

不動産 投資 レポート

オフィス・物流市場は一段と改善、住宅市場は弱含みで推移

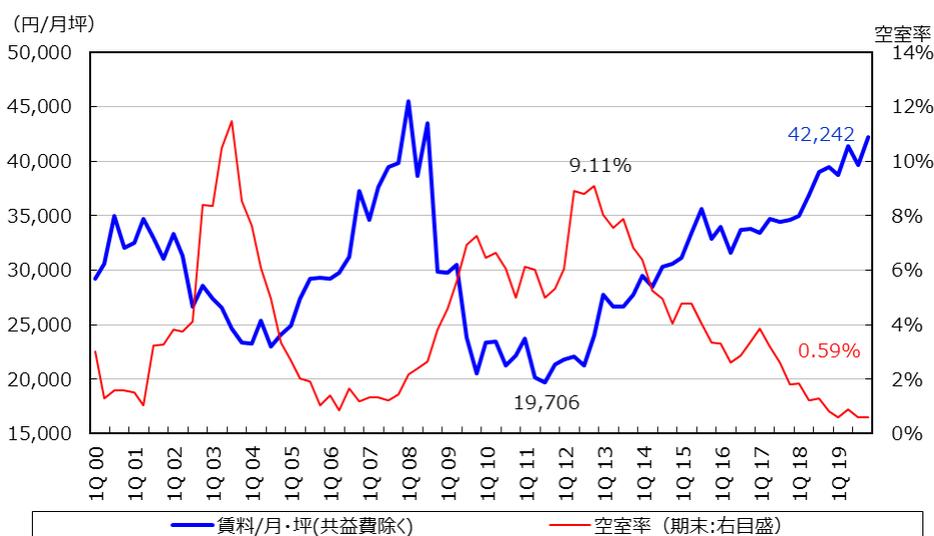
不動産クォーター・レビュー2019年第4四半期

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

要旨

- 19年7-9月期実質GDP成長率(2次速報)は前期比+0.4%に上方修正された。今後の実質GDP成長率は2019年度0.8%、2020年度0.6%、2021年度0.8%を予想する。
- 住宅市場は価格が高値圏で推移するなか、総じて弱含みで推移している。2019年の新設住宅着工戸数と首都圏のマンション新規発売戸数は前年比で減少した。
- オフィス市場は空室率が過去最低で推移するなか、募集賃料は前回ピーク(2008年8月)に対して97%の水準まで回復した。東京23区のマンション賃料は上昇基調を維持している。2019年の訪日外国人客数は前年比2.2%増加の約3,188万人となり、2019年の外国人の延べ宿泊者数は4.4%増加した。物流施設市場(首都圏)では1.1%と過去最低水準に低下した。
- 2019年のJ-REIT市場は20.9%上昇し、株式市場の騰落率を2年連続で上回った。一方で、業績の改善以上に価格が上昇したため、年初にみられた割安感はほぼ解消されている。

東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



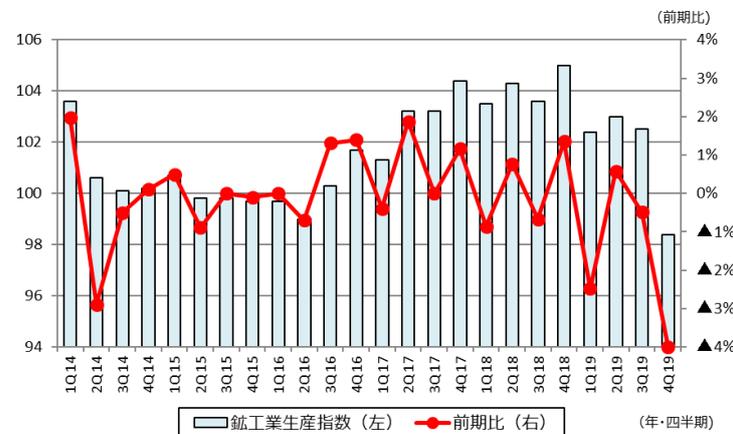
(注)Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。
(資料)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

1. 経済動向と住宅市場

19年7-9月期実質GDP成長率（2次速報）は前期比+0.4%（年率+1.8%）に上方修正された。主に設備投資（前期比+0.9%→+1.8%）が成長率の上振れ要因となった。一方、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▲4.0%と2四半期連続で低下し、悪化幅は前回の消費増税後の落ち込み（前期比▲2.9%）を上回った。先行きについては消費増税前の駆け込み需要の反動減が和らぎ、国内需要は徐々に回復するが、新型コロナウイルスの感染拡大による中国工場の停止などが長期化すれば、持ち直しつつあった中国向け輸出が再び落ち込むことも考えられる¹（図表-1）。

