

# 不動産 投資 レポート

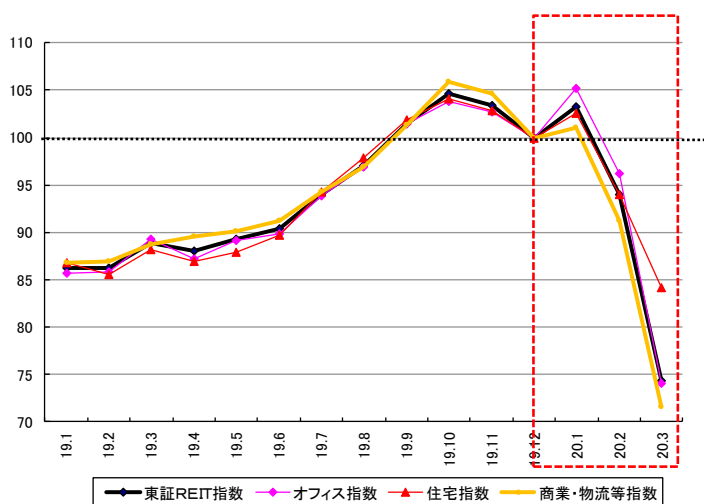
## 新型コロナでREIT市場は急落。 不動産市場は曲がり角に直面 不動産クォーター・レビュー2020年第1四半期

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

- 新型コロナウイルスの感染拡大が猛威を振るうなか、不動産市場において指標の悪化は一部のセクターにとどまる。しかし、今後は厳しい経済ショックの打撃は避けられず、不動産市場は曲がり角に直面している。
- 2020年1-3月期の実質GDP(5/18公表予定)は2四半期連続のマイナス成長になった推計される。住宅市場は減速傾向が強まっている。2020年1-3月期の新設住宅着工戸数は▲9.9%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は▲35.4%減少、中古マンションの成約件数は▲1.9%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、需給環境が良好で空室率は極めて低い水準にある。東京のマンション賃料は上昇している。2020年1-3月の訪日外国人客数は▲51.1%減少、全体の延べ宿泊者数は▲17.3%に落ち込んだ。物流施設市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率が低下した。
- 2020年第1四半期の東証REIT指数は▲25.6%下落し、四半期ベースで過去最大の下落となった。

東証REIT指数の推移(2019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

## 1. 経済動向と住宅市場

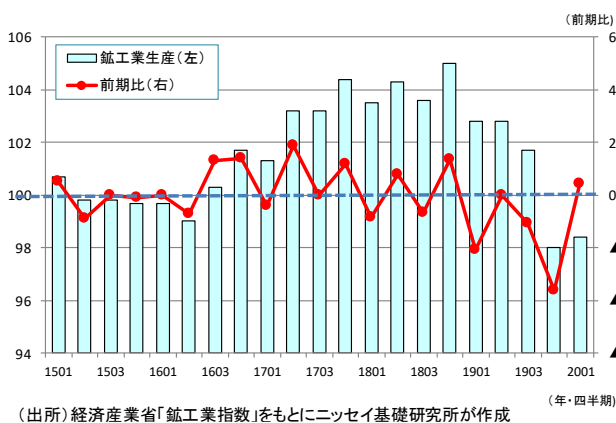
新型コロナウイルスの感染拡大が国内外で猛威を振るうなか、現在判明している範囲では、不動産市場において指標の悪化は一部のセクターにとどまり顕在化していない。しかし、今後はこれまでに経験したことのない厳しい経済ショックの打撃は避けられず、堅調にあった不動産市場は大きな曲がり角に直面している。

5/18 に公表予定の 2020 年 1-3 月期の実質 GDP は前期比年率▲3.6%と 2 四半期連続のマイナス成長になったと推計される<sup>1</sup>。新型コロナウイルスの感染拡大による政府の自粛要請の影響などで民間消費を中心に国内需要が落ち込んだ。なお、4 月以降は緊急事態宣言の発令とそれに伴う休業要請などを背景に経済活動の縮小が一段と加速していることから、4-6 月期の実質 GDP は前期比年率▲30% 台の大幅なマイナス成長を予想する。

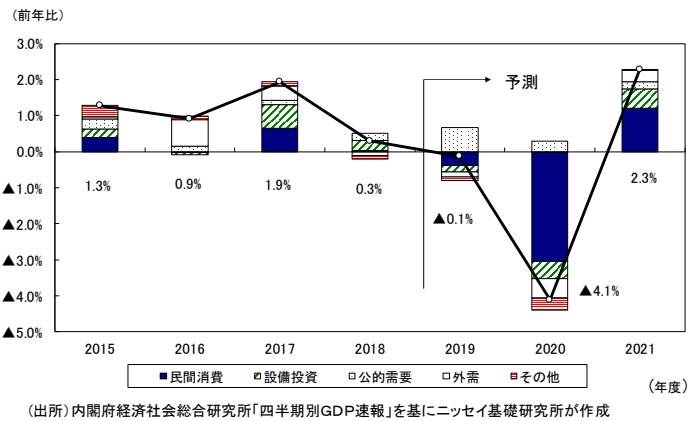
経済産業省によると、1-3 月期の鉱工業生産指数は前期比+0.4%と 3 四半期ぶりに上昇したが、前期(2019 年 10-12 月期)が消費税率引き上げの影響で大幅減産 (▲3.6%) となっていたことを勘案すれば戻りは弱い (図表-1)。4 月以降は、世界各国の工場停止に伴うサプライチェーン寸断の影響などから、4-6 月期の生産は前期比で 2 ケタのマイナスが予想される。

