

不動産 投資 レポート

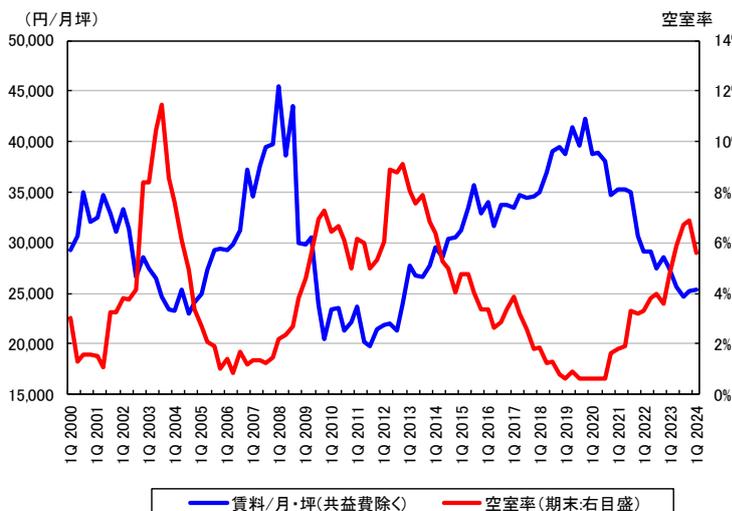
東京オフィス市場は調整局面を脱する。ホテル市場は一段と改善 不動産クォーターリー・レビュー2024年第1四半期

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

要旨

- 日本経済は、下振れリスクの高い状態が続いている。2024年1-3月期の実質GDP(5/16公表予定)は前期比▲0.4%(前期比年率▲1.6%)と2四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、着工戸数の低迷が長期化している。2024年1-3月期の新設住宅着工戸数は前年同期比▲9.6%減少、首都圏のマンション新規発売戸数は▲1.8%減少、中古マンションの成約件数は+6.6%増加した。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+0.5%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2024年1-3月の延べ宿泊者数が2019年対比で+8%増加した。物流賃貸市場は、首都圏の空室率が9.7%と2012年以来12年ぶりの高水準となった。
- 2024年第1四半期の東証REIT指数は▲0.7%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

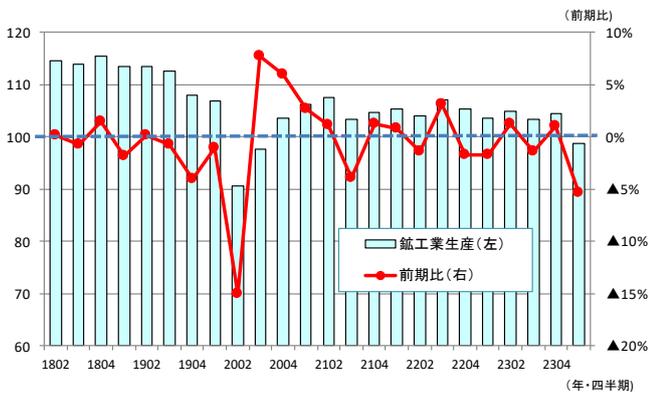
1. 経済動向と住宅市場

5/16 に公表予定の 2024 年 1-3 月期の実質 GDP は前期比▲0.4%（前期比年率▲1.6%）と 2 四半期ぶりのマイナス成長になったと推計される¹。物価高による下押し圧力が続くなか、自動車不正問題の悪影響は民間消費、設備投資、輸出と広範囲に及んだとみられる。一方、名目 GDP は前期比+0.2%（前期比年率+0.7%）と実質の伸びを大きく上回る見通しである。

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▲5.4%と 2 四半期ぶりの減産となった。（図表－1）。業種別では、不正問題の影響で自動車が前期比▲17.3%の大幅減産となったほか、汎用機械（同▲7.8%）や電気機械（同▲9.0%）などほとんどの業種が前期比でマイナスとなった。

