

不動産 投資 レポート

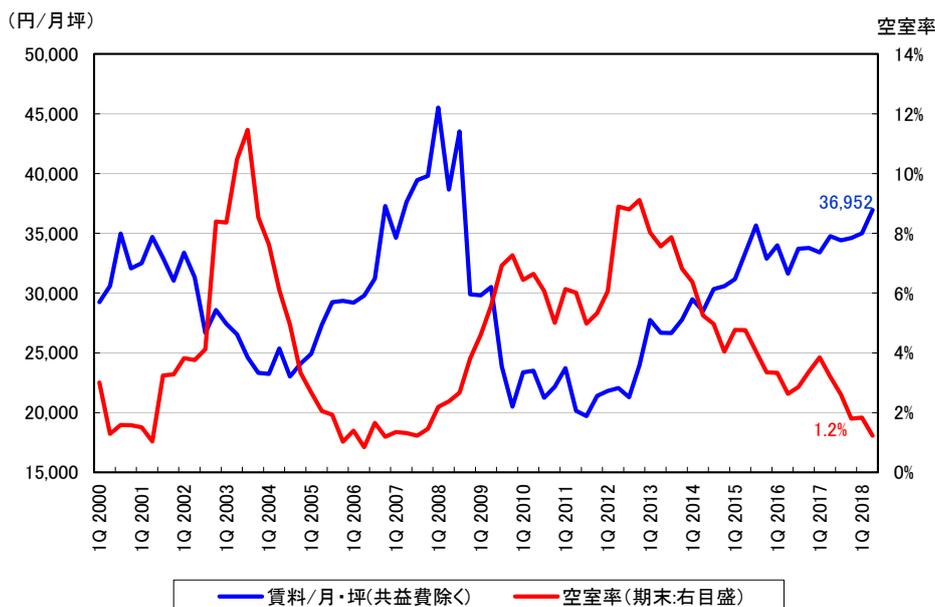
東京オフィス市場は一段と改善。 Jリート市場は好調維持。 不動産クォーター・レビュー2018年第2四半期

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 [吉田 資](#)
(03)3512-1861 e-mail: tyoshida@nli-research.co.jp

要旨

- 国内景気は、好調な企業収益を背景とする民間設備投資の増加や、雇用所得環境の改善に伴う民間消費の持ち直しに支えられ、緩やかな回復基調が継続している。住宅価格が高止まりする中、住宅着工戸数や中古マンションの成約件数は減少した。地価は引き続き上昇している。
- 東京オフィス市場の空室率は、ファンドバブル期と同水準の1%前半まで低下した。空室率の低下に伴い、賃料はリーマンショック後の最高値を更新した。東京のマンション賃料は、人口流入に支えられ上昇している。ホテルの客室稼働率は、訪日外国人の増加に支えられ高稼働を維持している。一方、首都圏の物流施設市場は、高水準の新規供給が予定されており、空室率の上昇が懸念される。
- J-REIT市場は好調を維持している。年初からの東証REIT指数の上昇率は6.1%に拡大した。また、J-REITによる上期の物件取得額は1兆239億円(前年同期比+26%)となった。国内の不動産売買額が昨年比で減少するなか、J-REITによる新規取得は高い水準を維持している。

東京都心部 A クラスビルの空室率と成約賃料



(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・住宅市場

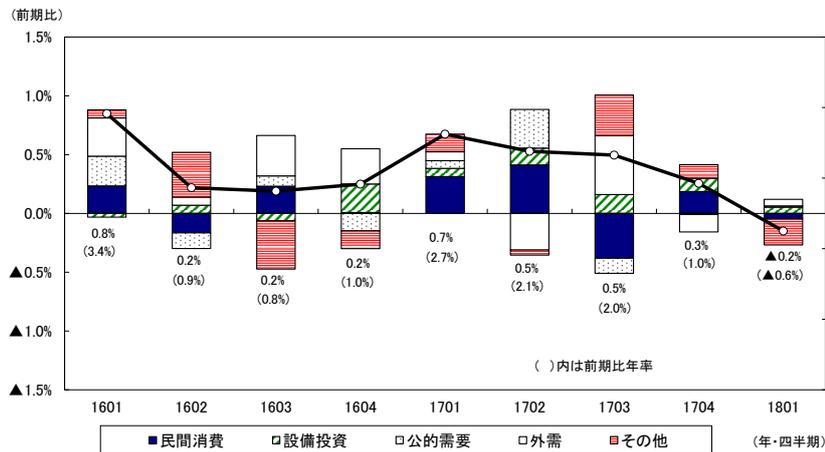
2018年1-3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲0.6%と9四半期ぶりのマイナス成長となった(図表-1)。ただし、4-6期の経済指標は、景気が再び回復軌道に戻ってくることを示すものが多い。

4-6月期の鉱工業生産指数は、前期比1.2%と2四半期ぶりに上昇した(1-3月期は同▲1.3%) (図表-2)。大雪による工場の操業停止の影響を受けて、1-3月期に前期比▲2.9%と落ち込んだ「輸送機械」が前期比3.4%の高い伸びとなったほか、在庫の積み上がりが続く「電子部品・デバイス」が前期比0.4%と8四半期連続の増産となった¹。

また、2018年6月の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DIは+21(前期比▲3)となり、2期連続で悪化した。依然高水準を維持している(図表-3)。大企業・不動産業のDIも+37(前期比±0)と好調が続いている。

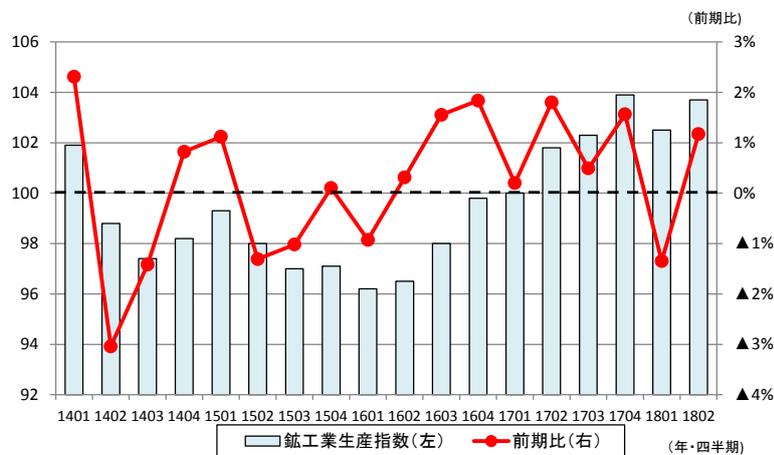
4-6月期の実質GDP成長率は、好調な企業収益を背景とする民間設備投資の増加や、雇用所得環境の改善に伴う民間消費の持ち直しが寄与し、プラス成長に転じる見通しである。

