

2023  
10  
October

# Topics

## 不動産トピックス

### トピックス1

需要見通しから考える今後のオフィスビル…………… 2

### トピックス2

ホテルの売買取引の動向…………… 6

### マンスリーウォッチャー

客室単価の急上昇がホテルセクターの  
収益回復に寄与…………… 8

# 需要見通しから考える今後のオフィスビル

オフィス需要は徐々に回復しつつあるもののハイブリッドワークを前提とした縮小志向は今も残っているほか、2030年には東京都心5区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)においてオフィス需要の源泉たるオフィスワーカー数がピークを迎えると予測されていることをふまえると、短期的にも中長期的にもオフィス需要はコロナ前ほどの力強さを回復できる余地は小さく、将来的にはストック余剰となる可能性があります。景気後退による短期的な減少はあったものの長期スパンでは需要が拡大してきたこれまでとは根本的に異なる状況の到来を視野に入れる必要が生じつつあると考えられます。

本稿では、今後の需要見通しやコロナ禍という需要減少局面で生じた変化を概観した上で、今後のオフィスビルについて考察します。

## 賃借需要の現状と将来見通し

### 足元、賃借需要は回復しつつあるものの力強さに欠く

東京都心5区における賃貸オフィスビルの平均空室率(全体)は2021年半ば以降6%台前半で横ばいに推移しています。既存ビルの平均空室率は賃借需要が回復しつつあることから徐々に低下している一方、新築ビルは大規模物件が空室を抱えた状態で竣工した影響から上昇基調です[図表1-1]。賃借需要に関して、足元では拡張移転が復調基調にあり、2020年以降マイナスが続いてきた新規需要面積<sup>\*1</sup>はプラスに転じています[図表1-2(折れ線)]。しかし、大手企業を中心にハイブリッドワークを前提とした縮小移転や、複数拠点を統合させて再編後の面積を減らす事例も散見されており、需要は回復しつつあるものの力強さには欠く状況と言えます。

1人あたりのオフィス面積はフリーアドレス導入などの影響でコロナ前から漸減傾向にあり、コロナ禍でもその傾向が続いてきたほか、足元では出社人数ベースの面積が在籍人数ベースを相当程度上回っており、従来の在籍人数に基づいて整備されたオフィスでは出社率の低下に伴ってスペースに余剰が生じている可能性が考えられます[図表1-3]。テレワーク実施率は低下傾向にあるものの依然としてコロナ前を上回っている[図表1-4]ことも勘案すると、余剰床を解消するために縮小移転を志向する傾向はしばらく続く可能性が考えられます。

なお、需要面のこうした状況に加え、供給面に関しては年末にかけて複数の大規模ビルが供給される予定で、その多くが空室を抱えた状態で竣工する見込みであることと、2024年は新規供給量が一時的に落ち着くものの2025年は再度大量供給が予定されていることから[図表1-2(棒グラフ)]、少なくとも今後数年間の平均空室率は弱含みで推移することが想定されます。

### 将来的にはオフィスワーカー数のピークアウトが需要の押し下げ要因に

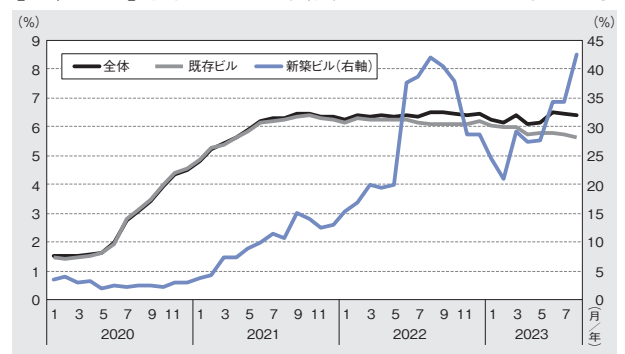
東京都が実施した予測(国勢調査をベースに

した5年単位の予測)によると、オフィス需要の源泉たるオフィスワーカー数は生産年齢人口の減少から2030年をピークに減少に転じる見込みです[図表1-5]。オフィス需要は過去、景気後退に伴う短期的な減少はあったものの、長期スパンで見れば生産年齢人口の増加や第三次産業の比率上昇、女性の就業拡大、労働力の高齢化などによって増加が続けてきました。当面の間はまだ増加するものの遠くない将来には減少局面に転じ、オフィス需要の押し下げ要因になることが見込まれます<sup>\*2</sup>。

また、最近急速に発展している生成AIの普及もオフィス需要に影響を及ぼす可能性が考えられます。生成AIの効果として、新たな仕事の創出が期待される(オフィスワーカー数押し上げ要因)一方、これまで人が担ってきた仕事が代替される面(同押し下げ要因)もあると考えられます。これらの効果がそれぞれどの程度になるのかを見通すことは現時点では難しいですが、オフィス需要への影響という観点から今後注視する必要があると思われます<sup>\*3</sup>。

