

不動産 投資 レポート

東京オフィス賃料は下落継続。物流市場は大量供給の影響で空室率が上昇

不動産クォーターリー・レビュー2023年第3四半期

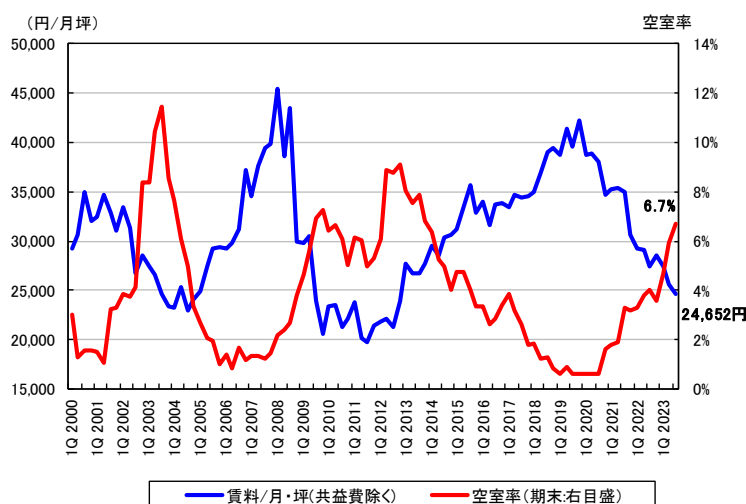
金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [吉田 資](#)

(03)3512-1861 e-mail: tyoshida@nli-research.co.jp

要旨

- 2023年7-9月期の実質GDP(11/15公表予定)は、前期比▲0.2%(前期比年率▲0.9%)と4四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される。
- 住宅市場では、価格が上昇するなか、前期まで低調であった販売状況は回復に向かっている。2023年7-9月の新設住宅着工戸数は前年同期比▲7.7%、首都圏のマンション新規発売戸数は前年同期比+13.1%、中古マンション成約件数は前年同期比+4.2%となった。
- 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▲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7-9月の延べ宿泊客数がコロナ禍前の水準を回復した。物流賃貸市場は、新規供給の影響を受けて首都圏・近畿圏ともに空室率が上昇している。
- 2023年第3四半期の東証REIT指数は6月末比▲0.1%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

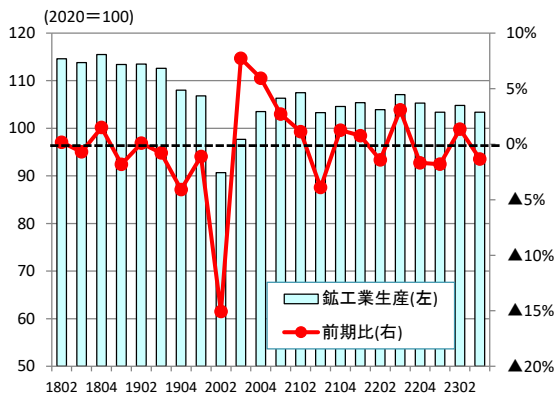
1. 経済動向と住宅市場

11/15に公表予定の2023年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.2%（前期比年率▲0.9%）と4四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される¹。前期の高成長の反動に加えて、輸入が輸出の伸びを上回り、外需が成長率を押し下げる見通しである。

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▲1.3%と2四半期ぶりの減産となった（図表-1）。業種別では、「自動車」（前期比+0.7%）は5四半期連続の増産となったが、「電子部品・デバイス」（同▲2.0%）や「化学（除く医薬品）」（同▲1.1%）が減産となった。

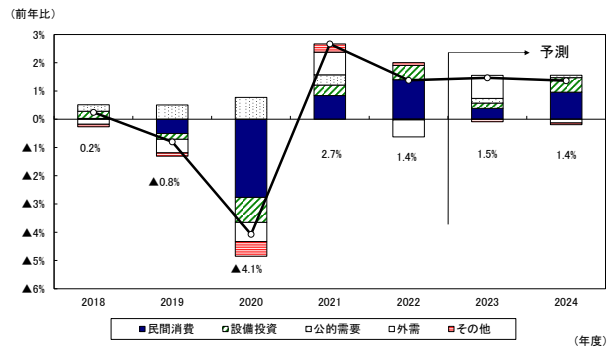
ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2023年度+1.5%、2024年度+1.4%を予想する（図表-2）²。海外経済の減速から輸出が景気の牽引役となることは当面期待できないものの、内需中心の成長が続く見通しである。

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9月)

住宅市場では、住宅価格が上昇するなか、前期まで低調であった販売状況は回復に向かっている。一方で、2023年9月の新設住宅着工戸数は68,941戸（前年同月比▲6.8%）、7-9月累計では約20.7万戸（前年同期比▲7.7%）となった（図表-3）。建築コスト上昇の影響などを受け、着工戸数が減少している。

