

# 不動産 投資 レポート

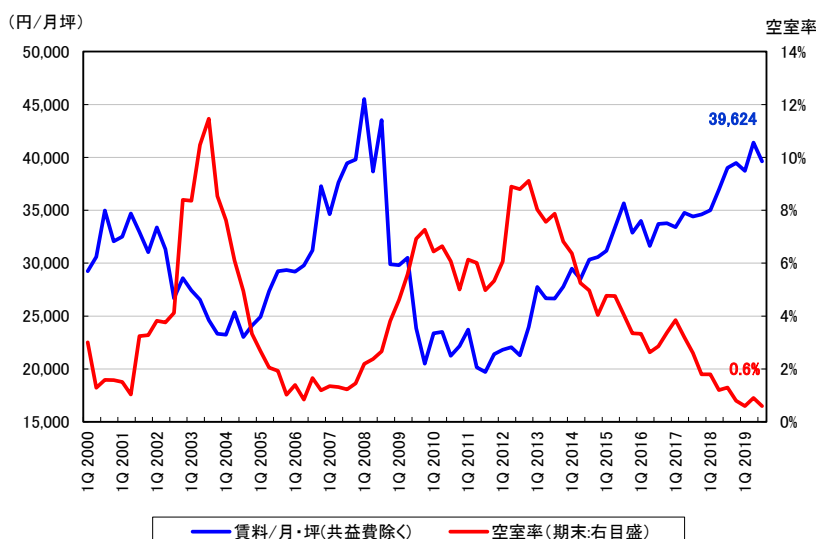
## オフィスは需給逼迫が継続。 REIT 指数は上昇基調を強める。 不動産クォーターリー・レビュー2019年第3四半期

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 吉田 資  
(03)3512-1861 e-mail: [tyoshida@nli-research.co.jp](mailto:tyoshida@nli-research.co.jp)

### 要旨

- 2019年4-6期の実質GDPは3四半期連続のプラス成長となった。ただし、10月の消費増税により、民間消費を中心に国内需要が一定程度落ち込むことは避けられない見通しである。
- 住宅市場では、新築マンション販売の低迷が続く一方、中古マンションの成約件数は増加している。また、地価の上昇は継続し、上昇幅も拡大している。
- 東京オフィス賃料は、極めてタイトな需給環境を背景に高水準を維持している。また、東京のマンション賃料も上昇基調で推移している。首都圏の物流施設市場では、過去最高水準の新規供給を上回る需要が発生し、空室率は低下した。ホテルの客室稼働率(全国平均)は前年同期を下回った。
- 2019年第3四半期の東証REIT指数は12.3%上昇しTOPIXの上昇率を4四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



(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

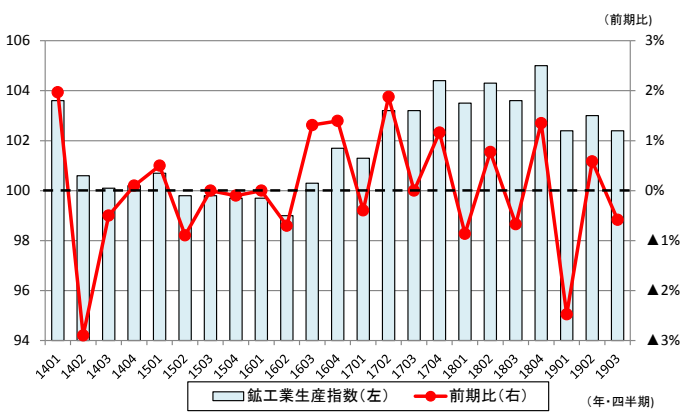
## 1. 経済動向と住宅市場

2019年4-6月期の実質GDP（2次速報）は、前期比0.3%（前期比年率1.3%）と3四半期連続のプラス成長となった。海外経済の減速や世界的なIT需要の落ち込みなどによる外需の悪化を堅調な国内需要がカバーする状況が続いている。

経済産業省によると、2019年7-9月期の鉱工業生産指数は、前期比▲0.6%と2四半期ぶりに下落した（図表-1）。自動車や半導体製造装置の輸出減少を背景に、輸送機械や生産用機械の生産が落ち込んでいる。また、2019年9月の日銀短観によると、大企業・製造業の業況判断DIは+5（前期比▲2）となり、3四半期連続で景況感が悪化した（図表-2）。

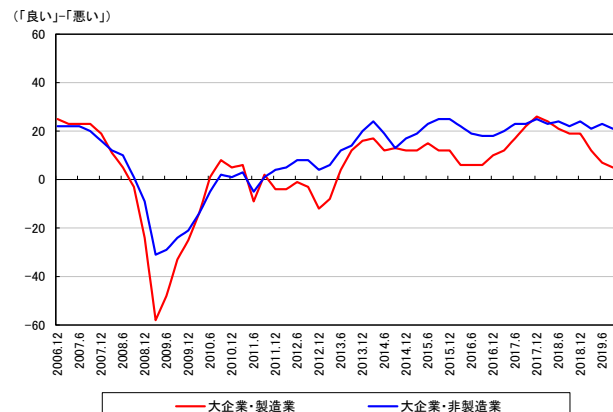
ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2019年度0.6%、2020年度0.7%になると予測する（図表-3）<sup>1</sup>。2019年10月の消費増税は前回の増税時（2014年4月）に比べて経済への悪影響は小さくなるが、民間消費を中心に国内需要が一定程度落ち込むことは避けられず、当面は1%を下回る成長を見込む。

