

## 自然空室率とゾンビオフィスの関係

## ～近年の自然空室率の低下は、ゾンビオフィスの復活を示唆している～

2015年5月15日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

投資調査第2部 副主任研究員 竹本遼太

Tel: 03-6430-1346, E-mail: [takemoto@smtri.jp](mailto:takemoto@smtri.jp)

- 本稿では、オフィス賃料が反転する目安となる空室率の水準である“自然空室率”を定量的に説明する一つのロジックとして、“ゾンビオフィス”の影響に着目した。
- ゾンビオフィスとは、「賃料に関わらずテナントが移転先候補として検討せず、オフィス市場全体の需給バランスに影響しない、競争力を失った賃貸オフィス」として定義できる。ゾンビオフィスの割合が多い市場ほど、自然空室率が高い(実際の空室率が高くて賃料が上昇しやすい)と考えられる。
- 各都市の業務・商業中心部のエリアでは自然空室率が低い傾向にあるが、来店型のテナントも含めてオフィス需要層に厚みがあることで、多少競争力の低いビルでもゾンビオフィス化しにくいものと推察される。
- 近年は、①築古ビルの取壊し・建替えの進行、②(特に地方都市における)新築ビルの供給抑制、③景気改善を受けたオフィス需要の拡大、といった要因が重なる中で、オフィス需給の引き締まりに伴うゾンビオフィスの復活も増えており、結果として自然空室率の押し下げに寄与しているものと考えられる。

## オフィス賃料が反転する目安となる“自然空室率”の水準を定量的に説明するため、“ゾンビオフィス”に着目

賃貸オフィス市場の“自然空室率”とは、オフィス賃料が反転する目安となる空室率の水準であり、実際の空室率が自然空室率より高い(需給が緩和している)と賃料は下落しやすく、逆に実際の空室率が自然空室率より低い(需給が逼迫している)と賃料は上昇しやすい。

オフィス市場関係者の間では、自然空室率はしばしば「5%」と言われるが、「5%」という水準に何か理論的な根拠があるわけではない。2014年7月29日付の当社レポート「[“自然空室率”はなぜ5%なのか～オフィス賃料の反転上昇と空室率の関係～](#)」では、自然空室率の水準は都市や時期によって異なり、理論的には当該市場に存在する(空室率や賃料の集計対象となる)賃貸オフィスビル間における競合構造に依存し得るとの解釈を提示し、近年の東京では自然空室率は7%程度に上昇していることを示した<sup>1)</sup>。その後、当社の顧客から度々『自然空室率の水準はどう決まるのか』、『自然空室率の将来予測は可能か』といった質問を頂く機会があるが、昨年のレポートで用いた「競合構造」という概念的な理解では、競合関係の多寡に関する後講釈はできるものの、定量的な(将来の競合構造が変わると自然空室率はどう変化するかといった)評価は難しい。本稿では、ビル間の競合構造を生み出す定量的な説明の一つとして、“ゾンビオフィス”の影響に着目する。

ゾンビオフィスとは、「賃料に関わらずテナントが移転先候補として検討せず、オフィス市場全体の需給バランスに影響しない、競争力を失った賃貸オフィス」として定義できる<sup>2)</sup>。企業金融の分野では、製品やサービスに競争力が無く、市場原理に基づけば市場からの退出が求められる企業が、低金利を受けた資本コストの低下や金融機関による緩和的な条件での融資継続によって延命している、いわゆる“ゾンビ企業”が有名である。

1) [http://www.smtri.jp/report\\_column/report/2014\\_07\\_29\\_1860.html](http://www.smtri.jp/report_column/report/2014_07_29_1860.html)

