

第 20 回大阪圏エリア別不動産利回り調査（2020 年 7 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2020年6月～2020年7月。

調査結果概要（サマリー）

オフィス

- * 前回調査時点では 7 割のエリアで利回りが低下（価格は上昇）し、今回も 9 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、僅かに低下（価格は上昇）。
- * 大阪ビジネス地区の空室率は直近で 3 % 未満となっている。足元では、新型コロナウイルス感染症拡大による急激な空室増加等は見受けられない。

レジデンス

- * 前回調査時点ではすべてのエリアで利回りが低下（価格は上昇）したが、今回は 7 地点で低下（価格は上昇）、7 地点で上昇（価格は下落）となった。但し、変動幅は小さく、概ね横ばい圏内の動きとなっている。
- * 新型コロナウイルス感染症拡大によるインバウンド需要の消失が大きく影響を受けたエリアでは、僅かながら利回りの上昇が認められる。
- * 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。

ホテル

- * 前回調査時点では利回りが低下（価格は上昇）したが、今回は利回りが上昇（価格は下落）。
- * 新型コロナウイルス拡大による渡航制限、インバウンド需要の急減により、マーケットの停滞が著しく市況の回復の見通しが立たない。
- * ファイアーセール（投げ売り）は見られないが、収益見通しの不透明感により物件価格の下落が必ずの状況。

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。そのため、空室率は2020年2月の1.94%を底とし、その後緩やかな上昇を経て、8月末時点には2.78%となっている。しかしながら、拡張移転や館内増床、立地改善等の潜在的なオフィス需要は依然として根強く、コロナ禍にあっても空室率は大きく上昇していない。

なお、オフィス賃貸需要が旺盛な梅田地区をはじめ、淀屋橋、新大阪地区等のオフィスエリアでは、足元の募集賃料が緩やかながら上昇しており、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確認される。

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年度以降の稼働が予定されており、現時点では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、賃料上昇期待を織り込んだ取得検討が引き続き観測され、投資対象エリアも徐々に拡大しているものと把握される。コロナ禍による不確実性が高まっており、上記大型オフィスビルの新規供給増加による将来の空室率上昇の動きを警戒する見方があるものの、主要オフィスエリアを中心に、売買・賃貸マーケットともに堅調な推移が期待される。

エリア別の期待利回りの平均値は下表のとおりである。前回調査結果では、オフィス賃貸市場は引き続き需給がひっ迫しNOIが改善傾向にあること等から、御堂筋エリア以外では概ね低下傾向を示していた。近時の取引市場におけるキャプレートは低下傾向を示しているものと考えられるが、本件調査期待利回りでは、⑧難波で概ね横ばいであり、他の地域においては下落傾向が継続している。④四ツ橋筋(肥後橋)においては、前回調査結果では横ばいであったが、今回調査結果においては下落を示した。

