A photograph of a modern glass skyscraper at night, illuminated from within, with a grid of white lines overlaid on the image. The building is reflected in a dark surface below it.

不動産リサーチレポート  
ジャパン・クォーターリー  
2019 年第 1 四半期

2019 年 1 月

ドイツ・アセット・マネジメントは 2018 年 3 月より「DWS」を新たな世界共通ブランドとして採用しております。

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         | 16 |
| 3.3 | 住 宅          | 17 |
| 3.4 | 物流施設         | 18 |
| 3.5 | ホテル          | 19 |
|     | バックナンバー      | 21 |

## 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ください。

## 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

当レポートのバックナンバーはドイチェ・アセット・マネジメントのウェブサイトよりご覧いただけます。

<https://funds.dws.com/jp/Themes/VariousReports/RealEstateReports>



## 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。2018 年通年の国内実質 GDP 成長率は 1%弱程度になったと予想され、前年よりややスローダウンしたものとみられる。特に年後半は米中貿易摩擦が長期化するなか輸出の伸びが鈍化し、また訪日客の観光消費も以前ほどの勢いはなくなっているとみられ、景気の先行き見通しにも不安感が増している。

長期金利は落ち着いているだけに不動産価格は高止まりしているが、一部銀行では不動産融資の拡大に慎重になる姿勢がみられ、不動産向け新規融資額も 6 四半期連続での緩やかな下落が続いた。REIT 市場は海外情勢の影響を受けにくい点が見直され海外からの資金も集まっており、東証 REIT 指数は強含んでいる。このため国内の全物件売買高に占める J-REIT の割合も 1 年前の 3 割から半分を上回る水準となった。実物不動産におけるインデックスのトータルリターンは前期比でやや下落の 6.5%、セクター別ではオフィスの 6.7%を筆頭にその他セクターはいずれも 6.0%から 6.4%の水準に並んだ。

**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 12 月末時点の東京都心 5 区のオフィスビルの平均空室率は 26 年ぶりに 2%を割り込む水準となり、平均賃料も 19 四半期連続での大幅な上昇となった。大阪 3 区でもオフィスビルの平均空室率も同じく 26 年ぶりの低水準になり、利便性の高い都心のオフィスを中心に賃料の上昇が進んだ。

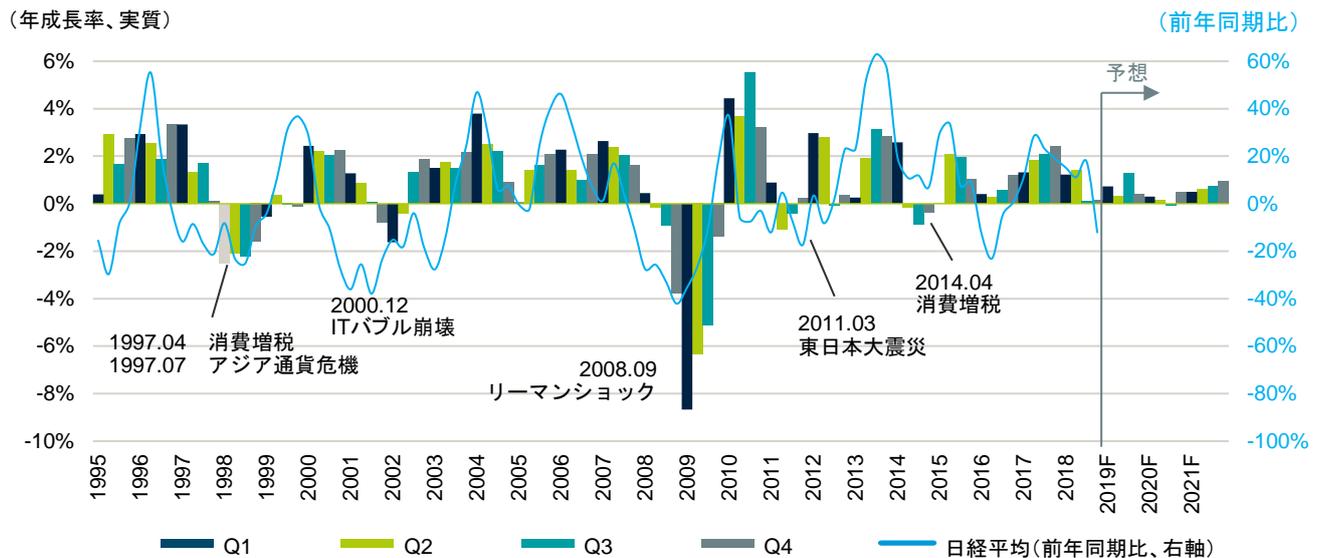
インバウンド消費の恩恵が続く都心部を中心に商業賃料は大幅に上昇している。首都圏新築マンション市場では初月契約率がリーマンショック時の水準を下回るほど売れ行きが鈍化した一方、賃貸マンションの賃料は 9 四半期連続で上昇するなど分譲から賃貸に需要が流れる傾向が続いた。物流施設では東京圏で今年過去最大規模の新規供給が計画されており、内陸部を中心に空室率がやや上昇する恐れがある。大阪圏では 2019 年の供給量がピークに比べ減少する見込みではあるものの、湾岸地区を中心にすでに空室が長期化する施設も出ている。東京と大阪のホテル稼働率はいずれも 80%を上回り堅調に推移したが、大阪では台風の影響で 9 月単月の稼働率が一時的に低下した。

# 1 経済・金融・投資家動向

## 1.1 マクロ経済情勢

米中貿易摩擦の長期化で世界経済の減速懸念が強まるなか、2018年通年の国内実質GDP成長率は1%弱程度になったと予想され、前年の1.9%からスローダウンしたものとみられる。2018年は個人消費や民間設備投資は堅調だったものの、輸出の伸びが鈍化した上、自然災害の影響等もあり訪日客の観光消費が停滞気味となった。2017年11月の完全失業率は2.5%と依然として20年来の低い水準を維持し、労働需給は引き続き逼迫した状況にある。2019年の国内景気は個人消費の緩やかな拡大が見込まれているものの、中国経済の動向、秋に予定されている消費増税の影響など先行きの不透明感は依然高い。

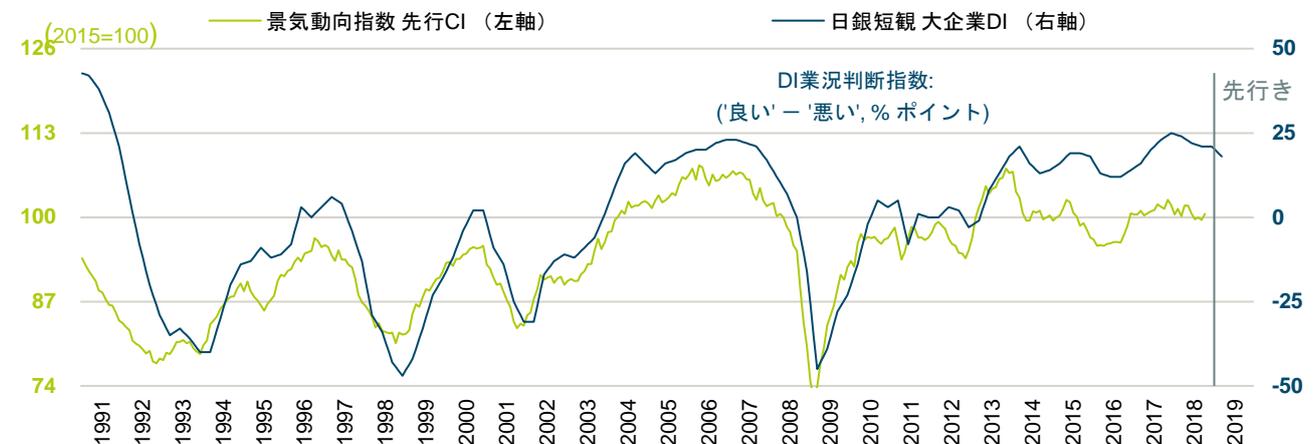
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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、Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

日銀短観による2018年12月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は同年9月から横ばいの21ポイントと、前期までの3四半期連続の下落トレンドは一旦止まった。卸・小売、運輸、情報通信などの非製造業では景況感の改善も見られるが、業務用機械や非鉄金属など輸向け製造業では足元の景況感が悪化し、米中貿易摩擦の影響があらわれ始めているものとみられる。世界経済の行方にも減速感が出ているだけに、先行きの見通しについても幾分の悪化が見込まれている。

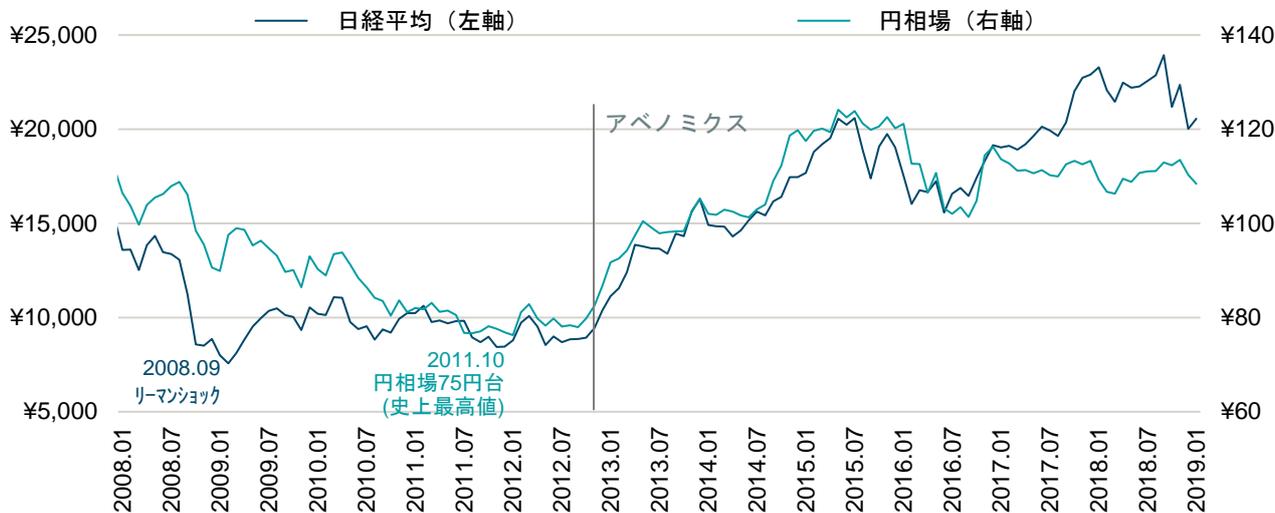
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



