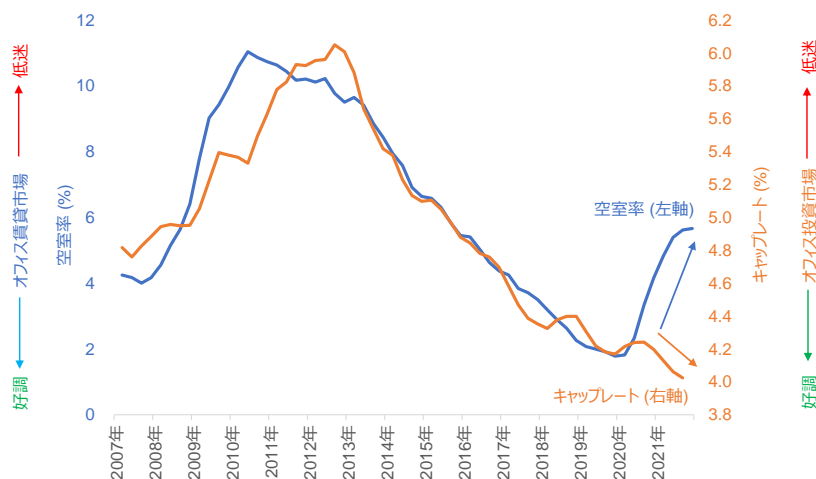


## (不動産投資)：オフィスセクターにおける賃貸市場と投資市場の K 字

オフィスセクターでは、コロナ禍により賃貸市場が調整局面を迎えた。一方、世界的な過剰流動性に加えて、優良オフィスの安定したインカムリターンが評価され、投資市場は堅調に推移している。今後、賃貸市場と投資市場のどちらに収束するかは、オフィス回帰が進むのか、それともオフィス再構築の動きが顕在化するのか、にかかっているのではないだろうか。

オフィスセクターでは、コロナ禍によりオフィス需要がピークアウトして賃貸市場が弱含んでいるにもかかわらず、投資市場は依然として堅調に推移している。日本のオフィスの空室率は、2021年12月に5.7%と、2020年3月の1.8%から+3.9ポイント上昇した(図表1)。一方、日本のオフィスのキャップレートは、2021年第3四半期に4.0%と、2020年第1四半期の4.2%から▲0.2ポイント低下した。コロナ禍で進んだ二極化はその形状になぞらえて「K字」と称されることが多く、オフィスセクターでは賃貸市場と投資市場の「K字」の構図が鮮明になっている。

図表1：日本のオフィス賃貸市場 vs. 投資市場

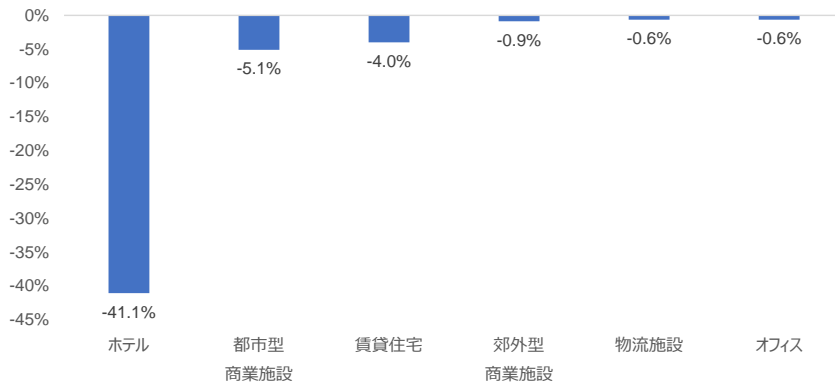


(注)賃貸市場を表す指標として東京、大阪、名古屋、横浜、福岡、札幌、仙台のオフィスの空室率を加重平均し日本の空室率とみなした。投資市場の指標としては日本のオフィスのキャップレートを用いた。

(出所)三鬼商事、Real Capital Analytics のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