2023年9月の首都圏のマンション新規発売戸数は2,120戸（前月同月比+4.1%）、7-9月累計では6,180戸（前年同期比+13.1%）となり5四半期ぶりに増加した（図表-4）。9月の平均価格は6,727万円（前年同月比+1.1%）、㎡単価は101.8万円（同+0.6%）、初月契約率は67.7%（同+6.1%）で、価格が上昇基調で推移するなか、初月契約率は前年同期を上回った。

東日本不動産流通機構（レイズ）によると、2023年9月の首都圏の中古マンション成約件数は3,191件（前年同月比+6.7%）（図表-5）、7-9月累計では8,794件（前年同期比+4.2%）となり、9四半期ぶりに増加した。

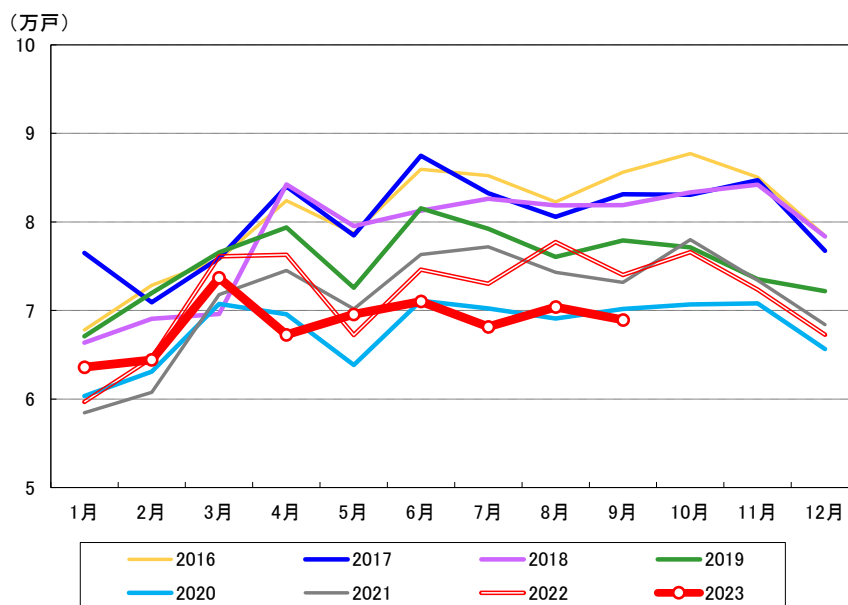
9月の中古マンション平均価格は4,618万円（前年同月比+4.5%）、㎡単価は72.4万円（同+4.8%）となった。中古マンション市場では取引価格の上昇が続いている。

¹ 齋藤太郎『2023年7-9月期の実質GDP～前期比▲0.2%（年率▲0.9%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミスト・レター、2023年10月31日）

² 齋藤太郎『2023・2024年度経済見通し-23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、2023年9月8日）

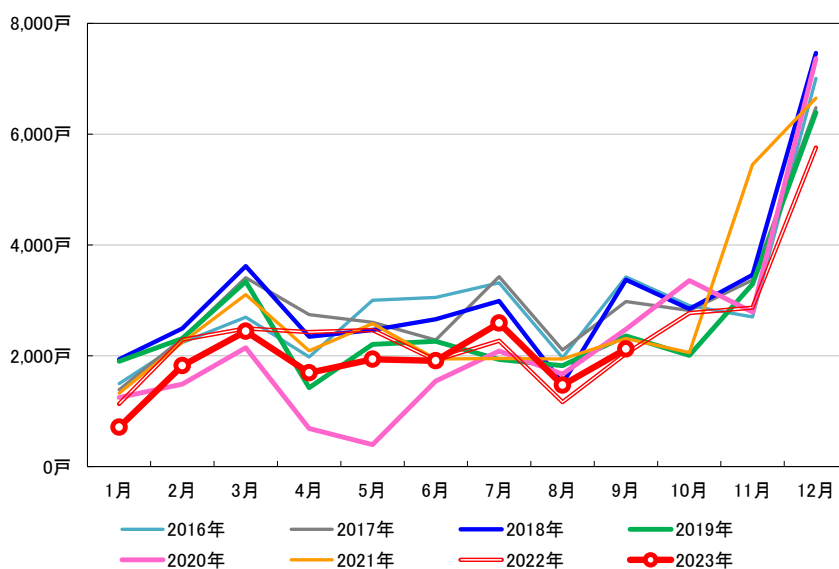
また、日本不動産研究所によると、2023年8月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比+0.7%、過去1年間の上昇率は+3.4%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



