

不動産リサーチレポート

ジャパン・クォーターリー

2018 年第 2 四半期

2018 年 4 月

この度ドイチェ・アセット・アマネジメントは「DWS」を新たな世界共通ブランドとして採用することになりました。



ドイツ・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、日本国内ではドイツ・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、日本国内ではドイツ・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ツ・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。

Deutsche Asset Management (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.

# 目 次

1	まとめ	4
2	経済・金融・投資家動向	5
2.1	マクロ経済情勢	5
2.2	不動産投資市場・価格	7
2.3	J-REIT	11
3	不動産ファンダメンタルズ	13
3.1	オフィス	13
3.2	商業施設	15
3.3	住 宅	16
3.4	物流施設	17
3.5	ホテル	18
	バックナンバー	20

## 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

**経済・金融・投資家動向:** 本章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。輸出や設備投資などが牽引し国内で緩やかな景気拡大が続いている中、2018年第1四半期の実質GDP成長率は1%半ばから後半となったと見られる。産業界全体が景気拡大の恩恵を実感する様子が見られるが、円高の進行などで先行きの懸念も高まっている。不動産向け融資では大手銀行の一部で追加融資に慎重になる傾向が見られ、新規融資額は6年ぶりの下落となった。

世界的な金利の先高感を受けてREITの価格が低迷する国が多く、東証REIT指数も1,600ポイント後半と2016年のピーク時に比べ約14%低い水準にとどまった。収益不動産の取引売買額は、速報ベースで約3.8兆円と前年同期比でやや下落となった。全国に占める東京の割合が4期連続で5割を割り込む中、投資家別では潤沢な投資資金を背景に海外投資家が全取引額の約4割まで存在感を増した。

**不動産ファンダメンタルズ:** 本章ではオフィス・商業施設・住宅・物流施設・ホテルなど5セクターについて、それぞれ市場ファンダメンタルズの動向を概観・分析している。2018年3月末時点の都心5区のオフィスビルの平均空室率は2.8%と10年ぶりの低い水準となり、足元でのオフィスの大量供給への懸念は後退した。国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き逼迫した状況が続き、札幌、福岡、大阪、名古屋いずれも過去20年間で最低水準を更新したかそれに近い水準となった。

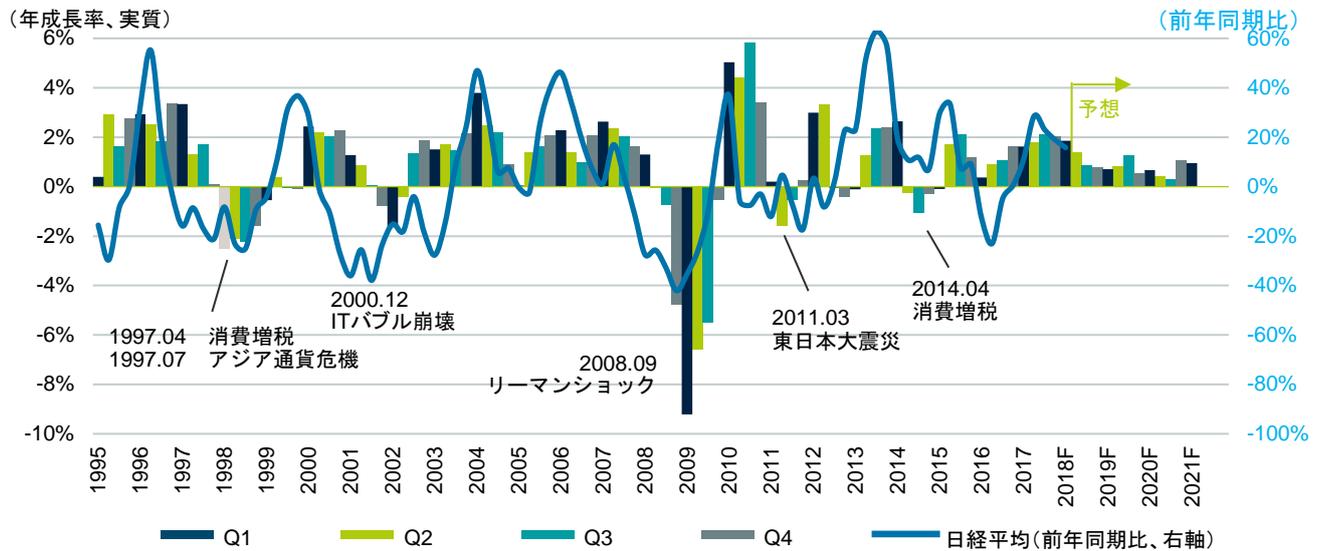
2018年第1四半期の百貨店の売上は、訪日客の観光需要は依然と強いものの、国内富裕層向けの高級品販売が伸び悩み、前年同期比で2.2%増とこれまでの上昇ペースがやや減速した。新築マンション市場では、都心部の高層マンションを中心に価格が高止まりしている一方、初月契約率は好不調の目安となる70%を5四半期連続で下回った。2018年第3月の賃貸マンション市場では、法人契約の多い高級賃貸マンションが集中する都心3区で住宅賃料が上昇する傾向が一層強くなっている。2017年第4四半期の物流施設の平均空室率は、大型物件の供給が続く大阪圏では需給がさらに緩んだのに対し、名古屋圏で製造業系のテナント需要が好調で空室率が大幅に改善し、明暗が分かれた。東京と大阪のホテル稼働率は、いずれも80%を上回り堅調に推移しており、とりわけ大阪のシティホテルの稼働率が90%に近づいている。

# 1 経済・金融・投資家動向

## 1.1 マクロ経済情勢

世界の貿易量は堅調に回復しており、国内でも輸出や設備投資などが牽引する形で緩やかな景気拡大が続いている。国内の実質 GDP 成長率は 2017 年通年で約 1.8% 程度となったものと予想され、2018 年第 1 四半期でも 1% 半ばから後半の底堅い水準となったものと見られる。2018 年 2 月に失業率が 2.5% と 25 年ぶりの低水準となったほか、有効求人倍率も 1.68 倍と 44 年ぶりの水準となるなど労働需給がさらに逼迫している。朝鮮半島情勢や米中の貿易摩擦など先行きの不透明感は依然払拭できないものの、国内景気は緩やかな拡大傾向を続けるものと見られる。

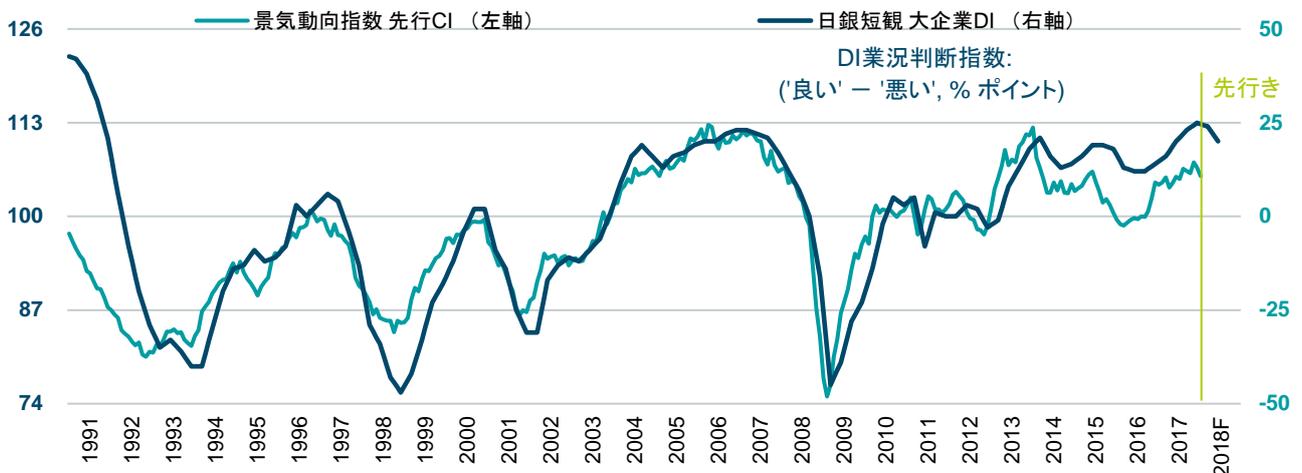
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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

日銀短観による 2018 年 3 月の業況判断指数 DI (国内大企業・全産業ベース、青色) は同年 12 月より 1 ポイント下落の 24 ポイントと、2 年ぶりの下落にはなったものの依然として高い水準を維持した。足元の景況感については、産業界全体が景気拡大の恩恵を実感する様子が見られるが、円高の進行や資源価格の上昇、米中の貿易摩擦などもあり先行きの懸念も高まっている。業種別では為替や原材料価格変動の影響を受けやすい自動車・石油化学・鉄鋼・非鉄金属で先行きを不安視する声が多い。一方、人手不足問題は深刻さを増しており、特に建設・運輸・宿泊・飲食などの労働集約型業種においては人件費が高まる傾向にある。

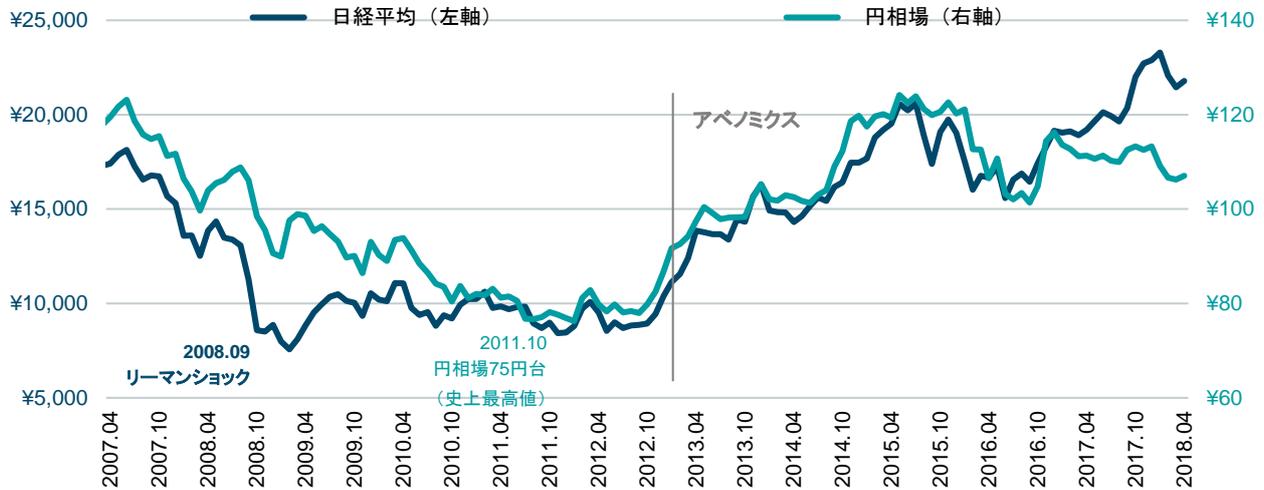
図表 2: 景気動向指数 (先行指数) と日銀短観



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

米国の利上げが市場の予測範囲内で緩やかに実行されるとの見方が強まるにつれ、円ドル相場は2017年12月末の1ドル113円台から4月には107円台まで円高が進んだ。日経平均株価は、1月には24,000円台を回復し26年ぶりの高値となったものの、その後円高の進行や米国の保護主義的な通商政策の影響で乱高下し、4月には21,000円台半ばで一進一退を繰り返している。

