
日本の不動産投資市場 2015

2015年6月

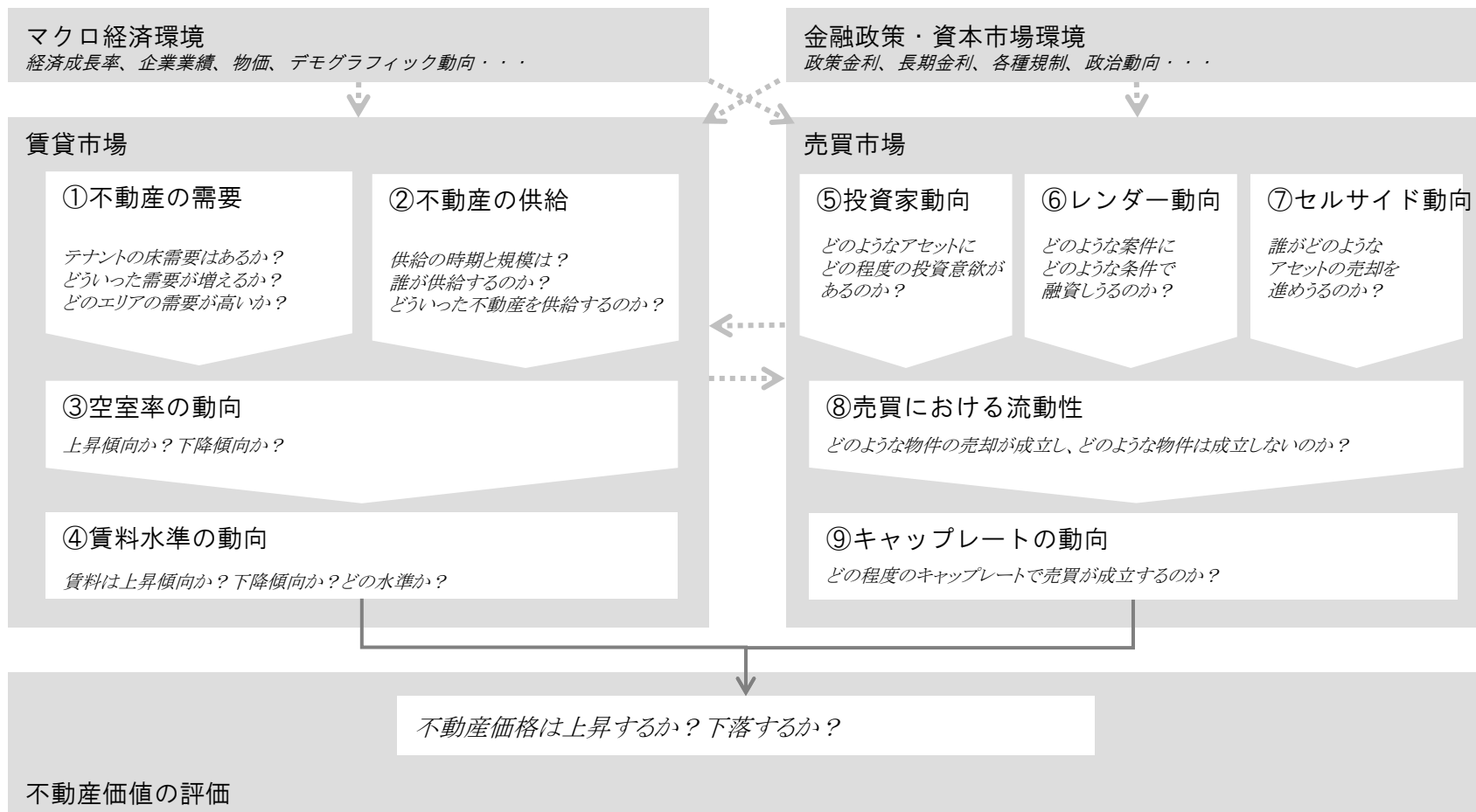
株式会社野村総合研究所

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

不動産投資市場の活性化と透明性の向上を目指して

本資料は情報提供を唯一の目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。本資料は、信頼できる情報に基づいて作成されていますが、野村総合研究所は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。本資料に記載された意見およびデータは、作成時点における判断・情報であり、予告なく変わる場合があります。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

不動産投資市場に関する野村総合研究所の研究領域と分析フレームワーク



目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

物流施設市場

不動産投資商品市場

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

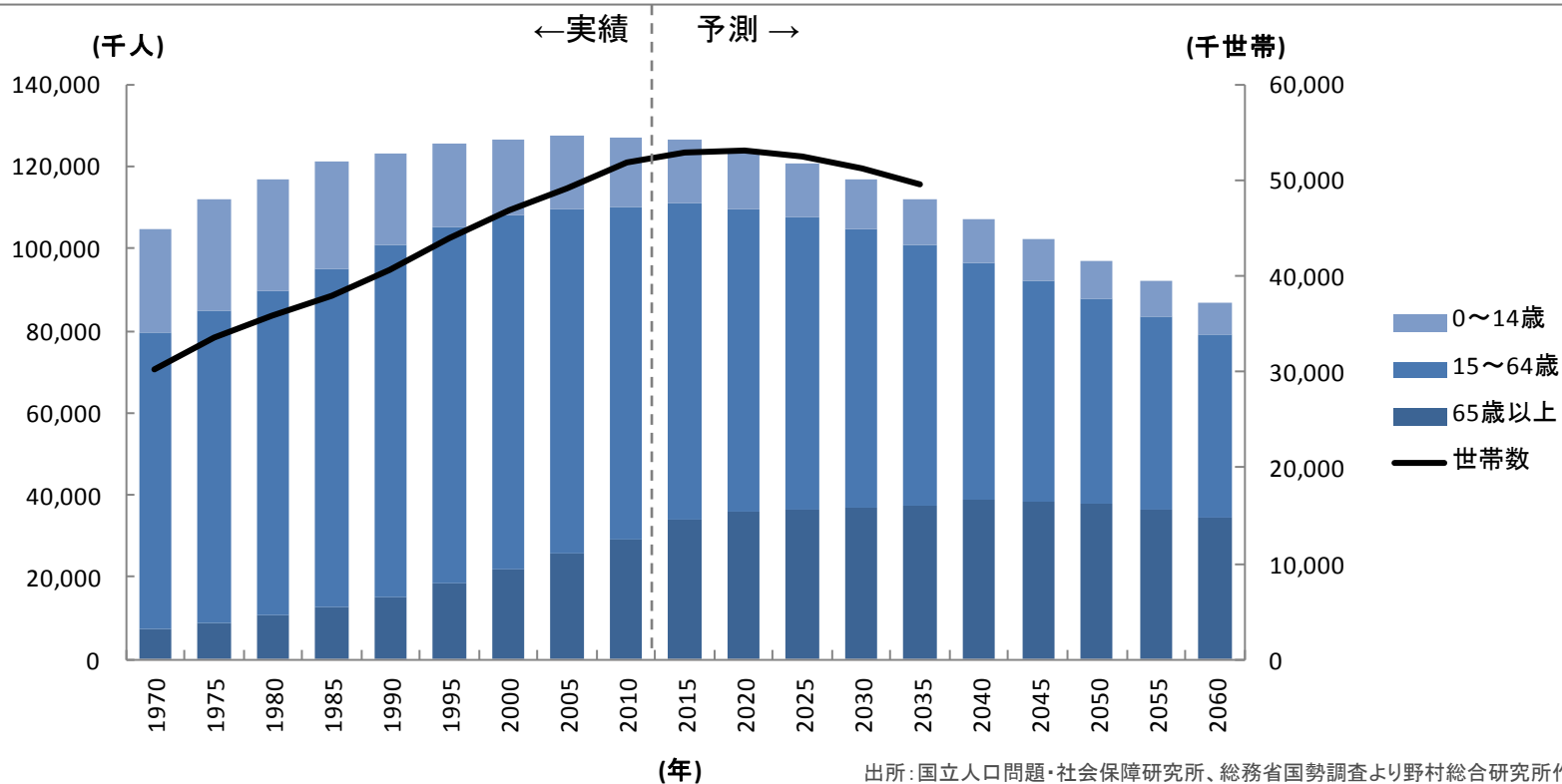
物流施設市場

不動産投資商品市場

日本の人口は少子高齢化に伴い減少しており、世帯数も今後減少に転じる

- 人口は2010年を境にピークアウトした。世帯数は2019年まで増加するが、その後減少に転じる見通しである。
- 65歳以上人口も2025年以降横ばいに推移し、2040年以降減少に転じる見通しである。

日本の人口と世帯数の推移



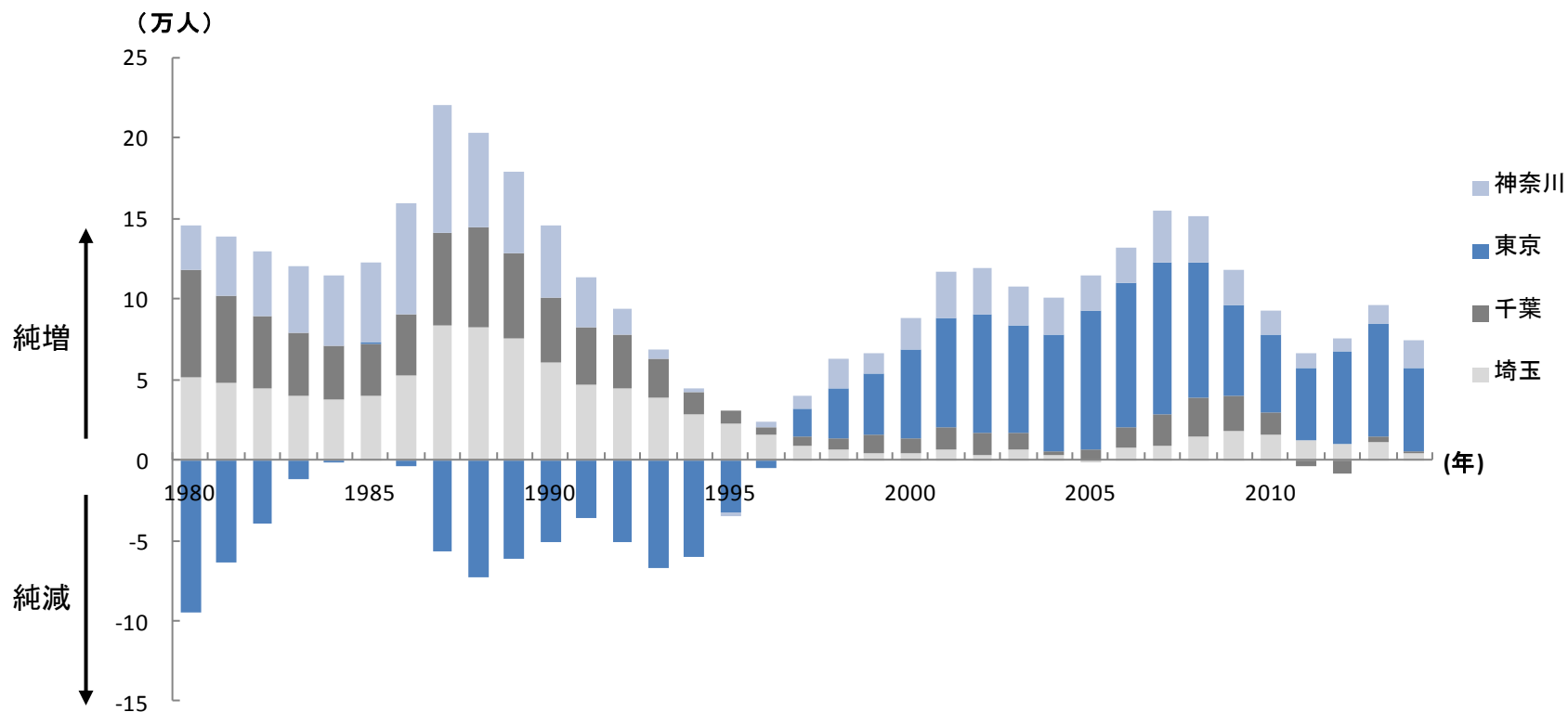
出所：国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成

※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京圏には人口が流入し続けている

- 今後も東京圏への人口流入は続くと考えられる。

東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県への人口純流入数の推移

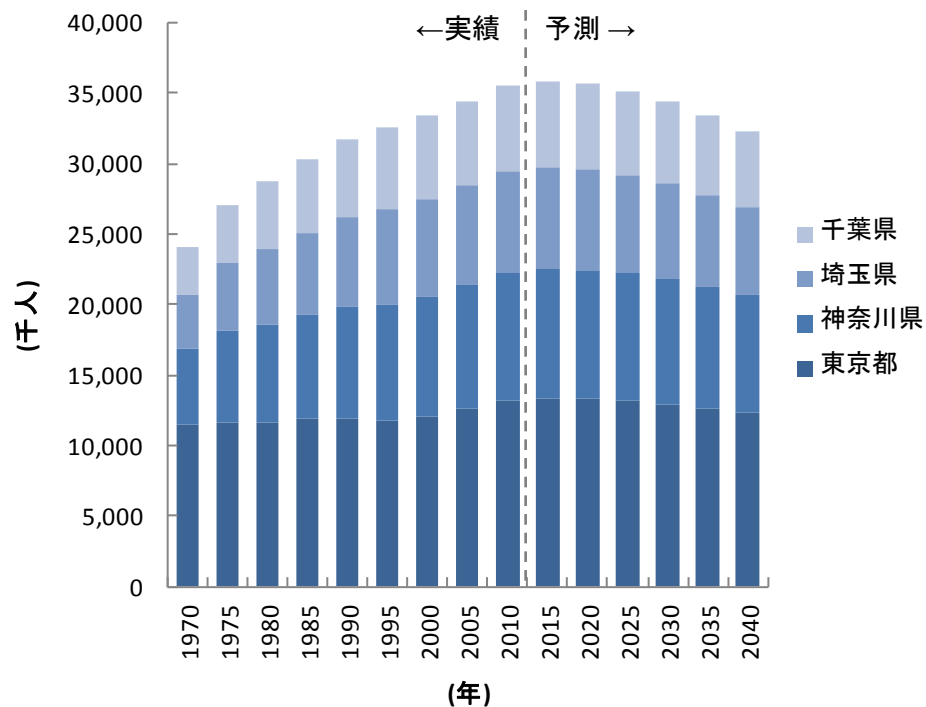


出所：総務省 住民基本台帳人口移動報告より野村総合研究所作成

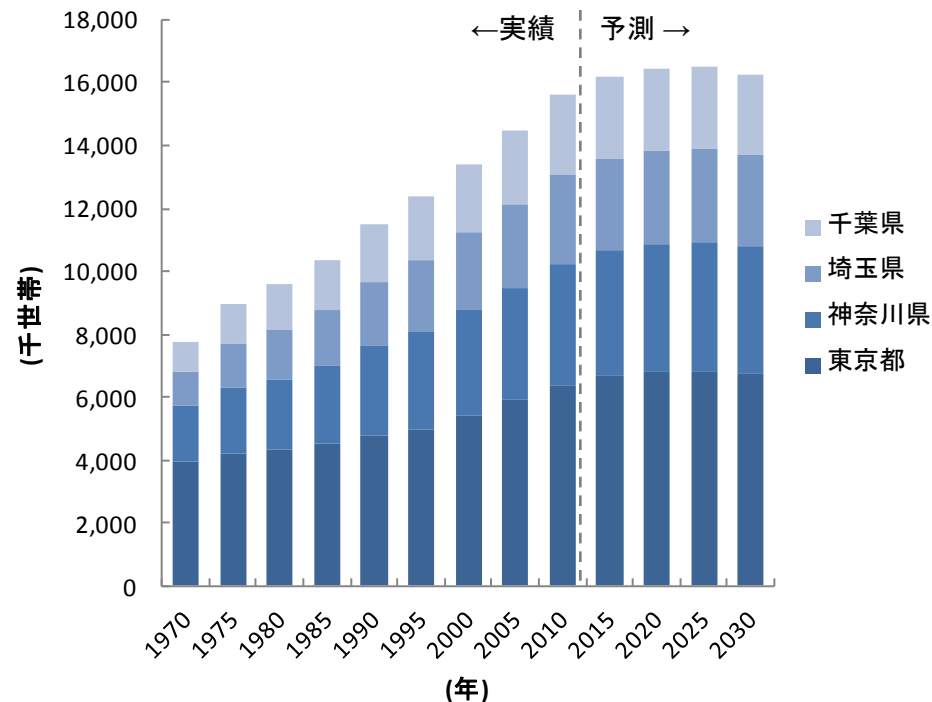
中長期的には東京圏でも人口減少・世帯減少が始まる見込み

■ 東京圏の人口は2015年に、世帯数は2025年にピークアウトする見通しである。

東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県の人



東京都・神奈川県・埼玉県・千葉県の人口



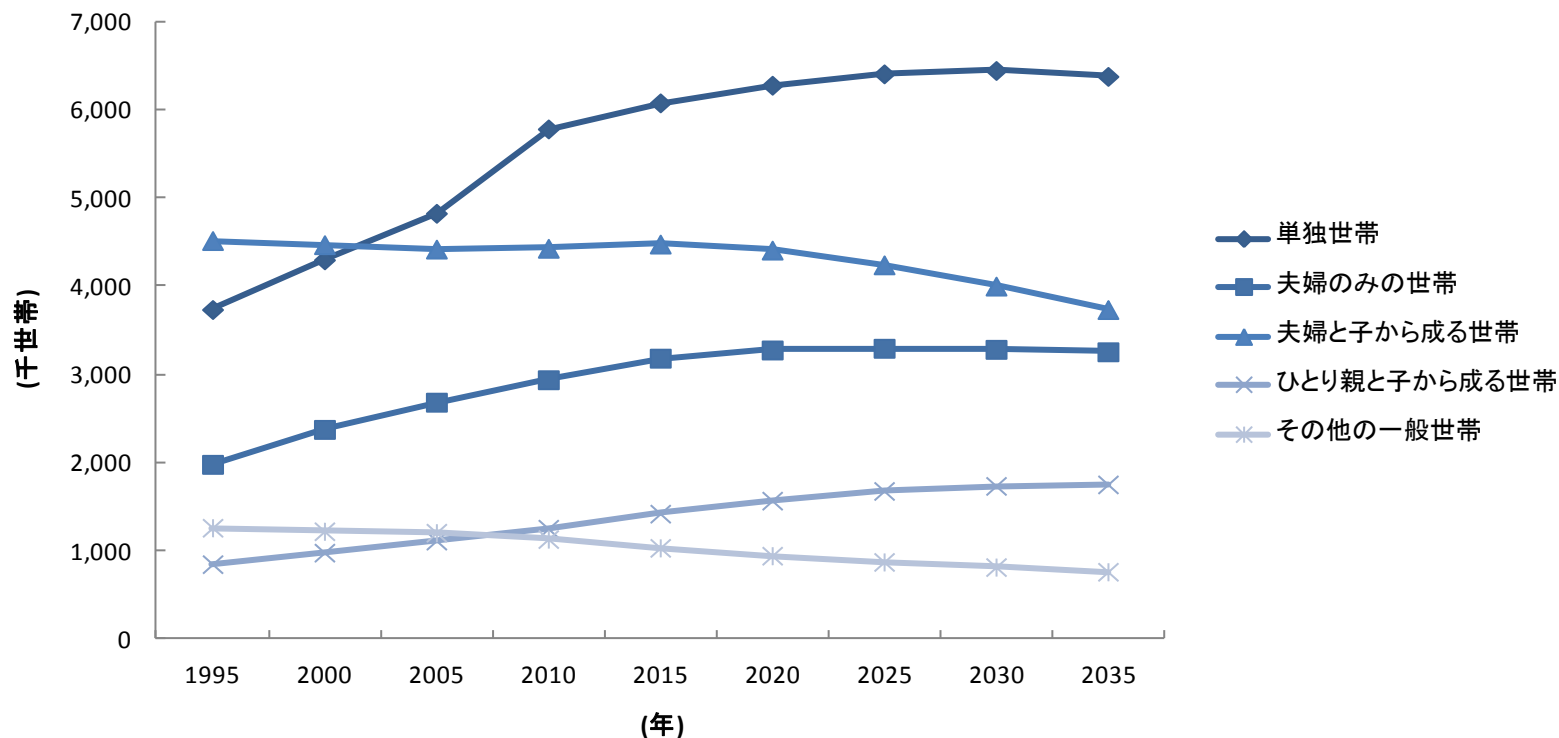
出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成

※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京圏の当面の世帯増を牽引するのは単独世帯である

■ ただし、単独世帯数も2030年にピークを迎え、その後は減少に転じる見通しである。

東京圏の世帯の種類別世帯数の推移



出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省国勢調査より野村総合研究所作成
※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

東京23区内で中長期的に人口が増加するのは湾岸3区に限られる

- 中央区、江東区、港区の3区は人口増加が見込まれる。
- 23区のうち7区は2040年に2010年比で10%以上の人口減少が見込まれている。

自治体名称	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年
中央区	100.0	112.9	115.3	116.6	116.8	116.1	114.4
江東区	100.0	102.7	104.4	106.8	108.2	108.8	108.5
港区	100.0	105.0	107.0	107.9	107.8	107.0	105.2
新宿区	100.0	103.3	104.4	104.8	104.4	103.4	101.6
練馬区	100.0	103.8	105.1	105.3	104.5	102.9	100.6
墨田区	100.0	100.8	101.7	102.6	102.7	102.0	100.6
荒川区	100.0	102.4	103.0	102.8	102.2	101.2	99.7
千代田区	100.0	106.9	106.9	106.1	104.6	102.2	99.3
世田谷区	100.0	102.1	102.7	102.4	101.5	100.0	97.9
品川区	100.0	102.4	102.9	102.7	101.7	100.0	97.8
江戸川区	100.0	101.5	101.7	101.1	99.8	98.2	96.2
文京区	100.0	101.8	101.9	101.3	100.1	98.2	95.7
豊島区	100.0	107.3	106.1	104.5	102.2	99.2	95.3
大田区	100.0	101.6	101.6	100.8	99.4	97.5	95.1
板橋区	100.0	100.9	100.5	99.1	97.2	94.7	91.8
目黒区	100.0	100.8	100.2	98.8	96.8	94.1	91.1
台東区	100.0	100.6	99.5	97.7	95.4	92.6	89.4
渋谷区	100.0	100.3	98.8	96.6	93.9	90.9	87.4
中野区	100.0	99.4	97.7	95.5	92.9	89.8	86.2
北区	100.0	99.4	97.6	95.1	92.2	89.0	85.5
杉並区	100.0	99.4	97.6	95.1	92.0	88.5	84.5
葛飾区	100.0	98.2	95.7	92.4	88.7	84.8	80.8
足立区	100.0	98.0	95.2	91.6	87.5	83.1	78.7

出所：国立人口問題・社会保障研究所より野村総合研究所作成

※人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

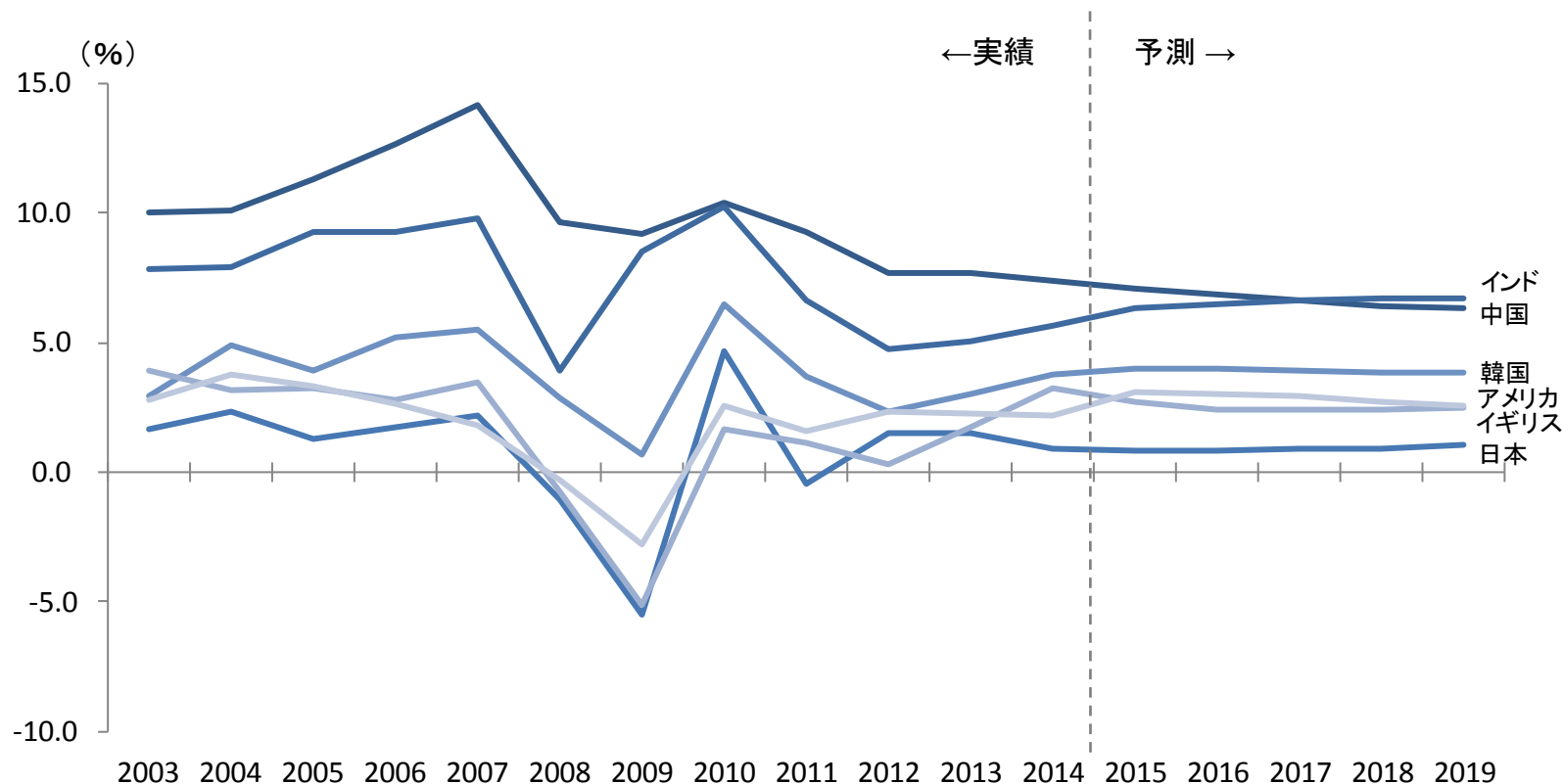
物流施設市場

不動産投資商品市場

日本の経済成長率は主要国に比べ低く、今後の大幅な経済成長は見込み難い

■ IMFによると、2015年の日本のGDP成長率は1%弱、その後も1%前後で推移すると予測されている。

主要国の実質GDP成長率の推移

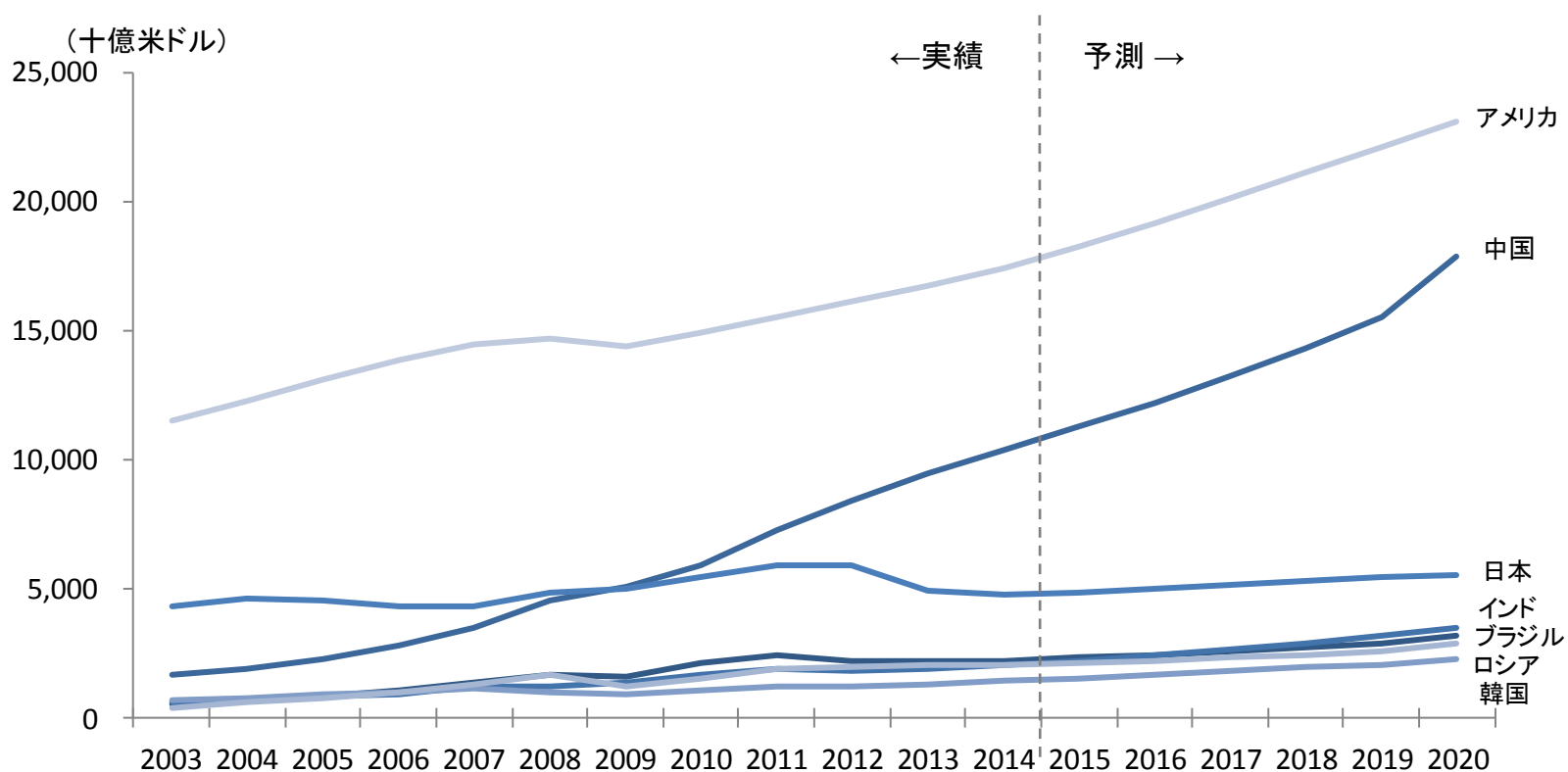


出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

それでも、日本の経済規模は依然として大きく、投資対象として無視し得ない市場である

- 現在の成長率が今後も続く場合、2020年時点でも名目GDPはインドやブラジル、ロシアには追い付かれることはなく、世界第3位であり続ける見通しである。

主要国の名目GDPの推移



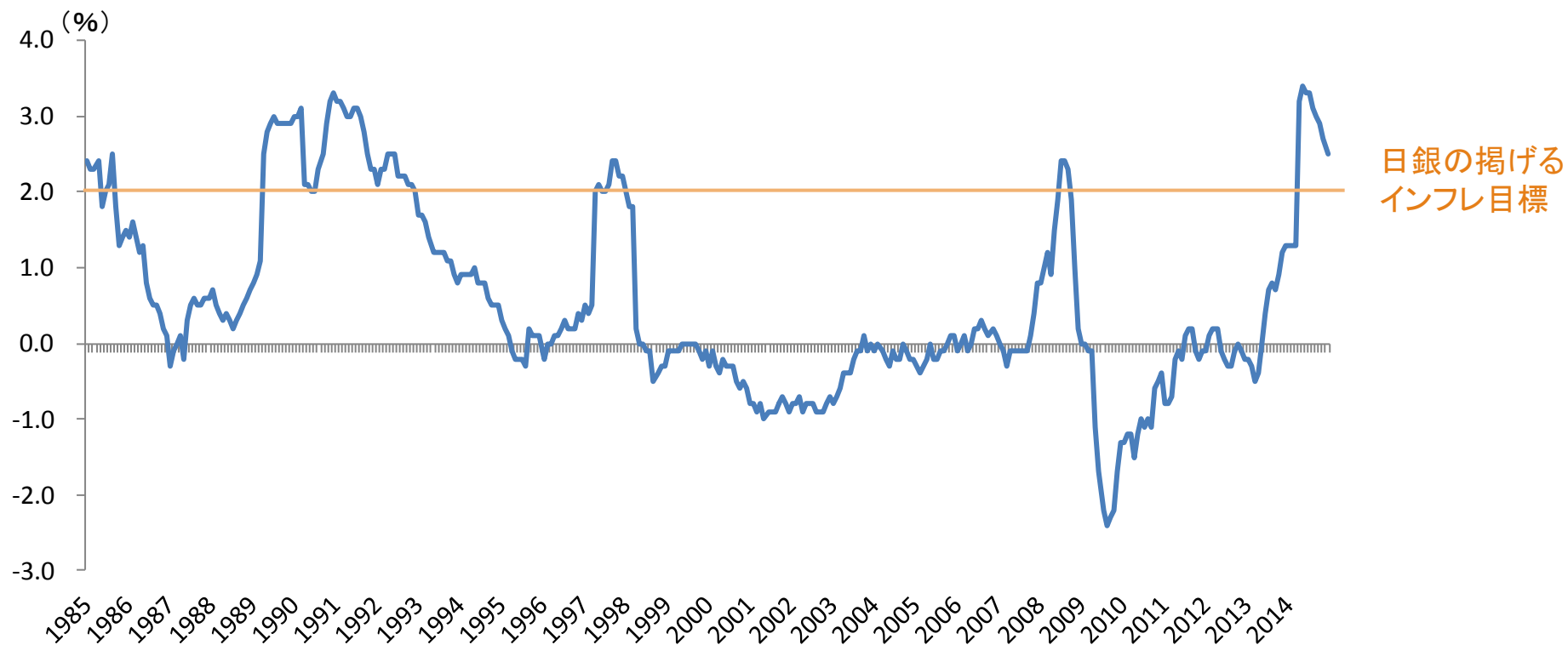
出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

