

不動産 投資 レポート

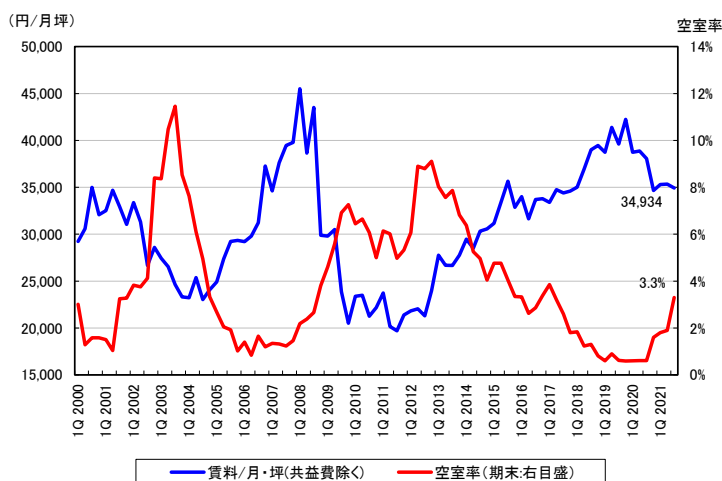
オフィス空室率は上昇が継続。 物流市場も需給がやや緩和。 不動産クォーター・レビュー2021年第3四半期

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

- 2021年7-9月期の実質GDP(11/15公表予定)は、前期比▲0.2%(年率▲0.9%)と2四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される。住宅市場は価格上昇が続くなか、販売状況はやや弱含んでいる。2021年7-9月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+7.2%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は▲0.4%減少、中古マンションの成約件数は▲7.8%減少した。地価は回復傾向が強まるなか、一部の商業地では下落に転じた地区もみられる。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの空室率が3.3%に上昇した。東京23区のマンション賃料は、頭打ち感も見られる。2021年7-9月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲49.0%減少した。物流賃貸市場は、首都圏では大量供給に伴い空室率が上昇した。
- 2021年第3四半期の東証REIT指数は▲3.7%となり、6四半期ぶりに下落した。

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

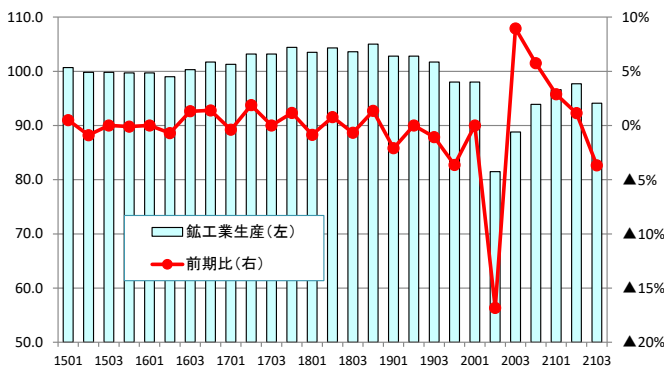
1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、2021年に入り停滞が続いている。11/15に公表予定の2021年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.2%（前期比年率▲0.9%）と2四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される¹。緊急事態宣言の長期化や半導体不足などの供給制約の影響で、民間消費と設備投資が減少した（図表-1）。

経済産業省によると、7-9月期の鉱工業生産指数は前期比▲3.7%と5四半期ぶりの減産となった。業種別には、自動車が前期比▲15.9%と減産幅が急拡大したほか、自動車産業の影響を受けやすい非鉄金属が前期比▲1.9%と2四半期連続の減産となった。国内需要が低迷する中でも、輸出の増加を背景に鉱工業生産は回復を続けてきたが、半導体の供給制約に伴う自動車生産の急速な落ち込みを主因として弱い動きとなっている²。