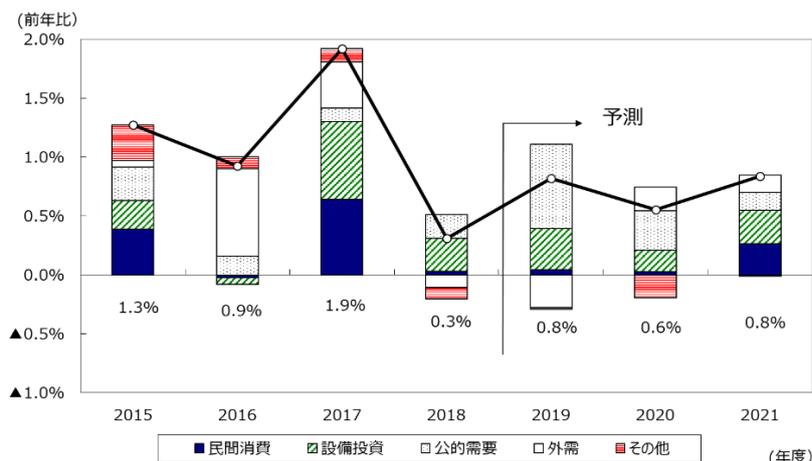
ニッセイ基礎研究所は、昨年12月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2019年度0.8%、2020年度0.6%、2021年度0.8%を予想する（図表-2）²。政府は12月に事業規模26.0兆円、財政支出13.2兆円の経済対策を閣議決定したが景気の押し上げ効果は限定的とみる。

図表-1 鉱工業生産(前期比)



(資料) 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 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

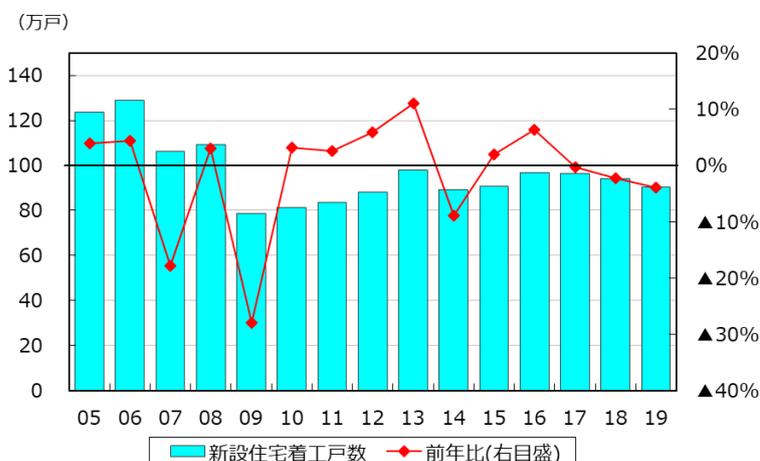
¹ 斎藤太郎 『鉱工業生産19年12月-10-12月期は前期比▲4.0%と前回の消費増税後を上回る大幅減産』(ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2020年01月31日)

² 斎藤太郎 『2019~2021年度経済見通し-19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、2019年12月09日)

住宅市場は価格が高値圏で推移するなか、減速傾向が強まっている。2019年12月の新設住宅着工戸数は72,174戸（前年比▲7.9%）となり6カ月連続で減少した。また、2019年全体でも前年比▲4.0%の約90.5万戸となり3年連続で減少した。持ち家(+1.9%)や分譲住宅(+4.9%)は増加したが、全体の約4割を占める貸家が前年比▲13.7%と2年連続で減少し全体の着工戸数を押し下げている（図表-3）。

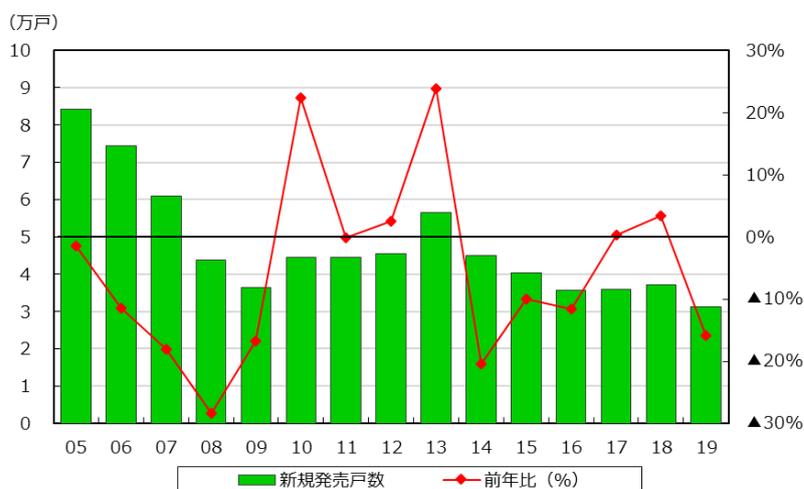
2019年の首都圏のマンション新規発売戸数は31,238戸（前年比▲15.9%）となり3年ぶりに減少した（図表-4）。主に東京都下（▲30.8%）や千葉県（▲36.0%）の販売が減少した。1戸当たりの平均価格は5,980万円（前年比+1.9%）、㎡単価は7年連続上昇の87.9万円（前年比+1.2%）、初月契約率は62.6%（前年比+0.5%）となった。不動産経済研究所は、2020年の供給戸数について3.2万戸（前年比+2.4%）を予想している。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、年間)



(資料)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)



