

# 不動産 投資 レポート

## 住宅セクターに不安残るも賃貸、投資市場は堅調を維持

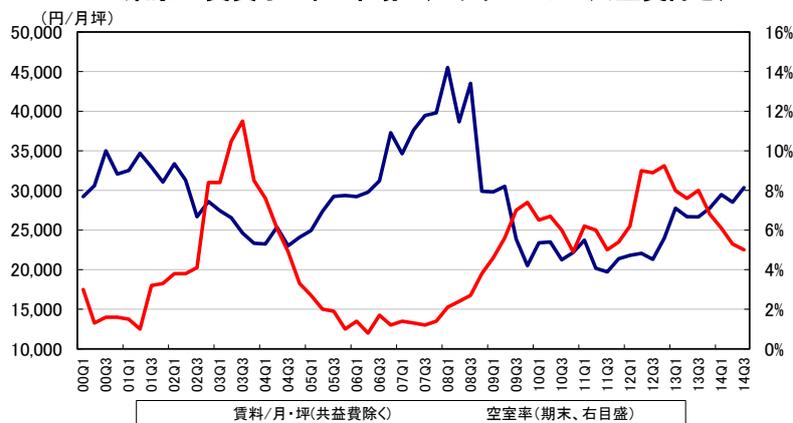
～不動産クォーター・レビュー2014年第3四半期～

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

- 国内経済は、消費税率引上げ後の落ち込みを経て回復局面にあるが、依然力強さはみられず、住宅市場では着工や販売、取引などが低迷している。一方、住宅価格は上昇しており、地価動向についても、都市部での回復傾向が顕著となっている。
- 東京の賃貸オフィス市場は、2012年第4四半期の急回復以降やや足踏み状態にあったが、再び回復傾向が強まりつつある。賃貸マンション市場も回復局面に入っており、特に高級賃貸マンションの賃料上昇が著しい。
- 商業施設およびホテル市場では、訪日外客数の増加が需要拡大を支えており、特に、ホテル稼働率は高水準で推移し、客室単価引上げもみられる。物流施設賃貸市場でも、引き続き需給逼迫が続いている。
- 東証 REIT 指数は、オフィス市況の改善や株価上昇、金利低下などを背景に、6月末から+4.5%の上昇となった。不動産投資市場では活発な取引が続いており、海外資金による取得額は既に昨年の合計額を上回っている。

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。

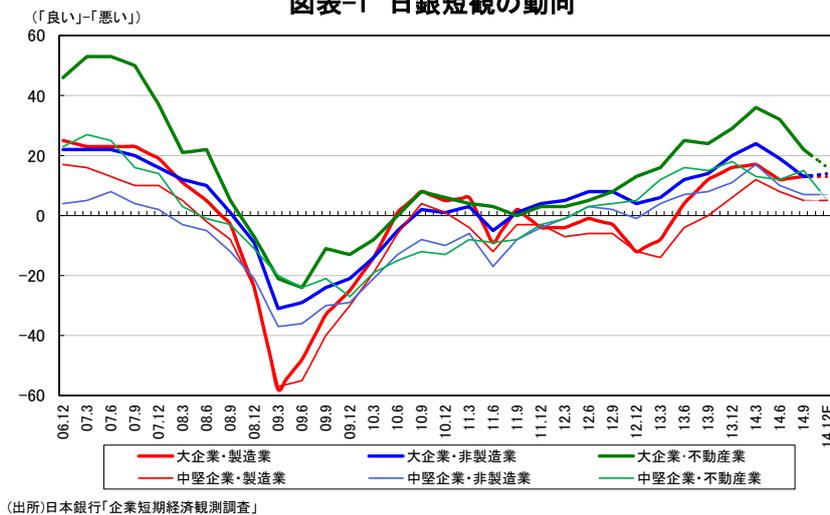
## 1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、第2四半期の消費税率引上げ後の落ち込みを経て回復局面にあるが、依然7月以降も力強さはみられていない。個人消費の低迷が続いており、家計調査の実質消費支出は、6月に前年比▲3.0%と5月の▲8.0%から一旦持ち直したものの、7、8月には再び▲5.9%、▲4.7%とマイナス幅が広がった。消費税率引上げ前の駆け込み需要に対する4月以降の反動減は落ち着きつつあるが、物価上昇による実質所得の低下が個人消費を抑えている。

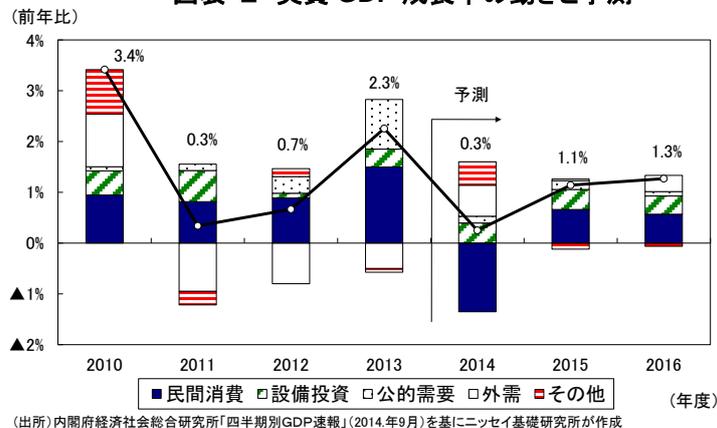
2014年第3四半期の日銀短観・大企業業況判断DIでは、製造業は前期比+1ポイントの13であったが、非製造業は前期比▲8ポイントの13と大幅に悪化した。特に不動産業では前期比▲10ポイントの22に落ち込み、さらに第4四半期も落ち込みが続く見通しとなっている(図表-1)。

内閣府による2014年4-6月期の実質GDP成長率の下方修正や、夏場の景気が想定よりやや下振れしていることを受け、ニッセイ基礎研究所では2014年度の実質GDP成長率を+0.3%に0.1%下方修正し、15、16年度については、それぞれ+1.1%、+1.3%としている(図表-2)<sup>1</sup>。

