

不動産 投資 レポート

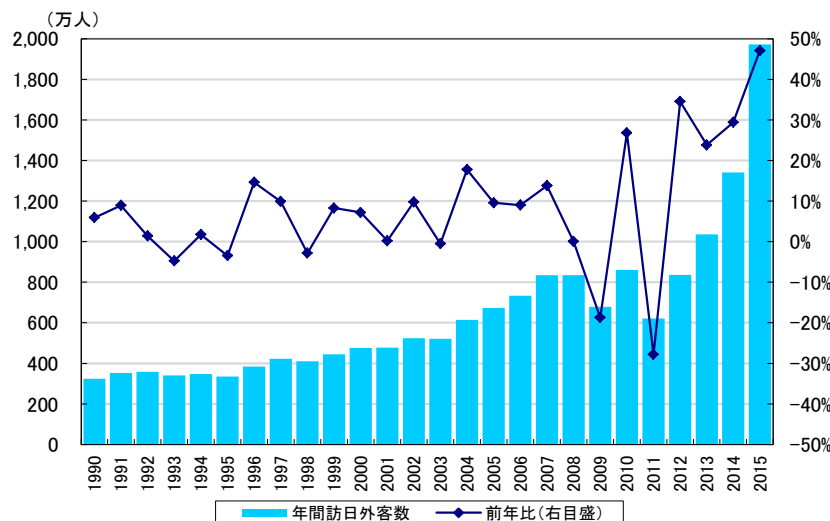
J-リートは4年ぶりに下落。2015年 訪日外国人客数は47%増加 不動産クォーター・レビュー2015年第4四半期

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [岩佐 浩人](#)
hiwasa@nli-research.co.jp

要旨

- 2015年7-9月期のGDP成長率は上方修正され、2期連続のマイナスは回避された。しかし、足もとでは消費関連を中心に低調な指標が多く、再びマイナス成長に陥る可能性がある。住宅市場は価格が上昇するなか、全体ではまだら模様の状況にある。2015年の新設住宅着工戸数は2年ぶりに増加、首都圏のマンション新規発売戸数は2年連続で減少、中古マンションの成約件数は増加した。地価はインバウンド需要を取り込む店舗やホテルへの需要拡大などから上昇が続く。
- 東京オフィス市場は、空室率が大きく低下している。賃料は前期比で下落したものの、前年比では15期連続でプラスを維持している。東京のマンション賃料は引き続き上昇基調にある。2015年の訪日外国人客数は1,973万人となり前年比47%増加した。全国のホテル客室稼働率は年間を通じて過去最高水準で推移している。物流施設市場は、過去最大規模の新規供給から空室率が上昇した。
- 2015年のJ-REIT市場は▲7.9%と4年ぶりに下落した。年間の不動産取得額は横ばいの1.6兆円、上場銘柄は52社、運用不動産額は14兆円に拡大した。不動産投資市場は、売買総額が前年比でマイナスとなった。また、ニッセイ基礎研究所のアンケート調査によると、先行きの景況感にピークアウトの兆しが見られる。

訪日外国人客数(年間)



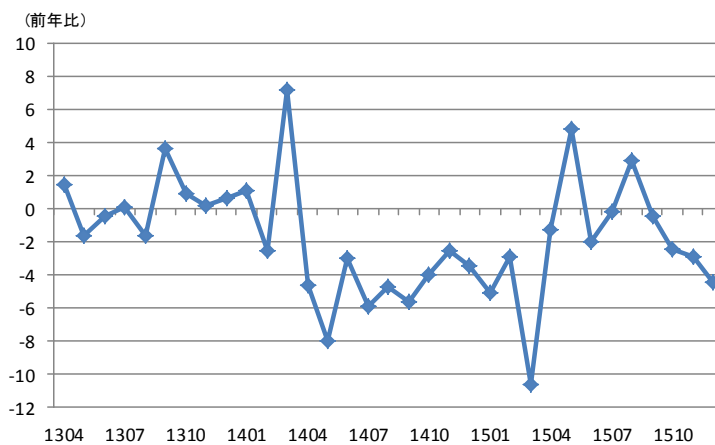
(出所)日本政府観光局(JNTO)

1. 経済動向と住宅市場

2015年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率1.0%に上方修正され、2四半期連続のマイナスは回避された。しかし、2015年10-12月期は消費関連を中心に低調な指標が多く、再びマイナス成長に陥る可能性がある¹。総務省の家計調査によると、12月の実質消費支出は冬物衣料の低迷などから前年比▲4.4%となり4カ月連続で減少した²（図表-1）。