図表-1 実質GDP成長率の推移(四半期)



(出所)内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP2次速報」(2018年6月)をもとにニッセイ基礎研究所作成

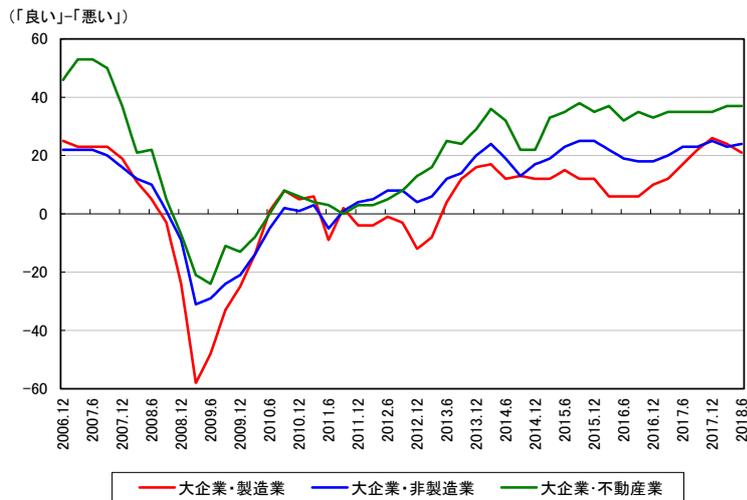
図表-2 鉱工業生産指数



(出所)経済産業省「鉱工業指数」をもとにニッセイ基礎研究所作成

¹ 斎藤太郎『[鉱工業生産 18年6月-4-6月期は2四半期ぶりの増産も、IT関連の在庫積み上がりが続く](#)』(ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2018年7月31日)

図表-3 日銀短観の動向



(出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

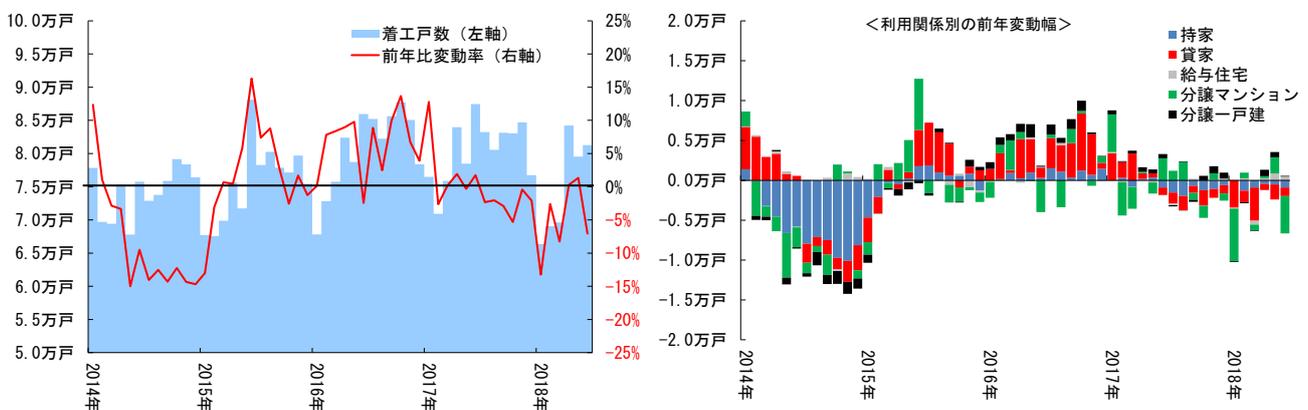
新規着工戸数（月次）は、2017 年下期以降、前年を下回る月が多く、2018 年 6 月も前年同月比▲7.1%の 81,275 戸となった。このうち、全体の 4 割超を占める貸家は、個人による貸家業向けの新規貸出の抑制等を受けて 13 ヶ月連続で前年同月比マイナスとなっている（図表-4）。

2018 年第 2 四半期(4~6 月)のマンション新規発売戸数は、前年度とほぼ同水準で推移しており、長期的（2007 年以降）にみると低い水準に留まっている（図表-5）。2018 年 6 月の首都圏の分譲マンション価格は、戸あたり 6,244 万円、㎡単価 92.8 万円となり、2 ヶ月連続で上昇した。価格の上昇等を受けて、6 月の初月契約率は 66.0%となり、好不調の分かれ目の 70%を下回った。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、首都圏中古マンションの成約件数（2018 年上期）は、19,223 件（前年同期比▲1.5%）となった（図表-6）。高水準の成約件数を維持しているものの、頭打ち感が見られる。また、日本不動産研究所「住宅価格指数（首都圏の中古マンション）」は、2013 年下期以降、上昇傾向で推移しているが、2018 年 4 月は前年同月比 0.1%となり、上昇スピードがやや減速している（図表-7）。

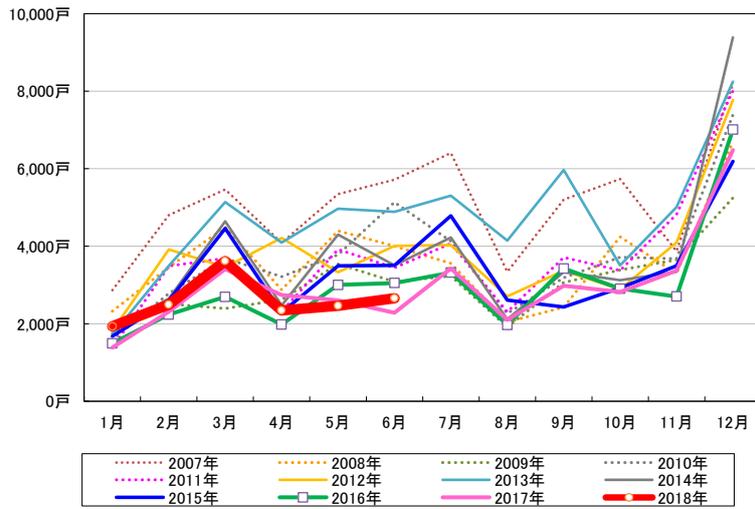
今後の住宅市場については、2019 年 10 月の消費税率引き上げを前にした駆け込み需要などが注目される。

