

# 不動産 投資 レポート

## 不動産クォーターリー・レビュー 2011年第2四半期

金融研究部門 不動産研究部長 松村 徹  
[omatsu@nli-research.co.jp](mailto:omatsu@nli-research.co.jp)

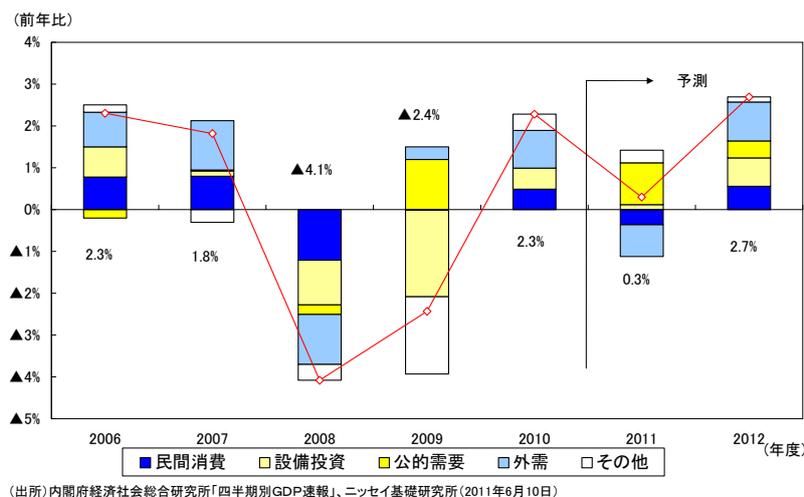
### 1. 経済の動向

ニッセイ基礎研究所は、東日本大震災の影響を踏まえて2011年度の実質GDP成長率を0.3%と予測しているが、サプライチェーン復旧や生産活動の回復から景気はすでに震災後の最悪期を脱しており、2012年度の成長率は2.7%とみている（図表-1）<sup>1</sup>。地域経済の景気判断も上方修正されており、経済活動は正常化へ向かいつつある。

2011年5月の新設住宅着工戸数は6.3万戸（年率81.5万戸）と前年比6.4%増加、マンションが好調を持続する反面、持家と分譲一戸建が減少した（図表-2）。2011年の着工戸数は2010年を上回る85万戸程度<sup>2</sup>とみられているが、住宅エコポイントは前倒しで終了しており、今後、震災復興財源優先による住宅取得に関わる優遇措置の見直しが懸念材料である。

5月の首都圏のマンション供給実績は、3,914戸と前年比3.6%と3ヶ月ぶりに増加した（図表-3）。震災後は、地盤の強度、海拔の高さといった立地条件や建物の耐震性を重視する顧客が増えている。5月の首都圏中古マンション成約件数は、震災の影響で需要の弱含みが続いているため、3ヶ月連続で前年比減少、成約価格も弱含んでいる。

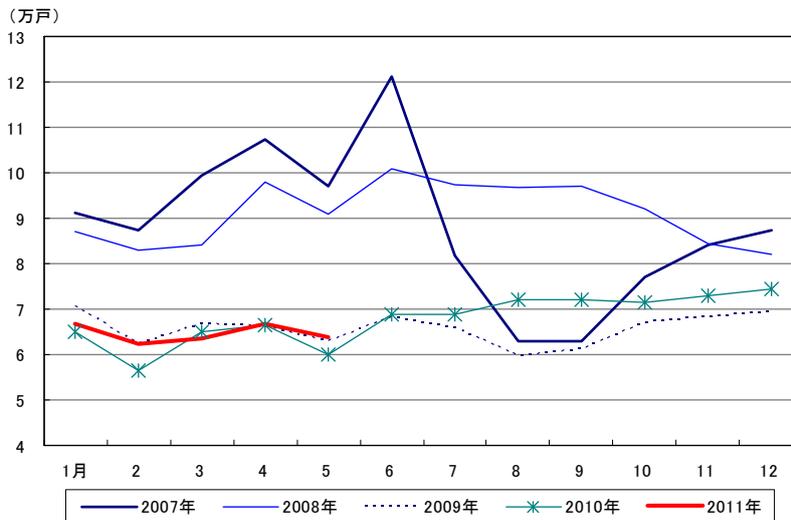
図表-1 実質GDP成長率の推移



<sup>1</sup> 斎藤太郎『2011・2012年度経済見通し～11年1-3月期GDP2次速報後改定』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコミストレー、2011年6月10日

