

DWS 国内不動産マーケットレポート 2021年11月(年2回発行)

東証 REIT 指数や不動産取引市場はコロナ禍前の水準を取り戻しつつあるものの、賃貸市場ではオフィスセクターを中心に調整局面が続く

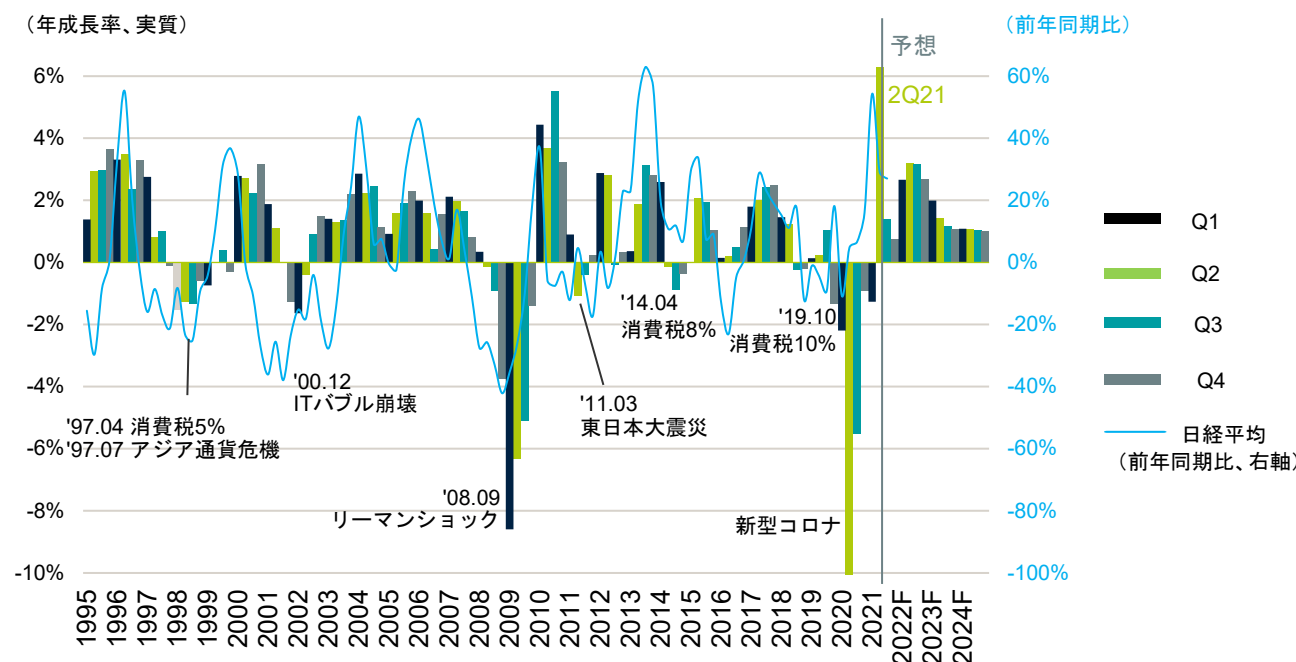
本レポートのハイライト

- 東証 REIT 指数は 2000 ポイントを上回り、キャップ・レートもさらに低下するなど投資市場は活発。
- 事業会社によるセール&リースバック取引が目立ったほか、J-REIT の資産入れ替えが盛んに行われた。
- 東京のオフィス空室率は 6.4% まで上昇したほか、地方でも空室率の緩やかな上昇が続く。
- 物流セクターが引き続き回復を牽引したのに対し、商業やホテルセクターではコロナ禍での業績悪化が続いた。
- 分譲マンションの価格は過去最高値水準まで上昇した一方、賃貸住宅の賃料はやや軟調に推移。

1 経済・金融

2020年4月以降、国内では緊急事態宣言が繰り返し発令され経済活動が停滞してきたが、2021年10月には全ての宣言が解除となった。2021年第2四半期の実質経済成長率は前年の外出自粛期間からの反動で7.6%と四半期ベースで過去30年間の最高水準を更新したものの、2021年通年では緊急事態宣言の長期化や個人消費の回復の遅れもあり2%台程度とより緩やかな回復が見込まれる。ただし、世界的なサプライチェーンの乱れやエネルギー価格の上昇で世界景気の回復鈍化を懸念する声も多く、国内景気の回復スピードがさらに減速する可能性もある。

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)

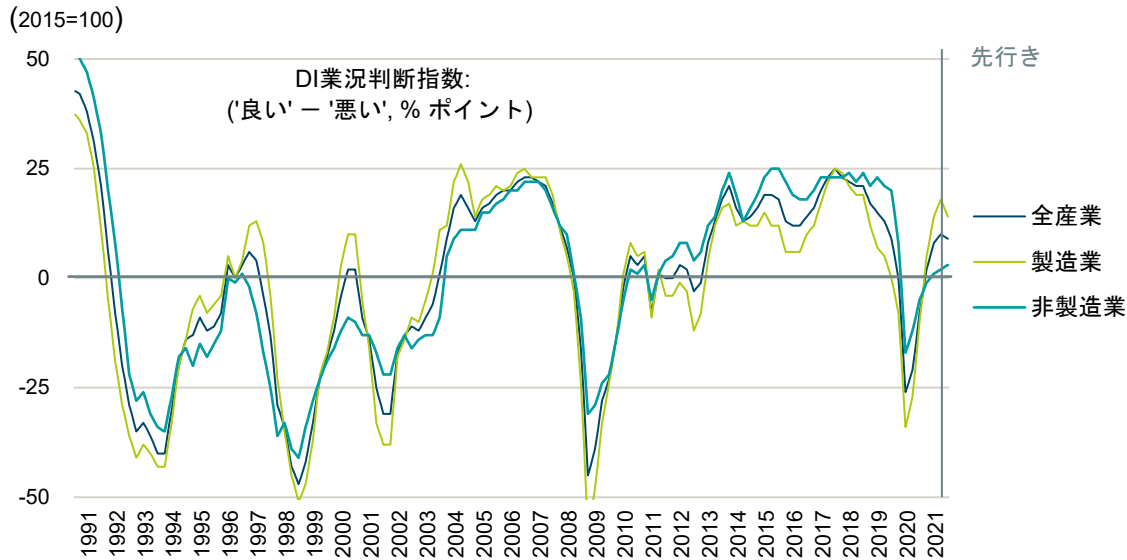
出典: 内閣府の資料をもとに DWS 作成

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。

日銀短観による2021年9月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は10ポイントと、2021年3月の3ポイントから大幅に改善した。業種別で見ると、為替や海外景気の恩恵を受けやすい製造業(黄緑色)の景況感が18ポイントとコロナ前の水準を概ね回復したのに対し、直近まで緊急事態宣言の影響が大きかった非製造業(水色)の景況感は2ポイントと回復が遅れている。非製造業の中では、情報サービス・通信、建設・不動産などで景況感の改善が進んでいる一方、宿泊、飲食、航空・鉄道などはまだマイナス圏に沈んだままであり、業種別で大きな温度差が見られた。

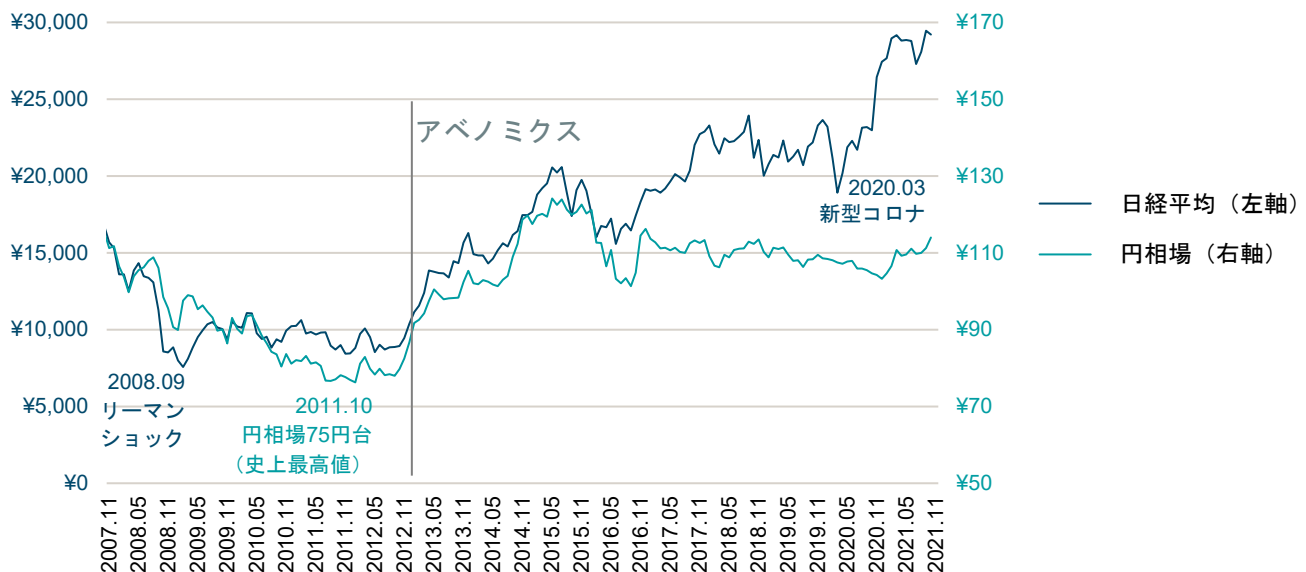
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

コロナ対応で生み出された大量の流動性資金が株式市場に流れ込んだこともあり、日経平均株価は2020年12月末の27,000円半ばから、2021年9月には一時的に30,000円の大台に乗せるなど順調に持ち直したが、11月半ばには景気減速への懸念で29,000円半ばまでやや後退した。ドル円相場は2020年12月末の1ドル103円台から2021年11月半ばで113円台へと、円安傾向が急速に進んだ。

