

## 第12回大阪圏エリア別不動産利回り調査(平成28年7月1日時点)

### 調査結果概要 (サマリー)

#### オフィス

- ・テナント需要がやや軟調な京橋、堺エリアで利回り低下がストップ(利回り反転の兆し)
- ・難波、御堂筋南エリアなどインバウンド需要に裏打ちされたエリアは依然として堅調
- ・投資家のエリア選別傾向の表れか(エリア選別・物件選別の予兆か)

#### レジデンス

- ・梅田と本町で利回り低下がストップ、序列の上位2エリアで異変
- ・レジデンスの利回りで唯一4%台を記録していた梅田エリアが5%台へ反転
- ・投資家のリスクマネジメントの表れか(5%という下限抵抗線の表れか)

#### ホテル

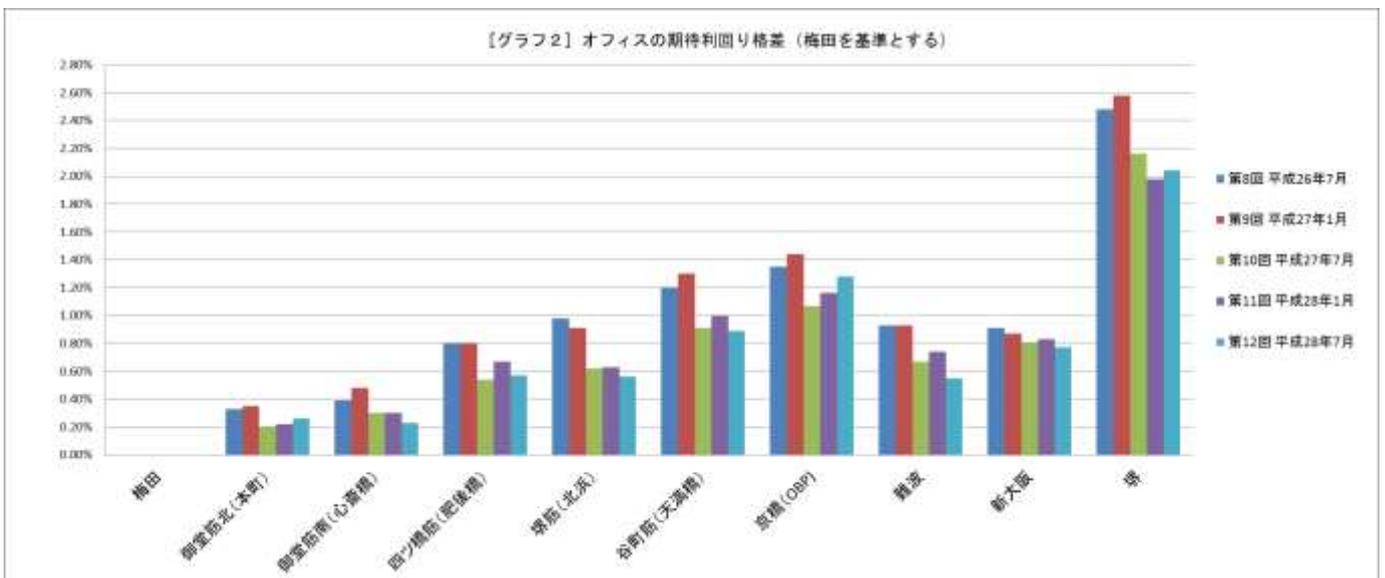
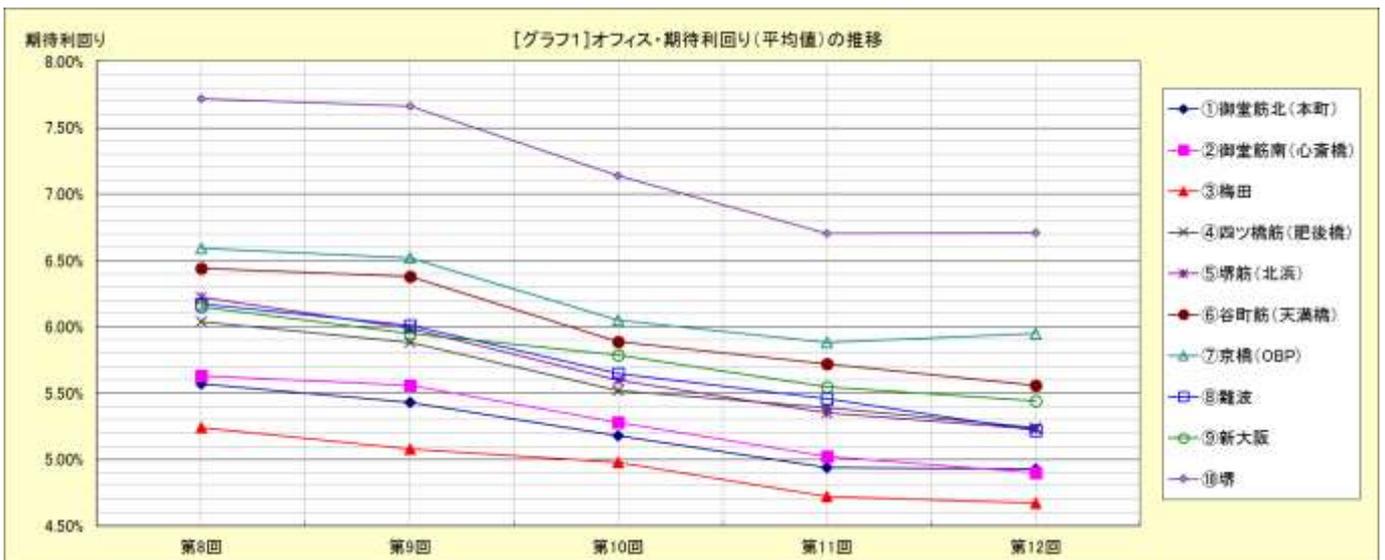
- ・初のホテル利回り調査の結果は5.09%
- ・期待利回りとしては梅田エリアのレジデンス(5.09%)と同水準
- ・ホテル事業は収益のボラティリティが高く、投資家の求める期待利回りも本来はやや高めであるはずだが、調査結果からは、投資家の多くが現在の大阪のホテルマーケットを安定的とみなしている可能性あり

