

都心5区の賃貸オフィスビルの 賃貸収益見通し

本稿では、都心5区に所在する賃貸オフィスビル（モデルビル）について、オフィスビル大量供給期（2020年末まで）における賃貸収益の推計を行った。2020年末における都心5区の平均空室率（以下、空室率という。）と平均募集賃料（以下、市場賃料という。）が、①両者とも現状水準を維持するケース、②空室率が現状の2.6%から5.0%まで上昇し、市場賃料が現状から10.0%下落するケース、③①と②の中間のケースで推計したところ、②のテナント需要が減退するケースでも賃貸収益は2020年末まで現在と同水準を維持するとの結果が得られた。

賃貸オフィスビルの賃貸収益は市場の平均空室率や平均募集賃料の変動に遅行する構造

賃貸オフィスビルの賃貸収益はテナントの入れ替え機会と入居テナントとの賃料改定機会に変動するため、空室率や市場賃料の変動に遅れて徐々に進む。テナント入替え率はJ-REIT事例^{※1}では年間約7%（過去10年平均）である。

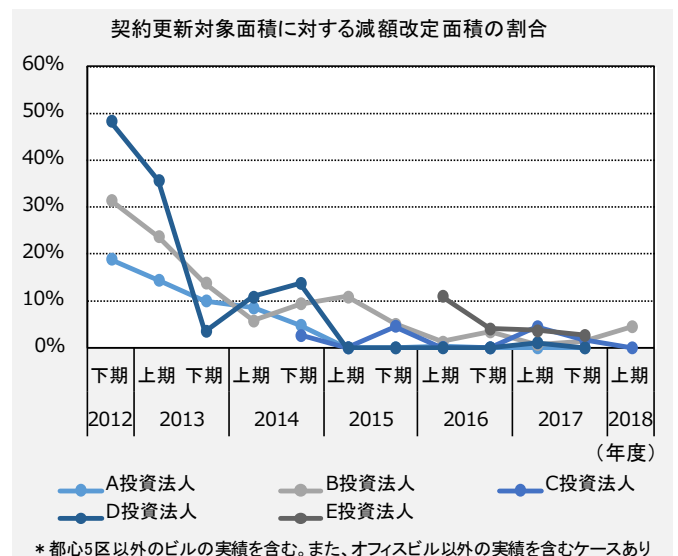
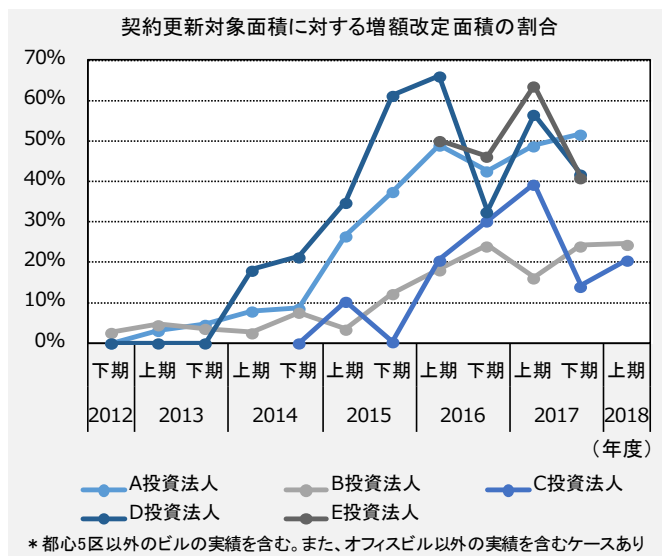
賃料改定に関して、全テナントが契約期間2年の普通借家契約を締結している場合は平均して年間で半数のテナントが契約更新を迎えるが、賃料改定が行われるのはこのうち契約賃料と市場賃料の乖離の大きいテナントが中心となる。これまで市場賃料の上昇によって契約賃料と市場賃料の乖離が拡大しており、J-REIT^{※1}における増額改定割合（契約更新対象面積に対する増額改定面積の割合）は低い投資法人で2割程度、高い投資法人では5割を超え、ここ2年は平均して3割を超える状況である〔図表1〕。今後、市場賃料が下落しても一定期間は契約賃料と市場賃料の乖離が存在し、増額改定はある程度続くと考えられる。