F: DWS 予想値  
出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

日経平均株価は2018年9月末の24,000円台前半の水準から同10月初旬には一時的に26年ぶりの高値を更新したが、その後世界的な株安の影響を受け、2019年1月中旬には20,000円台半ばまで弱含んだ。これを受け、相対的に安全資産とされる円の買いが活発になり、円ドル相場は9月末の113円台から10月初旬には一時的に107円台まで上昇するなど、円高傾向が進んだ。

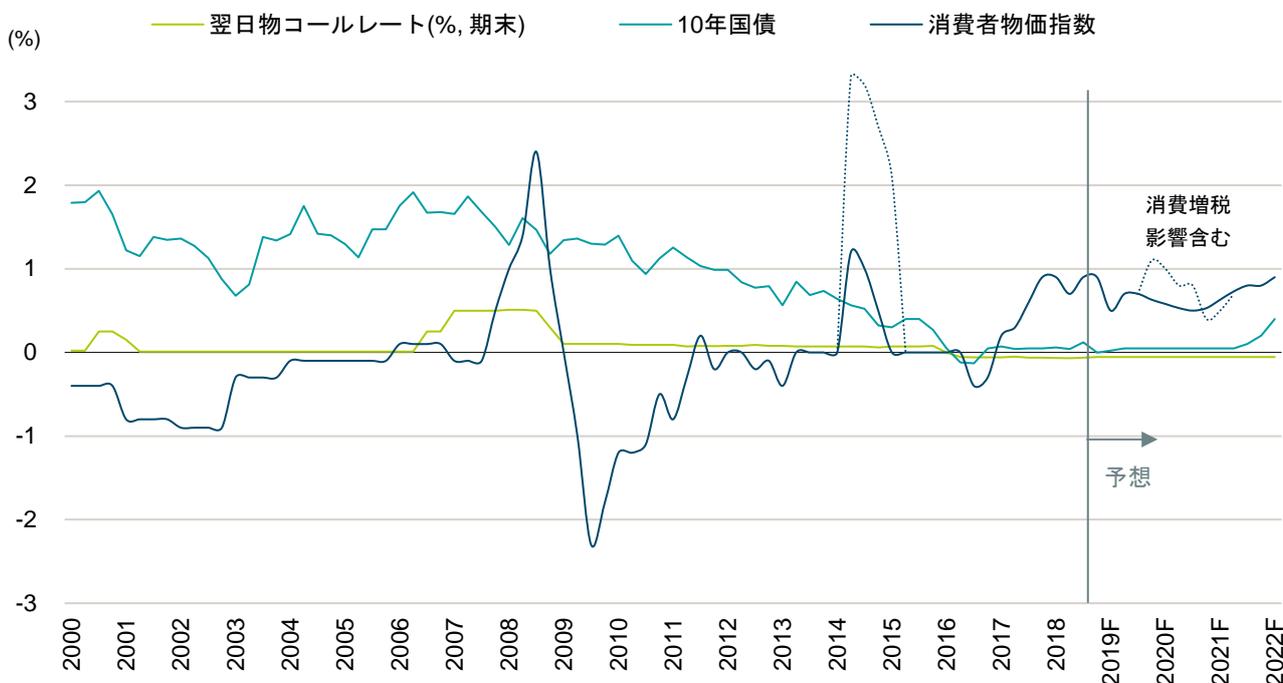
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI)は2018年11月に0.9%と8月からほぼ横ばいで推移し、緩やかなインフレ傾向が続いた。日銀は2018年12月の経済政策決定会合で現在の金融緩和政策を維持する方針を改めて確認したが、一方では超低金利による副作用への配慮を言及する場面も増え、今後も緩和政策の出口を探る動きは続くものと見られる。一方で、10年物国債の利回りは2018年9月末の0.13%から2019年1月初旬には一時的に-0.03%と2年半ぶりにマイナスとなるなど、世界的に金利上昇圧力が一時的に弱まっている影響がみられる。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数推移

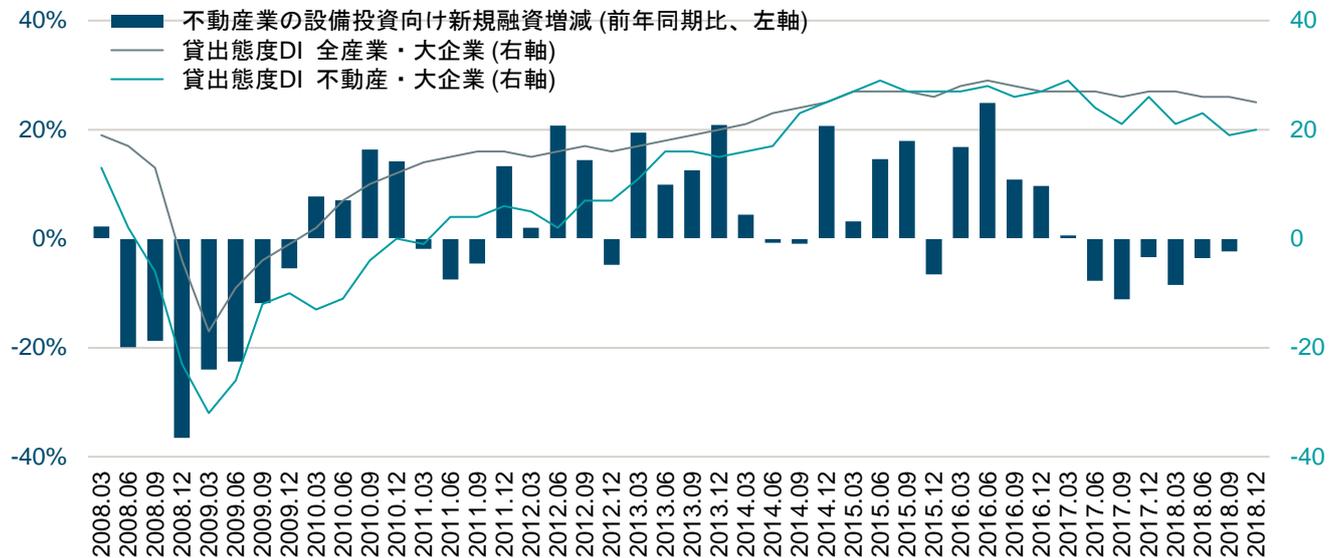


F: DWS 予想値  
出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

## 1.2 不動産投資市場・価格

2018年12月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(緑線)は、9月から1ポイント改善し20ポイントとなった。ただし、地銀によるアパートローン融資不正が表面化し個人向けの融資が細るなか、一部の大手銀行でも不動産融資の拡大により慎重な姿勢をとり始めるケースもみられる。2018年9月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比で2.4%下落し6四半期連続の下落となった。

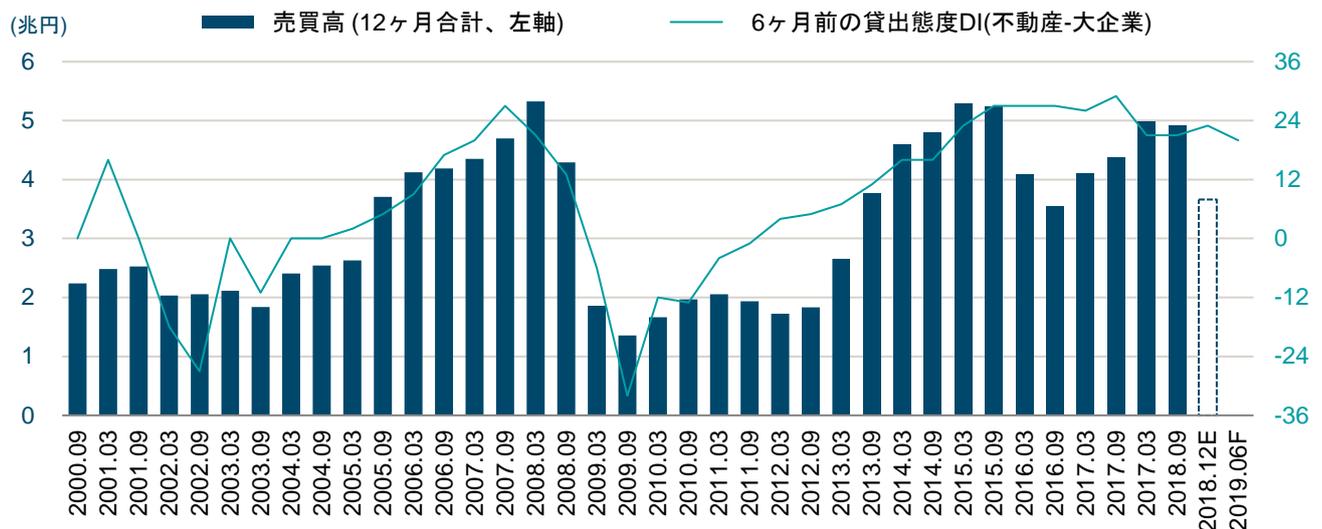
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2018年12月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は約3.7兆円と、前年同期比で約3割の下落となった。不動産価格の高騰で全体的に大型案件の取引が特に年の後半で限られた上、ここ数年間日本への投資を増やしてきた海外投資家の取得額が1年前の半分に減少したことが主な原因とみられる。銀行の不動産業向け貸出態度に緩やかな下落傾向が続いているだけに、収益不動産売買高も当面伸び悩む可能性があると思われる。