(公社)大阪府不動産鑑定士協会では、投資家に対し、大阪のオフィス・レジデンス・ホテルについて、エリア別の期待利回り<sup>1</sup>をたずねるアンケート調査を行った。調査実施時期は平成28年6月～平成28年7月、有効回答数は大手不動産会社、電鉄会社、金融機関など47名。

<オフィス<sup>2</sup>> (注) 期待利回りは平均値。朱塗 (利回り下落) は価格上昇を示し、その反対に青塗 (利回り上昇) は価格下落を示す。

■ 期待利回りの推移 (利回り、序列)	第8回		第9回		第10回		第11回		第12回	
	平成26年7月		平成27年1月		平成27年7月		平成28年1月		平成28年7月	
①御堂筋北(本町)	5.57%	2	5.43%	2	5.18%	2	4.94%	2	4.93%	3
②御堂筋南(心齋橋)	5.63%	3	5.56%	3	5.28%	3	5.02%	3	4.90%	2
③梅田	5.24%	1	5.08%	1	4.98%	1	4.72%	1	4.67%	1
④四ツ橋筋(肥後橋)	6.04%	4	5.88%	4	5.52%	4	5.39%	5	5.24%	6
⑤堺筋(北浜)	6.22%	7	5.99%	6	5.60%	5	5.35%	4	5.23%	5
⑥谷町筋(天満橋)	6.44%	8	6.38%	8	5.89%	8	5.72%	8	5.56%	8
⑦京橋(OBP)	6.59%	9	6.52%	9	6.05%	9	5.88%	9	5.95%	9
⑧難波	6.17%	6	6.01%	7	5.65%	6	5.46%	6	5.22%	4
⑨新大阪	6.15%	5	5.95%	5	5.79%	7	5.55%	7	5.44%	7
⑩堺	7.72%	10	7.66%	10	7.14%	10	6.70%	10	6.71%	10

■ 変動幅の推移	第8回		第9回		第10回		第11回		第12回	
	平成26年7月		平成27年1月		平成27年7月		平成28年1月		平成28年7月	
①御堂筋北(本町)	-0.09%		-0.14%		-0.25%		-0.24%		-0.01%	
②御堂筋南(心齋橋)	-0.19%		-0.07%		-0.28%		-0.26%		-0.12%	
③梅田	-0.10%		-0.16%		-0.10%		-0.26%		-0.05%	
④四ツ橋筋(肥後橋)	-0.03%		-0.16%		-0.36%		-0.13%		-0.15%	
⑤堺筋(北浜)	-0.14%		-0.23%		-0.39%		-0.25%		-0.12%	
⑥谷町筋(天満橋)	-0.27%		-0.06%		-0.49%		-0.17%		-0.16%	
⑦京橋(OBP)	-0.30%		-0.07%		-0.47%		-0.17%		0.07%	
⑧難波	-0.23%		-0.16%		-0.36%		-0.19%		-0.24%	
⑨新大阪	-0.28%		-0.20%		-0.16%		-0.24%		-0.11%	
⑩堺	-0.28%		-0.20%		-0.16%		-0.24%		0.01%	