図表-4 新設住宅着工戸数(全国)



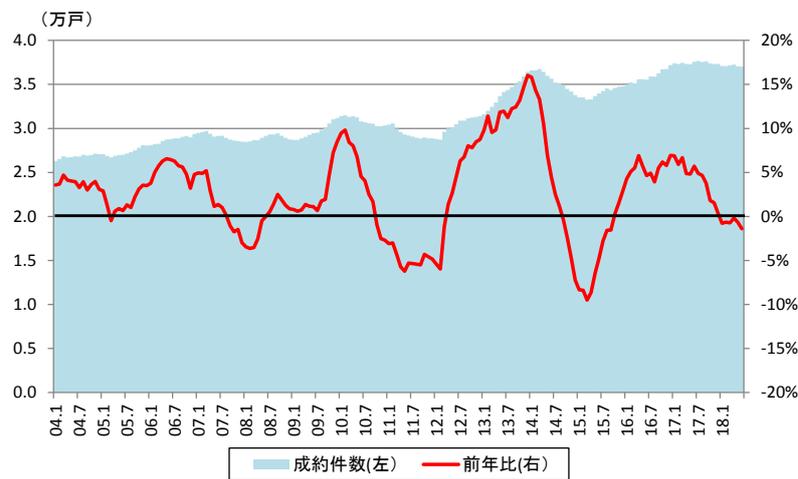
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-5 首都圏のマンション新規発売戸数



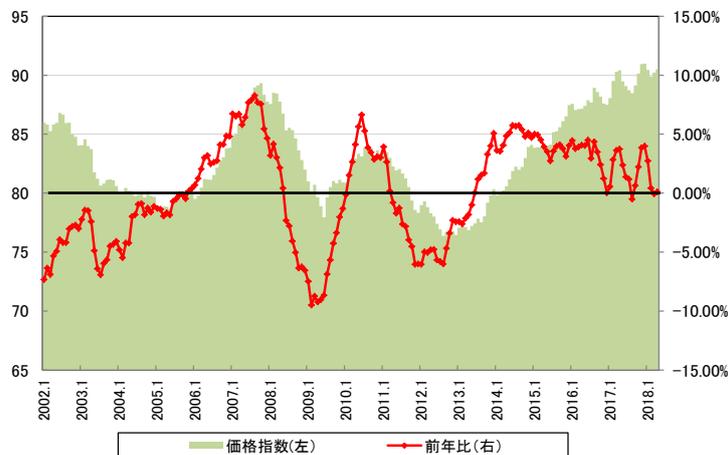
(出所) 不動産経済研究所の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-6 首都圏の中古マンション成約件数(後方12ヶ月合計値)



(出所) 東日本不動産流通機構(東日本レインズ)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-7 不動産住宅価格指数(首都圏の中古マンション)



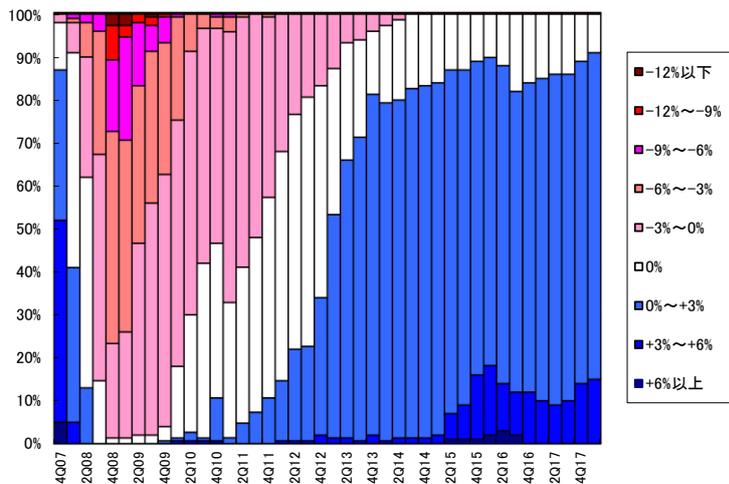
(出所) 日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所作成

2. 地価動向

国土交通省の「地価 LOOK レポート（2018 年第 1 四半期）」によると、全国 100 地区のうち上昇が「91」、横ばいが「9」、下落が「0」となった（図表-8）。下落する地区がない状況が、2014 年第 3 四半期以降継続している。主要政令市の中心部における大規模開発事業の進捗や、金融緩和による国内外の投資マネーの流入等から、不動産需要は高水準であり、地価の上昇が続いている。

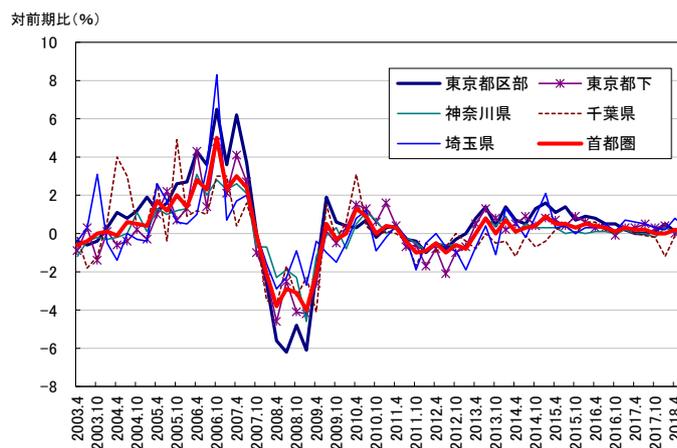
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率（2018 年 7 月 1 日時点）は前期比 0.1%増加となった（図表-9）。「値上がり」を示した地点の割合は 8.3%（前回 6.3%）、「横ばい」は 88.7%（前回 91.1%）、「値下がり」は 3.0%（前回 2.5%）であった。首都圏の住宅地価格は、横ばいの傾向が継続している。

図表-8 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」をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-9 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の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

