

不動産 投資 レポート

オフィス市況は好調維持。REIT市場は年初来高値圏で推移

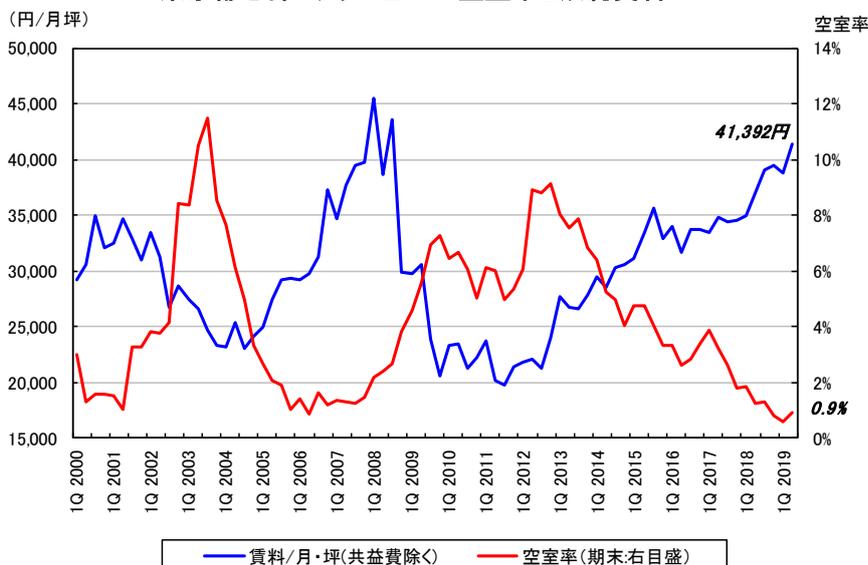
不動産クォーターリー・レビュー2019年第2四半期

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

要旨

- 2019年1-3月期のGDP成長率は高い伸びとなったが景気は基調として弱い動きとなっている。住宅市場は新築マンションの販売が低調な一方で中古マンションの成約が増加している。2019年4-6月期の新設住宅着工戸数は▲4.7%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は▲21.1%減少、中古マンションの成約件数は3.6%増加した。地価は引き続き上昇している。
- 東京オフィス市場は、タイトな需給環境を背景に賃料が上昇している。東京のマンション賃料は上昇基調を維持している。2019年上期の訪日外国人客数は前年同期比4.6%増加、外国人の延べ宿泊者数は13.6%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。
- 2019年第2四半期の東証REIT指数は1.6%上昇し、TOPIXの収益率を3四半期連続で上回った。

東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



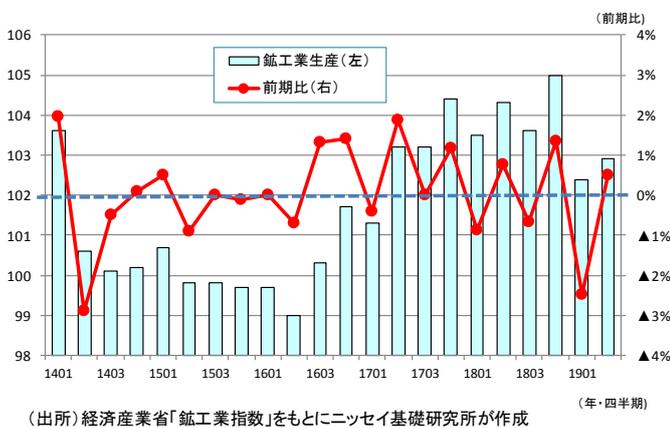
(出所) 空室率: 三幸エステート、賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

1. 経済動向と住宅市場

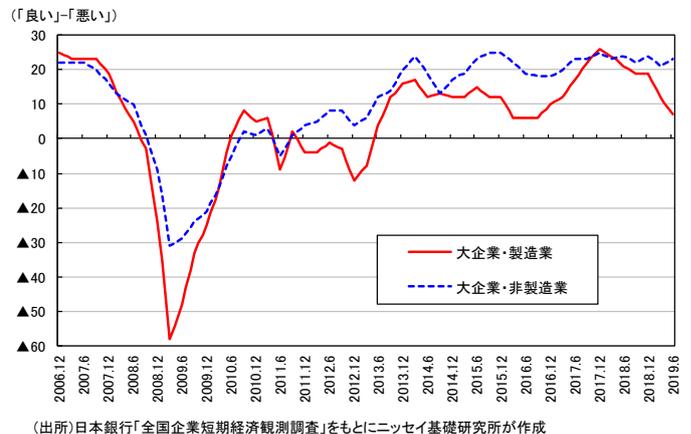
2019年1-3月期の実質GDP成長率(2次速報)は前期比年率2.2%へ上方修正されて高い伸びとなった。ただし、その主因は国内需要の低迷を反映した輸入の減少と在庫の積み上がりによるもので国内景気は基調として弱い動きとなっている。経済産業省によると、4-6月期の鉱工業生産指数は前期比0.5%と2四半期ぶりに上昇したが前期(1-3月期)の大幅減産(▲2.5%)の後としては戻りが弱い(図表-1)。また、2019年6月の日銀短観によると、大企業・製造業の業況判断DIは+7(前期比▲5)となり2四半期連続で景況感が悪化した(図表-2)。

