

# 不動産 投資 レポート

## オフィス市場の調整は小休止。 ホテル市場はコロナ前を回復 不動産クォーター・レビュー2022年第4四半期

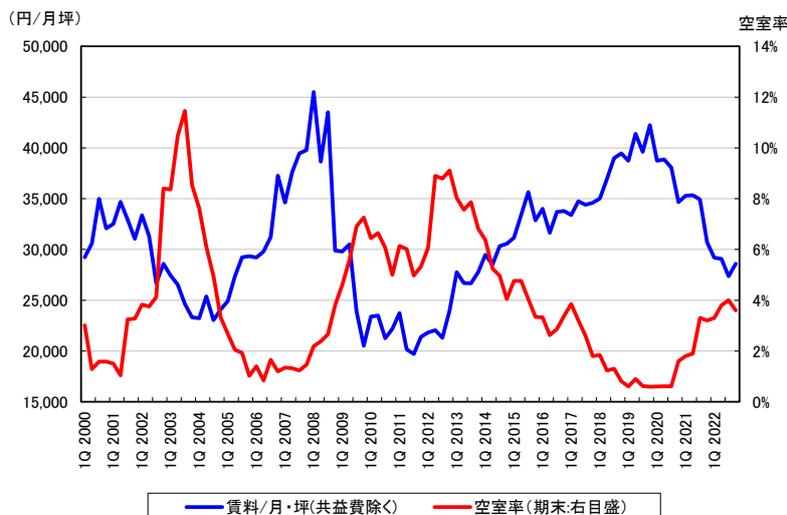
金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [佐久間 誠](#)

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

### 要旨

- 2022年10-12月期の実質GDP(2/14公表予定)は前期比+0.3%(前期比年率+1.0%)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、マンション等の販売状況がやや弱含むなか、価格の上昇ペースが鈍化している。2022年10-12月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲1.6%、首都圏のマンション新規発売戸数は▲19.5%減少、中古マンションの成約件数は▲10.6%減少した。地価は、住宅地の上昇が続くなか、商業地についても上昇の裾野が拡大している。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの成約賃料が前期比+4.4%と6期ぶりに上昇した。東京23区のマンション賃料は調整局面を脱している。ホテル市場は2022年12月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲0.2%となり、コロナ禍前の水準を回復した。物流賃貸市場は、首都圏の空室率が5.6%(前期比+0.4%)に上昇した。
- 2022年第4四半期の東証REIT指数は▲2.6%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

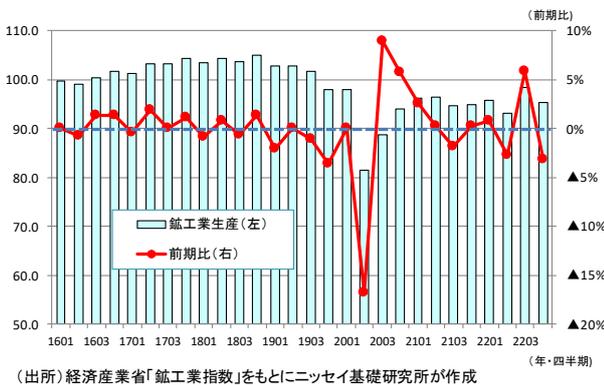
## 1. 経済動向と住宅市場

国内経済は、民間消費を軸に回復基調にある。2/14 に公表予定の 2022 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比+0.3%（前期比年率+1.0%）と 2 四半期ぶりのプラス成長になったと推計される<sup>1</sup>。民間消費が堅調を維持する一方、設備投資と住宅投資が減少し国内需要は 5 四半期ぶりに減少したが、訪日客数の増加からサービス輸出が高い伸びを示すなど外需がプラスに寄与した。

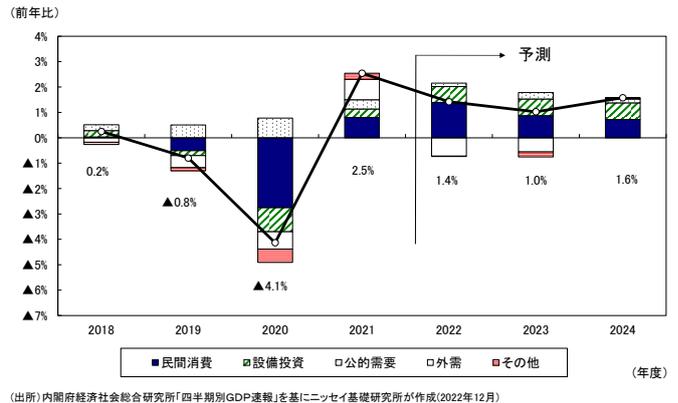
経済産業省によると、10-12 月期の鉱工業生産指数は前期比▲3.1%と 2 四半期ぶりの減産となった（図表-1）。中国のロックダウン解除を受けて 7-9 月期に前期比 12.7%の高い伸びとなった自動車は前期比▲4.3%の低下となったほか、世界的な半導体関連の低迷を反映し、電子部品・デバイスが前期比▲5.9%（7-9 月期：同▲7.8%）と 3 四半期連続の減産となった。先行きについても海外経済の悪化を背景に輸出の低迷が続く可能性が高く、生産は当面弱い動きが続くことが予想される<sup>2</sup>。

