

不動産 投資 レポート

東京オフィス市場は賃料が下げ止まり。 宿泊需要はコロナ禍前を上回る

不動産クォーター・レビュー2023年第4四半期

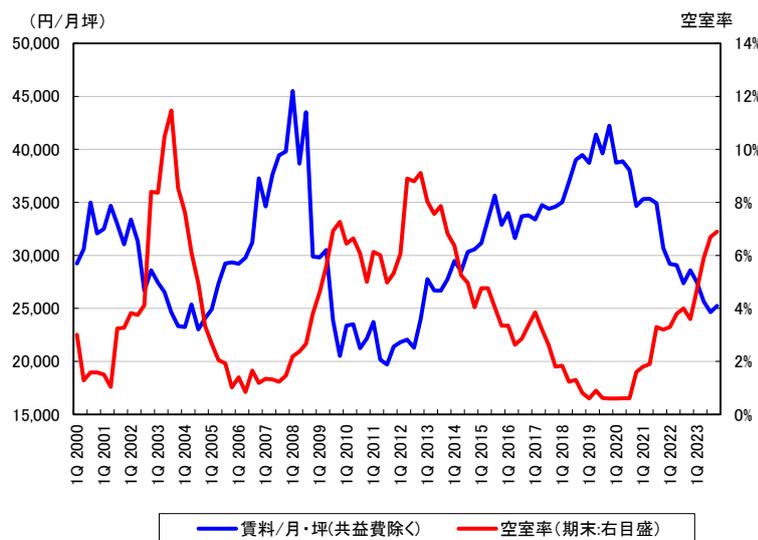
金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 [佐久間 誠](#)

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

要旨

- 2023年10-12月期の実質GDP(2/15公表予定)は、前期比+0.2%(前期比年率+0.9%)と、2四半期ぶりのプラス成長になったと推計される。
- 住宅市場では、価格が上昇するなか、販売状況は再び停滞傾向となっている。2023年10-12月の新設住宅着工戸数は前年同期比▲6.3%、首都圏のマンション新規発売戸数は前年同期比▲10.4%、中古マンション成約件数は前年同期比+4.9%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+2.4%上昇した。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10-12月の延べ宿泊者数が2019年同期比+7.7%となりコロナ禍前の水準を上回った。物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率の上昇が続いている。
- 2023年第4四半期の東証REIT指数は9月末比▲2.8%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

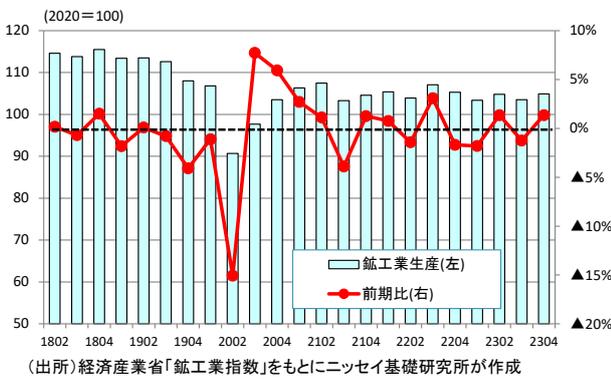
1. 経済動向と住宅市場

2/15 に公表予定の 2023 年 10-12 月期の実質 GDP は、前期比+0.2%（前期比年率+0.9%）と推計される¹。2 四半期ぶりのプラス成長になるものの、7-9 月期（前期比▲0.7%）の落ち込みを取り戻すには至らず、景気の回復ペースは依然として緩やかなものにとどまる見込みである。

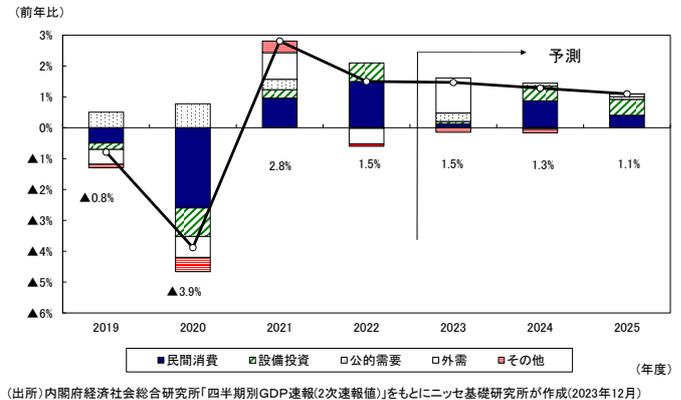
経済産業省によると、10-12 月期の鉱工業生産指数は前期比+1.4%と 2 四半期ぶりの増産となった（図表-1）。業種別では、供給制約の緩和を受けて回復が続く「自動車」（前期比+3.3%）や在庫調整の進展を受けて「電子部品・デバイス」（前期比+6.7%）が増産となった。

