

不動産 投資 レポート

不動産クォーターリー・レビュー 2010年第2四半期

金融研究部門 不動産投資分析チーム 上席主任研究員 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

1. 経済動向と住宅市場

景気は持ち直しの動きが続く中、6月の日銀短観による大企業製造業の景況感は5期連続改善し、2年ぶりにプラスとなるなど、足元は底堅い動きが続いているが、所得・雇用環境の改善の遅れや株安・円高などから力強さに欠ける（図表-1）。ニッセイ基礎研究所は6月11日に、2010年度の実質GDP成長率3.0%、2011年度2.1%と穏やかな回復を予測¹しており、このような景気動向の下、住宅着工やマンション供給も緩やかながら改善傾向が続くものと考えられる。

5月の新設住宅着工は、貸家と分譲マンションが減少して再び前年割れとなった（前年比▲4.6%、年換算73万戸）が、持家は7ヶ月連続で増加傾向にある（図表-2）。また、5月の首都圏のマンション供給は、4ヶ月連続で前年比増加したものの、“買いやすいマンション”とされる専有面積60㎡以上かつ3,500万円未満の物件供給は減少²している（図表-3）。郊外でのマンション供給を支えていた中堅事業者の多くが破たんした結果、大手事業者による東京都区部での比較的高額な物件の供給が中心となっており、市場は広がりを見せている。

一方、首都圏の中古マンション市場は、足元で取引件数に減速感がみられるものの、新築の供給減少や消費者の低価格志向の強まりなどから、郊外を中心に好調に推移しているといえる。財団法人不動産流通近代化センター（FRK）の推計によると、金融危機と世界同時不況を受けて2009年は新設住宅着工量が大きく落ち込み100万戸割れとなった一方で、中古マンションへの需要が増加した結果、2009年の中古流通量は、自己居住用の新築着工量とほぼ同水準だった。

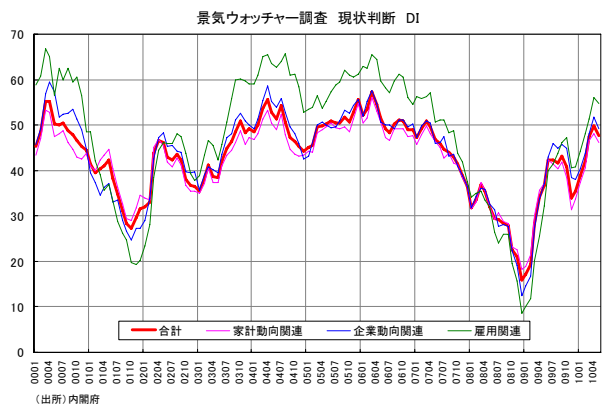
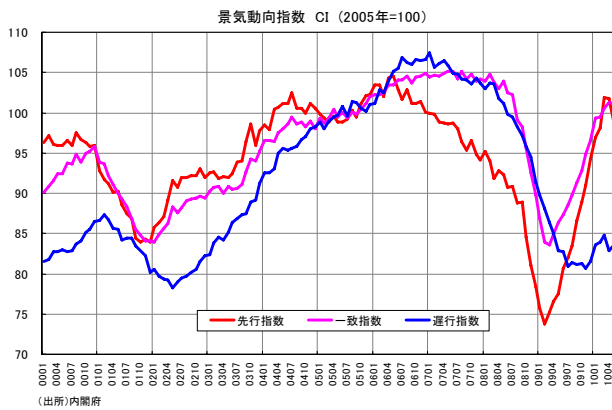
景気循環が新設住宅着工や新築マンション供給に及ぼす影響は大きいですが、大都市圏における世帯の高齢化や生活者の金融リテラシーの高まりなど需要構造も変化しつつあり、中古マンション市場や住宅改修市場、さらには賃貸マンション市場の動向にも注目していく必要がある³。

¹ 斎藤太郎『2010・2011年経済見通し～10年1-3月期GDP2次速報後改定』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2010年6月11日

