

不動産 投資 レポート

不動産クォーターリー・レビュー 2010年第4四半期

金融研究部門 不動産投資分析チーム 上席主任研究員 松村 徹

omatsu@nli-research.co.jp

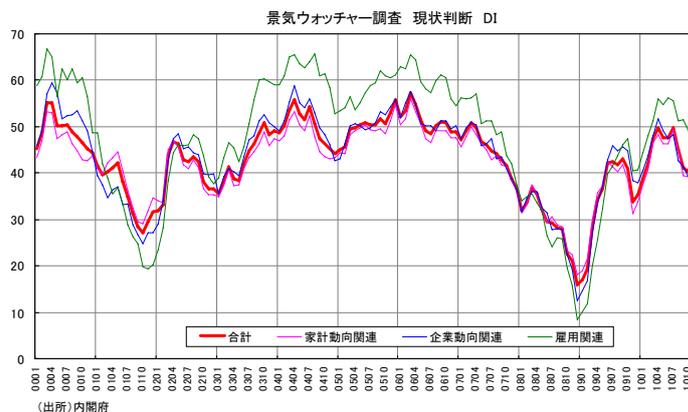
1. 経済動向と住宅市場

10年第4四半期の日銀短観（大企業・製造業）業況判断指数（DI）は7期ぶりに悪化したが、10年11月の景気ウォッチャー調査の現状判断（DI）は上昇に転じ、景気動向指数（CI）の先行指標も5ヶ月ぶりに上昇した（図表-1）。ニッセイ基礎研は、最新の経済見通し¹で、10年度の実質GDP成長率を3.3%、11年度1.6%、12年度1.9%と予測している。足元の景気は、円高、世界経済減速、政策効果収束などから減速状態にあるが、景気後退局面入りは回避されるとみている。

また、所得・雇用環境の改善が遅れる中、政策効果や低金利の影響もあり、09年に比べて住宅市場の回復傾向が顕著である。11月の新設住宅着工は、持家・分譲の増加が続き、前年比6.8%（年換算84.7万戸）と6ヶ月連続前年比で増加した（図表-2）。

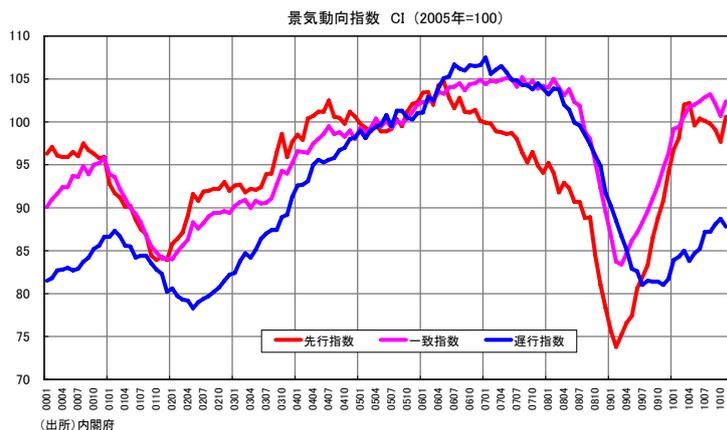
10年の首都圏のマンション供給戸数は、都区部中心²に増加傾向を強め、前年比22.4%増の4万4,535戸と6年ぶりに前年を上回った。首都圏に遅れていた近畿圏も2年ぶりに2万戸台に戻した。また、郊外でのマンション供給の落ち込み、資金回収の速さや根強い戸建指向などを背景に、建売戸建住宅の販売が増加している。首都圏の中古マンション市場は、新築供給の増加で成約件数は減少するが価格は強含みで推移している。

図表-1 景気関連指標

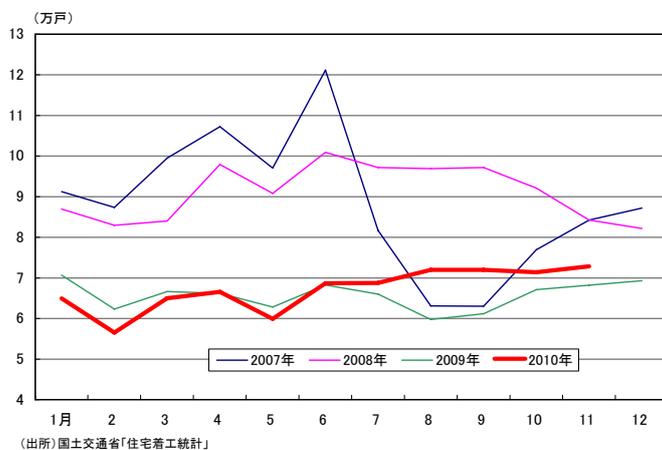


¹ 斎藤太郎『2010～2012年度経済見通し』ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミストレーダー、2010年12月10日

