

不動産 投資 レポート

オフィス市場は調整色が強まる。コロナ再拡大がホテル・商業の回復に打撃。

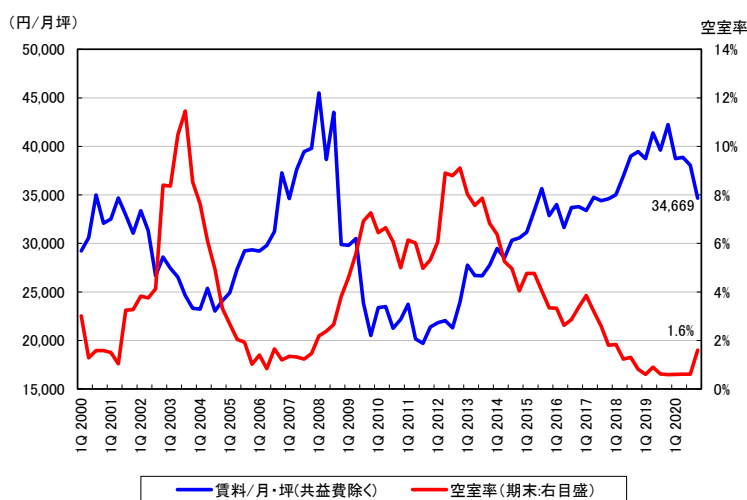
不動産クォーター・レビュー2020年第4四半期

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 **佐久間 誠**
(03)3512-1778 e-mail: msakuma@nli-research.co.jp

要旨

- 1月8日の緊急事態宣言の再発令によって、回復途上にあった経済の正常化がまた遠のいた。オフィス市場での調整色が強まり、不動産市場におけるコロナ禍の影響も色濃くなるであろう。
- 2020年10-12月期の実質GDPは2四半期連続のプラス成長が予想されるが、2021年1-3月期はマイナス成長に転じる見通しである。
- 2020年10-12月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲7.0%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+11.8%増加した。
- 東京Aクラスビルの2020年第4四半期の成約賃料は前期比▲8.9%下落し、2017年第4四半期以来の水準に低下。東京23区のマンション賃料は底堅さを維持している。ホテル市場では2020年10-12月の延べ宿泊者数が前年同期比▲34.5%となり厳しい状況が続いている。物流施設市場では、旺盛なEC関連需要を背景に、首都圏・大阪圏ともに需給が引き締まり、賃料も緩やかに上昇している。
- 2020年第4四半期の東証REIT指数(配当除き)は9月末比3.3%上昇、2020年全体では前年比▲16.9%下落した。

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

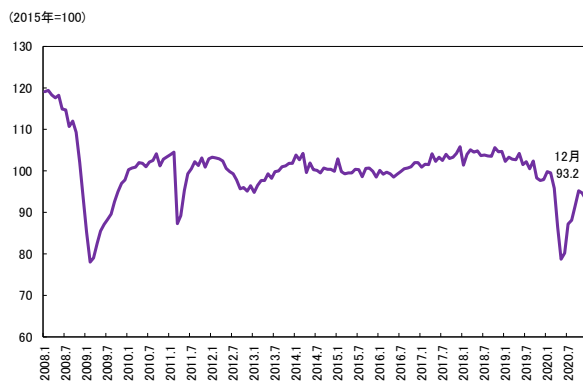
新型コロナウイルスの第3波が拡大するなか、1月8日に緊急事態宣言が再発令されたことで、回復途上にあった経済活動が再び停滞することは避けられず、不動産市場への悪影響も強まることが予想される。

2月15日に公表予定の2020年10-12月期の実質GDPは、前期比+2.1%（前期比年率+8.5%）と2四半期連続のプラス成長になったと推計される¹。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8割強を取り戻すことになるが、直近のピーク（2019年7-9月期）と比較すると、実質GDPで▲3.8%、民間消費で▲5.8%低い水準にとどまる。今年1月に緊急事態宣言が再発令されたことで、対面型サービス消費を中心に経済活動が落ち込むことから、2021年1-3月期は3四半期ぶりにマイナス成長となる見通しである。

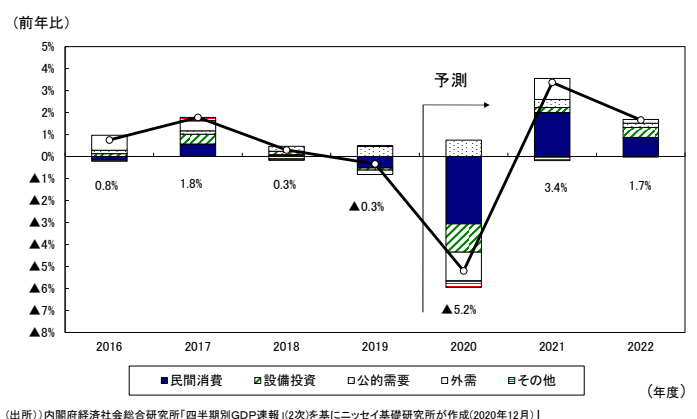
経済産業省によると、2020年10-12月の鉱工業生産指数は前期比+6.2%と2期連続でプラスとなったが、7-9月期(前期比+8.7%)から伸び率は鈍化した。鉱工業生産は20年4-6月期に前期比▲16.9%と急落した後、その後の2四半期で約4分の3を取り戻したが、1-3月期と比較して▲4%程度低い水準にとどまっている²。

