

不動産 投資 レポート

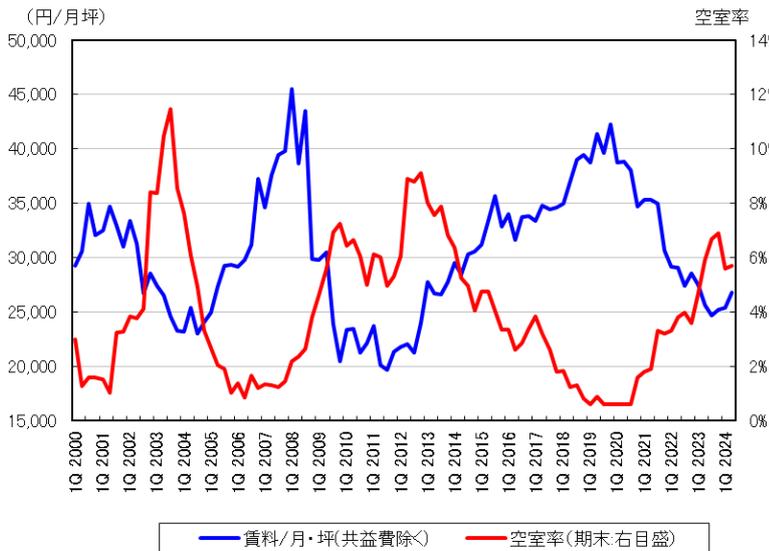
東京オフィス市場は賃料の底打ちが 明確に。物流市場は空室率高止まり 不動産クォーターリー・レビュー2024年第2四半期

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

要旨

- 日本経済は一進一退の状態にある。2024年4-6月期の実質GDP(8/15公表予定)は前期比+0.8%(前期比年率+3.0%)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、価格上昇が続いている。2024年4-6月期の新設住宅着工戸数は前年同期比+0.5%増加、首都圏のマンション新規発売戸数は▲24.4%減少、中古マンションの成約件数は+6.3%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+5.6%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4-6月の延べ宿泊者数が2019年対比で+6%増加した。物流賃貸市場は、首都圏の空室率が9.7%と高止まりしている。
- 2024年第2四半期の東証REIT指数は▲4.0%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

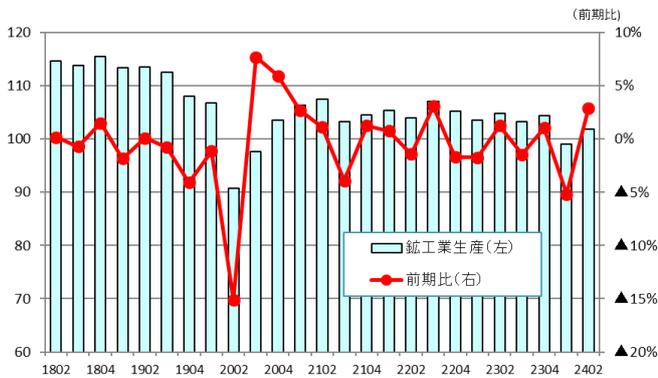
1. 経済動向と住宅市場

8/15 に公表予定の 2024 年 4-6 月期の実質 GDP は前期比+0.8%（前期比年率+3.0%）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、1-3 月期（前期比▲0.9%）の大幅な落ち込みの反動の側面が強く、景気は一進一退の状態にある。

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+2.9%と 2 四半期ぶりの増産となった。（図表-1）。業種別では、不正問題の影響で落ち込んだ自動車が前期比+11.7%の大幅増産となったほか、電子部品・デバイスが同+4.3%と高い伸びとなった。