ニッセイ基礎研究所は、6月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2019年度0.4%、2020年度0.8%を予想する(図表-3)¹。10月に予定される消費税率引き上げの影響は前回時より小さくなる公算だが、米中貿易摩擦の激化や海外経済の減速などに伴う景気の下振れリスクに対して引き続き留意が必要である。

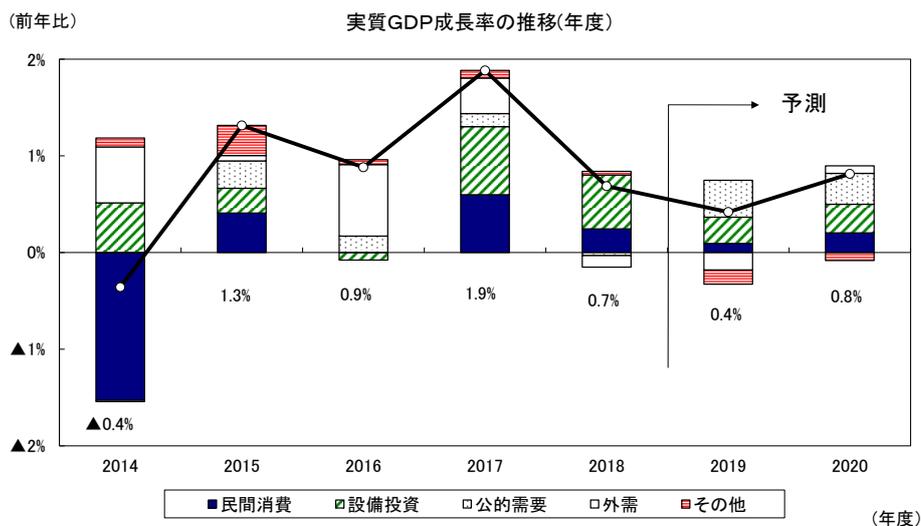
図表-1 鉱工業生産(前期比)



図表-2 日銀短観 業況判断DI(大企業)



図表-3 実質GDP成長率の推移(年度)



1 斎藤太郎『2019・2020年度経済見通し〜19年1-3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6月10日)

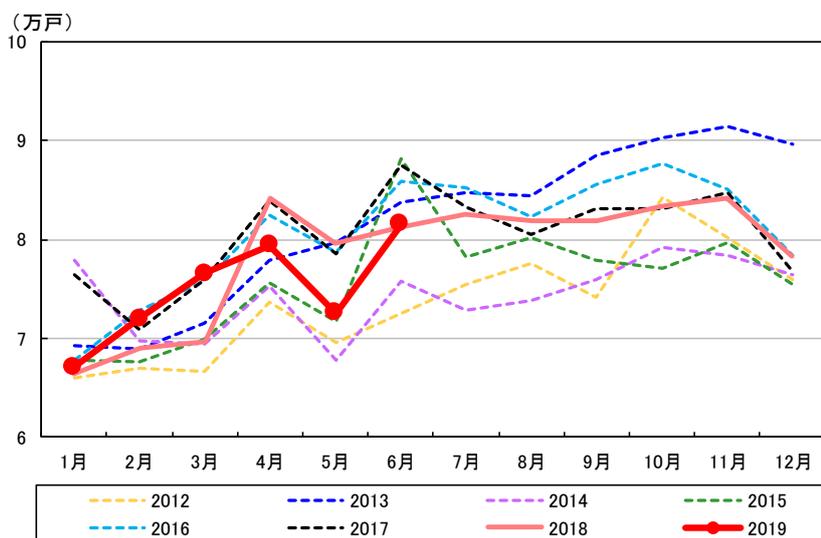
住宅市場は価格が高値で推移するなか、首都圏では中古マンションの成約件数が伸びている。2019年4-6月期の新設住宅着工戸数は約23.3万戸（前年同期比▲4.7%）となり前期(1-3月、+5.2%)に増加した反動もあって減少に転じた(図表-4)。個人向けアパートローン融資の厳格化を背景に貸家が10カ月連続で減少する一方で、持家の着工が9カ月連続で増加した。国土交通省は「富裕層による面積の大きい持家の受注が増えており着工にも反映されている」としている。

2019年6月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,259戸（前年同期比▲15.0%）と6カ月連続で減少し、4-6月累計では5,886戸（前年同期比▲21.1%）にとどまった(図表-5)。この結果、19年上期の販売戸数は13,436戸(前年同期比▲13.3%)、1戸当たりの平均価格は6,137万円(+2.9%)、㎡単価は90.7万円(+3.7%)、初月契約率は66.5%(▲0.2%)、販売在庫は7,438戸(+1,070戸)となった。

一方、東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2019年第2四半期の首都圏の中古マンション成約件数は9,679件（前年同期比3.6%）となり同四半期ベースで過去最高を記録した(図表-6)。新築に対する価格面での割安感に加えて、既存マンションのストックが拡充し購入者の選択肢が増えていることも中古の需要を押し上げている。また、日本不動産研究所によると、2019年5月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比0.8%上昇し高値圏でもみあう動きとなっている(図表-7)。