ニッセイ基礎研究所は、2023 年 12 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+1.3%、2025 年度+1.1%を予想する（図表-2）²。民間消費、設備投資などの国内需要を中心に景気の回復基調は維持されると予想するが、内外需ともに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、前期に販売状況の回復の兆しが見られたものの、住宅価格の上昇が続くなか、再び停滞傾向となっている。

2023 年 12 月の新設住宅着工戸数は 64,586 戸（前年同月比▲4.0%）となり 7 カ月連続で減少、10-12 月累計では約 20.3 万戸（前年同期比▲6.3%）となった（図表-3）。建築コスト上昇の影響などをを受け、着工戸数が減少している。

2023 年 12 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 5,975 戸（前月同月比+3.8%）、10-12 月累計では 10,204 戸（前年同期比▲10.4%）と減少した（図表-4）。12 月の平均価格は 6,970 万円（前年同月比+25.4%）、㎡単価は 107.2 万円（同+23.5%）、初月契約率は 66.1%（同▲8.7%）となった。2023 年の販売戸数は 26,886 戸（前年比▲9.1%）と 2 年連続で 3 万戸を下回り、1992 年以来の低い水準となった。一方で、平均価格は 8,101 万円（同+28.8%）と過去最高値を更新し、なかでも東京 23 区は高額物件の供給増加により 1 億 1,483 万円（同+39.4%）と初めて 1 億円を突破し注目を集めた。

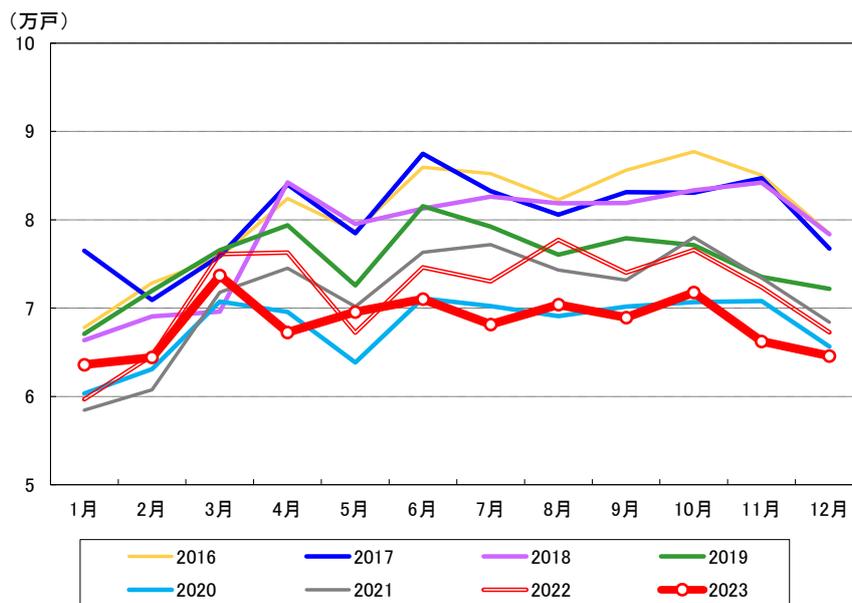
東日本不動産流通機構（レインズ）によると、2023 年 12 月の首都圏の中古マンション成約件数は

¹ 斎藤太郎『2023 年 10-12 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、2024 年 1 月 31 日）
² 斎藤太郎『2023～2025 年度経済見通し-23 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、2023 年 12 月 8 日）

2,941 件（前年同月比+3.7%）、10-12 月累計では 9,128 件（前年同期比+4.9%）となり、2 四半期連続で増加した（図表-5）。2023 年の成約件数は 35,987 件と 2022 年の 35,429 件から+1.6%増加した。12 月の中古マンション平均価格は 4,784 万円（前年同月比+9.4%）、㎡単価は 74.8 万円（同+7.0%）と、取引価格の上昇が続いている。

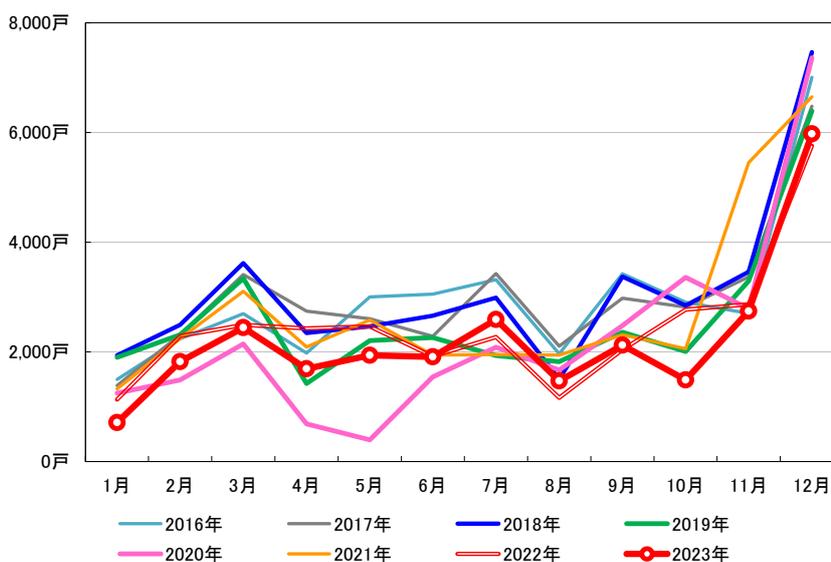
また、日本不動産研究所によると、2023 年 11 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前年比+4.1%と、50 カ月連続での上昇となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