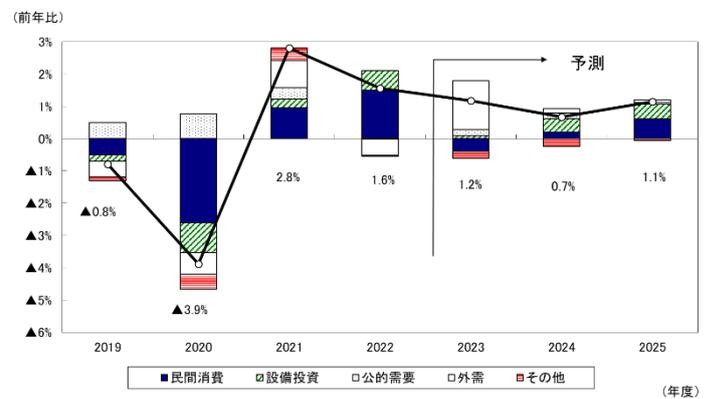
ニッセイ基礎研究所は、6 月に経済見通しの改定を行った。実質 GDP 成長率は 2024 年度+0.7%、2025 年度+1.1%を予想する（図表-2）²。6 月から実施される所得・住民税減税や実質賃金上昇率のプラス転化などが民間消費を一定程度押し上げることから、2024 年度後半以降は年率 1%前後の成長が続く見通しである。

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(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、住宅価格の上昇が続いている。2024 年 6 月の新設住宅着工戸数は 2 カ月連続減少の 66,285 戸（前年同月比▲6.7%）、4-6 月累計では約 20.9 万戸（前年同期比+0.5%）となり 5 四半期ぶりに増加した(図表-3)。

2024 年 6 月の首都圏のマンション新規発売戸数は 1,662 戸（前月同月比▲12.8%）、4-6 月累計では 4,184 戸（前年同期比▲24.4%）となった(図表-4)。6 月の 1 戸当たりの平均価格は 8,199 万円（前年同月比+25.2%）、㎡単価は 121.8 万円(同+17.0%)、販売在庫は 5,418 戸(前月比▲41 戸)となった。

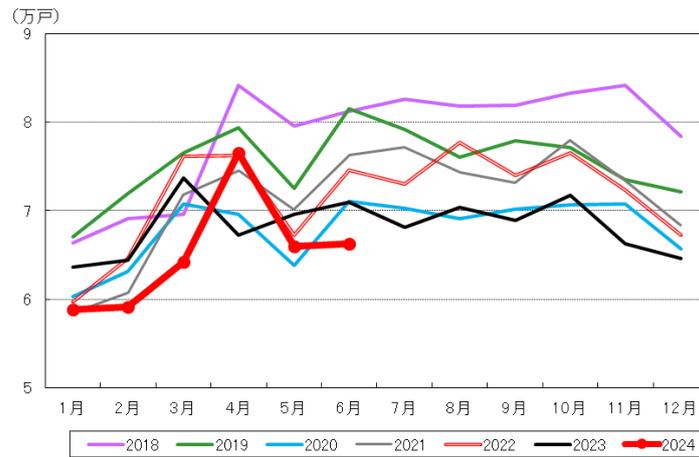
東日本不動産流通機構によると、2024 年 6 月の首都圏の中古マンション成約件数は 13 カ月連続増加の 3,259 件（前年同月比+4.8%）、4-6 月累計は 9,355 件(前年同期比+6.3%)となり 4 四半期連続で増加した(図表-5)。中古マンション市場では成約価格が上昇し、成約件数も増加が続いている。

日本不動産研究所によると、2024 年 5 月の住宅価格指数（首都圏中古マンション）は前月比+0.9%、過去 1 年間の上昇率は+5.8%となった（図表-6）。

¹ 斎藤太郎『2024 年 4-6 月期の実質 GDP～前期比 0.8%（年率 3.0%）を予測～』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2024 年 7 月 31 日）