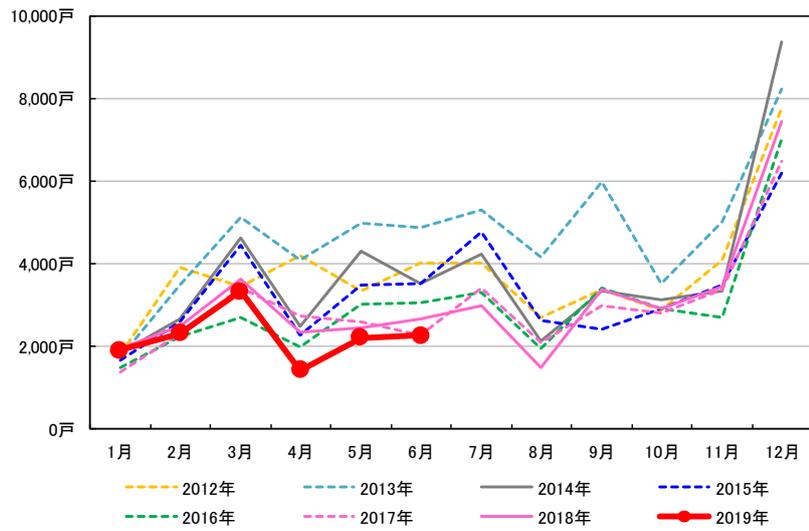
今後の住宅市場については、今年10月の消費税率引き上げの影響や東京・晴海の五輪選手村跡地における開発プロジェクト「HARUMI FLAG (4,145戸)」の販売動向(7月開始)が注目される。

図表-4 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



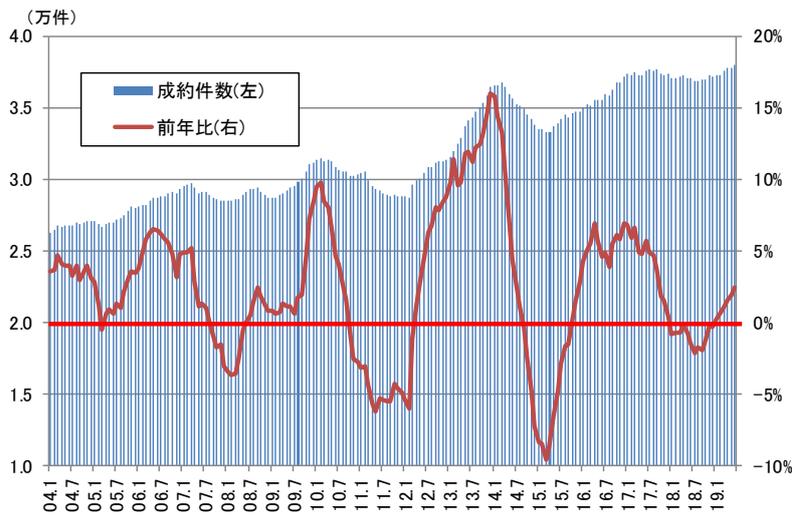
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-5 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



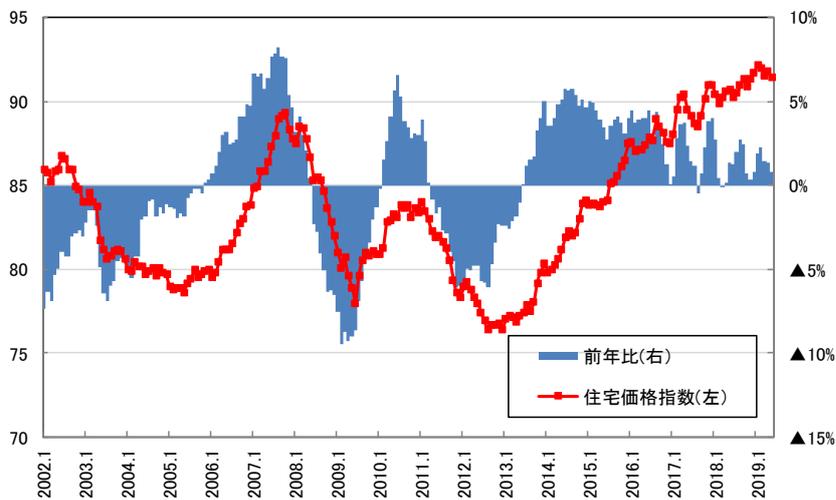
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-6 首都圏の中古マンション成約件数(12カ月累計値)



(出所)東日本不動産流通機構のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 不動研住宅価格指数(首都圏中古マンション)