※ 2019年まではIMF予測、2020年までは2014年～2019年の成長率(CAGR)が続くと仮定し試算

消費税増税による値上げが物価上昇に反映されたが、その後は鈍化している

- 増税による消費マインドの落ち込みが一因となり、物価上昇は鈍化しつつある。

日本の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の前年同月比の推移

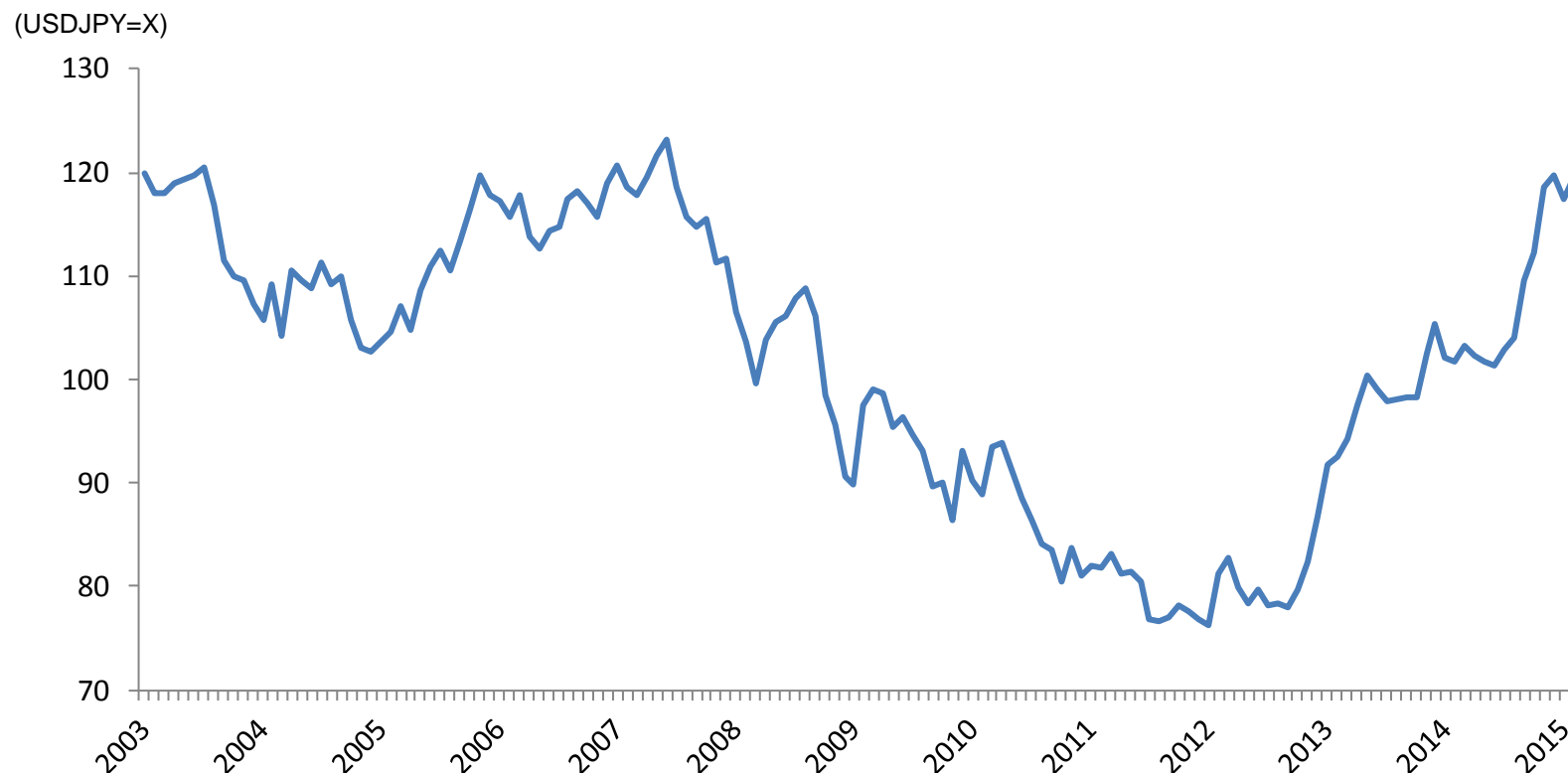


出所: 総務省より野村総合研究所作成

急速に進んだ円安の動きは一服したものの、依然として円安傾向にある

- アベノミクスによる異次元の金融緩和などにより、2012年末から現在までに大幅に円安が進んだ。
- 日本の貿易収支の悪化や米国の金融緩和縮小などが、円安要因となっている。

ドル円為替相場(各月末)の推移

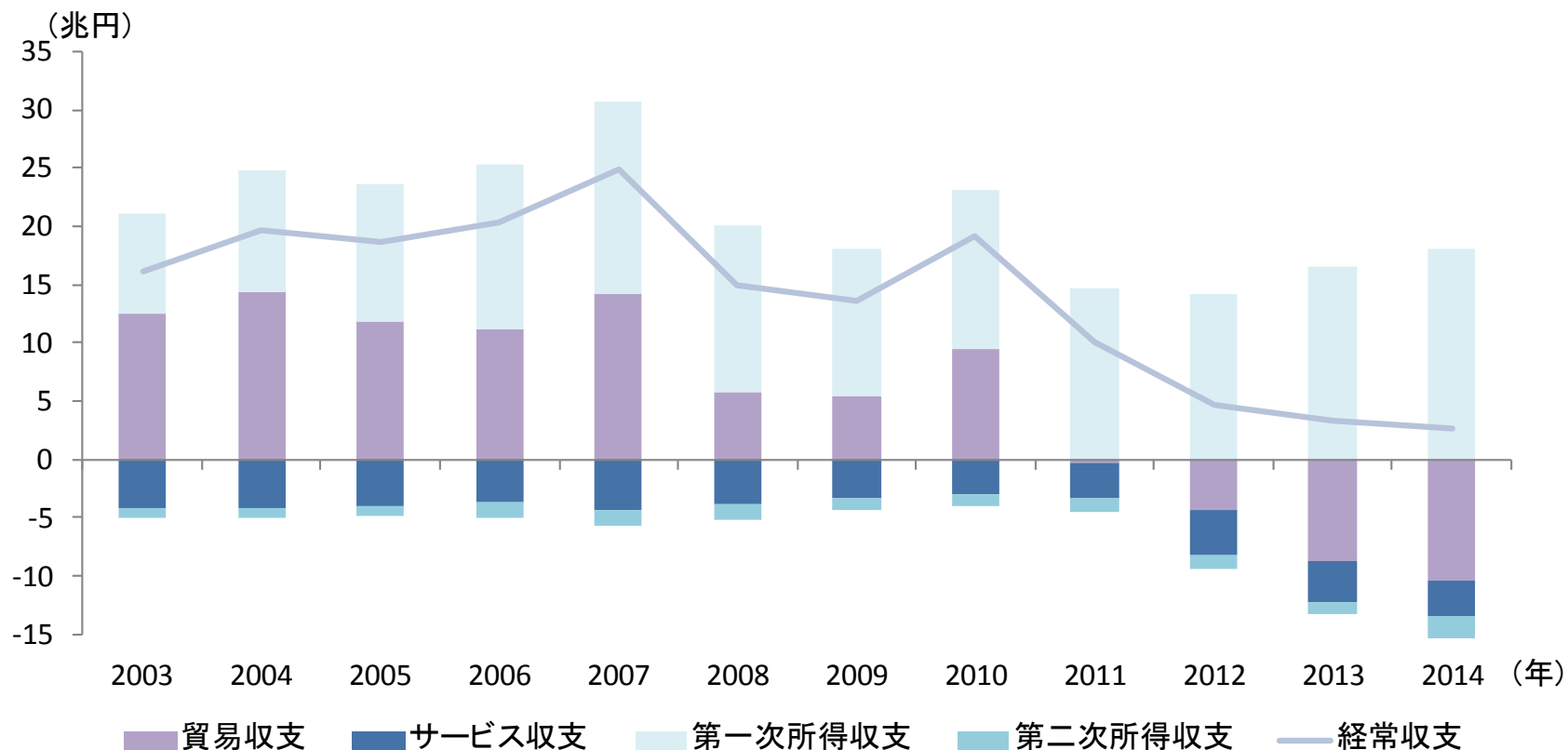


出所: Bloombergより野村総合研究所作成

貿易赤字は大幅に拡大しており、経常収支は黒字であるものの減少し続けている

- 貿易収支は2011年以降4年連続で赤字となり、2014年の経常黒字額は過去最低となった。

日本の経常収支の推移



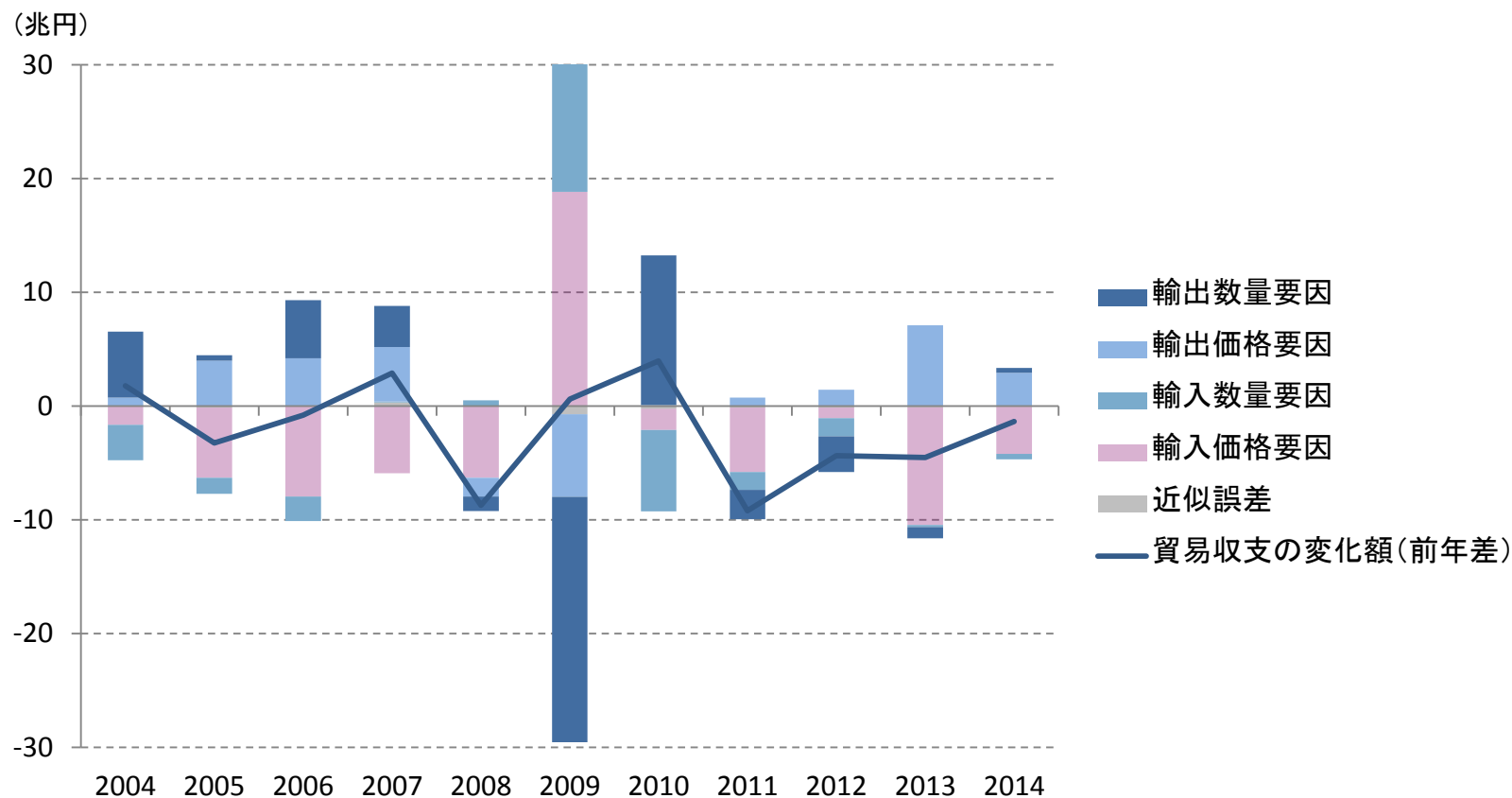
出所: 財務省より野村総合研究所作成

2014年度より「所得収支」は「第一次所得収支」、「経常移転収支」は「第二次所得収支」に変更された

貿易赤字が拡大した最大の要因は、輸入価格であった

- 2014年では直近の輸出量の増加が貿易収支にはまだ反映されていない。

日本の貿易収支の変化要因（前年差）



円安局面が続いたことで輸出価格が下がりつつある一方、輸出数量は大きく上昇している

- 円安や原油安により自動車などの輸出が伸びている。しかし、生産拠点の現地化やアジア勢の安価な製品の台頭によって日本企業の輸出量そのものは伸びにくくなっている。

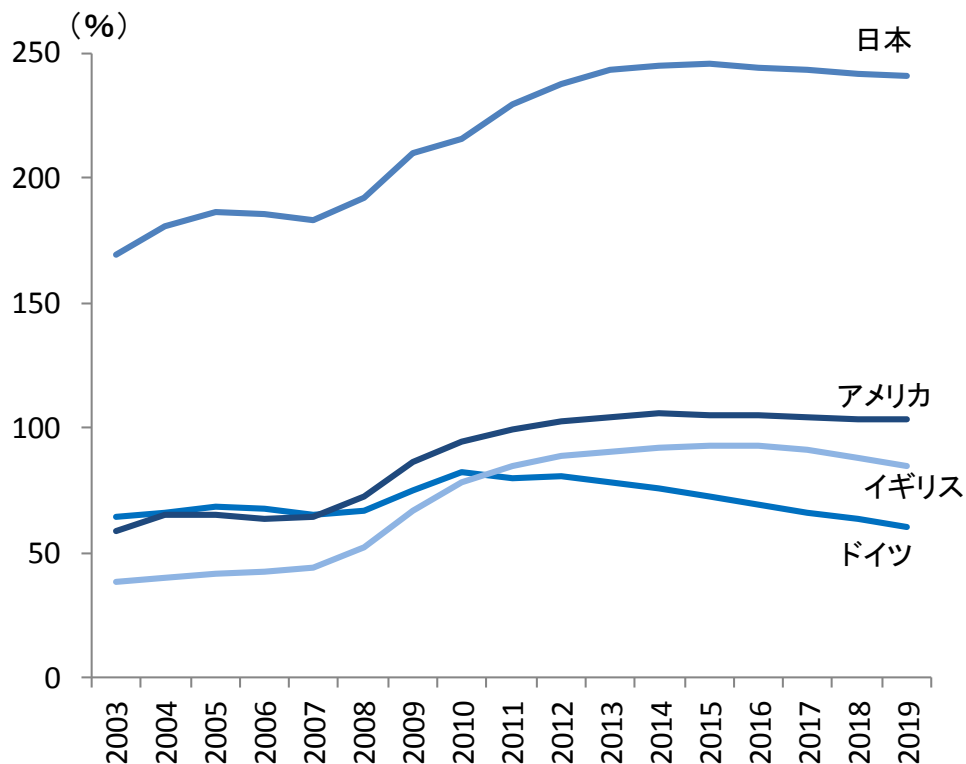
日本の貿易指数(輸出)の推移



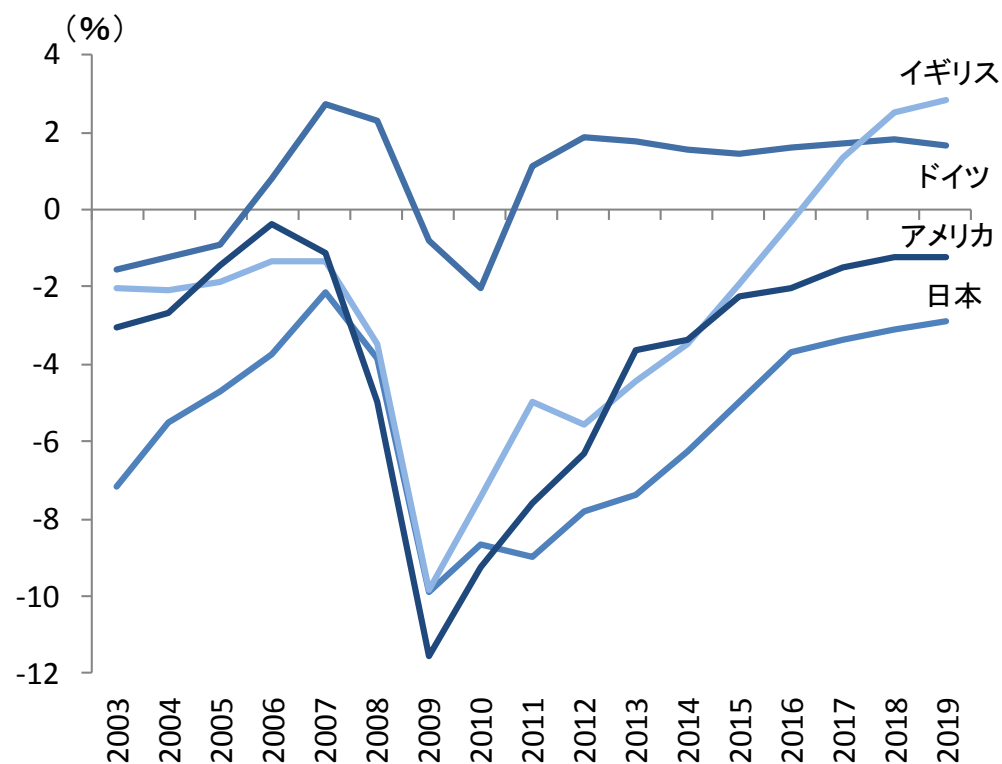
公的債務は積み上がる一方であり、財政破綻が懸念されている

- IMFによる直近の見通しでは、政府債務残高比率は上昇傾向に歯止めがかかるとの予測になっているものの、依然として高い水準である。
- 財政維持の一条件となる基礎的財政収支の黒字化は、達成が難しいと見込まれている。

主要先進国の政府債務残高GDP比の推移



主要先進国の基礎的財政収支GDP比の推移



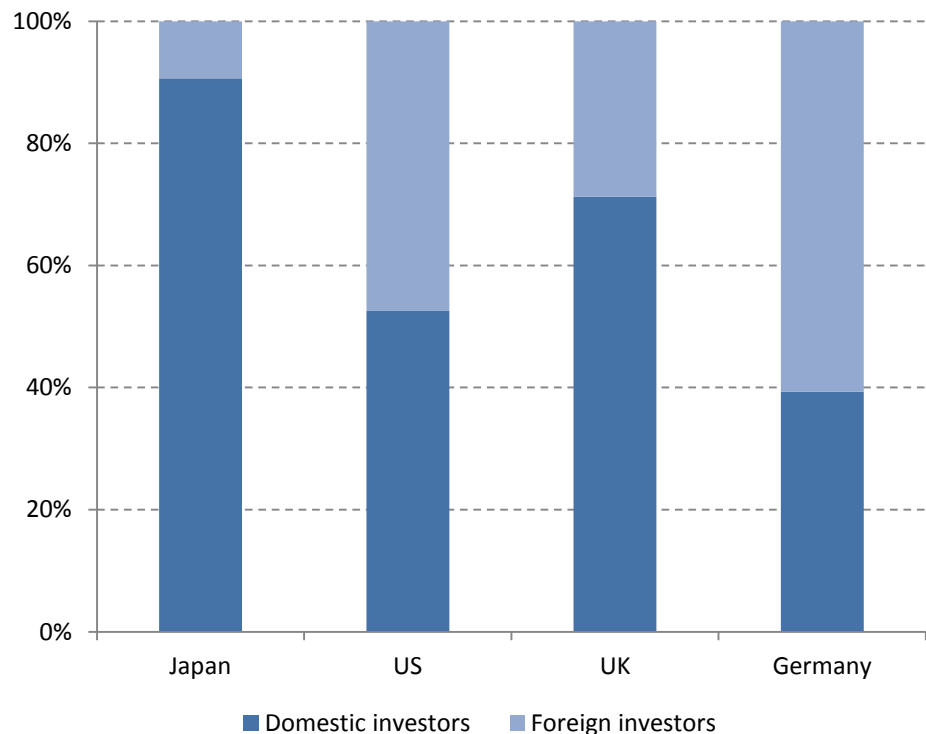
出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

出所: IMF(2014 Oct.)より野村総合研究所作成

但し国内に資金がとどまり循環し続ける限り、財政破綻の可能性は低いとの見方が強い

- 日本国債は9割以上が国内投資家によって保有されているため、直ちに国債価格が暴落する可能性は低いとの見方が強い。
- 国債消化の原資となる個人金融資産は、近年では株価上昇などにより増加している。

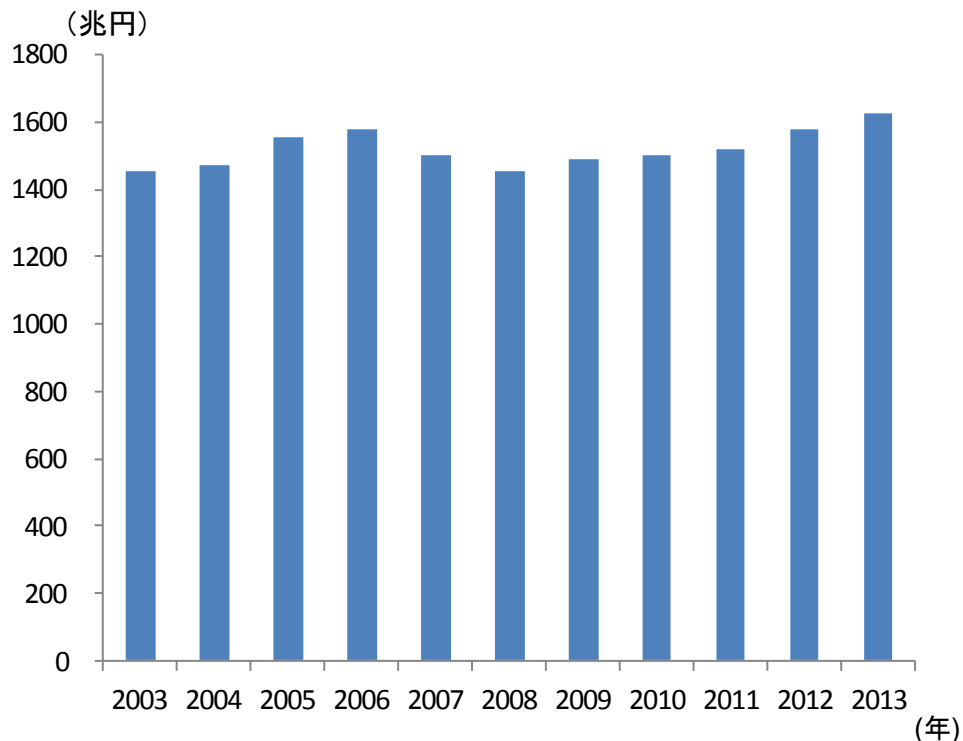
各国の国債の保有者内訳



出所：日本銀行、FRB、ONS、Bundesbank,より野村総合研究所作成

※日・米は2014年12月末、英・独は2013年第3四半期時点

日本の個人金融資産の推移

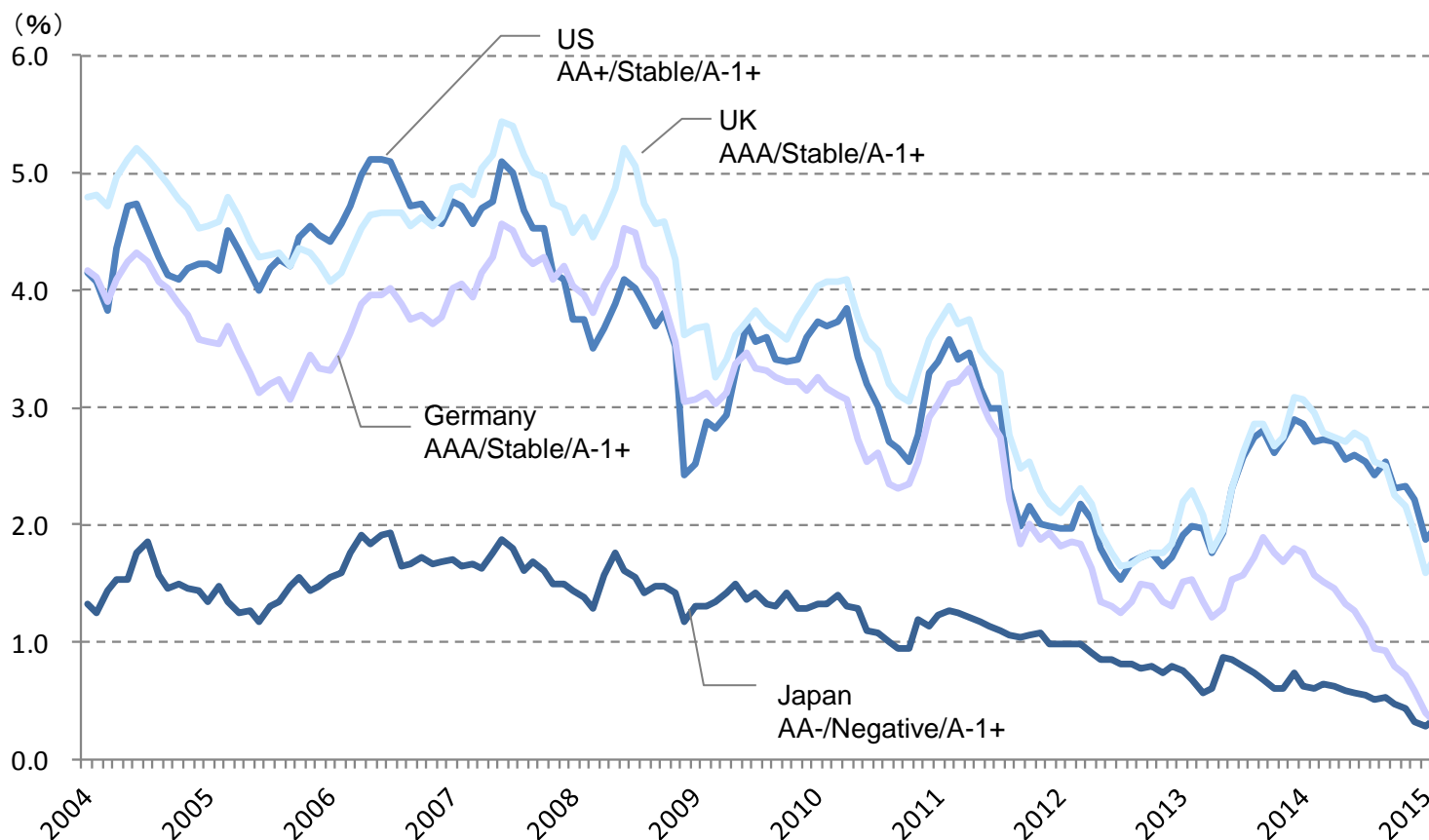


出所：日本銀行より野村総合研究所作成

長期金利の低位安定状態は継続している

- 日本の長期金利は、格付けが高い米国・英国よりも低い水準にあり、格付けと金利の乖離が縮まると金利は上昇し得る。

主要先進国の長期金利(10年国債)(月次平均)の推移と格付け

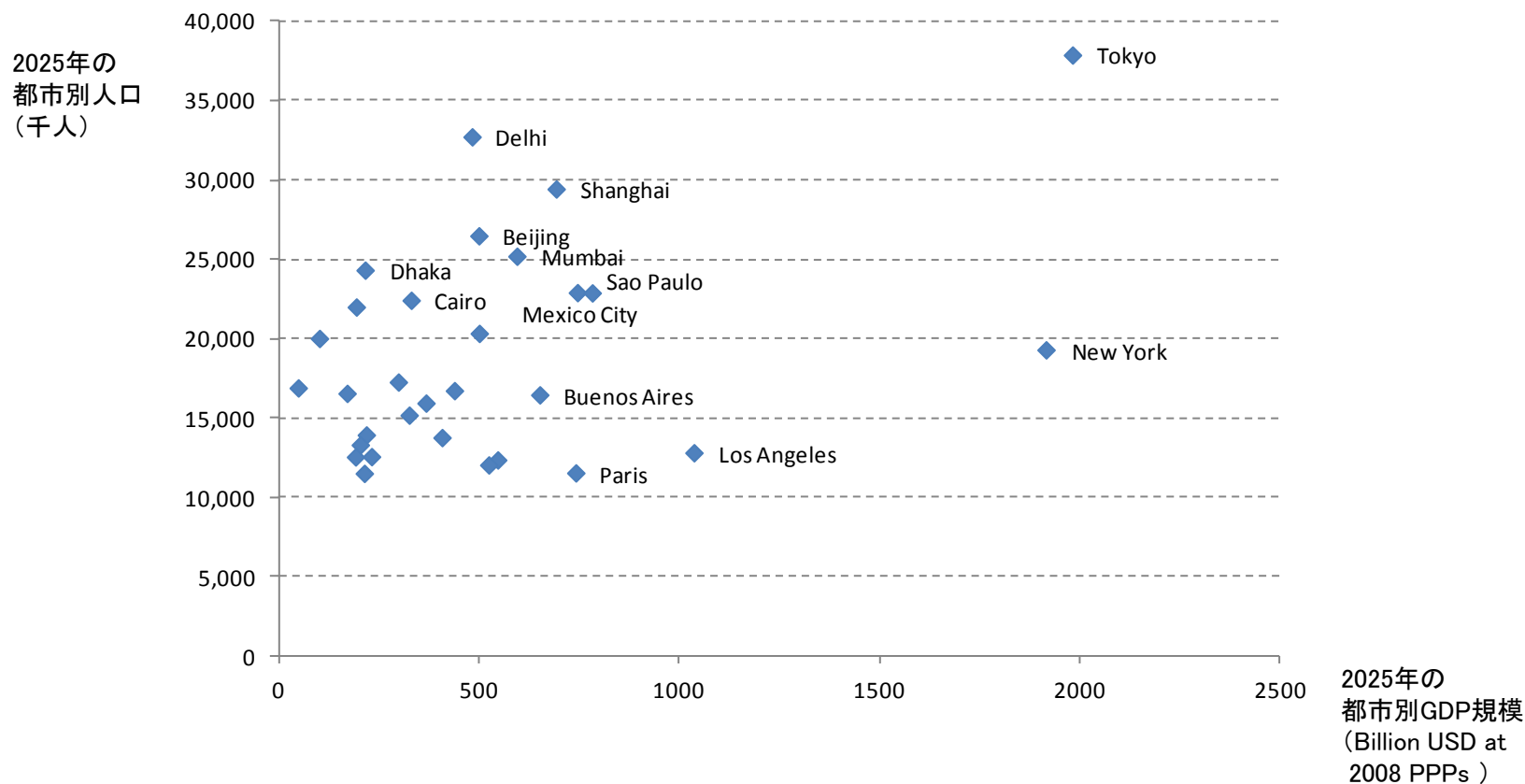


出所: 財務省、FRB、ECB、Bank of England、S&Pより野村総合研究所作成

※ 格付けは2015年2月末現在(長期/見通し/短期、自国通貨建て)

都市別にみると、東京は人口とGDPの点で世界最大の都市であり続ける

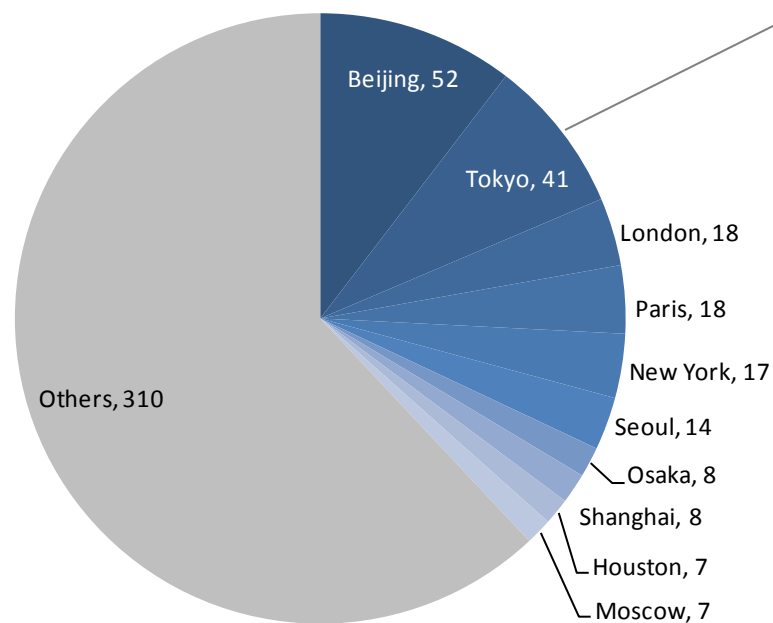
2025年の都市別GDP・人口予測（人口上位30都市）



出所: PricewaterhouseCoopers、UNより野村総合研究所作成

東京は、世界的な大手企業が2番目に多く集積している都市である

都市別のFortune Global 500(2014)の企業数



東京圏(1都3県)にあるFortune Global 500企業(上位200位以内)

