

2013  
6  
June

# Topics

## 不動産トピックス

### トピックス1

企業業績とオフィス賃料に関する考察 ..... 2

### トピックス2

2012年度オフィスビル売買額の52%は  
J-REIT等による取得 ..... 6

### マンスリーウォッチャー

世帯数の将来推計について ..... 8

# 企業業績とオフィス賃料に関する考察

東京都心の賃貸オフィスマーケットは空室率が緩やかに低下し、賃料は底打ちの兆しがみられます。2013~2015年はオフィス供給量が比較的少ないことをふまえると、今後、空室率の低下が進み、賃料は上昇に転じると考えられます。賃料がどこまで上昇するかは需給のひつ迫度合や貸し手のリーシング戦略などに左右されると考えられますが、テナント企業の支払い賃料にも限度があると推察されます。そこで本稿では、企業の売上高と労働生産性の2項目を対象に、過去、これらの項目と賃料がどのような関係にあったかを分析することで、企業業績とオフィス賃料の関係について考察しました。

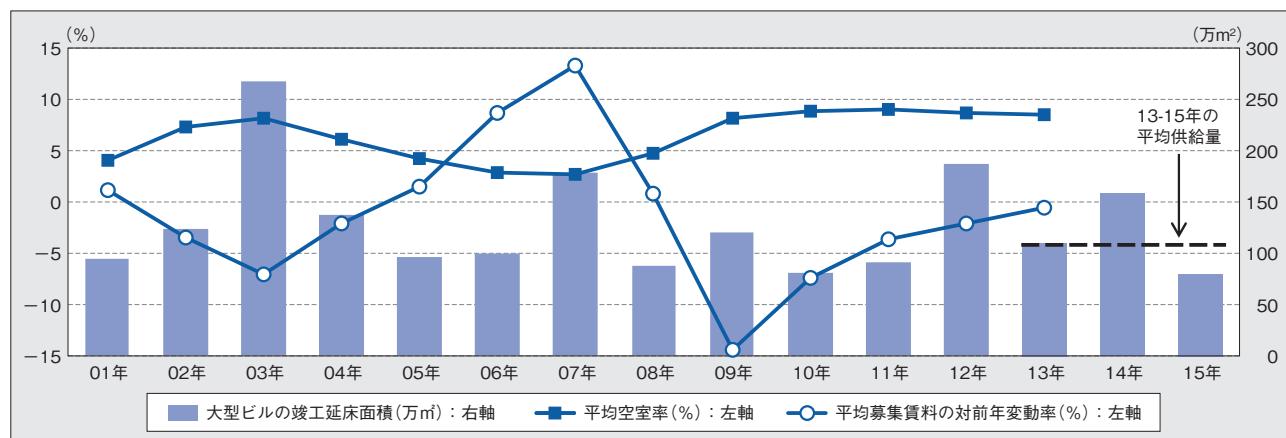
## 東京都心のオフィスマーケット状況

東京都心5区の賃貸オフィスビル（基準階100坪以上。以下同じ。）の平均空室率（以下、単に空室率という。）は、2012年前半のオフィス大量供給が峠を越え、年後半から改善、平均募集賃料（以下、単に募集賃料という。）も底打ちの兆しがみられます[図表1-1]。

2013~2015年の大型ビルの平均供給量は

2012年の約2/3にとどまる見込みで、オフィス需要が現状から大きく減少しなければ、空室率の低下が進み、募集賃料は上昇に転じると考えられます。さらに経済政策の効果が続ければ、企業業績の改善が進み、オフィスマーケットの回復スピードが速まる可能性も考えられます[図表1-2]。

[図表1-1]都心5区の大型ビルの供給量とオフィスの空室率および募集賃料の対前年変動率の推移



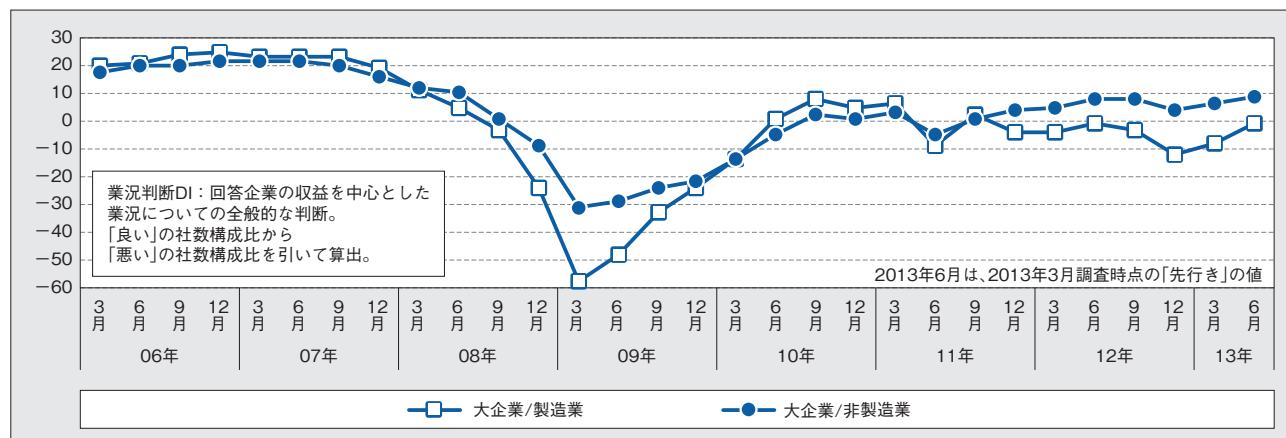
※大型ビルの竣工延床面積は延床面積概ね5,000m<sup>2</sup>以上でオフィス用途を含む建物対象。自社使用オフィス、複合施設の他用途床面積含む。

