

不動産 投資 レポート

住宅価格は上昇加速。オフィス空室率は上昇一服も賃料下落が継続 不動産クォーターリー・レビュー2021年第4四半期

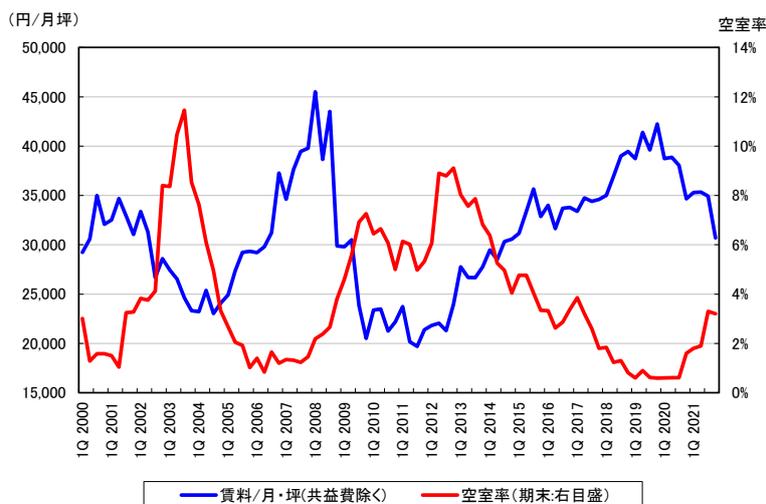
金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 [佐久間 誠](#)

(03) 3512-1778 e-mail: msakuma@nli-research.co.jp

要旨

- 2021年10-12月期の実質GDP(2/15公表予定)は、前期比+1.4%(前期比年率+5.6%)と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される。住宅市場では、価格が騰勢を強めるなか、販売状況は底堅く推移している。2021年10-12月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+6.1%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は+4.8%増加、中古マンションの成約件数は▲0.5%減少した。地価は緩やかな回復傾向にあるが、一部の商業地では下落している。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの成約賃料が前年同期比▲11.5%となり、2014年第4四半期の水準まで下落した。東京23区のマンション賃料は、ピークアウト感がみられる。ホテルについては2021年10-12月累計の延べ宿泊者数がコロナ禍以前の2019年対比で▲26.7%となり、減少率が縮小した。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに需給環境は良好である。
- 2021年第4四半期の東証REIT指数は▲0.3%の下落となった。

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

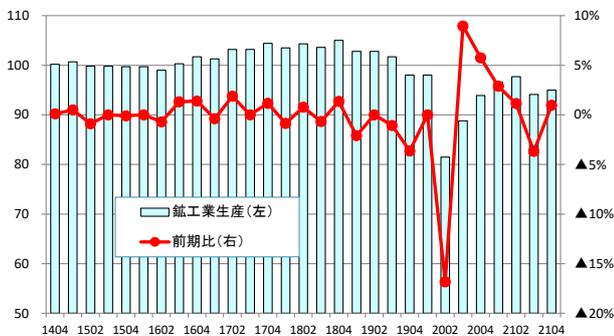
1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、2021年に入り一進一退の動きとなっている。2月15日に公表予定の2021年10-12月期の実質GDPは、前期比+1.4%（前期比年率+5.6%）と2四半期ぶりの大幅なプラス成長になったと推計される¹。2021年9月末の緊急事態宣言の解除を受けて、外食、宿泊などの対面型サービス消費が高い伸びとなったことに加え、供給制約の緩和に伴う自動車販売の増加などから、民間消費が成長を牽引した。なお、2022年1-3月期もプラス成長を予想するが、新型コロナウイルスの感染再拡大に伴い、民間消費が再び減少に転じる可能性が高く、部品不足や工場の操業停止など供給制約による下押し圧力も再び高まっている。

経済産業省によると、2021年10-12月期の鉱工業生産指数は前期比+1.0%と2四半期ぶりの増産となった（図表-1）。業種別には、自動車が前期比+12.0%と高い伸びとなったが、半導体不足の影響が残る情報通信機械が同▲4.2%と2四半期連続のマイナスとなったほか、電子部品・デバイスは同▲3.8%と6四半期ぶりに低下した²。