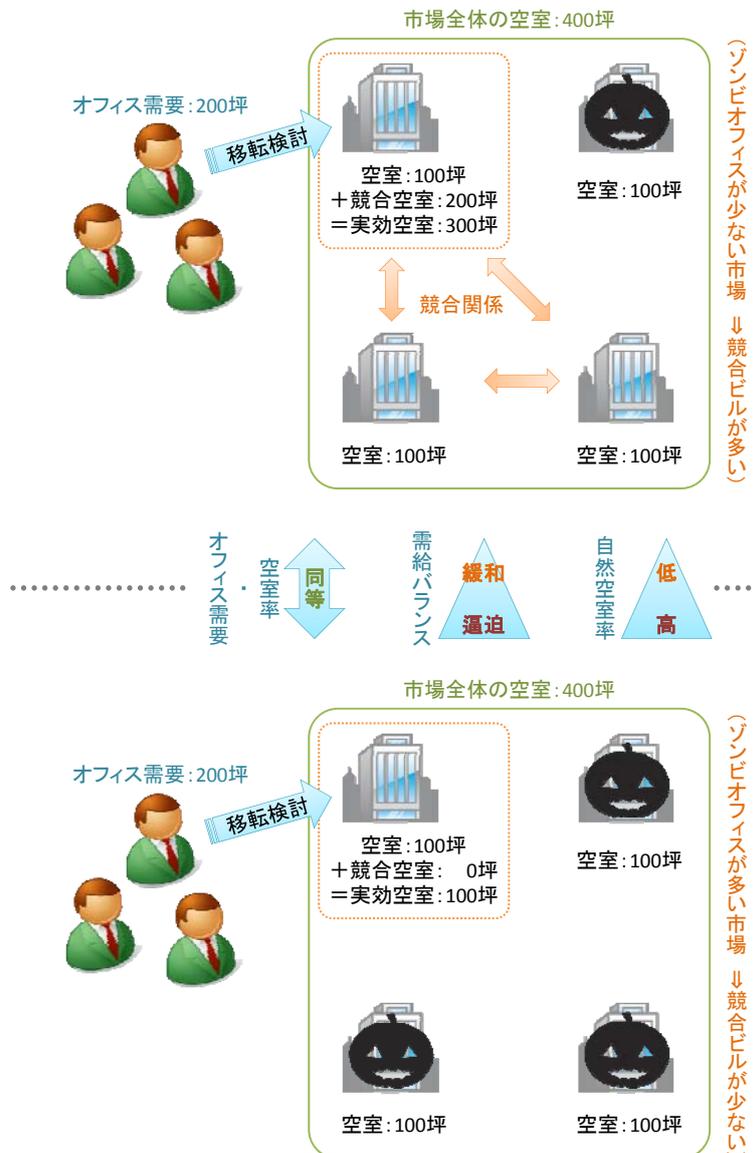
2) 同様の定義に基づくオフィスビルは“デッドストック”(売れ残り品、不良在庫)と呼ばれることもある。

ゾンビオフィスも、ハイスペックな大規模ビルが増加する中で、市場競争力を失い、本来は市場からの退出(建替え・用途転換)が求められているものの、オーナーの資金力や税制等の理由によって延命している点で、ゾンビ企業と近い性質を持っていると言える。

ゾンビオフィスの例としては、旧耐震の築古ビルや、最寄駅から遠くランドマーク性も乏しい中小ビルなどが想定されるが、ほかにも、ビル全体では競争力を失っていないものの、フロア分割で賃貸した結果として虫食い状に残った(使い勝手の悪い)空室などもゾンビオフィスとなっている可能性が高い。

ここで、市場の需給バランス(オーナーとテナントの賃料交渉におけるパワーバランス)に影響しない、競争力を失ったビル、すなわちゾンビオフィスの割合が多い市場ほど、自然空室率が高い(実際の空室率が高くても賃料が上昇しやすい)と考えられる(図表1)。ただし、仮にゾンビオフィスが一切存在しない市場でも、実際の空室率がゼロ%になる前に賃料は上昇すると考えられるため、自然空室率=ゾンビオフィスの割合ではない。

図表1 ゾンビオフィスの多寡と自然空室率の関係(上:自然空室率が低い市場、下:自然空室率が高い市場)



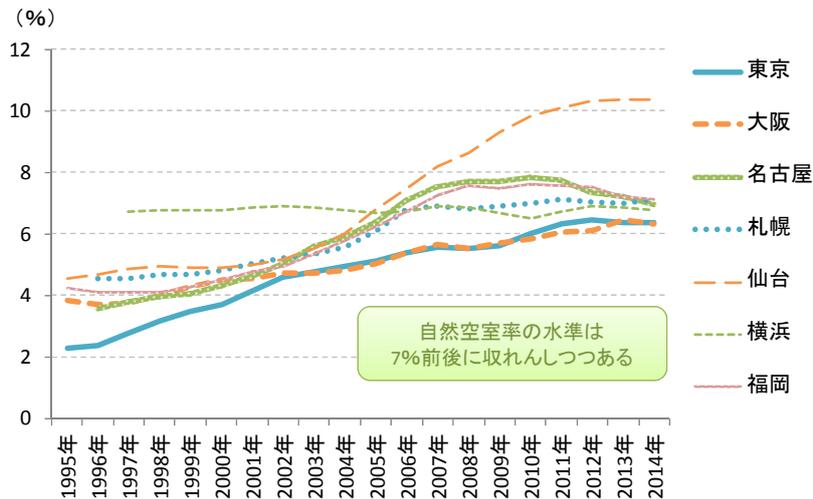
注) 単純化のために一棟全体がゾンビオフィスとなっているケースのみを想定。  
出所) 三井住友トラスト基礎研究所