暦年。2013年2月時点。

※平均空室率、平均募集賃料は基準階100坪以上のオフィスビル。各年12月末時点、2013年は2013年4月末時点。

資料：三鬼商事株式会社「地域別オフィスデータ」、都市未来総合研究所「大型ビルの新規供給見通し」

[図表1-2]大企業の業況判断DI



資料：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 企業売上高と賃料変動の関係

企業は業容拡大に伴いオフィススペースの拡張を行うため、企業業績と賃貸オフィスの稼働率にはある程度関係があると考えられます。企業売上高(財務省「法人企業統計調査」の全規模・全産業(除く金融業、保険業)<sup>\*1</sup>を対象)の対前年変動率と東京都心5区の賃貸オフィス稼働率の対前年変動率を比較すると、90年代前半のバブル崩壊後数年は企業売上高の変動に対し稼働率が大きく変動する時期がありますが、その後は一定の関係(稼働率の変動率は企業売上高の変動率のおおむね1/3の幅で推移<sup>\*2</sup>)を保って推移しています[図表1-3]。

稼働率が変動すると需給バランスの変化を伴って賃料も遅れて変動するため、企業売上高と募集賃料にも結果的に一定の関係(募集賃料の変動率は企業売上高の変動率の2倍を超えない範囲で推移<sup>\*3</sup>)がみられます[図表1-4]。

オフィス選定は顧客先への近接性、執務環境(業務効率性向上や人材確保)、ステイタス等から立地やグレードが決定されること、業績の先行きを見据えることなど様々な要因が絡み合い、単純に売上高から賃料が決定されるわけではありませんが、過去データをマク

ロ的にみれば、結果的に募集賃料は企業売上高の変動幅の2倍を超えない範囲で変動したことになります。

財務省「法人企業景気予測調査(2013年2月15日調査)」の企業売上高は2013年度+1.6%の見通しであり、過去の企業売上高と募集賃料の関係をそのままあてはめると、2012年末起点での単年度の募集賃料の上昇は3.2%(1.6%×2)を超えない範囲と推計されます<sup>\*4</sup>。向こう3年間売上高が同水準(+1.6%)で上昇すると仮定した場合の3年累計の募集賃料の上昇は、同じく約10%を超えない範囲と推計されます。

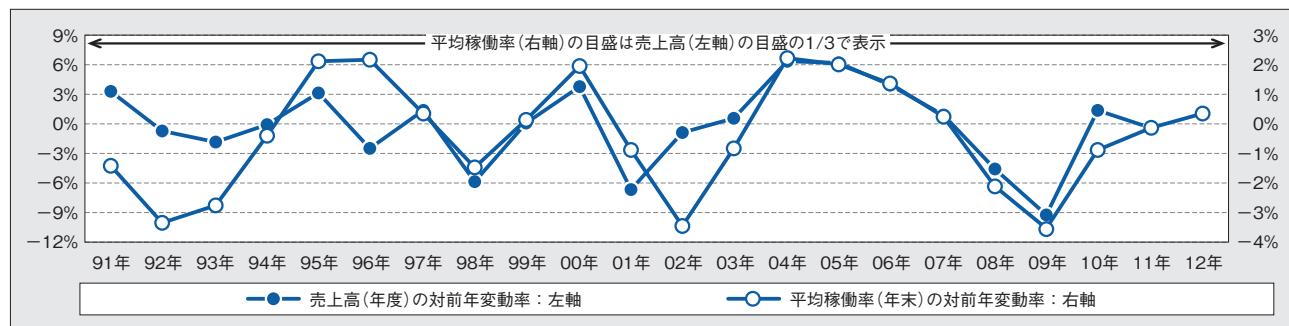
\*1 法人企業統計調査では金融業、保険業の売上高は公表されていないため、本稿では金融業、保険業を除く全産業の売上高で分析を行った。

\*2 対象期間1991~2011年の相関係数は0.65、対象期間1995~2011年の相関係数は0.74。

\*3 対象期間1991~2011年の相関係数は0.45、対象期間1995~2011年の相関係数は0.61(いずれも募集賃料の変動率を1年遅行させたもの。したがって募集賃料データは1992~2012年、1996~2012年となる)。