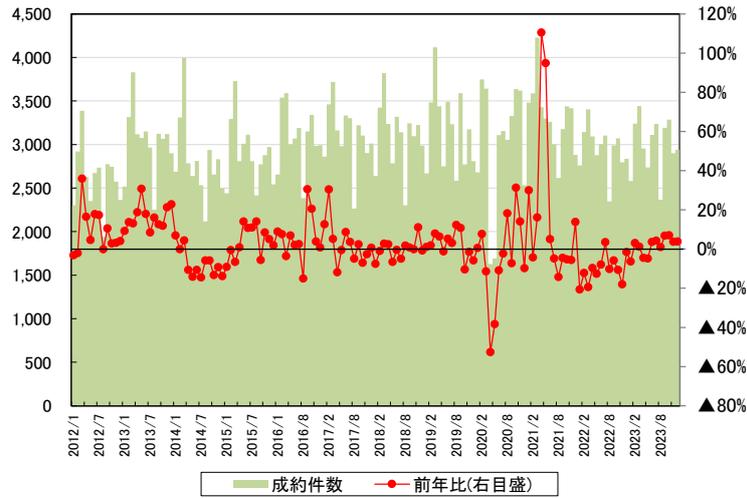
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



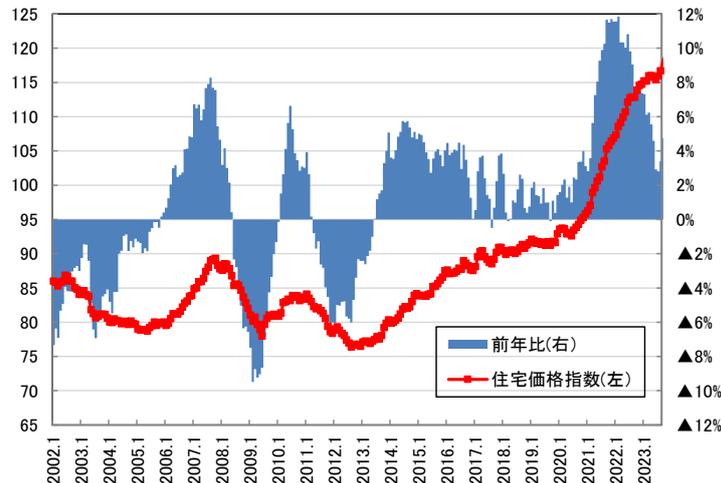
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



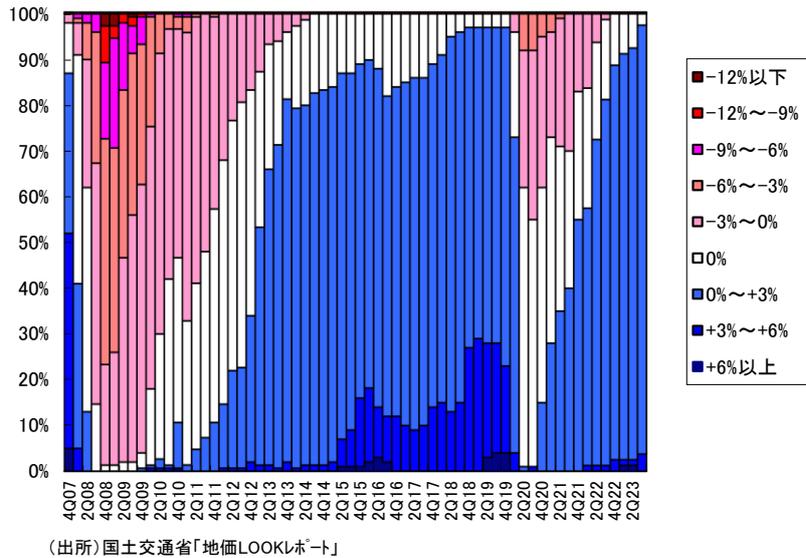
(出所) 日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

