

# 最近の不動産市場について

## オフィス供給の影響試算と「二極化」の再検討

経済調査部主任エコノミスト

市川雄介

03-3591-1289

yusuke.ichikawa@mizuho-ri.co.jp

- 足元の不動産市場ではピーク感が強まっているが、各種指標からは過熱感はいくつかはあらず。超低金利が下支えし、当面は高原状態が続く見込み
- オフィスの供給増加について、簡易なモデルで試算すると、賃料は2018年半ばにピークアウトし、3年かけて6~7%下落する計算。ただし、景気回復が途切れれば、より深く長い賃料調整に
- なお、全国の地価のばらつきを分析すると、近年は大半が県間よりも県内のばらつきに起因。地価は都市対地方の単純な「二極化」というより、「選別化」が進んでいる状況

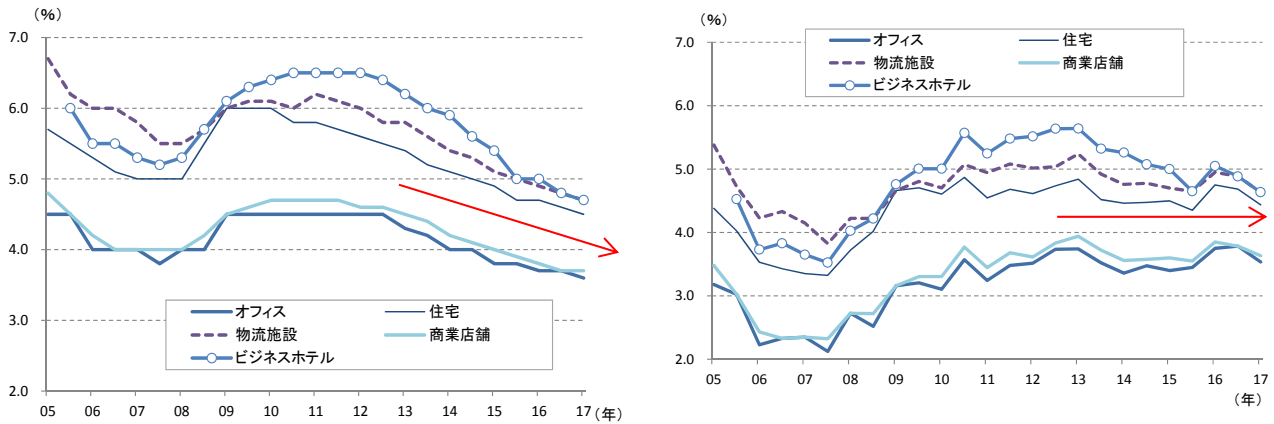
### 1. 警戒感を抱きながら不動産市場は高原状態が継続

ここ数年の不動産市場では、警戒感が抱かれながらも緩やかな回復が続いてきた。既に2015年頃から市場反転への懸念が高まりつつあったが、昨年は不動産投資家の期待利回り（キャップレート<sup>1)</sup>がミニバブル期（2000年代前半からサブプライム危機前までの回復局面）のピーク時を下回る水準となるなど、過熱への懸念が更に高まった。一方で、マイナス金利政策の導入によって金利が一段と低下したことを受けて、市場の回復が続くことへの期待も強まった。

こうした状況について、昨年執筆したレポートでは、キャップレートの要因分解などを通じリスクテイクの強まりが限定的であることことを示したが<sup>2)</sup>、足元も状況は大きく変わっていないと考えられる。確かに、キャップレートはいずれの物件タイプでも昨年より一段と低下しており（図表1左）、不動産市場をピークと認識する投資家の割合は7割強にまで上昇するなど（図表2）、ピーク感は今より強まっている。一方で、キャップレートと長期金利の差を表すイールドギャップに大きな変化はなく、引き続きミニバブル期を上回る水準にある（図表1右）<sup>3)</sup>。また、今回の回復局面における最大のプレーヤーであるJ-REITについても、ミニバブル期のような分配金利回りの低下やNAV倍率（投資口価格÷1口当たり純資産。株価におけるPBR〔株価純資産倍率〕に相当）の上昇はみられず、むしろ足元ではスプレッド（利回り－長期金利）の拡大とNAV倍率の低下が進み、割高感が薄れている（図表3、図表4）。

このように、価格の高止まりを背景としたピーク感は今も強まっているものの、極端な不均衡が蓄積されているわけではなく、市場がすぐに反転するとは考えにくい状況だ。超低金利からの早期脱却が見込まれない中、全体としてみれば不動産市場は高原状態での推移が続くだろう。

