A photograph of a modern glass skyscraper at night, illuminated from within, with a grid of white lines overlaid on the image, creating a technical or architectural feel.

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 2 四半期

2019 年 4 月

ドイチェ・アセット・マネジメントは 2018 年より「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。

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.

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。2019年第1四半期の国内実質GDP成長率は0.3%程度とやや低調な水準となったものとみられる。経済成長の牽引役だった輸出が2018年後半から減速し、これを受け製造業の業況判断指数も過去6年間で最大の下落となった。

世界的な長期金利の低下を受け、東証REIT指数は強含んだ。銀行による不動産向け融資残高は4年連続で過去最高を記録したが、新規開発用融資には慎重な姿勢もみられ不動産向け新規融資額は7四半期連続の下落、国内収益不動産売買高も前年比で約1割の下落となった。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横ばいの6.5%となった。

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・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。2019年3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過去26年間で最も低い水準となり、新築ビルの空室率も12年ぶりに3%を割り込んだ。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。

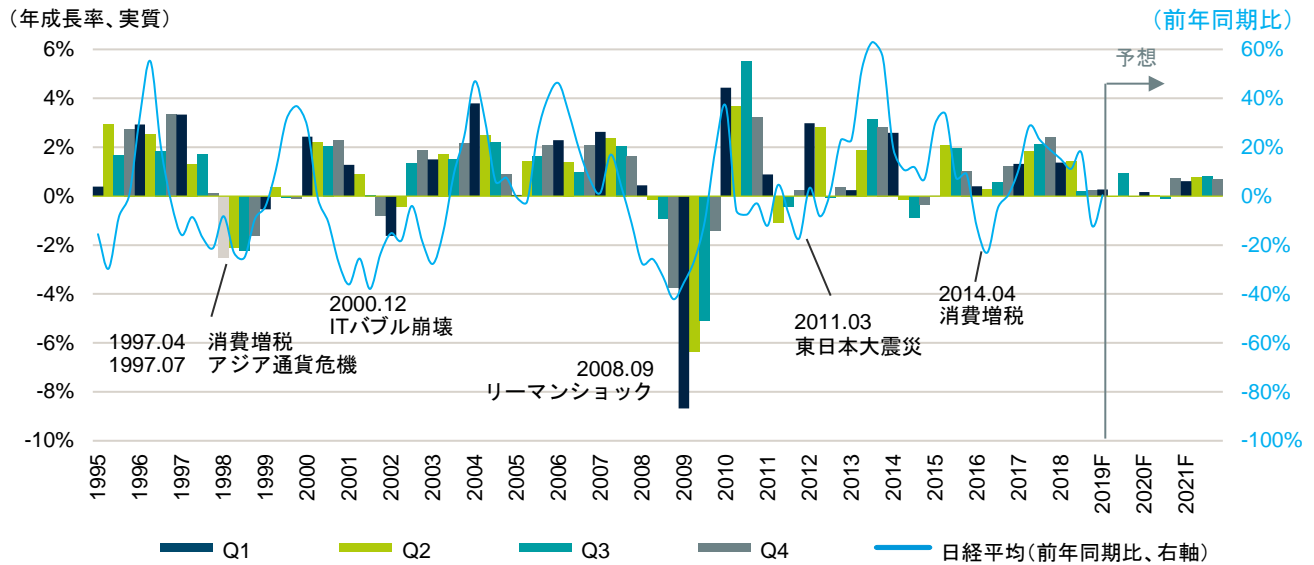
インバウンド消費の恩恵で都心部を中心に商業賃料は大幅に上昇した。首都圏新築マンションの販売価格は過去24年間での高値を更新し、また旺盛な賃貸需要を背景に賃貸マンションの賃料も12四半期連続で上昇した。物流施設では、東京圏で今年過去最大規模の新規供給が計画され空室率がやや上昇する恐れがあるが、大阪圏では2019年の供給量がピークに比べ減少する見込み。東京と大阪のホテル稼働率は12ヶ月平均でいずれも80%を上回り堅調に推移したが、大阪では台風の影響で一時的に低下した。

1 経済・金融・投資家動向

1.1 マクロ経済情勢

世界貿易の減速傾向や欧州地域の政治的な不安定さで世界景気の先行きがより不安視されるなか、2019年第1四半期の国内実質 GDP 成長率は 0.3%程度とやや低調な水準となったものとみられる。民間消費や企業設備投資は比較的良好な水準を保っているものの、経済成長の牽引役だった輸出が 2018 年後半から減速したのが響いている。それでも 2019 年 2 月の完全失業率は 2.3%と過去 26 年間の最低水準にあり、労働需給は依然として逼迫している。今後も 10 連休の影響や中国経済の見通し、消費増税の影響など先行きの不透明感は依然として強い。

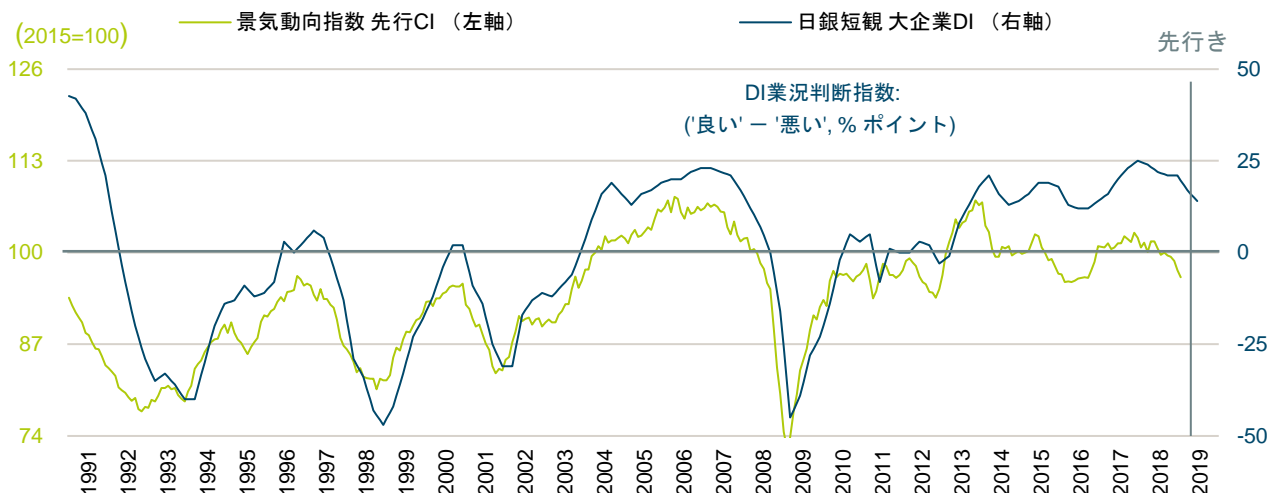
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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 2019 年 3 月の業況判断指数 DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は 2018 年 12 月から 4 ポイント下落の 17 ポイントと弱含んだ。民間消費は堅調でサービス業全体では前期比 3 ポイント下落の 21 ポイントとまずまずの水準で持ちこたえているのに対し、輸出産業の落ち込みが顕著な製造業では同 7 ポイント下落の 12 ポイントと過去 6 年間での最大の下落を喫した。企業の設備投資意欲や採用意欲は依然として旺盛である一方、中国経済の減速が長引けば本格的な景気後退入りを不安視する向きもあり、先行きが見通しにくい環境にある。

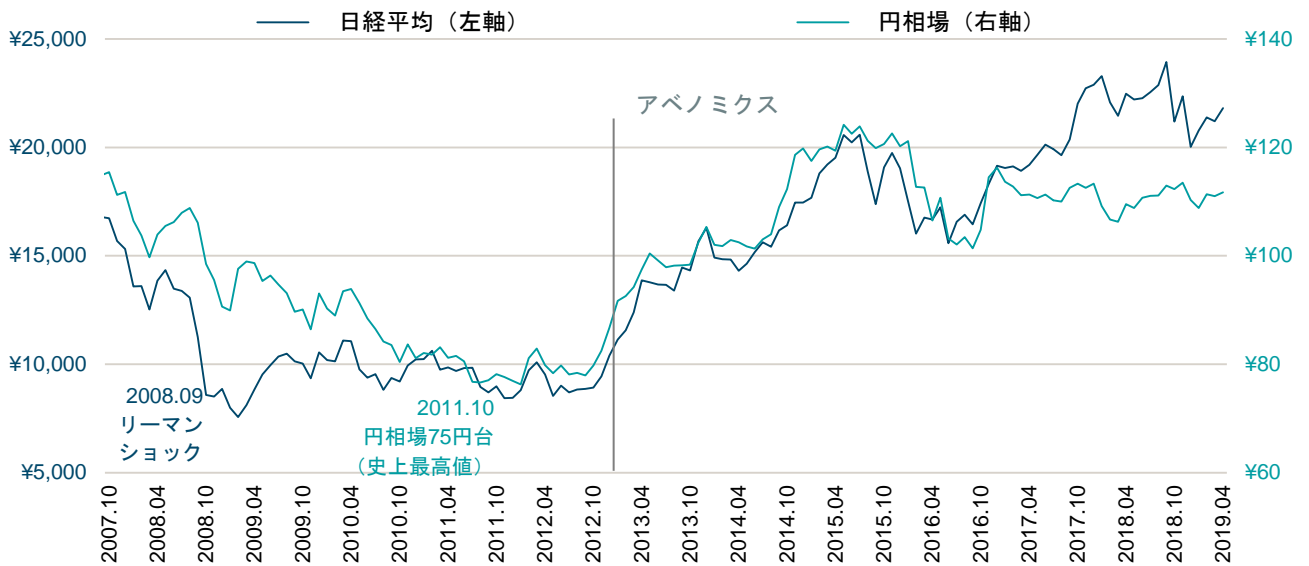
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

金利先高感が後退したことや米中貿易交渉が進展するとの期待感を受け、日経平均株価は2018年12月末の20,000円台前半から2019年4月中旬には22,000円台を回復した。同時期の円相場は1ドル110円前後のレンジで小幅な動きで推移した。