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

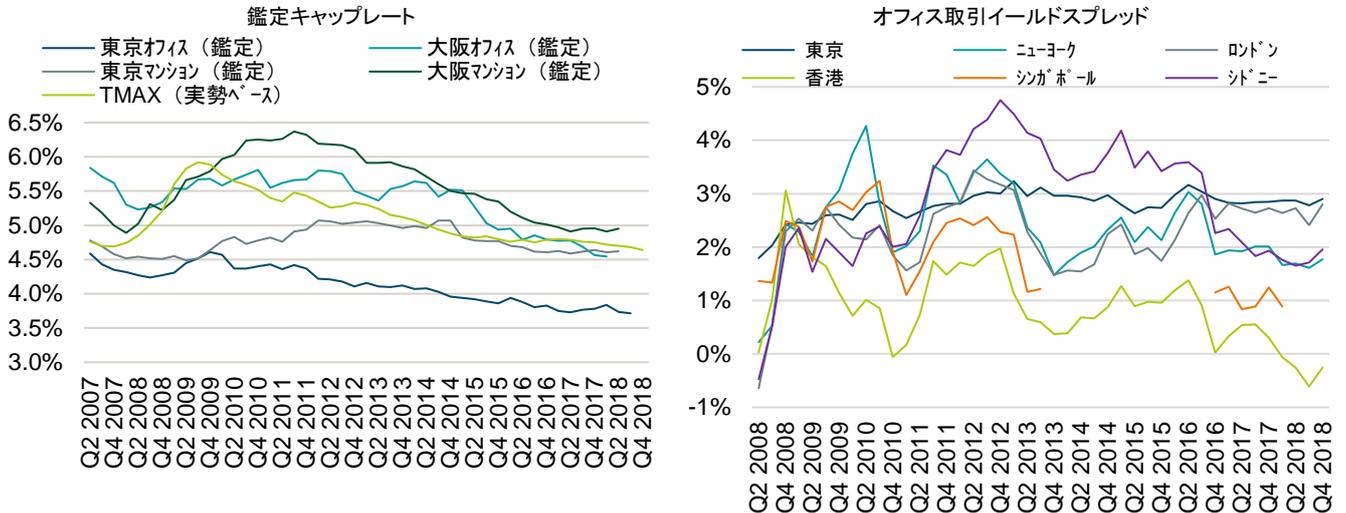


F: DWS 予想値

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

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 12 月期に 4.64%と 2016 年以来わずかに下がっている。2018 年 9 月期の東京オフィスの鑑定キャップレートは 3.72%(速報ベース)と、前年同期比でほぼ横ばいとなった。2018 年 12 月の世界主要都市のオフィスイールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、直近の長期金利の低下を受け各主要都市で軒並みスプレッドが拡大した。東京のスプレッドは約 290 bps と、280bps のロンドン、170-200bps のニューヨークやシドニーに比べても高い水準を維持した。

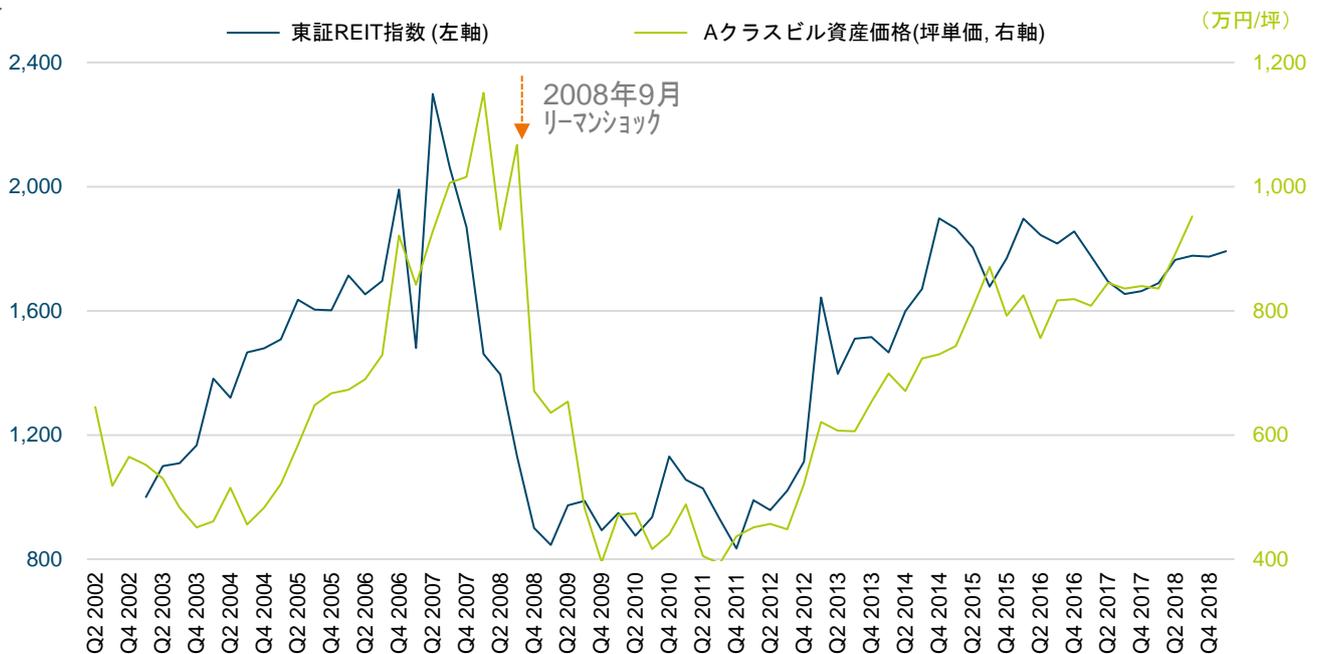
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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 DWS 作成

株式市場の下落とは対照的に、東証 REIT 指数は堅調な不動産市況に支えられ 2018 年 9 月の 1,700 ポイント台後半から 2019 年 1 月には 1,800 ポイント前半まで上昇した。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 9 月の床単価は前期比 6.7%上昇の 952 万円/坪と、REIT 指数の上昇幅を上回るペースで上昇し、リーマンショック以来での最高値をつけた。

図表 8: REIT 指数と実物不動産価格の推移



出典: 大和不動産鑑定、Bloomberg のデータをもとに DWS 作成

2018年1月以降に発表された不動産取引は以下の通りで、通年での最大の取引は関電不動産開発など国内7社が共同取得した芝パークビル(1,500億円)で、これに三井不動産によるNBF日比谷ビルディングの取得(640億円)や日本ビルファンド投資法人による六本木ティーキューブの取得(628億円)が続いた。坪単価が最も高額だったのは森ヒルズリート投資法人による虎ノ門ヒルズ森タワーの持分3.6%の取得(261億円)で、1平米当たり296万円(977万円/坪)となった。アクティブアプロパティーズ投資法人による東急プラザ銀座底地の持ち分の取得(375億円)はキャップレートが2.5%と、公表された取引の中で最も低い水準となった。

2018年のポートフォリオ取引では、上位4件のうち実に3件が物流ポートフォリオの取引となり、比較的利回りが高い物流セクターに資金が集まりやすい構図が改めて確認された。尚、大型企業買収としては、NTTグループによるNTT都市開発の完全子会社(1,800億円規模のTOB実施)とオリックスによる大京の完全子会社(770億円規模のTOB実施)などが行われ、市場の注目が集まった。

図表9: 2018年の国内不動産大型取引ランキング

| 順位  | 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   |
|-----|------|-------------------|----------|------------|---------|-----|-------|---|
| 1   | オフィス | 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                                     |
| 2   | オフィス | NBF日比谷ビルディング      | 640      | 2.31       | 3.3%    | 千代田 | 18年3月 | 三井不動産   |
| 3   | オフィス | 六本木ティーキューブ        | 628      | 2.81       | 3.6%    | 港   | 18年3月 | 日本ビルファンド投資法人                                      |
| 19年 | ホテル  | ヒルトン東京お台場         | 624      | 137/室      | 4.5%    | 港   | 19年1月 | ヒューリック、芙蓉リース                                      |
| 4   | オフィス | 新日石ビル             | 500      | 1.88       | -       | 千代田 | 18年2月 | 日本生命保険  |
| 5   | オフィス | オーシャンゲートみなとみらい    | 450      | 0.82       | -       | 横浜  | 18年1月 | ラサールインベストメント(米)                                   |
| 19年 | 底地   | 東急プラザ銀座の底地の持分30%  | 375      | -          | 2.5%    | 中央  | 19年1月 | アクティブアプロパティーズ投資法人                                 |
| 6   | 物流   | GLP大阪             | 360      | 0.25       | 4.3%    | 大阪  | 18年8月 | GLP投資法人   |
| 7   | オフィス | 西新宿プライムスクエア       | 348      | 0.94       | 4.3%    | 新宿  | 18年4月 | インベスコ・オフィス・ジェリート投資法人                              |
| 8   | オフィス | 日立リノベーションタワーB     | 310      | -          | est 4%  | 品川  | 18年6月 | 韓火(ハンファ)証券、ハナ金融投資(韓)                              |
| 9   | 商業   | 碑文谷ショッピングセンター     | 275      | 1.02       | 4.2%    | 目黒  | 18年5月 | イオンリアル  |
| 10  | オフィス | 松下IMPビルディング       | 270      | 0.32       | 4.1%    | 大阪  | 18年6月 | 国内投資家   |
| 11  | オフィス | SII幕張ビル           | 266      | 0.38       | -       | 千葉  | 18年4月 | Mapletree Greater China Commercial Trust (シンガポール) |
| 12  | オフィス | 虎ノ門ヒルズ森タワーの持分3.6% | 261      | 2.96       | 3.4%    | 港   | 18年7月 | 森ヒルズリート投資法人                                       |

|     |       |                  |       |   |          |      |        |   |
|-----|-------|------------------|-------|---|----------|------|--------|---|
| -   | 企業M&A | NTT都市開発のTOB(23%) | 1,800 | - | -        | -    | 18年11月 | NTTグループ   |
| 1   | 物流    | DPL福岡糟屋など14物件    | 877   | - | 4.6-6.3% | 福岡など | 18年3月  | 大和ハウスリート投資法人                                      |
| 2   | 物流    | GLP大阪など8物件       | 849   | - | 4.3-5.9% | 大阪など | 18年9月  | GLP投資法人   |
| -   | 企業M&A | 大京グループのTOB(28%)  | 770   | - | -        | -    | 18年12月 | オリックス   |
| 19年 | 総合    | 東急プラザ銀座の底地など3物件  | 705   | - | 2.5-4.2% | 中央など | 19年1月  | アクティブアプロパティーズ投資法人                                 |
| 3   | 物流    | プロジスパーク吉見など5物件   | 619   | - | 4.3-5.0% | 埼玉など | 18年2月  | 日本プロジスリート投資法人                                     |
| 4   | オフィス  | SII幕張ビルディングなど6物件 | 609   | - | -        | 千葉など | 18年4月  | Mapletree Greater China Commercial Trust (シンガポール) |