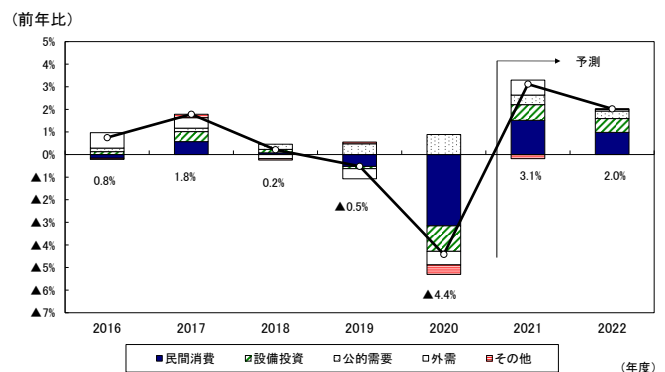
ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2021年度+3.1%、2022年度+2.0%を予想する（図表-2）³。実質GDPが消費税率引き上げ前の直近のピーク（2019年7-9月期）に戻るのには2022年度末と予想するが、新型コロナウイルスに対する政策対応がこれまでと変わらなければ、経済の正常化はさらに遅れるリスクが高まる見通しである。

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9月)

住宅市場では、価格上昇が続くなか販売状況はやや弱含んでいる。

2021年9月の新設住宅着工戸数は73,178戸（前年同月比+4.3%）と7カ月連続で増加し、7-9月累計では約22.5万戸（前年同期比+7.2%）となった（図表-3）。2019年同期比では▲3.7%となりコロナ禍前の水準を回復しつつある。

一方で、2021年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,311戸（前月同月比▲6.7%）、7-9月累計で6,203戸（前年同期比▲0.4%）と減少した（図表-4）。平均価格は6,584万円（前年同月比+13.3%）、㎡単価は98.9万円（同+12.8%）となり3カ月連続で上昇、初月契約率は67.7%（前年同月比▲5.7%、前月比▲5.3%）となった。価格が上昇基調で推移するなか販売戸数は減少に転じた。

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2021年9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7-9月期の実質GDP～前期比▲0.2%（年率▲0.9%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2021年10月29日）

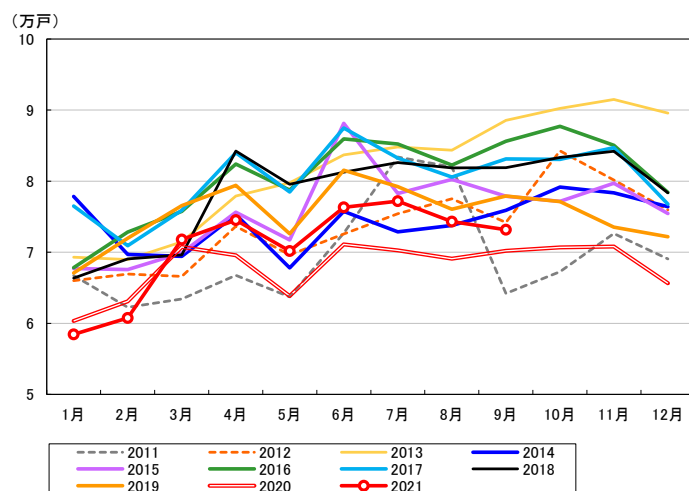
² 斎藤太郎『鉱工業生産21年9月ー供給制約の影響で5四半期ぶりの減産』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2021年10月29日）

³ 斎藤太郎『2021・2022年度経済見通しー21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、2021年09月08日）

3,176 件（前年同月比▲4.6%）と 3 カ月連続で減少し、7-9 月累計で 8,793 件(前年同期比▲7.8%)となった(図表-5)。平均価格は 3,985 万円(前年同月比+7.9%)と 16 ヶ月連続で上昇し、㎡単価も 62.1 万円(同+11.0%)と 17 カ月連続で上昇した。中古マンションの成約件数は、水準自体は高いものの、価格の上昇に実需が追いつかず成約件数が伸び悩むといった潮目の変化に留意したい。