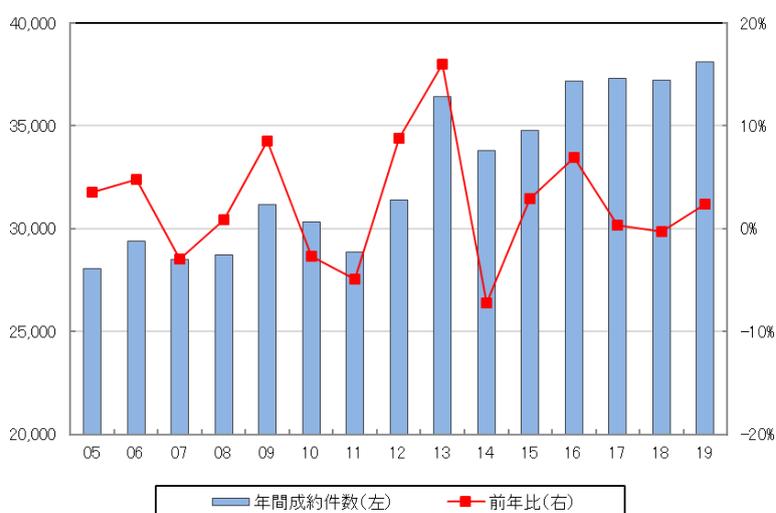
(資料)不動産経済研究所「全国マンション市場動向」を基にニッセイ基礎研究所が作成

一方で、東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2019年の首都圏中古マンションの成約件数は38,109件（前年比+2.4%）となり過去最高を更新した（図表-5）。ただし、10月以降は3カ月連続で前年比マイナスとなり頭打ち感もみられる。成約価格は前年比+3.3%の3,442万円となり7年連続で上昇した。

日本不動産研究所によると、2019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+0.3%上昇し高値圏での横ばいの動きとなっている（図表-6）。

住宅市場は価格が高止まりするなか消費増税や個人の貸家業向け貸し出しの低迷が尾を引いており、総じて弱含みで推移している。

図表-5 首都圏の中古マンション成約件数(年間)



(資料)東日本不動産流通機構(東日本レインズ)に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)



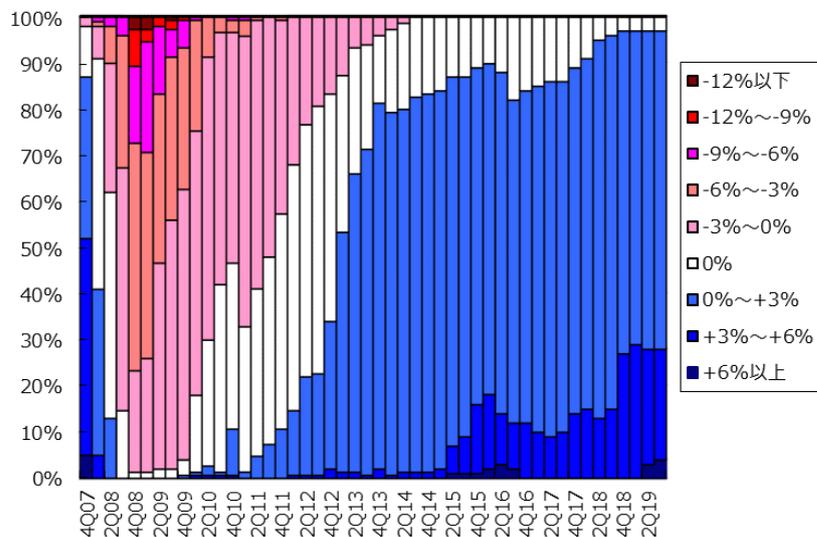
(資料)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

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（令和元年第3四半期）」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、7期連続で上昇が9割以上となった（図表-7）。金融緩和による良好な資金調達環境、好調なオフィス市況、利便性の高いエリアでのマンション需要、訪日外国人の増加によるホテルの建設需要などを背景に不動産投資が活発で、地価を押し上げている。

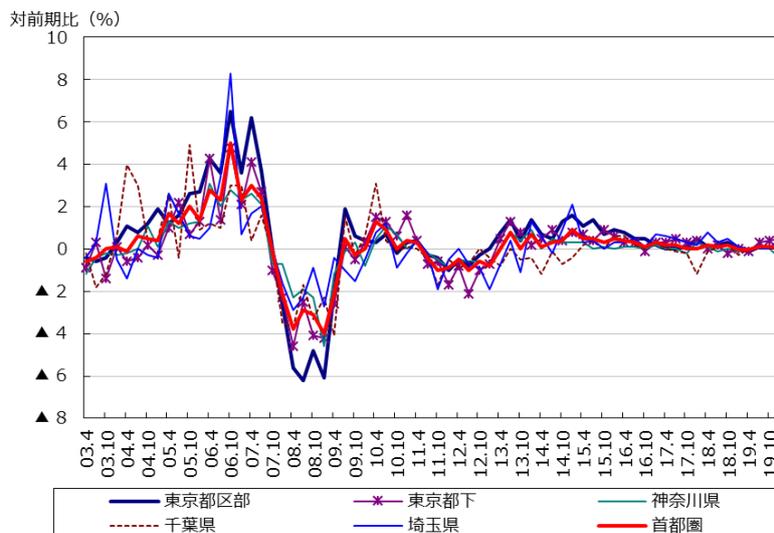
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率（2020年1月）は前期比+0.1%となった（年間0.3%上昇）。首都圏では「横ばい」を示した地点の割合は87.5%となり、横ばいの傾向が続いている（図表-8）。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