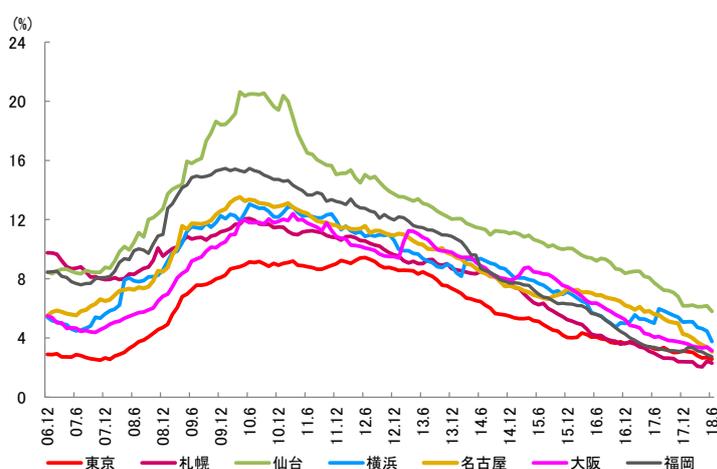
三鬼商事によると、2018 年 6 月の都心 5 区空室率は前月比 0.1%低下の 2.6%、平均募集賃料は前月比 0.4%上昇し 54 ケ月連続でプラスとなった。また、他の主要都市においても、オフィスの新規供給が限定的で需給が逼迫する中、空室率の低下が続いており、札幌の空室率（2.3%）は東京を下

回っている（図表-10）。

三幸エースター公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2018年第2四半期の東京都心部Aクラスビル²の賃料は36,952円（前期比+5.5%）、空室率は前期比0.6%低下の1.2%となった（図表-11）。空室率は、ファンデバブル期（2006年～2007年）と同水準まで低下した。空室率の低下に伴い、賃料はリーマンショック後の最高値を更新した。

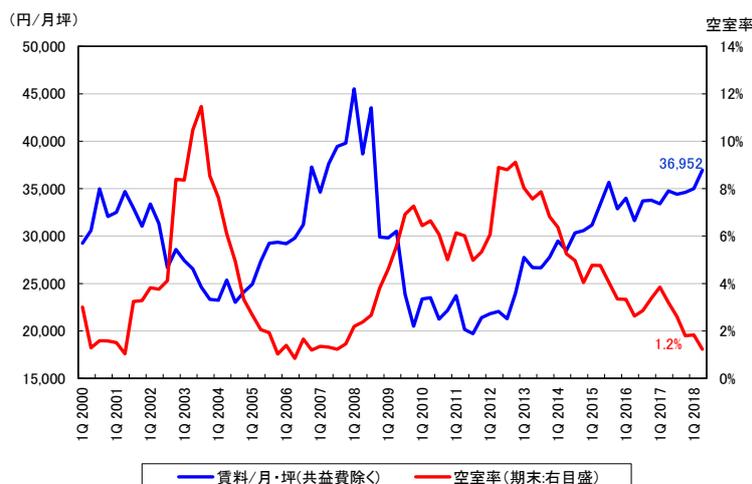
森ビルの「2018年東京23区の大規模オフィスビル供給量調査」によると、東京都区部では、2018年に146万㎡、2020年には168万㎡の高水準の新規供給が予定されている（図表-12）。ただし、足元の需給が逼迫する中で、建設中のビルにも引き合いが強く、日経不動産マーケット情報によれば、2018年4月時点で、未竣工ビル（2019年4月までに竣工予定）の3割超がすでに満室とのことである。2018年に竣工するビルの多くはテナントが決まりつつあり、市場の関心は2020年に竣工予定のビルに向いている模様である。

図表-10 主要都市の平均空室率



（出所）三鬼商事の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

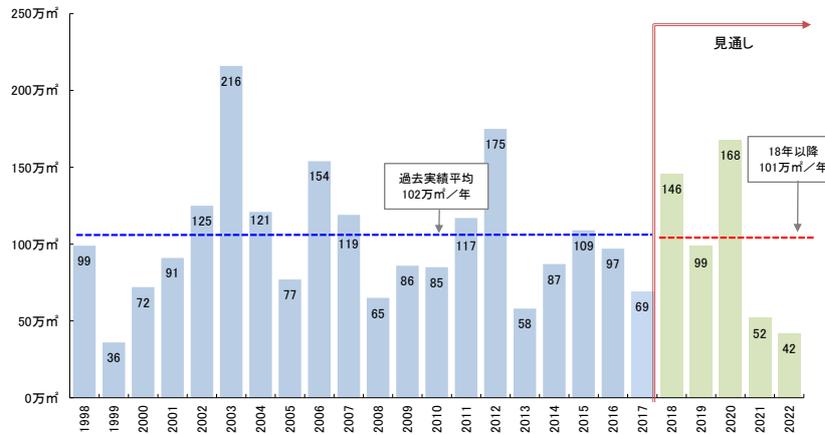
図表-11 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



（出所）空室率：三幸エースター、賃料：三幸エースター・ニッセイ基礎研究所

² 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ースターが選定。

図表-12 東京 23 区の大規模オフィスビル供給量の推移



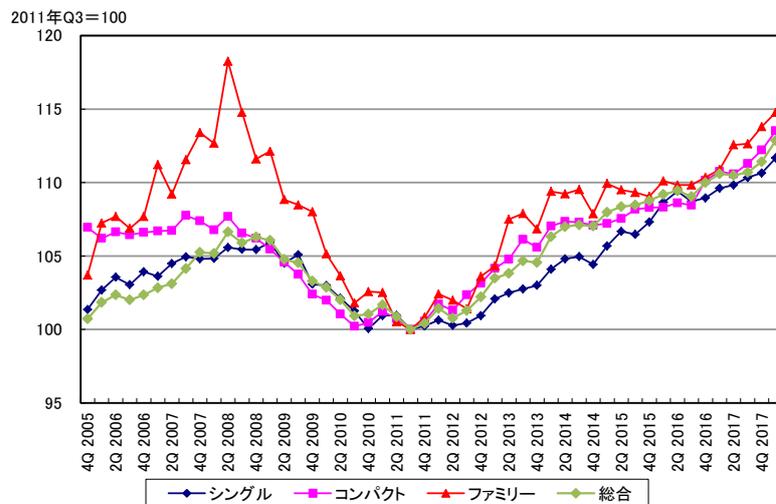
(出所)森ビル「東京 23 区の大規模オフィスビル供給量調査'18」(2018 年 4 月)をもとにニッセイ基礎研究所作成

