

# 不動産 投資 レポート

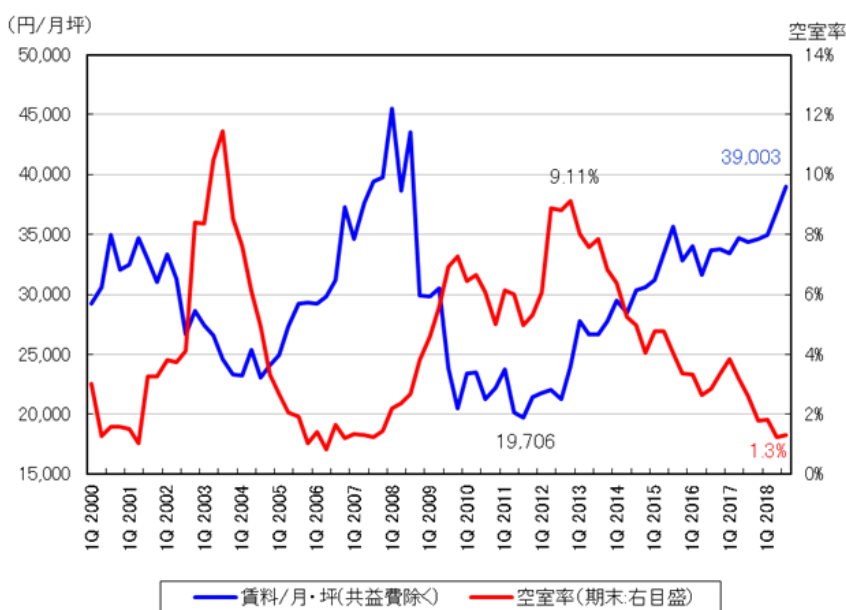
## オフィスは需給逼迫が継続。 Jリートは物件の入替を積極化。 不動産クォーターリー・レビュー2018年第3四半期

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 **渡邊 布珠子**  
(03)3512-1853 e-mail: [fwatanabe@nli-research.co.jp](mailto:fwatanabe@nli-research.co.jp)

### 要旨

- 2018年4-6期の実質GDPは、設備投資の高い伸びを受けて前期比0.7%へ上方修正された。一方で鉱工業生産(7-9月)は、自然災害による供給制約を受けた業種の落ち込みが目立つ。また、9月の新設住宅着工戸数は減少した。建設技能者の不足が続き、建築費の上昇は継続している。首都圏の新規マンション販売の契約率(7-9月)は好不調の目安である70%を下回った。首都圏中古マンションの㎡単価は69ヶ月連続で上昇する一方で、在庫件数は徐々に増加している。
- オフィスは、全国的に過去最低水準の空室率が継続しており、Aクラスビルの賃料も上昇している。主要都市のマンション賃料は概ね上昇しているが、一部横ばいとなった。9月の訪日外国人客数は自然災害などの影響で5年8ヶ月ぶりに減少し、今後早期に回復するかどうか注目される。
- 2018年第3四半期の東証REIT指数は、6月末比0.7%上昇した。第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は5,615億円(前年同期比+84%)と大幅増となった。昨年来、REIT各社は現在の不動産価格の上昇を好機と捉え、物件の入れ替えを積極化している。こうした物件の入れ替えは市場の評価も高く、今後も継続することが予想される。

### 東京都心部 Aクラスビルの空室率と成約賃料



(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・住宅市場

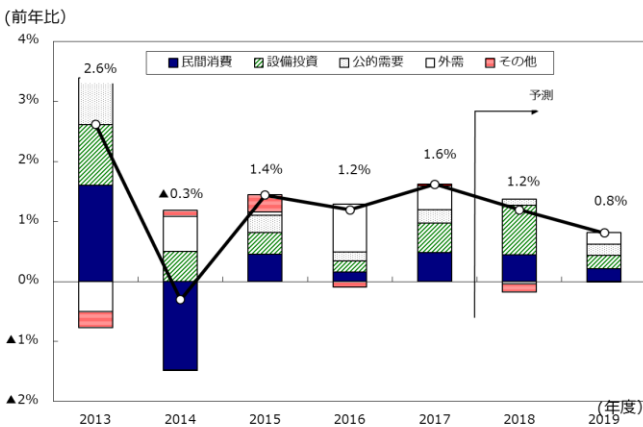
2018年4-6月期の実質GDP(2次速報)は、設備投資の上方修正を主因として1次速報の前期比0.5%から前期比0.7%へ上方修正された。この結果を受けてニッセイ基礎研究所は、実質GDP成長率について2018年度が1.2%(前回1.1%)、2019年度が0.8%と予想する<sup>1</sup>(図表-1)。

一方で、7-9月期の鉱工業生産は前期比▲1.6%(4-6月期は1.3%)と2四半期ぶりに低下した。業種別には、自然災害による供給制約の影響を強く受けた輸送機械、鉄鋼の落ち込みが目立つ。また、電子部品・デバイスが2016年4-6月期以来9四半期ぶりの減産となった<sup>2</sup>(図表-2)。

9月の日銀短観によると、大企業・製造業の業況判断DIは「19」(前期比▲2)となり3期連続で悪化した。依然高水準を維持している。大企業・不動産業も32(▲5)と悪化した。前回の見通し30を上回った(図表-3)。

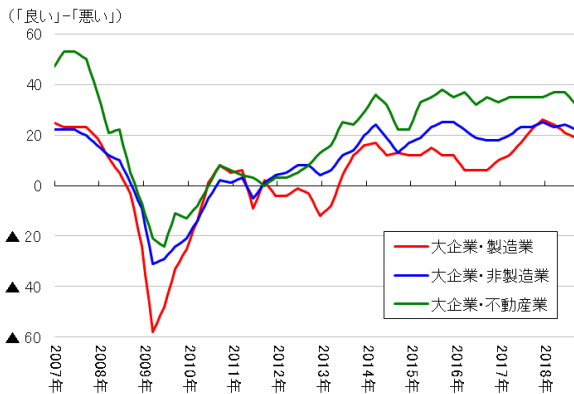
9月の完全失業率は2.3%(前月比▲0.1%)とさらに低下した(図表-4)。建設技能者の需給は、8職種全てで不足の状態が続いている(図表-5)。また、東京都の建築費指数(工事原価9月)は、集合住宅RCで118.8(前年同月比+3.4)、事務所SRCで116.5(+4.0)となり上昇が継続している(図表-6)。

図表-1 実質GDP成長率の推移(前年比)