順位	社名	売上(百万ドル)
23	日本郵政株式会社	152,125
45	本田技研工業株式会社	118,210
51	JXホールディングス株式会社	111,014
53	日本電信電話株式会社	109,054
61	日産自動車株式会社	104,635
78	株式会社日立製作所	95,988
105	ソニー株式会社	77,532
108	三菱商事株式会社	75,755
124	丸紅株式会社	70,429
135	ソフトバンク株式会社	66,546
139	東京電力株式会社	66,194
145	株式会社東芝	64,907
148	イオン株式会社	64,240
164	第一生命保険株式会社	60,340
173	三井物産株式会社	57,302
176	株式会社セブン&アイ・ホールディングス	56,572
184	新日鐵住金株式会社	55,062
199	株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	51,667

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

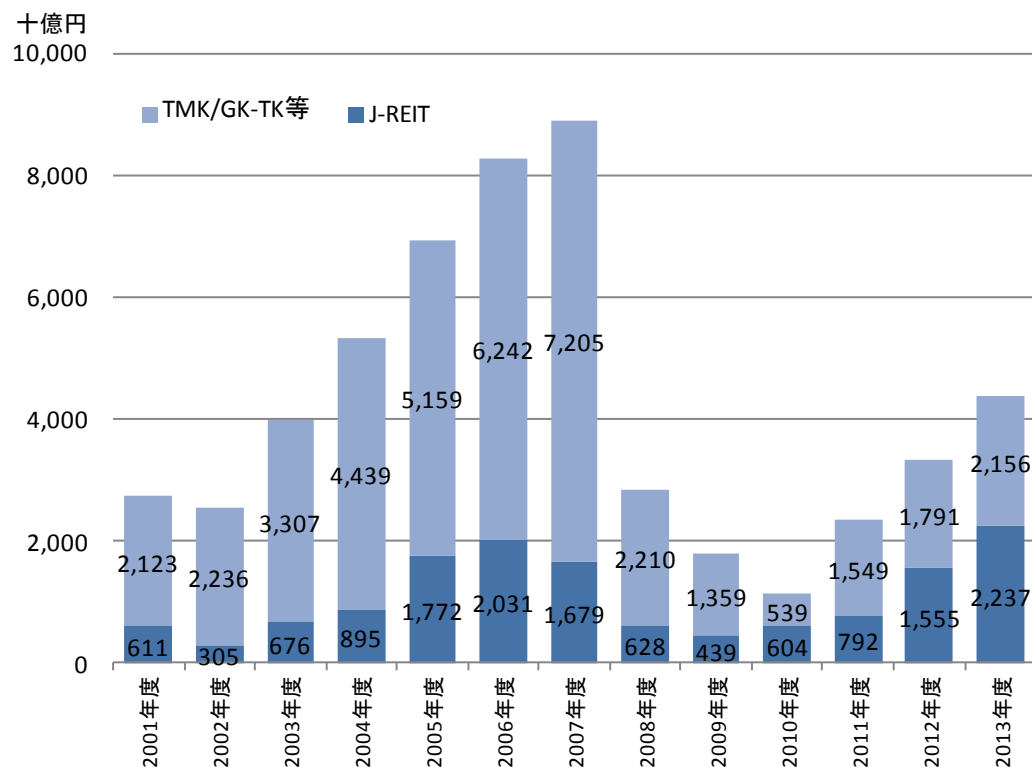
物流施設市場

不動産投資商品市場

プロ投資家の活動レベルは確実に回復し、2005～2006年の状況に近づいている

- 2013年度、J-REITは2兆円以上の資産を取得し、買い手として圧倒的な強さを見せた。データは発表されていないものの、2014年度にはJ-REITは最有力購入者の座から転落した。代わって台頭したのは、私募REIT、国内外の個人富裕層、国内外の事業会社などであり、東京においては、プロ投資家でさえ資産取得が難しい状況が続いている。

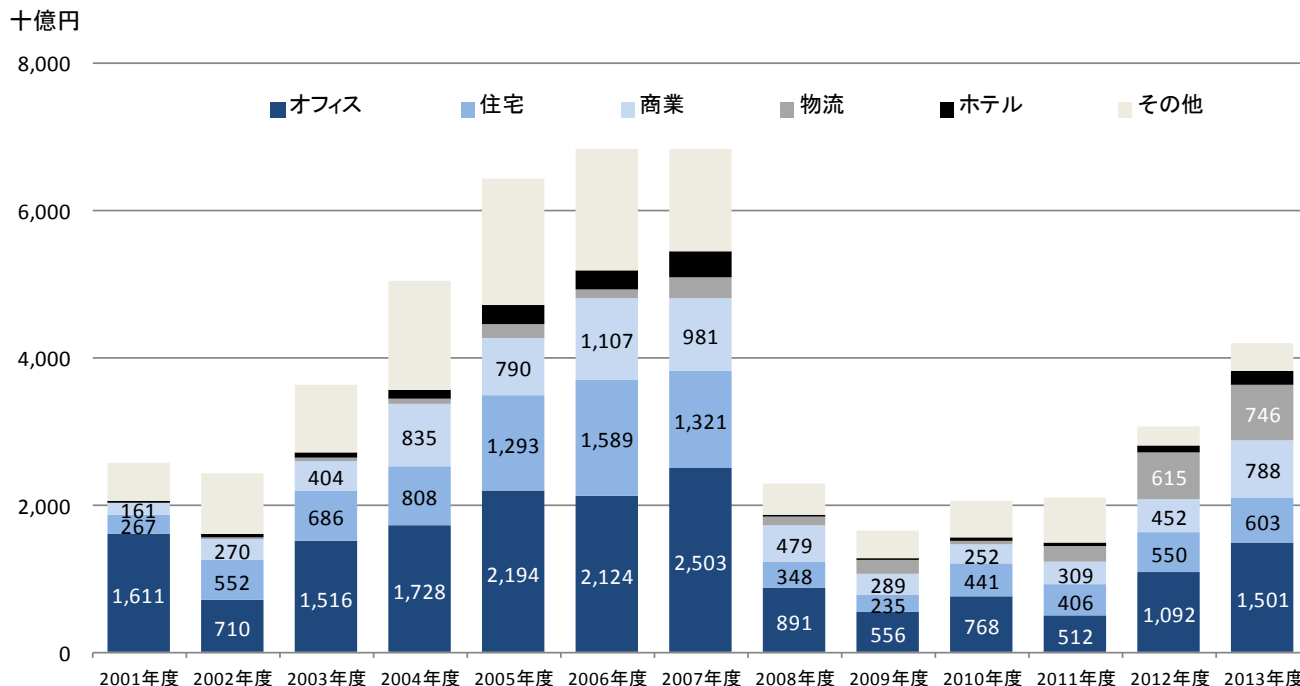
証券化対象不動産の取得実績の推移



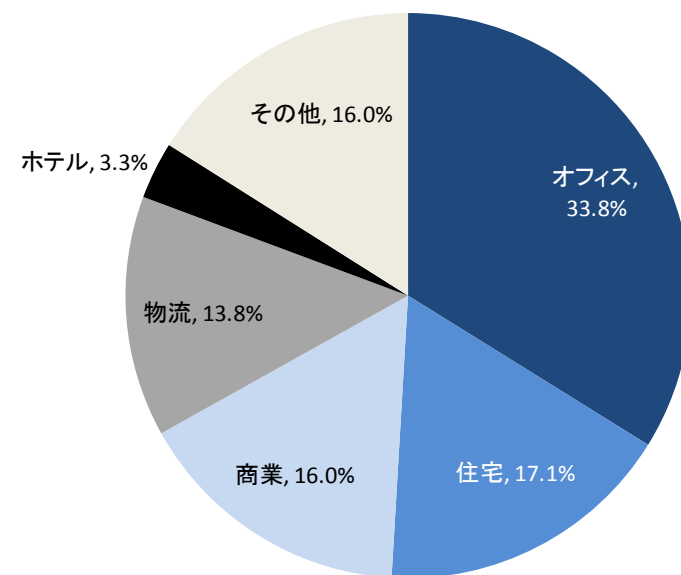
オフィス・住宅・商業・物流が取引額の80%を占めているが、ホテル売買も活発化している

- 2020年のオリンピック決定や、円安、マクロ経済環境の好転などによって国内外からの旅行者が増えつつあり、ホテル投資は活況を呈している。

用途別に見た証券化対象不動産の取得実績の推移



過去5年の用途別の証券化対象不動産の取得実績



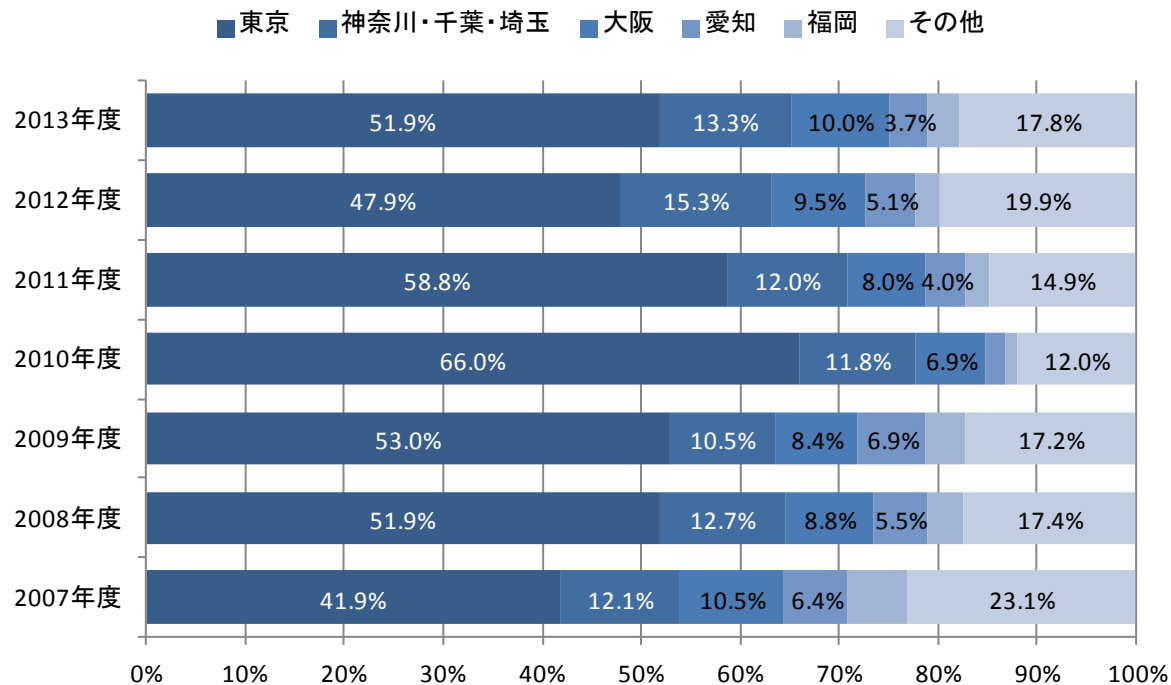
出所：国土交通省「不動産証券化の実態調査」より野村総合研究所作成

※2001年以降は、TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。そのため、各年度の取得総額や累計額は前掲の資料と一致しない。

モノ不足を反映する形で、投資マネーは再び地方へ回り始めている

- 都市部における投資機会が不足している結果、2012年度以降、東京都の取引量は全国の50%程度にある。2014年度、2015年度はさらに地方投資に拍車がかかることが予見され、この観点からも市場は前回の不動産サイクルの軌道をたどっていると言える。

証券化対象不動産の都道府県別の実績推移(件数)

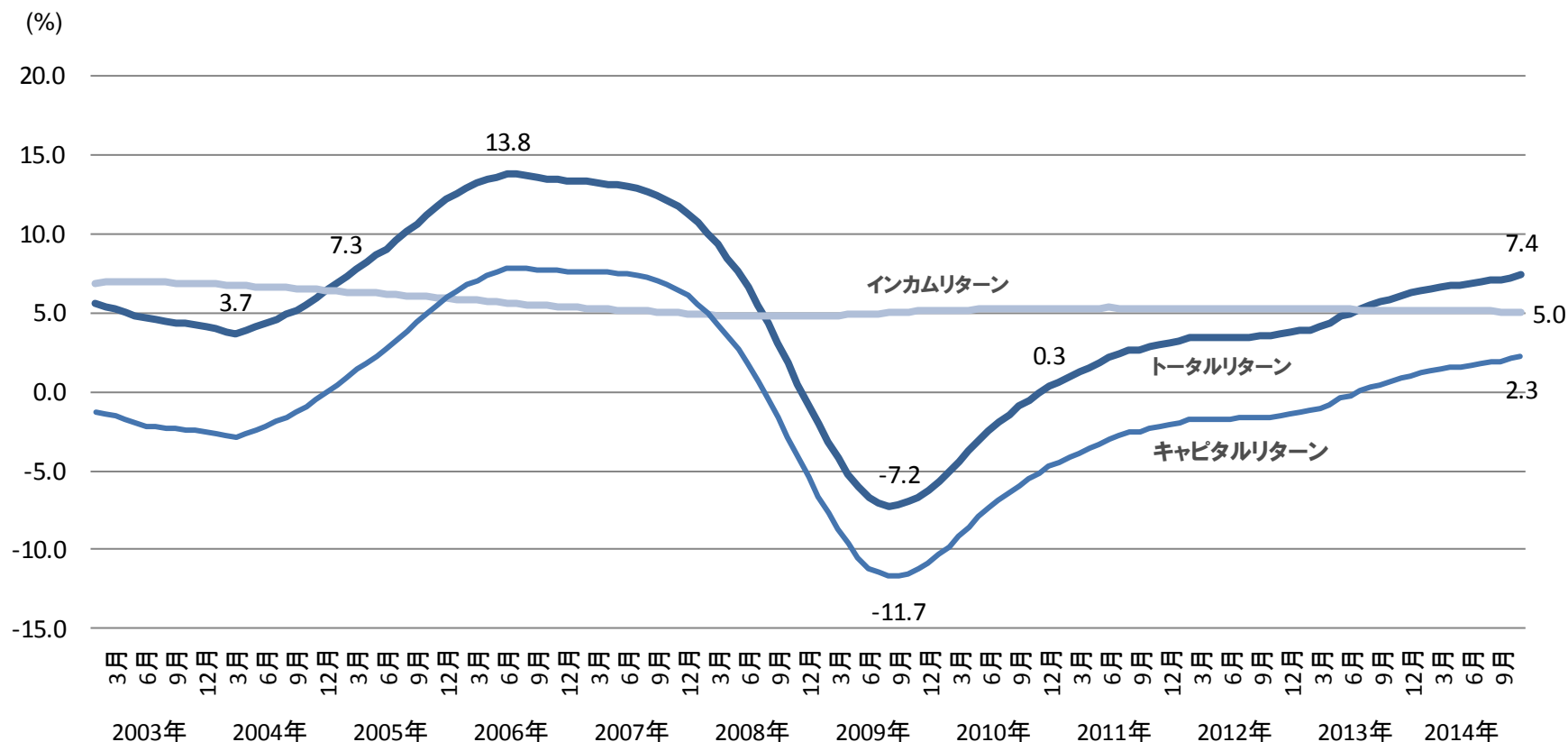


出所:国土交通省「不動産証券化の実態調査」より野村総合研究所作成
※TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。

トータルリターンは7%超まで回復し、2005年第1四半期のレベルに達した

- リーマンショック以前のサイクルにおいては、2005年第1四半期に7%超のトータルリターンを達成した後、2006年の第2四半期まではリターンが上昇し、その後2007年第1四半期までは10%程度のリターンを維持した。

日本におけるキャピタル／インカム／トータルリターンの推移

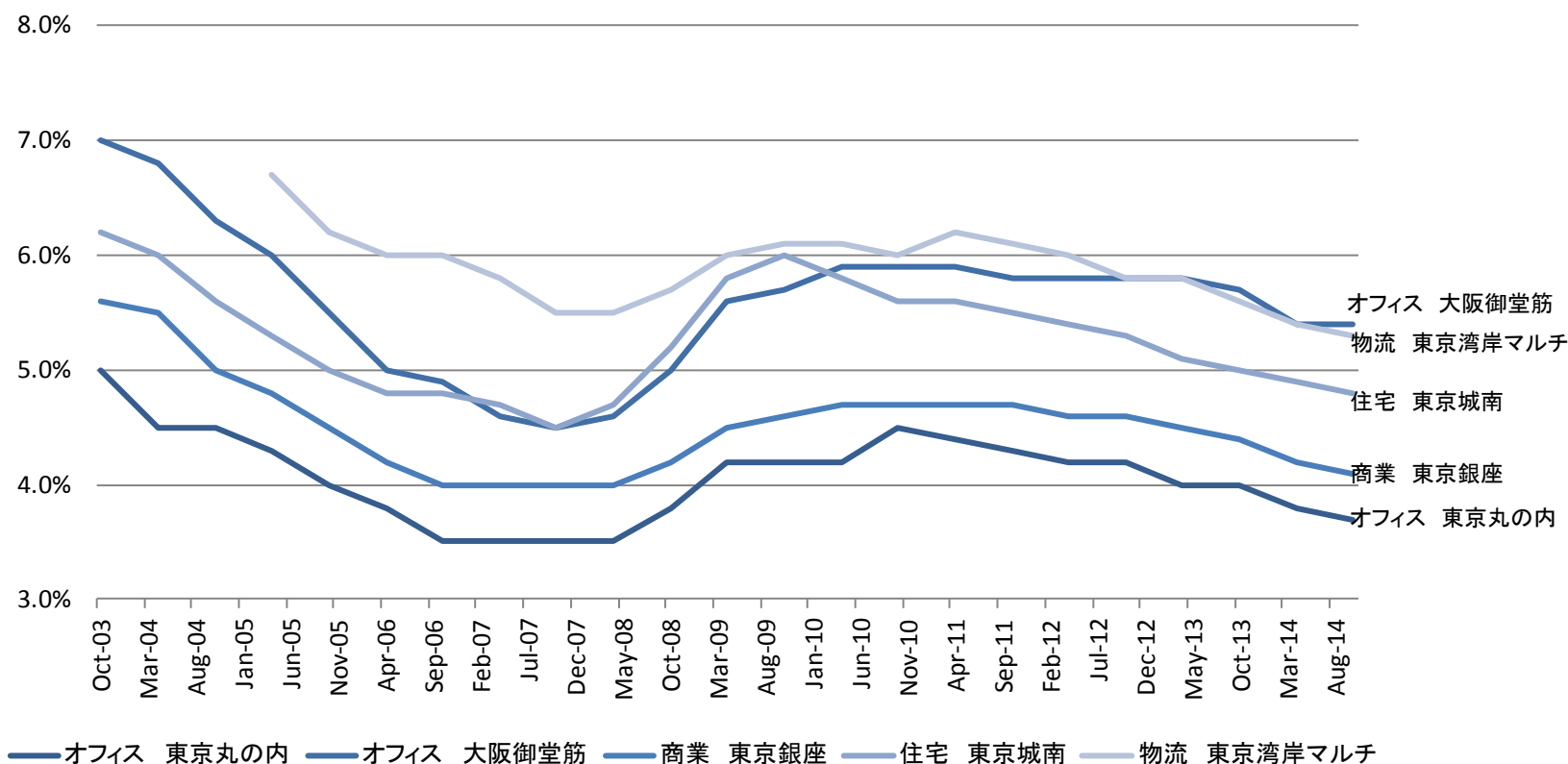


出所: 株式会社IPDジャパン

キャップレートは急速に圧縮され、足元は2007年水準に達したともいわれる

- 3%台のキャップレートで取引される資産は決して珍しくない。市場関係者の一部は、もはやキャップレートの多寡は論点ではないという見解を示している。賃料上昇が見込まれる環境では、取得時点のキャップレートを論じるよりも、賃料上昇の及ぶ範囲、スピード、タイミングが重要であるという指摘もある。

日本の主要投資領域におけるキャップレートの推移



日本の不動産投資市場の概況

1,000億円を超えるメガディールが複数成立している

- Equity、Debt共に調達しやすい環境において、高額物件の流動性が高まっている。

取引時期	2013年12月	2014年3月	2014年8月	2014年10月	2014年11月
物件名	浜松町駅西口	大手町タワー(持分)	目黒雅叙園	Pacific Century Place東京 (オフィス部分)	GE住宅ポートフォリオ (約200棟)
プロパティタイプ	更地	オフィス	オフィス・ホテルなど	オフィス	住宅
所在エリア	港区浜松町	千代田区大手町	目黒区目黒	千代田区丸の内	全国
売り手	国際興業	東京建物などのSPC	ローンスター	Secured Capital Japan (現PAG)	GE Real Estate Japan
買い手	日本生命/大林組	みずほ銀行	森トラスト	GIC	Blackstone
売買金額	約800億円	1,782億円	約1,300億円	約1,700億円	約2,000億円
延べ床面積	7,205㎡	34,200㎡ (取引対象面積)	155,820㎡	38,840㎡ (取引対象面積)	NA

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

目線が異なる投資家の資金が、市場価格を吊り上げ、投資マネーを分散させている

- 国内プレーヤーが警戒・懸念する地域・資産であっても、海外投資家や個人投資家は投資機会の獲得を優先し、資金投下のスピードを高めている。当然、都心部優良物件がほとんど見当たらないことが最大の要因となっている。様々な投資目線をもったプレーヤーが市場に共存することで、多様な領域で流動性が高まりつつある。

取引時期	2014年6月	2014年9月	2014年10月	2014年11月	2014年11月
物件名	新橋パークプレイス	日本橋富久第二ビル	パレロワイヤル松濤	銀座グランディアビルII	成晃ビル
プロパティタイプ	オフィスビル	オフィス	住宅	店舗ビル	オフィス・店舗ビル
所在エリア	港区新橋	中央区日本橋本町	渋谷区松濤	中央区銀座	大阪市北区(北新地)
売り手	NA	アスコット	NA	ヒューリック	NA
買い手	大手企業の創業者一族	台湾人個人投資家	個人投資家	個人	大手企業の創業者一族
売買金額	NA	NA	NA	NA	NA
延べ床面積	2,646㎡	1,310㎡	2,873㎡	1,340㎡	3,342㎡

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

東京都心における投資機会は乏しく、エクイティは郊外や地方に流出せざるを得ない

- 東京で資金投下できないプレーヤーは東京郊外や地方都市への展開を急いでおり、さらにその先へと投資機会を求めている。2004年頃から始まり、2008年以降に途絶えた投資戦略が再び脚光を浴びている。多くの投資家が地方での投資機会を見つけるために、地銀や地場不動産企業との関係構築を急いでいる。

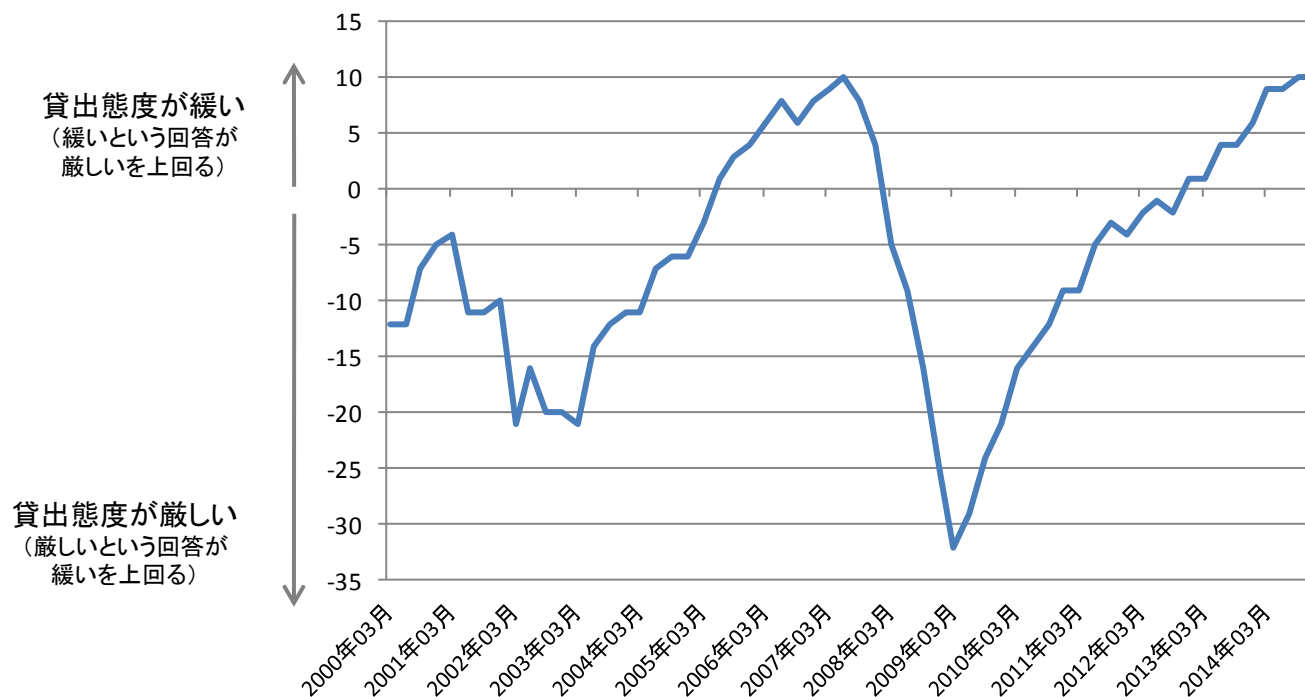
取引時期	2014年7月	2014年10月	2014年10月	2014年10月	2015年1月
物件名	ルネッサンス リゾート オキナワ	品川シーサイド3棟	住友生命仙台ビル	別府亀の井ホテル	前橋第一生命ビルディング、 小山第一生命ビルディング
プロパティタイプ	リゾートホテル	オフィスなど	オフィス	ホテル	オフィスビルなど
所在エリア	沖縄県	品川区東品川	宮城県仙台市	大分県別府市	群馬県前橋市、 栃木県小山市ほか
売り手	イシン・ホテルズ・グループ	日本たばこ	住友生命保険	アメイズ	第一生命
買い手	Green Oak Real Estate	イデラ キャピタルマネジメン ト ローンスター エリオット・マネジメン	ゴールドマンサックス	Fortress Investment Group	KAISER ASSET (カイザーアセット)
売買金額	130億円超	約600億円(3棟合計)	NA	40億円	8億5000万円
延べ床面積	40,195㎡	約14万㎡	20,411㎡	19,422㎡	約12,000㎡

出所: 日経不動産マーケット情報などより野村総合研究所作成

引き続き、レンダー間の熾烈な貸出競争も不動産価格上昇の一因となっている

- 金融機関の貸し出し態度は2000年以降で最も緩和された状態に近く、2007年のリーマンショック前のピーク時の水準に等しい。「オーバーバンキング状態」は市場関係者に広く認識され、スプレッドは削られ、コベナンツは緩くなる状態が続いている。メガバンクを中心とした競争に、地方銀行も参入しており、当面この状態は解消されないと考えられている。
- 前回ピーク時との違いを挙げるとすれば、外資レンダーが皆無という点であろう。CMBSビジネスが凍結状態にあることから投資銀行系は参入意向が低く、他の外資プレーヤーもデット市場で国内レンダーで競争できるとは考えていない。

金融機関の不動産業向け貸出態度DIの推移



目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

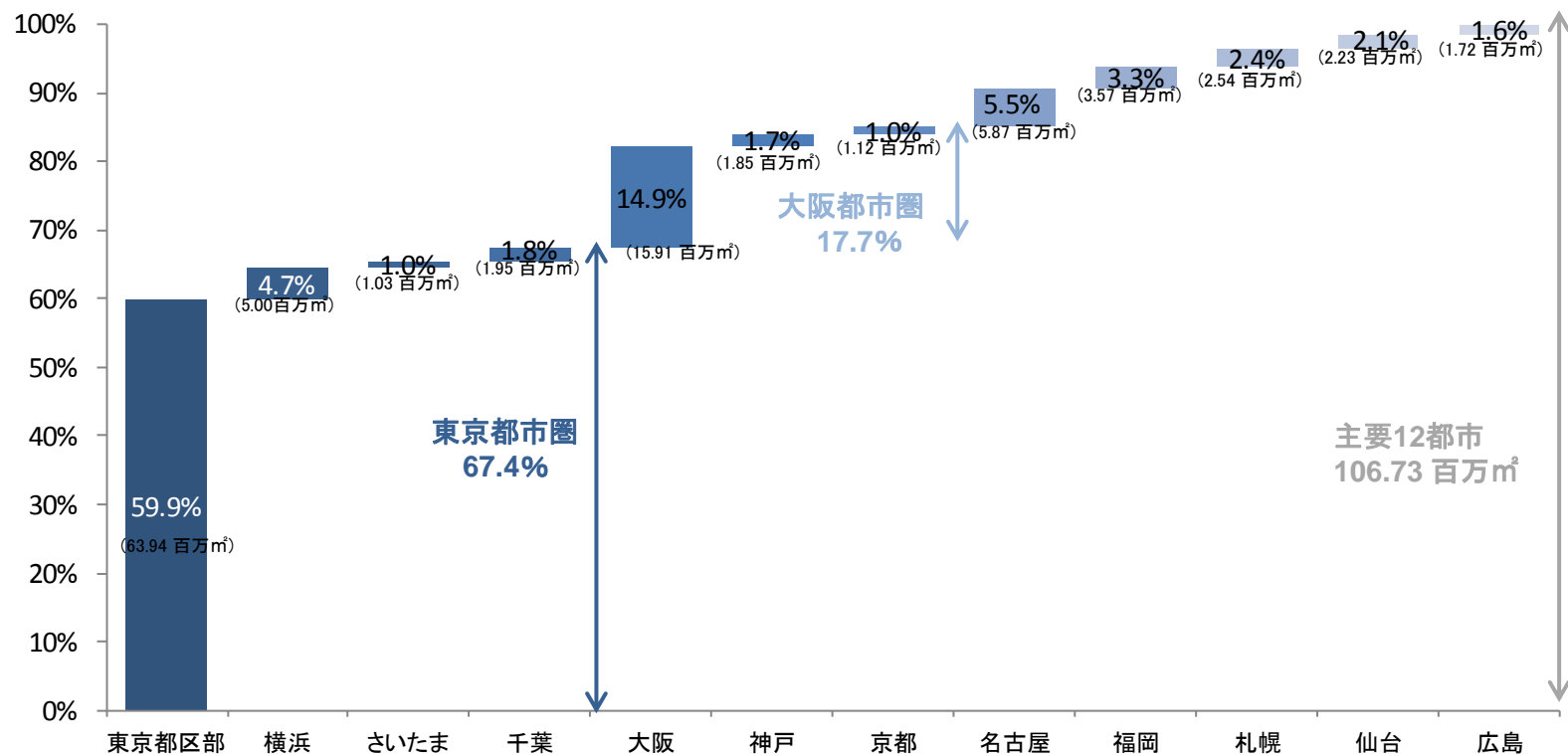
物流施設市場

不動産投資商品市場

日本の賃貸オフィス市場において、東京都区部が延べ床ベースで60%のシェアを持つ

- 日本の賃貸可能なオフィスはおよそ10,600万㎡のストックを有する。東京都区部はそのうち59.9% (6,394万㎡) を占め、圧倒的な市場規模を持つ。

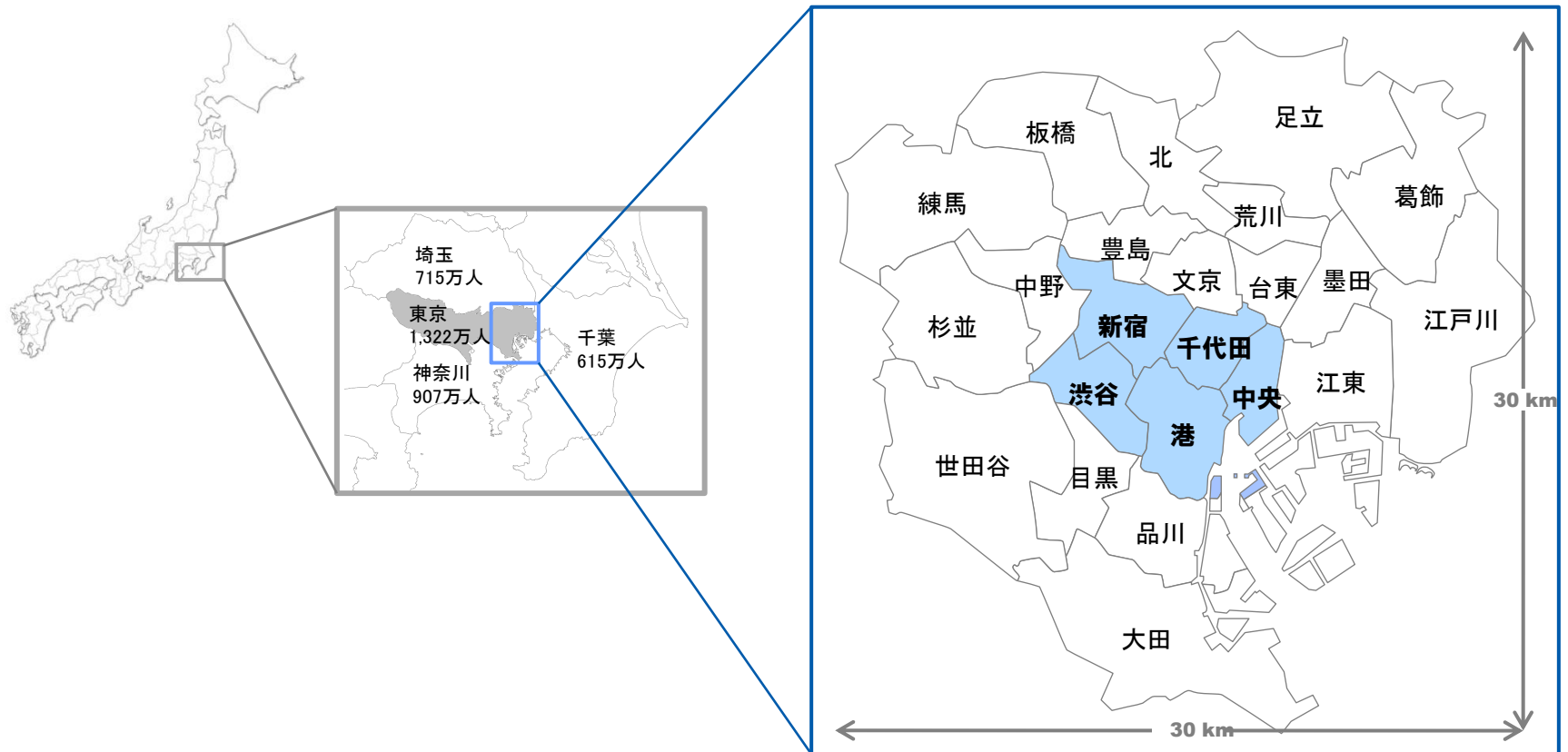
賃貸オフィスビルの地域別シェア



出所: 日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」より野村総合研究所作成
 ※調査時点は2014年1月現在
 ※各都市の調査地域は主要オフィスエリアに限定される
 ※延床面積は3,000㎡以上が調査対象

