

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.238 2024.02.01

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部

不動産マーケットリサーチレポートでは注目されているトピックスを中心に、不動産マーケットの様子を分析していきます。

収益性指標から見る東京オフィス市場② ～大型ビルの収益性低下の背景～

- 大型ビルの収益性指標が大きく低下、回復が鈍く長期にわたり停滞
- 大型ビルは超大型ビルや中・小型ハイスペックビルと競合し、収益性を上げづらい環境に
- 既存の大型ビルは、テナントのニーズに応じた環境・機能の整備等、戦略的な運営が求められる

図表 1: ビル規模の定義

ビル規模	基準階面積
超大型	500 坪以上
大型	200 坪以上 500 坪未満
中型	100 坪以上 200 坪未満
小型	100 坪未満

出所 三菱UFJ信託銀行

ビル規模（基準階面積）別の収益性指標の推移

当社は、J-REIT 保有物件を対象として収益性指標¹（月・坪当たりの賃貸事業収入）を独自に開発している。収益性指標をビル規模別（図表 1）に見ると、大型ビルは 2008 年のリーマンショック以降、収益性指標が大きく低下し、その後長期にわたり回復が鈍い（図表 2）。本稿ではその詳細分析と背景の考察を行う。

注 1 収益性指標の他の分析については、不動産マーケットリサーチレポート Vol.221 収益性指数から見る東京オフィス市場～エリア別～ および Vol.228 収益性指標から見る東京オフィス市場～J-REIT 保有の小型ビル健闘の背景～ についても参照されたい。

収益性指標とは

不動産投資法人(J-REIT)が保有する個々の物件の賃貸事業収入を月・坪単位に換算した上で、各月次の変動を算出したもの。

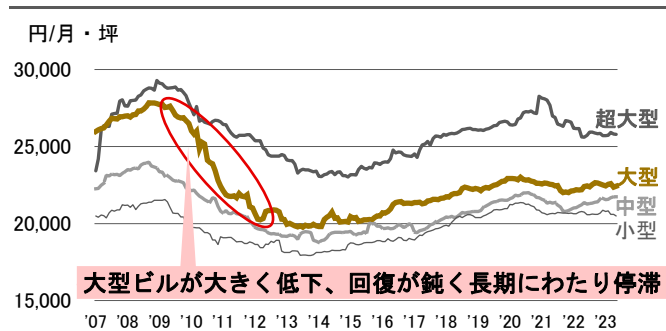
稼働中の物件の賃貸事業収入全体の変動を示すものであることから、実質的に「継続賃料」のトレンドを示していると言え、一般に公表されているオフィス賃料≒新規募集賃料とは異なる。また、賃貸事業収入は、空室解消や賃貸事業を円滑に営む上での戦略的な賃料設定を反映した収入であり、いわば物件の“稼働力”、“収益力”を示すものである。

個々の物件においては、投資法人毎の決算期のばらつきや、期中の新規・追加取得、全部・一部譲渡等による対象面積の変動等があるが、本指標はこれらを調整し、横断的な分析を可能としている。

なお、収益性指標の変化が物件の取得・譲渡によるものではなく、「継続して保有している物件において収益性指標が変化したもの（継続要因）²」であることを確認するため、継続保有物件のみの収益性指標の増減を抽出したところ、前述の事象を裏付ける傾向が確認された（図表 3）。以降の分析・考察は継続保有物件の収益性指標（継続要因）を前提としている。

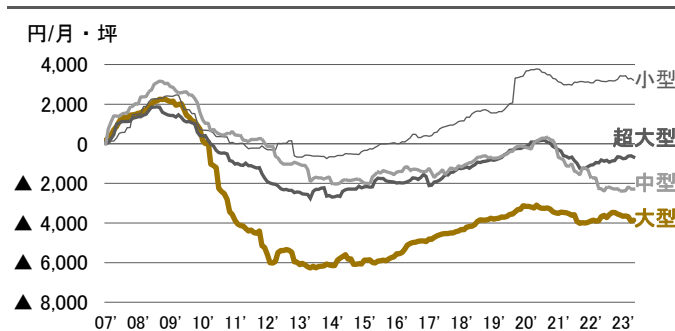
注 2 相対的に高単価・高稼働物件の取得あるいは低単価・低稼働物件の譲渡により収益性指標が上昇したり、相対的に低単価・低稼働物件の取得あるいは高単価・高稼働物件の譲渡により収益性指標が低下したのではなく、継続して保有している物件において、賃料単価や稼働率の変化に伴い収益性指標が上昇・低下していることを確認