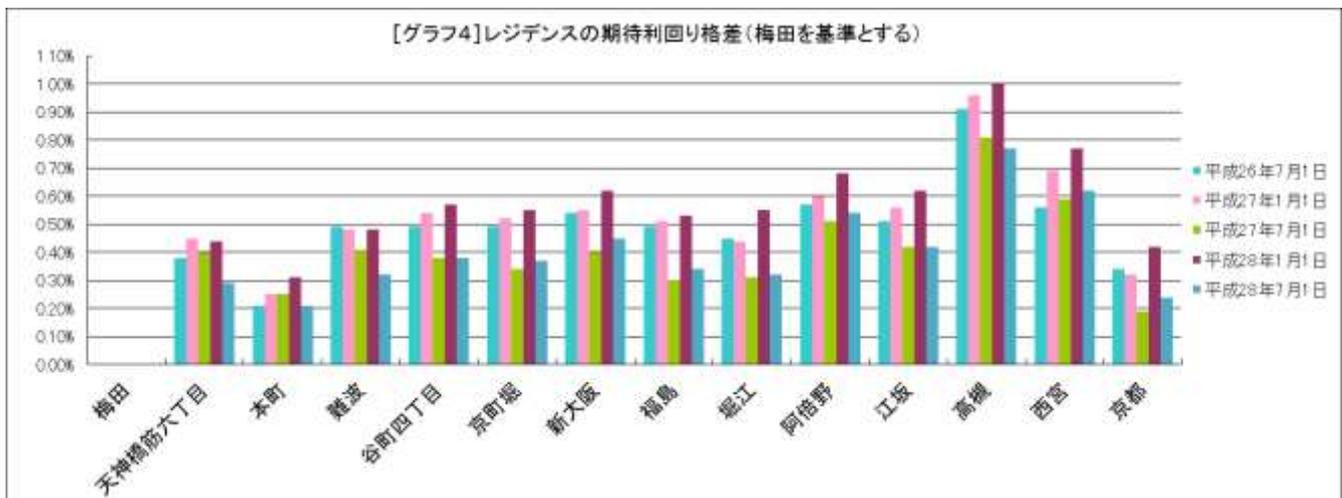
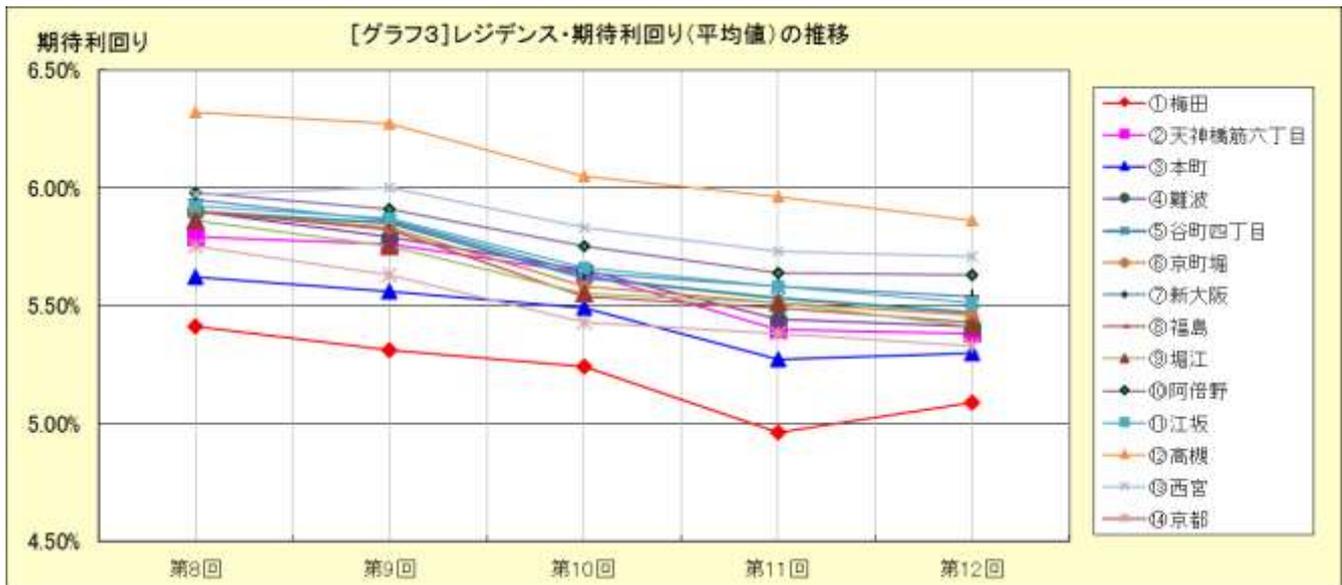
<レジデンス<sup>3</sup>>

■期待利回りの推移  
(利回り、序列)

	第8回		第9回		第10回		第11回		第12回	
	平成26年7月		平成27年1月		平成27年7月		平成28年1月		平成28年7月	
①梅田	5.41%	1	5.31%	1	5.24%	1	4.96%	1	5.09%	1
②天神橋筋六丁目	5.79%	4	5.76%	5	5.64%	9	5.40%	4	5.38%	4
③本町	5.62%	2	5.56%	2	5.49%	3	5.27%	2	5.30%	2
④難波	5.90%	6	5.79%	6	5.65%	10	5.44%	5	5.41%	5
⑤谷町四丁目	5.90%	6	5.85%	9	5.62%	7	5.53%	9	5.47%	9
⑥京町堀	5.90%	6	5.83%	8	5.58%	6	5.51%	7	5.46%	8
⑦新大阪	5.95%	11	5.86%	10	5.64%	9	5.58%	10	5.54%	11
⑧福島	5.90%	6	5.82%	7	5.54%	4	5.49%	6	5.43%	7
⑨堀江	5.86%	5	5.75%	4	5.55%	5	5.51%	7	5.41%	5
⑩阿倍野	5.98%	13	5.91%	12	5.75%	12	5.64%	12	5.63%	12
⑪江坂	5.92%	10	5.87%	11	5.66%	11	5.58%	10	5.51%	10
⑫高槻	6.32%	14	6.27%	14	6.05%	14	5.96%	14	5.86%	14
⑬西宮	5.97%	12	6.00%	13	5.83%	13	5.73%	13	5.71%	13
⑭京都	5.75%	3	5.63%	3	5.43%	2	5.38%	3	5.33%	3

