
日本の不動産投資市場 2016

2016年10月

株式会社野村総合研究所

日本の不動産投資市場

1 日本の人口動態

2 日本のマクロ経済環境

3 日本の不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

7 物流不動産市場

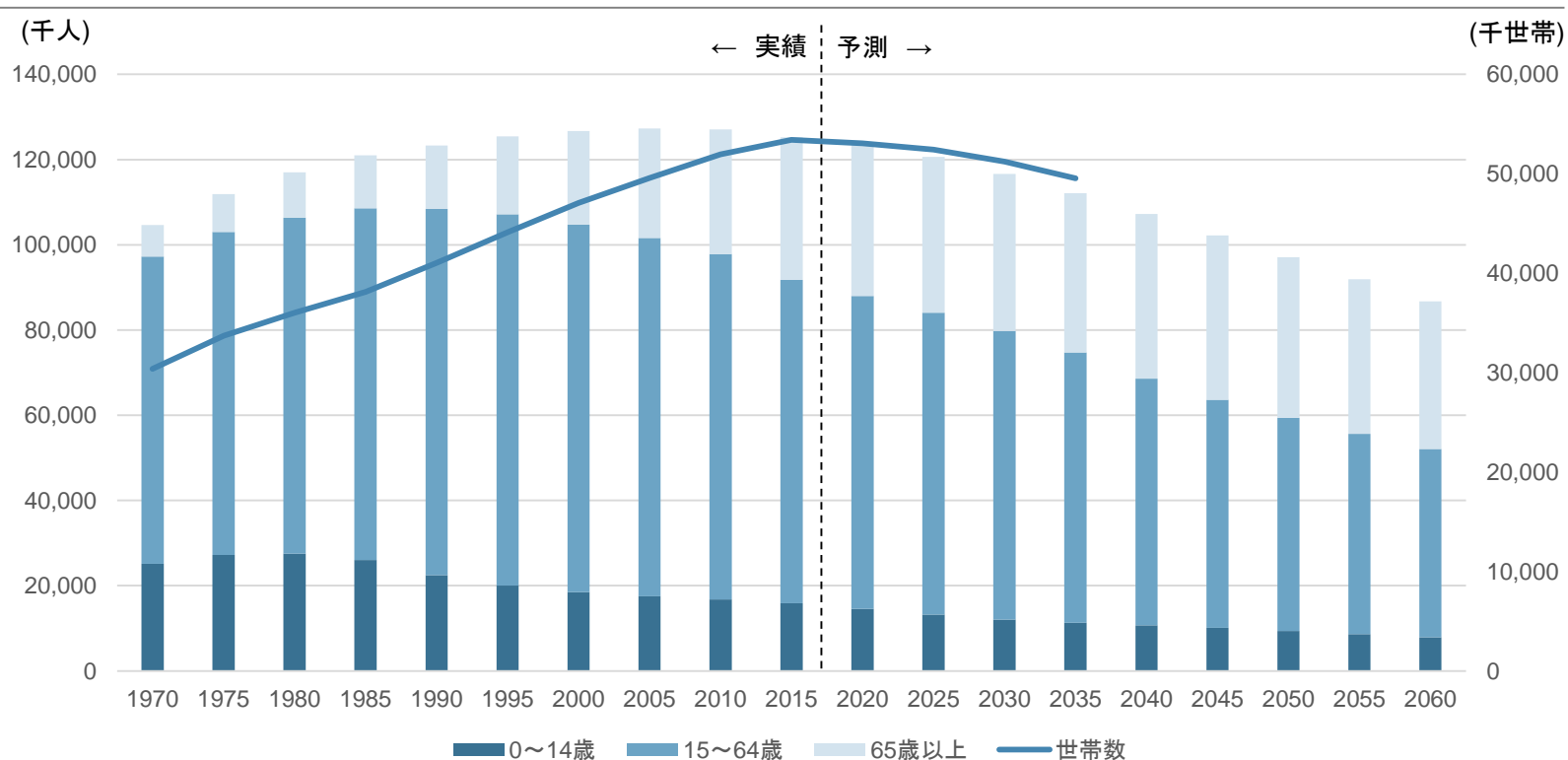
8 ホテル市場

9 不動産投資商品市場

2015年には、人口減少が初めて国勢調査ベースで確認された

- 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」

注1: 人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。

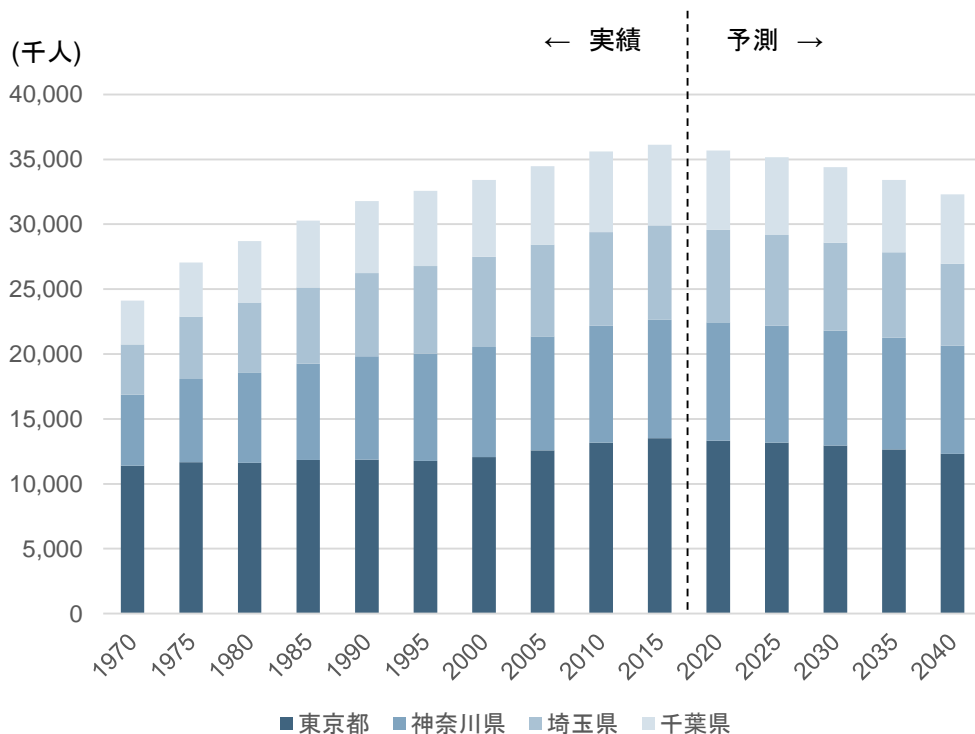
注2: 人口予測は2010年度国勢調査のデータに基づくが、2015年は2015年度国勢調査速報値による。

東京圏の人口動態

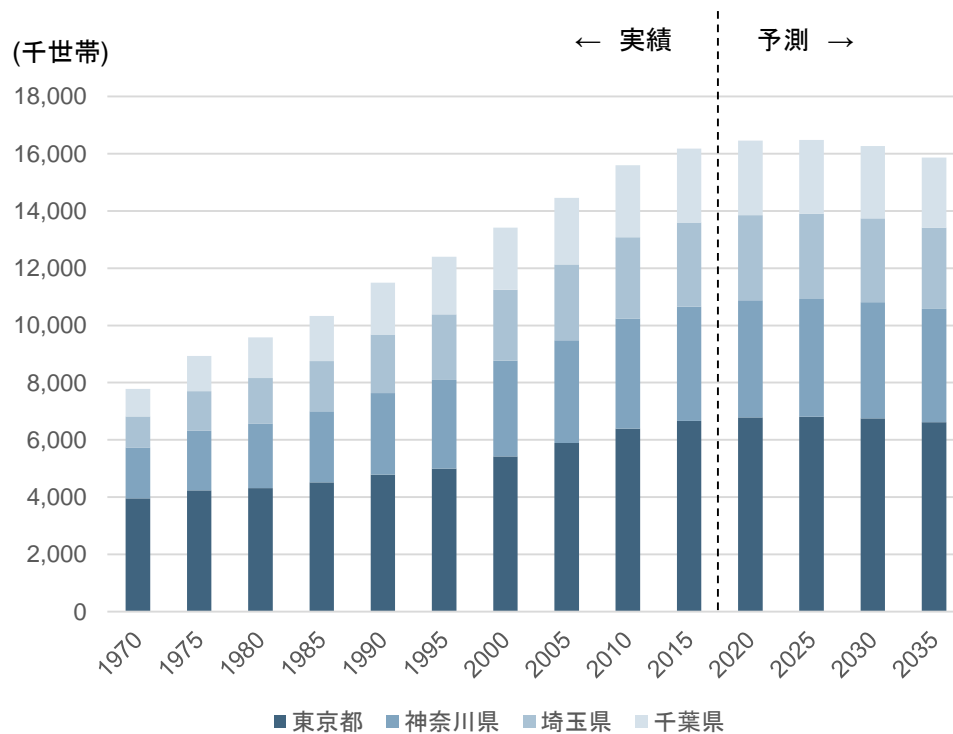
東京圏でも人口はピークを迎えたが、世帯数は今後10年間増加し続ける見込みである

- 東京圏の人口は2015年にピークアウトした。
- 一方で、世帯数は2025年まで増加が続く見込みである。

東京圏の人口の推移



東京圏の世帯数の推移



出所：国立人口問題・社会保障研究所、総務省「国勢調査」

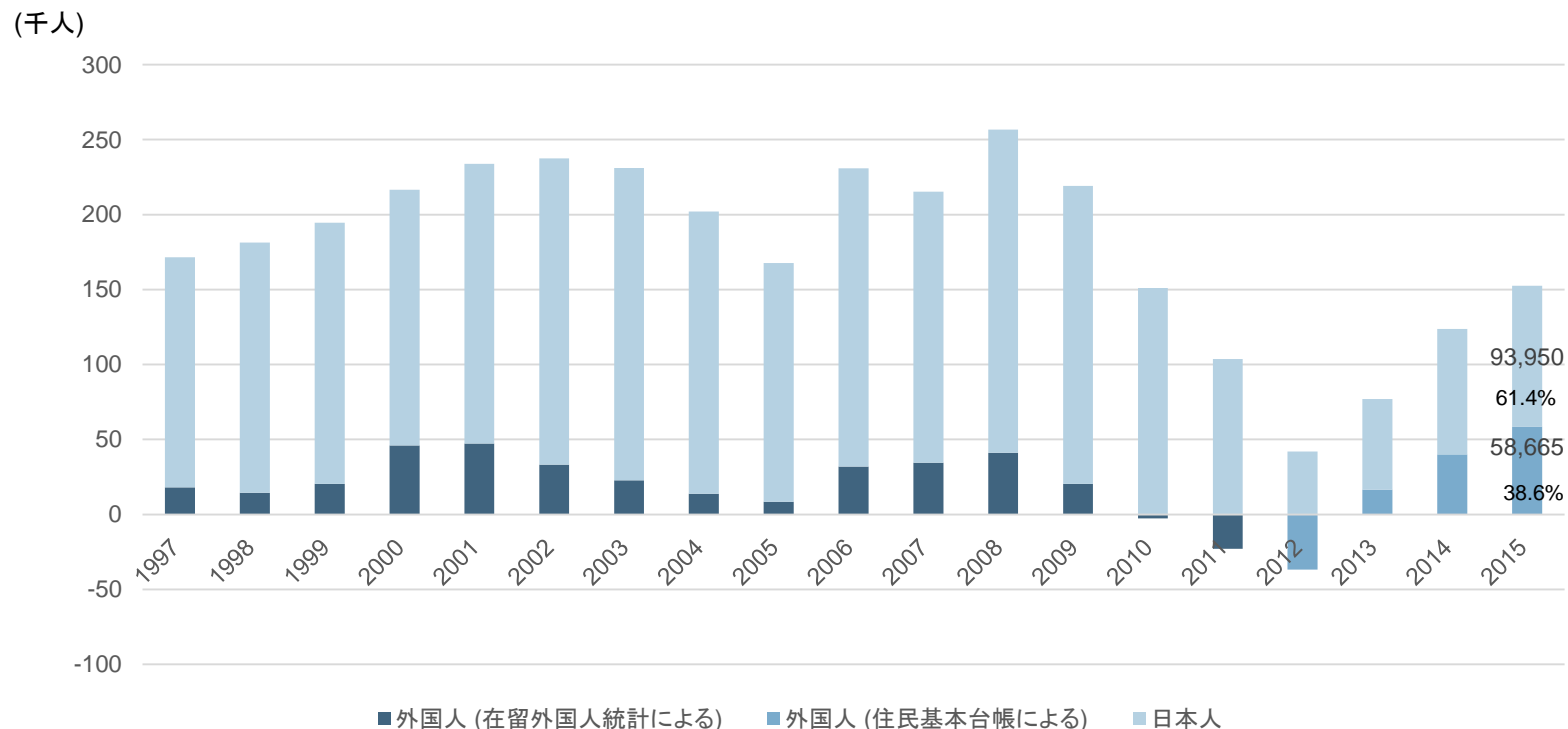
注1：人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。

注2：人口予測は2010年度国勢調査のデータに基づくが、2015年は2015年度国勢調査速報値による。

直近の人口増加分の約4割は、外国人人口の増加によるもの

- リーマンショック・震災により、外国人人口は一時的に減少したが、景気の回復により増加基調に転じた。
- 2015年の首都圏の人口増のうち、外国人が38.6%を占めている。

東京圏の日本人外国人別人口増加数の推移

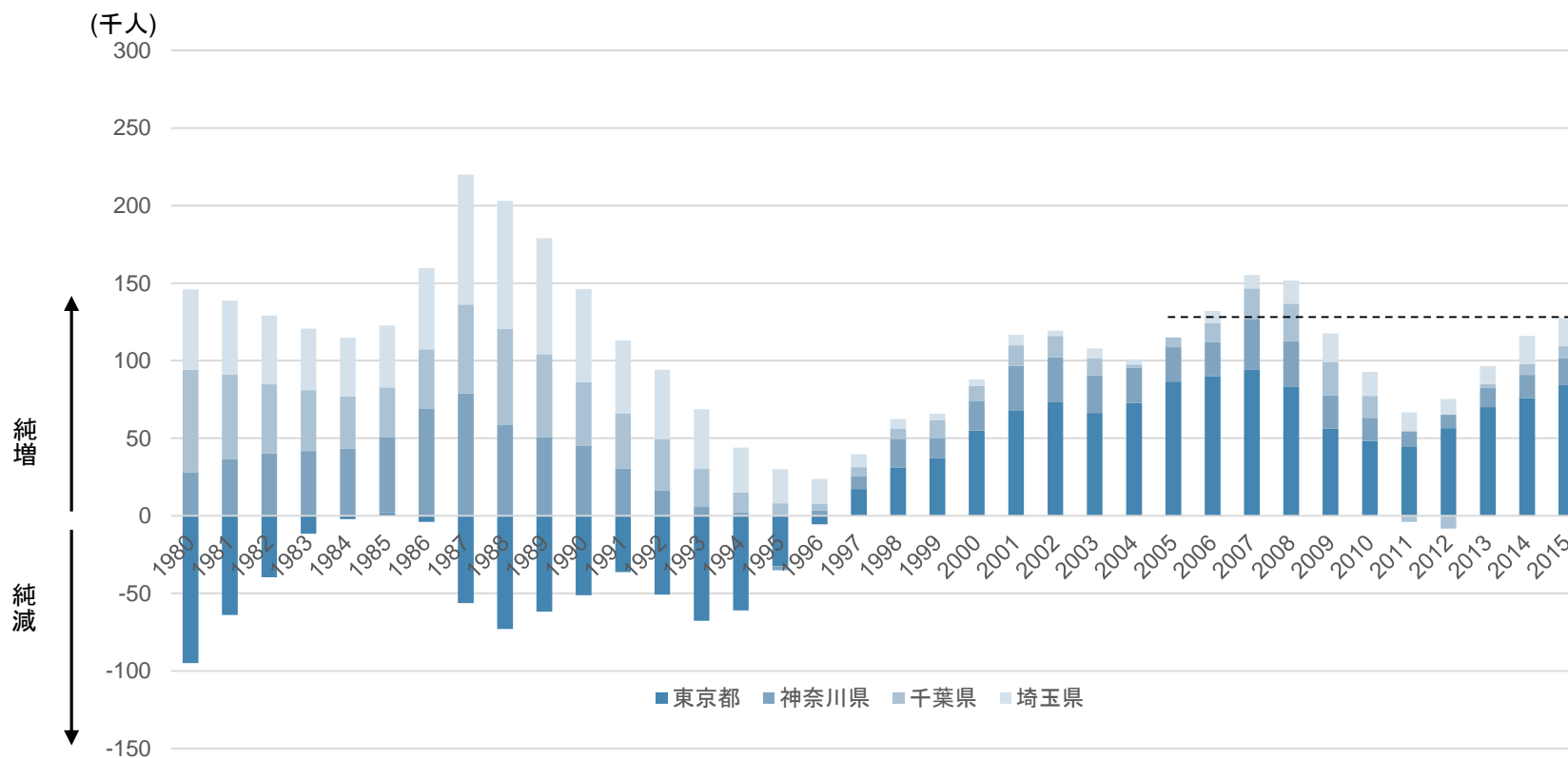


出所: 法務省「在留外国人統計(旧外国人登録統計)」、総務省「住民基本台帳」
 注: 外国人人口は、2011年まで在留外国人統計(旧外国人登録統計)、2012年以後は住民基本台帳による。

東京圏には人口が流入し続けている

- 2015年の純増数は2005、2006年の水準にまで回復している。
- 今後も流入は続く見込みである。

東京圏の人口純流入数の推移

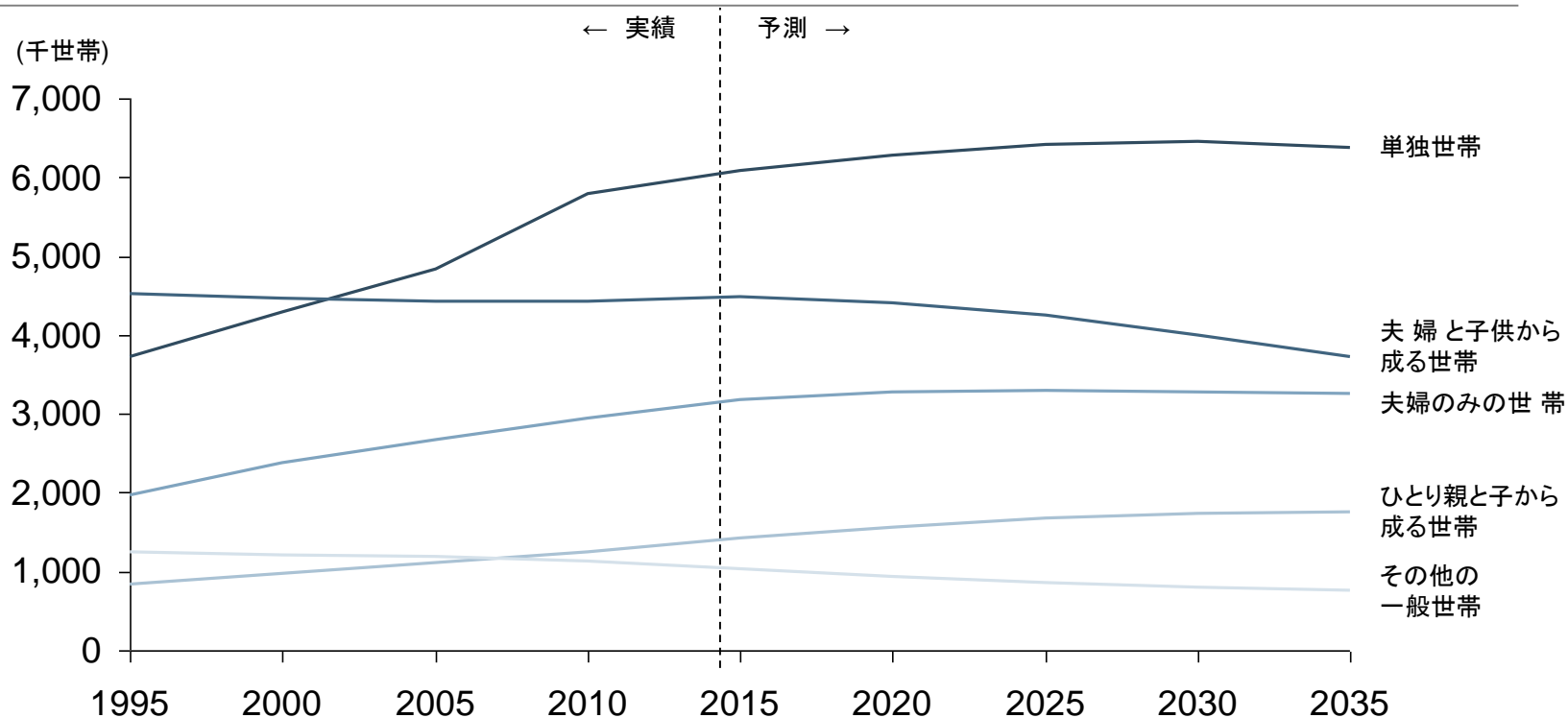


出所: 総務省「住民基本台帳人口移動報告」

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」

注1: 人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。

注2: 人口予測は2010年度国勢調査のデータに基づくが、2015年は2015年度国勢調査速報値による。

東京都心部の人口動態

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区では2040年に2010年比で10%以上の人口減少が見込まれている。

東京23区の人口の推移

自治体名称	←実績値		予測値→				
	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年
中央区	100.0	114.9	115.3	116.6	116.8	116.1	114.4
江東区	100.0	108.1	104.4	106.8	108.2	108.8	108.5
港区	100.0	118.7	107.0	107.9	107.8	107.0	105.2
新宿区	100.0	102.2	104.4	104.8	104.4	103.4	101.6
練馬区	100.0	100.8	105.1	105.3	104.5	102.9	100.6
墨田区	100.0	103.6	101.7	102.6	102.7	102.0	100.6
荒川区	100.0	104.0	103.0	102.8	102.2	101.2	99.7
千代田区	100.0	123.8	106.9	106.1	104.6	102.2	99.3
世田谷区	100.0	102.7	102.7	102.4	101.5	100.0	97.9
品川区	100.0	105.9	102.9	102.7	101.7	100.0	97.8
江戸川区	100.0	100.2	101.7	101.1	99.8	98.2	96.2
文京区	100.0	106.4	101.9	101.3	100.1	98.2	95.7
豊島区	100.0	102.2	106.1	104.5	102.2	99.2	95.3
大田区	100.0	103.5	101.6	100.8	99.4	97.5	95.1
板橋区	100.0	104.9	100.5	99.1	97.2	94.7	91.8
目黒区	100.0	103.6	100.2	98.8	96.8	94.1	91.1
台東区	100.0	112.8	99.5	97.7	95.4	92.6	89.4
渋谷区	100.0	109.9	98.8	96.6	93.9	90.9	87.4
中野区	100.0	104.4	97.7	95.5	92.9	89.8	86.2
北区	100.0	101.6	97.6	95.1	92.2	89.0	85.5
杉並区	100.0	102.8	97.6	95.1	92.0	88.5	84.5
葛飾区	100.0	100.2	95.7	92.4	88.7	84.8	80.8
足立区	100.0	98.2	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、総務省「国勢調査」

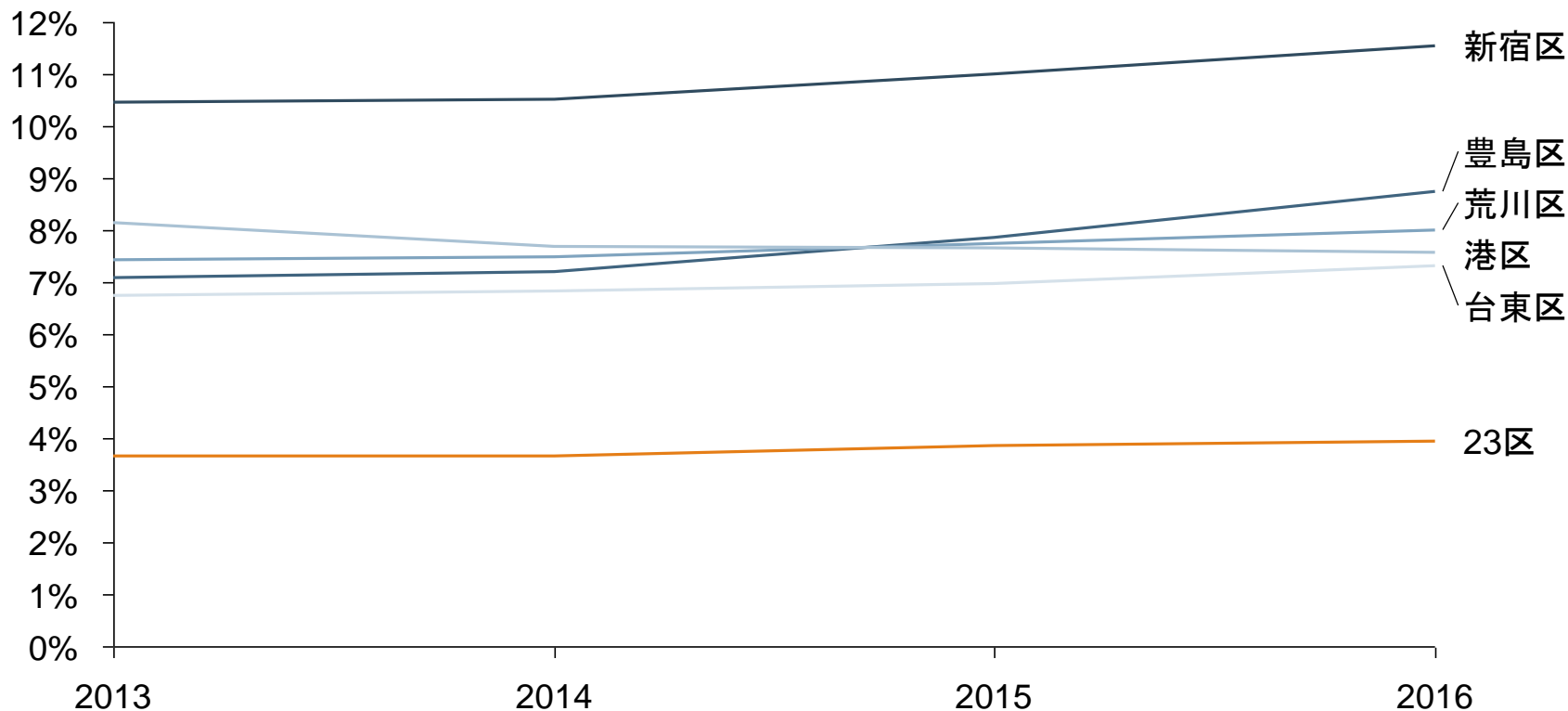
注1: 人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。

注2: 人口予測は2010年度国勢調査のデータに基づくが、2015年は2015年度国勢調査速報値による。

外国人比率は上昇し、10%を超える区もある

- 新宿区では外国人比率が10%を超え、豊島区、荒川区でも8%を越えている。
- 一方で、23区全体では4.2%であり、区ごとの違いが大きい。

東京23区の外国人比率(上位5区)



東京都心部の高齢化

4人に1人が高齢者となる自治体は2015年には4区だけだが、2025年には7区、2035年には21区になる

区別の高齢化率の推移

自治体名称	←実績値						予測値→					
	1990年	1995年	2000年	2005年	2010年	2015年	2020年	2025年	2030年	2035年	2040年	
墨田区	13.1%	15.5%	18.1%	20.2%	21.4%	21.9%	21.1%	21.6%	22.7%	24.8%	28.1%	
荒川区	13.7%	16.5%	18.9%	20.8%	21.9%	23.4%	23.8%	23.5%	24.1%	25.6%	28.4%	
江東区	9.4%	12.2%	15.2%	17.3%	19.1%	20.5%	20.0%	20.5%	21.7%	24.5%	28.5%	
新宿区	12.6%	15.3%	17.1%	18.7%	19.1%	21.0%	21.6%	22.0%	23.4%	25.7%	29.3%	
江戸川区	8.1%	9.9%	12.8%	15.4%	18.1%	20.6%	21.4%	21.7%	23.3%	26.1%	29.5%	
品川区	11.6%	14.5%	17.4%	18.0%	19.4%	21.5%	22.4%	22.8%	24.1%	26.7%	30.8%	
文京区	13.9%	16.4%	17.9%	18.3%	18.9%	20.9%	21.7%	22.6%	24.6%	27.3%	31.0%	
大田区	11.6%	14.1%	16.3%	18.4%	20.4%	23.0%	24.1%	24.6%	26.0%	28.4%	31.7%	
世田谷区	11.1%	13.4%	16.1%	17.3%	18.3%	20.3%	21.2%	22.3%	24.6%	27.9%	31.8%	
台東区	15.9%	18.8%	21.1%	23.1%	23.6%	25.1%	25.4%	25.2%	26.0%	28.3%	32.2%	
北区	12.7%	16.0%	19.3%	21.6%	24.0%	26.7%	27.7%	27.6%	28.2%	29.8%	32.8%	
千代田区	16.6%	20.2%	20.9%	20.2%	19.2%	19.7%	20.5%	21.7%	24.3%	27.9%	32.8%	
板橋区	10.0%	12.7%	16.3%	19.3%	21.3%	24.3%	25.8%	26.4%	27.8%	29.8%	33.1%	
中央区	15.4%	17.6%	18.3%	16.3%	15.9%	16.9%	17.9%	19.0%	22.0%	26.8%	33.4%	
目黒区	12.5%	14.8%	17.4%	18.6%	19.6%	22.2%	23.3%	24.4%	26.6%	29.5%	33.5%	
中野区	12.1%	14.6%	16.3%	18.2%	19.9%	22.5%	23.8%	24.8%	26.8%	29.7%	33.8%	
豊島区	12.8%	15.7%	18.4%	21.1%	19.3%	19.8%	21.6%	23.1%	25.5%	29.0%	34.3%	
港区	13.7%	16.3%	17.9%	17.8%	17.2%	18.3%	19.5%	21.0%	24.0%	28.4%	34.3%	
葛飾区	10.6%	13.2%	16.6%	19.9%	22.0%	24.8%	26.1%	26.8%	28.4%	31.1%	34.5%	
渋谷区	12.6%	15.2%	16.9%	18.5%	19.6%	21.9%	23.3%	24.6%	27.3%	31.0%	35.6%	
足立区	9.3%	11.9%	15.9%	19.9%	22.2%	25.4%	26.8%	27.3%	28.9%	31.8%	35.7%	
練馬区	9.5%	12.2%	15.4%	20.3%	19.3%	23.1%	25.5%	27.7%	30.8%	34.6%	39.0%	
杉並区	11.8%	14.4%	16.8%	18.8%	23.1%	26.3%	28.2%	29.8%	32.4%	35.6%	39.6%	

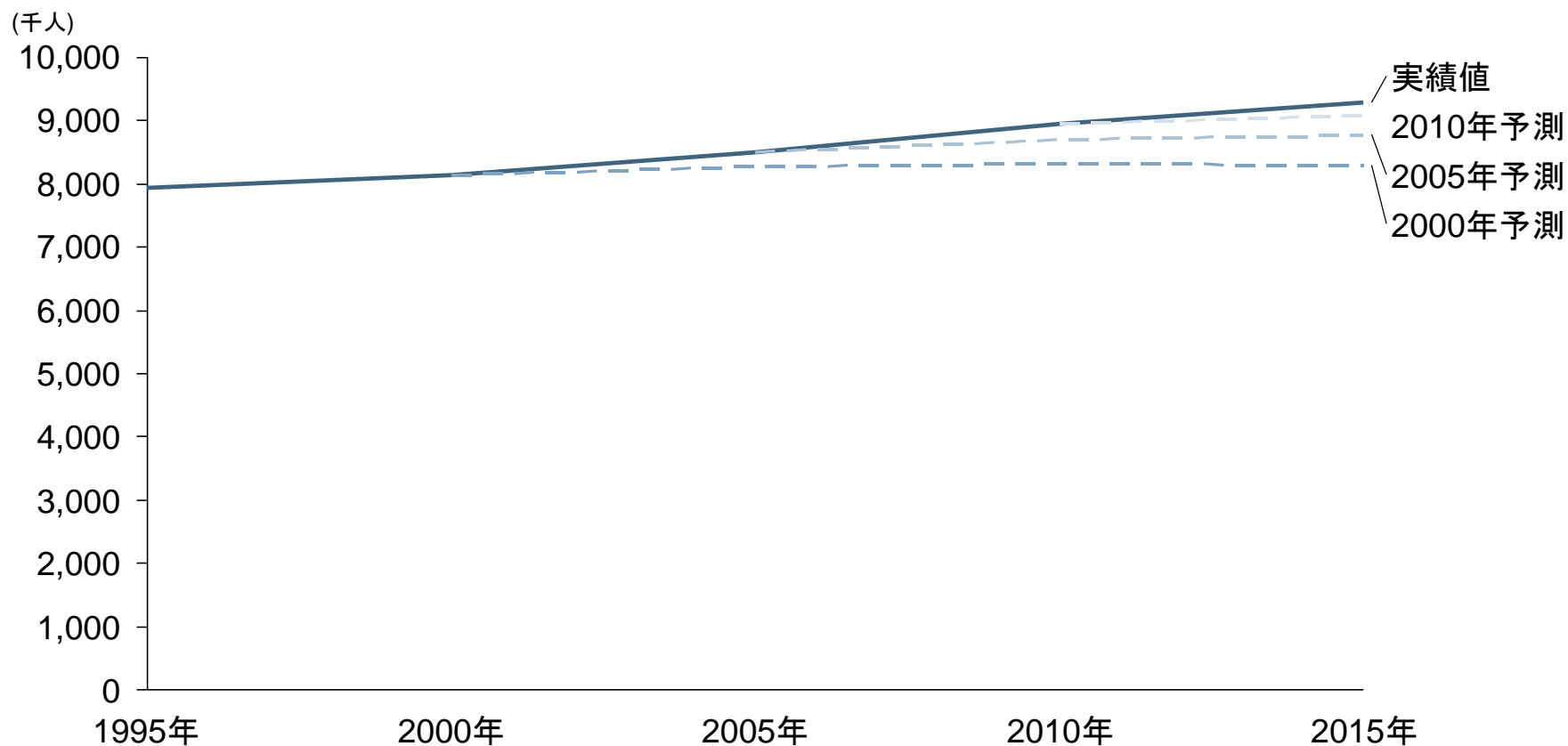
出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省「国勢調査」

注1: 人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。

注2: 人口予測は2010年度国勢調査のデータに基づくが、2015年は2015年度国勢調査速報値による。

23区の人口増は常に予測を上回るペースで進んできた

東京23区の人口の予測と実績



出所: 国立人口問題・社会保障研究所、総務省「国勢調査」
注1: 人口予測は出生(中位)死亡(中位)推計を使用した。
注2: 人口予測は各年度国勢調査による

日本の不動産投資市場

1 日本の人口動態

2 日本のマクロ経済環境

3 日本の不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

7 物流不動産市場

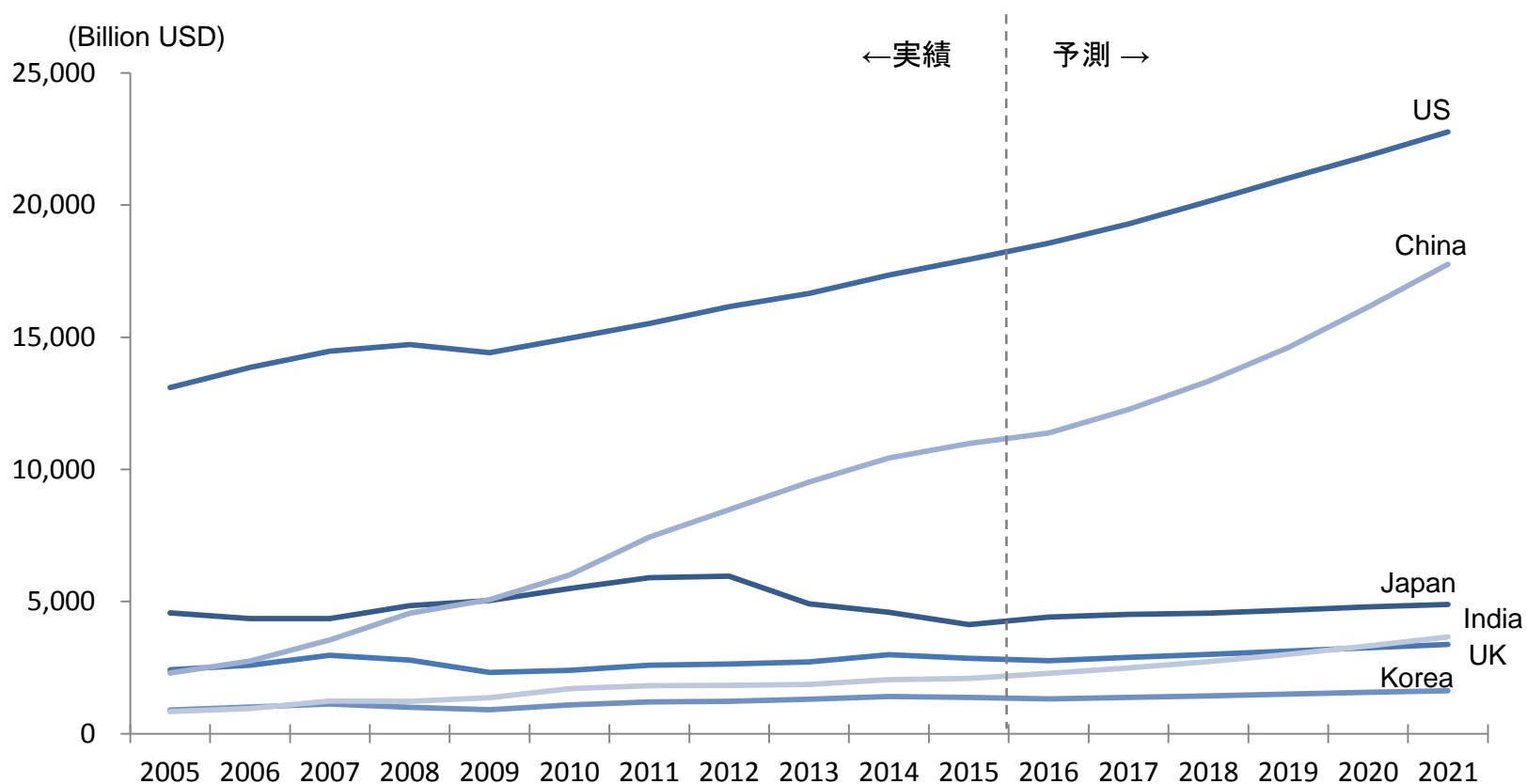
8 ホテル市場

9 不動産投資商品市場

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

- 2020年代に入っても日本の名目GDP はインド等の新興国に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

