

不動産投資市場 2023年下半年期

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

0.91倍

J-REIT P/NAV 倍率** (鑑定ベース)

8.0兆円

不動産取引総額***

* クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

** 不動産証券化協会 (ARES)

*** MSCI, ARES、2023年11月末までの12か月間累計

主な市場指標
H2 2023

0.6%

10年国債利回り

年間
変動今後12か月
の予測

1.6%

年間実質GDP成長率¹

4.3%

J-REIT 平均分配金
利回り

16.5%

不動産業向け貸出
対GDP比率²

出所：財務省、総務省、アイビー総研、日本銀行

¹ 実質GDP季節調整済のコンセンサス予想値、暦年、前年比年率換算² 2023年9月末時点の不動産業向け貸出残高を2023年第3四半期の
季節調整済名目GDPで除した値³ みずほリサーチ&テクノロジーズ⁴ 5億未満の取引を除く、速報値

マクロ環境：内外金利が反転していく中でも、国内投資家においては良好な融資環境が継続する見通し

国内景気の動向をみると、2023年の実質GDPは暦年換算率1.6%¹程度と緩やかな景気回復となったものの、2024年は内外リバウンド需要の一巡や海外経済減速等により、1.0%¹程度へ減速する見通し。海外においても、欧米の高金利政策の長期化による総需要の下押しなどにより、2024年にかけて日米欧全体では同0.9%³まで同様に減速する見通し。先物市場のプライシングに基づけば、米国の政策金利の引き下げのタイミングや次回の春闘での賃上げ率の度合いを踏まえ、3月以降を目途とした日銀のマイナス金利政策解除が織り込まれていることが示唆されている。このように主要国中銀の政策金利格差が意識される中、為替動向をみると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する見通し。また、円安の長期化からも、さらなる輸入材のコスト高に伴うインフレの継続が見込まれていることにも留意したい。

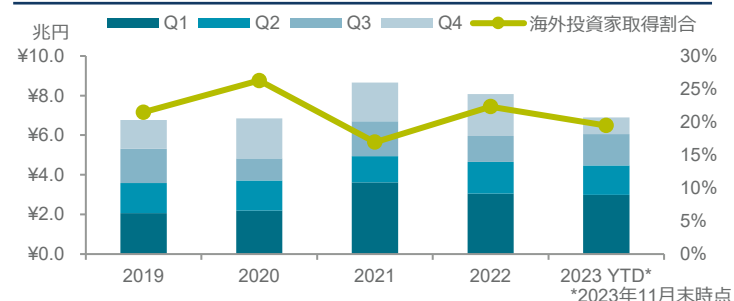
次に、長期金利の動向をみると、マイナス金利政策解除の思惑から中立金利0.8%を超え0.95%まで上昇する局面もあったものの、年末には0.6%まで低下。先物市場のプライシングに基づけば、2024年内は緩やかに1%を目指していく展開が織り込まれている。金利上昇懸念にも関わらず、国内の融資動向（次頁、右下図参照）をみると、不動産業向け貸出は名目GDP対比で16.5%と増加基調を維持。不動産業以外での資金需要がそれほど強くないことも相まって、銀行の不動産業向けの貸出態度判断DIにはほぼ変化は見込まれていない。