■変動幅の推移

	第8回		第9回		第10回		第11回		第12回	
	平成26年7月		平成27年1月		平成27年7月		平成28年1月		平成28年7月	
①梅田	-0.16%		-0.10%		-0.07%		-0.28%		0.13%	
②天神橋筋六丁目	-0.27%		-0.03%		-0.12%		-0.24%		-0.02%	
③本町	-0.34%		-0.06%		-0.07%		-0.22%		0.03%	
④難波	-0.36%		-0.11%		-0.14%		-0.21%		-0.03%	
⑤谷町四丁目	-0.30%		-0.05%		-0.23%		-0.09%		-0.06%	
⑥京町堀	-0.20%		-0.07%		-0.25%		-0.07%		-0.05%	
⑦新大阪	-0.25%		-0.09%		-0.22%		-0.06%		-0.04%	
⑧福島	-0.17%		-0.08%		-0.28%		-0.05%		-0.06%	
⑨堀江	-0.19%		-0.11%		-0.20%		-0.04%		-0.10%	
⑩阿倍野	-0.33%		-0.07%		-0.16%		-0.11%		-0.01%	
⑪江坂	-		-0.05%		-0.21%		-0.08%		-0.07%	
⑫高槻	-		-0.05%		-0.22%		-0.09%		-0.10%	
⑬西宮	-		0.03%		-0.17%		-0.10%		-0.02%	
⑭京都	-		-0.12%		-0.20%		-0.05%		-0.05%	

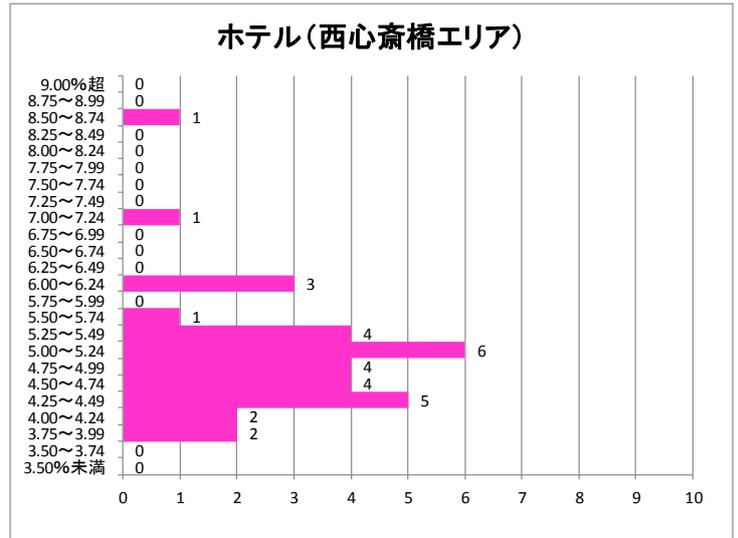


<ホテル>

【調査結果】

☆基準となるエリアの想定建物

立地条件	西心齋橋エリアに立地
交通アクセス	地下鉄御堂筋線「心齋橋」駅から徒歩1分程度
築年数	新築～築3年程度
客室数	150～200室程度
平均客室単価 ADR	7,000～10,000円
客室稼働率	80%以上
経営形態等	リース方式（ホテルオペレーターが一括賃借し、ホテル経営を行う方式）
賃料水準	市場賃料並み

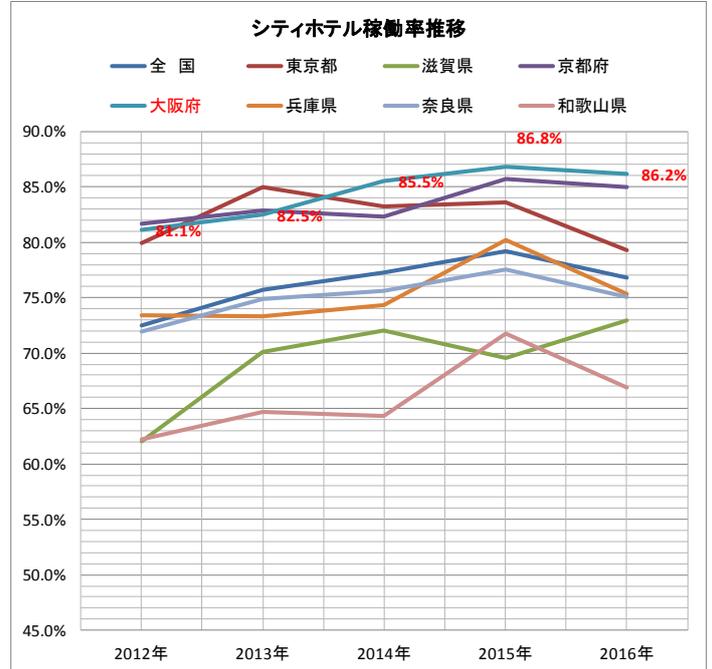
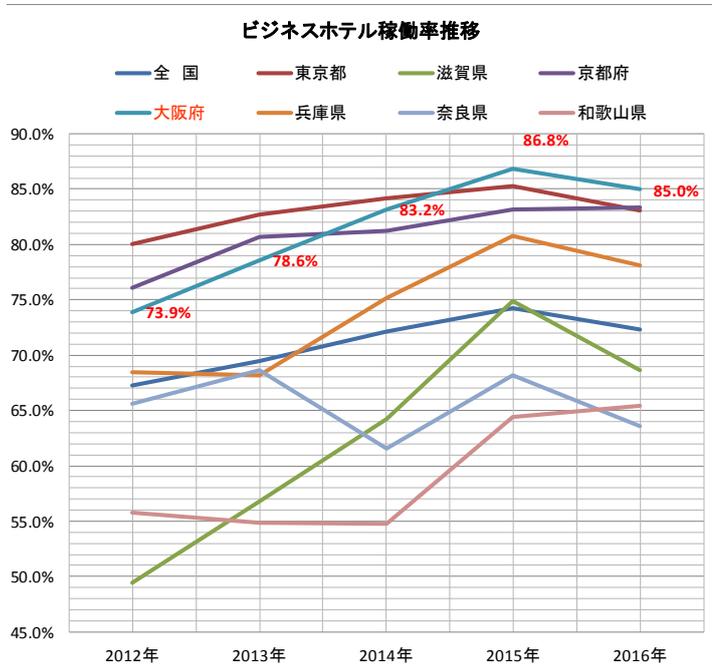