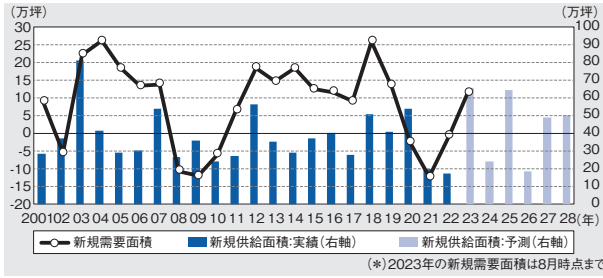
- \*1: 新規需要面積は「当年の稼働床面積-前年の稼働床面積」で算出。プラスであれば需要増、マイナスであれば需要減
- \*2: 将来的に外国人材受入政策の変更で高度人材の外国人が多く流入し、日本人オフィスワーカーの減少を補う可能性は考えられる。しかし、その効果としてはピークアウト時期の後ずれにはなってもいずれ減少局面は到来するという想定が現時点では現実的ではないかと思われる。
- \*3: 生成AIの普及が雇用に与える影響については、厚生労働省が2023年度内を目途に議論し、必要な対応案を取りまとめる方針と報じられている。

【図表1-1】東京都心5区賃貸オフィスビルの平均空室率



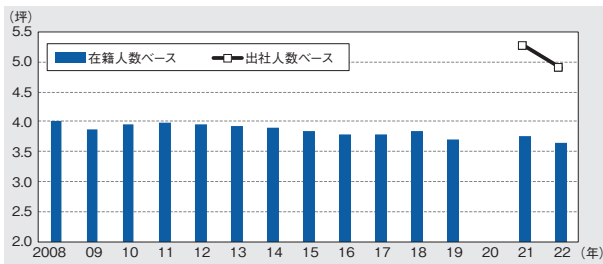
注) 基準階床面積100坪以上が対象。退去前の解約予告分を含む。  
データ出所: 三鬼商事(株)「オフィスデータ」

【図表 1-2】東京都心5区オフィスの新規需要面積と新規供給量



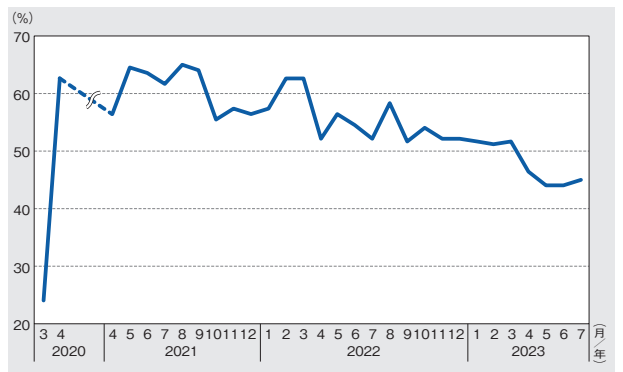
注1) 新規需要面積は賃貸ビルが対象  
 注2) 新規供給量は延床面積ベース。概ね5,000㎡以上の物件を対象とし、自用ビルを含む。複合ビルの場合、他用途面積を含む。  
 データ出所：新規需要面積は三鬼商事(株)「オフィスデータ」、新規供給量は都市未来総合研究所「Office Market Research」

【図表 1-3】1人あたりオフィス面積(東京23区)



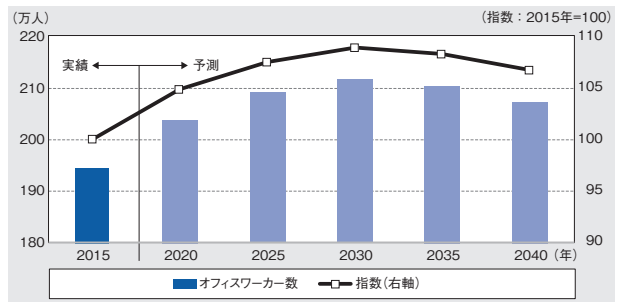
注1) コロナ禍でテレワークが普及してオフィス利用人数と在籍人数が大きく乖離したため、2021年からは従来の在籍人数ベースに加えて出社人数ベースの面積も調査・公表されている。  
 注2) 2020年はサンプル間でオフィス利用人数の定義に揺らぎのある可能性から欠損扱い  
 データ出所：(株)ザイマックス不動産総合研究所「1人あたりオフィス面積調査」

【図表 1-4】東京都内企業のテレワーク実施率(企業ベース)



注) 従業員30人以上の企業が対象  
 データ出所：東京都「テレワーク実施率調査」

【図表 1-5】東京都心5区のオフィスワーカー数



注) 日本標準職業分類(大分類)において、「管理的職業従事者」と「専門的・技術的職業従事者」、「事務従事者」に分類される者をオフィスワーカーと定義して集計  
 データ出所：東京都「東京都就業者数の予測(令和2年(2020年)10月)」

## コロナ禍を経て生じた変化

コロナ禍を経た上でオフィスビルに生じた主な変化として、主にテナント需要面に起因するエリア間較差の拡大とテナント側の高スペックビル選好の回帰、ビル所有者側では賃貸手法の多様化が挙げられます。