2. 地価動向

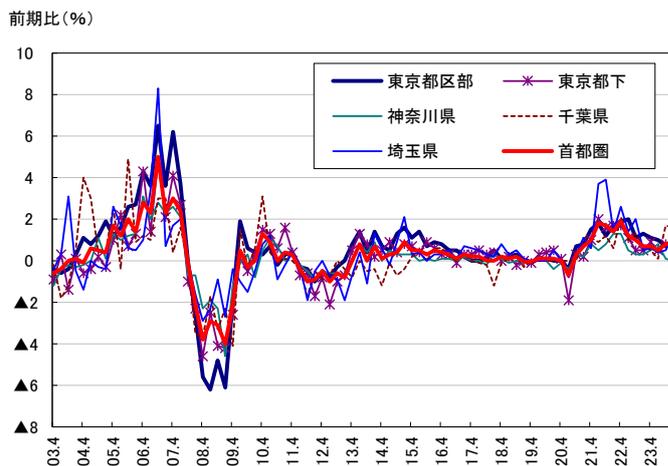
地価は住宅地、商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価 LOOK レポート (2023 年第 3 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「78」(前回 74)、横ばいが「2」(前回 6)、下落が「0」(前回 0)となった。住宅地では 6 期連続で全ての地区が上昇となり、商業地では横ばいから上昇へ移行する地区が増加した(図表-7)。同レポートでは、「住宅地では、マンション需要に引き続き堅調さが認められたことから、上昇が継続。商業地では、人流の回復を受け、店舗需要の回復傾向が継続したほか、東京都心部でオフィス需要の持ち直し傾向が見られたことなどから、上昇傾向が継続した」としている。

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(1月1日時点)は14 四半期連続プラスの前期比+0.9%となり、上昇率は前期(+0.8%)をわずかながら上回った(図表-8)。

図表-7 全国の地価上昇・下落地区の推移



図表-8 首都圏の住宅地価格(変動率、前期比)



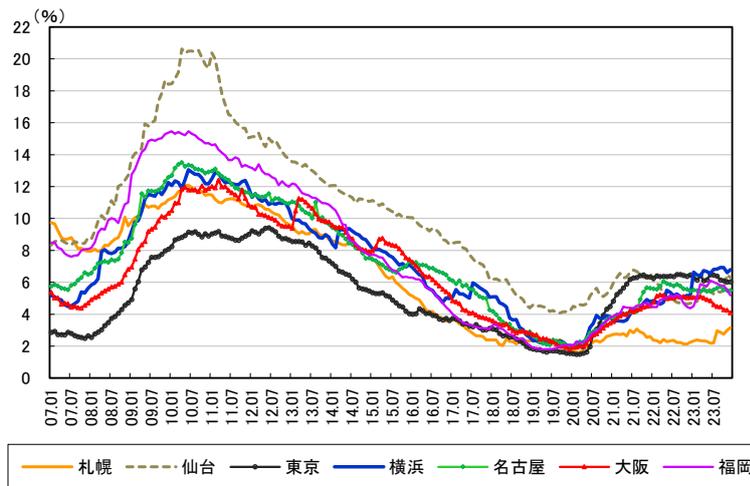
3. 不動産サブセクターの動向

①オフィス

三鬼商事によると、2023年12月の東京都心5区の空室率は6.03%（前月比横ばい）となった。2023年は新築ビルの供給が増加したものの需要が上回り、空室率は2022年12月の6.47%から低下する結果となった。また、平均募集賃料（月坪）は19,748円（前月比+0.1%）と、41カ月ぶりの上昇となり、コロナ禍以降の賃料下落局面が終了したのかどうか、今後の動向が注目される。他の主要都市をみると、札幌の空室率が3%台と低位を維持する一方、大阪が4%台、名古屋・福岡が5%台、仙台・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³（図表-9）。

³ 2023年12月時点の平均募集賃料は、前年同月比で、札幌（+4.2%）・仙台（+0.7%）・東京（▲1.6%）・横浜（+1.4%）・名古屋（+1.8%）・大阪（+0.9%）・福岡（+1.2%）となっている。

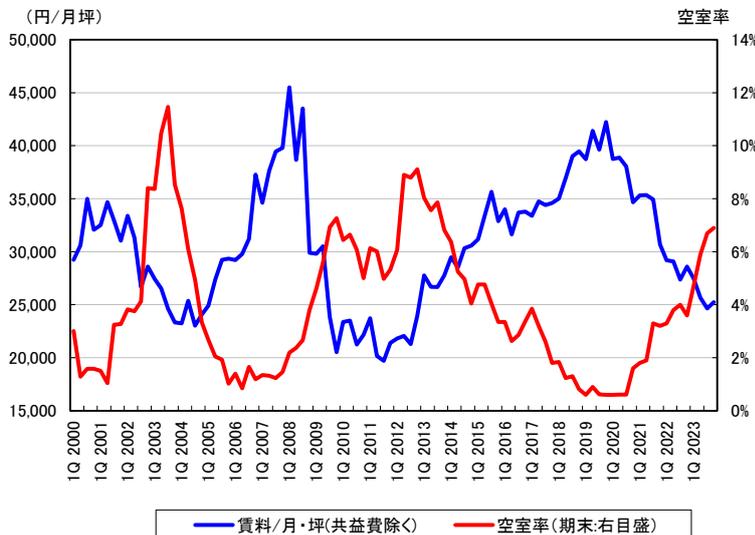
図表-9 主要都市のオフィス空室率



(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

三幸エースト公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2023年第4四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は25,240円(前期比+2.4%)となり、4四半期ぶりに上昇した。また、空室率は6.9%(前期比+0.2%)に小幅上昇した(図表-10)。三幸エーストは、「2024年のAクラスビルの供給量は2023年の3分の1程度に止まる見込みだが、足元では一次空室の消化は緩やかなペースとなっており、今後も空室率は比較的高い水準で推移する」としている。

