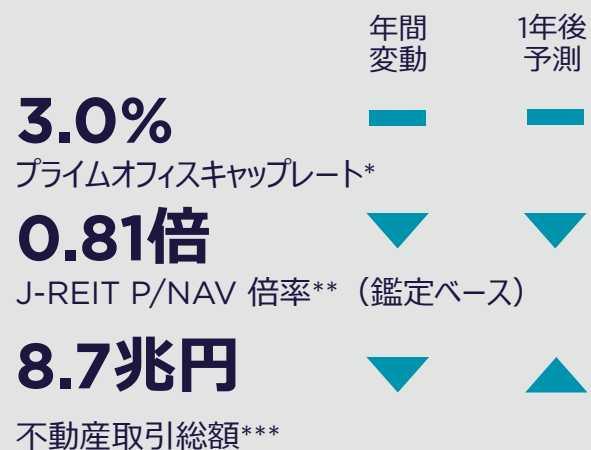
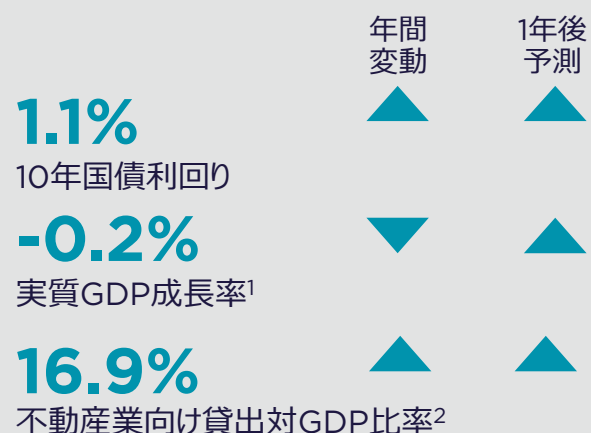


不動産投資市場基礎指標



\* 取引利回り、クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド  
\*\* 2024年11月末時点、不動産証券化協会（以下ARES）  
\*\*\* MSCI、ARES、2024年11月末までの12か月間累計

経済指標



出所：財務省、日本銀行、総務省  
1 日本経済研究センター（JCER）、日本銀行、IMF、大和総研、Moody's Analytics などの予測をもとにした中央値  
2 2024年9月末時点の不動産業向け貸出残高を2024年第3半期の季節調整済み名目GDPで除した値  
3 2023年12月及び2024年11月時点の各社公表資料を基に作成した簿価ベースの数値

マクロ環境：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、令和6年能登半島地震などの一時的要因により、年間実質GDP成長率は2024年（暦年）は前年の1.5% から-0.2%<sup>1</sup>程度に減速する見通し。海外では、11月にはトランプ大統領再選を受け予想インフレ率が高まり、米国10年金利は10月以降で約70bps上昇し、4.5%まで上昇。日米金利格差がなかなか縮小しないことなどを踏まえドル円相場は足許150円台半ばと円安ドル高傾向が継続。根強い円安に伴う輸入材のコスト高などから2%台半ばを見込んだ国内インフレの上振れリスクが高まっていることにも留意したい。

国内金利の動向をみると、若干の金融政策正常化が進展。7月には日銀の政策金利は25bps まで引き上げられたものの、石破政権交代後の12月の利上げは見送りとなった。国内10年金利は1%を上回り、イールドカーブも年限を問わず概ね50bps程度上方シフトし、今後も緩やかな上昇を見込む。

国内融資動向（右上図参照）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16.9%<sup>2</sup>と増加基調を維持した。しかし、銀行の不動産業向けの貸出態度判断DIはプラスを保っているものの、2024年6月以降は緩やかな低下基調にある。不動産ファンダメンタルを確認すると、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ため、J-REIT保有物件のNOIイールド<sup>3</sup>は年初来241bps 減少。コスト高に伴う業績悪化懸念などに伴い、J-REITのP/NAV倍率（右中図参照）も低下基調であり、分配金スプレッドは5%を上回って推移している。

