

不動産 投資 レポート

オフィス市場は調整局面入り。 REIT市場は価格の戻りが鈍い。

不動産クォーターリー・レビュー2020年第3四半期

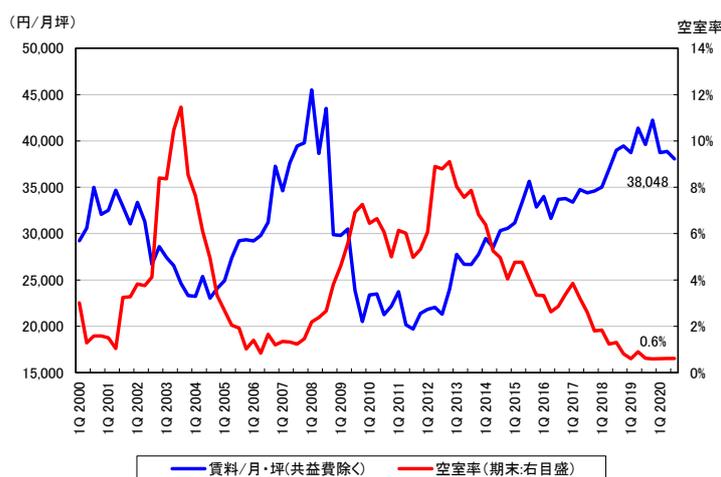
金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [吉田 資](#)

(03)3512-1861 e-mail: tyoshida@nli-research.co.jp

要旨

- 2020年7-9月期の実質GDP(11/16公表予定)は4四半期ぶりのプラス成長になったと推計されるが、4-6月期の落ち込みの4割強を取り戻したにすぎず、経済活動の正常化に向けた足取りは重い。
- 住宅市場について、2020年7-9月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲10.1%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は+1.9%増加、中古マンションの成約件数は+1.4%増加した。
- 東京Aクラスビルの空室率は依然として低水準を維持しているが、成約賃料は下落した。また、これまで上昇基調であった東京23区のマンション賃料は転換期を迎えている。
- 商業施設では、銀座・心斎橋・栄エリアの空室率は上昇した。ホテルの客室稼働率は、「Go To Travel」の効果等により、回復に向かい始めている。
- 首都圏の物流施設市場では、EC関連の需要が旺盛で、空室率は過去最低水準に低下した。
- 2020年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比3.6%上昇したものの、価格の戻りが鈍い。

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

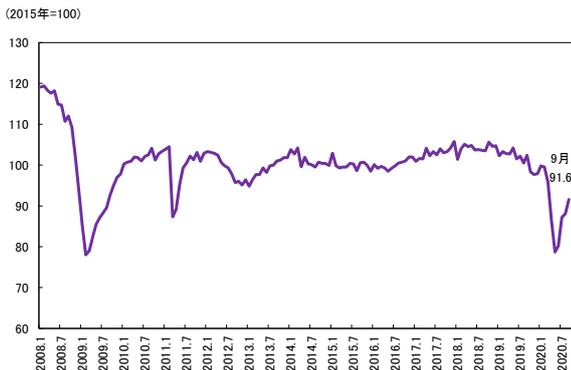
未だ終息の見えないコロナ禍による経済活動停滞の影響は、幅広い分野に及んでおり、不動産市場でも顕在化している。

11/16に公表予定の2020年7-9月期の実質GDPは、前期比3.8%（前期比年率16.1%）と4四半期ぶりのプラス成長になったと推計される¹。国内外の経済活動の再開を受けて、大幅なプラス成長となったが、過去最大のマイナス成長となった4-6月期の落ち込みの4割強を取り戻したにすぎず、経済活動の正常化に向けた足取りは重い。

経済産業省によると、2020年9月の鉱工業生産指数は前月比+4.0%と4ヵ月連続で上昇した。6～9月の4ヵ月累計で+16.4%の高い伸びとなり、2～5月の落ち込み（累計で▲21.1%）の6割強を取り戻したが、指数の水準自体はコロナ禍前の20年1月と比べると▲10%近く低い水準にとどまっている。10-12月期もプラスで2四半期連続プラスとなる可能性が高いが、急回復した7-9月期から伸びは大きく低下する見込みである²。

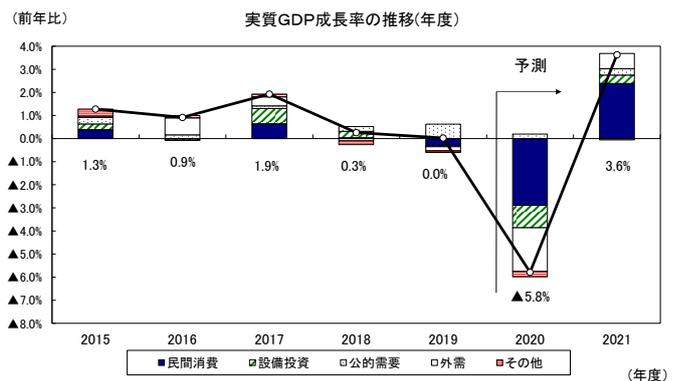
ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2020年度▲5.8%、2021年度3.6%を予想する（図表-2）³。ソーシャルディスタンスの確保が外食・旅行・娯楽などのサービス支出を抑制すること等から、経済活動が元の水準に戻るまでには時間を要する見通しである。