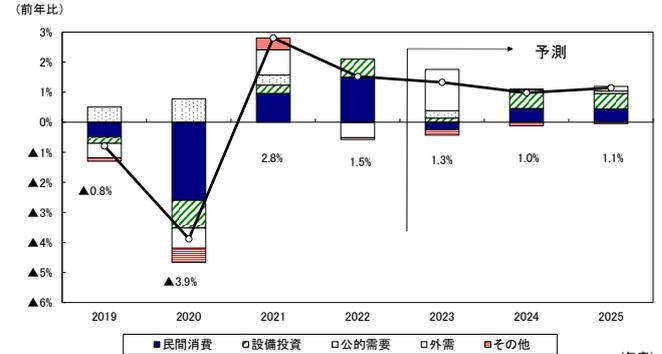
ニッセイ基礎研究所は、3 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2024 年度+1.0%、2025 年度+1.1%を予想する（図表－2）²。民間消費の本格回復は所得・住民減税の実施（6 月）を受けた夏以降となるほか、海外景気の減速を背景に輸出が低迷する見込みであり、2024 年前半は内外需ともに下振れリスクの高い状態が続く見通しである。

図表－1 鉱工業生産(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(2次速報)」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

住宅市場では、建築コスト上昇の影響などから着工戸数の低迷が長期化している。2024 年 3 月の新設住宅着工戸数は 10 カ月連続減少の 64,265 戸（前年同月比▲12.8%）、1-3 月累計では約 18.2 万戸（前年同期比▲9.6%）となり 4 四半期連続で減少した（図表－3）。

2024 年 3 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 2,451 戸（前月同月比+0.5%）、1-3 月累計では 4,882 戸（前年同期比▲1.8%）となった（図表－4）。3 月の 1 戸当たりの平均価格は 7,623 万円（前年同月比▲46.9%）、㎡単価は 113.5 万円（前年同月比▲43.2%）、販売在庫は 5,665 戸（前年比+476 戸）となった。

東日本不動産流通機構によると、2024 年 3 月の首都圏の中古マンション成約件数は 10 カ月連続増加の 3,810 件（前年同月比+10.7%）、1-3 月累計では 9,871 件（前年同期比+6.6%）となり 3 四半期連続で増加した（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も増加基調に転じている。

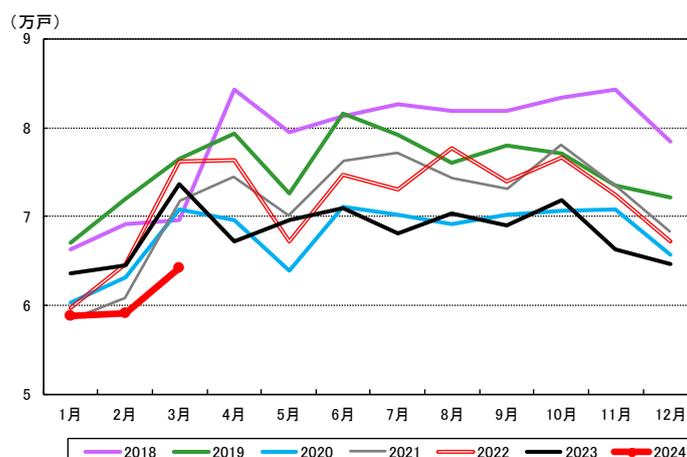
また、日本不動産研究所によると、2024 年 2 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月

¹ 斎藤太郎『2024 年 1-3 月の実質 GDP～前期比▲0.4%（年率▲1.6%）を予測』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2024 年 4 月 30 日）

² 斎藤太郎『2023～2025 年度経済見通し-23 年 10-12 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、2024 年 3 月 11 日）

