

第21回大阪圏エリア別不動産利回り調査（2021年1月調査）

（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を尋ねるアンケート調査を行った。調査実施時期は2021年1月～2021年2月。

調査結果概要（サマリー）

オフィス

- * 前回調査時点では9割のエリアで利回りが低下（価格は上昇）し、今回も8割のエリアで利回りが低下（価格は上昇）した。
- * 立地競争力の高い「梅田エリア」の期待利回りは3%台を継続し、利回りは低下（価格は上昇）。
- * 大阪ビジネス地区の空室率はここ1年で約2%程度上昇した。新型コロナウイルス感染症はさらなる拡大の動きをみせており、今後の投資家マインドの変化に注視する必要がある。

レジデンス

- * 前回調査時点では7地点のエリアで利回りが低下（価格は上昇）したが、今回は全地点で低下（価格は上昇）となった。特に、大阪市内中心部エリアにおいて利回りが上昇から低下に転じている。
- * 特に大阪市内中心部においては利回りの低下幅が大きく、オフィスや店舗ビル、ホテル等の商業系用途への投資に比べ、住居系用途への投資の方がリスクは低いと判断している投資家が多いことを推察させる。
- * アセットタイプとしての収益の相対的安定性から依然として需要は旺盛な状況が続いている。

ホテル

- * 前回調査時点では利回りが上昇（価格は下落）し、今回も利回りが上昇（価格は下落）。
- * 新型コロナウイルス拡大によるインバウンド需要の消失、国内移動の減少を受け、依然として市況の回復の見通しが立たない状況が続いている。
- * 現下ではコロナの収束時期の予測を軸とした、所有者・オペレーター・金融機関及び購入者の睨み合いが続いており、ファイヤーセール（投げ売り）には至っていない。

元本と利回りの関係

- * 不動産収益（収入－費用）÷期待利回り＝不動産価格 * 1億÷5%＝20億、 1億÷4%＝25億

オフィス

大阪ビジネス地区の賃貸市場を概観すると、平均空室率は2018年7月以降2%台に突入し、2019年は平均で2%台前半の低水準となった。2020年については、新型コロナウイルス感染症の拡大により、移転計画の見送りや契約決済の延期、中止の動きが認められるなど、賃貸マーケットはやや低調な動きとなっている。また、館内縮小や拠点の集約等に伴う中小の解約も見受けられ、空室率は2020年3月以降、緩やかな上昇が続き、2020年12月には3.44%となっている。

平均賃料は2020年6月まで上昇傾向で推移しており、その後も比較的堅調に推移している。オフィスの慢性的な供給不足は継続しており、ビルオーナーによる強気な賃料設定や賃料増額交渉なども引き続き確認され、オーナー側で募集条件を見直す動きは広がっていない。ただし、今後も空室率の上昇が続く場合、徐々に募集賃料見直しの動きが始め、賃料は小幅な下落傾向で推移する可能性も考えられることから、空室率と賃料動向に注視を要する。

新築オフィスビルの供給としては、2020年1月に「オービック御堂筋ビル」(延約55,000㎡)が竣工し、今後は2022年に「大阪梅田ツインタワーズ・サウス」(延約260,000㎡)、2023年に「(仮称)梅田三丁目計画」(延227,000㎡)などが計画されている。加えて、「(仮称)淀屋橋駅東地区都市再生事業」「淀屋橋駅西地区第一種市街地再開発事業」「日本生命淀屋橋ビル」も計画が発表されているものの、2022～2024年度以降の稼働予定とされており、供給不足の状況に変わりはない。

大阪市内のオフィス取引市場においては、現状では売手は売り急いでおらず買主との目線が合わずに取引が成立しないことが多いが、将来のオフィス賃貸需要を悲観的に見ていない水準で取引されており、主要エリアを中心に、売買・賃貸マーケットともに堅調に推移している。ただし、空室率が上昇傾向にあることから、今後のマーケットの変調に注視する必要がある。

エリア別の期待利回りの平均値は下表のとおりである。新型コロナウイルス感染症の影響が懸念されたが、前回調査結果から引き続き、オフィス賃貸市場は需給がひっ迫しNOIが改善傾向にあること等が伺える。近時の取引市場におけるキャップレートは低下傾向を示しているものと考えられる。本件調査期待利回りでは、⑤堺筋(北浜)、⑦京橋(OBP)と⑩堺の3ポイントで若干上昇したが、上昇は微増であり他の地域においては下落傾向が継続していることから、市場のトレンドに変化はないものと考えられる。