ニッセイ基礎研究所は、12 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2022 年度+1.4%、2023 年度+1.0%、2024 年度+1.6%を予想する（図表-2）<sup>3</sup>。実質 GDP が直近のピーク（2019 年 7-9 月期）を上回るのは、2024 年 4-6 月期になると予想するが、金融引き締めに伴う欧米の景気後退や中国経済への懸念、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 鉱工業生産指数



図表-2 実質 GDP 成長率の推移(年度)



住宅市場では、マンション等の販売状況がやや弱含むなか、価格の上昇ペースが鈍化している。

2022 年 12 月の新設住宅着工戸数は 67,249 戸（前年同月比▲1.7%）となり 3 カ月連続で減少、10-12 月累計では約 21.6 万戸（前年同期比▲1.6%）となった（図表-3）。建設経済研究所によると、建築コストの増加や住宅ローン金利の上昇への懸念などから、2023 年度の着工戸数は 85.1 万戸（前年度比▲0.6%）とやや減少する見通しである<sup>4</sup>。

2022 年 12 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 5,757 戸（前月同月比▲13.4%）、10-12 月累

<sup>1</sup> 齋藤太郎『2022 年 10-12 月期の実質 GDP～前期比 0.3%（年率 1.0%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2023 年 01 月 31 日）

<sup>2</sup> 齋藤太郎『鉱工業生産 22 年 12 月-2 四半期ぶりの減産、当面は弱い動きが続く見通し』（ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2023 年 01 月 31 日）

<sup>3</sup> 齋藤太郎『2022～2024 年度経済見通し-22 年 7-9 月期 GDP 2 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 12 月 08 日）

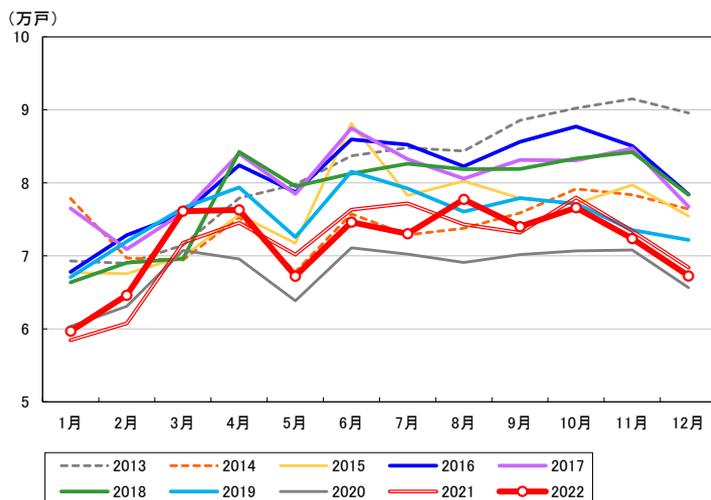
<sup>4</sup> 建設経済研究所『建設経済モデルによる建設投資の見通し（2023 年 1 月）』（2023 年 01 月 12 日）

計では11,391戸（前年同期比▲19.5%）となった（図表－4）。12月の平均価格は5,556万円（前年同月比+3.2%）、㎡単価は86.8万円（同+7.7%）、初月契約率は74.8%（前年同月比+1.3%）となった。2022年の販売戸数は29,569戸（前年比▲12.1%）となり、2021年の水準（33,636戸）を下回った。不動産経済研究所によると、2023年は32,000戸と、2022年から+8.2%増加する見通しである。

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2022年12月の首都圏の中古マンション成約件数は2,835件（前年同月比▲1.6%）、10-12月累計では8,704件（前年同期比▲10.6%）となった（図表－5）。2022年の成約件数は35,429件と2021年の39,812件から▲11.0%減少した。12月の中古マンション平均価格は4,373万円（前年同月比+6.2%）と31ヶ月連続で上昇し、㎡単価も69.9万円（同+9.0%）と32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11ヶ月連続で前年同月を上回るなか、取引価格は1桁の上昇率まで鈍化している。

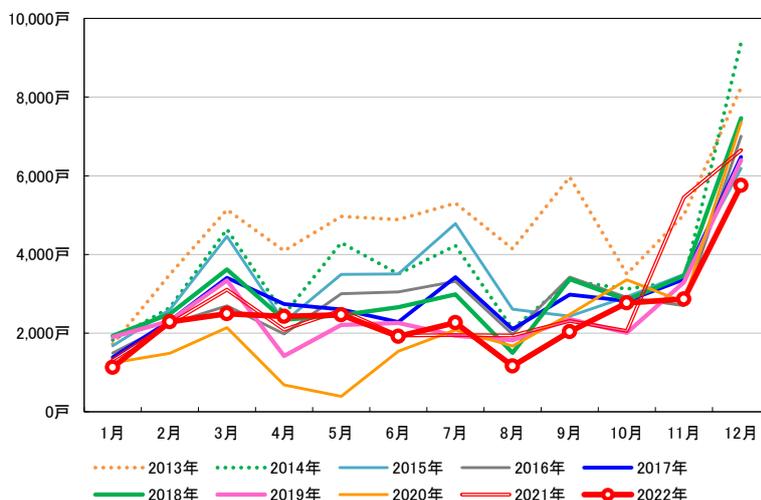
日本不動産研究所によると、2022年11月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は29ヶ月連続で上昇し、過去1年間の上昇率は+7.7%となった（図表－6）。