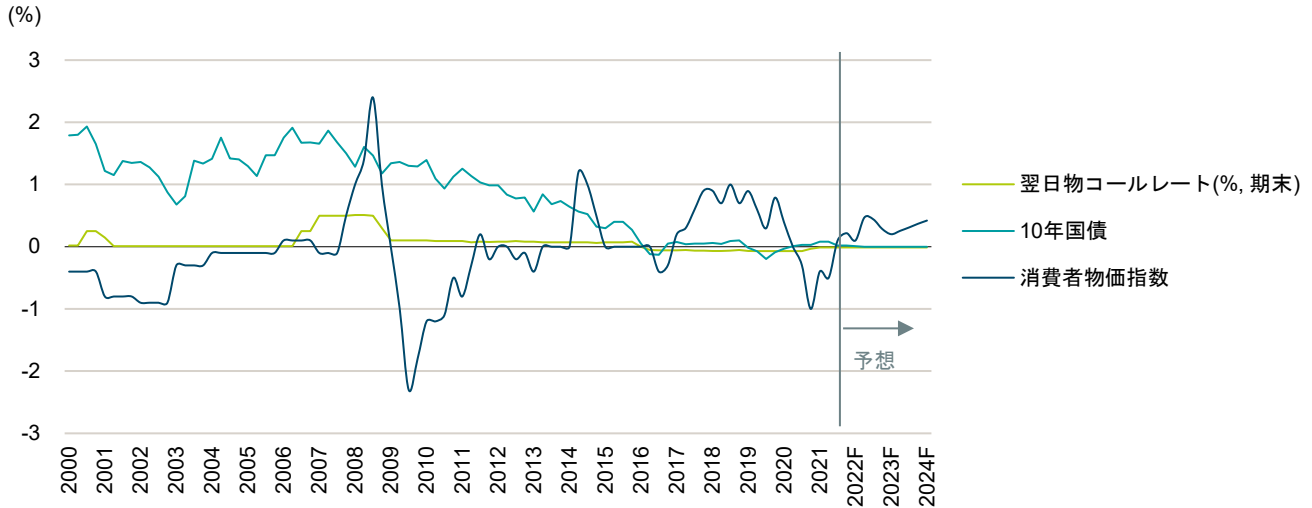
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: DWS 作成

2021年9月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は0.1%と、2020年の12月のマイナス1.0%から改善し、2020年3月以来初めてプラスに転じた。原油高や円安によってインフレ圧力は強まっているといえるが、個人消費の回復には時間がかかっており、本格的な物価の上昇は2022年以降となるとの見方が多い。10年物国債利回りは2020年4月の0.0%から11月半ばには0.1%へと小幅ながらも上昇した。

図表4: 長短金利と消費者物価指数の推移



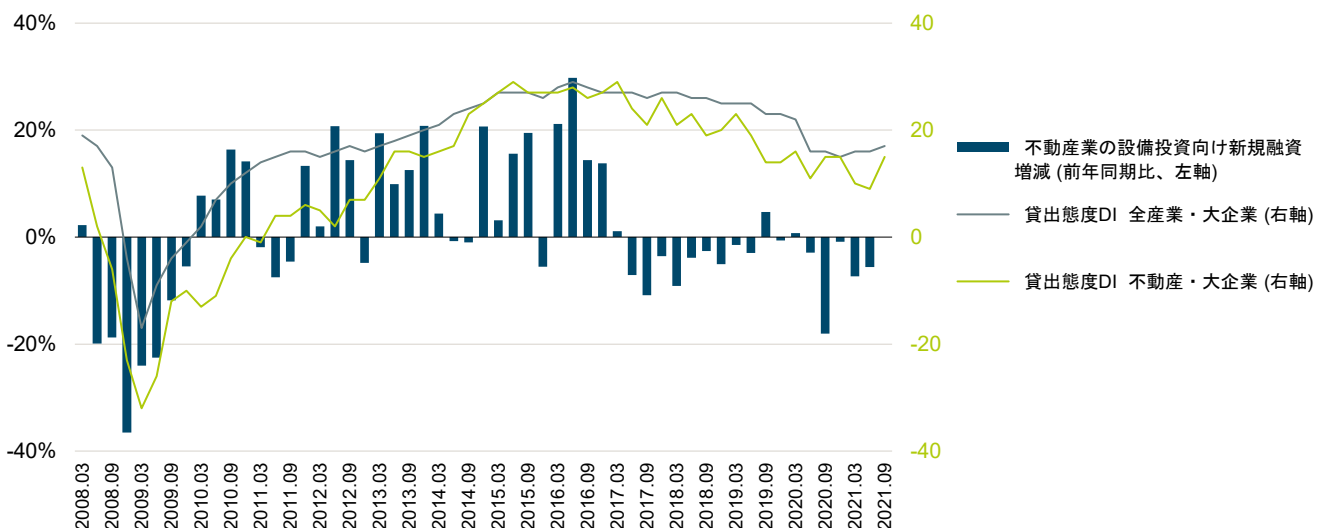
F: DWS 予想値
出典: DWS 作成

2 不動産投資市場

2.1 不動産融資

2021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、2020年3月から5ポイント改善し15ポイントとなった。銀行界ではコロナ禍でもホテルなど一部のセクターを除いては概ね良好な貸出し態度を維持しているが、コロナ以前のような過熱な貸出し競争を避け、物件の属性や貸出し条件を厳密に審査する姿勢をより鮮明にしつつある。不動産業の設備資金向け新規融資額は、2021年6月に前年同期比で5.6%の減少となり、5四半期連続での減少傾向が続いた。

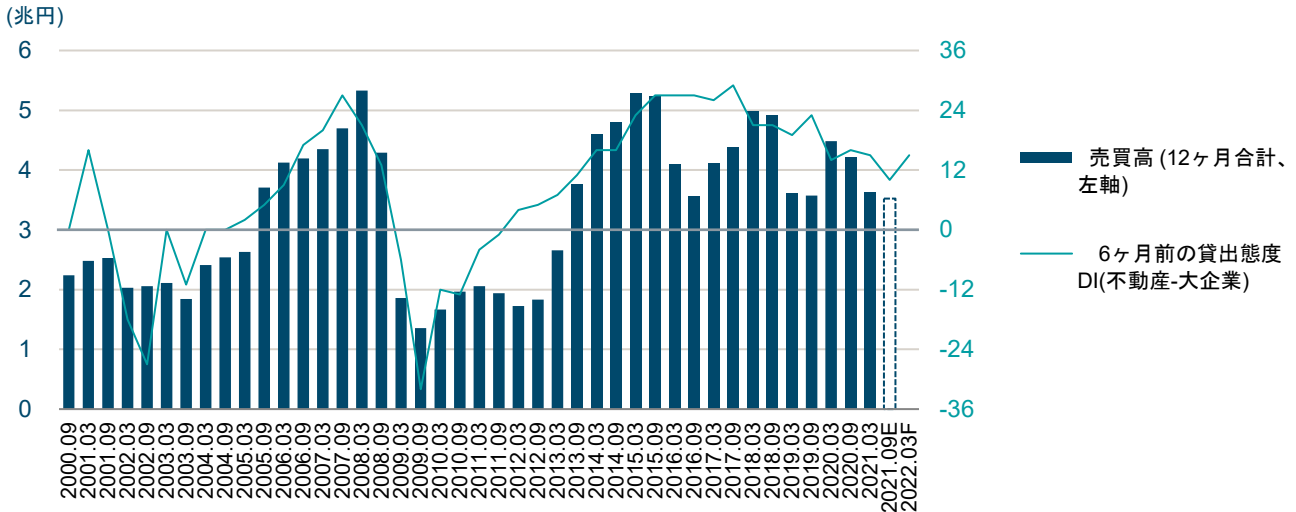
図表5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2021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3.5兆円と、前年同期比で暫定約2割の減少となった。物件の出物が減っているとの声もあるが、現在集計中の取引が今後統計上に反映されると、前年同期比でほぼ横ばいの水準まで持ち直す可能性があるとみられる。ポストコロナを見据え外資系投資家による対日投資体制の強化が目立つなか、株式市場の盛り上がりを背景にJ-REITによる資産入替えや事業会社による資産売却なども盛んに行われ、収益不動産市場の流動性は徐々にコロナ以前の水準に戻りつつある。ただし、都心の取引イーールドは依然低い状況が続いており、利回りを重視する投資家は投資戦略や投資地域の見直しを迫られている。

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

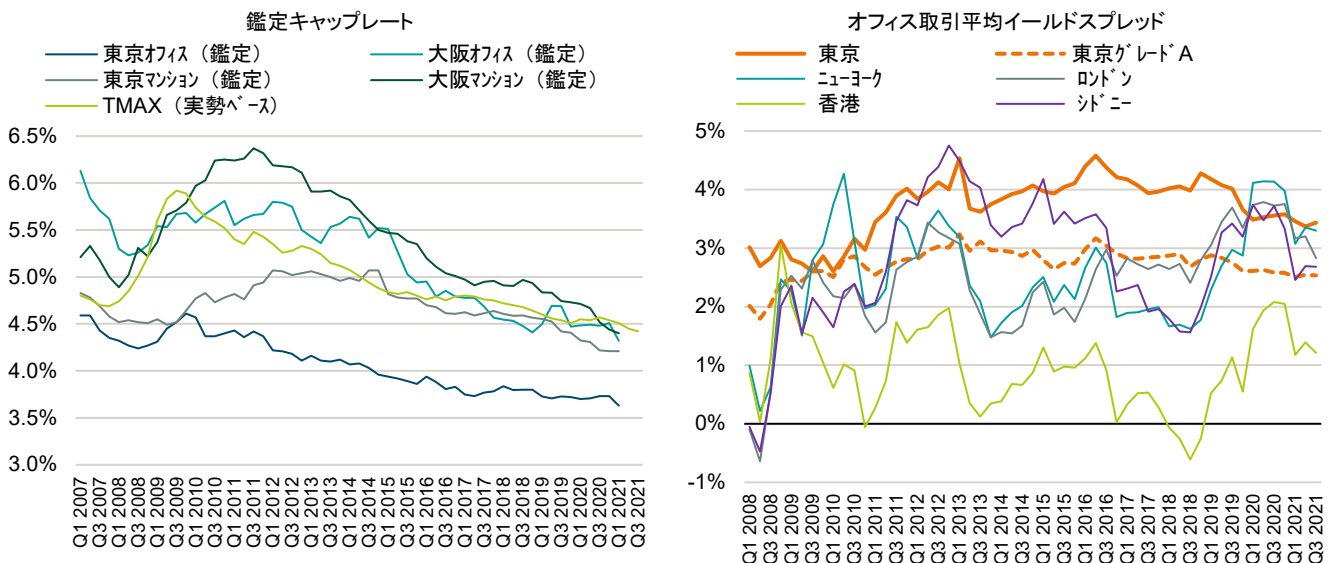


E: DWS 推定値, F: DWS 予想値
 出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

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、2021年9月期の実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートと2021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10bps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ールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は、東京が前期比で僅かに減少の340bpsとなり、ニューヨーク、ロンドンの320bps、280bpsを上回った。