②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は上昇している。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」によれば、2018 年第 1 四半期の賃料指数は、シングルタイプが前年同期比+1.9%、コンパクトタイプが+2.5%、ファミリータイプが+3.5%となり、全てのタイプで上昇した(図表-13)。また、東京主要 3 区(港区、世田谷区、渋谷区)の高級賃貸マンション賃料も上昇傾向で推移しており、2018 年第 2 四半期は過去最高水準の 17,851 円/月・坪に達した(図表-14)。

総務省「住民基本台帳人口移動報告」によれば、2018 年 4-6 月期の東京都区部の転入超過数³は、12,516 人(前年同期比+821 人)であった。継続的な人口流入に支えられた東京の賃貸マンション需要は底堅く、賃料の安定的な上昇に寄与していると考えられる。

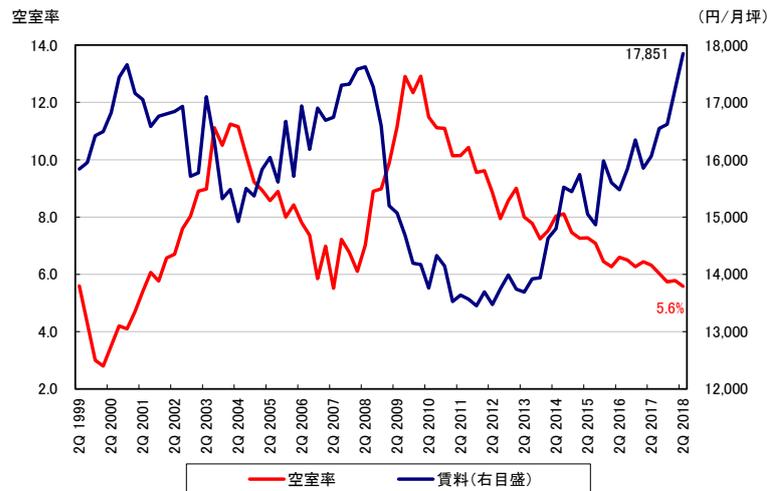
図表-13 東京 23 区のマンション賃料指数



(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)」をもとにニッセイ基礎研究所作成

³ 転入者数-転出者数

図表-14 高級賃貸マンションの賃料と空室率



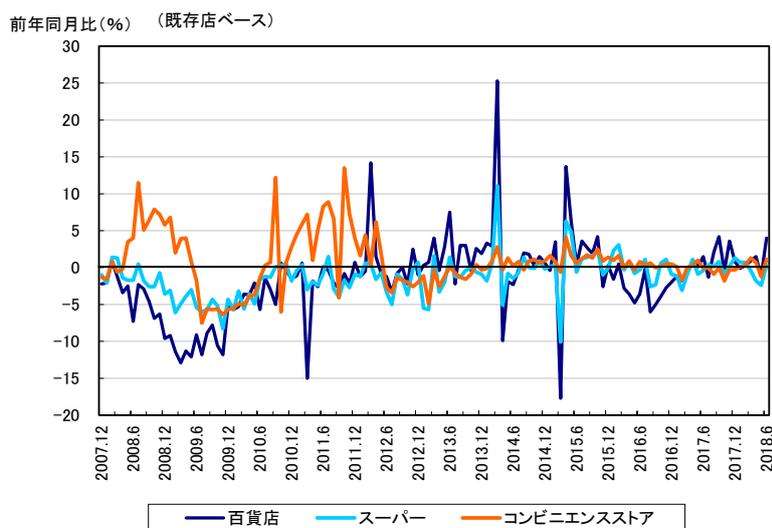
(出所)ケン不動産投資顧問「KEN Data Press Real Estate Market in Tokyo」をもとにニッセイ基礎研究所作成
 (注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの

③商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計などによると、2018年4-6月期の小売販売額(既存店、前年同期比)は、百貨店が+1.5%、スーパーが▲1.3%、コンビニエンスストアが+0.2%となった(図表-15)。

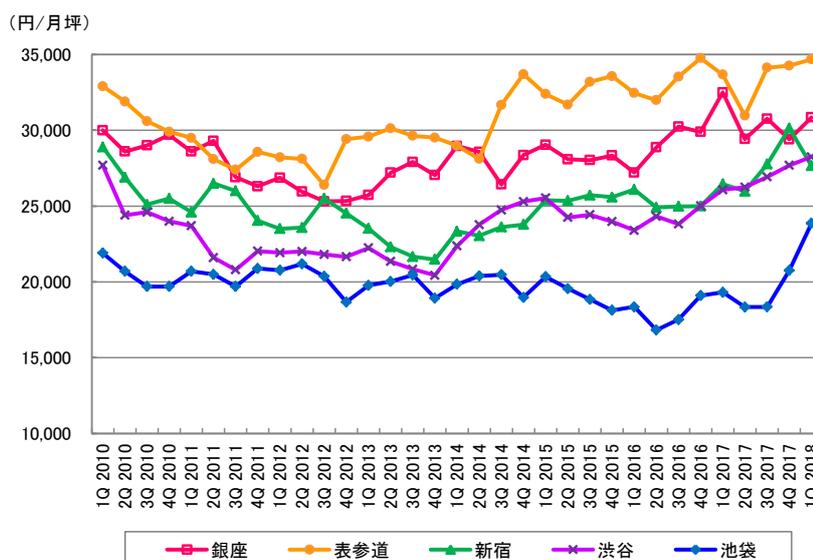
2018年第1四半期の東京主要商業エリアの店舗賃料は、銀座が30,855円/月・坪(前期比+4.9%)、表参道が34,678円/月・坪(前期比+1.2%)、新宿が27,657円/月・坪(前期比▲8.3%)、渋谷が28,250円/月・坪(前期比+2.0%)、池袋が23,863円/月・坪(前期比+14.9%)となり、新宿を除くすべてのエリアで上昇した(図表-16)。インバウンド消費や国内富裕層の消費は堅調に推移し、出店ニーズが高まる中、募集物件は少なく需給が逼迫しており、賃料は上昇傾向で推移している。

図表-15 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」をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-16 東京主要商業エリア店舗賃料(全フロア・四半期)