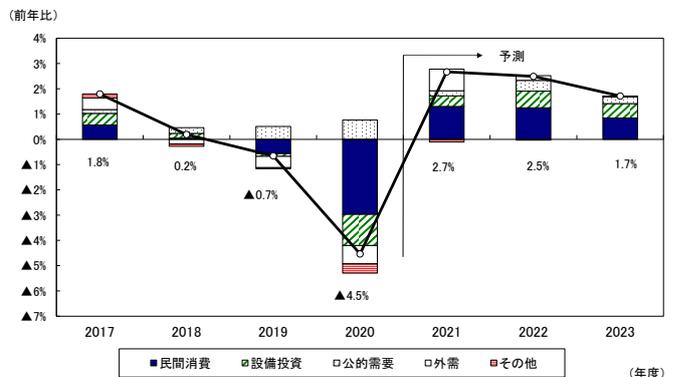
ニッセイ基礎研究所は、昨年12月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2021年度が前年比+2.7%、2022年度+2.5%、2023年度+1.7%を予想する（図表-2）³。実質GDPが消費税率引き上げ前の直近のピーク（2019年4-6月期）に戻るのには2023年4-6月期の見通しである。また、コアCPI上昇率は、2021年度が前年比0.0%、2022年度+0.9%、2023年度+0.7%と予想する。2022年度入り後には、コアCPI上昇率は1%台前半まで加速する見通しだが、需給面からの下押し圧力が残存すること、サービス価格との連動性が高い賃金の伸び悩みが続くことから物価の基調が大きく高まることは期待できない。

図表-1 鉱工業生産指数



（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12月)

住宅市場では、価格が騰勢を強めるなか、販売状況は底堅く推移している。

2021年12月の新設住宅着工戸数は68,393戸（前年同月比+4.2%）と10カ月連続で増加し、10-12月累計では22.0万戸（前年同期比+6.1%）となった（図表-3）。2019年同期比では▲1.4%となり、コロナ禍前の水準近くまで回復した。

¹ 斎藤太郎『2021年10-12月期の実質GDP～前期比1.4%（年率5.6%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2022年1月31日）

² 斎藤太郎『鉱工業生産21年12月－供給制約の緩和を受けて2四半期ぶりの増産』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2022年1月31日）

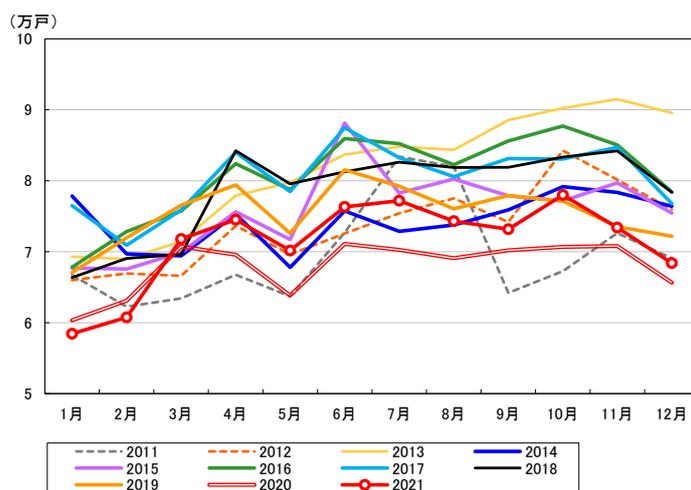
³ 斎藤太郎『2021～2023年度経済見通しー21年7-9月期GDP2次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2021年12月8日）

2021年12月の首都圏のマンション新規発売戸数は6,649戸（前月同月比▲9.7%）と減少したが、10-12月累計では14,156戸（前年同期比+4.8%）と増加した（図表-4）。12月の平均価格は5,384万円（前年同月比▲4.2%）と6カ月ぶりに下落、㎡単価は80.6万円（同▲3.7%）と2カ月連続で下落、初月契約率は73.5%（前年同月比+10.9%、前月比▲6.4%）となった。2021年の販売戸数は33,636戸（前年比+23.5%）となり、2019年の水準（31,238戸）を上回った。不動産経済研究所によると、2022年は34,000戸と、2021年と概ね同水準になる見通しである⁴。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2021年12月の首都圏の中古マンション成約件数は2,881件（前年同月比+13.7%）と6カ月ぶりに増加し、10-12月累計で9,737件（前年同期比▲0.5%）と高水準で推移している（図表-5）。平均価格は4,116万円（前年同月比+10.1%）と19カ月連続で上昇し、㎡単価も64.1万円（同+11.5%）と20カ月連続で上昇した。2021年通年の成約件数は39,812件と2019年の38,109件を上回り、過去最高を記録した。

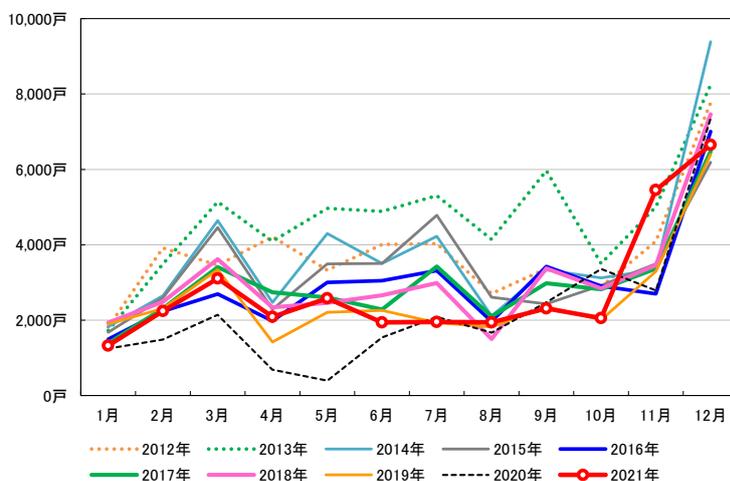
日本不動産研究所によると、2021年11月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比+11.7%となり（26カ月連続上昇）、データが公表されている93年6月以降で最大の上昇率となった（図表-6）。