※1：一般社団法人不動産証券化協会「Jリートダイジェスト2017年8月版」においてオフィスビルの保有割合が90%以上の投資法人のうち、決算説明会資料にテナント入替え率、面積ベースの増減額改定割合の記載があった投資法人を対象（詳細の定義は各投資法人で異なる。都心5区以外のビルや、オフィスビル以外の実績を含むケースあり）。

テナント需要が減退するシナリオでも2020年末の賃貸収益は現在と同水準を維持

以下では、都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）に所在する基準階床面積100坪以上のビル（詳細は図表2の注記参照）をモデルとして設定し、2020年末時点の空室率と市場賃料（いずれも三鬼商事の公表ベース）を想定することで、賃貸収益の推計を行った^{※2}。なお、推計の妥当性をJ-REIT事例の実績値との比較によって検証した〔図表2〕。

テナント需要が堅調に推移すると仮定したケース1は、2020年末時点の空室率が現在（2018年上期2.6%）と同水準、市場賃料（同23,608円/坪（共益費込み））も同水準にとどまるという前提の下、2020年末時点の賃貸収益（2008年＝100の指数）は現在の83.3から88.2へ5.9%増加すると推計される〔図表3〕。〔図表1〕 オフィス系投資法人^{※1}における増額改定割合（左）と減額改定割合（右）



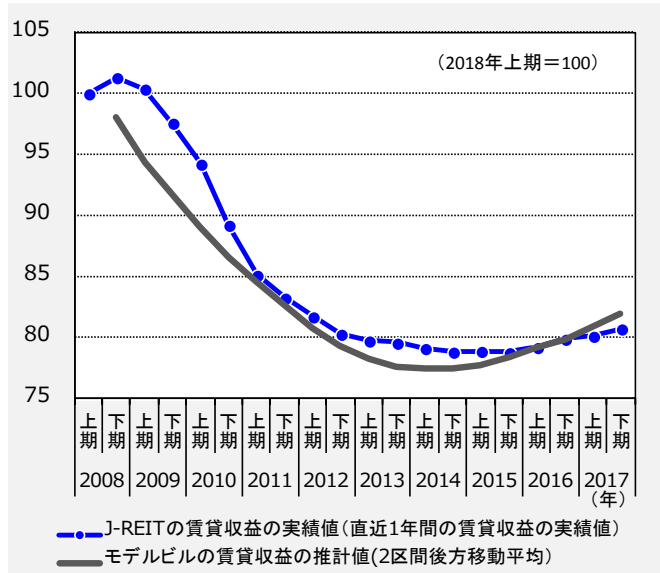
データ出所：各投資法人の決算説明会資料

テナント需要が減退し、2020 年末の空室率が 5%（上昇幅 2.4% pt）となり、市場賃料が 10% 下落するケース 3 でも、2020 年末の賃貸収益は 83.3 と推計され、現在と同水準を維持すると推計される。

なお、推計対象期間の後の 2021 年と 2022 年についても、新規供給が低水準にとどまる見通しのため、国内景気の腰折れがなくテナント需要が堅調であれば賃貸収益は底堅く推移すると考えられる。

※ 2：空室率、市場賃料とも 2020 年末時点の数値を想定し、直線的に変化すると想定した。空室率の変動に対する市場賃料の変動の遅効性は考慮していない。

〔図表 2〕モデルビルの賃貸収益の推計値と J-REIT 保有ビルの賃貸収益の実績値の比較
(いずれも都心 5 区所在、基準階床面積 100 坪以上)