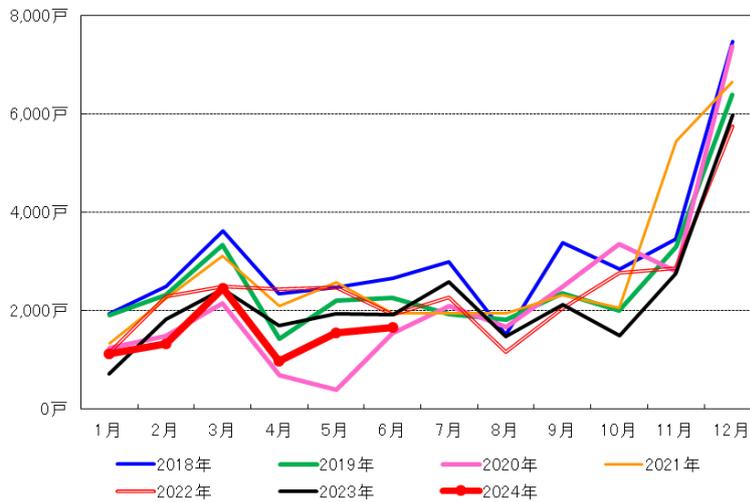
² 斎藤太郎『2024・2025 年度経済見通し-24 年 1-3 月期 GDP 2 次速報後改定』（ニッセイ基礎研究所、Weekly エコノミスト・レター、2024 年 6 月 10 日）

図表-3 新設住宅着工戸数(全国、暦年比較)



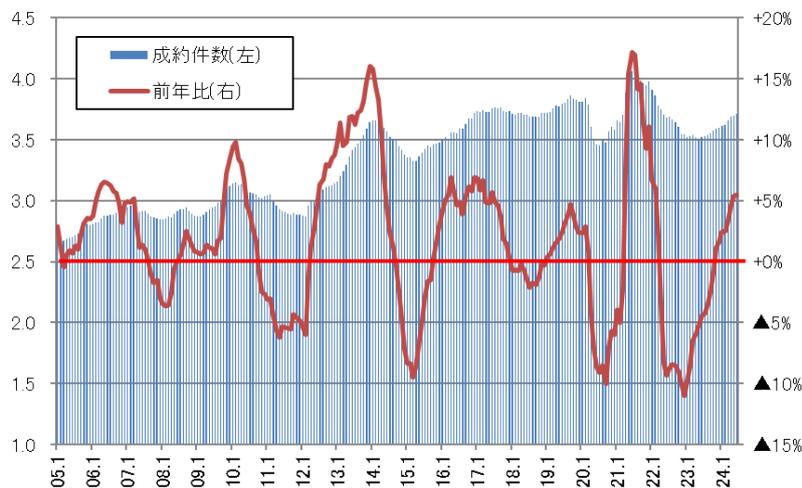
(出所) 国土交通省「建築着工統計調査報告書」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

図表-4 首都圏のマンション新規発売戸数(暦年比較)



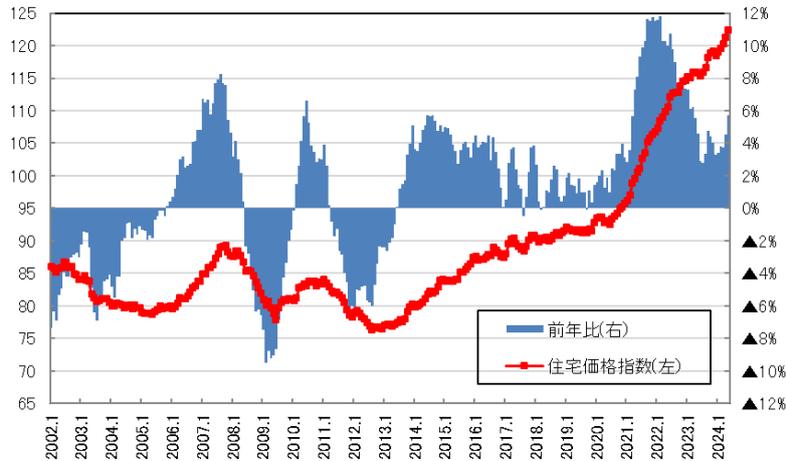
(出所) 不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

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)