東京のCBDエリアは都心の5区に集中している

- 東京のCBDはおよそ5km四方に集中しており、多数のオフィスが千代田区・中央区・港区・渋谷区・新宿区に集積している。

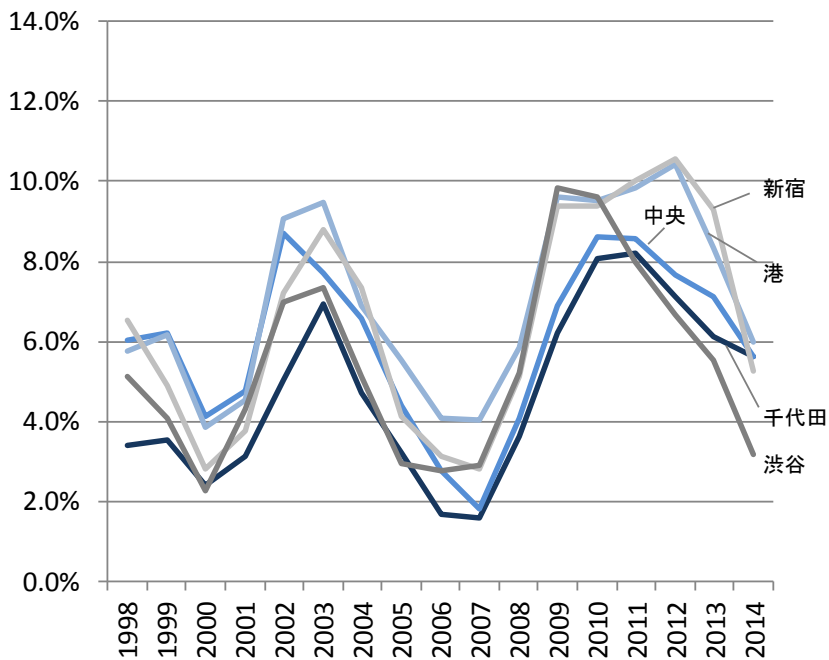


東京オフィス市場の空室率は、2.5年に渡り改善し続けている

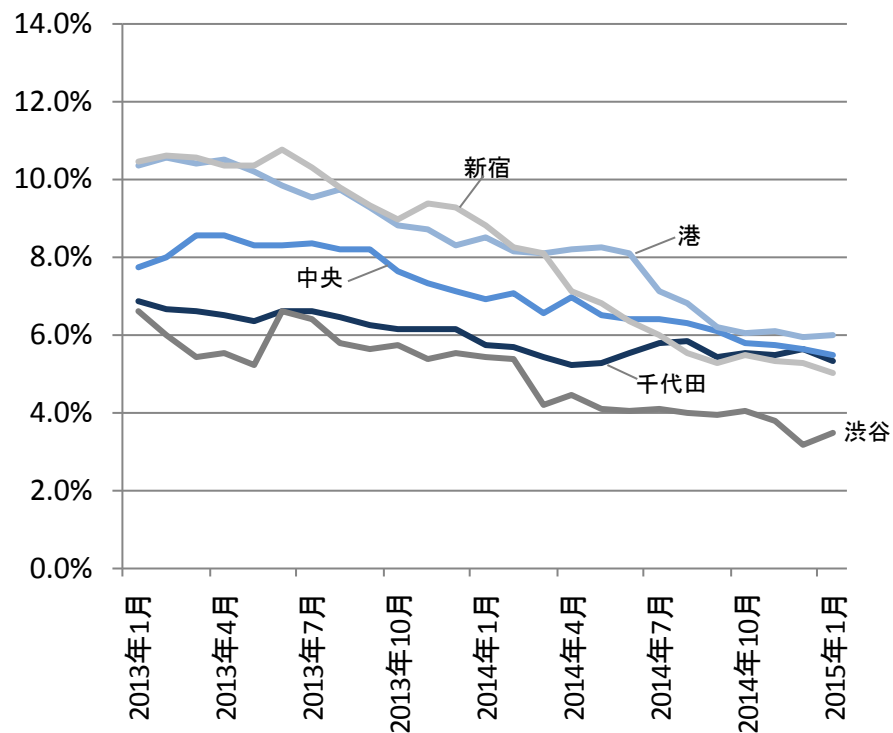
■ 過去15年程度の歴史で見れば、空室率は2年以上安定しない傾向があり、上下動を繰り返している。

東京都心5区のオフィス空室率推移

年次 (1998年12月～2014年12月)



月次 (2013年1月～2014年12月)



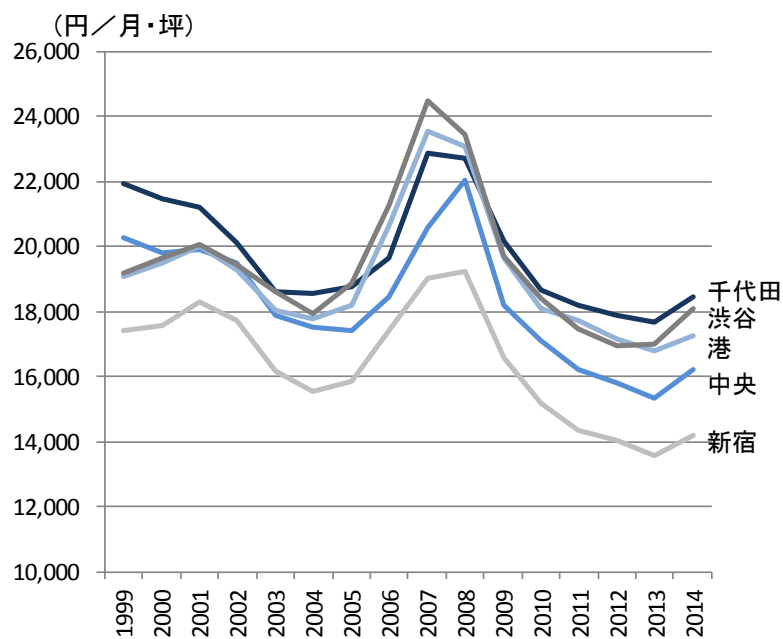
出所：三鬼商事より野村総合研究所作成

賃料の伸びは緩やかであるが、長期目線に立てば完全に反転したとみることができる

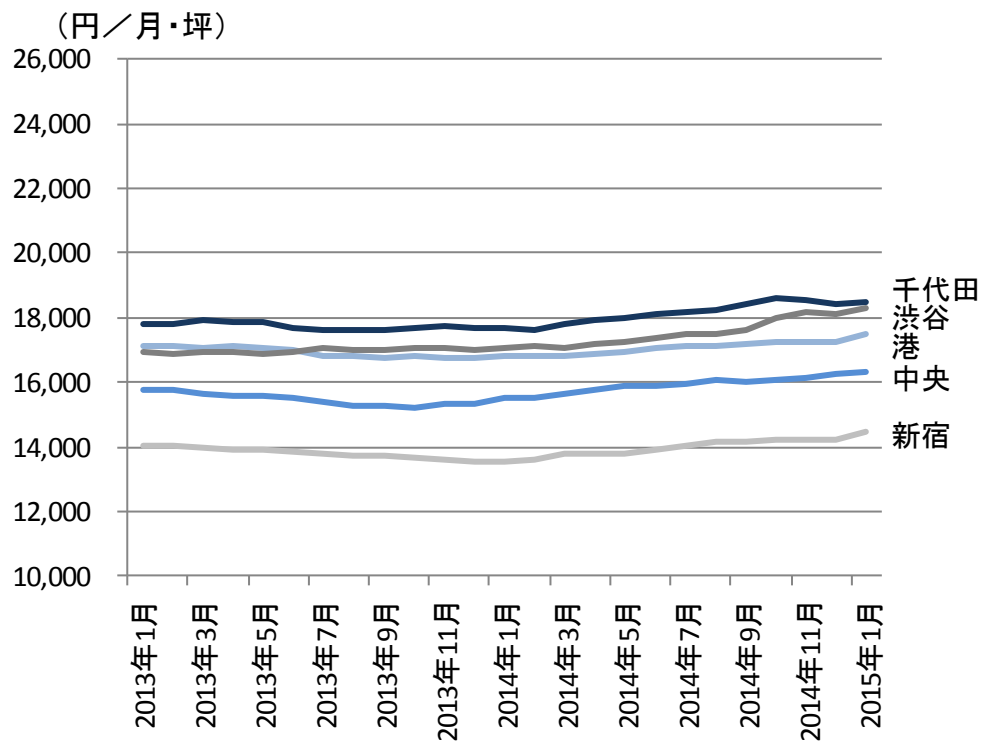
■ 過去15年程度の歴史を見れば、賃料が高かった時期はごく一部。弱い状態、すなわちオーナーの交渉力が弱い状態が相対的に長い。

東京都心5区のオフィス賃料推移

年次 (1999年12月～2014年12月)



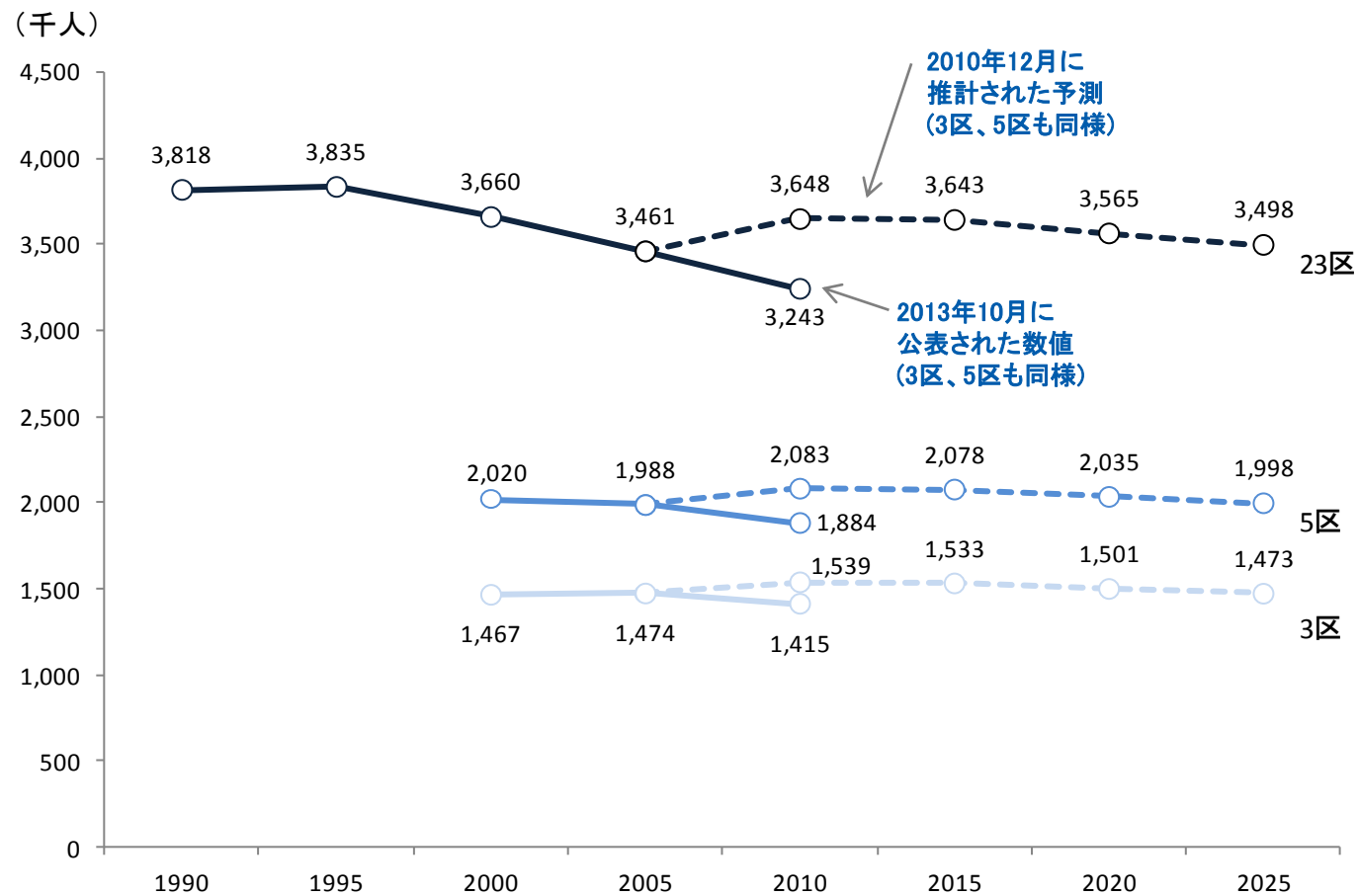
月次 (2013年1月～2014年12月)



出所：三鬼商事より野村総合研究所作成

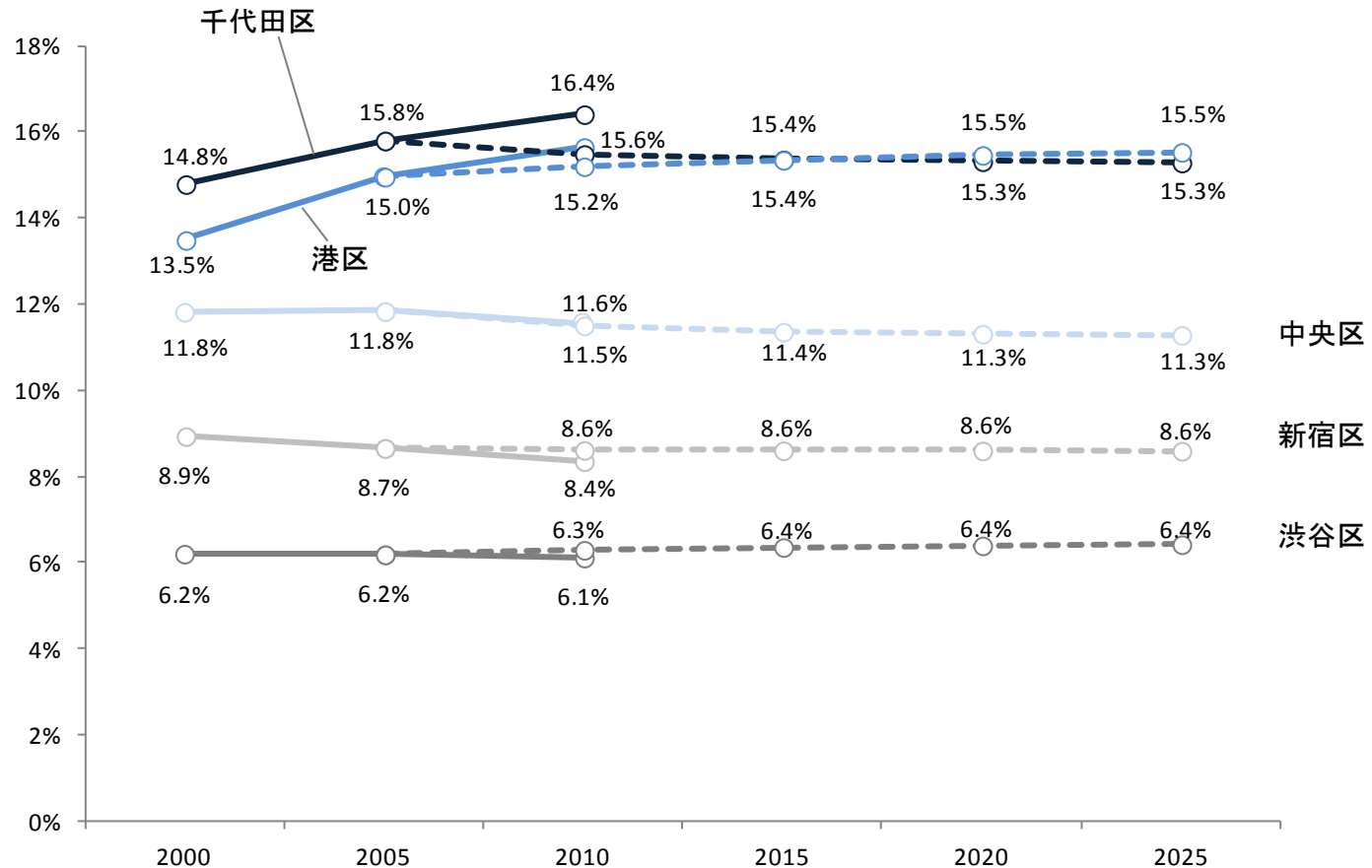
オフィスワーカ数は、東京都の予測を上回るペースで減少している

東京におけるオフィスワーカ数の推移



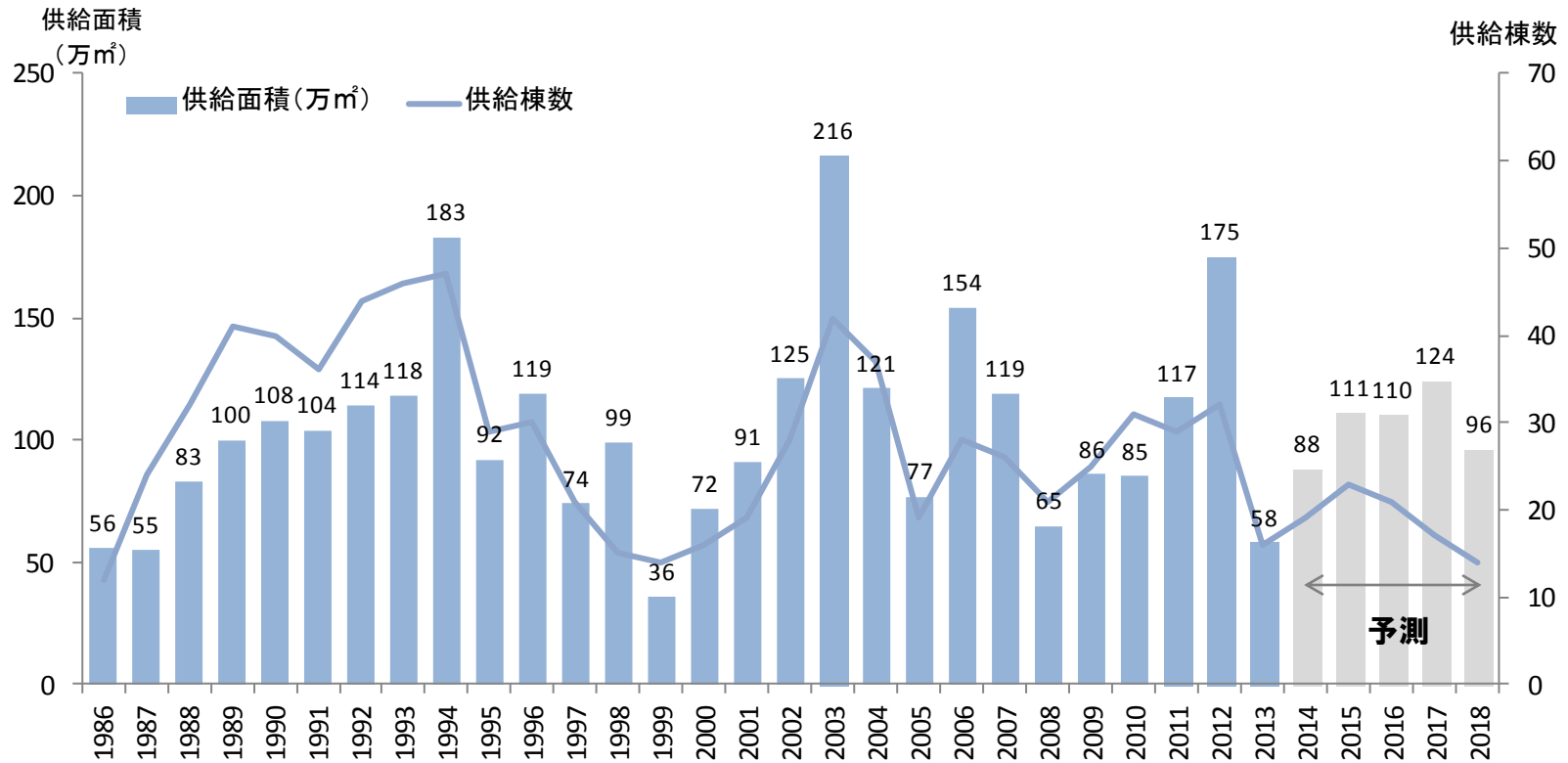
千代田・港がオフィスワーカシェアを伸ばす一方、中央・渋谷は横ばい、新宿は減少

5区におけるオフィスワーカシェアの推移（23区のオフィスワーカ数=100%）



オフィスワーカーが減る一方、今後も一定規模以上のオフィス供給は続く公算が高い

東京23区におけるオフィスビル供給面積・棟数の推移

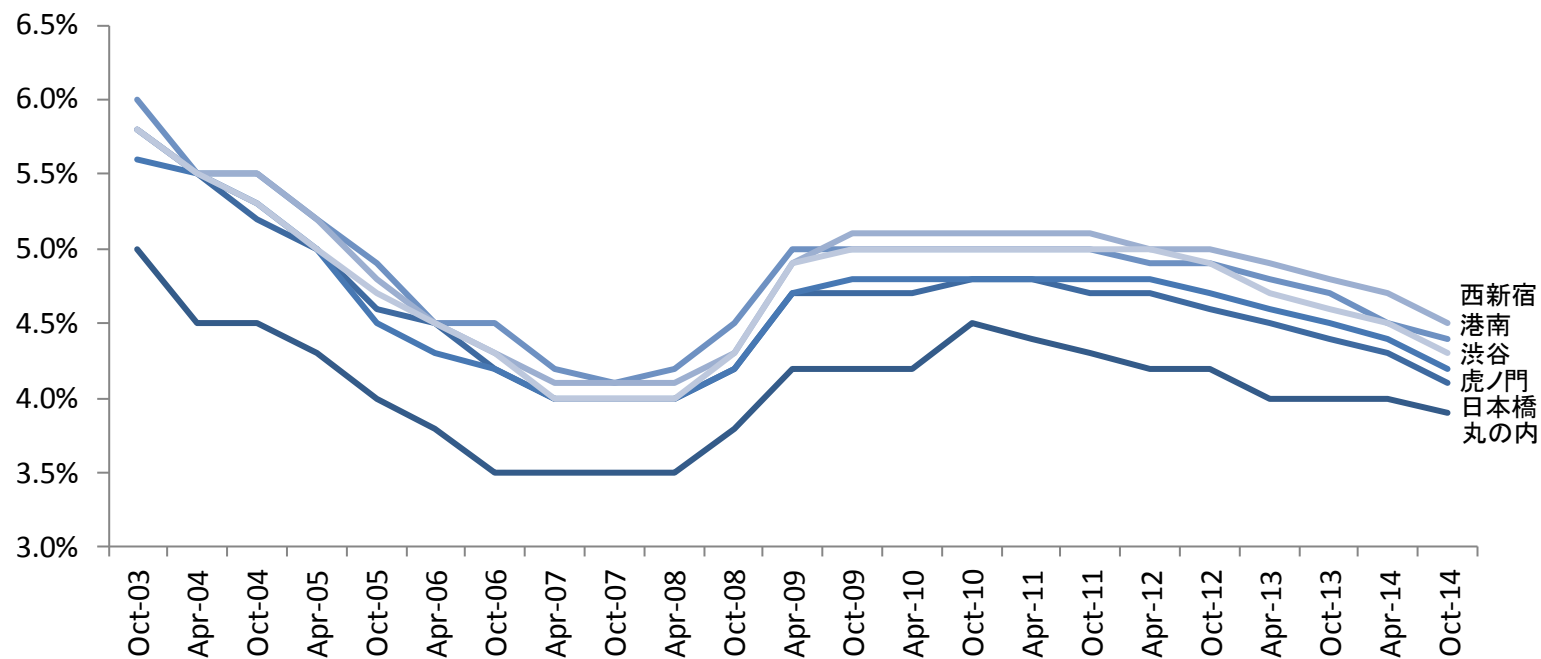


出所: 森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査」2014年10月22日発表

2012年から3年近くキャップレートは低下傾向が続いている

- 2015年3月現在、東京都心部ではキャップレート3%台の取引も珍しくはない。賃料とNOI上昇への強い期待から、取得時点のキャップレートの高低は重要でないという市場関係者も増えている。

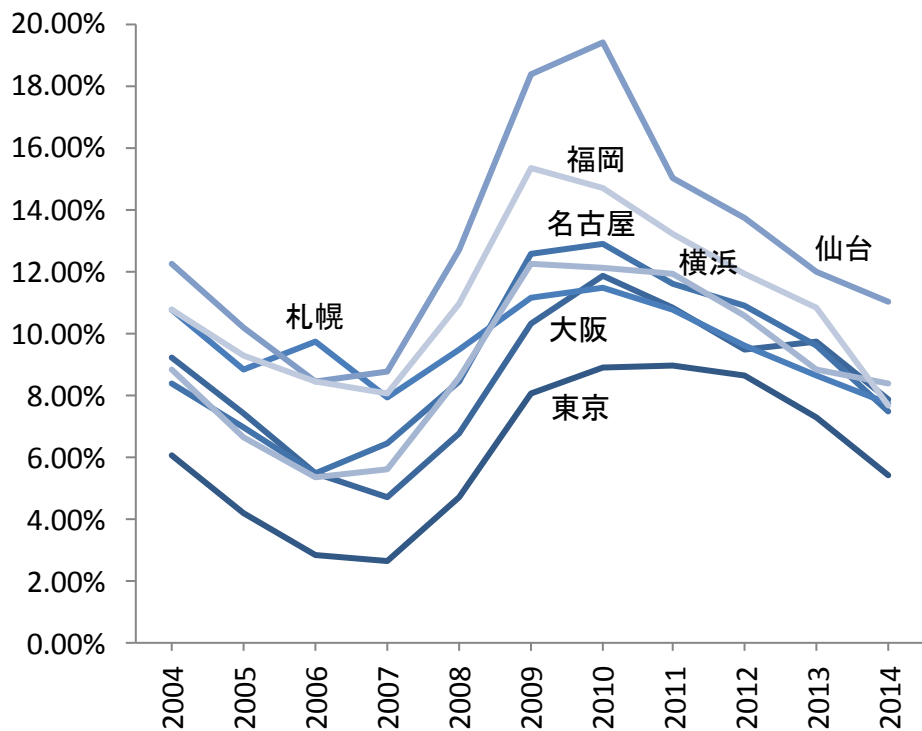
東京オフィス市場のキャップレート推移



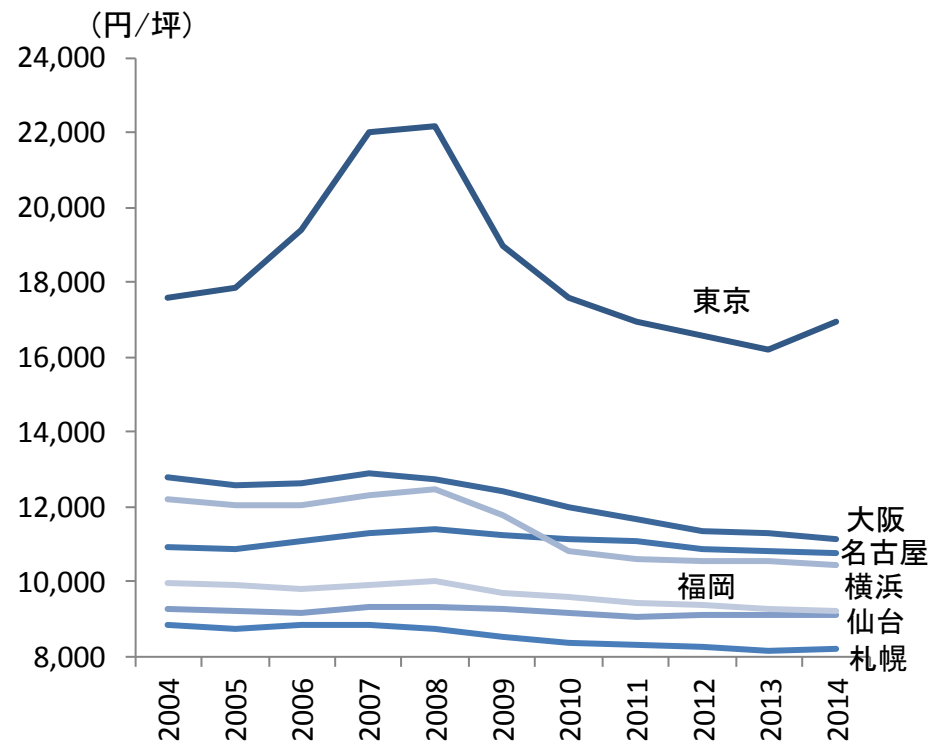
出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

地方オフィス市場においても空室率は回復傾向にあるが、賃料反転の兆しはない

地方オフィス市場の空室率推移



地方オフィス市場の賃料推移

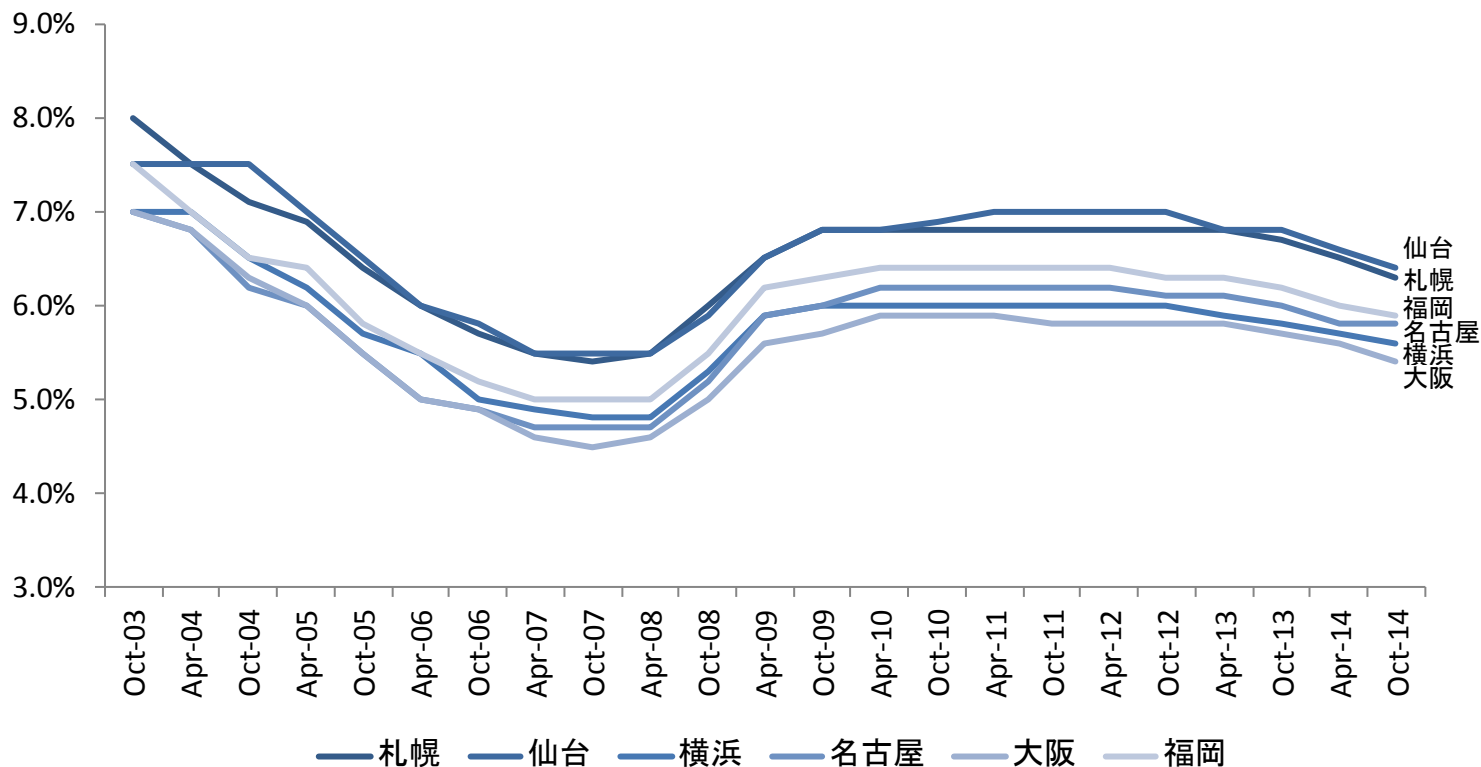


出所：三鬼商事より野村総合研究所作成

不動産投資市場の浮上・過熱により、地方においても流動性が高まっている

- 東京における不動産取得は困難になる一方であり、投資マネーは地方に向かわざるを得ない傾向にある。

地方オフィス市場のキャップレート推移



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

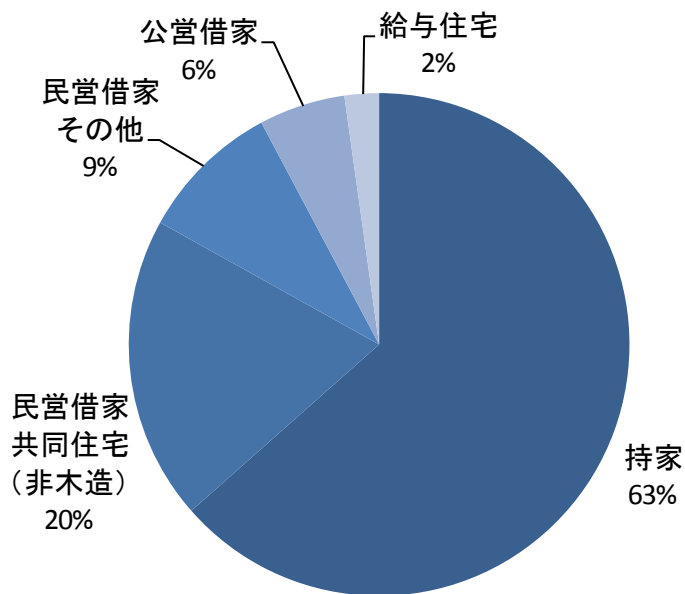
物流施設市場

不動産投資商品市場

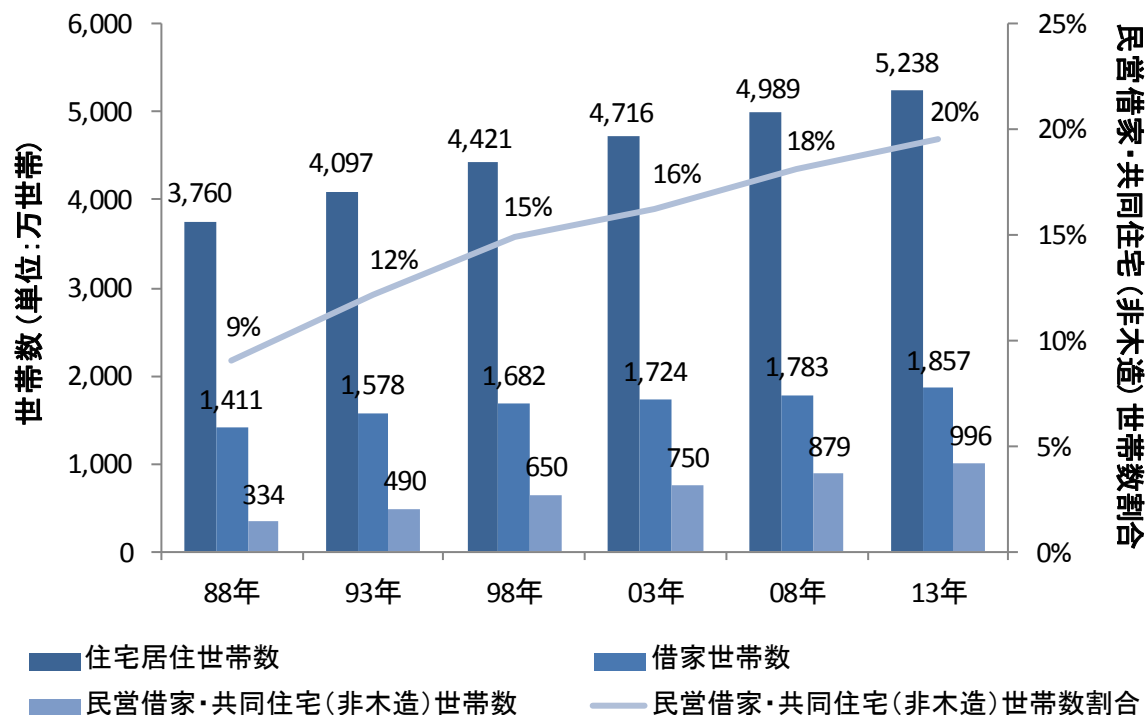
全世帯のうち約2割が賃貸マンションに居住しており、その割合は増加傾向にある

- 賃貸マンション(民営借家・共同住宅(非木造))に居住する世帯は、1988年は334万世帯(全世帯の約9%)であったが、2013年には約3.3倍の996万世帯(全世帯の約20%)まで増加している。