売買取引：新たな国内投資家層にけん引されて、投資用不動産の年間売買取引高は前年同期比2.8%の微増

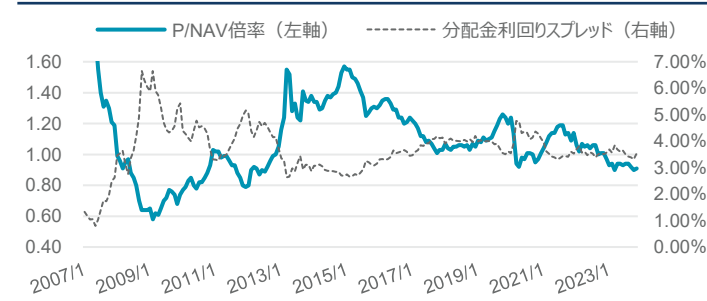
足許の投資用不動産売買取引高⁴を総括すると、過去12か月累計約8.0兆円、対前年同期間対比で2.8%の微増となった。これまで買い遅れてきた事業会社や国内投資家の買い需要が引き続き旺盛であることもあり、年間取引総額（左下図参照）は、安定的に推移。今後の長期金利1%への上昇を前提としても、主要国の中では唯一プラスとなるキャッシュ・オン・キャッシュリターンは堅持される見通しであり、大きなサプライズは見込みがたい。

投資家別属性別にみると、機関投資家が引き続きネットの買い越し。これまで市場を牽引してきた海外投資家は、資金調達コストがほぼ倍増したこともあり売却が急増、ネットの年間売買高は約29億円と減速した。一方、REITや非上場会社は売り越しを継続。J-REITの平均負債調達年限は約4年、平均負債調達金利が0.6%近辺と負債コストは低位安定しており、含み益も十分にあるものの、NAV 対比（右下図参照）では上値の重い環境が継続している。景気感応度の高いセクター別に取引動向をみると、オフィスへの調査対象セクター合計に対する比率では2020年の42%から32%に大きく減少。立地条件やアセット・クオリティーに基づいた投資家の選別志向は強まっており、成約取引のプライシング・レンジも拡大傾向にある。ホテルへの同投資比率は前年比倍増しており、売買価格も相応に回復したことから、年末にかけてビッド・アスク・スプレッドは拡大傾向。一方、ファンダメンタル対比で割安であった店舗の同比率は上昇傾向にある。景気感応度の低いセクター別にみると、物流施設への同比率は約20%とほぼ変わらず。賃貸住宅では、買い手の大型取引などに対するリスク回避志向が高まる一方で、売り手は強気な姿勢を崩していないことあり、価格目線がかみ合わず全体の16%へ低下した（次頁、右中図参照）。

事業用不動産、売買取引総額の推移（年間）



J-REITのP/NAV倍率の推移（月次）



不動産投資市場 2023年下半年期

プライシング：幅広い投資家層から投資資金の純流入が継続し、期待利回りはほぼ変わらず

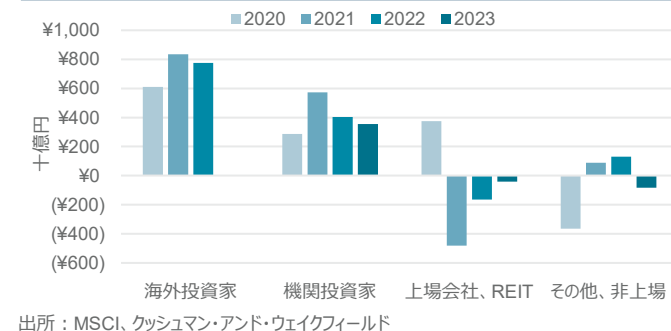
世界有数の潤沢な流動性を保つ日本市場では金利とキャップレートの連動は総じて低い。金利の緩やかな上昇局面でも、不動産投資市場への資金流入は継続。収益不動産資産の規模も過去5年平均年率5%前後、で拡大、証券化対象不動産総額も年末には50兆円に達する見通し。資産別の収益状況を概観すると、賃貸ファンダメンタルが堅調な郊外型商業を中心に安定したインカムリターンは健在（下左図参照）。景気感応度の低い賃貸住宅や物流施設であればキャピタルリターンも期待できるため、国内不動産投資家の期待利回りはほぼ変わらず。都心オフィスの取得キャップレートでは2%前半も散見された。しかし、個別資産のリスクプレミアムは上昇傾向、資産クラス別キャップレートの上限は上振れしていることには留意したい。