図表－3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)

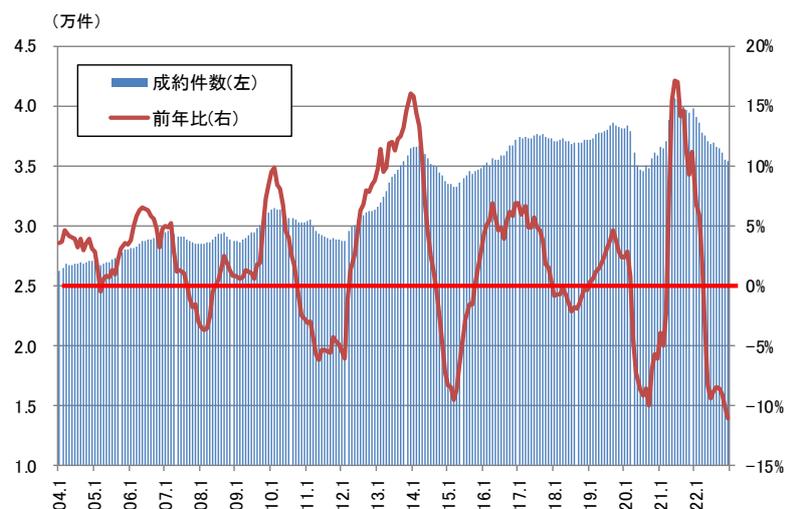


(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」を基にニッセイ基礎研究所が作成

図表－4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)

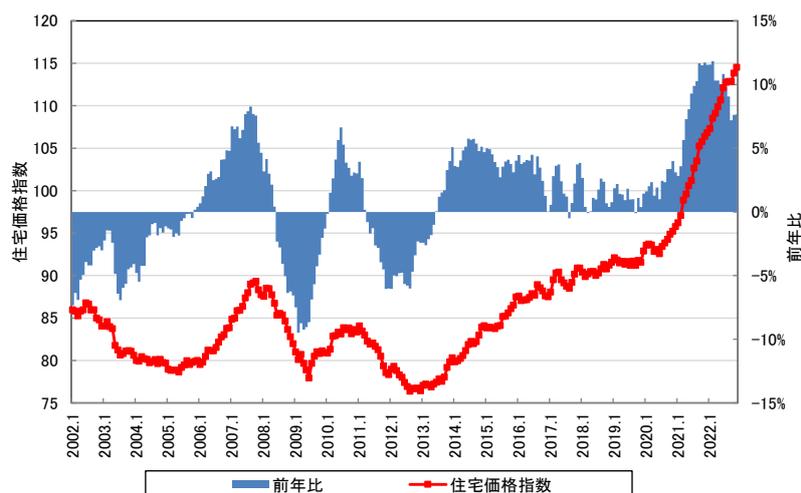


図表-5 首都圏の中古マンション成約件数(12カ月累計値)



(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)



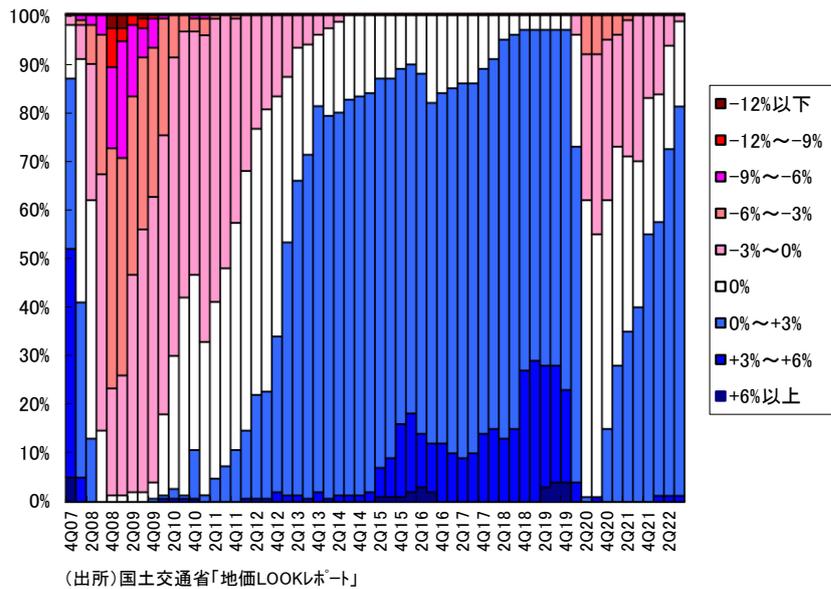
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」

