

不動産 投資 レポート

マンション価格は上昇継続。ホテル市況はコロナ禍前に近づく

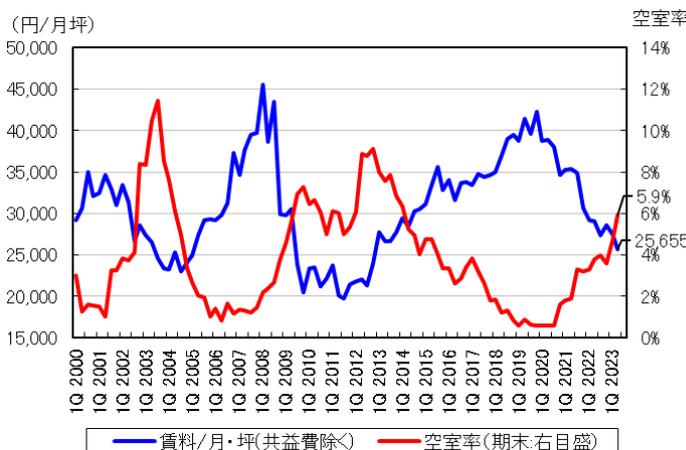
不動産クォーターリー・レビュー2023年第2四半期

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

要旨

- 日本経済は、経済社会活動の正常化に伴い回復の動きが続いている。8/15に公表予定の2023年4-6月期の実質GDPは前期比+0.8%(前期比年率+3.1%)と三四半期連続のプラス成長となったと推計される。
- 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減少傾向にある。2023年4-6月の新設住宅着工戸数は前年同期比▲4.7%、首都圏のマンション新規発売戸数は前年同期比▲18.8%、中古マンション成約件数は前年同期比▲1.9%といずれも減少した。
- 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▲6.6%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4-6月の延べ宿泊数が2019年対比で▲4.6%の水準まで回復した。物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の影響を受けて空室率が高止まりしている。
- 2023年第2四半期の東証REIT指数は+4.3%上昇した。

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

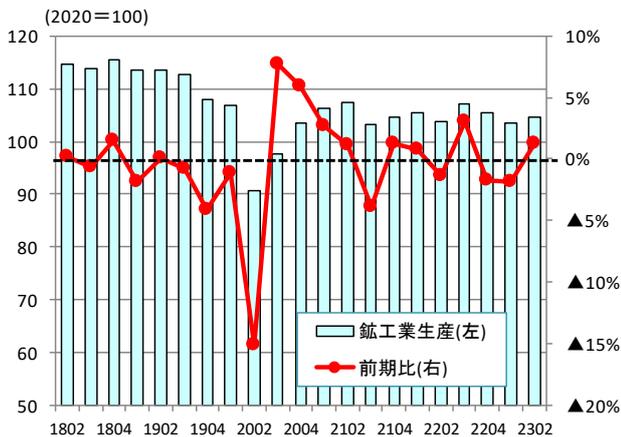
1. 経済動向と住宅市場

日本経済は、コロナ禍で低迷していた経済社会活動の正常化に伴い回復の動きが続いている。8/15に公表予定の2023年4-6月期の実質GDPは前期比+0.8%（前期比年率+3.1%）と3四半期連続のプラス成長となったと推計される¹。輸出が財、サービスともに高い伸びとなり、外需が成長率を押し上げるほか、高水準の企業収益を背景に設備投資も2期連続でプラスに寄与する見込みである。

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+1.3%と3四半期ぶりの増産となった（図表-1）。業種別では、供給制約緩和により自動車が高い伸び（前期比+5.9%）となったほか、鉄鋼（+1.9%）、非金属（+2.1%）、電子部品・デバイス（+2.8%）も堅調な動きとなった。

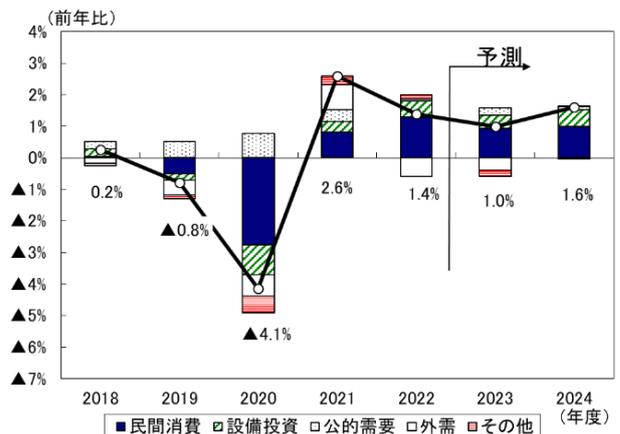
ニッセイ基礎研究所は、6月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2023年度+1.0%、2024年度+1.6%を予想する（図表-2）²。2023年後半は、米国経済の景気後退に伴う輸出の減少などから減速するものの、海外経済の持ち直しが見込まれる2024年以降は輸出の回復を主因として成長率が高まる見通しである。

