

# 不動産 投資 レポート

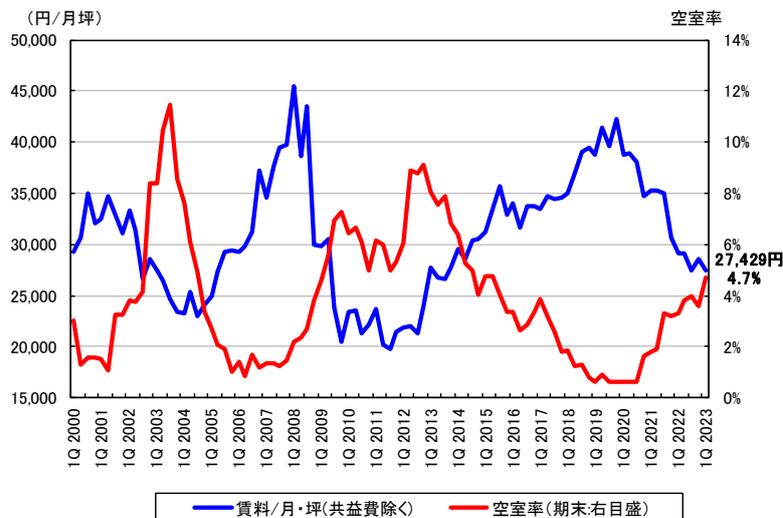
## 物流市場は空室率が大きく上昇。J-REIT 市場は調整が続く 不動産クォーターリー・レビュー2023年第1四半期

金融研究部 不動産投資チーム 上席研究員 岩佐 浩人  
(03)3512-1858 e-mail:[hiwasa@nli-research.co.jp](mailto:hiwasa@nli-research.co.jp)

### 要旨

- 日本経済は、約2年にわたってプラス成長とマイナス成長を繰り返す一進一退の状態から抜け出せずにいる。2023年1-3月期の実質GDP(5/17公表予定)は前期比+0.1%(前期比年率+0.3%)とたろうじてプラス成長を確保したと推計される。
- 住宅市場は価格が上昇するなか、マンション等の販売数量は低調に推移している。2023年1-3月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+0.6%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は▲15.9%減少、中古マンションの成約件数は▲0.5%減少した。地価は住宅地、商業地ともに上昇している。
- オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの成約賃料(月坪)が前期比▲3.9%下落した。東京23区のマンション賃料は全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。ホテル市場は2023年1-3月の延べ宿泊者数が2019年対比で▲5.1%の水準まで回復した。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに新規供給の影響を受けて空室率が大きく上昇した。
- 2023年第1四半期の東証REIT指数は▲5.7%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

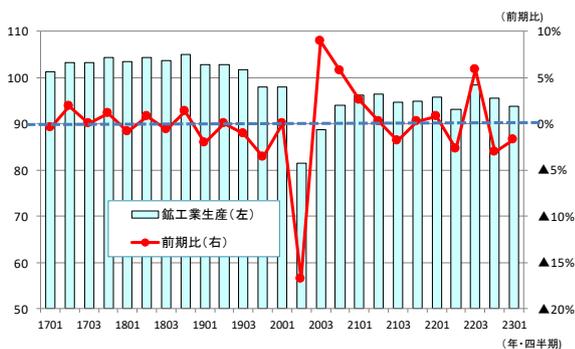
## 1. 経済動向と住宅市場

日本経済は、約2年にわたってプラス成長とマイナス成長を繰り返す一進一退の状態から抜け出せずにいる。5/17に公表予定の2023年1-3月期の実質GDPは前期比+0.1%（前期比年率+0.3%）と、かろうじてプラス成長を確保したと推計される<sup>1</sup>。海外経済の減速を背景に輸出が低迷し外需が成長率を押し下げる一方、外食や旅行などの対面型サービスを中心に民間消費がプラスに寄与する見込みである。

経済産業省によると、1-3月期の鉱工業生産指数は前期比▲1.8%と2四半期連続の減産となった。（図表-1）。業種別では、世界的な半導体関連需要の低迷を反映し、電子部品・デバイスが前期比▲3.7%と4四半期連続の減産となったほか、生産用機械（前期比▲9.9%）などが大幅減産となった。