図表 2: ビル規模別の収益性指標の推移



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

図表 3: 継続保有物件における収益性指標(継続要因)の変化



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

世界が進むチカラになる。

大型ビルの詳細分析

大型ビルを面積・エリアで細分化

大型ビル 177 物件を、さらに大型-大、大型-中、大型-小に細分化し（図表 4）、2007 年 1 月=100 とした場合の収益性指標の変化を見ると、大型ビルの中でも特に大型-大の低下が大きい（図表 5 上段①）。エリア別では、大型-大の収益性の低下は港区が、大型-小は渋谷区・港区が大きく影響している（図表 5 下段②、③）。

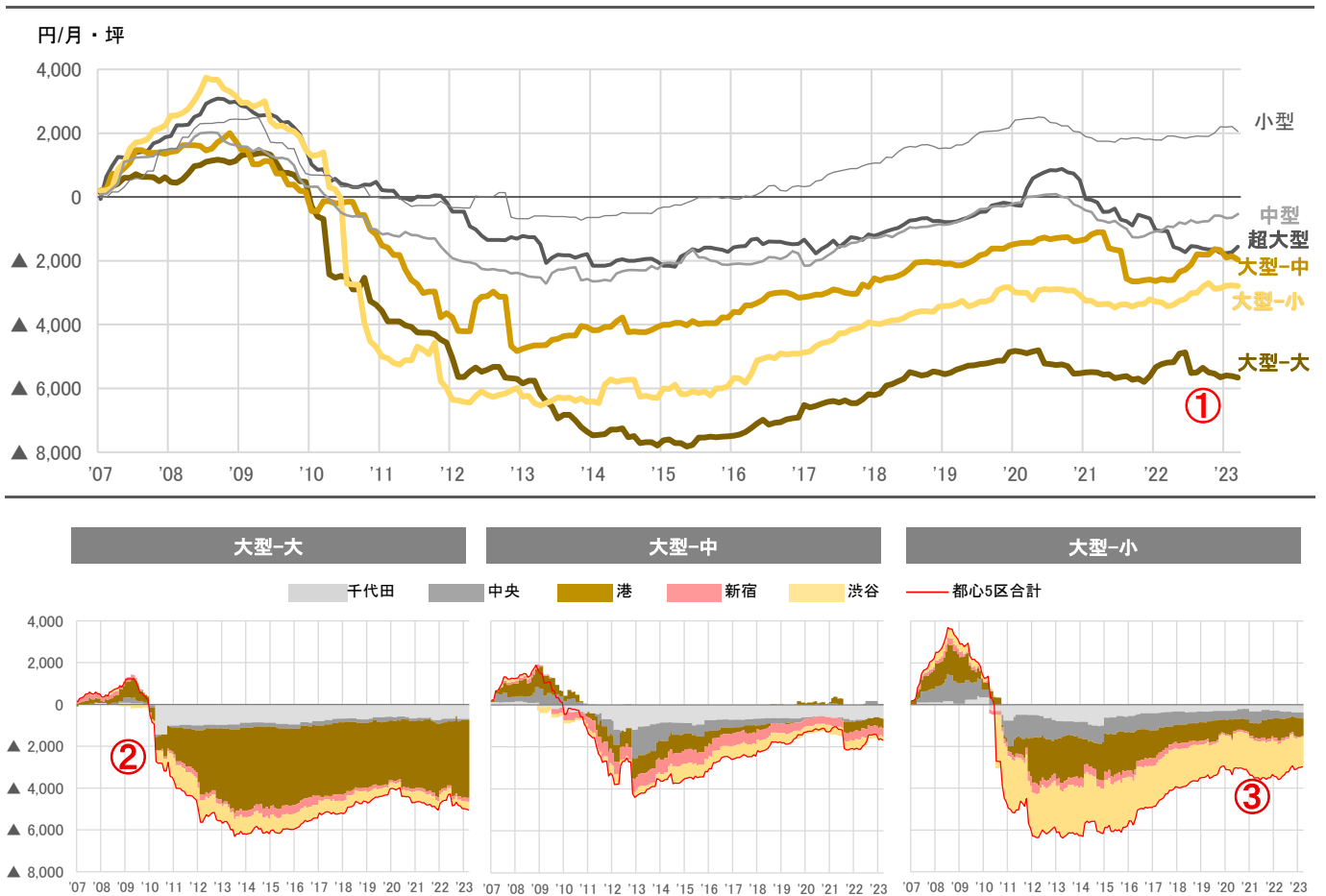
図表 4: ビル規模の定義

ビル規模		基準階面積	物件数
大型	大	320 坪以上 500 坪未満	60
	中	250 坪以上 320 坪未満	59
	小	200 坪以上 250 坪未満	58