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

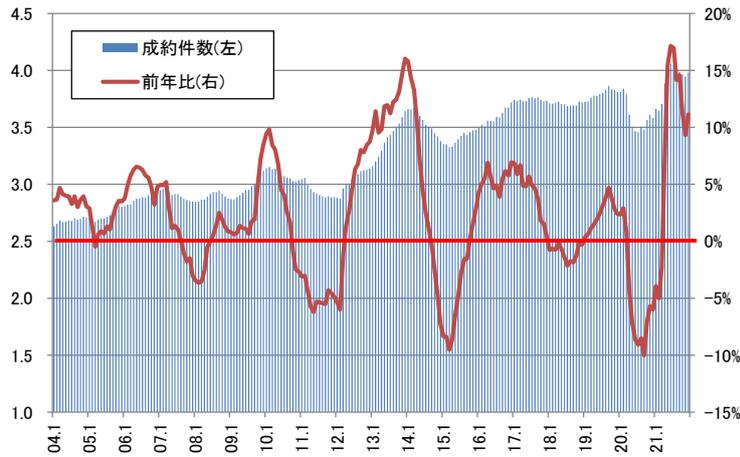
図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



(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

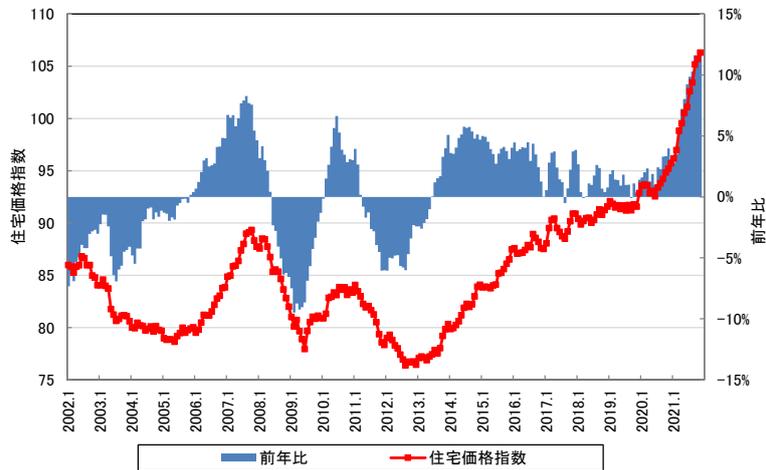
⁴ 不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向2021年（年間のまとめ）」（2022年1月25日）

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)



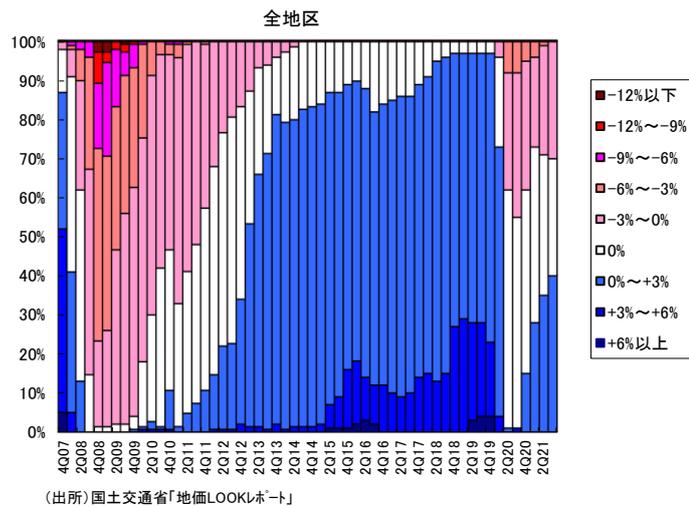
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」を基にニッセイ基礎研究所作成