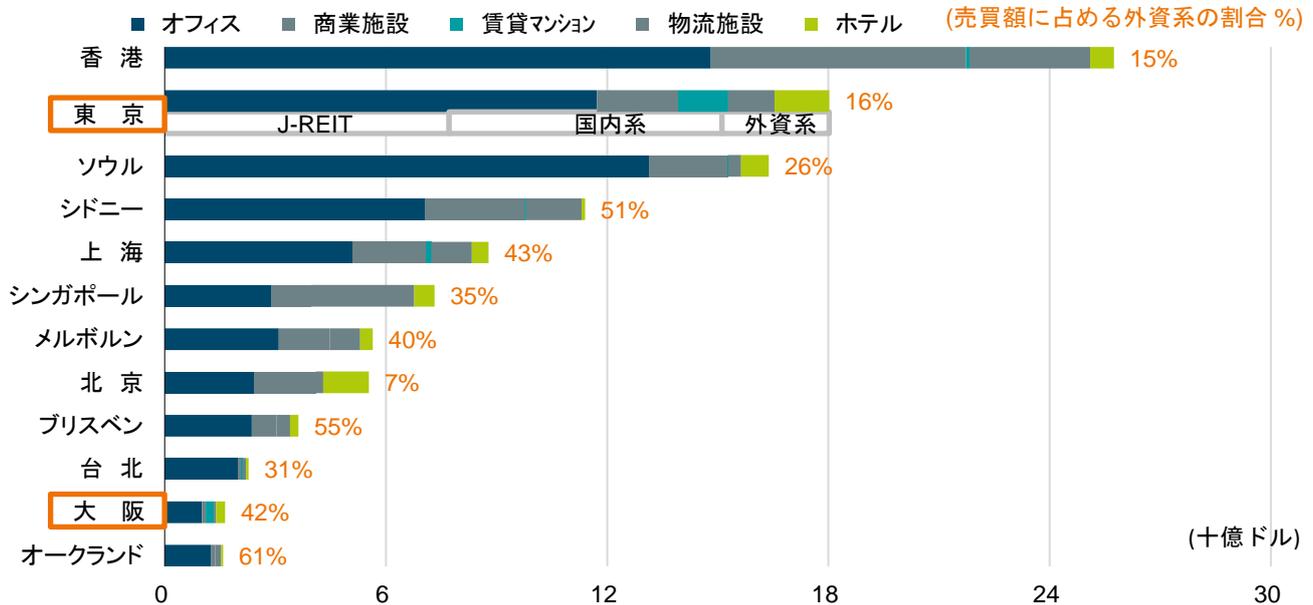
注: 取得主が緑色はJ-REITによる取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

\*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DWS作成

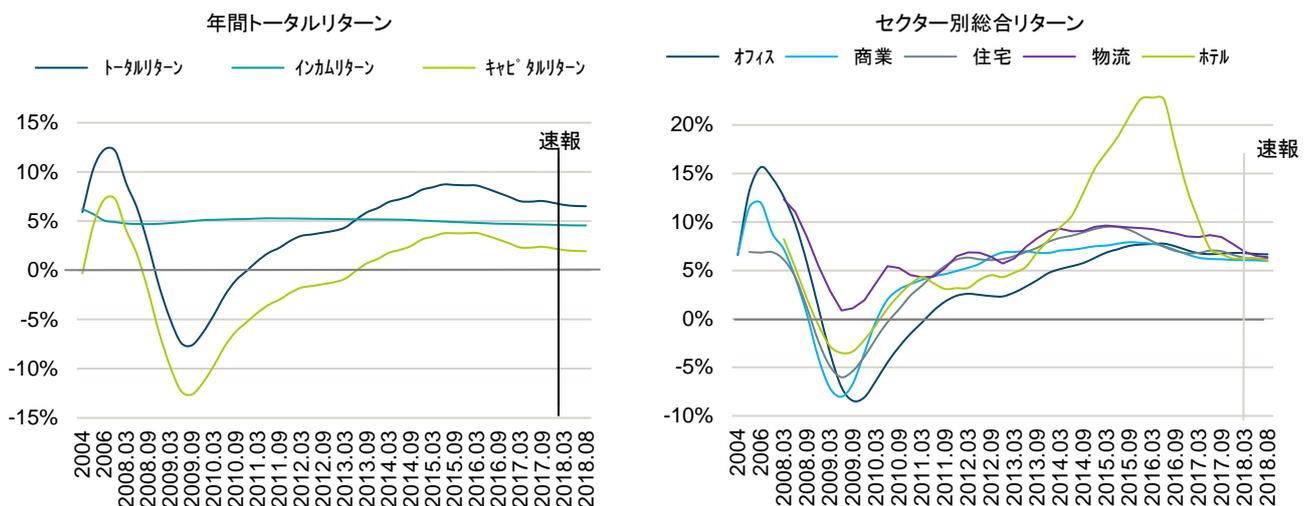
2018年12月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額<sup>1</sup>を都市別にまとめると図表10の通りで、東京の取引額は約180億ドルと、2017年第2四半期以降6四半期連続で香港に次ぐ2位となった。買い手の顔ぶれでは、近年2-3割を維持してきた外資系の割合は16%まで下落し、他のアジア太平洋地域の主要都市と対照的な動きとなった。今期は大阪の取引額が16億ドルとブリスベンと台北に次ぐ第11位となったが、横浜は取引額の減少で上位ランクから外れた。

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 (2018年12月末までの12ヶ月)



2018年8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0.1ポイント下落の6.5%となった。セクター別にみると、オフィスセクターのトータルリターンが6.7%と高く、これに物流セクターの6.4%が続き、その他セクターはいずれも6.0%から6.2%の水準で並び、セクター間の差がさらに縮まった。

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)



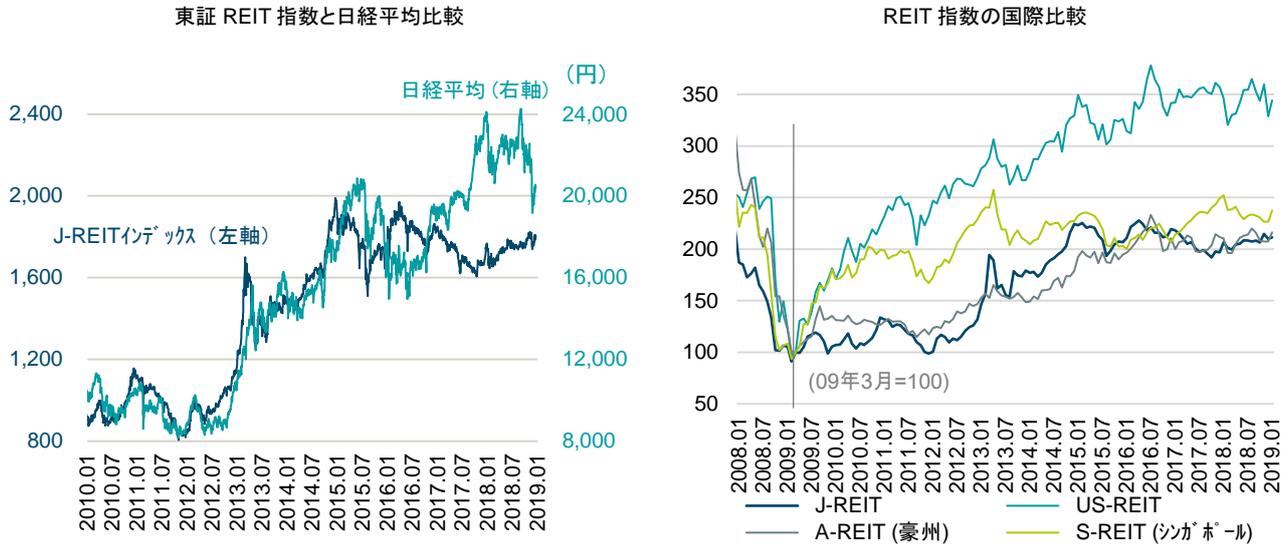
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
出典: MSCI Real Estate-IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに DWS 作成

<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。  
<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 指数は、2018 年の 9 月末の 1,700 ポイント台後半から 2019 年 1 月半ばには 1,800 ポイント台前半まで強含んだ。貿易摩擦などへの懸念で世界的に株安が進むなか、需要が堅調で海外情勢の影響を受けにくい国内不動産市場に海外投資家からの資金も集まっており緩やかな回復傾向が続いた。ただし、中長期で見れば金利の先高感 は依然として消えておらず REIT の投資口価格は各国で伸び悩んでいる。2015-2016 年の直近ピーク時に比べると 2018 年 1 月半ば時点で J-REIT のインデックスは 6.1%、US-REIT は 9.0%、豪州 A-REIT は 7.2%それぞれ低い水準にとどまった。

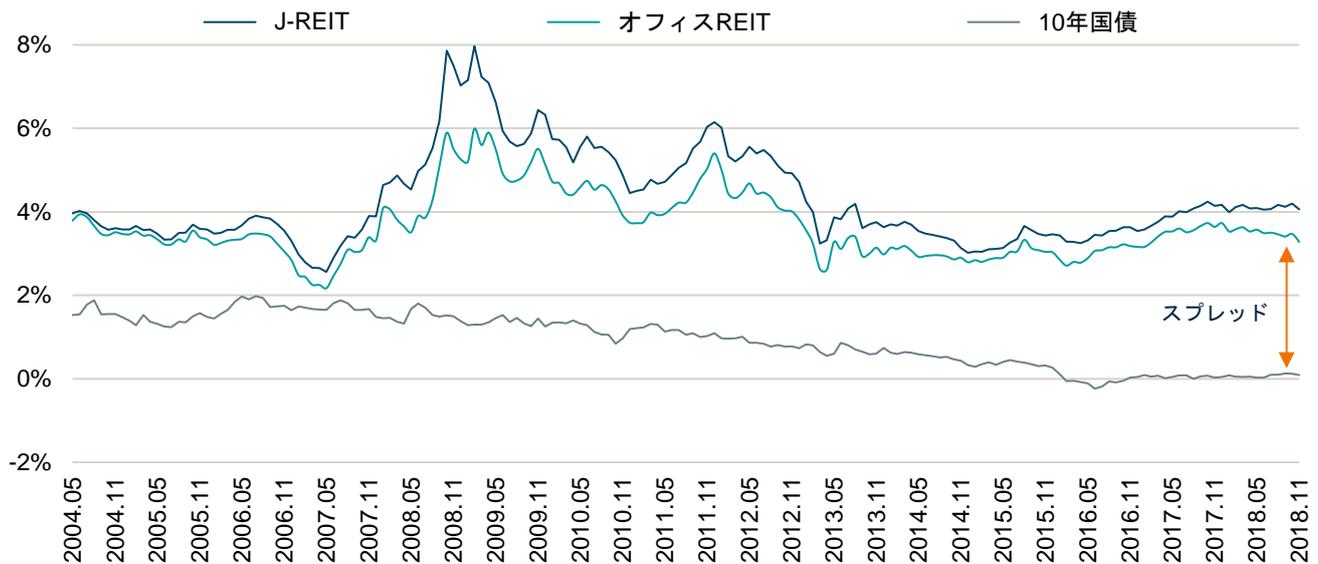
図表 12: REIT インデックス(短期推移と長期国際比較)