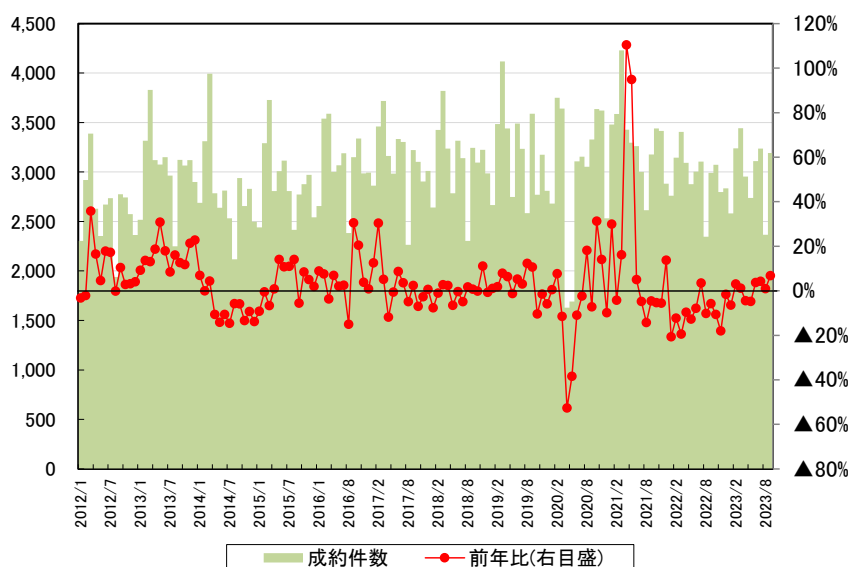
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



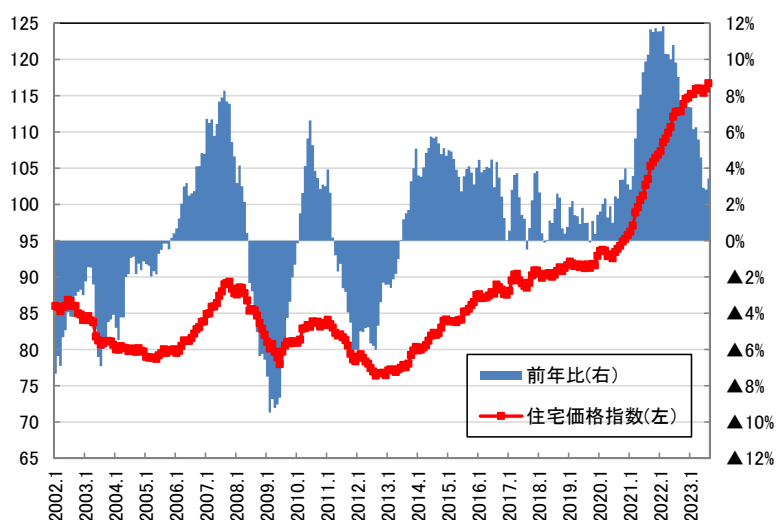
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



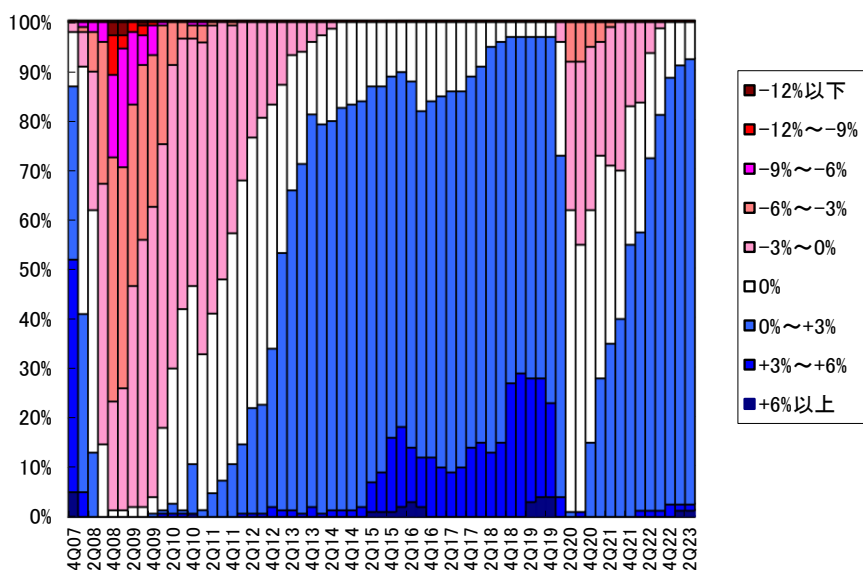
(出所)日本不動産研究所「不動研住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2023 年第 2 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「74」(前回 73)、横ばいが「6」(前回 7)、下落が「0」(前回 0)で、住宅地では 5 期連続で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、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。