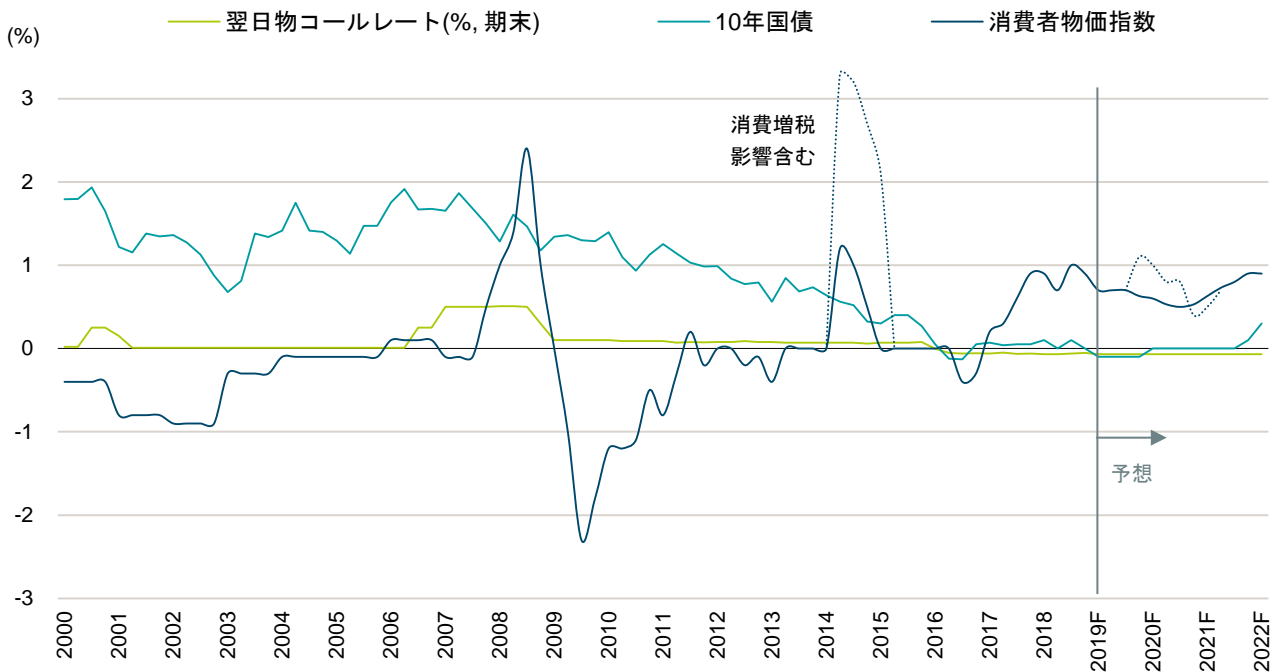
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

2019年2月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI)は0.7%と2018年8月からほぼ横ばいで推移し、足元では緩やかなインフレ傾向が続いている。10年物国債利回りは、米国が利上げを先送りし世界的にも金利の下方圧力が強まった影響で、2018年12月の0%から2019年4月中旬には-0.05%まで低下し、マイナス圏での推移が続いている。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移

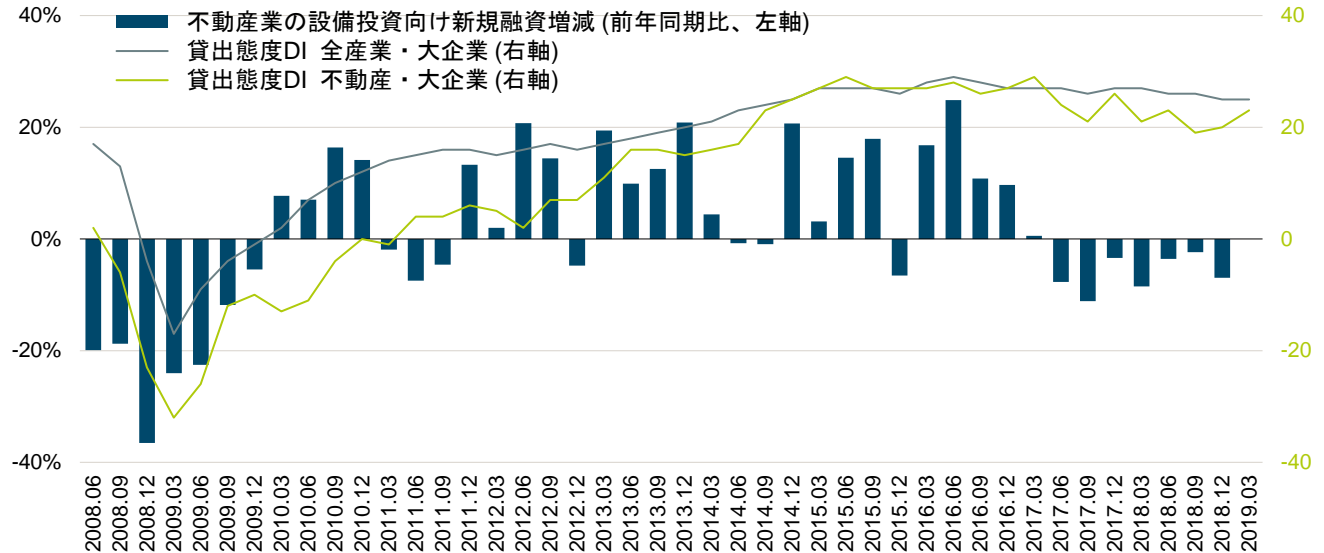


F: DWS 予想値
出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

1.2 不動産投資市場・価格

2019年3月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(黄緑線)は、2018年12月から3ポイント改善し23ポイントとなった。大手企業や安定稼働物件への融資意欲は良好な水準を維持しており、銀行による不動産向け融資残高は4年連続で過去最高を記録した。ただし、一部地銀によるアパートローン不正融資などもあって個人向け融資は落ち込んでおり、また新規開発用資金には慎重な姿勢もみられるだけに、2018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で6.9%下落し7四半期連続の下落となった。

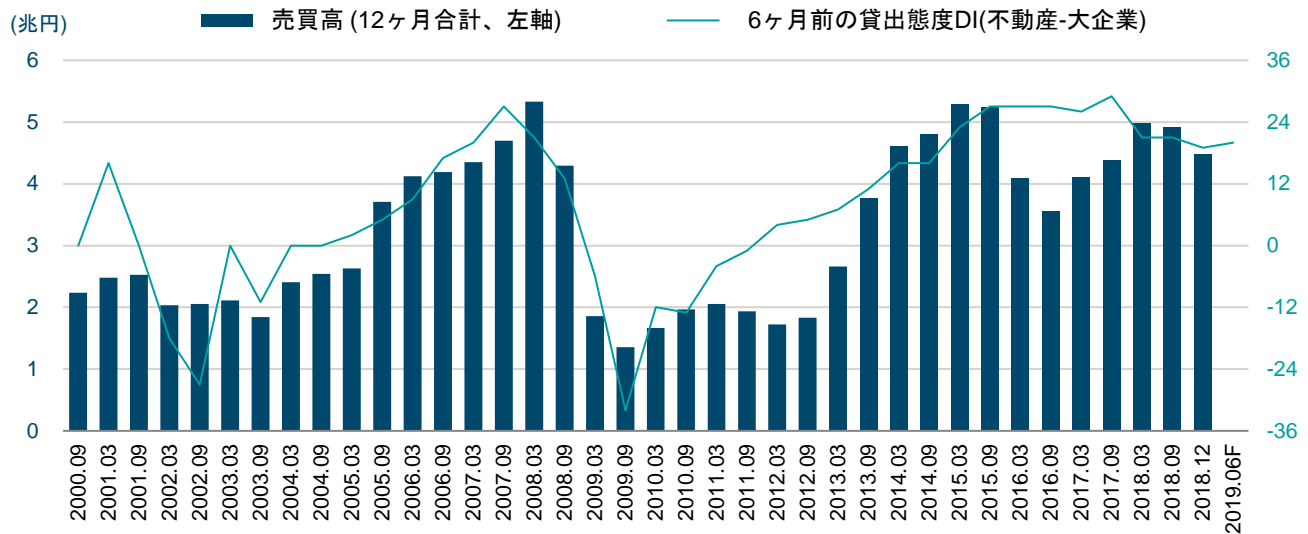
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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4.5兆円と、前年同期比で約1割の下落となった。不動産価格の高騰で個別の大型案件の取引が限られ、この期間は海外投資家による目立った物件取得もなかった。地域別にみると東京の割合は33%と少なめで、価格の高い東京都心部から周辺部や地方に投資対象が広がる構図が続いた。一方2019年に入るとJ-REITによる大型ポートフォリオ案件の取引や外資系による大型取引も活発化しており、不動産売買高はやや持ち直しの兆しがみられる。

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

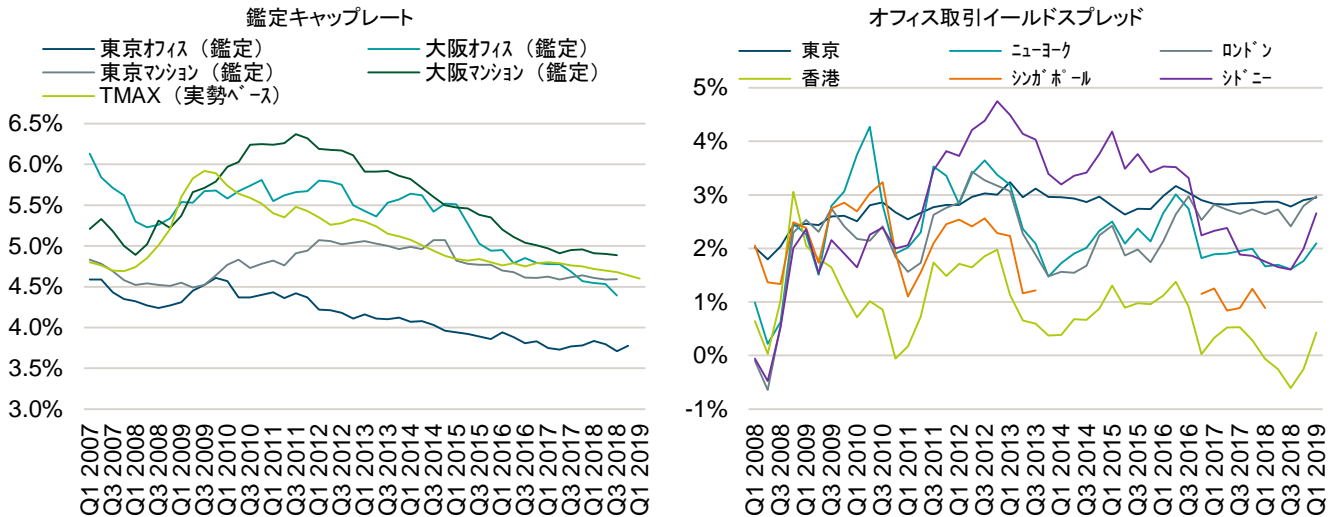


F: DWS 予想値

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2019年3月期に4.60%と2016年以來僅かながらも低下が続いている。2018年12月期の東京オフィスの鑑定キャップレートは3.78%(速報ベース)と、前年同期比でほぼ横ばいとなった。世界主要都市のオフィス取引イールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、最近の金利低下の影響もあって東京以外の各都市で軒並み拡大した。2019年3月の東京のスプレッドは若干の拡大である300bps、同時期のロンドンもほぼ同水準となったほか、シドニーでは同270bpsと東京とのスプレッドの差が縮まった。