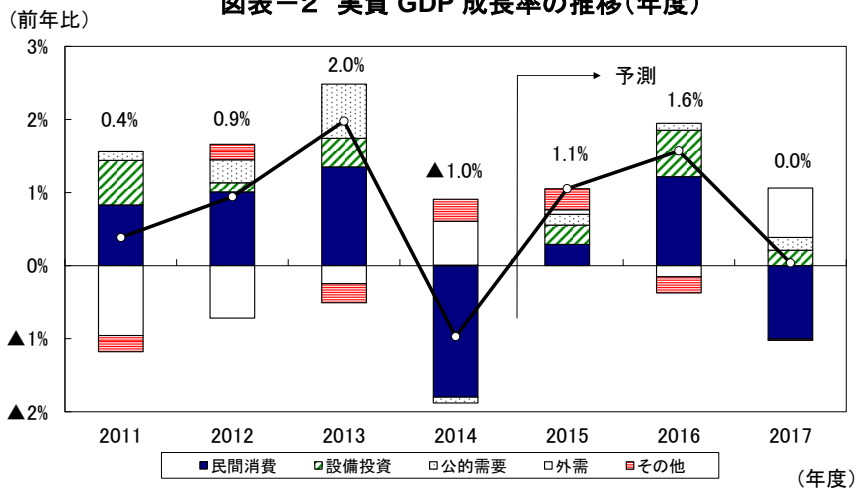
ニッセイ基礎研究所は、昨年12月に2015年度から2017年度の経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2015年度1.1%、2016年度1.6%、2017年度0.0%を予想する（図表-2）³。2016年度の成長率は企業の設備投資拡大や消費税率引き上げ前の駆け込み需要から高くなるが、2017年度はその反動から大きく低下する見通しである。

図表-1 実質消費支出の推移



(出所) 総務省「家計調査」

図表-2 実質 GDP 成長率の推移(年度)



(出所) 内閣府経済社会総合研究所「四半別GDP速報(2次速報値)」(2015年12月)を基にニッセイ基礎研究所が作成

¹ 斎藤太郎『家計調査 15年11月～11月の消費関連指標は総じて弱め』ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2015年12月25日

² 被服及び履物▲16.8%、光熱・水道▲10.7%、交通・通信▲7.5%、教養娯楽▲3.9%など

³ 斎藤太郎『2015～2017年度経済見通し～15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・レター、2015年12月8日

住宅市場は価格が上昇するなか、全体ではまだら模様の状況が続く。2015年12月の新設住宅着工戸数は前年比▲1.3%の75,452戸となった。2015年は前年比1.9%増加の約90.9万戸となり、消費増税の影響で大幅に減少した昨年から持ち直した(図表-3)。このうち、貸家は4年連続で増加の+4.6%、分譲マンションは+4.7%と2年ぶりに増加した。

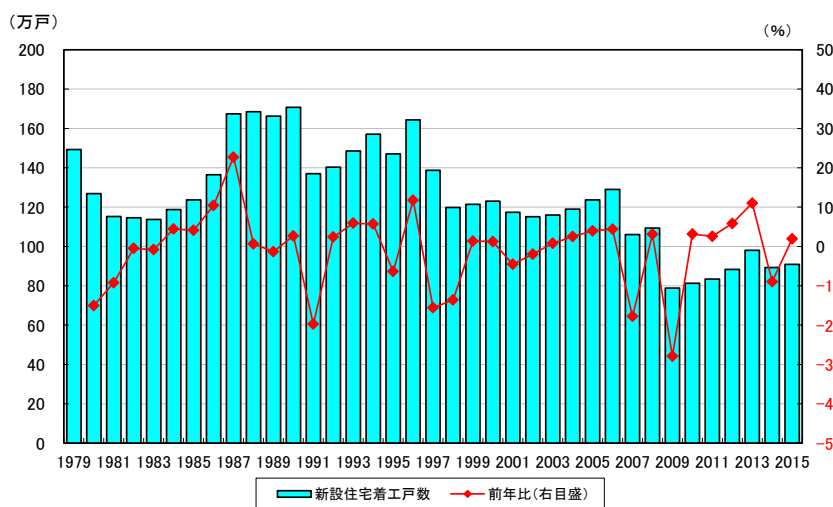
2015年の首都圏のマンション新規発売戸数は、前年比▲9.9%の40,449戸となり2年連続で減少した。1戸当たりの平均価格は前年比9.1%上昇の5,518万円で1991年以来の高い水準となった。不動産経済研究所は、2016年の供給戸数を6.3%増加の4.3万戸と予想している(図表-4)。

東日本不動産流通機構(レインズ)によると、2015年第4四半期の首都圏中古マンションの成約件数は8,391件(前年同期比+5.1%)、2015年は3万4,776件(前年比+2.9%)で2年ぶりに増加した(図表-5)。成約価格は前年比+6.1%の2,892万円となり3年連続で上昇した。

また、日本不動産研究所が発表した2015年11月の住宅価格指数(首都圏の中古マンション)は、前月比で7カ月連続の上昇、前年比では2年6カ月連続で上昇している(図表-6)。

