

不動産 投資 レポート

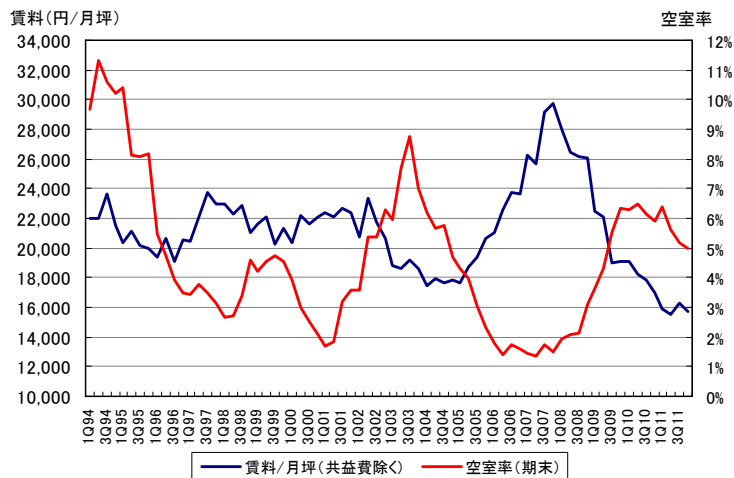
国内景気の足踏みで オフィスセクターの回復進まず 不動産クォーター・レビュー2011年第4四半期

金融研究部門 不動産研究部長 松村 徹
omatsu@nli-research.co.jp

要旨

- 国内景気は、東日本大震災後の最悪期を脱し正常化に向かっていたが、2011年第4四半期は欧州財政危機の緊迫化や新興国経済の減速、タイの洪水被害など海外要因から足踏み状態となり、大企業製造業の景況感も大きく悪化した。
- 不動産セクターでは、企業の景況感悪化の影響から東京のオフィス需要がやや後退し、前期上昇に転じた東京都心3区の大規模オフィス賃料は再び低下した。これに対して、賃貸マンション賃料は底打ち、ホテルと物流施設の稼働率は上昇するなど回復傾向を強めた。
- 東京圏(一都三県)では、震災と原発事故により企業や消費者のリスク意識が高まっており、不動産の立地条件や構造・設備などによる選別の強まりで、地価や不動産市場の二極化がより鮮明になりつつある。
- 東証 REIT 指数は、グローバルな金融システム不安などから前期比▲10.1%下落した。しかし、不動産の期待利回りは横ばいで推移し、ファンドの資金調達環境は改善している。既存ファンドの物件売却が増加する中、新たな私募ファンド組成も目立つようになった。

東京都心3区大規模ビルの空室率と賃料 (四半期)



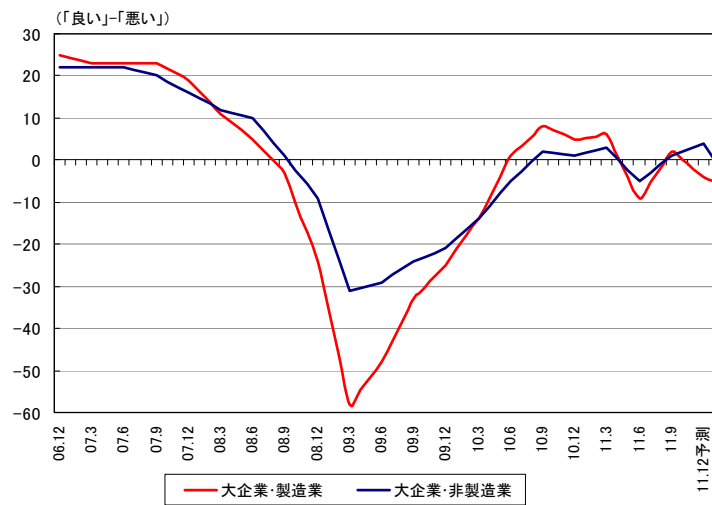
(注)大規模:基準階200坪以上
 (出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

1. 経済動向と住宅市場

国内景気は、東日本大震災後の最悪期を脱し正常化に向かっていていたが、第4四半期は欧州財政危機の緊迫化や新興国経済の減速、タイの洪水被害など海外要因から足踏み状態となり、大企業製造業の景況感が大きく悪化した(図表-1)。ニッセイ基礎研究所は、2011年度の実質GDP成長率を▲0.5%、2012年度を1.8%と予想を下方修正した(図表-2)¹。

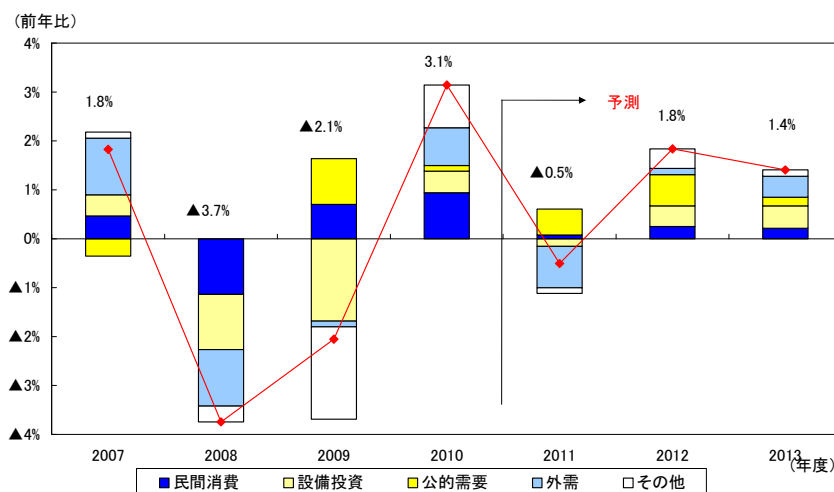
2011年11月の新設住宅着工戸数は7.2万戸(年率84.5万戸)、前年比▲0.3%と3ヶ月連続減少となった(図表-3)。内訳をみると、フラット35Sの金利下げ幅拡大措置終了の影響などで公的資金を利用した持家の減少が目立つ。貸家が3ヶ月連続減少、分譲マンションは2ヶ月連続増加だった。12月の首都圏のマンション供給実績は、8,012戸、前年比8.4%と2ヶ月連続増加したが、年間供給実績は44,494戸で前年比▲0.1%と2年ぶりに前年を下回った(図表-4)。

