

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.237 2024.01.30

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。

## 東京オフィス市場の予測（2024年1月）

- 空室率は短期的には低下が継続した後、中期的には足元の水準付近に戻る見通し
- 新規賃料は2024年に底打ちして緩やかに上昇するも、中期的には上昇ペースが鈍化
- 金融政策に関するシナリオ分析の結果、2024年に0.25%の利上げが行われた場合、新規賃料は2026年時点で1%程度下振れる影響があると試算される

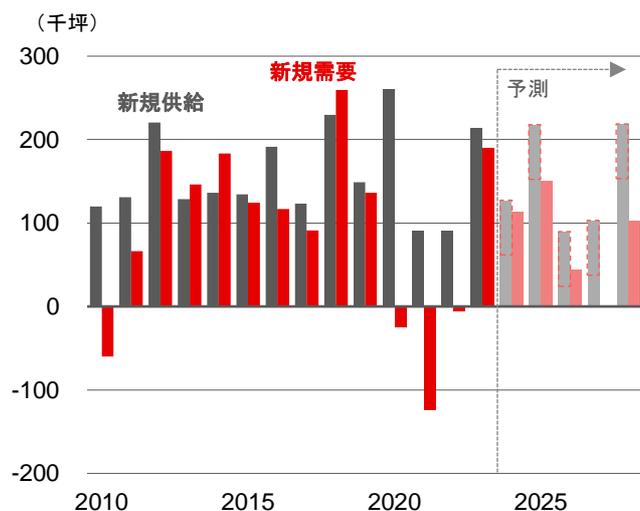
### 空室率は短期的には低下が継続した後、中期的には足元の水準付近に戻る見通し

2023年は新築ビルの新規供給が21万坪の大量供給であった一方、出社回帰の流れも追い風に新規需要が+19万坪と4年ぶりに大幅プラスとなったことから、空室率は4年ぶりに低下した（図表1、2）。新規賃料は▲2%と4年続けて下落したものの、前年よりマイナス幅を縮めた。空室率に頭打ち感が見られることや、良好な企業収益を背景にテナント企業の賃料負担力が回復してきたことなどが要因と考えられる。

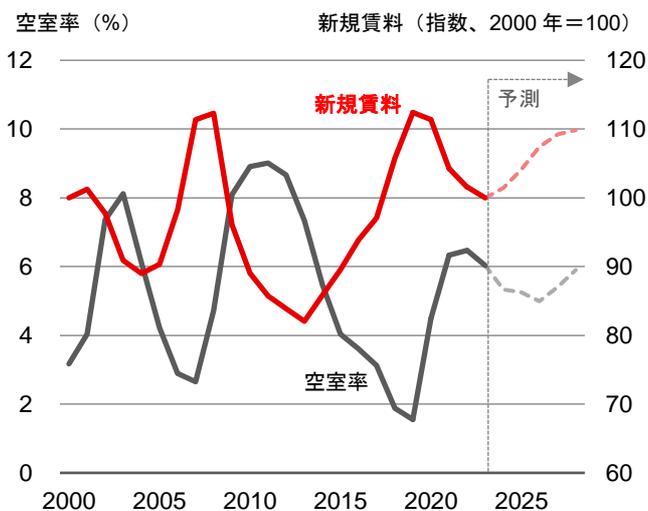
本稿では、今後5年間の中期的なオフィス需給及び賃料動向について、マクロ経済予測や新築ビルの開発計画に基づき、新規需要や新規賃料に関する統計モデルを用いた定量予測をアップデートした（図表3）。

2024年～2028年における新規需要と新規供給の予測結果から空室率を計算すると、景気持ち直しを背景に新規需要が増加することで、空室率は2026年にかけて低下の継続が見込まれるが、中期的には日本の労働力人口が減少に転じることで新規需要は減速し、空室率は2023年の水準付近に戻ると予測される。以下、予測結果の詳細について述べる。