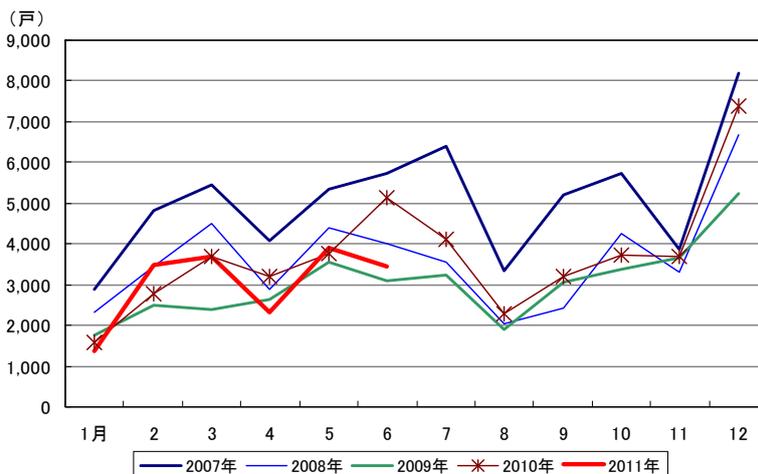
<sup>2</sup> 建設経済研究所は、2011年度の住宅着工戸数を84.7万戸、2012年度を87.3万戸と予測した(日刊不動産経済通信 2011年7月28日)

図表-2 新設住宅着工戸数の暦年月次比較(全国)



(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」

図表-3 マンション供給戸数の暦年月次比較(首都圏)



(出所)不動産経済研究所

## 2. 震災前後の地価動向と不動産景況感

2011年1月1日の公示地価(全国全用途)は3年連続で下落したが、下落率は▲3.0%と前年の▲4.6%より縮小し、上昇地点も増加した。しかし、震災の影響で来年の公示地価は下落幅の再拡大が予想される<sup>3</sup>。

国土交通省が公表した2011年第1四半期(1月1日~4月1日)の『地価LOOKレポート』では、146の調査地区<sup>4</sup>のうち、下落地区が前回の77から98へ増加し、上昇地区が16から2へ

<sup>3</sup> 一般財団法人日本不動産研究所が公表した2011年3月の市街地価格指数の今後の見通し(参考)においても、6大都市の商業地と最高価格地では地価下落幅の拡大が予想されている。

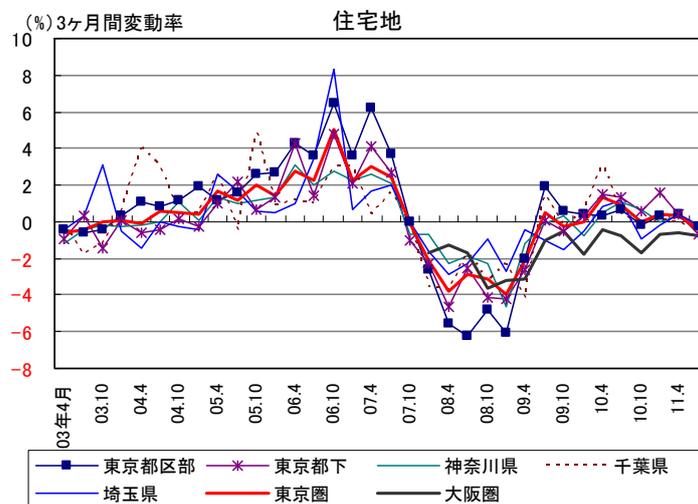
<sup>4</sup> 150地点のうち、被災した仙台市3地区と千葉県浦安市が対象外となったため。

減少した<sup>5</sup>。前期は地価に底打ちの兆しがみられたが、震災による住宅需要の減退や商業売上の減少などから地価の下落圧力強まったといえる。

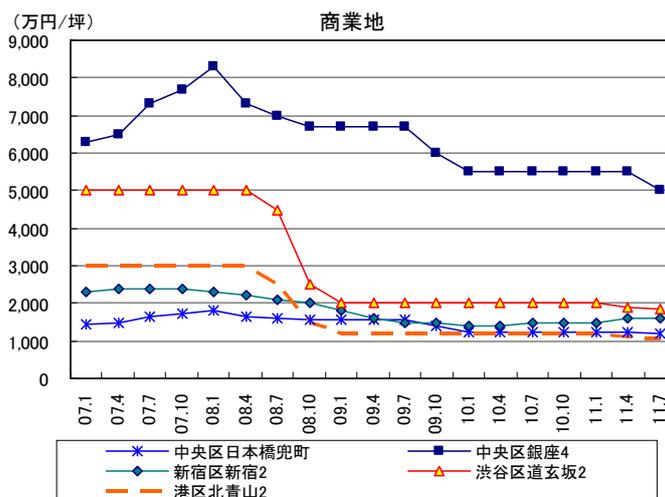
野村不動産アーバンネットによる7月1日時点の実勢調査をみると、東京圏の住宅地がすべて下落に転じ、底ばい傾向にあった東京都心部の主要商業地でも低下が目立った(図表-4)。震災で土地や住宅、賃貸ビルなどを厳選する傾向が顧客に強まっていることから、今後、地価の二極化が加速する可能性が高い。9月に公表される、7月1日時点の都道府県地価調査(基準地価)にも注目したい。

震災後の不動産業の景況感をみると、2011年4月の調査で、住宅・宅地分譲業、不動産流通業(住宅地)、ビル賃貸業のいずれも悪化している(図表-5)<sup>6</sup>。また、東京ビルディング協会の4月の『ビル経営動向調査』でも、3ヶ月後の景況指数は、賃料が▲18.8%(前期▲12.9%)、空室率が▲10.5%(同▲3.4%)と大きく悪化する見通しとなっている。