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6月)

住宅市場では、住宅価格が上昇するなか、2023年6月の新設住宅着工戸数は71,015戸（前年同月比▲4.8%）、4-6月累計では約20.8万戸（前年同期比▲4.7%）となった（図表-3）。内訳をみると、新築分譲マンションの着工は増加したが、それ以外（持家、貸家、分譲一戸建住宅）は減少した。

2023年6月の首都圏のマンション新規発売戸数は1,906戸（前月同月比▲0.4%）、4-6月累計では5,532戸（前年同期比▲18.8%）と減少が続いている（図表-4）。㎡単価は104.1万円（前年同月比+1.6%）、販売在庫は4,951戸（前年比▲121戸）となった。供給量が少ないことから売れ行きは良好で初月契約率は67.8%（前年同月比+0.2%）と高い水準を維持している。また2023年上期の東京23区の平均価格は1億2,962万円（前年同期比+60.2%）と1973年の調査開始以来、初めて1億円を超えた。

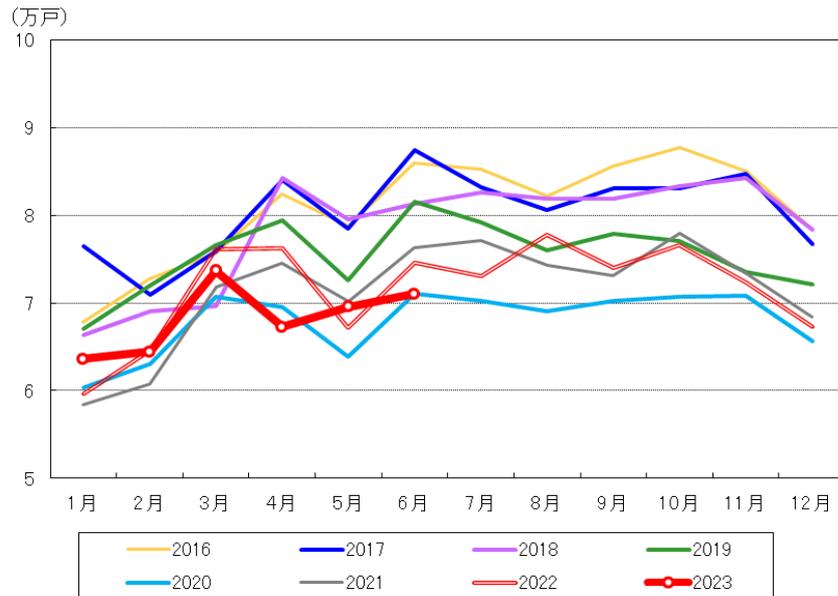
¹ 斎藤太郎『2023年4-6月期の実質GDP～前期比0.8%（年率3.1%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2023年7月31日）

² 斎藤太郎『2023・2024年度経済見通し-23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、2023年6月8日）

東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2023年6月の首都圏の中古マンション成約件数は3,111件（前年同月比+3.6%）、4-6月累計では8,802件（前年同期比▲1.9%）となり、8四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、在庫戸数は2022年6月以降13カ月連続で前月対比増加している。

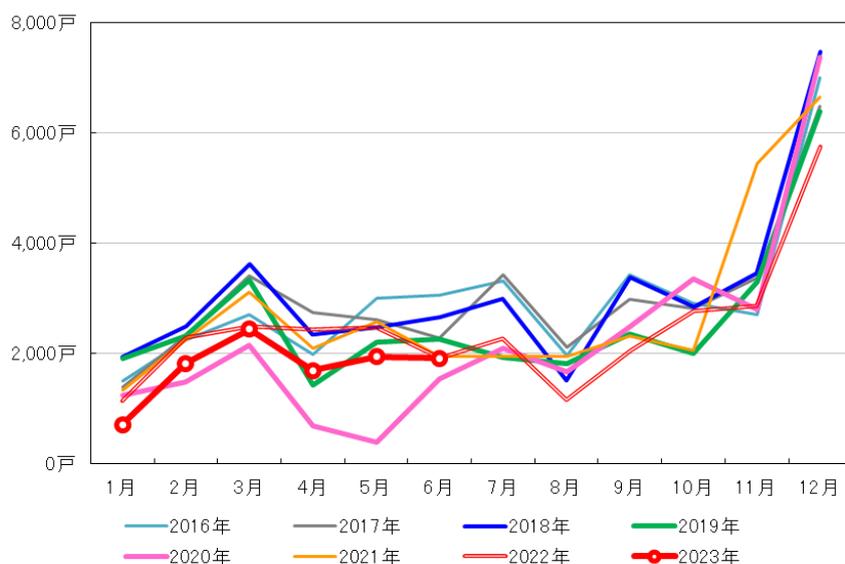
また、日本不動産研究所によると、2023年5月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比▲0.2%、過去1年間の上昇率は+4.6%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