2023年下半年期の主な大型取引を総括すると、立地条件が優れた物件の自社使用や再開発を前提とした国内事業会社の買い意欲が旺盛であった。ヨドバシカメラやエディオンは駅前店舗資産を購入。ネット販売との親和性が高い電化製品については、コスト優位性に劣るロードサイド出店の限界が指摘されており、立地条件に優れたフラッグシップ型の駅前店舗にはかなり強気な買い需要も散見されている。ほか、ホテル資産については、価格支配力に優れた外資系オペレーターへの委託を前提としたポートフォリオの売買が報告された。前述の店舗資産をエディオンに売却したメーブルツリーインベストメントは大阪のデータセンターを購入。開発を前提とした三井不動産は電力供給余力の残る東京郊外のデータセンター（底地）を購入した。

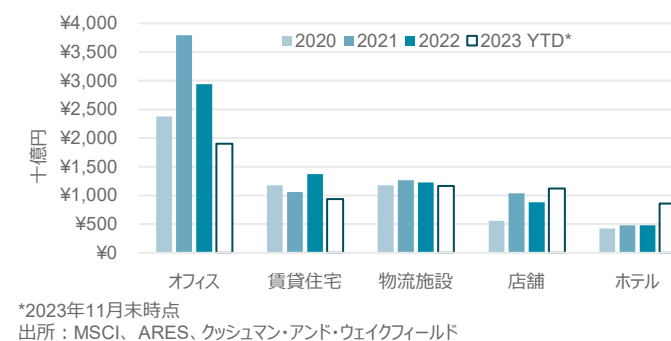
Outlook

- 今後の12か月間はマクロ環境にフォーカス。予想以上に好調な米国経済、リスクの高まる欧州経済の金融政策変更に備えたシナリオ分析を推奨。日銀の金融政策に大きな修正余地は見込まれないものの、実質為替相場下落に伴うリスク・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ー・アッド投資家においては、立地条件に優れた底地、ハイブリッド型住宅、電力供給余力のある九州などの地方データセンターに対する中長期投資を推奨。