全世帯の居住形態別世帯数割合(2013年)



1988～2013年における居住形態別世帯数の変化

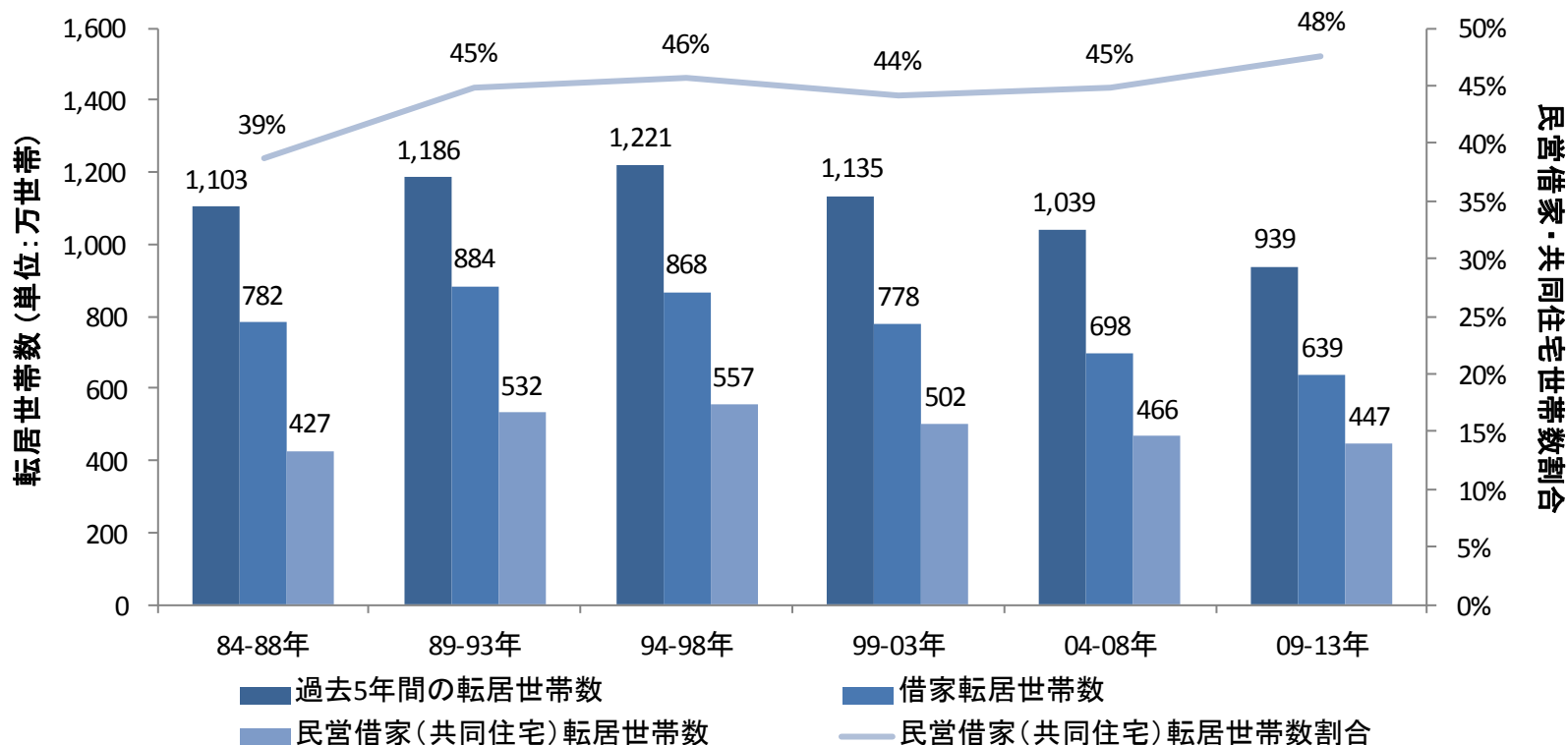


出所:総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

転居世帯は減少傾向にあるが、賃貸マンションに転居する世帯の割合は増加している

- 転居世帯は、94-98年をピークに減少傾向に転じており、09-13年にはピーク時の約77%の水準まで減少している。
- 賃貸マンション(民営借家(共同住宅))の転居世帯数も減少傾向にはあるが、転居世帯に占める割合は高まっている。

1984～2013年における転居世帯の居住形態の変化

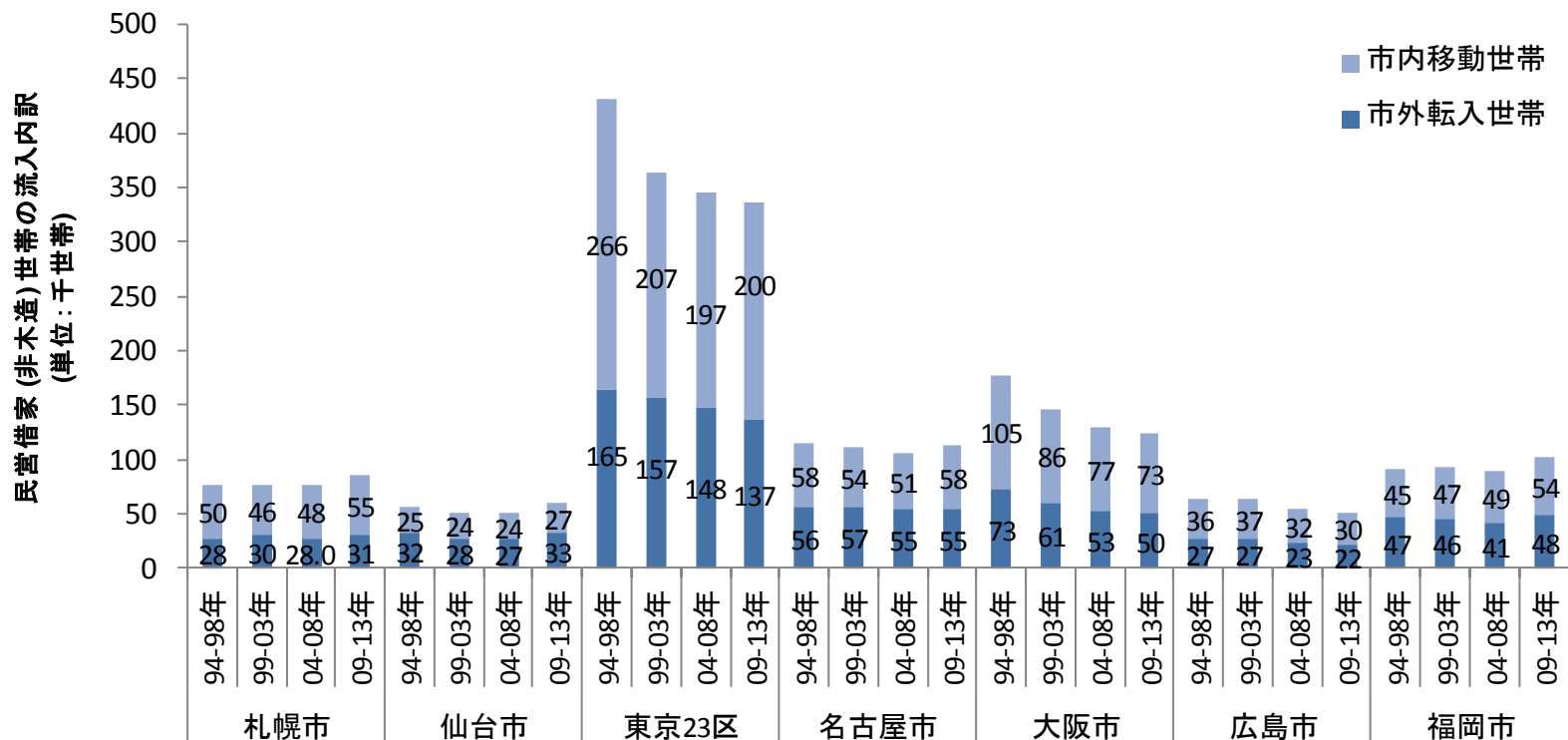


出所:総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

賃貸マンションに転居する世帯は市内移動の割合が高い

- 主要7都市における賃貸マンションへの入居世帯の転出元をみると、市外から転入してくる世帯よりも市内で移動する世帯が多い傾向にある。
- このうち、東京23区や大阪市では転入世帯は減少傾向にあるが、地方主要都市は堅調に推移している。

転居世帯の居住形態の変化

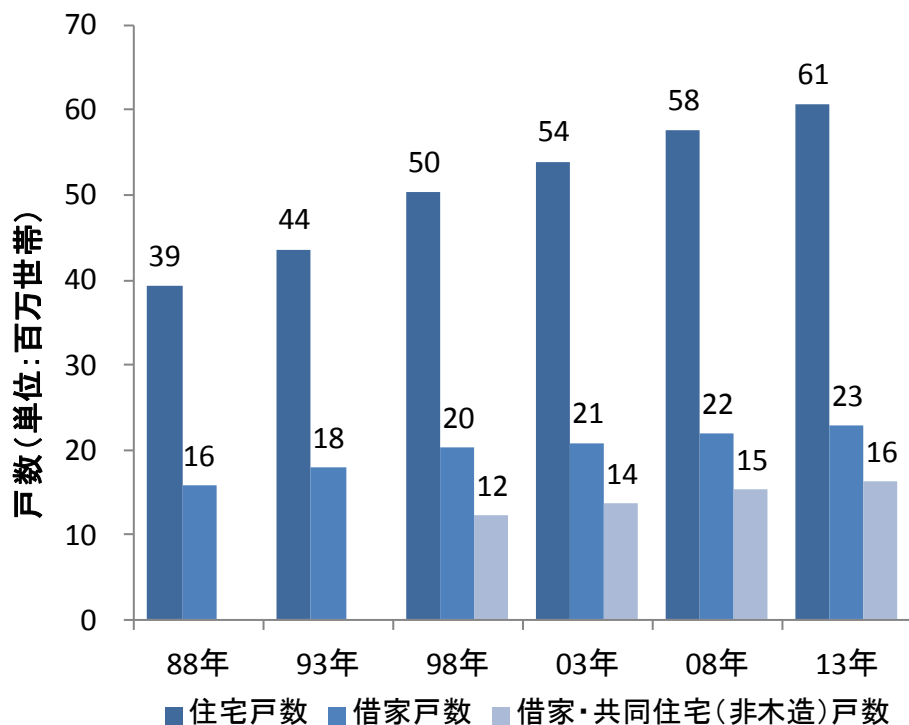


出所：総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

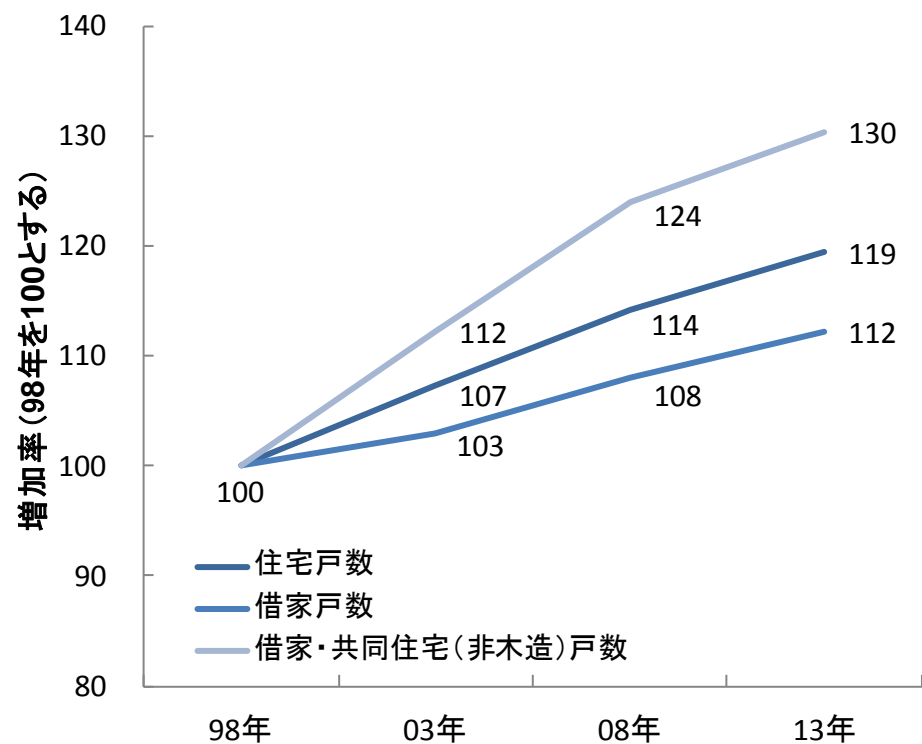
賃貸マンションの供給戸数は全住宅戸数の増加率を上回る水準で推移している

- 住宅戸数の推移をみると、借家全体は大きく増加していないが、賃貸マンション(公営含む)は全住宅戸数の増加率を上回っている。
- そのため、借家のうち賃貸マンション(公営含む)が占める割合も約6割から約7割にまで増加している。

1988～2013年における住宅戸数の推移



居住形態別住宅戸数の増加率

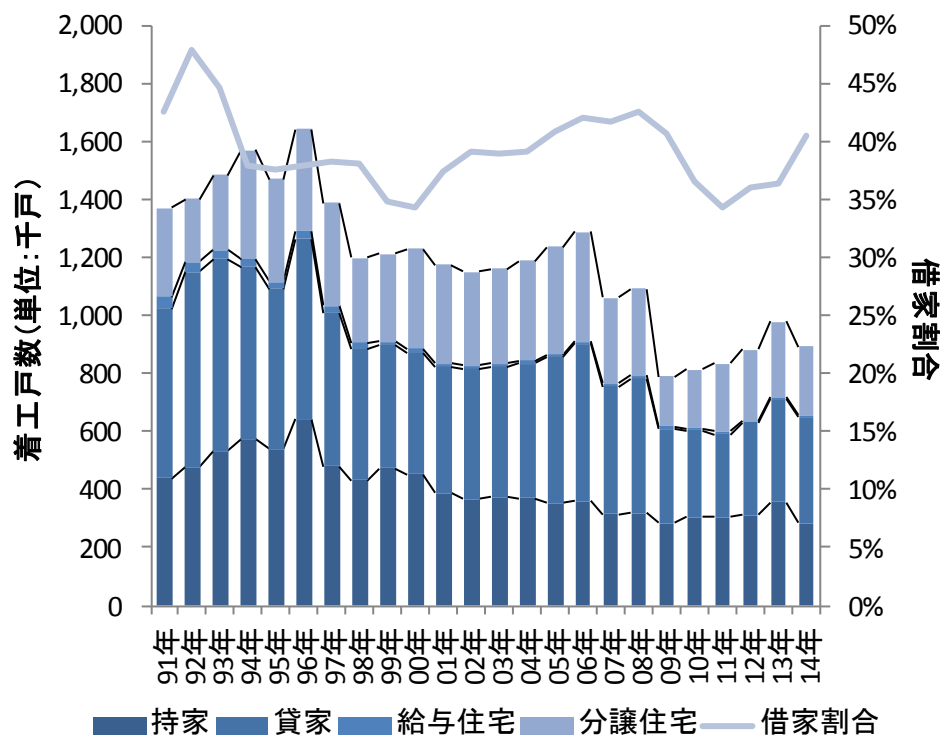


出所:総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

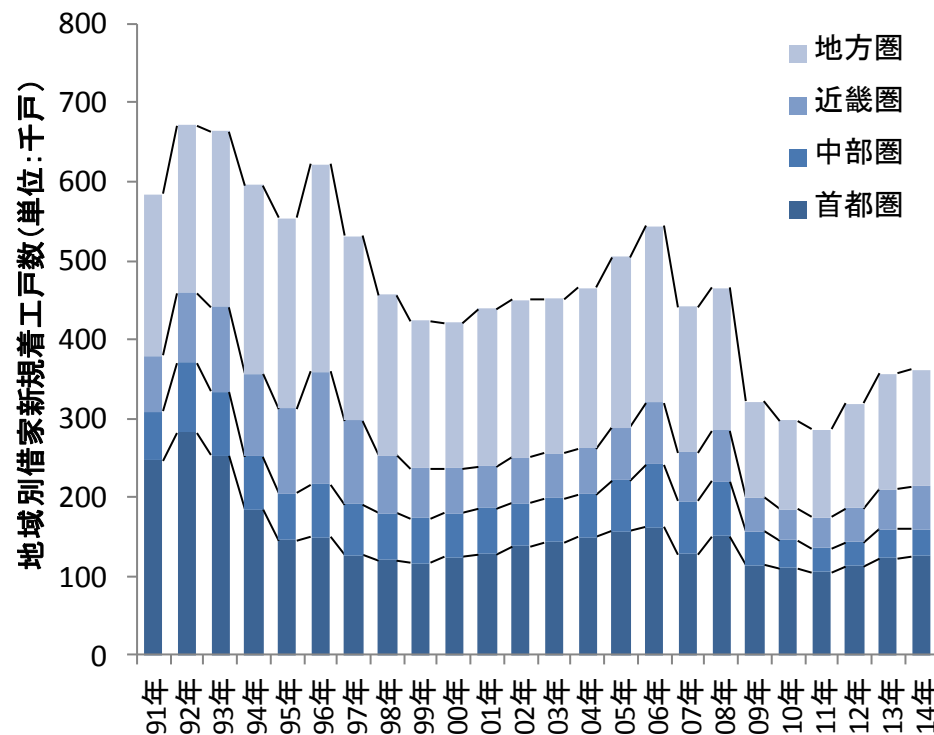
借家全体の新規着工戸数は2009年に大幅に減少し、現在は回復の途上にある

- 2014年の新設住宅着工戸数は、消費増税前駆け込み需要の反動減により落ち込んだ。
- 新設住宅着工全体が落ち込んだ一方で、借家の新設住宅着工は昨年比横ばいで推移したため、結果として新設住宅着工戸数に占める借家の比率が上昇した。

1991～2014年における新設住宅着工戸数の変化



地域別借家新設着工戸数の変化

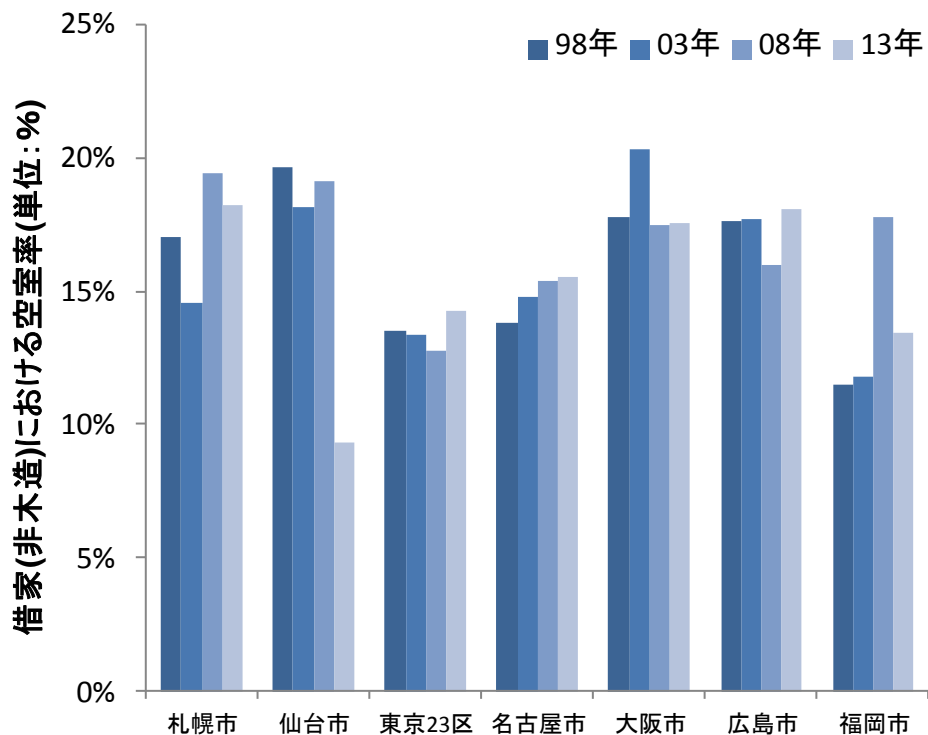


出所：国土交通省「建築着工統計調査」より野村総合研究所作成

東京23区では空室率が上昇しつつある

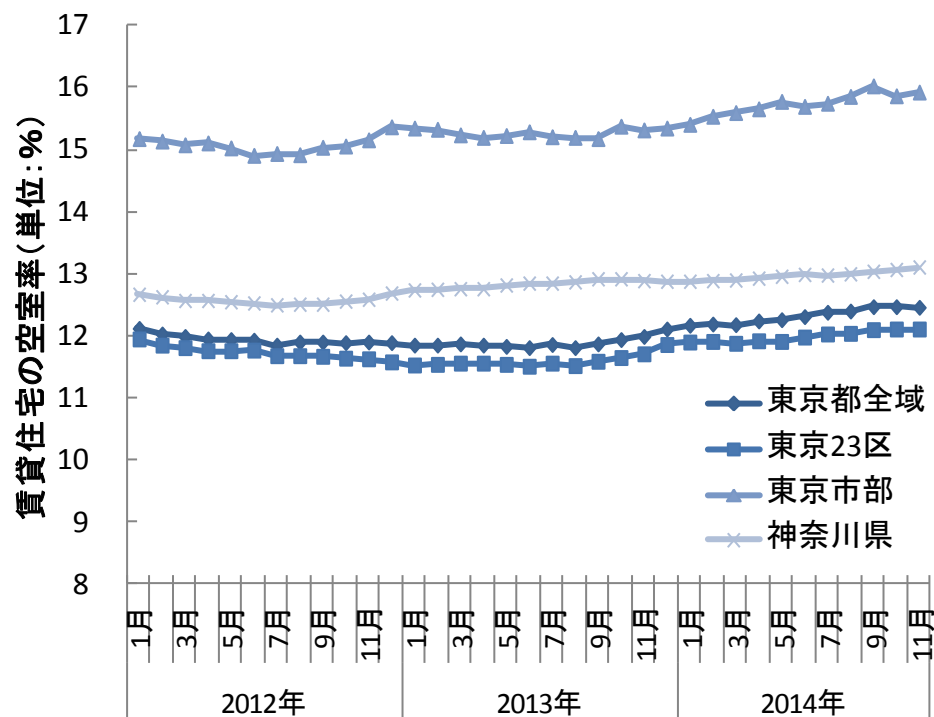
- 主要都市における長期的な借家の空室率をみると、長らく低下傾向にあった東京23区の空室率が上昇に転じた。
- 仙台市は東日本大震災の影響により空室率が著しく低下した。

主要都市における借家(非木造)の空室率の変化



出所:総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

首都圏における賃貸住宅の空室率の推移

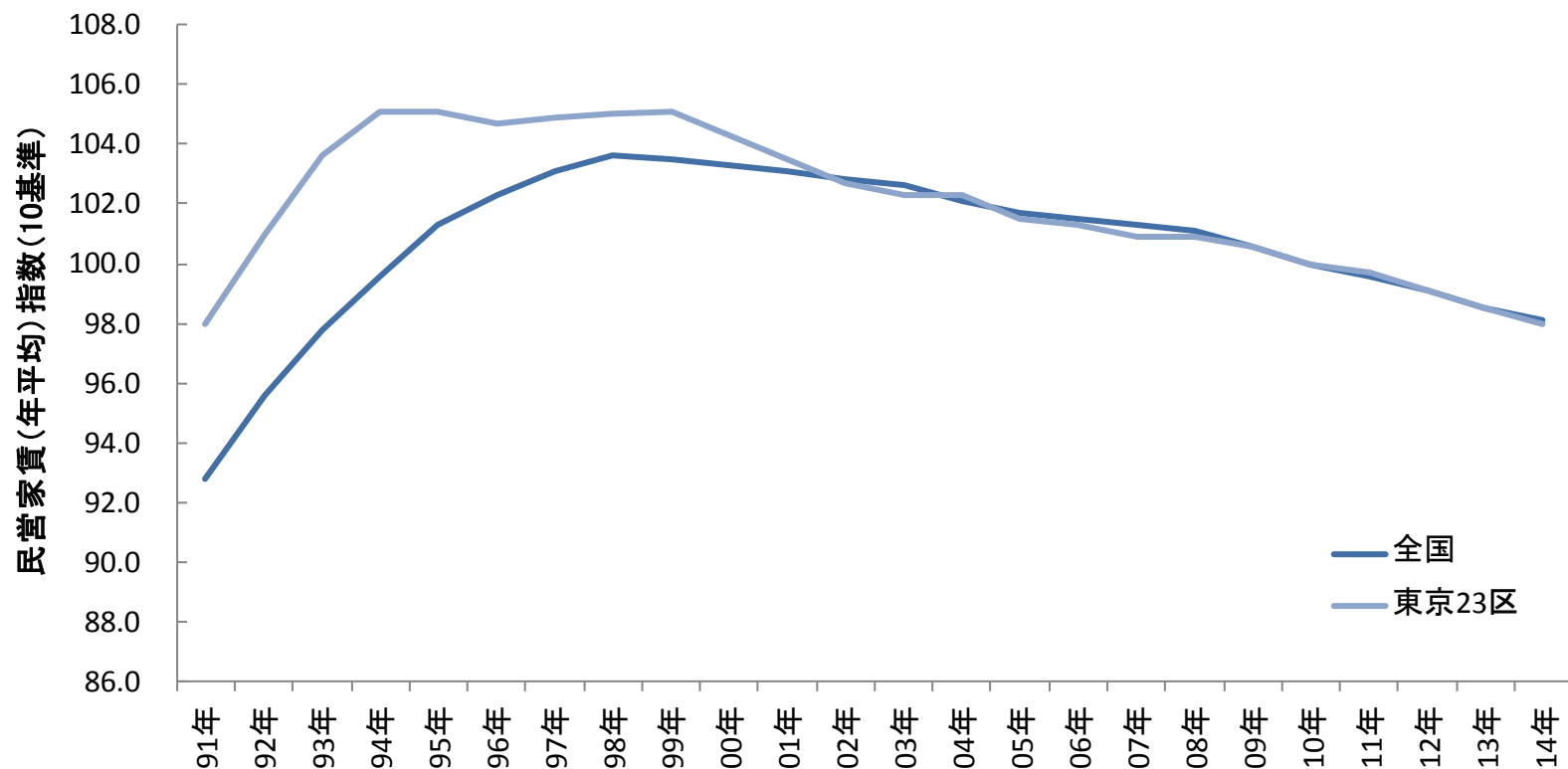


出所: (株)タス「賃貸住宅市場レポート(分析: (株)タス、データ提供: アットホーム(株))」より野村総合研究所作成

民営借家の賃料水準は依然として微減傾向にある

- 1990年以降、民営借家の家賃水準は上昇傾向にあったが、2000年以降は減少に転じており、2014年においてもその傾向は変わらない。

全国及び東京23区における民営家賃(年平均)の推移

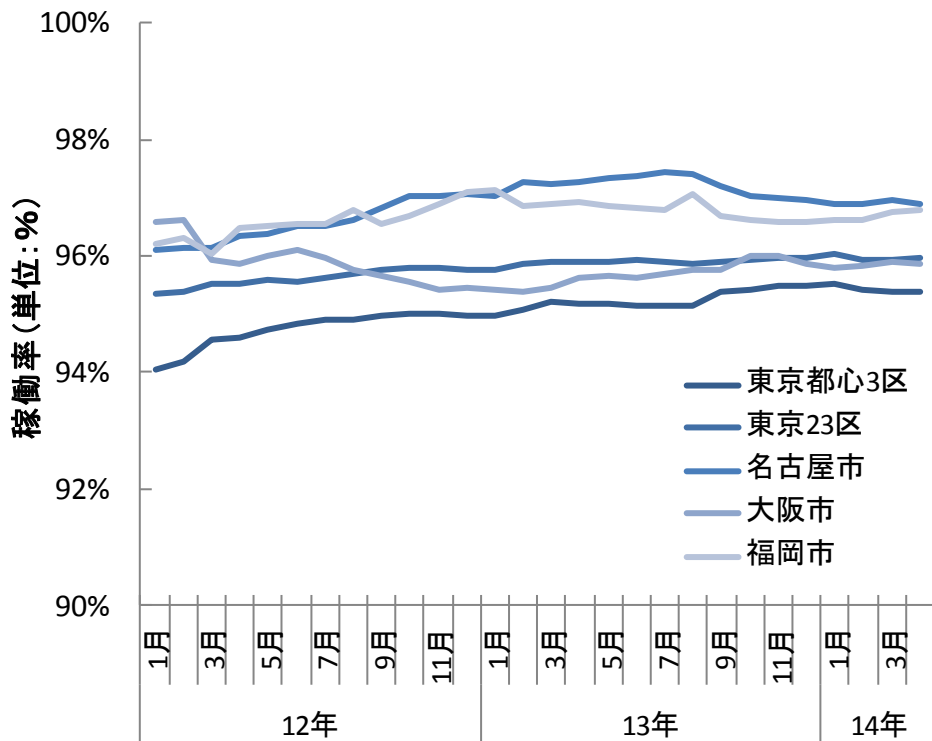


出所：総務省「消費者物価指数」より野村総合研究所作成

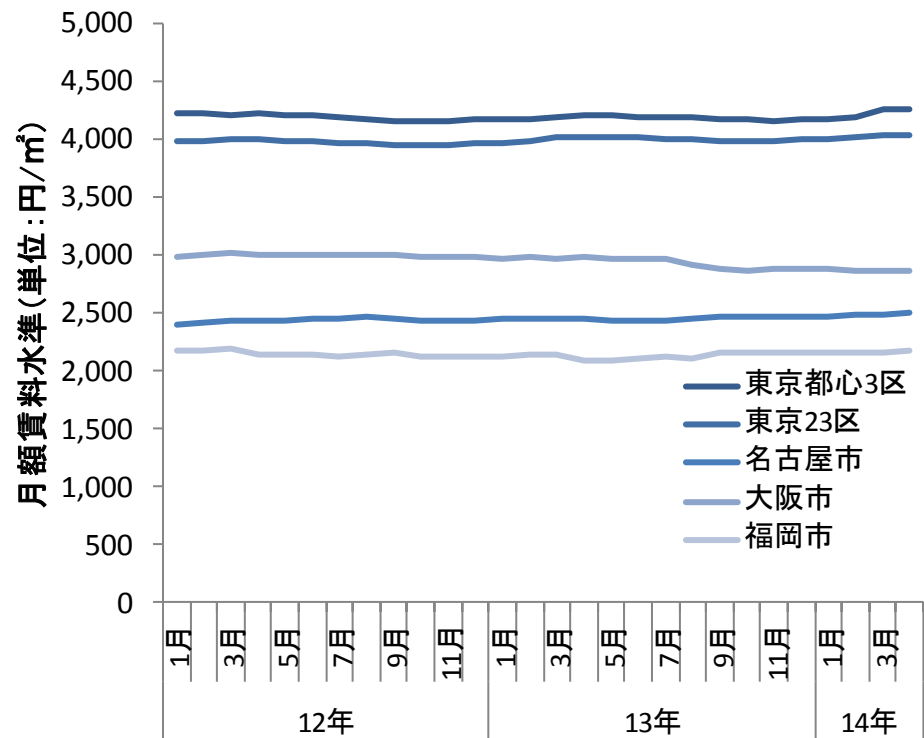
REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率は上昇傾向にあるが、賃料水準が上昇するには至っていない

■ REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率及び月額賃料水準の変化をみると、東京都心3区、23区の稼働率は2012年以降上昇傾向にあるものの、月額賃料水準は横ばいで推移。

REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率の変化



REIT組入物件・私募ファンド物件の月額賃料水準の変化

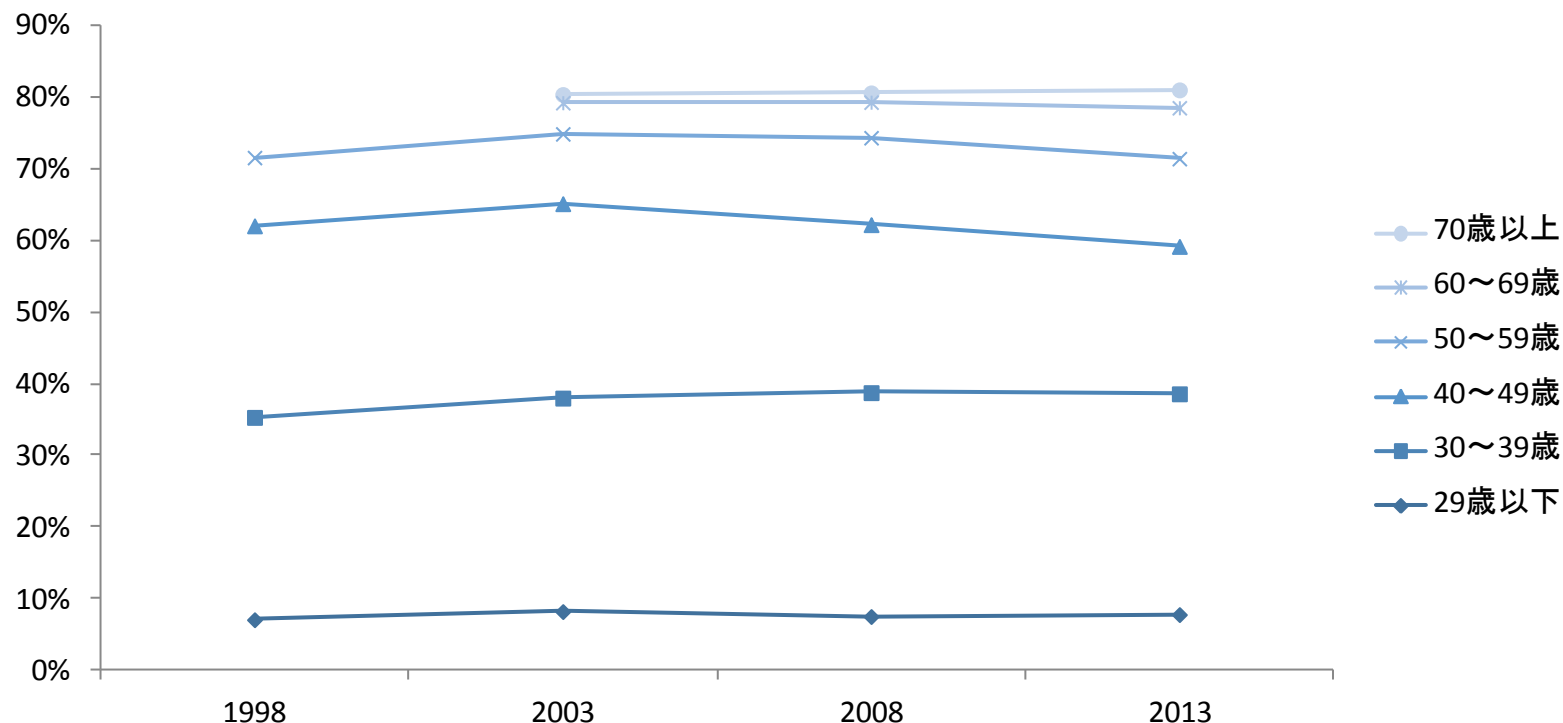


出所: 不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」より野村総合研究所作成

賃貸住宅需要にマイナスの影響を与える持ち家率は、40歳代において低下傾向にある

■ このトレンドが続くならば、40歳代向けの賃貸住宅需要の増加が期待できる。

全国の世代別持家率の推移



出所: 総務省「住宅・土地統計調査」より野村総合研究所作成

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

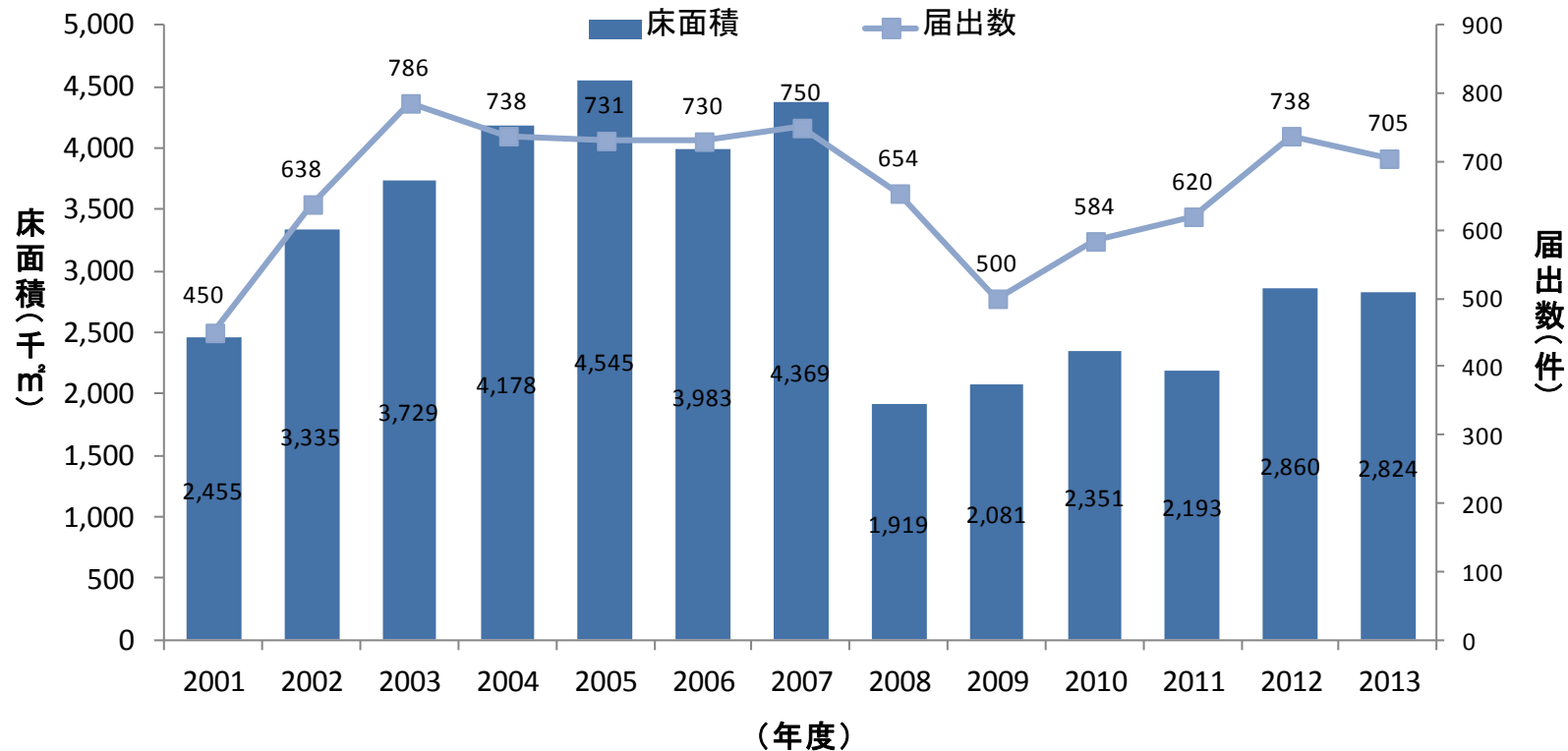
商業施設市場

物流施設市場

不動産投資商品市場

大型店の新規立地件数は、2009年度以降回復基調にある

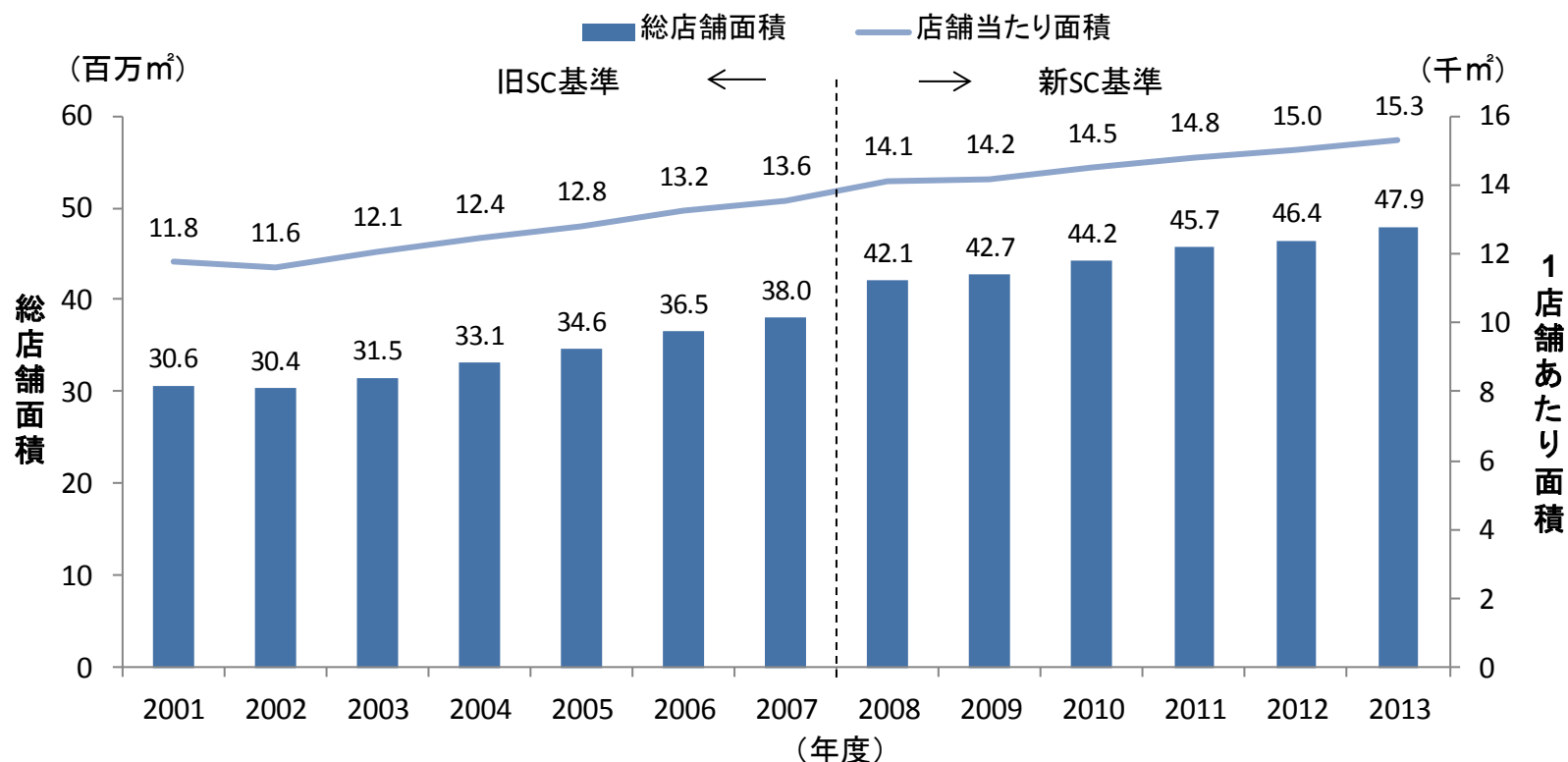
国内の大規模小売店の新規届出件数、床面積の推移



注)2002年度、2008年度の届出件数については、面積の記載のないものも含まれる
 出所：経済産業省「大店舗立地届出の概要表」より野村総合研究所作成

ショッピングセンターの総店舗面積、1店舗あたり面積は共に増加している

ショッピングセンターの総店舗面積、1店舗あたり面積の推移



注)旧SC基準では、SCは物販のテナント数を10以上持つことが条件。

新SC基準では、SCは飲食業、サービス業を含むテナント数が10以上もつことが条件。

ただし、小売業の店舗面積は1,500m²以上であること

既存ショッピングセンターの売上高の減少傾向は緩和されつつある

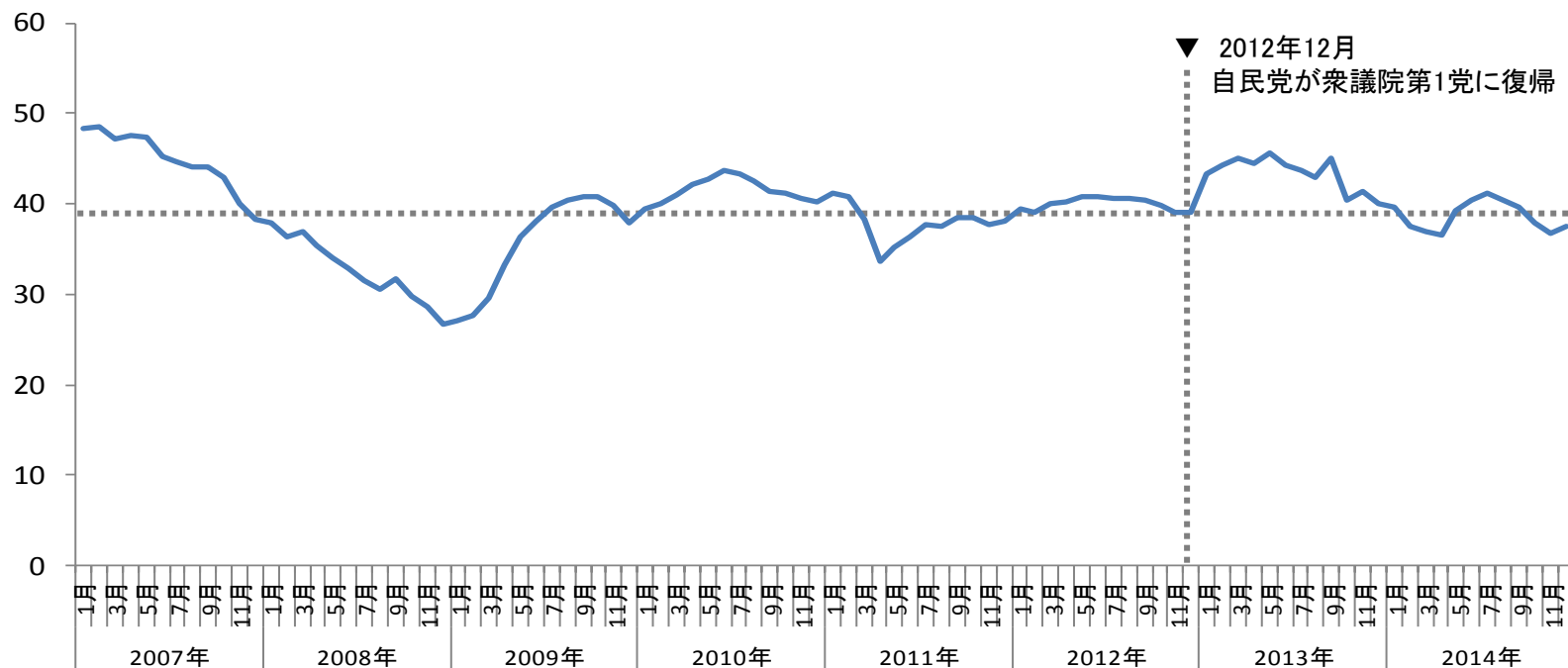
既存ショッピングセンターの年間売上高 対前年比



出所：日本ショッピングセンター協会「SC販売統計調査報告」より野村総合研究所作成

アベノミクス以降も、消費者の生活に関する見通しに大きな変化は見られない

消費者態度指数の推移



注)消費者態度指数の算出方法:

「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4項目に関して消費者が今後半年間の見通しについて5段階評価で回答する。

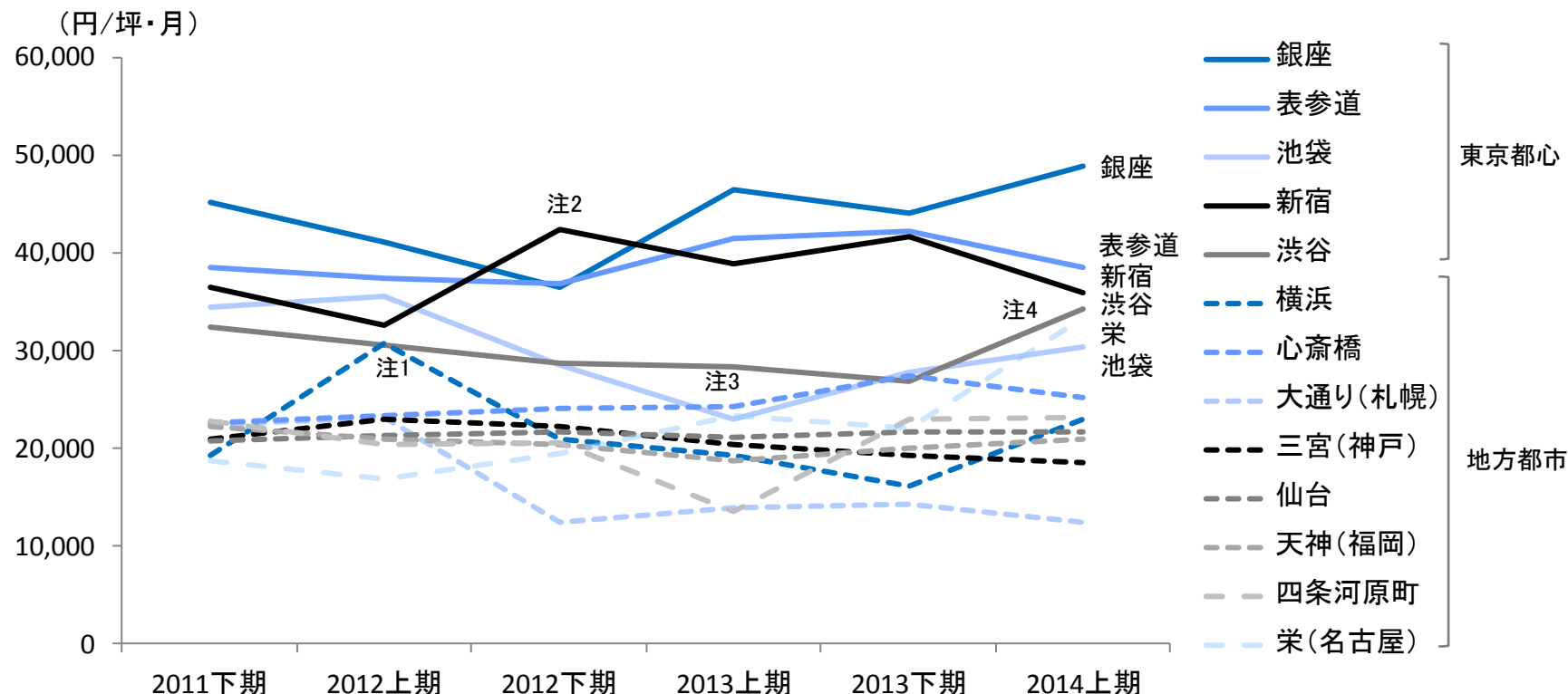
5段階評価のそれぞれ「良くなる」に+1、「やや良くなる」に+0.75、「変わらない」に+0.5、「やや悪くなる」に+0.25、「悪くなる」に0の点数を与え、この点数に各回答区分の構成比(%)を乗じ、乗じた結果を合計した値である。

そのため、全員が全項目に「変わらない」と回答すれば、その値は50となる。

出所: 内閣府「消費者動向調査」より野村総合研究所作成

他地域と比べ、銀座、表参道、新宿の賃料水準は依然として高い

主要繁華街13エリアの1F賃料ランキング(円/坪・月)



注1)2012年上期に横浜の賃料が大きく上昇しているが、これはサンプル数が極めて少ないために一部の高額事例が大きく影響したためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

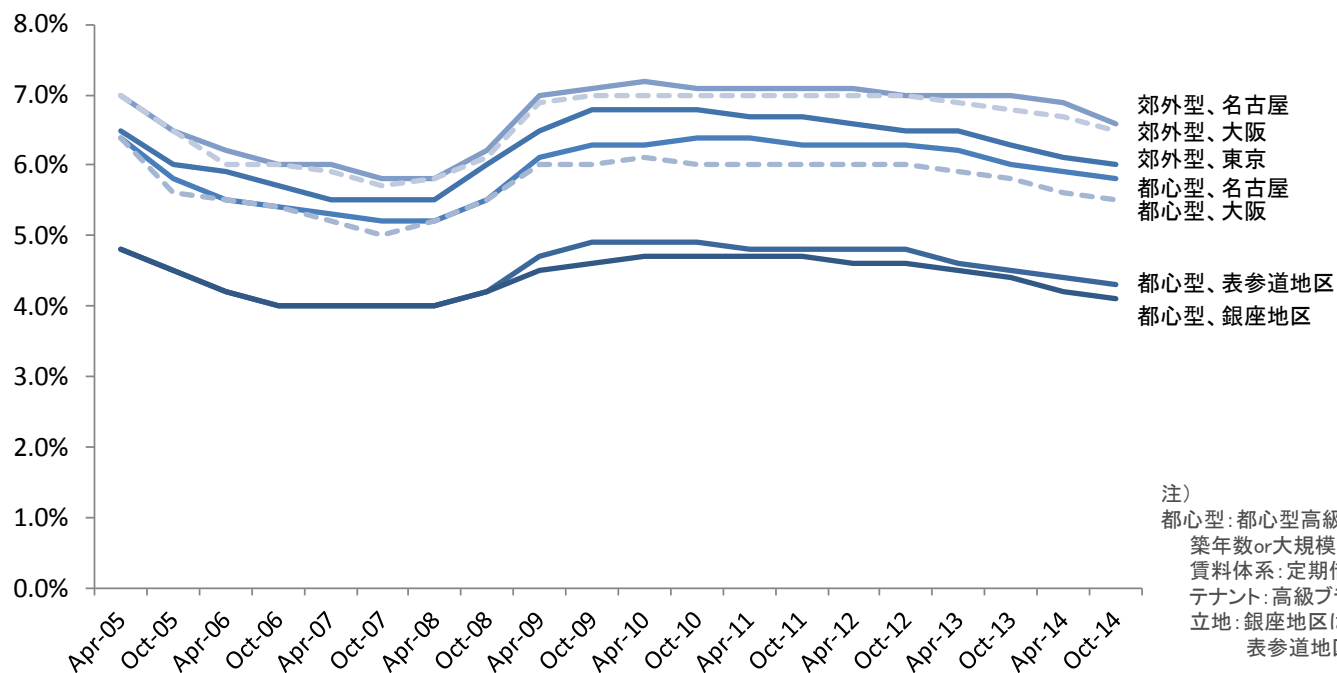
注2)2012年下期に新宿の賃料が大きく上昇しているが、これは一部の小規模かつ高水準エリアの募集事例が増加したためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

注3)2013年上期に池袋の賃料が大きく下落しているが、これは立地条件の劣る募集事例が多く含まれたためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

注4)2014年上期に渋谷・栄・池袋の賃料が大きく上昇しているが、これは一時的に賃料が高額な募集事例が多く現れたためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

キャップレートは2011年ごろから下がっており、東京都心では過去最低値に近づいている

商業施設のキャップレート(期待利回り)の推移



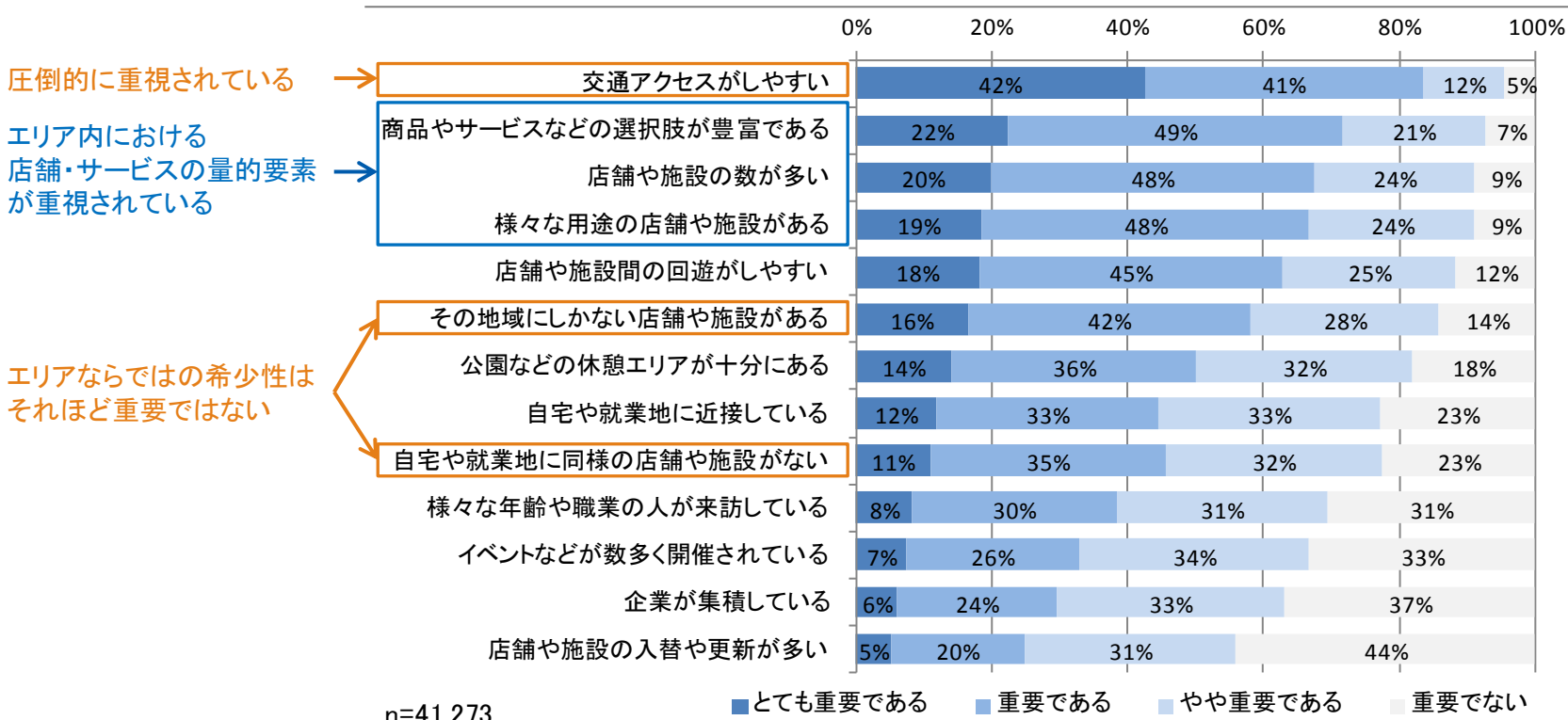
注)
 都心型: 都心型高級専門店
 築年数or大規模改修後経過年数: 5年未満
 賃料体系: 定期借家、売上連動型中心
 テナント: 高級ブランド品小売業が中心
 立地: 銀座地区は中央区の銀座中央通り沿い
 表参道地区は渋谷区の表参道沿い
 郊外型: 郊外型ショッピングセンター
 売り場面積: 20,000㎡程度
 キーテナント: 有力な総合量販店(GMS)
 賃料体系: 定期借家、固定賃料型中心
 立地: 東京都心まで1時間程度の主要幹線道路沿い
 なお、東京以外の地域の場合は上記と同等立地条件とする

出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

交通アクセスとエリア内の商業集積が、訪問先選定の重要要素となっている

- 商業集積地を評価するにあたっては、「交通アクセスがしやすい」というエリア間連携の要素が最重要視され、「商品やサービスなどの選択肢が豊富である」「店舗や施設の数が多い」「様々な用途の店舗や施設がある」といったエリア内の量的要素も重要視されている。
- また、「店舗や施設間の回遊がしやすい」というエリア内連携の要素も量的要素に次いで重要である。一方で、「その地域にしかない店舗や施設がある」「自宅や就業地に同様の店舗や施設がない」などの希少性要素はあまり重要視されていないことが分かる。

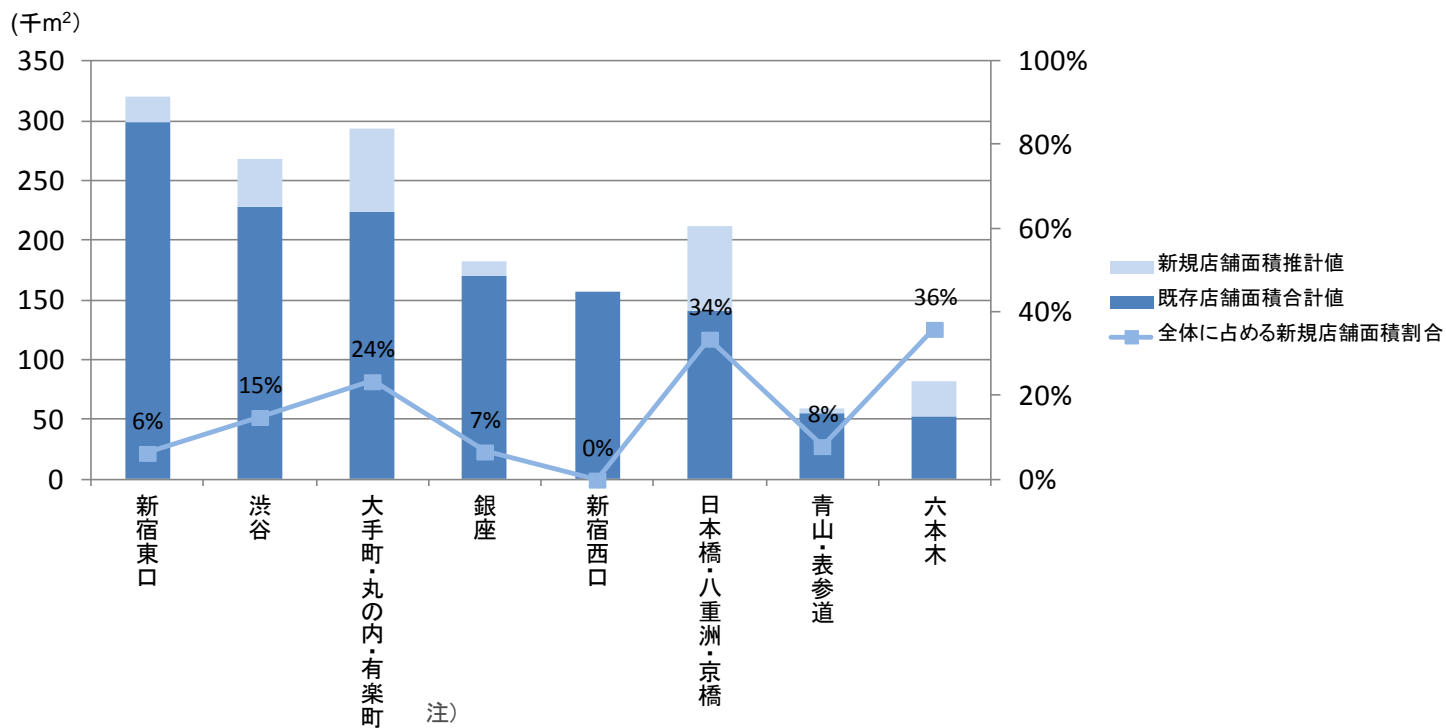
商業集積地(都心部)に求める要素



アンケート調査名: 特定エリア集積調査
 実施主体: NRI
 実施時期: 2014年7月~2014年8月

商業施設の大規模開発は今後東京駅を中心に進む

都内主要エリアにおける小売業店舗面積



注)

