

# 不動産マーケットレポート

<http://www.kenedix.com/>

2015 Q1

## Contents

### 1. Hot Topic

- ◆ マクロ経済状況……………2
- ◆ 不動産投資市場……………3
- ◆ J-REIT市場……………3
- ◆ 訪日外国人客数……………5

### 2. Market View

代表的資産クラスの過去の  
 パフォーマンスを振り返る…………6

- 3. 不動産投資市場……………8
- 4. J-REIT市場……………9
- 5. オフィス市場:東京……………10
- 6. 住宅市場……………11
- 7. 物流施設/商業施設……………12

## summary

### 1. マクロ経済状況

2015年2月16日に公表された2014年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は、前期比年率+2.2%と、三四半期ぶりのプラス成長となったものの、事前予想よりも低く、回復力は鈍い。2015年は消費増税の影響が薄れ、原油安の影響もあり個人消費、企業の設備投資共に回復力が高まるとの見方が多く、2015年の実質GDP成長率は+1.1%が予想されている(ブルームバーグコンセンサス)。

### 2. 不動産投資市場は2015年も活況が続くだろう

2014年の商業用不動産取引額は前年比14%増の4.04兆円となった(DTZ)。これは、前回ピークの2007年を12%上回る水準であり、非常に活況であったと言えるだろう。2014年は、事業会社やデベロッパー、コア投資家による大規模取引が目立った。一方で、J-REITによる取得額は、前年比29.9%減の1.56兆円と、5年ぶりに減少した。2015年も投資家の投資意欲は旺盛と見られるが、物件取得競争は一段と厳しくなることが予想されよう。

### 3. 外国人旅行者によるホテル需要増加、商業施設売上高増加に注目

2014年の訪日外国人客数が前年比29.4%増の1,341万人と、過去最高を更新した。外国人旅行者の増加が寄与し、主要都市のホテル稼働率は13四半期連続で上昇している(全国ベース)。また、外国人旅行者の増加は商業施設へも好影響を与えており、訪日外国人による旅行消費の総額は前年比43.3%増の2.3兆円と過去最高を更新している。

### 4. 商業施設の累積トータルリターンは比較的高い

オフィスビル、住宅、商業施設の3アセットの過去のパフォーマンスを振り返った。不動産証券化協会が公表しているAJPIトータルリターンインデックスを見ると、2004年4月から一貫して、オフィスビルの累積パフォーマンスが最も高かったが、2012年9月以降、商業施設が上回っている。商業施設のインカムリターンが相対的に高いこと、オフィスビルのキャピタルリターンが長期間低かったことが要因だろう。ただし、流動性リスクが考慮されていないことや、AJPIのキャピタルリターンが鑑定価格をベースにしていること、都市型商業施設と郊外型商業施設が混在している点に留意が必要。

## 【マクロ経済状況】

### GDP成長率は期待された程の回復力を示せなかった

■ 2015年2月16日に公表された2014年10-12月期の実質GDP成長率(1次速報値)は、前期比年率+2.2%と、3四半期ぶりのプラス成長となった。しかし、事前予想(3.86%、公益社団法人日本経済研究センター『ESPフォーキャスト調査』)よりも低く、予想以上に回復力が弱い結果であった。民間最終消費支出は前期比年率+1.1%、民間企業設備投資は同+0.4%と、共にプラス寄与したものの小幅に留まった。一方で、消費増税前の駆け込み需要の反動減が続いている民間住宅は同-4.8%と、3四半期連続で減少し続けている。

### 2015年は+1.1%程度の実質GDP成長率が予想されている

■ 2014年は、消費増税の影響が予想以上に長引き、景気回復が遅れた。2015年は消費増税の影響が薄れ、個人消費が回復に向かう見通しであること、原油安の影響もあり、個人消費、企業の設備投資共に回復力が高まるとの見方が多く、2015年の実質GDP成長率は+1.1%が予想されている(ブルームバーグコンセンサス)。なお、2014年暦年での実質GDP成長率は+0.0%、名目GDP成長率は+1.7%となった。なお、名目成長率が実質成長率を上回るのは1997年以来17年ぶりのことである。今後の物価見通しには不透明感もあるが、デフレ脱却に向けて一歩踏み出したことは間違いないだろう。

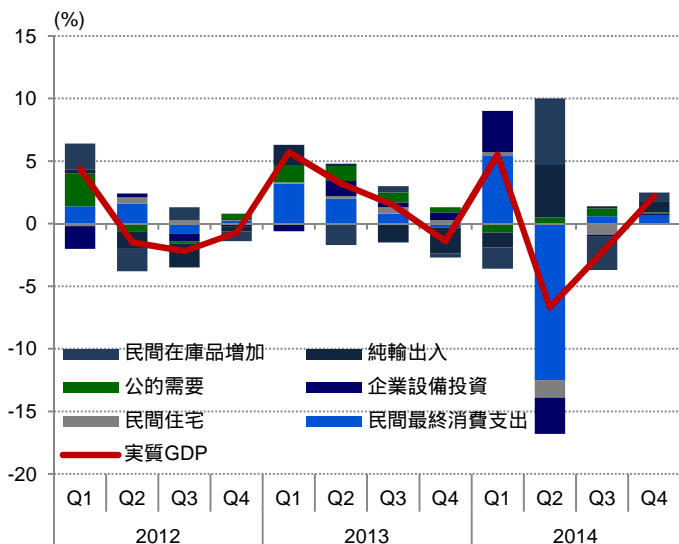
### 原油安等の影響により、物価動向には下押し圧力がかかる

■ ただし、足元の物価見通しは楽観できない状況にある。2014年12月の消費者物価指数(生鮮食料品を除くコアCPI)は+2.5%とプラスを維持しているが、伸び率は鈍化している。先行指標となる東京都のコアCPIも、2015年1月には+2.2%と、前月よりも0.1%ポイント上昇率が縮小している。今後、原油安の影響が本格的に波及すると見られ、また、2015年4月には消費増税による影響がなくなるため、一時的に0%近辺まで低下する可能性も指摘されている。

### 乱高下する長期金利の動向を注視したい

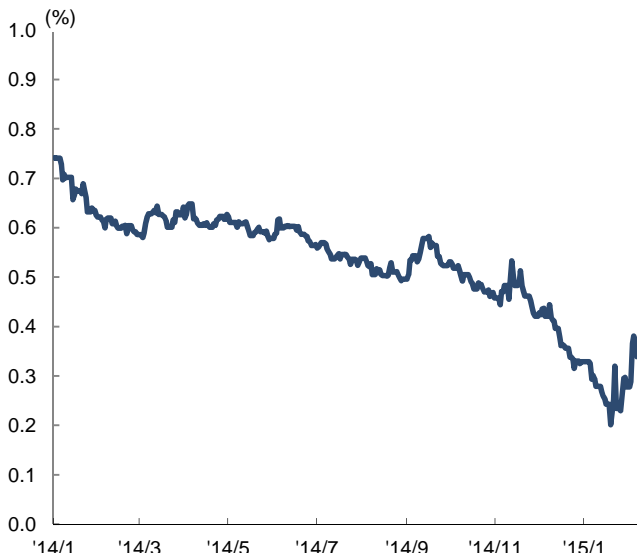
■ 2014年10月に日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した後、長期金利の低下が続き、10年国債利回りは2015年1月19日に過去最低の0.201%まで低下した。しかし、2月3日に実施された10年国債入札が低調であったことを受け、10年国債利回りは急上昇した。その後も10年国債利回りは乱高下しており、方向感が定まらない状況が続いている。日銀による巨額の国債買入が続く中、市場の流動性が乏しくなっていることが一因として指摘されている。長期金利の動向は、J-REIT市場に大きな影響を与えるため、今後の動向を注視していきたい。

