

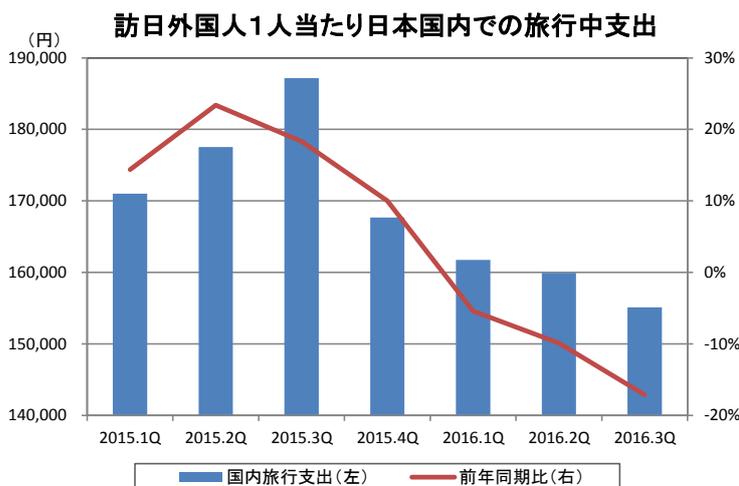
不動産投資レポート

オフィス賃料は反発も、インバウンド需要のピークアウトが商業施設、ホテルに影響 ～不動産クォーターリー・レビュー2016年第3四半期～

金融研究部 不動産投資チーム 主任研究員 増宮 守
masumiya@nli-research.co.jp

要旨

- 国内経済は、外需の支えによって緩やかな成長を継続している。住宅市場では、首都圏の新築分譲マンション販売戸数が一旦回復した。地価動向は、年次ベースでは回復が続いているものの、直近は首都圏住宅地の地価上昇が収束しつつある。
- 賃貸オフィス市場では、空室率の上昇に先んじて下落していた東京のAクラスビル賃料が反発した。また、賃貸マンション市場では、高水準の賃料推移が続いている。
- 商業施設、ホテル市場では、インバウンド需要のピークアウトの影響が表れている。また、物流施設賃貸市場では、首都圏に続き、大阪圏でも大量供給が本格化している。
- 東証 REIT 指数は、日銀による「金融緩和の総括的な検証」を前に小動きに終始し、6月末比▲1.0%下落した。不動産投資市場では、取引額が大幅に縮小しており、不動産価格サイクルのピークアウトを視野に市場活力が減退している。



* パッケージツアー参加費の日本国内支出分(出発国から日本までの往復運賃以外)を含む
 (出所)観光庁「訪日外国人の消費動向、H28年7-9月期報告書」のデータに基づきニッセイ基礎研究所が作成

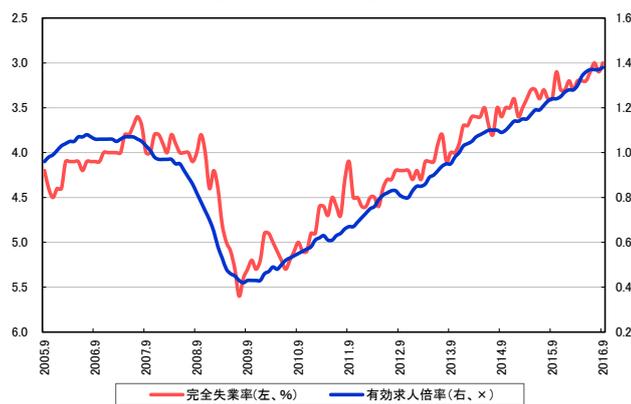
1. 経済動向と住宅市場

国内経済は緩やかな成長を続けており、2016年7-9月期の実質GDP成長率は、3四半期連続で前期比プラスを維持したとみられる。ただし、外需に依存した経済成長となっており、アジア向けのスマートフォン発売に伴うIC輸出の増加や、米国向けの底堅い自動車輸出などが寄与した。一方、国内では台風上陸などの天候不順の影響から個人消費が低迷し、業績見通しの悪化により企業の設備投資も弱含むなど、内需は総じて冴えなかった。

今後は世界経済の減速で外需に期待しづらくなるものの、雇用所得環境の改善を背景に(図表-1)、個人消費が底堅く推移し、プラスの経済成長が続くとみられている。日銀短観の大企業業況判断DIをみても、2016年第4四半期の見通しは、不動産業が29ポイント、非製造業が16ポイント、製造業も6ポイントとなり、3業種とも一定のプラス水準を維持している(図表-2)。

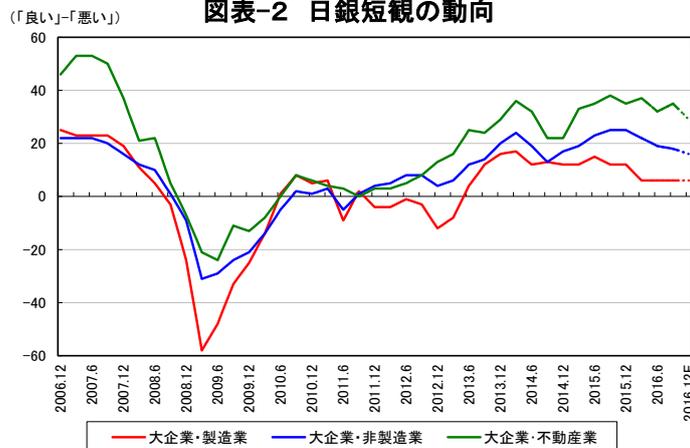
ニッセイ基礎研究所では、内閣府による2016年4-6月期の実質GDP成長率実績値の上方修正を受け、2016年度の実質GDP成長率予想を0.2%上方修正して+0.7%とし、2017年度の予想を+1.0%とした¹。輸出、設備投資の低迷が続くことから、2016年度中は年率ゼロ%台の成長にとどまるものの、個人消費の増加などから景気の腰折れは回避され、円高の影響が一巡する2017年度は年率1%台の成長が続くと見込んでいる。

