

## DWS 国内不動産マーケットレポート

### 本レポートのハイライト

- 世界的な景気の下振れリスクがあるものの、国内景気はアフターコロナへの移行とともに緩やかな回復基調が続いている。
- 不動産の取引市場をみるとオフィスビルでは国内勢による取引が目立ち、物流セクターでは外資勢による取引が目立った。
- 金利の上昇や東京都心のオフィス需給への懸念もあり東証 REIT 指数は弱含み、また都心部 A クラスビルの床単価はコロナ前に比べ累計で約半分近くまで落ち込んだ。
- 東京のオフィス空室率は6%台で推移しており、中でも新築ビルの空室率は39%と高い水準にある。
- 賃貸市場では物流セクターの空室率が大量供給の影響で上昇しているものの、賃料はほぼ横ばいで推移した。
- 分譲マンションの販売価格は東京23区で1億円を超え、世帯形成層には手の届かない価格帯となっている。このため賃貸住宅市場ではファミリー向け物件を中心に引き続き旺盛な需要が見込まれる。

## 1 / 経済・金融

2023年の国内景気は好調なインバウンド消費や企業活動の回復基調が続き、実質経済成長率は通年で1.6%程度になるものと予想されている。2024年はインフレによる国内消費の伸び悩みや欧米市場における景気の下振れリスクが高まるにつれ外需の落ち込みも懸念されており、通年の成長率は1%前後に鈍化することが予想される。

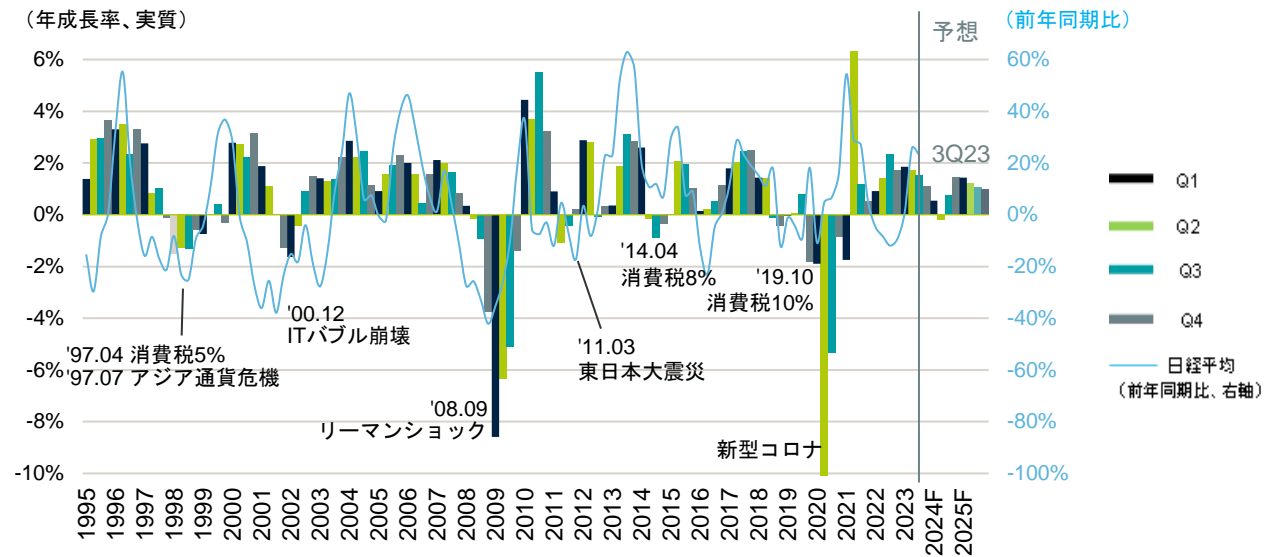
The brand DWS represents DWS Group GmbH & Co. KGaA and any of its subsidiaries, such as DWS Distributors, Inc., which offers investment products, or DWS Investment Management Americas, Inc. and RREEF America L.L.C., which offer advisory services. There may be references in this document which do not yet reflect the DWS Brand.

Please note certain information in this presentation constitutes forward-looking statements. Due to various risks, uncertainties and assumptions made in our analysis, actual events or results or the actual performance of the markets covered by this presentation report may differ materially from those described. The information herein reflects our current views only, is subject to change, and is not intended to be promissory or relied upon by the reader. There can be no certainty that events will turn out as we have opined herein.

Marketing Material. In EMEA for Professional Clients (MiFID Directive 2014/65/EU Annex II) only; no distribution to private/retail customers. In Switzerland for Qualified Investors (art. 10 Para. 3 of the Swiss Federal Collective Investment Schemes Act (CISA)). In APAC for institutional investors only. In Australia and New Zealand for Wholesale Investors only.

In the Americas for Institutional Client and Registered Rep use only, not for public viewing or distribution. In Israel for Qualified Clients (Israeli Regulation of Investment Advice, Investment Marketing and Portfolio Management Law 5755-1995). For investors in Bermuda: This is not an offering of securities or interests in any product. Such securities may be offered or sold in Bermuda only in compliance with the provisions of the Investment Business Act of 2003 of Bermuda which regulates the sale of securities in Bermuda.

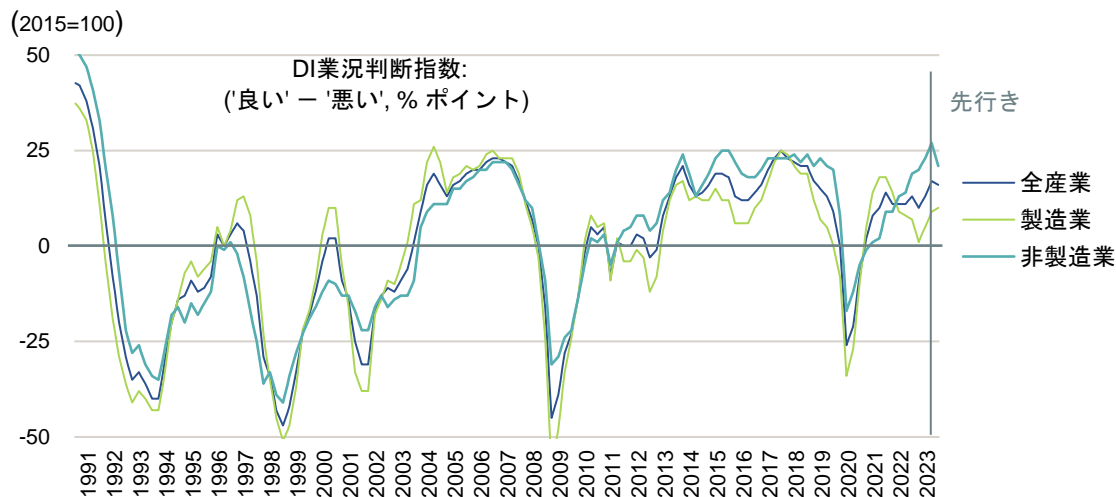
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



F: DWS 予想値 (文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)  
 出典: 内閣府の資料をもとに DWS 作成

2023年9月の日銀短観による業況判断指数 DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は17ポイントと、1年前の11ポイントから順調に回復した。業種別でみると、インバウンド消費やホテル業の回復が顕著な非製造業の景況感が昨年の14ポイントから27ポイントと大幅に伸長した一方、資材調達コストの高騰や輸出の伸び悩みが懸念される製造業の景況感(黄緑色)は回復の力強さに欠けるとの見方が出ている。

図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観

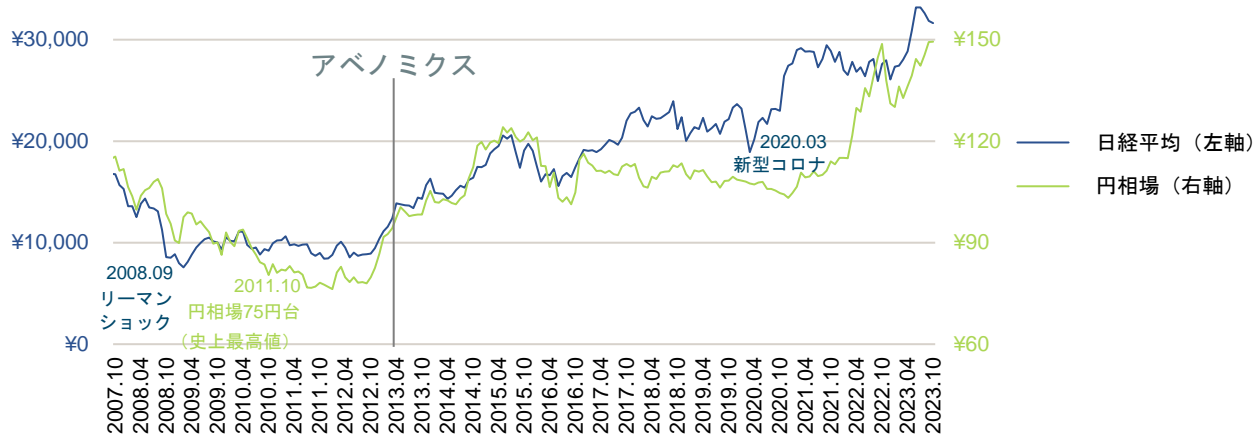


出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

日米の金利差が拡大したことに連動し、為替相場も足元では再度円安傾向が強まっている。2023年10月には1ドル151円台と1年ぶりの円安水準を記録した。円安に支えられたこともあり日経平均は製造業を中心に一時持ち直し、23年6月には32年ぶりの高値となる3万3千円台を記録したが、その後は外需の後退もありやや値を下げている。