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2020年度▲5.2%、2021年度3.4%、2022年度1.7%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込みである。実質GDPがコロナ前の水準（2019年10-12月期）を回復するのは2022年7-9月期、消費税率引き上げ前のピーク水準（2019年7-9月期）を回復するのは2023年度にずれ込む見通しである。

図表-1 鉱工業生産指数



図表-2 実質GDP成長率の推移(年度)



¹ ニッセイ基礎研究所「[2020年10-12月期の実質GDP～前期比2.1%（年率8.5%）を予測～](#)」（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2021年1月29日）

² ニッセイ基礎研究所「[鉱工業生産20年12月-2四半期連続の増産、予測指数も強め](#)」（経済・金融フラッシュ、2021年1月29日）

³ ニッセイ基礎研究所「[2020～2022年度経済見通し-20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、2020年12月8日）

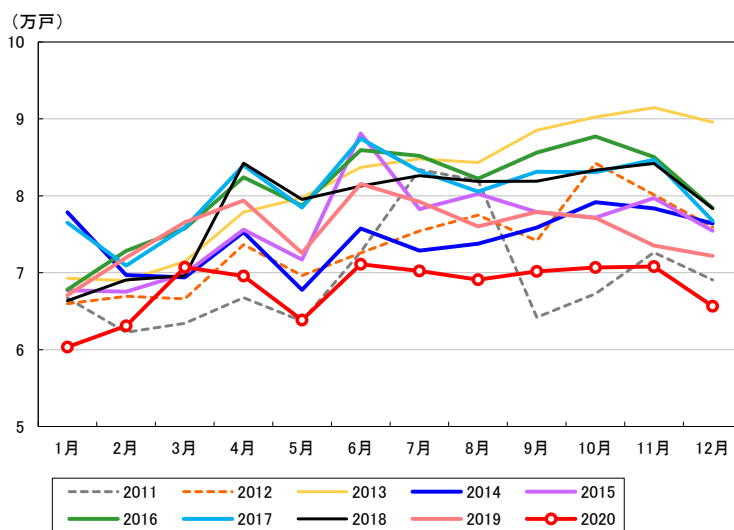
住宅市場では、コロナ禍においても価格が高止まりするなか、新規着工戸数の低迷が続いている。2020年12月の新設住宅着工戸数は65,643戸（前年同月比▲9.0%）と18カ月連続で減少し、10-12月累計では207,126戸（前年同期比▲7.0%）となった(図表-3)。内訳をみると、「貸家」が28カ月連続で減少、「分譲」が14ヶ月連続で減少した。

一方、2020年12月の首都圏のマンション新規発売戸数は7,362戸（前月同月比+15.2%）、10-12月累計では13,510戸（前年同期比+15.5%）となり、前年同期を上回った(図表-4)。12月の1戸当たりの平均価格は5,620万円(前年同月比▲4.4%)、㎡単価は83.7万円(同▲0.2%)、初月契約率は62.6%、販売在庫は8,905戸(同▲190戸)となった。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月期を底に回復基調にあるが、2020年全体では27,228戸（前年比▲12.8%）に減少した。不動産経済研究所によると、2021年の販売戸数は約3.2万戸（前年比+17.5%）となり、2019年の水準（3.1万戸）を上回る見通しである⁴。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2020年12月の首都圏の中古マンション成約件数は2,533件（前年同月比▲9.9%）に減少したものの、10-12月累計では9,789件（前年同期比+11.8%）となり調査開始以来、過去最高を記録した。中古マンション成約件数は、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（6,428件、前年比▲33.6%）を底に回復している(図表-5)。

日本不動産研究所によると、2020年11月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比+4.0%となり14カ月連続で上昇した。コロナ禍においても住宅の取得ニーズは高く、マンション価格は堅調を維持している（図表-6）。

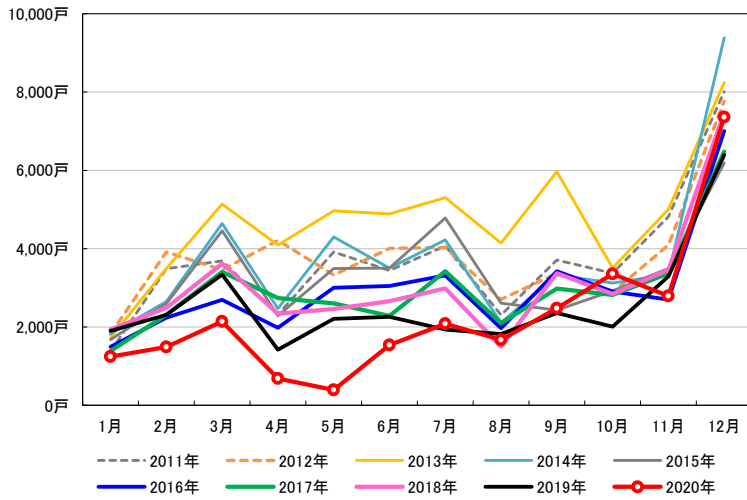
図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



