

不動産 投資 レポート

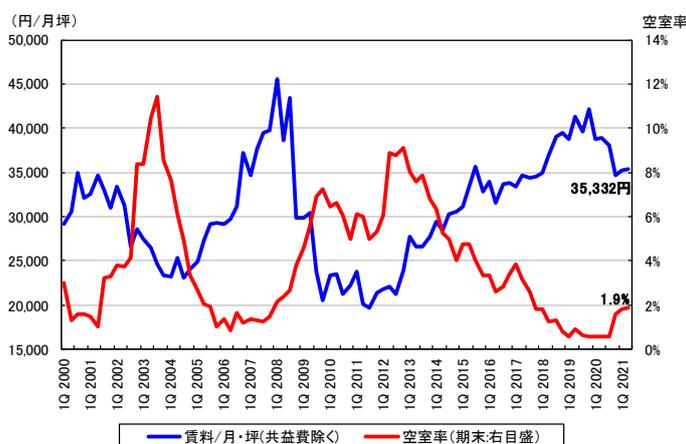
住宅市場好調、オフィス空室率 上昇。REIT指数は8カ月続伸 不動産クォーター・レビュー2021年第2四半期

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

- 国内景気は消費の低迷が長期化し停滞色が強まっている。
- 2021年4-6月期の実質GDP(8/16公表予定)は、前期比+0.4%(年率+1.5%)のプラス成長になったと推計される。住宅市場は需要の高まりを受けて在庫数が減少するなか価格が上昇している。2021年4-6月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+8.1%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は+151.9%増加、中古マンションの成約件数は+55.4%増加した。地価は下落地区が減少している。
- オフィス賃貸市場は、東京のオフィス空室率が6%を超えた。東京23区のマンション賃料は上昇基調が弱まり横ばいとなっている。2021年4-6月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲57.7%減少した。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率が1%台で推移し需給環境は良好である。
- 2021年第2四半期の東証REIT指数は+6.8%上昇し、8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

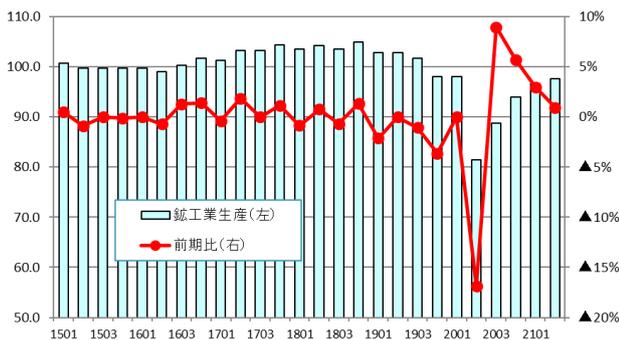
国内景気は消費の低迷が長期化し停滞色が強まっている。

8/16公表予定の2021年4-6月期の実質GDPは、前期比+0.4%（前期比年率+1.5%）と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される¹。緊急事態宣言の影響で民間消費が2四半期連続で減少したものの、設備投資と住宅投資が消費の落ち込みをカバーした。しかし、1-3月期の大幅マイナス成長の後としては低い伸びにとどまり、今年に入り景気の停滞が続いている。

経済産業省によると、4-6月期の鉱工業生産指数は前期比+1.0%と4四半期連続の増産となり、昨年4-6月期の落ち込み分をほぼ取り戻した(図表-1)。国内需要は個人消費を中心に低迷が続いているが、海外経済の回復を背景に輸出が好調を維持しコロナ前の水準を上回っていることが製造業の生産活動を支えている。