## 2. 地価動向

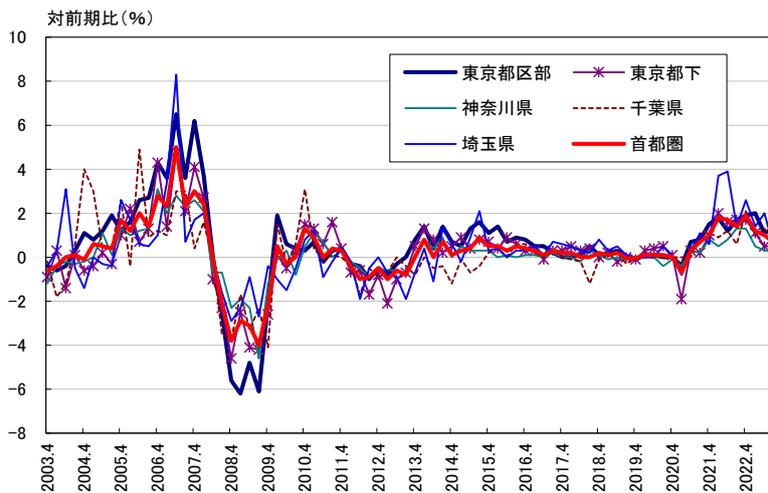
地価は、住宅地の上昇が継続し、商業地についても上昇の裾野が拡大している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2022 年第 3 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「65」(前回 58)、横ばいが「14」(前回 17)、下落が「1」(前回 5)となり、住宅地は前期に続いて全ての地区が上昇となった(図表-7)。同レポートでは、「住宅地では、マンション需要に引き続き堅調さが認められたことから上昇が継続。商業地では、店舗系の地区を中心に、人流の回復傾向を受け、店舗需要の回復が見られたことなどから上昇地区数が増加した」としている。

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(1月1日時点)は前期比+0.7%(年間+5.0%上昇)となり10四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は30.8%(前回33.7%)、「値下がり」地点の割合は2.4%(前回3.6%)となった。住宅地価格の上昇は継続しているものの、上昇率は2022年4月1日時点までピークに伸び率が縮小傾向にある(図表-8)。

図表一七 全国の地価上昇・下落地区の推移(比率)



図表一八 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12月の東京都心5区の空室率は6.47%（前月比+0.09%）と、19カ月連続で6%台での推移となっている。平均募集賃料は29ヶ月連続下落の20,059円（前月比▲0.1%）となった。一方、他の主要都市は、札幌・仙台・名古屋・福岡の空室率が前年比で低下し、横浜・大阪についてもピーク時より低下している（図表一九）。また、募集賃料についても仙台を除いて前年比プラスを確保している<sup>5</sup>。

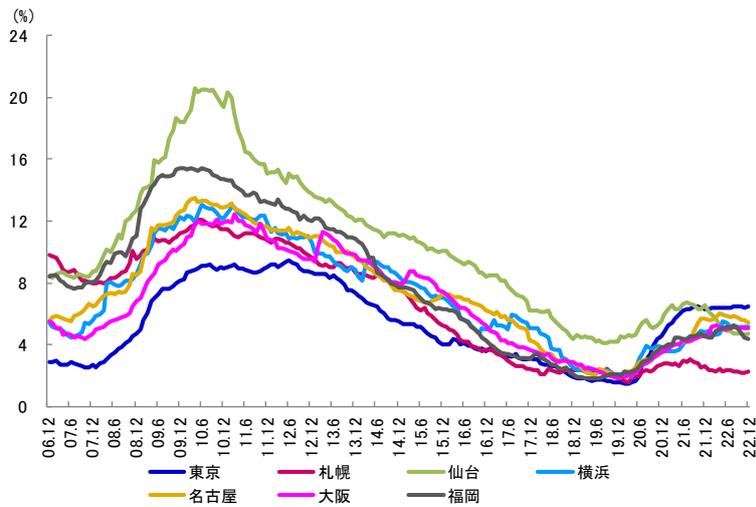
三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2022年第4四半期の東京都

<sup>5</sup> 2022年12月時点の空室率は札幌（2.24%）、仙台（4.68%）、横浜（5.11%）、名古屋（5.45%）、大阪（5.06%）、福岡（4.37%）となっている。募集賃料は、前年比で、札幌（+2.3%）、仙台（▲0.4%）、横浜（+0.4%）、名古屋（+0.8%）、大阪（+0.6%）、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 28,594 円（前期比+4.4%）に上昇し、空室率は 3.6%（前期比▲0.4%）に低下した（図表-10）。但し、三幸エステートは、「賃料は 6 期ぶりで上昇したものの、緩やかな低下傾向に変わりはない」としている。

