

不動産 投資 レポート

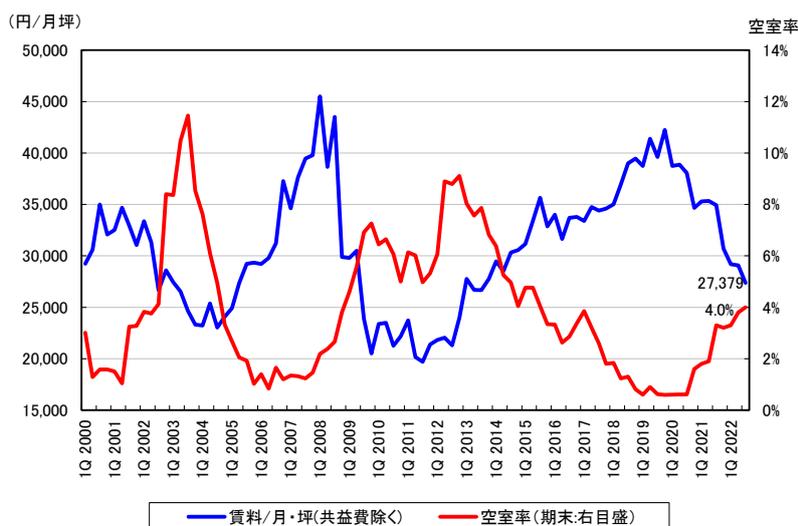
オフィス賃料は下落継続。物流市場は空室率が5.2%に上昇 不動産クォーター・レビュー2022年第3四半期

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

- 2022年7-9月期の実質GDP(11/15公表予定)は、前期比+0.4%(前期比年率+1.5%)と4四半期連続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、販売状況はやや弱含んでいる。2022年7-9月期の新設住宅着工戸数は前年同期比横ばい、首都圏のマンション新規発売戸数は▲11.9%減少、中古マンションの成約件数は▲4.0%減少した。地価の上昇は住宅地に加えて商業地にも広がっている。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの成約賃料が前期比▲5.8%下落した。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7-9月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲22.8%減少した。物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の増加に伴い空室率が上昇した。
- 2022年第3四半期の東証REIT指数は▲1.1%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

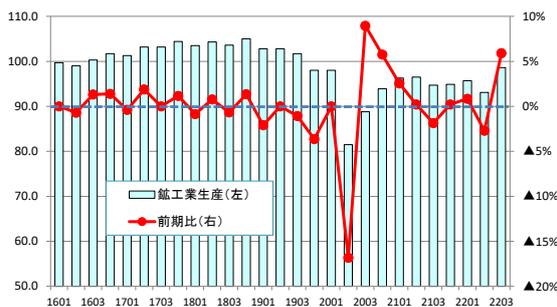
1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、内需を中心に回復基調を辿っている。11/15に公表予定の2022年7-9月期の実質GDPは前期比+0.4%（前期比年率+1.5%）と4四半期連続のプラス成長になったと推計される¹。好調な企業業績を背景に設備投資が高い伸びとなったことに加えて、物価高などの逆風を受けながらも民間消費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、7-9月期の鉱工業生産指数は前期比+5.9%と2四半期ぶりの増産となった（図表-1）。中国のロックダウン解除を受けて自動車が増産(+12.7%)となったほか、内外の設備投資需要の強さを背景に生産用機械も高い伸びとなった。ただし、先行きについては供給制約が完全に解消されるまでには時間を要することなどから、今後は停滞色が強まる可能性が高い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2022年度+1.8%、2023年度+1.6%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、2024年1-3月期になると予想するが、金融引き締めに伴う米国経済の急減速、ゼロコロナ政策継続による中国経済の下振れ、冬場の電力不足による経済活動の制限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)



(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」

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。

2022年9月の新設住宅着工戸数は73,920戸（前年同月比+1.0%）、7-9月累計では約22.5万戸（前年同期比横ばい）となった（図表-3）。着工戸数は、8月以降持ち直しの動きがみられるものの、引き続き建築コスト上昇の影響などを注視する必要がある。

2022年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,036戸（前月同月比▲11.9%）、7-9月累計では5,466戸（前年同期比▲11.9%）となった（図表-4）。9月の平均価格は6,653万円（前年同月比+1.0%）、㎡単価は101.2万円（同+2.3%）、初月契約率は61.6%（前年同月比▲6.1%）で、価格が上昇基調で推移するなか、販売は低迷し、販売戸数は減少している。

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2022年9月の首都圏の中古マンション成約件数は2,990件（前年同月比▲5.9%）、7-9月累計では8,440件（前年同期比▲4.0%）となった（図表-5）。