図表1: 新規需要と新規供給の見通し



図表2: 空室率と新規賃料の見通し



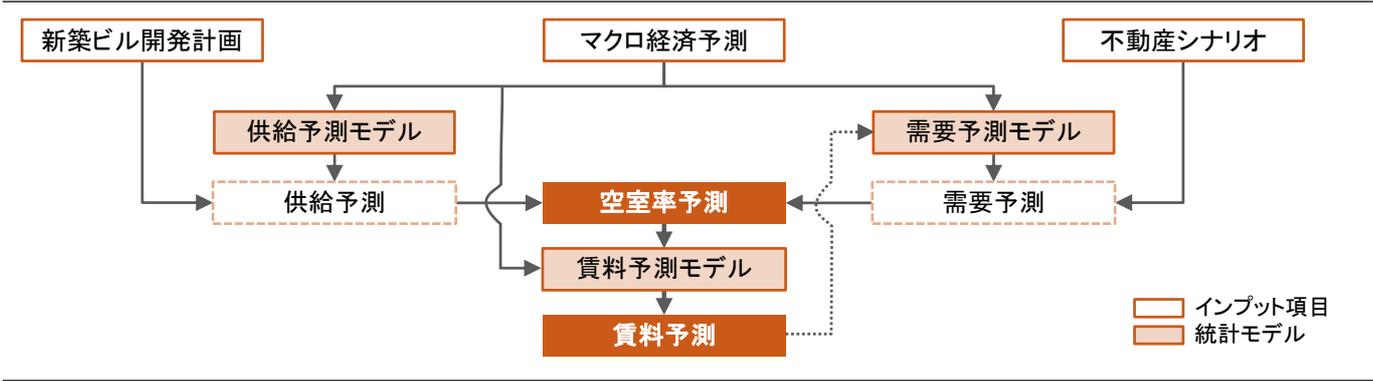
出所 実績値は三鬼商事を基に、予測値は三菱UFJリサーチ&コンサルティングの経済見通し等を基に三菱UFJ信託銀行作成

注 1. 空室率と新規賃料は各年12月の数値。

2. 新規供給予測に重なる赤枠点線は、築古ビルの取壊しや建替え、用途転換によりオフィスストックが減少する減失の予測。

世界が進むチカラになる。

図表 3: 予測モデルの枠組み



出所 三菱UFJ信託銀行

**新規賃料は 2024 年に底打ちして緩やかに上昇するも、予測期間後半は上昇ペースが鈍化**

**企業活動の改善を背景にオフィス需要は回復が続く見通したが、中期的には増加し難くなる**

まず、2024～2028 年までの新規需要について、マクロ経済指標の見通しやオフィス賃料の割高・割安感、一定の不動産シナリオを基に需要予測を行った。なお、2023 年の実績値はマクロ経済指標に基づく需要予測の結果を約 4 万坪上回った。これは、コロナ禍以降普及したテレワーク活用の限界的な影響は逡減し、逆に企業は縮小し過ぎたオフィス面積を一部戻していることを示唆していよう。

下記 5 種類の需要要因を用いて予測したところ、短期的には景気の持ち直しを背景にオフィス需要は回復する見通しである一方、中期的には日本の労働力人口が減少に転じることで、都心のオフィス需要も次第に増加し難くなる見通しである点は前回予測（2023 年 6 月）から大きく変わらない。

- 企業活動要因** 景気回復に支えられて企業収益の改善や設備投資の拡大が続くことで、オフィス需要へのプラス寄与が見込まれる
- 雇用環境要因** コロナ禍からの持ち直しを受けて短期的には雇用情勢の改善が見込まれる一方、中期的には少子高齢化に伴う労働力人口の減少がオフィス需要の下押し圧力になる
- 賃料負担要因** 賃料下落による割安感が生じたことで、短期的にはオフィス需要の底上げ要因になるが、中期的には賃料上昇によって逆に需要を押し下げる見込み
- 新規供給要因** 新築ビルの供給量が大きい 2025 年と 2028 年は、自社ビルや都心 5 区周辺部からの移転需要を喚起する見込みの一方、低供給が 2 年続くことで、2027 年は新築ビルへの移転による需要押し上げ効果は小さい公算

