

## オフィス賃貸市場と企業活動の関係

2008年12月9日  
株式会社 住信基礎研究所  
投資調査部 研究員 肖 健

今後の不動産市場の見通しを検討するためには、不動産市場のサイクル、及びそのサイクルに影響を及ぼしている要因を理解することが必要である。本稿では、オフィス賃貸市場のサイクルを考察し、企業活動を表す経済指標との関係を分析した。分析結果は以下の通りである。

- ① オフィス賃貸市場は景気と同様にサイクルが存在し、周期は概ね5～6年である。
- ② 企業活動を表す指標は空室率に先行し、企業活動別には生産→雇用・収益→設備投資の順に先行する。
- ③ 企業活動を表す経済指標には、空室率に対して先行性の強い指標と相関性の強い指標が存在する。

以上の分析結果に基づき、不動産投資・運営に際しては、不動産市場と関連する経済指標を抽出、モニタリングし、不動産市場の見通しを立てることが重要であろう。

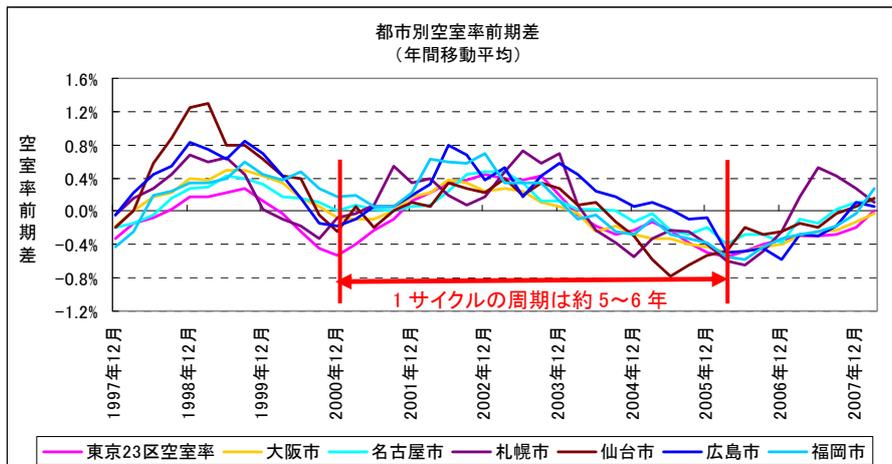
不動産会社や不動産投資ファンド等が賃貸不動産に投資・運営する際には、将来のキャッシュフローの見通しが必要であり、その基礎として賃貸市場の予測が必要となる。賃貸オフィスに関しては、企業部門の様々な活動が、オフィス床面積の増減を通じて、需給バランスに影響を及ぼしていると考えられる。本稿では、企業活動を表す経済指標と空室率の関係を分析し、そこから空室率の予測に有用な経済指標を抽出してみる。

### 1 オフィス賃貸市場には景気と同様にサイクルが存在

不動産市場には回復と悪化というサイクル(循環性)が存在するということが、先行研究で明らかにされている。不動産市場サイクルには、長期や短期等の捉え方があるが、米国の短期的な不動産市場サイクルは7年と言われている。

そこで、日本のオフィス賃貸市場のサイクルを空室率で捉えてみる。空室率とは、市場全体の貸室総面積に占める空室面積(使用されていない床面積)の割合を示す指標である。空室率の低下は賃貸市場の回復を表し、空室率の上昇は賃貸市場の悪化を表す。都市別の空室率の変動(前期差)を見てみると、都市ごとに多少の違いはあるが、景気サイクルのようにオフィス賃貸市場にもサイクルがあり、周期は概ね5～6年であることがわかる(図表1)。オフィス賃貸市場にサイクルをもたらす要因の1つとして、オフィススペースの利用者である企業の活動にサイクルがあることが考えられる。

