

不動産投資レポート

オフィス市況は一段と改善。REIT指数(配当込)は最高値を更新 不動産クォーター・レビュー2018年第4四半期

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 **岩佐 浩人**
hiwasa@nli-research.co.jp

要 旨

- 2018年7-9月期のGDP成長率は企業の設備投資が減少し大幅なマイナス成長となった。住宅市場は価格が高値圏で推移するなか横ばいの動きとなっている。2018年の新設住宅着工戸数は▲2.3%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は3.4%増加、中古マンションの成約件数は▲0.3%減少した。地価は引き続き上昇している。
- 東京オフィス市場は、空室率がさらに改善し賃料の上昇ペースが高まっている。東京のマンション賃料は上昇基調を維持している。2018年の訪日外国人客数は前年比8.7%増加の3,119万人(2020年4,000万人目標)、外国人の延べ宿泊者数は11%増加した。物流施設市場は、首都圏、近畿圏ともに空室率が低下した。
- 2018年の東証REIT指数(配当除き)は6.7%上昇し、配当を含めた総合リターンは2ケタのプラスとなった。J-REITによる年間の物件取得額は約1.8兆円で、オフィスビルと物流施設の取得割合が拡大した。

2018年のJ-REIT市場(まとめ)

		2017年末		2018年末	騰落率/ 変化幅	備考
指数	東証REIT指数(配当除き)	1,663	▲	1,774	+6.7%	2年ぶり反発
	東証REIT指数(配当込み)	3,190	▲	3,544	+11.1%	史上最高値更新(12/7:3,623)
ファン ダメン タルズ	1口当たり予想分配金	69.4	▲	73.7	+6%	-
	1口当たりNAV	1,612	▲	1,686	+5%	-
	分配金利回り(%)	4.2%	▶	4.2%	▲0.0%	-
	P/NAV倍率(x)	1.03x	▶	1.05x	+0.02x	-
	上場銘柄数(社)	59社	▲	61社	+2社	新規上場4社、合併消滅2社
市場 規模 など	市場時価総額(兆円)	11.5兆円	▲	12.9兆円	+13%	過去最高(18/11:13.2兆円)
	運用資産額(取得額ベース)	16.5兆円	▲	18.0兆円	+9%	過去最高
	物件の新規取得額	1.3兆円	▲	1.78兆円	+35%	過去3番目の水準
	投資法人債発行額	1,135億円	▲	1,686億円	+49%	平均期間8.6年、平均利率0.55%
株 式	日経平均株価	22,765円	▲	20,015円	▲12.1%	-
	NYダウ(ドル)	24,719ドル	▲	23,327ドル	▲5.6%	-

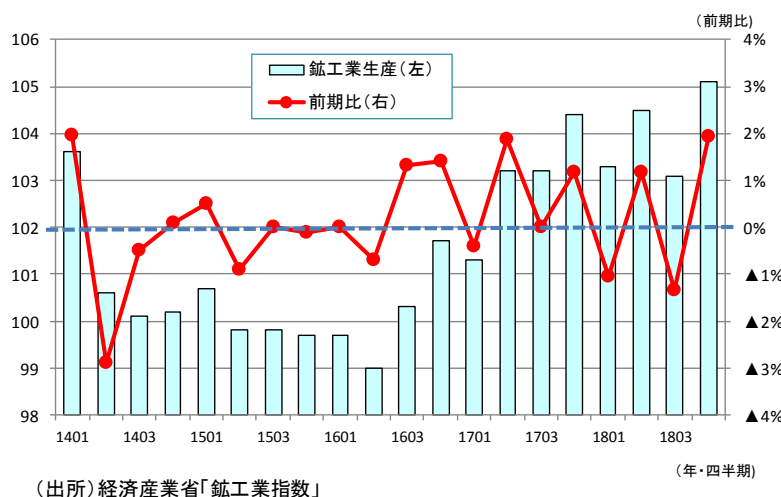
(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

1. 経済動向と住宅市場

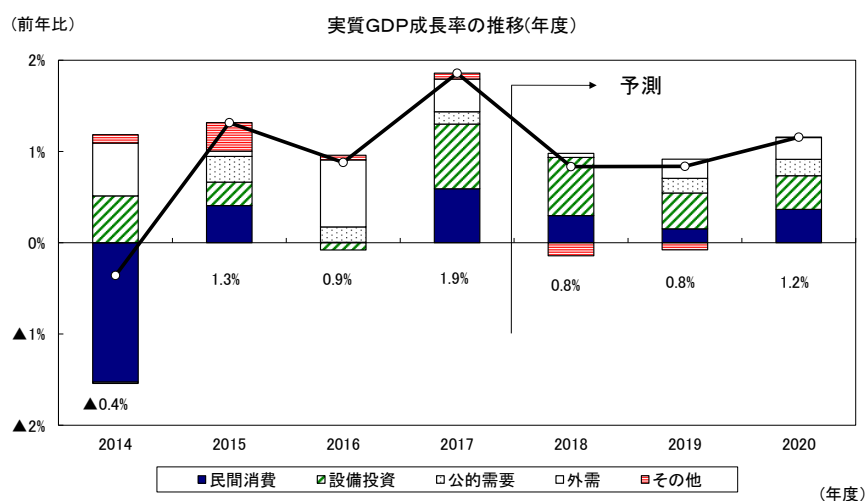
2018年7-9月期の実質GDP成長率（2次速報）は前期比年率▲2.5%へ下方修正された。主に自然災害の影響で企業の設備投資が減少し大幅なマイナス成長となった。経済産業省によると、10-12月期の鉱工業生産指数は前期比1.9%となり2四半期ぶりに上昇した。自然災害後の供給制約の解消と挽回生産によって10月は高い伸びとなったが、11月、12月は水準を低下させており、生産の基調は強くない¹（図表－1）。景気は実勢として弱めの動きとなっており、海外経済の減速に伴う外需の悪化などから後退局面入りするリスクがここに来て高まっている。