図表-10 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料



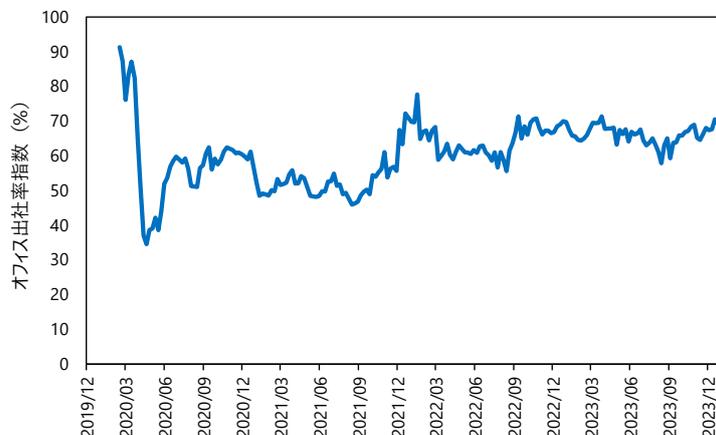
(注)Aクラスビルは、エリア、延床面積(1万坪以上)、基準階面積(300坪以上)、築年数(15年以内)、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エーストが選定している。
(出所)空室率:三幸エースト、賃料:三幸エースト・ニッセイ基礎研究所

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2023年12月末に69%(前年同期70%)となった(図表-11)⁴。2023年に入り、ポ

⁴ 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—オルタナティブデータの活用可能性を探る』\(ニッセイ基礎研究所、基礎研レポート、2021年6月2日\)](#)

ストコロナに移行するなかオフィス回帰の動きが一部見られたが、その足取りは緩やかなものにとどまっている。

図表-11 東京都心部のオフィス出社率



(出所)クロスロケーションズ・ニッセイ基礎研究所

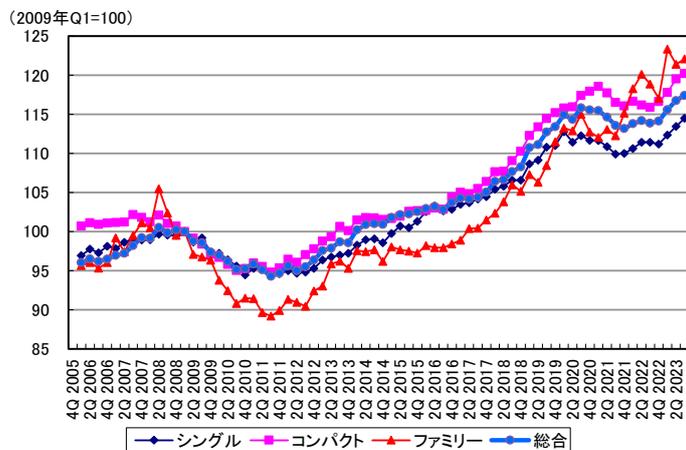
②賃貸マンション

東京 23 区のマンション賃料は、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 3 四半期は前年比でシングルタイプが+3.1%、コンパクトタイプが+4.3%、ファミリータイプが+3.2%と、全ての住居タイプで前年比プラスとなった。(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、渋谷区(+8.8%)、港区(+5.6%)、中央区(+3.5%)、新宿区(+3.3%)、千代田区(+2.0%)となり、上昇基調が続いている(図表-13)。

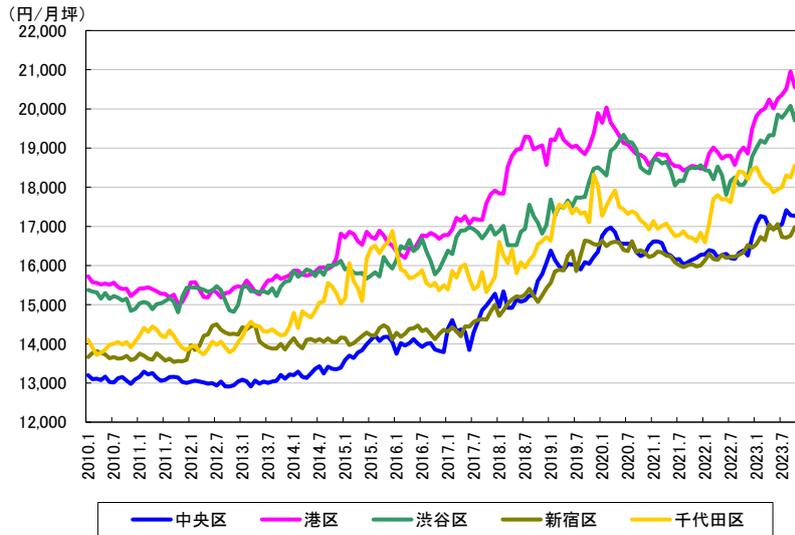
住民基本台帳人口移動報告によると、2023 年 10-12 月の東京 23 区の転入超過数は+1,691 人、2023 年通年では+53,899 人と、2019 年(+64,176 人)対比 84%の水準まで回復した(図表-14)。