【図表1】実質GDP成長率と年率寄与度



出所: 内閣府

【図表2】10年国債利回り



出所: ブルームバーグ

## 【不動産投資市場】

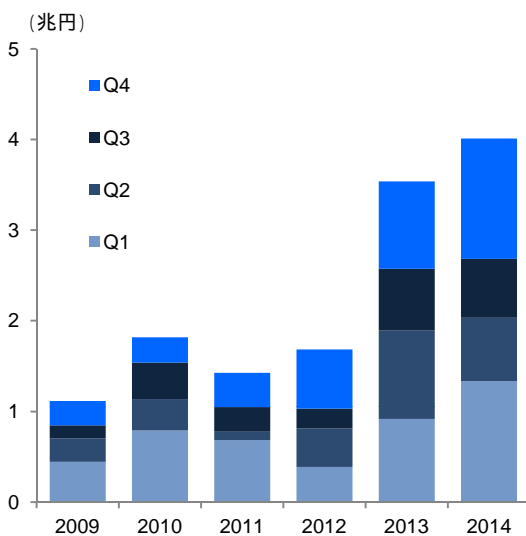
### 前回ピークを超える取引額となった2014年

■ 2014年の商業用不動産取引額は前年比14%増の4.04兆円となった(DTZ)。これは、前回ピークの2007年を12%上回る水準であり、非常に活況であったと言えるだろう。2014年最大の取引は、みずほ銀行による大手町タワー(オフィス専用部分の30%)で、取引額は1,782億円であった。その他にも、事業会社やデベロッパーによる事業戦略上の大規模取引が相次いだ。また、シンガポール政府投資公社(GIC)によるパシフィックセンチュリープレイス丸の内(オフィスフロア)の取得など、コア投資家による取得も相次いだ。一方でJ-REITによる取得額は、前年比29.9%減の1.56兆円と、5年ぶりに減少した。絶対額は1.5兆円超と、決して低くはなく、2014年のハードルが高かったためと言えよう。2014年は、J-REIT以外の投資家による1,000億円を超える大規模取引が商業用不動産市場を牽引したと言えるだろう。

### 2015年は物件取得競争が一段と厳しくなるだろう

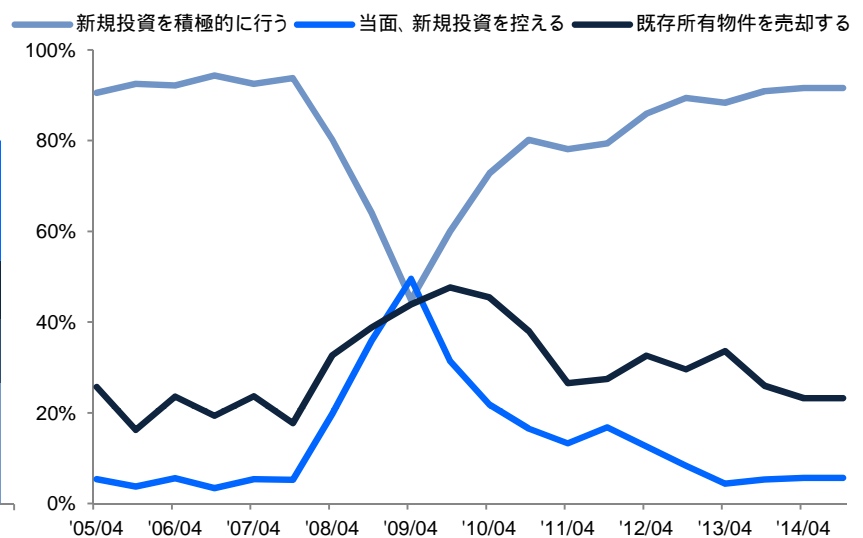
■ DTZでは、「2015年には2014年のような大型取引は幾分少ないと考えられるため、取引額の減少が予想される」としている。2014年に、パシフィックセンチュリープレイス丸の内の取引に象徴されるように、金融危機以前取引されていた大型案件の再取引が相次いだためだろう。2015年も投資家の投資意欲は旺盛と見られるが、物件不足感は2014年よりも強まることが予想され、物件取得競争は一段と厳しくなることが予想されよう。

【図表3】商業用不動産取引額推移



出所:DTZよりケネディクス作成

【図表4】不動産投資家の投資意欲



出所:日本不動産研究所よりケネディクス作成

## 【J-REIT市場】

### J-REIT投資口価格は堅調に推移した

■ 2014年末の東証REIT指数は前年末から25.3%上昇し、1,897.92ポイントとなった。2014年4月より12月まで、9ヶ月連続で上昇しており、極めて堅調に推移したと言えるだろう。J-REIT市場の時価総額は11月に10兆円に達し、年末には10兆5,784億円となった。投資部門別売買状況を見ると、昨年、一貫して買越していたのは「銀行」であり、年間で2,265億円の買越しとなっている。2013年に最大の投資家であった「投資信託」は、やや買越し額が減少したものの、年間1,072億円と、「銀行」に次ぐ買越し額となっている。売買シェアが最も高い「海外投資家」も、2014年は532億円の買越しとなっている。なお、2014年末におけるJ-REITに投資する投資信託の純資産総額は、前年末比44.8%増加し3.27兆円に達している。これは、J-REIT時価総額の約3割に相当する。

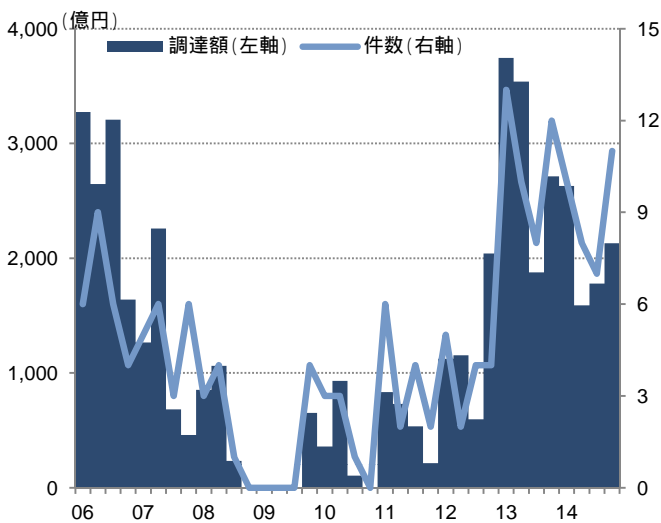
## 資金調達額、物件取得額は前年比3割減の水準

■ 2014年における、J-REITによる物件取得額は前年比29.9%減の1.56兆円、資金調達額は同31.5%減の8,129億円と、いずれも5年ぶりの減少となった。公募増資件数は前年の43件から7件減少して36件、新規公開(IPO)件数は前年比横ばいの6件であった。IPO件数は横ばいであったが、2014年には資金調達額1,000億円を超える大型のIPOがなく、1件当り公募増資金額は前年比18.2%低下し、225億円となった。物件取得額は前年より減少したが、2013年、2006年に次ぐ、過去3番目の水準であり、市場が減退しているとの判断は不要だろう。公募増資が困難であったわけではなく、物件取得競争の厳しさが影響していると思料される。むしろ、2014年末の分配金利回りは3.0%、NAV倍率は1.6倍であり(不動産証券化協会『ARES J-REIT REPORT』)、2015年は市場の過熱感を懸念する必要性が出てきそうだ。

## 2015年もJ-REITによる資金調達意欲は旺盛

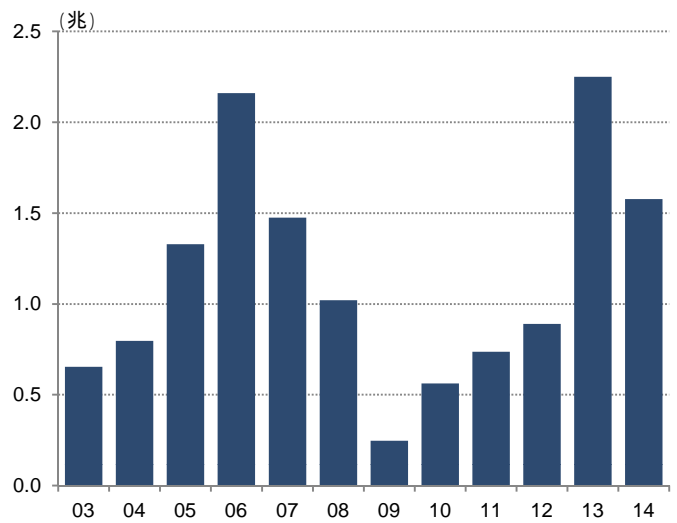
■ 2015年に入ってから公募増資の実施が相次いで発表されている。ケネディクス商業リート投資法人のIPOを含め、1月だけで既に7件の公募増資が公表されており、発行総額は約2,170億円になる見込みだ。物件取得競争は激しさを増しているものの、J-REIT各社による資金調達意欲は依然旺盛である。また、2015年中の新規公開を目指す企業もあり、2015年もJ-REITによる資金調達、物件取得は積極的に行われるだろう。

