Deutsche
Asset Management

不動産リサーチレポート

ジャパン・クオータリー
2016 年第 1 四半期

2016 年 1 月

Passion to Perform

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：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）

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 Deutsche Asset Management 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。

目　次

小夫　（オブ）　孝一郎
ディレクター
アジア太平洋リサーチヘッド

胡　敏軒（フー・ミンシェン）
アシスタント・ヴァイス・プレジデント

まとめ 1

経済・金融・投資家動向 2

マクロ経済情勢 2

不動産投資市場・価格 4

J-REIT 8

不動産ファンダメンタルズ 10

オフィス 10

商業施設 13

住　宅 14

物流施設 15

特集：アベノミクスの過去 3 年を検証する 16

バックナンバー 23

免責事項 24

組織変更のお知らせ

平成 27 年 10 月 1 日より、ドイツ証券（株）不動産投資銀行部の業務はドイチェ・アセット・マネジメント（株）に新設された不動産投資運用部に引き継がれました。

併せて、本レポートの配布元についてもドイツ証券（株）よりドイチェ・アセット・マネジメント（株）へ変更となりました旨、お知らせ申し上げます。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。

注意事項

本レポートの日本語版と英語版は発行タイミングが異なり、内容・データが一部異なることがありますのでご了承願います。

本件に関するお問い合わせ先

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社 広報担当
Tel: 03-5156-5000

まとめ

第 1 章の「経済･金融･投資家動向」では国内マクロ経済動向や不動産投資市場、キャップレート、投資リターンなどについて直近の動向と今後の見通しを分析している。国内の実質 GDP 成長率は 2015 年通年の成長率は約 0.4%程度になったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の寄与もあったが、輸出や個人消費は回復力が乏しい。世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しており、さらなる下振れリスクも出てきている。

2015 年 12 月期までの 12 ヶ月間の不動産売買高は約 5.1 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。ファイナンス環境は良好ではあるものの、売り主と買い主の間で価格目線が合わないケースが出てきている。REIT 指数が低迷しているため、J-REIT による物件取得額もややスローダウンしている。

第 2 章では、オフィス・商業施設・住宅・物流施設の四セクターそれぞれおける市場ファンダメンタルズの動向について概観している。企業業績が回復していることからオフィス需要は依然堅調で、オフィスビルの空室率も回復傾向にある。名古屋では 2015 年第 4 四半期に大名古屋ビル及び JP タワー名古屋が竣工したため空室率が上昇したものの、その他地方都市では順調に空室が消化されている。

小売売上は都市部を中心に引き続き回復がみられ 2015 年第 4 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 1.0%の増加となった。訪日客向けの免税品売上高は 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、訪日客需要には一服感も出ており、2016 年 2 月の春節（旧正月）の動向が注目される。2015 年第 4 四半期の首都圏分譲マンション市場では、平均販売価格は前年同期比 16.5%増の 5,795 万円とバブル期以来の水準となったものの、販売価格上昇の影響で販売戸数は前年同期比 20.5%減となった。

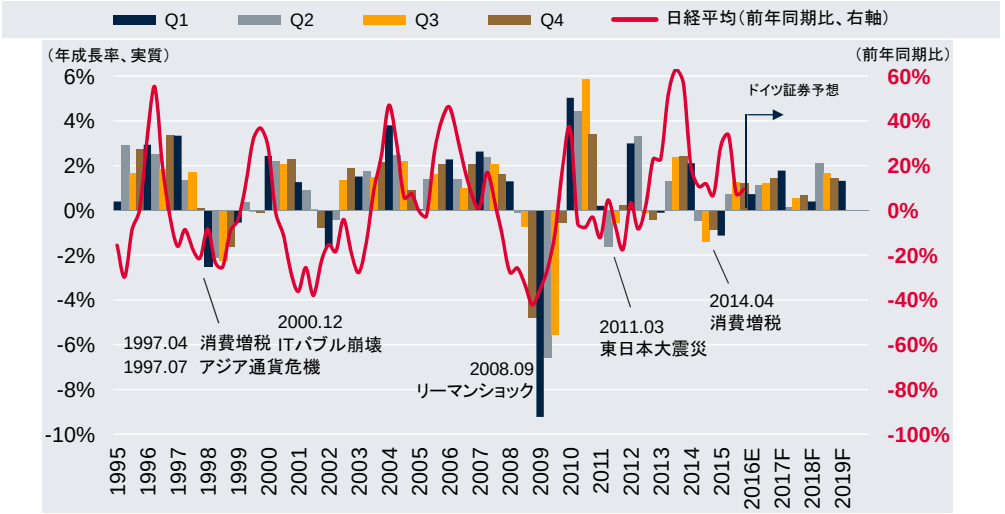
第 3 章の特集「アベノミクスの過去 3 年を検証する」では、過去 3 年間のアベノミクス政策の実績を総括し、不動産市場への影響を含めて様々な指標をもとに整理した。また、これまでの実績について小泉政権時代とも比較した。アベノミクス政策のうち金融政策と財政政策については着実な実績が出ている一方、成長戦略については進んでおらず、また世代間格差は拡大する傾向にあるとの批判も根強い。さらに 2016 年に入って、世界的な株式市場の下落、中国をはじめとする成長市場の減速が進んでおり、新 3 本の矢を掲げたアベノミクスは正念場を迎えているといえる。

経済・金融・投資家動向

マクロ経済情勢

国内の実質 GDP は 2015 年通年の成長率は約 0.4%程度になったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の寄与もあったが、輸出や個人消費は回復力が乏しい。2016 年は成長率が幾分回復するものとみられるが、世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しており、下振れリスクも出てきている。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移

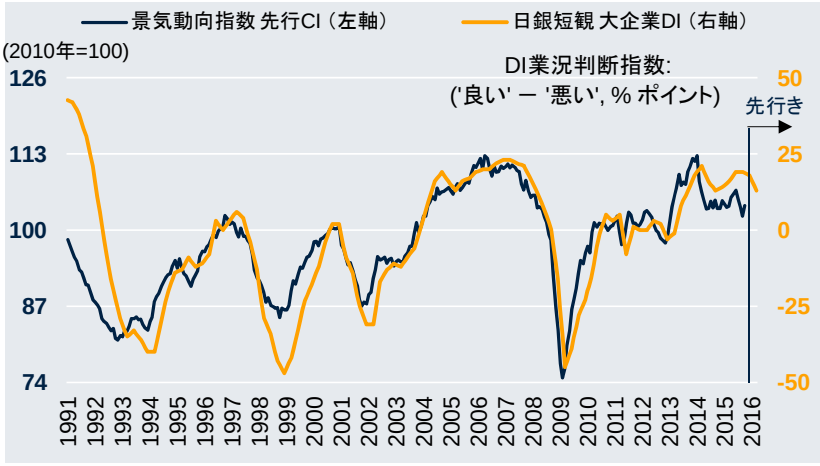


E:Deutsche Asset Management 推定値(文中全ての図表同様)、F:Deutsche Asset Management 予想値(文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)

出典: 内閣府、Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2015 年 11 月の失業率は 3.3%と約 20 年ぶりの低水準まで回復しており、アベノミクスの効果の一つとなっている(本誌トピックス参照)。日銀短観による 2015 年 12 月の業況判断指数 DI(国内大企業・全産業ベース、黄線)は 9 月からわずかに下落の 18 となった。世界的な景気減速に伴い輸出が伸び悩み、製造業の景況感が 3 四半期ぶりに悪化したものの、訪日外国人の増加を背景に内需は比較的堅調だった。2015 年 11 月の景気動向指数先行 CI(青線)は 103.9 と前期比 0.1 ポイント減とほぼ横ばいだった。

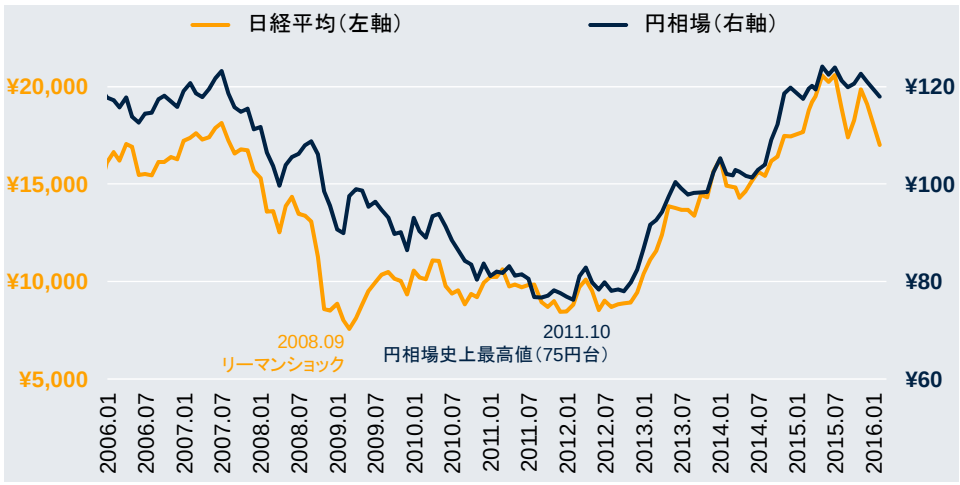
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

中国経済に対する懸念や原油先物価格の急落を受けて日経平均は 1 月 28 日現在 17,000 円台へ弱含んでいる。世界的な株価急落や原油安の先送りなど今後の不透明感が増す中で円相場も一時 1 ドル=115 円台後半まで強含んだ。一方、日銀による追加緩和への期待から更なる円高には警戒感も強く、116-118 円前後のレンジで一進一退の状態が続いている。

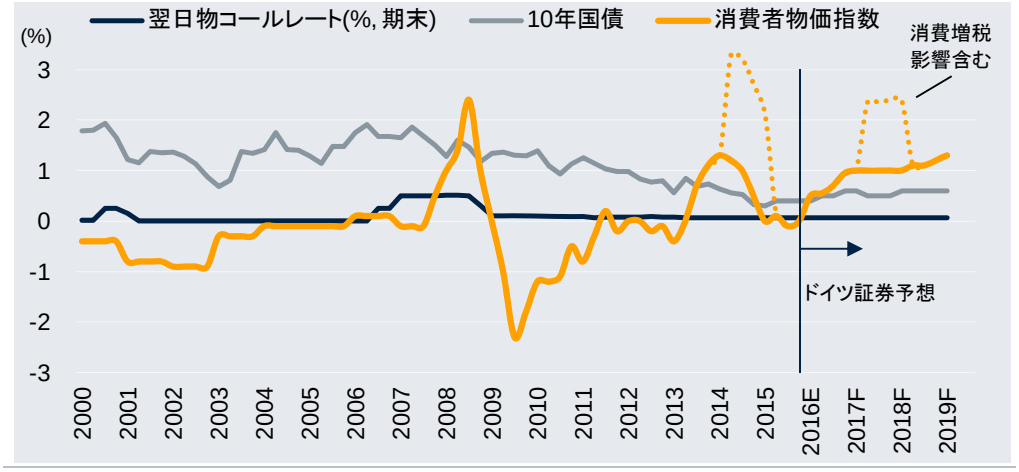
図表 3: 日経平均と円相場



出典: Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

10 年物国債の利回りは 2016 年 1 月現在 0.20-0.25%前後と過去最低の水準で推移しており、今後も上昇は緩やかで 2019 年まで 0.6%台程度におさまるものと予想されている。消費者物価指数（コア CPI）は原油安の影響を受けて軟調に推移しており、足元では実質ベースでゼロ%付近、食料及びエネルギーを除いた指数は 0.9%で推移している。今後は 2016 年末にかけて 1%程度までは上昇する可能性があるが、日銀が目標としている 2%の達成は厳しくなっている。