(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

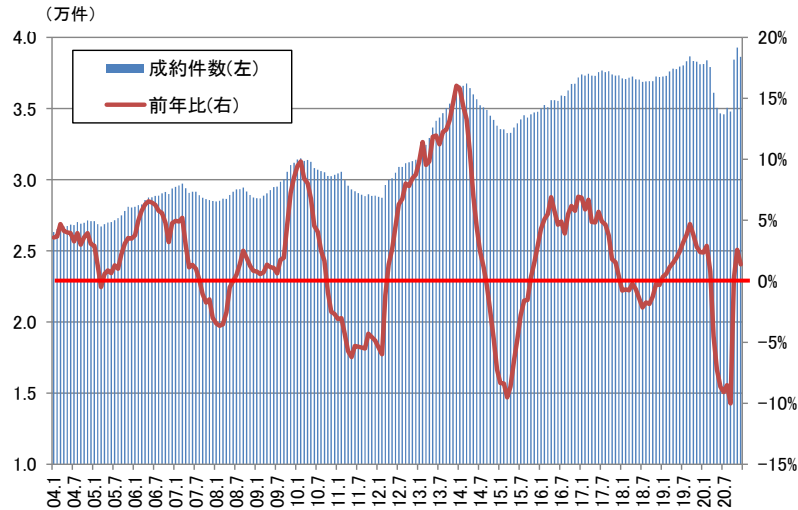
⁴ 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向2020年（年間のまとめ）」（2021年1月25日）

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



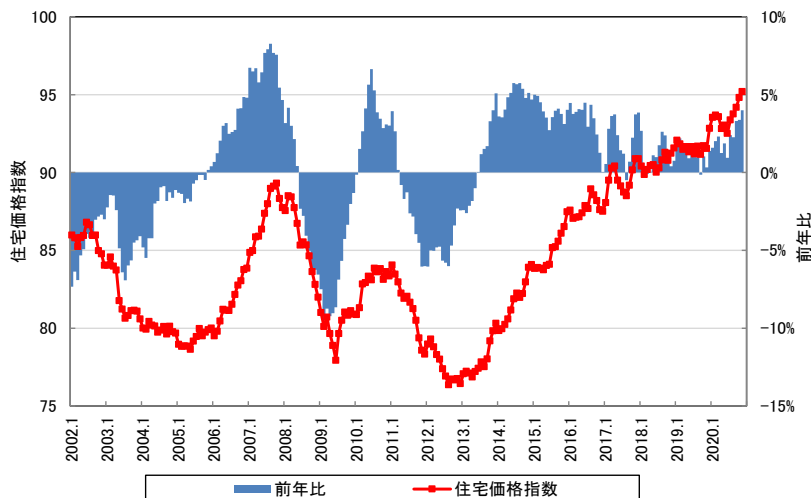
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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」

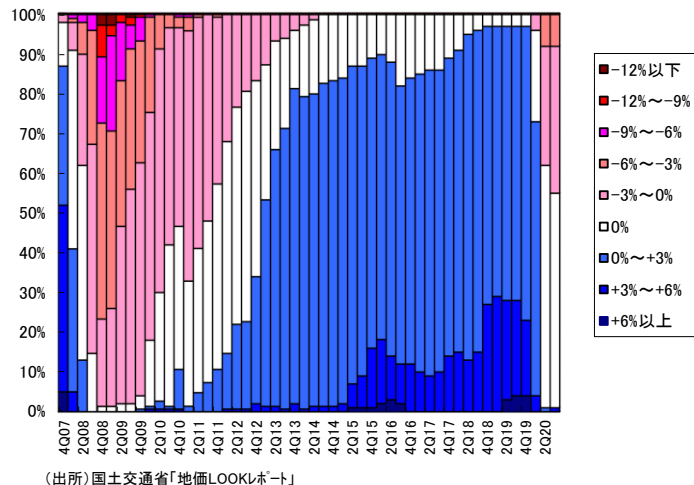
2. 地価動向

地価は、都心商業地を中心に下落している。国土交通省の「地価 LOOK レポート（2020 年第 3 四半期）」によると、全国 100 地区のうち上昇が「1」（前回 1）、横ばいが「54」（前回 61）、下落が「45」（前回 38）となり、下落地点については、3%未満の下落が「37」（前回 30）、3%以上 6%未満の下落が「8」（前回 8）となった（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、ホテルや店舗等の収益性低下による需要の減退が一部で見られるが、全体としては需要者の様子見傾向が継続している」としている。