図表1 都市別のオフィス空室率の推移



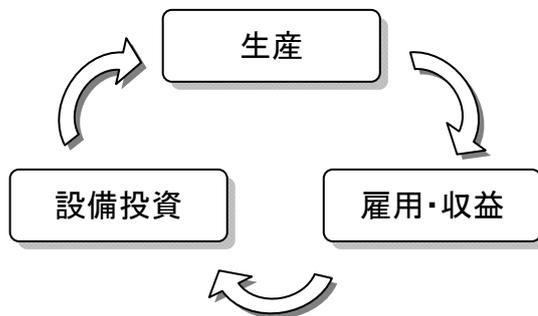
出所) シェー・リチャード・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成  
 注) データ集積上のサンプルバイアスを排除し、トレンドを重視するため年間移動平均値を利用

2 企業活動のサイクルは、生産→雇用・収益→設備投資→生産

それでは、企業活動のサイクルとはどのようなものなのだろうか。企業はまず生産を行い、これにより雇用や収益が決まり、さらに設備投資が決まる。そして、設備投資が新たな生産を誘発する。すなわち、企業部門全体で「生産→雇用・収益→設備投資→生産」という基本的なサイクルがあるとされている(図表2)。

具体的には、景気回復期には、企業の生産の拡大によって、雇用や収益が伸び、資金面の余裕ができる。また、設備稼働率の上昇により設備投資が増加し、生産の拡大につながるという好循環が生まれる。一方、景気後退期には、企業の生産が縮小し、雇用や収益が伸び悩み、設備投資の需要も弱まる。

図表2 企業活動のサイクル



3 企業活動を表す指標は空室率に先行

オフィス賃貸市場のサイクルを、前述のような企業活動のサイクルを踏まえて経済指標と比較してみる。ここでは、それぞれの企業活動を表す経済指標として図表3の指標を用いることとする。

図表3 企業活動を表す経済指標

企業活動	代表指標
生産	鉱工業生産指数、第3次産業活動指数
雇用	有効求人倍率、完全失業率
収益	経常利益、売上高
設備投資	機械受注(船舶・電力を除く民需)、ソフトウェアを除く設備投資

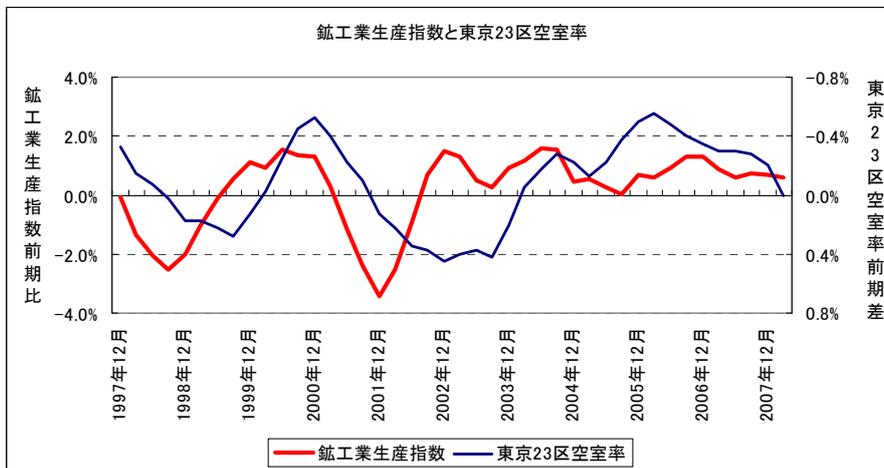
○生産

生産活動の代表的な指標としては、鉱工業製品の生産動向を指数化した「鉱工業生産指数」が挙げられる。また、第2次産業から第3次産業へと国内の産業構造が変化している中では、「第3次産業活動指数」も重要な指標として挙げられる。