図表-1 大企業の業況判断DI



(出所)日本銀行「企業短期経済観測調査」

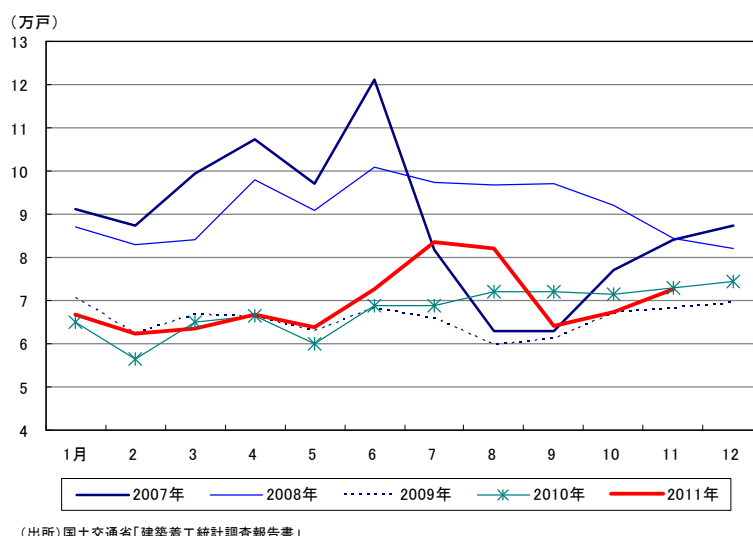
図表-2 実質GDP成長率の動きと予測



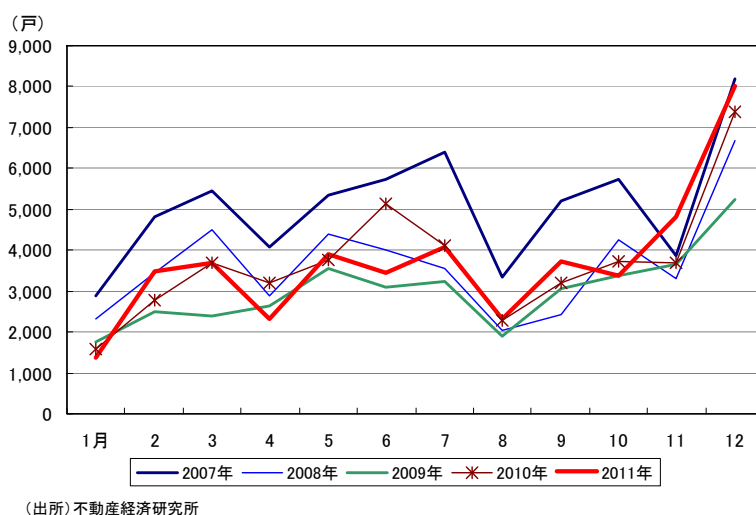
(出所)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、ニッセイ基礎研究所(2011年12月12日)

¹ 斎藤太郎『2011～2013年度経済見通し～11年7-9月期GDP2次速報後改定』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミストレタ一、2011年12月12日

図表-3 新設住宅着工戸数の暦年月次比較(全国)



図表-4 分譲マンション供給戸数の暦年月次比較(首都圏)



2. 不動産の景況感と地価動向

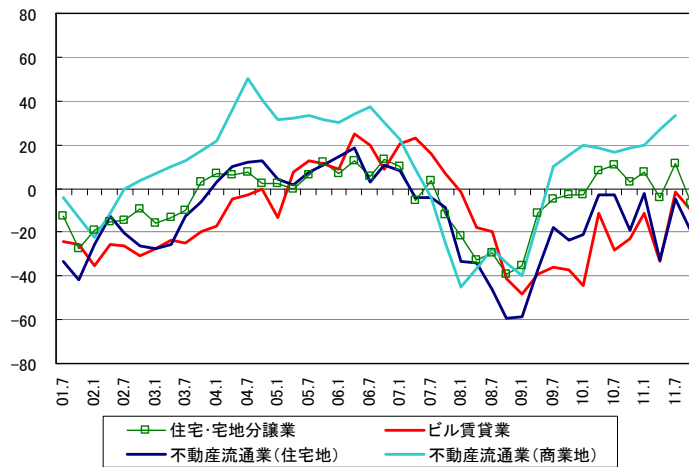
不動産の景況感をみると、2011年10月時点は住宅・宅地分譲業が2期連続でプラスとなったが、不動産流通業（住宅地）は2007年7月から、ビル賃貸業は2008年10月からマイナスで推移している。また、3ヵ月後（2012年1月）の見通しは3業種ともにマイナスであった（図表-5）。ビル賃貸業の空室状況は再びマイナスとなり、成約賃料動向は▲34.8と大幅なマイナスが続く。

