

不動産 投資 レポート

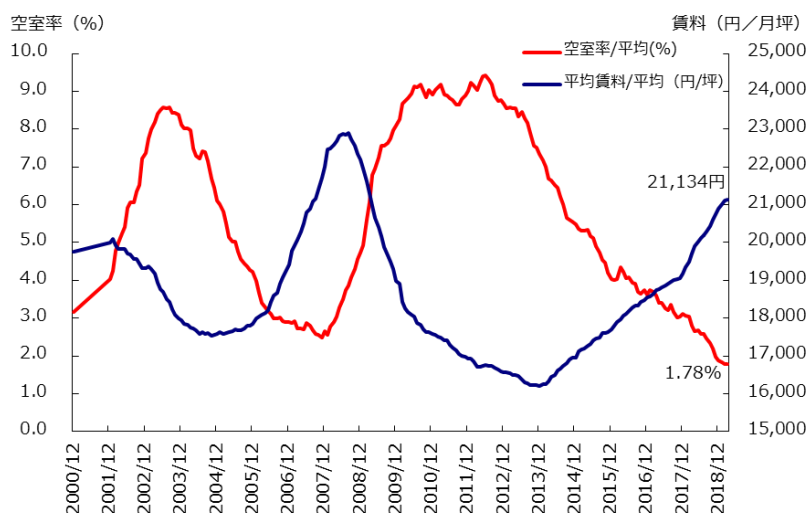
オフィス市場は好調を維持、ホテルは一部で平均客室単価が下落 不動産クォーターリー・レビュー2019年第1四半期

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

要旨

- 2018年10-12月期の実質GDPは、前期比+0.5%へ上方修正されたが、自然災害の影響でマイナスとなった7-9月期の落ち込みを取り戻せていない。日本経済は2018年に入ってから横ばい圏の推移が続いていたが、2018年度末にかけて実態として悪化したと判断される。国土交通省によると、2019年3月の新設住宅着工戸数は全体で大きく増加したが一時的な要因を含むと見られる。
- オフィス市場は好調を維持しており、目下のところ需要が緩む気配はない。三鬼商事によると、2019年3月の東京都心5区空室率は最低水準が続き、平均募集賃料は63ヶ月連続で上昇している。観光庁によると、2019年3月の外国人延べ宿泊者数は大きく増加した。ホテルの平均客室単価(ADR)は東京を中心に上昇しているが、一部のエリアでは下落圧力も見られ、今後の動向が注目される。
- 2018年度の東証REIT指数は13%上昇し3年ぶりにプラスとなった。分配金増加・10年金利低下・リスクプレミアム縮小がバランスよく市場の上昇に寄与した。

東京都心5区のオフィス賃料と空室率の推移



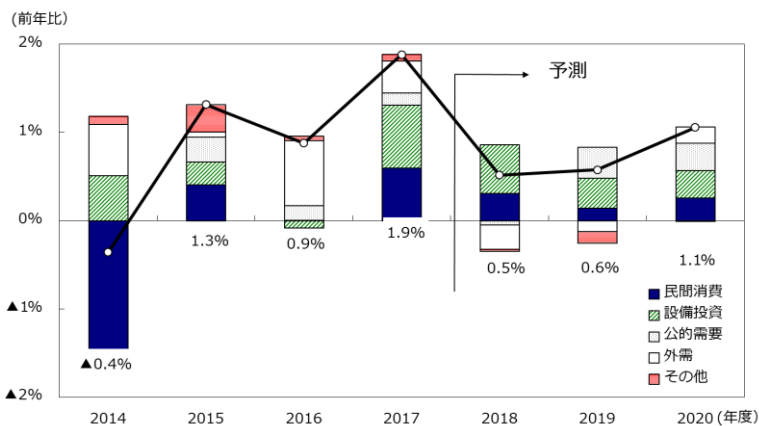
(資料)三鬼商事の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

1. 経済動向・住宅市場

2018年10-12月期の実質GDP成長率（2次速報）は、前期比+0.3%から+0.5%へ上方修正された。2四半期ぶりのプラス成長となったが、自然災害の影響でマイナスとなった7-9月期の落ち込みを取り戻せていない。これを受けてニッセイ基礎研究所では、2018年度実質GDP成長率を+0.5%、2019年度+0.6%、2020年度+1.1%と予想する¹（図表-1）。日本経済は2018年に入ってから横ばい圏の推移が続いていたが、2018年度末にかけて実態として悪化したと判断される²。

日銀短観によると、2019年3月の業況判断D I（大企業）は製造業が12（前回比▲7）、非製造業が21（▲3）となり、ともに悪化した（図表-2）。主な要因は、製造業では中国を含むグローバル経済の減速、非製造業では人手不足に伴うコスト上昇などが挙げられる。

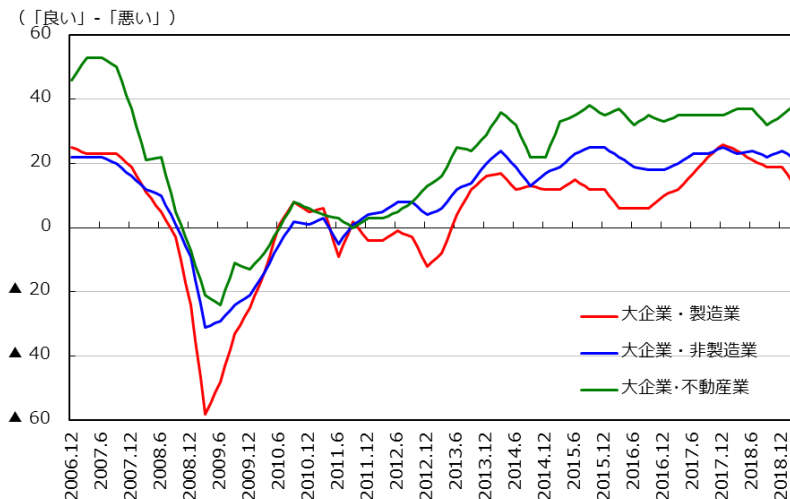
図表-1 実質GDP成長率の動きと予測（年度）



（出所）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」（2019年3月）を基にニッセイ基礎研究所が作成

