

不動産 投資 レポート

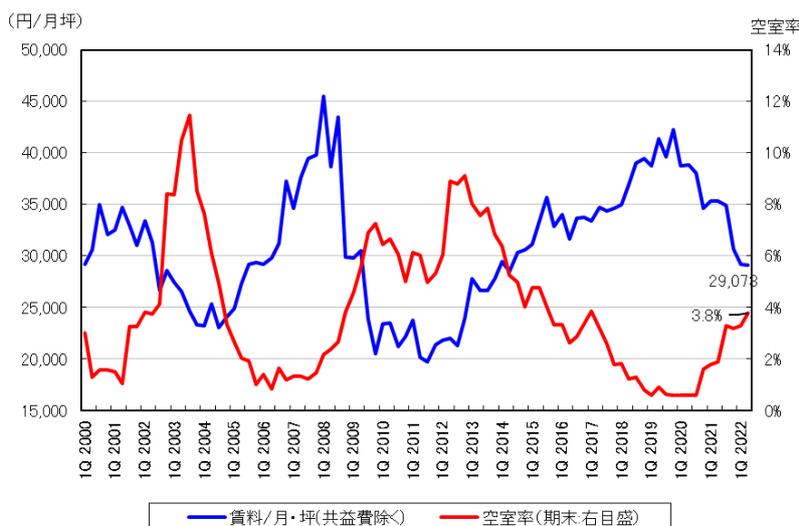
オフィス市場は調整継続。ホテルは国内観光需要が回復に向かう 不動産クォーター・レビュー2022年第2四半期

金融研究部 不動産投資チーム 准主任研究員 [渡邊 布珠子](#)
(03)3512-1853 e-mail: fwatanabe@nli-research.co.jp

要旨

- 8/15に公表予定の2022年4-6月期の実質GDPは、前期比+0.8%(前期比年率+3.2%)と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される。
- 住宅市場は価格上昇が続くなか、販売状況は一部に減速の兆候も見られる。2022年4-6月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲1.3%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は+3.1%増加、中古マンションの成約件数は▲10.1%減少した。地価は住宅地を中心に堅調に推移している。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの空室率が3.8%に上昇した。東京23区のマンション賃料はファミリータイプの上昇が目立つ。ホテル市場は2022年4-6月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲29.1%減少した。物流賃貸市場は、首都圏の空室率が低下したがリーシングの進捗ペースはやや鈍化している。
- 2022年第2四半期の東証REIT指数は▲1.8%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

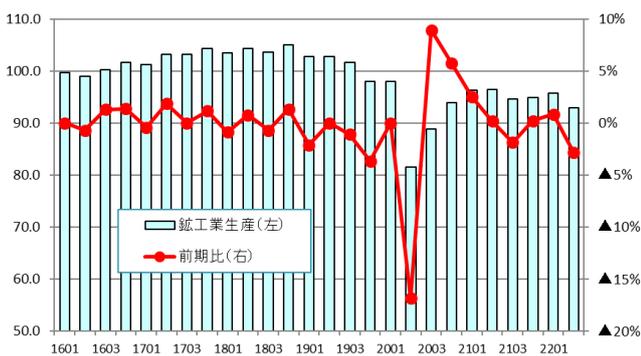
1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、コロナ禍前の水準をようやく回復したとみられる。8/15に公表予定の2022年4-6月期の実質GDPは前期比+0.8%（前期比年率+3.2%）と2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される¹。まん延防止等重点措置の終了を受けて、対面型サービスを中心に民間消費が高い伸びとなったことに加えて、好調な企業業績を背景に設備投資が増加したこともプラスに寄与した。

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▲2.8%と3四半期ぶりの減産となった（図表-1）。世界的な半導体不足と供給制約が続くなか中国のロックダウンが加わり、稼働停止の工場が増加した自動車、自動車産業の影響を受けやすい鉄鋼等がマイナスとなった。先行きについては持ち直しに向かうことが予想されるが、米国経済の減速傾向が続くことなどから、そのペースは当面緩やかにとどまる可能性が高い²。

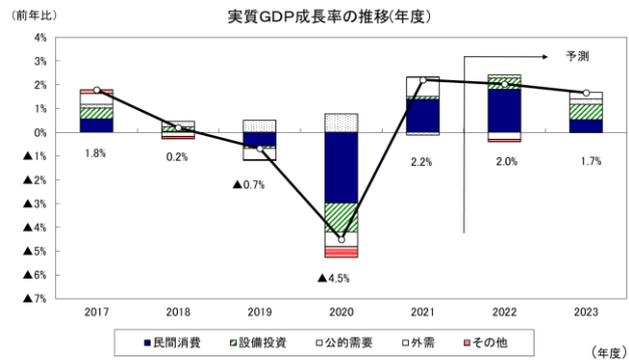
ニッセイ基礎研究所は、6月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2022年度+2.0%、2023年度+1.7%を予想する（図表-2）³。実質GDPが直近のピーク（2019年4-6月期）を回復するのは2023年10-12月になると予想するが、資源価格の高騰や中国経済の低迷長期化、金融引き締めに伴う米国経済の減速など下振れリスクの高い状態が続く見通しである。

