

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3四半期

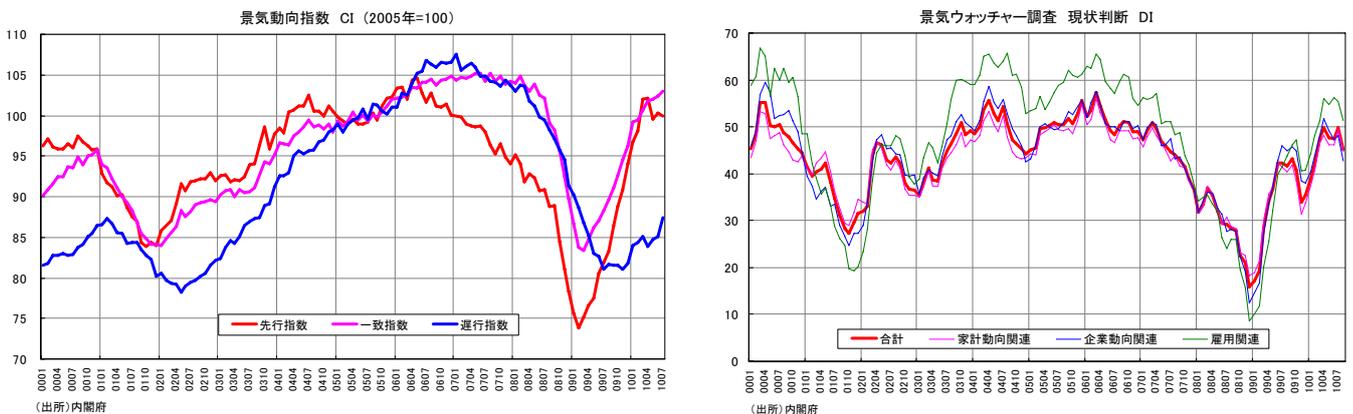
金融研究部門 不動産投資分析チーム 上席主任研究員 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

1. 経済動向と住宅市場

ニッセイ基礎研究所は、10月15日に公表した中期経済見通しの中で、2010年度の実質GDP成長率を2.3%、2011年度を1.7%と、穏やかな回復を予測¹している。しかし、足元の景気は、円高、世界経済の減速、政策効果の収束などから輸出・生産が鈍化しており、内閣府は10月月例報告で景気基調判断を「持ち直し」から「足踏み状態」へ、1年8ヶ月ぶりに下方修正²した。所得・雇用環境の改善が遅れる中でも、回復傾向が強まりつつあった住宅・不動産市場だが、景気の足踏みは、先行きに対する新たな不安材料となった（図表-1）。

8月の新設住宅着工は、政策効果や低金利もあって持家・分譲（特に戸建）の増加傾向が続き、貸家も20ヶ月ぶりに増加に転じて、前年比20.5%（年換算83万戸）と大きく改善した（図表-2）。また、9月の首都圏マンション供給は、大手事業者による都区部・高額物件中心で市場は広がりやくものの、前年比で8ヶ月連続の増加となり、契約率も70%以上の高水準を維持している（図表-3）。一方、首都圏の中古マンション市場は、新築供給の増加で成約件数は減少するが、価格は強含みで推移している。

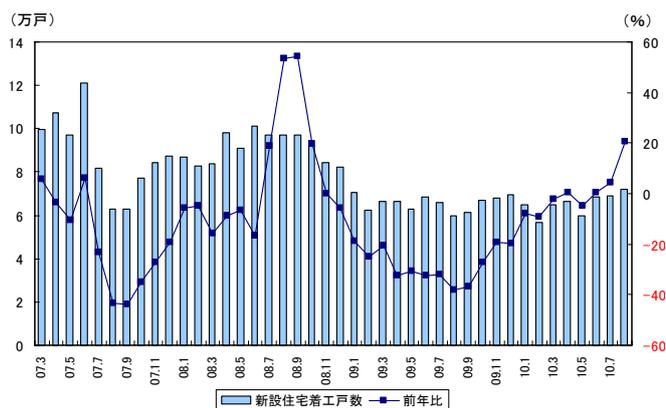
図表-1 景気関連指標



¹ 経済調査部門『中期経済見通し～迫られる単独生き残りか統合の選択』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2010年10月15日

