

# 不動産 投資 レポート

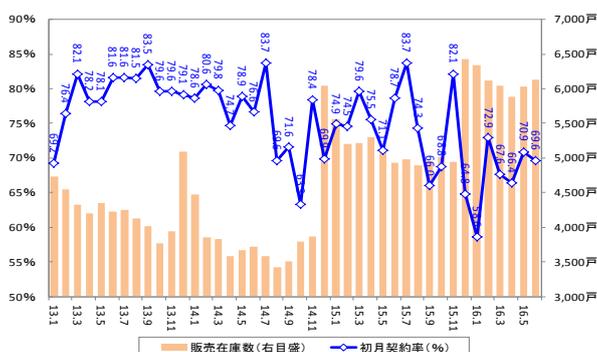
## 低金利や相続税対策などによる活況の一方、不動産賃貸市場の一部に頭打ち感 ～不動産クォーターリビュー2016年第2四半期～

金融研究部 不動産市場調査室長 竹内 一雅  
e-mail: [take@nli-research.co.jp](mailto:take@nli-research.co.jp)

### 要旨

- 2016年4-6月には、熊本地震の発生に加え、円高・株安の進展、世界経済の減速、企業収益の悪化、英国のEU離脱決定とともに、消費税増税時期の延期決定などがあった。消費税増税の延期で、2016年度の駆け込み需要による景気押し上げがなくなる一方、2017年度の反動減による景気押し下げも回避。
- 住宅着工は低金利や相続税対策に伴う貸家着工の増加に支えられ、年率換算で100万户を上回る水準に上昇。2016年上期の首都圏マンション発売戸数は24年ぶりの低水準だったが、価格の上昇などから契約率は低下傾向が続く。他方で億ションなどの高額物件は平均を上回る契約率となっている。
- オフィス市場では3-5月の大規模ビルの大量供給時に東京都心5区のオフィス需要が久しぶりに大きく増加したが、6月に需要は再び減少した。東京都心部Aクラスビルの空室率は改善が続くが、成約賃料は前期比で▲6.9%の下落と、上昇が頭打ちとなっている。2017年は新規供給が少ないため空室率の低下は継続する見込みだが、今後の大量供給に向けて今後の市況動向には注意が必要だろう。
- 最近の百貨店販売を支えてきた外国人旅行者による免税品売上高が前年比▲15%の大幅減となった。円高・元安や中国の個人持込荷物等の関税見直し、購買単価の下落などが理由。訪日外国人旅行者数は前年比+19.0%と増加が続いているが、国内宿泊施設の延べ宿泊者数は▲2.5%の減少だった。日本人宿泊者数の大幅減に加え、外国人増加数の縮小が理由。
- 4-6月の東証REIT指数は、英国のEU離脱決定などの影響から▲2.8%下落したが、年初来上昇率は+5.5%で、東証株価指数(同▲19.5%)を大きくアウトパフォーム。日銀によるマイナス金利政策は、利回り低下を通じてJ-REIT運用資産評価額や純資産額を拡大させる傾向があるが、持続的な不動産価格の成長のためには、利回り低下だけでなく収益の拡大が求められる。

### 首都圏分譲マンション契約率と在庫戸数



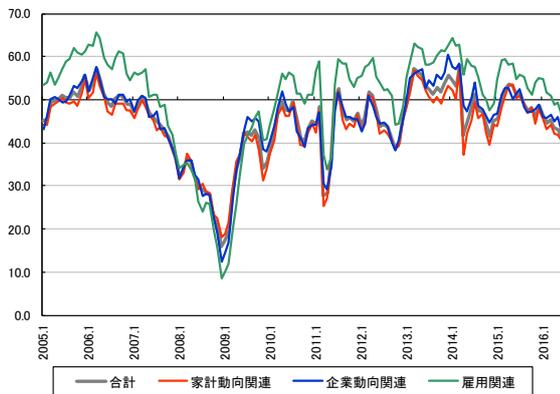
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

## 1. 経済動向

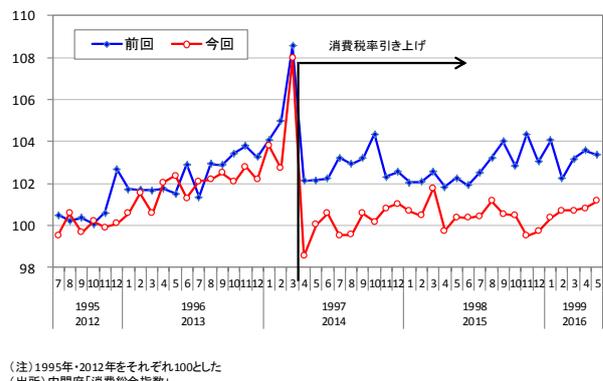
2016年4-6月には、甚大な被害をもたらした熊本地震<sup>1</sup>の発生に加え、円高・株安と新興国を中心とした世界経済の減速、企業収益の悪化<sup>2</sup>、さらには英国のEU離脱決定などから、引き続き景況感低下し、景気ウォッチャー調査（合計）は安倍政権成立後の最低水準となった（図表-1）。消費も2014年の消費増税後の回復が鈍く、底ばいに近い状況が続いてきた（図表-2）。

こうした状況で、消費税の10%への引き上げ時期の2017年4月から2019年10月への再延期が発表された（6月1日）。消費税の延期により、増税前の駆け込み需要がなくなる一方、その反動減も当面発生しないこととなった。ニッセイ基礎研究所の予測によると、2016年度の実質GDP成長率が+0.9%から+0.6%へと低下する一方、2017年度は0.0%から1.1%へと上昇する（図表-3）。

図表-1 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)