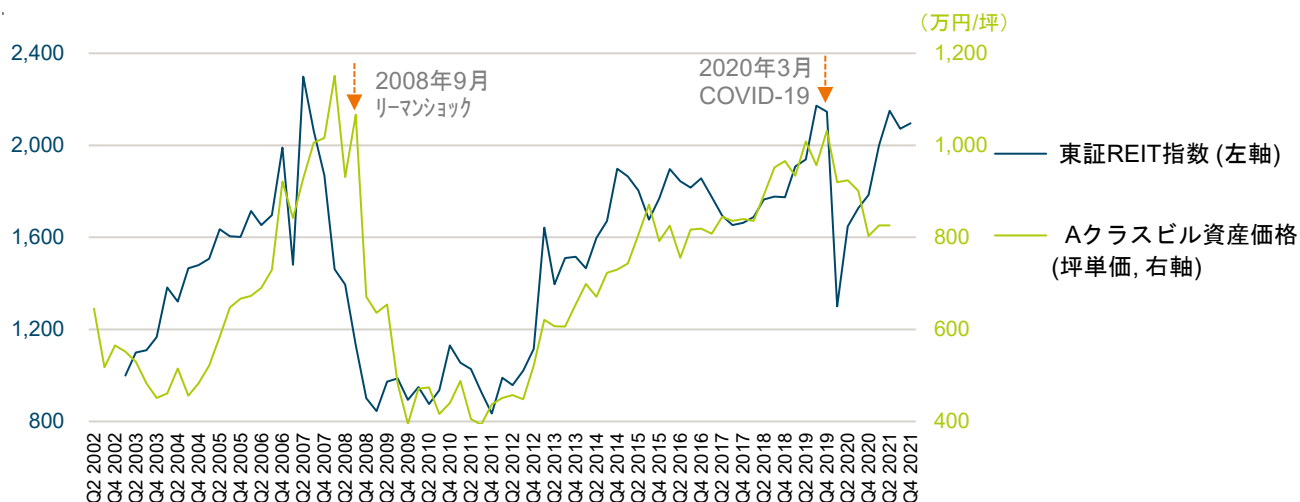
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イーールドスプレッド



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

ワクチン接種の普及による経済正常化や賃貸市場回復への期待を背景に、東証 REIT 指数は 2020 年 12 月末の 1,700 ポイント台後半から 2021 年 11 月末には 2,000 ポイント台半ばまで堅調に値を戻し、コロナ以前の水準をほぼ回復した。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 2021 年 6 月の床単価は前年同期比 10.6% 下落の 826 万円/坪と、2019 年末に比べ約 2 割低い水準にとどまっている。資産価格は REIT 指数を約 1 年遅れて追いつける傾向があることから、実物不動産の価格は今後緩やかな回復が進む可能性がある。

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 of データをもとに DWS 作成

2.3 不動産取引

2021 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、最大の取引は電通本社ビルの取得(2,700 億円)で、これに日本ビルファンド投資法人による飯田橋グラン・ブルームの持分の取得(776 億円)やヒューリックによる中野坂上サンライトツインの持分の取得(752 億円)が続いた。飯田橋グラン・ブルームの取引は価格面で最も平米当たり 249 万円(822 万円/坪)と判明した取引では単価が最も高額な取引となった。

今期は事業会社による本社ビルのセール&リースバック取引が目立ったほか、特に 300 億円以上の大型取引で J-REIT による取引件数が 7 件に上るなど、好調な投資口価格を背景に J-REIT の資産入れ替えが盛んに行われた。

図表 9: 2021 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/㎡)	キャップレート	所在	取引年月	取得主
	電通本社ビル	2,700	1.17	-	港	21 年 5 月	匿名投資家
	飯田橋グラン・ブルームの持分 41%	776	2.49	3.5%	千代田	21 年 8 月	日本ビルディングファンド投資法人
	中野坂上サンライトツインの持分 82%	754	0.85	2.7-5.5%	中野など	21 年 8 月	ヒューリック
オフィス	キュープラザ 新宿三丁目など 3 物件	435	2.05	3.5-3.6%	新宿など	21 年 8 月	アクティブ・プロパティーズ投資法人
	日本 HP 本社ビル	388	0.91	-	江東	21 年 5 月	Mapletree North Asia Commercial Trust (シンガポール)
	横浜野村ビルの持分 50%	330	0.84	-	横浜	21 年 5 月	モルガン・スタンレー(米)
	神谷町トラストタワーの持分約 8%	324	2.13	-	港	21 年 9 月	SMFL みらいパートナーズ
	品川シーサイド TS タワーの持分 25% など 4 物件	251	0.58	3.3-5.0%	品川	21 年 8 月	サンケイリアルエステート投資法人
	イオン高槻など 4 物件	502	0.13	5.6-6.9%	群馬など	21 年 5 月	イオンリート投資法人
商業	オナモールなど 2 物件	420	0.15	-	墨田など	21 年 8 月	芙蓉総合リース、双日、SMFL みらいパートナーズ
	三井ショッピングモールらぽーと新三郷など 3 物件	221	0.45	2.9-4.9%	千葉など	21 年 5 月	フロンティア不動産投資法人
	キラタウン調布など 3 物件	216	0.38	4.7-5.3%	調布など	21 年 6 月	ケネディクス商業リート投資法人

セクター	物件名	数	面積/戸数	坪単価/戸単価	収益率	所在地	取得時期	取得先
物流	DPL 流山など 3 物件	580	0.31	4.0-4.5%	千葉など	21年8月	大和ハウスリート投資法人	
	GLP 座間の持分 70%など 5 物件	493	0.29	4.0-5.9%	神奈川など	21年5月	GLP 投資法人	
	ロジポート大阪ベイ	400	0.29	4.4%	大阪	21年4月	ラサルロジポート投資法人	
	ロジスクエア大阪片野	223	0.29	4.4%	大阪	21年9月	CRE ロジスティクスファンド投資法人	
	IIF 湘南ヘルスイノベーションセンターの持分 40%	154	0.13	7.6%	神奈川など	21年7月	産業ファンド投資法人	
	南港物流センター	148	0.30	-	大阪	21年5月	Hana Alternatives AMC (韓)	
住宅	プライムマンション目黒など 4 物件	212	48/戸	3.6-3.9%	目黒など	21年7月	積水ハウスリート投資法人	
	エステイション四谷坂町など 9 物件	172	23/戸	3.4-4.7%	新宿など	21年7月	匿名投資家	
	ビュー品川	128	42/戸	-	品川	21年4月	NTT 都市開発	
	Qiz 広尾など 2 物件	116	163/戸	3.2-3.7%	港など	21年9月	日本都市ファンド投資法人	
ホテル	ヒビス東京新宿	113	55/室	4.0%	新宿	21年9月	匿名投資家	
複数セクター ポートフォリオ	ロジポート堺など 10 物件	350	-	-	大阪など	21年5月	ラサルロジポート投資法人	
	市ヶ谷スクエアビルなど 2 物件	299	-	-	千代田など	21年4月	日本都市ファンド投資法人	

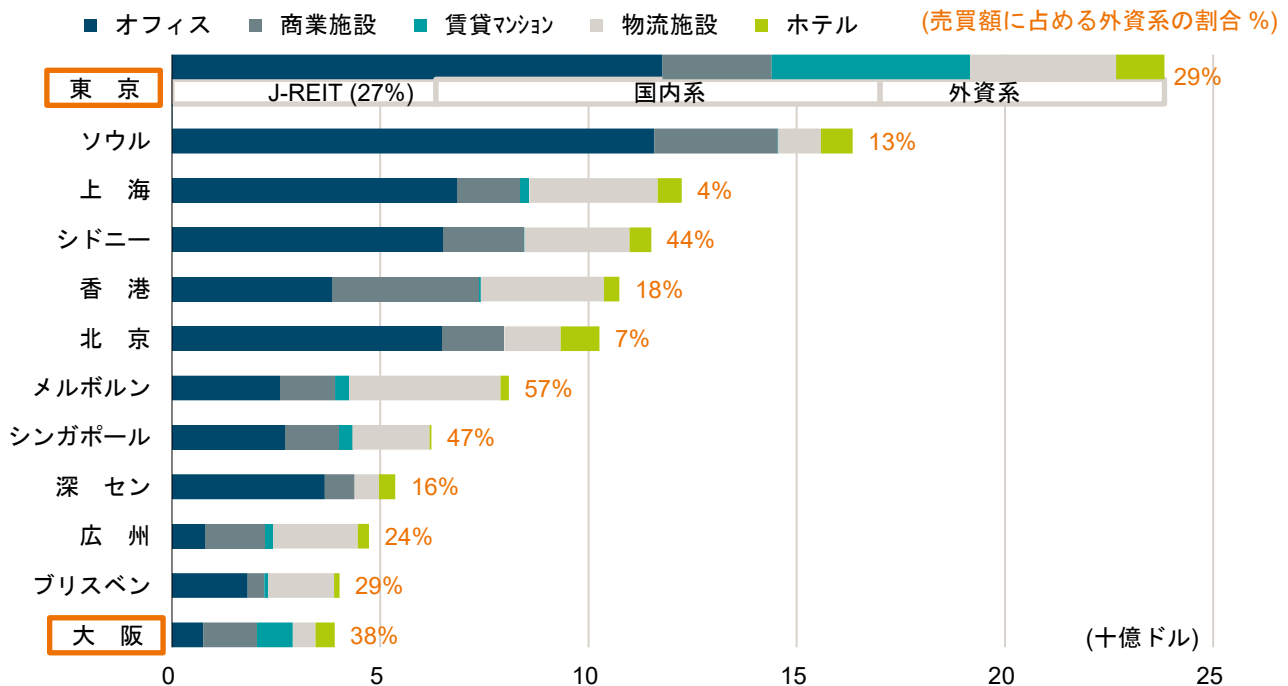
注: 取得主が緑色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