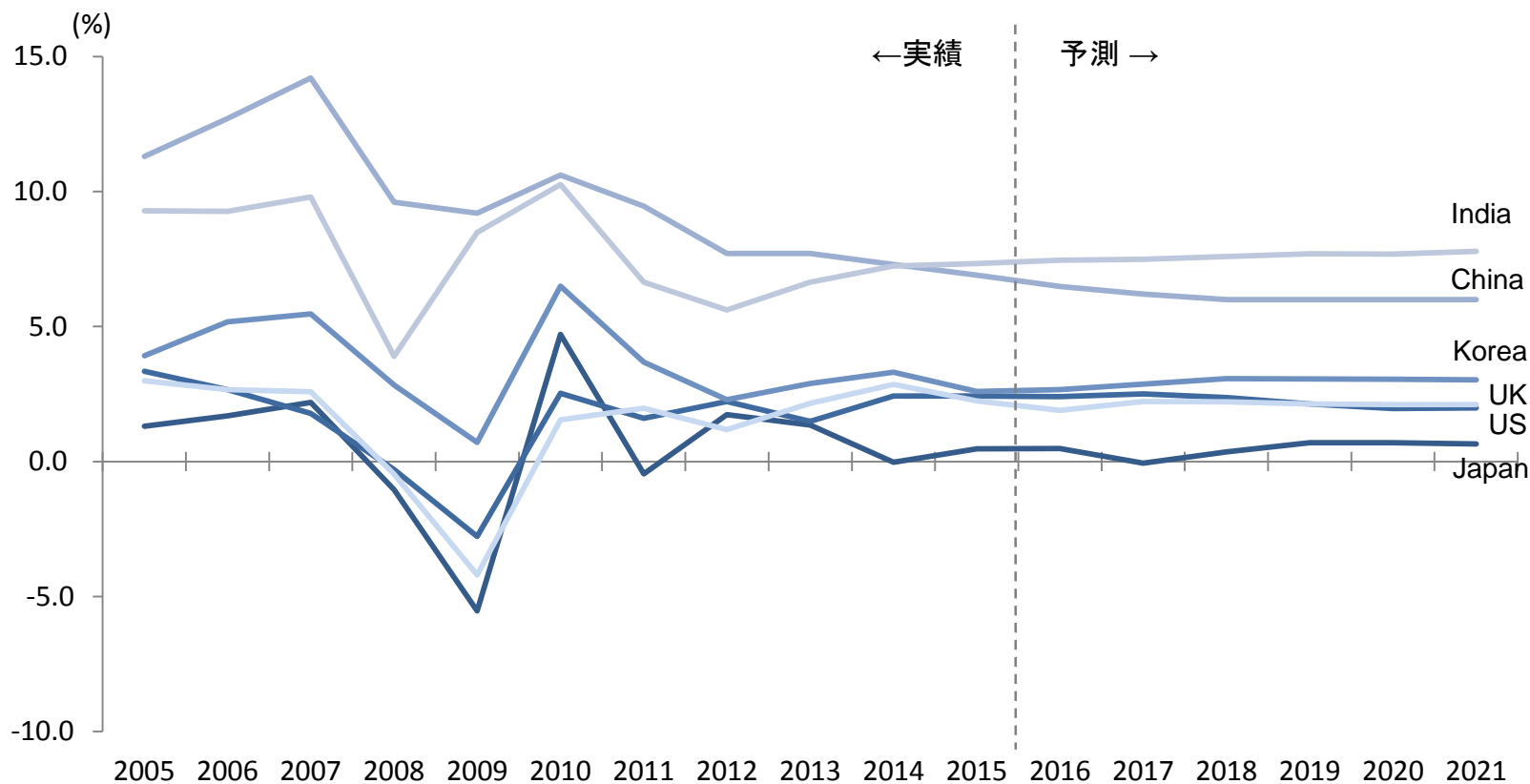


出所:IMF(2016 Apr.)より野村総合研究所作成

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、今後5年間の日本のGDP成長率は0.5%前後で推移すると予測されている。

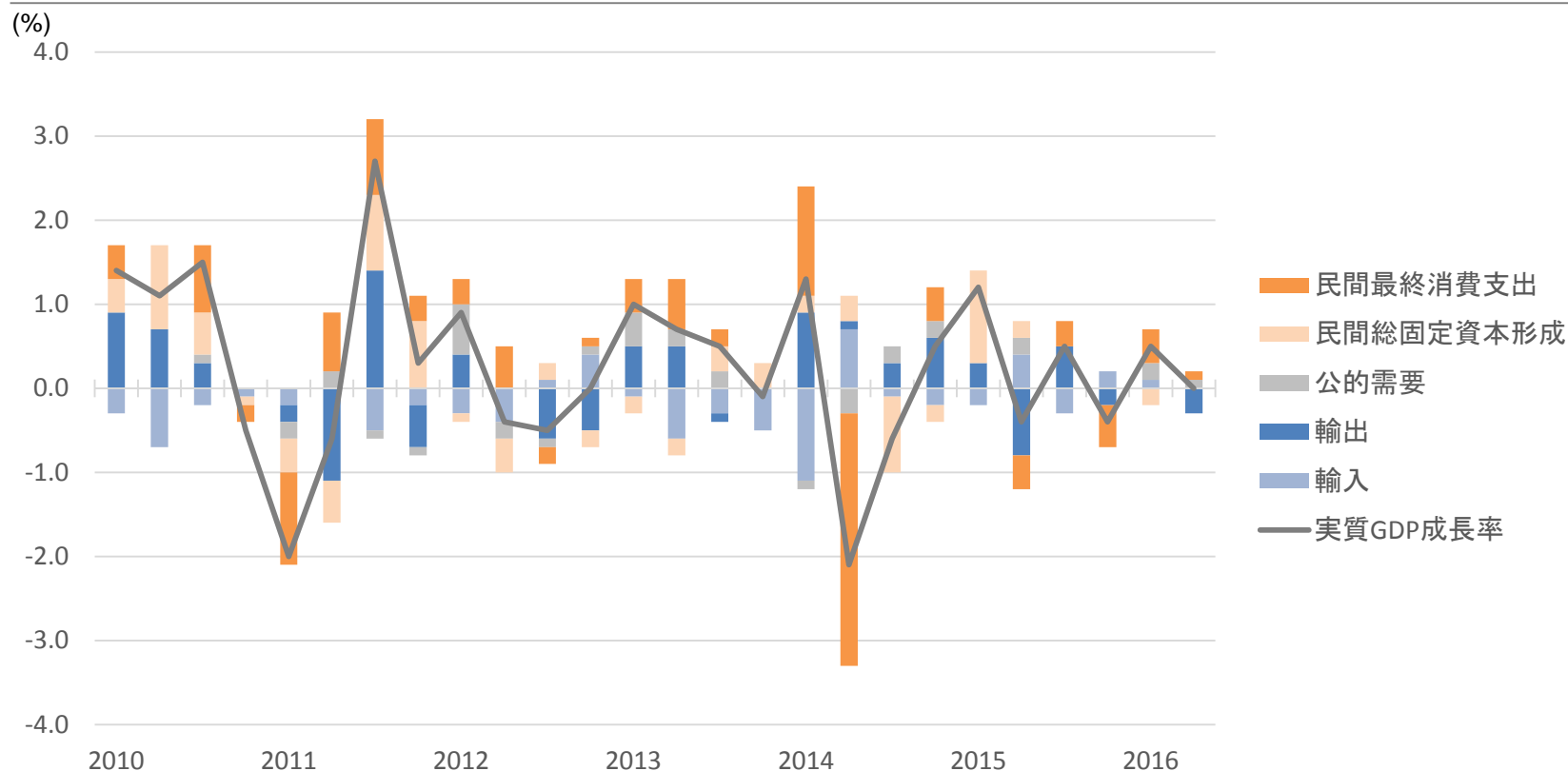
主要国の実質GDP成長率



内需・外需ともに一進一退の足踏み状態が続いており、経済成長の牽引役が不在

■ 2015年半ばからこの1年程、いずれの需要項目も変動が小さくなってきており、全体的に横ばいでの推移が続いている。

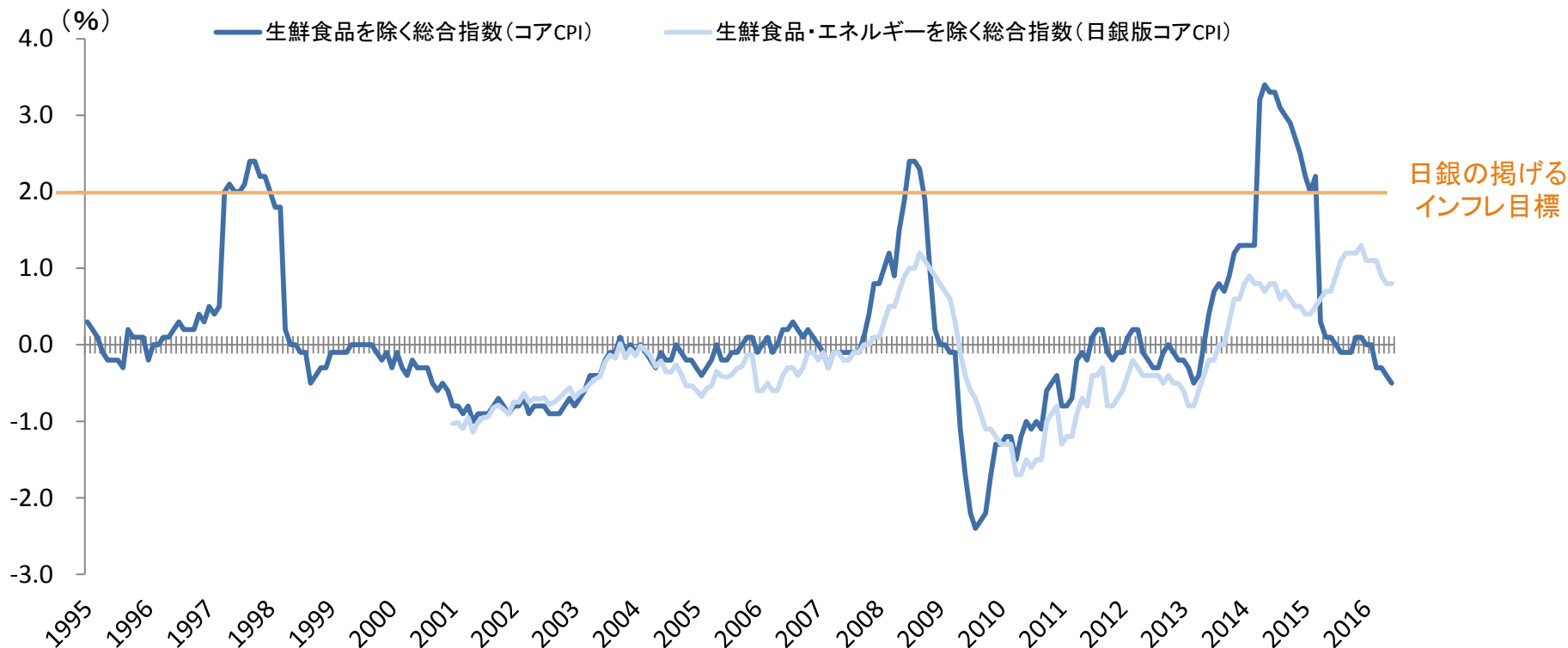
四半期別実質GDP成長率（季節調整済・前期比）と需要項目別寄与度



一時的な物価上昇は見られたものの、完全なデフレ脱却には至っていない

- 2014年4月の消費税増税に伴う値上げは物価上昇に繋がったものの、鈍化。2016年にコアCPIは前年比マイナスに。
- 生鮮食品に加えエネルギーを除いた日銀版コアCPIも、2016年に入り上昇率は右肩下がりになっている。

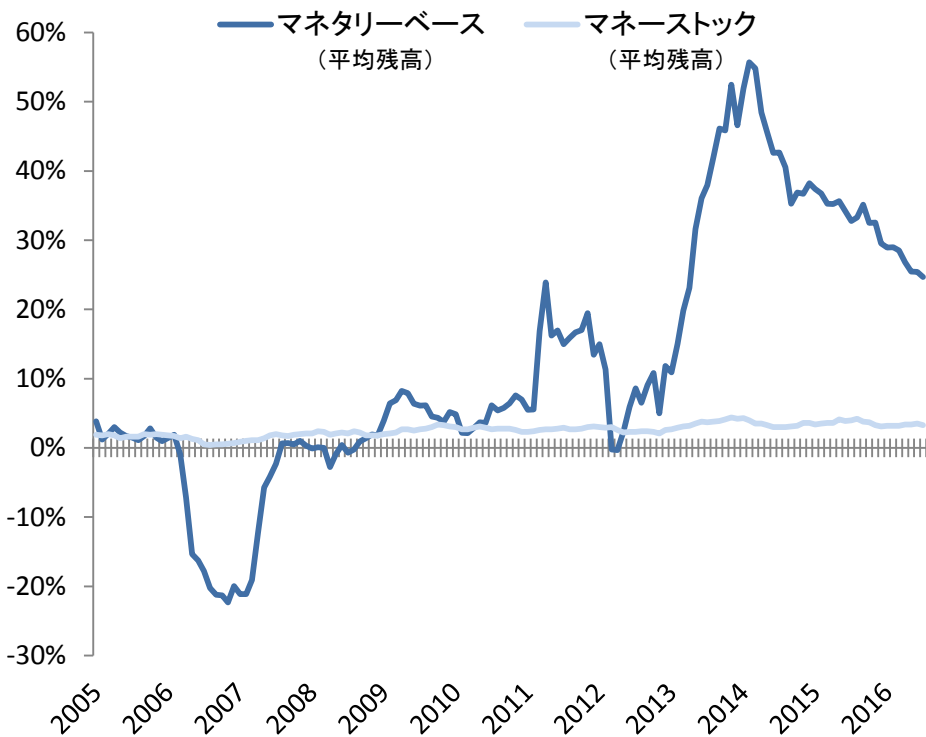
消費者物価指数の前年同月比



日銀による大規模な量的・質的金融緩和が続いている

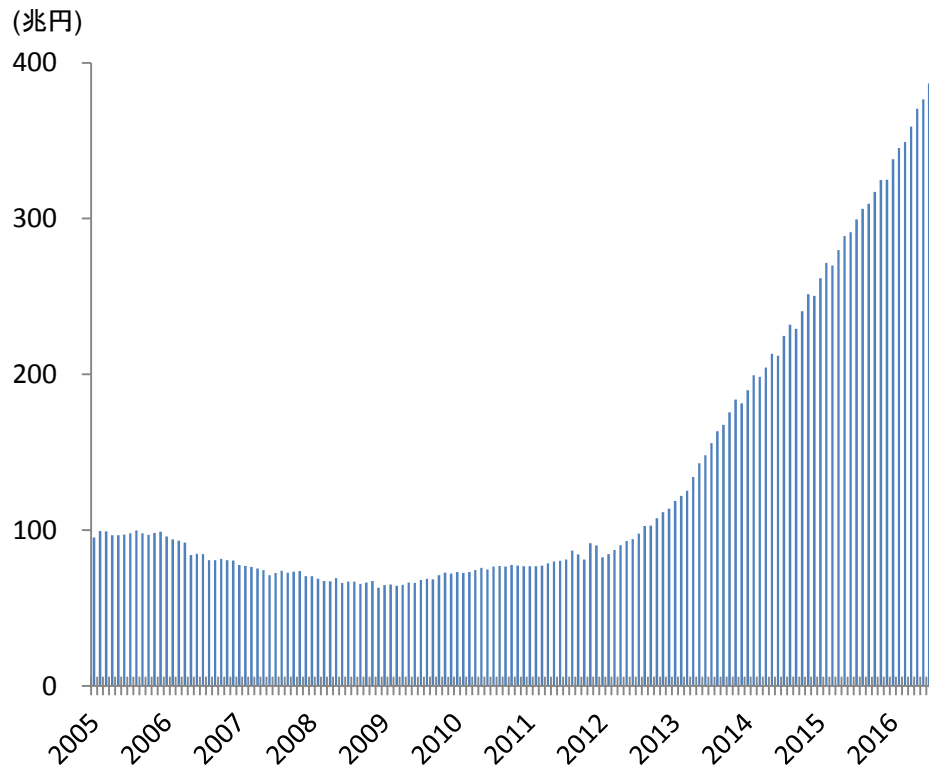
■ 2013年4月の異次元緩和以降、資金供給量の増加や、日銀による大量の国債買い入れが続いている。

資金供給量の変化率（前年比）



出所: 日本銀行より野村総合研究所作成

日銀の国債保有残高

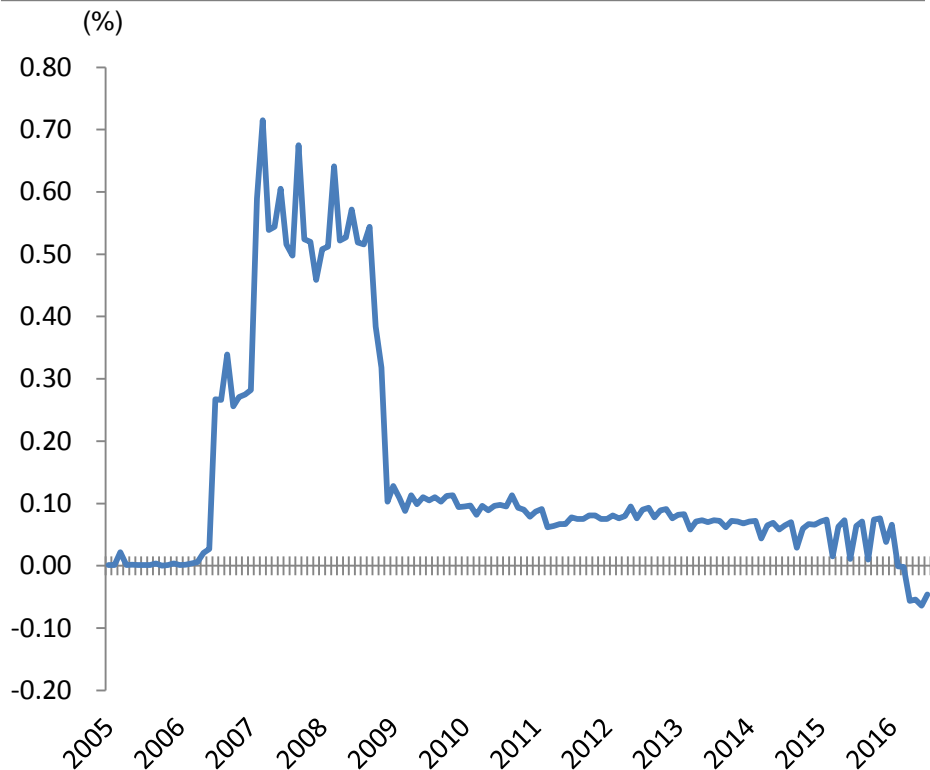


出所: 日本銀行より野村総合研究所作成

加えて、マイナス金利も導入され、短期・長期金利ともにマイナス圏に突入した

■ 日銀は2016年1月に、当座預金残高の一部に適用する政策金利をマイナス0.1%とするマイナス金利政策を導入した。

短期金利(無担保コール翌日物金利)(各月末)



出所: 日本銀行より野村総合研究所作成

長期金利(10年国債)(各月末)

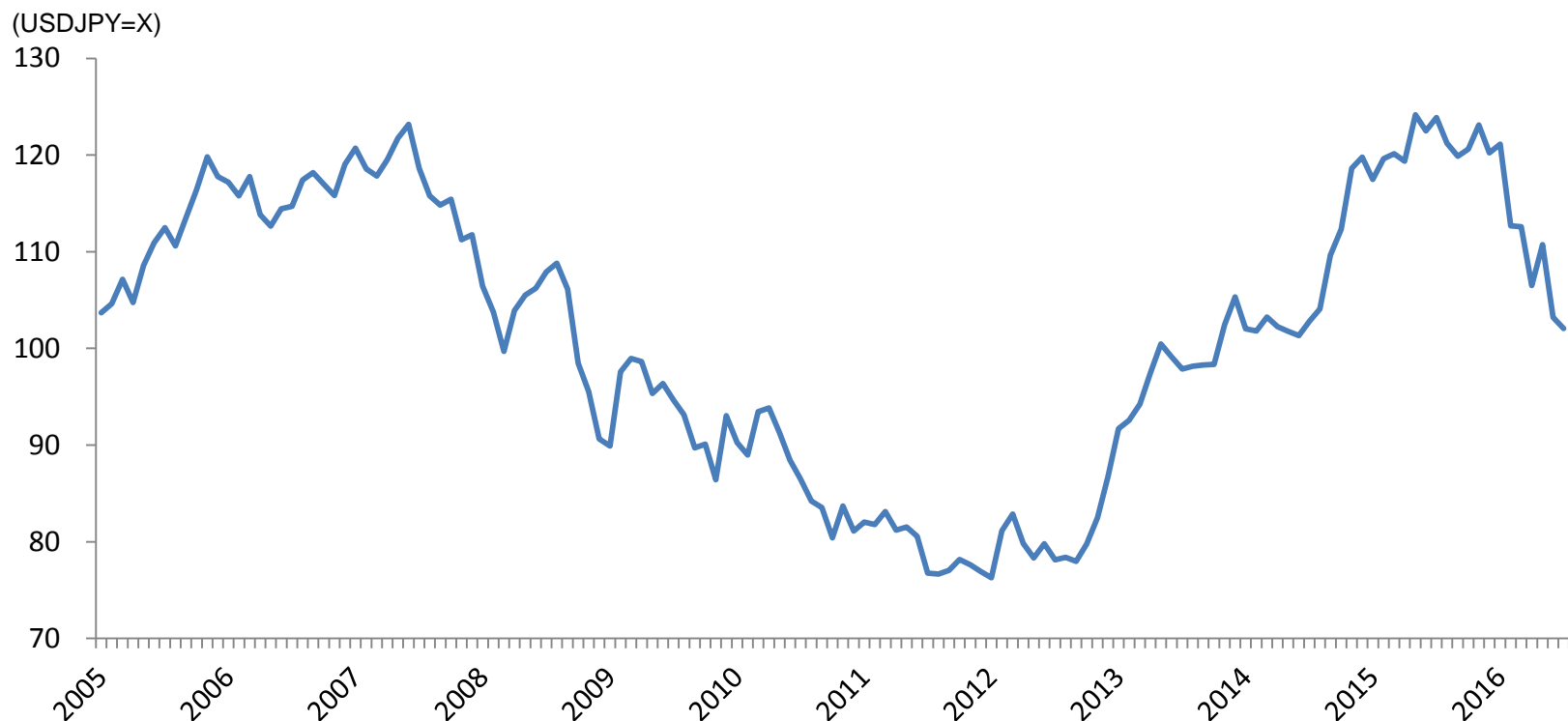


出所: Bloombergより野村総合研究所作成

これまでの円安基調から一転し、2016年に入ってからには大幅な円高が進行している

- 直近の円高は、米利上げ観測の後退や投資家のリスク回避姿勢、日本の経常収支黒字などが円高の主要因となっている。

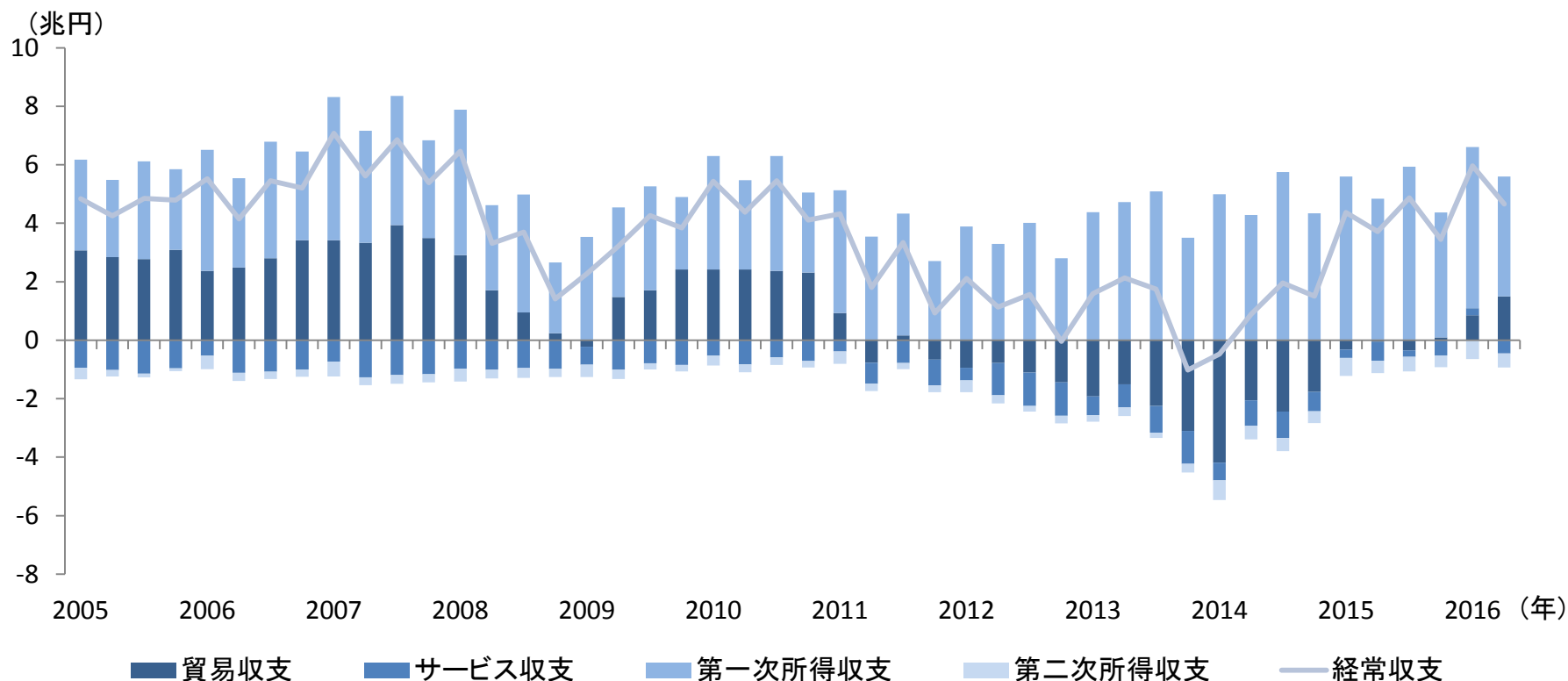
ドル円為替相場(各月末)



貿易黒字により経常黒字は高水準に戻ったが、経常収支の構造は変わりつつある

- 貿易赤字・経常黒字は縮小基調にあったが、2016年には貿易収支は黒字化、経常収支黒字も数年ぶりの高水準となった。
- 資源価格の下落や円高による輸入額の大幅減少、訪日外国人客の増加によるサービス収支赤字の減少、子会社配当金や債券利子などを示す第1次所得収支の増加傾向、輸出額の減少傾向等、輸出主導の経常黒字の構造は変わりつつある。

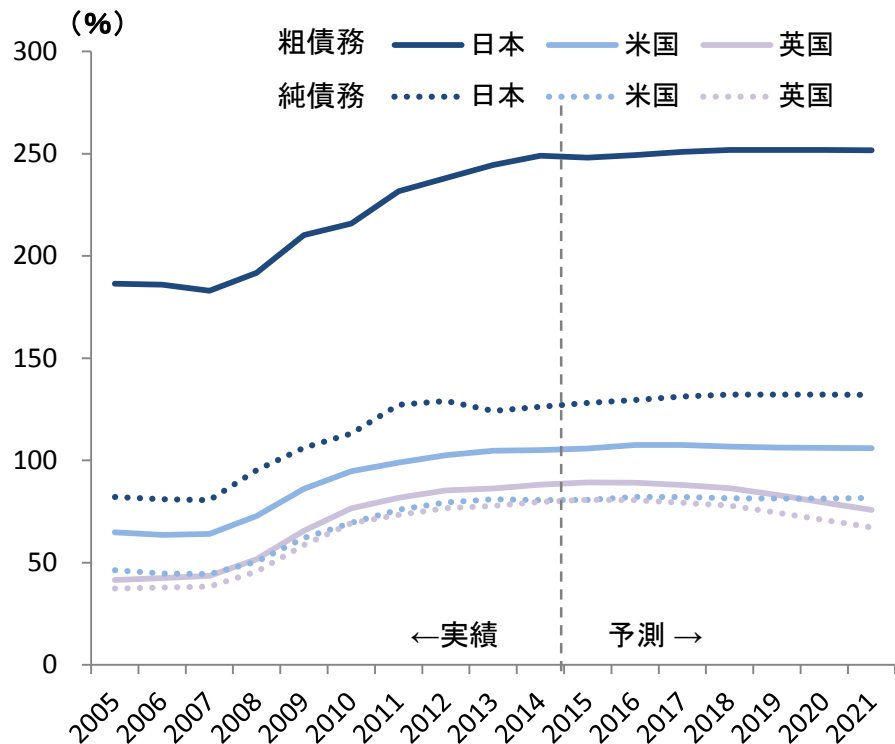
経常収支



政府債務は高水準に留まっており、基礎的財政収支の黒字化の目処は立っていない

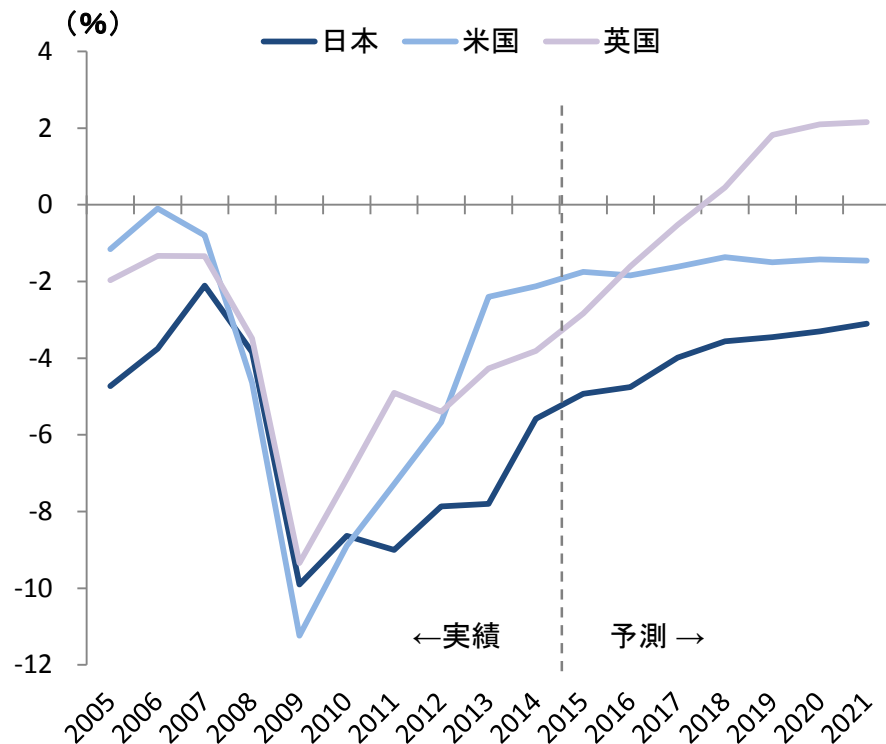
- 政府債無残高の対GDP比が近年横ばいになっているのは、基礎的財政収支の赤字幅の縮小や、金融緩和による利払いの抑制の一方、分母となる名目GDPが増加しているためである。

政府債務残高のGDP比



出所：IMF(2016 Apr.)より野村総合研究所作成

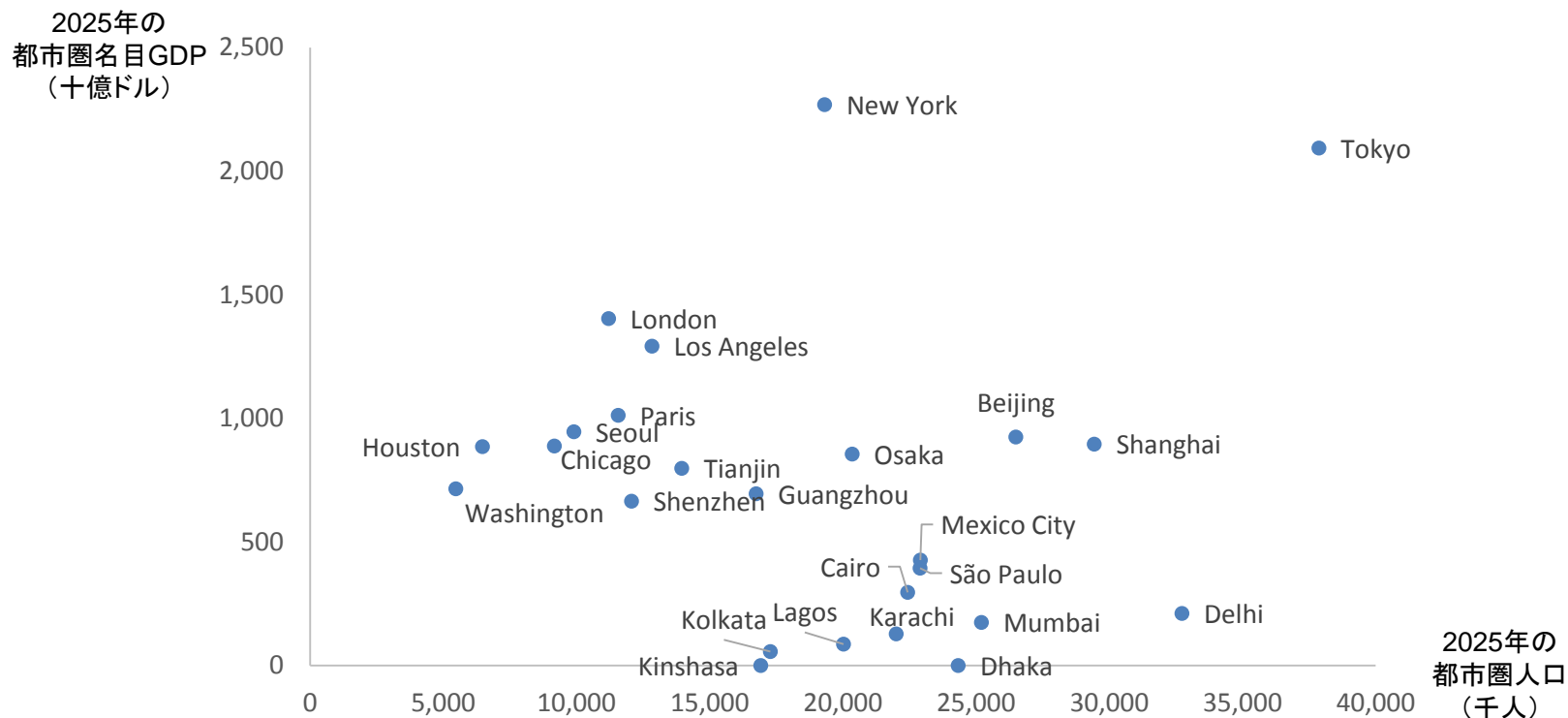
基礎的財政収支のGDP比



出所：IMF(2016 Apr.)より野村総合研究所作成

都市別にみると、東京は世界でも最大規模の人口とGDPを有する都市であり続ける

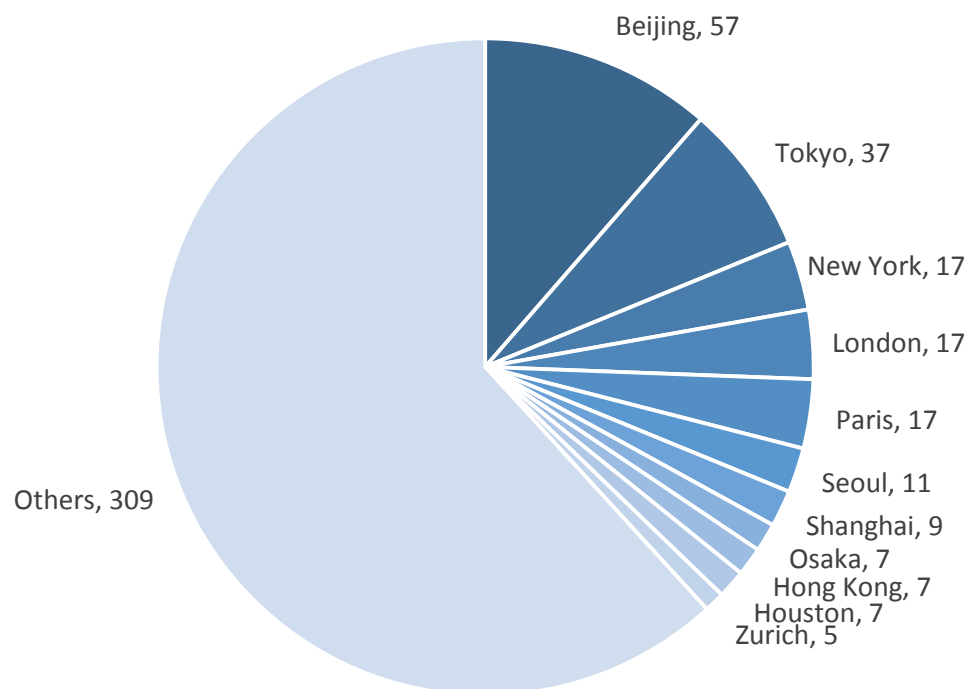
2025年の都市別人口・GDP予測（人口上位15都市またはGDP上位15都市）



注: DhakaおよびKinshasaのGDPデータは無し
出所: UN, Euromonitorより野村総合研究所作成

東京は、世界的な大手企業が多数集積している都市である

都市別のFortune Global 500(2016)の企業数



東京にあるFortune Global 500企業(上位200位以内)