ニッセイ基礎研究所は、昨年12月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2018年度0.8%、2019年度0.8%、2020年度1.2%を予想する（図表－2）²。実績値の下方修正などを受けて、2018年度の成長率見通しも0.2%引き下げた。

図表－1 鉱工業生産(前期比)



図表－2 実質GDP成長率の推移(年度)



(出所) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」(2018年12月)を基にニッセイ基礎研究所が作成

- 1 斎藤太郎『鉱工業生産 18年12月ー2四半期ぶりの増産も、実態は横ばい圏』(ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2019年01月31日)
- 2 斎藤太郎『2018~2020年度経済見通し~18年7-9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12月10日)

住宅市場は価格が高値圏で推移するなか横ばいの動きとなっている。2018年12月の新設住宅着工戸数は78,364戸（前年比2.1%）と2ヶ月ぶりに増加した。しかし、2018年全体では前年比▲2.3%の約94.2万戸となり2年連続で減少した。（図表－3）。全体の4割超を占める貸家が前年比▲5.5%と落ち込んで全体の着工戸数を押し下げている。

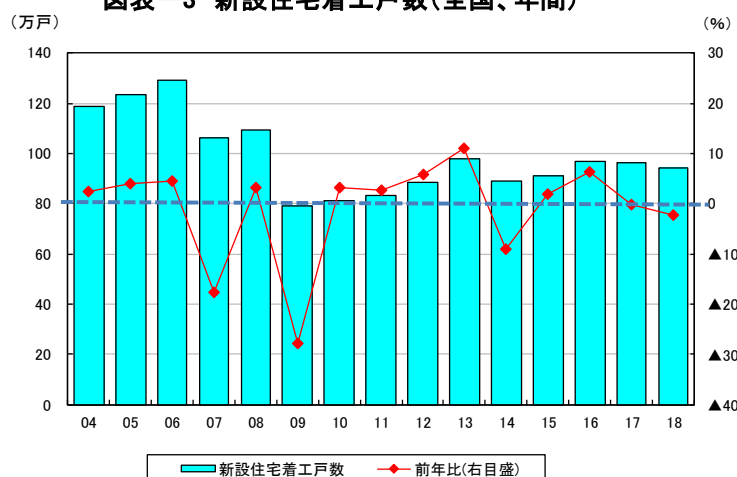
2018年の首都圏のマンション新規発売戸数は37,132戸（前年比3.4%）となり2年連続でプラスとなった。主に埼玉県や千葉県の販売が増加した。1戸当たりの平均価格は5,871万円（前年比▲0.6%）、㎡単価は6年連続上昇の86.9万円（前年比1.2%）となった。初月契約率は62.1%（前年比▲6.0%）へ悪化し、12月の販売在庫は9,552戸（前年比+2,446戸）と大幅に増加した。不動産経済研究所は、2019年の供給戸数について横ばいの3.7万戸を予想している（図表－4）。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2018年の首都圏中古マンションの成約件数は37,217件（前年比▲0.3%）となり、過去最高を記録した前年から減少に転じた（図表－5）。また、成約価格は前年比4.3%の3,333万円となり6年連続で上昇した。

日本不動産研究所によると、2018年11月の住宅価格指数（首都圏の中古マンション）は前年比0.4%上昇し高値圏でもみ合う動きとなっている（図表－6）。

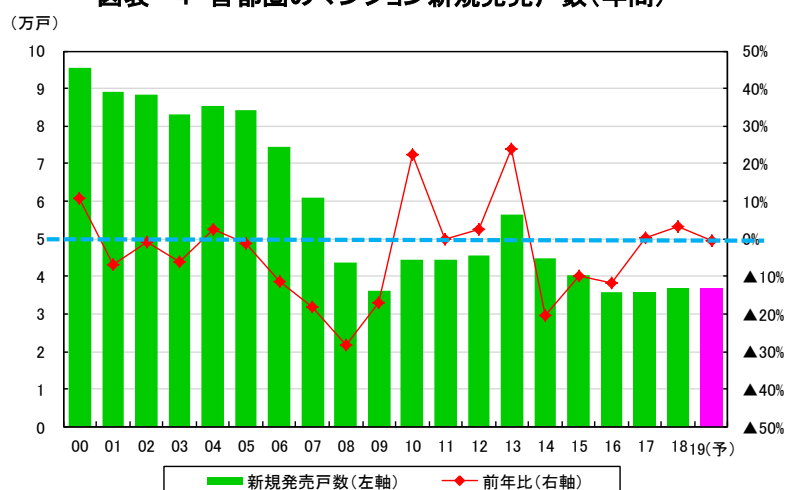
今後の住宅市場については、貸家着工と関連の高い個人の貸し家業向け貸出（アパートローン）の動向や今年10月の消費税率引き上げを前にした駆け込み需要の影響が注目される。

図表－3 新設住宅着工戸数(全国、年間)