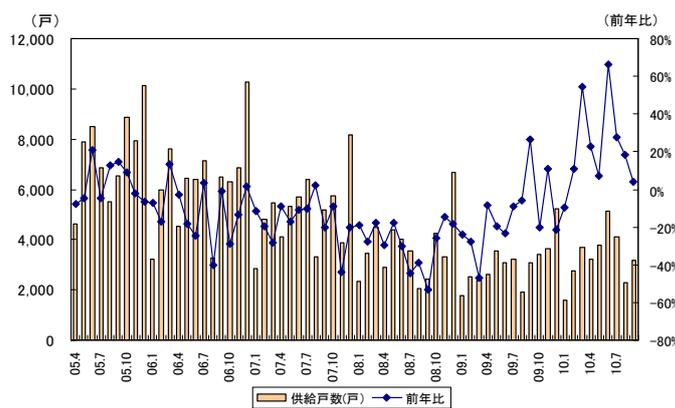
² 2010年10月19日、経済財務相が10月の月例経済報告を関係閣僚会議に提出した。

図表-2 全国の新設住宅着工



(出所)国土交通省「住宅着工統計」

図表-3 首都圏のマンション供給



(出所)不動産経済研究所

2. 地価動向

2010年1月の公示地価は、金融危機と景気後退の影響を受けてほぼ全ての地点で2009年より下落し、下落率も拡大したが、7月の基準地価では、地方圏住宅地では下落幅がやや拡大したものの、3大都市圏では住宅地、商業地ともに下落幅が大幅に縮小した（図表-4）。

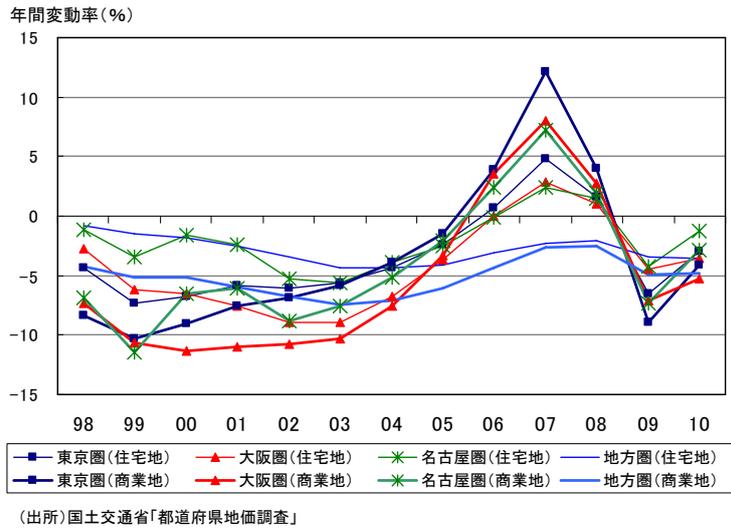
下落地点が全体の98.5%を占めるが、名古屋市緑区の住宅地・商業地、川崎市武蔵小杉駅周辺の商業地など僅かだが上昇地点も増えてきた。住宅需要や店舗需要の増加につながる新駅開設や鉄道延伸など公共交通インフラの整備が、周辺地価を引き上げたと思われる地点が目立つ。

また、商業地では、東京銀座地区と大阪本町周辺地区の下落率が大きい（図表-5）。店舗賃料が大幅に下落した銀座では、高級ブランド店に代わってH&Mやユニクロ、フォーエバー21などファスト・ファッションといわれるブランド店が競って進出したため、街の賑わいは変わっていない。一方、オフィス市況が大幅に悪化する中、大型ビルが相次いで竣工する梅田・大阪駅周辺との競争が激化し、ビルの空室が埋まらず地盤沈下する大阪本町周辺は、同じ地価下落でもテナントの入れ替わりで活性化する銀座と対照的である。

その他指標として、国土交通省が公表した2010年第2四半期（4月1日～7月1日）の『地価LOOKレポート』では、全体の70%の地点が前期より下落したが、下落地点数は引き続き減少、下落幅は縮小、という最近の地価トレンドに変化はない。特に、住宅系地区では、横ばい傾向が強まっている。

