Deutsche
Asset Management

不動産リサーチレポート

ジャパン・クオータリー
2017 年第 3 四半期

2017 年 7 月

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 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。

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)

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

注意事項

本レポートの日本語版と英語版は発行のタイミングが異なるため、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

1 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。2017 年第 2 四半期は世界経済が徐々に回復に向かう中、国内でも輸出や雇用市場の回復に支えられ、同期の実質 GDP 成長率は 1.1%程度になったものとみられる。一方、東証 REIT 指数は世界的な金利の先高感で年初以来軟調に推移しており、7 月には一時 1,600 ポイント台前半まで売り込まれた。これに伴い、今後の REIT の外部成長に一服感が出てくるとの観測もあり、実物不動産の価格も上値が重い展開となる懸念がある。

収益不動産の取引売買額では、全国に占める東京の割合が 5 割を割り込み、投資資金が東京の都心部から近郊地域や地方都市に向かう流れが続いた。取引の内訳では特に外資勢による大型の住宅ポートフォリオの取得が複数みられ、オフィス取引では前期に続き湾岸部での取引が目立った。

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･物流施設に加え、今号より新たにホテルを含めた 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。2017 年 6 月末時点の都心 5 区 のオフィスビルの平均空室率は 3.3%と 9 年ぶりのタイトな水準となった。これに伴い、平均募集賃料も前年同期比で 3.8%増と 13 四半期連続での上昇となったが、新築ビルでは賃料が弱含む動きも見られた。国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き改善傾向にあり、札幌、福岡、大阪、名古屋のいずれも過去 20 年間で最低に近い水準となった。

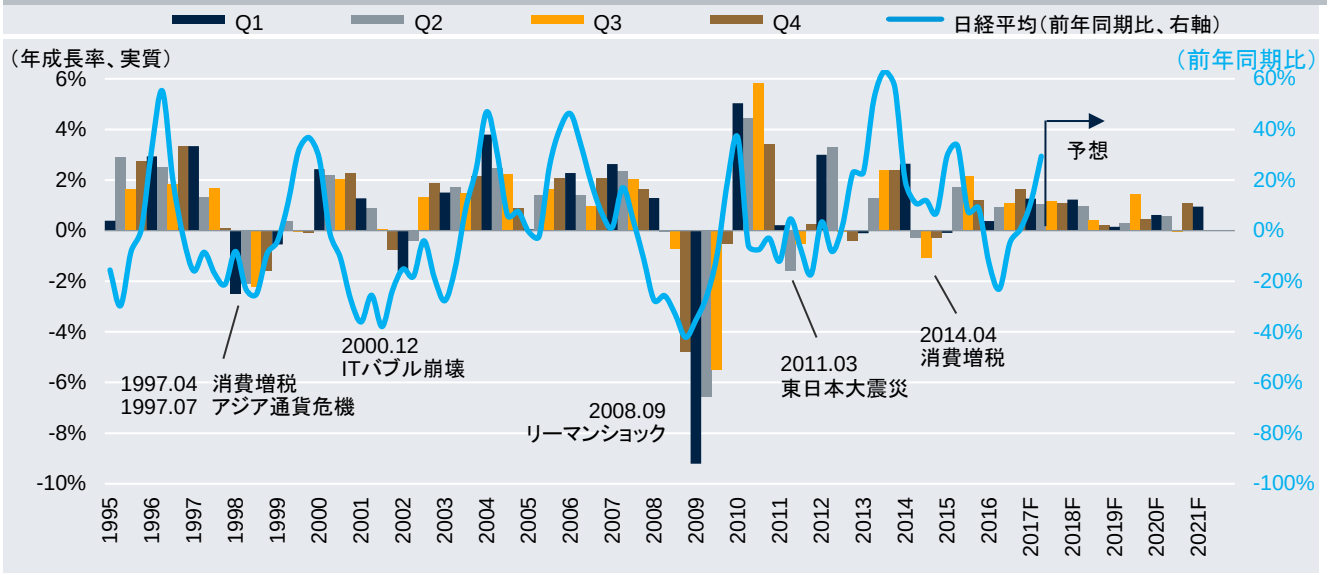
2017 年第 1 四半期の観光消費額は四半期ベースで 4.0%増加し、つれて都心部の商業施設でも売上が増加した。2017 年第 1 四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は、高額物件の販売が好調だったため、前年同期比で 2.8%上昇した。2017 年第 1 四半期の物流施設の平均空室率は、新規需要の強い東京圏でほぼ横ばいとなった一方、過去最大級の新規供給があった大阪圏や名古屋圏では悪化した。東京と大阪のホテル稼働率は、2016 年のピーク時よりは落ち着いた水準にあるものの、いずれも 80%を上回り堅調に推移した。

2　経済・金融・投資家動向

2.1　マクロ経済情勢

2017 年第 2 四半期の実質 GDP は 1.1%前後になったものとみられる。世界経済が徐々に回復に向かうなか、国内でも輸出額が 2016 年 12 月以降 6 ヶ月連続で増加しており企業業績の改善につながっている。雇用市場では完全失業率がバブル期以来最低水準に近い 3%前後で推移しており、個人消費に回復の兆しも見えている。今後しばらくは世界経済と足並みを揃え国内経済も順調に推移すると見られるが、各国の金利情勢など先行きの不透明感は依然として残っている。

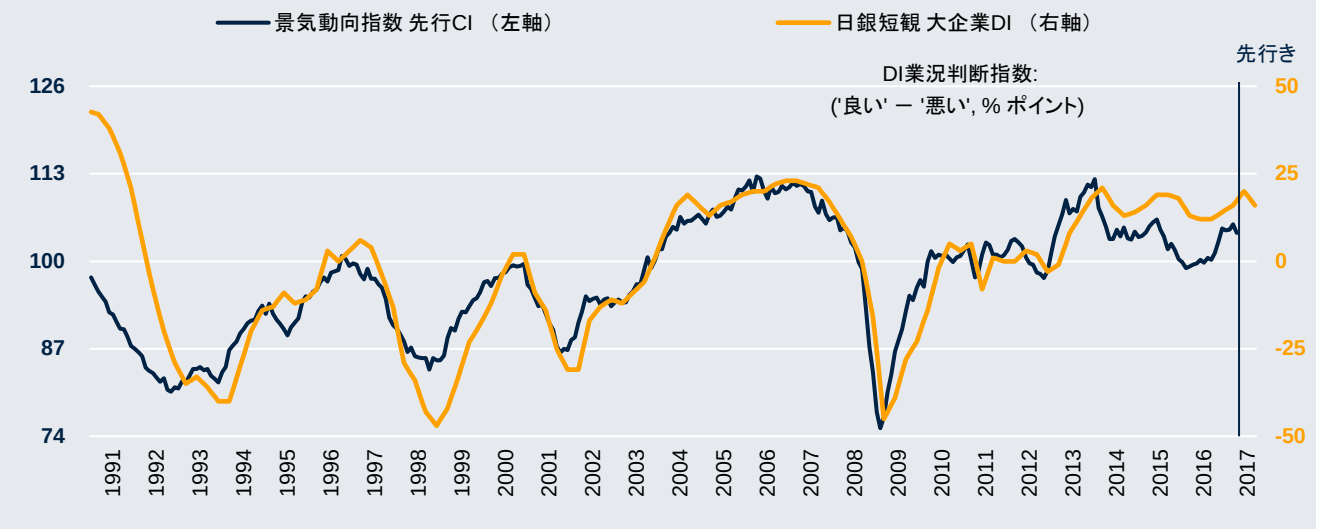
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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 2017 年 6 月の業況判断指数 DI（国内大企業・全産業ベース、黄線）は 3 月より 4 ポイント改善し 20 ポイントとなった。中小企業の先行きの業況判断が 2 年ぶりにプラスに転じるなど、大企業から中堅・中小企業へ景況感の改善が広がりつつある。産業別では、製造業・非製造業を問わず先行きに明るさがみられるが、造船・重機や鉱業などでは先行きを慎重に見る企業も多い。一方、雇用人員判断指数は 1992 年以来の最低値（労働力不足）を連続で更新しており、人手不足の解消が今後の経済成長にとって大きな課題となっている。

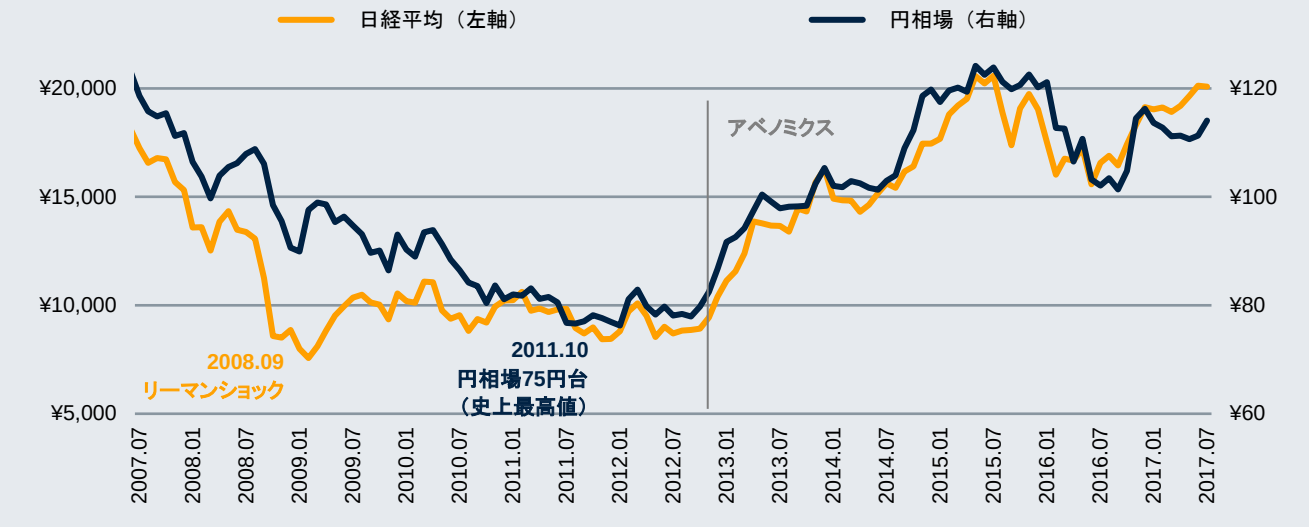
図表 2: 景気動向指数（先行指数）と日銀短観



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

世界的に金融緩和政策が縮小に向かうなか、日銀は長期金利の上昇を抑える政策を貫いていることから、円は主要通貨に対し軟調に推移する展開となっている。今年 4 月に一旦 110 円を割り込む水準まで円高に振れていた円ドル相場はその後円安に転じ、7 月半ばには一時 1 ドル=114 円台となった。この流れのなか日経平均は、4 月の 18,000 円台前半の水準から 6 月にはほぼ 2 年ぶりに 2 万円台を回復した。

