

不動産 投資 レポート

不動産市場は全般に堅調も、オフィス需要 など一部に弱い動き

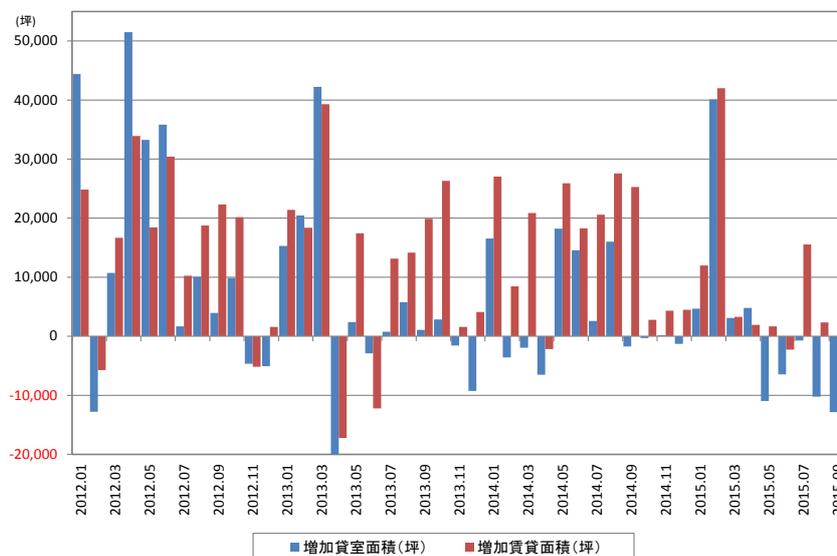
～不動産クォーター・レビュー2015年第3四半期～

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

要旨

- 国内経済は、第2四半期の落ち込みからの回復局面にあるものの、力強さはみられていない。住宅市場では、着工および取引戸数が回復傾向を示し、価格上昇も継続している。基準地価は、都市部での回復が2年連続となった。
- 東京の賃貸オフィス市場では、空室率低下と賃料上昇が続くものの、需要の弱さも表れている。賃貸マンション市場でも賃料上昇が続いたが、高級賃貸マンションの賃料は弱含んでいる。
- 商業施設市場では、賃料上昇が一服したが、訪日外客数の増加が小売売上を支えている。訪日外客数増加の影響が大きいホテル市場では、稼働率が近年で最も高い水準で推移し、客室単価も上昇している。また、良好な需給環境が続いていた賃貸物流施設市場は、今後、大量供給局面を迎える。
- 東証 REIT 指数は、海外市場のリスク拡大や公募増資による需給悪化を受け、6月末から7%下落した。不動産投資市場では、J-REIT の取得が増加し、全体の取引額も高水準にあるものの、2014年の水準には届いていないとみられる。

東京のオフィス貸室面積と賃貸面積の増減



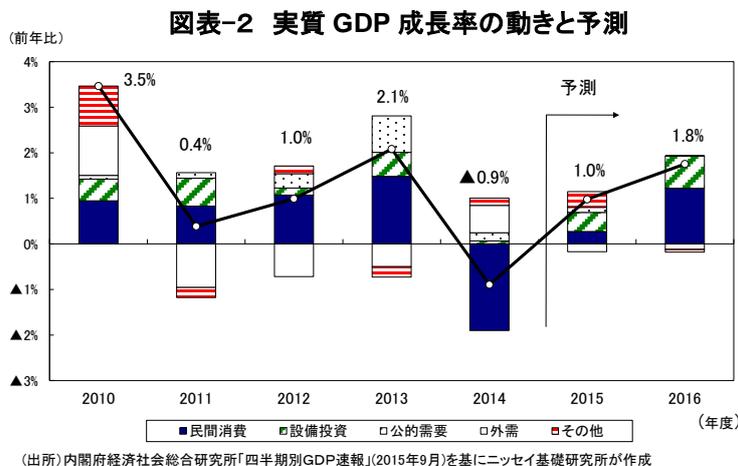
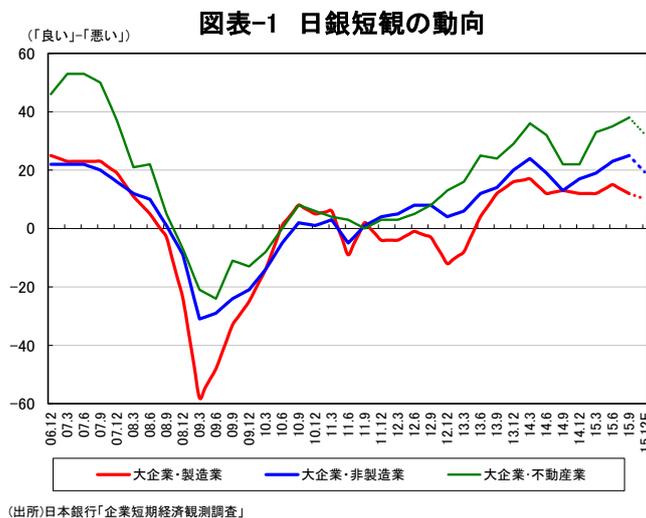
(出所)三鬼商事のデータを基にニッセイ基礎研究所にて作成。

1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、GDP 成長率が前期比マイナスに落ち込んだ第2四半期からの回復局面にあるが、中国経済への懸念などを背景に、7月以降も力強い回復がみられていない。企業業績は直近の8月まで好調なもの、9月の貿易収支が6ヶ月連続の赤字となるなか、先行き懸念から設備投資が伸び悩んでいる。個人消費についても、弱かった7月から一転、8月には実質消費支出が前年比+2.9%と大きく伸びたものの、株価下落を経た9月には再び前年比-0.4%に落ち込んだ。

2015年第3四半期の日銀短観・大企業業況判断DIでは、非製造業が前期比+2ポイントの25、不動産業が前期比+3ポイントの38へと改善が続いたものの、製造業がそれらに先行する形で前期比▲2ポイントの10に悪化した。さらに、第4四半期については、3業種とも悪化が予想されており、楽観的な見方の縮小が顕著となっている(図表-1)。