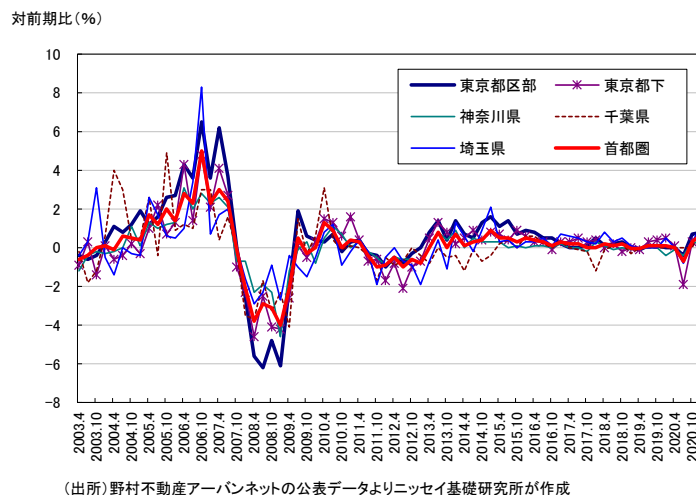
一方、野村不動産アーバンネットによると、首都圏住宅地価格の変動率（1 月 1 日時点）は前期比 +0.7%となった（年間+0.3%）。「値上がり」地点の割合は 22.6%（前回 19.6%）、「値下がり」地点の割合は 2.4%（前回 0.6%）となり、にそれぞれ増加した。低金利環境に加えて、コロナ禍での在宅勤務等による新たな需要の高まりもあり、住宅地価格は底堅く推移している（図表-8）。

国税庁は 1 月 26 日に、大阪中央区の 3 地点の路線価を 4%引き下げる減額補正を発表した。これは現行制度ができた 1955 年以来初めての措置である。インバウンド需要の恩恵を受けてこれまで上昇していたエリアの地価が大幅下落に転じる一方、住宅地では需給バランスに大きな変化は見られず、地価動向はエリア毎にまだら模様となっている。

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

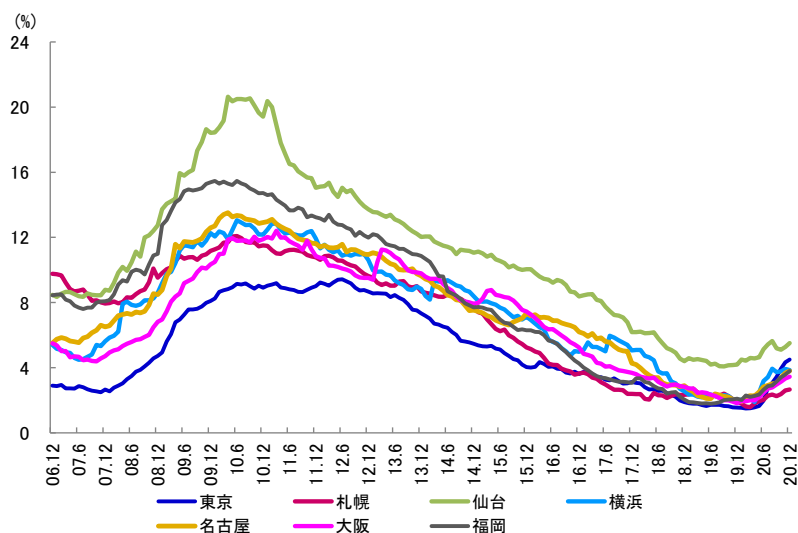
①オフィス

三鬼商事によると、2020年12月の東京都心5区の空室率は10カ月連続上昇の4.49%（前月比+0.16%）、平均募集賃料(月坪)は5カ月連続下落の21,999円（前月比▲1.0%）となった。他の主要都市では、空室率は上昇基調にあるものの、募集賃料は底堅く推移している（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4四半期の東京都心部Aクラスビル成約賃料(月坪)は34,669円（前期比▲8.9%）となり、2017年第4四半期の水準まで下落した。直近のピークである2019年第4四半期（42,242円）からの下落率は▲17.9%となった。また、Aクラスビルの空室率は1.6%（前期比+1.0%）で、2018年第3四半期以来の1%超えとなった（図表-10）。三幸エステートは、「新築ビルへ移転したテナントの二次空室で後継テナントが決まらず、現空床となるケースが増えている」としている⁵。日経不動産マーケット情報によるアンケート調査では、オフィス賃料について年内は下落基調が続くとの見通しが過半を占め、底打ちは2022年前半を予想する見方が増えている⁶。

今後はコロナ禍を経て、企業が働き方やオフィスの使い方をどのように再構成していくのかに注目が集まる。テレワークの普及によって、オフィスと在宅勤務をハイブリットに使いこなす企業が増えることが予想される。しかし、オフィスと在宅での勤務割合（オフィス出勤率）の最適解は依然として不透明である。オフィス出勤率を定量的に把握する手段は今のところ限られるが、携帯会社やIT企業などが提供する、スマートフォンの位置情報をもとにした流動人口データが参考になる。NTTドコモが提供する「モバイル空間統計」を見ると、2021年2月4日時点の東京のオフィスエリアの流動人口は前年同期比▲42.2%の水準であり、オフィス出勤率は60%程度まで低下していると推測される（図表-11）。