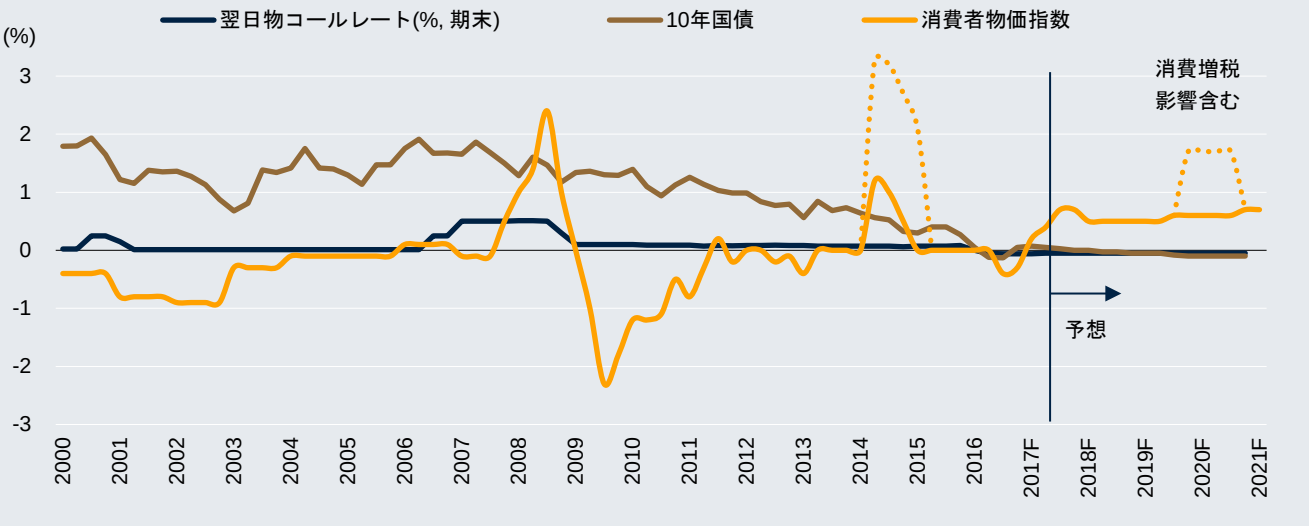
図表 3: 日経平均と円相場の推移



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

日銀は消費者物価 2%達成に向け長期金利を 0%近辺で管理するという政策目標を貫いている。10 年物国債の利回りは 2017 年 7 月中旬で 0.05%と、前年末からほぼ横ばいで推移した。消費者物価指数は、生鮮食料品を除いた指数（コア CPI）が足元で 0.4%程度となったが、食料及びエネルギーを除いた指数（コアコア CPI）は 0%の横ばいにとどまっている。消費者物価指数は、今後雇用市場の活性化などに伴って年末に向け 1%程度まで持ち直すという見方もある。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数推移

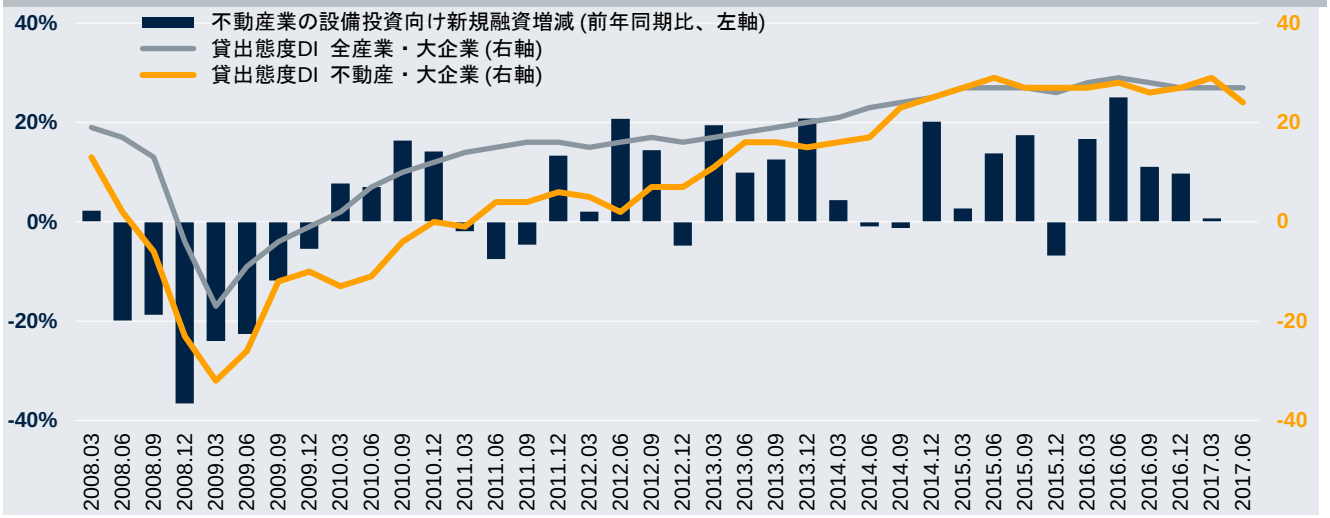


E:Deutsche Asset Management 推定値、F:Deutsche Asset Management 予想値
出典: Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2.2 不動産投資市場・価格

2017 年 6 月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI（黄線）は、3 月の 29 ポイントより 5 ポイント低下し 24 ポイントとなった。ファイナンス環境は比較的良好な水準であるといえるものの、拡大一辺倒だった銀行の貸出態度がここへ来てやや慎重になりつつある。2017 年 3 月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比 0.7%の増加に止まった。不動産向け融資については、2015 年の税制改正以来、個人富裕層の相続税対策としてアパート建設資金需要が増えており、アパートの過剰建設に対して金融機関にも警戒感が出ている。一方、ビル事業などを主体とするデベロッパーや REIT 向け融資については、好調な賃貸市場を背景に依然として積極姿勢を見せる金融機関もある。

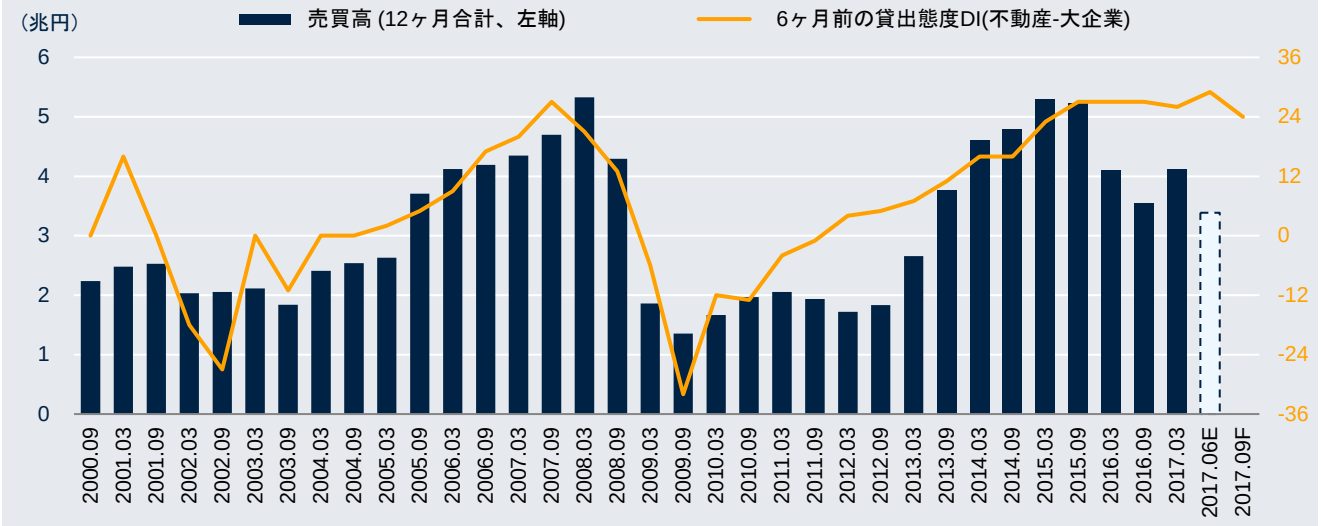
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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

2017 年 6 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 3.4 兆円と前年同期比 4.6%の減少となった [1]。直近 12 ヶ月間の数字は全国の取引売買高に占める東京の割合が速報ベースながら 45%と 2007 年以来初めて 5 割を割り込み、代わって東京の近郊や地方都市へ向かう資金の流れが続いた。都市別で見ると、海外投資家の進出が活発だった横浜が大阪と僅差の国内 3 位に浮上したほか千葉も 4 位になるなど、東京近郊における取引が活発になっている。