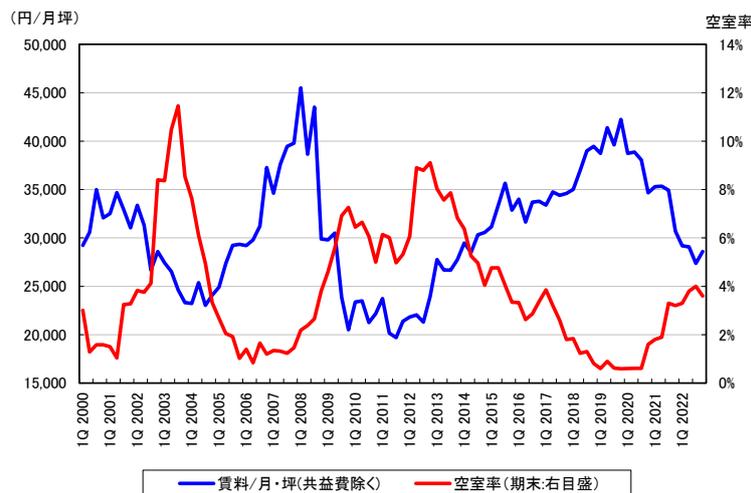
ニッセイ基礎研究所・クロスロケーションズ「オフィス出社率指数」によると、東京都心部のオフィス出社率は 2022 年 12 月末時点で 67%となった（図表-11）<sup>6</sup>。2022 年 8 月に新型コロナウイルスの感染拡大第 7 波がピークアウトしたことでオフィス回帰が緩やかに進んでいるが、オフィスと在宅勤務を組み合わせたハイブリッドな働き方が定着しつつあるなか、コロナ禍前の水準を回復するには至っていない。

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

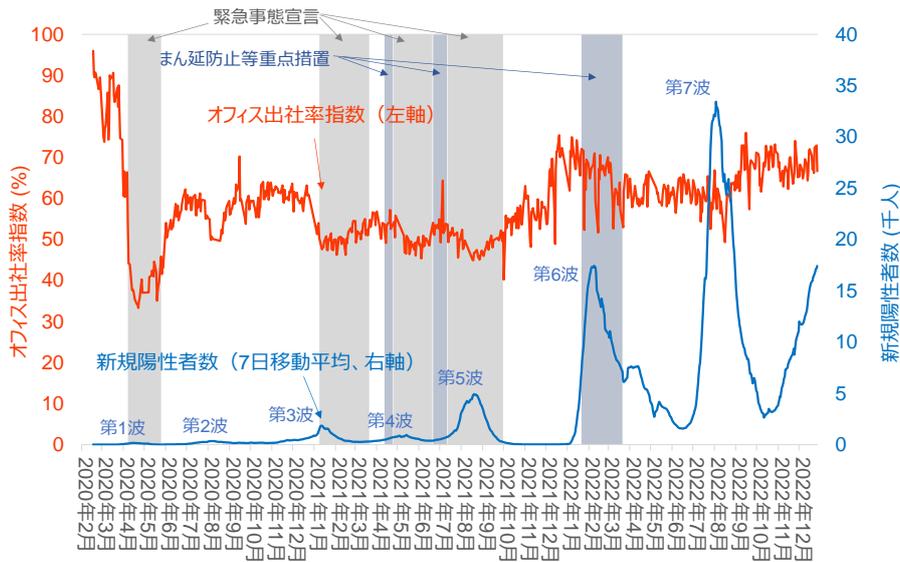
図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



(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

<sup>6</sup> オフィス出社率指数は、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社率を推計したもの。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「オフィス出社率指数」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



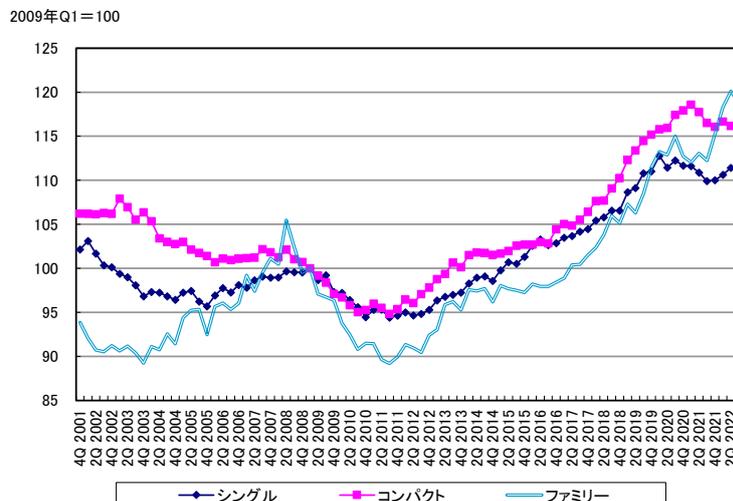
(出所) クロスケーシヨンス・ニッセイ基礎研究所、厚生労働省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

## ②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、コロナ禍における調整局面を脱している。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2022 年第 3 四半期は前年比でシングルタイプが+1.5%、コンパクトタイプが▲0.6%、ファミリータイプが+6.6%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(12 月末時点、前年比)を区別にみると、千代田区(+9.5%)、港区(+4.5%)、中央区(+3.4%)、新宿区(+2.8%)、渋谷区(+1.2%)となり、全ての区が上昇となった(図表-13)。