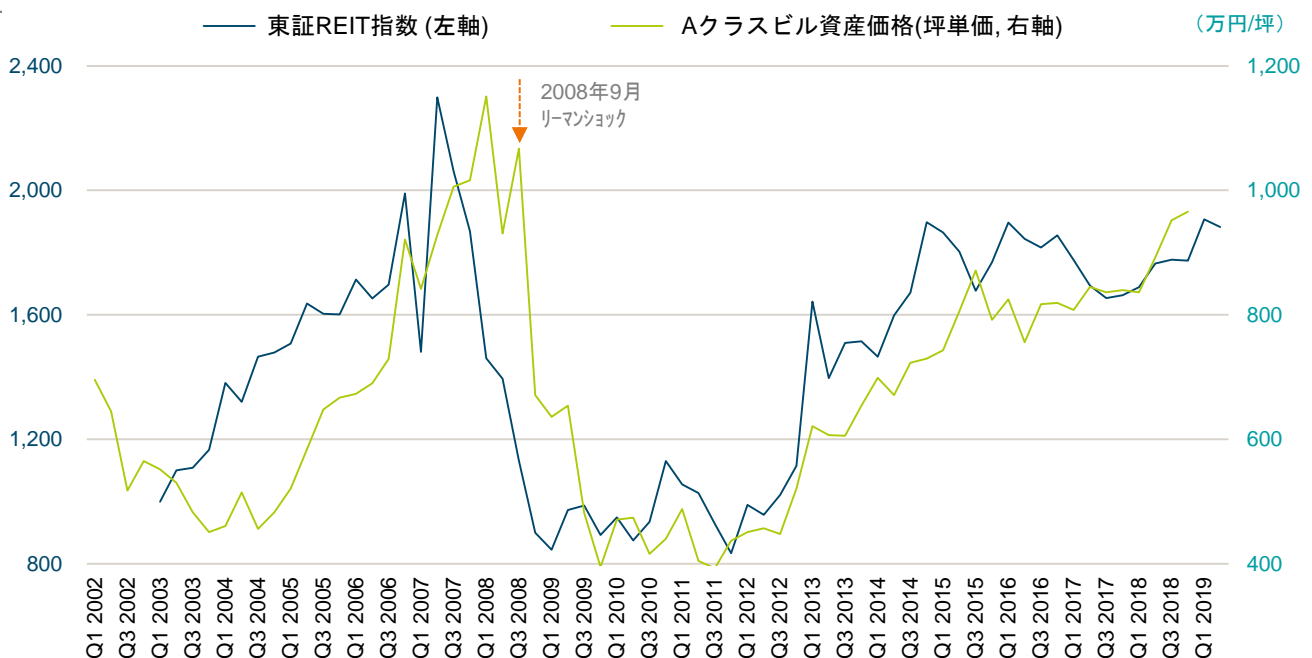
図表7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

世界的な長期金利の低下を受け金利敏感セクターである REIT 市場に資金が流れ込んでいる。東証 REIT 指数は2018年12月の1,700ポイント台後半から2019年3月には一時1,900ポイント台を回復し、4月下旬は1,800ポイント台後半で推移している。一方、実物の資産価格の指標となる東京都心部 A クラスビルの2018年12月の床単価は前期比1.5%上昇の966万円/坪と、リーマンショック前のピークの8割の水準まで回復した。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、今後の不動産価格は高値圏のまま横ばいで推移するものと予想される。

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

2019年第1四半期以降に取引・発表された不動産取引は以下の通りで、最大の取引は香港のガウ・キャピタルが取得した青山ビルディング(840億円)で、これにジャパン・ホテル・リート投資法人によるヒルトン東京お台場の取得(624億円)と日本生命による国際赤坂ビルディングの持分50%の取得(約400億円)が続いた。青山ビルディングは1平米当たり202万円(666万円/坪)と単価が最も高額な取引ともなったほか、芙蓉リースによる銀座ファーストビルの取得(126億円)はキャップレートが3.4%と、公表された取引の中で最も低い水準となった。

今期は大和ハウス投資法人が取得した12物件の複合ポートフォリオ(671億円)など、J-REITによる100億円超のポートフォリオの取得が8件と目立った。これ以外でも、武田薬品工業の武田御堂筋ビルなど21物件のポートフォリオ(推定500億円)を米国のグリーンオークが取得し注目された。

図表9: 2019年第1四半期以降に取引・発表された主な国内不動産取引

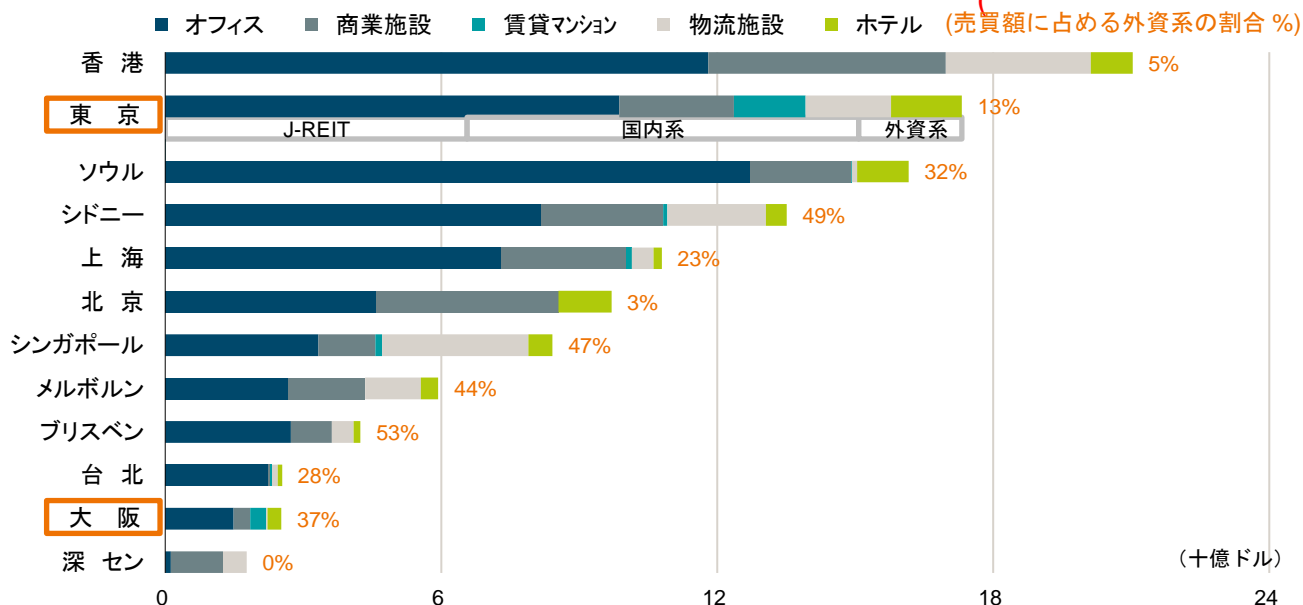
| 種別 | 物件名称(取得割合%) | 取得額 (億円) | 単価 (百万円/㎡) | キャップ レート | 所在 | 取引 年月 | 取得主 |
|---------------|------------------------|-------------|---------------|-------------|------|----------|---------------------|
| | 青山ビルディング | 840 | 2.02 | - | 渋谷 | 2019年4月 | ガウ・キャピタル・パートナーズ(香港) |
| | 国際赤坂ビルディングの持分50% | 推400 | 1.27 | - | 港 | 2019年1月 | 日本生命 |
| オフィス | ヒューリック豊洲プライムスクエアの持分50% | 210 | 1.01 | 4.0% | 江東 | 2019年4月 | グローバル・ワン投資法人 |
| | ヒューリック神谷町ビルの持分30% | 185 | 1.55 | 3.7% | 港 | 2018年10月 | ヒューリックリート投資法人 |
| | グランフロント大阪の持分4.9% | 158 | - | - | 大阪 | 2018年12月 | 阪急阪神リート投資法人 |
| | 大和御成門ビル | 137 | 0.99 | 3.7% | 港 | 2019年2月 | 大和プロパティ |
| | 銀座ファーストビル | 126 | 1.06 | 3.4% | 中央 | 2019年4月 | 芙蓉リース |
| | グラスシティ晴海 | 112 | 0.75 | 4.1% | 中央 | 2019年2月 | 大和証券オフィス投資法人 |
| | 心齋橋8953ビル | 149 | 1.06 | 3.5% | 大阪 | 2019年2月 | 匿名投資家 |
| 商業 | Luz 武蔵小杉 | 122 | 0.99 | 3.8% | 川崎 | 2018年12月 | ユナイテッドアーバン投資法人 |
| | E-maの持分60% | 推120 | 0.79 | - | 大阪 | 2019年3月 | アンジェロ・ドーン(米) |
| 物流 | MFLP 稲沢など6物件 | 531 | 0.22 | 4.7% | 愛知 | 2019年1月 | 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人 |
| 住宅 | コンフォリア渋谷WESTなど9物件 | 187 | - | 4.3-4.8% | 目黒など | 2019年1月 | コンフォリア・レジデンシャル投資法人 |
| | S-Residence 本八幡など5物件 | 104 | - | 4.6-5.8% | 千葉など | 2019年1月 | サムティ・レジデンシャル投資法人 |
| ホテル/ ヘルスケア | ヒルトン東京お台場 | 624 | 137/rm | 4.5% | 港 | 2019年1月 | ジャパン・ホテル・リート投資法人 |
| | シップ千里ビルディングなど8物件 | 227 | - | 5.3% | 大阪 | 2019年1月 | ヘルスケア&メディカル投資法人 |
| | リッツカールトン京都の持分40% | 178 | 332/rm | 4.0% | 京都 | 2019年1月 | 積水ハウスリート投資法人 |
| | D Project 板橋新河岸など12物件 | 671 | 0.40 | 4.3% | 板橋など | 2019年2月 | 大和ハウスリート投資法人 |
| | 武田御堂筋ビルなど21物件 | 500 | - | - | 大阪など | 2019年1月 | グリーンオーク(米) |
| ポート フォリオ | Landport 青梅など10物件 | 482 | 0.24 | 4.6% | 青梅など | 2019年2月 | 野村マスターファンド投資法人 |
| | 池袋グローブなど3物件 | 225 | - | 4.0% | 豊島など | 2019年3月 | フロンティア不動産投資法人 |
| | コーナンPRO 竹ノ塚の底地など11物件 | 154 | - | - | 足立など | 2018年12月 | 地主プライベートリート投資法人 |
| | フロントプレイス南新宿など2物件 | 110 | - | - | 新宿など | 2019年1月 | ジャパンリアルエステート投資法人 |