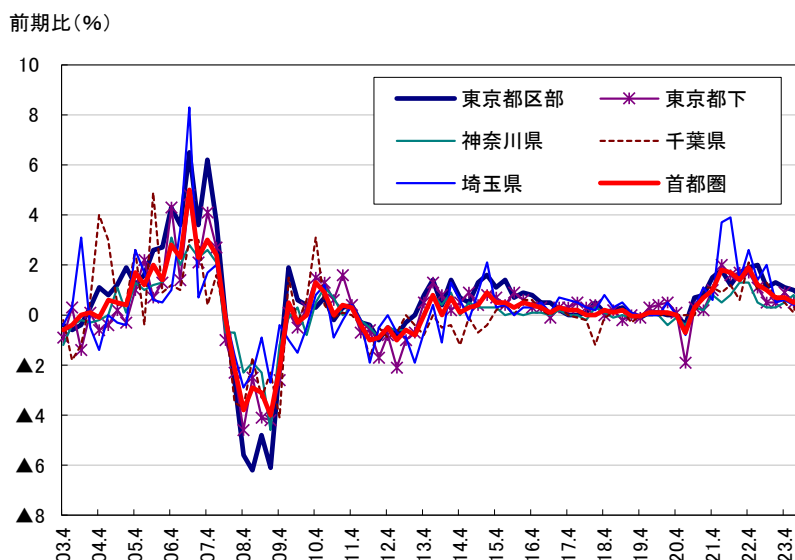
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏の住宅地価格(10月1日時点)は前期比+0.8%となり 13 四半期連続でプラスとなった。東京都区部では都心 5 区を中心に上昇が続いているが(図表-8)、詳細を確認すると、価格上昇に対応できない購入検討者が増加しているためか、一部の周辺区では価格の下落がみられ上昇ペースは鈍化している。

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9月の東京都心5区の空室率は6.15%(前月比▲0.25%)と、28ヶ月連続で6%台での推移となっている。平均募集賃料(月坪)は38ヶ月連続下落の19,750円(前月比▲0.03%)となった。他の主要都市をみると、札幌の空室率が2%台と低位を維持する一方、大阪が4%台、名古屋・仙台・福岡が5%台、横浜が6%台で推移するなど、新規供給の影響によって都市間で差が生じている(図表-9)。また、募集賃料は、東京を除いて前年比プラスとなっている³。

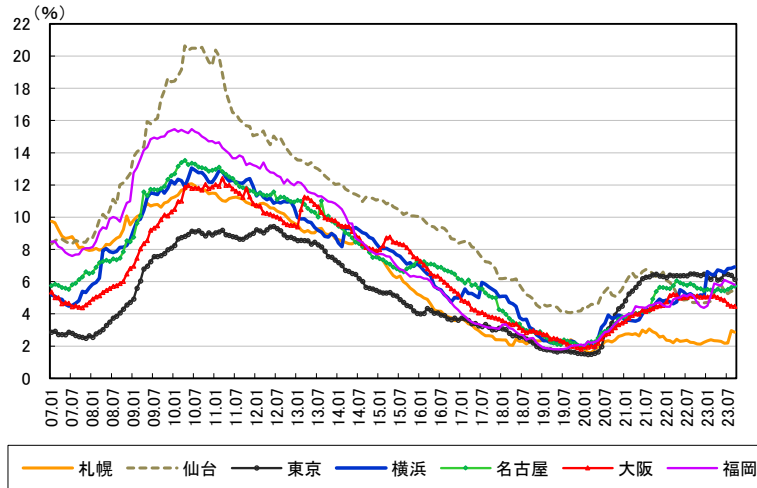
三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2023年第3四半期の東京都

³ 2023年9月時点の平均募集賃料は、前年同月比で、札幌(+3.4%)・仙台(+0.2%)・東京(▲2.0%)・横浜(+1.1%)・名古屋(+1.7%)・大阪(+0.6%)・福岡(+0.7%)となっている。

心部 A クラスビル賃料(月坪)は 24,652 円(前期比▲3.9%)に下落し、空室率は 6.7%(前期比+0.8%)に上昇した(図表-10)。三幸エステートは、「新規供給のピークは過ぎたものの、新築ビルや建築中ビルがテナント誘致に時間を要する傾向は続いている」としている。

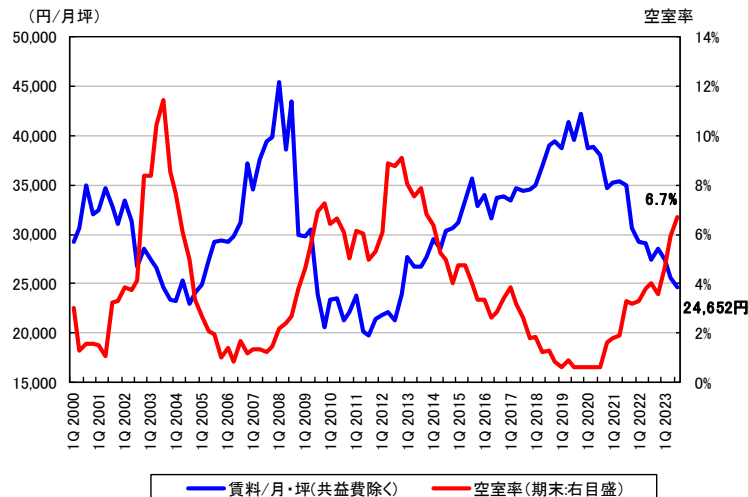
ニッセイ基礎研究所は、東京都心部 A クラスビルの賃料見通しを 9 月に改定した⁴。空室率は、新規供給が一旦落ち着く 2024 年にやや改善した後、6%前後で推移すると予測する。また、成約賃料は、現時点とほぼ同水準となる 2 万 6 千円近辺で推移する見通しである(図表-11)。