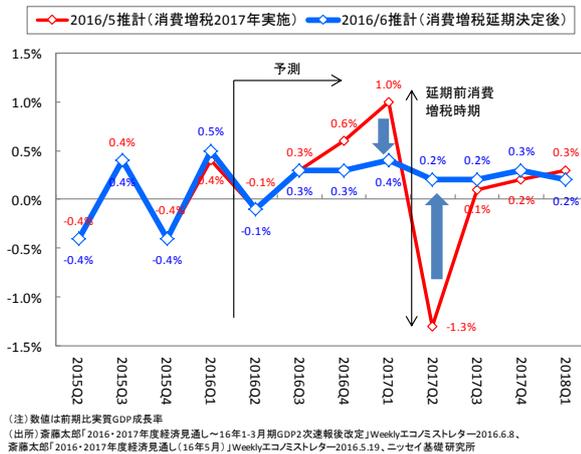


図表-2 消費税増税後の消費総合指数

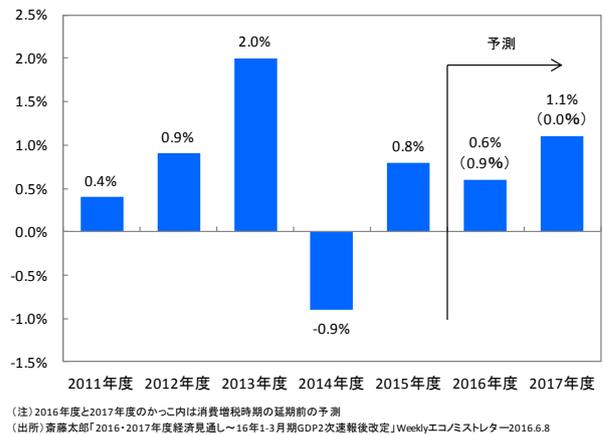


図表-3 実質GDP成長率見通し

<四半期>



<年度>



## 2. 人手不足と建築コスト

有効求人倍率は2016年に入っても大幅に上昇しているが、完全失業率は2016年初頭からはほぼ横ばいで推移している（図表-4）。その一方で、東日本大震災以来続いてきた建設労働者の人手不

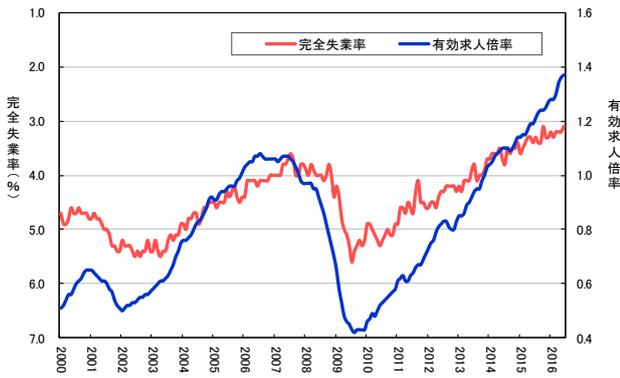
<sup>1</sup> 2016年4月14日、4月16日に最大震度7の揺れがあった熊本地震では、死者81名、負傷者1,816名、住宅全半壊34,669戸、一部破損126,289戸の被害があった。消防庁「[熊本県熊本地方を震源とする地震\(第67報\)](#)」2016.7.19より。

<sup>2</sup> 2011年以降、企業収益は円安と強い相関があった。円安の見直しが進む中で企業収益も悪化が進んできた。斎藤太郎「[円高で日本経済はどうなる～懸念される企業収益、物価への悪影響](#)」2016.4.15、ニッセイ基礎研究所

足は大きく緩和し、これに伴い、建設工事原価も一時期に比べて低下がみられる（図表-5、6）。建設現場での人手不足の緩和には、建設業における賃金の上昇が貢献しているといわれている。例えば、経団連の大手企業の2016年春季労使交渉結果をみると、建設業は前年比+3.2%と際立って高い上昇率となった（図表-7）。

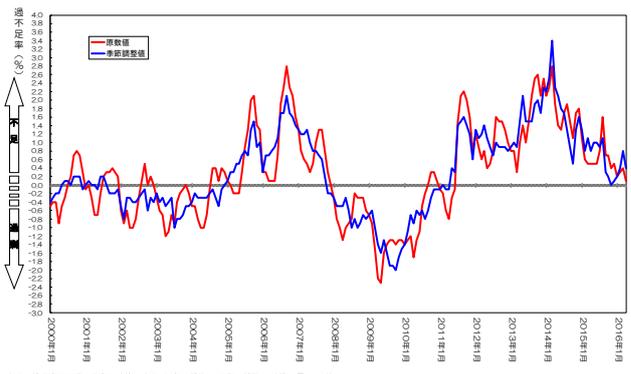
なお、近年の就業者数の推移をみると、女性と高齢者の増加が顕著となっている（図表-8）。2004年1月を100とすると、2016年5月に女性就業者数は106（男性は98）、65歳以上は163（25～34歳は78、35～44歳は114、45～54歳は99、55～64歳は101）へと増加している。

図表-4 完全失業率と有効求人倍率



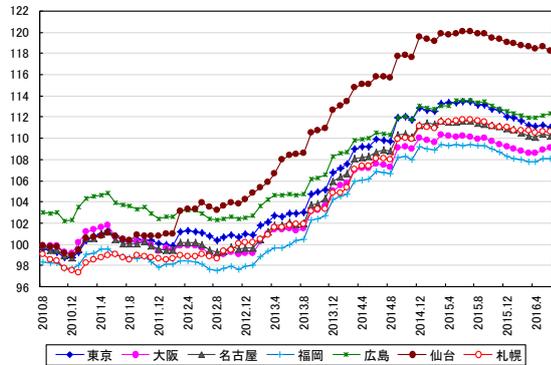
(出所)総務省統計局「労働力調査、厚生労働省「一般職業紹介状況」

図表-5 建設技能労働者過不足率



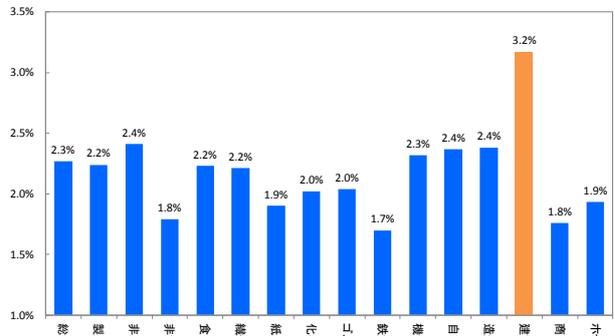
(注)職種別：管工(土木)、管工(建築)、左官、おひき、鉄筋工(土木)、鉄筋工(建築)、電気、配管工  
(出所)国土交通省「建設労働者概況調査」

図表-6 建設工事原価指数(事務所、2005年=100)



(出所)建物価値調査会の公表データより、ニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 大手企業2016年春季労使交渉結果(前年比)