### エリア間較差の拡大

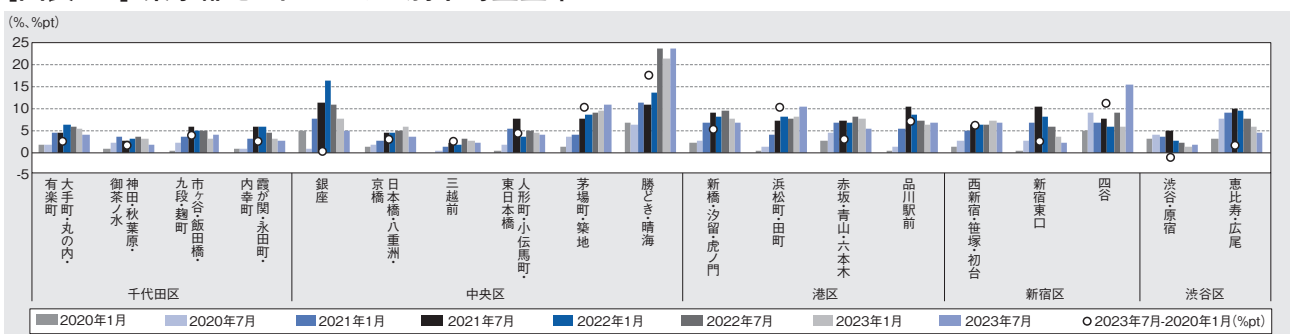
東京都心5区の平均空室率をエリア別にみると、コロナを契機にいずれも上昇しました。その後は概ね2021~22年にピークを迎えて減少基調にあるエリアと、今もなお上昇または高位で横ばいしているエリアとに分かれています【図表1-6】。

減少基調にあるエリアとしては、従前からオフィスエリアとしてのポテンシャルが高いエリアが目立

ちます。特に渋谷・原宿エリアは他エリアからの転入を含めIT企業の移転が回復しつつあることなどから、平均空室率はコロナ前と比べて低位となっています。

他方、今もなお上昇または高位で横ばいしているエリアとしては、港区の一部エリアのように新規供給の影響から平均空室率が上昇しているエリアもありますが、例えば茅場町・築地エリアや勝どき・晴海エリアでは新規供給は僅少であったにもかかわらずオフィス需要の大幅減から平均空室率の高位が顕著です。オフィスエリアとしてのポテンシャルが相対的に劣後する地域では需要が回復していない、または遅行しており、リーシングの苦戦が続いているとみられます。

【図表 1-6】東京都心5区のエリア別平均空室率



注) 基準階床面積100坪以上のオフィスビルが対象。現空ベース  
 データ出所：ビルディンググループ「全国6大都市圏オフィスビル市況調査」



## テナントの高スペックビル選好回帰

コロナ禍では景気後退や先行き不安、加えてテレワークの普及も相まってテナント側のコストカット意識の高まりを受けて縮小移転が顕著になりましたが、足元では人材獲得の優位性確保や執務環境改善などを目的とするテナント移転が復調基調で、高スペックビルのニーズは比較的堅調です。テレワークの活用によって賃借面積を小さくして賃料負担総額を抑えることが可能となったことや賃貸市況の軟化で借り手優位となったこと、空室の増加からテナント側にとって選択肢が

## 今後考えられるオフィスビルの変化

コロナ禍で生じた前述のエリア間較差やスペック較差は今後オフィス需要が減少局面を迎えた際にも生じうるものと考えられます。すなわち、テナント企業がイメージ維持・向上のために好立地・高スペックビルを志向する姿勢は今後も一定以上残存し、これらのビルは相対的に需要が多い状況を維持する一方、競争力が劣化する立地・スペックのビルはコロナ禍前のように需給がタイトであれば比較的容易にテナント誘致できる場合があるものの、需要減少時にはテナントが付かない、または賃貸条件を下げざるを得ないなど苦戦を強いられるケースが多くなると思われます。また、賃貸手法の多様化はコロナ禍で賃借需要が弱含む中でのテナント確保を目的とする工夫として促進された面があったと考えられますが、例えばテレワークに代表される働く場所の複数化のようにテナントニーズの多様化は足元でも進んでいることに鑑みると、賃貸手法の多様化は今後も進展し、単なる床貸しビジネスではない、いわばオペレーショナルアセットとしての性格が強まってくると考えられます。

上記のほかに、いずれ賃貸需要の減少を迎えるという中長期的な見通しもふまえ、供給サイド・所有サイドの今後の動きとして考えられる主なものは以下のとおりです。

### 築古物件が増加し、何らかの方策を講じる必要

現在あるオフィスストックのうち、1990年代以前に建築された面積が約6割に及びます[図表1-7]。特に1980年代後半から1990年代初頭にかけての平成バブル期には多くのビルが建築され[図表1-8]、これらのビルはまもなく築40年になります。今後、機能・設備面の劣化やテナントニーズの変化に合致しない社会的劣化によってリーシングに苦戦するなどにより、大規模修繕や建替え等、多額の投資を要する物件の増加が見込まれます。