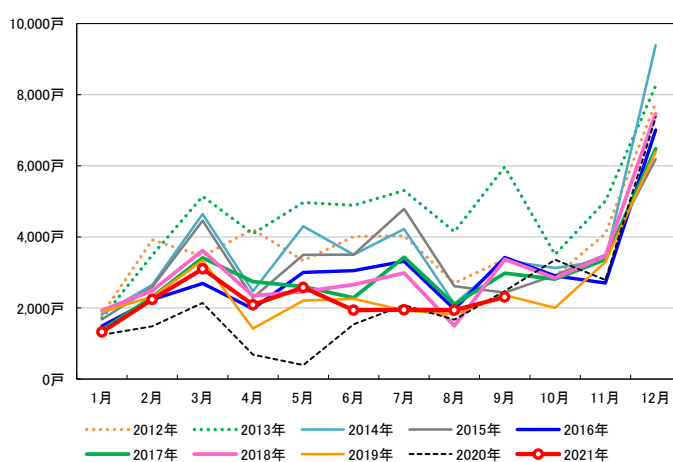
日本不動産研究所によると、2021 年 8 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は 14 カ月連続で上昇し、過去 1 年間の上昇率は+10.3%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



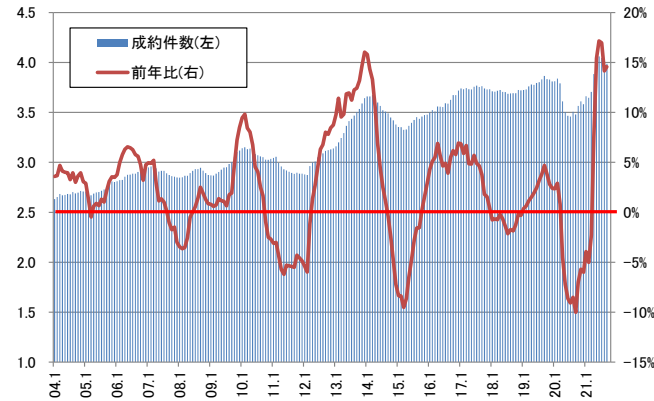
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



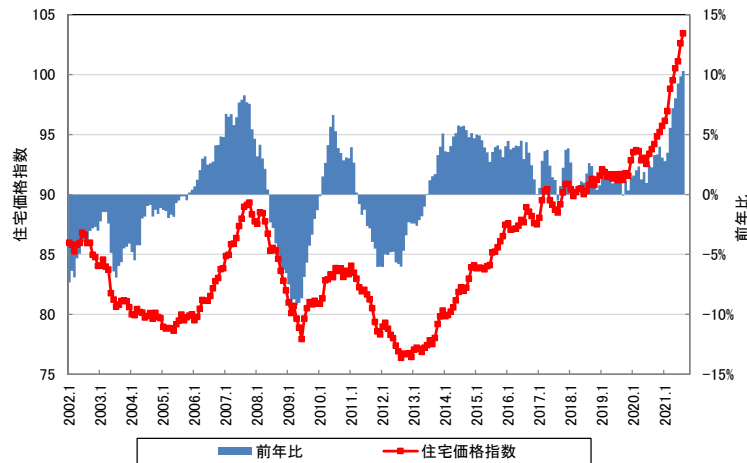
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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)



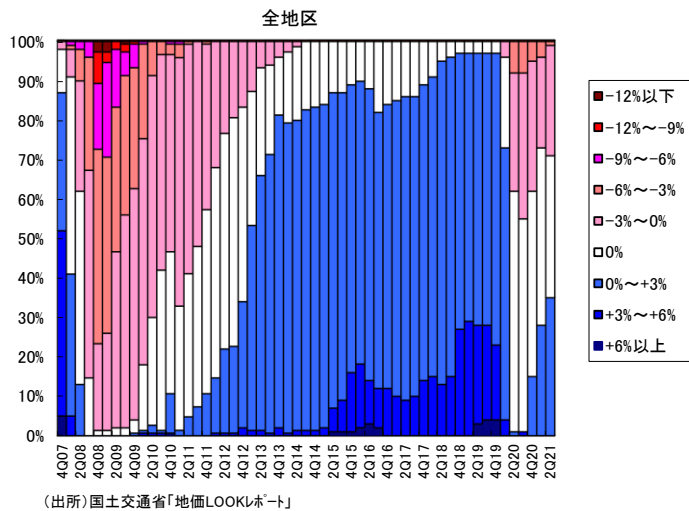
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」を基にニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