図表-1 鉱工業生産(前期比)



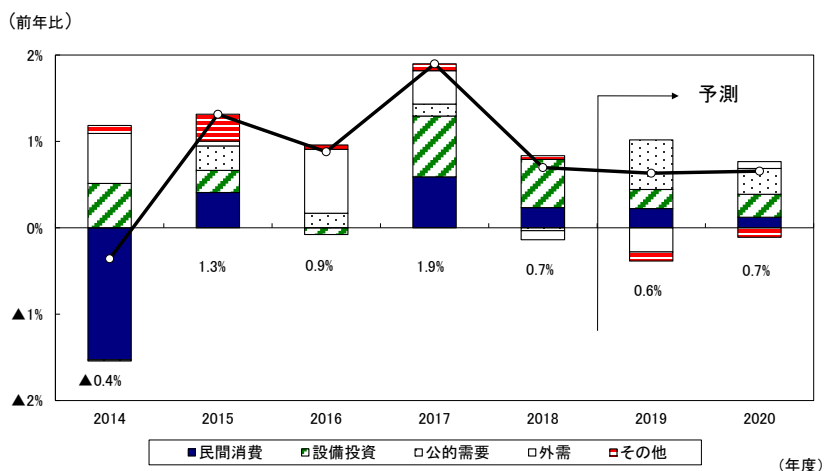
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-2 日銀短観 業況判断DI(大企業)



(出所) 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

図表-3 実質GDP成長率の推移(年度)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」(2019年9月)を基にニッセイ基礎研究所が作成

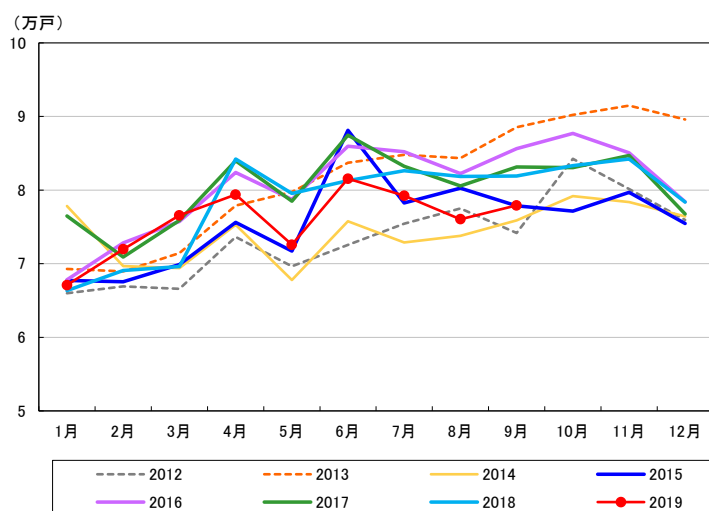
1 斎藤太郎『2019・2020年度経済見通し〜19年4-6月期GDP2次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2019年9月9日）

2019年7-9月期の新設住宅着工戸数は約23.3万戸（前年同期比▲5.4%）となった。個人向けアパートローン融資の厳格化を背景に、貸家が13カ月連続で前年同期比マイナスとなる等、引き続き低水準の着工が続いている(図表-4)。

2019年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,359戸（前年同月比▲30.0%）と前年同月を大幅に下回った(図表-5)。1-9月累計でも19,566戸（前年同期比▲16.3%）にとどまっており、住宅ローン減税の拡充やすまい給付金など、消費増税後の住宅取得に対する支援策が講じられたこともあり、目立った駆け込み購入は起こらなかった模様である。

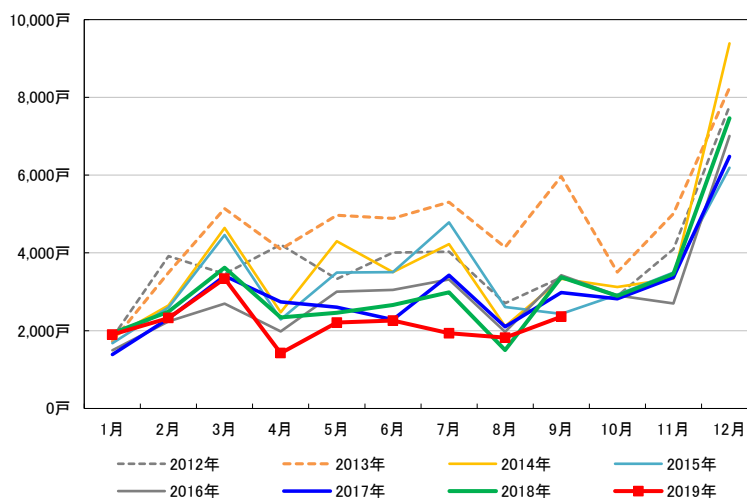
また、注目を集めていた東京・晴海の五輪選手村跡地における開発プロジェクト「HARUMI FLAG（分譲戸数4,145戸）」の第1期販売（600戸）が7月～8月に行われた。首都圏全体の販売状況が低迷するなか、申し込み数は1,543組で平均倍率は約2.6倍となり、売れ行きは堅調であった。

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書」を基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)