野村不動産アーバンネットの地価調査によると、東京都心部主要地区の商業地価は、新宿を除き、震災の影響で2011年第2四半期（7月1日時点）に低下した後、3期連続横ばいで推移している（図表-6）。これに対し、東京圏住宅地は前期比▲0.9%、年間▲2.0%であった（図表-7）。

東京圏では、震災と原発事故により企業や消費者のリスク意識が高まっており、不動産の立地条件や構造・設備などによる選別の強まりで、地価や不動産市場の二極化がより鮮明になりつつある。湾岸部や内陸部で液状化被害が目立った上、放射能汚染のホットスポットが集中した千葉県では、人口流入が激減しており、マンションの新規供給や中古販売が落ち込んで住宅地価にも影響が出ている（図表-8、9）。野村不動産アーバンネットの地価調査を詳細にみると、千葉県の我孫子、南流山、柏、

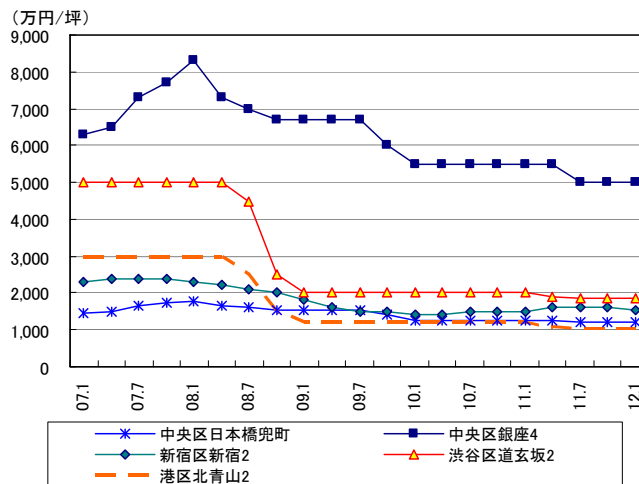
柏の葉は年間▲5%以上と大幅な下落が目立つ。なお、液化化被害が目立った浦安は▲1.8%であった。

図表-5 不動産事業 3ヵ月後の景況感
(年月は調査時)



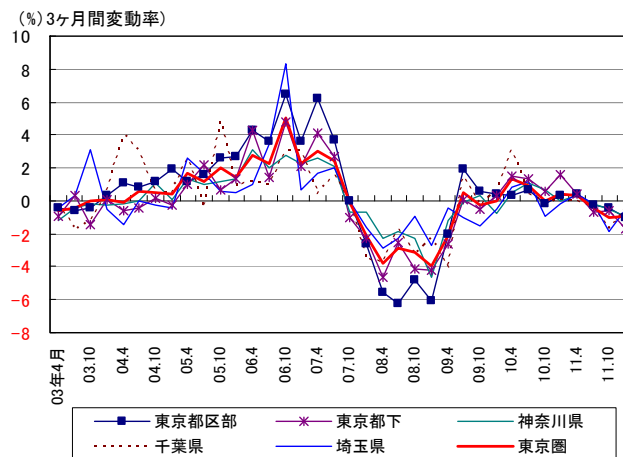
(注) 不動産流通業(商業地)のみは、1、7月の年2回調査のため、4、10月は直線案分している。
(出所) 土地総合研究所「不動産業況等調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-6 東京圏の商業地価動向
(四半期)



(出所) 野村不動産アーバンネット

図表-7 東京圏の住宅地価動向
(四半期)



(出所) 野村不動産アーバンネット

図表-8 首都圏の人口転出入

(2011年3～11月期と2010年3～11月期の比較)

(人)

都道府県	転入者数				転出者数				転入超過数 (-は転出超過)	
	2011年 3～11月期	2010年 3～11月期	対前年同期増減		2011年 3～11月期	2010年 3～11月期	対前年同期増減		2011年 3～11月期	2010年 3～11月期
			実数	率(%)			実数	率(%)		
埼玉県	130,471	132,813	-2,342	-1.8	119,939	119,419	520	0.4	10,532	13,394
千葉県	113,718	124,998	-11,280	-9.0	115,934	111,629	4,305	3.9	-2,216	13,369
東京都	322,841	326,359	-3,518	-1.1	282,090	279,208	2,882	1.0	40,751	47,151
神奈川県	174,012	178,841	-4,829	-2.7	162,833	163,488	-655	-0.4	11,179	15,353

(出所)総務省『東日本大震災の人口移動への影響』2011年12月26日

図表-9 首都圏の新設マンション着工戸数

(2011年4～11月期と2010年4～11月期の比較)

(戸)

都道府県	新設マンション着工戸数				
	2011年 4～11月期	前年同期比		2010年 4～11月期	前年比 率(%)
		実数	率(%)		
埼玉県	4,701	2,063	78.2	2,638	-28.1
千葉県	2,538	-567	-18.3	3,105	117.7
東京都	28,584	5,653	24.7	22,931	105.1
神奈川県	11,505	5,616	95.4	5,889	34.0

(出所)国土交通省『建築着工統計調査報告書』

3. 不動産サブセクターの動向

① オフィス

成約賃料データに基づく三幸エステート・ニッセイ基礎研究所の『オフィスレント・インデックス²』をみると、2011年第4四半期の東京都心3区大規模ビル（基準階貸室面積200坪以上）の空室率は3期連続低下した。しかし、第3四半期に15四半期ぶりに前期を上回った賃料は、企業の景況感悪化の影響から再び低下し、回復に向けた動きは一步後退した（図表-10）。ただし、ビル規模別賃料の前年同期比の動きをみると、マイナス幅は縮小傾向にある（図表-11）。