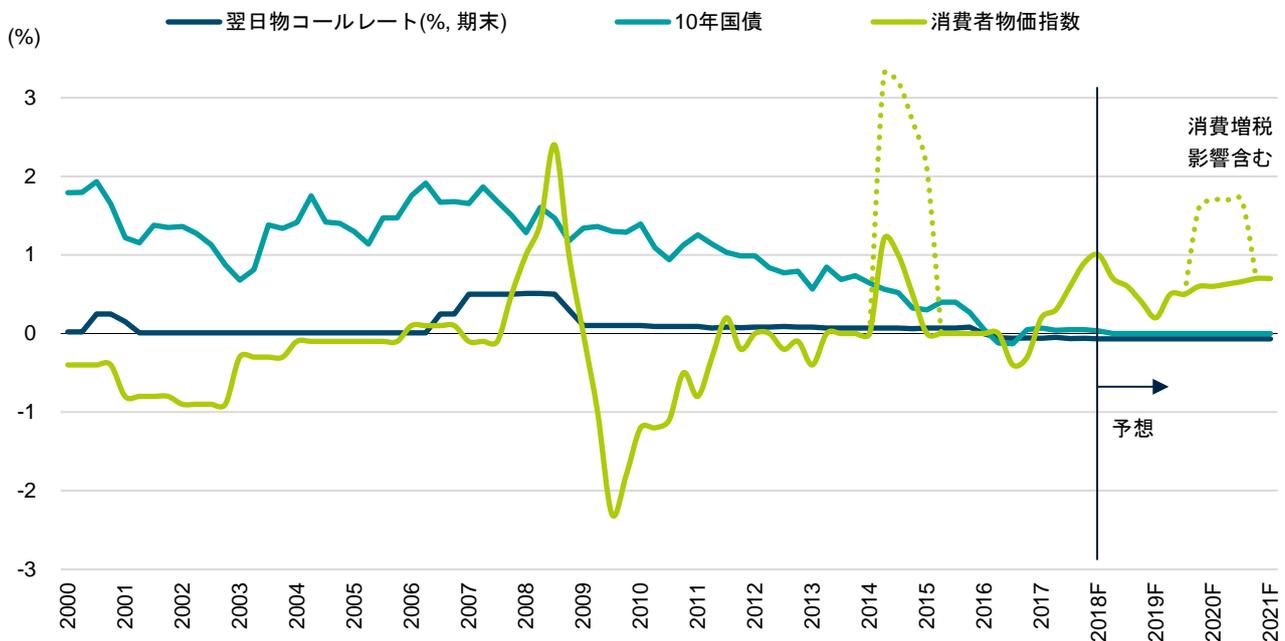
図表 3: 日経平均と円相場の推移



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

2013年春に総裁に就任して以来、アベノミクスと一体となって異次元緩和を実行してきた日銀の黒田氏が2018年4月に再任された。市場では日銀が当分の間長期金利を0%程度に誘導する金利政策を貫くとの見方が根強く、10年物国債の利回りは2018年4月中旬で0.03%と、2017年末以来僅かに下落基調にある。生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は2018年2月に1.0%まで上昇し、2017年初以来インフレ傾向が徐々に強まっている。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数推移

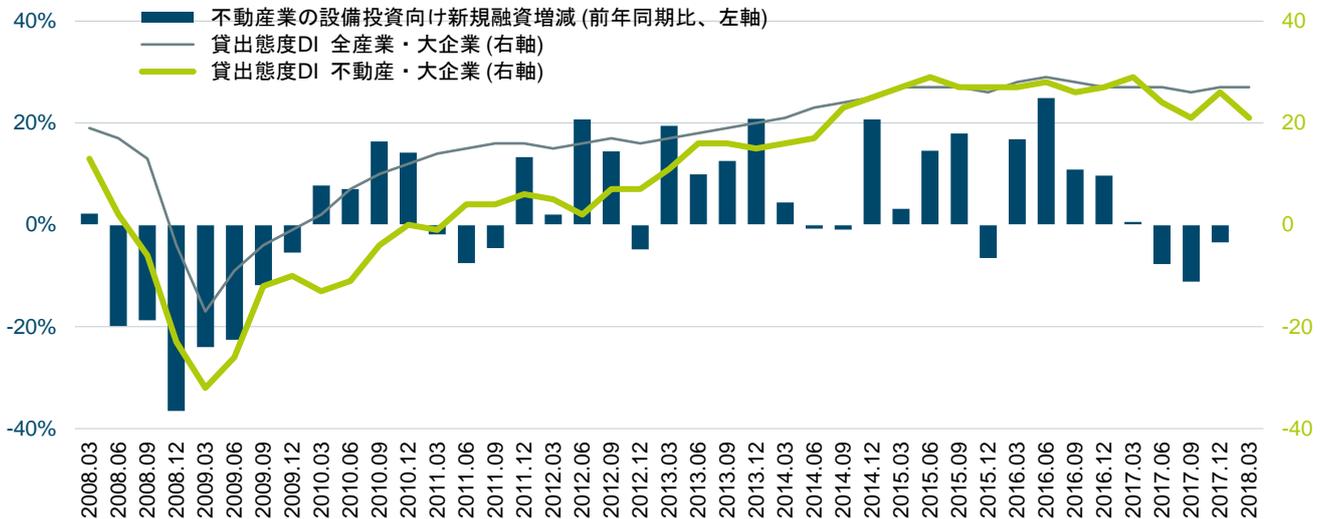


E: Deutsche Asset Management 推定値、F: Deutsche Asset Management 予想値  
出典: Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 1.2 不動産投資市場・価格

2018年3月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(緑線)は、12月の26ポイントより5ポイント悪化し21ポイントとなった。安定稼働物件向けファイナンスの環境は引き続き良好な水準にあるといえるものの、不動産向け融資に積極的な地銀に比べて大手銀行の中にはこれ以上の融資の増加に慎重になる傾向も見られる。このため、2017年12月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比3.4%の下落と3期連続の下落となり、2017年通年でも前年比5.2%の下落と6年ぶりの下落となった。

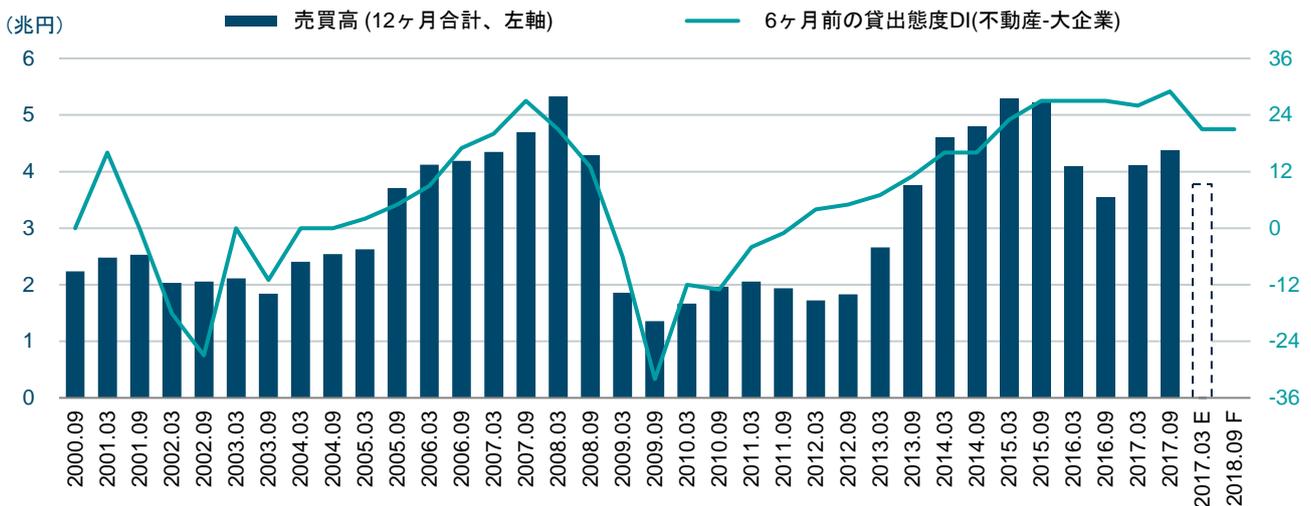
図表5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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

2018年3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3.8兆円と前年同期比で8.1%の下落となった。全国の取引売買高に占める東京の割合は速報ベースで40%と4期連続で5割を割り込み、東京都心部から周辺部や地方都市へと投資資金が流れる傾向が続いた。投資家別では、海外投資家は潤沢な投資資金を背景に全取引額の約4割まで存在感を増した。