図表-4 商業地価と住宅地価の四半期動向



(出所)野村不動産アーバンネット

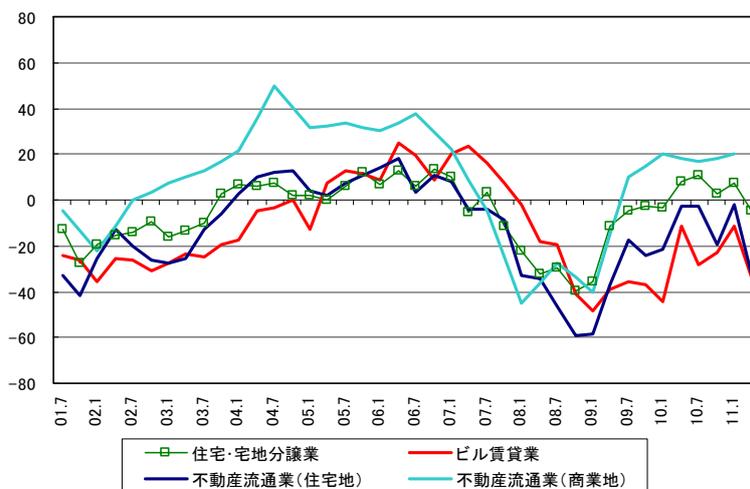


(出所)野村不動産アーバンネット

<sup>5</sup> 今回上昇した住宅地(40地区)は神戸市東灘区と芦屋市とともに兵庫県内。商業地(106地区)の上昇地区はなかった。

<sup>6</sup> 不動産流通業(商業地)は半期毎の調査で、今期調査の対象外となっている。

図表-5 不動産事業の景況感(3ヶ月後)



(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

三幸エステートとニッセイ基礎研究所が開発した成約賃料データに基づく『オフィスレント・インデックス』をみると、2011年第2四半期の東京都心3区大規模ビル(基準階貸室面積200坪以上)の空室率は2四半期ぶりに低下したが、賃料は下落傾向が続いている(図表-6)。ただし、基準階200坪未満のクラスの賃料は、4四半期ぶりに上昇に転じた(図表-7)。オフィス仲介会社や調査会社の発表する空室率も低下傾向にあり、需給改善の方向感がようやく出てきたといえる。

オフィス市況の本格的な回復には、大規模ビル賃料の底打ちが不可欠といえるが、震災後のオフィス選別の強まりで、耐震性能や非常用電源設備など防災機能の高い一部のAクラスビルでは賃料がすでに反転している可能性もある。さらに、今後の大型ビル開発においては、耐震性能や省電力性能や非常用電源<sup>7</sup>の強化などが進むことから、中長期的にみて、新旧ビル仕様の格差拡大は避けられない。

現在、オフィスビルにおいて大幅な節電が至上命題となっているが、東京電力・東北電力管内のオフィスビルテナントの使用電力量は、震災後の2011年4月が前年比▲19.5%、5月が▲20.5%<sup>8</sup>と、大口需要者への電力使用制限目標(15%削減)を軽くクリアしたことから、テナント企業の節電意識の高さうかがわれる。一方、ビルオーナー側でも、共用部の節電分のテナント還元やテナントと節電覚書締結、専有部の使用電力を時間・場所・用途別に把握できるウェブシステムの提供など、節電促進の新しい取り組みがみられる。

これまで地球温暖化対策として省エネ性能の改善が求められてきたオフィスビルだが、震災によ

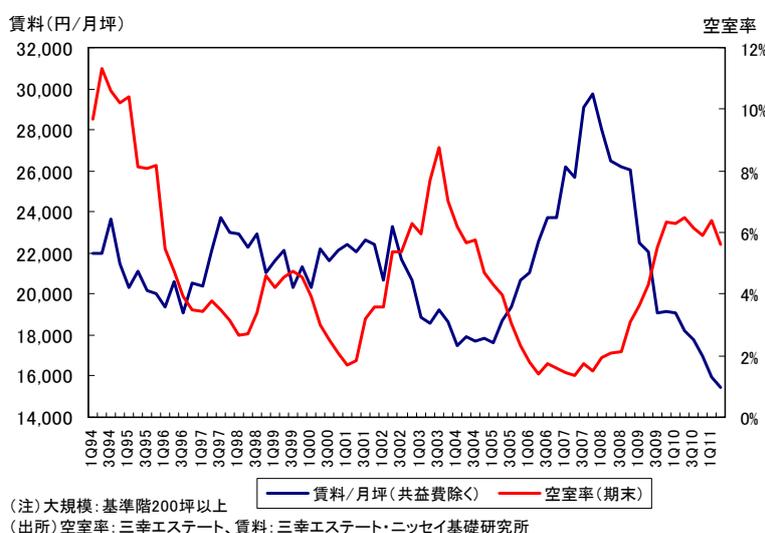
<sup>7</sup> 森ビルは、2012年竣工予定の虎ノ門・六本木地区再開発の超高層複合ビルに設置する非常用自家発電設備を拡充、飯野海運は、2011年秋竣工予定の飯野ビルディングにおいて入居予定企業の非常用自家発電設備増強ニーズに対応する。