今回⑤堺筋(北浜)が若干の上昇で、⑨新大阪が若干の下落により、順位が入れ替わった。いずれも4%台の半ばであり、オフィス賃貸市場の底堅さもあり、今後も堅調な推移が期待される。

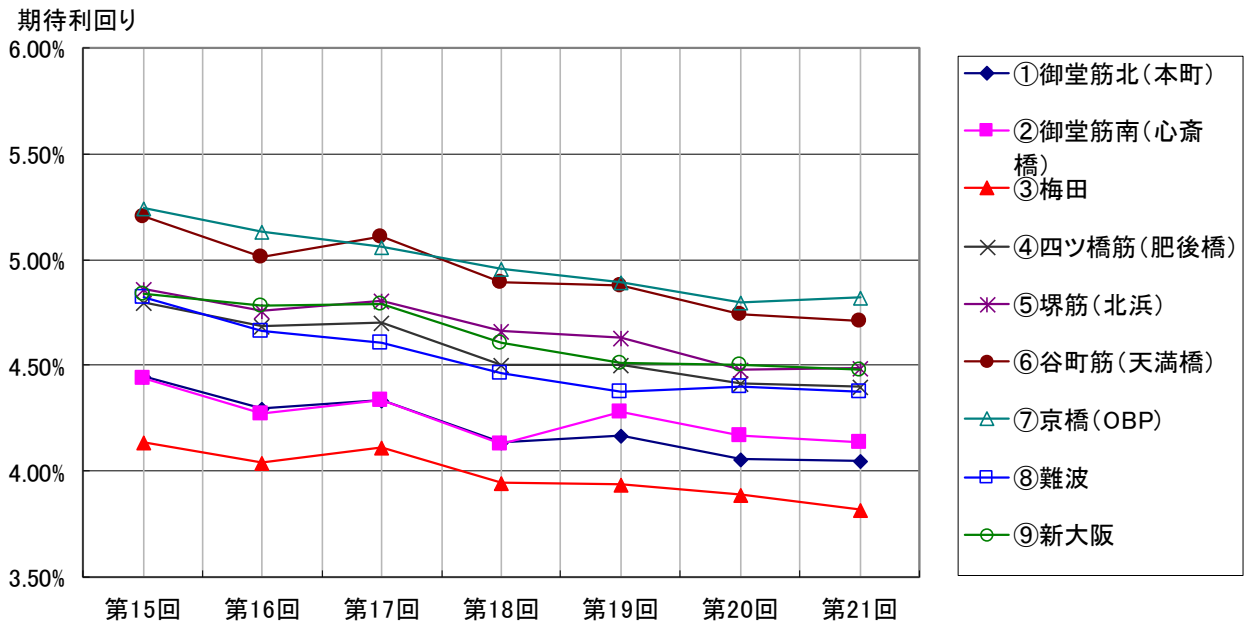
投票値の分布状況によれば、現状においても3%台の低位投票が数多く確認されることから、投資意欲の減退等は見られない。しかし、ここ1年で大阪ビジネス地区では空室率が約2%程度上昇したこともあり、今後の投資家マインドの変化に注視する必要がある。

【調査結果】

(注) 期待利回りは平均値。朱塗(利回り低下)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。(以下、同様)

回数	第15回		第16回		第17回		第18回		第19回		第20回		第21回	
時点	2018年1月		2018年7月		2019年1月		2019年7月		2020年1月		2020年7月		2021年1月	
①御堂筋北(本町)	4.45%	3	4.30%	3	4.34%	2	4.14%	3	4.17%	2	4.06%	2	4.05%	2
②御堂筋南(心斎橋)	4.44%	2	4.27%	2	4.34%	2	4.13%	2	4.28%	3	4.17%	3	4.14%	3
③梅田	4.14%	1	4.04%	1	4.11%	1	3.95%	1	3.94%	1	3.89%	1	3.82%	1
④四ツ橋筋(肥後橋)	4.80%	4	4.69%	5	4.70%	5	4.50%	5	4.50%	5	4.42%	5	4.40%	5
⑤堺筋(北浜)	4.86%	7	4.76%	6	4.81%	7	4.66%	7	4.63%	7	4.48%	6	4.49%	7
⑥谷町筋(天満橋)	5.20%	8	5.01%	8	5.11%	9	4.89%	8	4.88%	8	4.74%	8	4.71%	8
⑦京橋(OBP)	5.24%	9	5.13%	9	5.06%	8	4.96%	9	4.89%	9	4.80%	9	4.82%	9
⑧難波	4.82%	5	4.66%	4	4.61%	4	4.46%	4	4.38%	4	4.40%	4	4.38%	4
⑨新大阪	4.84%	6	4.78%	7	4.79%	6	4.61%	6	4.51%	6	4.50%	7	4.48%	6
⑩堺	6.25%	10	6.01%	10	6.13%	10	5.99%	10	5.85%	10	5.68%	10	5.70%	10