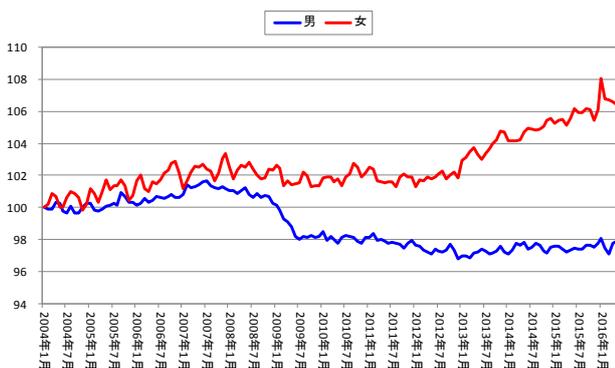


(出所)経団連「2016年春季労使交渉・大手企業業種別交渉結果(加重平均)」

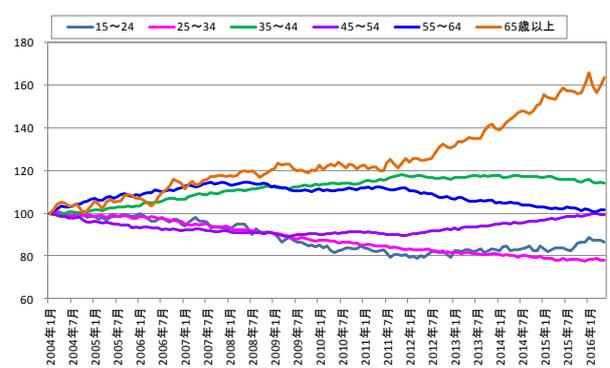
図表-8 男女年齢別就業者数の推移(2004年1月=100)

<男女別>

<年齢別>



(出所)労働力調査



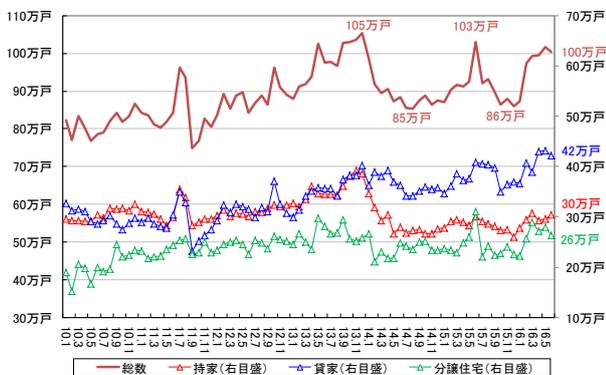
(出所)労働力調査

### 3. 住宅着工と住宅販売市場

住宅着工戸数は2016年に入ってから大きく増加し、5月と6月には年率換算で100万戸を上回った(図表-9)。住宅着工の増加は、特に、低金利や相続税対策に伴うアパート等の貸家着工の増加に支えられている<sup>3</sup>。なお、5月の着工戸数の増加には消費増税前の駆け込み需要が一部含まれると言われていたが、消費増税時期の延期決定後の6月も引き続き高水準の着工が続いている。

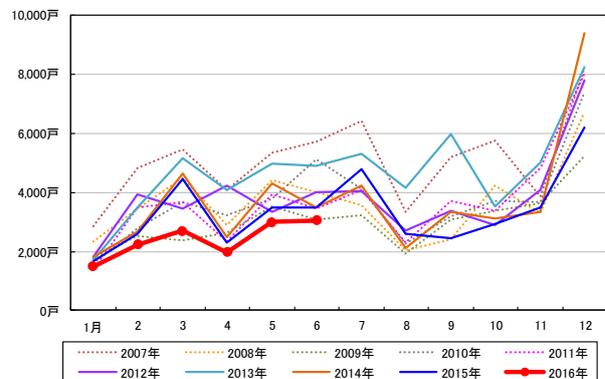
活発な住宅着工の一方、首都圏の分譲マンションの発売戸数は低迷が続いている(図表-10)。不動産経済研究所によると、2016年上半期の発売戸数は前年同期比▲19.8%で1992年以来24年ぶりの低水準となった。発売戸数の減少にもかかわらず、契約率は低下傾向にあり在庫戸数も最近の中では高水準に積みあがっている(図表-11)。これには、首都圏マンション価格の上昇も影響しているようだ(図表-12)。ただし、「億ションしか売れない」<sup>4</sup>といわれるように、高額物件では高い契約率が達成されている半面、高額物件以外では平均程度かそれ以下の契約率となっている(図表-13)。

図表-9 新設住宅着工戸数(全国)の季節調整済み年率換算値



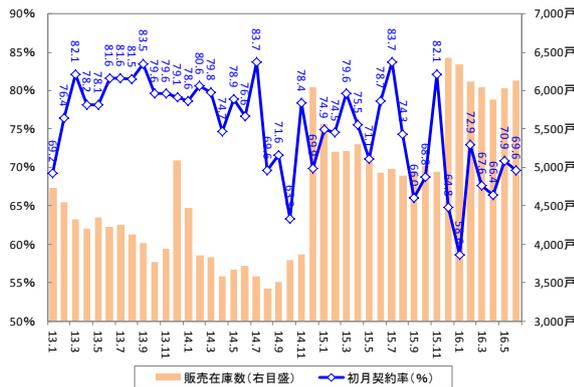
(注)着工戸数の季節調整値を12倍することで年間換算戸数を算定  
(出所)建築着工統計

図表-10 首都圏分譲マンション新規発売戸数



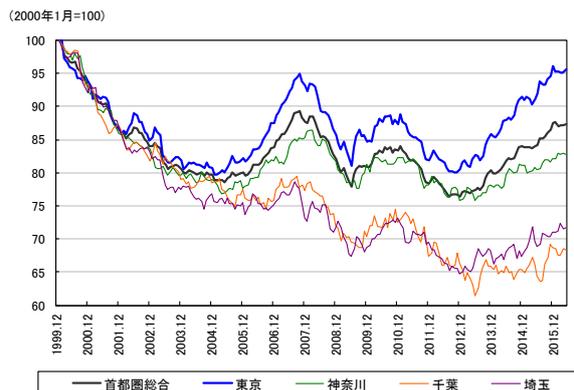
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 首都圏分譲マンション契約率と在庫戸数



(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-12 首都圏中古マンション価格



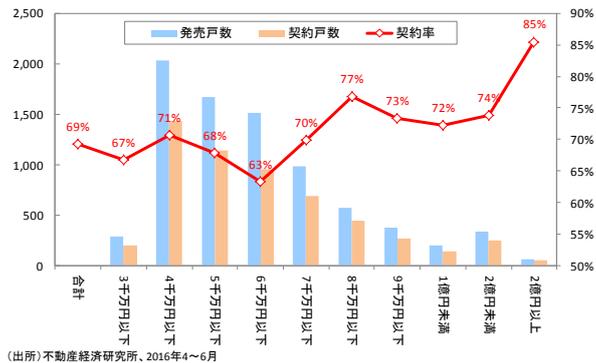
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