また、築古物件では環境性能が賃貸事業上の懸念点となる可能性があります。すなわち、

拡がったことなどから、以前と比べて高スペックビルに移転しやすくなった面があると考えられます。

## 賃貸手法の多様化

所有サイドでは、シェアオフィスやコワーキングスペースといったフレキシブルオフィスは、コロナ前には働き方改革の高まりなどを受けて多くの施設が設置され、コロナ禍でもテレワーク拡大に後押しされる形で更に増加しました。また、コロナ禍では内装・家具付きオフィスやサービス付きオフィス、賃貸期間の短縮化などに大手デベロッパーも積極的に取り組むようになっていきます。

将来的に法改正次第では規制への適合のための投資が必要となるほか、英国のように一定の環境水準を満たしていないと賃貸禁止のような強い規制が生じた際には賃貸市場から退場せざるを得ない物件が発生する可能性も考えられます。

## 再開発等における物件用途の変化

今後の都市政策に拠る面もありますが、前述の築古物件の増加等を背景に都市の機能更新を含む再開発は続いていくと思われます。ただし、開発後の物件用途については変化が生じる可能性が考えられます。すなわち、これまで大規模再開発において一部物件では低階層に商業施設を併設する場面もありましたが、基本的にはオフィス用途単独のビルを計画するケースが相当数見受けられてきました。しかし、将来的なオフィスワーカー数の減少をふまえると、今後はオフィス以外の用途での開発や、オフィスを設ける場合でも住宅やホテルといったオフィス以外の用途も含む複合用途ビルの開発志向が高まることが考えられます。

オフィスに代わる用途の一つとして、職住近接ニーズを背景に住宅が考えられます。テレワークの進展による郊外居住志向の高まりが懸念点ではありますが、完全テレワーク(オフィス出社無し)は今後も僅少と想定されることを考慮すると、職住近接ニーズはコロナ前よりは低下したとしても今後も一定程度期待できるのではないかと考えられます。シニア世代に関して、車が無くても商業施設や病院にアクセスしやすい点などから都心居住の需要は将来を含め一定程度あるのではないかと考えられます。一般的な分譲または賃貸マンションのみならず、海外富裕層の長期滞在や居住を期待して高級賃貸マンションやサービスアパートメントなども転換用途として候補になり得ると考えられます。

また、インバウンドの増加を当て込んだ商業施設やホテルもオフィスに代わる用途として想定されます。

## 取得後に用途転換を企図した売買取引増加の可能性

足元ではコロナ禍でオフィスビルの売買取引自体が停滞したこともあって、他用途への建替え等が計画されている売買取引の増加傾向はみられません〔図表1-9〕。2020年度以降に公表された、取引公表時点で他用途への建替え計画されている東京都心5区所在オフィスビルの売買取引事例（買主は他用途への建替え等のために取得した事例）をみると、賃貸マンションと分譲マンションを中心に住宅への事例が多いものの、商業施設もあります<sup>※4</sup>。築年数が相当経過している物件が多く、老朽化が売却の契機になった事例も一定数あると推測されます〔図表1-10〕。

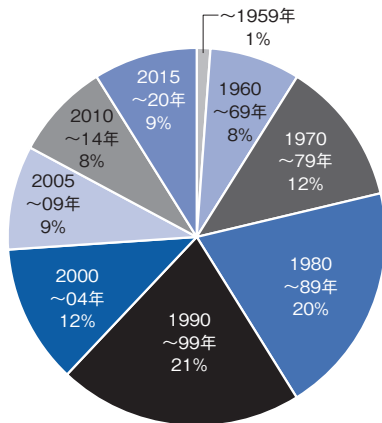
将来的にオフィス需要の減少が恒常化した際

には、築古化等からオフィスビルとして所有・運用することが難しくなって売却を図る動きが、特に不動産事業を本業としない企業や個人等が所有する物件で増加し、デベロッパー等にとっては開発用地が拡がって他用途への建替えまたはコンバージョンを狙って物件取得する動きが強まることが考えられます。また、オフィス需要総量の縮小に伴ってこうした取引のエリアが拡大していくことも考えられます。

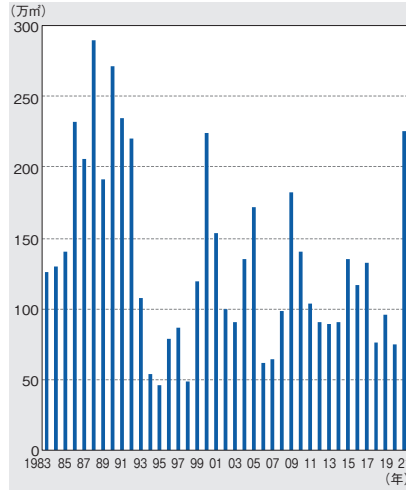
（以上、都市未来総合研究所 大島 将也）

※4: 東京都心5区以外の23区（その他18区）ではホテルへの建替え事例も散見される。なお、ホテルに関しては2020年度以降はコロナ禍で開発が進みにくかったが、今後はインバウンドの増加等を見据えて東京都心5区を含め各地で進んでいくことが見込まれる。