*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

2021年9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1年前の2020年9月期から約3割増加の238億ドルとなり、アジア太平洋地域では首位を保った。東京は全体取引額でも域内で最大だったほか、賃貸マンションの取引量も48億ドルオフィスセクターを除くその他すべてのセクターの中で最大の取引量となった。大阪の取引額は同3割減の39億ドルと、広州とブリスベンに次ぐ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 (2021年9月末までの12ヶ月間)



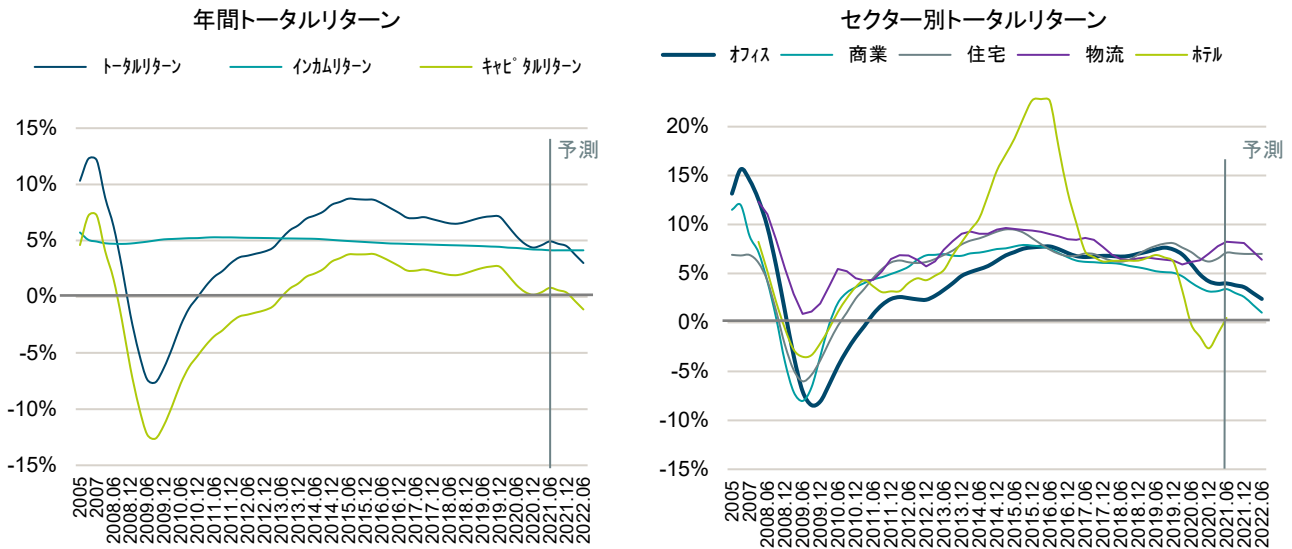
*注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

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。

2.4 不動産投資リターン&J-REIT

2021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²は速報ベースで4.9%と2020年6月の5.4%からやや下落した。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%と比較的高く、オフィスと商業施設のトータルリターンは3-4%程度とセクター間の差が広がっている。コロナ禍による打撃が最も大きかったホテルセクターは2021年6月に0.5%とそろりプラスに転じたが、依然本格的な回復には至っていない。

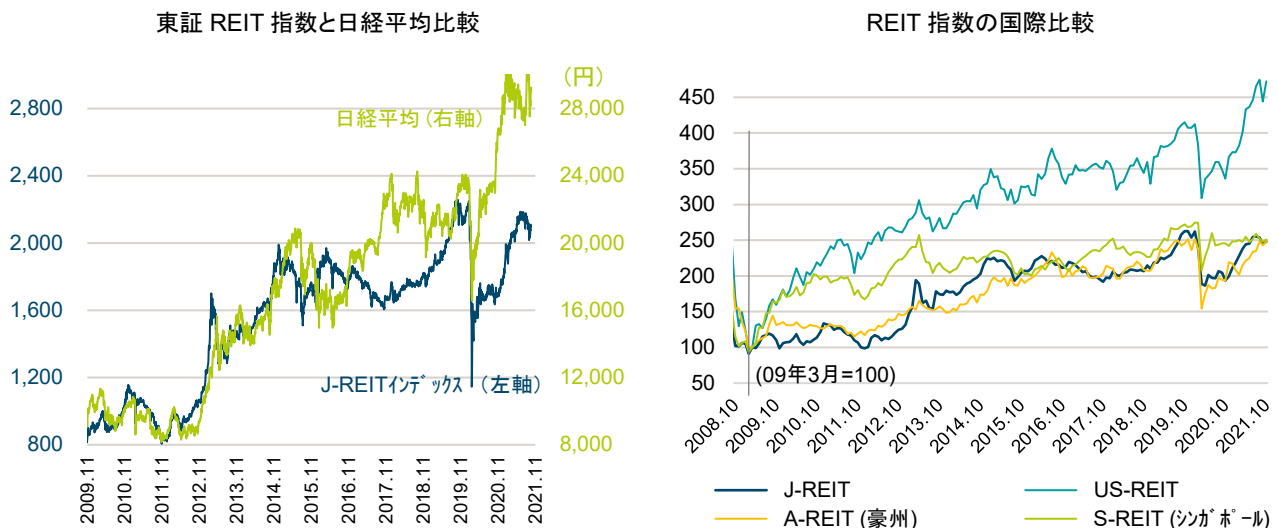
図表 11: 実物不動産投資の年間トータルリターン推移 (レバレッジ前)



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

東証 REIT 指数は 2020 年 12 月末の 1,700 ポイント後半から 2020 年 11 月には 2,000 ポイント半ばまで回復し、コロナ禍前の基準となる 2019 年末の水準までほぼ持ち直したが、一時 3 万円を回復した日経平均に比べ回復が鈍い状況が続いた。他国の REIT 市場もコロナ前の水準を大きく上回った米国を除けば概ね同様の値動きを示しており、2021 年 11 月中旬時点でシンガポール REIT や豪州 REIT がほぼ 2019 年末の水準を回復した。

図表 12: REIT インデックス (株価との比較と長期国際比較)

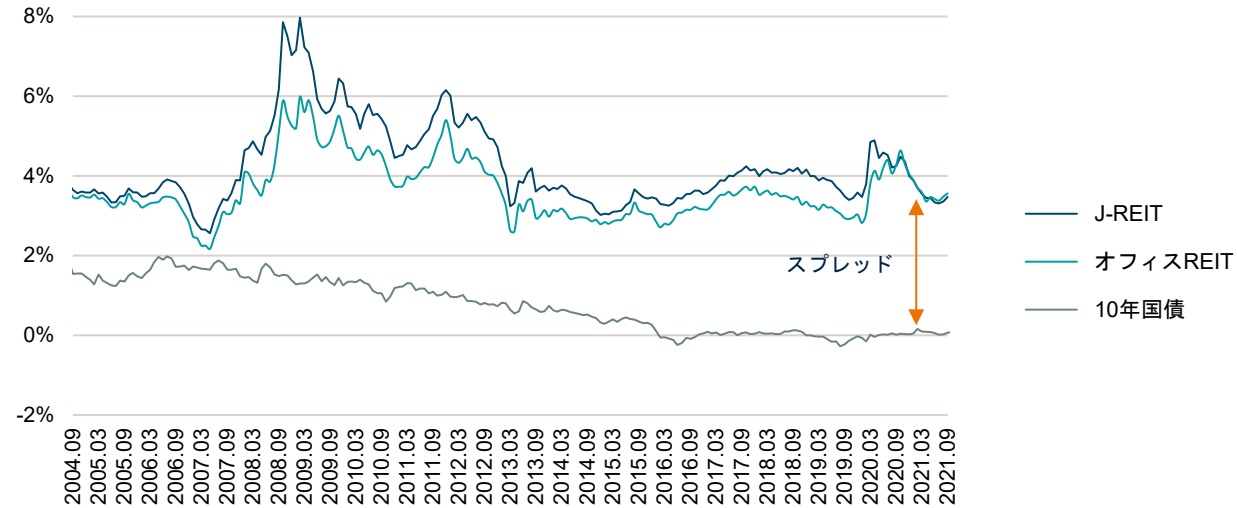


注: 参照インデックスは東証リート・インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT)、S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州 REIT)、FTSE ST REIT Index (シンガポール REIT)
 出典: DWS 作成

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。

J-REITの平均分配金利回りは2021年3月の3.55%から2021年9月の3.47%(オフィス型REITは3.56%)まで緩やかに下落した。同時期のJ-REIT分配金利回りと国債利回りとの差(スプレッド)も3.41%(同3.50%)と2020年10月の4.40%(同4.60%)より100ベースポイント近く下落したが、米国REITの130bpsや英国REITの176bpsと比べると依然として投資妙味が高い状況にあるといえる。

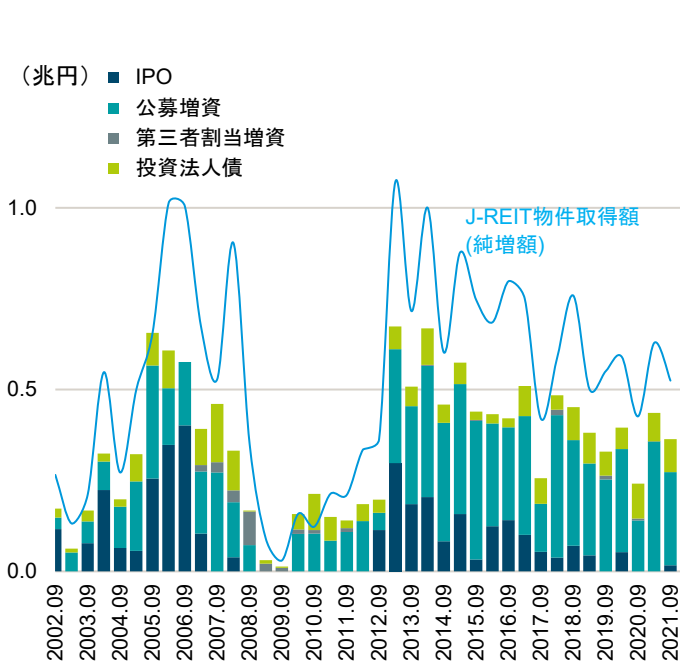
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2020年4月-2021年9月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場は1件、公募増資はアクティバ・プロパティーズ投資法人など16件が実施された。同期間のJ-REITによる増資額は計2,559億円、グロスの物件取得額は7,155億円(売却額を除いたネットでは5,248億円)で、前年同期比でそれぞれ約9割、4割の大幅な増加となった。同期間、新型コロナ危機以降で初めての新規上場として、東海地域の不動産物件に投資する東海道リートが2021年6月に上場した。