<sup>3</sup> TASによると、相続税対策に伴うアパートの建築増加で、首都圏のアパート(木造、軽量鉄骨造)の空室率(TVI:タス空室インデックス)は大幅に悪化し、空室率(TVI)は30%を上回る状況にある。特に、新築アパートの空室率(TVI)は、都区部、神奈川県、千葉県で70%を超えるという。TAS 賃貸住宅市場レポート「[首都圏版・関西圏・中京圏・福岡県版](#)」2016年7月、日本経済新聞「[アパート空室率急上昇](#)」2016.6.1を参照のこと。

<sup>4</sup> 日経ヴェリタス2017年7月17日～23日号1面特集「億ションしか売れない」参照のこと。

<sup>5</sup> 東京カンテイによると首都圏の億ション分譲戸数はリーマンショックにより2009年に476戸まで減少したがその後増加が続き、2015年には1,569戸となっている。東京カンテイ「[「億ション」最新事情\(首都圏\)](#)」2016.5.10を参照のこと。

図表-13 首都圏マンション価格別発売・契約戸数と契約率(2016年4~6月)

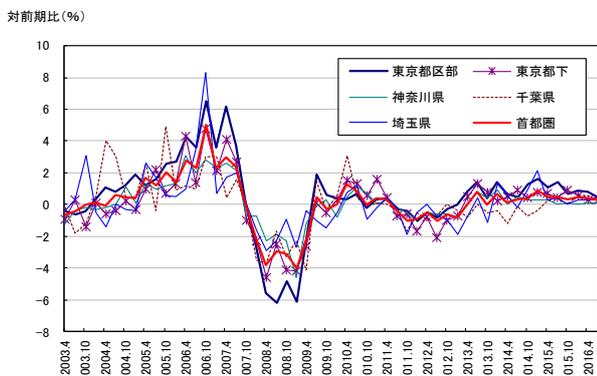


#### 4. 地価動向

7月1日に国税庁から2016年路線価が公表され、全国平均は8年ぶりの上昇(前年比+0.2%)となった。地価が上昇したのは14道府県で全体の3割だった。都道府県庁所在地の最高路線価の上昇率は、大阪の前年比+22.1%を筆頭に、東京、名古屋、札幌、仙台、金沢、広島、福岡などの大都市で同+10%以上の上昇だった。

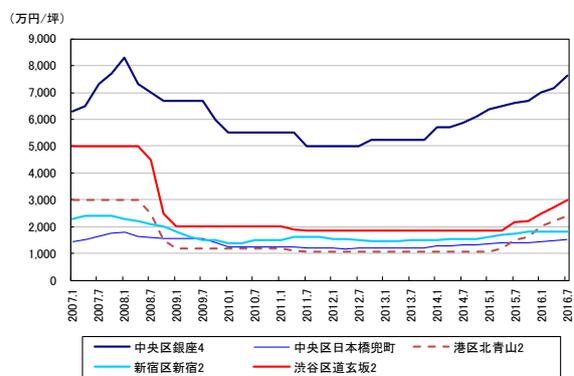
野村アーバンネットが公表する首都圏の住宅地地価の変動率によると、2014年1月から11四半期連続で上昇が続いている(図表-14)。中心商業地の地価変動率は、住宅地に比べ上昇が顕著で、前年同期比の上昇率は、外苑前で+60.0%、渋谷で+39.5%、銀座で+15.9%だった(図表-15)。

図表-14 首都圏住宅地の地価動向



(出所)野村不動産アーバンネットの公表データよりニッセイ基礎研究所が作成

図表-15 首都圏商業地の地価動向



(出所)野村不動産アーバンネットの公表データよりニッセイ基礎研究所が作成

#### 5. 不動産サブセクターの動向

##### ① オフィス

2016年前半に東京都心部では、JR新宿ミライナタワー、住友不動産新宿ガーデンタワー、大手町フィナンシャルシティグランキューブ、東京ガーデンテラスなどの新規供給があった。新築大規模ビルへの需要の強さから内定が進み、これらのビルではすでに8割以上の稼働となった。

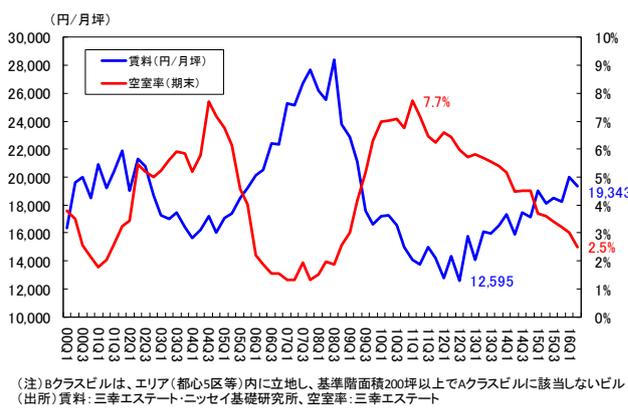
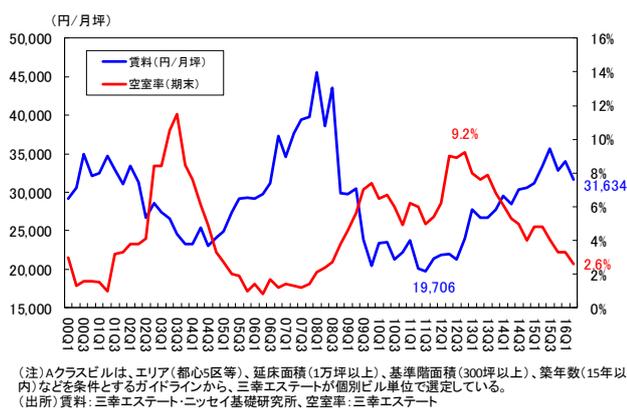
三幸エスレートによると、2016年第2四半期の東京都心Aクラスビル<sup>6</sup>の空室率は2.6%、Bクラスビルは2.5%と、ほぼ空室がない状況にある(図表-16)。空室率の低下が続く一方、成約賃料(オ