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(2次速報)」を基にニッセイ基礎研究所が作成(2022年6月)

住宅市場では、価格上昇が続くなか、販売状況は一部に減速の兆候も見られる。

2022年6月の新設住宅着工戸数は2カ月連続減少の74,596戸（前年同月比▲2.2%）、4-6月累計では約21.8万戸（前年同期比▲1.3%）となった（図表-3）。着工戸数はコロナ禍による落ち込みを脱し回復傾向にあったが4月以降やや足踏み状態となり、コロナ禍前の水準を下回っている。

2022年6月の首都圏のマンション新規発売戸数は1,917戸（前月同月比▲1.1%）、4-6月累計では6,809戸（前年同期比+3.1%）となった（図表-4）。6月の平均価格は6,450万円（前年同月比+3.8%）、㎡単価は99.7万円（同+5.8%）、初月契約率は67.7%（前年同月比▲4.8%）で、価格は上昇基調で推移している。

¹ 斎藤太郎『2022年4-6月期の実質GDP～前期比0.8%（年率3.2%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2022年7月29日）

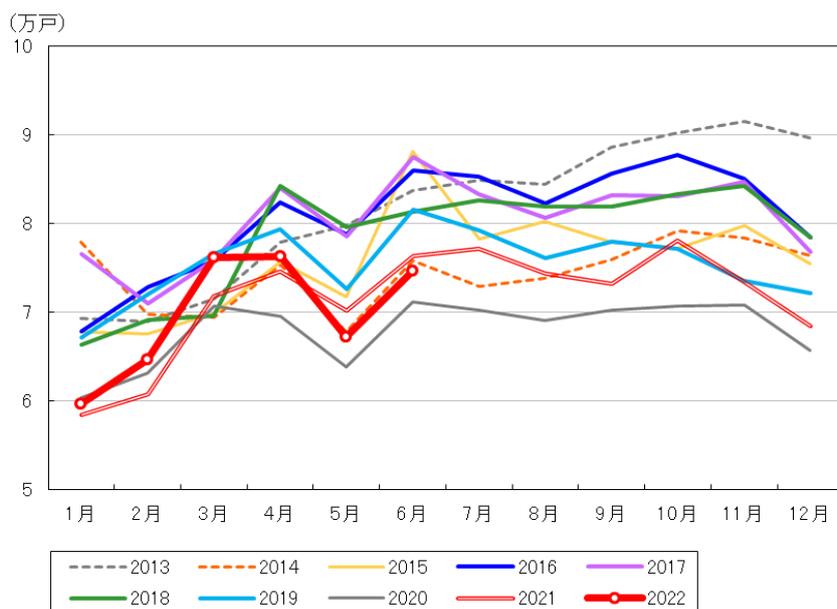
² 斎藤太郎『鉱工業生産22年6月ー供給制約の影響で3四半期ぶりの減産』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2022年7月29日）

³ 斎藤太郎『2022・2023年度経済見通しー22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、2022年06月08日）

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2022年6月の首都圏の中古マンション成約件数は6カ月連続減少の3,003件（前年同月比▲7.9%）、4-6月累計では8,974件（前年同期比▲10.1%）となった（図表-5）。6月の平均価格は4,231万円（前年同月比+9.2%）と25ヶ月連続で上昇し、㎡単価も67.0万円（同+12.8%）と26ヶ月連続で上昇した。中古マンション市場では成約件数が減少し在庫戸数が増加するなか、市場価格が需要サイドの考える適正水準から乖離しはじめている可能性もある。