また、野村不動産アーバンネットの調査から四半期ベースで最新の地価動向をみると、10月の地価は、東京と大阪の商業地で横ばい状態が続く一方、底打ちしていた東京圏の住宅地では、都区部が6四半期ぶりにマイナスとなるなど一服感がみられる。大阪圏の住宅地は引き続き水面下で推移している（図表-6）。

図表-4 都市圏別の基準地価動向

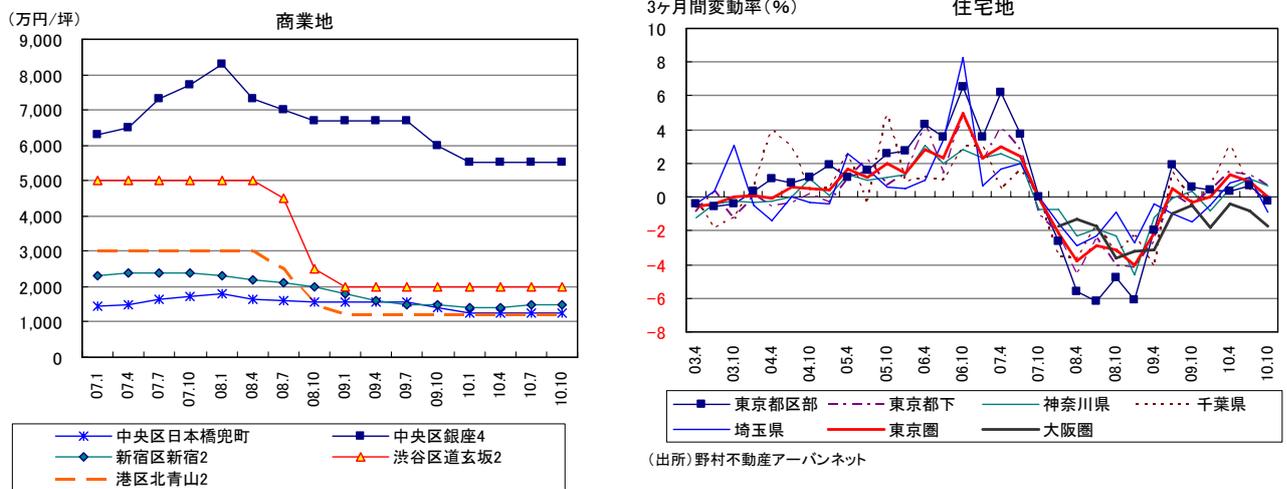


図表-5 基準地価 下落率順位(商業地)

順位	商業地				
	都道府県	基準地	2009年 (円/㎡)	2010年 (円/㎡)	変動率 (%)
1	大阪府	大阪市中央区南久宝寺町3-6-6	5,100,000	3,850,000	△ 24.5
2	東京都	中央区銀座2-6-7	25,000,000	20,200,000	△ 19.2
3	大阪府	大阪市中央区高麗橋1-8-13	1,880,000	1,520,000	△ 19.1
4	大阪府	大阪市中央区南船場3-5-11	4,040,000	3,300,000	△ 18.3
5	東京都	中央区銀座3-2-9	9,200,000	7,550,000	△ 17.9
6	東京都	中央区銀座8-6-25	14,000,000	11,500,000	△ 17.9
7	東京都	中央区銀座7-11-14	5,440,000	4,480,000	△ 17.6
8	大阪府	大阪市中央区南本町4-5-7	1,390,000	1,150,000	△ 17.3
9	北海道	夕張郡栗山町中央2-189	22,500	18,800	△ 16.4
10	大阪府	大阪市中央区東心斎橋2-5-3	687,000	575,000	△ 16.3