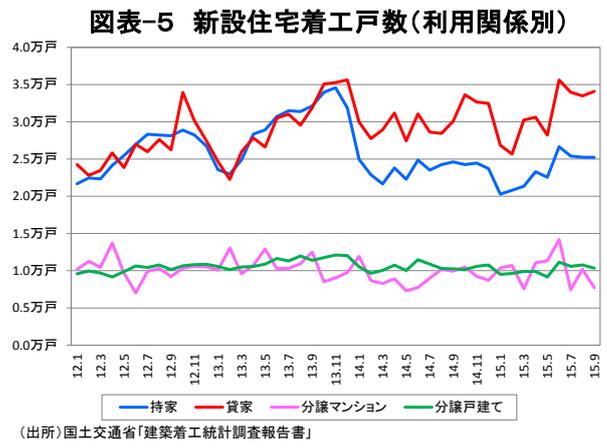
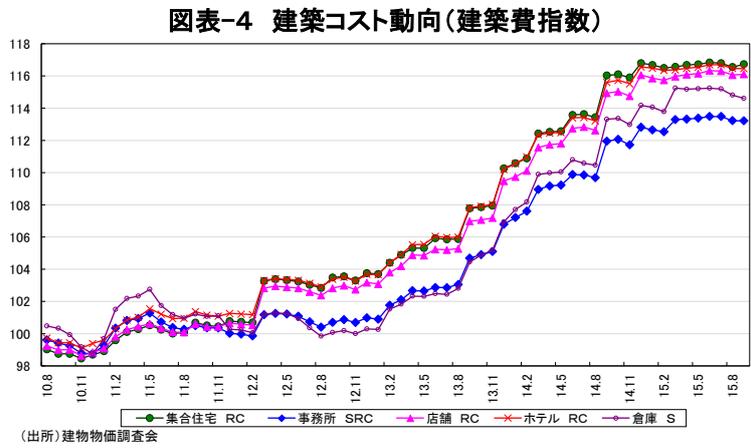
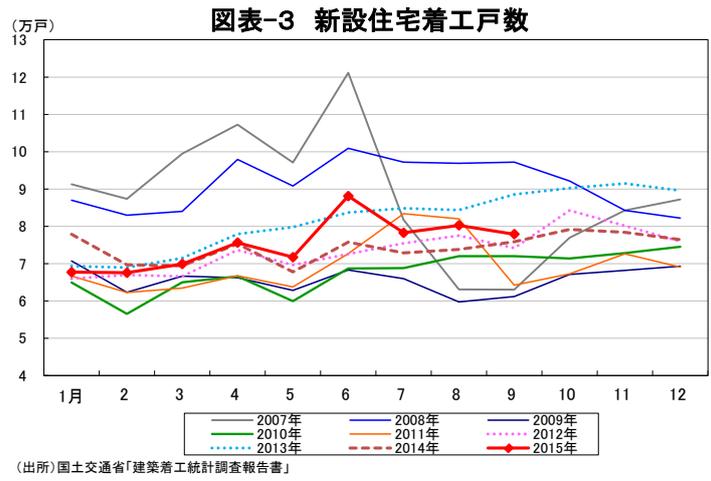
内閣府による2015年4-6月期の実質GDP成長率は、0.1%上方修正されたものの、民間在庫品の増加によるものだった。ニッセイ基礎研究所では、夏場の景気が想定よりやや下振れしていることを受け、2015年度の実質GDP成長率を+1.0%に0.1%下方修正し、16年度については+1.8%を維持している(図表-2)¹。



¹ 斎藤太郎 「2015・2016年度経済見通し～15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、2015年9月8日

住宅市場では、高騰が続いた建築コストに落ち着きが見られるなか、再び住宅着工戸数が増加傾向となっている。また、住宅価格の上昇が継続しているものの、取引も若干増加している。

9月の新設住宅着工戸数は、77,872戸と5ヶ月連続で前年比プラスになった(図表-3)。2014年には、建築コストの高騰と消費税率の引き上げの影響などから、前年比マイナスの推移が続いたものの、最近では再び増加傾向にある。長らく高騰が続いた建築コストだが、世界的な資源価格の低迷や、国内労働市場逼迫の一巡から頭打ちし(図表-4)、住宅着工のサポート要因のひとつになっている。特に、貸家の着工戸数はピークであった2013年下期の水準にまで増加しており(図表-5)、土地所有者の相続税の節税を目的としたアパート建設需要の根強さが表れている。

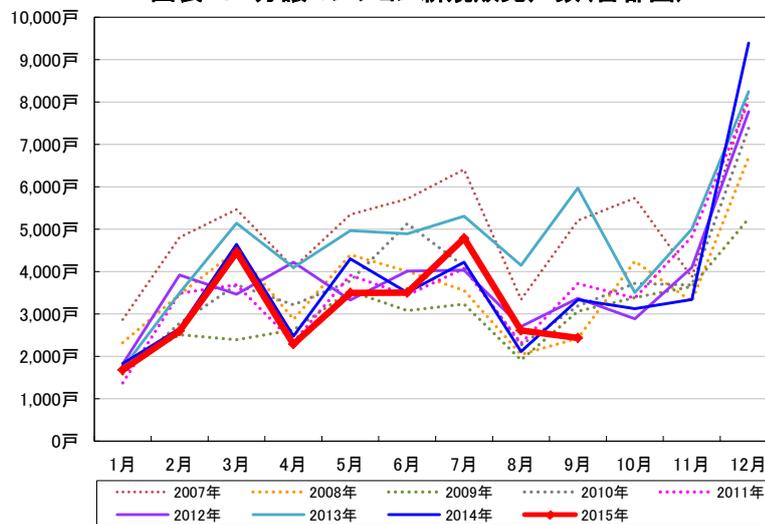


一方、9月の首都圏の分譲マンション新規販売戸数は、2,430戸と前年比▲27%の減少となった(図表-6)。7、8月には前年比で増加したものの、新築マンション価格の上昇に購買層の所得増加ペースが追いついておらず、依然販売戸数は伸び悩んでいる。

中古マンション価格も上昇が続いており、東証住宅価格指数をみると、2012年末の底打ち以降、東京での力強い上昇が直近8月まで続いている(図表-7)。東日本不動産流通機構(レインズ)によると、9月にも首都圏中古マンションの平均価格は上昇が継続し、2,750万円(前年比+3.6%)となった。ただし、株価調整の影響が表れる今後の価格動向には注意を要する。

