

# 不動産 投資 レポート

## 投資市場は楽観が支配、賃貸市場も 全セクターで回復

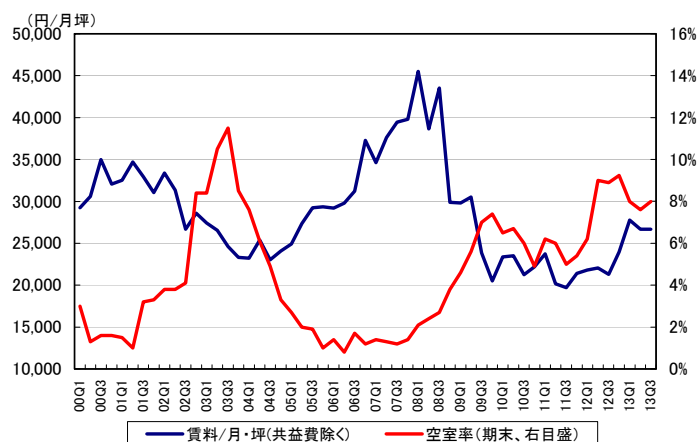
～不動産クォーター・レビュー2013年第3四半期～

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 増宮 守  
[masumiya@nli-research.co.jp](mailto:masumiya@nli-research.co.jp)

### 要 旨

- 国内景気については、センチメントの改善に伴い個人消費が堅調に推移しており、2013年度は高い経済成長率が続くと思われている。住宅市場については、総じて各数値が前年を大幅に上回っており、地価動向についても、都市部での回復傾向が顕著に表れてきた。
- 東京の賃貸オフィス市場は、第1四半期の大幅改善の後で足踏み状態となっているものの、賃料は底打ちして回復局面にあるとみられる。賃貸マンション市場では、中古マンション価格と同様に賃料も回復局面に入ったとみられる。
- 商業施設市場では、一部で賃料の上昇傾向がみられる。ホテル市場は非常に堅調で、訪日外客数の増加もあって稼働率が高水準で推移している。物流施設市場では、引き続き需給の逼迫が続いている。
- J-REIT市場については、東証REIT指数が8月末に一旦落ち込んだものの、東京オリンピック招致の決定後は反発し、6月末比8.3%の上昇となった。不動産投資市場では、引き続き活発な取引が続いており、楽観的な見方が支配的となっている。今後、高値の取引事例が増加するか注目される。

東京の賃貸オフィス市場（Aクラスビル・共益費除き）



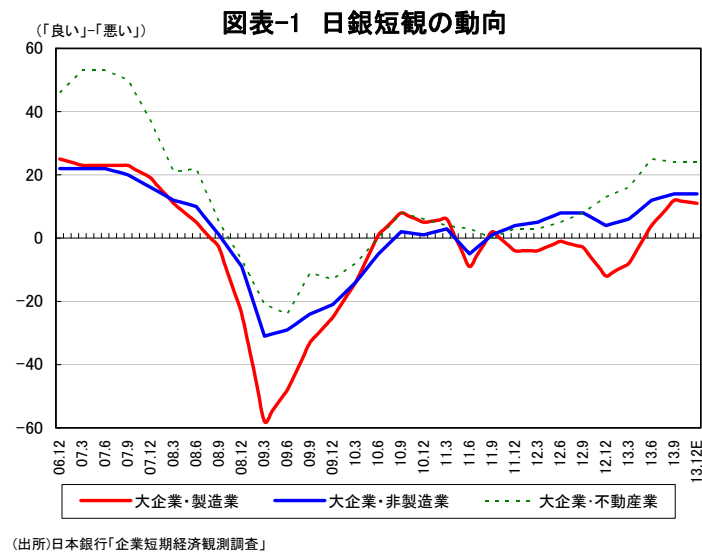
(注) Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視して選別している。  
 (出所) 空室率: 三幸エステート、賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

## 1. 経済動向と住宅市場

米国景気の回復の遅れや中国経済の減速といった外部要因の懸念はあるものの、国内景気については、7月の参院選での自民党圧勝や9月の東京オリンピック招致の成功などから<sup>1</sup>、センチメントの改善が続いている。

6、7月の完全失業率が3.9、3.8%<sup>2</sup>と2008年10月以来の3%台に低下するなど、雇用情勢にも改善がみられており、依然所得水準は伸び悩むものの、堅調な個人消費が経済を押し上げている。

2013年第3四半期の日銀短観・大企業業況判断DIは、製造業が12(前期から+8ポイント)となり、3四半期連続の改善、5年半ぶりの高水準となった。非製造業も14(同+2)に改善し、不動産業も24(同-1)と非常に高い水準を維持している(図表-1)。



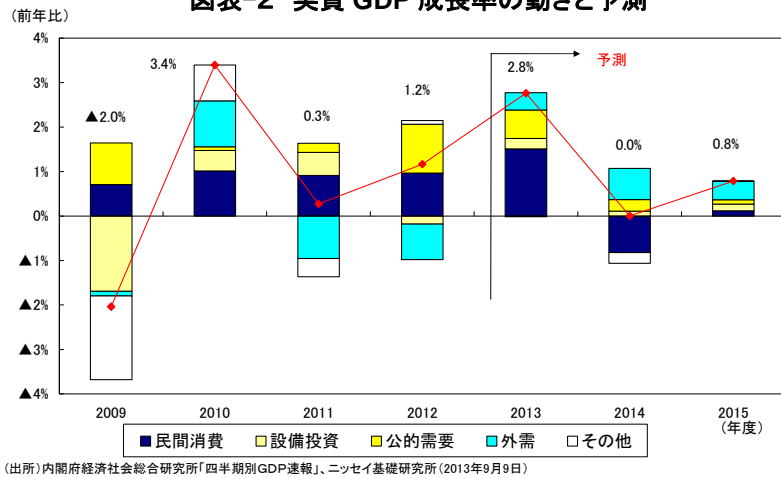
今後についても、円安、緊急経済対策の効果、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などから、2013年度は高めの成長が続くと見込まれる。ただし、2014年度は駆け込み需要の反動と物価上昇の実質所得への影響から成長率が低下する可能性が高い。内閣府が2013年4-6月期の実質GDP成長率を上方修正したことを受け、ニッセイ基礎研究所は2013年度の実質GDP成長率を2.8%に0.3%上方修正し、14、15年度については、それぞれ0.0%、0.8%に据え置いている(図表-2)<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 東京都によると、オリンピック・パラリンピックの開催は、全国で152,202人の雇用を創出し、2兆9,609億円の経済波及効果をもたらす。ブルームバーグの記事(2013.7.24)によると、東京都は五輪関連施設の新設や既存設備の改築に1,538億円を投資する他、東京湾岸の都有地に954億円で選手村を建設する。オリンピック終了後、選手村は分譲住宅や賃貸住宅に転用される予定。