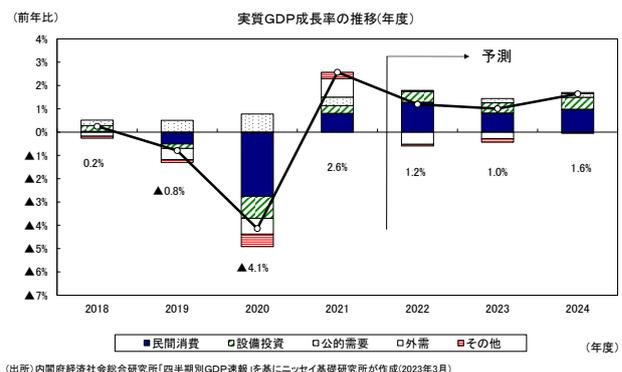
ニッセイ基礎研究所は、3月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2023年度+1.0%、2024年度+1.6%を予想する（図表-2）<sup>2</sup>。民間消費など国内需要を中心に景気回復の継続が見込まれるものの、その回復力は脆弱で、米国やユーロ圏が景気後退に陥った場合には日本経済への影響は避けられず、下振れリスクの高い状態が続く見通しである。

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速報」を基にニッセイ基礎研究所が作成(2023年3月)

住宅市場では、価格が上昇するなか、マンションの新規発売戸数や成約件数は低調に推移している。2023年3月の新設住宅着工戸数は73,693戸（前年同月比▲3.2%）、1-3月累計では約20.1万戸（前年同期比+0.6%）となった（図表-3）。着工戸数はコロナ禍の影響から立ち直り持ち直しの動きが続いているものの、建築コスト上昇や住宅ローン金利の動向などを注視する必要がある。

2023年3月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,439戸（前月同月比▲2.1%）、1-3月累計では4,970戸（前年同期比▲15.9%）と減少基調が続く（図表-4）。3月の1戸当たりの平均価格は都心の高額物件の発売を受けて1億4,360万円（前年同月比+120.3%）となり、単月では初めて1億円を超えた。㎡単価は199.9万円（前年同月比+104.8%）、販売在庫は5,189戸（前年比▲692戸）となった。

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2023年3月の首都圏の中古マンション成約件数は3,442件（前年同月比+1.1%）、1-3月累計では9,263件（前年同期比▲0.5%）となり、7四半期連続で減少した（図表-5）。中古マンション市場では取引価格が上昇し成約件数が減少するなか、在庫戸数

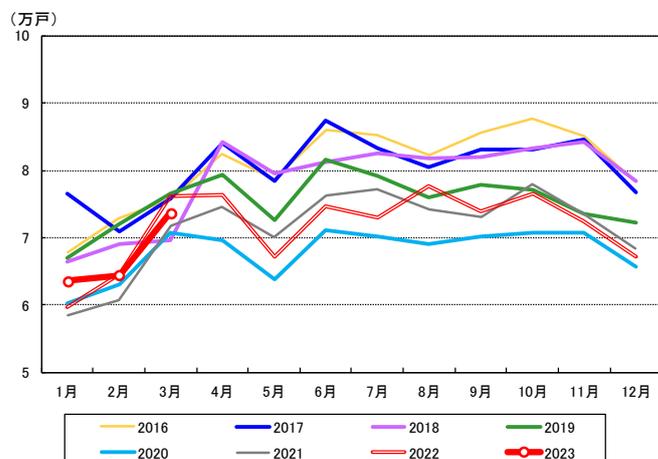
<sup>1</sup> 齋藤太郎『2023年1-3月の実質GDP～前期比0.1%（年率0.3%）を予測』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2023年4月28日）

<sup>2</sup> 齋藤太郎『2022～2024年度経済見通し-22年10-12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、2023年3月9日）

が増加し 14 カ月連続で前年同月を上回っている。

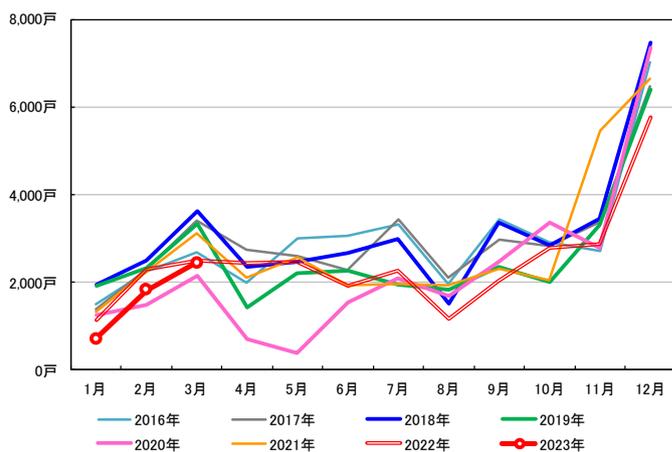
また、日本不動産研究所によると、2023 年 2 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比▲0.0%、過去 1 年間の上昇率は+6.1%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