出所 三菱 UFJ 信託銀行

注 177 物件を基準階面積順にほぼ 3 等分した結果、上記の区分となった

図表 5: 規模別の収益性指標の変化（大型ビルを細分化）



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

収益性指標低下の背景（仮説）

これらの現象の背景を、以下のように考察した。

大型-大ビルの収益性低下の背景① ~大型-大ビルから超大型ビルへの移転

2008 年~2010 年代前半は、リーマンショックや東日本大震災の影響もあり、コスト削減を目的として賃料のより安いビルへ移転したりオフィスを縮小する等、エリアを問わずオフィス需要が大きく減退した。その後、2010 年代半ば以降、港区では超大型ビルが毎年供給され、既存の大型-大ビル等からテナントが移転した事例が相次いだ（図表 7）。この時期においては、企業業績が回復しきっていない中で、同エリア内での限られた需要の取り合いとなり、大型-大ビルの収益性指標が低下し続けた可能性がある。

世界が進むチカラになる。

2010年代後半は景気が回復し、事業拡大等による拡張移転の他、働き方改革の流れを受け新しいオフィスのあり方を求めた企業が、既存ビルから新築の超大型ビルへ移転する動きも見られた。このような状況下で、既存の大型-大ビルは競争力が相対的に低下し、収益性指標が回復しづらい状況になったものと推察される。

図表 6: 港区での超大型ビルの供給と同区内での大型ビルからの移転事例

年	超大型ビルの新規供給	移転元ビル	規模	テナント
2013	アークヒルズ 西武タワー	青葉六本木ビル 日本生命赤坂ビル	大型-大 大型-大	アシュリオン・ジャパン パリュコマース
2014	虎ノ門ヒルズ 森タワー	西麻布三井ビルディング 興和西麻布ビル 西麻布 28 森ビル 赤坂溜池タワー 住友不動産芝公園ファーストビル	大型-中 大型-大 大型-中 大型-大 大型-大	パルティスファーマグループ パルティスファーマグループ パルティスファーマグループ パルティスファーマグループ 日本ビシネスシステムズ
2015	品川シーセントラス	NOF 品川港南ビル 青山タワープレイス	大型-中 大型-大	クロスキャット NTT 都市開発投資顧問
2016	住友不動産六本木グランドタワー	神谷町 MTビル	大型-大	A10 ネットワークス
2017	赤坂インターシティ AIR	虎ノ門タワーズ オフィス 国際新赤坂ビル東館	大型-大 大型-大	カナダ ロイヤル銀行グループ カムラ
2018	msb Tamachi 田町ステーションタワー S	徳栄ビル 田町センタービル 森永ブライズビル本館 住友不動産芝ビル	大型-大 大型-大 大型-大 大型-中	ソルグシズ 三菱商事テクノス マネフォワード ドコモ CS
2019	虎ノ門ヒルズ ビジネスタワー	愛宕グリーンヒルズ MORI タワー	大型-大	三井住友 DS アセットマネジメント
2020	神谷町トラストタワー	虎ノ門 2 丁目タワー	大型-中	森トラスト
2021	世界貿易センタービルディング 南館	品川東急ビル	大型-中	アイリス
2022	—	—	—	—
2023	虎ノ門ヒルズ ステーションタワー	虎ノ門 35 森ビル 虎ノ門タワーズ オフィス 虎ノ門タワーズ オフィス	大型-中 大型-大 大型-大	パナソニックインダストリー ビコムジャパン PAG
	麻布台ヒルズ 森 JP タワー	ラウンジヒルズ 森タワー フィリップスビル	大型-中 大型-中	ガイアリス製薬、マイン EPD、マイン製薬、ファイザ UPJ フィリップス・ジャパン

出所 各社公表資料および日経不動産マーケット情報を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成
注 上表では一部の事例のみを記載。超大型ビルの竣工と他のビルからの移転が同時期のものに限らない