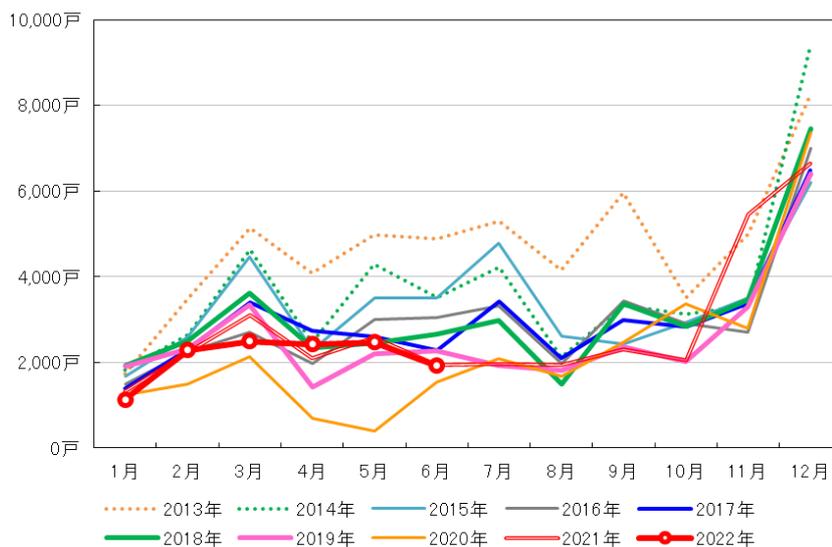
日本不動産研究所によると、2022年5月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は23ヶ月連続で上昇し、過去1年間の上昇率は+9.9%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



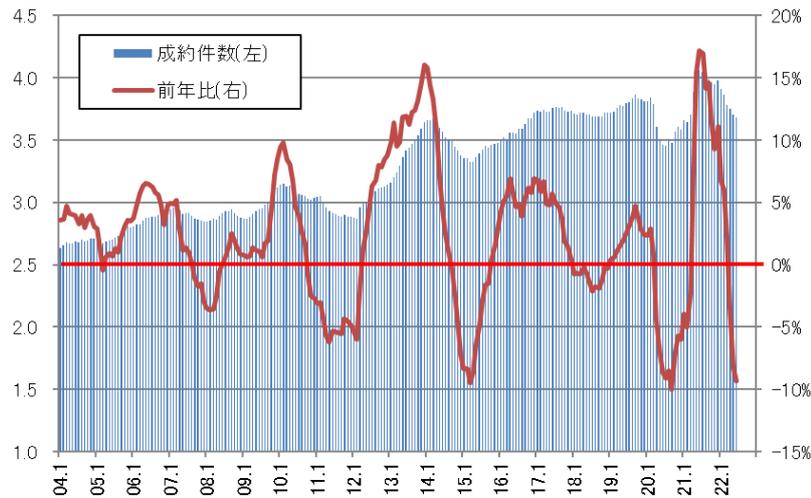
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



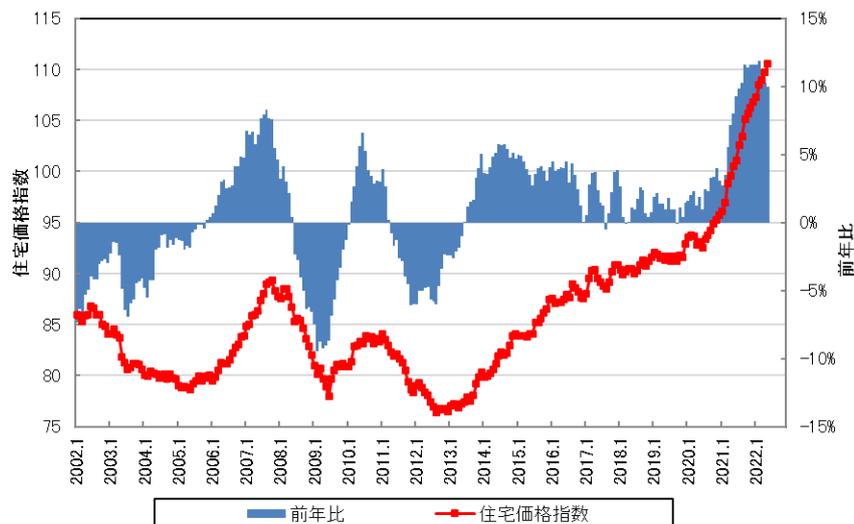
(出所) 不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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)



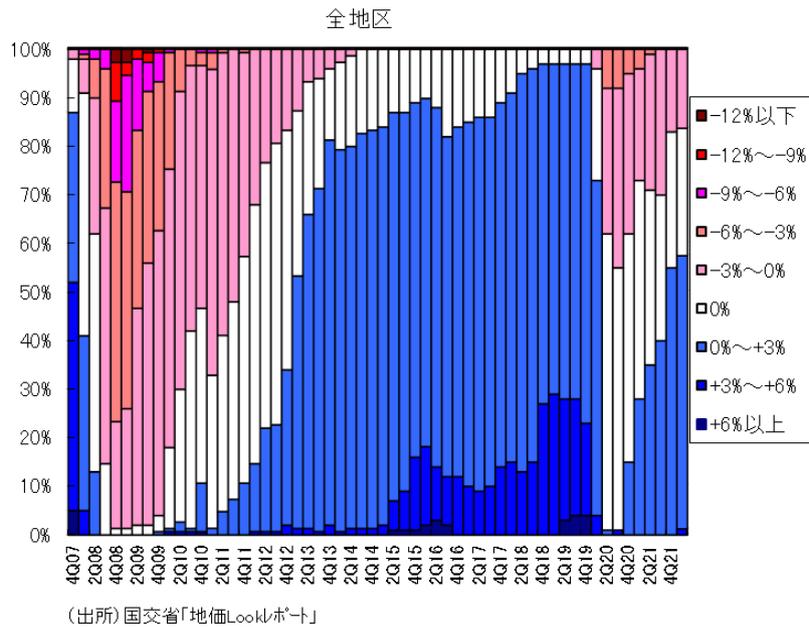
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