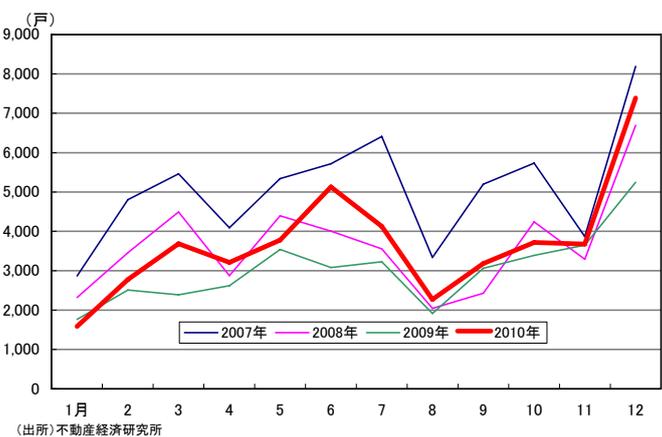
² 不動産経済研究所によると、10年の首都圏マンション供給における都区部シェアは45.8%と、94年以降では04年と並ぶ高水準となっている。これは、都区部での供給を主力する大手不動産会社が主要な供給者のため、同研究所は11年の同シェアは49%に上昇すると予測している（住宅新報社「住宅新報」2011年1月25日）。



図表-2 全国の新設住宅着工(暦年比較)



図表-3 首都圏のマンション供給(暦年比較)



2. 地価動向

10年7月の基準地価では、地方圏住宅地の下落幅がやや拡大したものの、3大都市圏は住宅、商業地ともに下落幅が大きく縮小した。国土交通省発表の10年第3四半期(7月1日~10月1日)の『地価 LOOK レポート』でも、全地点の58%が前期より下落したものの、下落地点数は減少・下落幅は縮小というトレンドの強まりが確認できる。特に、住宅地の下落地点は9地点(住宅地点

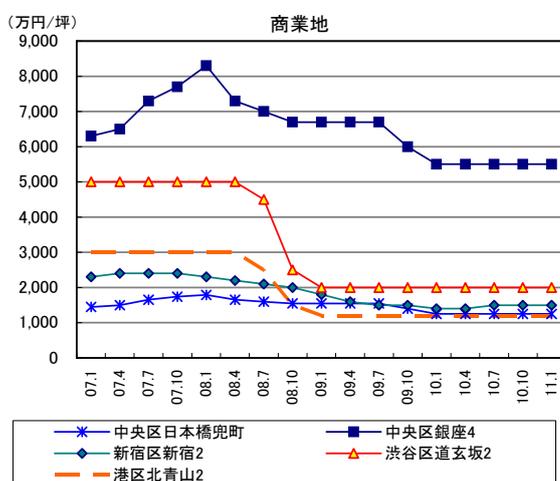
の21%)と底入れ感が強まったほか、東京都心商業地で横ばい地点が増加した。

また、野村不動産アーバンネット調査の四半期地価動向をみると、11年1月は東京と大阪の商業地で横ばい状態が続く一方、東京圏の住宅地は再びプラスに転じ、年間0.4%の増加となった³。大阪圏の住宅地は、引き続き水面下で推移している(図表-4)。

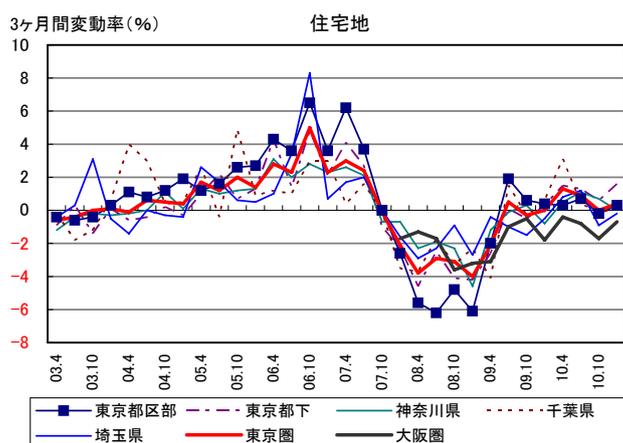
9月の市街地価格指数は、6大都市の下落幅が大きく縮小し、東京都区部の住宅地はほぼ横ばいとなったが、半年後の見通しは下落が続く。いずれにしても、ファンドブームによる地価上昇局面と比べ、最近の地価は、地域の経済実態や交通インフラ整備効果など土地に対する実需をより反映するようになっている。

これら地価動向と今後の景気見通しを踏まえれば、3月公表予定の11年1月地価公示では、下落率は縮小して住宅地や商業地の一部で横ばいや底打ちがみられるものの、全国平均では引き続き下落が続くと予想される。

図表-4 商業地価と住宅地価の四半期動向



(出所)野村不動産アーバンネット



(出所)野村不動産アーバンネット

³ 三井不動産販売調査でも、11年1月時点の東京圏住宅地価は、09年より1.0%上昇した。

3. 不動産サブセクターの動向

① オフィス

東京オフィス市場の空室率と空室面積は過去最高水準で推移しているが、ようやく空室率に天井感も出てきた。特に、新築ビルや大型ビル、都心一等地の空室率に横ばいや低下が目立っており、市場は二極化している（図表－5、6、7、8）。