順位	社名	売上(百万ドル)
36	本田技研工業株式会社	121,624
37	日本郵政株式会社	118,762
60	日本電信電話株式会社	96,134
79	株式会社日立製作所	83,584
92	ソフトバンク株式会社	76,469
113	ソニー株式会社	67,519
131	JXホールディングス株式会社	62,511
135	第一生命保険株式会社	61,090
138	丸紅株式会社	60,810
151	三菱商事株式会社	57,689
169	株式会社東芝	52,032
177	東京電力株式会社	50,561
179	株式会社セブン&アイ・ホールディングス	50,099
191	株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	47,600

出所: Fortune Global 500 (2016)より野村総合研究所

日本の不動産投資市場

1 日本の人口動態

2 日本のマクロ経済環境

3 日本の不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

7 物流不動産市場

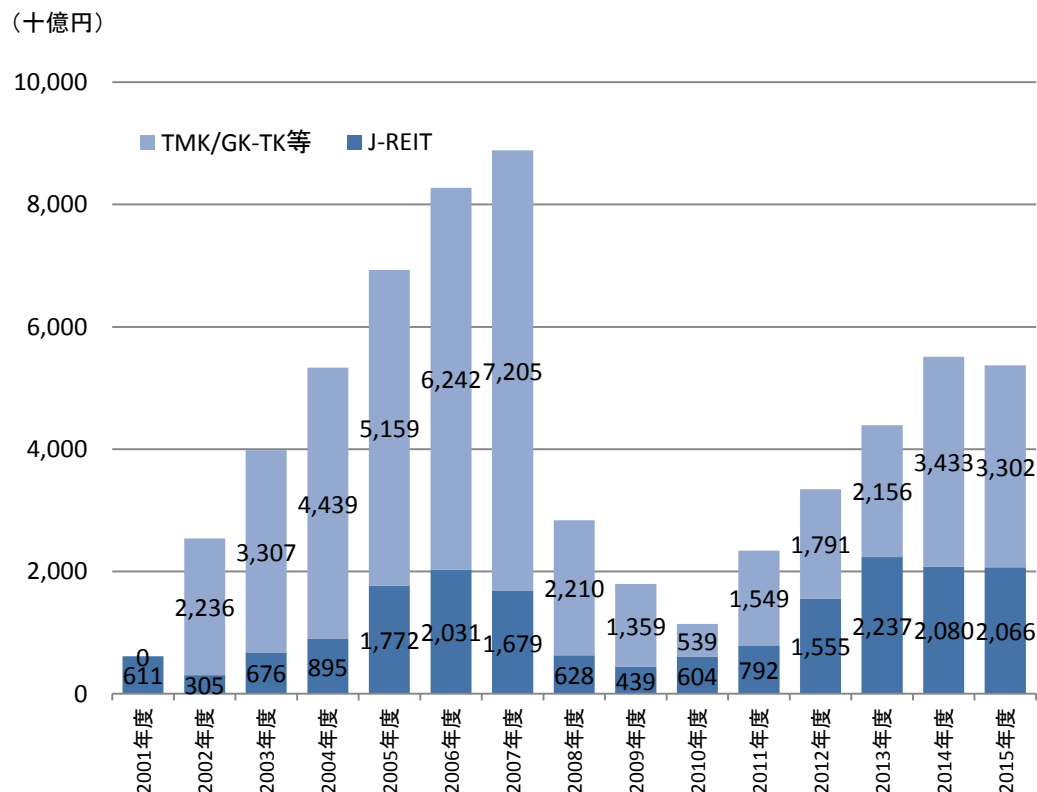
8 ホテル市場

9 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。2014年度以降はJ-REITは最有力購入者の座から転落し、私募ファンド等が代わって台頭した。

証券化対象不動産の取得実績の推移

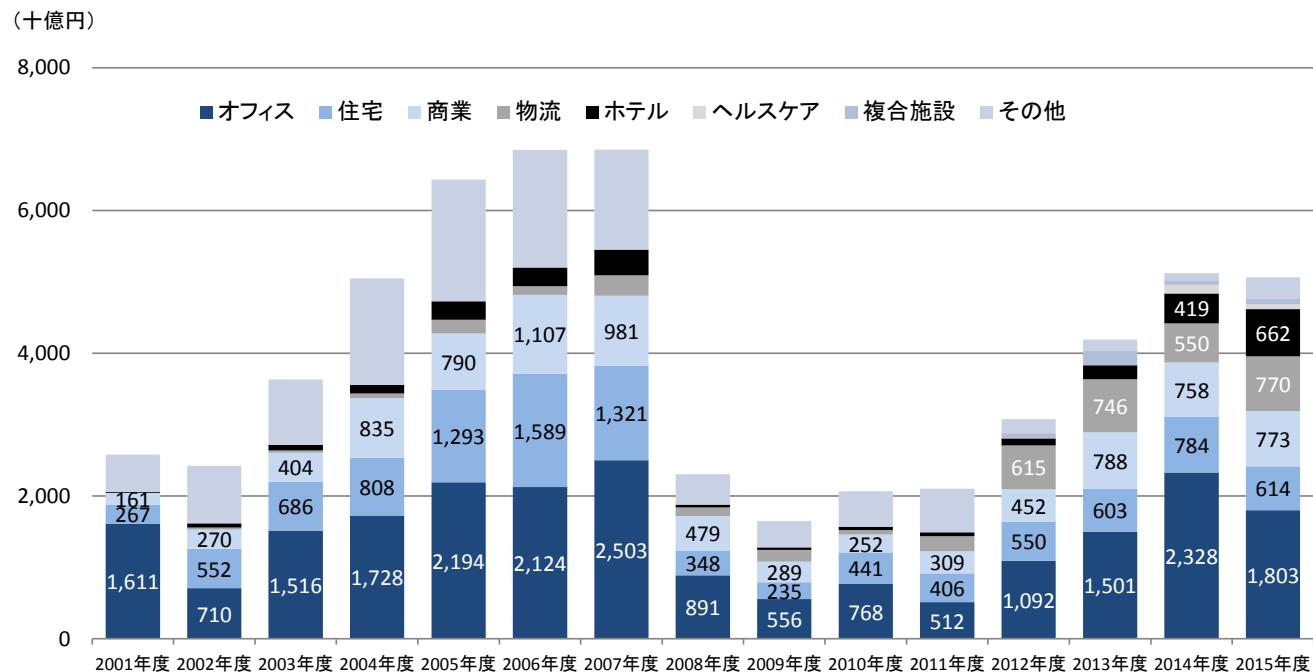


日本の不動産投資市場の概況

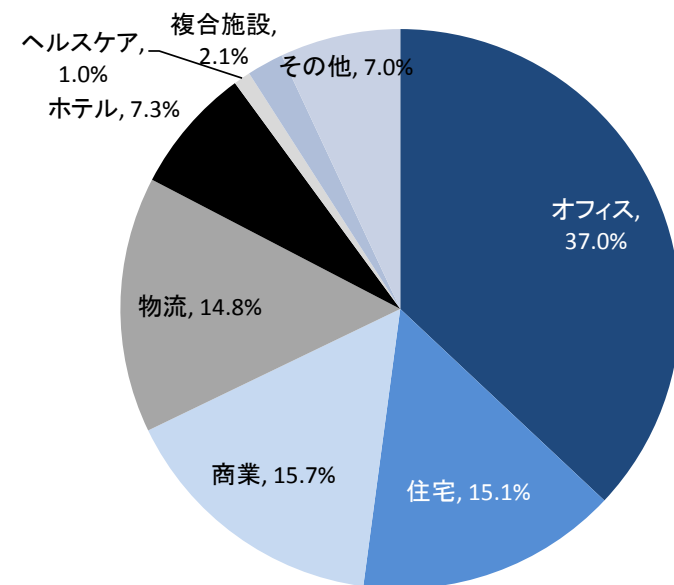
オフィス・住宅・商業・物流が取引額の80%を占めているが、ホテル売買も活発化している

- インバウンドの急激な増加などによって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年間の用途別証券化対象不動産の取得実績



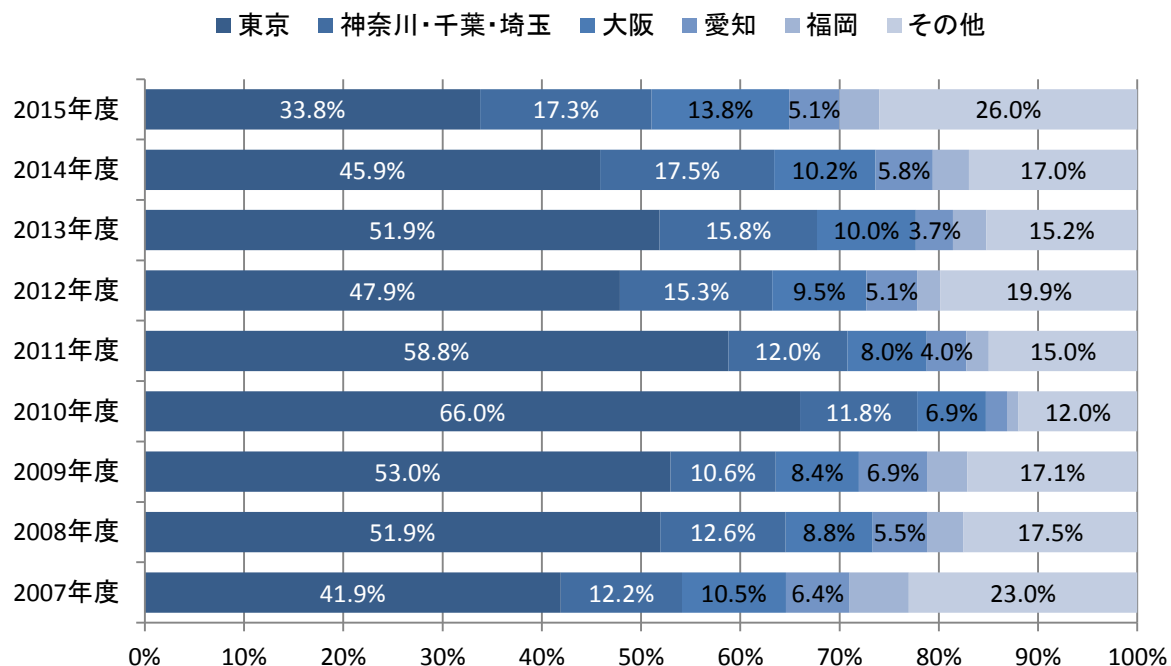
注: 2001年以降は、TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。そのため、各年度の取得総額や累計額は前掲の資料と一致しない。

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

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%程度にあった。
- 2015年度はさらに地方投資に拍車がかかり、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）



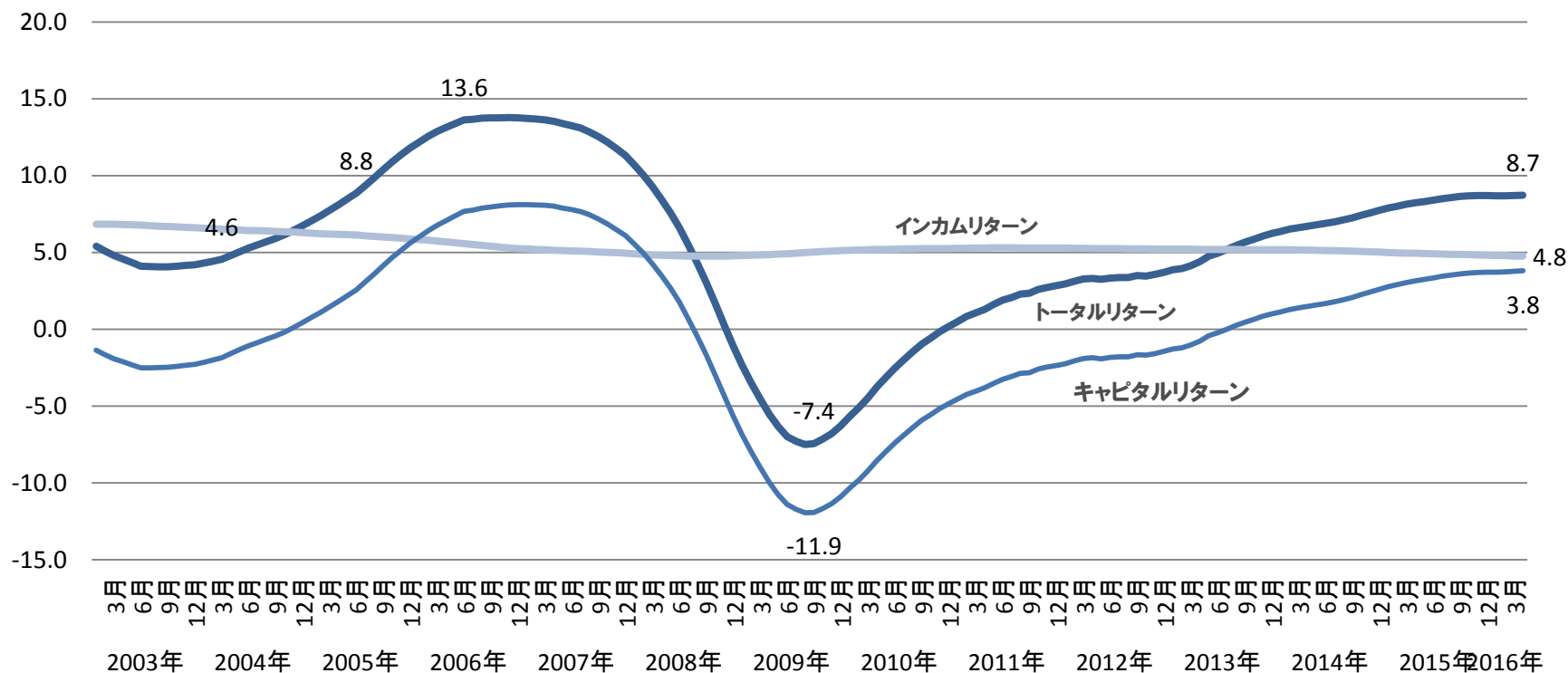
注：TMKの実物にかかる証券化について、用途が不明のため含まない。

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

トータルリターンは8.7%まで回復し、2005年第2四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2四半期に8.5%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

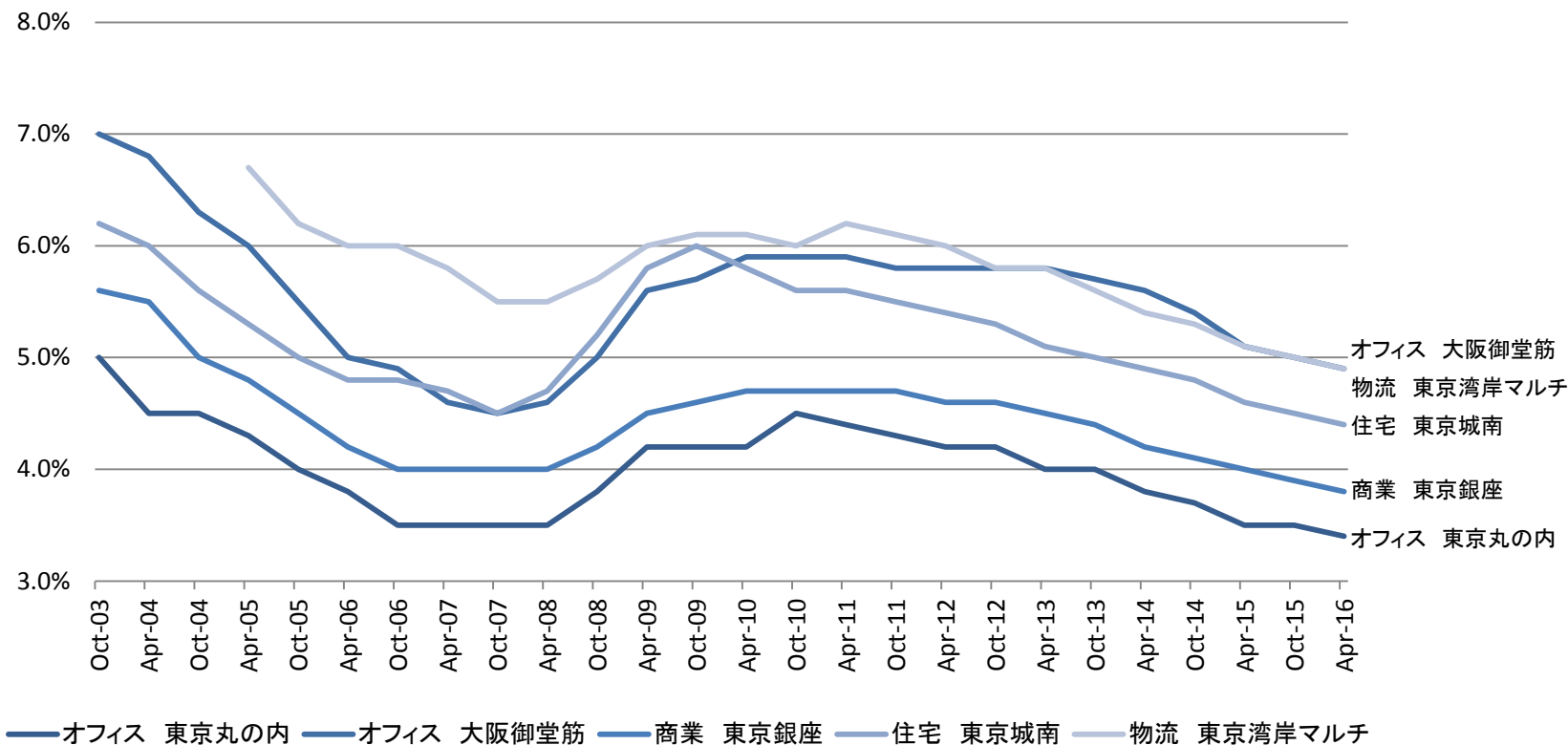


出所:MSCIリアルエステート-IPD

キャップレートは急速に圧縮され、アセットによっては2007年を下回っている

- 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。

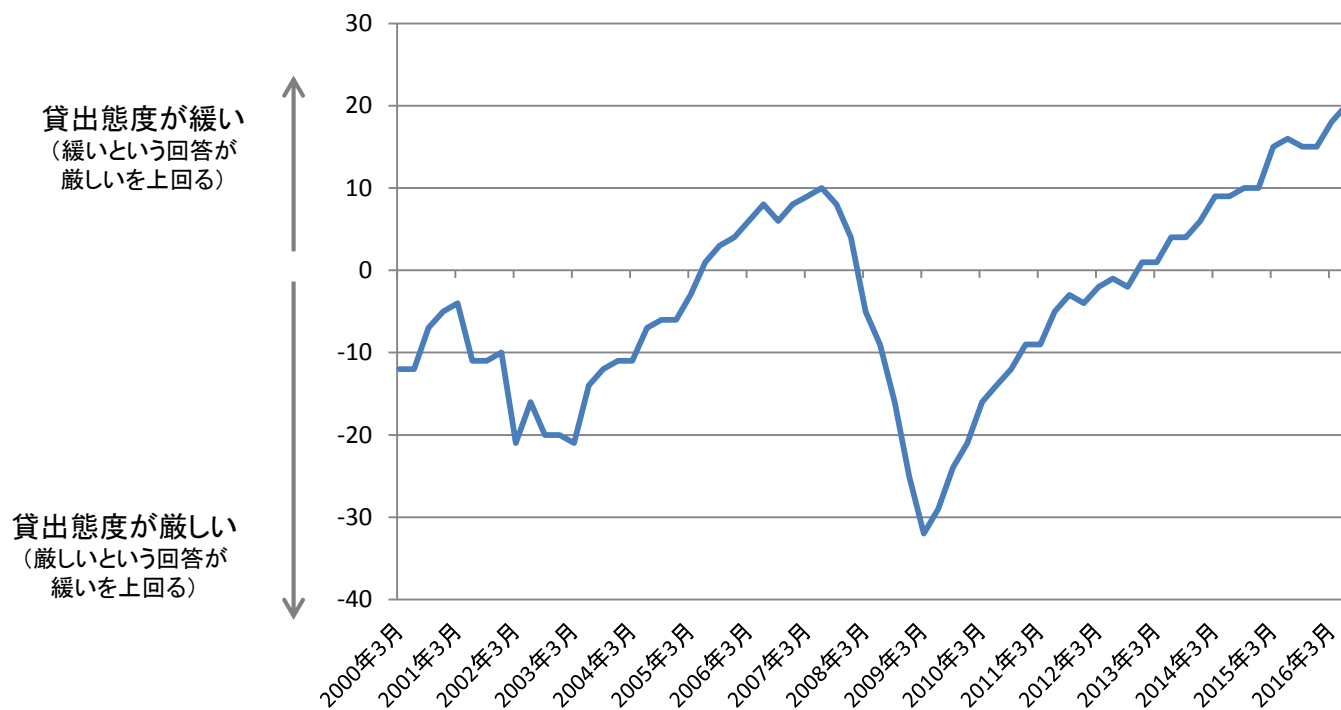
日本の主要投資領域におけるキャップレートの推移



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

- 金融機関の貸出態度は2000年以降で最も緩和された状態であり、2007年のリーマンショック前のピーク水準を上回る。「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主要行の競争に、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。

金融機関の不動産業向け貸出態度DIの推移



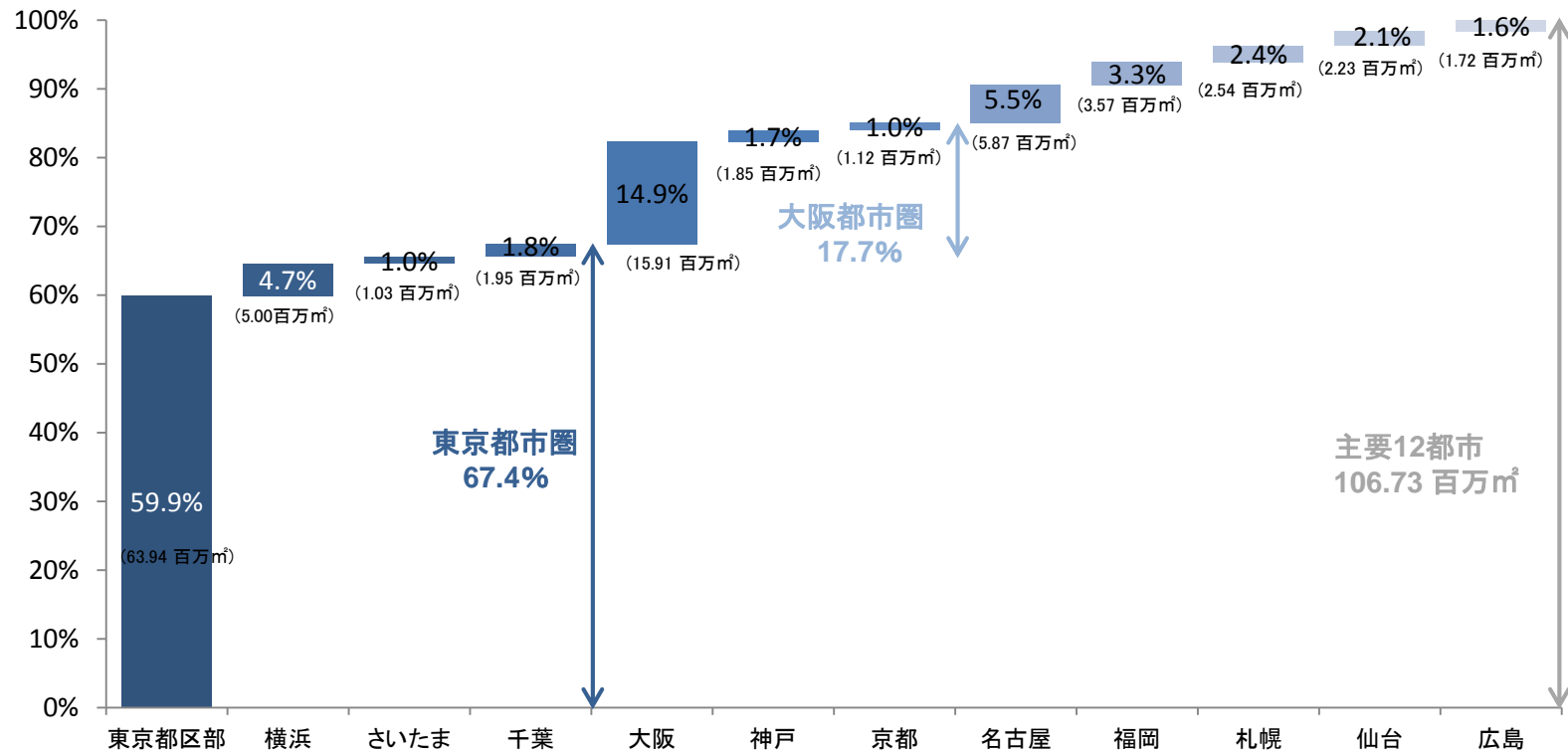
出所: 日本銀行より野村総合研究所作成

日本の不動産投資市場

- 1 日本の人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本の不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場**
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流不動産市場
- 8 ホテル市場
- 9 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

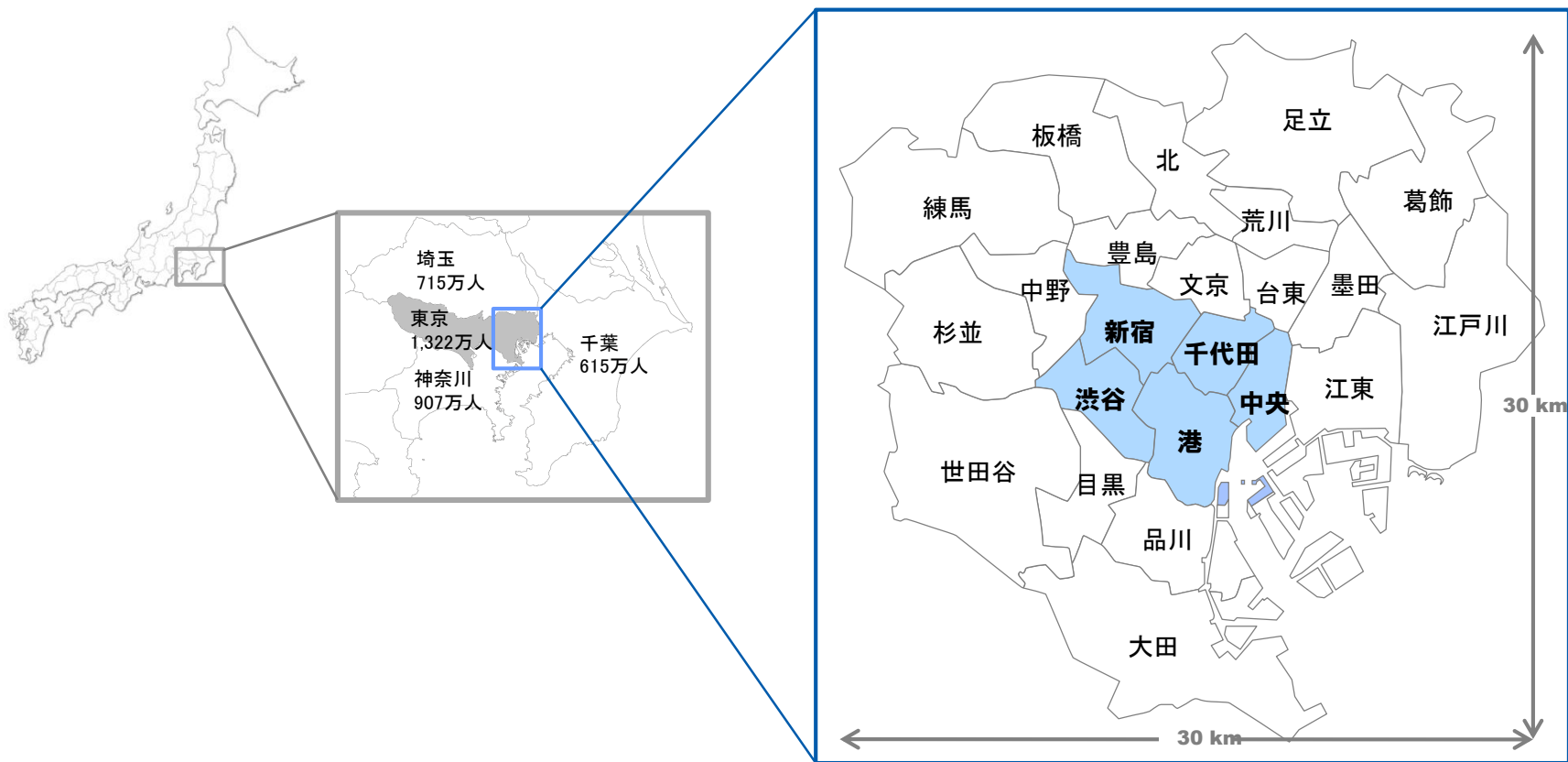
賃貸オフィスビルの地域別シェア



注1: 調査時点は2014年1月現在
 注2: 各都市の調査地域は主要オフィスエリアに限定される
 注3: 延床面積は3,000㎡以上が調査対象
 出所: 日本不動産研究所「全国オフィスビル調査」

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。

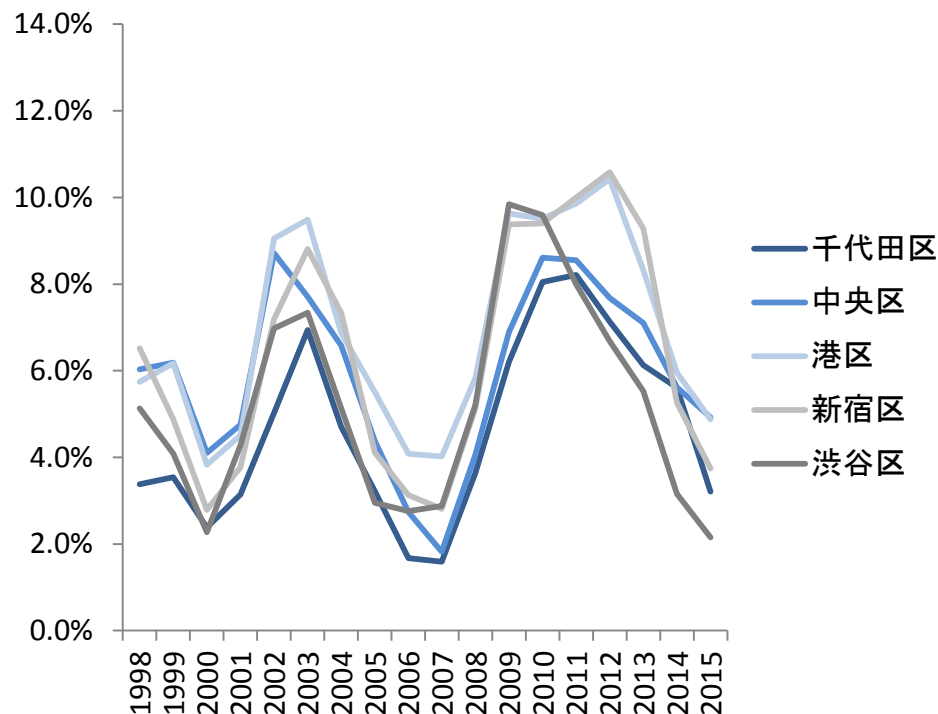


東京オフィス市場の空室率は、3年以上に渡り改善し続けている

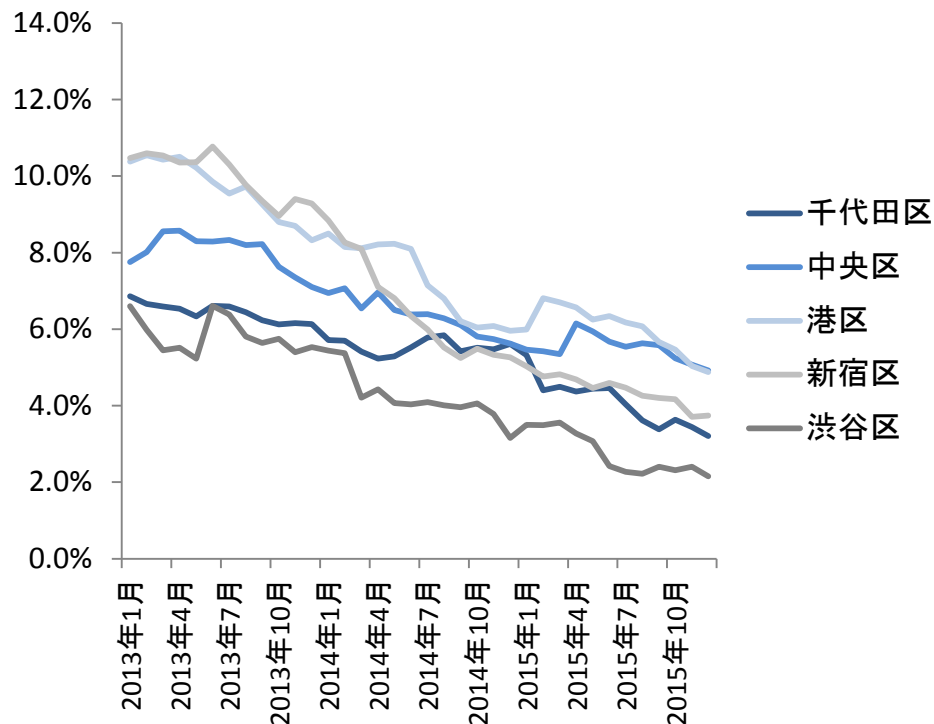
■ 過去15年程度の歴史で見れば、空室率は2年以上安定しない傾向があり、上下動を繰り返している。

東京都心5区の空室率推移

年次 (1998年12月～2015年12月)



