A photograph of a modern, multi-story glass skyscraper at night. The building's facade is illuminated from within, creating a warm glow that contrasts with the dark exterior. The building is set against a dark background, and its reflection is visible on a dark surface in the foreground. The overall aesthetic is sleek and contemporary.

DWS リサーチレポート
国内不動産マーケットレポート
2019年10月(年2回発行)

ドイツ・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 | 12 |
| 3 | 不動産ファンダメンタルズ | 14 |
| 3.1 | オフィス | 14 |
| 3.2 | 商業施設 | 17 |
| 3.3 | 住宅 | 18 |
| 3.4 | 物流施設 | 19 |
| 3.5 | ホテル | 20 |
| | バックナンバー | 22 |

注意事項

本レポートの日本語版と英語版は編集・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2四半期の国内実質GDP成長率は約0.7%と緩やかな水準となったものと見られる。これまで成長を牽引してきた輸出が2018年の年末以来減少傾向に転じている一方、民間消費や企業設備投資は比較的堅調な水準を保った。ただし、今後の見通しについては夏場以降に激化した日韓対立の影響や10月に実施された消費増税の影響などを懸念する声が見られる。

世界的な金利引き下げや量的緩和の再開の動きを受け、日経平均指数と東証REIT指数はいずれも強含んだ。銀行による不動産向け融資残高は高水準を保っているものの、銀行の融資残高に占める不動産融資のウェイト増加への警戒もあり、設備資金向け新規融資額は9四半期連続の下落となり、国内収益不動産売買高も前年同期比で約3割の下落となった。

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9月末時点の東京都心5区と大阪都心3区のオフィスビルの平均空室率は26年ぶりの低水準となった。いずれも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でおり、空室率が大きく悪化するような兆しは今のところみられない。

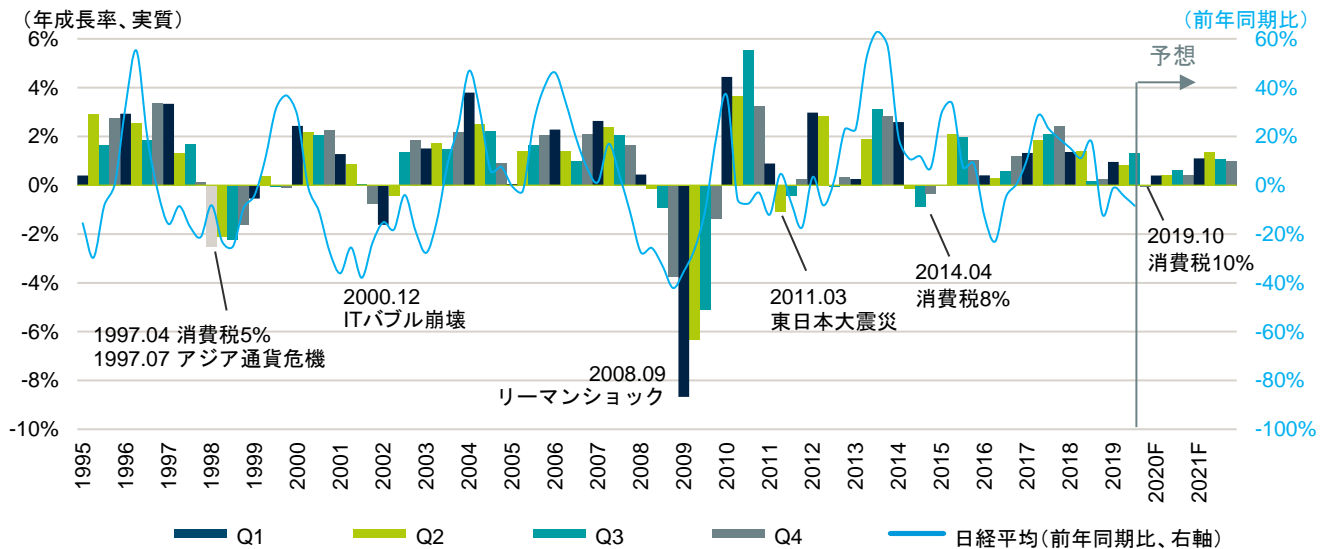
インバウンド消費の恩恵で都心部を中心に商業賃料は上昇が続くが、一方で地方百貨店や大手スーパー・コンビニエンスストアでは大規模な店舗のリストラ計画が発表された。首都圏新築マンションの販売価格は過去24年間での高値圏での動きが続くが、また旺盛な賃貸需要を背景に賃貸マンションの賃料も12四半期連続で上昇した。物流施設でも新規の賃貸需要は旺盛で、東京圏では過去最大規模の新規供給にもかかわらず、空室率は過去15年間の最低水準まで下落しているほか、大阪圏でも湾岸地域を中心に空室の消化が順調に進んだ。ホテル稼働率もまずまずの水準で推移したが、大阪では客室の大量供給で需給バランスがやや緩んでいる上、今後韓国人観光客減少の影響が出てくるものと懸念される。

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景気の後退に対する警戒感が強まるなか、2019年第2四半期の国内実質GDP成長率は約0.7%と緩やかな水準となったものと見られる。これまで経済成長を牽引してきた輸出が2018年12月以来減少傾向に転じている一方、民間消費や企業設備投資は同時期かろうじて堅調な水準を保った。ただし、今年の夏場以降に激化した日韓対立や10月に実施された消費増税の影響などはこれから顕著になるとみられ、政府の景気総括判断も消費増税後に下方修正された。

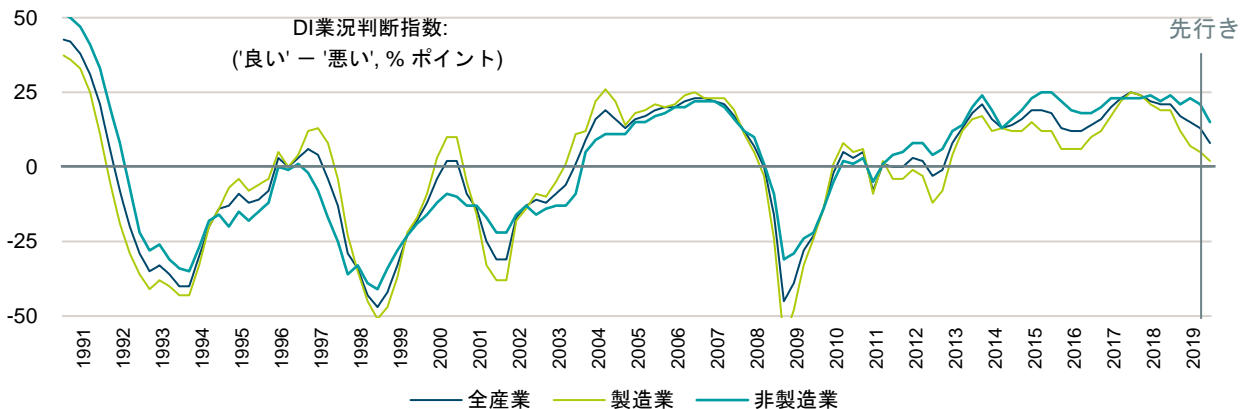
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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9月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は2019年3月から4ポイント下落の13ポイントと弱含んだ。堅調な民間消費や訪日客の観光消費の恩恵を受けた非製造業(水色)では同横ばいの21ポイントと持ちこたえたのに対し、輸出の落ち込みによる打撃が大きい製造業(黄緑色)では同7ポイント下落の5ポイントとなり、両者の差は16ポイントとリーマンショック以来の高い水準に広がっている。先行きの景況感についても製造業で悲観的な見方が強いが、非製造業においても消費増税の影響や韓国人観光客減少の影響などを懸念する声がかかる。

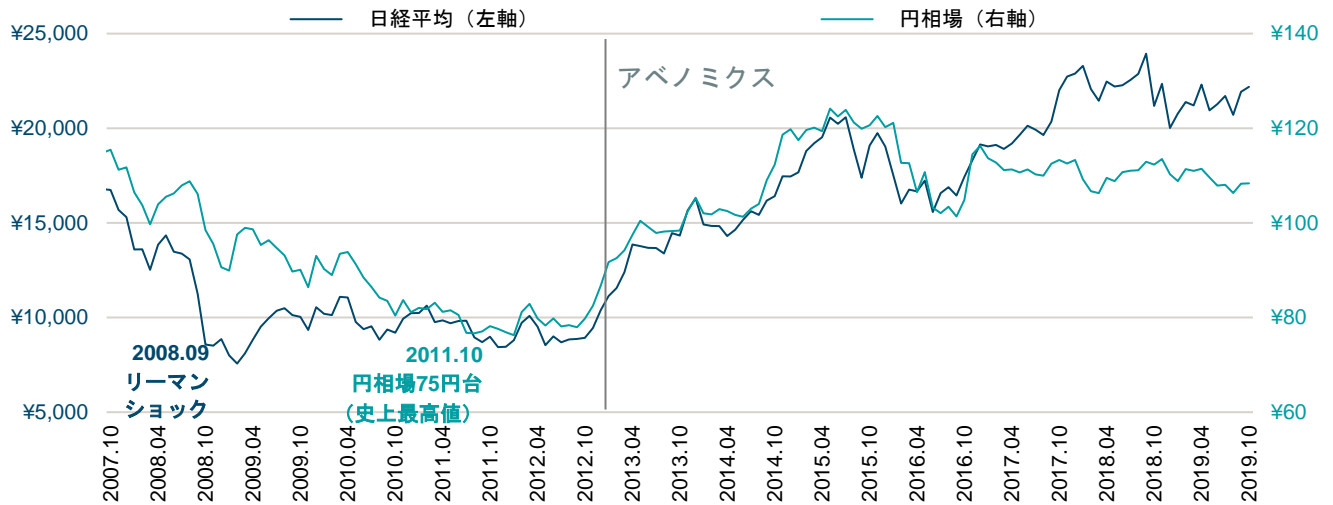
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

欧米の中央銀行が世界景気の後退への予防措置としてそれぞれ利下げや量的緩和を再開したのが好感され、日経平均株価は2018年12月末の20,000円台前半から2019年の10月中旬には22,000円台半ばまで強含んだ。同時期の円相場は1ドル110円台から108円台へと円高傾向が進んだ。