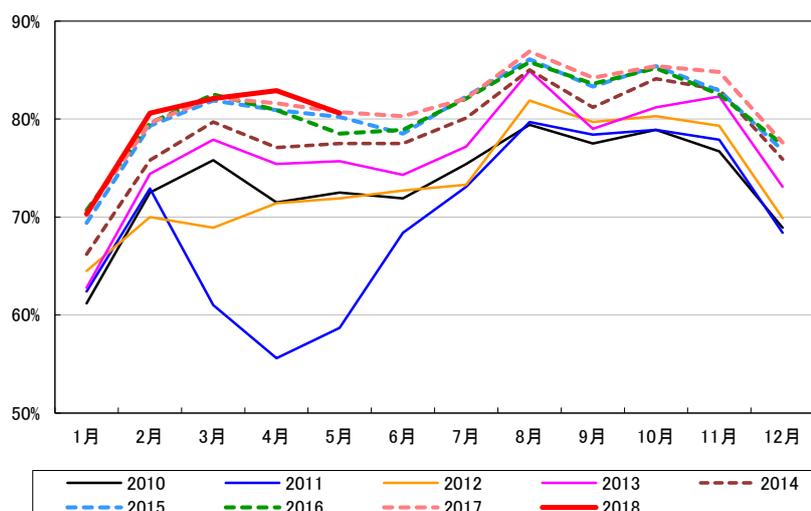


(出所)スタイルアクト、日経不動産マーケット情報のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

全国 61 都市のホテル客室稼働率は、2018 年 2 月以降、80%を上回り続けており、高稼働を維持している。2018 年 5 月の客室稼働率は 80.6%となり、過去最高水準であった昨年 5 月 (80.7%) とほぼ同水準であった。(図表-17)。訪日外国人客数の増加は継続しており、65 ヶ月連続で前年同月を上回った。(図表-18)。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引き続き好調を維持している。

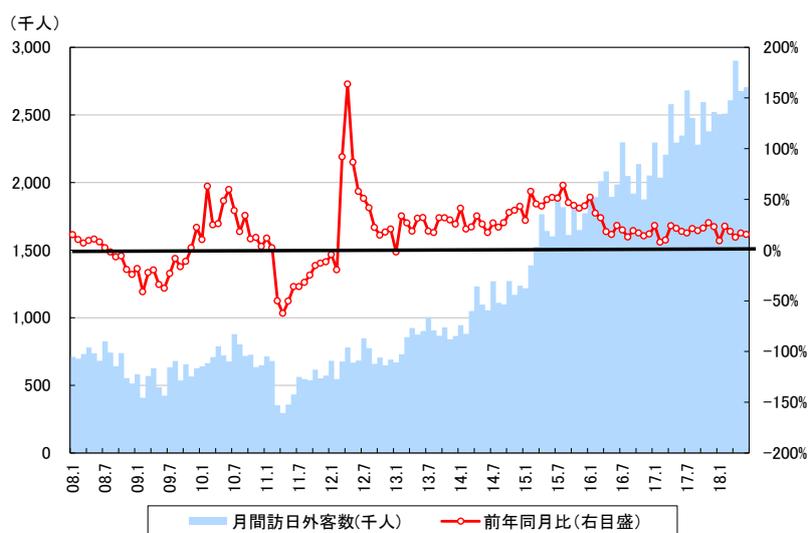
2018 年 4-6 月の延べ宿泊者数は、前年同月比 2.0%増加したが、その内、外国人が前年同月比 13.9%増加し、日本人宿泊者数の低迷 (前年同月比▲0.4%) を補った (図表-19)。

図表-17 ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)



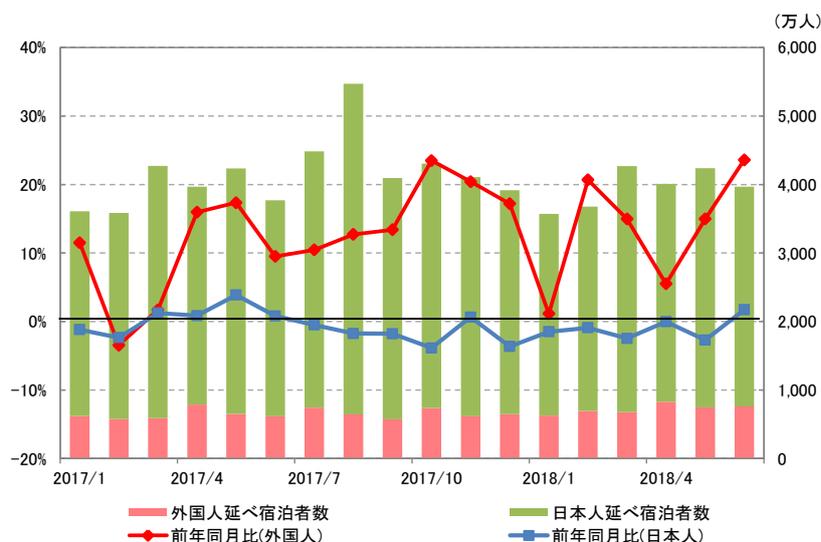
(出所)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」をもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-18 訪日外国人客数(月次)



(出所) 日本政府観光局(JNTO)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-19 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)



(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所作成

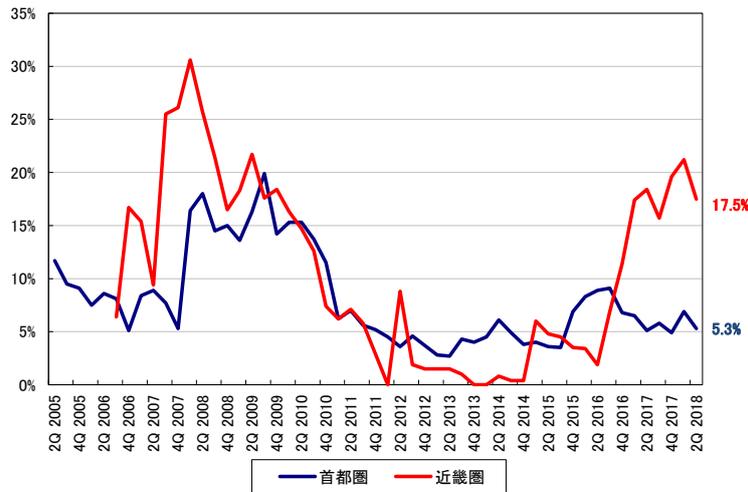
シービーアールイー (CBRE) によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(2018年第2四半期)は前期比1.6%低下の5.3%、近畿圏は前期比3.7%低下の17.5%となった(図表-20)。インターネット通販市場⁴の拡大に伴い、E コマース関連企業を中心として需要は旺盛な模様である。ただし、CBREによれば首都圏の空室率は2018年末まで概ね横ばいで推移するが、2019年は四半期平均で15.4万坪の新規供給が見込まれ、上昇に転じる可能性があるとのことである。