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

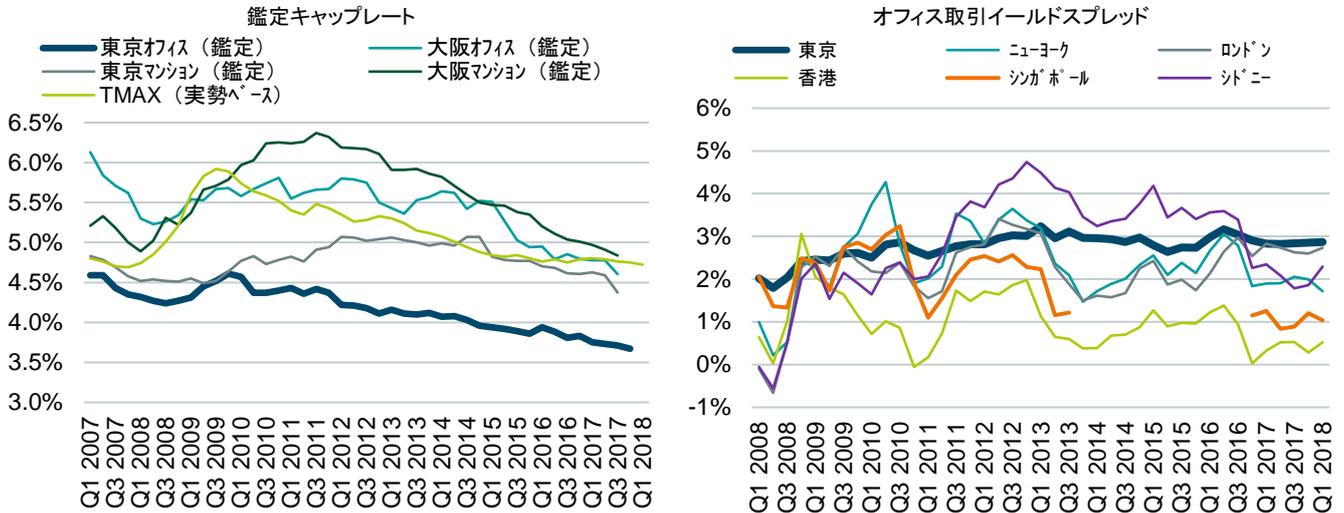


E: Deutsche Asset Management 推定値

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

図表7の左図にあるセクター別のキャップレートのうち、実勢価格を織り込んだTMAXキャップレートは2018年3月期に4.72%と2016年以来ほぼ横ばいで推移した。一方、2017年12月期に東京オフィスの鑑定キャップレートは3.67%（速報ベース）と、過去10年間で最低水準となった。2017年12月の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287bpsと、273bpsのロンドンとはやや差が縮まったものの、230bps前後のシドニーや170bps前後のニューヨークとシドニーに比べ依然として高い水準を維持した。

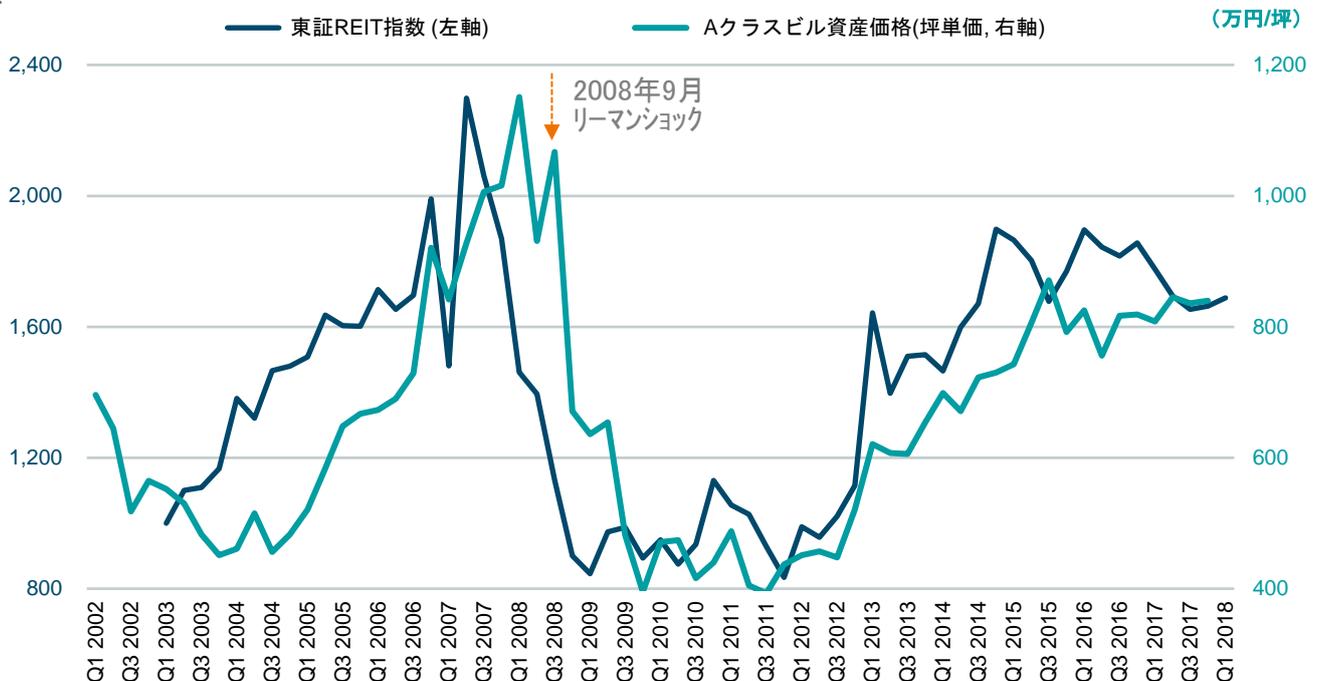
図表7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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、Bloomberg のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

2018年第1四半期の東証REIT指数は、世界的な金利の先高感や株式市場の低調で上値が重い動きとなり、4月には1,600ポイント後半と2016年のピーク時に比べ13.9%低い水準にとどまった。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2018年12月の床単価は840万円/坪と前期比でほぼ横ばいで推移している。資産価格はREIT指数を1年遅れて追いかける傾向があることから、今後も資産価格は上値が重い展開が続くものと見られる。

図表8: REIT指数と不動産価格の推移



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

2018年第1四半期に行われた主な不動産取引は以下の通りで、最大の取引は関電不動産開発など国内7社が共同で取得した芝パークビル(推定1,500億円)で、これにヒューリックと芙蓉リースによるヒルトン東京お台場の取得(同600億円)と日本生命保険による新日石ビルの取得(同500億円)が続いた。今期は住宅セクターなども含め取引額の上位10件のうち、海外投資家が買い手になっている取引が5件と大型取引において海外投資家のプレゼンスが目立った。床単価が最も高額だったのは個人投資家の資産管理会社によるGINZA SIXの8階(250億円)の取得で1平米当たり461万円(1坪当たり1,523万円)となった。また匿名投資家による赤坂ガーデンシティの持分33%(225億円)の取得はキャップレートが3.0%と、公表された取引の中では最も低い水準となった。

図表9: 2018年第1四半期に取引・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/㎡)	キャップレート	所在	取引年月	取得主
	芝パークビル	1,500	1.54	-	港	18年3月	関電不動産開発など国内7社
	新日石ビル	500	1.88	-	千代田	18年2月	日本生命保険
	オーシャンゲートみなとみらい	450	0.82	-	横浜	18年1月	ラザールインベストメント(米)
	西新宿木村屋ビル	348	0.91	-	新宿	18年1月	インベスコ(米)
	日本アムウェイ本社ビル	350	1.49	-	渋谷	17年12月	ブラックストーン(米)
	SII 幕張ビル	266	0.38	-	千葉	18年4月	Maptree Greater China Commerical Trust (シンガポール)
	新宿イーストサイドスクエア	255	1.14	4.2%	新宿	18年3月	ジャパンリアルエステート投資法人
	新宿フロントタワーの27.5%	250	1.60	4.0%	新宿	18年3月	ジャパンリアルエステート投資法人
オフィス	GINZA SIXの8階	250	4.61	-	中央	17年12月	個人投資家の資産管理会社
	赤坂ガーデンシティの33%	225	2.43	3.0%	港	17年12月	匿名投資家
	富士通幕張システムホトリ	188	0.31	-	千葉	18年4月	Maptree Greater China Commerical Trust (シンガポール)
	電通大阪ビルなど2物件	180	0.66	-	大阪	18年2月	東京建物
	フロントプレス日本橋	176	1.50	3.5%	中央	18年1月	ジャパンリアルエステート投資法人
	大阪御堂筋ビル	150	0.18	-	大阪	18年1月	平和不動産
	プライムタワー新浦安	117	0.30	4.1%	千葉	17年12月	インベスコ(米)
	ヒューリック銀座7丁目ビルの50%	110	1.11	3.6%	中央	18年3月	ヒューリックリート投資法人
	渋谷クロスタワー(建物のみ)	100	0.16	10.5%	渋谷ほか	18年1月	三菱地所
商業	木の葉モール橋本	100	0.13	5.6%	福岡	18年3月	福岡リート
	GLP 岡山総社1・2(2物件)	255	0.20	5.3-5.4%	岡山	18年2月	GLP 投資法人
	プロジス吉見	213	0.21	4.7%	埼玉	18年3月	日本プロジス投資法人
物流	プロジス市川3	170	0.33	4.0%	千葉	18年3月	日本プロジス投資法人
	DPL 福岡糟屋	133	0.15	4.8%	福岡	18年4月	大和ハウス投資法人
	ロジスクエア浦和美園	131	0.30	4.8%	埼玉	17年12月	CRE ロジスティクスファンド投資法人
	プロジスつくば1-a	127	0.18	4.8%	茨木	18年4月	日本プロジス投資法人
住宅*	河田町コンポーガーデン	430	53/戸	-	新宿	18年1月	ウェストブルックスパートナーズ(米)
	積水ハウス住宅ポートフォリオ(12物件)	164	22/戸	-	港ほか	18年1月	海外投資家(米)
ホテル/ヘルスケア	ヒルトン東京お台場	600	105/室	-	港	17年11月	ヒューリック、芙蓉リース
	リーガロイヤルホテル小倉(商業施設含む)	166	-	6.5%	福岡	18年1月	ユナイテッドアーバン投資法人