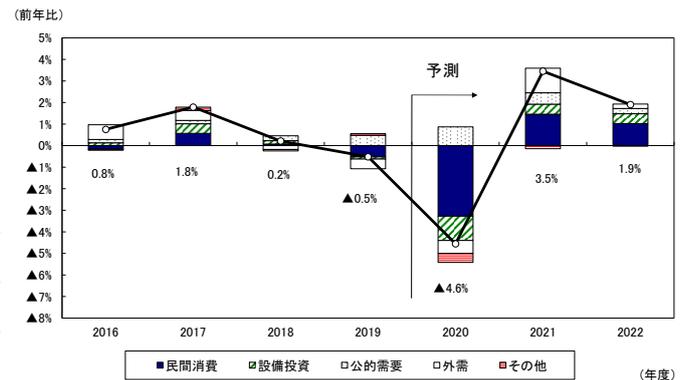
ニッセイ基礎研究所は、6月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2021年度+3.5%、2022年度+1.9%を予想する(図表-2)²。実質GDPが消費税率引き上げ前の直近のピーク(2019年7-9月期)に戻るのには2023年度と予想するが、感染拡大のたびに行動制限の強化を繰り返す政策対応が続けば、経済の正常化はさらに遅れる可能性が高い。

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6月)

住宅市場では、需要の高まりを受けて在庫数が減少するなか、価格が上昇している。2021年6月の新設住宅着工戸数は76,312戸（前年同月比+7.3%）と4カ月連続で増加し、4-6月累計では約22.1万戸（前年同期比+8.1%）となった(図表-3)。2019年同期比で見ると▲5%となりコロナ禍前の水準を回復しつつある。

2021年6月の首都圏のマンション新規発売戸数は1,939戸（前月同月比+25.7%）と7カ月連続で増加し、4-6月累計では6,606戸（前年同期比+151.9%、2019年比+12.2%）となった(図表-4)。

6月の1戸当たり平均価格は6,211万円(前年同月比▲2.8%)、㎡単価は94.2万円(▲2.8%)、初月契約率は72.5% (▲0.7%)とやや低下したものの好調を維持しており、販売在庫数は6,395戸(前月比▲394戸)と減少した。マンション発売戸数は昨年の落ち込みからの回復が継続している。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2021年6月の首都圏の中古マンション成約件数は

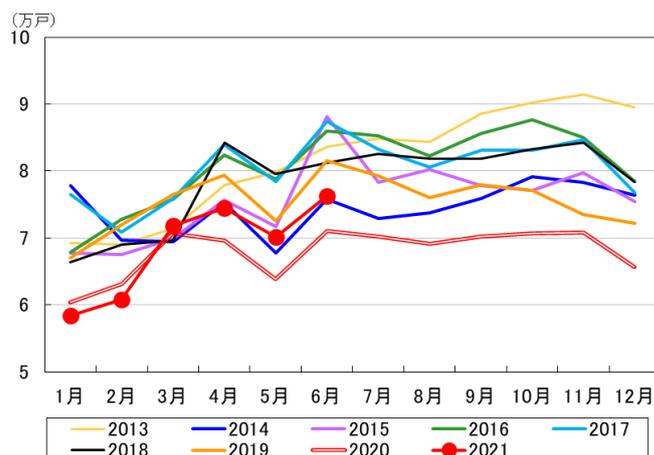
¹ 斎藤太郎『2021年4-6月期の実質GDP～前期比0.4%（年率1.5%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2021年07月30日）

² 斎藤太郎『2021・2022年度経済見通し-21年1-3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06月08日）

3,262 件（前年同月比+5.0%）と 6 カ月連続で増加し、4-6 月累計では 9,987 件(前年同期比+55.4%、2019 年比+3.2%)となり、調査開始以来の過去最高を更新した(図表－5)。中古マンションの成約件数は周辺部・東京都区部ともに増加する一方、新規登録件数が減少し在庫数が減少するなか品薄感が高まっている。

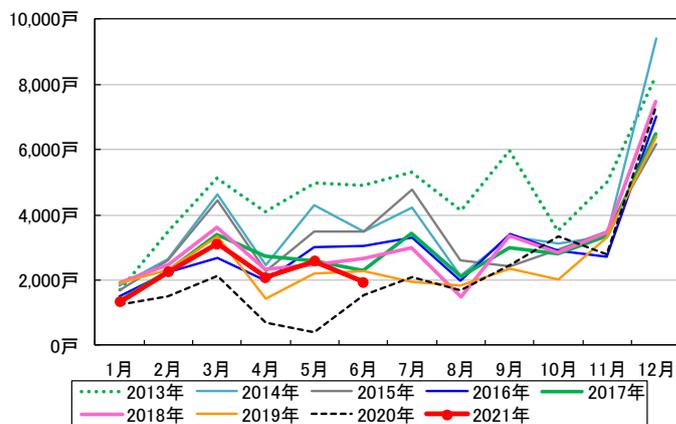
日本不動産研究所によると、2021 年 5 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は 11 カ月連続で上昇し、過去 1 年間の上昇率は+8.0%となった（図表－6）。