オフィス・期待利回り(平均値)の推移



レジデンス

大阪圏のレジデンス投資市場では、店舗ビルやオフィスビルに比べて収益の相対的安定性から依然としてレジデンスの需要は旺盛な状況が続いている。一方で、投資適格性を有する物件価格は過去のトレンドから見て高値圏内が続いており、レンダーによる融資環境は一層の厳しさを見せているものの、J-REIT においては一定数の取引がなされている。また、J-REIT については、ポートフォリオクオリティの向上を目指した資産の入替えの動きが見受けられ、売却の動きも依然として見られる。

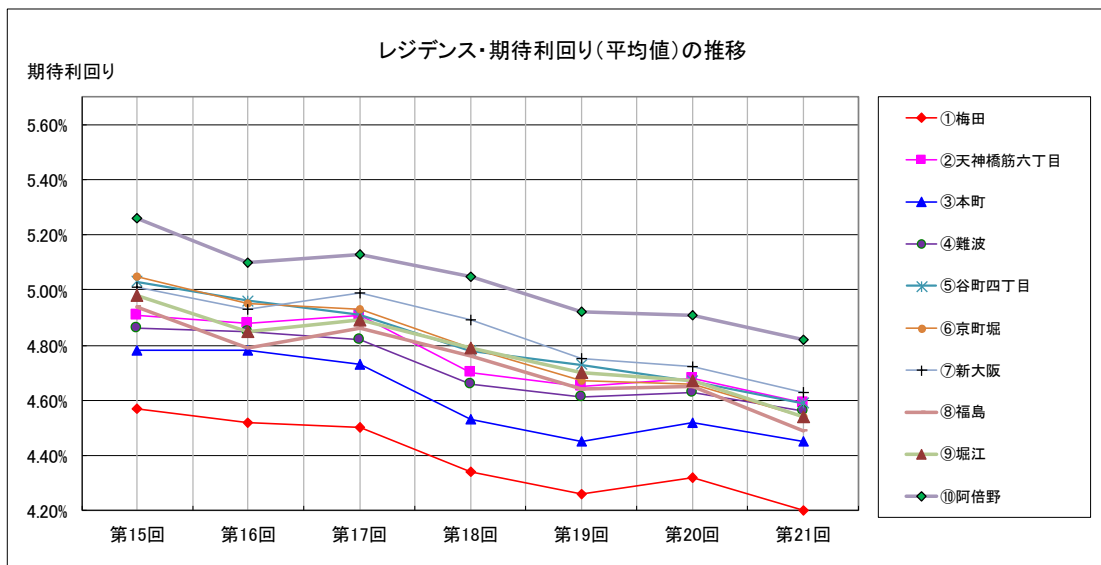
エリア別の期待利回りの平均値は下表の通りであり、全 14 エリアで利回りが低下（価格が上昇）した。前回調査では、全 14 エリア中の 7 エリアで利回りが上昇（価格が下落）していたが、今回調査では大きく局面に変化が生じた。

特に「①梅田」「②天神橋筋六丁目」「③本町」「④難波」などの大阪市内中心部エリアで利回りが上昇から低下に転じた。上記エリアは、前回の第 20 回（2020 年 7 月時点）調査では、新型コロナウイルスによる影響を大きく受け、利回りが上昇（価格が下落）したエリアであるが、今回の調査では一転利回りが低下しており、投資家の市内中心部への投資需要が根強いということを示す結果となっている。

なお、今回の調査で利回りの低下幅が大きいエリアは、「⑧福島」エリア（0.16 ポイント）、「⑨堀江」エリア（0.13 ポイント）、「①梅田」エリア（0.12 ポイント）、「⑥京町堀」エリア（0.12 ポイント）であり、これらのエリアは、タワーマンションなどが建築されているなど住居系用途が混在するエリアが多く、オフィスや店舗ビル、ホテルなどの商業系用途への投資に比べて住居系用途への投資の方がリスクは低いと判断している投資家が多いことを推察させる結果となっている。

