

不動産 投資 レポート

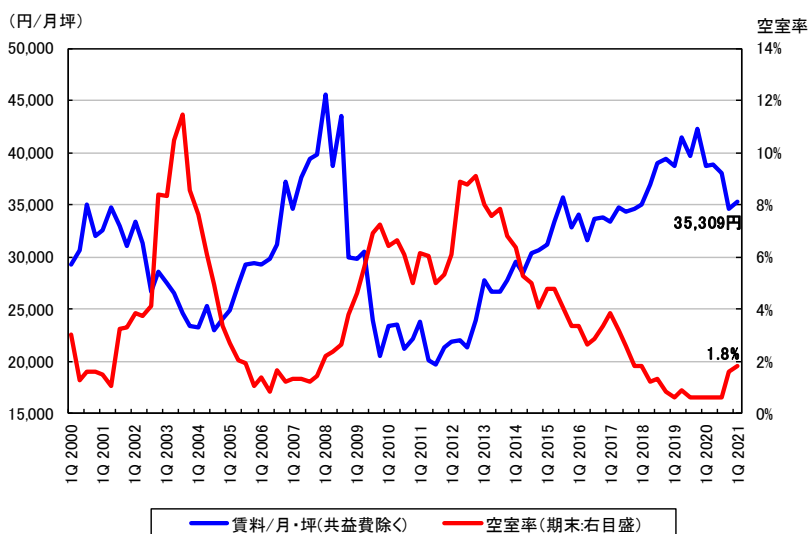
住宅市場は立ち直りの動き。 REIT指数は5カ月連続で上昇 不動産クォーター・レビュー2021年第1四半期

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

- 昨年後半から回復基調にあった経済活動は新型コロナ感染拡大を受けて再び停滞色を強めており、不動産市場の先行きについても依然として不透明感の強い状況が続いている。
- 2021年1-3月期の実質GDP(5/18公表予定)は3四半期ぶりにマイナス成長になったと推計される。住宅市場は立ち直りの動きを見せるなか価格が上昇している。2021年1-3月期の新設住宅着工戸数は▲1.6%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は+37.1%増加、中古マンションの成約件数は+12.2%増加した。地価は都心商業地を中心に下落傾向にある。
- オフィス賃貸市場は、コロナ禍の影響が全国に広がるなか、調整幅は東京が最も大きくなっている。東京のマンション賃料は頭打ち感も見られる。2021年1-3月の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲54.7%減少した。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏の空室率が1%台で需給環境は引き続き良好である。
- 2021年第1四半期の東証REIT指数は+12.8%上昇し、5カ月連続で上昇した。

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

1. 経済動向と住宅市場

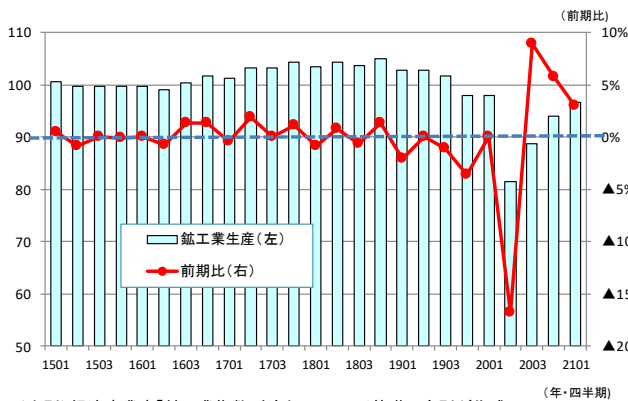
昨年後半から回復基調にあった経済活動は新型コロナ感染拡大を受けて再び停滞色を強めており、不動産市場の先行きについても依然として不透明感の強い状況が続いている。

5/18に公表予定の2021年1-3月期の実質GDPは前期比年率▲3.6%と3四半期ぶりにマイナス成長になったと推計される¹。緊急事態宣言の再発令の影響で対面型サービスを中心に民間消費が落ち込み、経済正常化の動きはいったん足踏みとなった。なお、4/25に発令された3度目の緊急事態宣言が対象地域を広げて5/31まで期限延長されたことで、景気に対するさらなる悪影響が懸念される。

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+3.0%と3四半期連続の増産となったが、前期(+5.7%)からは伸びが低下した。(図表-1)。輸出はすでにコロナ前の水準を上回るものの、国内需要の回復が遅れており、1-3月期の生産は1年前と比べて▲1%程度低い水準にとどまっている。