既存店舗面積は百貨店、専門店を含み、2014年5月時点の値を使用。

新規店舗面積推計値は、公表されている敷地面積に対し、容積率、商業施設割合、店舗面積割合をそれぞれ700%、20%、60%として、

新規店舗面積推計値=敷地面積×容積率×商業施設割合×店舗面積割合より算出。

出所：産業タイムズ社「商業施設計画総覧」、東洋経済新報社「全国大型小売店総覧2015年版」より野村総合研究所作成

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

物流施設市場

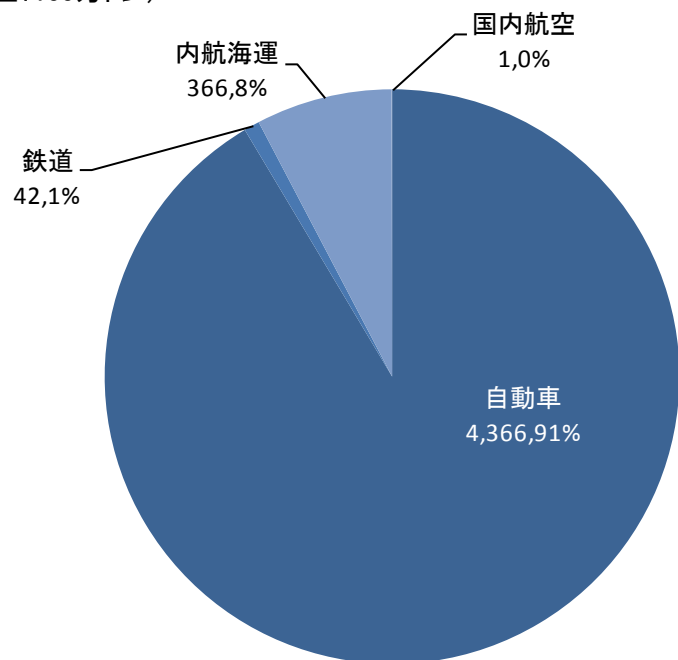
不動産投資商品市場

日本の貨物輸送の中心であるトラック輸送貨物量(トンベース)は近年減少し続けている

- トラック(自動車)輸送は日本の貨物輸送の大半を占める基幹輸送機関である。
- 近年、自動車輸送貨物量は、自家用トラックの取扱量の減少により減少傾向にある。

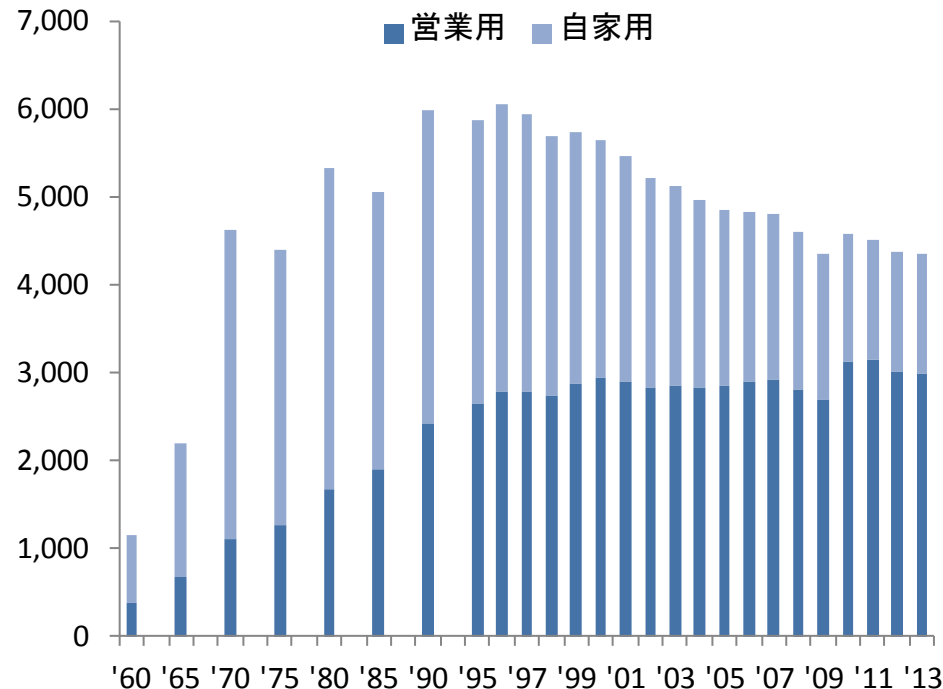
輸送機関別輸送貨物量の推移(2012年度)

(単位:100万トン)



自動車輸送貨物の推移

(100万トン)

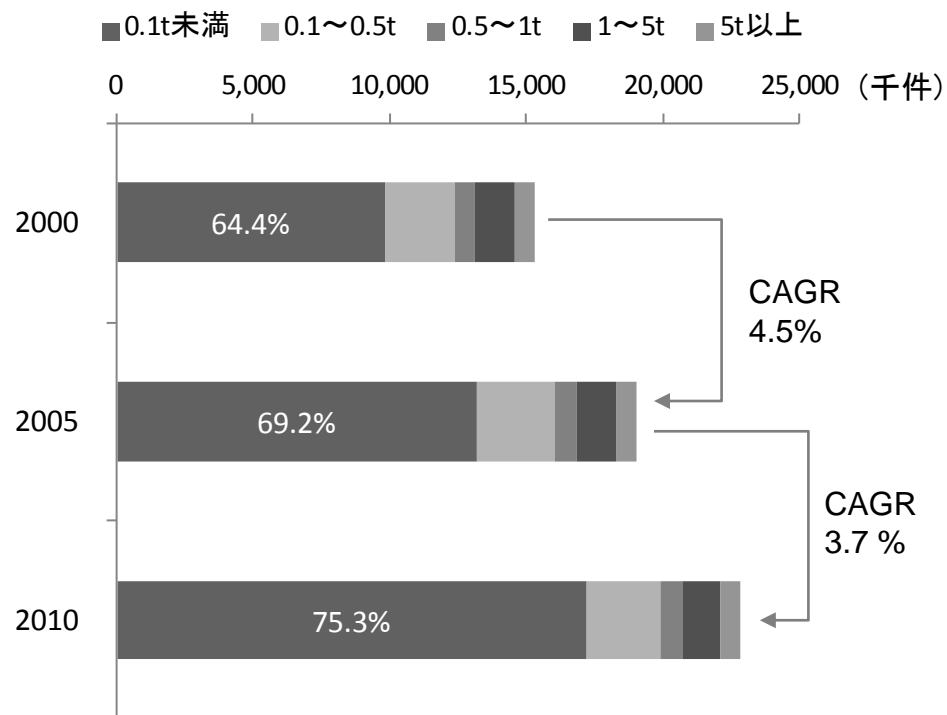


注: 2010年度データは期中より集計方法を変更したため、2009年度以前のデータと時系列上の連続性が担保されていない
 出所: 総務省「輸送機関別輸送量」、国土交通省「自動車輸送統計調査 年報」より野村総合研究所作成

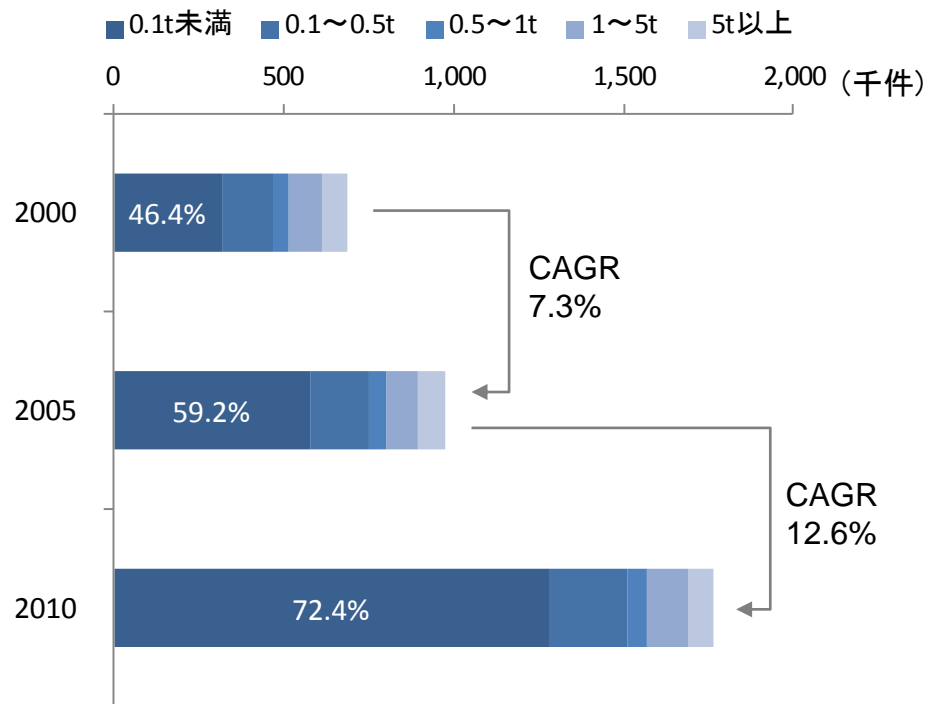
物流の小ロット化が進み、件数ベースでは物流量は増加傾向にある

- 全産業で物流の小ロット化が進展し、件数ベースでは年率4.0%前後のペースで物流量が増加している。
- なかでも、倉庫業における物流量の増加は顕著に高く、0.1t未満の小ロットの貨物の物流量の増加がこれを牽引している。

全産業(除. 倉庫業)のロット階層別物流量



倉庫業のロット階層別物流量

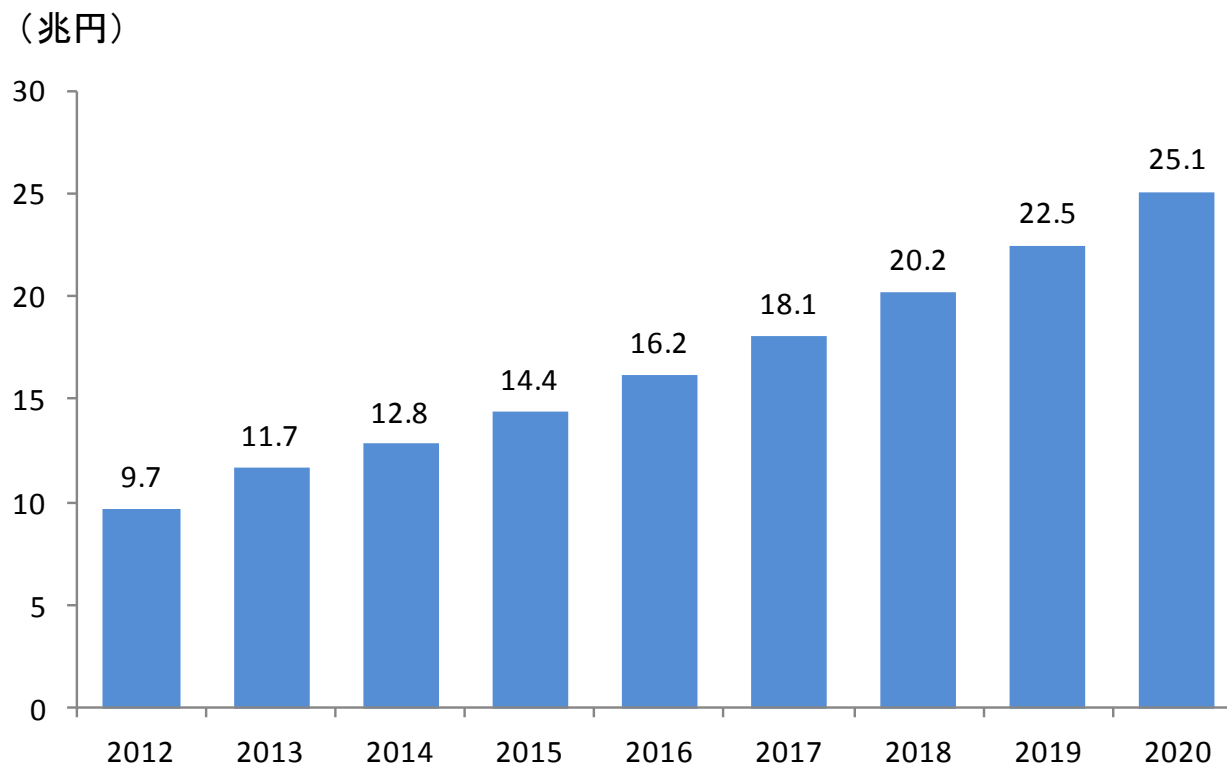


出所: 国土交通省「物流センサス」より野村総合研究所作成

小ロット化の背景の一つとしてECの隆盛があげられ、今後もEC市場は拡大する見通し

■ BtoC EC市場規模は、2018年度に20兆円を超える見通し

BtoC EC 市場規模予測

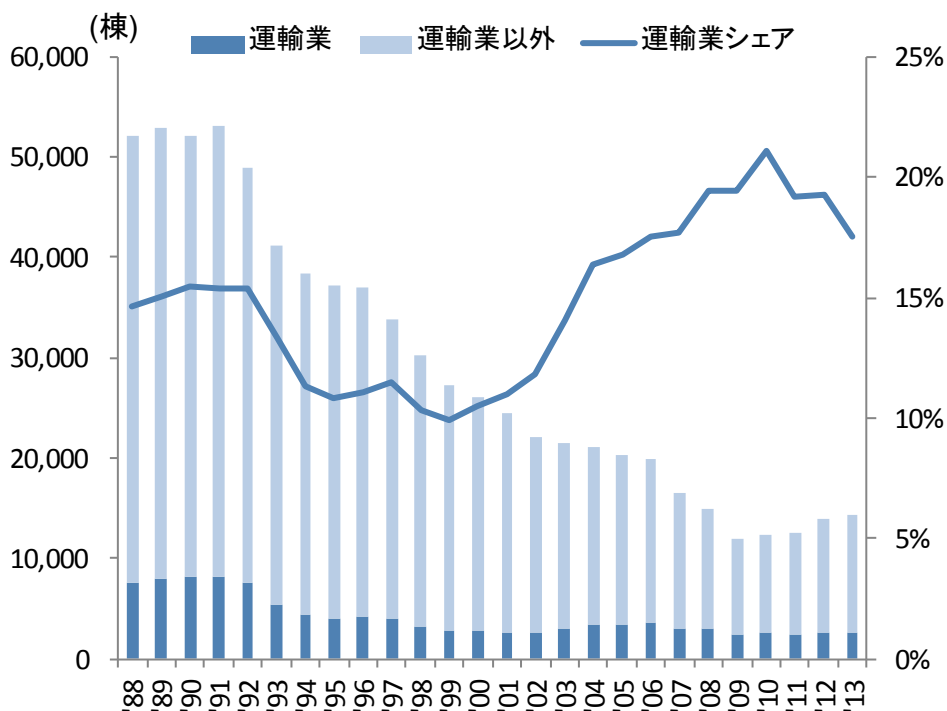


注)BtoC EC 市場: インターネットを経由した、一般消費者向けの商品・サービスの市場
出所: 野村総合研究所

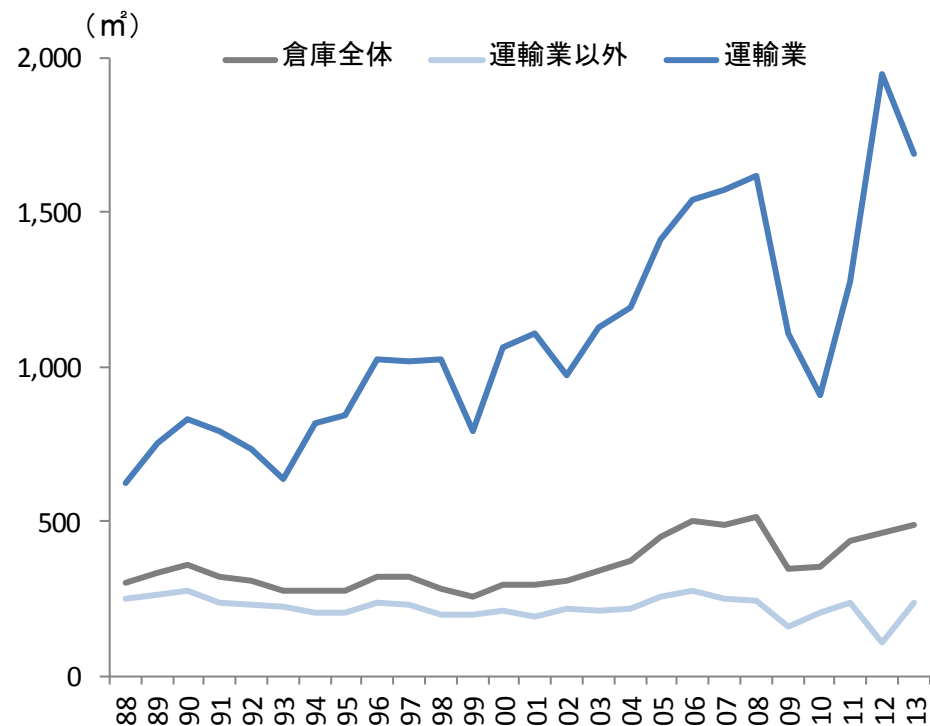
新規供給が下げ止まった一方、企業の物流機能集約による施設の大型化が進んでいる

- 倉庫の供給棟数は、ピーク時であった1991年の約23%の水準(1万2千棟/年)にまで減少し、近年は横ばいで推移している。
- 運輸業用倉庫の供給棟数は、全体よりも緩いペースで減少(左図)しており、一棟当たりの床面積は増加傾向(右図)にある。
- この背景には、一般企業側のSCM対応や物流拠点集約化のための新型・大型物流施設に対するニーズの高まりがある。

全国倉庫供給棟数と運輸業用倉庫が占めるシェアの推移

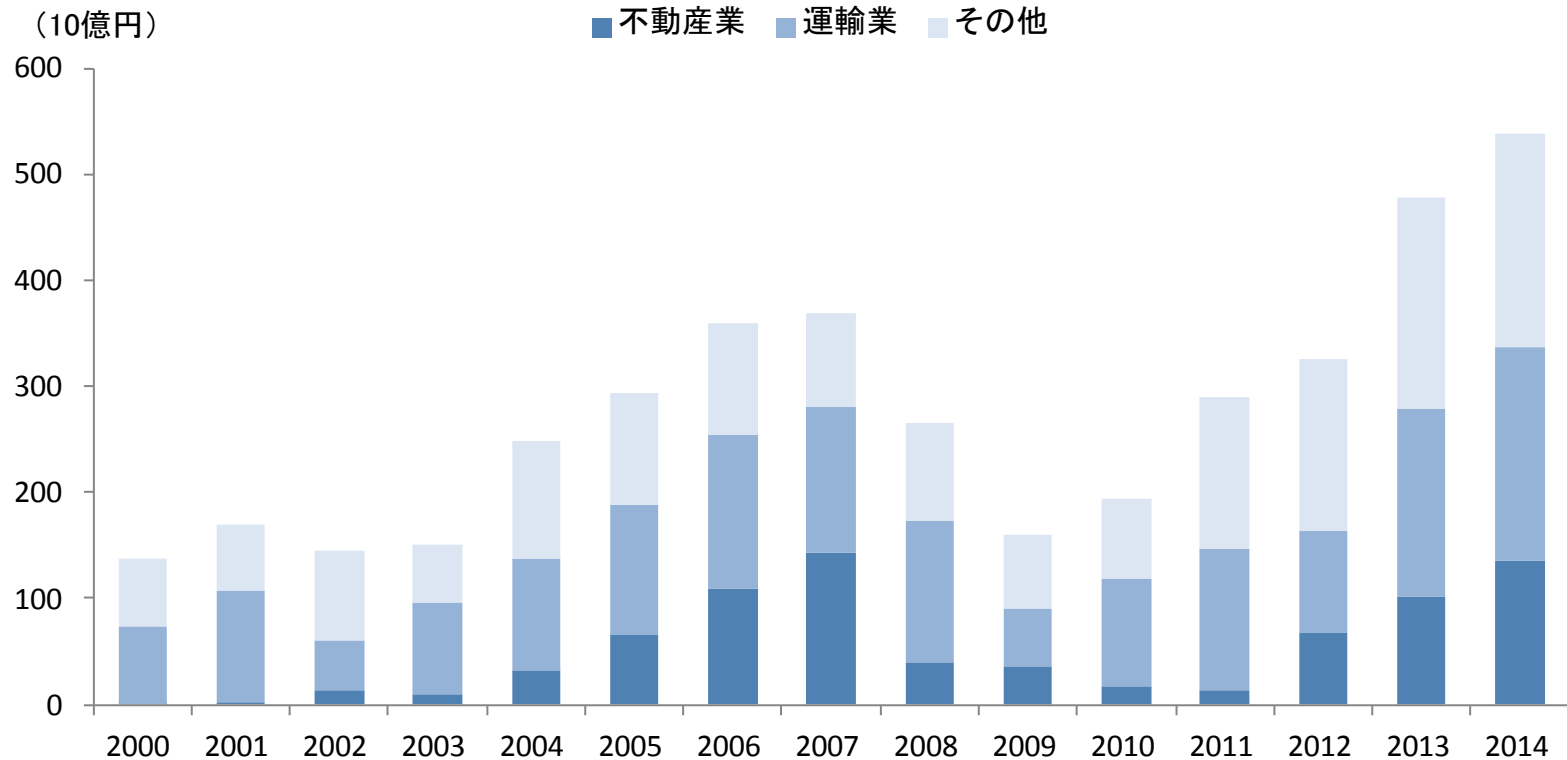


新規倉庫一棟あたりの床面積の推移



リーマンショック以降縮小していた物流不動産開発が再び活発になってきている

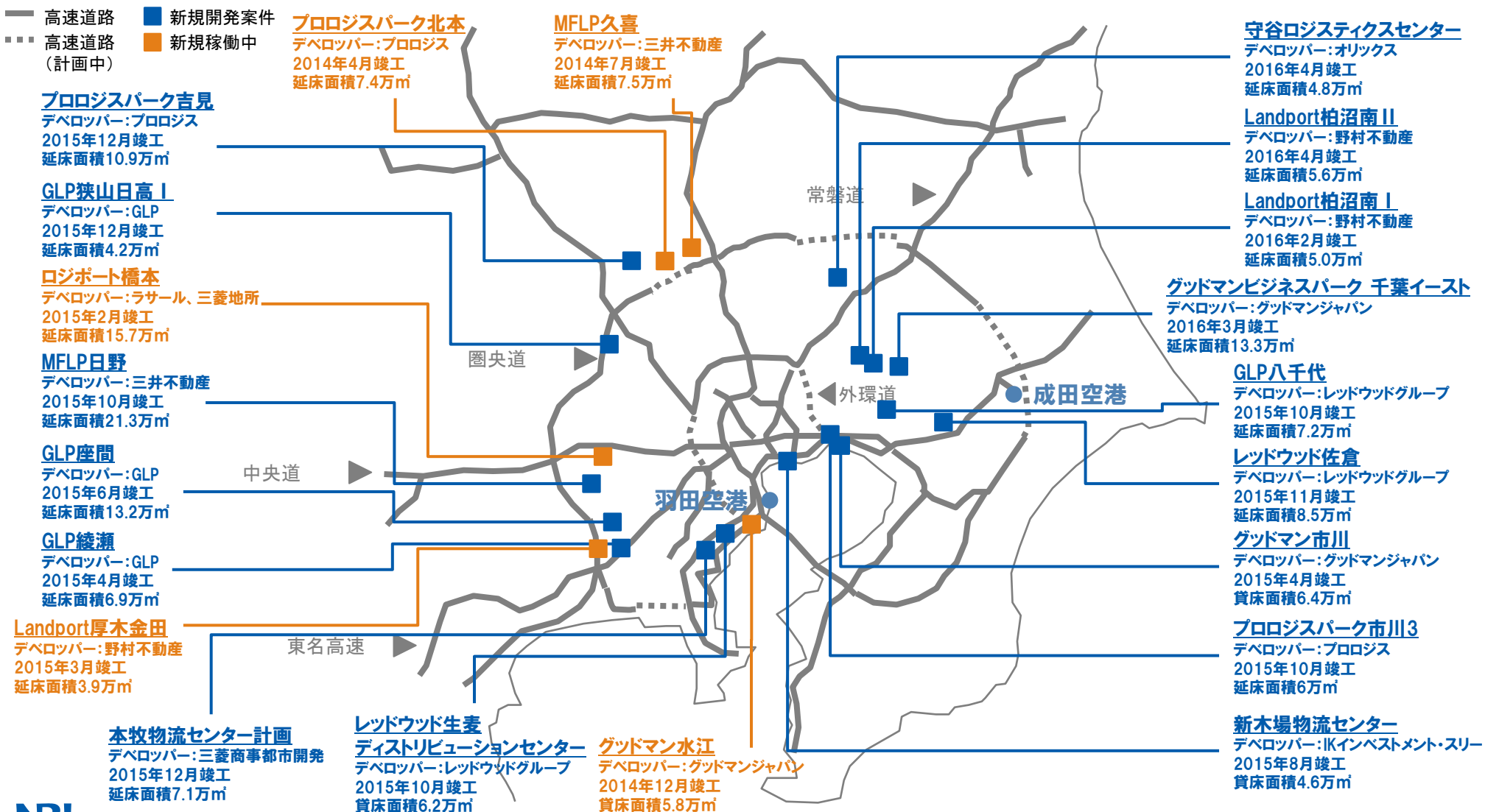
発注者別の倉庫・流通施設建設工事受注額の推移



注: 1件の請負契約が5億円以上の工事を対象としている

出所: 国土交通省「建設工事受注動態統計調査」より野村総合研究所作成

三環状道の開通を見越し、外資系物流デベ・日系総合デベによる沿線開発が盛んである



近年、三菱地所や三井不動産、住友商事が参入したり、J-REITが上場するなどしており、ソーシング環境が激化してきている

主な物流施設プレーヤーの動向

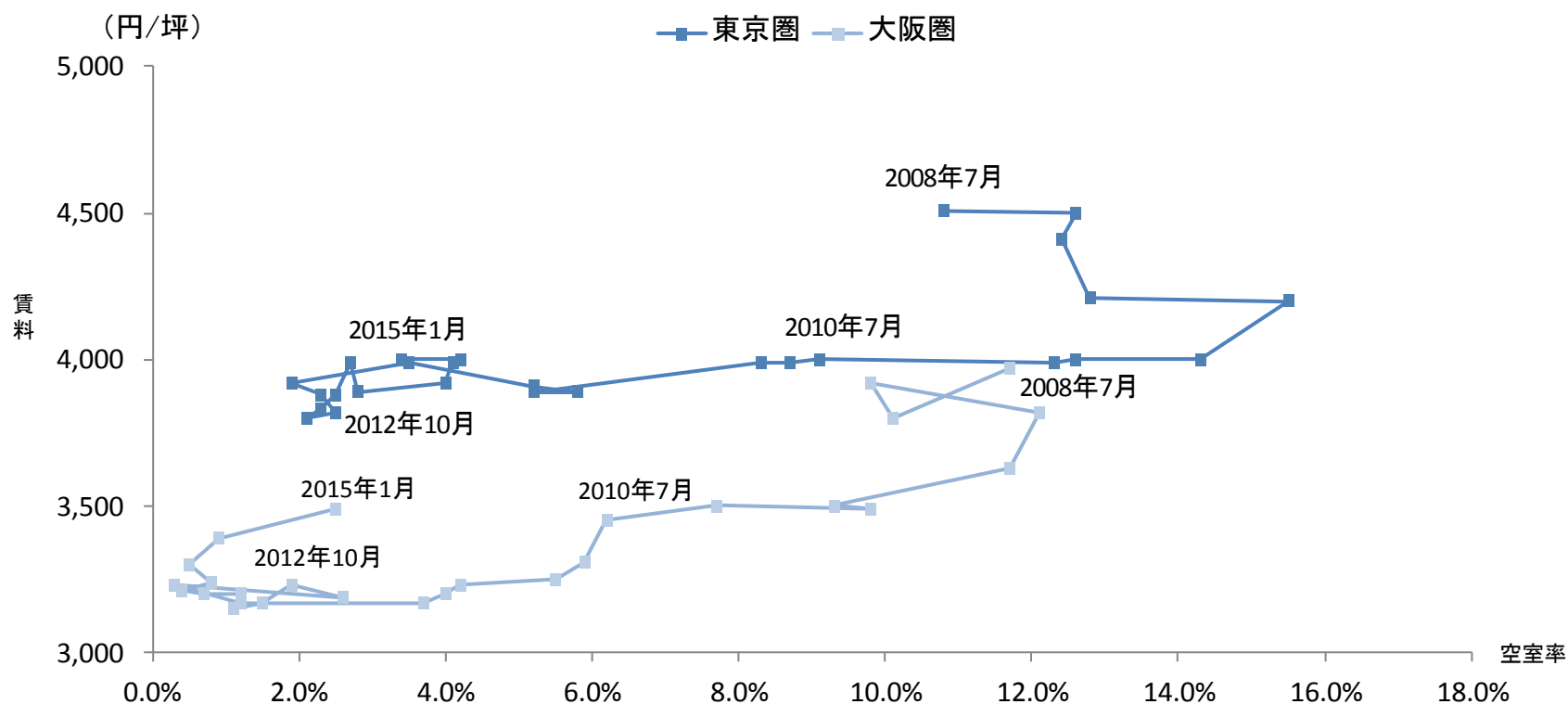
2013年

2015年

		2013年	2015年
商社	伊藤忠	●ケネディクスと共同で、延床44,000㎡の物流施設開発 (2013年4月着工)	
	三菱商事	●千葉 市川で延床57,000㎡の物流施設開発 (2013年10月竣工)	●2014年10月以降、神奈川と千葉で物流施設3物件の開発 (延床計20万㎡)を予定 (2014年5月時点)
	三井物産	●三井物産リアルティの運用する私募ファンドが浦安物流センターを取得 (2013年9月)	●三井物産リアルティの運用する私募ファンドが座間と千葉で物流センターを取得 (2014年3/4月)
	住友商事		●三井物産リアルティが組成する私募ファンドが物流施設開発用の土地を取得 (2015年1月)
外資系	GLP		●埼玉 日高・千葉 八千代で延床計20万㎡超の物流施設開発 (2015/16年竣工)
	プロロジス	●日本プロロジスリート投資法人が上場 (2013年2月)	●神奈川 厚木で延床89,000㎡の物流施設開発 (2016年6月竣工)
	ラサール	●ラサールの運用するファンドが物流施設6物件を740億円売却 (2013年10月)	●埼玉 吉見町で延床10万㎡強の物流施設2棟を開発 (2015年12月竣工)
	グッドマン		●千葉 習志野と印西で延床計19万㎡強の物流施設開発 (2016年春竣工)
独立系	ケネディクス	●機関投資家と組成したファンドを通して、SGリアルティ横浜の持ち分51%を63億円で取得 (2013年4月)	
	オリックス不動産	●アスクルに埼玉物流センターを153億円で売却 (2013年1月)	●茨城常総で貸床面積46,000㎡の物流施設開発 (2016年4月竣工)
	大和ハウス工業	●千葉 市川の物流施設開発用地36,000㎡を66億円で取得 (2013年12月)	●ファーストリテイリングと物流施設に関する協業を発表 (2014年10月)
総合デベロッパー	野村不動産	●野村不動産マスターファンド (物流・商業施設REIT)を上場 (2013年6月)	●東京 八王子と千葉 柏で物流施設開発用地を取得 (2014年3月)
	三菱地所	●福岡で初の単独開発 (2013年12月着工)	
	三井不動産	●GLPとの共同事業で物流施設開発に参入 (2012年9月着工)	●埼玉 八潮と久喜で延床117,000㎡の物流施設開発 (2014年竣工)

東京圏において、上昇しつつあった空室率が減少に転じた

物流不動産の月額募集賃料と空室率の推移

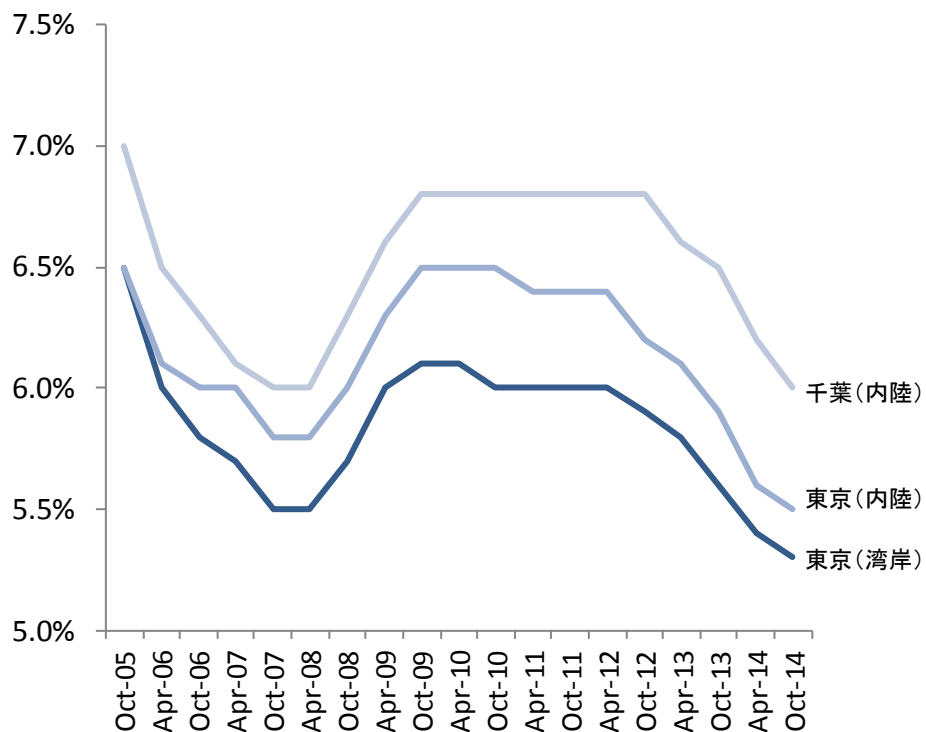


注：敷地面積、または延床面積が10,000㎡以上の賃貸物流施設
 出所：一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」のデータより野村総合研究所作成