図表-1 日銀短観の動向



図表-2 実質GDP成長率の動きと予測



<sup>1</sup> 斎藤太郎「2014～2016年度経済見通し～14年4-6月期GDP2次速報後改定」ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコミストレーター、2014年9月8日

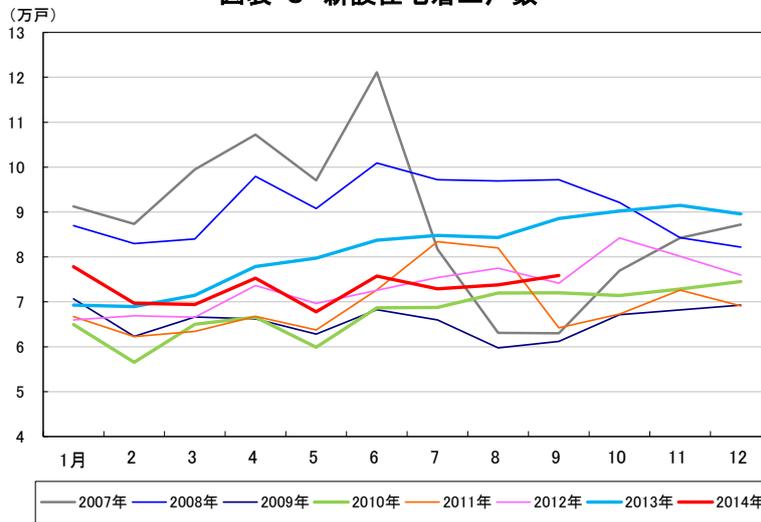
住宅市場については、価格上昇が進む一方、着工や販売、取引などが低迷している。消費税率引上げ前の駆け込み需要に対する反動減が続き、建築コストの上昇も重荷になっている。

9月の新設住宅着工戸数は、75,882戸と7ヶ月連続で前年比マイナスとなった(図表-3)。貸家に限っては、相続税の課税対象拡大を受けた土地所有者の節税需要が強く、2014年も前年比プラスが続いていたが、建築コスト上昇の影響は免れず、7月以降は前年比マイナスに転じた(図表-4)。

9月の首都圏の分譲マンション新規販売戸数も3,336戸と前年比▲44%の大幅減少となった(図表-5)。価格上昇ペースが購買層の所得増加ペースを上回っており、販売戸数が伸び悩んでいる。

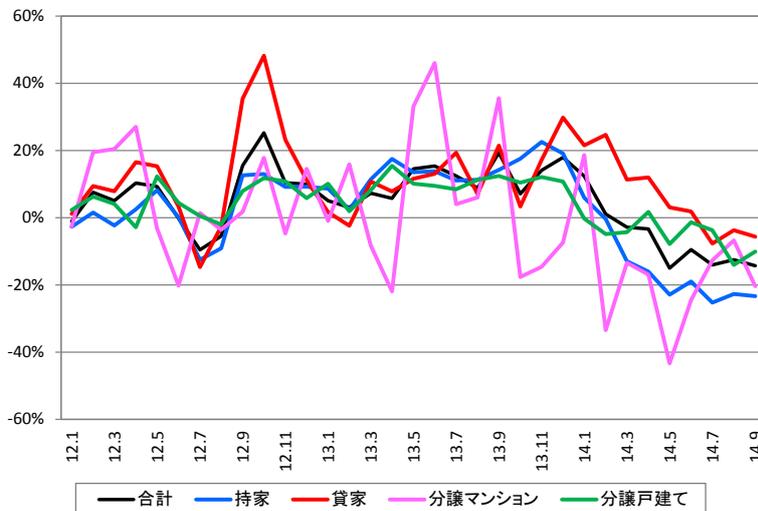
また、中古市場においても、東日本不動産流通機構(レインズ)によると、9月の首都圏中古マンションの平均価格が2,750万円(前年比+3.6%)に上昇する一方、取引成約件数は前年比▲5.9%と6ヶ月連続で減少した。東証住宅価格指数についても、2012年末に底を打った後、東京を中心に上昇基調が鮮明となっている(図表-6)。