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 DWS 作成

2018 年 11 月の J-REIT 平均分配金利回りは同年 8 月より 10bps 低下の 4.06%(オフィス型 REIT は 3.28%)となり、国債利回りとの差(スプレッド)も同 10bps 下落の 397bps(同 319bps)となった。分配金スプレッドがそれぞれ 89bps、250bps にとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べるとこの点では J-REIT の投資妙味は高いとの見方もできる。

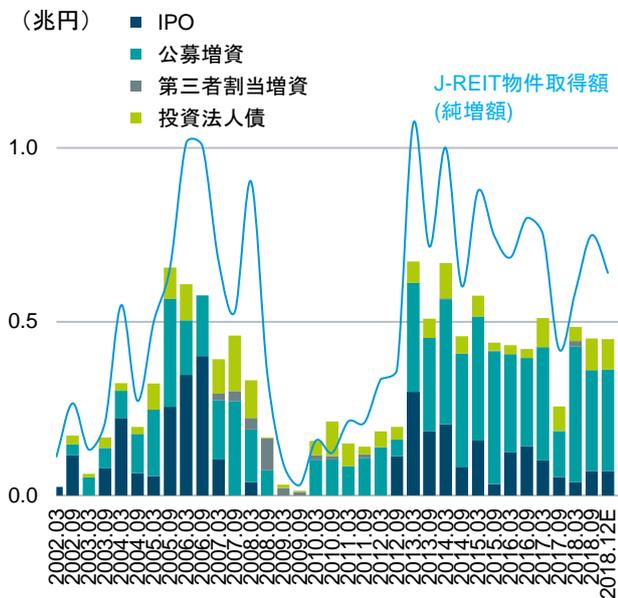
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2018年7月-2018年12月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場は伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人与タカラレーベン不動産投資法人の2件、公募増資はアクティビア・プロパティーズ投資法人など16件が実施された。同期間中のJ-REITによるIPO・増資額は3,628億円、グロスの物件取得額は、7,551億円(売却額を除いたネットでは6,407億円)と、J-REIT 価格が低調だった前年同期比でみるとIPO・増資額は約7割、物件取得額は2割の増加となった。

図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



| 直近の主要増資一覧          | 時期     | 増資額          |
|--------------------|--------|--------------|
| アクティビア・プロパティーズ投資法人 | 18年11月 | 318          |
| ヒューリック・リート投資法人     | 18年10月 | 219          |
| 投資法人みらい            | 18年10月 | 99           |
| その他公募増資            | 7-12月  | 2,291        |
| <b>合計</b>          |        | <b>2,927</b> |

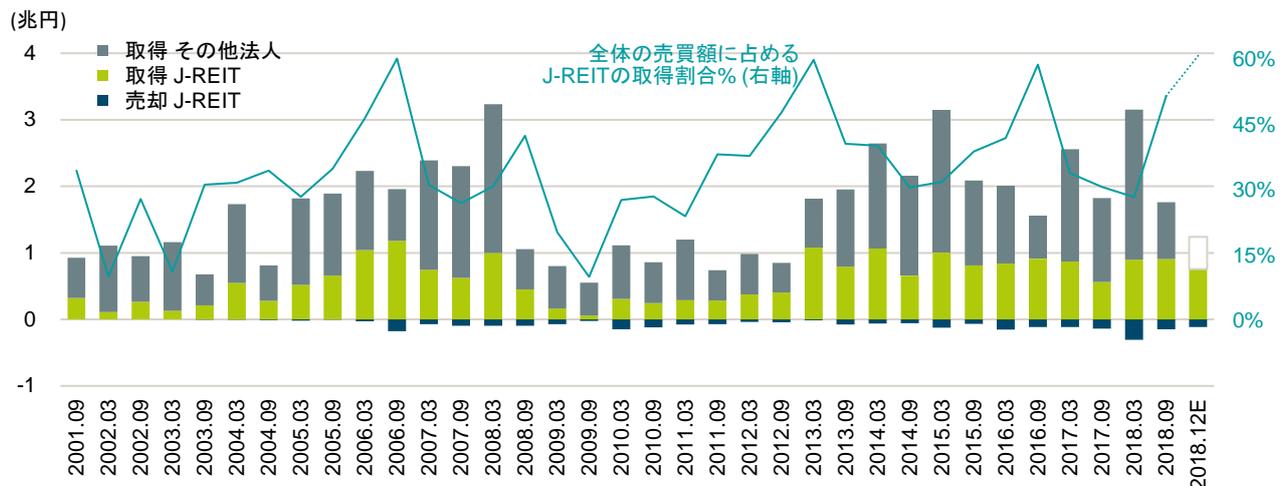
| 新規上場の REIT           | 時期    | 募集額        |
|----------------------|-------|------------|
| 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人 | 18年9月 | 383        |
| タカラレーベン不動産投資法人       | 18年7月 | 318        |
| <b>合計</b>            |       | <b>701</b> |

上場予定の REIT: ESR(物流)、エスコジャパン(商業、底地)

E: DWS 推定値  
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

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。2018年7月-2018年12月の不動産取引額は速報値で約1.2兆円と、前年同期比で約4割の減少となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は同4割の増加となり、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合も1年前の3割から直近では半分を上回る水準となった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



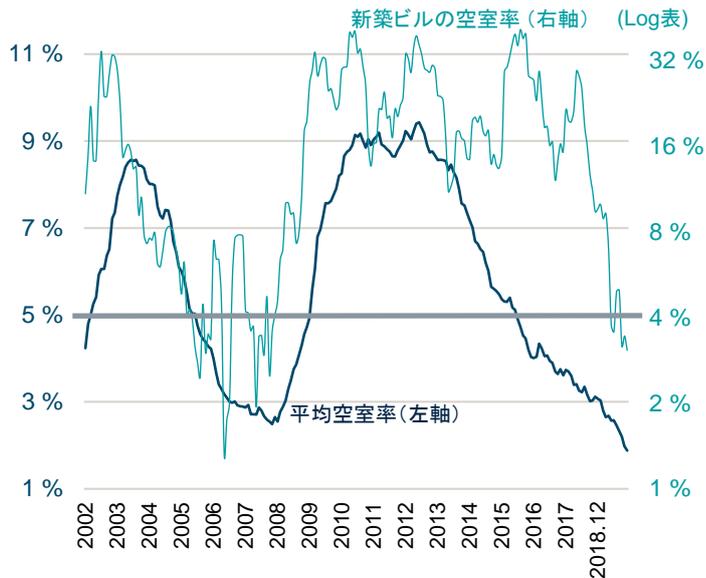
E: DWS 推定値  
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成  
白色: DWS 推定による暫定値

## 2 不動産ファンダメンタルズ

### 2.1 オフィス

2018年12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1.2ポイント低下の1.8%と、26年ぶりに2%を割り込む水準となった。竣工1年以内の新築ビルの空室率も、2018年12月に3.1%と2017年5月の29.4%から大幅に改善し、空室消化が順調に進んだ。逼迫した労働需給を背景に、多くの企業では人材の確保に有利な都心のオフィスを確保する動きが活発になっており、2019年竣工予定の物件についても竣工の数ヶ月前からほぼ満床になっているケースもみられ、優良ビルの品薄感が強い。足元の逼迫した賃貸需給はしばらく続くものとみられる。

図表 16: 都心5区の平均空室率と新規供給の推移

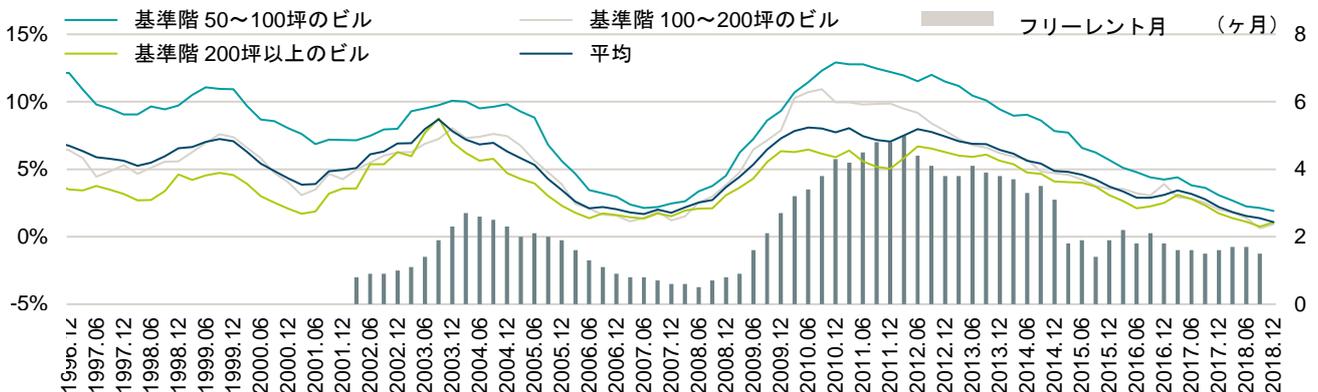


| 供給予定のビル名            | 竣工      | 階数 | 延床㎡ (オフィス) |
|---------------------|---------|----|------------|
| 田町ステーションタワー S 棟     | 2018/06 | 31 | 138,300    |
| 日本橋高島屋三井ビル          | 2018/06 | 32 | 143,372    |
| 渋谷ストリーム             | 2018/08 | 35 | 46,200     |
| ニッセイ浜松町クレアタワー       | 2018/08 | 29 | 51,900     |
| 大手町プレースイースト&ウェスト    | 2018/09 | 35 | 345,000    |
| 丸の内二重橋ビル            | 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     |
| ダイヤゲート池袋            | 2019/03 | 20 | 49,661     |
| オークラフステーションタワー      | 2019/06 | 41 | 41,400     |
| 住友不動産西新宿 6 丁目       | 2019/06 | 34 | 61,212     |
| ミュージアムタワー京橋         | 2019/07 | 23 | 47,100     |
| 新宿南口プロジェクト          | 2019/08 | 16 | 44,022     |
| 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 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。

2018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1.1ポイント下落の1.1%と、過去22年間の最低水準をさらに更新した。基準階面積別で見ても基準階200坪以上の大規模ビルの空室率は同0.6ポイント下落の1.1%、100-200坪、50-100坪クラスのビルでもそれぞれ0.9%、1.9%となるなど、規模を問わず過去最低水準となった。2018年9月のフリーレント期間は前期比0.2ヶ月低下の1.5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