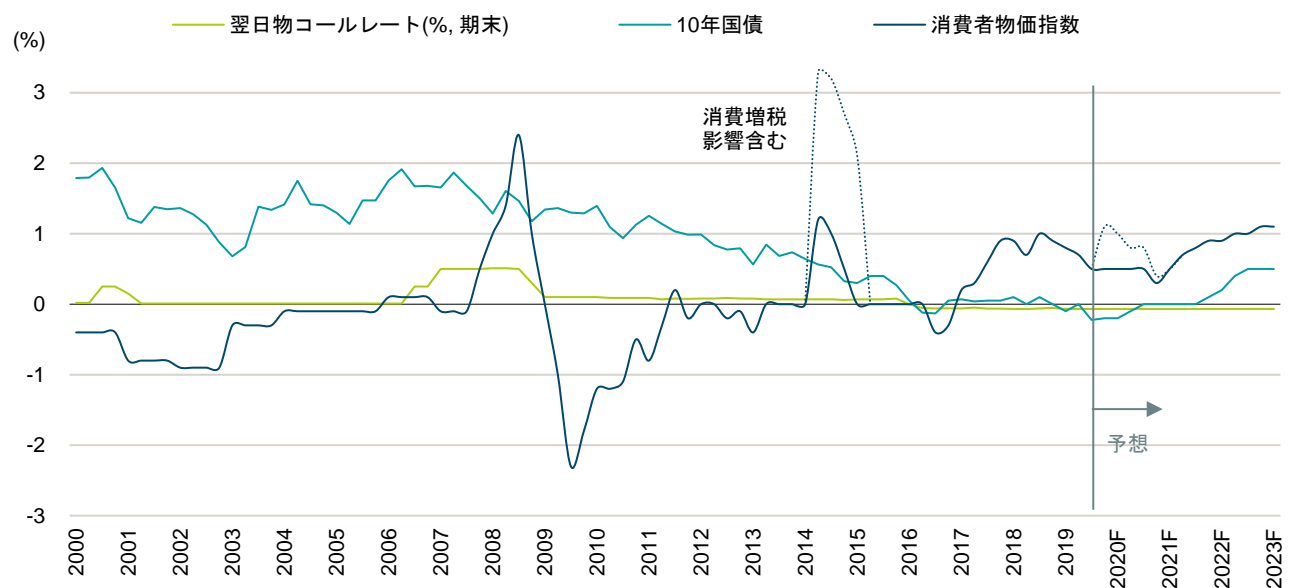
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

2019年8月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は0.5%と、2018年通年の0.9%に比べて勢いが弱まった。10年物国債利回りは、米国が2019年7月と9月に2回に渡る利下げに踏み切り日銀も追加金融緩和の可能性をちらつかせた影響で、2018年12月の0%から2019年10月中旬には-0.2%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

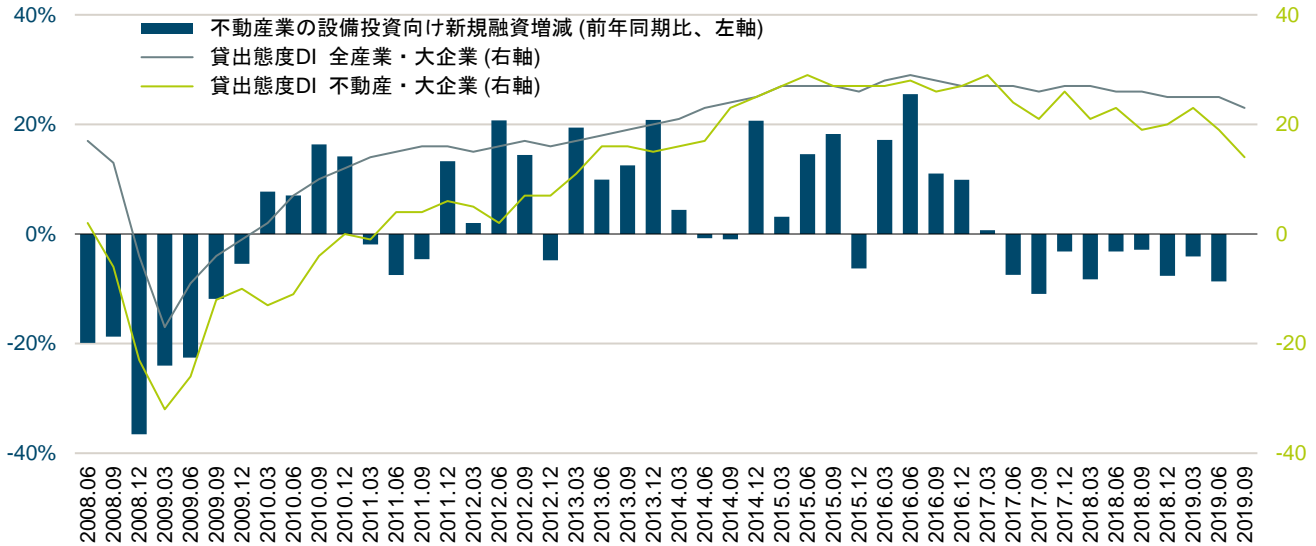


F: DWS 予想値
出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

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、2019年3月から9ポイント悪化し14ポイントとなった。超低金利時代においても一定の利ざやが見込める不動産業は銀行界にとって依然有力な融資先であるとみられるが、銀行のバランスシートに占める不動産融資のウェイトがこれ以上高くなることへの警戒もあり、融資基準はより厳しくなっている。こうしたなか、2019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8.6%下落し9四半期連続の下落となった。

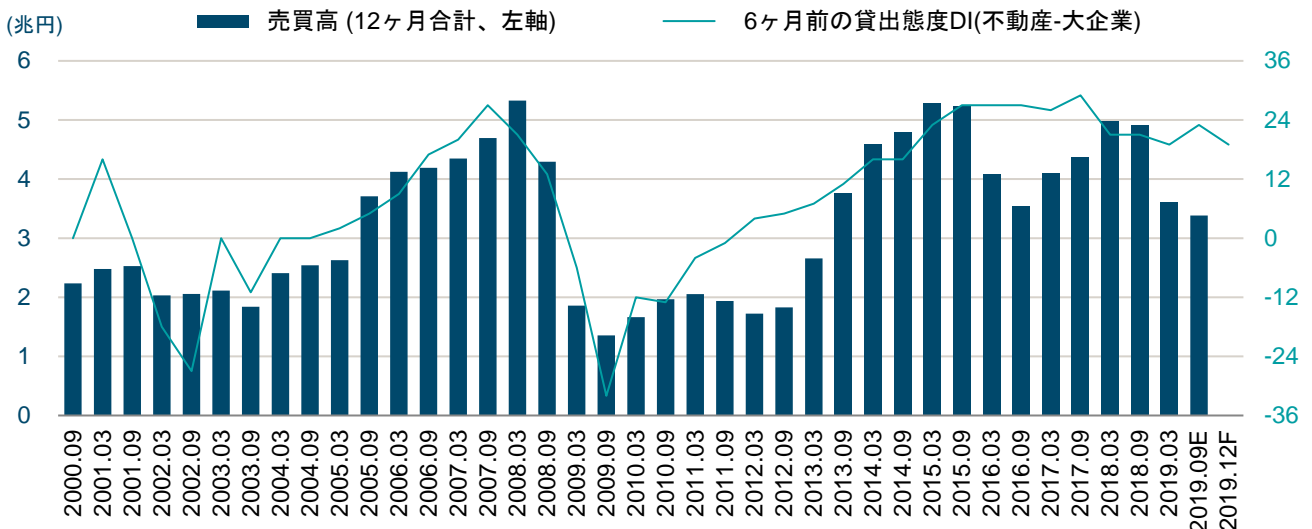
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2018年9月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は約3.4兆円と、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特に利回りの低下が著しい大型案件の取引が減少し、物流施設を除いた全てのセクターの取引量が昨年を下回った。地域別にみると東京の割合は約6割と高まり、これまで利回りを求める投資家の受け皿となってきた東京周辺部や地方では逆に取引の一服感が出ている。

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

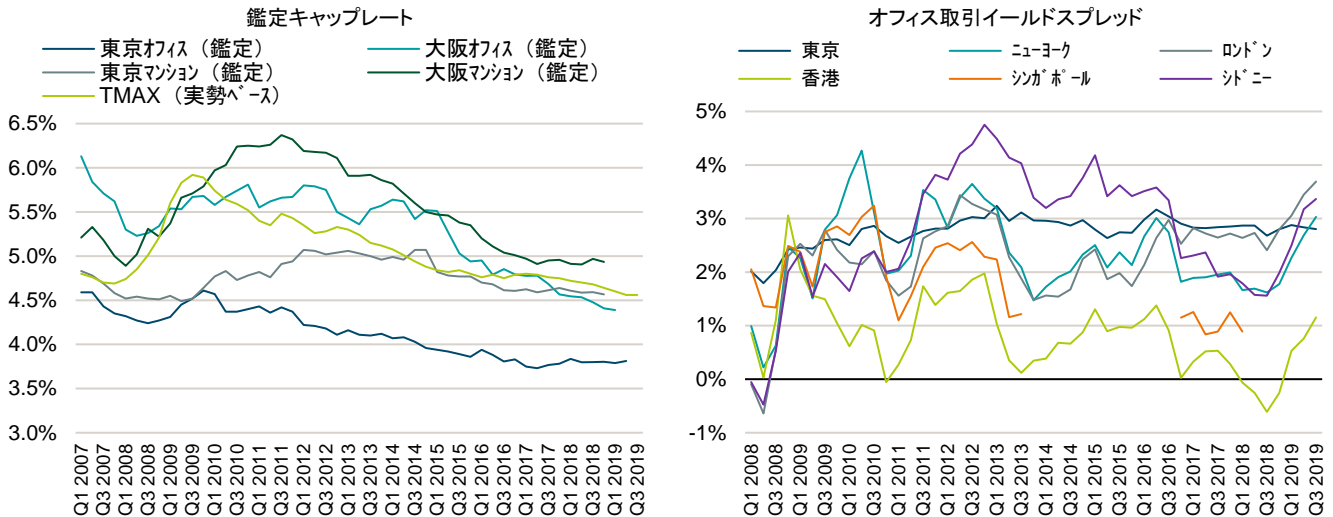


F: DWS 予想値

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9月期に4.56%と2016年以来僅かながらも低下が続いている。2019年6月期の東京オフィスの鑑定キャップレートは3.81%（速報ベース）と、前年同期比でほぼ横ばいとなった。図表7の右図にある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）の直近1年間の動きは、東京が280bpsとほぼ横ばいで推移したのに対し、長期金利が大きく低下したシドニーやニューヨークではスプレッドの拡大が顕著で、それぞれ340bps、300bpsと足元では東京を上回る水準となっている。

