

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3四半期

ようやく下げ止まった東京都心のオフィス賃料

金融研究部門 不動産研究部長 松村 徹

omatsu@nli-research.co.jp

1. 経済動向と住宅市場

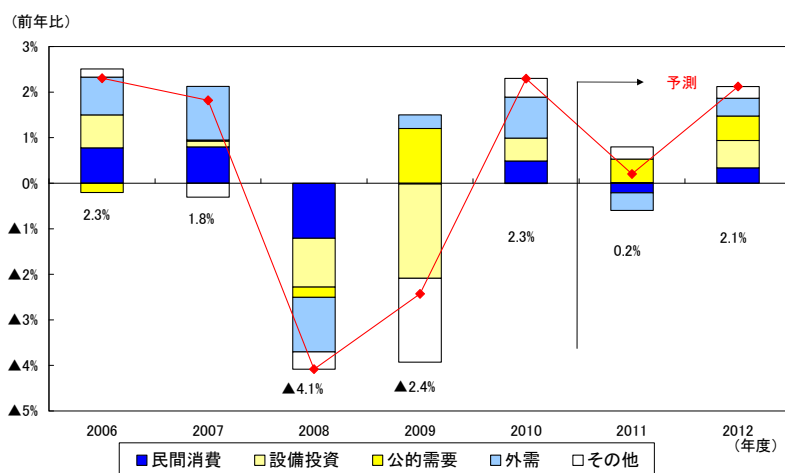
ニッセイ基礎研究所は、2011年度の実質GDP成長率を0.2%、2012年度を2.1%と予想している。サプライチェーン復旧や生産活動の回復から景気はすでに東日本大震災後の最悪期を脱し正常化に向かっているものの、海外経済・金融不安と円高が懸念材料である（図表-1）¹。

2011年8月の新設住宅着工戸数は、8.2万戸（年率93.4万戸）、前年比14.0%と震災にもかかわらず5ヶ月連続で増加した（図表-2）。内訳をみると、分譲マンションが5ヶ月連続、貸家が3ヶ月、持家が2ヶ月連続でそれぞれ増加している。今後も低金利が続く上、住宅エコポイントやフラット35Sなどの優遇措置復活で着工戸数は堅調に推移すると予想される。

8月の首都圏のマンション供給実績は2,306戸、前年比1.7%と3ヶ月ぶりに増加した（図表-3）。震災後、売り手が供給を絞り込む一方、買手も買い急ぐことがないため需給バランスは均衡しているとみられる。野村不動産アーバンネットの7月調査では、住宅購入検討者が購入時に重視するようになった条件は、「地盤」84.5%、「建物構造（耐震性など）」77.4%が上位で、「防災対策の充実」32.9%、「交通アクセス（通勤・通学時間等）」32.7%が続く。

8月の東京圏中古マンション成約件数は、6ヶ月連続で前年比減少、在庫も増加傾向にある。

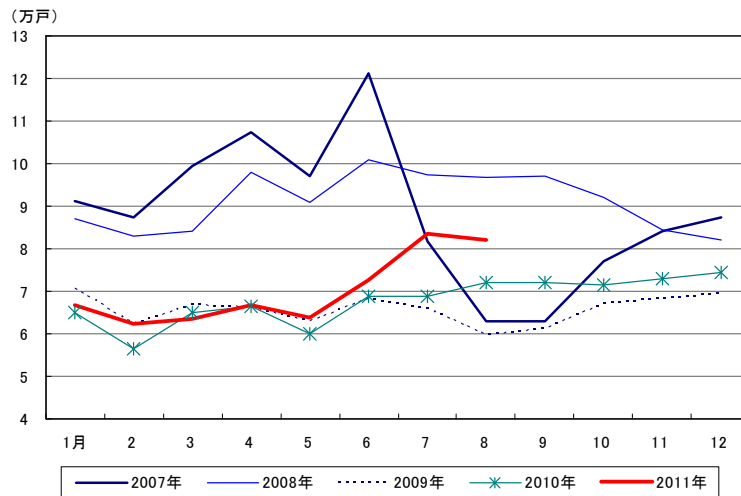
図表-1 実質GDP成長率の動きと予測



(出所) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、ニッセイ基礎研究所(2011年9月12日)

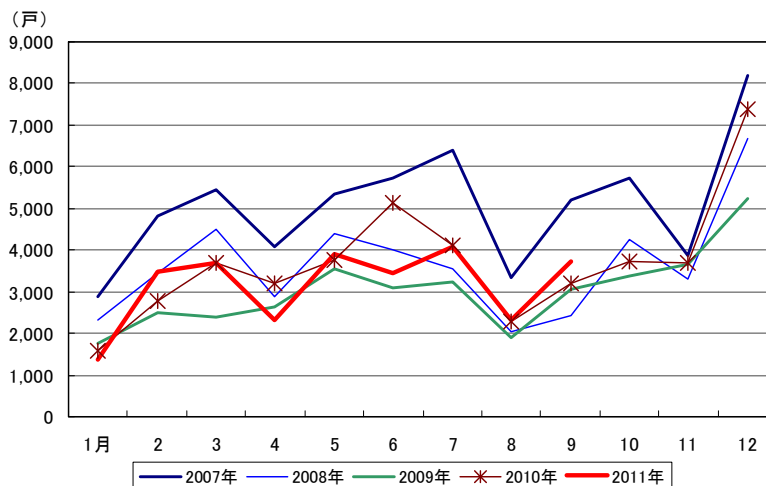
¹ 斎藤太郎『2011・2012年度経済見通し～11年4-6月期GDP2次速報後改定』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミストレーター、2011年9月12日