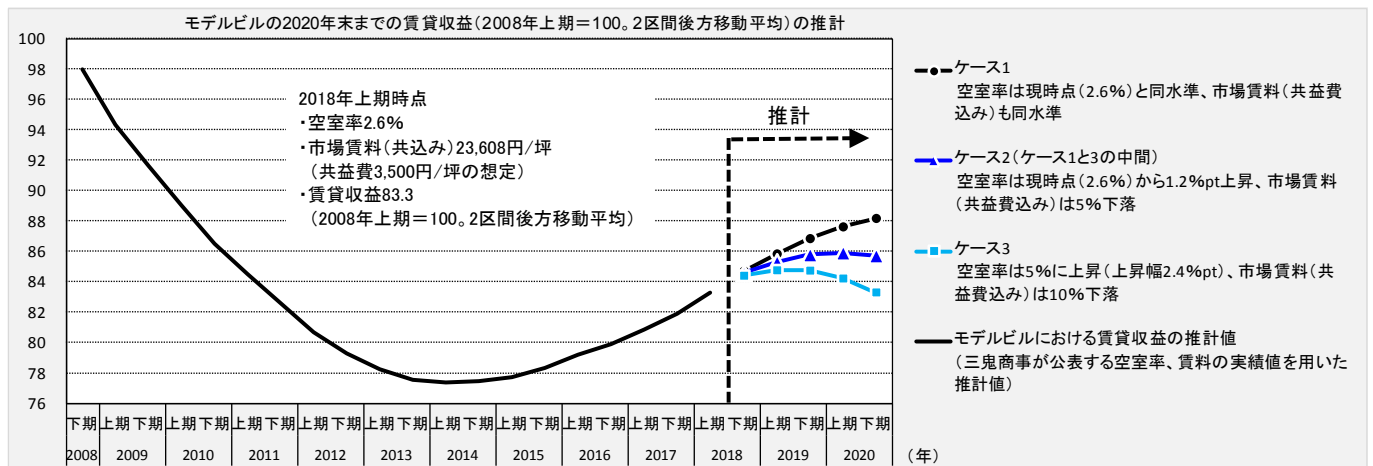


データ出所：三鬼商事「地域別オフィスデータ」、都市未来総合研究所「ReiTREDA」

◇モデルビルの設定（*）

- 2008 年上期時点でテナントが市場賃料（三鬼商事公表の平均募集賃料（都心 5 区、基準階床面積 100 坪以上）で入居しているビルを想定
 - テナント入替え率は J-REIT の実績値（年 7%）を基に設定。後継テナントは当該期の市場賃料で入居（空室期間がなく入居、フリーレント 6 か月、賃料発生までは共益費のみ発生）するものと想定。共益費は 3,500 円 / 坪と想定
 - 入居テナントはすべて 2 年普通借家契約と想定。契約更新時の賃料交渉は契約賃料と市場賃料の中間金額で合意するものと想定（契約賃料 100、市場賃料 110 の場合は 105 で合意）
 - ビルの空室率は当該期の三鬼商事公表の平均空室率と想定
 - * 単純化したモデルのため、入居テナントの賃料を平均募集賃料とするなど、実態とは異なる部分がある
- ◇ J-REIT の対象オフィスビル
- 都心 5 区に所在する基準階床面積 100 坪以上のビルのうち、2008 年上期以降連続して賃貸収益のデータが得られた 72 物件

〔図表 3〕モデルビル（都心 5 区の基準階床面積 100 坪以上）における 2020 年までの賃貸収益の推計



2020 年末の空室率（平均空室率）と市場賃料（平均募集賃料）（共益費込み）の想定		2020 年の空室率	2020 年の市場賃料（共益費込み）	2020 年の賃貸収益（2008 年上期 = 100。2 区間後方移動平均）（左欄は推計値、右欄は対現時点増減率）	
ケース 1	空室率は現時点（2.6%）と同水準、市場賃料（共益費込み）も同水準	2.6%	23,608 円 / 坪	88.2	5.9%
ケース 2（ケース 1 と 3 の中間）	空室率は現時点（2.6%）から 1.2% pt 上昇、市場賃料（共益費込み）は 5% 下落	3.8%	22,428 円 / 坪	85.7	2.9%
ケース 3	空室率は 5% に上昇（上昇幅 2.4% pt）、市場賃料（共益費込み）は 10% 下落	5.0%	21,247 円 / 坪	83.3	0.0%
（2018 年上期）		2.6%	23,608 円 / 坪	83.3	-

データ出所：三鬼商事「地域別オフィスデータ」、都市未来総合研究所「ReiTREDA」



公益社団法人 東京ビルメンテナンス協会会員 国土交通大臣免許(3)第6808号
みずほ信託銀行グループ 〒103-0027 東京都中央区日本橋1丁目1番7号
平成ビルディング株式会社 ☎ 03-3271-9715

（発行：2018 年 10 月）
FAX 03-3271-8940
〈土日・祭日休〉

本資料は参考情報の提供を目的とするものです。本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当社は責任を負いません。本レポートの無断転載を禁じます。 Copyright 2017 HEISEI BUILDING CO., LTD.