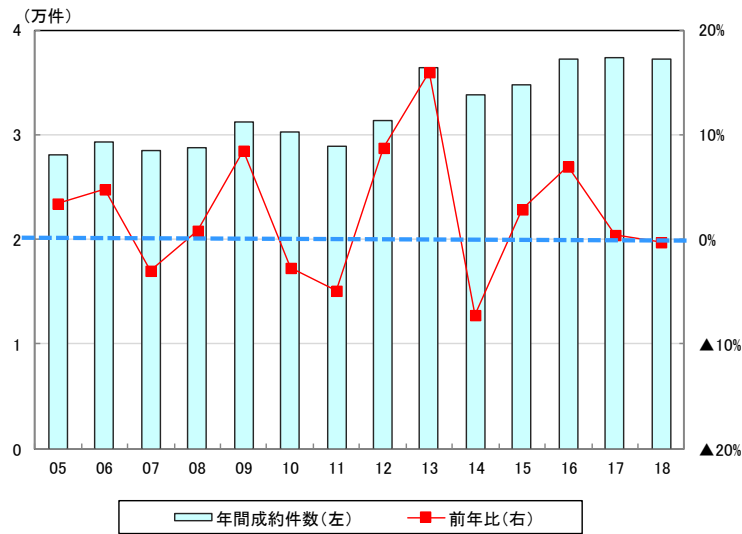
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」

図表－4 首都圏のマンション新規発売戸数(年間)



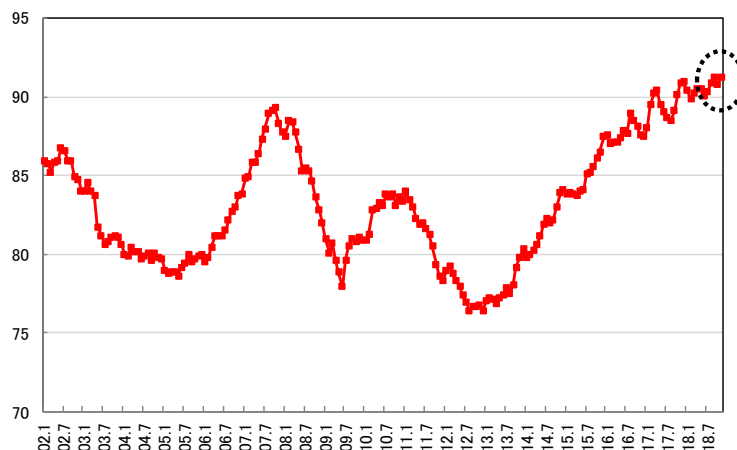
(出所)不動産経済研究所のデータをもとに作成

図表－5 首都圏の中古マンション成約件数(年間)



(出所)東日本不動産流通機構(東日本レインズ)のデータをもとに作成

図表－6 不動産住宅価格指数(首都圏の中古マンション)



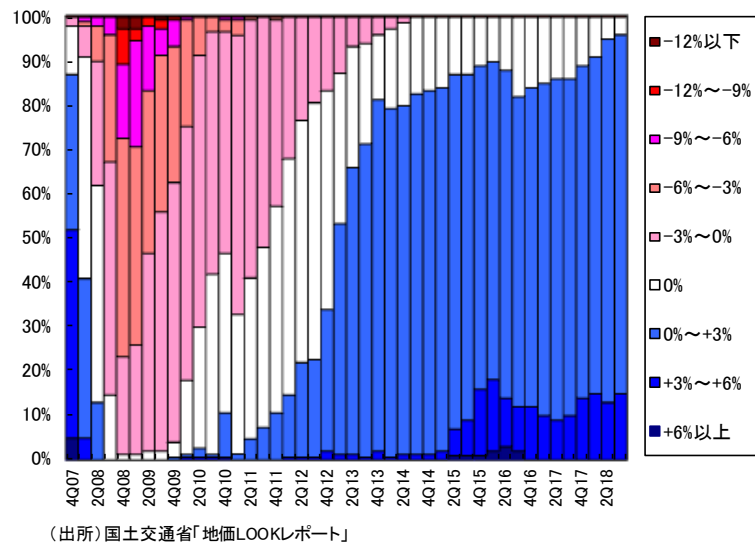
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとに作成

2. 地価動向

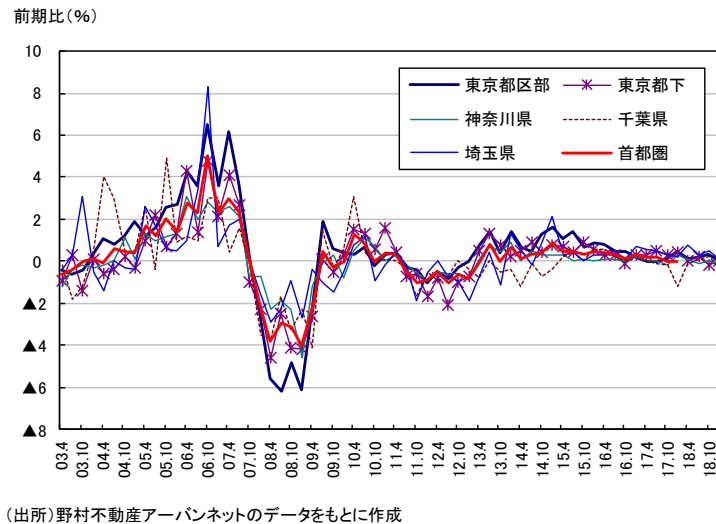
地価は引き続き上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート（平成 30 年第 3 四半期）」によると、全国 100 地区のうち上昇が「96」、横ばいが「4」、下落が「0」となり、3 期連続で上昇が 9 割以上を占めた（図表－7）。好調なオフィス市況や再開発事業の進展による繁華性の向上、インバウンド需要の拡大などを背景に不動産需要は依然として高い水準にある。

一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率（2019 年 1 月 1 日時点）は前期比▲0.04%となった（年間 0.4%上昇）。「横ばい」を示した地点の割合は 91.1%となり横ばいの傾向が続いている（図表－8）。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



図表-8 首都圏の住宅地価(変動率、前期比)