図表 4: 短期金利と消費者物価指数推移



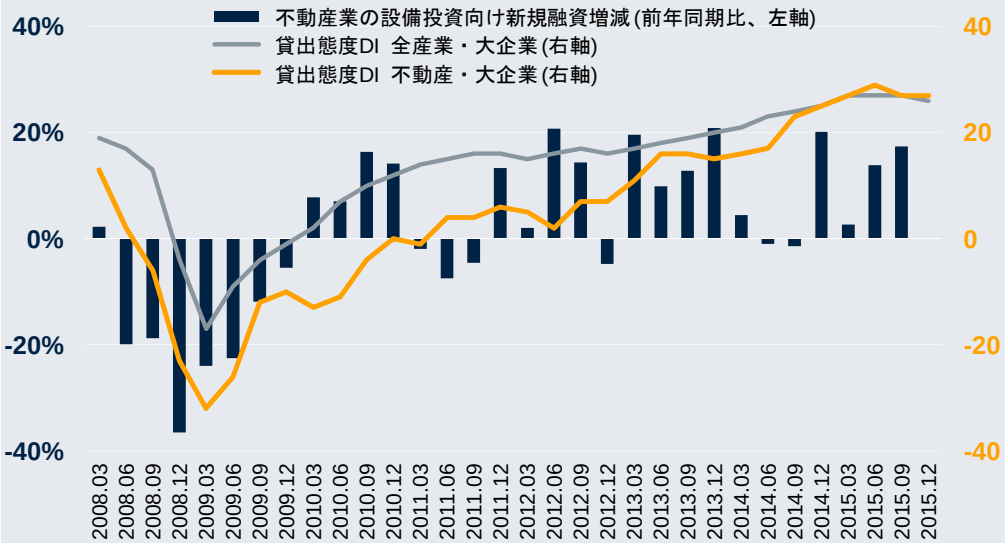
E：Deutsche Asset Management推定値、F：Deutsche Asset Management予想値

出典: Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

不動産投資市場・価格

金融機関による不動産ファイナンスの状況はおおむね良好である。日銀短観によると 2015 年 12 月時点の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI（黄線）は前期比横ばいとなったものの、貸出態度の水準は 27 ポイントと統計上は良好なファイナンス環境が続いている。不動産業の設備投資向け新規融資額も 2015 年 9 月は前年同期比 17.4%増となった。一方、新規の貸出には金融機関も慎重になりつつあるとの見方も一部にあり、今後は価格の過熱感が高い案件などに対して、慎重なデューデリジェンスを行ったり、コベナンツを厳しめに設定するなどの対応が出てくる可能性がある。

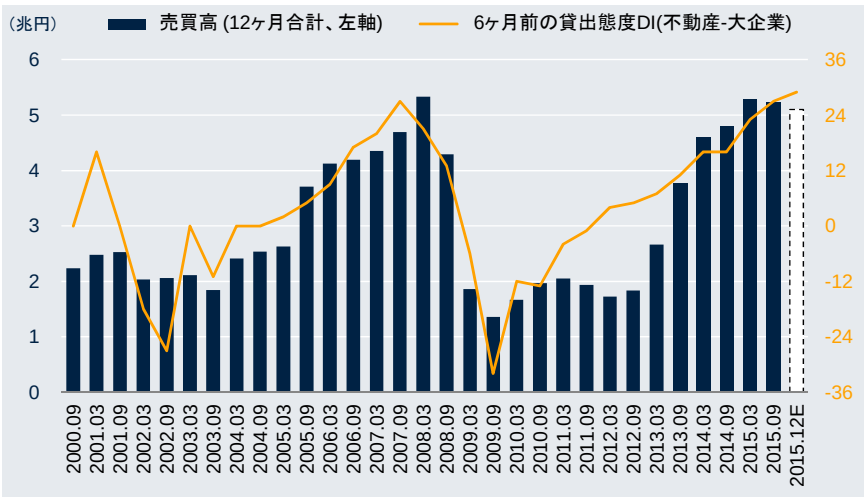
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2015 年第 4 四半期は国内系や J-REIT に加えて、外資系ファンドなどによる物件売買が活況だった。2015 年通年の不動産売買高は約 5.1 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。ファイナンス環境は良好ではあるものの、売り主と買い主の間で価格目線が合わないケースが出てきているため、今後は売買高は一旦ピークをうち、概ね横ばいか若干の下落傾向となる可能性がある。

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



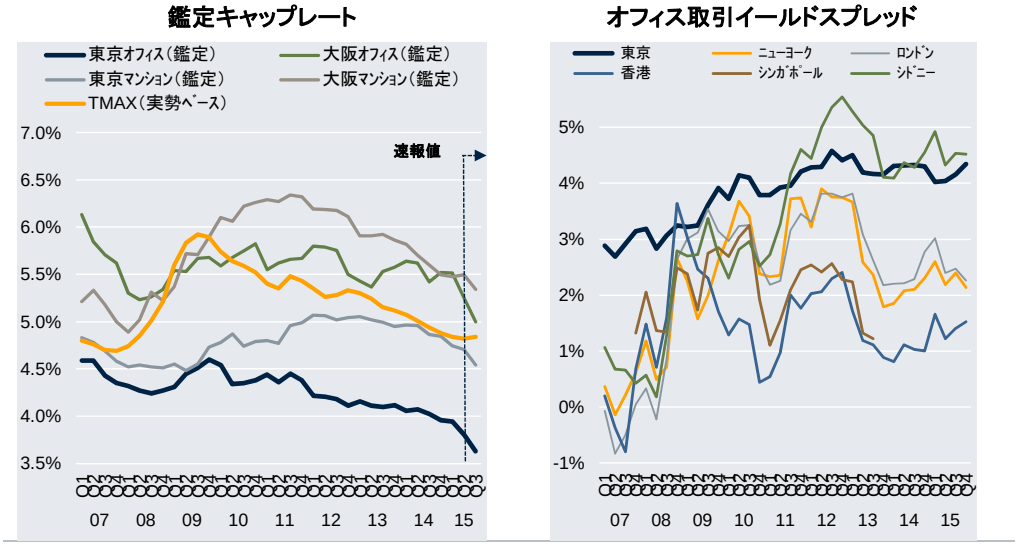
E：Deutsche Asset Management推定値

出典: 日本銀行、都市未来研究所、Real Capital Analytics のデータをもとにDeutsche Asset Management作成

図表 7 の左図はセクター別のキャップレートを示している。実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートは 2015 年 9 月期に 4.84%と約 7 年ぶりの低水準となったほか、東京オフィスの鑑定キャップレートも速報ベースで 3.63%と過去最低の水準となった。キャップレートの低下は地方やその他セクターにも波及しており、大阪のオフィスでも半年前から 50bps ほどの低下となった。

一方、東京のオフィスビル実取引における平均イールド・スプレッド（国債金利とキャップレートの差）は前期比 10bps 増の 430bps と世界的に高い水準を維持しており、スプレッドが 210-230bps 程度のニューヨークやロンドン、150bps 強の香港など他の都市とは対照的となっている。

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

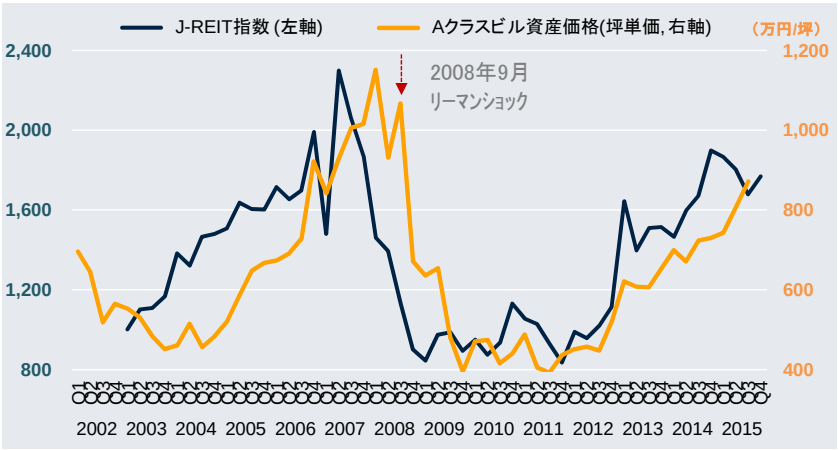


注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出典: 不動産証券化協会、Real Capital Analytics、TMAXのデータをもとにDeutsche Asset Management作成

2015 年第 4 四半期の東証 REIT 指数は前期比 5%の上昇となったものの、その後は力強い回復には至っておらず、年初以来調整が続いている。一方、実物の資産価格の指標となる東京都心部 A クラスビルの 2015 年 9 月の床単価[1]のインデックスは 871 万円/坪と前年同期比で約 20.5%伸び、REIT 指数の動きを約 1 年遅れで追いかける展開が続いた。資産価格は 2008 年のピーク時より依然約 25%低い水準にあるものの、足元では REIT 指数との開きはなくなっていることから、今後上昇スピードは減速していく可能性がある。

図表 8: 不動産価格の推移



出典: 大和不動産鑑定、Bloombergのデータをもとに Deutsche Asset Management作成

[1] 物件価格をビルの床面積で割った資産価格指標。ここでは賃貸可能面積(NRA)ベースで算出。

直近の主な不動産取引は以下の通りで、J-REIT や外資系ファンドによる大型取引が目立った。最も高額だったのはダブルオーファイブによるイオンモール八千代緑が丘を含む日本リテールファンドのポートフォリオの取得（686 億円）で、続いて森ヒルズリートによる六本木ヒルズの部分取得（461 億円）となった。また、海外上場の対日投資 REIT の投資口価格が NAV を下回って推移していたことから、外資系ファンドによるこれら REIT を買収する動きが目立った（ローンスターによるシンガポール上場のサイゼン REIT 取得、ブラックストーンによるロンドン上場のジャパン・レジデンシャル REIT の取得）。また、星野リゾート・リートによる ANA ホテルのポートフォリオ取得をはじめ、訪日外国人の増加を見込んだホテルの売買も非常に盛んだった。

単価が最も高額だったのはアクティビア・プロパティーズ投資法人による商業施設キュープラザ心斎橋の取得（134 億円）で、床単価は 1 平米当たり 475 万円（1 坪当り 1,500 万円超）となった。最もキャップレートが低かった物件は森ヒルズリートによる六本木ヒルズの部分取得で 3.8%となっている。

図表 9: 2015 年 10 月以降に取引・発表された主な国内不動産取引

種別	物件名称（取得割合%）	取得額（億円）	単価（百万円/㎡）	ｷｬｯﾌﾟﾚｰﾄ	場所	取引年月	取得主
オフィス	六本木ﾋﾙｽﾞ森ﾀﾜｰの4ﾌﾛｱ	461	2.71	3.8%	港	16年1月	森ﾋﾙｽﾞﾘｰﾄ
	ｱｰｸﾋﾙｽﾞｻｳｽﾀﾜｰの25%	220	2.44	3.8%	港	15年10月	ｵﾘｯｸｽ不動産投資法人
	汐留ﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞの10%	204	1.76	–	港	15年12月	ｱｸﾃｨﾋﾞｱ･ﾌﾟﾛﾊﾟﾃｨｰｽﾞ
	ﾋｭｰﾘｯｸ虎ノ門ﾋﾞﾙの70%	127	2.12	5.7%	港	15年12月	ﾋｭｰﾘｯｸﾘｰﾄ
	関内ﾄｰｾｲﾋﾞﾙIIなど5物件	119	0.44	5.8%	神奈川ほか	15年10月	ﾄｰｾｲ・ﾘｰﾄ
	晴海ｱｲﾗﾝﾄﾞ・ﾄﾘﾄﾝｽｸｴｱ・ｵﾌｨｽﾀﾜｰW棟	100	0.66	4.6%	中央	15年12月	ｲﾃﾞﾗ・ｷｬﾋﾟﾀﾙ（中）
	ｴｨﾃﾞｨﾋﾞﾙ	30	0.27	–	大阪	15年10月	ｱﾝｼﾞｪﾛ･ｺﾞｰﾄﾝ（米）
	青山ﾀﾜｰﾋﾞﾙ	–	–	–	港	16年1月	竹中工務店
	ﾆｭｰｽﾃｰｼﾞ横浜	–	–	–	神奈川	15年11月	ﾗｻｰﾙ・ｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄ（米）
	千葉ﾎﾟｰﾄｽｸｴｱ	–	–	–	千葉	15年12月	緑地集団（中）/ﾗｵｯｸｽ（中）
	大手町建物須田町ﾋﾞﾙ	–	–	–	千代田	15年7月	ﾒｯﾄﾗｲﾌ生命（米）
商業	ｲｵﾝﾓｰﾙ八千代緑が丘など5物件	686	0.22	4.2%	千葉ほか	15年10月	ﾀﾞﾌﾞﾙｵｰﾌｧｲﾌﾞ
	ｷｭｰﾌﾟﾗｻﾞ心斎橋	134	4.75	3.9%	大阪	15年12月	ｱｸﾃｨﾋﾞｱ･ﾌﾟﾛﾊﾟﾃｨｰｽﾞ
	ﾄﾘｱｽ	80	0.10	7.8%	福岡	15年10月	ｸﾘｻｽ・ﾘﾃｰﾙ(ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)
ホテル	ANAﾎﾃﾙ4物件と旅館2物件	推428	–	5.6%	広島ほか	15年10月	星野ﾘｿﾞｰﾄ・ﾘｰﾄ
	ﾛﾜｼﾞｰﾙﾎﾃﾙ&ｽﾊﾟﾀﾜｰ那覇	200	–	5.9%	沖縄	16年2月	ﾕﾅｲﾃｯﾄﾞ・ｱｰﾊﾞﾝ投資法人
	星野ﾘｿﾞｰﾄﾄﾏﾑ	184	–	–	北海道	15年12月	復星集団（中）
	ｼｪﾗﾄﾝ広島	173	–	5.4%	広島	15年12月	ｼﾞｬﾊﾟﾝ・ﾎﾃﾙ・ﾘｰﾄ
	ﾊﾟｰｸﾊﾋﾞｵ新宿ｲｰｽﾄｻｲﾄﾞﾀﾜｰ	132	–	5.6%	新宿	16年1月	ｺﾝﾌｫﾘｱ･ﾚｼﾞﾃﾞﾝｼｬﾙ
	ｻﾏｾｯﾄ品川東京	–	–	–	品川	15年11月	ｱｽｺｯﾄ(ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)/ｶﾀｰﾙ投資庁(ｶﾀｰﾙ)
	堂島ﾎﾃﾙ	–	–	–	大阪	15年11月	ｳｪﾙｽ・ﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ / ｺﾞｰﾙﾄﾞﾏﾝ・ｻｯｸｽ（米）
	ﾌﾚｯｸｽﾃｲｲﾝ桜木町	–	–	–	神奈川	15年12月	ﾌｫｰﾄﾚｽ（米）
ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ	商業施設4物件と物流施設1物件	554	–	–	奈良ほか	16年1月	ｲｵﾝ・ﾘｰﾄ
	ｻｲｾﾞﾝ・ﾘｰﾄ(ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ)の住宅ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ	446	–	–	東京ほか	15年11月	ﾛｰﾝｽﾀｰ（米）
	ｼﾞｬﾊﾟﾝ・ﾚｼﾞﾃﾞﾝｼｬﾙ（英）の住宅ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ	285	–	–	東京ほか	16年1月	ﾌﾞﾗｯｸｽﾄｰﾝ（米）
	ｵﾌｨｽ・賃貸ﾏﾝｼｮﾝ計3物件	–	–	–	愛知ほか	16年1月	ﾗｻｰﾙ・ｲﾝﾍﾞｽﾄﾒﾝﾄ（米）
開発用地	ﾘｰｶﾞﾛｲﾔﾙﾎﾃﾙ大阪の底地	270	–	–	大阪	15年11月	ﾛｲﾔﾙﾎﾃﾙ
	ﾌｫｰｼｰｽﾞﾎﾃﾙ京都の建設予定地	50	–	–	京都	15年12月	ﾍﾞﾙｼﾞｬﾔ（ﾏﾚｰｼｱ）