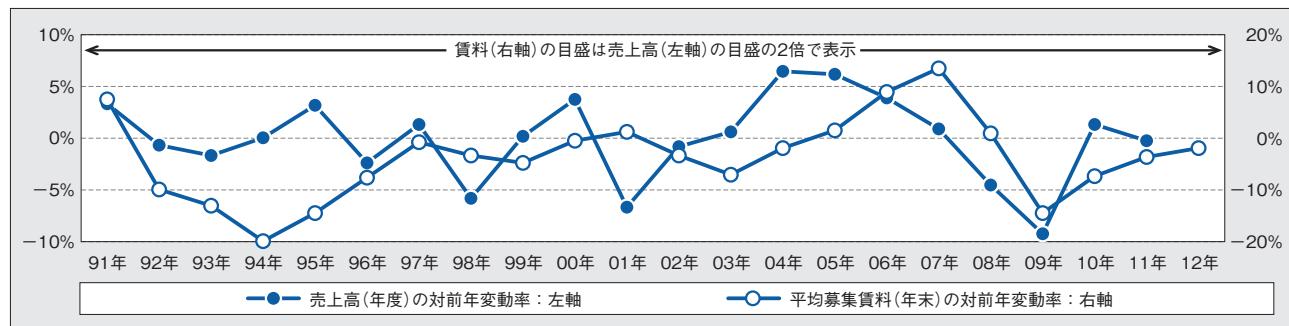
\*4 2012年末の募集賃料は三鬼商事の公表値。売上高と賃料の変動にはタイムラグがあるため、2013年中に賃料が上昇するとは限らない。

[図表1-3]企業売上高の対前年変動率と都心5区のオフィス稼働率の対前年変動率の推移



※売上高は法人企業統計調査の全産業(除く金融業、保険業)・全規模対象(2011年度まで)。平均稼働率は基準階100坪以上のオフィスビル(2012年末まで)

[図表1-4]企業売上高の対前年変動率と都心5区のオフィス募集賃料の対前年変動率の推移



※売上高は法人企業統計調査の全産業(除く金融業、保険業)・全規模対象(2011年度まで)。平均稼働率は基準階100坪以上のオフィスビル(2012年末まで)

資料:図表1-3、1-4、1-5、1-7、1-9、1-11は三鬼商事株式会社「地域別オフィスデータ」、財務省「法人企業統計調査結果」  
図表1-6、1-8、1-10は財務省「法人企業統計調査結果」

次に企業の労働生産性（従業員一人当たり付加価値額。以下、単に生産性という。）とオフィス賃料の関係について考察します。

住宅や商業施設ではテナントの所得や粗利益等に採算性や経験則から得られる賃料負担率を乗じて支払可能賃料の目安を算出することができます。同様にオフィス賃料が企業の生産性[図表1-6]と関係があるという仮説を立て考察を行いました。両者の関係をマクロ的に捉えることに主眼を置き、都心5区のオフィス募集賃料を生産性で割った指標（付加価値ベースの対生産性賃料水準。以下、単に対生産性賃料水準という。1995年=100。）<sup>※5</sup>を試算すると、1995年以降、一定のレンジ（79～108、平均89）で推移しています[図表1-7の太線]。図表1-5に示すとおり、時期によって生産性と募集賃料の動向は異なりますが、結果的に募集賃料は生産性に対し一定のレンジで推移していることになります。ここ3年間は対生産性賃料水準が低下し、2011年は過去最低水準となっています<sup>※6</sup>。

オフィスワーカー中心の業種では生産性とオフィス賃料の関係が強く、逆に製造業のように生産設備の効率や稼働率が業績に寄与する業種では生産性とオフィス賃料の関係は強くないと考えられるため、製造業と非製造業の別に同様の考察を行うと、対生産性賃料水準は異なりますが、いずれも一定のレンジ（製造業：66～100（平均80）、非製造業：81～111（同92））で推移し変化の傾向は類似しています[図表1-9、1-11]。2011年の対生産性賃料水準は非製造業が81と過去最低、製造業は71と過去最低（2004年度66）に対しやや高止まりしている状況です。

企業の生産性からみたオフィス賃料の上昇率を考えるにあたって、財務省「法人企業景気予測調査」の経常利益の予測値<sup>※7</sup>を前提に付加価値額ベースの対生産性賃料水準が過去平均となる賃料上昇率を逆算しました。法人企業景気予測調査（2013年2月15日調査）の経

常利益は2012年度が+0.9%見込み、2013年度が+7.6%の見通しとなっており、この予測値を前提に2013年の募集賃料の上昇率を逆算すると17%と推計<sup>※8</sup>されます。

製造業、非製造業の別に同様の試算を行うと、製造業（法人企業景気予測調査の経常利益：2012年度+0.9%見込み、2013年度+17.0%見通し）は19%、非製造業（同2012年度+0.8%見込み、2013年度+3.9%見通し）は17%と推計されます。

（以上、都市未来総合研究所 湯目 健一郎）

※5：賃料単価と比較するため付加価値額ではなく労働生産性（従業員一人当たり付加価値額）とした。付加価値額は法人企業統計では、営業純益（営業利益-支払利息等）+役員給与+役員賞与+従業員給与+従業員賞与+福利厚生費+支払利息等+動産・不動産賃借料+租税公課と定義されている。法人企業統計調査では金融業、保険業の労働生産性は公表されていないため、本稿では金融業、保険業を除く全産業の労働生産性で分析を行った。法人企業統計調査は年度データ、募集賃料は各年末データ。

※6：付加価値額ベースの対生産性賃料水準以外にも、営業利益ベースの対生産性賃料水準（都心5区のオフィス募集賃料/従業員一人当たり営業利益）、経常利益ベースの対生産性賃料水準（都心5区オフィス募集賃料/従業員一人当たり経常利益）で同様の試算を行ったが、付加価値額ベースの対生産性賃料水準のような一定の変動レンジは得られなかった（図表1-7）。ただし、3指標とも変化の傾向は類似し、いずれも2011年時点の対生産性賃料水準は低い水準となっている。