図表-1 完全失業率と有効求人倍率



(出所)総務省統計局「労働力調査」、厚生労働省「一般職業紹介状況」を基にニッセイ基礎研究所が作成

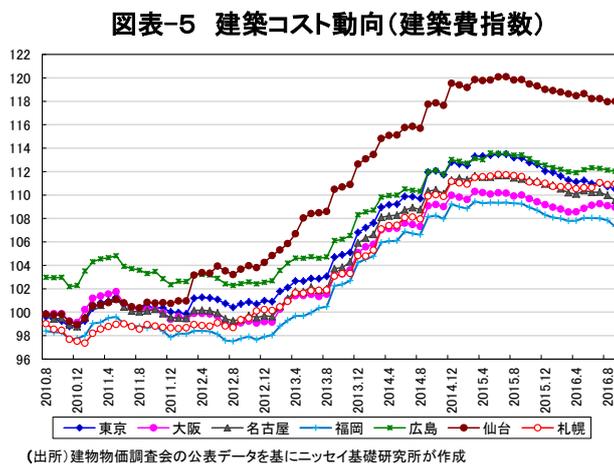
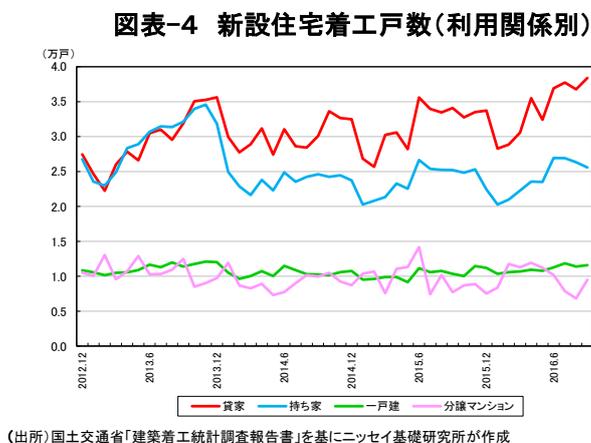
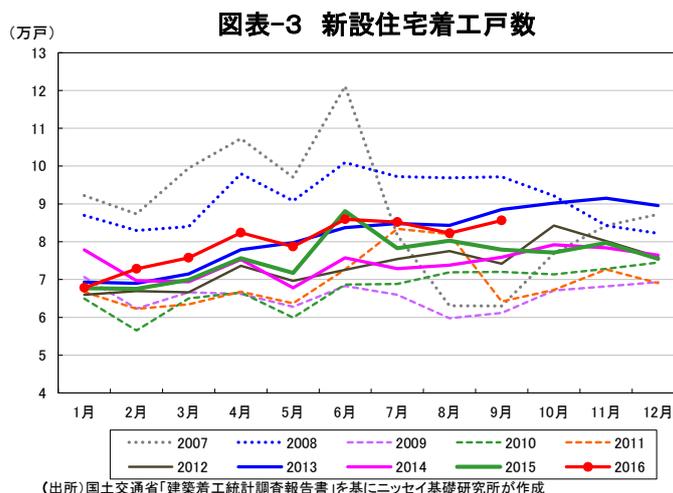
図表-2 日銀短観の動向



(出所)日本銀行「企業短期経済観測調査」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

¹ 斎藤太郎「[2016・2017年度経済見通し～16年4-6月期GDP2次速報後改定](#)」ニッセイ基礎研究所、Weeklyエコノミストレーター、2016年9月8日

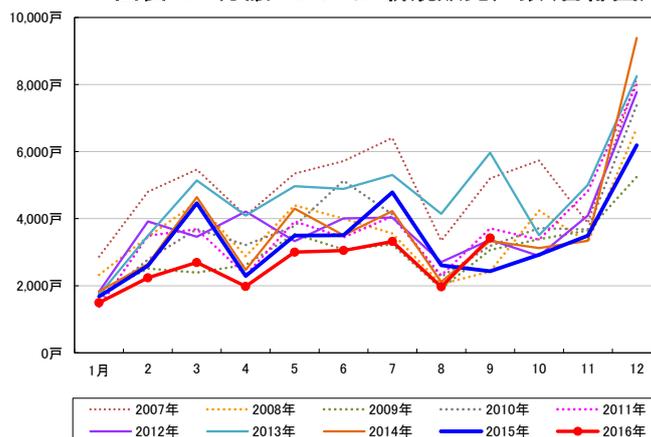
住宅市場は概ね堅調で、9月の新設住宅着工は 85,622 戸と 2013 年の水準に迫り、前年同月比プラスが続いている(図表-3)。ただし、内訳をみると、強い伸びは貸家着工に限られている。分譲マンション着工は近年の平均以下の水準にあり、また、消費増税の延期による駆け込み需要の消失から、拡大傾向にあった持ち家着工も頭打ちしている(図表-4)。一方、根強い相続税の節税ニーズに加え、マイナス金利政策による金融機関の融資姿勢の積極化や建築コストの落ち着きも寄与し(図表-5)、高水準にある貸家着工がさらに加速している。



9月の首都圏の新築分譲マンション販売戸数は3,424戸で10ヶ月ぶりに前年同月比プラスとなった(図表-6)。消費増税前の駆け込み需要を想定していた大規模駅近物件などが順調に販売された模様。ただし、東京都心の物件は少なく、神奈川県で前年同月比+50.9%となるなど、周辺部での販売が中心であった。

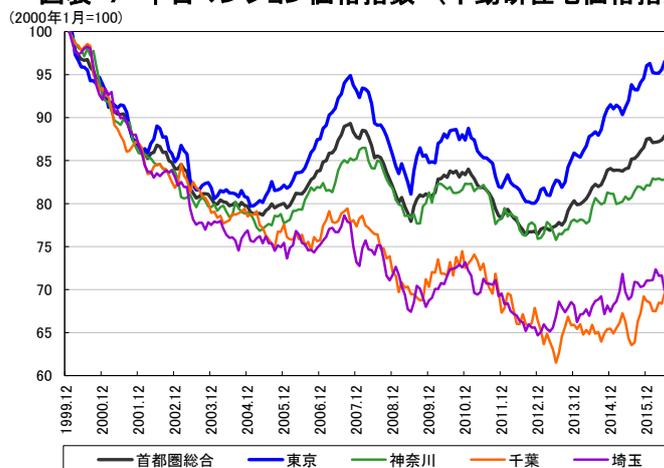
マンション価格の上昇傾向は続いており、東日本不動産流通機構(レインズ)による9月の首都圏中古マンション平均価格は、3,126万円(前年比+5.7%)となった。リピートセールス法による不動産住宅価格指数をみても、2012年末の底打ち以降、東京の中古マンション価格の力強い上昇が続いている(図表-7)。

図表-6 分譲マンション新規販売戸数(首都圏)



(出所)不動産経済研究所の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-7 中古マンション価格指数(不動産住宅価格指数)