ニッセイ基礎研究所は、4 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2020 年度▲4.1%、2021 年度 2.3%を予想する (図表-2)<sup>2</sup>。政府による緊急経済対策 (事業規模 108.2 兆円) は今後予想される需要の落ち込みに対して十分な規模とは言えず、経済の悪化が想定を上回るような場合には、迅速かつ大胆な追加対策を講じることが望まれる。

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)



住宅市場は価格が高値圏で推移するなか、昨年の消費増税が尾を引いて減速傾向が強まっている。2020 年 3 月の新設住宅着工戸数は 70,729 戸 (前年同月比▲7.6%) となり 9 カ月連続で減少した。1-3 月累計では前年同期比▲9.9%減少した(図表-3)。引き続き、全体の約 4 割を占める貸家が 19 カ月連続で減少し全体の着工戸数を押し下げている。

2020 年 3 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 2,142 戸 (前月同月比▲35.8%) と 7 カ月連続で減少し、1-3 月累計では 4,875 戸 (前年同期比▲35.4%) にとどまった(図表-4)。3 月の 1 戸当た

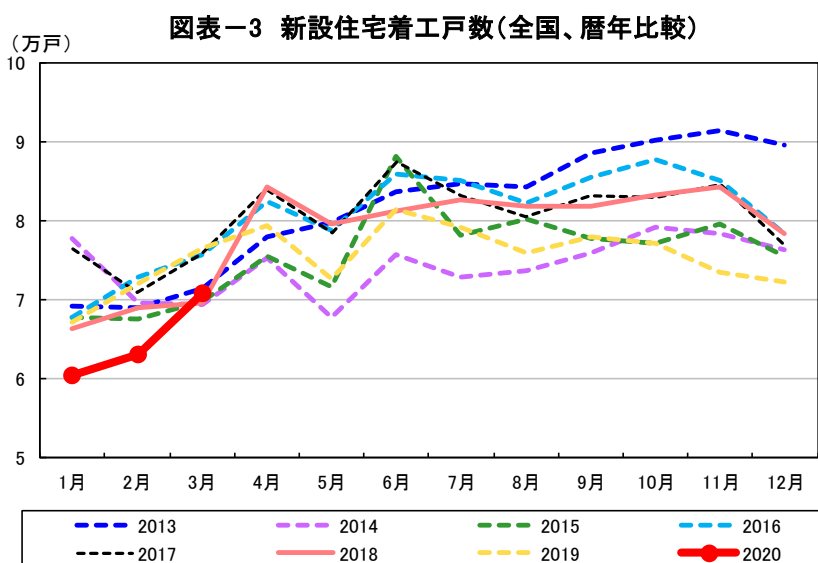
<sup>1</sup> 斎藤太郎『2020 年 1-3 月の実質 GDP～前期比▲0.9% (年率▲3.6%) を予測』(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2020 年 4 月 30 日)

<sup>2</sup> 斎藤太郎『2020・2021 年度経済見通し-新型コロナウイルスの感染拡大を受けて 2020 年度の成長率見通しを大幅下方修正』(ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2020 年 4 月 10 日)

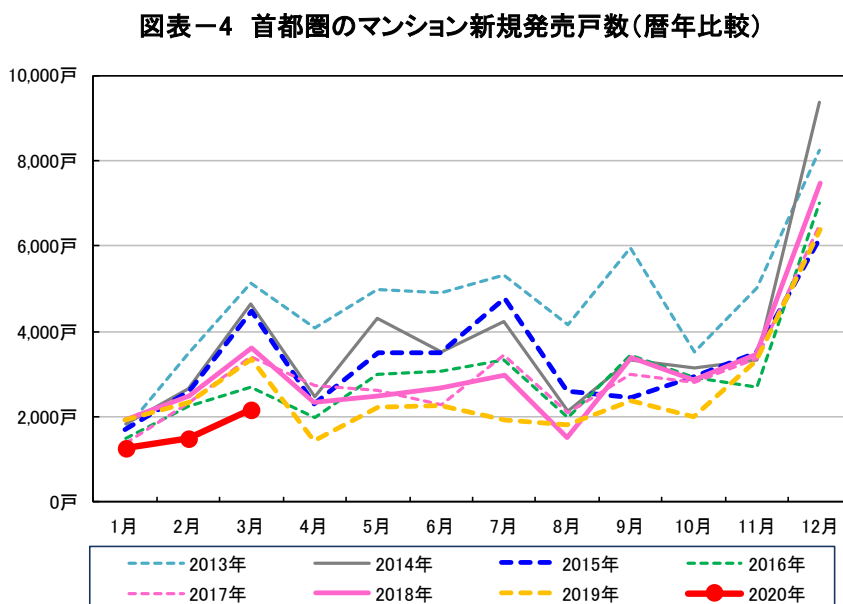
りの平均価格は 6,156 万円(前年同月比▲6.0%)、㎡単価は 97.3 万円(+2.7%)、初月契約率は 70.0% (▲2.2%)、販売在庫は 7,888 戸(▲379 戸)となった。現状、新型コロナウイルスの影響により多くの販売拠点が閉鎖されており、当面の間、環境の悪化が続くと思われる。