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 分譲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. 地価動向と不動産景況感

2011年7月1日時点の都道府県地価調査(基準地価)は、全国・全用途で見ると▲3.4%で20年連続の下落となったが、下落幅は前年より0.3ポイント縮小した。東京・大阪・名古屋の3大都市圏の基準地価は、不動産ファンドブームといわれた2006年から2008年にかけて上昇したが、地方圏では1991年の土地バブル崩壊後、地価上昇はみられない。なお、震災の影響で東京圏の地価は、住宅地、商業地ともに、直近半年間(2011年上期)の下落率が2010年下期の下落率を上回った(図表-4)。

野村不動産アーバンネット調査の東京都区部商業地価は、震災の影響で4月に弱含んだエリアもあったが、7月、10月は横ばいの動きとなった(図表-5)。

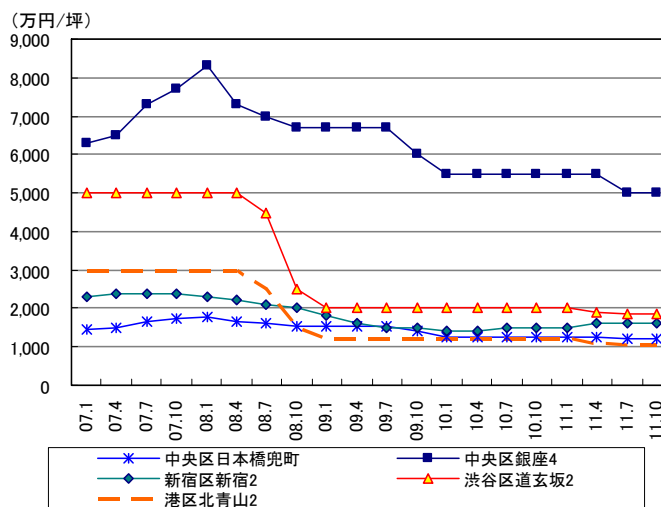
不動産業の景況感をみると、2011年7月時点の経営状況は、住宅・宅地分譲業がプラスとなったが、不動産流通業(住宅地)、不動産流通業(商業地)、ビル賃貸業はいずれもマイナスで推移している。しかし、今後の見通しはいずれも改善し、住宅・宅地分譲業と不動産流通業(商業地)はプラスになった(図表-6)。

図表-4 基準地価 半年間の地価変動率

	前年同期比 (%)			
	住宅地		商業地	
	10年下期	11年上期	10年下期	11年上期
全国	-1.2	-1.3	-1.7	-1.8
三大都市圏	-0.7	-0.8	-1.1	-1.2
東京圏	-0.7	-1.0	-1.1	-1.4
大阪圏	-1.0	-0.7	-1.4	-1.1
名古屋圏	-0.1	-0.3	-0.5	-0.6
地方圏	-1.8	-1.8	-2.4	-2.3

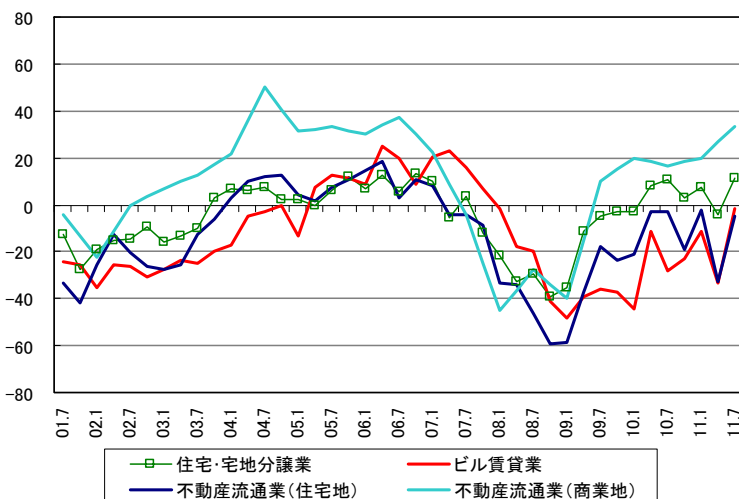
(出所)国土交通省「都道府県地価調査」

図表-5 東京圏商業地価の四半期動向



(出所)野村不動産アーバンネット

図表-6 不動産事業の景況感(3ヶ月後)