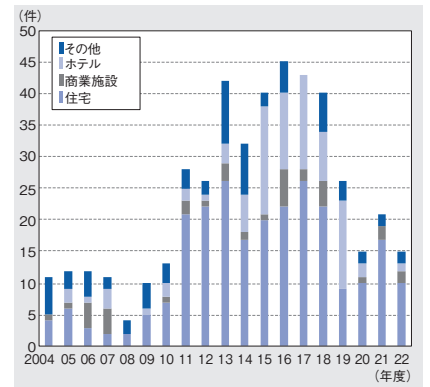
〔図表 1-7〕 東京都心5区の建築年代別オフィス床面積



〔図表 1-8〕 東京都心5区のオフィス着工床面積の推移



〔図表 1-9〕 取引公表時点でオフィス以外の用途への建替え等の計画が判明したオフィスビル売買取引件数（全国、建替え等後の用途別）



注1) 図表1-7、1-8は自用ビルを含む。

注2) 図表1-9は取引公表時点の情報を基に集計したもので、後日計画が変更または中止等された事例を含む可能性がある。

データ出所：図表 1-7、1-8 は東京都「東京の土地 2021」、図表 1-9 は都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

〔図表 1-10〕 取引公表時点でオフィス以外の用途への建替え計画が判明したオフィスビル売買取引事例（東京都心5区。2020年4月～2023年6月公表分）

公表年月	物件所在地	土地面積(㎡)	建替え後に計画される用途	売主業種	買主業種	建物竣工年
<b>住宅</b>						
2020年 4月	新宿区余丁町	781	戸建て住宅	銀行	不動産	1987年
2020年 5月	新宿区矢来町	231	投資用ワンルームマンション	サービス	不動産	1968年
2020年12月	渋谷区千駄ヶ谷	204	賃貸マンション	小売業	建設	1988年
2021年 4月	渋谷区鉢山町	1,125	賃貸マンション	不明	建設	1979年
2021年 8月	渋谷区千駄ヶ谷	746	分譲マンション	サービス	不動産	1989年
2022年 2月	千代田区岩本町	79	マンション	不動産	不動産	1974年
2022年 2月	千代田区神田多町	305	マンションを中心とする複合ビル	その他法人	不動産	1973年
2022年 2月	中央区東日本橋	815	マンション	卸売業	不動産	1972年
2022年 5月	港区西麻布	1,916	分譲マンション	不動産	不動産	1964年
2022年 6月	港区芝浦	964	賃貸マンション	SPC	不動産	1990年
2023年 1月	中央区日本橋浜町	97	賃貸マンション	個人	不動産	1973年
2023年 4月	千代田区三番町	1,433	マンション	その他法人	不動産	1986年頃
<b>商業施設</b>						
2022年 2月	港区東麻布	284	店舗	不動産	不動産	1986年
2023年 2月	中央区築地	1,189	店舗	卸売業	不明	不明

注) 建替え後の用途が不明なものや道路事業に基づく収用等は除外した。土地面積は小数第一位を四捨五入して整数で表記している。取引公表時点の情報を基に作成したもので、後日計画が変更または中止等された事例を含む可能性がある。対象期間ではすべて建替え計画で、既存建物を活用するコンバージョン計画はみられなかった。

出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」



# ホテルの売買取引の動向

新型コロナウイルス感染症(以下、コロナ)拡大後、移動制限等で売買取引活動が停滞したことで、ホテルの売買取引も低迷しましたが、足元ではコロナ前の水準まで回復しました。入国制限などの水際対策が緩和され、コロナが感染症法上の5類に移行したことで客足が戻り、ホテル収支が改善してきたことも要因と考えられます。本稿では、都市未来総合研究所の不動産売買実態調査<sup>※1</sup>をもとに、コロナ以降のホテルの売買取引を考察しました。

## 2023年上期のホテル売買取引額は、500億円以上の大型取引2件が60.1%を占めた

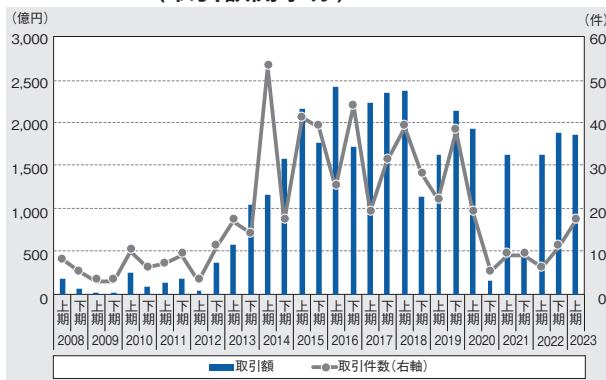
2023年上期に公表されたホテルの売買取引は、1,867億円、17件で、前年同期の1,628億円、6件から増加しました[図表2-1]。また、取引額が非開示もしくは不明な取引(以下、取引額が非開示な取引)を含む取引件数で見ると、2023年上期は161件で、コロナの影響を受ける前の2019年上期における130件を上回り、コロナ前の水準に回復したと言えます[図表2-2]。