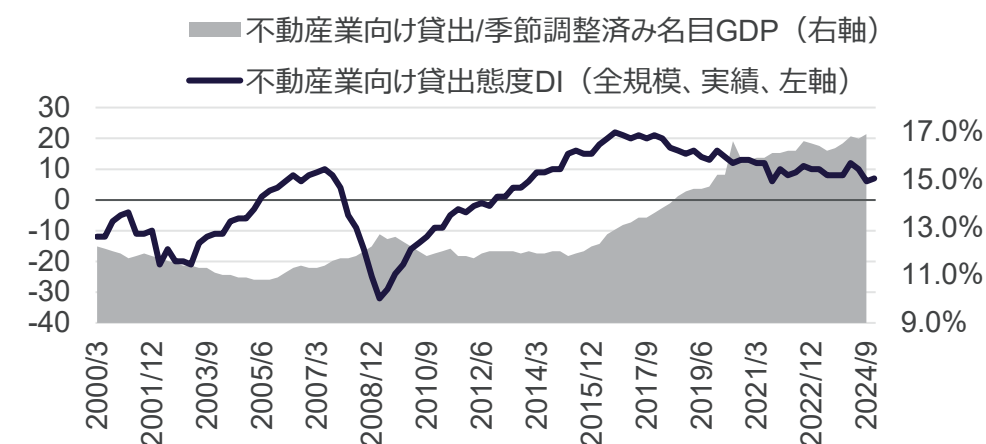
売買取引の動向：投資用不動産の年間売買取引高は前年同期比3.4%減

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8.7兆円、対前年同期対比で3.4%減少となった（右下図参照）。

投資家属性別でみると、非上場会社等が同13%、機関投資家が同7%、海外投資家が同5%減。非上場会社については前年同期に事業会社によるセールスアンドリースバックの取引が積み上がった反動ともみられる。一方で、利下げに転じた欧米の不動産価格は年央以降は顕著に回復し、海外投資家の取得割合はピーク時の27%から14%まで減少。益出しの売り物件は目立つものの、今後のインバウンド投資需要はやや減速を見込む。

ほか、REITその他上場会社は小幅ながら同3%増となった。過去12か月間では好調なホテル等の取得に加え、ロジスティードの産業ファンド投資法人へのセールスアンドリースバック（総額1,083億円）や、三井不動産ロジスティクスパーク投資法人によるアドバンス・ロジスティクス投資法人の吸収合併（総額1,769億円）等大型取引が取得額を押し上げたと思われる。