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。

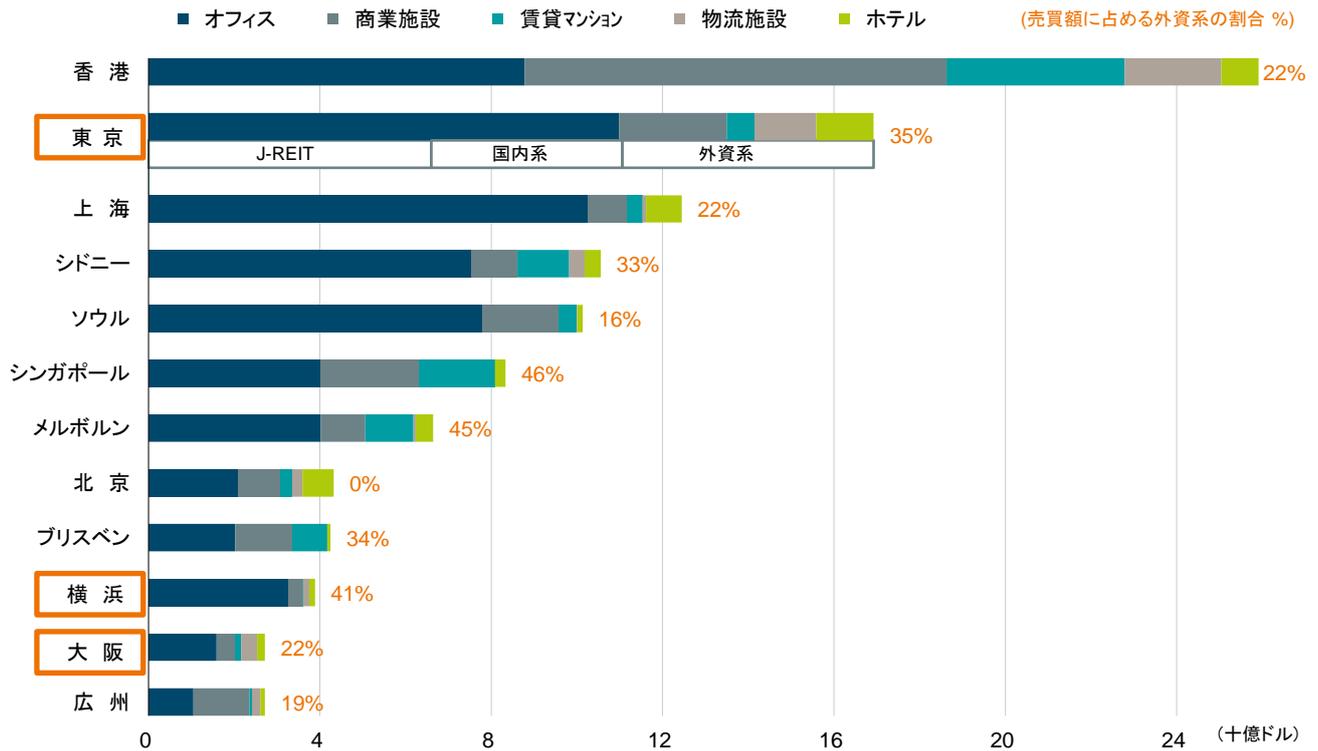
\*ホテルの単価は客室単価、住宅は戸単価を記載しております。

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

2018年3月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額<sup>1</sup>を都市別にまとめると図表10の通りで、東京の取引額は約169億ドルと前年同期比で約11.4%の増加(速報ベース)となった。東京は2017年第2四半期まではアジア太平洋地域で首位となっていたが、その後は3四半期連続で香港に次ぐ2位となっている。買い手の顔ぶれではこれまで取引市場を主導してきた J-REIT の割合が東京で約4割にとどまったのに対し、昨年まで1-2割程度だった外資系資本の取引が全体の約3割と存在感を増している。横浜の取引額は39億ドルで北京とブリスベンに次ぐ第10位、大阪は27億ドルで第11位となった。

<sup>1</sup> 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。

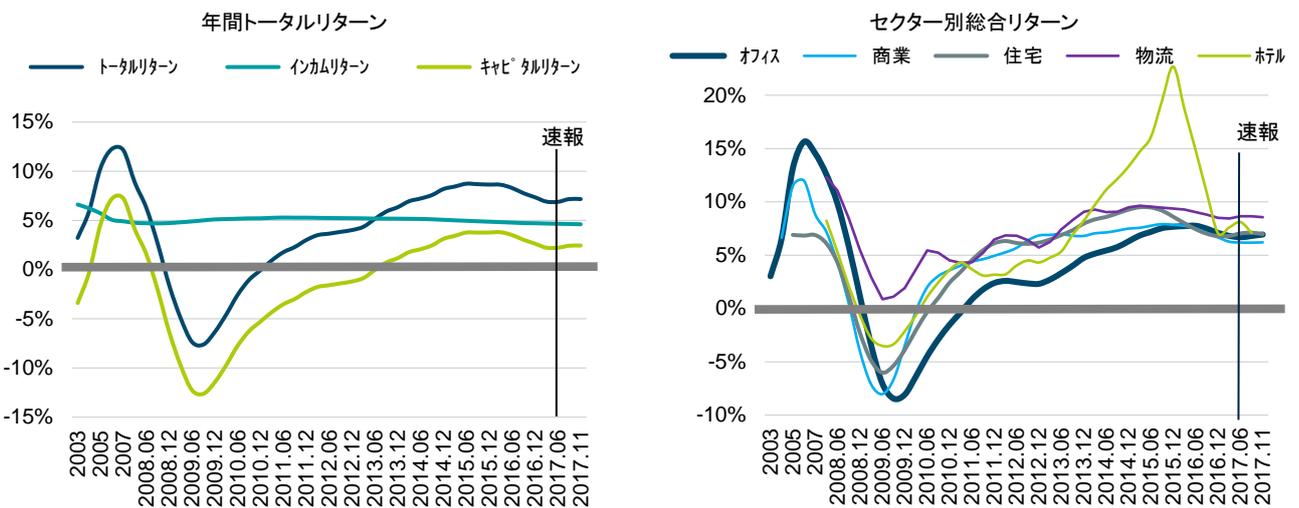
図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング (過去 12 ヶ月)



注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く  
 出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

2017 年 11 月の実物不動産インデックスによるトータルリターン<sup>2</sup>は、前期比で横ばいの 7.1%と、2015 年 9 月以来続いた減速傾向に歯止めが掛かった。要素別でみると、キャピタルリターンが 2.5%と前期比で 0.1 ポイント上昇した。セクター別にみると物流セクターのトータルリターンが 8.6%で最も高く、住宅が 7%台、オフィス・商業が 6%台となった。

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)



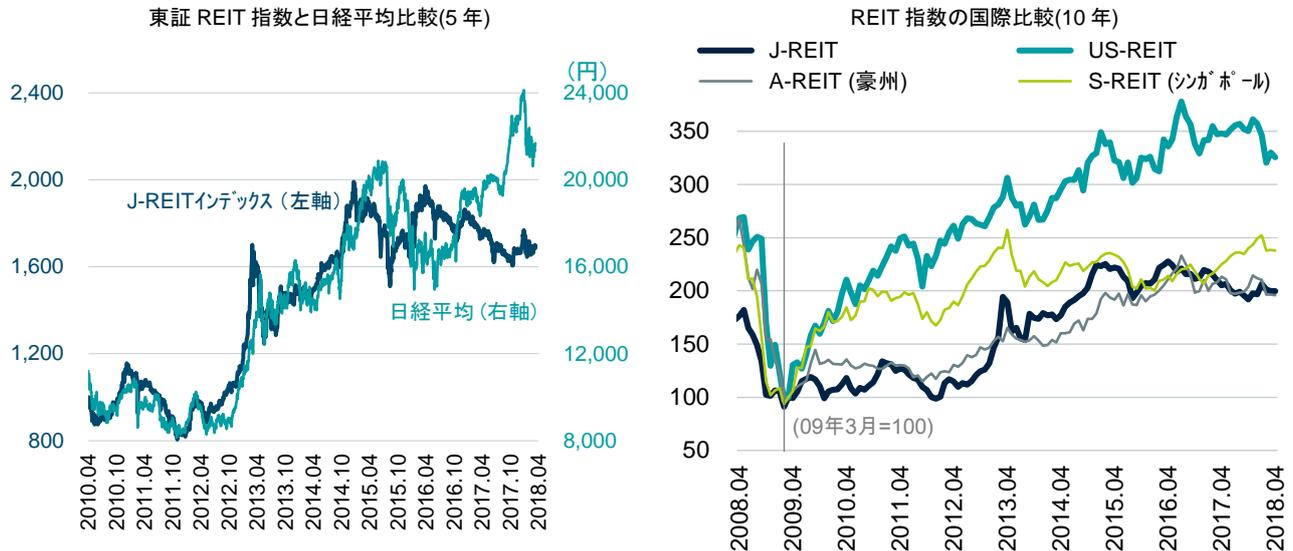
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
 出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

<sup>2</sup> 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。

### 1.3 J-REIT

東証 REIT 市場は、不動産市場の堅調さに着目し海外投資家の買い増しで 2018 年の 1 月には 1,700 ポイント台後半まで上昇する場面もあったが、その後一旦 1,600 ポイント前半まで弱含んだ後、同 4 月には 1,700 ポイント前後まで値を戻している。世界的な金利の先高感を受けて REIT の価格が低迷する国が多く、月末ベースで 2015-2016 年の直近ピーク時に比べ日本は 13.9%、米国は 16.1%、豪州は 19.1%程低い水準にとどまった。

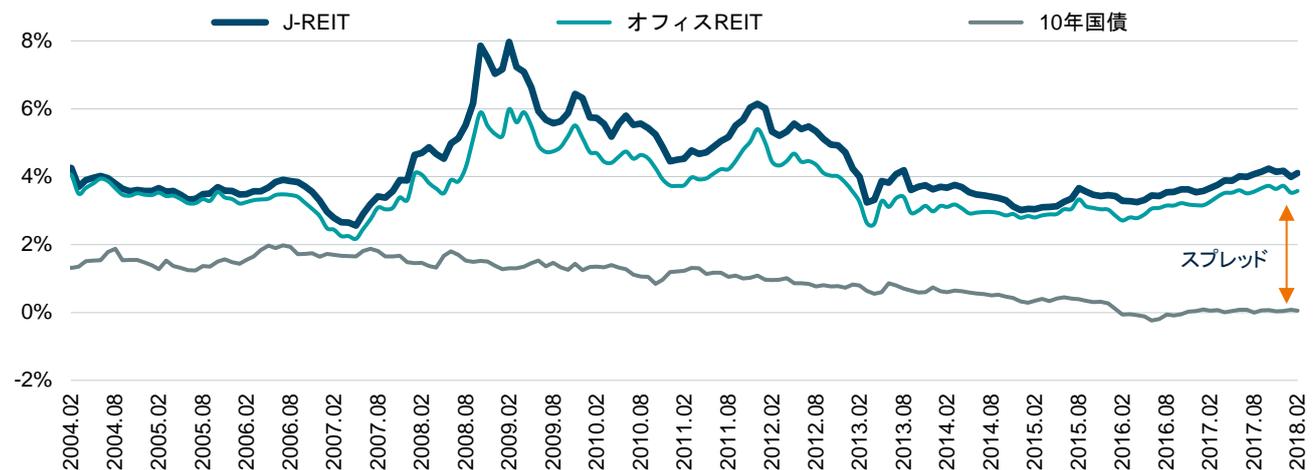
図表 12: REIT インデックス (短期推移と長期国際比較)