図表-9 主要都市のオフィス空室率



(出所)三幸商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

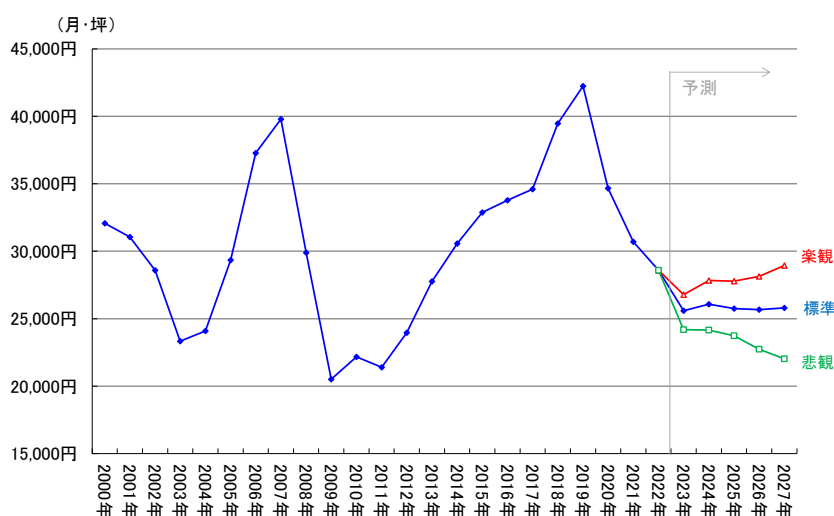
図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



(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

⁴ 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9月時点)』(ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2023年09月28日)

図表-11 東京都心部 A クラスビルの成約賃料見通し



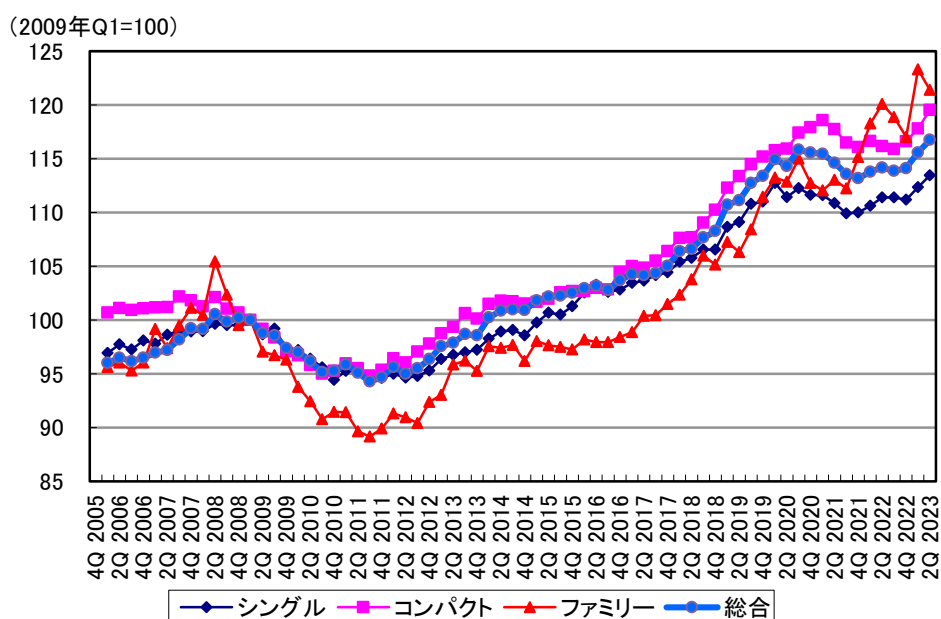
(注)年推計は各年第4四半期の推計値を掲載。
 (出所)実績値は三幸エステート・ニッセイ基礎研究所「オフィスレント・インデックス」
 将来見通しは「オフィスレント・インデックス」などをもとにニッセイ基礎研究所が推計

②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、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 2 四半期は前年比でシングルタイプが+2.0%、コンパクトタイプが+3.3%、ファミリータイプが+1.3%となった(図表-12)。