不動産業への貸出額と金融機関の貸出態度（2000年以降）



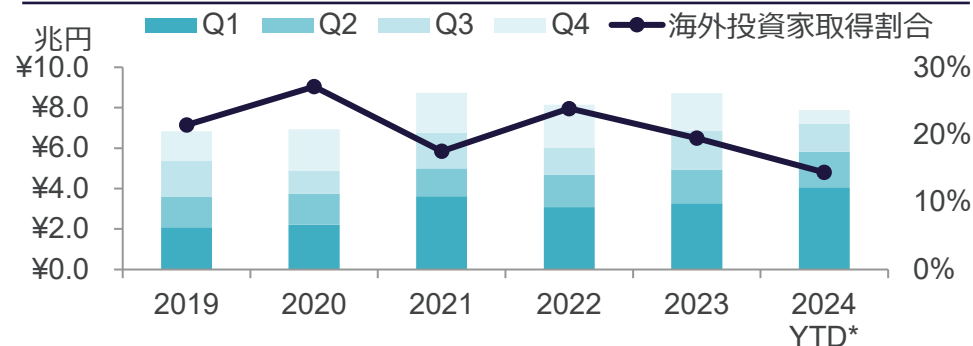
出所：日本銀行、総務省

J-REITのP/NAV倍率の推移（月次、2007年以降）



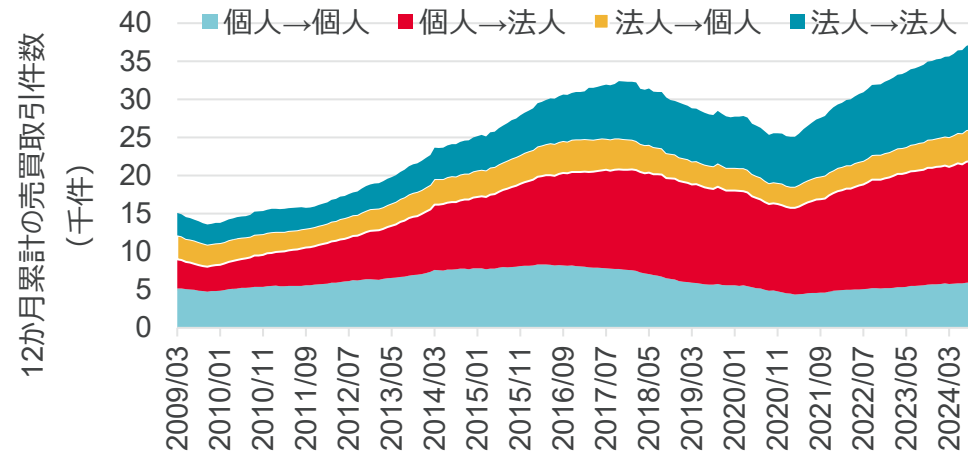
出所：ARES、財務省

事業用不動産、売買取引総額の推移（年間）



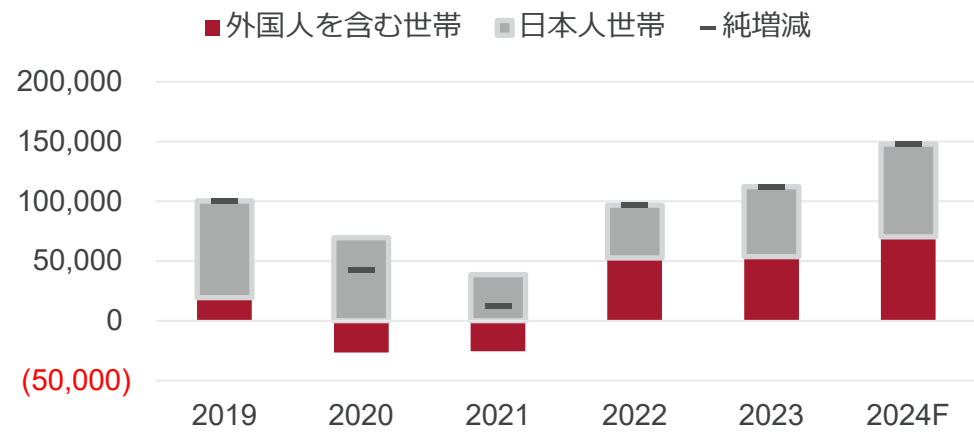
出所：MSCI、ARES \*2024年11月末時点

マンション・アパート（一棟）：属性別売買取引件数（2009年初以降）



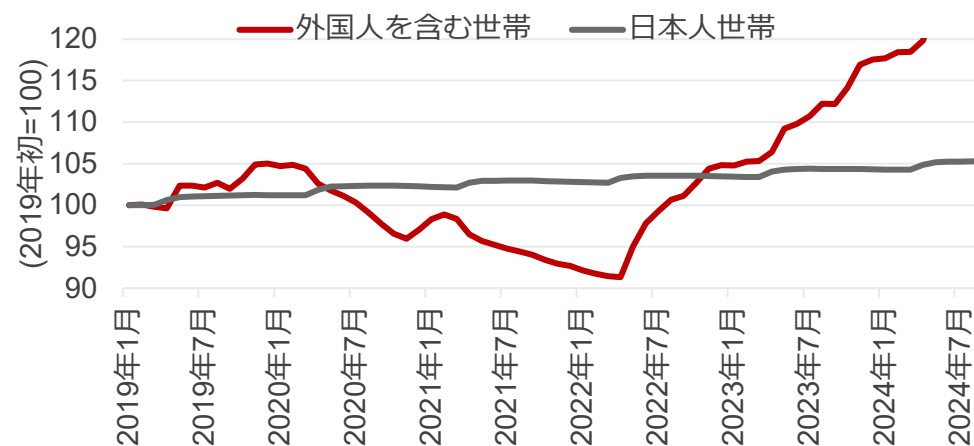
出所：国土交通省