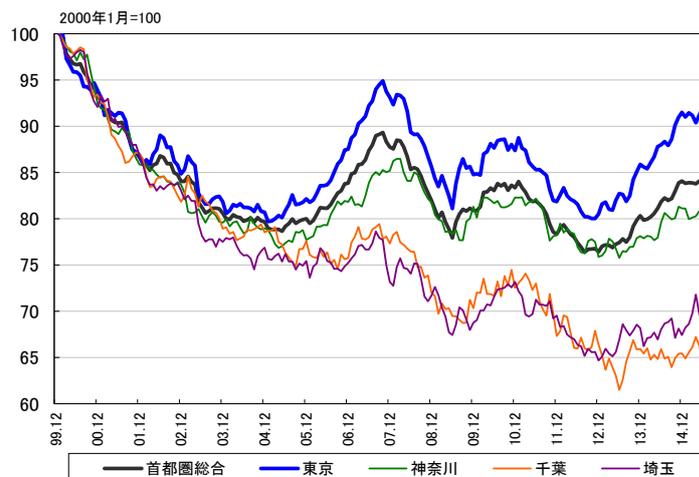
中古マンション価格の上昇で低迷傾向にあった取引成約件数だが、最近では回復しつつあり、8月まで5か月連続の前年比プラスとなっていた(図表-8)。ただし、9月は再び前年比▲5.9%の減少となった。

図表-6 分譲マンション新規販売戸数(首都圏)



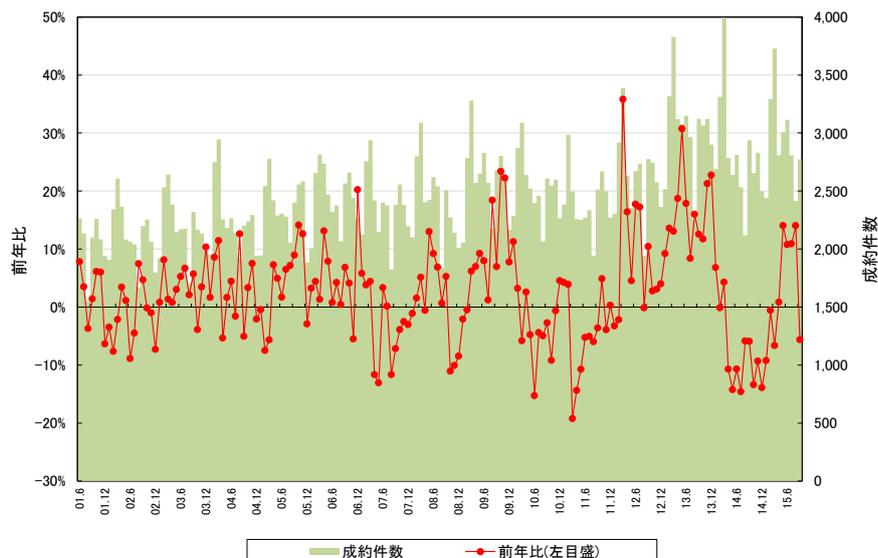
(出所)不動産経済研究所

図表-7 中古マンション価格指数(東証住宅価格指数)



(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

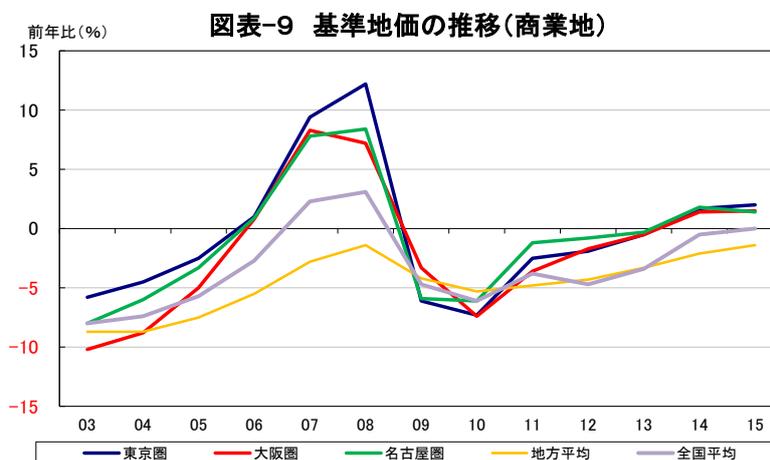
図表-8 中古マンション取引成約件数



(出所) 東日本不動産流通機構(東日本レインズ)

2. 地価動向

地価については、前年から顕在化した都市部での回復が続いている。国土交通省が発表した7月1日時点の基準地価は、3大都市圏で商業地が前年比+1.8%、住宅地が前年比+0.4%と2年連続で上昇した。一方、地方圏では、下落幅は縮小しているものの、商業地が前年比▲1.4%、住宅地が▲1.1%と、依然として長期に及ぶ下落が続いている。全国平均では、住宅地では▲0.4%と依然として下落が続いたものの、商業地では都市部の牽引により2009年以降続いた下落を脱し、±0%の横ばいに移行した(図表-9)。