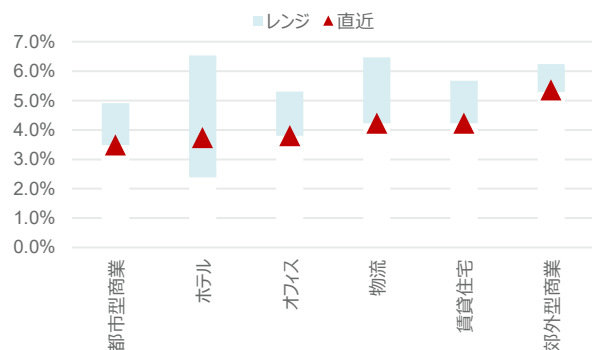
投資家属性別、不動産取引ネット売買高の比較



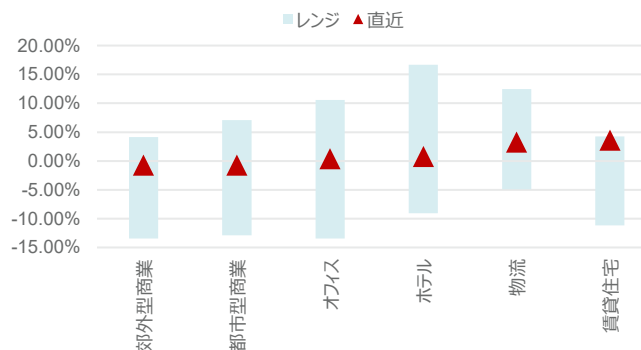
用途別不動産取引総額（開発用地取引は除く）



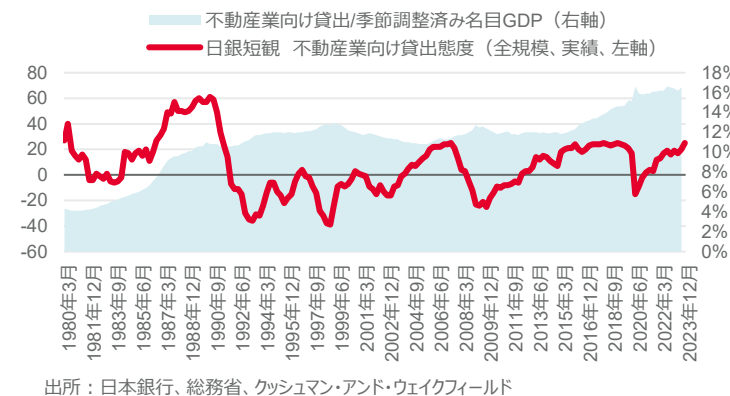
セクター別：インカム年次収益率ランキング（2007年7月以降）



セクター別：キャピタル年次収益率ランキング（2007年7月以降）



金融機関の貸し出し態度：日銀短観



不動産投資市場 2023年下半期

用途別売買動向（直近1年間）

用途	件数	総額 (十億円)	キャップレート 下限-上限
オフィス	280	¥2,540	2.0% - 6.3%
物流施設	108	¥1,405	3.7% - 8.3%
店舗	149	¥1,166	2.8% - 6.7%
共同住宅	403	¥1,003	2.4% - 5.9%

出所：MSCI、ARES、2023年11月30日付

国内運用資産残高

用途	運用資産残高 (十億円)	前年比 純増減	過去1年間 インカム収益率	過去1年間 キャピタル収益率
オフィス	¥12,176	3.4%	3.8%	0.4%
倉庫、物流施設	¥6,384	10.5%	4.2%	3.3%
住宅	¥5,101	10.2%	4.2%	3.6%
店舗	¥3,944	1.8%	4.5%	-0.8%

出所：ARES（AJPI）、2023年12月26日付2023年3月まで確定値

J-REITセクター別の評価益比率

用途	期末鑑定 評価益（対簿価） (十億円)	簿価に対する比率
オフィス	¥1,832	23.5%
倉庫、物流施設	¥1,355	31.7%
住宅	¥1,168	36.0%
店舗	¥527	19.3%

出所：各J-REITの直近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 (十億円)	延床面積 (坪)	坪単価 (百万円)	キャップレート	都道府県市区町村
そごう・西武の土地、建物の一部	店舗	ヨドバシホールディングス	フォートレス・インベストメント・マネジメント	¥300.0 ¹	—	-	-	東京都、千葉県
ホテルポートフォリオ（27棟）	ホテル	SCキャピタル・パートナーズ (ジャパンホテルリート投資法人)	大和ハウス工業	¥120.0	—	-	-	北海道、福島県、長野県、京都府、沖縄県等
エディオンなんば本店	店舗	エディオン	メーブルツリー・インベストメンツ	¥54.0	6,950	¥7.7	-	大阪府大阪市
OS-318	データ・センター	メーブルツリー・インベストメンツ	スカイデベロップメント	¥52.0	3,801	¥13.7	4.0%	大阪府大阪市
日野自動車工場用地の一部	土地（データ・センター）	三井不動産	日野自動車	¥50.0	34,485 ²	¥1.4	-	東京都日野市
三光起業白金寮	住宅	大京	シティ・デベロップメント	¥50.0	5,086 ²	¥9.8	-	東京都港区
共同住宅ポートフォリオ（25棟）	共同住宅	シティ・デベロップメント	ベントール・グリーンオーク	¥35.0	9,118	¥3.8	-	東京都港区、品川区、千代田区、中央区等

¹そごう・西武子会社の株式等を合わせ3,000億円弱、²土地面積

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

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 0021nobuhiro.maruyama@cushwake.com

熊谷 真理

ヘッド・オブ・リサーチ & コンサルティング
+81 (0)3 6625 8323mari.kumagai@cushwake.com

A CUSHMAN & WAKEFIELD RESEARCH PUBLICATION

クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド（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/ 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