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

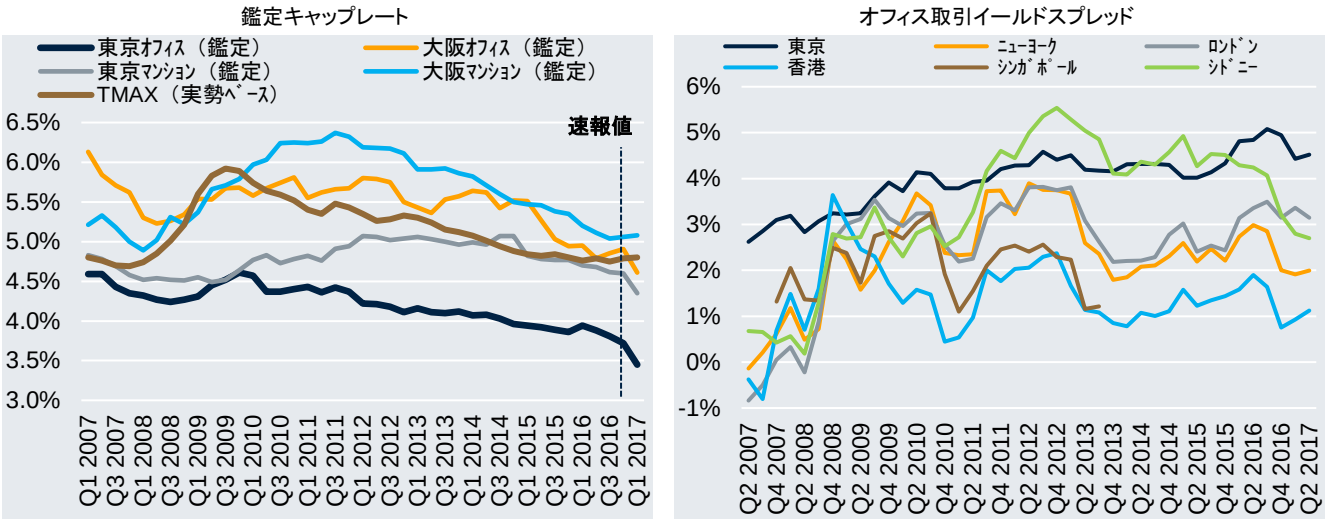


E: Deutsche Asset Management 推定値
出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

[1] 売買高はデータが揃った時点で徐々に上方修正される傾向がある。

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 2017 年 3 月期に 4.80%と前期とほぼ横ばいで推移したのに対し、東京オフィスの鑑定キャップレートは 3.45%（速報ベース）と、過去 10 年間で最低水準となった。一方、2017 年 3 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。郊外部の取引などを含む）は前年同期比 32bps 低下の 452bps となった。もっともスプレッドが 200~300bps 台で推移するニューヨークやロンドン市場に比べ、スプレッドでみた東京市場の魅力は相変わらず高いとの見方もある。

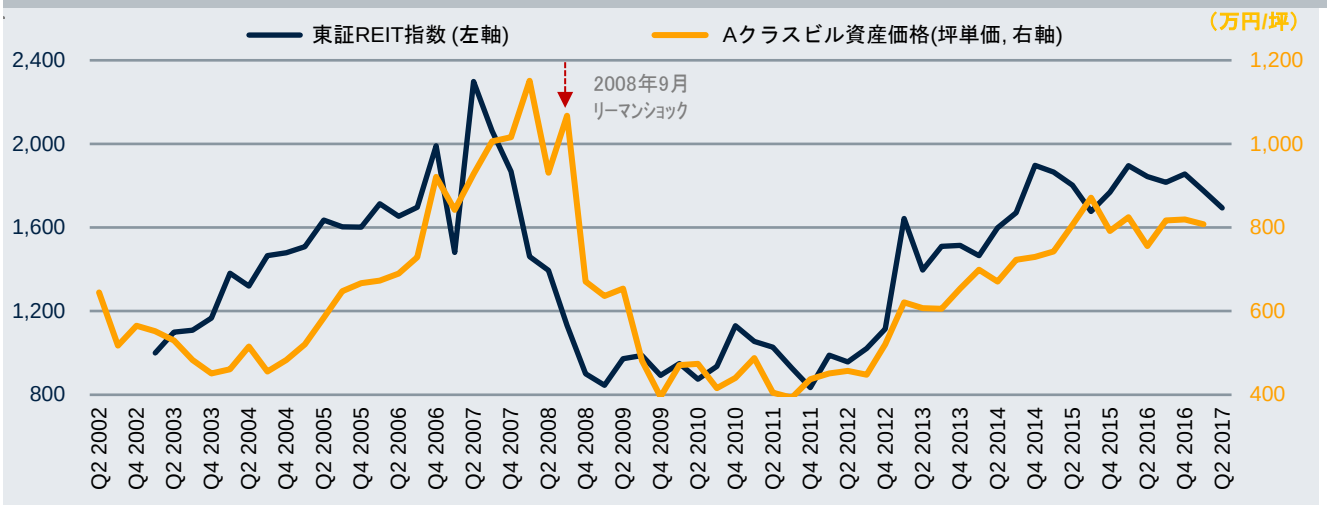
図表 7：鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

2017 年第 2 四半期の東証 REIT 指数は、世界的な金利の先高感で軟調に推移し前期比で 5%の下落となった。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 2016 年 12 月の床単価 インデックスは 808 万円/坪と前期比ほぼ横ばいで推移した。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、今後資産価格は上値が重い地合いが続くものとみられる。

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

今年 4 月以降に発表された主な不動産取引は以下の通りで、最も高額だった取引は中国の安邦保険集団によるブラックストーンの住宅ポートフォリオ 221 物件の取得（推 2,600 億円）で、住宅セクターではさらに CBRE Global Investors による KW レジデンスポートフォリオ（推 350 億円）の取得や Fortress Investment による東日本雇用促進住宅 523 物件（248 億円）の取得なども続き、外資系による大型の住宅ポートフォリオ取得が特に目立った。

オフィスビルでは大和証券オフィス投資法人によるコンカード横浜の区分所有権 75%（392 億円）の取得のほか、計 4 件の大型取引が横浜みなとみらいや東品川、天王洲などの湾岸地域に集中し、前期と同じ傾向がみられた。外資系では韓国 NH 投資証券による品川シーサイド TS タワー（推定 300 億円）や GreenOak Real Estate による Ginza Six の 8 階（推定 200 億円）の取得などが続き、これまで国内資本に押されがちだった外資勢の取引も活況となった。床単価が最も高額だったのは Ginza Six（8 階）の 1 ㎡当り推定 271 万円（1 坪当り 894 万円）、最も低いキャップレートも同じく Ginza Six の推定 3.0%となった。

図表 9: 2016 年 9 月以降に取引・発表された主な国内不動産取引

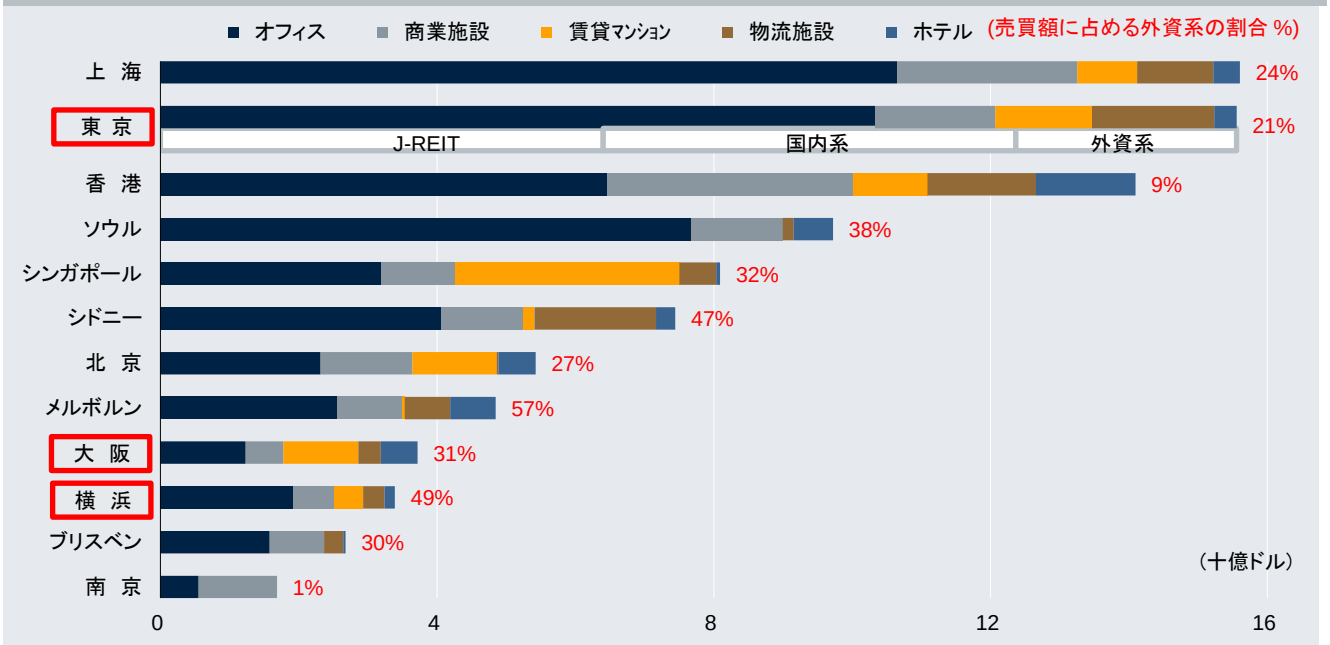
種別	物件名称 (取得割合%)	取得額 (億円)	単価 (百万円/㎡)	キャップレート	場所	取引年月	取得主
オフィス	ｺﾝｶｰﾄﾞ横浜の 75%	392	0.97	3.4%	神奈川	17 年 5 月	大和証券ｵﾌｨｽ投資法人
	心斎橋ﾌﾟﾗｻﾞﾋﾞﾙ本館・新館・東館・ﾌｼﾞﾋﾞﾙ（4 物件）	380	-	-	大阪	17 年 5 月	ﾋｭｰﾘｯｸ
	品川ｼｰｻｲﾄﾞ TS ﾀﾜｰ	推 300	-	-	品川	17 年 5 月	NH 投資証券（韓）
	Ginza Six の 8 階	推 200	推 2.71	推 3.0%	中央	17 年 6 月	GreenOak Real Estate（米）
	ｽﾌｨｱﾀﾜｰ天王洲の 67%	150	0.51	4.3%	品川	17 年 6 月	ﾌﾟﾚﾐｱ投資法人
	天王洲ﾊﾟｰｸｻｲﾄﾞﾋﾞﾙ（1~15F）	127	0.72	4.5%	品川	17 年 4 月	国内投資家
	ｾﾝﾄﾗﾑ六本木ﾋﾞﾙ	124	1.85	3.7%	港	17 年 6 月	ｵﾘｯｸｽ不動産投資法人
商業	ｲﾄｰﾖｰｶﾄﾞｰ新浦安店	143	0.25	-	千葉	17 年 5 月	国内投資家
物流	ﾌﾟﾛﾛｼﾞｽﾊﾟｰｸ舞洲 4	157	0.27	4.1%	大阪	17 年 5 月	三井物産ﾘｱﾙﾃｨﾏﾈｼﾞﾒﾝﾄ
住宅	ﾌﾞﾗｯｸｽﾄｰﾝの住宅ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ（221 物件）	推 2,600	-	-	中央ほか	17 年 3 月	安邦保険集団(中）
	KW ﾚｼﾞﾃﾞﾝｽﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ(39 物件）	推 350	-	-	千代田ほか	17 年 5 月	CBRE Global Investors（米）
	東日本雇用促進住宅（523 物件）	248	-	-	品川ほか	17 年 6 月	Fortress Investment Group （米）
	南小菅ヶ谷住宅	120	-	-	神奈川	17 年 5 月	三井不動産ﾚｼﾞﾃﾞﾝｼｬﾙ
	原町住宅	105	-	-	渋谷	17 年 5 月	野村不動産
ホテル/ヘルスケア	ｾﾝﾄﾚｼﾞｽﾎﾃﾙ大阪	172	107.5/室	3.7%	大阪	17 年 4 月	積水ﾊｳｽﾘｰﾄ投資法人
	ﾋﾙﾄﾝ成田	132	24.04/室	5.6%	千葉	17 年 6 月	ｼﾞｬﾊﾟﾝﾎﾃﾙﾘｰﾄ
	ホテル日航奈良	104	31.43/室	6.1%	奈良	17 年 6 月	ｼﾞｬﾊﾟﾝﾎﾃﾙﾘｰﾄ
ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ	光ﾊﾟﾜｰﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ (9 物件)	280-300	-	-	千代田ほか	17 年 3 月	GreenOak Real Estate（ 米）