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

2019年3月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額¹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173億ドルと、2017年第2四半期以降7四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J-REITや国内系がやや盛り返した一方、近年2-3割を維持してきた外資系の割合が13%まで下落し、香港、北京、深センなどの中華圏の都市を除けばアジア太平洋地域の主要都市の中でも最も低い水準となった。大阪の取引額は25億ドルとブリスベンと台北に次ぐ第11位となった。

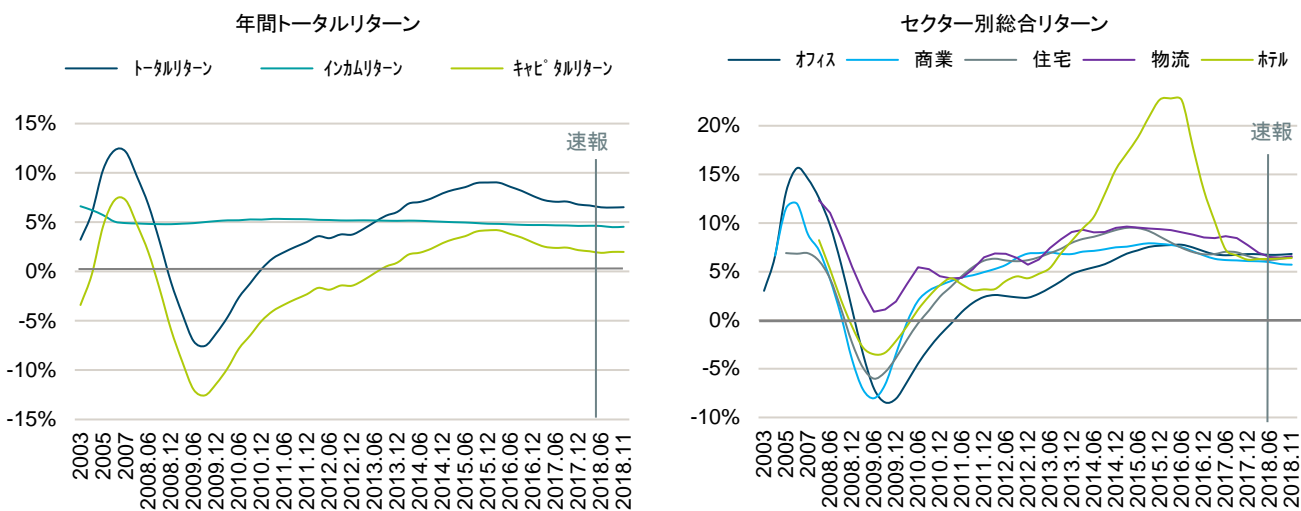
図表10: アジア太平洋地域の都市別収益不動産売買取引額ランキング (2019年3月末までの12ヶ月)



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 DWS 作成

2018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²は、前期比で横ばいの6.5%となった。セクター別に見ると、オフィスセクターのトータルリターンが6.8%と高く、これに物流、住宅、ホテルセクターがいずれも6.4%から6.6%で続いたが、商業セクターは5.7%となり他セクターとの差が広がった。

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)



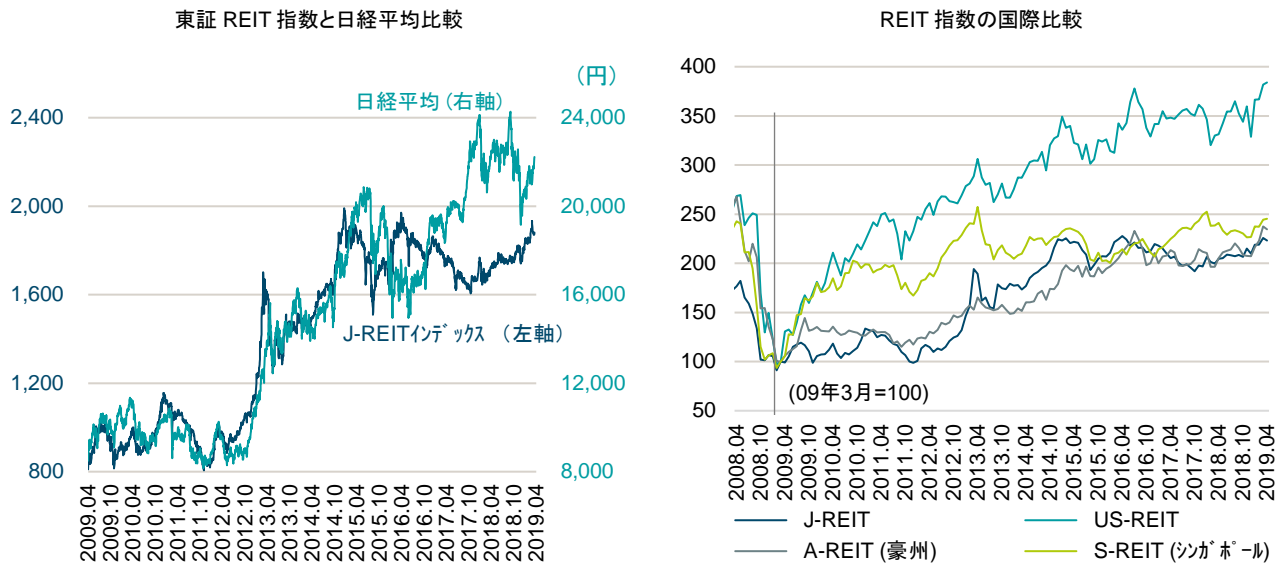
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに DWS 作成

¹ 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。
² 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 2017 年末の 1,600 ポイント台から上げ基調が続いており、2019 年 4 月半ばには 1,800 ポイント台後半で推移している。2019 年に入ると世界的に金利の先高感が解消され、各国の REIT 指数も J-REIT 以上に回復が進んだ。2019 年 4 月半ば時点で US-REIT が過去最高値を付け、豪州 A-REIT も過去 10 年間での最高値を更新したほか、J-REIT のインデックスやシンガポール REIT も 2015-2016 年の直近ピーク価格に近づいている。

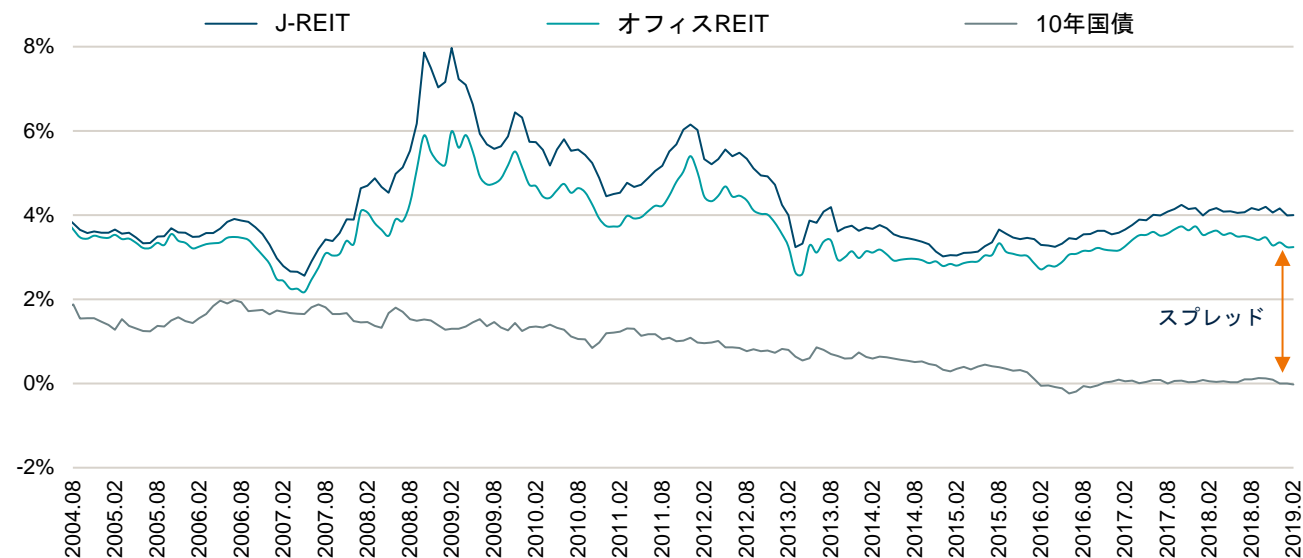
図表 12: REIT インデックス(短期推移と長期国際比較)



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 DWS 作成

2019 年 2 月の J-REIT 平均分配金利回りは 2018 年 11 月からほぼ横ばいの 4.00% (オフィス型 REIT は 3.24%) となり、国債利回りとの差(スプレッド)も同横ばいの 402bps (同 326bps) となった。分配金スプレッドがそれぞれ 138bps、312bps にとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べると、J-REIT の投資妙味は比較的高いとの見方もできる。