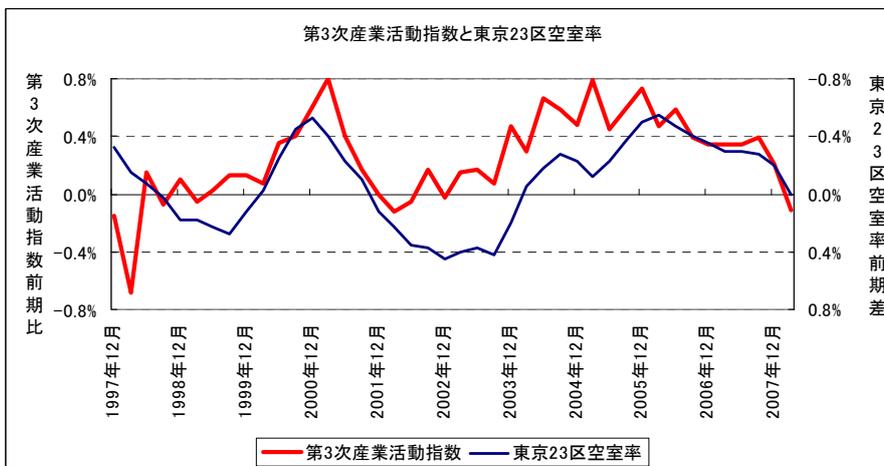
生産活動が拡大(縮小)すれば、それに伴い営業や事務等の業務が増加(減少)し、オフィス需要も増加(減少)する。これにより、空室率は低下(上昇)すると考えられる。また、第3次産業は、企業部門よりも川下の家計部門(個人消費)との関係が深い分、第2次産業よりも遅行するため、空室率に対する先行性は大きくないと考えられる。

図表4は、実際に生産指標と空室率の変動を比較したものである。空室率が鉱工業生産指数や第3次産業活動指数に遅れて変動していること、鉱工業生産指数の方が第3次産業活動指数よりも先行して変動していることがわかる。

図表4 生産指標と空室率の比較



出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」、シベール・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成



出所) 経済産業省「第3次産業活動指数」、シベール・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成

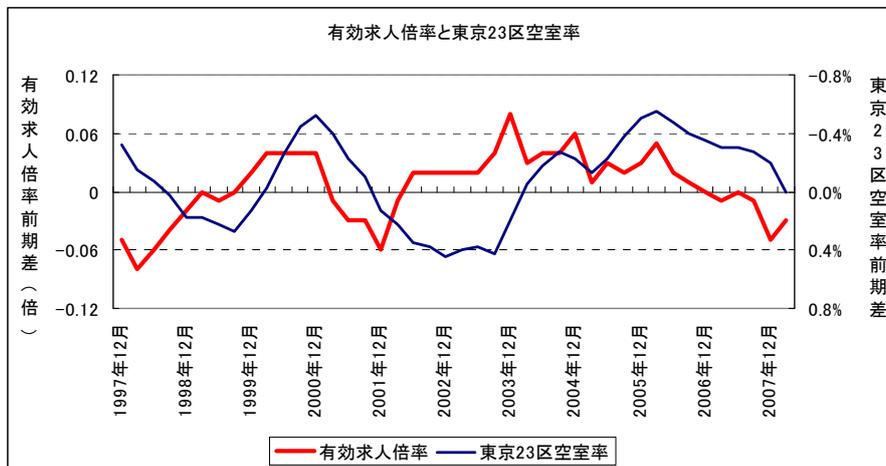
○雇用

雇用の代表的な指標としては、完全失業率と有効求人倍率が挙げられる。完全失業率は、労働力人口に占める完全失業者の割合を示す指標で、ストックベースでの雇用の需給を示す指標と捉えることができる。一方、有効求人倍率は、有効求人数を有効求職数で割った指標で、フローベースでの需給を示す指標として捉えることができる。

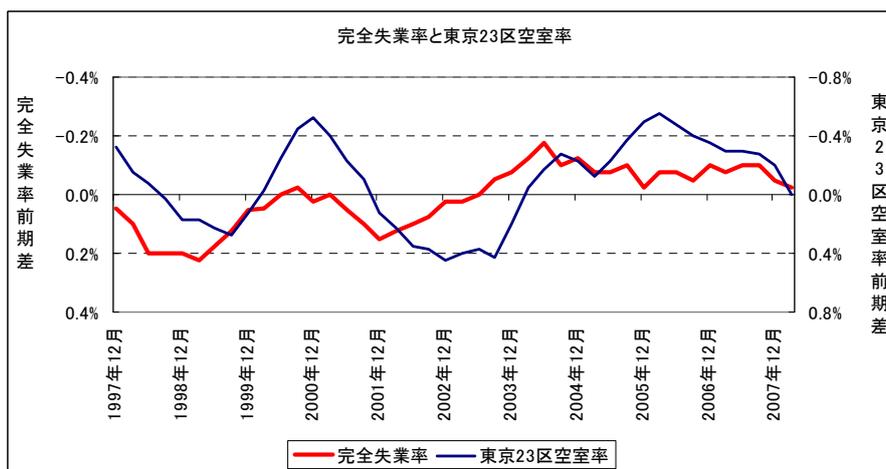
従業者に占めるオフィスワーカーの比率にもよるが、一般的に雇用が回復している状況下では、オフィスワーカー数も増加し、オフィス需要は増加すると考えられる。これにより空室率は低下すると考えられる。