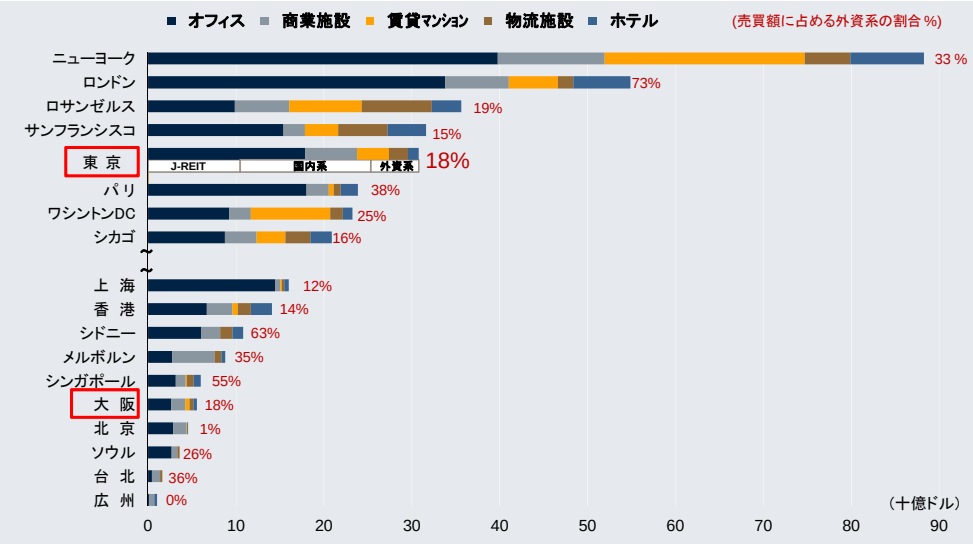
注: 取得主が黄色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含みます。

出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2015 年 12 月末までの過去 12 ヶ月間の収益不動産取引額[2]を都市別にまとめると図の通りで、東京の取引額は約 308 億ドルとドルベースで前期比約 13%減少した。東京はニューヨーク、ロンドン、ロサンゼルス、サンフランシスコに次いで世界第 5 位へと下落したものの、アジア太平洋地域では依然として最大の取引市場となった。この間 J-REIT による取得は約 34%、外資勢による取得は約 18%とみられる。大阪は主軸のオフィスビルの取引が回復しつつあるのに加え、商業施設、物流施設やホテルの取引も活況でアジア太平洋地域では北京、ソウルを抜いて第 7 位に上昇し、シンガポールなどと肩を並べている。

[2] ここでは持ち家の取引や開発用地の売買は、キャッシュフローを生まない取引のため含めていない。

図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング (過去 12 ヶ月)

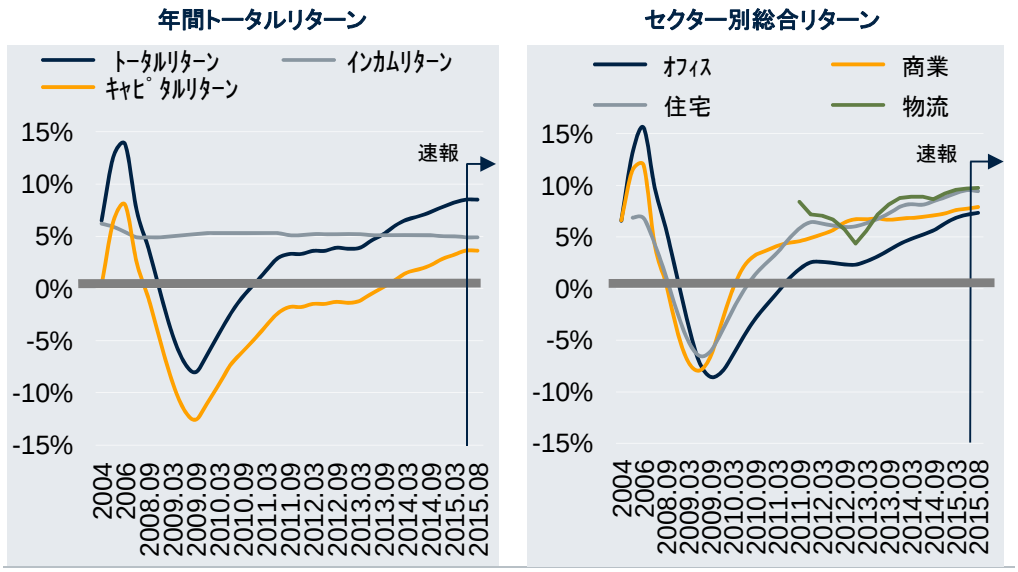


注: 開発用地を除く

出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

実物不動産インデックスによるトールリターン[3]は 2009 年後半から上昇、2010 年からプラスで推移しており、2015 年 8 月は前年同期比 1.2 ポイント増の年 8.5%(速報値、図表 11 左図)と改善した。セクター別にみると回復が遅れていたオフィスのリターンも同 1.4 ポイント増の 7.2%、商業施設は 8.0%、物流施設、住宅等はいずれも高く約 10%となった。

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)



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。

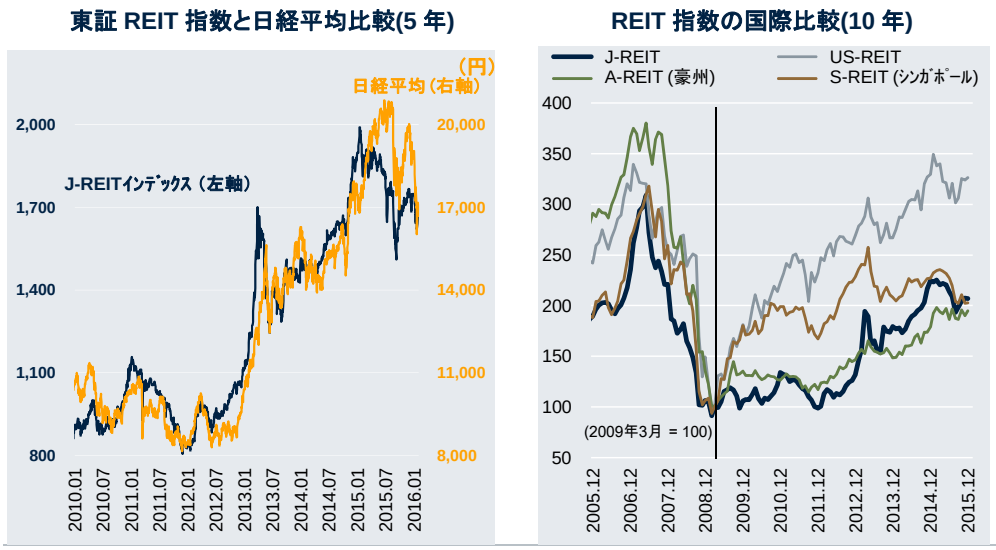
出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとにDeutsche Asset Management作成

[3] 投資家が投資のベンチマークとして利用する収益指標で、賃料収入による運用利回りと鑑定評価に基づくキャピタル・ゲインを加えたレバレッジ前の収益率。「総合収益率」と同義。

J-REIT

東証 REIT 指数は 2015 年第 4 四半期にほぼ横ばいとなっており、2016 年 1 月も 1,700 ポイント前後とやや軟調に推移している。2015 年通年でみると米国の利上げを受けて、米国やシンガポールなど主要国の REIT 指数も同様に軟調に推移した。

図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較)

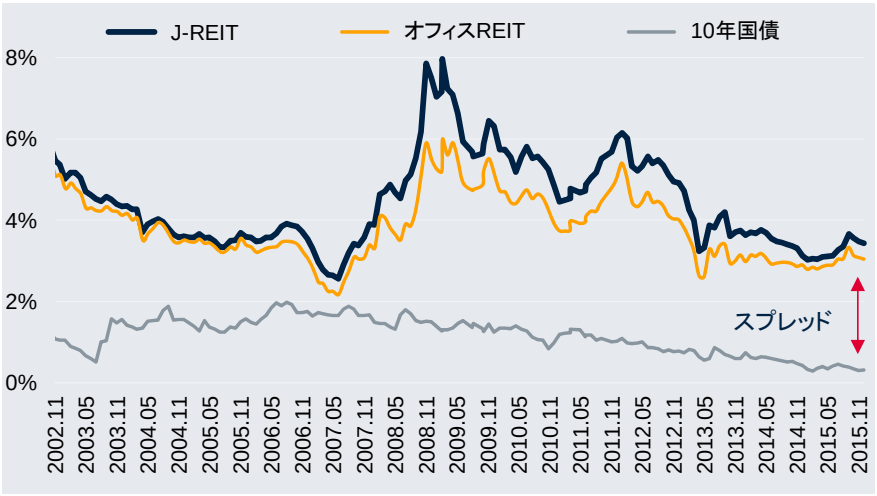


注: 参照インデックスは東証リート･インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT), S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州REIT), FTSE ST REIT Index (シンガポールREIT)

出典: Bloombergの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

2015 年 11 月の J-REIT 平均分配金利回りは J-REIT 指数の回復を受けて前期比 23bps 下落の 3.43%（オフィス型 REIT に限れば 3.04%）となった。この間長期金利は小動きだったため、国債利回りとの差（スプレッド）は 311bps（オフィス型 REIT に限れば 272bps）と広がった。分配金・配当スプレッドは米国 REIT、英国 REIT ともに 95-180bps 程度となっており、この利回りで比較すれば J-REIT の方が有利とみる投資家もいる。