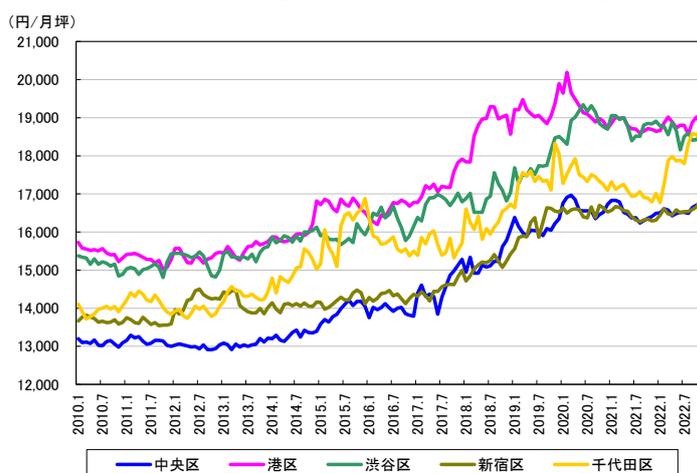
住民基本台帳人口移動報告によると、12 月の東京 23 区の転入超過数は▲1,829 人となったが、2022 年全体では+21,420 人と、2021 年の転出超過(▲14,828)から 1 年でプラスに転換した(図表-14)。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料(タイプ別)



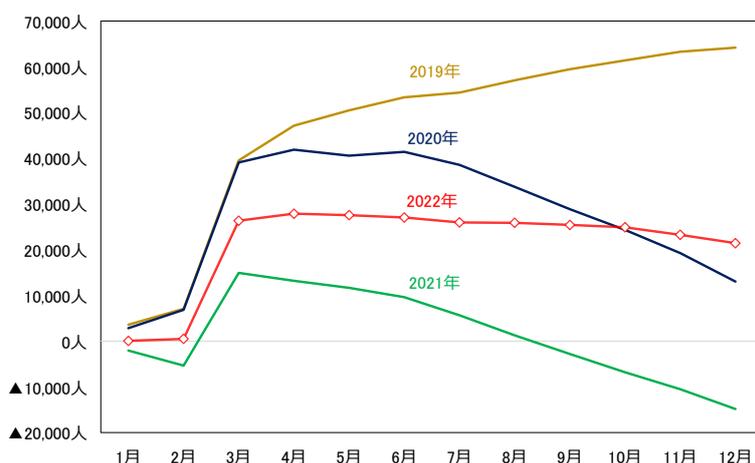
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」

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」  
 ※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

図表-14 東京23区の転入超過数(月次累計値)

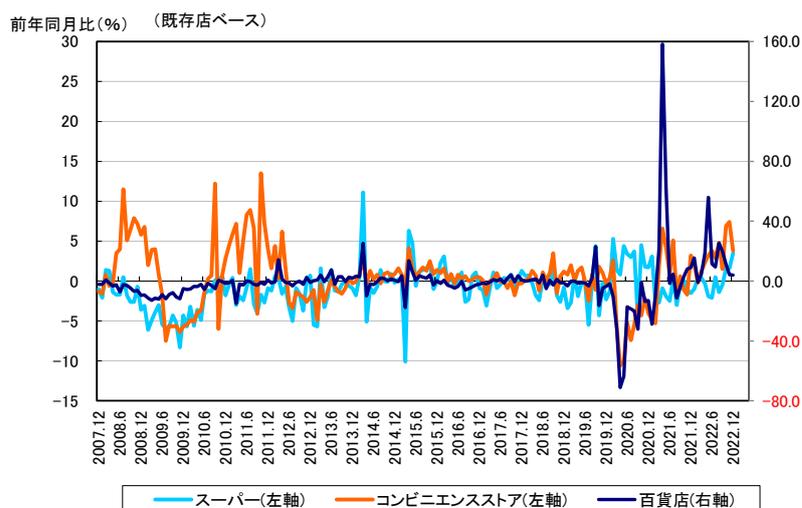


(出所) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所作成

### ③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、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10-12月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+6.0%、コンビニエンスストアが+5.9%、スーパーが+2.3%となった（図表-15）。12月単月では、百貨店が+4.0%（10カ月連続プラス）、コンビニエンスストアが+3.8%（10カ月連続プラス）、スーパーが+3.5%（3カ月連続プラス）となっている。

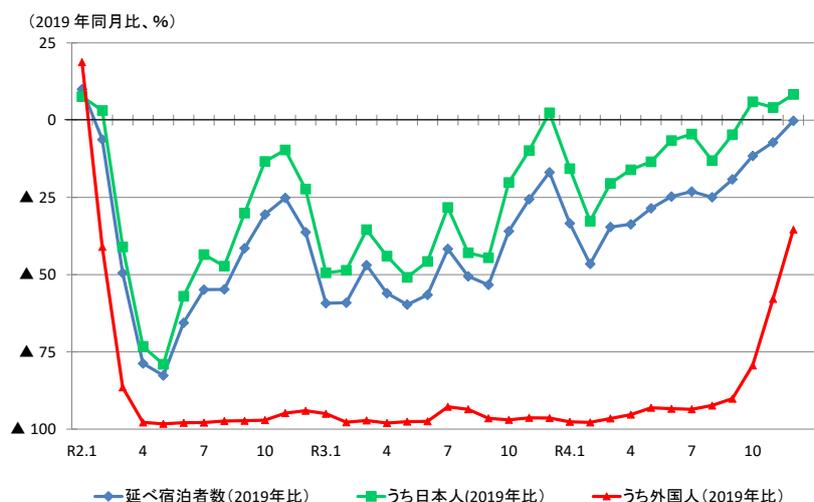
図表-15 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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」を基にニッセイ基礎研究所が作成

