

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

- 国内経済の持ち直しが進むなか、日銀は足元のインフレは一時的であるとみて、金融緩和を維持する姿勢を変えていない。
- 海外とは対照的に国内の融資環境はまず良好な水準を保っている。取引市場では単体のビルとしては過去最大の取引が行われるなど活発ではあるが、外資やJ-REITによる投資は減速感も出ている。
- 株式市場の落ち込みに連動する形で東証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4割低い水準まで落ち込んだとの観測もある。
- 東京のオフィス空室率は13か月間6%台で推移した一方、新築ビルの空室率は一時的に40%まで上昇した。
- 賃貸市場では物流セクターが引き続き好調だったが、大量供給の影響で空室率が上昇傾向にある。
- 分譲マンションの価格は過去最高値水準で推移し、賃貸住宅ではファミリータイプへの需要シフトが進んだ。

1 / 経済・金融

新型コロナウイルスの感染第7派がピークアウトした後、社会活動は2022年秋口からおおむね正常化しており、つれて国内経済も持ち直し過程にある。2022年第3四半期の実質経済成長率は前年同期比2.4%の見込みと堅調で、2022年通年でも1.7%の緩やかな回復になるものと予想されている。先送りしてきた設備投資を再開する会社が増える一方、サプライチェーンの混乱も落ち着いてきており自動車や半導体製造機器などの輸出産業が回復をけん引した。なお、2022年10月より海外からの入国者数制限も撤廃されており、今後インバウンド需要が消費の回復を後押しするとの期待が高まっている。ただし、欧米の急激な利上げとともに外需が減速しつつあり、資源高や急激な円安とともに国内経済の下振れリスクが強まっている。

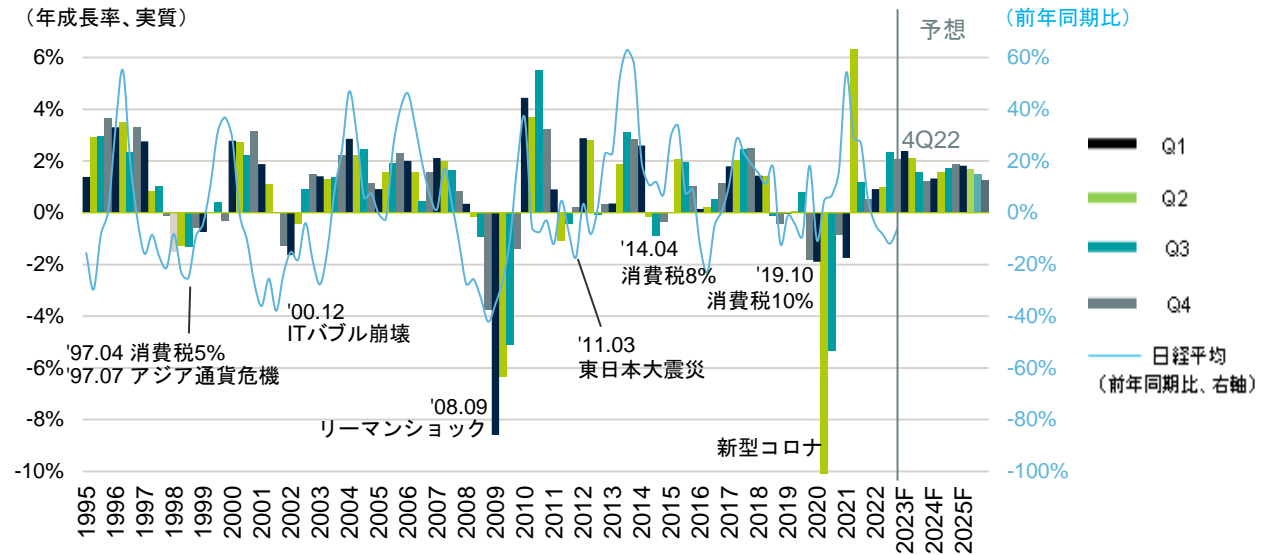
The brand DWS represents DWS Group GmbH & Co. KGaA and any of its subsidiaries, such as DWS Distributors, Inc., which offers investment products, or DWS Investment Management Americas, Inc. and RREEF America L.L.C., which offer advisory services. There may be references in this document which do not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

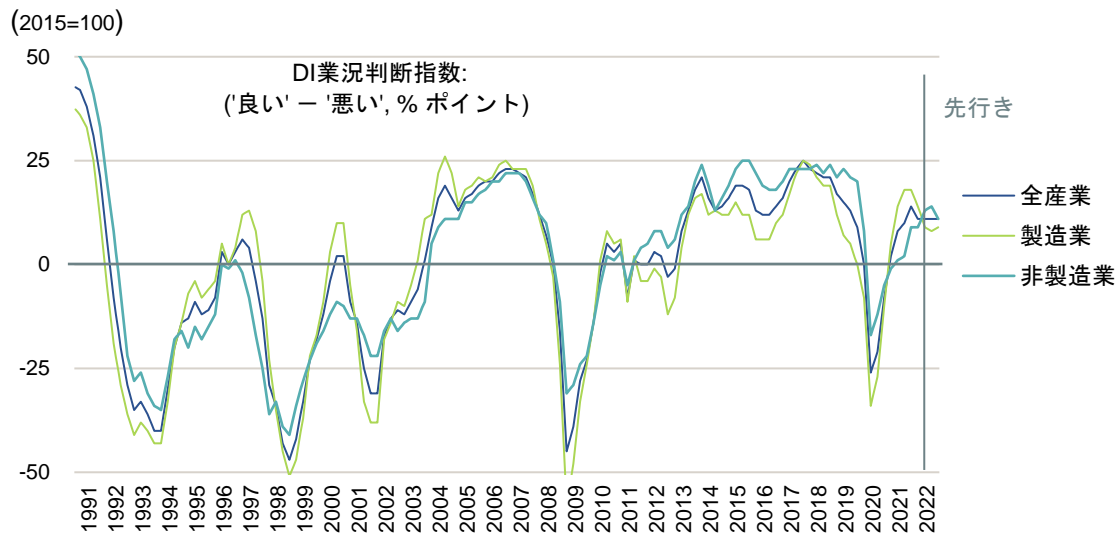
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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

2022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11ポイントと、3四半期連続の横ばいとなった。業種別でみると、資材調達コストの高騰や海外需要の縮小に直面している素材産業などの景況感が悪化したのに対し、人出の増加で業績が上向いた宿泊、飲食、航空・鉄道を中心に非製造業の景況感は改善した。先行きについては、サービス業を中心に個人消費の持ち直しを期待する声もあるが、外需を中心に不透明感が高まっている。

図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観

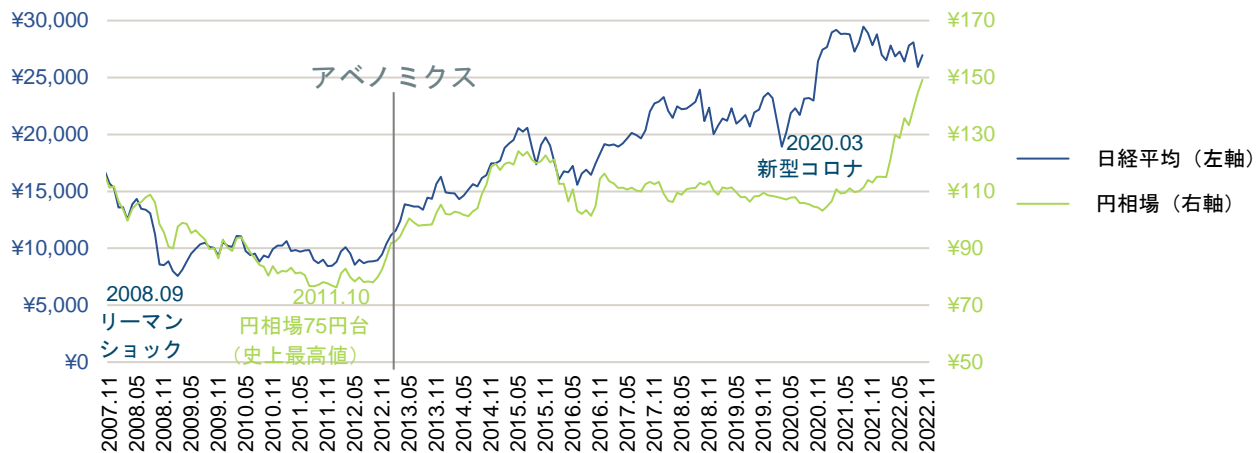


出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

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.

