



一般財団法人  
日本不動産研究所

# マクロ経済情勢を踏まえた オフィス市場の動向

2023年2月24日

一般財団法人日本不動産研究所  
研究部 不動産エコノミスト 吉野薫

## 吉野 薫 よしの・かおる

日本不動産研究所 不動産エコノミスト  
大妻女子大学 非常勤講師  
国際基督教大学 非常勤講師



1978年、石川県生まれ。

東京大学経済学部卒、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、  
一般財団法人日本不動産研究所にて現職。

現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当している。

著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」（フォレスト出版）、  
「Q & A 会社のしくみ50」（日本経済新聞出版社、共著）がある。

# マクロの視点から不動産市況を理解する基本的姿勢

## 循環的要因による変化

実体経済および金融経済の動向が  
賃貸市場および売買市場の  
需給バランスに影響を及ぼす経路



- ✓ オフィス賃貸市況や売買市況の現状はどうか
- ✓ 経済動向は賃料や価格に今後どのような影響を及ぼすと考えられるか

OR

## 構造的要因による変化

過去には見られなかった状況の変化が生じたことに伴って、賃料や価格の形成原理に影響を及ぼす経路

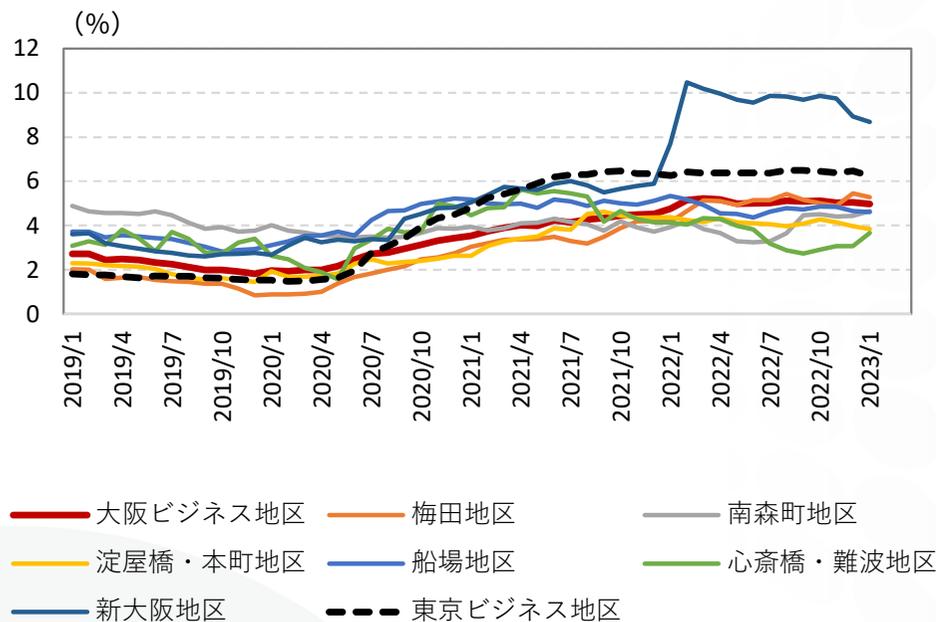


- ✓ リモートワークの定着に伴ってオフィスに対する期待は変化するか
- ✓ 都市の新陳代謝の中でオフィス立地はどのように再編されるか

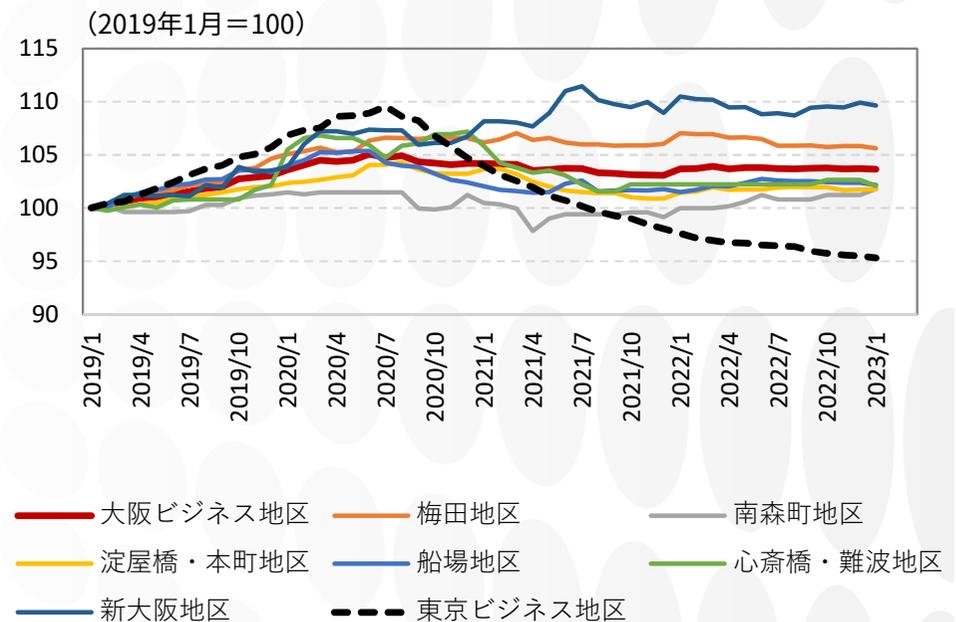
## Part 1

# オフィス市場を取り巻く経済情勢

## 大阪ビジネス地区（主要6地区）の オフィス空室率



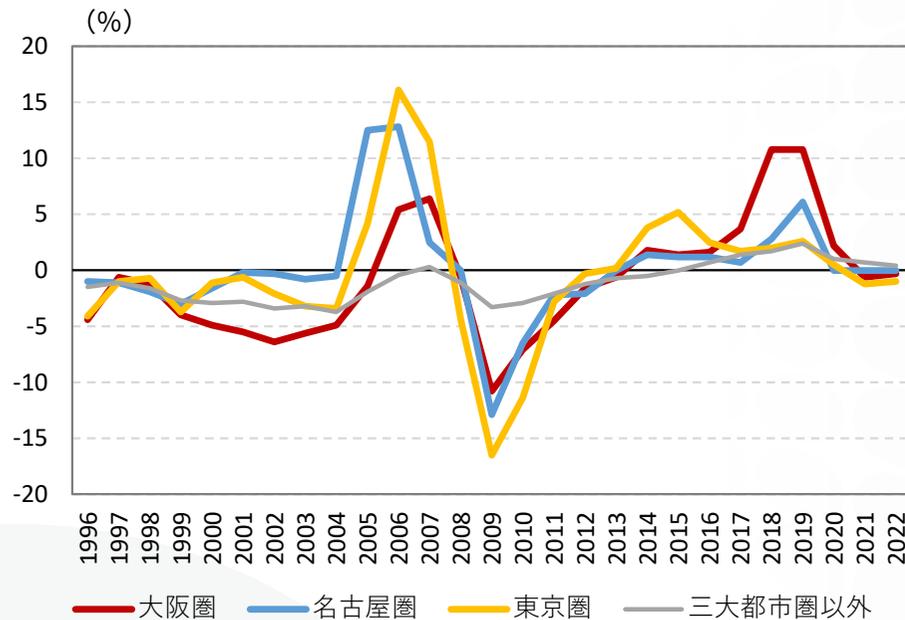
## 大阪ビジネス地区（主要6地区）の オフィス賃料の変化



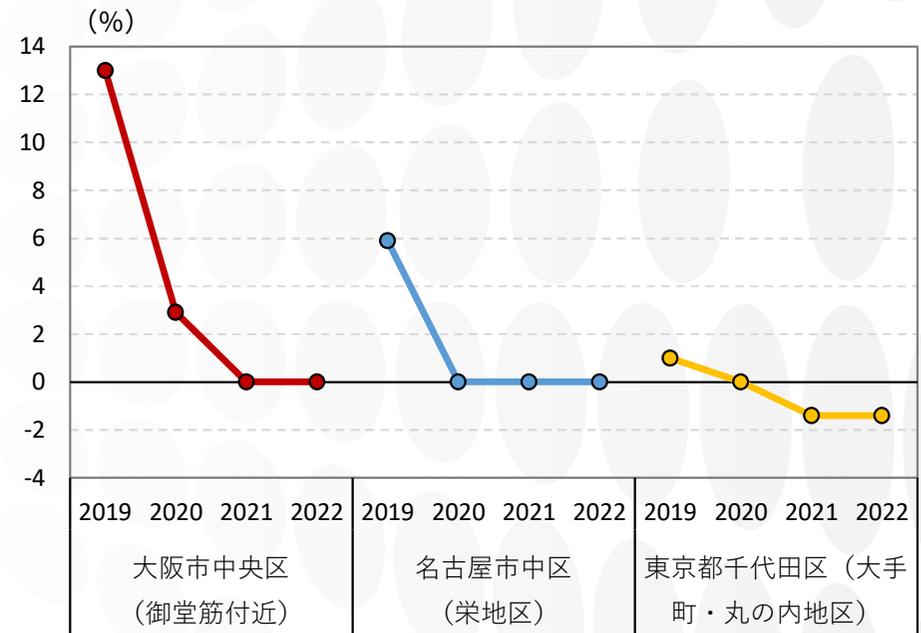
注：左図は「空室率/平均(%)」、右図は「平均賃料/平均(円/坪)」。  
出所：三鬼商事「オフィスマーケット」

# 賃貸市況の調整は金融危機時より弱く、東京より弱い

## 都市圏別オフィス賃料指数の変動率



## 三大都市圏の主要地点における オフィス賃料指数の変動率



注：各年9月末時点。調査地点上に想定したモデル建物の基準階における新規賃料を不動産鑑定評価の手法で求めた結果に基づく指数。  
 右図のうち、大阪市中央区は「画地2,750㎡、延床面積30,000㎡、地上12階建」、名古屋市中区は「画地1,500㎡、延床面積13,000㎡、地上14階建」、  
 東京都千代田区は「画地5,000㎡、延床面積70,000㎡、地上30階建」をそれぞれ想定。出所：日本不動産研究所「全国賃料統計」