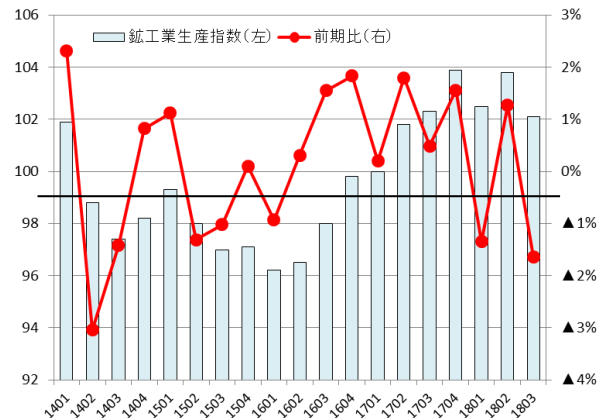
(出所)内閣府経済社会総合研究所、ニッセイ基礎研究所

図表-3 日銀短観 業況判断DI



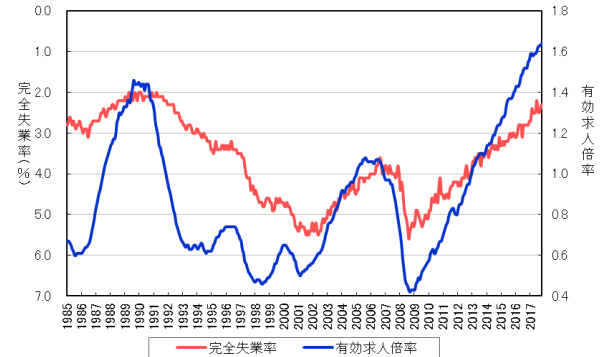
出所)日本銀行の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-2 鉱工業生産指数(前期比)



(出所)経済産業省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-4 完全失業率と有効求人倍率

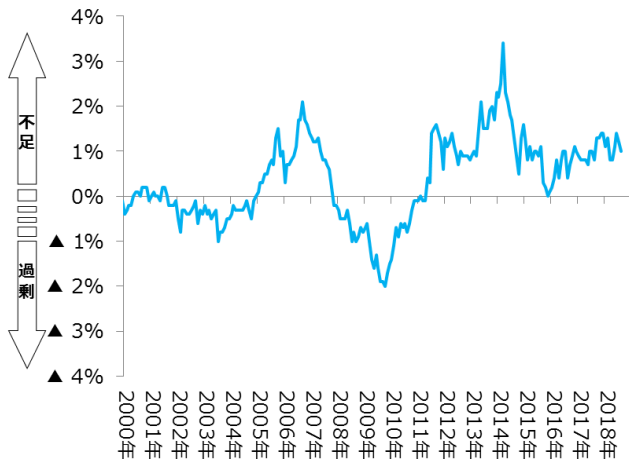


(出所)総務省統計局、厚生労働省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>1</sup> 斎藤太郎『2018・2019年度経済見通し-18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 2018年9月10日)

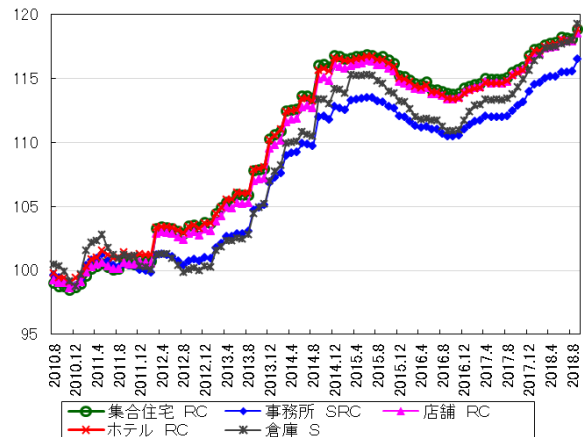
<sup>2</sup> 斎藤太郎『鉱工業生産18年9月-自然災害の影響で2四半期ぶりの減産』(同、経済・金融フラッシュ 2018年10月31日)

図表-5 建設技能労働者過不足率  
(8職種計・全国・季節調整値)



(出所)国土交通省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-6 建築工事原価指数(東京)



(出所)建物物価調査会の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

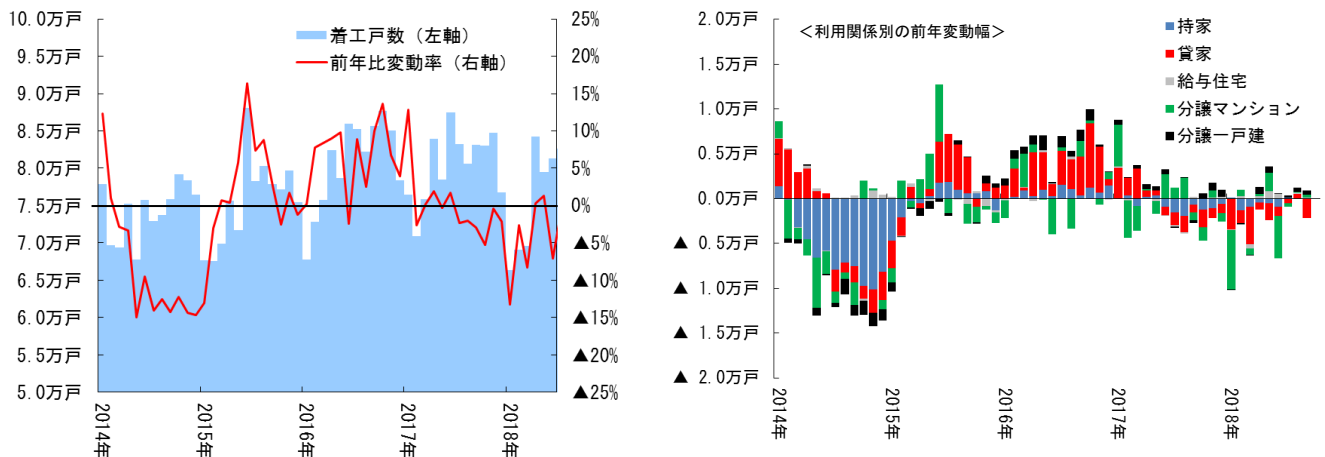
国土交通省によると、2018年9月の新設住宅着工戸数は前年比▲1.5%の減少で約8.2万戸、このうち全体の4割を占める貸家が▲5.8%の減少となり、全体の減少の主因となった(図表-7)。

不動産経済研究所によると、首都圏の新規マンション発売戸数(前年比)は7月▲12.8%、8月▲28.5%、9月+13.2%と振れ幅はあるものの、1-9月累計では前年とほぼ同じ水準(約2.3万戸)となっている(図表-8)。また、契約率は7月67.8%、8月64.5%、9月66.5%といずれも好不調の目安となる70%を下回った(図表-9)。

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成約件数は、前年比+0.7%となり2ヶ月連続で増加、㎡単価は前年比1.4%と69ヶ月連続で上昇した(図表-10)。一方で、9月の在庫件数は46,701件となり高い水準で推移している(図表-11)。