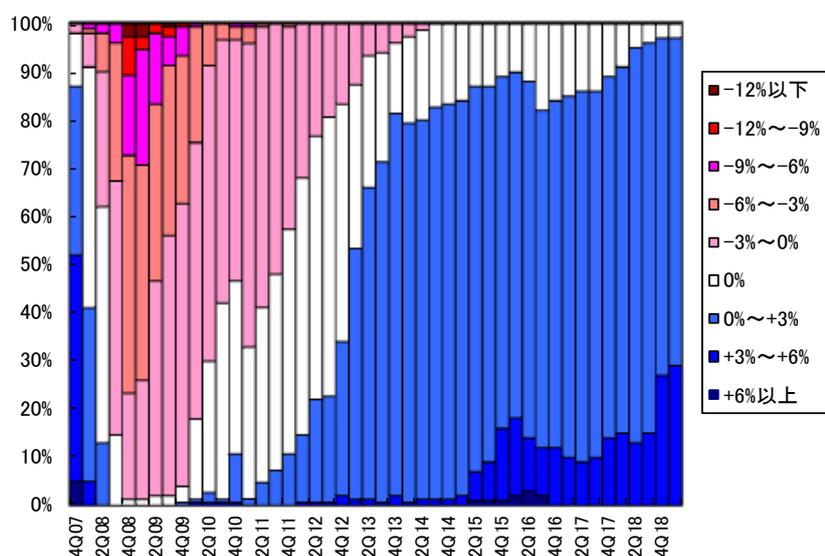
(出所)日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

地価は引き続き上昇し上昇幅も拡大傾向にある。国土交通省の「地価 LOOK レポート（2019 年第 1 四半期）」によると、全国 100 地区のうち上昇が「97」、横ばいが「3」、下落が「0」となり、5 期連続で上昇地区が 9 割以上を占めた（図表-8）。引き続き、繁華性や利便性の高いエリアでの不動産投資が活発で、今回「3~6%」上昇に「宮の森（札幌）」と「天王寺（大阪）」が加わるなど「3~6%」上昇の地点数は期を追う毎に増加している（「13」→「15」→「27」→「29」）。

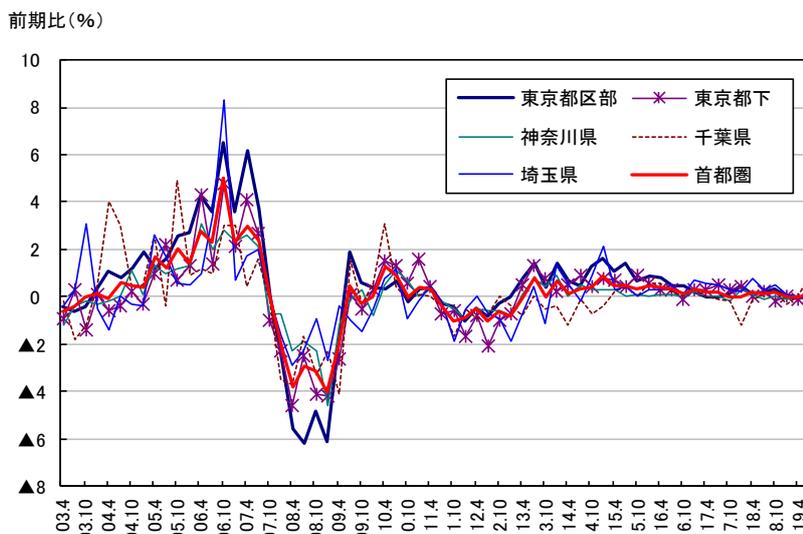
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率（2019 年 7 月 1 日時点）は前期比 0.1%となった（年間 0.2%上昇）。「横ばい」を示した地点の割合は 91.1%(前回 92.3%)となり横ばいの傾向が続いている（図表-9）。

図表-8 全国の地価上昇・下落地区の推移



(出所) 国土交通省「地価LOOKレポート」をもとに作成

図表-9 首都圏の住宅地価格(変動率、前期比)



(出所) 野村不動産アーバンネットのデータをもとに作成

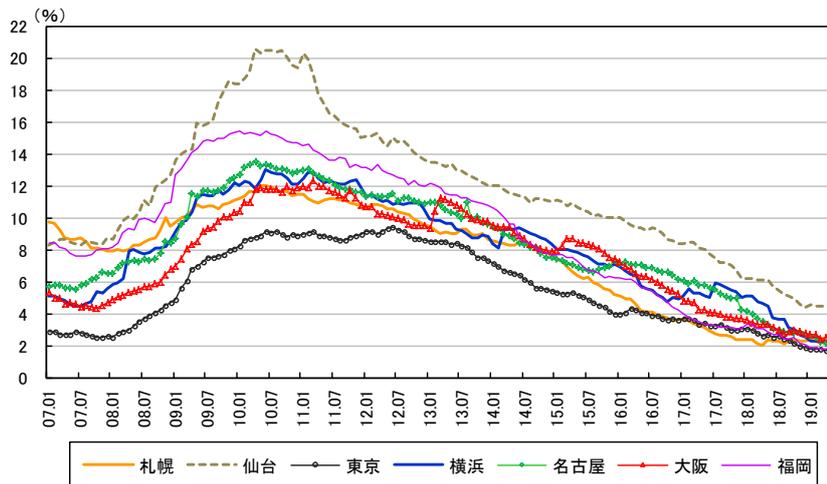
3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

三鬼商事によると、6月の都心5区空室率は新築ビルへの移転に伴う2次空室の発生により1.72%（前月比+0.08%）と11カ月ぶりに上昇したが依然として過去最低水準にある。平均募集賃料は66カ月連続で前月比プラスとなり賃料の上昇ペースも年率7~8%の水準を維持している。他の主要都市でもオフィス需給が逼迫するなか空室率は低下し（図表-10）、賃料も上昇している。