東京都：日本人/外国人世帯数の純増減（2019年初以降）



出所：総務省、東京都統計局

東京都：日本人/外国人世帯数の変化



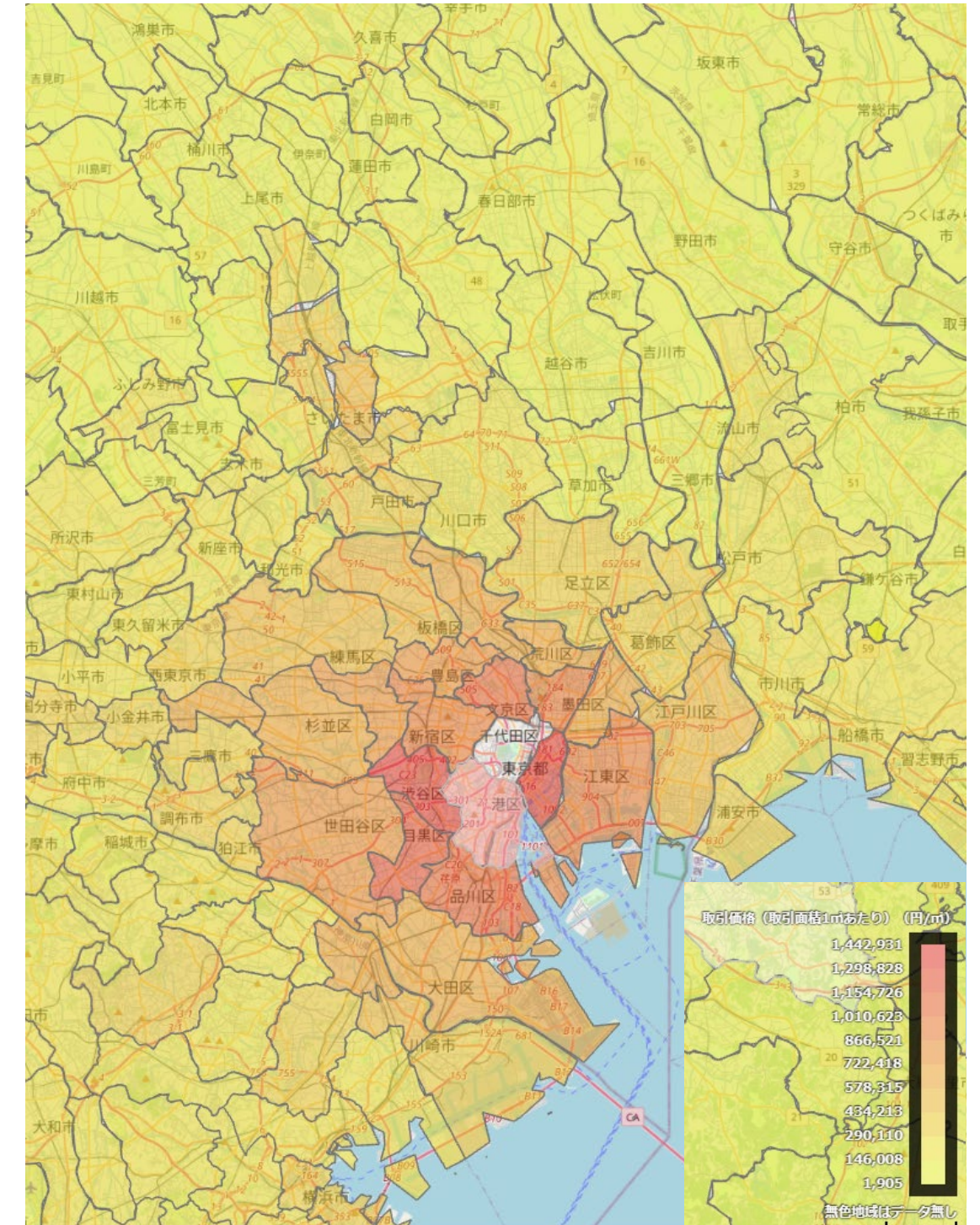
出所：総務省、東京都統計局

また、共同住宅、店舗、ホテルなどでは個人投資家向けの小口商品を出口とする事例も件数は少ないながらも、増加傾向にある。セクター別取引動向をみると、ホテルが同36%、賃貸住宅 同30%増加と、所謂広義の住宅（Living）セクターが投資家需要を集めた。一方、物流施設は同21%、店舗は同19%取引額が減少。物流施設は、売り物件の不足に加え、首都圏の賃貸市場における需給バランス悪化などから取引が手控えられた。商業施設は都心のプライム物件が強い需要を集めるものの、売り物件数は少なく、セクター取引高は伸び悩んだ。