(注)不動産流通業(商業地)のみは、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

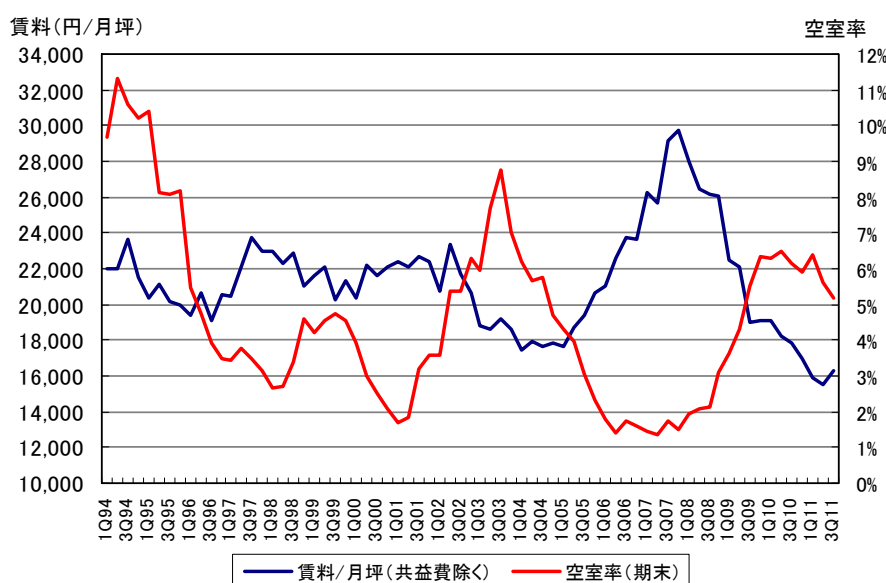
① オフィス

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²』をみると、2011年第3四半期の東京都心3区大規模ビル（基準階貸室面積200坪以上）の空室率は2期連続低下し、賃料も15四半期ぶりに前期を上回った（図表-7）。また、東京都心3区全規模平均も2四半期連続の上昇となり、前年比でも、全ての規模でマイナス幅が縮小している（図表-8）。

成約賃料を基に推計されたこのインデックスは、最近の傾向として、ビルオーナーが公表する募集賃料を基に計算されたインデックスに先行して動く特徴があることから、東京都心部のオフィス賃料がようやく下げ止まり、市況回復に向けて動き始めたとみられる（図表-9）ニッセイ基礎研究所では、東京都心3区大規模ビルの賃料が2011年第2四半期を底に上昇すると予測しているが、オフィス供給圧力の強さなどから、その上昇は力強さに欠け、上昇期間も短いとみている³。

また、最近、新旧ビル間の空室率の差が目立っている（図表-10）。2011年4月の森ビル調査によると、東京23区で新規賃借意向を持つ企業（回答企業の21%）の賃借理由は、「耐震性の優れたビルに移りたい」が45%（2010年11月調査時15%）と急増し、「賃料の安いビルに移りたい」40%を抜いて第1位になるなど、震災により耐震性や省エネ性の高い築浅ビルに対する需要がこれまで以上に強まっており、市況が回復しても新旧ビル間の空室率の差がそれほど縮小しない可能性もある。

図表-7 東京都心3区大規模ビルの空室率と賃料(四半期)

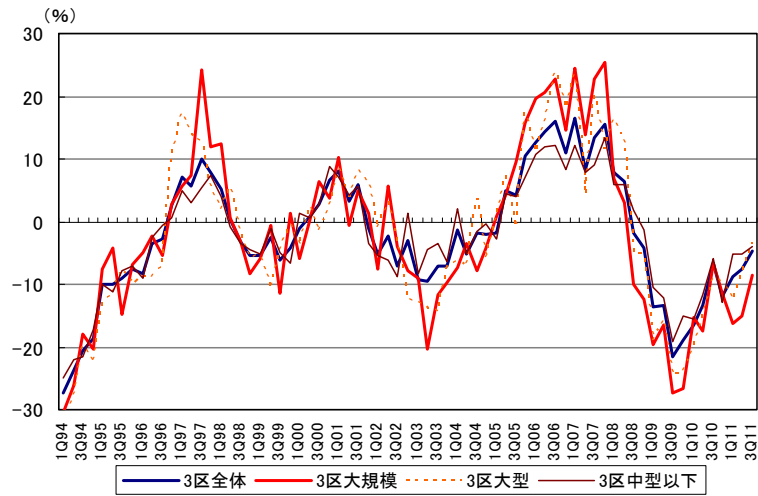


(注) 大規模: 基準階200坪以上
(出所) 空室率: 三幸エステート、賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

² [三幸エステート株式会社『オフィスレント・インデックス』](#)

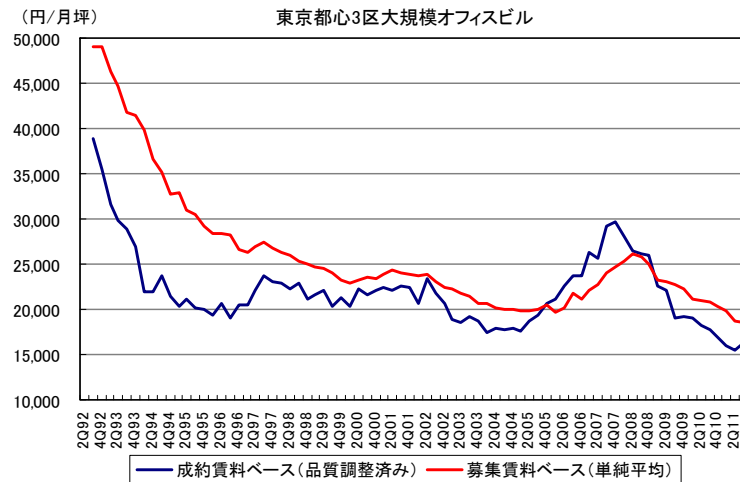
³ [竹内一雅『東京都心部のオフィス賃料予測 2011年版』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2011年8月23日](#)

図表-8 東京都心3区のオフィス規模別賃料の対前年比(四半期)