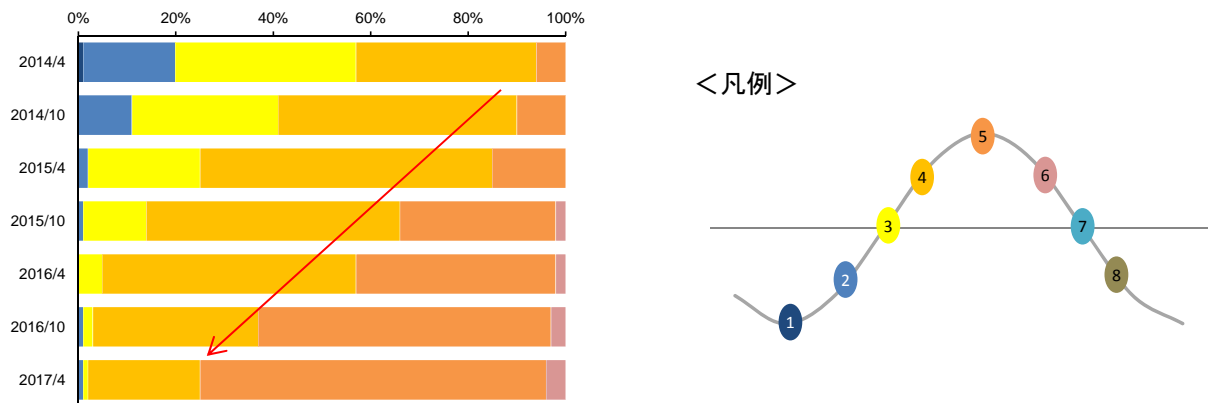
図表1 物件タイプ別のキャップレート（左）とイールドギャップ（右）



(注) 各年4・10月調査。イールドギャップはキャップレート-10年国債利回り。オフィスは丸の内・大手町地区のAクラスビル、住宅は東京城南地区のワンルーム、物流施設は東京湾岸部のマルチテナントタイプ、商業店舗は銀座地区の高級専門店、ビジネスホテルは東京の主要駅周辺物件。

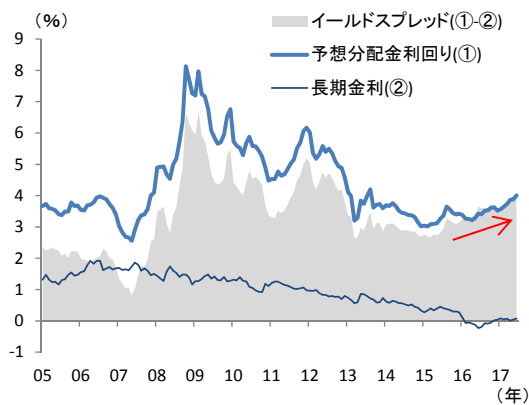
(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より、みずほ総合研究所作成

図表2 市況に対する投資家の認識(東京・大手町)