¹ 齋藤太郎『2022年7-9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、2022年10月31日）

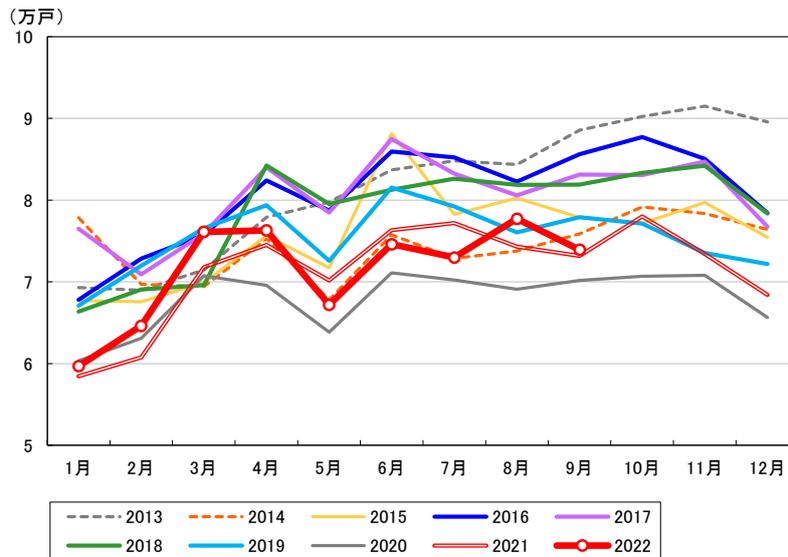
² 齋藤太郎『鉱工業生産22年9月～7-9月期は大幅増産だが、生産計画は弱い』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2022年10月31日）

³ 齋藤太郎『2022・2023年度経済見通し～22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、2022年09月08日）

9月の中古マンション平均価格は4,421万円(前年同月比+10.9%)と28ヶ月連続で上昇し、㎡単価も69.1万円(同+11.2%)と29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伸び悩むなか在庫戸数が増加しつつあり、価格の上昇に実需が追い付いていない状況である。

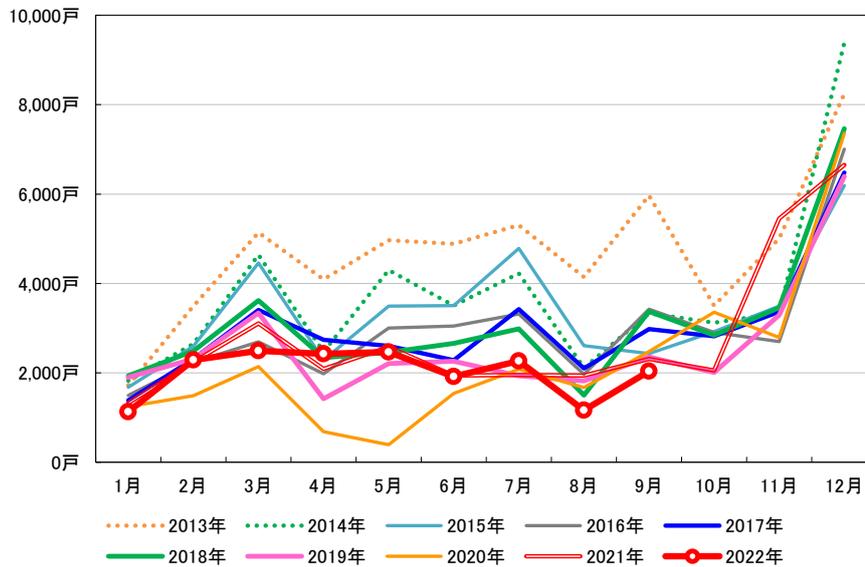
日本不動産研究所によると、2022年8月の住宅価格指数(首都圏中古マンション)は26ヶ月連続で上昇し、過去1年間の上昇率は+9.0%となった(図表-6)。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



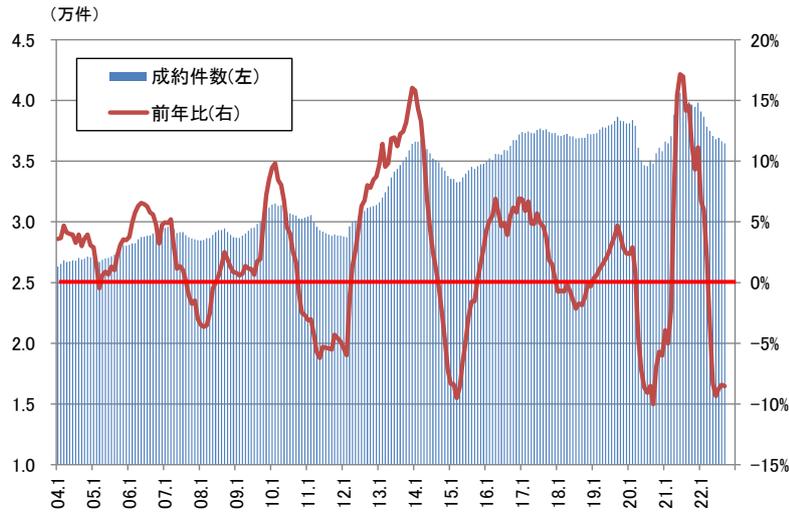
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