図表-1 鉱工業生産指数



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」(2015年を100とする)

図表-2 実質GDP成長率の推移(年度)



(出所) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」(2次)を基にニッセイ基礎研究所が作成(2020年9月)

住宅市場は、コロナ禍による営業活動自粛が明けたものの、新規着工は回復が遅れている。2020年9月の新設住宅着工戸数は70,186戸（前年同月比▲9.9%）と15ヵ月連続で減少し、7-9月累計では209,531戸（前年同期比▲10.1%）となった（図表-3）。内訳をみると、「貸家」が25ヵ月連続で減少したほか、「持家」が14ヵ月連続、「分譲」が11ヶ月連続で減少した。

一方、2020年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,477戸（前月同月比+5.0%）、7-9月累計では6,229戸（前年同期比+1.9%）となり、前年同期を上回った（図表-4）。9月の初月契約率は73.4%、販売在庫は6,449戸（前月比▲409戸）と好調だが、1戸当たり平均価格は5,812万円（前年同月比▲3.0%）、㎡単価は87.7万円（▲3.9%）と販売価格はやや下落した。販売戸数は、モデルルームの閉鎖などの影響で大幅に減少した4-6月期（▲55.5%）から回復したが、不動産経済研究所に

¹ 齋藤太郎『2020年7-9月期の実質GDP～前期比3.8%（年率16.1%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2020年10月30日）

² 齋藤太郎『鉱工業生産20年9月7-9月期の増産幅は4-6月期の落ち込みの4割強にとどまる』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2020年10月30日）

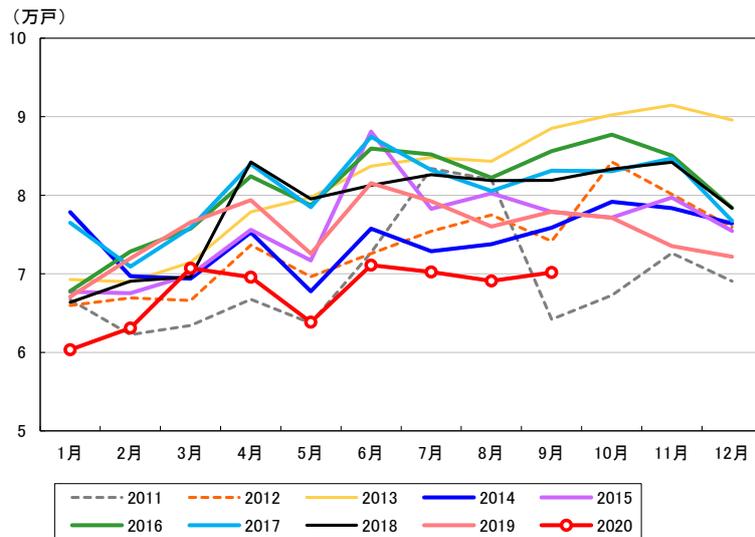
³ 齋藤太郎『2020・2021年度経済見通しー20年4-6月期GDP2次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2020年09月08日）

よれば、2020年の年間販売戸数は約2万戸と、2019年（3.1万戸）を大きく下回る見通しである。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2020年9月の首都圏の中古マンション成約件数は3,328件（前年同月比▲7.3%）、7-9月累計では9,537件（前年同期比+1.4%）となった。緊急事態宣言と営業自粛の影響で、大幅に減少した4-6月期の6,428件（前年同期比▲33.6%）から回復に転じている。（図表-5）。

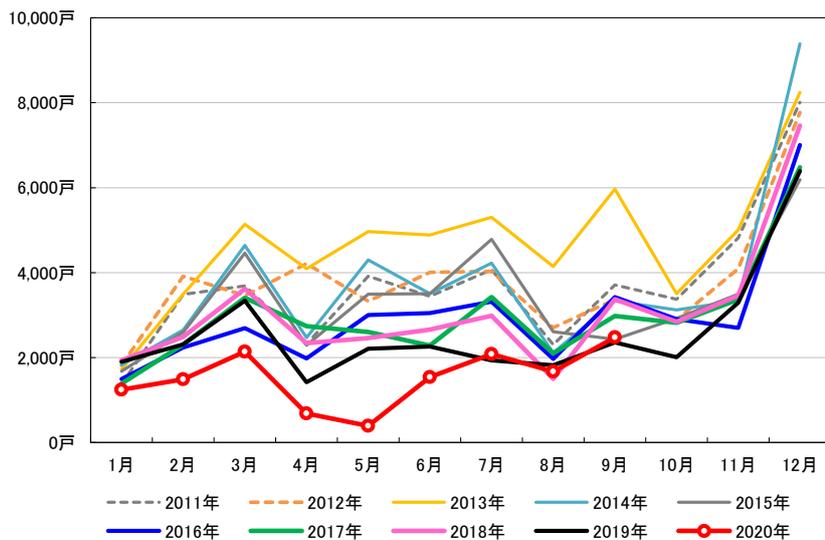
日本不動産研究所によると、2020年8月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比+2.3%となり11カ月連続で上昇した。景気悪化の影響は、今ところ住宅価格には及んでいない（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