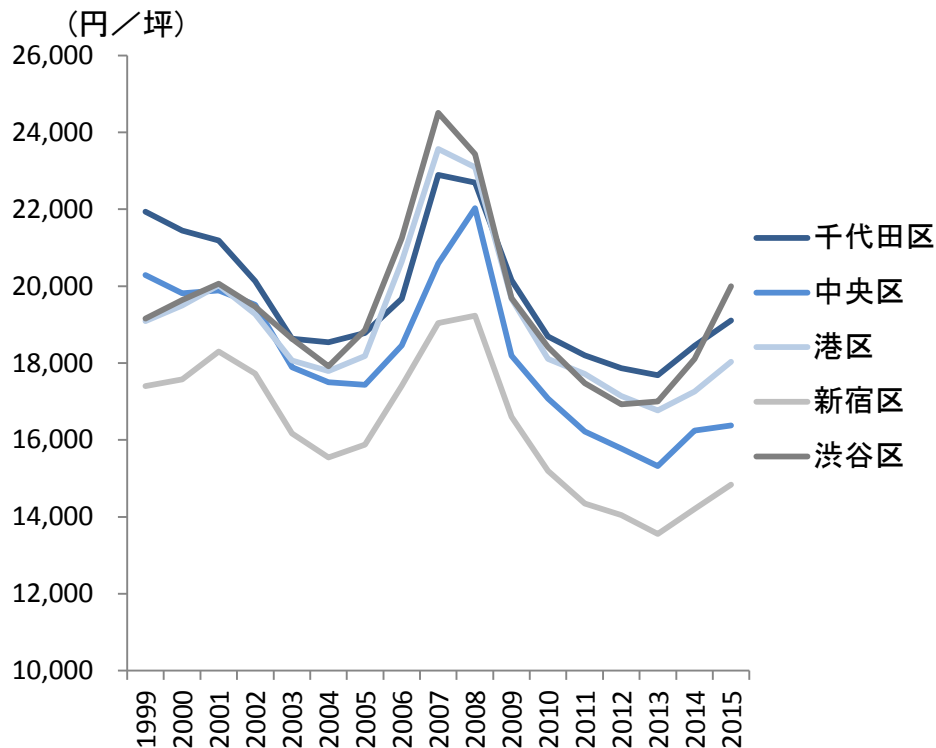
月次 (2013年1月～2015年12月)



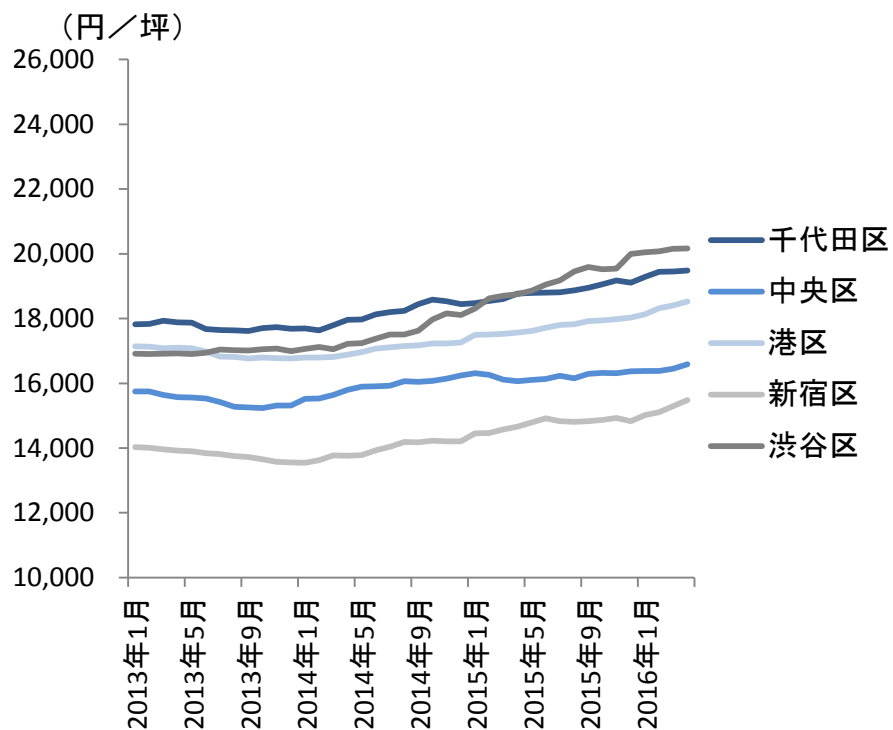
賃料は2013年ごろから上昇局面に入り、5区のいずれの区でも賃料は上昇している

東京都心5区のオフィス賃料推移

年次 (1999年～2015年)

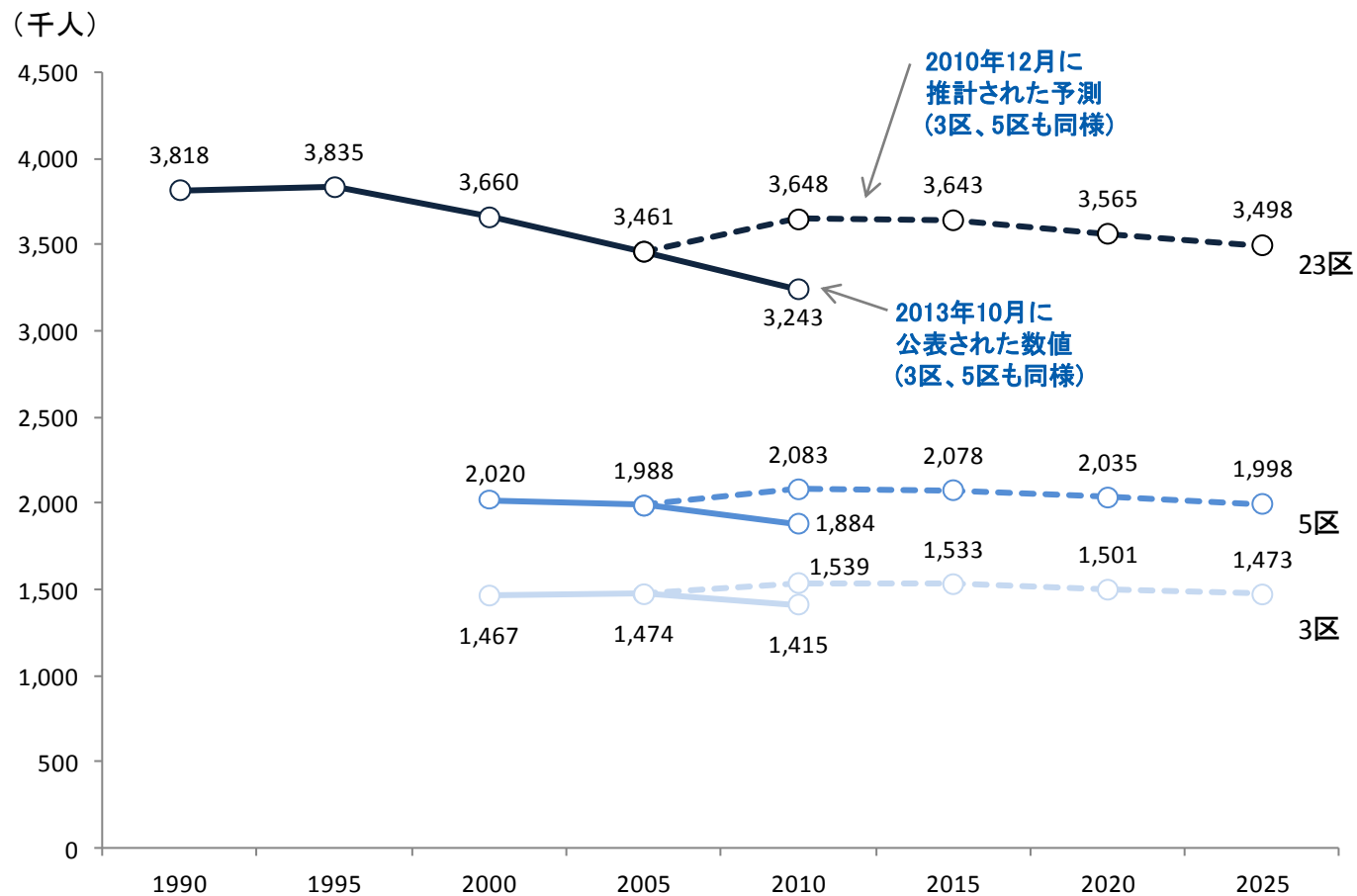


月次 (2013年1月～2016年4月)



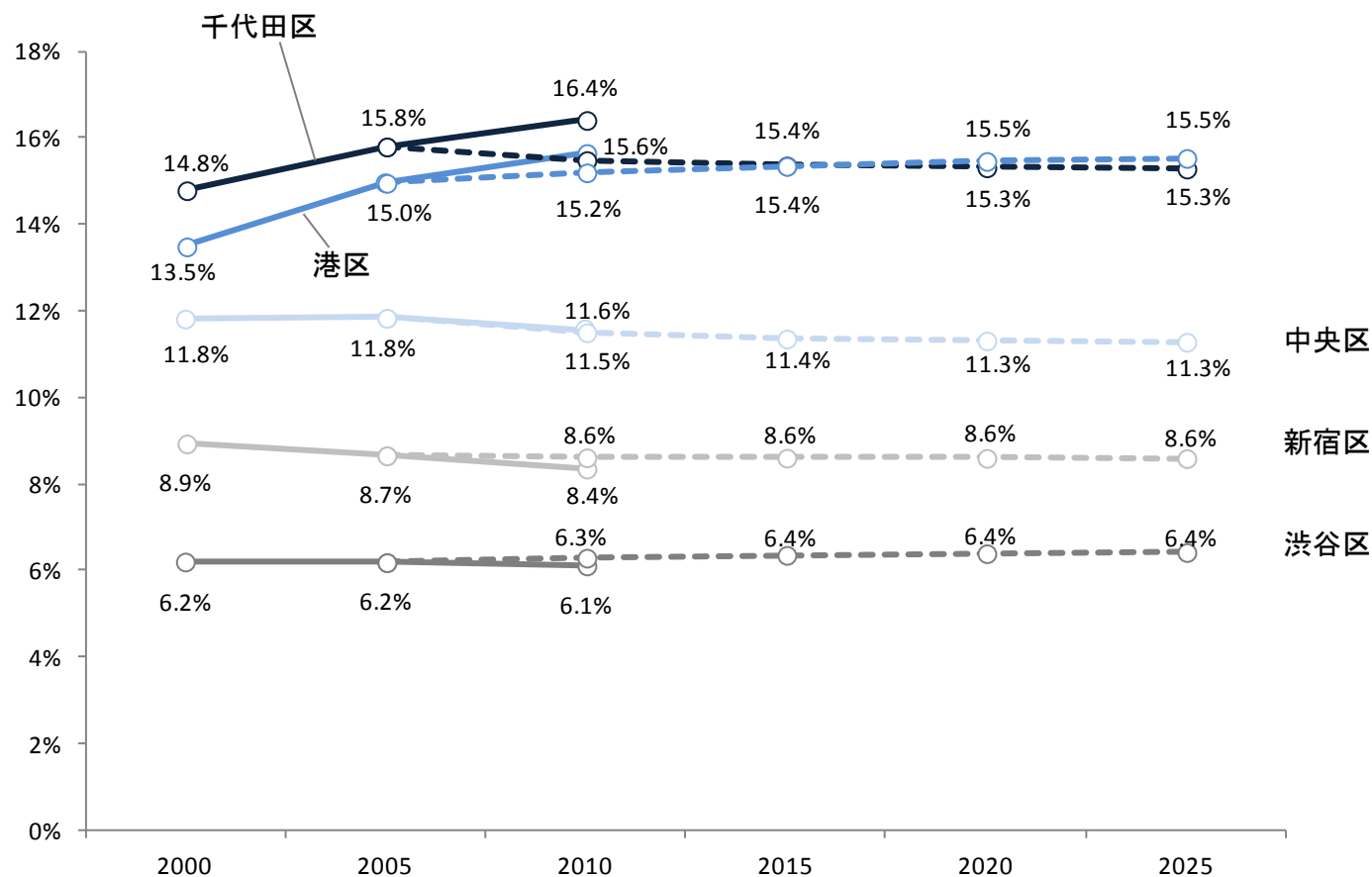
オフィスワーカ数は、東京都の予測を上回るペースで減少している

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

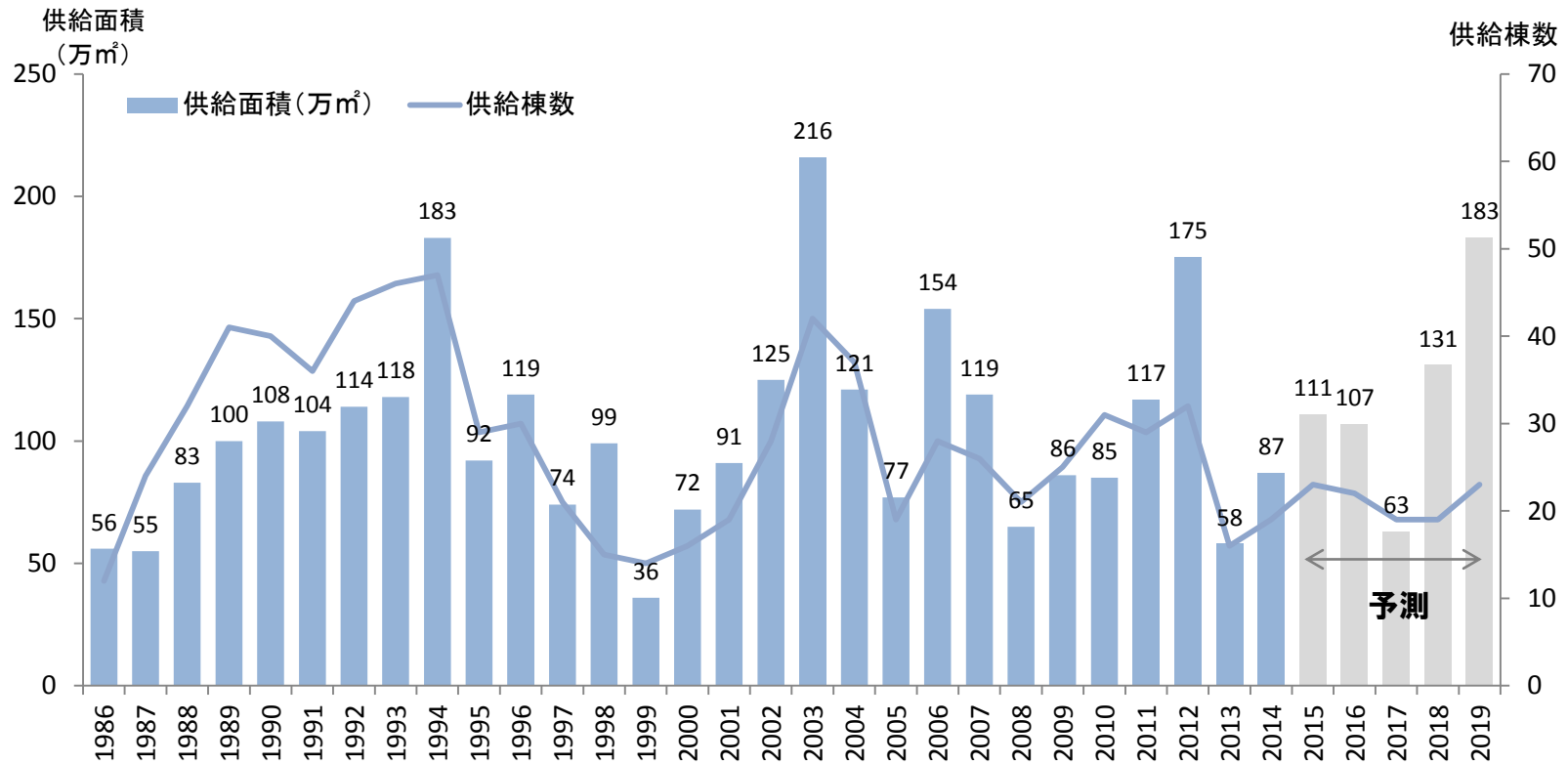
5区におけるオフィスワーカシェアの推移（23区のオフィスワーカ数＝100%）



出所: 総務省「国勢調査」、東京都「就業者数の予測」

オフィスワークが減る一方、今後も一定規模以上のオフィス供給は続く公算が高い

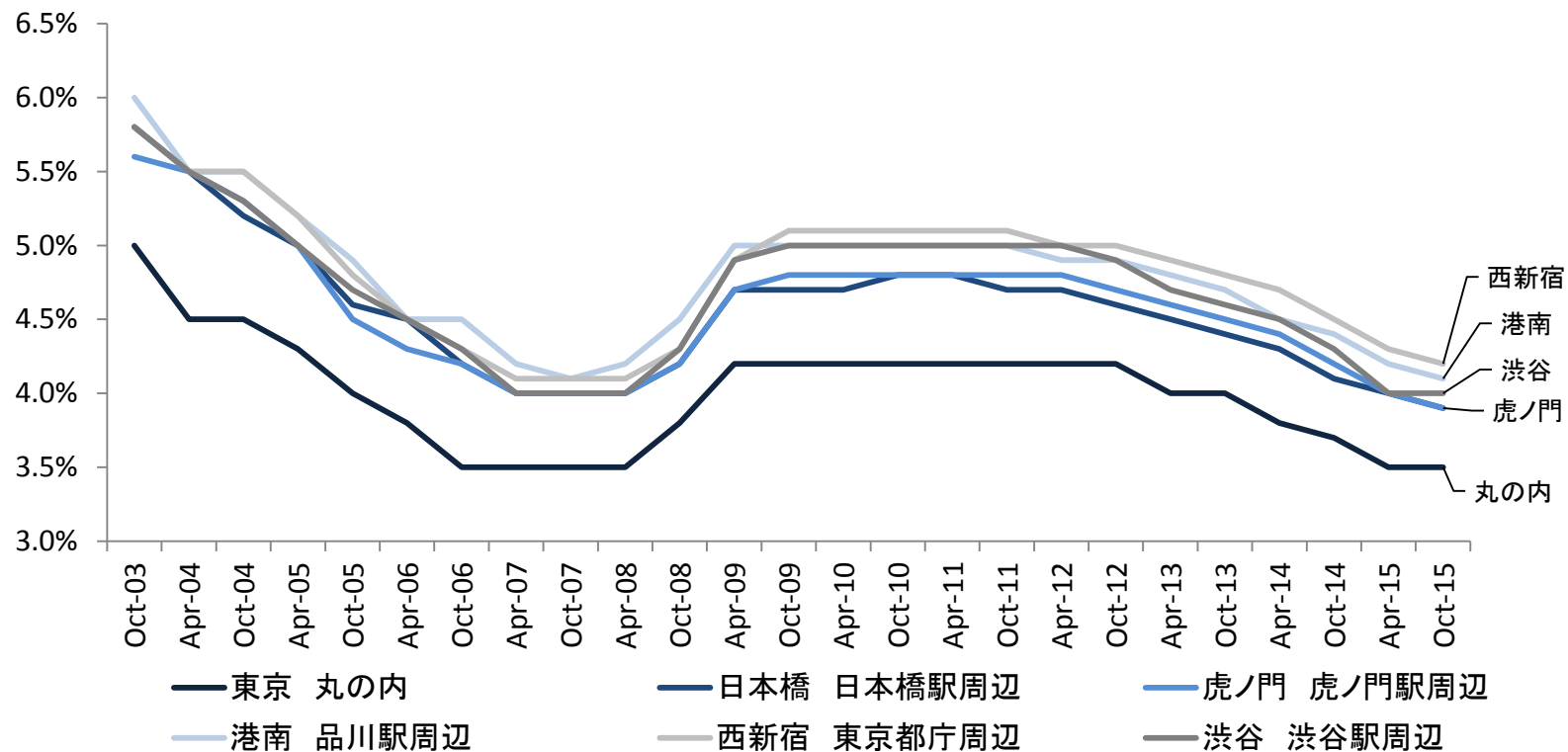
東京23区におけるオフィスビル供給面積・棟数の推移



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」

2012年からキャップレートは低下傾向が続いており、2007年の水準に達した

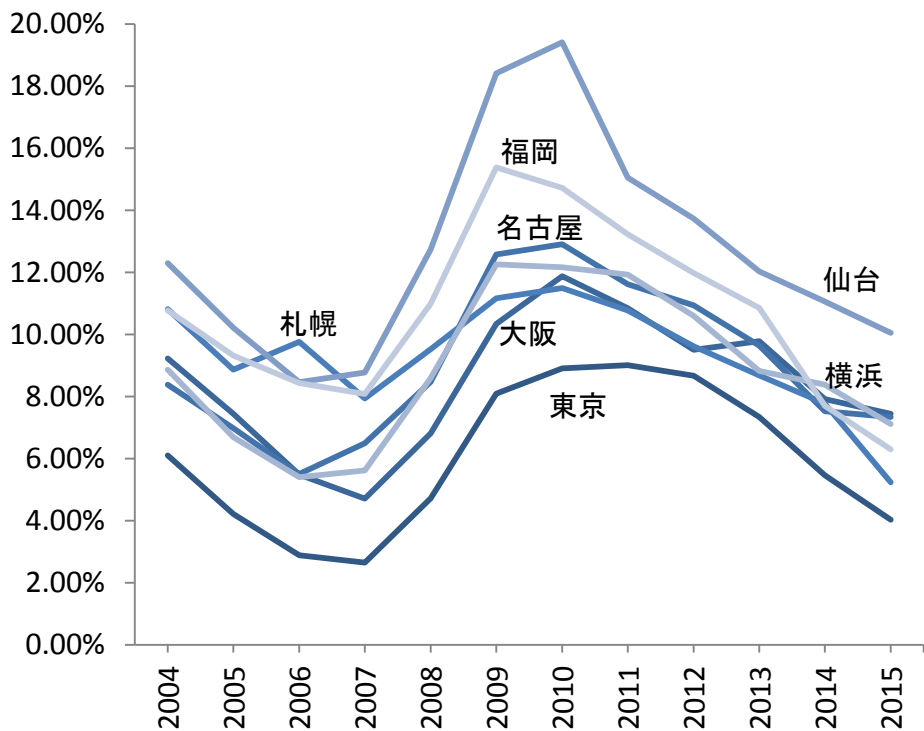
東京オフィス市場のキャップレート推移



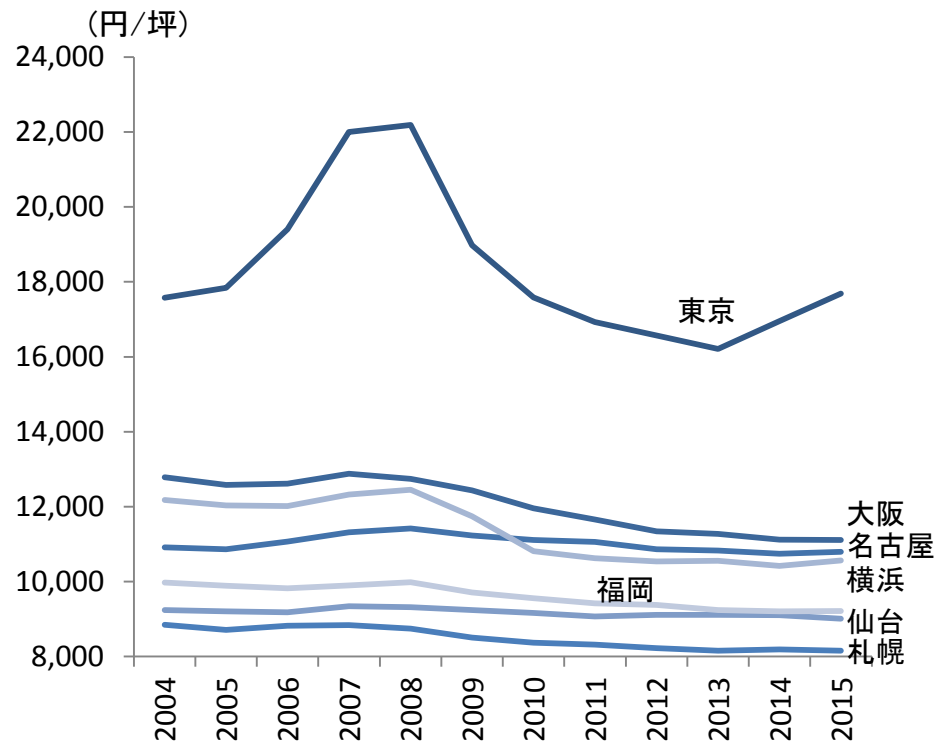
出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

