

3.0%

プライムオフィスキャップレート\*

年間  
変動今後12か月  
の予測

4.7%

J-REIT NOI 利回り（取得額ベース）\*\*

6.3兆円

不動産取引総額\*\*\*

主な市場指標  
H1 2023

0.4%

10年国債利回り

1.3%

年間実質GDP成長率<sup>1</sup>

4.1%

J-REIT  
配当利回り

16.1%

不動産業向け貸出  
対GDP比率

\* クushman・アンド・ウェイクフィールド

\*\* 各J-REITの直近決算資料

\*\*\* MSCI、日本不動産証券化協会、直近12か月間累計

<sup>1</sup> 2023年実質GDP季節調整済のコンセンサス予想値、暦年、前期比年率換算

出所：財務省、総務省、日本不動産証券化協会、日本銀行

## マクロ環境：インフレ高止まりによるコスト・プッシュ圧力は継続する見通し、一部投資家の資金調達余力も下押しへ

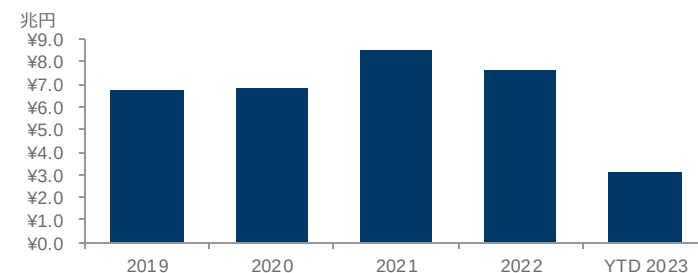
国内景気の動向をみると、年初からの外需の回復やサービス需要の回復が、初春から高まるコストプッシュ圧力や実質賃金の伸び悩み、家計の節約志向などに相殺され、2023年の実質GDPは、暦年換算率1.3%程度、アベノミクス前と同じレベルのプラス成長が予想されている。しかし、世界経済においては、米国FRBの急速な利上げや銀行貸出態度厳格化のアフターショックやユーロ圏の高インフレ継続に伴うECBの高金利政策の長期化が見込まれており、2024年にかけて日米欧の全体では同0.5%までの落ち込みが見込まれている。植田日銀総裁の就任以降も概ね0.4% 近辺で推移する長期金利が、段階的な日銀の金融政策の修正を受けて、中立金利とされる0.8%近辺まで上昇するまでは、円高ドル安傾向に転じることも見込みがたい。主要国中銀の金利政策の格差が意識される中、ドル円相場は当面のハードルとなる150円を意識した円安ドル高傾向が継続。金利上昇懸念の払拭が難しいことから、金利感応度の高いJREITなどについても、NAV 対比（右下図参照）では上値の重い環境が継続するだろう。

## 投資用不動産の年間売買取引高は前年同期比22%の下落、しかしポジティブ・スプレッドの継続と海外投資資金の増加を見込む

2023年上半期までの日本の投資用不動産売買取引高（5億未満の取引を除く、速報値）を総括すると、年間累計約6.3兆円、対前年比で22%減少となった。コロナ前後を通じて年間取引総額（左下図参照）は、総じて安定的に推移してきたが、年初来の金利高騰も相まって大型取引が剥落した影響と考えられる。しかし、国内不動産取引を支える貸出環境をみると、銀行の不動産業向け融資の貸出態度は概ね変わらず。アベノミクス以降漸増してきた総貸出に占める不動産業向け貸出の比率も16.7%に達した。当面の日銀の低金利政策の継続を前提とすると、JREITの新発債調達金利も概ね1.4%以内に収まる公算が大きい。仮にYCC撤廃となり、10年金利1%を前提としても、主要国の中では唯一プラスとなるキャッシュ・オン・キャッシュリターンは維持される蓋然性が高く、売買取引の流動性の観点から大きなサプライズは見込みがたい。