2. 地価動向

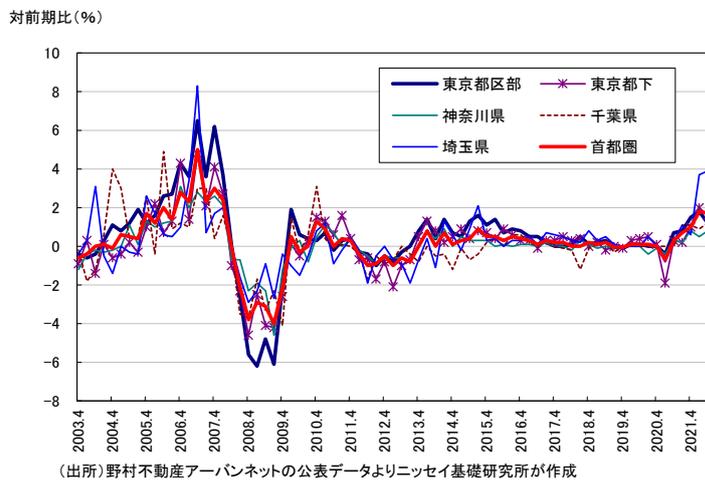
地価は緩やかな回復傾向にあるが、一部の商業地では下落している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2021年第3四半期)」によると、全国100地区のうち上昇が「40」(前回35)、横ばいが「30」(36)、下落が「30」(29)となった(図表-7)。同レポートでは、「住宅地では、マンションの販売状況が堅調で上昇している地区が増加した。商業地では、新型コロナウイルス感染症の影響により、下落している地区があるものの、再開発事業の進展等により、上昇に転じた地区がある」としている。

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(1月1日時点)は前期比+1.4%(年間+6.0%上昇)と6四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は42.6%(前回40.2%)、「値下がり」地点の割合は0.0%(前回3.0%)となった(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

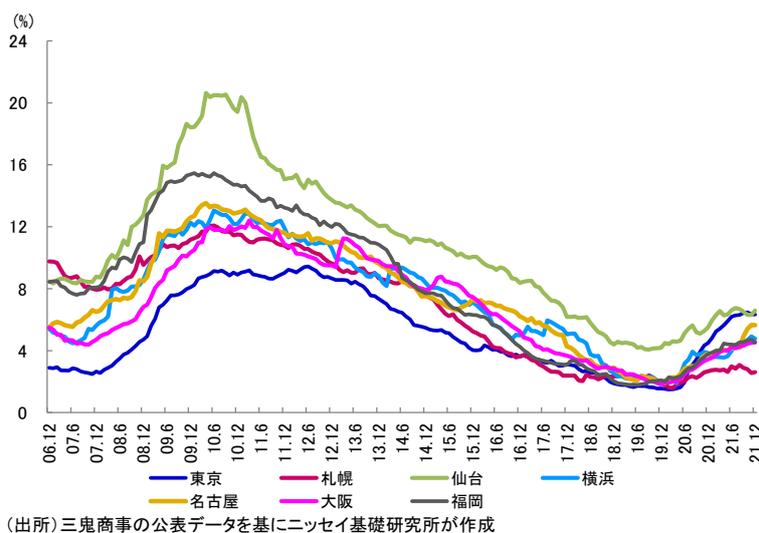
オフィスセクターは、東京都心の空室率上昇に一服感が見られるが、先行きの不透明感は強い。三鬼商事によると、2021年12月の東京都心5区の空室率は2カ月連続で低下し6.33%(前月比▲0.02%)となった一方、平均募集賃料(月坪)は17カ月連続で下落し20,596円(前月比▲0.4%)となった。他の主要都市では、空室率が総じて上昇基調にあり(図表-9)、募集賃料は仙台と大阪を除いて前年比プラスで推移しているが、伸び率は鈍化している⁵。

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、2021年第4四半期の東京都心部Aクラスビルの空室率は3.2%(前期比▲0.1ポイント)に低下したが、成約賃料(月坪)は30,696円(前期比▲12.1%、前年同期比▲11.5%)と2014年第4四半期の水準まで下落した。三幸エステートは、「中心部以外においては、リーシング活動が長期化し募集床が現空となったビルで、賃貸条件を引き下げて後継テナントの誘致を促進する動きが広がっている」としている。

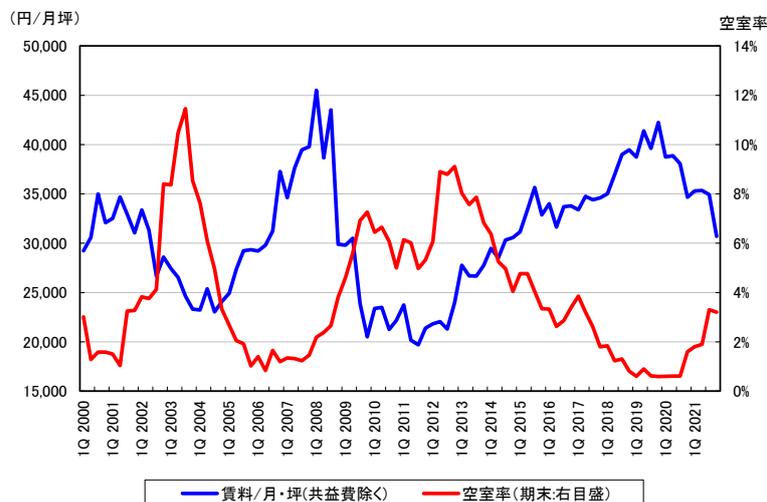
⁵ 2021年12月時点の募集賃料は、前年比で、札幌(+0.8%)・仙台(▲0.5%)・東京(▲6.4%)・横浜(+1.0%)・名古屋(+1.6%)・大阪(▲1.1%)・福岡(+0.8%)となっている。