【図表5】J-REITによる資金調達額



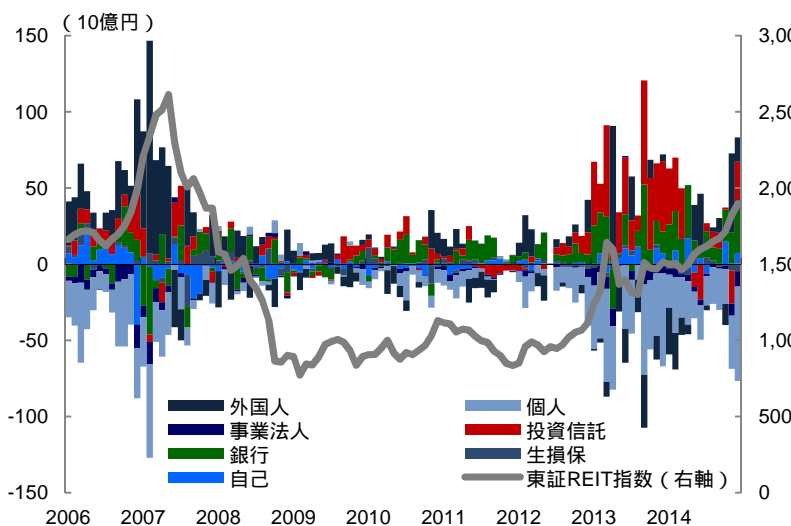
出所:ブルームバーグよりケネディクス作成

【図表6】J-REITによる物件取得額



出所:J-REIT各社公表資料よりケネディクス作成

【図表7】投資部門別差引売買金額



出所:東京証券取引所よりケネディクス作成

【図表8】2015年のJ-REITによる公募増資

法人名	資金調達額 (億円)
プレミア投資法人	272
ケネディクス商業リート投資法	596
コンフォリア・レジデンシャル投資法人	195
ジャパン・ホテル・リート投資法人	162
ケネディクス・レジデンシャル投資法人	238
日本リート投資法人	502
イオリート投資法人	207

出所:ブルームバーグよりケネディクス作成



## 【訪日外国人客数】

### 過去最高を更新した訪日外国人客数

- 2014年の訪日外国人客数が前年比29.4%増の1,341万人と、過去最高を更新した。前年比83%増の240万人を記録した中国や、3年連続で過去最高を更新した台湾を始め、アジア主要国の訪日旅行者数は軒並み過去最高を記録した。ビザ発給要件の大幅緩和や消費税免税制度の拡充に加え、円安の進行による割安感が後押ししたと見られる。

### ホテル稼働率が高水準をキープ

- 外国人旅行者の増加が寄与し、主要都市のホテル稼働率が上昇している。2014年第3四半期のビジネスホテルの稼働率は、東京で前年同期比3.5%ポイント上昇の85.2%、大阪では5.7%ポイント上昇の87.2%となっている。外国人旅行者のみならず、円安の進行によって割高になった海外旅行を回避した国内旅行者や、景気改善によるビジネスユースも増えていると見られる。

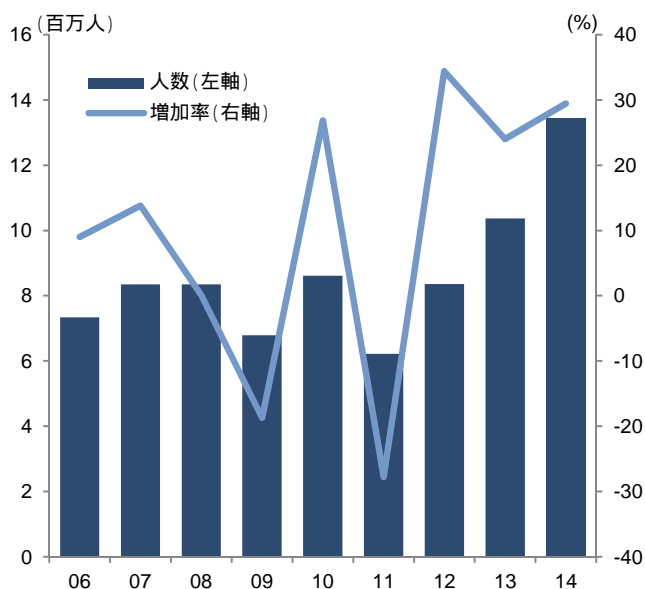
### 外国人旅行者による消費額増加が商業施設に新たなビジネスチャンスを生んでいる

- 外国人旅行者の増加は商業施設へも好影響を与えている。訪日外国人による旅行消費の総額は前年比43.3%増の2.3兆円と過去最高を更新しており、その内35.2%の7,142億円が買い物代と推計されている(観光庁)。2014年10月から、消耗品を含めた全ての品目が消費税免税の対象となったことが奏功した模様。ドラッグストア大手の株式会社マツモトキヨシホールディングスが消費税免税対応店を拡充するなど、小売企業も外国人旅行者への対応を急いでいる。また、2015年秋にも、消費税だけでなく、関税、たばこ税、酒税などを免税する「デューティーフリーショップ」が三越銀座店にオープンする計画が発表されている。三越伊勢丹ホールディングス、日本空港ビルディング、成田国際空港、NAAリテイリングの4社で合弁会社を設立し、国内初(沖縄を除く)の、空港以外の市中「デューティーフリーショップ」開業を目指している。

### 2015年も訪日外国人旅行者は増加すると見られている

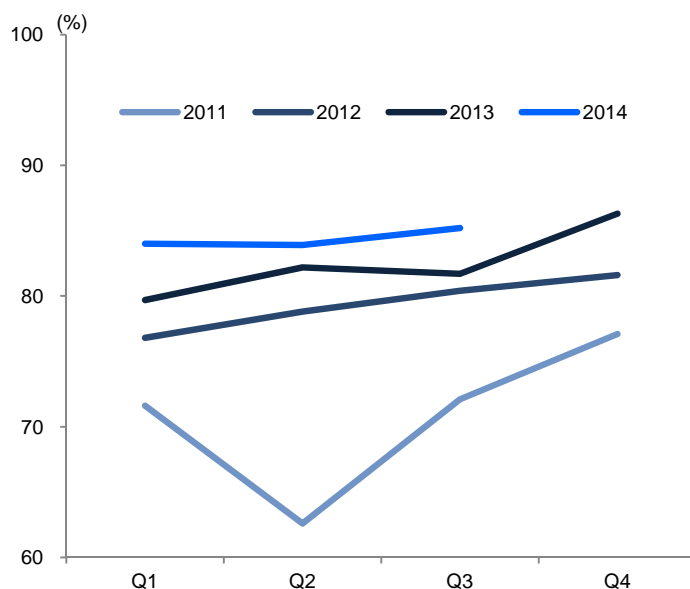
- 株式会社 ジェイティービーがまとめた『2015年の旅行動向見通し』によれば、国内旅行人口は前年比1.0%増の2.9億人、訪日外国人数は同13%増の1,500万人を予想している。日本人のレジャー旅行意欲は堅調であり、また、為替レートは引続き円安基調が予想され、外国人旅行者にとっては日本へ旅行しやすい環境が続くと予想されている。

【図表9】訪日外国人客数



出所:日本政府観光局

【図表10】ホテル客室稼働率



出所:観光庁



## Market View

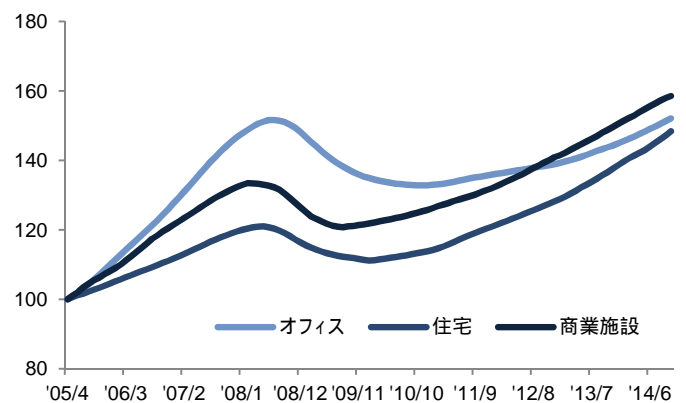
### 代表的資産クラスの過去のパフォーマンスを振り返る

投資用不動産への資金流入が続き、物件取得競争は徐々に激しさを増している。投資家のリスク許容度は増しており、投資対象アセットの種類や対象エリアを拡大しつつある。そこで、改めて、代表的アセットである、オフィスビル、住宅、商業施設の3アセットの過去のパフォーマンスを振り返ってみたい。