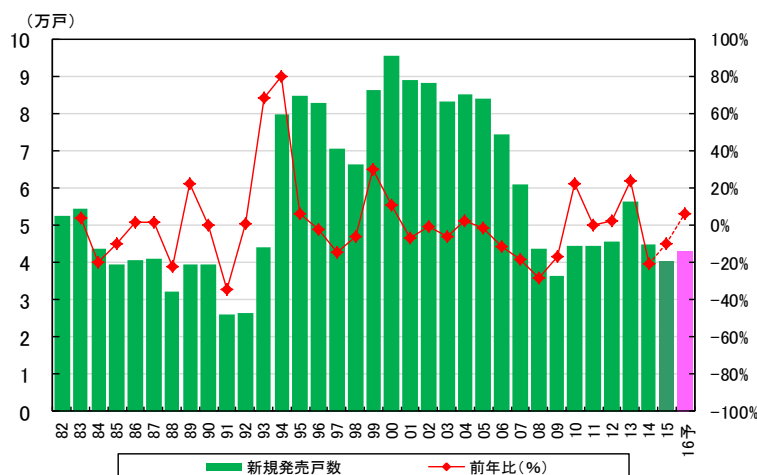
今後の住宅市場は、来年の消費増税対策として実施されるすまい給付金増額や住宅取得の贈与税非課税枠拡大、マイナス金利導入後の住宅ローン金利の動向、タワーマンションの節税規制の影響などが注目される。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、年間)



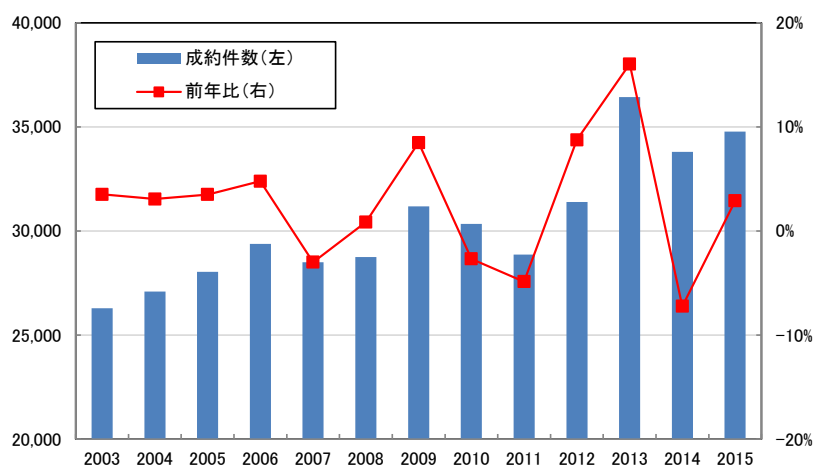
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(年間)



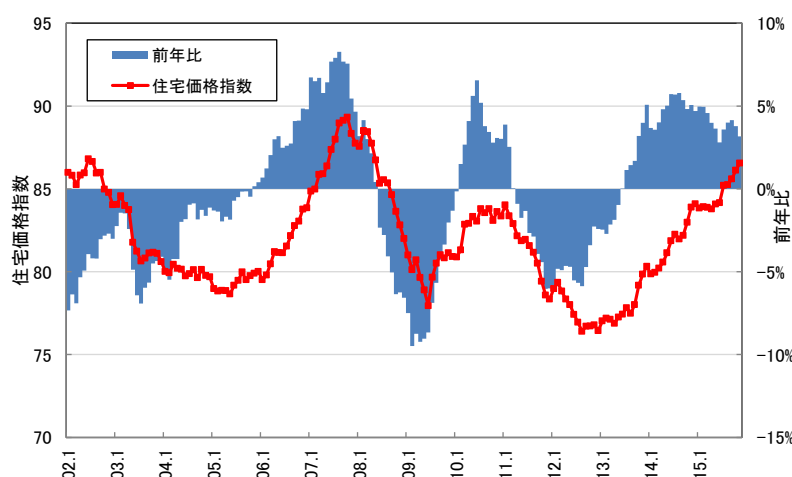
(注)2016年は予測値
(出所)不動産経済研究所

図表-5 首都圏の中古マンション成約件数(年間)



(出所)東日本不動産流通機構(東日本レインズ)

図表-6 不動産研住宅価格指数(首都圏の中古マンション)



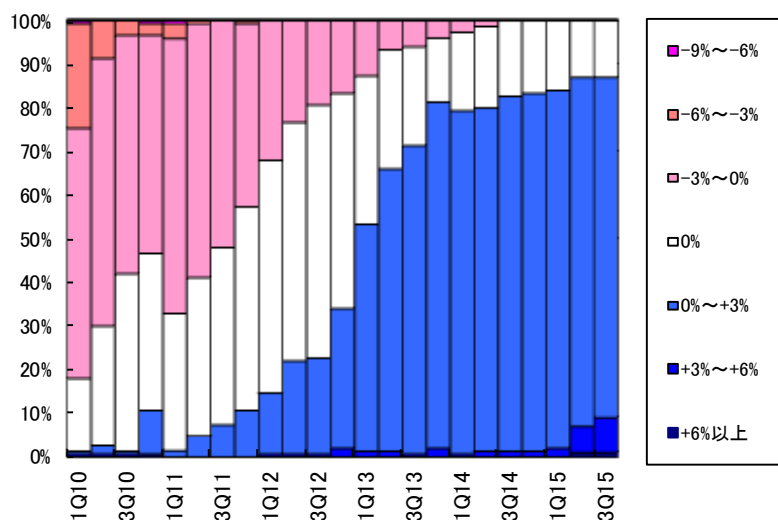
(出所)日本不動産研究所「不動産研住宅価格指数」

2. 地価動向

商業用不動産に対する投資意欲は引き続き強く、インバウンド需要を取り込む店舗・ホテルへの投資拡大や都市部におけるマンション需要などを背景に地価の上昇が続く。国土交通省の「地価L〇〇Kレポート(平成27年第3四半期)」によると、前期から上昇した地区の比率は、東京圏で95%、大阪圏で88%、名古屋圏で100%、地方圏で65%、全体で87%となり、下落地区は5期連続でゼロであった(図表-7)。