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2020 年 3 月の首都圏の中古マンション成約件数は 3,642 件（前年同月比▲11.5%）となり、1-3 月累計では前年同期比▲1.9%減少した(図表-5)。これまで、中古マンションは新築に対する価格面での割安感から需要が高まっていたが、消費増税による景況悪化や新型コロナウイルスの影響から昨年 10 月以降、成約件数に頭打ち感がみられる。

一方、日本不動産研究所によると、2020 年 2 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比+2.0%となり引き続き上昇傾向にある（図表-6）。

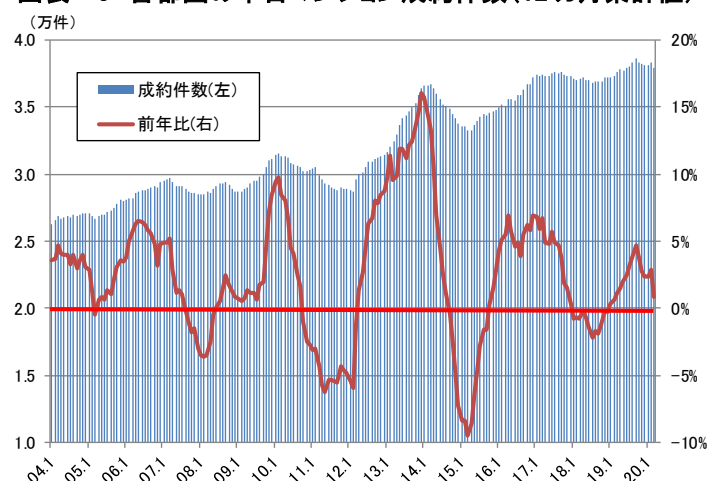


(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



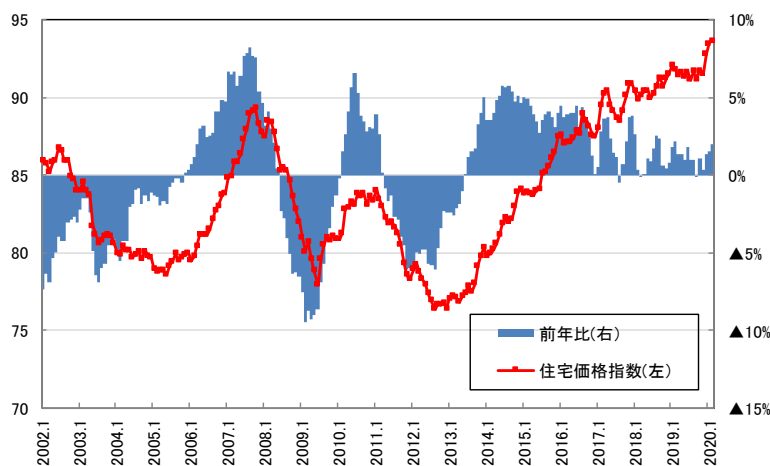
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-5 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(東日本レインズ)の公表データをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-6 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

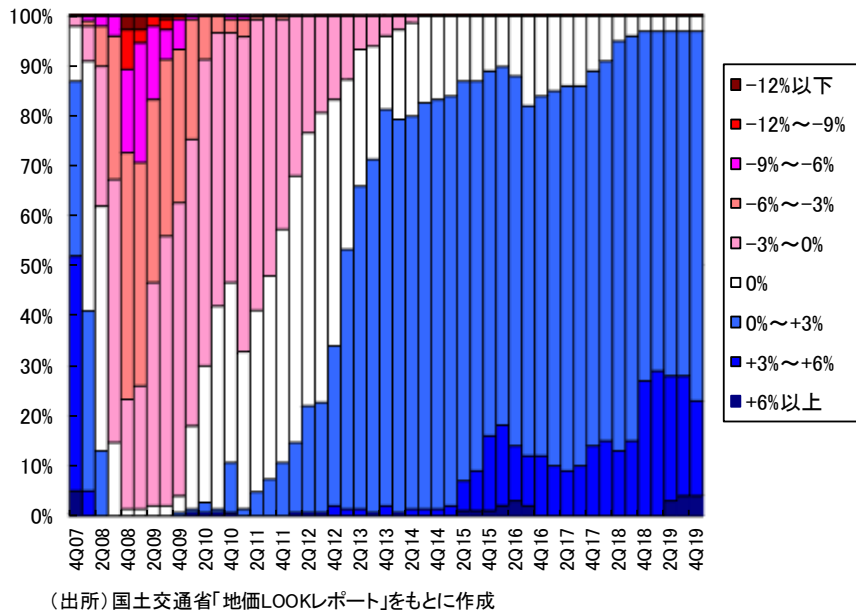
地価は引き続き上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2019 年第 4 四半期)」によると、全国 100 地区のうち上昇が「97」、横ばいが「3」、下落が「0」となり、8 期連続で上昇地区が 9 割以上となった(図表-7)。消費増税の地価への影響は見られない。