2. 地価動向

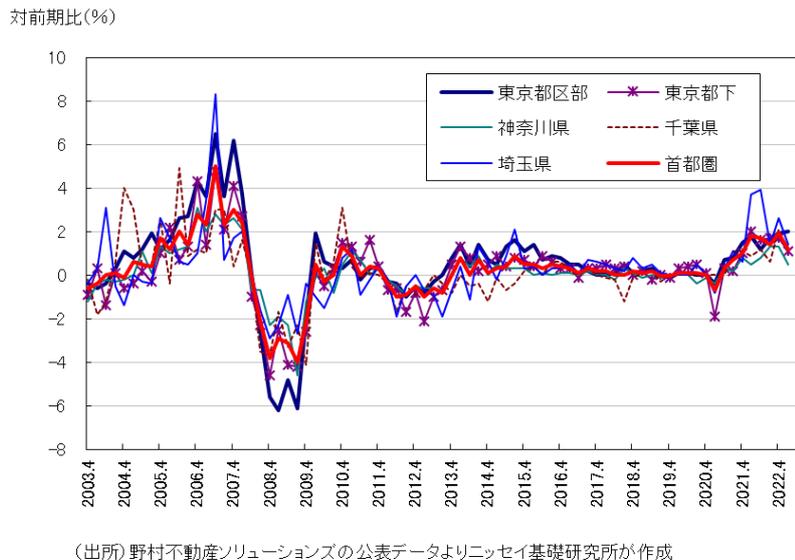
地価は、住宅地を中心に堅調に推移している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2022 年第 1 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「46」(前回 45)、横ばいが「21」(19)、下落が「13」(16)となり下落地点が減少した(図表-7)。同レポートでは、「住宅地はマンションの販売状況が前期に引き続き堅調で上昇を維持し、商業地は低金利環境の継続等により横ばいから上昇、又は下落から横ばいに転じた地区がある」としている。

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(7 月 1 日時点)は前期比+1.2% (年間+6.4%上昇) となり 8 四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は 36.1% (前回 49.1%)、「値下がり」地点の割合は 0.0% (前回 0.0%) となった。引き続き住宅取得ニーズは強く、住宅地の地価は上昇している(図表-8)。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移(比率)



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

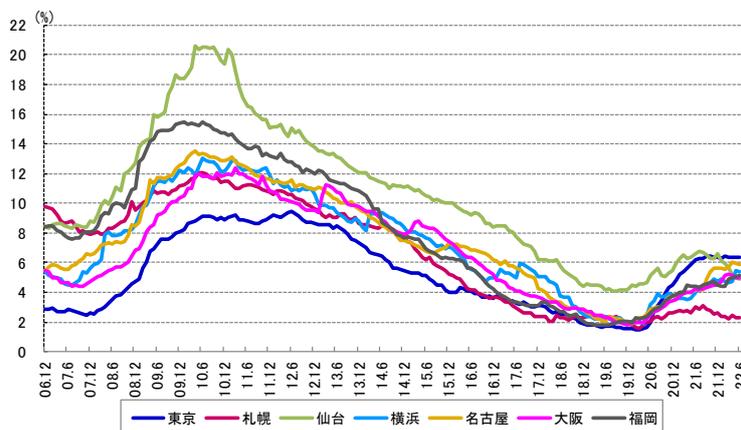
三鬼商事によると、2022年6月の東京都心5区の空室率は6.39%（前月比+0.02%）と、13カ月連続で6%台での推移となっている。平均募集賃料は23ヶ月連続下落の20,273円（前月比▲0.23%）となった。他の主要都市については、新規供給の少ない札幌と仙台の空室率が低下に転じる一方、横浜や名古屋、大阪、福岡の空室率は上昇基調にある（図表-9）。また、募集賃料は仙台を除いて前年比プラスを確保しており⁴、東京の下落率（前年比▲4.2%）が最も大きくなっている。