(資料) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より、みずほ総合研究所作成

図表3 J-REITの分配金利回り



(注) 直近は2017年6月末。  
(資料) 不動産証券化協会より、みずほ総合研究所作成

図表4 J-REITのNAV倍率



(注) 直近は2017年6月末。  
(資料) 不動産証券化協会より、みずほ総合研究所作成

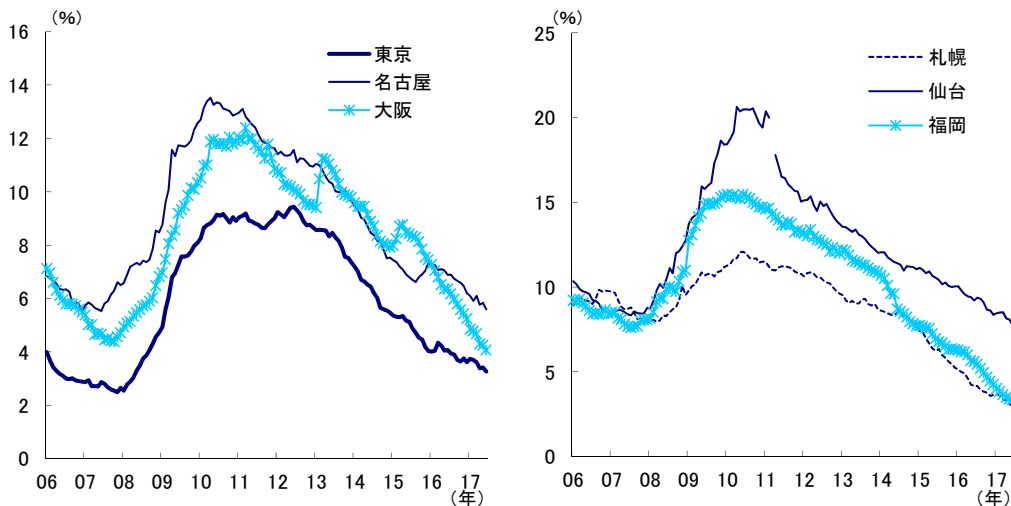
## 2. オフィス供給増加の定量分析

### (1) 懸念されるオフィスの大量供給

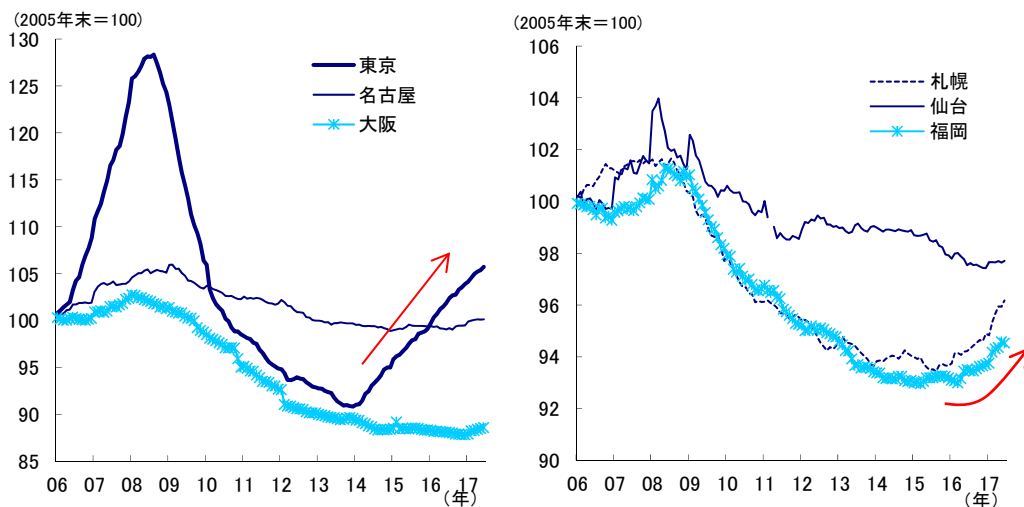
明確な市場反転の兆しがない中で、マイナス材料として幾分懸念されているのがオフィスの大量供給問題である。そこで以下では、オフィス市場を概観した上で、都心部の新規供給の影響を定量的に分析する<sup>4</sup>。

オフィス市場では、全国的に空室率の低下が続いており、東京都心部に加え、空室率がミニバブル期のボトムを下回った札幌や福岡でも賃料の上昇が鮮明となっている（図表5、図表6）。都心部の賃料については、前年比+4~5%程度とミニバブル期と比べ緩やかな上昇にとどまっているが、昨年のレポートでも指摘したように、持続性を測る上で有用と考えられるオフィスの生産性からは上振れ気味で推移している（次ページ図表7）。ミニバブル期ほどの乖離ではないにせよ、いずれは賃料の調整が見込まれる状況だ。

図表5 全国オフィスの空室率



図表6 全国オフィスの募集賃料



(注) 直近は2017年6月。

(資料) 三鬼商事より、みずほ総合研究所作成

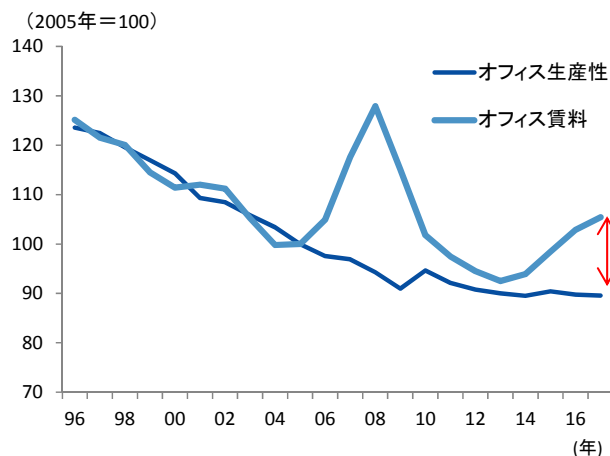
賃料が下落に転じるきっかけとして最も蓋然性が高いのは、供給の増加だろう。大規模オフィスの新規供給計画をみると、2017年に大きく減少した後、2018年と2020年には比較的高水準の供給が予定されている（図表8）。

供給増に対し、これまでも2003年や2012年の大量供給には懸念が大きく高まったが、結果として大きな影響がなかったため、過度の懸念は不要という指摘もある。もっとも、2003年は当時の景気回復局面（2002年1月～2008年2月）の初期、2012年は短い景気後退期（2012年3～11月）を経て回復に転じた局面であり、オフィス需要が高まりやすい環境だったことは考慮に入れる必要がある。一方で、足元の景気回復局面（2012年11月～）はまもなく戦後2番目の長さに達しようとしており、循環的には2018～19年にかけて景気後退を迎えても不思議ではない。その場合、空室率が大きく上昇する可能性がある。

他方で、オフィス供給は計画通りに進まないことにも留意が必要だ。例えば2014年末時点では、2017年に117万㎡、2018年に101万㎡の供給が予定されていたが、翌2015年末時点で2017年が60万㎡（▲41%）へ下方修正される一方、2018年が139万㎡（+38%）と上方修正されている（図表9）。2015年末時点から2016年末時点にかけての、2018年と2019年の供給計画にも同様の傾向（2割の下方修正と上方修正）がみられる。こうしたパターンが続けば、直近（2016年末時点）の2020年の計画は、2～4割程度後ずれする可能性がある。