図表5は、実際に雇用指標と空室率の変動を比較したものである。空室率が完全失業率や有効求人倍率に遅れて変動していること、有効求人倍率の方が完全失業率よりも先行して変動していることがわかる。有効求人倍率は雇用契約が決定する前の需給指標であり、完全失業率は雇用契約が決定した後の指標であることから、有効求人倍率の方が先行して変動しているものと考えられる。

図表5 雇用指標と空室率の比較



出所) 厚生労働省「一般職業紹介状況」、シービー・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成



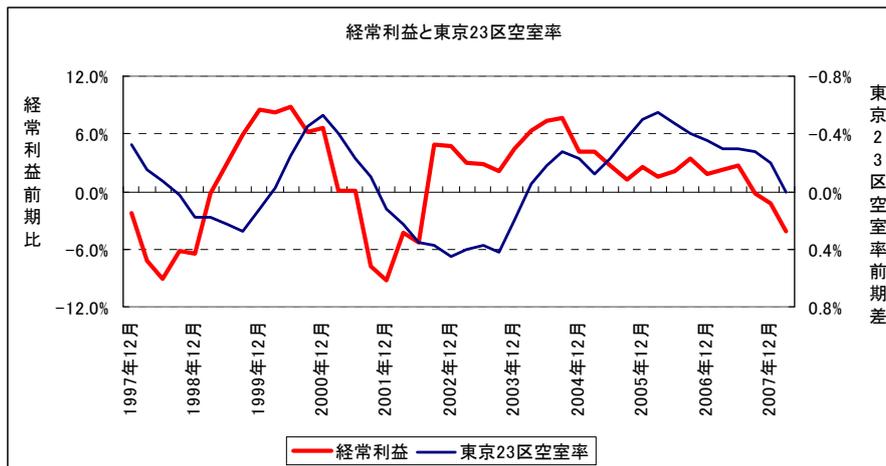
出所) 総務省「労働力調査」、シービー・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成

○収益

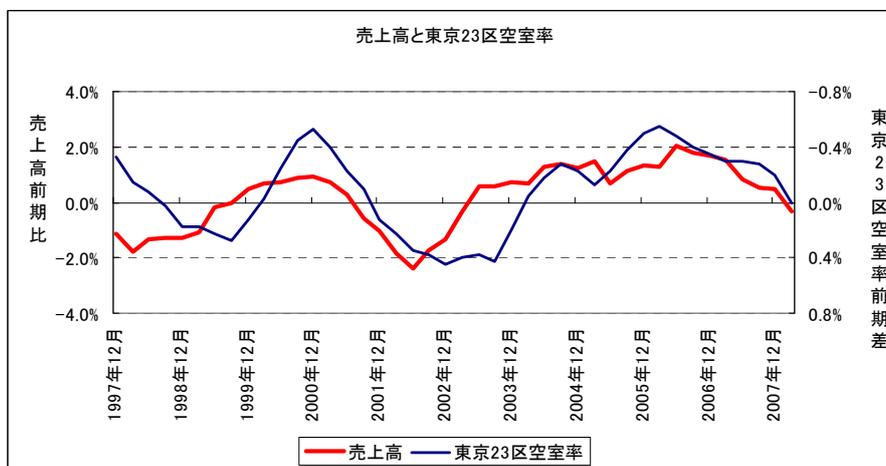
収益の代表的な指標としては、売上高と経常利益をとりあげる。企業収益が増加すれば賃料の支払い能力が高まり、一人あたりの床面積の拡大やオフィスワーカーの増加を通じてオフィス需要は増加すると考えられる。これにより空室率は低下すると考えられる。