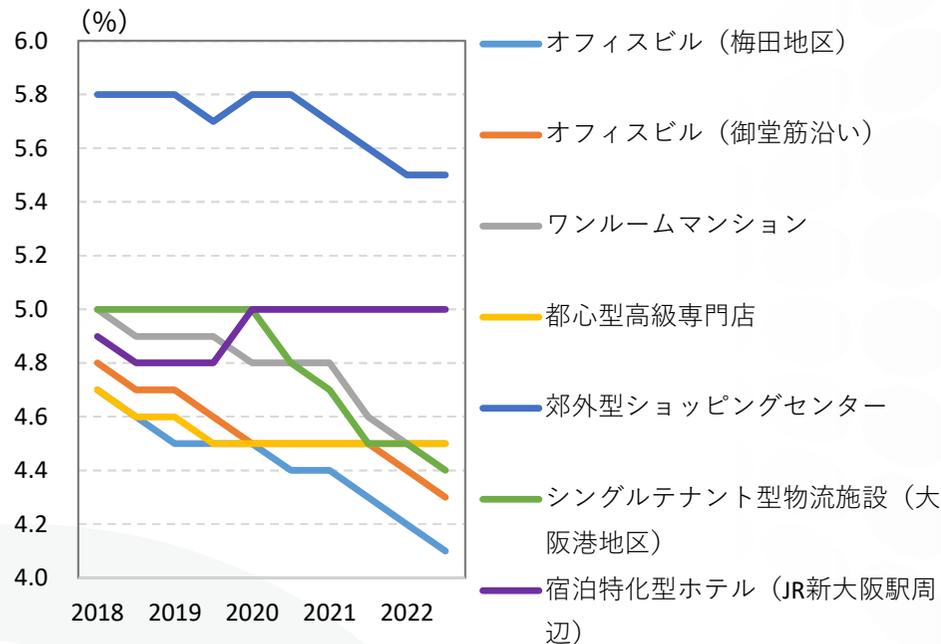
# オフィス適地の地価は回復

## 大阪市内における高度利用地地価動向（商業地）

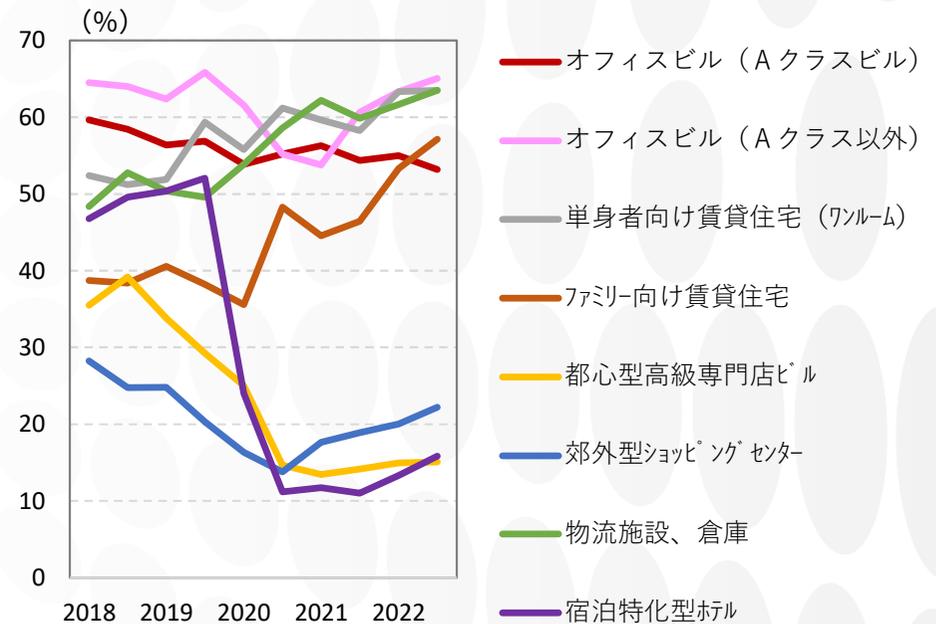
地区	地区の特徴	2020				2021				2022		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
西梅田	高層、超高層の事務所が建ち並ぶ高度商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗	↗	↗
茶屋町	高層の店舗、事務所ビルが建ち並ぶ商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗
北浜	中高層の店舗兼事務所ビルが建ち並ぶ商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗	↗	↗
心斎橋	ブランド店舗等が集積し、高層の事務所等も建ち並ぶ高度商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗
なんば	高層店舗兼事務所ビルが建ち並ぶ高度商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗
新大阪	大型オフィスビルが建ち並ぶ商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗	↗	↗
阿倍野	超高層複合商業ビルのほか中高層の店舗ビル、事務所ビルが多く見られる商業地区	↗	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↘	↗	↗

注：↗は「3%以上6%未満の上昇」、↗は「0%超3%未満の上昇」、→は「0%」、↘は「0%以上3%未満の下落」、↘は「3%以上6%未満の下落」を表す。出所：国土交通省「地価LOOKレポート」

## 大阪におけるアセット別の期待利回り

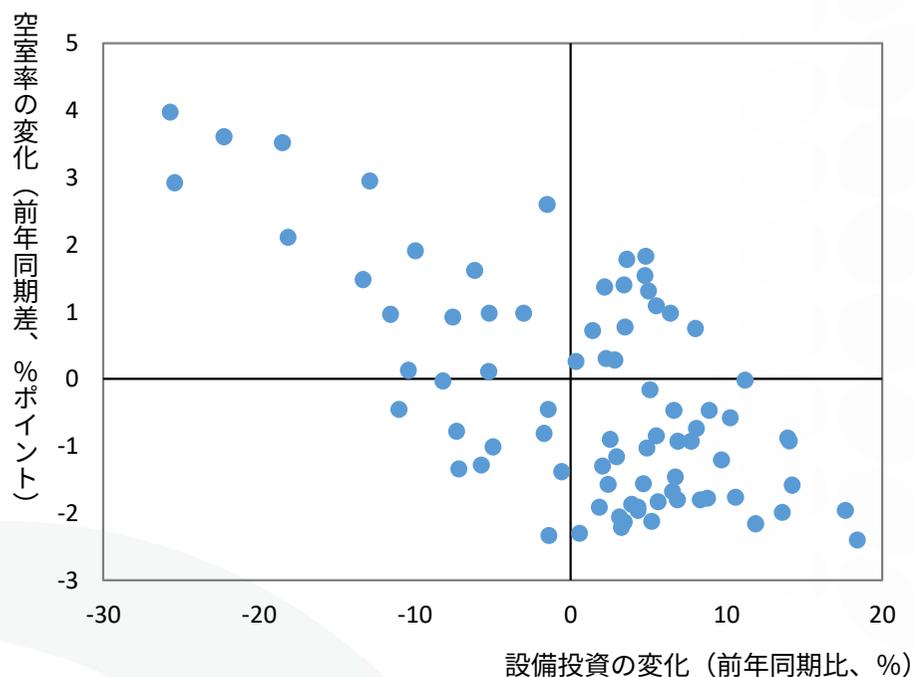


## 今後1年間「新規投資を積極的に行う」場合、その対象

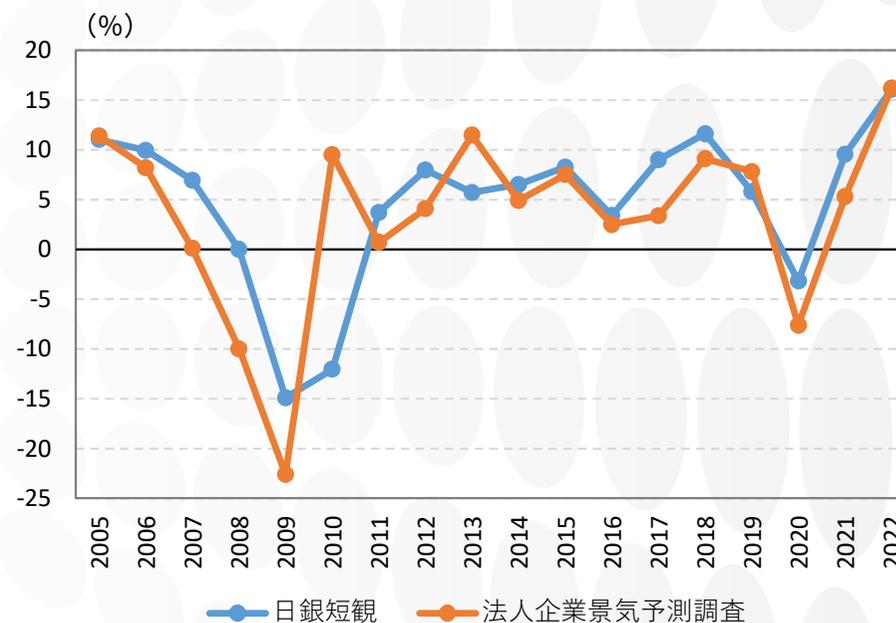


注：右図は複数回答による延回答比率（当該選択肢を選んだ回答数÷有効回答数）。  
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」

## 企業の設備投資の増加率と 大阪ビジネス地区の空室率の変化



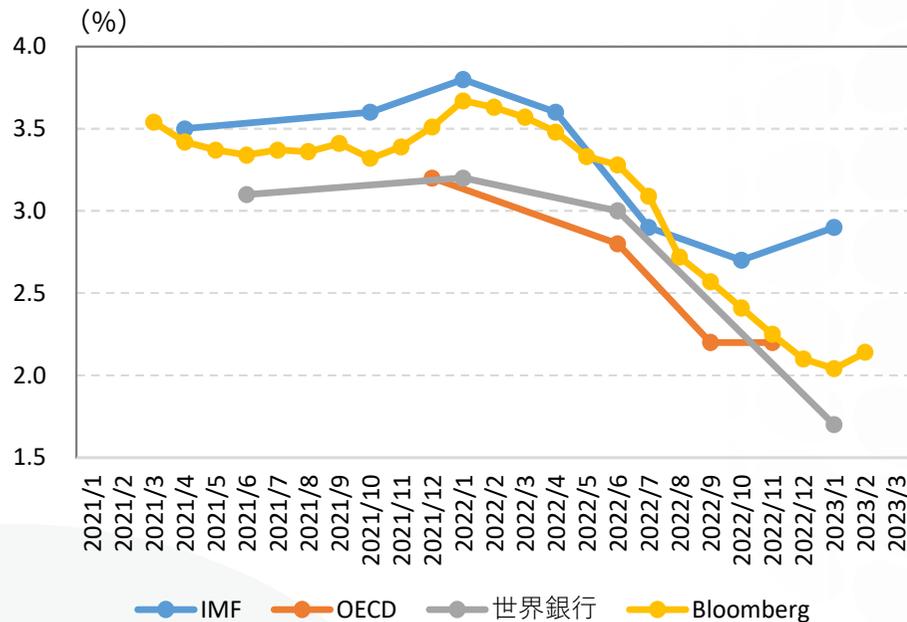
## 2022年度の企業の設備投資計画 (各年度12月調査時点)



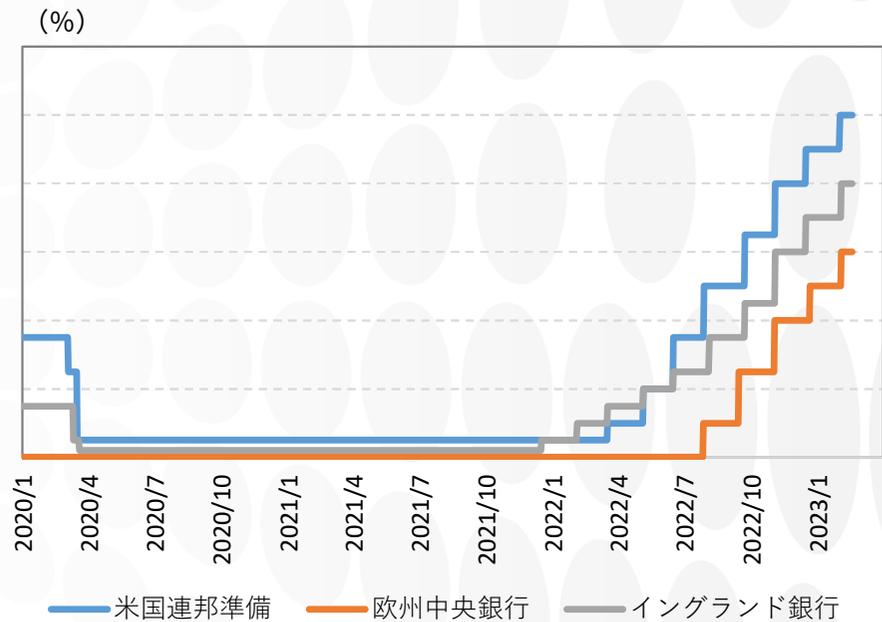
注：左図は2003年第1四半期～2022年第3四半期、設備投資はソフトウェアを除く全規模・全産業（金融業、保険業を除く）。右図の横軸は年度。  
出所：三鬼商事、財務総合政策研究所、日本銀行、内閣府・財務省