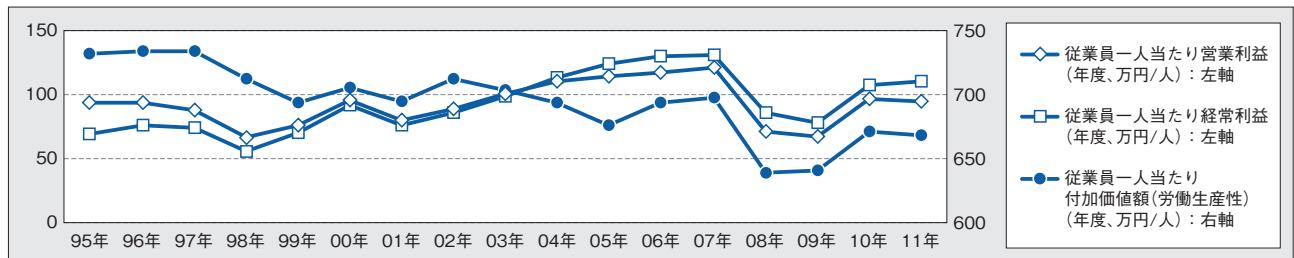
※7：法人企業景気予測調査は2010年度から金融業、保険業を含む経常利益を公表しているが、法人企業統計調査と合わせ、金融業、保険業を含まない数値を採用。

※8：図表1-6では2007年度以降、従業員一人当たり経常利益と従業員一人当たり付加価値額はおおむねパラレルで推移（変動幅がおおむね同じ）しており同様の関係が続くと仮定。また従業員数は増減なしと仮定。従業員一人当たり経常利益は2011年度110万円/人であり本文記載の2012、2013年度の経常利益計画値から2013年度は119万円/人と2011年度から9万円/人増加する。よって、2013年度の従業員一人当たり付加価値額は2011年度668万円/人+9万円/人=677万円/人。この数値を基に2013年の対生産性賃料水準が過去平均89（1995年=100）となる2013年末の賃料を求める19,359円/坪となり、2012年末の募集賃料16,572円/坪比で+17%となる。

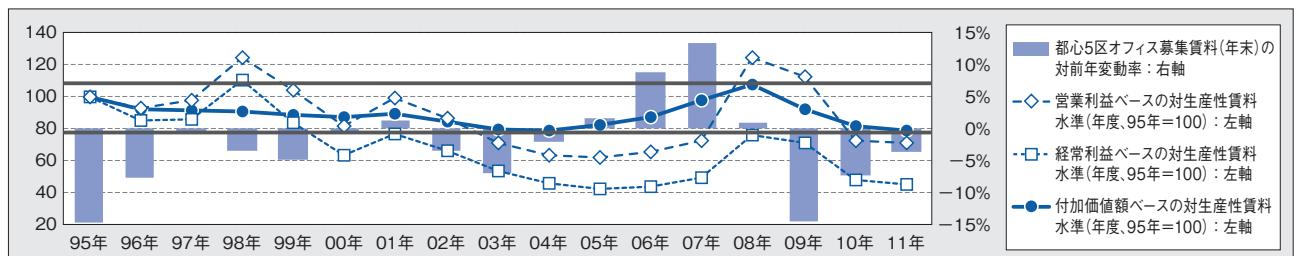
[図表1-5]生産性、賃募集料、付加価値額ベースの対生産性賃料水準の時期別動向

		生産性	募集賃料	対生産性賃料水準
1995年～2005年	生産性、募集賃料とも減少基調で対生産性賃料水準は横ばいで推移。	↓	↓	→
2006、2007年	生産性は上昇に転じたが募集賃料が大幅上昇し、対生産性賃料水準は上昇。	↑	↑↑	↑
2008年	生産性が急落したが募集賃料は横ばいにとどまり、対生産性賃料水準は上昇。	↓↓	→	↑
2009年	生産性は低迷する中、募集賃料が急落し、対生産性賃料水準が低下。	→	↓↓	↓
2010、2011年	生産性が回復する中、募集賃料は下落が続き、対生産性賃料水準は低下。	↑	↓	↓

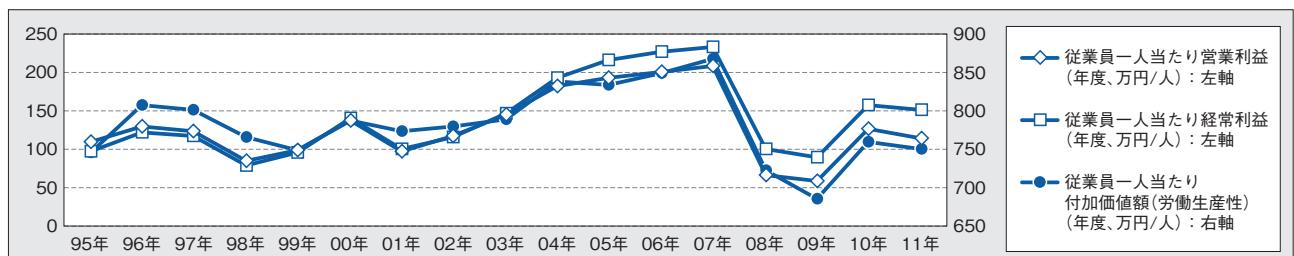
[図表1-6]従業員一人当たり付加価値額、同営業利益、同経常利益の推移(全業種・全規模)