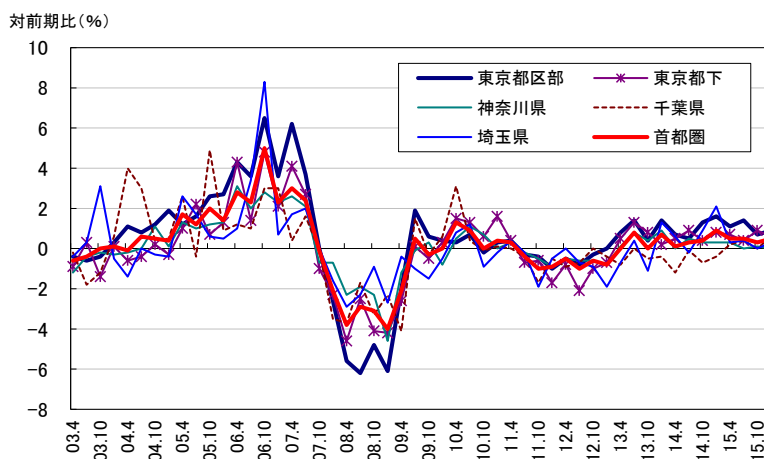
野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率(2016年1月1日時点)は前期比0.5%上昇し2013年7月以降連続でプラスとなっている。年間の変動率は首都圏全体で1.8%上昇し、東京都区部など全てのエリアで価格が上昇した(図表-8)。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



(出所)国土交通省「地価LOOKレポート」

図表-8 首都圏の住宅地価(変動率、前期比)



(出所)野村不動産アーバンネット

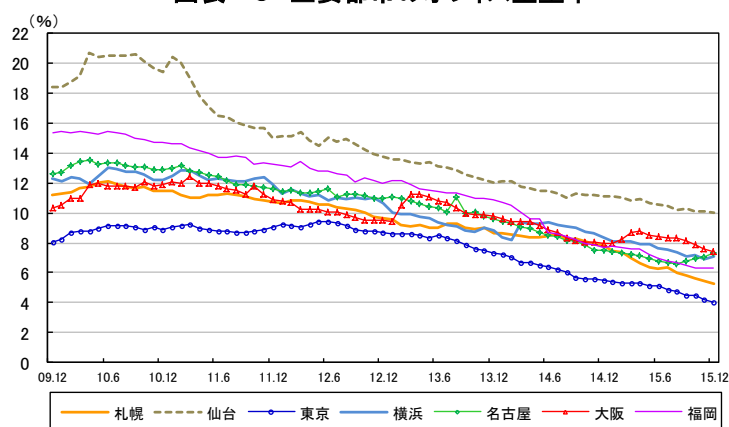
3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

東京のオフィス市場は、空室率が大きく低下している。三鬼商事によると12月の都心5区空室率は前月比0.16%低下の4.03%となり、オーナー優位の目安とされる5%を6カ月連続で下回った。他の主要都市の空室率も軒並み低下している(図表-9)。

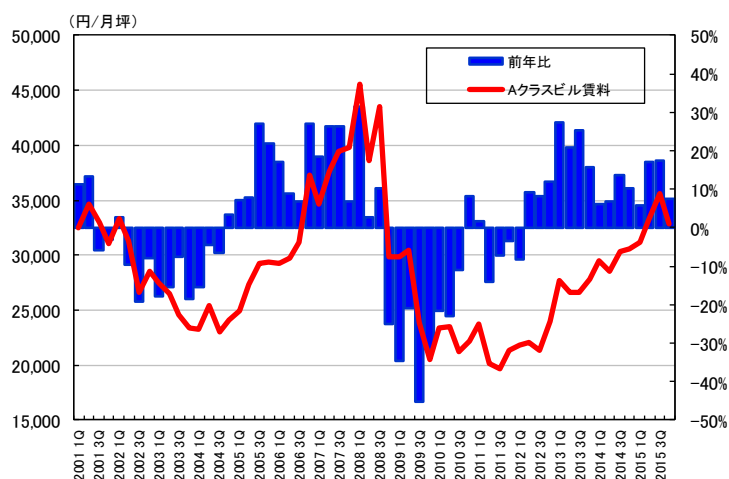
三幸エステートとニッセイ基礎研究所が共同で開発したオフィスレント・インデックスによると、2015年第4四半期の東京都心部Aクラスビル賃料は前期比▲7.8%下落の32,872円となった(図表-10)。過去2期で14%超上昇した反動から下落したものの、前年比では15期連続でプラスを維持している。森ビルの調査によると、2016年の大規模ビル(東京23区)の供給量は107万㎡で過去平均(103万㎡)をやや上回る見通したが、ニッセイ基礎研究所では現在の賃料上昇サイクルは少なくとも今年いっぱい維持するとみている。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



(出所) 三鬼商事

図表-10 東京都心部Aクラスビル賃料(前年比)