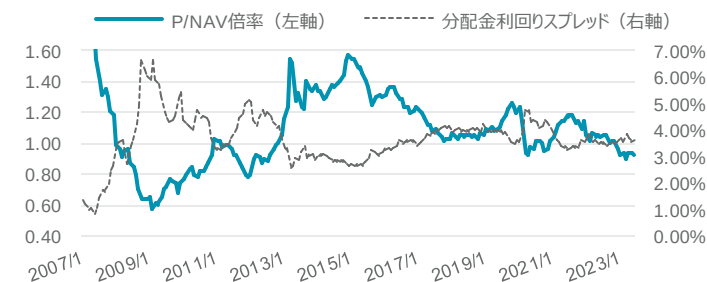
投資家別属性をみると、趨勢的には海外投資家による大型取引が増加傾向。「その他」と区分される小口不動産投資家の増加も相まって、事業会社などの売り需要を求める市場参加者の裾野は広がりつつある。2019年末以降の累計でみると、益出しを目的としたJREITや事業会社の売りを海外投資家や機関投資家が買い支えた（次頁、右上図参照）。セクター別の売買取引動向をみると、オフィスへの投資比率は引き続き高く、全体の43%を占めた。また、インフレ環境下で賃料サイクルが最も短いとされる「ホテルその他」の比率は上昇傾向。店舗の同比率は、都市型店舗の賃料、坪単価回復の遅れを反映し減少。一方、スプレッドの縮小した物流施設への同比率は約16%とほぼ変わらず。景気感応度の低い賃貸住宅では、旺盛な需要に見合った、まとまった取引が減少傾向にあるものの、全体の21%を占めている（次頁、右中図参照）。

## 事業用不動産、売買取引総額の推移（年間）



出所：MSCI、クushman・アンド・ウェイクフィールド

## J-REITのP/NAV倍率の推移（月次）



出所：日本不動産証券化協会、財務省

### 少数の優良資産に大手投資家の資金が集中、資本コストの上昇を受けてビッド・アスク・スプレッドは拡大基調に

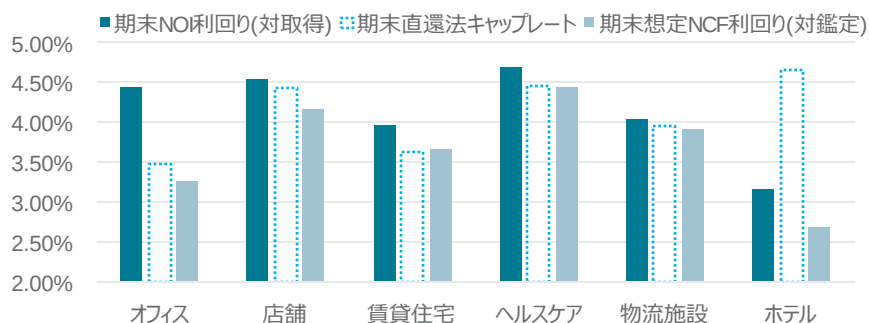
インフレ環境に転じる中でも、国内不動産投資家の期待利回りはほぼ変わらず。リスクプレミアムの高まりを意識した買い手と売り手の価格目線のギャップは拡大基調にある。国内アセットクラス別にキャップレートと利回りの動き（左下表）を比較すると、ビル別パフォーマンスのばらつきが拡大傾向にあるオフィスでは、キャッシュフローベースでの利回りの落ち込みが懸念されるものの、キャップレートは3%台半ばで総じて変わらず。また、業績改善のペースが最も早いホテルでは、鑑定ベースでのキャップレートは4%台後半と高止まりしたままである。さらに、都市別にキャップレートを比較すると、2007年以降の最低水準、ほぼ3%にとどまる東京のプライム・オフィスに対するキャップレートの低さが際立つ。総じてみると、オフィス回帰の進むアジアの都市におけるオフィス投資需要は依然として堅調でキャップレートも低位安定。一方、コロナ後も出社率が6割弱にとどまる北米の都市では、リファイナンスのハードルも相まって、オフィス資産価格は急落。直近のキャップレートはマンハッタンで5.5%、サンフランシスコで4.8%と高止まりしている。

主な国内取引としては、インフレ環境下でのリターン改善が見込まれる大型資産に、海外バリュアード投資家の資金が続々と流入。従来型のホテル事業資産をKKRやベントールグリーンオークが購入。一方、ブラックストーンはコア投資家であるGICなどに物流施設ポートフォリオを売却した。ほか、希少性の高い都心型データセンターを単独テナントであった事業会社が貸主であるJ-REITから2.9%のキャップレートで購入する事例も報告された。