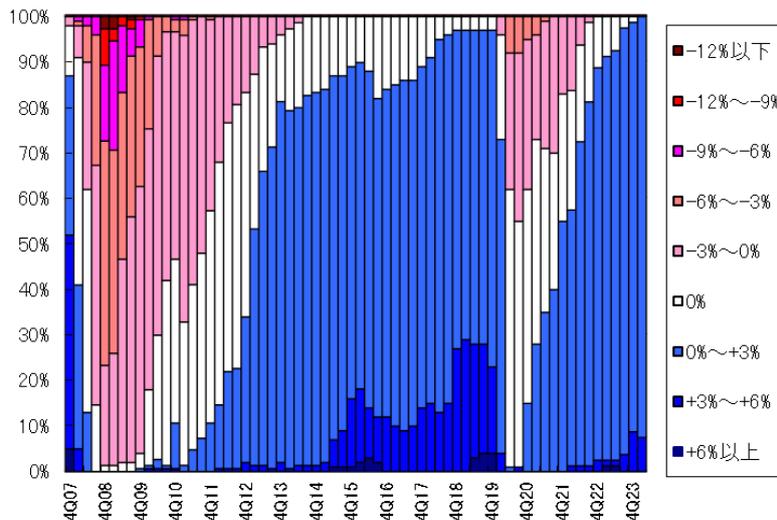
(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」をもとにニッセイ基礎研究所が作成

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 (2024 年第 1 四半期)」によると、全国 80 地区のうち上昇が「80」(前回 79)となり、調査開始以降、初めて全ての地区が上昇となった(図表-7)。同レポートでは、「住宅地では利便性や住環境に優れた地区におけるマンション需要が堅調であること。商業地では店舗需要の回復傾向が継続しオフィス需要も底堅く推移し上昇傾向が継続した」としている。

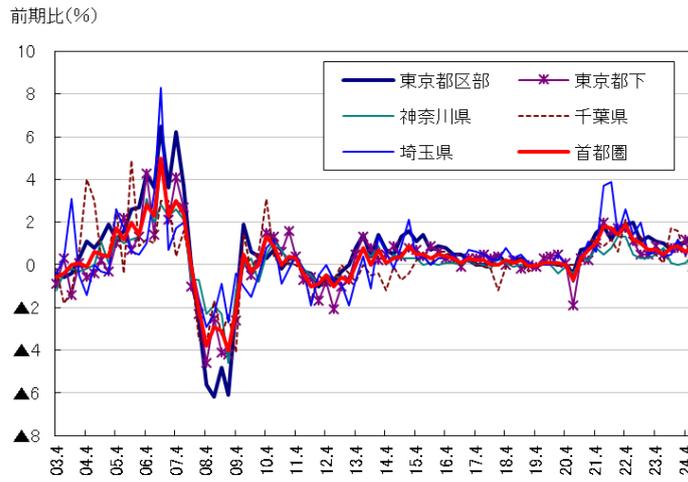
また、野村不動産ソリューションズによると、首都圏住宅地価格の変動率(7/1 時点)は前期比+0.9%(前回+0.6%)となり 16 四半期連続でプラスとなった。東京 23 区では上昇率が拡大し、都心 5 区の価格高騰が再び周辺区に広がりつつある(図表-8)。

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」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

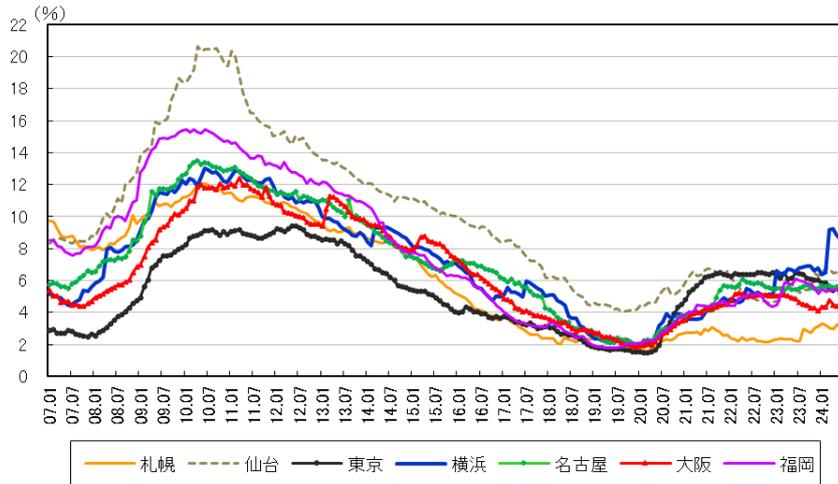
三鬼商事によると、2024年6月の東京都心5区の空室率は5.15%(前月比▲0.33%)、平均募集賃料(月坪)は19,979円(前月比+0.2%)となり5カ月連続で上昇した。他の主要都市の空室率をみると、札幌が3%台、大阪が4%台、名古屋・福岡が5%台で安定して推移する一方、横浜(8.58%)と仙台(6.34%)は新規供給の増加を受けて前期に続き高い水準にある³。また、2024年は大阪と福岡で大型の供給が控えており今後の動向を注視したい(図表-9)。

