

# 不動産投資レポート

## Jリート市場は2年ぶりに反落。 物件取得額は大きく鈍化

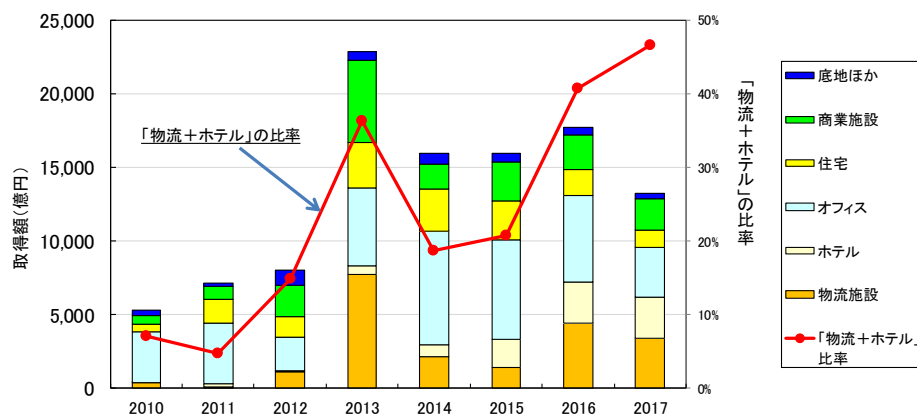
不動産クォーター・レビュー2017年第4四半期

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

### 要旨

- 2017年7-9月期のGDP成長率は上方修正され、輸出の増加や好調な企業業績を背景に設備投資の回復が続いている。住宅市場は価格が強含むなか横ばいで推移している。2017年の新設住宅着工戸数は▲0.3%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は4年ぶりに増加、中古マンションの成約件数0.4%増加した。地価は引き続き上昇している。
- 東京オフィス市場は、空室率が低下し賃料も緩やかに上昇しているが、Aクラスビルの賃料は高値圏で小幅な動きとなっている。東京のマンション賃料は緩やかに上昇している。2017年の訪日外国人客数は前年比19%増加の2,869万人(2020年4,000万人目標)、外国人の延べ宿泊者数は13%増加、旅行消費額は18%増加した。物流施設市場は、大量供給のあった近畿圏で空室率が大きく上昇している。
- 2017年のJ-REIT市場は▲10%下落し2年ぶりに反落した。年間の物件取得額は約1.3兆円となり市場の拡大ペースが鈍化するなか、物流施設とホテルの割合が拡大した。ニッセイ基礎研究所による「不動産市況アンケート」では、先行きに対する警戒感が昨年より後退する結果となった。

Jリートによる年間の物件取得額(用途別)



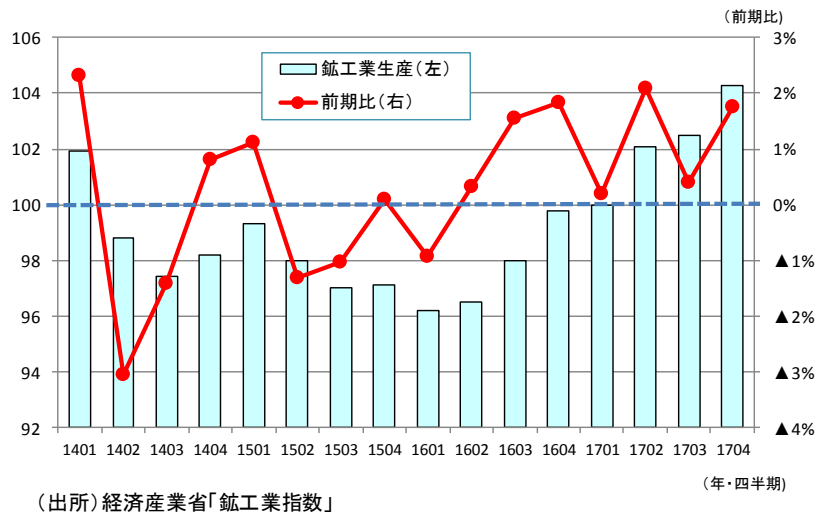
(注) 引渡しベース。ただし、新規上場以前の取得物件は上場日に取得したと想定(出所) 開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 1. 経済動向と住宅市場