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

2017 年 6 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 156 億ドルと前年比でほぼ横ばいとなった。東京はこれまでアジア太平洋地域で首位を維持してきたが、今期は上海とほぼ同額となった。買い手の顔ぶれでは J-REIT が東京の取引全体の約 4 割、外資勢は 2 割と、これまで取引市場を主導してきた REIT の勢いに陰りがみられ、代わって住宅ポートフォリオなどを取得した外国勢が伸びている。大阪の取引額は 37 億ドルで北京やメルボルンに次ぐ第 9 位、外国勢の取引が活発だった横浜が 34 億ドルで 10 位となった。

[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。

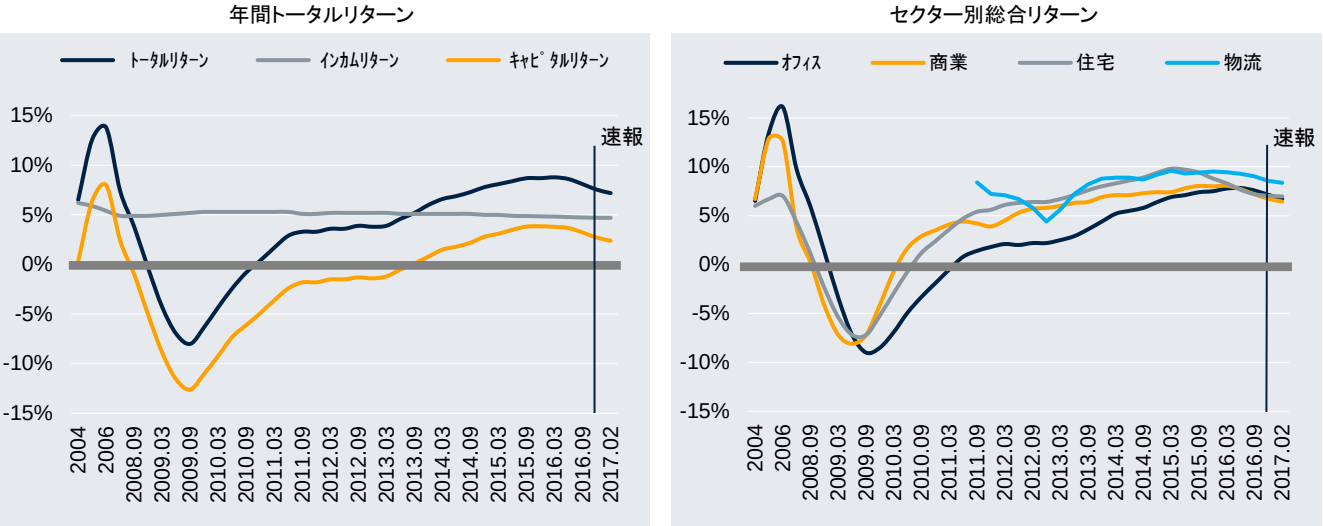
図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング（過去 12 ヶ月）



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

2017 年 2 月の実物不動産インデックスによるトータルリターン [3]は、前期比で 0.3 ポイント減の 7.2%（速報値、図表 11 左図）となった。要素別で見ると、インカムリターンは 4.7%で前期と横ばいとなったのに対し、キャピタルリターンは同 0.3 ポイント下落し 2.4%となり、鑑定価格の上昇ペースが減速していることが示された。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 8.4%で最も高かったものの、それ以外のセクターは何れも 7%を割り込む水準となった。特に商業セクターのリターンは前年同期比で 1.6 ポイント下落の 6.4%と、トータルリターンの縮小幅が最も大きかった。

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）



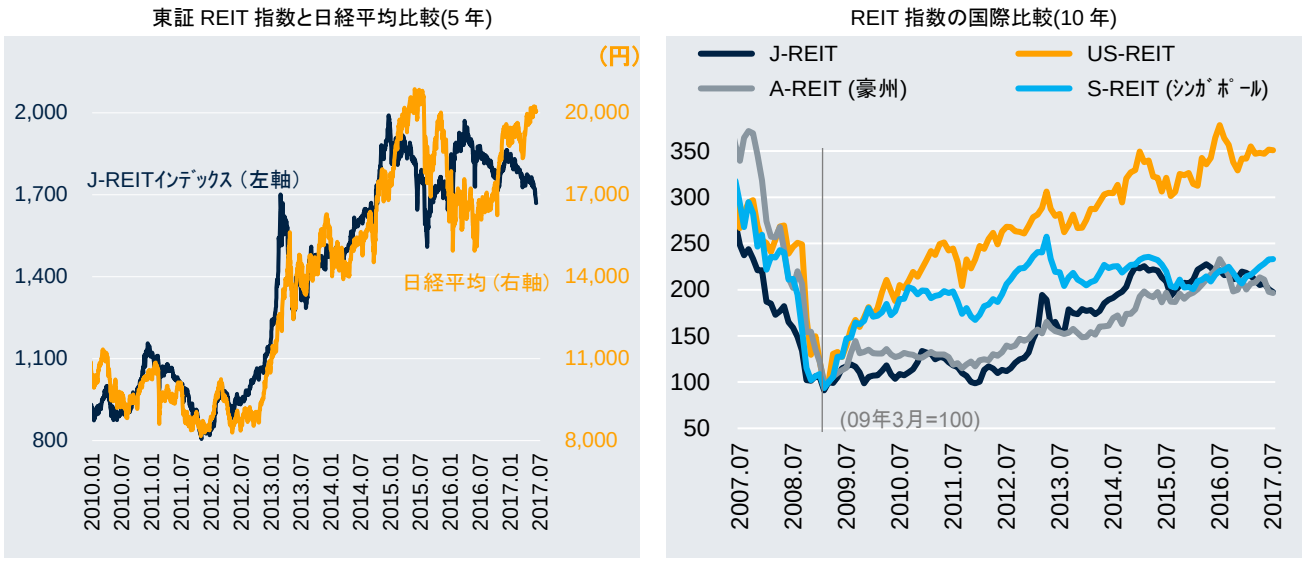
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
出典: MSCI Real Estate –IPD（左表）、不動産証券化協会（右表）のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

[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。

2.3 J-REIT

日経平均株価が 20,000 円台まで強含む一方、東証 REIT 指数は世界的な金利先高感に加え、金融庁が個人投資家に人気だった毎月分配型投資信託を問題視 [4]したこともあり、年初の 1,800 ポイントから 7 月半ばには一時 1,600 ポイント台前半まで売りこまれた。リーマン・ショック後の底値から順調に回復を続ける米国 REIT に比べて、日本や豪州の REIT 指数は上値が重い展開が続いている。

図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較）

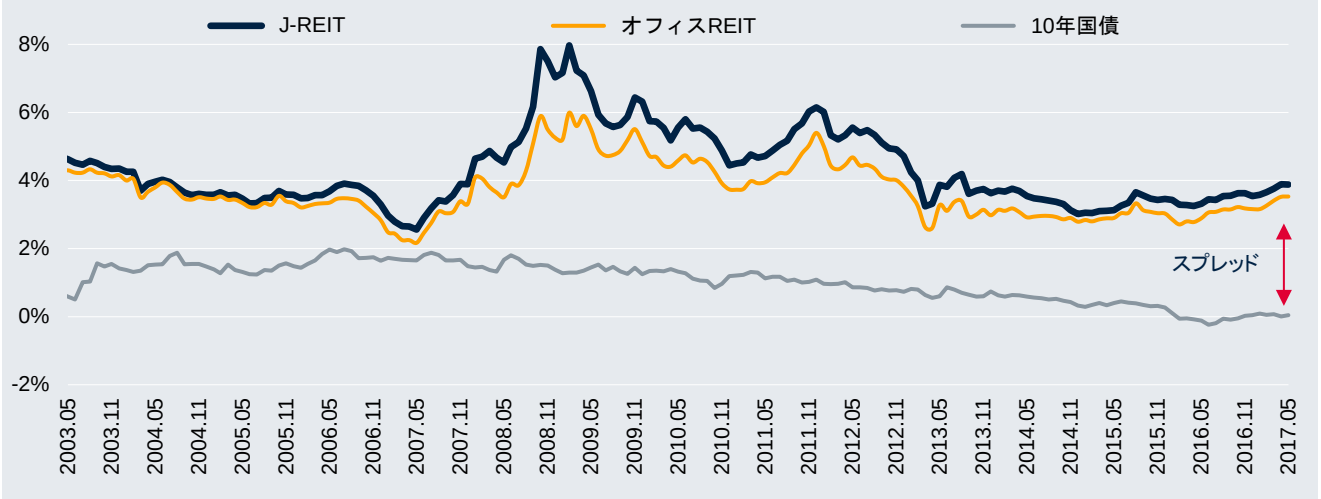


注: 参照インデックスは東証リート･インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT), S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州 REIT), FTSE ST REIT Index (シンガポール REIT)