### 過去10年間の累積パフォーマンスは商業施設がオフィスビルを上回る結果となった

■ 今回は、不動産証券化協会 (ARES) が公表しているAJPI (ARES Japan Property Index) を利用した。図表11は、各アセットのトータルリターンインデックスである (2005年4月 = 100)。2004年4月から一貫して、オフィスビルの累積パフォーマンスが最も高かったが、2012年9月以降、商業施設累積パフォーマンスがオフィスビルの累積パフォーマンスを上回っている。

【図表11】AJPI トータルリターンインデックス

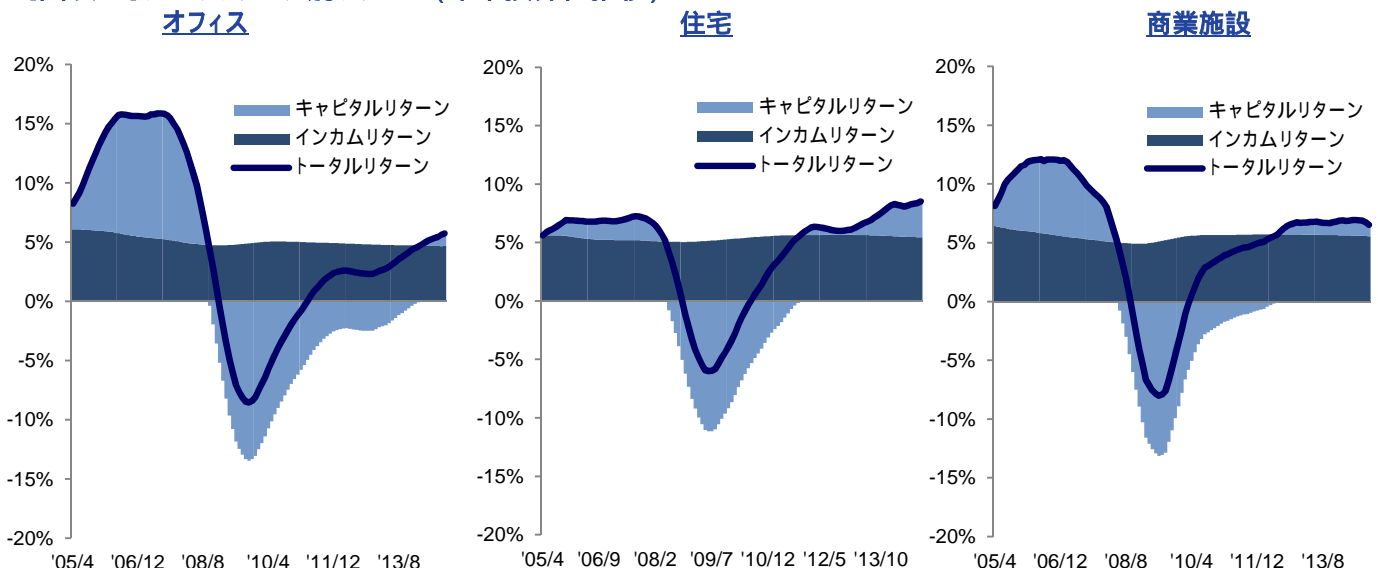


出所: 不動産証券化協会

### キャピタルリターンの回復が遅れたオフィスビル

■ 図表12はトータルリターンをインカムリターンとキャピタルリターンに分けたものである。2004年から2008年までオフィスの高いリターンを牽引していたのはキャピタルリターンであることがわかる。この間、商業施設のキャピタルリターンも最大6.48% (月間の年換算リターン) と、比較的高かったが、10%を超えるキャピタルリターンを実現していたオフィスビルには及ばなかった。しかし、オフィスビルは、2008年10月にキャピタルリターンがマイナスに転じ、トータルリターンも2009年1月にはマイナスとなった。住宅、商業施設もトータルリターンはマイナスに転じたが、商業施設は2010年4月、住宅は2010年4月に、先行してプラス回復した。オフィスビルのトータルリターンがプラスに転じたのは、約1年遅れた2011年4月であった。その後もオフィスビルのキャピタルリターンはマイナスを続け、2014年3月ようやくプラスに転じている。

【図表12】アセットタイプ別リターン (年率換算値推移)



出所: 不動産証券化協会「Japan Property Index」よりケネディクス作成

## 比較的回りの高い商業施設

- 商業施設の累積パフォーマンスがオフィスビルよりも高い要因としては、商業施設のインカムリターンが相対的に高いこと、オフィスビルのキャピタルリターンが長期間低かったことがあげられよう。図表13は、この間(2005年4月～2014年4月)の累積パフォーマンス(年率換算)である。商業施設のトータルリターンは4.41%と最も高い一方で、リスク(標準偏差)は2.8%と、オフィスビルのリスクを下回った。商業施設はインカムリターンが比較的安定して高水準をキープしているのに加えて、価格変動がオフィスよりも低水準であるためと推察される。なお、住宅は最もリスク・リターンが低いアセットであることが証明された。

【図表13】アセット毎のリスク・リターン

Total Return	オフィス	住宅	商業施設
リスク	2.2%	1.4%	1.7%
リターン	4.82%	4.50%	5.32%

出所:不動産証券化協会よりケネディクス作成

## 流動性リスクなどに注意が必要

- ただし、この分析では考慮されていない重要な点が3つある。1つ目は流動性リスクである。一般的に、オフィスビルは投資家に最も人気の高いアセットであり、出口リスクは商業施設に比べると低い。これが、オフィスビルのインカムリターンが最も低い理由となっている。2つ目はAJPIのキャピタルリターンが鑑定価格をベースにしている点である。鑑定価格は専門家により適切に評価された価格であるが、実際の市場価格が鑑定価格から乖離することはあり得る。今回の分析ではこの点を無視している。3つ目は今回の分析に利用した商業施設のデータには都市型商業施設と郊外型商業施設が混在している点である。都市型商業施設と郊外型商業施設は、その特性が全く異なっており、リスク・リターンプロファイルも大きく異なることが容易に想像できる。都市型商業施設はオフィスビルに似た特性を持っている。一方で、郊外型商業施設は、稼働率が安定して限りにおいては、比較的高く安定したインカムリターンを享受できるが、流動性リスクは都市型商業施設よりも高い。この、特性の異なる2つアセットが、同じ商業施設というカテゴリーに内包されているために、結果としてリスクを低減し、高いパフォーマンスが実現できていると、推察される。言い換えれば、分散効果を働かせることが可能であることを証明しているとも言えるだろう。

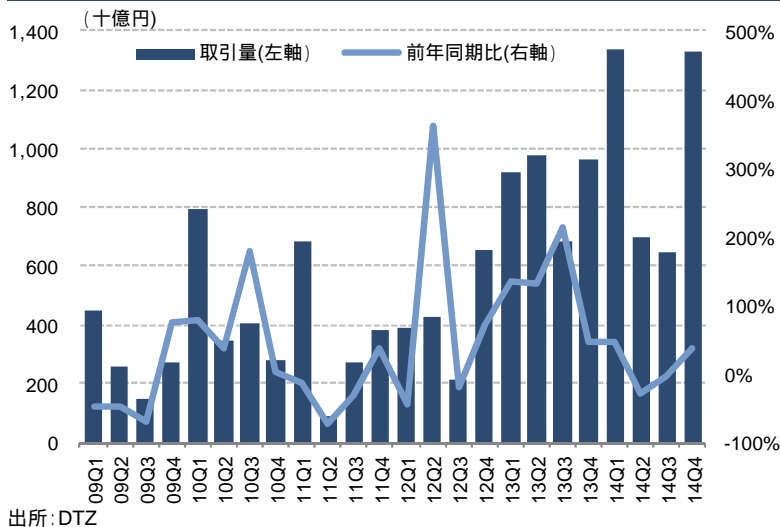
# 不動産投資市場



## 2014年の商業用不動産取引額は過去最高額

2014年第4四半期における商業用不動産取引額は前年同期比38%増の1.32兆円と、3四半期ぶりに増加に転じ、1兆円を超えた(DTZ)。これにより、2014年年間での商業用不動産取引額は過去最高に達した(4.04兆円)。パシフィックセンチュリープレイス丸の内やみずほ銀行前本店ビルなどの大規模取引が相次いだ。なお、DTZによる商業用不動産取引額の集計対象にはなっていないが、日本GEが保有する賃貸住宅ポートフォリオをブラックストーン傘下のファンドが買収している。事業会社、デベロッパーによる事業戦略の一環としての投資やコア投資家による大規模投資が目立った。