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)
アクティバ・プロパティーズ投資法人	21年9月	435
大和ハウスリート投資法人	21年8月	376
イオンリート投資法人	21年8月	264
GLP投資法人	21年6月	260
ラサールロジポート投資法人	21年6月	232
フロンティア不動産投資法人	21年9月	135
CREロジスティクスファント投資法人	21年8月	132
サンケイリアルエステート投資法人	21年8月	131
効ラレーベン不動産投資投資法人	21年4月	130
ケネティクス商業リート投資法人	21年4月	115
その他公募増資	4-9月	349
合計		2,559

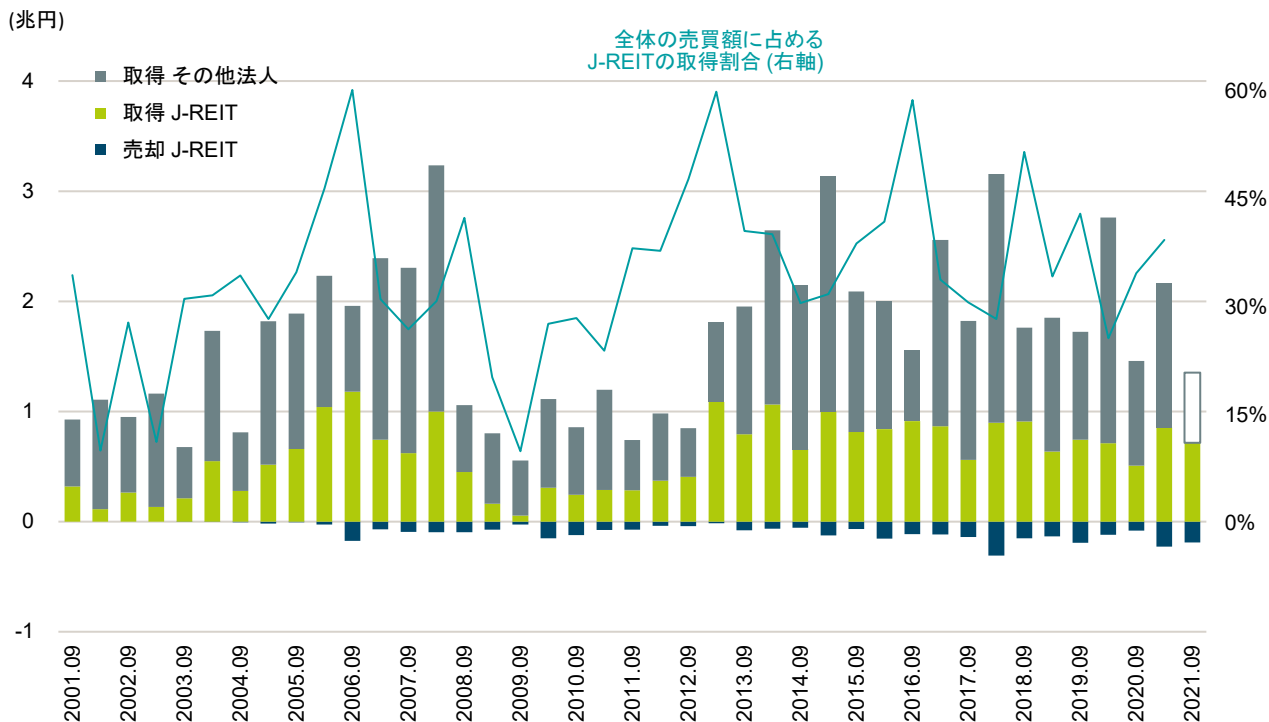
新規上場のREIT	時期	募集額 (億円)
東海道リート投資法人	21年5月	171
合計		171

上場予定のREIT: N/A

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。2021年4月-2021年9月の不動産取引額は約1.4兆円と、前年同期比でわずかに減少となるもデータの集計が間に合っていない取引を勘案するとほぼ前年同期比並みになるものとみられる。取引の内訳をみると REIT によるスポンサーからの物件取得の割合が増加しており、パイプライン契約に頼れないそれ以外の事業者にとっては少ない投資案件を巡って激しい取得競争を強いられる構図となっている。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



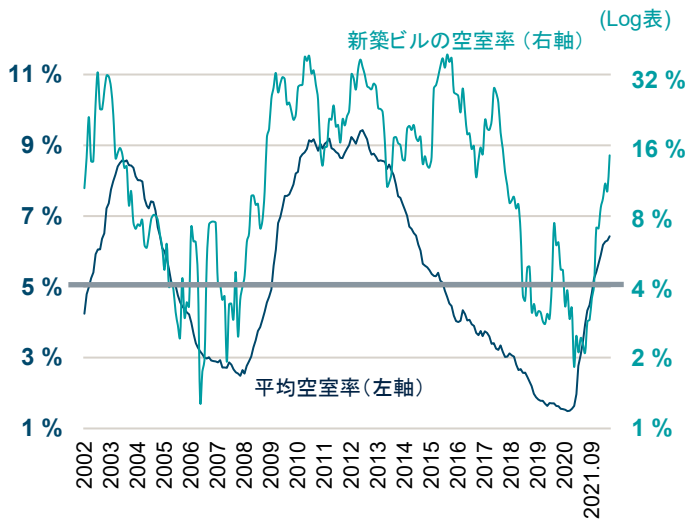
E: DWS 推定値
 出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

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、2020年2月の1.5%から2021年9月には6.4%まで上昇し、需給均衡の目安となる5%を8か月連続で上回っている。先行きの不確実性からオフィス移転計画を凍結もしくは延期している企業が多いなか、今後竣工予定の新築ビルの成約率も落ちていることから、空室率の上昇は今しばらく続くと見込まれる。地域別では既存ビルでの二次空室が目立つ港区の空室率が8%台となり、都心5区の中で最も需給が緩んだ。

図表 16: 都心5区の平均空室率と新築ビルの空室率の推移

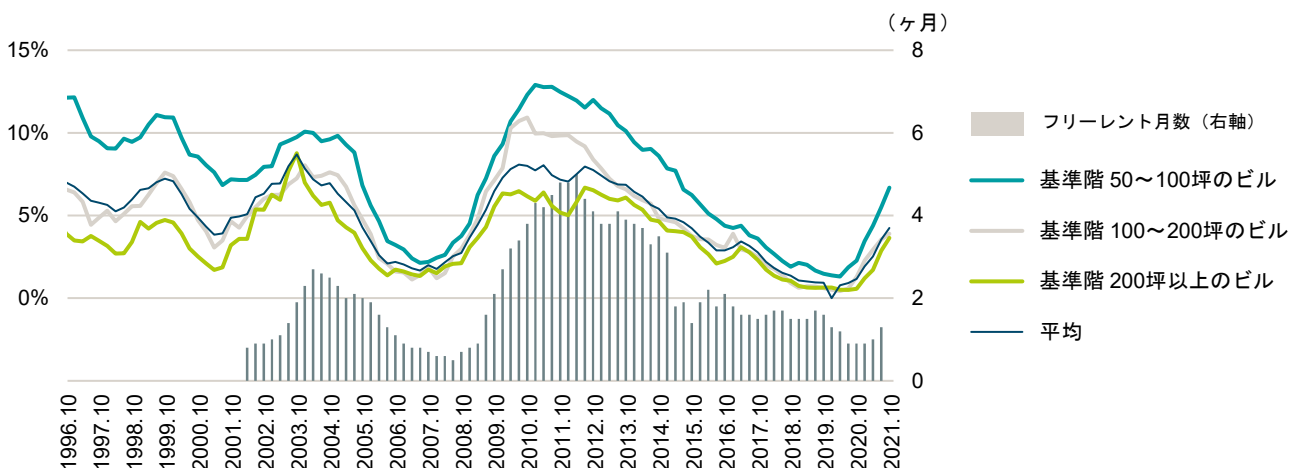


供給予定の大型ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
世界貿易センタービルディング南館	21/3	39	95,239
MEBKS 豊洲	21/3	12	87,395
常盤橋タワー	21/6	38	145,860
日比谷Fort Tower	21/6	27	106,633
日本通運新本社ビル	21/8	14	42,599
Kabuto One	21/8	15	39,170
住友不動産大崎東PJ	22/2	19	47,509
JR目黒MARCBビル	22/3	13	38,720
共同印刷小石川本社	22/3	7	33,021
九段南1丁目PJ	22/7	17	67,827
東京ミッドタウン八重洲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

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。

2021年9月の東京都心3区³のオフィス空室率は4.2%と、2020年3月より3.5ポイント上昇した。基準階面積別で見ると基準階200坪以上の大規模ビルの空室率は同3.1ポイント上昇の3.7%となったのに対し、100-200坪、50-100坪クラスのビルではそれぞれ3.9%、6.7%となり、小規模物件での空室率の上昇がより目立った。2021年6月のフリーレント期間は半年前の2020年12月から0.4か月増の1.3ヶ月となり、今後も空室率の上昇につれて、より魅力的なフリーレントを提示するビル・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