平均値 5.09%

○全国・近畿圏におけるビジネスホテル等の平均稼働率推移

ビジネスホテル	6月まで					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	3年平均
全国	67.3%	69.5%	72.1%	74.2%	72.4%	72.9%
東京都	80.0%	82.7%	84.2%	85.3%	83.0%	84.2%
滋賀県	49.4%	56.8%	64.2%	74.9%	68.6%	69.2%
京都府	76.1%	80.7%	81.2%	83.2%	83.4%	82.6%
大阪府	73.9%	78.6%	83.2%	86.8%	85.0%	85.0%
兵庫県	68.5%	68.2%	75.2%	80.8%	78.1%	78.0%
奈良県	65.6%	68.6%	61.6%	68.2%	63.6%	64.5%
和歌山県	55.8%	54.9%	54.8%	64.4%	65.4%	61.5%

シティホテル	6月まで					
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	3年平均
全国	72.5%	75.7%	77.3%	79.2%	76.8%	77.8%
東京都	79.9%	85.0%	83.2%	83.6%	79.3%	82.0%
滋賀県	62.0%	70.1%	72.0%	69.6%	73.0%	71.5%
京都府	81.7%	82.9%	82.3%	85.7%	85.0%	84.3%
大阪府	81.1%	82.5%	85.5%	86.8%	86.2%	86.2%
兵庫県	73.4%	73.3%	74.3%	80.2%	75.4%	76.6%
奈良県	71.9%	74.9%	75.6%	77.5%	75.1%	76.1%
和歌山県	62.2%	64.7%	64.3%	71.8%	66.9%	67.7%



(出典) 国土交通省 観光庁 統計情報・宿泊旅行統計調査より

## <オフィス詳細>

オフィスに対する期待利回りは、前記[グラフ1]の通り、前回（平成28年1月1日）と様相が変わり、10地点中、2地点で利回りが反転した。

反転した2地点は京橋（OBP）と堺であるが、いずれも大阪ビジネス地区の中ではオフィス需要が軟調なエリアに属する。京橋（OBP）については旧松下興産が開発したIMPビルからアサヒビールグループ（延約6,000㎡）が退去を表明しているほか、旧パナソニック大阪京橋ビル跡地に、松下電工のショールーム撤退による建替え後、22階建、延49,000㎡のオフィスビルが供給されることが決まっている。堺については、新規のオフィス供給こそ見受けられないものの、新規テナントが頻繁に流入する環境にないため、ここに来て投資家の選別の対象になってきたものと考えられる。

大阪ビジネス地区の賃貸市場を概観すると、平成28年6月時点の平均空室率は前回調査時点（平成27年12月末）の7.45%から6.36%まで1.09%改善した。この要因としては、企業業績の回復に伴い、新拠点の開設や人材確保を目的とした立地改善・ビルグレードの改善などの前向きなオフィス需要が増加したことが挙げられる。また平均賃料はやや弱含みとなっているが、好立地の優良ビルでは品薄感から募集賃料を引き上げる動きが見受けられるなど、地域間・ビル間の格差が拡大している。平成28年には大型ビルの新規供給の予定がなく、当面新規供給が抑制されることから、オフィス賃貸市場は当面底堅く推移していくものと予想される。

取引市場については、東京都心部での物件不足や取得利回りの低下を背景に、国内第2の都市である大阪の存在感が増しており、取引利回りは全般的には低下傾向（取引価格は上昇）が続いてきた。前回調査までは大阪ビジネス地区において、各エリアともほぼ横並びで利回りが低下していた。

ここに来て、J-REITを始めとする国内外の機関投資家のほか、一般事業会社や個人資産管理会社など需要者層が投資エリアに関して一定の選別を始めたとの見方が出ている。賃貸需要が弱いエリアを中心として、投資家が物件を絞り始めた一端が窺える。