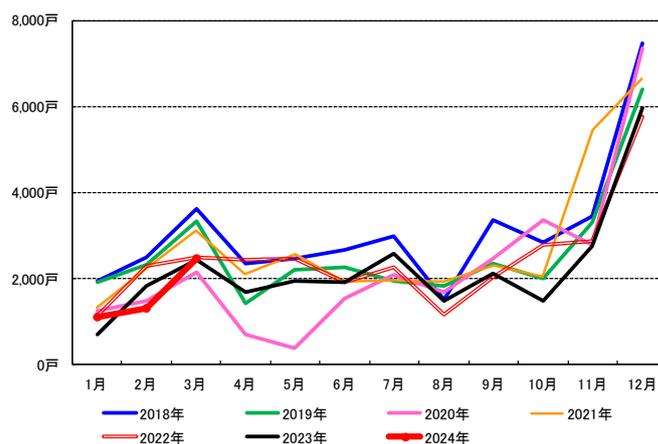
比+0.4%、過去1年間の上昇率は+3.9%となった（図表-6）。

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



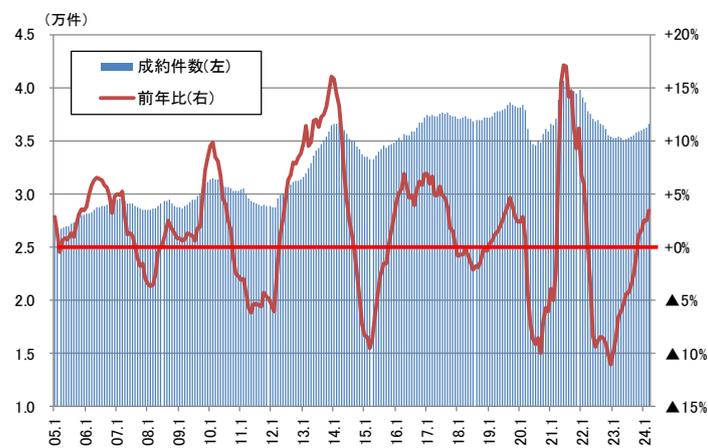
(出所)国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



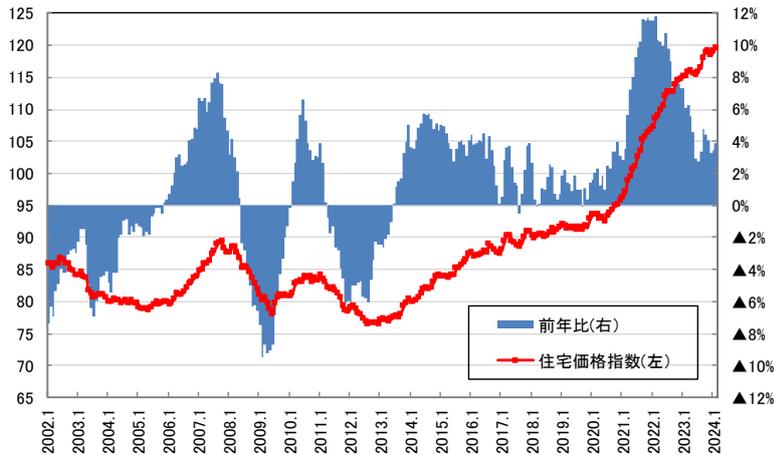
(出所)不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