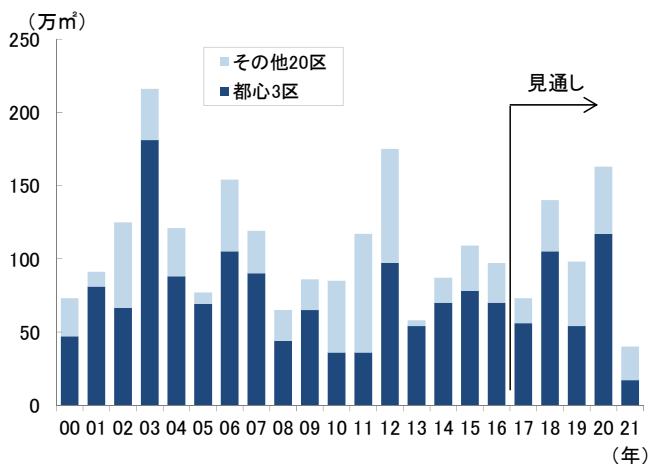
以上を踏まえ、次項では簡易なオフィス市場のモデルを用いて、2021年までの空室率・賃料のシミュレーションを行う。

図表7 オフィス生産性と賃料の推移



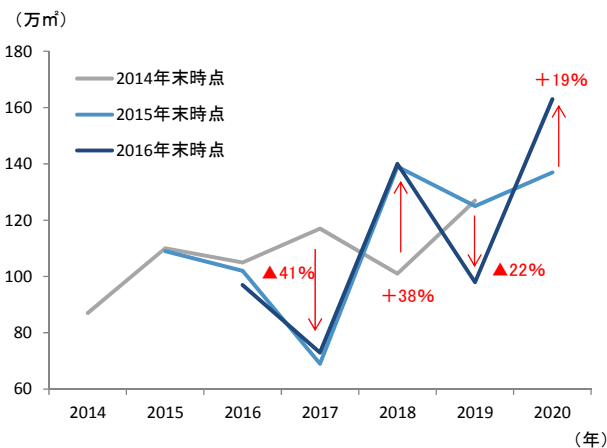
(注) 賃料は三鬼商事調べの都心5区の募集賃料。  
生産性=名目GDP÷都心5区の稼働床面積。  
(資料) 内閣府、三鬼商事より、みずほ総合研究所作成

図表8 都内大規模オフィスの供給計画



(注) 延べ床面積1万㎡以上の大規模オフィス。  
(資料) 森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」より、みずほ総合研究所作成

図表9 近年の供給計画の推移



## (2) オフィス市場モデルによるシミュレーション

本稿のオフィス市場モデルを構成するのは、(1)賃料と空室率の関係を表すオフィス市場版のフィリップス曲線、(2)長期的には付加価値に占める総支払賃料が一定(=賃料がオフィス生産性に沿って推移する)とするオフィス需要関数、(3)空室率の定義式、の3本の推計式である(詳細は補論参照)。

このモデルを用いて、①景気回復が続く中、計画通りオフィスの供給が進む、②景気回復が続く中、供給が後ずれる、③景気後退に陥る中で供給が進む、という3つのシナリオについて、空室率と賃料のシミュレーションを行う。各シナリオの具体的な前提は次の通りである。

シナリオ	景気の想定	供給計画
①景気回復	2021 年末まで景気回復(注 1)が継続	計画通り(注 3)
②景気回復+供給後ずれ	同上	2020 年の供給計画の 3 割が翌年に繰り越し
③景気後退	2018Q1~19Q1 に景気後退(注 2)、その他は景気回復	計画通り

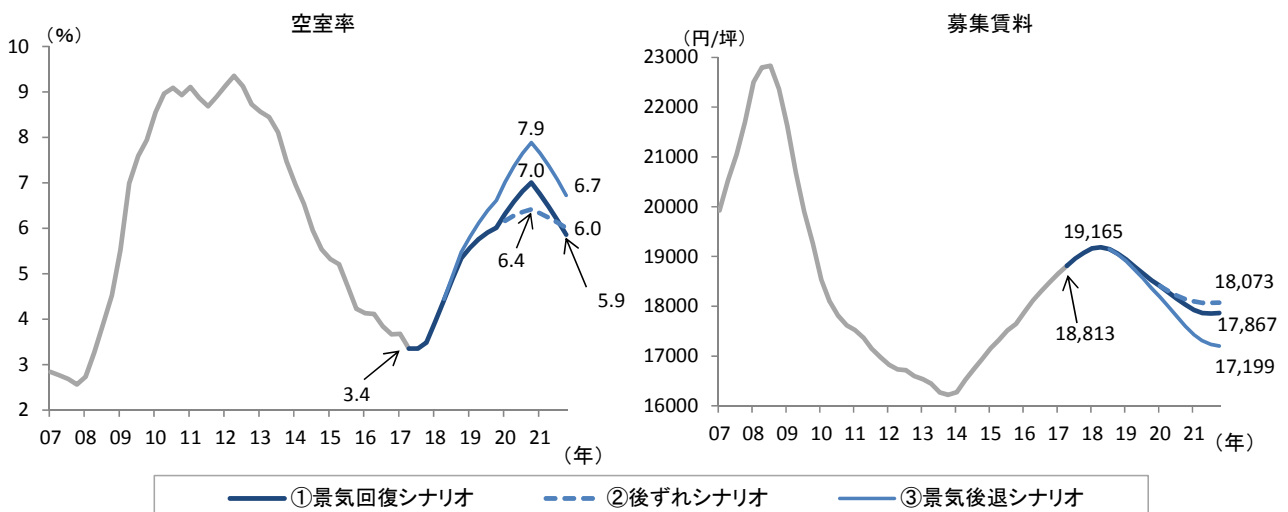
(注 1) 各四半期、名目 GDP が年率+1.2% (1995 年以降の景気回復期における平均) 伸び続けると想定(機械的な想定であり、みずほ総合研究所の経済見通しとは異なる)。