図表 13: J-REIT 分配金利回り

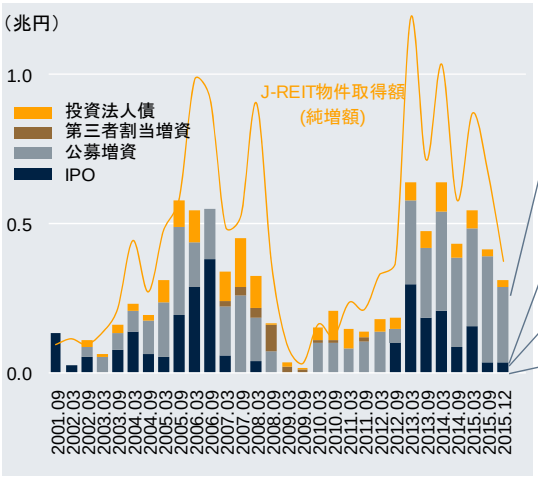


出典: 三井住友トラスト基礎研究所、Bloombergの資料をもとに Deutsche Asset Management作成

2015 年 7 月-12 月期の 6 ヶ月間でいちごホテル・リート投資法人など 2 銘柄の新規上場があったほか、アクティビア・プロパティーズなど 10 銘柄以上の公募増資が公表された。同期間の J-REIT による IPO・増資額は計 2,840 億円超、物件取得額は計 5,000 億円超（売却額を除いたネットでは 3,700 億円）になったと見られる。

東証 REIT 指数の低迷に伴い資金調達が低調だったため、物件取得も約 3 年ぶりの低水準となった。都心をはじめ物件の利回りが低下しており、REIT が投資できる物件も減っているとの見方がある。このような環境下、日本生命は 2016 年夏、私募リートを初めて組成する。運用難の年金基金やメガバンク、地方銀行などからの資金流入を期待しており、中長期的に運用資産は約 3,000 億円程度と私募リートでは最大規模となる見込み。

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　（億円）

J-REIT銘柄	時期	増資額
ｱｸﾃｨﾋﾞｱ･ﾌﾟﾛﾊﾟﾃｨｰｽﾞ	2015年11月	212
星野ﾘｿﾞｰﾄ･ﾘｰﾄ	2015年10月	278
日本ﾘﾃｰﾙﾌｧﾝﾄﾞ	2015年8月	282
GLP投資法人	2015年8月	226
その他増資合計	7-12月	1,534
	合計	2,532

新規上場のREIT

J-REIT銘柄	時期	増資額
いちごﾎﾃﾙ･ﾘｰﾄ	2015年11月	143
ｼﾞｬﾊﾟﾝ･ｼﾆｱﾘﾋﾞﾝｸﾞ	2015年7月	165
	合計	308

上場予定のREIT：

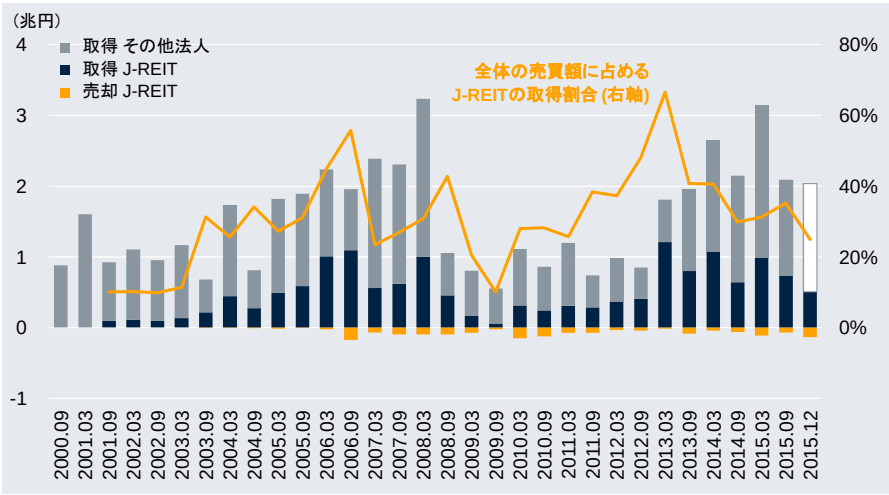
ﾘｽﾄ（総合）、ﾗｻｰﾙ（物流）、森ﾄﾗｽﾄ（ﾎﾃﾙ）

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: 不動産証券化協会、Real Capital Analytics、各社公表資料をもとにDeutsche Asset Management作成

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。2015 年 7 月-12 月の不動産取引額は速報ベースで約 2.0 兆円と前年同期比横ばいだった一方、J-REIT の取引に占める割合は約 25%と前期までの 30%台から落ち込んだ。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



出典: 不動産証券化協会、都市未来研究所、Real Capital Analyticsの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

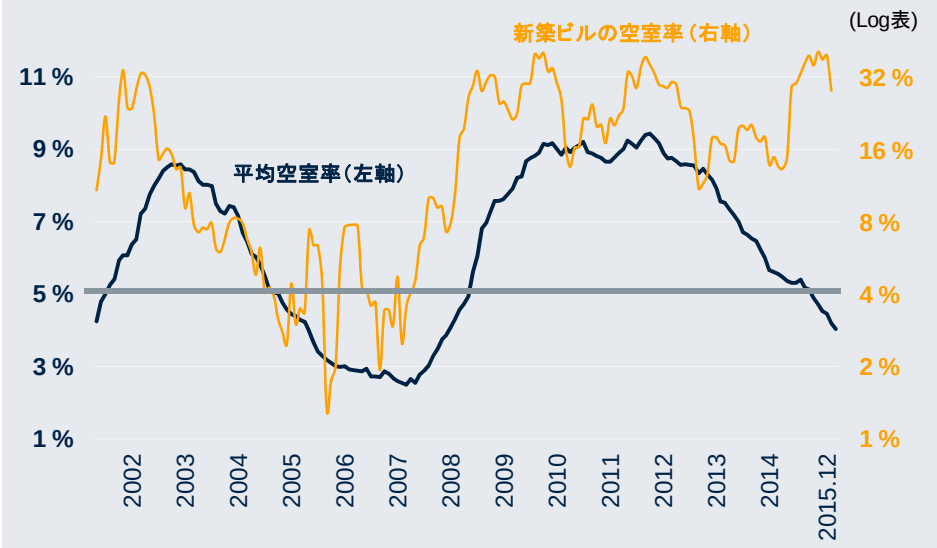
白色：Deutsche Asset Management推定による暫定値

不動産ファンダメンタルズ

オフィス

企業業績が回復していることからオフィス需要は依然堅調で、都心 5 区[4]のオフィスビルの空室率は回復傾向にある。2015 年 12 月末時点の平均空室率は 4.0%と前年同月比 1.4 ポイント低下、特に渋谷区の平均空室率は 2.2%と引き続き低い水準を維持している。港区や中央区では新築ビルの空室消化が進んだため、竣工後 1 年以内の新築ビルの平均空室率も前期比 10 ポイント以上低下し 27.8%となった。2016 年前半にはいくつかの大型ビルの供給が予定されており、一部のビルでは空室消化に時間がかかるケースも出るものと思われる。

図表 16: 都心 5 区の平均空室率と新築ビルの空室率の推移



主な竣工ビル一覧 （2014年以降）

ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
大崎ｳｨｽﾞﾀﾜｰ	2014/1	24	58,411
室町古河三井ﾋﾞﾙ	2014/2	22	62,470
室町ちばぎん三井ﾋﾞﾙ	2014/2	17	29,120
京橋ﾄﾗｽﾄﾀﾜｰ	2014/2	21	52,471
横浜ｱｲﾏｰｸﾌﾟﾚｲｽ	2014/3	14	97,400
大手町ﾀﾜｰ	2014/4	38	198,000
西新橋ｽｸｴｱ	2014/4	22	55,373
虎ノ門ﾋﾙｽﾞ森ﾀﾜｰ	2014/5	52	244,360
飯田橋ｸﾞﾗﾝ・ﾌﾟﾙｰﾑ	2014/6	30	124,000
日生丸の内ｶﾞｰﾃﾞﾝﾀﾜｰ	2014/6	22	55,800
豊洲ﾌｫﾚｼｱ	2014/7	16	101,376
品川ｼｰｽﾞﾝﾃﾗｽ	2015/ 2	32	128,000
東京日本橋ﾀﾜｰ	2015/ 4	35	133,900
大崎ﾌﾞﾗｲﾄﾀﾜｰ	2015/ 4	31	92,000
大崎ﾌﾞﾗｲﾄｺｱ		20	44,770
二子玉川ﾗｲｽﾞ・ﾀﾜｰｵﾌｨｽ	2015/ 6	30	86,900
鉄鋼ﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞ	2015/10	26	52,140
大手門ﾀﾜｰ・JXﾋﾞﾙ	2015/11	22	108,000

2016年以降

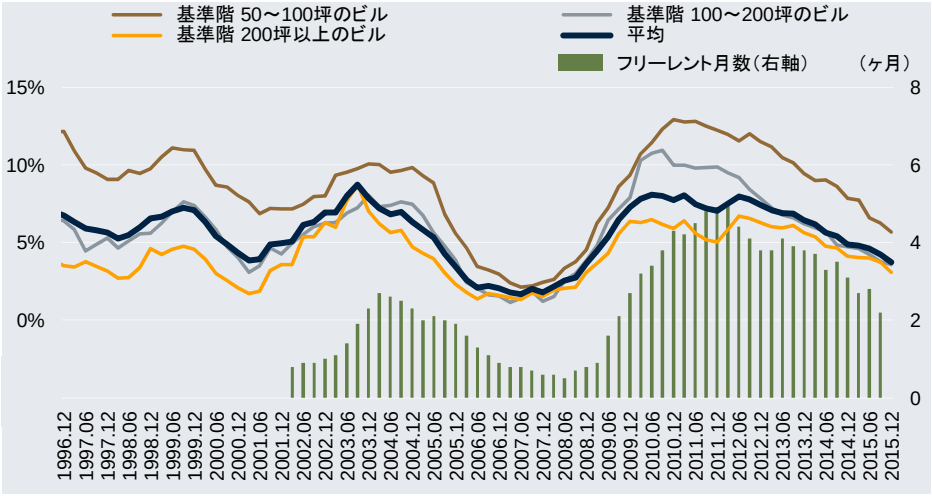
ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
新宿ｶﾞｰﾃﾞﾝﾀﾜｰ	2016/3	37	43,132
JR新宿ﾐﾗｲﾅﾀﾜｰ	2016/3	32	77,200
大手町ﾌｨﾅﾝｼｬﾙｼﾃｨ･ｸﾞﾗﾝｷｭｰﾌﾞ	2016/4	31	193,800
東京ｶﾞｰﾃﾞﾝﾃﾗｽ	2016/5	36	110,000
六本木三丁目ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2016/9	40	171,920
京橋再開発ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2016/10	32	66,590
銀座六丁目計画	2017/1	13	38,000
大手町ﾊﾟｰｸﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞ	2017/1	29	149,000
赤坂一丁目再開発	2017/4	37	81,698
浜松町二丁目計画A街区	2018	42	計270,000
ﾆｯｾｲ浜松町ｸﾚｱﾀﾜｰ		29	51,900
TGMM芝浦計画A棟	2018	31	135,000
〃 B棟	2019	36	145,000
虎ノ門ﾄﾗｽﾄｼﾃｨ ﾜｰﾙﾄﾞｹﾞｰﾄ	2018	36	計210,000
大手町二丁目再開発A棟	2018	35	202,000
〃 B棟		32	152,000
渋谷駅 南街区	2018	33	117,500
〃 道玄坂街区	2018	18	58,900
〃 駅街区 東棟	2020	46	107,000
〃 桜丘口再開発A棟	2020	36	174,800

出典: 三鬼商事（上段）、三幸エステート、各社公表資料（下段）をもとにDeutsche Asset Management作成

[4] 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区を指す。

2015 年 12 月の東京都心 3 区[5]の基準階面積別オフィス空室率もおおむね改善傾向にある。大規模ビル（基準階面積 200 坪以上）の空室率が前年同期比 1.0 ポイント改善し 3.1%となったほか、基準階面積 50-100 坪クラスのビルで同 2.2 ポイント改善し 5.7%となった。需給環境の改善に伴いフリーレント期間も縮小する動きが広がっており、2015 年 9 月のフリーレント期間は平均 2.2 ヶ月と前年同期比 0.6 ヶ月改善した。