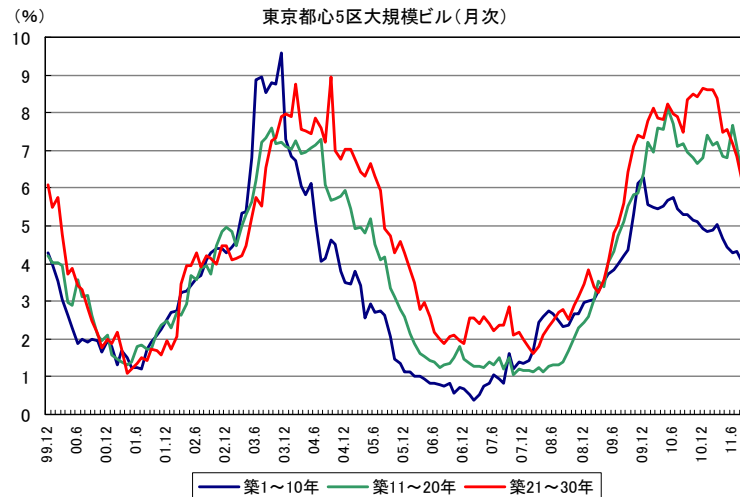
(注) 大規模: 基準階200坪以上、大型: 同100坪以上200坪未満、中型以下: 同100坪未満
 (出所) 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

図表-9 成約賃料インデックスと募集賃料インデックスの比較(四半期)



(出所) 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

図表-10 オフィス築年区分別空室率



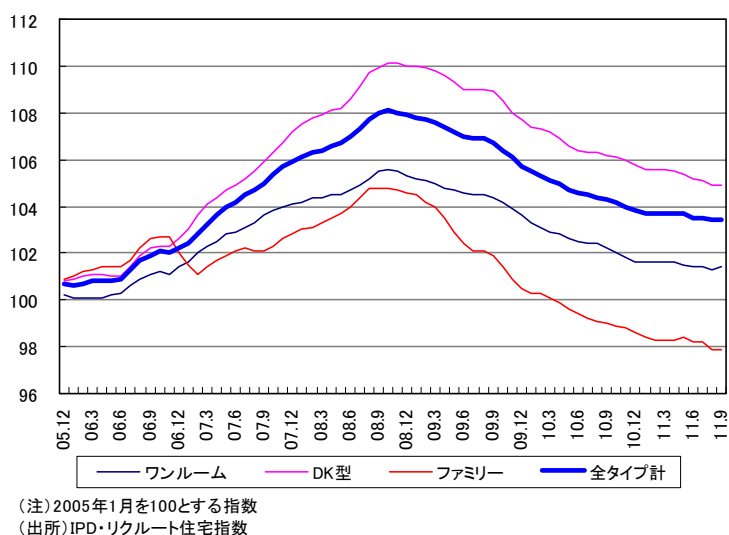
(出所) 三幸エステート

② 賃貸マンション

東京都区部のマンション賃料は、底入れの兆しがみえていたが、震災後はやや弱含んで推移している（図表-11）。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年の大量供給で需給バランスが崩れ賃料は低下したが、今のところ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。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、震災の影響は小さい。

ただし、日本経済新聞社が、現在持ち家がない20～50歳代の男女1,000人を対象に行ったインターネット調査（2011年9月～10月）で、将来マイホームを購入したいかどうかを聞いたところ、「購入したい」は44%と半分以下だった。購入したくない理由は、「賃貸の方が住み替えしやすい」が第1位で、「頭金を蓄えられそうにない」「賃貸の方が得」が続く⁴。地価が20年間下落していることや震災の影響から賃貸派が広がっているともいえ、今後の利用者意識や動向を注視していきたい。

図表-11 東京都区部のタイプ別マンション賃料



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、7月には0.8%と5ヶ月ぶりにプラスに転じたが、8月には▲2.6%と再びマイナスとなった。スーパーと百貨店の売上高はマイナスだが、コンビニエンスストアは10ヶ月連続で増加している。ただし、大手百貨店では、時計や宝石、ブランド品などの高額商品の売れ行きが好調となっており、東北地方でも高額消費が目立つ。

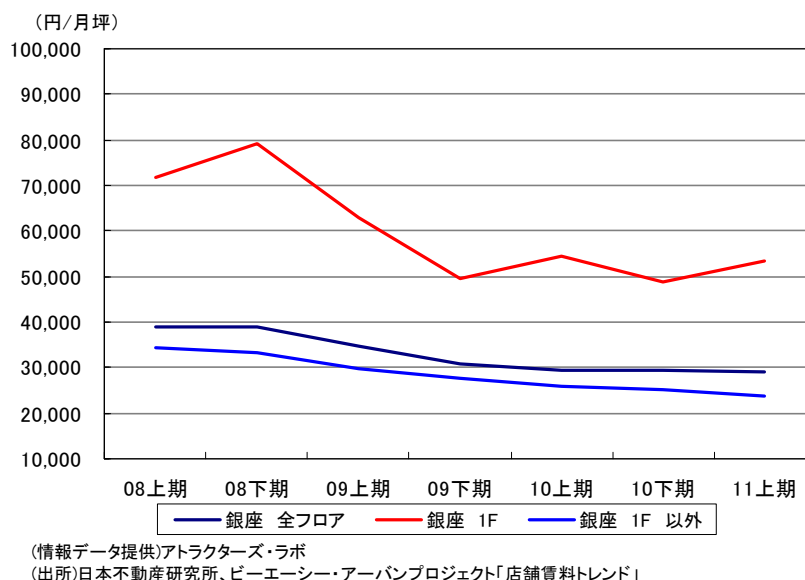
商業店舗の2011年上期賃料は、東京銀座の1階店舗が前期より10%上昇したほか（図表-12）、新宿、渋谷、池袋でも上昇しているが、地方主要都市は、札幌、横浜を除いて低下している。