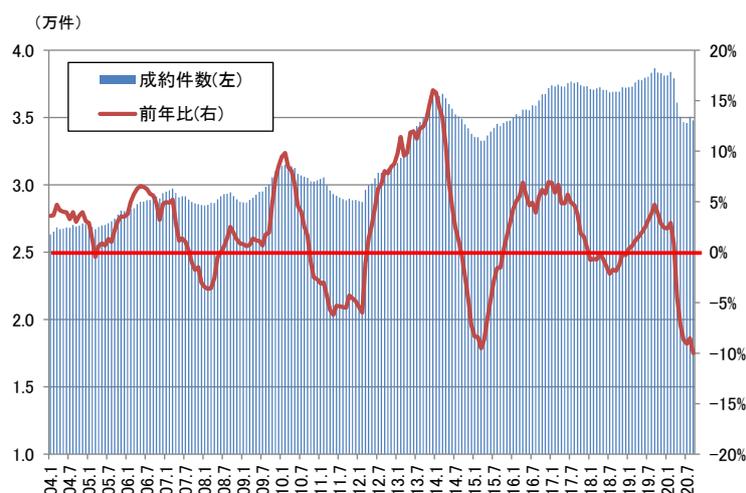
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



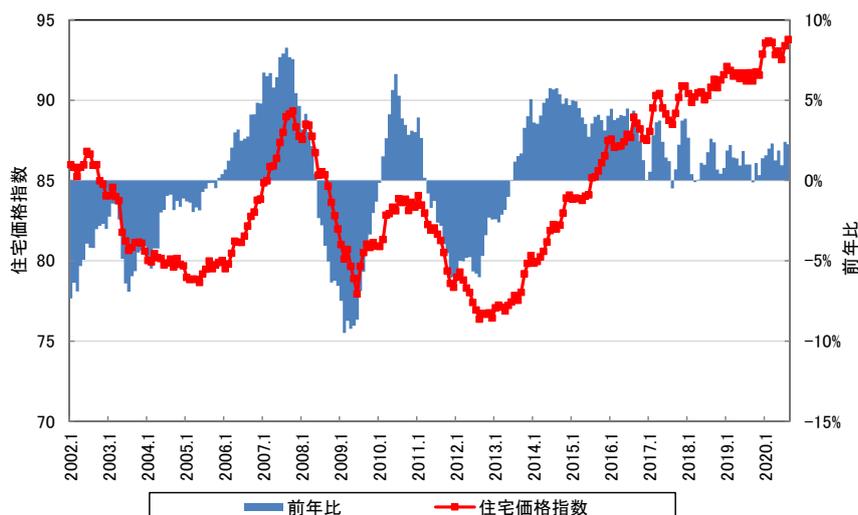
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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」

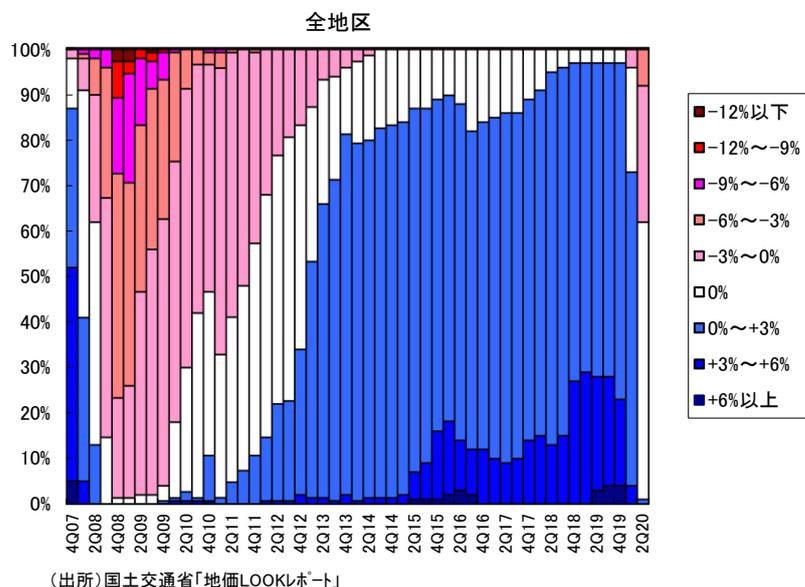
2. 地価動向

これまで上昇基調にあった地価は、都心商業地を中心に下落に転じた。国土交通省の「地価 LOOK レポート(2020年第2四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「1」(前回73)、横ばいが「61」(前回23)、下落が「38」(前回4)となり、上場地点が1地点(「中央1丁目」(仙台市))のみとなり、下落地点が大幅に増加した(図表-7)。同レポートでは、「新型コロナウイルス感染症の影響により、需要者の様子見など取引の停滞が広がるとともに、ホテルや店舗を中心に収益性低下への懸念から需要の減退が一部では見られる」としている。

