

不動産投資市場 2024年上半期

年間変動 今後12か月の予測

3.0%

プライムオフィスキャップレート\*

0.87倍

J-REIT P/NAV 倍率\*\* (鑑定ベース)

8.0兆円

不動産取引総額\*\*\*

\* 取引利回り、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド  
 \*\* SMBC日興証券  
 \*\*\* MSCI、ARES、2024年5月末までの12か月間累計

主な市場指標  
H1 2024

年間変動 今後12か月の予測

1.1%

10年国債利回り

2.2%

第2四半期  
実質GDP成長率<sup>1</sup>

4.7%

J-REIT  
平均分配金利回り

16.7%

不動産業向け貸出  
対GDP比率<sup>2</sup>

出所：財務省、日本経済研究センター、アイビー総研、日本銀行

<sup>1</sup> 実質GDP季節調整済のコンセンサス予想値、前期比年率換算  
<sup>2</sup> 2024年3月末時点の不動産業向け貸出残高を2024年第1四半期の季節調整済み名目GDPで除した値  
<sup>3</sup> みずほリサーチ&テクノロジーズ  
<sup>4</sup> 各社公表資料等

マクロ環境：円安ドル高の進展により政策金利引き上げへの圧力は増大、負債調達金利は緩やかな上昇へ

国内景気の動向をみると、実質GDP成長率は2024年第2四半期に暦年換算で2.2%<sup>1</sup>と見通されているが、2024年通年では令和6年能登半島地震や一部自動車メーカーの生産停止に加え、海外経済減速等により、マイナス0.3%<sup>3</sup>程度となる見通し。海外では、欧州でインフレ鈍化と利下げが進む一方、米国は高金利政策の影響が残り総需要が下押しされ、2024年は日米欧全体では同1.4%<sup>3</sup>と前年からほぼ変わらずの見通し。為替動向をみると日米金利差の残存を踏まえドル円相場は6月には160円を超え、足許でも円安ドル高傾向が継続。また、円安の長期化等から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も留意したい。

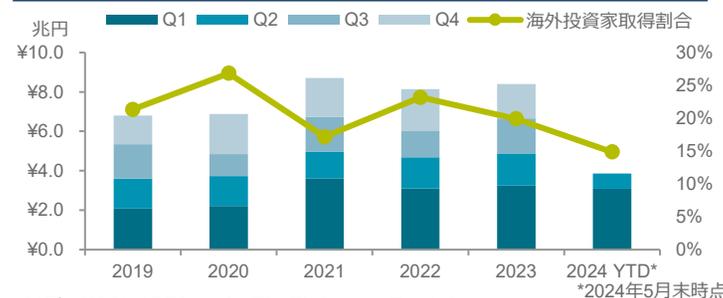
長期金利の動向をみると、マイナス金利政策解除後、円安進行を背景に日銀の金融政策正常化が進展するという思惑から上昇を続けている。現在の日銀の金融政策正常化の段階やFRBの9月会合での利下げ決定の如何等を踏まえると、本年9月半ばまで円安は進行すると市場では見込んでいる。しかし、国内の融資動向（次頁、右下図参照）をみると、金利上昇局面にも関わらず不動産業向け貸出は名目GDP対比で16.7%と増加基調を維持。インバウンド需要回復によるホテル等の収益改善も相まり、2024年3月時点の銀行の不動産業向けの貸出態度判断DIはコロナ禍前の水準を超え上昇した。

売買取引の動向：投資用不動産の年間売買取引高は前年同期比2.7%の微減

足許の投資用不動産売買取引高を総括すると、過去12か月累計約8.0兆円、対前年同期間対比で2.7%の微減となった。投資家属性別でみると、J-REIT含む上場会社等が同11%減。パブリックマーケットの動向をみると、J-REITの借入金の平均残存年限は約4年、平均負債調達金利が0.7%近辺<sup>4</sup>と負債コストは低位安定しており、含み益も簿価の3割程度と安定。しかし金利上昇懸念によりNAV 対比（右下図参照）で0.85倍程度と株価の上値が重い状況が継続しているため、2024年上半期に発表された自己投資口の取得価格総額（200億円）も2022年通年のピーク時（230億円）近くまで拡大、金利上昇懸念が払拭されるまでは物件買い控えの傾向は続く見通し。これまで市場を牽引してきた海外投資家の取得額も同7%減。高金利環境が長く続いてきた欧米の不動産価格が回復に転じ始めたこと等からも、日本の不動産投資需要はやや減速を見込む。一方、これまで買い遅れてきた国内投資家（同17%）や事業会社（非上場不動産会社も含め同14%）の取得額は増加。ただし、事業会社はセールス・リソースバックなどを通じたバランスシートのスリム化も加速しているため、2024年上半期のネット売買高でみれば、やや売り越しとなっている（次頁、右上図参照）。