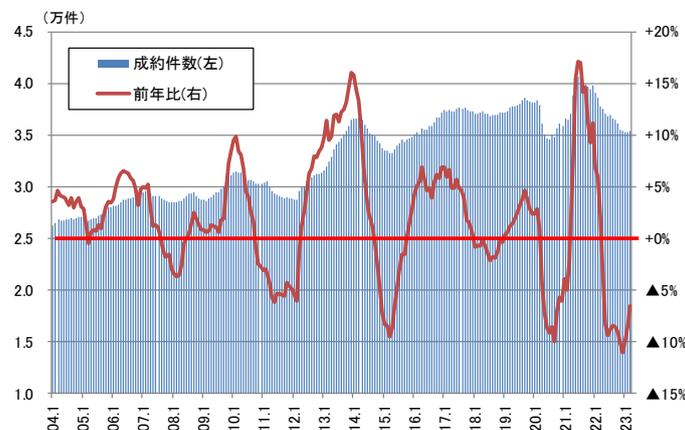
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



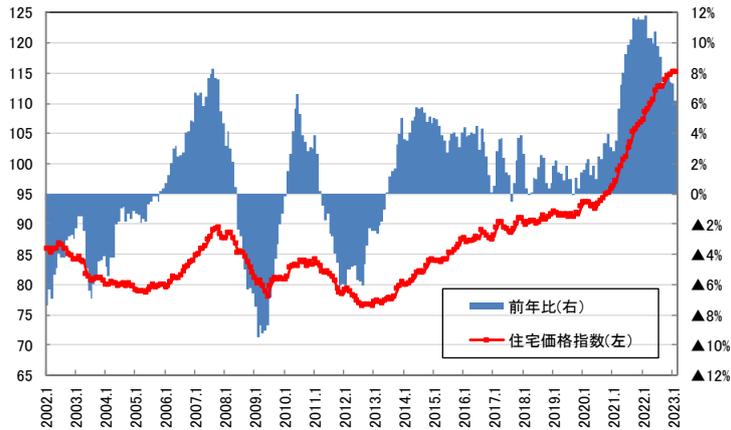
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



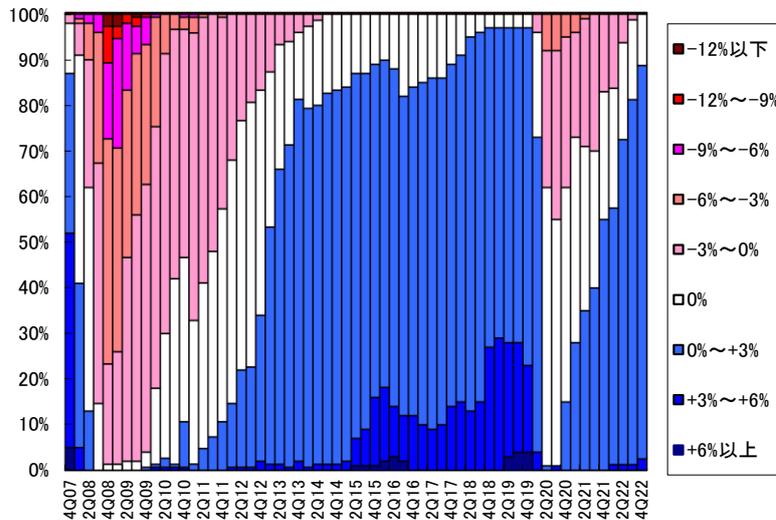
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

## 2. 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2022 年第 4 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「71」(前回 65)、横ばいが「9」(前回 14)、下落が「0」(前回 1) で、2019 年第 4 四半期以来 3 年ぶりに下落地区がゼロとなった(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が増加し、下落地区がゼロとなった」としている。