### Outlook

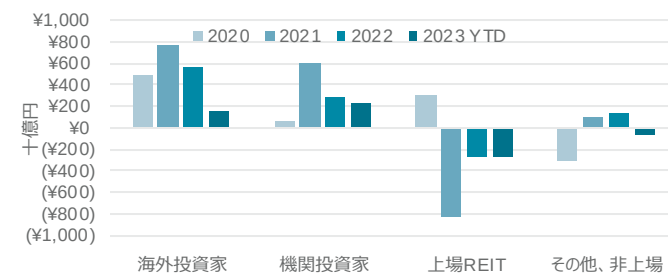
- 今後の12か月間はマクロ環境にフォーカス。インフレが長期化しており、欧米の金融政策変更に対応したシナリオ分析を推奨。日銀の金融政策については、大きな修正余地は見込まれないものの、実質為替相場の下落に伴うリスク・プレミアムの上振れには注意する。
- パフォーマンスのばらつきが際立つオフィス投資においては、都市別、グレード別、築年別にさらにきめ細かな選別を行っていくことを推奨。足許のビッド・アスク・スプレッドの広がりを反映して、国内投資家の売買取引高は伸び悩みを見込む。
- 潤沢な投資待機資金を有するコア投資家においては、都心型物流施設、高価格帯の賃貸住宅を引き続き推奨。
- リスク許容度の高いバリュアード投資家においては、立地条件に優れた底地、業績改善が進む高価格帯のホテルに対する追加投資を推奨。

### アセットクラス別のキャップレート・年間利回りを比較する、直近12か月間



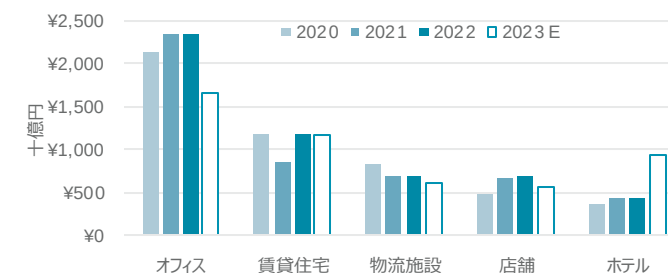
出所：各J-REITの直近決算資料を基に集計。想定NCFはNOIから設備投資の過去7年間平均値を控除したもの

### 投資家属性別、不動産取引ネット売買高の比較（2019年末以降）



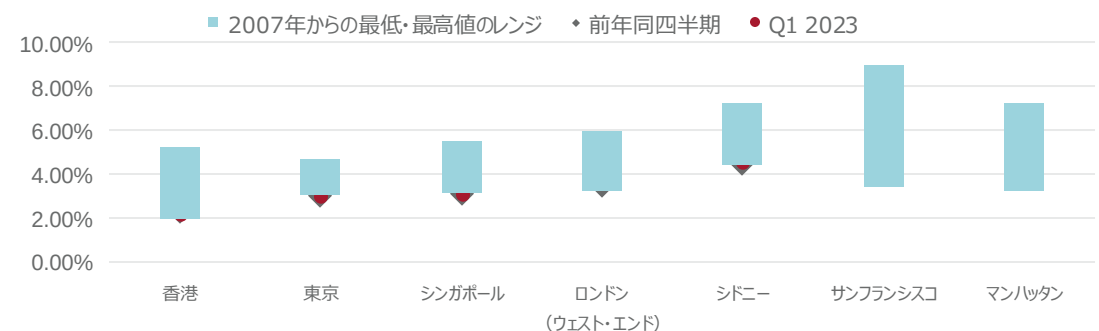
出所：MSCI、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

### 用途別不動産取引総額（開発用地取引は除く）、2019年以降



出所：MSCI、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

### 2007年以降の都市別プライムオフィスキャップレートの推移を比較する



出所：クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

## 用途別売買動向（直近1年間）

| 用途   | 件数  | 総額<br>(十億円) | キャップレート<br>下限-上限 |
|------|-----|-------------|------------------|
| オフィス | 262 | ¥1,856      | 2.0% - 6.3%      |
| 物流施設 | 82  | ¥693        | 2.8% - 5.4%      |
| 賃貸住宅 | 383 | ¥825        | 2.5% - 5.1%      |
| 店舗   | 97  | ¥511        | 3.2% - 5.3%      |

出所：MSCI、2023年6月末付

## 国内運用資産残高

| 用途   | 運用資産残高<br>(十億円) | 前年比<br>純増減 | 過去1年間<br>インカム収益率 | 過去1年間<br>キャピタル収益率 |
|------|-----------------|------------|------------------|-------------------|
| オフィス | ¥12,004         | 6.5%       | 3.9%             | 1.5%              |
| 物流施設 | ¥6,167          | 12.0%      | 4.3%             | 4.0%              |
| 賃貸住宅 | ¥4,944          | 11.5%      | 4.3%             | 3.4%              |
| 店舗   | ¥3,907          | 2.9%       | 4.5%             | -0.9%             |