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と考えられる。

また、回答頂いた市場における取引利回りは、本件調査の各エリアの期待利回りを下回っている。

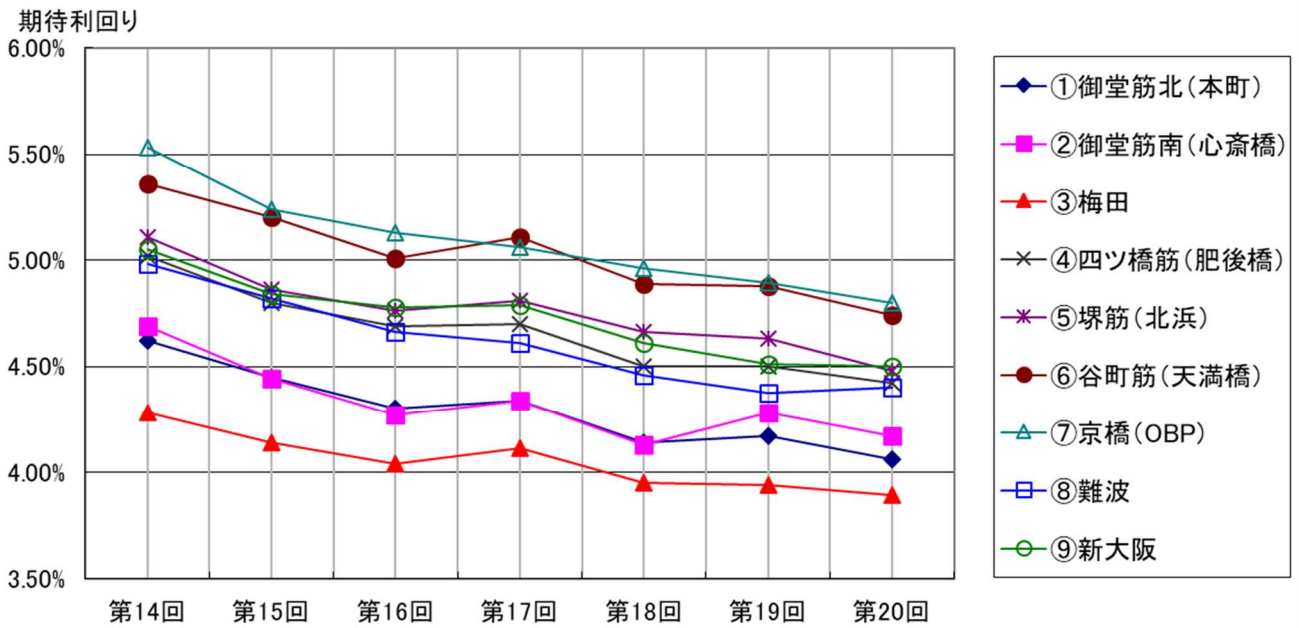
これは物件数が少なくなってきた中、競合による結果、取引利回りが低位となっているものと考えられ、採算確保の観点からみると、投資物件、エリア、タイミング等の選別がより難しくなっている状況下にあると推察される。

【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 時点	第14回 2017年7月		第15回 2018年1月		第16回 2018年7月		第17回 2019年1月		第18回 2019年7月		第19回 2020年1月		第20回 2020年7月	
①御堂筋北(本町)	4.62%	2	4.45%	3	4.30%	3	4.34%	2	4.14%	3	4.17%	2	4.06%	2
②御堂筋南(心斎橋)	4.69%	3	4.44%	2	4.27%	2	4.34%	2	4.13%	2	4.28%	3	4.17%	3
③梅田	4.28%	1	4.14%	1	4.04%	1	4.11%	1	3.95%	1	3.94%	1	3.89%	1
④四ツ橋筋(肥後橋)	5.02%	5	4.80%	4	4.69%	5	4.70%	5	4.50%	5	4.50%	5	4.42%	5
⑤堺筋(北浜)	5.11%	7	4.86%	7	4.76%	6	4.81%	7	4.66%	7	4.63%	7	4.48%	6
⑥谷町筋(天満橋)	5.36%	8	5.20%	8	5.01%	8	5.11%	9	4.89%	8	4.88%	8	4.74%	8
⑦京橋(OBP)	5.53%	9	5.24%	9	5.13%	9	5.06%	8	4.96%	9	4.89%	9	4.80%	9
⑧難波	4.98%	4	4.82%	5	4.66%	4	4.61%	4	4.46%	4	4.38%	4	4.40%	4
⑨新大阪	5.05%	6	4.84%	6	4.78%	7	4.79%	6	4.61%	6	4.51%	6	4.50%	7
⑩堺	6.37%	10	6.25%	10	6.01%	10	6.13%	10	5.99%	10	5.85%	10	5.68%	10

オフィス・期待利回り(平均値)の推移



レジデンス

大阪圏中心部のレジデンス賃貸市場では、都心回帰による大阪都心6区の人口増加が安定的に続く予測され、大阪都心6区と他の地域の格差が大きい。レジデンス投資市場では、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である。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にあり、レンダーによる融資環境は全般的には厳しいものの、J-REIT においては取得・譲渡ともに一定の取引がなされている。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 エリア中 7 エリアで利回りが上昇(価格が低下)した。前回調査では、全 14 エリアの利回りが低下(価格が上昇)していたが、今回調査では大きく局面に変化が生じた。

