

不動産マーケットリサーチレポート

VOL.274

2025.3.26

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。

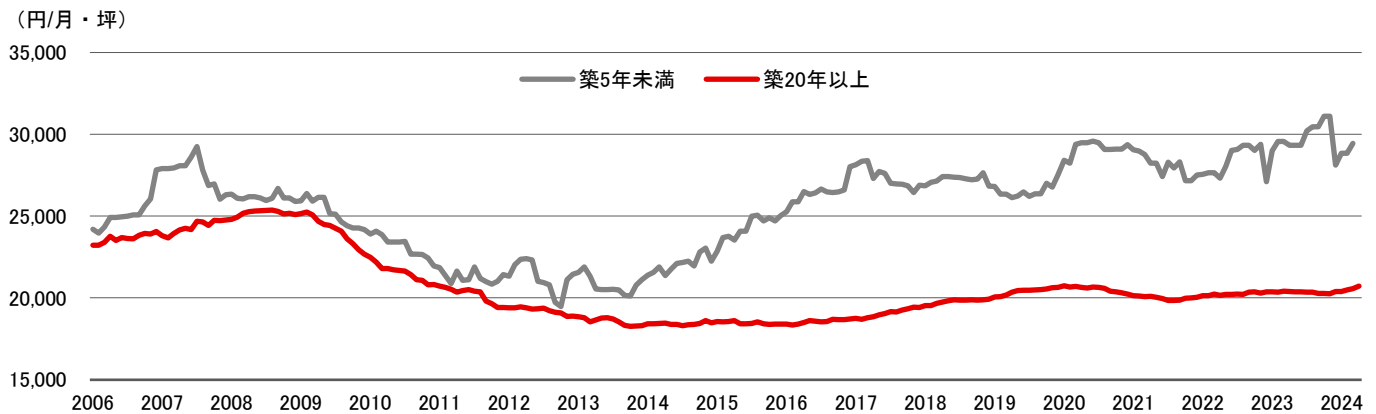
収益性指標から見る東京オフィス市場 ～築年数別～

- J-REIT 保有オフィスの収益性指標の推移は、築5年未満とそれ以外とで大きく異なる
- J-REITに限らずオフィス市場全体でも平均築年数は30年を超え、築年数の経過に伴う市場競争力の低下や修繕費等の増加による収益圧迫のリスクがある
- 築年数が経過しても収益を維持・向上させるための戦略が求められると共に、市場の物件の多くが新耐震基準になる頃には、築年数に対する評価が再定義される可能性がある

築年数別の収益性指標の推移

東京オフィス市場はコロナ禍での落ち込みから回復に転じ、物価高の影響もあり、新築物件の募集賃料は上昇傾向だ。当社が J-REIT 保有物件を対象として独自に開発している収益性指標¹（月・坪当たりの賃貸事業収入）を築年数別に見ると、都心5区（千代田・中央・港・新宿・渋谷）+品川区のオフィスでは、築5年未満の物件で上昇している。一方、築20年以上の物件は20,000円/月・坪前後とほぼ横ばいである（図表1）。一般的に、築年数の経過した物件は市場競争力が相対的に低下し、賃料の下方圧力がかかる傾向があるが、どの程度の築年数で収益性指標の差が顕著になるのか、また、築年数の経過した物件の賃貸運営における課題について考察した。

図表1: 収益性指標の推移（築5年未満と築20年以上）



出所 J-REIT 決算資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

1. 各時点の断面における築5年未満および築20年以上の物件の収益性指標の平均値を示したものの。都心5区+品川区のオフィスが対象。
2. いわゆる築浅物件とされる築5年未満と、大規模修繕等が必要となり維持コストが高むとされる築20年以上の物件とに区分している。