ニッセイ基礎研究所・クロスロケーションズ「オフィス出勤率指数」によると、東京都心部のオフィス出勤率は2021年12月末に75%まで回復した。(図表-11) 6。2021年9月末に緊急事態宣言が解除された後、緩やかにオフィス回帰が進み、感染拡大の第2波以降のレンジ(45~65%)の上限を上回った。2022年1月前半は70%以上の水準を維持しているが、1月後半はオミクロン株の拡大により、再びオフィス出社を抑制する企業が増えている。

図表-9 主要都市のオフィス空室率

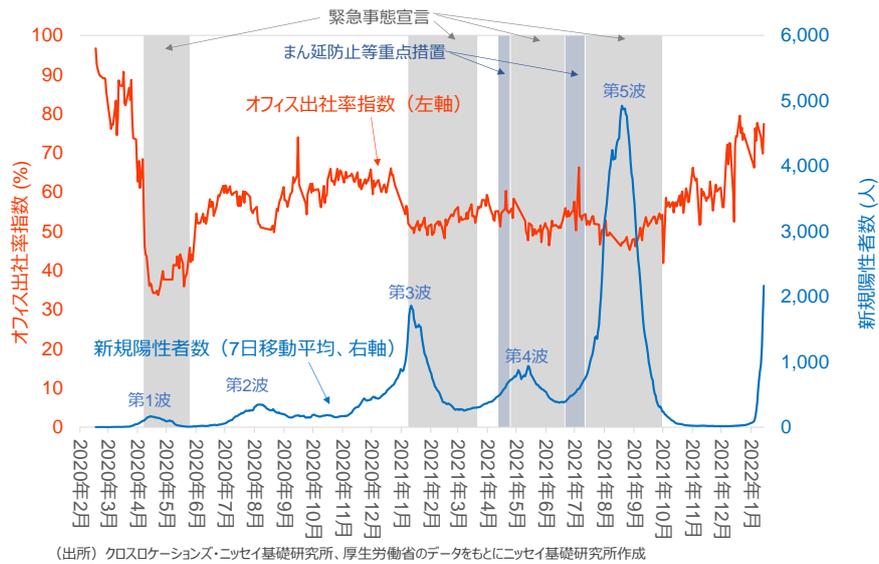


図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



⁶ オフィス出勤率指数は、スマートフォンの位置情報データをもとに東京都心部のオフィス出勤率を推計したもの。算出方法の詳細は、以下を参照。
[佐久間誠『人流データをもとにした「オフィス出勤率指数」の開発についてーオルタナティブデータの活用可能性を探る』\(ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート、2021年6月2日\)](#)

図表-11 東京のオフィス出社率指数と新規陽性者数の推移

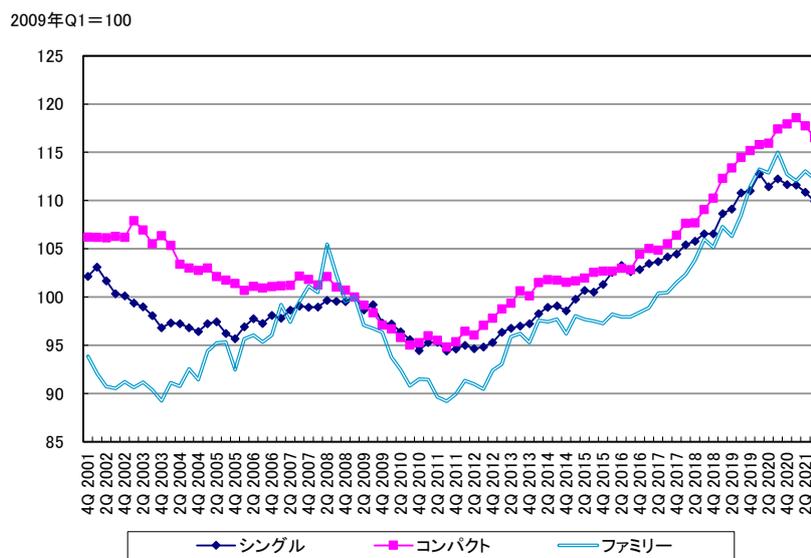


②賃貸マンション

東京 23 区の転出超過が継続するなか、東京 23 区のマンション賃料はピークアウト感がみられる。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2021 年第 3 四半期の賃料は前年比でシングルタイプが▲2.4%、コンパクトタイプが▲0.9%、ファミリータイプが▲2.8%となった（図表-12）。また、高級賃貸マンションの空室率（2021 年 12 月末）は 5.0%（前年比▲0.9 ポイント）、賃料は 18,566 円/月坪（前年比▲0.4%）と 5 四半期ぶりにマイナスとなった（図表-13）。