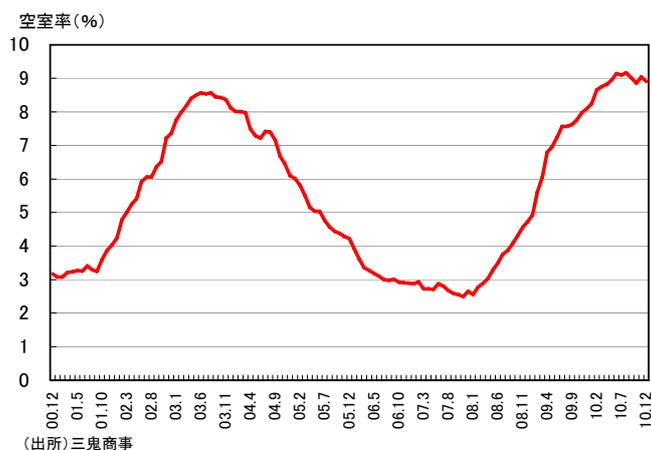
都心3区の基準階面積200坪以上の大規模ビルを対象とする成約賃料ベースのインデックス⁴をみると、10年第4四半期は前年同期比でみた下落幅が拡大したが、中長期的なサイクルからみて賃料の底打ちが近いことをうかがわせる（図表－9）。

また、大阪を除く地方大都市の空室率も天井を打ったとみられるが、賃料引下げ競争の結果、差別化の難しい中小ビルの場合、フリーレント（賃料を一定期間徴収しない契約条件）などを加味すれば、実質1万円未満でしか成約できない市況となっている（図表－10）。

00年以降、都心部にはS、Aクラス⁵といわれるグレードの非常に高い超大型ビルが増加したが、市況悪化にもかかわらず着工が続いており、11年以降も新規供給の動きは止まらない（図表－11）。中でも事業法人所有ビルの建替えが目立つが、この背景には、①会計制度の影響（賃貸不動産の時価開示）、②企業におけるCRE戦略の強化、③証券化による開発資金調達の容易化、④CRE戦略に関与してプロジェクト・マネジメントや仲介など各種手数料を狙う不動産会社の営業戦略などがあると考えられる。このため、今後も東京駅周辺では、超大型ビルストックが積み上がっていくと予想される。

一方、グローバルな競争にしのぎを削る大企業のコスト意識の高まりと、東京のアジアにおける地位低下によるオフィス拡張意欲の減退から、都心のS、Aクラスビルに対する需要の大幅な増加は期待できない。特に、周辺部で供給されるビルも大型化・高機能化しているため、柔軟な賃貸条件提示によって都心企業の郊外移転が増加する可能性もあるだけに、都心のS、Aクラスビルの賃料上昇には限界があると考えられる。

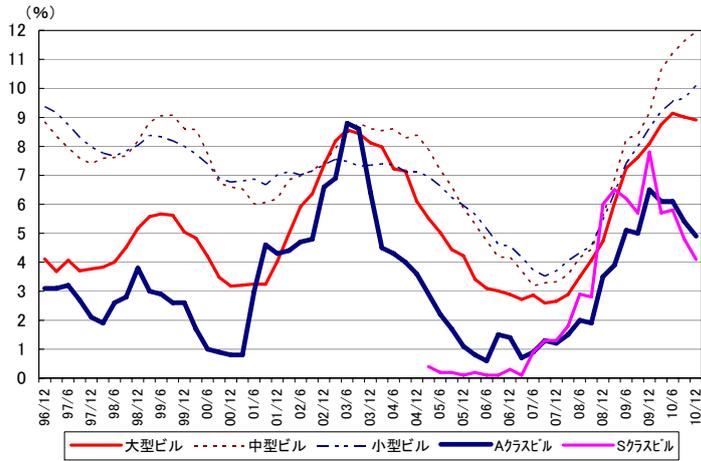
図表－5 東京ビジネス地区のオフィス空室率



⁴ 三幸エステートが、ニッセイ基礎研究所と共同開発した成約賃料ベースの「オフィスレント・インデックス」。成約賃料ベースの賃料指数は、募集賃料ベースの数値に先行する傾向がある。公表内容については、<http://www.websanko.com> を参照。

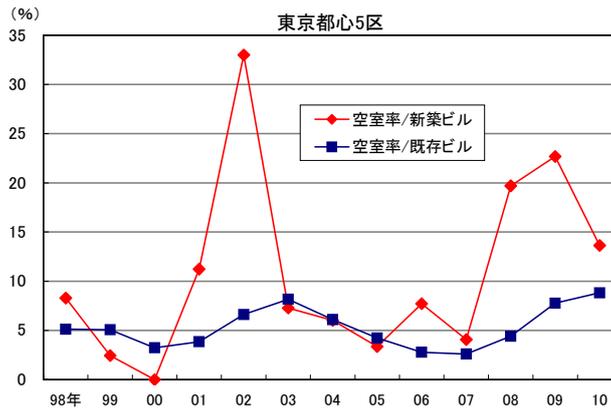
⁵ 立地条件・規模・建築設備仕様に優れた最上級のビルを指し、SクラスあるいはAクラスとも呼称される。今後、東京都のトップレベル事業所認定やCASBEE-Sランク認証を得るなど、地球環境配慮に優れることも同クラスの条件となるだろう。