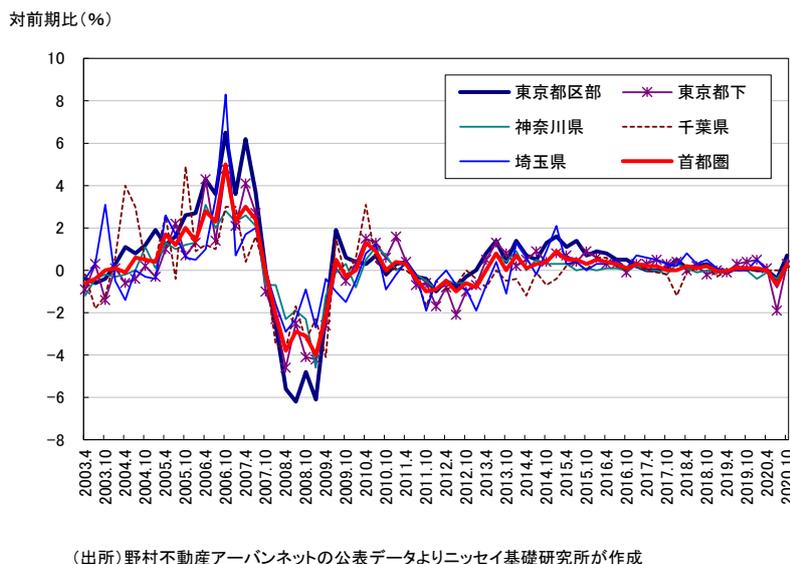
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率(10月1日時点)は前期比+0.3%となった(年間▲0.3%)。「値上がり」地点の割合は19.6%(前回1.8%)に増加し、「値下がり」地点の割合は0.6%(前回26.2%)に減少した。コロナ禍での在宅勤務等による新たな需要の高ま

りもあり、住宅地価格に大きな変動はみられない（図表－8）。

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

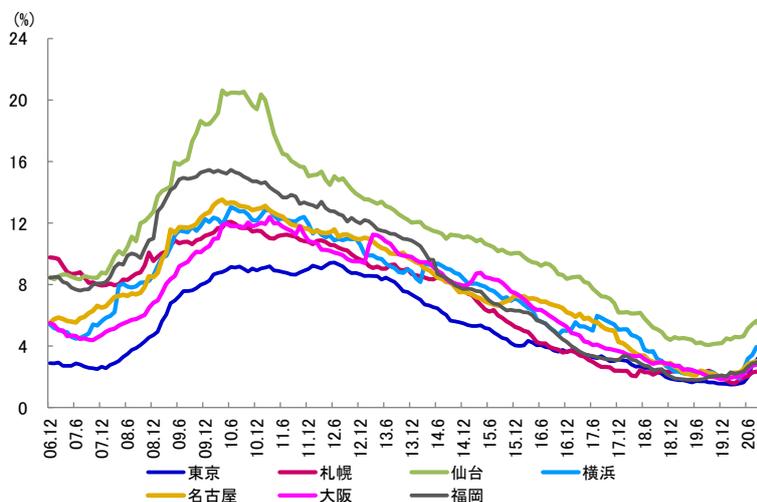
①オフィス

三鬼商事によると、東京都心5区の空室率(9月)は7カ月連続上昇の3.43%(前月比+0.36%)、平均募集賃料(月坪)は2カ月連続下落の22,733円(前月比▲0.4%)となった。他の主要都市でも、空室率は上昇基調にある(図表－9)。

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、2020年第3四半期の東京都心部Aクラスビル成約賃料(月坪)は38,048円(前期比▲2.1%)となった。賃料水準を見直す動きは限られるが、一部では新規募集物件だけでなく、募集中の物件でも賃料引き下げの動きが出始めている。一方、東京都心部Aクラスビルの空室率は0.6%となり、8期連続で1%を下回