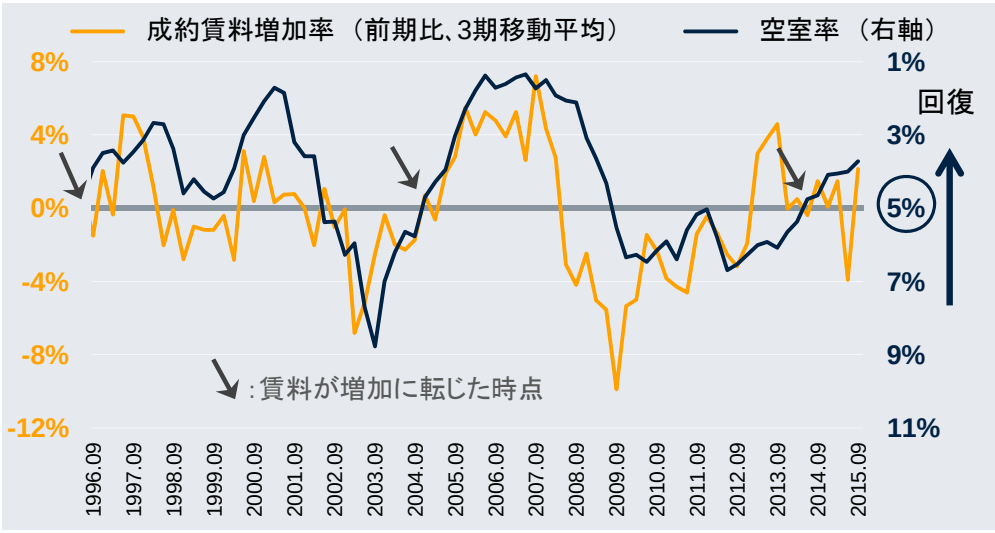
図表 17: 東京都心 3 区の基準階面積別オフィス空室率の推移



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Deutsche Asset Management作成

過去のデータをみると東京都心のオフィスビルでは空室率と賃料上昇幅に相関（正確には逆相関）関係がみられる。2015 年 9 月の都心 3 区の基準階 200 坪以上のオフィス空室率は 3.7%と自然空室率の 5%を割っている。成約賃料は 3 期の移動平均で前期比 2.1%増となっており、今年はもうしばらく回復傾向が続くと見込まれる。

図表 18: 東京都心 3 区のオフィス空室率と成約賃料の推移 (基準階 200 坪以上)

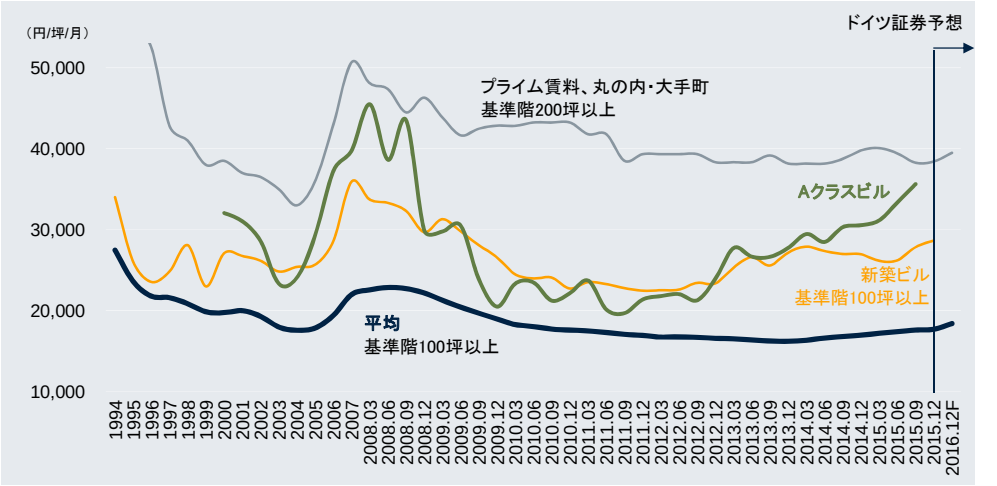


出典: ニッセイ基礎研究所、三幸エステートの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

5 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心部のビルは引き続き賃料の上昇基調が続いており、2015 年第 4 四半期の基準階 100 坪以上のビルの募集賃料は前年同月比で 4.4%増と 7 四半期連続で回復となったほか、新築ビルでも平均募集賃料が前年同月比 6.2%増（黄線）と 2 四半期連続で上昇した。2016 年も好調な企業業績や雇用に支えられ、もう暫く堅調な賃料上昇が続くものと予想される。

図表 19: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移

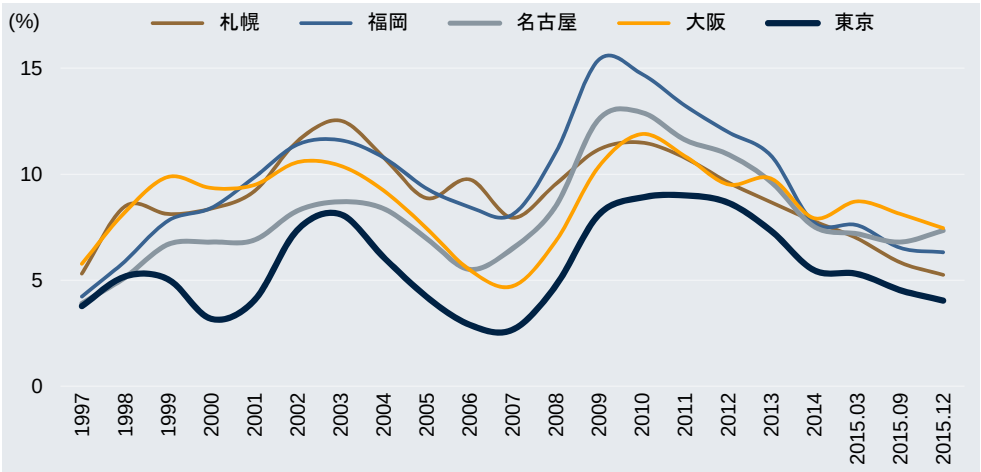


F: Deutsche Asset Management予想値

出典: 三幸エステート、ニッセイ基礎研究所の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

国内主要都市のなかでは札幌、福岡、大阪のオフィス市場で空室率が改善しており、2015 年 12 月はいずれも 7%以下と、長期的な平均値である 8%を下回る。名古屋では 2015 年第 4 四半期に大名古屋ビル及び JP タワー名古屋が竣工したため空室率が上昇した。2017 年にかけて名古屋駅前では引き続きオフィスの大型供給が予定されているが、製造業をはじめとしてテナントの引き合いは強いため、空室の消化は比較的早いのではないかとの見方も出ている。

図表 20: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



主な竣工ビル一覧 （2013年以降）

ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
ﾀﾞｲﾋﾞﾙ本館（大阪・中之島）	2013/2	22	48,153
ｸﾞﾗﾝﾌﾛﾝﾄ大阪 ﾀﾜｰA	2013/4	38	187,800
ｸﾞﾗﾝﾌﾛﾝﾄ大阪 ﾀﾜｰB/C	2013/4	38/33	295,100
富士ﾌｲﾙﾑ名古屋ﾋﾞﾙ	2013/4	14	21,637
NTT東日本仙台青葉通ﾋﾞﾙ	2013/5	14	33,742
名古屋東京海上日動ﾋﾞﾙ	2013/6	15	10,854
あべのハルカス（大阪）	2014/3	60	306,000
札幌三井JPﾋﾞﾙ	2014/8	20	68,000
新ﾀﾞｲﾋﾞﾙ（大阪）	2015/3	31	42,000

2015年以降

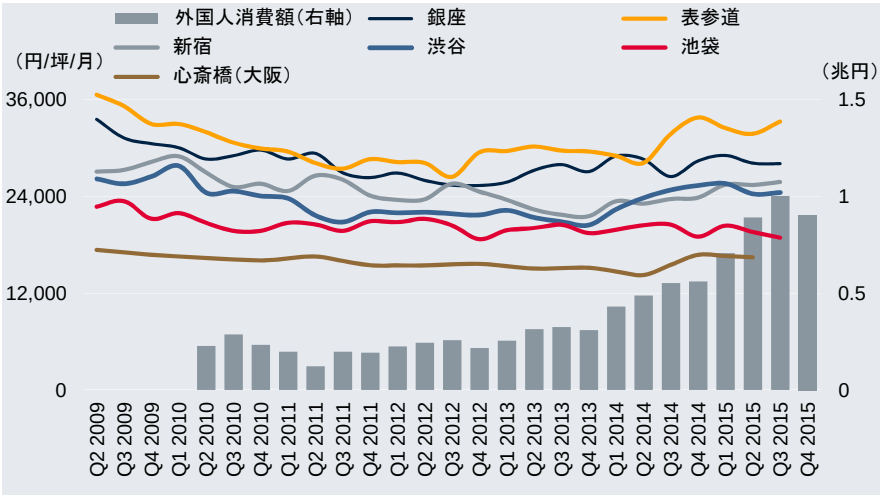
ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
大名古屋ﾋﾞﾙﾁﾝｸﾞ	2015/11	34	65,000
JPﾀﾜｰ名古屋	2015/11	40	78,336
ｼﾝﾌｫﾆｰ豊田ﾋﾞﾙ（名古屋）	2016/6	25	15,444
JRｹﾞｰﾄﾀﾜｰ（名古屋）	2017	46	45,030
中之島ﾌｪｽﾃｨﾊﾞﾙﾀﾜｰ・ｳｴｽﾄ（大阪）	2017	41	67,750
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙｹﾞｰﾄ・ｳｴｽﾄ（名古屋）	2017	36	計157,000
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙｹﾞｰﾄ・ｲｰｽﾄ（名古屋）		17	
錦二丁目計画（名古屋）	2018	21	45,586
梅田3丁目計画（大阪）	2019	40	217,000

出典: 三鬼商事（上段）、三幸エステート、各社公表資料（下段）をもとにDeutsche Asset Management作成

商業施設

訪日外国人は増加し続けており 2015 年は前年比 47%増、2013 年比 90%増の 1,974 万人となった。これに伴い消費額は前年比 71%増の約 3.5 兆円と過去最高となったが、第 4 四半期はこれまでの急速な拡大ペースに減速感がみられた。2015 年第 3 四半期の賃料は銀座、表参道、新宿でそれぞれ 6.1%、4.8%、8.9%と上昇したものの、渋谷、池袋では下落した。

図表 21: 東京都心と大阪の主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移

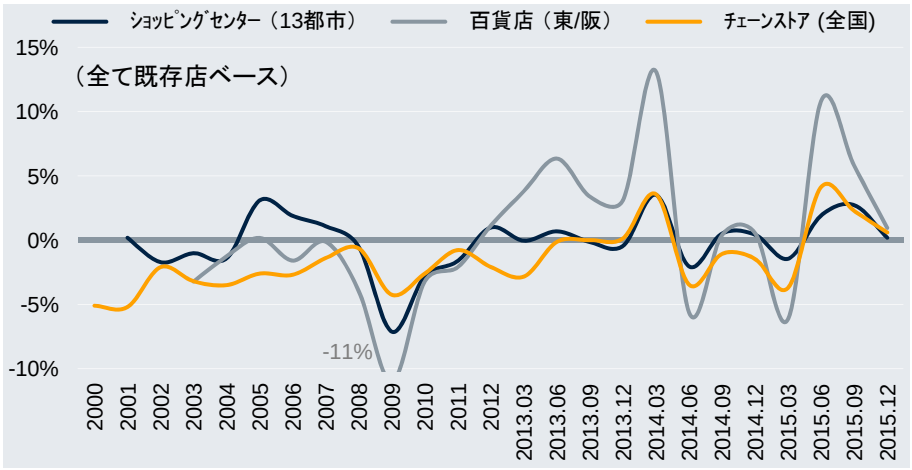


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均（図表17のベンチマーク）

出典: スタイルアクト、日経不動産マーケット情報、観光庁の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

主要商業地の店舗と同様、小売売上は都市部を中心に回復がみられ 2015 年第 4 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 1.0%の増加となった。また、スーパーの売上が 19 年ぶりにプラスへ転じたチェーンストア（全国）、コンビニの売上高はそれぞれ 0.6%、1.6%と伸びた。賃金の増加や雇用の改善などが後押しして食料品の販売が好調に推移した一方、ショッピングセンター（政令指定都市）はほぼ横ばいとなった。訪日客向けの免税品売上高は 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、訪日客需要には一服感も出ており、2016 年 2 月の春節（旧正月）の動向が注目される。