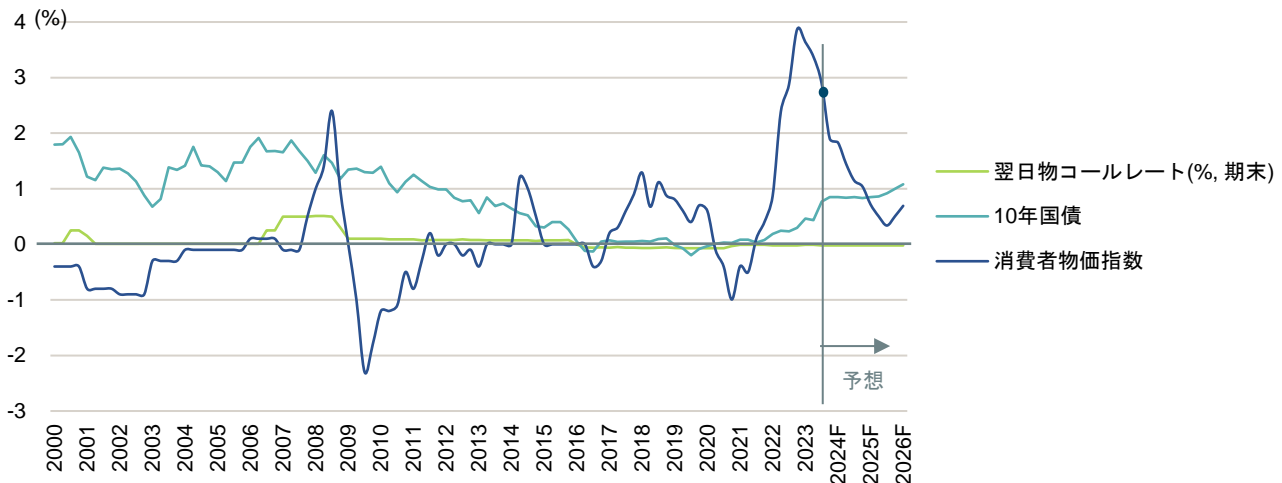
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: DWS 作成

昨今の円安や資源高を背景に国内でもインフレ傾向が強くなってきている。2023年1月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は4.2%と42年ぶりの高水準となった後、23年9月でも2.8%の水準となっている。これを受けて日銀は2022年12月、2023年7月、同10月とこれまで計3回に分けて長短金利操作(イールドカーブコントロール、YCC)の見直しを段階的に行っており、2023年10月末の10年物国債利回りは0.9%台と11年ぶりの高い水準となった。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移



F: DWS 予想値  
出典: DWS 作成

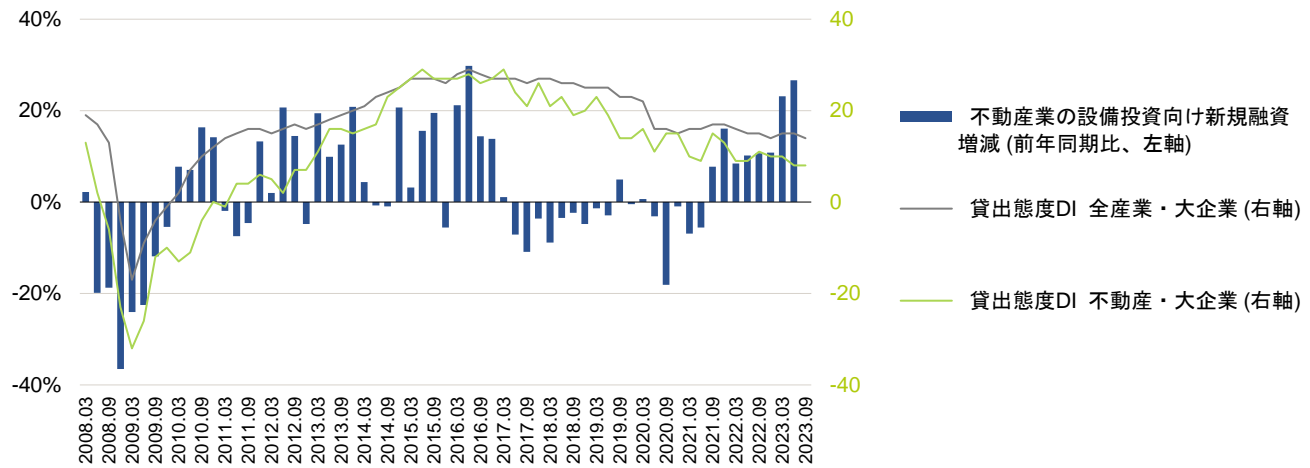
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

## 2 / 不動産投資市場

### 2.1 不動産融資

2023年9月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(黄緑線)は8ポイントと、2023年3月の11ポイントからわずかな低下にとどまった。かねてからの金利上昇やデフォルト懸念の拡大で不動産の融資環境が大きく悪化している海外市場に比べ、比較的良好的な水準を保っているといえる。2022年9月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比で26.6%の増加となり、5四半期連続で2桁の成長となった。

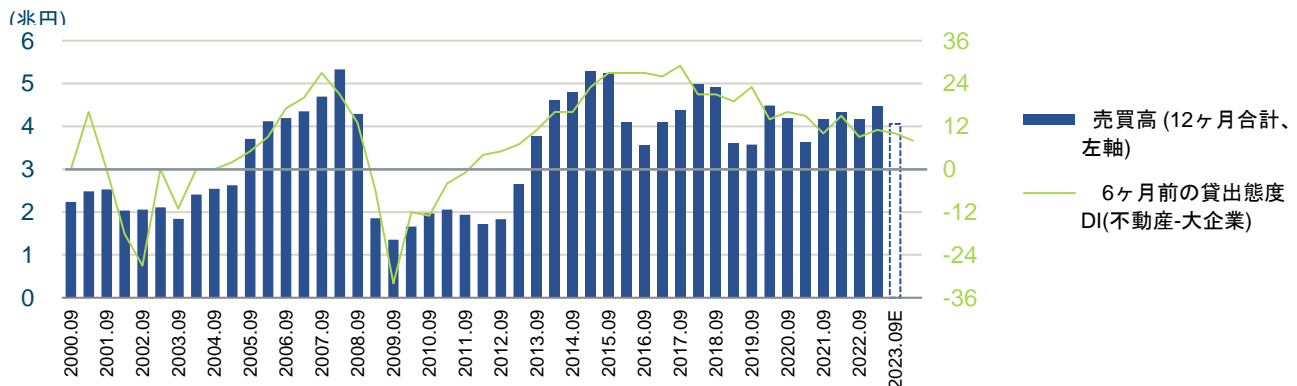
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2023年9月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は速報ベースで約4.1兆円と、1年前と比べて概ね横ばいとなった。海外に比べ国内の融資環境は良好的な水準を保っており、国内系の投資家や事業会社の投資意欲は衰えてないものの、欧米の投資家の中には海外市場での金融引き締めを受けて不動産の新規投資に慎重になっているケースも増えている。

図表 6: 収益不動産売買高と金融機関の不動産向け貸出指標の推移



E: DWS 推定値、F: DWS 予想値

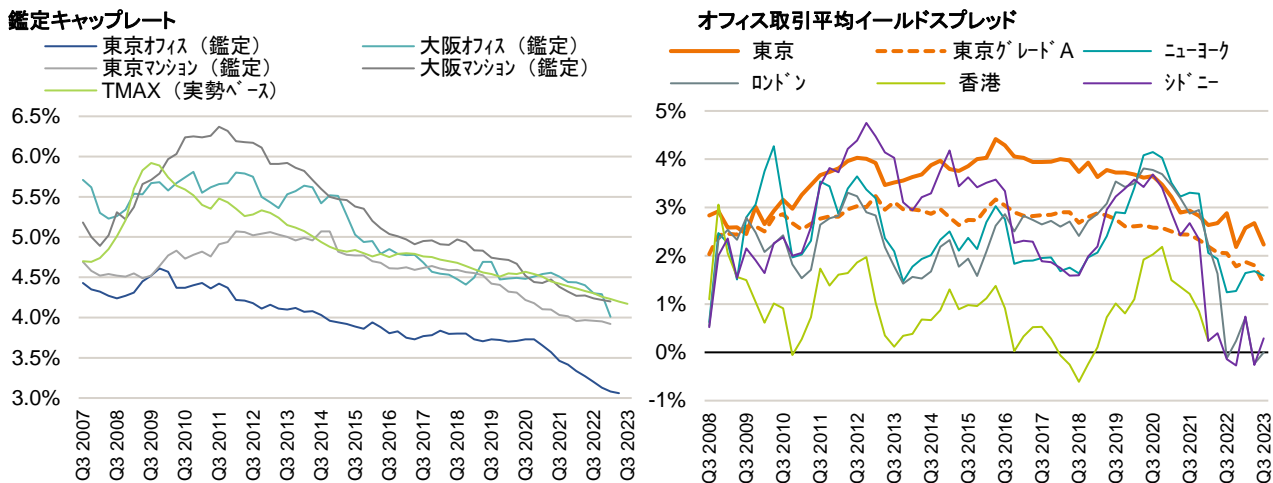
出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

## 2.2 不動産価格

図表7の左図にあるセクター別のキャップレートのうち、2023年9月期の実勢価格を織り込んだTMAXキャップレートと2023年6月期の東京オフィスの鑑定キャップレート(速報値)はそれぞれ4.2%、3.1%と、コロナ禍以降の下落基調が続いている。一方で図表7の右図にある世界主要都市のオフィス取引平均イールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、ニューヨーク、ロンドンを含む世界主要都市でいずれも160bpsを下回る水準にとどまっているのに対し、東京は220bpsと比較的高いスプレッドを維持できている。

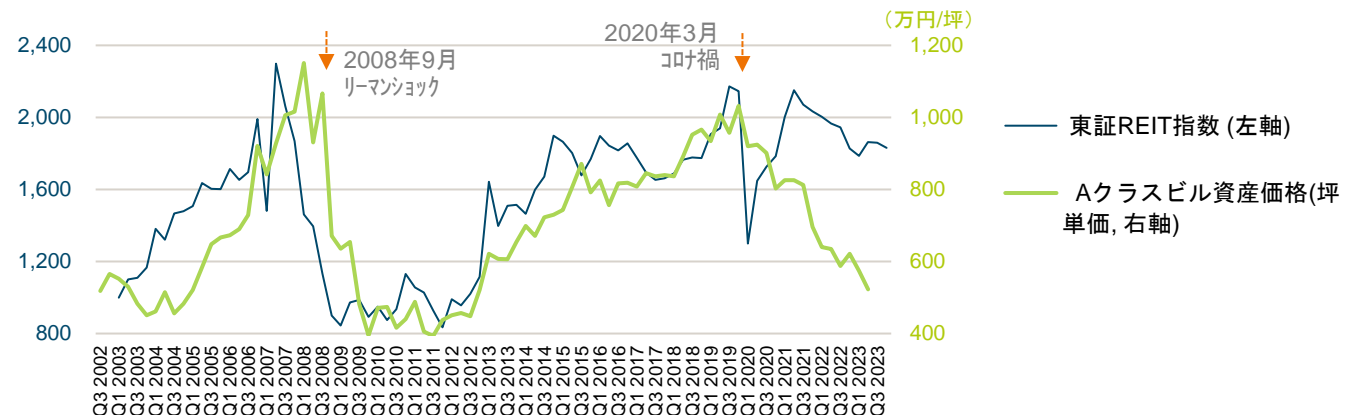
図表7:鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
 出典: 不動産証券化協会、TMAX、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