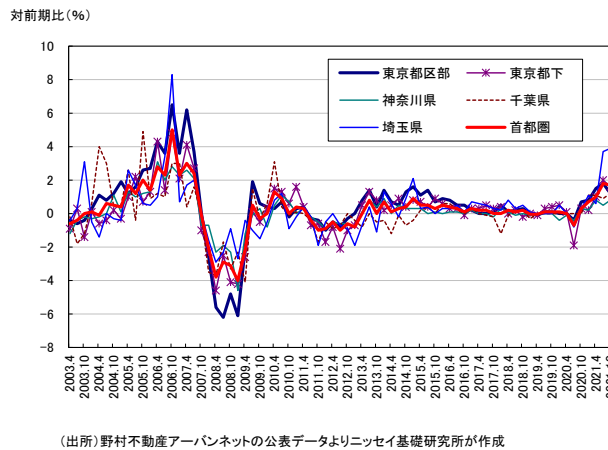
地価は回復傾向が強まるなか、一部の商業地では下落に転じた地区もみられる。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2021 年第 2 四半期)」によると、全国 100 地区のうち上昇が「35」(前回 28)、横ばいが「36」(45)、下落が「29」(27)となった。(図表-7)。同レポートでは、「住宅地ではマンション素地取得の動きが回復している地区が増加する一方で、商業地では新型コロナウイルス感染症の影響により店舗等の収益性が低下し下落している地区がある」としている。

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(10月1日時点)は前期比+1.7%(年間+5.3%上昇)となり 5 四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は 40.2%(前回 43.5%)、「値下がり」地点の割合は 3.0%(前回 0.0%)となった。堅調な住宅取得ニーズを背景に、住宅地価格は上昇基調で推移している(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)



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9月の東京都心5区の空室率は19カ月連続で上昇し6.43%（前月比+0.12%）に、平均募集賃料（月坪）は14カ月連続で下落し20,858円（前月比▲0.4%）となった。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⁴、東京の下落率（▲8.2%）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3四半期の東京都心部Aクラスビル成約賃料（月坪）は34,934円（前期比▲1.1%、前年同期比▲8.2%）、空室率は3.3%（前期比+1.4%）で2017年第2四半期以来の3%台となった。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が生じたことに加え、オフィス戦略の見直しに伴い生じた大口の募集床が後継テナントを確保できず、現空床となるケースがみられた」としている。

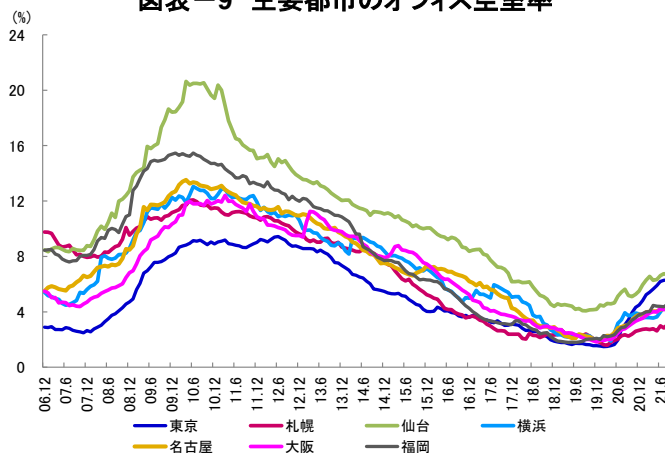
ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを9月に改定した⁵。オフィス需要

⁴ 2021年9月時点の募集賃料は、前年比で、札幌(+1.3%)・仙台(▲0.5%)・東京(▲8.2%)・横浜(+1.5%)・名古屋(+0.9%)・大阪(▲1.1%)・福岡(+1.2%)となっている。

⁵ 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9月時点)』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2021年09月17日)

