

不動産 投資 レポート

日本のオフィス市場のコナンドラム 賃貸・売買・J-REIT 市場の不整合

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [佐久間 誠](#)
(03)3512-1778 msakuma@nli-research.co.jp

1——不動産市場間の不思議な乖離

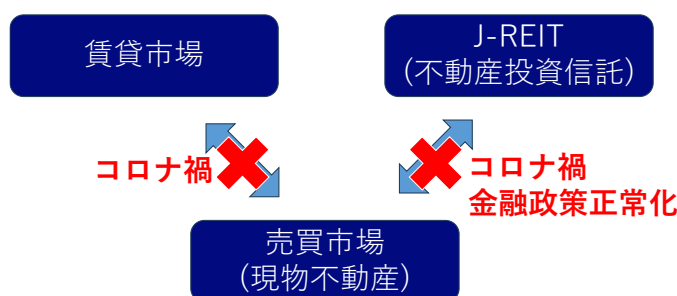
日本の不動産市場は「コナンドラム (謎)」というべき状況になっている。コナンドラムという言葉は、2005 年 2 月に当時の米 FRB 議長グリーンズパン氏が、政策金利の利上げが続いたにも関わらず、長期金利がむしろ低下した不可解な状況を言い表したことで有名になった。現在の日本では、不動産市場間で異なる動きを示しており、これが不可解なのである。

ここで不動産市場とは、不動産の賃貸市場、売買市場、J-REIT 市場を指す。賃貸市場は貸主と借主を結びつける市場であり、売買市場は現物不動産の売り手と買い手を結びつける市場である。さらに、J-REIT (不動産投資信託) を売買する市場も、不動産市場の一部として位置づけられる。

これらの市場は通常、密接に連動している。例えば、不動産賃貸市場で空室率が低下し賃料が上昇すれば、賃料収入が増加し、不動産売買市場での現物不動産価格は上昇する。また、現物不動産価格が上昇すれば、J-REIT の価格も上昇するし、もちろん不動産賃貸市場でファンダメンタルズが改善すれば J-REIT にはプラスに働く。このように、各市場は相互に影響を与えあいながら連動しているはずである。

しかし、現在は市場間の乖離が拡大しており、それはオフィスセクターにおいて顕著である。コロナ禍によるオフィス需要減少によってオフィス賃貸市場は調整局面を迎え、日本銀行の金融政策正常化に伴う金利上昇を受けて J-REIT 市場が軟調に推移している中でも、売買市場では現物不動産価格が堅調に推移している。本来あるべきオフィス市場の三角関係が崩れ、それぞれの市場の不整合が強まっている。