<sup>8</sup> ザイマックス不動産マーケティング研究所による。ザイマックスが不動産管理を受託するオフィスビルのテナント1723社に対する調査で、同一ビル、同一テナントの使用電力量データを比較した各月の集計結果が公表されている。節電対象期間(東京電力管内の場合、7月1日～9月22日)が終了するまで調査・公表される予定。

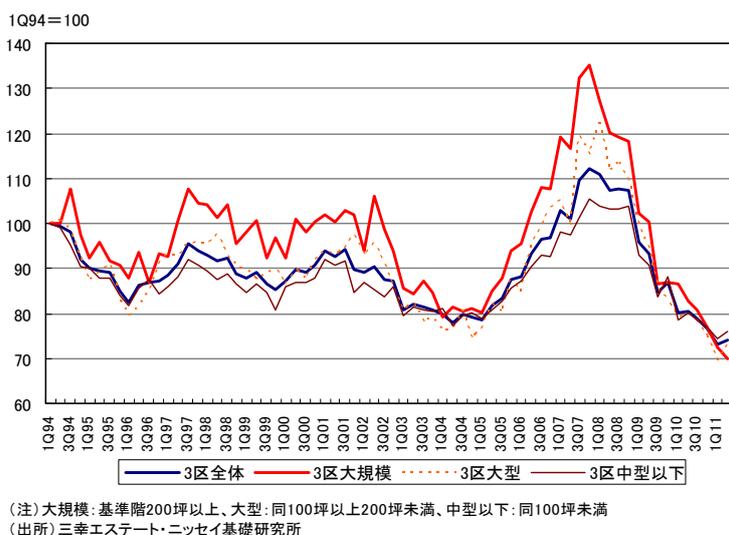
る電力危機の顕在化と長期化で、節電や蓄電、自家発電、電源の多重化・分散化など電力利用の効率化に焦点が当たることになった。また、従来どちらかといえば CSR（企業の社会的責任）の観点から進められることが多かった省エネ化・グリーン化だが、震災後はビルの優位性確保や賃料プレミアム源泉として積極的に取組まれるようになると考えられる。

企業のオフィス立地戦略については、震災後、地域内において地盤強固な地域や防災性能、省電力性能の高いビルへの移転需要が強まっている。中期的には、BCP（事業継続計画）の重要性や東京一極集中リスクに対する認識の高まり、全国的な震災・原発事故リスクの顕在化から、本社機能の一部移転やバックアップ体制強化の動きが、さらに長期的には、多国籍企業を中心に、グローバルな立地戦略の中で日本における機能再配置<sup>9</sup>の動きが強まるとみている。

図表-6 東京都心3区大規模ビルの空室率と賃料



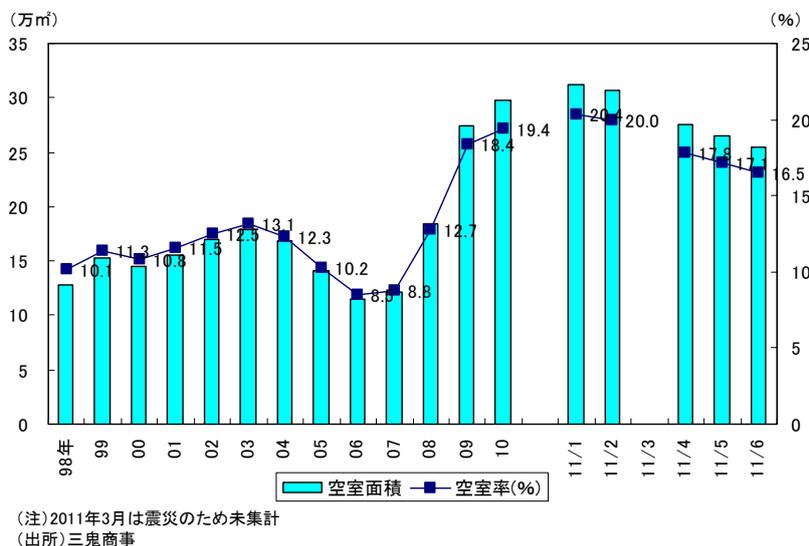
図表-7 東京都心3区の規模別オフィスレント・インデックス



<sup>9</sup> 新聞報道によれば、オムロン(京都)は、海外にも本社機能を持たせる意思決定拠点の複数化を検討する。

最後に、仙台のオフィス市場についてみると、宮城県内の被災ビルからの避難、東京など県外からの復旧支援人員の流入、復興事業期待による拠点拡大などで空室消化が大きく進んだ(図表-8)。今後、このような震災特需部分が剥落する可能性がある反面、東北における仙台の拠点性強化で需要が堅調に推移する可能性もある。