(出所)日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

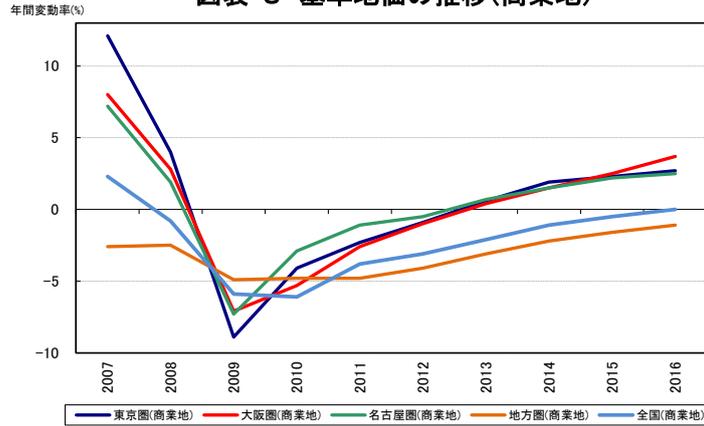
2. 地価動向

地価動向は、年次ベースでは回復が続いているものの、直近は首都圏住宅地の地価上昇が収束しつつある。

国土交通省が発表した7月1日時点の基準地価では、全国商業地の地価変動率が年間±0%となり、2007年以降初めて地価下落トレンドを脱した(図表-8)。商業地の地価は、3大都市圏で+2.9%の上昇と前年の+2.3%から加速し、▲1.1%となった地方圏についても、前年の▲1.6%から下落ペースが緩和した。

一方、住宅地と工業地については、3大都市圏ではそれぞれ+0.4%、+1.5%と3年連続の上昇となったものの、地方圏の▲1.2%、▲1.1%を相殺するには及ばず、全国で見ると引き続き▲0.4%、▲0.6%の下落となった。そのため、総じて全国全用途で見ると、依然として年間▲0.6%の地価下落であった。

図表-8 基準地価の推移(商業地)

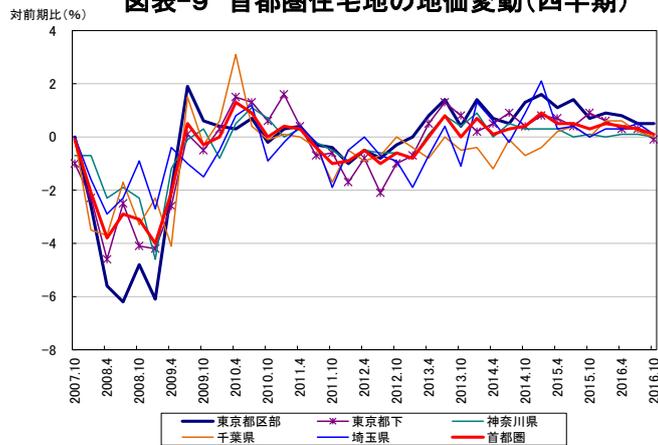


(出所)国土交通省「平成28年都道府県地価調査」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

野村不動産アーバンネットによる四半期の地価動向をみると、首都圏住宅地の地価は7-9月期(2016/10/1時点)に前期比+0.2%のほぼ横ばいであった(図表-9)。地区別では、都区部(+0.5%)で上昇が続いたものの、埼玉県(+0.1%)、神奈川県(±0.0%)、千葉県(±0.0%)は横ばい、東京都下(▲0.1%)がマイナスとなるなど、地価上昇は収束しつつある。

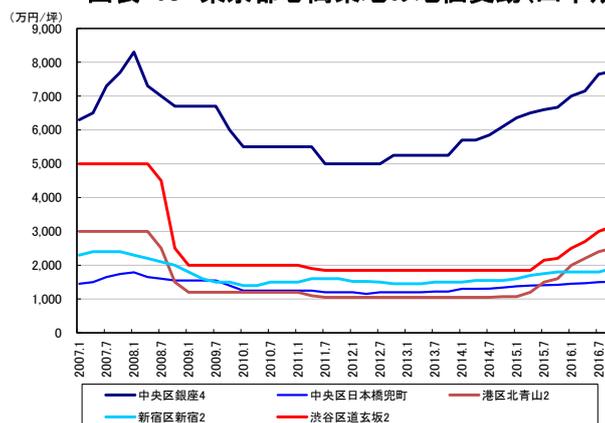
一方、東京都心商業地については、地価上昇が継続しており、特に銀座では2007年10月の水準にまで回復している(図表-10)。他方、大阪では依然としてリーマンショック以前の水準に遠く及んでいない(図表-11)。

図表-9 首都圏住宅地の地価変動(四半期)



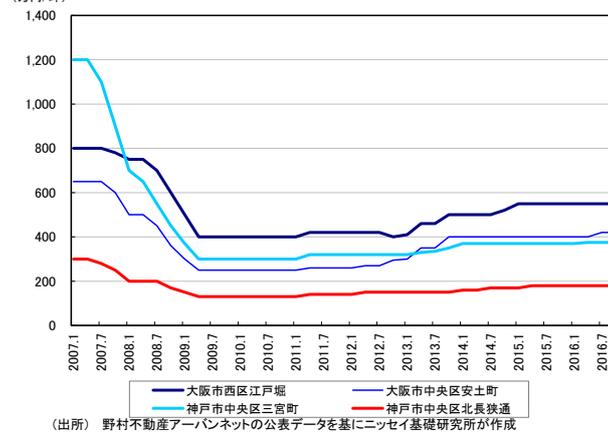
(出所) 野村不動産アーバンネットの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-10 東京都心商業地の地価変動(四半期)



(出所) 野村不動産アーバンネットの公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-11 大阪圏商業地の地価変動(四半期)



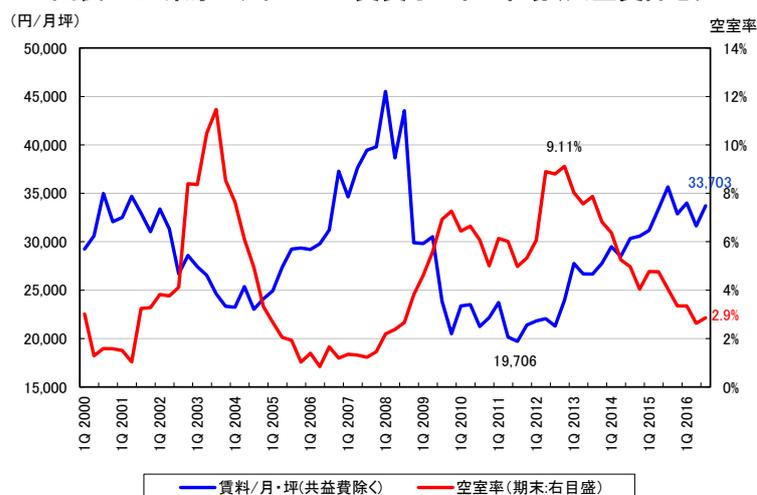
3.不動産サブセクターの動向

① オフィス

東京の賃貸オフィス市場では、空室率上昇に先んじて下落していたAクラスビル賃料に反発がみられた(図表-12)。第3四半期には、住友不動産六本木グランドタワー(貸室面積、約 3.1 万坪)が約6割の稼働率で竣工した影響などから空室率がやや悪化し、Aクラスビル²、都心3区大規模ビルでそれぞれ2.9%(前期2.6%)、2.6%(同 2.1%)に上昇した。一方、賃料は反発し、成約賃料データに基づくAクラスビルのオフィスレント・インデックスは前期比+6.5%の33,703円に上昇した。ただし、2015年3Qに一旦ピークアウトした後の自律反発とみられる。