また、一五不動産情報サービスによると、2018年4月の東京圏の募集賃料は前期比2.4%上昇し4,300円/坪となった。しかし、今後は、空室率の悪化や人手不足に伴う物流コストの上昇⁵、等が賃料の押し下げ要因となる可能性がある。

⁴ 吉田資『インターネット通販市場の成長と物流施設利用の方向性(1)～インターネット通販市場の成長可能性』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2018年7月20日)

⁵ 吉田資『人手不足下における物流コストの現状と今後の方向性』(ニッセイ基礎研究所、基礎研 REPORT、2018年5月号)

図表-20 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBRE「ロジスティクスマーケットレビュー」をもとにニッセイ基礎研究所作成

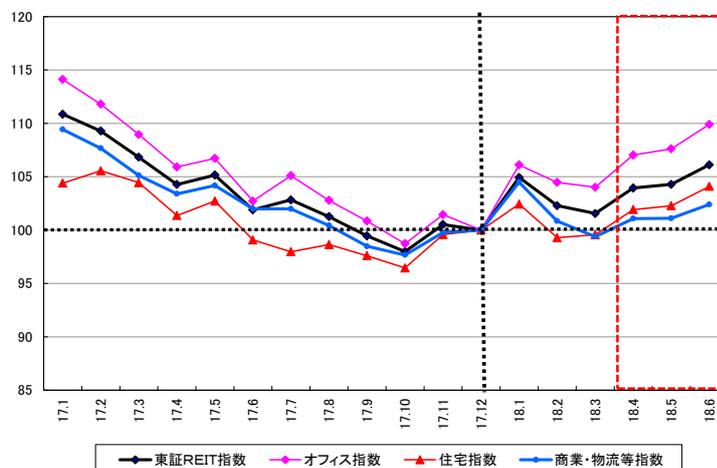
4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

①J-REIT(不動産投信)

2018年6月末の東証REIT指数(配当除き)は、3月末比4.5%上昇しTOPIX(0.9%上昇)を2四半期連続でアウトパフォームした。セクター別ではオフィスが5.7%、住宅が4.5%、商業・物流等が3.0%上昇した(図表-21)。需給面では、海外投資家による買越し基調が継続しており(図表-22)、年初からの東証REIT指数の上昇率は6.1%に拡大した。6月末時点のバリュエーションは、純資産9.2兆円に保有物件の含み益2.6兆円を加えた11.8兆円に対して時価総額は12.5兆円でNAV倍率は1.06倍、分配金利回りは4.0%(対10年国債利回りスプレッド4.0%)である。

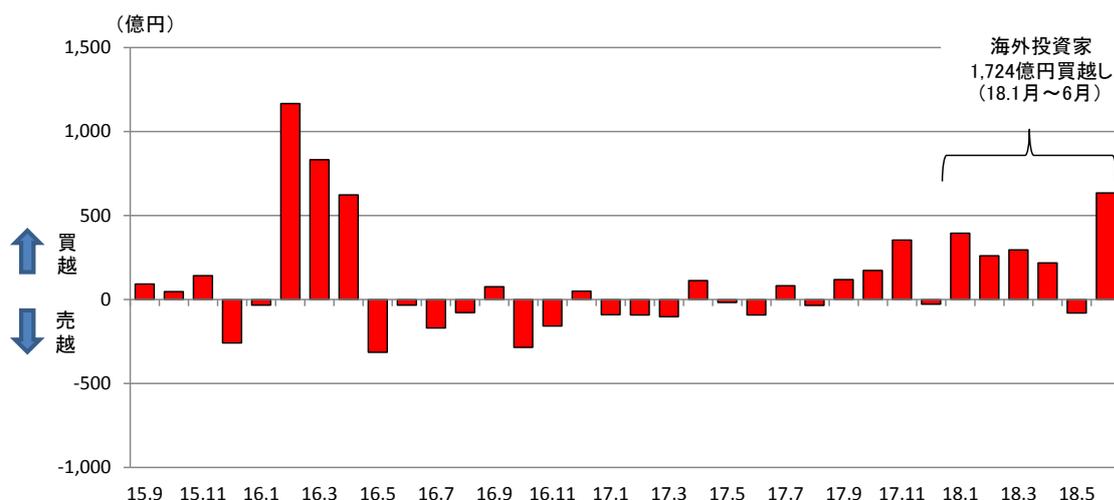
J-REITによる第2四半期の物件取得額(引渡しベース)は3,189億円(前年同期比+26%)、上期累計で1兆239億円(+26%)となった(図表-23)。国内の不動産売買額が昨年比で減少するなか、J-REITによる新規取得は高い水準を維持している。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス(37%)、物流(32%)、商業(10%)、住宅(9%)、ホテル(9%)、底地など(2%)の順となっている。

図表-21 東証REIT指数(配当除き、2017年12月末=100)



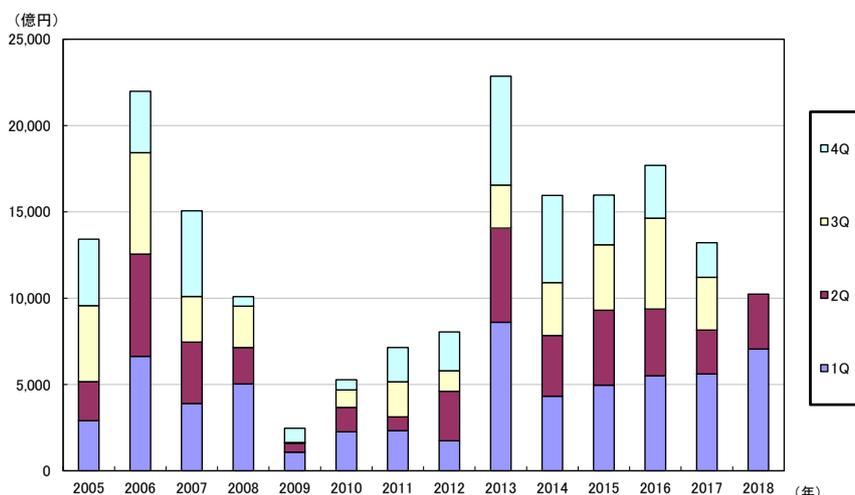
(出所)東京証券取引所データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-22 海外投資家の J-REIT 売買動向