図表-9 主要都市のオフィス空室率

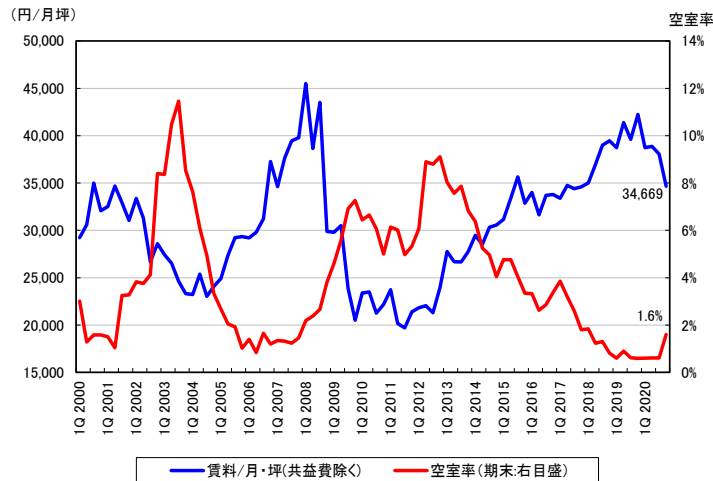


(出所)三鬼商事の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

⁵ 三幸エステート「[オフィスレント・インデックス 2020年第4四半期](#)」（2021年2月4日）

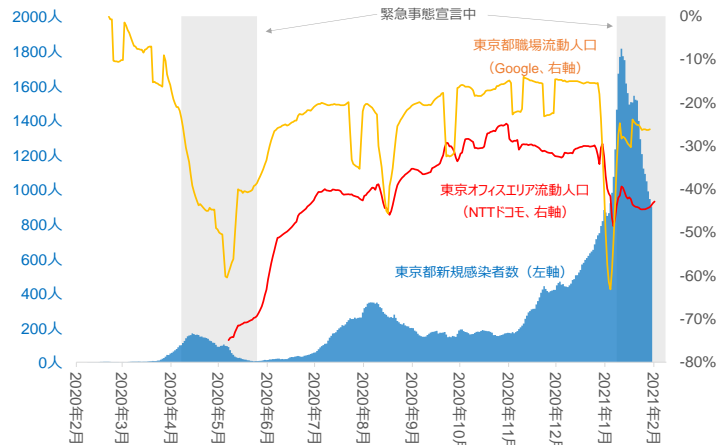
⁶ 日経BP社「[アナリスト予測 — 弱含むオフィス需要、下落幅は次第に緩やかに](#)」『日経不動産マーケット情報』（2021年1月）

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

図表-11 東京オフィスエリアの流動人口(オフィス出社率)と新型コロナの新規感染者数



(注) Googleによる東京都職場流動人口は2020年1月3日~2月6日の曜日別中央値からの訪問者数の変化率の1週間移動平均。NTTドコモによる東京オフィスエリア流動人口は前年同期比の1週間移動平均。また、東京オフィスエリアは霞が関、東京駅南、東京駅、大手町、品川駅、丸の内内の平均。東京都新規感染者数は1週間移動平均。
(出所) NTTドコモ、Google、東洋経済オンライン「新型コロナウイルス 国内感染の状況」(制作: 荻原和樹)のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

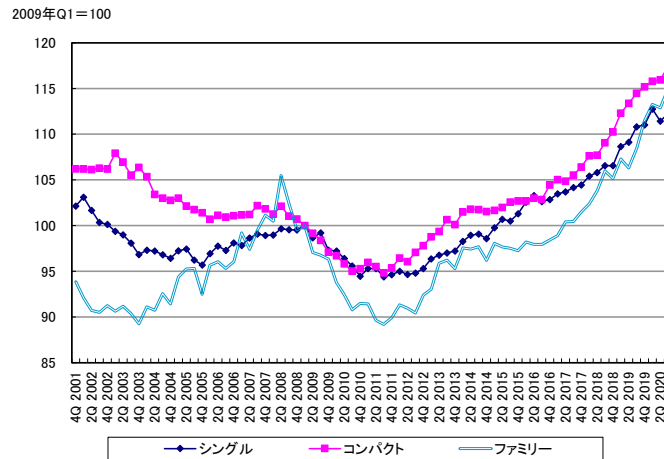
②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は底堅く推移している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2020 年第 3 四半期は前年比でシングルタイプが+1.5%、コンパクトタイプが+2.9%、ファミリータイプが+6.6%となった(図表-12)。

一方、住宅系 REIT の運用実績をみると、賃貸マンションの需要が弱含んでおり、なかでも都心エリアに近い住居においてその傾向が強い⁷。住民基本台帳人口移動報告によると、12 月の東京都の転入超過数は▲4,648 人と 6 ヶ月連続でマイナスとなり、2020 年全体の転入超過数は+31,125 人と、前年 (+82,982 人) から減少した(図表-13)。今回の緊急事態宣言の発令が 10 都府県において 3 月 7 日まで延長されるなか、人口の移動が集中する年度末にかけての動向を注視したい。

