

“自然空室率”はなぜ5%なのか

～オフィス賃料の反転上昇と空室率の関係～

2014年7月29日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 副主任研究員 竹本遼太

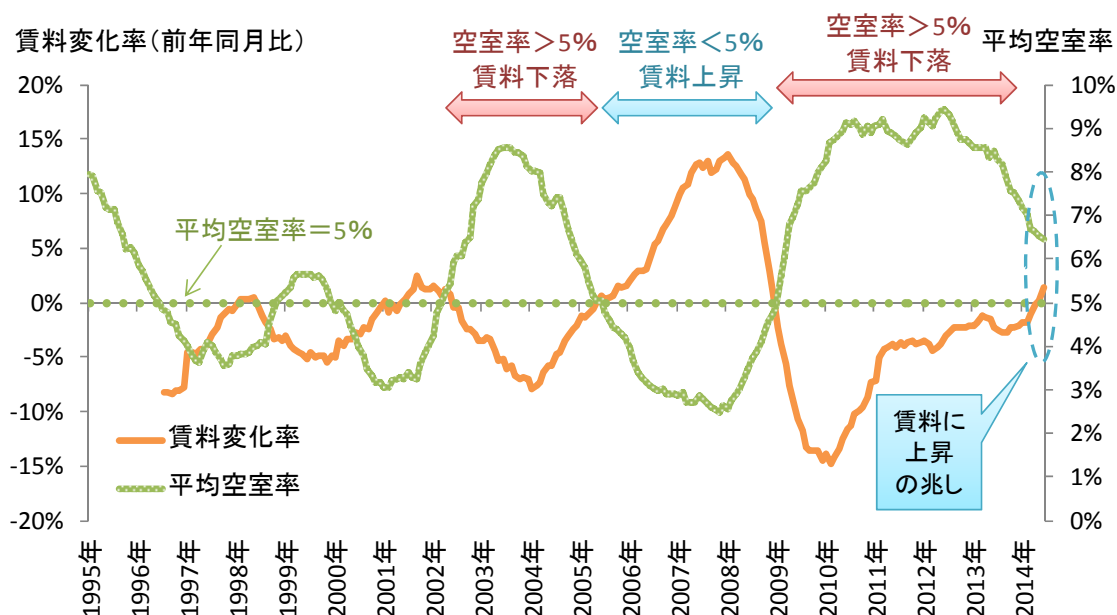
Tel: 03-6430-1346, E-mail: takemoto@smtri.jp

- オフィス賃料反転の目安となる“自然空室率”は、しばしば5%と言われるが、その水準は長期的に切り上がっており、近年では7%程度と推計される。
- 自然空室率の水準は、オフィス市場における競合ビルの多寡に依存すると考えられる。築古ビルの増加や大規模ビルの増加によってビル間の競合関係が少なくなったことや、企業の立地戦略の高度化を通じて地理的に離れたエリア間の競合が起きにくくなりつつあることが、自然空室率を上昇させた可能性がある。
- 多くの都市で自然空室率は上昇トレンドにあるが、今後、築古ビルの滅失が進めば低下に転じる可能性もあろう。いずれにせよ、賃貸オフィス市場の市況判断にあたっては、空室率の水準そのものに加え、足元の自然空室率の水準を適宜把握しておくことが重要といえる。

オフィス賃料反転の目安となる“自然空室率”は過去の経験則から5%と言われる

賃貸オフィスの空室率と賃料の間の相関関係は強い。空室率が高い時期は、賃貸オフィスの需給は緩和的であることから、借り手(テナント企業)が優位な状況といえ、賃料は下がりやすい。一方、空室率が低い時期は、需給が逼迫傾向にあることから、貸し手(ビルオーナー)が優位になり、賃料は上がりやすい。

図表1 東京ビジネス地区におけるオフィス賃料変化率と空室率の推移



注) 賃料変化率は平均賃料の前年同月比。

出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

賃料の推移を図表1のように変化率で見ると、空室率と賃料の関係はより明確になる。2002年以降、2013年にかけて、空室率が5%を上回っていた(下回っていた)時期と賃料の下落(上昇)時期はほぼ一致していることから、オフィスの賃料相場が反転する「5%」という空室率の水準を“自然空室率”と呼ぶことが多い。すなわち、空室率が自然空室率より高い時期はオフィス需給が借り手優位な状態といえ、逆に自然空室率より低い時期は貸し手優位な需給バランスといえる。