**ゾンビオフィスの滅失によるストック調整が機能し、自然空室率は全国的に7%前後に収れんする傾向**

自然空室率は、2000年代後半(2008年頃)にかけて全国的に上昇傾向にあった(図表2)。この時期には、新築ビルの供給増加によって築古ビルが競争力を失い、ゾンビオフィス化したものとみられる。一方、2010年代に入ると、自然空室率は全国的に横ばいで推移し、名古屋や福岡など低下傾向を示す都市もある。自然空室率が低下に転じた背景としては、築古ビルの取壊しによってゾンビオフィスが滅失したと考えられるほか、景気回復に伴うオフィス需給の改善を受け、一部のゾンビオフィスが復活して再び競争力を持つようになった可能性もある。

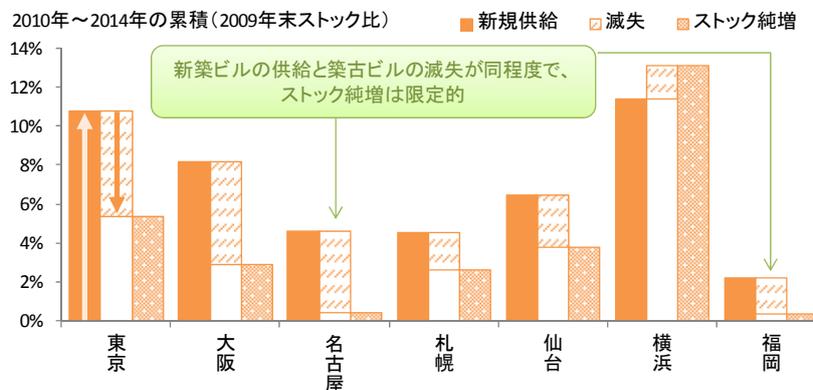
実際、2010年から2014年の5年間ににおける新築ビルの供給量と築古ビルの滅失量を都市ごとに比較すると、名古屋や福岡では新築ビルの供給量が2009年末の賃貸オフィスストック対比でそれぞれ4.7%および2.2%であるのに対して、同期間の滅失量は4.2%および1.8%と供給量と同規模になり、結果としてオフィスストックの純増は限定的であった(図表3)。築古ビルの滅失が進んだことで、ゾンビオフィスの割合が低下したと解釈できる。近年の自然空室率は、仙台を除くと全国的に7%前後に収れんする傾向がみられる。ゾンビオフィスの取壊し・建替えによるストック調整が適切に機能し、各都市とも一定程度の水準で均衡しつつあると評価できよう。

図表2 主要都市における自然空室率の推移



注) 自然空室率は平均賃料が反転上昇/反転下落する境界となる平均空室率の水準で、当社による推計値。  
出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表3 2010年～2014年におけるストック増減の要因分解



注) 数値は2009年末のストック(貸室総面積)に対する比率で、当社による推計値。  
出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