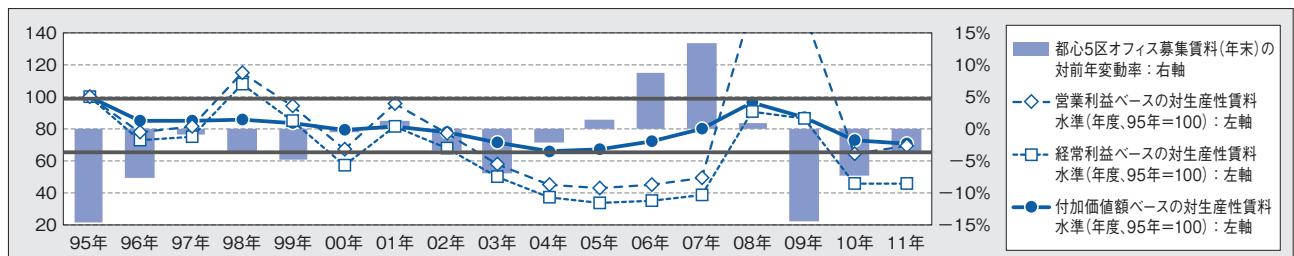
[図表1-7]対生産性賃料水準(1995年=100)と都心5区のオフィス募集賃料の対前年変動率(全業種・全規模)



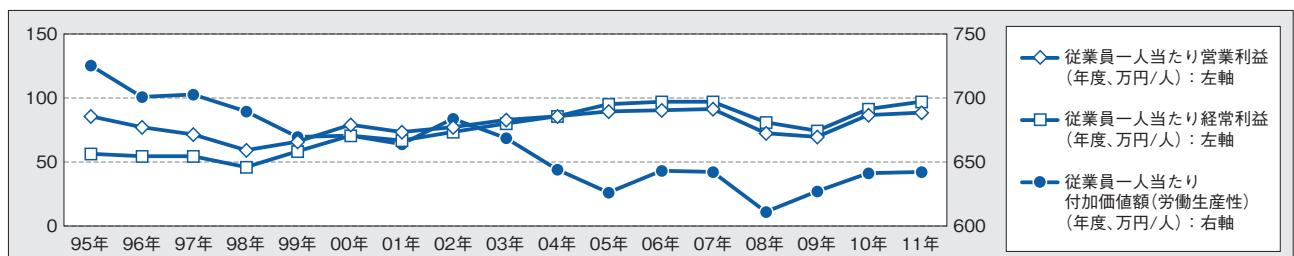
[図表1-8]従業員一人当たり付加価値額、同営業利益、同経常利益の推移(製造業・全規模)



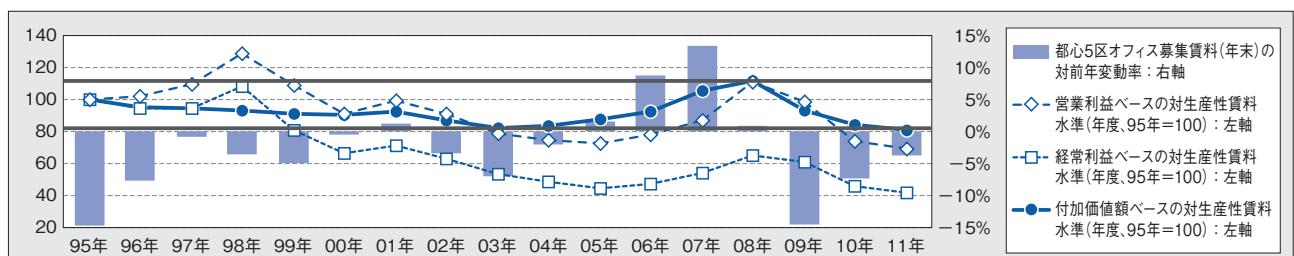
[図表1-9]対生産性賃料水準(1995年=100)と都心5区のオフィス募集賃料の対前年変動率(製造業・全規模)



[図表1-10]従業員一人当たり付加価値額、同営業利益、同経常利益の推移(非製造業・全規模)



[図表1-11]対生産性賃料水準(1995年=100)と都心5区のオフィス募集賃料の対前年変動率(非製造業・全規模)



# 2012年度オフィスビル売買額の52%はJ-REIT等による取得

株式会社都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査<sup>※1</sup>」によると、上場企業やJ-REIT等が2012年度に公表したオフィスビルの売買取引額は前年度に比べ51%増加して8,724億円となり、その52%をJ-REIT等による取得が占めました。

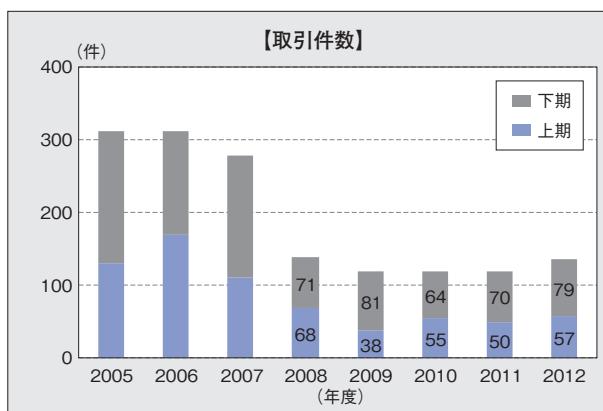
## 製造業によるオフィスビル売却額は1,761億円

2012年度の国内オフィスビル売買取引件数は136件、取引額は8,724億円と前年度(120件、5,766億円)に比べ、件数は13%、金額は51%増加しました[図表2-1]。