米国を始めグローバル金融市場での急速な金利引き上げや東京都心のオフィス需給への懸念で、REIT市場は弱含む展開が続いており東証REIT指数は2021年12月の2,000ポイント台半ばから2023年10月末には1,816ポイントまで弱含む展開となっている。実物不動産の価格指標となる東京都心部Aクラスビルの2023年6月の床単価は前年同期比17.6%下落の523万円/坪となり、コロナ前と比べると累計で5割近い下落となっている。

図表8: REIT指数と実物不動産価格(床単価)の推移



出典: 大和不動産鑑定のデータをもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

## 2.3 不動産取引

2023年4月以降に取引・発表された国内不動産取引は以下の通りで、最大の取引はシンガポールのGICによるGLPの物流ポートフォリオ6物件の取得(1,000億円)となった。これに、同じくシンガポールのMapletree LogisticsによるCBRE IMの6物件の物流ポートフォリオの取得(660億円)や三井不動産による帝国ホテルの敷地の取得(620億円)などが続いた。また、報道によると今年9月にはヨドバシカメラがフォートレスから西武百貨店池袋本店の底地などを計3,000億円弱で取得したものとみられる。

期中の取引で最も単価が高額だった取引はヒューリック秋葉原中央通りビルで1㎡辺り552万円、またキャップレートではヒューリックリート投資法人によるヒューリック銀座7丁目ビルの取得の3.2%が判明した取引では最低となった。

今期は物流施設を中心にシンガポール企業・投資家による大型取引が目立ったが、それ以外のセクターでは外資系による目立った大型取引は少なく、国内系の企業やJ-REITによる取引が多かった。また、郊外における物流拠点やデータセンターの建設需要が高まっており、メーカーや事業法人による工場跡地の売却も活発にみられた。

図表 9: 2023年第2四半期以降に取引・発表された主な国内不動産取引(一部進行中の案件含む)

種別	物件名称 (取得割合%)	取得額 (億円)	単価 (百万円/㎡)	キャップ レート	所在	取引 年月	取得主
オフィス	ヒューリック銀座6丁目ビルの持分 95%	218	1.16	3.2%	中央	2023年8月	ヒューリックリート投資法人
	新阪和ビル(再開発向け)	175	-	-	中央	2023年7月	NTT都市開発
	フォーキャスト堺筋本町	172	1.05	-	大阪	2023年8月	ジャパンリアルエステイト投資法人
	大崎プライトタワーの持分 10%	131	1.40	3.5%	品川	2023年8月	ジャパンエクセレント投資法人
	興和川崎西口ビルの持分 65%	161	0.40	5.4%	川崎	2023年6月	日鉄興和不動産
	札幌22スクエア	105	1.29	3.7%	札幌	2023年8月	オリックス不動産投資法人
商業	サン・スクエア	推 250	-	-	北	2023年8月	匿名投資家
	ヒューリック秋葉原中央通りビル	150	5.52	-	千代田	2023年6月	日拓グループホールディングス
物流	DPL つくば阿見など6物件	1,000	0.73	-	茨城など	2023年4月	GIC(シンガポール)
	CBRE IM 白井など6物件	660	0.32	-	千葉など	2023年9月	Mapletree Logistics Trust(シンガポール)
	GLP ALFALINK 相模原4など4物件	528	0.40	3.6-4.9%	神奈川	2023年5月	GLP投資法人
	SUMA 新築工事(データセンター)	520	-	-	大阪	2023年7月	Mapletree Logistics Trust(シンガポール)
	プロジスパーク草加	514	0.36	3.7%	埼玉	2023年5月	日本プロジス投資法人
	プロジスパーク猪名川1など2物件	300	0.28	-	兵庫など	2023年6月	Prologis Japan Core Logistics Fund
	ロジポート京都など3物件	232	0.32	3.9-4.3%	京都など	2023年6月	ラサールロジポート投資法人
ホテル/ ヘルスケア	フサキヒートリゾートなど6物件	572	97/rm	5.6-7.7%	沖縄など	2023年7月	インヴェンシブル投資法人
	ラ・ジェント・ステイ札幌大通りなど3物件	189	33/rm	5.2-6.3%	札幌など	2023年9月	ジャパンホテルリート投資法人
複数セクター	KOKO Hotel 銀座1丁目など11物件	492	-	4.0-6.7%	中央など	2023年8月	スターアジア不動産投資法人
	帝国ホテル東京ターゲ敷地の持分 35%	620	-	-	千代田	2023年9月	三井不動産
土地	日野自動車工場用地	500	-	-	東京など	2023年9月	三井不動産
	味の素食品高津工場など	350	-	-	川崎	2023年5月	日鉄興和不動産

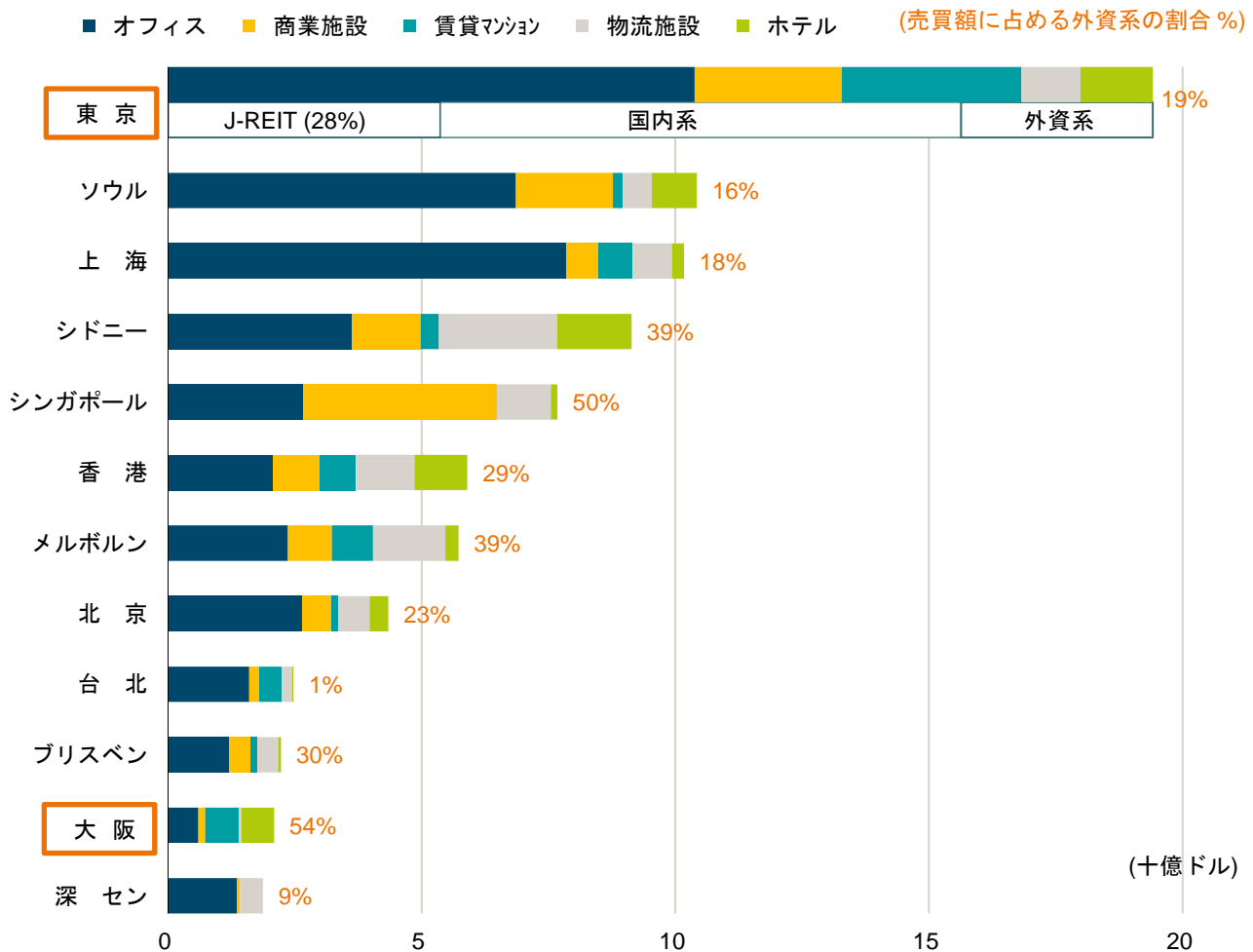
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

古河大阪ビル敷地など	130	0.00	-	大阪	2023年5月	匿名投資家
羽村市神明台の土地	120	-	-	東京	2023年9月	SMFL みらいパートナーズ、住友商事

注: 取得主が緑色はJ-REITによる取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。  
\*ホテルの単価は客室単価、住宅は一戸当たりの単価を記載しています。  
出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとにDWS作成

2023年6月までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額を都市別にまとめると図表10の通りで、アジア太平洋域内の主要都市の取引量が半年前に比べ3-4割減少したのに対し、東京は取引量の下落幅は14%と落ち込みが少なく、取引量も194億ドルと他の都市との差が広がった。セクター別で見ると物流とホテルセクターの取引量が同約2割増加し、市場全体の取引量増加をけん引した。買い手の顔ぶれで見ると、J-REITが3割弱、外資系が2割弱を占め、残りは国内系の投資家や事業会社となった。大阪の取引額は20億ドルで11位、外資系の取引の割合は5割超となった。

図表 10: アジア太平洋地域の都市別収益不動産売買取引額ランキング (2023年6月末までの12ヶ月間)