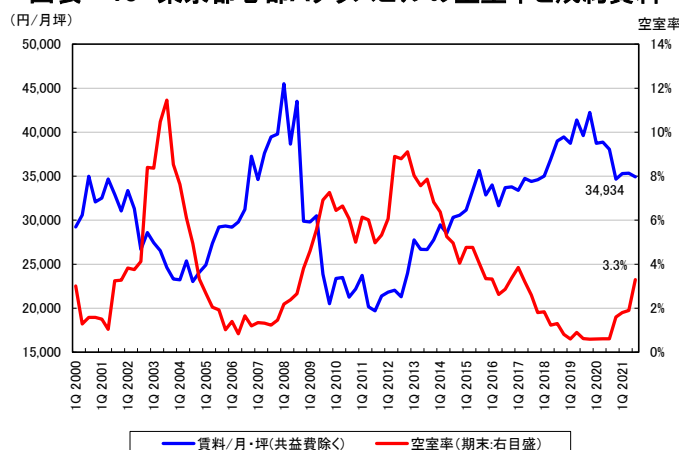
は力強さを欠き、空室率は緩やかな上昇が続く見通しである。成約賃料は、空室率の上昇を受けて下落基調で推移すると見込む。2020年の賃料を100とした場合、2021年は「100」、2022年は「98」、2025年は「92」への下落を予測する（図表-11）。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



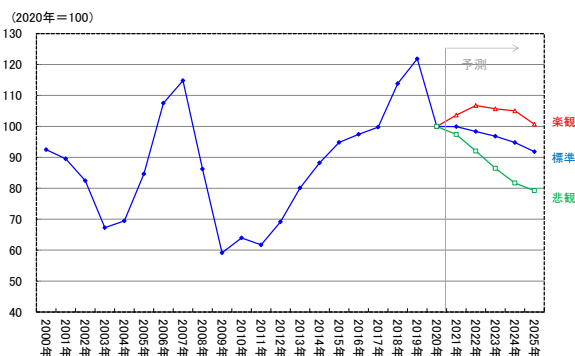
(出所)三鬼商事の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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

図表-11 東京都心部 A クラスビルの成約賃料見通し



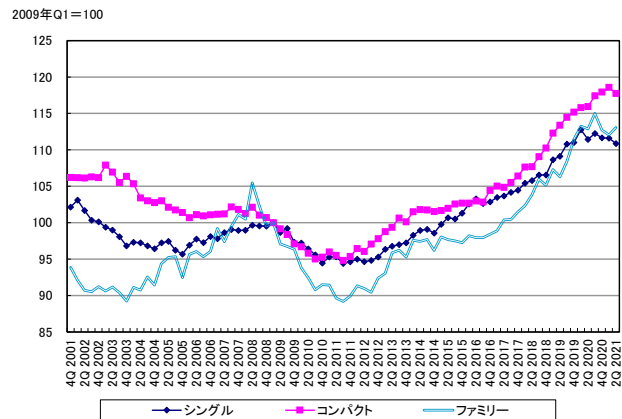
(注)年推計は各年第4四半期の推計値を掲載。

(出所)実績値は三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィスレント・インデックス」将来見通しは「オフィスレント・インデックス」などをもとにニッセイ基礎研究所が推計

②賃貸マンション

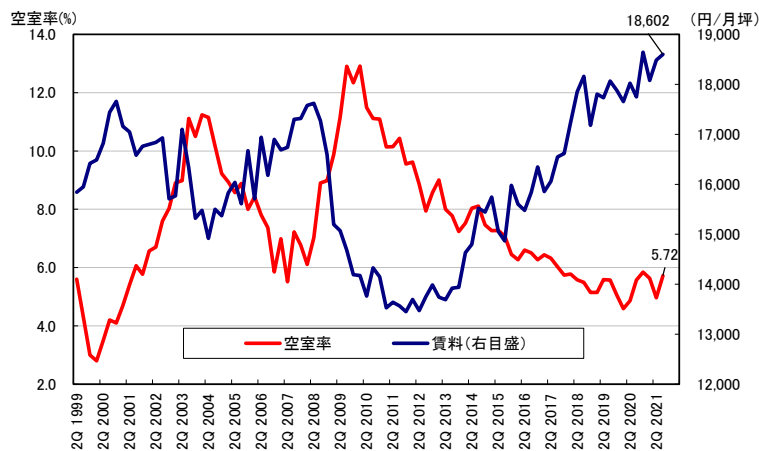
東京 23 区のマンション賃料は、前年比でプラスを確保したものの頭打ち感も見られる。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2021 年第 2 四半期の賃料は前年比でシングルタイプが▲0.6%、コンパクトタイプが+1.8%、ファミリータイプが+0.2%となった(図表-12)。また、高級賃貸マンションの空室率(2021 年 9 月末)は 5.7% (前年比+0.1%)、賃料は 18,602 円/月坪(前年比+4.8%)と 4 期連続で前年比プラスとなった (図表-13)。