図表6は、実際に収益指標と空室率の変動を比較したものである。空室率が両収益指標に遅れて変動していることがわかる。

図表6 収益指標と空室率の比較



出所) 財務省「法人企業統計」、シービー・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成



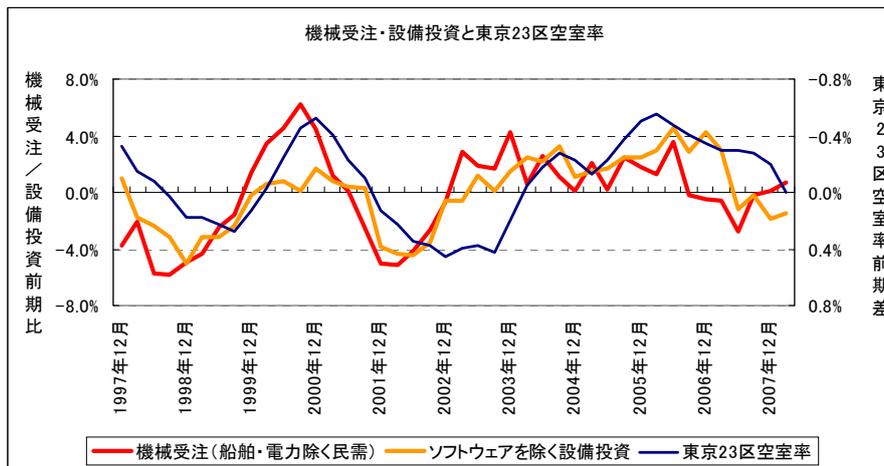
出所) 財務省「法人企業統計」、シービー・リサーチ・エス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成

## ○設備投資

設備投資の代表的な指標としては、機械受注(船舶・電力を除く民需)とソフトウェアを除く設備投資をとりあげる。企業にとってオフィス拡張は設備投資の1つとして捉えることができ、オフィス需要とも直結する指標と考えられる。

図表7は、実際に設備投資指標と空室率の変動を比較したものである。両設備投資指標は空室率に対して先行して変動しており、特に機械受注は設備投資よりも先行していることがわかる。機械受注は設備投資のための発注段階での指標、ソフトウェアを除く設備投資は実際に設備投資を実行する段階での指標であるためと考えられる。

図表7 設備投資指標と空室率の比較



出所 内閣府「機械受注統計調査」、財務省「法人企業統計」、シベール・リチャード・エリス「オフィスマーケットレポート」をもとに住信基礎研究所作成

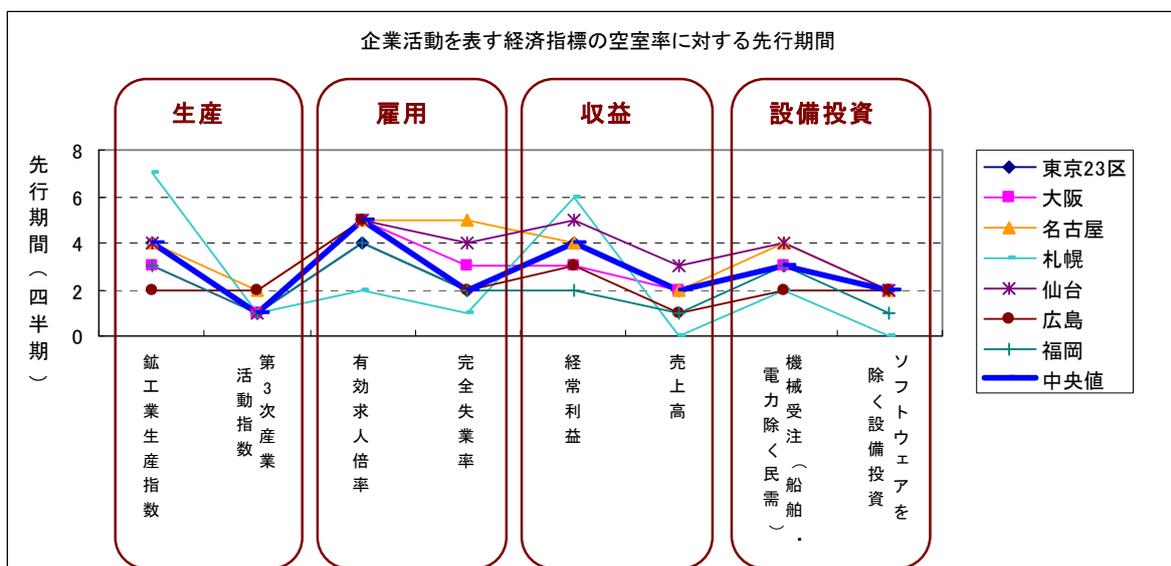
このように、空室率に対する先行性や、空室率との相関性は指標により異なるが、いずれも空室率に先行して変動している。