【調査結果】

回数 時点	第15回 2018年1月	序列	第16回 2018年7月	序列	第17回 2019年1月	序列	第18回 2019年7月	序列	第19回 2020年1月	序列	第20回 2020年7月	序列	第21回 2021年1月	序列
①梅田	4.57%	1	4.52%	1	4.50%	1	4.34%	1	4.26%	1	4.32%	1	4.20%	1
②天神橋筋六丁目	4.91%	5	4.88%	7	4.91%	7	4.70%	5	4.65%	6	4.68%	7	4.59%	7
③本町	4.78%	2	4.78%	2	4.73%	2	4.53%	2	4.45%	2	4.52%	2	4.45%	2
④難波	4.86%	4	4.85%	4	4.82%	4	4.66%	3	4.61%	4	4.63%	3	4.56%	6
⑤谷町四丁目	5.03%	9	4.96%	10	4.91%	7	4.78%	7	4.73%	9	4.67%	6	4.59%	7
⑥京町堀	5.05%	10	4.95%	9	4.93%	9	4.79%	8	4.67%	7	4.66%	3	4.54%	4
⑦新大阪	5.01%	8	4.93%	8	4.99%	10	4.89%	10	4.75%	10	4.72%	10	4.63%	9
⑧福島	4.94%	6	4.79%	3	4.86%	5	4.76%	6	4.64%	5	4.65%	4	4.49%	3
⑨堀江	4.98%	7	4.85%	4	4.89%	6	4.79%	8	4.70%	8	4.67%	7	4.54%	4
⑩阿倍野	5.26%	13	5.10%	12	5.13%	13	5.05%	12	4.92%	12	4.91%	12	4.82%	12
⑪江坂	5.06%	11	5.02%	11	5.03%	11	4.93%	11	4.87%	11	4.85%	11	4.75%	11
⑫高槻	5.47%	14	5.37%	14	5.27%	14	5.27%	14	5.13%	14	5.07%	14	5.00%	14
⑬西宮	5.22%	12	5.18%	13	5.08%	12	5.10%	13	4.97%	13	5.00%	13	4.96%	13
⑭京都	4.83%	3	4.86%	6	4.81%	3	4.69%	4	4.58%	3	4.69%	9	4.63%	9



ホテル

大阪ホテルマーケットは、コロナウィルスに起因するインバウンド需要の消滅、国内移動の減少を受け、依然として市況回復の見通しが立たない状況が続き、一部オペレーターの法的整理も散見され始めた。

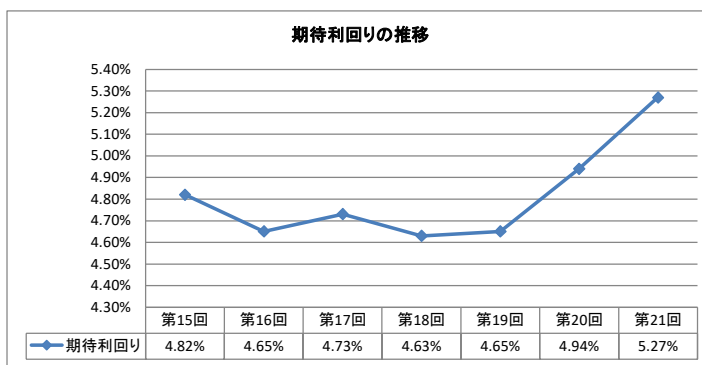
投資対象としてのホテル物件は、収益悪化を前提とした低廉な取引が顕在化する可能性が高いものの、現下ではコロナの収束時期の予測を軸とした、所有者・オペレーター・金融機関及び購入者の睨み合いが続いている。