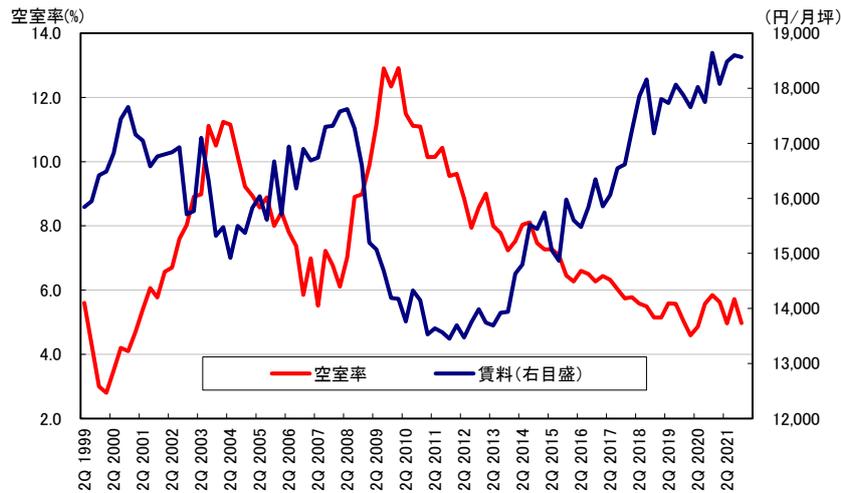
住民基本台帳人口移動報告によると、12 月の東京 23 区の転入超過数は▲4,309 人となった。2021 年全体の転入超過数は▲14,828 人と、1996 年以来の転出超過となった（図表-14）⁷。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料



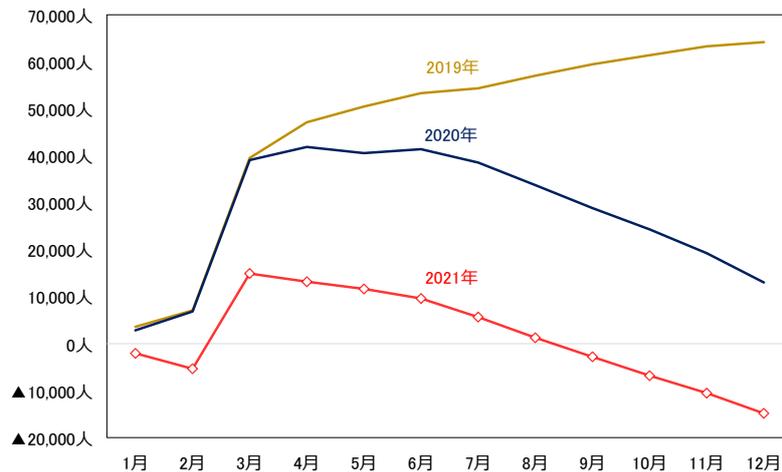
⁷ 2013 年までは日本人のみ、2014 年以降は外国人を含めた数値。

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

図表-14 東京 23 区の転入超過数(月次累計値)

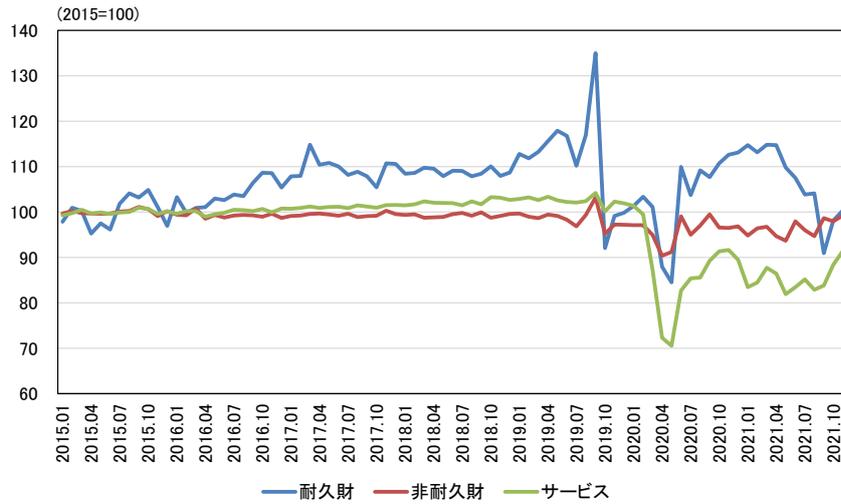


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターでは、緊急事態宣言の解除を受けて、百貨店の売上やサービス消費が増加した。商業動態統計などによると、2021年10-12月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+7.0%、スーパーが▲0.9%、コンビニエンスストアが+0.1%となった。また、日本銀行の消費活動指数(実質)によると、2021年11月は耐久財が+2.2%(前月+7.9%)、非耐久財が+1.3%(同▲0.7%)、サービスが+3.4%(同+5.4%)と増加した(図表-15)。