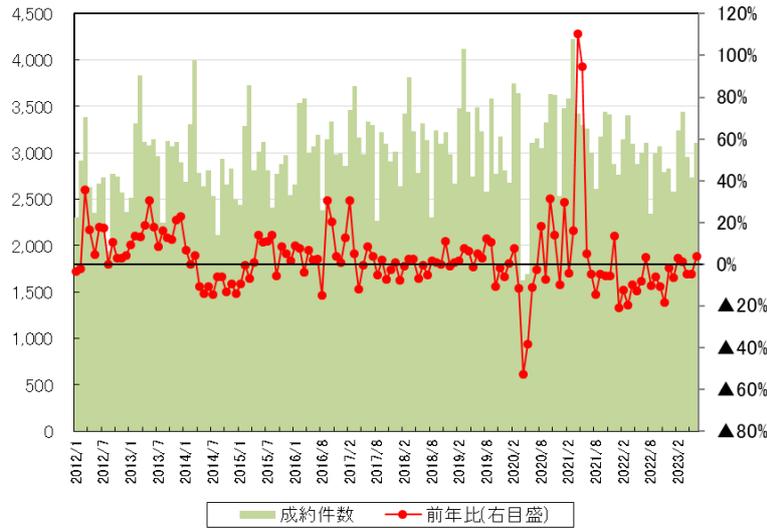
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



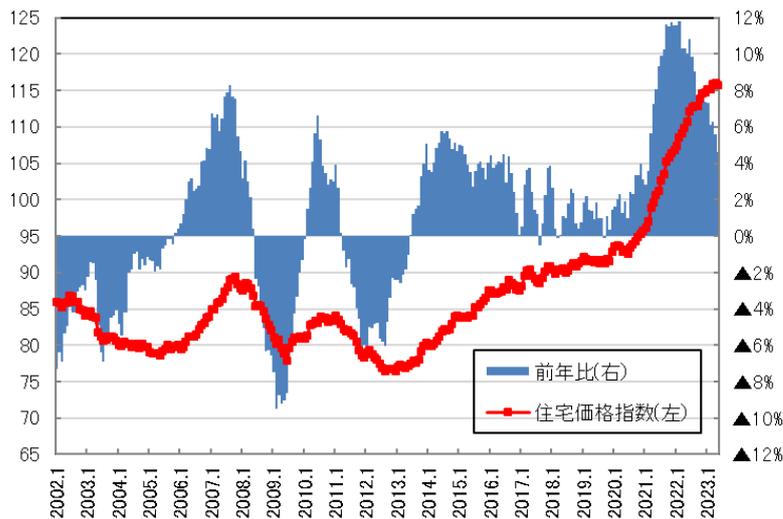
(出所) 不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-5 首都圏の中古マンション成約件数(月次、前年比)



(出所) 東日本不動産流通機構(東日本レインズ)

図表-6 不動研住宅価格指数(首都圏中古マンション)



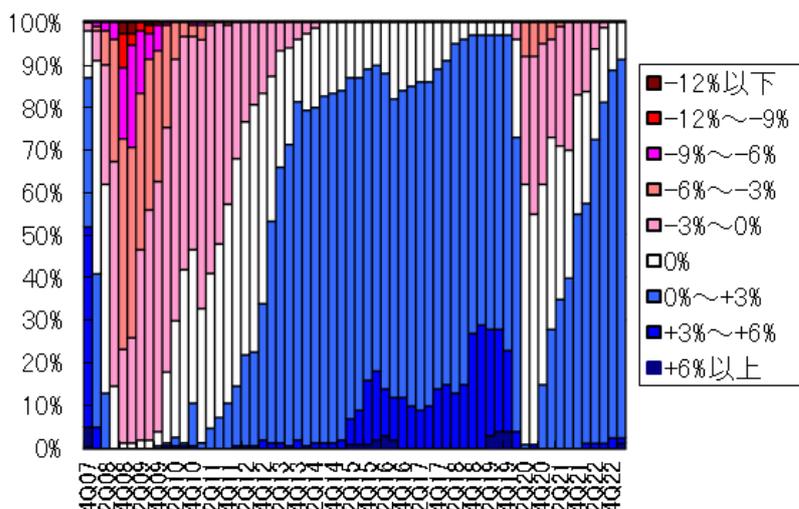
(出所) 日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇基調が続いている。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2023 年第 1 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「73」(前回 71)、横ばいが「7」(前回 9)、下落が「0」(前回 0)で、住宅地では 4 期連続で 23 地区すべてが上昇となった(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、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傾向が継続した」としている。