なお、期待利回りの微増だけでは推し量れない、減賃交渉、契約内容の改定など、直近の宿泊需要に対応した動きから、暫くは目が離せない状況が続くものと考えられる。

【調査結果】 ※ホテルのアンケート調査は第12回より実施。

☆基準となるエリアの想定建物

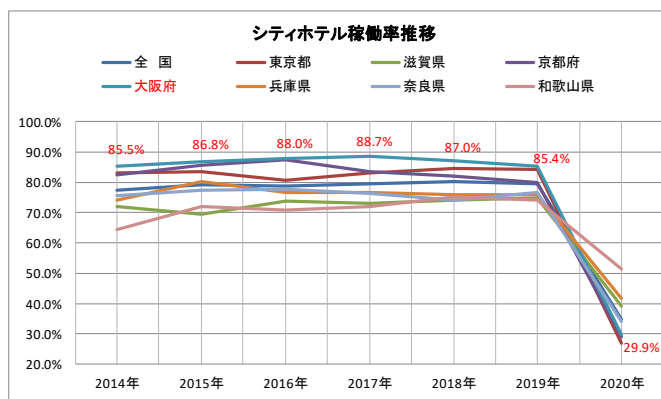
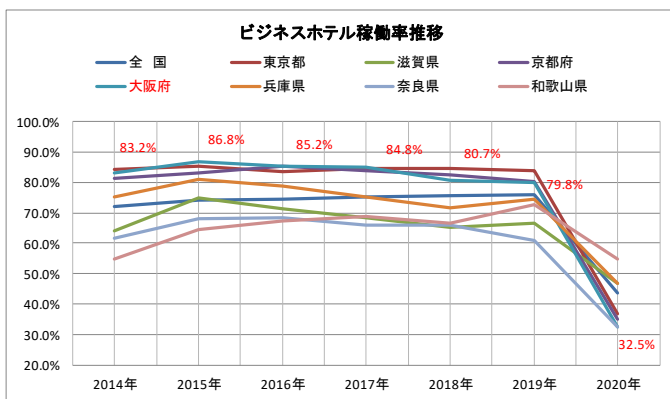
立地条件	西心斎橋エリアに立地
交通アクセス	地下鉄御堂筋線「心斎橋」駅から徒歩1分程度
築年数	新築～築3年程度
客室数	150～200室程度
平均客室単価ADR	7,000～10,000円
客室稼働率	80%以上
経営形態等	リース方式(ホテルオペレーターが一括賃借し、ホテル経営を行う方式)
賃料水準	市場賃料並み



○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	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
全国	72.1%	74.2%	74.4%	75.3%	75.5%	75.8%	43.5%
東京都	84.2%	85.3%	83.3%	84.5%	84.5%	84.0%	36.7%
滋賀県	64.2%	74.9%	71.2%	68.4%	65.2%	66.8%	47.0%
京都府	81.2%	83.2%	85.4%	84.0%	82.4%	80.1%	34.9%
大阪府	83.2%	86.8%	85.2%	84.8%	80.7%	79.8%	32.5%
兵庫県	75.2%	80.8%	78.9%	75.4%	71.6%	74.6%	46.9%
奈良県	61.6%	68.2%	68.4%	65.8%	65.8%	60.8%	32.7%
和歌山県	54.8%	64.4%	67.2%	68.8%	66.6%	72.6%	54.7%

シティホテル	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
全国	77.3%	79.2%	78.7%	79.5%	80.2%	79.5%	34.7%
東京都	83.2%	83.6%	80.8%	83.0%	84.6%	84.2%	26.8%
滋賀県	72.0%	69.6%	73.7%	73.2%	74.1%	74.8%	39.2%
京都府	82.3%	85.7%	87.5%	83.5%	82.2%	79.9%	29.1%
大阪府	85.5%	86.8%	88.0%	88.7%	87.0%	85.4%	29.9%
兵庫県	74.3%	80.2%	76.6%	76.8%	75.8%	75.8%	41.7%
奈良県	75.6%	77.5%	77.7%	76.4%	74.0%	76.8%	34.2%
和歌山県	64.3%	71.8%	71.0%	71.8%	75.3%	74.1%	51.5%



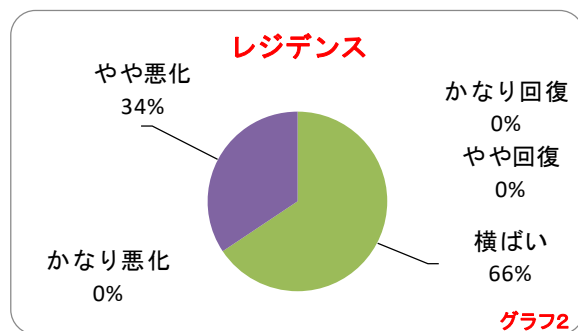
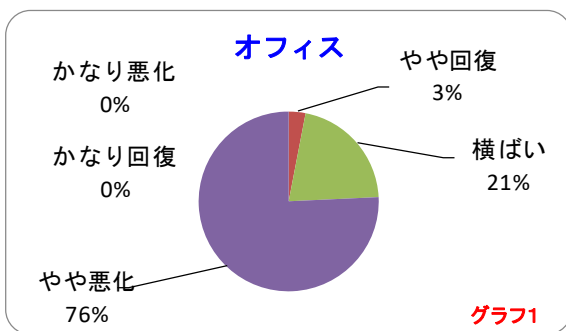
(出典) 国土交通省 観光庁 統計情報・宿泊旅行統計調査より