世界が進むチカラになる。

## 今後 5 年間で均してみれば過去平均を下回る供給ペース

2025 年と 2028 年には 20 万坪を超える大量供給が予定されるが、今後 5 年間で均してみれば年平均で約 15 万坪と、過去の平均的なペースを下回る水準である。引き続き、供給面からオフィス需給が崩れる懸念は大きくないと考える。前回予測との比較で見ると、一部のビルで竣工想定時期を後ろ倒ししたものの、新規の開発計画が加わることにより供給総量は微増となった。建築費の上昇やオフィス需給の緩和にもよらず、開発意欲は衰えていないものとみられる。

一方、再開発等に伴う築古ビルの取壊しや建替え、用途転換によるオフィスストックの減失については、年平均 7 万坪程度を見込む（図表 1 の赤枠点線部分）。テレワークの併用や生産年齢人口の減少により、オフィス需要には中長期的に下押し圧力がかかりやすいことで、都心 5 区の中でもエリアによっては、オフィスよりもマンションなど他用途での評価が勝り、想定以上に既存ビルの減失が進むことも考えられる。足元までのところは想定範囲内であるが、減失ペースが上振れる場合には、需給バランスの改善によって空室率が下振れることにつながる。

## 企業の賃料負担力の改善見通しを背景に、新規賃料は 2024 年に底打ちする見通し

新規需要と新規供給の予測結果に基づいて空室率を予測した上で、需給バランスと賃料負担力の 2 種類の要因をインプットとする統計モデルを用いて賃料予測を行った。

空室率が低下に転じたことに加え、テナント企業の賃料負担力の改善を追い風に、新規賃料は 2024 年に底打ちして緩やかに上昇するものと予測される。ただし、2027 年から再び空室率が上昇することがマイナス要因となり、予測期間の 2028 年にかけてコロナ禍前の水準までは戻らないとみられる。

**需給バランス要因** 予測期間前半は空室率の低下が賃料の押し上げ要因となるが、予測期間後半はオフィス需給が若干緩和するため賃料の押し下げ要因となる

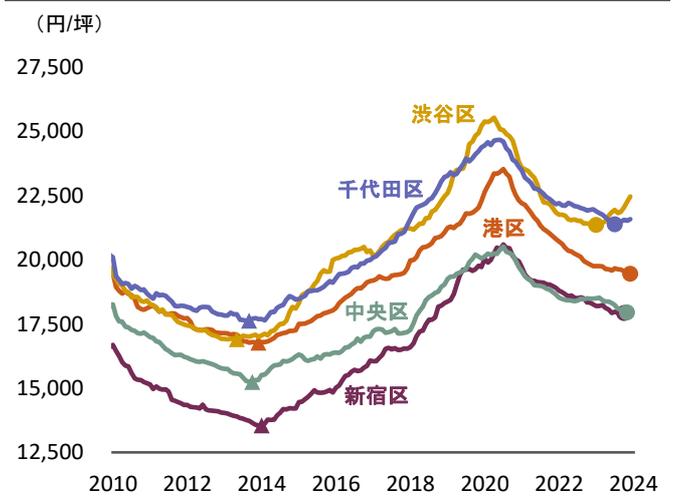
**賃料負担力要因** 企業の一人当たり利益の増加等を背景に、テナント企業の賃料負担力が改善することで賃料上昇に寄与する

## 賃料底打ちのタイミングはエリアによってまちまち

月次データを確認すると、東京都心 5 区の中でも渋谷区では、既に新規賃料が底打ちして上昇傾向にある（図表 4）。また、千代田区でも底打ちの兆しがうかがえる。一方、港区の新規賃料はまだまだ低下を続けている。前述の通り、東京都心 5 区平均の賃料底打ちタイミングは 2024 年と予測しているが、リーシング環境は一律でなく、エリアごとの差は小さい。

なお、2013 年末頃の賃料底打ち局面においても、渋谷区や千代田区は他の区に先行して最低値を付けており、足元の市場環境が過去と比べて特殊ということもなさそうである。