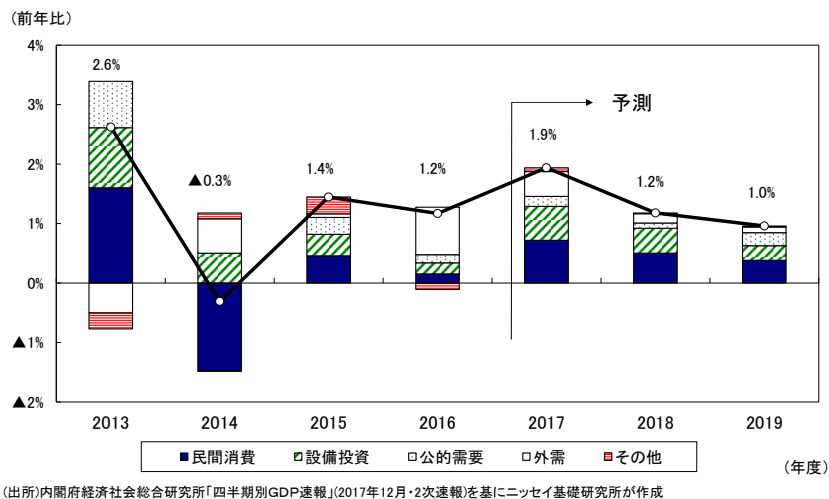
2017年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率2.5%へ上方修正された。円安や海外経済の回復に伴う輸出の増加や好調な企業業績を背景に設備投資の回復が続いている。経済産業省によると、10-12月期の鉱工業生産指数は前期比1.8%と7期連続で上昇し前期の0.4%から大きく加速した<sup>1</sup>（図表-1）。

ニッセイ基礎研究所は、昨年12月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2017年度1.9%、2018年度1.2%、2019年度1.0%を予想する（図表-2）<sup>2</sup>。実績値の上方修正などを受けて、2017年度の成長率見通しを0.3%上方修正した。

図表-1 鉱工業生産(前期比)



図表-2 実質 GDP 成長率の推移(年度)



<sup>1</sup> 斎藤太郎『鉱工業生産 17年12月～生産の好調が続くが、IT関連財の牽引力は弱まる』ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2018年01月31日  
<sup>2</sup> 斎藤太郎『2017～2019年度経済見通し～17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、2017年12月8日

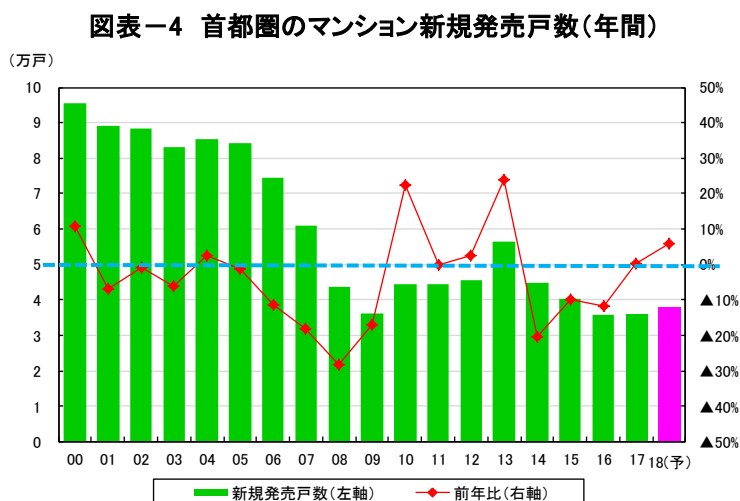
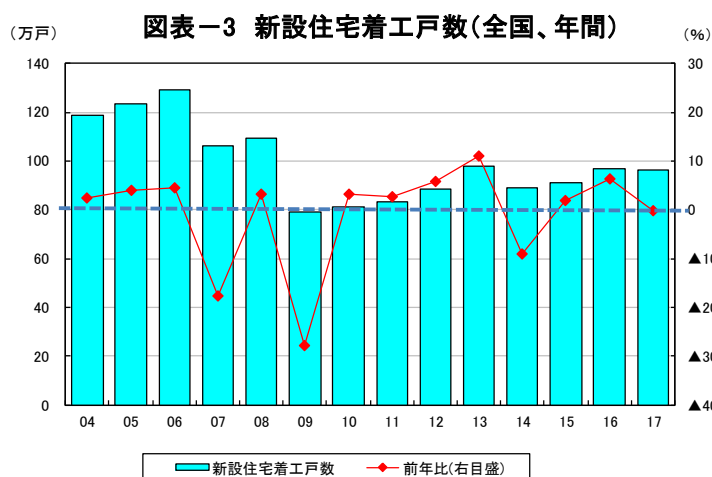
住宅市場は価格が強含むなか概ね横ばいで推移している。2017年12月の新設住宅着工戸数は76,751戸（前年比▲2.1%）となり6ヶ月連続で減少した。このうち、全体の4割超を占める貸家が都市部以外での需要減を受けて7ヶ月連続で減少している。新設住宅着工戸数は2017年全体でも前年比▲0.3%の約96.4万戸となり3年ぶりに減少した。（図表-3）。

2017年の首都圏のマンション新規発売戸数は35,898戸（前年比0.4%）となり4年ぶりに増加した。都区部での販売増加が全体を下支えた。1戸当たりの平均価格は1990年以来の高値となる5,908万円（前年比7.6%）、㎡単価は5年連続上昇の85.9万円（前年比8.3%）となった。不動産経済研究所は、2018年の供給戸数について5.9%増加の3.8万戸を予想している（図表-4）。