類似の概念は他分野でも存在しており、例えば労働市場では、失業率がある水準より高い時期は賃金インフレ率が低下する傾向にあり、逆に低い時期には賃金インフレ率が高まりやすい。この分水嶺となる失業率の水準は“NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment)”や“自然失業率”などと呼ばれる。

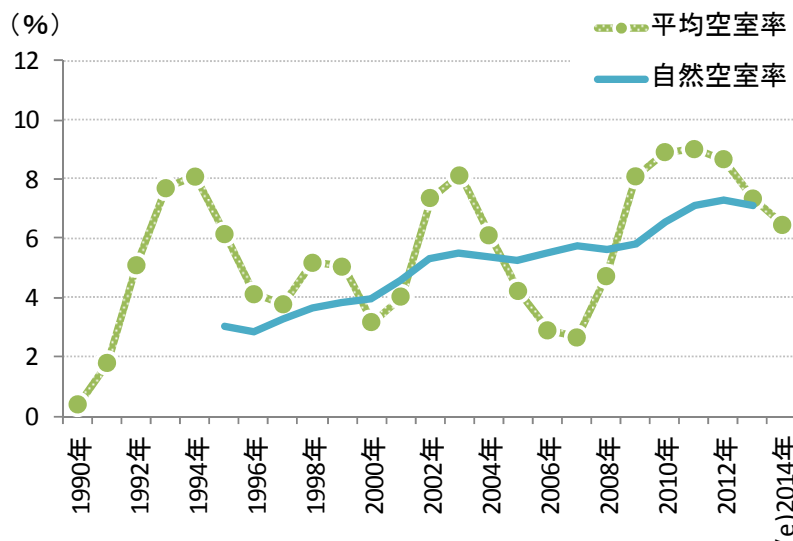
自然空室率は時代によって変化しており、足元では7%程度に切り上がっている可能性

ただし、空室率と賃料の関係を表す「自然空室率の5%ルール」は、2002年以前は当てはまっていない。また足元では、東京のオフィス賃料は2014年5月に前年比でプラスに転じており、空室率がなお6%台にあるにもかかわらず、賃料に上昇の兆しがみられる。この状況は、自然空室率が常に「5%」であるわけではなく、時代によって変化するを示唆している。

東京ビジネス地区における平均賃料と平均空室率、および一人当たりGDPの過去の関係性をもとに、統計手法を用いて時間的に変動する自然空室率を推計した結果が図表2である。1995年には自然空室率は3%であったものが、2000年に4%、2002年に5%、2009年に6%と、時代と共に徐々に水準が切り上がり、2013年末には7%にまで上昇している。

この推計結果は、足元の空室率が6%台にあるにもかかわらず、賃料が上昇し始めていることと整合的である。自然空室率が7%程度であることを前提にすれば、6%台の空室率でも既に貸し手優位の需給バランスになっていると解釈できるからである。