(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-8 首都圏の住宅地価(変動率、前期比)



(資料)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

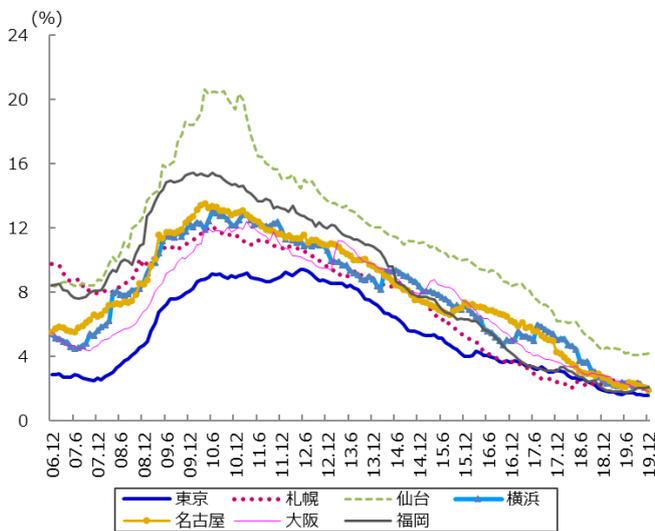
三鬼商事によると12月の東京都心5区空室率は前月比▲0.01%低下の1.55%、平均募集賃料は前月比+0.6%上昇し72カ月連続でプラスとなった。空室率が過去最低で推移するなか、募集賃料は足もと年率6~7%のペースで上昇し前回ピーク(2008年8月)に対して97%の水準まで回復した。また、他の主要都市でも引き続き需要が強くオフィスの新規供給が限定的であるため空室率が低下し(図表-9)、募集賃料も上昇している。

三幸エーステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2019年第4四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は42,242円(前期比+6.6%)となった。空室率が1%を下回り需給が逼迫するなか、Aクラスビル賃料は4万円をはさんで緩やかな上昇傾向を示している(図表-10)。

今年、東京都心5区では20万坪を超える大規模ビルの大量供給が予定されているが、その9割以上のスペースでテナント誘致の目処が立っている(三幸エーステート調べ)。また、森ビルの「2019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(44%)」が過去10年で最大の回答割合となり、「立地の良いビル(28%)」や「フロア面積が大きなビル(27%)」など前向きな移転ニーズが上位を占める。(図表-11)。

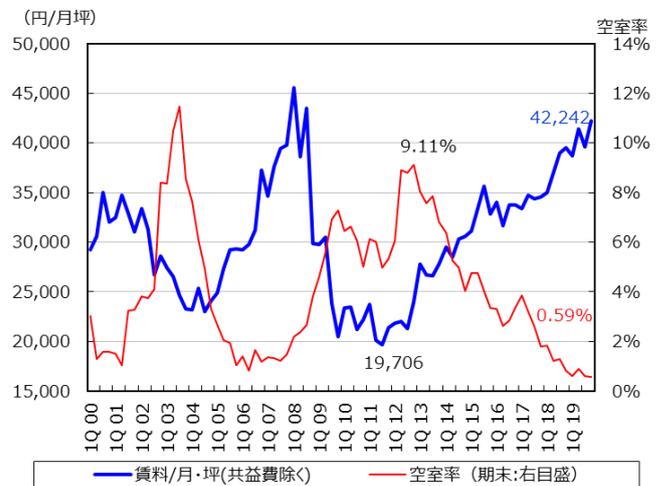
このように、オフィス拡張や環境改善ニーズは引き続き強いものの、今後予想される既存ビルからの移転に伴う2次空室の影響に留意したい。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