不動産需給動向アンケート

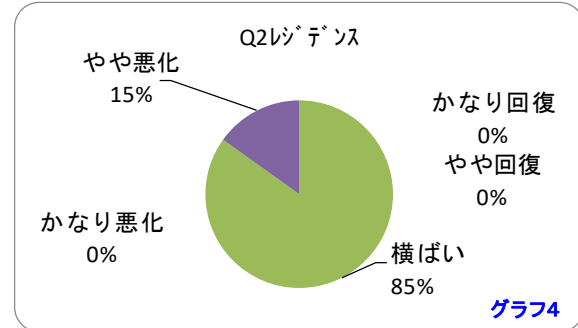
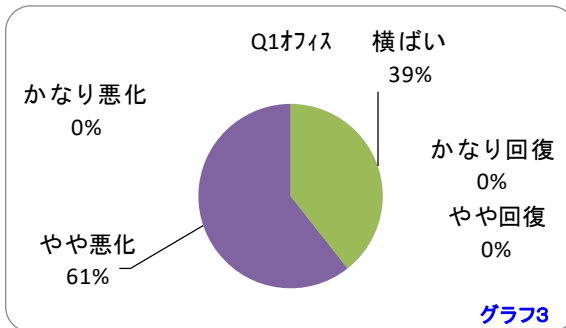
(調査時点：2021年1月)

- ・オフィス市場に対する景況感は、前回(令和2年7月)の将来予測と比較すると、今回の景況感は[かなり回復]が0%→0%、[やや回復]が0%→3%、[横ばい]が39%→26%、[やや悪化]が61%→68%、[かなり悪化]が0%→3%となっており、マーケットの減速を予測する[やや悪化]、[かなり悪化]の回答が7割を占めている。
- ・レジデンス市場に対する景況感は、前回(令和2年7月)の将来予測と比較すると、[かなり回復]、[かなり悪化]が0%→0%、[やや悪化]が15%→15%と変わらない中で、[横ばい]が85%→76%と減少しているが、[やや回復]が0%→9%と僅かではあるが回復傾向を予測する回答が見られた。レジデンス市場は予測判断が分かれる状況に差し掛かっている。

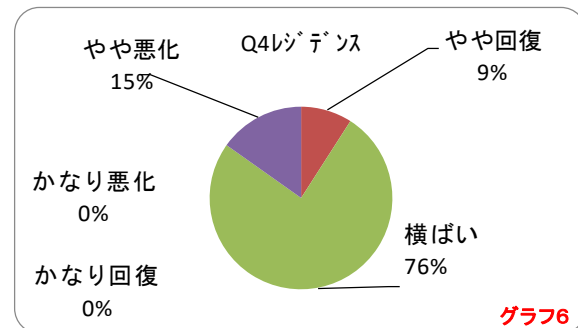
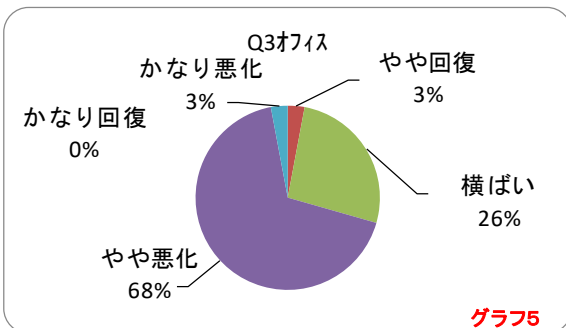
前回結果(令和2年7月将来予測)



市況景況感(6ヶ月前と比べ)