（資料）内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」（2019年3月）を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-2 日銀短観（3月調査）



（資料）日本銀行「全国企業短期経済観測調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

¹ 斎藤 太郎『2019・2020 年度経済見通し—18年10-12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、2019年3月8日）

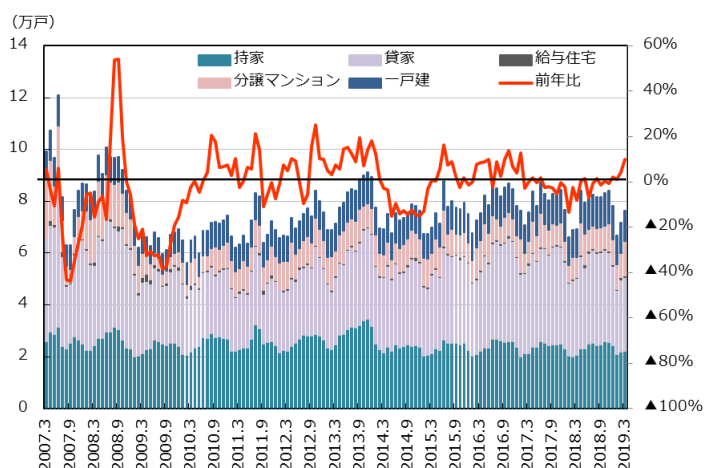
² 斎藤 太郎『2019年1-3月期の実質GDP～前期比▲0.0%（年率▲0.2%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2019年4月26日）

住宅市場は価格が高値圏を維持しており、住宅着工も回復傾向にある。2019年3月の新設住宅着工戸数（全国）は、貸家が前年同月比▲4.5%と7ヶ月連続で減少したものの、持家が前年同月比+8.9%、分譲マンションが+69.5%、一戸建住宅が+7.1%となり、全体で+10%と大きく増加した（図表-3）。ただし、国土交通省は「分譲マンションの大幅増加は一時的要因を含んでおり、消費税引き上げ前の駆け込み購入に備えた動きとは言い難い」としている。

一方、2019年3月の首都圏分譲マンションの新規販売戸数は3,337件（前年同月比▲7.7%）と3ヶ月連続で前年を下回った（図表-4）。2019年の供給戸数は昨年並みの水準が予想されているが、今後10月の消費税増税を控えて、初月契約率を含めた今後の販売動向が注目される。

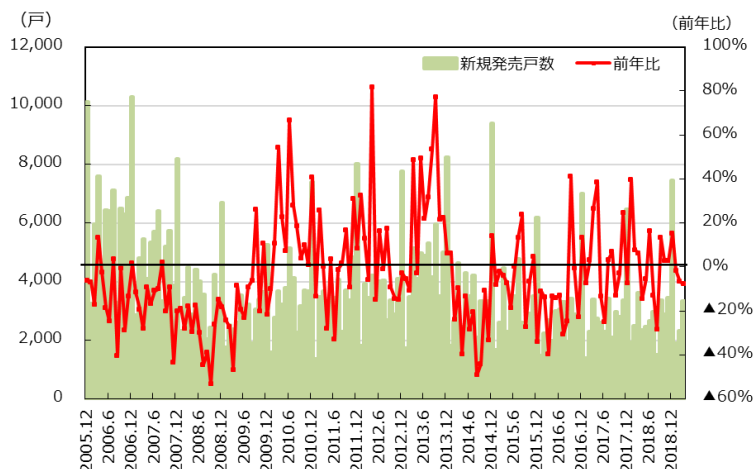
東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2019年3月の中古マンション販売の成約件数は4,117件（前年同月比+7.8%）と3ヶ月連続でプラスとなり、これまでの月次最高件数を記録した。販売単価は53.96万円/m²（前年同月比+3.6%）と2012年9月の37.67万円/m²をボトムとして上昇が続いている（図表-5）。新築マンション価格が高止まりするなか、中古マンション市場では成約件数の増加が期待される。なお、「フラット35」がマンション投資に不正利用されたとの報道について、住宅金融支援機構が調査を行う方針を示しており、今後の動向に留意したい。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国)



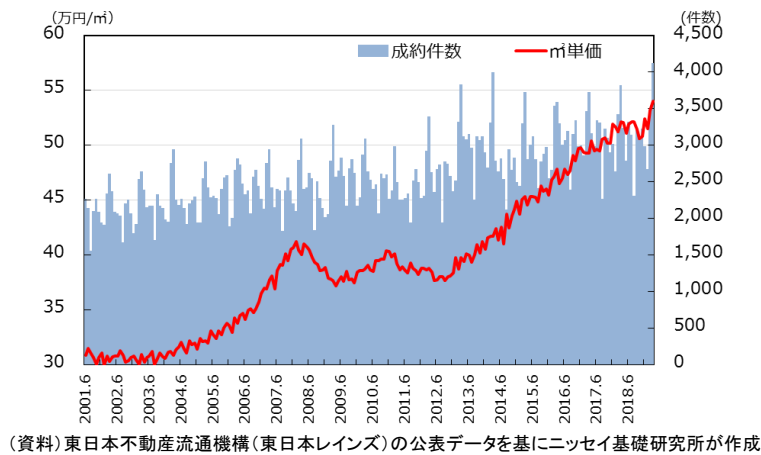
(資料)国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏 分譲マンション新規発売戸数(月次)