なお、2010年度の国内通販市場売上高は、インターネット通販の拡大で4兆6,700億円、前年

⁴ 積水化学が、2011年7月に賃貸住宅居住の25～45歳の夫婦と家族500件に調査したところ、今後10年くらいの間に希望する居住形態は、「これからも賃貸派（「どちらかといえば賃貸派も含む」）」が54.4%と過半数を占めた。理由の第1位は「自由に引っ越せるなど自由度がある」で、「住み替えが容易」「資金的余裕がない」が続く。

度比 8.4%、12 年連続の増加となった。スーパーマーケットや専門店もインターネット通販を強化している上、スマートフォンを活用した通販も増加するなど、小売のあり方が対面販売中心から変化しつつあり、中長期的に従来の店舗施設需要が縮小する可能性がある点に留意すべきである。

図表-12 商業店舗の賃料動向(東京・銀座)



ホテルは、震災で最も大きなダメージを受けた不動産セクターだが、内外ビジネス客の回復と客室料金の大幅値下げによる需要喚起策で客室稼働率は上昇している(図表-13)⁵。日本経済新聞社の調査によると、8月の東京の主要シティホテル稼働率は71.9%、前年比▲3.7ポイントと6ヶ月連続で前年を下回ったものの、震災後初めて70%台に戻った。また、大阪のシティホテルは、90.4%と2ヶ月連続で前年を上回り、4年ぶりの90%台となるなど回復傾向が強まっている。

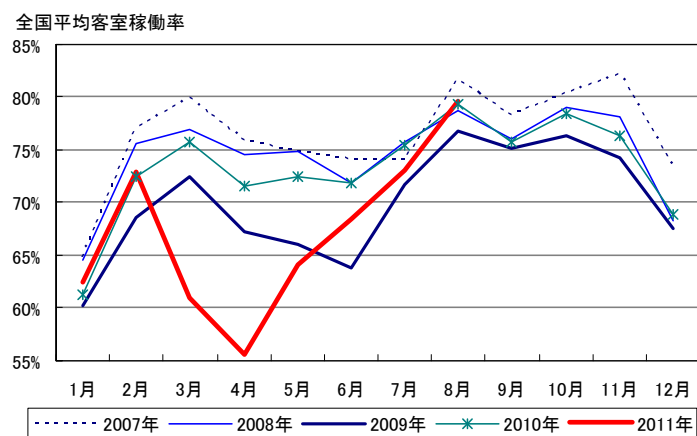
一方、2011年9月の訪日外客数は、前年比▲24.9%と7ヶ月連続で大幅な減少が続く(図表-14)。減少幅は縮小傾向にあるものの、原発事故で日本の安全・安心ブランドが失墜した上、円高の影響もあり、回復には時間を要すると思われる(図表-14)。

物流施設市場では、2011年第2四半期の荷動き指数が4四半期ぶりに上昇し、2011年第3四半期の見通しも大幅に上昇するなどファンダメンタルズに改善がみられる。また、中長期的にみても、インターネット通販市場の拡大や物流事業における所有と経営の分離が追い風となっており、新規参入や大型物流施設開発、ファンドによる新規投資などポジティブな動きが多数みられる。たとえば、シンガポール政府投資公社(GIC)傘下の物流施設開発・運営会社のグローバル・ロジスティック・プロパティーズ(GLP)は、カナダの公的年金と共同で日本の物流施設開発ファンドを組成する⁶。

⁵ ビジネス客の回復を受け、リゾートトラストは、2012年に大阪市、2013年に金沢市でビジネスホテルの新設を再開する予定である。同社はリーマン・ショック後の2009年3月に「ホテルトラスティ神戸旧居留地」を開業した後、新規開発を休止していた。

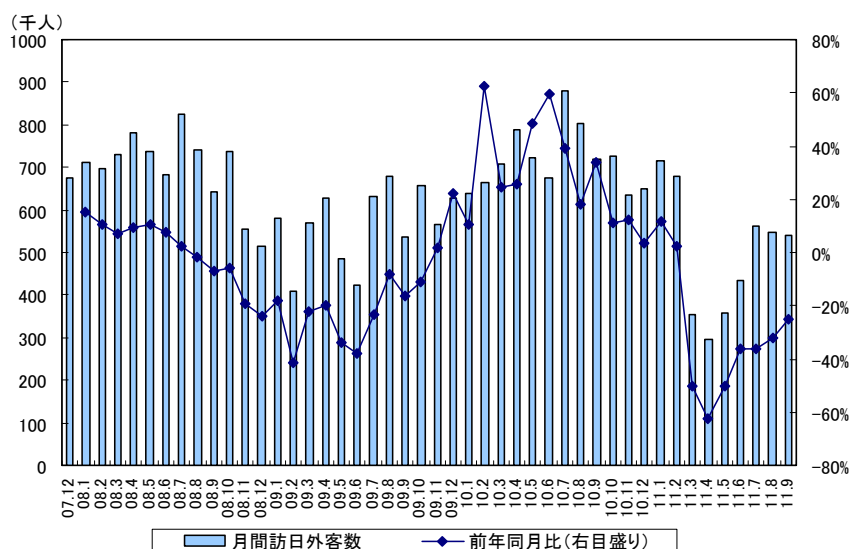
⁶ 報道によると、運用期間は10年超でファンド総額5億ドルを想定。当初3年は、首都圏や大阪などでマルチテナント型とビルド・トゥ・スーツ(BTS)型計10~12施設を開発予定。