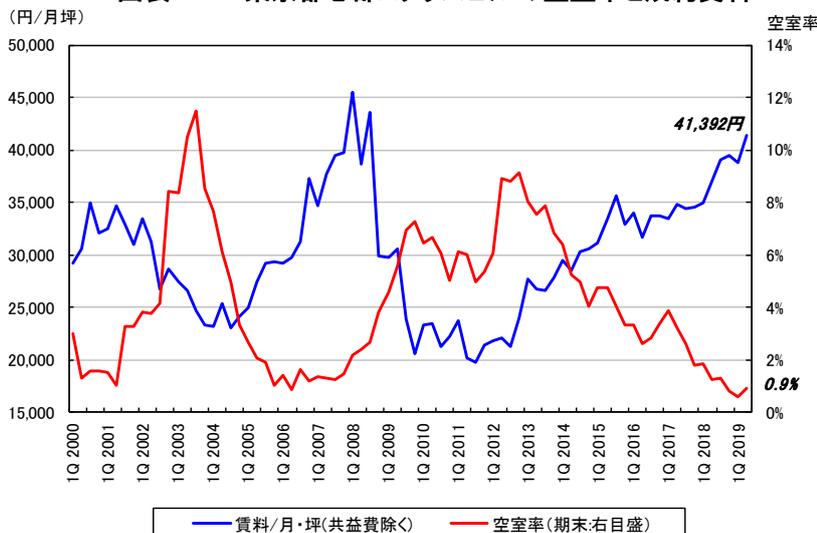
三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2019年第2四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は41,392円（前期比6.9%）となった。Aクラスビルの空室率が3期連続で1%を下回り極めて引き締まった需給環境が継続するなか、Aクラスビル賃料は2008年第3四半期以来となる4万円台を回復した（図表-11）。また、日経不動産マーケット情報（2019年8月号）によると、「東京主要オフィスエリアの成約水準(2019年6月末)は微増が続き、東京駅周辺は半年前より上限が2,000円上昇し3.5万円~5.2万円に、渋谷駅周辺は半年前より上下限ともに3,000円上昇し3.2万円~4.2万円に達した²⁾」としている。

図表-10 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-11 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



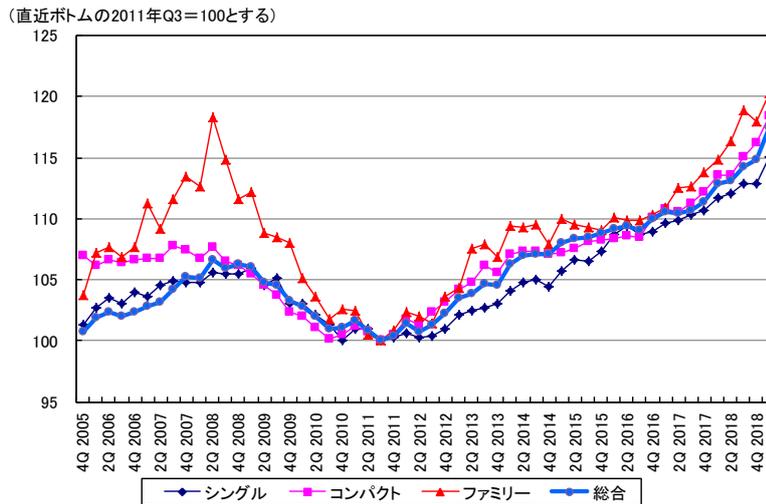
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

²⁾ 駅から徒歩5分、築10年、基準階床面積300坪以上の大型ビルを想定。複数のオフィス仲介会社にヒアリング。

②賃貸マンション

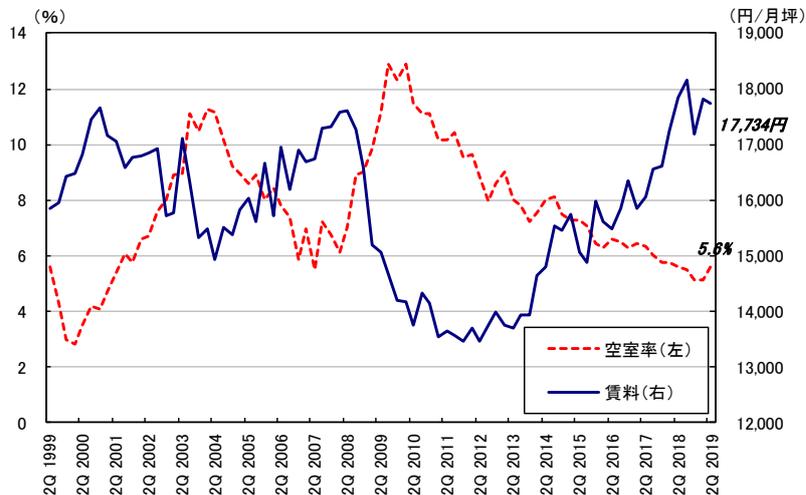
東京 23 区のマンション賃料は上昇基調を維持している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2019 年第 1 四半期は前年比でシングルタイプが 3.1%、コンパクトタイプが 4.3%、ファミリータイプが 4.8% 上昇した(図表-12)。住宅系 REIT の運用実績をみても都心エリアに近く面積の大きい住居ほど賃料は強含んでいる³。一方で、高級賃貸マンションの空室率(2019 年 6 月末)は前年比横ばいの 5.6%、賃料は前年比▲0.7%の 17,734 円/月坪とわずかに下落した(図表-13)。