図表-6 規模別空室率



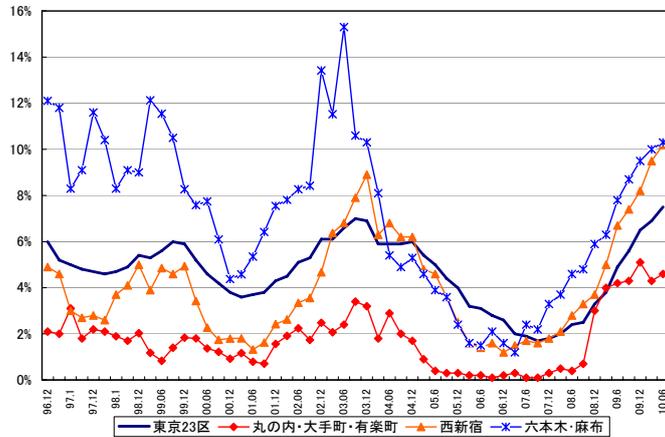
(注1)大型:基準階100坪以上、中型:同100坪未満50坪以上、小型:同50坪未満、Aクラス:都心5区もしくは将来性の高い地域に立地する延床1万坪以上、基準階200坪以上、天井高2.6m以上、電気容量30VA/m²、24時間入退室築可、21年未満等。Sクラス:Aクラス以上の立地、延床2万坪以上、基準階500坪以上、築11年未満、Aクラス以上の設備、ランドマーク性等
 (注2)資料により空室率の把握方法が異なるため、空室率水準は三鬼商事>CBREの傾向がある。
 (出所)三鬼商事、CBRE資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 東京の新築・既存ビル別空室率



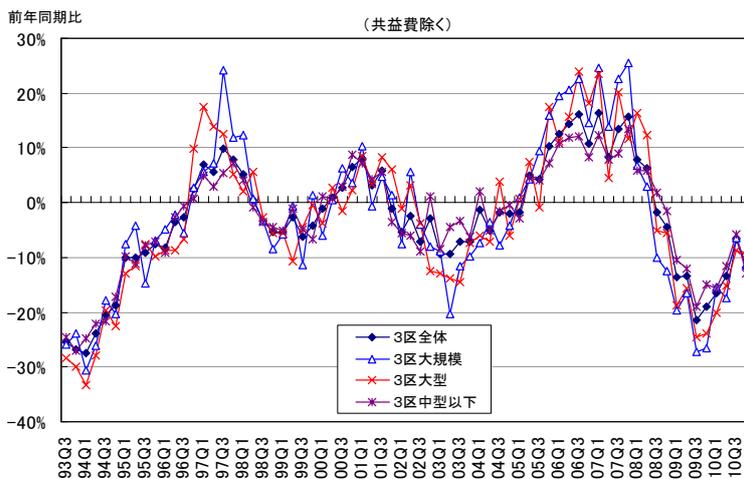
(注)各年12月末の数値
 (出所)三鬼商事

図表-8 東京主要オフィスエリアの空室率

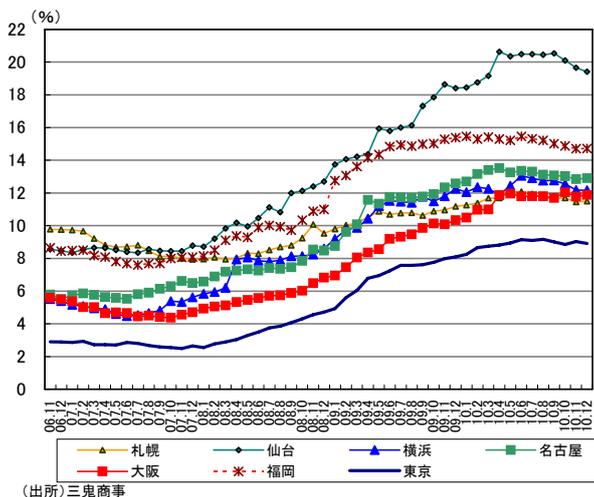


(注)六本木は06/9より麻布地区が追加された。
 (出所)CBRE

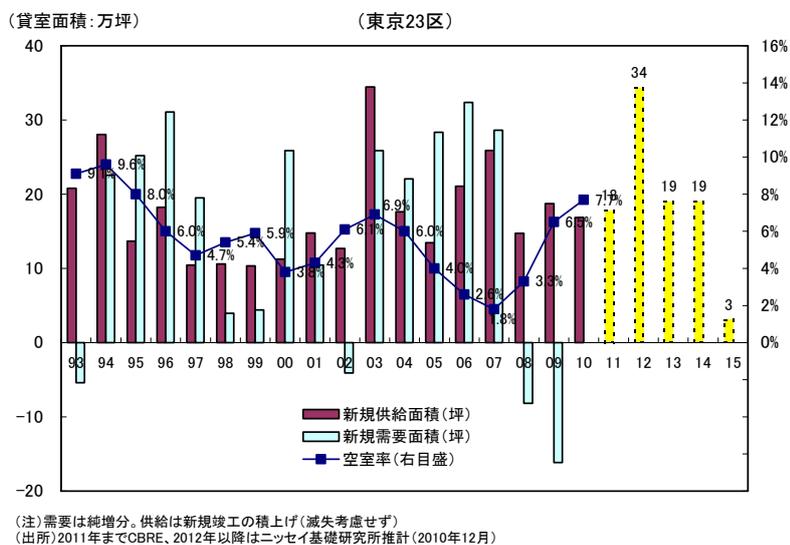
図表-9 東京都心3区のオフィス賃料(前年同期比)