米国の急速な利上げで日米で長期金利の差が拡大していることをうけ、ドル円相場は2021年12月の115円台から2022年10月後半には約32年ぶりに150円台を付けるなど急速に円安が進んだ。これに対し、日経平均株価は2021年12月の28,000円台後半の水準から2022年10月下旬には27,000円台半ばまで約5%の下落となったが、同時期に約15-20%下落した海外の主要市場に比べると金利が安定している分、今のところ影響は軽微といえる。

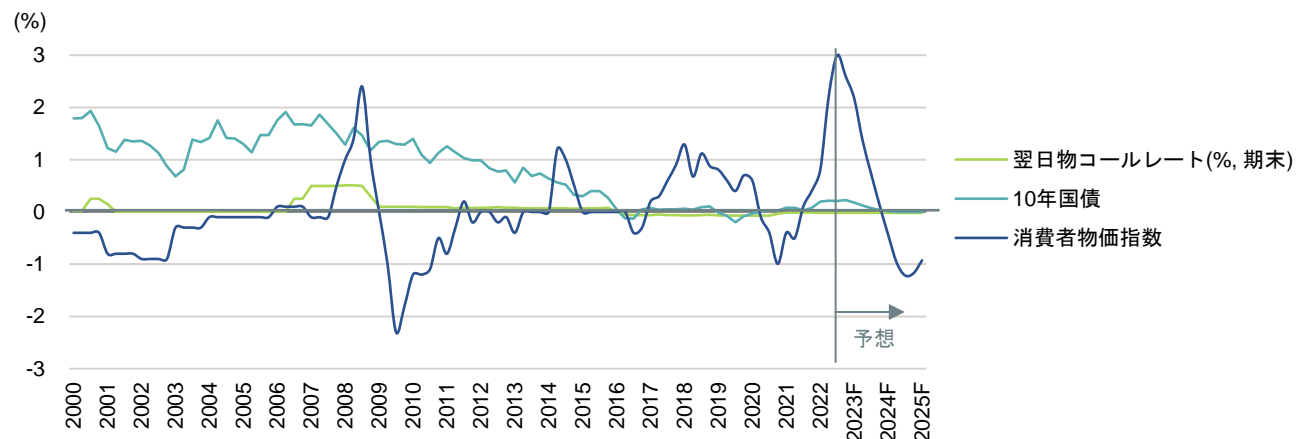
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: DWS 作成

欧米に比べまだ緩やかな水準とはいえ、国内でも急激な円安や資源高を背景にコストプッシュ型のインフレ傾向が強くなってきている。2022年9月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は3.0%と、エネルギー価格の高騰と耐久消費財の値上げもあり、1年前の0.1%から大幅な上昇となった。ただし、日銀は需要の回復がまだ十分でない中での一時的な物価上昇という見方を示しており、現時点では金融緩和を維持する姿勢を変えていない。10年物国債利回りは2021年12月の0.07%から2022年10月には0.25%まで一旦上昇し、日銀の長期金利誘導目標である0.25%近辺で高止まりする状況が続いている。

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

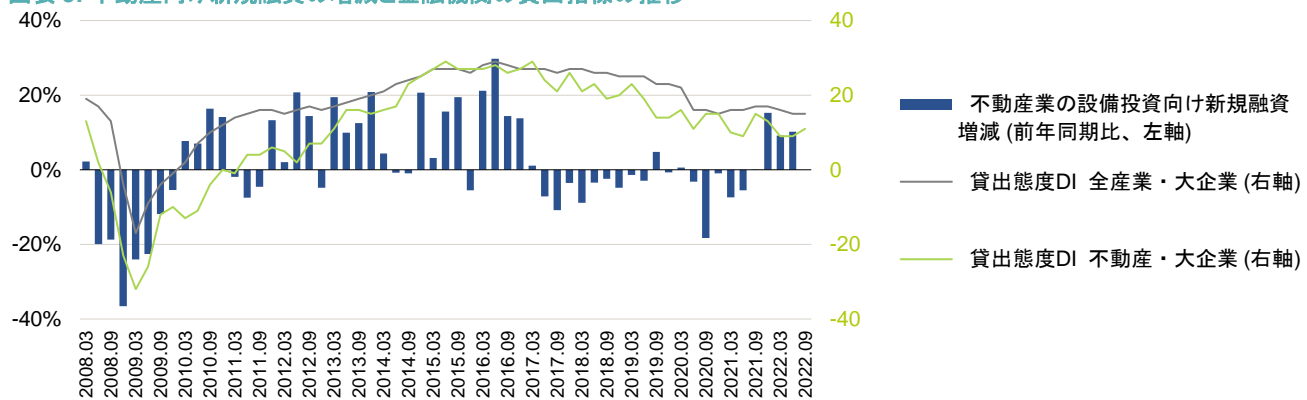
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, 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

2022 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、2022 年 3 月から 2 ポイント改善の 11 ポイントと比較的良好で、不動産の融資環境が大きく悪化している海外市場とは対照的な動きとなった。ただし、世界的な金利上昇や政情不安への懸念から、金融機関では過度な貸出競争を避け比較的高いスプレッドを求める傾向も出ているとの観測もある。2022 年 6 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 10.2%の増加となり、3 四半期連続での二桁の成長となった。

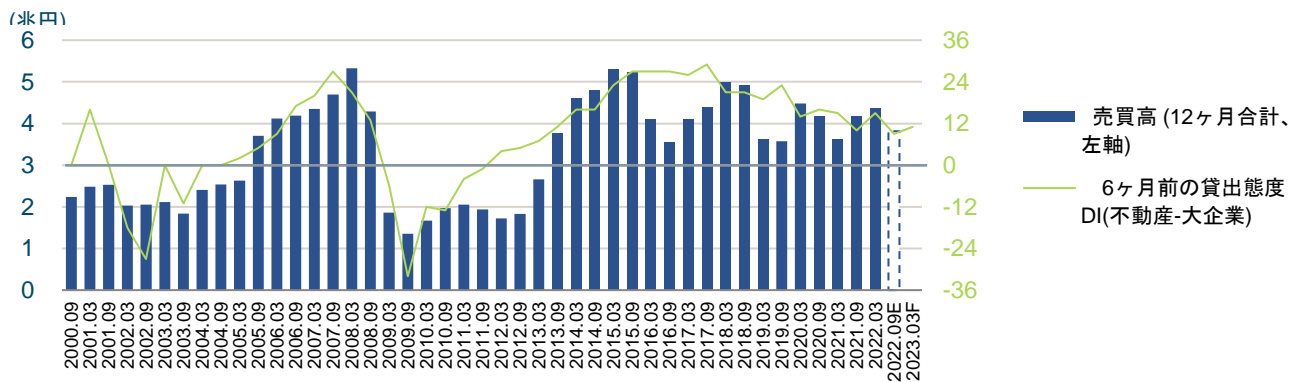
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2022 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 3.8 兆円と、6 か月前から約 12.7%の減少となった。日銀の大規模金融緩和が続き海外に比べ国内の融資環境は良好な水準を保っているものの、海外投資家の中には世界的な金融引き締めや株式相場下落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。地域別にみると、イールドが低い東京や大阪の都心から、より利回りがとれる地方都市や郊外部へ拡大する傾向が続いており、同時期の全取引量に占める東京の割合は約 52%と、1 年前の 65%より減少した。

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:DWS 推定値、F:DWS 予想値

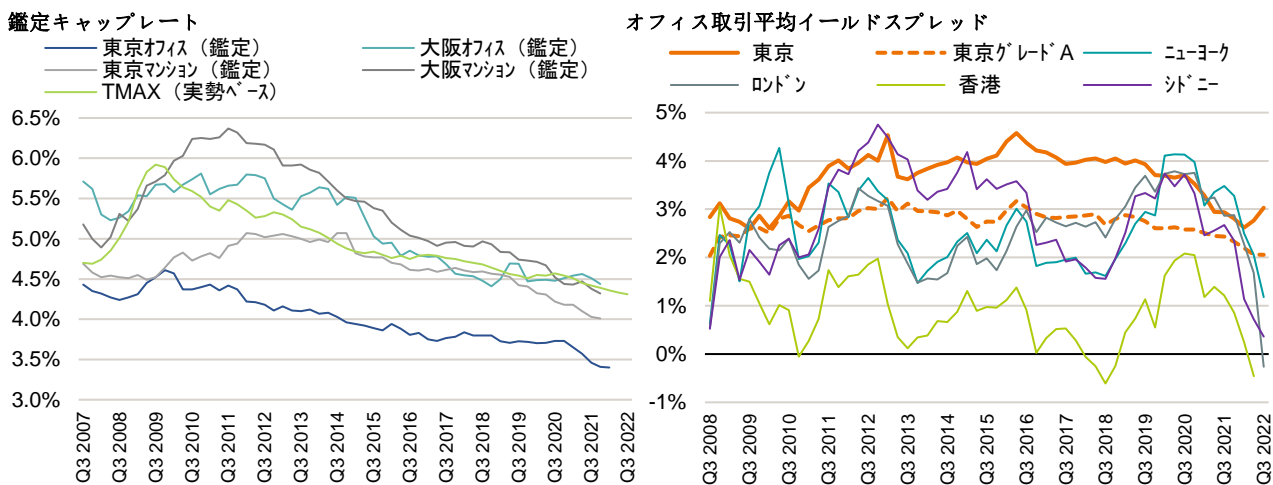
出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

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、2022年9月期の実勢価格を織り込んだTMAXキャップレートと2022年3月期の東京オフィスの鑑定キャップレート(速報値)は、コロナ禍以前の2019年12月時点より約20-30bps下落した。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1年前から230-310bpsの大幅の下落となったのに対し、東京は300bpsとスプレッドの高さが際立っている。