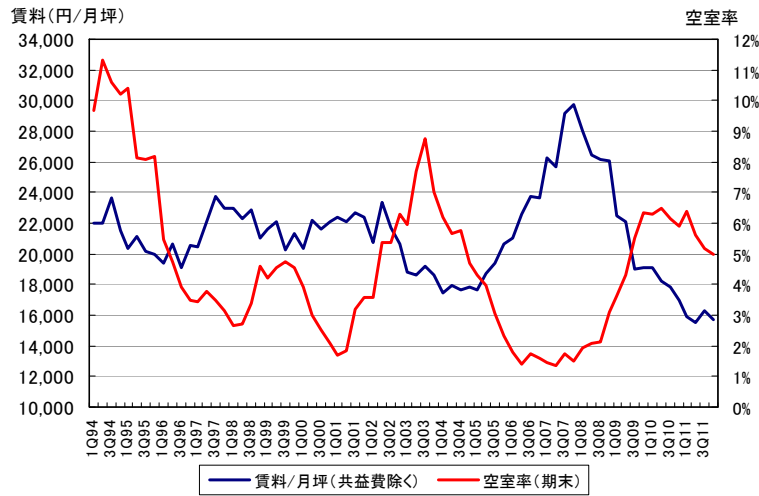
東京都区部で2012年に予定されている新規のオフィス供給量は2003年に次いで多いため、需給バランスが2012年上半年期まで悪化する懸念がある。三幸エステートの調査によると、東京都心3区の賃貸ストック面積に対する新規供給面積（2012～2014年3年間）の比率は7.0%と、他都市に比べて非常に高い水準にある（図表-12）。

しかし、今後、復興需要による景気回復や規制緩和による外資系企業の進出などが新たなオフィス需要を生み出せば、都心部のAクラスビルを中心に市況が改善する可能性が高い。森ビル調査によると、東京23区で新規賃貸意向を持つ企業（回答企業の22%）の賃借ビルの条件として、賃料・価格の安さが常に高い支持を得ているが、震災後は耐震性や防災体制への支持が急増している（図表-13）。2012年以降竣工が予定されている大型ビルのほとんどは、強固な地盤に高い耐震構造、多重化された電源や高い省エネ性能の設備仕様、高度な危機管理体制など企業のBCP（事業継続計画）ニーズの強まりに合致しており、特に古い既存ビルに対しては圧倒的な競争力を持つためである³。

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』](#)

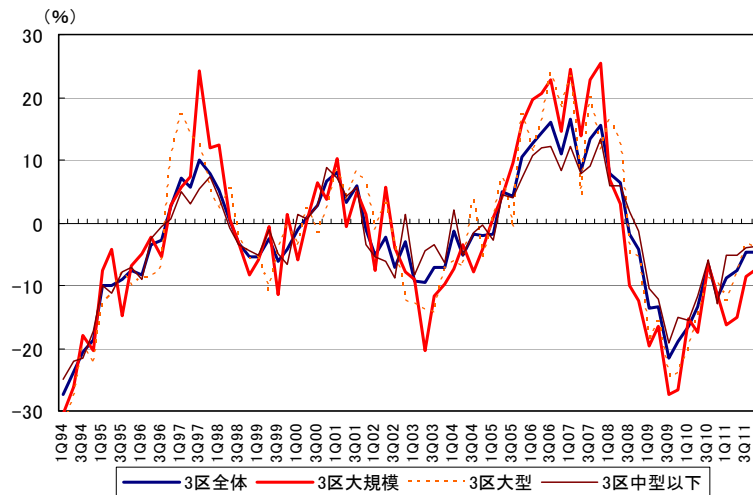
³ [松村徹『新世代ビルのキーワードは「サステナビリティ」～「環境」だけでは市場は動かない』ニッセイ基礎研究所、研究員の眼、2011年12月27日](#)

図表-10 東京都心3区大規模ビルの空室率と賃料(四半期)



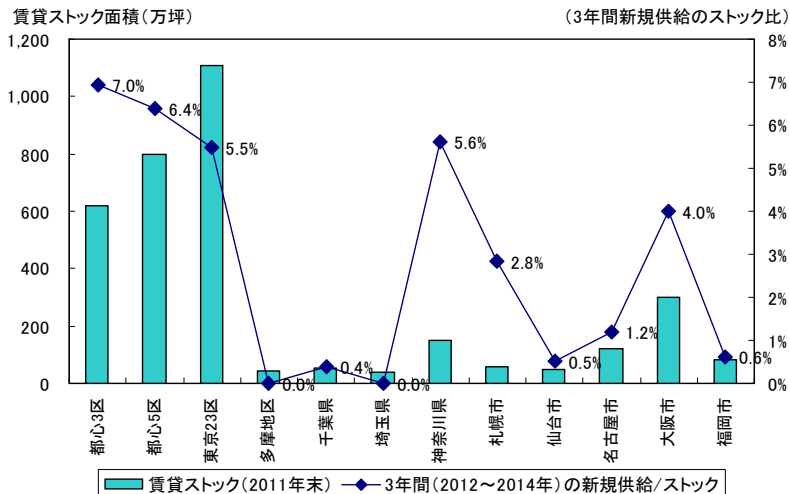
(注)大規模:基準階200坪以上
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

図表-11 東京都心3区のオフィス規模別賃料の対前年比(四半期)