(注 2) 各四半期、名目 GDP が年率▲1.6% (リーマン・ショック後を除く 1995 年以降の景気後退期の平均) と想定。景気後退の期間も 95 年以降の平均。

(注 3) 図表 8 の新規供給(対象は都内 23 区の大規模ビル)とモデルで用いる三鬼商事データはカバレッジが異なるため、両調査の都心 3 区(千代田・中央・港)同士、森ビル調査の 20 区と三鬼商事の 2 区(新宿・渋谷)について、新規供給量の比率の過去平均を用いて対応させ、都心 5 区ベースの今後の供給量を推計した。

シミュレーションの結果、足元で3%台前半の空室率は2018年に大きく上昇し、シナリオ①では2020年末に7.0%、②では6.4%台半ば、③では7.9%程度に達した後、低下に転じる形だ(図表10)。賃料については、いずれのシナリオでも2018年半ばをピークに下落する見込みである。空室率に対する賃料の感応度がそれほど高くないため、シナリオ①と②の差は限定的だが、ピーク比6~7%低下し、2021年後半に下げ止まる計算となる。ミニバブル崩壊後は賃料の下落が5年程度続き、下落幅も累計で3割に達したのに比べ、調整の期間・深さとも軽いと言えよう。他方、景気後退に陥るシナリオ③では、2021年末時点でピークからの下落率は10%超になる上、明確に下げ止まらない計算だ。

図表 10 都心オフィス市場のシミュレーション



(注) 上記のシナリオに基づく試算であり、見通しではない。モデルの詳細は補論参照。

(資料) 三鬼商事、内閣府等より、みずほ総合研究所作成

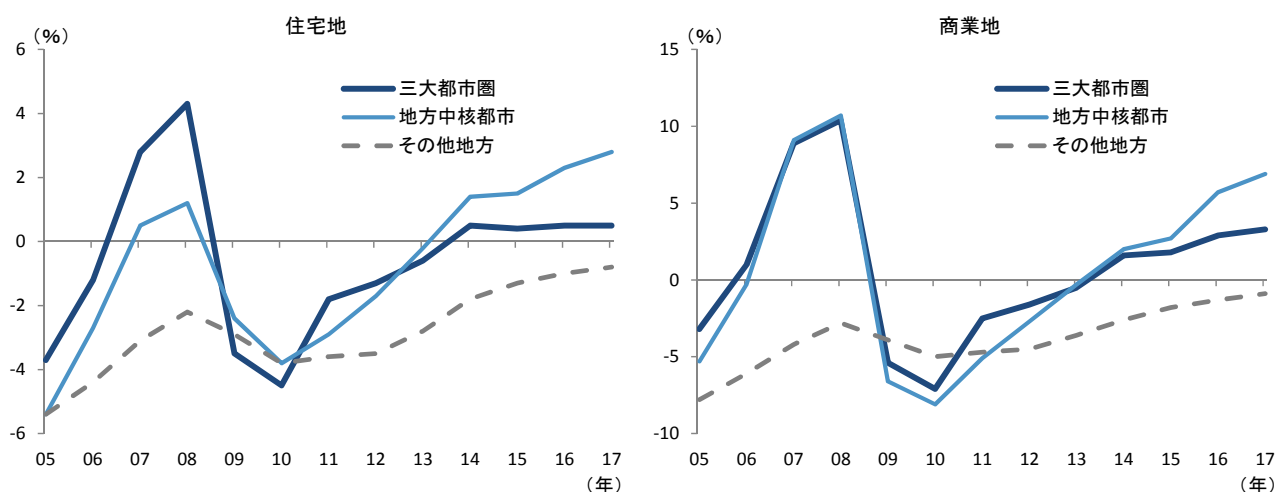
以上はモデルに基づく機械的な試算である（したがって見通しではない）が、景気回復が続く限り、当面は賃料の上昇が続き、新規供給の影響が顕在化してもオフィス需給の緩和は限定的であること、一方で景気後退に陥れば、賃料の調整が深く長くなることが示された。