# しかし世界経済は減速へ

## 国際機関および民間エコノミストによる 2023年の世界経済見通し



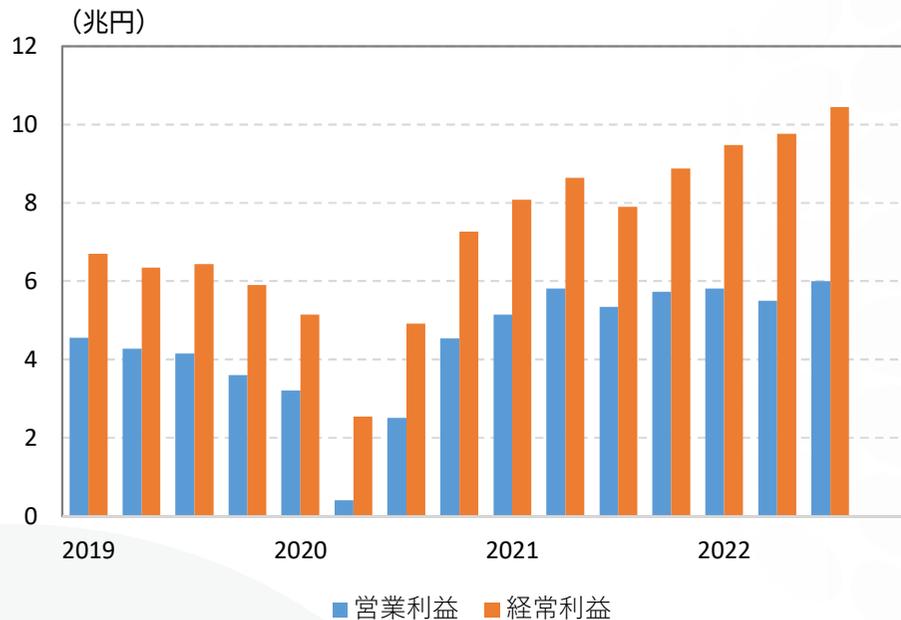
## 主要中央銀行の政策金利



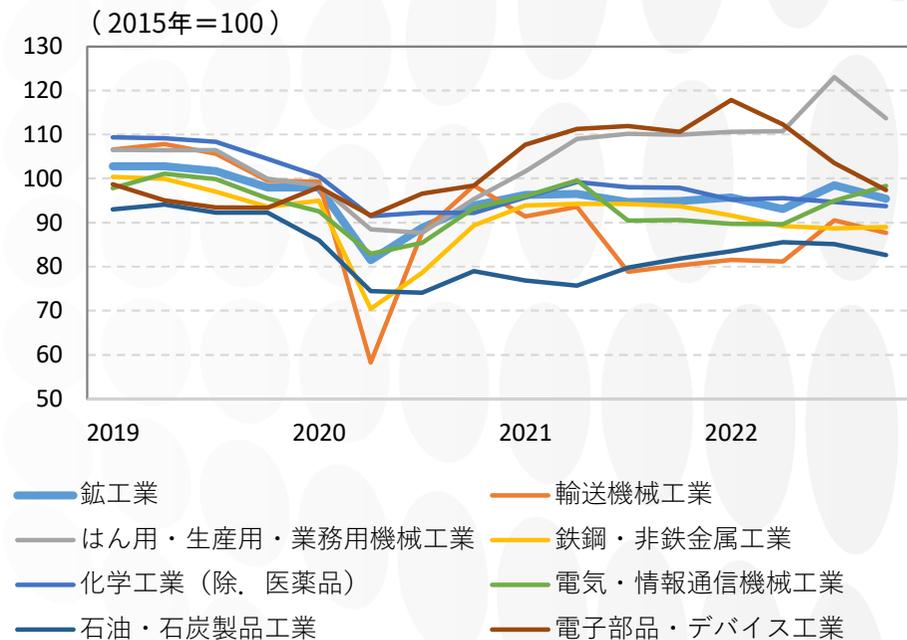
注：左図の国際機関見通しは公表時点、Bloombergは月初時点の加重平均値。右図の米国はフェデラル・ファンド金利の上限（超過準備預金金利）、ユーロ圏は主要リファイナンス・オペレーション金利、英国はバンク・レート。  
出所：IMF、OECD、世界銀行、Bloomberg、セントルイス連銀、欧州中央銀行、イングランド銀行