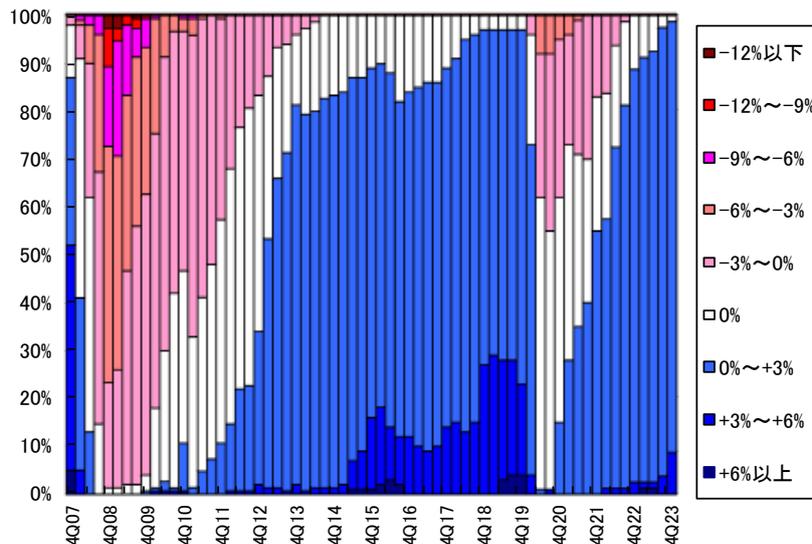
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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 (2023 年第 4 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「79」(前回 78)、横ばいが「1」(前回 2)、下落が「0」(前回 0)で、5 四半期連続で下落地区がゼロとなった(図表-7)。同レポートでは、「住宅地では利便性や住環境に優れた地区における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が継続したほか、オフィス需要が底堅く推移したことから上昇傾向が継続した」としている。

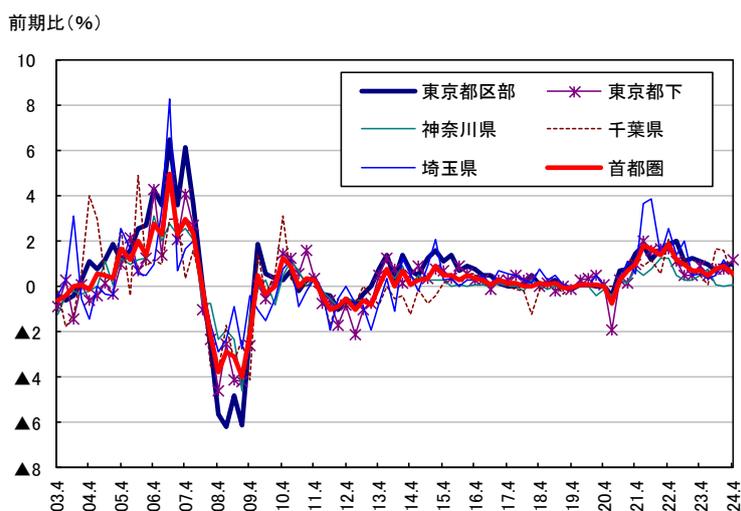
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(4/1 時点)は前期比+0.6%(前回+0.9%)となり 15 四半期連続でプラスとなった。引き続き、住宅地価格は上昇しているものの、値上がり地点の減少と横ばい地点の増加を受けて上昇率は鈍化傾向にある(図表-8)。

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)



(出所)野村不動産ソリューションズのデータをもとに作成

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、2024年3月の東京都心5区の空室率は5.47%（前月比▲0.39%）、平均募集賃料（月坪）は2カ月連続で上昇し19,820円（前月比+0.2%）となった。他の主要都市の空室率をみると、札幌が3%台、大阪が4%台、名古屋・福岡が5%台で比較的安定して推移する一方、横浜(9.18%)と仙台(6.69%)が新規供給の影響を受けて大幅に上昇するなど、都市間で格差が生じている³（図表-9）。

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、2024年第1四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は25,360円（前期比+0.5%）と2期連続で上昇し、空室率は5.6%（前期比▲1.3%）に低下した（図表-10）。三幸エステートは、「昨年竣工した新築ビルを中心に本社移転や館内増床等で数千坪の空室消化が複数あり、空室率低下の要因となった」としている。