(資料)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-5 首都圏中古マンション成約件数



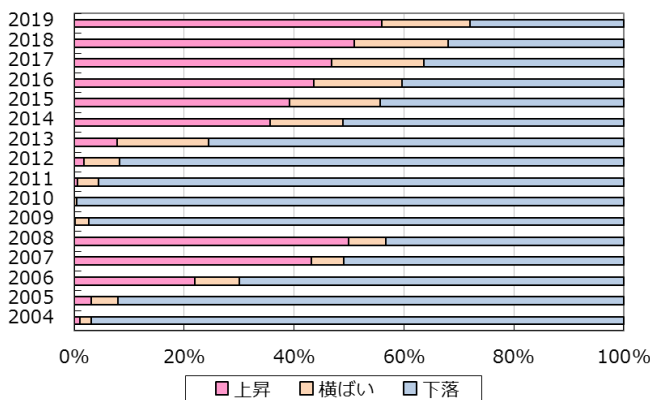
2. 地価動向

地価は引き続き上昇している。3月に公表された2019年地価公示によると、全国の全用途平均が4年連続で上昇し、三大都市圏や地方4市（札幌、仙台、広島、福岡）を中心に上昇地点の割合が増加した（図表-6、7）。個別地点では、商業地と住宅地の上昇率トップが北海道虻田郡倶知安町（ニセコ）となり、商業地の上位10位以内に大阪（4ヶ所）、京都（3ヶ所）、沖縄（2ヶ所）とインバウンド需要の強いエリアが入った（図表-8、9）。2020年の訪日客4,000万人の政府目標達成に向けて、引き続きホテル需要や店舗需要は旺盛と見られる。

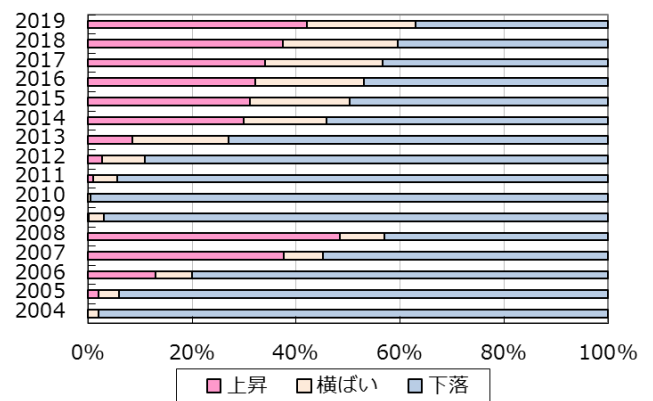
また、国土交通省の地価LOOKレポート（2018年第4四半期）によると、4期連続で上昇地点の割合が9割を上回った（図表-10）。良好な資金調達環境や、再開発事業の進展などにより繁華性の高いエリアでは地価の上昇圧力が強く、大阪圏を中心に3-6%の上昇地点が前回15地点から27地点に増加した。

一方、野村アーバンネットによると、2019年4月1日時点の首都圏住宅地価格の変動率は前期比▲0.04%（年間0.3%上昇）と横ばいの傾向が続いている。横ばい地点の割合は92.3%（前回比+1.2%）となった（図表-11）。

図表-6 商業地 公示地価上昇地点の割合の推移



図表-7 住宅地 公示地価上昇地点の割合の推移



図表-8 商業地 公示地価上昇地点の割合の推移

(価格：円/㎡、変動率：%)

商業地					
順位	都道府県	標準地の所在地	2018年公示価格 (円/㎡)	2019年公示価格 (円/㎡)	変動率 (%)
1	北海道	虻田郡倶知安町南1条西1丁目40番1外 (三井生命)	40,000	63,500	58.8
2	大阪府	大阪市中央区日本橋1丁目16番4外	831,000	1,200,000	44.4
3	大阪府	大阪市北区茶屋町20番17 (エスパシオン梅田ビル)	4,030,000	5,810,000	44.2
4	京都府	京都市東山区四条通大和路東入部園町北側277番 (豊田愛山堂)	1,950,000	2,800,000	43.6
5	大阪府	大阪市北区芝田1丁目47番1外 (芝田町ビル)	3,150,000	4,500,000	42.9
6	沖縄県	那覇市前島3丁目1番8外 (大同生命ビル)	323,000	460,000	42.4
7	京都府	京都市下京区七条通間之町東入材木町481番 (ブルミエール生島)	590,000	823,000	39.5
8	京都府	京都市東山区三条通大橋東入三町目35番7外 (GOZAN HOTEL)	690,000	959,000	39.0
9	沖縄県	那覇市久茂地3丁目1番1 (日本生命那覇ビル)	1,010,000	1,400,000	38.6
10	大阪府	大阪市淀川区宮原3丁目5番7外 (新大阪第一生命ビル)	1,230,000	1,700,000	38.2

(資料)国土交通省「地価公示」を基にニッセイ基礎研究所が作成

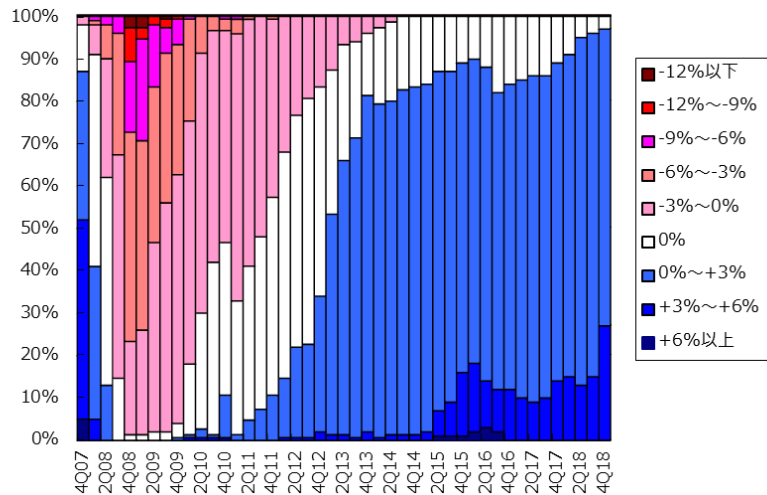
図表-9 住宅地 公示地価上昇地点の割合の推移

(価格：円/㎡、変動率：%)