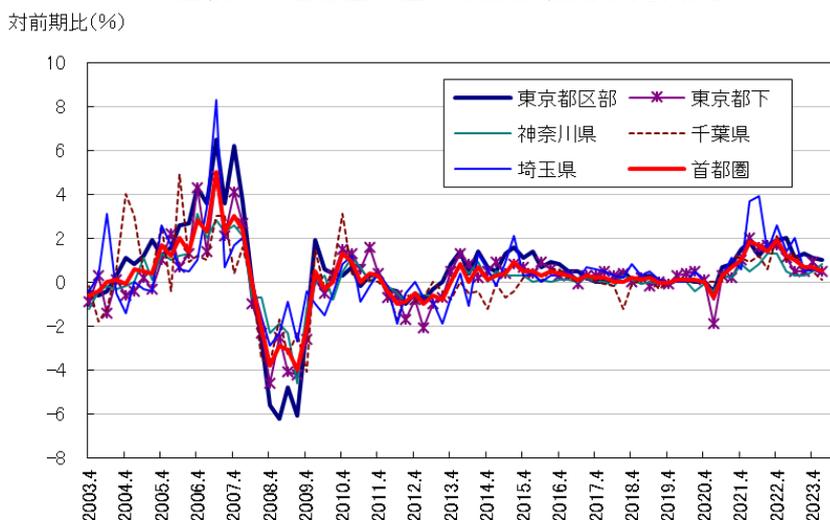
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏の住宅地価格(7月1日時点)は前期比+0.5%(年間 3.0%)となり 12 期四半期連続でプラスとなった。東京都区部では都心 5 区を中心に価格上昇が続いているが、周辺区では横ばい地点が増加しており、全般的に価格の上昇ペースは弱まりつつある(図表-8)。

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」

図表-8 首都圏の住宅地価格(変動率、前期比)



(出所) 野村不動産ソリューションズの公表データよりニッセイ基礎研究所が作成

3. 不動産サブセクターの動向

① オフィス

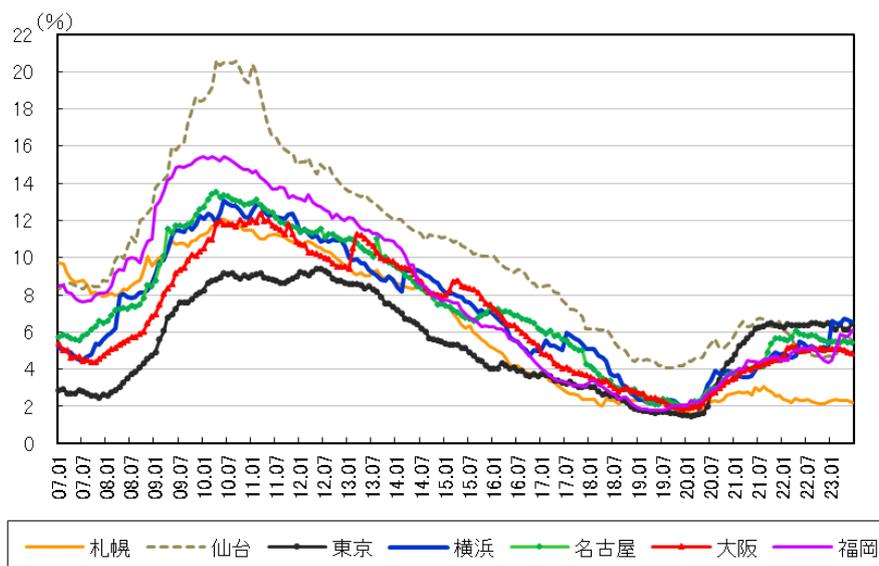
三鬼商事によると、2023年6月の東京都心5区の空室率は6.48%(前月比+0.32%)、平均募集賃料(月坪)は35カ月連続下落の19,838円(前月比▲0.2%)となった。新築ビルの空室率が34.42%(前月比+6.81%)と上昇するなか、新規供給の増加を受けて賃料の下落圧力が続いている。他の主要都市をみると、建て替えによるオフィス床面積の減少などによって札幌の空室率が低位(2.18%)で推移する一方、大阪・名古屋・仙台が5%台、横浜と福岡が新規供給の影響から6%台に上昇するなど都市間によって空室率の水準に差が生じている(図表-9)。また、募集賃料は仙台と大阪が概ね横ばい、札幌・横浜・名古屋・福岡は前年比プラスとなっている³。