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) bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

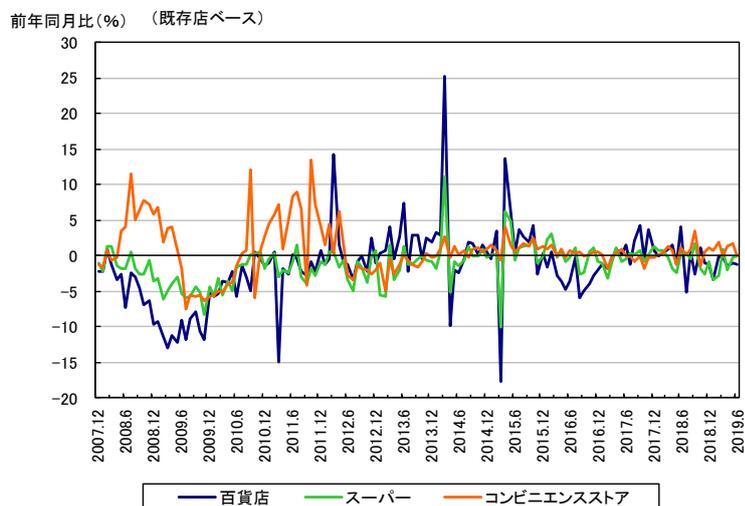
③商業施設・ホテル・物流施設

商業動態統計などによると、2019 年 4-6 月の小売販売額(既存店、前年比)は百貨店が▲1.3%、スーパーが▲0.7%、コンビニエンスストアが 1.0% となった(図表-14)。コンビニエンスストアは 4-5 月の行楽需要が好調であったのに対して、百貨店・スーパーは衣料品の売上が低調であった。

³ 日本アコモデーションファンド投資法人(2019 年 2 月期)によると、テナント入替時の賃料変動率は+5.8%に拡大し、住居タイプでは「ラージ」>「ファミリー」>「コンパクト」>「シングル」の順に上昇率が高い。

また、観光庁によると訪日外国人旅行消費額（2019年第2四半期）は1兆2,810億円(前年同期比+13.0%)となり四半期として過去最高となった。このうち消費額全体の約36%を占める中国が26%増加した。

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)

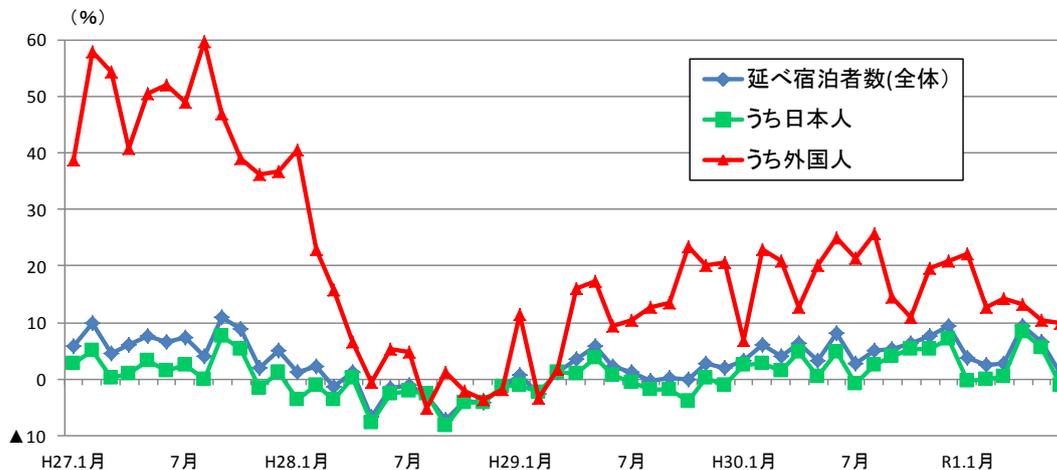


(出所)経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」をもとに作成

2019年上期(1-6月)の訪日外国人客数は前年同期比4.6%の1,663万人となり、増加率は鈍化傾向にある。特に全体の約23%を占める韓国の減少(▲3.8%)が目立つ。政府目標である「2020年4,000万人」を達成するには今後年率+16%の伸びが必要となる。