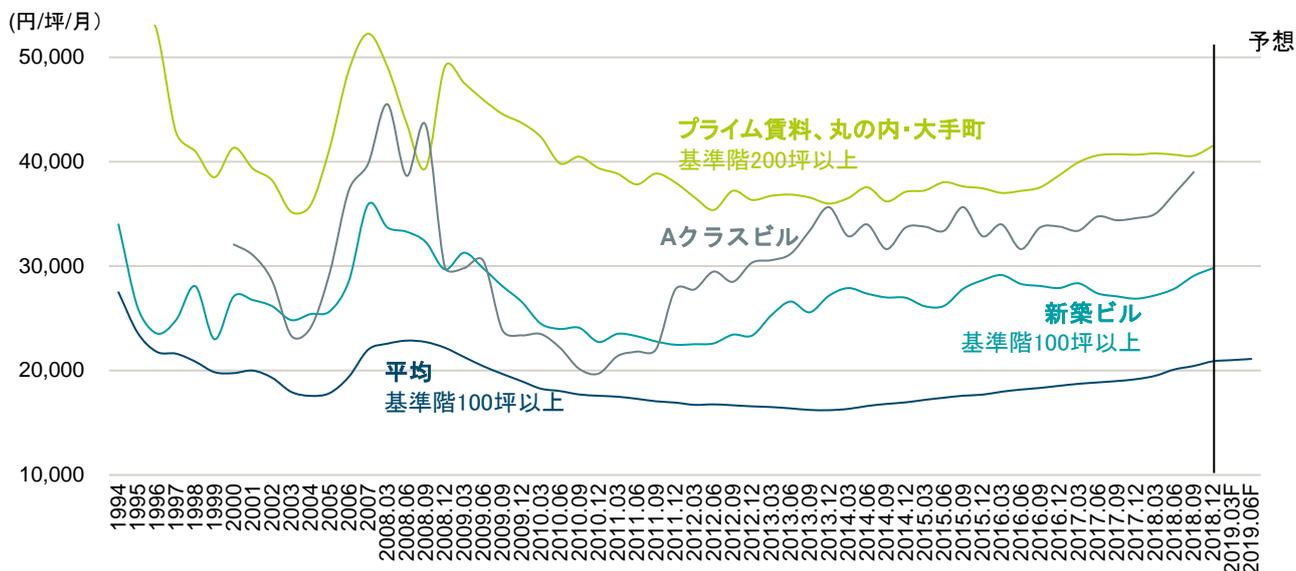


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

<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26年ぶりの低水準となっていることから、2018年12月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は前年同月比8.9%増と19四半期連続での大幅な上昇となった。既存のAクラスビル(灰色)や新築ビル(水色)でも前年同月比でそれぞれ13.4%、10.9%増と大幅な上昇となったほか、これまで上昇が一服したとみられていた丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)も同2.1%増と再び上昇に転じており、グレードを問わずオフィス賃料の上昇圧力が強まっている。

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: 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

2018年12月の大阪都心3区<sup>4</sup>のオフィス空室率は前年同期比で0.9ポイント下落の2.8%と、26年ぶりの低水準となった。エリア別で見ると、梅田エリアの空室率が同0.2ポイント下落の2.0%、淀屋橋・本町エリアが同1.6ポイント下落の2.4%となり、いずれもバブル期以来の低水準となった。大阪では2020年まで主要オフィスエリアにおける大型の新規供給計画が1件しか確認されておらず、今後もオフィス需給は逼迫した状態が続くものとみられる。

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

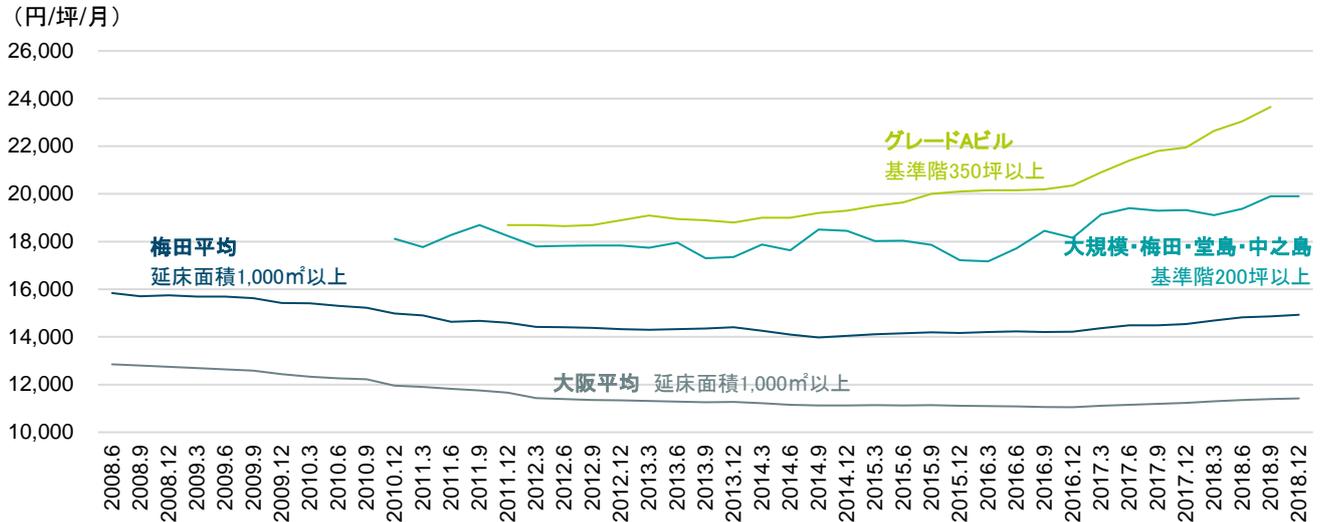


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

<sup>4</sup> 北区、中央区、西区を指す。

歴史的な空室率の低下を受け、2018年12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1.9%増となった。梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)や梅田周辺エリアの大規模オフィスの賃料(水色)は前年同期比でそれぞれ2.6%、3.2%の増加となったのに対し、グレードAビルの賃料(黄緑色)は同8.5%増の大幅な上昇となり、特に利便性や安全性が優れた都心のオフィス需要が賃料の上昇を牽引する格好となった。

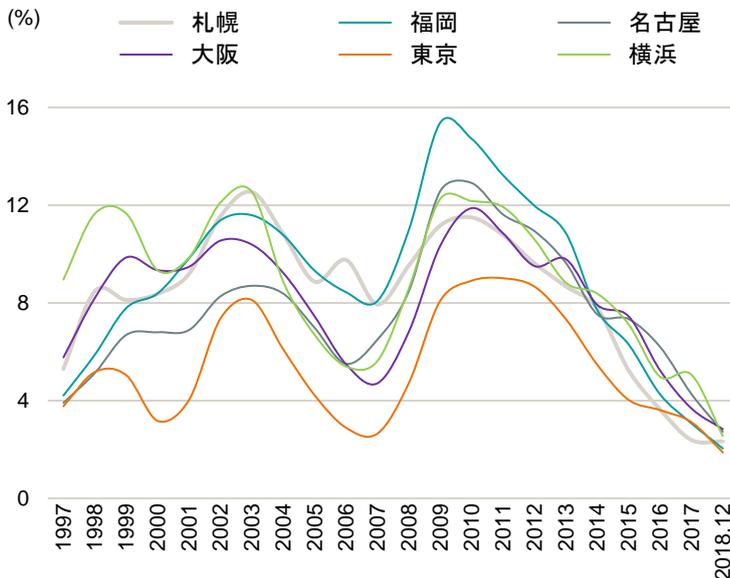
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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  
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。

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。2018年12月の空室率は大阪2.8%、名古屋2.7%、横浜2.6%、福岡2.0%、札幌2.3%といずれも過去20年の最低水準となった。大型オフィスビルの供給は各都市ともそれぞれ年1件までと少ないことから、主要都市におけるオフィス不足は当面解消する目途が立っていない。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



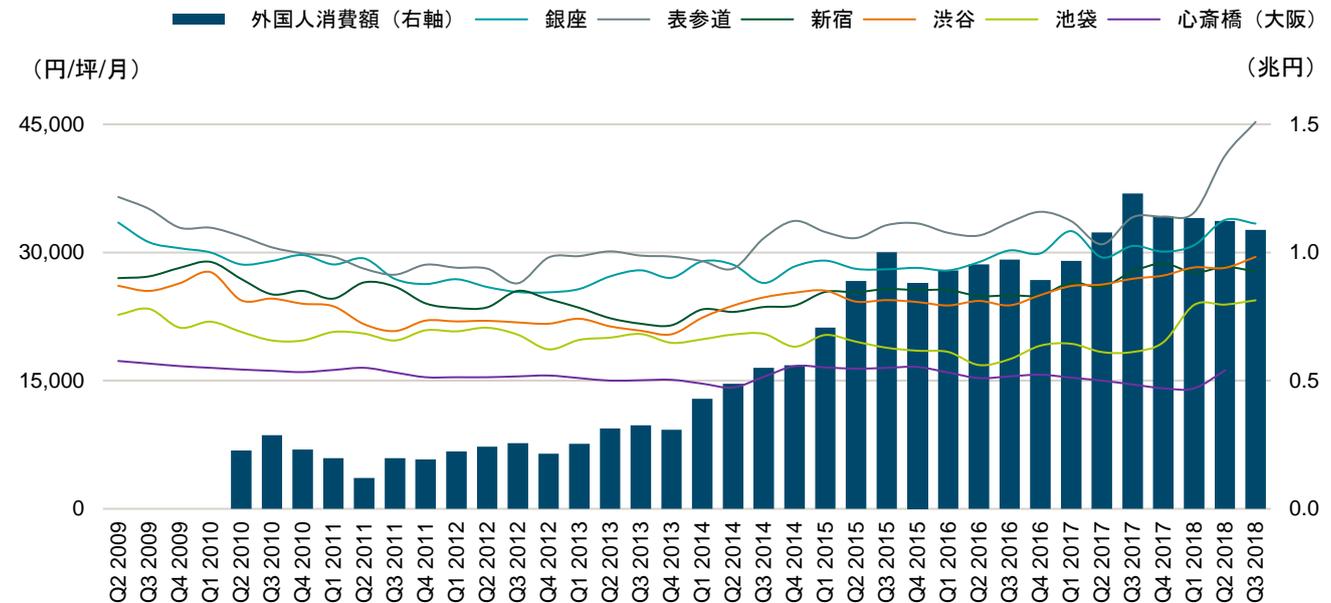
出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとにDWS作成  
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

| 供給予定のビル名          | 竣工      | 階数  | 延床㎡ (オフィス部) |
|-------------------|---------|-----|-------------|
| 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)    | 2018/10 | 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      |
| 名駅1丁目プロジェクト(名古屋)  | 2020    | n/a | 19,000      |
| 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(横浜) | 2020    | 18  | 101,056     |
| 名古屋三井ビル北館(名古屋)    | 2021    | 20  | 29,451      |