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 高級賃貸マンションの賃料と空室率

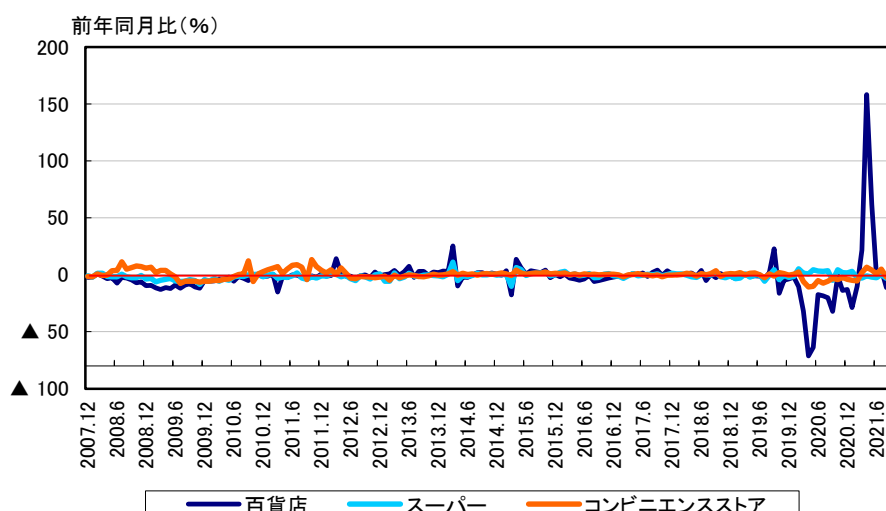


(注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
(出所)ケン不動産投資顧問

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、新規感染者数の増加に伴う行動自粛により百貨店とスーパーの施設売上が減少した一方で、コンビニエンスストアは増加した。商業動態統計などによると、2021 年 7-9 月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が▲3.1%、スーパーが▲1.1%、コンビニエンスストアが+1.2%となった(図表-14)。9 月単月では、百貨店が▲4.2%(2 カ月連続マイナス)、スーパーが▲0.3%(2 カ月連続マイナス)、コンビニエンスストアが+0.6%(2 カ月ぶりプラス)となっている。

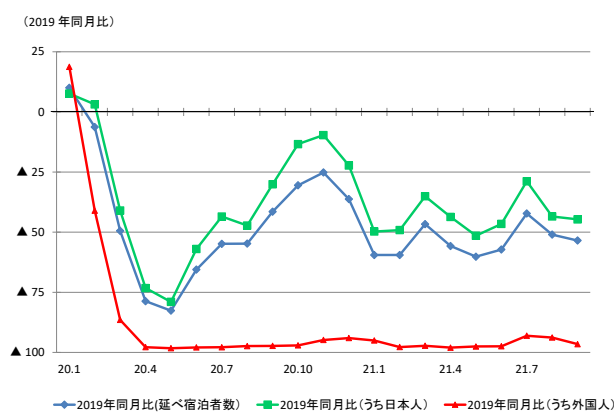
図表-14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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7-9月累計の延べ宿泊者数はコロナ禍以前の2019年対比で▲49.0%減少し、このうち外国人が▲94.3%、日本人が▲39.4%となった(図表-15)。東京五輪の無観客開催や緊急事態宣言の長期化に伴う夏季行楽シーズンの宿泊需要の消滅により、苦しい経営環境を強いられている。STR社によると、9月のホテルRevPARは2019年対比で全国が▲66.9%、東京が▲74.0%、大阪が▲73.5%となった。