<sup>2</sup> 直近の数値は8月4.1%、9月4.0%と再び4%台に戻っている。

<sup>3</sup> 斎藤太郎「2013~2015年度経済見通し~13年4-6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、2013年9月9日

図表-2 実質 GDP 成長率の動きと予測



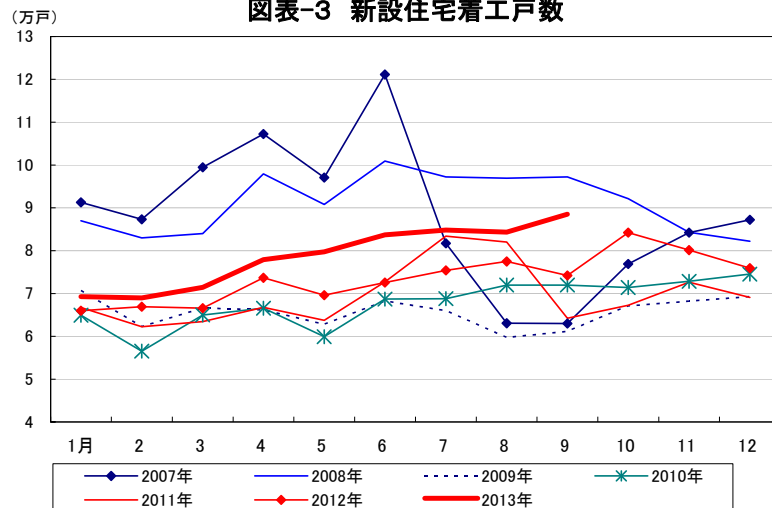
住宅市場については、総じて各数値が前年を大幅に上回っている。金利や建築コストの上昇懸念に加え、消費税率引き上げを前に駆け込みの住宅需要が加わったとみられる。

9月の新設住宅着工戸数は、8万8,539戸(年率換算106万戸、前年比+19.4%)と13ヶ月連続の増加となった(図表-3)。

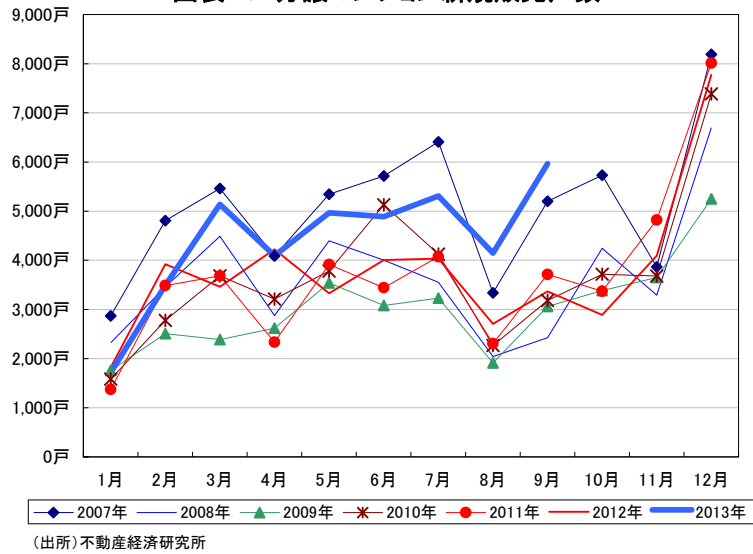
9月の首都圏の分譲マンション新規販売戸数も5,968戸(前年比+77.3%)と大幅に増加した(図表-4)。

また、東日本不動産流通機構(レインズ)がまとめた8月の首都圏中古マンションの取引成約件数は前年比+16%と12ヶ月連続で増加、平均価格は2,556万円(前年比+3.5%)となった。また、首都圏の東証住宅価格指数も、昨年末に底を打った後に一旦弱含んだものの、5月以降は上昇基調にある(図表-5)。

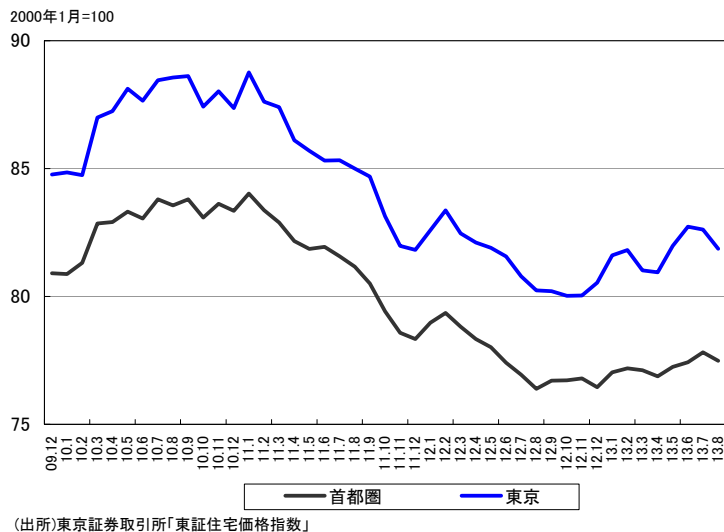
図表-3 新設住宅着工戸数



図表-4 分譲マンション新規販売戸数



図表-5 中古マンション価格指数 (東証住宅価格指数)