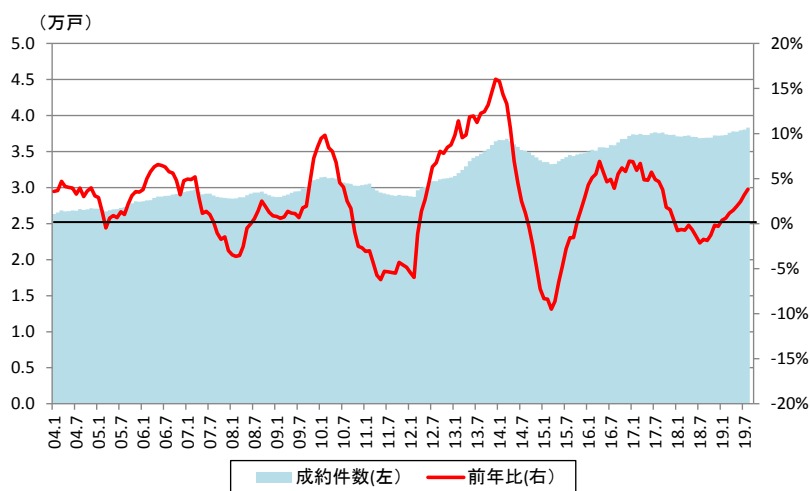


(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2019年第3四半期の首都圏の中古マンション成約件数は9,406件（前年同期比+8.3%）となり、引き続き高い水準と維持している（図表-6）。

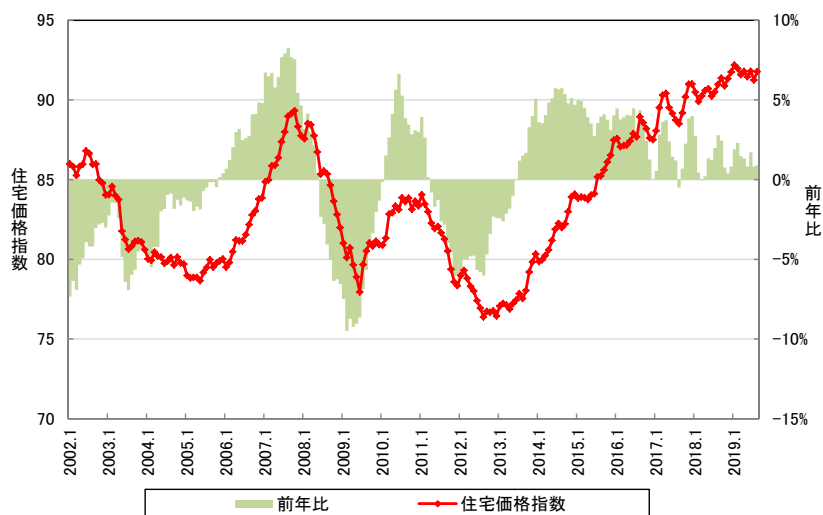
また、日本不動産研究所によると、住宅価格指数（首都圏中古マンション）は高値圏で推移している。2019年8月の指数は前期同期比+0.9%となり、17ヶ月連続で前年同月比プラスとなった（図表-7）。中古マンションは、新築に対する価格面での割安感や優良ストックの拡充等を背景に、需要が高まっており価格も上昇している。

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(東日本レイズ)の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 不動産住宅価格指数(首都圏中古マンション)



(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」を基にニッセイ基礎研究所が作成

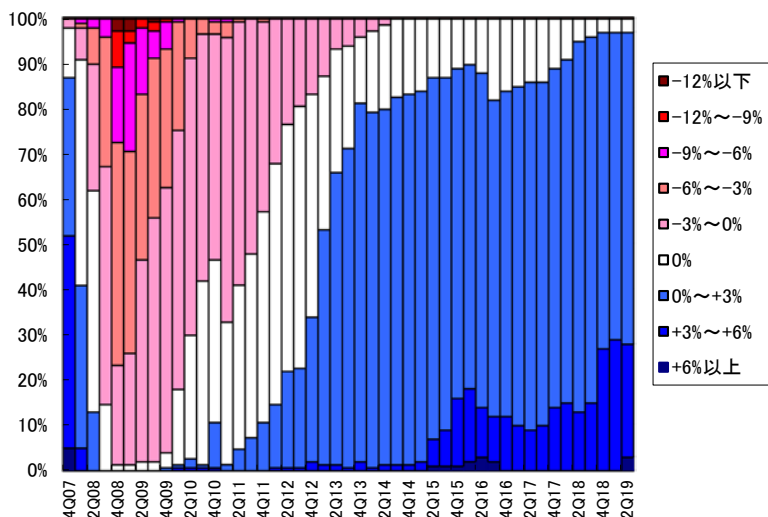
## 2. 地価動向

地価の上昇は継続し、上昇幅も拡大している。国土交通省の「地価 LOOK レポート（2019年第2四半期）」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、6期連続で上昇地区が9割以上を占めた（図表-8）。再開発事業の進展により繁華性が向上したエリアや利便性の高いエリアを中心として不動産投資が活発で、大阪圏の商業系3地区（「西梅田」・「茶」

屋町」・「新大阪」)は前期の「3~6%上昇」から「6%以上の上昇」となり、上昇幅が拡大した。

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10月1日時点)は前期比0.1%となった(年率0.1%上昇)。「横ばい」を示した地点の割合は94.0%(前回91.1%)となり、横ばい傾向が継続している(図表-9)。