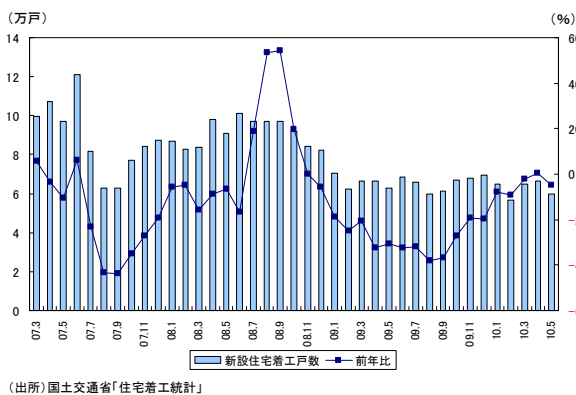
² 不動産経済研究所の調査によると、2009年に首都圏で供給された新築マンションのうち、「買いやすいマンション」は全体の19.5%（7,092戸）と、2001年の38.0%をピークに2006年まで30%台だった水準から大きく低下している。2007年以降のファンドブームを背景にした価格急上昇、リーマンショックによる事業者破たんや郊外エリアでの供給減少を背景に、割合が低下しているとみられる。

³ 松村徹『大量供給時代の終わりの始まり～永住型マンション価格にイノベーションを』ニッセイ基礎研究所、研究員の眼、2009年8月14日

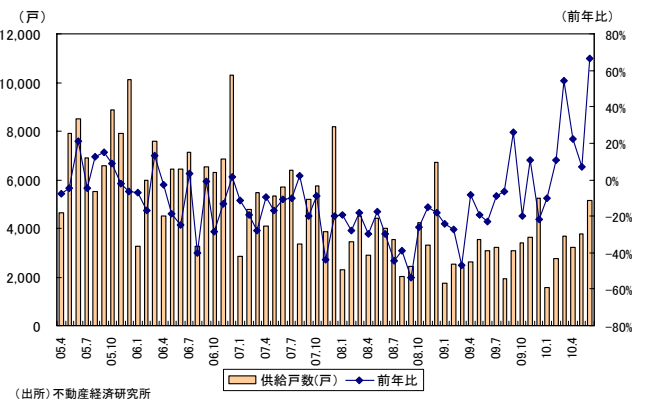
図表-1 景気関連指標



図表-2 全国の新設住宅着工



図表-3 首都圏のマンション供給



2. 地価動向と不動産景況感

2010年1月公示地価は、金融危機と景気後退の影響を受けてほぼ全ての地点で下落し、下落率も拡大した。特に、三大都市圏の商業地での下落率が大きいのは、ファンドなどの投資資金が大都市商業地のオフィスビルや商業施設、マンションなどに流れ込んだ反動といえる。

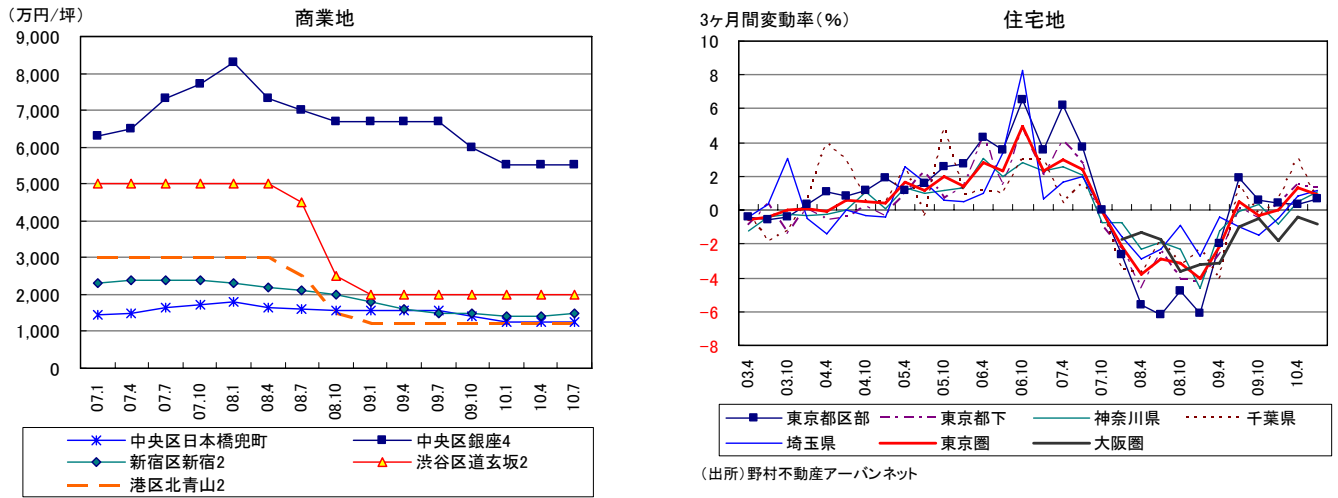
ただし、野村不動産アーバンネットの調査から四半期ベースの地価動向をみると、東京と大阪の商業地は横ばい、東京圏の住宅地は底打ち状態にある（図表-4）。国土交通省が公表した2010年第1四半期の『地価LOOKレポート』では、150地点中123地点が前期より下落したものの下落地点数は減少し、下落幅も縮小傾向にある。財団法人日本不動産研究所が公表した2010年3月の市街地価格指数（6大都市）は、半年前より下落幅が縮小し、東京都区部の住宅地は0.0%と下げ止まっている。