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2四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は26,791円(前期比+5.6%)と3期連続で上昇し、空室率は5.7%(前期比+0.1%)となった(図表-10)。三幸エステートは、「まとまった面積の空室を抱えて竣工した新築ビルがあった一方、本社移転や新規開設等により空室消化が進んでおり、オフィス需要は拡大傾向が続いている」としている。

また、日経不動産マーケット情報(2024年8月号)によると、東京ビジネス地区のオフィス成約賃料は22エリア中15エリアで賃料の上限または下限が上昇した⁴。このように、東京オフィス市場では賃料の底打ちが明確になっているものの、来年にオフィスの大量供給を控えるなか需要拡大の持続性が試されることになる。

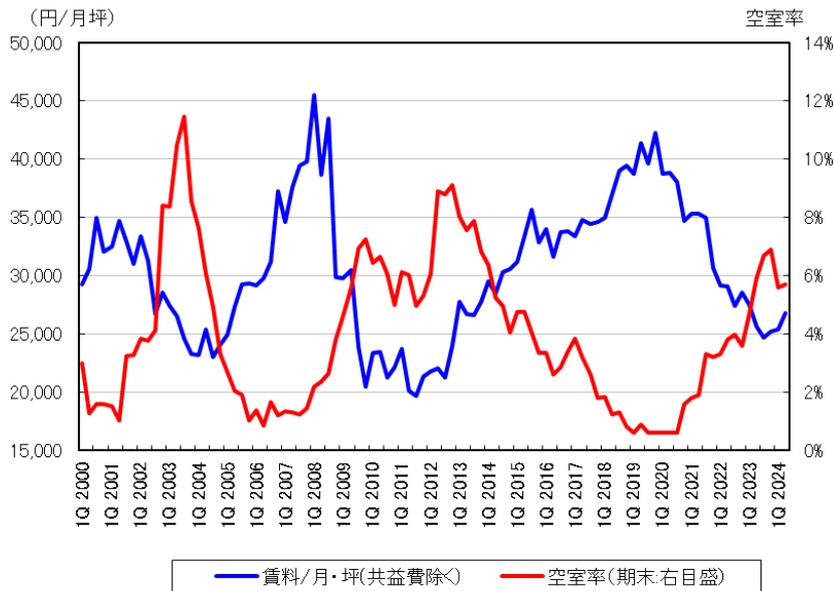
³ いずれの都市も賃料は前年比プラスとなっている。2024年6月時点の平均募集賃料は、札幌(前年同月比+5.1%)・仙台(+1.4%)・横浜(+2.2%)・名古屋(+2.0%)・大阪(+2.1%)・福岡(+1.9%)となっている。
⁴ 上昇幅が最も大きかったエリアは「渋谷駅周辺」で、3か月前と比べて下限が2,000円、上限が3,000円上昇し、成約水準は3.0万円~3.8万円となった。