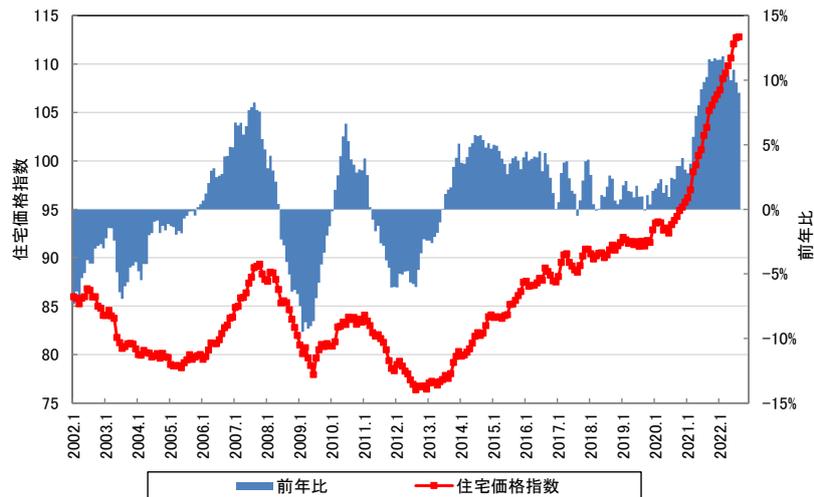
(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

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)



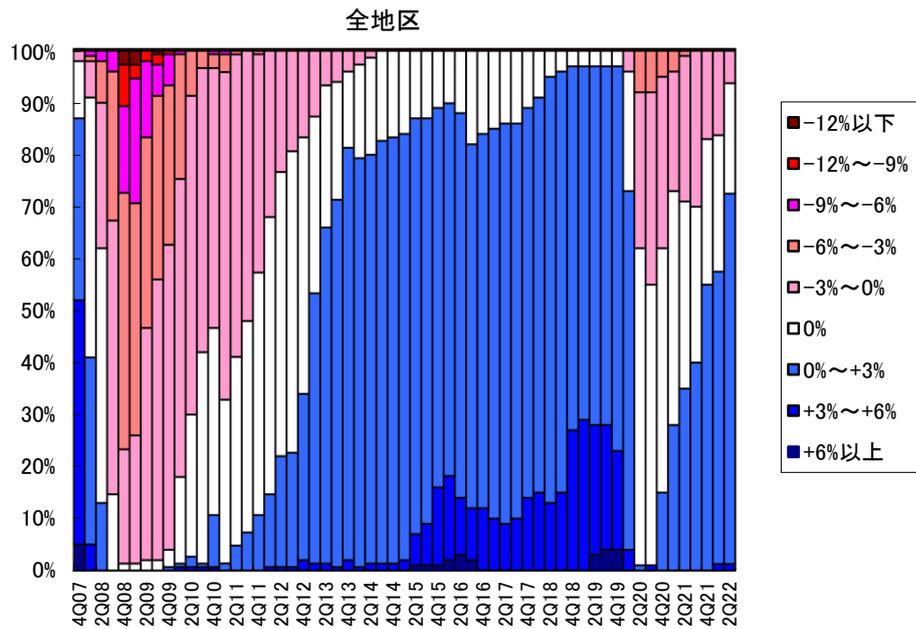
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