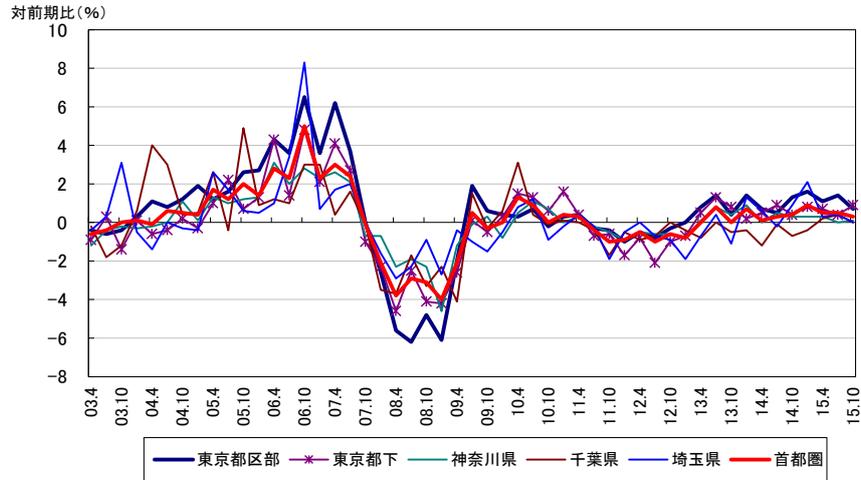


(出所) 国土交通省「地価公示」

四半期ベースでは、野村不動産アーバンネットによると、7-9月期(2015/10/1時点)の東京圏住宅地価は、減速気味ではあるが、前期比+0.3%と8四半期連続で上昇した(図表-10)。地区別では、都区部(+0.7%)と東京都下(+0.9%)が引き続き上昇した一方、周辺の神奈川県(+0.1)、埼玉県(±0.0%)、千葉県(±0.0%)では既に頭打ちの状況となっている。

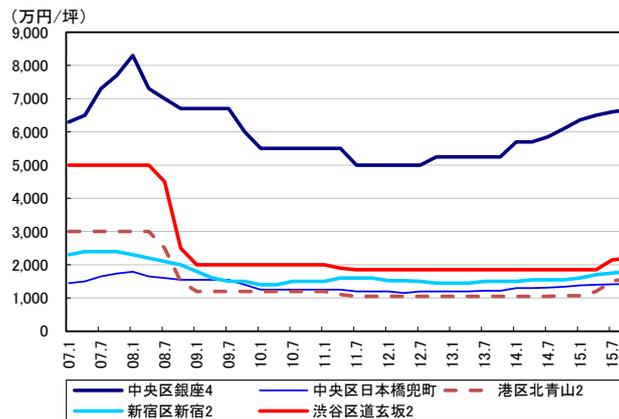
また、東京都心の商業地については、地価上昇が継続しており、特に銀座では2008年10月の水準にまで回復している(図表-11)。

図表-10 東京圏の住宅地価変動(四半期)



(出所)野村不動産アーバンネット

図表-11 東京圏の商業地価変動(四半期)



(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

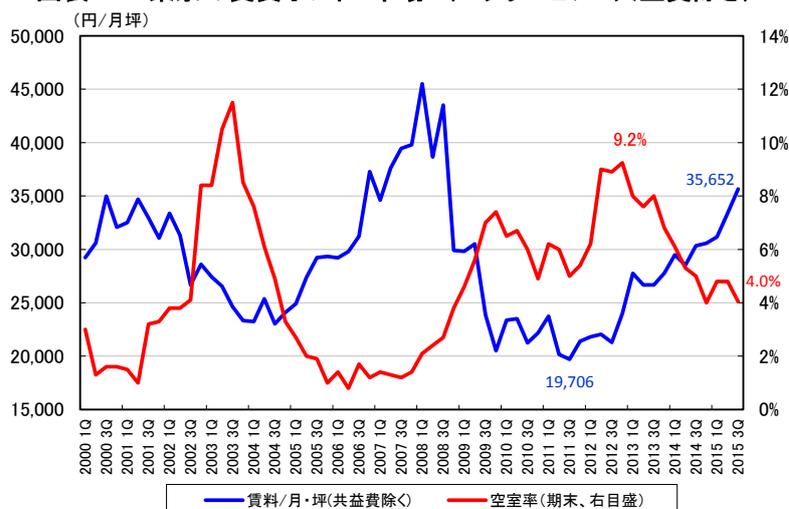
① オフィス

東京の賃貸オフィス市場では、空室率低下と賃料上昇が続いているものの、需要の弱さも表れてきている。第3四半期の東京のオフィス空室率は、引き続き改善傾向にあり、Aクラスビル²が4.0% (前期4.8%)、都心3区大規模ビルが3.7% (同4.0%)へと低下した。また、賃料についても、成約賃料データに基づくAクラスビルのオフィスレント・インデックスが、前期比+6.8%の35,652円に上昇し、既に高水準にあるにもかかわらず賃料上昇が加速した(図表-12)。

一方、Bクラスビルでは、空室率の改善が進んでいるにもかかわらず、Aクラスビルのような力強い賃料上昇はみられていない(図表-13)。この数年、オフィス市場の二極化が指摘されており、Aクラスビルを中心とした強いオフィス需要が、必ずしも市場全体には及んでいない。

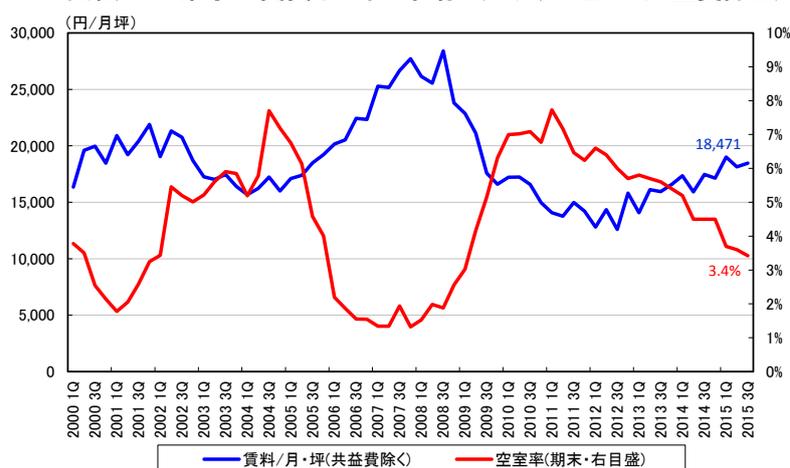
² 三幸エステートが、大規模ビルの中で特に上位のビルとして、エリアや延床面積、基準階床面積、築年数、設備に関するガイドラインを満たすものを、個別ビル単位の立地・建物特性を重視して選出している。現時点で約140棟が対象。

図表-12 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-13 東京の賃貸オフィス市場（Bクラスビル・共益費除き）