図表-3 新設住宅着工戸数

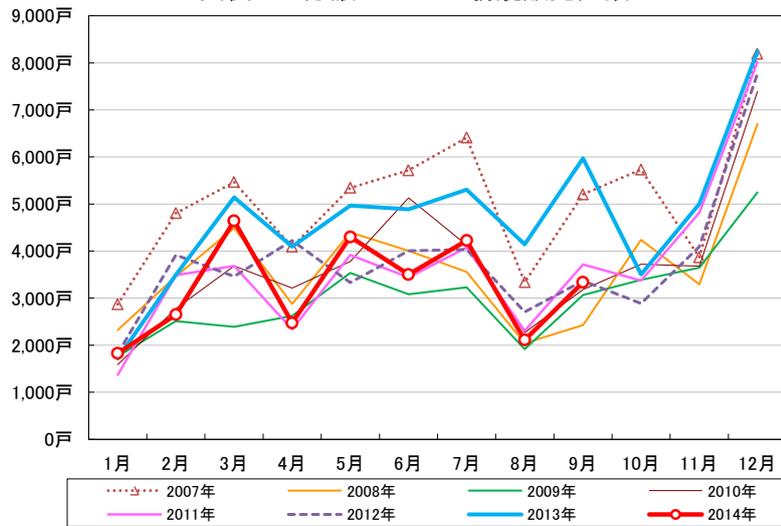


(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」

図表-4 新設住宅着工戸数

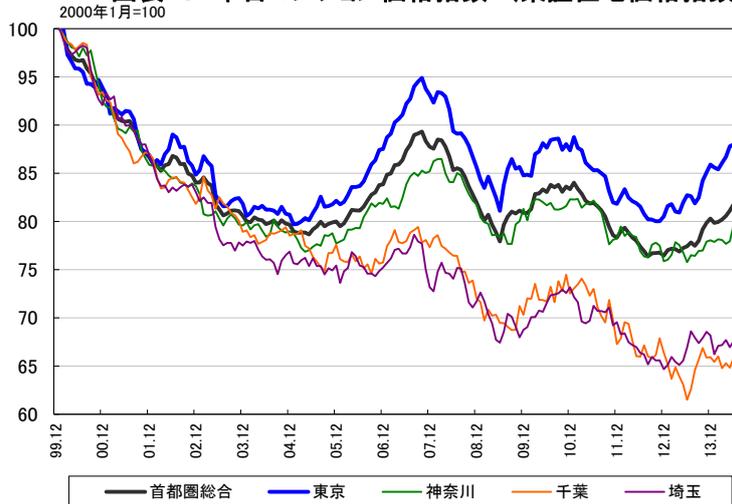


図表-5 分譲マンション新規販売戸数



(出所)不動産経済研究所

図表-6 中古マンション価格指数（東証住宅価格指数）



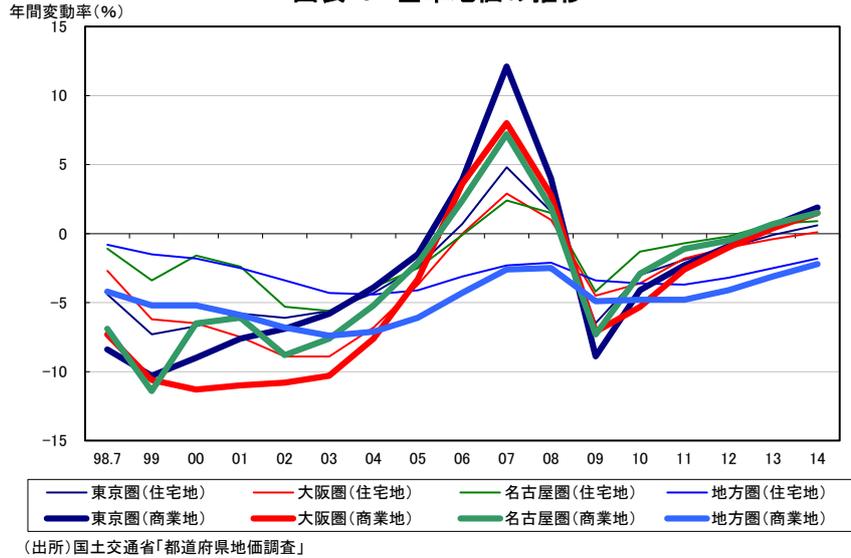
(出所)東京証券取引所「東証住宅価格指数」

## 2. 地価動向

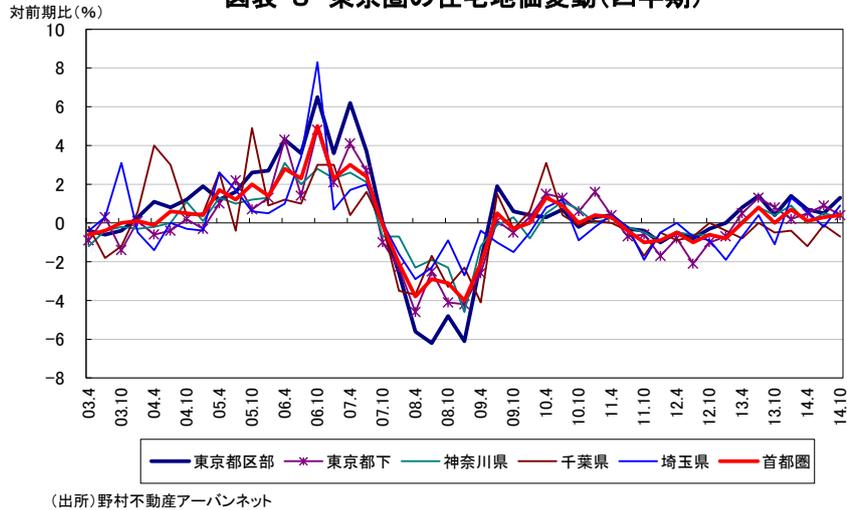
地価動向については、都市部での回復傾向が顕著となっている。国土交通省が発表した7月1日時点の基準地価は、3大都市圏(全用途)で前年比+0.8%と2年連続の上昇となった(図表-7)。商業地の+1.7%に続き、住宅地も+0.5%と上昇に転じた。一方、地方圏が▲1.9%と引き続き下落したため、全国平均では▲1.2%の23年連続の下落となった。

野村不動産アーバンネットによると、7-9月期(2014/10/1時点)の東京圏住宅地価は、前期比+0.4%と4四半期連続の上昇となった(図表-8)。地区別では、都区部(+1.3%)と東京都下(+0.4%)に加え、神奈川県(+0.3%)が三四半期連続で上昇、埼玉県(+0.9%)も上昇に転じた。一方、千葉県は▲0.7%と5四半期連続の下落が続いている。また、商業地については、特に銀座の上昇が鮮明になっている(図表-9)。

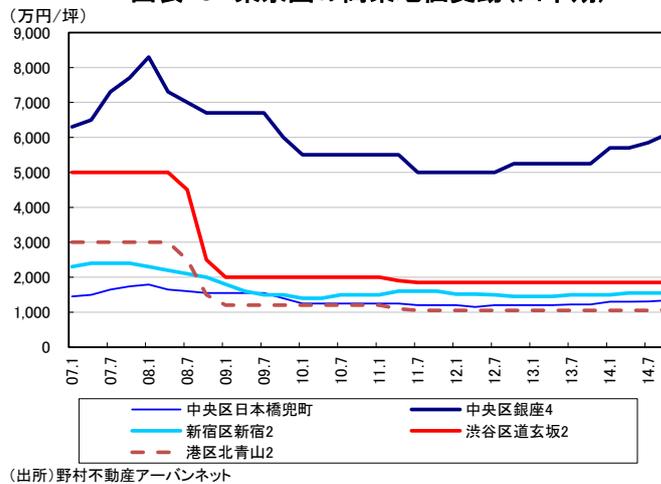
図表-7 基準地価の推移



図表-8 東京圏の住宅地価変動(四半期)