## 4 企業活動別には、生産→雇用・収益→設備投資の順に空室率に先行

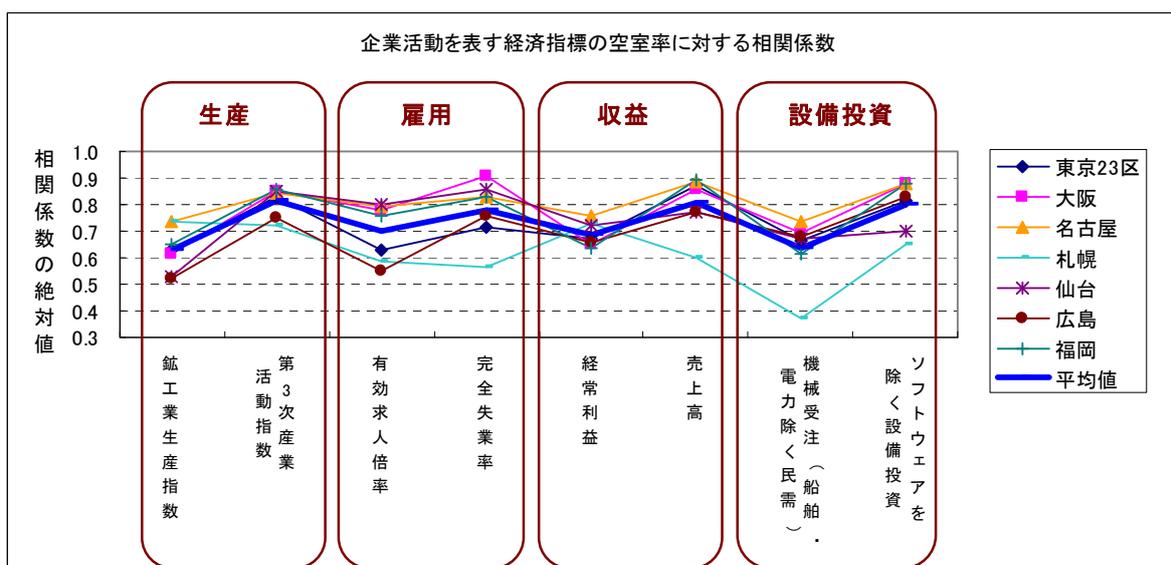
企業活動を表す経済指標の空室率に対する先行性と相関性について時差相関分析を行うと、企業部門の川下である家計部門と関係の深い第3次産業活動指数が生産指標でありながら先行期間はやや短く、雇用指標の中でも雇用契約前の需給バランスを示す有効求人倍率が生産よりも後のサイクルでありながら最も先行期間が長いなど、指標の特性により先行性に多少の違いが見られるものの、概ね企業活動のサイクル(生産→雇用・収益→設備投資)の順に、空室率に先行していることがわかる(図表8)。詳細には、先行性の強い指標は有効求人倍率と鉱工業生産指数であり、先行性の弱い指標は第3次産業活動指数となる。次に、空室率との相関の強さを見てみると、相関の強い指標として第3次産業活動指数、売上高、ソフトウェアを除く設備投資、完全失業率が挙げられる。