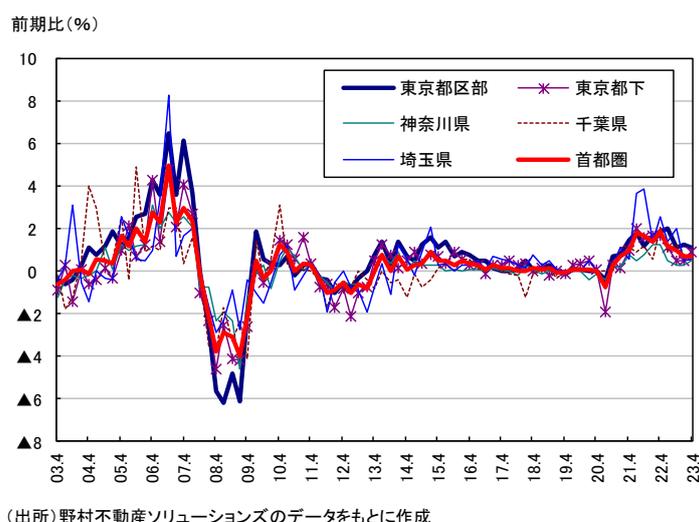
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(4月1日時点)は前期比+0.7%(年間+3.7%上昇)となり 11 四半期連続でプラスとなった。「値上がり」地点の割合は 31.4%(前回 30.8%)、「値下がり」地点の割合は 3.0%(前回 2.4%)となった。引き続き、住宅地価格は上昇しているものの、上昇率は 2022 年 4 月をピークに鈍化傾向にある(図表-8)。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



(出所)国土交通省「地価LOOKレポート」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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、2023年3月の東京都心5区の空室率は6.41%（前月比+0.26%）、平均募集賃料（月坪）は32カ月連続下落の19,991円（前月比▲0.1%）となり、約5年ぶりに2万円の大台を下回った。他の主要都市をみると、空室率は新規供給の影響で横浜(6.40%)と福岡(5.89%)が前年対比で大幅に上昇した一方、札幌・仙台・名古屋・大阪は概ね横ばい状態で推移している（図表-9）。また、募集賃料は大阪と仙台を除いて前年比プラスを確保している<sup>3</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、2023年第1四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は27,479円（前期比▲3.9%）に下落し、空室率は4.7%（前期比+1.1%）に上昇した（図表-10）。三幸エステートは、「オフィス需要はコロナ前の水準を回復しつつあるものの、建築中ビルは依然としてテナント誘致に時間を要している」としている。

また、日経不動産マーケット情報（2023年4月号）によると、「来年4月までに竣工するビル12棟<sup>4</sup>のテナント内定率は52%と進捗のペースは緩やかで、欧米本社のリストラの影響を受けて外資系企業のオフィス検討の動きが鈍っている」としている。

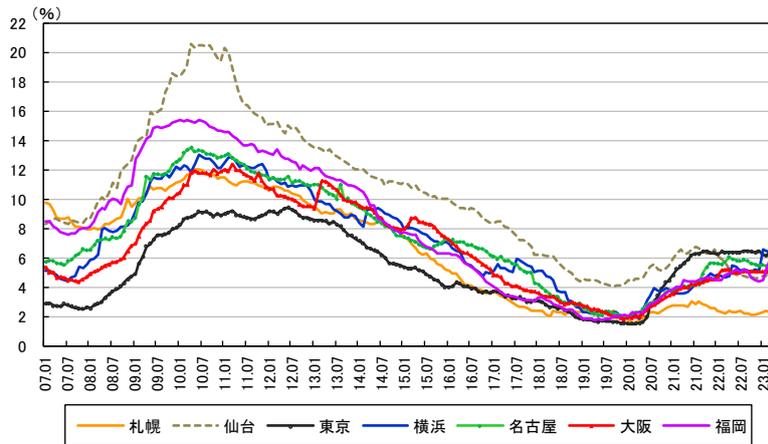
ニッセイ基礎研究所は、東京都心Aクラスビル市場の見通しを2月に発表した<sup>5</sup>。「今後5年間の空室率は2023年と2025年の大量供給の影響を受けて2027年には5%後半に上昇し、成約賃料については▲7%程度下落する」見通しである。東京オフィス市場は、オフィス出社率が70%を超えてオフィス回帰の動きが緩やかに進んでいるものの、オフィスの大量供給局面を迎えるなか、アフターコロナを見据えた企業のオフィス戦略や外資系企業のオフィスニーズなど、需要サイドの動向を注視したい。

<sup>3</sup> 2023年3月時点の平均募集賃料は、前年比で、札幌(+2.4%)・仙台(▲0.3%)・東京(▲1.8%)・横浜(+0.3%)・名古屋(+0.5%)・大阪・(▲0.3%)・福岡(+1.8%)となっている。