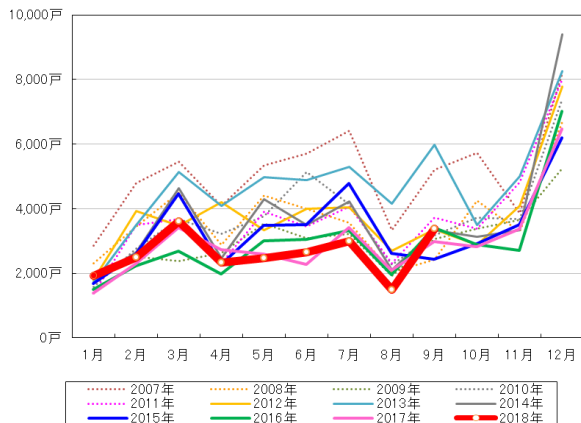
今後の住宅市場については2019年10月の消費税率引き上げ前の駆け込み需要の影響が注目される。

図表-7 新設住宅着工戸数(全国)



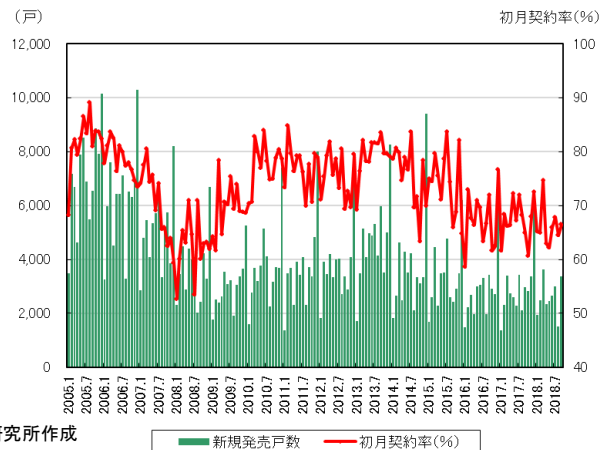
(出所)国土交通省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-8 分譲マンション新規発売戸数  
(首都圏・暦年比較)

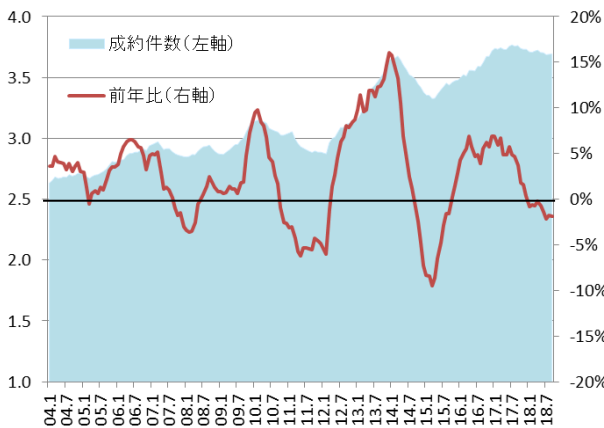


(出所)不動産経済研究所の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-9 分譲マンション初月契約率(首都圏・月次)

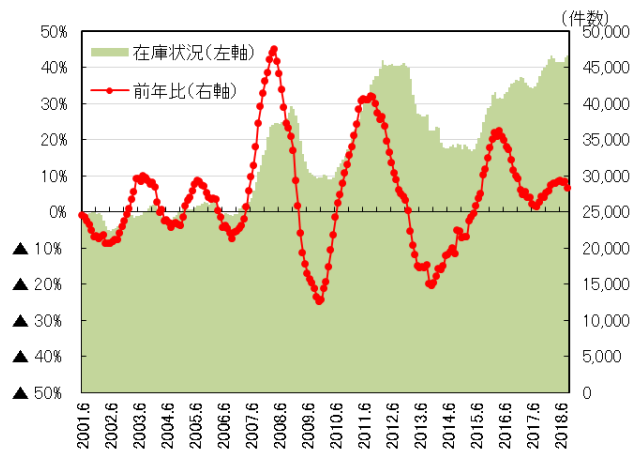


図表-10 首都圏のマンション成約件数  
(12ヶ月累計値)



(出所)東日本不動産流通機構(東日本レインズ)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-11 首都圏の中古マンション在庫件数



## 2. 地価動向

2018年7月の都道府県地価調査では、全国平均の地価が全用途で前年比+0.1%（2017年調査、前年比▲0.3%）となり27年ぶりに上昇した。3大都市圏の商業地は前年比+4.2%（+3.5%）と5年連続で上昇した。東京圏+4.0%（+3.3%）、大阪圏+5.4%（+4.5%）、名古屋圏+3.3%（+2.6%）は全て上昇幅を拡大した。また、地方四都市（札幌・仙台・広島・福岡）は、商業地が+9.2%（+7.9%）、住宅地が+3.9%（+2.8%）となり、3大都市圏を上回る上昇が継続している（図表-12,13）。個別の価格上昇地点をみると、商業地の1位・住宅地の1~3位に北海道虻田郡倶知安町（ニセコ周辺）、商業地2~4位に京都、住宅地4~7位に沖縄がランクインしており、外国人旅行者に人気のエリアでの地価上昇が目立つ結果となった（図表-14）。

国土交通省の「地価 LOOK レポート（2018年第2四半期）」によると、全国100地区のうち、上昇が「95」（前期比+4）、横ばいが「5」（▲4）、下落が「0」となり上昇地区が前回から増加した（図表-15）。

野村不動産アーバンネットによると、2018年7-9月期の首都圏の住宅地価格変動率は、前期比0.2%上昇した（前年比+0.5%）。上昇割合は12.5%（前回8.3%）、横ばい割合は85.1%（前回88.7%）、下落割合は2.4%（前回3.0%）となり、横ばいの傾向が継続している（図表-16）。

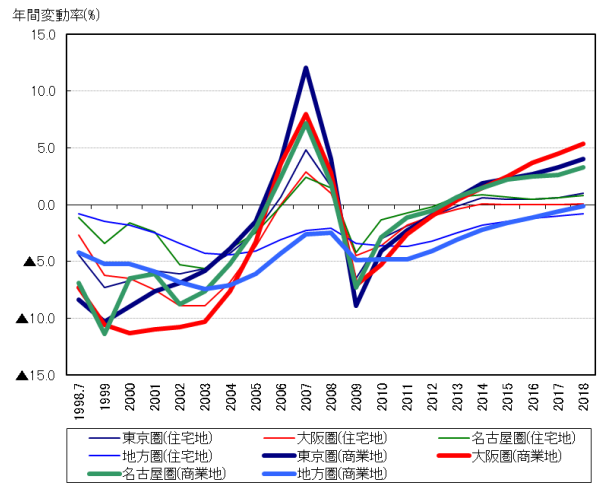
図表-12 基準地価(H30.7)