都市別には、オフィス市場規模の比較的大きい三大都市、および福岡市の空室率が、企業活動を表す指標と相関が強く、規模の比較的小さい札幌市、仙台市、広島市の空室率は、相関が弱い傾向が見られる。都市規模が小さいほど、新規供給等の特殊なイベントにより空室率が変動しやすく、経済指標だけで説明することが難しいためと考えられる。先行性については、東京は地方都市よりも先行期間が短い(経済変動から長い時間を経ずに空室率が変動する)という結果が予想されるものの、そのような結果は得られなかった。企業活動が活発化する時期には、まず東京の空室率が回復し、次第に地方都市に波及していく一方で、企業活動が鈍化する時期には、まず地方都市の空室率が悪化し、徐々に大都市でも悪化するなどのケースもあり、必ずしも東京の空室率の変動が地方都市よりも一貫して先行するとは限らないためである。

図表8 企業活動を表す経済指標の空室率に対する先行期間と相関係数



出所) 住信基礎研究所

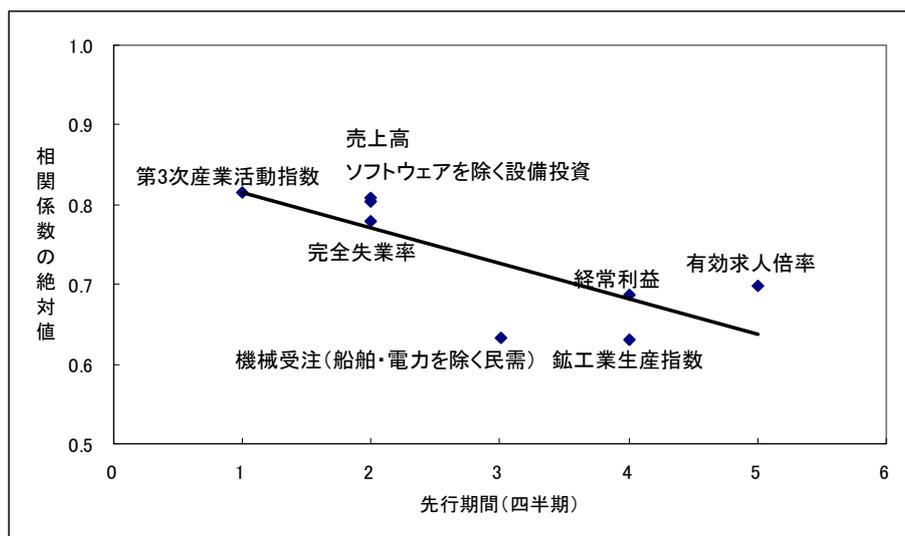


出所) 住信基礎研究所

## 5 企業活動を表す経済指標には、空室率に対して先行性の強い指標と相関性の強い指標が存在

次に、企業活動を表す経済指標の空室率に対する先行性と相関性の関係を見てみると、これらにはトレードオフの関係があることがわかる(図表9)。すなわち、先行性の強い(長い)指標ほど相関性は弱く、先行性の弱い(短い)指標ほど相関性が強い傾向がある。そのため、空室率の先行指標として経済指標を見る場合には、先行性を重視するか、相関性を重視するかにより見るべき指標が異なってくる。先行性を重視する場合には有効求人倍率が有用であり、相関性を重視する場合には、第3次産業活動指数や売上高、設備投資が有用と言える。

図表9 企業活動を表す経済指標の空室率に対する先行期間と相関係数の関係



出所) 住信基礎研究所

以上のように、オフィス空室率は、概ね生産→雇用→収益→設備投資という企業活動のサイクルにあわせて運行しながら変動しており、企業活動を表す経済指標の中でも指標の特性により、先行性の強い指標、相関性が強い指標が存在する。不動産投資・運営に際しては、このように不動産市場と関連する経済指標を抽出、モニタリングし、不動産市場の見通しを立てることが重要であろう。

住信基礎研究所では、このような経済と不動産市場の関係をを用いて、短期的、中期的な不動産市場の見通しを定期的に立て、レポートとして提供しています。関心のある方は、下記までお問い合わせください。

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。