# 円安による日本経済へのメリットは不十分

## 企業の営業利益と経常利益 (全規模・製造業)

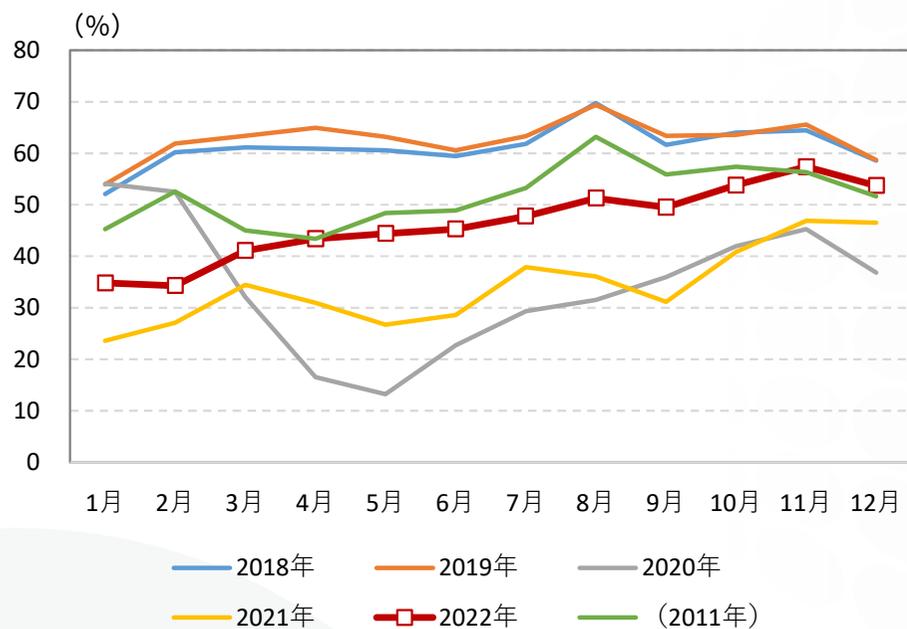


## 主な業種別の生産

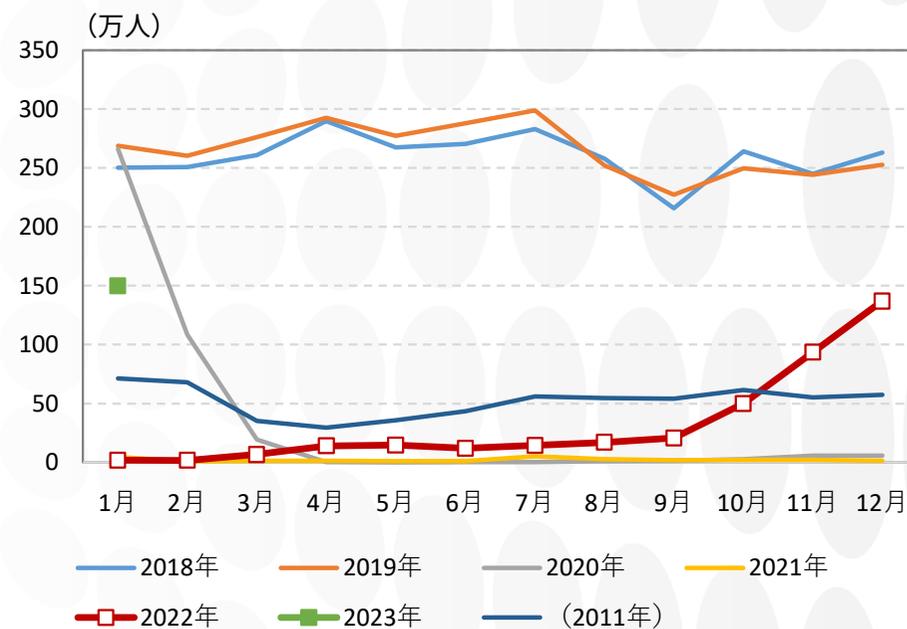


出所：財務総合政策研究所、経済産業省

## 宿泊施設稼働率

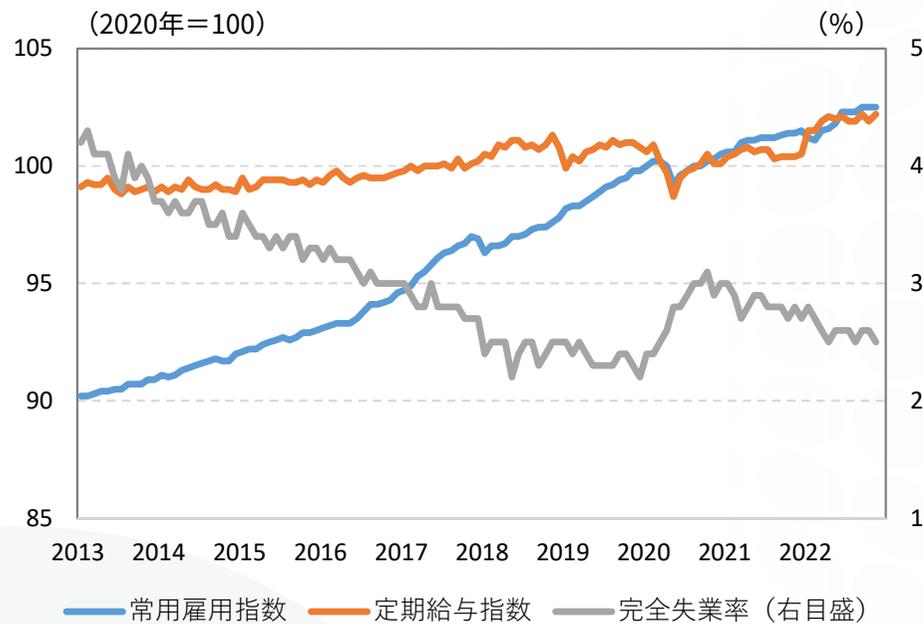


## 訪日外客数の推移

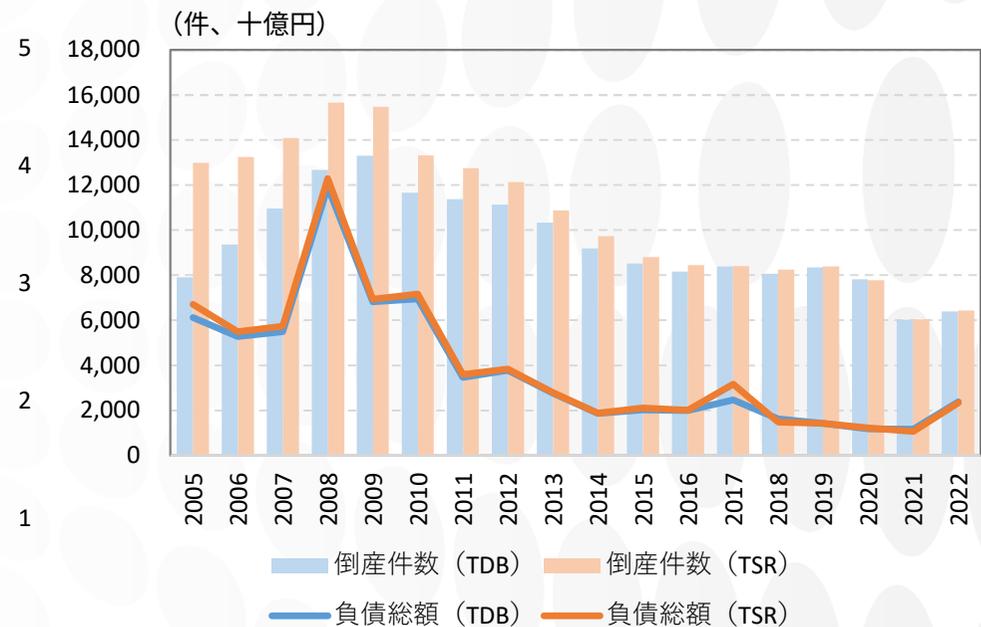


注：左図の2022年1月～11月は2次速報、同12月は1次速報。左図の2022年12月は推計値。  
出所：観光庁、日本政府観光局（JNTO）

## 常用雇用、定期給与、失業率

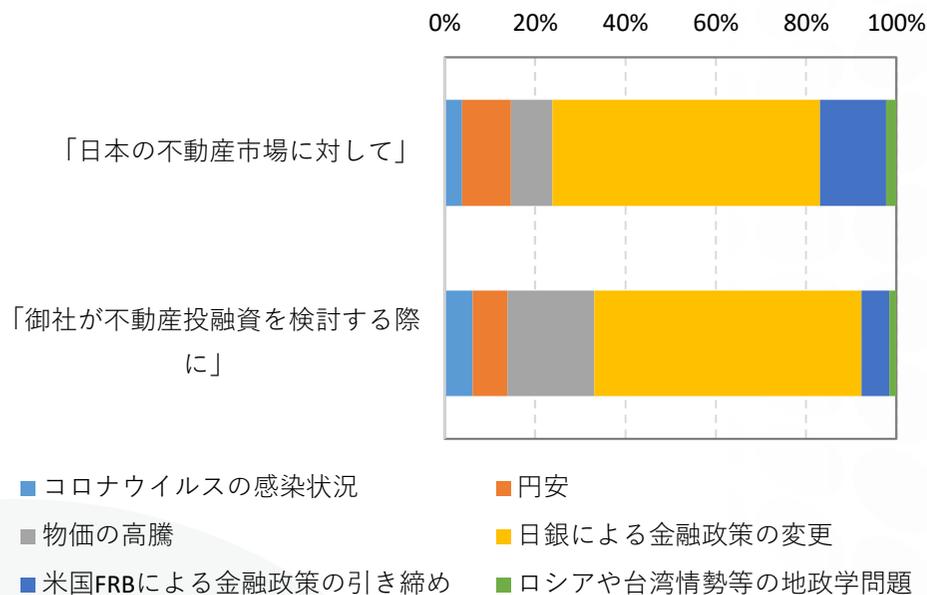


## 企業の倒産件数と負債総額

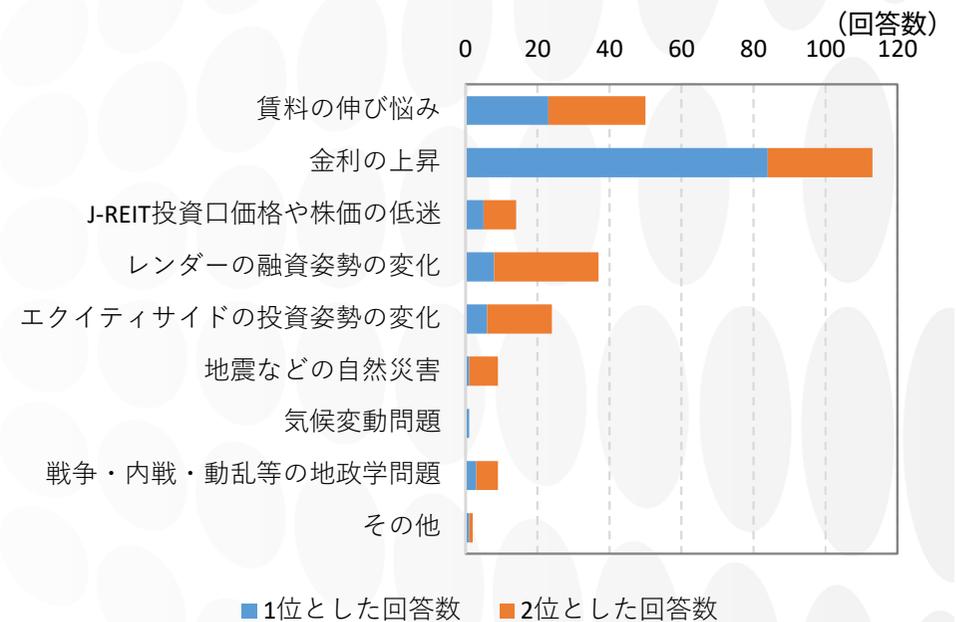


注：左図の常用雇用指数および定期給与指数の2022年12月は速報。  
 出所：厚生労働省、総務省、帝国データバンク (TDB)、東京商工リサーチ (TSR)

## 「最も影響を及ぼすトピック」



## 不動産投資市場の今後のリスク要因 (上位2位まで)

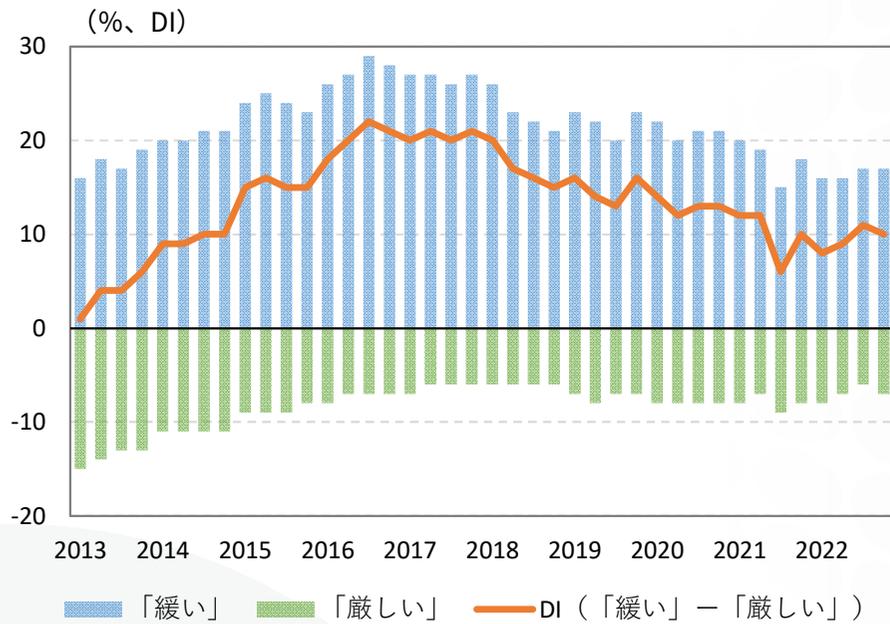


出所：日本不動産研究所「第47回 不動産投資家調査®」 (2022年10月現在)

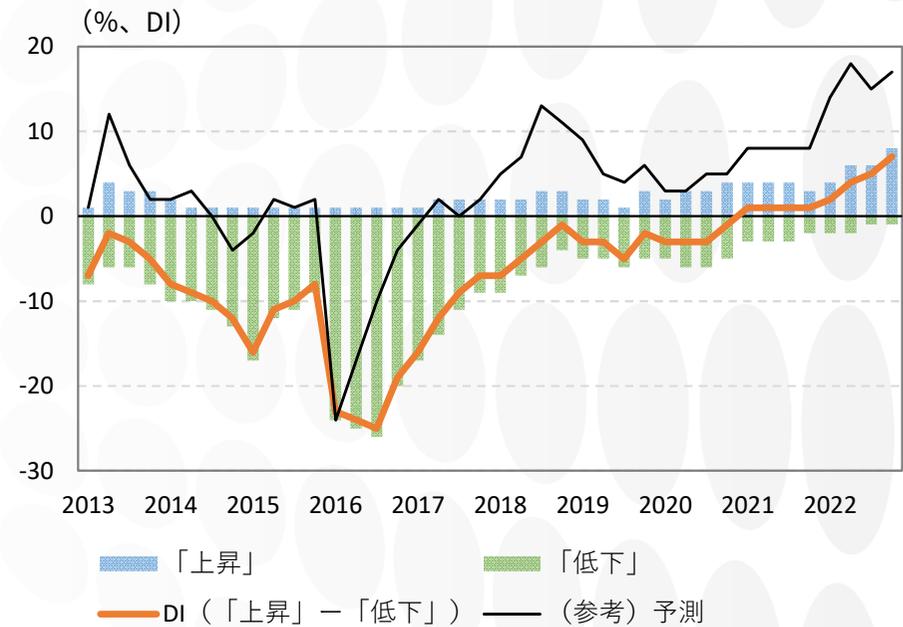
# デットファイナンスとアベイラビリティとコスト



## 金融機関の貸出態度DI (全規模・不動産)



## 借入金利水準DI (全規模・不動産)

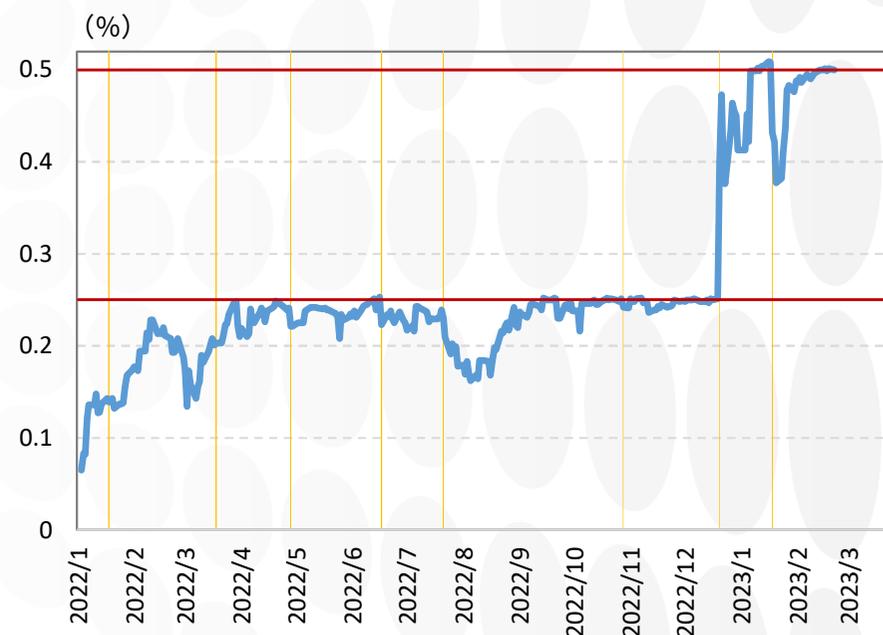


出所：日本銀行

## 「長短金利操作の運用」に関する 金融調整の変更

- 国債買入れ額を大幅に増額<sup>(※)</sup>しつつ、長期金利の変動幅を、従来の「±0.25%程度」から「±0.5%程度」に拡大する。  
(※) 従来の月間7.3兆円から9兆円程度に増額する。
- 10年物国債金利について0.5%の利回りでの指値オペを、明らかに応札が見込まれない場合を除き、毎営業日実施する。
- 金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促すため、各年限において、機動的に、買入れ額のさらなる増額や指値オペを実施する。
- 「共通担保資金供給オペ」を拡充する。
  - ・ 貸付期間を金利入札方式、固定金利方式いずれも10年以内とする（従来は金利入札方式は1年以内）。
  - ・ 固定金利方式における貸付利率を、「金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す観点から、貸付のつど決定する利率」とする（従来は年0%）。