図 1 崩れたオフィス市場の三角関係

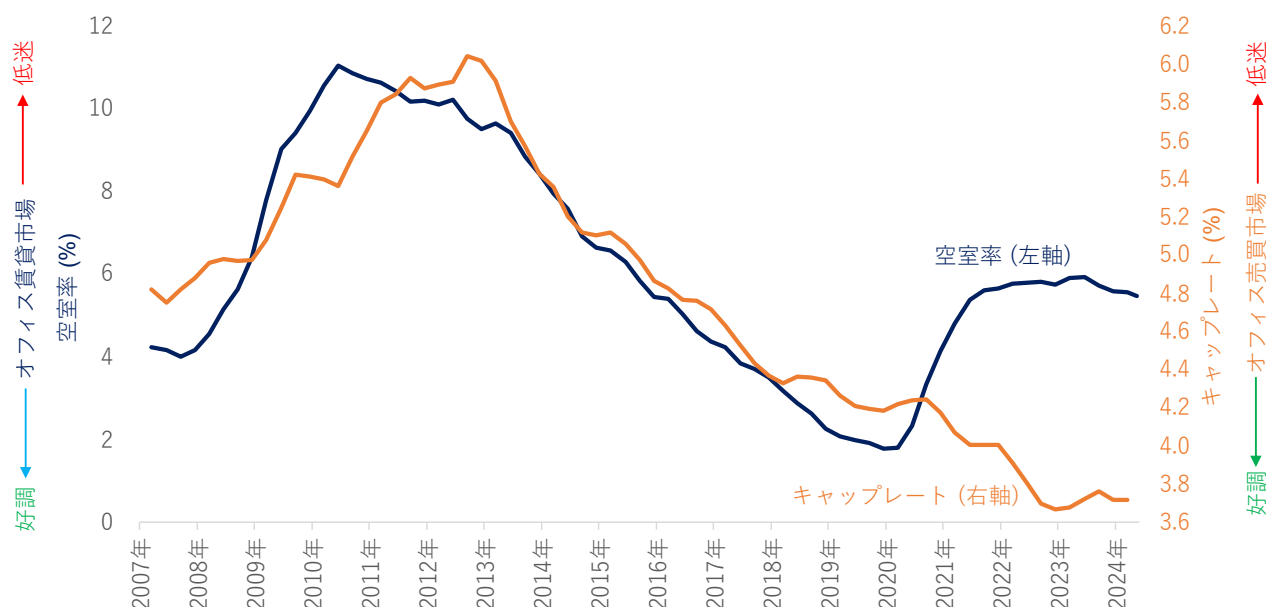


2—コロナ禍によるオフィス賃貸市場と売買市場の二極化

過去の調整局面において、オフィス賃貸市場と売買市場は足並みを揃えて推移してきた。図2は、賃貸市場の代替変数として日本のオフィス空室率、売買市場としてキャップレートを示したグラフである。世界金融危機時には、日本のオフィス空室率が2007年第3四半期の4.0%から2010年第3四半期の10.9%に上昇し、2012年第2四半期まで10%超で推移した。キャップレートも同様に、2007年第2四半期の4.8%から2012年第3四半期の6.0%に上昇した。なお、2013年入ると両市場とも回復局面を迎えると、軌を一にして改善した。

コロナ禍では、オフィス賃貸市場が調整局面を迎える中、売買市場は堅調に推移し、両市場間の乖離が拡大した。オフィス空室率は、2019年第4四半期の1.8%を底に上昇し、2023年第2四半期の5.9%に達した。コロナ禍当初である2020年は人流抑制に伴い業績悪化したサービス業などでオフィス需要減少した。その後、2021年からは情報通信業や製造業の一部の企業で、オフィス戦略を見直し、移転や解約などによりオフィス床を削減する方針を発表するなど、在宅勤務の普及に伴うオフィス需要減少が目立った¹。加えて、2018年から2020年まで供給された新築ビルは概ね内定した状況で竣工したものの、その二次空室という新規供給の副次的な影響もあった。

図2 オフィス賃貸市場 vs. オフィス売買市場



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

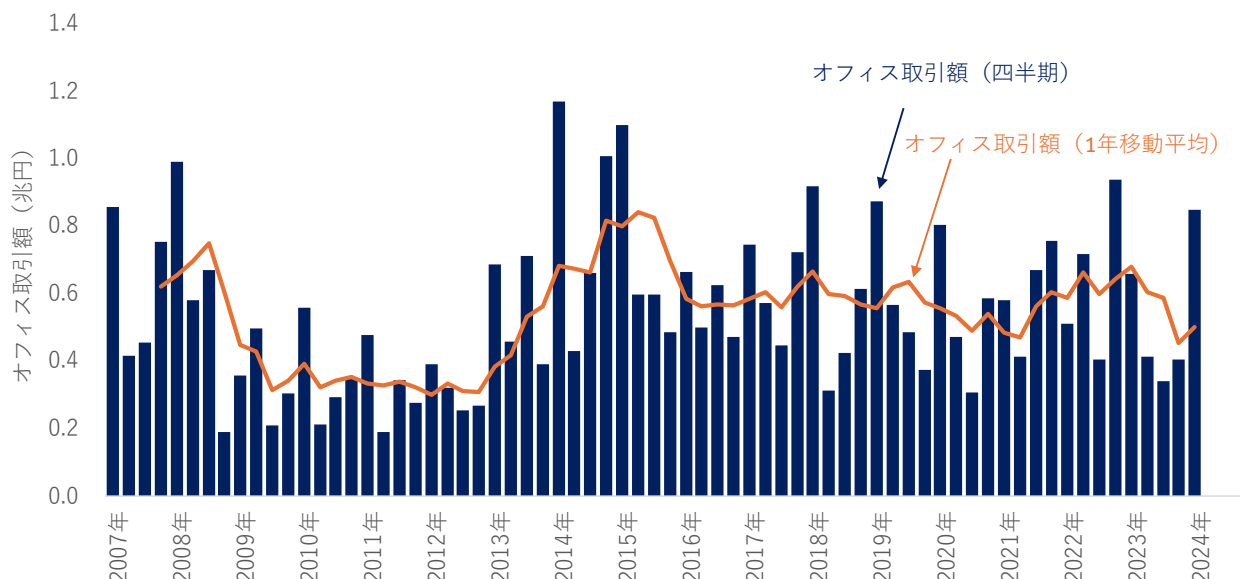
出所：三鬼商事、MSCI Real Capital Analytics のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