住宅地					
順位	都道府県	標準地の所在地	2018年公示価格 (円/㎡)	2019年公示価格 (円/㎡)	変動率 (%)
1	北海道	虻田郡倶知安町字山田83番29	50,000	75,000	50.0
2	北海道	虻田郡倶知安町北7条西4丁目1番33	17,000	22,500	32.4
3	沖縄県	那覇市おもろまち3丁目6番11	270,000	351,000	30.0
4	北海道	虻田郡倶知安町南3条東1丁目16番9外	28,000	36,000	28.6
5	愛知県	名古屋市中区栄5丁目113番外	571,000	720,000	26.1
6	沖縄県	那覇市天久1丁目7番14外	265,000	330,000	24.5
7	愛知県	名古屋市中区上前津2丁目1208番	420,000	522,000	24.3
8	愛知県	名古屋市中区泉1丁目502番	698,000	860,000	23.2
9	愛知県	名古屋市中区丸の内3丁目801番	650,000	800,000	23.1
10	愛知県	名古屋市中区正木1丁目902番1	244,000	300,000	23.0

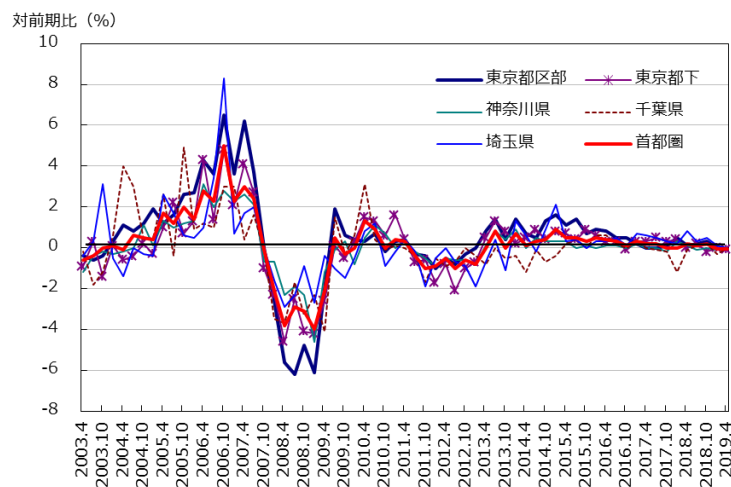
(資料)国土交通省「地価公示」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-10 全国主要都市の地価上昇・下落地区の推移



(資料)国土交通省「地価 LOOK レポート」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 首都圏の住宅地価(変動率、前年同期比)



(資料)野村アーバンネットの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

3. 不動産サブセクターの動向

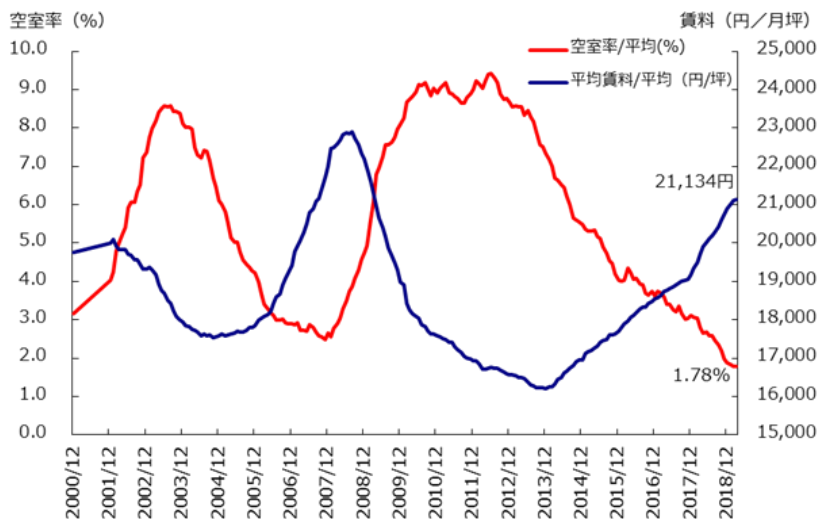
① オフィス

オフィス市況は好調を維持しており、目下のところ需要が緩む気配はない。三鬼商事によると、2019年3月の東京都心5区空室率は1.78%(前月比±0%)となり最低水準が続く。平均募集賃料は21,134円/坪(前月比+0.2%、前年同月比+7.3%)と63ヶ月連続で上昇した(図表-12)。三幸エステートによると、2019年3月の東京都心5区の大規模ビルの空室率は0.52%と低下が続いている(図表-13)。旺盛なオフィス需要が高水準の新規供給を吸収し、オフィス床の品薄感が強まるなか、2次空室を含めて募集活動前から希望者が床を取り合う状況となっている。

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、2019年第1四半期の東京都心部Aクラスビルの賃料は38,733円/坪(前期比▲1.9%)と一旦調整となった。ニッセイ基礎研究所では、今後の東京都心部Aクラスビルの賃料は当面上昇傾向が継続し、2019年第3四半期には約42,000円に達すると見込むが、その後は、経済成長の鈍化などから成約賃料は下落に転じる見通しである³(図表-14)。

また、三幸エステートによると、他の主要都市でも空室率が低下しており、2019年3月の空室率は福岡が2.4%、大阪が3.2%、名古屋が3.5%、札幌が3.6%、仙台が5.2%となっている(図表-15)。札幌では今年に新規供給される3棟のリーシングが順調であり、その他の都市でも2019年の新規供給があったとしても既に満床の見込みで、タイトな需給環境が続いている。