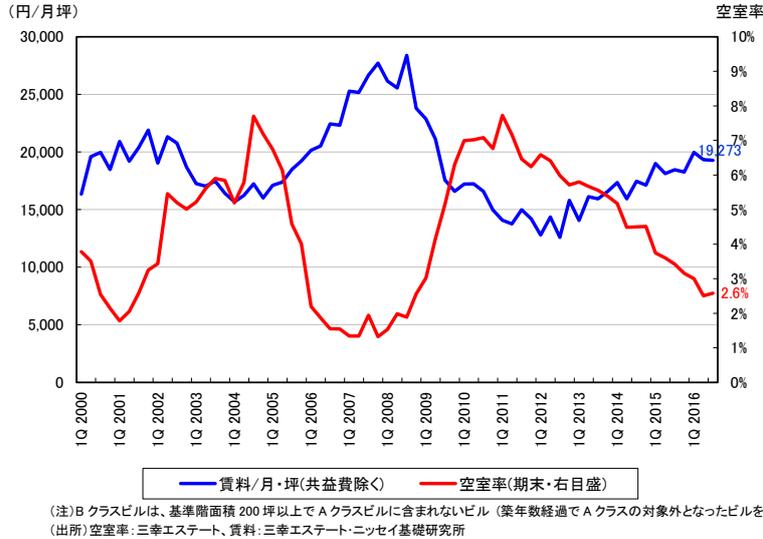
一方、Bクラスビルにも需給悪化の影響が及び、空室率が上昇に転じて2.6%(前期2.5%)となった。賃料も弱含み、前期比-0.4%の19,273円に下落した(図表-13)。

図表-12 東京Aクラスビル賃貸オフィス市場(共益費除き)



² 三幸エステートが、大規模ビルの中で特に上位のビルとして、エリアや延床面積、基準階床面積、築年数、設備に関するガイドラインを満たすものを、個別ビル単位の立地・建物特性を重視して選出している。現時点で約140棟が対象。

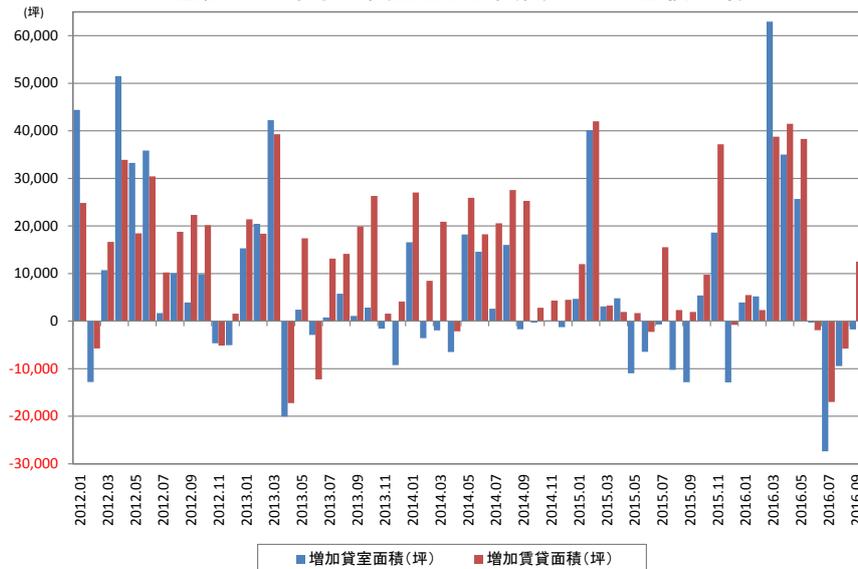
図表-13 東京Bクラスビル賃貸オフィス市場(共益費除き)



2016 年上期には、複数の超高層ビルの満室および高稼働の竣工により賃貸面積が大きく拡大したが(図表-14)、その後は新規供給の縮小に伴い、新たなオフィス需要は途絶えていた。6月以降の空室率の改善は、ほとんどが貸室面積(オフィスストック)の縮小に起因しており、非常に低い空室率から想像されるほどオフィス需要は強くないといえる。

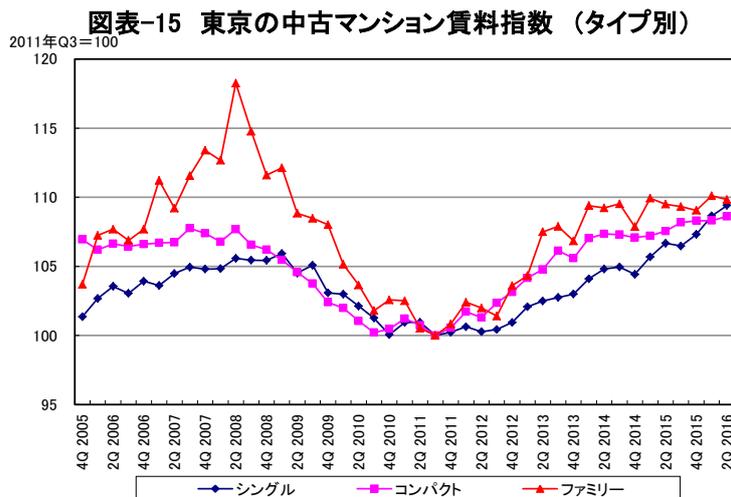
景気見通しの悪化に伴い、新規事業用のオフィス需要は弱含んでおり、Aクラスビルの需要は集約移転が中心になっている。集約移転を予定する企業では、急ぐ必要がないため、2018 年以降の大量供給局面を見据えるケースも多い。限られた空室をテナントが競い合う状況になっておらず、2015 年3Q 以降、空室率の上昇に先んじてAクラスビル賃料が頭打ちとなっている。