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

2017 年 5 月の J-REIT 平均分配金利回りは前期とほぼ横ばいの 3.88%（オフィス型 REIT に限れば 3.53%）となり、国債利回りとの差（スプレッド）も前期と同じ 384bps（同 349bps）となった。分配金スプレッドが 160~240 ポイントにとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べ、この点では J-REIT の投資妙味は高いとの見方もある。

図表 13: J-REIT 分配金利回り

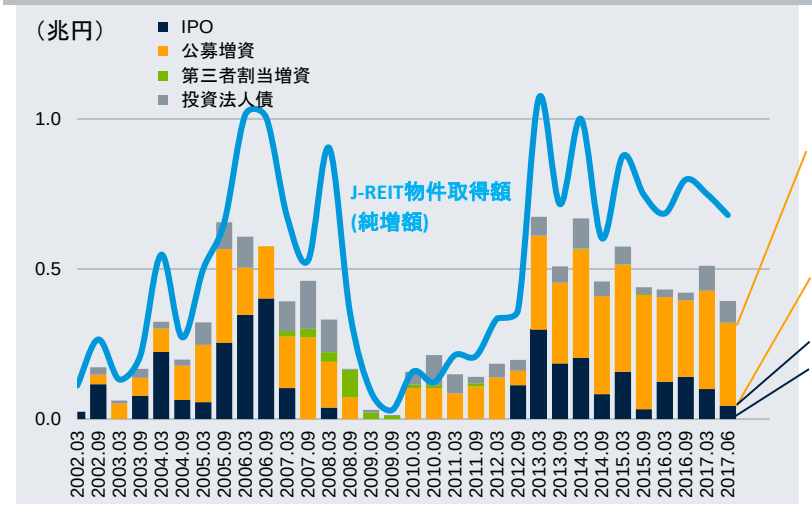


出典: 三井住友トラスト基礎研究所、Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

[4] REIT は債券などに比べて利回りが高く、毎月分配型を主力とする REIT 投資信託は個人投資家向けの人気商品となっていた。一方金融庁は今年に入って『顧客本位の業務運営に関する原則案』を公表し、金融機関にフィデューシャリー・デューティの強化を求めている。このなかで特に運用資産を払い戻してまで分配金を嵩上げする動きもある毎月分配型投信が問題視されており、このため金融機関も同商品の販売を自粛する動きも出ている。

2017 年 4 月以降の J-REIT の新規上場はゼロ件で年初からの累計でも 1 件にとどまっている。J-REIT 市場では 2016 年に新規上場した 7 銘柄のうち 5 銘柄で初値が公募価格割れしているなど、REIT の新規上場のハードルは上がっている。一方 4-6 月期の公募増資はジャパン・ホテル・リートなど計 5 銘柄で行われた。2017 年 1 月以降の J-REIT による IPO・増資額は計 3,206 億円と前期比 25.0%の下落、物件取得額はグロスで約 8,152 億円（売却額を除いたネットでは 6,797 億円）と同 6.0%の下落となり、今後 REIT の外部成長に一服感が出てくる懸念もある。

図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



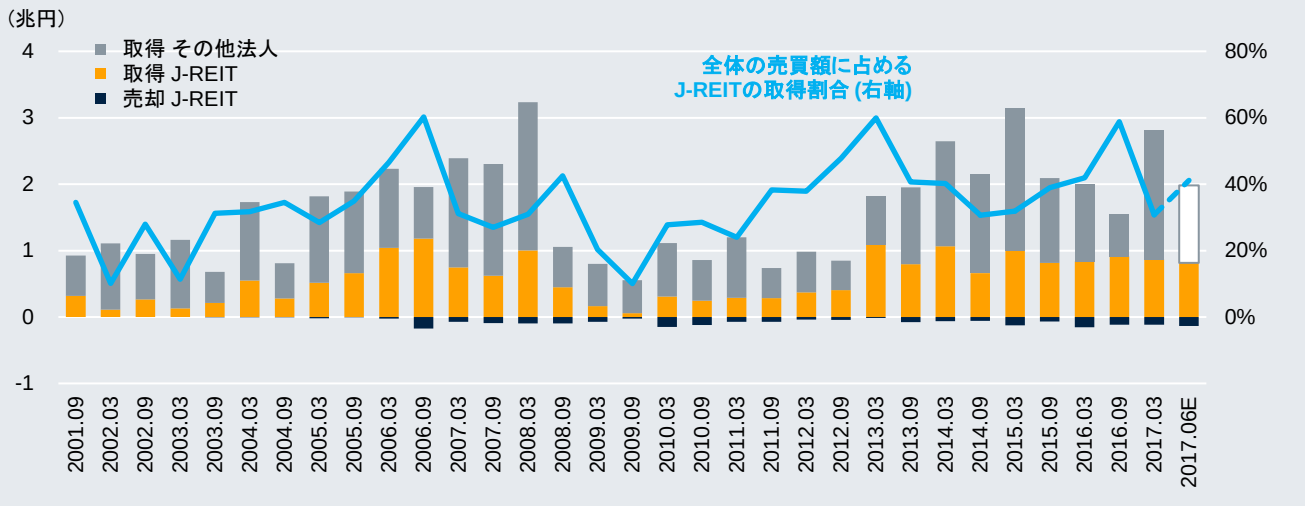
直近の主要増資一覧	時期	増資額
ケネディックス商業リート	2017 年 3 月	203
ジャパン・ホテル・リート	2017 年 6 月	190
星野リゾートリート	2017 年 5 月	100
その他公募増資	1-6 月	2,261
	合計	**2,754**
新規上場の REIT	**時期**	**増資額**
森トラストホテルリート	2017 年 2 月	452
	合計	**452**

上場予定の REIT：伊藤忠商事（物流）、CRE（物流）、三菱地所（物流）

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 1 月-6 月の不動産取引額は速報ベースで約 1.7 兆円、前年同期比約 2 割の増加となった。一方、J-REIT の物件取得はやや減速しており、国内の全物件取得に占める J-REIT の割合は 4 割前後に落ち着くものと推定される。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



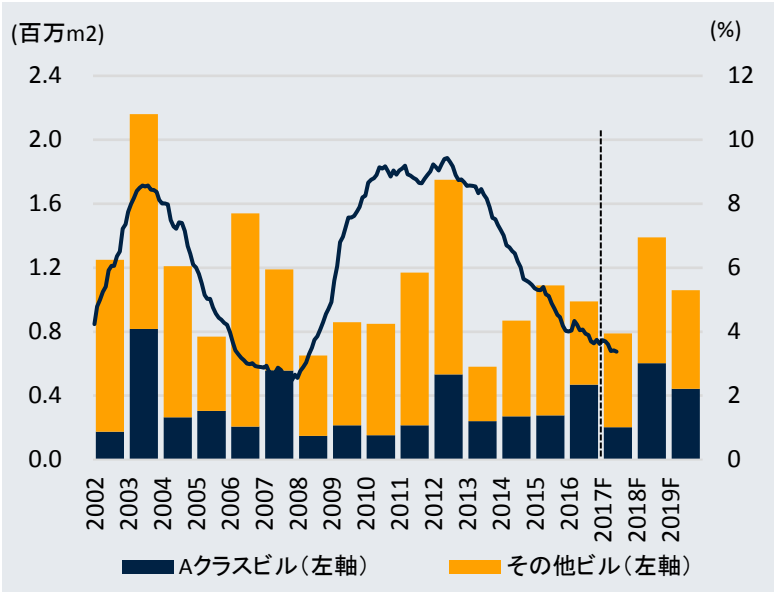
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成
白色：Deutsche Asset Management 推定による暫定値

3　不動産ファンダメンタルズ

3.1　オフィス

2017 年 6 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 0.6 ポイントの低下の 3.3%と 9 年ぶりの低水準となり、オフィスの需給均衡の目安となる空室率 5%を 24 ヶ月連続で下回っている。今年は大型ビルの供給数が限られるため、新規ビルでも竣工を前にほぼ満室になるケースもみられるなど需給は安定しているといえる。ただし来年以降は大型ビルの供給が再び増加するだけにデベロッパーも今後の見通しには慎重な姿勢を崩しておらず、賃貸条件を多少緩めてでも早めにテナントを確保しておきたいデベロッパーの意向もみられる。