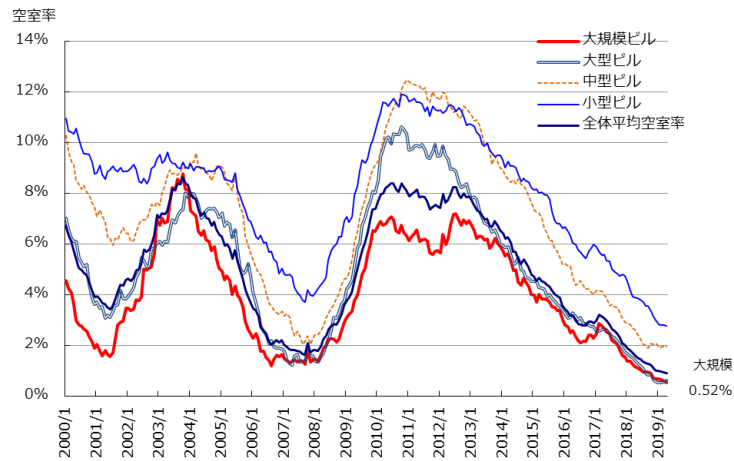
図表-12 東京都心5区のオフィス空室率と賃料の推移



(資料)三鬼商事の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

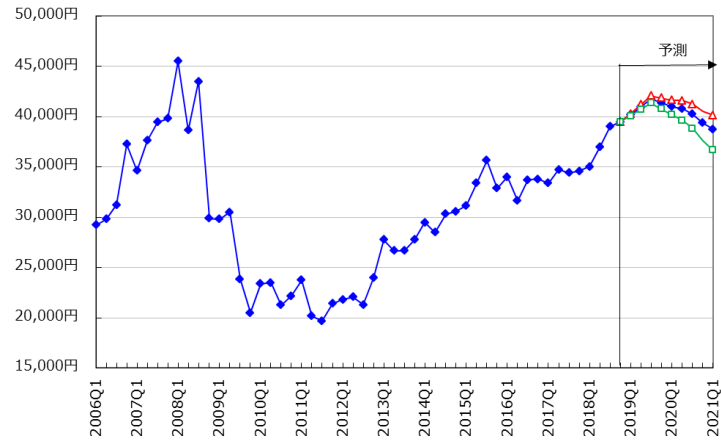
³ 吉田 資『東京都心部Aクラスビルのオフィス市況見通し(2019年)』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2019年2月15日)

図表-13 東京都心5区の規模別空室率の推移



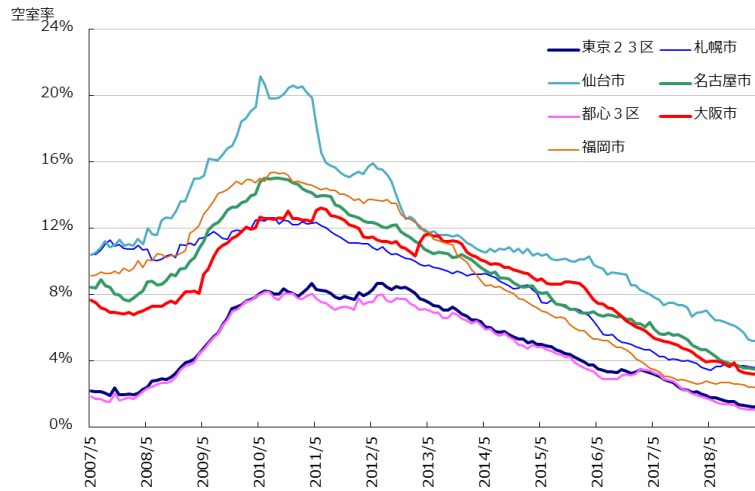
(資料)三幸エステートの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-14 東京都心部 A クラスビルの成約賃料見通し(四半期推計)



(資料)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」将来見通しは「オフィスレント・インデックス」などを基にニッセイ基礎研究所が推計