また、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(4月1日時点)は前期比▲0.0%となった(年間+0.3%上昇)。「横ばい」を示した地点の割合は 91.7%(前回 87.5%)となり、横ばいの傾向が続いている(図表-8)。

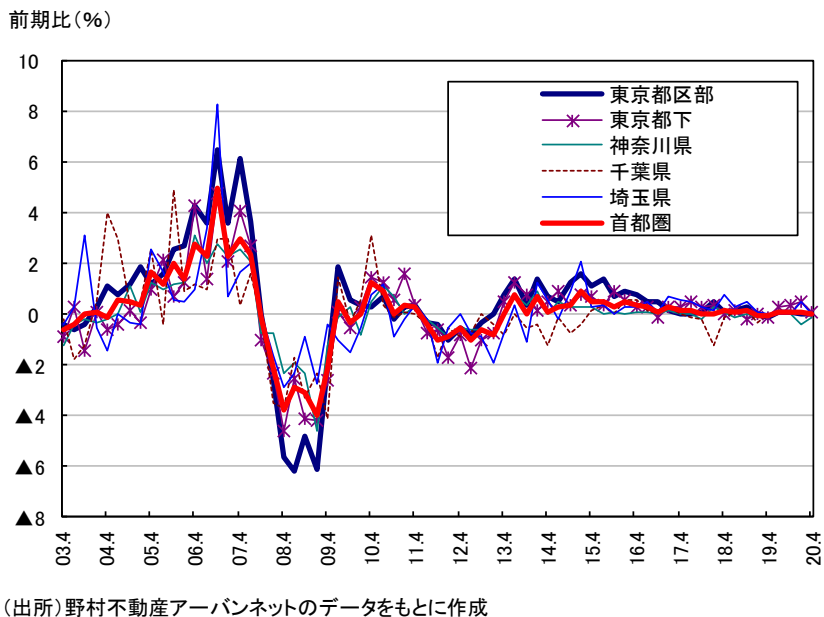
なお、新型コロナウイルスの影響は、今後の「地価 LOOK レポート」や「基準地価(7月1日時点)」などで確認することになる。ただし、不動産ファンダメンタルズの変動に対して先行して動く J リート市場は、既に不動産価格の下落を示唆している<sup>3</sup>。また、地価への影響が大きい金融機関の不動産向け融資姿勢についても注視する必要がある。

● <sup>3</sup> 岩佐浩人『Jリート市場が示唆する今後の不動産価格の行方』(ニッセイ基礎研究所、年金ストラテジー、2020年5月8日)

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



図表-8 首都圏の住宅地価格(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、3月の都心5区空室率は良好な需給環境のなか 1.50%（前月比+0.01%）と極めて低い水準で推移している。平均募集賃料は 75 カ月連続で前月比プラスとなり、賃料の上昇ペースは年率 6~7%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傾向にあり（図表-9）、賃料の上昇率も拡大している。

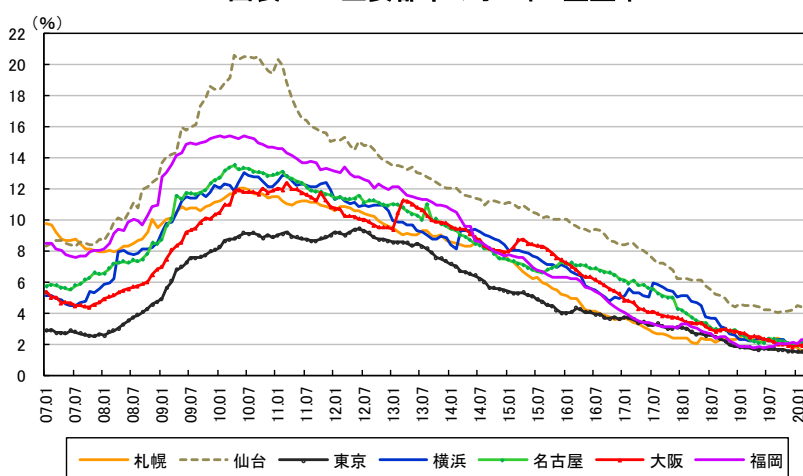
三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2020年第1四半期の東京都心部 A クラスビル賃料(月坪)は 38,739 円（前年同期比 0.0%）となった。A クラスビルの空室率が 6