セクター別取引動向をみると、2024年1月から5月の取引高では賃貸住宅が唯一取引額が前年同期で増加（22%）。インフレによる賃料上昇期待を背景に、引き続き個人等幅広い投資家から人気を集めているとみられる。一方、店舗（同-17%）、物流施設（同-13%）、オフィス（同-13%）、ホテル（-2.8%）の取引額は減少。店舗、オフィスについては賃料上昇による収益改善期待があり、ホテルについてはコロナ禍前以上の客室単価や稼働率を達成しているものの、投資適格性を満たす売却物件の不足に加え価格が高騰していることもあり、成約件数が減少した模様。物流施設については、売却物件不足に加え、首都圏の賃貸市場における需給バランス悪化などを背景に既存物件の賃料が横ばい推移していることなどから取引が手控えられたとみられる。

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）



プライシング：インフレ環境下のコスト上昇を反映してインカム収益は最低水準、しかしキャピタル収益は動かず

金融機関の貸出態度は良好であり、金利上昇局面でも日本の不動産投資市場への資金流入は継続している。収益不動産の資産規模も過去5年平均年率10%前後で拡大、国土交通省によれば証券化対象不動産総額は2023年度末には60兆円近くに達した。資産クラス別にインカム収益率を概観すると、2022年半ば以降のインフレに伴う賃貸事業費用増加を価格転嫁できていないホテル以外のアセットクラス全てで記録上の最低値まで下落（下左図参照）。価格上昇が減速しつつあるホテルも、2023年の年間平均宿泊単価<sup>1)</sup>は、東京都内177米ドルと2018年度対比で5.3%上昇、シンガポール（同27.2%増）ロンドン（同25.2%増）対比での割安感が高い。キャピタル収益率をみると、ホテル・物流以外のアセットは経年レンジの真ん中ないし上位に位置しており、質への逃避が継続する都心のオフィス・賃貸住宅では取得価格ベースのキャップレートが2%台の取引も散見された。しかし、投資家の一部は既に価格のピークが過ぎたと見ており、個別資産でみれば、リスク・プレミアムの格差は拡大、資産クラス別キャップレートの上限（次項左上段表参照）は上振れしていることには留意したい。

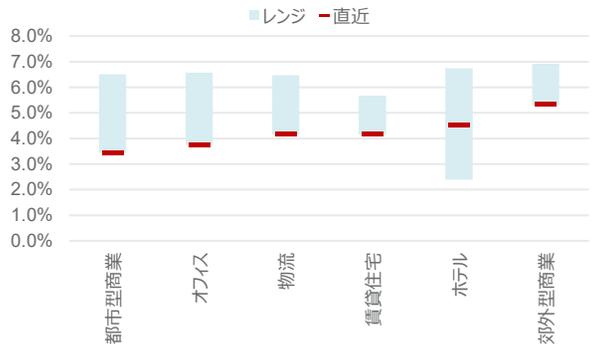
2024年上半期の主な大型取引を総括すると、価格調整の続くホテルのポートフォリオ取引が目立った。ほか、資本効率を改善するため、KKR傘下の企業間取引としてロジスティクスが産業ファンド投資法人に保有物流施設等をセールスアンドリースバック（総額1,083億円）。市場での売却物件が不足する中、KKRは事業会社に対し事業用不動産のセールスアンドリースバックを通じたアセットライト化の実現を提案しており、2023年12月にも同様にセントラル・タンクターミナルからタンク・ターミナルの底地（総額78億円）を取得している。

Outlook

- 今後の12か月間は米国大統領選挙等に備えたシナリオ分析を推奨。中央銀行の利下げ開始等を背景とした欧米の不動産価格の回復を鑑みれば、今後も海外投資家からの資金流入は鈍るとみられる。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、対外要因に起因したリスク・プレミアムの上振れには注意する。
- コロナ後の強気の買い需要が継続してきた賃貸住宅の中には簿価割れが見込まれる事例も散見される。また、常態化するインフレにも関わらず、物流施設などを中心に総体的な賃料の伸びは低い。インカムリターンの下振れが見込まれる中、資本コストが一段と低い個人投資家などの存在感がさらに高まる見通し。
- 潤沢な投資待機資金を有するコア投資家においては、地方都市の物流施設、都心オフィスの追加投資を推奨。リスク許容度の高いバリュアード投資家においては、ハイブリッド型住宅、立地条件に優れた底地を推奨。

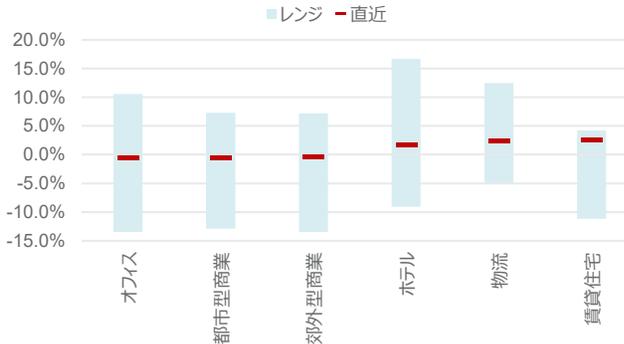
<sup>1)</sup>日本経済新聞2024/1/30朝刊記事「ホテル客室、2万円超え 国内12月単価 8.2%上昇、最高値」内の米CoStarの集計値に基づく