(出所)国土交通省

図表-6 商業地価と住宅地価の四半期動向



3. 不動産サブセクターの動向

① オフィス

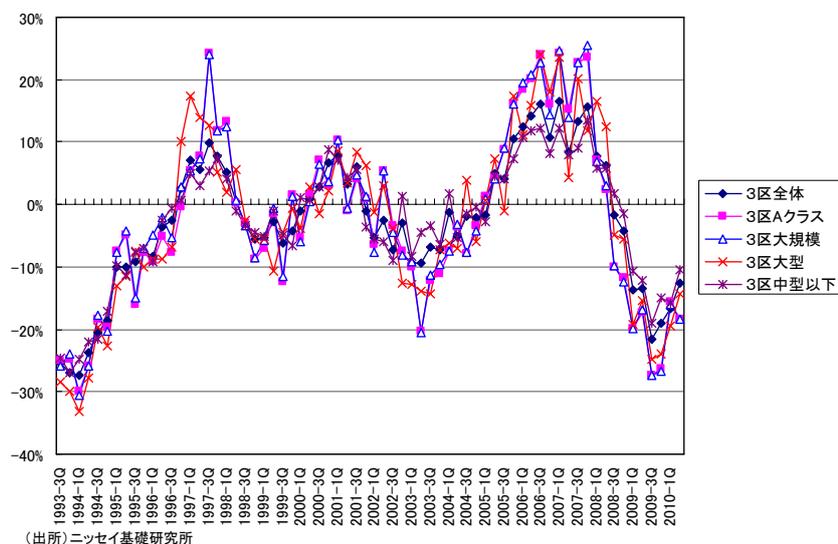
2008年、東京のオフィス空室率は、新規供給が少なかったにもかかわらず、リーマン・ショックによる需要の急収縮で上昇し、現在は過去最高水準で空室面積も最大となっている。しかし、ニッセイ基礎研究所が東京オフィス市況の先行指標とみている、企業の経常利益と都心3区のオフィス賃料のサイクル（図表-7）は、底入れ間近の兆しを示す。また、上昇傾向にあった都心ビジネス地区の空室率にも、ようやく天井感が出てきた（図表-8）。

オフィス賃料は、当面は弱含んで年内は底値圏で推移するものの、グレードの高い大型ビルや都心一等地の空室率はすでに天井を打っていることから、Aクラスビルに限れば、2011年第1四半期にも賃料が反転する可能性が高い。一方、他との差別化が難しい平均的なビルの賃料反転時期は、これよりさらに遅れるものと思われる。

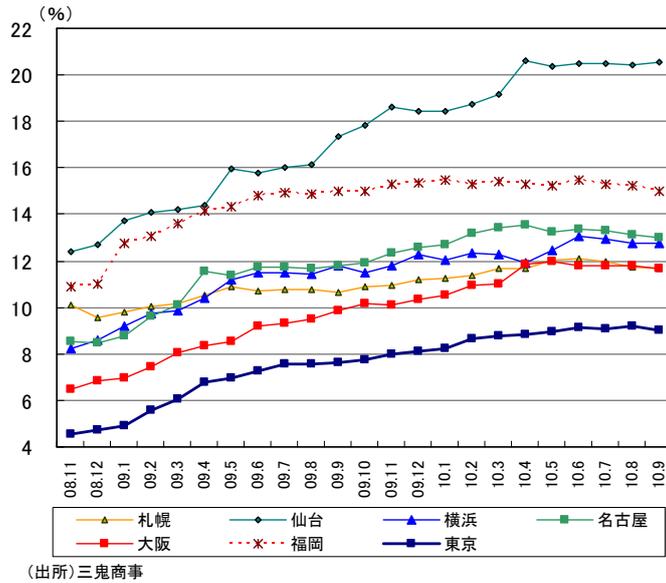
ただし、2011、2012年には、2003年を上回る賃貸オフィス床が供給されることから、景気動向次第では市況が再び悪化する可能性も少なくない。また、大型移転が相次いだ2003年と異なり、今回、東京に本社を置く大企業の多くはオフィス拡張やオフィス投資に非常に慎重となっており、このことが市況反転を遅らせているとの見方がある。この背景に、日本の経済的地位低下や国内市場の縮小・海外市場の拡大があるのであれば問題は深刻である。

また、供給過剰で需給バランスが大きく崩れ、かつてない水準にまで空室率が上昇した地方都市でも、空室率のピークアウトが明確になってきた。しかし、今後のオフィス供給がほとんどない福岡や仙台に対し、大型ビルの建設が続く大阪や名古屋では空室率の再上昇も懸念される。