3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

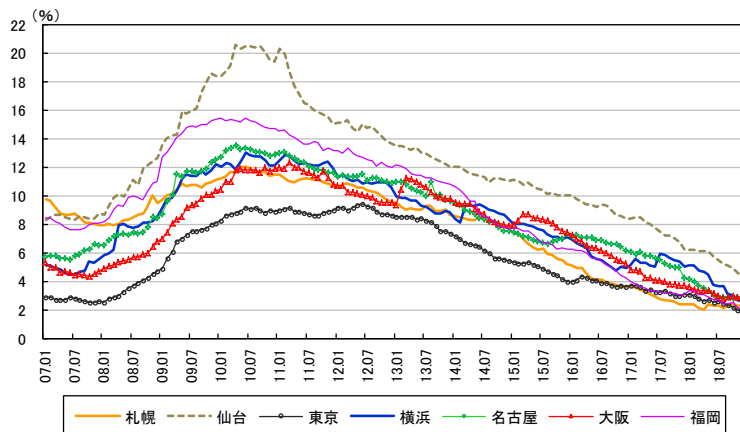
三鬼商事によると 12 月の都心 5 区空室率は前月比▲0.10%低下の 1.88%、平均募集賃料は前月比 0.7%上昇し 60 ケ月連続でプラスとなった。12 月は新規供給がなく（都心 5 区）、空室率は 1991 年末以来 27 年ぶりの水準に低下し、賃料の上昇ペースは年率 8~9%に高まっている。また、他の主要都市でもオフィスの新規供給が限定的で需給が逼迫するなか空室率は低下し、賃料も上昇している（図表-9）。三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2018 年第 4 四半期の東京都心部 A クラスビル賃料は 39,468 円（前期比 1.2%）となった。空室率が 1%を切る水準となるなか、Aクラスビル賃料は 5 期連続で上昇し 4 万円台への回復が視野に入りつつある。

CBRE の調査によると、東京では今後 2 年間で合計 50 万坪の供給が予定されているが、2018 年末時点のテナント内定率は、2019 年竣工ビルで 8 割、2020 年竣工ビルで 3 割程度とリーシングは順調に進捗している。

また、森ビルの「2018 年東京 23 区オフィスニーズに関する調査」によると、新規賃貸する理由と

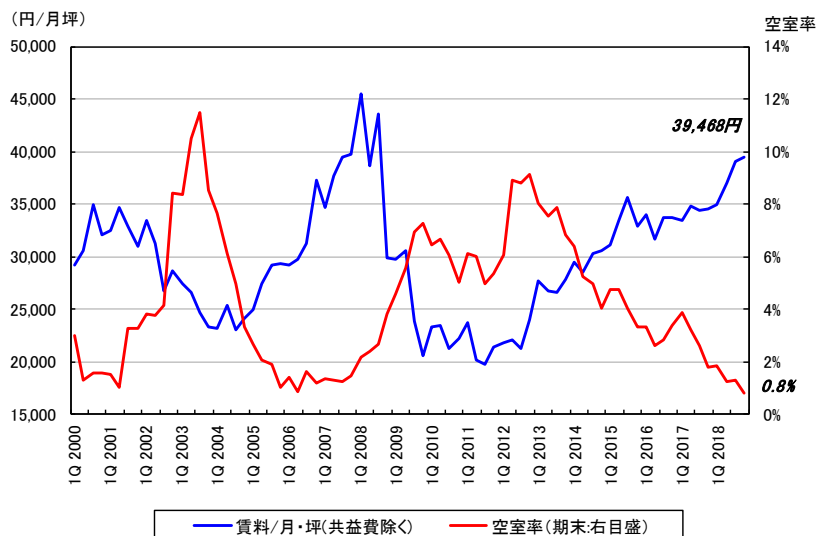
して「業容・人員拡大(36%)」や「立地の良いビル(32%)」、「フロア面積が大きなビル(27%)」が上位を占めるなど前向きな移転ニーズが広がる一方で、「賃料の安いビル(19%)」は全体の7位と調査開始以来最も低い順位となっている(図表-11)。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



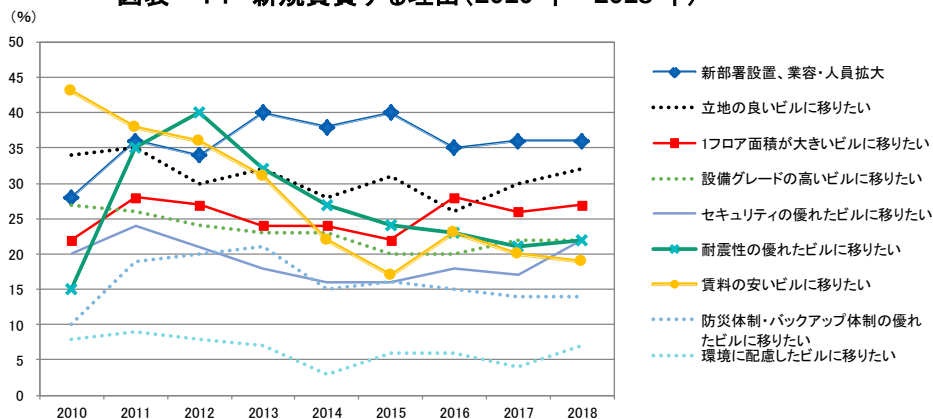
(出所)三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



(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-11 新規賃貸する理由(2010年~2018年)