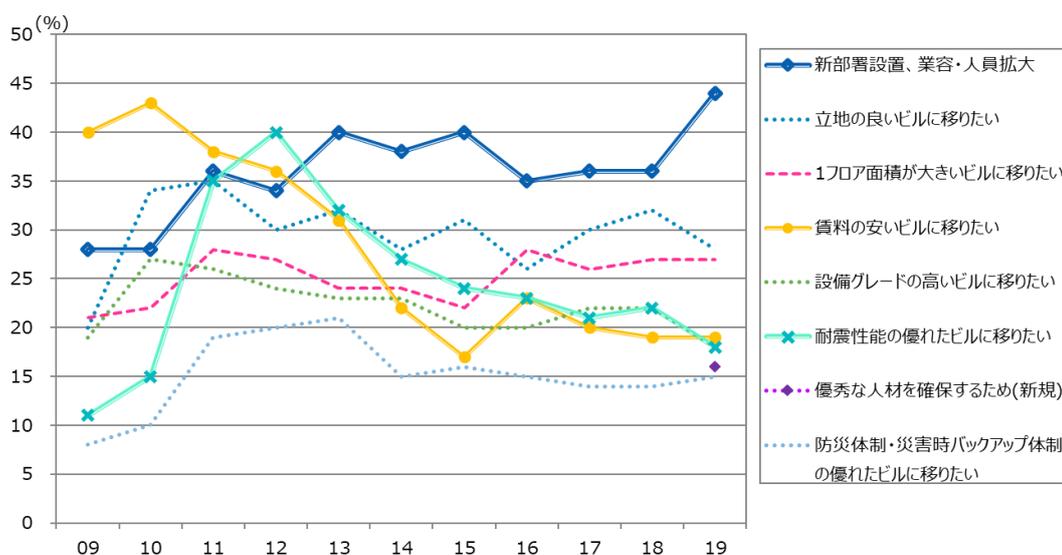
(資料)三鬼商事の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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ーステートが選定している。
(資料)空室率:三幸エーステート、賃料:三幸エーステート・ニッセイ基礎研究所

図表-11 新規賃貸する理由(オフィスビルニーズ調査)

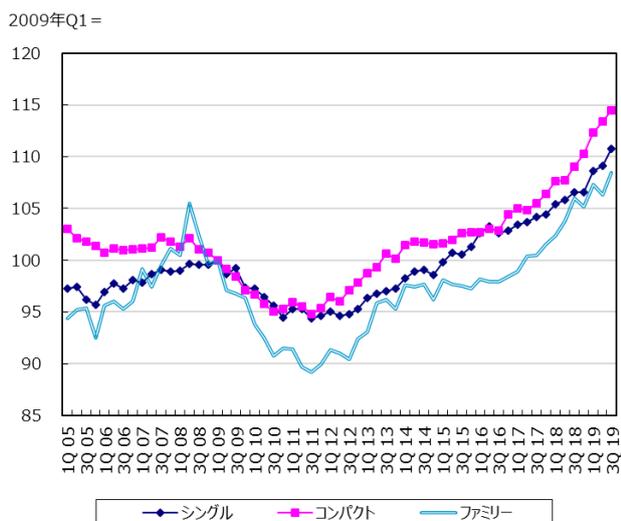


(資料)森ビル「2019年東京23区オフィスニーズに関する調査」2019年12月

② 賃貸マンション

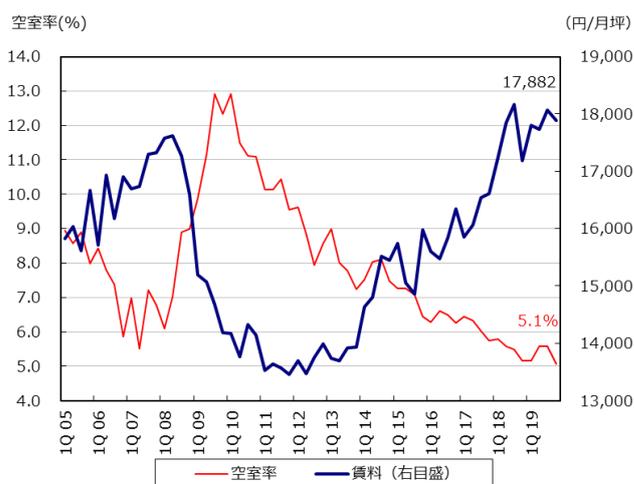
東京23区のマンション賃料は上昇基調を維持している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2019年第3四半期は前年比でシングルタイプが4.2%、コンパクトタイプが5.4%、ファミリータイプが2.5%上昇した(図表-12)。また、高級賃貸マンション(2019年第4四半期)についても空室率が5.1%に低下し、賃料は前年比+4.1%の17,882円/月坪となった(図表-13)。

図表-12 東京23区のマンション賃料



(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)」

図表-13 高級賃貸マンションの賃料と空室率(東京主要3区)



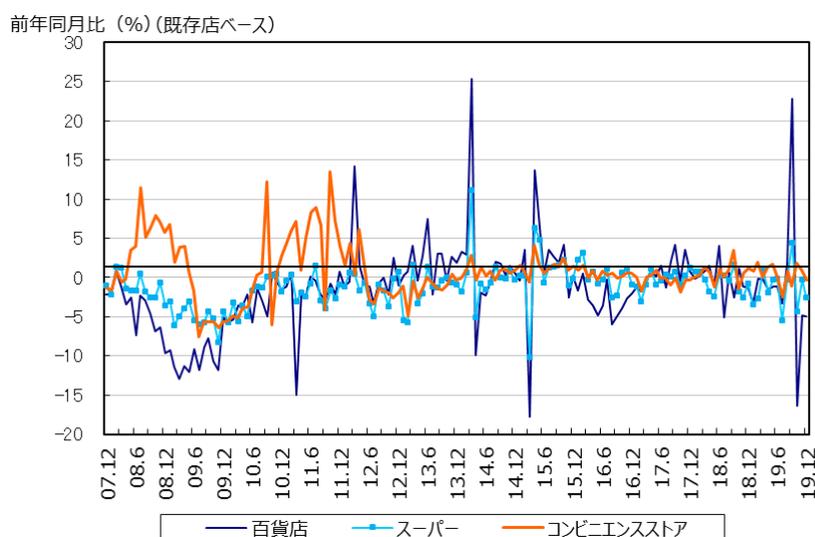
(注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
(資料)ケン不動産投資顧問