景況感将来予測

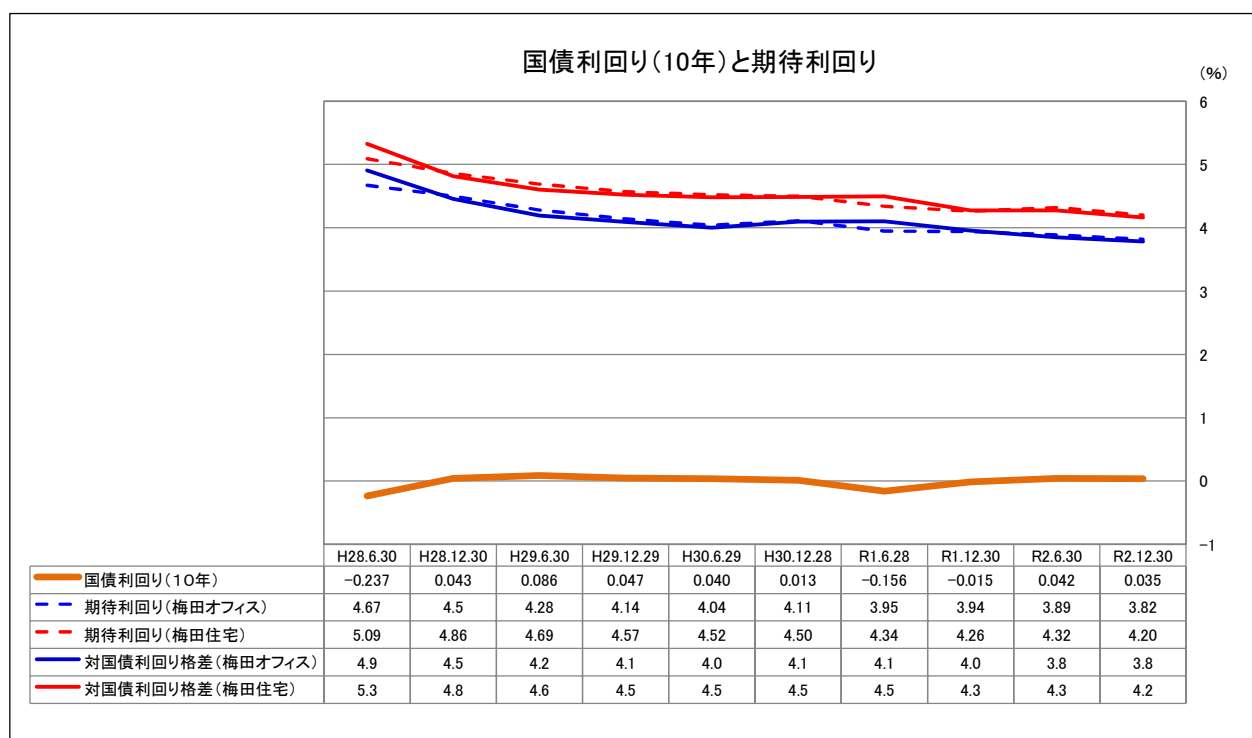


【参考1】期待利回りと国債利回り（10年）との関係について

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下記のとおりである。梅田オフィスでは3.82%、梅田住宅でも4.20%であり、国債利回りがやや上昇し不動産の期待利回りが低下したことによって、リスクプレミアムは縮小することとなった。



【参考2】withコロナ・afterコロナの需給動向の回復予測

新型コロナウイルス感染拡大による経済活動停滞は、大阪圏の不動産市況にも影響を与えており、次の通り、一般のコロナ禍による不動産市況・需給動向への影響及び以前(before コロナ・2020年1月1日を100とする)の水準まで回復に要する期間の予測等について各アセットタイプにつき御回答を頂き、その結果として回答指数の平均値の推移を視覚化した。

2020.7、2021.1時点における各アセットタイプへの影響の有無及び1年後、2年後に新型コロナ以前の水準(100)まで回復する期間の回答比率は下記の通りである。