2. 地価動向

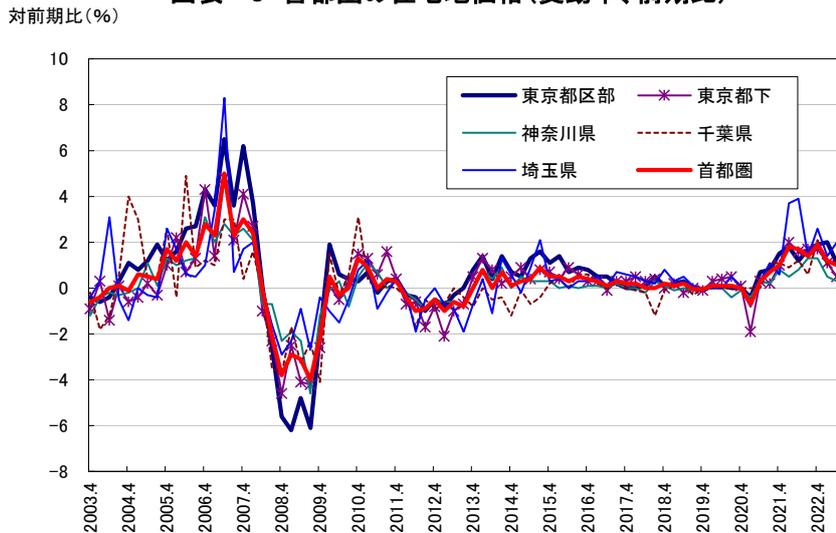
地価の上昇は、住宅地に加えて商業地にも広がっている。国土交通省の「地価 LOOK レポート(2022年第2四半期)」によると、全国80地区のうち上昇が「58」(前回46)、横ばいが「17」(21)、下落が「5」(13)となり、住宅地は23地区全てが上昇となった(図表-7)。同レポートでは、「住宅地はマンション市場の堅調さが際立ったことから引き続き上昇を維持。商業地は経済活動正常化への期待感や低金利環境の継続等に伴う好調な投資需要等から多くの地区で上昇又は横ばいに移行した」としている。

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+1.0%(年間+5.7%上昇)となり9四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は33.7%(前回36.1%)、「値下がり」地点の割合は3.6%(前回0.0%)となった。引き続き住宅取得ニーズは底堅く、住宅地価格は上昇傾向にある(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

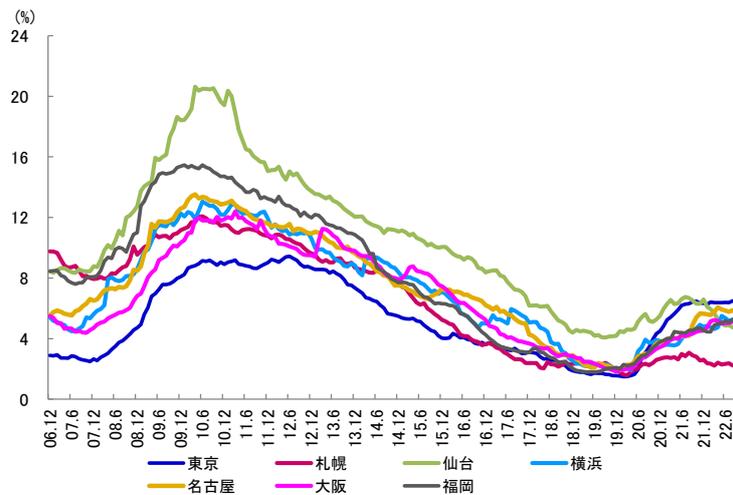
三鬼商事によると、2022年9月の東京都心5区の空室率は6.49%（前月比0.0%）と、16カ月連続で6%台での推移となっている。平均募集賃料は26ヶ月連続下落の20,156円(前月比▲0.5%)となった。他の主要都市については、新規供給の少ない札幌と仙台の空室率が低下する一方、横浜や名古屋、大阪、福岡の空室率は上昇基調で推移している（図表-9）。一方で、募集賃料は仙台を除いて前年比プラスを確保している⁴。

⁴ 2022年9月時点の募集賃料は、前年比で、札幌（+2.0%）、仙台（▲0.6%）、東京（▲3.4%）、横浜（+0.6%）、名古屋（+1.2%）、大阪（+0.5%）、福岡（+2.3%）となっている。

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3四半期の東京都心部Aクラスビル成約賃料(月坪)は27,379円(前期比▲5.8%)に下落し、空室率は4.0%(前期比+0.2%)に上昇した(図表-10)。三幸エステートは、「複数の新築ビルが空室を抱えて竣工したほか、オフィス戦略の見直しによる集約移転や部分解約に伴い空室が増加している」としている。