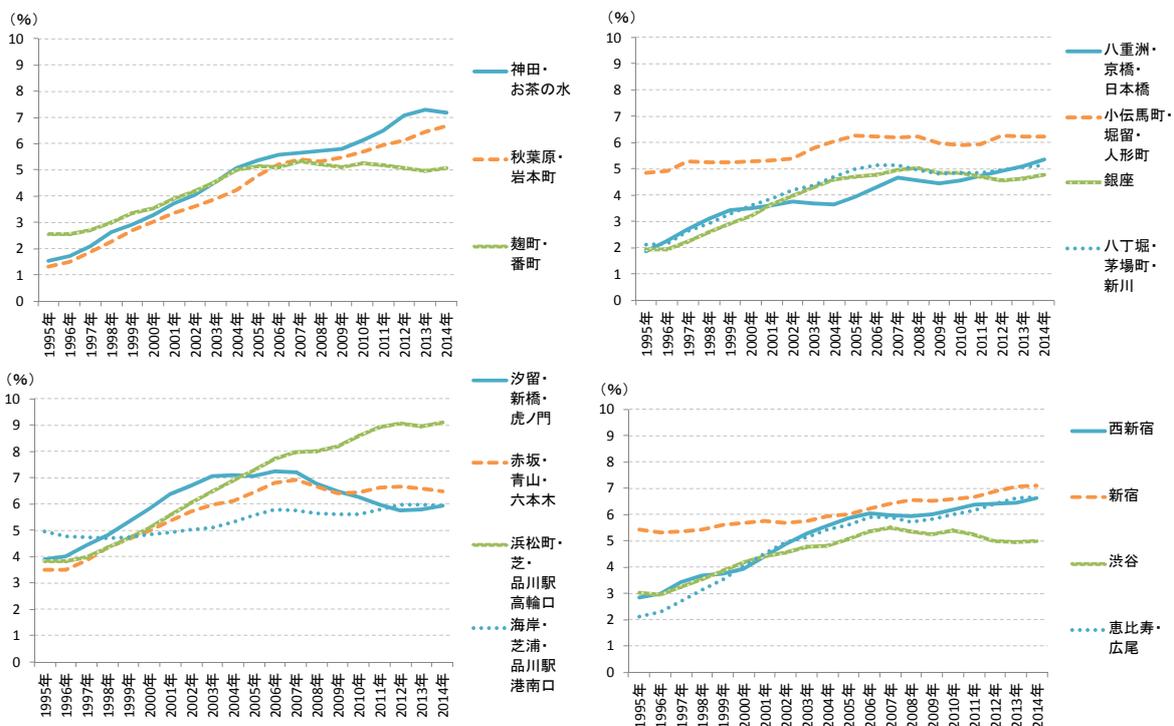
テナント需要層に厚みのあるエリアほど、ゾンビオフィス化しにくいことで自然空室率は低い

各都市のエリア別にみると、近年では自然空室率が5%程度のオフィスエリアはゾンビオフィスの少ないエリアと言えそうである(図表4、図表5)。具体的には、麹町・番町、八重洲・京橋・日本橋、銀座、八丁堀・茅場町・新川、渋谷(東京のサブエリア、このほかに統計データの存在しない丸の内・大手町エリアもゾンビオフィスは少ないと考えられる)、梅田、心齋橋・難波、南森町(大阪のサブエリア)、名駅(名古屋のサブエリア)、横浜駅(横浜のサブエリア)、天神(福岡のサブエリア)といったエリアが挙げられる。

自然空室率が5%程度のゾンビオフィスが少ないオフィスエリアに共通する点として、各都市の業務中心部(八重洲・京橋・日本橋、梅田、名駅、横浜駅、天神)や商業中心部(銀座、渋谷、心齋橋・難波)のエリアでは、クリニックや資格学校など来店型のテナントも含めてオフィス需要層に厚みがあることで、多少競争力の低いビルでもゾンビオフィス化しにくいものと推察される。また、大阪の南森町など法律事務所などの安定したオフィス需要がある一方、新築ビルの供給が少ない上に築古ビルの滅失が進んでいるようなエリアでも、ゾンビ化しにくいとみられる。

また、名古屋の名駅エリアでは自然空室率の低下が顕著であるが、当該エリアでは駅前再開発に絡んで直近5年間でオフィスストックが8%も純減している状況下、築古ビルや中小規模ビルにも幅広くオフィス需要がにじみ出したことで、ゾンビオフィスが復活して競争力を取り戻していると推察される(図表6)。ほかにも、大阪の心齋橋・難波エリアや福岡の博多駅前エリアでも2010年以降のストック調整が目立つが、両エリアとも自然空室率が低下傾向にある。ストック調整がもたらすゾンビオフィスの滅失に加え、新規供給が限られる中で景気拡大により、市場全体のオフィス空室が稀少化し、一部のゾンビオフィスにもテナント需要が付くようになった、すなわちゾンビオフィスが移転候補先に入るようになり復活したものと推察される。

図表4 東京のエリア別自然空室率(左上:千代田区、右上:中央区、左下:港区、右下:新宿区・渋谷区)