図表-15 主要都市オフィスビルの空室率

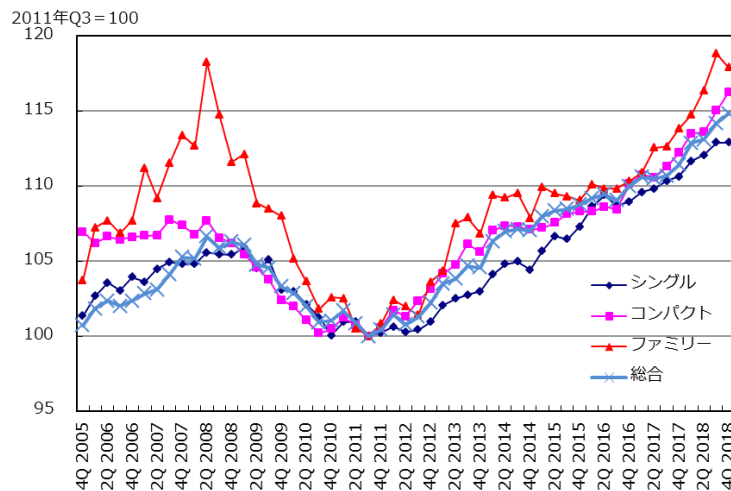


(資料)三幸エステートの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

② 賃貸マンション

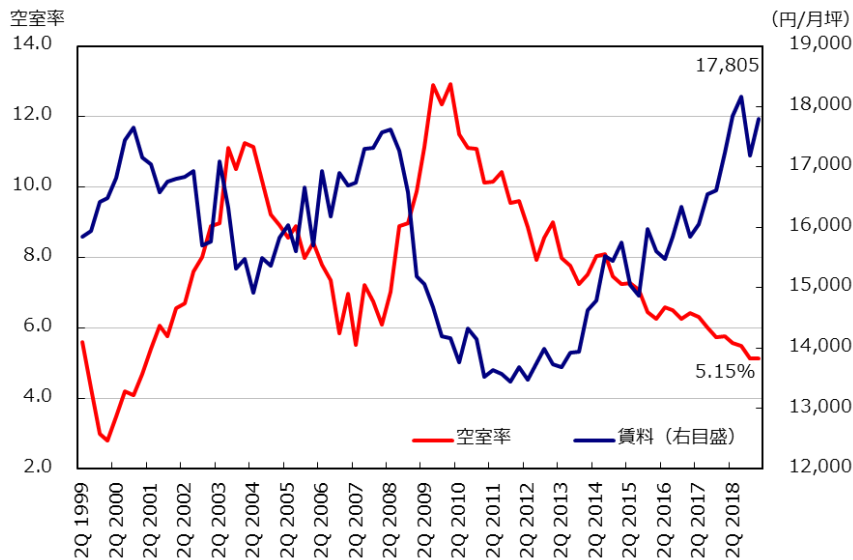
東京 23 区のマンション賃料は上昇基調を維持している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2018 年第 4 四半期の賃料は前年同期比でシングルが+2.1%、コンパクトが+3.9%、ファミリーが+3.7%上昇した（図表-16）。また、高級賃貸マンション（2019 年第 1 四半期）の空室率は 5.2%（前年同期比▲0.6%）に低下し、賃料は前年同期比+3.3%の 17,805 円/坪と 12 期連続でプラスとなった（図表-17）。

図表-16 主要都市のマンション賃料



※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
 (資料)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)」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-17 高級賃貸マンションの賃料と空室率



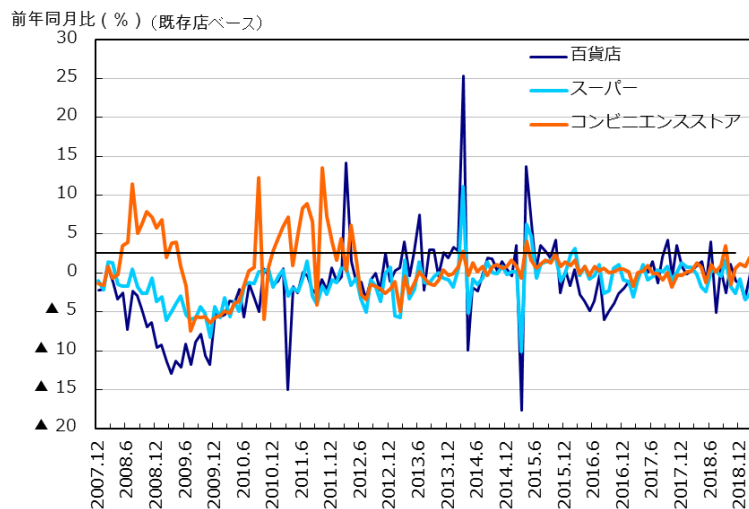
(注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が 30 万円/月または専有面積が 30 坪以上のもの
 (資料)ケン不動産投資顧問の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

③ 商業施設

商業動態統計などによると、2019年1-3月の小売販売額（既存店、前年比）は百貨店が▲1.2%、スーパーが▲1.7%、コンビニが+0.9%となった（図表-18）。

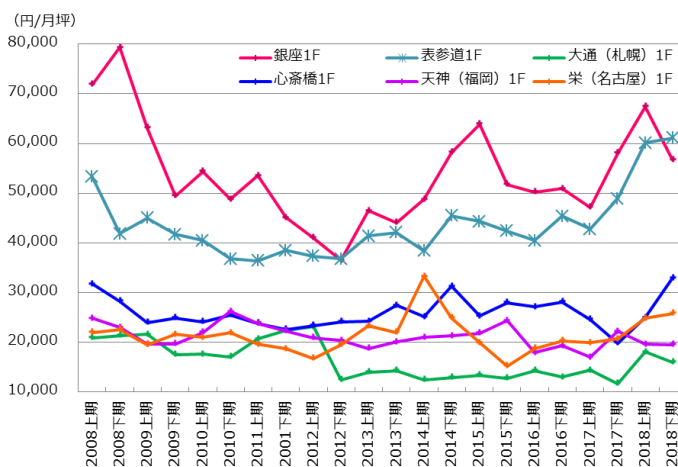
日本不動産研究所によると、2018年下期の全国の主要都市のプライム店舗賃料は高水準を維持している（図表-19）。今回、表参道1Fの賃料単価が61,100円/坪と銀座1Fの賃料単価56,700円/坪を越え、表参道の引き合いの強さが示された。しかし、銀座のブランド力は顕在で、新規出店、既存ブランド店のエリア内優良立地へ移転などの動きも継続している。各主要都市ではインバウンド需要のドラッグストアの出店が続いており、賃料を押し上げている。ただし、中国検索エンジン大手（百度（バイドゥ））によると、2019年1月の中国の電子商務法施行により在日中国人バイヤーの7割が取引を休止し、そのうちの5割は「ドラッグストアやショッピングモールで仕入れていた」と答えていることから、今後のインバウンド消費を含めた商業施設売上への影響を注視したい。

図表-18 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの販売額(既存店、前年比)



(資料)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

図表-19 主要都市のプライム商業エリア路面店舗賃料

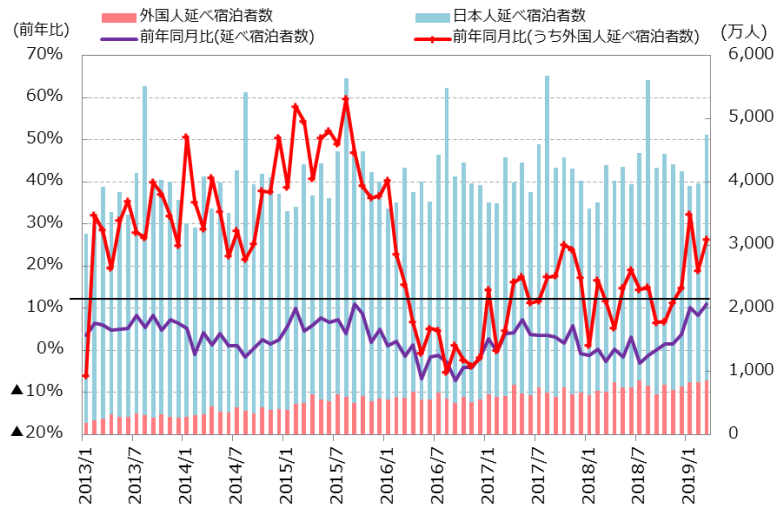


(情報データ提供)スタイルアクト、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「ReRem(リリム)」
 (資料)日本不動産研究所、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「店舗賃料トレンド」を基にニッセイ基礎研究所が作成