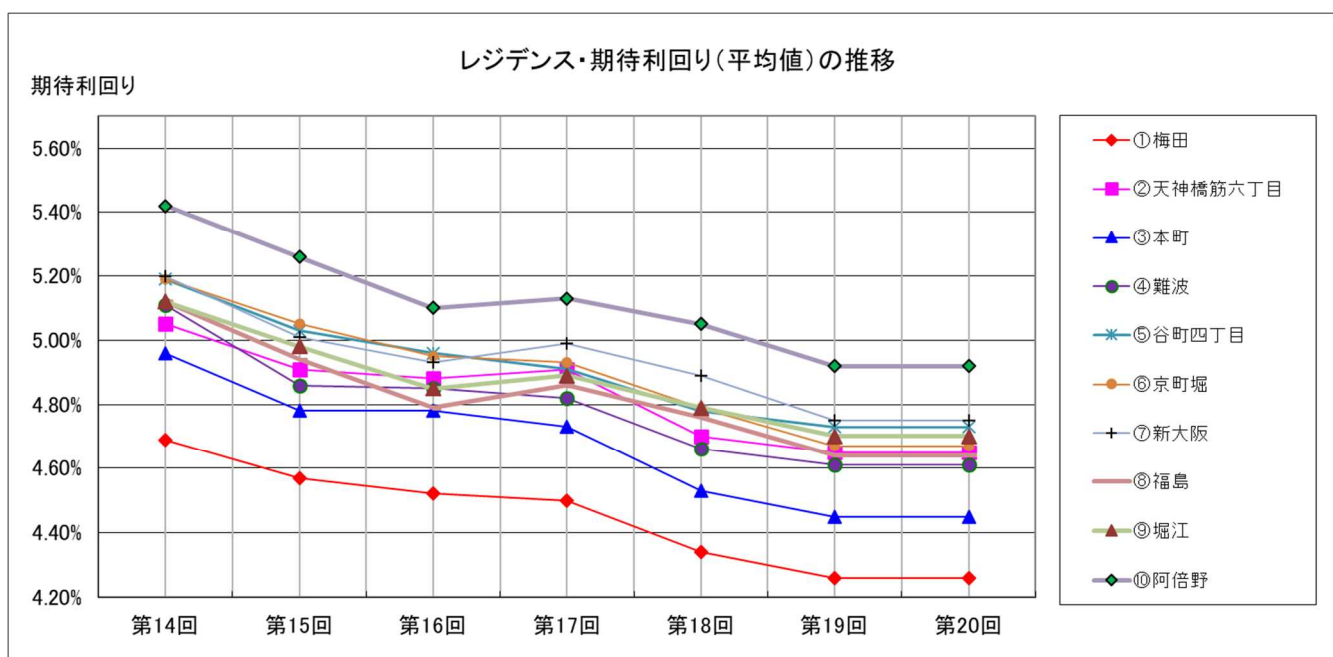
特に「①梅田」「③本町」「④難波」などの大阪市内中心部エリアでの利回り上昇が顕著となった。新型コロナウイルスによる影響を大きく受けたエリアであり、インバウンド需要の消失、オフィス需要の先行き不透明感など、景気が後退局面に差し掛かっていると判断している投資家が一定数いることを表している。

また、期待利回りが低下(価格が上昇)した 7 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増えている気配がある。

なお、今回調査で最も利回りが上昇(価格が下落)したのは「⑭京都」エリアであり、前回に比べ 0.11 ポイントも利回りが上昇した。これは、新型コロナウイルスによるインバウンド需要の消失が大きく影響しているものと思料される。