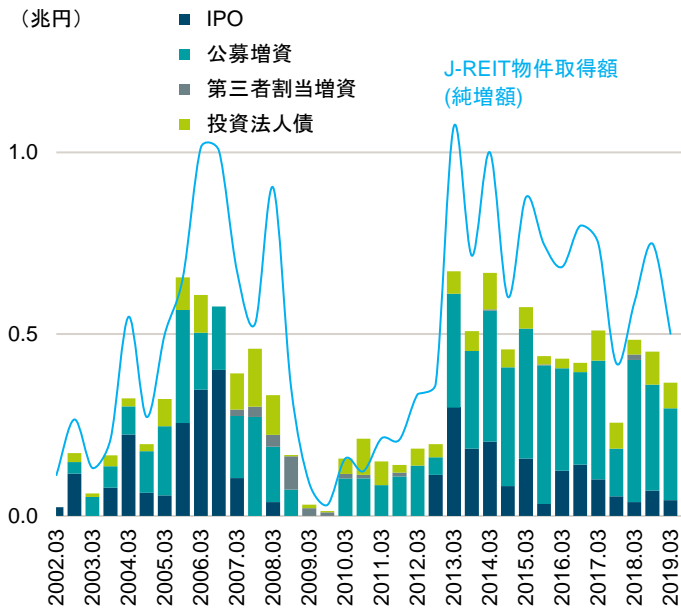
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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10月-2019年3月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はサンケイリアルエステート投資法人とエスコジャパンリート投資法人の2件、公募増資は大和ハウスリート投資法人など12件が実施された。同期間のJ-REITによるIPO・増資額は2,965億円、グロスの物件取得額は6,354億円(売却額を除いたネットでは5,011億円)で、いずれも前年同期比で約3割の下落となった。同期間中、森トラストグループによる傘下のREIT運用会社の合併があったほか、スターアジア不動産投資法人による国内REIT初のメザニン債権投資も行われた。

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 |
|---------------------|---------|--------------|
| 大和ハウスリート投資法人 | 2019年2月 | 354 |
| ジャパン・ホテル・リート投資法人 | 2019年1月 | 333 |
| 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人 | 2019年1月 | 332 |
| 野村マスターファンド投資法人 | 2019年2月 | 324 |
| コンフォリア・レジデンシャル投資法人 | 2019年1月 | 139 |
| ヘルスケア&メディカル投資法人 | 2019年1月 | 115 |
| その他公募増資 | 10-3月 | 930 |
| 合計 | | 2,527 |

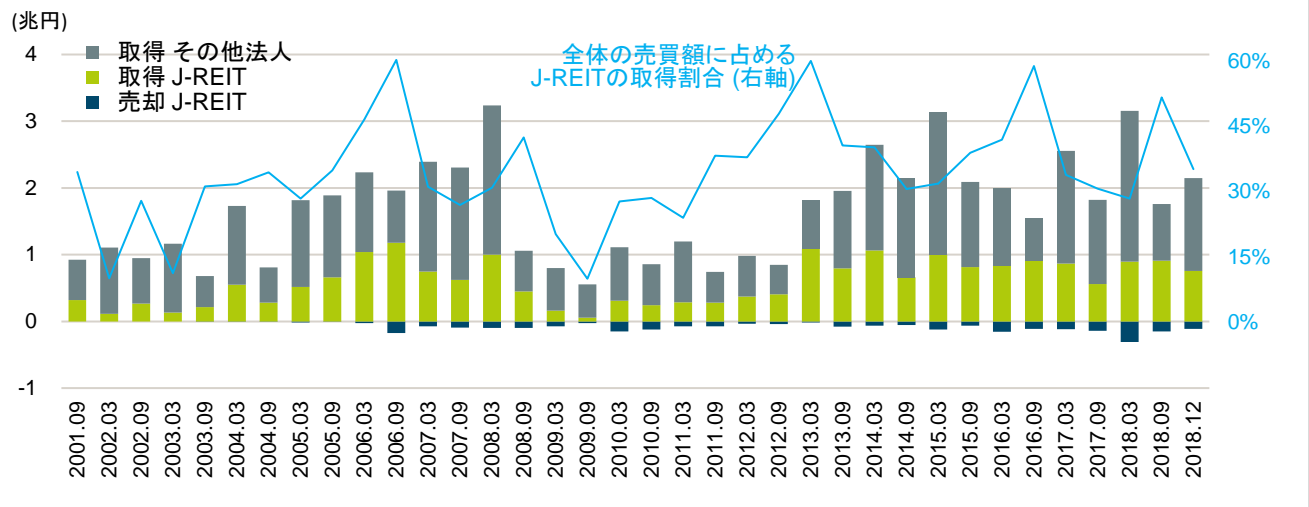
| 新規上場の REIT | 時期 | 募集額 |
|------------------|---------|------------|
| サンケイリアルエステート投資法人 | 2019年3月 | 239 |
| エスコジャパンリート投資法人 | 2019年2月 | 200 |
| 合計 | | 440 |

上場予定の REIT: ESR(物流)

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約2.1兆円と、3ヶ月前に比べ約2割の増加となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は同2割の減少となり、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合も3ヶ月前の5割から直近では3割まで減少した。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



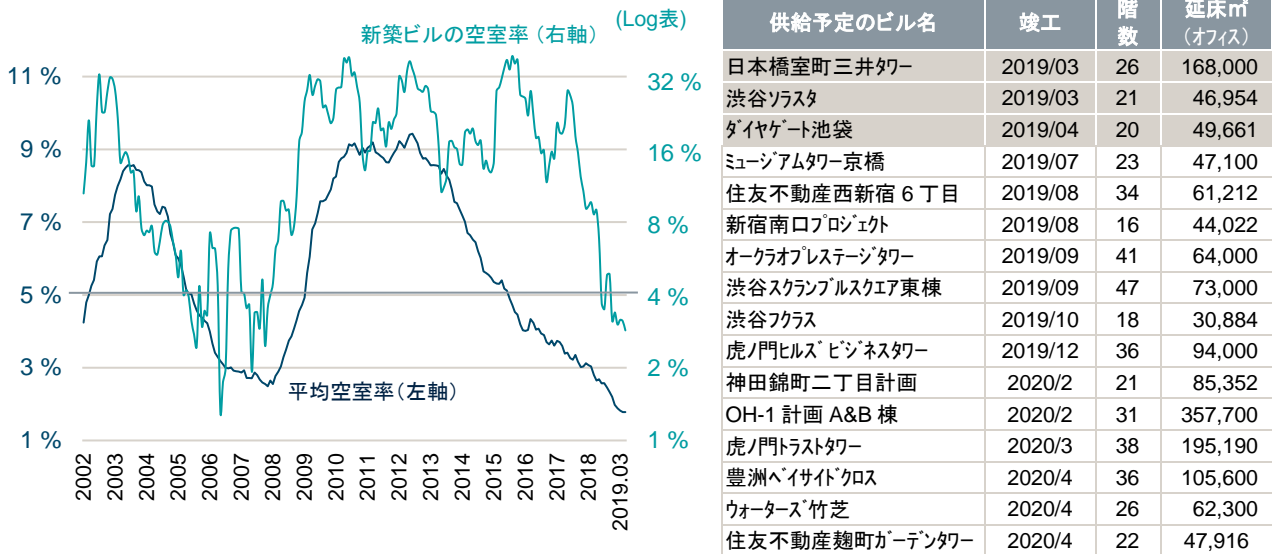
E: DWS 推定値
 出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

2 不動産ファンダメンタルズ

2.1 オフィス

2019年3月末時点の都心5区³のオフィスビルの平均空室率は前年同期比1.0ポイント低下の1.8%と、過去26年間の最も低い水準となった。竣工1年以内の新築ビルの空室率も、2019年3月に前年同期比で6.0ポイント低下の2.9%と12年ぶりに3%を割り込んだ。労働需給が逼迫するなか都心部のオフィス需要は強まっており、これまでのIT企業や人材派遣会社などに加え、シェアオフィスが新たなテナントとして急速に存在感を増している。この結果、すでに2020年前半竣工予定の物件についても9割以上のテナントが内定しているケースもみられ、今後新規のビル供給が続く中で賃貸需給が大きく悪化するような兆しは今のところみられない。

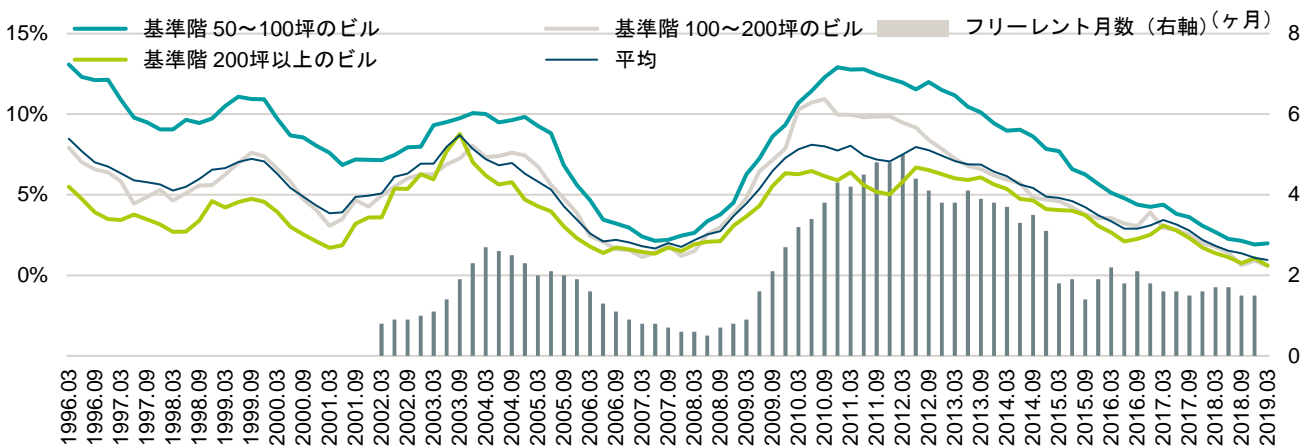
図表 16: 都心5区³の平均空室率と新規供給の推移



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。

2019年3月の東京都心3区³のオフィス空室率は前年同期比で0.9ポイント下落の1.0%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0.8ポイント下落の0.6%、100-200坪、50-100坪クラスのビルでもそれぞれ0.6%、2.0%となるなど、規模を問わず過去最低水準となった。2018年12月のフリーレント期間は前期比で横ばいの1.5ヶ月となった。