図表-14 東京の貸室および賃貸オフィス面積の増減

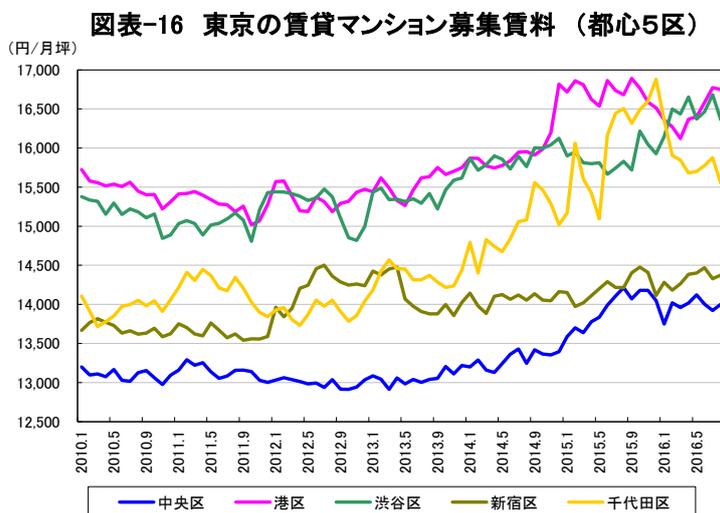


② 賃貸マンション

賃貸マンション市場では、高水準の賃料推移が続いている。2014年以降、上昇ペースは減速しているものの、賃料下落の兆候は直近6月までみられていない(図表-15)。東京都区部の中古マンション賃料指数を用途別にみると、コンパクトタイプやファミリータイプの賃料上昇が減速しつつある一方、近年出遅れていたシングルタイプの賃料上昇が加速している。また、都心5区の賃貸マンション募集賃料を区別にみると、2012年以降の上昇幅が大きかった千代田区で調整しているものの、他の4区では堅調な推移が続いている(図表-16)。



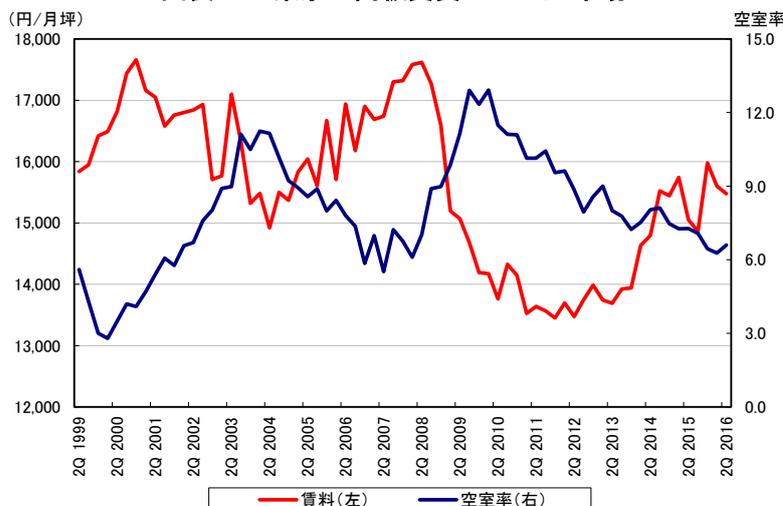
(出所)三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成



(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」のデータを基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

一方、高級賃貸マンション市場では、賃料が大きく変動すると共に、低下が続いてきた空室率が上昇し、サイクルのピーク感が漂っている(図表-17)。東京都の外国人人口は3年連続で増加しており、2016年に入っても、7月時点で46.8万人と、年初の44.9万人から引き続き増加している。ただし、高級賃貸マンションに入居する米英人の多い港区では、直近2016年7月の外国人人口が前年同月比+1.6%に過ぎず、東京都全体の+8.2%を大きく下回っている。

図表-17 東京の高級賃貸マンション市場



(注)期間中にケンコーボレーションで契約されたうち、賃料が30万円/月または専有面積が30坪以上のもの
(出所)ケン不動産投資顧問のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

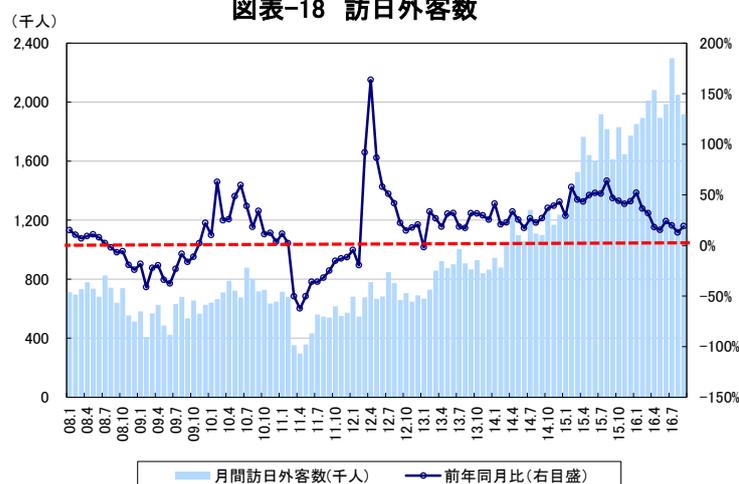
③ 商業施設・ホテル・物流施設

商業施設、ホテル市場では、インバウンド需要のピークアウトの影響が表れてきている。ただし、訪日客の人数自体は、依然として前年同月比2割増しのペースで増加している(図表-18)。9月には前年同月比+19.0%の192万人となり、訪日外客数の年初累計は1,798万人に達した。

9月には韓国からの訪日客の増加が前年同月比+42.8%と目立ち、航空路線の新規就航などが大きく寄与したとみられる。その他、アセアン各国からの訪日客数の伸びも引き続き堅調で、9月にはインドネシアが前年同月比+38.5%、フィリピンが+31.3%、タイが+30.0%のように大幅に増加した。また、アジア以外でも米国、カナダからの訪日客数の伸びもそれぞれ前年同月比+26.9%、24.8%と加速しており、訪日旅行プロモーションの効果が表れた。

一方、台風によるクルーズ船のキャンセルが増加するなど、絶対数の最も多い中国からの訪日客数の伸びは9月に前年同月比+6.3%と著しく減速した。ただし、年初来では+30.5%の高い伸びを維持しており、既に9月時点で2016年の中国からの訪日客数は500万人を突破した。

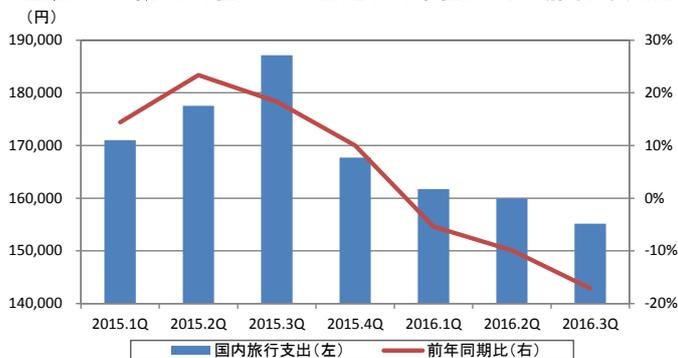
図表-18 訪日外客数



(出所)日本政府観光局(JNTO)の公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

訪日外客数の増加の一方、訪日客の日本国内での1人当たり消費額は、2016年7-9月期に前年同期比-17.1%と大きく落ち込んだ(図表-19)。ちなみに、政府主導で贅沢品の消費を抑えている中国人の消費額は-18.9%と大幅に縮小したが、中国に止まらず、フランス-30.6%、マレーシア-30.1%、ベトナム-28.7%、タイ-25.1%など、幅広く訪日客の消費額が縮小している。