## 長期金利（10年国債金利）の推移

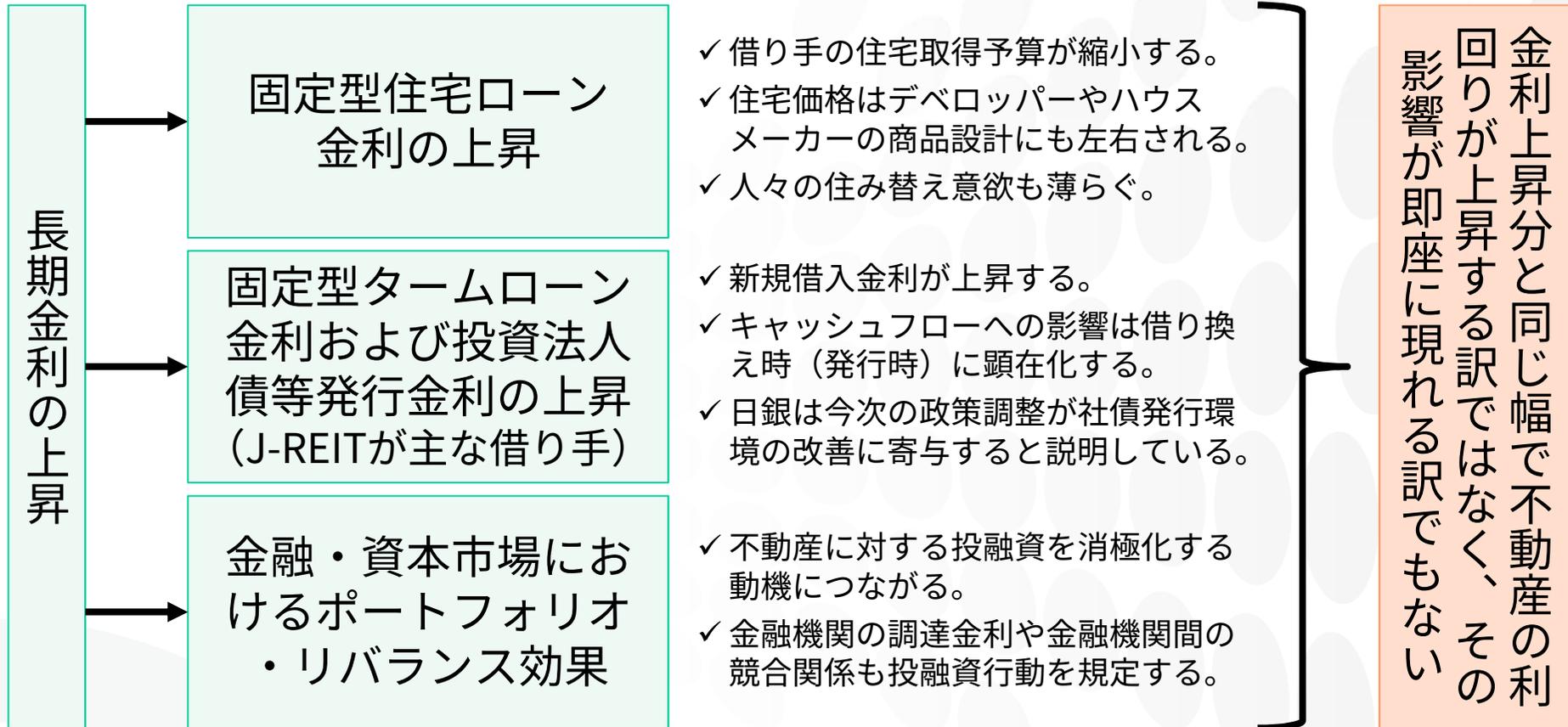


注：左図の■および○は、それぞれ2022年12月および2023年1月の金融政策決定会合による決定。右図の縦線は日銀政策決定会合開催日。

出所：日本銀行、Bloomberg

# 長期金利の上昇が不動産市場に影響する経路

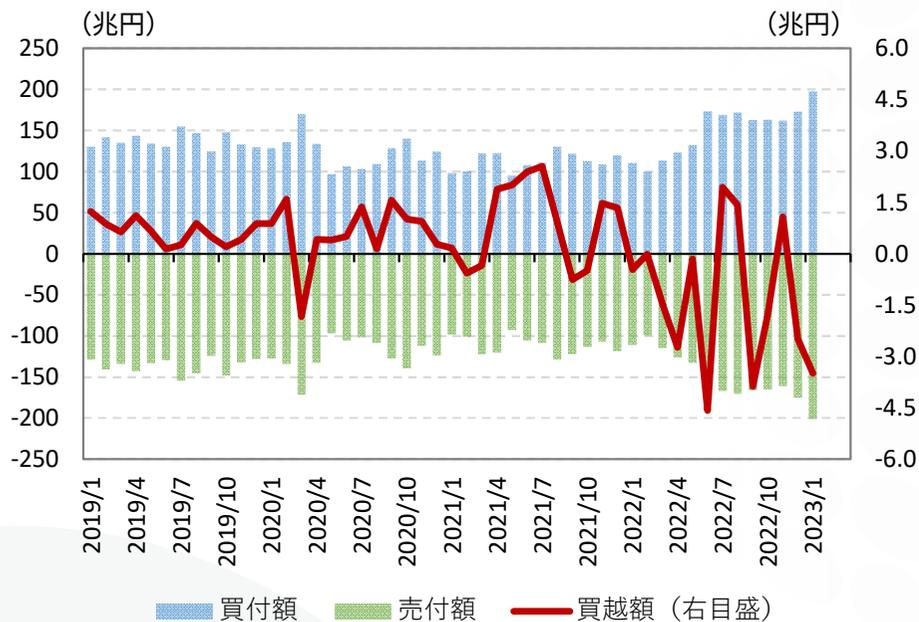
REI



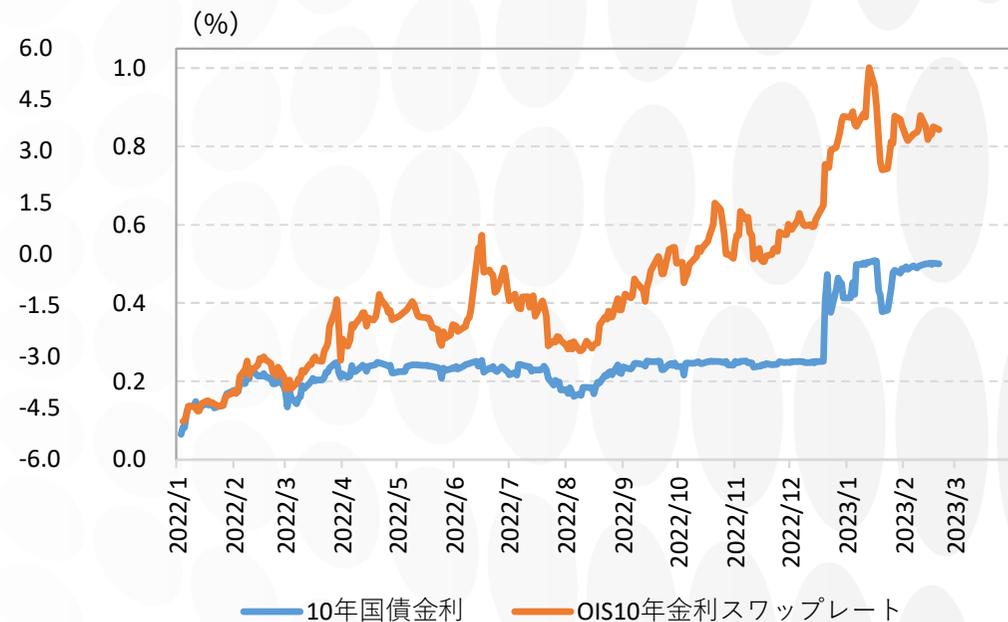
出所：日本不動産研究所ウェブサイトコラム「【JREI Think-Tank Eyes】#7 金利上昇が不動産市場に影響を及ぼす経路」  
(<https://www.reinet.or.jp/?p=30491>) 等をもとに講演者作成