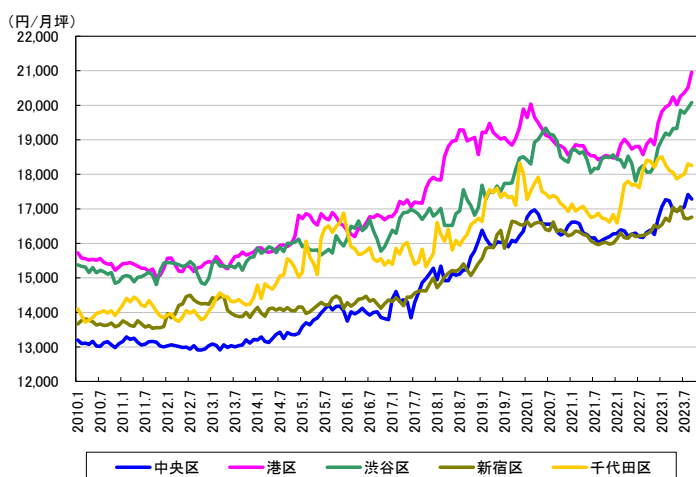
また、LMC 社によると、都心 5 区のマンション募集賃料(9 月末時点、前年比)を区別にみると、渋谷区 (+11.1%)、港区 (+11.0%)、中央区 (+5.9%)、新宿区 (+3.0%)、千代田区 (▲0.9%) となり、総じて上昇基調が続いている (図表-13)。

図表-12 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-13 東京都心5区のマンション賃料(区別)

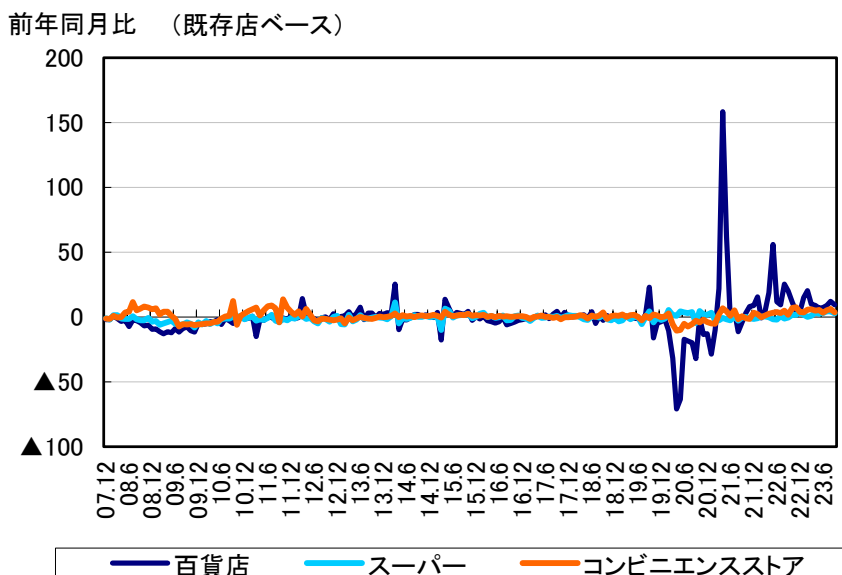


(出所) リーシング・マネジメント・コンサルティング「都心主要5区 平均募集坪単価推移」をもとにニッセイ基礎研究所が作成
※集計対象:集計時点(月次)から過去10年間に竣工したRC・SRC造マンションタイプ

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、百貨店を中心にインバウンド消費が好調で売上が増加している。商業動態統計などによると、2023年7-9月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+10.0%、コンビニエンスストアが+4.9%、スーパーが+3.8%となった（図表-14）。9月単月では、百貨店が+9.4%（19カ月連続プラス）、コンビニエンスストアが+3.5%（19カ月連続プラス）、スーパーが+2.8%（12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)

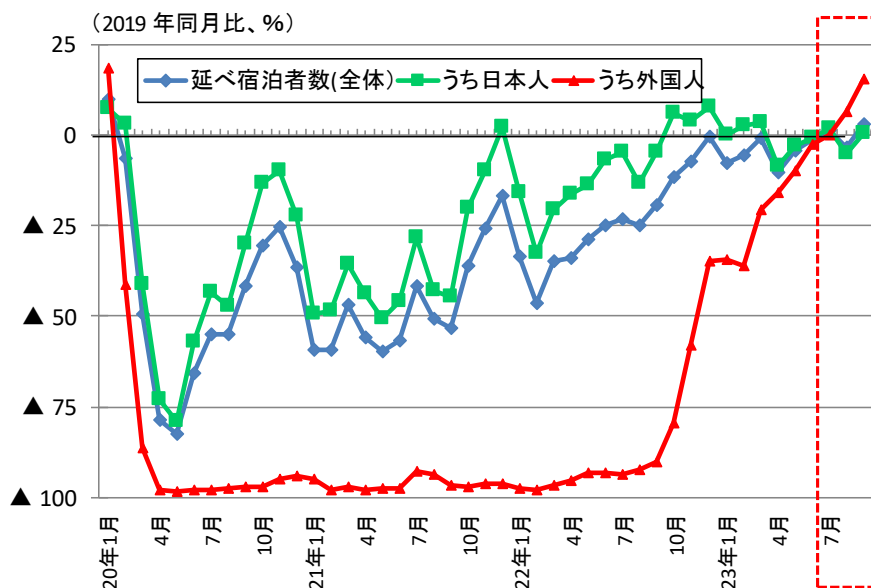


(出所) 経済産業省「商業動態統計」、日本フランチャイズチェーン協会「JFAコンビニエンスストア統計調査月報」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