(出所)東京証券取引所データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-23 J-REIT による物件取得額(四半期毎)



(出所)JREITの開示データをもとにニッセイ基礎研究所作成
(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

②不動産投資市場

CBREによると、2018年第1四半期の東京のNOI利回りは、すべての物件タイプで過去最低水準まで低下した(図表-24)。海外投資家による投資額は減少した一方で、J-REITによる新規取得は高水準を維持している。活発な投資物件取引が継続しており、NOI利回りは低水準となっている。

ニッセイ基礎研究所が行った不動産投資市場に関するアンケート調査では⁶、「不動産投資市場への影響が懸念されるリスク」との質問に対し、「金利」との回答は、2018年調査(58.4%)、2017年調査(52.8%)ともに、回答者の過半数を占めた(図表-25)。多くの不動産投資家が金利動向を注視している。

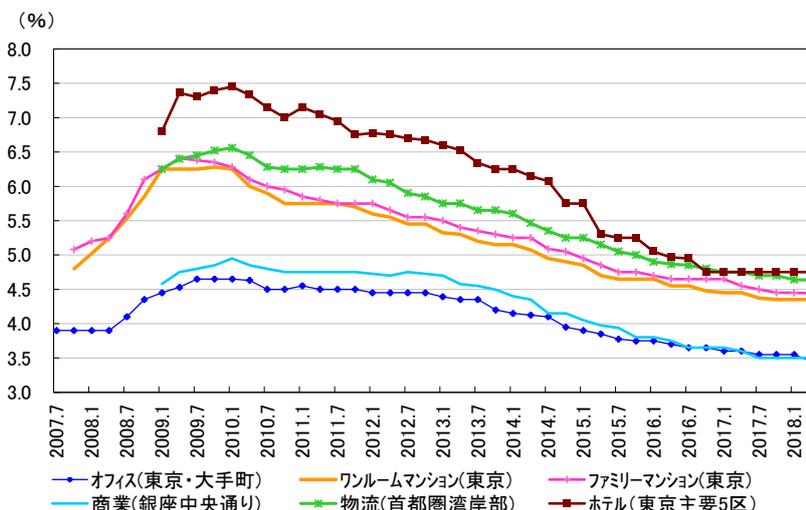
日本銀行は2018年7月末に開催された金融政策決定会合で金融政策の修正を行った。具体的には、①「政策金利のフォワードガイダンスの導入」(当面、現状の極めて低い長短金利の水準を維持する方針を表明)、②「長期金利(10年国際利回り)のある程度の変動を容認(-0.2%~0.2%のレンジ)、

⁶ 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)

ETF・J-REITの買入れ柔軟化」、③「日銀当座預金の政策金利残高の削減」、④「ETF買入れ内容の変更」である。この修正により、長期金利は上昇すると予測されるものの、金利急上昇の回避策（①「政策金利のフォワードガイダンスの導入」）も盛り込まれていることから、0.2%を超える上昇は許容しないと見込まれている⁷。

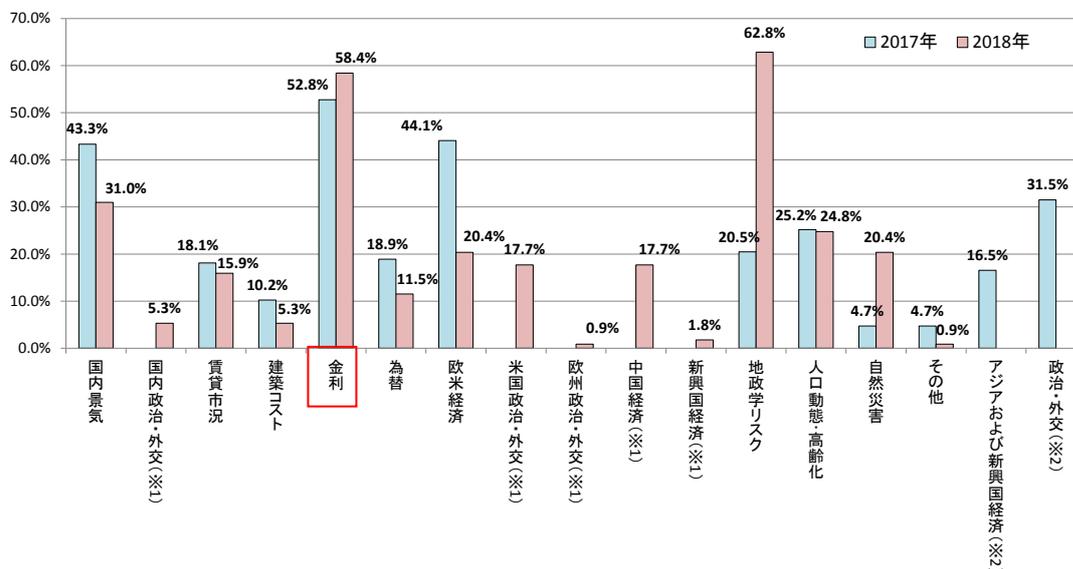
当面、金融政策の修正が、NOI利回り動向をはじめとする不動産投資市場に及ぼす影響を注視する必要がある。

図表-24 物件タイプ別 NOI 利回り(東京)



(出所)CBRE「クォーターリーサーベイ」をもとにニッセイ基礎研究所作成
 (注)発表された上下レンジの中央値を使用、ホテルは運営委託型

図表-25 不動産投資市場のリスク要因



(出所)ニッセイ基礎研究所「不動産市況アンケート」
 (注1)2018年調査から追加 (注2)2017年調査のみ

⁷ 上野剛志『日銀政策修正の評価と影響、そして残された課題』(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2018年8月3日)

(ご注意)本誌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、本誌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。