バリューアッド投資家資金が広義の住宅セクターに流入

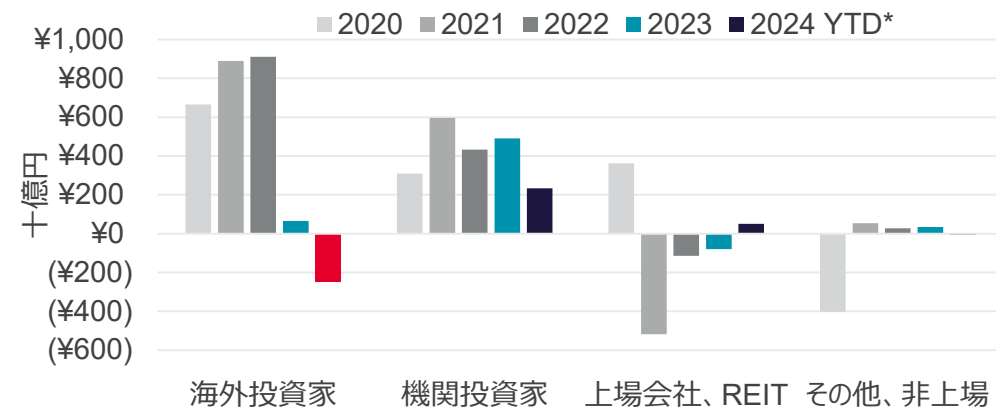
新規着工件数の減少にもかかわらず取引件数の増加が続く住宅セクターでは個人の存在感が高まっている。2009年以降の属性別の売買取引動向（左上図参照）を概観すると、継続する個人オーナーから法人への売却件数の増加が投資対象資産の拡大を後押ししてきた。海外投資家や事業会社なども参入する都心の住宅に対する需要は恒常的に増加が続いている。コロナ渦では年間26,000件近い流出が続いていた外国人を含む世帯数（左中図参照）は2024年は年間約70,000件の転入となった。日本人を含めた東京都への純流入は年間約148,000件と、記録を更新している（左下図参照）。長期滞在客向けサービス・アパートメントなど住まいのあり方も多様化しているため、用途転換や大幅な賃料改定などを通じたバリューアッドの機会に富む共同住宅や関連資産では、市場参加者の裾野が広がりつつある。実需以外の投資資金も集める都心の共同住宅では、売買価格は鑑定価格を上回る傾向が強まり、売買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ている。

不動産取引価格動向（市区町村別、住宅地取引価格）



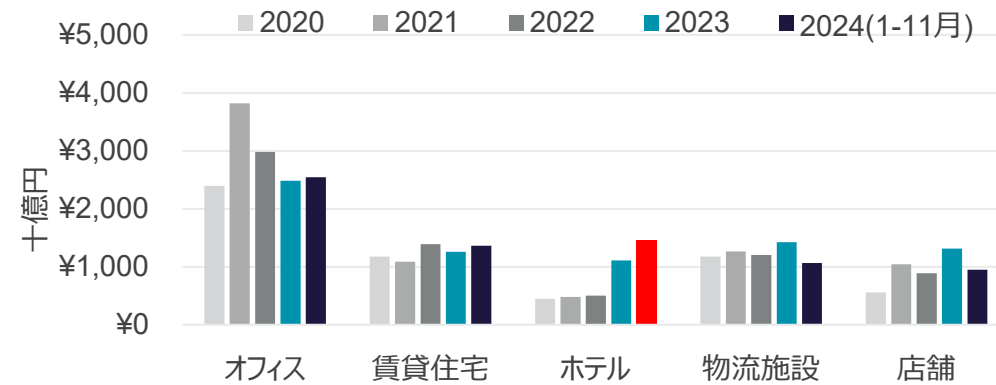
出所：国土交通省、REINS(2023年)