ホテル市場は、日本人の宿泊需要に頭打ち感がみられるもののインバウンド需要が牽引し、コロナ禍前の水準を回復している。宿泊旅行統計調査によると、2023年7-9月累計の延べ宿泊者数は2019年と同水準（2019年同期比+0.04%）となり、このうち日本人が▲1.4%、外国人が+6.6%と

なった(図表-15)。また、STR社によると、9月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+13.3%、東京が+14.2%、大阪が+20.6%となった。

図表-15 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月~2023年9月)

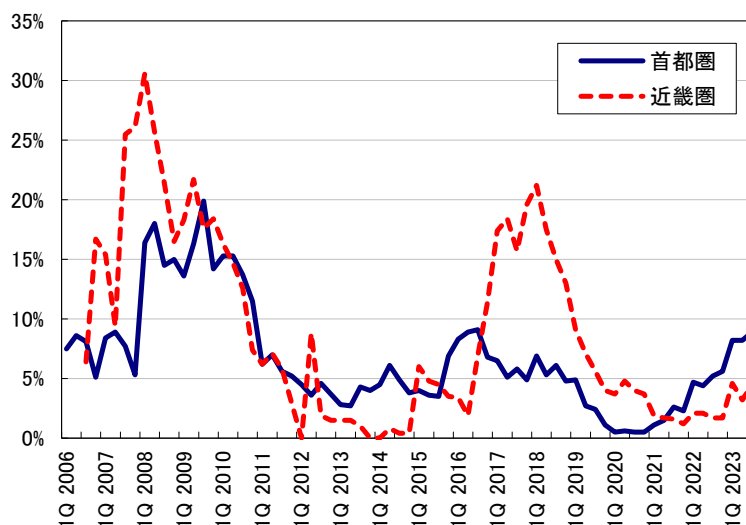


(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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上昇している。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9月末)は8.9%(前期比+0.7%)となった(図表-16)。今期は、新規需要が17.1万坪と昨年の四半期平均(12.2万坪)を上回ったものの、新規供給が23.4万坪と引き続き高水準で、空室面積は1年前から倍増し約55万坪となった。近畿圏についても空室率は4.5%(前期比+1.3%)に上昇した。

また、一五不動産情報サービスによると、2023年7月の東京圏の募集賃料は4,520円/月坪(前期比▲1.7%)に下落した。

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

2023年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比▲0.1%下落した。業種別指数では、オフィスが+2.5%、住宅が▲2.2%、商業・物流等が▲2.1%となり、オフィスやホテルが上昇する一方、住宅や物流が軟調な動きであった(図表-17)。9月末時点のバリュエーションは、純資産11.7兆円に保有物件の含み益5.4兆円を加えた17.1兆円に対して時価総額は15.8兆円でNAV倍率⁵は0.93倍、配当金利回りは4.2%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.4%となっている。

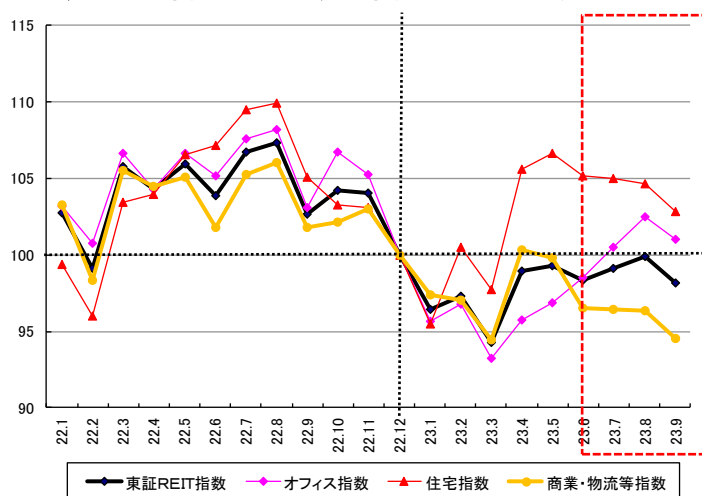
J-REITによる第3四半期の物件取得額は2,985億円(前年同期比+186%)、1-9月累計では9,057億円(同+57%)となり、昨年から大幅に増加した。アセットタイプ別では、オフィスビル(32%)・物流施設(27%)・ホテル(20%)・住宅(13%)・商業施設(7%)・底地ほか(1%)となり、インバウンド需要の回復を背景にホテルの取得が大きく伸びた(図表-18)。