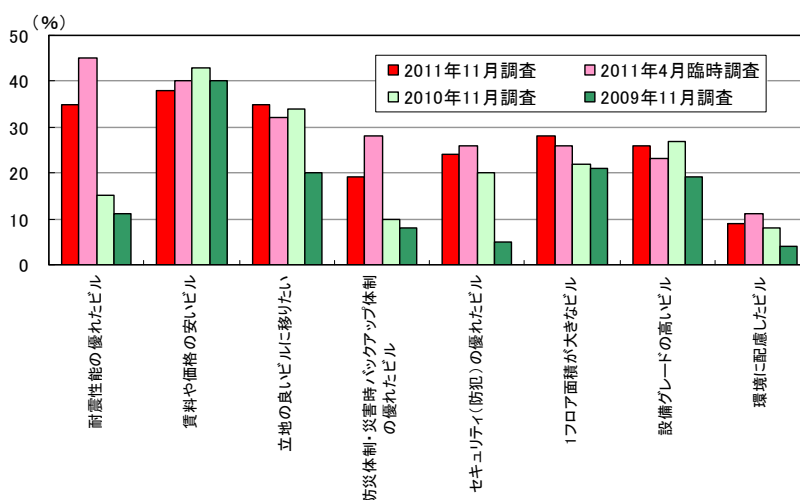
(注)大規模:基準階200坪以上、大型:同100坪以上200坪未満、中型以下:同100坪未満
(出所)三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

図表-12 2012~2014年新規供給のストック比率



(出所)三幸エステート

図表-13 移転予定企業が求めるビル条件

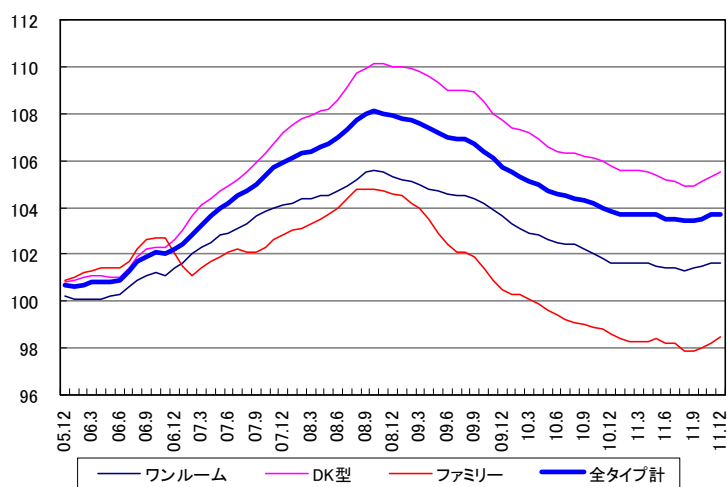


(出所) 森ビル「東京23区オフィスニーズに関する調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

② 賃貸マンション

震災後やや弱含んでいた東京都区部のマンション賃料は、ようやく底打ちしたとみられる(図表-14)。ただし、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、震災で外国人需要が弱含む一方、大量供給過が続き需給バランスが崩れている。

図表-14 東京都区部のタイプ別マンション賃料



(注) 2005年1月を100とする指数
(出所) IPD・リクルート住宅指数

③ 商業施設・ホテル・物流施設

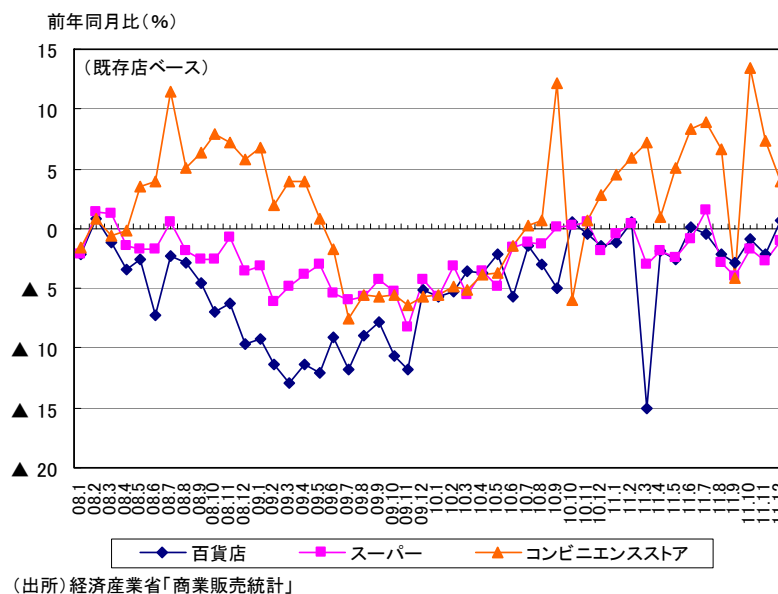
商業施設市場に関して大型小売店販売額(既存店)の動きをみると、8月から5ヶ月連続で減少した。コンビニエンスストアは3ヶ月連続増加、百貨店は6ヵ月ぶりに増加、スーパーは5ヶ月連続減少となった(図表-15)。11月の消費者態度指数は、「暮らし向き」「収入の増え方」「雇用環境」が悪化して7ヶ月ぶりにマイナスとなったほか、11月の家計調査では、2人以上の世帯の消費支出が9ヶ月連続マイナスとなるなど、ファンダメンタルズに大きな改善は見られない。なお、震災でコンビニエンスストアがライフラインとして定着し、女性や高齢者の来店が増加したことから、コンビニエンスストア大手5社は、2012年度に過去最高となる3,400店以上を国内で出店する計