This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

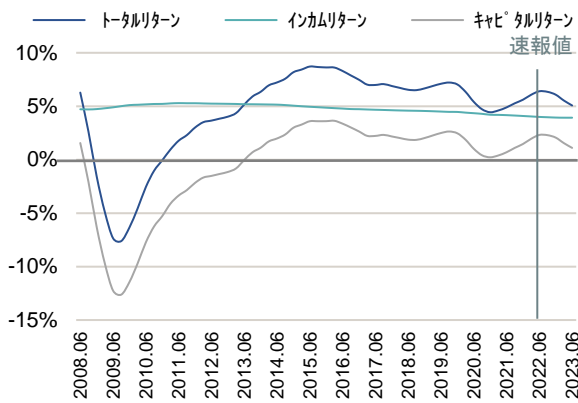


## 2.4 不動産投資リターン&J-REIT

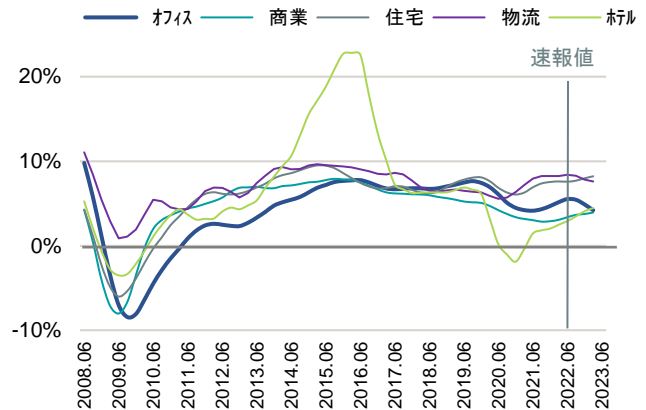
2023年6月の実物不動産のトータルリターンは速報ベースで年率5.1%と前年同期の6.4%からやや低下した。セクター別で見ると、賃貸住宅と物流施設の投資リターンが年7-8%と高かったのに対し、ホテル・商業・オフィスセクターは何れも4-5%と伸び悩んだ。特に足元ではインバウンド観光客の増加でホテルや商業施設のリターンが回復傾向なのに対し、実質賃料が伸び悩む主力のオフィスセクターはリターンの減速感が増している。

図表 11: 実物不動産投資の年間トータルリターン推移 (レバレッジ前)

年間トータルリターン



セクター別トータルリターン



注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに DWS 作成

東証 REIT 指数は 21 年 12 月の 2,066 ポイントから 2023 年 10 月には 1,816 ポイントと 1 割強値を落とし、その後も下落基調が続いている。ただ、2023 年 10 月までの同じ期間でみると各国で金利が急上昇した時期に重なっており、米国 REIT やオーストラリア、シンガポールの REIT 指数の下落幅は約 2-3 割とより大きくなった。

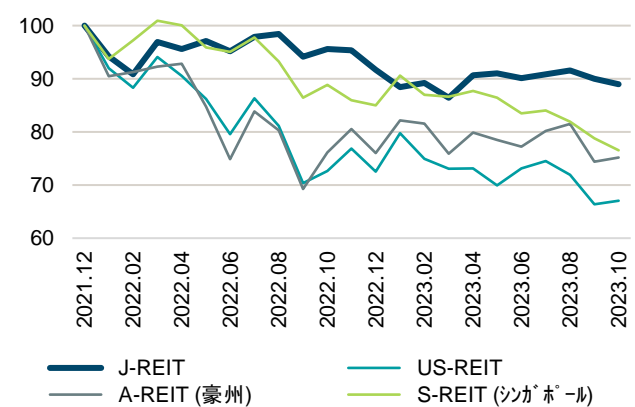
図表 12: REIT インデックス (株価との比較と国際比較)

東証 REIT 指数と日経平均比較



REIT 指数の国際比較

(DEC 19 = 100)



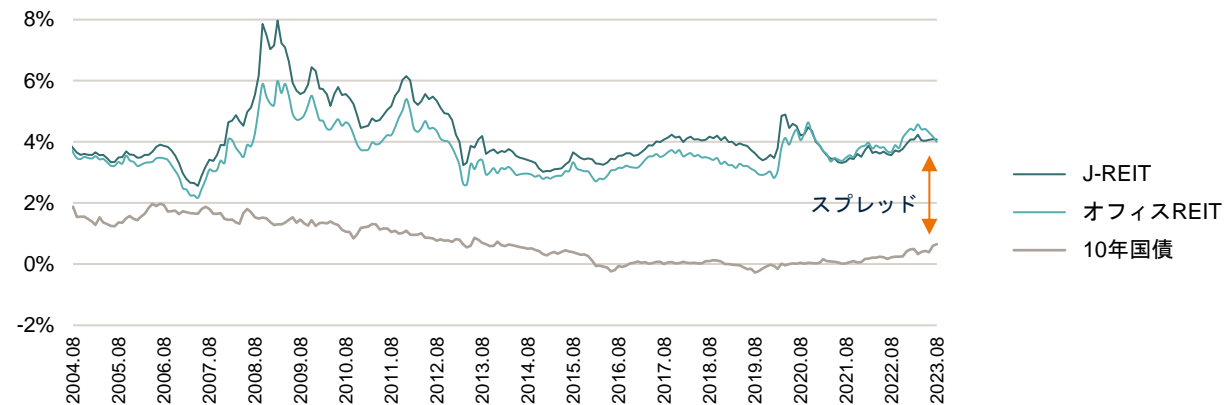
注: 参照インデックスは東証リート・インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT), S&P/ASX 0 A-REIT Index (豪州 REIT), FTSE ST REIT Index (シンガポール REIT)  
出典: DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.



J-REITの平均分配金利回りは2023年8月の4.1%と同年2月から概ね横ばいとなった。同時期のJ-REIT分配金利回りと国債利回りの差(スプレッド)は3.4%と6か月前の水準から20bps低下したが、スプレッドがほぼなくなっている米国REIT市場に比べると、J-REIT市場は依然として投資妙味が高いとの見方もある。

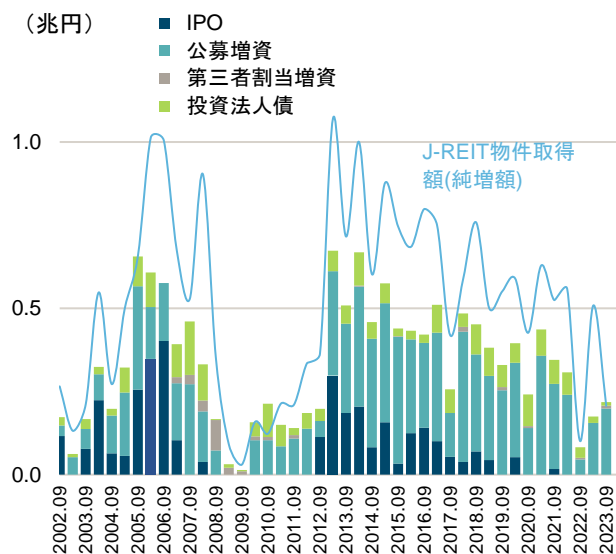
図表 13: J-REIT 分配金利回り



出典: 三井住友トラスト基礎研究所の資料をもとに DWS 作成

2022年10月-2023年3月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はなく、100億円を上回る規模の公募増資はGLP投資法人など8件が実施され、うち5件は物流REITによるものとなった。J-REITによる増資額は計1,988億円と過去2半期よりは回復したものの、過去5年平均よりは2割以上低い水準にある。同時期のグロスの物件取得額は4,296億円(売却額を除いたネットでは2,065億円)で、グロス取得額で半期前に比べ2,000億円以上の下落となった。

図表 14: J-REITの資金調達と物件取得額



直近の主要増資一覧	時期	増資額 (億円)
インヴェンブル投資法人	2023年7月	334
GLP投資法人	2023年5月	306
三井不動産ロジスティクスパーク投資法人	2023年7月	311
日本プロロジリート投資法人	2023年5月	252
スターアジア不動産投資法人	2023年8月	251
ジャパン・ホテル・リート投資法人	2023年9月	189
アドバンス・ロジスティクス投資法人	2023年9月	158
ラサールロジポート投資法人	2023年9月	128
その他公募増資	2023年4-9月	59
<b>合計</b>		<b>1,988</b>

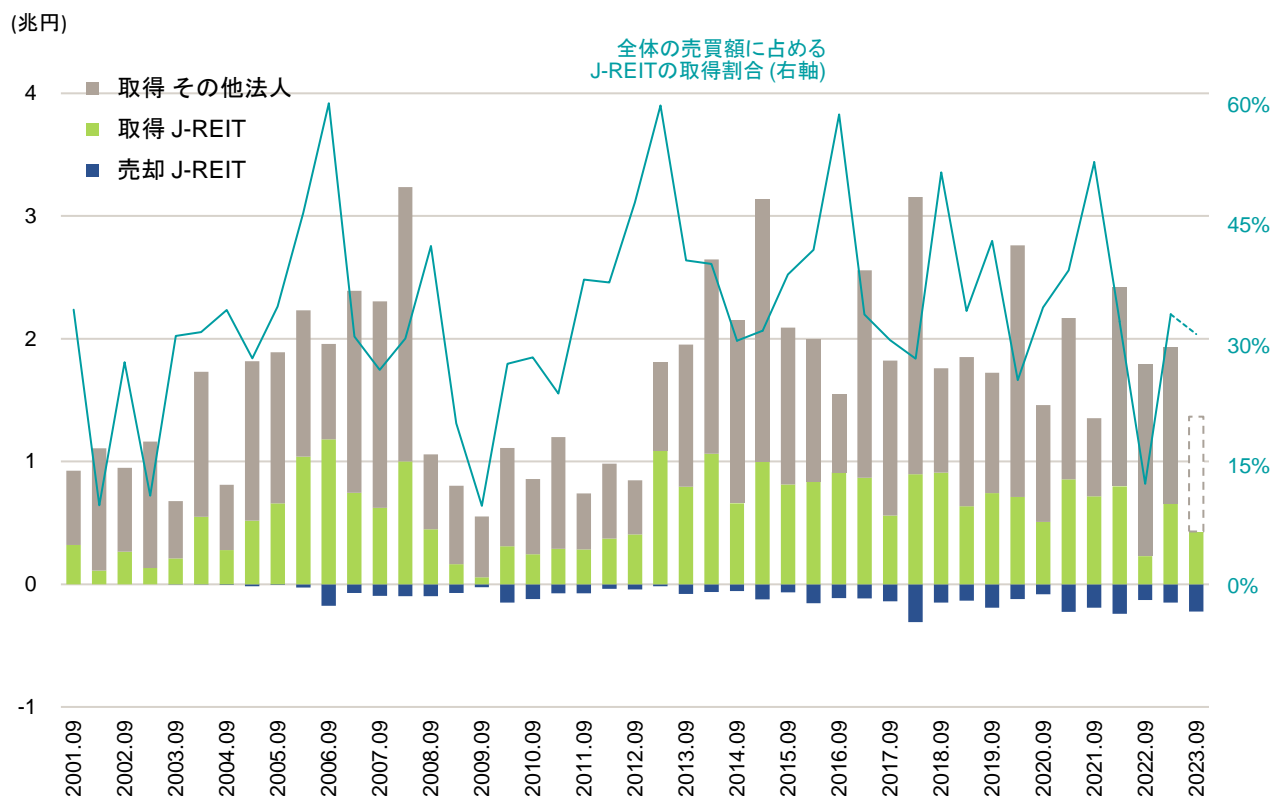
新規上場のREIT	時期	募集額 (億円)
N/A	N/A	0
<b>合計</b>		<b>0</b>