今年に入り、Jリート市場と株式市場のパフォーマンス格差が一段と拡大している。年初からの東証REIT指数の下落率は▲1.8%で、コロナ禍の影響を受けた2020年以降では▲13.3%下落し、同期間のTOPIXの上昇(2023年+22.8%、2020年以降+35.0%)を大幅に下回っている(9月末時点)。

コロナ禍以降の(20年~23年)の東証REIT指数の騰落率について、①配当金、②10年金利、③リスクプレミアム(配当金利回り-10年金利)の3つの要因に分解し、それぞれの寄与度を確認すると、①配当金は21年から回復に向かい累計で1%のプラス寄与。③リスクプレミアムは3.6%から3.4%へ縮小し累計で4%のプラス寄与。一方、②10年金利は22年から上昇ピッチを強め累計で▲18%のマイナス寄与となった(図表-19)。こうしてみると、金利上昇がJリート市場に重くのしかかっていることが分かる。

もともと、金利上昇が即、価格下落につながるわけではない。例えば、米国リート市場は10年金利が年初より0.7%上昇した一方、リスクプレミアムが0.4%縮小し金利上昇の痛みを緩和する効果をもたらしている。また、日本では現状、金利の先高観が強いものの、Jリート市場のリスクプレミアム(3.4%)は米国(▲0.1%)と比べて十分に厚く、ある程度金利上昇への備えができていると言える。引き続き、市場金利とあわせてリスクプレミアムの動向にも注意を払う必要があるようだ。

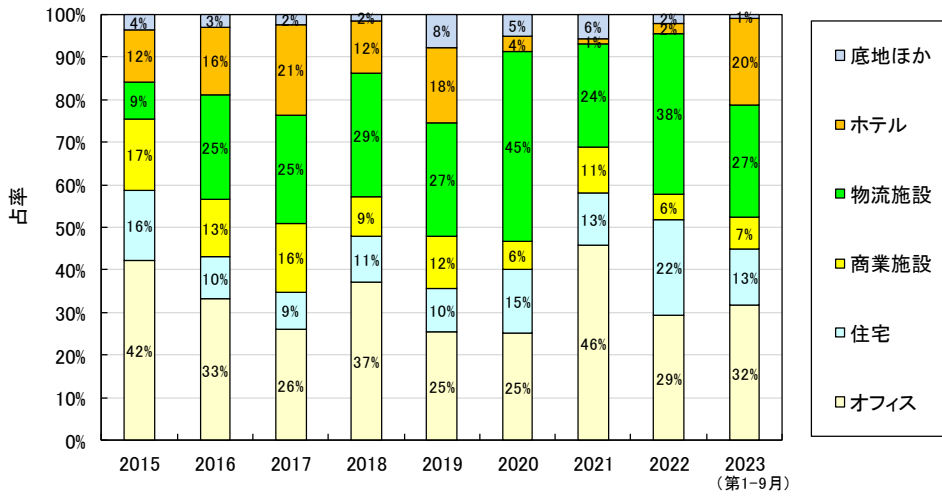
図表-17 東証REIT指数の推移(2022年12月末=100)



(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

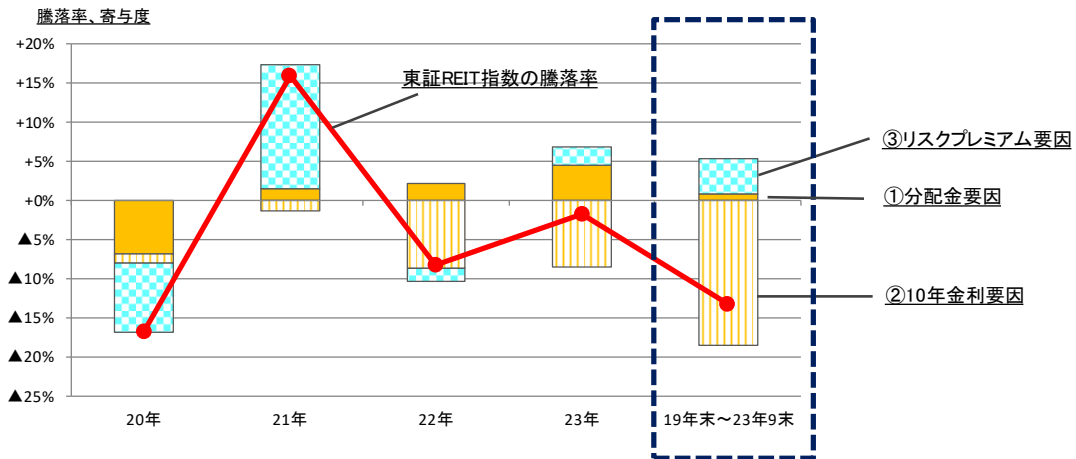
⁵ NAV倍率は、市場時価総額がリートの解散価値(NAV: Net Asset Value)の何倍で評価されているかを表わす指標。

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

図表-19 東証REIT指数の寄与度分析(2020年~2023年9月末)



(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はありません。