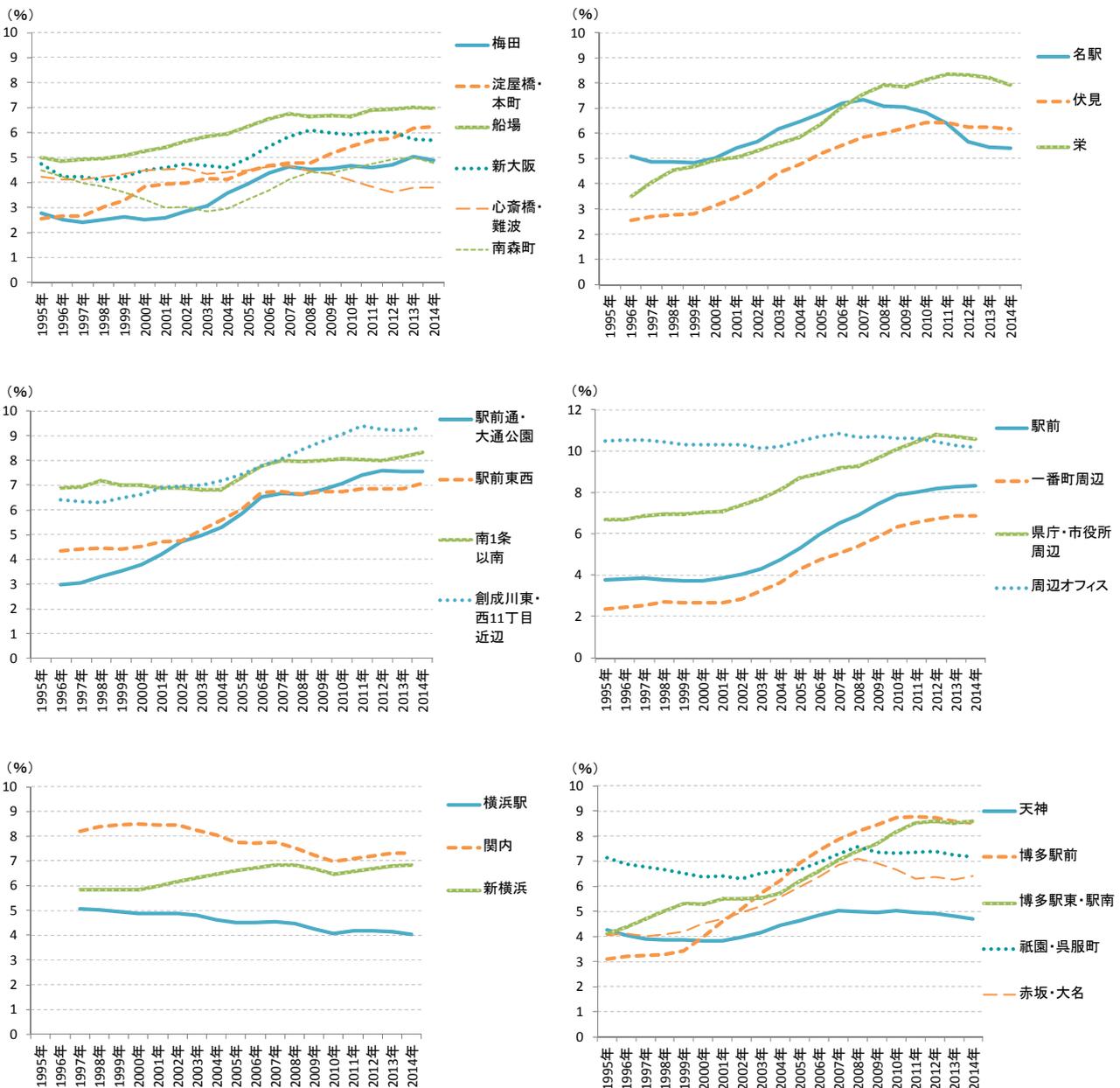
注) 1. 図表2の注参照。  
 2. 空室率ギャップ(空室率と自然空室率の差)と賃料変化率の関係性が統計的に低いと認められるエリアは対象外とした。  
 出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

観測できない自然空室率を把握する上では、観測可能なストック増減の情報も有用

本稿では、自然空室率の水準がゾンビオフィスの割合に比例するメカニズムを考察した。近年は、①築古ビルの取壊し・建替えの進行、②(特に地方都市における)新築ビルの供給抑制、③景気改善を受けたオフィス需要の拡大、といった要因が重なる中で、オフィス需給の引き締まりに伴うゾンビオフィスの復活も増えており、結果として自然空室率の押し下げに寄与しているものと考えられる。