<sup>6</sup> Aクラスビルは、エリア(都心5区等)、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)などを条件とするガイドラインから、三幸エスレートが個別ビル単位で選定している。Bクラスビルはエリア(都心5区等)内に立地し、基準階面積200坪以上でAクラスビルに該当しないビル。

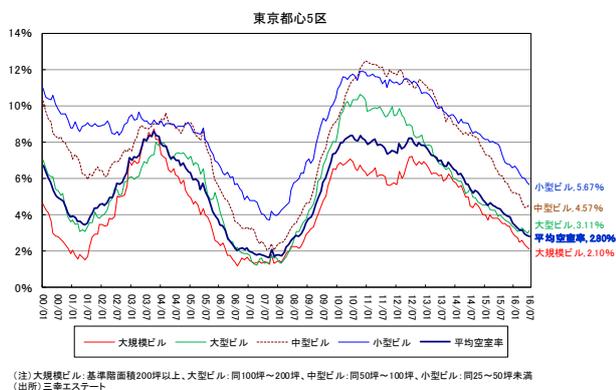
フィスレント・インデックス) は、Aクラスビルで前期比▲6.9%、Bクラスビルでは同▲3.1%と上昇が頭打ちとなっている。今回の賃料下落は、第2四半期における円高や株安、消費の停滞、熊本地震の発生、企業収益の悪化に加え、前期に大規模ビルの新規供給があった反動などから成約件数が比較的少なかったことも影響したようだ。

空室率については、東京都心部の全規模で低下が見られ、特に最近では中型ビルの低下が顕著に進んでいる(図表-17)。大規模の空室率がかなり低下し、渋谷区などではこれ以上の低下が難しくなっていることから、中小型ビルへの需要の波及はさらに進む可能性もある(図表-18)。

図表-16 東京都心 Aクラス・Bクラスビルの空室率・成約賃料(オフィスレント・インデックス)  
 <Aクラスビル> <Bクラスビル>



図表-17 東京都心5区規模別空室率



図表-18 東京都心5区大規模ビル別空室率



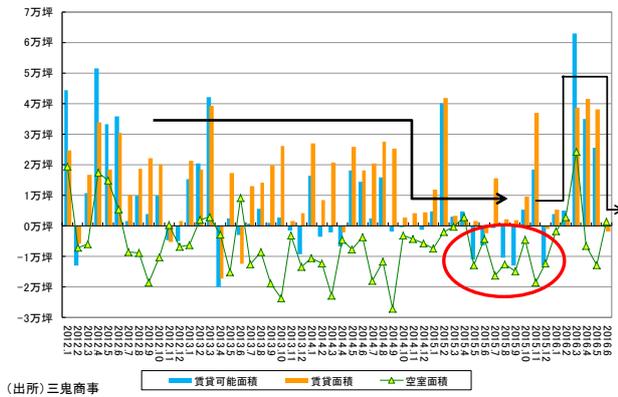
三鬼商事によると、2014年10月から2016年2月まで続いた都心部でのオフィス賃貸面積(需要面積)の増加ペースが低迷した時期が終了し、2016年3月から5月にかけて需要は久しぶりに大きく増加した(図表-19)。ただし、新規の大規模供給がなかった6月には需要は再度減少した。これには、築浅で手ごろな賃料の大規模ビルの入居余地が少ないことも影響していると思われる。

森ビルによると、2017年の都心部での大規模ビルの供給量は最近では2013年に次ぐ低い水準である(図表-20)。このため、需要がプラスで推移する限り、オフィス空室率の低下傾向は、2018年以降の大量供給が市場に現れるまで、当面継続すると考えられる。とはいえ、都心部の新築大規模ビルへの移転では、一人当たり面積を縮小させる動きが一般化しており、高額な家賃負担力を持つ企業の移転が一巡傾向にあることなどからも、今後の市況の改善動向には注意が必要だろう。

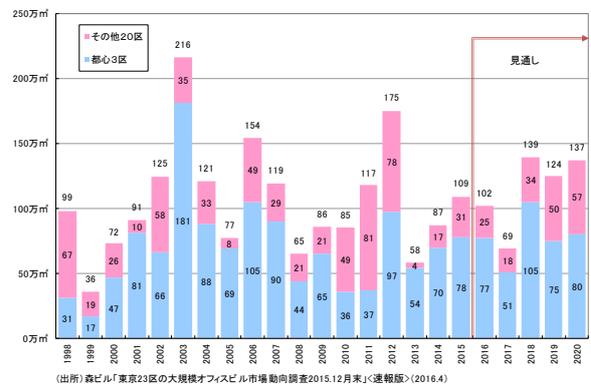
全国的にもオフィス空室率の低下は続いている(図表-21)。2016年は主要都市における大規模

ビルの供給が少なく、供給圧力の小ささも市況改善に大きく貢献している（図表-22）。

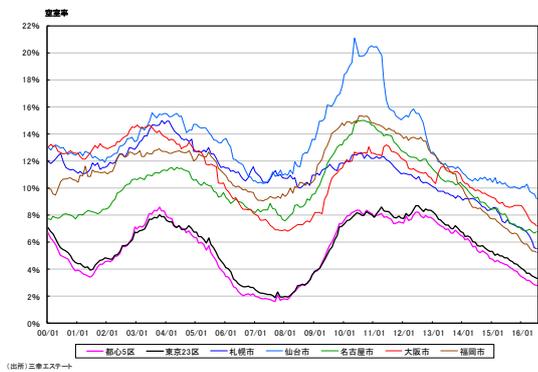
図表-19 東京都心5区オフィスビルの賃貸可能面積・賃貸面積・空室面積増分(月次)



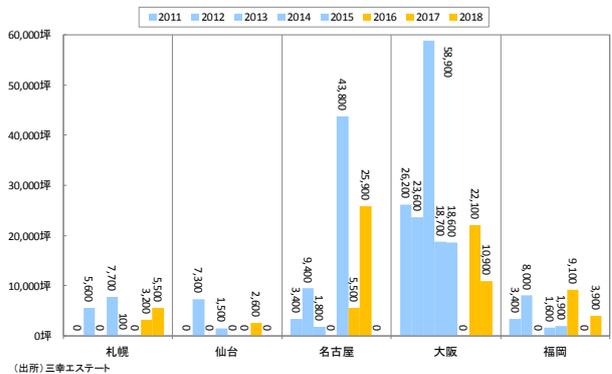
図表-20 東京都区部大規模オフィスビルの供給見通し



図表-21 主要都市の空室率の推移(月次)