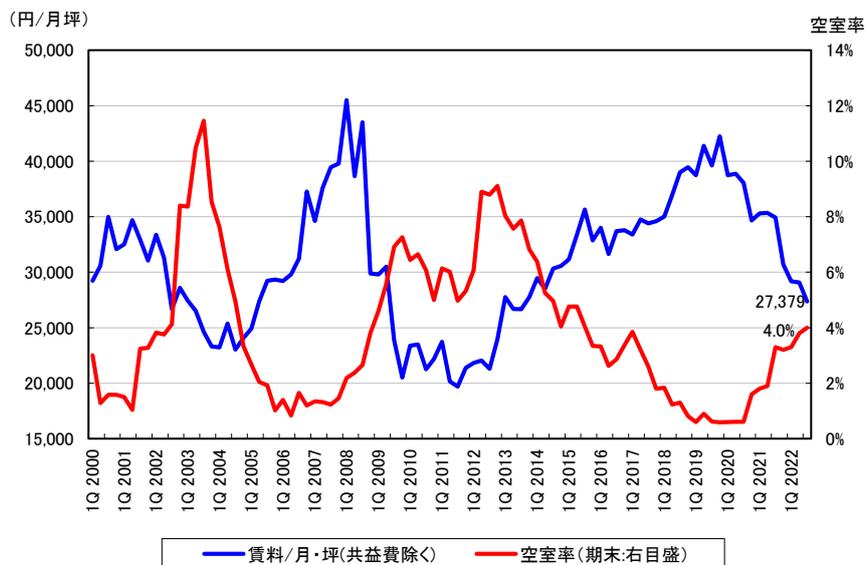
ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを9月に改定した⁵。オフィス需要は「オフィス勤務」と「在宅勤務」を組み合わせた働き方が定着し力強さを欠くなか、空室率は上昇基調で推移すると予測する。また、成約賃料は2021年の賃料を100とした場合、2022年は「93」、2023年は「91」、2026年は「88」となり、2013年の水準まで下落する見通しである(図表-11)。

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

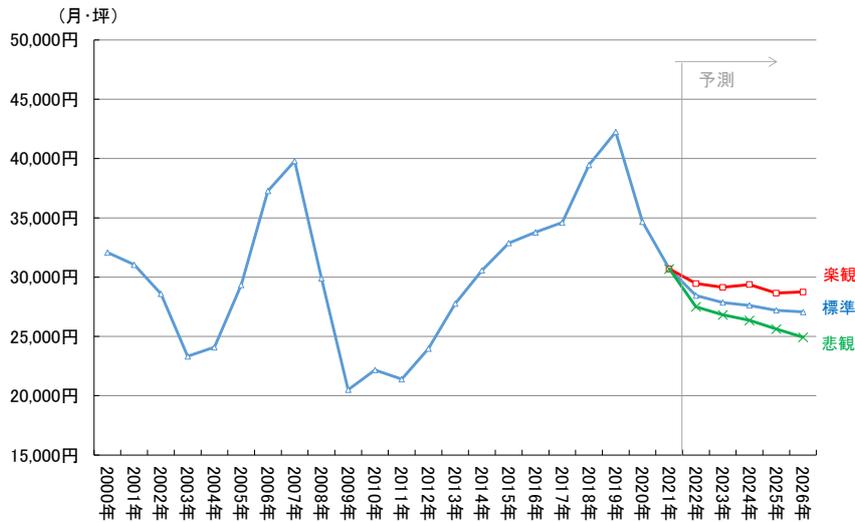


(注)Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。

(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

⁵ 吉田資『「東京都心部Aクラスビル市場」の現況と見通し(2022年9月時点)』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2022年09月14日)

図表-11 東京都心部 A クラスビルの成約賃料見通し

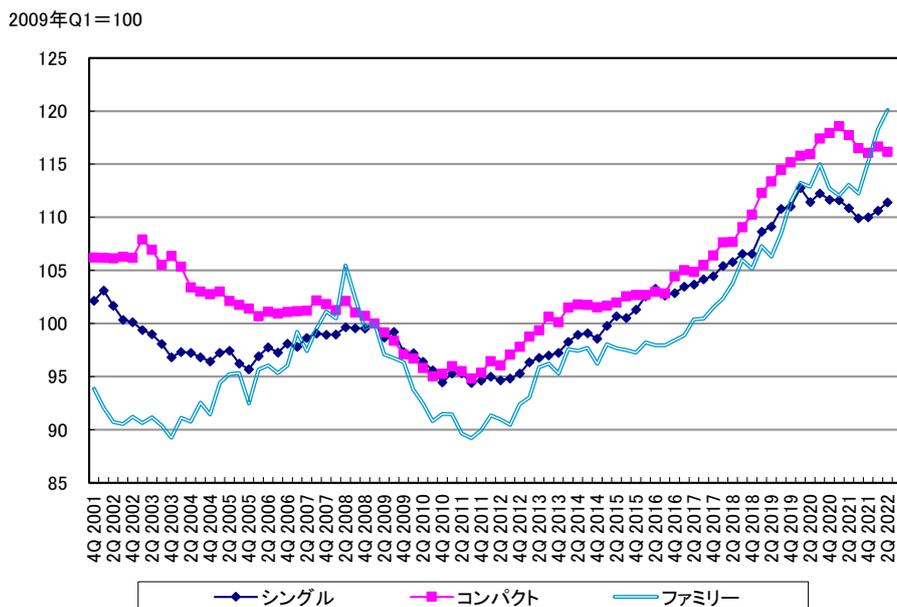


(注) 年推計は各年第4四半期の推計値を掲載。
 (出所) 実績値は三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィスレント・インデックス」 将来見通しは「オフィスレント・インデックス」などをもとにニッセイ基礎研究所が推計