一方、キャップレートは2019年第4四半期の4.2%から2022年第4四半期の3.7%に低下した。コロナ禍が金融危機に発展するのを防ぐために、主要国の中央銀行が迅速かつ大胆な金融緩和を進めたこと

¹ 佐久間 誠「[成約事例で見る東京都心部のオフィス市場動向\(2021年下期\)－「オフィス拡張移転DI」の動向](#)」、不動産投資レポート、2022年02月24日

で、世界金融危機に見られた流動性の枯渇は免れ、むしろカネ余りの状況になった。そのため、世界金融危機時のようなオフィス取引額の落ち込みも見られなかった（図 3）。2024 年第 2 四半期のキャップレートは 3.7%と、概ねボトム水準で推移し、売買市場と賃貸市場の乖離は続いている。

図 3 オフィス取引額



出所：MSCI Real Capital Analytics のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

3——金融政策正常化により再拡大したオフィス売買市場と J-REIT 市場の乖離

コロナ禍においては、オフィスの売買市場と J-REIT 市場の乖離も顕著になった。J-REIT は現物不動産の先行指標とされる。その理由として、J-REIT は不動産価格に関する投資家の将来見通しを織り込んで価格形成がされ、日々変動することが挙げられる。もちろん現物不動産も、将来の不動産価格見通しを織り込んで取引が行われるが、株式市場に比べて流動性に劣るため、取引コストが高く、取引には相応の時間を要する。また、物件の個別性が大きいため、市場価格を把握すること自体が容易ではない。このため、J-REIT が現物不動産価格に先行する傾向がある。

世界金融危機時には、J-REIT が現物不動産に先行した。J-REIT が 2007 年 5 月にピークアウトしたのに対し、現物不動産価格は 11 ヶ月遅れの 2008 年 4 月に下落に転じた（図 4）²。また、回復局面においても同様に、J-REIT は 2012 年 1 月に底を打ち、現物不動産は 15 ヶ月後の 2013 年 4 月に上昇に転じた。

コロナ禍においては、この関係性が崩れた。J-REIT は 2020 年 2 月に下落に転じ、翌 3 月にはリスク回避の動きが強まり急落したため、現物不動産価格も追隨して下落するとの懸念が高まった。しかし、

² AJPI のキャピタル指数は不動産鑑定評価に基づくため、スムージング効果を考慮する必要がある。ただし、取引データをもとにヘドニック価格法により品質調整した国土交通省「不動産価格指数(商業用不動産)」や MSCI Real Capital Analytics の価格指数と比較しても、世界金融危機前後のピークとボトムは同じ傾向をとったため、本稿では AJPI のキャピタル指数を参照した。

それは杞憂に終わり、2020 年 11 月に新型コロナウイルス感染症のワクチンの治験結果が良好との報道が出ると J-REIT は反発し、現物不動産との乖離は収束に向かった。

それも束の間に終わり、現在は再び J-REIT と現物不動産の乖離が拡大している。その主因は、日本銀行の金融政策正常化に伴う金利上昇を嫌気し、J-REIT が下落したためである。日本銀行は 2022 年 12 月にイールドカーブ・コントロールの運用を一部見直したのを皮切りに、徐々に金融政策の修正を進めた。そして、2024 年 3 月にはマイナス金利解除を含む金融政策の枠組みの見直しを実施し、金融政策の正常化に向けて大きく舵を切った。その中で、10 年国債利回りは 2022 年 11 月末の 0.253% から 2024 年 6 月末には 1.057% に上昇した。