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）



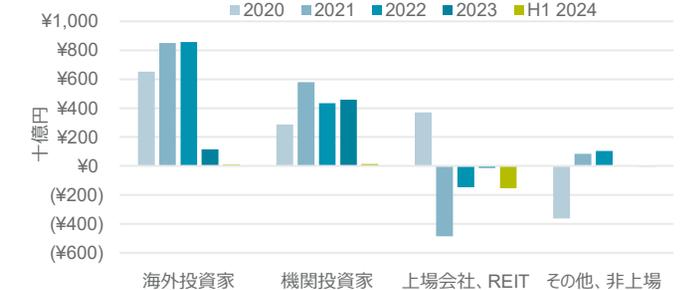
出所：ARES、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド 2024年6月時点  
（データ時点：2023年9月時点）

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）



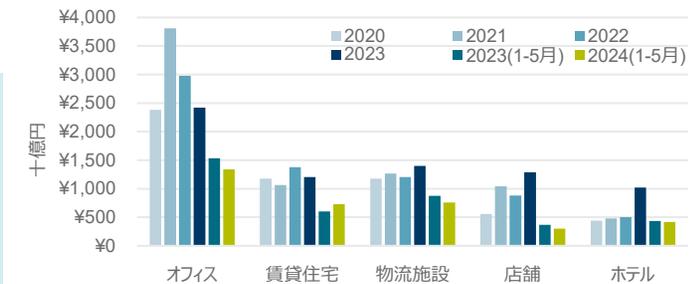
出所：ARES、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド 2024年6月時点  
（データ時点：2023年9月時点）

投資家属性別、不動産取引ネット売買高の推移（2020年以降）



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）の推移



出所：MSCI、ARES、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

金融機関の貸出態度と日銀短観（1980年以降）



出所：日本銀行、総務省、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド

## 不動産投資市場 2024年上半期

## 用途別売買動向（直近1年間、売買総額順）

用途	件数	総額 (十億円)	キャップレート 下限-上限
オフィス	300	¥2,230	2.5% - 5.6%
共同住宅	451	¥1,336	2.4% - 5.9%
物流施設	79	¥1,284	3.4% - 7.7%
店舗	161	¥1,225	3.1% - 6.7%

出所：MSCI、ARES、2024年5月31日付

## 国内運用資産残高（運用資産残高順）

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	¥12,342	2.8%	3.8%	-0.7%
倉庫、物流施設	¥6,667	8.1%	4.2%	2.3%
住宅	¥5,042	2.0%	4.2%	2.5%
店舗	¥3,879	-0.7%	4.5%	-0.5%

出所：ARES (AJPI)、2024年6月27日（データ時点：2023年9月）

## J-REITセクター別の評価益比率（評価益順）

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	¥1,867	24.1%
倉庫、物流施設	¥1,395	32.2%
住宅	¥1,094	37.8%
店舗	¥551	20.3%

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
ロジスティード物流施設及びその底地（28物件）	物流施設、底地	産業ファンド投資法人	ロジスティード	¥108.3	202,448 <sup>1</sup>	¥0.5	4.3%	神奈川県、福岡県等
青山ビルディング	オフィス	大成建設	ガウ・キャピタル	¥89.0	11,258 <sup>2</sup>	¥7.9	-	東京都港区
ユニゾホテル（14物件）	ホテル	KKR	ユニゾ	¥76.7	20,908	¥3.7	-	大阪府、京都府等
ザパークフロント ホテル アット ユニバーサル・スタジオ・ジャパン	ホテル	東急	-	¥70.0	14,175	¥4.9	-	大阪府大阪市
HUB YATOMI	物流施設	PAG	ハインズ	¥65.5	65,907	¥1.0	-	愛知県弥富市
プリチストン三河台第1・第2社宅	共同住宅	-	プリチストン	¥65.0	1,723 <sup>3</sup>	¥37.7	-	東京都港区
ガーデンシティ品川御殿山	オフィス	-	積水ハウス・リート投資法人	¥61.0	19,050	¥5.2	3.5%	東京都品川区
本町ガーデンシティ	オフィス、ホテル	ベントール・グリーンオーク	積水ハウス・リート投資法人	¥50.3 <sup>4</sup>	14,872	¥5.7	3.3%	大阪府大阪市

<sup>1</sup>底地の場合は土地面積、<sup>2</sup>取引対象面積、<sup>3</sup>土地面積、<sup>4</sup>2024年11月に譲渡予定のオフィスビル部分の持分35%は含まず

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 0021[nobuhiro.maruyama@cushwake.com](mailto:nobuhiro.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 8323[mari.kumagai@cushwake.com](mailto:mari.kumagai@cushwake.com)

## A CUSHMAN &amp; WAKEFIELD RESEARCH PUBLICATION

クッシュマン・アンド・ウエイクフィールド（C&amp;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、2023年の売上高は95億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）、サステナビリティに対する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 をフォロー下さい。

©2024 Cushman &amp; 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](http://cushmanwakefield.com)