図表-22 主要都市の新規供給面積見通し

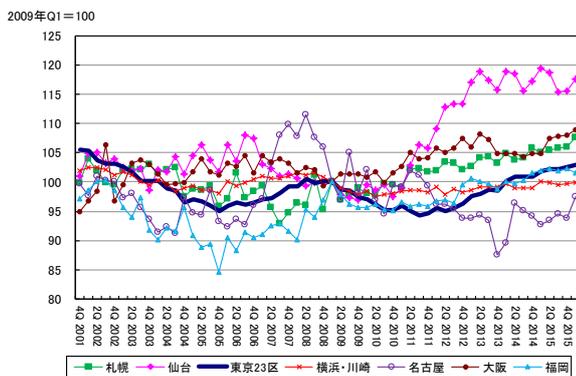


## ② 賃貸マンション

主要都市の賃貸マンションの賃料は概ね上昇基調にある（図表-23）。ただし、前述（脚注3）したように、相続税対策による貸家着工の増加から、首都圏ではアパート（木造、軽量鉄骨造）の空室率（TVI）が急上昇し30%を上回ったという。

高級賃貸マンションの空室率は低下傾向が続き、ファンダブル期とほぼ同程度の水準にまで低下した。賃料も新規の供給がみられる中で、底値から+15%程度上昇するなど堅調に推移している。

図表-23 主要都市のマンション賃料指数 (2009年第1四半期=100)



図表-24 高級賃貸マンションの賃料と空室率

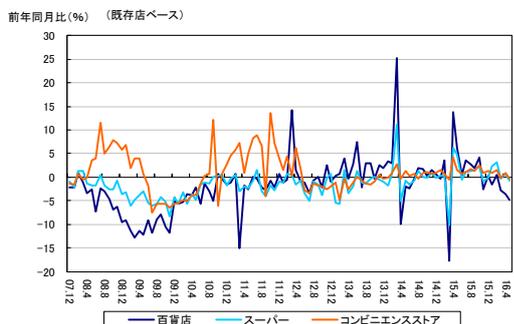


### ③ 商業施設・ホテル・物流施設

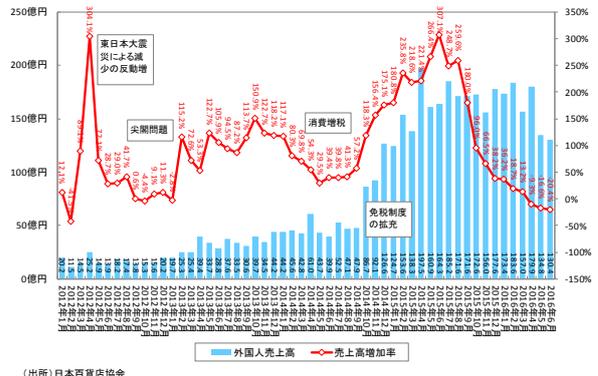
2016年4-6月期の小売販売額（既存店）は、スーパーで微減、コンビニで増加した一方、百貨店では▲4.0%の減少だった（図表-25）。最近の百貨店販売の活況を支えてきた外国人の「爆買い」が、円高・円安や中国の個人持込み荷物等の関税の見直し<sup>7</sup>、購買品目の消耗品等への変化による購買単価の下落などから、免税品売上高が前年比▲15%の大幅減（6月は同▲20%）となった（図表-26）。百貨店では、売上高の95%以上を占める国内客も、株価低迷、熊本地震などによる消費マインド低下から購買の不調が続いており、急回復は「厳しい状況にある」<sup>8</sup>という。

東京の中心商業地における2016年第1四半期の店舗1階の募集賃料は、銀座などで大幅上昇前の水準に戻る一方、平均募集賃料はほぼ横ばいの推移を続けている（図表-27）。

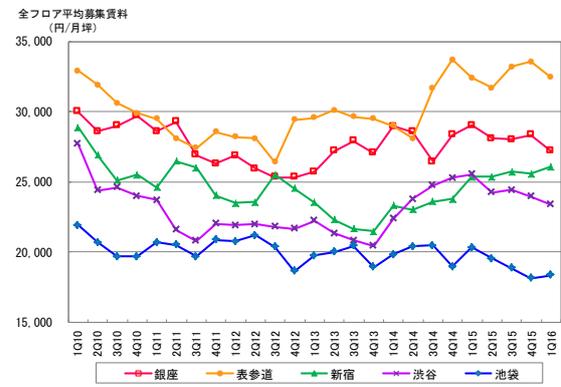
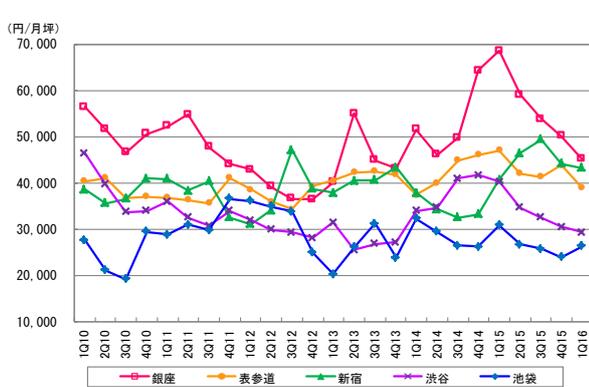
図表-25 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの売上高(既存店、前年比)



図表-26 百貨店での外国人旅行者による免税品売上高および前年比増加率



図表-27 東京・主要商業エリアの店舗募集賃料  
 <1階店舗募集賃料> <平均募集賃料>



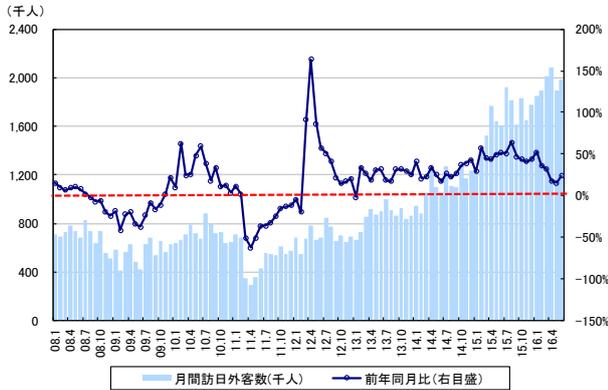
2016年4-6月の訪日外国人旅行者数は前年比+19.0%の596万人だった。大幅な増加が続いているが、円高や熊本地震などの影響もあり、前年比増加率は2015年4-6月の+48.0%と比べると増加ペースは縮小した（図表-28）。2012年以降、外国人宿泊客の増加などにより、全国のホテル客室稼働率は、上昇が続いてきたが、今年は昨年とほぼ同程度での推移となっている（図表-29）。