画である。

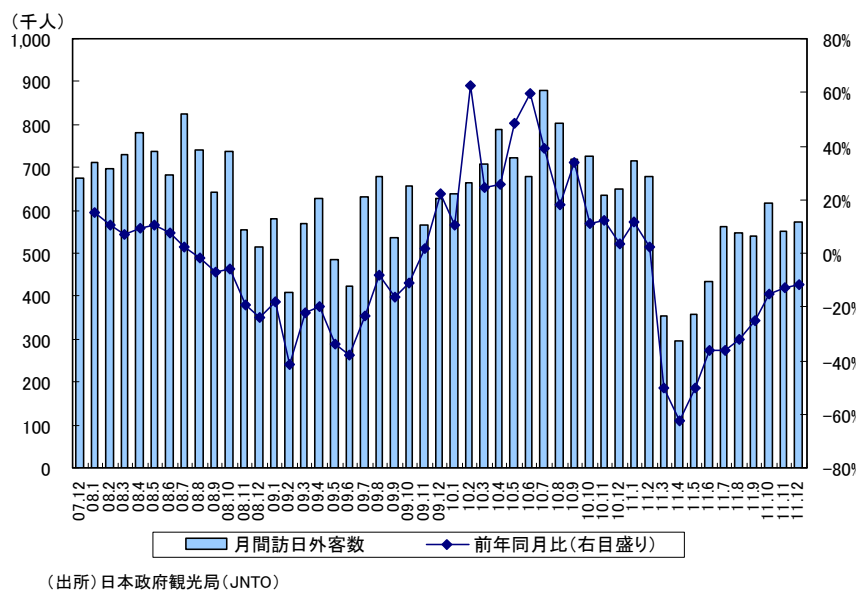
ホテル市場は、外国人観光客数の回復が遅れるものの、内外ビジネス客の回復と客室料金の大幅値下げによる需要喚起策などで客室稼働率が上昇、震災前の水準に戻った。一部のシティホテルでは、最低料金を上げる動きも出てきた（図表-16、17）。都市別にみると、東京ディズニーリゾート休園の影響で大幅に落ち込んだ浦安の回復や、復興需要に沸く仙台の高稼働率が特徴的である（図表-18）。

物流施設市場では、先行指標である荷動き指数が第4四半期実績と2012年第1四半期見通しが低下したが、ファンドの投資対象となる大型のマルチテナント型物流施設の第4四半期空室率は、首都圏、関西圏とも低下して過去最低水準となった（図表-19、20）。賃料はまだ弱含んでいるが、市況改善を受けて施設開発計画や大型投資も相次いでいる。

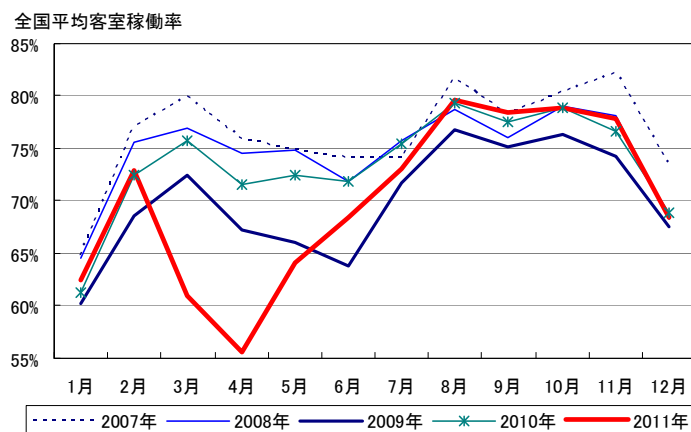
図表-15 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの売上高



図表-16 訪日外国人数

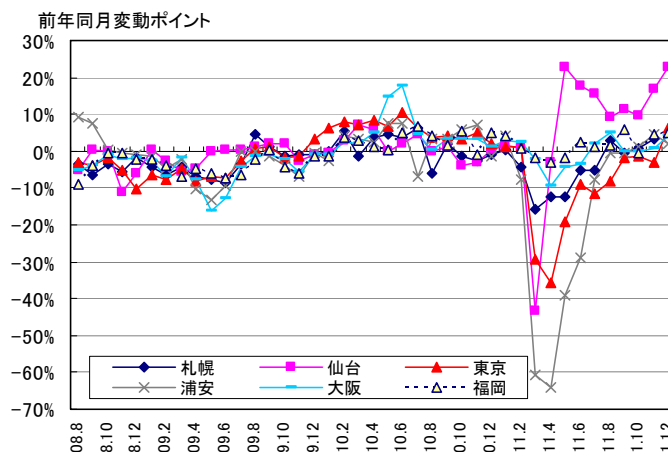


図表-17 ホテル客室稼働率の暦年月次比較(全国)



(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-18 主要都市別のホテル客室稼働率



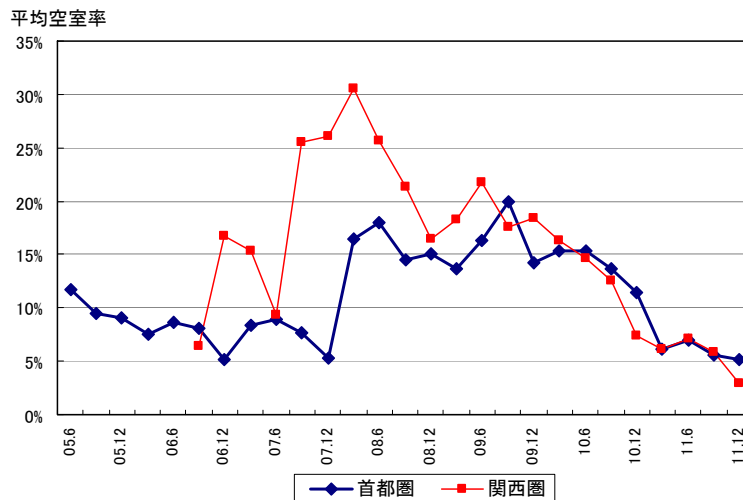
(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-19 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