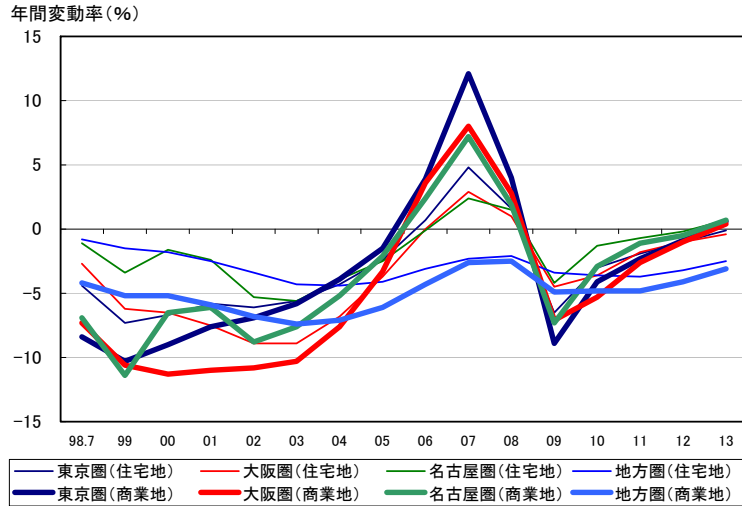


### 3. 地価動向

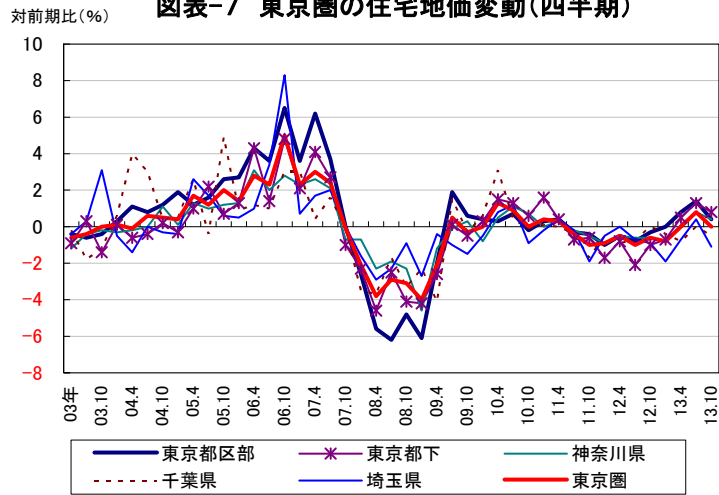
地価動向については、都市部での回復傾向が顕著に表れてきた。国土交通省の発表した7月1日時点の基準地価は、3大都市圏(全用途)が前年比+0.1%と2008年以來5年ぶりに上昇した(図表-6)。住宅地が▲0.1%となったものの、商業地は+0.6%となった。一方、地方圏は▲2.6%と下落が継続したため、全国平均では依然として▲1.9%と22年連続の下落となった。

野村不動産アーバンネットによると、7-9月期(2013年10月1日時点)の東京圏住宅地価は、前期比+0.0%で横ばいであった(図表-7)。地区別では、都区部+0.4%と東京都下+0.8%に加え、神奈川県+0.4%が3期連続で上昇した一方、埼玉県▲1.1%と千葉県▲0.5%は下落となった。また、商業地はほぼ横ばいであった(図表-8)。

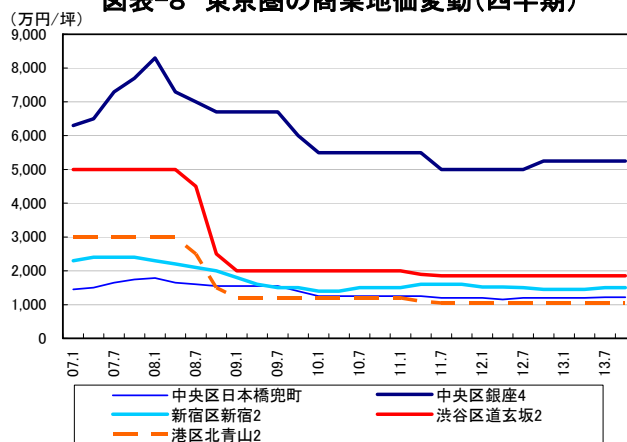
図表-6 基準地価の推移



図表-7 東京圏の住宅地価変動(四半期)



図表-8 東京圏の商業地価変動(四半期)

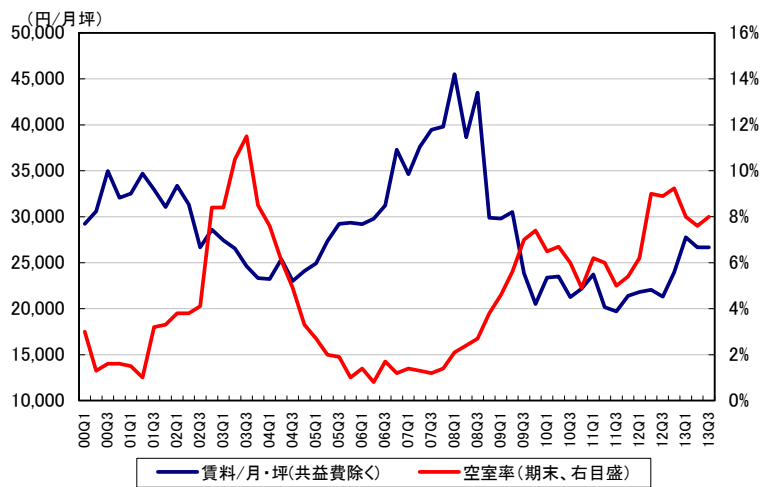


## 4. 不動産サブセクターの動向

### ① オフィス

東京の賃貸オフィス市場は、第1四半期の大幅改善の後で足踏み状態となっている。第3四半期のオフィス空室率は、Aクラスビル<sup>4</sup>で8.0%（前期7.6%）、都心3区大規模ビルで6.1%（同5.9%）とやや悪化した。また、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成約賃料データに基づくオフィスレント・インデックス<sup>5</sup>によると、第3四半期のオフィス賃料は、Aクラスビルで前期比▲0.1%、都心3区大規模ビルで前期比+1.0%とほぼ横ばいであった（図表-9）。築浅・新築ビルへの移転が進む一方、移転元のビルにおいて2次空室の消化に時間を要しており、空室率の低下にはさらなるオフィス需要の拡大が必要とみられる。

図表-9 東京の賃貸オフィス市場（Aクラスビル・共益費除き）



(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・建物特性を重視して選別している。  
 (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

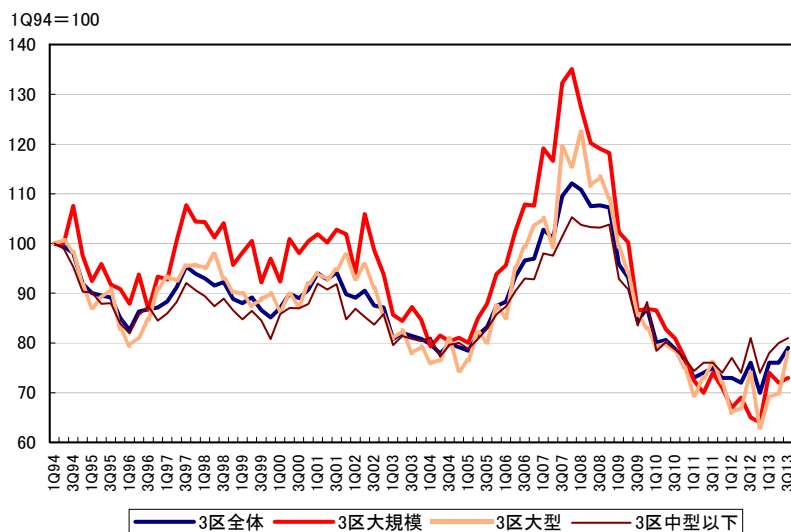
Aクラスビルの賃料指数はやや下落したものの、都心3区の賃料指数は「大規模」、「大型」、「中型以下」の全ての規模において上昇しており、特に「大型」の8ポイントの上昇が目立った(図表-10)。