このように、ファンドブームの反動で下落した大都市圏の地価だが、現在は底値圏にあるとみることができそうだ。これに対し、地方圏の地価は土地バブルが崩壊した1990年代初頭から長期下落傾向にあり、特に地方大都市ではオフィスビルなど不動産の需給バランスが大きく崩れていることもあり、当分の間、地価底打ちの可能性は非常に低いといえそうである。

また、財団法人土地総合研究所が四半期毎に行っている『不動産業況等調査』によれば、4月現在の経営状況は、すべての不動産事業がマイナスながらマイナス幅は前期（1月）より縮小している。また、今後の見通しでは、不動産流通業（商業地）と住宅・宅地分譲業がプラスに転じ、不動産流通業（住宅地）とビル賃貸業もマイナス幅が縮小するなど改善が予想されている（図表-5）。さ

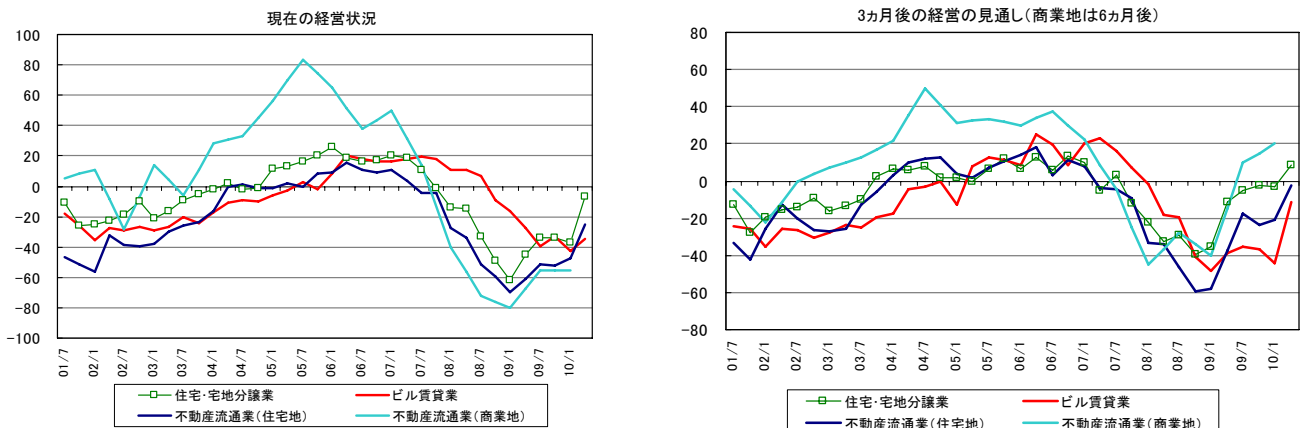
らに、4月の東京ビルディング協会の『ビル経営動向調査』をみても、景況感は依然マイナスと厳しいながらも前期（1月）から再び持ち直している。

図表-4 商業地価と住宅地価の四半期変動



(出所) 野村不動産アーバンネット

図表-5 不動産事業の景況感



(注) 不動産流通業(商業地)は1,7月の年2回調査のため、4,10月は直線案分している
(出所) 土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

(注) 不動産流通業(商業地)は1,7月の年2回調査のため、4,10月は直線案分している
(出所) 土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