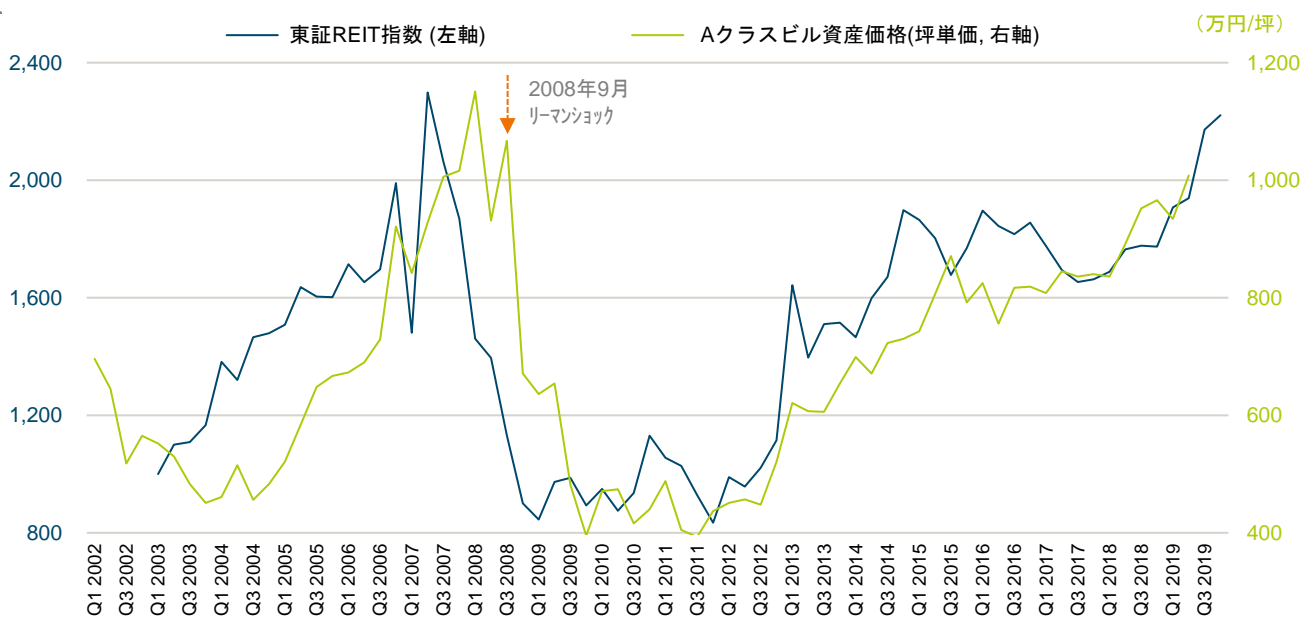
図表7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

REIT 市場では海外投資家の買い増しが進んでおり、東証 REIT 指数も 2019 年 3 月末の 1,900 ポイント台前半から 2019 年 10 月中旬には 2,200 ポイント台半ばまで続伸した。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 2019 年 6 月の床単価は前年同期比 13.0% 上昇の 1,008 万円/坪と、11 年ぶりに 1,000 万円台を回復し 2008 年ピーク時の 9 割の水準となった。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でもう一段高くなる可能性もあるものとみられる。

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4月以降に取引・発表された不動産取引は以下の通りで、最大の取引はドイツのAllianz Real Estateによる住宅ポートフォリオ89物件の取得(推定1,290億円)であり、これにESR Japan Core Fundがファンド立上げのために取得したレッドウッド藤井寺DCなど6物件の物流ポートフォリオ(1,100億円)、さらに香港のガウ・キャピタルや韓国の複数の証券会社が共同で取得した青山ビルディングなど3物件のオフィスポートフォリオ(840億円)が続いた。住友商事によるCROESUS心斎橋の取得(208億円)は1平米当たり832万円(2,745万円/坪)と床単価が最も高額な取引となったほか、ケネディクスによる大阪心斎橋8953ビルの取得(149億円)はキャップレートが3.5%と、公表された取引の中で最も低い水準となった。

今期は特にオフィスセクターで韓国投資家の存在感が目立ったが、いずれも本年7月以前の取引であり夏場以降に激化した日韓対立によってこの傾向は収束してくものと思われる。またアジア太平洋地域で唯一、成熟した賃貸住宅市場を有する国内住宅セクターへの海外投資家の関心は高く、今回最大の取引となったAllianz Real Estateの取引の他にも、足元で数千億円規模の大型住宅ポートフォリオの取引が進行中との情報もある。

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 |
|------|-----------------------|-------------|---------------|-------------|--------|----------|----------------------------------|
| | 青山ビルディングの95%など3物件 | 840 | 2.02 | - | 港 | 2019年4月 | Gaw Capital(香港)/サムスン証券、未来アセット(韓) |
| | 御堂筋グランタワー | 推200 | 0.70 | - | 大阪 | 2019年6月 | フェニックスグループ |
| オフィス | カナルサイドビル | 推200 | 0.47 | - | 品川 | 2019年5月 | 大信証券(韓国) |
| | 天王洲郵船ビルの持分48% | 推160 | 0.59 | - | 品川 | 2019年6月 | ケネディクス私募ファンド |
| | 半蔵門PREX North | 推140 | 2.96 | - | 千代田 | 2019年7月 | 韓国投資金融(韓国) |
| | CROESUS心斎橋 | 208 | 8.32 | - | 大阪 | 2019年6月 | 住友商事 |
| | イオンモール福津店 | 180 | 0.18 | 5.7% | 福岡 | 2019年8月 | イオンリート投資法人 |
| リテール | 大阪心斎橋8953ビル | 149 | 1.06 | 3.5% | 大阪 | 2019年10月 | ケネディクス |
| | イトーヨーカドー錦町店 | 145 | 0.20 | 5.3% | 埼玉 | 2019年5月 | 三菱商事都市開発 |
| | 池袋グローブの50% | 105 | 3.43 | 3.9% | 豊島 | 2019年8月 | フロンティア不動産投資法人 |
| | ニュージャパニーズ難波ビルディング | 100 | - | - | 大阪 | 2019年5月 | リーガル不動産 |
| | レッドウッド藤井寺DCなど6物件 | 1100 | 推0.25 | - | 横浜ほか | 2019年6月 | ESR Japan Core Fund(香港) |
| | プロダクション京田辺など4物件 | 626 | 0.24 | 4.5-5.1% | 京都ほか | 2019年6月 | 日本プロダクション投資法人 |
| | ロジポート尼崎の持分51%など2物件 | 351 | 0.19 | 4.6-5.3% | 兵庫ほか | 2019年9月 | ラサールロジポート投資法人 |
| 物流 | ロジポート柏沼南など5物件 | 284 | - | 4.6-5.1% | 千葉ほか | 2019年5月 | ラサールロジポート投資法人 |
| | MJロジパーク春日井1など4物件 | 274 | - | 3.8-5.7% | 愛知ほか | 2019年9月 | 三菱地所物流リート投資法人 |
| | IIF昭島ロジスティクスセンターなど5物件 | 246 | - | 4.3-7.4% | 東京昭島ほか | 2019年5月 | 産業ファンド投資法人 |
| | Dプロジェクト新三郷など6物件 | 117 | 0.24 | 4.9-6.2% | 埼玉ほか | 2019年8月 | 大和ハウス工業 |
| | 住宅ポートフォリオ82物件 | 推1,290 | - | - | 東京ほか | 2019年10月 | Allianz Real Estate(独) |
| | ロイヤルパークタワー南千住 | 277 | 50/戸 | 4.3% | 荒川 | 2019年5月 | 匿名投資家 |
| 住宅 | 原宿ハーダントハイツ | 240 | - | - | 渋谷 | 2019年6月 | 野村不動産 |
| | グレイスホット難波など18物件 | 200 | 19/戸 | - | 大阪 | 2019年8月 | CBRE GI(米) |
| | S-Fort青葉台など22物件 | 188 | 16/戸 | 3.9-6.0% | 横浜ほか | 2019年8月 | サムティレジデンシャル投資法人 |

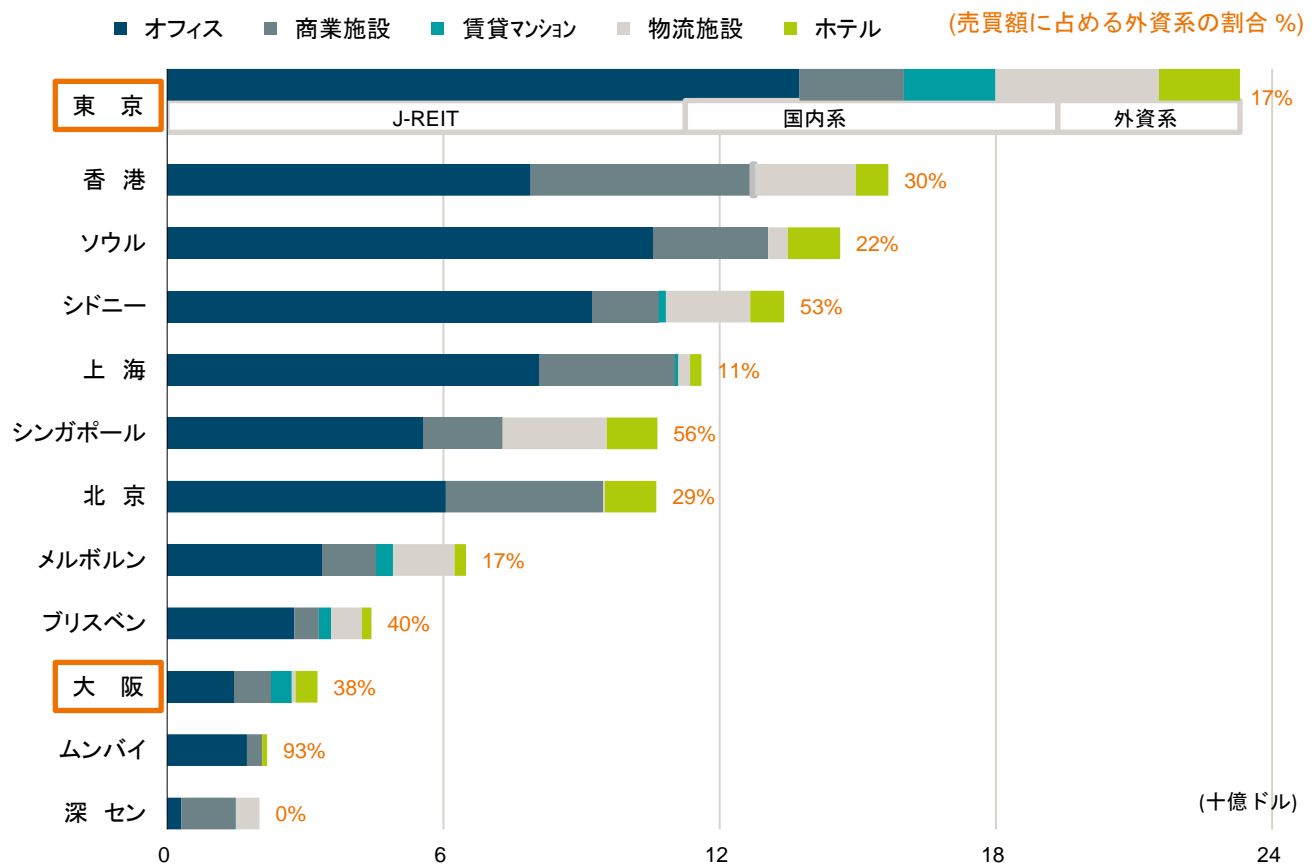
| | | | | | | | |
|---------------------------|---------------------------------------|-----|------|----------|-------|----------|-------------------------|
| | ホテルマイステイズ [®] 札幌アスペンなど 18 物件 | 826 | 28/室 | 4.5-6.9% | 北海道ほか | 2019年7月 | インヴェンシブル投資法人 |
| ホテル/ ヘルスケア | ヒビス大阪梅田 | 147 | 81/室 | - | 大阪 | 2019年6月 | ウェルス・マネジメント株式会社 |
| | ホテルヒューイット甲子園 | 136 | 33/室 | 5.0% | 兵庫 | 2019年6月 | ユナイテッドアーバン投資法人 |
| | ヒルトン小田原リゾート&スパ [®] | 130 | 80/室 | 6.2% | 神奈川 | 2019年8月 | 森トラスト・森トラスト・ホテル・リート投資法人 |
| 複数 セクター ポートフォ リオ | 赤坂ガーデンシティの65%など7物件 | 701 | - | 3.6-5.0% | 港ほか | 2019年5月 | 積水ハウスリート投資法人 |
| | 品川シーサイド [®] TSタワーなど4物件 | 239 | - | 4.0-4.9% | 品川ほか | 2019年8月 | サンケイリアルエステート投資法人 |
| | Almost Blue など6物件 | 228 | - | 3.5-7.4% | 港ほか | 2019年8月 | 幼ラレーベンリート投資法人 |
| | T's Garden 北柏など12物件 | 119 | - | 5.2-6.3% | 千葉ほか | 2019年10月 | トーセイ・リート投資法人 |
| | ヒューリック銀座7丁目ビルの持分20% など3物件 | 110 | - | 3.6-4.6% | 中央ほか | 2019年9月 | ヒューリック・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みます。