また、日経不動産マーケット情報（2024年4月号）によると、「新築オフィスビル40棟⁴のテナント内定率は66%で、半年前の調査より5%上昇した」としている。

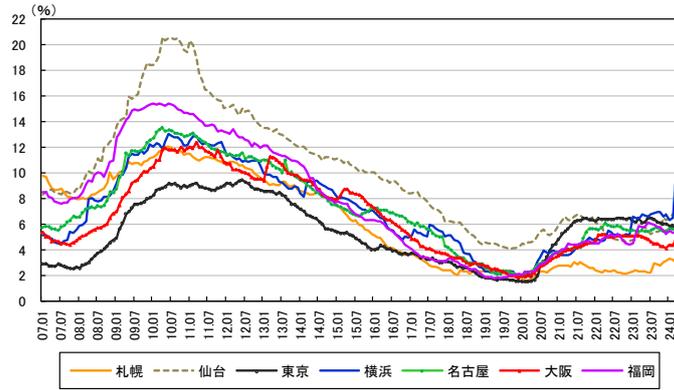
ニッセイ基礎研究所は、東京都心Aクラスビル市場の見通しを2月に発表した⁵。「空室率は今年やや改善したのち6%台で推移し、成約賃料については今後5年間で2%程度上昇する」見通しである。東京オフィス市場は、企業の前向きな移転需要が顕在化し長らく続いた調整局面を脱したと言えるが、来年にオフィスの大量供給を迎えるなか、需要拡大の持続性が試されることになりそうだ。

³ 空室率は上昇傾向にあるものの賃料は前年比プラスを確保している。2024年3月時点の平均募集賃料は、札幌(+5.3%)・仙台(+1.2%)・横浜(+2.1%)・名古屋(+2.2%)・大阪(+1.3%)・福岡(+1.1%)となっている。

⁴ 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で、2022年4月～2025年4月に完成または完成予定の新築ビル。

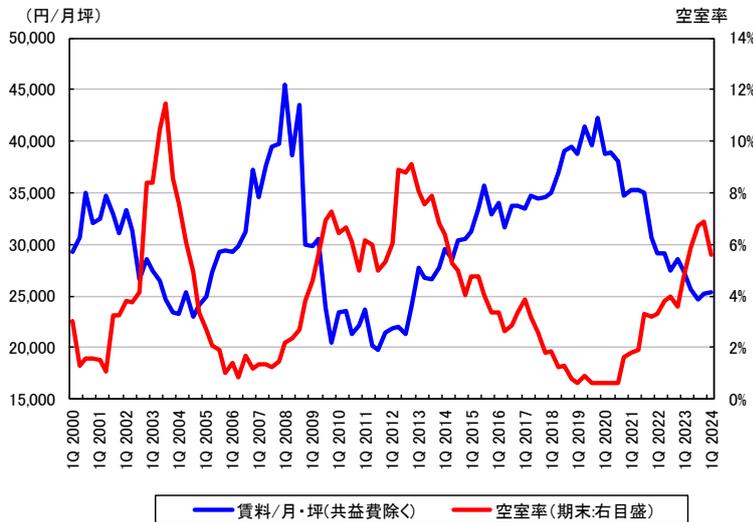
⁵ 吉田資『東京都心部Aクラスビル市場の現況と見通し（2024年2月時点）』（ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2024年2月9日）

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



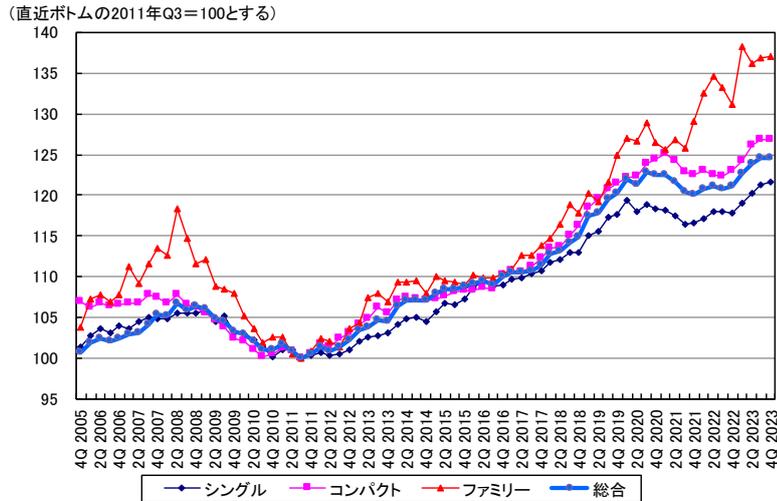
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