2023年上期におけるホテル売買取引の内訳をみると、取引額500億円以上の大型取引2件が、取引総額の60.1%を占めました。1件は、リーガロイヤルホテル大阪の550億円で、ホテル運営会社のロイヤルホテルがカナダの大手生命保険会社傘下の不動産プライベート・エクイティファンドを運用するベントール・グリーンオーク・グループに売却しました。コロナ感染拡大によるホテルの収支悪化で財務内容の悪化が進んだロイヤルホテルが、老朽化が進んだリーガロイヤルホテル大阪を売却したものです。もう1件は、小田急センチュリービル(ホテル名:ハイアット リージェンシー

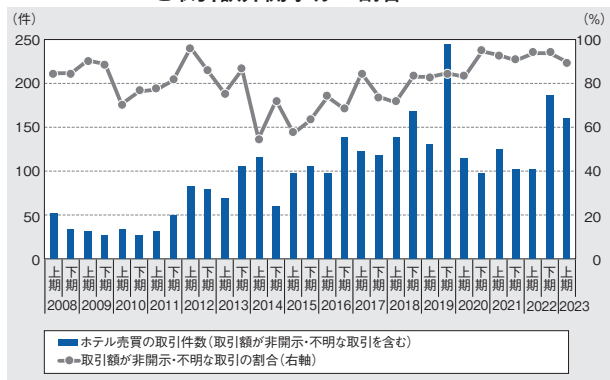
東京)の571億円です。鉄道会社の小田急電鉄が、米国投資ファンドであるKohlberg Kravis Roberts & Co.L.P等に、事業会社ごと売却しました。いずれの物件も、フルサービスの築古シティホテルで、ブランド力・知名度は高いものの、コロナ禍で赤字を計上、財務内容が悪化し、資金背景がある外資系の投資セクターが円安等を背景に取得したものでした。

ここまでは、主に取引額が公表されている取引について述べましたが、[図表2-2]をみると、ホテルの売買取引は、取引額が非開示な取引の割合が2015年頃から上昇しており、取引額が開示されている取引の割合は足元で10.6%でした。こうした背景のひとつとして、適時開示が不要な外国資本による取引、例えば中国人富裕層がホテルを取得していることが考えられます。中国政府による不動産・金融等の締め付けへの警戒感から、中国人富裕層が海外の不動産などに資産移転をする動きがみられ、国内ホテル取得に波及している可能性があります。

[図表 2-1] ホテル売買の取引額と取引件数 (取引額開示分)



[図表 2-2] ホテル売買の取引件数 (取引額開示・非開示分) と取引額非開示分の割合



図表 2-1、2-2 のデータ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

## コロナによるホテル収支の悪化が直接的な要因でホテルを売却する動きは一巡

コロナ以降、移動・行動制限による国内宿泊客の減少や、水際対策下での入国制限措置などによるインバウンドの減少を背景に、ホテルの収支は大きく悪化しました。それに伴って、コロナ感染拡大以降のホテル売却理由は、以下のようなケースが多くみられます。

- ①コロナで本業の業況が悪化した鉄道会社などが、所有運営するホテルの収支悪化を支えることができず、物件もしくは事業ごと売却するケース
- ②J-REITが財務制限条項状態を解消する目的で、含み益があるホテルを売却するケース

③財務内容が悪化していたホテル専業会社が、コロナによる収支悪化などで財務内容がさらに悪化し、破産申請したり、ホテルを売却もしくは会社ごと売却するケース

④業況変動リスクを抑制し、オペレーターに特化するために、物件を売却するケース

上述の①と②を理由とするホテル売却は概ね一巡したと思われます。①については、輸送人員回復で鉄道会社の本業が回復してきたことが挙げられます。②については、今年に入ってジャパン・ホテル・リート投資法人が、コロナ下で売却した物件を安定的な宿泊需要が期待できるとの理由で買い戻しました。入国制限などの水際措置が解除され、今年の5月にはコロナの感染症法上の位置づけが5類に移行しました。これにより、ホテルの稼働率は改善しています。コロナ下で売却した物件でも、立地が良く、長期的に安定稼働が見込める物件については、今後もこうした買戻しの動きが散発的に発生するかもしれません。