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、2022年第2四半期の東京都

⁴ 2022年6月時点の募集賃料は、前年比で、札幌（+1.1%）、仙台（▲0.9%）、東京（▲4.2%）、横浜（+0.6%）、名古屋（+1.4%）、大阪（+0.1%）、福岡（+2.1%）となっている。

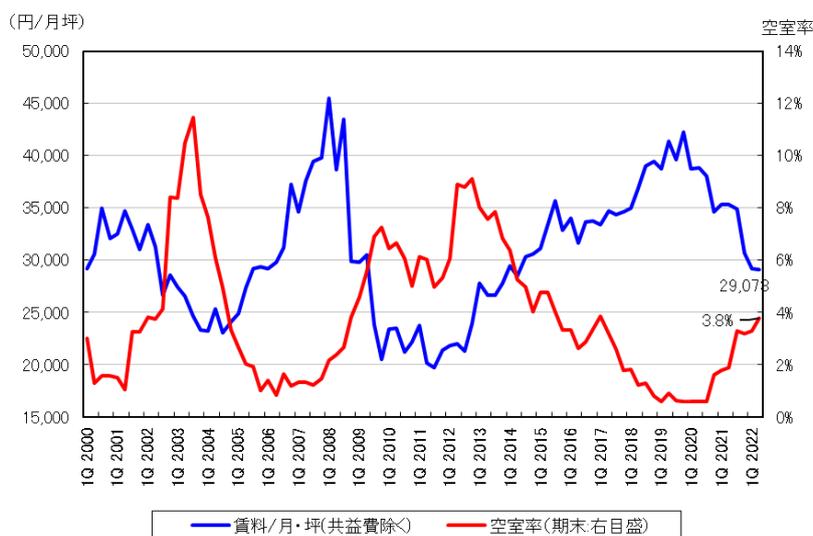
心部 A クラスビル成約賃料(月坪)は 29,073 円 (前期比▲0.4%) と低下し、空室率は 3.8% (前期比 +0.5%) に上昇した (図表-10)。三幸エステートは、「オフィス戦略の見直しにより、定期借家契約の期間満了に伴って大口の現空床が生じているほか、集約移転に伴う空室も生じている」としている。

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

図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

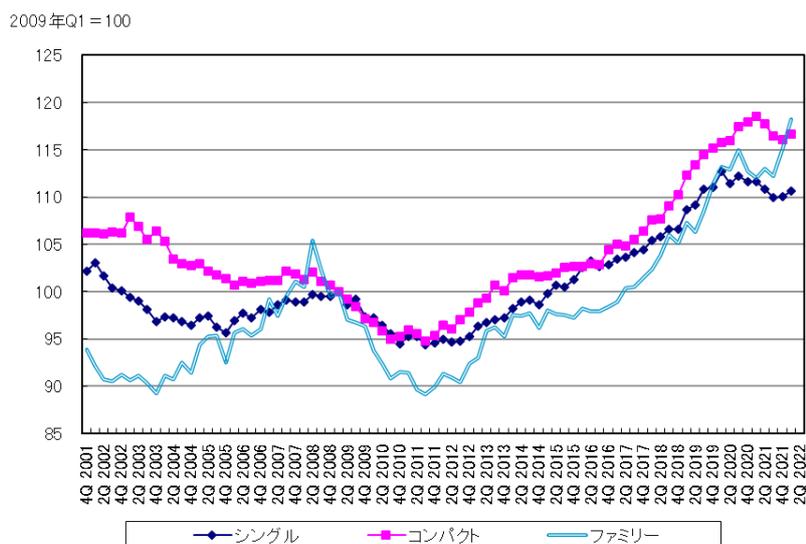


(注) Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。
(出所) 空室率: 三幸エステート、賃料: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