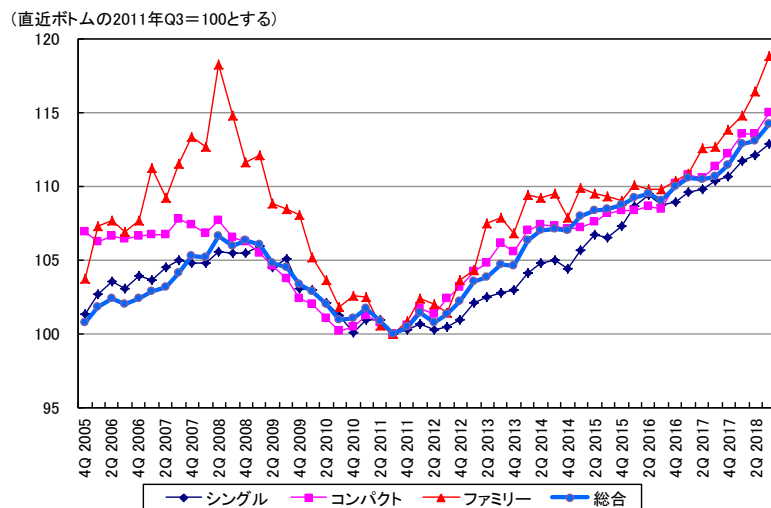


(出所)森ビル「2018年 東京23区オフィスニーズに関する調査」をもとに作成

②賃貸マンション

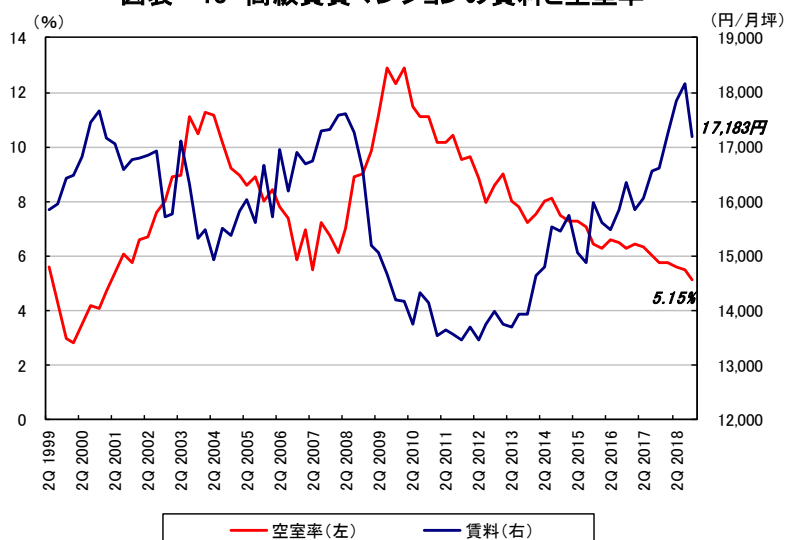
東京 23 区のマンション賃料は上昇基調を維持している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2018 年第 3 四半期は前年比でシングルタイプが 2.3%、コンパクトタイプが 3.4%、ファミリータイプが 5.5% 上昇した。(図表-12)。また、高級賃貸マンション(2018 年第 4 四半期)についても空室率の低下に伴い賃料は上昇し前年比 3.4%の 17,183 円/月坪となった(図表-13)。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料



(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)」をもとに作成

図表-13 高級賃貸マンションの賃料と空室率



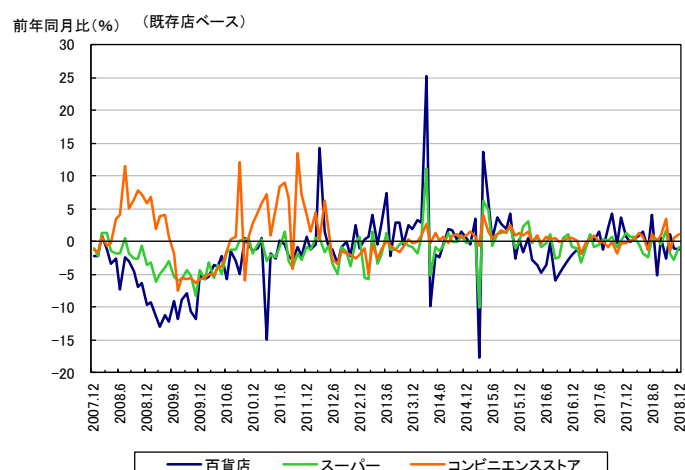
注) 期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
出所) bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計などによると、2018 年 10-12 月の小売販売額(既存店、前年比)は百貨店が▲0.6%、スーパーが▲1.7%、コンビニエンスストアが 0.1% となった(図表-14)。2018 年全体では百貨店が▲0.3%、スーパーが▲0.6%、コンビニエンスストアが 0.6% となり各業態とも横ばいであった³。

³ 新聞報道によると、「2018 年の百貨店の免税売上高は前年比 26% 増の 3,396 億円と過去最高を更新した。ただし、足元では中国当局の規制強化により、1 月の免税売上高が前年比で 2~3 割落ち込んだ店舗もある」(日本経済新聞朝刊、2019 年 1 月 24 日)

図表－14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)