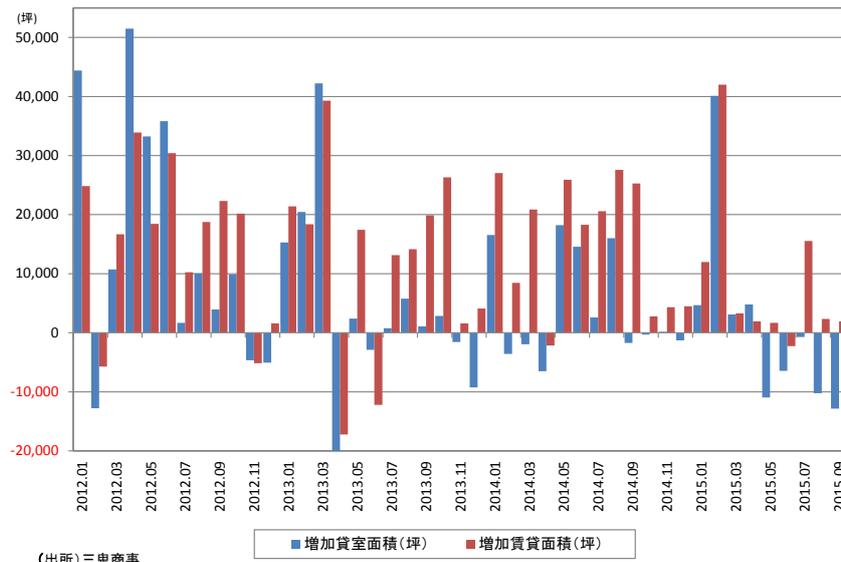


(注) Bクラスビルは、基準階面積200坪以上でAクラスビルに含まれないビル(築年数経過でAクラスの対象外となったビルを含む)
 (出所) 空室率: 三幸エステート、賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

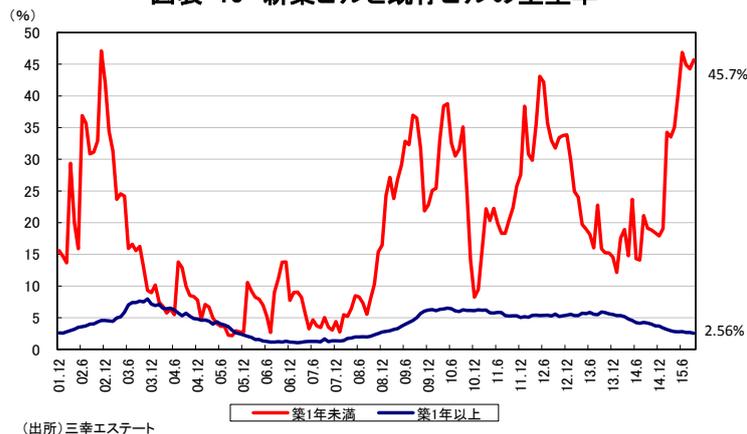
また、最近の空室率の低下は、主に貸室面積(オフィスストック)の縮小に起因するものとなっており、2013、14年にみられた旺盛な需要を背景とした賃貸面積の拡大によるものとは性質が異なってきている(図表-14)。需要の弱まりは、新築ビル賃貸市場にも表れており、新築ビルの空室率が2012年を上回る高水準となっている。大規模ビルの竣工が集中し「2012年問題」といわれた2012年に比べると、2015年のビル供給量は格段に小さいが、需要の弱さが新築ビルの満室竣工などを難しくしている。

空室率および賃料の動向を見る限り、東京のオフィス市場は引き続き堅調といえるが、既に、8月末以降の株価調整の影響が出る以前から需要の弱さが表れていた。今後は世界景気の減速や米国の利上げ開始、加えて国内の2017年の消費増税を控え、賃料上昇の継続が見込みづらくなっている。

図表-14 東京の貸室および賃貸オフィス面積の増減



図表-15 新築ビルと既存ビルの空室率

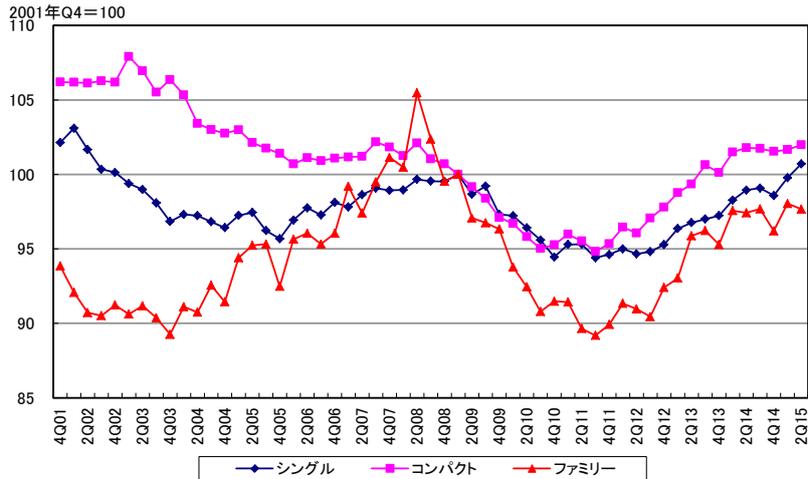


② 賃貸マンション

賃貸マンション市場でも、賃料の上昇が続いている。2014 年以降、やや回復ペースが減速しているものの、直近6月まで賃料下落の兆候はみられていない。東京都区部の中古マンション賃料指数を用途別にみると、コンパクトタイプやファミリータイプの賃料上昇が減速しつつある一方、近年出遅れていたシングルタイプの賃料上昇が加速している(図表-16)。また、都心5区の賃貸マンション募集賃料を区別にみると、2014 年末以降、渋谷区で伸び悩みがみられているが、千代田区や中央区で賃料上昇が加速している(図表-17)。