注: 増資額は上限額。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。  
出典: ニッセイアセットマネジメント、不動産証券化協会、Real Capital Analytics、各社公表資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

図表 15 は国内収益不動産の取引額(自己居住用住宅などを除く)及び J-REIT の物件取得額・売却額をそれぞれ示している。2023 年 4 月-9 月の不動産取引額は速報ベースで約 1.4 兆円と、6 か月前より約 0.5 兆円の下落となった。同期間中の J-REIT の物件取得額も 0.4 兆円と過去 10 年では 2 番目に低い水準となった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



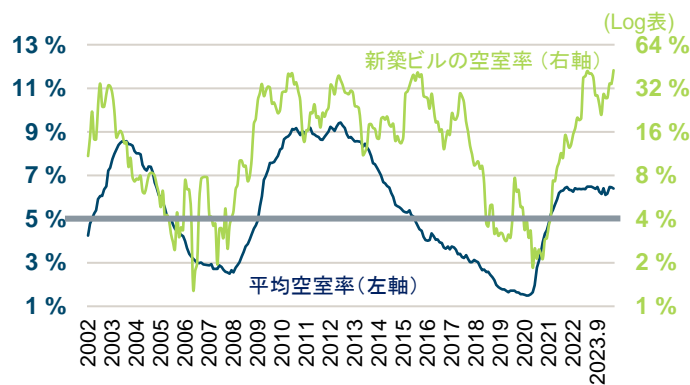
E: DWS 推定値  
 出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

# 3 / 不動産ファンダメンタルズ

## 3.1 オフィス

2023年9月の都心5区 のオフィスビルの平均空室率は6.1%と、21年6月以来2年以上6%台で推移している。竣工12ヵ月以内の新築ビルの平均空室率は38.8%と、相次ぐ大型ビルの竣工で高い水準で推移した。コロナ中に延期されてきた移転需要は一部で戻りつつあるものの、フリーアドレス制の導入などで床面積を拡大することには慎重になる企業もみられる。また、外資系IT企業の動きも鈍くなっているとの観測もあり、オフィス供給が集中する港区エリアを中心に空室率は高止まりしている。

図表 16: 東京都心5区 の平均空室率と新築ビルの空室率の推移

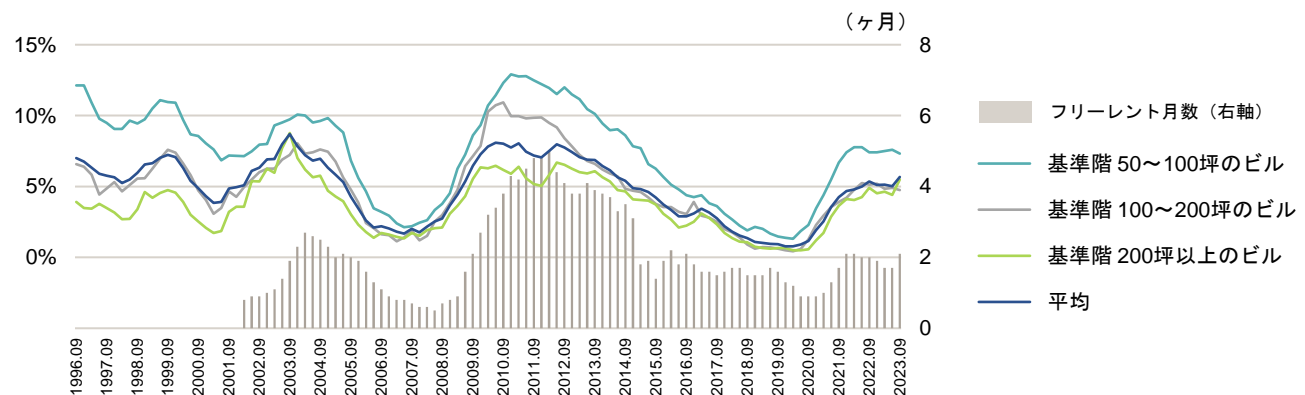


供給予定の大型ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
麻布台ヒルズ*	23/8	64	461,877
HANEDA INNOVATION CITY 1-2	23/8	10	72,680
虎ノ門二丁目地区再開発 業務棟	23/11	38	180,653
渋谷サクラステージ	23/11	39	184,800
五反田計画	23/12	20	69,230
赤坂2丁目計画	24/6	28	73,984
赤坂トラストタワー	24/8	43	209,284
TODA Building	24/9	28	94,779

出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成  
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

2023年9月の東京都心3区 のオフィス空室率は5.8%と、2022年夏場以降5%台で推移している。基準階50-100坪クラスの小規模ビルでは7.3%と、空室率が高止まりしている。2023年9月のフリーレント期間は2.1ヶ月となり、特に空室率が高い新築ビルで寛大な条件を提示せざるを得ないビル・オーナーが増えている。

図表 17: 東京都心3区 の基準階面積別オフィス空室率の推移

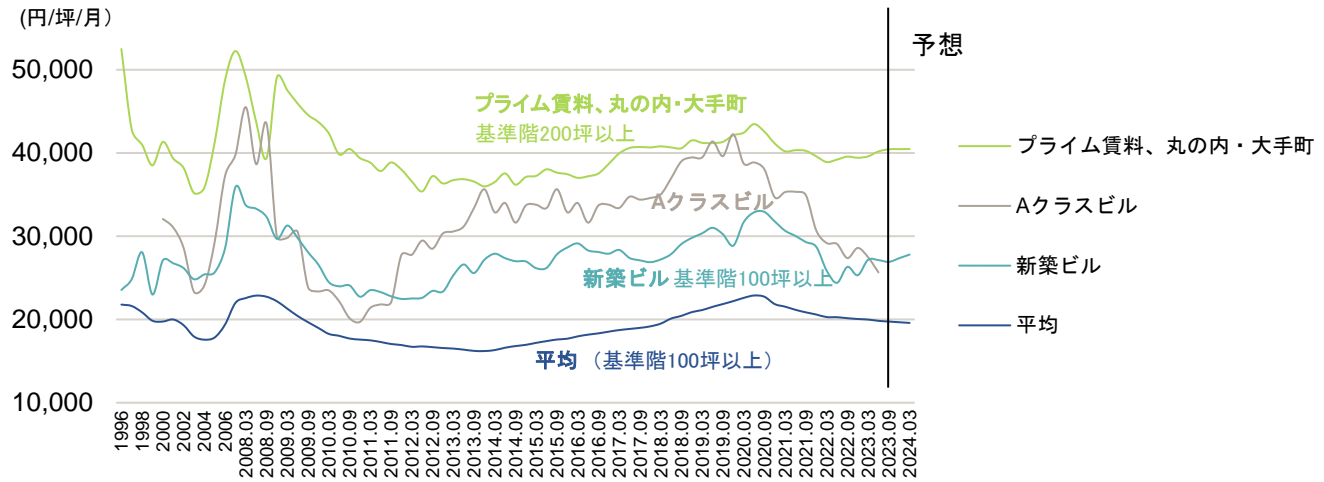


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

空室率の上昇を受け、2023年3月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は2020年12月から緩やかながらも下落が続いており、累計で約14%の下落となった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)や竣工12ヵ月以内の新築ビルの平均賃料は2022年を底にすでに上昇に転じているのに対し、既存Aクラスビル(灰色)は累計でマイナス39.8%と下落が続いており、テナント退去後に値下げを強いられるケースが増加しているものとみられる。

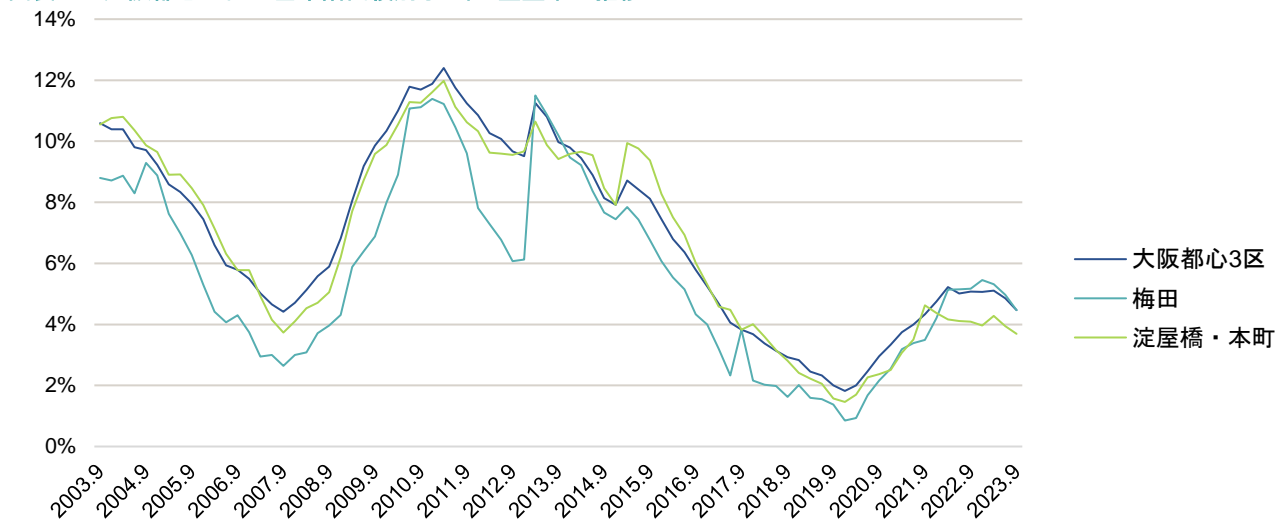
図表 18: 東京都心5区のグレード別オフィス募集賃料の推移



F: DWS 予想値  
 出典: 三鬼商事、三幸エステート、ニッセイ基礎研究所の資料をもとに DWS 作成

2023年9月の大阪都心3区 のオフィス空室率は4.5%と同年3月の5.1%から回復し、コロナ禍以来続いた上昇局面は一服した。もっとも、大阪中心部では2024年にかけてオフィスの大量供給が予定されているだけに、空室率は再び上昇圧力がかかる可能性がある。