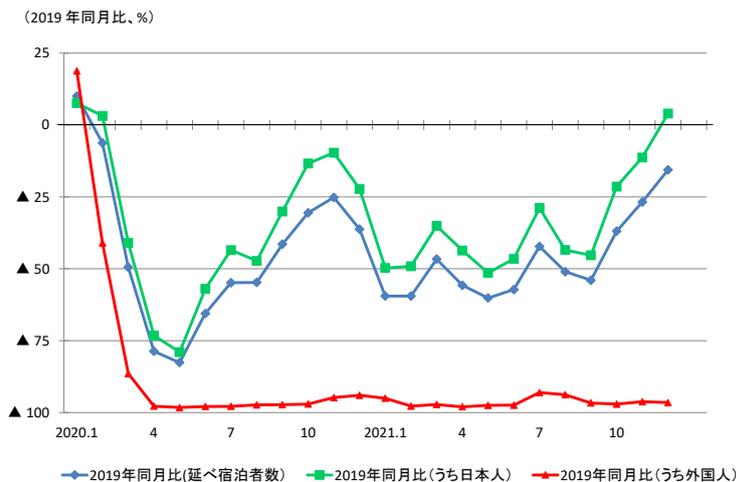
図表-15 消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行「消費活動指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

ホテルセクターは、緊急事態宣言の解除を受けて回復の足取りが強まった。宿泊旅行統計調査によると、2021年12月の延べ宿泊者数は、コロナ禍以前の2019年対比で▲15.6%となり、「Go To トラベル」キャンペーンの恩恵から最も回復した2020年11月の▲25.2%を上回った。2021年10-12月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲26.7%、このうち外国人が▲96.6%、日本人が▲9.8%となった(図表-16)。また、STR社によると、12月のホテルRevPARは2019年対比で全国が▲35.9%、東京が▲54.0%、大阪が▲44.7%となった。このように、新規感染者数の減少に伴いホテル市況は回復に向かったが、2022年に入ってから、新型コロナウイルス(オミクロン株)の感染拡大を背景に、再び経営環境の厳しさが増している。

図表-16 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比)

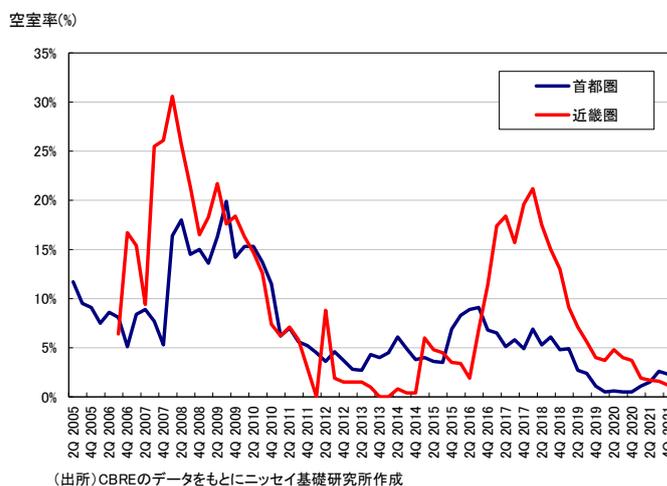


(出所) 観光庁「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流セクターは、首都圏・近畿圏ともに需給環境は良好である。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12月末)は前期比▲0.3%低下の2.3%となった(図表-17)。2021年通年の新規需要は54万坪と前年の46万坪を上回り、3PL企業をはじめ幅広い業種からの需要が見られた。2022年の新規供給は過去最大の72万坪となる見込みだが、年前半の

竣工予定物件では約半分の面積でリーシングが進んでいるとのことである。近畿圏の空室率は1.2%（前期比▲0.6%）と、6 四半期連続で低下した。また、一五不動産情報サービスによると、2021年10月時点の東京圏の募集賃料は4,580円/月坪（前期比+2.5%）となった。

図表-17 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

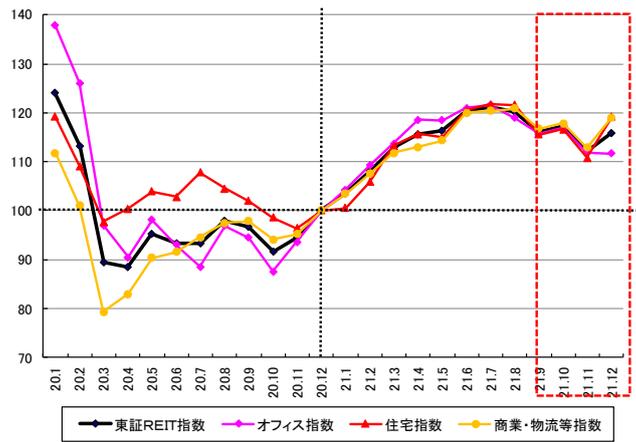
2021年12月末の東証REIT指数（配当除き）は2021年9月末比で▲0.3%下落した。セクター別では、オフィスが▲3.4%、住宅が+3.2%、商業・物流等が+2.0%となった（図表-18）。オミクロン株の感染拡大への警戒感から、ホテルや商業、オフィス系REITが売られる一方で、収益の安定性が評価されて物流や住宅系REITが堅調に推移し、セクター間のパフォーマンス格差が広がった。