【調査結果】

回数 時点	第14回 2017年7月	第15回 2018年1月	第16回 2018年7月	第17回 2019年1月	第18回 2019年7月	第19回 2020年1月	第20回 2020年7月
①梅田	4.69%	4.57%	4.52%	4.50%	4.34%	4.26%	4.32%
②天神橋筋六丁目	5.05%	4.91%	4.88%	4.91%	4.70%	4.65%	4.68%
③本町	4.96%	4.78%	4.78%	4.73%	4.53%	4.45%	4.52%
④難波	5.11%	4.86%	4.85%	4.82%	4.66%	4.61%	4.63%
⑤谷町四丁目	5.19%	5.03%	4.96%	4.91%	4.78%	4.73%	4.67%
⑥京町堀	5.19%	5.05%	4.95%	4.93%	4.79%	4.67%	4.66%
⑦新大阪	5.20%	5.01%	4.93%	4.99%	4.89%	4.75%	4.72%
⑧福島	5.12%	4.94%	4.79%	4.86%	4.76%	4.64%	4.65%
⑨堀江	5.12%	4.98%	4.85%	4.89%	4.79%	4.70%	4.67%
⑩阿倍野	5.42%	5.26%	5.10%	5.13%	5.05%	4.92%	4.91%
⑪江坂	5.18%	5.06%	5.02%	5.03%	4.93%	4.87%	4.85%
⑫高槻	5.66%	5.47%	5.37%	5.27%	5.27%	5.13%	5.07%
⑬西宮	5.47%	5.22%	5.18%	5.08%	5.10%	4.97%	5.00%
⑭京都	4.98%	4.83%	4.86%	4.81%	4.69%	4.58%	4.69%



ホテル

大阪のホテルマーケットは、インバウンド需要の急減、新型コロナウイルス感染症拡大に対する警戒、自粛等を受け、宿泊需要が大幅に縮小し、マーケットの停滞が著しく、また、依然として市況の回復の見通しが立たない状況下にある。

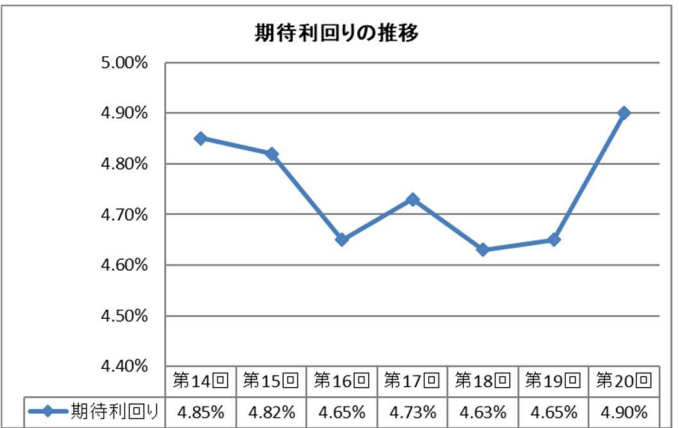
投資対象としてのホテル物件は、宿泊事業の収益悪化を前提とした取引が顕在化する可能性が高く、物件価格の下落は必至となっている。

今回の調査結果については、期待利回りが前回調査時の4.65%から、4.90%へと大幅に上昇した。
なお、ホテルの持つ潜在的な物件ポテンシャルによるが、長期的な視点では宿泊需要の回復は考えられるものの、現時点ではその時期など見通せず、今後の国内外の感染抑制如何により、マーケットの浮沈が左右されるものと考えられる。