ホテルセクターは、全国旅行支援や水際対策緩和を背景に宿泊需要が順調に回復している。宿泊旅行統計調査によると、2022年10-12月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲6.4%減少し、このうち日本人が+6.1%、外国人が▲58.4%となった(図表-16)。12月の延べ宿泊者数は2019年対比で▲0.2%、うち日本人が+8.3%、外国人が▲35.4%となった。日本人の宿泊者数が10月以降3カ月連続で2019年同月を上回り、外国人についても急速な戻りを示すなか、宿泊者数はコロナ禍前の水準を回復した。今後の訪日外国人観光客数についても円安水準にある為替レートが追い風となり引き続き回復していくことが予想される<sup>7</sup>。また、STR社によると、12月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+10.9%、東京が+3.9%、大阪が+16.5%となり、コロナ禍前の水準を上回った。

図表-16 延べ宿泊者数の推移(月次、2019年対比、2020年1月~2022年12月)



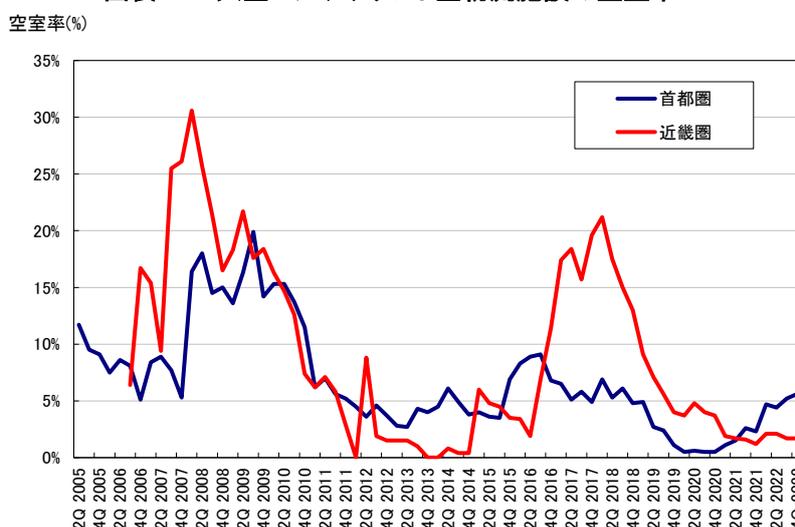
(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

<sup>7</sup> 安田拓斗『宿泊旅行統計調査 2022年12月-国内外の旅行需要は順調に回復。延べ宿泊者数の2019年同月比はコロナ前と同程度の水準に』(ニッセイ基礎研究所、経済・金融フラッシュ、2023年02月01日)

物流賃貸市場は、首都圏の空室率が上昇した一方、近畿圏の空室率は横ばいとなった。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12月末）は前期比+0.4%の5.6%となった（図表-17）。今期は、新規供給5棟がすべて空室を残して竣工し、竣工時稼働率が31%と2017年第1四半期以来の低水準となり空室率を押し上げた。2023年の新規供給は約91万坪と過去最大となる見込みで、今後しばらくは需給の緩和基調が継続し、空室率は一段と上昇する見通しとのことである。近畿圏の空室率は1.7%（前期比横ばい）と低い水準を維持しており、空室を抱えた物件はわずか4棟と逼迫した需給環境が続いている。

また、一五不動産情報サービスによると、2022年10月時点の東京圏の募集賃料は4,700円/月坪（前期比+0.4%）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



(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

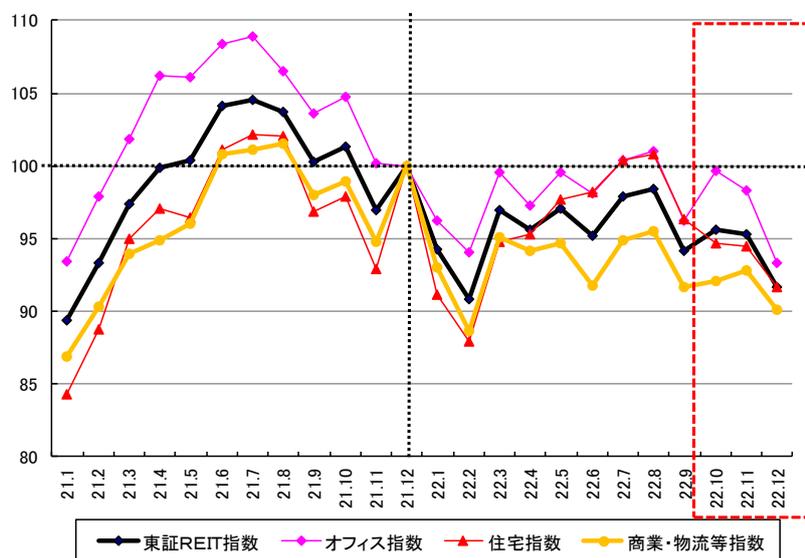
2022年12月末の東証REIT指数（配当除き）は9月末比▲2.6%下落した。セクター別では、オフィスが▲3.0%、住宅が▲4.8%、商業・物流等が▲1.7%となった（図表-18）。11月まで底堅く推移していたものの、12/20に日本銀行が想定外の金融政策修正を発表したことを受けて下げ足が強まった。