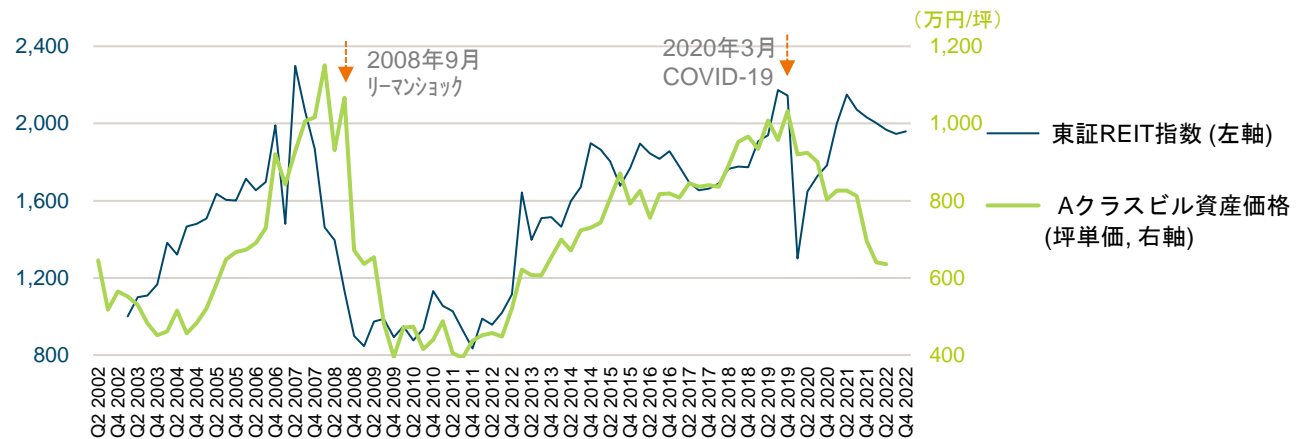
図表7:鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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、TMAX、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

株式市場の落ち込みに連動する形で、東証REIT指数は2021年9月の2,000ポイント台半ばから2022年10月末には1,900ポイント台半ばまでやや値を落とした。一方、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2022年6月の床単価は前年同期比23.1%下落の635万円/坪となり、オフィス賃貸需要の低迷を反映する形で2019年末に比べ床単価は累計で約4割低い水準まで落ち込んだ。

図表8: REIT指数と実物不動産価格(床単価)の推移



図表8: REIT指数と実物不動産価格(床単価)の推移

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

2022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、最大の取引はヒューリックやトーセイセットアドバイザーズなどのコンソーシアムによる大手町プレイスイースタワーの取得(約4,000億円)で、これにM&G インベストメンツによるみなとみらいセンタービルの取得(1,000億円超)やGLP 投資法人によるGLP 常総など6物件のポートフォリオの取得(629億円)が続いた。大和地所レジデンス虎ノ門ビルの取引は平米当たり323万円(1,067万円/坪)と判明した取引では単価が最も高額な取引となり、リッツ・カールトン京都の49%の取引は取引キャップレートが1.6%と最も低かった。

今期は単体のビルとしては過去最大の不動産取引となった大手町プレイスイースタワーの取引を含め500億円以上の大型取引が5件行われたほか、インバウンド需要の回復を見込んだ高級ホテルの取引も活発だった一方、外資系やJ-REITの投資活動には減速感もみられた。

図表 9: 2022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/m ²)	キャップ レート	所在	取引 年月	取得主
	大手町プレイスイースタワー	約4,000	約2.63	-	千代田	22年10月	ヒューリック、トーセイセットアドバイザーズ
	みなとみらいセンタービル	1,000超	約1.57	-	横浜	22年9月	M&G インベストメンツ(英)
	有明セントラルタワー	約400	約0.57	-	江東	22年1月	匿名投資家
	晴海センタービル	243	1.17	3.7%	中央	22年5月	LaSalle(米)
オフィス	大和地所レジデンス虎ノ門ビル	176	3.23	-	港	22年8月	NHN Corp(韓)
	赤坂ガーデンシティの14%	170	2.58	3.0%	港	22年8月	積水ハウスリート投資法人
	新横浜東芝ビル	167	0.58	-	横浜	22年9月	レーザーテック株式会社
	仙台MTビルの91%	158	0.41	5.1%	宮城	22年7月	森トラスト
	豊洲ペイサイトクレストタワーの5%	147	-	3.5%	江東	22年10月	日本ビルファンド投資法人
	リーフみなとみらい	540	1.18	-	横浜	22年6月	Lendlease(豪), PGGM(蘭)
商業	新橋駅前MTRビル	218	2.79	3.8%	港	22年7月	森トラスト総合リート投資法人
	イース春日井など2物件	156	0.28	4.6%	愛知	22年10月	ケネディクス商業リート投資法人
	GLP 常総など6物件	629	0.30	3.8-5.9%	茨城など	22年10月	GLP 投資法人
物流	ロジスタ・ロジクロス彩都A棟の45%など8物件	454	0.30	4.1-5.3%	大阪など	22年7月	三菱地所物流リート投資法人
	ジャパン大倉庫	161	0.47	-	品川	22年4月	第一生命、プロシス(米)
	GRAMシー京橋など32物件	約600	-	-	中央など	22年6月	Gaw Capital(香港)
	グランササ曳舟など7物件	160	26/戸	3.9-4.4%	墨田など	22年9月	大和証券リビング投資法人
住宅	S-Residence 京都武田Dormitoryなど19物件	151	13/戸	4.1-5.3%	京都など	22年7月	サムティ・レジデンシャル投資法人
	プロシート山下公園サ・タワー	150	44/戸	3.9-5.3%	横浜など	22年10月	スターツプロシート投資法人

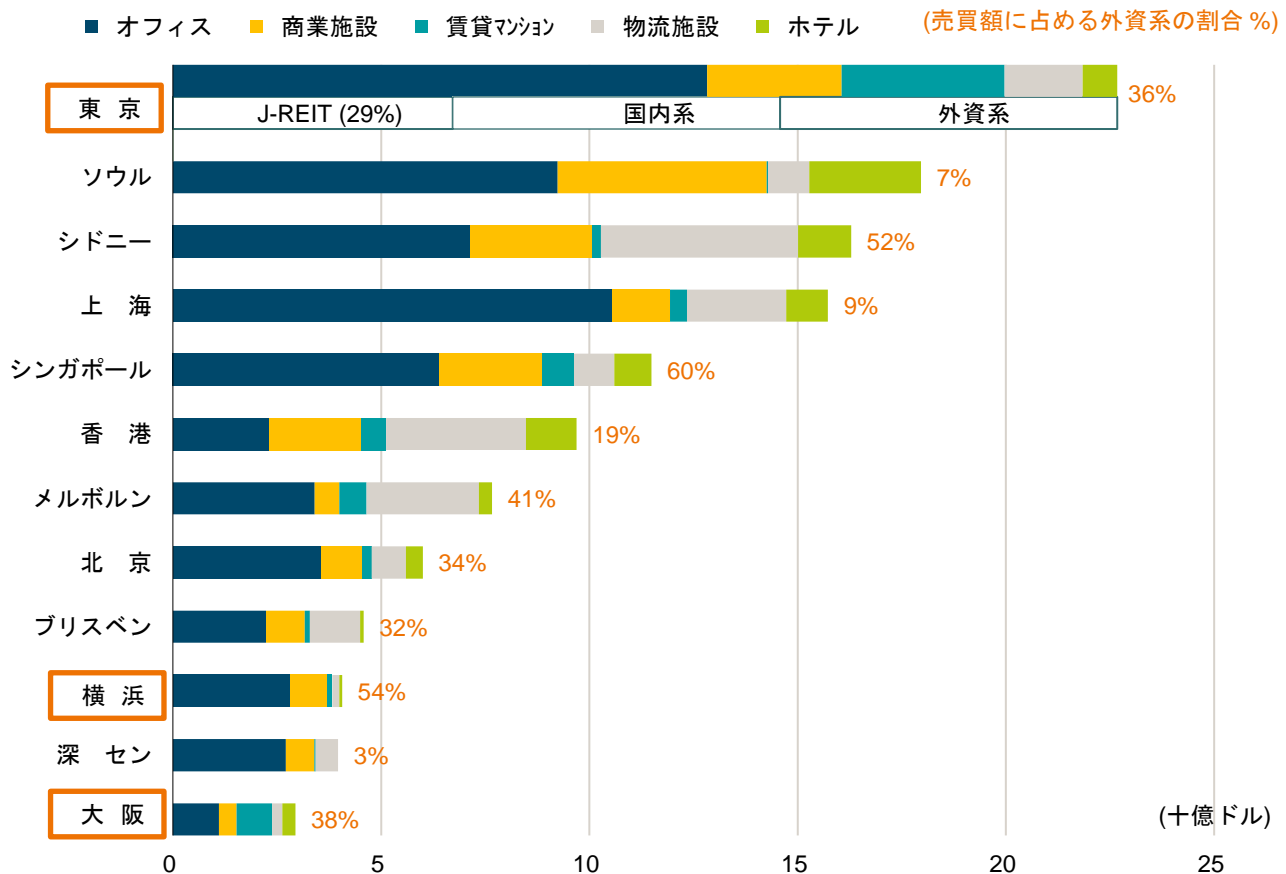
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, 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.