投資家属性別、不動産取引ネット売買高の推移（2020年以降）



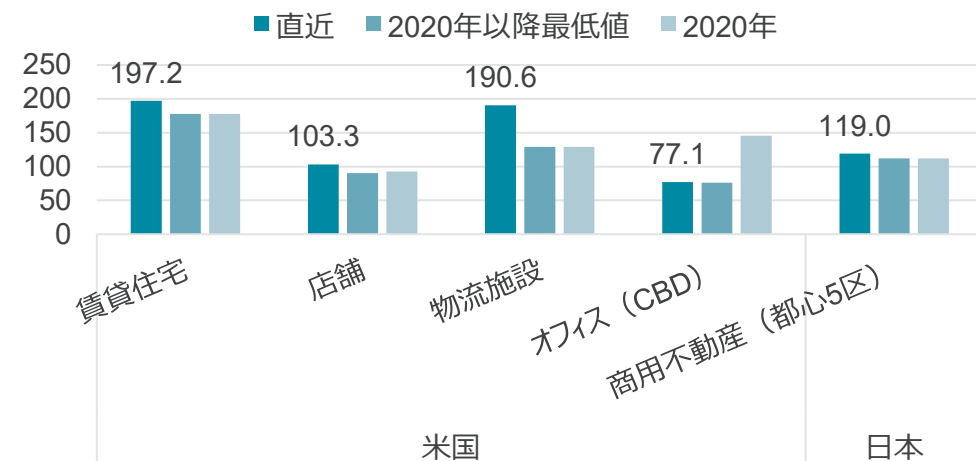
出所：MSCI  
\*2024年11月末時点

用途別不動産取引総額の推移（開発用地取引除く）



出所：MSCI、ARES

コロナ前後の日米の商用不動産取引価格指数（CPPI）の比較



出所：MSCI

築古物件が増加する中、追加投資負担を考慮したパフォーマンス評価は必須に

過去1年間のキャップレートのレンジを概観すると（次項上段左表参照）、都心オフィスなどで価格感応度の低い事業法人の積極的な買いや、個人投資家の資金が流入する共同住宅などでキャップレートの下振れが散見された。一方、多額の追加投資が必要とされる築古物件などに対するキャップレートは高止まりして推移している。

過去1年間のパフォーマンスを概観すると（次項上段中表参照）、インカム収益率は概ね4%を維持できているものの、キャピタル収益率はインフレ率を下回る1.5%以下の推移となっている。なかでも、追加設備投資負担が先行するオフィスでは、キャピタルリターンが若干のネガティブに陥っていることには注意したい。

しかし、セクター別に含み益比率（次項上段中表参照）を概観すると、簿価対比のバッファは総じて2割を超えている。売る必要に迫られる投資家も少なく、今後の借り換えに伴うリファイナンス・リスクも限定的と言えるだろう。

プラットフォームを活用した大型取引、底地取得を目的とした再開発は増加傾向

2024年下半期の取引事例としては、不動産業以外を本業とする事業会社や金融機関の取得、品川区や幕張のオフィス物件など再開発を前提とした取得、供給が不足する住宅開発用地としての取得が目立った。

主な大型取引（次項下段表参照）としては、安定稼働資産を対象物件としたJ-REITを出口とする大型売却に加えて、賃料上昇の機会が豊富なホテルのポートフォリオ取引が目立った。ホテルではKKRによるユニゾホテル14物件の取得（約767億円）やTPGアンジェロゴードン、ケネディックスがグランドニッコー東京台場を共同取得（約1,000億円）等の大型取引が見られた。ほか、賃貸住宅ではアリサ・パートナーズやGaw Capital等との共同投資で約400億円、第一生命保険が主導する共同投資で約217億円等のポートフォリオ取引が積み上がった。市場の二極化が進むオフィスでは、地元金融機関の千葉銀行が主導する合同会社が、海浜幕張のWBG（総額約615億円）をPAGから取得した。業績が改善するHISは神谷町トラストタワーの2フロア（総額約325億円）を買い戻している。

ほか、決済日は迎えていないものの公表された大型取引として、ブラックストーンが西武グループから東京ガーデンテラス紀尾井町（総額約4,000億円）を取得、国内特定目的会社が積水ハウスREITの保有する赤坂ガーデンシティ（総額約546億円）を取得した。事業会社の取引としては、AIデータセンターへの転換を前提にシャープ堺工場（総額約1,000億円）をソフトバンクが取得。自社ブランド出店も想定されるLVMHが銀座中央通りに立地するアバクロンビー・アンド・フィッチ銀座店を取得（総額約400億円）した。

OUTLOOK

・マクロ動向の見通し

今後の12か月間は、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。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、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。

・属性別の見通し

インカムリターンの下振れが見込まれる中、純投資以外の目的で流入する個人投資家などの存在感がさらに高まる見通し。

・資産クラス別の見通し

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ー・ア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引き続き推奨。

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	365	¥2,816	2.4% - 5.6%
共同住宅	452	¥1,519	3.3% - 5.1%
物流施設	86	¥1,204	3.4% - 4.6%
店舗	173	¥1,032	3.4% - 5.4%