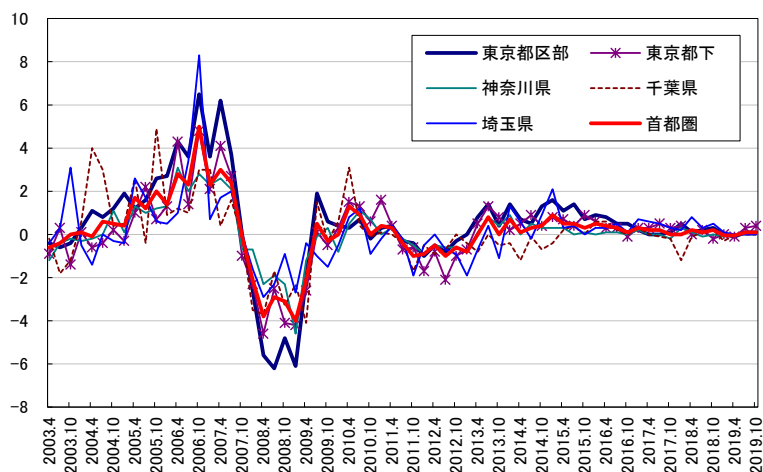
図表-8 全国の地価上昇・下落地区の推移



(出所)国土交通省「地価LOOKレポート」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-9 首都圏の住宅地価格(変動率、前期比)

対前期比(%)



(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

### 3. 不動産サブセクターの動向

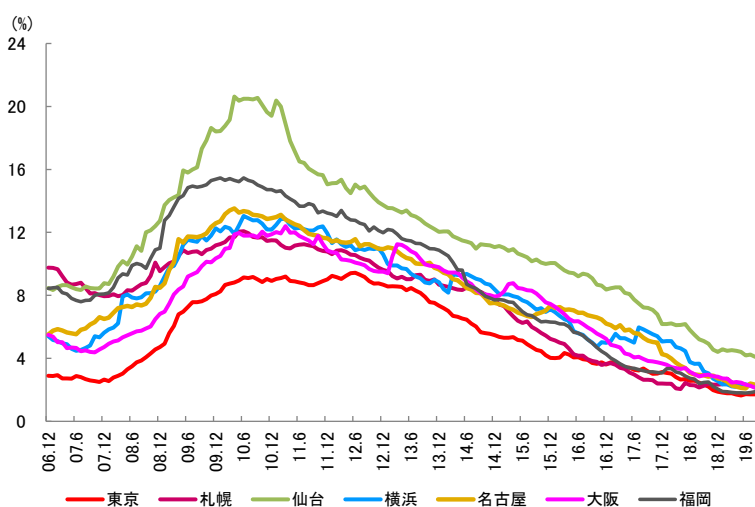
#### ①オフィス

三鬼商事によると、2019年9月の都心5区空室率は1.64%(前月比▲0.07%)と過去最低水準となった。平均募集賃料は69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%前後の高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、賃料上昇が続いている(図表-10)。

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」によると、2019年第3四半期の東京都心部Aクラスビルの空室率は0.6%と4期連続で1%を下回り、極めて逼迫した需給環境が続いている（図表-11）。一方、2019年第3四半期の成約賃料(月/坪)は39,624円となり、前期(41,392円)を下回った(前期比▲6.9%)。三幸エステートは「品薄感は強いものの、テナント側の賃料負担力は伸び悩んでおり、40,000円/坪前後で天井感が広がる兆しも見られる」と指摘している。

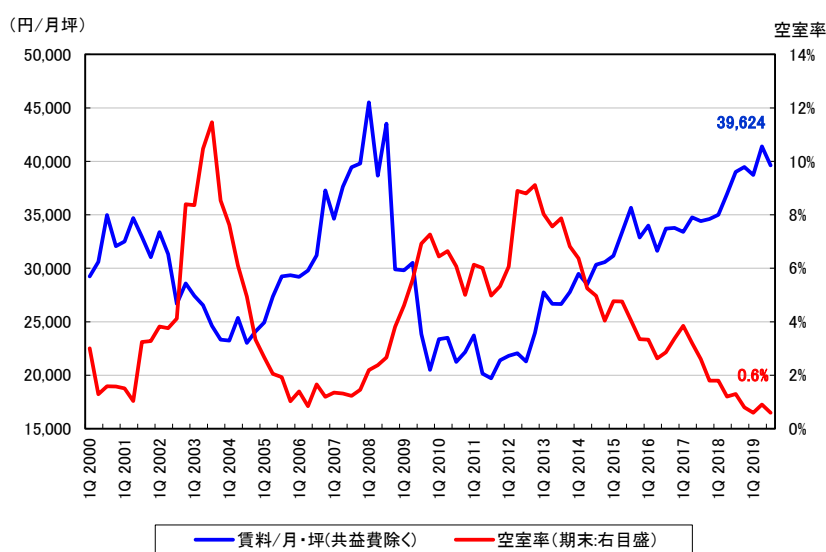
ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを8月に改定した。Aクラスビルの成約賃料は40,000円/月・坪の水準を維持した後、大量供給による空室率の上昇や、東京五輪開催後の経済低迷等に伴い下落基調に転じ、2023年には約35,000円となると予測する（図表-12）。現在の賃料水準は下回るものの、2017年の賃料水準(34,599円)と同水準に留まる見通しである。