図表-13 ホテルの客室稼働率暦年月次比較(全国)



(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-14 訪日外国人数



(出所) 日本政府観光局(JNTO)

4. 不動産投資市場・J-REIT 市場

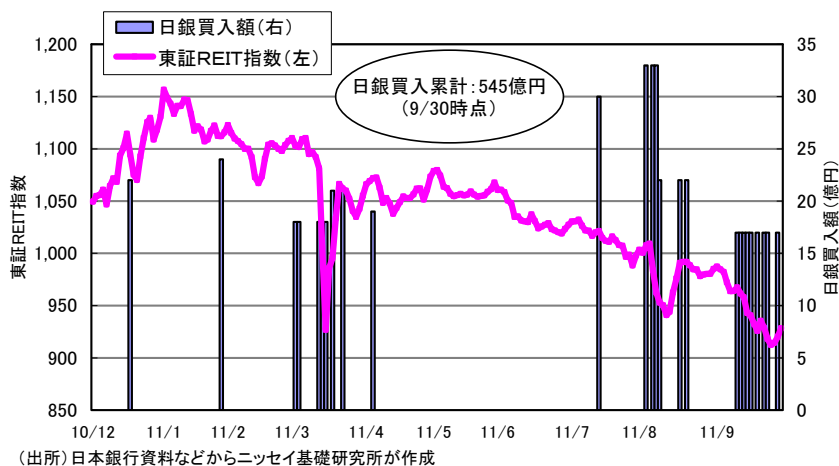
2011年9月の東証REIT指数は、欧州債務危機の深刻化やグローバル経済の悪化懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まり前月比▲5.7%下落した。日銀は9月単月で153億円、累計で545億円を購入しており、2012年末までに1,100億円を買入れ予定である(図表-15)。2011年上半期の実績分配金は、震災による特損計上にもかかわらず、34社中30社が事前予想を上回り、予想分配金水準も底入れの様相を示している。ただし、オフィスREITを中心に既存物件の賃貸収益の下落基調が続いている。また、J-REITによる9月の物件売買は、購入14物件・408億円、売却2物件・21億円と購入が前月よりやや減少した。

私募ファンドの資金調達環境は大幅に改善しており、大型物件の売り急ぎは見られない。外資系投資会社の撤退もほとんどなく、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や新規の不動産開発、ファンド組成も少なくない(図表-16、17)。震災後も、アジアにおいて日本を代替できる規模を持つ安定した不動産市場はなく、依然としてイールドギャップも比較優位

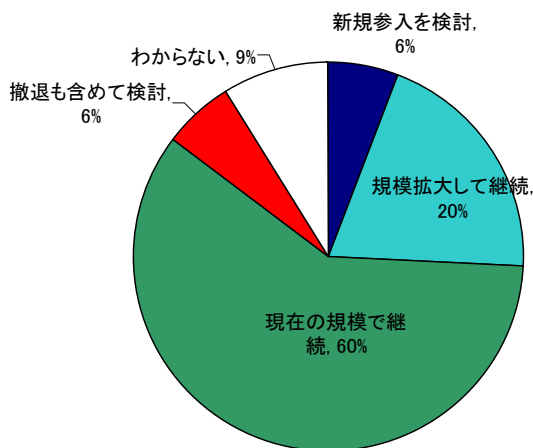
な水準にある。

ニッセイ基礎研究所が10月に実施したアンケート⁷で、不動産投資市場の景況感を聞いたところ、現状は「やや悪い」（59.8%）とする回答が圧倒的に多く、「悪い」と「やや悪い」の合計が7割強を占めた。また、今後の見通しは、「やや良くなる」との回答が最も多く、「変わらない」と合わせて4割を占めたが、昨年アンケートになかった「悪くなる」との回答が再びみられた上、「やや悪くなる」も増加している点に留意が必要である（図表-18）。

図表-15 東証REIT指数と日銀購入額



図表-16 外資系投資家の日本での事業・投資継続意向



(注) n=35。調査期間: 2011年6月21日~28日
(出所) 日経不動産マーケット情報2011年8月

⁷ 増宮守『防災・省エネ性で市場は二極化へ、投資セクター選考に変化も〜第8回不動産市況アンケート結果』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2011年10月19日

図表-17 最近の不動産投資事例

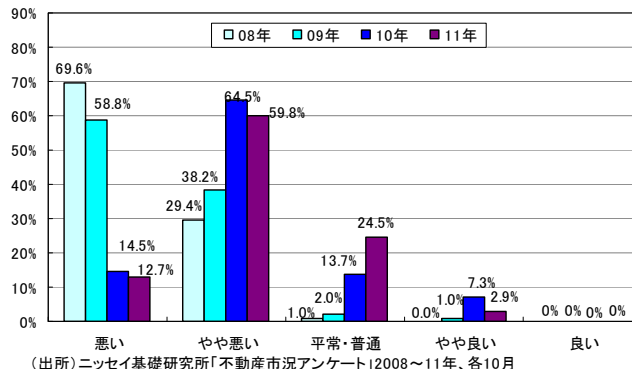
2011年7～10月直近判明分(J-REITの取引除く)