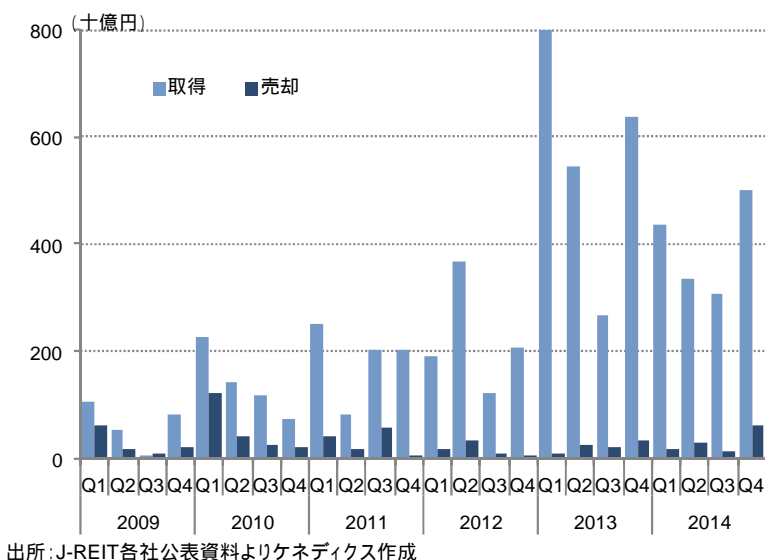
## 商業用不動産取引額



## J-REITによる物件取得は前年比3割減

2014年第4四半期のJ-REITによる物件取得額は前年同期比22%減の4,991億円となった。今年最大ではあったものの、前年割れとなり、年間では前年比29.9%減の1.57兆円に留まった。

## J-REITによる取引額



## J-REITによる物件取得は年初より好発進

2015年1月には、ケネディクス商業リート投資法人の新規公開を含む7件の公募増資が発表されている。増資を伴わない物件取得も含めると、1月だけで既に3,233億円の物件取得が発表されており、2015年のJ-REIT市場は好発進を見せている。

## 主要取引事例

物件名称	用途	買主	都道府県	価格(十億円)	延床(m <sup>2</sup> )	時期
GEの賃貸マンション約200棟	住居	Blackstone Real Estate Partners Asia	全国	1,900億円強 (約16.1億米ドル)	-	2014年11月
パシフィックセンチュリープレイス丸の内	事務所	シンガポール政府投資公社(GIC)	東京都	170.0	38,840	2014年10月
みずほ銀行前本店ビル	事務所	みずほフィナンシャルグループ	東京都	159.0	74,088	2014年11月
御殿山SHビル	事務所	積水ハウス・リート投資法人	東京都	51.5	19,813	2014年12月
新宿アイランド	事務所	東急不動産	東京都	47.6	38,353	2014年10月
ガーデンシティ品川御殿山	事務所	積水ハウス・リート投資法人	東京都	39.7	21,033	2014年12月
汐留ビルディング	事務所	アクティビア・プロパティーズ投資法人	東京都	30.3	17,390	2014年11月
銀座MTRビル	事務所	野村不動産	東京都	24.0	23,614	2014年10月
本町南ガーデンシティ	事務所	積水ハウス・リート投資法人	大阪府	23.1	16,699	2014年12月
御茶ノ水ソラシティ	事務所	ヒューリックリート投資法人	東京都	22.9	12,597	2014年11月
パークシティ武蔵小杉プラザ	商業	常和不動産	神奈川県	10.8	12,224	2014年10月
三田MTビル	事務所	森トラスト	東京都	13.0	21,043	2014年11月

出所: 各社公表資料、各種報道よりケネディクス作成



# J-REIT市場



## 10年国債利回りの急騰を受け、J-REIT投資口価格が下落

2014年10-12月期の東証REIT指数のパフォーマンスは+13.6%とTOPIXの+6.1%を上回った。特に10月末に日銀による追加緩和が発表された後、東証REIT指数は急上昇を見せている。

しかし、2015年に入り、年初来パフォーマンスは-4.5%と、TOPIXが+0.7%とプラスパフォーマンスを維持する中、軟調に推移している。2月3日に実施された10年国債入札が低調であったことを受け、長期金利が急騰したためと見られる。10年国債利回りは2月10日には0.388%となっており、1月19日につけた0.201%から短期間で急上昇している。

## イールドスプレッドが上昇に転ずる

東証REIT指数ベースのイールドスプレッドは、2014年10-12月期には0.16%ポイント低下したが、2015年初来では0.08%ポイント上昇し2.68%となっている(2月10日現在)。J-REIT投資口価格が下落に転じ、配当利回りは年初の2.93%から3.08%まで、0.15%ポイント上昇した。10年国債利回りも上昇したが、J-REITの配当利回りの上昇幅の方が上回った。

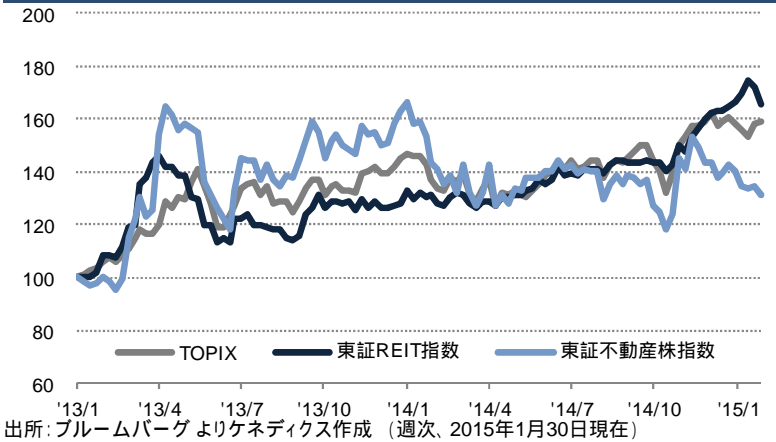
## 2014年は、住宅REITの上昇率がトップ

アセットタイプ別で見ると、2014年10-12月期には住宅REITが+25.5%と高いパフォーマンスとなった(オフィスREIT+10.9%、商業・物流REIT+12.2%)。また、2014年のパフォーマンスは、オフィスREIT+18.6%、住宅REIT+43.6%、商業・物流REIT+27.8%と大差がついた。しかし、2015年年初からのパフォーマンスは住宅REITが-6.4%と最も低くなっている(オフィスREIT-4.2%、商業・物流REIT-4.1%)。

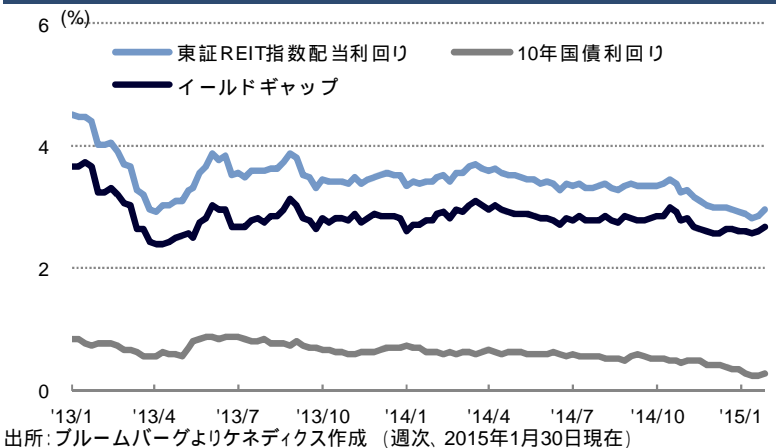
## 海外REITは堅調なパフォーマンス

2014年10-12月期の海外REIT主要市場は堅調であった。米国REIT指数のパフォーマンスは+12.9%、英国は+9.6%、豪州は+9.8%、シンガポールは+3.9%であった。また、2015年に入り、J-REIT市場は軟調に推移しているが、海外REIT市場は概ね堅調である。なお、各国REIT指数ベースのイールドスプレッドは米国が1.44%、英国が0.95%、豪州が1.33%、シンガポールが3.49%となっている。この間、10年国債利回りが配当利回りの低下幅以上に低下したためイールドスプレッドは上昇している。ただし、10年国債利回りは、足元やや上昇傾向にあり、今後の動向を注視したい。