	住宅地	商業地	全用途
全国	▲0.3 (▲0.6)	+1.1 (0.5)	+0.1 (▲0.3)
三大都市圏	+0.7 (0.4)	+4.2 (3.5)	+1.7 (1.2)
東京圏	+1.0 (0.6)	+4.0 (3.3)	+1.8 (1.3)
大阪圏	+0.1 (0.0)	+5.4 (4.5)	+1.4 (1.1)
名古屋圏	+0.8 (0.6)	+3.3 (2.6)	+1.5 (1.2)
地方圏	▲0.8 (▲1.0)	▲0.1 (▲0.6)	▲0.6 (▲0.9)
地方4市	+3.9 (2.8)	+9.2 (7.9)	+5.8 (4.6)

※地方4市(札幌市、仙台市、広島市、福岡市)

(出所)国土交通省

図表-13 基準地価の推移(三大都市圏)



(出所)国土交通省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-14 基準地価上昇率(上位)

(価格:円/m<sup>2</sup>、変動率:%)

順位	商業地		変動率 %
	都道府県	基準地の所在地	
1	北海道	虹田郡倶知安町北1条西2丁目18番	+45.2
2	京都府	京都市東山区四条通天和大路東入祇園町北側277番	+29.2
3	京都府	京都市下京区新町通七条下る東塩小路町727番5	+25.5
4	京都府	京都市下京区猪熊通五条下る柿本町594番7	+25.2
5	愛知県	名古屋市中区錦2丁目1901番	+24.8
6	京都府	京都市下京区西洞院通綾小路下る綾西洞院町723番1ほか1筆	+24.7
7	愛知県	名古屋市中村区名駅2丁目4010番	+24.5
8	兵庫県	神戸市中央区三宮町1丁目4番20	+24.4
9	北海道	札幌市中央区南2条西5丁目26番17	+24.4
10	京都府	京都市中京区錦薬師通東洞院東入泉正寺町322番	+23.8

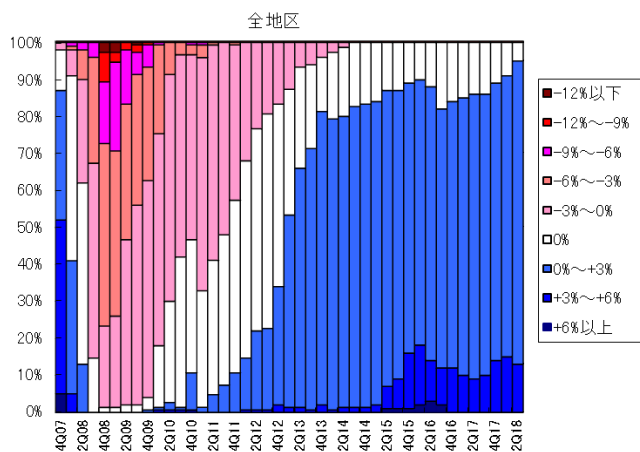
(出所)国土交通省

(価格:円/m<sup>2</sup>、変動率:%)

順位	住宅地		変動率 %
	都道府県	基準地の所在地	
1	北海道	虹田郡倶知安町字樺山65番132外	+33.3
2	北海道	虹田郡倶知安町南8条西1丁目3番22	+29.7
3	北海道	虹田郡倶知安町南4条東5丁目1番67	+25.0
4	沖縄県	那覇市天久2丁目11番9	+16.4
5	沖縄県	那覇市安謝1丁目8番18	+16.1
6	沖縄県	島尻郡八重瀬町字屋原東大越地原169番外	+15.9
7	沖縄県	中頭郡北谷町字砂辺大道原302番7	+15.5
8	福岡県	大野城市操町4丁目7番31	+14.9
9	沖縄県	那覇市泉崎2丁目14番3	+13.2
10	沖縄県	那覇市登川2丁目11番1	+13.2

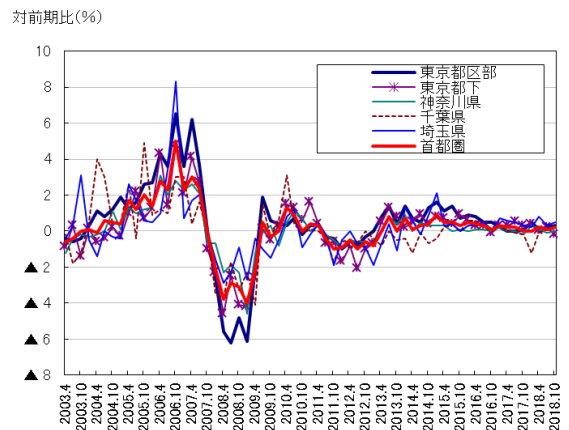
(出所)国土交通省

図表-15 全国の地価上昇・下落の推移



(出所)国土交通省の公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-16 首都圏の住宅地価(変動率、前期比)



(出所)野村不動産アーバンネットの公表データをもとにニッセイ基礎研究所作成

### 3. 不動産サブセクターの動向

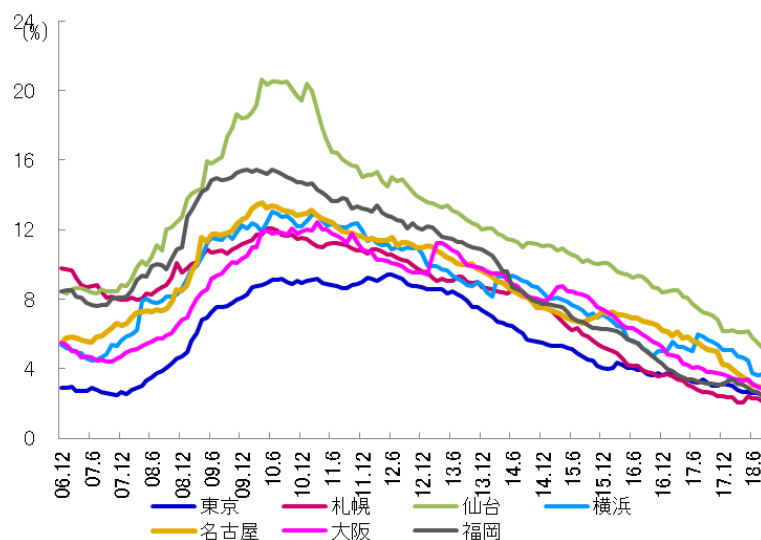
#### ① オフィス

三鬼商事によると、2018年9月の東京都心5区空室率は2.33%(前月比▲0.12%)となった。また、平均募集賃料は20,438円(前月比+0.7%、前年比+7.6%)となり57ヶ月連続上昇した。他の主要都市でもオフィスビルの需給は逼迫しており、札幌2.26%、福岡2.47%などで低水準の空室率が継続している(図表-17)。

三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2018年第3四半期の東京都心部Aクラスビル<sup>3</sup>の賃料は39,003円(前期比+5.6%)となった(図表-18)。39,000円を上回るのは2008年第3四半期以来であり、ファンด์バブル時に記録した40,000円台の水準も視野に入りつつある。底堅いオフィス需要を背景に建築中のビルでもテナント誘致が順調に進んでおり、しばらくは引き締まった需給バランスが継続する可能性が高い。日経不動産マーケット情報(2018年10月号)によると、新築ビル(2016年10月~2019年10月完成、60棟)の稼働率は89%、うち竣工済(37棟)で97%、未竣工ビル(23棟うち8棟が満室)で72%の見込みである。