図表-10 全国主要都市の空室率



図表-11 東京のオフィス供給予測

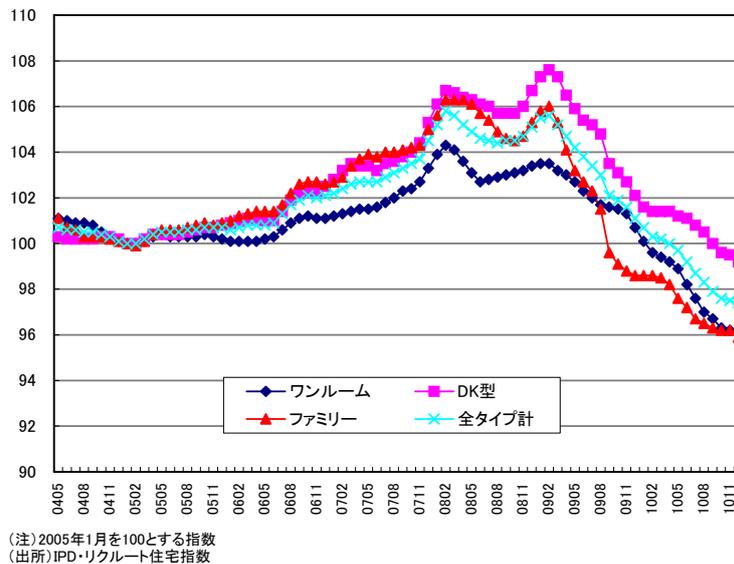


② 賃貸マンション

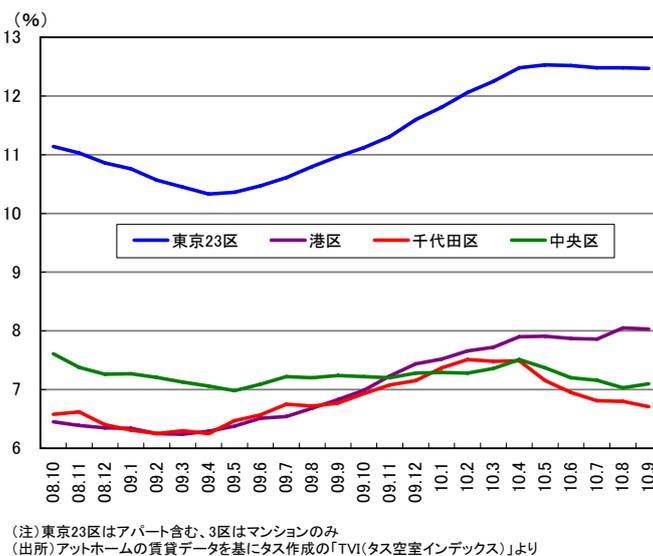
東京都区部のマンション賃料は、ようやく底入れの兆しがみえつつある（図表-12）。アパートを含む賃貸住宅の空室率（タス空室インデックス：TVI）をみると、都区部はすでに横ばいとなっている。また、調査対象のほとんどがマンションと思われる都心3区の空室率は、港区が上昇から横ばいになり、千代田区、中央区では低下傾向がみてとれ、賃料調整による稼働率改善が進んでいることがうかがわれる（図表-13）。

また、東京都心部の高級賃貸マンションの空室率は、09年第3四半期にピークアウトし、低下傾向にあった賃料は10年第3四半期に反転している（図表-14）。

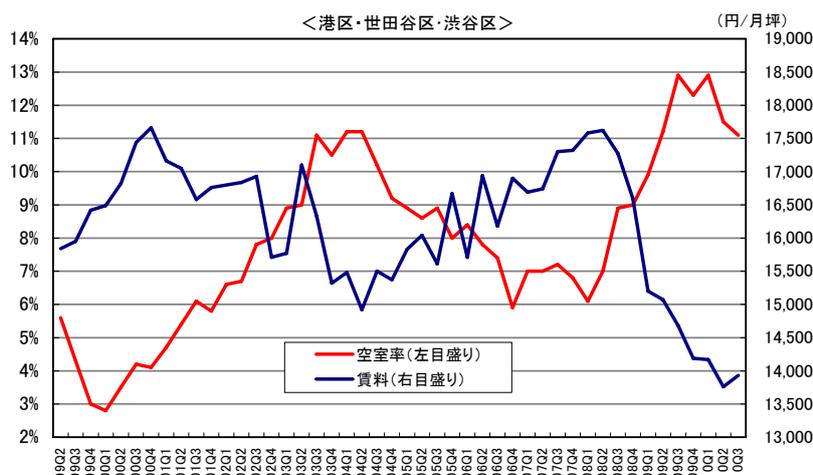
図表-12 東京都区部のタイプ別マンション賃料



図表-13 賃貸住宅の空室率



図表-14 高級賃貸マンションの賃料と空室率



(注)対象は、期間中にケンコーポレシオンで契約されたものうち、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