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

2018 年 2 月の J-REIT 平均分配金利回りは前期からほぼ横ばいの 4.11% (オフィス型 REIT に限れば 3.58%) となり、国債利回りとの差 (スプレッド) も前期からほぼ横ばいの 406bps (同 353bps) となった。分配金スプレッドが 150~210bps にとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べ、J-REIT の投資妙味が高くなっているだけに、これに着目した海外勢が J-REIT を買い増す場面も見られた。

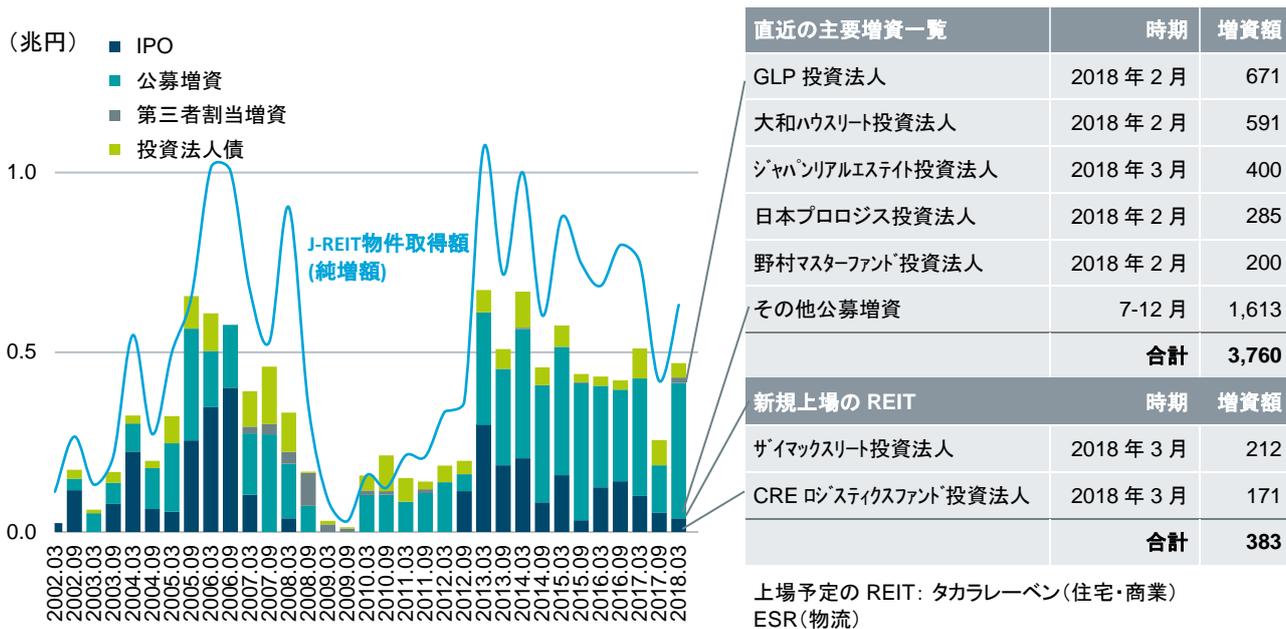
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2017 年 10 月-2018 年 3 月期の 6 ヶ月間における J-REIT の新規上場は、2018 年のザイマックスリート投資法人と CRE ロジスティクスファンド投資法人の 2 件となり、このほか公募増資は GLP 投資法人など 9 件が実施された。同期間中の J-REIT による IPO・増資額は計 4,294 億円、グロスの物件取得額は 1 兆 50 億円 (売却額を除いたネットでは 6,316 億円) と、いずれも前の 6 ヶ月対比約 2 倍増加し、1 年前の水準を概ね回復した。

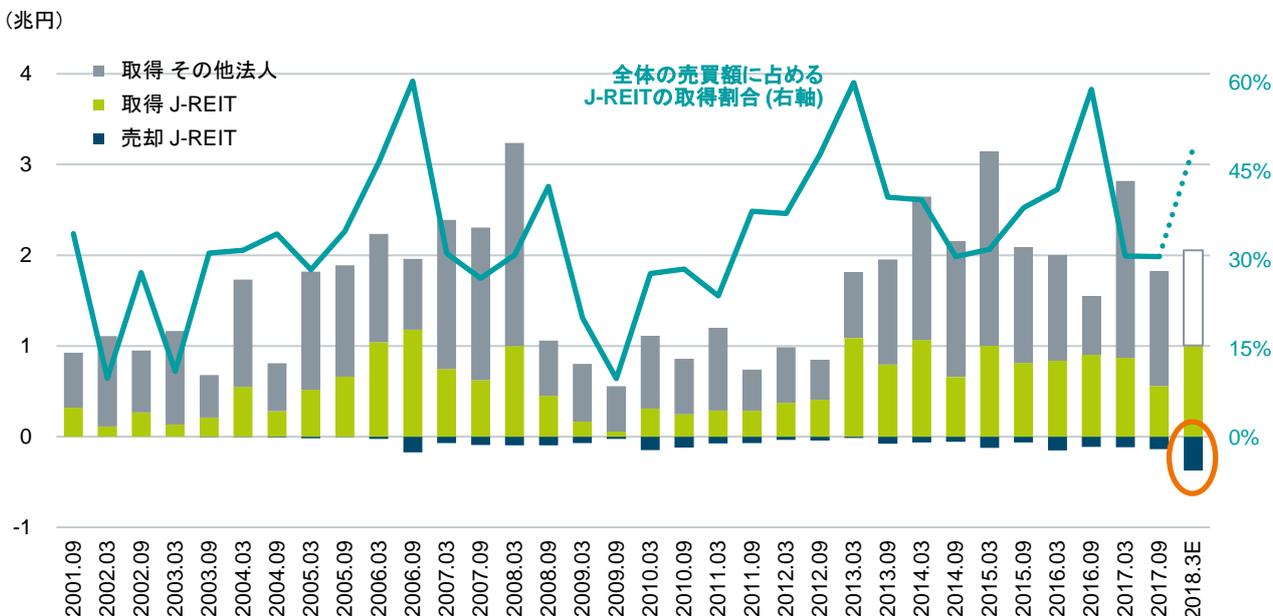
図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



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: 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 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。2017年10月-2018年3月の不動産取引額は速報ベースで約 2.1 兆円と、半年前の 2017年4月-9月の不動産取引額と比べて約 12%の増加となった。J-REIT の物件取得額は、同 80%の上昇となり、国内の全物件売買高に占める J-REIT の割合も暫定値で約 5 割まで伸びた。一方、J-REIT による物件の売却額は半年間では 3,733 億円と過去最高を更新し、J-REIT が新規投資に必要な資金を確保するために物件売却に依存している構図がみられる。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



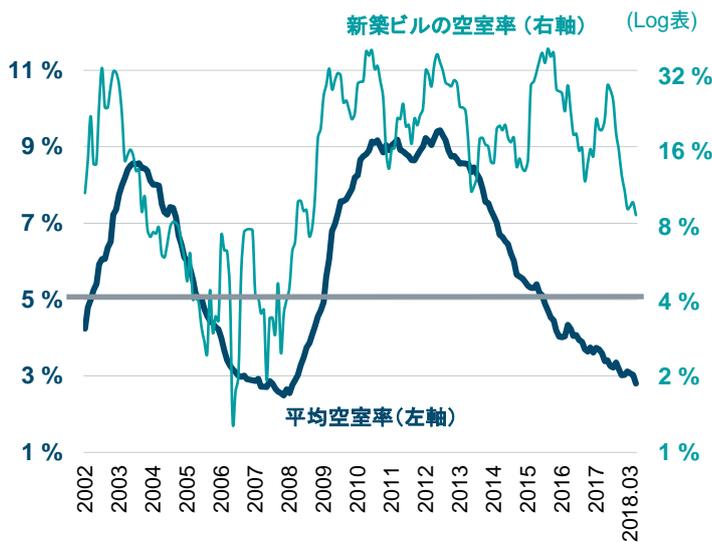
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成  
 白色: Deutsche Asset Management 推定による暫定値

## 2 不動産ファンダメンタルズ

### 2.1 オフィス

2018年3月末時点の都心5区のオフィスビルの平均空室率は前年同期比0.9ポイントの低下の2.8%とオフィスの需給均衡の目安となる空室率5%を33ヶ月連続で下回り10年ぶりの低水準となった。竣工1年以内の新築ビルの空室率は、2017年5月の29.4%から2018年3月の8.9%まで下落し、オフィス賃貸需要の強さが浮き彫りとなった。オフィスの大量供給が集中するいわゆる「2018年問題」への懸念は後退し、2019年竣工予定のビルについてもテナントの確保も順調に進んでいると見られる。ただし中期的に見れば、大型ビルの供給が断続的に続く2020年にかけて空室率が緩やかに上昇するとの見方も依然として多い。

図表 16: 都心5区の平均空室率と新規供給の推移

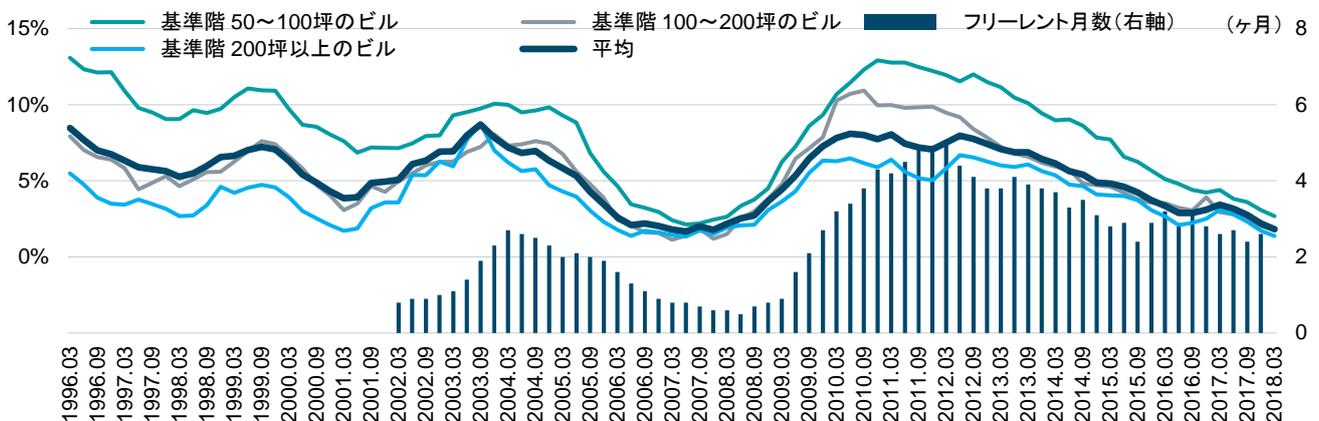


17年以降に供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
太陽生命日本橋ビル	2018/01	27	58,084
東京ミッドタウン日比谷	2018/02	35	115,500
大崎ガーデンプレイス	2018/03	24	120,762
田町ステーションタワー S 棟	2018/06	31	138,300
日本橋高島屋三井ビル	2018/06	32	143,372
渋谷ストリーム	2018/08	35	46,200
ニッセイ浜松町クリアタワー	2018/08	29	51,900
丸の内 3-2 計画	2018/10	30	89,100
日本橋室町三丁目プロジェクト A 街区	2019/03	26	168,000
渋谷南平台プロジェクト	2019/03	21	46,954
西武鉄道池袋旧本社ビル	2019/03	20	49,661
オークラオフィスプロジェクト	2019/06	41	41,400
渋谷道玄坂街区	2019/10	18	58,900
虎ノ門ヒルズ ビジネスタワー	2019/12	36	94,000
渋谷スクランブルスクエア東棟	2019	47	73,000
京橋一丁目東地区 A 街区	2019	23	47,100
四谷駅前再開発	2019	30	58,900