図表-12 東京 23 区のマンション賃料



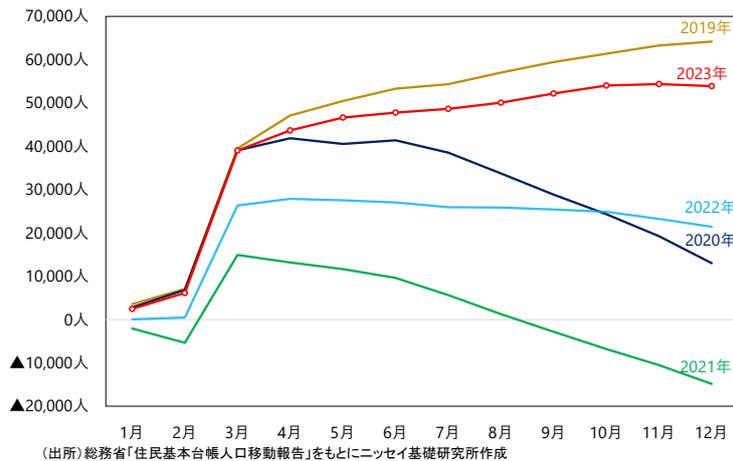
(出所)三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもちにニッセイ基礎研究所が作成

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

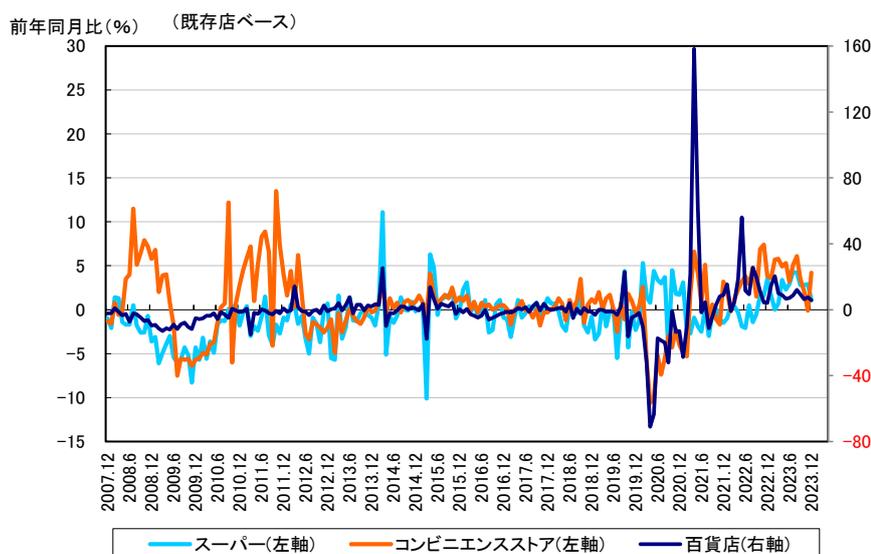
図表-14 東京23区の転入超過数(月次累計値)



③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、インバウンド消費や高額消費が好調な百貨店を中心に売上が増加している。商業動態統計などによると、2023年10-12月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+6.5%、コンビニエンスストアが+2.1%、スーパーが+2.2%となった(図表-15)。12月単月では、百貨店が+5.8%(22カ月連続プラス)、コンビニエンスストアが+4.2%(22カ月連続プラス)、スーパーが+1.1%(15カ月連続プラス)となっている。

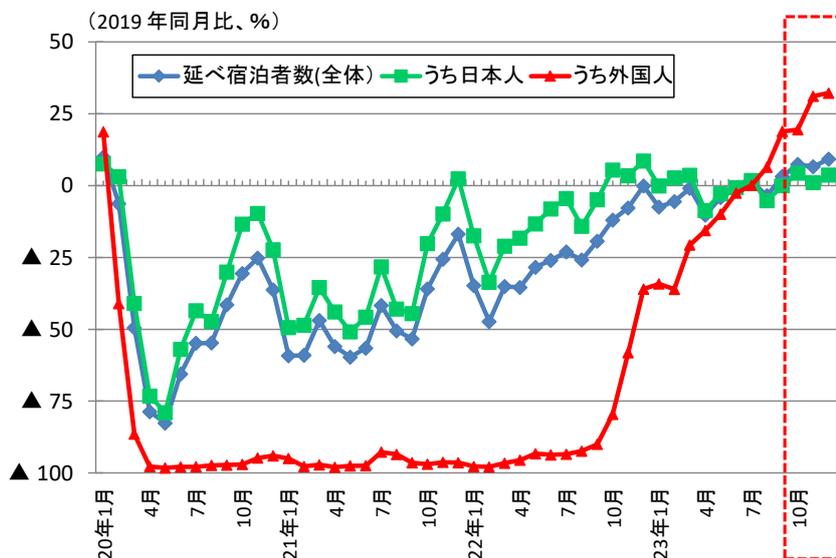
図表-15 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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