【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

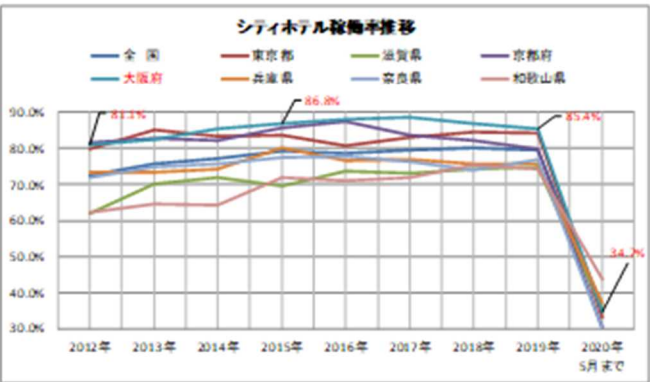
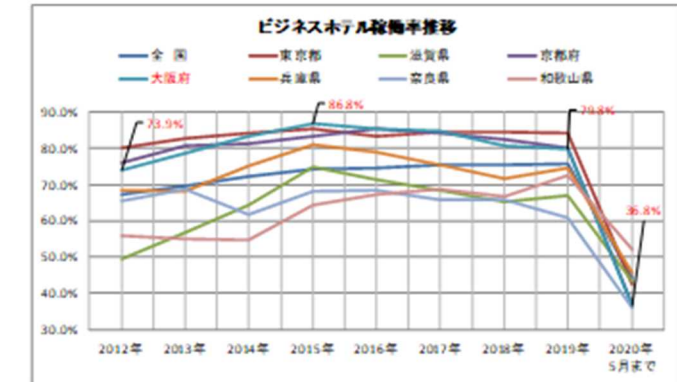
立地条件	西心斎橋エリアに立地
交通アクセス	地下鉄御堂筋線「心斎橋」駅から徒歩1分程度
築年数	新築～築3年程度
客室数	150～200室程度
平均客室単価ADR	7,000～10,000円
客室稼働率	80%以上
経営形態等	リース方式(ホテルオペレーターが一括賃借し、ホテル経営を行う方式)
賃料水準	市場賃料並み



○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 5月まで
全 国	72.1%	74.2%	74.4%	75.3%	75.5%	75.8%	44.1%
東京都	84.2%	85.3%	83.3%	84.5%	84.5%	84.0%	42.4%
滋賀県	64.2%	74.9%	71.2%	68.4%	65.2%	66.8%	43.2%
京都府	81.2%	83.2%	85.4%	84.0%	82.4%	80.1%	36.8%
大阪府	83.2%	86.8%	85.2%	84.8%	80.7%	79.8%	36.8%
兵庫県	75.2%	80.8%	78.9%	75.4%	71.6%	74.6%	45.7%
奈良県	61.6%	68.2%	68.4%	65.8%	65.8%	60.8%	36.1%
和歌山県	54.8%	64.4%	67.2%	68.8%	66.6%	72.6%	52.1%

シティホテル	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年 5月まで
全 国	77.3%	79.2%	78.7%	79.5%	80.2%	79.5%	35.5%
東京都	83.2%	83.6%	80.8%	83.0%	84.6%	84.2%	33.1%
滋賀県	72.0%	69.6%	73.7%	73.2%	74.1%	74.8%	35.5%
京都府	82.3%	85.7%	87.5%	83.5%	82.2%	79.9%	30.1%
大阪府	85.5%	86.8%	88.0%	88.7%	87.0%	85.4%	34.7%
兵庫県	74.3%	80.2%	76.8%	76.8%	75.8%	75.8%	37.1%
奈良県	75.6%	77.5%	77.7%	76.4%	74.0%	76.8%	29.8%
和歌山県	64.3%	71.8%	71.0%	71.8%	75.3%	74.1%	43.7%



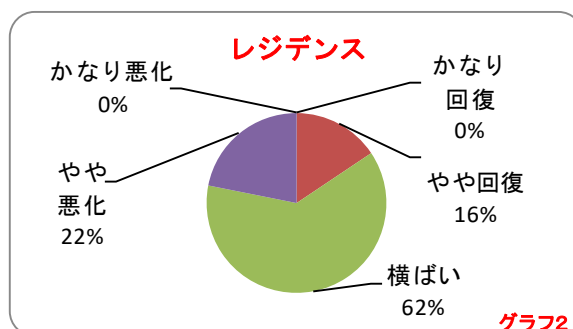
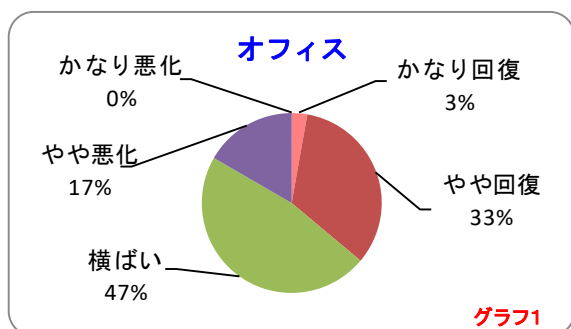
(出典) 国土交通省 観光庁 統計情報・宿泊旅行統計調査より