ニッセイ基礎研究所では、第2、第3四半期は足踏み状態となっているものの、底打ち後の回復局面に変わりはないとして、当面の賃料上昇を予想している(図表-11)。

<sup>4</sup> 三幸エステートが、大規模ビルの中で特に上位のビルとして、エリアや延床面積、基準階床面積、築年数、設備に関するガイドラインを満たすものを、個別ビル単位の立地・建物特性を重視して選出している。現時点で約140棟が対象。

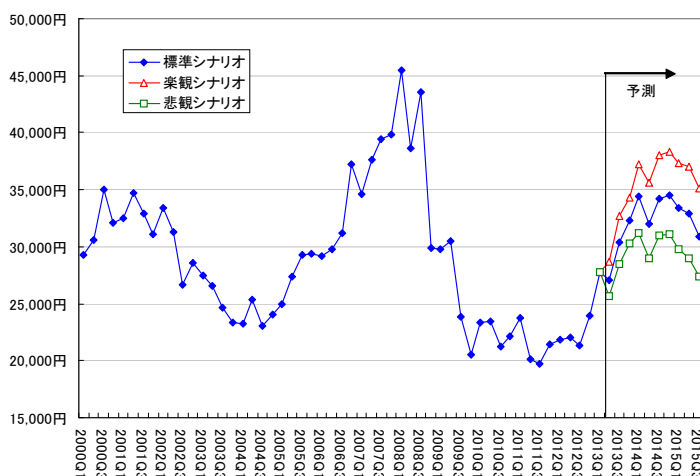
<sup>5</sup> [三幸エステート株式会社『オフィスレント・インデックス』](#)

図表-10 東京のオフィス賃料（都心3区・規模別）



(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-11 東京のオフィス賃料将来予測（都心3区・大規模）



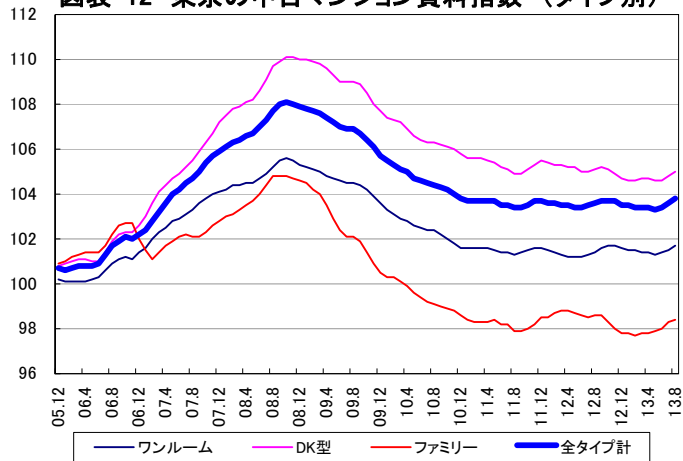
(出所)実績値は三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィスレント・インデックス」  
 将来予測は「オフィスレント・インデックス」を基にニッセイ基礎研究所が推計(2013年5月)

## ② 賃貸マンション

賃貸マンション市場では、中古マンション価格（図表-5）と同様に賃料も回復局面に入ったとみられる。東京都区部の中古マンション賃料指数は、5月以降、ワンルーム、DINKS、ファミリーの全てのタイプで上昇が続いている（図表-12）。最近の都心5区の賃貸マンション募集賃料を区別にみても、昨年水準を切り上げた新宿区での調整を除けば、おおむね堅調な推移となっている（図表-13）。

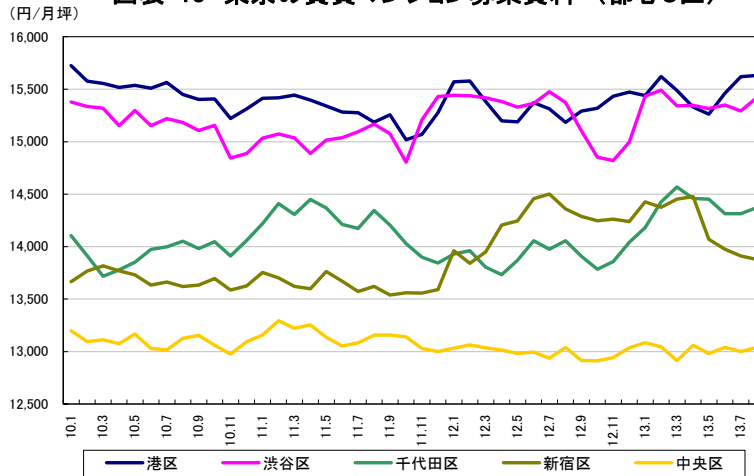
また、高級賃貸マンション市場も、2011年までの大量供給以降、需給改善に時間を要していたが、3四半期ぶりの賃料上昇が底打ちを確認するものとみられる（図表-14）。