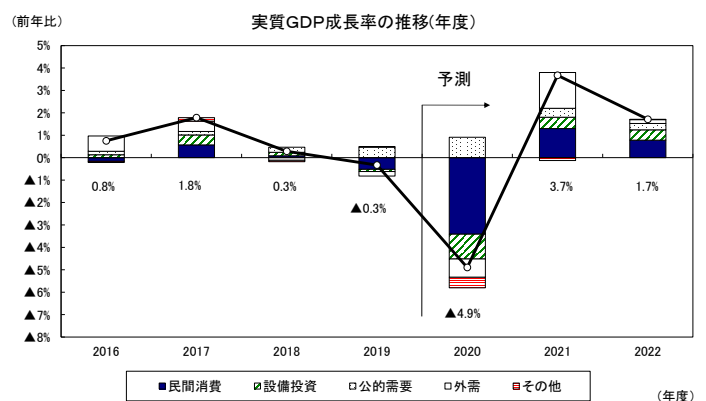
ニッセイ基礎研究所は、3月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2021年度+3.7%、2022年度+1.7%を予想する(図表-2)²。今後はワクチンの普及によってコロナ拡大の抑制が期待されるものの、コロナ禍による雇用や所得の減少が需要の下押し圧力となり、直近のピーク水準(2019年7-9月期)を回復するのは2023年度にずれ込む見通しである。

図表-1 鉱工業生産(前期比)



(出所) 経済産業省「鉱工業指数」をもと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)



(出所) 内閣府「経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」を基にニッセイ基礎研究所が作成(2021年3月)

住宅市場では、マンションの新規発売戸数や成約件数が2ケタの増加を示すなど立ち直りの動きを見せるなか、価格が上昇している。2021年3月の新設住宅着工戸数は71,787戸(前年同月比+1.5%)と21カ月ぶりに増加に転じ、1-3月累計では約19.1万戸(前年同期比▲1.6%)となった(図表-3)。今後は緊急事態宣言の影響などに留意しなければならないが、着工戸数の底打ちが期待される。

2021年3月の首都圏のマンション新規発売戸数は3,103戸(前月同月比+44.9%)と4カ月連続で増加し、1-3月累計では6,671戸(前年同期比+37.1%)と大幅に増加した(図表-4)。3月の1戸当たりの平均価格は6,330万円(前年同月比+2.8%)、㎡単価は93.5万円(▲3.9%)、初月契約率は73.6%(+3.6%)、販売在庫は7,357戸(前年比▲531戸)となった。マンション発売は昨年の落ち込みから回復基調をたどっている。

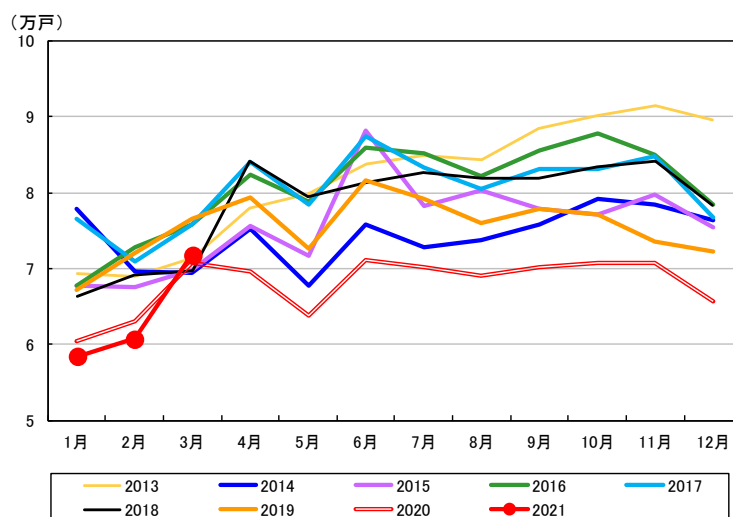
¹ 斎藤太郎『2021年1-3月の実質GDP～前期比▲0.9% (年率▲3.6%)を予測』(ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2021年4月30日)

² 斎藤太郎『2020～2022年度経済見通し-20年10-12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、2021年3月9日)

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2021年3月の首都圏の中古マンション成約件数は4,228件（前年同月比+16.1%）、1-3月累計では11,295件（前年同期比+12.2%）となり、いずれも調査開始以来の過去最高を記録した（図表-5）。中古マンションの成約件数は周辺部・東京都区部ともに高水準で、新規登録件数の減少によって品薄感も見られるなか、価格が上昇している。