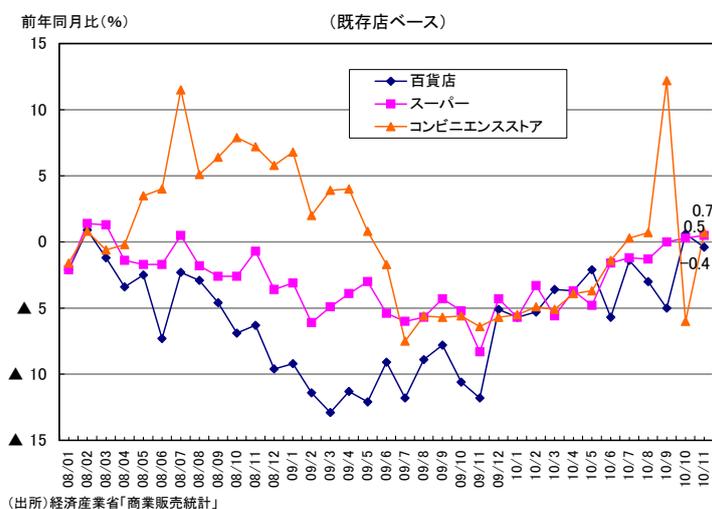
③ 商業・宿泊・物流施設のトピックス

雇用・所得環境の改善が遅れる中、商業販売統計の11月の小売業販売額は、1ヶ月ぶりに前年比増加となった。百貨店(既存店ベース)は減少に転じたが、スーパーは3ヶ月連続増加、コンビニエンスストアはたばこ値上げ駆け込み反動減の前月から回復して1ヶ月ぶりに増加した(図表-15)。また、食品スーパーは6ヶ月連続増加と好調だった。

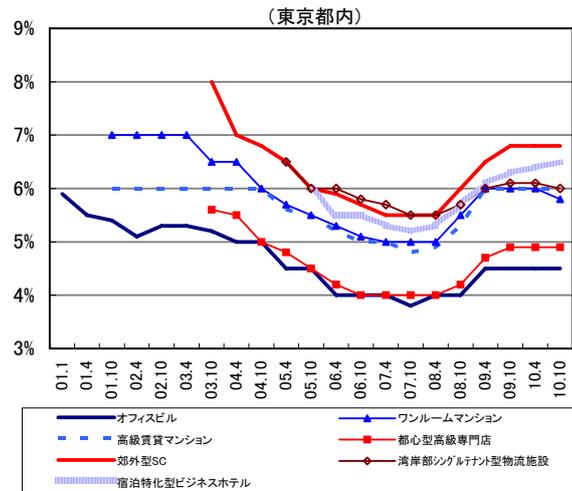
郊外型SCは、まちづくり3法や大量出店モデルの見直しなどから新規開発は減少傾向だが、優良商圈での競合は激化している。また、キーテナントの賃料減額や撤退リスクの大きさから、投資家の期待利回りは他の用途・セクターに比べて高くなっている(図表-16)。

これに対し、都心商業ビルの店舗賃料は、ファストファッションの出店意欲が旺盛な東京銀座と新宿エリアでは底を打ったと思われる。ただし、同じエリア内でもテナント側の選別は厳しく、上層階や裏通りの賃料は依然弱含んでいる点に留意が必要である。