## 2.2 商業施設

2018年第3四半期の外国人消費額は1.1兆円と、前年同期比で11.5%の下落となった。同期は台風や地震など自然災害の影響で訪日客が伸び悩んだ上、一人当たりの観光消費額も2015年第3四半期のピークから約17%下落したことが響いた。とはいえ観光消費額はインバウンドブームが始まる前の2013年の水準から3倍以上の水準に膨れ上がっており、都心の商業施設はこの恩恵を受けている。2018年第3四半期の都心商業施設の募集賃料は、表参道が前年同期比で32.7%と大幅に上昇したほか、池袋、渋谷、銀座でも同33.0%、9.5%、8.5%の大幅の上昇となった。一方、新宿では同0.1%とほぼ横ばいで推移した。

図表 22: 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

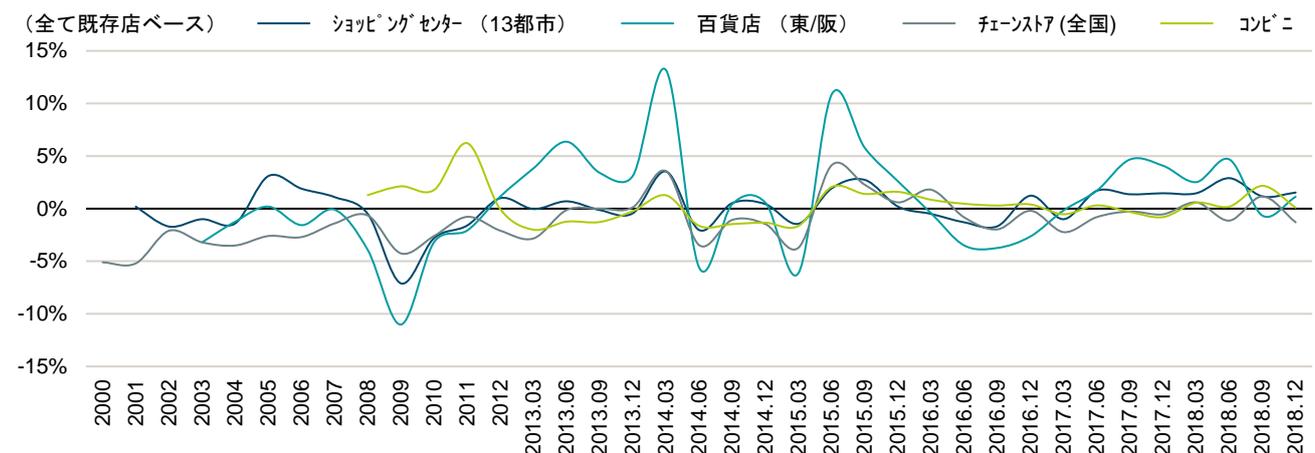


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

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DWS作成

高額消費が伸び悩んだ2018年夏場に比べ、同年第4四半期は国内富裕層向けの高級品販売や訪日客向けの免税品販売が盛り返し、百貨店の売上高(東京・大阪地区)は前年同期比で1.1%増となった。同時期のショッピングセンターの既存店売上高は同1.5%の増加となったが、チェーンストアの売上は同1.3%の下落となった。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

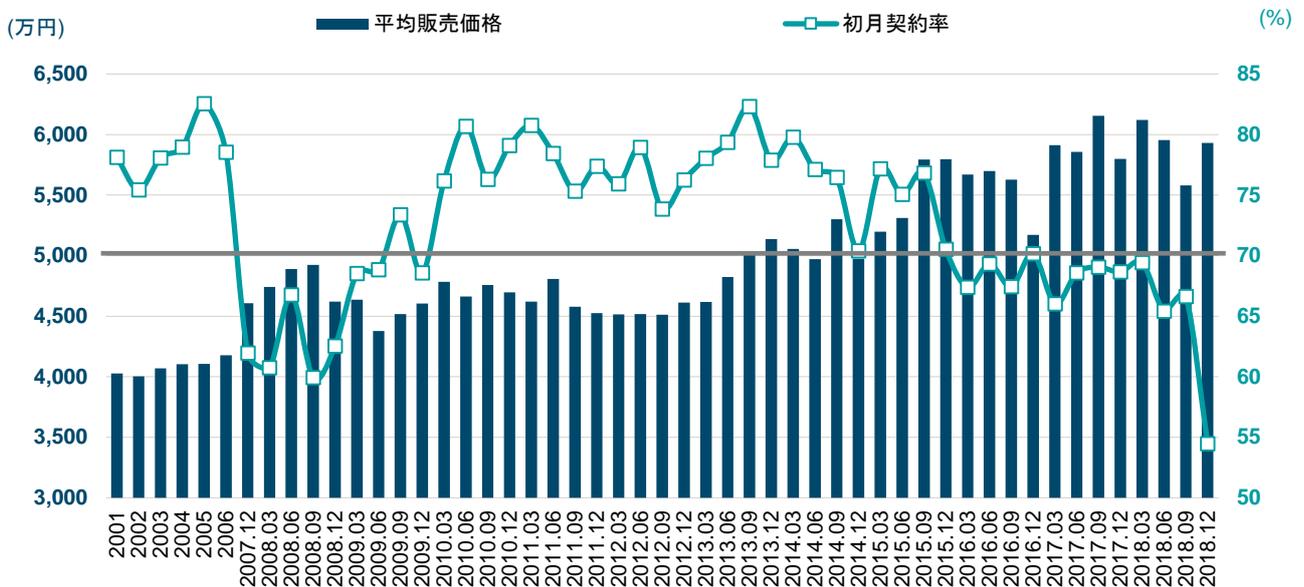


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDWS作成

## 2.3 住宅

2018年第4四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前期比6.3%増加の5,929万円と、再び6,000万円近辺まで上昇した。用地価格や建設費が高止まりしているためデベロッパーは価格水準を引き下げることは消極的で、価格を維持しつつ時間をかけて売却を進める動きが浸透している。一方、消費増税対策の一つとして予定されている住宅ローン減税の発表まで購入を控える消費者も多く、このため2018年第4四半期の初月契約率は前期比12ポイント下落の54%と、リーマンショック時の60%をも下回り過去20年間での最低水準となった。

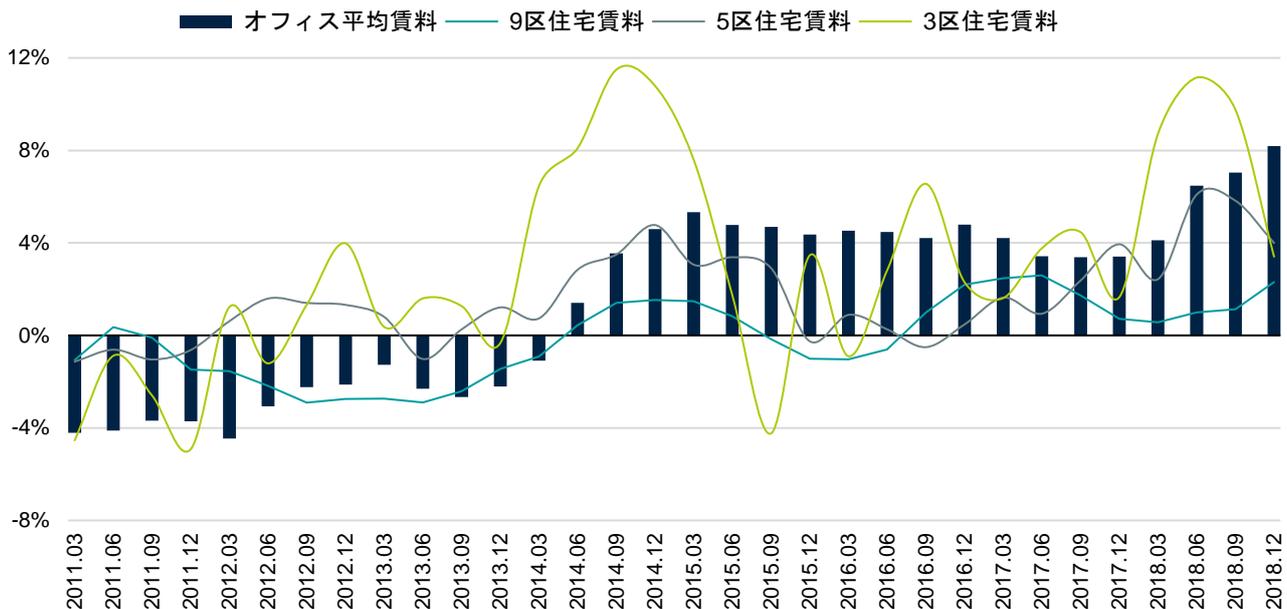
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに DWS 作成

2018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(黄緑色)は前年同期比3.4%増と11四半期連続での増加、5区(灰色)や9区(水色)でもそれぞれ4.0%、2.3%増といずれも2016年以來の増加傾向が続いた。足元でも分譲マンション価格は高止まり傾向にあるだけに賃貸需要は引き続き旺盛で、都心部の住宅賃料は今後もしばらく強含んでいくものと見られる。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