*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、東京の取引額は約233億ドルと、9四半期ぶりに香港を抜いてアジアトップとなった。買い手の顔ぶれでは、J-REITが全体の約5割を占めるなか外資系が17%と、半年前の13%から存在感がやや増したものの、主要都市の中では低い水準にとどまっている。大阪の取引額は33億ドルと、メルボルンとブリスベンに次ぐエリア第10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9月末までの12ヶ月)

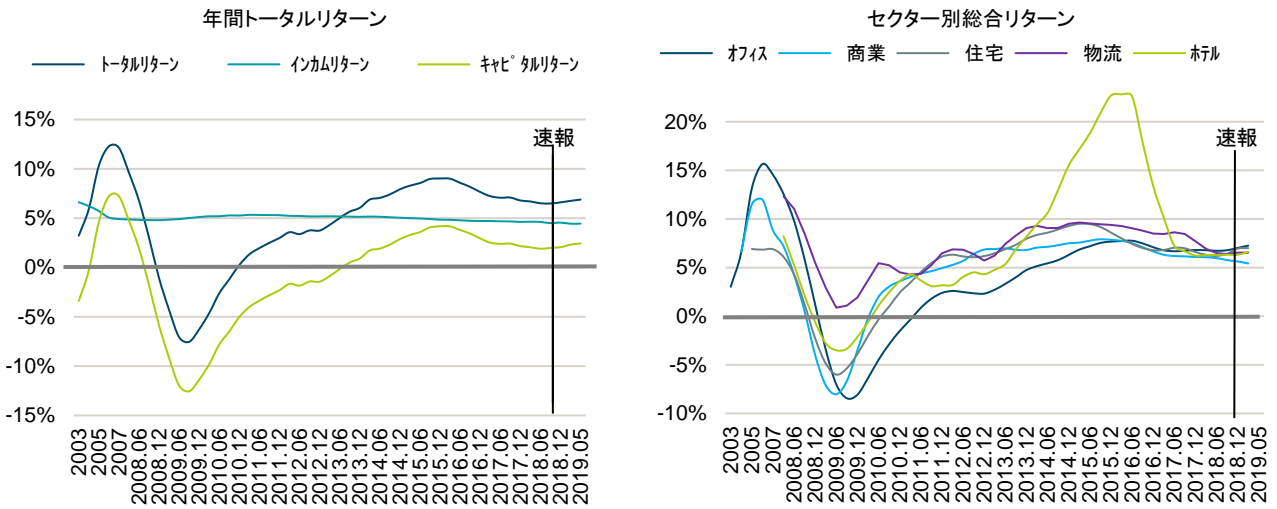


注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

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。

2019年5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6.9%と、2018年12月の6.6%に比べやや上昇した。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7.3%と最も高く、これに住宅、ホテル、物流、セクターがいずれも6.5%から7.0%の間で並んだが、商業セクターは5.4%となり他セクターとの差がやや広がりつつある。

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)



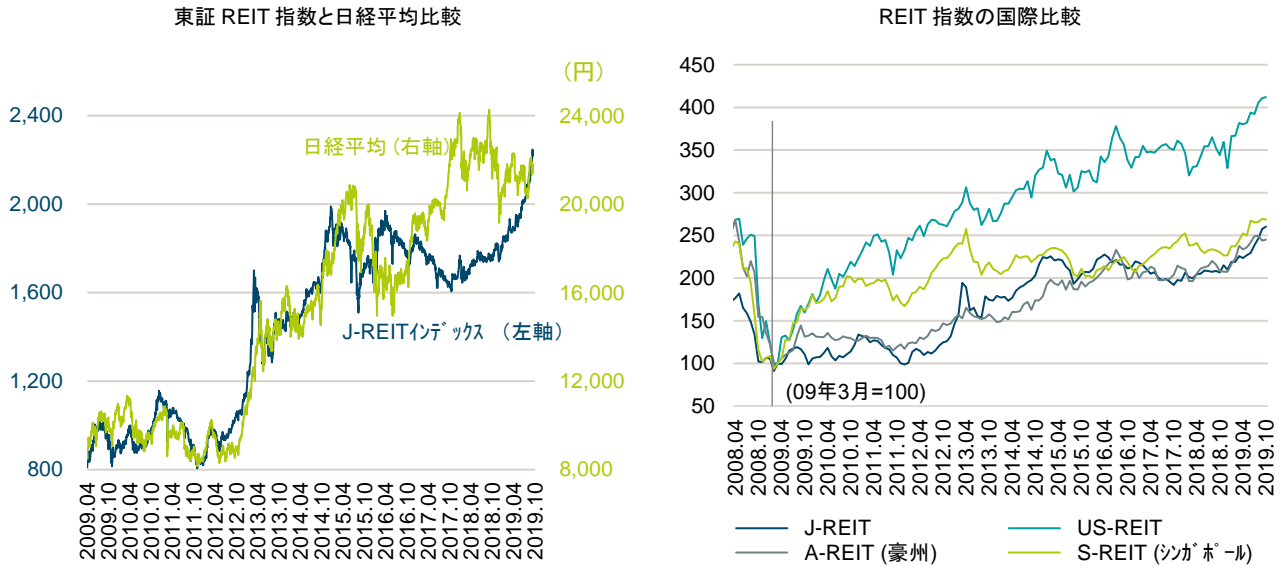
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
 出典: MSCI Real Estate-IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに DWS 作成

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 10 月半ばには 2,200 ポイント台半ばまで回復している。各国の REIT 指数も世界的な金利低下やそれによる高いイールド・スプレッドを材料に順調に上昇しており、2019 年 10 月半ば時点で US-REIT が過去最高値を付けたほか、J-REIT、シンガポール REIT、豪州 REIT のいずれも過去 10 年間での高値を更新した。

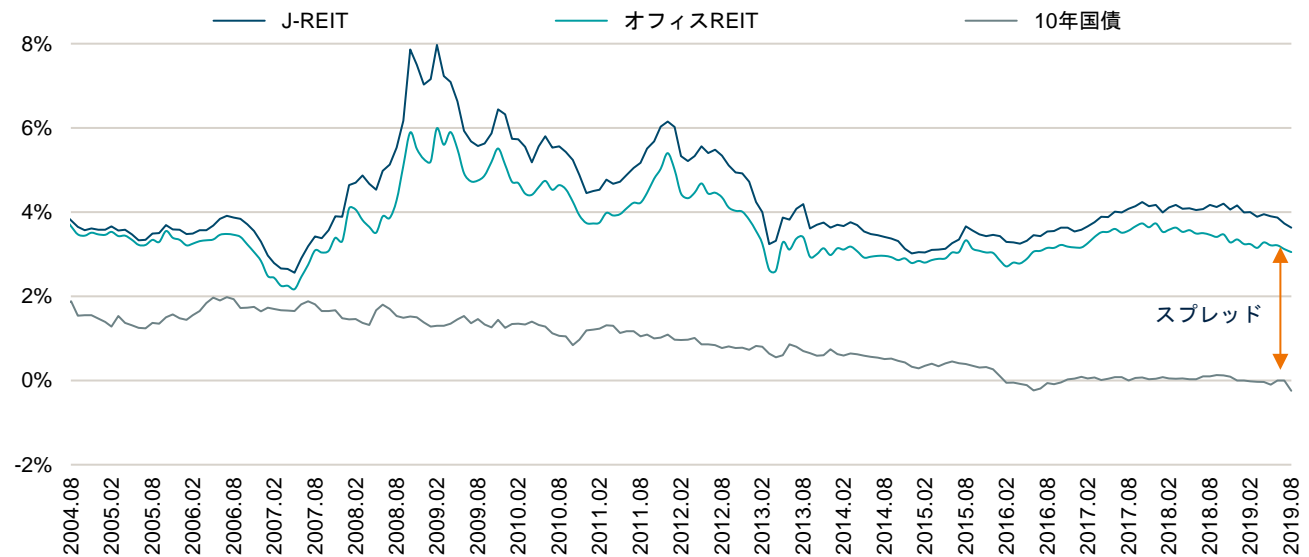
図表 12: REIT インデックス(短期推移と長期国際比較)



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

2019 年 8 月の J-REIT 平均分配金利回りは 2018 年 12 月から約 50bps 下落の 3.63% (オフィス型 REIT は 3.05%) となり、国債利回りとの差 (スプレッド) も同 30bps 下落の 387bps (同 329bps) となった。分配金スプレッドが 200bps にとどまっている米国 REIT に比べると、J-REIT の投資妙味は比較的高い水準を維持しているといえる。