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

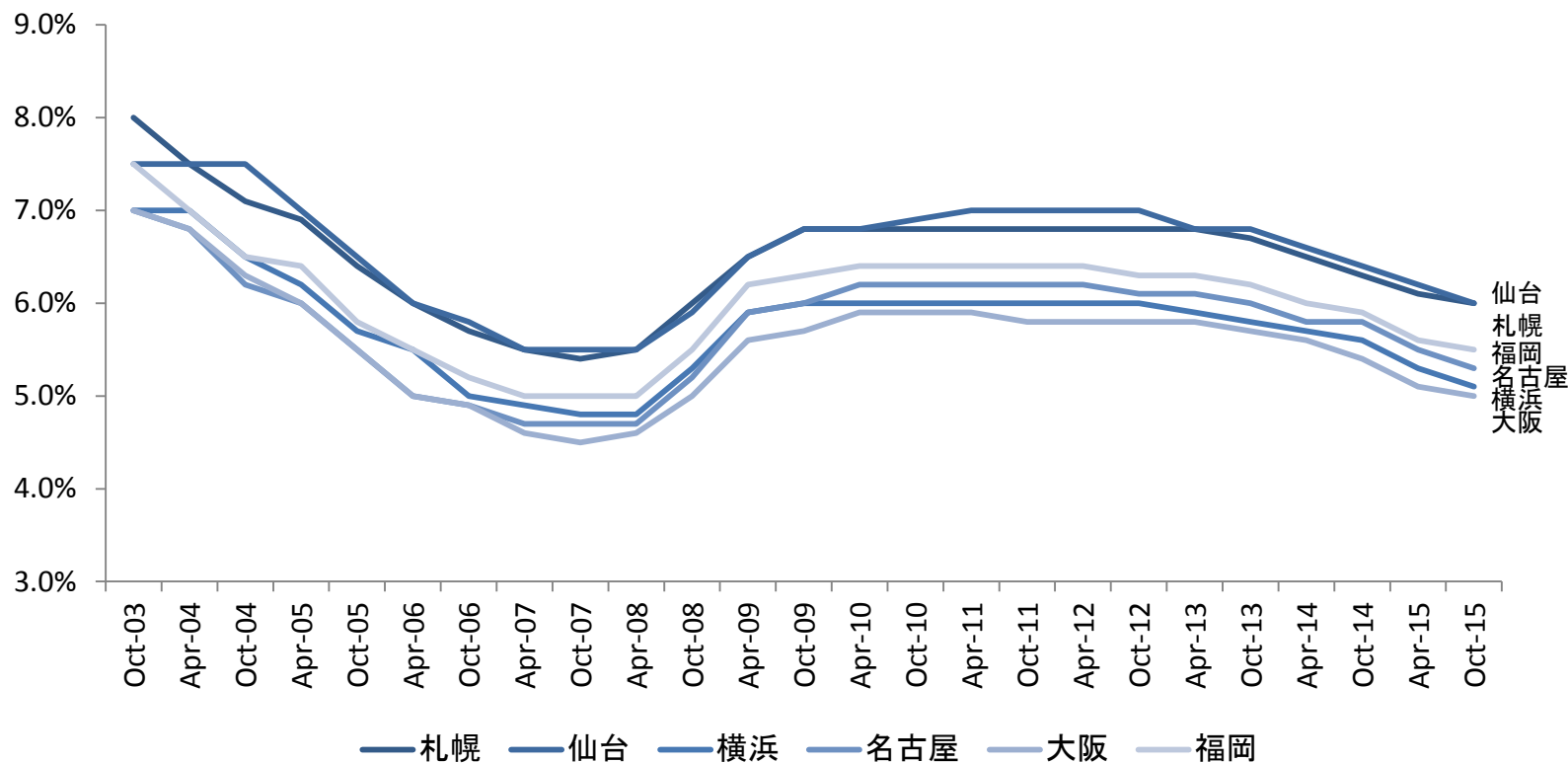


出所: 三鬼商事

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」

日本の不動産投資市場

1 日本の人口動態

2 日本のマクロ経済環境

3 日本の不動産投資市場の概況

4 オフィス市場

5 住宅市場

6 商業施設市場

7 物流不動産市場

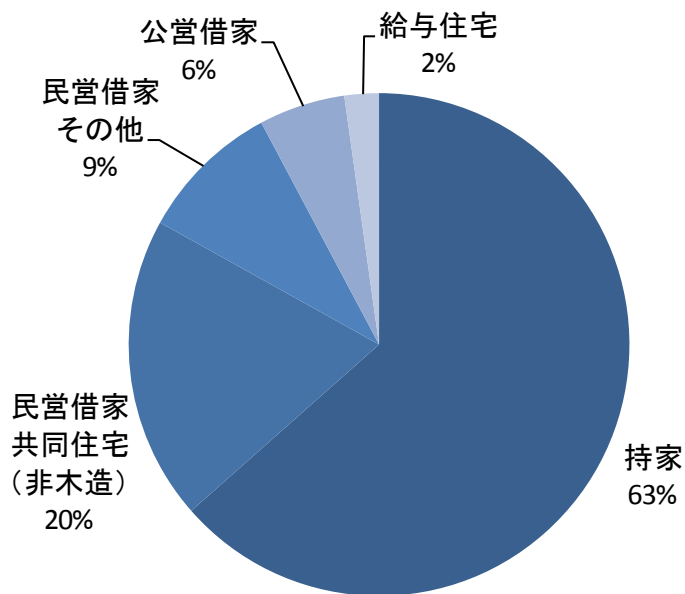
8 ホテル市場

9 不動産投資商品市場

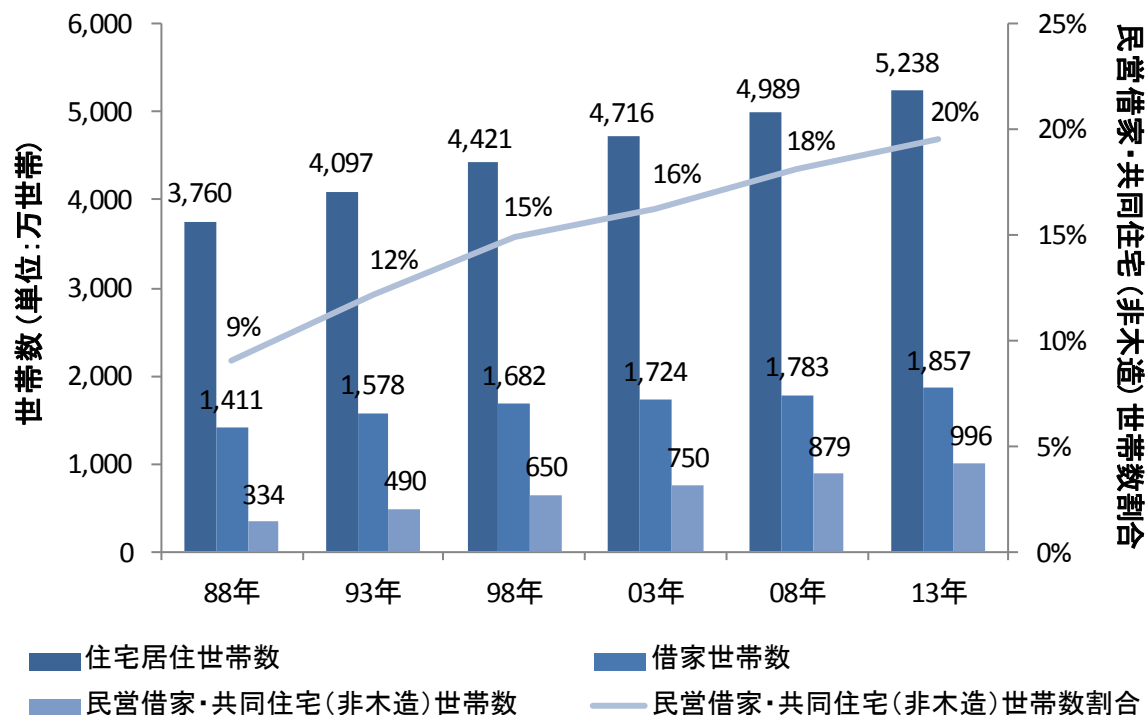
全世帯のうち約2割が賃貸マンションに居住しており、その割合は増加傾向にある

■ 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

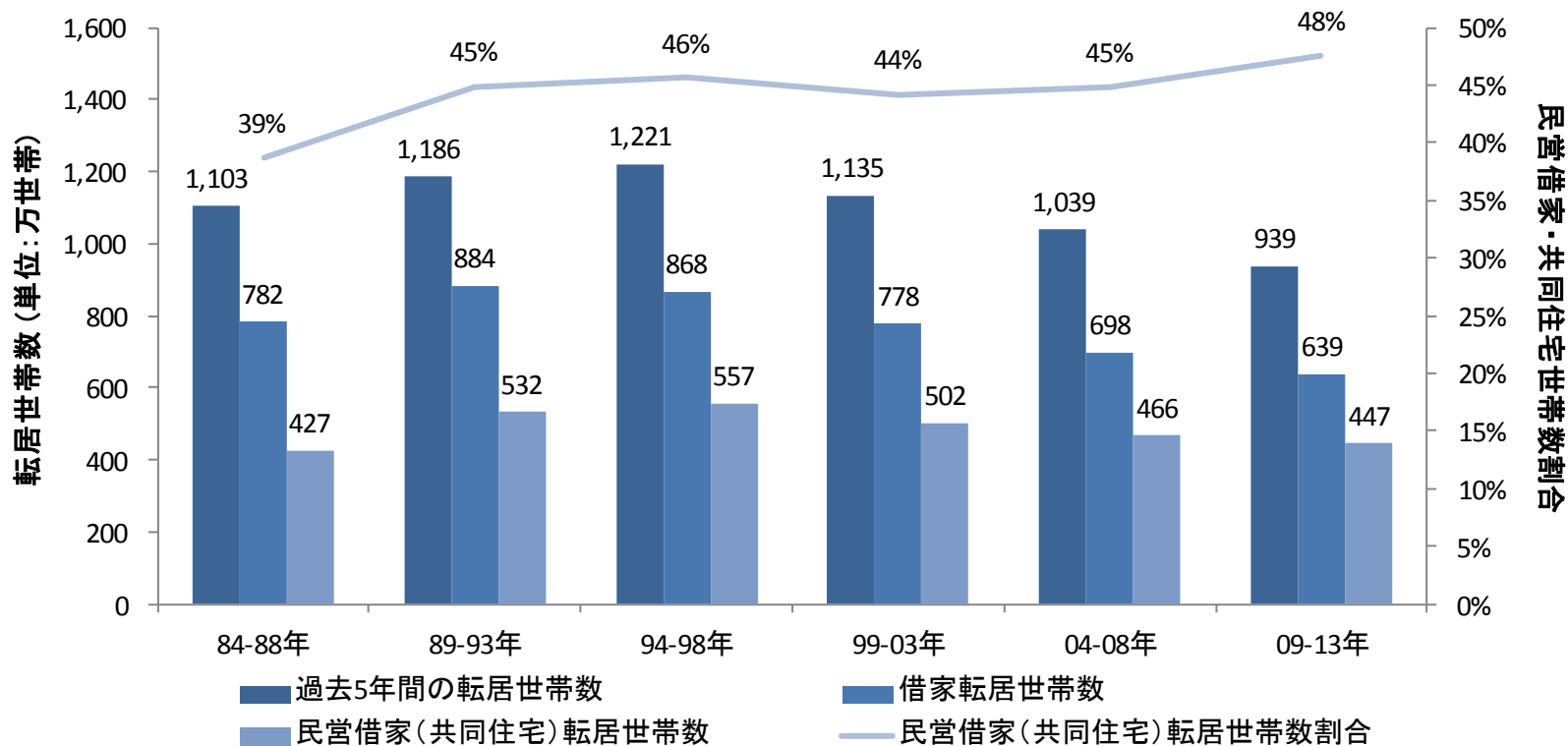


出所: 総務省「住宅・土地統計調査」

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

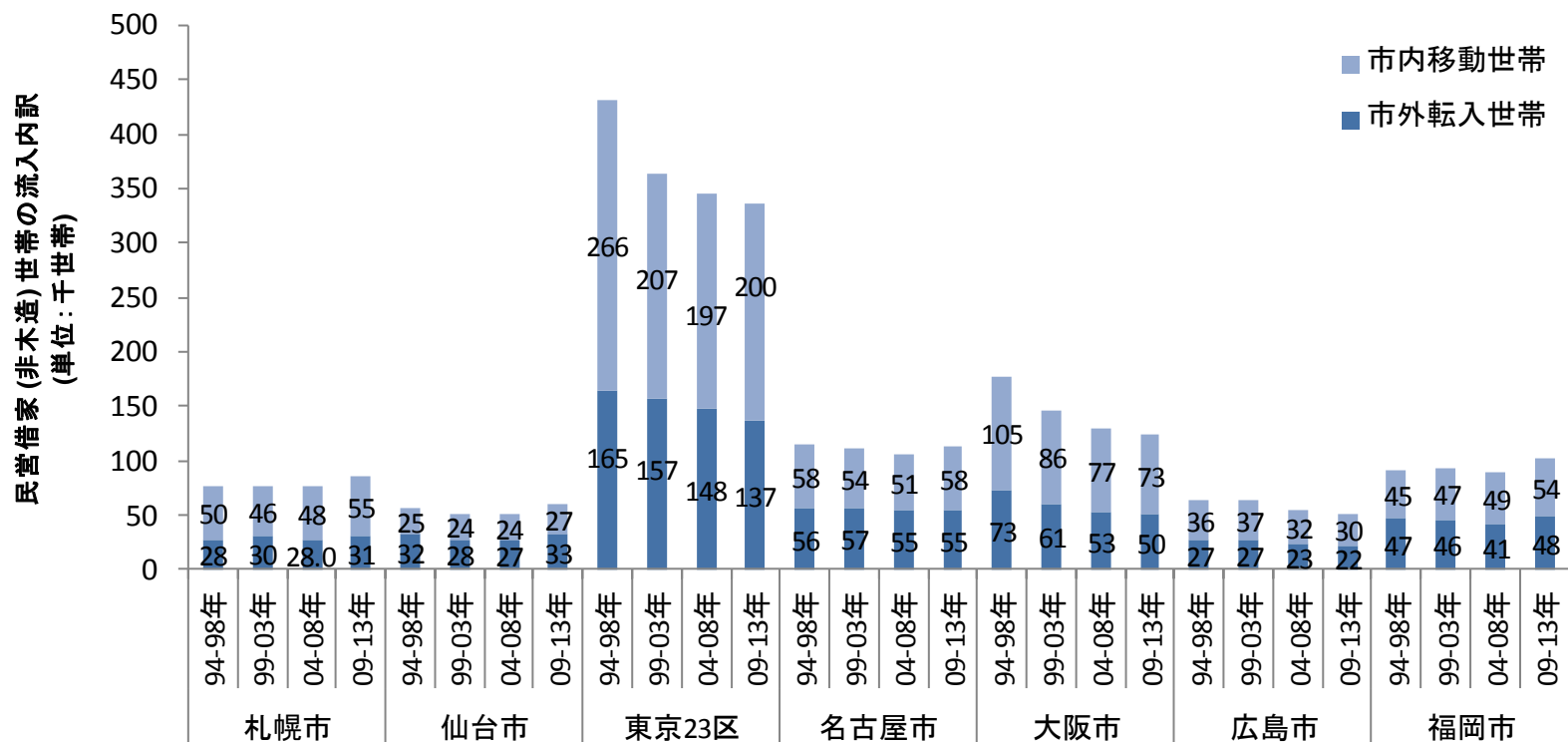


出所: 総務省「住宅・土地統計調査」

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

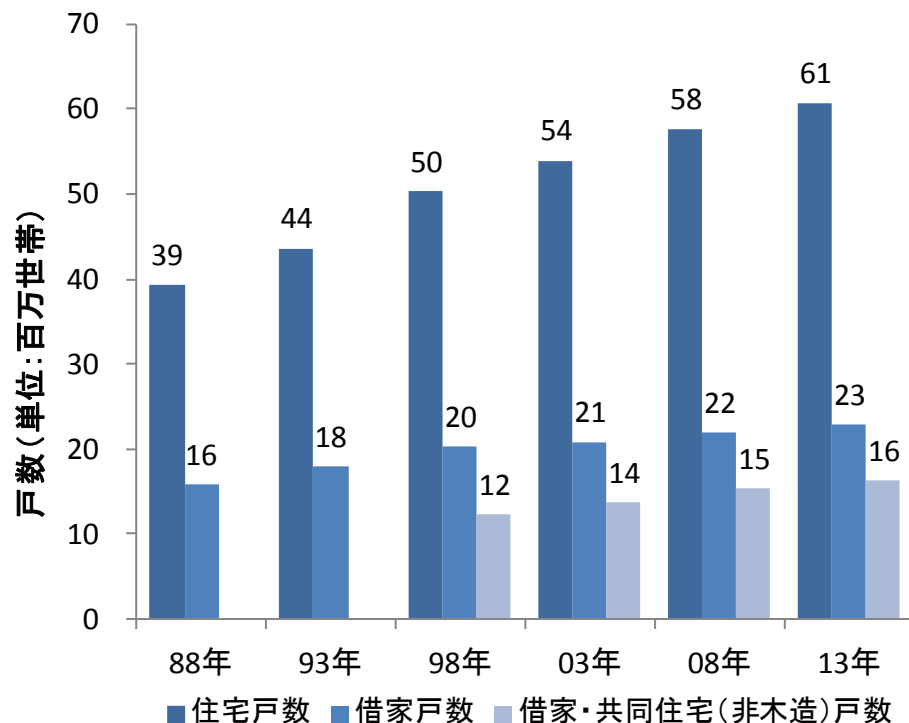


出所：総務省「住宅・土地統計調査」

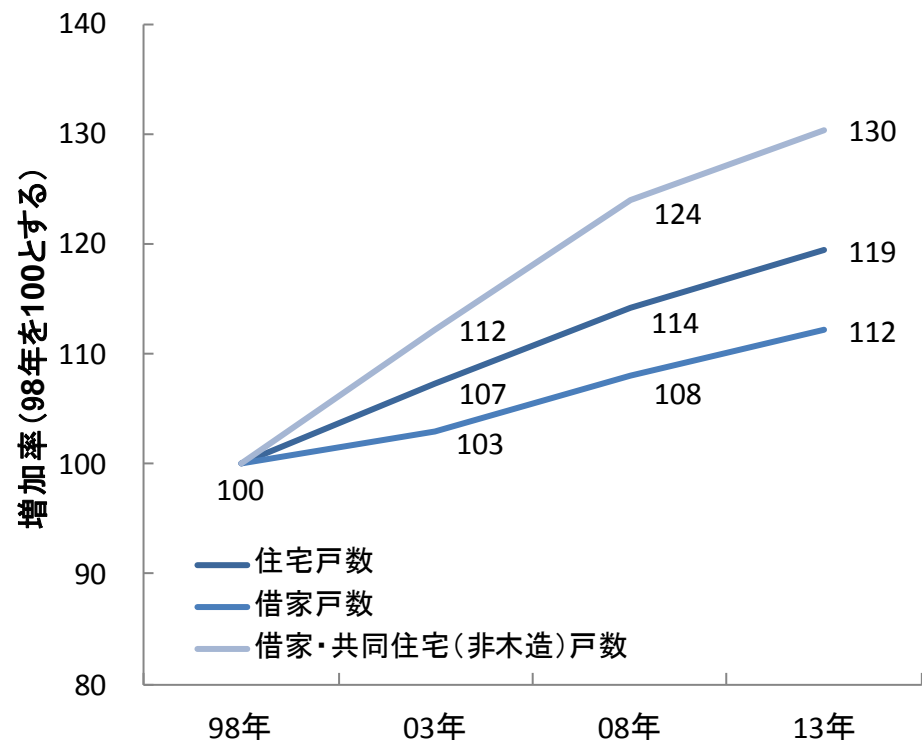
賃貸マンションの供給戸数は全住宅戸数の増加率を上回る水準で推移している

- 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変化



居住形態別住宅戸数の増加率

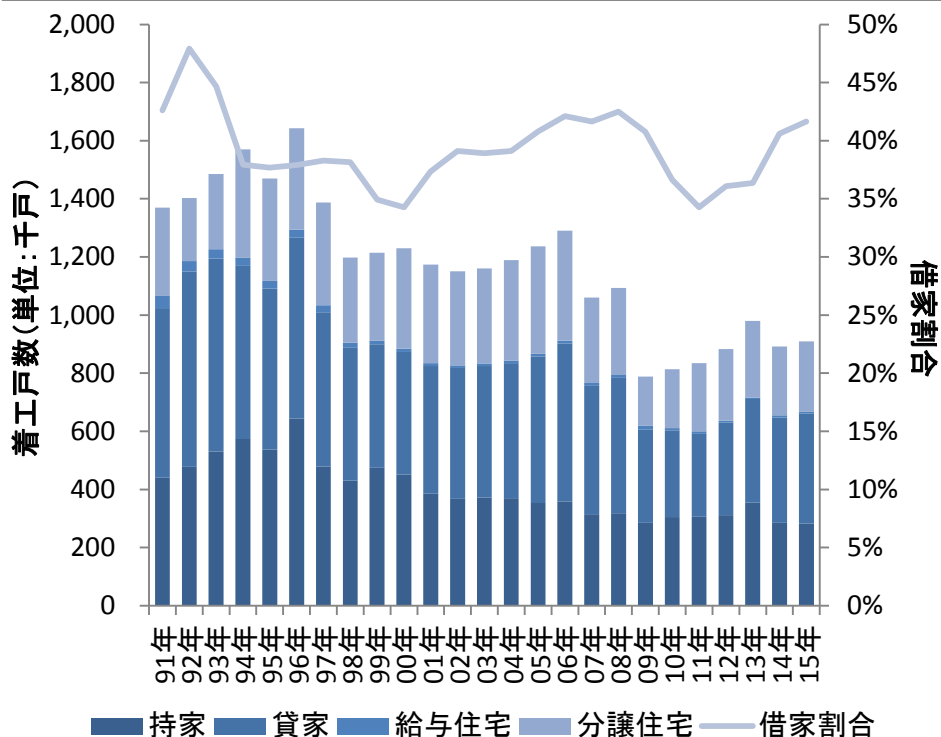


出所: 総務省「住宅・土地統計調査」

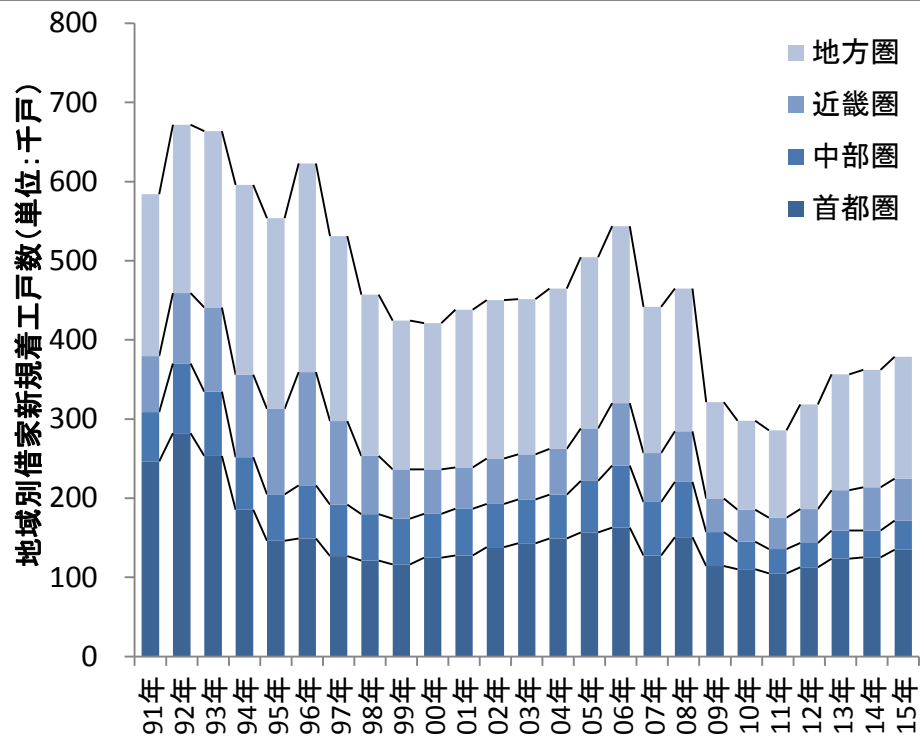
借家全体の新規着工戸数は2009年に大幅に減少し、現在は回復の途上にある

- 2015年の新設住宅着工戸数は、2014年よりも若干増加し、再び90万戸台となった。
- 持家の新設住宅着工戸数が減少した一方で、借家の新設住宅着工戸数が増加したため、新設住宅着工戸数に占める借家の比率が上昇した。

1991～2014年における新規住宅着工戸数の変化



地域別借家新規着工戸数の変化



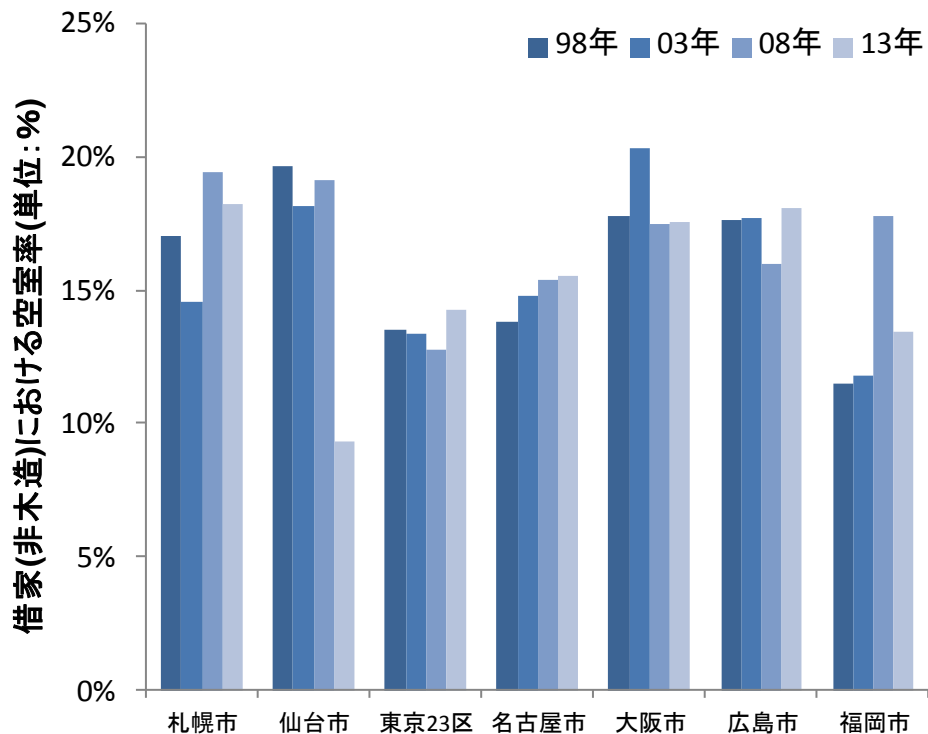
出所: 国土交通省「建築着工統計調査」

住宅市場

アパート比率が比較的低い東京23区・東京市部の空室率は改善傾向にある一方、 アパート比率の高い神奈川県の実空室率は急激に上昇している

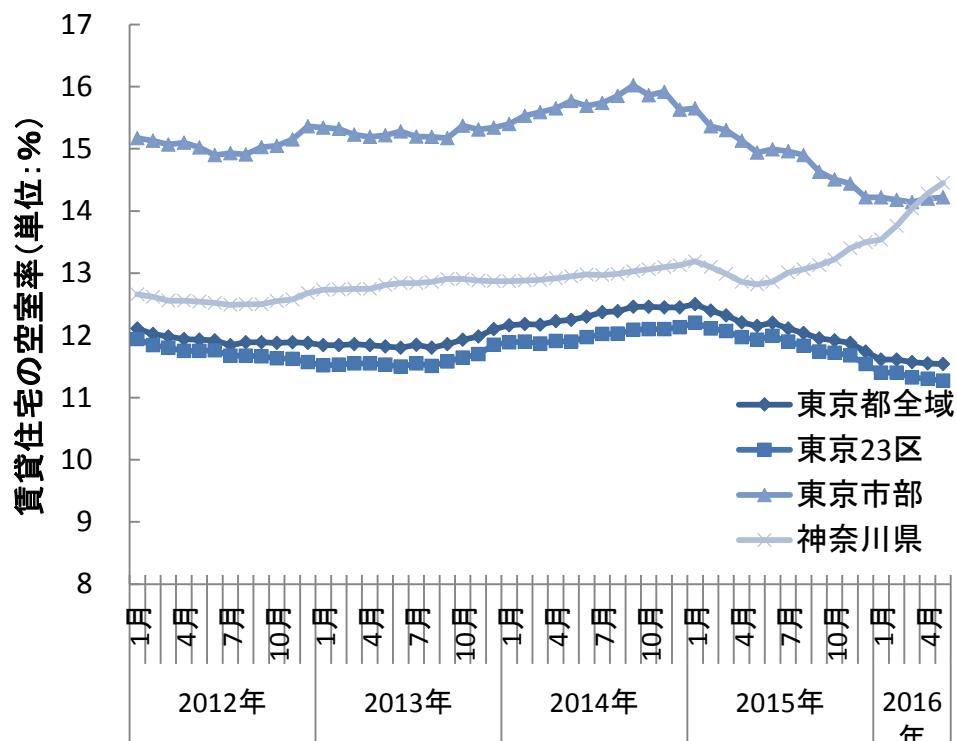
- 2015年1月から相続税の基礎控除が縮小されたことに伴い、節税目的での賃貸住宅(アパート)建設が増加した。
- 需要動向とは関係なくアパート供給が増加し、賃貸住宅に占めるアパート比率が高い郊外部を中心に空室率が急激に上昇。

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」

首都圏における賃貸住宅の空室率の推移

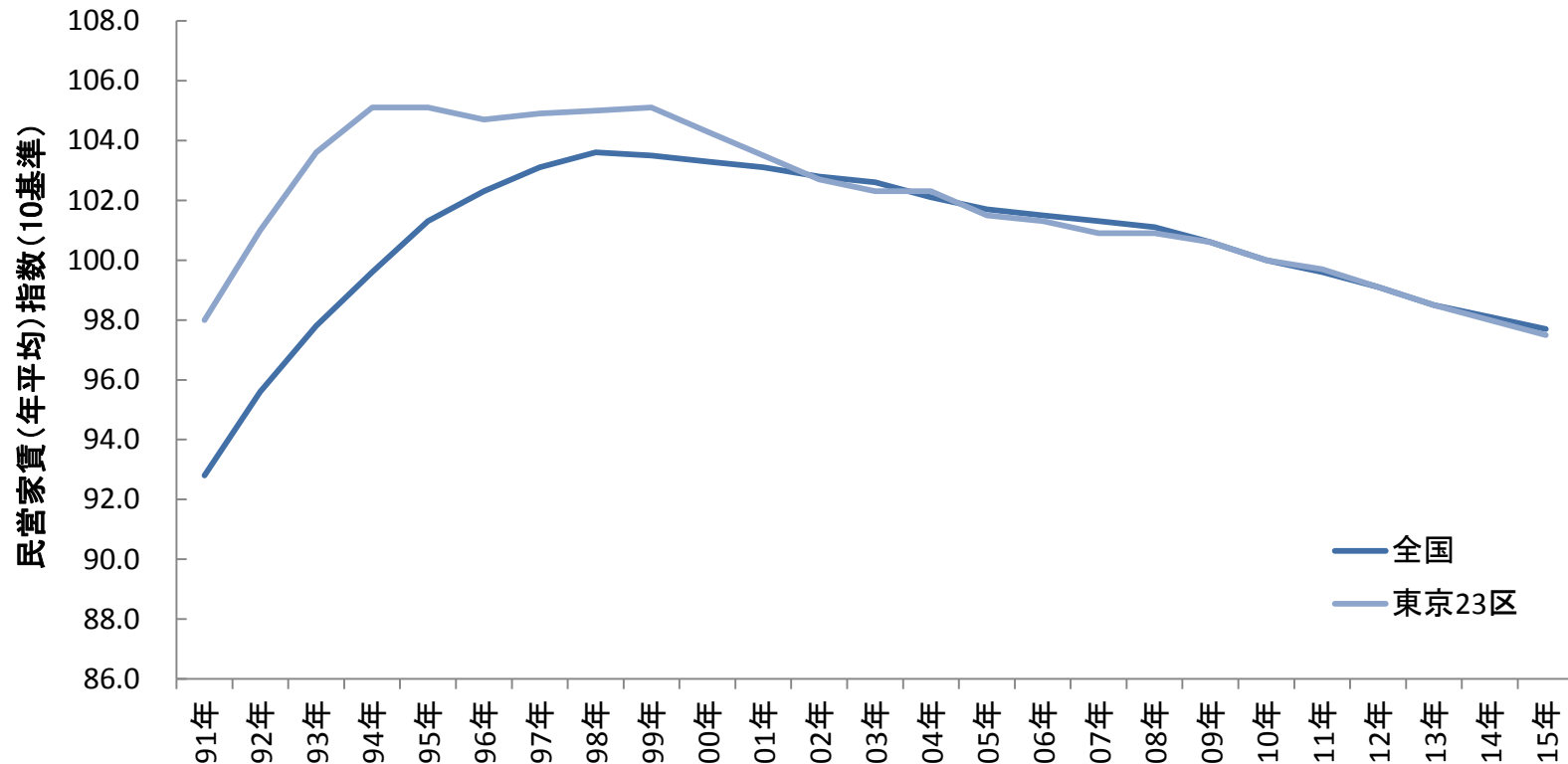


出所: ㈱タス「賃貸住宅市場レポート(分析: ㈱タス)」

空室率の改善は、賃料水準の向上を引き起こすに至っていない

- 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、2015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



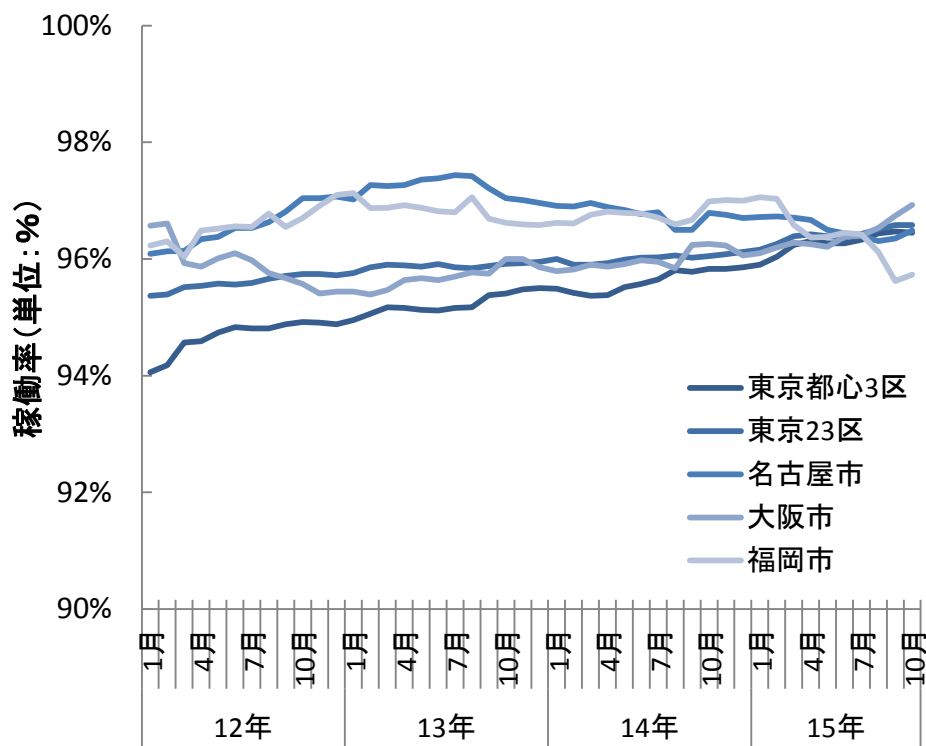
出所: 総務省「消費者物価指数」

住宅市場

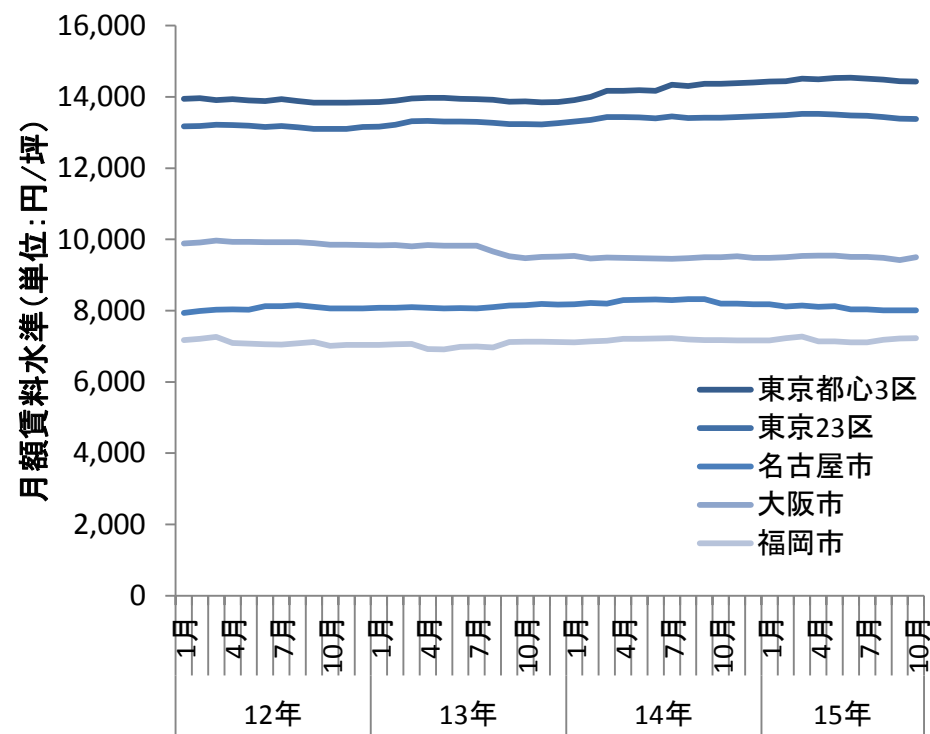
REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率は高い水準に達し、都心3区・東京23区の賃料水準は上昇しつつある

■ 名古屋市・福岡市の稼働率は頭打ち。賃料水準は横ばいもしくは微減傾向で推移。

REIT組入物件・私募ファンド物件の稼働率の変化



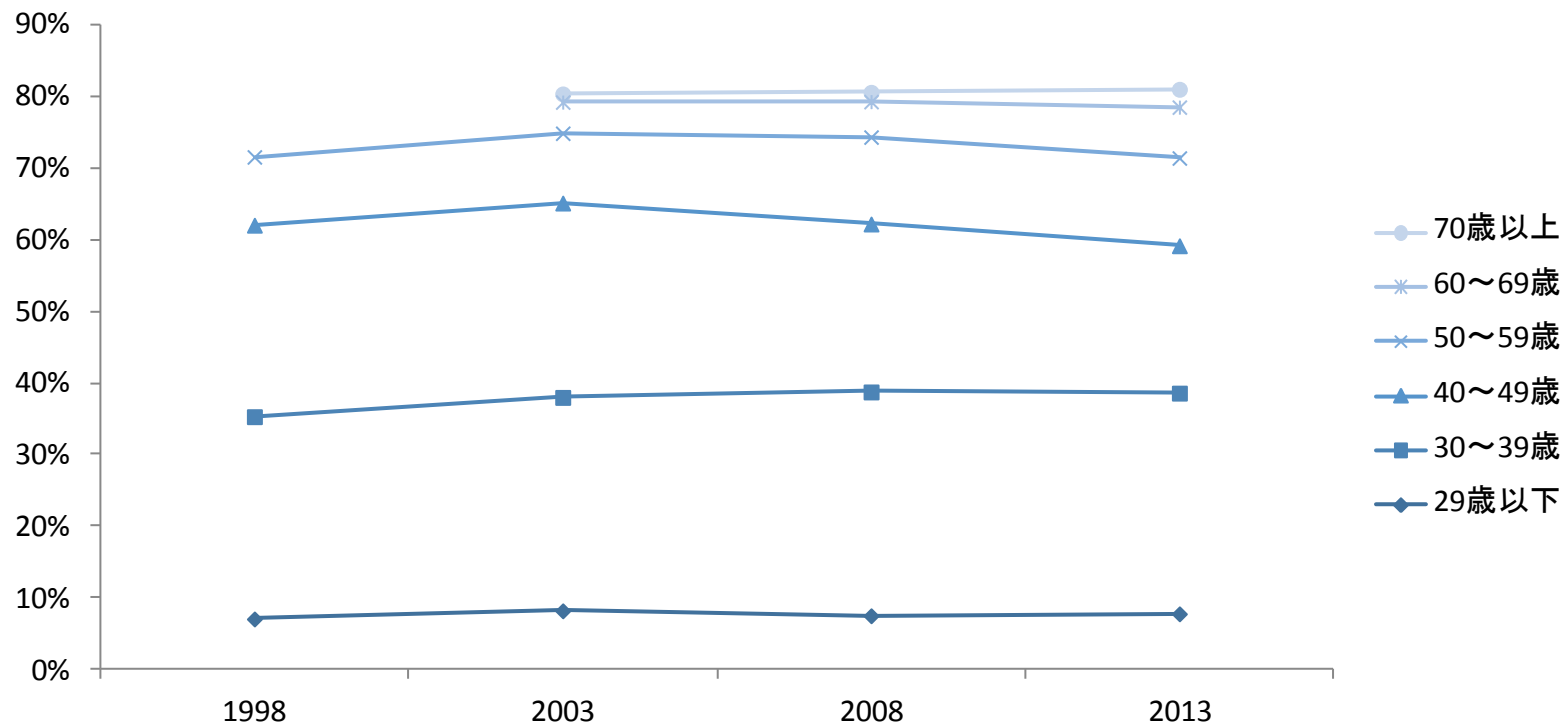
REIT組入物件・私募ファンド物件の月額賃料水準の変化



出所: 不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」

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

全国の世代別持家率の推移



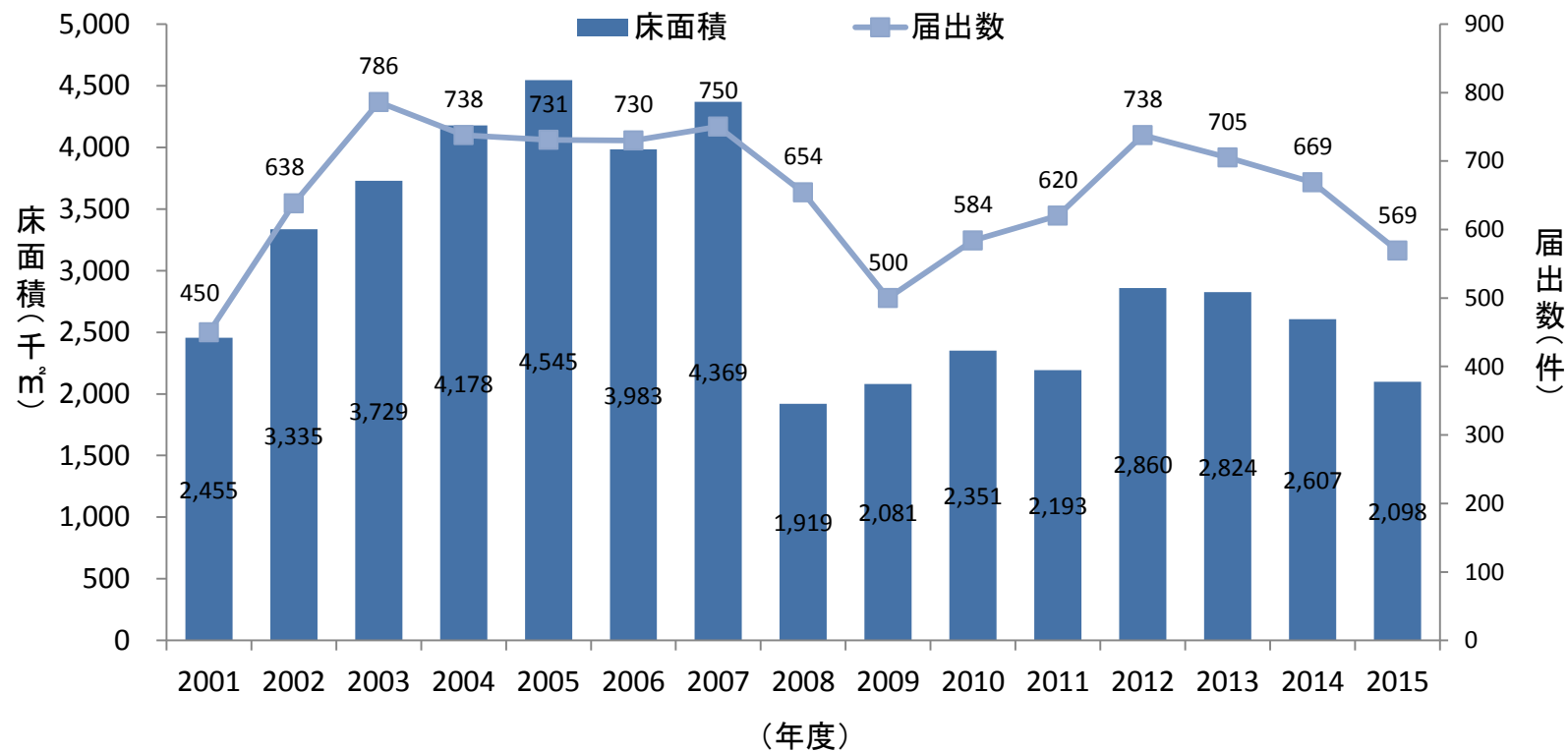
出所：総務省「住宅・土地統計調査」

日本の不動産投資市場

- 1 日本の人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本の不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場**
- 7 物流不動産市場
- 8 ホテル市場
- 9 不動産投資商品市場