期連続で1%を下回りハイスペックなビルへの需要が強まる一方で、借り手側の賃料負担力に上限も見られ、4万円前後で天井感が広がりつつある（図表-10）。

また、日経不動産マーケット情報（2020年4月号）によると、「これから来年4月までに竣工する全15棟<sup>4</sup>のテナント内定率は91%で、前回調査より8%増加した」としており、新築ビルのリーシングは順調に進捗している。

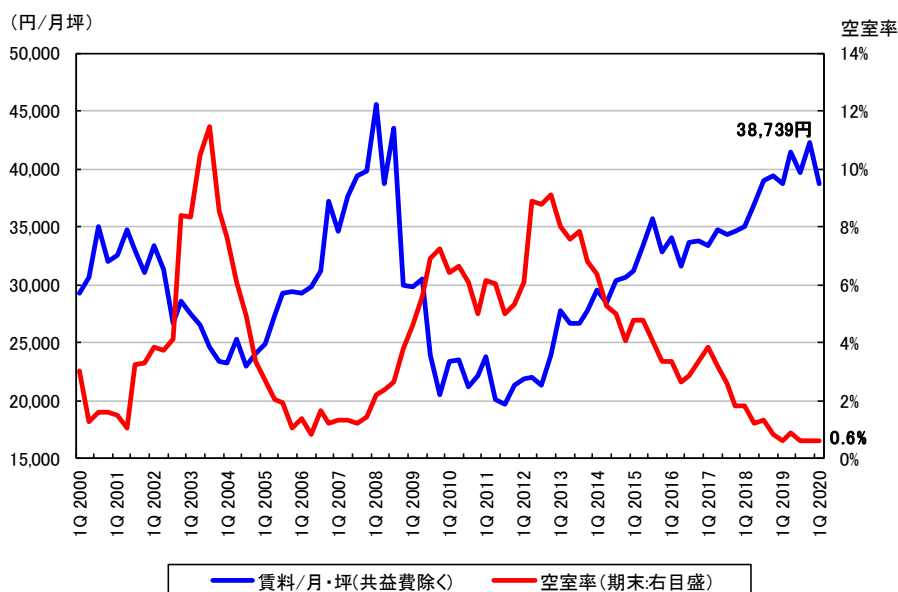
このように、現時点においてオフィス指標（空室率・賃料）に悪化は見られない。しかしながら、4月以降、移転計画の先延ばしや契約面積の見直し、交渉の中断・延期を検討する企業が増加している模様である。今後は企業業績の悪化などを背景に新規開設の抑制やオフィス床の削減も予想され、空室率が上昇に転じる可能性が強まっている。

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



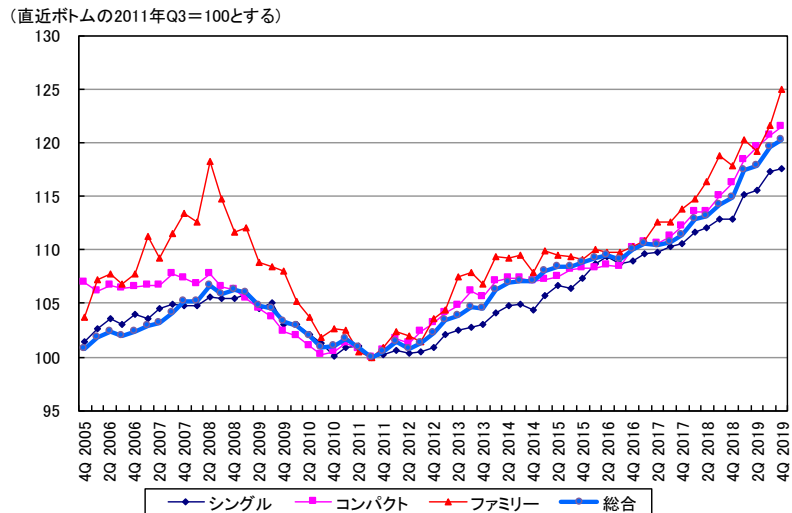
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