J-REITによる2022年第4四半期の物件取得額（引渡しベース）は3,023億円（前年同期比▲31%）となり4四半期連続で前年同期を下回った。この結果、年間の取得額は8,783億円（▲45%）にとどまり、10年ぶりに1兆円を下回った。アセットタイプ別の取得割合は、物流施設（38%）、オフィス（29%）、住宅（22%）、商業施設（6%）、ホテル（2%）、底地ほか（2%）の順で、物流と住宅の比率が上昇する一方、オフィスのウェイトが昨年の46%から29%に低下し、物流に次いで第2位に後退した（図表-19）。

12月末時点のバリュエーションは、純資産11.4兆円に保有物件の含み益5.0兆円を加えた16.4兆円に対して時価総額は15.8兆円でNAV倍率は0.96倍、分配金利回りは3.9%、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。

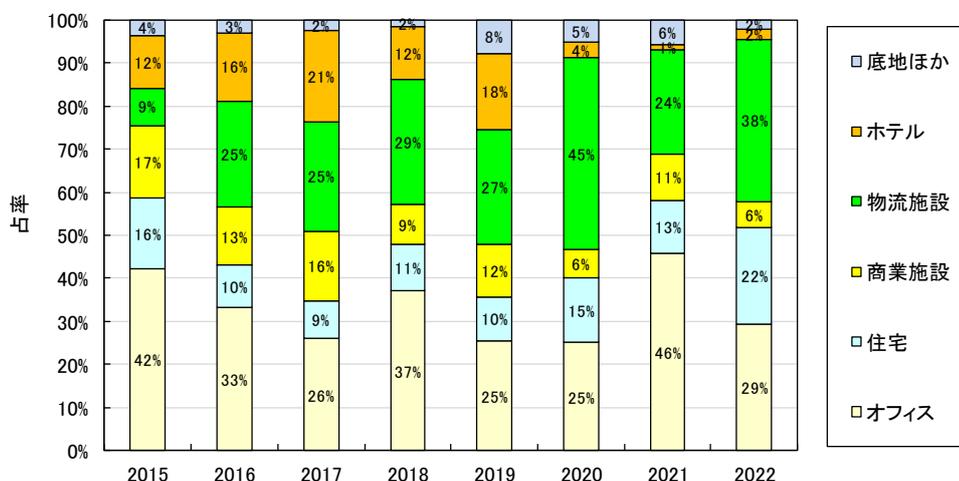
2022年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数は▲8.3%下落し、国内株式の下落率(▲5.1%)を上回った(図表-20)。年明け以降、海外ではインフレ高進に伴う金融引き締めやウクライナ侵攻など悪材料が相次いで投資家心理が悪化。NAV倍率で1倍を下回る水準では押し目買いから反発する動きもみられたが、日銀の金融政策修正を受けて急落するなど年間を通じて弱含みで推移した。銘柄数は61社で変わらず、時価総額は15.8兆円(前年比▲7%)に減少、運用資産額(取得額ベース)は21.9兆円(前年比+3%)で伸び率が鈍化するなど、規模の拡大は一服となった。一方、市場ファンダメンタルズは、市場全体の予想1口当たり分配金が前年比+2%となり、コロナ禍で落ち込んだ水準から回復基調にあり、1口当たりNAV(Net Asset Value、解散価値)も前年比+5%と高い伸びを確保した。また、投資法人債の発行金額は688億円(前年比▲56%)となり前年から大幅に減少した。市場金利が上昇するなか、期間(平均7.0年)と利率(平均0.53%)のバランスを図りながら長期資金を低利で調達できている。

図表-18 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-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 2022年のJ-REIT市場(まとめ)

	2021年末	2022年末	騰落率/ 変化幅	備考	
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	2,066	1,894	▲8%	年初来安値:1,838(12/20)
	東証REIT指数(配当込み)	4,625	4,404	▲5%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	61社	61社	±0	新規上場なし
	市場時価総額(兆円)	17.0兆円	15.8兆円	▲7%	-
	運用資産額(取得額ベース)	21.2兆円	21.9兆円	+3%	過去最高
	物件の新規取得額	1.6兆円	0.9兆円	▲45%	2012年以来、10年ぶりに1兆円割れ
	投資法人債発行額	1,565億円	688億円	▲56%	平均期間7.0年、平均利率0.53%
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	74.0	+2%	ピーク時対比▲5%
	1口当たりNAV	1,877	1,974	+5%	-
	分配金利回り(%)	3.5%	3.9%	+0.4%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.4%	3.5%	+0.1%	過去平均(3.5%)
	P/NAV倍率(x)	1.10x	0.96x	▲0.14x	過去平均(1.1x)
株式 市場	TOPIX(国内株)	1,992	1,892	▲5%	年初来安値:1,758(3/9)
	S&P500(米国株)	4,766	3,840	▲19%	年初来安値:3,577(10/12)
長期 金利	日本10年金利	0.07%	0.41%	+0.34%	-
	米国10年金利	1.51%	3.84%	+2.33%	-

(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。