³ 2023年6月時点の平均募集賃料は、前年同月比で、札幌(+3.1%)・仙台(▲0.2%)・東京(▲2.1%)・横浜(+0.5%)・名古屋(+0.9%)・大阪(▲0.1%)・福岡(+1.1%)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、2023年第2四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は25,655円(前期比▲6.6%)に下落し、空室率は5.9%(前期比+1.2%)に上昇した(図表-10)。三幸エステートは、「既存のAクラスビルでは空室消化が進むものの、建築中ビルは依然としてテナント誘致に時間を要する傾向にある」としている。

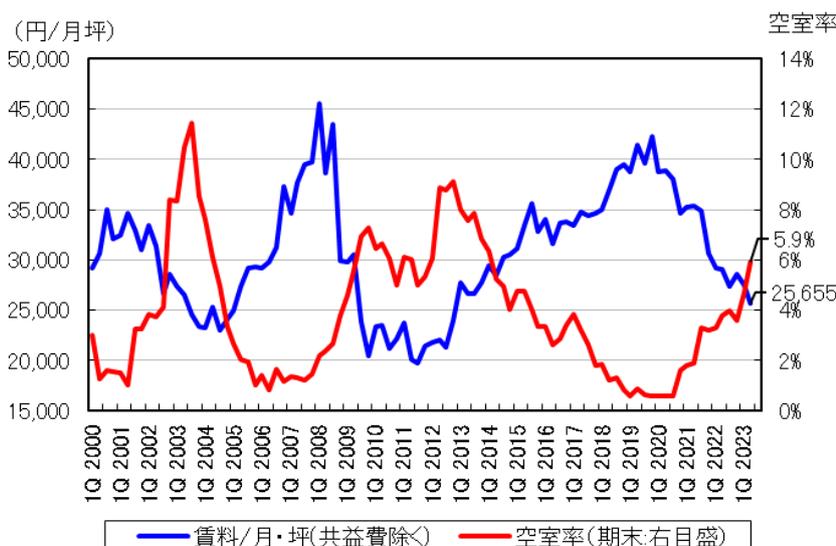
日経不動産マーケット情報(2023年8月号)によると、「東京の賃貸オフィス市場では移転需要が回復傾向にあり、賃料に下げ止まり感がみられる。しかし、今後は2次空室の発生も予想されるため、真に下げ止まったと判断するには、もう少し先を見る必要がある」と指摘している。

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



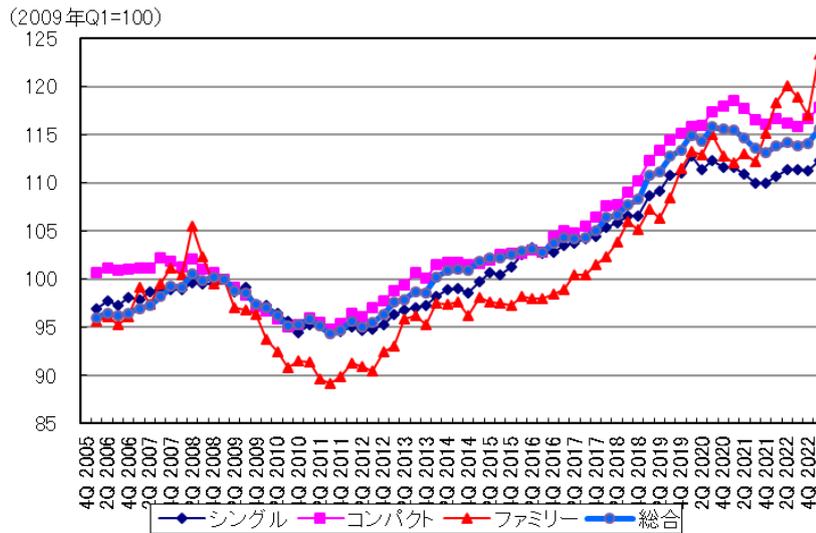
(注) Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。
(出所) 空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、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、2023 年第 1 四半期は前年比でシングルタイプが+1.7%、コンパクトタイプが+1.1%、ファミリータイプが+5.0%となった(図表-11)。