図表－3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



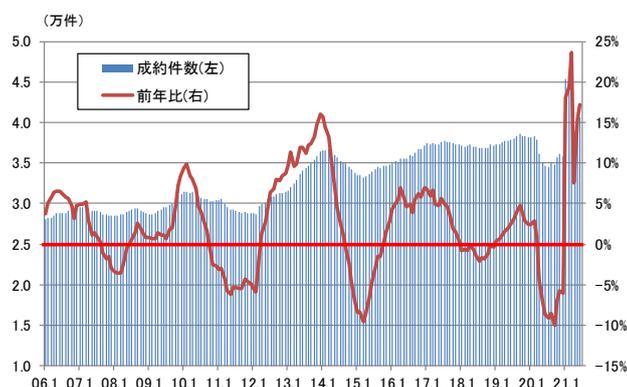
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表－4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



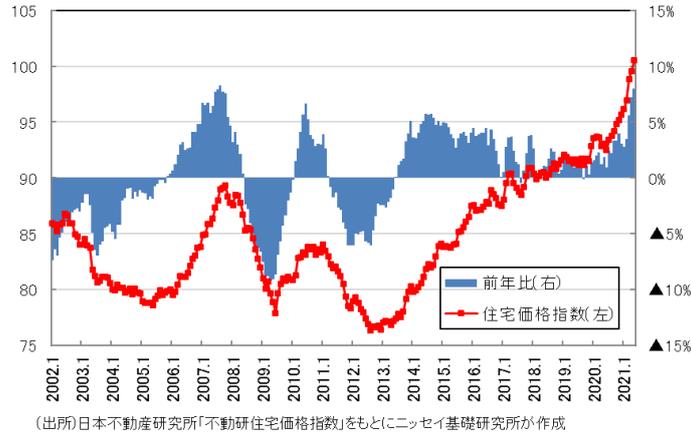
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)

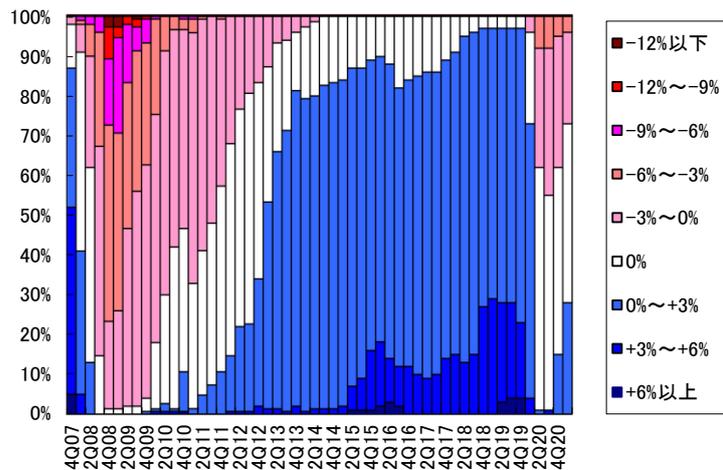


2. 地価動向

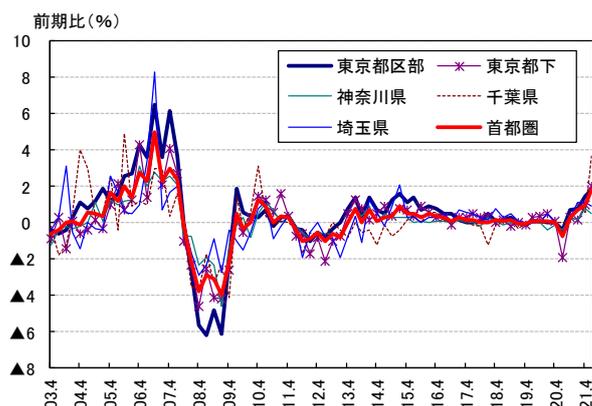
地価は下落地区が減少し、上昇地区が増加している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2021 年第 1 四半期)」によると、全国 100 地区のうち上昇が「28」、横ばいが「45」、下落が「27」となった。(図表-7)。同レポートでは、「住宅地ではマンション素地取得の動きが回復している地区が増加。商業地では法人投資家等による取引の動きが戻り、横ばい・上昇に転じた地区が見られる」としている。