ニッセイ基礎研究所では、堅調なオフィス市況を受けて、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを改定した。標準シナリオの賃料は2019年第3四半期まで上昇(2018年第2四半期比+0.7%)した後、2022年第1四半期まで下落する(ピークからの下落率▲17.3%)見通しである<sup>4</sup>(図表-19)。

図表-17 主要都市のオフィス空室率

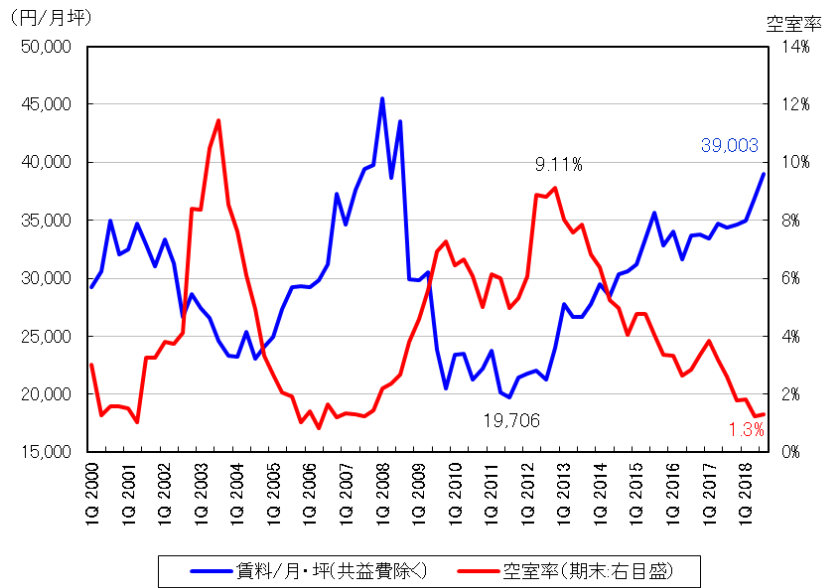


(出所)三鬼商事の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>3</sup> 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。

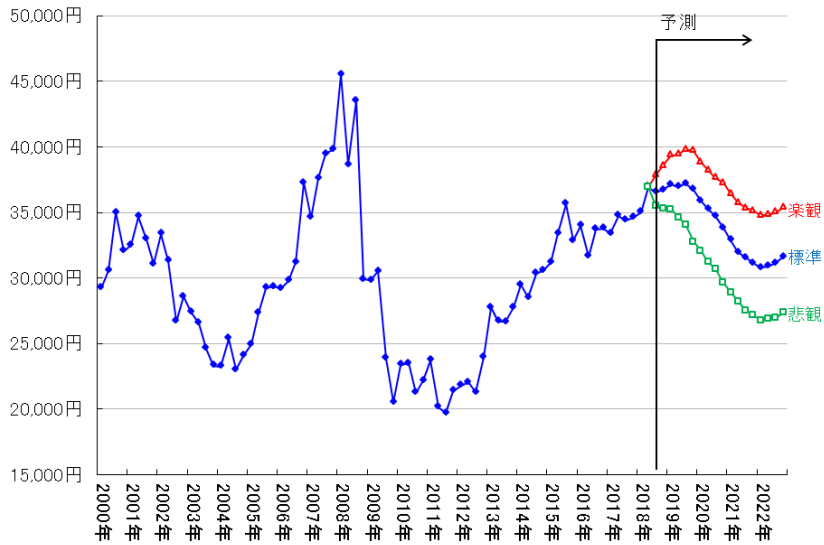
<sup>4</sup> 佐久間誠 『東京都心部Aクラスビルのオフィス市況見通し(2018年8月)ーオフィス市況のピークアウトは2019年後半に後ずれ』(ニッセイ基礎研究所 2018年8月13日)

図表-18 東京都心部 A クラスビルの空室率と成約賃料



(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-19 東京都心部 A クラスビルのオフィス賃料見通し

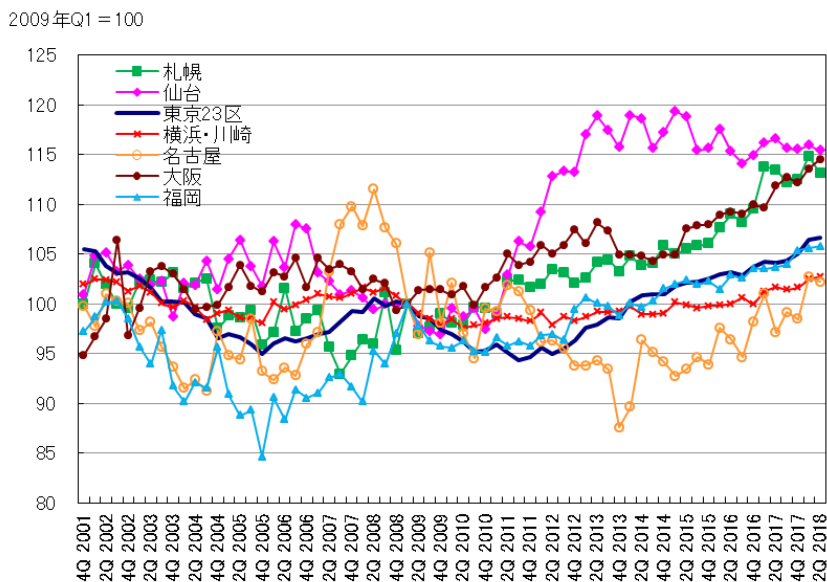


(出所) 佐久間誠 『東京都心部 A クラスビルのオフィス市況見通し(2018 年 8 月)ーオフィス市況のピークアウトは 2019 年後半に後ずれ』ニッセイ基礎研究所(2018 年 8 月 13 日)

## ② 賃貸マンション

主要都市のマンション賃料は概ね上昇基調にある。三井住友トラスト基礎研/アットホーム「マンション賃料インデックス」(2018年第2四半期)によると、前年比で名古屋+5.1%、大阪+2.7%、東京23区+2.5%、福岡+2.1%、横浜・川崎+1.1%が上昇する一方で、札幌は▲0.4%、仙台は▲1.2%の下落となった(図表-20)。