②賃貸マンション

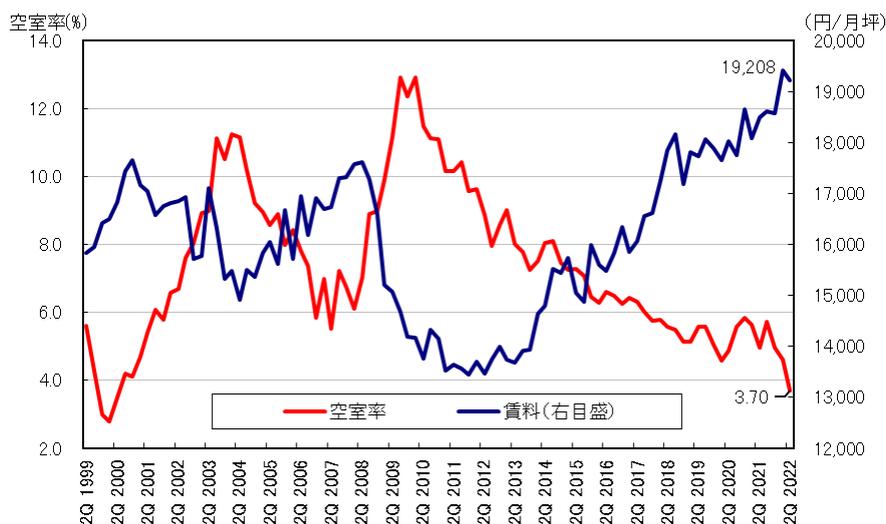
東京 23 区のマンション賃料は、住居タイプによって差が生じており大型面積の住居で賃料の上昇が目立つ。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2022 年第 1 四半期は前年比でシングルタイプが▲1.0%、コンパクトタイプが▲1.9%、ファミリータイプが+6.2%となった(図表-11)。また、高級賃貸マンションの空室率(2022 年 6 月末)は 3.7% (前年比▲0.9%)、賃料は 19,208 円/月坪(前年比+3.9%)と 2 期連続で前年比プラスとなった (図表-12)。

図表-11 東京 23 区のマンション賃料(タイプ別)



(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-12 高級賃貸マンションの賃料と空室率

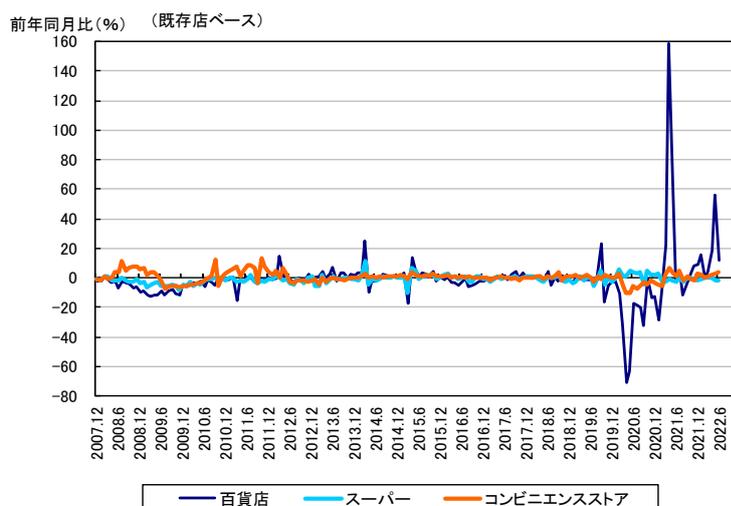


(注)期間中にケンコーポレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
(出所)ケン不動産投資顧問

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、都市部の人流回復を受けて百貨店を中心に売上が回復している。商業動態統計などによると、2022年4-6月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+25.7%と大幅に増加し、スーパーが▲1.5%、コンビニエンスストアが+3.1%となった（図表-13）。6月単月では、百貨店が+11.6%（4カ月連続プラス）、スーパーが▲2.1%（3カ月連続マイナス）、コンビニエンスストアが+3.8%（4カ月連続プラス）となっている。

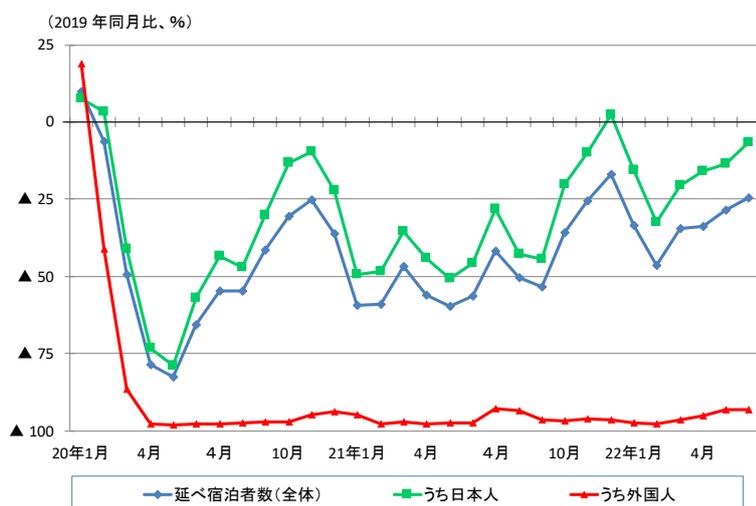
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