図表-9 東京圏の商業地価変動(四半期)

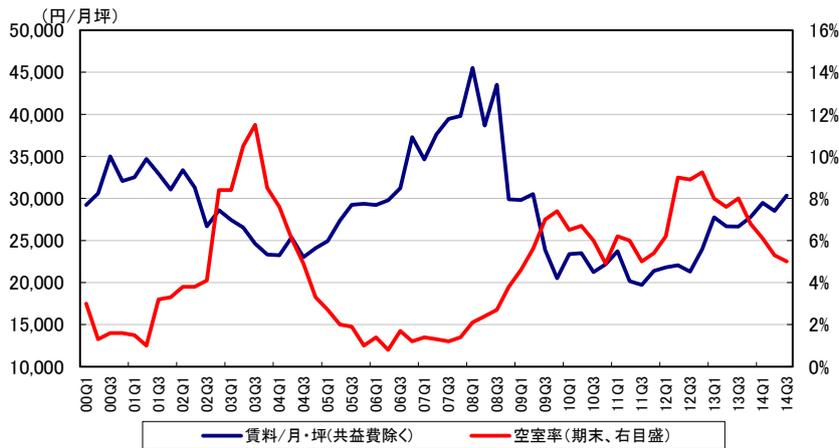


### 3.不動産サブセクターの動向

#### ① オフィス

東京の賃貸オフィス市場は、2012年第4四半期の急回復以降やや足踏み状態にあったが、最近再び回復傾向が強まりつつある。第3四半期のオフィス空室率は、Aクラスビル<sup>2</sup>で5.0%(前期5.3%)、都心3区大規模ビルで4.7%(同4.8%)と改善が続いた。また、賃料についても、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>3</sup>は、第3四半期にAクラスビルが前期比+6.4%の30,335円と2009年第2四半期以来の3万円を超えとなった(図表-10)。また、都心3区大規模ビルも前期比+7.1%と大幅に上昇した。

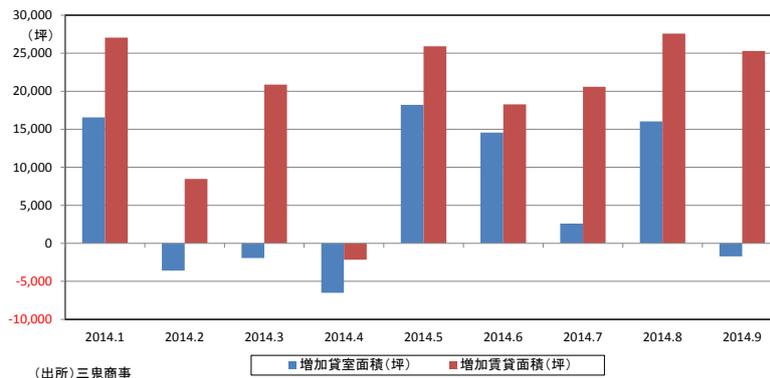
図表-10 東京の賃貸オフィス市場 (Aクラスビル・共益費除き)



(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。

市況改善の主な要因は、テナント企業の増床などによるオフィス需要の増加である。消費税率引上げ直後の4月は減少したものの、賃貸面積が一貫して貸室面積の増加を上回るペースで増加しており、さらに、9月は貸室面積が純減するなど、需給の改善が加速している(図表-11)。ニッセイ基礎研究所では、今後も需給の改善が続くとみて、当面2015年後半までの賃料上昇を予測している(図表-12)。

図表-11 東京の貸室および賃貸オフィス面積の増減

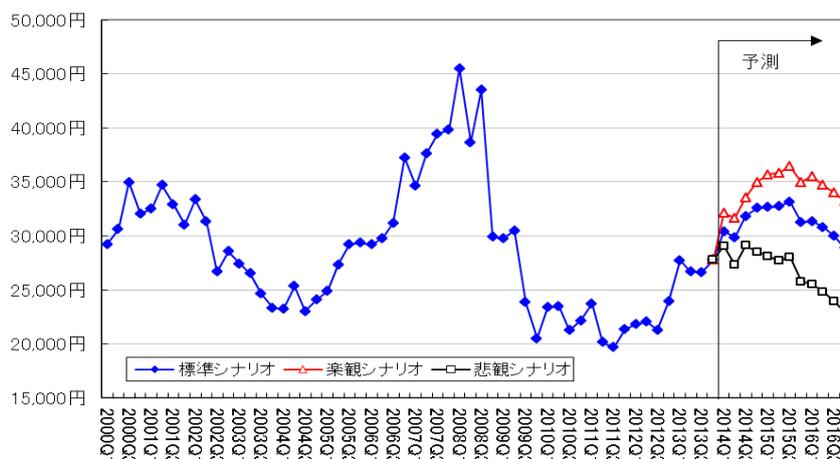


(出所) 三鬼商事

<sup>2</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>3</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-12 Aクラスオフィスの賃料予測



(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」

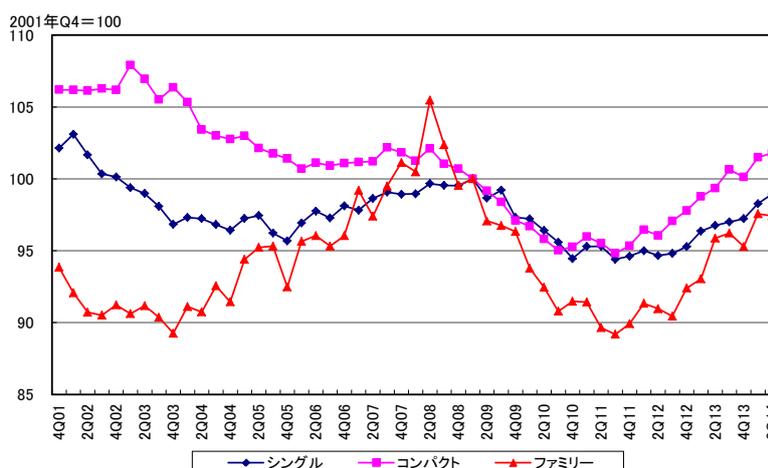
将来予測は「オフィスレント・インデックス」を基にニッセイ基礎研究所が推計(2014年2月)