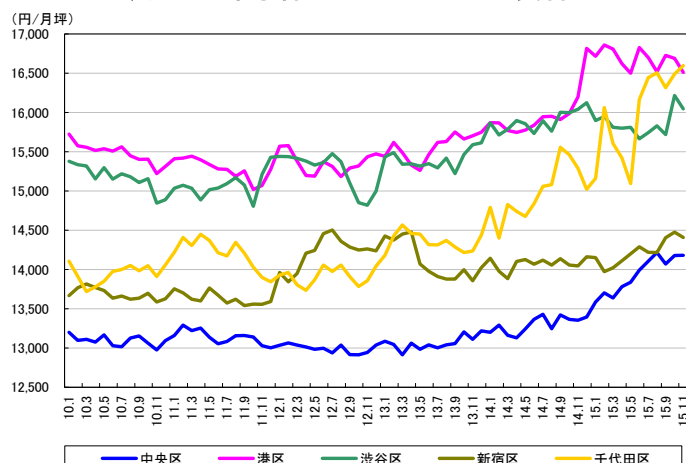


((出所) 三幸エステートのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成)

②賃貸マンション

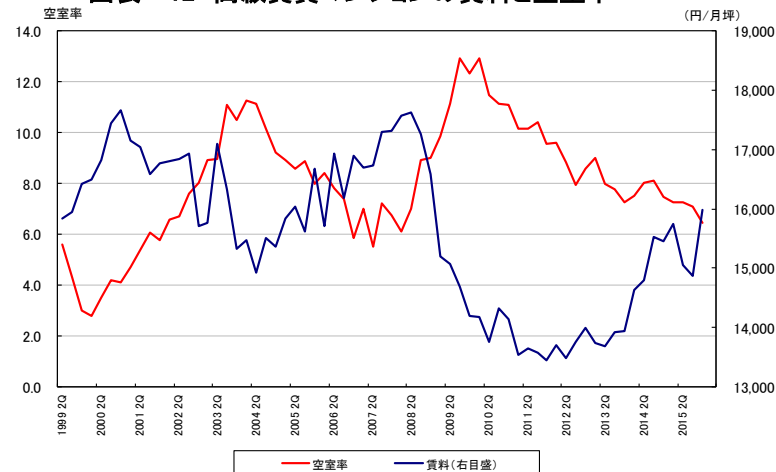
東京都心5区のマンション賃料は、引き続き上昇基調にある。2015年11月は、前年比で千代田区(+8.6%)、中央区(+6.2%)が大きく上昇した(図表-11)。また、東京の高級賃貸マンションについても空室率の低下に伴い賃料が上昇しており、12月は前年比3.5%上昇の15,979円/月坪となった(図表-12)。

図表-11 東京都心5区のマンション賃料



(出所) リーシング・マネジメント・コンサルティング「都心主要5区 平均募集坪単価推移」
※集計対象:集計時点(月次)から過去10年間に竣工したRC・SRC造マンションタイプ

図表-12 高級賃貸マンションの賃料と空室率

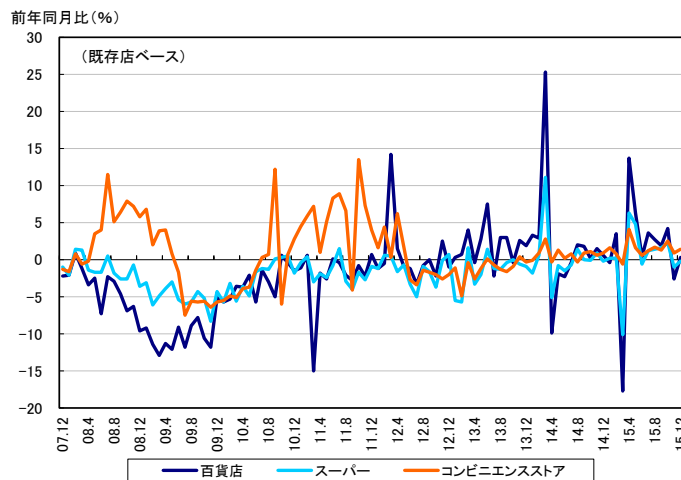


(注)期間中にケンコーホーテーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの(出所)ケン不動産投資顧問

③商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計によると、2015年10-12月の小売販売額(既存店、前年同期比)は、百貨店が+0.5%、スーパーが+0.3%、コンビニエンスストアが+1.6%となった(図表-13)。2015年全体(既存店)でも消費増税に伴う落ち込みの反動が消えたことなどから、百貨店が+0.5%、スーパーが+0.3%、コンビニエンスストアが+0.9%となり、いずれの業態も底堅く推移している。

図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)