②賃貸マンション

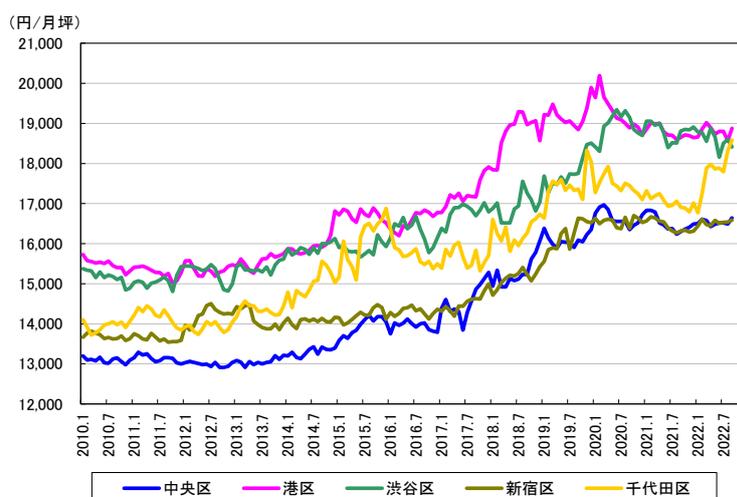
東京 23 区のマンション賃料は、コロナ禍において需要の高まったファミリータイプの上昇が目立つほか、シングルタイプについても底打ち感がみられる。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2022 年第 2 四半期は前年比でシングルタイプが+0.5%、コンパクトタイプが▲1.5%、ファミリータイプが+7.0%となった(図表-12)。また、LMC 社によると、都心 5 区のマンション募集賃料(9 月末時点、前年比)を区別にみると、千代田区 (+9.9%)、中央区 (+2.1%)、新宿区 (+1.7%)、港区 (+1.2%)、渋谷区 (▲2.1%) となり、総じて回復傾向にある (図表-13)。

図表-12 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-13 都心5区のマンション賃料(区別)

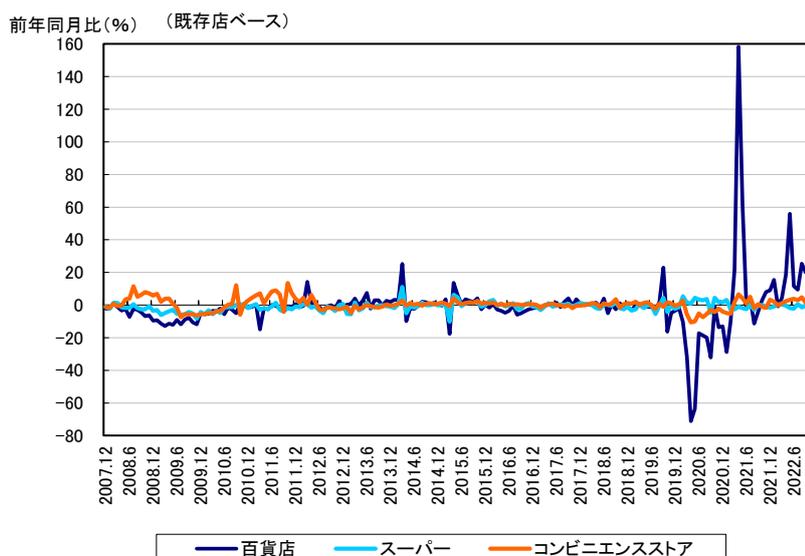


(出所) リーシング・マネジメント・コンサルティング「都心主要5区 平均募集坪単価推移」を
もとにニッセイ基礎研究所作成
※集計対象:集計時点(月次)から過去10年間に竣工したRC・SRC造マンションタイプ

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7-9月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+17.2%と前期に続いて2ケタの増加となり、コンビニエンスストアが+3.0%、スーパーが▲0.5%となった(図表-14)。9月単月では、百貨店が+19.9%(7カ月連続プラス)、コンビニエンスストアが+1.5%(7カ月連続プラス)、スーパーが▲0.5%(2カ月連続マイナス)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)