3. 不動産サブセクターの動向

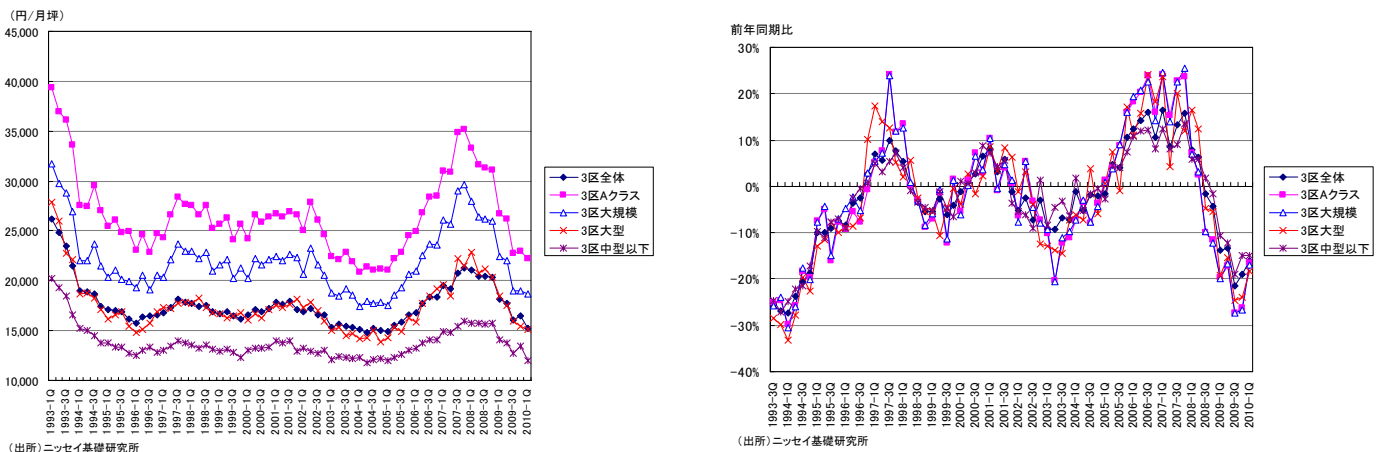
① オフィス

東京のオフィス市場は、2008年から2010年までの新規供給が過去平均ほど多くなかったにもかかわらず、金融危機と世界同時不況の影響で需要も急激に縮小したため、空室率は2008年から上昇し、現在の空室率は過去最高水準で空室面積も過去最大規模⁴となっている。ニッセイ基礎研究所が東京のオフィス市況の先行指標とみている、企業の経常利益と都心3区のオフィス賃料の動き（図表-6）は底入れを示しているものの、毎月公表される空室率の上昇傾向が止まらないため、市場参加者のマインド改善が遅れている。

しかし、穏やかな景気回復に伴い、空室率は2010年下半年にかけてようやくピーク・アウトするものとみている。また、賃料は当面弱含んで年内は底値圏で推移するものの、希少性が高く価格調整が早いAクラスビルの賃料は、一足早く底打ちするとみている⁵。なお、2010年4月施行の改正省エネ法や東京都の環境規制の強化を背景に、東京ではビルの省エネ化への取組みが活発化しており、最新鋭のAクラスビルの条件は「近・新・大・エコ」と、環境性能の高さが必須条件のひとつとなっている。

これに対して、地方都市は需給バランスが大きく崩れて低迷しているが、需給調整が進む福岡など一部都市では空室率のピーク・アウトも予想される。

図表-6 東京都心3区のオフィス賃料と前年同期比



② 賃貸マンション

賃貸マンションは、所得・雇用環境の低迷で需要が弱含む半面、新規供給にもブレーキがかかっている。各種の賃料インデックスからみて、東京都心部のマンション賃料は依然として低下傾向にあるものの、低下幅は縮小している。また、先日初めて公表された賃貸住宅の空室率（タス空室インデックス：TVI）をみると、東京圏で最も低水準の東京23区が2010年5月11.47%と2009年4月を底に緩やかな上昇傾向にある（図表-7）。賃貸マンションは、オフィスより安定的なキャッ

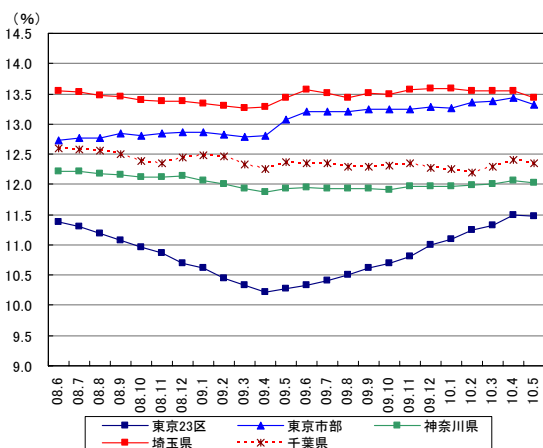
⁴ 2010年6月時点の東京ビジネス地区の空室率は9.14%、解約予告床を含む募集面積は61.9万坪で、過去最大だった2003年を上回っている（三鬼商事資料より）。

⁵ 竹内一雅『東京都心部のオフィス賃料予測（2010年版）～2010年をボトムに上昇へ』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2010年2月16日