ホテル市場は、旺盛なインバウンド需要に牽引されて宿泊者数はコロナ禍前の水準を上回った。宿泊旅行統計調査によると、2023年10-12月累計の延べ宿泊者数は2019年同期比+7.7%となり、このうち日本人が+3.0%、外国人が+27.3%となった(図表-16)。また、STR社によると、12月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+33.7%、東京が+37.1%、大阪が+48.3%となった。

図表-16 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比)



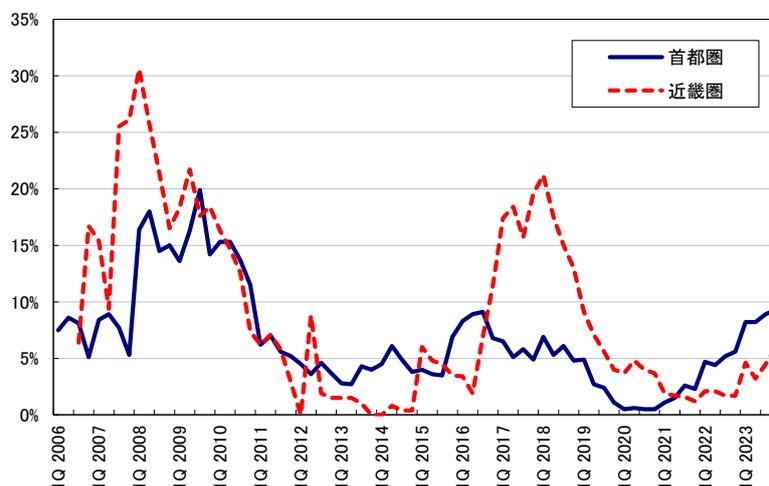
(出所)「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

物流賃貸市場は、首都圏・近畿圏ともに空室率の上昇が続いている。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12月末)は9.3%(前期比+0.4%)となった(図表-17)。今期は、新規供給が10.4万坪(前期23.4万坪)と減少したものの、新規需要が7.3万坪と過去2年で最も低い水準となったことで、空室率が上昇した。近畿圏に

についても空室率は6.0%（前期比+1.5%）に上昇した。

また、一五不動産情報サービスによると、2023年10月の東京圏の募集賃料は4,600円/月坪（前期比+1.8%）に上昇した。

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

2023年第4四半期の東証REIT指数（配当除き）は9月末比▲2.8%下落した。業種別指数では、オフィスが▲2.9%、住宅が▲6.6%、商業・物流等が▲1.8%の下落となった（図表-18）。日本銀行の金融政策修正の影響を見極めるべく、投資家の様子見姿勢が強まるなか、需給面ではJ-REIT特化型投信からの資金流出がマイナスに寄与した。12月末時点のバリュエーションは、純資産11.8兆円に保有物件の含み益5.4兆円を加えた17.2兆円に対して時価総額は15.4兆円でNAV倍率⁵は0.89倍、分配金利回りは4.3%、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。

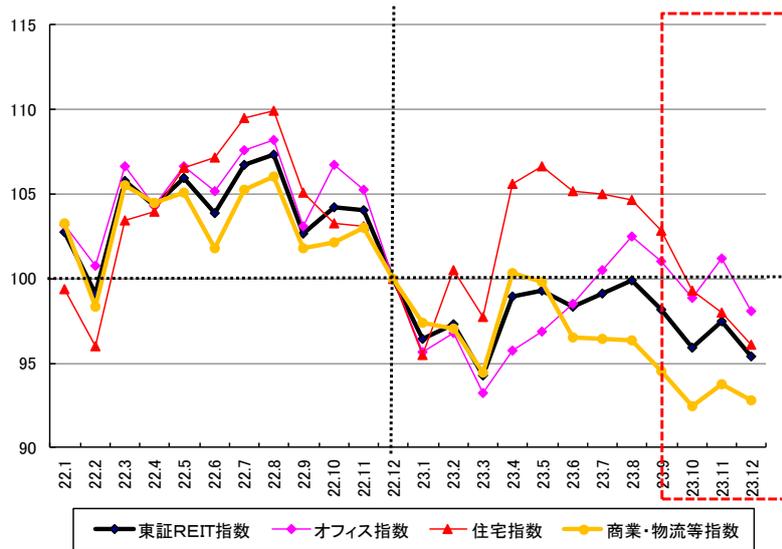
J-REITによる第4四半期の物件取得額（引渡しベース）は1,986億円（前年同期比▲34%）、2023年累計では1兆1,043億円（前年比+25%）となり、2年ぶりに1兆円の大台を超えた。アセットタイプ別の取得割合は、オフィスビル（33%）・物流施設（22%）・ホテル（19%）・住宅（16%）・商業施設（7%）・底地ほか（2%）となり、インバウンド需要の回復を背景にホテルの比率（2%→19%）が高まる一方で、前年トップを占めた物流施設の比率（38%→22%）が大きく低下した（図表-19）。