図表 17: 東京都心3区³の基準階面積別オフィス空室率の推移

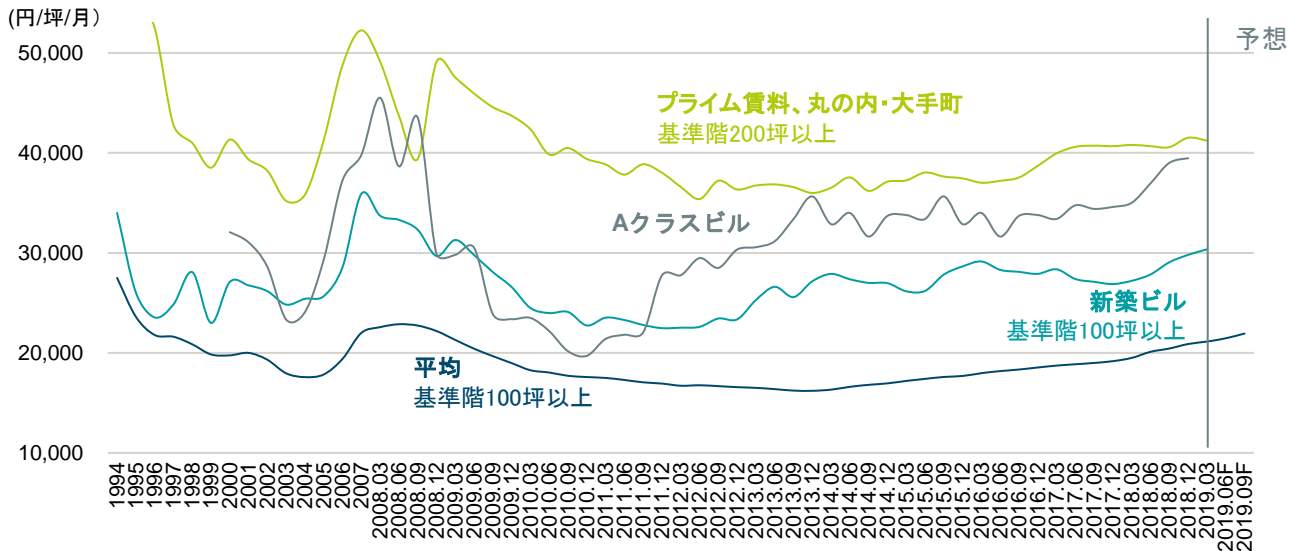


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

³ 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歴史的な低水準となっていることから、2019年3月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は前年同月比8.4%増と20四半期連続での上昇となった。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14.1%、11.6%増と大幅な上昇となったほか、丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)も同1.0%増と上昇が続き、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。

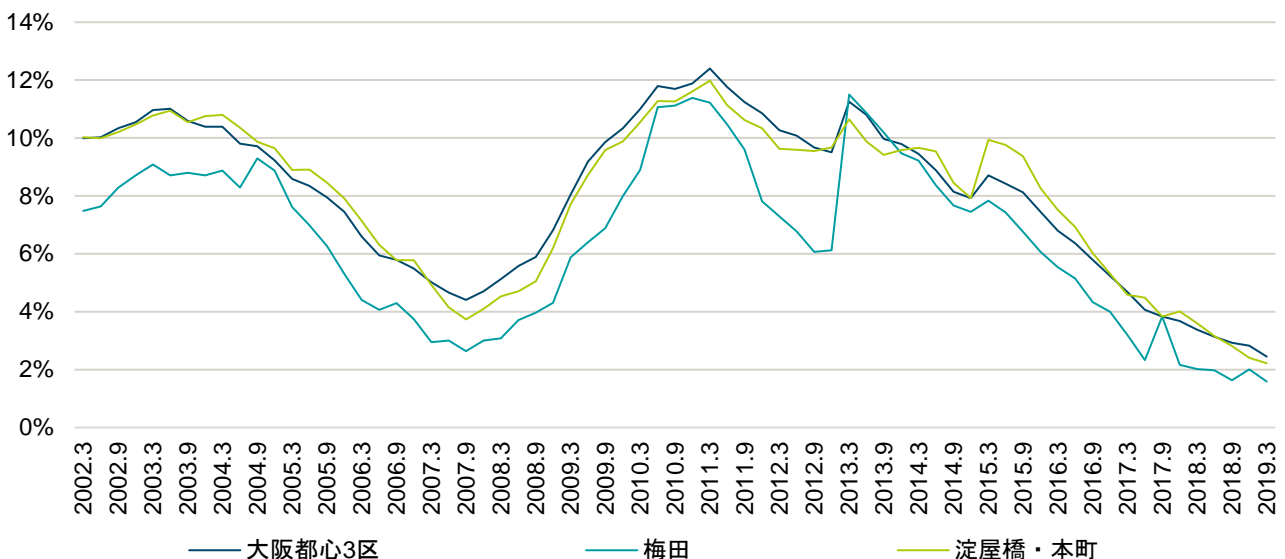
図表 18: 東京都心5区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

2019年3月の大阪都心3区⁴のオフィス空室率は前年同期比で0.9ポイント下落の2.5%と、26年ぶりの低水準をさらに更新した。エリア別で見ると、梅田の空室率が同0.4ポイント下落の1.6%、淀屋橋・本町エリアが同1.4ポイント下落の2.2%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2021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



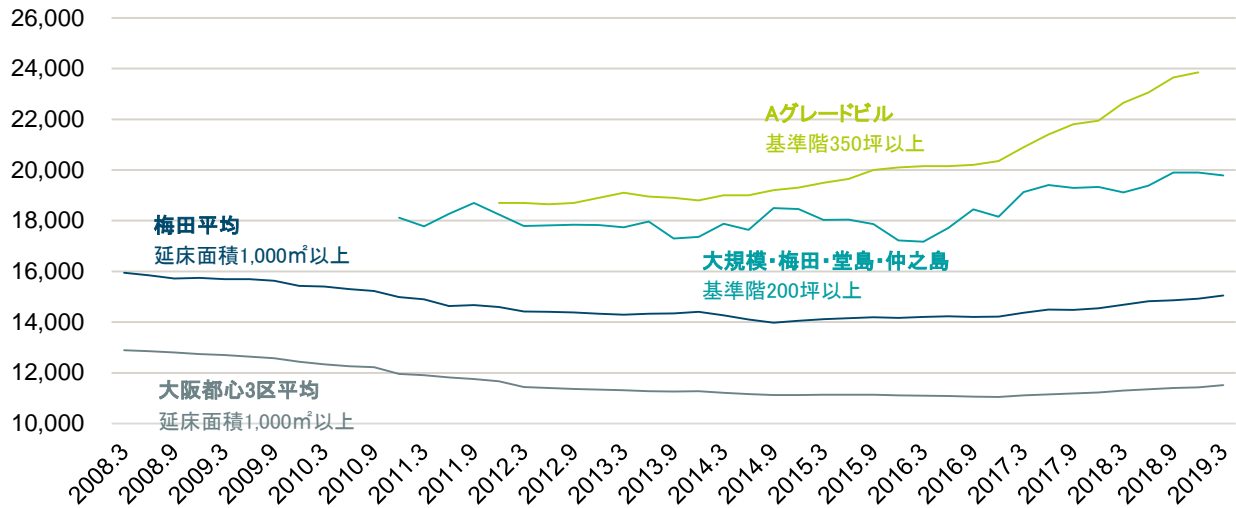
出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

⁴ 北区、中央区、西区を指す。

歴史的な空室率の低下を受け、2019年3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1.8%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2.5%、3.5%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8.7%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

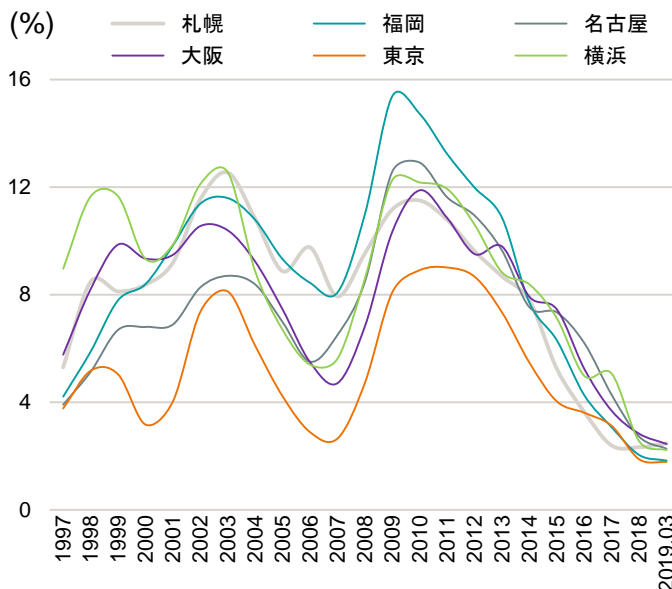
(円/坪/月)



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

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。2019年3月の空室率は大阪2.5%、名古屋2.3%、横浜2.2%、福岡1.8%、札幌2.5%といずれも過去20年の最低かそれに近い水準となった。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