③ 商業施設

商業動態統計などによると、2019年12月の小売販売額（既存店、前年比）は百貨店が▲5.0%、スーパーが▲2.6%、コンビニエンスストアが▲0.3%となった（図表-14）。2019年全体ではコンビニエンスストア（+0.4%）がプラスとなる一方で、百貨店（▲1.4%）とスーパー（▲1.3%）はマイナスとなった。

10月の消費増税実施前から個人消費が低調に推移するなか、百貨店では地方を中心に店舗閉鎖、スーパー・ドラッグストアでは業界再編の動きもみられる³。

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)



(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

④ ホテル

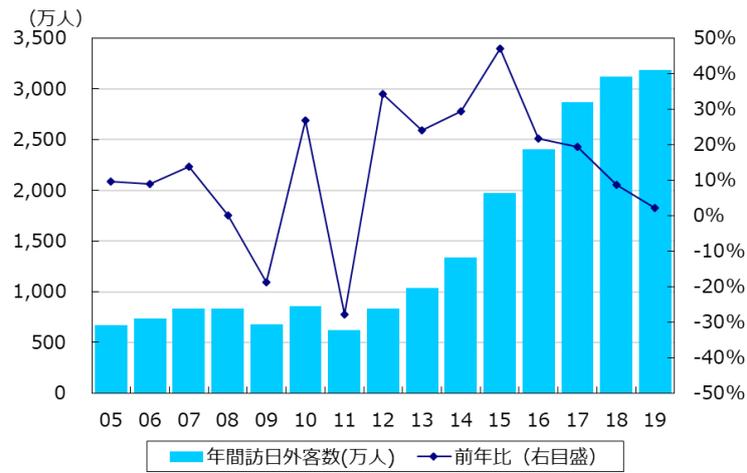
2019年の訪日外国人客数は前年比2.2%増加の約3,188万人となった（図表-15）。日本との関係が悪化した韓国からの訪日外国人客数は8月以降50%を超える減少が続き、年間累計では前年比▲26%となった。一方で韓国以外からの訪日客は前年比11%増加した。

2019年の訪日客旅行消費額は約4.8兆円（前年比+6.5%）と7年連続で最高額を更新し、1人当たり消費額は15.8万円（+3.5%）となった。また、2019年の外国人の延べ宿泊者数は前年比+4.4%増加した一方で、日本人宿泊者数は前年比▲0.9%となり全体ではほぼ横ばいであった（図表-16）。また、全国61都市のホテル客室稼働率（2019年11月）は前年同月比▲1.8%の82.2%となった（図表-17）。

今年、政府目標である「訪日客4,000万人」の達成には25%の増加が必要となるが、新型コロナウイルスの影響による訪日客の減少が懸念される。

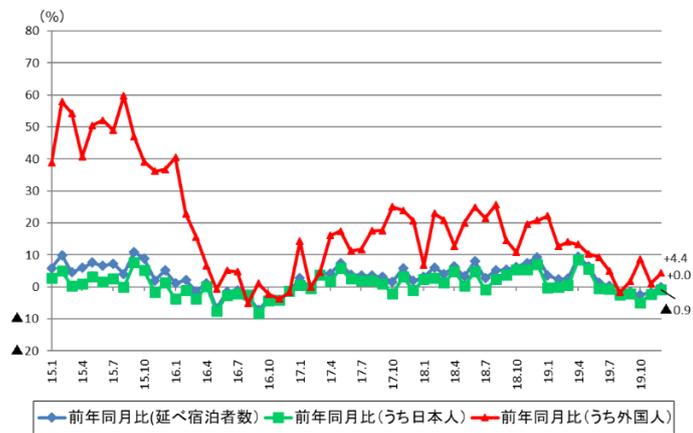
³ 『セブン1000店閉鎖・移転 西武・そごう5店閉鎖』（朝日新聞、2019年10月11日、1面）

図表-15 訪日外国人客数(年間)



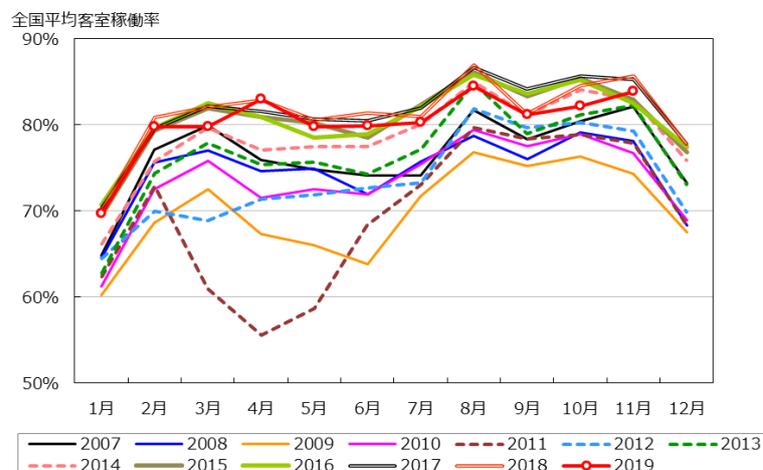
(資料)日本政府観光局(JNTO)の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-16 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)