図表-15 SC・百貨店・コンビニエンスストアの売上高



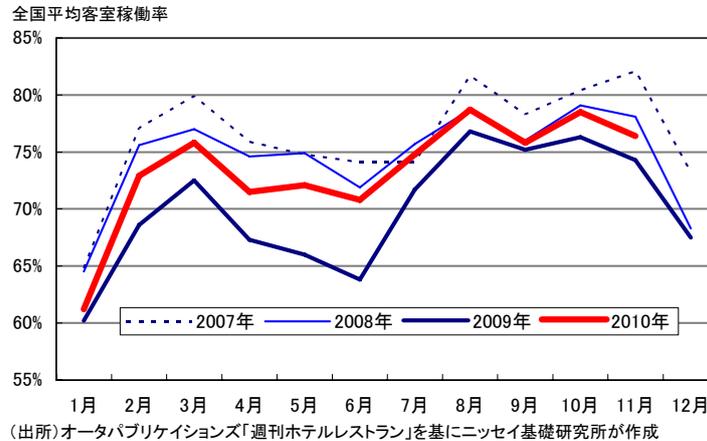
図表-16 投資家調査による用途別期待利回り



(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

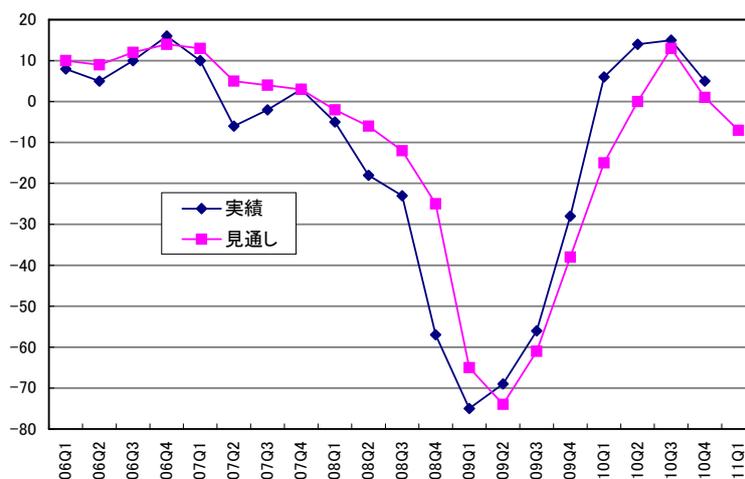
また、景気の持ち直しや中国人観光客の増加などを背景に、主要都市のホテル客室稼働率は、09年を上回る水準で推移している（図表-17）。リーマンショック後の景気後退に加え、インターネット予約の拡大などから、客室単価は低下傾向だったが、稼働率改善からビジネスホテルの一部で宿泊料金値上げの動きも出てきた。市況回復を見込んで、既存事業者による新規投資や新規参入も目立っている。

図表-17 主要都市のホテル客室稼働率(暦年比較)



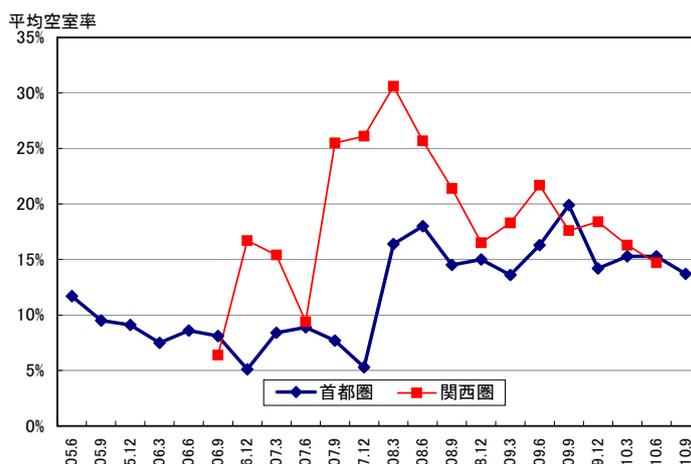
物流需要の動きを示す荷動き指数は、09年第1四半期を底に順調に回復してきたが、10年第4四半期に悪化に転じ、11年第1四半期も悪化する見通しとなった（図表-18）。しかし、製造業の物流子会社見直し（売却・アウトソーシング化、3PL事業化、海外展開等）で業界再編が進む中、大都市圏の新築・大型施設（延床面積1万坪以上）では、コスト削減や拠点集約を目的にした需要が底堅いため、稼働率は改善傾向にある（図表-19）。また、凍結していた大型開発計画の再開やファンドによる物流施設取得など、市況回復を見込んだ積極的な動きも目立つ。一方、保管型の中小倉庫需要は低迷している。

図表－18 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－19 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(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. 不動産投資市場のトピックス

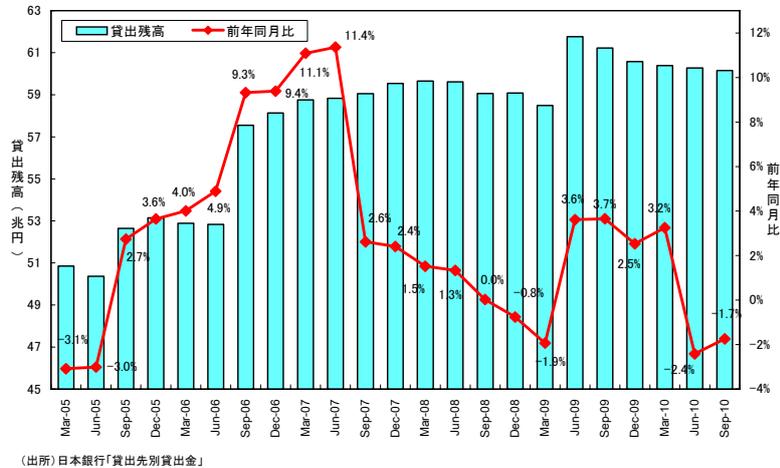
国内金融機関の不動産業向け貸出は、新規貸出が10年第1四半期から増加に転じ、第3四半期には12.5%と大幅に増加したが、貸出残高は2期連続減少となっており、金融機関の選別的な融資姿勢がうかがわれる(図表-20)。10年10月の不動産投資家調査によれば、東京都心部のAクラスビルの期待利回りは横ばいが続いており、キャッシュフローの低下リスクは残るものの、期待利回りの調整は終わりつつあるとの見方が市場の大勢を占める(図表-21)。