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(7月1日時点)は前期比+1.8%(年間+3.9%上昇)となり4四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は43.5%(前回41.7%)、「値下がり」地点の割合は0.0%(前回1.2%)となった。在宅勤務の浸透により現在の居住環境の改善を図るといった新たな需要もあり、住宅地価格は上昇基調が続いている(図表-8)。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



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

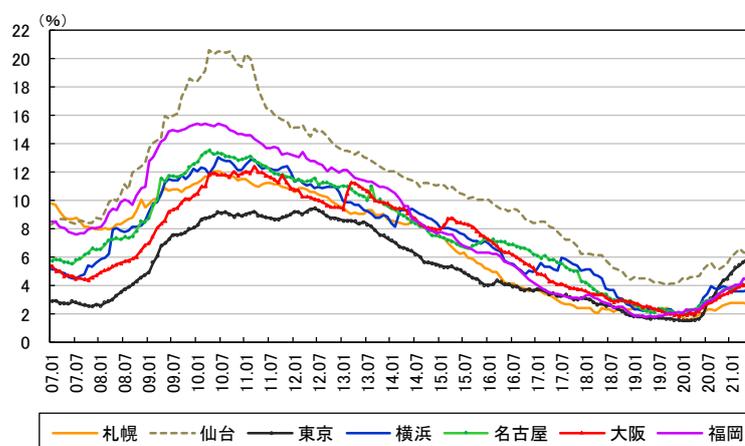
①オフィス

三鬼商事によると、2021年6月の東京都心5区の空室率は16カ月連続で上昇し6.19%（前月比+0.29%）に、平均募集賃料（月坪）は11カ月連続で下落し21,160円（前月比▲0.4%）となった。空室率が6%を超えるのは2014年8月以来のことである。他の主要都市についても空室率は上昇基調にあるが（図表-9）、募集賃料は仙台と大阪を除いて前年比プラスを確保しており³、東京の下落率（▲7.5%）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2四半期の東京都心部Aクラスビル賃料（月坪）は35,332円（前年同期比▲9.1%）、空室率は1.9%となった（図表-10）。三幸エステートは、「Aクラスビルは高い競争力を有することから、賃料の調整によりテナント誘致が進む事例も見られ、空室率の上昇ペースは鈍化している」としている⁴。

また、日経不動産マーケット情報（2021年8月号）によると、「大規模ビルの成約水準（2021年6月末）は下落傾向が続いており、半年前比で、東京駅周辺では賃料の下限が5,000円下落し3.0万円～5.3万円に、大崎駅周辺では下限が1,000円、上限が2,000円下落し2.3万円～2.9万円になった」としている。

図表-9 主要都市のオフィス空室率

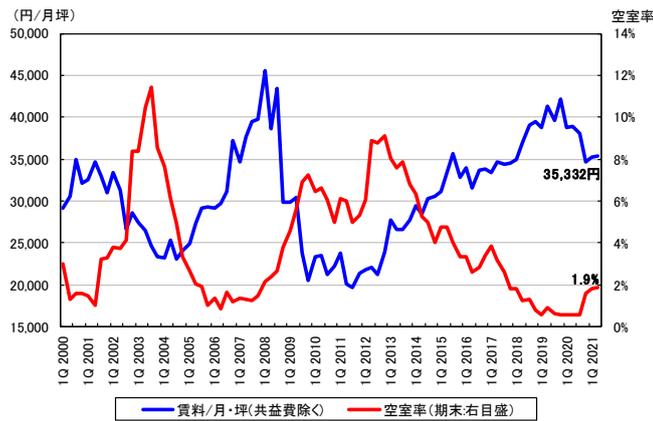


(出所)三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

³ 2021年6月時点の募集賃料は、前年比で、札幌(+1.8%)・仙台(▲0.0%)・東京(▲7.5%)・横浜(+1.8%)・名古屋(+0.6%)・大阪(▲1.3%)・福岡(+1.3%)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2四半期」\(2021年7月30日\)](#)