(資料)「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-17 ホテル客室稼働率の暦年月次ベース(全国)



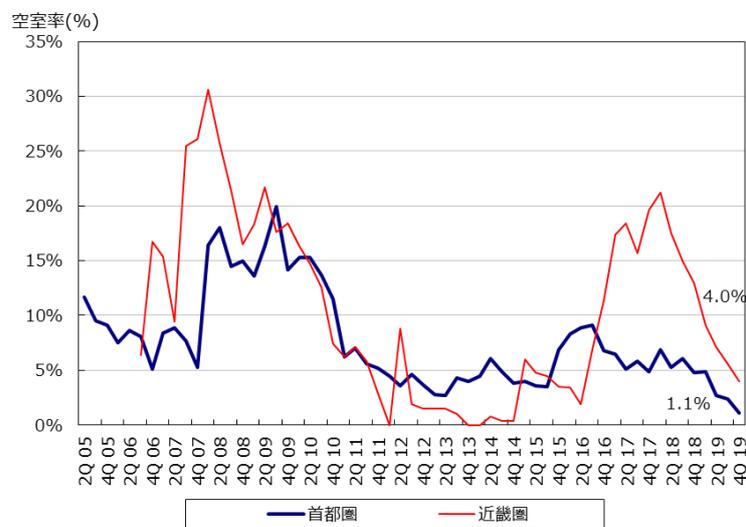
(資料)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」を基にニッセイ基礎研究所が作成

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 (2019 年第 4 四半期) は前期比▲1.3%低下の 1.1%と過去最低を更新した (図表-18)。「東京ベイエリア」の空室率は 3 期連続で 0%に、「圏央道エリア」の空室率は前年末の 14.4%から 1.2%に大幅に低下するなど全てのエリアで空室の消化が進んだ。2019 年の新規需要は 70.5 万坪で前年の 1.6 倍に積み上がり、既存物件でも 2 次空室は発生していない。CBRE の見通しによると、向こう 2 四半期の空室率は 2%程度の低い水準を維持するとしている。

また、一五不動産情報サービスによると、2019 年 10 月の東京圏の募集賃料は前期比 3.9%上昇し 4,280 円/坪となった。

図表-18 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(資料)CBRE

⑥ J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

2019 年第 4 四半期の東証 REIT 指数 (配当除き) は、米中貿易交渉に対する楽観的見通しなどを背景に「株高・金利上昇」が進行するなか、これまで J-REIT 市場に向かっていた資金フローが反転し 9 月末比▲1.5%下落した。セクター別では、住宅が▲1.9%、オフィスが▲1.5%、商業・物流等が▲1.3%となった (図表-19)。12 月末時点のバリュエーションは、純資産 10.1 兆円に保有物件の含み益 3.6 兆円を加えた 13.7 兆円に対して時価総額は 16.4 兆円で NAV 倍率は 1.2 倍、分配金利回りは 3.6%で 10 年国債利回り (0.0%)とのスプレッドは 3.6%となっている。

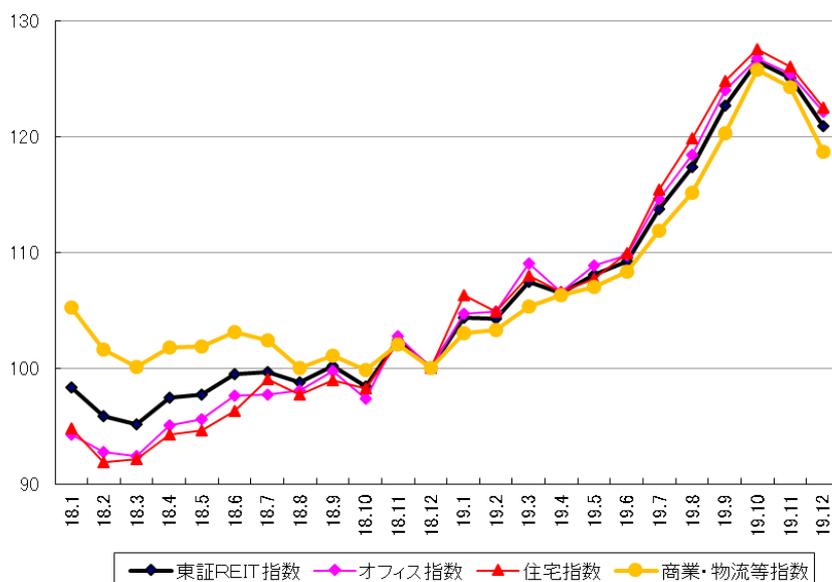
2019 年の J-REIT 市場を振り返ると、東証 REIT 指数 (配当除き) は 20.9%上昇し株式市場の騰落率を 2 年連続で上回った (図表-20)。銘柄数は 3 社増えて 64 社、運用資産額 (取得額ベース) は 19.1 兆円 (前年比+6%)、市場時価総額は 16.4 兆円 (前年比+27%) となり東証 1 部の不動産業セクターの規模 (14.7 兆円)を初めて上回るなど、順調な拡大を遂げた 1 年となった。