ホテル/ ヘルスケア	ルネッサンス・リゾート・オキナワなど 2 物件	約 280	74/室	-	沖縄	22 年 5 月	Gaw Capital (香港)
	リッツ・カールトン京都の 49%	230	172/室	1.6%	京都	22 年 6 月	積水ハウス
複合施設	星のや沖縄の 77%	122	122/室	5.8%	沖縄	22 年 6 月	星野リゾート投資法人
	二子玉川ライズの 9%	202	0.86	4.1%	世田谷	22 年 9 月	東急リアルエステート投資法人
土地	西鉄ホテル博多祇園の底地など 25 物件	267	-	-	福岡など	22 年 10 月	地主プライベートリート投資法人

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

2022 年 9 月末までの過去 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、東京の取引額は 1 年前から約 5% 減少し 227 億ドルとなり、アジア太平洋地域では首位を保った。買い手の顔ぶれでみると、J-REIT と外資系がそれぞれ約 3-4 割を占め存在感を示したが、4-9 月期だけでみると J-REIT の取引は減速している(図表 15 参照)。横浜と大阪の取引額はそれぞれ 41 億円と 30 億円となり、横浜是北京やブリスベンに次ぐ 10 位、大阪は 12 位となった。

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 (2022 年 9 月末までの 12 ヶ月間)



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 DWS 作成

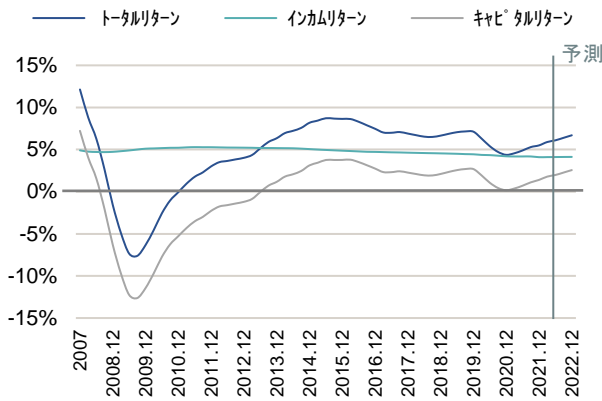
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, 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.

2.4 不動産投資リターン&J-REIT

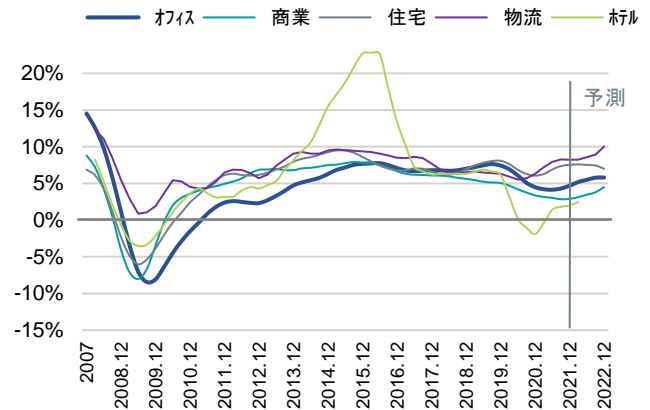
2022年6月の実物不動産インデックスによるトータルリターンは速報ベースで6.1%と1年前の4.7%から緩やかに上昇した。セクター別で見ると、物流施設と賃貸住宅セクターのトータルリターンが7-8%と比較的高かったのに対し、オフィスセクターは5%台とやや低調で、さらにコロナ禍による打撃が大きかった商業とホテルセクターが3%前後にとどまっており、セクター間のばらつきは依然大きくなっている。

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 2021 年 9 月の 2,000 ポイント台半ばから 2022 年 10 月末には 1,900 ポイント半ばまでやや値を落とした。これに対し、他国の REIT 市場は 2022 年に入って主要国の急激な利上げや景気悪化の懸念から大幅に下落し、米国 REIT や豪州 REIT が約 3 割、シンガポール REIT が約 2 割下落した。

図表 12: REIT インデックス (株価との比較と国際比較)

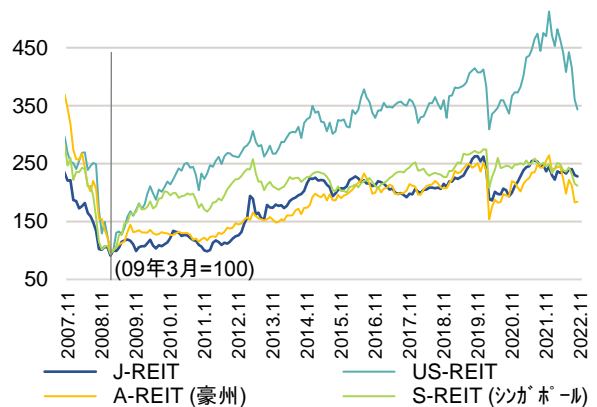
東証 REIT 指数と日経平均比較

(DEC 2019 = 100)



REIT 指数の国際比較

(DEC 2019 = 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 200 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 2022 年 9 月の 3.63% (オフィス型 REIT は 3.73%) と 6 か月前からほぼ横ばいで推移した。同時期の J-REIT 分配金利回りと同債金利回りの差 (スプレッド) も 3.41% (同 3.51%) と 6 か月前の水準をほぼ保っており、分配金のスプレッドが 1% を下回っている米国 REIT (10bps) や英国 REIT (50bps) と比べ投資妙味が際立って高くなっている。

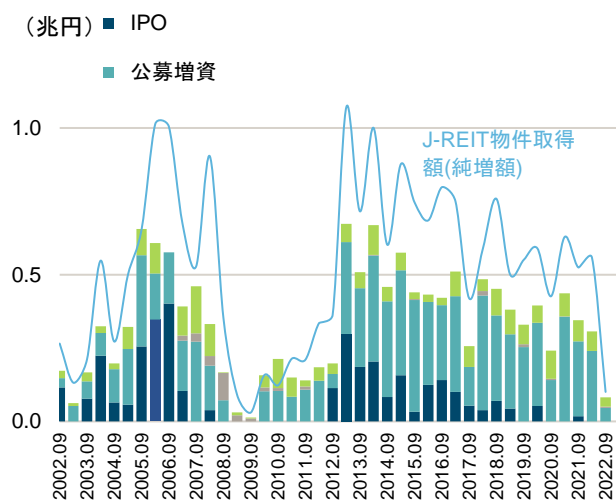
図表 13: J-REIT 分配金利回り



出典: 三井住友トラスト基礎研究所の資料をもとに DWS 作成

2022 年 4 月-2022 年 9 月期の 6 ヶ月間における J-REIT の新規上場はなく、公募増資はサムティレジデンシャル投資法人など 7 件が実施されたが、期間中に 100 億円を上回る規模の増資はみられなかった。J-REIT による増資額は計 460 億円、グロスの物件取得額は 2,290 億円 (売却額を除いたネットでは 1,005 億円) で、前年同期比でそれぞれ約 7 割、8 割の大幅な減少となった。今期はリーマン・ショック以降 15 年ぶりに REIT 運用会社への業務停止命令が下され¹、グローバル金利の先高観で軟調な相場が続く J-REIT 市場への投資家の目線がさらに厳しくなった。

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)
サムティレジデンシャル投資法人	2022 年 7 月	87
平和不動産リート投資法人	2022 年 5 月	80
スターアジア不動産投資法人	2022 年 8 月	76
星野リゾートリート投資法人	2022 年 6 月	72
効ラレーベン不動産投資法人	2022 年 8 月	67
大和証券リビング投資法人	2022 年 9 月	63
その他公募増資	4-9 月	15
合計		460