1 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。

世界が進むチカラになる。

三菱UFJ信託銀行

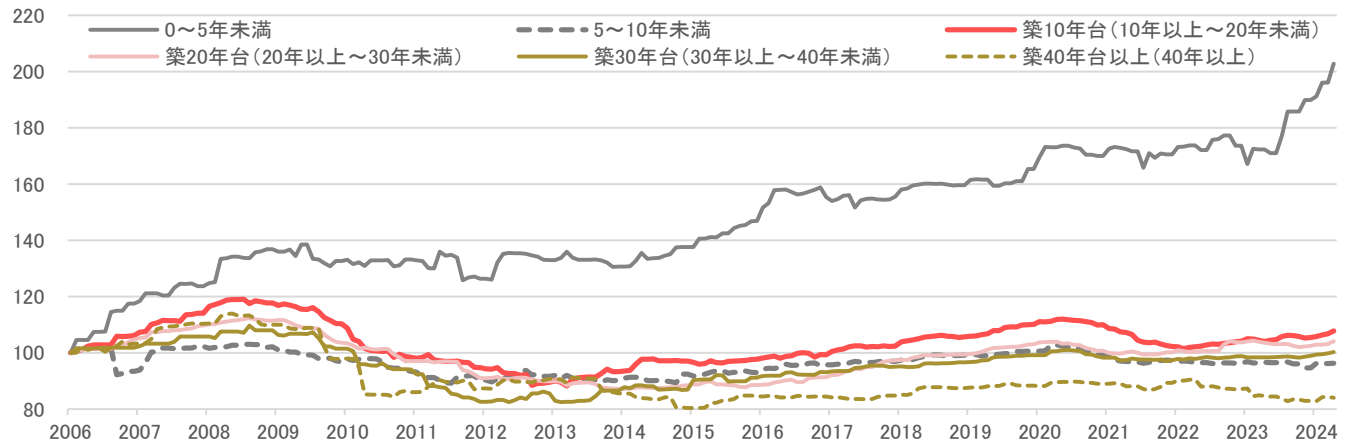


築5年未満とそれ以外とで異なる推移

都心5区+品川区のオフィスの収益性指標を築年数別に細分化の上、指数化したものが図表2であり、築5年未満とそれ以外とではその推移が大きく異なる。築5年未満の物件は、その時点の新規募集賃料に近い水準で入居したまま賃料更改やテナント入替のタイミングを迎えておらず、新築時の賃料水準が維持されているケースが多いと考えられる。一方、築5年以上の物件では、賃料更改のタイミングがあってもその時点の新規賃料水準まで増額するのは難しいこと、長期間の定期借家契約の場合契約当初の賃料水準のまま継続されていること等から、新規賃料水準まで賃料を引き上げる機会が限定的で、このような差が表れたと考えられる。

図表 2: 築年数別の収益性指数の推移

(2006年3月=100として前月からの変化率を累積したもの)

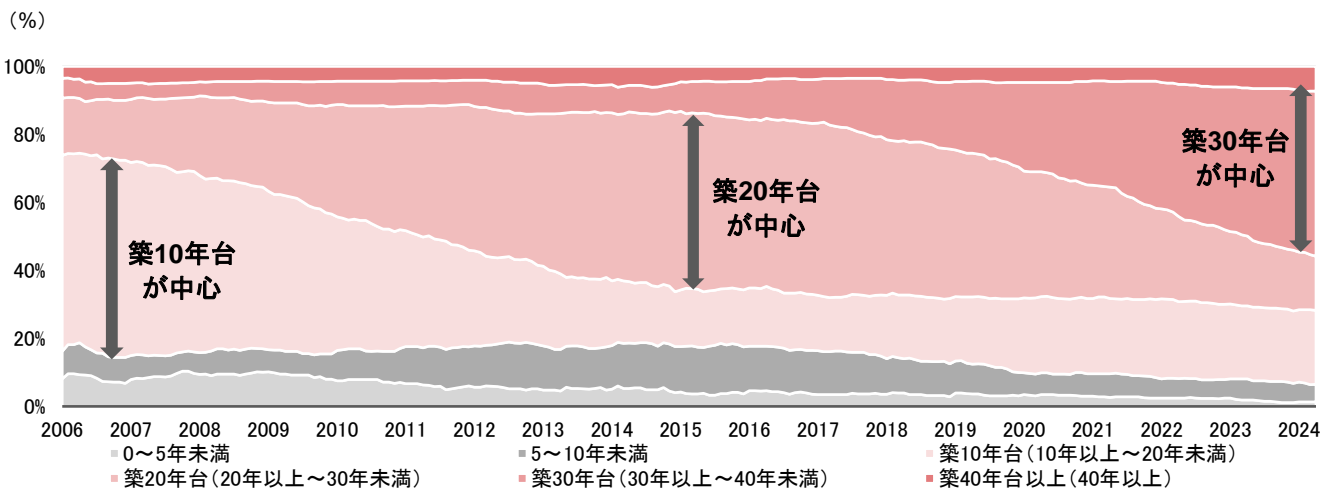


出所 J-REIT 決算資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

J-REIT 保有物件の築年数別内訳の推移

J-REIT 保有物件の築年数別構成比を確認すると、中心となる築年数は、2000年代は築10年台、2010年代は築20年台、2020年代は築30年台と徐々にシフトし、2024年時点では過半数が築30年以上だ(図表3)。これは、取得時点では築年数が浅かった物件をそのまま継続保有していること、もしくは物件の入替があった場合でも新規取得物件には築年数が浅い物件が少なかったことを示唆しており、背景として以下のような要因が考えられる。