J-REIT等の取得額は2009年度を底に増加が続き、2012年度は4,532億円でオフィスビル売買総額の52%を占めています[図表2-2]。J-REIT等が取得したオフィスビルの売主は、SPCが最も多く1,787億円、次いで建設・不動産が1,643億円、製造業が717億円と、この3業種で9割超を占めています。SPCはブリッジファンドとして、建設・不動産はスポンサー企業として、J-REITに物件を供給している事例が多くみられます。

2012年度のその他事業法人等<sup>※2</sup>によるオフィスビル売却額は約2,600億円に増加し、その約3分の2は製造業(1,761億円)が占めました[図表2-3]。大手電機機器メーカーが東京都心区等の大規模オフィスビルを売却する事例が相次いだことなどが大きな要因となっています。その他、事業法人がオフィスビルを売却した事例としては、J-REITのスポンサー企業である生命保険会社(金融・保険業)が当該投資法人に保有賃貸ビルの共有持分を売却した事例や、電力会社(サービス業)が自社のシステム部門や関連会社が入居しているビル(保有は子会社)を大手不動産会社に売却した事例などがみられました。

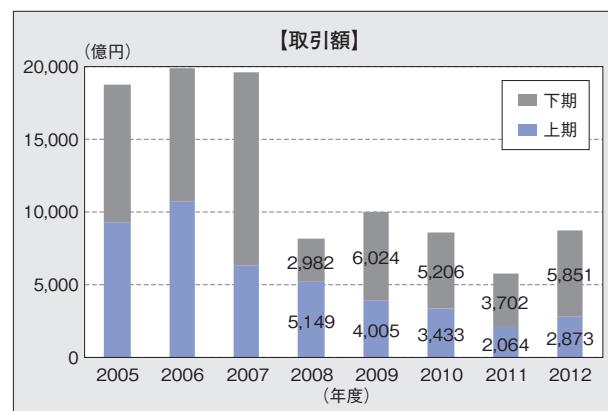
[図表2-1] オフィスビル取引件数・取引額の推移



一方、その他事業法人等の2012年度の取得額は1,057億円となり、前年度比12%増加しました。オフィスビル取得の主な事例としては、大手電機機器メーカーが財務改善等のためにセール&リースバックで売却するオフィスビルの準共有持分90%を大手リース会社(金融・保険業)が取得する事例や、鉄道会社や倉庫会社(いずれも運輸・通信業)が東京都心立地の賃貸オフィスビルを投資目的で取得した事例などがあげられます。

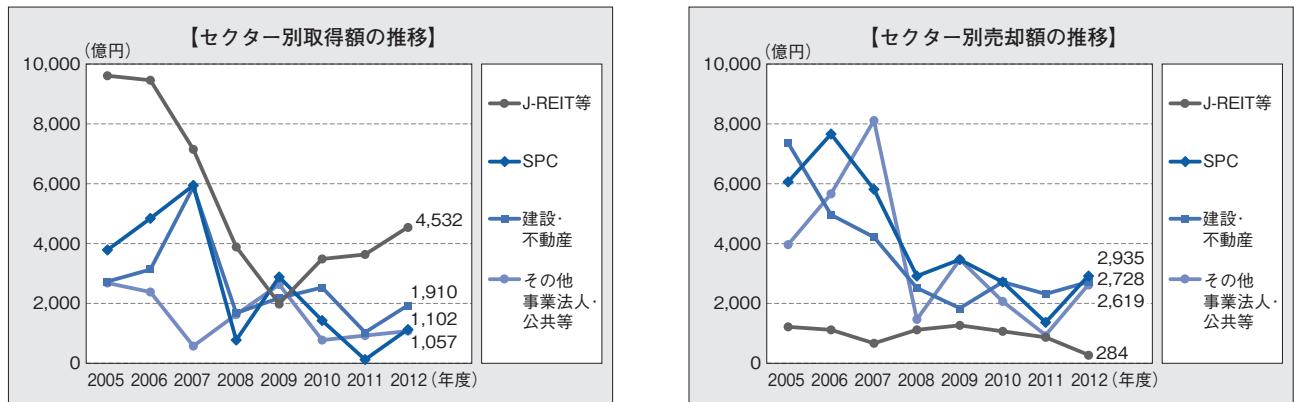
上記の事例にもあるように、オフィスビルを共同で取得する取引がみられました。上場企業等がオフィスビルの区分所有権や共有持分等(信託受益権の準共有持分も含む)を取得した件数は、2012年度は30件と、取引が活発であった2005年度を上回りました。オフィスビル取引件数全体に占める割合も2012年度は22%となり、2005年度以降最も大きくなりました[図表2-4]。上記の例の他に、大手電機機器メーカーが品川区のビルを売却した事例では、投資法人が準共有持分の60%と国内機関投資家が同40%を取得しました。また、投資法人が当該投資法人のスポンサー企業が組成するSPCとともに、オフィスビルの準共有持分を取得した事例など、大型のオフィスビルの区分所有権や共有持分等を共同で取得する事例が多くみられました。