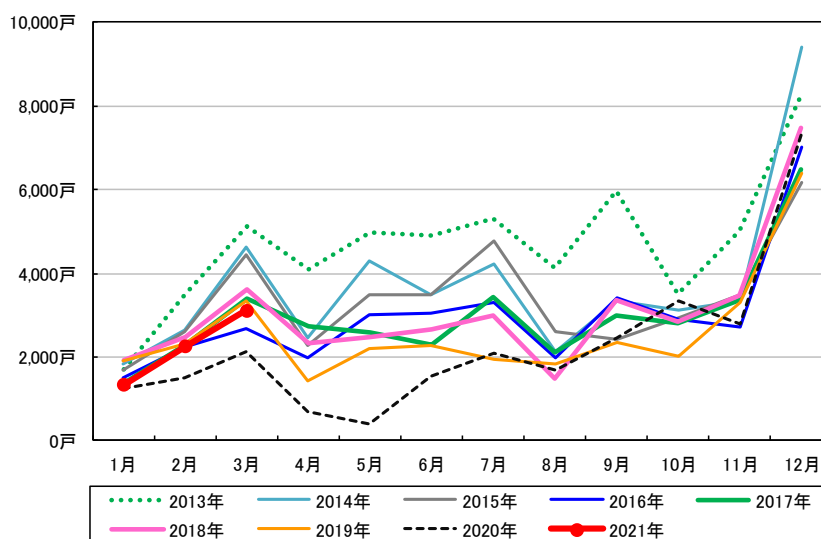
日本不動産研究所によると、2021年2月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は8カ月連続で上昇し、過去1年間の上昇率は+3.5%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



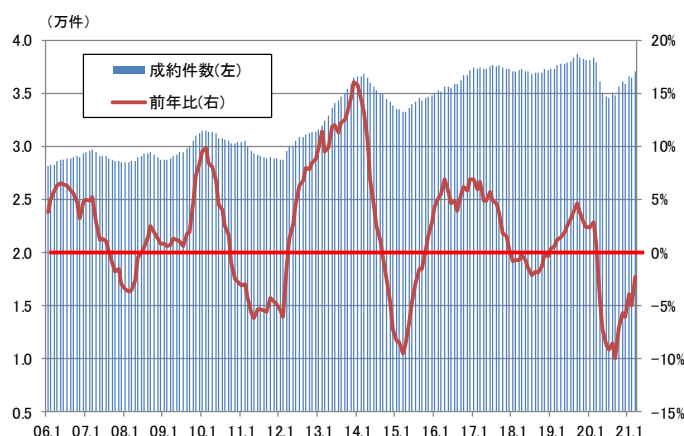
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



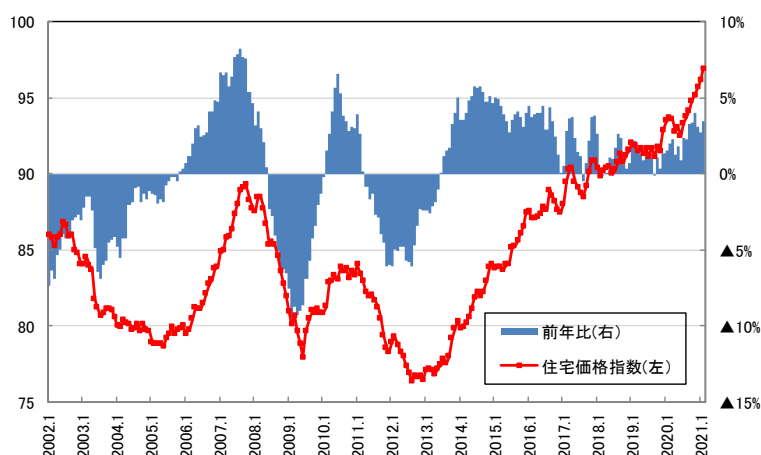
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