図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



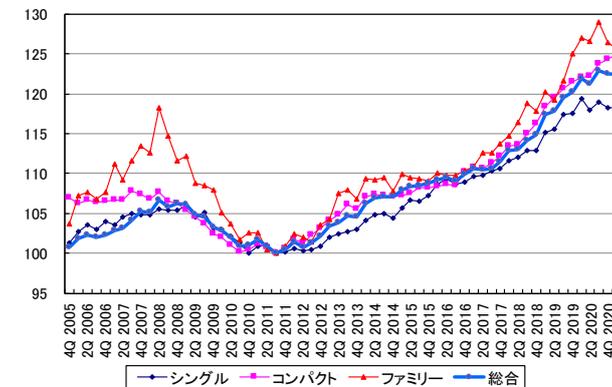
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料はこれまでの上昇基調が弱まり横ばいとなっている。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2021 年第 1 四半期は前年比でシングルタイプが▲1.1%、コンパクトタイプが+2.8%、ファミリータイプが▲1.2%となった(図表-11)。一方、高級賃貸マンションの空室率(2021 年 6 月末)は 5.0% (前年比+0.1%)、賃料は 18,484 円/月坪(前年比+2.6%)と 3 期連続で前年比プラスとなった (図表-12)。

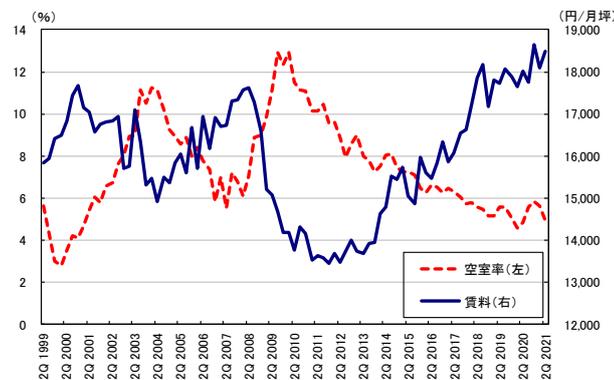
図表-11 東京 23 区のマンション賃料

(直近ボトムの2011年Q3=100とする)



(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

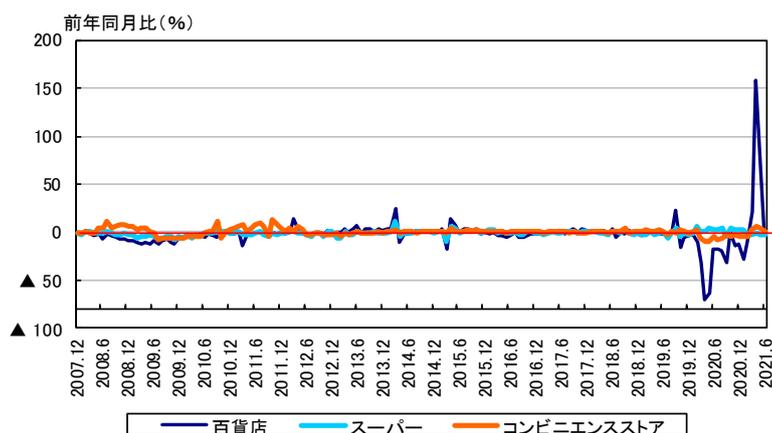


(注)期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
(出所) bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、前年の緊急事態宣言の反動の影響により、百貨店とコンビニエンスストアの施設売上が増加する一方で、スーパーは減少となった。商業動態統計などによると、2021年4-6月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+43.5%、コンビニエンスストアが+3.8%、スーパーが▲1.8%となった（図表-13）。6月単月では、百貨店が▲1.6%（2カ月ぶりマイナス）、コンビニエンスストアが+0.8%（4カ月連続プラス）、スーパーが▲2.5%（5カ月連続マイナス）となっている。