図表-10 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基にニッセイ基礎研究所が作成

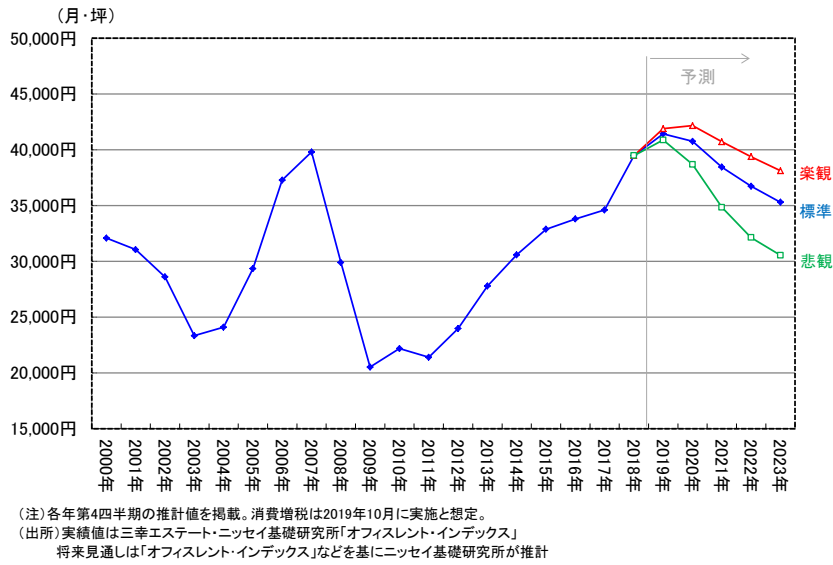
図表-11 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



(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-12 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

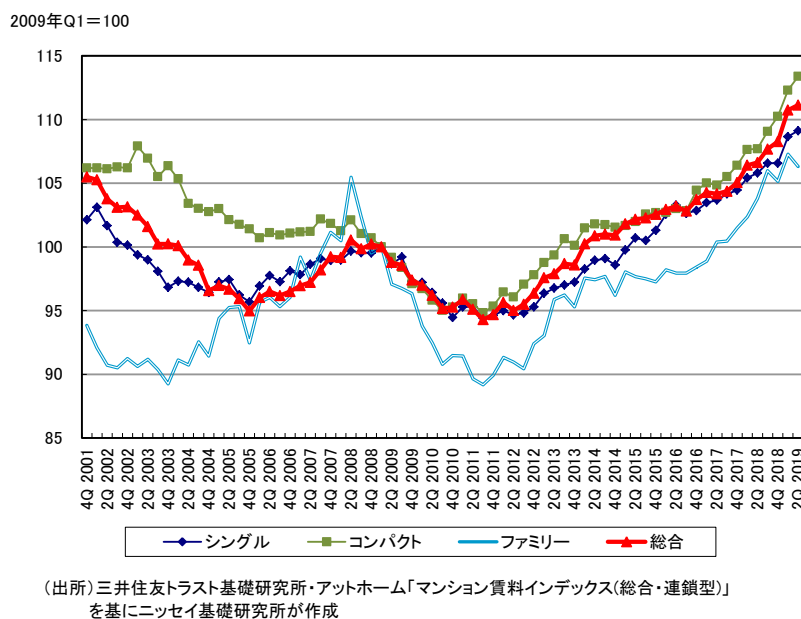


## ②賃貸マンション

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 2 四半期は前年比でシングルタイプが 5.3%、コンパクトタイプが 2.4%、ファミリータイプが 4.2% 上昇した(図表-13)。また、高級賃貸マンションの空室率(2019 年 9 月末)は前年比横ばいの 5.6%、賃料は前年比+1.9%の 18,067 円/月坪となった(図表-14)。

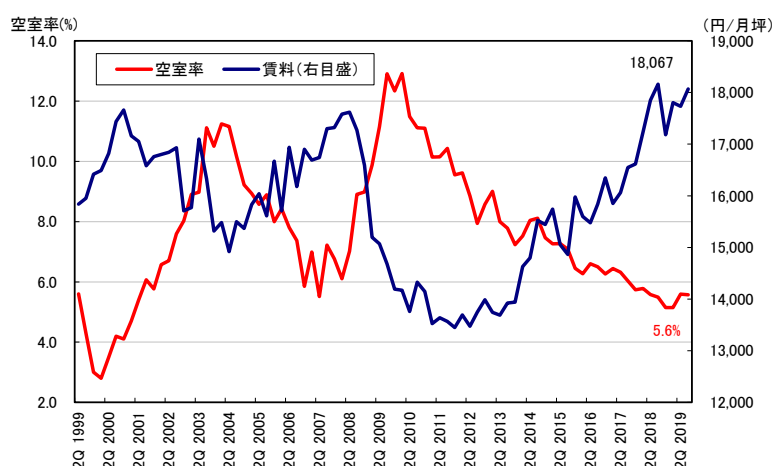
総務省「住民基本台帳人口移動報告」によれば、2019 年 7-9 月期の東京都区部の転入超過数<sup>2</sup>は、6,166 人(前年同期比+224 人)であった。継続的な人口流入に支えられた東京の賃貸マンション需要は底堅く、賃料の安定的な上昇に寄与している。

図表-13 東京 23 区のマンション賃料



<sup>2</sup> 転入者数-転出者数

図表-14 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)ケンコーポレーションのデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