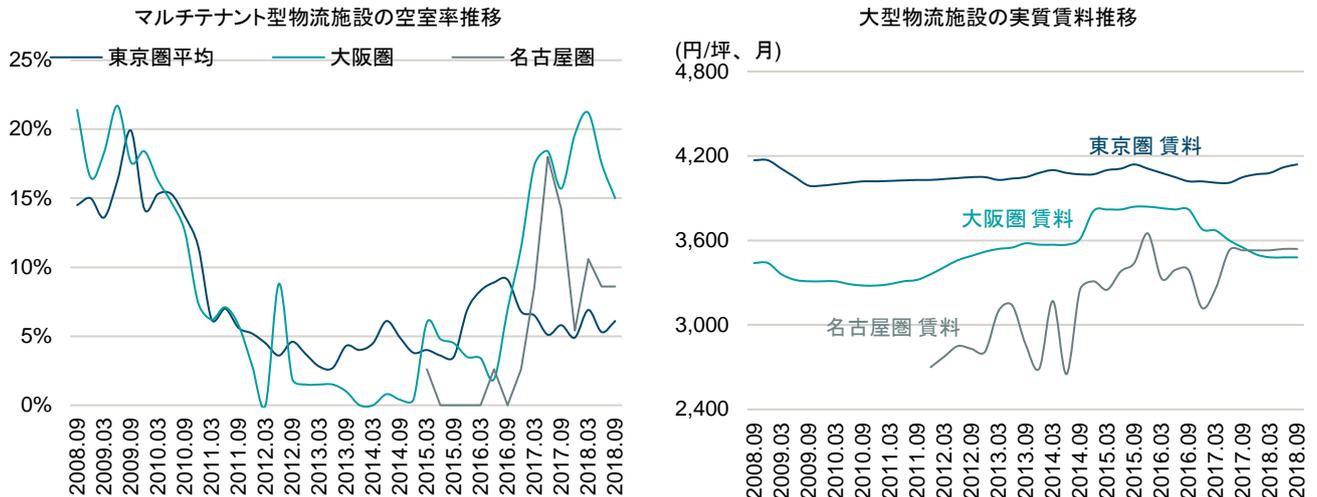


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

## 2.4 物流施設

2018年第3四半期の東京圏の物流施設の空室率は、一部新規供給物件が空室を残した状態で竣工したため、前期比0.8ポイント悪化の6.1%となった。大阪圏では過去1-2年で発生した大量の空室が少しずつ消化される傾向にあるものの、空室率は15.0%とその水準は依然高い。名古屋圏の空室率は8.6%と前期とほぼ横ばいで推移した。一方、実質賃料は名古屋圏が前年同期比でほぼ横ばいだったのに対し、東京圏は同2.2%の増加、大阪圏は同2.0%の減少と地域によって対照的な動きとなった。

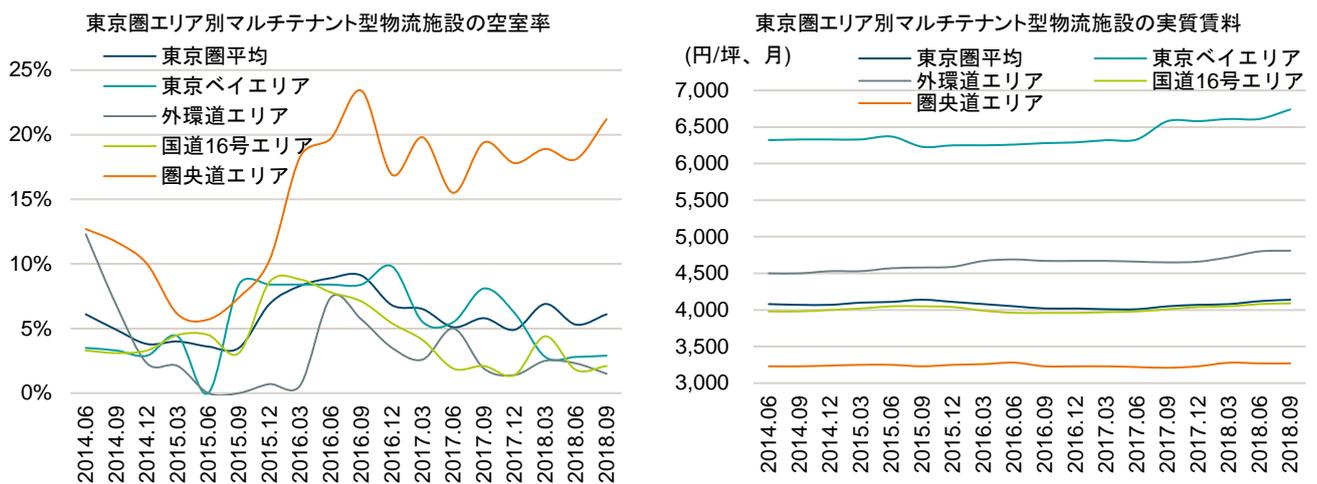
図表 26: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2018年第3四半期の東京圏の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2%前後と需給が逼迫しているのに対し、圏央道エリアでは21.2%と他のエリアとの差がさらに広がった。同期の賃料は都心へのアクセスがよい東京ベイエリア、外環道エリア、国道16号エリアでいずれも前年同期比2-3%の上昇、圏央道エリアでも同1.9%の上昇となった。

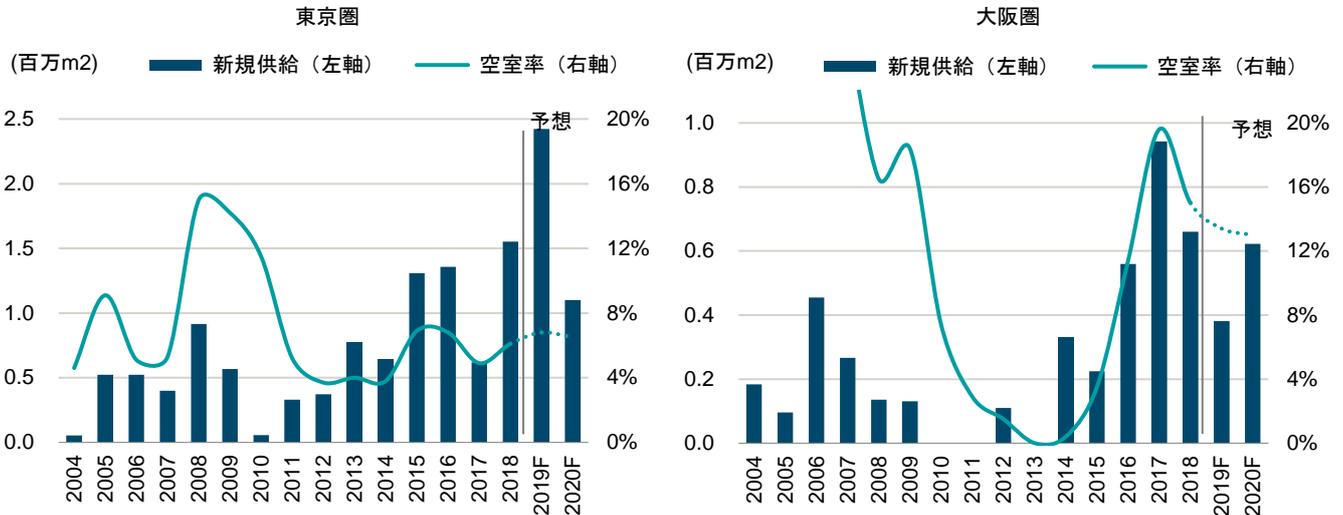
図表 27: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では 2018 年に 155 万㎡と過去最大の物流施設の供給が行われたのに加え、2019 年にはさらに 242 万㎡の供給が計画されており、内陸部を中心に空室率がもう一段上昇する恐れがある。大阪圏では 2019 年 38 万㎡と供給量は 2016 年のピークに比べ減少する見込みであるが、湾岸地域に散在する古い物件を中心に空室が長期化する可能性がある。

図表 28: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

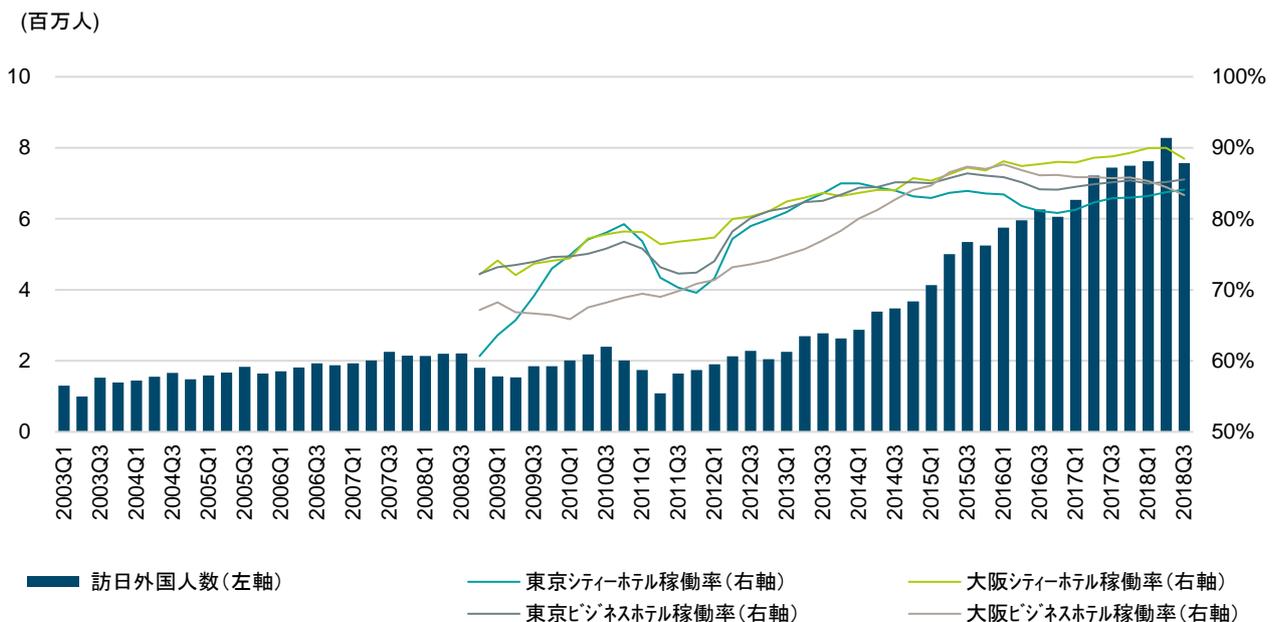


F: DWS 予想値  
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

## 2.5 ホテル

2018 年第 3 四半期の訪日外国人数は前年同期比 1.8%増加の 757 万人と増加傾向は続いたものの、25 四半期連続の二桁成長は途切れた。同時期の東京と大阪のホテル稼働率は業況判断の目安である 80%を上回っており、堅調な水準を維持したが、大阪では台風の影響で 2018 年 9 月単月の稼働率がシティホテル、ビジネスホテルともに 80%を下回り、12ヶ月平均でもそれぞれ 88%、83%と一時的に下落した。

図表 29: 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 DWS 作成

## 免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2019 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 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                   |
| 41  |       | 第3四半期 | 18年7月  | 四半期アップデート                   |
| 42  |       | 第4四半期 | 18年10月 | 四半期アップデート                   |
| 43  | 2019年 | 第1四半期 | 19年1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。

---