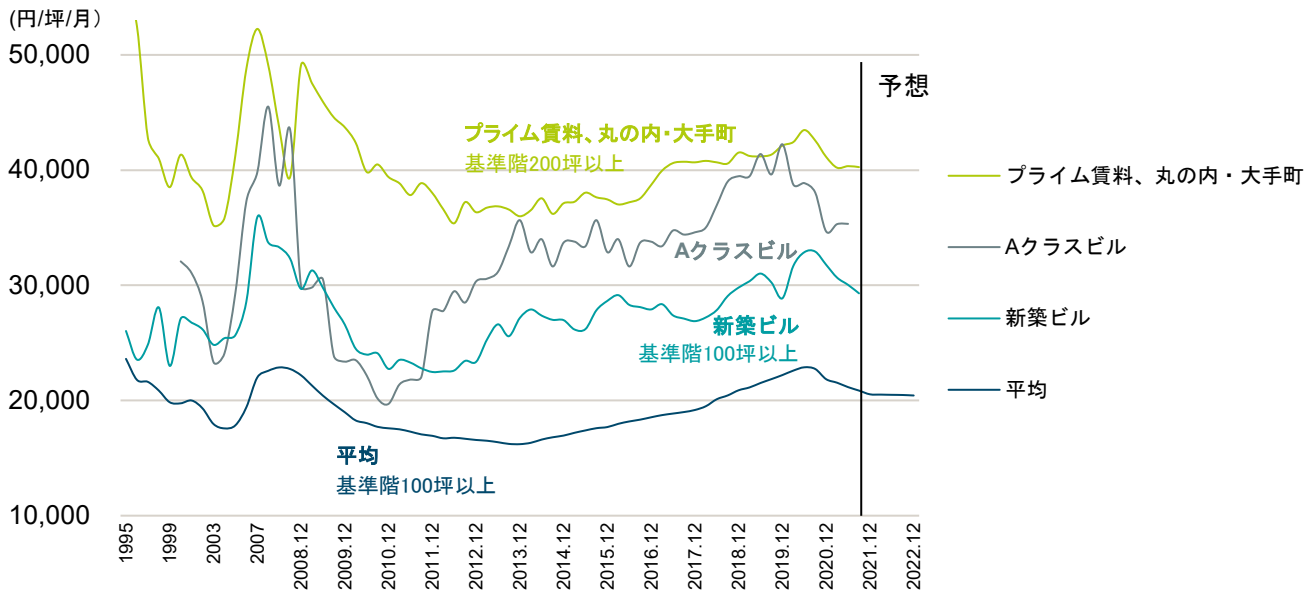


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとにDWS作成

³ 千代田区、中央区、港区を指す。

空室率の上昇を受け、2021年9月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は1年前の2020年9月から8.2%と大幅に下落し、4四半期連続での減少となった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)や既存のAクラスビル(灰色)、新築ビル(水色)もいずれも同5-11%の減少となり、グレードを問わず賃料の下方圧力が強まっている。

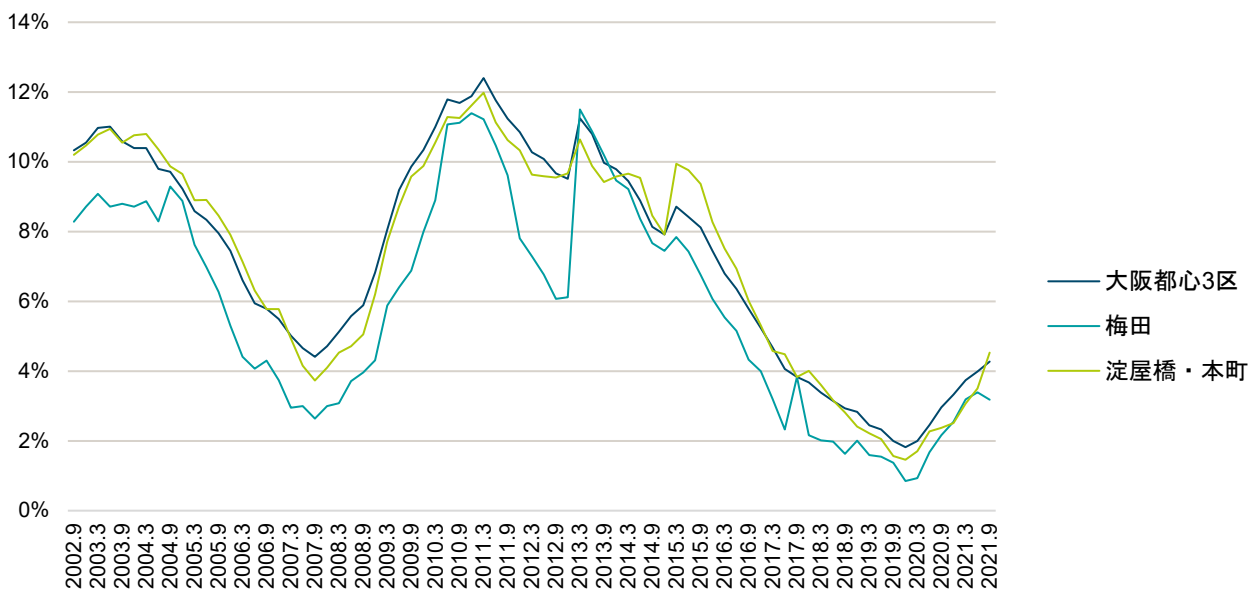
図表 18: 東京都心5区のグレード別オフィス募集賃料の推移



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

2021年9月の大阪都心3区⁴のオフィス空室率は2020年3月から2.3ポイント上昇の4.3%と、4年ぶりの4%台となった。エリア別で見ると淀屋橋・本町エリアが同2.8ポイント上昇の4.5%と上昇したのに対し、梅田エリアは依然として3%台で推移している。空室率が6%台まで上昇した東京に比べると大阪の空室率の水準はまだ低いといえるが、2022年に大型オフィスの供給が複数予定されているだけに、空室率の上昇傾向は今後しばらく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

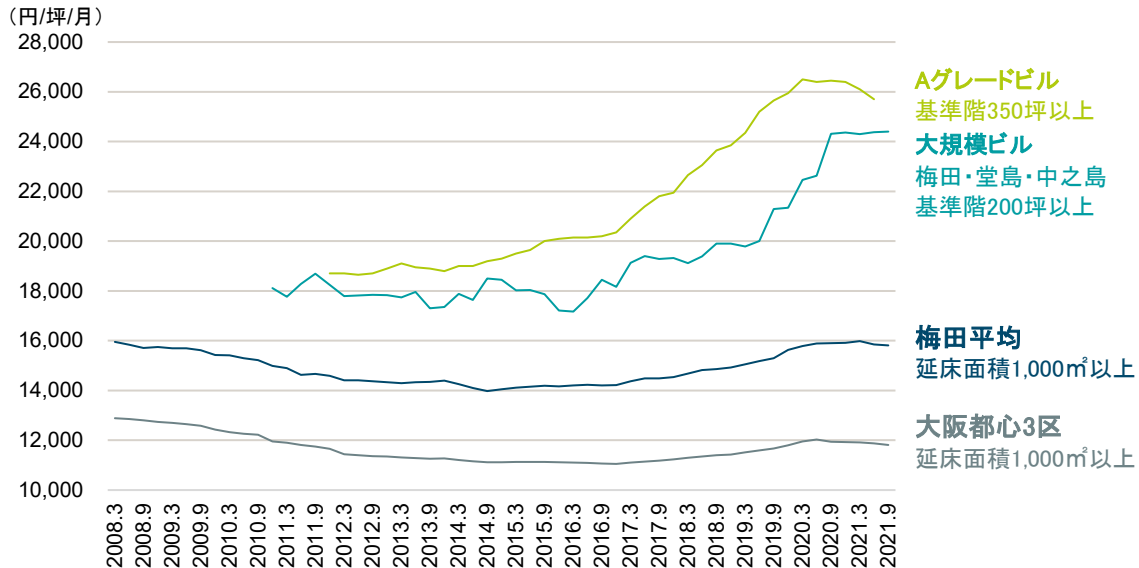


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

⁴ 北区、中央区、西区を指す。

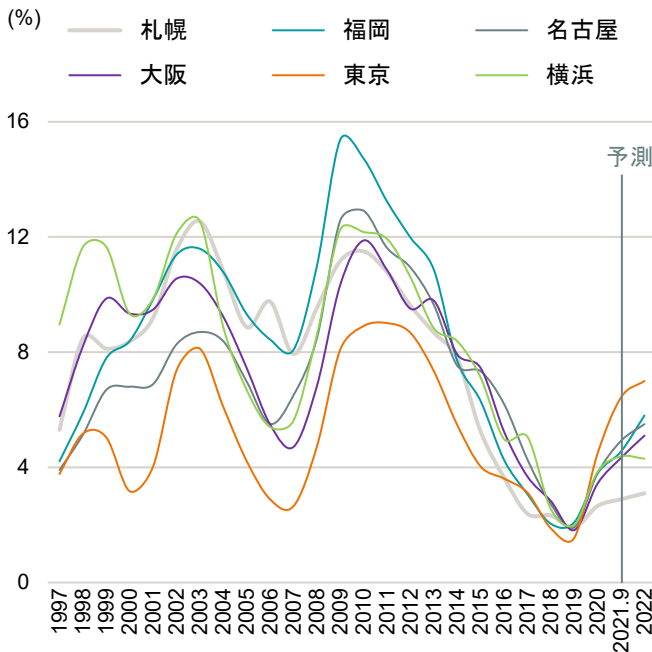
オフィス空室率がじわり上昇するなか、2021年9月の大阪都心3区のオフィスの平均賃料(灰色)は、前年同期比で1.0%の減少と、3四半期連続での減少となった。グレードAビルの賃料(黄緑色)や梅田周辺エリアの大規模オフィスの賃料(水色)、梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)も2020年12月からいずれもほぼ横ばいか微減となり、大阪でもオフィス賃料は緩やかな調整局面に入ったものとみられる。

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



2021年9月の国内主要都市のオフィス空室率は、大阪4.3%、名古屋4.9%、横浜4.4%、福岡4.5%といずれもコロナ禍前の2%前後から上昇したが、札幌は2.9%と低い水準に踏みとどまっている。東京に比べると大型オフィスの新規供給量は多くなく、在宅勤務の影響も限定的となっているが、企業の移転・拡張需要は依然として弱い状況が続いておりこれから来年に向けて空室率の緩やかな上昇が続くものとみられる。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



