

# 不動産マーケットリサーチレポート

VOL.228

2023.08.25

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 ～J-REIT 保有の小型ビル健闘の背景～

- 小型ビルは、大・中型ビルに比べリニューアル効果が表れやすい
- 築年数の経過した物件のリニューアル効果は限定的
- 小型ビルは特に戦略的な運用計画が求められ、運用の巧拙が問われる

### 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を測る指標（月・坪当たりの賃貸事業収入、以下収益性指標<sup>1)</sup>）を独自に開発している。本レポートシリーズ [VOL.221](#) では、事業所面積・従業員数や新規供給量等の需給バランスの観点からエリア別の収益性指標の動向を分析した。

しかし、不動産の収益性はエリア以外にも多様な要素に影響を受けるため、本稿ではビル規模（基準階面積）の観点から収益性指標の動向を分析した。なお、ビル規模は図表1のとおり定義し、築年数や駅徒歩等、基準階面積以外の要素は考慮外とした。対象はJ-REIT保有の千代田・中央・港・新宿・渋谷・品川の各区のオフィスである。

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信託銀行が作成

#### (1) 小型ビルの収益性指標が上昇、中型ビルとの差が縮小

小型ビルの収益性指標が上昇し、中型ビルに近づいている。特に2017年以降は中型ビルとの差が縮小し、中型ビルとほぼ同水準の2万円強/月・坪である。(図表2(1))

#### (2) 大型ビルの収益性指標が大きく低下、超大型ビルとの差が拡大

大型ビルの収益性指標が2010年頃から大きく低下し、その後超大型ビルとの差が縮まることなく中型ビルに近づいている。近年、収益性指標の水準は、超大型ビルとそれ以外の規模のビルとに大別されている。(図表2(2))

#### 注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ます。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“稼ぐ力”、“収益力”を示すものである。

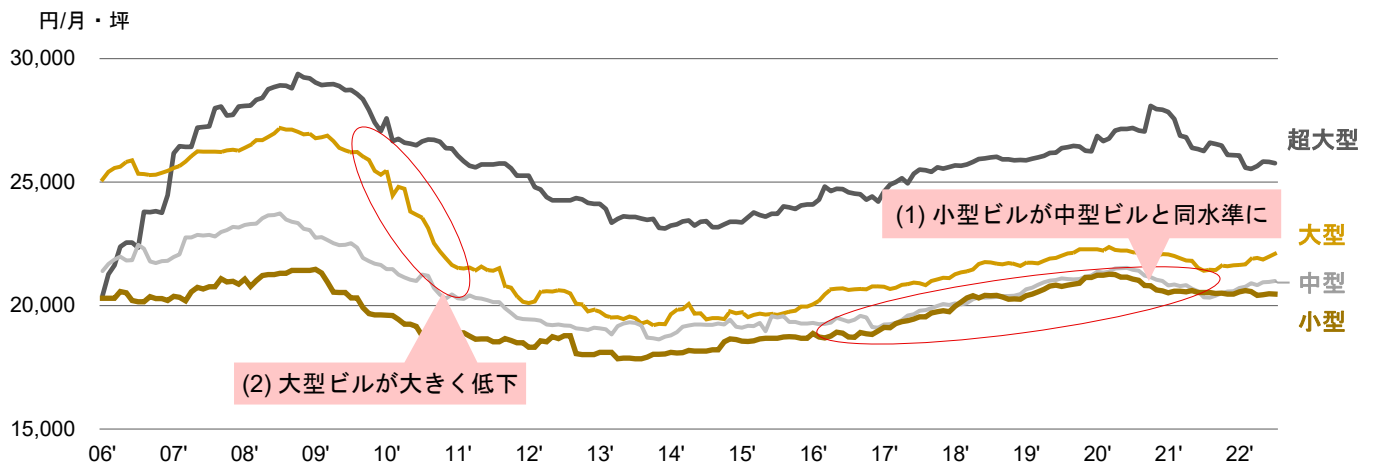
個々の物件においては、投資法人毎の決算期のばらつきや、期中の新規・追加取得、全部・一部譲渡等による対象面積の変動等があるが、本指数はこれらを調整し、横断的な分析を可能としている。

本稿では(1)について考察し、(2)については次号以降にて詳細を分析する。なお、これらの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)」であること<sup>2)</sup>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(1)、(2)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)を対象としている。