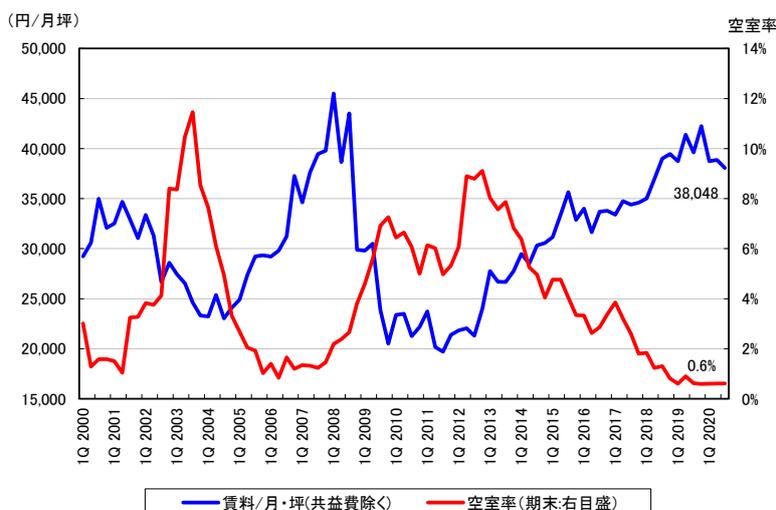
った。Aクラスビルでは、解約時期が限定される定期借家契約の割合が高いことから、在宅勤務の導入やコスト削減によるオフィスの解約が直ちには現れにくいということもあり、空室率は低水準で推移している（図表-10）。

図表-9 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-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

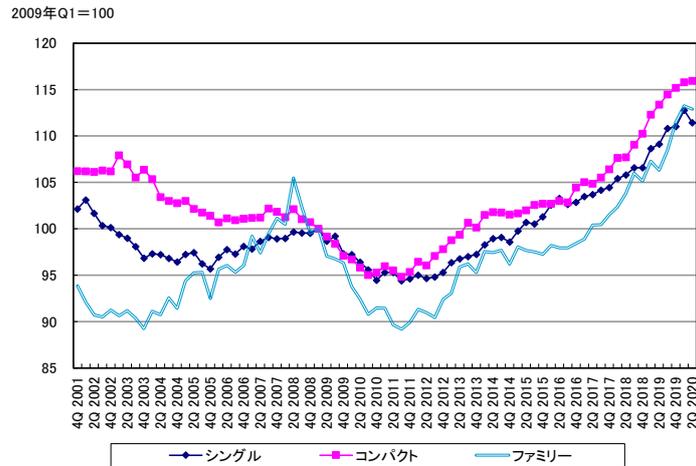


(注)Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

②賃貸マンション

これまで上昇基調にあった東京 23 区のマンション賃料は転換期を迎えている。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2020 年第 2 四半期は前期比でシングルタイプが▲1.33%、コンパクトタイプが+0.15%、ファミリータイプが▲0.37%となった(図表-11)。シングルタイプは2016 年第 3 四半期以来、ファミリータイプは2019 年第 2 四半期以来の前期比マイナスとなった。緊急事態宣言やリモート授業・リモートワークの普及を受け、学生や転勤者等の移動(引越)が延期され、賃貸マンションの需要がやや弱含んだ。また、LMC によると、都心 5 区の平均募集賃料(9 月末)は高値圏にあるなか、前月比では全ての区で下落となった。

図表-11 東京 23 区のマンション賃料



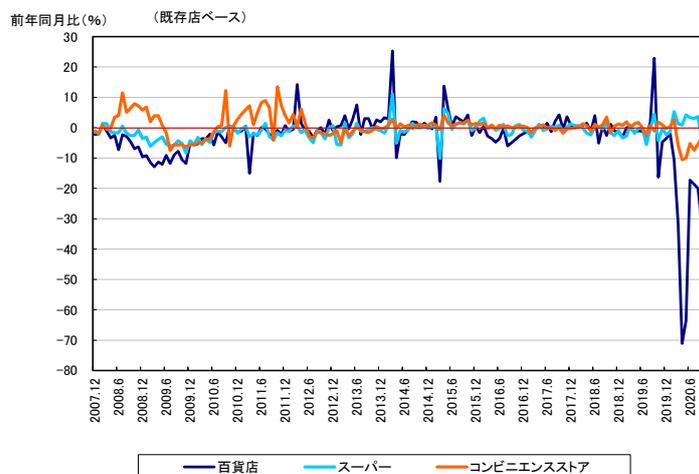
(出所)三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、引き続きテナントの業態により、好不調の差がみられる。商業動態統計などによると、2020年7-9月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が▲23.9%、コンビニエンスストアが▲5.4%、スーパーが+0.7%となった（図表-12）。百貨店は新型コロナウイルスの感染拡大に伴う外出自粛や悪天候の影響を受けて、12カ月連続で前年同月を下回った。コンビニエンスストアも、オフィス街を中心に都心部の来店客数が減少しており、7カ月連続で前年同月を下回った。一方、スーパーは、昨年9月の消費増税の駆け込み需要の反動で9月の販売額が前年比マイナスになったものの、住宅地を中心に日用品需要や巣ごもり消費が引き続き堅調であった。