## ② 賃貸マンション

賃貸マンション市場も回復局面に入っており、マンション価格の上昇(図表-6)と同様、賃料上昇が継続している。東京都区部の中古マンション賃料指数は、2012年以降、シングル、コンパクト、ファミリーの全てのタイプで継続的に上昇している(図表-13)。都心5区の賃貸マンション募集賃料を区別にみても、2012年の上昇後に伸び悩む新宿区を除き、千代田区を筆頭に上昇傾向を確認することができる(図表-14)。

特に、高級賃貸マンションの賃料上昇が加速しており、9月末時点で前年比+11.5%となった(図表-15)。東京都の外国人人口が9月に前年比+5.1%で増加するなど<sup>4</sup>、外国人の定住増加が高級賃貸マンション市場の押し上げ要因のひとつとなっている。

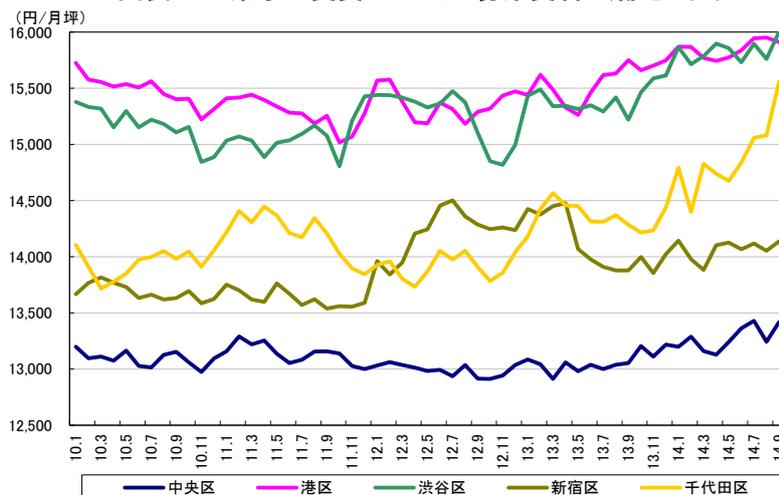
図表-13 東京の中古マンション賃料指数(タイプ別)



(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)」

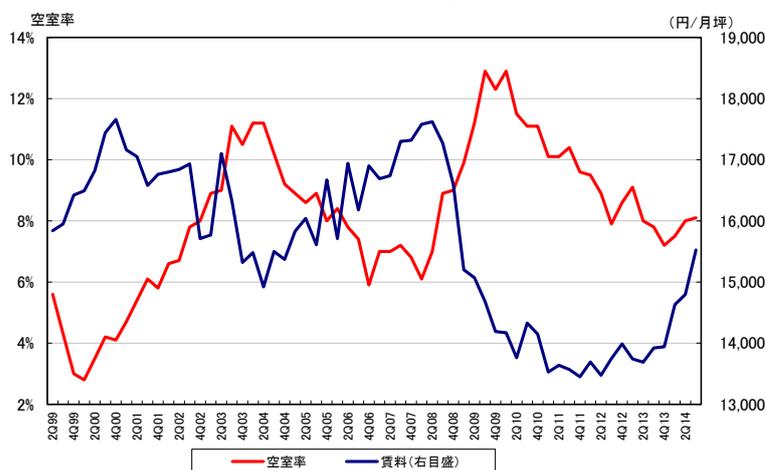
<sup>4</sup> 9月の東京都の外国人人口は410,743人で、国別では、年初以降、韓国・朝鮮人が減少した以外、総じて増加している。

図表-14 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「都心主要5区賃貸マンション坪単価推移」

図表-15 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

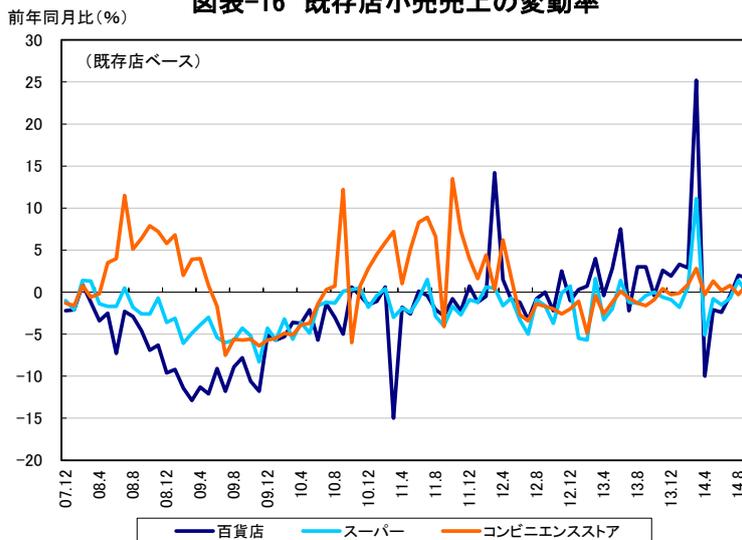
### ③ 商業施設・ホテル・物流施設

商業施設に関しては、消費税率引上げ後の売上の落ち込みが収束しつつある。商業販売統計によると、既存店ベースの9月の売上高は、スーパーマーケットが前年比▲0.1%と縮小したものの、百貨店が前年比+1.7%と2ヶ月連続で増加し、コンビニエンスストアも+0.9%の増加に転じた(図表-16)。特に百貨店は、外国人向けの免税品売上の大幅な伸びに支えられており、9月の免税品売上高は前年比+58.2%と20ヶ月連続で過去最高を更新した。