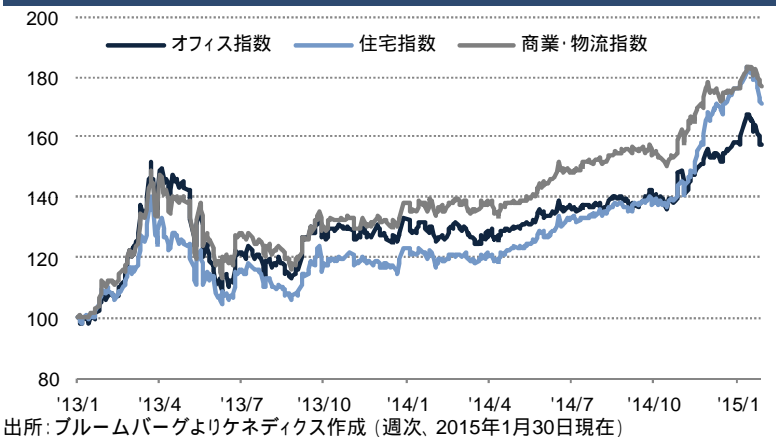
## J-REIT指数と主要株価指数(2013年1月 = 100)



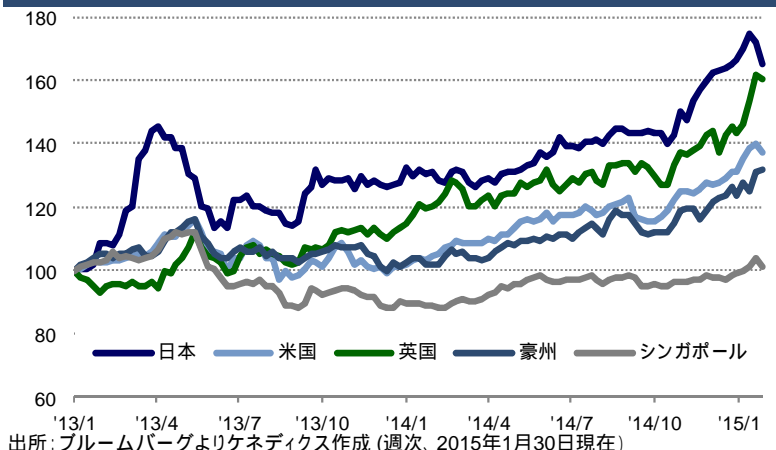
## イールドスプレッドの推移



## アセットタイプ別価格インデックス(2013年1月 = 100)



## 海外REIT指数(2013年1月 = 100)



# オフィス市場:東京



## 空室面積が順調に減少

2015年1月の東京都心5区の平均空室率は前月比0.11%ポイント低下し、5.36%となった(三鬼商事)。2014年9月末の5.65%から4ヶ月で0.29%ポイント下げている。この間、約2万坪の空室面積が消化されており、1月まで19ヶ月連続で空室面積が減少している。区別で見ると新規供給があった港区のみ、1月の空室率が上昇しているが、その他の区の空室率は順調に低下している。特に、新宿区の空室率は1月末に5.03%と5%割れ直前まで低下しており、オフィス需要の強さを感じる。

## 募集賃料が力強い上昇を見せる

1月の募集賃料は前年同月比5.3%増の17,109円(/月、坪)となった。前月比でも約1%上昇しており、非常に力強い上昇を見せている。ビルオーナーの賃料アップへの意志を感じるが、背景には空室面積の減少があるだろう。特に、競争力のある築浅ビルのまとまった床面積の確保は難しくなっており、需給バランスはよりタイトになりつつあるようだ。

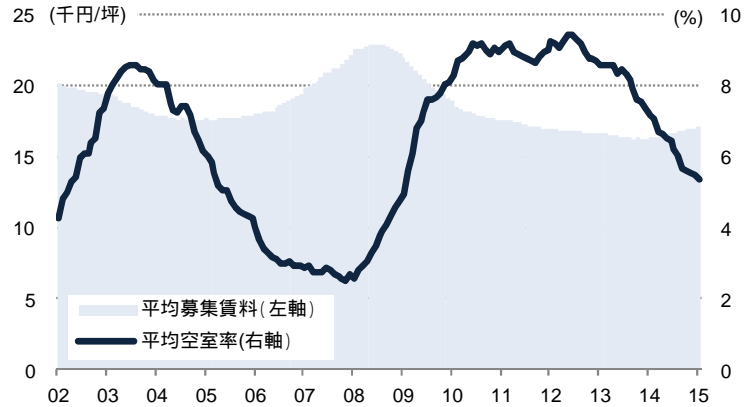
## グレードB以上のオフィスビル空室率は3%台へ

東京23区のAグレードビル空室率は2014年12月末には前四半期比0.1%ポイント上昇の4.1%となったが、2015年1月末には0.3%ポイント低下し3.8%となった(CBRE)。また、グレードBビルは3.8%、グレードAマイナスでは3.7%となっており(2015年1月末)、グレードB以上のオフィスビル空室率は4%を割り込んだ状況だ。

## 成約賃料の動向に注目したい

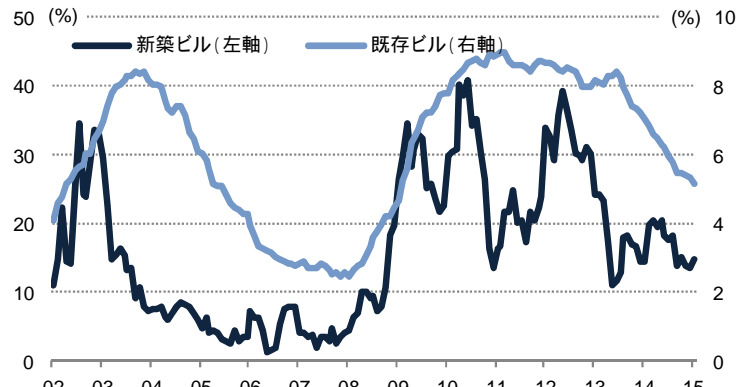
三幸エステートとニッセイ基礎研究所が公表している成約賃料ベースの「オフィス・レントインデックス」によれば、2014年第4四半期のAクラスビル賃料は前四半期比0.8%上昇(238円上昇)の30,573円(/月、坪)と、微増であった。競争力のあるビルを中心に募集賃料引上げの動きが広がっているものの、成約賃料の上昇率は限定的な状況のようだ。なお、CBREが公表しているグレードAオフィスビルの想定成約賃料は、2015年1月には前月比+1.4%(450円上昇)の32,650円となっており、三鬼商事公表の募集賃料と遜色ない上昇を見せている。今後は、ビルオーナーの強気な賃料上昇がテナント側にどの程度受け入れられるのか、成約賃料の動向に注目していきたい。

## 空室率と賃料



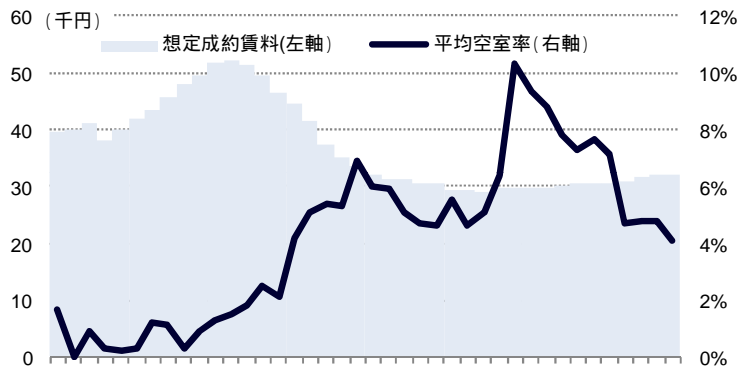
注:東京ビジネス地区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)  
出所:三鬼商事(月次、2015年1月現在)