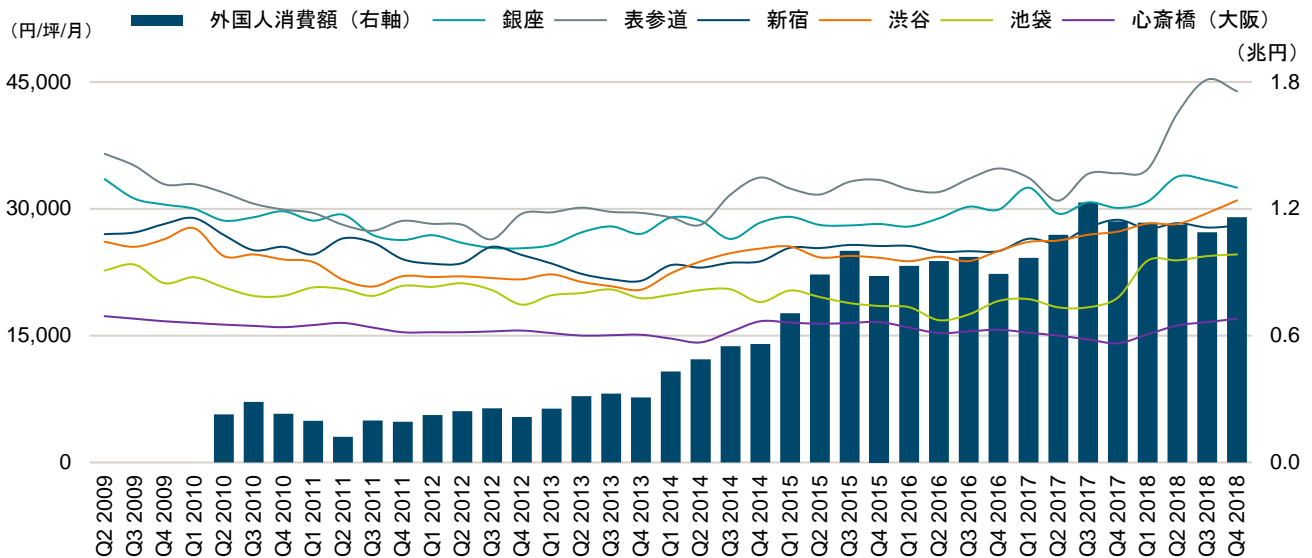
出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
 個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

| 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4四半期の外国人消費額は1.2兆円と、前年同期比で1.8%の増加となった。同期の訪日外国人観光客数は同3.1%増と、これまでの二桁成長から減速した。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倍以上に膨れ上がっており、多くの都心の商業施設はこの恩恵を受けている。2018年第4四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28.4%と大幅に上昇したほか、池袋、心齋橋、渋谷、銀座もそれぞれ26.2%、20.6%、13.6%、8.0%の上昇となった。ただし新宿エリアは同2.4%の下落となった。

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

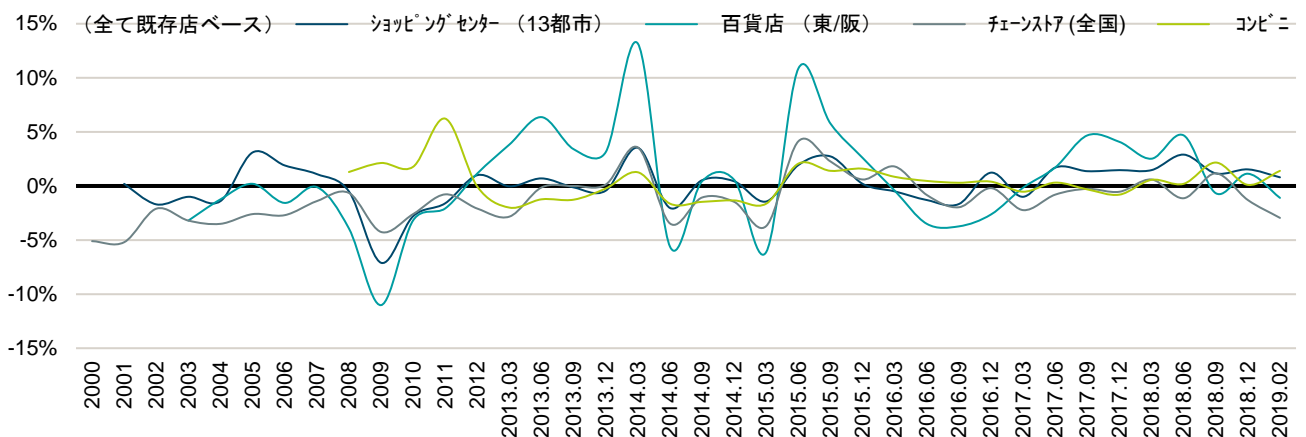


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

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

先行きの見通しの悪化で年末年始の商戦や高級品販売の売上に影響が及んだ結果、2019年1-2月の百貨店の売上高(東京・大阪地区)は前年同期比で1.1%の減少となった。同時期のチェーンストアの既存店売上高は同3.0%の減少となったが、コンビニやショッピングセンターの売上は同0.8%、1.4%の増加となった。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

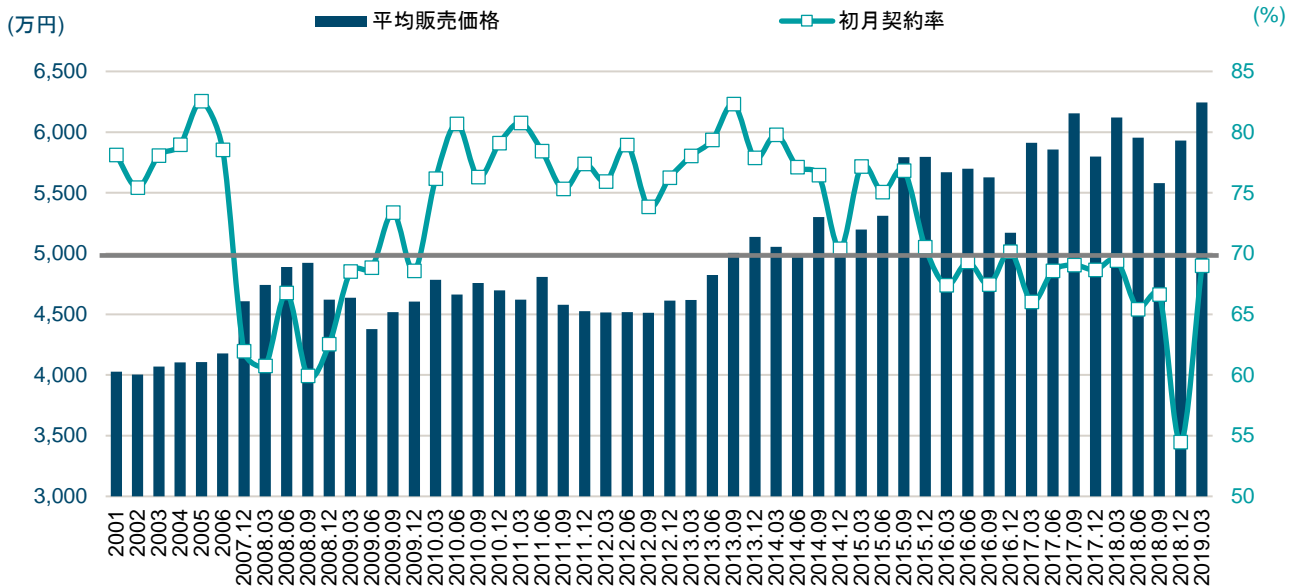


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDWS作成

2.3 住宅

2019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5.3%上昇の6,244万円と、四半期ベースで過去24年間での最高値を更新した。特に3月は6,552万円と、単月ベースで過去24年間で3番目に高い水準となった。供給戸数が多かった前四半期の初月契約率が54%と過去20年間での最低水準まで落ち込んだのに対し、今期は同契約率が69%まで回復した。ただし、好不調の基準と言われる70%ラインは8四半期連続で下回っており、2019年3月末までの契約に適用される消費税率の経過措置を利用する駆け込み需要も今回はほとんどみられなかった。

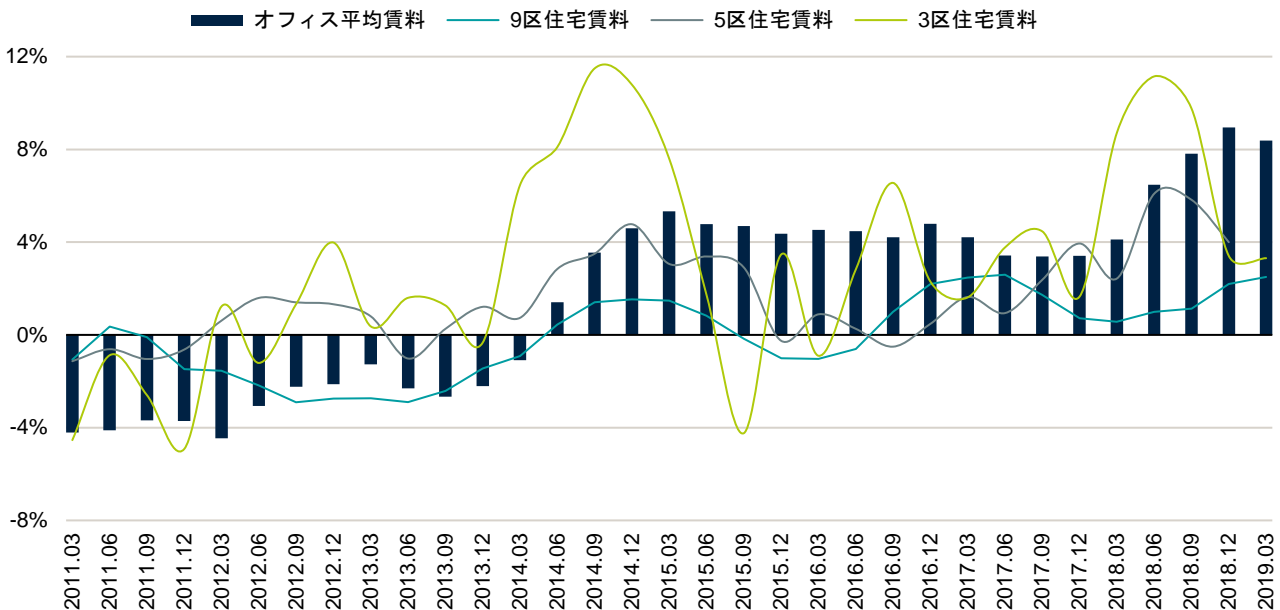
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに DWS 作成

2019年第1四半期の東京3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3.3%増と12四半期連続での増加となり、9区(水色)も2.5%増と2016年以來の増加傾向が続いた。分譲マンションの販売価格が高止まりし、サラリーマン世帯には手が届きにくい価格帯になってきているだけに、逆に賃貸マンションの需要は旺盛で都心部を中心に賃料に上昇圧力が強まっている。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