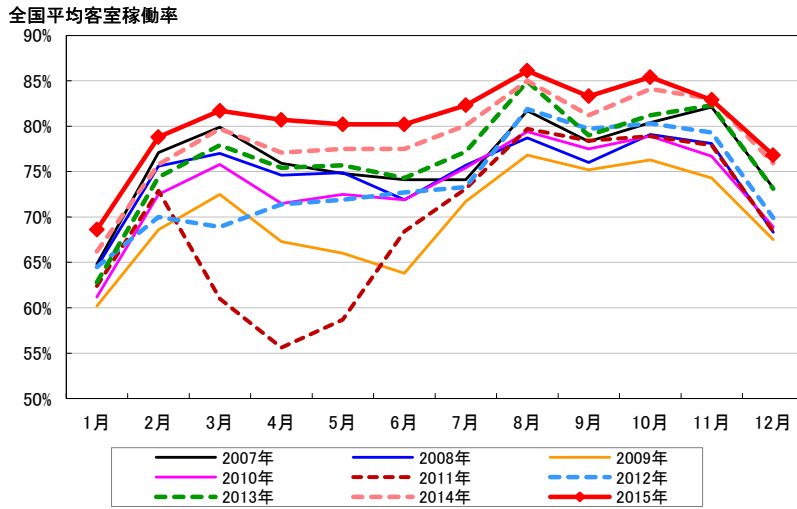


(出所)経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」

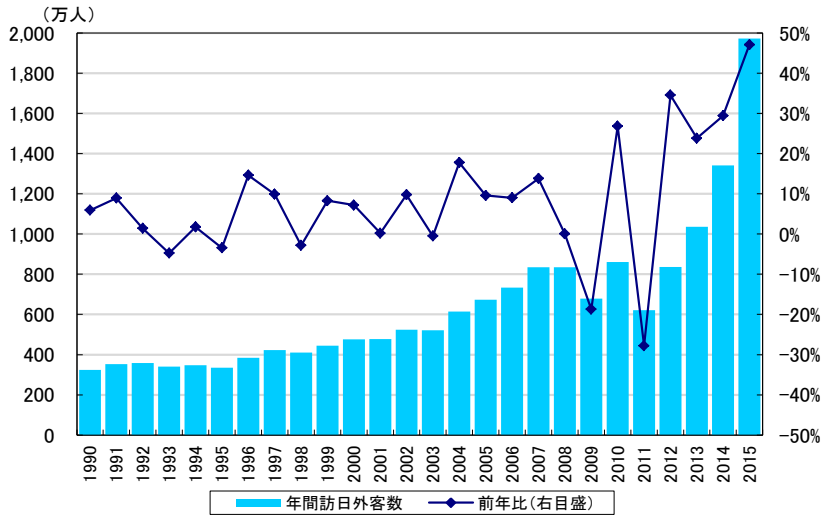
全国61都市のホテル客室稼働率(2015年12月)は前年同月比0.9%上昇の76.8%となり、年間を通じて過去最高水準で推移した(図表-14)。2015年の訪日外国人客数は前年比47%増の約1,973万人となり3年連続で過去最高を更新した。円安やビザの発給要件緩和、免税制度の拡充などを背景に、政府目標の「2020年2,000万人」にほぼ到達した。国・エリア別にみると、中国が前年比107%増加し499万人となった。続いて韓国、台湾の順に多く、3つのエリアで全体の64%を占める(図表-15、16)。また、2015年の訪日外国人の旅行消費額は前年比71%増加の約3.4兆円となり⁴、そのうち約4割が中国である。

⁴「半導体などの電子部品(3.6兆円)、自動車部品(3.4兆円)の輸出額に匹敵する規模で、日本経済を下支えする存在となっている」(日本経済新聞、2016.1.20)

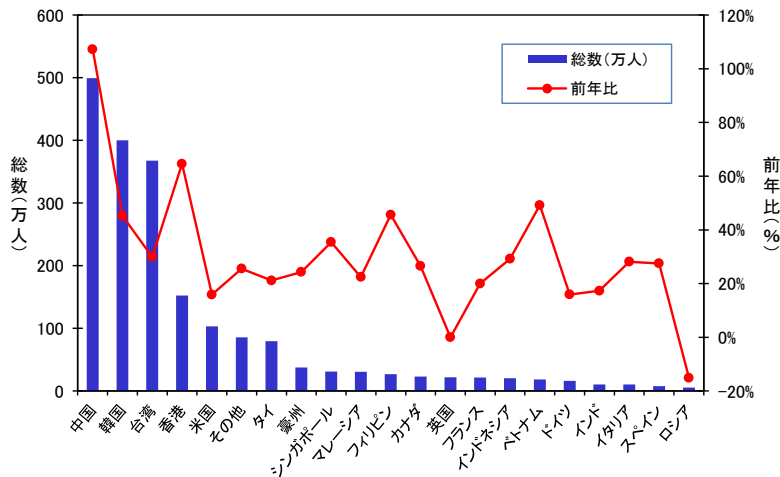
図表-14 ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)



図表-15 訪日外国人客数(年間)