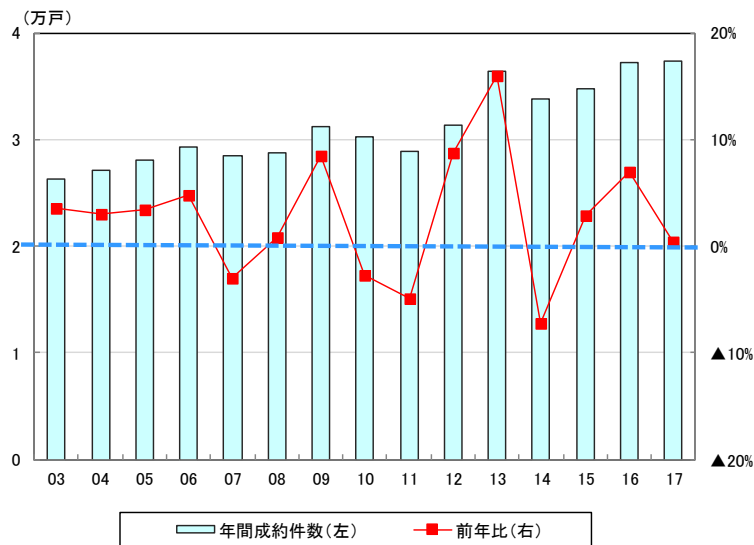
東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2017年第4四半期の首都圏中古マンションの成約件数は9,018件（前年同期比▲3.2%）となり11四半期ぶりに減少した。2017年全体では3万7,329件（前年比0.4%）で過去最高を記録したが足もとでは頭打ち感も見られる（図表-5）。成約価格は前年比4.8%の3,195万円となり5年連続で上昇した。

また、日本不動産研究所が発表した2017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0.9%となり3ヶ月連続で上昇している。（図表-6）。

今後の住宅市場については、貸家着工と関連性の高い個人の貸し家業向け貸出（アパートローン）の動向や来年10月の消費税引き上げを前にした駆け込み需要などが注目される。

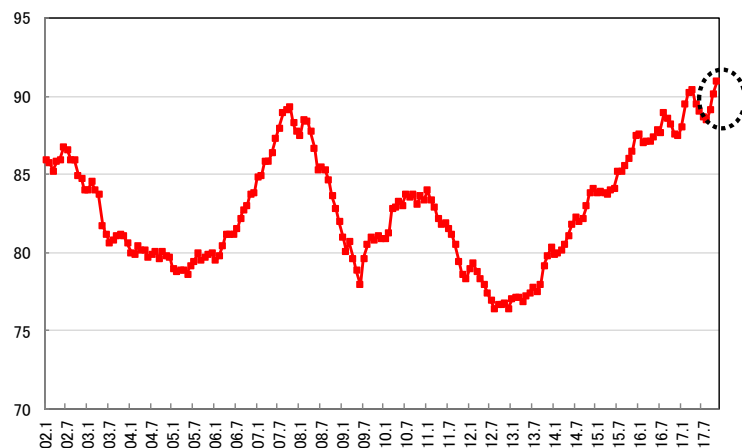


図表-5 首都圏の中古マンション成約件数(年間)



(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)



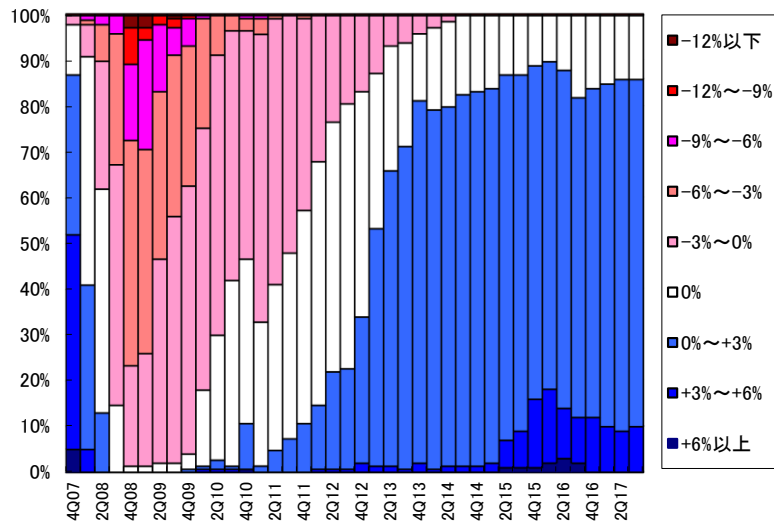
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

## 2. 地価動向

地価は引き続き上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート(平成 29 年第 3 四半期)」によると、全国 100 地区のうち上昇が「86」、横ばいが「14」、下落が「0」となった(図表-7)。中心部における大規模開発事業の進捗やインバウンド需要の拡大、金融緩和のもと国内外の投資マネーが流入していることなどから不動産需要は高い水準にある。