<sup>4</sup> 東京23区内にある延べ床面積1万㎡以上の賃貸オフィスビルを対象（2023年3月～2024年4月に竣工予定）

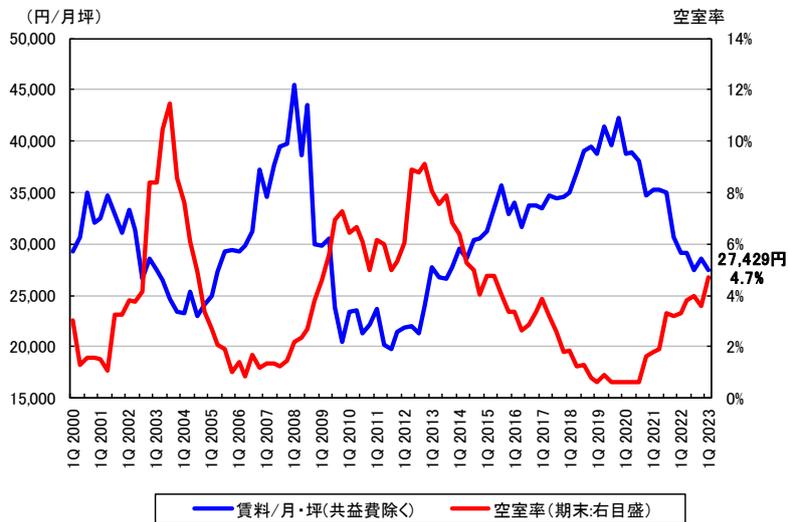
<sup>5</sup> 吉田資『東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し（2023年2月時点）』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2023年2月21日）

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



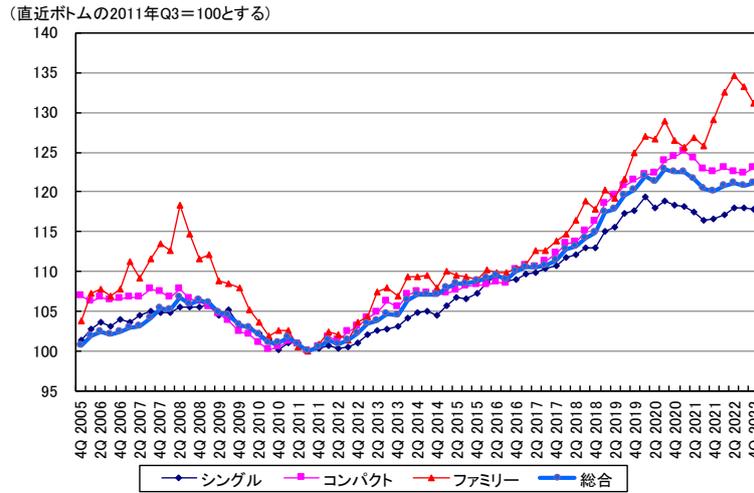
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

## ②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。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 4 四半期は前年比でシングルタイプが+1.2%、コンパクトタイプが+0.6%、ファミリータイプが+1.9%となった(図表-11)。住宅系 REIT(主要 5 社)の運用実績を確認すると、テナント入れ替え時の賃料変動率は 2022 年上期をボトムに反転し足もとでは上昇率が拡大している(図表-12)。

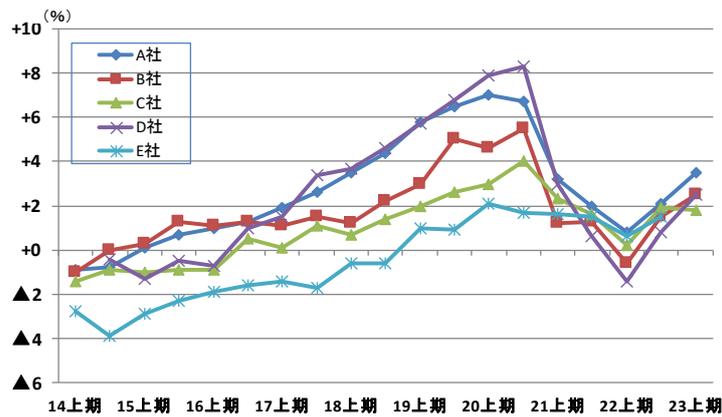
総務省によると、東京 23 区の転入超過数(2023 年 1-3 月累計)は+39,026 人(2019 年同期比▲1%)となりコロナ禍前の水準を回復した(図表-13)。昨年は 5 月以降、月次ベースで微減の動きが続いたが、今後はコロナ禍前と同様に転入超過のトレンドを維持できるか注目される。