図 4 J-REIT 市場 vs. オフィス売買市場



注：J-REIT は SMTRI J-REIT Office Index の配当なし指数、現物不動産は ARES Japan Property Index (AJPI) のオフィスのキャピタル指数

出所：三井住友トラスト基礎研究所、不動産証券化協会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図 5 は、10 年国債利回りと、J-REIT の相対パフォーマンスとして J-REIT (東証 REIT 指数) と株式 (TOPIX) のトータルリターンの比を示したものである。J-REIT の相対パフォーマンスは、基本的には金利動向に左右される時期が多く、2022 年後半以降は 10 年国債利回りの上昇に連動して、東証 REIT 指数の相対パフォーマンスが悪化したことがわかる³。

³ 日本銀行がマイナス金利政策を導入した 2016 年以降を見ると、J-REIT の相対パフォーマンスが 10 年国債利回りから大きく乖離して悪化した時期が二回あった。第一に、金融庁が「毎月分配型投信は顧客本位ではない」と指摘したことで、毎月分配型を中心に J-REIT 投信から資金流出が増加した 2017 年以降の局面である。第二に、コロナ禍では在宅勤務が拡大したことに伴い、J-REIT 市場全体の約 4 割を占めるオフィスが市況の先行きへの懸念が強まったため、2020 年以降は J-REIT が相対的に劣後した。

図 5 J-REIT 相対パフォーマンスと 10 年国債利回り



注: J-REIT の相対パフォーマンスは、東証 REIT 指数のトータルリターンを TOPIX のトータルリターンで割ったもの

出所: Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

4——未だ解けないオフィス市場の謎

コロナ禍によるオフィス需要の減少により、オフィス賃貸市場は調整局面を迎えた。また、日銀の金融政策正常化に伴う金利上昇の影響で J-REIT 市場は軟調に推移している。それにも関わらず、売買市場は堅調である。なぜ売買市場はここまで堅調なのだろうか。

まず、賃貸市場との乖離という点では、コロナ禍における調整局面の影響が小幅にとどまると見込んでいた可能性がある。平均して見ると、日本のコア不動産ファンドが保有するオフィスのインカム収益はコロナ禍で大きなダメージを受けなかった。また、2025 年にかけて新築オフィスビルの供給が増加するため、予断は許さないものの、コロナ禍によるオフィス市場の調整局面はほぼ終了したと言えるだろう。今後、オフィス市場の回復が本格化すれば、金融緩和で時間稼ぎをしている間に、オフィス賃貸市場の調整を終了できたため、現物不動産価格は高値で推移したと後付けで解釈できるだろう。

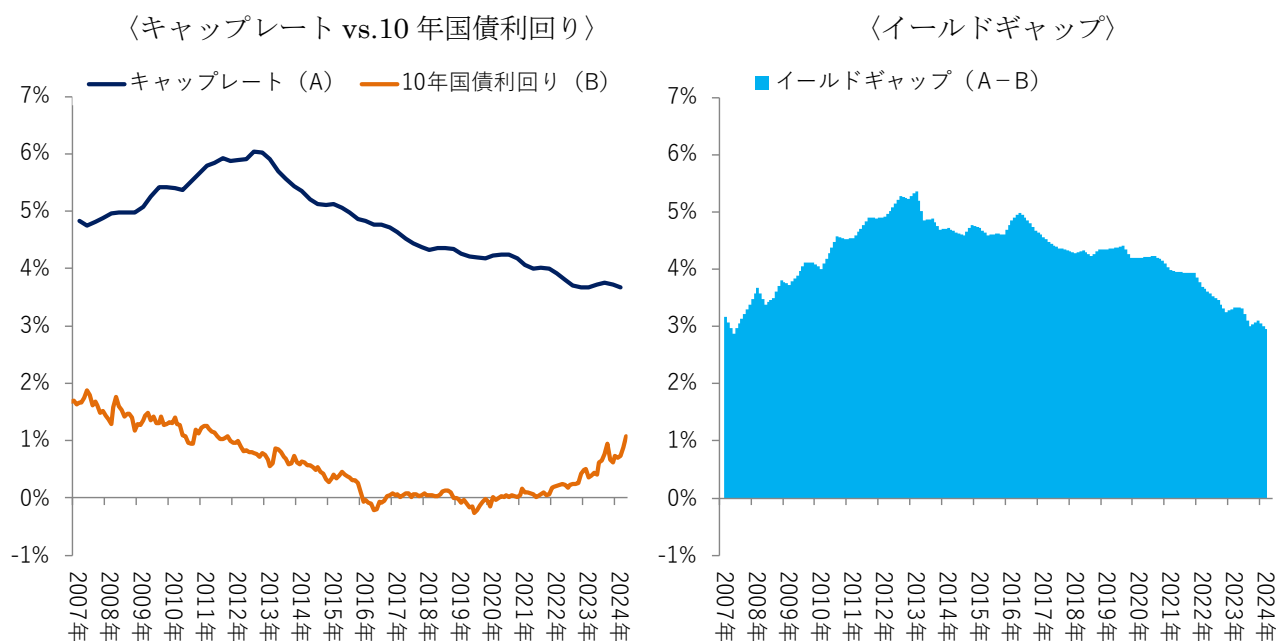
また、金利上昇に対して現物不動産が底堅く推移している理由として、金融政策正常化の影響が不動産価格にある程度織り込まれていた可能性がある^{4, 5}。コロナ禍前から不動産市場の過熱感が指摘されていたが、オフィスのキャップレートと 10 年国債利回りの差で計算されるイールドギャップは、世界金融危機前の不動産ミニバブル期と比較しても高い水準で推移していた (図 6)。これは金融政策正常化による金利上昇を一定程度織り込んでいたと解釈できる。ただし、2024 年第 1 四半期のイールドギャップは 2.95%と、不動産ミニバブル期の 2.88% (2007 年第 2 四半期) と同水準まで低下したため、そのバッファを概ね使い切ったと言える⁶。