シュフローが投資家に再評価されており、一部の J-REIT（不動産投信）ではオフィスに先行して賃料調整による稼働率の回復がみられるものの、市場全体でみれば依然として調整局面を脱していないといえる。

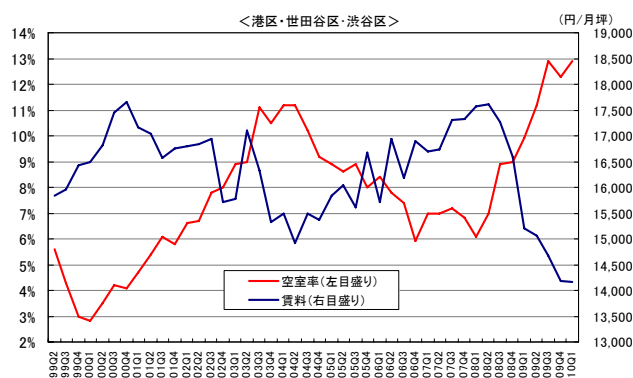
また、オフィス市場同様大きく崩れていた東京都心部の高級賃貸マンション市場は、最近の空室率や賃料動向などからみて、調整が最終局面にある可能性が高い（図表－8）。

図表－7 賃貸住宅空室率



(出所) TAS「TVI(タス空室インデックス)

図表－8 高級賃貸マンションの賃料と空室率



(注) 対象は、期間中にケンコーレーションで契約されたもののうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの (出所)ケン不動産投資顧問

③ 商業・宿泊・物流施設

まず商業施設についてみると、雇用・所得環境はまだ厳しいが、商業販売統計でみた小売業販売額は、エコカー減税やエコポイントなどの政策効果を背景に増加傾向⁶にあり、消費態度指数も改善している。また、SCや百貨店など大型小売店の売上高も、本格的な回復には遠いものの、前年比でみたマイナス幅は縮小傾向にある（図表－9、10）。

まちづくり 3 法や業績悪化による大量出店モデルの見直しなどから、郊外型 SC の新規出店は大きく減っている。しかし、優良な商圏内での競合は厳しく、テナント側の厳選出店傾向の強まりもあって、地域一番店の優位性がこれまで以上に高まっているとされる。また、マスターリース先である核テナント企業の賃料減額リスクや撤退リスクが大きいという事実が変わりはなく、投資家の郊外 SC に対する評価は依然として厳しい。

都市部商業ビルの店舗賃料も、郊外型 SC 同様低下傾向にある。リーマンショック後は、高級ブランド店の売上不振や撤退が目立ったが、最近では国内富裕客の復帰や中国人客の増加で底入れの兆しも見えてきたとされる。特に銀座では、高級ブランド店に代わってユニクロや H&M 等ファストファッション店の出店意欲が旺盛で、商業ビルの新築や建替え、増床も目立つ。

また、ホテル市場はウェブ予約サイト普及の影響で低価格競争が続くが、値下げ効果や中国人観光客、団塊世代観光客の増加で、稼働率は昨年よりおおむね上昇傾向にある（図表－11）。日本経済新聞社によれば、東京・大阪の主要シティホテルでも稼働率の上昇傾向が続いている。特に、2010

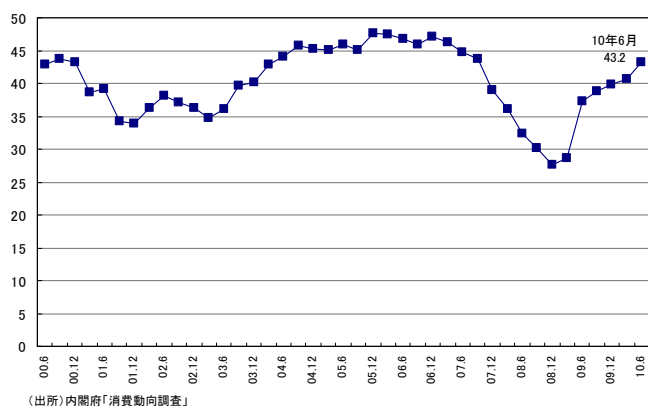
⁶ 5月の販売額は前年比2.8%と5ヶ月連続で増加したが、季節調整済前月比では▲2.0%と5ヶ月ぶりに減少している。