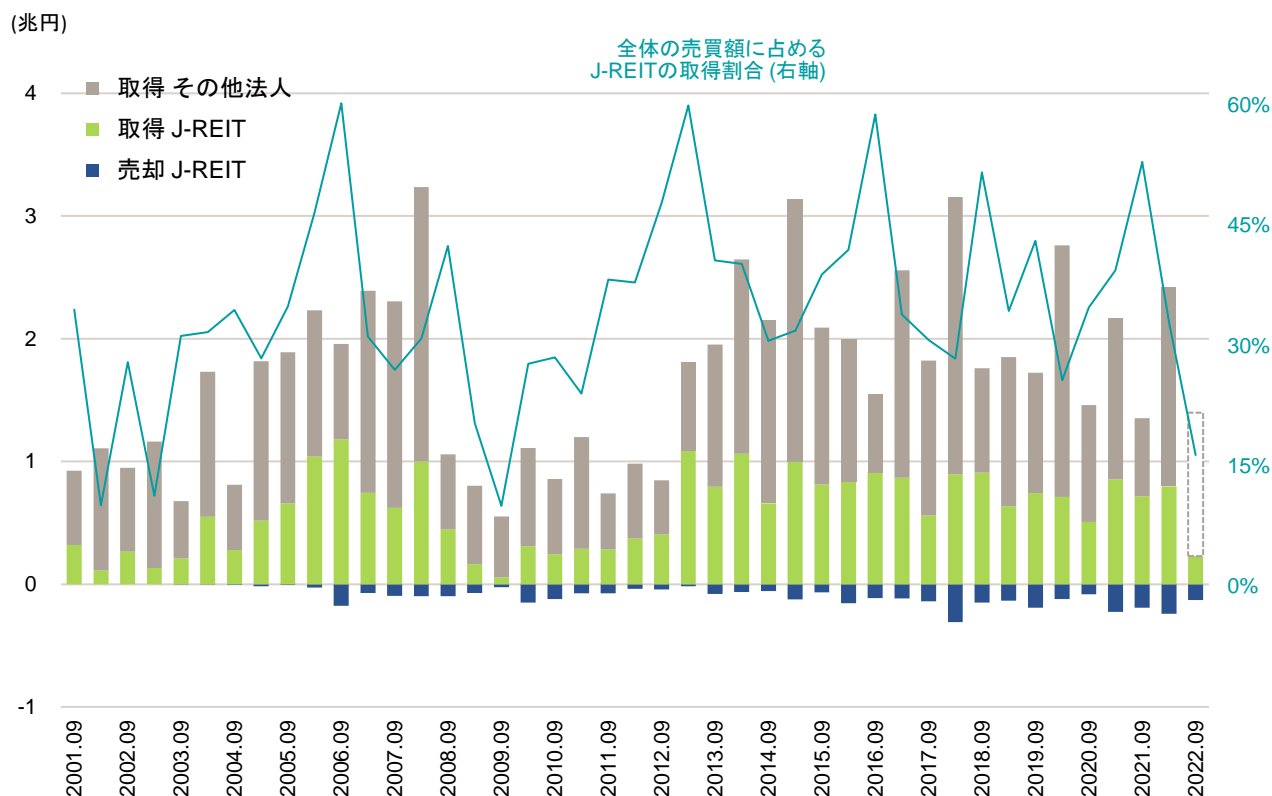
新規上場の REIT	時期	募集額 (億円)
N/A	N/A	0
合計		0

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

¹ 中部電力系の REIT 運用会社エスコアセットマネジメントはスポンサーが保有する不動産 3 物件を高値で REIT に買わせるために鑑定会社に高い価格を提示するよう働きかけたこととされ、金融庁から 2022 年 7 月に 3 か月間の業務停止命令を受けた。

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。2022年4月-2022年9月の不動産取引額は約 1.4 兆円と、6 か月前より約 4 割の減少となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は 7 割の減少、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合は 16%まで低下した。

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

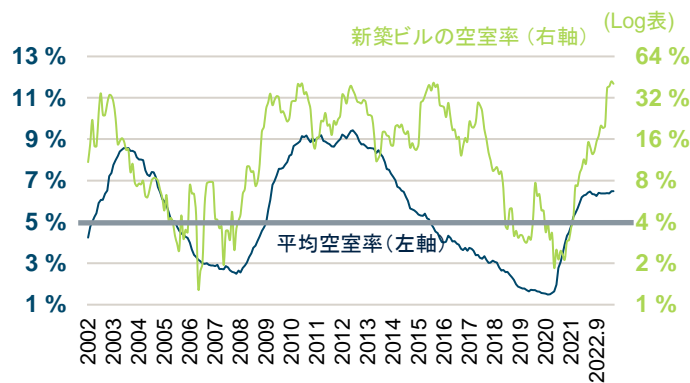
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

3 / 不動産ファンダメンタルズ

3.1 オフィス

都心 5 区 のオフィスビルの平均空室率は 2022 年 9 月に 6.5%と、2021 年 6 月以来 15 か月連続で 6%台で推移した。同期間、竣工 12 ヶ月以内の新築ビルの空室率は 9.9%から 40.5%まで上昇し、特に新築ビルの空室消化により時間がかかっている状況が浮き彫りとなった。今後も出社と在宅勤務を組み合わせるハイブリッドワークを志向する企業が多いことから、オフィス賃貸需要の回復には一定の制限がかかるとみられる。今夏大規模供給のあった八重洲に加え、今後 1 年以内に虎ノ門や三田を中心に大型ビルが複数竣工する予定であることから、まだテナント内定率の低い新築ビルではテナントの獲得競争が一層激しくなる可能性がある。

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

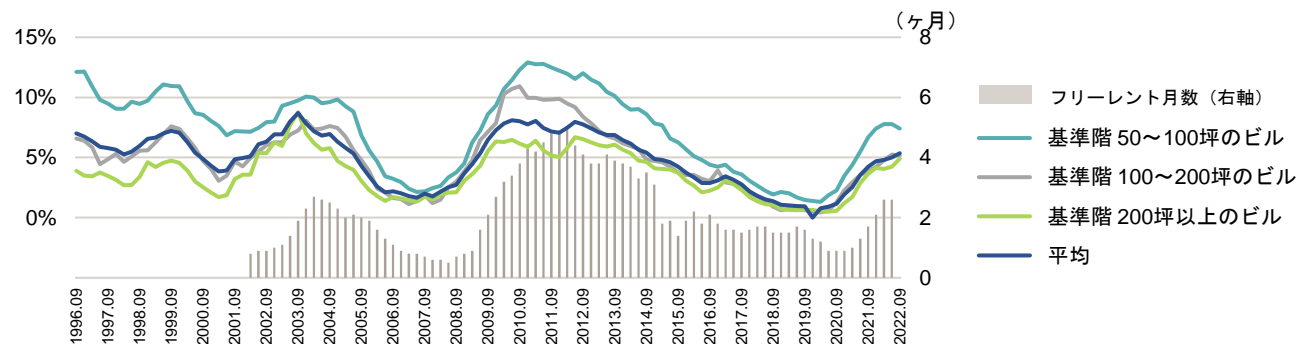


供給予定の大型ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
九段会館テラス	22/7	17	67,738
東京ミッドタウン八重洲 A-1 街区	22/8	45	283,896
住友不動産西新宿 5 丁目PJ	22/10	33	89,995
三田再開発 PJ オフィスター	23/1	42	200,540
虎ノ門・麻布台 PJ メインタワー	23/3	64	461,877
渋谷区道玄坂 2 丁目開発 PJ	23/3	28	41,950
TTM PJ	23/5	29	112,179
虎ノ門ヒルズステーションタワー	23/8	49	238,442

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。

2022 年 9 月の東京都心 3 区 のオフィス空室率は 5.4%と、2020 年 3 月より 4.6 ポイント上昇し、約 8 年ぶりに 5%台を付けた。基準階 200 坪以上の大規模ビルの空室率は同 4.4 ポイント上昇の 4.9%となったほか、100-200 坪、50-100 坪クラスのビルではそれぞれ 5.1%、7.4%となり、小規模物件での空室率の上昇が目立った。2022 年 6 月のフリーレント期間は 1 年前の 2021 年 6 月から 1.3 か月増の 2.6 ヶ月となり、今後も 2023 年の大量供給を見据えてより寛大な条件を提示するビル・オーナーが増えるものとみられる。

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

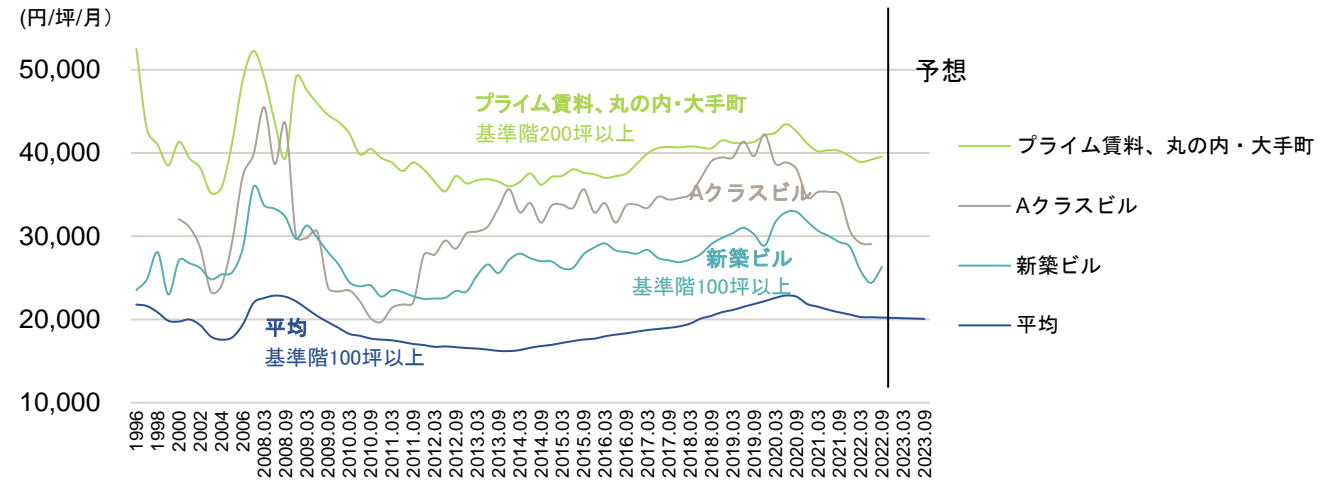


出典: ゼイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

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、2022年9月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は2年前の2020年9月から8四半期連続での下落が続
き、累計約11.0%の下落となった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)は累計マイナス7.0%と比較的緩やかな下落幅となつたの
に対し、新築ビル(水色)と既存のAクラスビル(灰色)とはそれぞれマイナス20.1%とマイナス25.2%と大幅な下落となり、丸の内地区
を除くとグレードの高いビルでテナント確保競争が激化していることが見て取れる。