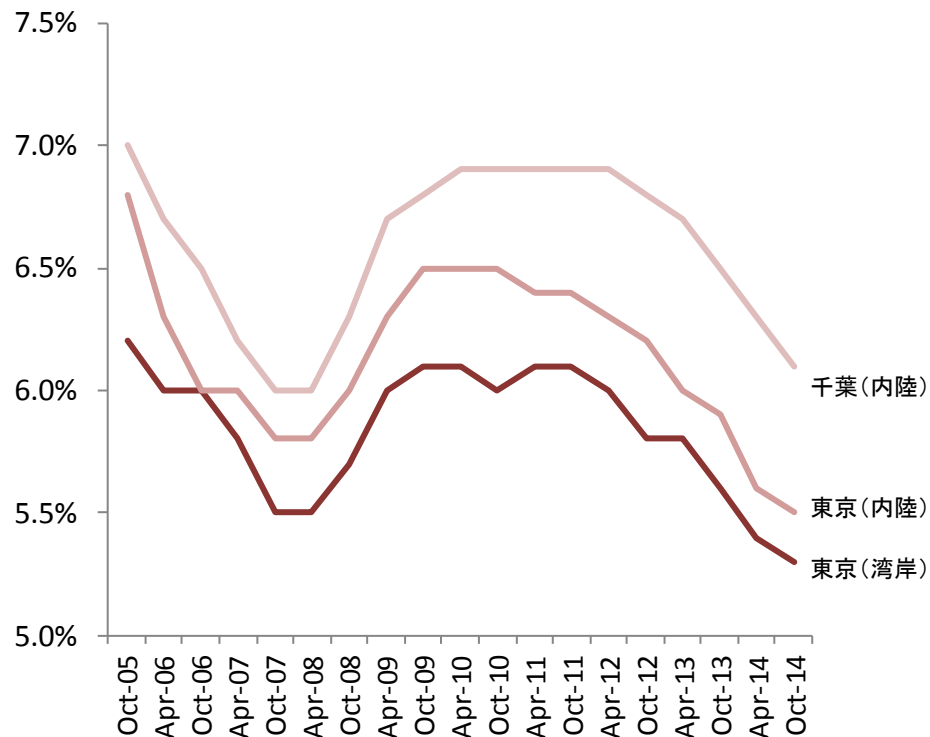
2012年からキャップレートは下落傾向にあり、東京では過去最低値となった

物流不動産のキャップレート(期待利回り)の推移

シングルテナント



マルチテナント



注: シングルテナント: 階層2~3階、延床面積10000㎡程度
 マルチテナント: 階層3~4階、延床面積50000㎡程度

出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より野村総合研究所作成

目次

日本の人口動態

日本のマクロ経済環境

日本の不動産投資市場の概況

オフィス市場

住宅市場

商業施設市場

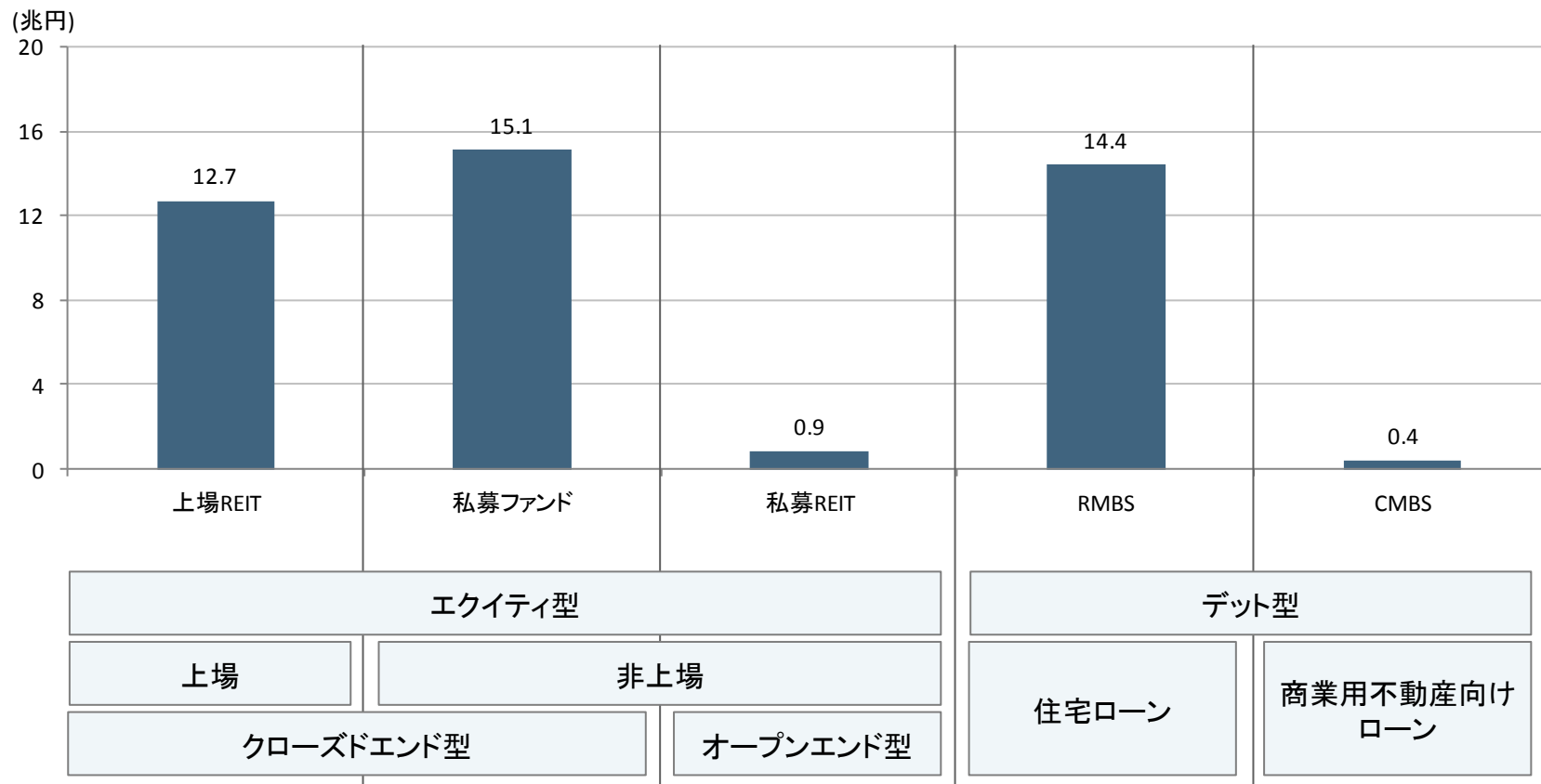
物流施設市場

不動産投資商品市場

日本の不動産投資商品の全体像

■ 2010年から始まった私募REIT市場は、運用資産額を拡大し続けており、約1兆円に迫りつつある。

日本における不動産投資商品の全体像と運用資産額

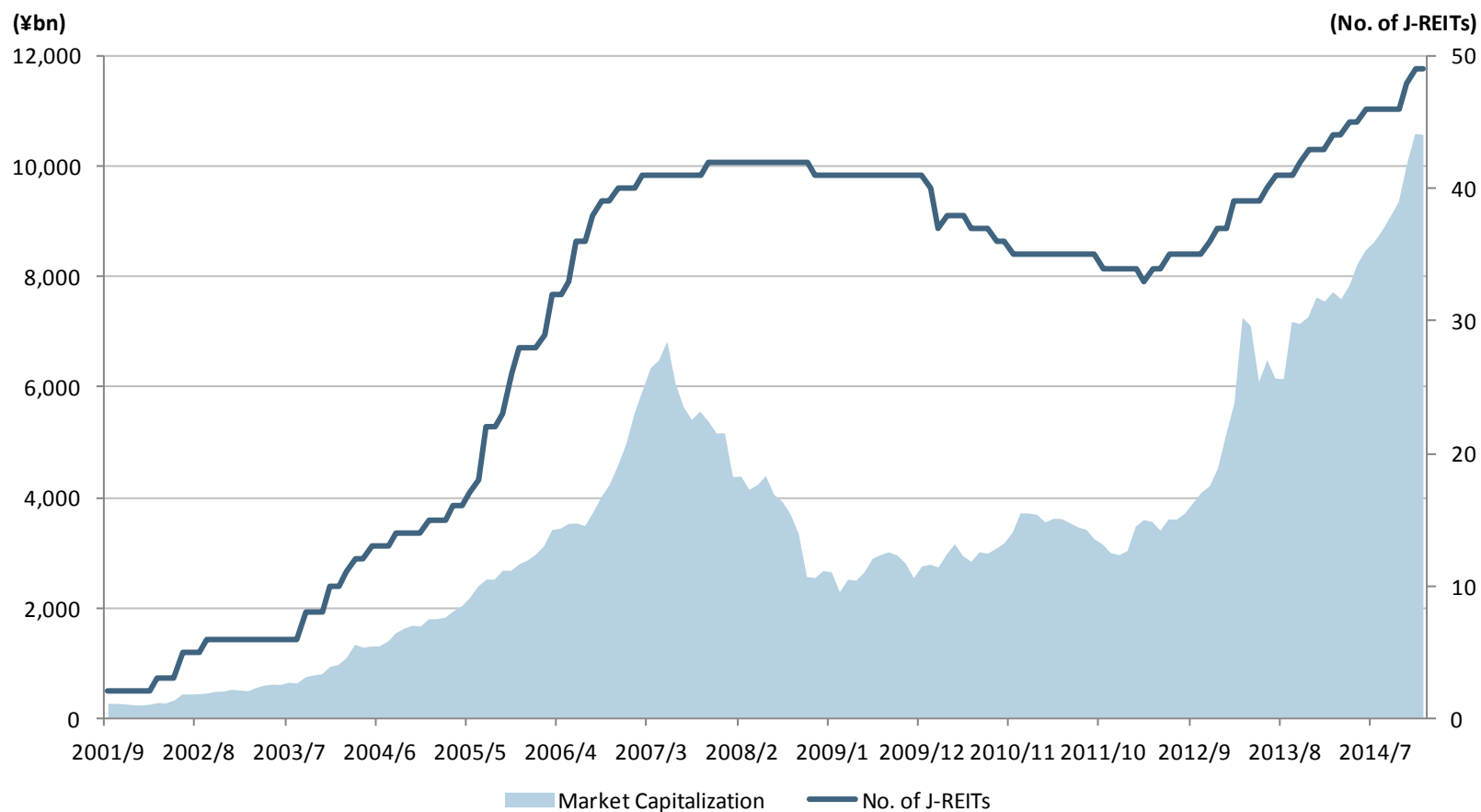


注: 上場REITは2015年1月末、私募ファンドは2014年12月末、非上場REITは2014年10月末の推定値、RMBS/CMBSは2014年9月末の値
出所: 不動産証券化協会、三井住友トラスト基礎研究所、日本証券業協会等より野村総合研究所作成

2001年9月にスタートしたJ-REIT市場の時価総額は、10兆円を超えるまで拡大した

- J-REIT市場は、2001年9月に2銘柄が上場し、時価総額2,500億円でスタートした。
- 2015年1月末では、49銘柄、約10兆円規模になっている。

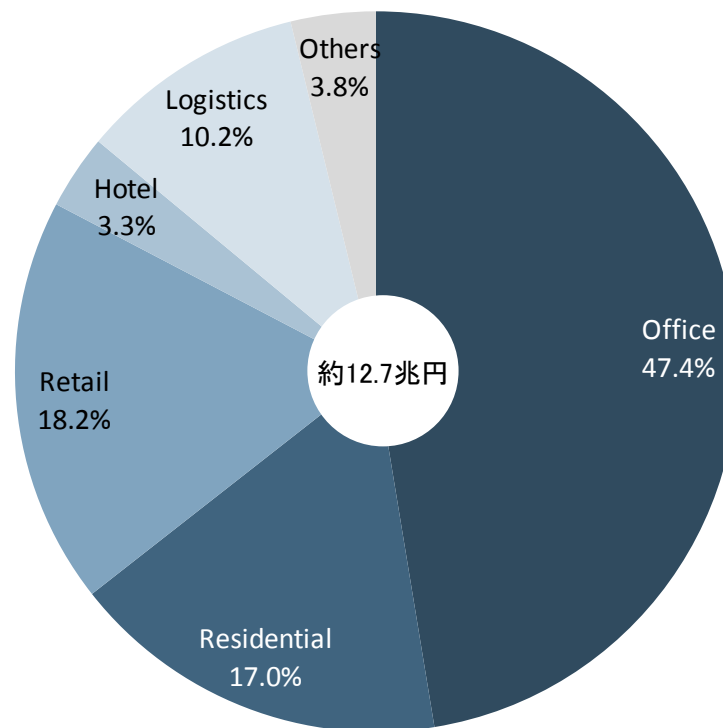
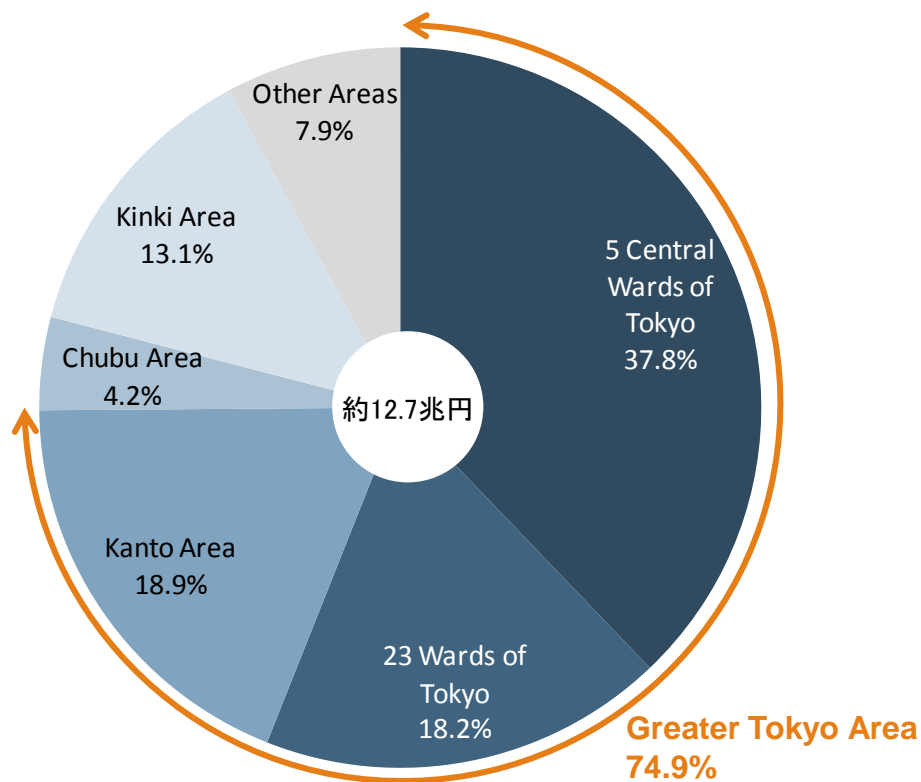
J-REIT市場の時価総額と上場銘柄数の推移



J-REIT保有不動産は、首都圏が約75%を占め、用途ではオフィスが約50%を占める

- J-REITが保有している不動産は、首都圏が約75%を占める。
- 近年、用途は、オフィス以外へと多様化しており、2014年11月からはヘルスケアREITも登場した。

J-REIT保有不動産の地域別・用途別割合

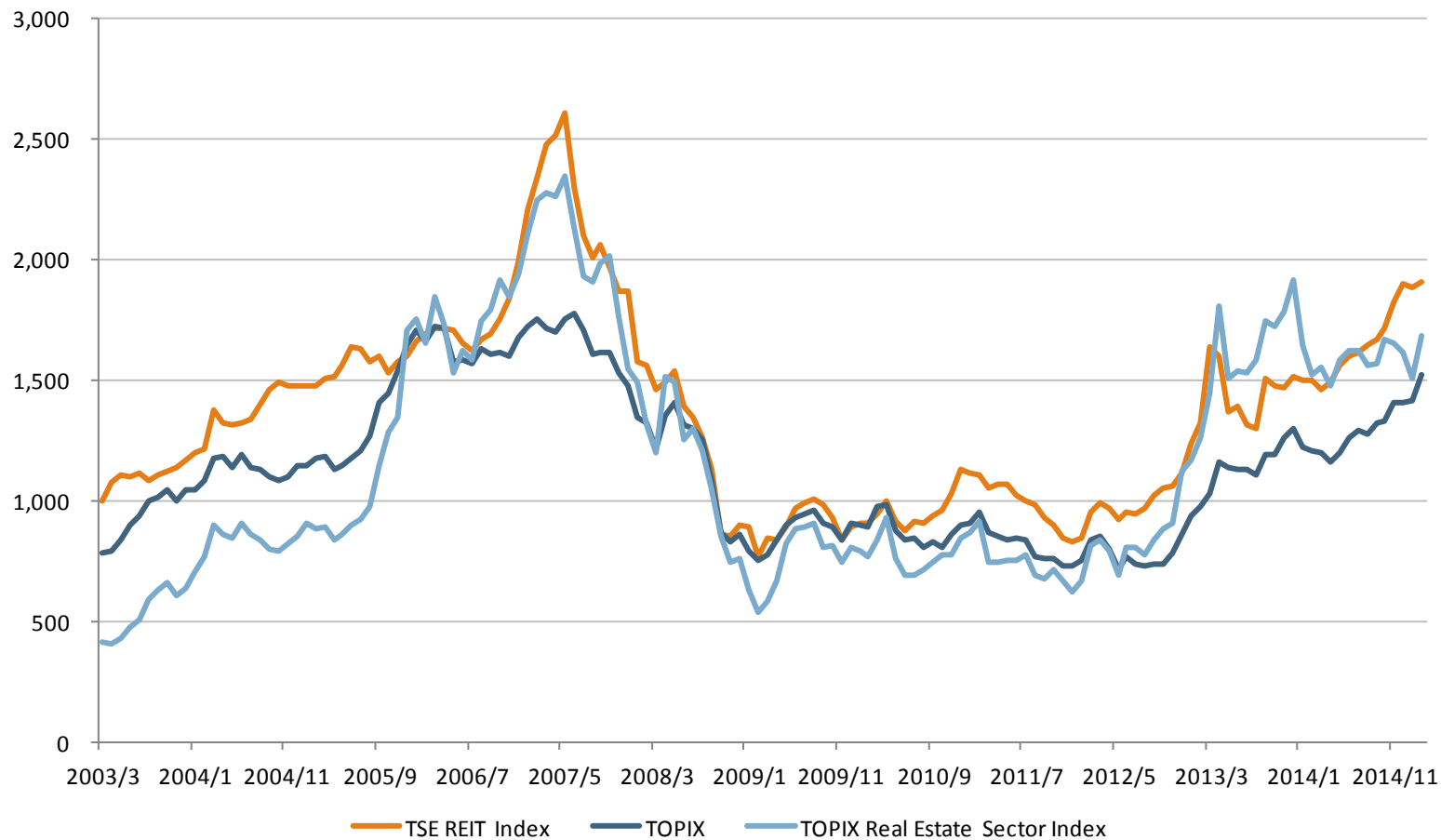


注: 2015年1月末の値
出所: 不動産証券化協会資料より野村総合研究所作成

東証REIT指数は、2012年後半に急上昇し、その後も堅調に推移している

■ 東証REIT指数は、2007年5月の最高値からは大きく落ち込んでいたが、2012年後半から上昇した。

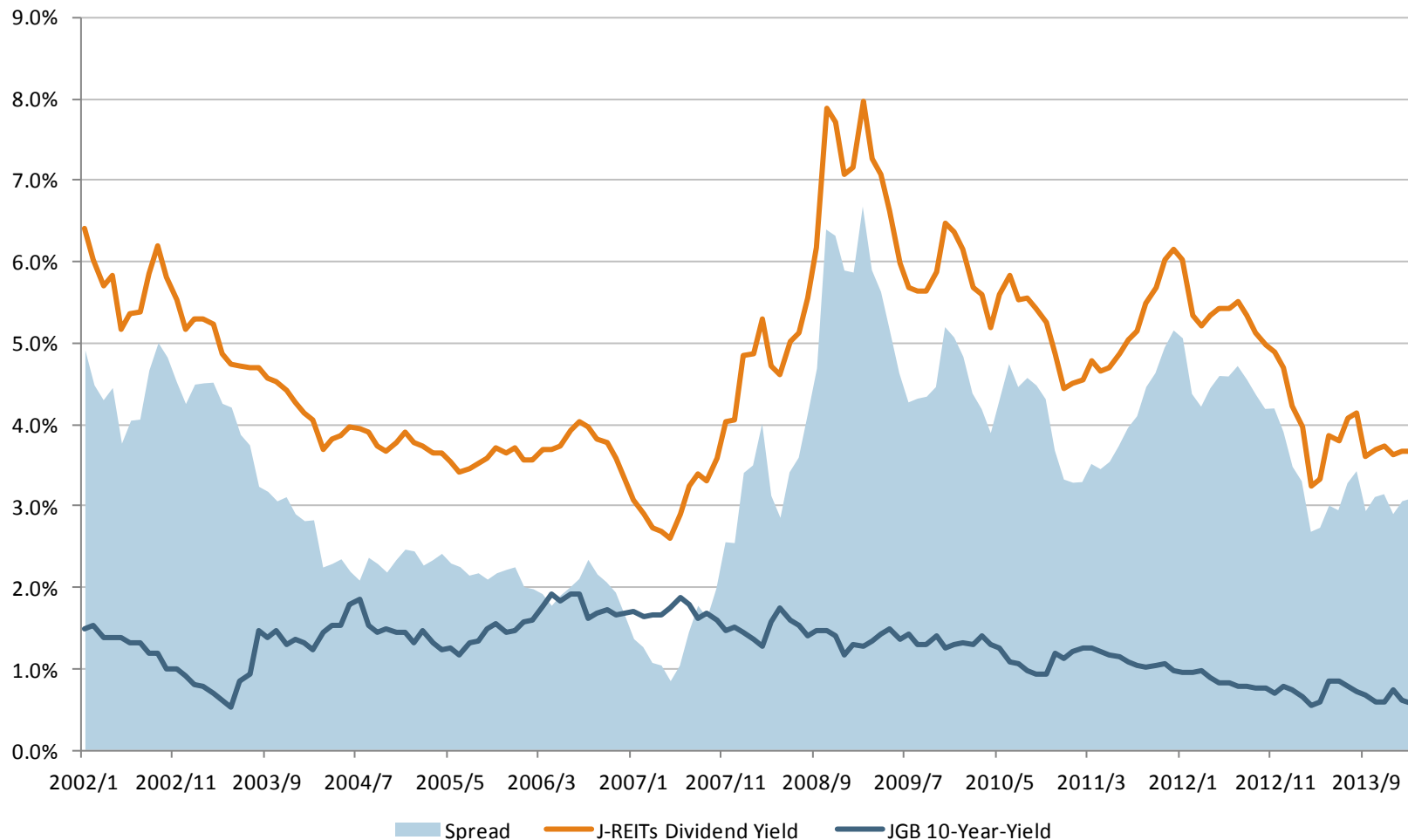
東証REIT指数、TOPIXと東証不動産業指数の推移



J-REITの配当利回りは、約8%まで急上昇したが、現在は約3%まで下落している

■ イールドスプレッドは、約3%弱の水準にある。

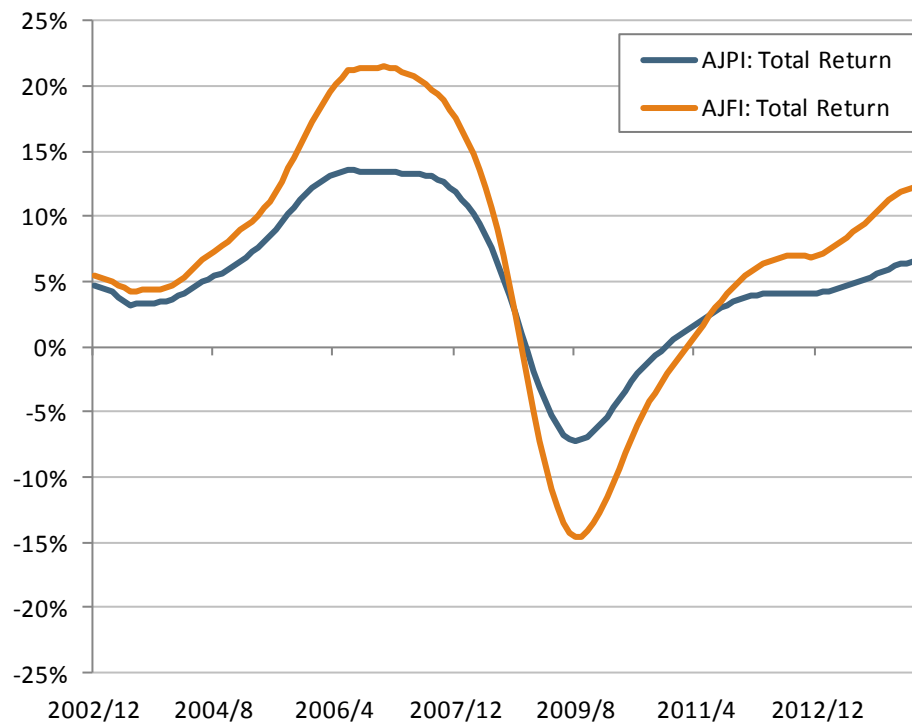
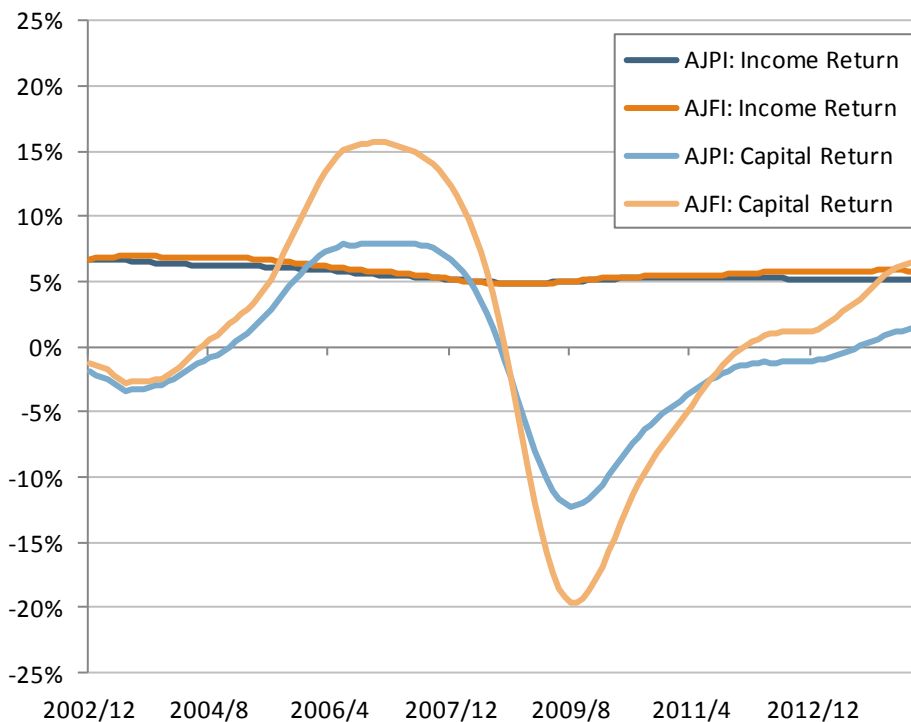
J-REIT配当利回りと日本国債10年物利回りの推移



キャピタル・リターンは、プラスの水準まで回復している

■ 国内不動産に投資を行うコア・ファンドの運用実績に基づいたインデックスによると、キャピタル・リターンがプラスの水準まで回復している。

ARES Japan Property Index (AJPI) と ARES Japan Fund Index (AJFI) の推移

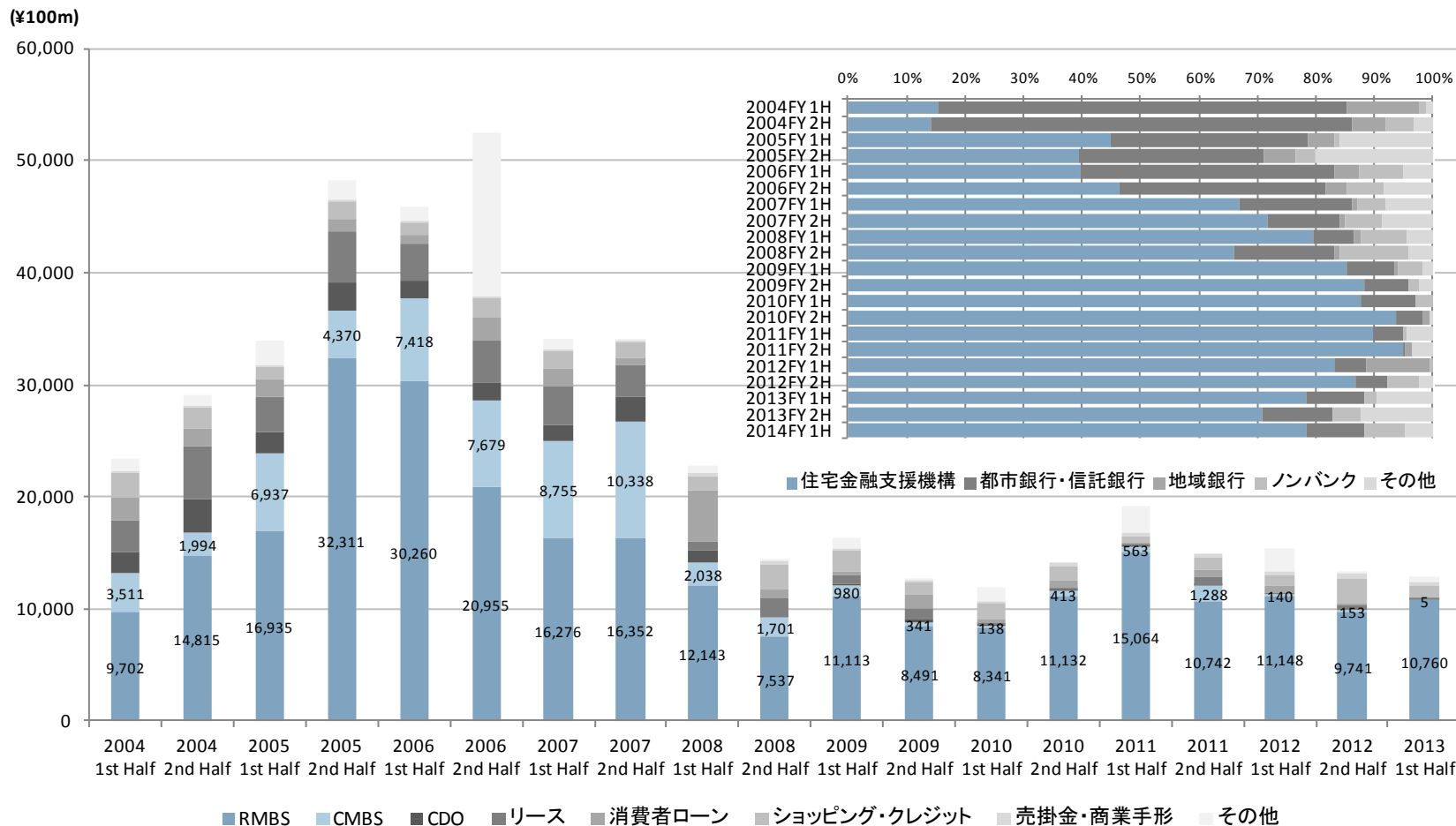


出所: 不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」及び「ARES Japan Fund Index」より野村総合研究所作成

2008年以降、CMBSは急減し、現在はRMBSのみが継続的に発行されている状況にある

■ 直近では、RMBSのオリジネーターの約80%は住宅金融支援機構となっている。

証券化商品の裏付資産別発行金額とRMBSのオリジネーター別発行金額の推移



執筆者一覧



金 惺潤

SungYun KIM
上級コンサルタント

【執筆担当】全体監修、不動産投資市場の概況、オフィス市場

【専門領域】不動産業の経営戦略、機関投資家のオルタナティブ投資、不動産投資市場分析、投資ビヘイビア分析、金融危機



谷山 智彦

Tomohiko TANIYAMA
上級コンサルタント

【執筆担当】不動産投資商品市場

【専門領域】不動産等のオルタナティブ投資市場に関する調査研究、経済モデル開発、金融商品開発



大道 亮

Akira DAIDO
主任コンサルタント

【執筆担当】日本の人口動態、住宅市場

【専門領域】住宅・不動産・エネルギー分野における事業戦略立案・調査研究



佐尾 宏和

Hirokazu SAO
副主任コンサルタント

【執筆担当】商業施設市場

【専門領域】住宅・不動産・インフラ分野に関する調査・研究、事業戦略立案



亀井 敬太

Keita KAMEI
副主任コンサルタント

【執筆担当】編集、物流施設市場

【専門領域】不動産・住宅・住宅ローン・インフラ分野に関する調査・研究、事業戦略立案



波利摩 星也

Seiya HARIMA
コンサルタント

【執筆担当】日本のマクロ経済環境

【専門領域】不動産・インフラ・都市政策分野に関する事業戦略立案・調査研究



今井 絢

Aya IMAI
コンサルタント

【執筆担当】編集

【専門領域】住宅・不動産・インフラ分野に関する調査研究、海外進出戦略立案

問い合わせ先：株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部
real-estate-report@nri.co.jp

NRI

未来創発

Dream up the future.