図表 22: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

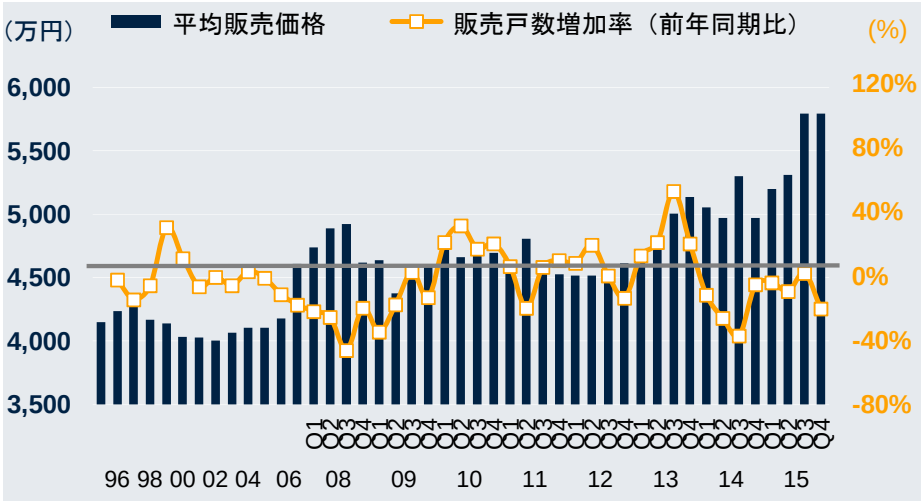


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

住 宅

2015 年第 4 四半期の首都圏の分譲マンションの平均販売価格は前年同期比 16.5%増の 5,795 万円と過去の平均販売価格である 4,500 万円を大きく上回り、バブル期以来の水準となった。一方で、販売価格の上昇が影響して供給戸数は前年同期比 20.5%減の 12,606 戸と 2 四半期ぶりに前年同期比減となった。足もとで資材価格が下落しはじめているが、用地仕入れ代や労務費は依然として高止まりしており、販売価格の下落にはつながっていない。

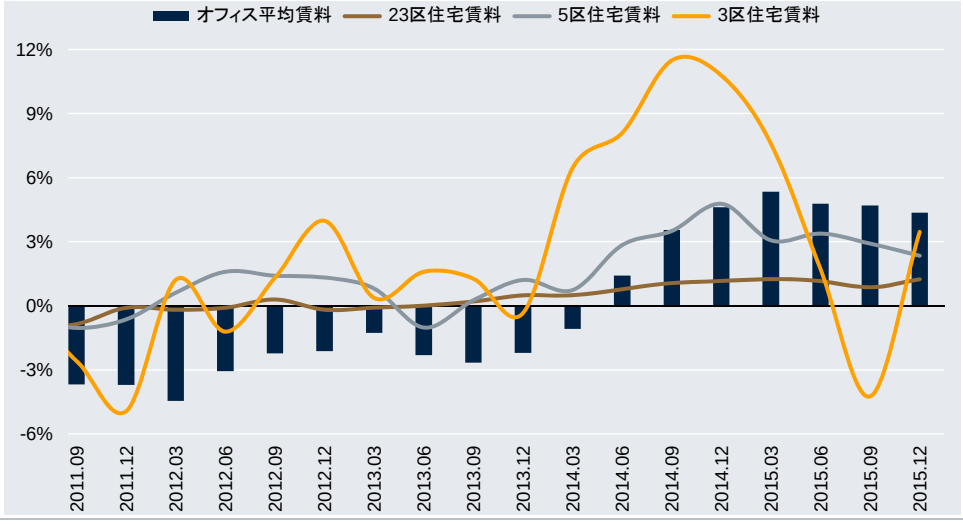
図表 23: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

2015 年第 4 四半期の東京 3 区の高級賃貸マンションの募集賃料（黄線）は前年同期比 3.5%増と前期の減少から一転して増加に転じた。5 区の募集賃料（灰線）は堅調に推移はしているものの伸び率は 2%前半とやや落ち着いてきている。

図表 24: 東京都心 3 区における高級賃貸住宅賃料と空室率の推移

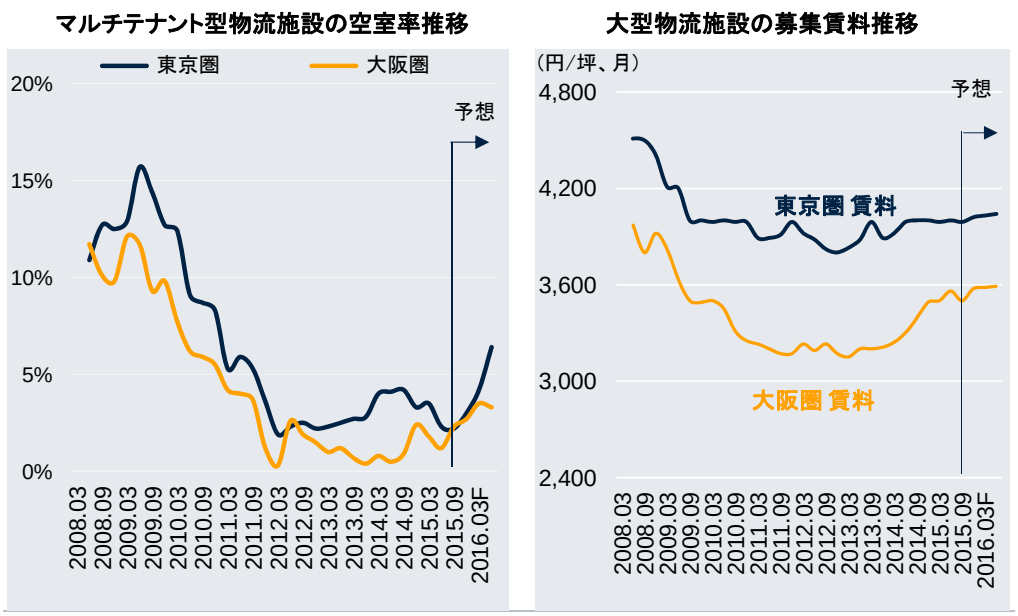


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

物流施設

物流施設ではクオリティの高い物件の人気が高く需給環境は引き続きひっ迫している。2015 年第 3 四半期の東京圏における物流施設の平均空室率は前期比ほぼ横ばいの 2.2%、大阪圏では前期比 1.1 ポイント増の 2.3%と引き続きタイトな状態が続いた。もっとも平均賃料は新規供給の影響を受けて東京圏で前年同期比 0.3%の下落、大阪圏では同 3.2%の上昇となったものの前期比では-1.7%と 10 四半期ぶりの下落を喫した。2016 年前半にかけて高水準な供給が予定されているため空室率は東京、大阪いずれにおいても一旦上昇するとみられる。

図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



F:予想値(一五不動産)、注: 延床面積10,000m2以上のマルチテナント型賃貸物流施設、募集面積1,000m2以上の賃貸物流施設が調査対象

出典: 一五不動産情報サービスの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

2015 年はロジポート橋本や MFLP 日野をはじめ内陸部での供給が多く、東京圏の賃貸物流施設の供給量は過去最高水準の 1.6 百万平方メートルとなった。2016 年前半も千葉県印西や神奈川県厚木などで大型供給が予定されている。空室率は 2016 年前半に 5%を超えるとみられており、今後 6-18 ヶ月ほどは需給調整期に入る可能性がある。

図表 26: 東京圏における賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

出典: 一五不動産情報サービス、野村不動産の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

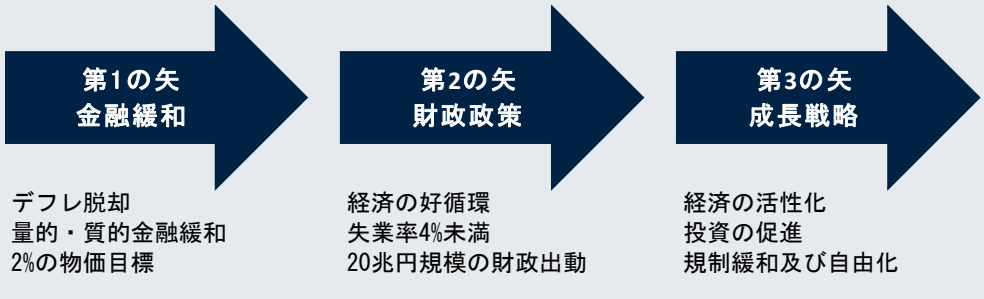
特集:アベノミクスの過去 3 年を検証する

アベノミクス「3 本の矢」

2012 年 12 月に自民党が衆院選で過半数の議席を獲得してから 3 年あまりが過ぎた。第 2 次安倍内閣では、デフレ脱却と日本経済の再生を目指して金融緩和と財政政策、構造改革の 3 つの柱（「3 本の矢」）から成るいわゆるアベノミクスが採用された。

これに伴い 2013 年 4 月に日銀総裁に就任したリフレ派の黒田氏のもと、過去に類をみない量的・質的金融緩和を行うことにより市場の流動性を高め、物価上昇率 2%を目指す方針が発表された[6]。また総額 20 兆円を超える財政出動を行い、さらに第 3 の矢となる構造改革では、民間投資を喚起する規制緩和の促進、労働市場の流動化、雇用の多様化などを通じて、長期的に日本経済を活性化していくという目標が示された。

図表 27: アベノミクス「3 本の矢」



出典:Deutsche Asset Management作成

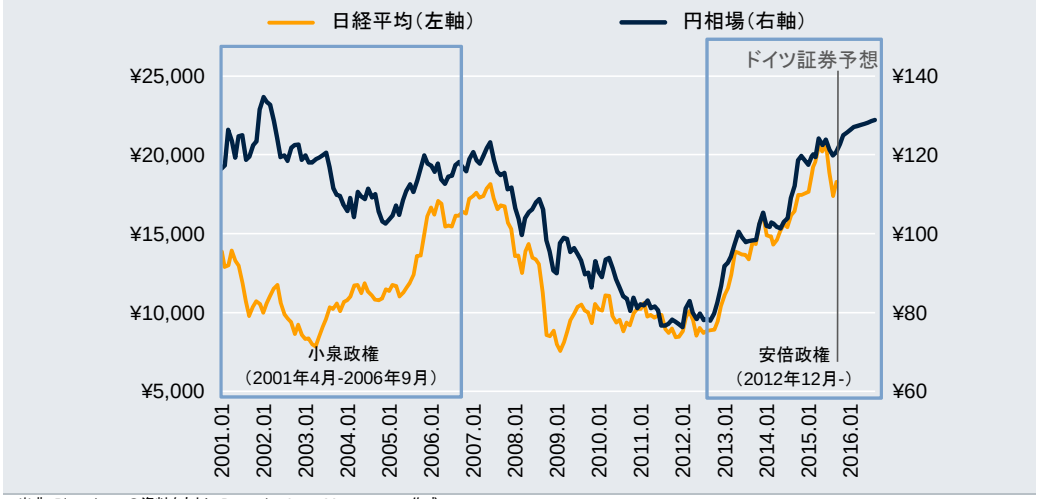
本特集では過去 3 年間のアベノミクス政策の実績を総括し、不動産市場への影響を含めて様々な指標をもとに整理した。アベノミクスのこれまでの実績については、バブル後の最長政権となった小泉時代と比較しても、その成果が数字にはっきりと示される項目が多くみられた。日銀の買入れ対象に J-REIT が入っており、買入れ枠も断続的に拡大してきたこともあって、他の業種と比較しても特に不動産業界は恩恵が大きかったといえる。一方、構造改革の促進については遅々として進んでおらず、財政問題などを含め今後の課題も多く残っている。

[6] 具体的には、マネタリーベースおよび長期国債・ETF・J-REIT の保有額を 2 年間で 2 倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を 2 倍以上に延長することなどが含まれている。

株式マーケットへの影響

選挙中から安倍首相は金融政策の内容について言及していたため、政権発足前の 2012 年 11 月頃から株式市場や為替相場は反応した。円安が進展したことを好感して日経平均は政権発足から 3 年となる 2015 年末時点で約 2 倍に上昇し、小泉政権期間中の上昇率約 15%と比べても上昇幅の大きさがうかがえる。