## 新築/既存ビル空室率



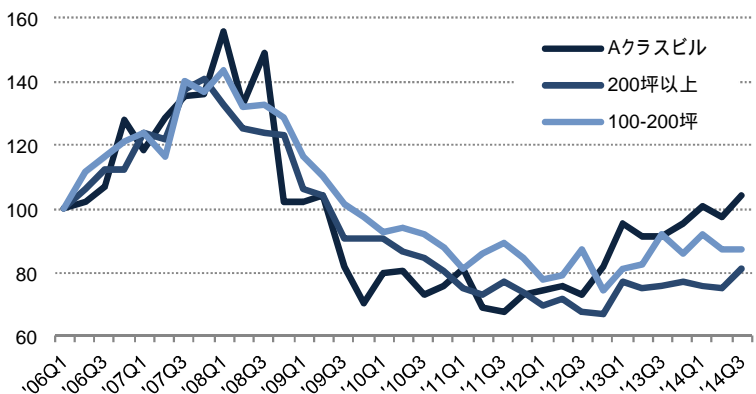
注:東京ビジネス地区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)  
出所:三鬼商事(月次、2015年1月現在)

## グレードAビル賃料と空室率



出所:CBRE(四半期ベース、2014年12月現在)

## オフィスレント・インデックス(2006Q1=100)



注:東京都心3区 出所:三幸エステート、ニッセイ基礎研究所(四半期ベース、2014年12月現在)

## 東京都心部への人口流入は加速している

東京都心部への人口流入が続いている。2014年10-12月期の人口増加率(前期比)は、東京23区で0.11%、都心5区で0.34%と、引続き高水準の人口増加となっている。また、福岡市の人口は前期比+0.17%となっており、東京23区を超える水準で人口が増加した。2014年年間では、東京23区では前年比約1%増加(8.6万人増)、都心5区では同約2%(2万人増)となった。福岡市は約0.8%増(1.2万人の増加)となっている。

## 賃料単価を重視しつつ稼働率は高水準を維持

2014年12月末の主な住宅系REITが保有する首都圏賃貸マンションの稼働率は前年同月比0.4%ポイント上昇の95.7%となった。前月比では0.2%低下したが前年対比では5ヶ月連続上昇している。住宅REIT各社は賃料重視の姿勢を強めているが、稼働率は高水準を維持している。東京圏への人口増加が加速していることや、賃金が上昇しているため、高品質の賃貸住宅への需要が衰えないと推察される。

## 賃貸住宅賃料はボトム比+5.0%の水準

アットホーム(株)と(株)三井住友トラスト基礎研究所が公表している『マンション賃料インデックス』(シングルタイプ)によれば、東京23区の賃料は上昇を続けている。2014年第3四半期の賃料は前四半期比+0.1%と、9四半期連続で上昇した。ボトムは2011年第3四半期であったが、そこから、現在の賃料は約5%上昇した水準にある。

## 賃貸住宅供給圧力は限定的と見られる

2014年第4四半期の全国貸家着工戸数は、前年同期比6.8%減の9.8万戸と、2四半期連続の減少となった。東京都は同8.3%減、大阪府は同1.8%減、愛知県は同6.0%減、福岡県は同18.8%減となっており、主要都市の貸家着工は概ね前年割れとなっている。2015年1月に施行された改正相続税法(実質増税)対策での貸家建設需要が一服したためと見られる。

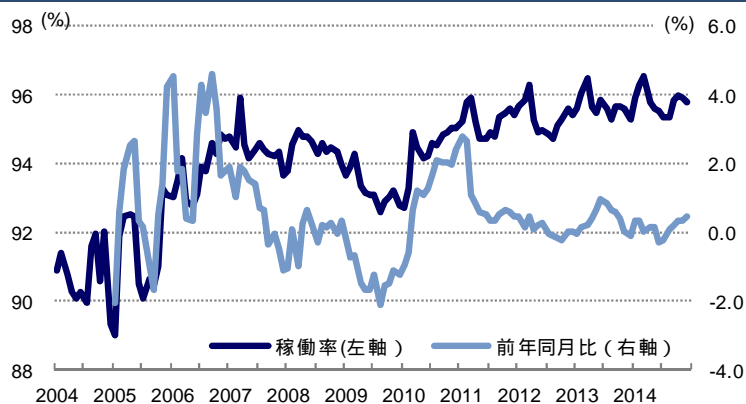
なお、2014年の東京都貸家着工戸数は前年比+6.2%の6.1万戸となった。4年連続の増加であり、2010年頃よりも一段高い水準ではあるが、足元、着工戸数の増加ペースに一服感があり、懸念する程ではないだろう。

## 主要都市人口推移(推計値)

	13年12月	14年9月	14年12月	前期比	前年同月比
東京都	13,294,039	13,378,584	13,389,584	0.08%	0.72%
東京23区	9,067,255	9,143,041	9,153,511	0.11%	0.95%
都心5区	941,825	958,748	962,049	0.34%	2.15%
名古屋市	2,272,075	2,276,590	2,277,595	0.04%	0.24%
大阪市	2,683,469	2,686,246	2,686,990	0.03%	0.13%
福岡市	1,509,893	1,519,349	1,521,881	0.17%	0.79%

出所:各都市

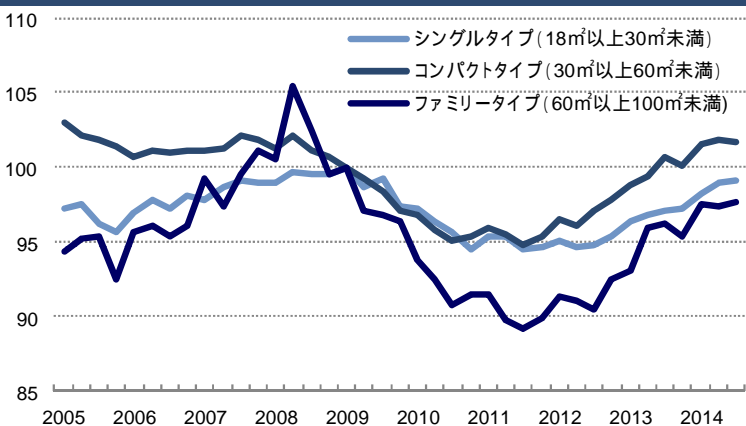
## 首都圏賃貸マンション稼働率(J-REIT保有物件)



注:稼働率=稼働面積/賃貸可能面積

出所:主な住宅系REITの開示情報を元にケネディクス作成(2014年12月末現在)

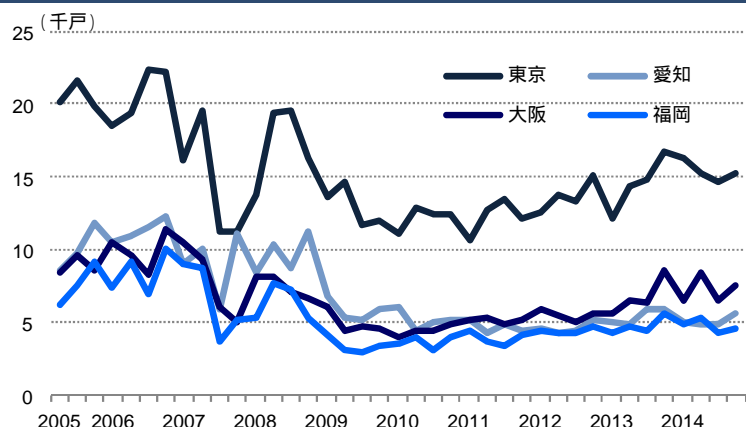
## マンション賃料インデックス(東京23区)



注:『マンション賃料インデックス』連鎖型を採用

出所:アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所

## 貸家着工戸数



出所:国土交通省よりケネディクス作成(四半期ベース、2014年12月現在)