訪日外客数は2014年も堅調に増加しており、3月以降は毎月100万人超で推移している(図表-17)。9月も約110万人が訪日し、前年比+26.7%の大幅増加となった。

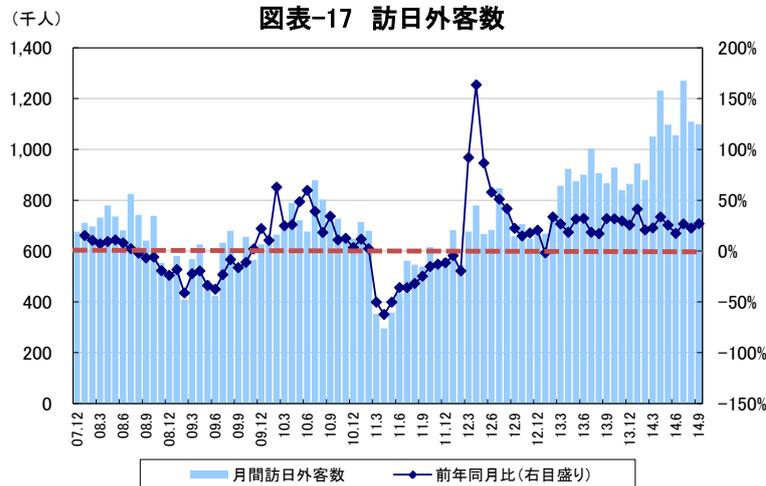
商業施設以上に訪日外客数の影響が大きいホテル市場は、9月の客室稼働率が高水準であった昨年の数値を上回るなど好調に推移しており(図表-18)、数値上、夏季の西日本全域に及んだ天候不順の影響はみられていない。ビジネス客やアジア富裕層の需要拡大を背景に、東京の主要ホテルでは軒並み客室単価引上げが実施され、また、ビジネスホテルでも観光に適した繁華街を中心に、訪日客の需要拡大を受けた客室単価引上げがみられる。

図表-16 既存店小売上の変動率



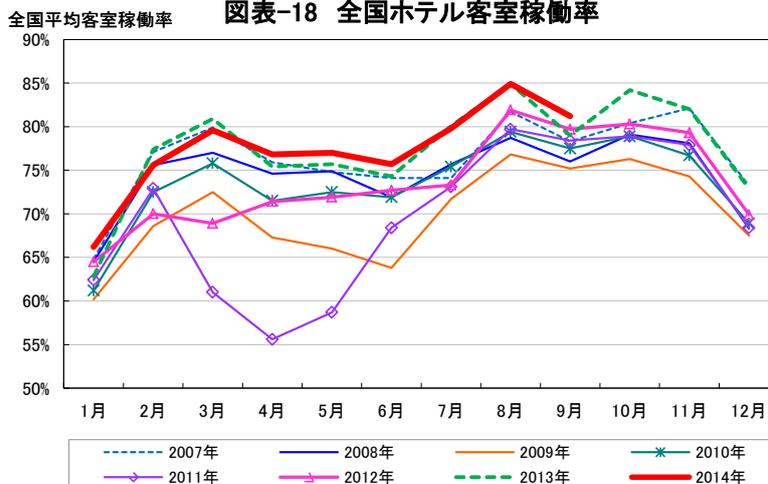
(出所) 経済産業省「商業販売統計」

図表-17 訪日外客数



(出所) 日本政府観光局(JNTO)

図表-18 全国ホテル客室稼働率

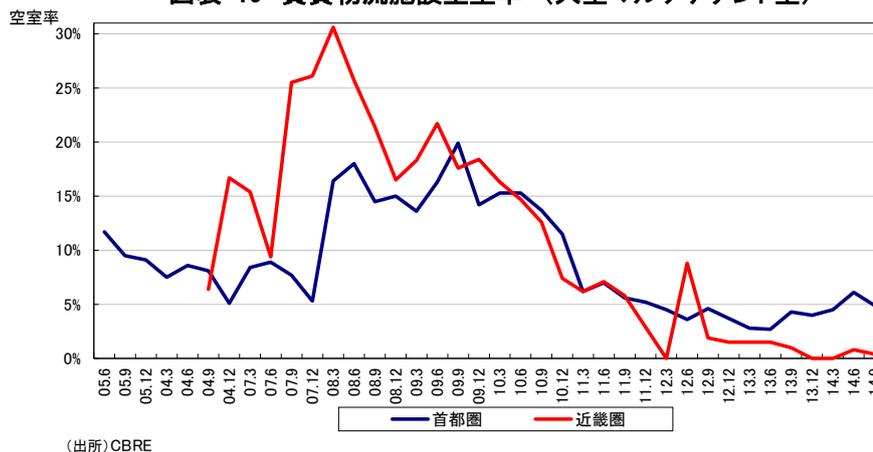


(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流施設賃貸市場では、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 4.9%(第2四半期 6.1%)、近畿圏で 0.4%(同 0.8%)と、悪化した前期から再び改善した(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>5</sup>)事業者などのテナントの拡大意欲は依然強く、第3四半期は新規供給が1物件に限られるなか需給改善が進んだ。

第4四半期も、既に竣工予定の3物件がテナントを確保しており、さらなる空室率の低下が見込まれる。ただし、トラックドライバーや施設内労働者の不足が3PL 事業のコストベースを押し上げており、新規供給が増加する 2015 年後半は需給が緩和する可能性もある。

図表-19 賃貸物流施設空室率 (大型マルチテナント型)