不動産需給動向アンケート

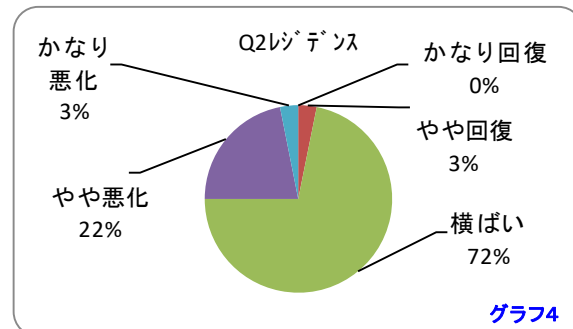
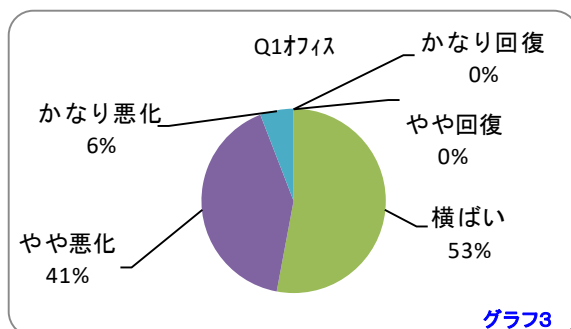
(調査時点：2020年7月)

- ・オフィス市場に対する景況感は、前回(令和2年1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3%→0%、「やや回復」が33%→0%、「横ばい」が47%→53%、「やや悪化」が17%→41%、「かなり悪化」が0%→6%となった。前回に比べると「かなり回復」「やや回復」とする回答が0%となり、「やや悪化」「かなり悪化」とする回答が概ね過半を占めるようになり、マーケットの減速を予測する傾向が窺える。
- ・レジデンス市場に対する景況感は、前回(令和2年1月)の将来予測と比較すると、「かなり回復」が0%→0%、「やや回復」が16%→3%、「横ばい」が62%→72%、「やや悪化」が22%→22%、「かなり悪化」が0%→3%となっており、横ばい傾向と捉える回答割合が増加している。

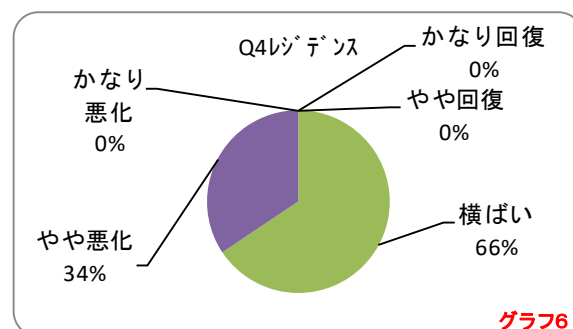
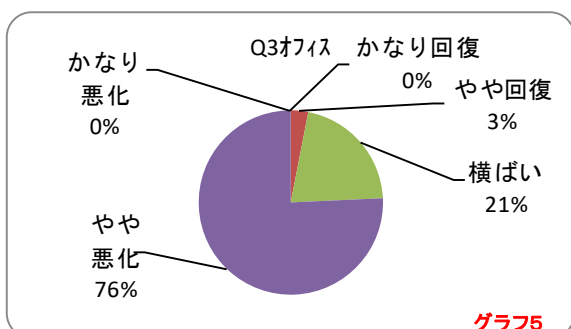
前回結果(令和2年1月将来予測)



市況景況感(6ヶ月前と比べ)