図表-20 物流施設の空室率



(注)大型マルチテナント型(延床10,000坪以上、49棟)の物流施設(新築含む)が対象
(出所)CBRE

4. J-REIT・不動産投資市場

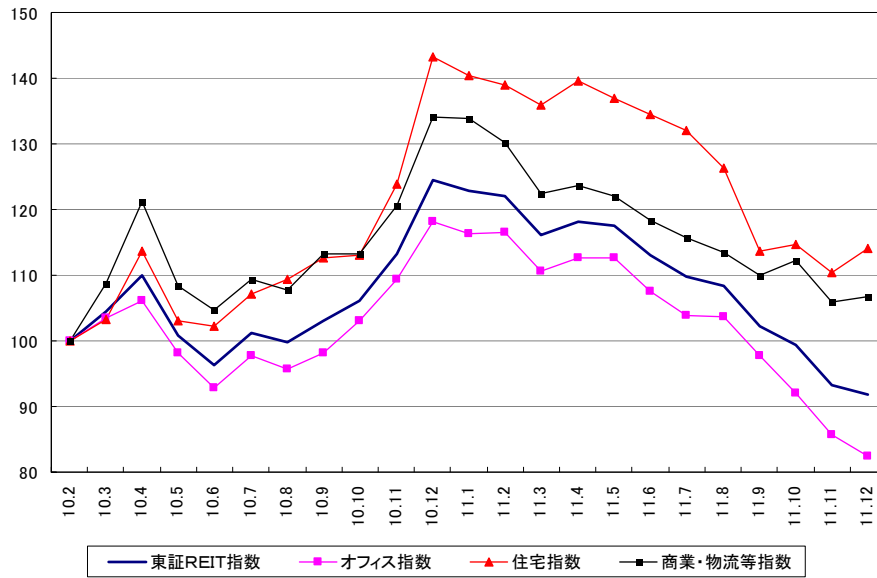
東証 REIT 指数は、欧州財政問題がグローバルな金融システム不安を誘発したことから投資家のリスク性資産を圧縮する動きが強まり▲10.1%下落した。業種別ではオフィス市況回復への懸念からオフィスセクターが▲15.7%下落する一方、住宅セクターは0.4%の上昇となった(図表-21)。また、この間、日銀による第4四半期の買入額は120億円となり、前期(348億円)に比べて大幅に減少した(図表-22)。J-REITの物件取得意欲は引き続き強く、第4四半期の物件取得額は1,988億円と前期(2,033億円)同様の高水準となった。

不動産経済研究所の調査では、2011年8月時点の私募ファンドの運用資産額は、3年ぶりに前年比3.7%増加して9兆8,178億円になった。このような市場拡大の背景として、①レンダー主導による満期デフォルトの減少、②リファイナンスによる運用継続ファンドの増加、③長期運用指向のコア投資の再開、が挙げられている。

各種の投資家アンケートでは、不動産の期待利回りは横ばいで推移しており、ファンドの資金調達環境も引き続き改善している。既存ファンドの物件売却が増加する中、新たな私募ファンド組成も目立つようになった。最近の売り手にはリーマン・ショック以前に積極投資していた私募ファンドが多く、買手としてはJ-REIT、アジア系投資家、米国系ヘッジファンド、総合商社、不動産会社などの投資家と、自社利用を前提にした学校法人や福祉法人、事業法人が目立つ(図表-23)。

日本不動産研究所『不動産投資家調査(2011年10月)』において、東日本大震災の不動産投資市場への影響について聞いたところ、「影響はなくなった」とする回答者43%に対し、「長期的に影響が残る」とする回答者は少ない。また、震災を受けて、個々ビルの立地特性(災害危険度等)や耐震・制震・免震などのビル性能への関心が高まる傾向にあるが、不動産ポートフォリオの分散など投資地域についての関心には大きな影響はみられない。