オフィスセクターにおける賃貸市場と投資市場の二極化は、世界的な過剰流動性のなか、安定したインカムリターンを享受できる不動産への旺盛な投資需要によるところが大きい。現在、投資家の注目を最も集めるセクターは、コロナ禍による人流抑制の影響が小さい物流施設や賃貸住宅である。しかし、オフィスへの投資意欲も強く、JLL (ジョーンズ・ラング・ラサール社)によると、2021年1-9月期の日本の不動産投資額に占めるオフィスの割合は52%と、2020年通年の32%から大きく回復した。長期保有を前提とするコア・ファンドが保有する不動産の過去1年間のインカムリターン変化率は、下落率が小さい順に、オフィス(▲0.6%)>物流施設(▲0.6%)>郊外型商業施設(▲0.9%)>賃貸住宅(▲4.0%)>都市型商業施設(▲5.1%)>ホテル(▲41.1%)となっている(図表2)。コロナ禍で賃貸市場は変調をきたしたが、優良オフィスのインカムリターンは底堅く推移しており、投資資金を惹きつけているようだ。

図表 2 : 過去 1 年間のコア・ファンドが保有する不動産のインカムリターン変化率

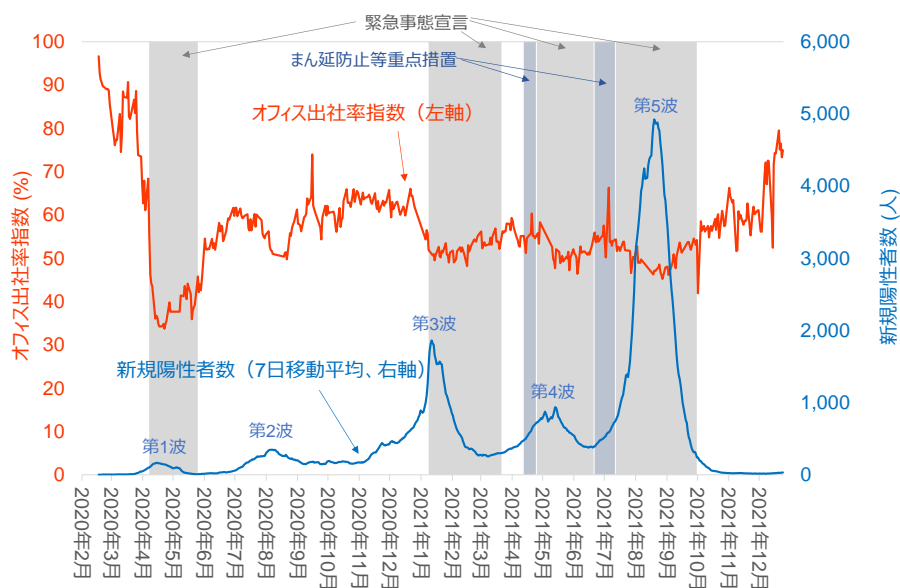


(注)ARES Japan Property Index をもとに 2020 年3月から 2021 年3月のインカムリターンの変化率を計算  
(出所)ARES のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

オフィスセクターのインカムリターンは今後も底堅さを維持できるだろうか。それには、在宅勤務の普及を受けたオフィス再構築の動きがどれだけ顕在化するかが重要なカギとなる。そもそも、賃貸収入の大部分は既存テナントの継続賃料で構成される。そのため、インカムリターンは時間差をもって賃貸市場の影響を受け、今後ある程度低下していくことは避けられない。そうしたなか、オフィス再構築の動きが一部企業にとどまり賃貸市場の悪化に歯止めがかかれば問題ないが、多くの企業がオフィス床を縮小することで賃貸市場が一段と悪化しインカムリターンが大きく下落するリスクが顕在化すれば、投資市場も調整に転じる可能性がある。

ニッセイ基礎研究所とクロスロケーションズが共同で開発した東京のオフィス出社率指数を見ると、2021 年 9 月末の緊急事態宣言解除後、緩やかにオフィス回帰が進み、2021 年 12 月末には 75%となった(図表 3)。感染拡大の第 2 波以降のレンジである 45~65%の上限は上回ったが、コロナ禍が長期化するなか、まだ予断を許さない水準と言えよう。2022 年にオフィス回帰が進むのか、それともオフィス再構築の動きが顕在化するのか、その動向に注目したい。

図表 3 : 東京のオフィス出社率指数と新規陽性者数の推移



(出所)クロスロケーションズ・ニッセイ基礎研究所、厚生労働省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

(佐久間 誠)