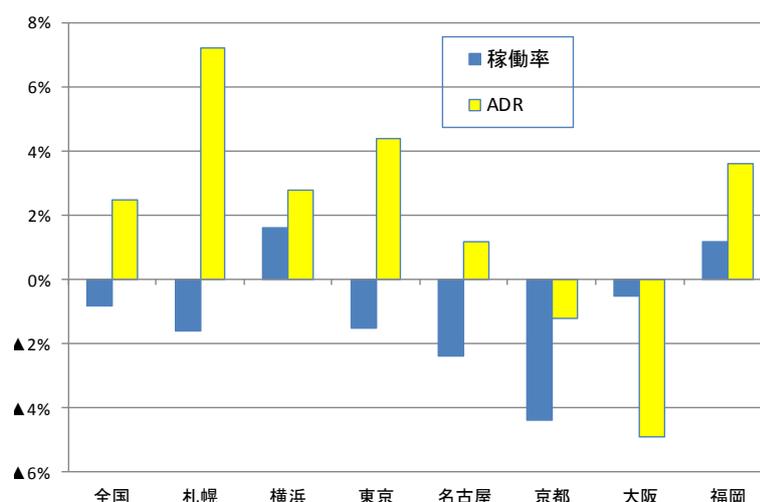
宿泊旅行統計調査によると、2019年上期の延べ宿泊者数は前年同期比4.3%増加し、このうち外国人が+13.6%、日本人が+2.3%となった(図表-15)。外国人の宿泊数が訪日客数の伸びを上回ったことに加えて、GW10連休の効果から日本人の宿泊数が増加したこともプラスに寄与した。STR社によると、全国のホテル稼働率(2019年上期)は82.1%(前年同期比▲0.8%)と引き続き高い水準を維持している。また、平均客室単価(ADR)は前年比2.5%上昇したが、新規供給の多い大阪・京都ではADRが下落するなどエリア間で格差も見られる(図表-16)。

図表-15 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-16 ホテル稼働率と平均客室単価(2019年上期(1-6月)、前年同期比)

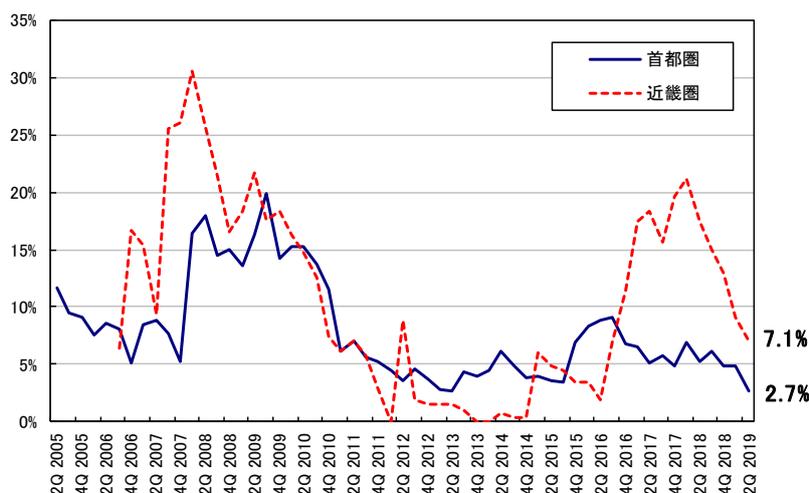


(出所)STR社のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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 (2019年6月末) は前期末比▲2.2%低下の2.7%となった (図表-17)。Eコマース市場の拡大や物流拠点の集約・効率化ニーズを背景に先進的物流施設への需要は旺盛で、「東京ベイエリア」と「外環道エリア」の空室率は0%となった。CBREの予測では、2019年下期は15棟の新規供給が予定されるがテナント内定率は既に70%を超えており、空室率は2.0%程度に低下し過去最低を更新する可能性があるとしている。近畿圏の空室率も新規供給が落ち着く前前期比▲2.0%低下の7.1%となった。

また、一五不動産情報サービスによると、2019年4月の東京圏の募集賃料は前期比▲0.5%下落し4,160円/坪となった⁴。

図表-17 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 が所有する物流施設の賃料は堅調である。GLP 投資法人 (2019年2月期) の賃料増額改定面積 (全体の95%) における上昇率はプラス5.0%、日本プロロジスリート投資法人 (2019年5月期) の改定賃料変動率はプラス1.4%となっている。

4. J-REIT(不動産投信)市場

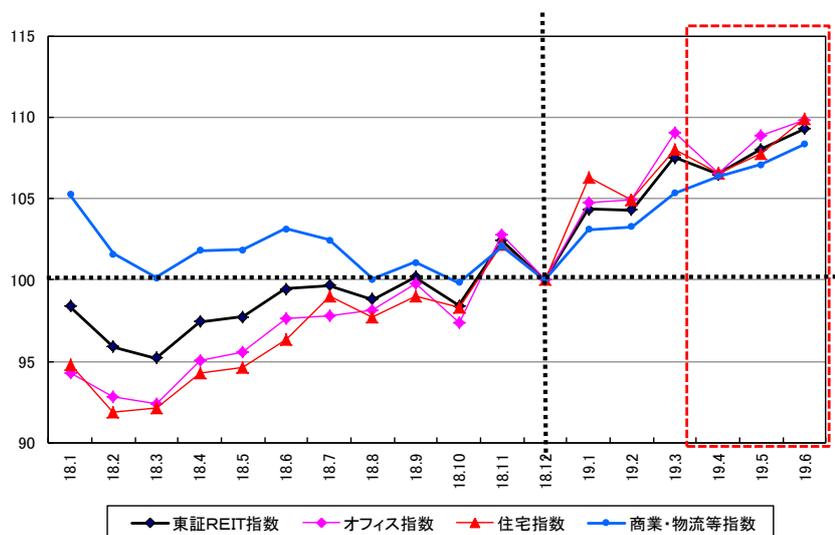
2019年6月末の東証REIT指数(配当除き)は、3月末比1.6%上昇しTOPIX(▲2.5%下落)の収益率を3四半期連続で上回った。セクター別では、商業・物流等が2.8%、住宅が1.8%、オフィスが0.7%の上昇となった(図表-18)。6月末時点のバリュエーションは、純資産9.9兆円に保有物件の含み益3.2兆円を加えた13.1兆円に対して時価総額は14.5兆円でNAV倍率は1.1倍、分配金利回りは3.9%、10年国債利回りとのスプレッドは4.0%となっている。