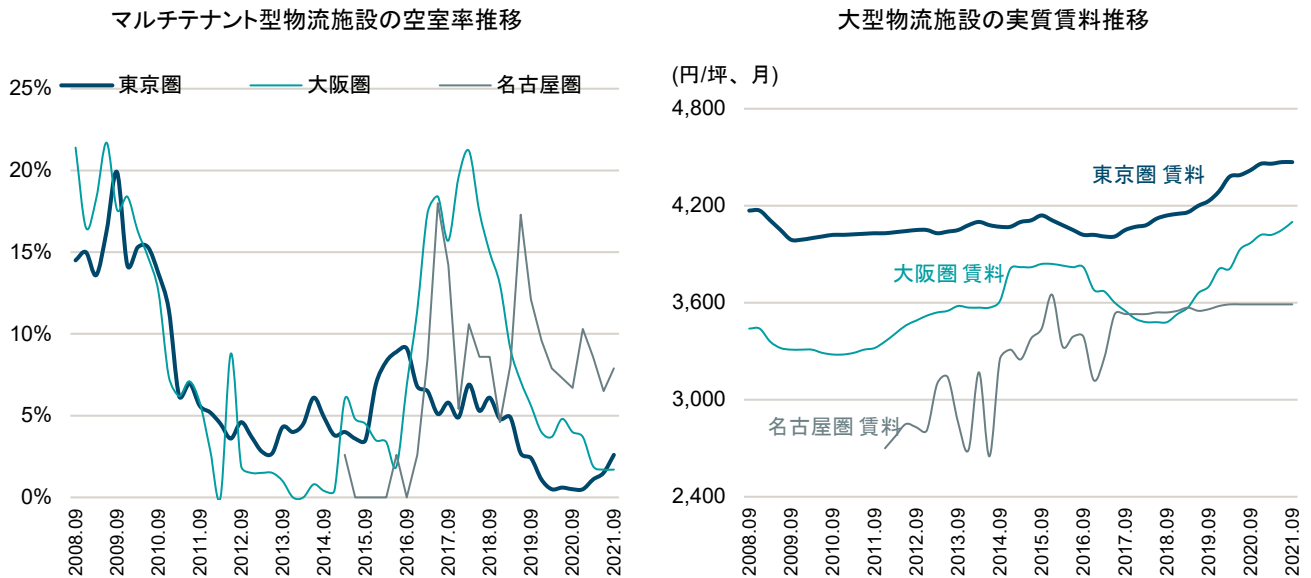
供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
横濱ゲートタワー(横浜)	21/9	21	85,800
天神ビジネスセンター(福岡)	21/9	16	60,250
本町サンケイビル(大阪)	21/10	10	30,189
Bizrium 名古屋(名古屋)	21/10	6	29,947
関電伏見ビル(名古屋)	21/11	13	13,780
新大阪オフィス計画(大阪)	21/12	13	25,502
アーバンネット名古屋ネクスタ(名古屋)	22/1	20	30,344
名古屋ビル東館(名古屋)	22/3	12	11,309
梅田ツインタワースサウス(大阪)	22/3	42	143,000
福岡舞鶴スクエア(福岡)	22/3	9	20,500

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 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。

3.2 物流施設

2021年第3四半期の東京圏の物流施設の空室率は、大量供給が行われた影響で2020年12月から2.1ポイント上昇し2.6%となったが、それでも依然として低い水準を維持した。これに対し、同時期の大阪圏や名古屋圏の空室率はそれぞれ同2.0ポイントと2.4ポイント低下の1.7%と7.9%となり、既存物件の空室消化が順調に進んだ。実質賃料は東京圏と大阪圏でそれぞれ前年同期比1-3%の上昇、名古屋圏で横ばいとなった。

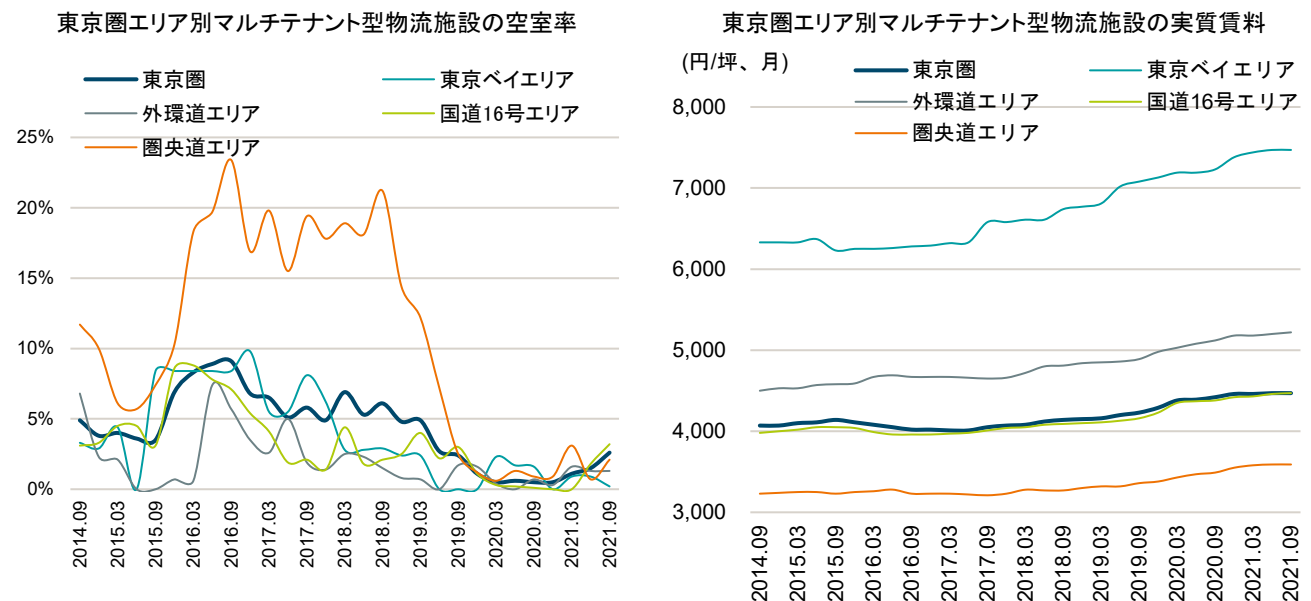
図表 22: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2021年第3四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率をエリア別で見ると、大量供給が行われた国道16号エリアで空室率が3.2%までやや上昇したが、他のエリアでは2%未満にとどまっており、依然需給バランスが逼迫した状況が続いた。実質賃料は東京ベイエリアが前年同期比で3.3%と賃料上昇を牽引し、圏央道エリア、国道16号エリア、外環道エリアが2-3%での上昇となった。今後大量供給が集中する一部のエリアでは立地やスペックによって引き合いが弱くなる可能性もある。

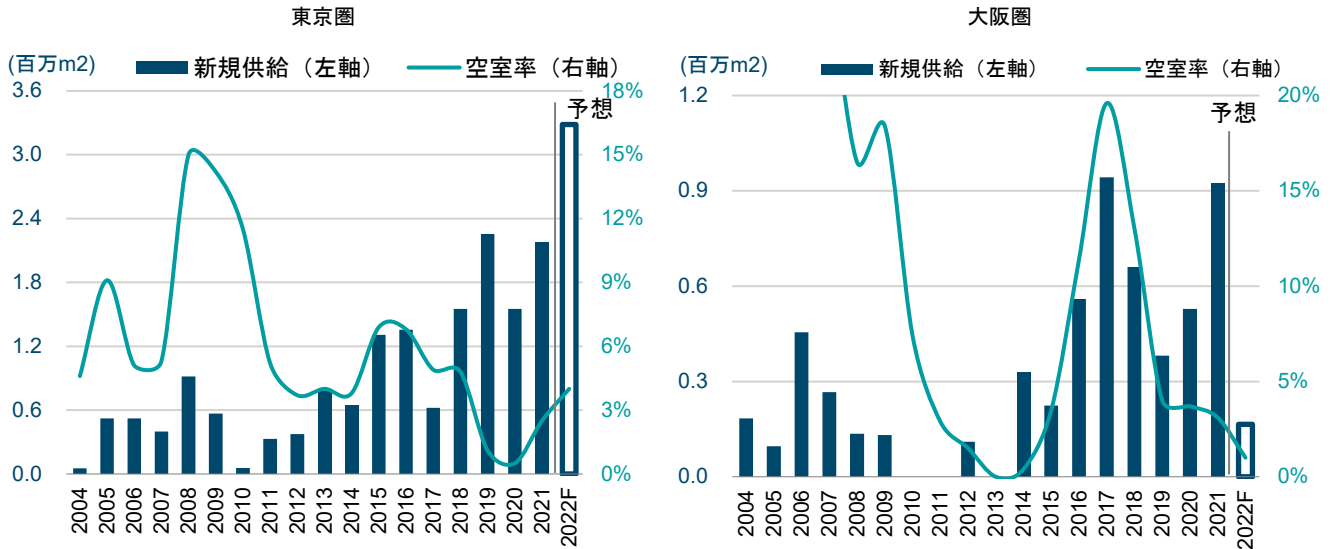
図表 23: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では2019-2021年の3年間に過去最大の計598万㎡の賃貸物流施設の供給が行われ、2022年にも年間では過去最大の328万㎡の供給が計画されている。このため空室率は現在の1.5%から若干の上昇が見込まれる。大阪圏では2021年には92万㎡の過去最大級の供給が行われたにもかかわらず空室率が2%以下に低下し2022年竣工予定物件の内定も順調に進んでいることから、今後しばらく需給が逼迫した状態が続くものと見込まれる。

図表 24: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

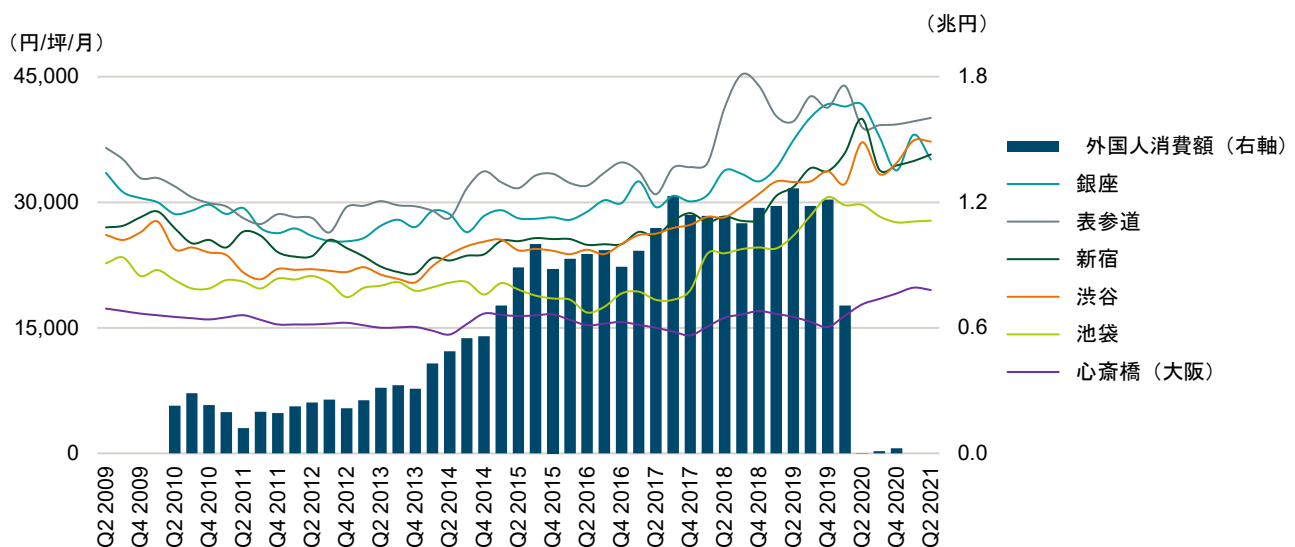


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

3.3 商業施設

訪日観光客の入国制限や緊急事態宣言の長期化で商業施設の苦戦が続くなか、2021年第2四半期の都心商業施設の募集賃料は多くのエリアで下落傾向が進んだ。訪日客への依存度が高い銀座は前年同期比16%の下落となったほか、飲食やアミューズメント施設が多い新宿や池袋もそれぞれ同11%、6%の下落となった。今後、「ウィズコロナ」経済が本格化すると、商業施設の業績も回復が見込まれるものの、インパウンド客の減少で賃料負担力の高いドラッグストアの撤退が続く地区も出てきており、本格的な回復には相応の時間がかかるものとみられる。