年5月まで11ヶ月連続で稼働率が上昇している東京では、客室単価の下落傾向も穏やかになっているとの見方もある。また、日銀の企業向けサービス価格指数をみると、低下傾向にあったホテルオペレータへの賃借料はようやく底打ちしたとみられる。中期的には、7月からの中国人向け個人観光ビザ発給要件の緩和が大型小売店やホテル事業の追い風になると期待されており、ニッセイ基礎研究所では、4月にホテル需要の増加を予測している（図表-12）⁷。

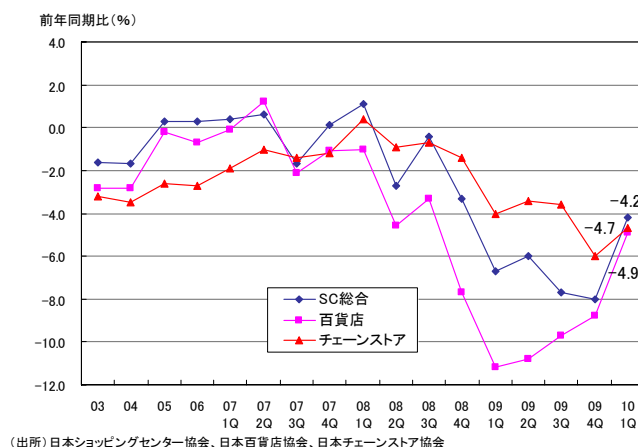
次に、物流施設市場の先行指標となる荷動き指数は、2009年第1四半期を底に回復傾向にある（図表-13）。最近の物流施設需要の特徴は、コスト削減目的の拠点集約が中心とされるが、ネット通販大手の業務拡大に向けた大型物流センター新設も話題になった。ファンドが主導していた新規供給が大幅に減少していることもあり、大都市圏の新築・大型施設（延床1万坪以上）は、このような需要の受け皿となって稼働率は改善傾向にある。一方、SCM（サプライ・チェーン・マネジメント）に対応できない古いタイプの中小倉庫は需要が低迷している。専門調査機関の一五不動産情報サービスは、2011年に空室率がピーク・アウトして賃料も底打ちすると予測している。

なお、中期的には、ネット通販市場拡大による対面販売からネット販売へのシフトが物流施設市場成長の追い風といえるが、商業施設にとっては成長阻害要因となる点に留意すべきである。

図表-9 消費者態度指数(一般世帯)

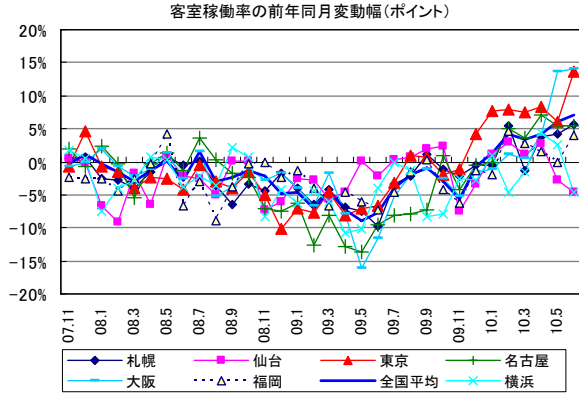


図表-10 SC・百貨店・チェーンストアの売上高



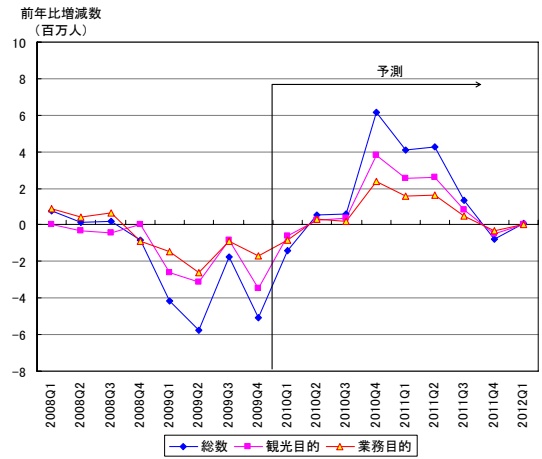
⁷ 竹内一雅『日本のホテル市場』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2010年4月27日

図表-11 ホテルの客室稼働率変化



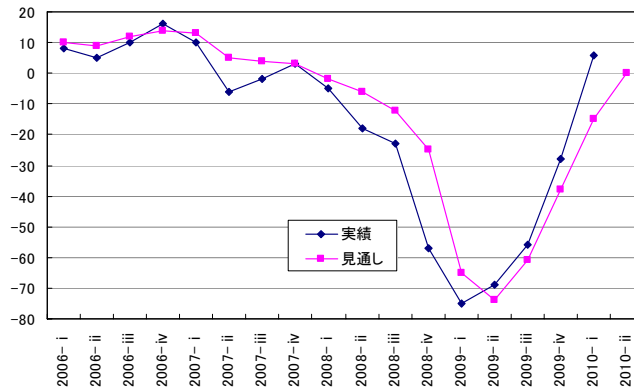
(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」