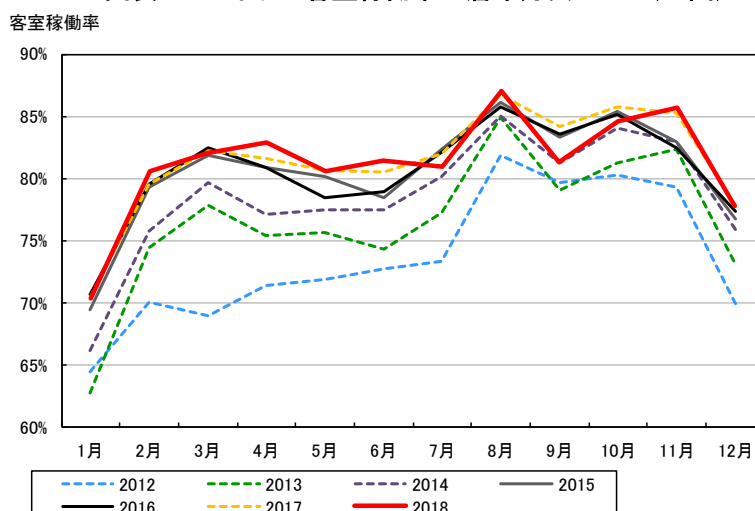


(出所)経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」を基にニッセイ基礎研究所が作成

全国 61 都市のホテル客室稼働率（2018 年 12 月）は前年同月比横ばいの 77.8%となった。2018 年は自然災害の影響を受けた大阪や札幌の稼働率が一時大きく落ち込んだもののその後は回復し、全国平均でも前年並みの水準(81.3%)を確保した⁴（図表－15）。2018 年の訪日外国人客数は前年比 8.7%増加の約 3,119 万人となった（図表－16）。昨年 7 月以降、自然災害の影響により東アジアからの訪日客が減少し前年比の伸び率は 1 ケタ台にとどまった。政府目標である「2020 年 4,000 万人」を達成するには今後年率+13.2%の伸びが必要となる。2018 年の訪日客の旅行消費額は過去最高の約 4.5 兆円⁵、1 人当たりの消費額は 15.3 万円となった。

また、2018 年の外国人の延べ宿泊者数は前年比+11%増加し、日本人宿泊者数の減少（前年比▲2.0%）を補っている（図表－17）。

図表－15 ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)

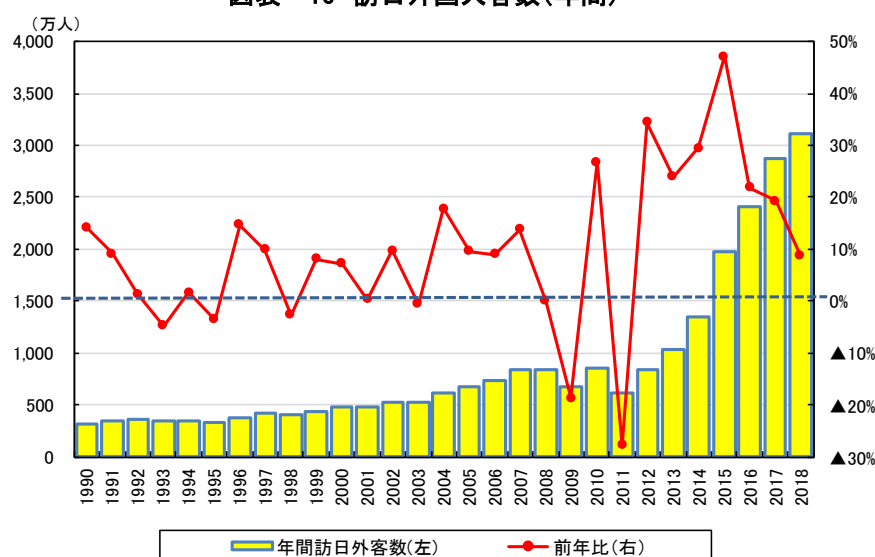


(出所)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」のデータをもとに作成

⁴ STR 社によると、2018 年の平均客室単価(前年比)は、全国(+2.5%)、札幌(+4.4%)、東京(+3.5%)、横浜(+0.3%)、名古屋(▲0.4%)、京都(+2.1%)、大阪(▲4.3%)、福岡(+1.7%)、沖縄(+5.3%)となっている。

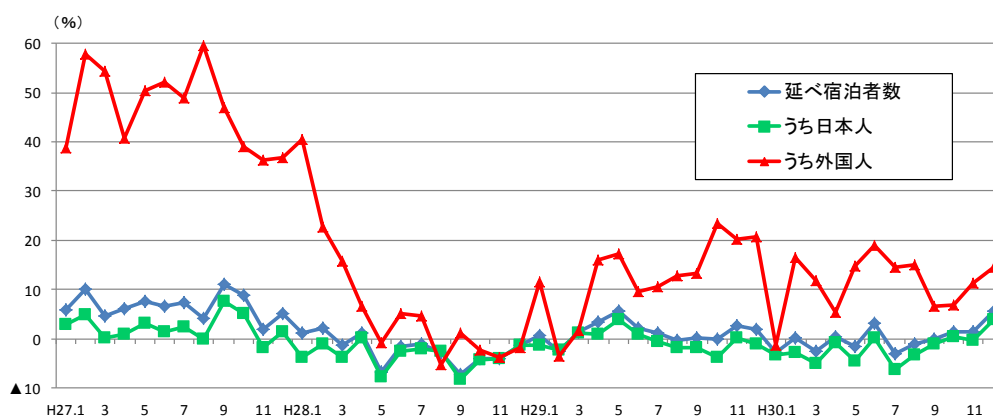
⁵ 今回から調査方法を変更(対象にクルーズ船客を追加)。仮に従来ベースの方法で推計した場合、旅行消費額は 4.8 兆円(前年比 8.7%)となる。

図表-16 訪日外国人客数(年間)



(出所) 日本政府観光局 (JNTO) のデータをもとに作成

図表-17 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)