大型店の新規立地件数は、近年減少傾向にある

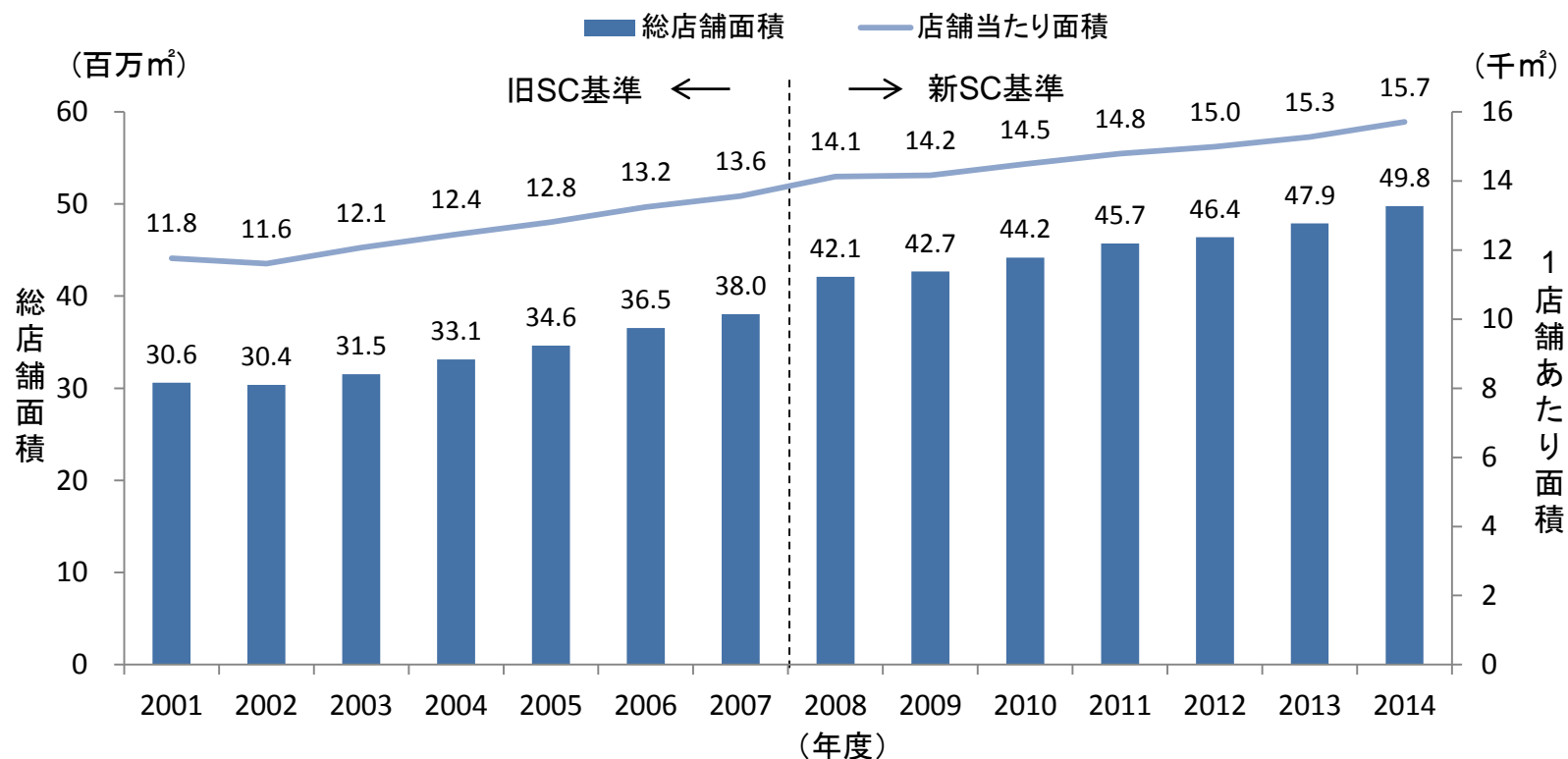
国内の大規模小売店の新設届出件数、床面積の推移



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」

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

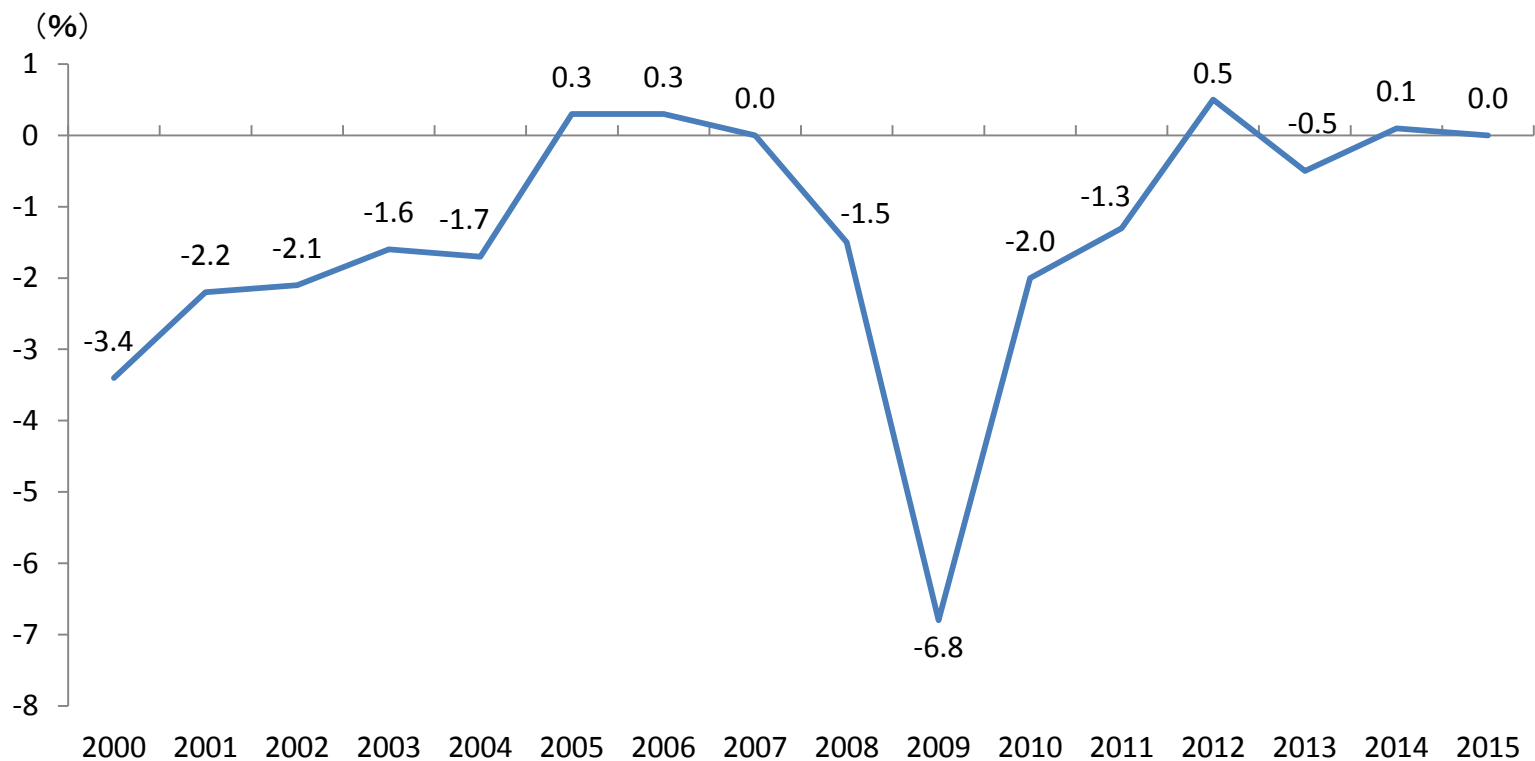
ショッピングセンターの総店舗面積、1店舗あたり面積の推移



出所：日本ショッピングセンター協会「SC白書」
 注1：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。
 注2：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。
 注3：ただし、小売業の店舗面積は1,500㎡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

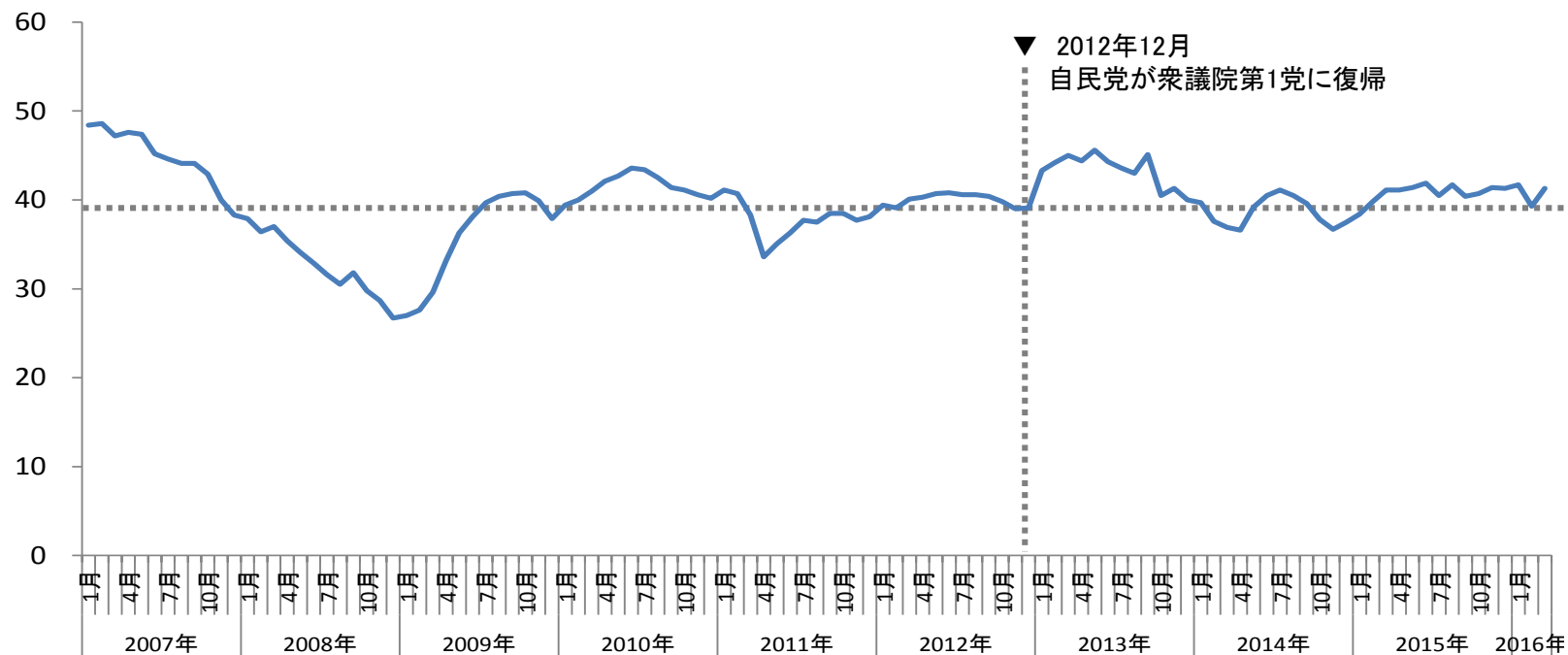
既存ショッピングセンターの年間売上高 対前年比



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」

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



出所：内閣府「消費者動向調査」

注：消費者態度指数の算出方法

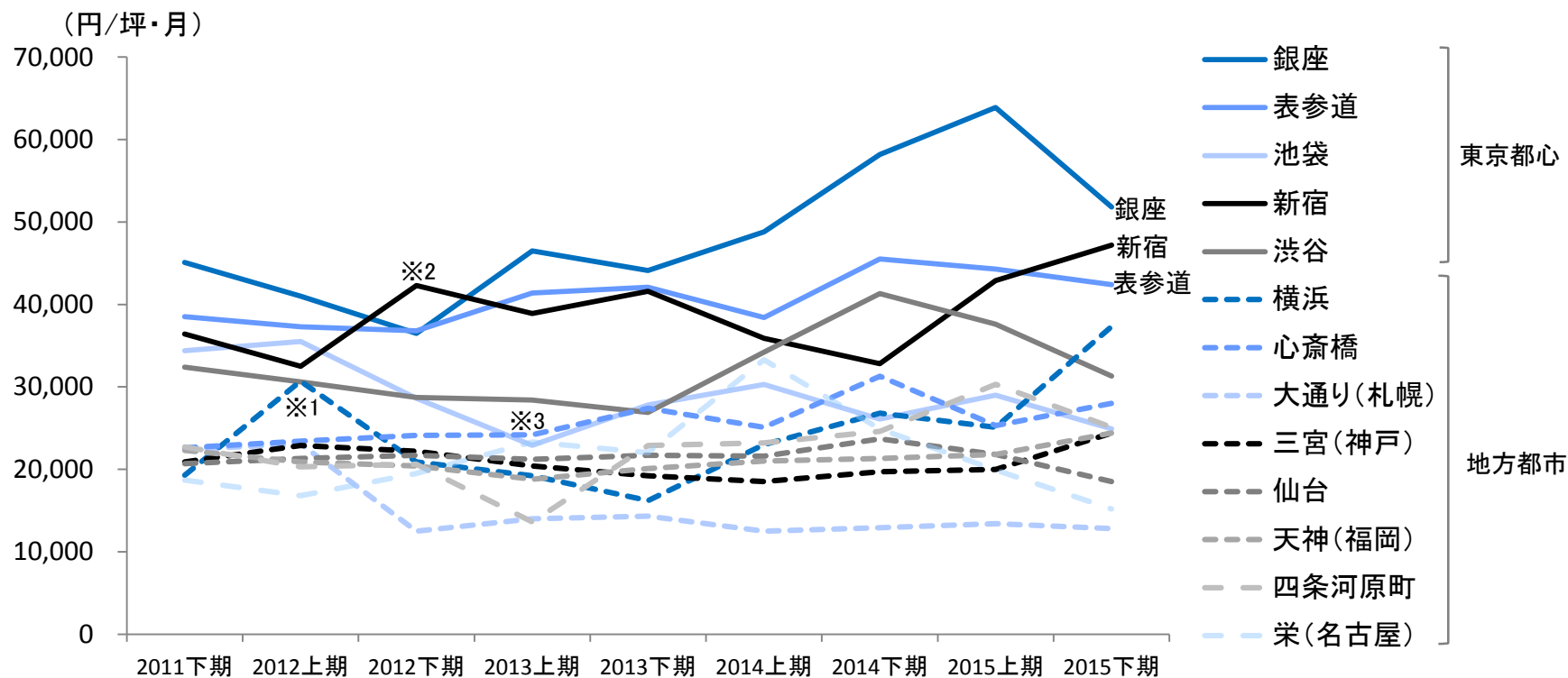
「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の4項目に関して消費者が今後半年間の見通しについて5段階評価で回答する。

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。

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)



出所: ㈱ビーエーシー・アーバンプロジェクト、スタイルアウト㈱、日本不動産研究所「店舗賃料トレンド」

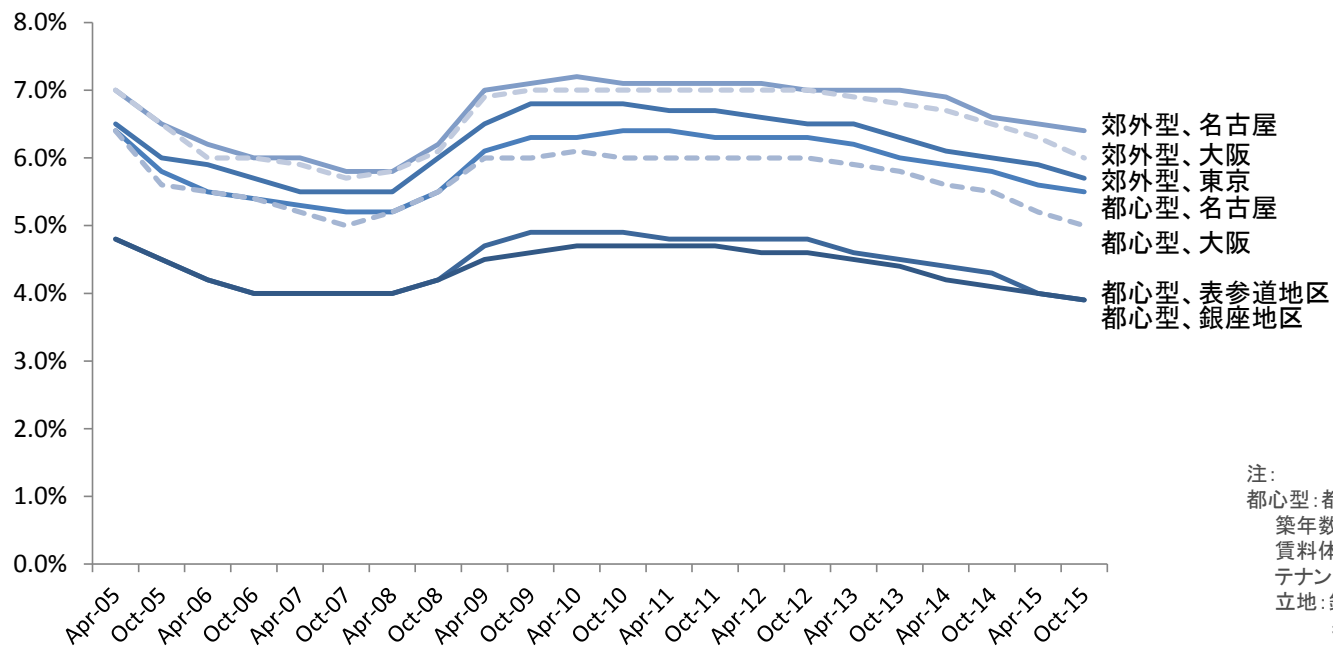
注1: 2012年上期に横浜の賃料が大きく上昇しているが、これはサンプル数が極めて少ないために一部の高額事例が大きく影響したためである。実際の賃料水準はあまり変化していない

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

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となった

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」

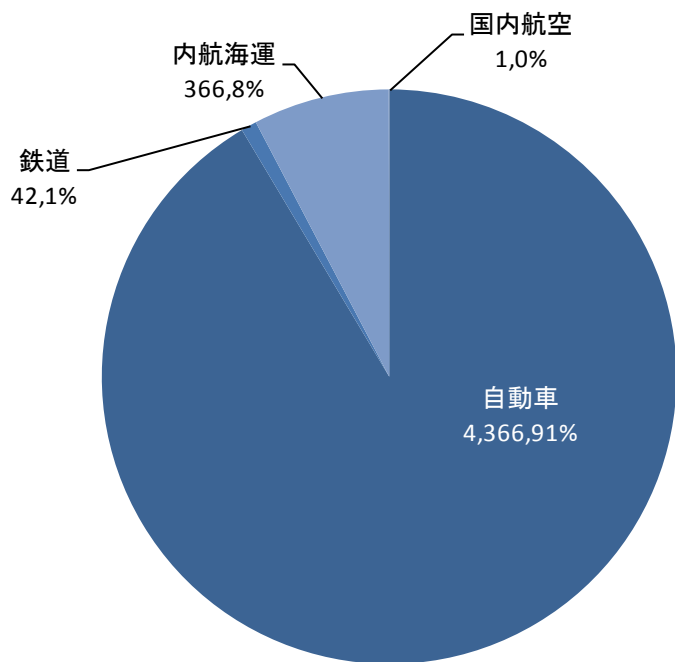
日本の不動産投資市場

- 1 日本の人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本の不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流不動産市場**
- 8 ホテル市場
- 9 不動産投資商品市場

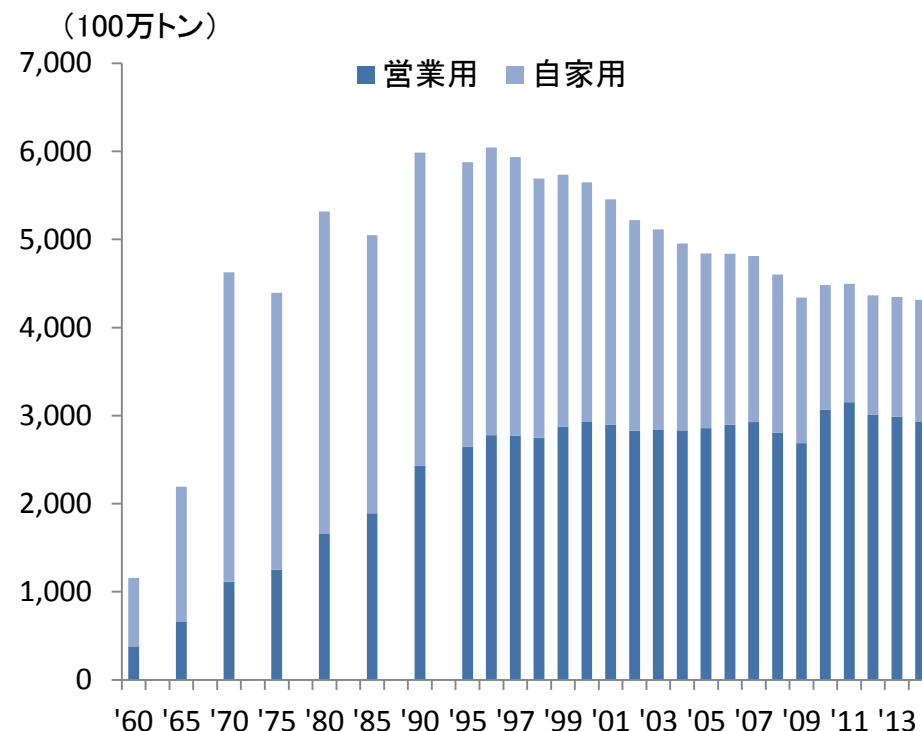
日本の貨物輸送の中心であるトラック輸送貨物量(トンベース)は近年減少し続けている

- 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

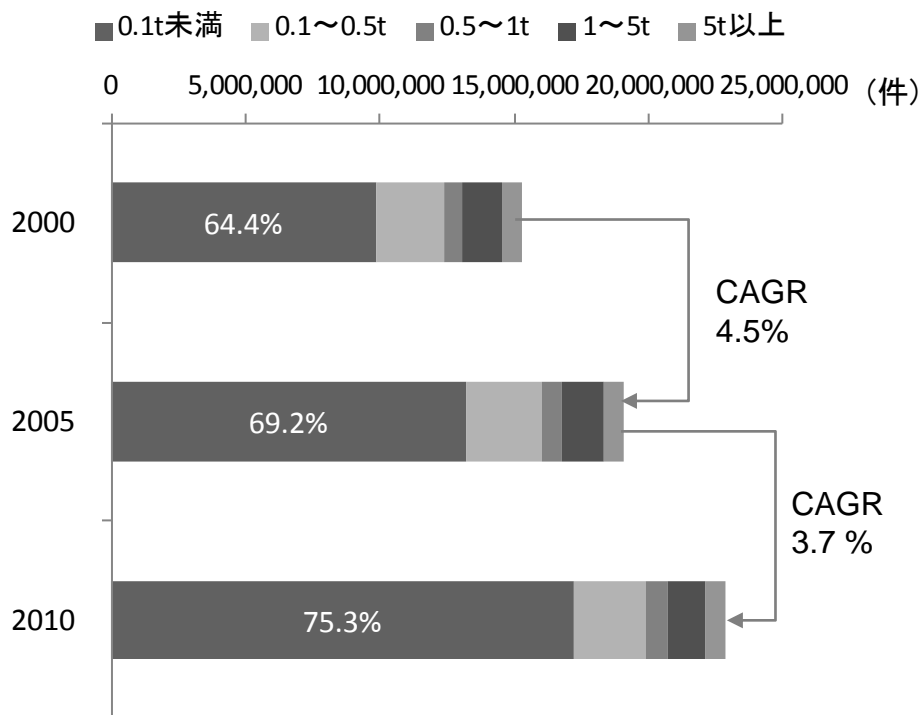


注: 2010年度データは期中より集計方法を変更したため、2009年度以前のデータと時系列上の連続性が担保されていない
出所: 総務省「輸送機関別輸送量」、国土交通省「自動車輸送統計調査 年報」