図表 3: 築年数別構成比 (物件数ベース)



出所 J-REIT 有価証券報告書を基に三菱UFJ信託銀行が作成

注. 各時点の断面における物件数ベース。取得価格ベースでは異なる比率となる可能性がある。

世界が進むチカラになる。

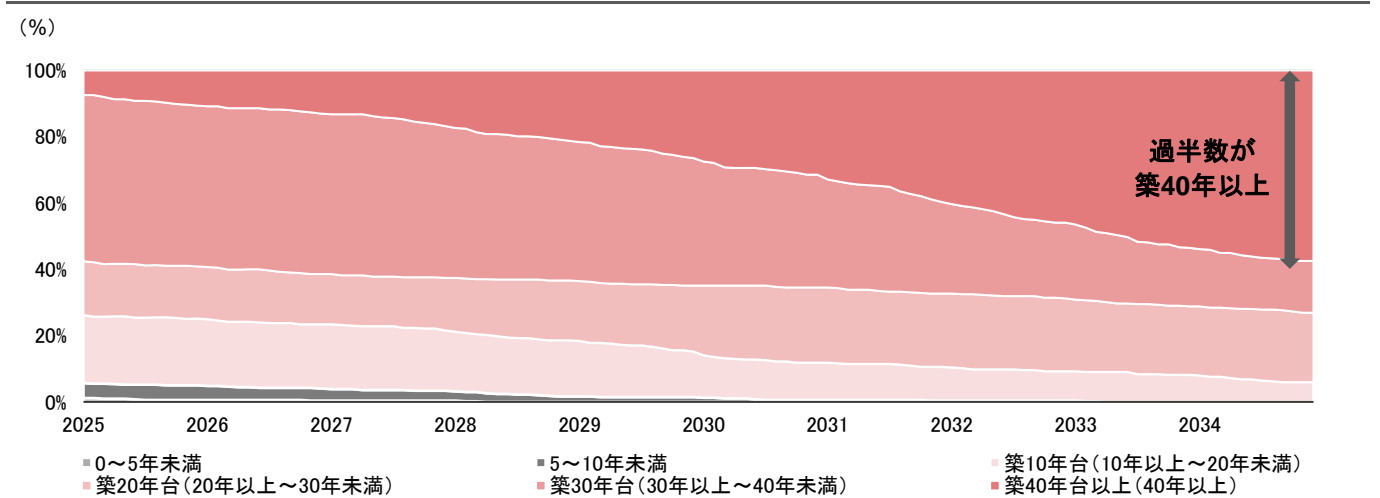
- 1 築年数が経過しても相場賃料を上回る水準で安定的に賃貸できていた等、運用が好調であったため、保有を続けていた
- 2 キャップレートの低下が続く中、少しでも高利回りを確保するため、築年数の経過した物件を取得せざるを得なかった
- 3 年を経るにつれ、新耐震基準²の物件が増えたことで、取得可能な築年数の範囲が拡大した

注 2. 建築確認通知書の発行日が1981年6月1日以降の物件は、震度6強～7程度の大規模地震動においても倒壊するおそれがない新耐震基準で設計・建築されており、地震に対する建物の安全性が高いとされるため、多くのJ-REITにおいて投資判断基準の一つとなっている（新耐震基準以前の物件（旧耐震基準）でも、耐震工事等により新耐震基準と同程度の耐震性能を満たしていれば取得対象となる場合もある）。例えば、2010年時点では新耐震基準で設計された物件は築29年までであるが、2030年時点では築49年まで拡大し、年々、取得可能な築年数の範囲が拡大する。

10年後の築年数分布

J-REITが現在の保有物件を継続して運用した場合、10年後には過半数が築40年以上となる見込である（図表4）。築年数の経過に伴い物件の市場競争力が低下するだけでなく、修繕費等の増加が収益を圧迫するリスクが懸念される。

図表4: 10年後の築年数別構成比（物件数ベース）



出所 J-REIT 有価証券報告書を基に三菱UFJ信託銀行が作成

注 図表3をそのまま10年後まで延長したもの。物件の入替がなく、既存物件をそのまま保有し続けたと仮定した場合。実際には、物件の新規取得や入替により築年数の浅い物件の割合が若干増えるものと予想される。

J-REIT だけの問題ではない

前述のリスクは、J-REITに限らずオフィス市場全体に共通する。2024年時点の都心5区のオフィスビルの約8割は築20年以上、平均築年数は34年だ（図表5・6）。これは、1990年代に大量供給されたオフィスビルが未だ市場の中心を占めていることが主な要因と考えられる。2024年時点のJ-REIT保有物件の平均築年数は33年と市場平均と大差なく、市場全体の状況を反映している。物件の入替がなければ平均築年数は1年ずつ増加することになるが、J-REIT保有物件の平均築年数の上昇ペースは毎年1年未満となっており、むしろ平均築年数の若年化は成功していると言える（図表6）。