一方、コロナによるホテル収支の悪化が直接的な要因とはならないものの、③のように、財務内容が悪化したホテル専業会社がホテルや事業

を売却する事例は今後も続く可能性があります。

2013年に行われた建築物の耐震改修の促進に関する法律改正に基づき、1981年以前の旧耐震基準で建築された3階建て以上かつ延べ床面積 5,000 m<sup>2</sup>以上のホテルなどが耐震診断と報告を義務付けられています。東京都が今年公表した所管建築物の耐震診断結果によると、東京23区所在の対象ホテルでは、震度6~7強の大規模地震が発生した場合に倒壊・崩壊する可能性は少ないと判断された物件が大半で、すでに改修工事が完了している物件も多くみられます。しかし、全国的にみると、旧耐震ホテルのうち、耐震・改修工事費を捻出できないホテルも相当数存在すると思われ、こうした物件が今後も売買市場に出物として現れる可能性があります。

また、日本のホテルは伝統的に、所有直営の形態を採用してきましたが、財務諸表をスリム化し、業況変動リスクを低減させる運営受託契約（マネジメントコントラクト、略してMCともいう。）で、リスクを抑制しつつ、業容を拡大する外資系大手ホテルと同様の戦略に舵を切るホテル会社が増えており、こうした動きは今後も続く可能性があります。

## 今後、ホテル売買市場に与える影響が大きいと思われる要因

コロナ感染防止対策の解除や円安を背景に、ホテルの稼働率は改善しています。しかし、約3年間にも及んだコロナ下で悪化した財務内容が回復するまでには時間を要する可能性があります。世界では、欧米を中心に高インフレと金融引き締めが続いています。米国の投資銀行では、当初不可避とされたリセッションの予想を撤回もしくは発現確率を引き下げる論調が目立っていますが、仮に、大方の見方を覆しリセッションが起きた場合、それに連動して宿泊を伴う観光が手控えられ、コロナの影響から立ち直りつつあるホテルの収支が再び悪化するような事態になれば、ホテルの売却が増える可能性があります。

また、2023年8月に中国不動産大手の恒大集団が米裁判所に破産法適用を申請しました。中国では不動産不況が深刻化しているといわれて

おり、破産予備軍も存在するとの見方が多くなっています。大手不動産会社の連鎖的な倒産と、それを引き金にした不動産バブル崩壊によって、景気が減速した場合、中国人の日本への団体旅行が解禁されるなどして、収支改善の期待が高まるホテル業界に水を差す可能性があります。そのような場合、先述の世界的なりセッションと同様、イベントリスクが大きいホテル事業を嫌気した事業売却や、ホテル売却の機運が高まると考えられます。

ホテルの売却が増加すると、資金力がある投資セクターによるキャピタルゲイン狙いの取得や、立地次第では住宅などへの用途転換を前提とした取得機会となる可能性があります。

（以上、都市未来総合研究所 正村 美里）

※1：本稿の不動産売買取引に係る実績データは都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」による。不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」に基づき、東京証券取引所に開示された固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などで報道された情報から、譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行うもの。情報公表後の追加・変更等に基づいて、既存データの更新等を適時行っており、過日または後日の公表値と相違する場合がある。また、本集計では、海外所在の物件は除外した。金額は、報道機関等による推計額を含む。数値化のため、「約」などの概数表記を省いたものや範囲表記の中間値を採用したものなど、報道された値を修正したものを含む。

分類	内訳	
J-REIT	J-REIT	
SPC・私募REIT等	SPC・私募REIT等。外資系法人に分類されるものは除く。	
不動産・建設	不動産業、建設業	
国内法人等	製造業	機械、電気機器、繊維製品、化学、鉄鋼、非鉄金属、食料品等
	運輸・通信	陸運、海運、空運、倉庫・運輸、情報通信
	事業法人・金融法人等	小売業、卸売業
		銀行、保険、証券・商品先物、その他金融
		電気・ガス、サービス
		その他事業法人
公共等・その他	公共、公共等、その他法人、インフラファンド、個人	
外資系法人	海外の企業、ファンド、REIT等で、これらが出資する特定目的会社等のSPCを含む（日本の証券取引所に上場している（いた）法人は除く。）。不動産売買が公表された海外の個人を含む。	



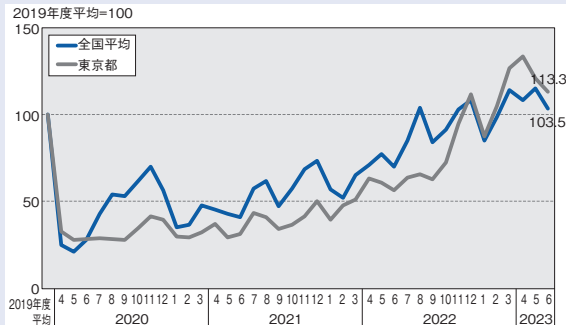
# Monthly Watcher 客室単価の急上昇がホテルセクターの収益回復に寄与