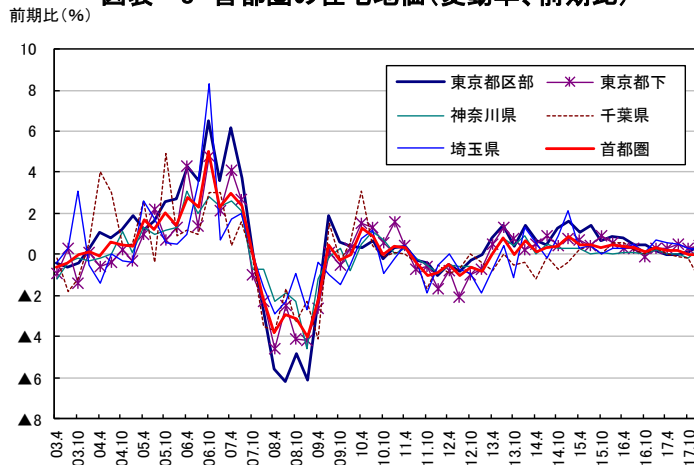
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率(2018年1月1日時点)は2期連続で前期比0%となった(年間0.4%上昇)。「横ばい」を示した地点の割合は77.8%で横ばい傾向が続いている(図表-8)。

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

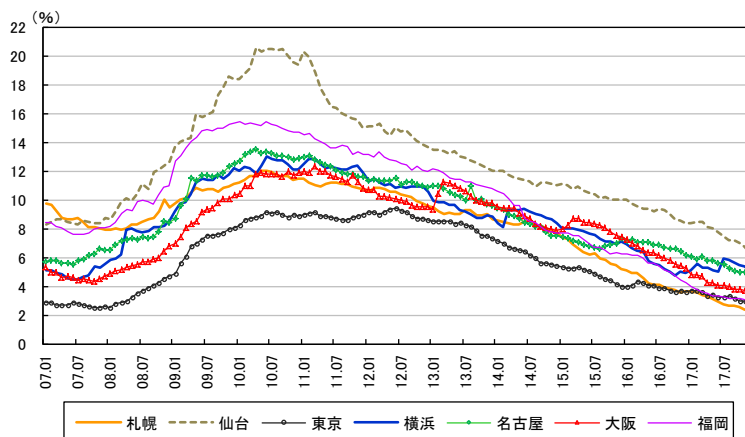
三鬼商事によると 12 月の都心 5 区空室率は前月比 0.09%上昇の 3.12%、平均募集賃料は前月比 0.6%上昇し 48 ヶ月連続でプラスとなった。12 月は既存ビルで 2 次空室が発生し空室率がやや上昇したものの水準自体は依然低く、賃料は年率 3~4%のペースで緩やかに上昇している。また、他の主要都市ではオフィスの新規供給が限定的で需給が逼迫するなか空室率は一段と低下し、札幌と福岡の空室率は東京を下回っている(図表-9)。

三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2017 年第 4 四半期の東京都心部 A クラスビル賃料は 34,599 円(前期比+0.6%)となった。2015 年第 3 四半期をピークに小幅な動きが続いている。ニッセイ基礎研究所では、今後の A クラスビル賃料について今年から始まるオフィスビルの大量供給を受けて 2018 年後半から 2021 年まで下落すると予測している<sup>3</sup>(2017 年 4 Q~2021 年 3 Q の下落率は▲18.5%)。

<sup>3</sup>佐久間誠『東京都心部 A クラスビルのオフィス市況見通し(2018 年)~2018 年~2024 年のオフィス賃料・空室率』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2018 年 2 月 8 日)

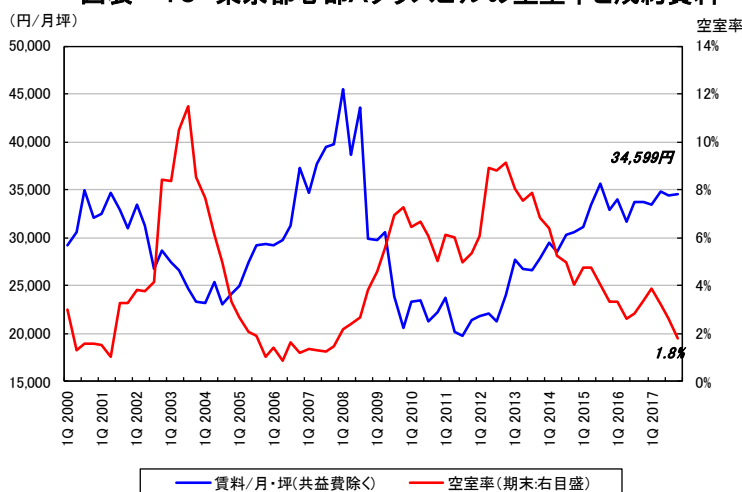
また、森ビルの「2017年東京23区オフィスニーズに関する調査」によると、新規賃貸する理由として「業容・人員拡大(36%)」や「立地の良いビル(30%)」が上位となり、「企業ステイタスの向上(14%)」が昨年比5%増加するなど前向きな移転ニーズが広がっている(図表-11)。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