④ ホテル

観光庁によると、2019年3月の外国人の延べ宿泊者数は、+26%と大きく増加した（図表-20）。ホテルの平均客室単価（ADR）は東京を中心に上昇しているが、大阪など一部のエリアでは下落圧力も見られる。昨年の自然災害によって下落した客室稼働率はADRの引き下げにより早期に回復したが、その後もADRの下落傾向は続いており現在も戻っていない。大阪市内で宿泊特化型ホテルの建設が増加しており、単価の安い簡易宿所や民泊との競合も厳しくなっていると思われる。

図表-20 延べ宿泊者数の推移

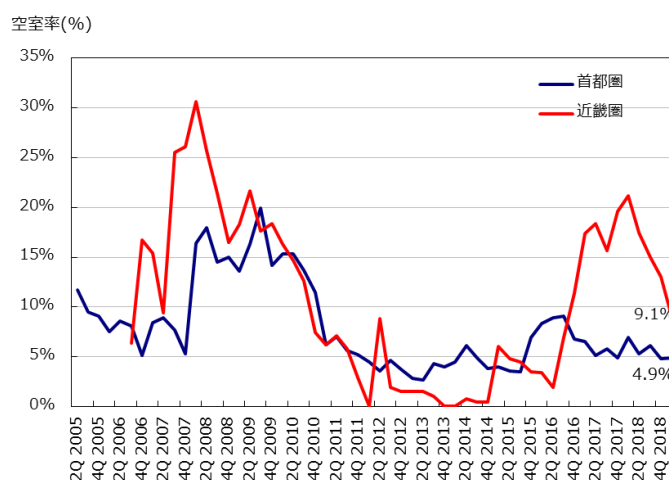


(資料)観光庁「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

⑤ 物流施設

CBREによると、大型マルチテナント型物流施設の空室率（2019年第1四半期）は、首都圏が4.9%（前期比+0.1%）、近畿圏が9.1%（▲3.9%）となった（図表-21）。引き続きeコマース市場が拡大し、交通アクセスに優れた大型物流施設への需要は旺盛であるほか、物流コスト削減などを目的に、これまで空室率の高かった圏央道エリアでも空室の解消が進んでいる。また、一五不動産情報サービスによると、2019年1月の東京圏の募集賃料は4,180円/坪（前期比▲40円）とやや下落、関西圏は3,460円/坪（±0）は横ばいとなった。

図表-21 大型マルチテナント型物流施設の空室率



（資料）CBREの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

① J-REIT(不動産投信)

2019年3月末の東証REIT指数（配当除き）は、2018年12月末比7.5%上昇しTOPIX(+6.5%)をアウトパフォームした。セクター別では、オフィスが9.0%、住宅が8.0%、商業・物流等が5.3%の上昇となった（図表-22）。3月末時点のバリュエーションは、純資産9.8兆円に保有物件の含み益3.1兆円を加えた12.9兆円に対して時価総額は約14.1兆円でNAV倍率は1.1倍、分配金利回りは3.9%で10年国債利回り（▲0.09%）とのスプレッドは4.0%である。

需給面では、引き続き海外投資家による積極的な買いが目立つほか、リテール向けJリート投信からの資金流出に歯止めがかかり買い越しに転じたことが価格上昇に寄与した。また、2019年第1四半期の新規上場は2社で銘柄数が63社に増加する一方で、J-REITによる物件取得額は4,429億円（前年同期比▲37%）に留まり大きく鈍化した（図表-23）。

2018年度の東証REIT指数は13%上昇し3年ぶりのプラスとなった。株式市場が下落に転じるなか急ピッチの上昇に対する警戒感も指摘されるが、直近4年間の上昇率は2%に過ぎず概ねレンジ内での動きとなっている。

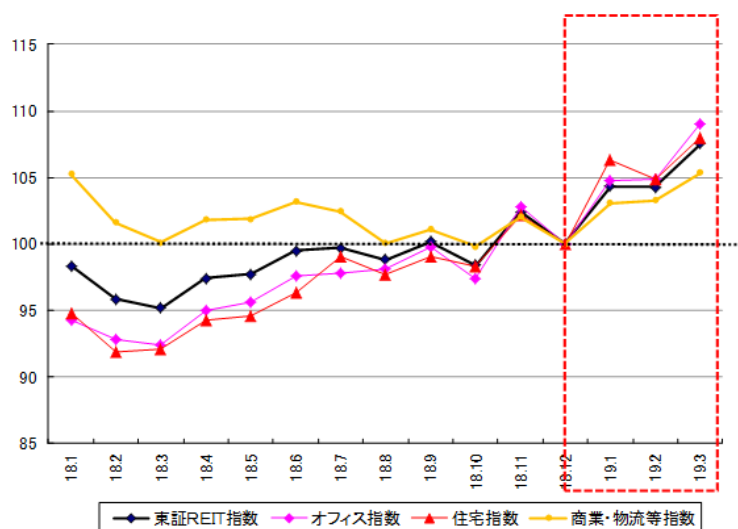
この4年間の騰落率について、(1)分配金成長、(2)10年金利、(3)REIT市場に対するリスクプレミアム（分配金利回り-10年金利）の3つの要因に分けて寄与度を確認すると、(1)分配金は毎年増加