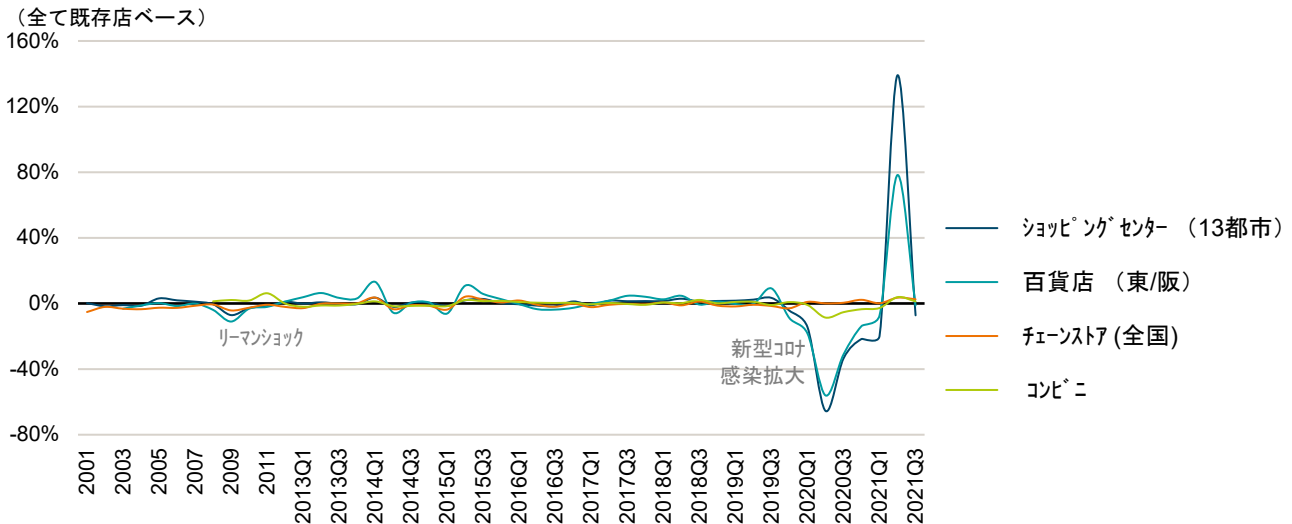
図表 25: 東京都心と大阪の主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移



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

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、2020年第2四半期にそれぞれ前年同期比マイナス66%、マイナス56%と過去最大の落ち込みを記録したものの、2021年第2四半期には前年からの反動で同139%、78%と大きく回復し、足元ではコロナ禍前の約7-8割の水準まで戻したものとみられる。チェーンストアとコンビニの売上高は巣ごもり需要で食品販売が好調だったため、2021年第1-3四半期の9ヶ月間、前年同期比1-2%の緩やかな増加が続いている。

図表 26: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

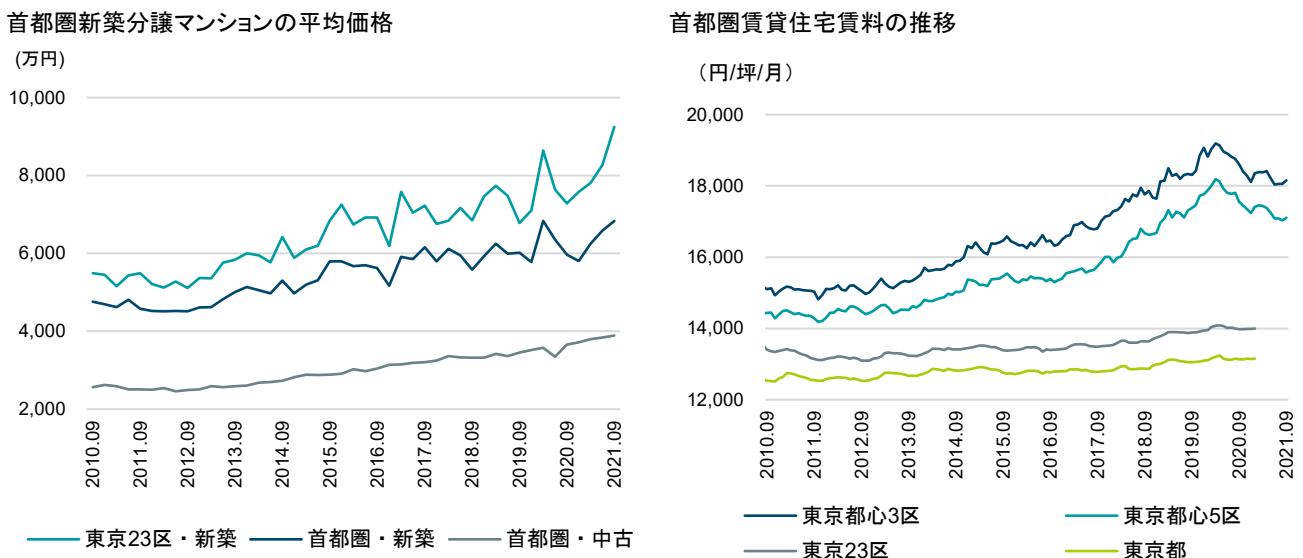


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

3.4 住宅

2021年第3四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は6,828万円とコロナ以前の過去最高値に近い水準まで上昇し、東京23区では9,246万円と初めて9,000万円を上回った。株式相場の戻りと呼応する格好で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郊外部のマンションや戸建ての需要も旺盛である。一方、2021年第3四半期の東京都心3区と5区の賃貸マンションの募集賃料(灰色)はそれぞれ前年同期比2.4%と2.6%の下落と、4四半期連続での調整が進んだのに対し、23区や都下エリアでは2020年末まで横ばいか緩やかな上昇が続いている。新型コロナウイルス感染拡大のなかで、周辺部や郊外の家族向けの広めの賃貸物件に需要が流れ、都心の单身向け賃貸物件には賃料の調整圧力が強まる傾向がみられた。

図表 27: 首都圏の分譲マンションの平均価格と賃貸住宅賃料の推移

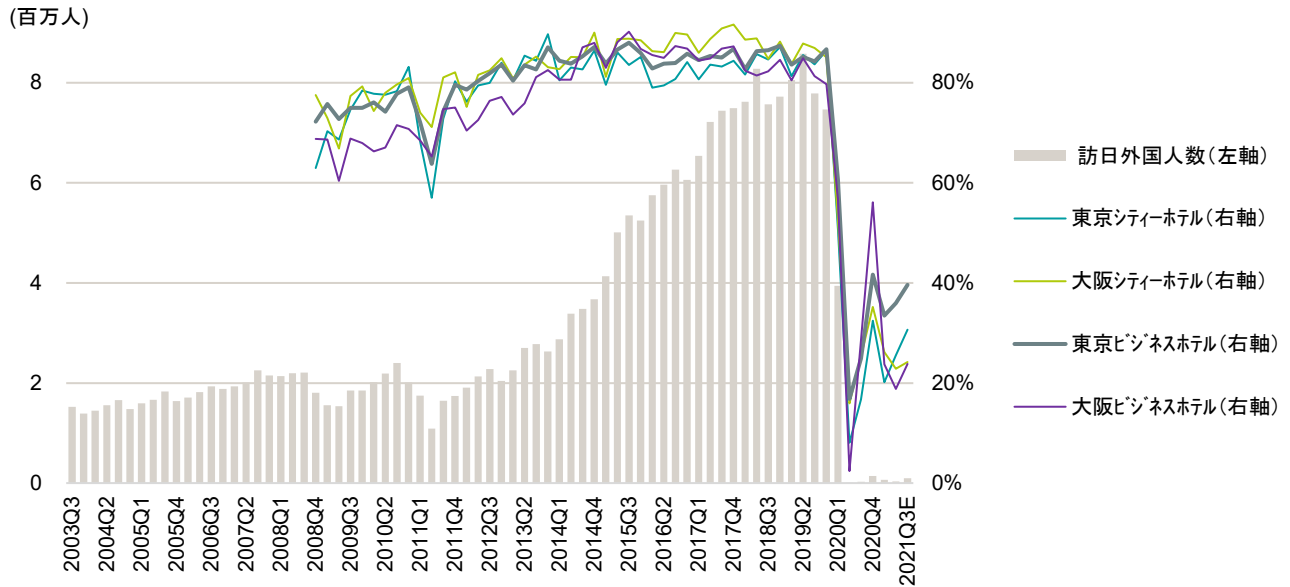


出典: 不動産経済研究所、東京カンテイ、ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、東日本不動産流通機構、の資料をもとに DWS 作成

3.5 ホテル

訪日客が途絶えている現状、ホテルの稼働率は東京で 30-40%と低迷しているほか、訪日客割合の高い大阪ではさらに低い推定 20%台となっている。緊急事態宣言や移動制限が解除された 2021 年の秋口以降は稼働率も回復に向かっているとみられるが、外国人観光客の本格回復には少なくともあと 1-2 年は時間を要すとの見方が多く、特に新規ホテルの供給が多い地域ではしばらく厳しい状況が続くものと予想される。

図表 28: 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

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2021 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。

#211116-1

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.