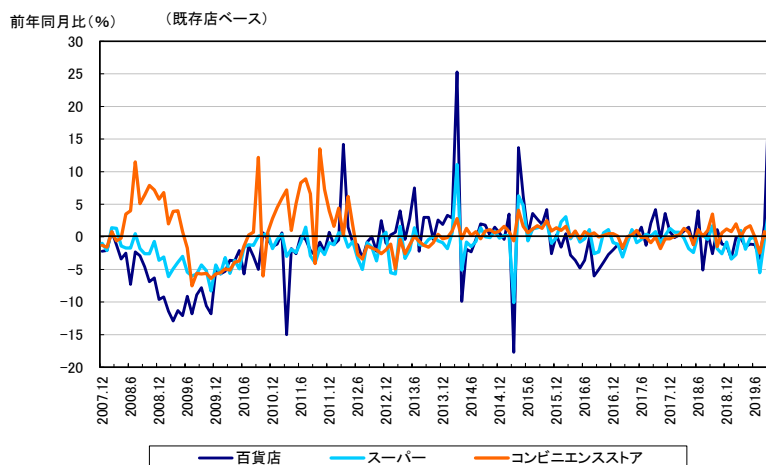
### ③商業施設・ホテル・物流施設

経済産業省「商業動態統計」によると、2019年9月の小売販売額（既存店、前年同月比）は百貨店が22.8%増、スーパーが4.4%増となった（図表-15）。9月は、10月の消費増税前の駆け込み需要の勢いが増し、販売額が大きく増加した。特に、百貨店では、宝飾品を中心とした高額商品や化粧品で駆け込み購入が起こった模様である。一方、コンビニエンスストアの販売額は▲1.1%とやや低調であった。

また、観光庁によると訪日外国人旅行消費額（2019年第3四半期）は1兆2,000億円(前年同期比+9.0%)となり、1-9月では3兆6,189億円と過去最高を記録した。

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」によれば、東京主要エリア別1F店舗賃料（2019年上期）は、「銀座」が最も高く（75,200円/月・坪・前期比+33%）、次いで「表参道」（52,400円/月・坪・前期比▲14%）、「渋谷」（45,200円/月・坪・前期比+5%）、「新宿」（42,500円/月・坪・前期比+19%）、「池袋」（29,500円/月・坪・前期比▲7%）となっている（図表-16）。

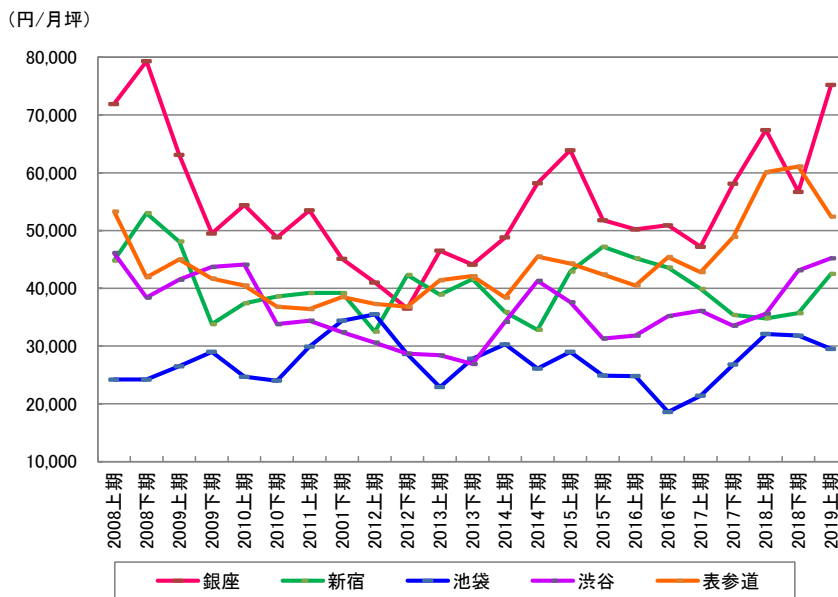
図表-15 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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



図表-16 東京主要エリアの店舗賃料(1F)

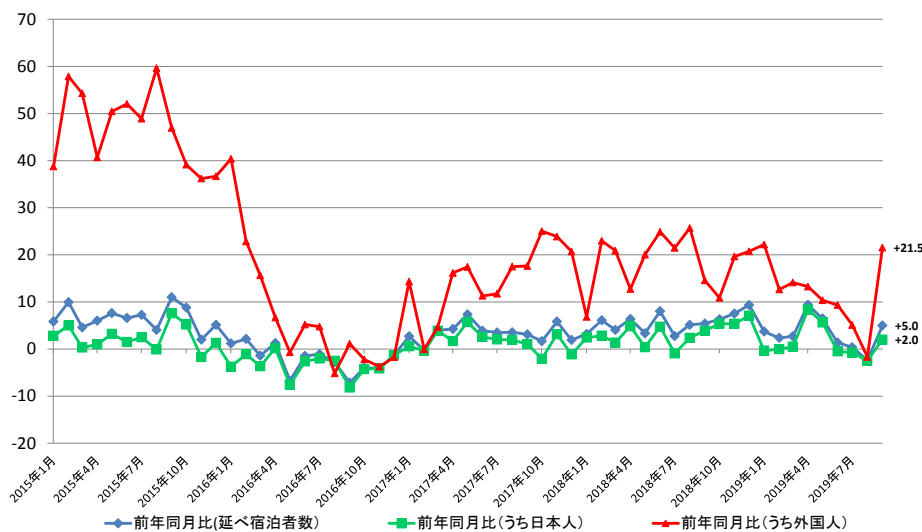


(情報データ提供)スタイルアクト、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「ReRem(リリム)」  
 (出所)日本不動産研究所、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「店舗賃料トレンド」