<sup>4</sup> 東京23区内にある延べ床面積1万㎡以上の賃貸オフィスビルを対象

## ②賃貸マンション

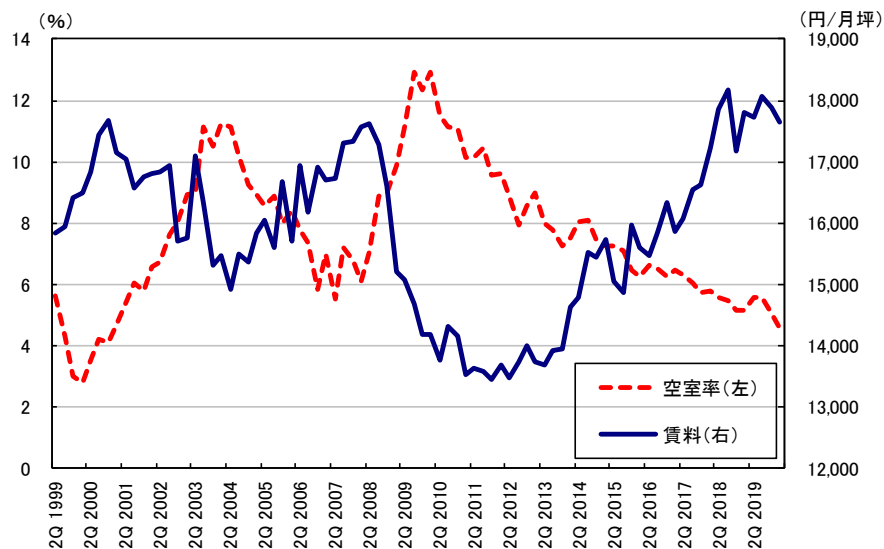
東京 23 区のマンション賃料は上昇基調にある。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2019 年第 4 四半期は前年比でシングルタイプが 4.2%、コンパクトタイプが 4.5%、ファミリータイプが 6.0%上昇した(図表-11)。住宅系 REIT の運用実績をみても都心エリアに近い住居ほど賃料の上昇率が高い傾向が見られる<sup>5</sup>。また、高級賃貸マンションの空室率(2020 年 3 月末)は前年比▲0.6%低下の 4.6%、賃料は前年比▲0.8%の 17,656 円/月坪となった (図表-12)。

図表-11 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-12 高級賃貸マンションの賃料と空室率



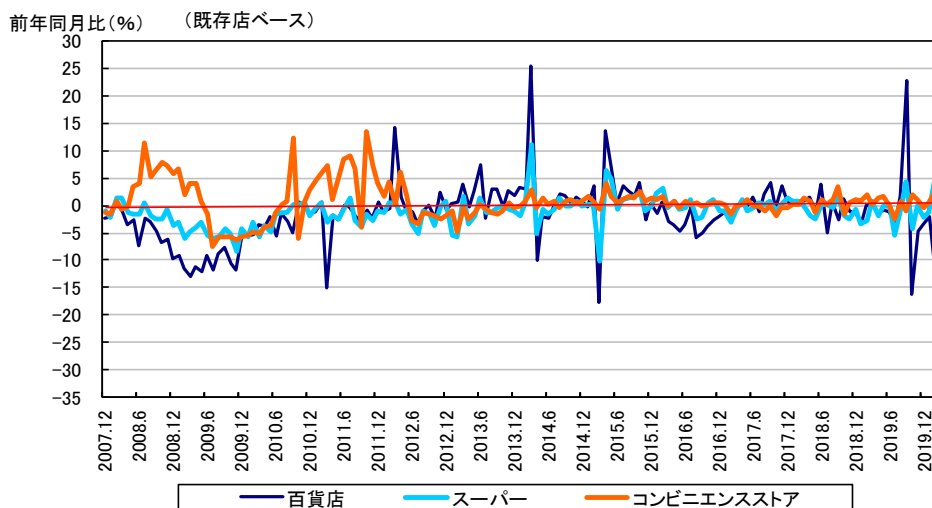
(注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの  
(出所) bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

<sup>5</sup> 日本アコモデーションファンド投資法人(2020 年 2 月期)によると、テナント入替時の賃料変動率は+7.0%に拡大した。また、更新時の賃料変動率も緩やかに上昇している。

### ③商業施設・ホテル・物流施設

商業・ホテルセクターでは、既に新型コロナウイルスの感染拡大が深刻なダメージをもたらしている。商業動態統計などによると、2020年1-3月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が▲15.3%、スーパーが+1.6%、コンビニエンスストアが▲1.1%となった（図表-13）。新型コロナウイルスの影響から、スーパーが飲食料品の売上が好調であったのに対して、外出自粛を受けて百貨店の売上が大幅な悪化を示し、コンビニエンスストアも来店客数が減少し販売額はマイナスとなった。

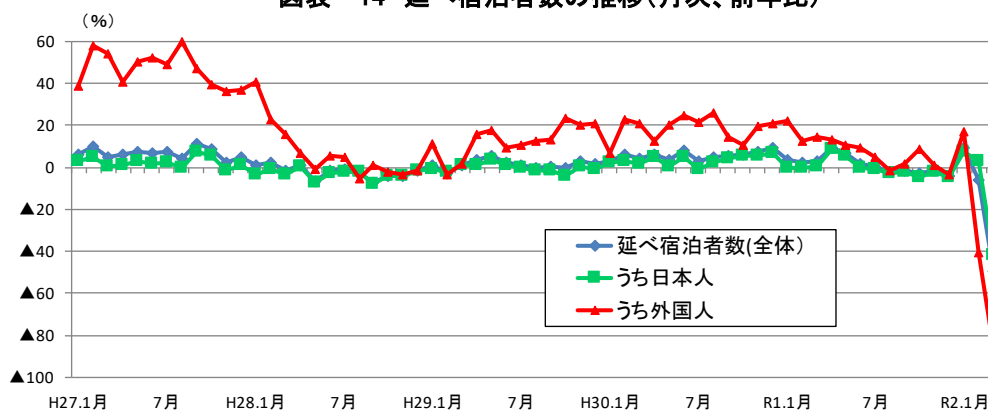
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