図表-7 東京都心3区のオフィス賃料(前年同期比)



図表-8 全国主要都市の空室率

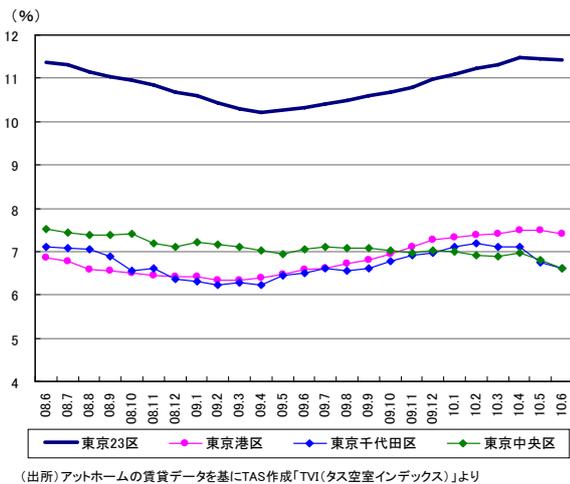


② 賃貸マンション

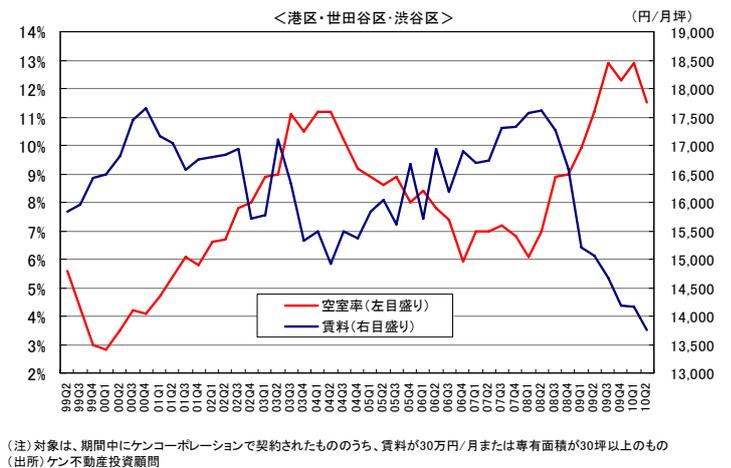
東京都区部のマンション賃料は、緩やかな低下傾向にある。アパートを含む賃貸住宅の空室率（タス空室インデックス：TVI）を利用して、調査対象のほとんどがマンションと思われる都心3区の空室率をみると、低下傾向がみてとれ、賃料引下げによる稼働率改善が進んでいるものと思われる（図表-9）。