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 Deutsche Asset Management 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。

2017年12月の東京都心3区<sup>3</sup>のオフィス空室率は、前年同期比で1.6ポイント下落し1.8%となった。基準階面積別で見ても200坪以上の大規模ビルの空室率は同1.7ポイント下落の1.3%となったほか、100-200坪、50-100坪クラスのビルでもそれぞれ同1ポイント以上下落の1.8%、2.7%となるなど、規模を問わず需給がさらに引き締まった。2017年12月のフリーレント期間は前期比で0.2ポイント増の平均2.6ヶ月となった。

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

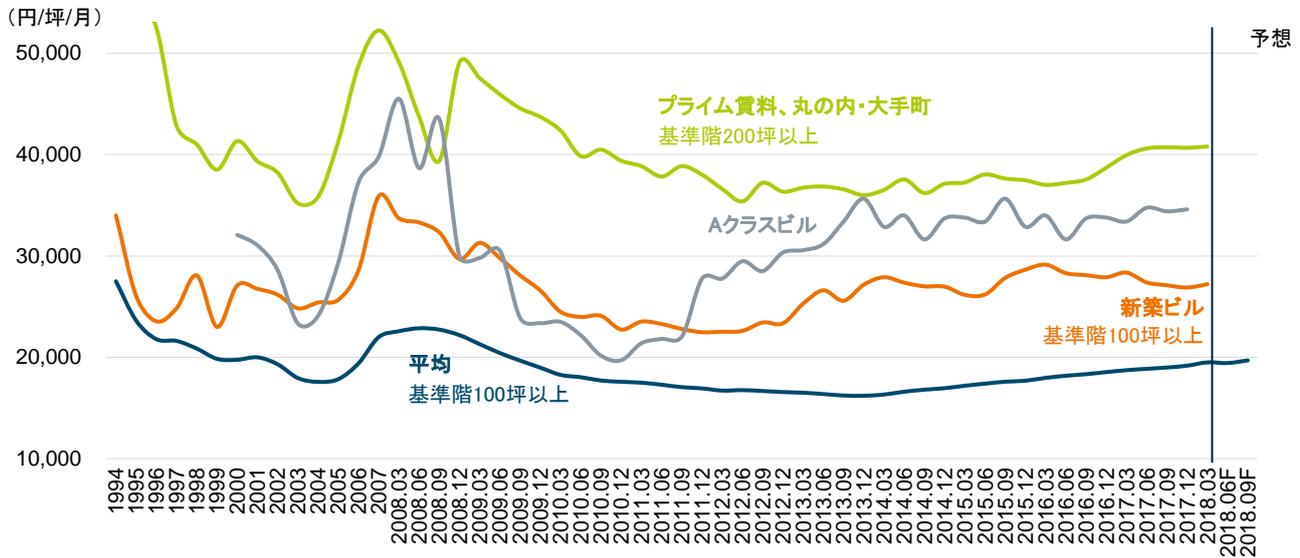


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

<sup>3</sup> 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心ではオフィス空室率が 10 年ぶりの低水準となっていることから、2018 年 3 月の都心 5 区の平均オフィスの賃料(青色)は前年同月比 4.1%増と 16 四半期連続での上昇となった。丸の内・大手町のプライム賃料(緑色)や既存の A クラスビル(灰線)は前年同月比で 2.1%、2.4%増となったが、新築ビル(オレンジ色)では大量供給を見据えて条件を下げてでもテナントを早めに確保したいオーナーが依然として多くみられ、特に坪 3 万円前後の物件で賃料が伸び悩む状態が続いている。

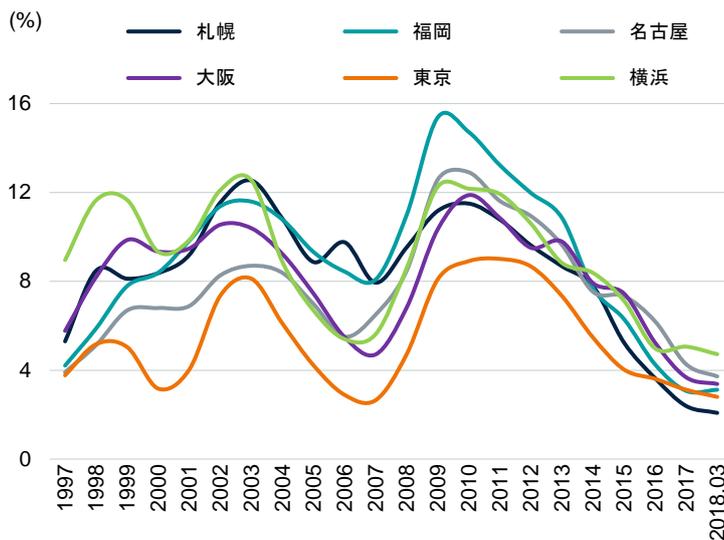
図表 18: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き概ね改善傾向にある。2018 年 3 月の空室率は、札幌 2.1%、福岡 3.1%、大阪 3.4%、名古屋も 3.7%と過去 20 年でいずれも最低を更新したかそれに近い水準になり、大型ビルの供給が続いた横浜でも前年同期比 0.5 ポイント低下の 4.7%と再び回復に転じた。地方都市での開発案件はホテルや都心型マンションが多く、大型オフィスビルの供給は今後各都市ともそれぞれ年 1 件までと少ないだけに、これらの都市におけるオフィス不足は今しばらく続くものと見られる。

図表 19: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



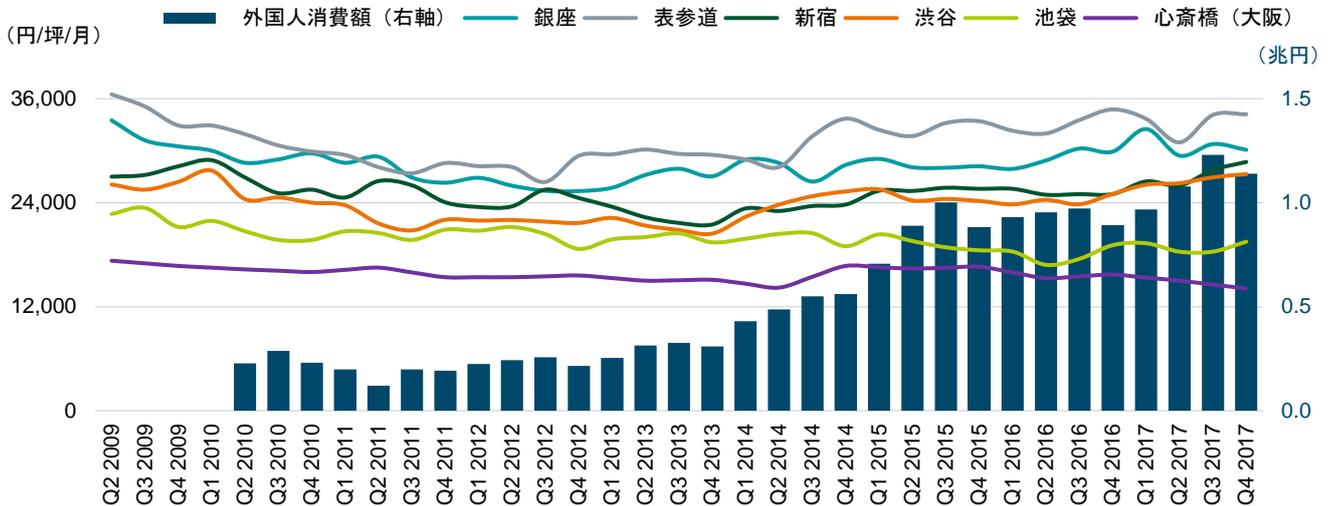
供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
横浜野村ビル(横浜)	2017/2	17	81,556
中之島フェスティバルタワー・ウエスト(大阪)	2017/3	41	67,750
JR ゲートタワー(名古屋)	2017/4	46	45,030
グローバルゲート・ウエスト(名古屋)	2017/4	36	計 40,692
グローバルゲート・イースト(名古屋)	2017/6	17	
オーシャンゲートみなとみらい 1(横浜)	2017/7	15	計 55,578
オーシャンゲートみなとみらい 2(横浜)		6	
広小路クロスタワー(名古屋)	2018/2	21	45,586
紙与博多中央ビル(福岡)	2018/4	13	18,820
難波スカイオ(大阪)	2018/6	29	34,650
さっぽろ創世スクエア(札幌)	2018	28	35,112
鹿島伏見ビル(名古屋)	2019	13	16,891
札幌大同生命ビル建替(札幌)	2019	13	12,870
オービック御堂筋ビル(大阪)	2020	25	55,371
天神ビジネスセンター(福岡)	2020	16	60,250
MM21-54 プロジェクト	2020	18	101,056
名古屋三井ビル北館	2021	20	29,451

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 Deutsche Asset Management 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。

## 2.2 商業施設

訪日観光客数が2017年通年で2,826万人と過去最高を更新した中、2017年第4四半期の外国人消費額も前年同期比で27.8%増の1.1兆円と3四半期連続で1兆円を上回った。これを受けて、2017年第4四半期の都心商業施設の賃料は池袋が前年同期比で6.2%の上昇、新宿、渋谷、表参道でそれぞれ3.4%、1.4%、0.2%の上昇になったのに対し、銀座、心斎橋では2.2%、3.1%の下落となった。