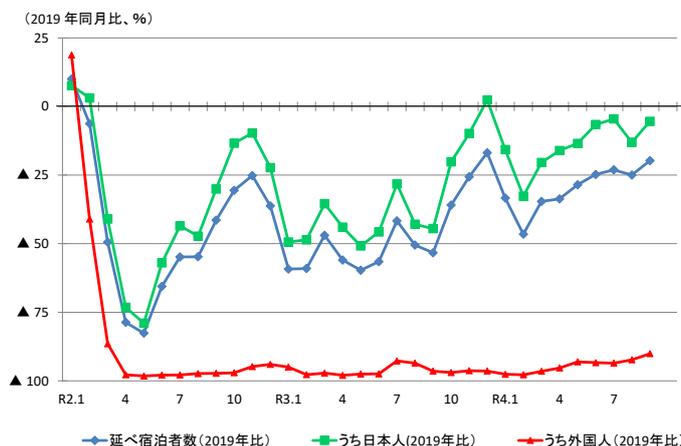


(出所) 経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」を
もとにニッセイ基礎研究所が作成

ホテルセクターは、日本人の観光需要を中心に回復に向かっている。宿泊旅行統計調査によると、2022年7-9月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲22.8%減少し、このうち日本人が▲8.2%、

外国人が▲92.1%となった（図表-15）。コロナ禍にあっても自粛制限のない日本人観光客数が順調に増加する一方、インバウンド需要の低迷が続いている。しかし、10月に外国人観光客の入国制限が緩和されたことで今後の回復が期待される。また、STR社によると、9月のホテルRevPARは2019年対比で全国が▲28.2%、東京が▲43.1%、大阪が▲39.4%となり、大都市ほど収益回復に遅れがみられる。

図表-15 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月~2022年9月)

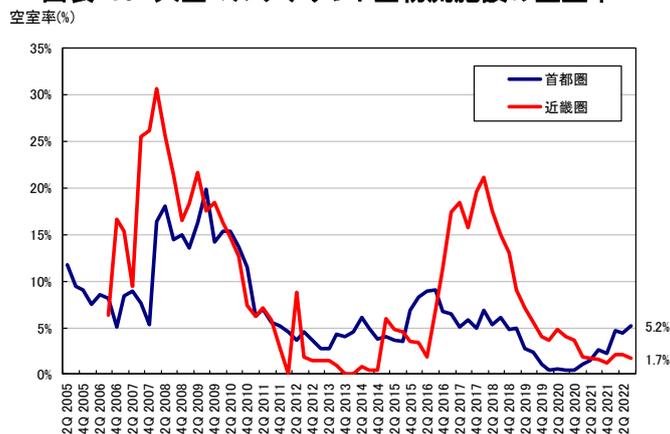


(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の増加に伴い空室率が上昇した一方、近畿圏ではタイトな需給環境を受けて空室率が低下した。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（2022年9月末）は前期比+0.8%の5.2%となった（図表-16）。今期は、新規供給19.9万坪に対して新規需要が14.5万坪と下回ったため空室率が上昇した。EC事業者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、また物価高等の影響でテナント側の事業環境の不透明感が高まるなか、リーシングの進捗ペースが鈍化している。来年の第1四半期に四半期としては過去最高の新規供給が予定されており、今後しばらくは需給の緩和基調が継続する見通しとのことである。近畿圏の空室率は1.7%（前期比▲0.4%）と低い水準を維持しており、大阪府の中心部など需給が逼迫したエリアでは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7月時点の東京圏の募集賃料は4,680円/月坪（前期比+0.6%）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



(出所)CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

4. J-REIT(不動産投信)市場

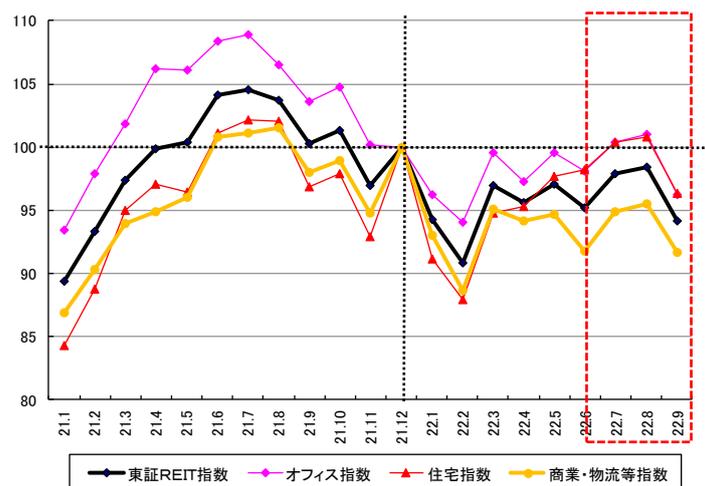
2022年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比▲1.1%下落した。セクター別では、オフィスが▲1.9%、住宅が▲1.9%、商業・物流等が▲0.1%となった(図表-17)。経済正常化への期待からホテルセクターが堅調に推移した一方、海外金利上昇への警戒感などから時価総額上位銘柄を中心に売り圧力が高まり、期末にかけて下落に転じた。9月末時点のバリュエーションは、純資産11.3兆円に保有物件の含み益4.8兆円を加えた16.1兆円に対して時価総額は16.1兆円でNAV倍率は1.0倍、分配金利回りは3.7%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.5%となっている。