景況感将来予測

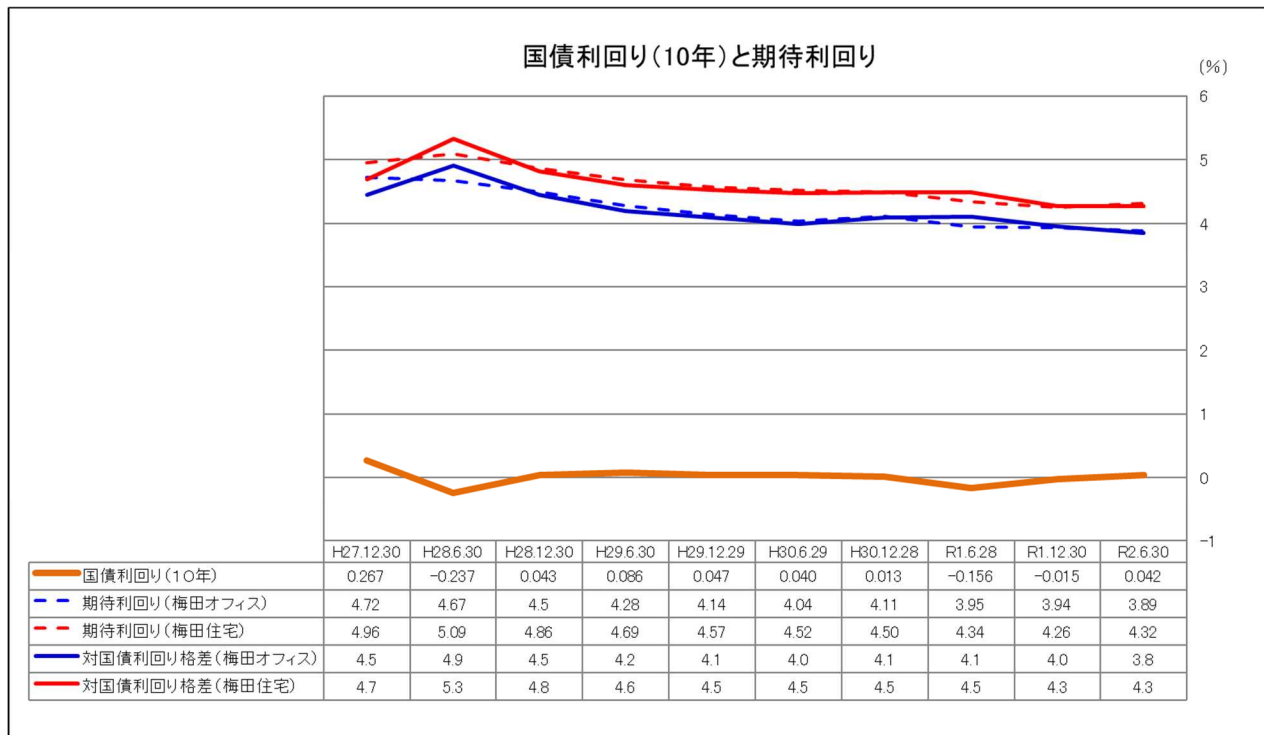


【参考1】期待利回りと国債利回り（10年）との関係について

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（10年）と国債利回り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3.89%、梅田住宅でも4.32%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少なからず影響を与えており、次の通り、今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・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。