主要都市に路面店舗を出店しているリテーラーを対象としたアンケート調査⁴では、リテーラーの約9割が売上減少などに伴い既存店舗の賃料減額をオーナーに要請したと回答した。また、シービーアールイー（CBRE）によると、リテーラーの出店ニーズの減少に伴い、ハイストリートの空室率（2020年第3四半期）は、「銀座」が2.6%（前期比+0.9%）、「心齋橋」が5.0%（前期比+3.7%）、「栄」が3.2%（前期比+3.2%）となり、前期から上昇した。

図表-12 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)

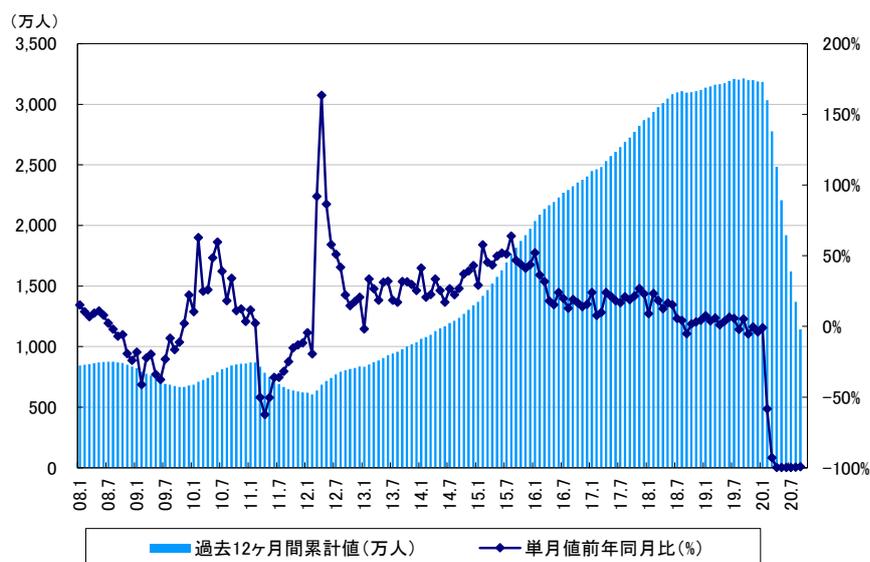


(出所)経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」を基にニッセイ基礎研究所が作成

⁴ CBRE「ジャパン特別レポート COVID-19：リテールマーケットへの影響とアウトロク 2020年8月」

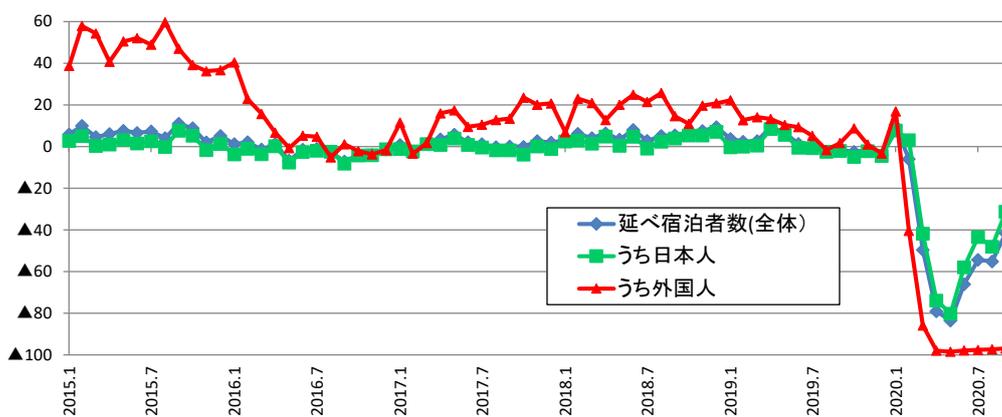
コロナ禍により甚大なダメージを受けたホテルセクターは、依然として厳しい状況にあるものの、回復に向かい始めている。2020年7-9月累計の訪日外国人客数は前年同期比▲99.7%の約2.6万人となった(図表-13)。また、宿泊旅行統計調査によると、2020年7-9月の延べ宿泊者数は前年同期比▲50.9%減少し、このうち外国人が▲97.3%、日本人が▲41.7%となった(図表-14)。一方、STR社によると、全国のホテル稼働率(9月)は39.5%と4月のボトム(14.1%)から回復しており、7月にスタートした政府の観光需要喚起策「Go To トラベル」の効果が地方を中心に現れている。10月からは、「東京都を目的とする旅行」と「東京都に居住する人の旅行」も「Go To トラベル」の対象に追加されたことから、今後、その効果が期待される。

図表-13 訪日外国人客数の推移(12ヶ月累計、前年同月比は月次ベース)



(出所) 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

図表-14 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)