ホテルセクターは、日本人の宿泊需要が回復に向かっている。宿泊旅行統計調査によると、2022年4-6月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲29.1%減少し、このうち外国人が▲93.9%、日本人が▲12.2%となった(図表-14)。6月10日に訪日外国人観光客の受け入れが再開されたが、期待ほど客数は戻っておらずインバウンド中心のエリアは引き続き厳しい状況にある一方、自粛制限のない日本人観光客数は順調に回復している。また、STR社によると、6月のホテルRevPARは2019年対比で全国が▲39.6%、東京が▲50.0%、大阪が▲54.9%となった。

図表-14 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月~2022年6月)



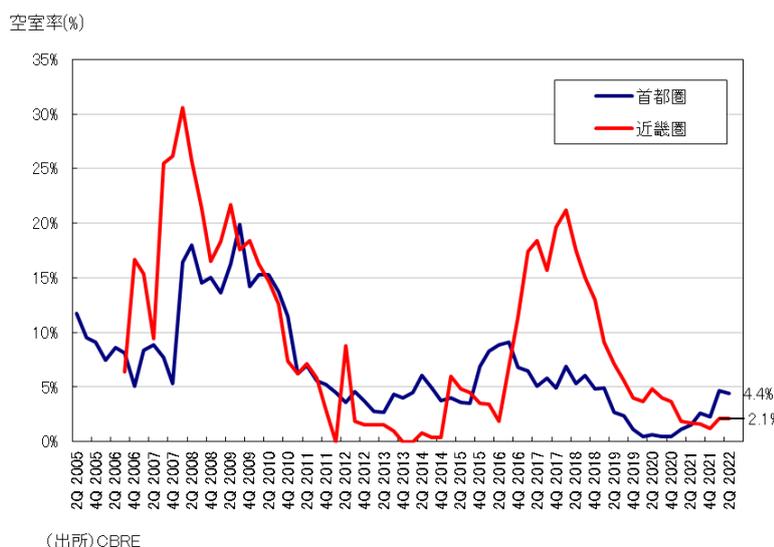
(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏では空室率が低下し、近畿圏ではタイトな需給環境が続いている。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(2022年6月末)は前期比▲0.3%低下の4.4%となった(図表-15)。今期は新規供給9.2万坪に対して新規需要が10.2万坪と上回ったため、空室率が低下した。EC事業者や食品スーパーを中心にテナント

需要は底堅いものの、新規供給の増加により物件の選択肢が多くリーシングの進捗ペースはやや鈍化している。今後については、多くの新規物件が竣工予定のため 2023 年にかけて需給の緩和基調が予想されるとのことである。近畿圏の空室率は 2.1% (前期比±0%) と低い水準を維持している。大阪中心部は空室がなく賃料も上昇基調にある。

また、一五不動産情報サービスによると、2022 年 4 月時点の東京圏の募集賃料は 4,650 円/月坪 (前期比+0.6%) 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



4. J-REIT(不動産投信)市場

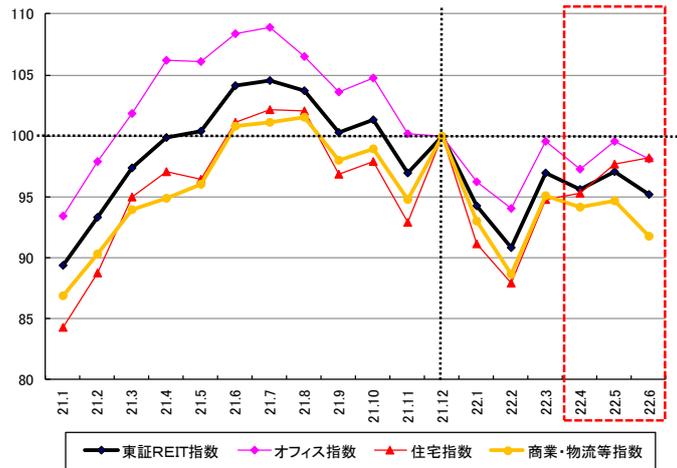
2022 年第 2 四半期の東証 REIT 指数 (配当除き) は 3 月末比▲1.8%下落した。セクター別では、オフィスが▲1.4%、住宅が+3.6%、商業・物流等が▲3.5%となった (図表-16)。高インフレを背景に、米国をはじめ各国の中央銀行が金融引き締め姿勢を強めるなか、世界的な景気後退が懸念され、成長期待の高かった物流セクターが軟調に推移した。

J-REIT による第 2 四半期の物件取得額 (引渡しベース) は 1,116 億円 (前年同期比▲51%)、上期累計 (1-6 月) では 4,718 億円 (▲30%) となった (図表-17)。投資口価格が弱含みとなるなか、公募増資を伴う物件取得を見送る REIT も多く、上期としては 5,000 億円を下回り、2012 年以来の低い水準となった。