図表 19: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス空室率の推移

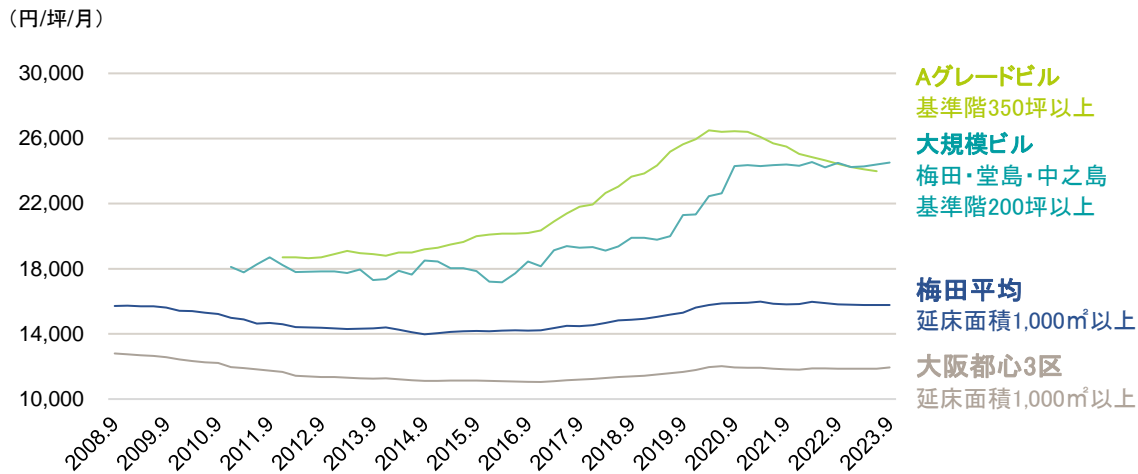


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

大阪の伝統的な在阪企業では東京に比べ在宅勤務の影響が比較的少ない分、中小型オフィスの需要はこれまで比較的安定して推移している。2023年9月の大阪都心3区のオフィスの平均賃料(灰色)は前年同期比で横ばいから微増に転じた。梅田周辺の大規模オフィスの賃料(水色)と梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)もコロナ以前の水準を概ね維持している。一方、大企業が多いグレードAビルの賃料(黄緑色)はコロナ以前のピークから累計9.4%下落した。

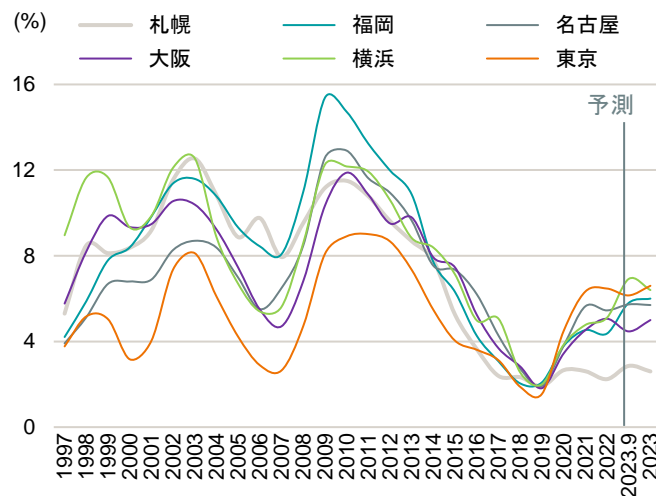
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



出典: 三鬼商事、三幸エステート、CBRE、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成

2023年9月の国内主要都市のオフィス空室率は、名古屋、大阪、福岡などでいずれもこの半年間は4-6%台の水準で概ね横ばいで推移した。一方横浜では新築ビルの空室消化に時間がかかっており、同月の空室率は6.9%と1年前と比較して1.8ポイント悪化した。逆に札幌では新規供給があったものの、移転拡張需要などが堅調で主要都市で唯一空室率が2%台で踏みとどまっている。福岡を除くといずれの都市も賃料は横ばいかわずかながら増加している。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
鹿島中州ビル(福岡)	23/6	14	16,091
エニオ名駅(名古屋)	23/6	16	19,896
中日ビル(名古屋)	23/7	33	117,094
アーバンネット御堂筋ビル(大阪)	23/12	21	42,389
名古屋シミズ富国生命ビル	24/3	16	47,520
横浜シンフォステージ(横浜)	24/3	28	182,825
JP Tower 大阪(大阪)	24/3	40	135,500
大阪堂島浜タワー	24/4	32	66,881
イノセント大阪(大阪)	24/7	23	60,100
グラングリーン大阪(大阪)	24/11	39	316,691
福ビル街区建替 PJ(福岡)	24/12	19	99,000

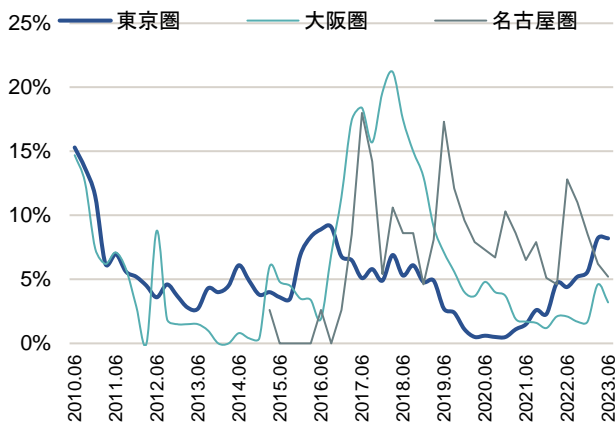
出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成  
 個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

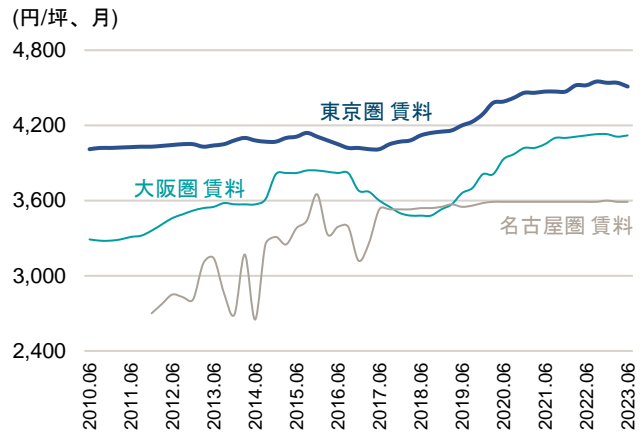
### 3.2 物流施設

過去最大規模の物流施設の新規供給があった影響もあり、東京圏の物流施設の空室率は2022年第2四半期の4.4%から2023年第2四半期には8.2%に上昇した。同時期の大阪圏の空室率は2.1%から3.2%の増加にとどまり、また供給が一巡した名古屋圏では12.8%から5.2%まで回復した。実質賃料は東京圏、大阪圏、名古屋圏でいずれもほぼ横ばいで推移した。

図表 22: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移  
マルチテナント型物流施設の空室率推移



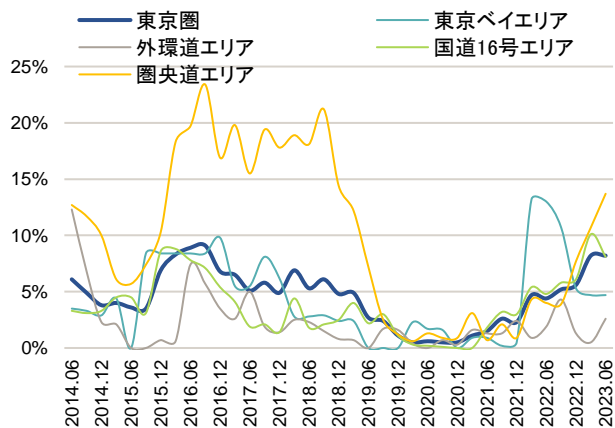
大型物流施設の実質賃料推移



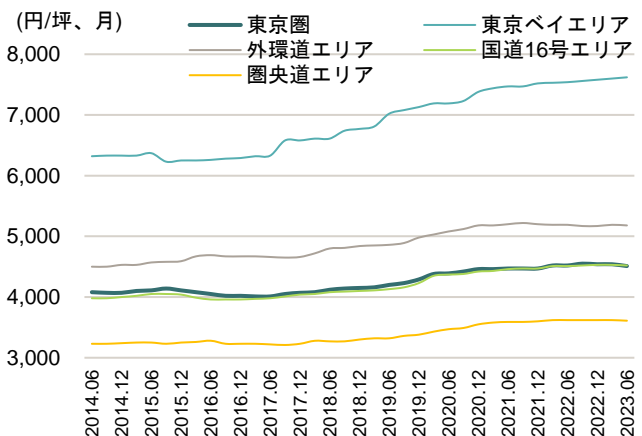
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2023年第2四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率は、東京ベイエリアと外環道エリアがいずれも5%以下の堅調な水準を保ったのに対し、国道16号エリア、圏央道エリアは大規模供給の影響でそれぞれ8.1%、13.6%と、5%前後だった昨年の水準から大幅に増加し、空室消化には時間を要する事例が増えている。実質賃料は東京ベイエリアで上昇がみられたものの、それ以外のエリアはいずれも前年同期比で横ばいか僅かな下落となった。

図表 23: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移  
東京圏エリア別マルチテナント型物流施設の空室率