図表-21 東証REIT指数の推移

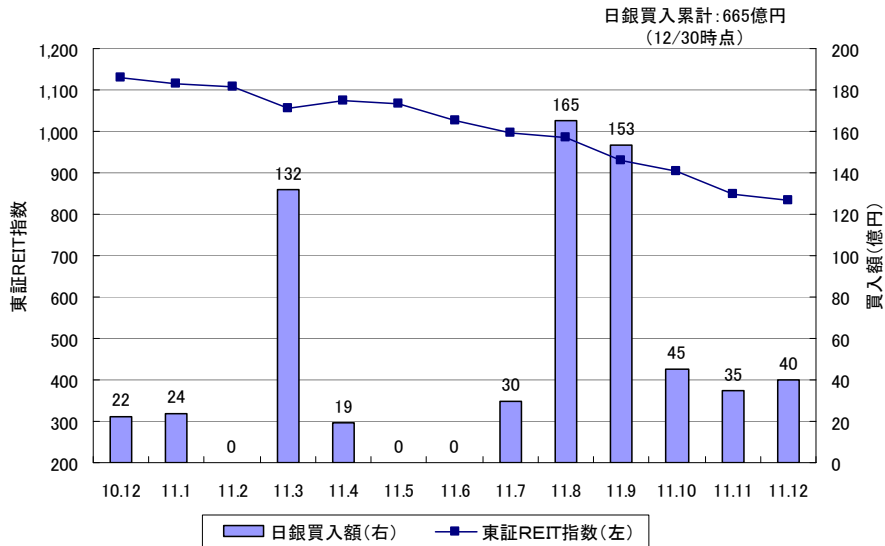


(出所) 東京証券取引所

	REIT指数	オフィス	住宅	商業・物流等
10.4-6月	-7.8%	-10.1%	-0.9%	-3.7%
10.7-9月	6.9%	5.7%	10.3%	8.2%
10.10-12月	20.9%	20.3%	27.1%	18.3%
11.1-3月	-6.7%	-6.4%	-5.2%	-8.6%
11.4-6月	-2.6%	-2.8%	-0.9%	-3.4%
11.7-9月	-9.6%	-9.1%	-15.5%	-7.1%
11.10-12月	-10.1%	-15.7%	0.4%	-3.0%

(出所) 同上

図表-22 日銀によるJ-REIT買入額



(出所) 日本銀行資料などからニッセイ基礎研究所が作成

図表-23 最近の不動産投資事例

2011年第4四半期判明分(J-REITの取引、マンション用地取得除く)

- ・三井物産リアルティーマネジメントとオリックス不動産投資顧問が、共同で物流施設ファンドを組成。川越の延床6万㎡・マルチテナント型施設に投
- ・都市再生機構と昭和地所が、港区南青山の土地4,425㎡を入札で売却する方針
- ・都市再生機構が、千代田区大手町で再開発中のオフィスビル37フロア、7000㎡を12年度中に売却する方針
- ・サッポロHDが、08年にモルガンスターレーに売却した恵比寿ガーデンプレイスの持分(15%)を12年2月に買い戻すことを公表
- ・GLP(新)はCIC(中)と共同で、日本の物流施設15物件をラサールインベストメントから1226億円で取得
- ・ダイビルが、川崎市宮前区の有料老人ホーム「くらら鷺沼」を取得。運営は引き続きベネッセスタイルケアが行う
- ・独立行政法人日本学生支援機構が、江東区青海の国際交流会館を最低価格296億円で一般競争入札、売却へ
- ・大幸薬品が、汐留の賃貸ビルへの本社移転に伴い、品川区西中延の自社ビルを売却予定
- ・大和小田急建設が、JR新宿駅至近の商業ビル、フラグスの底地の一部127㎡を小田急電鉄に22億円で売却
- ・日本商業開発が、HCアセットマネジメントと共同で商業地の底地ファンドを12年3月に組成することを発表。303億円規模を想定
- ・リモトや住友商事などが、東京電力の目黒区駒場の土地などを東京電力から落札
- ・学校法人常翔学園が、阪急梅田駅東側、茶屋町の土地㎡4,650を90億円で市から落札
- ・ラウトワンが、「ラウトワン川崎大師店」をセール&リースバック
- ・三菱商事都市開発が、竹下通りの店舗ビル(閉鎖)を取得。開発内容は未公表
- ・パチンコ店運営会社のアサヒプロジェクトが、福岡の商業ビルの大名247をガリレオ・ジャパン・トラスト(豪)から9億円超で取得
- ・相鉄イン開発が、赤坂6丁目のチサングラント 赤坂をロンスター(米)から取得。名称変更して相鉄インが賃借して営業する
- ・森トラストが、休業中の高級旅館「ホテル嵐亭」を京阪電鉄から数十億円で取得。改装後に高級ホテルとして再開業予定
- ・レサムが、東京赤坂9丁目の土地建物を売却
- ・セキュアード・キャピタルIMが、東京都心オフィスビルに投資する400億円規模のファンド組成。Aviva(英保険)とPGGM(蘭年金)が出資
- ・オリックス不動産とエリオットマネジメント(米ヘッジファンド)のSPCが、銀座1丁目の土地をファンドから取得。商業ビル開発を計画か
- ・ドイツ銀行が、RREEFなどグローバルに展開している資産運用部門の売却検討を公表
- ・婚礼衣装製造販売のクラウティア(京都)が、SPCのゾーケーションと銀座1丁目のビルを隣地と交換。店舗ビル建設予定
- ・世界貿易センタービルディングが、浜松町2丁目の土地290㎡を東京電力から取得
- ・不動産業の明邦興産(さいたま市)が、築25年・延床3.7千㎡のPOLA高輪ビルをホーラ・オルビスグループから取得
- ・ソフトウェア・サービスが、新大阪の土地3300㎡を協同組合セイシティーから20億円で取得。第3本社ビルを建設予定
- ・住友不動産が、六本木7丁目の更地(TSK・CCCターミナル跡地)をSPCから取得。取得価格・目的は不明
- ・三菱商事系のDREAMが、商業施設と賃貸住宅を裏付資産とするメザンローン債権に特化した102億円規模の私募ファンドを組成
- ・太平洋不動産が、新宿5丁目の築2年・2.6千㎡のオフィスビル「新宿TOSEビル」をトセイから取得。賃貸運用目的
- ・MGPA(豪)は、ドイツ語圏投資家に向け、アジアの事業用不動産を投資対象とするファンドを組成する
- ・三菱商事が、国内不動産向けメザン貸出債権を裏付けとした100億円規模のファンドを設立、年金基金などに販売予定
- ・DBJ野村インベストメントが、国内年金基金などを主な投資家とするフルエクイティ型の住宅ファンドを組成。資産総額40億円
- ・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

(出所)公表資料・報道を基にニッセイ基礎研究所が作成。公表・報道後の変更(中止や撤退含む)は反映していない。

(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。