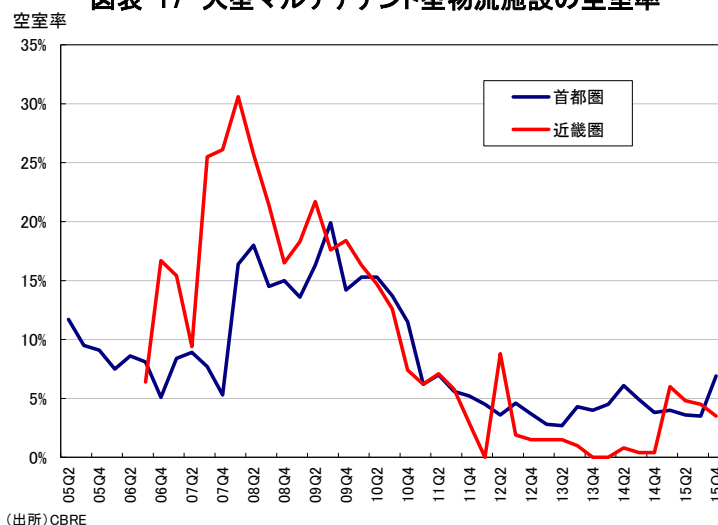
図表-16 国・地域別の訪日外客数(2015年)



シービーアールイー (CBRE) によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の 2015 年第 4 四半期空室率は前期比 3.4% 上昇の 6.9%、近畿圏は前期比▲1.0% 低下の 3.5% となった (図表-17)。首都圏では第 4 四半期に過去最大規模となる約 50 万㎡の新規供給があり全体の空室率を押し上げた。もっとも、電子商取引の拡大などを背景に大型物流施設の需要は強く、既存物件 (竣工 1 年以上) の空室率は 1.2% と過去最低水準に低下した。2016 年の首都圏の新規供給は前年比 20% 増加の約 120 万㎡が予定されており、競合の多いエリアでは需給が緩和するとみられる。

一五不動産情報サービスによると、2015 年 10 月の東京圏の募集賃料は前期比 0.3% 下落の 3,990 円/坪となり、概ね横ばいで推移している⁵。

図表-17 大型マルチテナント型物流施設の空室率



4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

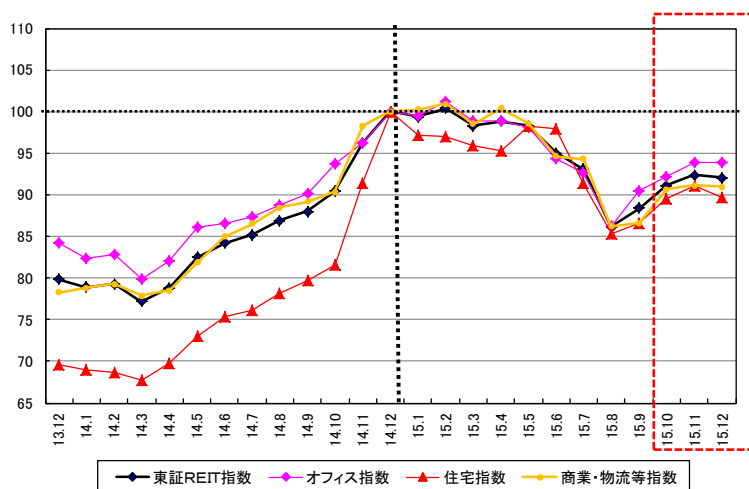
2015 年第 4 四半期の東証 REIT 指数 (配当除き) は、年初からの下落に伴う割安感の台頭や公募増資が一段落し需給面で改善が見られたことなどから、9 月末比 4.2% 上昇した。セクター別では、オフィスが 3.7%、住宅が 3.7%、商業・物流等が 5.1% 上昇した (図表-18)。また、日本銀行は 12 月 18 日に「量的・質的金融緩和の補完措置」を発表し、J-REIT 各社の買入上限枠を従来の 5% から 10% に拡大した。12 月末時点のバリュエーションは、純資産 7.3 兆円に保有物件の含み益 1.0 兆円を加えた 8.3 兆円に対して時価総額は 10.5 兆円で NAV 倍率は 1.3 倍、分配金利回りは 3.5% で 10 年国債利回り (0.3%) とのスプレッドは 3.2% である。

2015 年の J-REIT 市場を振り返ると、東証 REIT 指数の騰落率は▲7.9% となり 4 年ぶりに下落した。過去 3 年にわたる大幅高の反動や世界景気の減速懸念など背景に、1 月の高値 (1,990pt) から 9 月の安値 (1,509pt) まで一時▲24% 下落した。その後は追加の金融緩和期待から反発し下落幅は縮小した。

J-REIT による物件取得額は約 1.6 兆円で前年から横ばいとなった。第 3 四半期までは昨年を上回るペースで物件取得が進んだものの、第 4 四半期は 2,881 億円 (前年同期比▲43%) と大幅に減少した。取得不動産の内訳は、オフィス (6,753 億円、占率 42%) が最も大きかったが、商業施設 (前年比 63% 増) やホテル (前年比 133%) の取得が大きく伸びた (図表-19)。また、上場銘柄数は 3 社増えて 52 社、市場全体の運用不動産額は 14 兆円となり、市場の拡大は順調だと言える。デット資金の調達環境も良好で、投資法人債の発行条件は平均で期間 7.9 年、利率 0.67% であった (図表-20)。