図表2 東京ビジネス地区における空室率と自然空室率の推移



注) 1. 平均空室率は年次データ。2014年の平均空室率は2014年6月の数値。

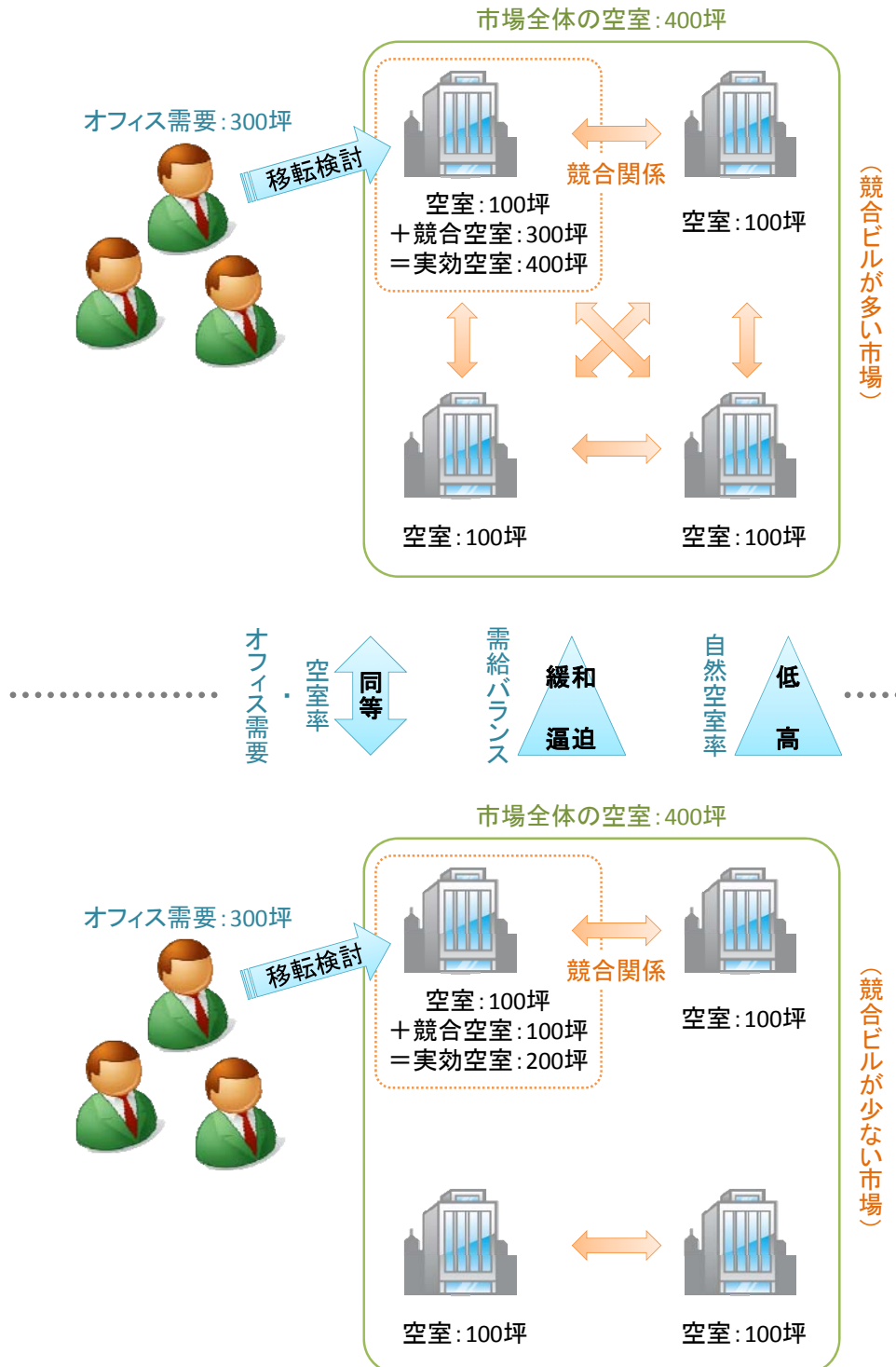
2. 自然空室率は平均賃料が反転上昇/反転下落する境界となる平均空室率の水準で、当社による推計値。

出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

自然空室率の水準は、時代や都市による競合ビルの多寡に依存すると考えられる

理論的には、自然空室率の水準は個別ビルが競合する他ビルの割合に依存すると考えられる。すなわち、競合ビルが多いほど、移転を検討する企業にとって候補となる「実効空室」(競合関係にあるビルの空室合計)は大きく、市場全体の空室がかなり減少しないと需給が逼迫しにくい自然空室率の低い市場といえる(図表3の上図)。逆に、競合ビルが少ないほど、移転候補となる「実効空室」は小さく、市場全体の空室が多く残っていても需給が逼迫しやすい自然空室率の高い市場といえる(図表3の下図)。

図表3 競合ビルの多寡と自然空室率の高低の関係(上:自然空室率が低い市場、下:自然空室率が高い市場)