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、2023 年第 4 四半期はシングルタイプが+3.5%、コンパクトタイプが+3.7%、ファミリータイプが+5.2%となった(図表-11)。

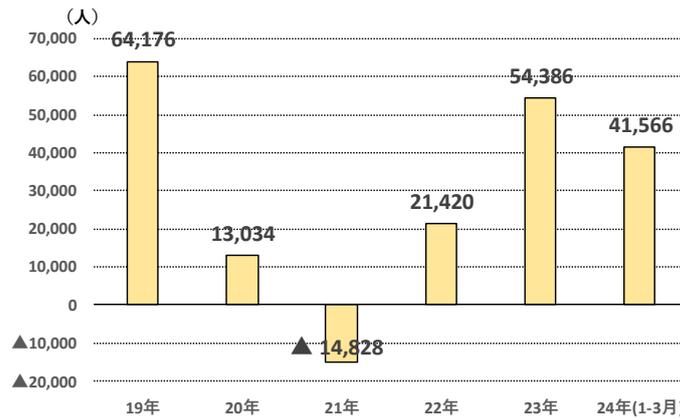
総務省によると、2024 年 1-3 月累計の東京 23 区の転入超過数は+41,566 人(2019 年同期比+5%)となりコロナ禍前の水準を上回った(図表-12)。都市部への人口回帰を受けて住宅需要が高まるなか、賃料が上昇している。

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 東京 23 区の転入超過数(年間、2024 年は 1 月～3 月累計)

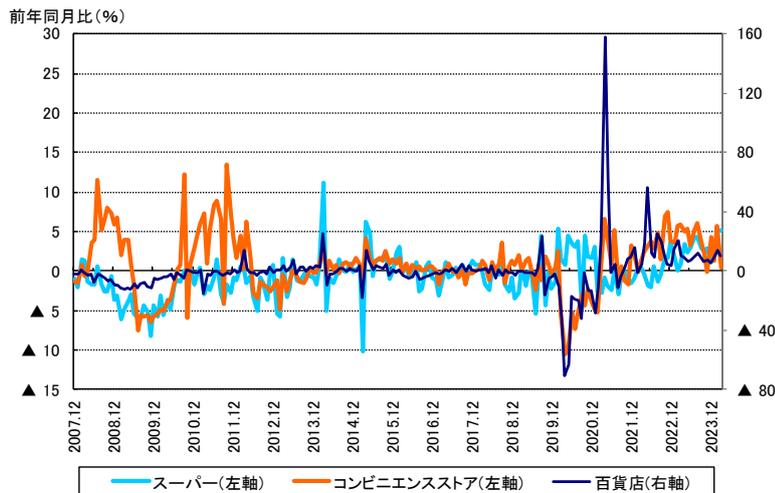


(出所)総務省「住民基本台帳人口移動報告」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、百貨店を中心にインバウンド消費が好調で施設売上が増加している。商業動態統計などによると、2024 年 1-3 月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+10.3%、スーパーが+3.8%、コンビニエンスストアが+2.3%となった。3 月単月では、百貨店が+9.8%(25 カ月連続プラス)、スーパーが+5.1%(18 カ月連続プラス)、コンビニエンスストアが+0.4%(4 カ月連続プラス)となっている（図表-13）。