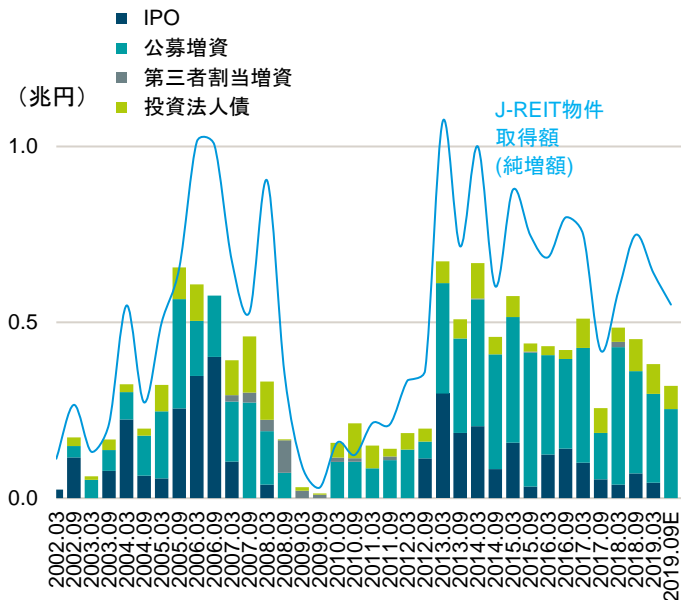
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2019年4月-2019年9月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はなく、公募増資は積水ハウス・リート投資法人など18件が実施された。同期間のJ-REITによるIPO・増資額は2,635億円、グロスの物件取得額は7,426億円(売却額を除いたネットでは5,504億円)で、いずれも前年同期比で約2~3割の下落となった。同期間中、スターアジア投資法人によるさくら総合リート投資法人の合併案が可決され、実現すればJ-REIT初の敵対的買収の事例となる。

図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



| 直近の主要増資一覧 | 時期 | 増資額 |
|------------------|------------|--------------|
| 積水ハウス・リート投資法人 | 2019年5月 | 410 |
| ラサール・レポート投資法人 | 2019年5月、9月 | 321 |
| 日本プロダクトリート投資法人 | 2019年6月 | 366 |
| インヴィンブル投資法人 | 2019年7月 | 242 |
| 三菱地所物流リート投資法人 | 2019年9月 | 179 |
| サンケイリアルエステート投資法人 | 2019年8月 | 129 |
| イオリート投資法人 | 2019年8月 | 125 |
| 効ラレーベン不動産投資法人 | 2019年8月 | 120 |
| その他公募増資 | 2019年4-9月 | 640 |
| 合計 | | 2,532 |

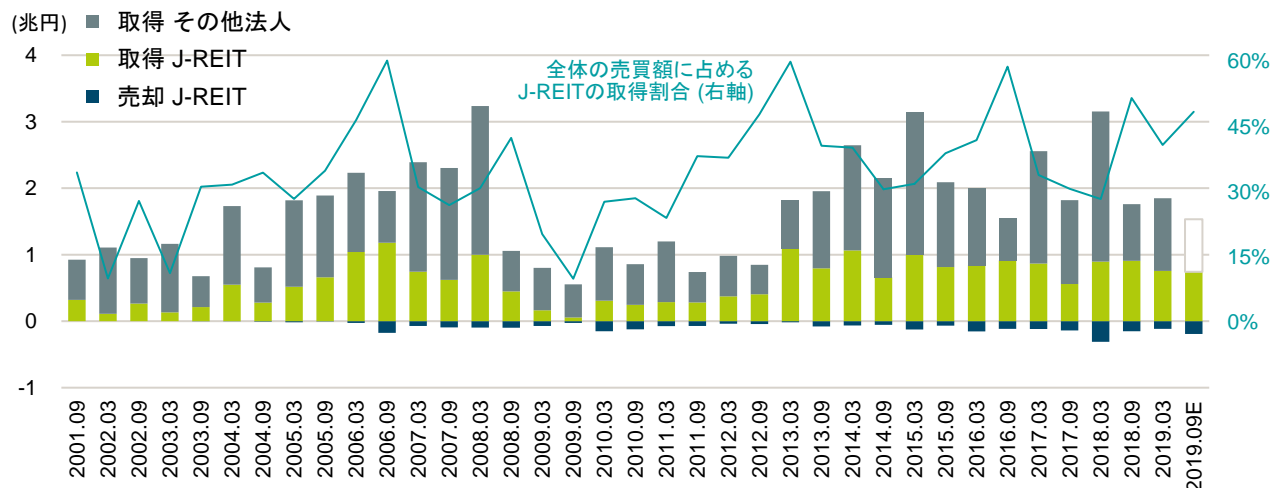
| 新規上場の REIT | 時期 | 募集額 |
|------------|----|----------|
| N/A | - | - |
| 合計 | | 0 |

上場予定の REIT: N/A

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。2019年4月-2019年9月の不動産取引額は約1.5兆円と、1年前に比べ13%の減少となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は18%の減少、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合は48%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



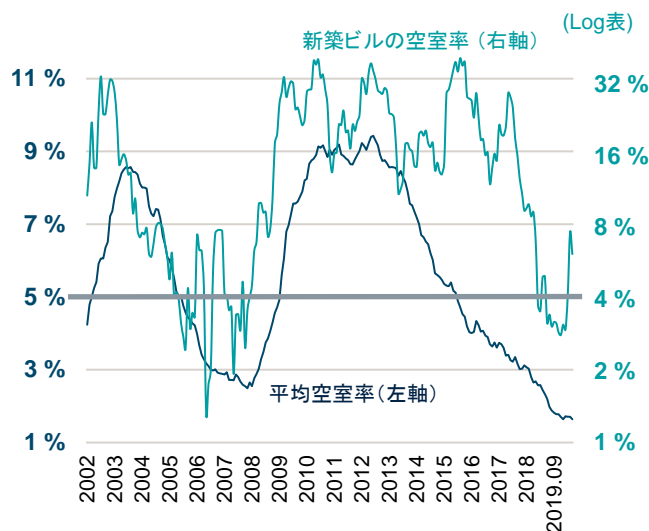
E: DWS 推定値
 出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

2 不動産ファンダメンタルズ

2.1 オフィス

2019年9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0.7ポイント低下の1.6%と、過去26年間の最も低い水準となった。同時期の竣工1年以内の新築ビルの空室率は6.2%と、前年同期比でやや上昇した。逼迫した労働需給も当面改善の見込みがないだけに、サービス業やIT業では人材確保に向けたオフィス需要が引き続き旺盛な様子である。2020年前半竣工予定の物件についても多くのビルがすでに満床に近い契約状況にあるとみられ、空室率が大きく悪化するような兆しは今のところみられない。ただし、これまで需要を大きく牽引してきたシェアオフィスやコワーキングスペースについては今後需要が一服するとの見方もある。

図表 16: 都心5区³の平均空室率と新規供給の推移

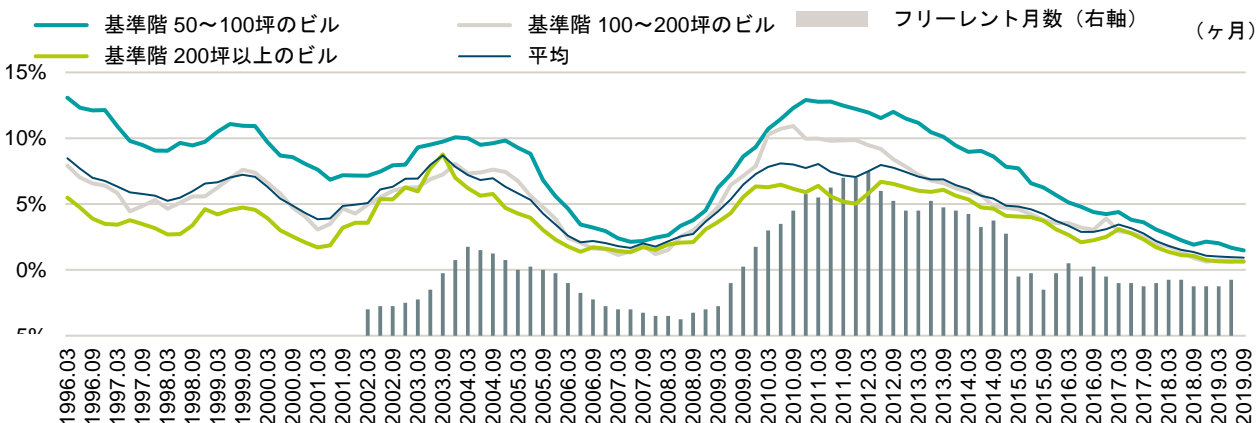


| 供給予定のビル名 | 竣工 | 階数 | 延床㎡ (オフィス) |
|--------------------|---------|-------|---------------|
| 住友不動産新宿セントラルパークタワー | 2019/8 | 34 | 61,212 |
| リンクスクエア新宿 | 2019/9 | 16 | 44,022 |
| 渋谷フクラス | 2019/10 | 18 | 30,884 |
| 渋谷スクランブルスクエア東棟 | 2019/11 | 47 | 73,000 |
| 虎ノ門ヒルズ ビジネスタワー | 2019/12 | 36 | 94,000 |
| コモレ四谷 | 2020/1 | 30 | 58,900 |
| 神田錦町二丁目計画 | 2020/2 | 21 | 85,352 |
| OH-1 計画 A・B 棟 | 2020/2 | 31/39 | 357,700 |
| 文京ガーデンゲートタワー | 2020/3 | 23 | 94,562 |
| 神谷町トラストタワー | 2020/3 | 38 | 107,613 |
| 豊洲ベイサイドクロスタワー A | 2020/4 | 36 | 105,600 |
| ウォーターズ竹芝 | 2020/4 | 26 | 62,300 |
| 竹芝地区 A 街区 | 2020/5 | 39 | 180,000 |
| ハレザタワー | 2020/7 | 33 | 68,478 |
| msb Tamachi N 棟 | 2020/7 | 36 | 118,400 |
| 住友不動産麹町ガーデンタワー | 2020/8 | 22 | 47,916 |

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9月の東京都心3区³のオフィス空室率は前年同期比で0.4ポイント下落の0.9%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0.4ポイント下落の0.7%、100-200坪、50-100坪クラスのビルでもそれぞれ0.6%、1.5%となるなど、規模を問わず過去最低水準となった。2019年6月のフリーレント期間は前期比で横ばいの1.7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