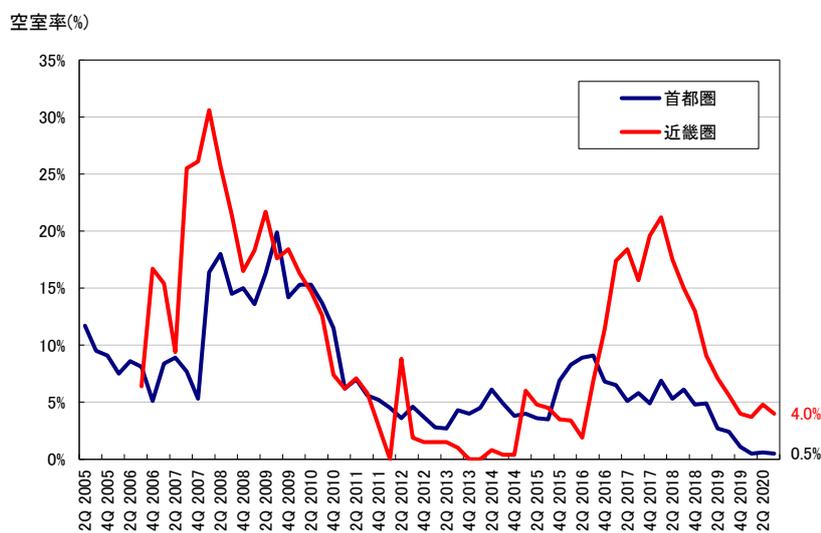


(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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(2020年9月末)は0.5%(前期比▲0.1%)となり、過去最低水準に低下した(図表-15)。ネット通販関連貨物の増加に伴い、EC関連企業は物流拠点の拡大に一段と積極的になっており、需要を牽引している。2021年第1

四半期までに供給予定の大規模物流施設は、既に8割程度の面積が内定済みとのことである。近畿圏の空室率は4.0%となり、前期から▲0.8%低下した。近畿圏でも、EC関連や生活必需品を中心に、物流拠点の拡張ニーズが旺盛である。実質賃料は、首都圏が4,420円/月坪（前期比+0.7%）、近畿圏が3,970円/月坪（前期比+1.0%）と上昇した。

図表-15 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBRE

4. J-REIT(不動産投信)市場・不動産投資市場

2020年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比+3.6%上昇した。セクター別では、商業・物流等が+6.9%、オフィスが+1.5%上昇した一方で、住宅が▲0.8%下落した(図表-16)。J-REIT市場は2期連続での上昇となったものの1-3月期の大幅下落(▲25.6%)に対して価格の戻りは鈍く、依然として昨年末対比で▲19.5%下落している。また、株式市場に対しては4四半期連続でのアンダーパフォームとなった。9月末時点のバリュエーションは、純資産10.5兆円に保有物件の含み益3.9兆円を加えた14.4兆円に対して時価総額は13.6兆円でNAV倍率は0.95倍、分配金利回りは4.1%(10年国債利回りとのスプレッドは4.1%)となっている。

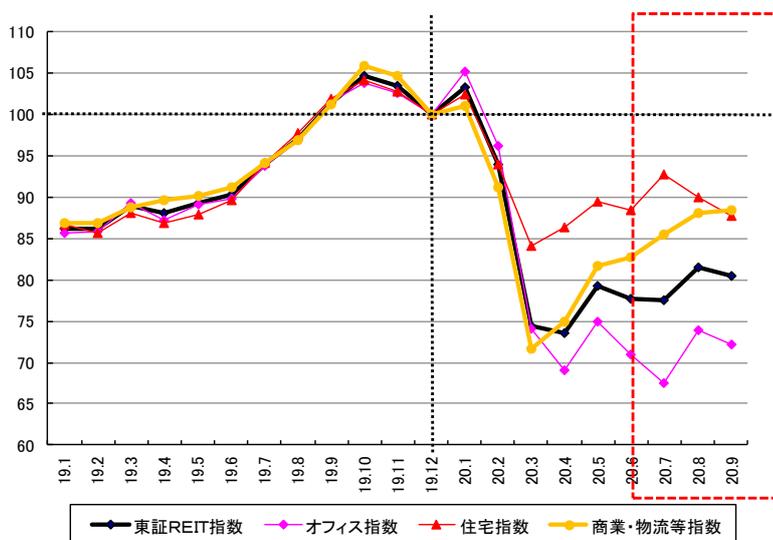
J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は2,663億円(前年同期比▲8%)、1-9月累計で9,816億円(同▲17%)となった(図表-17)。コロナ禍による影響で大きく落ち込んだ第2四半期(同▲48%)から回復し、前年並みの水準を確保した。アセットタイプ別の取得割合(1-9月累計)は、物流施設(40%)、オフィス(24%)、住宅(17%)、商業(9%)、その他(6%)、ホテル(5%)の順となった。引き続き、投資口価格が堅調に推移しスポンサーからの取得パイプラインが豊富な物流施設の取得が目立つ。