- ・CBREグループが、INGグループのアジア地域不動産投資運用事業を買収
- ・不動産ファンド運用会社JRAMC(韓)が、年金基金から出資を募り、1000億円規模の日本の不動産投資を計画
- ・香港の激成投資が、大阪心斎橋のビジネスホテルをセキュアード・キャピタル・ジャパンから18億円で取得。日本で3件目の投資
- ・ホライズンキャピタルパートナーズが、閉鎖された外神田の旧千代田給食センターを千代田フードサプライから取得
- ・設楽コーポレーションが、銀座3丁目の共同ビルをSPCから取得。賃貸用として運用する方針
- ・ロイヤルホテルが、大阪中之島のリーガロイヤルホテル敷地を190億円で筆頭株主の森トラストへ売却、営業は継続
- ・京阪電鉄が、築50年の虎ノ門5森ビルを森ビルから取得
- ・GLP(新)とカナダの年金基金CCPIは、日本の物流施設を開発するファンドを組成。3年間で10棟、1000億円相当を投資
- ・中央三井トラストリアルティが、海外投資家向けの住宅特化型3号ファンドの組成を目指す
- ・シンガポール系ホテルチェーンのCDLが、銀座グレストビルと隣地をコスモスインシアから95億円で取得。三井不のP.J.Mでホテル開発を計画
- ・アルファ・インベストメント・パートナーズ(新)が、350億円の出資確約を得たアジア不動産投資ファンドAAMTF IIを組成
- ・中央三井トラストリアルティが、国内機関投資家向けの住宅特化型2号ファンドの運用を開始。資産規模60億円
- ・東京電力が、東日本に分散するノコア不動産40数件、50億円の売却を決定
- ・三菱商事系のダイヤモンド・リアルティ・マネジメントが、258億円規模のデータセンター特化型私募ファンドを組成。国内年金などが出資
- ・三菱商事、近鉄不、長谷工が、大森のホテルモントレ山王(6月閉館)を取得。今後の利用方法は未定
- ・三菱商事都市開発が、米国のロス系ファンドから渋谷区神南の閉鎖ビル2棟を取得し、建替え予定
- ・GLP(新)が、東京・大阪等の物流施設24棟をラサール・インベストメント・マネジメントから1400億円で取得
- ・システムソフトが、福岡市天神の本社ビルを売却し、リースバックすることを公表
- ・日本レップ(9月からグッドマン・ジャハン)のファンドが、大阪堺浜で物流用地6万㎡を取得。延床13万㎡、250億円規模の開発を計画
- ・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)を売却予定だったが中止に
- ・ラサール・インベストメント・マネジメントのファンドが、江東区の物流施設2棟(延床2.5万㎡)を取得
- ・ヒューリックが、神奈川県ITソリューションセンターを外資系IT企業から取得、売主はリースバック。投資家への転売が決まっている
- ・ザイマックスが、本社ビル向かいの溜池山王ビルを取得。自社利用目的
- ・ローンスター(米)が出資、ハドソン・ジャパンが運用するファンドが、台東区上野の築27年のオフィスビルをSPCから取得
- ・モルガンスタンレー(米)の大型ファンドがデフォルト。CMBS再格下げ。内幸町の新生銀行旧本店ビル売却へ。
- ・日本GEが、東品川のカルサイトビルをダウインチ・アドバイザーズのSPCから取得。ダウインチはAIGから、AIGはシナモンから取得
- ・ヒューリックが、ヨトバシカマが入居する吉祥寺フロムイーストビルをローンスター(米)から300億円程度で取得。年内にも転売予定
- ・香港系投資家のSPCが、デフォルトしたCMBSの担保だった南麻布の高級賃貸マンションを約10億円で取得
- ・福岡のソフ会社応研が、代々木のビルをリサ・パートナーズから取得し、東京本社として利用
- ・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

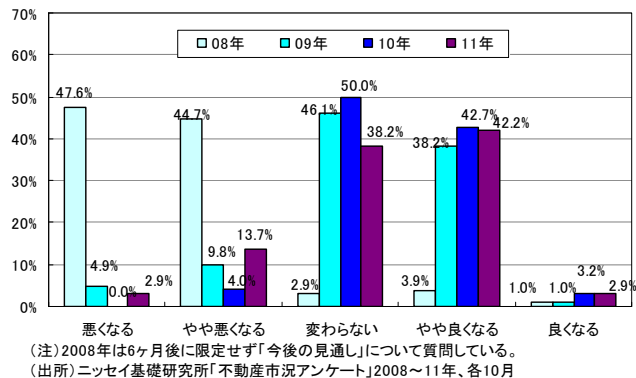
(出所)公表資料・報道を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-18 不動産投資市場の景況感

(現在)



(6ヵ月後)



5. 東日本大震災の不動産市場への影響

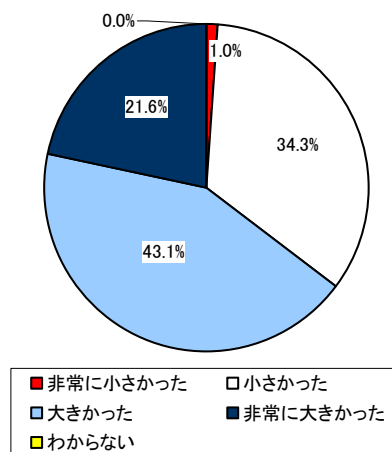
前述の不動産市況アンケートで、震災（原発事故・放射能汚染含む）が不動産市場に与えた影響の大きさについて聞いたところ、「非常に小さかった」と「小さかった」とする回答が合わせて4割近くを占めた（図表－19）。震災直後は、「やや深刻（地域限定的だが長期的）」、「深刻（広域的だが短期的）」、「非常に深刻（広域的かつ長期的）」との回答が合わせて9割超を占めたが、不安感や不透明感がかなり払拭されたようである。ただし、「非常に大きかった」との回答も21.6%あるだけに、今後の市場動向を注視する必要がある。