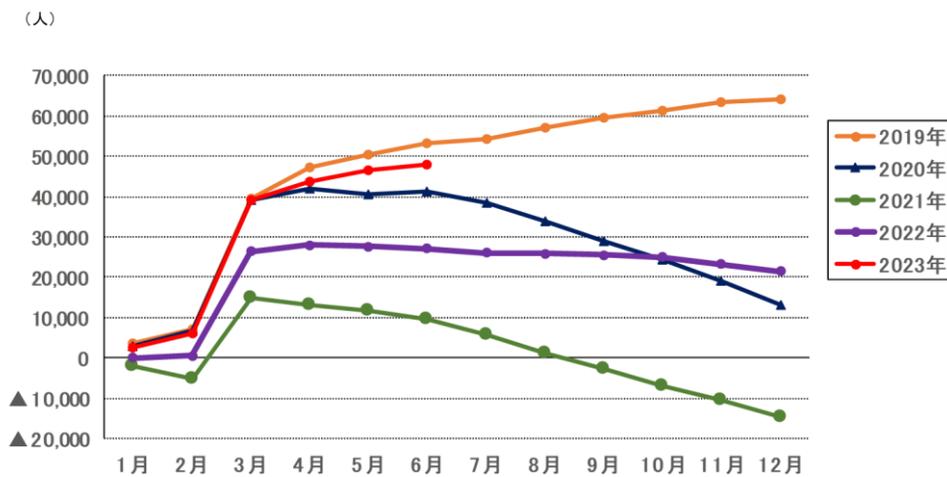
総務省によると、東京 23 区の転入超過数(2023 年 1-6 月累計)は+47,783 人(前年同期比+77%、2019 年同期比▲10%)となった(図表-12)。年後半も転入超過のトレンドを維持できるかどうか、注目される。

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)」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-12 東京 23 区の転入超過数(各年の月次累計値、2019 年 4 月～2023 年 6 月)



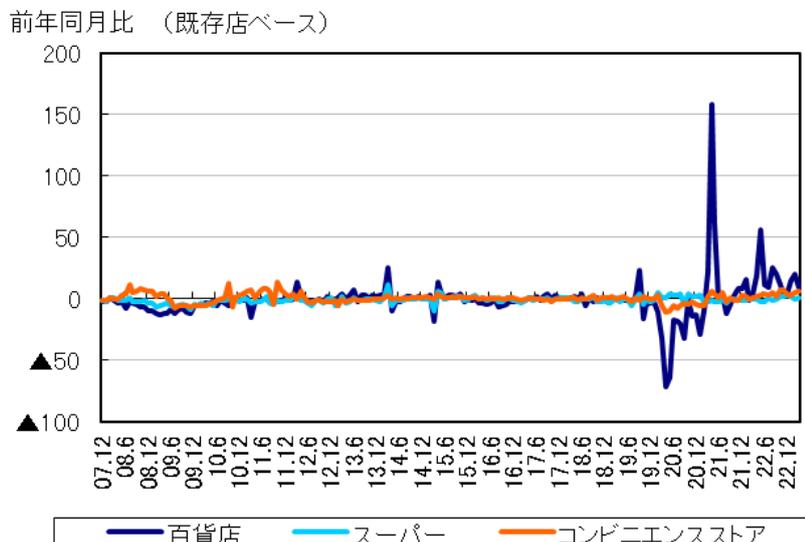
(出所) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」

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 4-6 月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+7.5%、コンビニエンスストアが+4.5%、スーパーが+2.9%となった(図表-13)。6 月単月では、百貨店が+7.2%(16

カ月連続プラス)、コンビニエンスストアが+3.2%(16 カ月連続プラス)、スーパーが+2.9%(9 カ月連続プラス)となっている。

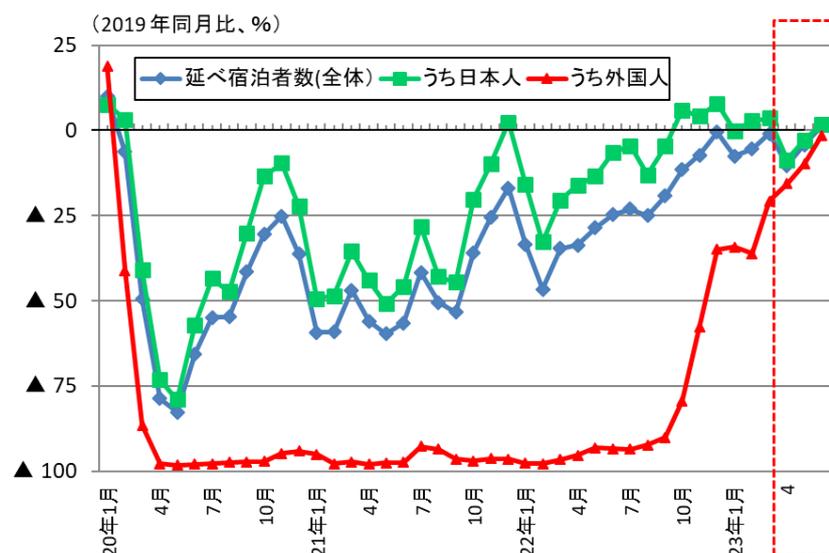
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