## 物流施設: 旺盛な需要が続く

2014年第4四半期の首都圏大型マルチテナント型物流施設の平均空室率は前期比1.1%ポイント低下の3.8%となった(CBRE)。3棟の新規竣工施設は全て満床で稼働しており、2014年中に新規竣工した物件の空室も減少したと見られる。CBREによれば、2014年1年間の新規需要は19万坪となり、過去最高であった2013年(22万坪)に次ぐ規模であった。2014年10月にはユニクロを運営するファーストリテイリングと大和ハウス工業が共同で専用物流倉庫を建設し、共同物流事業を開始すると表明した。短時間配送、配送コストの削減などを目指すとしている。このように、小売業界ではネット販売強化を目指し、物流拠点の拡充を急ぐ例が相次いでいる。

## 2015年は過去最高水準の新規供給見通し

2015年の新規供給は過去最高水準に達する見通しだ。特に、2015年第4四半期には新規供給面積が15万坪と急増する見通し(CBRE)。このため、新規供給が集中するエリアでは一時的に需給バランスが悪化する懸念があるが、小売各社や3PL会社による先進的物流施設に対する需要は依然旺盛であり、市場全体が悪化する可能性は低いだろう。

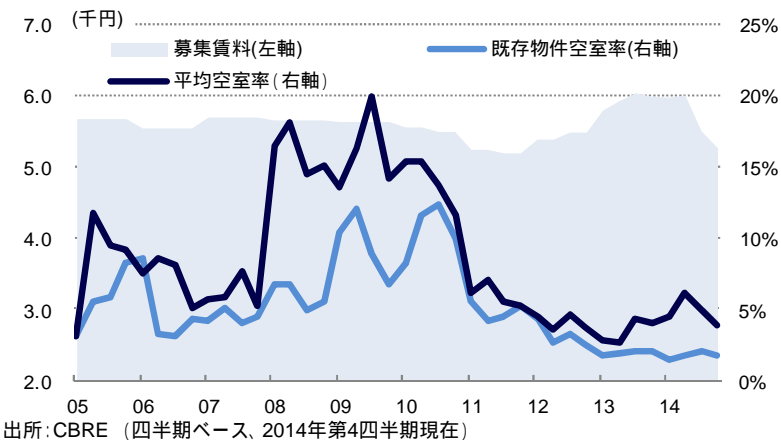
## 商業施設: 飲食料品等の価格上昇が影響

2014年12月の小売売上高は前年同月比+0.2%増加と、6ヶ月連続で増加した。既存ショッピングセンター(SC)売上高は12月には同+0.9%となったが、一進一退を続けている。一方で、百貨店売上高は、消費税率が引上げられた4月以降9ヶ月連続でマイナスとなっている。商品別で見ると、飲食料品や、身の回り品などを含む、その他商品が継続して増加しているものの、衣料品、家具、家電などは減少が続いている。食料品や生活用品の価格上昇が影響していると見られるが、足元、原油価格が下落しており、今後の動向を注視したい。

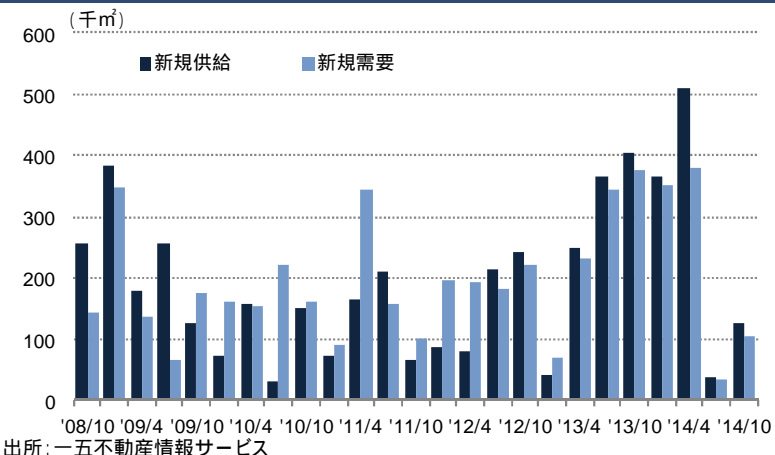
## プライム立地と周辺エリアでやや状況が異なる

東京都心部の商業店舗募集賃料は、概ね安定的と見られるが、プライム立地以外では依然厳しい模様。2014年第3四半期の募集賃料は、銀座エリアでは1階が前期比8.1%増の49,695円(月、坪、以下同じ)となっているが、1階以外は同6.1%減の25,093円となっている。公募件数は1階で減少、1階以外で増加している。一方、表参道エリアでは全フロアで公募件数が減少し、募集賃料は同12.7%増となっている。

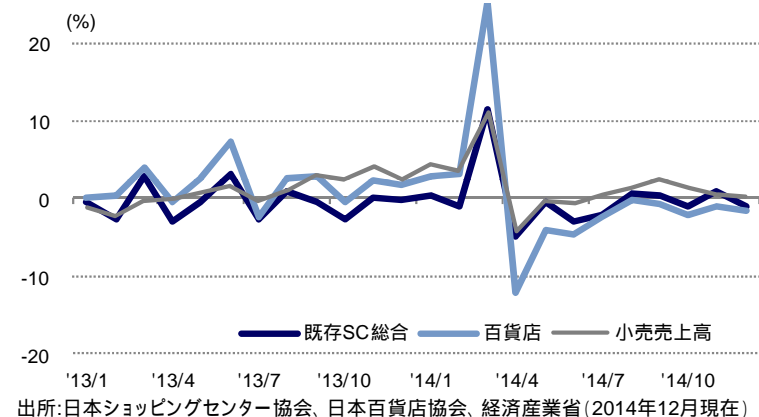
## 物流施設募集賃料と空室率



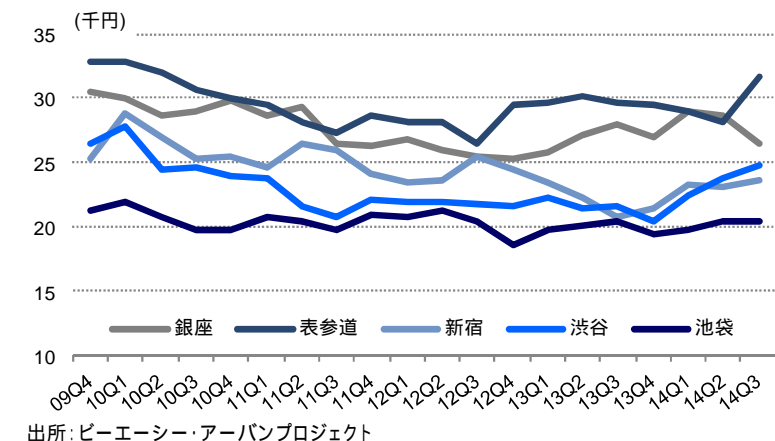
## 物流施設需給バランス(東京圏)



## 小売売上高(前年同月比)



## 商業店舗賃料(全フロア)





## 本資料の取り扱いに関して



- 本資料は不動産市況の現状と将来動向に関する情報提供を目的としたものであり、当社又は当社関連会社からの金融商品・証券等投資の勧誘または斡旋を目的としたものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行なうものでもありません。
- 本資料は当社及び当社関連会社により作成された資料です。本資料に記載された内容については、一般に依拠しうると考えられる公開された情報に基づくもの、又は本文中で特定された情報源もしくは当社において信頼できると考える第三者から提供された情報等に基づいて当社により準備されたものですが、当社はその正確性、完全性、有用性、また適切性等について、明示的にも黙示的にも表明・保証するものではありません。本資料に記載された内容等は、作成時点のものであり、事前の通知なくして変更されることがあります。また、本資料に記載された内容が、今後修正・変更されたとしても、当社は当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。
- 本資料に記載されたグラフ・数値等は過去の実績を示したものであり、必ずしも将来の成果を示唆するものではありません。貴社/貴殿が本資料中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社/貴殿において内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社/貴殿自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めします。
- 本資料の著作権その他の権利は、特段の断りがない限り、当社に帰属しており、当社の事前の明示の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

お問い合わせ先

ケネディクス株式会社

リサーチ戦略チーム 羽田野 友紀

[yuki\\_hatano@kenedix.com](mailto:yuki_hatano@kenedix.com)