観光庁「宿泊旅行統計調査」によると、2019年8月の延べ宿泊者数は前年同月比▲2.4%減少し、30ヶ月ぶりに前年同月比マイナスとなった。日韓関係の冷え込みにより、韓国からの宿泊者が前年同月比▲49.2%減と半減した等が主因である。翌9月の延べ宿泊者数は、ラグビーワールドカップ開催等により、前年同月比+5.0%となり（日本人+2.0%、外国人+21.5%）、再びプラスに転じた。

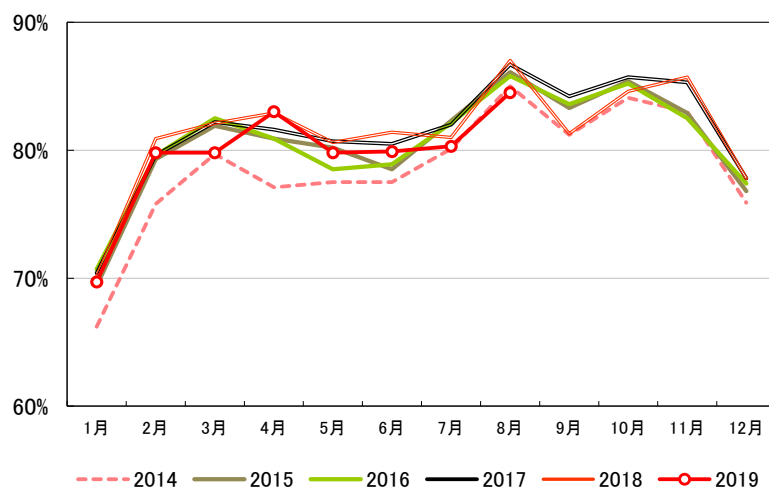
オータパブリケーションズによれば、2019年8月のホテルの客室稼働率（全国平均）は84.5%（前年同期比▲2.5%減）となり、4ヶ月連続で前年同月比マイナスとなった（図表-18）。

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」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-18 ホテル稼働率(全国・暦年比較)

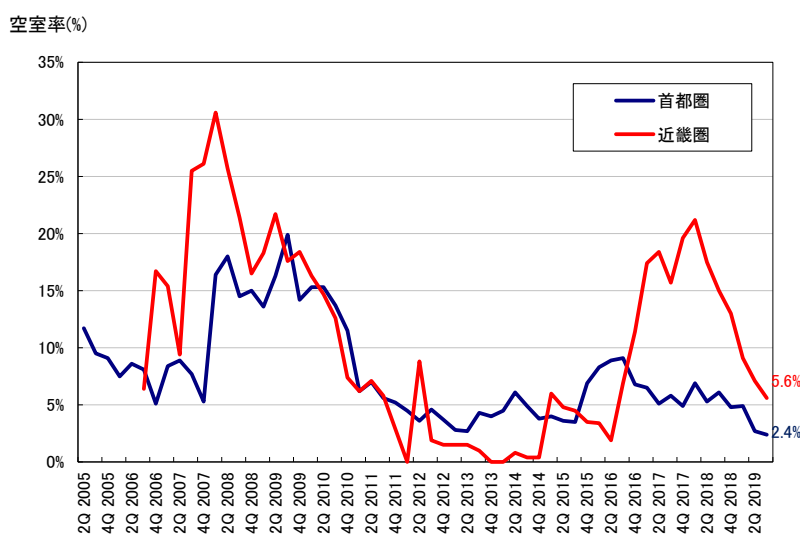


(出所)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

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9月末) は前期末比▲0.3%低下の2.4%となり、過去最低水準となった (図表-19)。2019年第3四半期の新規供給は過去最高水準の20.6万坪であったが、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引き続き旺盛で、新規供給を上回る需要 (21.1万坪) が発生し、空室率が低下した。CBREの予測では、首都圏の空室率は今後2四半期で0.1%低下の2.3%を予想し、過去最低水準を更新する見通しである。近畿圏の空室率も、新規供給が落ち着くなか前期比▲1.5%低下の5.6%となった。

また、一五不動産情報サービスによると、2019年7月の東京圏<sup>3</sup>の募集賃料は前期比▲1.0%下落し4,120円/坪となった。ただし、東京都に限定した募集賃料は2008年7月の調査開始以降で初めて7,000円/坪を上回り、堅調に推移している。

図表-19 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBREのデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>3</sup> 東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県・茨城県