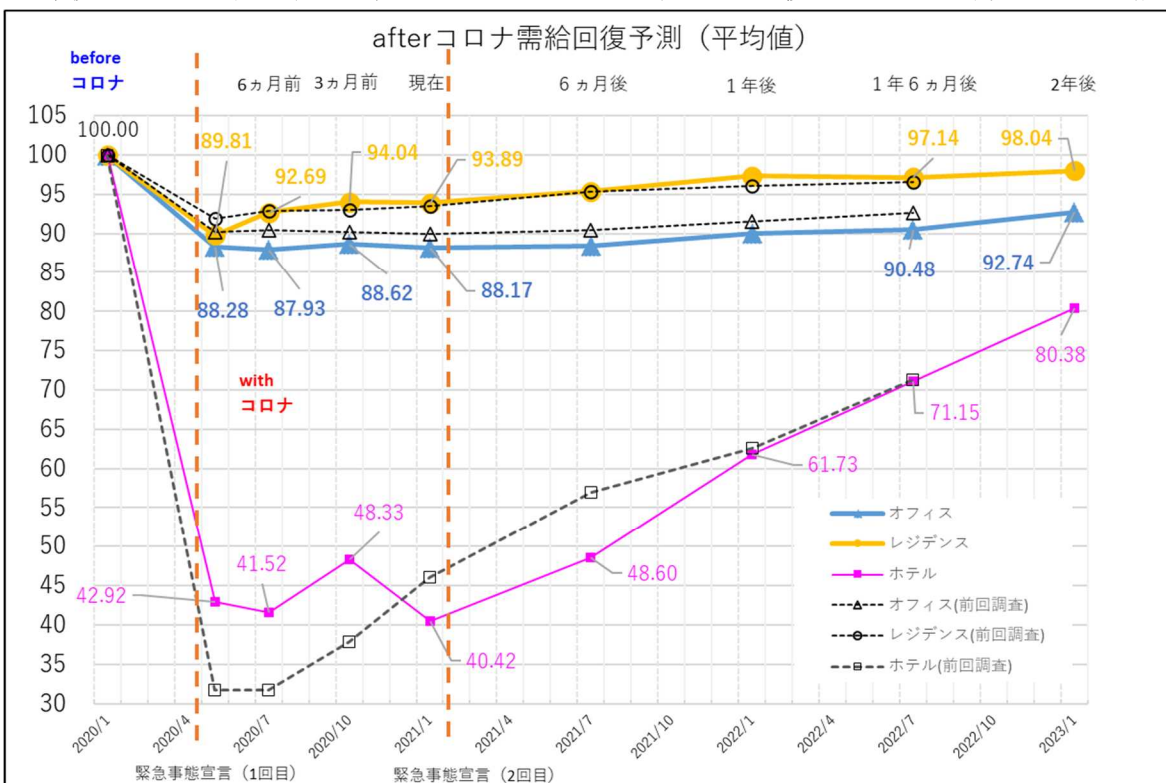
未だ感染拡大の収束が見通せない状況にあり、before コロナの水準への市況回復には相当な期間を要し、前回調査の予測より影響が長引く可能性が高いという回答の傾向が読み取れる。

回答比率		オフィス	レジデンス	ホテル
2020.7時点(6カ月前)で影響なし・100 ※前回(2020.7)調査では現在	今回調査	20.7%	30.8%	0.0%
	前回調査	30.0%	39.3%	0.0%
2021.1時点(現在)で影響なし・100 ※前回(2020.7)調査では6か月後	今回調査	16.7%	40.7%	0.0%
	前回調査	10.0%	39.3%	0.0%
調査時点から1年後で100まで回復していない ※前回調査：2021.7時点を予測、今回調査：2022.1時点を予測	今回調査	83.9%	35.7%	96.2%
	前回調査	83.3%	46.4%	95.7%
調査時点から2年後で100まで回復していない ※前回調査：202.7時点を予測、今回調査：2022.1時点を予測	今回調査	87.1%	46.4%	92.3%
	前回調査	73.3%	32.1%	87.0%

【レジデンス】への影響の程度が最も小さく、2021.1時点において影響がないとの回答の比率（約41%）があり、また、コロナ以前の水準（100）まで回復するという回答数は1年後から徐々に増加し、2年後に105の回答が複数見られる。総じて、前回調査に比較して、若干上方修正されている。

【オフィス】への影響は、レジデンス同様に全期間において一定程度（80～95）に収まるものとの回答（全回答数のうち約63%）と前回比率（60%）より大きくなっている。なお、現時点での影響は少ないが、6ヵ月後以降にオフィス市況が悪化するととの回答が複数見られ不透明感も感じられる。前回との比較においても、上記グラフのとおり、指数平均値が全期間において前回調査を下回っており、若干下方修正して投票、予測されている傾向も見られる。

【ホテル】への影響は甚大であり、回復予測はかなり弱い予測である。なお、今回調査における6ヵ月前の需給動向の投票をみると前回調査の予測に比べ指数は若干改善しているものの、感染拡大の状況如何により市況変動（Go to travel キャンペーン、緊急事態宣言等）の幅が大きい点、回答内容に反映されている。また、2年後においても約92%の回答が before コロナの水準までの回復はないとの予測をしている結果となった。



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 不動産利回り調査小委員会

担当者	土居 (勤務先: トイ・アセット・マネジメント(株))	06-6360-0432)
	飛松 (勤務先: さくら不動産鑑定(株))	06-6228-5789)
	野口 (勤務先: (株)中央不動産鑑定所)	06-6232-1350)
	森 (勤務先: (一財)日本不動産研究所)	06-6348-2010)

1. 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であらわす。
2. 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。
3. 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。