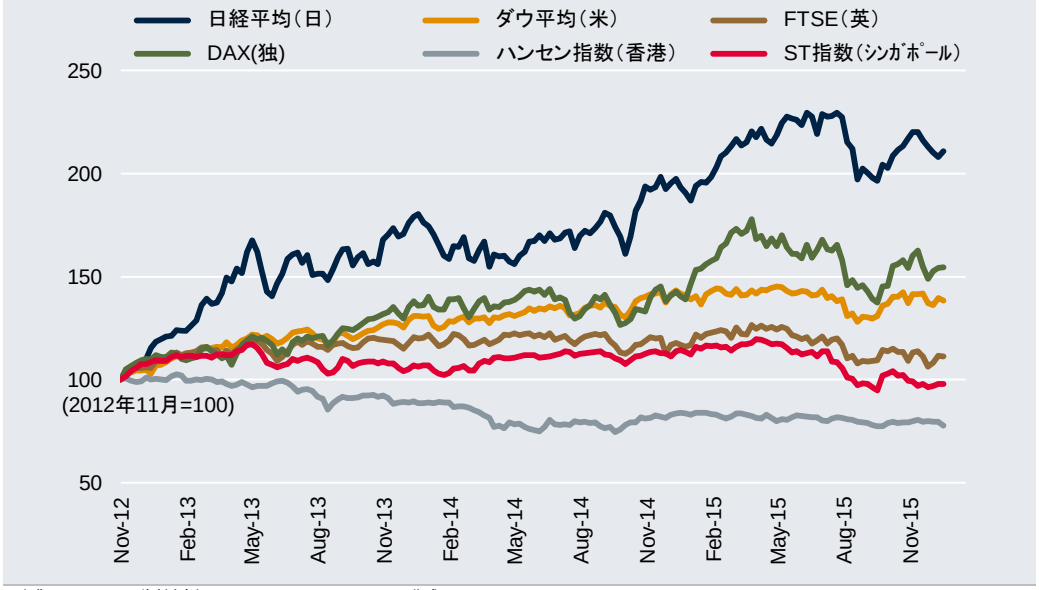
図表 28：日経平均と円相場



出典: Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

株価相場については、同じ時期の諸外国と比較しても日本株の上昇が大きかったことがわかる。就任後の過去 3 年間で日経平均は 108%上昇した一方、ニューヨーク・ダウ平均は 39%、ロンドン株式指数（FTSE）は 12%、ドイツ株式指数（DAX）は約 54%の上昇にとどまる。過去に類を見ない金融緩和の効果もあって少なくとも株式相場という面においてアベノミクス政策は一定の成功を収めているとみてとれる。

図表 29：主要国の株式市場比較

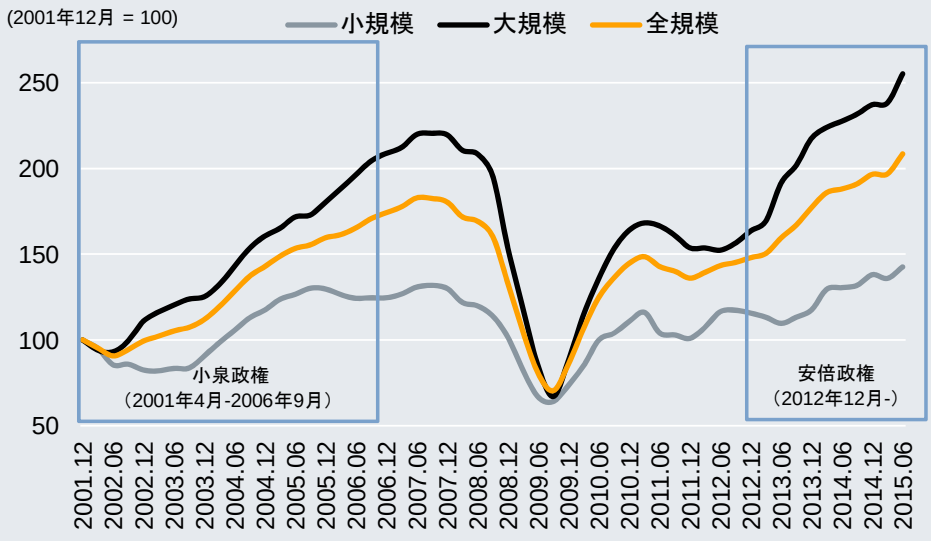


出典: Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

企業業績と雇用

円安などの恩恵を受けて、まずは製造業を中心に企業業績も大きく回復した。当初大企業に限られていた業績改善の傾向は徐々にサービス業や中小企業などにも浸透してきている。2015 年 9 月の法人企業統計調査によれば、企業の経常利益は全規模で過去最高を記録した。

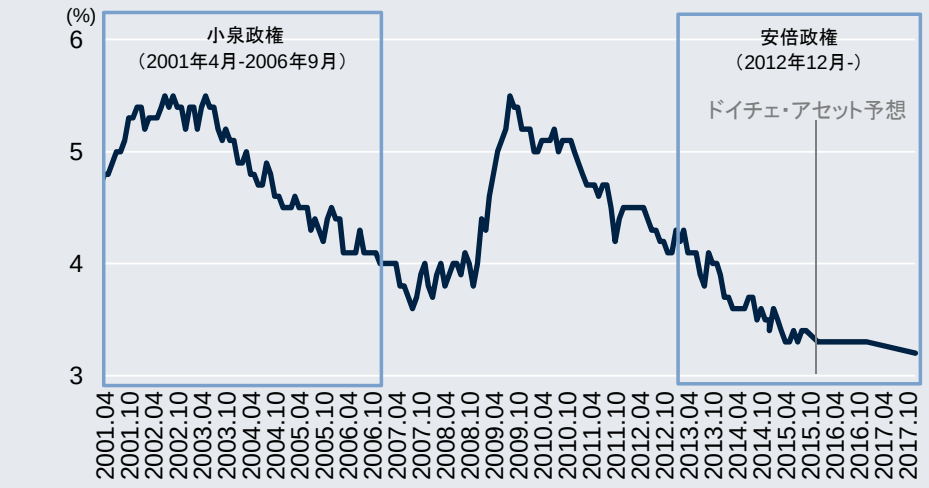
図表 30：企業の経常利益指数



出典: 財務省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

好調な企業業績につられて失業率も過去 20 年で最低水準を示しており、2015 年 10 月は 3.1%とほぼ完全雇用を達成する水準となった。一部の業界、特に建設、物流、運輸、飲食、ホテル、介護等の業界では人手不足が顕在化しており、逆にこれが景気の足かせとなる懸念が出てきているものの、政府は外国人労働者の受け入れには慎重な姿勢を今のところ崩していない。

図表 31：失業率

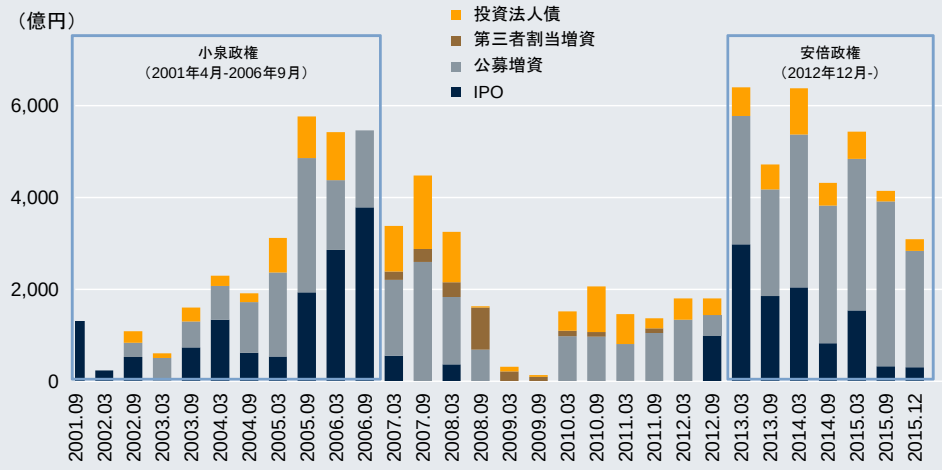


出典: 総務省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

不動産投資市場への影響

不動産業界はアベノミクスによって最も恩恵を受けた業種のひとつといえる。日銀による金融緩和以来、J-REIT の投資口価格も上昇し、これが市場全体を潤した。過去 3 年で J-REIT の増資額は 2.9 兆円超に達し、すでに小泉政権時代 5 年半の計 2.5 兆円を凌駕している。このエクイティ調達額を元手に REIT が多くの収益不動産に投資したため、不動産市場全体に資金が循環し、この間国内不動産市場の機関化（自社保有物件の証券化が進むこと）も促進された。家電の販売不振が続いた 2013 年にはパナソニックやソニーなどの大手家電メーカーが保有していた自社ビルをそれぞれ 500 億円、1,110 億円で J-REIT などに売却し、バランスシートの改善とリストラ資金の捻出を行うなど、その効果は REIT を通じて産業界一般にも広まったといえる。

図表 32：J-REIT の資金調達額

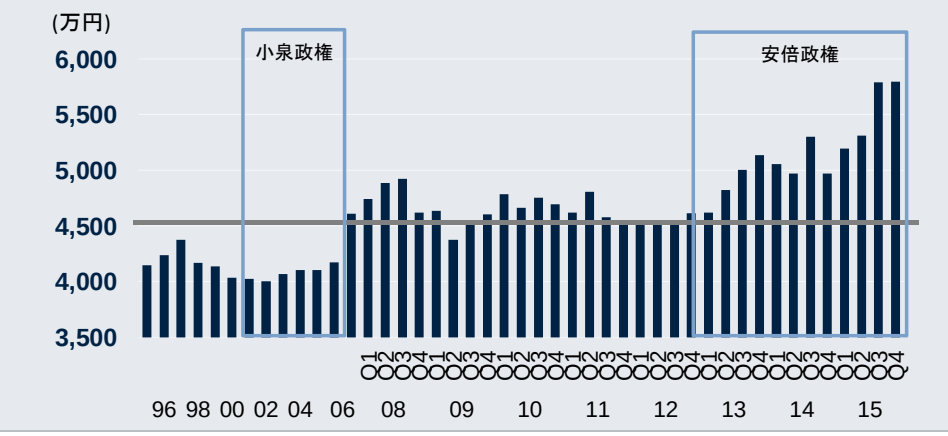


注: 増資額は上限額。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

出典: 不動産証券化協会、各社公表資料をもとにDeutsche Asset Management作成

J-REIT 市場以外に目を転じても、アベノミクス効果で不動産取引の増加（図表 6）、キャップレートの低下（図表 7）、トータルリターンの上昇（図表 11）など国内不動産市場全体が好循環に入ったといえる。また、小泉政権時には顕著ではなかった住宅業界も恩恵を受けている。首都圏のマンション平均販売価格は、2012 年の約 4,500 万円から 2015 年後半には約 5,700 万円と平均価格は 3 割上昇し、過去 20 年で最高額となった。これほどの価格上昇に至った背景には、用地価格の上昇などのほか、住宅ローン減税や円安効果による外国人投資家の増加、相続税の変更なども要因となっているとみられる。

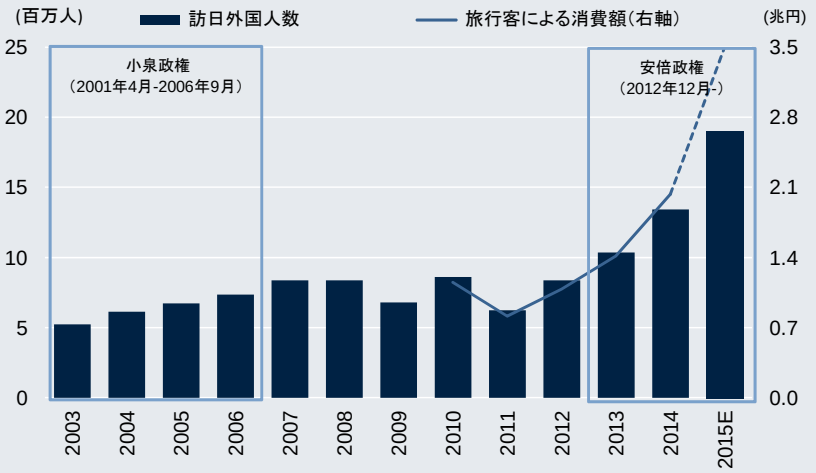
図表 33：首都圏新築分譲マンションの平均価格



出典: 不動産経済研究所の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

アベノミクスによって国内外の投資家から注目されるようになった投資対象不動産として都心の商業施設やホテルセクターがあげられる。円安の進行、LCC（格安航空会社）の台頭、アジア諸国のビザ要件緩和等により、訪日外国人数は 2012 年の約 840 万人から 2015 年には 1,974 万人へ約 2.3 倍増加し、これらのセクターが大きく恩恵を受けることとなった。百貨店をはじめ都心商業の売上（図表 22）も堅調な伸びを記録し、東京や大阪のホテルも平均稼働率は 8-9 割と近年では最高水準にあり、投資家の注目も高くなっている。