ホテル市場は、日本人の宿泊需要にやや頭打ち感がみられるものの、インバウンドの宿泊需要が順調な回復を示している。宿泊旅行統計調査によると、2023年4-6月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で▲4.6%の水準まで回復し、このうち日本人が▲3.4%、外国人が▲9.4%となった(図表-14)。また、STR社によると、6月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+5.3%、東京が+14.3%、大阪が▲5.6%となった。

図表-14 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月~2023年6月)

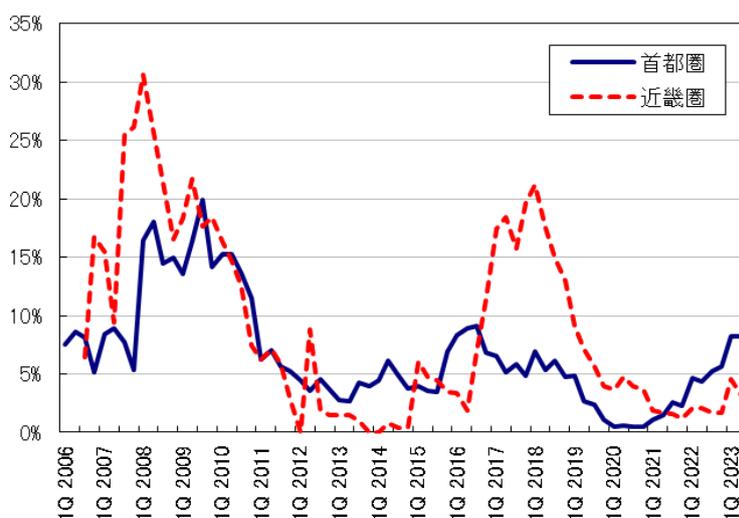


(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏では新規供給の影響を受けて空室率が高止まりしている。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（2023年6月末）は8.2%（前期比±0%）となった（図表-15）。今期は新規需要が過去最大の22.5万坪を記録したものの、新規供給（24.4万坪）も多く、前期比で横ばいとなった。既存物件の空室消化も進んでいるものの、空室が多いなかで、テナントは引き続き選別的となっており、物件やエリアの2極化が進んでいるとのことである。近畿圏の空室率は3.2%（前期比▲1.4%）に低下した。

また、一五不動産情報サービスによると、2023年4月の東京圏の募集賃料は4,600円/月坪（前期比+2.0%）に上昇した。

図表-15 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2四半期の東証REIT指数（配当除き）は3月末比+4.3%となり、四半期ベースでは8期ぶりの上昇となった。セクター別では、オフィスが+5.7%、住宅が+7.6%、商業・物流等が+2.2%となり、主に住宅セクターが市場の上昇を牽引した（図表-16）。6月末時点のバリュエーションは、純資産11.6兆円に保有物件の含み益5.3兆円を加えた16.9兆円に対して時価総額は15.7兆円でNAV倍率⁴は0.93倍、分配金利回りは4.1%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.7%となっている。

J-REITによる第2四半期の物件取得額は2,398億円（前年同期比+114.9%）、上期累計（1-6月）では6,072億円（同+29%）となり、大きく落ち込んだ昨年から大幅に増加した（図表-17）。アセットタイプ別では、オフィスビル(35%)・物流施設(32%)・住宅(16%)・商業施設(10%)・ホテル(6%)・底地ほか(1%)となり、投資口価格の上昇を背景に物流施設を中心に大型物件の取得がみられた。

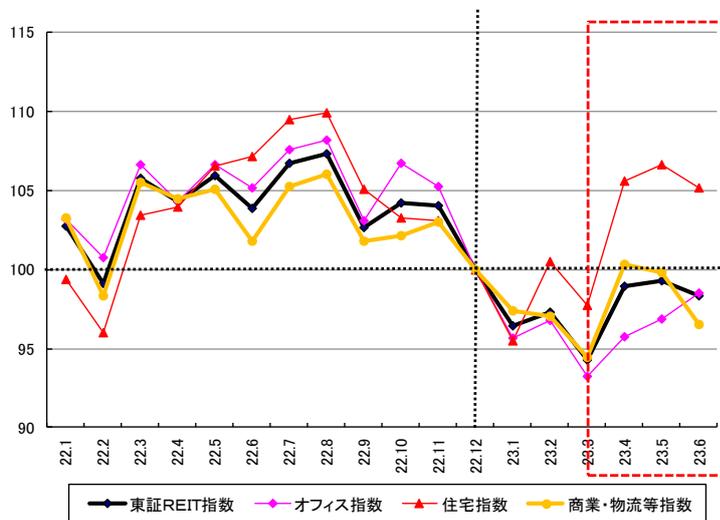
今年上期のJ-REIT市場を振り返ると（図表-18）、上期前半は金利上昇に対する警戒感から下値を探る展開が続いたものの、4月以降、植田日銀新総裁が現在の金融政策を当面維持するとの見方から上