一方、日銀がマイナス金利を導入したことで、取引利回りが低下しているエリアでもリスクプレミアムは拡大するという状況が見受けられる。これらは投資需要に影響を及ぼす可能性があり、取引利回りの動向について注視する必要がある。

大阪のオフィスマーケットで確認されている不動産上場リートのオフィスビル取引（平成28年上半期）は「オリックス淀屋橋ビル」「いちご西本町ビル」「HK淀屋橋ガーデンアベニュー」「いちご南森町ビル」の4件である。J-REIT関連以外にも「堺筋本町ガーデンスクエアビル」など私募リートによる取得も散見された。

エリア別の期待利回りをみると、これまで4%台を記録していたのは「梅田」と「御堂筋北」の2エリアのみであったが、今回これらに「御堂筋南」も加わることとなった。

また、期待利回りの変動に着目すると、「難波」が対前期比で▲24bpと最も大きく、上記「御堂筋南」とも関連し、国内外の旅行客数が増加しているエリアに注目が集まっているものと推察される。

## <レジデンス詳細>

レジデンスに対する期待利回りは、前記[グラフ 3]の通り、期待利回りの低い上位2エリアである「梅田」と「本町」で利回りが上昇に転じるという異変が見受けられた。特に「梅田」については前回、唯一4%台をマークしていたが、今回再び5%台となり、大阪のレジデンスエリアから4%台の調査結果は姿を消すこととなった。

一棟賃貸マンションの売買市場においては、依然として堅調な需要が把握され、事業会社や個人投資家等においては高値で取引するケースも散見されるものの、投資家の中には高値警戒感を感じ始める層も見受けられ、利回りに過熱感があつた「梅田」「本町」などに一旦ブレーキがかかることになったのではないかと考えられる。

大阪のレジデンスマーケットで確認された不動産上場リート取引の利回りは、関西圏の主要都市部では4.9%~5.9%のレンジで取引が行われている。平成28年度上半期(1~6月)における取引は「ロイヤルパークス桃坂」「エスティメゾン上町台」「アーバンパーク難波」「レジディア千里藤白台」の4件である。スポンサーが物件供給するケースも多く、J-REITによる取引利回り自体に大きな変動は認められないが、利回りに一定の下限抵抗を感じる投資家が出てきつつある兆候が窺える。今回、「梅田」が5%のラインを下回らなかったことで、大阪のレジデンス市場は一つの転換点を迎えた可能性もある。

## <ホテル詳細>

ホテルに対する期待利回り調査は今回が初めてであり、結果は5.09%であった。

調査にあたっては、想定建物を「西心齋橋」に立地する、築3年程度までのビジネスホテルとし、客室数は150~200室程度、ADR(平均客室単価)7,000~10,000円、OCC(客室稼働率)は80%以上とした。経営形態はリース方式とし、ホテルオペレーターによる一括賃借を前提としている。ホテル所有者による運営を前提としていないため、多くの投資家が参入可能であり、また、投資機会も比較的多様に存在する。

今回、上記を前提とした期待利回りの水準は、「梅田」のレジデンスと同水準の5.09%であり、この結果には多少の分析が必要である。

ホテル事業はその収益面に於いてこれまで比較的ボラティリティの大きい事業であると考えられてきた。今回、ホテルオペレーターによる一括賃借を前提としているとはいえ、当該オペレーターの収益が持続しなければ、安定的な事業とはみなされない。にもかかわらず、投資家の多くは中期で収益が安定的とされる「梅田」のレジデンスと同等の投資であると判断している。居住対象であるレジデンスと違い、ホテルの場合、様々なイベントリスクに対峙する必要がある。テロ、疫病、自然災害、各種政治要因などにより旅行客は増減するリスクを常にはらんでいる。これらのリスクを織り込んだうえで、「梅田」のレジデンスと同等の投資であると判断するためには、将来収益が現在よりも伸びると考えなければ合理的ではない。

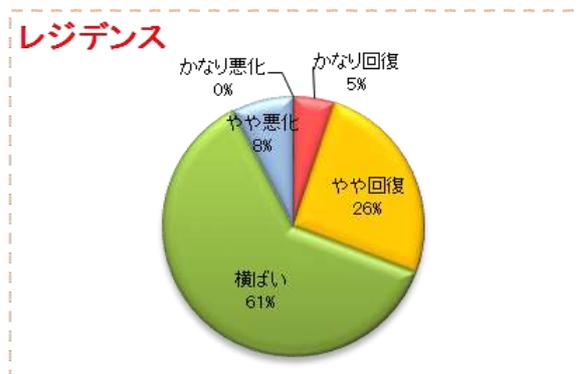
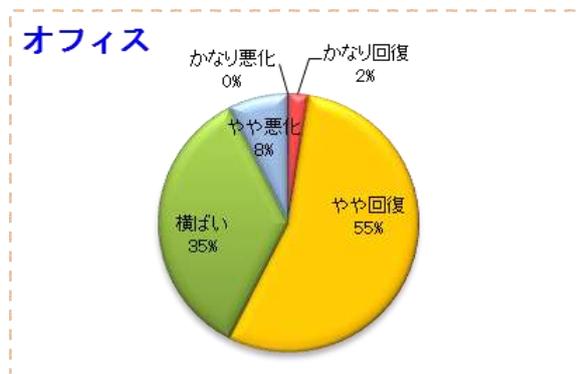
2015年8月みずほ総研が、現在の旅行客の増加に対応するためには、2020年までに近畿圏で約23,000室の客室が不足すると試算した(2020年訪日客数2,500万人前提)。多くの投資家がこのレポートに接したと考えられるが、こうした需給ギャップの存在が上記の期待利回りを導き出したものと考えられる。実際、JREITによるホテルの近時の取得事例(「ヴィアイン心齋橋」「チサンイン大阪ほんまち」「ネストホテル大阪心齋橋」等)はNOIベースで5.0~5.4%程度となっている。