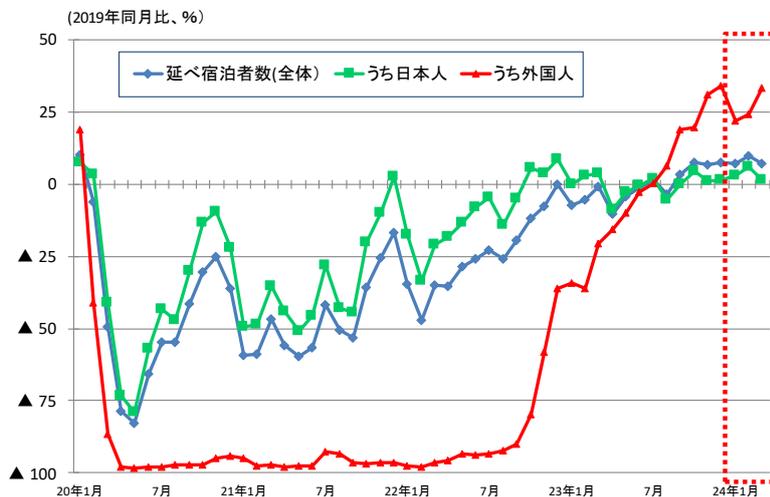
図表-13 百貨店・スーパー・コンビニエンスストアの月次販売額(既存店、前年比)



(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」を基にニッセイ基礎研究所が作成

ホテル市場は、インバウンド需要が牽引し宿泊者数はコロナ禍前の水準を上回って推移し、ホテル収益も大幅な改善を示している。宿泊旅行統計調査によると、2024年1-3月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で+8%増加し、このうち日本人が+3%、外国人が+27%となった(図表-14)。また、STR社によると、3月のホテルRevPARは2019年対比で全国が+30%、東京が+48%、大阪が+24%と大きく上昇している。

図表-14 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月~2024年3月)



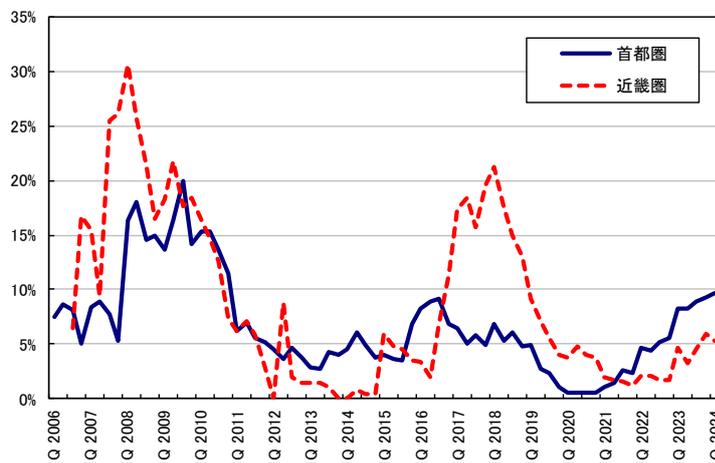
(出所)「宿泊旅行統計調査」を基にニッセイ基礎研究所が作成

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一段と上昇している。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(2024年3月末)は9.7%(前期比+0.4%)と、2012年以来12年ぶりの高水準となった(図表-15)。外縁部を中心に空室の消化に時間を要しており、来期の新規供給のプレリーシングが現時点で30%程度の進捗であることから、空室率は10%を超える可能性もあるとのことである。一方、近畿圏の空室率は

5.3%（前期比▲0.7%）に低下し、空室は一部の物件や一部の地域に限られている。

また、一五不動産情報サービスによると、2024年1月の東京圏の募集賃料は4,620円/月坪（前期比+0.4%）に上昇した⁶。

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

2024年第1四半期の東証REIT指数（配当除き）は昨年12月末比▲0.7%下落した。セクター別では、オフィスが▲2.7%下落する一方、住宅(+4.5%)と商業・物流等(+0.2%)は上昇した（図表-16）。金融政策正常化に伴う金利の先高観に加えて、需給面では新NISAを契機としたJリート投信（毎月分配型）からの資金流出が響き、東証REIT指数は一時2020年11月以来の安値水準に下落した。その後は期末にかけて反発したものの、株式市場（TOPIX+17.0%）の上昇率を大きく下回った。3月末時点のバリュエーションは、純資産11.9兆円に保有物件の含み益5.4兆円を加えた17.3兆円に対して時価総額は15.3兆円でNAV倍率⁷は0.89倍、分配金利回りは4.4%、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。