図表 16:　都心 5 区の平均空室率と新規供給の推移

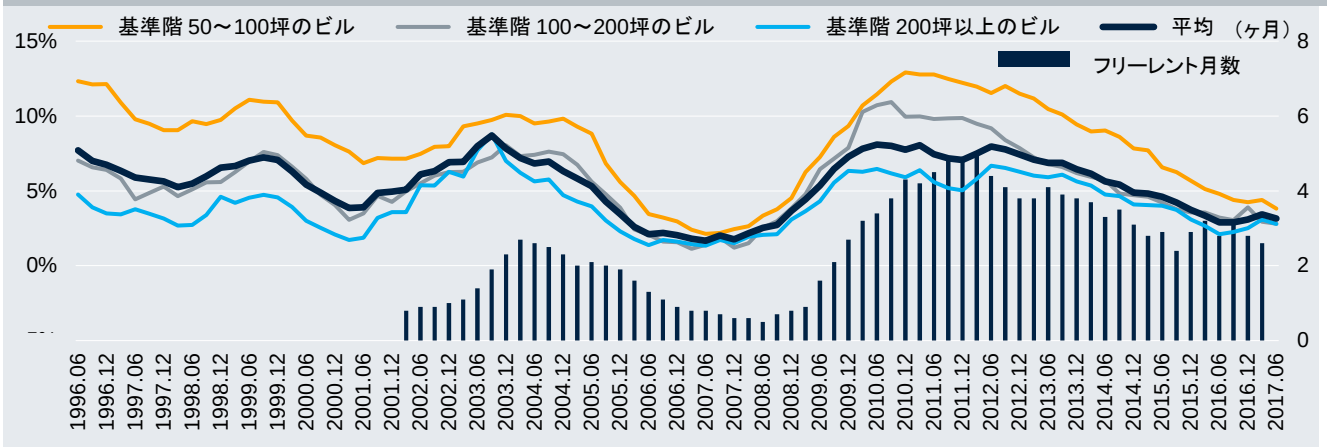


2017 年以降に供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
GINZA SIX	2017/1	13	38,000
大手町ﾊﾟｰｸﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞ	2017/2	29	60,710
日比谷ﾊﾟｰｸﾌﾛﾝﾄ	2017/5	21	57,500
赤坂ｲﾝﾀｰｼﾃｨｰ AIR	2017/8	38	79,200
目黒駅前ﾀﾜｰﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ ｵﾌｨｽ棟	2017/12	27	47,223
新日比谷ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2018/1	35	115,500
西品川一丁目再開発事業	2018/8	24	130,656
渋谷ｽﾄﾘｰﾑ	2018/7	35	46,200
日本橋二丁目 A 街区	2018/7	29	51,900
〃　C 街区	2018/12	32	143,372
ﾆｯｾｲ浜松町ｸﾚｱﾀﾜｰ	2018/8	29	51,900
丸の内 3-2 計画	2018/10	30	89,100
TGMM 芝浦計画 A 棟	2018	31	101,400
渋谷道玄坂街区	2018	18	58,900
日本橋室町三丁目ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ A 街区	2019/3	26	168,000
渋谷南平台ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2019/3	21	46,954
西武鉄道池袋旧本社ﾋﾞﾙ	2019/3	20	49,661
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
虎ノ門ヒルズ ﾋﾞｼﾞﾈｽﾀﾜｰ	2019	36	94,000
ｵｰｸﾗｵﾌｨｽﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2019	41	41,400

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 6 月の東京都心 3 区 [5]のオフィス空室率は、前年同期比でほぼ横ばいの 3.2%となった。基準階面積別で見ると 50-100 坪、100-200 坪クラスのビルではそれぞれ前年同期比で 1.0%、0.4%下落し 3.8%、2.8%となったのに対し、200 坪以上の大規模ビルの空室率は前年同期比で 0.7 ポイント上昇の 2.8%となった。2017 年 3 月のフリーレント期間は前期比で 0.2 ポイント減の平均 2.6 ヶ月と、2 期連続の下落となった。

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

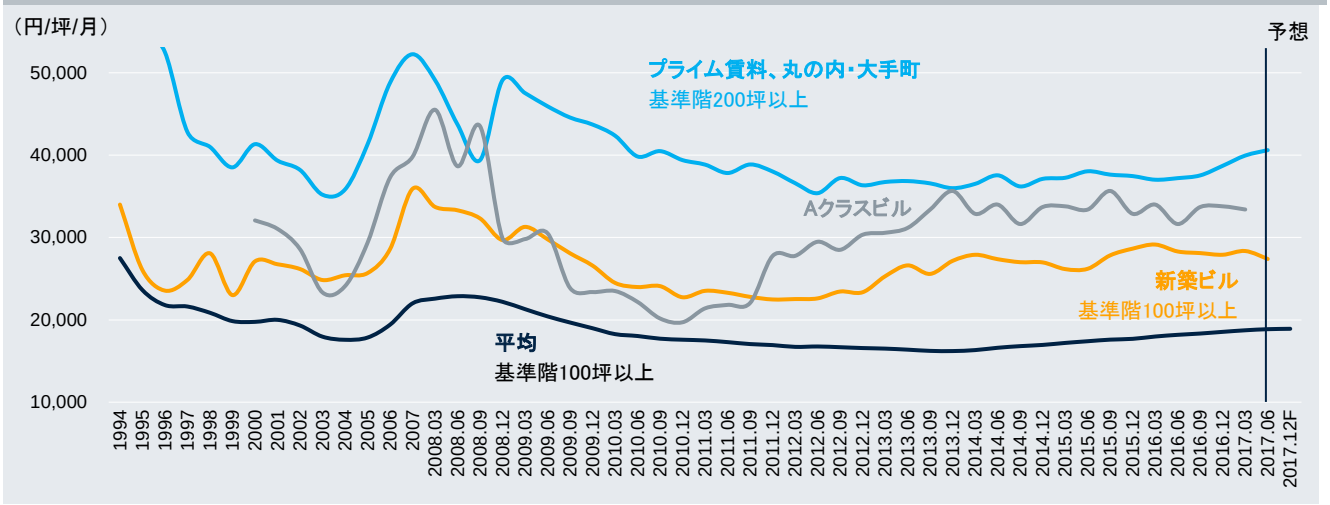


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

[5] 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心のオフィス空室率が 9 年ぶりの低水準まで下落した一方、業績改善に伴う事務所移転や増床需要は根強いことから、6 月の都心 5 区の平均オフィスの賃料は前年同月比 3.8%増と 13 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は前年同月比で 9.1%増と（青線）と大きく上昇した一方、新築ビルでは前年同月比で 3.2%減（黄線）と 3 四半期連続で下落するなど、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の意向がみられる。A クラスビル（灰線）の賃料もここしばらくは一進一退の状態が続くなど、坪 3 万円前後の物件で賃料の増加率が鈍くなっている。

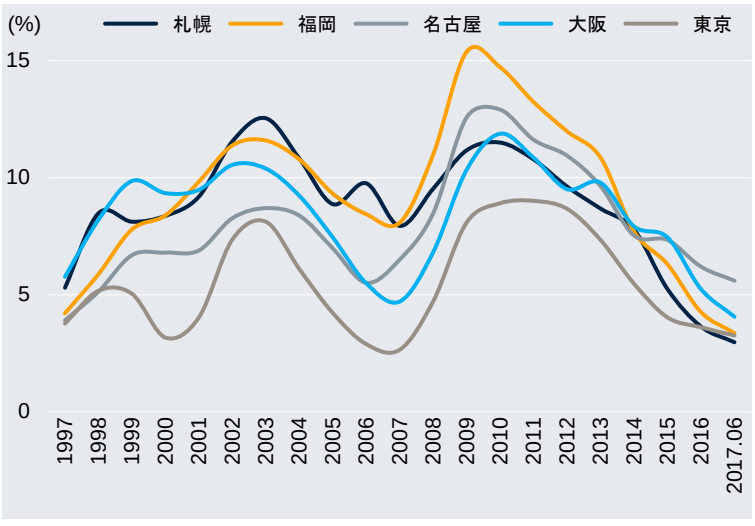
図表 18: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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改善傾向にある。2017 年 5 月の空室率は札幌が 3.0%、福岡が 3.4%、大阪が 4.1%、名古屋が 5.6%と、いずれも過去 20 年で最低かそれに近い水準にある。2017 年に複数の大型ビルの供給がある名古屋と横浜を除けば、その他主要都市では目立った新規供給が計画されておらず、オフィスの需給はしばらくタイトな状態が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



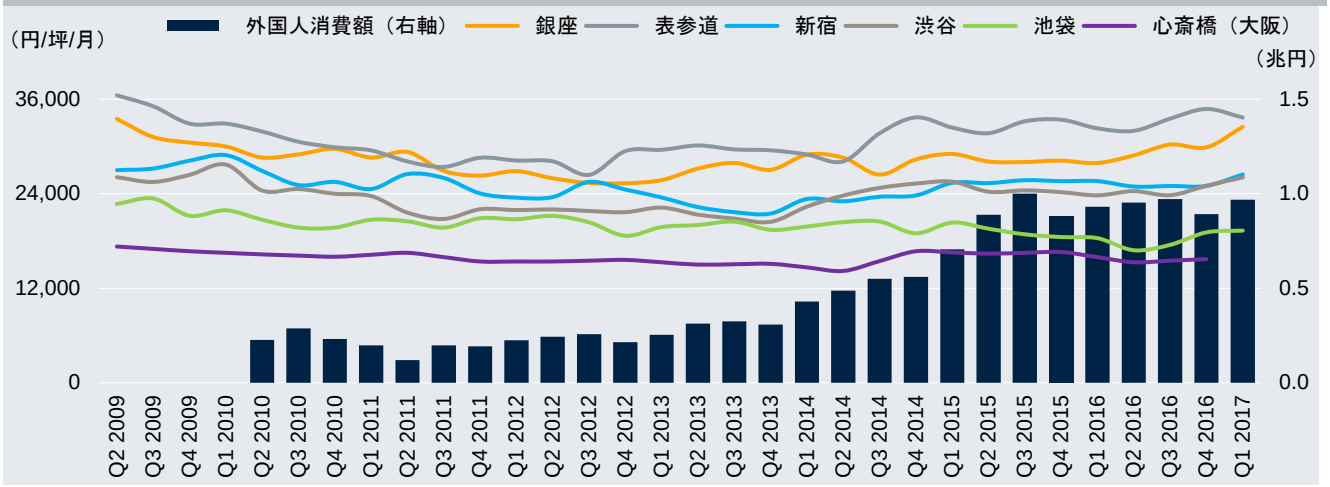
2017 年以降に供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
大名古屋ビルヂング	2015/10	34	65,000
JP タワー名古屋	2015/11	40	80,000
JRJP 博多ビル（福岡）	2016/4	12	44,000
シンフォニー豊田ビル（名古屋）	2016/6	25	15,444
横浜野村ビル（横浜）	2017/2	17	81,556
中之島フェスティバルタワー・ウエスト（大阪）	2017/3	41	67,750
JR ゲートタワー(名古屋)	2017/4	46	45,030
グローバルゲート・ウェスト（名古屋）	2017/4	36	計 40,692
グローバルゲート・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	
錦二丁目計画（名古屋）	2018	21	45,586
新南海会館ビル（大阪）	2018	29	34,650
さっぽろ創世スクエア（札幌）	2018	28	35,112
天神ビジネスセンター（福岡）	2020	16	60,250
MM21-54 街区（横浜）	2020	18	101,056
梅田 1 丁目 1 番地計画（大阪）	2022	42	143,000
梅田 3 丁目計画（大阪）	2022	40	135,500