し累計 27%のプラス寄与、(2)10 年金利は 16 年度を除いて低下し累計 14%のプラス寄与となった(図表-24)。

これに対して、(3)リスクプレミアムは 15 年度から 17 年度にかけて大きく上昇し累計 39%のマイナス寄与となっている。つまり、この間、分配金が増加し 10 年金利が低下したにもかかわらず、リスクプレミアムの上昇(2.7%→4.0%)がこれらの効果を打ち消した結果、REIT 市場の値動きはほぼ横ばいであった。

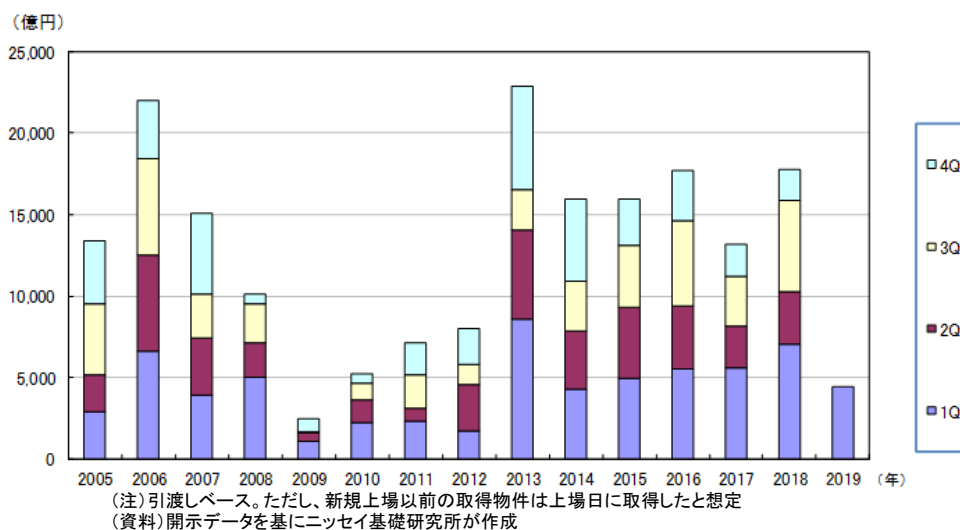
これまでのリスクプレミアム上昇は、不動産市況のピークアウトや金利上昇への懸念、J リート投信からの資金流出などが理由に挙げられる。しかし、18 年度はこれらの懸念材料を消化し投資家心理が改善したことでリスクプレミアムは縮小に転じ、分配金増加・10 年金利低下・リスクプレミアム縮小がバランスよく市場の上昇に寄与した。

図表-22 東証 REIT 指数(配当除き、2018 年 12 月末=100)

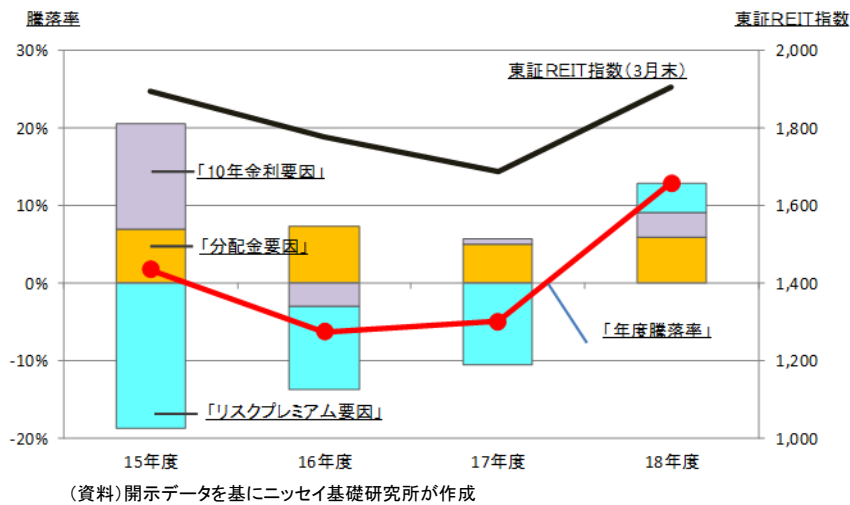


(資料)東京証券取引所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-23 J-REIT による物件取得額(四半期毎)



図表-24 J-REIT 市場の騰落率に関する寄与度分析(直近4年間)

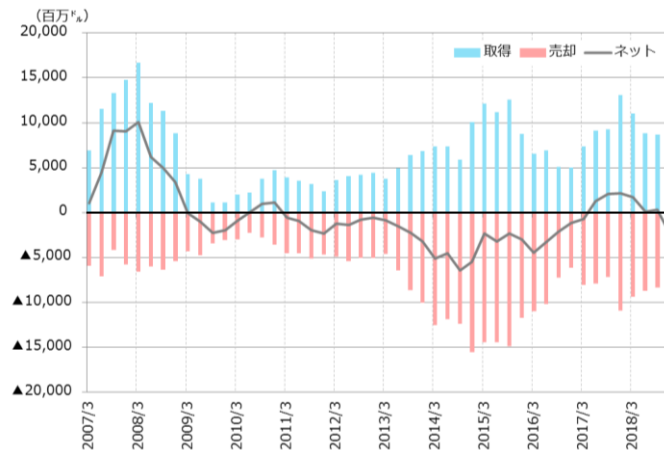


② 不動産投資市場

日経不動産マーケット情報(2019年5月号)によると、2019年第1四半期の不動産売買額は、9,642億円(前年同期比▲26%)に留まり、2013年以降で最低の水準となった。今期は大半の取引事例が100億円台であったが、投資に適した大規模優良物件の不足が売買額減少の要因の一つとして指摘されている。

RCAによると、海外投資家による直近12ヶ月間の国内不動産売買金額(2019年第1四半期、速報ベース)は売り買いともに減少し、ネットでは売り越しとなっている(図表-25)。

図表-25 海外資金による不動産売買額の推移(12ヶ月移動平均)



(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。