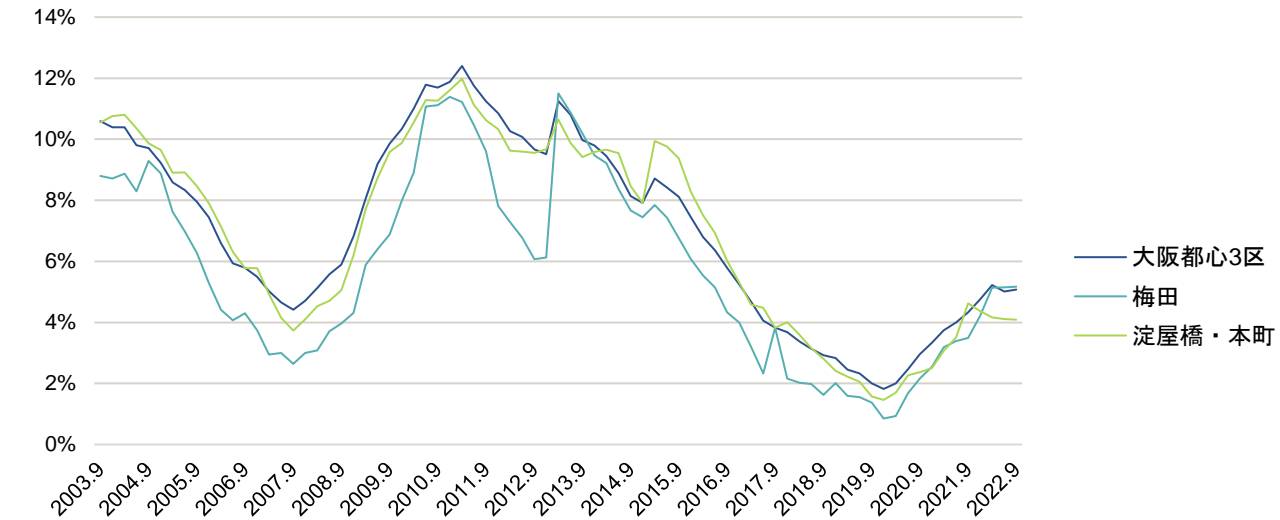
図表 18: 東京都心5区のグレード別オフィス募集賃料の推移



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

2022年9月の大阪都心3区オフィスの空室率は5.1%と、コロナ禍での上昇局面は一服しこの2四半期間はほぼ横ばいで推移して
いる。もっとも、大阪中心部では2023-2024年で計10.8万坪の大量のオフィス供給が予定されているだけに、空室率にはもう一段の
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

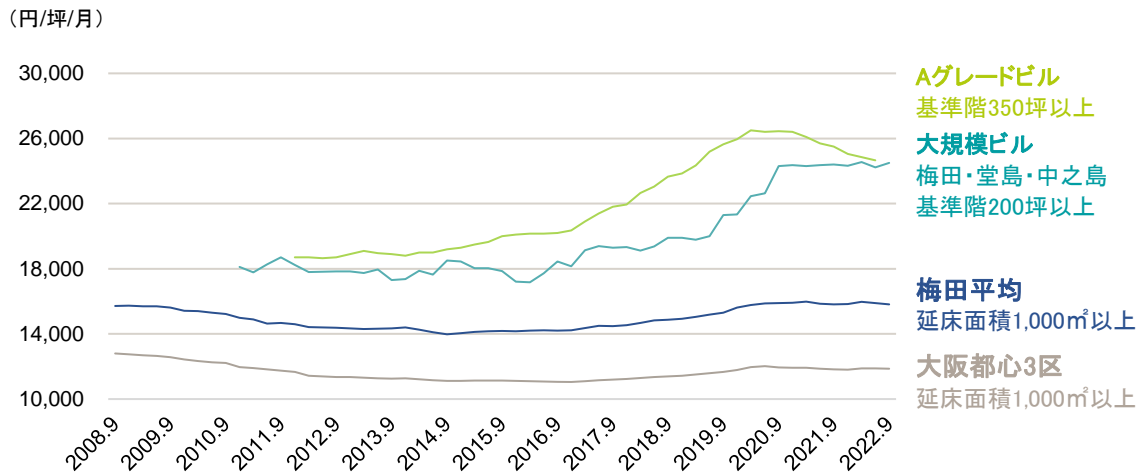


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

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安定しているのに対し、新築やAグレードでは需要の減退がみられ、グレードによるバラつきがみられる。2022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0.5%の緩やかな増加となった。梅田周辺エリア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維持した。一方、グレードAビルの賃料(黄緑色)はコロナ以前水準を約6.6%下回っており対照的な動きとなった。

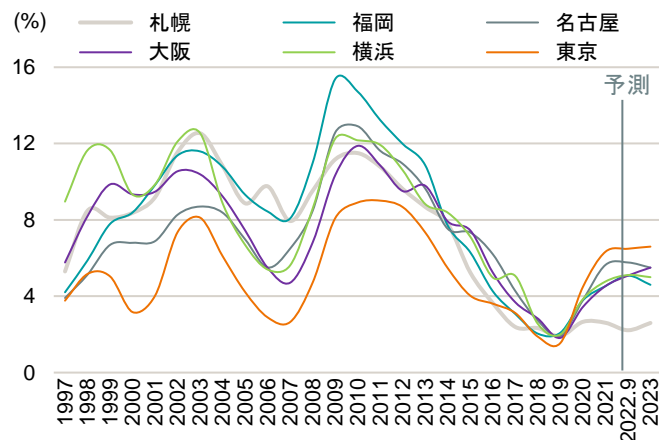
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

2022年9月の国内主要都市のオフィス空室率は、名古屋5.8%、大阪、横浜、福岡はいずれも5.1%とコロナ禍前の2%前後から軒並み上昇したが、札幌は2.2%と低い水準に踏みとどまっている。東京に比べ、地方都市では在宅勤務の影響も限定的となっている上に、BCP(事業継続計画)の観点からバックオフィスやコールセンター機能を大都市からこれらの地方都市に分散させる会社が増えていることから、賃貸市場が東京より早く回復するとの見方もある。

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)
博多イストテラス(福岡)	2022/6	10	29,116
日本生命淀屋橋ビル(大阪)	2022/10	25	51,500
大名スクエアガーデンPJ(福岡)	2022/12	24	30,000
難波中二丁目開発計画(大阪)	2023/1	14	19,652
本町ガーデンシティテラス(大阪)	2023/4	19	19,071
鹿島中州ビル(福岡)	2023/6	14	16,091
名駅4丁目PJ(名古屋)	2023/6	16	19,896
中日ビル(名古屋)	2023/7	33	117,094

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.

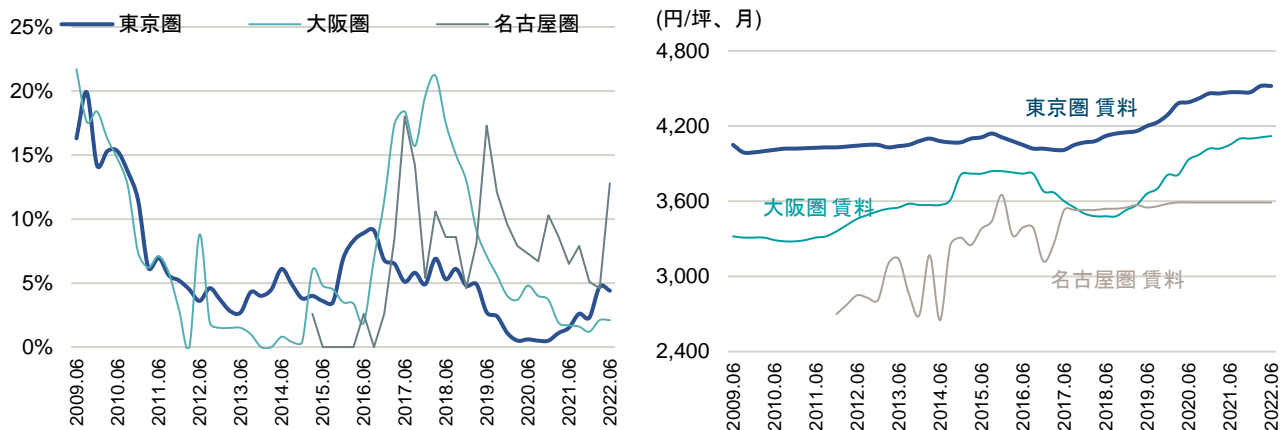
3.2 物流施設

2022年第2四半期の東京圏の物流施設の空室率は4.4%と、2022年前半に116万㎡の大量供給があった影響で、半年前より2.1ポイント上昇した。同時期の大阪圏の空室率は同0.9ポイント増の2.1%となったのに対し、既存ストックの約3割に相当する過去最大の供給があった名古屋圏の空室率は同7.7ポイント増の12.8%と大幅に増加した。実質賃料は東京圏、大阪圏で同1%台の緩やかな上昇となり、名古屋圏で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