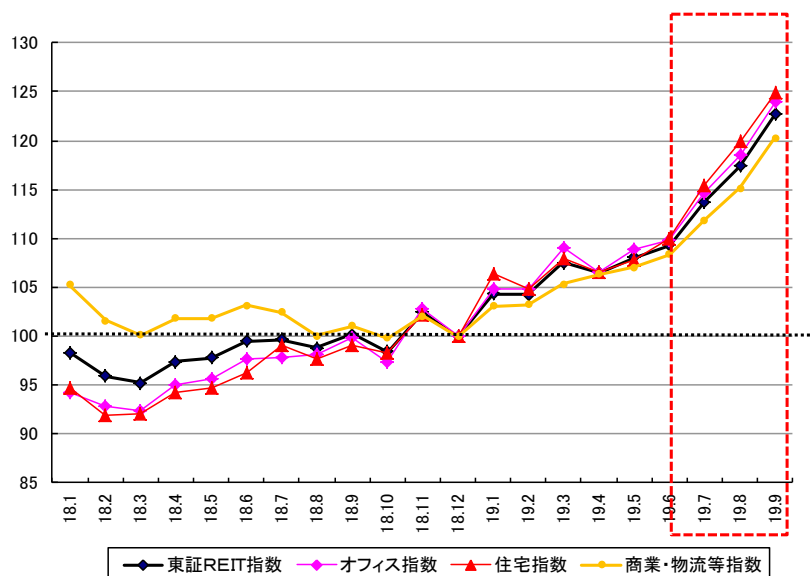
#### 4. J-REIT(不動産投信)市場

2019年9月末の東証REIT指数(配当除き)は、6月末比12.3%上昇し、TOPIX(+2.4%)の上昇率を4四半期連続で上回った。セクター別では、住宅が13.6%、オフィスが12.9%、商業・物流等が11.0%上昇した(図表-20)。9月末時点のバリュエーションは、純資産10.0兆円に保有物件の含み益3.4兆円を加えた13.4兆円に対して時価総額は16.5兆円でNAV倍率は1.2倍、分配金利回りは3.5%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.7%となっている。

J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は2,901億円(前年同期比▲48%)と大幅に減少した。1-9月累計では1兆1,856億円(▲25%)となり昨年対比で約4,000億円の減少となっている(図表-21)。不動産売買市場では引き続き物件の品薄感が強く取引利回りも低下傾向にあるため、J-REIT各社は外部成長よりも内部成長に軸足を置いた運営姿勢を強めている。また、アセットタイプ別の取得割合(1-9月累計)は、オフィス(25%)、物流施設(23%)、ホテル(20%)、商業(13%)、住宅(11%)、底地など(8%)、の順に多い。

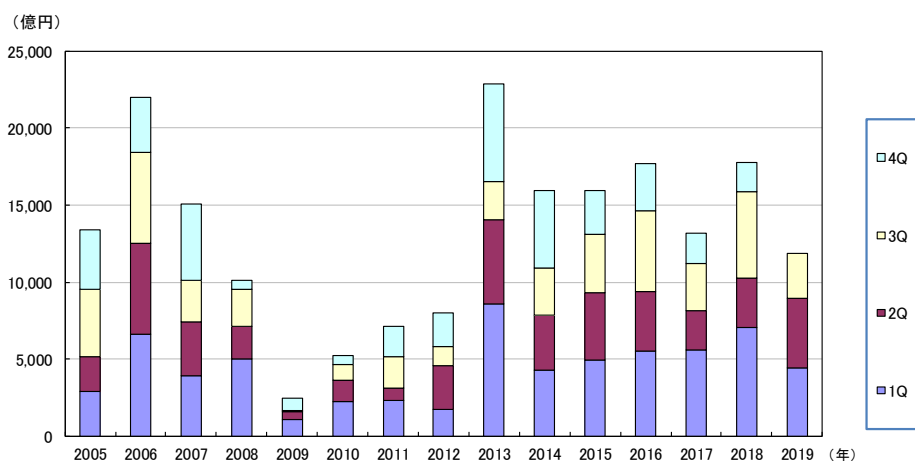
7月に入り、2007年12月以来11年7カ月ぶりに2,000ポイントの大台を回復した東証REIT指数は、その後も堅調に推移し年初からの上昇率は23%となった。このように上昇基調を強めるなか、投資家動向にも変化が見られる。東京証券取引所の投資部門別売買状況によると、今年5月以降、生保・損保の買いが増加し5~9月の累計で869億円の買い越しとなった。もともと、REIT市場における生保・損保の保有比率は2%程度と低く、これほどの買い越し額は初めてのことである。10年国債利回りがマイナス利回りで推移するなか、J-REIT市場の高いイールドスプレッドに着目した国内資金の流入が継続している(図表-22)。

図表-20 東証REIT指数(配当除き、2018年12月末=100)



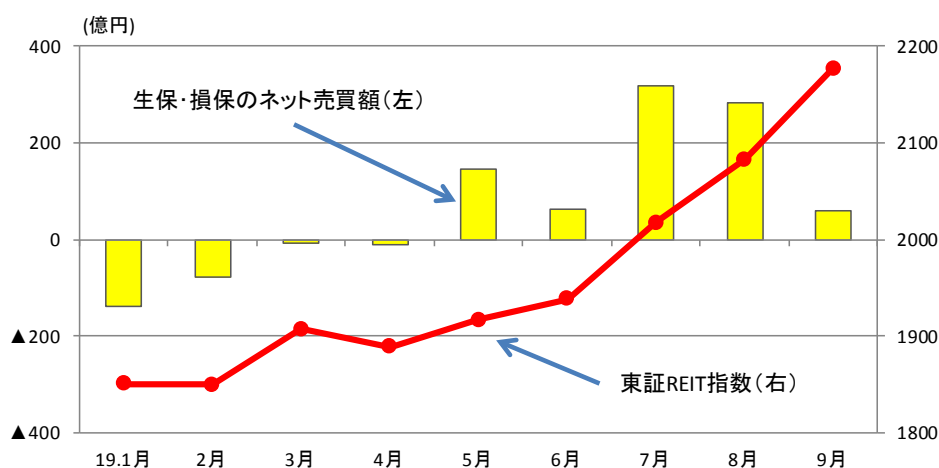
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-21 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-22 生保・損保のJ-REIT 売買動向



(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。