図表-15 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月~2021年9月)

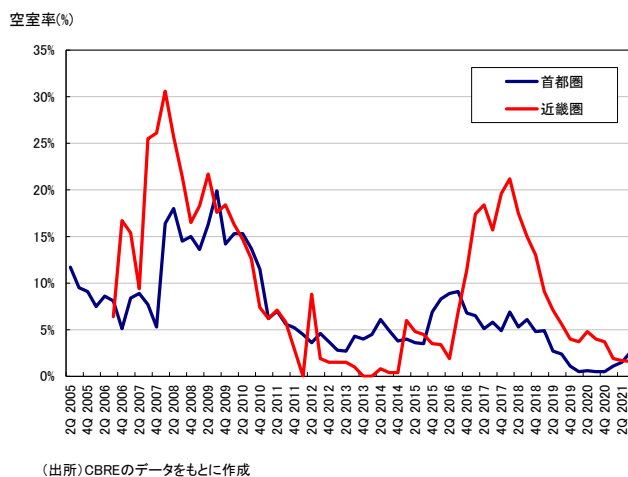


(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏では大量供給に伴い空室率が上昇した一方で、近畿圏の空室率は1%台を維持した。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9月末)は前期比+1.1%上昇の2.6%となった(図表-16)。先進的物流施設への需要は3PL企業を中心に引き続き堅調で、2021年第3四半期の新規需要は約13万坪となったが、新規供給は複数の大規模物件の竣工により過去4番目に多い約18万坪に達し、空室率が上昇した。今後も高水準の新規供給が続くことから、立地やスペックによる物件の選別傾向が一層進むとのことである。近畿圏は新規物件、既存物件ともにリーシングが順調で空室率は1.6%(前期比▲0.1%)に低下した。

また、一五不動産情報サービスによると、2021年7月時点の東京圏の募集賃料は4,470円/月坪(前期比+1.6%)となった。

図表-16 大型マルチテナント型物流施設の空室率



4. J-REIT(不動産投信)市場

2021年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比▲3.7%となり6四半期ぶりに下落した。セクター別では、オフィスが▲4.5%、住宅が▲4.2%、商業・物流等が▲2.7%となり全てのセクターが下落した(図表-17)。7月までは上昇基調を維持し9カ月連続で上昇となったが、その後は好調な株式市場への資金シフトや公募増資の増加、米国金利の上昇などを受けて下落に転じた。9月末時点のバリュエーションは、純資産11.1兆円に保有物件の含み益4.2兆円を加えた15.3兆円に対して時価総額は17.1兆円でNAV倍率は1.12倍、分配金利回りは3.5%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.4%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4,857億円(前年同期比+82%)、1-9月累計で1兆1,589億円(+18%)となり金額を大きく伸ばした(図表-18)。アセットタイプ別の取得割合(1-9月累計)は、オフィス(44%)、物流施設(22%)、商業施設(13%)、住宅(13%)、底地ほか(7%)、ホテル(1%)の順となり、これまで低調であった商業施設の取得が回復した。

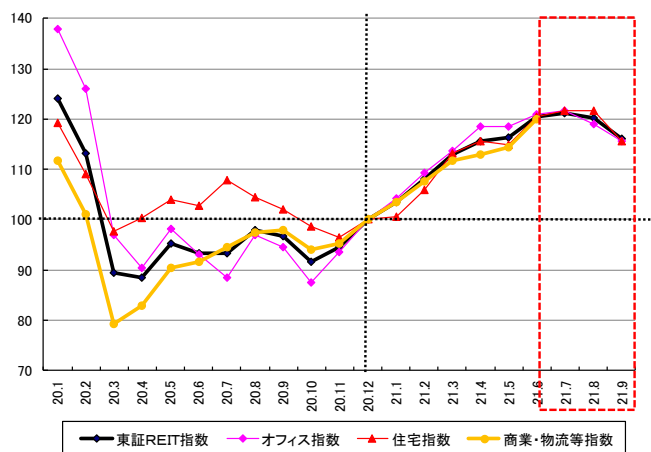
ところで、J-REIT市場は今年9月に創設20周年を迎えた。当初、金融商品としての認知度が低く、取引スタートの翌日に「9.11(米国同時多発テロ)」に直面する不運もあり厳しい船出を余儀なくされるなか、投資口価格の低迷が続いた。しかし、現在は世界第2位の市場規模へと大きく成長し、世界の投資家が注目するマーケットとしての地位を確立している。

