しかし、不動産のように個別性の高い資産について、価格や賃料の長期的なトレンドやサイクルを見定める上で同指数の有用性は高い。

### ケース・シラーモデルの指数算出イメージ

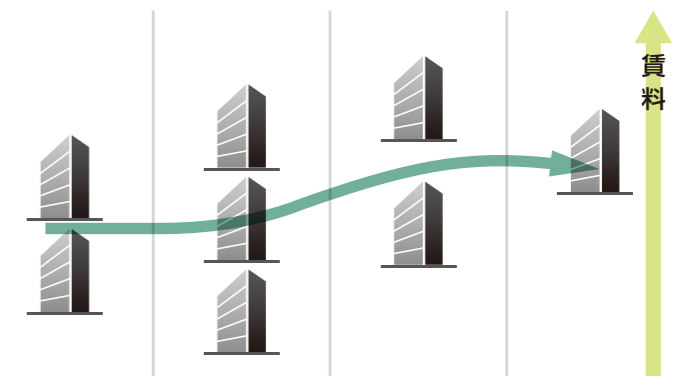
#### Case-Shiller Model

ケース・シラーモデルによる推計方法では、物件毎に時点の異なる成約事例を探索し、基準日における賃料をY、以後の賃料をXとして $Y = \beta X + \mu$ なる $\beta$ 値(変化率)を期毎に求め、この変化率を用いて指数を計算する。

ここで、ケース・シラーモデルと、単純平均値との違いについて言及する。単純平均では物件の特性による区別をせず、その期に見られた事例全てを対象に(文字通り「単純に」)平均値を計算し、ある期から期への変動を算出する(図A)。一方、ケース・シラーモデルでは、同じ物件毎の事例の変動を計算する(図B)。したがって、ある期と期の間の変動は、対象物件の構成の違いによるものではなく、ほぼ純粋に市況の変化に因ると見ることができるのである。

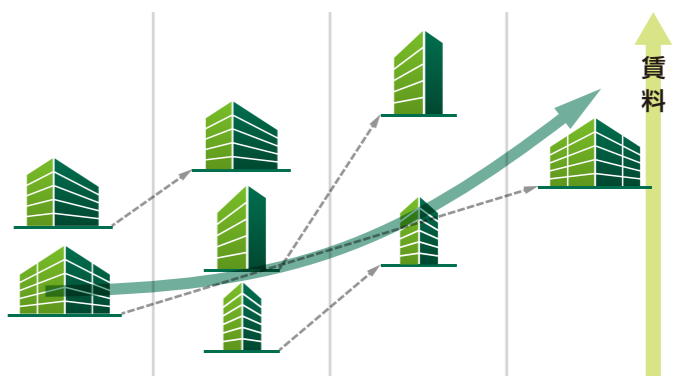
なお、ケース・シラーモデルの算定では、1物件当たり2時点以上のデータが必要である。したがって、住宅売買などのように事例と事例との間の時間的間隔が長く、サンプル数が少なくなりがちな事例よりも、オフィスビル賃貸のように比較的短い間隔で成立する成約事例の方がサンプルの頻度も高いため、ケース・シラーモデルの対象により適していると言える。

図A 単純平均ではトレンドは頭打ちに見える



■ 出典：CBRE、2014 11月

図B ケース・シラーモデルでは上昇トレンドがはっきりする



■ 出典：CBRE、2014 11月

本稿に関するお問い合わせは

シービーアールイー株式会社 リサーチ ●MAIL: info-research@cbre.co.jp

●CBREリサーチのレポートはこちらでもご覧いただけます。

<http://www.cbre.co.jp/JP/research/Pages/research-centre.aspx>

本稿は2015年11月6日にリリースされたレポートの再録です。