(出所)三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

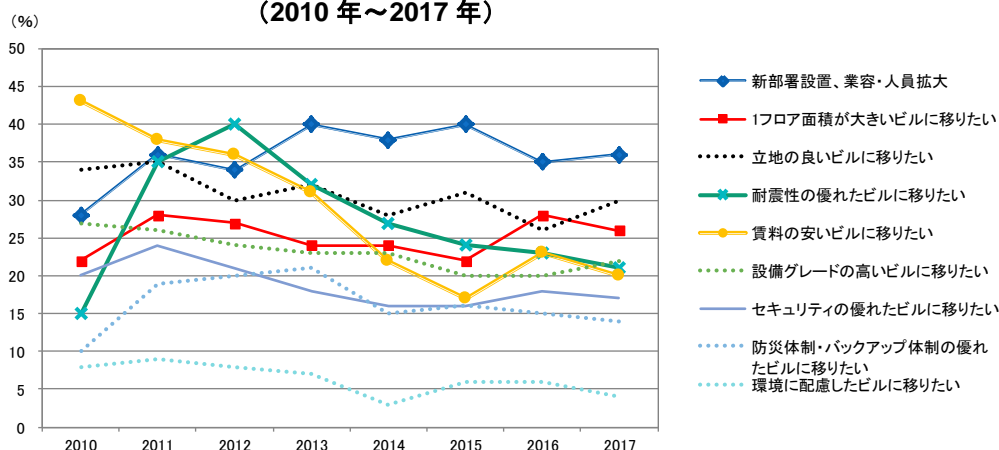
図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



(注)Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。  
(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 新規賃貸する理由

(2010年~2017年)

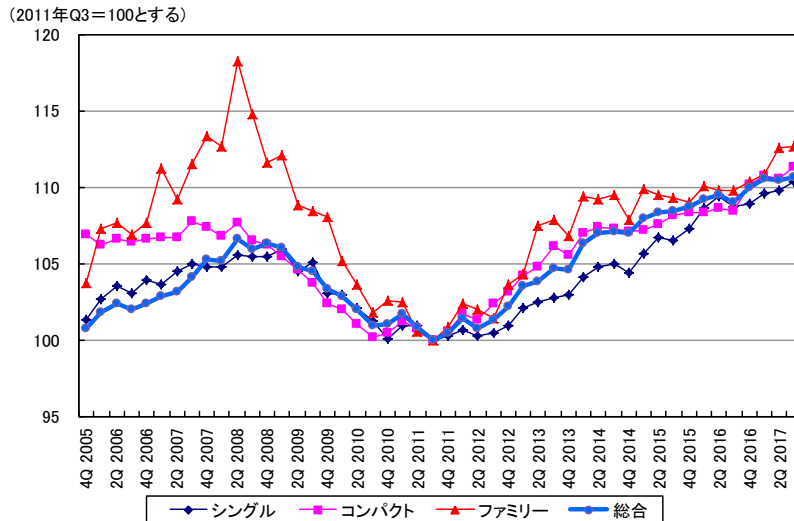


(出所)森ビル「2017年 東京23区オフィスニーズに関する調査」をもとに作成

## ②賃貸マンション

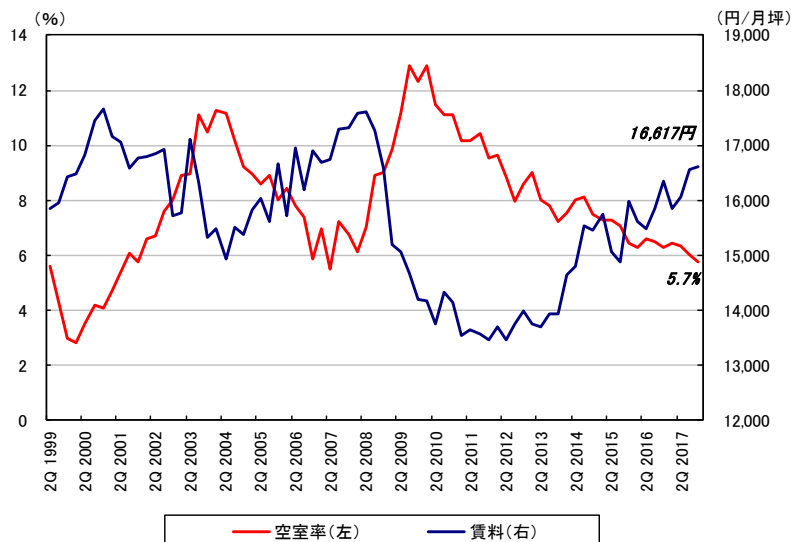
東京 23 区のマンション賃料は緩やかな上昇が続いている。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2017 年第 3 四半期は前年比でシングルタイプが+1.5%、コンパクトタイプが+2.6%、ファミリータイプが+2.6%となり全てのタイプで上昇した。(図表-12)。また、東京の高級賃貸マンションについても空室率の低下に伴い賃料が上昇し前年比 1.7%の 16,617 円/月坪となっている(図表-13)。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料