図表-12 東京の中古マンション賃料指数（タイプ別）



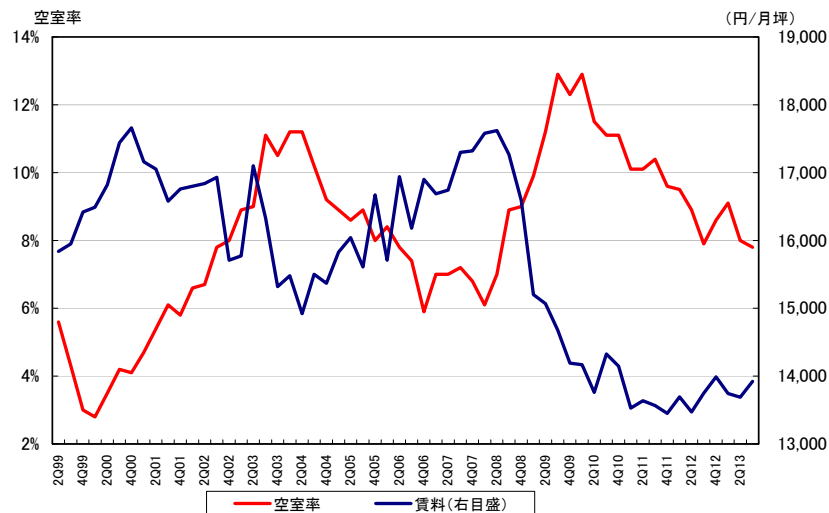
(注)2005年1月を100とする指数  
(出所)IPD・リクルート住宅指数

図表-13 東京の賃貸マンション募集賃料（都心5区）



(出所)リーシング・マネジメント・コンサルティング

図表-14 東京の高級賃貸マンション市場（港区・渋谷区・世田谷区）



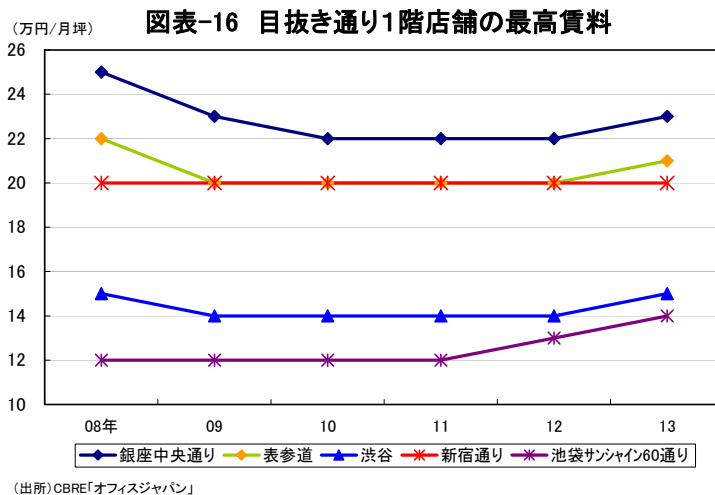
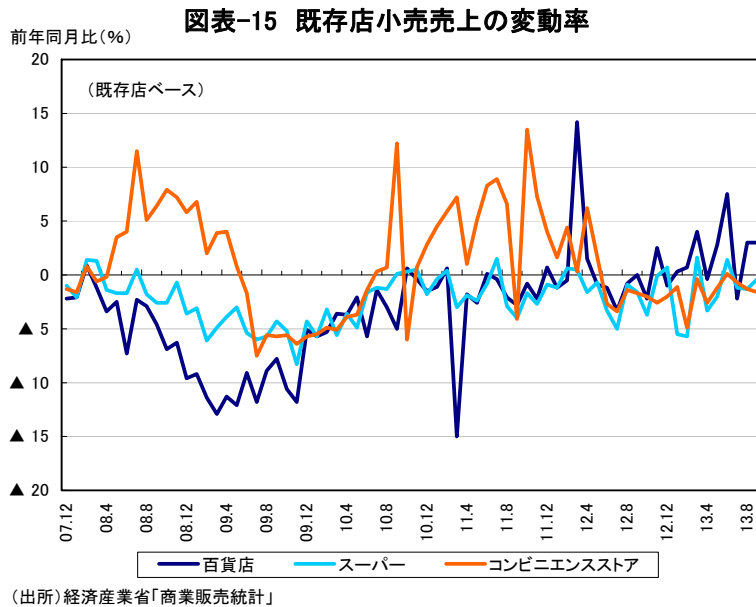
(注)期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
(出所)ケン不動産投資顧問



### ③ 商業施設・ホテル・物流施設

商業施設市場については、一部で改善傾向が表れている。商業販売統計によると、都心部での高額商品が好調に推移するなど、8月の百貨店の既存店売上が前年比+3.0%と2か月ぶりの増加となり、9月も同様に+3.0%となった(図表-15)。ただし、スーパーマーケットと積極的な新規出店がみられるコンビニエンスストア<sup>6</sup>については、9月の既存店売上が前年比▲0.4%、▲1.6%と冴えない動きが続いている。

高額商品を中心とした消費の拡大が進んでおり、東京の主要商業地区の目抜き通りでは、路面店最高賃料に上昇傾向がみられる(図表-16)。



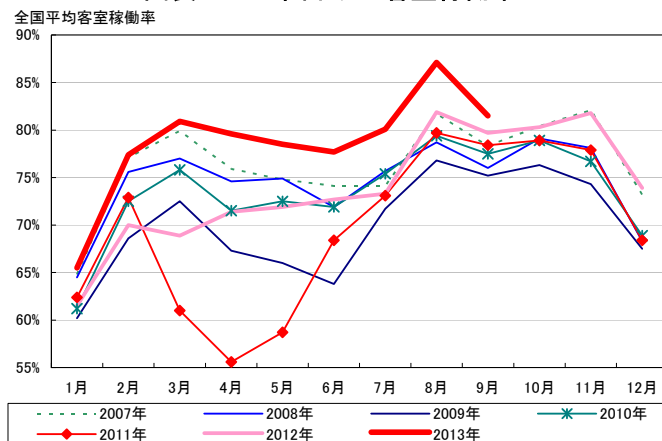
<sup>6</sup> コンビニエンスストア市場では積極的な新規出店が既存店売上を抑制している。2013年5月現在のコンビニエンスストアの店舗数は48,834店で、前年比+2,589店(+5.6%)と大幅な増加となった。特に大手コンビニエンスストアは出店を加速させており、セブンイレブンとファミリーマートはともに今年度1,500店の新規出店を、ローソンは870店、サークルKサンクスは3年間で1,800店の出店を計画している。

ホテル市場は非常に堅調で、現在、ホテルの客室稼働率は例年を上回る高水準で推移している（図表-17）。9月の主要都市のホテル稼働率は、東京 82.6%（前年比+0.7 ポイント）、名古屋 86.4%（同+1.1 ポイント）、大阪 85.9%（同+4.8 ポイント）、札幌 92.4%（同▲0.7 ポイント）、福岡 77.8%（同▲2.2%ポイント）であった。

訪日外客数は2013年に入り前年比で大幅な伸びを継続しており、9月も+31.7%となった（図表-18）。円安の他、東南アジア5カ国でのビザ発給要件の緩和やLCCの本数増加などを背景に、東南アジアを中心に伸びが顕著となっている。中国からの訪日客数も、尖閣諸島をめぐる両国間の関係が悪化した昨年9月以降不振が続いていたが、9月には+28.5%とプラスに転じ<sup>7</sup>、10月の国慶節の数値も倍以上の増加と報道されている。