J-REITによる第2四半期の物件取得額(引渡しベース)は4,525億円(前年同期比+42%)、上期累計で8,954億円(▲13%)となった(図表-19)。不動産売買市場では依然として物件の品薄感が強いなか、第2四半期は物流施設やホテルを中心にスポンサーからの取得が大幅に増加した。なお、アセットタイプ別の取得割合(上期累計)は、オフィス(30%)、物流施設(24%)、ホテル(15%)、商業(11%)、底地など(10%)、住宅(9%)の順となっている。

7月に入り東証REIT指数は一段と上昇し、7/11には節目となる2,000ポイントの大台を2007年12月以来、11年7カ月ぶりに回復した。現在のマーケット環境について、(1)前回の不動産ミニバブル期で初めて2,000を突破した局面(2007年1月)、(2)アベノミクス相場で直近高値1,990を付けた局面(2015年1月)と比較すると、今回の上昇スピードは過去と比べて緩やかなため過熱感に乏しく、先高期待はなお強い(図表-20)。足もとの市場ファンダメンタルズも良好で、分配金水準は賃料収入の増加や金融コストの減少などにより、(1)及び(2)の各時点を12%、31%上回る。また、NAV(ネット・アセット・バリュー、純資産価値)についても不動産価格の上昇によりそれぞれ28%、43%増加し資産価値が高まっている。この結果、現在のバリュエーションは分配金利回りで3.7%、NAV倍率で1.2倍となり、これまでの上昇局面と比較して割高感は強まっていない。さらに、10年金利がマイナス圏で推移するなかイールドスプレッドは3.9%と高い水準で、利回り指標の面から上値の余地があると言えそうだ。

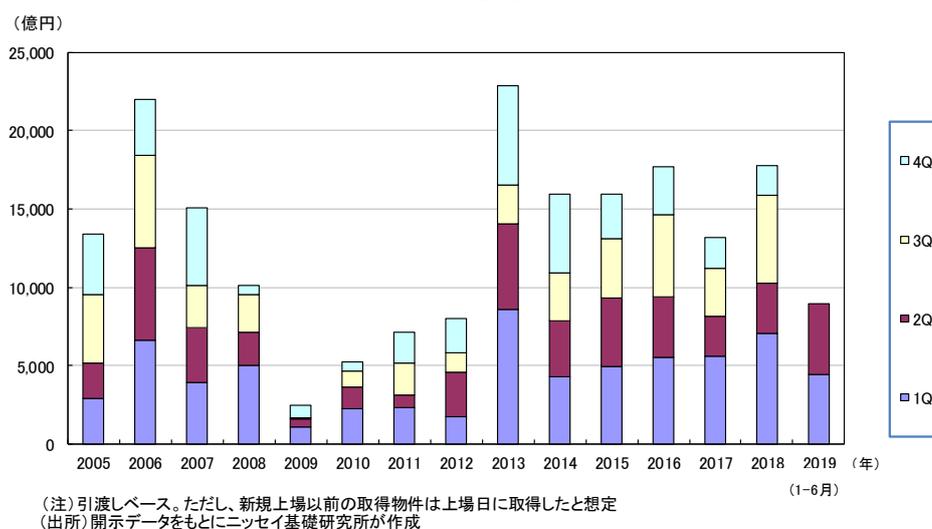
もっとも、東証REIT指数が大台を突破したことで今後は値動きが激しくなり市場のボラティリティが高まる可能性がある。前回の不動産ミニバブル期ではその後5ヶ月で一気に30%も上昇し天井を形成した。株式市場の動向やグローバル景気の減速など外部環境に不透明感もあり、今後は市場ファンダメンタルズに沿った落ち着いた展開が望まれる。

図表-18 東証REIT指数(配当除き、2018年12月末=100)



(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図表-19 J-REITによる物件取得額(四半期毎)



図表-20 過去の上昇局面との比較(2019年7月末時点)

		(1) 前回ミニバブル期(07年1月)	(2) 直近高値(15年1月)	現在(19年7月末)
REIT市場	東証REIT指数 (前年比)	2,032 (+26%)	1,990 (+33%)	2,017 (+14%)
	REITファンダメンタルズ			
	分配金水準	67.2	57.5	75.4
	NAV水準	1,350	1,210	1,730
REITバリュエーション	分配金利回り	3.3%	2.9%	3.7%
	(利回りスプレッド)	(1.6%)	(2.7%)	(3.9%)
	NAV倍率	1.5x	1.6x	1.2x
金利	10年国債利回り	1.7%	0.2%	-0.2%

(出所) ニッセイ基礎研究所

(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。