新型コロナウイルス感染症の流行は、世界経済に甚大な影響を及ぼしました。特にホテルセクターはその影響を最も受けた一つですが、収益の回復が鮮明となっています。J-REITにおけるホテル特化型5投資法人<sup>※1</sup>の開示資料によれば、各投資法人が保有する物件<sup>※2</sup>の1日あたり販売可能客室数あたり客室売上（以下、RevPAR<sup>※3</sup>）は2019年度平均を100とした場合、2023年6月末の全国平均では103.5となりました。東京都平均は同113.3となり、5カ月連続で100を超えています〔図表3-1〕。北海道や京都府、沖縄県などの観光地については季節によって変動が大きいものの、行楽シーズンにおいてすでにコロナ禍以前を上回る場面も見られます〔図表3-2〕。

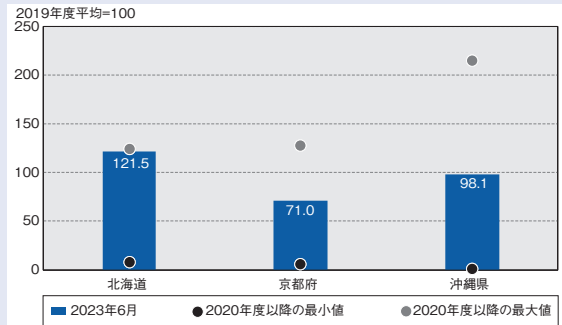
収益指標として用いられるRevPARは、客室稼働率と平均客室単価（以下、ADR<sup>※4</sup>）の積に分解できるため、東京都におけるホテルのRevPARを客室稼働率とADRに基づいて分析しました〔図表3-3〕。それによれば、客室稼働率は2020年度以降、緩やかなペースでの回復が続いていたものの、2022年4月に75%へ急上昇しました。背景としてそれまで継続していた、まん延防止等重点措置が2022年3月21日に全地域で解除され、観光需要が高まった事などが考えられます。その後、2022年10月11日に観光支援策である「全国旅行支援」が発表されたことなどから客室稼働率は2019年度平均と同水準である80%台にまで達しました。

一方でADRは2022年10月頃より急反発しています。「全国旅行支援」の開始や訪日外国人における入国者数の上限撤廃などをうけて国内および国外からの観光需要が急増したため、ホテルのオペレーターが積極的にADRを引き上げたと窺えます。J-REITの保有ホテルにおいてもADRの引き上げについて顕著な事例が見られます。渋谷区にあるビジネスホテルはリブランドを経て、取得時と比較し一時4倍程度までADRが急騰しました。このようなADRの引き上げがRevPARの急回復に寄与したと見込まれます。今後、更に収益を改善させるには、宿泊施設における労働力不足の解消が課題と考えます。一方で、訪日旅行者は今後も堅調に推移すると見込まれるため、宿泊市場における需給逼迫は継続すると思われ、外部環境に大きな変化がない場合、好調な事業環境が継続すると見込まれます。

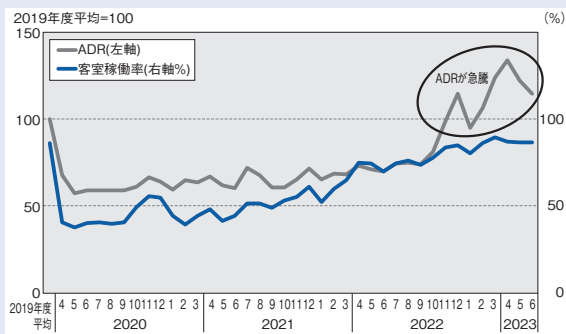
【図表 3-1】 全国および東京都における RevPAR の推移  
(2019 年度平均を 100 として指数化)



【図表 3-2】 代表的な観光地における RevPAR  
(2019 年度平均を 100 として指数化)



【図表 3-3】 東京都のホテルにおける ADR と客室稼働率の推移  
(ADR のみ、2019 年度平均を 100 として指数化)



- ※1：ジャパン・ホテル・リート投資法人、インヴィンシブル投資法人、星野リゾート・リート投資法人、いちごホテルリート投資法人、大江戸温泉リート投資法人の5投資法人
- ※2：2019年度から2023年6月までの保有物件を対象として、期中の取得と売却および海外所在の物件を除いた178物件で比較した。なお、星野リゾート・リート投資法人については2023年4月まで。
- ※3：Revenue Per Available Roomの略で、1日あたり販売可能客室数あたり客室売上を表す。
- ※4：Average Daily Rateの略で、客室1室あたりの販売単価のことであり、ホテルの「客室売上」合計額を販売客室数で除して表す。

図表 3-1 ~ 3-3 のデータ出所：各投資法人の開示資料

## 不動産トピックス 2023.10

発行 みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部  
〒100-8241 東京都千代田区丸の内 1-3-3 <https://www.mizuho-tb.co.jp/>  
編集協力 株式会社都市未来総合研究所  
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-3-4 日本橋プラザビル 11 階 <http://www.tmri.co.jp/>

■本レポートに関するお問い合わせ先■  
みずほ信託銀行株式会社 不動産業務部  
川井 涼 TEL.03-4335-0940 (代表)  
株式会社都市未来総合研究所 研究部  
清水 卓、秋田 寛子 TEL.03-3273-1431 (代表)