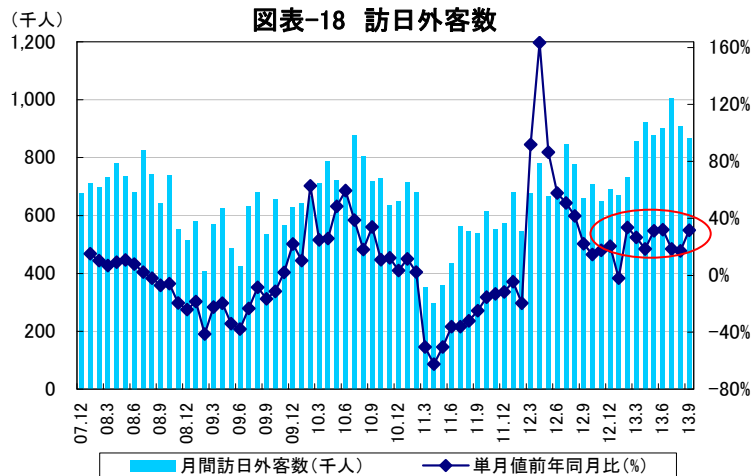
アジアの消費拡大を取り込むべく観光政策も強化されており、当面はホテルセクターに強気な見方が多い。東京では外資系ブランドの新規進出が相次ぎ、14年に東京マリオット（品川御殿山）、コートヤードバイマリオット（京橋）、ハイヤット系のアンダーズ東京（虎ノ門）、アマン東京（大手町）などが開業を予定している。新たな大規模進出の余地は減っているものの、東京オリンピックの招致決定を受け、中小のビジネスホテルチェーンなどが出店を加速する可能性がある。

図表-17 全国ホテル客室稼働率



(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-18 訪日外客数

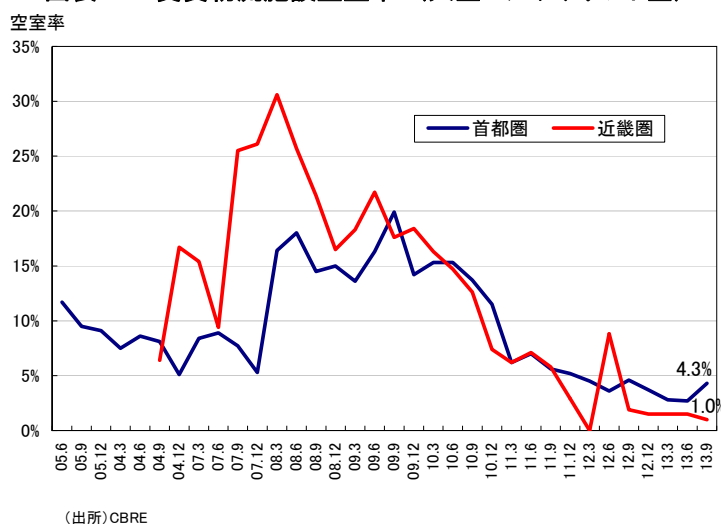


(出所) 日本政府観光局 (JNTO)

<sup>7</sup> 昨年の数値だけでなく、2011年と震災前の2010年の数値も大きく上回った。

物流施設市場では、引き続き需給の逼迫が続いている。CBREによると、第3四半期の大型マルチテナント型物流施設の空室率は、東京圏で4.3%（第2四半期2.6%）、近畿圏で1.0%（同1.5%）と引き続き低水準となった（図表-19）。インターネット通販会社や3PL（サードパーティ・ロジスティクス<sup>8</sup>）事業者の需要拡大がみられ、東京圏では国内最大規模のロジポート相模原<sup>9</sup>を含む大規模な新規供給があったものの、大幅な空室率の悪化には至らなかった。今後も高水準の新規供給が続くと見込まれるものの、竣工前の賃貸契約が進んでいることから、空室率が大幅に上昇する可能性は小さいとみられる。また、第3四半期には4件の大型開発計画（竣工は2015年予定）の発表があった。

図表-19 賃貸物流施設空室率（大型マルチテナント型）



## 5. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

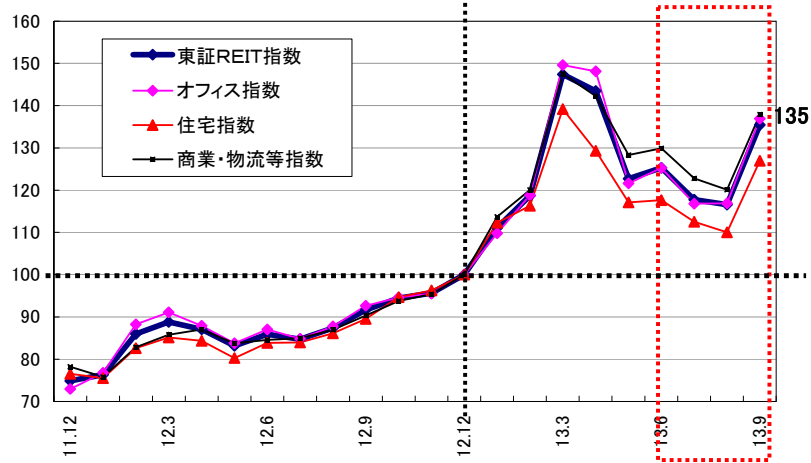
東証REIT指数は、8月末に1,300ptを下回るなど軟調に推移していたが、9月7日の2020年東京オリンピック開催決定を機に大きく反転し、結局、6月末比8.1%上昇した。セクター別ではオフィスが9.3%、住宅が7.9%、商業・物流等が6.1%上昇した。また、年初からの上昇率は35.5%となっている（図表-20）。

第3四半期のJ-REITによる物件取得額は108物件・2,498億円、年初からの累計額は1.6兆円を超えている（図表-21）。10月以降も既に2件の新規上場と5件の公募増資が発表されており、今年1年間の取得額は約2兆円に達し、4年連続で前年比プラスとなる見通しである。また、市場全体の不動産評価額の騰落率（前期比、6ヶ月平均）は、鑑定利回りの低下を受けてプラス圏に浮上し、今後は上昇トレンドが定着するものと考えられる（図表-22）。9月末時点の市場時価総額は7.1兆円、市場バリュエーションはNAV倍率で1.4倍、分配金利回りで3.6%（対10年国債スプレッド2.9%）となった。