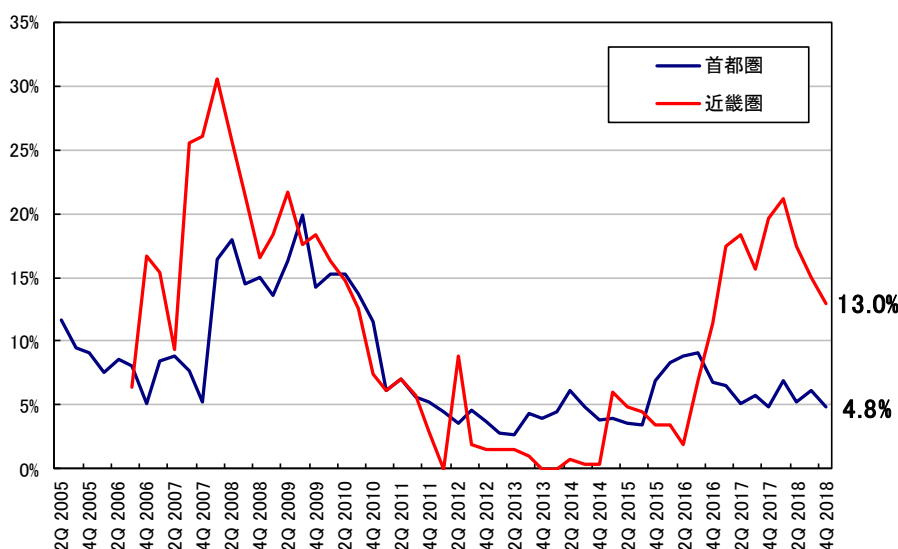


(出所) 「宿泊旅行統計調査」をもとに作成

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 4 四半期) は前期比▲1.3%低下の 4.8%、近畿圏は前期比▲2.0%低下の 13.0%となった (図表-18)。引き続き e コマース市場の拡大や物流拠点の集約ニーズなどを背景に先進的物流施設への需要は旺盛で、これまで空室が目立っていた圏央道エリア (首都圏) や湾岸部 (近畿圏) において需給バランスが改善し全体の空室率を押し下げた。また、一五不動産情報サービスによると、2018 年 10 月の東京圏の募集賃料は前期比▲0.9%下落し 4,220 円/坪となった⁶。

⁶ J-REIT が所有する物流施設の賃料は強含みで推移している。GLP 投資法人 (2018 年 8 月期) の賃料増額改定 (全体の 78%) における上昇率はプラス 4.5%、日本プロロジスリート投資法人 (2018 年 11 月期) の改定賃料変動率はプラス 0.5%である。

図表-18 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所) CBREのデータをもとに作成

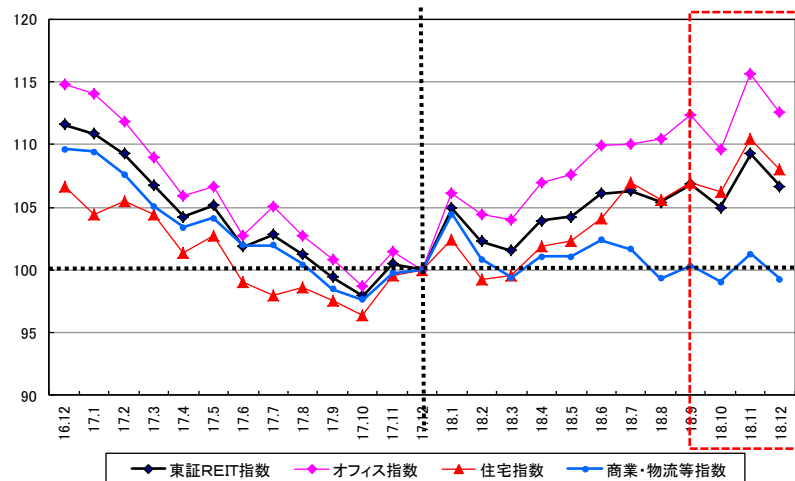
4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

2018年第4四半期の東証REIT指数(配当除き)は、12月中旬まで底堅く推移していたがその後は内外株式市場の大幅下落を受けて、9月末比▲0.2%下落した。セクター別では、住宅(+1.0%)とオフィス(+0.2%)が上昇する一方で、商業・物流等(▲1.1%)が下落した(図表-19)。12月末時点のバリュエーションは、純資産9.5兆円に保有物件の含み益2.9兆円を加えた12.4兆円に対して時価総額は12.9兆円でNAV倍率は1.05倍、分配金利回りは4.2%で10年国債利回り(0.0%)とのスプレッドは4.2%となっている。

2018年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数(配当除き)は6.7%上昇し2年ぶりに反発した(図表-20)。配当を含めた総合リターンは2ケタのプラスとなり配当込み指数は史上最高値を更新した。業績面では1口当たり分配金(前年比6%増加)や1口当たりNAV(前年比5%増加)が順調に増加し、概ねファンダメンタルズの改善に沿った値動きだったと言える。また、需給面では米中貿易戦争への懸念などから株式市場が調整局面に入るなか、REIT市場はリスクマネーの逃避先に選ばれて海外投資家を中心に資金が流入したこともプラスに働いた。

市場規模も順調に拡大した。銘柄数は4社の新規上場と2社の合併消滅によって計2社増えて61社となった。時価総額は前年比13%増の12.9兆円となり、東証1部の不動産業セクターに並ぶ規模へと拡大している。また、運用資産額(取得額ベース)は約18兆円(前年比9%増加)となった。市場全体では過去3番目の水準となる約1.8兆円の不動産を取得する一方で、現在の価格上昇を好機と捉えて過去最高となる約3,720億円の資産売却を実行した。取得物件についてアセットタイプ別にみると、オフィスビル(26%→37%)と物流施設(25%→29%)のウェイトが前年と比べて拡大した(図表-21)。不動産売買市場において物件の品薄感が増すなか、REIT市場ではスポンサーパイプラインが豊富なアセットタイプの取得が増加している。また、デットの調達環境も引き続き良好で、長期の資金を低利で調達できている(投資法人債の発行要件: 期間8.6年、平均利率0.55%)。