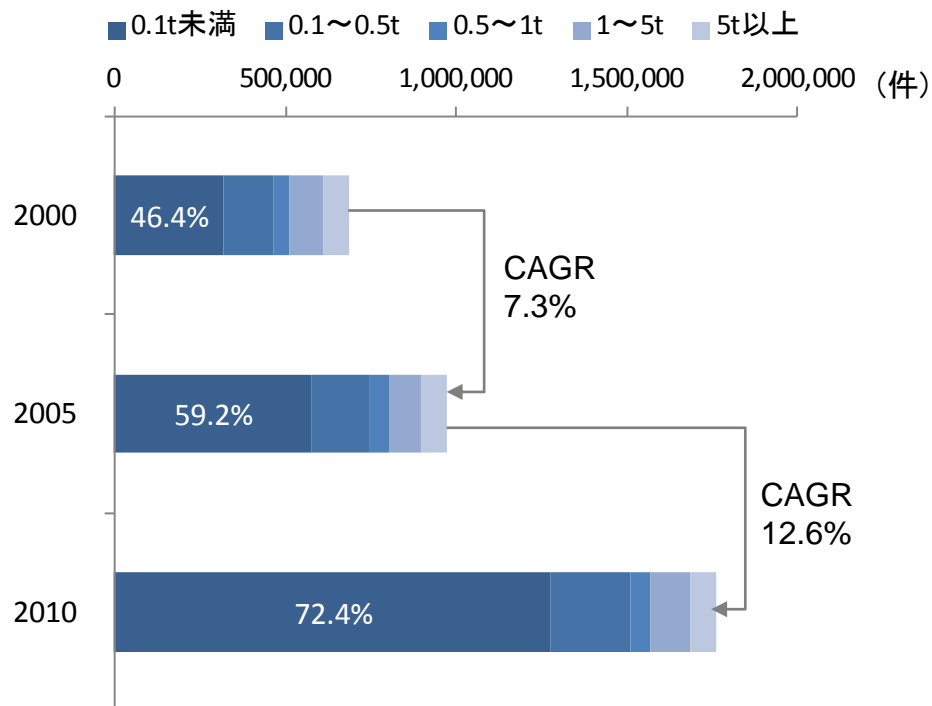
物流の小ロット化が進み、件数ベースでは物流量は増加傾向にある

- 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

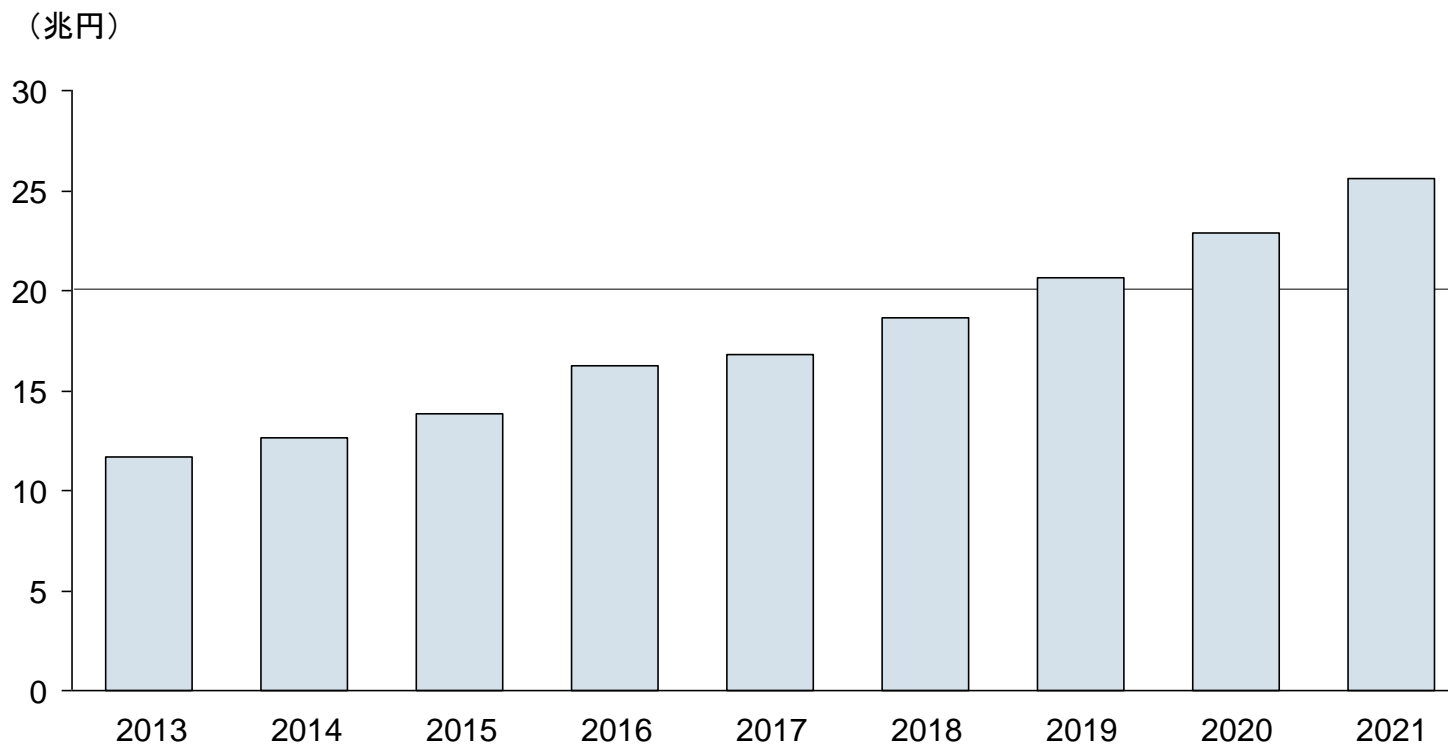


出所: 国土交通省「物流センサス」

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、2019年度に20兆円を超える見通し

BtoC EC 市場規模予測



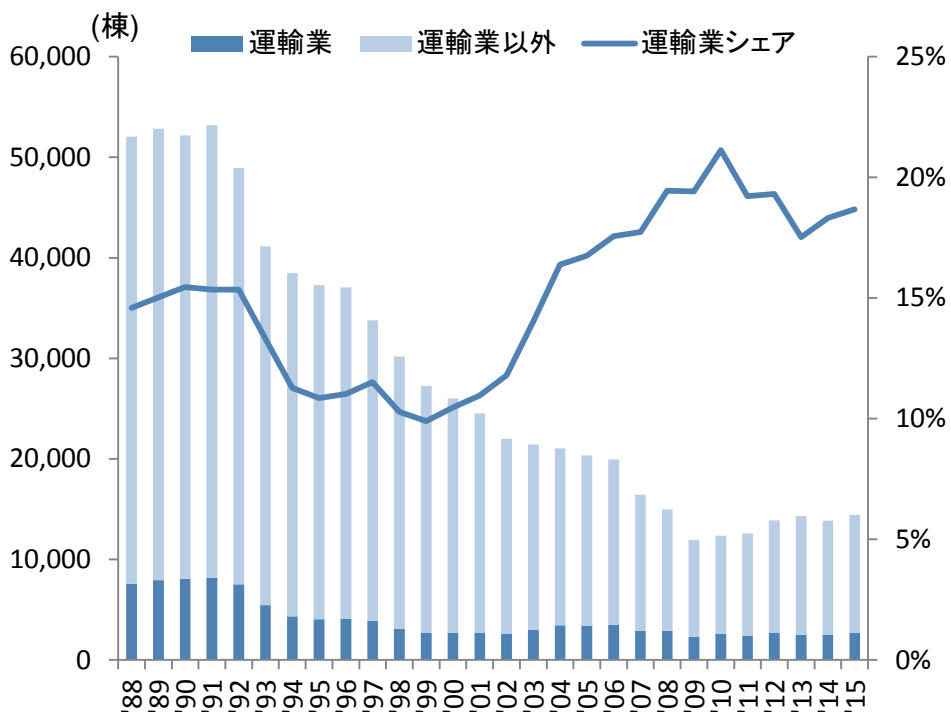
出所: 野村総合研究所

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

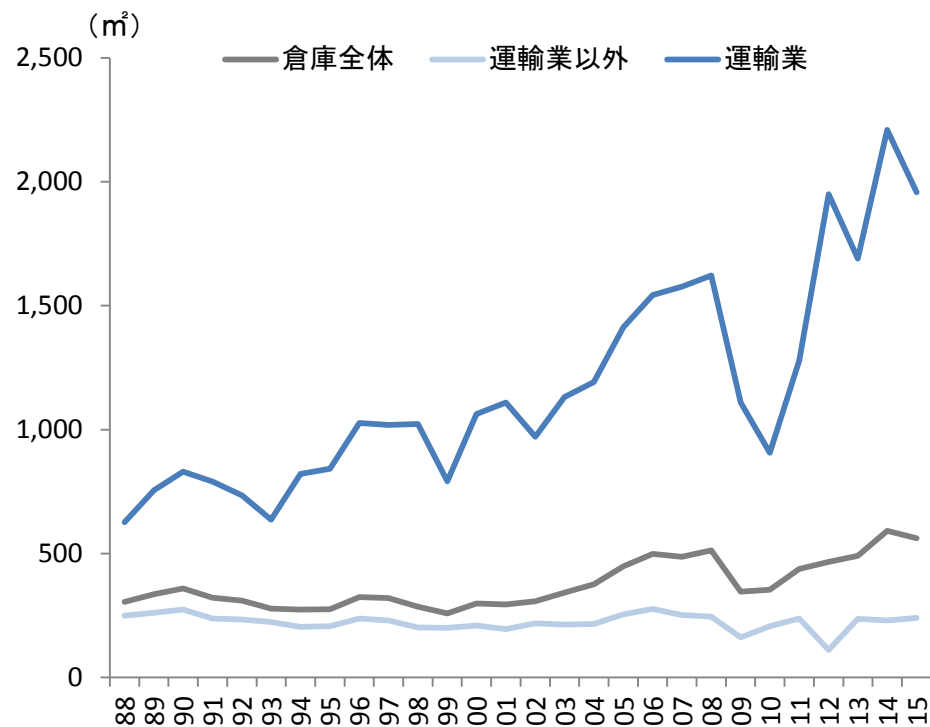
新規供給が下げ止まった一方、企業の物流機能集約による施設の大型化が進んでいる

- 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



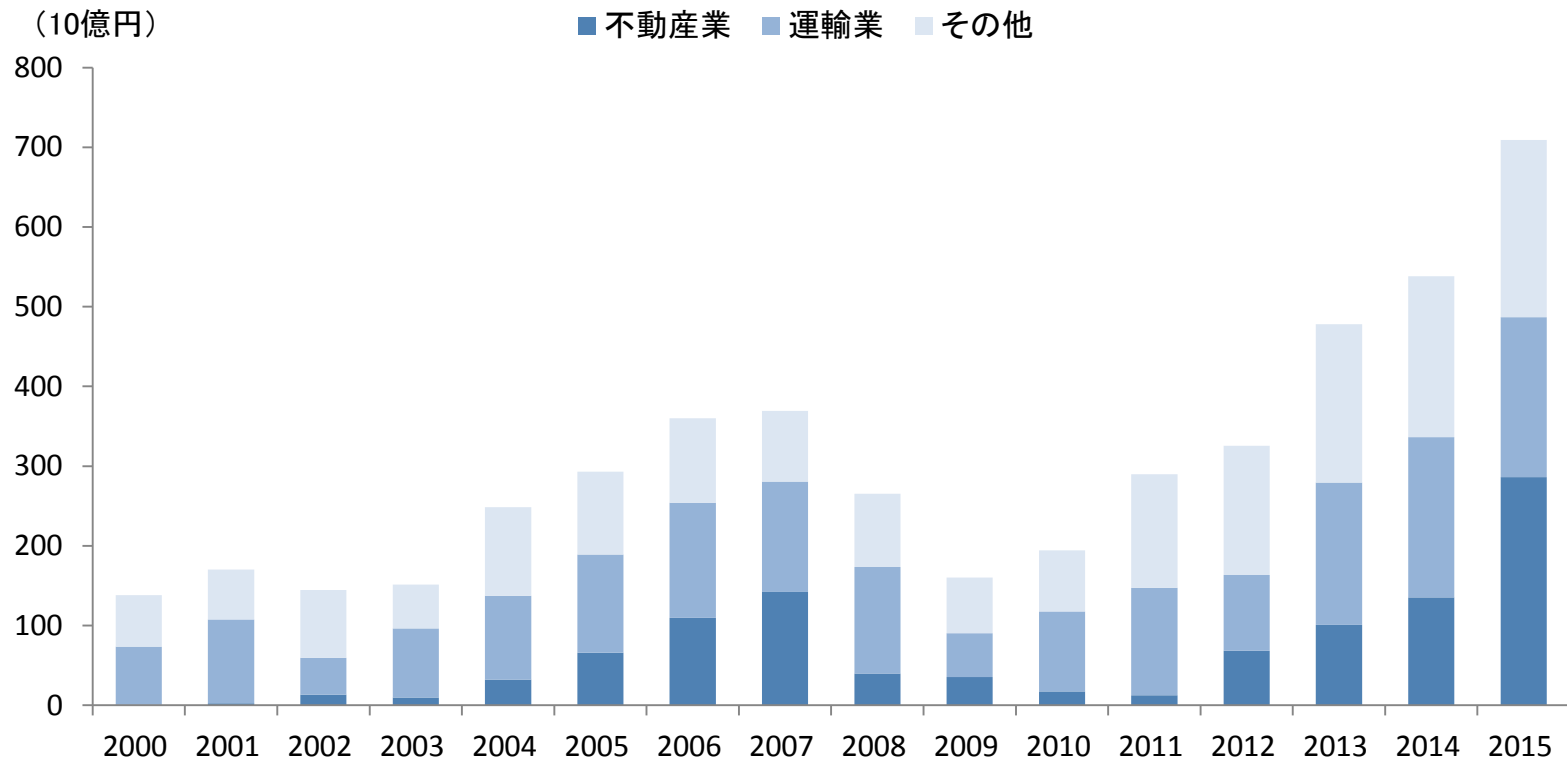
新規倉庫一棟あたりの床面積の推移



出所: 国土交通省「建築着工統計」

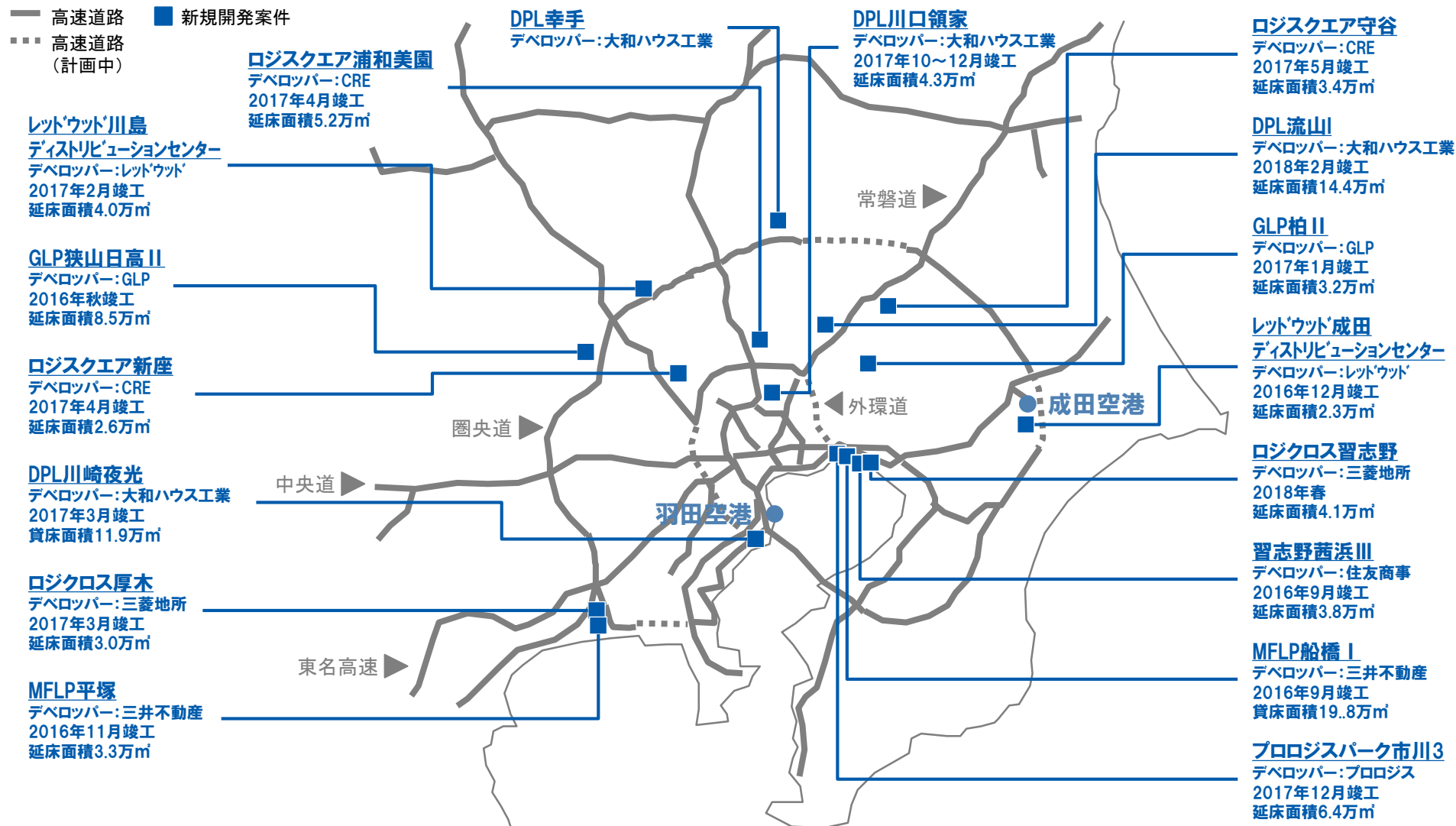
リーマンショック以降縮小していた物流不動産開発が再び活発になってきている

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」

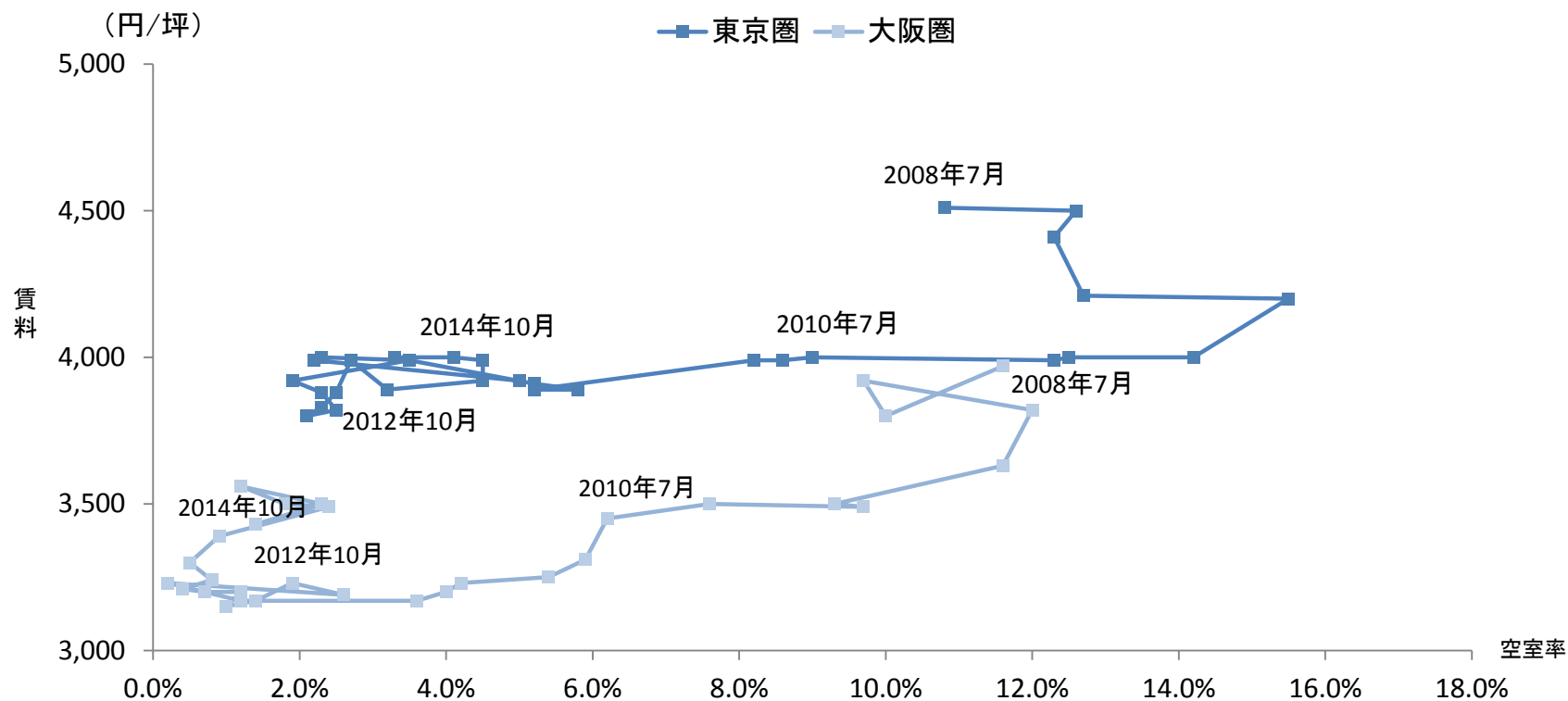
三環状道の開通を見越し、外資系物流デベ・日系総合デベによる沿線開発が盛んである



出所: 各社公開情報より野村総合研究所作成

空室率は低い水準で推移するも、東京圏ではまだ賃料上昇につながっていない

物流不動産※の月額募集賃料と空室率の推移



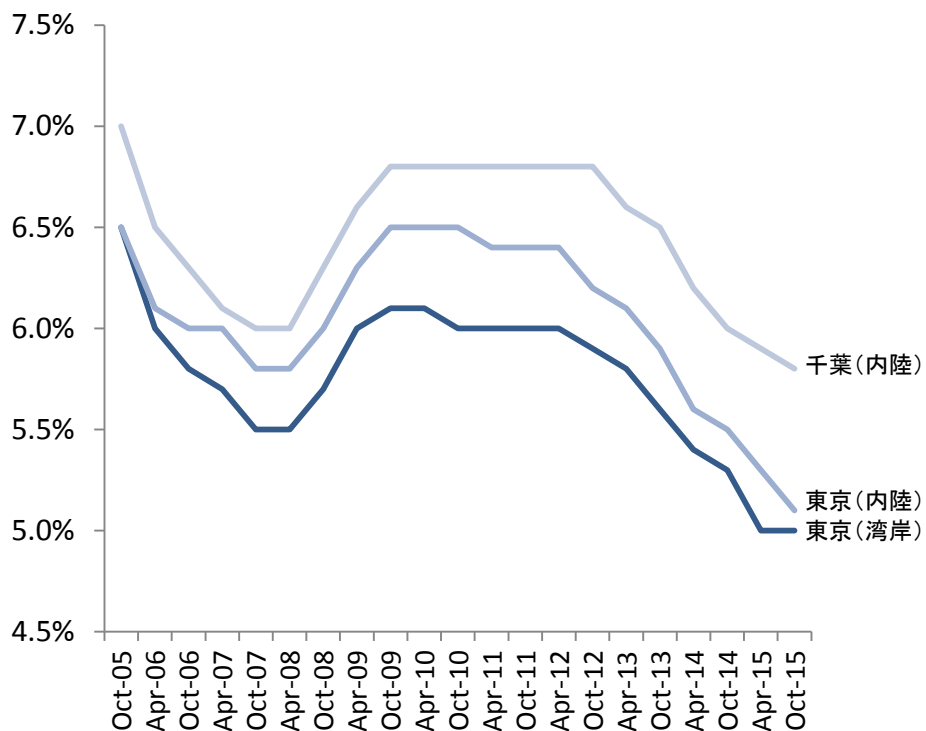
出所：一五不動産情報サービス「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」

※敷地面積、または延床面積が10,000㎡以上の賃貸物流施設

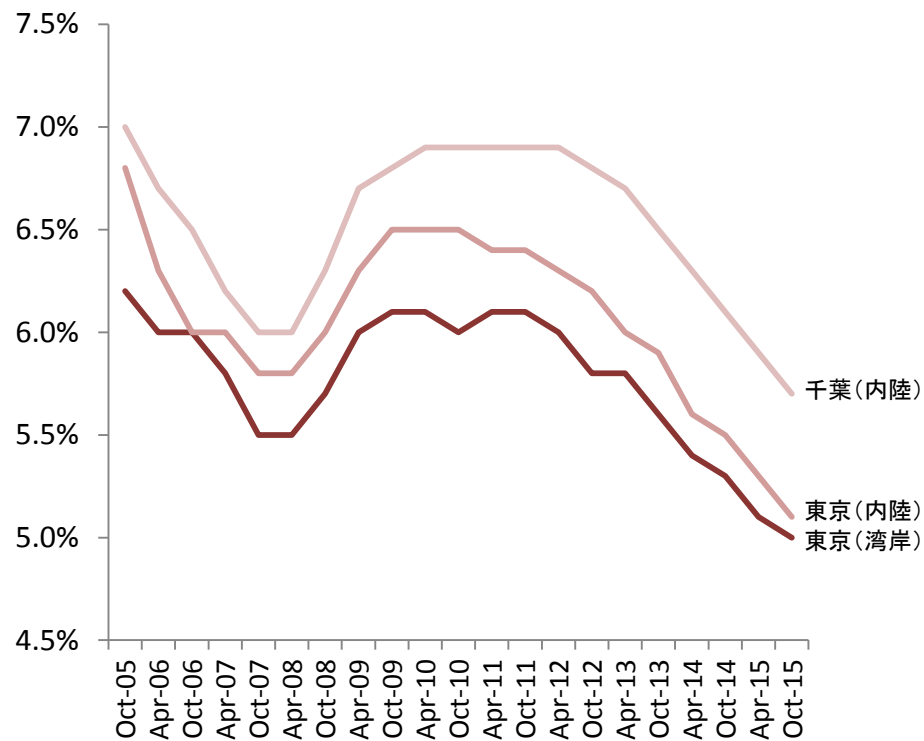
2012年からキャップレートは下落傾向にあり、東京では過去最低値となった

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



出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

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

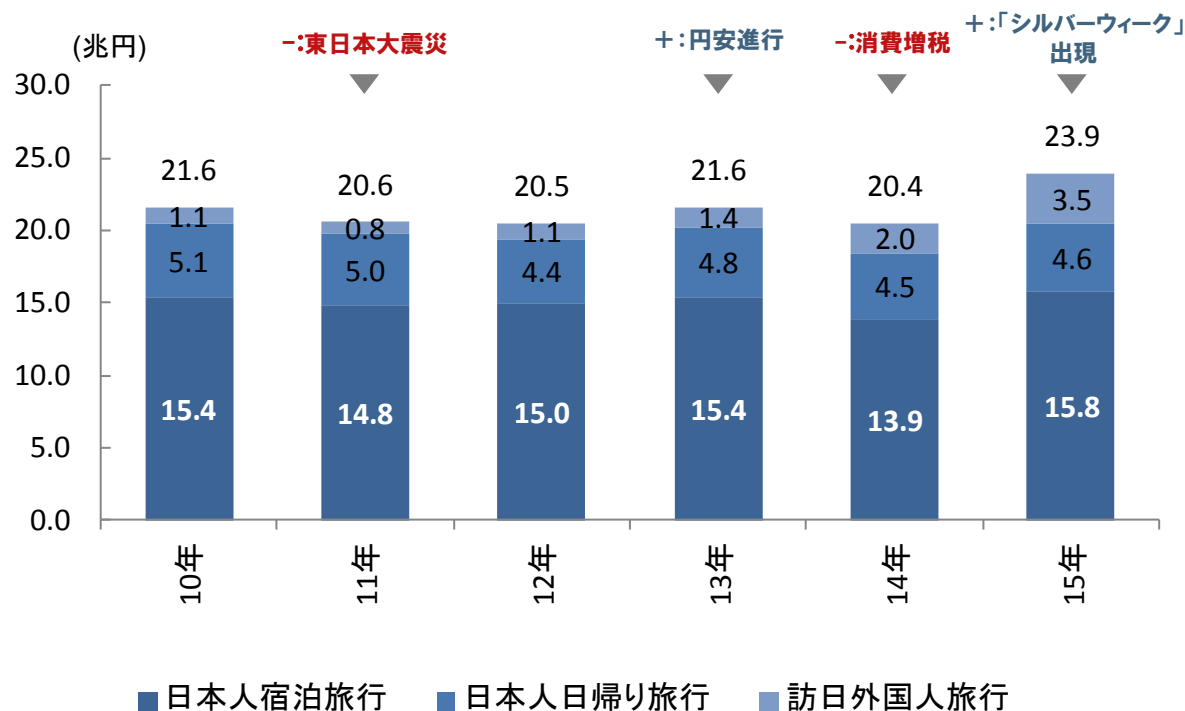
日本の不動産投資市場

- 1 日本の人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本の不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流不動産市場
- 8 ホテル市場**
- 9 不動産投資商品市場

訪日外国人旅行の増加を受け、2015年の国内旅行消費額は直近6年で最も大きかった

■ 2015年の訪日外国人旅行が国内旅行消費額全体に占める割合は約15%。

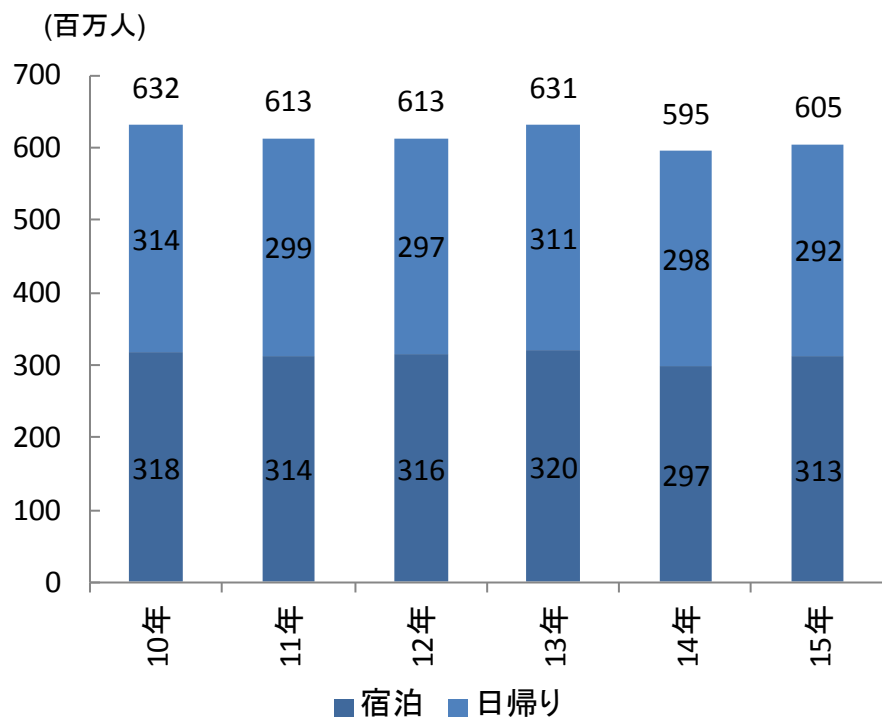
国内旅行消費額の推移



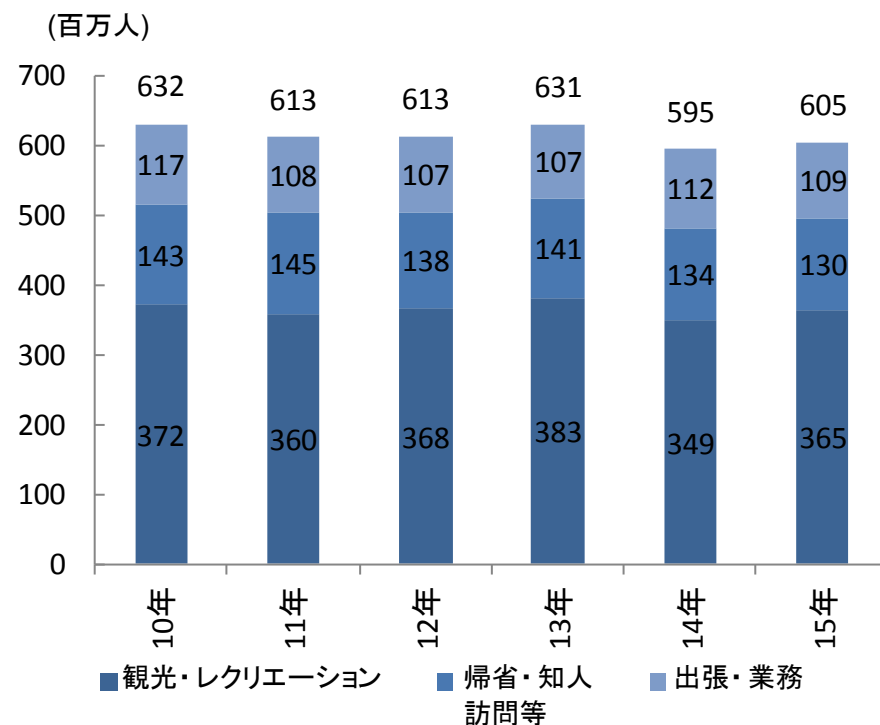
出所: 観光庁「旅行・観光消費動向調査」、「訪日外国人消費動向調査」より野村総合研究所作成

日本在住者の国内旅行者数は横ばいで推移している

国内のべ旅行者数の推移(宿泊/日帰り)



国内のべ旅行者数の推移(訪問目的別)



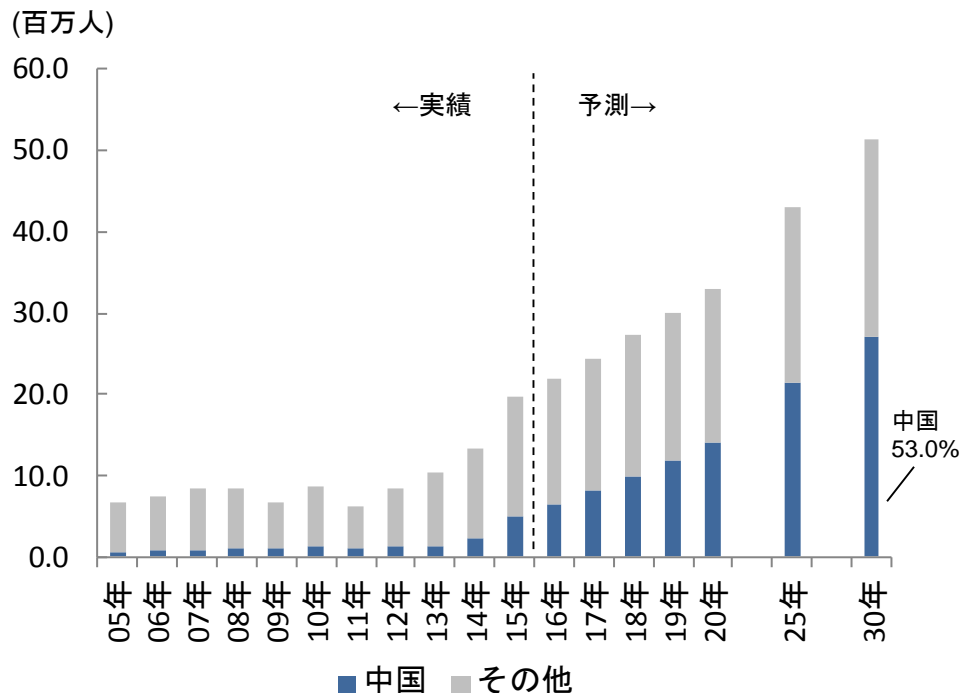
注: 国内のべ旅行者数には訪日外国人を含まない。
出所: 観光庁「旅行・観光消費動向調査」より野村総合研究所作成

宿泊施設市場

一方、訪日外国人数は円安やビザ緩和を受けて急増し、約2,000万人に到達。
NRIの推計では、2030年には約5,000万人まで拡大

■ 発地国別で見ると、2030年には中国の構成比が約53%まで高まると見込まれる。

訪日外国人客数の推移(発地国別・中位シナリオ※)

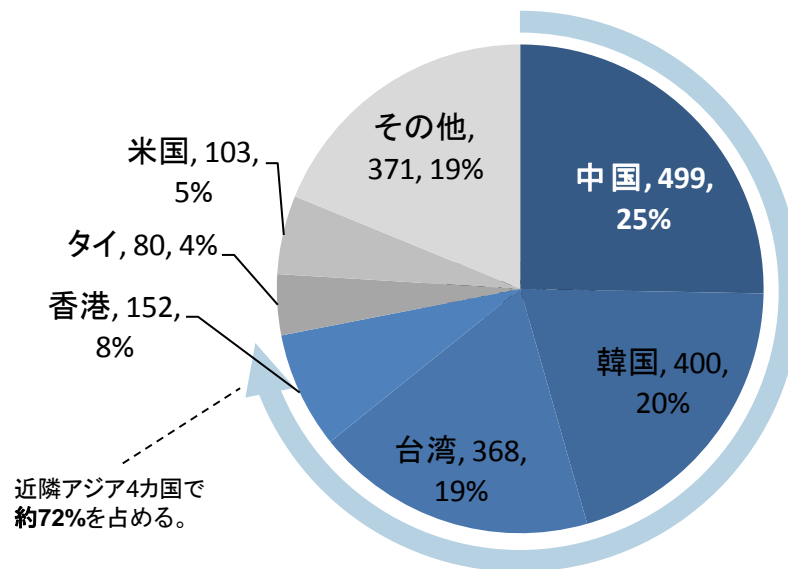


注: 中国経済は恐慌に陥らず安定的に推移。アジア各国の出国者の日本選択率が、ビザ緩和やLCC拡大を受けて現在よりやや向上する前提。

出所: (実績値) 日本政府観光局より野村総合研究所作成
(予測値) UNWTO、UN等各種統計資料より野村総合研究所推計

発地国別訪日外国人客数(2015年)

(万人)



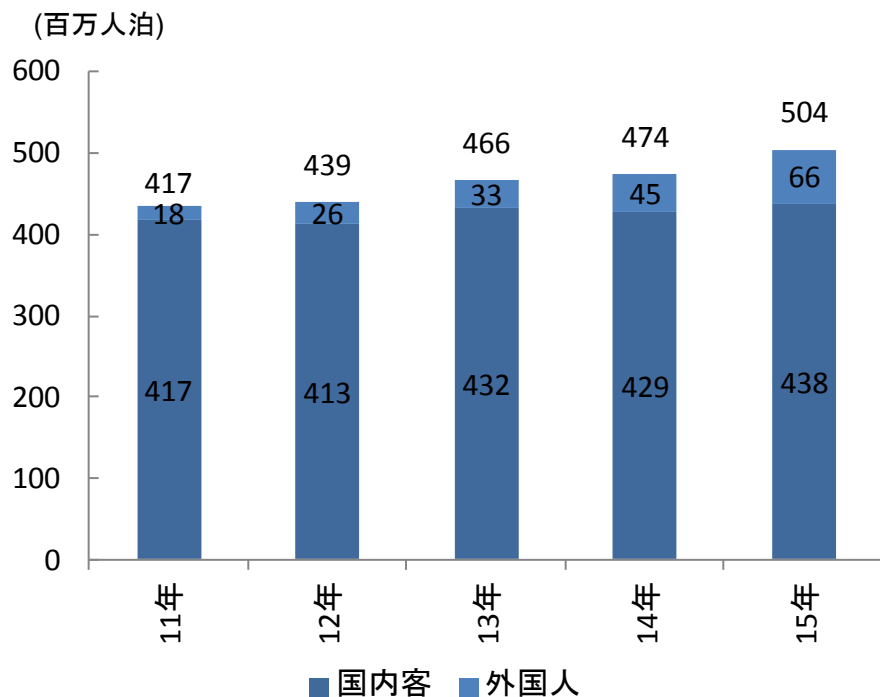
出所: (実績値) 日本政府観光局より野村総合研究所作成

宿泊施設市場

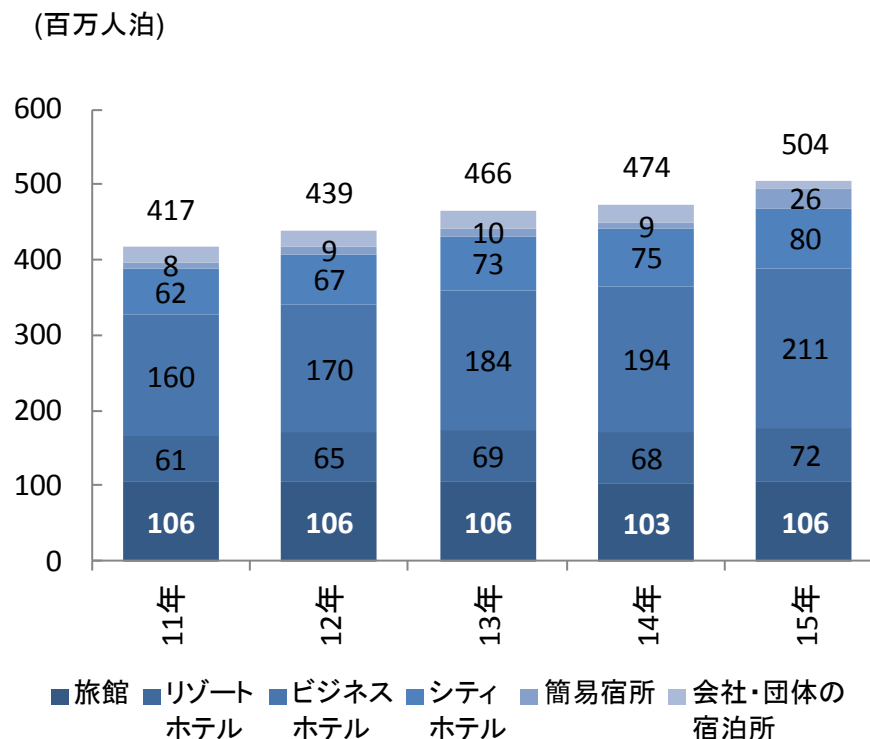
2015年ののべ宿泊数に占める外国人比率は約13%。
訪日外国人の増加を受け、外国人比率は上昇が続く

■ 施設タイプ別にみると、訪日外国人増加などの影響からビジネスホテルの伸びが大きい。

国内のべ宿泊数の推移(国内客/外国人)



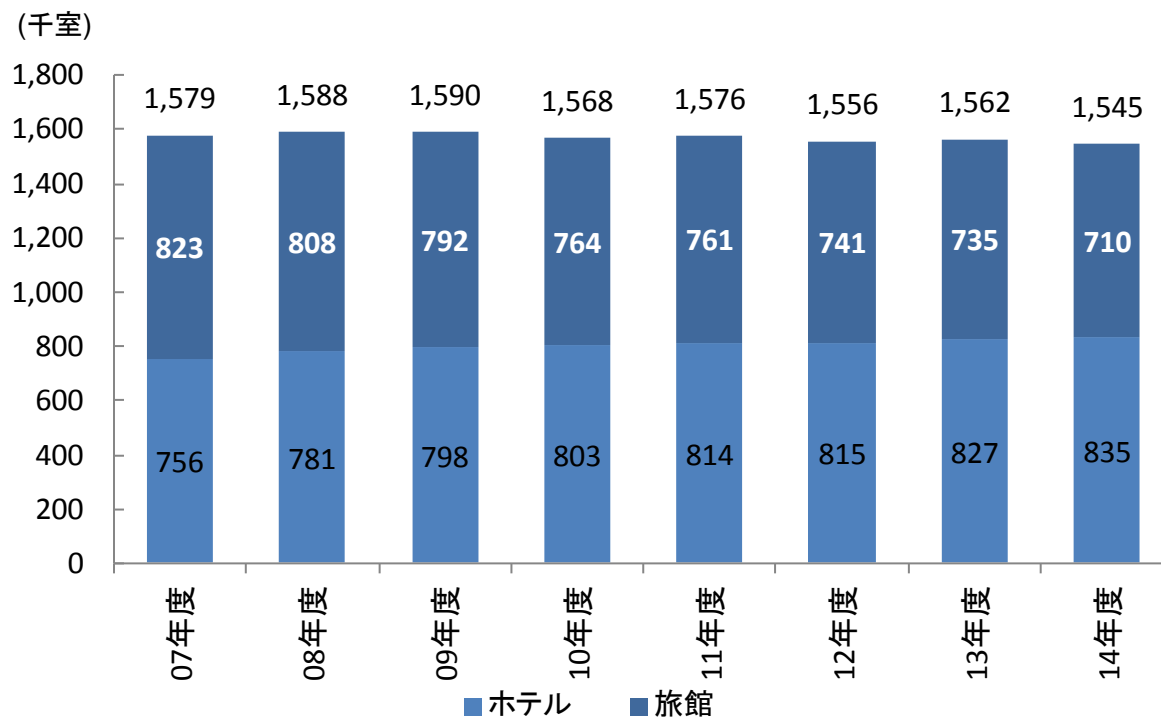
国内のべ宿泊数の推移(宿泊施設タイプ別)



出所: 観光庁「宿泊旅行統計」より野村総合研究所作成

宿泊施設の総数は横ばいだが、内訳をみるとホテルの比率上昇が続いている

宿泊施設客室数の推移

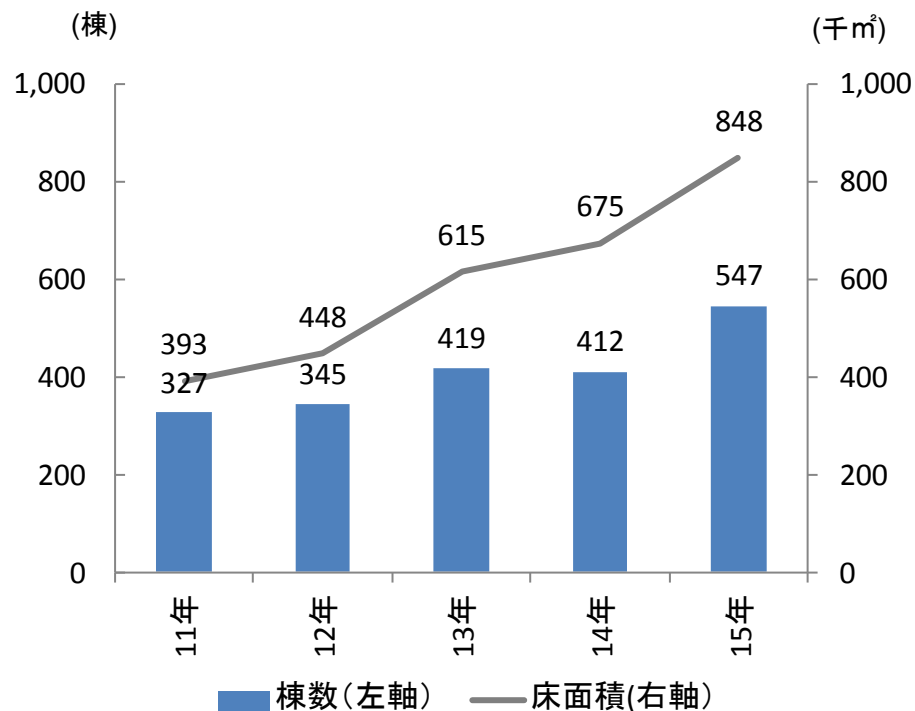


出所：厚生労働省「衛生行政報告例」より野村総合研究所作成

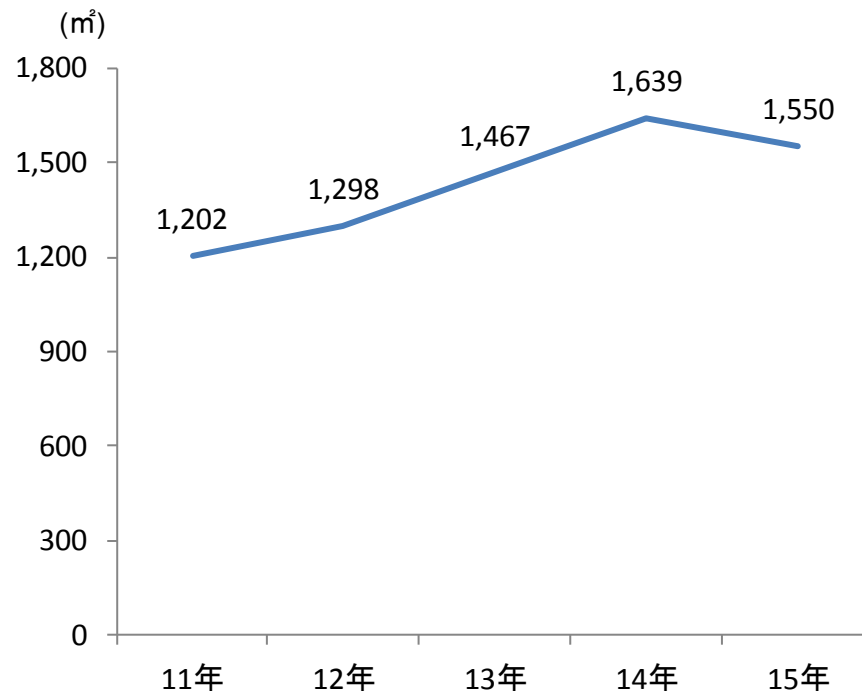
経済環境の安定と宿泊需要の高まりから、宿泊施設の棟数・着工面積ともに拡大

■ 棟当たり床面積は2011年比1.25倍と、大型化が進んでいる。

宿泊施設※着工面積の推移



宿泊施設※1棟当り着工面積の推移



※宿泊施設はホテルを想定し、鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造を対象としている。

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

東京都において今後3年で約1万室の宿泊施設新設が見込まれる

東京都の主な新規ホテル開発計画*

事業者	エリア	開業年	部屋数
APAグループ	新宿	2017	129
	浅草	2017	464
		2017	126
	赤坂	2018	500
	秋葉原	2017	117
	新富町	2017	140
	東新宿	2020	819
	日本橋馬喰町	2018	153
	飯田橋	2017	98
	両国	2019	1,015
	六本木	2019	875
	西新宿	2017	710
京王電鉄	八重洲	2017	170
京急EXイン	羽田	2017	313
京王プレッソイン	京橋	2017	170
	浜松町	2017	約330
ルートインジャパン	蒲田	2017	148
森トラスト	虎ノ門	2019	約200

事業者	エリア	開業年	部屋数
三井不動産	銀座	2017	107
ヒューリック	銀座	2018	約160
阪急阪神ホテルズ	六本木	2017	400
日本エスコン	日本橋	2017	102
		2017	63
テキサス	銀座	2018	105
サンケイビル	京橋	2017	205
アベストコーポレーション	京橋	2017	45
朝日新聞社	銀座	2018	164
JR九州	新橋	2019	267
相鉄フレッサイン	銀座	2017	128
	六本木	2017	205
	錦糸町	2017	292
東急ホテルズ	渋谷	2017	200
ホテル京阪	築地	2018	300
三井不動産	豊洲	2019	200

※ホテル開発計画は、週刊HOTERESが調査し資料を入手した範囲による
出所：週刊HOTERES 2016年6月1週号より野村総合研究所作成

大阪府においても今後3年で4,000室以上の新設が見込まれる

大阪府の主な新規ホテル開発計画※

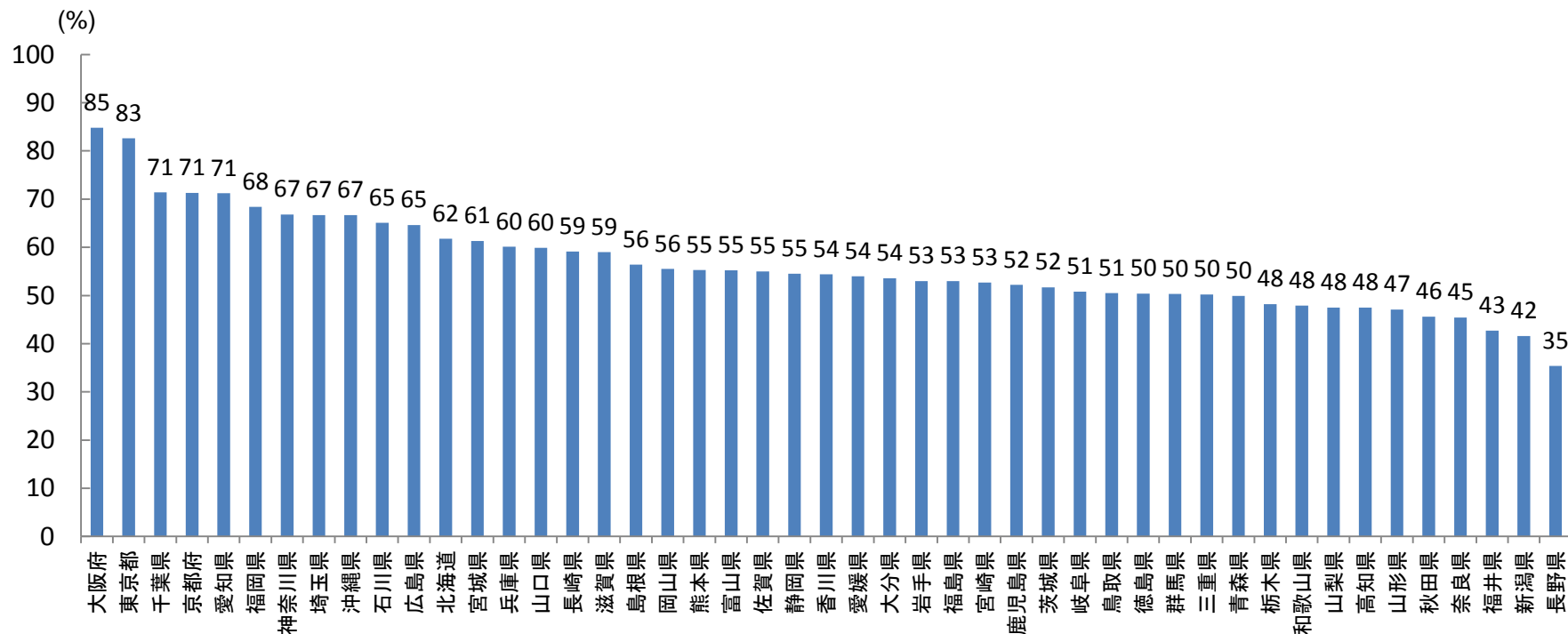
事業者	エリア	開業年	部屋数
カンデオホテルズ	心斎橋	2017	390
	大阪	2017	496
JR西日本ヴィアイン	天王寺	2017	172
	梅田	2017	217
ホテル京阪	北浜	2017	210
ルートイン	和泉	2017	200
京急EXイン	羽田	2017	313
ルートインジャパン	高石	2017	172
ベルコ	難波	2019	150
ベッセルホテル開発	大阪	2017	133
日本エスコ	大阪	2017	96
相鉄イン	大阪	2018	244
アパグループ	大阪	2019	917
	難波	2017	380
朝日新聞社	大阪	2017	164