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。

3.2 商業施設

2017 年第 1 四半期までの 12 ヶ月間の外国人消費額は前年同期比で 4.0%増加し過去最高の 3.8 兆円となった。訪日客の一人当たりの消費額は「爆買い」がピーク時だった 2015 年と比べ 2 割程度減ったが、観光客数の増加がこれを埋め合わせ、観光消費額全体は幾分の増加基調にある。2017 年第 1 四半期の都心商業施設の賃料は、前年同期比で銀座が 16%、渋谷が 10%と大きく上昇したほか、表参道、渋谷でも緩やかな上昇となった。池袋では、全フロア平均は同 5.2%と緩やかな上昇となったものの、賃料が高い 1 階の平均賃料は 29%減と 8 四半期連続での下落となり、階によって対照的な動きが見られる。

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

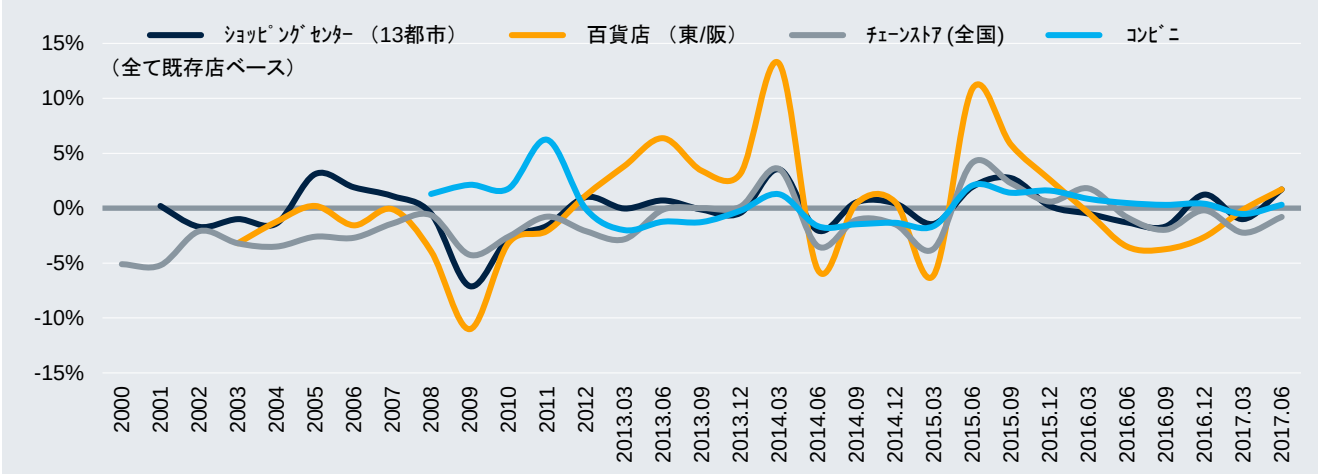


注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均（図表 17 のベンチマーク）

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

2017 年第 2 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 1.7%増と 6 四半期ぶりにプラスに転じた。訪日消費額の回復が後押しになり化粧品や高額商材が売上増をけん引した。同時期にショッピングセンターやコンビニの売上高もそれぞれ前年同期比 1.7%、0.3%の増加となったが、食品や衣料品の販売が不振だったことからチェーンストアの売上は同 0.8%減と 5 期連続の下落となった。

図表 21: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

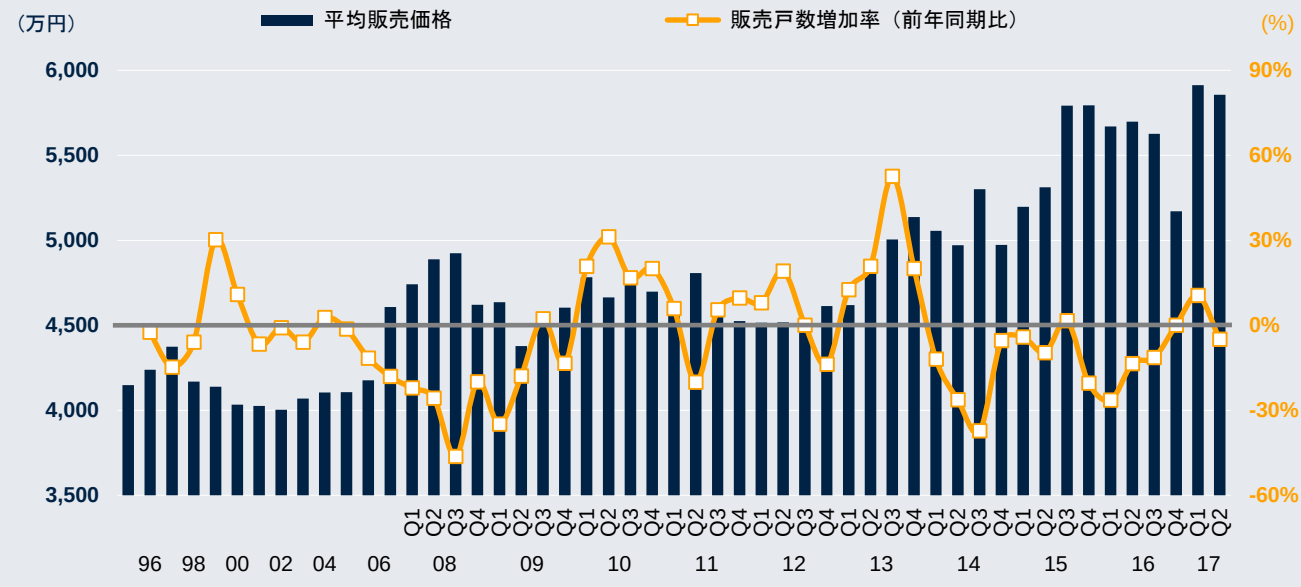


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.3 住 宅

2017 年第 2 四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前年同期比で 2.8%上昇し 5,857 万円となり、過去 20 年間でみれば最高値に近い水準で推移した。新築マンションの価格は昨年末に一服感が見られたが、都心部では 1 億円を越えるような高額物件が好調なほか湾岸部のタワーマンションも人気で平均価格を吊り上げている。一方、価格の高騰を受け郊外ではマンション販売の減少が続いており、同期の供給戸数は首都圏全体で 7,628 戸と、過去 5 年平均より 3 割程少ない水準となった。

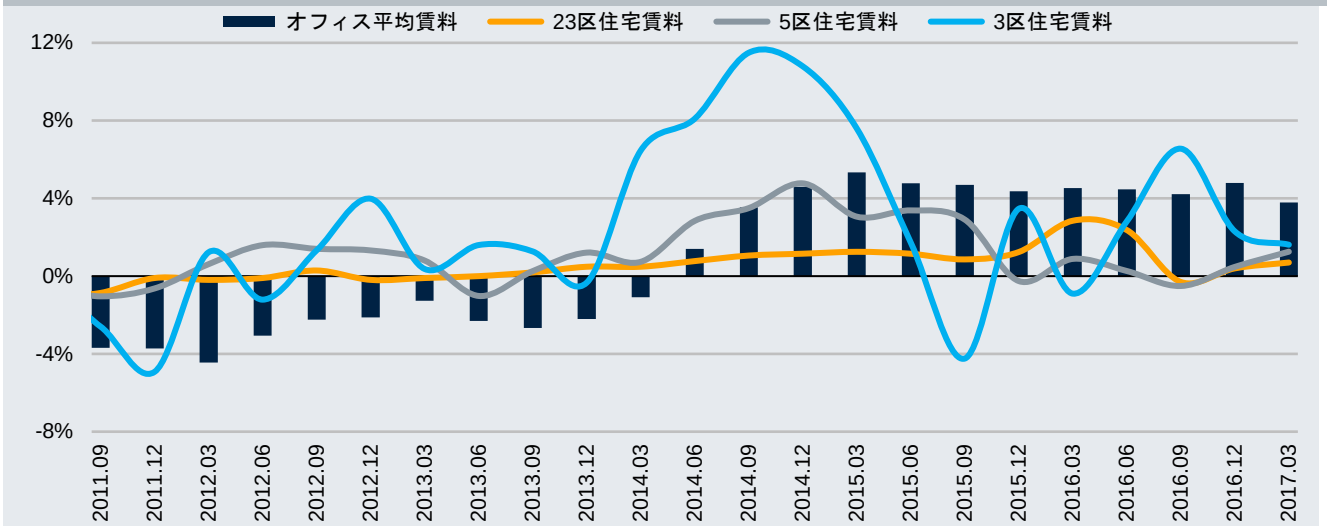
図表 22: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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

2017 年第 2 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 3.8 %増と 4 期連続の増加となり、より広範な 23 区でも 1.0%の増加となった。2016 年は賃貸住宅賃料で都心 3 区の上昇が目立ったのに対し、2017 年に入ってからは賃料の上昇傾向が都区部全体に波及しているものとみられる。