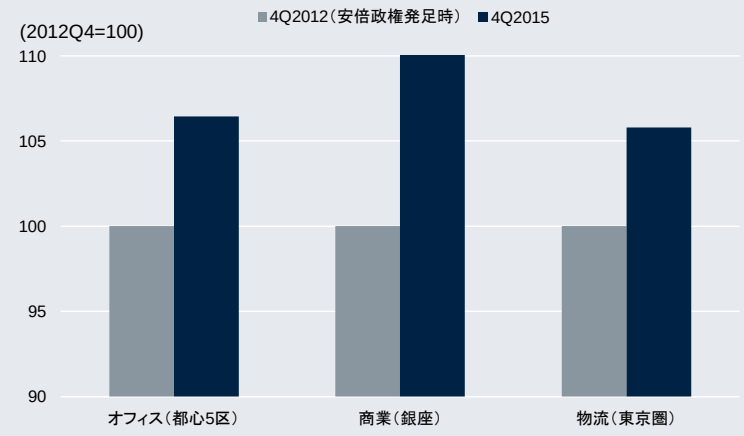
図表 34：訪日外国人客数と消費額



出典: 観光庁の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

不動産業については投資市場だけでなく賃貸市場でもポジティブな影響がみられる。都心部のオフィス賃料は好調なテナント需要に支えられ 2013 年から上昇しているほか、商業施設賃料についても増加する訪日外国人旅行客を背景に大きく伸びている。平均でみるとオフィス、商業、物流セクターにおいて 2012 年末から 2015 年後半までの 3 年間で賃料は概ね 5-10%ほど増加している。

図表 35：主要セクターの賃料比較

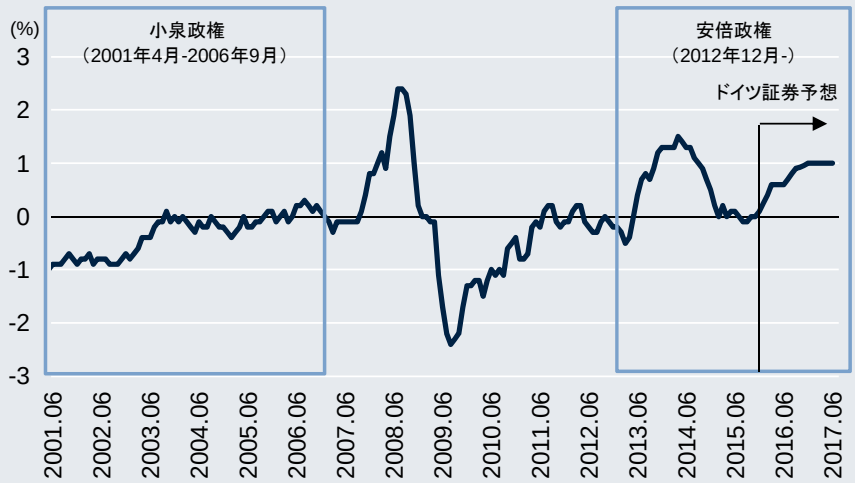


出典: 三鬼商事、スタイルアクト、一五不動産情報サービスの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

今後の課題

第１、第２の矢である金融緩和や財政政策についてアベノミクス政策は一定の成果をもたらし、特に資産効果はほかの政権と比べても結果が顕著に出ている一方、課題も山積している。日銀による金融緩和で消費者物価指数の上昇率は 2013 年に一旦プラス圏へと転じたが、2014 年 4 月の消費増税により物価上昇率は再びゼロ%付近に近づいた。足もとでは原油価格下落の影響もあって、エネルギー価格を含んだ消費者物価は構造的に上がりにくい構図にある。このため 2%の物価目標は現実的ではなくなりつつあるといえる。

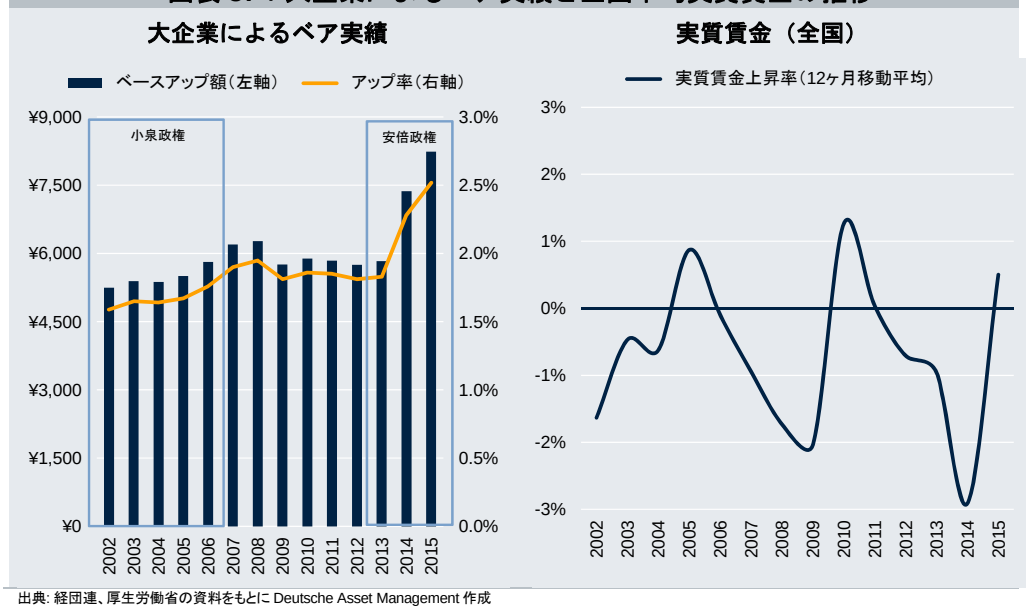
図表 36：消費者物価指数



出典: 総務省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

労働者の賃金上昇をみても、安部政権下で経団連を中心に大企業の賃金アップが図られ、この点は一定の成果が出たかにみえるが、厚生労働省が示す全国の実質賃金上昇率は 2015 年の統計でも依然としてゼロ%付近にある。これは、近年の失業率低下が派遣や契約社員を含む非正規雇用の増加によって賄われている部分が大きく、大企業のベースアップがあっても全国平均の賃金上昇には結びつかないことが原因と思われる。尚、足元では景気に不透明感が増し、2016 年の春闘では経団連も一律の基本給底上げには及び腰で、賃金引き上げは限定的になるとの見方が大勢を占める。

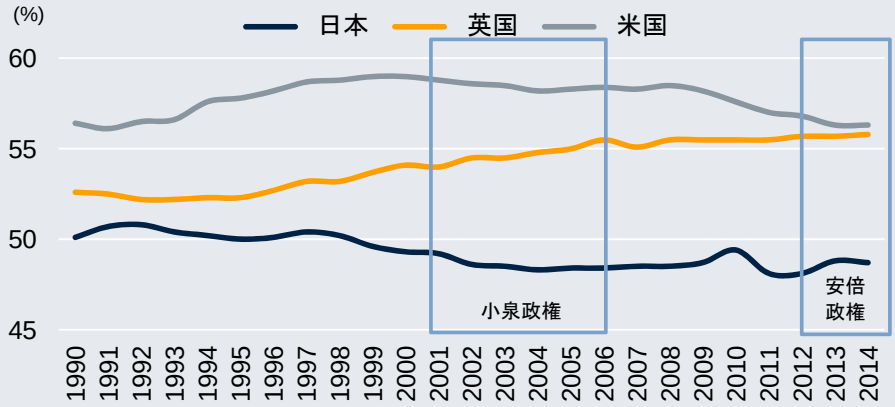
図表 37：大企業によるベア実績と全国平均実質賃金の推移



出典: 経団連、厚生労働省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

アベノミクスの成長戦略の柱の一つである雇用の多様化もまだ道半ばである。女性の労働参加率は 2014 年末時点で 48%とこれまでほとんど伸びておらず、OECD 諸国では最低水準となっている。各自治体における待機児童問題はなかなか改善がみられないうえ、共働き世帯を支援する家事代行サービスの普及も進んでおらず、女性の社会進出を促す社会システムの整備は遅れている。

図表 38：女性の労働参加率の推移



出典: 世界銀行の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

まとめ

アベノミクス政策のうち金融政策と財政政策についてはこれまで示した通り多くの実績が出ている。過去 3 年で国内景気も一応の改善傾向を示しており、企業業績や各種不動産指標については小泉政権時代と比較しても大幅な改善が認められる。もっとも、金融政策については仮に今後第 3 弾の追加緩和があってもこれまでの緩和ほどの大きな効果は期待できず、今後はむしろ大きく膨らんだ日銀の国債保有残高が懸念点としてクローズアップされるとの見方もある。政府・地公体の公的債務残高はすでに先進国で最悪の状態にあるだけに、減税などを含む今後の財政政策のカードは限られる。

社会的にみても高齢世帯を中心とする富裕層はアベノミクスによる株や不動産価格上昇の恩恵を受け、大企業では賃金上昇もみられたが、一方若者を中心とする低所得層は住宅価格の上昇により持ち家を持つことができず、さらに非正規労働の拡大などの影響で雇用も安定しないため、世代間格差は拡大する傾向にあるとの批判も根強い。

政府は 2015 年 9 月にアベノミクス「新 3 本の矢」を公表し、2020 年までに GDP 600 兆円を目指すこと、育児環境の改善、社会保障の充実、法人減税[7]などが盛り込まれているが、これら政策の具体的な実現性については議論の余地がある。少子高齢化、膨れ上がる社会保障費による歳出の拡大に加え、2017 年 4 月に予定されている消費税の 10%への引き上げも景気に対しては逆風となる。

女性労働参加率が伸び悩んでいることからもわかる通り、成長戦略の実現には多くの難題があり容易に達成できるものではない。さらに 2016 年に入って、世界的な株式市場の下落、中国をはじめとする成長市場の減速が進んでおり、新 3 本の矢を掲げたアベノミクスは正念場を迎えているといえる。

[7] 政府は法人実効税率を現在の 32.11%から 2016 年度に 20%台へ引き下げる方針。法人税は既に 2011 年度の 39.54%から現在の 32.11%へ段階的に引き下げられている。

バックナンバー

Vol	版		発行年月	特集のテーマ
1	2008年	第2四半期	08年6月	賃料データの謎を読み解く
2		第3四半期	08年9月	クレジット・クランチ
3		第4四半期	08年12月	復活するか、J-REIT市場
4	2009年	第1四半期	09年3月	東京の魅力度を測る
5		第2四半期	09年7月	日本の住宅市場
6		第3四半期	09年10月	歴史は繰り返す？「2003年問題」当時と現在の比較
7		第4四半期	10年1月	ビルの価格指標に「取引単価」を
8	2010年	第1四半期	10年4月	なぜ不動産投資が必要か（ポートフォリオ理論からの説明）
9		第2四半期	10年7月	安全志向が強い国内投資家と資本市場
10		第3四半期	10年10月	四半期アップデート
11		第4四半期	11年1月	拡大するクロスボーダー取引と取り残される日本
12	2011年	第1四半期	11年4月	東日本大震災と日本の不動産市場への影響
13		第2四半期	11年7月	地価データの本当の使い方
14		第3四半期	11年10月	四半期アップデート
15	2012年	第1四半期	12年1月	J-REITの今後の10年
16		第2四半期	12年4月	四半期アップデート
17		第3四半期	12年7月	四半期アップデート
18		第4四半期	12年10月	内向き志向の強い日本の不動産市場
19	2013年	第1四半期	13年1月	住宅ローン減税は需要を喚起できるか？
20		第2四半期	13年4月	四半期アップデート
21		第3四半期	13年7月	急速に変革が進むアジア太平洋地域の物流不動産
22		第4四半期	13年10月	四半期アップデート
23	2014年	第1四半期	14年1月	クロスボーダー投資と日本市場の課題
24		第2四半期	14年4月	四半期アップデート
25		第3四半期	14年7月	四半期アップデート
26		第4四半期	14年10月	四半期アップデート
27	2015年	第1四半期	15年1月	四半期アップデート
28		第2四半期	15年4月	私募REITの国際比較と今後の可能性
29		第3四半期	15年7月	四半期アップデート
30		第4四半期	15年10月	四半期アップデート
31	2016年	第1四半期	16年1月	アベノミクスの過去3年を検証する

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2016 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

Deutsche Asset Management 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 RREEF Investment GmbH, RREEF Management GmbH, RREEF Spezial Invest GmbH、オーストラリアの Deutsche Asset Management (Australia) Limited (ABN 63 116 232 154、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 Deutsche Asset Management (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 Deutsche Asset Management (Asia) Limited (登録番号 198701485N)、英国の Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, Deutsche Alternative Asset Management (Global) Limited、Deutsche Asset Management (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。

Deutsche Asset Management 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 Deutsche Asset Management 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、見通し情報を構成するものもあります。Deutsche Asset Management 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 Deutsche Asset Management の現在の見解を反映するだけのものであり、Deutsche Asset Management 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。

D-160127-1