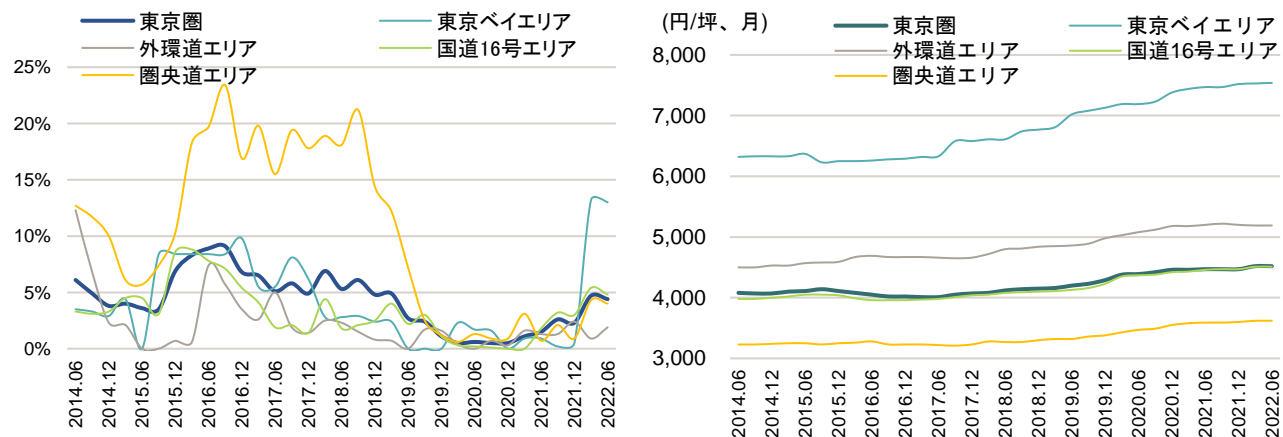
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2022年第2四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率は、外環道エリア、国道16号エリア、圏央道エリアがいずれも5%以下の比較的堅調な水準を保ったのに対し、東京ベイエリアは大規模供給の影響で13.0%と、半年前の0.5%から大幅に増加しており、竣工してから安定稼働するまでにやや時間を要している。実質賃料は東京ベイエリア、国道16号エリア、圏央道エリアが前年同期比で1%前後の緩やかな上昇となったが、外環道エリアは同ほぼ横ばいで推移した。

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

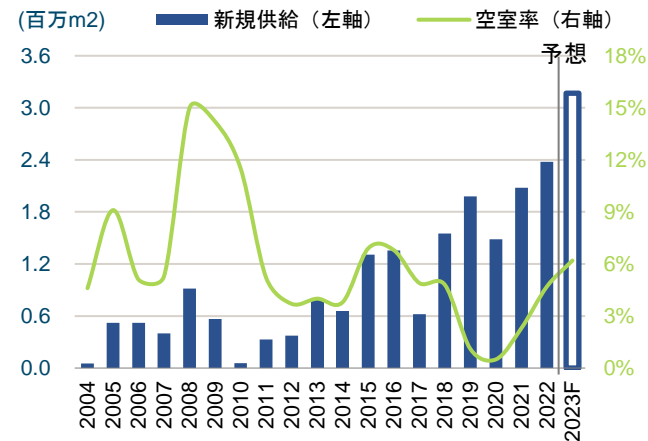


出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

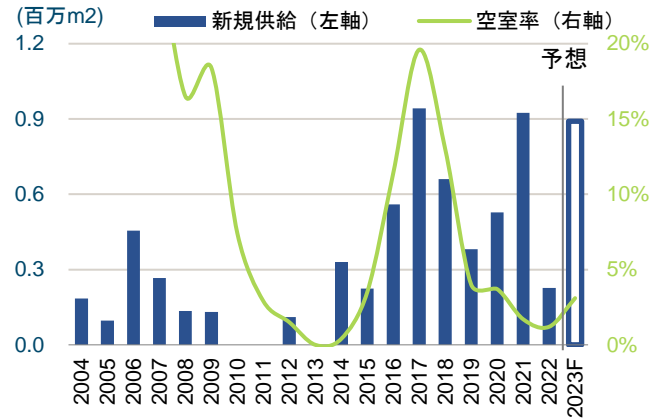
This information is subject to change at any time, based upon economic, market and other considerations and should not be construed as a recommendation. Past performance is not indicative of future returns. Forecasts are not a reliable indicator of future performance. Forecasts are based on assumptions, 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 2022 年に過去最大の 238 万㎡、2023 年にはさらにそれを上回る 317 万㎡の供給が予定されており、空室率は現在の 4.4%から 6%前後まで緩やかな上昇がみこまれる。ただし、建設コストの高騰で新規供給の竣工予定が遅れるケースも出ており、今後大量供給の影響が多少緩和される可能性もある。大阪圏でも 2023 年に約 89 万㎡の大量供給が予定されているが、底堅い賃貸需要によって物流施設の空室率は 3%前後の水準を維持するとみられる。

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

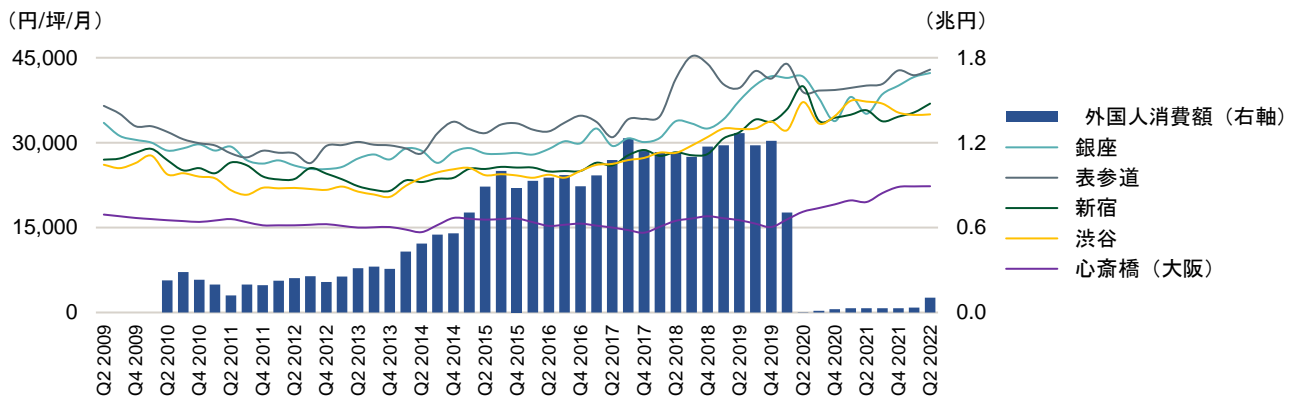


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

3.3 商業施設

まだ新型コロナの影響は残っているものの、感染第 7 派のピーク後、商業地の客足は徐々に回復に向かっている。インバウンド客への依存度が高いエリアはまだ本格回復に至っていないが、2022 年 10 月の水際対策の緩和でインバウンド需要にも回復の兆しが出ている。2022 年第 2 四半期の都心商業施設の募集賃料は、銀座や大阪・心斎橋で前年同期比でそれぞれ 20.5%と 14.3%の二桁の上昇となり、表参道や新宿でも同 7.0%と 3.3%の上昇となった。ただし、新型コロナの影響が長引くライブハウスやアミューズメント業種の閉店が多い渋谷では同 6.0%下落となり、明暗が分かれた。

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)



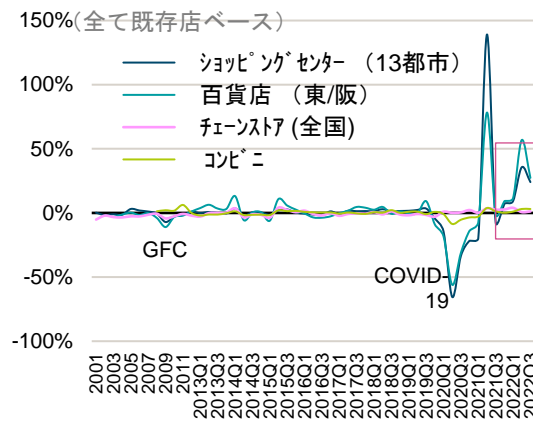
注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均 (図表 17 のベンチマーク)
出典: スタイルアクト、日経不動産マーケット情報、観光庁の資料をもとに DWS 作成

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.