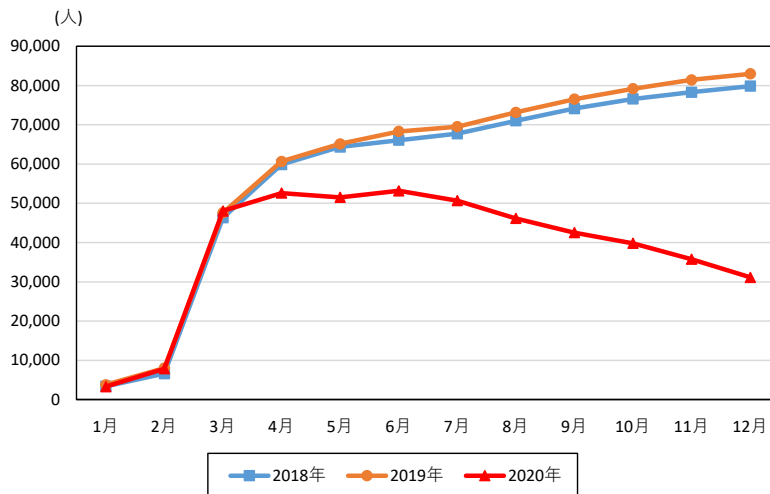
⁷ アドバンス・レジデンス投資法人によると、2020 年 12 月末の首都圏の賃貸マンション稼働率は 1 月末と比較して ▲0.3%低下したのに対して、東京主要 7 区の稼働率は ▲1.8%低下した。

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)」

図表-13 東京都の転入超過数(月次累計値)

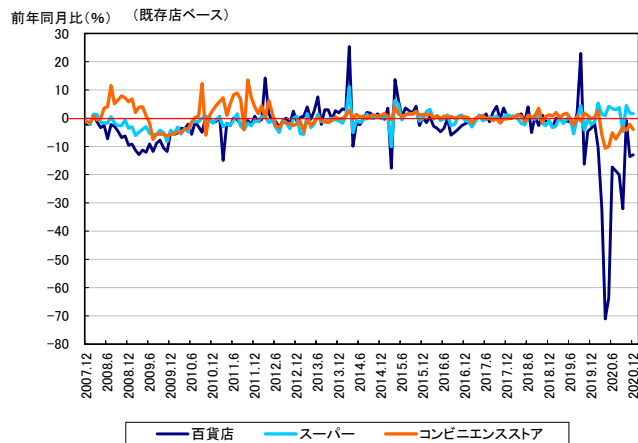


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」

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、明暗が分かれている。商業動態統計などによると、2020年12月の小売販売額(既存店、前年同月比)は百貨店が▲13.0%、コンビニエンスストアが▲4.0%、スーパーが+1.6%となった(図表-14)。百貨店は15カ月連続、コンビニエンスストアは10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、その後は3ヶ月連続で前年同月を上回っている。

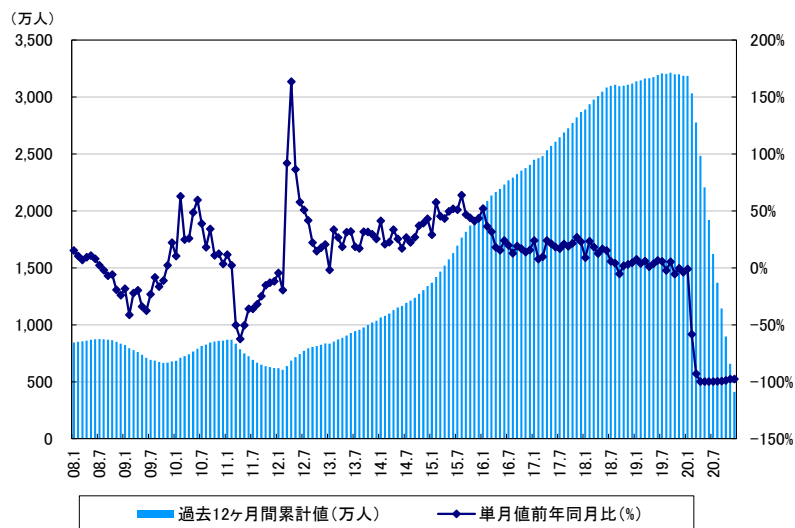
図表-14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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」を基にニッセイ基礎研究所が作成