<sup>8</sup> 荷主企業に代わって、物流事業者等が最も効率的な物流戦略の企画立案や物流システムの構築について包括的に受託し、実施すること。

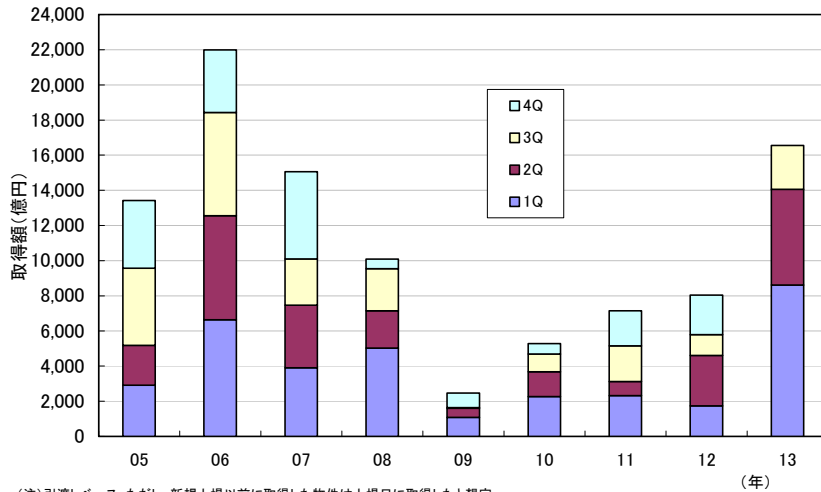
<sup>9</sup> ラサールインベストメントと三菱地所が神奈川県相模原市で共同開発した免震マルチテナント型物流施設、延べ床面積は約21万㎡で国内最大規模。報道によると竣工時の空室率は40%であった。

図表-20 J-REIT 指数(配当除き)の推移 (2012 年末=100)



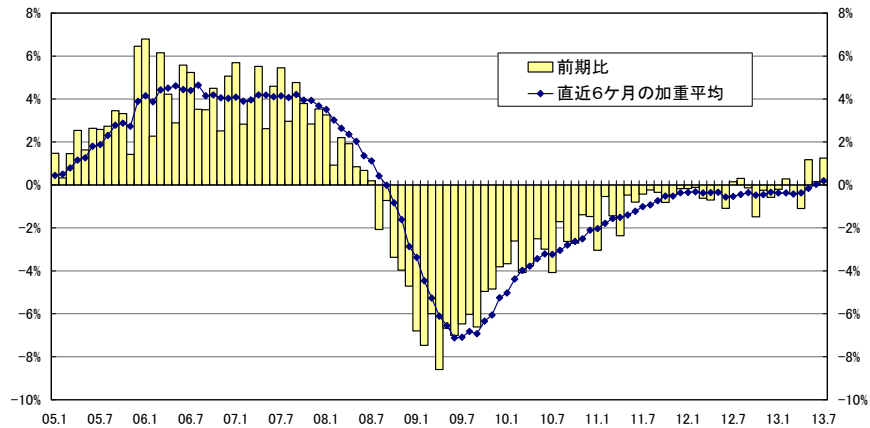
(出所)東京証券取引所

図表-21 J-REIT による物件取得額 (四半期)



(注)引渡しベース。ただし、新規上場以前に取得した物件は上場日に取得したと想定  
(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-22 J-REIT 鑑定評価額の騰落率(全物件、前期比)



(出所)開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

不動産投資市場では、引き続き活発な取引がみられる。第3四半期は前期比でJ-REITのIPOによる取得額が減少したものの（図表-21）、その他の取引は大幅に拡大した。海外投資家による取引も増加傾向にあり、欧米投資家が売却した事例も少なくない（図表-23）。投資対象は、メインのオフィスが半数程度を占めるが、その他のセクターにも対象が広がっている。住宅や商業施設の他、ホテルセクターへの投資も活発化している。

図表-23 最近の主な不動産取引事例（外資関連）

外資関連：2013年7月～2013年9月公表分（原則として上場REITの取引、マンション用地取得を除く）

- ・東京急行電鉄が、世田谷区用賀「世田谷ビジネススクエア(延床9.4万㎡)」をAIG系SPCから取得
- ・モルガンスタンレーグループのSPCが、埼玉県上尾市の「ハルビュープラザ」上尾愛宕店(延床4.2万㎡)を61億円でスーパーハルビューから取得
- ・デジタル・リアルティ・トラストが、大阪府茨木市の土地(1.5万㎡)をURから10億円で取得。データセンターを開発
- ・積和不動産関西が、兵庫県西宮市の「オオス夙川(延床2.5万㎡)」を73億円でモルガンスタンレー系SPCから取得
- ・中川特殊鋼が、千代田区内神田の「SIA新大手町ビル(延床0.6万㎡)」を英AvivaのSPCから取得
- ・CLSAキャピタルパートナーズが、賃貸マンション9物件をアジアリーアセット・アドバイザーズのファンドから取得
- ・三菱商事系のSPCが、千葉県柏市の「イオンモール柏(延床8.8万㎡)」を米ブラックストーンのSPCから取得
- ・日本オープンエンド不動産投資法人が、横浜市中区の「クレンジンス横濱公園(延床0.6万㎡)」をCLSA系SPCから取得
- ・台湾の個人投資家が、港区新橋の「クレグランス新橋II(延床908㎡)」を北辰不動産から取得
- ・ネットランが、神奈川県秦野市の「グルメシティ大根店(延床0.4万㎡)」をモルガンスタンレー系SPCから取得
- ・三井不動産と三井不動産プライベートリート投資法人が、「横浜ロジスティクスパーク(延床13.1万㎡)」を米CBREのSPCから取得
- ・中東の公的年金などの資金を運用する東西アセット・マネジメントが、港区麻布十番の「NS麻布十番ビル(延床0.2万㎡)」をフォーカスキャピタルマネジメントから取得
- ・香APLやセキュアード・キャピタルなどが、港区芝公園の「芝パークビル(9.7万㎡)」を1,100億円強で取得
- ・ピカソが、中央区新川の「岡藤商事本社ビル(延床0.4万㎡)」をラサール不動産投資顧問のSPCから取得
- ・香港PAGが、六甲アイランドの「RICセントラルタワー(延床8.5万㎡)」など3物件を米ブラックストーンから取得
- ・佐川印刷が、品川区南品川の「パナソニックESエンジニアリング品川ビル(延床0.5万㎡)」を、豪ルビコン・ジャパン・トラストから取得
- ・辰己建物総合管理が、大阪市北区の「プラザ梅田ビル(延床1.0万㎡)」をゴールドマン・サックスのSPCから取得
- ・ジャパン・プライベートリート投資法人は、福岡市中央区の「MG薬院ビル(延床0.9万㎡)」をMPGAのSPCから取得
- ・ゴールドマン・サックス系SPCが、港区北青山の「共同ビル青山(延床3,868㎡)」をロンスターグループのSPCから取得。
- ・常和不動産が、中央区日本橋蛸殻町の「SF BLDG.(延床1,877㎡)」と文京区の「小石川ISビル(延床2,789㎡)」をモルガン・スタンレーのSPCから取得
- ・合同会社デルベントが、渋谷区千駄ヶ谷「ウェルヴァリエ北参道(延床0.7万㎡)」など6棟をグローバル・ファンド・マネジメントなどから取得
- ・山口商会が、横浜市港北区の「フロンティア新横浜(延床0.2万㎡)」をモルガン・スタンレーのSPCから取得
- ・ジャマイカリアルティ合同会社が、渋谷区鶯谷の「サウスゲート渋谷ビル(延床1,406㎡)」をベルガモット・リアルティ合同会社から取得
- ・リビタが、渋谷区上原の「パークテラス代々木上原(延床0.2万㎡)」をGICリアルエステートから9億円で取得
- ・米フォートレスが、浦安市の「舞浜シェラトン(10.7万㎡)」をモルガンスタンレーのSPCから420億円で取得
- ・GLPが、西宮市「薬業鳴尾浜スポーツセンター」を大阪薬業厚生年金基金から取得。「GLP鳴尾浜」を建設予定(総工費157億円)
- ・SPCが、新宿区原町3丁目の「リコート夏目坂(延床1.4万㎡)」をラサール不動産投資顧問から取得
- ・グローバルインベสต์マンツジャパン(マレーシア)が、中央区銀座1丁目の「カルチェブラン・ギンザ(延床703㎡)」をシマダアセットパートナーズから取得
- ・セーフマンが、港区赤坂8丁目の「ミルム乃木坂(延床3,513㎡)」を米エリオット・マネジメントから取得
- ・ゴールドマン・サックスのSPCが、「チェスターコート日本橋(延床6,550㎡)」など東京のマンション9棟を三菱商事系のファンドから取得
- ・香港の個人が、神戸市中央区の「MUSEUM TOWER(延床3.4万㎡)」をPAG(香港)から取得
- ・モルガンスタンレーのSPCが、港区南青山の「南青山511ビル(延床面積872㎡)」を東急不動産キャピタルマネジメントのSPCから取得