# 国債市場へのストレスは解消されていない

## 外国人による長期国債の売買状況

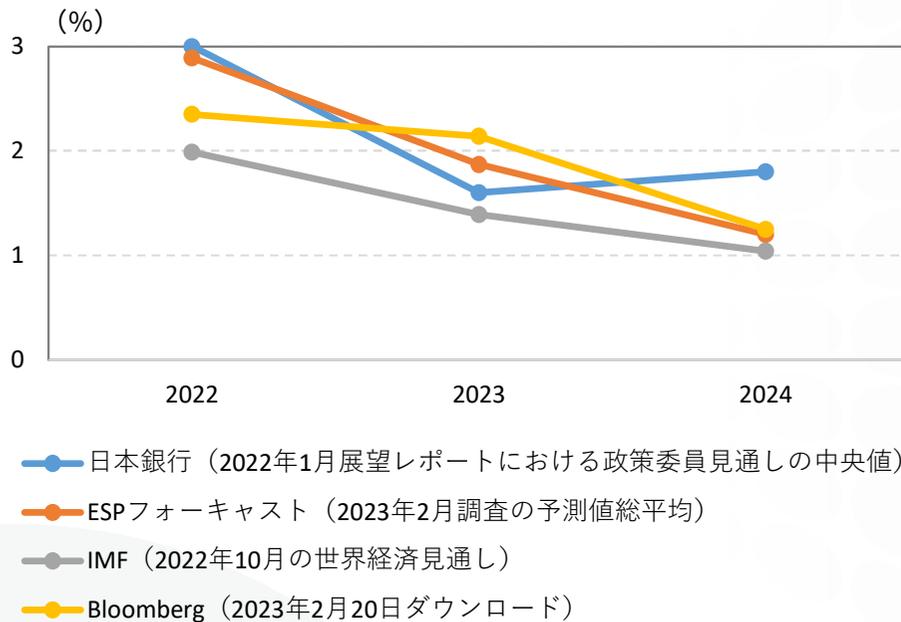


## 10年国債金利と 10年を年限とするOISレート

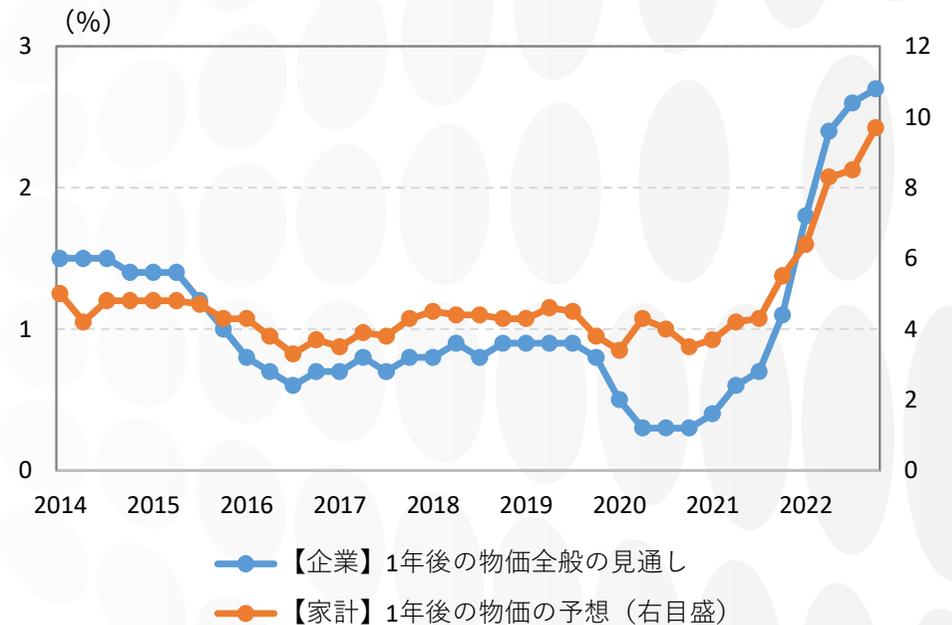


注：左図は一般、現先を含む合計売買高。長期国債は6年利付国債、10年利付国債、10年物価連動国債。  
出所：日本証券業協会、Bloomberg

## 公的機関およびエコノミストの物価見通し

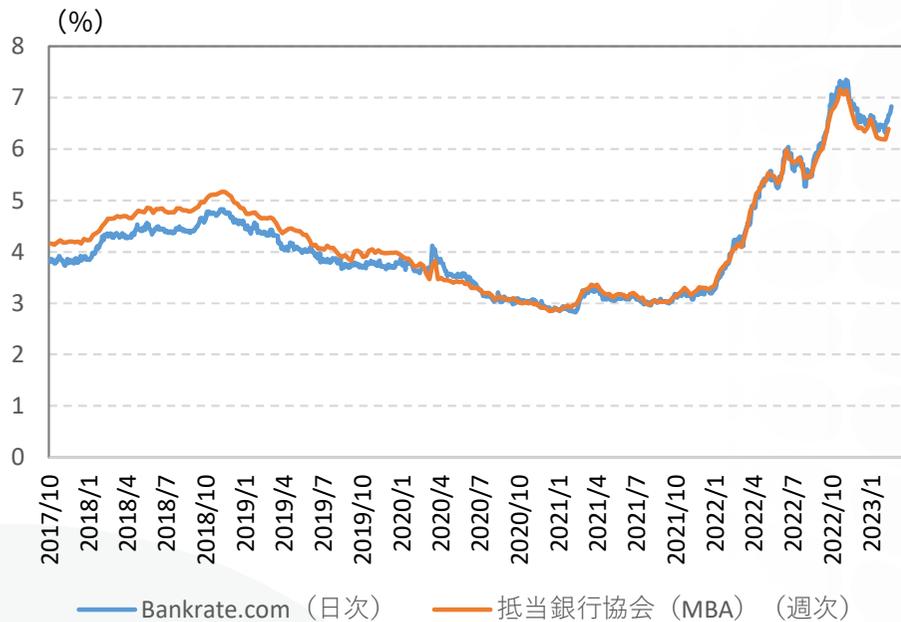


## 企業および家計の物価見通し

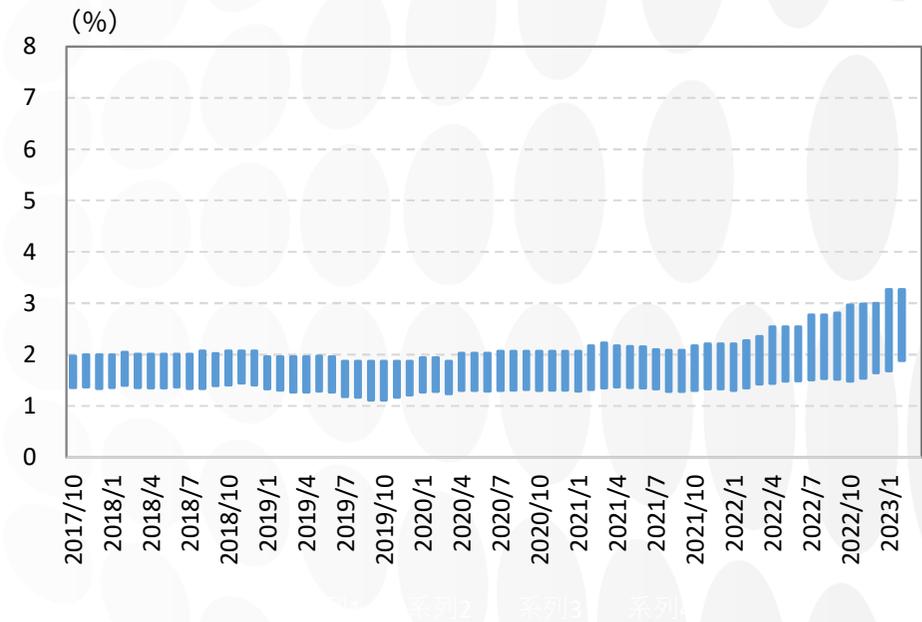


注：左図の日本銀行、ESPフォーキャストは生鮮食品を除く消費者物価、年度ベース。  
 右図の企業の物価見通しは全規模・全産業の平均、家計の物価予想は平均値。  
 出所：日本銀行、日本経済研究センター、IMF、Bloomberg

## 米国における住宅ローン金利 (30年固定金利)

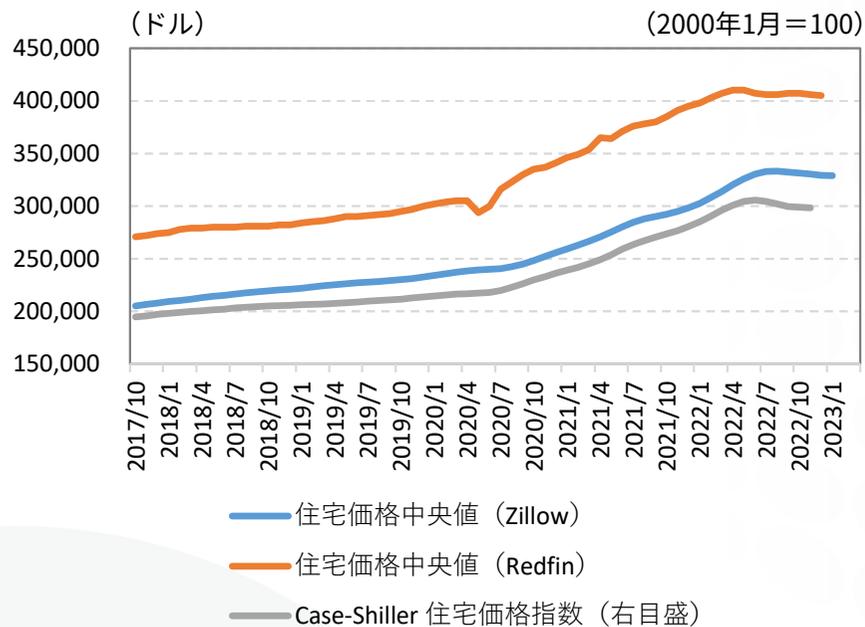


## 日本における住宅ローン金利 (フラット35借入金利の最低～最高)

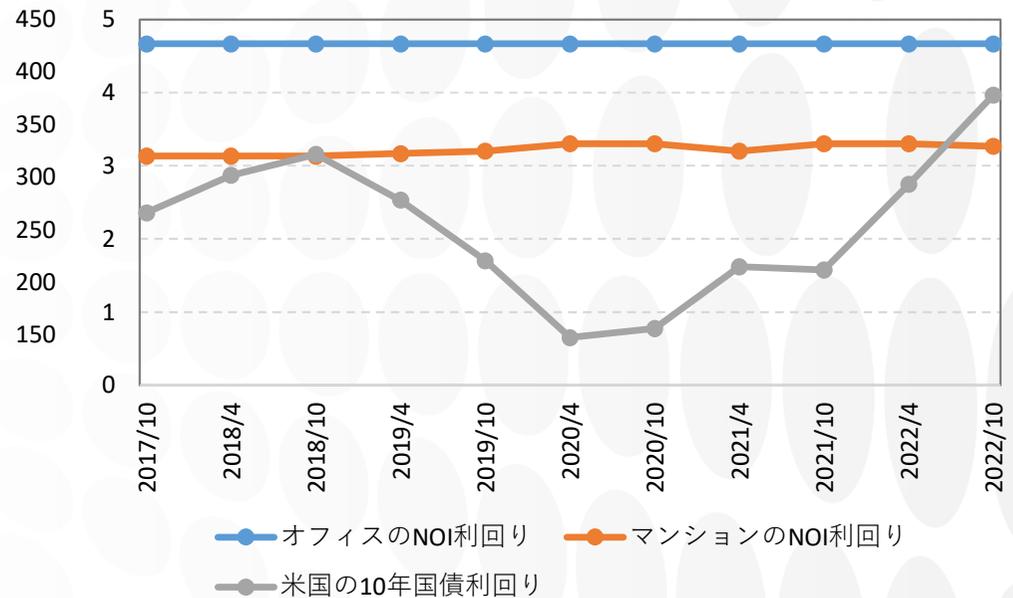


注：右図は借入期間が21年以上35年以下、融資率が9割以下、新機構団信付きの場合。  
出所：Bankrate.com、Mortgage Bankers Association (MBA)、住宅金融支援機構