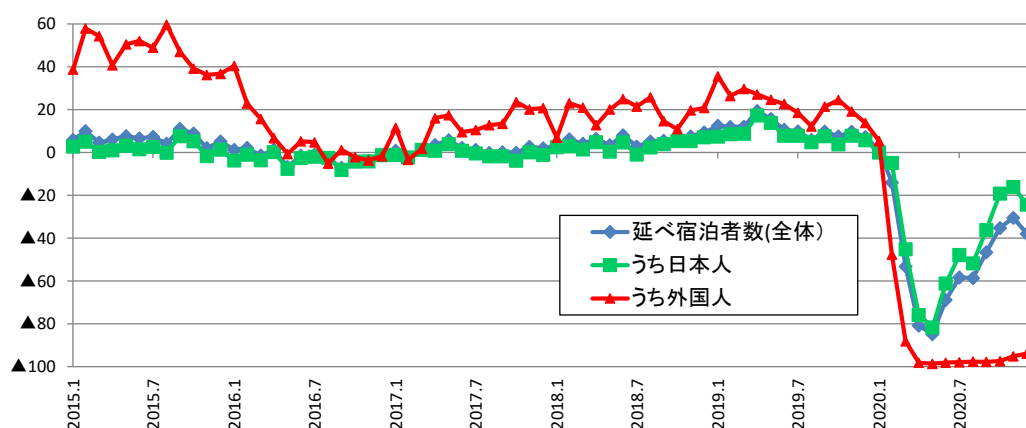
コロナ禍により甚大なダメージを受けたホテルセクターは、依然として厳しい状況にある。2020年10-12月累計の訪日外国人客数は前年同期比▲98.1%の14.3万人、2020年全体では前年比▲87.1%の411.6万人となった(図表-15)。宿泊旅行統計調査によると、2020年10-12月の延べ宿泊者数は前年同期比▲34.5%減少し、このうち外国人が▲95.6%、日本人が▲19.8%となった(図表-16)。また、STR社によると、全国のホテル稼働率は4月(14.1%)をボトムに11月には55.1%まで回復したが、12月は新型コロナの第3波拡大に伴う「GoToトラベル」キャンペーン中止を受けて再び43.0%に低下している。

図表-15 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

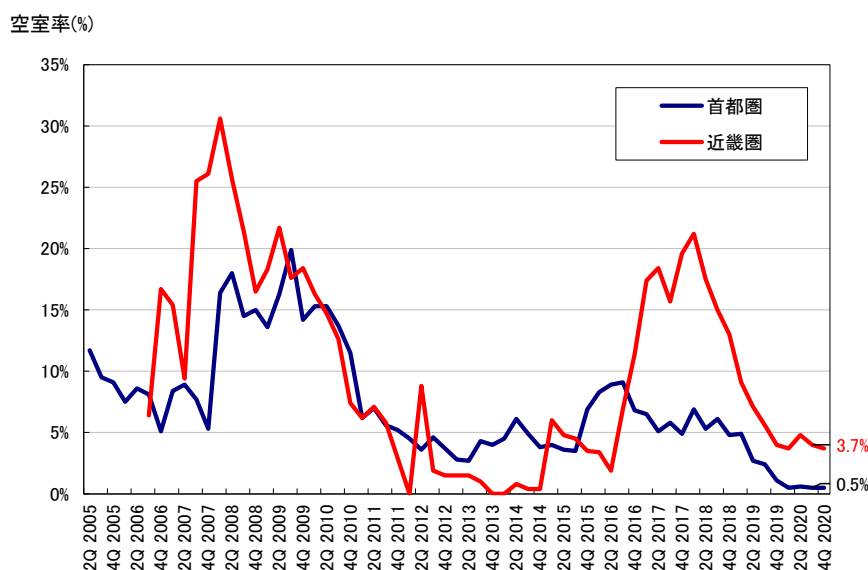
図表-16 延べ宿泊者数の推移(月次、前年比)



(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12月末)は0.5%(前期比±0%)、実質賃料は4,460円/月坪(前期比+0.9%)となった(図表-17)。EC関連企業の需要が市場拡大を牽引しており、2021年第2四半期までに供給予定の大規模物流施設は既に5割超の面積が内定済みとのことである。また、近畿圏の空室率は3.7%(前期比▲0.3%)、実質賃料は4,020円/月坪(前期比+1.3%)となり、2006年の調査開始以来、初めて4,000円を上回った⁸。

図表-17 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所)CBRE

⁸ CBRE「[ジャパンロジスティクスマーケットビュー 2020年第4四半期](#)」(2021年1月29日)