(出所) CBRE

#### 4. J-REIT (不動産投信)・不動産投資市場

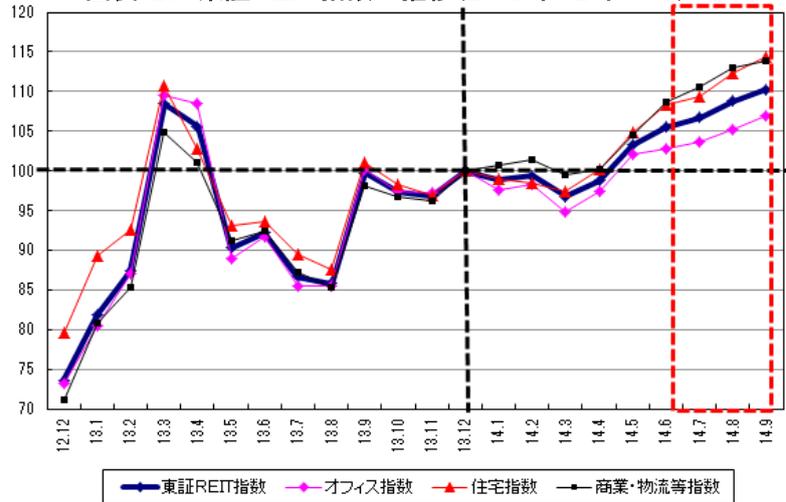
J-REIT 市場は、オフィス市況の改善や株価上昇、金利低下などを背景に強含み、第3四半期の東証 REIT 指数は6月末から+4.5%の上昇となった。セクター別ではオフィスが+4.0%、住宅が+5.7%、商業・物流等が+4.9%上昇した(図表-20)。9月末時点の市場全体の分配金利回りは 3.4%(対 10 年国債スプレッド 2.9%)、NAV 倍率は 1.4 倍であり、市場時価総額は初めて9兆円の大台を超えた。

第3四半期の J-REIT による物件取得額(引渡しベース)は 3,062 億円、年初からの累計額は 1 兆 906 億円(前年比▲34%)となった。不動産価格の上昇(利回りは低下)で取得環境が厳しさを増すなか、J-REIT の取得額は昨年比で減少しているものの、2007 年当時の水準を維持している(図表-21)。また、11/5にヘルスケア施設の投資に特化した「日本ヘルスケア投資法人」が、11/27 に「トーセイ・リート投資法人」が、12/3に「積水ハウス・リート投資法人」が上場の予定で、2014 年の新規上場数は6社、銘柄数は 49 社となる。

J-REIT の業績は引き続き改善しており、運用不動産の賃貸事業収益(NOI、Net Operating Income)から金融機関などへの利払い費用を引いた利回り(対総資産ベース)は、2001 年下期の 3.8%を底に 2014 年上期には 4.1%に上昇している(図表-22)。ただし、これまでの改善は大部分が利払い費用の低下によるもので、今後はオフィス市況の改善が J-REIT のさらなる収益拡大につながるか注目される。

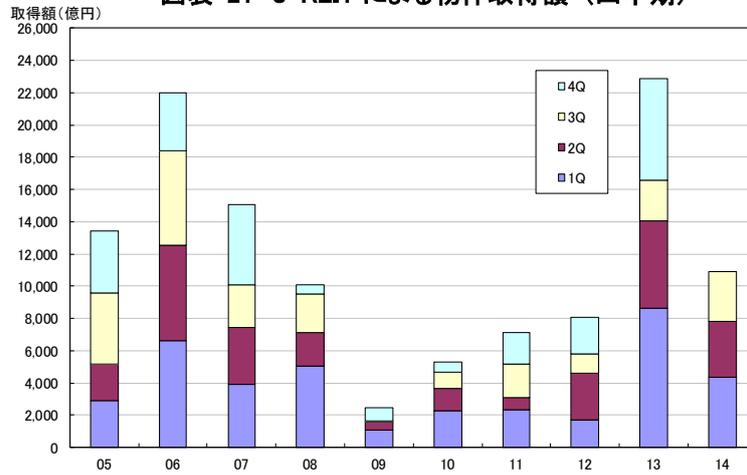
<sup>5</sup> 荷主企業に代わって、物流事業者等が最も効率的な物流戦略の企画立案や物流システムの構築について包括的に受託し、実施すること。

図表-20 東証 REIT 指数の推移 (2013 年 12 末=100)



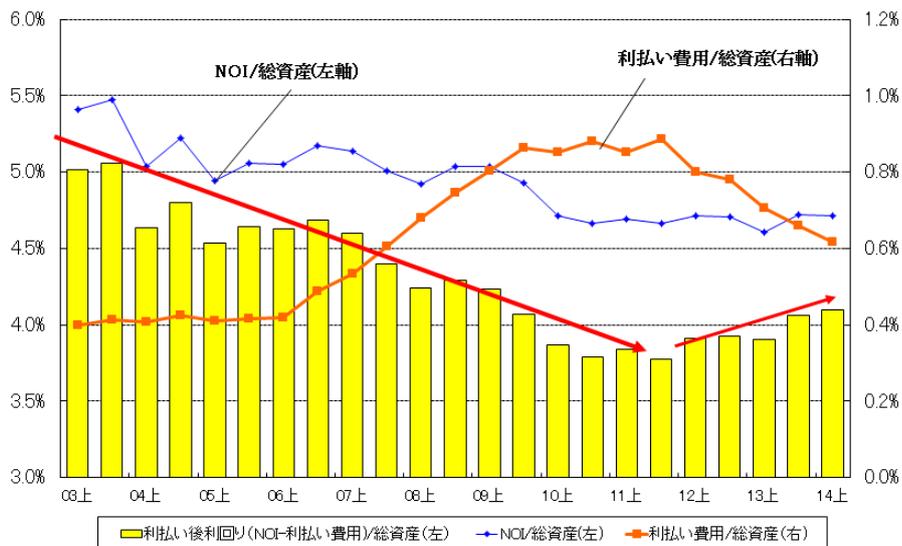
(出所)東京証券取引所

図表-21 J-REIT による物件取得額 (四半期)