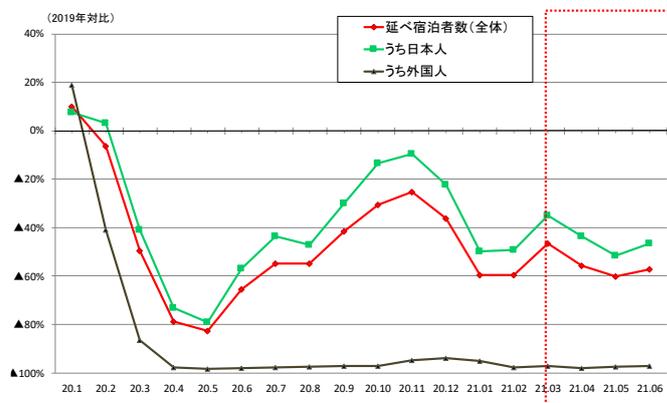
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

ホテルセクターは依然として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4-6月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲57.7%減少し、このうち外国人が▲97.6%、日本人が▲47.3%となった（図表-14）。新型コロナ第4波による第3回緊急事態宣言（4/23～6/17）によりゴールデンウィーク期間の国内需要が消滅し、通常であれば繁忙期となる時期の稼働が戻らず苦しい状態が続いている。STR社によると、6月のホテルRevPARは2019年比で全国が▲72.7%、東京が▲77.2%、大阪が▲81.7%となっている。

図表-14 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月～2021年6月)



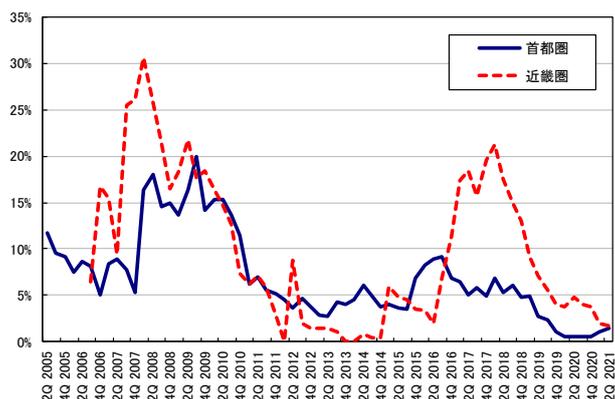
(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率が1%台で推移し、需給環境は良好である。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

6月末)は前期比+0.4%上昇の1.5%となった(図表-15)。今後については、2021年第4四半期までに供給予定施設の内定率は6割近くで需給バランスが大きく緩む可能性は低い、豊富な新規供給により物件の選択肢が増加するなか、賃料設定が立地やスペックに見合わない物件についてリーシングが長期化する可能性があるとのことである。近畿圏は既存物件でテナントが順調に決定し、空室率は1.7%(前期比▲0.2%)に低下した。

また、一五不動産情報サービスによると、2021年6月の東京圏の募集賃料は4,400円/月坪(前期比▲0.2%)となった。

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

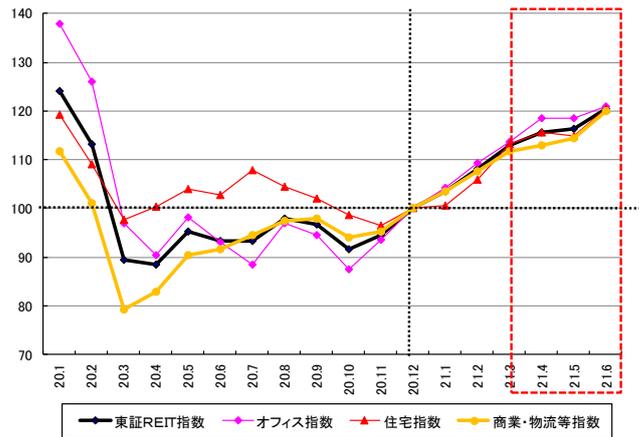
2021年第2四半期の東証REIT指数(配当除き)は3月末比+6.8%上昇した。セクター別では、商業・物流等が+7.3%、住宅が+6.5%、オフィスが+6.4%となり全てのセクターが上昇した(図表-16)。株式市場に対する出遅れ感などを背景に海外資金の流入が継続するなか、これで8カ月連続での上昇となった。6月末時点のバリュエーションは、純資産10.9兆円に保有物件の含み益4.1兆円を加えた15.0兆円に対して時価総額は17.5兆円でNAV倍率は1.17倍、分配金利回りは3.3%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドも3.3%となっている。