2020年3月の訪日外国人客数は前年同月比▲93.0%、1-3月累計では前年同期比▲51.1%の約394万人と急減した。また、宿泊旅行統計調査によると、2020年1-3月の延べ宿泊者数は前年同期比▲17.3%減少し、このうち外国人が▲36.6%、日本人が▲12.6%となった（図表-14）。STR社によると、全国のホテル稼働率（3月）は32.5%（昨年3月84.7%）、平均客室単価(ADR)は前年同月比で▲28.5%下落した。

図表-14 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

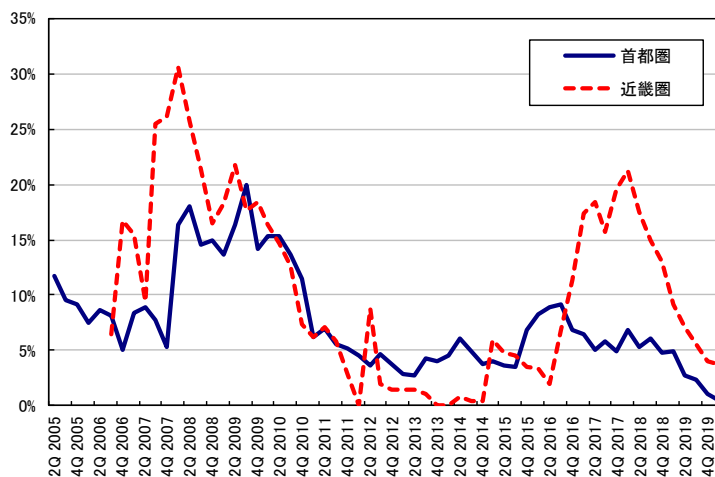
シービーアールイー（CBRE）の調査によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率（2020年3月末）は前期末比▲0.6%低下の0.5%となり過去最低水準を更新した（図表-15）。



Eコマース市場の拡大などを背景に先進的物流施設への需要は強く、3,000坪以上の空室のある物件は首都圏全体で新築の1棟のみとのことである。近畿圏の空室率も改善傾向が続いており前期比▲0.3%低下の3.7%となった。

また、一五不動産情報サービスによると、2020年1月の東京圏の募集賃料は前期比2.1%上昇し4,370円/月坪となった<sup>6</sup>。

図表-15 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)市場

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大はJリート市場にも多大な影響を及ぼしている。2020年3月末の東証REIT指数(配当除き)は昨年末比▲25.6%下落し、四半期ベースでは過去最大の下落率を記録した。セクター別では、商業・物流等が▲28.4%、オフィスが▲26.0%、住宅が▲15.8%下落した(図表-16)。3月末時点のバリュエーションは、純資産10.3兆円に保有物件の含み益3.8兆円を加えた14.1兆円に対して時価総額は12.4兆円でP/NAV倍率<sup>7</sup>は0.9倍、分配金利回りは4.8%、10年国債利回りに対するスプレッドは4.8%となっている。

Jリートによる第1四半期の物件取得額(引渡しベース)は4,740億円(前年同期比+7%)となり昨年同期を上回った(図表-17)。アセットタイプ別の取得割合は、物流施設(35%)・オフィス(30%)・住宅(12%)・商業施設(10%)・ホテル(9%)・底地ほか(5%)の順であった。今後については、Jリート市場の下落によってエクイティ資金の調達コストが上昇していることに加えて、不動産取引においても売り買い双方の価格目線が合わず様子見の姿勢が強まることが予想され、物件取得額は減少に向かうと考えられる。

今年に入ってからしばらくは、Jリート市場は昨年末比プラス圏で推移しコロナ禍とは遠く離れた立ち位置にあった。しかし、金融市場がひとたび強烈なショック安に見舞われると、上場金融商品であるJリート市場もその影響を免れなかった。東証REIT指数は2月第4週以降急落し、直近高値からの下落率は一時▲49%に達した(3/19時点)。その後は反発に転じたものの、東証REIT指数は2015年9月

<sup>6</sup> J-REITが所有する物流施設の賃料も堅調である。GLP投資法人(2020年2月期)の賃料増額改定率はプラス4.4%、日本プロロジスリート投資法人(2019年11月期)の改定賃料変動率はプラス1.6%であった。