図表-11 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)」をもとに作成

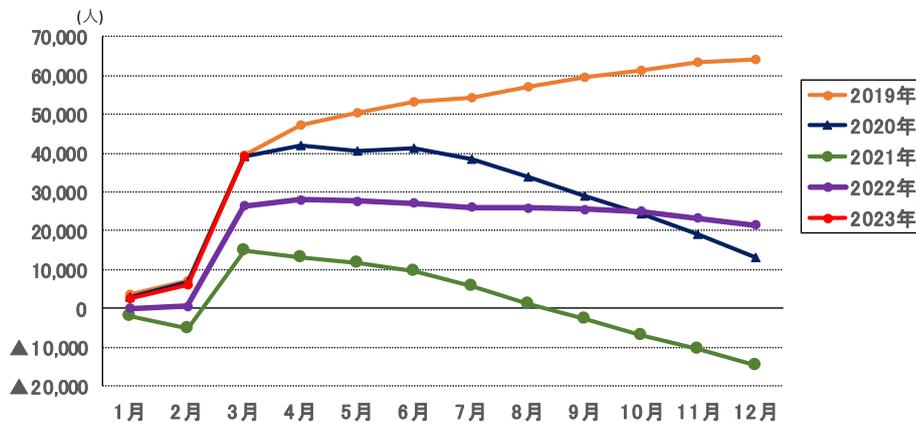
図表-12 住宅系 REIT (主要5社) のテナント入れ替え時における賃料変動率



(注) 2023年上期は4社の実績

(出所) 開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-13 東京 23 区の転入超過数(各年の月次累計値、2019年1月~2023年3月)

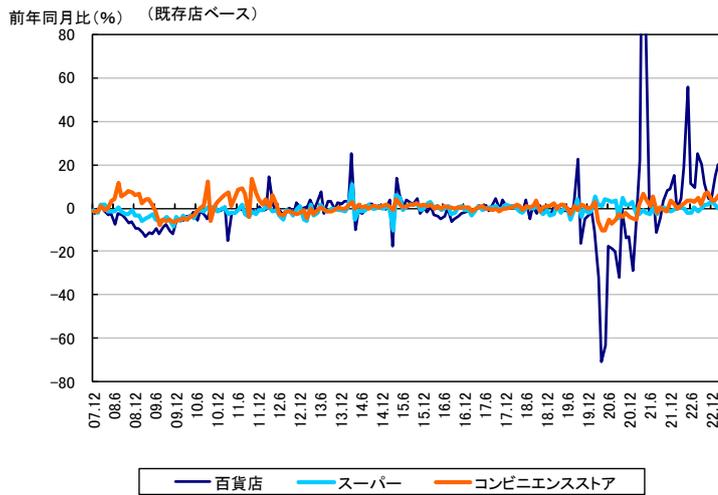


(出所) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

### ③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、インバウンド消費が好調な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、2023年1-3月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+14.5%、コンビニエンスストアが+5.0%、スーパーが+0.8%となった（図表-14）。3月単月では、百貨店が+9.9%（13カ月連続プラス）、コンビニエンスストアが+5.8%（13カ月連続プラス）、スーパーが+0.7%（6カ月連続プラス）となっている。

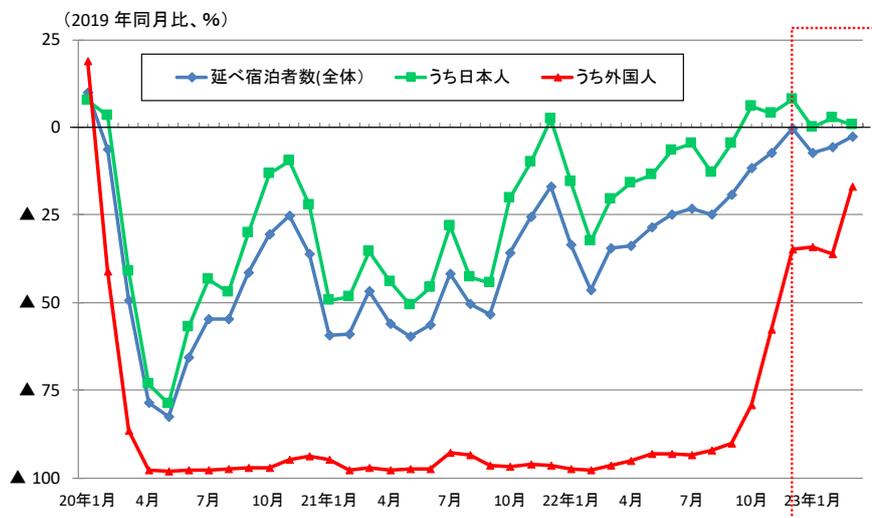
図表-14 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額（既存店、前年比）



（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」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