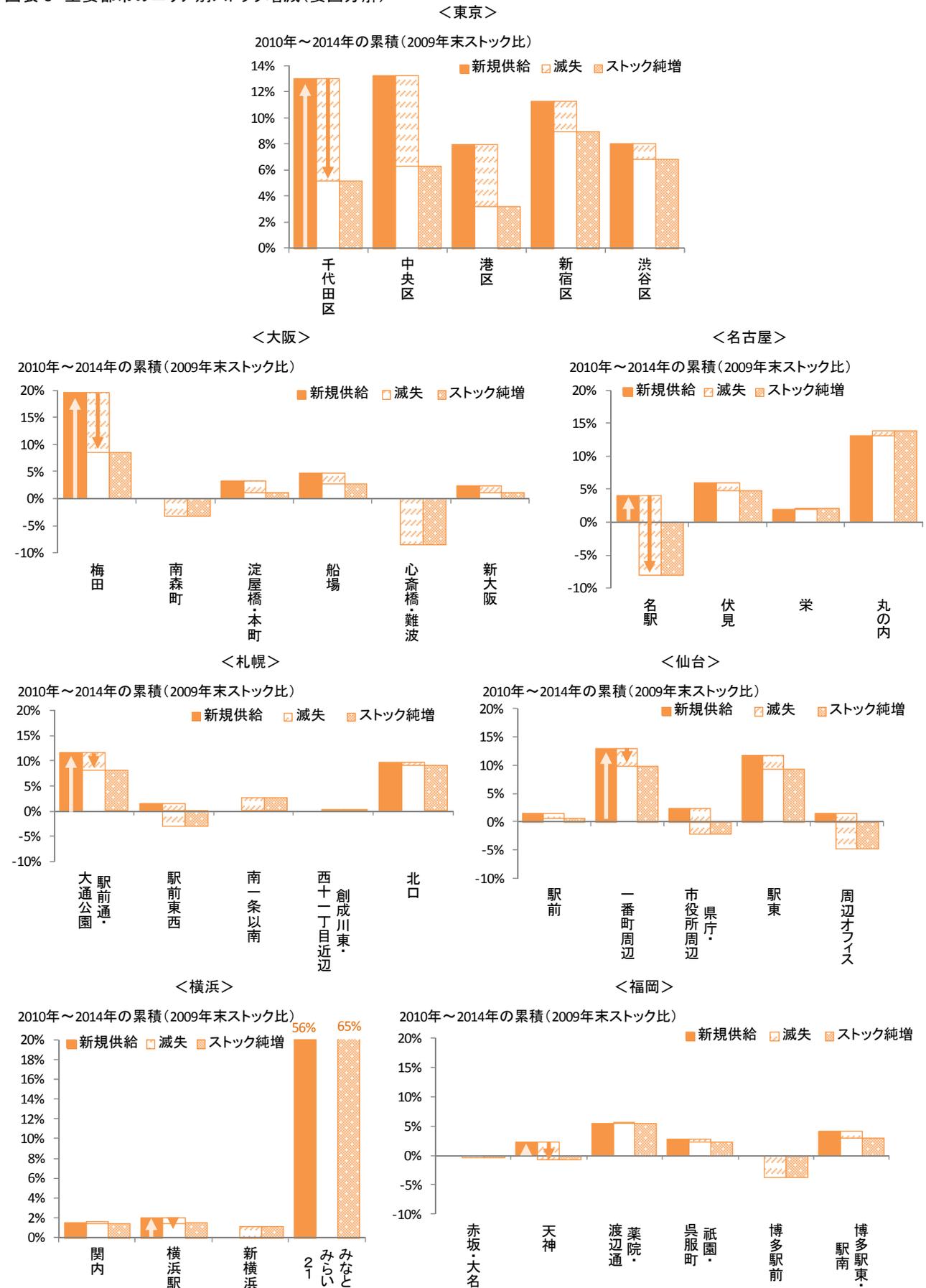
なお、オフィス市場の賃料動向を予測する上では、実際の空室率だけでなく、自然空室率の水準を把握することが重要なのは過去のレポートでも指摘した通りであるが、自然空室率は観測できない(各種の前提条件を設定した上で統計的に推計するしかない)点を勘案すると、実際に観測可能なストック増減(新規供給と滅失)の動向から得られるゾンビオフィスの増減、すなわち自然空室率の変動に関する示唆も少なくないはずである。

図表5 主要地方都市のエリア別自然空室率(左上:大阪、右上:名古屋、左中:札幌、右中:仙台、左下:横浜、右下:福岡)



注) 図表4の注参照。  
出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表6 主要都市のエリア別ストック増減(要因分解)



注) 図表3の注参照。  
出所) 三鬼商事データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

【お問い合わせ】 <https://www.smtri.jp/contact/form-investment/investment.html>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。