(以上、都市未来総合研究所 佐藤 泰弘)

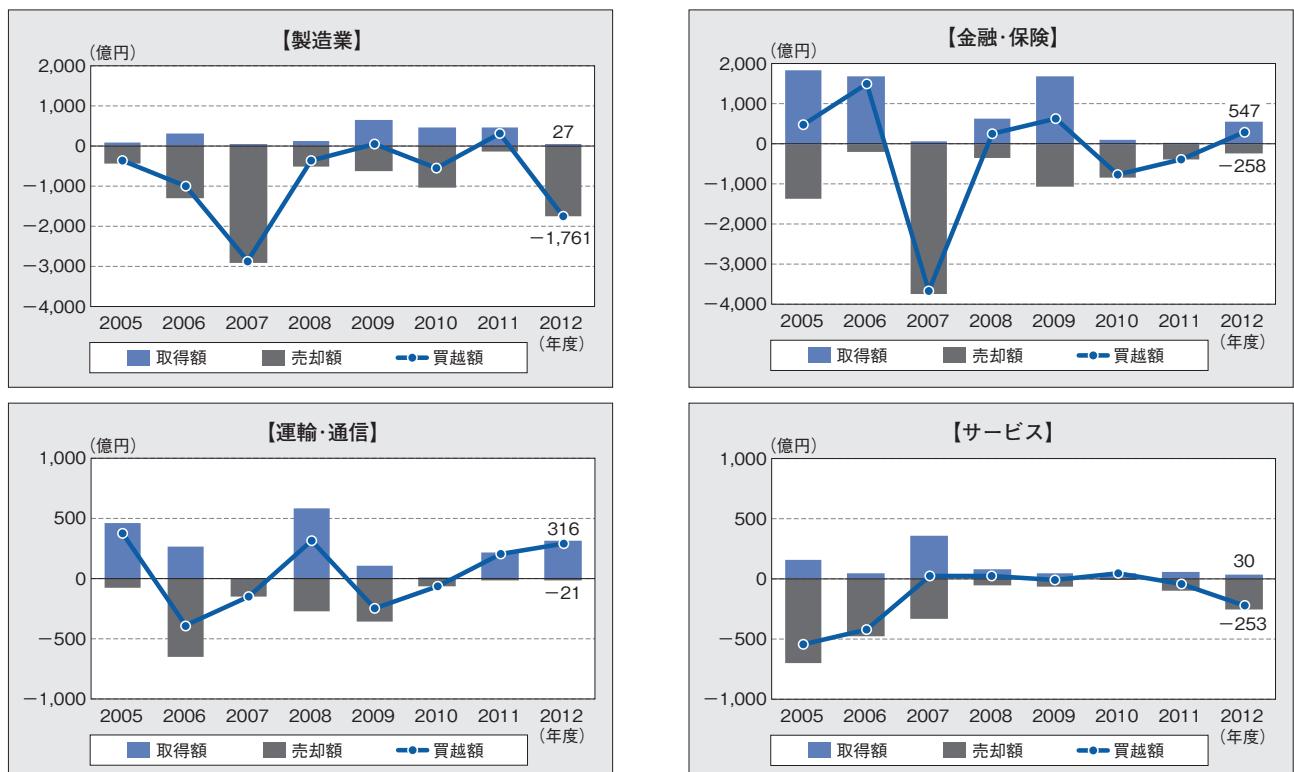


資料：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」(以下[図表2-4]まで同じ)

[図表2-2] 業種セクター別オフィスビル取得額・売却額の推移



[図表2-3] 事業法人の業種別オフィスビル取得額・売却額の推移



(注) 図表2-2、2-3とも不明は除く

※2: 業種分類、業種セクターは以下のとおり

J-REIT等	投資法人、その他の投資目的法人
SPC	SPC
建設・不動産	建設・不動産
その他事業法人等	製造業 繊維製品、パルプ・紙、化学、鉄鋼、非鉄金属 機械、電気機器、輸送用機器、精密機器 食料品、石油・石炭、ゴム製品、ガラス・土石製品、 金属製品、その他製品
	商業 小売業、卸売業
	サービス 電気・ガス、サービス
	運輸・通信 陸運、海運、空運、倉庫・運輸、通信
	金融・保険 銀行、保険、証券・商品先物、その他金融
	その他 水産・農林・鉱業、医薬品、その他法人、個人 公共、公共等

[図表2-4] オフィスビルの区分所有・共有持分等取得件数



※1: 不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則(適時開示規則)」に基づき東京証券取引所に開示されている固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などに公表された情報から、上場企業等が譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行っています。なお、本調査では、情報開示後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っており、過日または後日の公表値と相違する場合があります。また、本集計では、海外所在の物件は除いています。