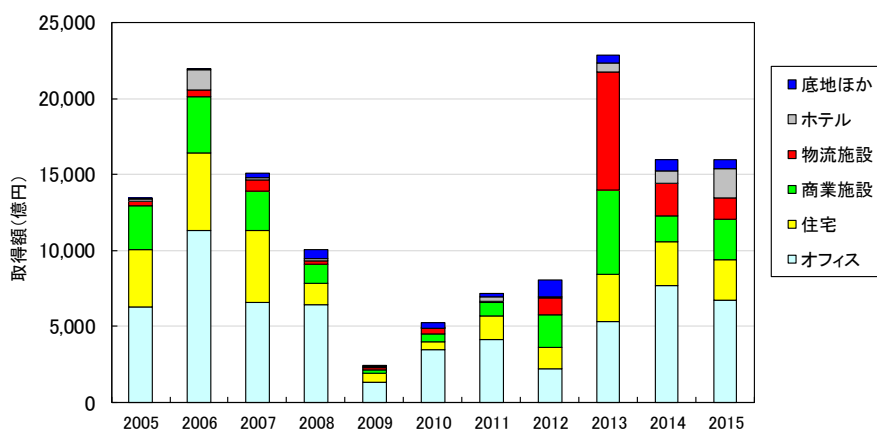
⁵ J-REIT が所有する先進物流施設では、賃料が上昇している。GLP 投資法人 (2015 年 8 月期) の増額改定 (全体の 37%) における上昇率はプラス 2.3%、日本プロロジスリート投資法人 (2015 年 11 月期) の改定賃料変動率はプラス 5.2% である。

図表-18 東証REIT指数(配当除き、2014年12月末=100)



(出所)東京証券取引所

図表-19 J-REITによる物件取得額(用途別)



(注)引渡しベース。ただし、新規上場以前の取得物件は上場日に取得したと想定
(出所)開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

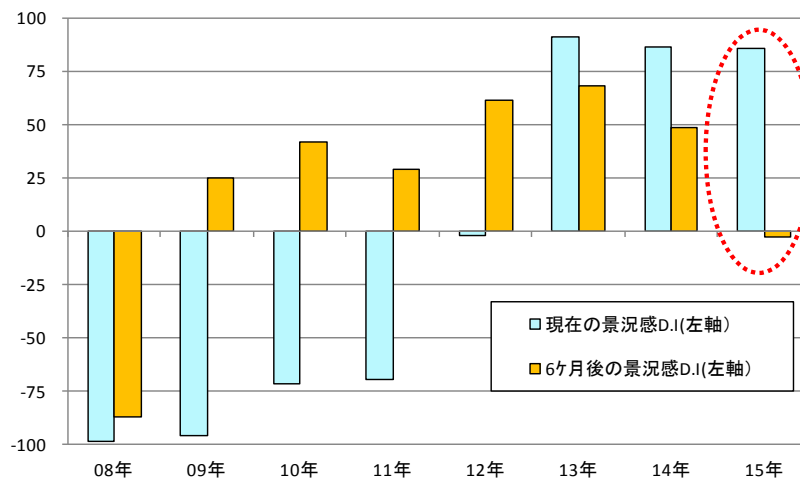
図表-20 2015年のJ-REIT市場(まとめ)

項目	2014年	2015年	2015年		備考
			昨年比	対前年	
東証REIT指数(配当除き)	1,898pt	1,748pt	▲8%		4年ぶり下落
東証REIT指数(配当込み)	3,274pt	3,115pt	▲5%		一時、過去最高値を更新(15/1/16)
上場銘柄数	49社	52社	+3社		過去最高。新規上場5社
市場時価総額	10.6兆円	10.6兆円	▲0%		横ばい
運用不動産(取得額ベース)	12.7兆円	14.0兆円	+10%		過去最高
物件の新規取得額	1.6兆円	1.6兆円	+0%		横ばい
エクイティ調達額	0.8兆円	0.8兆円	▲2%		横ばい
投資法人債発行額	1,496億円	622億円	▲58%		発行条件(平均期間7.9年、平均利率0.67%)

日経不動産マーケット情報によると、2015年の物件売上の総額は前年比▲13%減少し約3.6兆円であった。2015年はホテルの売上が倍増したほか、市場が過熱するなか企業買収を通じた資産の取得が目立ったとしている。

ニッセイ基礎研究所が1月上旬に実施した不動産投資市場に関するアンケート調査によると⁶、現在の景況感について「良い」または「やや良い」と答えた割合から「悪い」または「やや悪い」と答えた割合を差し引いた値（DI、ディフュージョン・インデックス）は+86で、3年連続で大幅プラスとなった。一方、6ヶ月後の景況感について「良くなる」または「やや良くなる」の割合から「悪化」または「やや悪化」の割合を引いた値は▲3で、08年以来7年ぶりにマイナスとなった（図表-21）。過去2年の景況感DIは、現況と先行きがともにプラスで、「良い現状がさらに良くなる」との楽観的な見方が大勢を占めていた。今回の調査では先行きのみがマイナスとなり、「良い現状が少し悪くなるかもしれない」という将来への警戒がやや高まり、景況感にピークアウトの兆しも見られる。

図表-21 不動産投資市場の景況感DI(現況、先行き)



(出所)ニッセイ基礎研究所「第12回不動産市況アンケート」

(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。

⁶ 増宮守『景況見通しが一変、悲観が楽観を上回る～不動産価格のピークは15～18年と見方分かれる』ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2016年1月25日