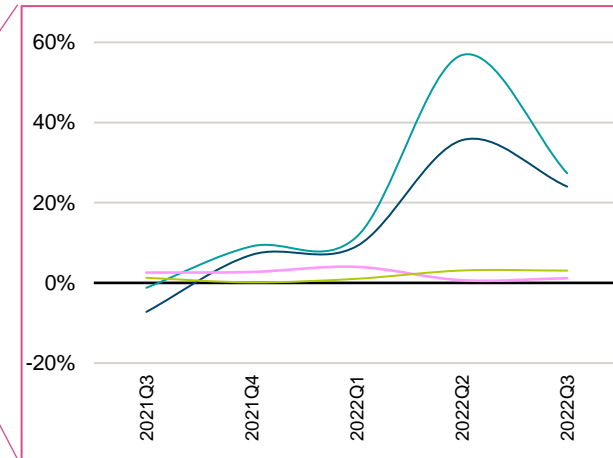
2022 年第 3 四半期の百貨店（東京・大阪地区）とショッピングモール（13 大都市）の既存店舗売上高は、昨年の緊急事態宣言などの反動もあり、前年同期比それぞれ 27.3%と 24.0%と大幅に上昇し、コロナ禍前の約 8-9 割水準まで持ち直したものとみられる。富裕層のペントアップ（先送り）消費でラグジュアリーブランドや高級品の販売が好調だったほか、移動制限の緩和に伴いファッションや身のまわり品の販売も大きく伸びた。一方、コロナ禍でも売上の変動が少なかったチェーンストアとコンビニの売上高は同 1-4%と、緩やかに増加した。

図表 26: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

過去 20 年間



過去 1 年間

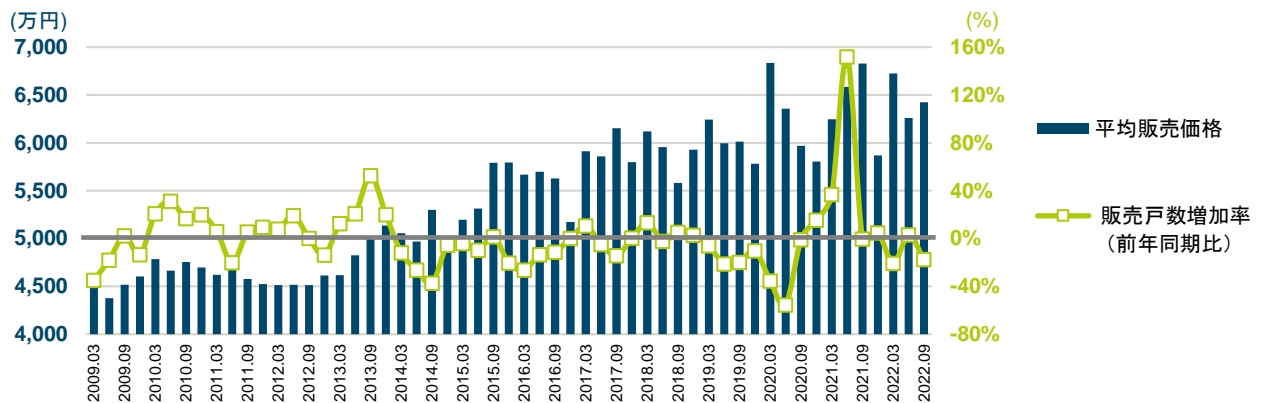


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

3.4 住宅

2022 年 3 四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は 6,425 万円と、コロナ以前の過去最高値に近い水準を維持しており、特に東京 23 区では 7,960 万円と 8,000 万円前後の高値圏で推移した。都心や湾岸部の高額物件が平均価格を押し上げる一方、一次取得層の間では値ごろ感のある近郊や郊外部の需要も旺盛である。首都圏の新規マンション供給戸数は前年同期比 18%の下落となったが、これはデベロッパーが値下げをせずじっくりと販売する戦略にカジを切っているためとみられ、売り出された物件は順調に販売されているとみられる。

図表 27: 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

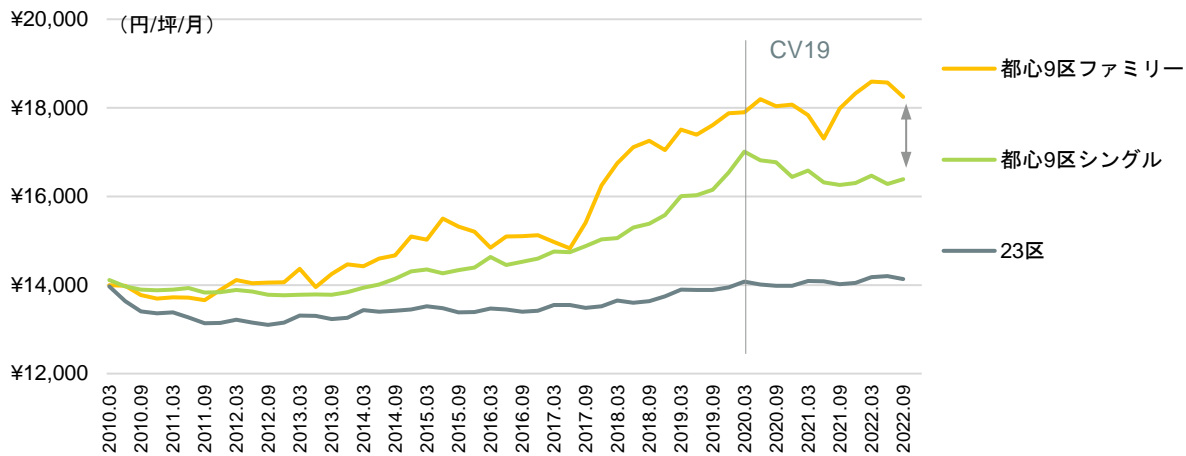


出典: 不動産経済研究所、東京カンテイの資料をもとに DWS 作成

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.

コロナ禍以降、東京都心の賃貸住宅の募集賃料はタイプによって大きなばらつきが生じつつある。都心 9 区のファミリータイプは、在宅勤務に向けてより広いスペースを求める共働き世帯や高所得のサラリーマン世帯の需要にけん引される形で、2021 年 6 月から 2022 年 9 月までの 15 か月間で賃料が計 5.4% 上昇し、すでにコロナ以前の水準を上回っている。一方、シングルタイプは同時期に 0.4 % の微増にとどまっており、これまで供給が集中していた都心の一人暮らし用の賃貸物件の回復がやや遅れている。分譲マンションの価格が高止まりするなか、賃貸市場においては在宅勤務が可能な広さに余裕があるファミリータイプへの需要シフトがしばらく続くともみられる。

図表 28: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

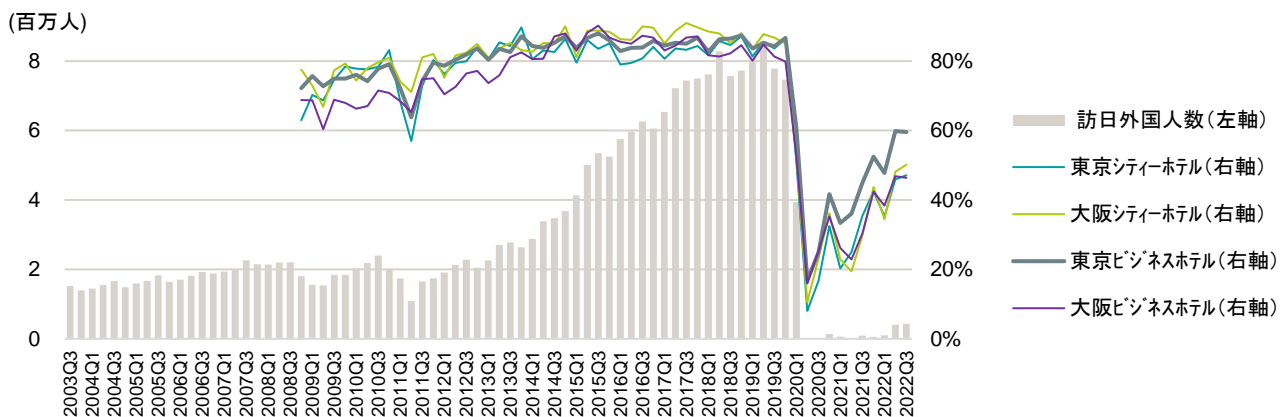


出典:リーシング・マネジメント・コンサルティング、不動産証券化協会、東日本不動産流通機構の資料をもとに DWS 作成

3.5 ホテル

東京と大阪のホテル稼働率は国内観光客主導の需要回復によって 2022 年第 3 四半期には 50-60% の水準まで持ち直し、新型コロナウイルス禍が本格化して以来最も高い水準となった。ほぼ 2 年ぶりに外出制限のない夏休みを迎えたと同時に円安もあって旅行需要が国内に向かい、特にリゾート地や人気観光地の需要が大きく伸びた。今後も 2022 年 10 月にスタートした「全国旅行支援」や訪日観光客への水際対策の緩和の影響で、ホテルの稼働率はおおむね上向き基調が続くものとみられる。

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.

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©2022 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。

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.