出所：MSCI、ARES（2024年11月末時点）  
\*四大都市圏、投資適格物件（再開発目的等除く）

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	¥12,384	2.6%	3.8%	-0.8%
倉庫、物流施設	¥6,823	9.2%	4.1%	1.5%
住宅	¥5,183	2.3%	4.1%	1.2%
店舗	¥3,954	0.0%	4.5%	0.1%

出所：ARES（AJPI）、2024年11月28日（データ時点：2024年2月）

J-REITセクター別の評価益比率（評価益順）

用途	期末鑑定 (対簿価)	評価益 (十億円)	簿価に対する比率
オフィス		¥1,962	24.1%
倉庫、物流施設		¥1,329	33.4%
住宅		¥1,127	34.3%
店舗		¥611	20.5%

出所：2024年11月末日時点の各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、開示日ベース）

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
東京ガーデンテラス紀尾井町	オフィス、ホテル、住宅、店舗	ブラックストーン	西武リアルティソリューションズ	¥400.0	70,760*	¥5.65	-	東京都千代田区
アドバンス・ロジスティクス19物件	物流施設	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	アドバンス・ロジスティクス投資法人	¥176.9	176,955	¥1.00	3.9%	千葉県、埼玉県等
レーサム27物件	オフィス、店舗、住宅等	ヒューリック	レーサム、オアシス・マネジメント	¥171.9	34,856	¥4.93	-	東京都、大阪等
グランドニッコー東京 台場	ホテル	TPGアンジェロ・ゴードン、ケネディクス	ヒューリック	¥100.0	37,133	¥0.27	-	東京都港区
ヒルトン福岡シーホーク	ホテル	みずほリース	GIC	¥70.0	41,191	¥1.70	-	福岡県福岡市
ワールドビジネスガーデン	オフィス	千葉銀行、芙蓉総合リース、大栄不動産等	PAG	¥61.5	71,447	¥0.86	4.5%	千葉県千葉市
DPL横浜戸塚	物流施設	GIC	大和ハウス工業	¥58.0	38,115	¥1.52	3.5%	神奈川県横浜市
リーフみなとみらい	オフィス	ウォーバーグ・ピンカス、レンドリース	PGGM	¥55.3	4,366	¥10.53	-	神奈川県横浜市
グローバルゲート	オフィス、ホテル、店舗	三菱HCキャピタルリアルティ、ヒューリック	ゴールドマン・サックス	¥55.0	20,666*	¥2.66	-	愛知県名古屋
赤坂ガーデンシティ	オフィス、店舗	国内特定目的会社	積水ハウス・リート投資法人	¥54.6	6,516*	¥8.38	3.0%	東京都港区
ESR弥富木曽岬ディストリビューションセンター	物流施設	ESR-LOGOS REIT	ESR	¥38.7	46,988	¥0.82	4.0%	三重県木曽岬町

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  
\*取引対象面積

丸山 展弘

ヘッド・オブ・インベストメントセールス

Tel: +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

Tel: +81 (0)3 6625 8323

[mari.kumagai@cushwake.com](mailto:mari.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、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/) にアクセス下さい。

©2024年クッシュマン・アンド・ウェイクフィールド（Cushman & Wakefield PLC及びそのグループ会社を意味します。）（C&W）

- 本レポートの著作権はC&Wが保有し、C&Wの書面による事前の承諾なしに全部又は一部を変更、複製、再配布、第三者に転送することはできません。
- 本レポートは、情報の提供を唯一の目的としたものであり、C&W又は第三者が発行する有価証券、不動産、不動産関連金融商品の販売その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。特定の投資及び投資戦略に関しては、本レポートの利用者ご自身で独自に検討する必要があります。本レポートは、自己責任にてご利用ください。
- 本レポートは、信頼することができると思われる情報を前提として、本レポートの作成年月日又は本レポートにおいて示されている基準年月日現在のC&Wの見解です。C&Wは、本レポート中の見解その他の記載内容を更新する義務を負いません。
- 本レポートにおいて示した市場動向及びその予想は、重大な不確実性や偶発事象の影響を受けて変化する可能性があります。本レポート中の見解その他の記載内容は事前連絡なしに変更されることもあります。
- 本レポートで使用されている表及びグラフは過去のもの又は将来の予測を示すものであり、将来の動向を保証するものではありません。
- C&Wは、本レポートの正確性、完全性、信頼性、有用性、その利用における適合性等について保証するものではありません。