J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は1,042億円(前年同期比▲79%)、1-9月累計では5,760億円(▲50%)となり前期に続いて大幅に減少した(図表-18)。アセットタイプ別の取得割合は、オフィス(36%)、物流(27%)、住宅(26%)、商業施設(5%)、ホテル(3%)、底地ほか(3%)の順となり、例年との比較では住宅の比率が高まった。エクイティ資金の調達コスト上昇などを受けて資産規模の拡大に積極的なREITは少なく、今後の進捗ペースによっては年間取得額が2012年以来10年ぶりに1兆円を下回る可能性がある。

今年に入り、J-REIT保有物件の評価額は売買市場での高値取引を反映し回復基調が強まっている。J-REIT各社が開示する鑑定評価額を集計しその変動率を確認すると、2022年上期は市場全体で前期比+1.3%となり、コロナ禍以前の水準(+1.4%)と並んだ(図表-19)。アセットタイプ別では、「物流」と「住宅」が2%を超える伸び率を維持したほか、これまで横ばい傾向にあった「オフィス」の上昇率が高まり、「ホテル」についてもプラスに転換した。J-REITによる今年の売却事例をみても取引価格が鑑定評価を平均10%程度上回っており、引き続きの上昇が期待される。

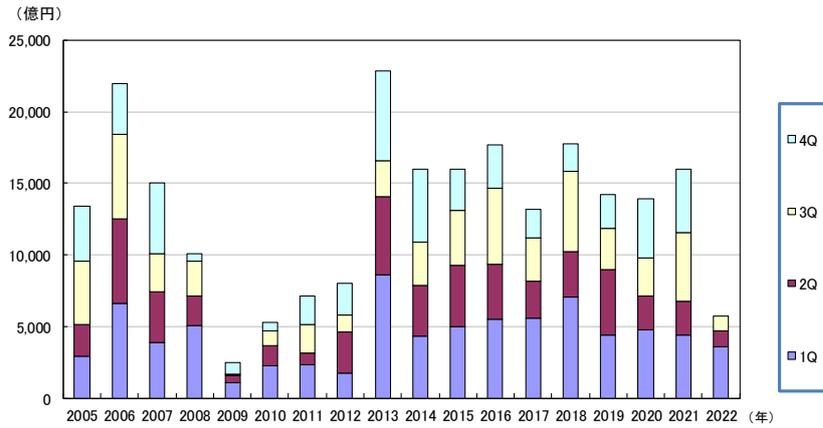
J-REIT市場は不透明な外部環境を受けて弱含みの動きとなっているが、不動産評価額の拡大がバリュエーション面で下値を支える要因となりそうだ。

図表-17 東証REIT指数の推移(2021年12月末=100)



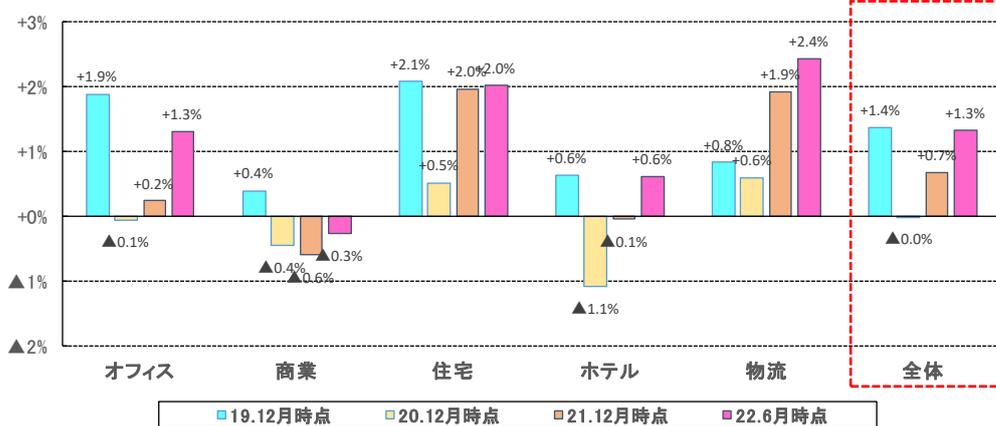
(出所)東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-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リート保有物件の価格騰落率(前期比、アセットタイプ別)



(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もありません。