宿泊旅行統計によると、2016年4-6月の延べ宿泊者数は1億1,660万人で、前年比▲164万人(▲

<sup>7</sup> JETRO「越境 EC の BtoC 取引の税が一般貿易並みに4月8日から取引限度額を拡大し免税措置を撤廃」2016.4.1、JETRO「一般貿易に比べ低い税負担を新税制で是正-中国越境 EC の税制改正(1)」2016.4.19などを参照のこと。  
<sup>8</sup> 全国百貨店協会「平成28年6月全国百貨店売上高概況」2016.7.20より。

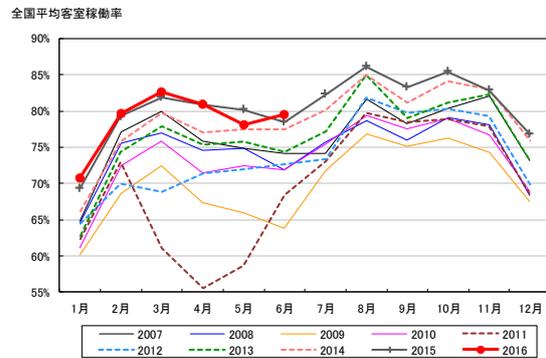
1.4%)の減少となった(図表-30)。円高による日本人の海外旅行の増加(前年比+4.3%、+15.5万人)などもあり、日本人宿泊者数が前年比で▲312万人(同▲3.1%)の大幅減になったことが、延べ宿泊者数の減少をもたらした。外国人の延べ宿泊客者数の伸びも前年比+8.6%と、昨年(2015年4-6月同+47.2%)に比べると増加率・増加数が大きく縮小しており、外国人の訪日旅行者数の増加率(同+19.0%)と比べても大きく下回る結果となった<sup>9)</sup>。

図表-28 訪日外国人旅行者数



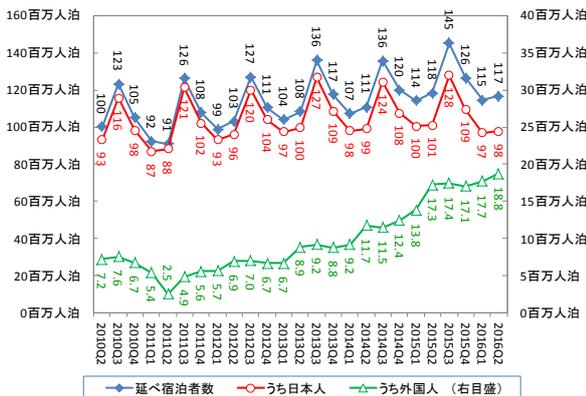
(出所) 日本政府観光局(JNTO)の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-29 全国のホテル客室稼働率

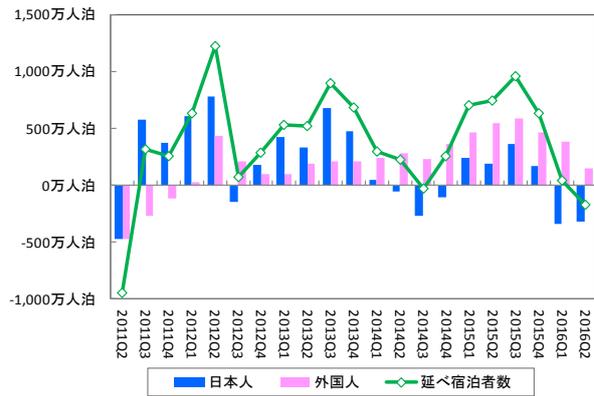


(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-30 国内宿泊施設における延べ宿泊者数  
 <延べ宿泊者数> <増加数(前年同期比)>



(出所) 宿泊旅行統計



(出所) 宿泊旅行統計

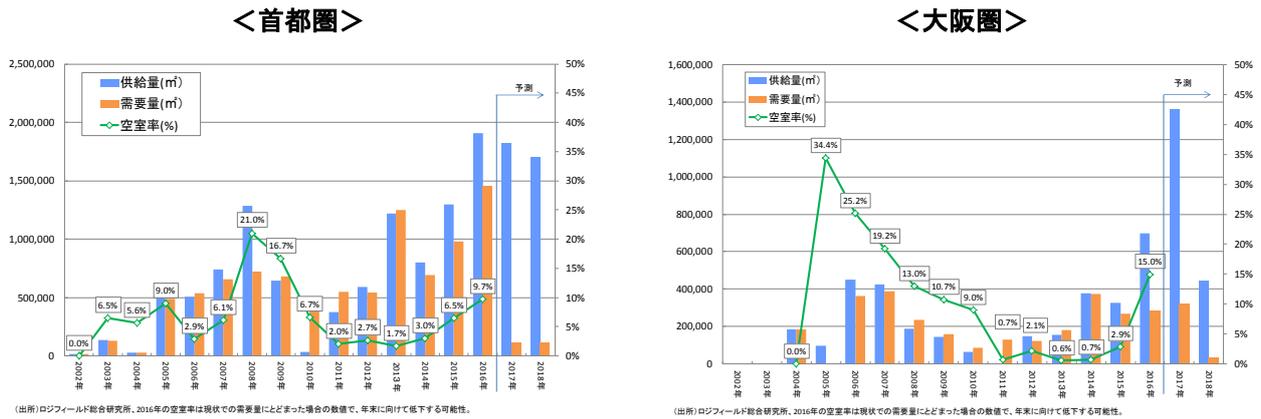
首都圏、大阪圏の両地域において、2016年から2018年にかけて、過去最大規模の物流施設の新規供給が計画されている(図表-31)。日本ロジスティックフィールド総合研究所によると、新規供給の増加に伴い空室率は上昇傾向にあるが、首都圏では高水準の需要があるため、2016年の空室率は最大で9.7%に押さえられる見通しという。空室率は、竣工後一年以上の物件では低いため、今後は、3PL<sup>11)</sup>事業者による施設需要の増加や通販需要の拡大により、大量に供給される新規供給床はしだいに埋められていくこととなる。