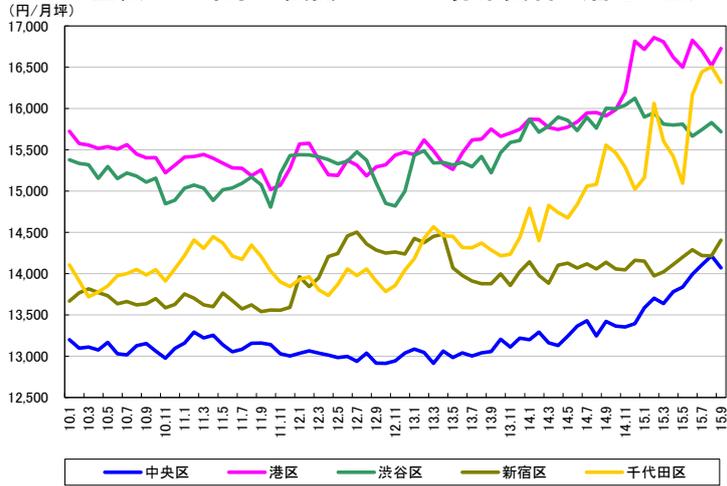
一方、高級賃貸マンション市場では、賃料上昇に一服感が出ている。東京都の港区、世田谷区、渋谷区を見ると、3区が揃って下落した前期に続き、第3四半期も渋谷区で下落が続いた(図表-18)。しかし、東京都の外国人人口は3年連続で増加しており、2015 年に入っても、10 月時点で 44 万人と、1月の 41.7 万人および7月の 43.3 万人から引き続き増加している。空室率も悪化していないため、特に需給が悪化したとは考え難いものの、下期の世界経済のリスク拡大を念頭に、今後注意する必要がある。

図表-16 東京の中古マンション賃料指数（タイプ別）



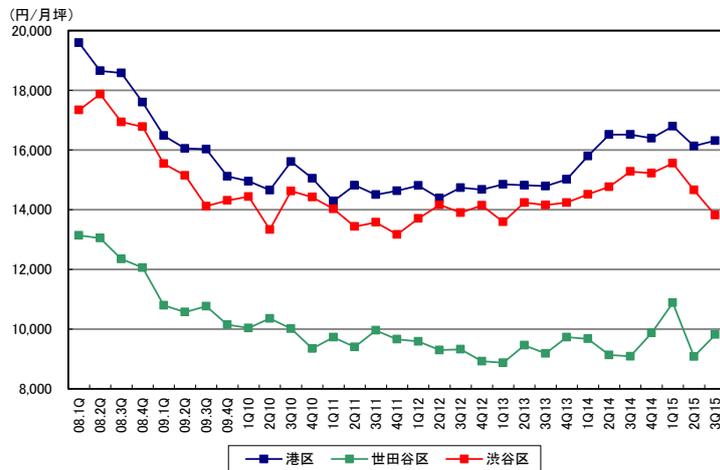
(出所)三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」

図表-17 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 平均募集坪単価推移」
 ※集計対象:集計時点(月次)から過去10年間に竣工したRC・SRC造マンションタイプ

図表-18 東京の高級賃貸マンション募集賃料（港区・世田谷区・渋谷区）



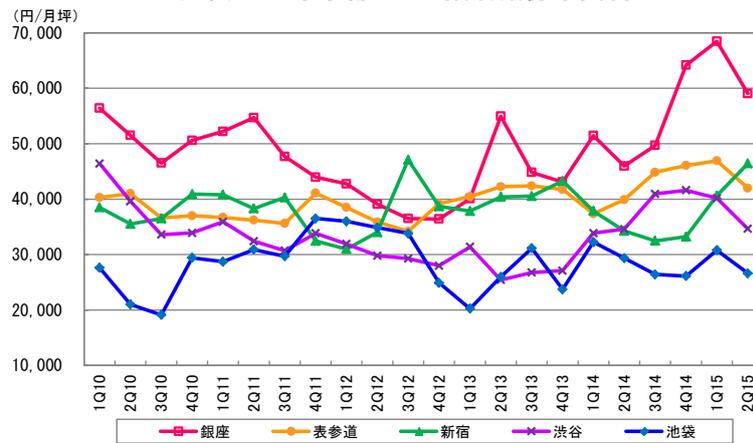
(注)対象は、期間中にケンコーボレーションで契約されたものうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
 (出所)ケン不動産投資顧問

③ 商業施設・ホテル・物流施設

商業施設については、賃料上昇に一服感が出ているものの(図表-19)、テナントの売上動向は安定的とみられる。商業動態統計によると、9月の小売業販売額(税込み)は、季節調整済み指数で前期比+0.7%の104.6となり、5ヶ月連続で上昇した。自動車、エアコンなどの耐久消費財や燃料などの一部には弱さがみられたものの、ほぼ横ばいの推移となった。旧商業販売統計によると、既存店ベースの9月の売上高は、百貨店が前年比+1.8%、コンビニエンスストアが+1.3%と、ともに6ヶ月連続で増加した(図表-20)。

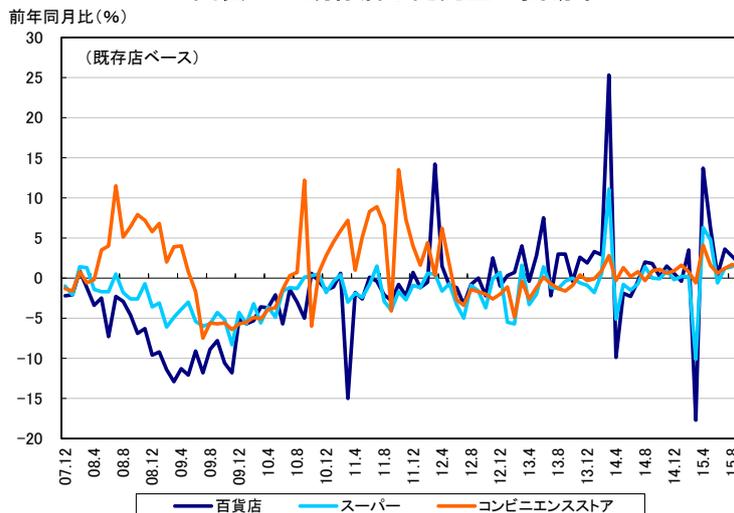
特に、百貨店は外国人向けの免税品売上の大幅な伸びに支えられており、日本百貨店協会によると、9月の訪日外国人の購買客数は前年比+131.8%、売上高も+80%と32ヶ月連続で前年比プラスとなった。