図表-19 訪日外国人1人当たり日本国内での旅行中支出



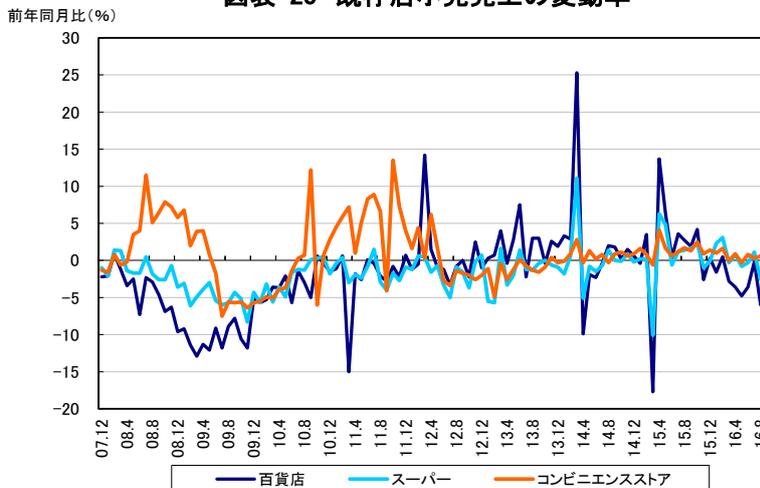
* パッケージツアー参加費の日本国内支出分(出発国から日本までの往復運賃以外)を含める
(出所)観光庁「訪日外国人の消費動向、H28年7-9月期報告書」のデータに基づきニッセイ基礎研究所が作成

インバウンド消費需要の減退が国内全体の消費市場に与える影響は無視できず、商業動態統計による9月の小売業販売額(税込み)は、季節調整済み指数で前年同月比-1.9%となった。既存店ベースの9月の売上高は、百貨店が前年同月比-5.0%と7ヶ月連続のマイナスとなり、スーパーマーケットとコンビニエンスストアも軒並み-2.3%、-0.01%のマイナスとなった(図表-20)。

百貨店では、特に外国人向けの免税品売上が低迷しており、日本百貨店協会によると、9月の訪日購買客の人数は前年同月比+15.9%と増加したものの、売上高は前年同月比-10.1%と6ヶ月連続のマイナスとなった。

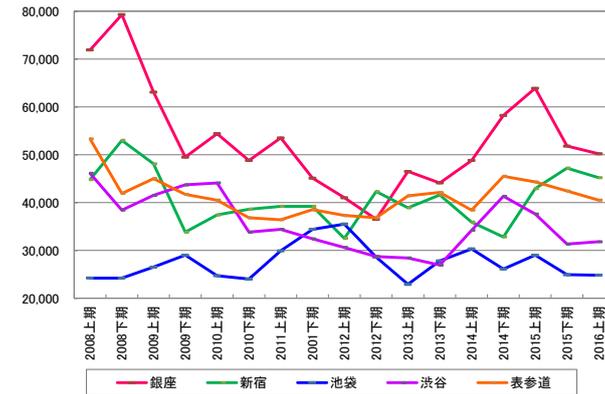
ちなみに、店舗売上の頭打ちを受け、高級品店の多い銀座を筆頭に、商業施設賃料もピークアウトの傾向となっている(図表-21)。

図表-20 既存店小売売上の変動率



(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

図表-21 東京都心の1階店舗募集賃料

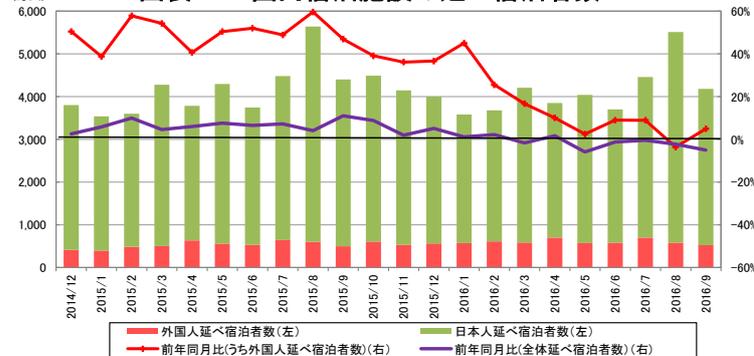


(情報データ提供)スタイルアクト、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「ReRem(リリム)」
 (出所)日本不動産研究所、ビーエーシー・アーバンプロジェクト「店舗賃料トレンド」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

また、稼働率の上昇が続いてきたホテル市場もピークアウトしつつある。訪日外客数が伸びているにもかかわらず、国内宿泊施設の延べ宿泊者数をみると、8月には外国人分も前年同月比マイナスに落ち込んだ(図表-22)。民泊の普及やクルーズ船の増加など、様々な理由が考えられるが、総じて、訪日客の宿泊需要拡大がホテル市場を牽引する状況は収束しつつある。

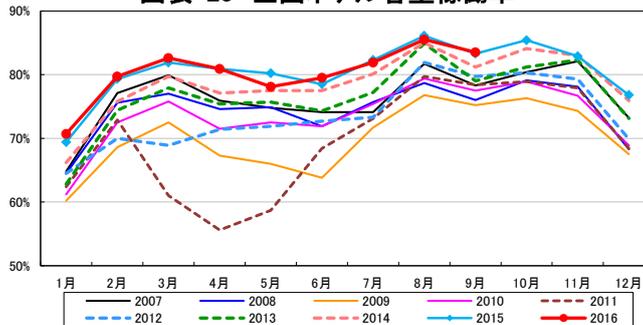
実際、高水準だった前年同月と比べ、ホテル稼働率が低下する月が増えてきている(図表-23)。また、STRグローバルによる8月の全国のホテルのRevPAR³は、前年同月比-1.7%の14,223.98円となり、必ずしも客室単価の引き上げも進んでいない。高級、上位クラスホテルでのRevPARの低下が顕著となっており、宿泊特化型などは前年比プラスを維持しているものの、高級、上位クラスホテルのマイナスを補完できていない。

図表-22 国内宿泊施設の延べ宿泊者数



(出所)観光庁「宿泊旅行統計調査」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-23 全国ホテル客室稼働率