J-REITによる2021年第4四半期の物件取得額（引渡しベース）は4,380億円（前年同期比+6%）、1-12月累計で1兆5,969億円（+15%）となった。アセットタイプ別の取得割合（1-12月累計）は、オフィス（46%）、物流施設（24%）、住宅（13%）、商業施設（11%）、底地ほか（6%）、ホテル（1%）の順となり、オフィスが3年ぶりに物流施設を上回りトップに返り咲いた（図表-19）。

12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4.3兆円を加えた15.4兆円に対して時価総額は17.0兆円でNAV倍率は1.1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。

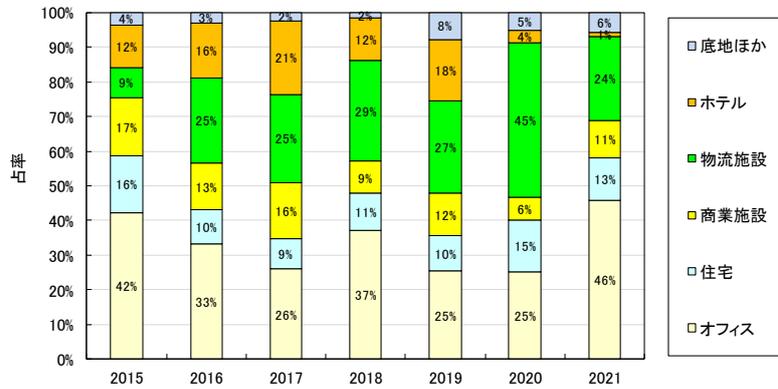
2021年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数（配当除き）は+15.8%上昇し、国内株式の上昇率（+10.4%）を2年ぶりに上回った（図表-20）。年明け以降、NAV倍率で1倍を下回る割安感などを背景に7月まで上昇基調が継続。その後は米国金利の上昇懸念などから頭打ちとなったものの、東証REIT指数は節目となる2,000ポイント台を維持して1年を終えた。銘柄数は61社（▲1社）に減少したものの、市場時価総額は17.0兆円（前年比+18%）に拡大し、運用資産額（取得額ベース）も21.2兆円（前年比+5%）となった。デット資金の調達環境も良好で、投資法人債の発行金額は1,565億円（平均期間9.8年、平均利率0.50%）となり、引き続き長期資金を低利で調達できている。一方、業績面では、オフィス市場を中心に不動産賃貸市況の調整局面が継続したため、市場全体の予想1口当たり分配金はほぼ横ばいで推移し、1口当たりNAVの成長率も+3%に留まった。

図表-18 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-19 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

図表-20 2021年のJ-REIT市場(まとめ)

		2020年末	2021年末	騰落率/ 変化幅	備考
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,784	2,066	+15.8%	年初来高値2,186(7/6)
	東証REIT指数(配当込み)	3,855	4,625	+20.0%	一時、史上最高値(4,831)を更新(8/30)
市場規模 など	上場銘柄数(社)	62社	61社	▲1社	新規上場1社。上場廃止2社(合併、TOB)
	市場時価総額(兆円)	14.4兆円	17.0兆円	+18%	-
	運用資産額(取得額ベース)	20.3兆円	21.2兆円	+5%	過去最高
	物件の新規取得額	1.4兆円	1.6兆円	+15%	2019年の取得額は1.4兆円
	投資法人債発行額	1,643億円	1,565億円	▲5%	平均期間9.8年、平均利率0.50%
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	1口当たり予想分配金	71.5	72.5	+1%	ピーク時対比▲6%
	1口当たりNAV	1,820	1,877	+3%	-
	分配金利回り(%)	4.0%	3.5%	▲0.5%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	4.0%	3.4%	▲0.5%	過去平均(3.5%)
	P/NAV倍率(x)	0.98x	1.10x	+0.12x	過去平均(1.1x)
株式 市場	TOPIX(国内株)	1,805	1,992	+10.4%	年末の終値としては1989年以来の高値
	S&P500(米国株)	3,756	4,766	+26.9%	史上最高値を更新
長期 金利	日本10年金利	0.02%	0.07%	+0.05%	-
	米国10年金利	0.91%	1.51%	+0.60%	-

(出所) 各種資料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。