⁴ 佐久間 誠「金融緩和効果を調整した不動産のイールドギャップを考える」、年金ストラテジー、2017 年 11 月 06 日

⁵ 福本 勇樹「マイナス金利政策を撤廃した際の長期金利水準を推定するー日銀の金融緩和政策による長期金利の下押し効果の測定」、基礎研レター、2024 年 02 月 29 日

⁶ 2024 年第 2 四半期のキャップレートは未公表だが、足元の金利上昇を受けて、イールドギャップは不動産ミニバブル期を明確に

図6 オフィスのキャップレートと10年国債利回り、イールドギャップ



出所：MSCI Real Capital Analytics、Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

しかし、この解釈は J-REIT 市場が軟調に推移していることと整合しない。もし J-REIT 市場が効率的で、先行性を維持しているのであれば、今回は何らかの理由でタイムラグが大きくなっている可能性はある。つまり、現物不動産価格が今後いずれかのタイミングで下落するということだ。ただし、過去、J-REIT が大きく下落した局面は二回しかなく、世界金融危機では先行性を有したが、コロナ禍では外していたため、大きな変動時における先行指標としての実力は立証しきれていない。また、コロナ禍以降、金融市場に織り込まれた情報が現実の経済動向と一致しないが増えているように思われる。例えば、米国の景気後退の先行指標とされる 10 年国債利回りと 2 年国債利回りの金利差が、2022 年 7 月以降、景気後退を示唆する逆イールドとなっている。しかし、米国経済は底堅く推移し、今のところ景気後退の気配は見られない。したがって、J-REIT 市場が正しいと確信できるほどの証拠は現時点ではない。

オフィスセクターにおける賃貸市場、売買市場、J-REIT 市場の三角関係は崩れ、全ての市場動向をロジカルに説明することは難しく、その真相は依然として謎のままである。コロナ禍は未曾有の不確実なイベントであった。そのため、コロナ禍が終われば視界が開けると期待されていたが、新型コロナウイルス感染症の 5 類移行から一年が経過しても先行きは依然として不透明である。世界的なインフレが発生し、大規模金融緩和からの脱却という、新しい不確実性が顕在化したのが一因である。日本ではオフィス市場間の不整合が、ポストコロナの物価や金利が上昇する世界において当然の現象なのか、それとも市場の非効率性が内在し、この歪みに投資機会が潜んでいるのか、判断が難しい。オフィス市場のコナンドラムは未だ解けておらず、今後、それぞれの市場がどのような帰結を迎えるのかに注目が集まる。

下回る可能性が高い。

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。