2023年のJ-REIT市場を振り返ると、東証REIT指数は▲4.6%となり2年連続で下落した（図表-20）。日銀の緩和政策修正を見据えた長期金利の先高観が重くのしかかり、年間を通じて弱含みで推移。平成バブル以来33年ぶりの高値を付けて活況を呈した株式市場（+25.1%上昇）とは対照的に、停滞色の強い1年であった。市場規模については、2年連続で新規上場がなく、2件の合併によって上場銘柄数は61社から58社に、市場時価総額は15.4兆円（前年比▲3%）に減少した。一方、運用資産額（取得額ベース）は物件取得額の回復を受けて22.8兆円（前年比+4%）に増加した。続いて、業績面では、

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。

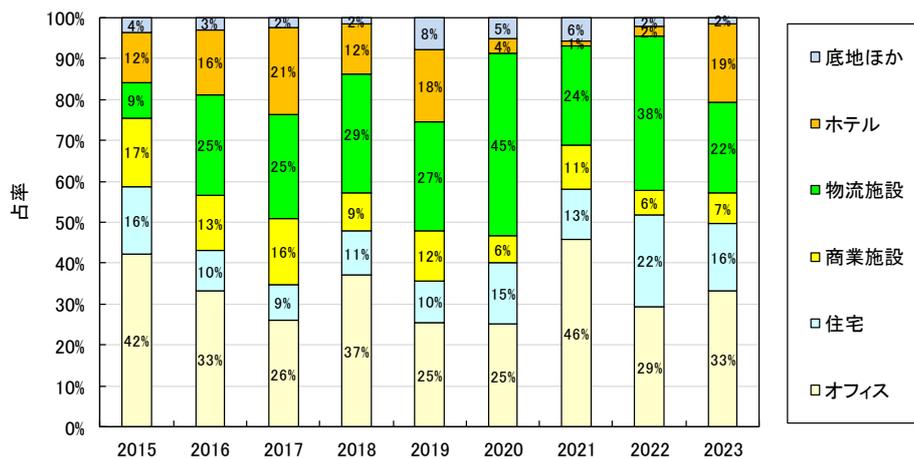
ホテル収益の回復や不動産売却益の計上が寄与し、市場全体の1口当たり予想分配金は前年比+5%増加し、1口当たりNAVも保有不動産の価格上昇を反映して+2%増加した。また、投資法人債の発行金額は625億円(前年比▲9%)となり前年に続いて減少した。市場金利が上昇するなか、発行期間(平均7.0年→5.8年)を短縮することで利率の上昇(平均0.53%→0.81%)を抑制し財務への影響を軽減する動きがみられた。

図表-18 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-19 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-20 2023年のJ-REIT市場(まとめ)

	2022年末	2023年末	騰落率/ 変化幅	備考	
東証REIT 指数	東証REIT指数(配当除き)	1,894	1,807	▲4.6%	年初来安値1,751(3/20)
	東証REIT指数(配当込み)	4,404	4,383	▲0.5%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	61社	58社	▲3社	新規上場なし、合併2件
	市場時価総額(兆円)	15.8兆円	15.4兆円	▲3%	-
	運用資産額(取得額ベース)	21.9兆円	22.8兆円	+4%	過去最高
	物件の新規取得額	0.9兆円	1.1兆円	+25%	2年ぶりに1兆円を超える
	投資法人債発行額	688億円	625億円	▲9%	平均期間5.8年、平均利率0.81%
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	1口当たり予想配当金	74.0	77.8	+5%	-
	1口当たりNAV	1,974	2,021	+2%	-
	分配金利回り(%)	3.9%	4.3%	+0.4%	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%)
株式 市場	P/NAV倍率(x)	0.96x	0.89x	▲0.07x	過去平均(1.1x)
	TOPIX(国内株)	1,892	2,366	+25.1%	年初来高値2,430(9/19)
長期 金利	S&P500(米国株)	3,840	4,770	+24.2%	年初来高値4,783(12/28)
	日本10年金利	0.41%	0.61%	+0.20%	ピーク水準0.96%(11/1)
	米国10年金利	3.84%	3.88%	+0.04%	ピーク水準4.99%(10/19)

(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。