(出所) 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」

図表-13 高級賃貸マンションの賃料と空室率

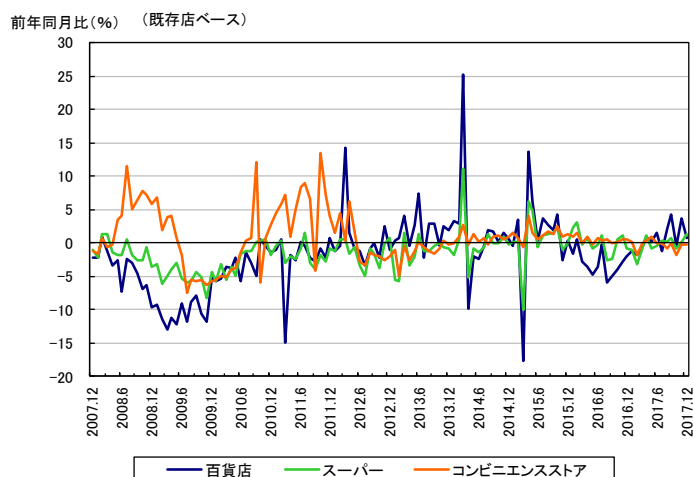


(注)期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
(出所)ケン不動産投資顧問

### ③商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計などによると、2017年10-12月の小売販売額(既存店、前年比)は百貨店が+1.3%、スーパーが+0.3%、コンビニエンスストアが▲0.8%となった(図表-14)。百貨店は訪日客向けや高額商品の売上が好調でプラスとなる一方、コンビニは他業態との競合の影響などから前年比割れが続いている。2017年全体では百貨店が+0.6%、スーパーが▲0.3%、コンビニエンスストアが▲0.3%となった。

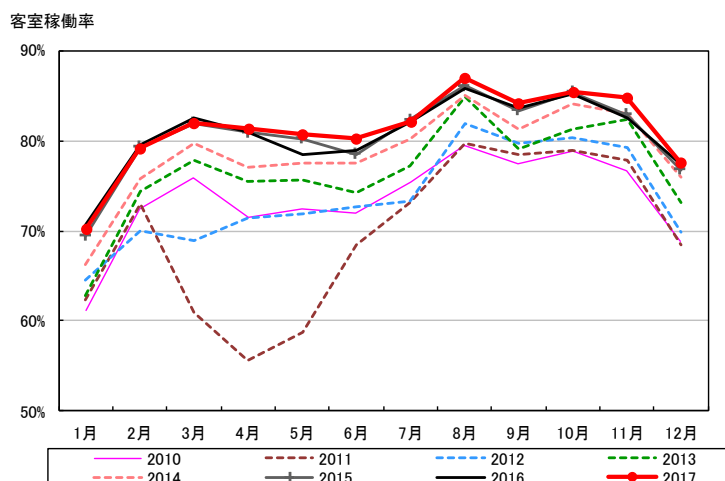
図表-14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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「JFCAコンビニエンスストア統計調査月報」を基にニッセイ基礎研究所が作成

全国61都市のホテル客室稼働率(2017年12月)は前年同月比0.2%上昇の77.6%となった。2017年は1~3月の稼働率が前月を下回ったものの4月以降は全ての月で前年を上回り年間を通じて高い稼働を維持した(図表-15)。2017年の訪日外国人客数は前年比19%増加の約2,869万人となり5年連続で増加した(図表-16)。航空路線の拡充やクルーズ船寄港数の増加、ビザ緩和などを背景に主要20市場全てにおいて過去最高となった。また、訪日客の旅行消費額は1人当たり支出額が前年比▲1.3%減少したものの総額では18%増加し過去最高の4.4兆円となった。2017年の外国人の延べ宿泊者数は前年比13%増加し日本人宿泊者数の低迷(前年比▲0.5%)を補っている(図表-17)。

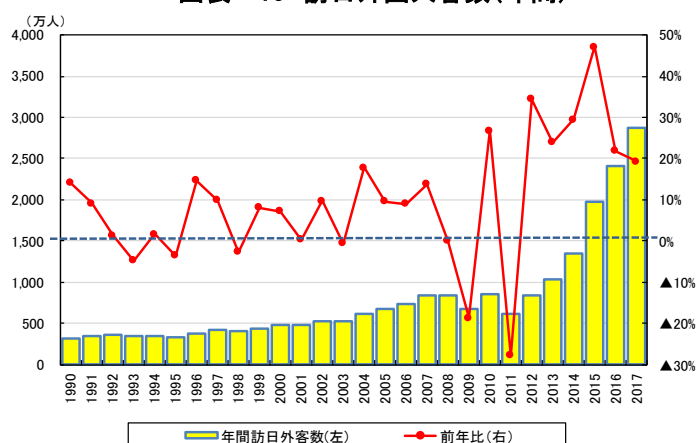
図表-15 ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)