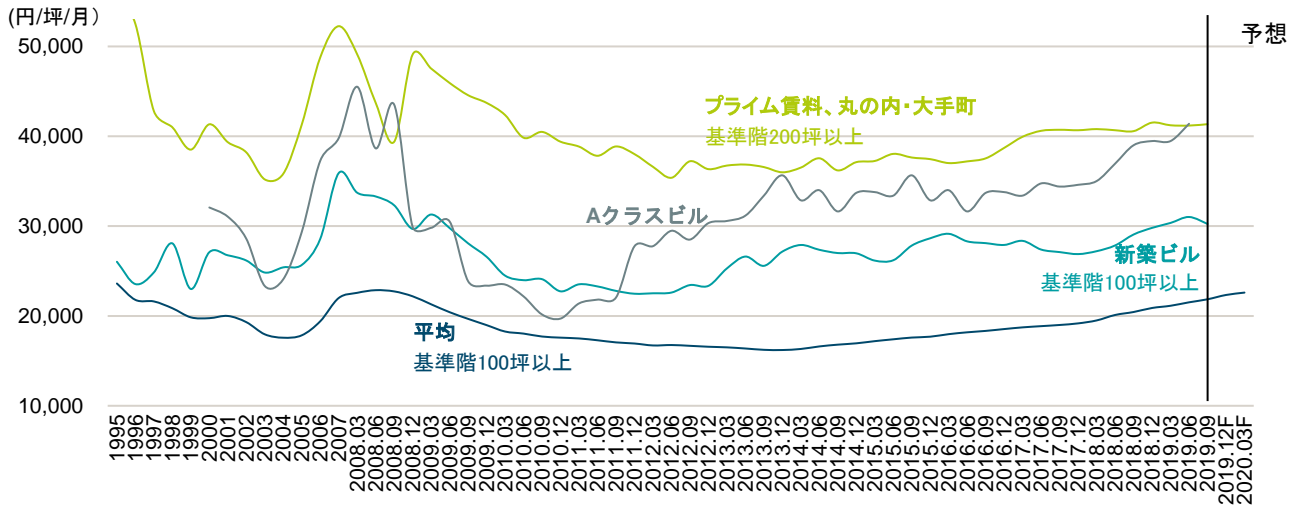


出典: ゼイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

³ 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心のオフィス空室率が歴史的な低水準となっていることを受け、2019年9月の都心5区オフィスの平均賃料（紺色）は前年同月比6.9%増と22四半期連続での上昇となった。既存のAクラスビル（灰色）でも前年同月比でそれぞれ12.0%増と大幅な上昇となったほか、新築ビル（水色）や丸の内・大手町のプライム賃料（黄緑色）も同4.0%と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局面が続いている。

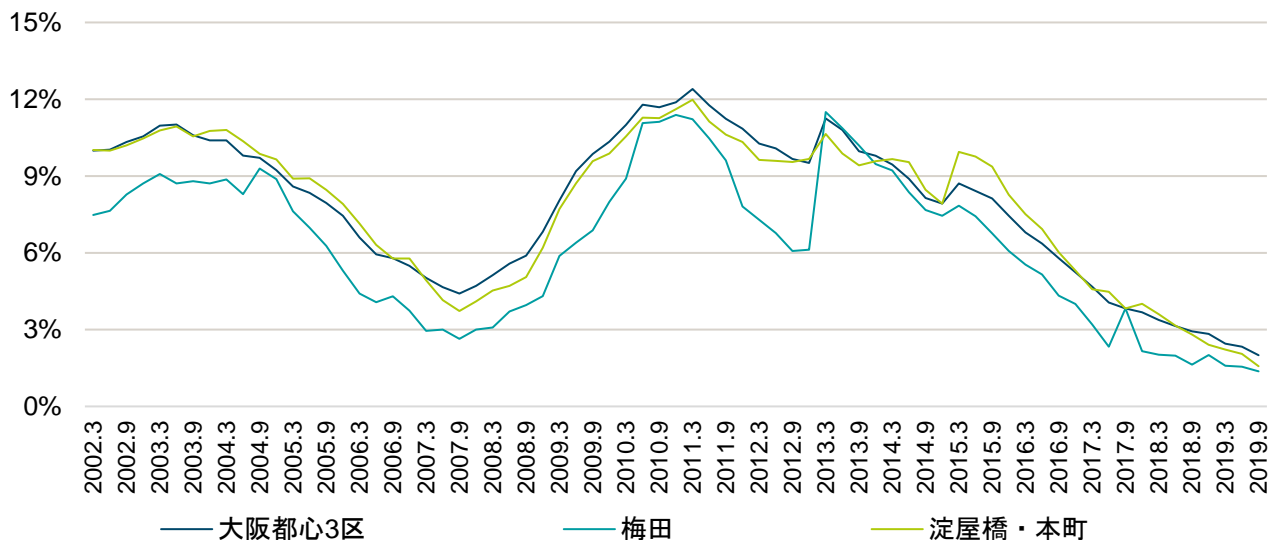
図表 18: 東京都心5区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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9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2.0%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0.3ポイント下落の1.4%、淀屋橋・本町エリアが同1.2ポイント下落の1.6%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3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



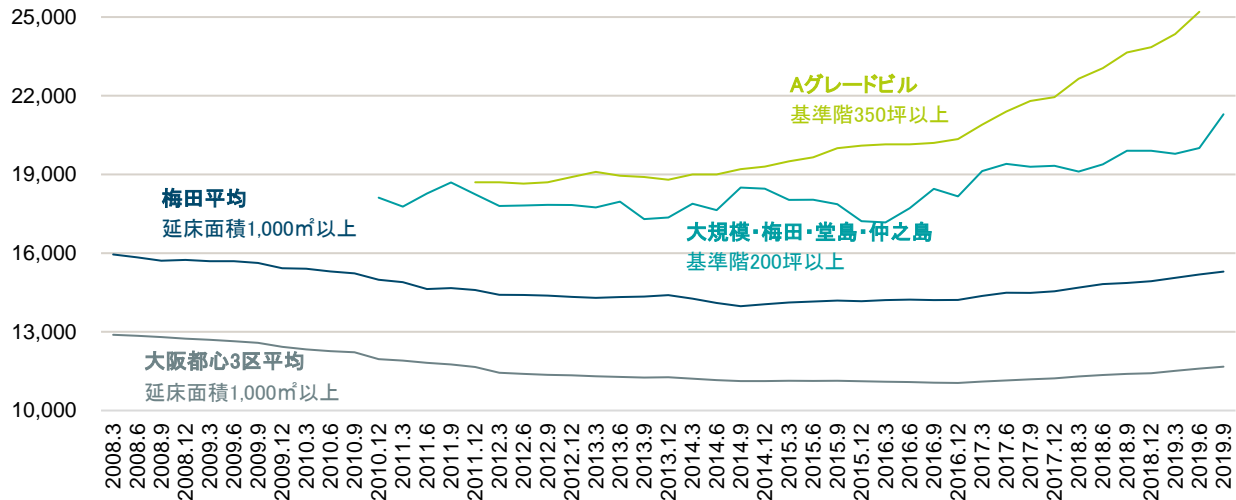
出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

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2.4%増となった。梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)は前年同期比で2.9%の増加したほか、梅田周辺エリアの大規模オフィスの賃料(水色)やグレードAビルの賃料(黄緑色)はそれぞれ同7.0%、8.7%増の大幅な上昇となり、新規供給計画が少ない大阪で利便性や安全性が優れた都心のオフィスに賃料の上昇圧力がかかっている。

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

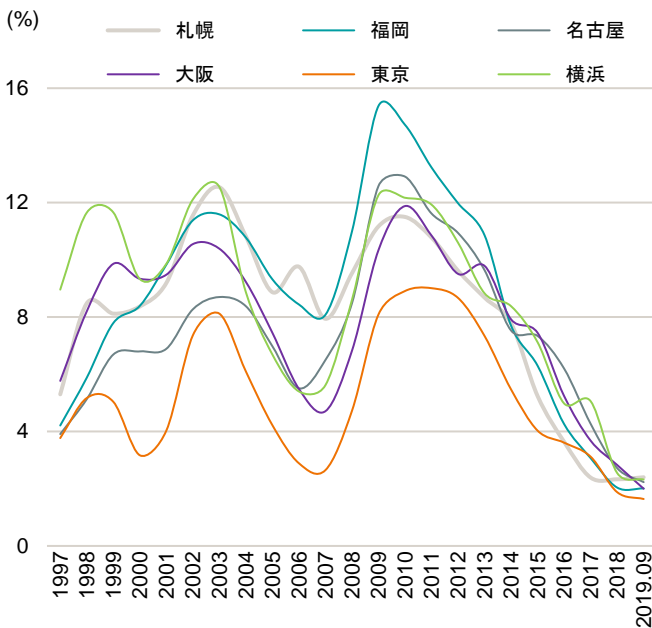
(円/坪/月)



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9月の空室率は大阪2.0%、名古屋2.2%、横浜2.3%、福岡2.0%、札幌2.4%といずれも過去20年の最低かそれに近い水準となった。これらの都市でも大型オフィスの新規開発計画が徐々に増えてはいるものの、2021年までは各都市ともそれぞれ年1~2件までと少ないことから、オフィス不足は当面解消する見込みがない。

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

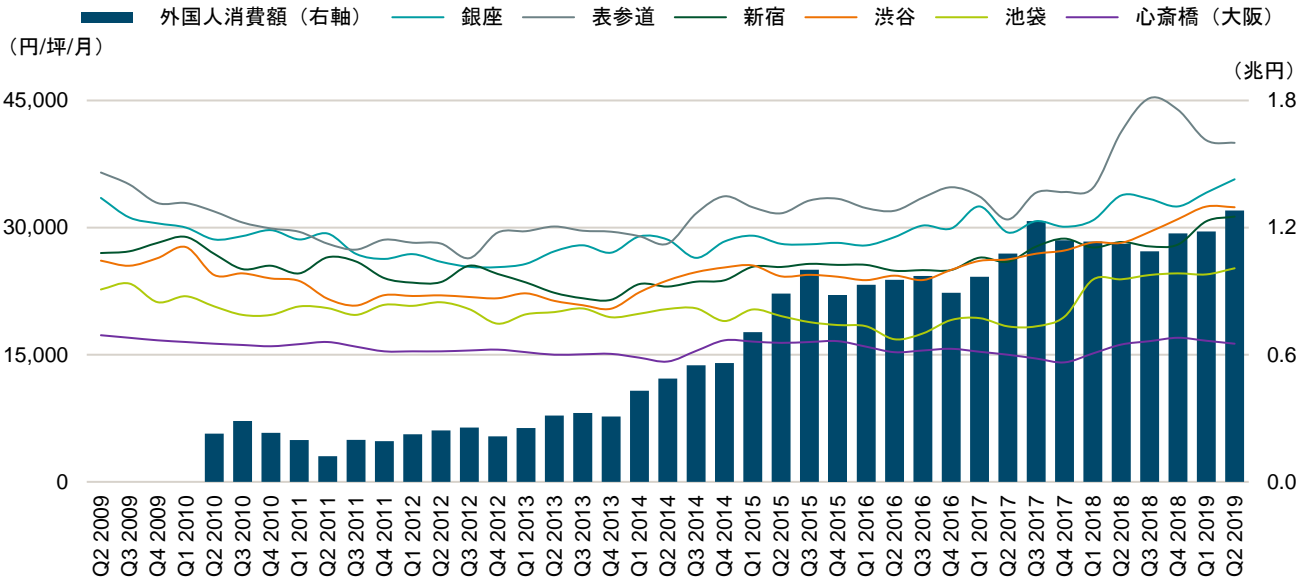
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

| 供給予定のビル名 | 竣工 | 階数 | 延床㎡ (オフィス部) |
|-----------------|---------|----|-------------|
| さっぽろ創世スクエア(札幌) | 2018/10 | 28 | 35,112 |
| 難波スカイ(大阪) | 2018/10 | 29 | 35,818 |
| 名古屋伏見Kスクエア(名古屋) | 2019/9 | 13 | 16,891 |
| 新卸センタービル(札幌) | 2019/12 | 13 | 20,767 |
| オービック御堂筋ビル(大阪) | 2020/1 | 25 | 55,371 |
| 大同生命札幌ビル(札幌) | 2020/3 | 14 | 23,826 |
| 横浜グランゲート(横浜) | 2020/3 | 18 | 101,056 |
| JR横浜タワー(横浜) | 2020/3 | 26 | 97,601 |
| 九勤承天寺通りビル(福岡) | 2020/4 | 12 | 20,513 |
| 名駅1丁目PJ(名古屋) | 2020/6 | 14 | 19,000 |
| 京阪神OBPビル(大阪) | 2021/4 | 16 | 38,797 |
| 横濱ゲートタワー(横浜) | 2021/9 | 21 | 85,800 |
| 本町サンケイビル(大阪) | 2021/10 | 10 | 30,189 |