⁴ 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。

昇に転じ、昨年末の水準を概ね回復した。もっとも、海外資金の大量流入を受けてバブル崩壊後 33 年ぶりの高値更新に沸く株式市場と比べて足どりは重く、TOPIX の上昇 (+21.0%) に対して大幅にアンダーパフォームする結果となった。

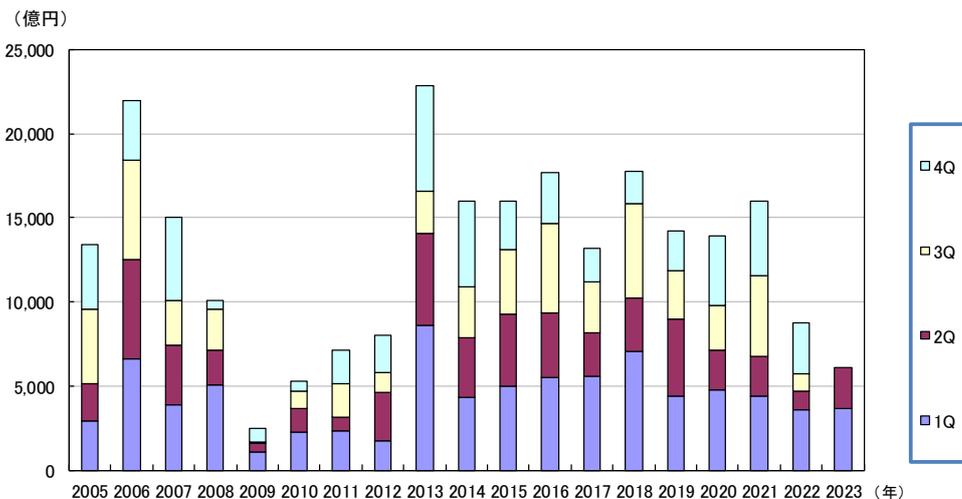
続いて、市場規模を確認すると、上場銘柄数は 61 社から 60 社に減少、市場時価総額は 15.7 兆円 (昨年末比▲1%)、運用資産額 (取得額ベース) は 22.3 兆円 (同+2%) となった。また、業績面では、ホテル収益の回復や不動産売却益の計上等がプラス寄与し、市場全体の 1 口当たり予想分配金は昨年末比 +3% 増加、1 口当たり NAV (Net Asset Value、解散価値) も不動産価格上昇を反映し +1% 増加と堅調であった。一方、デット資金の調達には、金利見通しに対する不透明感から投資法人債の発行について様子見となるなか、発行期間の短縮 (期間 5.8 年) と調達コスト (発行利率 0.85%) の上昇がみられた。

図表-16 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-17 J-REIT による物件取得額 (四半期毎)



(注) 引渡ベース。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 2023年上期のJリート市場(まとめ)

		2022年末	2023年6月末	騰落率/ 変化幅	備考
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,894	1,862	▲1.7%	年初来安値:1,750(3/20)
	東証REIT指数(配当込み)	4,404	4,421	+0.4%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	61社	60社	▲1	合併により1社減少
	市場時価総額(兆円)	15.8兆円	15.7兆円	▲1%	-
	運用資産額(取得額ベース)	21.9兆円	22.3兆円	+2%	過去最高
	物件の新規取得額	8,783億円	6,072億円	-	前年同期比+29%(22年上期4,717億円)
	投資法人債発行額	688億円	287億円	-	平均期間5.8年、平均利率0.85%
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	74.0	76.0	+3%	ピーク時対比▲2%
	1口当たりNAV	1,974	2,001	+1%	過去最高
	分配金利回り(%)	3.9%	4.1%	+0.2%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.5%	3.7%	+0.2%	過去平均(3.5%)
	P/NAV倍率(x)	0.96x	0.93x	▲0.03x	過去平均(1.1x)
株式 市場	TOPIX(国内株)	1,892	2,289	+21.0%	1990年7月以来33年ぶりとなる高値水準
	S&P500(米国株)	3,840	4,450	+15.9%	-
長期 金利	日本10年金利	0.41%	0.40%	▲0.01%	-
	米国10年金利	3.87%	3.84%	▲0.03%	-

(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。