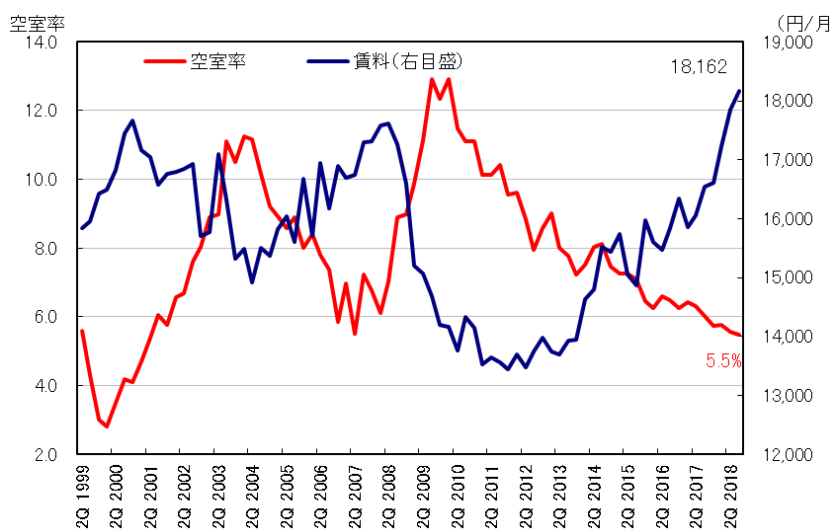
図表-20 主要都市のマンション賃料



(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)」

また、2018年第3四半期の東京主要3区の高級賃貸マンションは、空室率が5.5%(前期比▲0.1%)へ低下し、賃料は前年比+9.8%の18,162円/月坪と過去最高値を更新した(図表-21)。

図表-21 高級賃貸マンションの賃料と空室率



(注)期間中にケンコーポ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

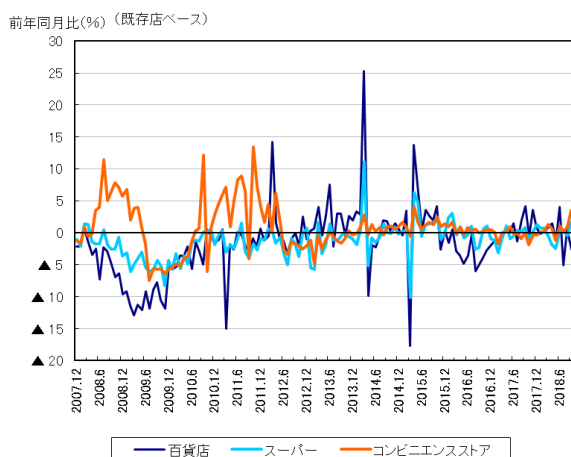


### ③ 商業施設

商業動態統計などによると、2018年7-9月期の販売額（既存店）は、百貨店が前年比▲2.6%、スーパーが+0.5%、コンビニエンスストアは+1.5%となった（図表-22）。10月には三越伊勢丹が「伊勢丹相模原店」、「伊勢丹府中店」、「新潟三越」の閉店を発表するなど、百貨店の業績不振による店舗の選別が進んでおり、日本百貨店協会加盟の店舗数は1999年からほぼ3割減少している。

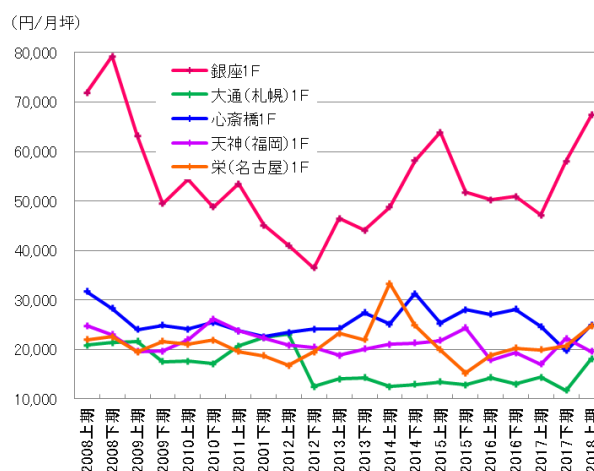
日本不動産研究所によると、18年上半期の主要都市の1F店舗賃料は高い水準で安定的に推移しており、インバウンド消費によりドラッグストアやディスカウントストアの売上が引き続き好調である。店舗賃料単価（1階）は「銀座」、「大通（札幌）」、「心斎橋」、「栄（名古屋）」で上昇した。「天神」は下落したが、これは事例のばらつきが原因であり、「天神ビックバン」や「旧大名小学校跡地」の再開発により、街の景観と賃料水準の変化が期待される（図表-23）。

図表 22-百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月費販売額(既存点、前年比)



(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」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-23 店舗賃料トレンド 主要都市 1F



(情報データ提供)スタイルアクト、ピーエーシー・アーバンプロジェクト「ReRem(リム)」  
(出所)日本不動産研究所、ピーエーシー・アーバンプロジェクト「店舗賃料トレンド」

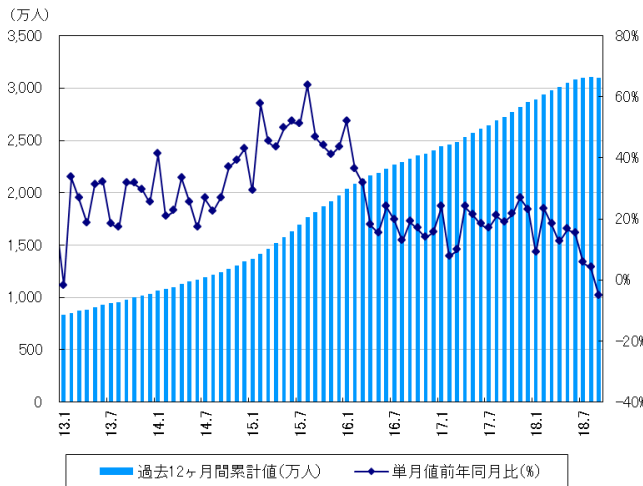
### ④ ホテル

9月の訪日外国人客数は、前年同月比▲5.3%となり5年8ヶ月ぶりに減少に転じた（図表-24）。7月以降は大阪北部地震（6/18）や西日本豪雨（7月）の影響に加え、台風第21号が大阪（都道府県別訪問客数2位）、北海道胆振東部地震が北海道（3位）と、人気エリアを直撃したため、香港（前年同月比▲23.8%）や韓国（▲13.9%）など全体の7割を占める東アジアからの訪日客が大きく減少した<sup>5</sup>。関西国際空港の発表によると9月末時点で旅客便がほぼ平常運行に戻っており、インバウンド需要が早期に回復するかどうか注目される。

宿泊旅行統計によると7-9月の延べ宿泊者数は前年比で▲0.6%減少する一方で、外国人が14%増加し、日本人宿泊者数の減少（前年比▲3%）を補っている（図表-25）。オータパブリケーションズによると、9月の全国61都市ホテル客室稼働率は81.3%（前年同月比▲2.9%）と低下した（図表-26）。