ホテル市場は、昨年10月以降、全国旅行支援や水際対策緩和などを背景に急回復を示し、日本人の宿泊需要はコロナ前を上回って推移している。宿泊旅行統計調査によると、2023年1-3月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲5.1%の水準まで回復し、このうち日本人が+1.0%、外国人が▲29.0%となった（図表-15）。また、STR社によると、3月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+9.3%、東京が+12.2%、大阪が+4.2%と収益改善が進んでいる。

図表-15 延べ宿泊者数の推移（2019年同月比、2020年1月～2023年3月）

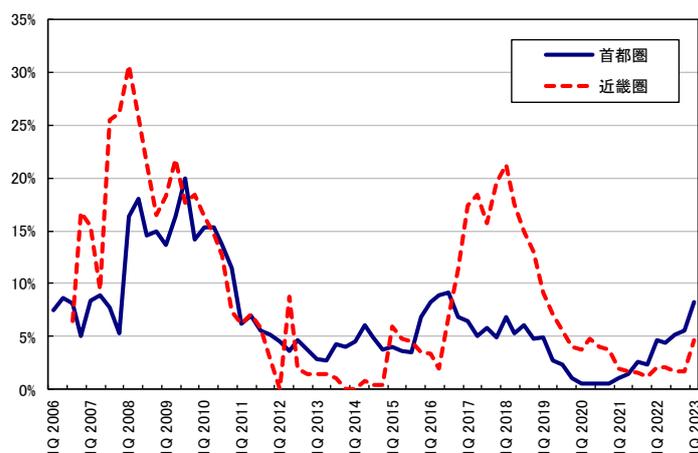


（出所）「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに新規供給の影響を受けて空室率が上昇した。シービーエールイー（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（2023年3月末）は8.2%（前期比+2.6%）に上昇した（図表-16）。今期は新規供給が四半期ベースで過去最大の32.4万坪であったのに対して需要が15.4万坪となり、竣工時の稼働率は33%にとどまった。近畿圏についても空室率が4.6%（前期比+2.9%）に上昇した。来期は新規供給がなく第3四半期も4.5万坪に留まるため、近畿圏の空室率は今後低下に向かうとのことである。

また、一五不動産情報サービスによると、2023年1月の東京圏の募集賃料は4,510円/月坪（前期比▲4.0%）に下落した<sup>6</sup>。

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

2023年第1四半期の東証REIT指数（配当除き）は昨年末比▲5.7%となり、四半期ベースでは7四半期連続で下落した。セクター別では、オフィスが▲6.8%、住宅が▲2.3%、商業・物流等が▲5.6%下落した（図表-17）。昨年12月の日本銀行による金融政策の修正を受けて、金利上昇の影響を見極めるべく様子見姿勢が強まるなか、東証REIT指数は昨年来安値を更新する動きとなった。3月末時点のバリュエーションは、純資産11.5兆円に保有物件の含み益5.1兆円を加えた16.6兆円に対して時価総額は15.7兆円でNAV倍率<sup>7</sup>は0.90倍、分配金利回りは4.2%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.9%となっている。

J-REITによる第1四半期の物件取得額は3,674億円(前年同期比+2.0%)となった。アセットタイプ別では、オフィス(50%)・住宅(15%)・商業施設(14%)・物流施設(12%)・ホテル(8%)・底地ほか(1%)となり、オフィスの比率が高まる一方、これまで物件取得の牽引役であった物流施設の比率が大きく低下した（図表-18）。

J-REIT市場は、昨年12月の金融政策修正を受けて調整局面が続くが、今後の金利上昇リスクをどの程度織り込んでいるのか、一定の前提条件のもと確認したい（図表-19）。ニッセイ基礎研究所の推計に

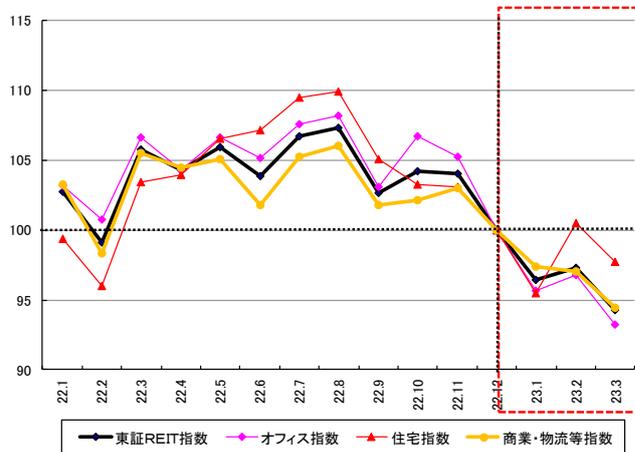
<sup>6</sup> J-REITが所有する物流施設は賃料の増額改定が続いている。GLP投資法人(2023年2月期)の賃料上昇率は+6.9%、日本プロロジスリート投資法人(2022年11月期)の改定賃料変動率は+3.6%であった。