出所：日本不動産証券化協会（AJPI）、2023年6月末付2022年9月末確定値

## J-REITセクター別の評価益比率

| 用途   | 期末鑑定<br>評価益（対簿価）<br>(十億円) | 簿価に対する比率 |
|------|---------------------------|----------|
| オフィス | ¥1,936                    | 24.7%    |
| 物流施設 | ¥1,250                    | 30.6%    |
| 賃貸住宅 | ¥1,212                    | 35.1%    |
| 店舗   | ¥523                      | 18.2%    |

出所：各J-REITの直近四半期決算資料を基に集計

## 主な売買取引、売買取引金額順（過去6か月間、決裁日ベース）

| 物件名             | 用途       | 買主                    | 売主            | 売買価格<br>(十億円)      | 延床面積<br>(坪)         | 坪単価<br>(百万円) | キャップレート | 都道府県市区町村             |
|-----------------|----------|-----------------------|---------------|--------------------|---------------------|--------------|---------|----------------------|
| 東急プラザ銀座         | 店舗       | 三井住友トラスト・バナソニックファイナンス | 東急不動産         | ¥136.5             | 14,727              | ¥9.3         | -       | 東京都中央区               |
| 物流施設ポートフォリオ（6棟） | 物流施設     | GIC                   | ブラックストーン      | ¥106.2             | —                   | -            | -       | 岩手県、愛知県、茨城県、長野県、福岡県等 |
| 物流施設ポートフォリオ（7棟） | 物流施設     | ガウ・キャピタル・パートナーズ       | ブラックストーン      | ¥80.0              | 76,600 <sup>1</sup> | -            | -       | 千葉県、栃木県、茨城県、神奈川県、埼玉県 |
| 小田急第一生命ビル       | オフィス     | 第一生命保険等が出資する国内法人      | 小田急電鉄         | ¥71.0              | 21,242 <sup>2</sup> | ¥5.3         | -       | 東京都新宿区               |
| 御殿山SHビル         | データ・センター | TIS                   | 積水ハウス・リート投資法人 | ¥70.0              | 5,993               | ¥11.6        | 2.9%    | 東京都品川区               |
| 小田急センチュリービル     | ホテル      | KKR関連のファンドなどが出資するSPC  | 小田急電鉄         | ¥57.0              | 21,632              | ¥2.6         | -       | 東京都新宿区               |
| リーガロイヤルホテル      | ホテル      | ベントール・グリーンオーク         | ロイヤルホテル       | ¥55.0 <sup>3</sup> | 52,898              | ¥1.0         | -       | 大阪府大阪市               |

<sup>1</sup>想定値、<sup>2</sup>取引対象面積、<sup>3</sup>推定

出所：MSCI、日経不動産マーケット情報、各社HP内プレスリリース

## A CUSHMAN &amp; WAKEFIELD RESEARCH PUBLICATION

クushman・アンド・Wakefield（C&W）はニューヨーク取引証券所に上場している世界有数の事業用不動産サービス会社です。世界約60カ国、400拠点に約52,000人の従業員を擁しています。施設管理、売買仲介、鑑定評価、テナントレップ、リーシング、プロジェクト・マネジメントなどのコア・サービス全体で、2022年の売上高は101億ドルを記録しました。受賞歴のある企業文化や、ダイバーシティ、エクイティ&インクルージョン（DEI）、環境、社会、ガバナンス（ESG）へのコミットメントにより、業界内外から高い評価を頂いております。詳しくは、公式ホームページ [www.cushmanwakefield.com/](http://www.cushmanwakefield.com/) にアクセスするか公式ツイッター [@Cushwake](https://twitter.com/Cushwake) をフォロー下さい。

©2023 Cushman & Wakefield. All rights reserved. The information contained within this report is gathered from multiple sources believed to be reliable. The information may contain errors or omissions and is presented without any warranty or representations as to its accuracy.

cushmanwakefield.com

## 丸山 展弘

ヘッド・オブ・インベストメントセールス

+81 (0)3 6634 0021

[nobuhiro.maruyama@cushwake.com](mailto:nobuhiro.maruyama@cushwake.com)

## 熊谷 真理

ヘッド・オブ・リサーチ&amp;コンサルティング

+81 (0)3 6625 8323

[mari.kumagai@cushwake.com](mailto:mari.kumagai@cushwake.com)