J-REITによる第2四半期の物件取得額(引渡しベース)は2,298億円(前年同期比▲5%)、上期累計で6,732億円(▲6%)となった(図表-17)。アセットタイプ別の取得割合(上期累計)は、オフィス(47%)、物流施設(26%)、住宅(13%)、底地ほか(8%)、商業施設(5%)、ホテル(2%)の順となり、昨年に続いて、商業施設とホテルの低調が目立つ。

今年上期の取得額は、アベノミクス効果で不動産投資が本格化した2013年以降では最も小さく、ピーク時(2013年上期1.4兆円)の半分以下の水準にとどまる。不動産価格が高値圏で推移するなか、REIT各社は総じて物件取得に慎重な姿勢を崩していないようだ。こうした物件取得の減少はJ-REIT市場の持続的拡大や分配金の成長にはマイナスだが、短期的な需給面ではプラスに働く。今年上期のエクイティ調達額は前年同期比▲26%減少の1,513億円となった(図表-18)。東証REIT指数は年初から堅調に推移しているが、エクイティファイナンスの減少もその要因の1つに挙げられる。

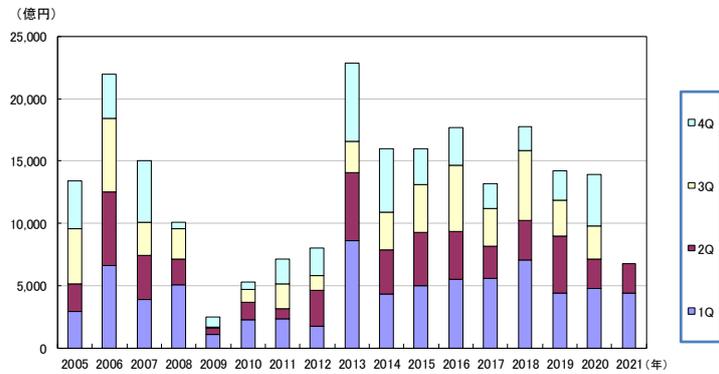
もっとも、投資口価格の上昇によりエクイティの調達コストが低下し、事業会社の保有不動産売却の動きが拡大するなど、物件取得を前向きに検討する環境は整いつつある。今後はREIT各社のファイナンス動向とそれに伴う需給への影響にも留意する必要がある。

図表-16 東証 REIT 指数の推移(2020年12月末=100)



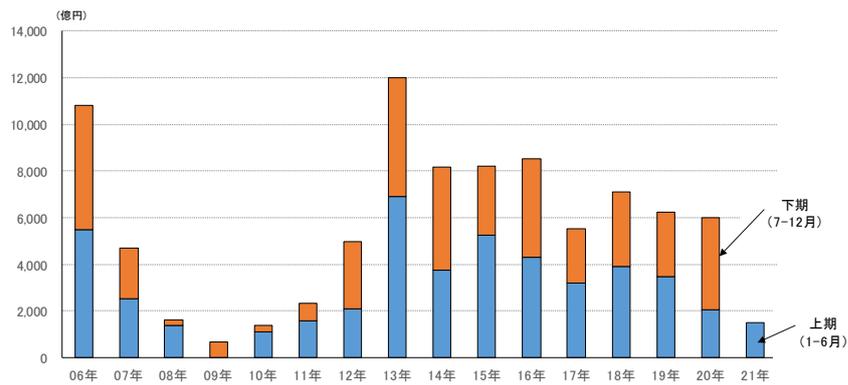
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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によるエクイティ調達額



(注)公募増資+IPOの金額
(出所)ARESの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。