### 3. 不動産市場は「二極化」よりも「選別化」

不動産市場の回復が当面進むとしても、地域や物件によって状況は異なってくるだろう。この点、大都市と地方の「二極化」が指摘されることがある。実際、今年1月時点の公示地価は、三大都市圏と地方中核都市（札幌・仙台・広島・福岡）は住宅地・商業地とも引き続きプラスだったのに対し、他の地方圏では依然として下落が続いている（図表11）。

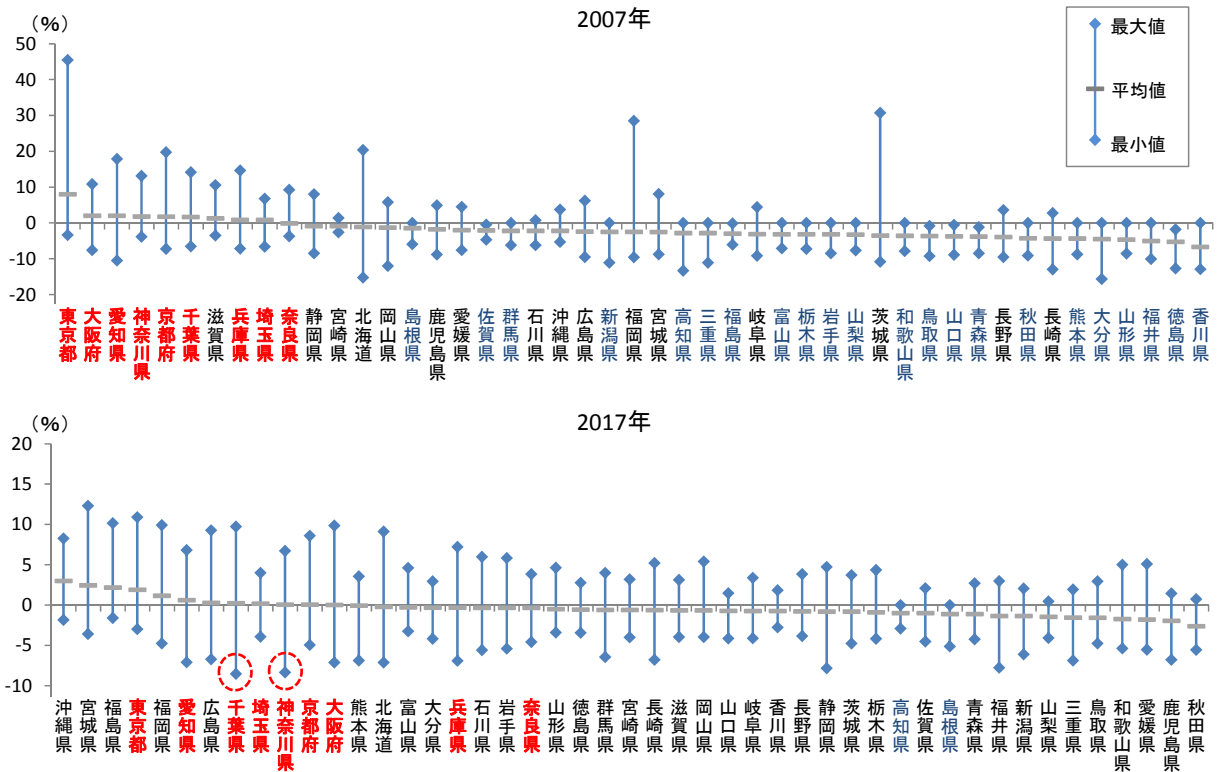
しかし、細かくみると、「大都市」や「地方」と一括りにするのはややミスリーディングであると言える。図表12、図表13（次ページ）は、今年1月の地価上昇率の県別平均値・最大値・最小値について、ミニバブル期だった10年前の2007年と比較させたもの（平均値の大きい順に図示）。住宅地をみると、2007年は大都市圏に属する県（太赤字）が軒並み平均値でみて上位（左方）に位置しているが、それ以外の大半の県は、上昇率が最大でも0%（青字）であったことが注目される。大都市圏では多くの地点で地価が上昇する一方、ごく一部を除き、地方圏では大半の地点で上昇がみられず、都市と地方とで二極化していると言える状況であった。これに対して、2017年は、大都市圏以外の県が上位に位置しているほか、最大上昇率が0%にとどまったのは島根・高知の2県に限られていること、大都市圏の県でも、千葉・神奈川などの最大下落率は地方圏の県よりも大きいことがわかる。すなわち、大都市圏であっても、中心部を外れ利便性が劣るような地点では地価が大きく下落する一方、地方圏であっても中心市街地など人口集積が進むエリアでは地価が明確に上昇しているということだ。以上の構図は、商業地についても同様である。