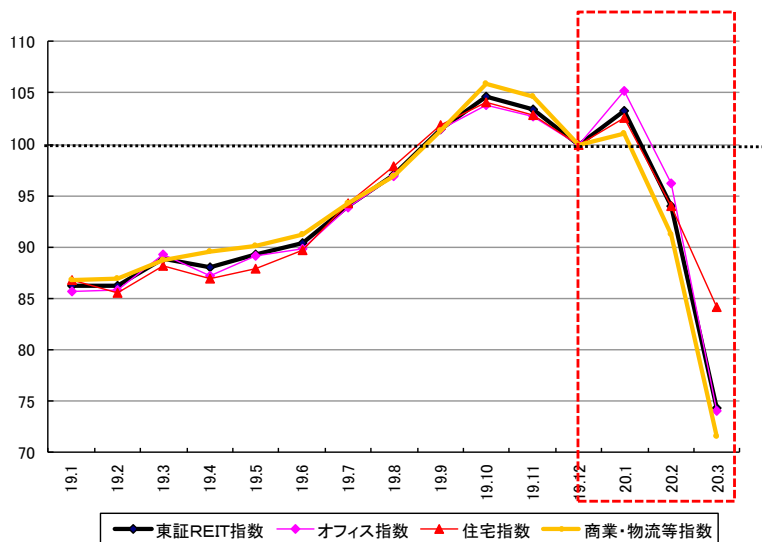
<sup>7</sup> P/NAV倍率とは、市場時価総額がリートの解散価値(NAV:Net Asset Value)の何倍で評価されているかを表わす指標。

以来の水準まで落ち込んでいる。

今回の急落要因としては、(1) 投資家があらゆるリスク性資産を売却し現金化を急ぐ「需給要因」、(2) 日増しに悪化するパンデミックへの不安感といった「心理要因」のほか、(3) 将来の不動産価格の下落を見据えた「ファンダメンタルズ要因」が挙げられる。このうち、(3) ファンダメンタルズ要因についてみると、市場全体の P/NAV 倍率が 0.9 倍と 1 倍を下回っており、今後の不動産価格の下落を織り込む水準となっている。そこで、各社の開示資料 (P/NAV 倍率、負債比率、アセットタイプ別保有比率) をもとに、価格下落リスクをどの程度織り込んでいるかアセットタイプ別に確認すると、大きい順に、ホテル (▲34%) < 商業施設 (▲20%) < 市場全体 (▲8%) < オフィス (▲6%) < 住宅 (▲1%) < 物流施設 (+5%) となった (図表-18)。つまり、Jリート市場はコロナ禍のダメージはホテルや商業施設で大きくなる一方で、住宅や物流施設では相対的に小さいと評価しているようだ。

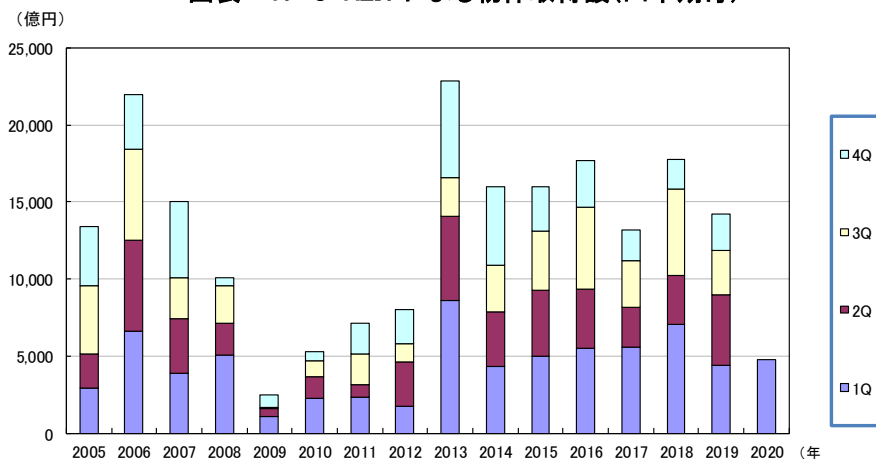
いずれにしても、不動産市場の先行きは、新型コロナウイルスの終息時期や各国の金融・財政対応、今後の景気回復状況によるところが大きい。感染拡大に衰えがみえず厳しい状況が続くが、この危機を克服し社会に日常が戻るよう、各国間のさらなる連帯を願いたい。

図表-16 東証 REIT 指数の推移 (2019 年 12 月末=100)



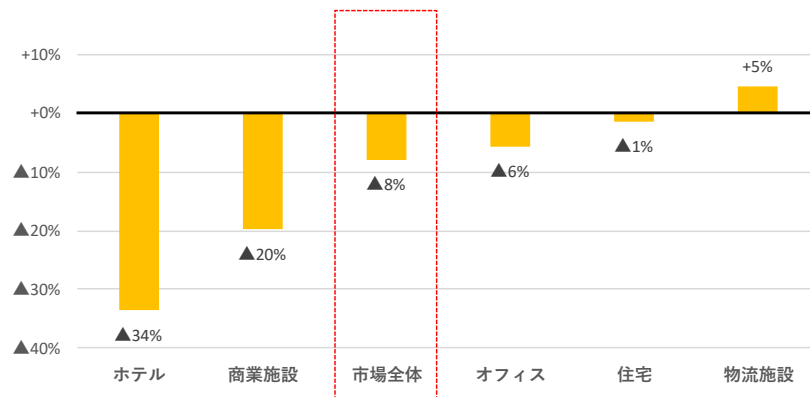
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-17 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-18 Jリート市場が織り込む不動産価格の下落率(アセットタイプ別、3月末時点)



(出所) 開示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もありません。