今後の見通しとしては、需要面は大きなイベントリスクが無い限りにおいてホテル需要は堅調に推移することが予想される。一方供給面は、ホテル開発競争が大阪市内中心部を中心として激化しており、現在までに計画されている客室数は既に上記みずほ総研の導き出した不足数を上回っており、供給ホテル客室数と訪日客数のバランス動向には今後も注視すべきである。

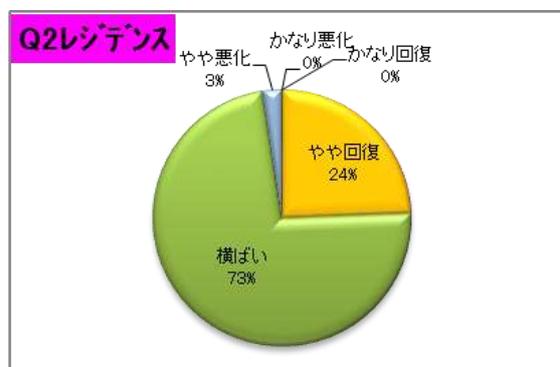
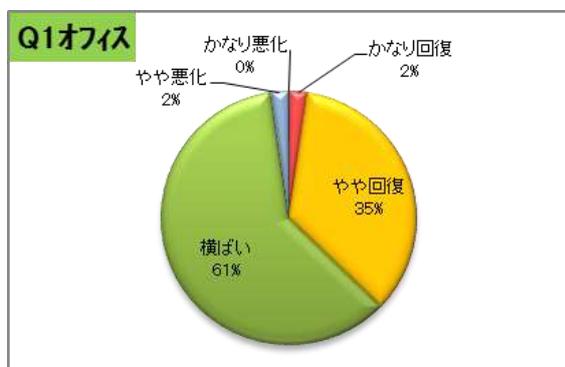
<不動産需給動向アンケート> (調査時点：平成28年7月)

- ・オフィス市場に対する景況感は、[やや回復] が55%→35%、[横ばい] が35%→61%となった。全体として市場にやや閉塞感が出てきつつあるものと思料される。  
将来予測については、[横ばい] が過半を占め、[やや悪化] が14%と増えていることからマーケットの変化を敏感に感じ取る投資家の存在が窺える。
- ・レジデンス市場に対する景況感は、[やや回復] が26%→24%、[横ばい] が61%→73%と近時では大きな変化は感じていない様子である。  
一方、将来予測については、[やや悪化] が17%となっており、将来に対する見立てについては、ややネガティブな変化を予想する投資家層の存在が窺える。

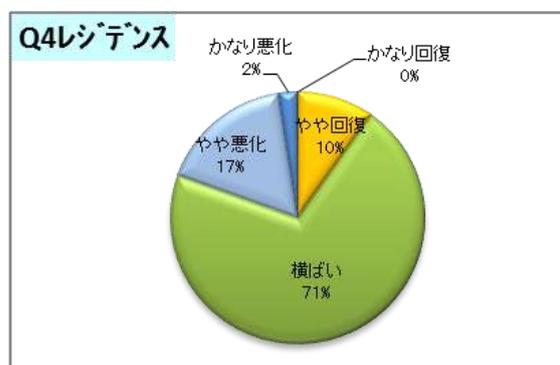
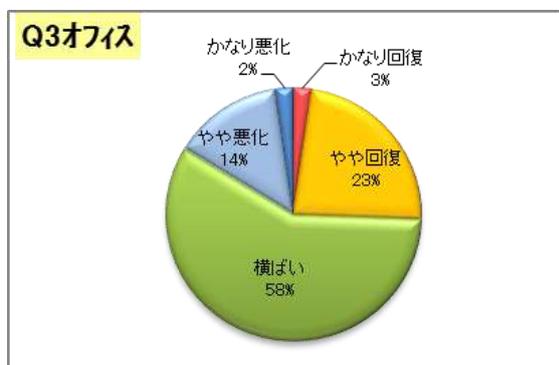
前回結果 (平成28年1月時点における将来予測)