## 米国における住宅価格



## ニューヨークのオフィスおよびマンションの利回り

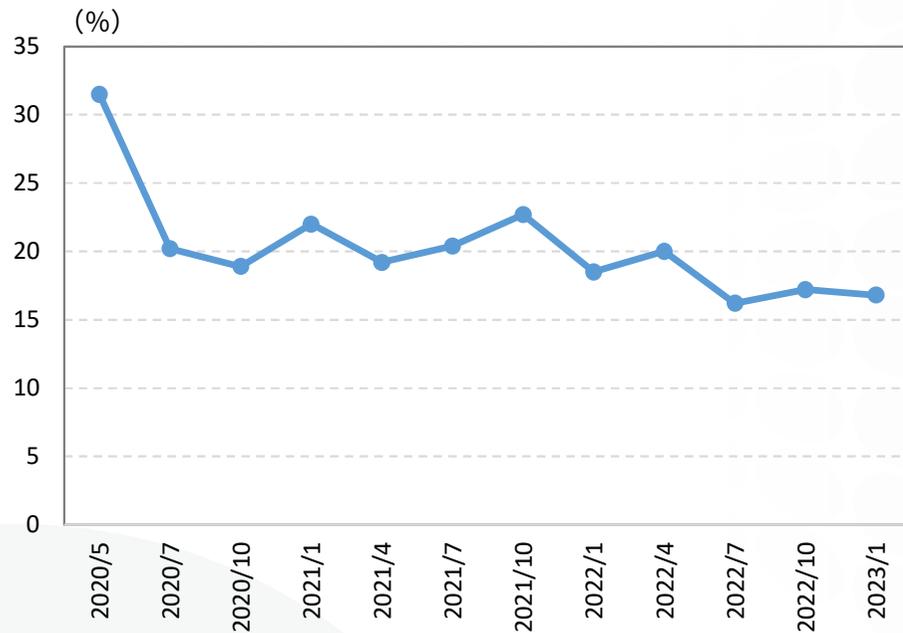


出所：Zillow、Redfin、S&P/Case-Shiller、日本不動産研究所「国際不動産価格賃料指数」

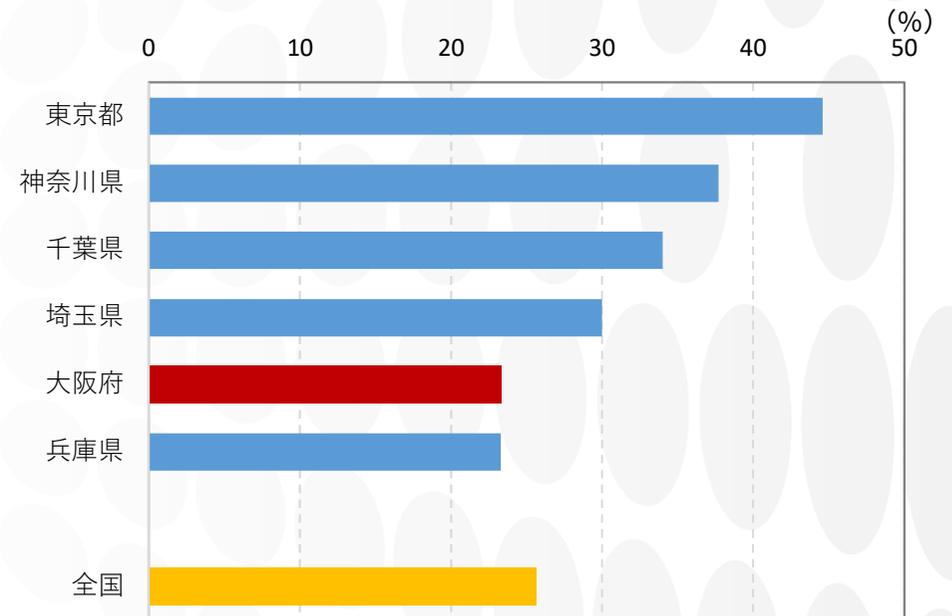
## Part 2

# オフィス市場の構造変化

## テレワークの実施率の推移



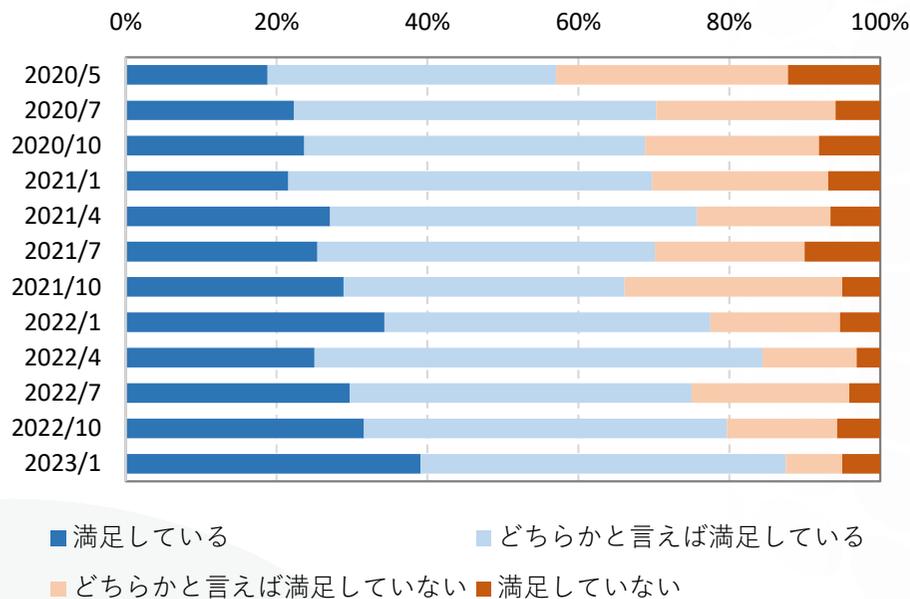
## 都道府県別テレワーク実施率 (上位都府県のみ、2022年7月調査)



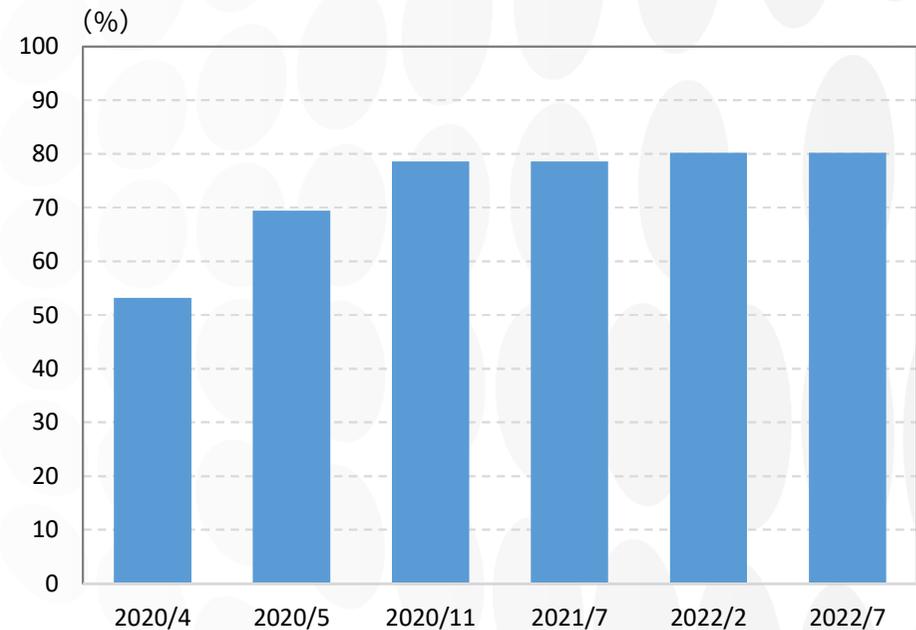
注：左図は調査時点は2023年1月10日～11日、右図は調査時点が2022年7月13日～18日、正社員ベース。  
出所：日本生産性本部「第12回 働く人の意識に関する調査」、  
パーソル総合研究所「第七回・新型コロナウイルス対策によるテレワークへの影響に関する調査」

# 平時の働き方としても一定程度定着する可能性大

## 「自宅での勤務に満足しているか」



## テレワーク実施者のテレワーク継続希望



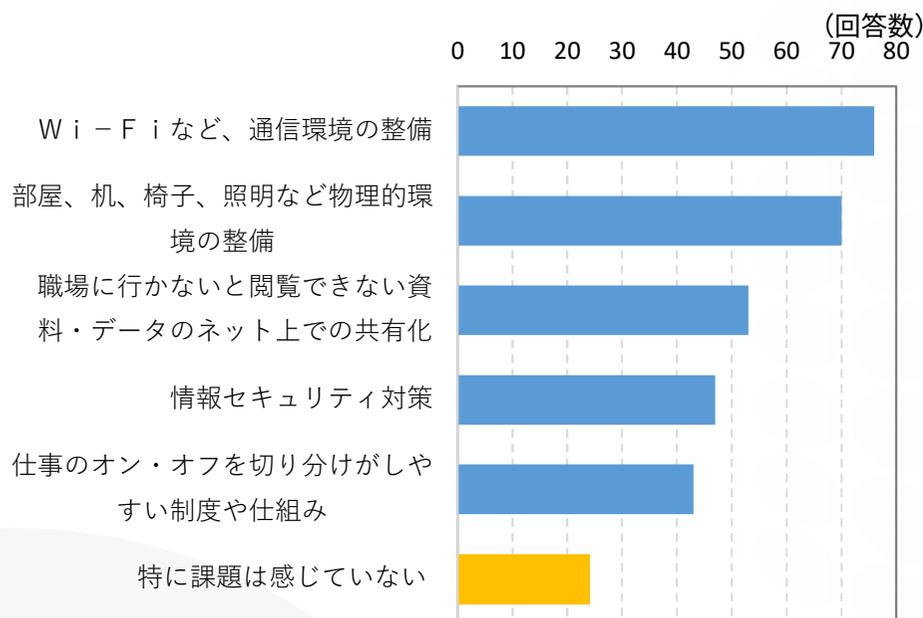
注：左図は調査時点が2023年1月10日～11日、自宅での勤務を行っていると回答した者。右図は調査時点が2022年7月13日～18日、正社員ベース。  
 出所：日本生産性本部「第12回働く人の意識に関する調査」、  
 パーソル総合研究所「第七回・新型コロナウイルス対策によるテレワークへの影響に関する調査」

# 「リモートワーク」＝「在宅勤務」？

REI

## テレワークをスムーズに行うための課題

## ステイホームが浮き彫りにする課題



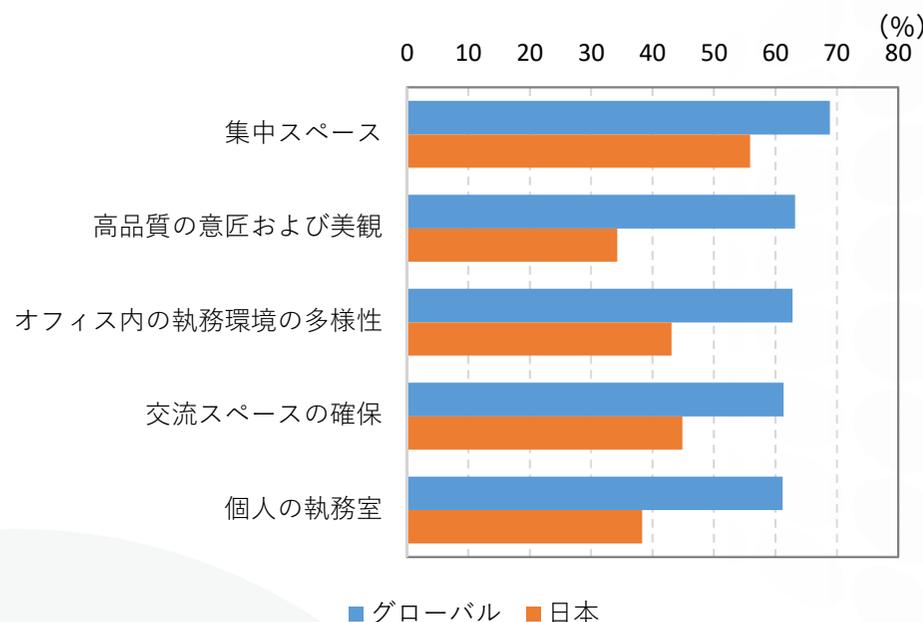
- ✓ 「ステイホーム」という標語は聞こえが良いものの、就寝・家族団らんにタイトフィットした戦後の住宅で、「仕事」も引き受けなさい、という厳しいもの
- ✓ 音は一つの大きなファクターで、オンライン会議だけ洗面所で行うケースも
- ✓ ステイホームでは「セカンドプレイス」を「ファーストプレイス」が引き受けざるを得なかった
- ✓ セカンドプレイスがなくなりファーストプレイスのみしか居場所がないと、家庭内暴力やネグレクトなどのドメスティックなリスクが高くなるので、**オルタナティブな空間の議論が重要**

注：左図は調査時点が2023年1月10日～11日、「現在、あなた自身が行っている働き方」（複数回答）として「自宅での勤務」「サテライトオフィス、テレワークセンター等の特定の施設での勤務」「モバイルワーク（特定の施設ではなく、カフェ、公園など、一般的な場所を利用した勤務）」のいずれかを選択した回答者。右図の強調は講演者による。出所：日本生産性本部「第12回 働く人の意識に関する調査」、宮原真美子（談）「ステイホームが浮き彫りにする空間・時間・コミュニティの課題」（『建築雑誌』2022年12月号、pp. 44～47）