2.2 商業施設

2019年第2四半期の外国人消費額は前年同期比で11.8%増加の1.3兆円となり、四半期ベースで過去最高額を更新した。内訳は訪日客数が同3.6%の増加、一人当たり消費額が同7.9%の増加となった。ただし、2019年後半からは韓国人観光客数の減少や円高の進行などの不安要素もあり、伸び率はスローダウンする地合いにあるといえる。2019年第2四半期の都心商業施設の募集賃料は渋谷で14.9%(前年同期比)と大幅に上昇したほか、新宿、銀座、池袋もそれぞれ10.6%、5.6%、5.4%の上昇となった。一方、心齋橋や表参道は同横ばいか微減となった。

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

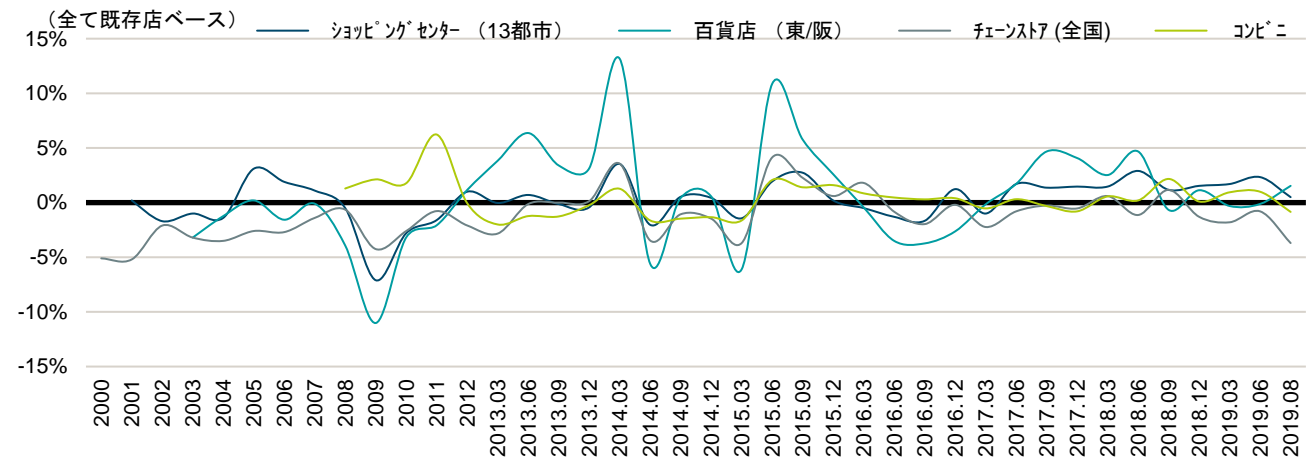


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

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

訪日客や富裕層向けの高級品販売が好調だったほか、消費税増税前の駆け込み需要もあり、2019年7-8月の百貨店の売上高(東京・大阪地区)は前年同期比で1.5%の増加となった。同時期のショッピングセンターの既存店売上高は同0.5%の増加となったが、チェーンストアやコンビニの売上は同3.7%、0.9%の減少となった。インバウンド消費の拡大とは逆に、2019年に入って国内百貨店21店舗の閉店が決まったほか、大手スーパーやコンビニ、アパレル販売でも大幅な店舗の統廃合が発表されるなど、折からのネット通販の拡大や労働者不足による店舗運営への影響がここへきて一気に表面化してきている。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

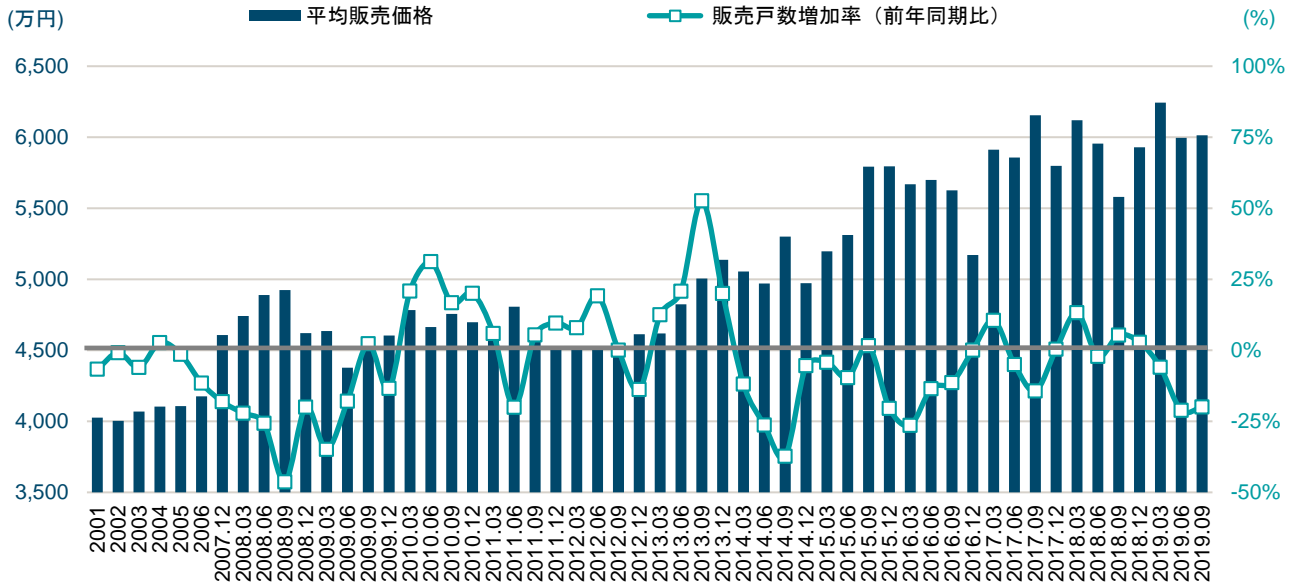


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDWS作成

2.3 住宅

2019年7-9月期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前期比ほぼ横ばいの6,014万円と、ここ数年は6,000万円前後の高値圏で推移している。特に2019年8月の単月の平均販売価格は6,405万円と過去20年間で4番目に高い水準となり、物件価格が調整する気配は今のところ見られない。同7-9月期の新規供給戸数は前年同期比でマイナス20.0%と3四半期連続で減少している一方、昨年末に首都圏で1万戸近くまで積み上がっていた完成済みの在庫が足元では7千戸以下に減っており、デベロッパーの間では供給戸数を絞りつつも価格を下げずに時間を掛けて販売する戦略が定着しつつあるものとみられる。

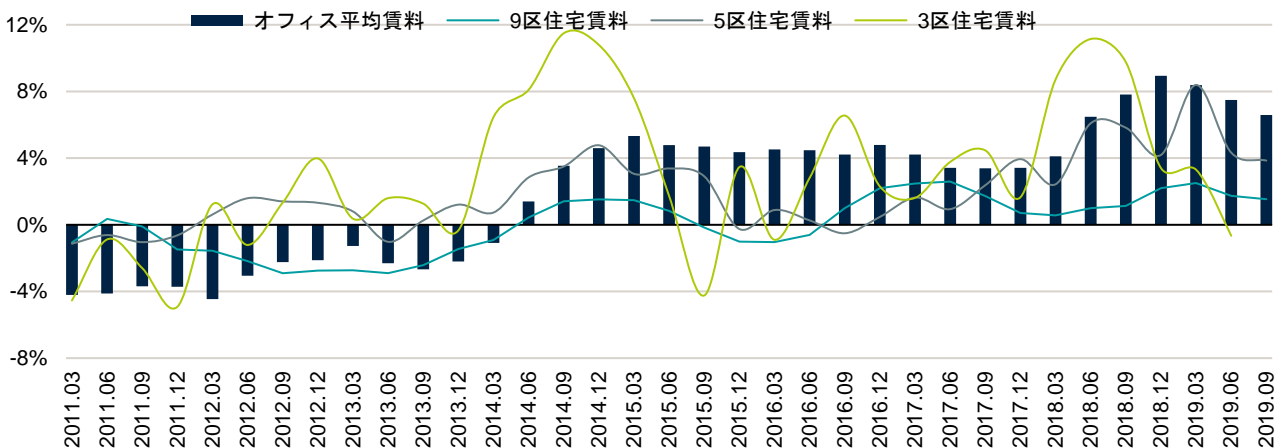
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに DWS 作成

2019年第3四半期の東京5区の高級賃貸マンションの募集賃料(灰色)は前年同期比3.9%増と12四半期連続での増加となり、9区(水色)も1.5%増と2016年以来の増加傾向が続いた。交通の利便性を重視する共働き世帯が増えている東京都心では分譲マンション価格が高止まりしている影響で好立地の賃貸マンションに需要がシフトしており、特に供給の少ないファミリー向け賃貸物件などを中心に今しばらく品薄状態が続くものと見られる。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