また、東京都心部の高級賃貸マンション市場の空室率も低下しているが、新規物件での大幅な値引きの影響もあり、賃料低下が止まっていない（図表-10）。

図表-9 賃貸住宅の空室率



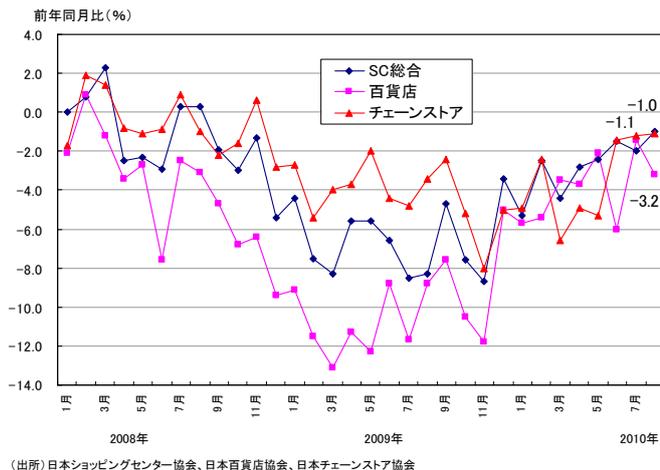
図表-10 高級賃貸マンションの賃料と空室率



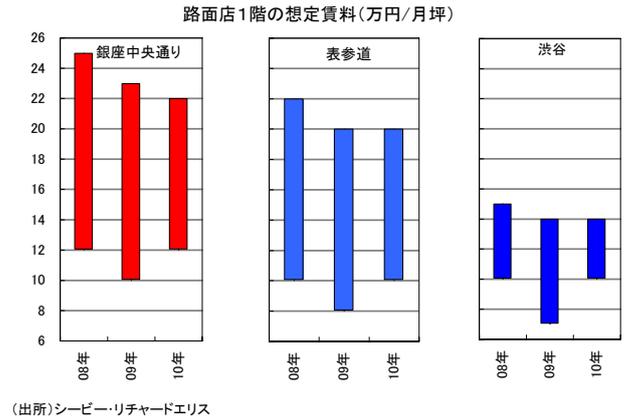
③ 商業・宿泊・物流施設のトピックス

雇用・所得環境の改善の遅れもあり、SCや百貨店など大型小売店の売上高は前年比マイナスが続くが、下落幅はおおむね縮小傾向にある（図表-11）。そのような中、銀座、表参道、渋谷など一等地の路面店舗の上限賃料が低下・横ばいとなる一方、下限賃料の反転が注目される（図表-12）。ただし、同じエリア内でもテナント側の選別は厳しく、上層階や裏通りの賃料は依然弱含んでいる点に留意が必要である。

図表-11 SC・百貨店・チェーンストアの売上高

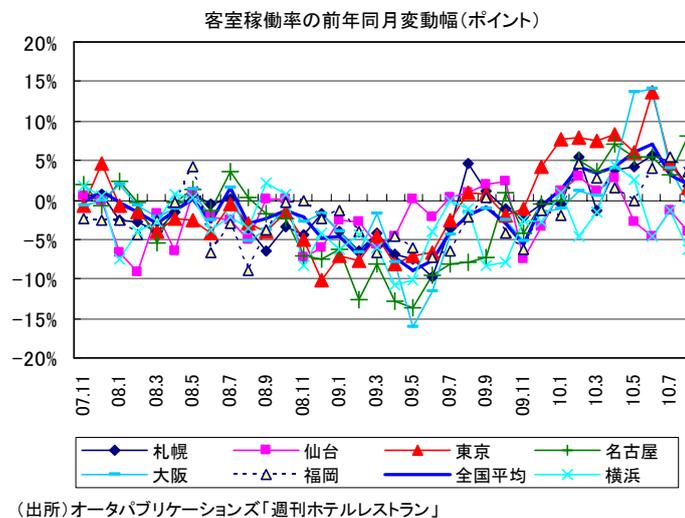


図表-12 東京主要商業地の店舗賃料



主要都市のホテル客室稼働率は、仙台と横浜を除いて引き続き上昇傾向にある（図表-13）。日経新聞社によれば、東京・大阪の主要シティホテルの8月稼働率は、東京が14ヶ月連続で前年比増加、大阪は6ヶ月連続の増加となった。中国などからの観光客増加への期待も大きく、ホテル事業への新規参入やアジアからの投資資金流入も目立っている。

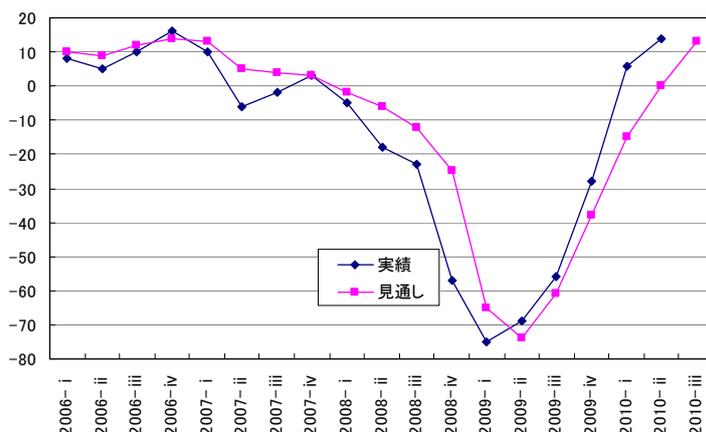
図表-13 主要都市のホテル客室稼働率



物流市場の先行指標となる荷動き指数は、2009年第1四半期を底に上昇傾向にあり、先行指標も回復を示す(図表-14)。物流施設市場について、シービー・リチャードエリスが公表した6月の空室率は、首都圏が横ばい、関西圏が低下と需給バランスの改善傾向がみられる。一五不動産情報サービスが公表した7月の空室率も、首都圏が4期連続、大阪圏が2期連続で低下している。