図表 11 公示地価の推移

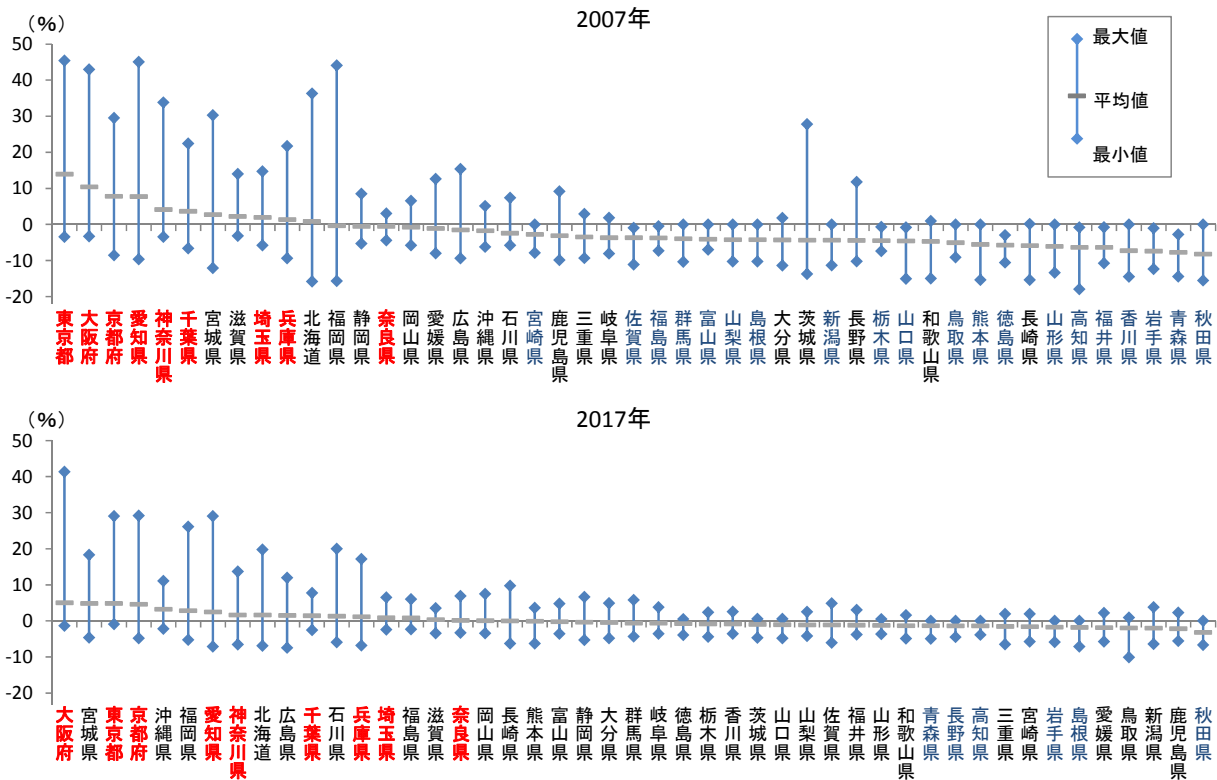


(注) 地方中核都市は札幌・仙台・広島・福岡。  
 (資料) 国土交通省「公示地価」より、みずほ総合研究所作成

図表 12 県別の地価変動率(住宅地)



図表 13 県別の地価変動率(商業地)

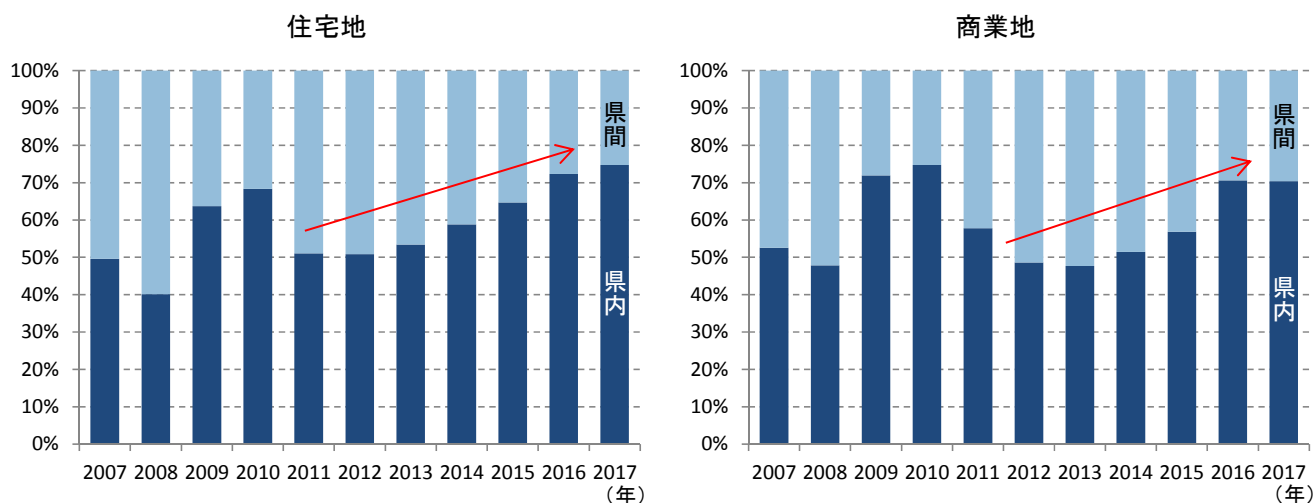


(注) 太赤字は、地価公示調査地点の半数以上が三大都市圏に含まれる9都府県。青字は最大上昇率0%以下の県。  
 (資料) 国土交通省「公示地価」より、みずほ総合研究所作成