<sup>7</sup> NAV倍率は、市場時価総額がリートの解散価値(NAV: Net Asset Value)の何倍で評価されているかを表わす指標。

よると、日銀が市場機能の回復に向けて現在の「長短金利操作（YCC、イールドカーブ・コントロール）」を撤廃した場合、10年金利の理論値は約1.0%となる<sup>8</sup>。これに、イールドスプレッドの過去平均値(3.5%)を加えた水準を適正利回りとした場合、分配金利回りは4.5%となり、東証REIT指数1680(3月末対比▲6%)がひとまずの下値目処となる。また、3月末時点の東証REIT指数(1786)は、10年金利が今後0.7%~0.8%に上昇するリスクを既に織り込んだ水準だと考えられる。もっとも、将来の金利上昇を見込んでREIT指数が下値を切り下げるなか、J-REITが保有する不動産価値に基づいて算出されるNAV倍率は1倍を下回り、割安感が強まっている。

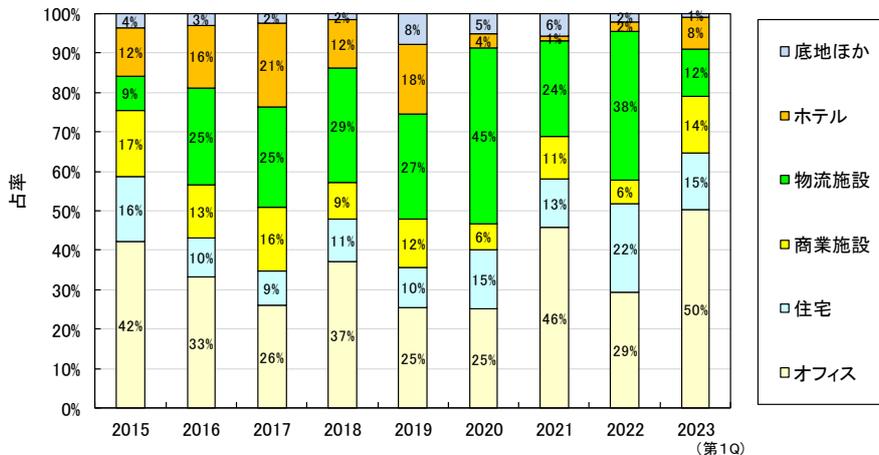
4月に入り、植田日銀新総裁の就任会見(4/10)での発言を受けて、J-REIT市場は早期の金融緩和修正が遠のいたとして反発に転じている。このようにしてみると、現在の市場は、金利上昇リスクを重視するのか、それともNAV倍率を重視するのか、先行きの見方に強弱感が対立しており、今後の日銀の金融政策を睨んで適正水準を模索する過程にあると言えそうだ。

図表-17 東証REIT指数の推移(2022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によるアセットタイプ別取得割合



(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

<sup>8</sup> 福本勇樹『YCCを撤廃した際の長期金利水準を推定する～日銀の金融緩和政策による長期金利の下押し効果の測定』(ニッセイ基礎研究所、基礎研レター、2023年3月13日)

図表－19 J-REIT 市場のバリュエーション表(10年金利別)

	10年金利 (1)	スプレッド3.5% (2)	分配金利回り (1)+(2)	東証REIT指数 の水準	騰落率 (3月末対比)	NAV倍率
	0.2%	3.5%	3.7%	2,050	+15%	1.04x
	0.3%	3.5%	3.8%	1,990	+11%	1.01x
	0.4%	3.5%	3.9%	1,940	+9%	0.98x
<b>YCC上限</b>	0.5%	3.5%	4.0%	1,890	+6%	0.95x
	0.6%	3.5%	4.1%	1,850	+4%	0.93x
<b>REIT指数 (3末1786)</b>	0.7%	3.5%	4.2%	1,800	+1%	0.91x
	0.8%	3.5%	4.3%	1,760	▲1%	0.89x
	0.9%	3.5%	4.4%	1,720	▲4%	0.87x
<b>YCC撤廃</b>	1.0%	3.5%	4.5%	1,680	▲6%	0.85x

(出所)ニッセイ基礎研究所

(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。