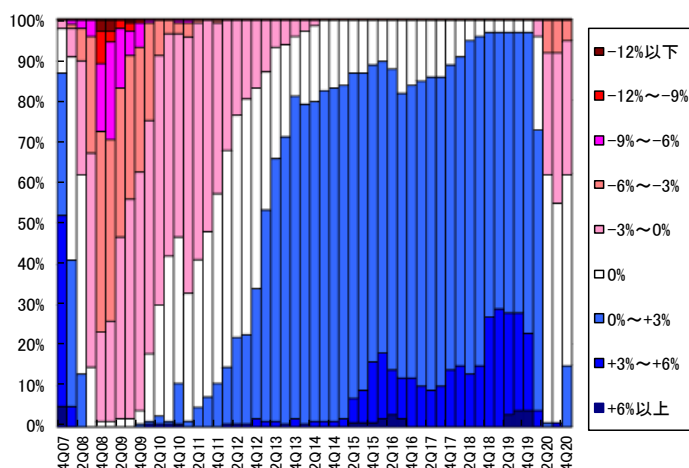
(出所) 日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

地価は都心商業地を中心に下落傾向にある。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2020 年第 4 四半期)」によると、全国 100 地区のうち上昇が「15」、横ばいが「47」、下落が「38」となった。(図表-7)。同レポートでは、「下落地区の割合について、用途別では商業系が住宅系より高く、地域別では大都市圏が地方圏より高い傾向にある」としている。

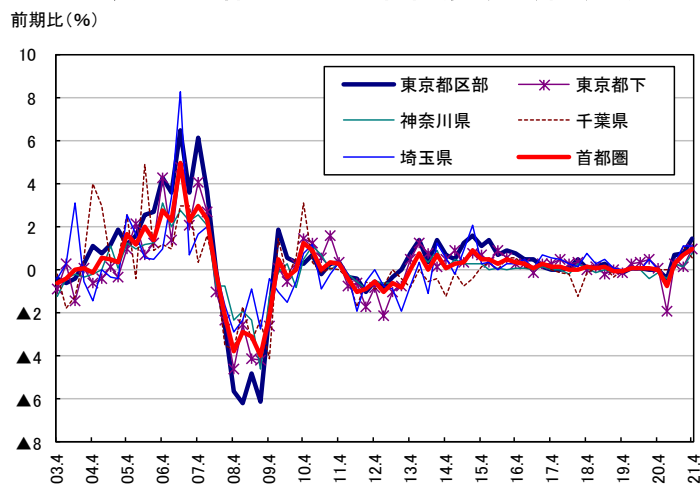
一方、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(4月1日時点)は前期比+1.0%(年間+1.3%上昇)となり3四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は41.7%(前回22.6%)、「値下がり」地点の割合は1.2%(前回2.4%)となった。在宅勤務の普及を受けて通勤利便性より住環境を重視するといった新たな需要もあり、住宅地価格は強含んでいる(図表-8)。

図表-7 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」

図表-8 首都圏の住宅地価格(変動率、前期比)



(出所)野村不動産ソリューションズのデータをもとに作成

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、2021年3月の東京都心5区の空室率は13カ月連続上昇の5.42%（前月比+0.18%）、平均募集賃料（月坪）は8カ月連続下落の21,541円（前月比▲0.6%）となった。一方で、他の主要都市をみると空室率は上昇基調にあるものの（図表-9）、募集賃料は今のところ大阪を除いて前年比プラスを確保している³。コロナ禍の影響が全国のオフィス市況に広がるなか、調整幅は東京が最も大きくなっている。

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、2021年第1四半期の東京都心部Aクラスビル賃料（月坪）は35,309円（前年同期比▲8.9%）となった（図表-10）。三幸エステートは、「募集面積の増加が続いていることに加え、市況の先行きに対する警戒感から、オーナー側では賃料交渉に対して柔軟な姿勢が見られる」としている⁴。

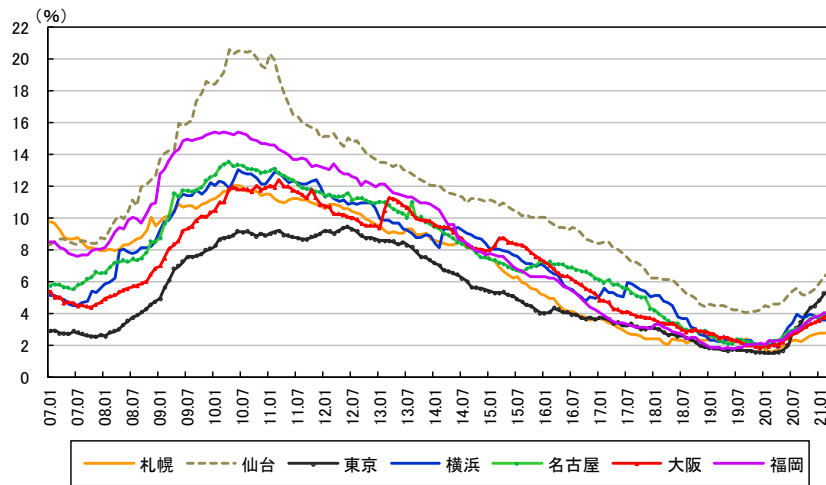
³ 2021年3月時点の募集賃料は、前年比で、札幌(+2.4%)・仙台(+0.3%)・東京(▲4.7%)・横浜(+2.5%)・名古屋(+0.8%)・大阪(▲0.3%)・福岡(+2.5%)となっている。