東京圏エリア別マルチテナント型物流施設の実質賃料

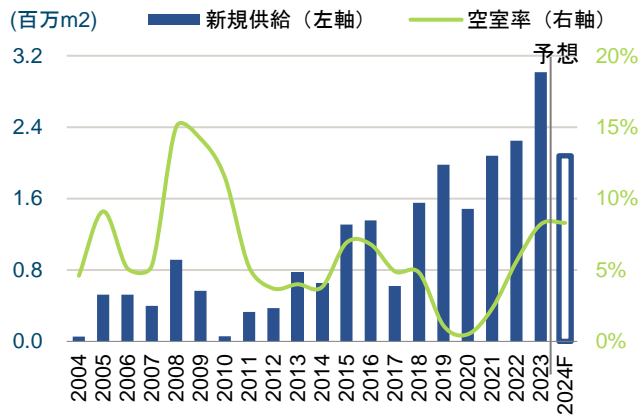


出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

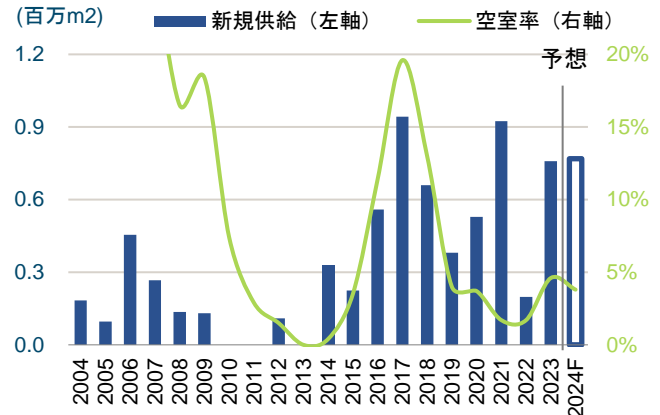
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

東京圏では2023年も3年連続で過去最大の新規供給となる見通しで、空室率は2024年も高止まりするものと予想される。ただし、建設コストの高騰で建築計画の延期や見直しも徐々に出てきているとみられ、中長期的には供給量は調整されていく可能性もある。大阪圏では賃貸需給は比較的安定しており、空室率は2024年も5%程度の水準を維持するとみられる。2024年よりトラックドライバーの残業規制が厳しくなるため、特に地方都市の物流拠点の重要性が増していく地合いにある。

図表 24: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移  
東京圏



大阪圏

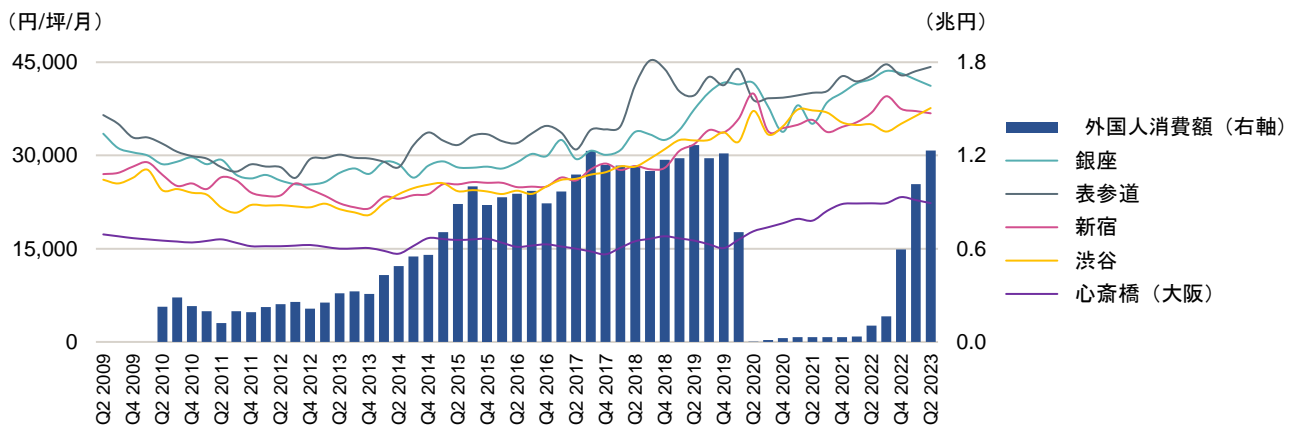


F: DWS 予想値  
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

### 3.3 商業施設

2022年10月の水際対策の緩和、23年5月の新型コロナウイルス感染症の5類移行などを経て、足元で外国人消費額はほぼコロナ以前の水準を取り戻している。2023年に入り都心商業施設の募集賃料は多少のアップダウンがあるものの概ね堅調に推移している。2023年第2四半期の賃料は比較をするとそれぞれコロナ禍前の水準(2023年3月期の賃料)と同レベルかそれを上回る水準にあり、特に渋谷では累計17%、大阪の心斎橋では同36%上回っている。

図表 25: 主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移 (東京・大阪)



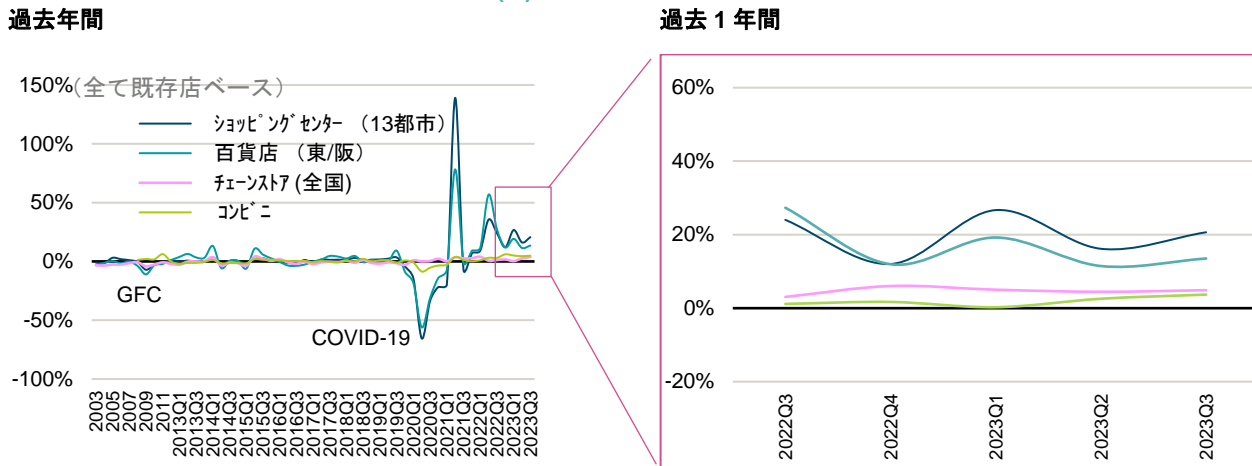
注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)  
出典: スタイルアクト、日経不動産マーケット情報、観光光庁の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.



行動制限がなくなった影響もあり、2023年に入って百貨店（東京・大阪地区）とショッピングモール（13大都市）の既存店舗売上高は前年同期比でそれぞれ15%、20%程度の伸び率を維持している。客足の増加に加え、特にインバウンド消費の回復で高級ブランド品や高額品の販売が好調で、複数の大手百貨店が今期過去最高益を見込む。食品や日用品の売れ行きも概ね堅調で、コンビニ、チェーンストアの2023年第3四半期の売上高は前年同期比で4.9%、3.7%の増加となった。

図表 26: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

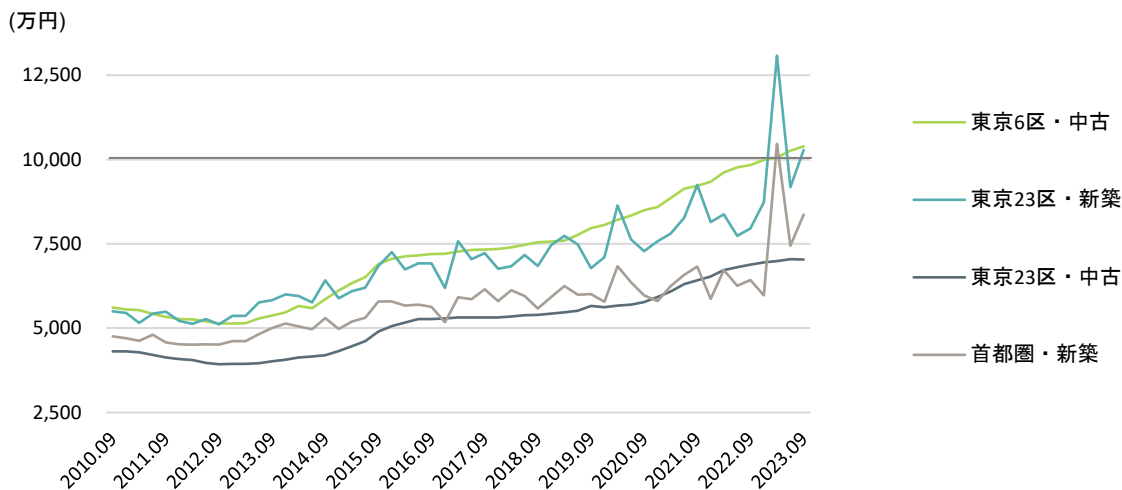


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

### 3.4 住宅

大手デベロッパーを中心に富裕層やパワーカップルに的を絞って都心や湾岸部の高額物件に経営資源を集中する傾向が続いている。2023年第3四半期の東京23区分譲マンションの平均販売価格は1.02億円と、過去最高だった第1四半期の1.31億円に次ぐ高い水準となった。港区など山手線の内側を中心とする都心6区で見れば、3四半期連続で中古のマンション価格が平均1億円を超えるようになっており、10年前の水準から価格が2倍近くに上がっている。子育て世帯を中心に値ごろ感のある郊外への転出もみられるが、1都3県を含めた首都圏全体でも価格が押し上げられる傾向にあり、首都圏の平均分譲価格は直近で7,000万円を超えている。