図表 4: 区別の新規賃料（東京都心 5 区）



出所 三鬼商事資料を基に三菱 UFJ 信託銀行作成

注 ●は直近の最低値、▲は前回の底打ち局面における最低値を示す。

世界が進むチカラになる。

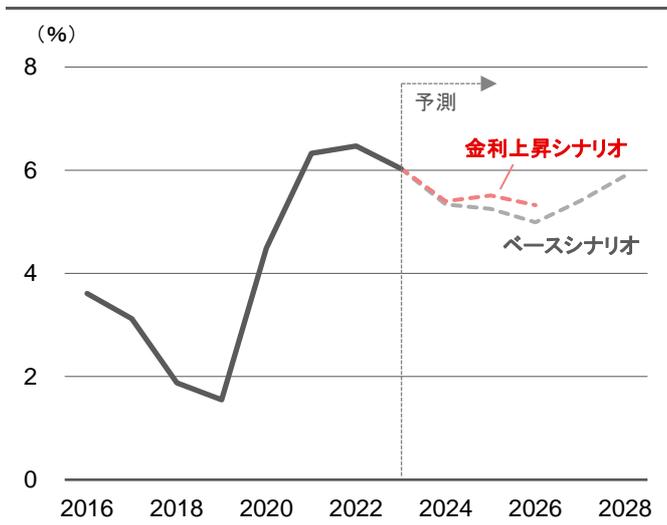
## 早期の利上げが賃貸オフィス市場に及ぼす影響のシナリオ分析

最後に、日本銀行による異次元緩和が出口に近付きつつある中、マイナス金利政策の解除にとどまらず、早期に利上げが行われた場合の賃貸オフィス市場への影響を試算した。今回の予測に用いたマクロ経済見通しは予測期間の中盤に 0.25%の利上げがなされる前提であるが、ここでは早期の利上げシナリオを想定し、内閣府の「短期日本経済マクロ計量モデル」を参考に、需要予測モデル及び賃料予測モデルのインプットとなるマクロ経済指標の予測値を調整した。

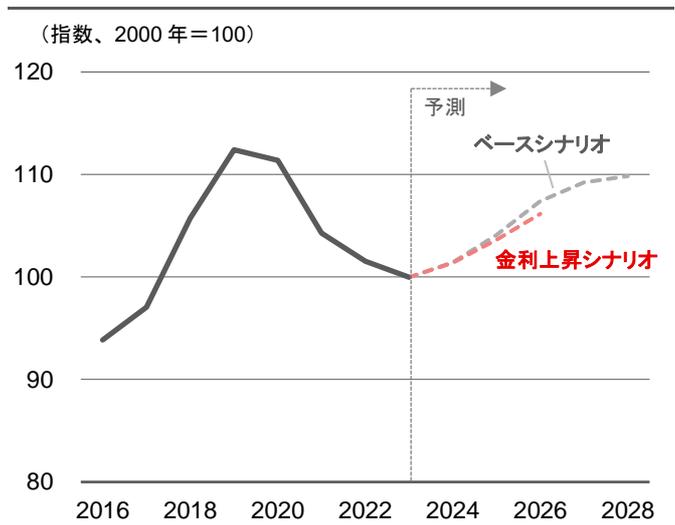
2024年に短期金利が引き上げられた場合の、2024年から2026年におけるGDPや就業者数、企業の経常利益といったマクロ経済指標への影響を勘案すると、オフィス需要は3年間で約3万坪下振れると試算される。結果として、2026年時点の空室率はベースシナリオより0.3%ポイント程度高く、新規賃料は1%程度低い水準と予測される（図表5、6）。

利上げによる実体経済の引き締め効果は、賃貸オフィス市場にとってもマイナスではあるが、1回程度の利上げであれば、将来の空室率や新規賃料見通しの方向性を変化させるほどの影響はないとみられる。

図表 5: 0.25%の利上げが空室率に及ぼす影響



図表 6: 0.25%の利上げが新規賃料に及ぼす影響



出所 三菱 UFJ 信託銀行

- 注 1. 空室率と新規賃料は各年 12 月の数値。  
 2. 「ベースシナリオ」は図表 2 と同一。  
 3. 「金利上昇シナリオ」は 2024 年に 0.25%の利上げが行われた場合の、GDP や就業者数等への影響を勘案した予測値。

三菱 UFJ 信託銀行 不動産コンサルティング部  
 竹本 遼太

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、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下さい。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。