(注)引渡しベース。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 利払い後賃貸利回り(年率)=(NOI-利払い費用)/総資産額



(注)初回決算銘柄を除く  
(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続いている。J-REIT による物件取得は前年比で大きく減少しているが(図表-21)、他の投資家による物件取得は拡大している。海外資金による不動産取得額も増加しており、10月末時点で既に昨年の合計額を上回っている(図表-23)。投資対象は、オフィスビルが半数を占めるが、住宅や物流施設の他、ホテルセクターへの投資も活発である(図表-24)。



**図表-24 最近の大型不動産取引 (外資関連)**

外資関連 : 2014年3月~(原則として上場REITの取引、マンション用地取得を除く)
台湾法人が、中央区築地の建設中のマンション(延床0.2万㎡)をアークレイから取得。竣工後引渡す。
森トラスト総合リート投資法人が、千代田区の「紀尾井町ビル(延床6.4万㎡)」の区分所有権70%強を343億円で(株)アークレイ・リートから取得。
フラックストリート・リアル・エステートのSPCが、千葉県東葛の「船橋西浦物流センター」と神奈川県東部の「横浜東部物流センター」を日本ロジスティクスリート投資法人から合計140億円で取得。
日本リート投資法人等が出資するSPCが、港区の「芝公園三丁目ビル(延床0.9万㎡)」をフラックストリート・リアル・エステートのSPCから75.1億円(SPC組成コスト等を含む)で取得。
ツカサネ・リアル・エステートのリアル・エステートのSPCが、千葉市の「ワズモール(延床8.4万㎡)」を東西アセット・マネジメントのSPCから110億円で取得。
(株)ニッセイ・リアル・エステートのSPCが、横浜市の「横浜東口ワズモールビル(延床3.5万㎡)」を報告保険グループビルネットから80億円程度で取得。
森トラストが、目黒区の「目黒雅叙園(延床15.6万㎡)」を(株)ニッセイから取得。
イテック・リアル・エステートのSPCが、品川区の「シーフォレスト・リアル・エステートのビル(延床14.7万㎡)」を取得。ビルを改修し、新たなテナントを誘致していく。
(株)リアル・エステートのSPCが、品川区の「アーク目黒タワー(延床1.3万㎡)」を合同会社クワ・リアル・リートから75億円前後で取得。
リアル・リートが子会社を通じて、ハワイ・オアフ島の「ザ・カハラ・ホテル&リゾート(延床3.6万㎡)」を(株)カハラ・ホテル・インバスターズから306億円で取得。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートのSPCが、川崎市の「東扇島倉庫A棟・B棟・C棟(延床合計38.9万㎡)」を(株)カハラ・ホテル・インバスターズから取得。
ツカサネ・リアル・エステートの個人資産管理会社が、中央区築地の「ピロロ・銀座(延床0.7万㎡)」をアルファ・インバスターズ・パートナーズのSPCから60億円超で取得。中長期的に保有見込み。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートが、「東京パークサイドビル(延床1.9万㎡)」などタワーマンションのリアル・エステート保有物件で、これまでにより売却活動が行われていた11棟(延床合計5.5万㎡)を約300億円で取得。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートが、沖縄県の「ルネッサンスリゾートオキナワ(延床4万㎡)」と「ココ・リゾートリゾートオキナワ(0.6万㎡)」をインテリジェンス・リアル・エステートのSPCから130億円台で取得。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートが、渋谷区神宮前の「J6 Front(延床0.7万㎡)」をアルファ・インバスターズ・パートナーズのSPCから約180億円で取得。個人投資家対象のオフィシャル・ビルに組み入れ。
積水ハウスが、港区赤坂の「国際赤坂ビル(延床6.3万㎡)」をタワーマンションHDのSPCから約740億円で取得。
大和証券リアル・エステートのリアル・リート投資法人が、中央区日本橋の「チエスタ・コート日本橋」等7棟(延床1.6万㎡)をコールドマンスionsのSPCから約86億円で取得。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートのSPCが、岐阜県の「モリ岐阜(延床11.7万㎡)」を(株)リアル・リートから推定210億円前後で取得。
日本生命保険が、神奈川県厚木市の「厚木物流センター(延床5.2万㎡)」をリアル・不動産投資顧問のSPCから取得。
(株)リアル・エステートのリアル・エステートのSPCが、大阪市中央区の「ライムスクエア心斎橋(延床0.9万㎡)」を(株)リアル・エステートのSPCから約130億円で取得。
ツカサネ・リアル・エステートのリアル・エステートのリアル・エステートが、大阪市中央区の「大阪なんばグランドビル(延床2万㎡)」をインテリジェンス・リアル・エステートのSPCから89億円で取得。
メットライフ生命保険が、中央区銀座の「中央大和ビル跡地(0.1万㎡)」を大和自動車交通から60億円で取得。タワーマンションを建設中。
(株)リアル・リートが、中央区京橋の「京橋トラストタワー(延床5.2万㎡)」の4707(専有床0.6万㎡)を森トラストから取得。
クローバル・リアル・リート投資法人が、墨田区の「アルカセビル(延床5万㎡)」の一部(専有床面積1.5万㎡)をエー・エス・ビル・リアル・エステートのSPCから約150億円で取得。
香港のクワン・ケイ・ビル・パートナーズが、大阪市住之江区の「ハイアット・レジデンス・大阪(延床7.6万㎡)」を大林組の子会社から取得。
クワン・ケイ・ビル・パートナーズのSPCが、江東区東雲の「KDX豊洲クワン・ケイ・ビル(延床6.3万㎡)」の共有持分65%をカライル・リアル・リートと韓国国民年金公団のSPCから約225億円で買い戻し。
ツカサネ・リアル・エステートのリアル・エステートのリアル・エステートのSPCが、立川市の「NIS WAVE(延床1万㎡)」を合同会社ウェーブから108億円で取得。

(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。

以上