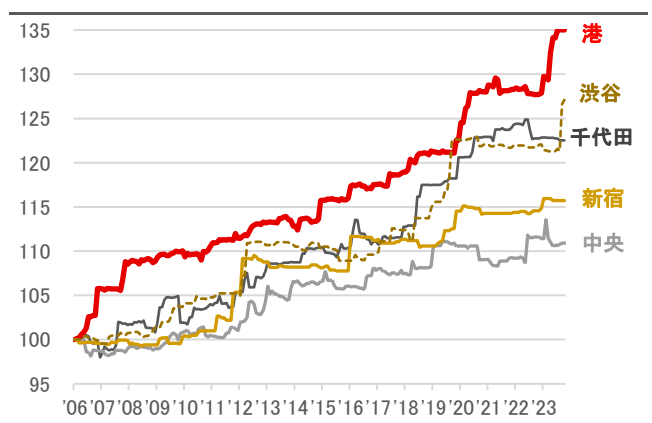
大型-大ビルの収益性指標低下の背景② ～貸床面積の増加ペースの違い

他区でも超大型ビルは供給されているが、港区で収益性指標の低下が特に大きいのはなぜか？図表 7 の通り、港区の貸床面積の増加ペースは他区を大きく上回っており、需給バランスが緩んだため、同区の収益性指標の低下に繋がったと考えられる。

大型-小ビルの収益性指標低下の背景 ～中・小型ハイスペックビルとの競合

2010年代半ばから、都心部では中・小型ながら大型ビル並みのハイスペックな機能を備えたビルの供給が進んだ（図表 8）。大型-小ビルにとって、同規模のビルだけでなく、中・小型ハイスペックビルが競合として加わり、競争が激化した可能性がある。

図表 7: 貸床面積の推移



出所 三鬼商事公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

世界が進むチカラになる。

実際、移転・増床を検討する企業から、中・小型ハイスペックビルの新築・築浅で最新機能を有しており企業イメージ向上を図れる点、基準階面積が100坪前後と1社で1フロアを借り切りやすいサイズである点、オフィス集積地周辺に集中して立地しており既存拠点の近隣で増床できる点等が評価されるケースが見られた。

なお、渋谷区の大規模-小ビルの収益性指標が大きく低下している点（図表5下段③）に関しては、オフィス集積地とは離れたエリアや駅徒歩5分以上の立地、築20年以上の物件等、個別物件の収益性指標の低下が主因であった。このような物件ではテナント誘致に時間を要したり、賃料の下押し圧力が相対的に強く、収益性指標の低下に繋がったものと考えられる。

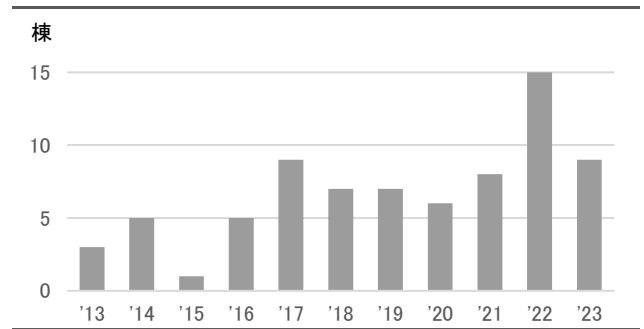
規模別の収益性指標の動向～まとめ～

J-REITの保有オフィスの規模別の収益性指標の分析では、小型ビルは適切な時期のリニューアルにより競争力を高めることで、収益性指標が上昇しうることが確認できた。また、スタートアップ企業等の小区画の需要やセットアップオフィス、前述の中・小型ハイスペックビル等、新しいタイプのオフィスを含むニーズを獲得できたことも影響したと考えられる。

大型ビルにおいては競争環境が激化している。従業員のエンゲージメント向上や多様な人材採用等人的資本経営の観点も踏まえ、（企業規模に応じ）超大型ビルや中・小型ハイスペックビル等、立地やスペックが良く、新築・築浅で働きやすい環境・機能を備えたオフィスに移転する企業の動きがある一方、今後も再開発等で競合となりうるビルの供給が続く見込みだ。そのような中、既存の大型ビルにおいては、テナントのニーズに応じた環境・機能を整備し競争力を高める等、従来以上に戦略的な運営が求められるだろう。

三菱UFJ信託銀行 不動産コンサルティング部
三好 貴之・黒澤 直子

図表8: 中・小型ハイスペックビルの供給



出所 各社公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

注 都心5区で供給された野村不動産「PMO」、三菱地所「CIRCLES」、サンケイビル「S-GATE」、住友商事「PREX」、日鉄興和不動産「BIZCORE」、中央日本土地「REVZO」を集計対象としている

本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。税務・会計・法務等に関する事項に関しては、予めお客様の顧問税理士、公認会計士、弁護士等の専門家にご相談の上、お客様の責任においてご判断ください。

本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承ください。

弊社はいかなる場合においても、本資料を提供したお客さまならびに直接間接を問わず本資料を当該お客さまから受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、お客さまの弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

本資料は弊社の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読みください。

本資料は、「不動産の鑑定評価に関する法律」に基づく鑑定評価書ではありません。

上記各事項の解釈および適用は、日本国法に準拠するものとします。

世界が進むチカラになる。