# ビルの品質に対する“Flight to Quality”

REI

## ワーカーの出勤動機となる施設・設備



## ハイブリッドワーク時代における 従業員の期待感

- ✓ リモートワークの実施中でも同僚との交流を望むワーカーが50%に上る。同僚とのフェイス・トゥ・フェイスによる共通理解や協働意識の醸成を望むワーカーは44%に達する。
- ✓ 雇用主にとっては、それは社内の協働体制の確保のみならず、組織の創発的文化を促進するセレンディピティとシナジーの確保にも寄与する。
- ✓ 71%のワーカーが健康なライフスタイル、安全、ウェルビーイングを増進する場所で働きたいと望んでいる。働くに当たっての最優先事項に「健康とウェルビーイング」を挙げたワーカーは59%に上る。

注：右図の強調は講演者による。

出所：CBRE “The Global Live-Work-Shop Report Dashboard”、JLL Global Research “Workforce Preferences Barometer – Exploring employee’s new work expectations and ways employers can best support their workers in the new hybrid world” by Flore Pradère

## ワーカーの出勤頻度による オフィスの類型

- ✓ **組織図型オフィス**。上意下達の意味疎通のため、管理職が窓側に座り、部員が島型に配置される。
- ✓ **自己組織型オフィス**。その時々誰と一緒に働くのが流動的に変化するオフィスの形態。
- ✓ **出勤動機創出型オフィス**。在宅勤務では実現できない出勤動機を創出することが必要。
- ✓ **目的出社型オフィス**。出社する特定の目的を実現するためのオフィスの形態。
- ✓ **時限型オフィス** あるいは **イベント型オフィス**。必要に応じてメンバーが集まるための場所を設けるオフィスの形態。

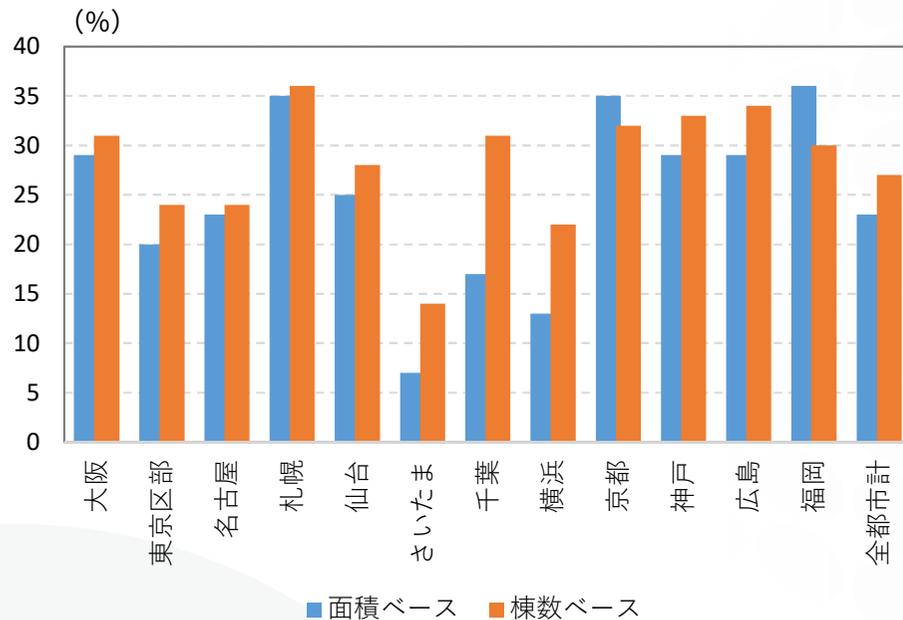
## オフィスに対する期待を引き出す鍵

- ✓ 従業員がオフィスに戻る動機は何か：**健康・安全**が出勤の動機になる訳ではないが、そのために不可欠な最初の一步である。
- ✓ 入居企業が必要とするオフィスの性質は何か：企業は**契約自体の柔軟性**も求めている。
- ✓ 最も従業員を惹き付ける設備は何か：ウェルネスを増進するための設備が求められており、中小ビルのオーナーも含めて**全てのビルオーナーが個々のテナントのニーズを再考すべき**。
- ✓ 入居企業はどのように新しい働き方に順応するか：オフィスでの“弱い結びつき”が帰属意識を高める。

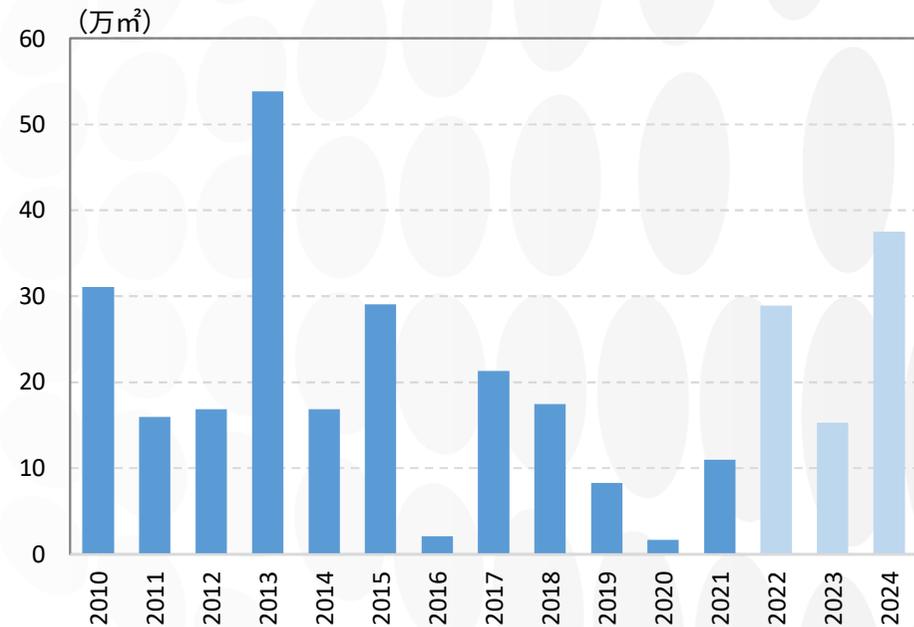
注：強調は講演者による。

出所：CBRE Research “Adaptive Spaces – Future of Office: It’s about People, but Places Matters Too!” by Peter Andrew, Ning-Jia Ong, and Jonathan Hills、Moody’s Analytics “Are You Asking the Right Questions about Office?” by Jeffrey Havsy

## 1981年以前竣工のビルの割合



## 大阪における年別のオフィスビル竣工面積および今後の竣工予定



出所：日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」（2022年1月現在）

# オフィスエリアは拡散するか集約するか：札幌の例

THE PEAK SAPPORO



サッポロファクトリー第3駐車場跡地

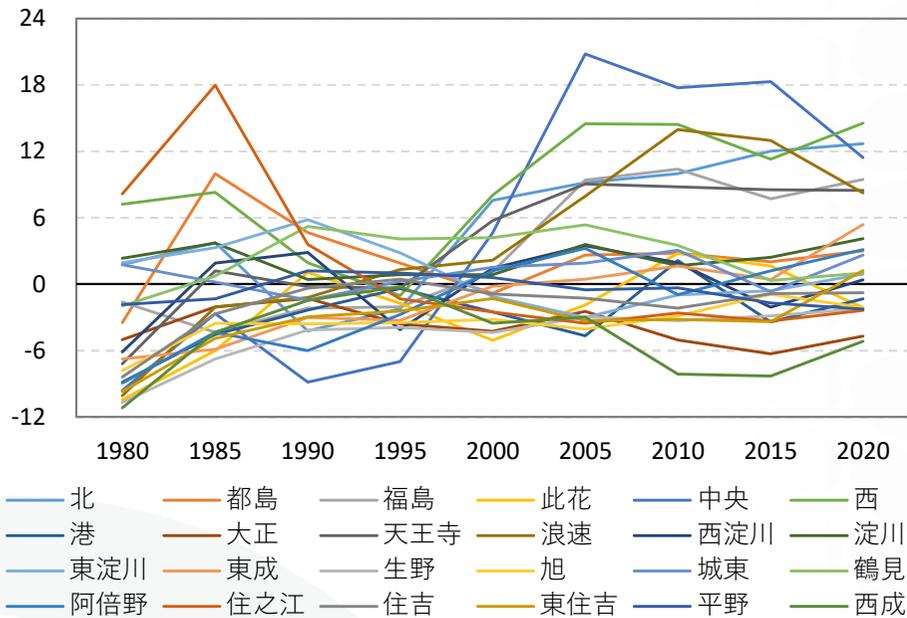


注：左図の撮影日は2022年9月16日、右図の撮影日は2023年1月20日。  
出所：講演者撮影

# 大阪ではオフィスエリアの集約を伴う新陳代謝

REI

## 大阪市内の区別の人口増減



## オフィスと住宅が混在する大阪市中心部



注：左図は5年間の人口変化率。右図の撮影日は2016年5月29日。  
出所：大阪市／総務省、講演者撮影

## Part 1：オフィス市場を取り巻く経済情勢

- ✓ オフィスの賃貸市況は幾分弱まっている。しかし大阪における市況の調整は比較的緩やかなものに留まっている。
- ✓ コロナ禍で一旦停滞した商業地地価も足下では反転回復の様相を示している。
- ✓ オフィスの取引市場の活況は続いている。期待利回りは低下基調にあり、投資家の投資意欲も強い。
- ✓ オフィス床需要は企業の設備投資動向と相関を有している。足下で企業の設備投資が底堅いことは先行きのオフィス賃貸市場を占う上での安心材料である。
- ✓ もっとも世界経済は今後減速に向かう。日本においても景気の足取りが力強いものとなることは望み薄である。
- ✓ 緩和的な金融環境の下、当面はオフィス取引市場の活況が継続する。
- ✓ 金融政策が変更される可能性にも目配りが必要である。

## Part 2：オフィス市場の構造変化

- ✓ リモートワークの実践が続いている。平時の働き方としてもリモートワークが一定程度定着する可能性が高い。
- ✓ 住宅のみがリモートワークの受け皿となることは困難である。リモートワークに適したオフィスが新たに求められる。
- ✓ リモートワークの普及に伴って、オフィスにはワーカーの出勤動機を創出する役割が期待されている。
- ✓ 多様なニーズに応えられることが今後のオフィスビルの競争力の源泉となる。これまで競争力が劣ると信じられていた物件にも新たな事業機会が生じる可能性がある。
- ✓ 建築費が高止まりする中、ビルの更新は容易ではないが、都市の新陳代謝は不可避に進んでいく。
- ✓ その過程でオフィスエリアが拡散するか集約するかは都市によって異なる。大阪は集約タイプの都市である。



一般財団法人  
日本不動産研究所

# ご清聴ありがとうございました

2023年2月24日

## 「マクロ経済情勢を踏まえたオフィス市場の動向」

### 【お断り（免責事項）】

一般財団法人日本不動産研究所（以下、弊所）は、本稿に記載された内容について信頼に足る情報源の活用に留意するなど、その正確性に万全を期しておりますが、誤謬がないことを保証するものではありません。また、将来に関する見通し・予測の当否について弊所は一切の責任を負いません。なお、本稿で述べられた意見・見解は講演者個人に属するものであり、弊所の意見・見解を代表するものではありません。