(出所)オータパブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

³ Revenue Per Available Room、1日あたり販売可能客室数当たり宿泊部門売上。

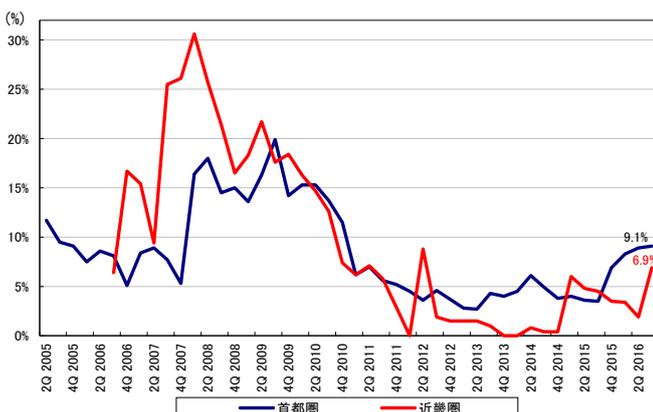
物流施設賃貸市場では、首都圏に続き、大阪圏でも大量供給が本格化している。CBRE によると、第3四半期の大型マルチテナント型物流施設の空室率は、首都圏で 9.1%(第2四半期 8.9%)、近畿圏で 6.9%(同 1.9%)に上昇した(図表-24)。

首都圏では、第3四半期に4施設の竣工による9万坪強が新規供給され、過去4四半期の新規供給の合計が 40 万坪を超えた。概して、旺盛な新規需要に支えられてはいるものの、都心から離れた圏央道エリアでは、空室率が2割以上に上昇している。一旦、大量供給のピークは過ぎ、今後は需給の改善が期待されるものの、2017 年第2四半期以降、再び新規供給が増加する。

タイトな需給が続いていた大阪圏でも、第3四半期に2施設の竣工による約8万坪が新規供給され、大量供給局面を迎えた。今後も、大規模な新規供給が続き、空室率の上昇が進むと見込まれる。

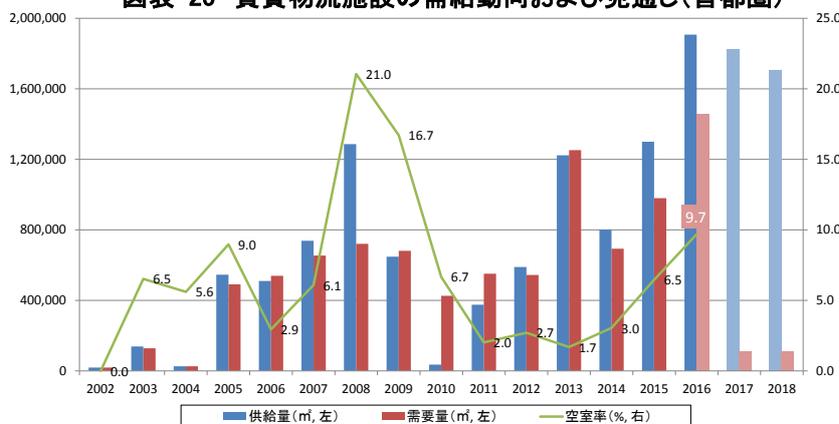
首都圏、大阪圏ともに、2018 年まで大量供給局面は続き(図表-25、26)、今後の空室率上昇、賃料動向は、需要拡大のペース次第といえる。概して、インターネット通販事業の急成長が続き、物流施設需要の拡大が大量供給を吸収できるとの見方は多い。しかし、労働力確保の面など、物流施設のオペレーション環境は難化しており、個別の立地やスペック競争力に対する選別が厳しくなっている。既に圏央道エリアで顕在化しているように、特定のエリアや時期に需給が悪化し、賃料の引き下げが顕著になるケースが増えるとみられる。

図表-24 大型マルチテナント型賃貸物流施設の空室率



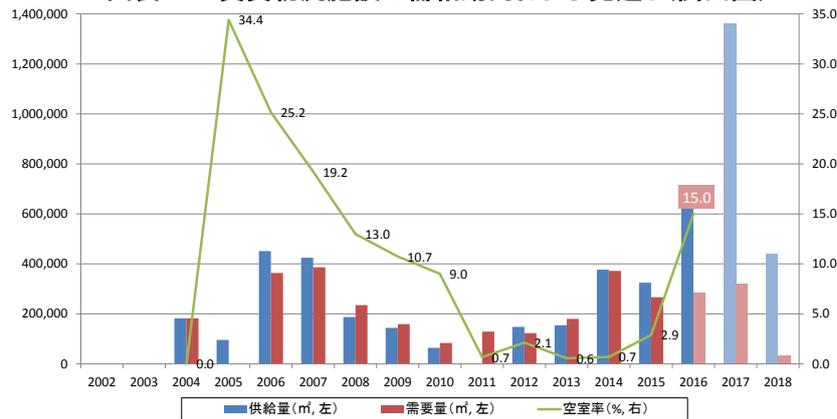
(出所) CBRE「Marketview Japan Logistics, Q3 2016」のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-25 賃貸物流施設の需給動向および見通し(首都圏)



(出所) ロジフィールド総研のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表-26 賃貸物流施設の需給動向および見通し(関西圏)



(出所)ロジフィールド総研のデータを基にニッセイ基礎研究所が作成

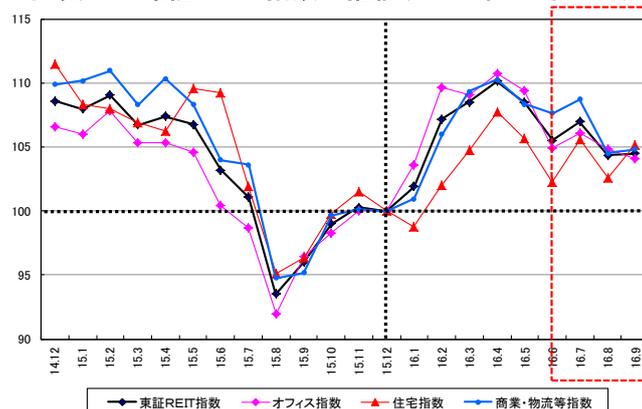
4. J-REIT(不動産投信)・不動産投資市場

2016年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は、9/20-21の日銀による「金融緩和の総括的な検証」を前に小動きに終始し、6月末比▲1.0%下落した。セクター別ではオフィスが▲0.8%、住宅が+2.8%、商業・物流等が▲2.6%となり、住宅がアウトパフォームした(図表-27)。9月末時点のJ-REIT全体の配当金利回りは3.5%(対10年国債利回りスプレッド3.6%)、NAV倍率は1.2倍、時価総額は11.7兆円であった。