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



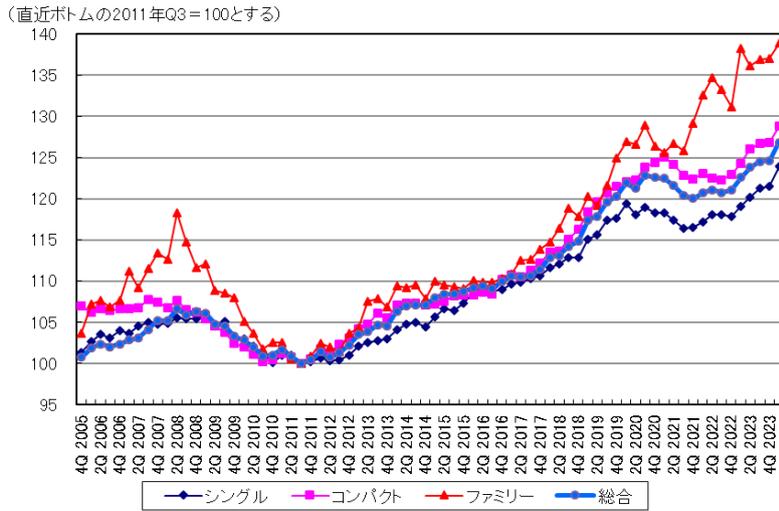
(出所)空室率:三幸エステート、賃料:三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

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、2024 年第 1 四半期はシングルタイプが+4.7%、コンパクトタイプが+4.4%、ファミリータイプが+0.6%となった(図表-11)。

総務省によると、2024 年 1-6 月累計の東京 23 区の転入超過数は+55,136 人(2019 年同期比+3%)となりコロナ禍前の水準を上回った。都市部への人口流入に伴う需要の高まりを背景に賃料が上昇している。

図表-11 東京 23 区のマンション賃料

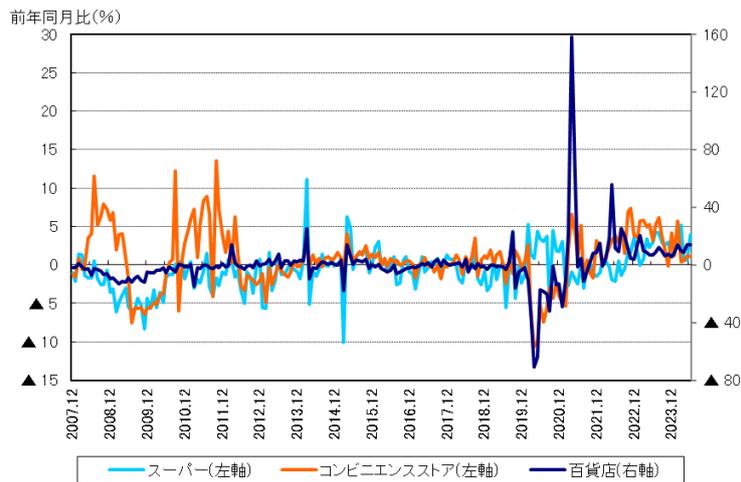


(出所) 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもとに作成

③商業施設・ホテル・物流施設

商業セクターは、インバウンド消費の好調な伸びを受けて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4-6月の小売販売額(既存店、前年同期比)は百貨店が+12.1%、スーパーが+1.7%、コンビニエンスストアが+0.9%となった。6月単月では、百貨店+13.8%(28カ月連続プラス)、スーパー+3.9%(21カ月連続プラス)、コンビニ+1.1%(7カ月連続プラス)となっている(図表-12)。

図表-12 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、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宿泊者数はコロナ禍前の水準を上回って推移している。宿泊旅行統計調査によると、2024年4-6月累計の延べ宿泊者数は2019年対比で+6%増加し、このうち日本人が▲2%、外国人が+35%となった

(図表-13)。また、STR 社によると、6月のホテル RevPAR は2019年対比で全国が+27%、東京が+48%、大阪が+12%と上昇が続いている。

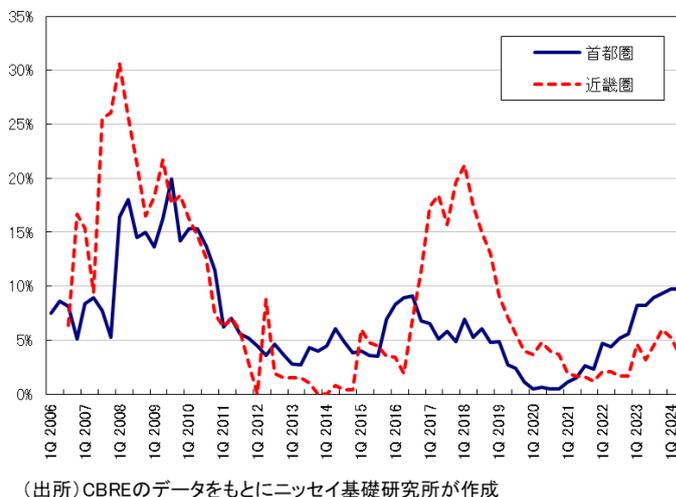
図表-13 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月~2024年6月)