⁴ [三幸エステート「オフィスレント・インデックス 2021年第1四半期」\(2021年5月7日\)](#)

また、日経不動産マーケット情報（2021年4月号）によると、「来年4月までに竣工する全11棟⁵のテナント内定率は65%にとどまり、前回調査より10%低下した」としており、新築ビルの内定ペースは市況の悪化に伴い減速傾向にある。

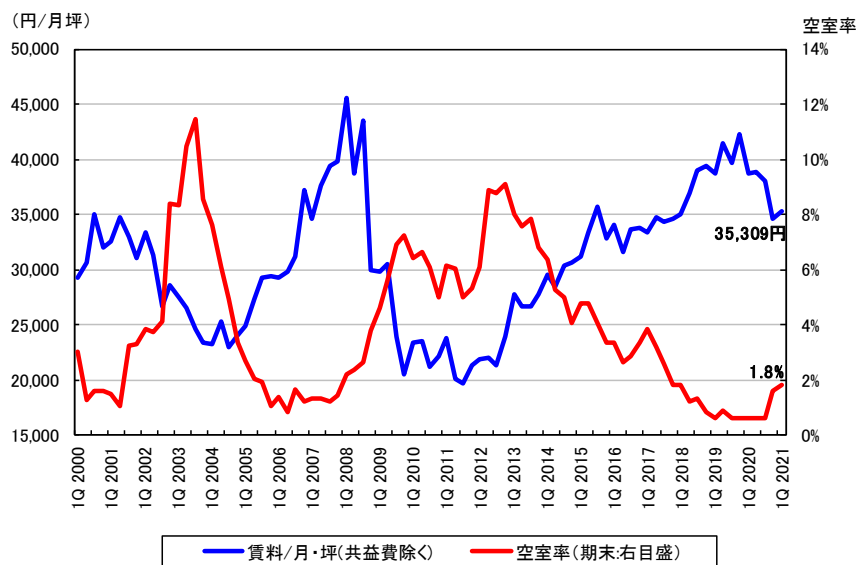
ニッセイ基礎研究所は、東京都心Aクラスビルの賃料見通しを2月に発表した⁶。「Aクラスビルの成約賃料は、既に水準調整が進んでいることから当面の間、現行水準で推移した後、2023年以降の大量供給に伴う空室率の上昇を受けて弱含みで推移する」見通しである。オフィス需要は2008年のリーマンショック後ほど落ち込むことはないとするが、今後は使用するオフィス床面積を見直す動きが本格化することが予想され、その動向を注視したい。

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

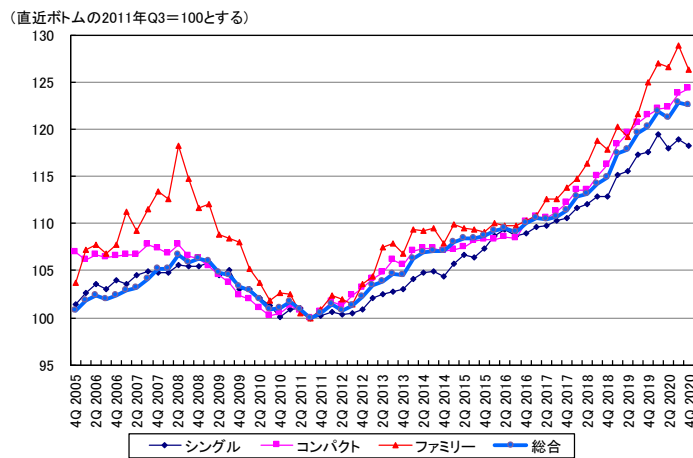
⁵ 東京23区内にある延べ床面積1万㎡以上の賃貸オフィスビルを対象

⁶ 吉田資『東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し(2021年)』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2021年2月19日)