また、J-REITによる第1四半期の物件取得額は5,091億円(前年同期比+39%)と大幅に増加した。アセットタイプ別では、オフィス(36%)・物流施設(28%)・住宅(17%)・ホテル(9%)・底地ほか(8%)・商業施設(3%)となり、オフィスと物流施設が全体の6割強を占めている（図表-17）。

ニッセイ基礎研究所は、3月にJ-REIT市場の分配金見通しを発表した⁸。2024年はプラス成長を維持するものの、借入金利の上昇が下押し要因となり、今後5年間の分配金成長率は▲5%となる見通しである。今後の「金利のある世界」「インフレのある世界」を前提にすると、J-REIT各社には金利とイ

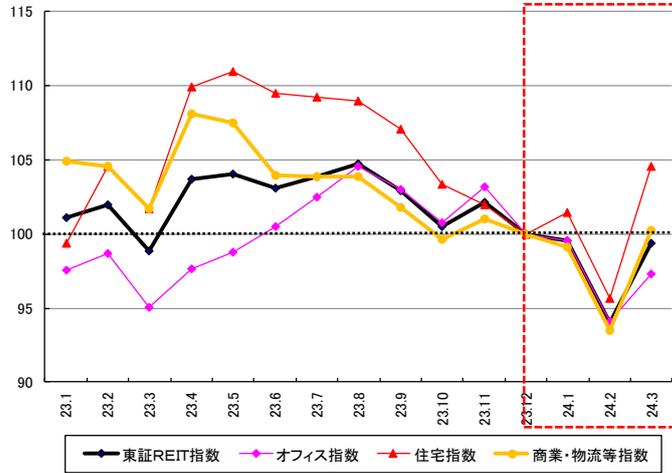
⁶ J-REITが所有する物流施設は賃料の増額改定が続いている。GLP投資法人(2024年2月期)の満期更改時賃料上昇率は+7.2%、日本プロロジスリート投資法人(2023年11月期)の改定賃料変動率は+4.2%であった。

⁷ 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す指標。

⁸ 岩佐浩人『J-REIT市場の動向と収益見通し。借入金利上昇を背景に今後5年間で▲5%減益を見込む～シナリオ別の分配金レンジは「▲18%～+7%となる見通し～」』

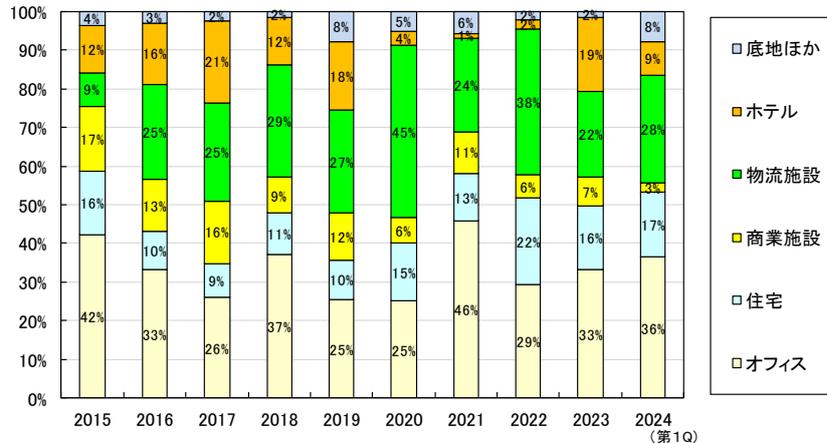
ンフレに打ち克つ内部成長の実現が求められる。保有不動産のバリューアップを通じた賃料水準の引き上げや資本コストを意識したマネジメント力の発揮に期待したい。

図表-16 東証 REIT 指数の推移 (2023 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

(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。