<sup>9)</sup> 訪日外国人旅行者数の増加率を、外国人の延べ宿泊者数増加率が大きく下回っているのは、クルーズ船の来航の増加(日本経済新聞「訪日客伸び再び勢い」2016.7.21 参照のこと)に加え、外国人の民泊への宿泊者数の増加も影響しているのではないと思われる。

<sup>10)</sup> なお、宿泊施設不足への対応として、国土交通省は6月13日に地方自治体に対して、宿泊施設の容積率を現在の1.5倍、+300%を上限に緩和するよう促す通知を出している。国土交通省「[宿泊施設の整備に着眼した容積率緩和制度の創設に係る通知を发出](#)」参照のこと。

<sup>11)</sup> 3PL(サードパーティー・ロジスティクス)とは、荷主に物流改革を提案し、物流業務を包括受託する業務をいう。[日本通運「3PL\(サードパーティー・ロジスティクス\)とは？」](#)等を参照のこと。

図表-31 主要物流施設における需給動向・見通し

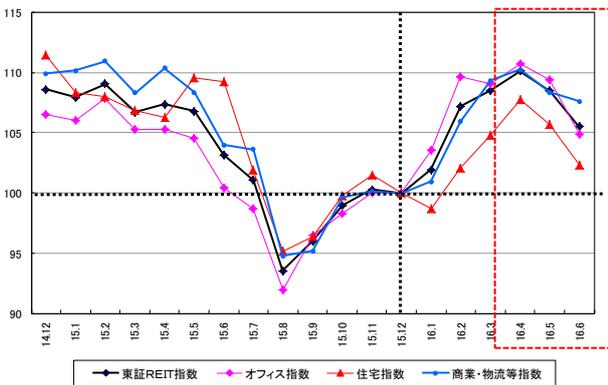


6. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

2016年第2四半期の東証REIT指数(配当除き)は、6/24の英国のEU離脱決定を受けて投資家がリスク回避姿勢を強めたことなどから3月末比▲2.8%下落した。セクター別ではオフィスが▲3.8%、住宅が▲2.4%、商業・物流等が▲1.6%下落した(図表-32)。一方、東証REIT指数の年初来の上昇率は+5.5%とプラスを維持し、▲19.5%下落のTOPIX(東証株価指数)に対して大幅にアウトパフォームしている。6月末時点における市場全体の分配金利回りは3.4%(対10年国債利回りスプレッド3.6%)、NAV倍率は1.3倍、市場時価総額は11.6兆円である。

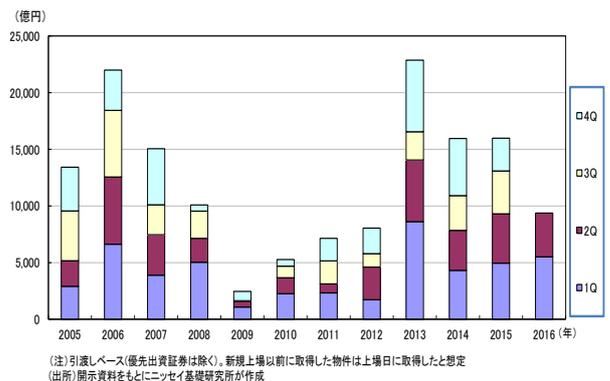
J-REITによる第2四半期の物件取得額(引渡しベース)は3,862億円(前年同期比▲11%)、上半期累計で9,372億円(前年同期比+1%)となった(図表-33)。引き続き物件の取得環境は厳しいものの、J-REITの外部成長ペースは昨年と同水準を維持している。また、4/20にスターアジア不動産投資法人が運用資産18物件・615億円で新規上場し、銘柄数は54社に増加した。第3四半期は2社が新規上場する一方、REIT同士の合併により2社が消滅する予定である。

図表-32 東証REIT指数(配当除き、2015年12月末=100)



(出所)東京証券取引所

図表-33 J-REITによる物件取得額(四半期毎)



(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

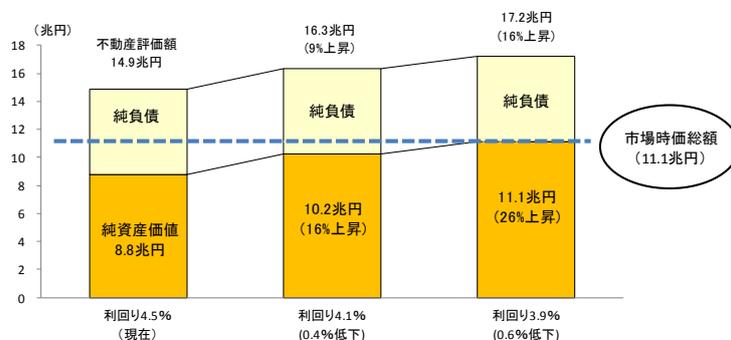
日銀によるマイナス金利政策を受けて長期金利が一段と低下するなか、不動産への投資需要は地方都市やオフィス以外の用途にも広がり、不動産利回りの低下が続く。それでは、利回りの低下はJ-REITの運用不動産の評価にどれほどの影響があるだろうか、以下で試算したい。

REIT各社の決算資料(H27.10月期~H28.3月期)によると、運用不動産の鑑定評価額は14.9兆円、

評価利回りは4.5%、負債を除いた純資産価値（NAV:ネット・アセット・バリュー）は8.8兆円である。1月末のマイナス金利発表以来、10年国債利回りは0.4%低下した。同様に、評価利回りも現在の4.5%から4.1%へ0.4%低下すると仮定した場合、運用不動産の評価額は9%増加の16.3兆円、NAVは16%増加の10.2兆円となる。マイナス金利の効果によって評価額の拡大が期待できる（図表-34）。

ただし、日本不動産研究所の「不動産投資家調査(2016年4月)」によると、マイナス金利導入前後と比較した投資家自身の期待利回りは、「マイナス金利導入前と同じ」との回答が多数を占める。既に利回りの絶対水準が低く、今後の利回りの低下に対して慎重なスタンスが読み取れる。また、REITのNAVが市場時価総額と一致する評価利回りは3.9%であり、利回りの低下は投資口価格にある程度織り込まれている。したがって、不動産価格の持続的な上昇には利回りの低下だけではなく不動産収益の拡大が求められる。

図表-34 J-REITの運用不動産評価額と利回りの関係



(注) 集計対象: 52社(H27.10月~H28.3月決算)  
 (出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

(ご注意) 本稿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、本稿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はありません。