総じて、現時点では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するものと予測が大勢である。

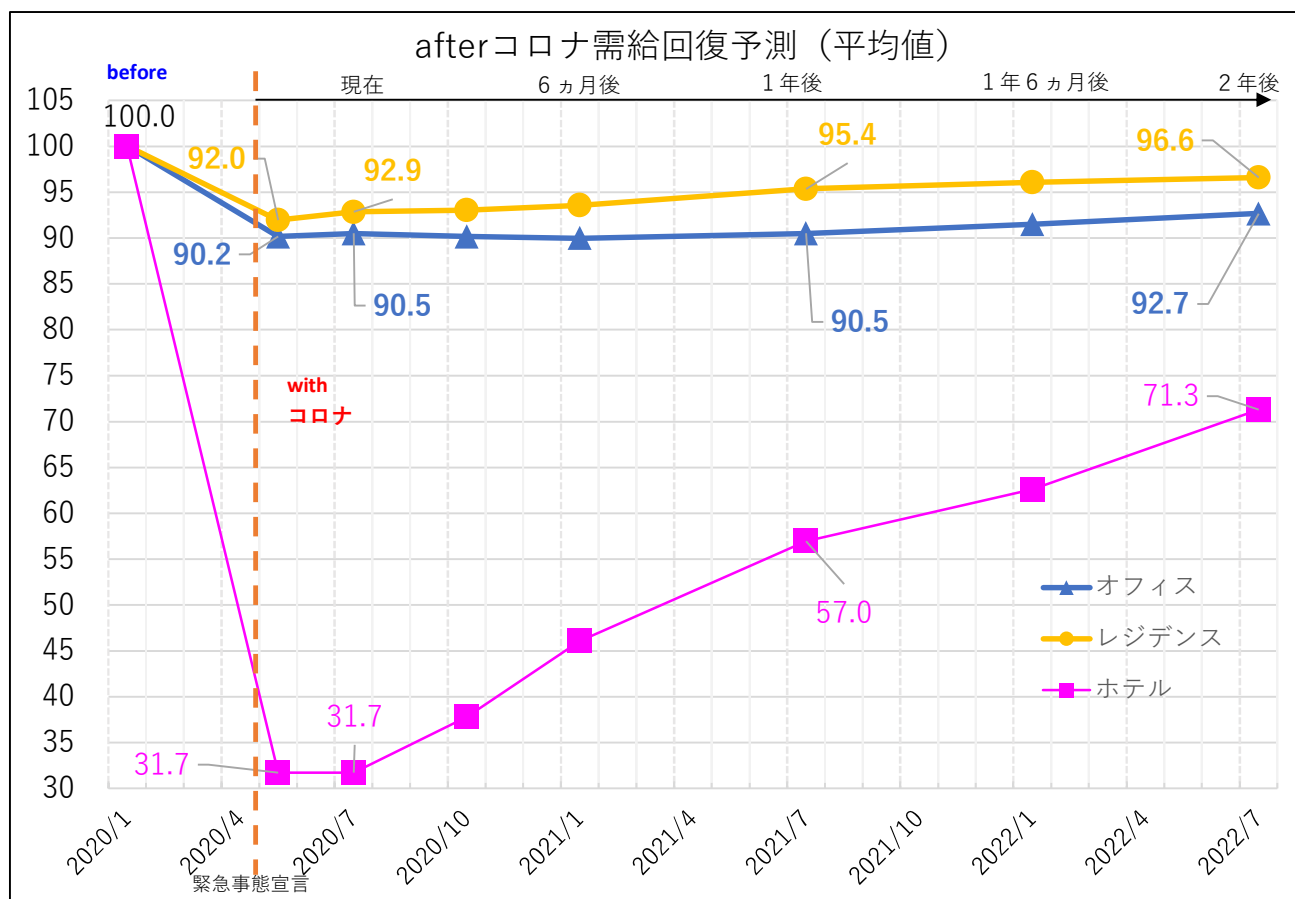
回答比率(回答数/全回答数)	オフィス	レジデンス	ホテル
2020.7時点(現在)で影響なし・100	30.0%	39.3%	0.0%
2021.7時点(1年後)にbeforeコロナの水準まで回復・100	16.7%	53.6%	4.3%
2022.7時点(2年後)にbeforeコロナの水準まで回復・100	26.7%	67.9%	13.0%

【レジデンス】への影響の程度が比較的小さく、2020.7時点において影響がないとの回答の比率(約39%)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60%）が多かった。なお、特筆すべきとしては、現時点での影響は少ないが、1年後以降にオフィス市況が悪化するとの回答が複数見られた。

【ホテル】への影響は甚大であり、1年後においてようやく（50～80）の水準との回答が見られ始める。

2年後においても約87%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 池木（勤務先：JLL森井鑑定㈱）	06-6362-3303)
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)

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。