こうした傾向は、全地点の地価の変動率のばらつき（分散）を、①各県内のばらつきによるものと、②県間のばらつきによる効果とに分解するとより鮮明になる（図表14）<sup>5</sup>。すなわち住宅地・商業地とも、ミニバブル期だった2007・08年は県間効果が過半を占めていた（県単位のばらつきが大きかった）が、その後は県内における分散の寄与が高まり、直近では県内効果が7割以上を占める。地価の二極化は、大都市と地方といった単純な構図ではなく、大都市圏の中での二極化、地方圏の中での二極化という重層的なものであると言えよう。

日本全体の人口が減少していく中、人口集積の度合いなど個別地点の特性に応じて、地価はメリハリのついた動きが進んでいくことになると考えられる。

図表 14 地価変動率の分散の要因分解



(注) 要因分解の方法は脚注 5 を参照。  
 (資料) 国土交通省「公示地価」より、みずほ総合研究所作成



## 補論 オフィス市場モデルの推計結果

2節で推計したオフィス市場モデルは次の通り（カッコ内はt値）。

$$(1) \quad \pi_t = 0.74 + 1.65\pi_{t-1} - 0.77\pi_{t-2} - 0.77\alpha_3 V_{t-1} + 0.63\alpha_4 V_{t-2}$$

(1.68) (21.47)    (-10.14) (-2.73)                    (2.28)

推計期間: 2000Q1 - 2017Q2    修正R<sup>2</sup> = 0.981

$$(2) \quad \Delta \log(S_t^d) = 0.36 + 0.37\Delta \log(S_{t-1}^d) - 0.029(\log(Rent_{t-1} S_{t-1}^d) - \log(PY_{t-1}))$$

(4.39) (3.58)                    (-4.37)

推計期間: 2000Q1 - 2017Q2    修正R<sup>2</sup> = 0.505

$$(3) \quad V_t = (1 - S_t^d / S_t^s) \times 100$$

$\pi_t \equiv (Rent_t / Rent_{t-4} - 1) \times 100$  : 賃料の変化率、 $V_t$  : 空室率、 $S_t^d$  : オフィス需要、  
 $PY_t$  : 名目 GDP、 $S_t^s$  : オフィス供給

(1)式は、賃料と空室率の関係を表すオフィス市場版のフィリップス曲線である。また、(2)式は、オフィス需要関数であり、長期的には付加価値に占める総支払賃料が一定（＝賃料がオフィス生産性に沿って推移する）とするメカニズムを組み込んだエラー・コレクション型の定式化となっている。(3)式は空室率の定義である。

---

<sup>1</sup> 不動産の評価額は、「収益÷キャップレート」により求められるため、キャップレートを低く想定することは、物件価格を高め評価していることになる。

<sup>2</sup> 『最近の不動産市場について 一過熱感の検証と当面の展望』みずほレポート (2016/6/30)  
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/report/report16-0630.pdf>

<sup>3</sup> 昨年のレポート同様、キャップレートから算出される主要エリアのリスクプレミアムも、横ばい傾向で推移している。

<sup>4</sup> なお、本稿では触れないマンション市場、ホテル市場については、それぞれ下記レポートを参照。  
佐藤高『マンション価格が下がらない原因』みずほインサイト (2017/4/24)  
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp170424.pdf>  
宮嶋貴之『インバウンドの展望と中期的なホテル不足の試算』みずほインサイト (2017/1/20)  
<https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/jp170120.pdf>

<sup>5</sup>  $x_{ij}$ をj県i地点の地価変化率、 $\bar{x}$ を全国全地点の平均変化率、 $\bar{x}_j$ をj県内の平均変化率とすると( $i = 1, 2, \dots, N_j$ ;  $j = 1, 2, \dots, 47$ )、地価変化率の分散は、

$$\begin{aligned} \text{Var}(x) &= \frac{1}{N} \sum_j \sum_i (x_{ij} - \bar{x})^2 = \frac{1}{N} \sum_j \sum_i ((x_{ij} - \bar{x}_j) - (\bar{x} - \bar{x}_j))^2 \\ &= \frac{1}{N} \sum_j \sum_i (x_{ij} - \bar{x}_j)^2 + \frac{1}{N} \sum_j \sum_i (\bar{x}_j - \bar{x})^2 - \frac{2}{N} \sum_j \sum_i (x_{ij} - \bar{x}_j)(\bar{x} - \bar{x}_j) \end{aligned}$$

と分解できる (ただし、 $N = \sum_j N_j$  は全地点数を表す)。右辺第3項はゼロとなることに留意し、第1項を県内効果 (県ごとの分散の加重平均値)、第2項を県間効果とした。

---

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。