図表-8 仙台の空室率と空室面積

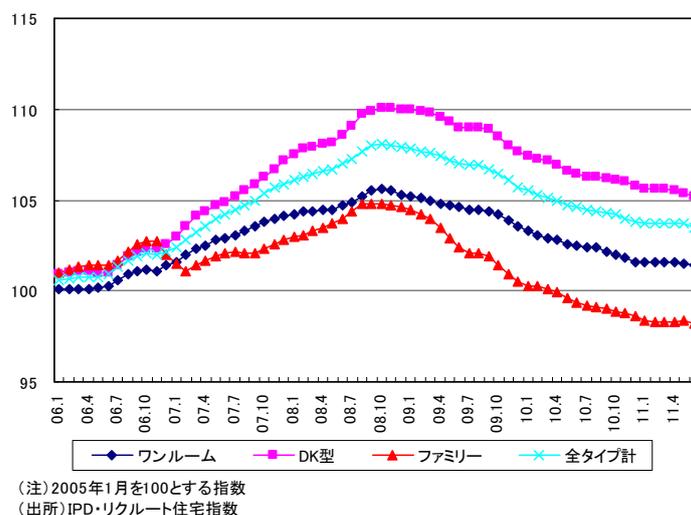


## ② 賃貸マンション

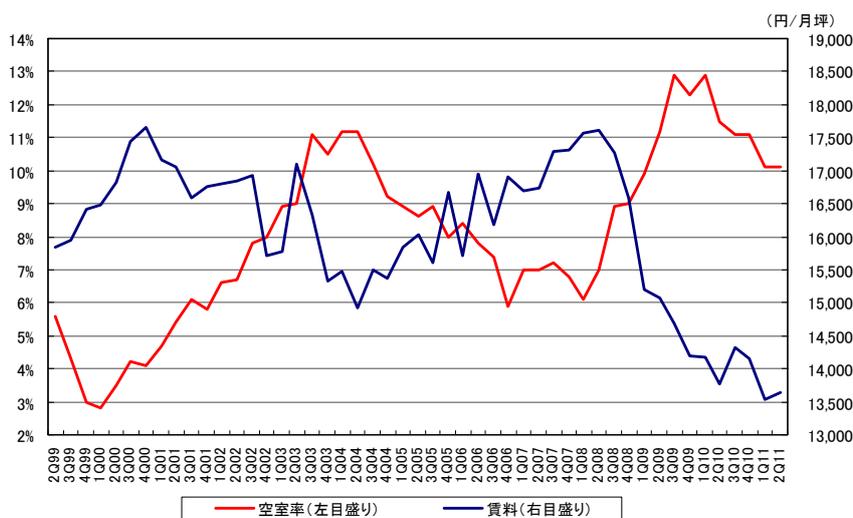
仙台では、被災による物件の減少と被災者や復旧支援者などの需要の急増で、賃貸住宅の需給が逼迫している。これに対し、底入れの兆しがみえていた東京都区部のマンション賃料は、震災後やや弱含んでいる(図表-9)。また、外国人や富裕層を主な顧客とする東京都心部の高級賃貸マンション市場は、2010年に新規供給が大幅に増加したことで需給バランスが崩れて賃料も低下したが、震災の影響はあまりみられず、ほぼ横ばいの動きとなっている(図表-10)。

個別にみると、J-REIT(不動産投信)や大型私募ファンドが保有する比較的高グレードの賃貸マンションは、震災前後とも高い稼働率を維持しており震災の影響は大きくない。

図表-9 東京都区部のタイプ別マンション賃料



図表-10 高級賃貸マンションの賃料と空室率



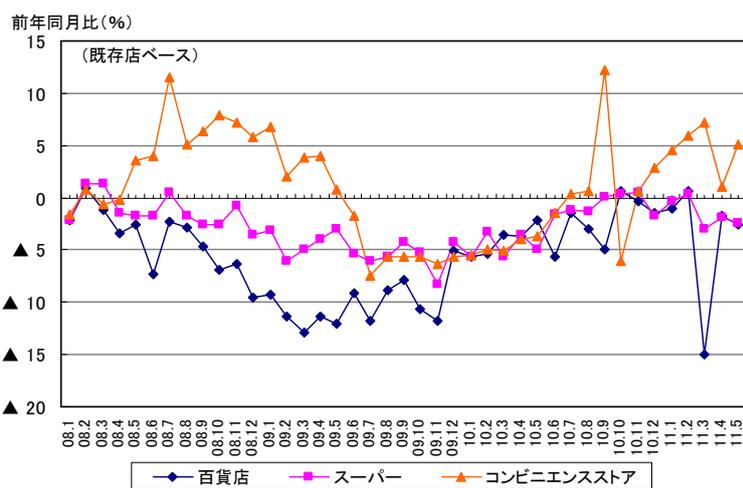
(注)対象は、期間中にケンコーコーポレーションで契約されたものうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
(出所)ケン不動産投資顧問

### ③ 商業施設・ホテル・物流施設

商業施設市場に関して小売業の動きをみると、震災直後の2011年3月に前年比▲7.5%と大きく落ち込んだ大型小売店販売額(既存店)は、5月には▲2.4%と下落幅が縮小した。百貨店とスーパーがマイナスで推移する一方、コンビニエンスストア売上高は7ヶ月連続で増加した(図表-11)。