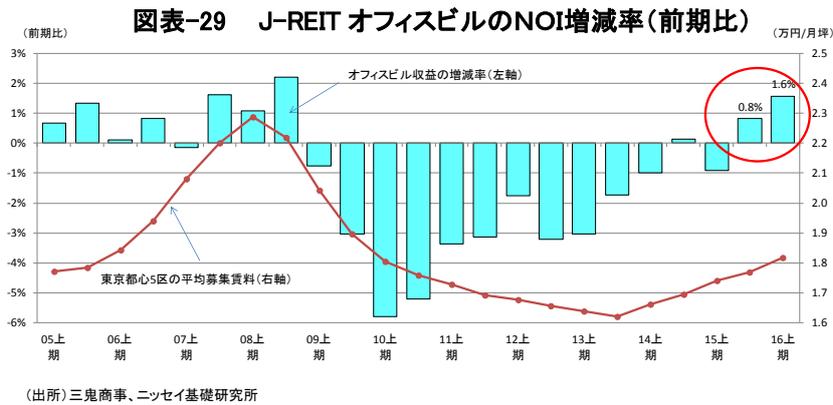
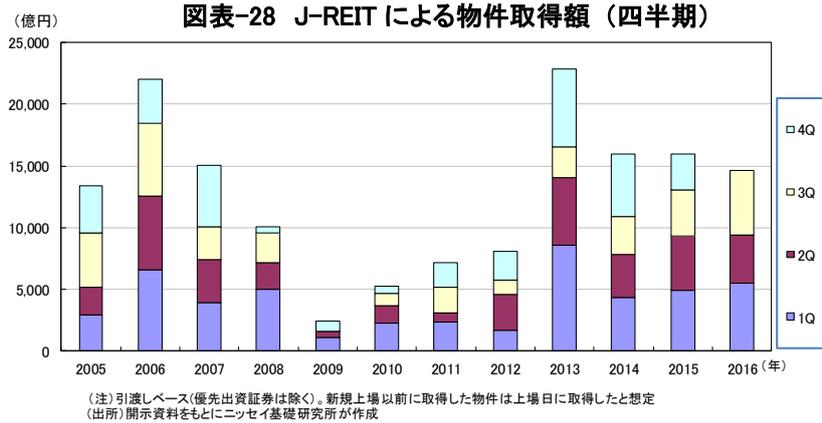
J-REITによる第3四半期の物件取得額(引渡しベース)は5,263億円で(前年同期比+39%)、1-9月累計では1兆4,634億円で(前年同期比+12%)となった(図表-28)。国内市場の取引額が減少傾向にあるなか、J-REITの物件取得は高水準にある。また、今期は4社が新規上場する一方、合併により2社が消滅し、上場銘柄数は56社となった。

J-REITの配当金は引き続き増加しており、順調な外部成長と金融コストの圧縮に加え、オフィスビルの収益回復がプラスに寄与している。J-REITが保有する継続比較可能な全国507棟のビルの賃貸事業収益(NOI)を集計すると、昨年同期(7-12月決算)は前期比0.8%、今年上期(1-6月決算)は前期比1.6%で、1年間で2.4%増加した(図表-29)。また、オフィス型REIT最大手の日本ビルファンド投資法人の決算資料によると、既存ビルの賃料収入は、入居テナントとの賃料増額改定を中心に、少なくとも今後1年は増加する見込みである。運用不動産の4割以上を占めるオフィスセクターが収益拡大局面を迎えたことで、当面はJ-REITの増益基調が続くと見込まれる。もっとも、その先のオフィス市況には不透明感も強まっており、J-REIT各社には、今後、市況の追い風が止まった際にも収益を高めるマネジメントを期待したい。

図表-27 東証REIT指数の推移(2015年12末=100)

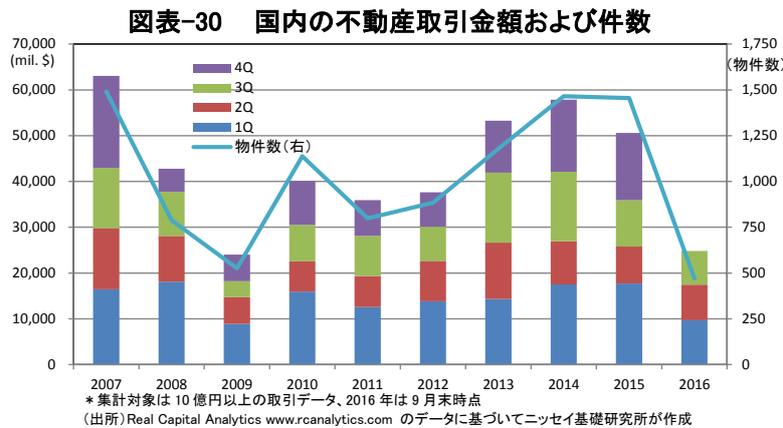


(出所)東京証券取引所



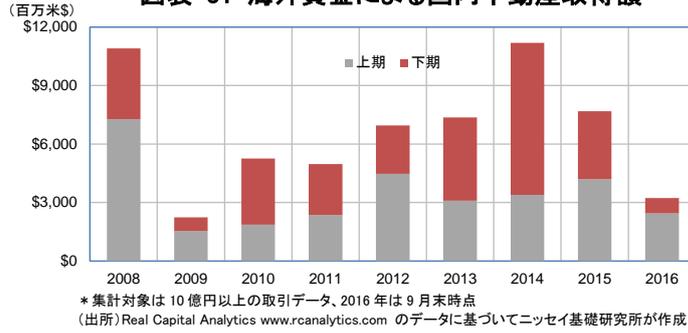
不動産投資市場では、J-REIT が前年を上回る活発な取得姿勢をみせた一方(図表-27)、その他の投資家による物件取得は大幅に縮小した。9月末時点では、年間5兆円を超えた2014年、2015年の取引額に大きく届いておらず(図表-30)、不動産価格サイクルのピークアウト⁴を視野に取引市場の活力が減退している。

J-REIT 以外の投資家の代表として海外資金の動向をみると、特に最近の物件取得額の縮小が顕著となっている(図表-31)。円安の反転により割安感が薄れ、マイナス金利政策により国内資金のハードルレートが低下する中、海外資金にとって日本国内での物件取得は相当に難しくなっているとみられる。



⁴ 増宮 守「不動産価格サイクルの先行的指標(2016年)～大半の指標がピークアウトを示唆～」ニッセイ基礎研究所、不動産投資レポート、2016年10月13日

図表-31 海外資金による国内不動産取得額



以上

(ご注意) 本誌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、本誌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。