築年数の経過との向き合い方

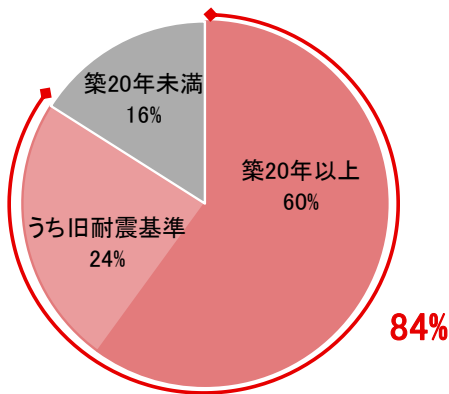
オフィス市場にある物件の大半が既に築20年以上であるが、技術の進歩や環境配慮の観点から建物の長寿命化が進展していく可能性がある。一方、昨今は再開発事業等により新築物件が大規模化していること、建築費の高騰により割高感も強いこと等を背景に、新築物件の取得は容易ではない。このような環境下で、いかに収益性を維持・向上させていくかが課題となる。

例えば、テナントニーズ踏まえ物件価値を高めることで、より高単価の賃料を実現できる可能

世界が進むチカラになる。

図表 5: 築年数の内訳 (棟数ベース)

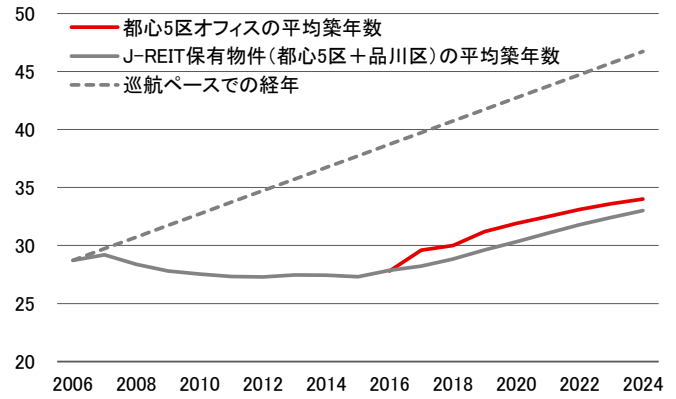
(%)



出所 ザイマックス不動産総合研究所「オフィスピラミッド 2025」を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成
 注. 都心 5 区の中小規模 (延床面積 300~5,000 坪) のオフィス 6,230 棟が対象。賃貸面積ベースでも築 20 年未満が 20%、築 20 年以上が 80%となっており、上図とほぼ同比率である。

図表 6: オフィスの平均築年数の推移

(年)



出所 ザイマックス不動産総合研究所「オフィスピラミッド」および J-REIT 有価証券報告書を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成
 注. 都心 5 区オフィスの平均築年数については、2016・2018 年のみ東京 23 区のもの。巡航ペースでの経年とは、2006 年の J-REIT 保有物件の平均築年数を起点として 1 年ずつ年を加えたもの

性がある。内装費も高騰している近年では、初期費用を抑えつつ即座に利用可能なセットアップオフィスの導入が、テナントニーズに合致した戦略として注目されている。また、立地や建物の条件等にもよるが、築年数による収益への影響がオフィスよりは小さいとされるホテルへのコンバージョンも選択肢としては考えられるだろう。物件の入替においては、再開発事業等で新築されるシンボリック物件を区分所有や共有持分で取得することも考えられる。物件全体を取得するのに比べ資金負担を軽減しつつ、立地や規模の面で競争力が高く長期的な収益性確保を期待できる物件を、ポートフォリオに組み込むことができる。尚、賃貸運営においては収入を増加させるだけでなく、支出をいかに抑制するか、という観点からの検討も必要だが、支出に関しては次号以降での分析対象としたい。

10 年後の 2035 年時点では、旧耐震基準の物件が現在より減少し、新耐震基準の最も古い物件は築 54 年となる。現状では築 50 年を超えると建替も視野に入るが、10 年後には築年数に対する評価基準が変化し、再定義されることも考えられる。このような変化は、築年数の経過した物件の価値や収益性に直接影響を与えるため、長期的な視点での戦略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

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。

本資料は執筆者個人の見解に基づくものであり、弊社としての統一した見解を公式に表明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。弊社および執筆者はその正確性、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。

弊社および執筆者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。