②賃貸マンション

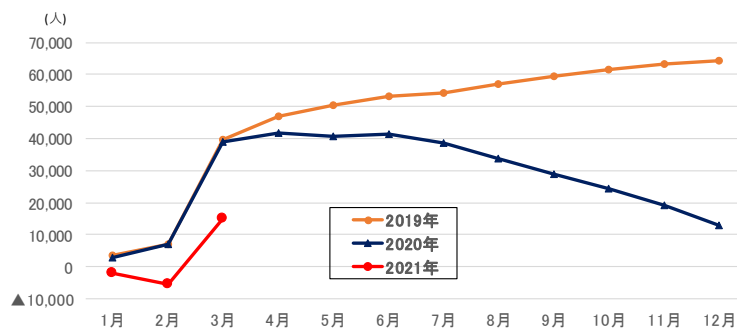
東京 23 区のマンション賃料は上昇基調にあるものの、前期比ではマイナスとなり頭打ち感もみられる。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2020 年第 4 四半期は前年比でシングルタイプが+0.6%、コンパクトタイプが+2.7%、ファミリータイプが+1.3%となった(図表-11)。住民基本台帳人口移動報告によると、東京 23 区の転入超過数は昨年 5 月以降マイナスに転じ、2020 年全体では約+1.3 万人(2019 年+6.4 万人)となった。今年に入ってもこの傾向は変わらず、2021 年 1-3 月累計の転入超過数は約+1.5 万人(2020 年 1-3 月+3.9 万人)と前年の 4 割の水準にとどまる。住宅系 REIT の運用実績をみると、稼働率の低下に対応し募集賃料の調整を行った結果、テナント入替え時の賃料上昇率が鈍化している⁷。

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 東京 23 区の転入超過数(各年の月次累計値、2019 年~2021 年 3 月)



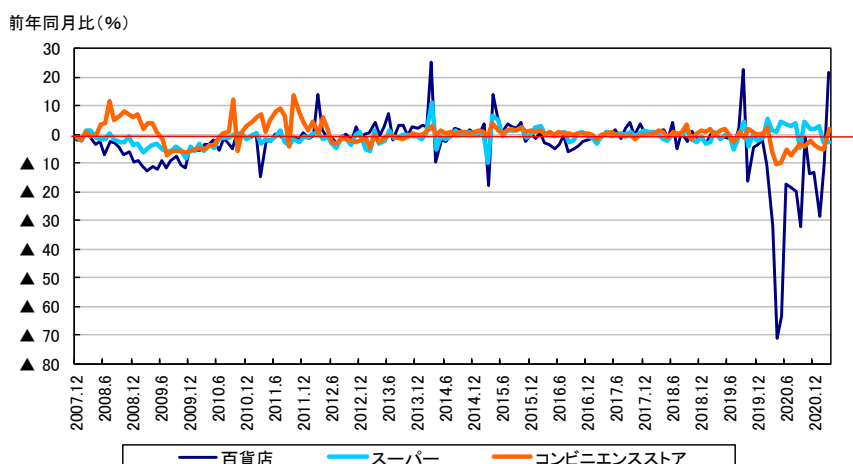
(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、新型コロナ第 3 波に伴う 2 度目の緊急事態宣言(1/8~3/21)を受けて施設売上が減少している。商業動態統計などによると、2021 年 1-3 月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が▲8.3%、スーパーが▲0.8%、コンビニエンスストアが▲2.7%となった(図表-13)。3 月単月では前年の外出自粛を受けて落ち込んだ百貨店とコンビニエンスストアがプラスに転換したものの、四半期ベースではスーパーを含む 3 業態全てがマイナスとなった。

⁷ 日本アコモデーションファンド投資法人(2021 年 2 月期)によると、テナント入替時の賃料変動率は+3.2%(2020 年 2 月期は+7.0%)に鈍化した。

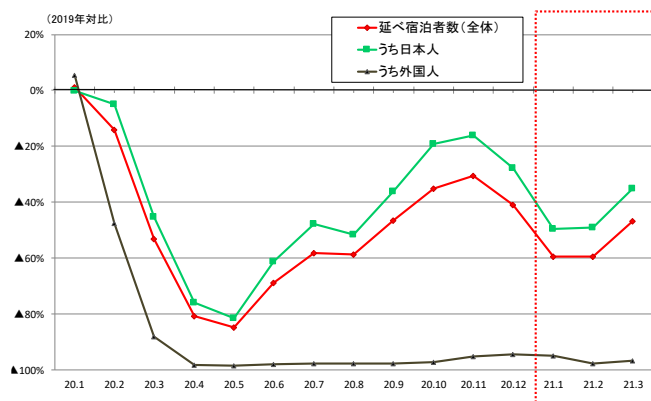
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