6 月末時点のバリュエーションは、NAV 倍率が 1.02 倍、分配金利回りが 3.7%、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。

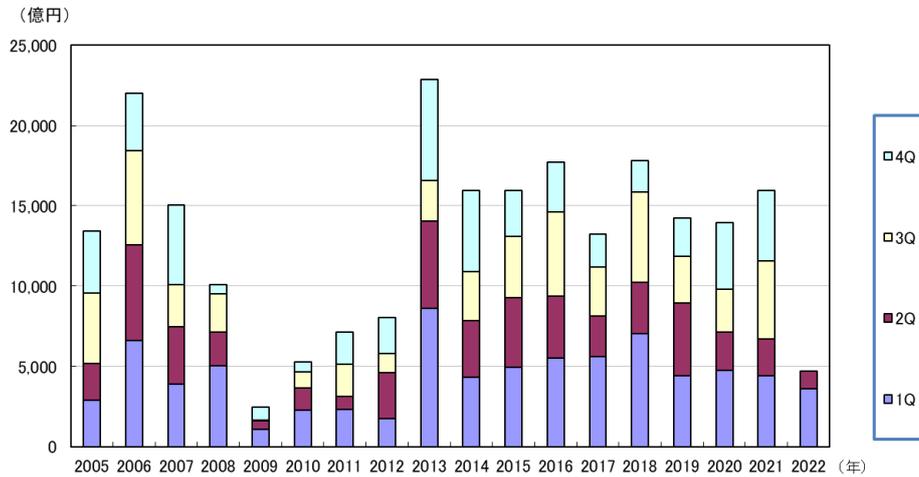
今年上期の J-REIT 市場を振り返ると (図表-18)、年明け以降、コロナ第 6 波にはじまり、米国の利上げ加速、ロシアによるウクライナ侵攻、世界経済の悪化と高インフレなど外部環境が急速に悪化し、東証 REIT 指数は一時▲10%を超えて下落した。しかし、NAV 倍率で 1 倍を下回る水準では割安感などから押し目買いも入り、年初からの下落率は▲4.8%にとどまった。6 月末時点の上場銘柄数は 61 社、市場時価総額は 16.3 兆円 (昨年末比▲4%)、運用資産額は 21.6 兆円 (同+2%) となった。業績面では、市場全体の予想 1 口当たり分配金は横ばいとなる一方、1 口当たり NAV は保有不動産の価格上昇を受けて昨年末比+2%上昇した。デット資金の調達環境は、世界的に長期金利が急上昇するなか投資法人債による資金調達についても様子見となり、上期の発行額は 360 億円 (昨年上期 822 億円) にとどまった。

図表-16 東証REIT指数の推移(2021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 2022年上期のJ-REIT市場(まとめ)

| | | 2021年末 | 2022年 上期末 | 騰落率/ 変化幅 | 備考 |
|--------------------------------|-------------------|----------|--------------|-------------|---------------------|
| 東証REIT 指数 | 東証REIT指数(配当除き) | 2,066 | 1,967 | ▲4.8% | 年初来安値:1.839(1/20) |
| | 東証REIT指数(配当込み) | 4,625 | 4,487 | ▲3.0% | - |
| 市場規模 など | 上場銘柄数(社) | 61社 | 61社 | ±0 | - |
| | 市場時価総額(兆円) | 17.0兆円 | 16.3兆円 | ▲4% | - |
| | 運用資産額(取得額ベース) | 21.2兆円 | 21.6兆円 | +2% | 過去最高 |
| | 物件の新規取得額 | 15,970億円 | 4,718億円 | - | 2021年上期の取得額は6,732億円 |
| | 投資法人債発行額 | 1,565億円 | 360億円 | - | 平均期間7.1年、平均利率0.43% |
| 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 | 72.5 | 72.7 | +0% | ピーク時対比▲6% |
| | 1口当たりNAV | 1,877 | 1,923 | +2% | - |
| | 分配金利回り(%) | 3.5% | 3.7% | +0.2% | 過去平均(4.3%) |
| | イールドスプレッド(対10年金利) | 3.4% | 3.5% | +0.0% | 過去平均(3.5%) |
| | P/NAV倍率(x) | 1.10x | 1.02x | -0.08x | 過去平均(1.1x) |
| 株式 市場 | TOPIX(国内株) | 1,992 | 1,871 | ▲6.1% | 年初来安値:1.758(3/9) |
| | S&P500(米国株) | 4,766 | 3,785 | ▲20.6% | 年初来安値:3.666(6/16) |
| 長期 金利 | 日本10年金利 | 0.07% | 0.23% | +0.16% | - |
| | 米国10年金利 | 1.51% | 3.10% | +1.59% | - |

(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もありません。