そして、創設からの20年間の総合収益率は+416%(年率+8.6%)となり、国内株式や国内債券を上回るパフォーマンスを実現し、J-REITがインカム収入だけではなく長期の資産形成にも適した金融商品であることを示している(図表-19)。

こうしたJ-REIT市場の高い収益率はファンダメンタルズに裏付けされたもので、バブルではないと考えられる。同期間のJ-REIT市場全体の1口当たり分配金の成長率(年率)は+2.6%、1口当たりNAVの成長率は+3.6%となり、名目GDP成長率(+0.2%)を上回る伸びを確保している。これは、派手さなくても安定成長(Stable Growth)が期待できる資産は、途中に山も谷もあるけれども、長期保有することによって素晴らしいリターンを投資家にもたらしてくれることを示唆している。

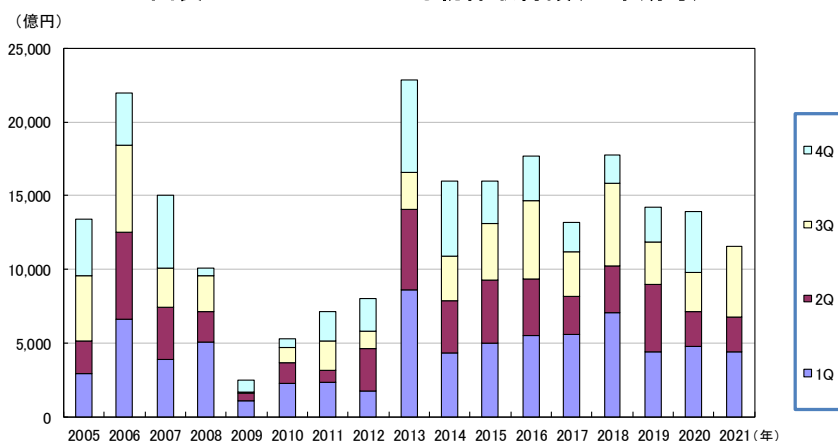
20年前と現在を比較した場合、J-REITの基本設計は変わらないが、その内容はより洗練され進化している。20年後、今に受け継がれる良き部分を守りつつ、さらなる成長を遂げたJ-REIT市場の姿に期待したい。

図表-17 東証REIT指数の推移(2020年12月末=100)



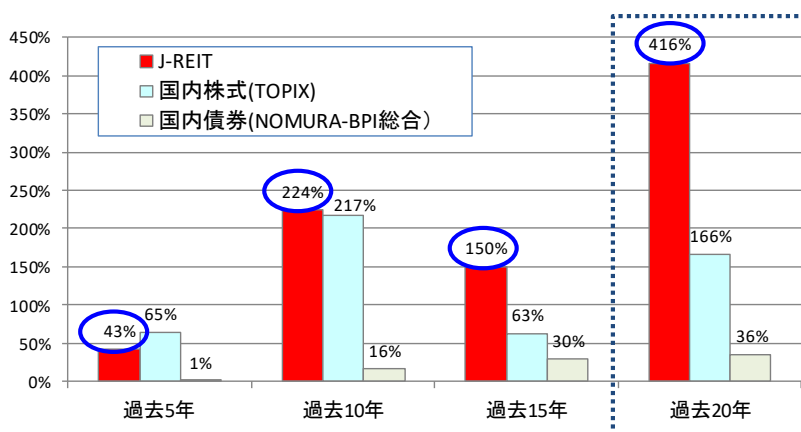
(出所) 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-18 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-19 J-REIT、国内株式、国内債券の総合収益率(2021年8月末時点)



(注) 期間: 2001年9月10日~2021年8月31日

(出所) Bloombergのデータなど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。