低下傾向にあった消費者態度指数も、5月は4ヶ月ぶりに上昇したが、収入や雇用の不安は解消されていない。不要不急の高級品や高額レジャー消費の回復が遅れる<sup>10</sup>反面、インターネット通販や節電関連消費の拡大が期待できる。

図表-11 SC・百貨店・コンビニエンスストアの売上高



(出所)経済産業省「商業販売統計」

ホテル市場は、震災前まで稼働率の改善傾向が続き、一部で客室料金引き上げの動きもあったが、震災で市況は一変した。全国の客室稼働率をみると、4月を底に回復傾向がみられるものの、前年

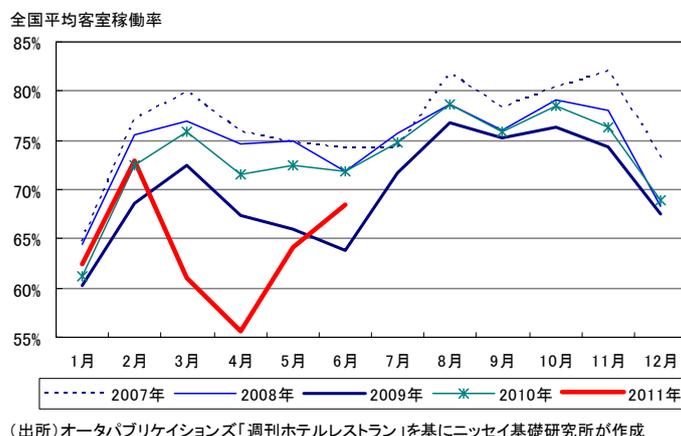
<sup>10</sup> 7月、8月の海外旅行需要が急回復しているが、韓国など近場のアジア方面が中心で、米国・カナダやオセアニアなど高額な遠距離ツアーは低迷している(日本経済新聞2011年7月28日)。

より低水準で推移している（図表－12）。主要都市別にみると、東京ディズニーリゾートの営業停止で千葉県浦安地区の落ち込みが最大となっており、地方や海外からの来場者が回復していないため、その後も低調である。また、大阪や福岡と比べ、東京の落ち込みも大きい。一方、仙台は3月、4月と大きく落ち込んだものの、復旧特需の影響で5月、6月は前年を20ポイントも上回る稼働率となっている（図表－13）。

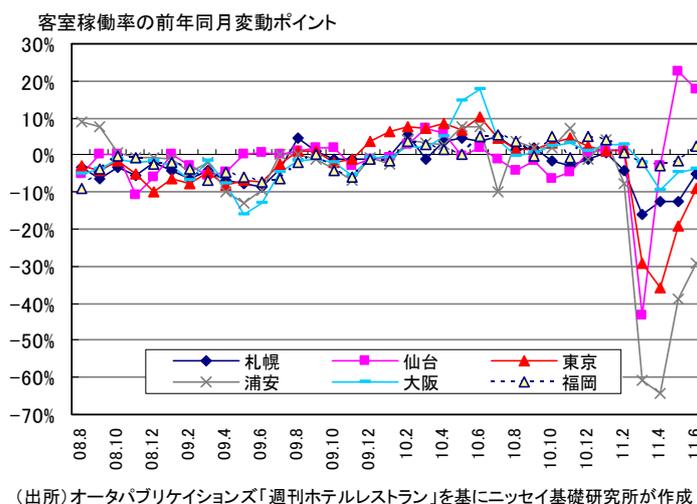
ホテル市場は、震災で最も直接的に大きなダメージを受けており、震災で激減した外国人観光客の動向が今後の鍵を握る。2011年6月の訪日外客数は前年比▲36.0%と復調の兆しがみられるものの、日本の”安全・安心”ブランドの失墜で、本格的な回復にはかなりの期間<sup>11</sup>を要すると考えざるをえない（図表－14）。

このような市況にもかかわらず、京都では、高級ホテルが新たに進出するなど積極的な動きが目立つ。これは、京都が世界のブランド観光地としての普遍的な評価を獲得していることと、景観規制などでこれまでホテル開発が少なかったことが背景にあると思われる（図表－15）。

図表－12 ホテルの客室稼働率暦年月次比較(全国)

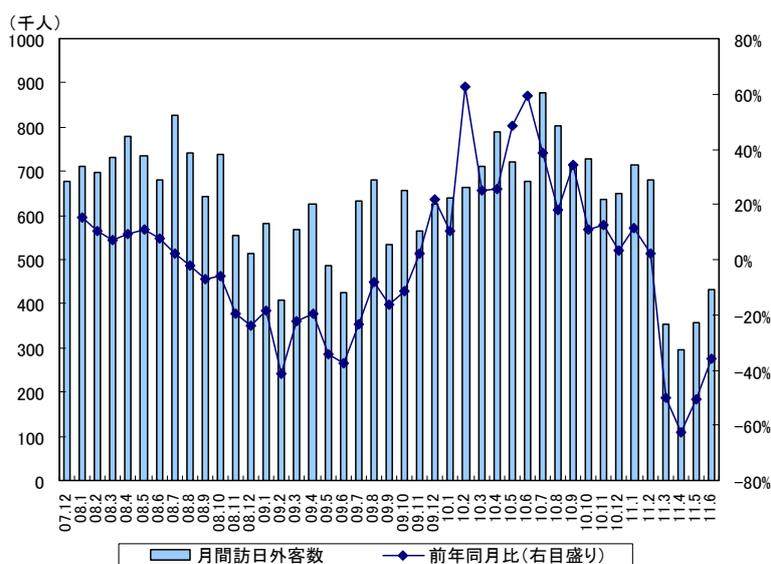


図表－13 主要都市の客室稼働率



<sup>11</sup> ジョーンズ・ラング・ラサールは、原発リスクに絡む風評被害が適切にコントロールされれば、ホテル市場は2012年下半期には回復すると予想している。