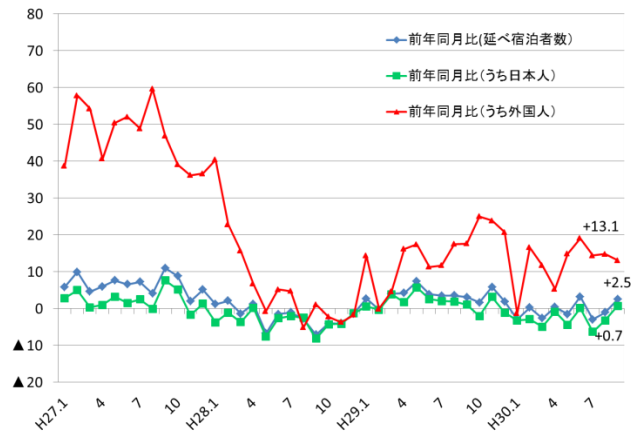
<sup>5</sup> 北海道庁によると、9月末までの宿泊キャンセルは115万人に及んだ。なお、地震による節電要請は9月19日に解除されている。

図表-24 訪日外国人客数(12ヶ月累計)



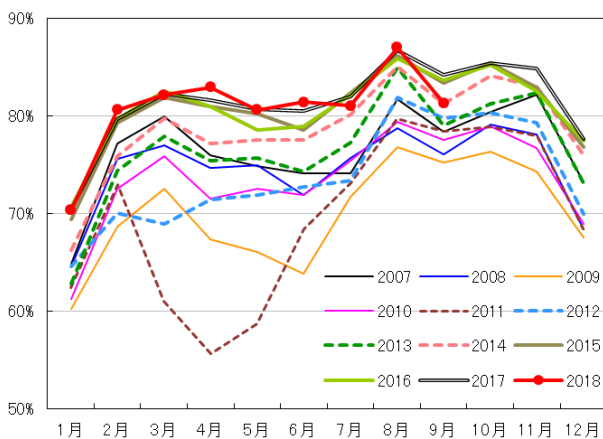
(出所) 日本政府観光局(JNTO)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図-25 延べ宿泊者数の推移(月次・前年比)



(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-26 ホテル稼働率(全国・暦年比較)



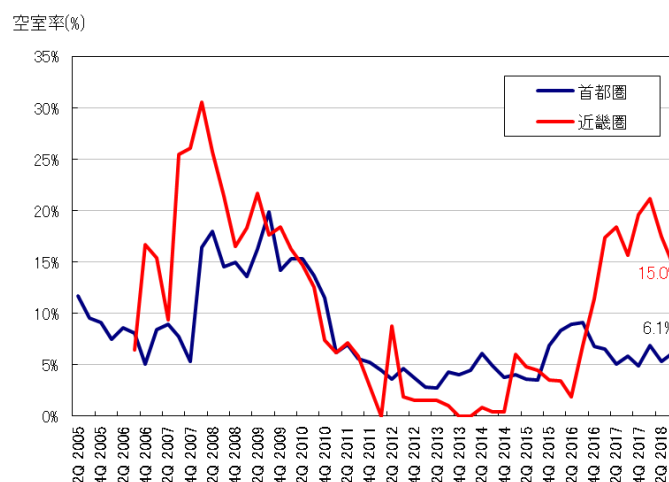
(出所) オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

### ⑤ 物流施設

シービーアールイー (CBRE) によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率 (2018 年第 3 四半期) は前期比+0.8%の 6.1%、近畿圏は前期比▲2.5%の 15.0%となった (図表-27)。2019 年第 1 四半期の空室率は、首都圏で 6.5%、近畿圏で 14%程度となる見通しである。

一五不動産情報サービスによると、2018 年 7 月の東京圏募集賃料は 4,260 円/坪 (前期比▲40 円) となり、目立った動きはみられない。募集物件数は減少しており、特に東京都や神奈川県臨海部でその傾向が顕著である。関西圏の募集賃料は 3,400 円/坪 (+50 円) となった。

図表-27 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBRE

## 4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

### ①J-REIT(不動産投信)

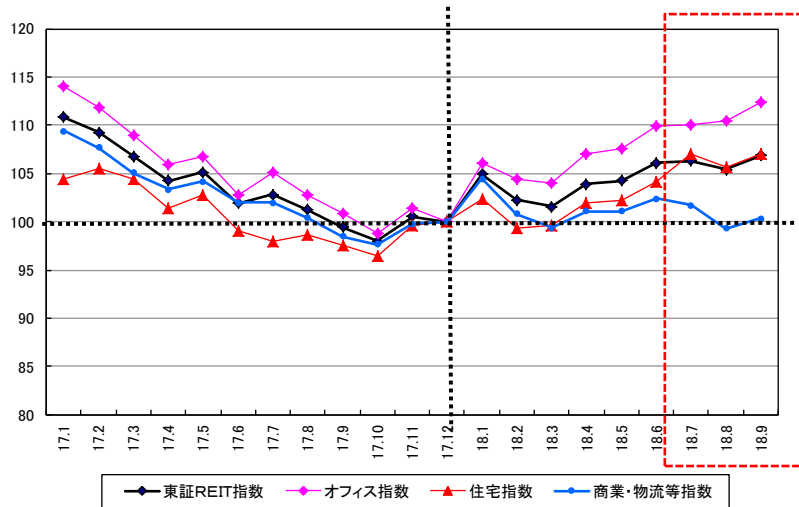
2018年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は、6月末比0.7%上昇し年初からの上昇率は6.9%に拡大した。セクター別ではオフィスが2.2%、住宅が2.8%上昇する一方で、商業・物流等が▲2.0%下落した(図表-28)。需給面では、REIT市場の高い利回りに着目した海外投資家やETF(上場投資信託)経由の資金が流入する一方で、物件取得に伴う公募増資の発表も多くREIT指数はもみ合う展開が続いている。9月末時点のバリュエーションは、純資産9.4兆円に保有物件の含み益2.7兆円を加えた12.1兆円に対して時価総額は12.9兆円でNAV倍率は1.06倍、分配金利回りは4.1%(対10年国債利回りスプレッド4.0%)である。

J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は5,615億円(前年同期比+84%)と大幅に増加した。この結果、1-9月累計は1兆5,853億円(+41%)で昨年の取得額(1.3兆円)を既に上回っている(図表-29)。国内の不動産売買額が昨年比で横ばいとなるなか、J-REITによる取得割合が高まっている。アセットタイプ別では、オフィス(36%)、物流(30%)、ホテル(13%)の順に多い。

こうしたなか、REIT各社の業績は引き続き堅調で分配金が拡大している。2018年上期(1~6月)の決算をみると、市場全体の1口当たり分配金は前年同期比+4.4%となった(図表-30)。昨年と比べて伸び率は鈍化したものの増配基調を維持しており、期初予想に対する上方修正率もプラス2.0%となっている。オフィスビルを中心に賃料収入が拡大していることに加えて、不動産売却益が分配金を押し上げている。