図表-12 延べ宿泊者数の実績と予測



(出所) ニッセイ基礎研究所

図表-13 荷動き指数



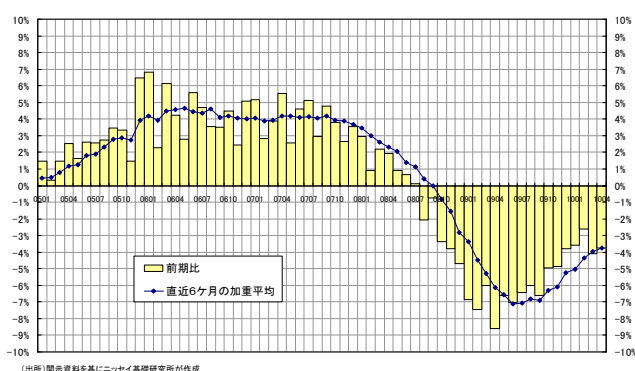
(注) 「荷動き指数」は「増加」の割合から「減少」の割合を引いたもの。
調査対象は製造業・卸売業の主要2500事業所
(出所) 日通総合研究所

4. J-REIT と不動産投資市場

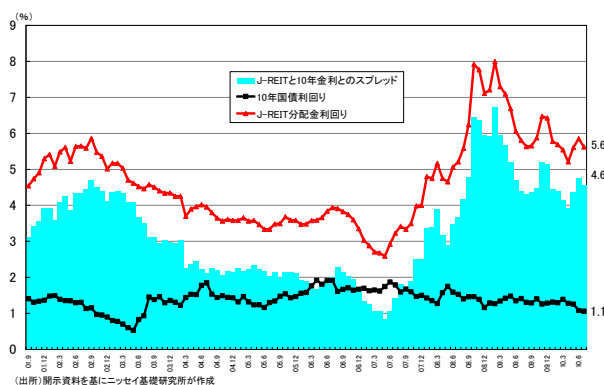
J-REIT（不動産投資信託）市場では、不動産市場安定化ファンドの創設など官民一体の支援により、資金調達環境は大きく改善している。2010年上期の公募投資法人債発行額は9社・955億円で（2009年は発行実績なし）、発行利率は概ね1%台であった。また、不動産証券化協会の「J-REITの資金調達環境に関するアンケート調査（2010年6月）」によると、引き続き資金調達環境の改善が予想されている。

一方、賃貸事業収益の減少や保有物件の評価額低下などJ-REIT市場のファンダメンタルズ回復は遅れている。直近6ヶ月の鑑定評価額の推移をみると、下落率は縮小傾向にあるものの約3.8%であった（図表-14）。7月23日時点のバリュエーションは、エクイティ出資金4.0兆円に保有物件の含み損▲0.2兆円を減じた3.8兆円に対して、時価総額は2.9兆円でNAV（純資産額）倍率は0.8倍、分配金利回りは5.6%で10年国債利回りに対するスプレッドは4.6%となっている（図表-15）。

図表-14 J-REIT 鑑定評価額の騰落率



図表-15 長期金利とJ-REIT 分配金利回り



国内金融機関の3月不動産業向けの新規貸出しは2年ぶりに増加したが、特に優良案件には積極的に貸出しを行っているものとみられる（図表-16）。不動産の取引件数は前年に比べて増加傾向にあり、東京都心部の大型ビル取引も動き出した。主な買手は、国内の個人富裕層、事業法人、学校法人、生損保だったが、最近ではJ-REITや不動産会社の取引も増加している。