図表-14 訪日外国人数



(出所) 日本政府観光局 (JNTO)

図表-15 京都市内のホテル計画

| 竣工年  | 開発名                       | 事業者等               | 場所        | 室数  |
|------|---------------------------|--------------------|-----------|-----|
| 2011 | ロイヤルパークホテル・サ京都(東宝公衆会館建替え) | ロイヤルパークホテルアンドリゾート  | 中京区中島町74  | 175 |
|      | ホテルアンテム京都                 | 都市デザインシステム         | 南区東九条明田町7 | 61  |
|      | 絹の湯 花伝抄                   | 共立メンテナンス           | 西京区嵐山     | 105 |
| 2012 | ホテル近鉄京都駅                  | 近畿日本鉄道             | 下京区東塩小路   | 368 |
| 2014 | フォーシーズンズホテル(東山竹田病院敷地)     | パシフィックスター          | 東山区妙法院前側町 | 200 |
|      | ホテルフィタ京都建替え               | 積水ハウス(サ・リッツ・カールトン) | 中京区銚田町    | 136 |

(出所) ニッセイ基礎研究所

物流施設市場では、被災施設から緊急避難的な代替需要が発生したため、東京圏では空室率が大幅に低下した。震災による物流網の混乱や景気減速の影響で賃料は弱含んでいるとみられるが、ネット通販市場の拡大や物流事業の所有と経営の分離というトレンドに変化はなく、特に J-REIT やファンドが運用する大型施設においては、震災以降も新規参入や新規開発の動きが相次いでいる<sup>12</sup>。今後、景気回復に伴い、穏やかな市況改善が期待できる。

#### 4. 不動産投資市場・J-REIT 市場

震災後、東証 REIT 指数は一時 838.9 ポイントまで▲22%も下落した。震災による保有物件の補修費用等は約 32 億円で、資産総額に対する比率は 0.04%、年間予想利益の 2%と、災害の大きさに比べて物的被害は非常に限定的だった。3月14日の日銀による買入増額や J-REIT 本来の収益安定性・高利回りが評価され、3月18日には 1,000 ポイントを回復した(図表-16)。ただし、オフィス REIT を中心に既存物件の収益低下基調が続いており、今後の動向に注意が必要である。

震災後も、ファンドの資金繰りに大きな問題はなく、金融機関も慎重な姿勢ながらも融資を継続

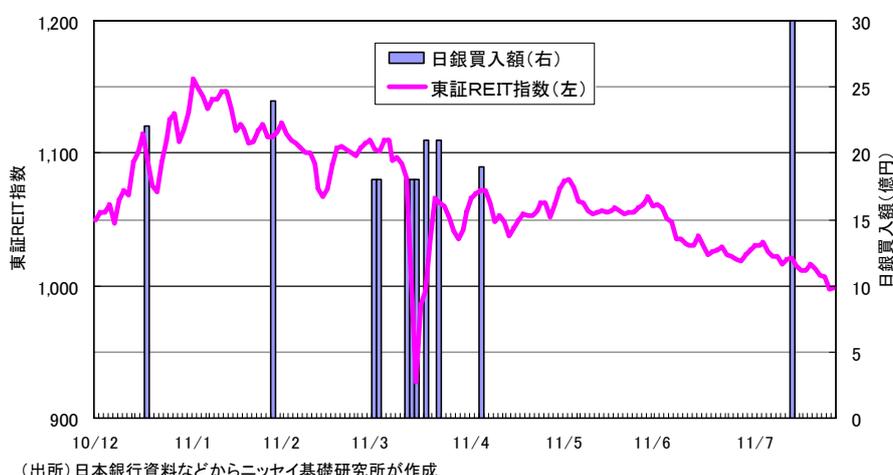
<sup>12</sup> 三菱地所が物流施設開発に参入したほか、ラサール・インベストメント・マネジメントは首都圏内陸部で開発用地を取得、プロロジスは、佐賀県、埼玉県、神奈川県で新規開発に着手している。また、倉庫業大手の三井倉庫と三菱倉庫も、単純な保管業務では成長が見込めないと、物流コンサルティングや 3PL 業務の強化や海外展開を計画している。

しているため、物件の売り急ぎはほとんどみられない。現時点では、アジアにおいて日本を代替できる安定した市場はなく、イーロードギャップも比較優位な水準で推移している。震災で様子見状態の海外投資家は多いものの、国内投資家や不動産会社、シンガポールや香港系投資家などによる大型取引、ファンドの新規組成は止まっていない（図表-17）。