また、中長期的にみて、日本の不動産市場で大きく進むと思われる変化では、「不動産の選別や二極化」と「不動産の防災技術や省エネ技術」への支持が高かった（図表－20）。今後の価格上昇や市場拡大が期待でき、魅力的と思われる投資対象では、「中国をはじめとするアジアの不動産」への支持が半数近くあり、昨年以上に関心が高まっていることがわかる。次いで、「物流施設」への支持が4割強ある一方、日本における主要投資セクターの「オフィスビル」への支持が昨年より減少している（図表－21）。

最後に、防災性（制震・免震構造、非常用電源、備蓄倉庫、複数の交通アクセスなど）と省エネ・省電力性において特に優れた不動産に投資するとした場合、そうでない不動産と比べて収益還元利回りにどの程度のプレミアム（基準利回りからマイナスする）を考慮するかについて聞いたところ、何らかのプレミアムを考慮するとの回答がほとんどを占め、1%を超える高いプレミアムを付けるという回答も6.9%あった（図表－22）。今後、新たに開発されるオフィスビルやマンション、物流施設などにおける防災・省エネ機能の引上げはいうまでもなく、既存不動産の耐震・省エネ改修需要の強まりも予想される。

図表－19 震災が不動産市場に与えた影響の大きさ

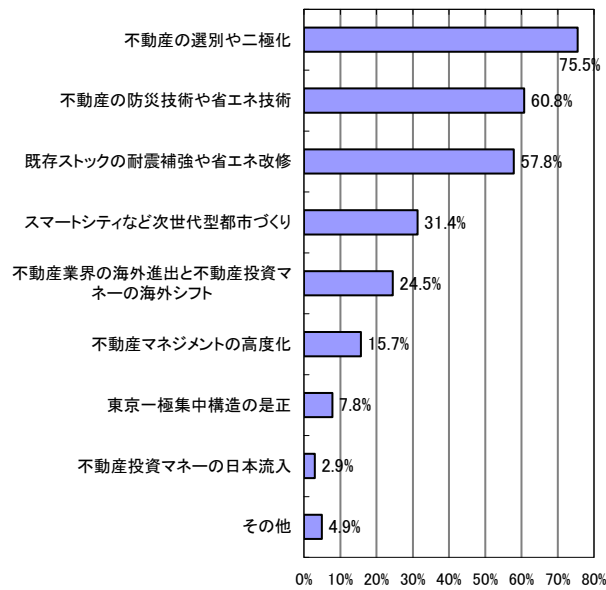
（単回答）



（出所）ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(2011年10月)

図表-20 震災後、長期的に進むとみられる変化

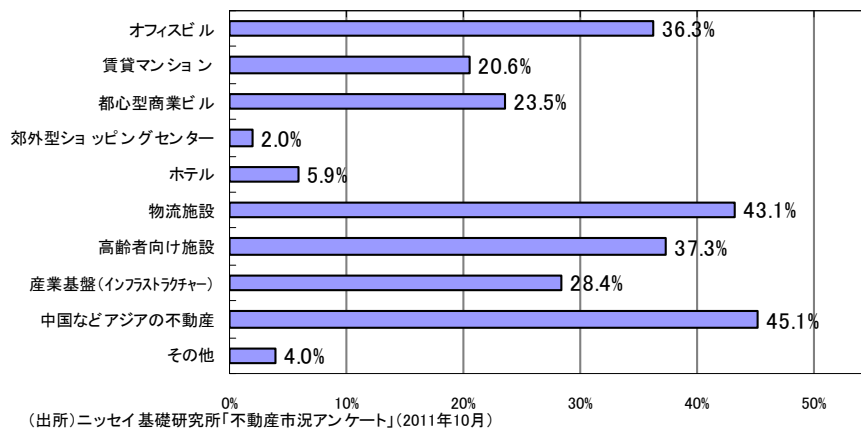
(複数回答:3つ)



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(2011年10月)

図表-21 今後、価格上昇や成長が期待できる不動産セクター

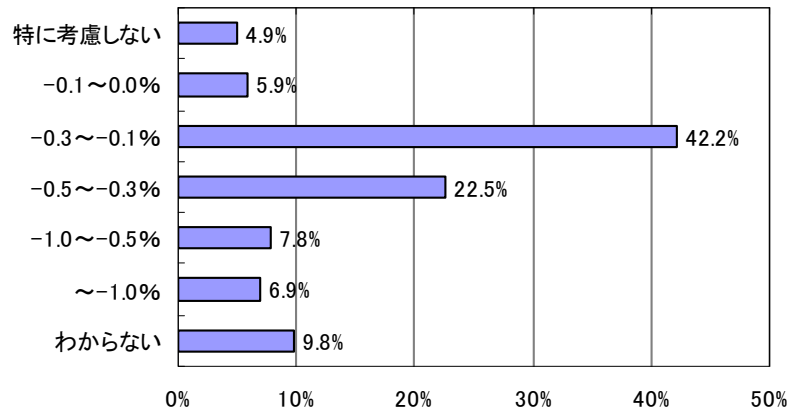
(複数回答:3つ)



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(2011年10月)

図表-22 防災性や省エネ性に特に優れた不動産に対する利回りプレミアム

(単回答)



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」(2011年10月)

(ご注意) 本稿記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本稿は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。