図表-19 東京都心の1階店舗募集賃料



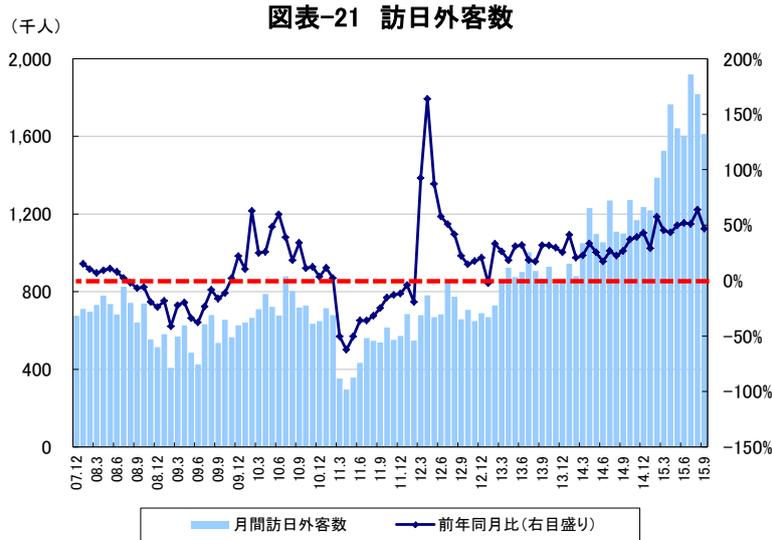
(出所)アトラクターズ・ラボとビーエーシィ・アーバンプロジェクトが提供するデータを基に日経不動産マーケット情報を作成

図表-20 既存店小売売上の変動率



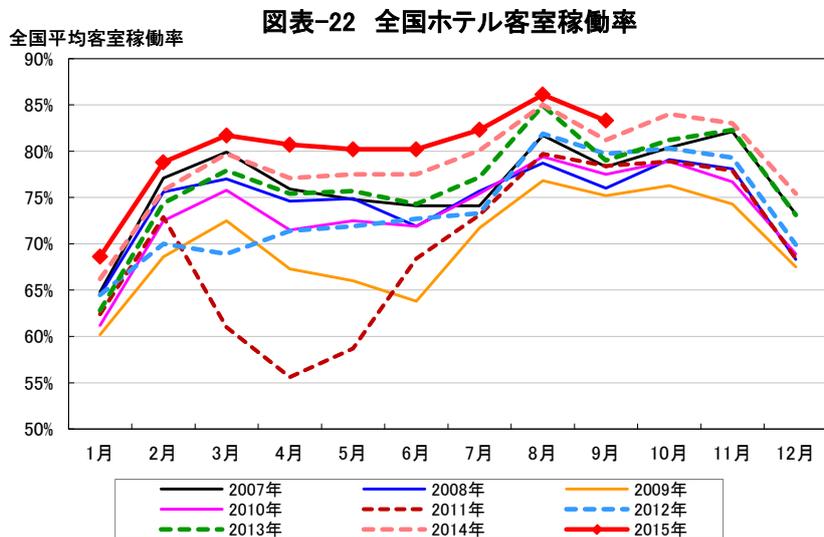
(出所)経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」

訪日外客数は、2015年に入ってからさらに加速しており、9月は前年同月比+46.7%の16.1万人となり(図表-21)、年初累計で1,448万人に達した。9月時点で、既に過去最高を記録した2014年の年間1,341を上回っている。特に中国からの訪日客数は9月に前年同月比+99.6%と倍増しており、10月の国慶節にも大幅な増加があったものとみられる。



(出所)日本政府観光局(JNTO)

商業施設以上に訪日外客数の影響が大きいホテル市場では、2015 年に入り、近年で最も高い稼働率が続いている(図表-22)。オータパブリケーションズによると、特に、浦安と京都の8月と9月、大阪の8月に稼働率が 95%を上回るなど、各地ではほぼ空きがない状態が発生した。また、強い需要を背景に、稼働率だけでなく客室単価の上昇も顕著となっており、STRグローバルによると、8月の全国のホテルのRevPAR³は前年同月比+14.7%の 16,454.79 円であった。



(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、引き続き良好な需給が続いている。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 3.5%(第2四半期 3.6%)、近畿圏で 4.5%(同 4.8%)に緩やかに改善した(図表-23)。

東京圏では、第3四半期の竣工が新木場物流センターの1件に止まり、新規供給が一時的に縮小した。竣

³ Revenue Per Available Room、1日あたり販売可能客室数当たり宿泊部門売上。

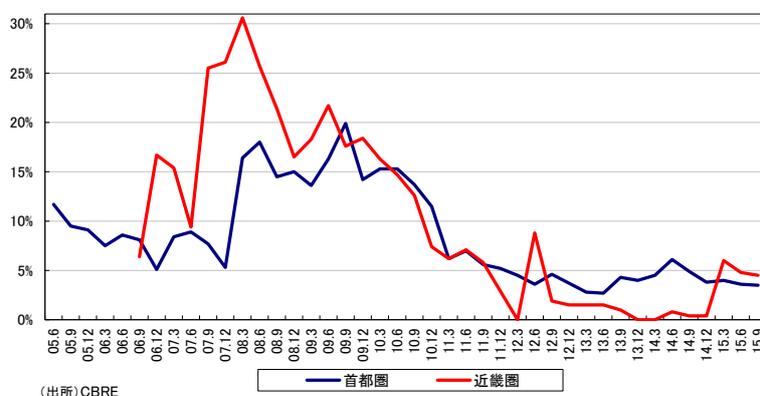
工物件が立地する東京ベイエリアで空室率が上昇したものの、他のエリアの需要拡大により、市場空室率は改善した。

一方、大阪圏では、大規模施設であるGLP鳴尾浜(延床面積 110,373 m²)の竣工によってかなりの空室が発生した。しかし、旺盛な需要を背景に上期竣工物件の空室消化が進んだため、平均空室率は引き続き改善した。

第4四半期には、東京圏で過去最大の大量供給が控えており、その後も、2016 年を通して非常に高水準の新規供給が続く。引き続き物流施設需要の拡大は期待できるものの、今後はしばらく空室率の上昇が続く局面となる。

一方、大阪圏では、第4四半期の新規供給予定がないため、需給改善の継続が見込まれる。しかし、2016 年の下期に大量供給が控えており、東京圏に少し遅れて大阪圏も需給悪化局面を迎える。