2011年4月に日本不動産研究所が行った投資家調査では、標準的なAクラスビルの期待利回りは、仙台と千葉が若干上昇した以外は横ばいであった（図表-18）。また、東京について用途別にみても、湾岸の物流施設以外は横ばいであった（図表-19）。同時期にシービー・リチャードエリスが行った同様の調査でも、利回りはほとんどのセクターで横ばいとなっている<sup>13</sup>。

ただし、日本不動産研究所の同調査で震災が不動産市場に与える影響を聞いたところ、「震災は新規投資意欲にネガティブな影響がある」とする回答が62%と最も多く、「リスクプレミアムの見直しを検討中」も43%だった点に留意し、今後の投資市場を注視していくべきであろう。

図表-16 東証REIT指数と日銀購入額



図表-17 不動産投資事例のトピックス

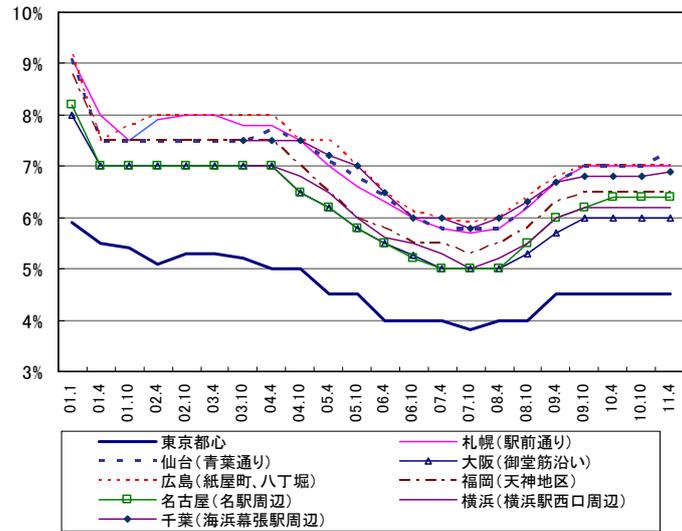
2011年4月～直近（J-REITの取引除く）

- ・ラサール・インベストメント・マネジメントが、東京・大阪等の物流施設24棟を1400億円で売却。GLP、ブラックストーン入札参加
- ・杉並区が、東電のグラウンドを100億円で買い取り、運動公園・緊急避難所として整備する方針を発表
- ・エムケーキャピタルマネジメントが、グローバル・インターナショナル社（米）のファンドから国内14物件のAM受託
- ・野村不動産が、八丁堀のビルをローンスターから取得
- ・エムケーキャピタルマネジメントが、欧州投資家の新規ファンドで、東京圏や大阪の賃貸マンション6棟を59億円で取得
- ・国家公務員共済連合会（中）が、旧郵政宿舍跡地を60億円で取得
- ・日本レップが、マレーシアのREITに複数の物流ファンド（合計12物件）を売却
- ・GEリアル・エステートとアパティーン・アセット・マネジメントが、東京の賃貸マンション投資ファンド（4億ドル）組成を発表
- ・AXA・リアルエステート・インベストメント・マネージャーが、首都圏の商業不動産向けファンド組成とノンリコースローン提供を発表
- ・ラサールインベストメントマネジメントが、サッポロビールから習志野市の物流施設（定期借地権付建物）を取得
- ・メープルツリー・インベストメンツ（新）が、11年中に日本で250～400億円規模のファンド組成計画を発表
- ・サンフロンティア不動産が、東京・横浜の賃貸ビル4棟を54億円で売却

（出所）公表資料・報道を基にニッセイ基礎研究所が作成

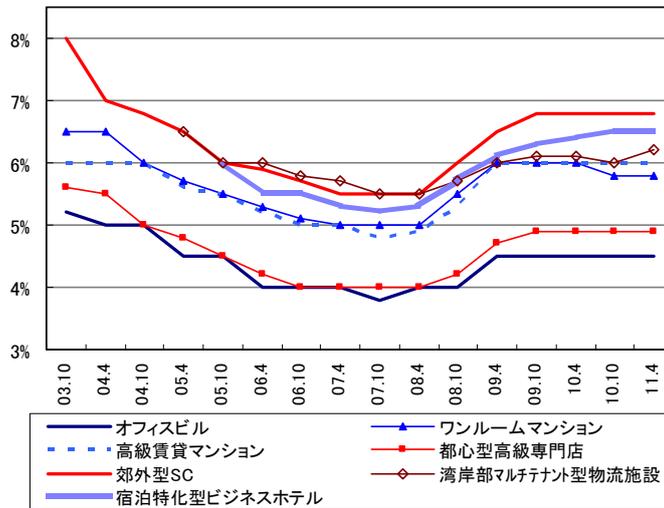
<sup>13</sup> これらは、震災直後のアンケートということもあって、投資家の多くは判断を保留した可能性がある点に留意が必要である。

図表-18 都市別期待利回りの推移(オフィスビル)



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-19 東京の用途別期待利回りの推移



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

以上