商業セクターと同様に、ホテルセクターも厳しい状況が続いている。宿泊旅行統計調査によると、2021年1-3月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲54.7%減少し、このうち外国人が▲96.6%、日本人が▲44.0%となった(図表-14)。昨年後半は政府の観光需要喚起策「Go To トラベル」の効果から国内需要が回復したものの、今年に入り、再び悪化を強いられている。STR社によると、3月のホテル稼働率は全国が39.2%、東京が30.6%、大阪が34.4%に低迷している。

図表-14 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月~2021年3月)



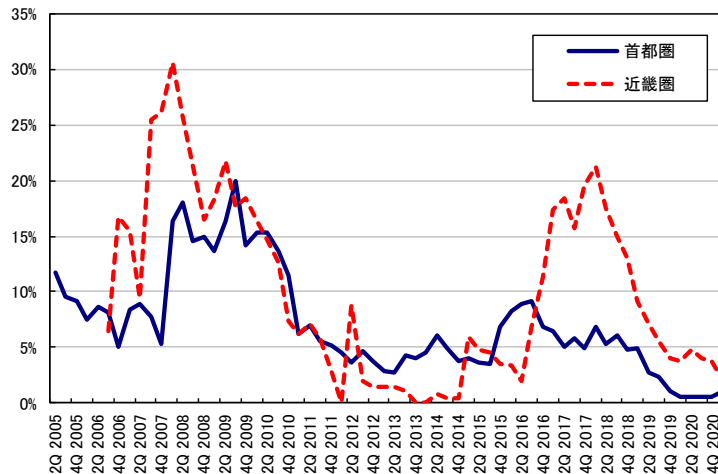
(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率が1%台で、需給環境は引き続き良好である。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(2021年3月末)は前期比+0.6%上昇の1.1%となった(図表-15)。2021年第3四半期までに供給予定の大規模施設の内定率は6割程度とみられ、全体のリーシングペースは順調なものの、立地やスペックによって進捗が開きが出てきたとのことである。近畿圏は湾岸部で既存物件の空室消化が進み、空室率は1.9%(前期比▲1.8%)に低下した。

また、一五不動産情報サービスによると、2021年1月の東京圏の募集賃料は4,410円/月坪(前期比0.2%)となり、緩やかな上昇傾向が続いている⁸。

⁸ J-REITが所有する物流施設も賃料の増額改定が続いている。GLP投資法人(2021年2月期)の賃料上昇率(改定対象面積全体)は+5.9%、日本プロロジスリート投資法人(2020年11月期)の改定賃料変動率は+2.7%であった。

図表-15 大型マルチテナント型物流施設の空室率



(出所) CBREのデータをもとに作成

4. J-REIT(不動産投信)市場

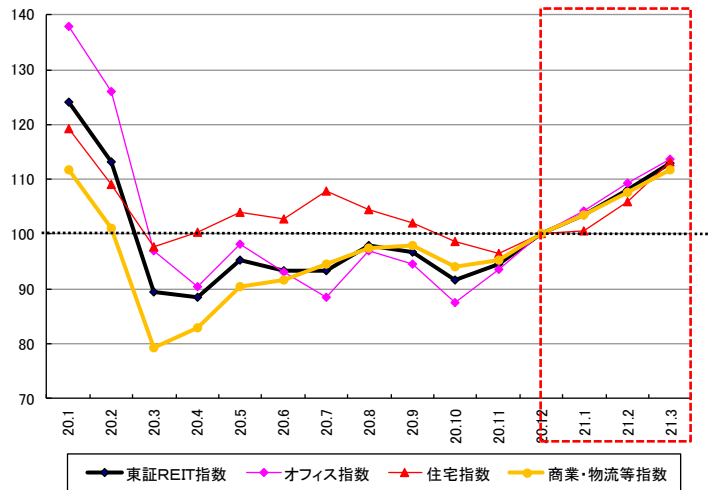
2021年第1四半期の東証REIT指数(配当除き)は、昨年末比+12.8%上昇した。セクター別では、オフィスが+13.7%、住宅が+13.2%、商業・物流等が+11.9%上昇した(図表-16)。新型コロナウイルス感染拡大への警戒感は根強いものの、株式市場に対する出遅れ感などを背景に堅調に推移し、これで5カ月連続での上昇となった。3月末時点のバリュエーションは、純資産10.8兆円に保有物件の含み益4.0兆円を加えた14.8兆円に対して時価総額は16.3兆円でNAV倍率⁹は1.1倍、分配金利回りは3.6%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.5%となっている。