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。

世界が進むチカラになる。

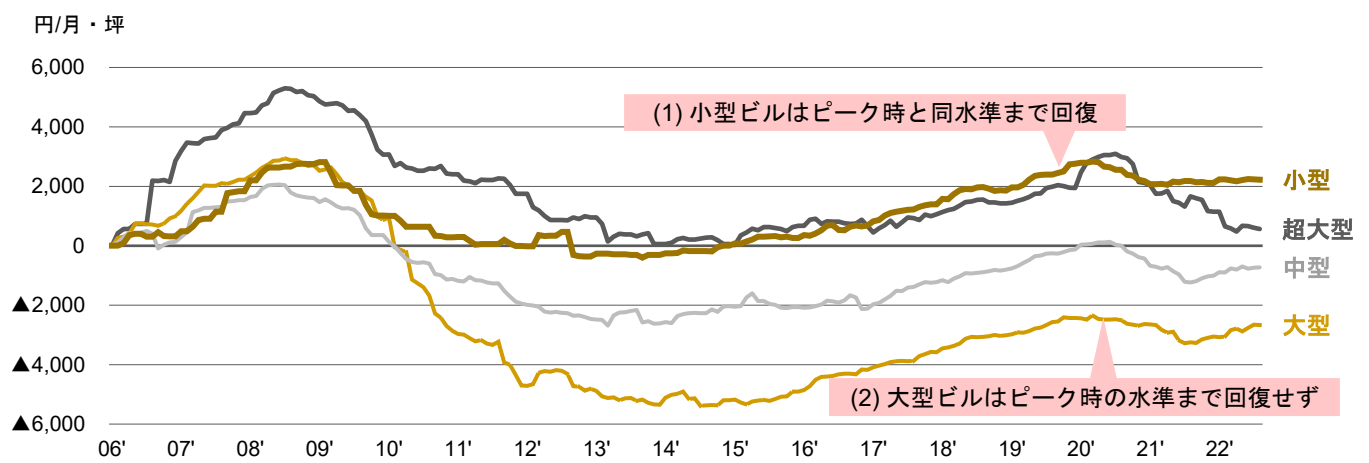
図表2: ビル規模別の収益性指標の推移



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

注 個別物件による影響を極力限定的にするため、各規模における物件数が10物件以上となる2006年3月以降を調査対象とした

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

## 収益性指標の変化の背景（仮説）

小型ビルの収益性指標が上昇した主な理由として、①好調な企業業績を背景に強まったオフィス需要をとらえられたこと、②リニューアルの効果が反映されたこと、を仮説とした。なお、各規模において、所在区、駅距離等による収益性指標の変化に顕著な差は確認できなかった。

### ①堅調なオフィス需要

①、②とも小型ビルに限られる事象ではないものの、例えば、①については2016年頃から、恵比寿～五反田等の小型ビルが、渋谷で吸収しきれなかった IT 企業等の旺盛な需要の受け皿となり、収益性指標の上昇に大きく寄与したと考えられる。

また、コロナ禍以降、在宅勤務の進展により大企業等のオフィス需要が減退する動きが一部で見られた。一方、小型ビルの主要テナント層である中小企業では、在宅勤務の導入やそれに伴うオフィス縮小の動きは限定的であったため、収益性指標が堅調に推移したと推測される。