図表 27: 首都圏および東京23区分譲マンションの平均販売価格の推移

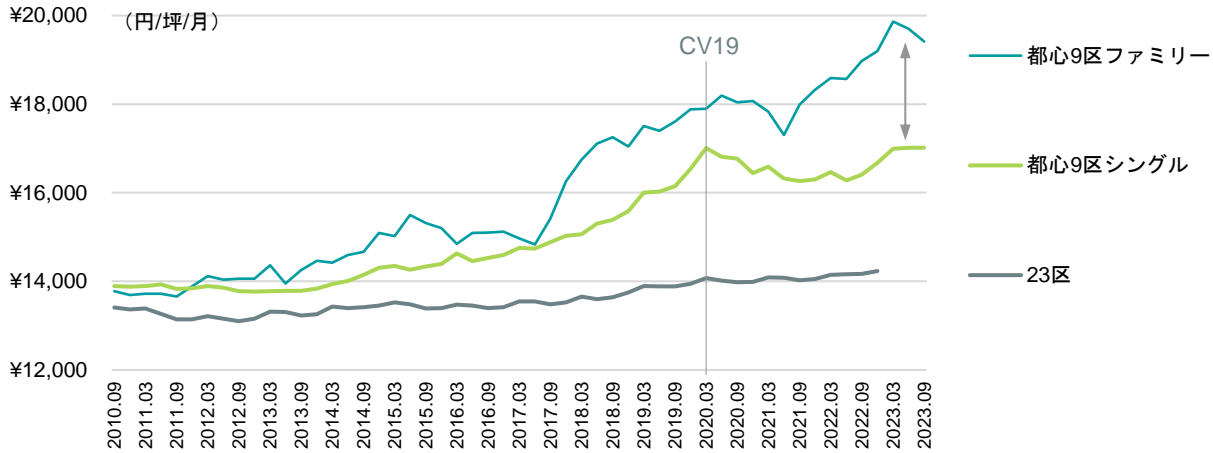


出典: 不動産経済研究所、東京カンテイの資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

マンションの分譲価格の値上がりで購買に踏み切れない世帯形成層を中心に、ファミリー向けの賃貸需要も旺盛となっている。2023年9月の都心9区ファミリータイプの賃貸住宅募集賃料は前年同期比で2.3%の上昇、2年間の累計では7.9%の上昇となった。一方、コロナ禍で低迷していたシングルタイプの募集賃料も直近2年間で計4.6%の上昇となった。分譲マンション価格の高騰が続くなか、今後も都心部を中心に質の高い賃貸住宅の需要は底堅く推移するものと見込まれる。

図表 28: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

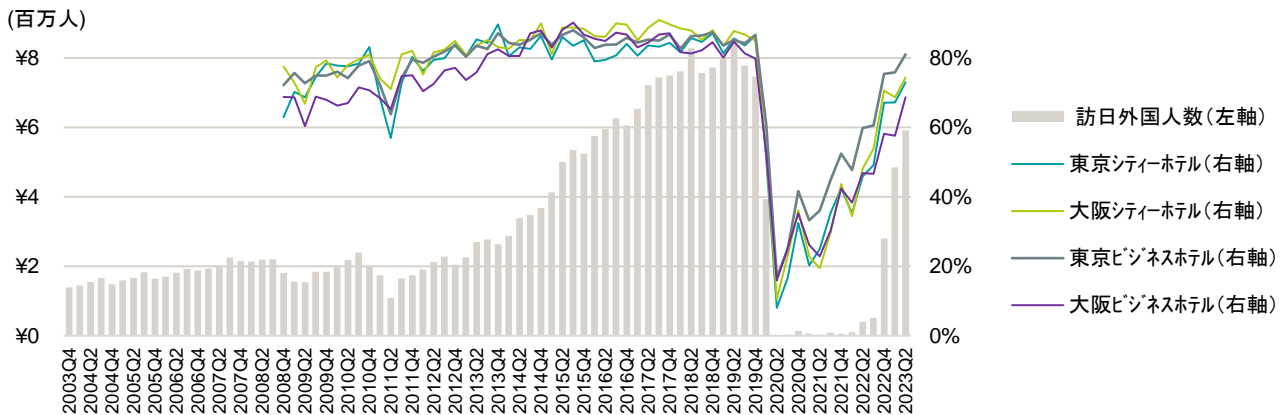


出典:リーシング・マネジメント・コンサルティング、不動産証券化協会、東日本不動産流通機構の資料をもとに DWS 作成

### 3.5 ホテル

訪日客の需要回復は順調に進んでおり、2023年第2四半期のホテル稼働率は東京のビジネスホテルで81%とコロナ後初めて80%水準を超えた。日経新聞などの報道では東京・大阪の主要ホテルではすでに客室単価が2019年の水準を2割程度上回っており、今後は中国人観光客の積み増しや円安の影響もあることから、ホテル事業は年後半さらなる回復が期待される。

図表 29: 訪日外国人と東京と大阪のホテル稼働率



出典:観光庁、日本政府観光局の資料をもとに DWS 作成

This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, estimates, opinions, and hypothetical models that may prove to be incorrect. Investments come with risk. The value of an investment can fall as well as rise and your capital may be at risk. You might not get back the amount originally invested at any point in time. Source: DWS International GmbH.

# Real Estate Research Team

## Office Locations

### Chicago

222 South Riverside Plaza  
34<sup>th</sup> Floor  
Chicago  
IL 60606-1901  
United States  
Tel: +1 312 537 7000

### Frankfurt

Mainzer Landstrasse 11-17  
60329 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel: +49 69 71909 0

### London

Winchester House  
1 Great Winchester Street  
London EC2N 2DB  
United Kingdom  
Tel: +44 754 58000

### New York

875 Third Avenue  
26<sup>th</sup> Floor  
New York  
NY 10022-6225  
United States  
Tel: +1 212 454 3414

### San Francisco

101 California Street  
24<sup>th</sup> Floor  
San Francisco  
CA 94111  
United States  
Tel: +1 415 781 3300

### Singapore

One Raffles Quay  
South Tower  
1<sup>st</sup> Floor  
Singapore 048583  
Tel: +65 6538 7011

### Tokyo

Sanno Park Tower  
2-11-1 Nagata-cho  
Chiyoda-Ku  
18<sup>th</sup> Floor  
Tokyo  
Japan  
Tel: +81 3 5156 6000

## Teams

### Global

**Kevin White, CFA**  
Global Co-Head of Real Estate Research

**Simon Wallace**  
Global Co-Head of Real Estate Research

### Americas

**Brooks Wells**  
Head of Research, Americas

**Liliana Diaconu, CFA**  
Office Research

**Ross Adams**  
Industrial Research

**Joseph Pecora, CFA**  
Apartment Research

**Ana Leon**  
Retail Research

**Sharim Sohail**  
Property Market Research

### Europe

**Ruben Bos, CFA**  
Property Market Research

**Tom Francis**  
Property Market Research

**Siena Golan**  
Property Market Research

**Rosie Hunt**  
Property Market Research

**Carsten Lieser**  
Property Market Research

**Martin Lippmann**  
Property Market Research

### Asia Pacific

**Koichiro Obu**  
Head of Real Estate Research, Asia Pacific

**Seng-Hong Teng**  
Property Market Research

**Hyunwoo Kim**  
Property Market Research

---

## AUTHORS

---



Koichiro (Ko) Obu  
Head of Real Estate Research, Asia Pacific

---



Hyunwoo Kim  
Property Market Research

---

## 免責事項

### 重要なお知らせ

著作権表示©2023 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

DWS はドイツ銀行グループの資産運用を行う部門の総称で不動産投資運用部門を含んでいます。この不動産投資運用部門では事業の一環として不動産投資運用/助言業務(\*)を行っております。不動産投資運用/助言業務は、ドイツ銀行グループに属する各国の地域会社によって遂行されています。その主な会社としては米国の RREEF America L.L.C.、ドイツの DWS Grundbesitz GmbH, DWS Real Estate GmbH, DWS Alternatives GmbH、オーストラリアの DWS Investments Australia Limited (ABN 52 074 599 401、オーストラリア金融サービス免許登録事業者)、香港の Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Hong Kong Branch および DWS Investments Hong Kong Limited、日本のドイチェ・アセット・マネジメント株式会社、シンガポールの DWS Investments Singapore Limited (登録番号 198701485N)、英国の Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, DWS Alternatives Global Limited、DWS Investments UK Limited などがあります。(\*)ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社においては不動産に係る投資に関し助言業務を行っております。

DWS Research の主要スタッフは不動産投資運用部門が傘下に持つファンドの投資委員会の議決メンバーです。投資委員会の議決メンバーは投資や買収、その他議決が必要な行為に関し議決権を有します。加えて、リサーチのスタッフは不動産投資運用部門や傘下のグループ会社が運営する投資勘定や投資ビークルの投資結果に応じて、インセンティブ収益を得ている可能性があり、現在得ていなくても今後得る可能性があります。当社の関連会社は本レポートに掲載された金融商品・証券等についてマーケットメイクを行っている場合があります。また自己勘定取引・デリバティブ取引をこれまでに行った、あるいは今後行う場合があります。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとに DWS が作成し、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が配布しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料に記載の内容は将来の運用成果などを保証もしくは示唆するものではありません。また、各種データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値などを保証もしくは示唆するものではありません。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

不動産投資は、高度なリスクと流動性の潜在的な制限が伴うため、豊富な知識および経験を備えた投資家のみに適しています。投資の目的の達成または投資のすべてあるいは一部に対する収益は一切保証されず、投資結果は期間によって大きく異なる可能性があります。当資料は投資に関する助言を構成するものではなく、投資の決定の主要な判断材料を提供するものではありません。

当資料で述べている意見には、見直し情報を構成するものもあります。DWS の分析におけるさまざまなリスク、不確実性および仮説により、この文書の調査報告に含まれる実際の出来事、結果または実際の市場の成果はその記載内容と大きく異なる場合があります。当資料に含まれる情報は DWS の現在の見解を反映するだけのものであり、DWS の見解は今後変更される可能性があり、その内容を確約するものではありません。また、ここで述べた意見と同様の出来事が発生するとは限りません。当資料およびここに含まれる情報は、いかなる契約または約束の根拠を形成するものではありません。

#-231113-1

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 359 号

(加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)

当資料は情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できる情報をもとに DWS が作成して、日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がこれを配布しております。本書記載の内容については日本国内ではドイチェ・アセット・マネジメント株式会社がお問い合わせの窓口となりますので、ご質問などございましたらドイチェ・アセット・マネジメント株式会社の担当者までご連絡願います。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することはできません。

当資料に記載のデータや見通し等は記載時点のものであり、将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。また、経済・市況の分析等やこれらに基づく将来の見通し等は当社の運用方針、投資判断とは何ら関係がありません。当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として記載したものであり、その銘柄または企業の株式等の売買を推奨するものではありません。

DWS Investments Japan Limited

Financial Instruments Business Operators

Director of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 359

(Member of Japan Securities Dealers Association, The Investment Trusts Association, Japan Investment Advisers Association and Type II Financial Instruments Firms Association)

This document does not constitute an offer or solicitation of specific financial products or services. Certain fees or other costs may be incurred if the financial products, services or investment strategies described in this document are purchased or acquired. There is a risk of capital loss associated with the financial products, services and investment strategies described in this document, and the value of any investment in same may decrease due to market or economic trends, price fluctuations or otherwise. Please evaluate the financial products and services and read the Explanatory Documents, the Prospectus and other related documents

Carefully prior to purchasing or investing in such products and services.