J-REIT(不動産投信)では、不動産市場安定化ファンドの創設、日銀の基金によるJ-REIT購入など公的な信用補完が整備されたことから、東証REIT指数(配当込)はリーマンショック前の水準に回復した⁶。また、J-REITによる物件購入増加が市場の流動性回復に貢献しており、私募ファ

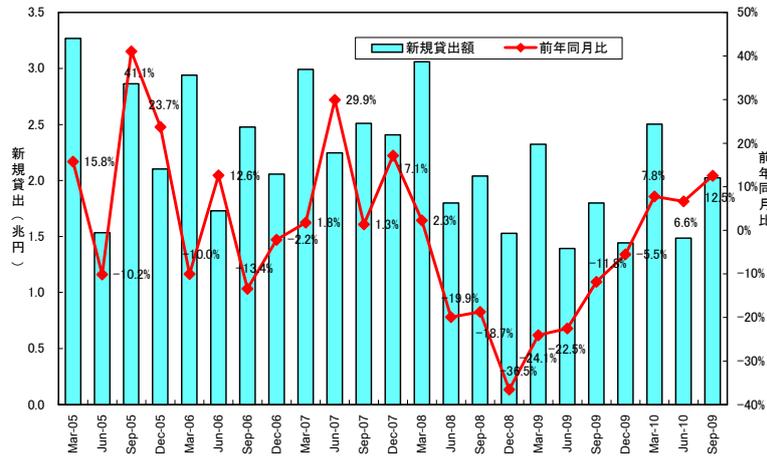
⁶ この他、REIT制度のグランドデザインの見直しなど、不動産投資市場の課題と対応策を検討してきた「不動産投資市場戦略会議」は、内部留保を可能とする仕組みや税会不一致の解消、日本版アップリート制度などを提言する報告書を12月に発表した。

ンドでも新規組成や物件購入など前向きな動きが増加しているが、世界的な過剰流動性を背景に海外投資家の日本への投資意欲が再び高まりつつあるという見方もある。

図表-20 国内銀行の不動産向け貸出残高と新規貸出

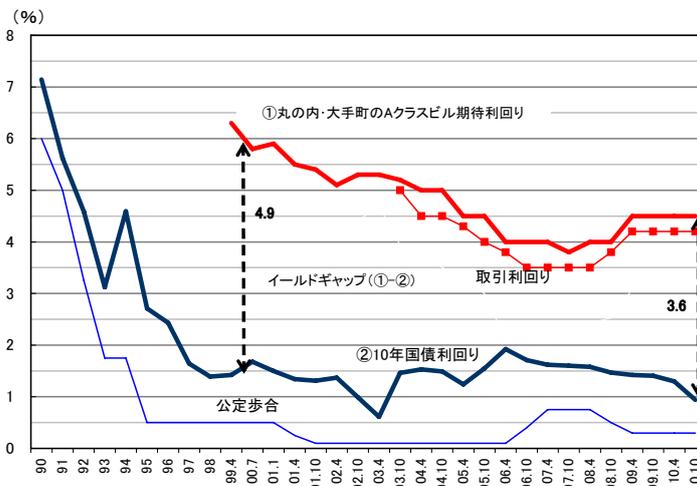


(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」



(出所) 日本銀行「貸出先別貸出金」

図表-21 不動産の期待利回り(東京のAクラスビル)



(注) 国債利回りは、90~98年は年末値、99/4以降は月末値
 (出所) 日本不動産研究所「投資家調査」等を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-22 不動産投資に関するトピックス

2010年10月～12月

- ・スプリング・インベストメント(旧パブコック&ブラウン)が80億円の不動産ファンドを組成して運用開始
- ・野村不Gが私募REIT200億円の運用を開始
- ・オリックス不、SCJ(セキュアード・キャピタル・ジャパン)、(米)トリニティインベストメントが表参道の商業ビルを300億円超、NOI4%台で取得。(独)デカの融資でLTV8割。ラルフローレン旗艦店入居
- ・JT保有の品川シーサイドフォレスト3棟の公募入札不調。個別交渉方式での売却へ
- ・AIG、日本を含むアジアの不動産事業を売却。売却先は(米)インベスコか
- ・リサ・パートナーズは筆頭株主NECキャピタルソリューションのTOB受け入れ、不動産投資から撤退
- ・SCJがTOBで香港投資会社PAGの傘下に
- ・RREEF(ドイツ銀Gの不動産部門。個人投資家向けオープンエンド・ファンドを運用)が心斎橋のユニコ入居ビルを195億円でAIGから、渋谷のGスクエアを75億円でGSから取得し、1月に48億円で取得したフロンティア恵比寿と合わせた組入れは3物件に
- ・ANAホテルに投資する(米)モルガン・スタンレーのファンドが、借り換えで銀行団と合意。シティが抜け、新生とGICに、SMBCが新規参加

(出所)報道を基にニッセイ基礎研究所が作成

以上