図表 24: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

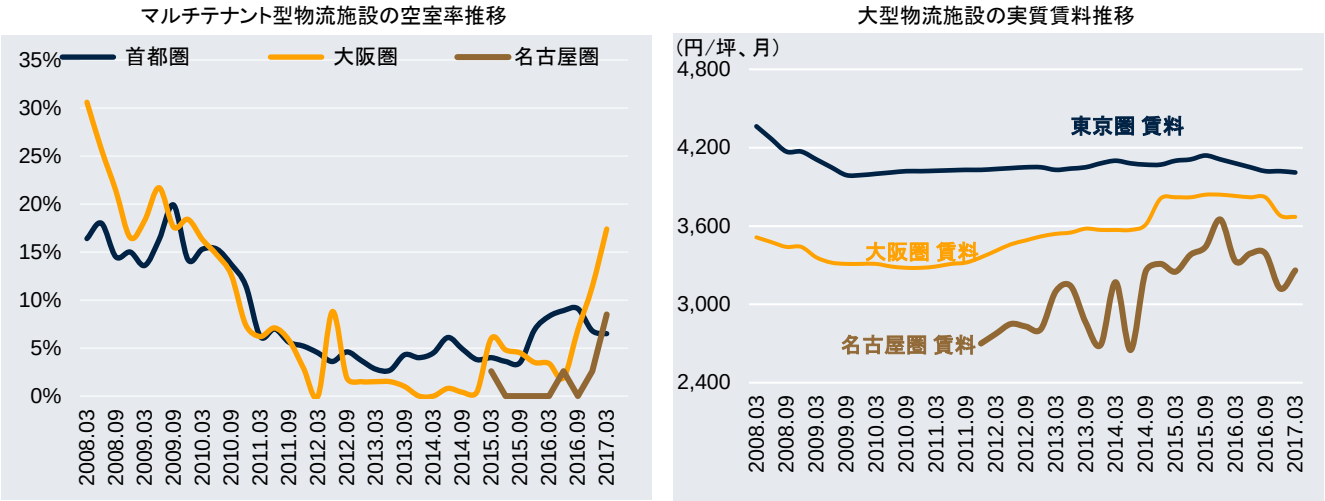


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.4 物流施設

2017 年第 1 四半期の東京圏の物流施設の空室率は、前期比 0.3 ポイント改善し 6.5%となった。2016 年まで 2 年連続で過去最大規模の新規供給となったが、都心部に近いエリアでは需給は安定している。一方、2 年連続で過去最大規模の新規供給が見込まれる大阪圏では、同 6.0 ポイント悪化し 17.4%と、ここ 5 年で最も高い水準となった。契約更新をむかえるテナントの奪い合いが激しくなっており、空室が埋まらないまま竣工する物件も見られる。同様に 2017 年に過去最大の新規供給が行われる名古屋圏でも空室率は 8.5%と、同 6 ポイントの上昇となった。物流施設の賃料はいずれの地域でもやや軟調に推移し、前年同期比で東京圏 1.7%、大阪圏 4.2%、名古屋圏 2.1%の下落となった。

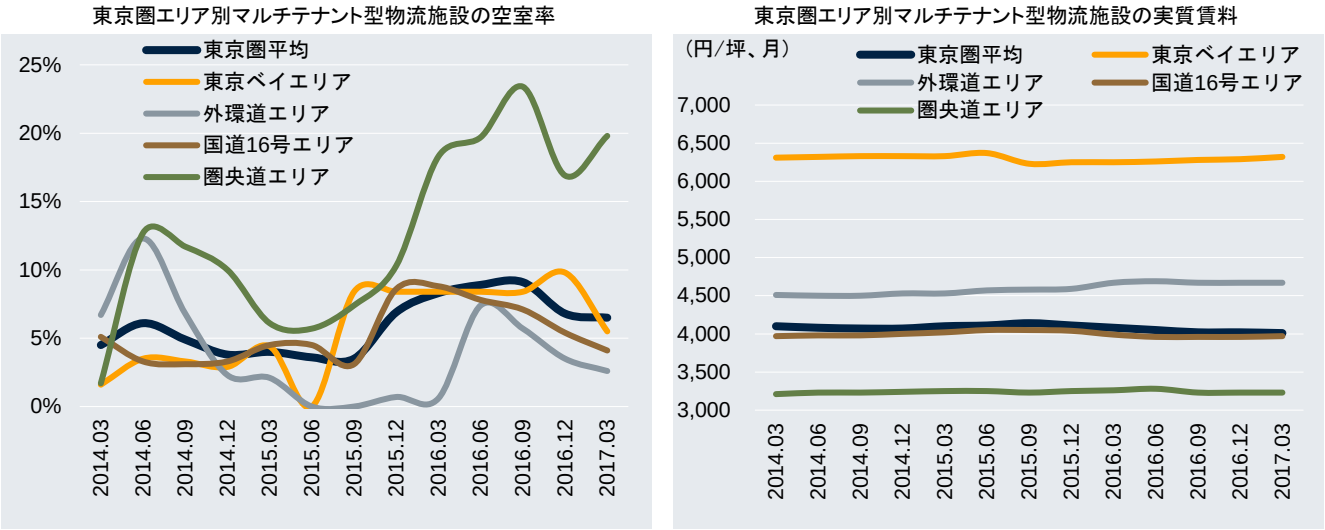
図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



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

2017 年第 1 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、東京ベイエリア、外環道エリア、国道 16 号エリアはいずれも空室率が 6%を下回り前期比で改善したが、大型施設の供給が続いた圏央道エリアの空室率は 19.8%と上昇し、他エリアとの差が広がった。圏央道は年々利便性が向上している[6]が、足元で供給が増えたため空室を消化できてない。賃料は東京ベイと外環道で強含み、それ以外の地域では小幅ながらも弱含んでいる。

図表 26: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

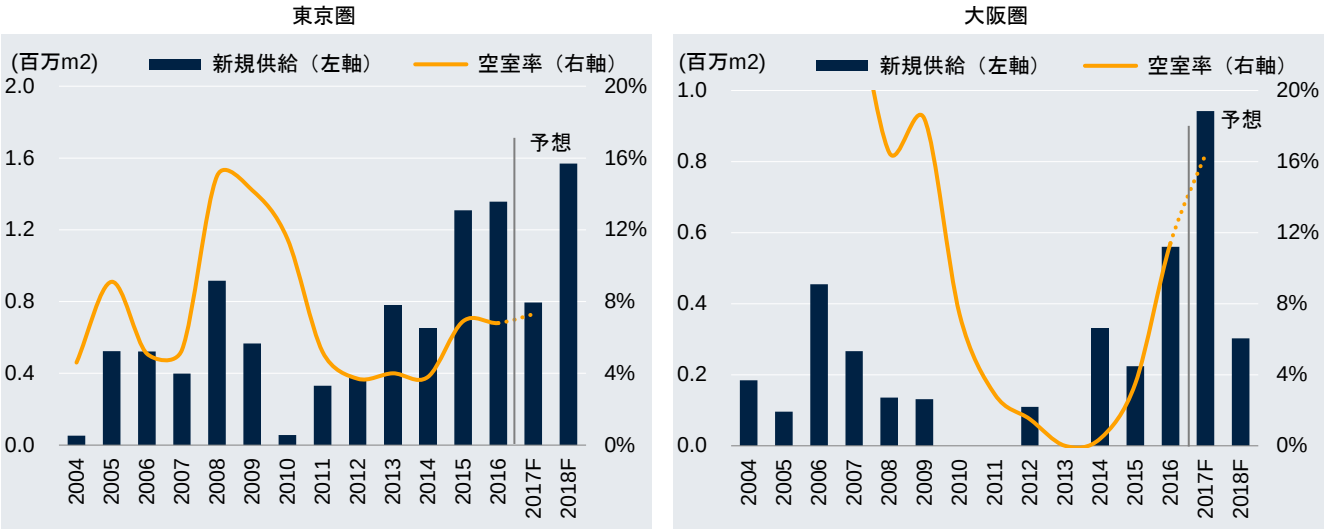


出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

[6] 圏央道は今年茨城県内の区間が開通し、東名高速、中央道、関越道、東北道、常磐道、東関東の放射高速道 6 線と接続して利便性が向上した。千葉県と神奈川県の一部の区間は未開通で、全線開通には少なくともあと数年はかかるものと見られる。

東京圏の賃貸物流施設の新規供給は 2017 年に一服するものの、2018 年には過去最大の 157 万㎡の新規供給が予定されている。大阪圏では 2017 年に過去最大の 94 万㎡の供給が予定されている。2017 年は東京圏では需給が均衡する一方、大阪圏では供給が需要を上回ると予想され、供給が集中する湾岸部を中心に空室率がさらに上昇する懸念がある。

図表 26：賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

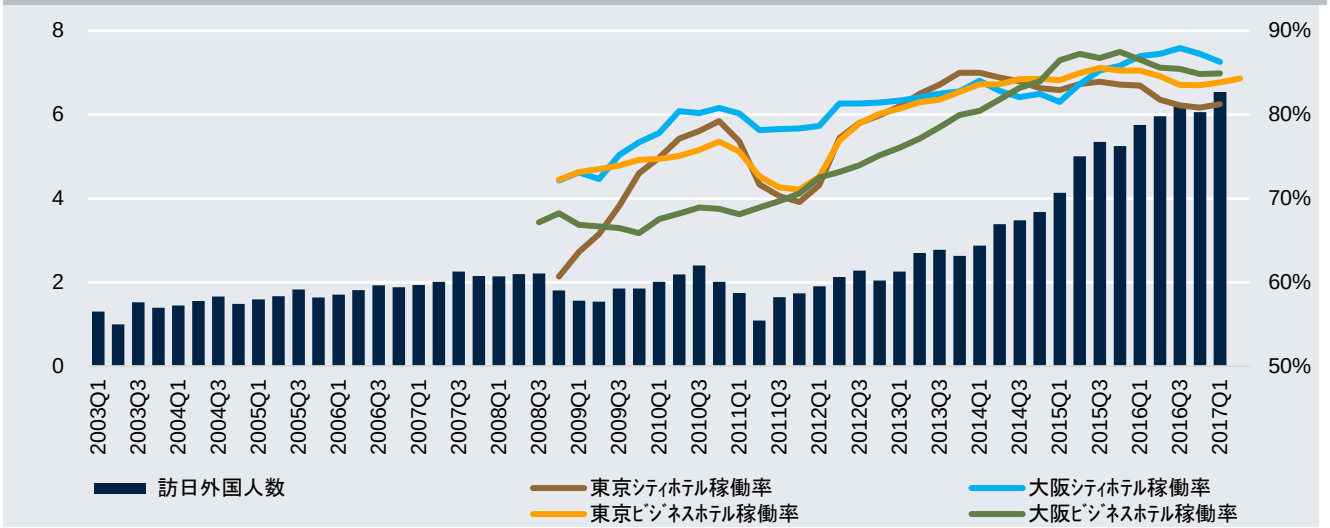


出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.5 ホテル

2017 年第 1 四半期の訪日外国人数は 654 万人と、前年同期比で 13.6%増加し四半期ベースで過去最高となった。同時期の東京と大阪のホテル稼働率は、一時期の過熱感はないものの業況判断の目安である 80%は上回っており、堅調な水準で推移したといえる。2 都市の内訳をみれば大阪シティホテルの平均稼働率が 86.3%と最も高く、大阪のビジネスホテルが同 84.0%、東京のシティホテル 82.9%、東京のビジネスホテル 81.5%と続いた。

図表 24：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©2017 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。

(07/21/2017). I-051688-1.3, CD#201070

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