図表-23 賃貸物流施設空室率 (大型マルチテナント型)



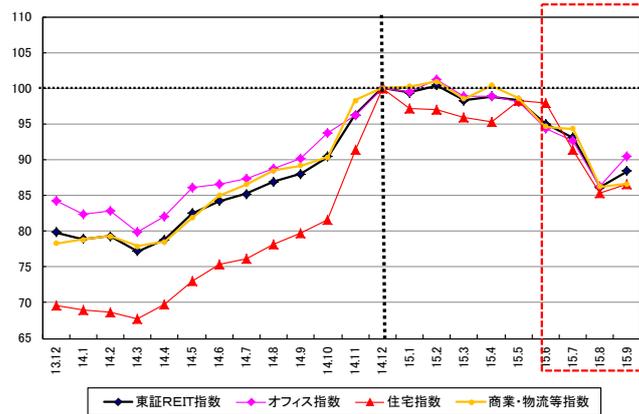
4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

2015 年第3四半期の東証 REIT 指数(配当除き)は、中国をはじめとする世界経済の減速懸念や相次ぐ公募増資による需給悪化などを背景に、6月末比 7.0%下落した。セクター別ではオフィスが▲4.0%、住宅が▲11.7%、商業・物流等が▲8.5%であった(図表-24)。9月末時点における市場全体の分配金利回りは 3.5%(対 10 年国債スプレッド 3.2%)、NAV 倍率は 1.3 倍、市場時価総額は 10.0 兆円となった。

J-REIT による第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は 3,403 億円、年間累計で 1 兆 2,704 億円(前年同期比+16%)であった。物件の取得競争は厳しいものの、J-REIT の外部成長ペースは昨年水準を上回って推移している(図表-25)。また、7/29 にヘルスケア特化型 REIT で3社目となるジャパン・シニアリビング投資法人が 14 物件・280 億円で新規上場し、銘柄数は 51 社(新設合併 REIT を含む)となった。

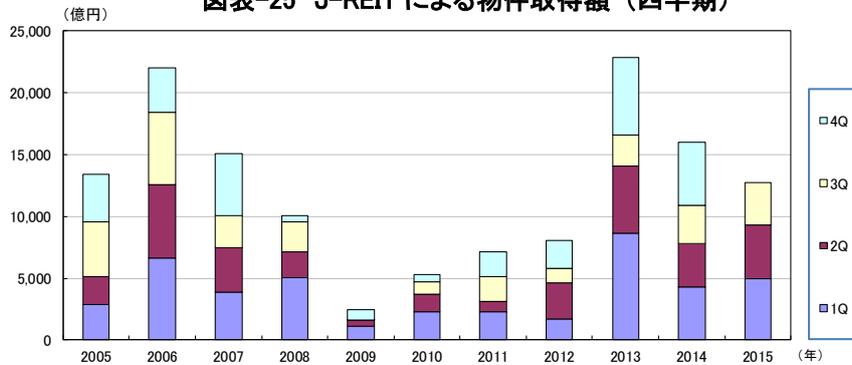
一方、国内のオフィス市況が改善基調にあるなか、J-REIT の保有するオフィスビルの収益回復が遅れている。各時点において継続比較可能な保有オフィスビルの賃貸事業収益(NOI、Net Operating Income)の推移を見ると、2015 年上期(対象 536 棟)は前期比 0.9%減少した(図表-26)。前回の 2005 年から 2008 年の賃料上昇局面では、保有ビルの NOI も市況回復の後を追って緩やかに増加したものの、現在は底ばいの状態にある。要因としては、①今回の賃料上昇スピードが前回と比べ緩やかなこと、②賃料上昇が都心限定的で地方都市にまで波及していないこと、③保有ビルの経年によるコスト増加や新築ビルとの競合、などが考えられる。オフィス市況の先行きに懸念も生じるなか、今後、市況回復に頼ることなく既存ビルの収益拡大の道筋を投資家に示すことができるか、オフィス系 REIT 各社の運用手腕に注目である。

図表-24 東証 REIT 指数の推移(2013 年 12 末=100)



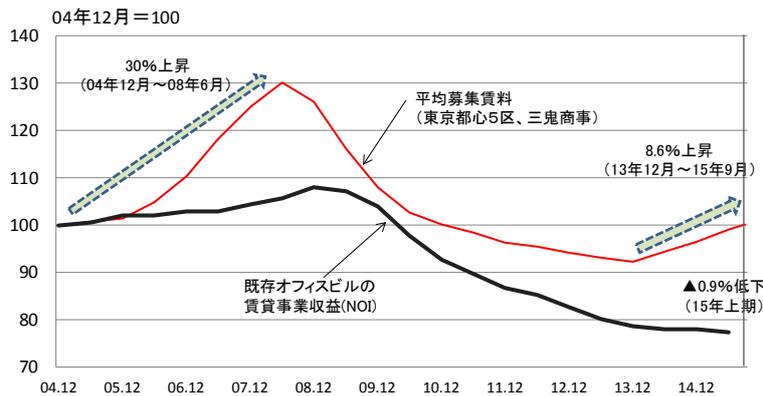
(出所) 東京証券取引所

図表-25 J-REIT による物件取得額 (四半期)



(注) 引渡しベース(優先出資証券は除く)。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-26 J-REIT オフィスビルのNOI推移(2004 年下期=100)



(注) 各時点で3期以上の運用実績があり継続比較可能な物件を対象に集計
(出所) 三鬼商事、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、J-REITの前年を上回る取得推移など(図表-25)、全体でも高水準の取引額となっている。ただし、全体で年間5兆円を超える高水準となった2014年の取引額のペースには届いていないものと推測される。

海外資金による不動産取得額については、年初、大規模な目黒雅叙園の取得が発生するなど、2014年を大きく上回って推移していた。しかし、その後はややペースが鈍っており、9月までの年初累計では2014年の

9月時点に近い水準となっている。2014年の第4四半期には、大規模なパシフィックセンチュリープレイスの取得があったため、第4四半期に大規模な取得事例が発生しない場合、2015年の海外資金による年間取得額は2014年を下回る可能性がある(図表-27)。



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。