※ホテル開発計画は、週刊HOTERESが調査し資料を入手した範囲による
出所：週刊HOTERES 2016年6月1週号より野村総合研究所作成

都道府県により客室稼働率の差は大きい

■ 大阪府、東京都のホテル稼働率は約80%まで高まっており、満室の状態が発生している水準。

都道府県別客室稼働率

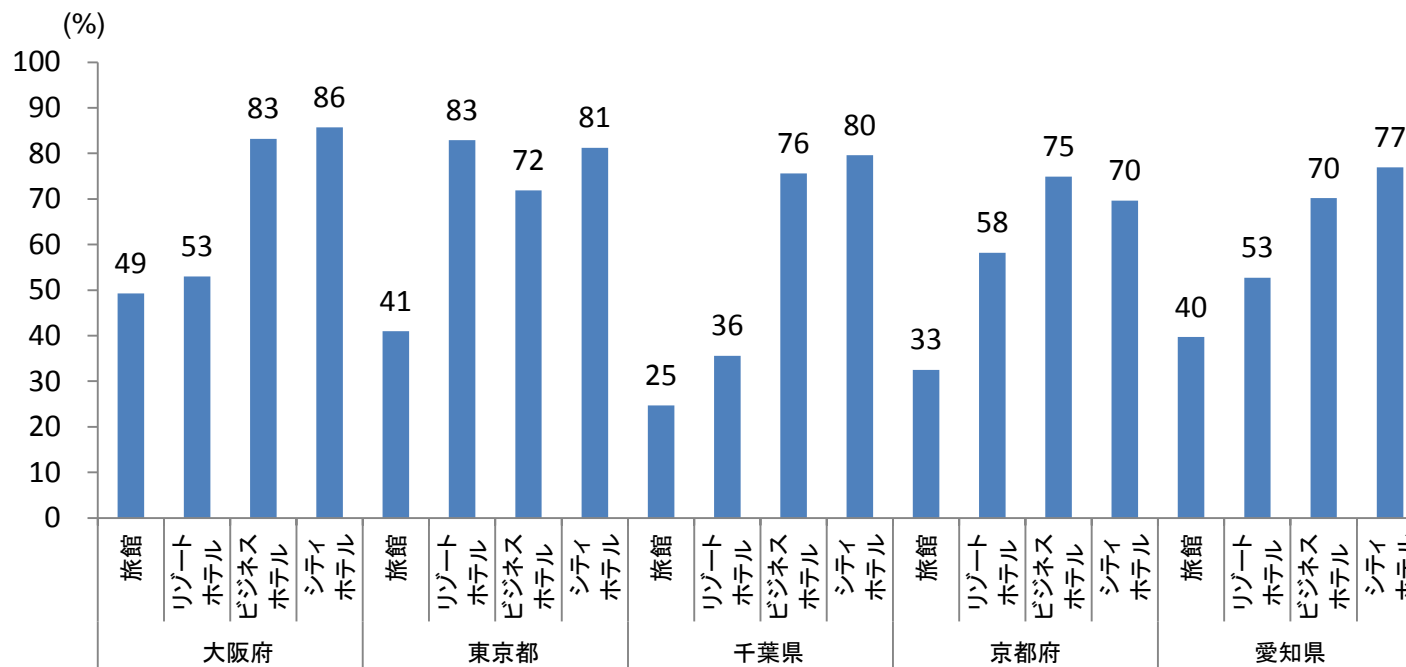


出所：観光庁「宿泊旅行統計」より野村総合研究所作成

宿泊施設市場

上位5都府県について宿泊施設タイプ別に見ると、ホテルの稼働率は70%を超えている。一方で、旅館の稼働率は上位5都府県であっても50%に満たない

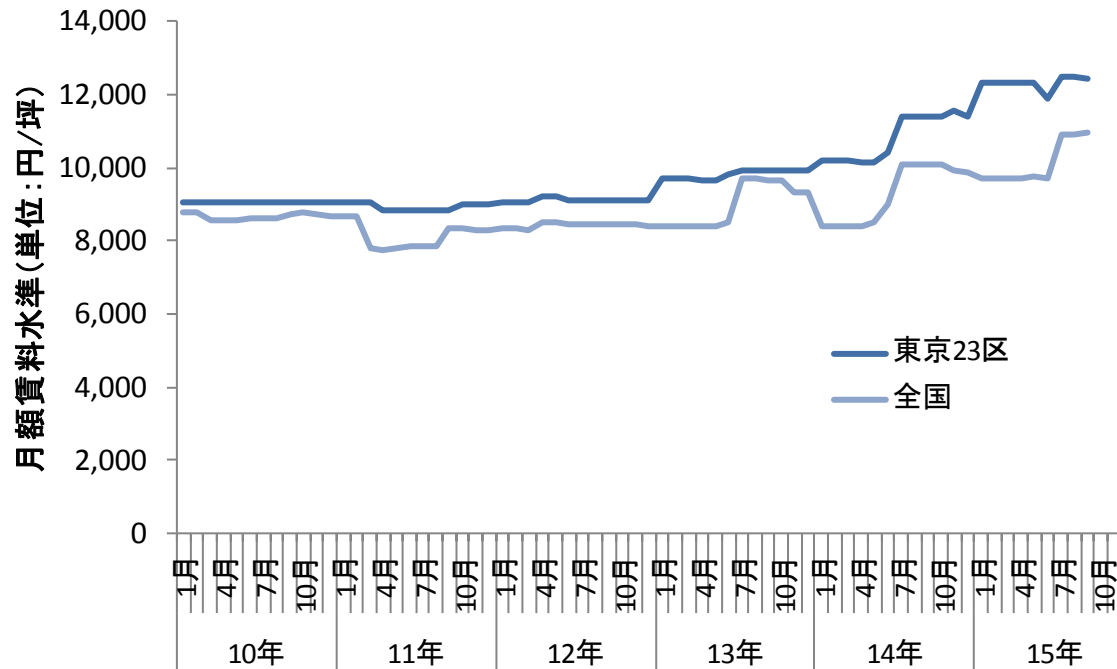
客室稼働率(上位5都道府県・宿泊施設タイプ別)



出所:観光庁「宿泊旅行統計」より野村総合研究所作成

宿泊施設稼働率の高まりを受け、ホテルの収益が拡大している

ホテルREIT賃料の推移



英訳注: 1坪=約3.3㎡

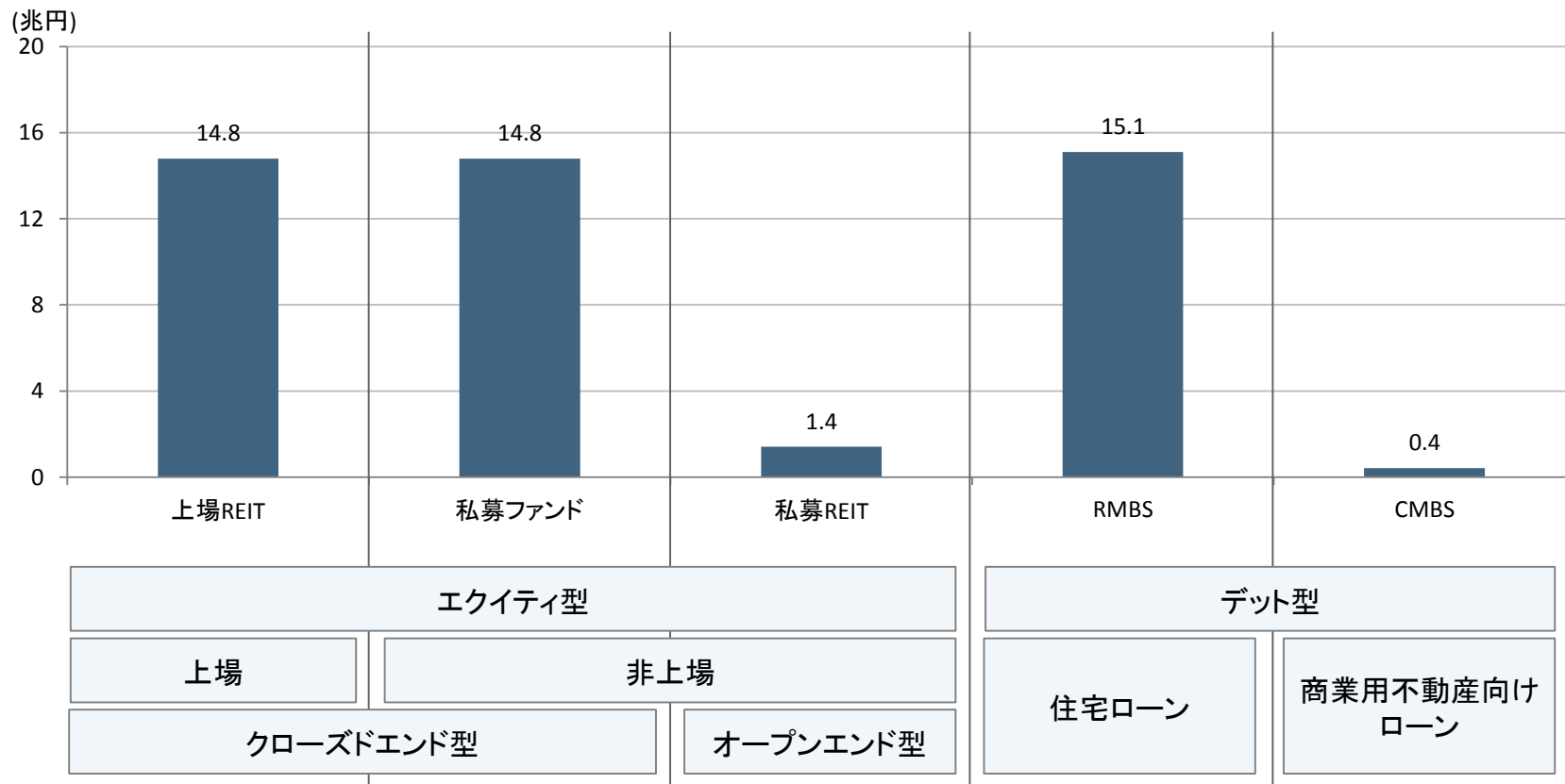
出所: 不動産証券化協会「J-REIT Property Database」より野村総合研究所作成

日本の不動産投資市場

- 1 日本の人口動態
- 2 日本のマクロ経済環境
- 3 日本の不動産投資市場の概況
- 4 オフィス市場
- 5 住宅市場
- 6 商業施設市場
- 7 物流不動産市場
- 8 ホテル市場
- 9 不動産投資商品市場

日本の不動産投資商品の全体像

日本における不動産投資商品の全体像と運用資産額



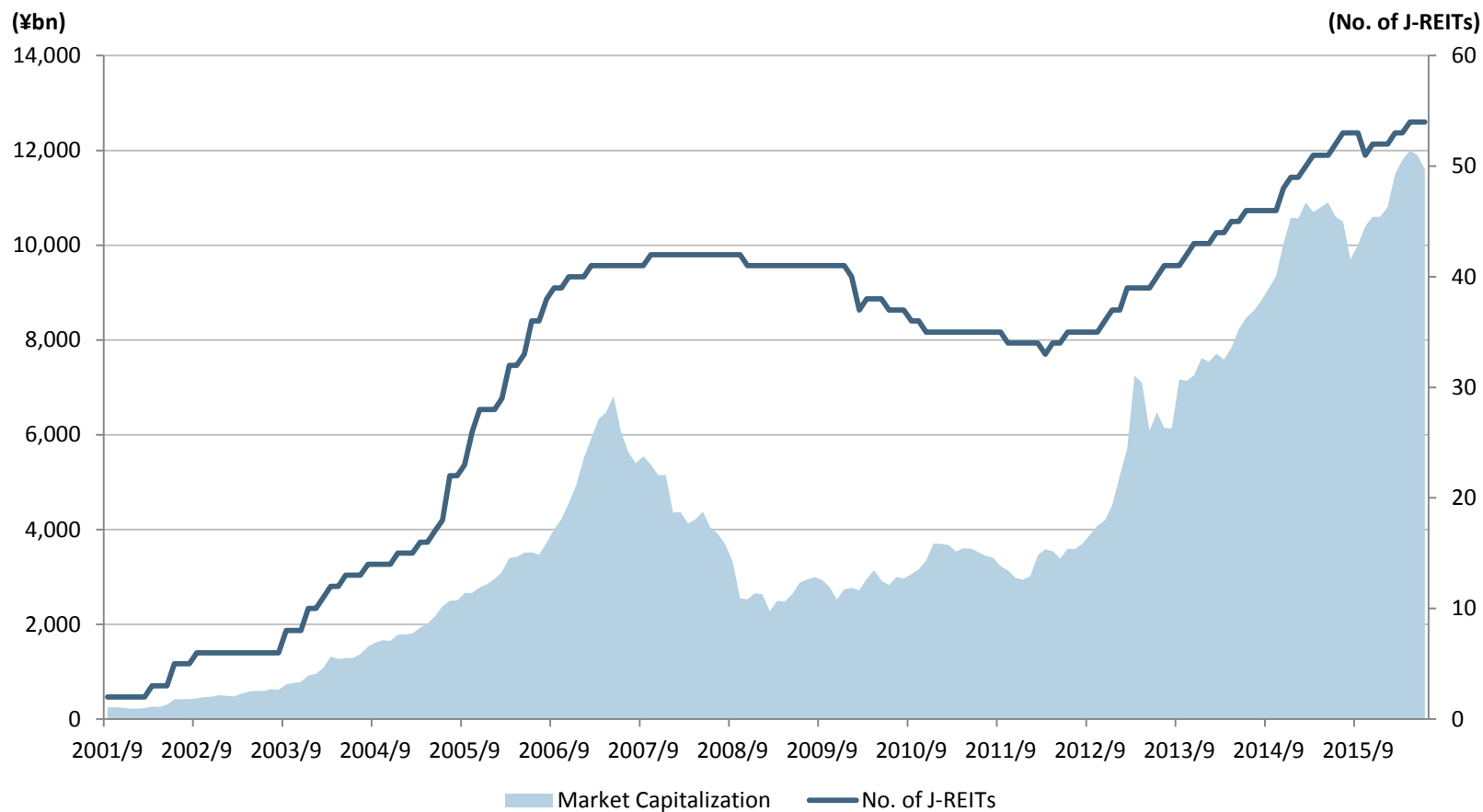
注: 上場REITは2016年7月末、私募ファンド、私募REITは2015年12月末、RMBS/CMBSは2016年3月末の値

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、約12兆円まで拡大した

- J-REIT市場は、2001年9月に2銘柄が上場し、時価総額2,500億円スタートした。
- 2016年7月末では、55銘柄、約12兆円規模になっている。

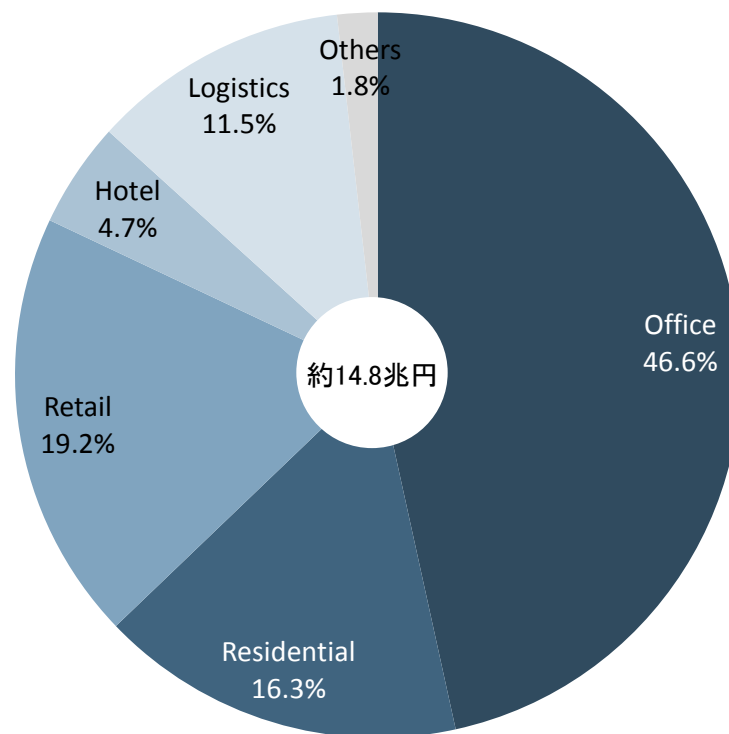
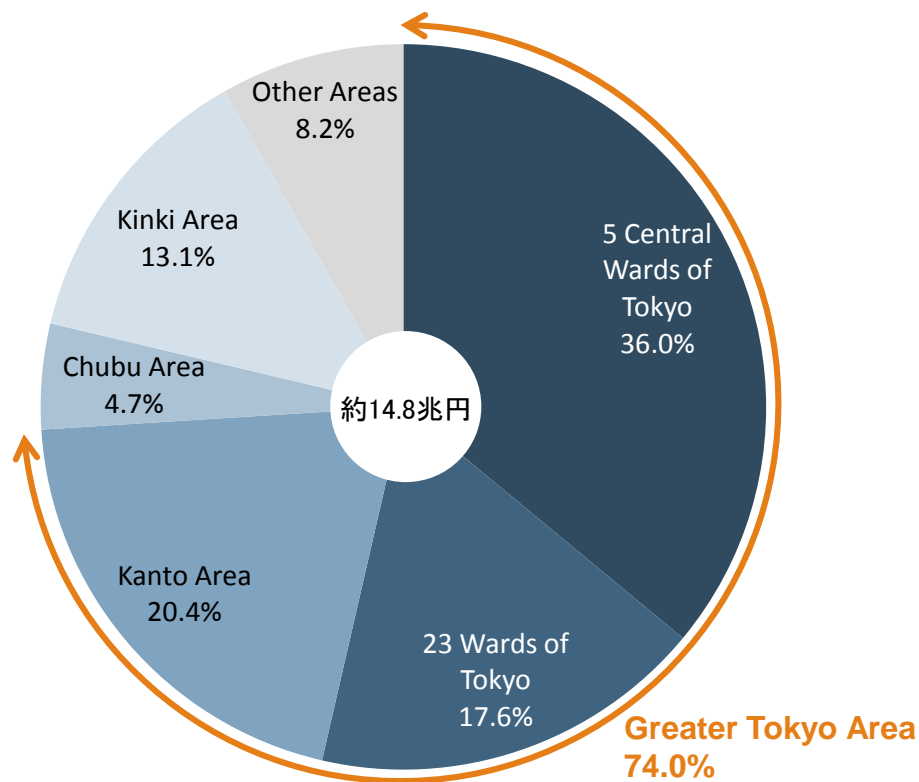
J-REIT市場の時価総額と上場銘柄数の推移



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



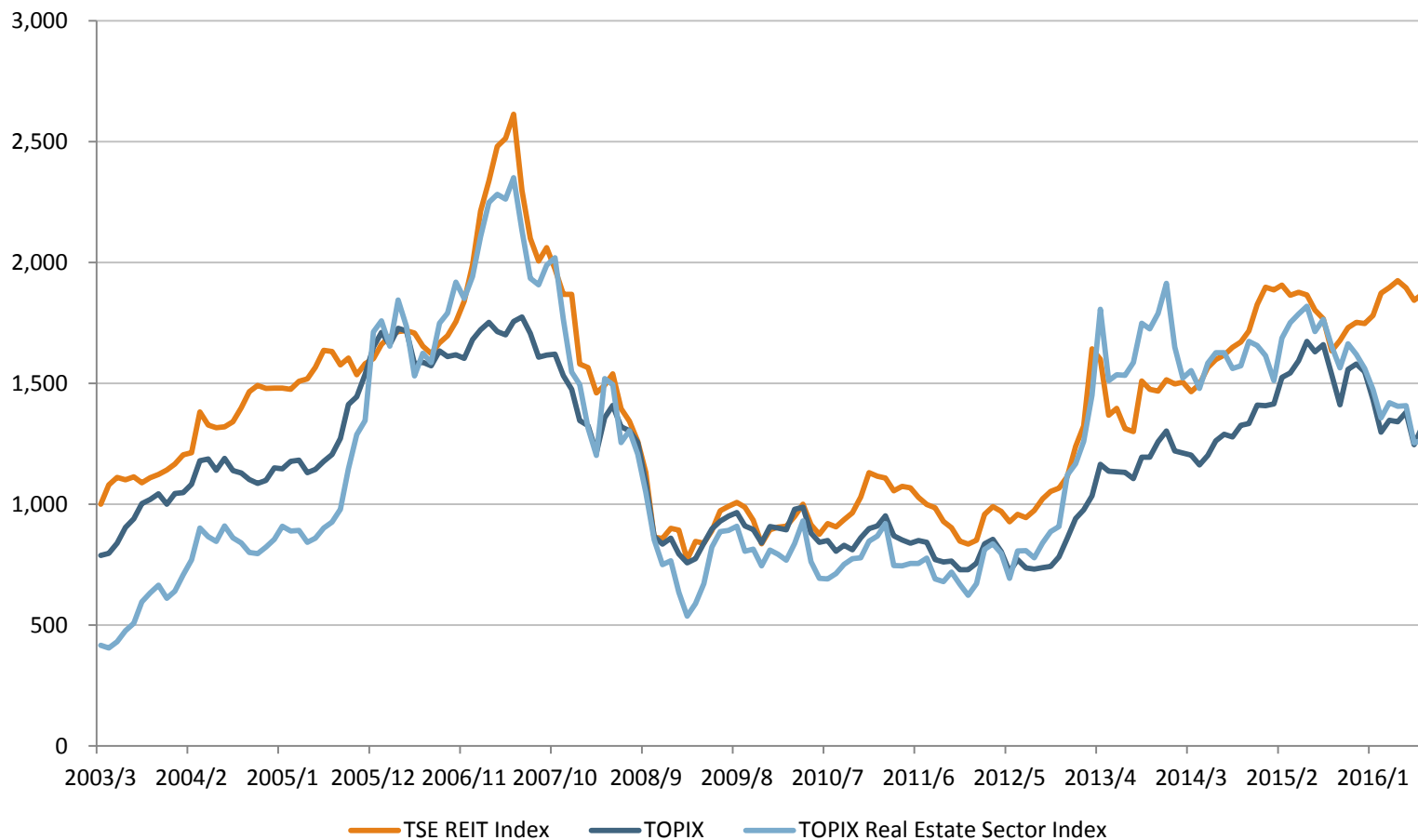
注: 2016年7月末の値

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

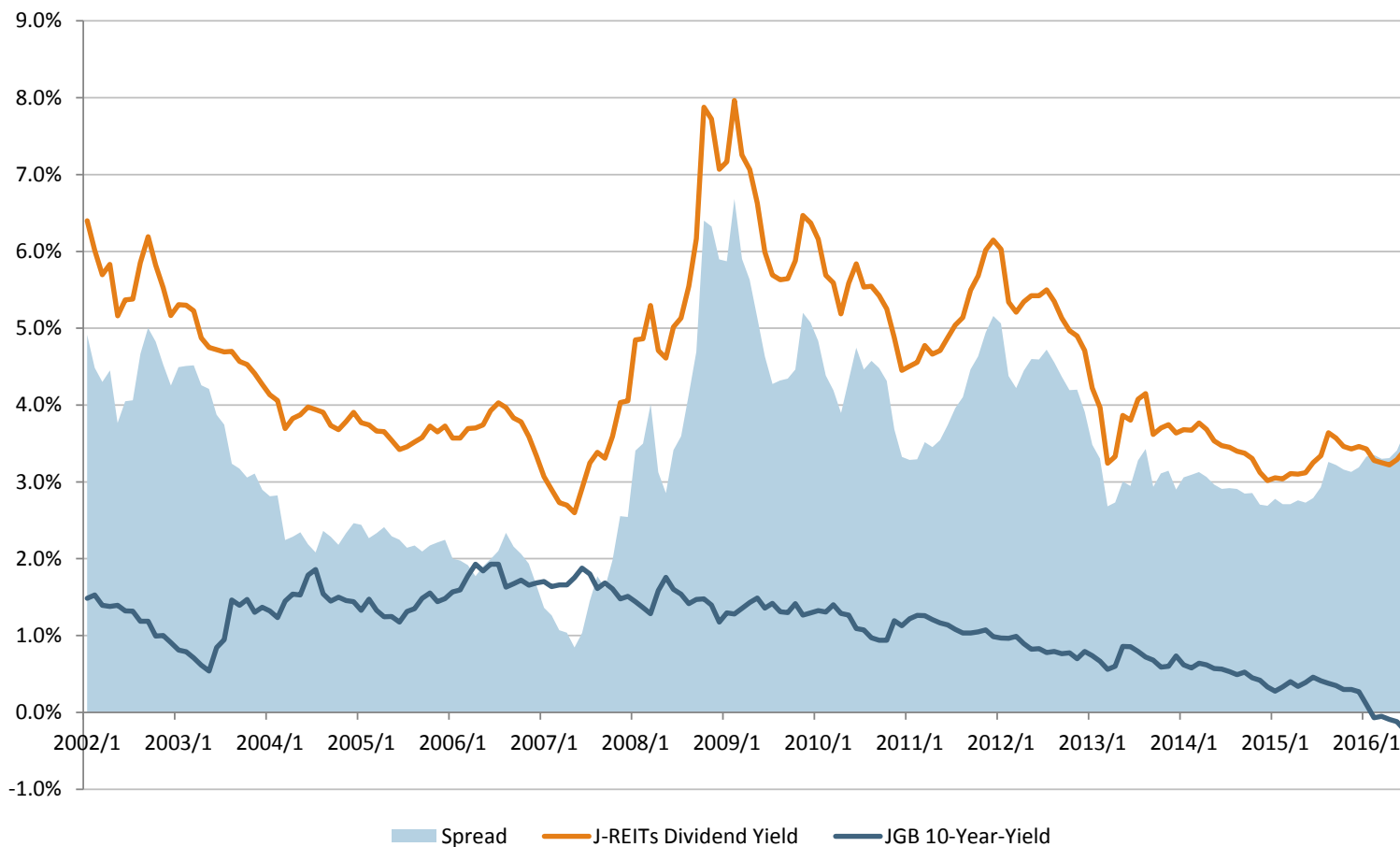


出所: Bloombergより野村総合研究所作成

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%強の水準にある。

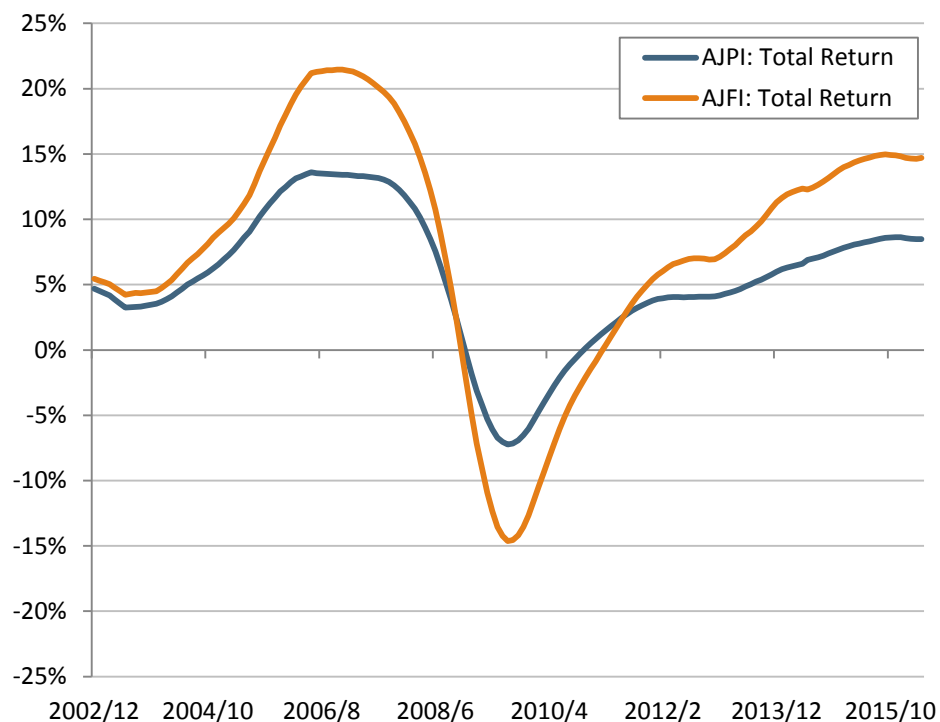
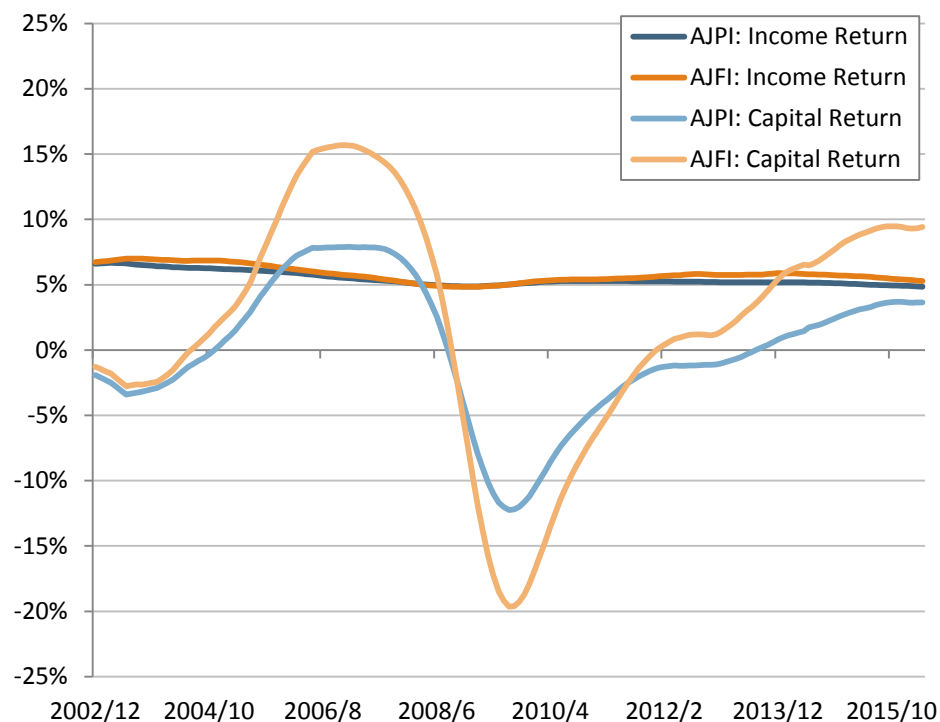
J-REIT配当利回りと日本国債10年物利回りの推移



キャピタル・リターンは堅調に推移している

- 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た後、堅調に推移している

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

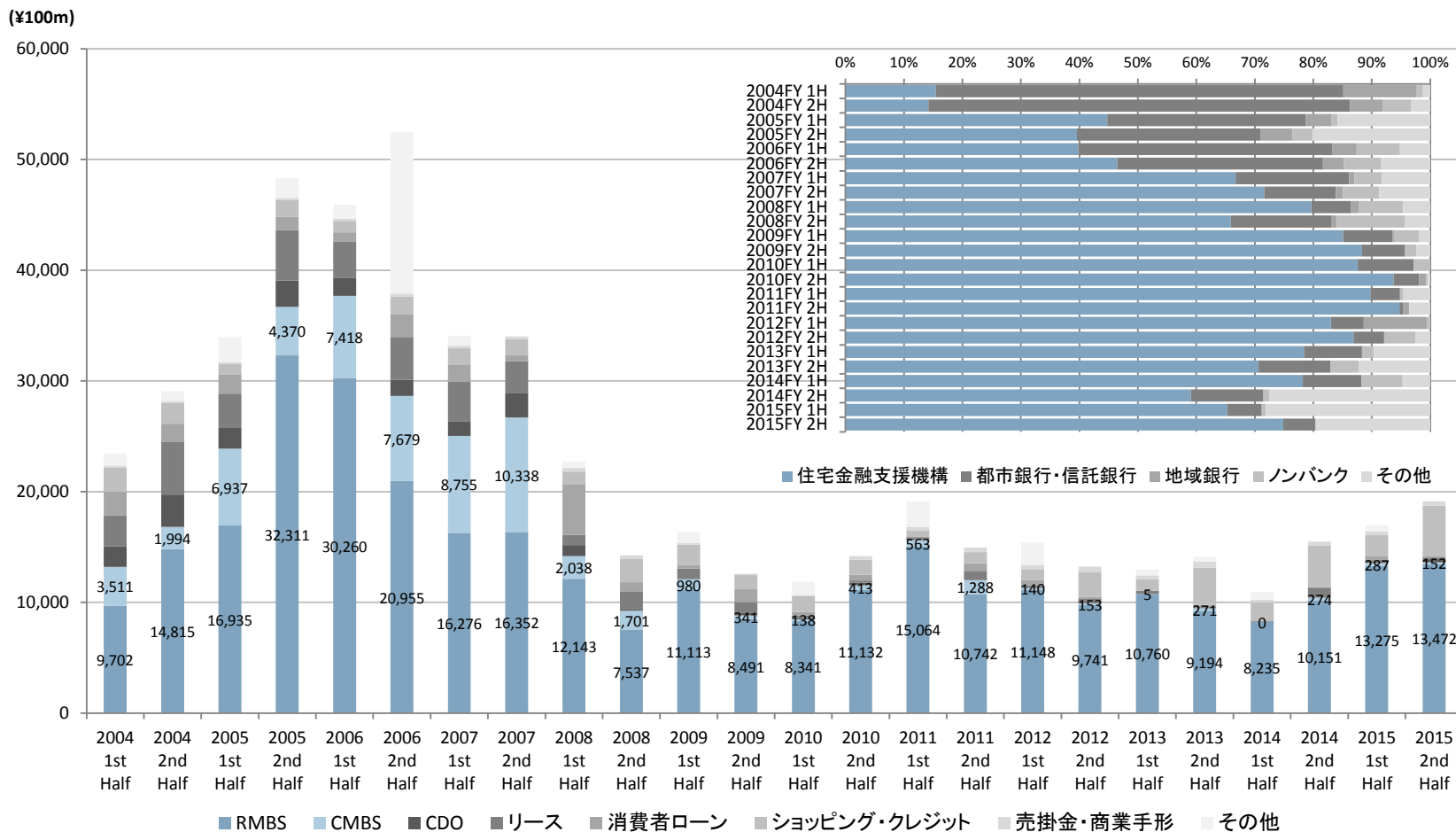


出所: 不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」及び「ARES Japan Fund Index」より野村総合研究所作成

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70%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



大道 亮

Akira DAIDO
主任コンサルタント

- 執筆担当
不動産投資市場の概況、住宅市場、
物流市場
- 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



荒木 康行

Yasuyuki ARAKI
主任コンサルタント

- 執筆担当
マクロ経済環境
- 専門領域
不動産・都市インフラ領域中心の事業
戦略立案・調査研究。特に海外展開に
係る市場調査・戦略立案・進出支援等



亀井 敬太

Keita KAMEI
副主任コンサルタント

- 執筆担当
オフィス市場、商業施設市場、不動
産投資商品市場
- 専門領域
不動産・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



村上 慧悟

Keigo MURAKAMI
コンサルタント

- 執筆担当
ホテル市場
- 専門領域
住宅・不動産・インバウンド領域に
おける事業戦略立案・調査研究



沼田 悠佑

Yusuke NUMATA
コンサルタント

- 執筆担当
人口動態、住宅市場
- 専門領域
不動産・エネルギー分野の事業戦略
立案・調査研究、産業インフラに
関する政策立案支援・効果測定

お問い合わせ先:

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.