業績面では、オフィスを中心に賃貸市況が好調で不動産評価額も上昇したことから、市場全体の 1 口当たり分配金 (前年比+4%) や NAV (前年比+6%) は引き続き増加した。需給面では、世界景気の減速懸念などを背景に各国中央銀行が金融緩和に転じるなか、J-REIT 市場は株式や債券の代替投資先に選

ばれて国内外から資金が流入した。一方で、業績の改善以上に価格が上昇したため、分配金利回りは3.6%、P/NAV倍率は1.2倍となり、年初にみられた割安感はほぼ解消されている。

また、J-REITによる物件取得額は1兆4,222億円(前年比▲20%)となり前年対比で減少した。取得物件についてアセットタイプ別にみると、物流施設(3,771億円、27%)が最大で、次いでオフィスビル(3,622億円、25%)、ホテル(2,551億円、18%)の順となった(図表-21)。デットの調達環境も引き続き良好で、投資法人債の発行金額は1,488億円(平均期間8.8年、平均利率0.52%)となった。

図表-19 東証REIT指数(配当除き、2018年12月末=100)

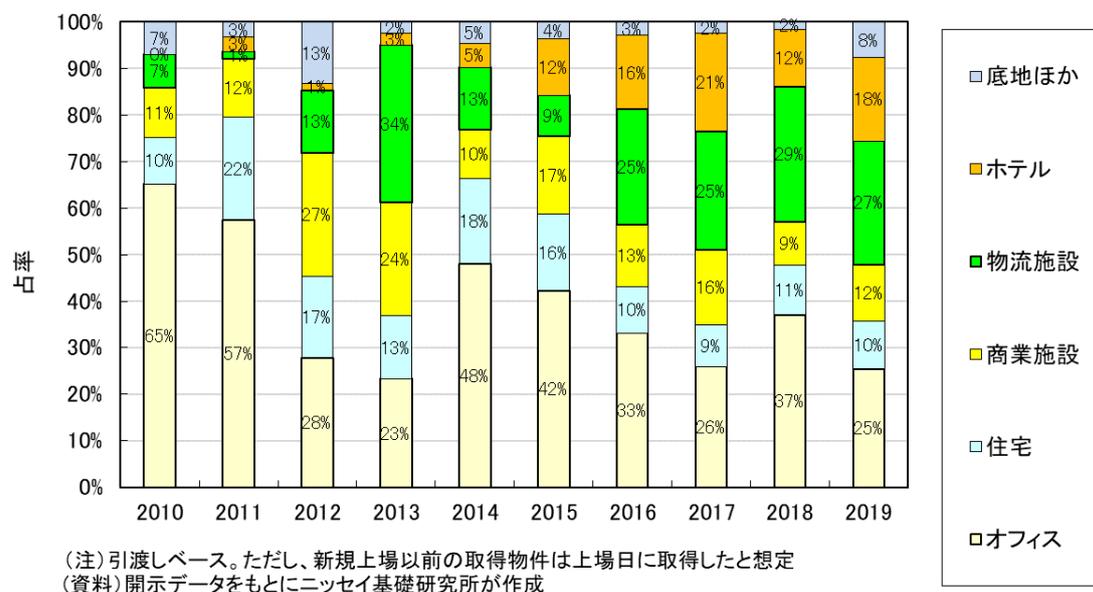


(資料)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-20 2019年のJ-REIT市場(まとめ)

	2018年末	2019年末	騰落率/ 変化幅	備考	
指数	東証REIT指数(配当除き)	1,774	2,145	+21%	2年連続上昇
	東証REIT指数(配当込み)	3,544	4,450	+26%	史上最高値更新(11/5:4650)
ファンダメンタルズ	1口当たり予想分配金	73.7	76.8	+4%	-
	1口当たりNAV	1,686	1,781	+6%	-
	分配金利回り(%)	4.2%	3.6%	▲0.6%	-
	P/NAV倍率(x)	1.05x	1.20x	+0.15x	-
	市場規模など	上場銘柄数(社)	61社	64社	+3社
市場規模など	市場時価総額(兆円)	12.9兆円	16.4兆円	+27%	過去最高
	運用資産額(取得額ベース)	18.0兆円	19.1兆円	+6%	過去最高
	物件の新規取得額	1兆7,786億円	1兆4,222億円	▲20%	-
	投資法人債発行額	1,686億円	1,488億円	▲12%	平均期間8.8年、平均利率0.52%
株式	日経平均株価	20,015円	23,657円	+18%	-
	NYダウ(ドル)	23,327ドル	28,538ドル	+22%	-

図表-21 J-REITによるアセットタイプ別の取得割合



(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。