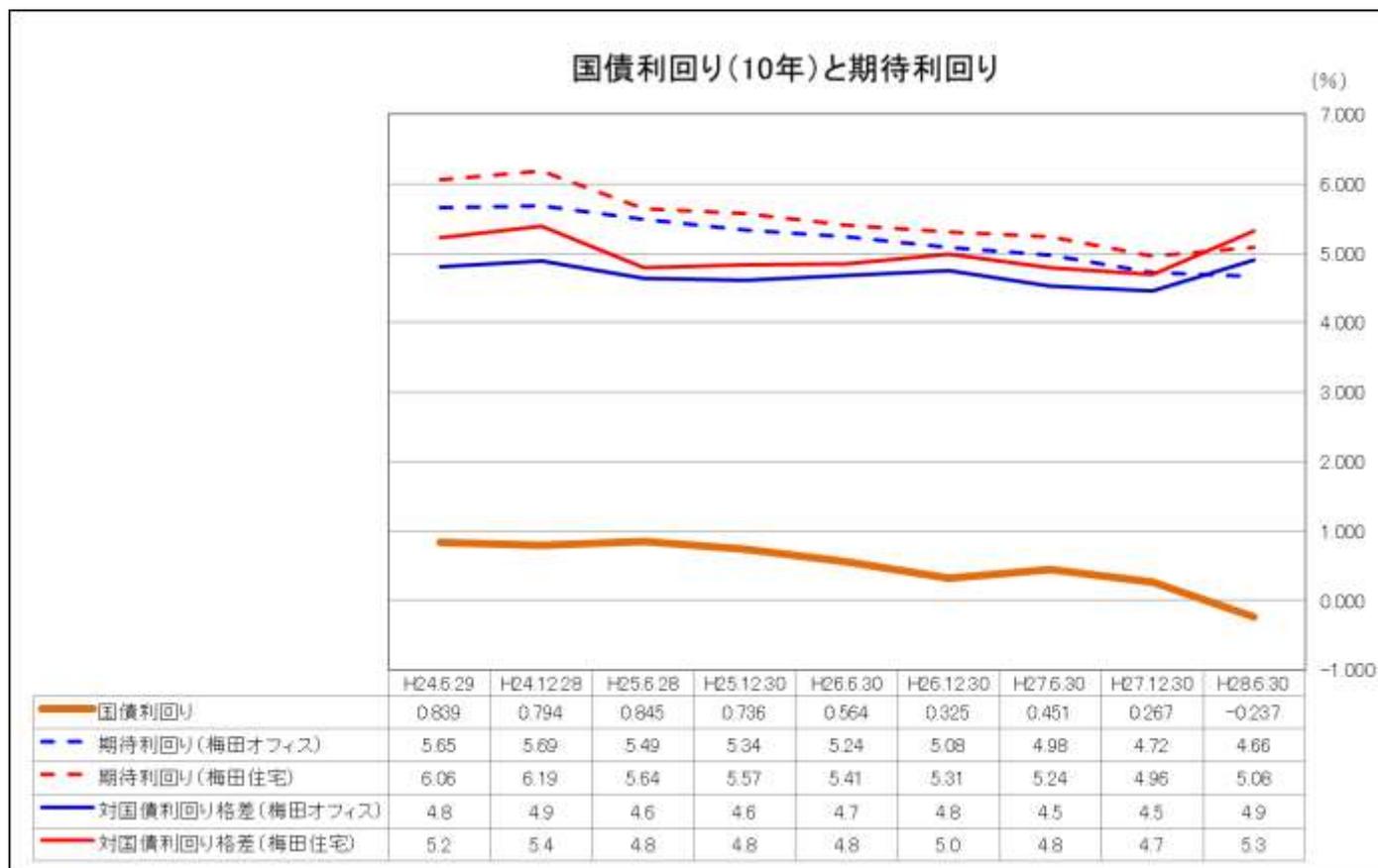
市況景況感 (6ヶ月前と比べ)



景況感将来予測



【参考】期待利回りと国債利回り（10年）との関係について



利回りを求める方法の1つに、「金融資産の利回りに不動産の個別性を加味して求める方法」がある。比較の対象となる金融資産の利回りとは、一般に10年物国債の利回りが用いられる。

不動産の個別性とは、①投資対象としての危険性、②非流動性、③管理の困難性、④資産としての安全性があり、当該個別性を数値化したものがリスクプレミアムと呼ばれるものである。

期待利回りと国債利回り（10年）との格差であるリスクプレミアムの推移は上記のとおりである。梅田オフィスでは4.5%から4.9%へ拡大しており、梅田住宅では4.7%から5.3%に拡大している。オフィスの期待利回りは下がっているものの、それ以上の割合で国債利回りが低下しており、リスクプレミアムは拡大することとなっている。

リスクプレミアムの割合は平成24年レベルに戻っており、結果として、投資家のリスク回避思考の一端が窺える。

本件に関するお問い合わせ先…

公益社団法人大阪府不動産鑑定士協会 調査研究委員会 第3小委員会  
 担当者 遠山（勤務先：アセットコンサル(株) 06-6222-9200）  
 飛松（勤務先：さくら不動産鑑定(株) 06-6228-5789）  
 西本（勤務先：大和不動産鑑定(株) 06-6536-7600）  
 池木（勤務先：森井総合鑑定(株) 06-6362-3303）

<sup>1</sup> 期待利回りとは、「投資家が期待する採算性にもとづく利回り」を指す。利回りが低いほどリスクが低い=投資対象として魅力的ということを示す。

<sup>2</sup> オフィスは、各駅徒歩圏内で築3年程度までの標準的なオフィスビルを想定。

<sup>3</sup> レジデンスは、各駅徒歩圏内で築3年程度までの1Kタイプのマンションを想定。