J-REIT市場は3月以降NAV倍率が1倍を下回り、不動産価格の今後の下落リスクを織り込む水準で推移している。J-REITが示唆する今後の不動産価格の騰落率は、物流(+19%)を除いて、ホテル(▲18%)・商業(▲14%)・オフィス(▲8%)・住宅(▲0%)がマイナスとなり、市場全体では▲5%となっている(図表-18)。これに対して、実際の鑑定評価額(4-7月期決算、前期比)はホテル(▲4%)を除いてはほぼ横ばいとなり、リーマンショック後に見られた急激な価格調整は起きていない。足もとでは、J-REIT等の金融市場と物件取引市場である不動産市場の間で不動産評価に対する温度差が感じられる。

日経不動産マーケット情報(2020年11月号)によると、2020年第3四半期の取引額は6,313億円(前

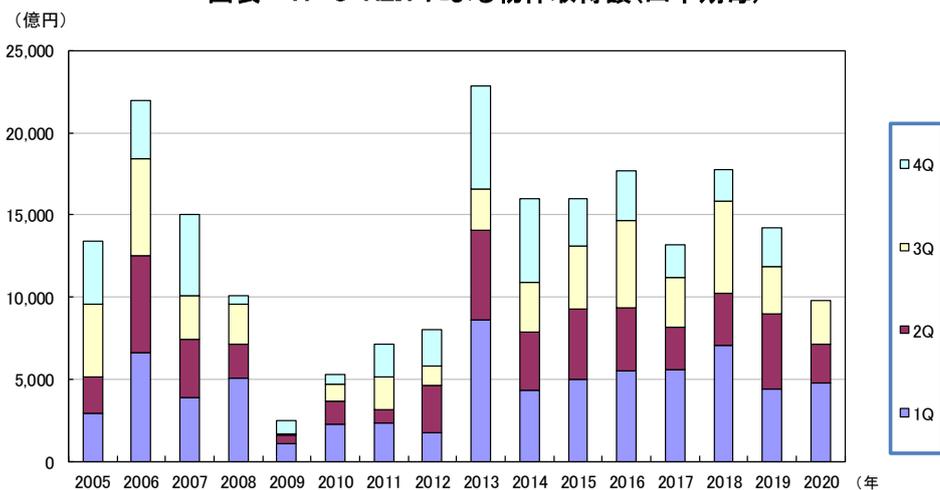
年同期比▲9%)となった。第2四半期(3,967億円・前年同期比▲59%)と比べて持ち直しつつある。こうしたなか、日本の不動産市場は、新型コロナウイルス感染拡大による影響が相対的に軽微との評価から、海外機関投資家の関心が高まっている。日本経済新聞社によると、「カナダの不動産ファンドであるベルトール・グリーンオークは、日本の不動産に対し、今後2~3年で最大1兆円の投資を行う計画であり、香港の投資ファンドPAGも今度4年程度で最大8,000億円の投資を行う」としている⁵。今後も不確実性が高い金融市場環境が想定されるなか、海外資金を中心に投資家の不動産取得意欲は衰えていない模様だ。

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

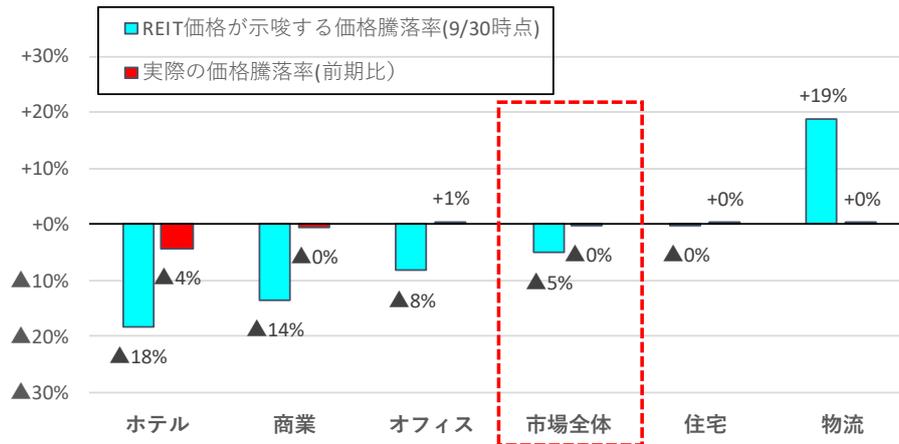
図表-17 J-REITによる物件取得額(四半期毎)



(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

⁵ 日本経済新聞・電子版「不動産ファンド、日本で1兆円投資 企業売却受け皿に」2020年10月12日

図表-18 REIT 市場が示唆する価格騰落率 vs 実際の価格騰落率



(注) 実際の価格騰落率: 4-7月決算期開示を集計
(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はありません。