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 (2024年6月末) は9.7%と前期から横ばいとなった(図表-14)。今後の見通しについては、約3年続いた空室率の上昇傾向は今期で頭打ちとなるものの、首都圏全体の空室面積が64.2万坪と過去最高水準にあるため、空室率低下のペースは緩やかとのことである。一方、近畿圏の空室率は既存物件で空室消化が進んだことから3.7% (前期比▲1.6%) に低下した。

また、一五不動産情報サービスによると、2024年4月の東京圏の募集賃料は4,860円/月坪 (前期比+5.2%) となり、3四半期連続で上昇した。

図表-14 大型マルチテナント型物流施設の空室率



4. J-REIT(不動産投信)市場

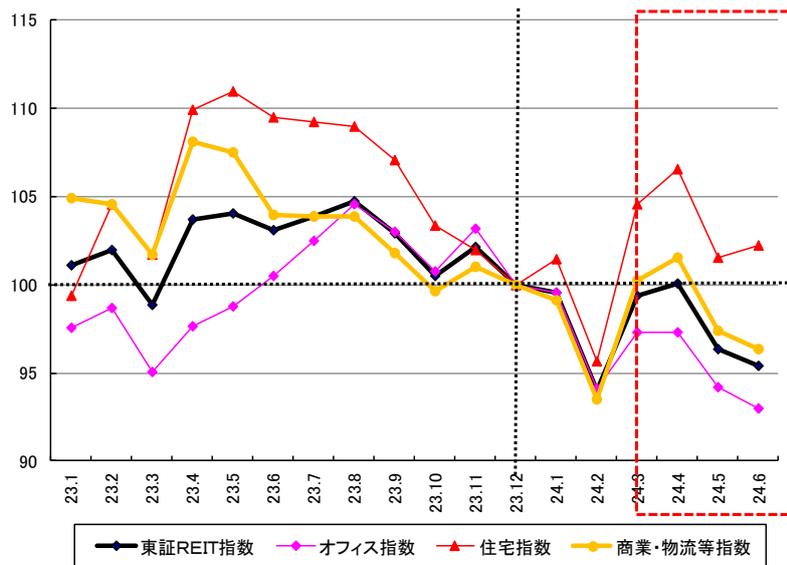
2024年第2四半期の東証REIT指数(配当除き)は3月末比▲4.0%下落した。セクター別では、オフィスが▲4.4%、住宅が▲2.2%、商業・物流等が▲3.9%となり、全てのセクターが下落した(図表-15)。6月末時点のバリュエーションは、純資産12.0兆円に保有物件の含み益5.5兆円を加えた17.5兆円に対して時価総額は14.8兆円でNAV倍率は0.84倍、分配金利回りは4.7%、10年国債利回りに対するイールドスプレッドは3.6%となっている。

J-REITによる第2四半期の物件取得額は2,381億円(前年同期比▲0.7%)、上期累計(1-6月)では7,473億円(同+23%)となった(図表-16)。アセットタイプ別では、オフィスビル(30%)・住宅(27%)・物流施設(21%)・ホテル(10%)・商業施設(6%)・底地ほか(6%)となり、住宅は都心部への人口流入などを背景に賃料上昇が期待できるアセットとして取得意欲が旺盛で、昨年1年間の取得実績を既に上回っている(23年1,821億円→24年上期2,042億円)。

今年上期のJ-REIT市場を振り返ると(図表-17)、東証REIT指数(配当除き)は▲4.6%下落、配当込みで▲2.4%下落した。引き続き、金利上昇への警戒感が強いなか、需給面ではMSCI指数の銘柄入れ替え(5月末)に絡んだ海外投資家の売り圧力やREIT公募投信(上場ETFを除く)からの資金流出など需給環境が悪化し、期末にかけて弱含みで推移した。