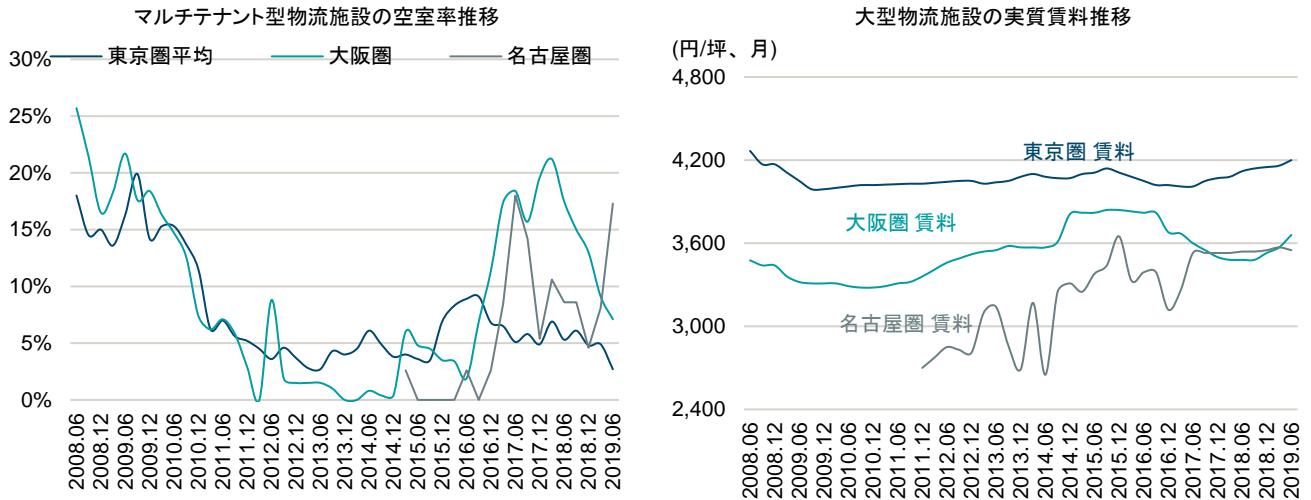


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、東日本不動産流通機構、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

2.4 物流施設

2019年第2四半期の東京圏の物流施設の空室率は前期比で2.2ポイント減の2.7%と、6年ぶりに3%を割り込む水準となった。大阪圏でも同2.0ポイント低下の7.1%と昨今の大量供給による空室の消化が順調に進んでいるのに対し、新規の大型物件が空室を残して竣工した名古屋圏では同8.1ポイント上昇の17.3%と悪化した。このため、実質賃料は、東京圏、大阪圏で前四半期と比べて1-3%の緩やかな上昇となったが、名古屋圏では同0.6%の下落となった。

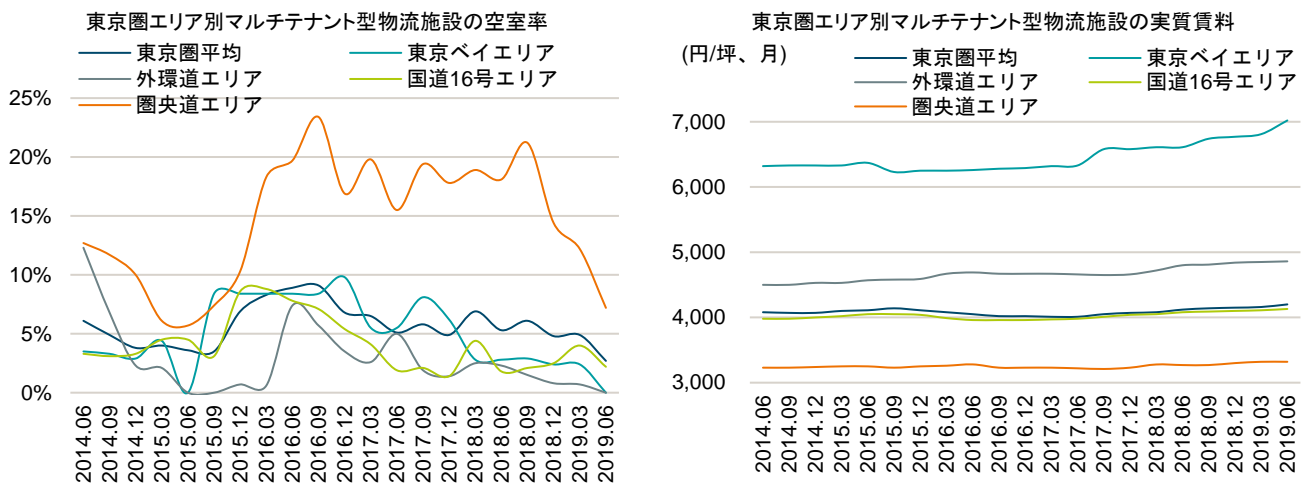
図表 26: 賃賃物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2019年第2四半期の東京圏の賃賃物流施設の空室率を見ると、東京ベイや外環道エリアは空室がほとんどなく、国道16号エリアでも2%前半となり、いずれのエリアでも需給が非常に逼迫している。大量供給が懸念されていた圏央道エリアでも空室率は7.2%と4年ぶりに10%を割り込む水準まで回復した。実質賃料は、東京ベイエリアが前年同期比で7.2%と大幅の上昇となったほか、圏央道エリア、外環道エリア、国道16号エリアの順でいずれも1%台の上昇となった。

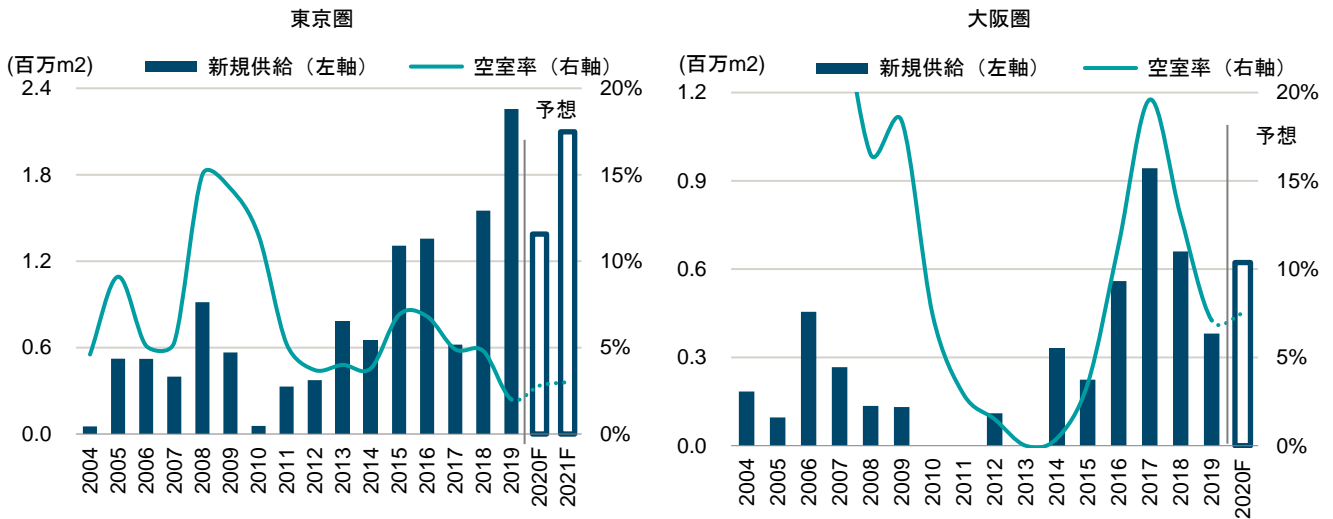
図表 27: 東京圏のエリア別賃賃物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では 2018-2019 年に過去最大の略 400 万㎡の賃貸物流施設の供給が行われ、2020-2021 年にもさらに計 350 万㎡の供給が計画されている。一方、過去最大の供給ペースであっても空室率は過去 15 年間の最低水準まで下落しており、e コマースなどによる需要の力強さを裏付けている。大阪圏では、2019 年の供給量が過去 3 年平均の半分以下にとどまっているだけに湾岸地域を中心に空室の消化が順調に進んでおり、空室率も 2020 年まで現在の 10% 以下の水準を概ね維持するものと予想される。

図表 28: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

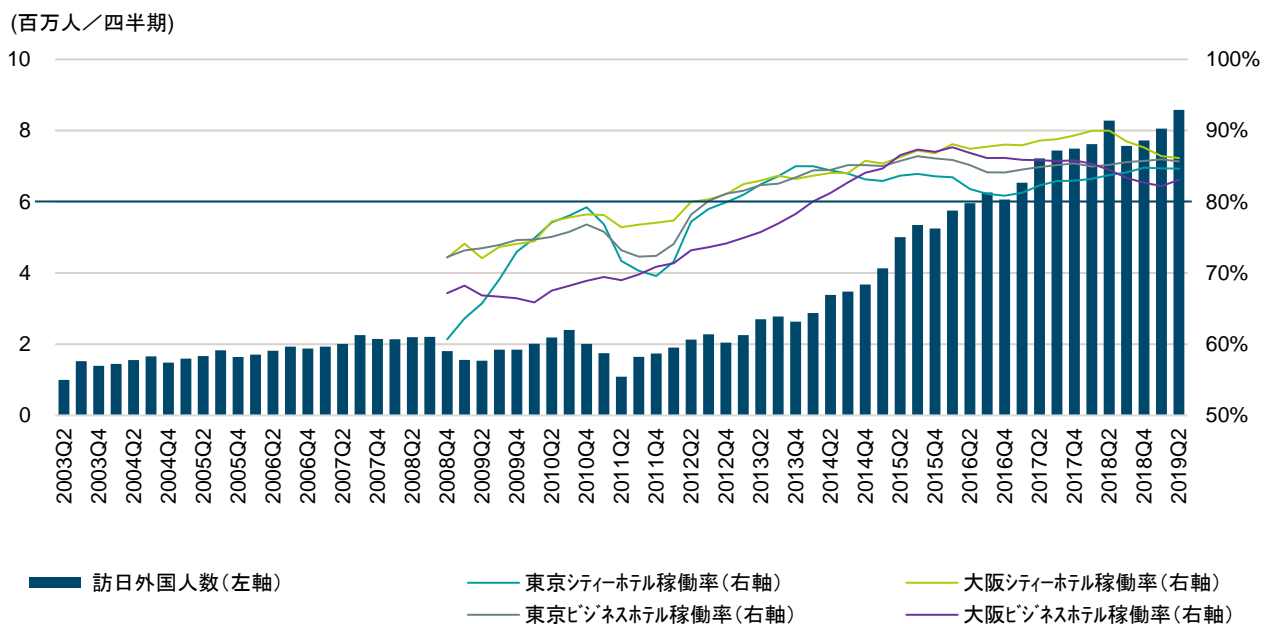


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2.5 ホテル

2019 年第 2 四半期の訪日外国人数は前年同期比 3.6%増加の 858 万人と、4 四半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%を上回っておりおおむね堅調な水準を維持しているといえる。ただし、ここ数年ホテルの大量供給が続いた大阪のビジネスホテルの稼働率は 2016 年第 1 四半期の 88%をピークに足元では 82%まで低下しており、需給はやや緩みつつある。また、2019 年の後半は韓国人観光客の減少が続くとの見方が強く、特に大阪や九州などではホテル稼働率に影響が出るものと懸念される。

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 |
| 45 | | 第4四半期 | 19年10月 | 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。