(出所)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」

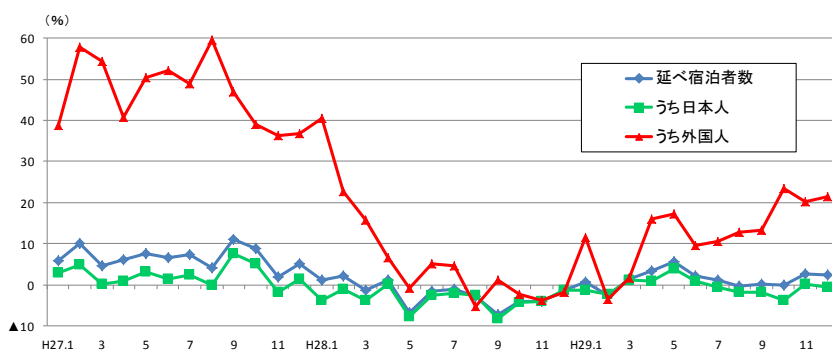


図表-16 訪日外国人客数(年間)



(出所)日本政府観光局(JNTO)

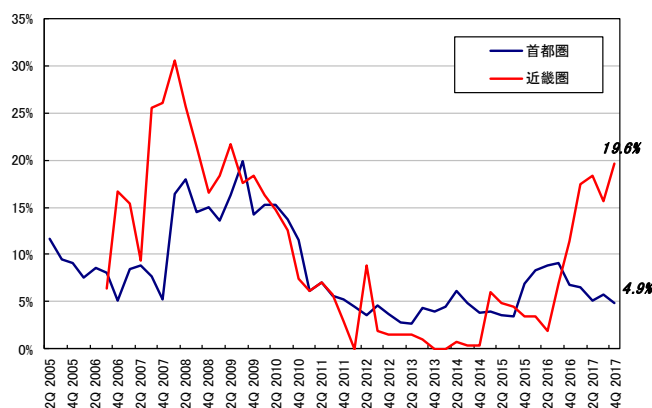
図表-17 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)



(出所)「宿泊旅行統計調査」

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空室率(2017年第4四半期)は前期比▲0.9%低下の4.9%、近畿圏は前期比3.9%上昇の19.6%となった(図表-18)。大規模な先進的物流施設への需要は旺盛なもの、首都圏では今後2年間過去最大の供給が予定されており空室率は上昇に向かう見込みである。また、一五不動産情報サービスによると、2017年10月の東京圏の募集賃料は前期比▲1.9%下落し4,200円/坪となった<sup>4</sup>。

図表-18 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBRE

<sup>4</sup> J-REIT が所有する物流施設では賃料が上昇している。GLP 投資法人(2017年8月期)の賃料増額改定(全体の70%)における上昇率はプラス3.6%、日本プロロジスリート投資法人(2017年11月期)の改定賃料変動率はプラス1.1%である。

#### 4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

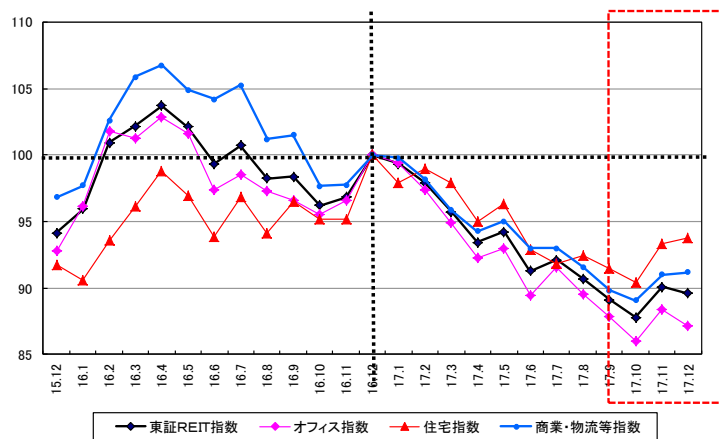
2017年第4四半期の東証REIT指数(配当除き)は、11月中旬まで下落基調が続いていたがその後は株式市場に対する出遅れ感などから海外資金を中心に買戻しが入り、9月末比0.6%上昇した。セクター別では、住宅(+2.5%)と商業・物流等(+1.5%)が上昇する一方、オフィス(▲0.8%)は下落した(図表-19)。12月末時点のバリュエーションは、純資産8.8兆円に保有物件の含み益2.4兆円を加えた11.2兆円に対して時価総額は約11.5兆円でNAV倍率は1.0倍、分配金利回りは4.2%で10年国債利回り(0.05%)とのスプレッドは4.1%である。

2017年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数は▲10.4%下落し2年ぶりに反落した(図表-20)。国内の不動産ファンダメンタルズは堅調を維持したものの、REIT市場で最大の投資家層であるJリート投信(上場ETFを除く)からの資金流出が止まらず、投資家心理が悪化し警戒感が強まった。

新規上場は2社、市場全体の物件取得額は1兆3,216億円(前年比▲25%)にとどまり市場の拡大ペースが鈍化した(図表-21)。アセットタイプ別にみると、オフィスビル(33%→26%)の占率が低下する一方で、これまでサブアセットとして位置付けられていた物流施設(25%)やホテル(21%)の占率が高まった。不動産売買市場での取得競争が厳しさを増すなか、これらの不動産を主力に運用するREITではスポンサーからのパイプラインを活用し大型優良物件を取得する機会が増加している。