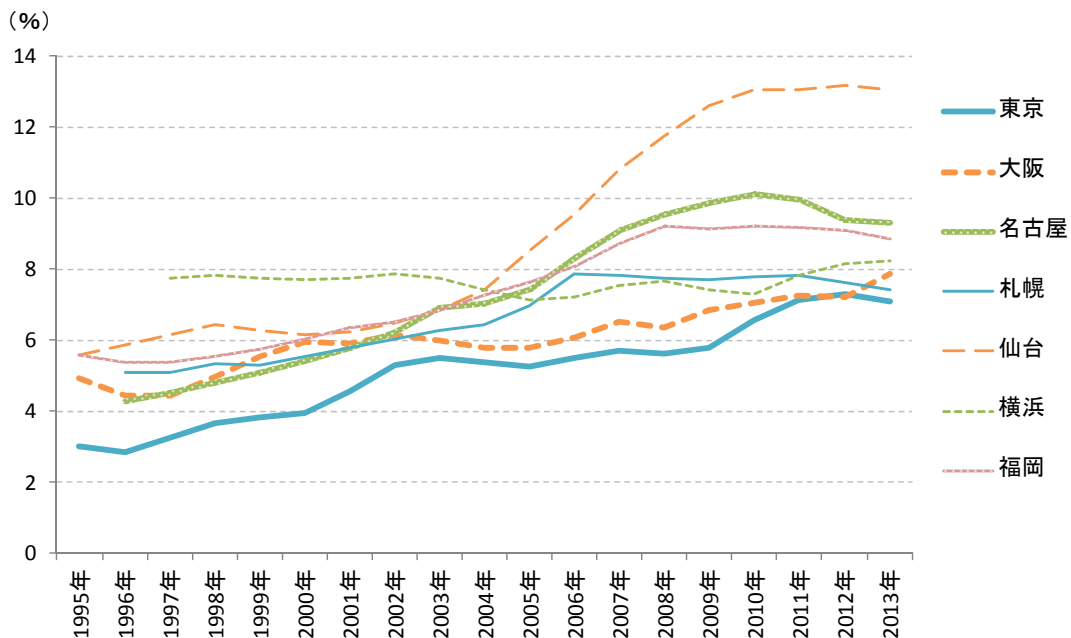


出所) 三井住友トラスト基礎研究所

なお、自然空室率が長期的に上昇している傾向は、東京に限らず全国的に観察されることから、日本の賃貸オフィス市場における構造的な現象であると考えられる(図表4)。全国的に自然空室率が上昇している、すなわち賃貸オフィス市場における競合関係が少なくなっている背景として、次のような要因が挙げられる。

まず、時間の経過に伴うビルの経年劣化により築古ビルのストックが増加している一方、テナント企業のBCP(事業継続計画)意識が高まっていることを受け、築浅ビルと築古ビル(特に旧耐震ビル)が競合しなくなった可能性がある。次に、過去に比べて新築ビルが大規模化したことを受け、既存の中小規模ビルと競合しない大規模ビルが増加し、ビル規模による市場のセグメント化が進んでいる可能性がある。また、オフィス移転の検討にあたり、交通便利性や取引先へのアクセス等を勘案した拠点立地選択を、企業が過去に比べて高度化させたことにより、地理的に離れたエリア間の競合が少なくなった可能性も考えられる。

図表4 主要都市の自然空室率



注) 自然空室率は平均賃料が反転上昇/反転下落する境界となる平均空室率の水準で、当社による推計値。
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

足元のオフィス市況を判断するにあたっては、自然空室率の水準を適宜把握しておくことが重要

かつて5%と言われた東京の自然空室率は、近年では7%程度まで上昇していると推計され、今後も、既存ビルの経年に伴う築古ストックの増加を受けて、水準が更に切り上がることも想定される。一方、BCPを意識したテナント企業の築浅ビル選好の強まりを背景に、築古ビルの建替えを含む取壊しが加速する場合には、自然空室率は低下に転じることも十分に考えられる。

いずれにせよ、オフィス賃料の上昇/下落局面を判断するにあたっては、空室率の水準そのものに加え、足元の自然空室率の水準を適宜把握しておくことで、空室率と自然空室率の差異(オフィス需給の逼迫度合い)を評価することが重要といえる。

【お問い合わせ】 <https://www.smtri.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。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認され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。また、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。