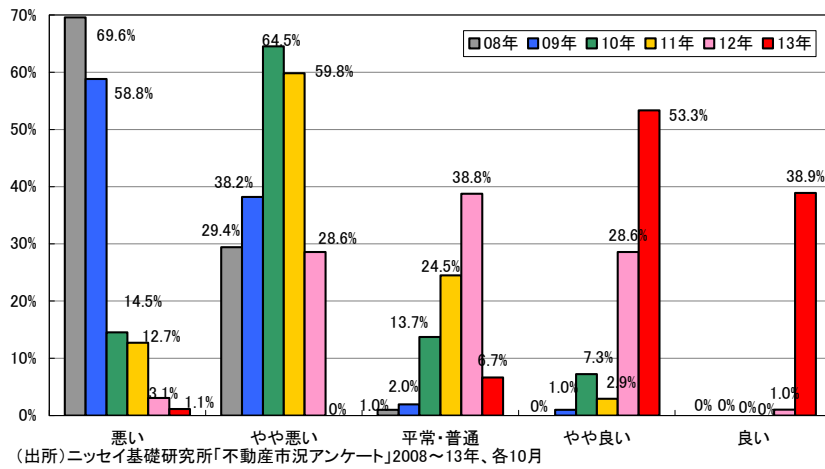
(出所)日経BP社「日経不動産マーケット情報」等を基にニッセイ基礎研究所が作成。その後の変更(中止や撤退含む)は反映していない。

ニッセイ基礎研究所が実施した第10回不動産市況アンケート<sup>10</sup>では、不動産投資市場全体（物件売買、新規開発、ファンド組成）の現在の景況感について、「やや良い」または「良い」とする回答が全体の9割超を占めた（図表-24）。さらに、6ヵ月後の景況感の見通しについても、「良くなる」（26.7%）あるいは「やや良くなる」との合計が全体の7割に達した（図表-25）。現在の高水準の景況感にもかかわらず、多くの市場関係者がさらに市況が改善するとみている結果となった。

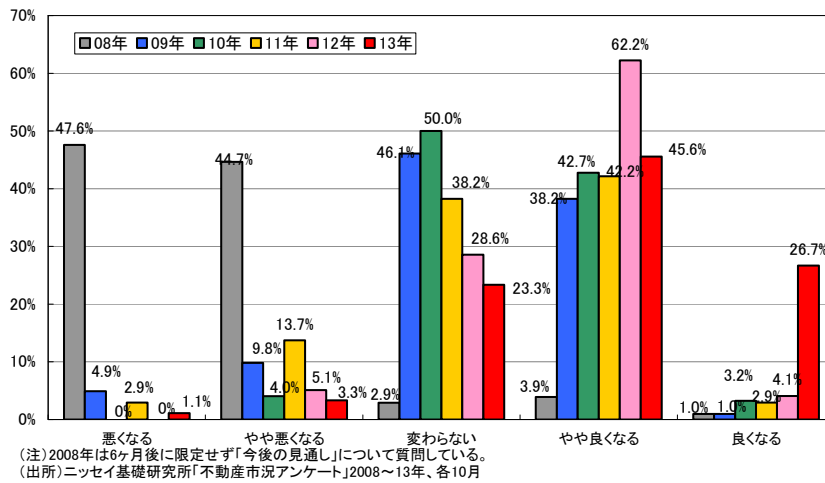
このように、既に投資市場では楽観的な見方が支配的となっており、賃貸市場においても、全てのセクターで回復傾向が表れている。今後は、賃料水準の底上げが進むに従い、取引市場で高値の取得事例が増加するか注目されることである。ただし、一部の欧米投資家の売却姿勢や、買い手としてJ-REITが存在感を高めている点など、ミニバブルといわれた06、07年と比べ異なる要素も少なくない。

<sup>10</sup> 増宮守「景況感9割超が楽観、見通しも上向き～消費税率引き上げ懸念は限定的～ 第10回不動産市況アンケート結果」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2013年10月21日

図表-24 不動産投資市場の景況感



図表-25 不動産投資市場の6か月後の景況感見通し



以上

(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。