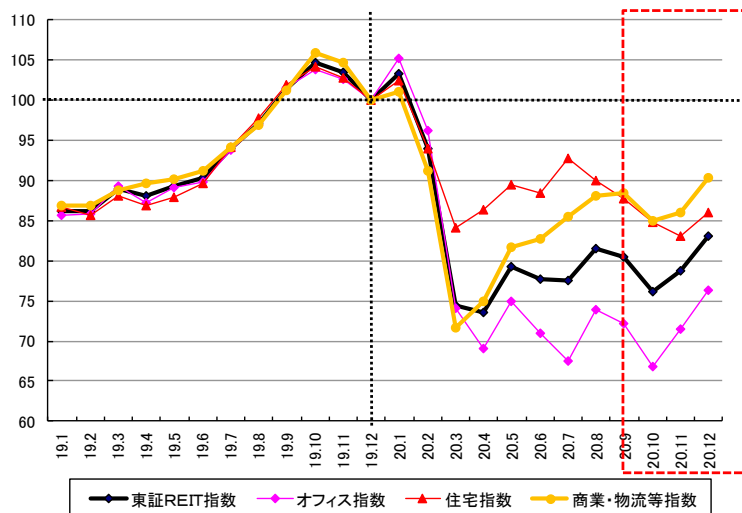
4. J-REIT(不動産投信)市場・不動産投資市場

2020年第4四半期の東証REIT指数(配当除き)は、米国の新政権誕生などを受けて景気に対する楽観見通しが強まり株式市場が大きく上昇するなか、J-REIT市場にも資金が流入し9月末比3.3%上昇した。セクター別では、バリュエーション面で割安であったオフィス系REITや商業系REITが買われ、オフィス(+5.8%)と商業・物流等(+2.2%)が上昇した一方で、住宅(▲2.0%)は下落した(図表-18)。12月末時点のバリュエーションは、純資産10.7兆円に保有物件の含み益3.9兆円を加えた14.6兆円に対して時価総額は14.4兆円でNAV倍率は0.98倍、分配金利回りは4.0%で10年国債利回り(0.0%)とのスプレッドは4.0%となった。

2020年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数(配当除き)は▲16.9%下落し、3年ぶりの下落となった(図表-19)。年初は上昇してスタートしたが、2月下旬以降、新型コロナウイルス感染拡大を受けて急落し、高値からの下落率は一時リーマン・ショック時(2008年)に次ぐ大きさを記録した。その後は上昇に転じたものの、オフィス市況の先行き懸念などを背景に上値の重い展開となった。銘柄数は62社(▲2社)、市場時価総額は14.4兆円(前年比▲12%)に減少したものの、新規の物件取得が順調に進み、運用資産額(取得額ベース)は20.3兆円(前年比+6%)と過去最高を更新した。業績面では、ホテルを中心に変動賃料収入が剥落したことなどから市場全体の予想1口当たり分配金は前年比▲7%減少した一方で、保有不動産の評価額は概ね横ばいとなり1口当たりNAVは前年比+1%増加した。

また、J-REITによる物件取得額は1兆3,932億円(前年比▲2%)となり例年並みの水準を確保した。アセットタイプ別では、投資口価格が堅調で物件の取得パイプラインが豊富な物流施設(6,204億円、45%)が最大で、次いでオフィスビル(3,488億円、25%)、住宅(2,117億円、15%)の順となった(図表-20)。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1,643億円(平均期間9.3年、平均利率0.54%)となった。

図表-18 東証REIT指数(配当除き、2019年12月末=100)



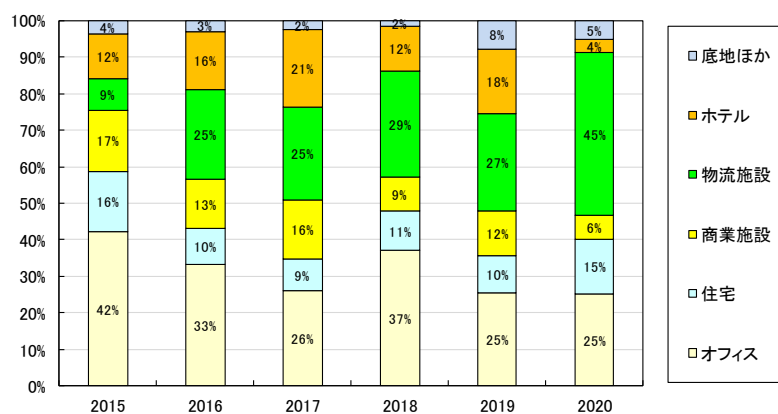
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-19 2020年のJ-REIT市場(まとめ)

	2019年末	2020年末	騰落率/ 変化幅	備考	
指数	東証REIT指数(配当除き)	2,145	1,784	▲16.9%	3年ぶりに下落
	東証REIT指数(配当込み)	4,450	3,855	▲13%	
ファンダ メンタルズ	1口当たり予想分配金	76.8	71.5	▲7%	-
	1口当たりNAV	1,796	1,820	+1%	-
	分配金利回り(%)	3.6%	4.0%	+0.4%	-
	P/NAV倍率(x)	1.19x	0.98x	▲0.21x	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	64社	62社	▲2社	新規上場なし。合併消滅2社
	市場時価総額(兆円)	16.4兆円	14.4兆円	▲12%	
	運用資産額(取得額ベース)	19.1兆円	20.3兆円	+6%	過去最高
	物件の新規取得額	1兆4,222億円	1兆3,932億円	▲2%	-
株式	投資法人債発行額	1,488億円	1,643億円	+10%	平均期間9.3年、平均利率0.54%
	日経平均株価	23,657円	27,444円	+16%	-
	NYダウ(ドル)	28,538ドル	30,606ドル	+7%	史上最高値更新

(出所) 開示データなどをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-20 J-REITによるアセットタイプ別の取得割合



(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

(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。