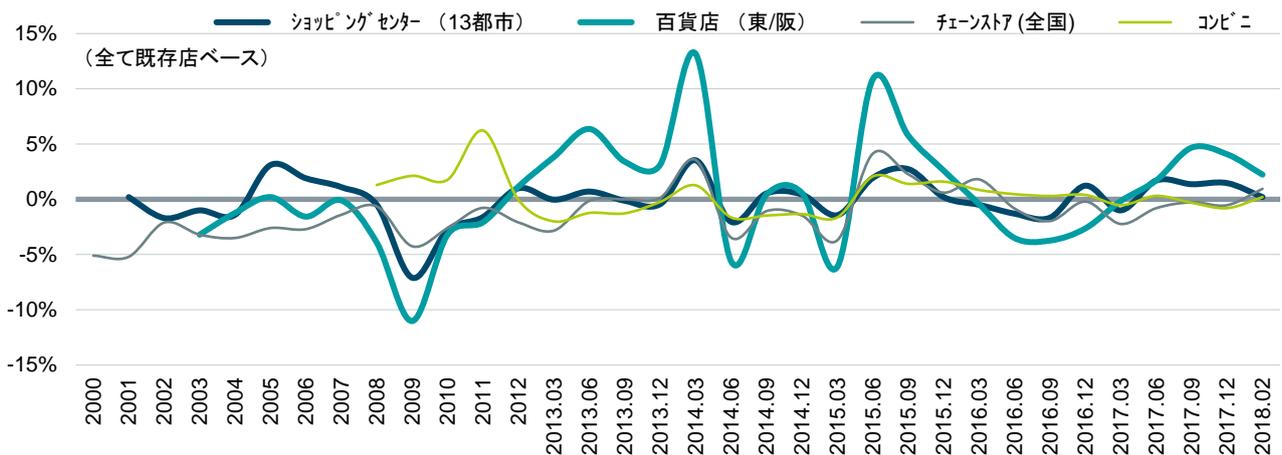
図表 20: 東京都心と大阪の主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移



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

2018年第1四半期の百貨店の売上高(東京・大阪地区)は特に大阪地区で売上が伸張し、前年同期比で2.2%増と4期連続のプラスではあるものの、これまでの上昇ペースがやや減速した。訪日客による観光需要が依然として売上の成長を牽引しているものの、国内富裕層向けの高級品販売が伸び悩んだ。同時期チェーンストアの売上高も同1.0%の増加となったほか、ショッピングセンターの既存店売上も同0.2%増になるなど、インバウンド需要を取り込んだ百貨店と比べると伸び率は低くなっているものの、プラス成長は何とか維持した格好となった。

図表 21: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

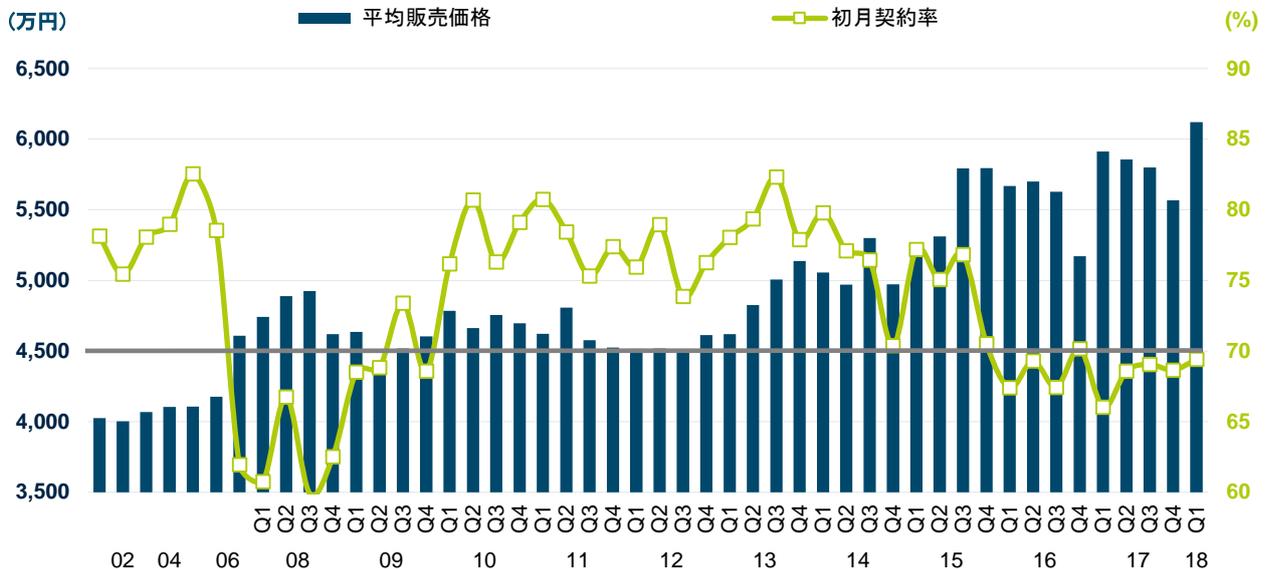


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 2.3 住宅

2018年第1四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前期比で9.9%上昇の6,120万円と、20年来の高水準を更新した。都心部や湾岸地域の高層マンションが引き続き価格上昇を牽引しており、郊外でも駅前のタワーマンション中心に価格が高止まりしている。一方、初月契約率は好不調の目安となる70%を5四半期連続で下回り、値段を下げずにじっくり販売する傾向が強くなっている。

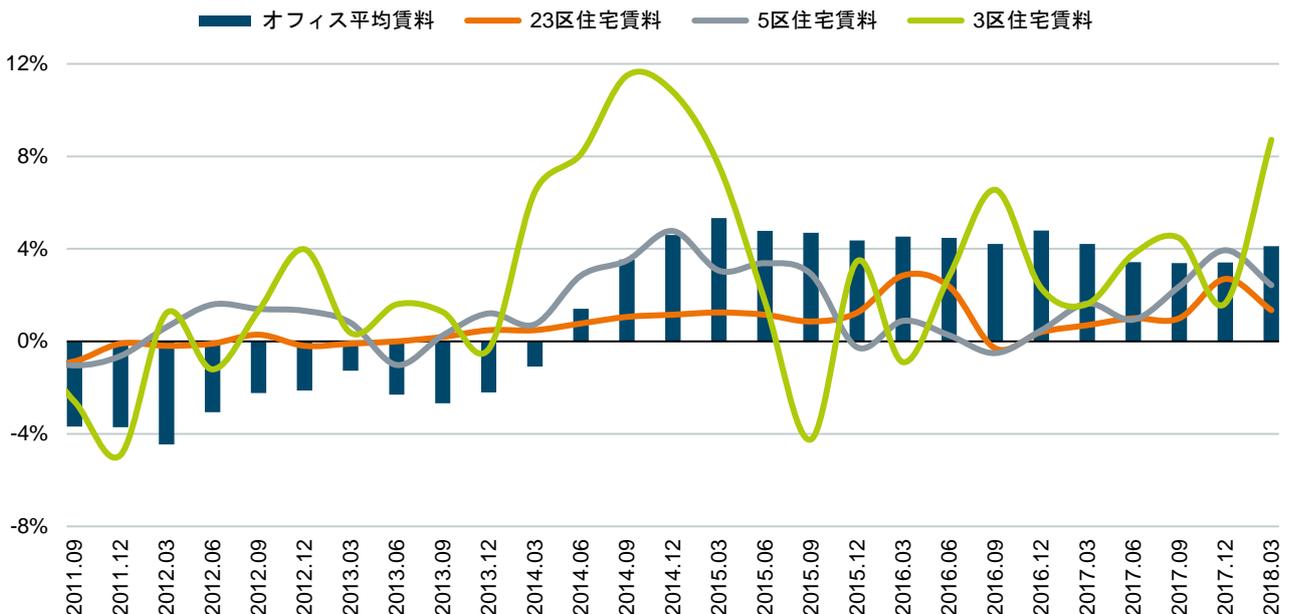
図表 22: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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

2018年第3月の東京3区の高級賃貸マンションの募集賃料(緑色)は前年同期比8.7%増と8四半期連続での大幅な増加となり、5区(灰色)や23区(オレンジ色)でもそれぞれ同2.4%、1.4%増といずれも6期連続の増加となった。法人契約の多い高級賃貸マンションが集中する都心3区では企業業績の好転に合わせる格好で住宅賃料も上昇する傾向が一層強くなっている。

図表 23: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

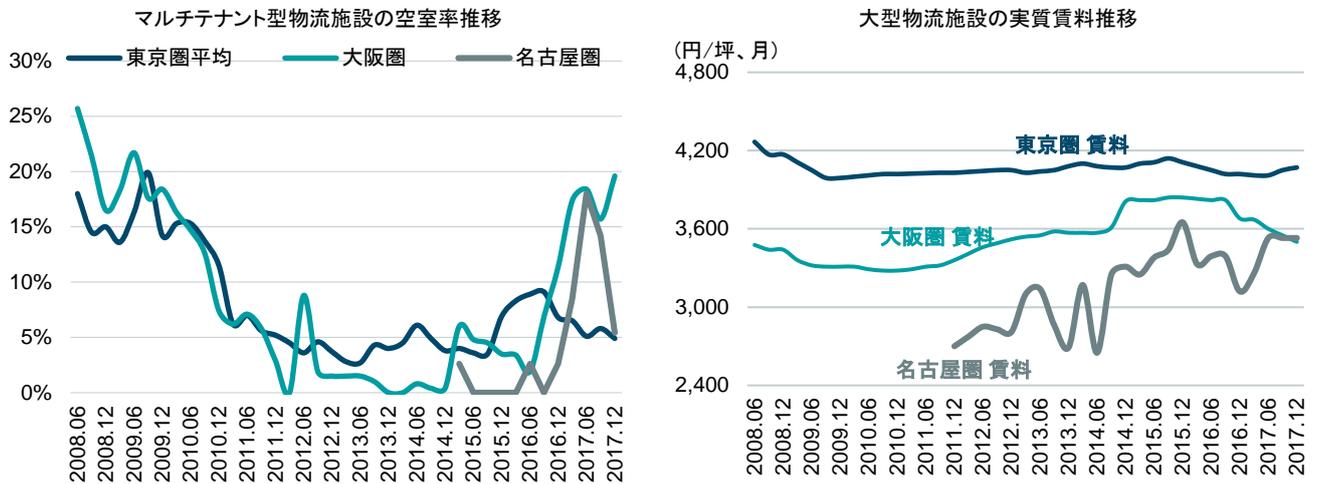


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 2.4 物流施設

2017年第4四半期の東京圏の物流施設の空室率は前期比0.9ポイント減の4.9%となった。大型物件の供給が続く大阪圏では同3.9ポイント増の19.6%とさらに上昇したのに対し、名古屋圏では新規供給が落ち着いたなかで製造業系のテナント需要が好調で、空室率は同8.8ポイント減の5.4%と明暗が分かれた。物流施設の賃料は前年同期比で名古屋圏が13.1%と大幅な増加となり、東京圏は1.2%の増加、大阪圏は4.9%の下落となった。