### ②リニューアルの効果

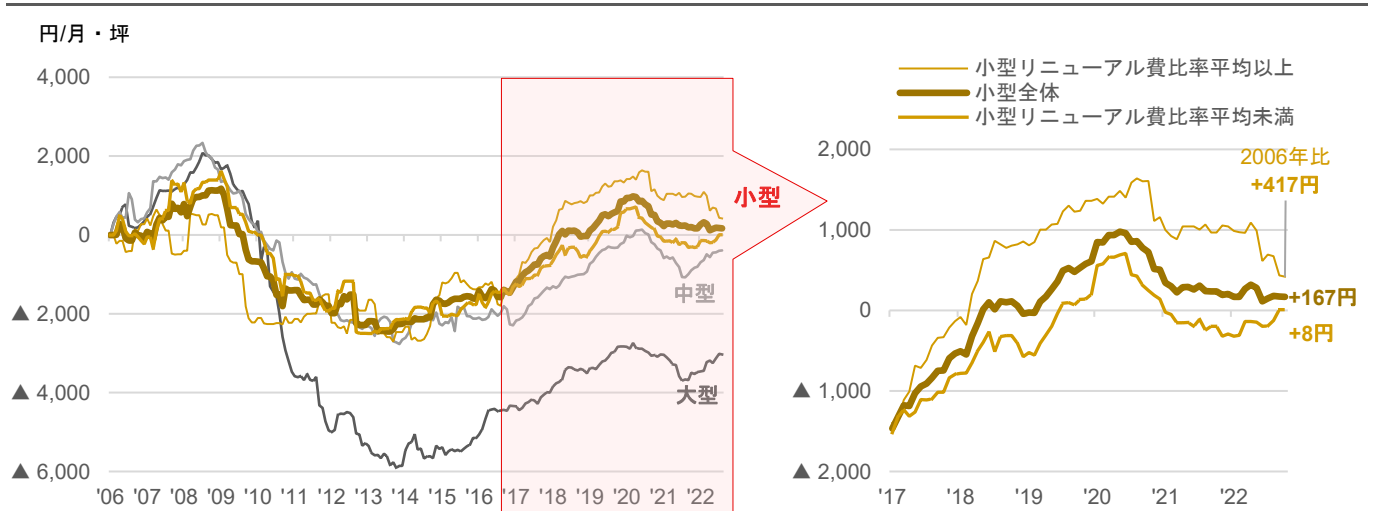
②の仮説を検証するため、取得価格に対して保有期間中にかけた総リニューアル費<sup>3</sup>の割合（保有期間中の（修繕費＋資本的支出）の合計÷取得価格。以下、リニューアル費比率）による収益性

世界が進むチカラになる。

指標の変化を分析した。

注3 本来、物件の維持管理・原状回復のための修繕費と価値増大のための資本的支出は区別されるが、それぞれの収益性指標への寄与度を測るのは困難なため、本稿では便宜上、リニューアル費＝修繕費＋資本的支出としている。

図表4: リニューアル費比率別の収益性指標の増減 (左図: 大型・中型・小型) /右図: 小型のみクローズアップ)



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱UFJ信託銀行が作成

小型ビルにおいて、リニューアル費比率が平均以上の物件は収益性指標の上昇幅が大きい(図表4右)。中型・大型ビルと比較しても小型ビルは収益性指標の上昇幅が最大だが(図表4左)、リニューアル費比率は最も小さい(図表5)。

以上より、小型ビルはリニューアル効果が収益性指標に表れやすく、図表2・3での小型ビルの収益性指標の上昇は、リニューアル費を十分にかけて競争力を高めた物件が牽引したものと考えられる。実際、リニューアルにより賃料単価や稼働率が大幅に向上した例がある(図表6)。

図表5: リニューアル費比率と収益性指標の変化

ビル規模	平均リニューアル費比率	収益性指標の変化(2006年比)
大型	5.4%	▼3,029円
中型	5.0%	▼392円
小型	3.1%	+167円

出所 J-REIT 公表資料等を基に三菱UFJ信託銀行が作成

注 区分所有又は共有物件が過半数の超大型ビルは、完全所有権の物件が過半数である他の規模のビルとはリニューアル効果の収益性指標への表れ方が異なると考えられるため、比較対象外としている。

図表6: 小型ビルのリニューアルの例

物件名	内容
いちご東池袋ビル (いちごオフィスリート投資法人)	スマートキー装備の専用レセプション、テナント専用ラウンジ(打合せスペース、モニター、Wi-Fi、音楽、健康食品等も提供)を設置、賃料単価+53.3%を実現
KDX 横浜ビル (ケネディクスオフィス投資法人)	共用部やテナント専用サービス施設の全面リニューアル、賃料単価+15%を実現
虎ノ門桜ビル (日本リート投資法人)	高スペックビルに30坪前後で入居を希望する外資系企業のニーズに対応し、EVホールをリニューアル、ガラスで分割した開放感のある区画を造作。約1年半で稼働率48.5%→100%に改善。