大型物流施設の開発・投資プレイヤーは限られるが、市況改善を見越して、リーマンショック後凍結していた開発計画や投資を再開しつつある。

図表-14 荷動き指数



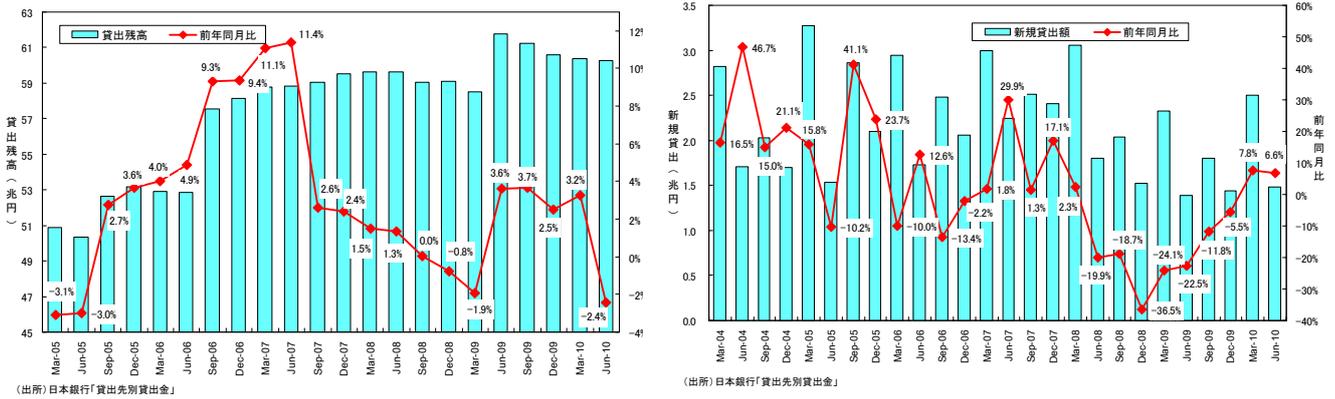
(注)「荷動き指数」は「増加」の割合から「減少」の割合を引いたもの。
調査対象は製造業・卸売業の主要2500事業所
(出所)日通総合研究所

4. 不動産投資市場のトピックス

国内金融機関の6月不動産業向けの新規貸出しは2期連続で増加したが、残高は5期ぶりに減少した(図表-15)。

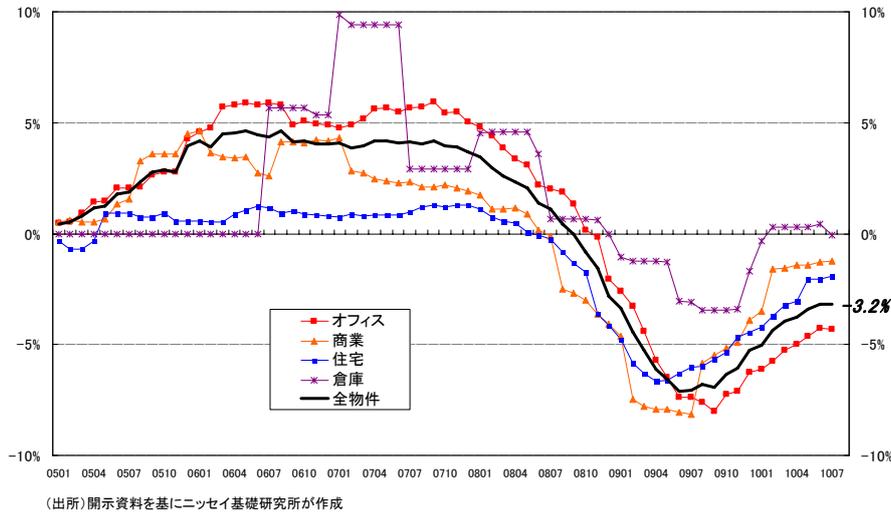
J-REITの資金調達環境は、不動産市場安定化ファンドの創設など官民一体の支援で、大きく改善している。また、10月5日発表の日銀による「資産買入等の基金(5兆円)」の購入対象にJ-REITが含まれたことから、新規資金の流入や資産デフレ脱却への期待が高まり、東証REIT指数は一時1,000pt近くまで上昇した。ただし、不動産ファンダメンタルズ改善の遅れが、特にオフィスセクターに大きく影響しており、鑑定評価額の落ち込みが目立つ(図表-16)。