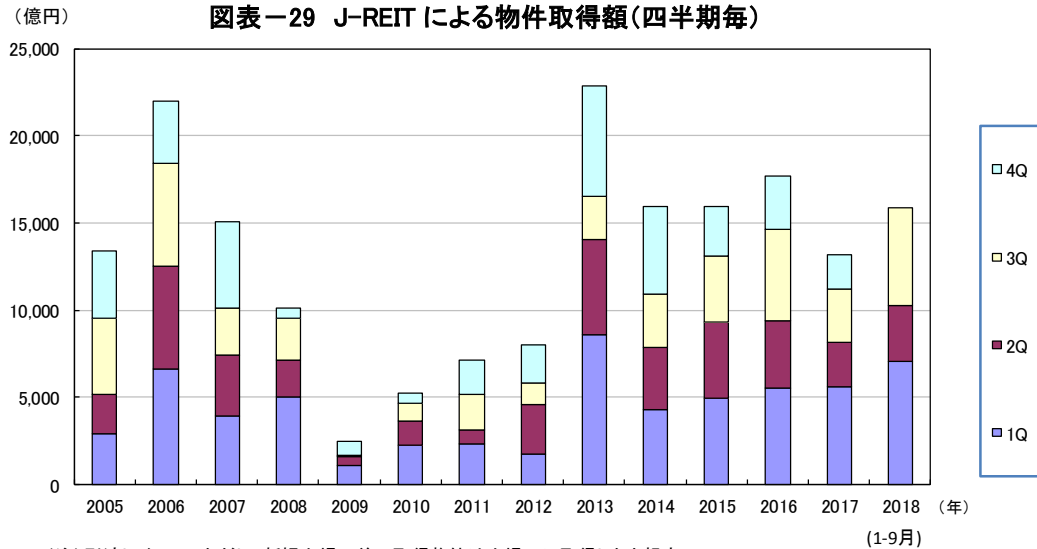
昨年来、REIT各社は現在の不動産価格の上昇を好機と捉え、物件の入れ替えを積極化しており、2017年は約3,400億円、今年上期もすでに2,500億円を超える不動産を売却した。これに伴う売却益も膨らんでおり、経常利益に占める売却損益の割合は昨年が6.1%、18年上期が5.4%と高水準にある。こうしたポートフォリオの改善と含み益の顕在化を目指す物件の入れ替えは市場の評価も高く、今後も継続することが予想される。

図表-28 東証REIT指数(配当除き、2017年12月末=100)



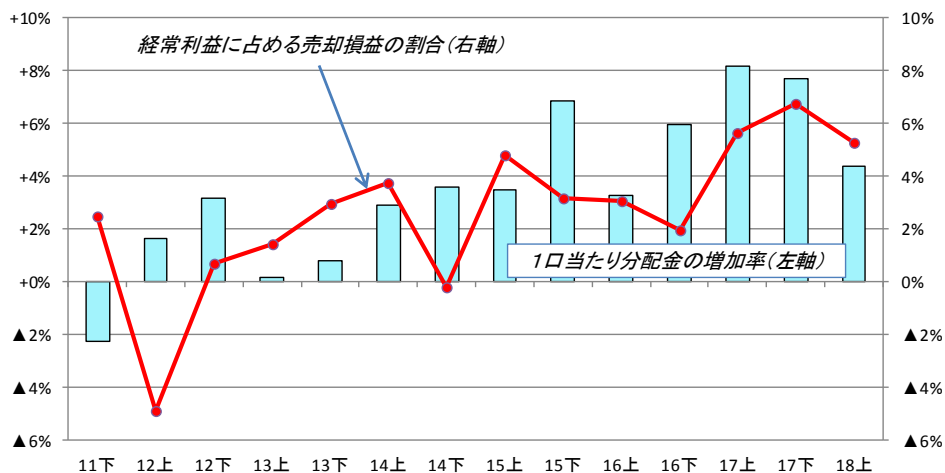
(出所)東京証券取引所

図表-29 J-REITによる物件取得額(四半期毎)



(注)引渡しベース。ただし、新規上場以前の取得物件は上場日に取得したと想定  
(出所)開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-30 1口当たり分配金の増減率(前年比)と経常利益に占める売却損益の割合



(出所)開示データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

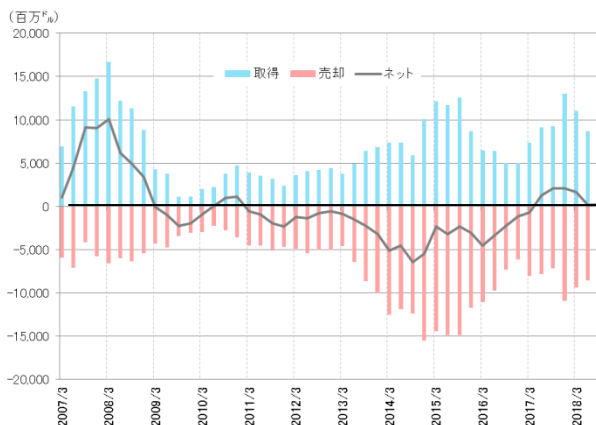
## ②不動産投資市場

日経不動産マーケット情報によると、2018年第3四半期の不動産売買額は、前年同期比20%増の9,053億円となり、前年割れした第2四半期から一転して増加した。内訳を見ると、うめきた2期の土地（約1778億円）など大型の土地取引が多く、全体の34%を占めた。一方で、オフィスは22%とやや低調であった。また、件数は前年同期比13%増加した。

RCAによると、2018年第3四半期時点の海外投資家による日本の不動産売買金額は、12ヶ月累計でネット249百万ドルとなり、売買額は拮抗している（図表-31）。

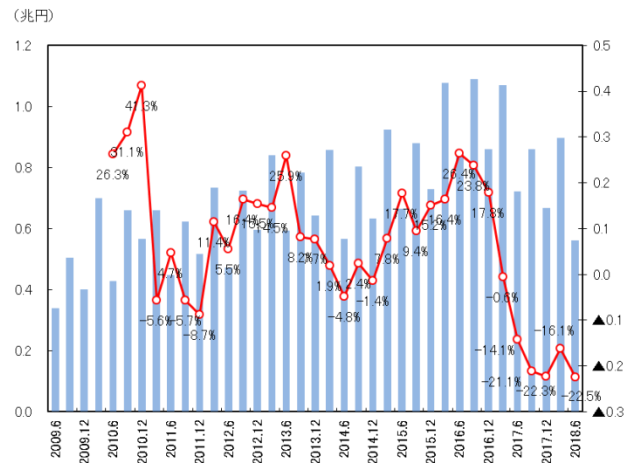
また日銀によると、4-6月の「個人による貸家業へ新規貸出」は、前年比で▲22.5%減少した（図表-32）。今のところ市場全体への波及は限定的だが、金融機関の不動産業向け貸出姿勢の変化に引き続き注視が必要である。

図表-31 海外資金による不動産売買額の推移  
(12ヶ月移動平均)



(出所) Real Capital Analytics のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-32 個人による貸家業への  
新規貸出の推移



(出所) 日本銀行の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

(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。