出所 J-REIT 決算説明会資料等を基に三菱UFJ信託銀行が作成

### リニューアル費比率・築年数と収益性指標の関係

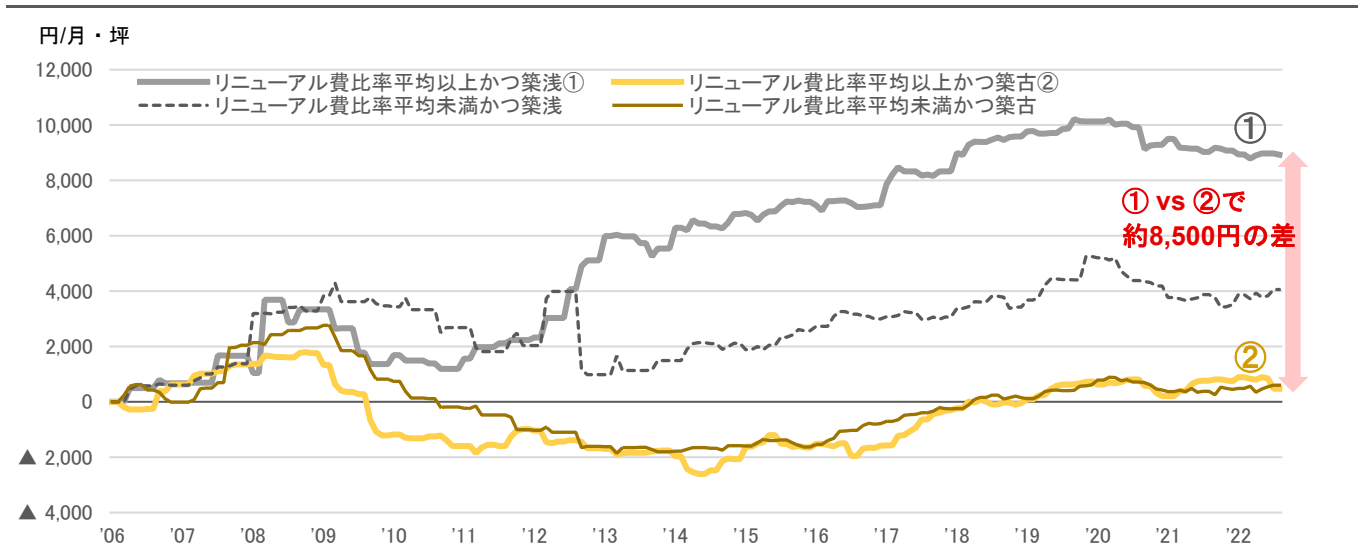
リニューアル効果は築年数によって左右されるのか、という点についても検証を行った。図表7は、小型ビルを、リニューアル費比率及び築年数<sup>4</sup>についてそれぞれ平均以上又は未満のグループに分け、収益性指標の増減を比較したものである。

注4 各月末時点での保有物件の平均築年数を算出し個々の物件について当該月末において平均築年数以上か未満かを判定。当該物件が保有期間を通して平均築年数以上であった月末数が保有期間の総月末数の50%以上の物件を平均築年数以上(便宜的に築古とする)、50%未満の物件を平均築年未満とした(同、築浅)。

世界が進むチカラになる。

リニューアル費比率が平均以上の物件のうち、築浅物件は収益性指標の上昇幅が最も大きく、リニューアルの効果が大きく表れている（図表 7①）。一方、リニューアル費比率が平均以上でも、築古物件は収益性指標の上昇幅が小さく、リニューアルが収益性指標の上昇に与える効果は限定的である（図表 7②）。

図表7: リニューアル費比率・築年数と収益性指標の関係



出所 J-REIT 公表資料を基に三菱 UFJ 信託銀行が作成

### 運営の巧拙が問われる小型ビル

以上のように、好況なマーケット下で収益機会を逃さずとらえることや、適切なリニューアルを施すことで、小型ビルでも中型ビル並みの収益を上げることは可能だ。

また、小型ビルのリニューアルによる収益性指標の上昇幅は他の規模のビルよりも大きい。小型ビルのオーナーはプロの不動産会社から一般の個人・法人まで幅広く、市場動向に精通しリニューアル等による物件価値向上を積極的に目指すことが難しいケースも多い。そのような環境下では、適切なリニューアルを施すことが物件の差異化に繋がり、収益性指標の上昇が期待できるだろう。逆に、小型ビルと競合する可能性がある中型ビルにとっては、競争力を持った小型ビルが脅威になり得るとも言える。但し、築年数が経過した物件はリニューアルの効果は限定的であるため、ポートフォリオの見直しは適時念頭に置きたい。すなわち、小型ビルの運用においては、特に戦略的な運用計画が求められ、巧拙が問われると言えよう。

### 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。

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。