また、投資口価格の下落によってエクイティ資金の調達コストが上昇するなかデットの市場環境は良好で、投資法人債の発行額は前年比32%増の1,135億円(期間8.9年、平均利率0.47%)となった。

図表-19 東証REIT指数(配当除き、2016年12月末=100)



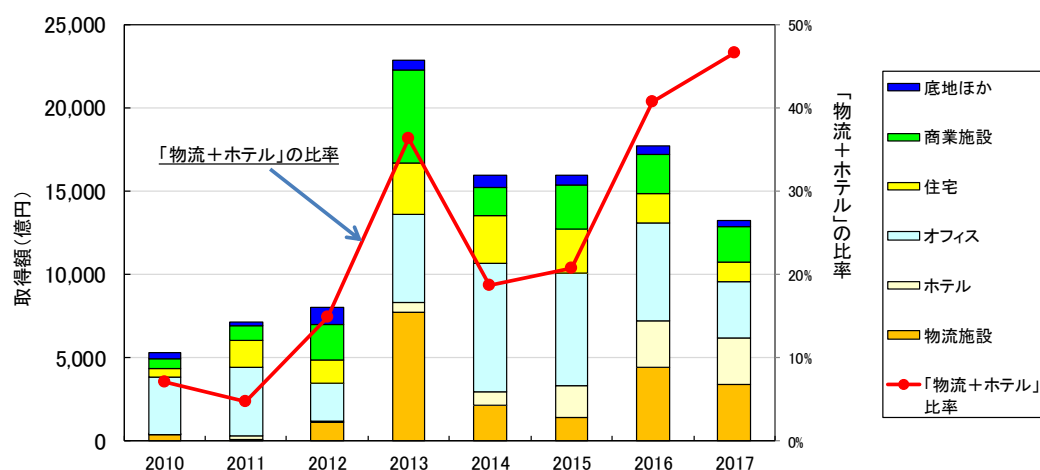
(出所)東京証券取引所

図表-20 2017年のJ-REIT市場(まとめ)

項目	2016年	2017年	2017年		備考
			対2016年	対前年比	
東証REIT指数(配当除き)	1,856pt	1,663pt	▲10%	▲10%	2年ぶり反落
東証REIT指数(配当込み)	3,422pt	3,190pt	▲7%	▲7%	-
上場銘柄数	57社	59社	+2社	+2社	新規上場2社
市場時価総額	12.1兆円	11.5兆円	▲5%	▲5%	-
運用不動産(取得額へ入)	15.5兆円	16.5兆円	+7%	+7%	過去最高も増加率は鈍化
物件の新規取得額	1.77兆円	1.32兆円	▲25%	▲25%	前年比大きく減少
投資法人債発行額	863億円	1,135億円	+32%	+32%	条件(平均期間8.9年、平均利率0.47%)

(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

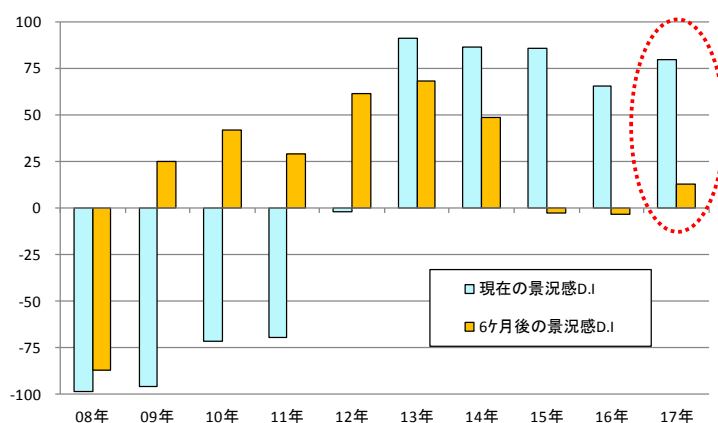
図表-21 J-REITによる物件取得額(用途別)



(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

ニッセイ基礎研究所が1月中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<sup>5</sup>、現在の景況感について「良い」または「やや良い」と答えた割合は約8割となり5年連続で大幅プラスとなった。また、6ヶ月後の景況感について「変わらない」と答えた割合が72%で過去最高となるとともに、「良くなる」または「やや良くなる」の割合から「悪化する」または「やや悪化する」の割合を引いた値(DI、ディフュージョン・インデックス)は+12で3年ぶりにプラスとなった(図表-22)。昨年と比べて景況感に大きな変化は見られないが、先行きに対する警戒感がやや後退する結果となっている。

図表-22 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14回不動産市況アンケート結果」(2018年1月30日)

(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はありません。

5 吉田資『良好な環境が続くも、地政学リスクを注視～価格のピークは東京五輪前、インフラ施設に注目』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2018年1月30日)