図表-15 国内銀行の不動産向け貸出残高と新規貸出



図表-16 J-REIT 鑑定評価額の騰落率

(セクター別・6ヵ月平均・前期比)

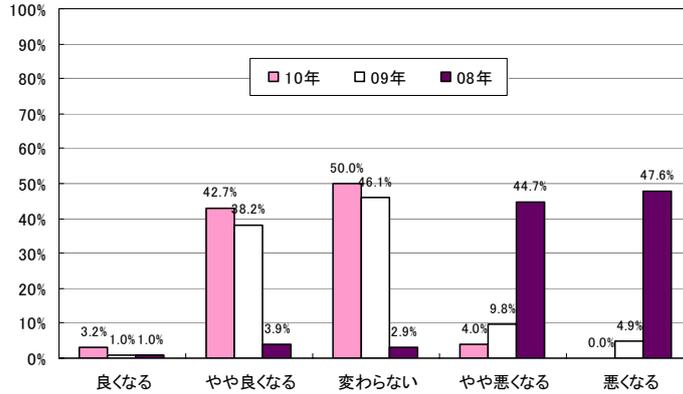


10月にニッセイ基礎研究所が実施した不動産投資市況アンケート³では、現在の景況感は昨年より大きく改善したものの、6ヵ月後の見通しについては、依然として「(6ヵ月後も現在と)変わらない」あるいは「やや良くなる」との回答がほとんどで、昨年と比べ若干の改善に止まった(図表-17)。

また、同アンケートでは、省エネなど環境配慮に特に優れた不動産に投資する場合、そうでない不動産と比べ、収益還元利回りにどの程度のプレミアム(利回りの引下げ)を考慮するかを聞いている。その結果、「-0.3%~-0.1%(のプレミアムを考慮する)」が50.0%と、次点の「特に考慮しない」および「わからない」12.9%を大きく引き離して1位となった。その他の回答と合わせてなんらかのプレミアムを考慮するとした回答が全体の4分の3を占めたことから、市場参加者の多くは、環境配慮型不動産に対して一定の評価をしていることが確認できた(図表-18)。

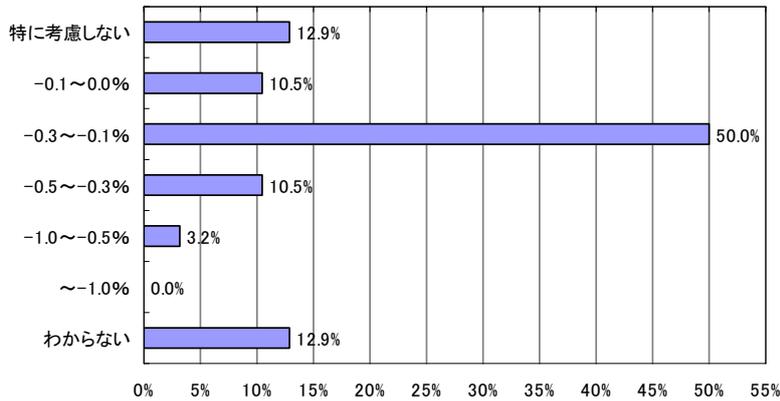
³ 詳細は、増宮守『第7回不動産市況アンケート結果～依然見通しは慎重、環境や海外への関心高まる』として10月28日に公表予定。

図表-17 不動産投資市場の6ヵ月後の見通し



(注)2008年は6ヶ月後に限定せず「今後の見通し」について質問している。
 (出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2008～10年、各10月

図表-18 環境配慮に特に優れた不動産に対する利回りプレミアム



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」2010年10月

以上