続いて、市場規模を確認すると、上場銘柄数は58社で昨年末から変わらず、市場時価総額は14.8兆円(昨年末比▲4%)、運用資産額(取得額ベース)は23.1兆円(同+1%)となった。また、業績面では、ホテル収益の拡大や不動産売却益の計上等が牽引して、市場全体の1口当たり予想分配金は昨年末比+4%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て+1%増加し、いずれも過去最高を更新した。一方、Jリートによる投資法人債の発行利率は24年上期平均で1.33%(23年平均0.81%)と大幅に上昇しており、今後は借入コスト上昇に伴う分配金への影響に留意する必要があるようだ。

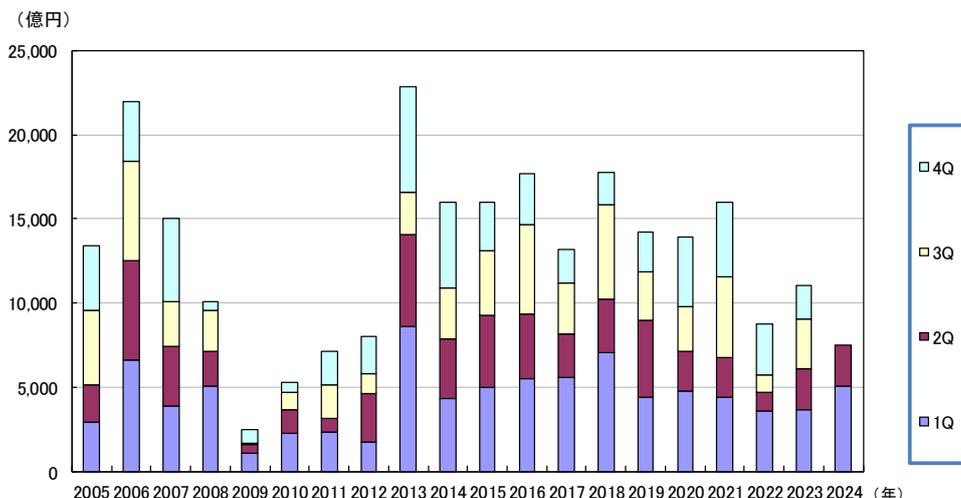
図表-15 東証REIT指数の推移(2023年12月末=100)



(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

⁵ 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-16 J-REITによる物件取得額(四半期毎)



(注)引渡しベース。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-17 2024年上期のJリート市場(まとめ)

	2023年末	2024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)	1,807	1,724	▲4.6%	年初来安値:1,667(3/13)
	東証REIT指数(配当込み)	4,383	4,278	▲2.4%	-
市場規模 など	上場銘柄数(社)	58社	58社	±0	新規上場、上場廃止ともにゼロ
	市場時価総額(兆円)	15.4兆円	14.8兆円	▲4%	-
	運用資産額(取得額ベース)	22.8兆円	23.1兆円	+1%	過去最高
	物件の新規取得額	11,043億円	7,473億円	-	前年同期比+23%(23年上期6,072億円)
ファンダメン タルズ/ バリュエー ション	投資法人債発行額	625億円	147億円	-	平均期間6.9年、平均利率1.33%
	1口当たり予想分配金	77.8	80.7	+4%	過去最高
	1口当たりNAV	2,021	2,042	+1%	過去最高
	分配金利回り(%)	4.3%	4.7%	+0.4%	過去平均(4.3%)
	イールドスプレッド(対10年金利)	3.7%	3.6%	▲0.1%	過去平均(3.5%)
株式 市場	P/NAV倍率(x)	0.89x	0.84x	▲0.05x	過去平均(1.1x)
	TOPIX(国内株)	2,366	2,810	+18.7%	バブル期以来の高値更新
長期 金利	S&P500(米国株)	4,770	5,460	+14.5%	史上最高値更新
	日本10年金利	0.61%	1.04%	+0.43%	-
	米国10年金利	3.88%	4.39%	+0.51%	-

(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はありません。