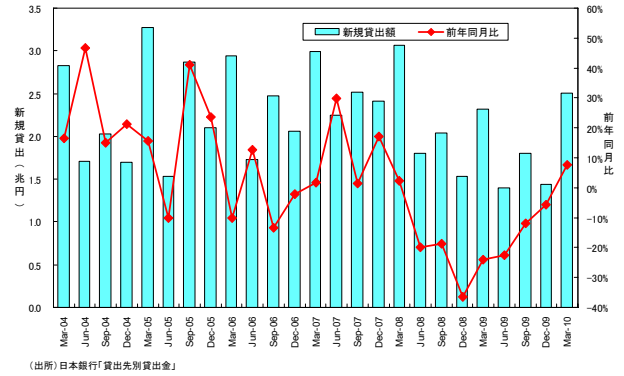
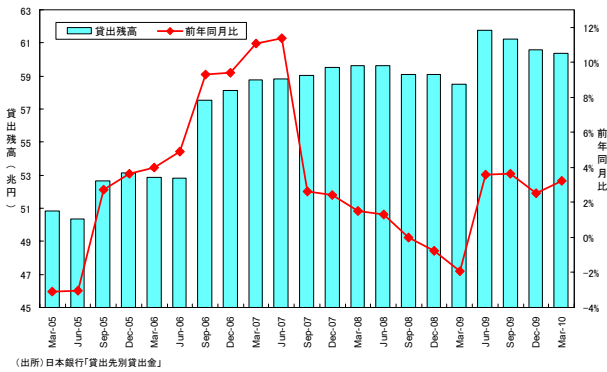
これまで大量のリスクマネーを提供してきた不動産ファンドの多くは苦しい出口戦略を迫られているが、資金調達環境の改善や運用会社（AM会社）の淘汰・スポンサー交代などを背景に、運用資産を拡大するAM会社も出てきた。また、リーマンショックの影響が少なく、日本をグローバル分散投資先のひとつと位置づける欧州系やアジア系のファンドはすでに物件取得に動いている。また、国内の不動産大手や信託銀行による低LTVでコア・準コアアセットを想定した私募ファンドや私募REIT組成の動きもみられる。

財団法人日本不動産研究所による投資家調査（2010年4月）によると、ほとんどの地域・用途で期待利回りは横ばいとなり、オフィスビルとマンションを中心に新規投資意欲も回復傾向が顕著で、キャッシュフローの低下リスクは残るものの、利回り面での調整はおおむね終了したと考えられている（図表-17、18）⁸。

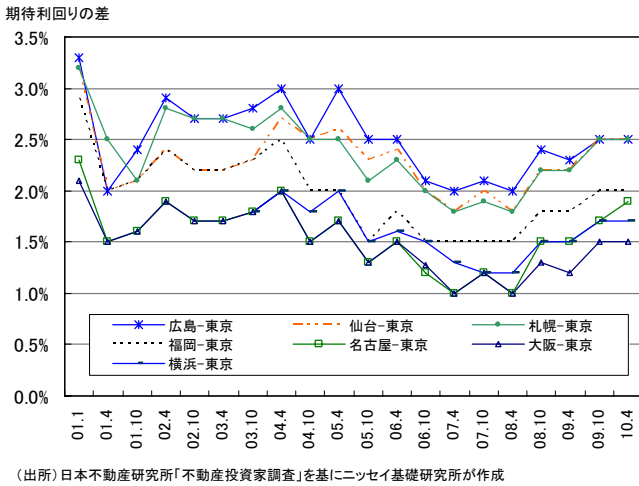
⁸ これに対し、シービー・リチャードエリス総合研究所がエクイティ投資家やアセット・マネージャーに対して行ったアンケート調査（2010年4月）では、5つの不動産セクターすべてで期待利回りが低下したという結果が出ている。

ただし、賃貸不動産市場の需給バランスが大きく崩れ、経済の回復力も弱い地方都市では、投資資金の新規流入は止まっており、経済環境次第で今後もう一段の利回り調整がおきる可能性も否定できない。

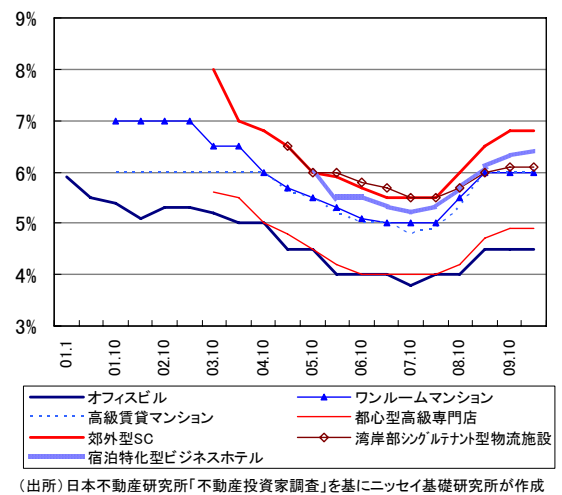
図表-16 国内銀行の不動産向け貸出残高と新規貸出



図表-17 期待利回りの都市間格差



図表-18 用途別の期待利回り



以上