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4,434億円(前年同期比▲6%)となった(図表-17)。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス(61%)・物流施設(24%)・住宅(8%)・商業施設(0.4%)・ホテル(0%)・底地ほか(7%)であった。厳しい事業環境下にある商業施設とホテルは、多くのREITが新規取得に対して慎重な姿勢を崩しておらず、低調な取引が続いている。

こうしたなか、REIT各社は保有不動産の売却による投資主への利益還元を強化している。第1四半期の物件売却額(発表日ベース)は1,519億円となり同期間として過去最高を記録した(図表-18)。その内容を見ると、売却価格は鑑定評価および帳簿価格をそれぞれ10%程度上回っており、鑑定評価以上の価格で売却することで売却益を計上し、内部留保の積み増しや分配金の引き上げに活用している。現在、REIT市場全体の不動産含み益は約4.0兆円で簿価に対する含み率は21%、年間分配金に対して約7倍の規模に達する。世界的な過剰流動性を背景に投資家の不動産取得意欲は高く、不動産価格が高値で推移するなか、市場実勢を反映したREITの潜在的な価値はさらに高い可能性がある。実際、4月に入り、外資系ファンドがオフィス特化型REITへの敵対的TOB(株式公開買い付け)を発表するなど、REITの資産価値の着目した資金が流入している。ただし、不動産価値の源泉である不動産賃貸市場は調整色を強めており、今後は不動産キャッシュフローの減少圧力に留意する必要がある。

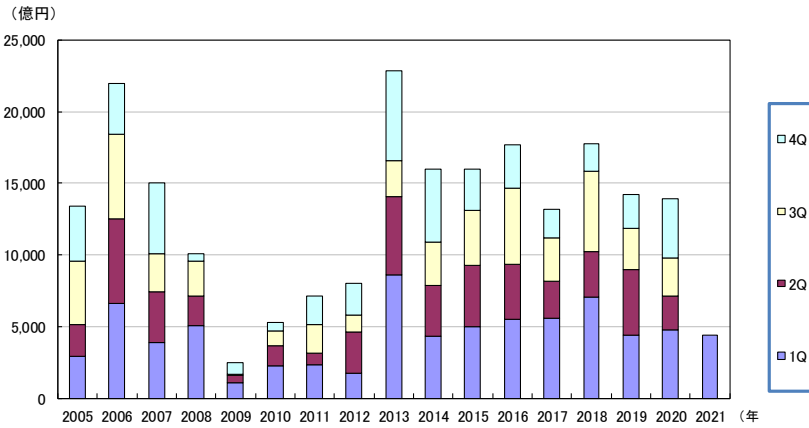
⁹ NAV倍率は、市場時価総額がリートの解散価値(NAV: Net Asset Value)の何倍で評価されているかを表わす指標。

図表-16 東証 REIT 指数の推移 (2020 年 12 月末=100)



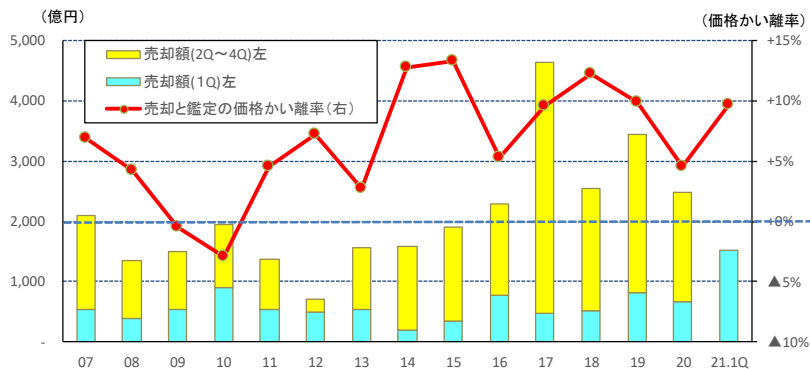
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-17 J-REIT による物件取得額 (四半期毎)



(注) 引渡しベース。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-REIT による物件売却額と売却価格と鑑定価格のかい離率



(注) 発表日ベース
(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。