# Monthly Watcher 世帯数の将来推計について

「日本の世帯数の将来推計」について、今年1月に公表された全国推計（国立社会保障・人口問題研究所による推計。以下、2013年推計といいます。）を概観します。

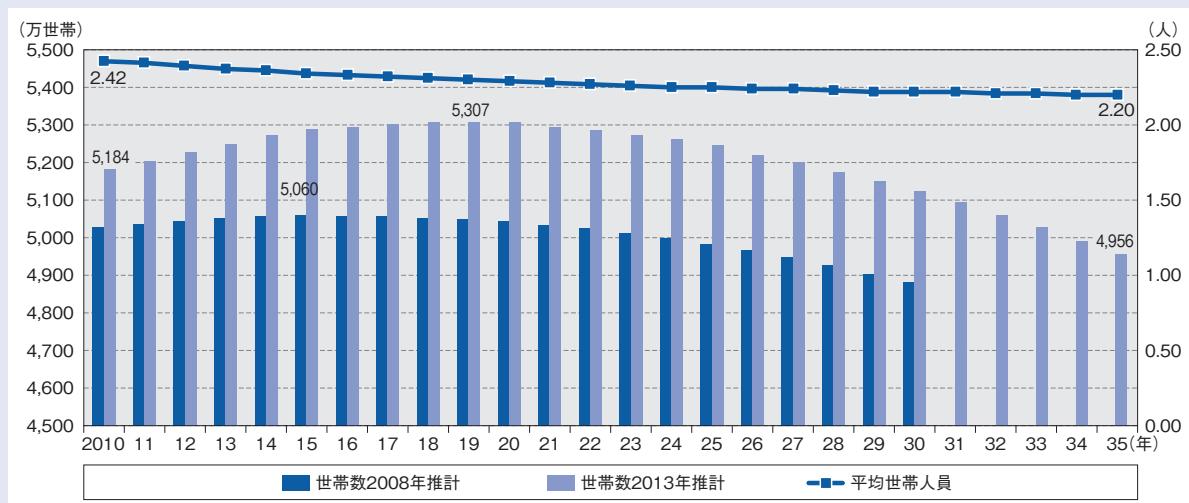
2013年推計の「総世帯数」は、前回の推計（2008年推計）と比較すると、世帯数増加のピークが2015年（5,060万世帯）から2019年（5,307万世帯）へ変更されています[図表1]。2019年まで続く世帯数の増加は少人数世帯の増加によるもので、「平均世帯人員」については2010年の2.42人から減少が続くと推計されています。

次に、「家族類型別世帯数推計」をみると、世帯主が「単独」と「ひとり親と子」の世帯は2030年まで増加、「夫婦のみ」の世帯は2020年まで増加しますが、かつての家族モデルであった「夫婦と子」の世帯等は減少が継続すると推計されています[図表2]。また、「年齢構成別世帯数推計」をみると、特に「80歳～」世帯が大きく増加することにより、高齢世帯割合が増加すると推計されています[図表3]。

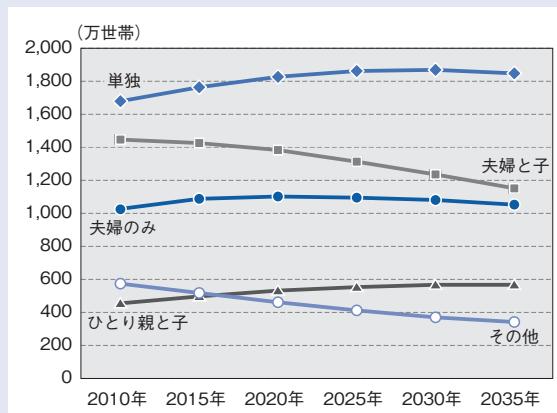
同世帯推計の「都道府別推計」の公表は来年末頃となり、今回の推計では地域別特性をみることはできません。ただし、今年3月に公表された同研究所の地域別将来推計人口では今後も全国人口に占める東京都と周辺県の総人口の割合が増大することが示されており、世帯推計においても同様の傾向となることが予想されます。

（以上、都市未来総合研究所 丸山 直樹）

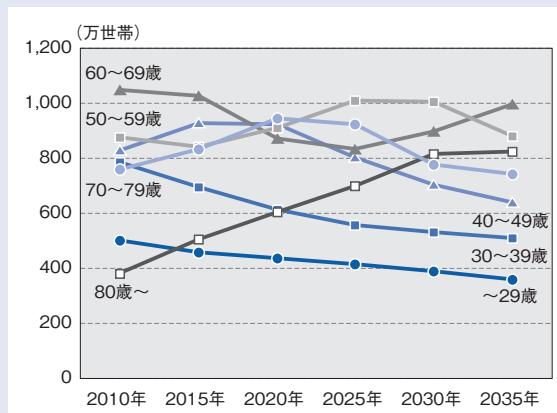
[図表1] 総世帯数と平均世帯人員の推計（2013年推計）



[図表2] 家族類型別世帯数推計（2013年推計）



[図表3] 年齢構成別世帯数推計（2013年推計）



資料：国立社会保障・人口問題研究所データより都市未来総合研究所作成

## 不動産トピックス 2013. 6

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部

〒103-8670 東京都中央区八重洲1-2-1 <http://www.mizuho-tb.co.jp/>

編集協力 株式会社都市未来総合研究所

〒103-0027 東京都中央区日本橋2-3-4 日本橋プラザビル11階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■

みずほ信託銀行株式会社 不動産企画部

設楽 彰憲 TEL.03-3274-9340 (代表)

株式会社都市未来総合研究所 研究部

佐藤 泰弘、池田 英孝 TEL.03-3273-1432 (代表)

※本資料は参考情報の提供を目的とするものです。当行は読者に対し、本資料における法律・税務・会計上の取扱を助言、推奨もしくは保証するものではありません。

本資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成していますが、その正確性と完全性、客観性については当行は責任を負いません。

※本資料に掲載した記事の無断複製・無断転載を禁じます。