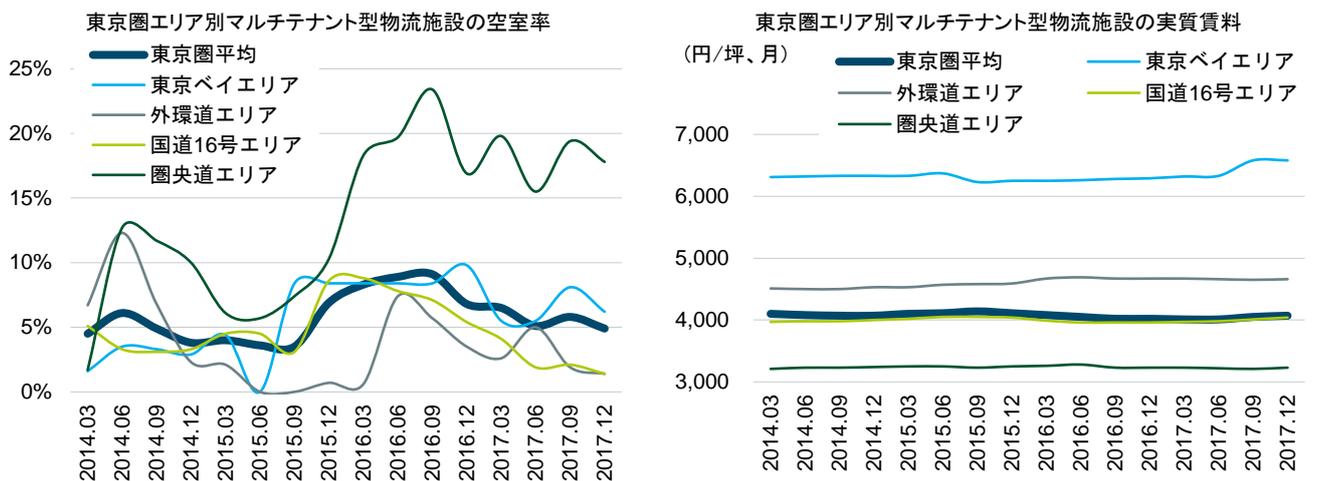
図表 24: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



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

2017年第4四半期の東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率を見ると、外環道エリア、国道16号エリアは空室率が2%以下と需給がタイトとなったのに対し、東京ベイエリアは6.2%、圏央道エリアの空室率は17.8%と地域によって差が大きくなっている。賃料は東京ベイエリアで前年比4.6%の増加となった他はいずれの地域でも概ね横ばいか微増で推移した。

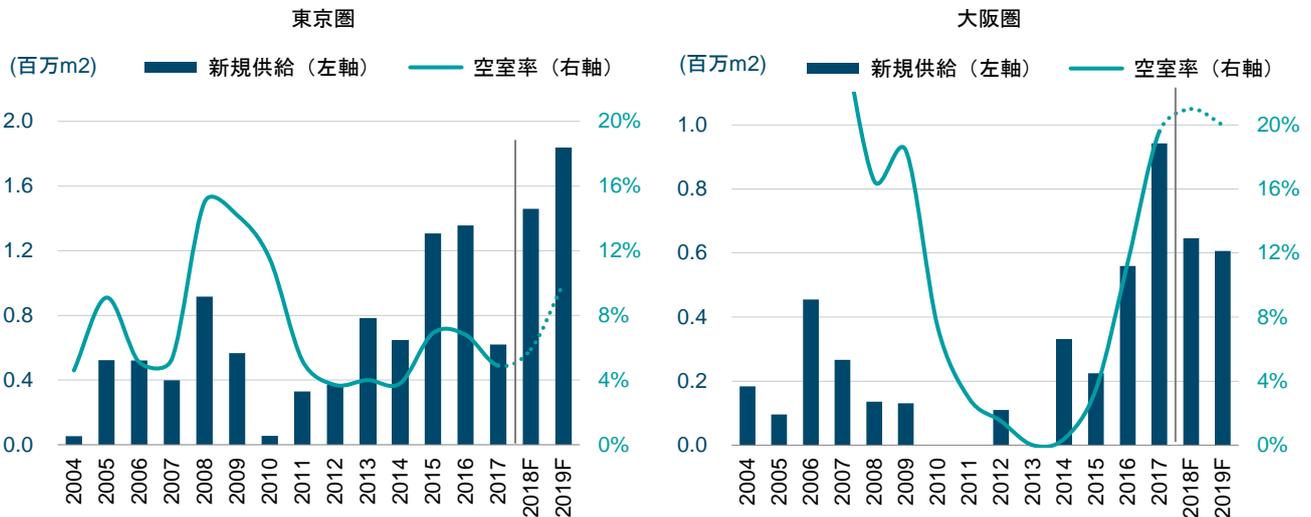
図表 25: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



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

賃貸物流施設の新規供給について、東京圏では2018年157万㎡、2019年184万㎡と2年連続で過去最高水準の新規供給が予定されているのに対し、大阪圏では2018年が65万㎡、2019年も60万㎡と供給量は昨年のピーク対比減少する。今後東京圏では圏央道沿いで需給が緩む可能性があるが、大阪圏では空室が目立つ湾岸地域の物件を中心にどこまで空室率が回復するかが注目される。

図表 26: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

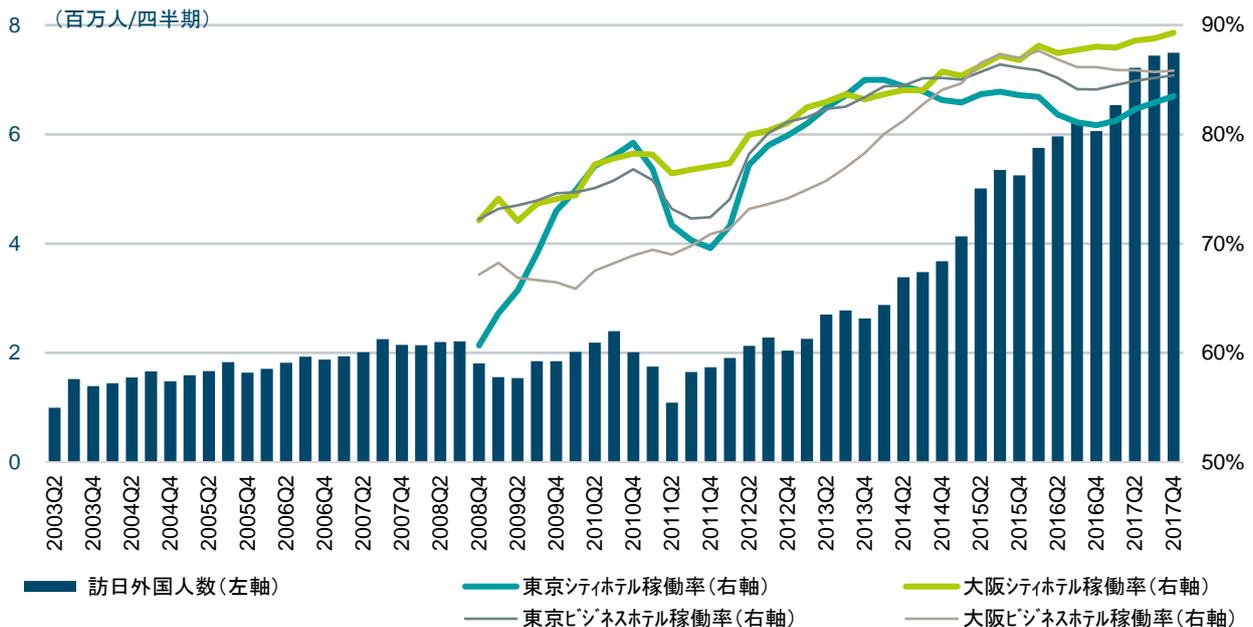


出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 2.5 ホテル

訪日外国人数は、2017年通年で2,869万人と過去最高を更新し、2011年以降6年連続の二桁成長を続けた。同時期の東京と大阪のホテル稼働率はいずれも80%半ばから後半と業況判断の目安である80%を上回っており、堅調な水準で推移した。昨今のホテルの新規供給もあり稼働率自体は東京のホテルや大阪のビジネスホテルが2015年半ばのピーク水準を依然としてやや下回っているのに対し、大阪のシティホテルの稼働率は過去9年間に渡りほぼ一本調子で上昇を続け足元では90%に近づいている。

図表 27: 訪日外国人と東京と大阪のホテル稼働率 (12ヶ月平均)



出典: 観光庁、日本政府観光局の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2018 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 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。

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ピ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。

## 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—三本の矢の成果
32		第2四半期	16年4月	四半期アップデート
33		第3四半期	16年7月	マイナス金利がもたらす地殻変動
34		第4四半期	16年10月	四半期アップデート
35	2017年	第1四半期	17年1月	四半期アップデート
36		第2四半期	17年4月	四半期アップデート
37		第3四半期	17年7月	四半期アップデート
38		第4四半期	17年10月	四半期アップデート
39	2018年	第1四半期	18年1月	四半期アップデート
40		第2四半期	18年4月	四半期アップデート

## DWS について

DWSとは、DWSグループGmbH & Co. KGaA及びその子会社・関連会社の世界共通ブランドであり、DWSグループ会社の総称です。1956年にドイツにおいてアクティブの資産運用会社として設立された「DWS」は、その運用の専門性をパッシブやオルタナティブを含む多様な資産クラスに広げ、現在は資産運用業界における最も認知度の高いブランドの一つとなっています。

2018年3月、ドイチェ・アセット・マネジメントは、欧州、特にドイツにおいて広く認知されている「DWS」を世界共通ブランドとして採用しました。

---