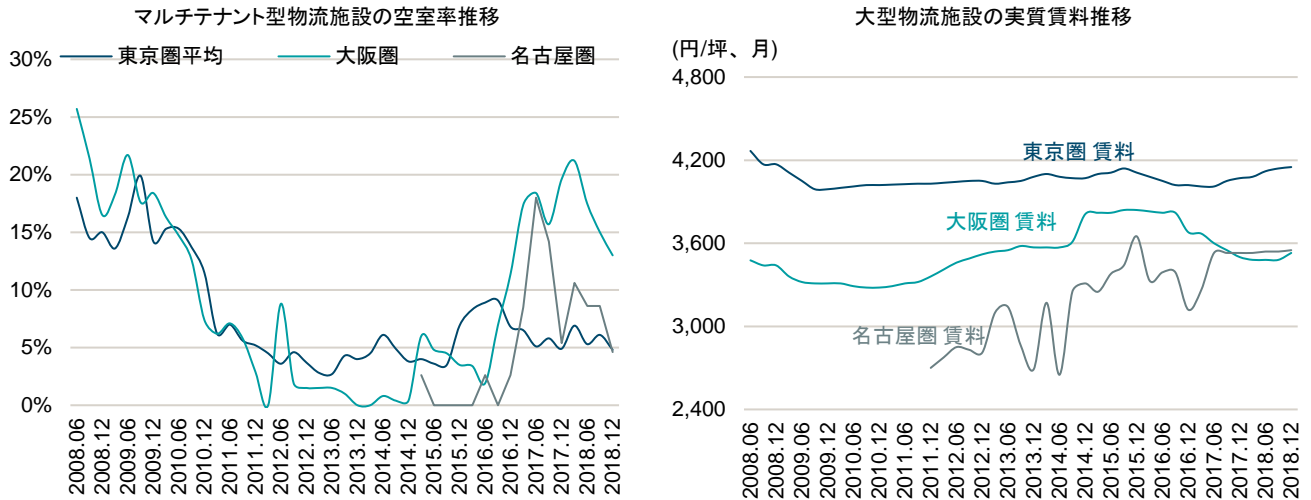


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、東日本不動産流通機構、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

2.4 物流施設

2018年第4四半期の東京圏の物流施設の空室率は前期比で1.3ポイント減の4.8%と、1年ぶりに5%を割り込む水準となった。大阪圏では同2.0ポイント低下の13.0%と前期からは空室の消化が幾分進んだほか、新規供給が少なかった名古屋圏でも同4.0ポイント低下の4.6%と大きく改善した。これを受け、実質賃料は、東京圏、大阪圏、名古屋圏いずれも前四半期と比べて1-2%の緩やかな上昇となった。

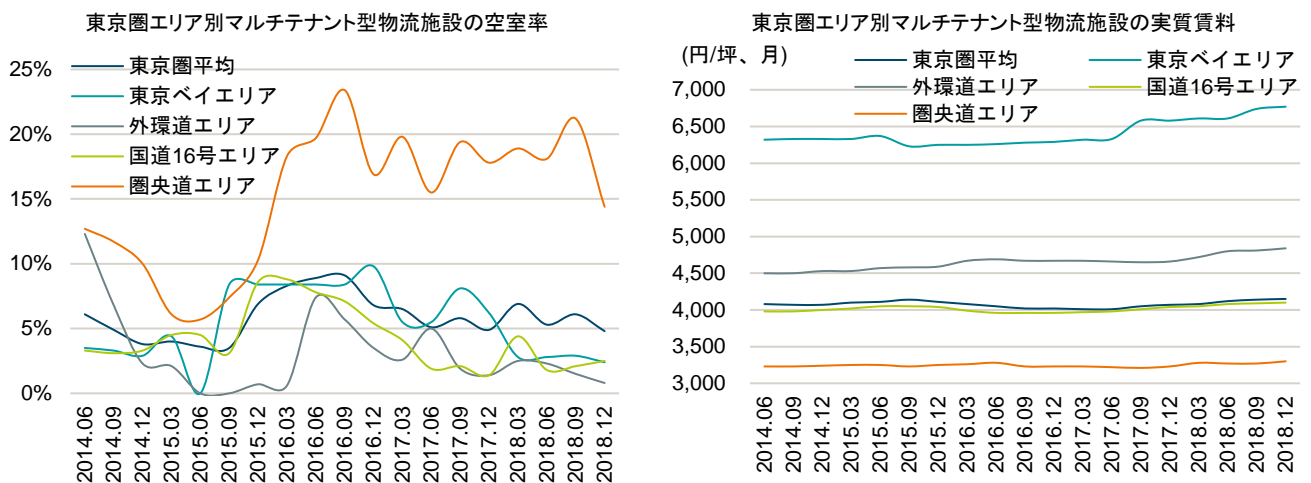
図表 26: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2018年第4四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率を見ると、外環道エリアが0.8%、東京ベイエリア、国道16号エリアがいずれも2%台半ばと需給が逼迫しているほか、圏央道エリアでも3年ぶりに15%を下回る水準まで回復した。実質賃料は、外環道エリアが前年同期比で3.9%の上昇、これに東京ベイエリア、圏央道エリア、国道16号エリアの順でいずれも1-3%の上昇となった。

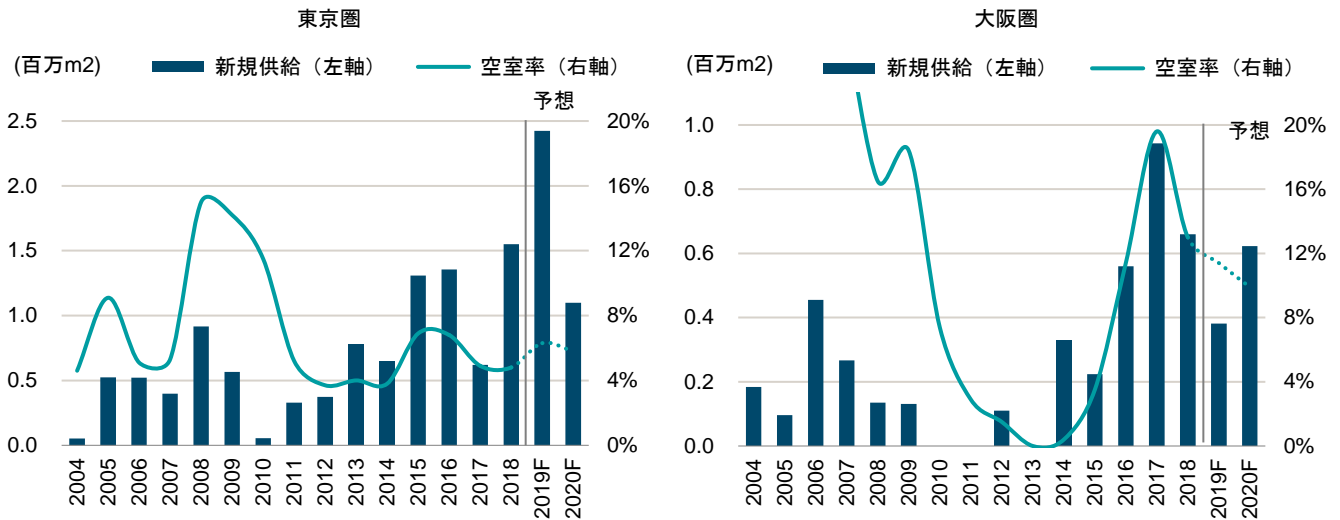
図表 27: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



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あったのに加え、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再度上昇する恐れがある。2019 年の大阪圏における供給量は 38 万㎡と 2016 年のピークに比べ減少する見込みで、湾岸地域を中心に空室の消化が徐々に進む見通し。

図表 28: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

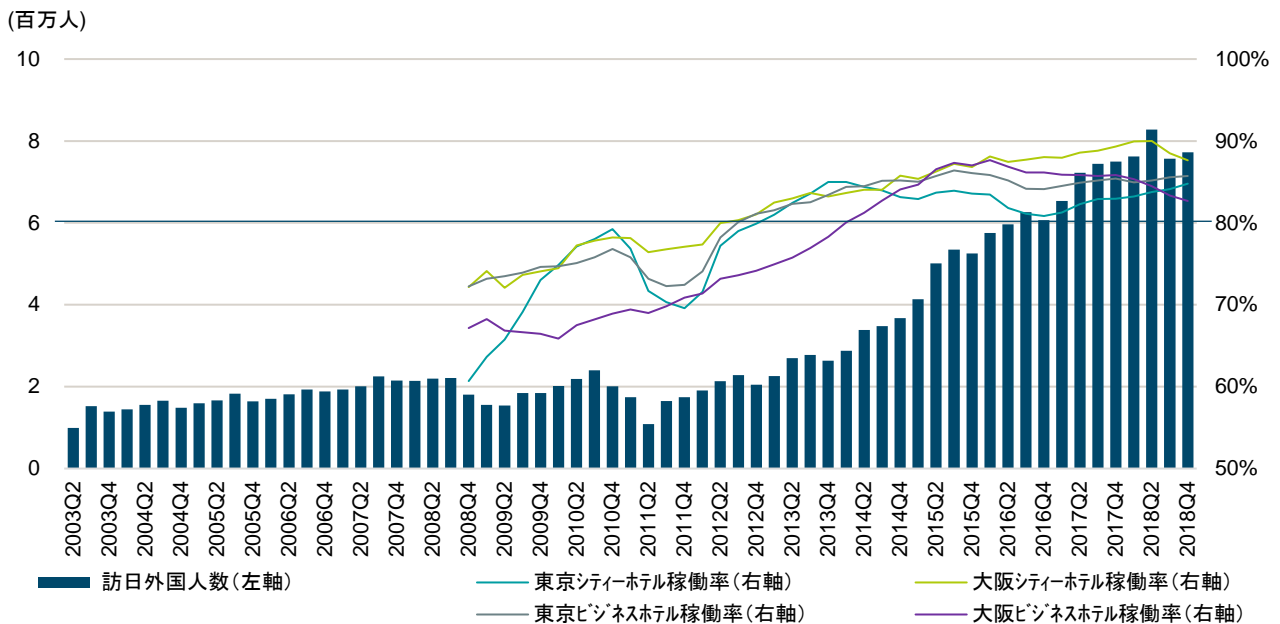


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2.5 ホテル

2018 年第 4 四半期の訪日外国人数は前年同期比 3.1%増加の 772 万人と、2012 年以來の二桁成長が途切れ、2 期連続での緩やかな増加となった。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ーホテル、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 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 |
| 44 | | 第2四半期 | 19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。