図表-19 東証 REIT 指数(配当除き、2017 年 12 月末=100)



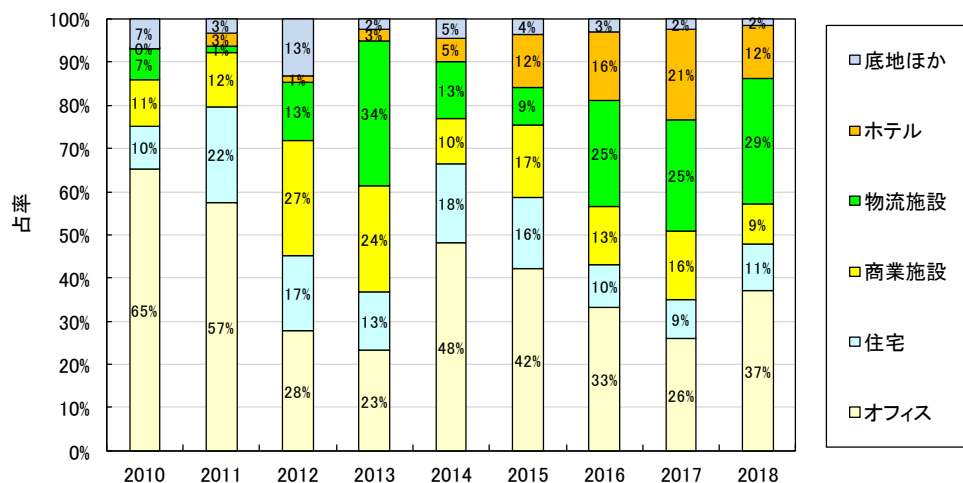
(出所) 東京証券取引所のデータをもとに作成

図表-20 2018 年のJ-REIT 市場(まとめ)

		2017年末		2018年末	騰落率/ 変化幅	備考
指数	東証REIT指数(配当除き)	1,663	➡	1,774	+6.7%	2年ぶり反発
	東証REIT指数(配当込み)	3,190	➡	3,544	+11.1%	史上最高値更新(12/7: 3,623)
ファンダメンタルズ	1口当たり予想分配金	69.4	➡	73.7	+6%	-
	1口当たりNAV	1,612	➡	1,686	+5%	-
	分配金利回り(%)	4.2%	➡	4.2%	▲0.0%	-
	P/NAV倍率(x)	1.03x	➡	1.05x	+0.02x	-
市場規模など	上場銘柄数(社)	59社	➡	61社	+2社	新規上場4社、合併消滅2社
	市場時価総額(兆円)	11.5兆円	➡	12.9兆円	+13%	過去最高(18/11: 13.2兆円)
	運用資産額(取得額ベース)	16.5兆円	➡	18.0兆円	+9%	過去最高
	物件の新規取得額	1.3兆円	➡	1.78兆円	+35%	過去3番目の水準
	投資法人債発行額	1,135億円	➡	1,686億円	+49%	平均期間8.6年、平均利率0.55%
株式	日経平均株価	22,765円	➡	20,015円	▲12.1%	-
	NYダウ(ドル)	24,719ドル	➡	23,327ドル	▲5.6%	-

(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

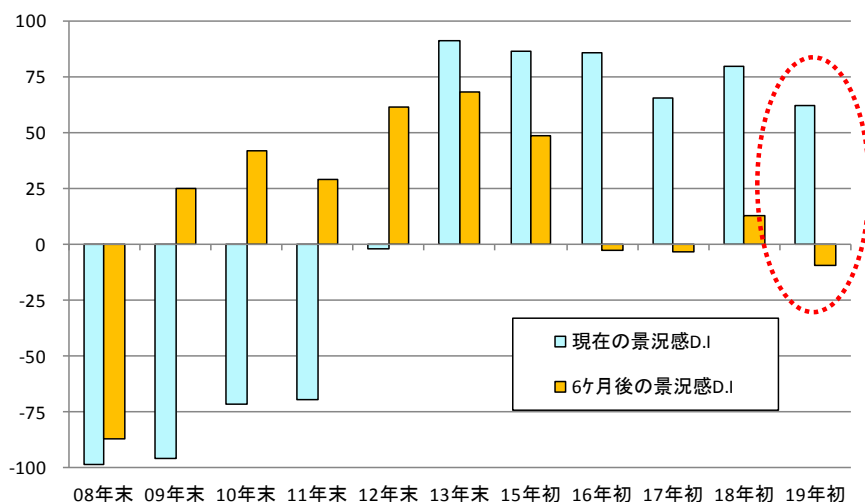
図表-21 J-REIT によるアセットタイプ別の取得割合



(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

ニッセイ基礎研究所が今年1月に実施した不動産投資市場に関するアンケート調査によると⁷、現在の景況感について「良い」または「やや良い」と答えた割合は約7割となり6年連続で大幅プラスとなった。また、6ヶ月後の景況感について「変わらない」と答えた割合が7割を占める一方で、「良くなる」または「やや良くなる」の割合から「悪化する」または「やや悪化する」の割合を引いた値（DI）は▲10と再びマイナスとなった（図表－22）。昨年と比べて景況感に大きな変化は見られないが、先行きに対する警戒感がやや高まる結果となった。

図表－22 不動産投資市場の景況感DI(現況、先行き)



(出所)ニッセイ基礎研究所「第15回不動産市況アンケート結果」(2019年2月8日)

(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もありません。

⁷ 吉田資『良好な環境が続くも、見通しはやや悲観的に～価格のピークは今年中が最多、米中関係に注視』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2019年2月8日）