

不動産リサーチレポート

ジャパン・クォーターリー 2016 年第 2 四半期

2016 年 4 月

Passion to Perform



目 次

1	まとめ	3
2	経済・金融・投資家動向	4
2.1	マクロ経済情勢	4
2.2	不動産投資市場・価格	6
2.3	J-REIT	10
3	不動産ファンダメンタルズ	12
3.1	オフィス	12
3.2	商業施設	15
3.3	住 宅	16
3.4	物流施設	17
	バックナンバー	18
	免責事項	19

組織変更のお知らせ

平成 27 年 10 月 1 日より、ドイツ証券（株）不動産投資銀行部の業務はドイチェ・アセット・マネジメント（株）に新設された不動産投資運用部に引き継がれました。

併せて、本レポートの配布元についてもドイツ証券（株）よりドイチェ・アセット・マネジメント（株）へ変更となりました旨、お知らせ申し上げます。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。

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

1 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。2016 年第 1 四半期の実質 GDP は、消費の停滞や輸出の不調などもあり実質的にマイナス成長が予想されている。年始より為替が円高傾向に振れており、輸出や個人消費の回復も遅れている。資源価格の下落や中国の景気減速などと相まって、日本経済の下振れリスクは増大しているといえる。

2015 年度の不動産売買高は約 4.1 兆円と前年度比約 23%の減少となっており、2012 年度以降初めての目立った減少となった。都心を中心に取引利回りに過熱感が出ているほか、周辺部でも売買取得が成立しない事例も一部にみられる。一方、日銀が 2 月から導入したマイナス金利政策の後押しを受けて、J-REIT による取得が再び活発化する地合いにあり、不動産業界への資金流入も再び増加する基調にある。

- **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・物流施設の 4 セクターそれぞれにおける市場ファンダメンタルズの動向について概観している。企業の雇用は概ね拡大基調にあるが、これまで好調だったオフィス市況はここへきてやや減速の兆しも見えている。2016 年前半にはさらにいくつかの大型ビルの供給が予定されており、一部ビルでは空室の消化に時間がかかるケースも出るものと思われる。

2015 年度の訪日外国人数は前年比 46%増、2013 年比 95%増の 2,136 万人と年度ベースで初めて 2,000 万人を超えた。2015 年度の消費額も前年度比 61%増の約 3.7 兆円と過去最高となったが、直近 2 四半期は円高の影響もあり拡大ペースが減速している。2015 年第 4 四半期の都心商業施設の賃料は銀座、表参道でほぼ横ばい、新宿で 7.6%と上昇したものの、渋谷、池袋では軟調に推移した。訪日客向けの免税品売上高も 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、中国経済の減速や円高の影響で需要には一服感もみられる。都心の百貨店や主要都市のショッピングセンターにおける 2016 年第 1 四半期売上高は前年同期比で概ね横ばいとなった。

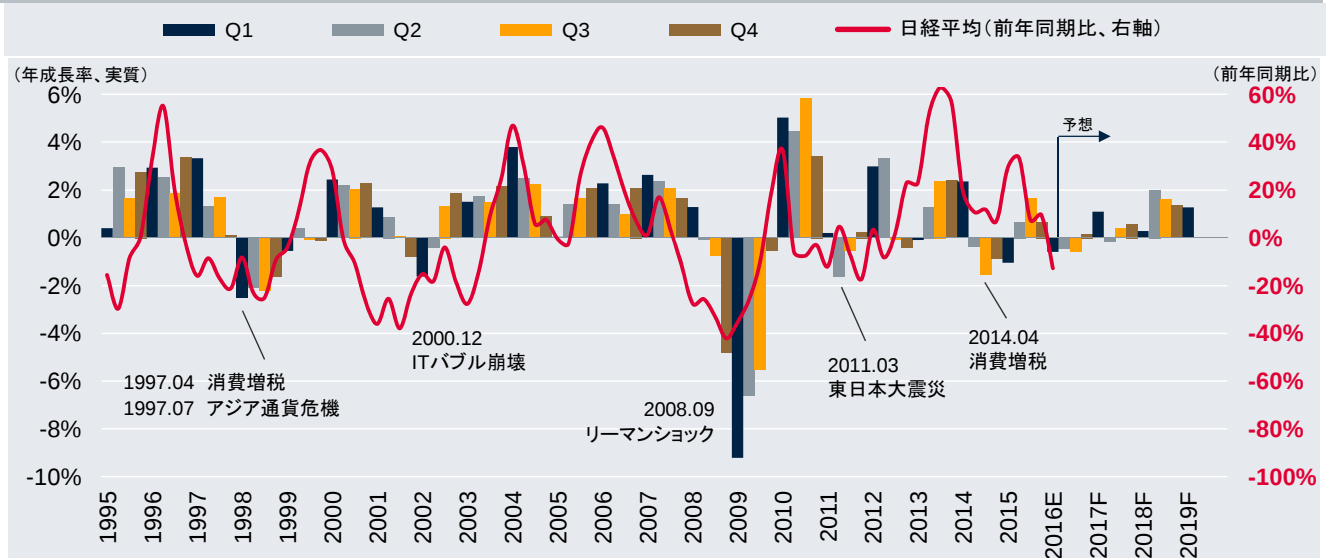
2016 年第 1 四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前年同期比 9.1%増の 5,669 万円と過去 20 年で最高の水準で高止まりしている。一方、販売価格の上昇が影響して供給戸数は 2 四半期連続で前年割れとなり、契約率も低迷している。物流施設では東京圏で大型施設の新規供給が続き、東京圏で前期比 1.8%の下落、大阪圏でも同 1.7%の下落と 2 四半期連続で下落した。2016 年半ばにかけて東京圏、大阪圏いずれにおいても高水準な供給が予定されているため、空室率は年末まで上昇傾向が続くものとみられる。

2 経済・金融・投資家動向

2.1 マクロ経済情勢

2016 年第 1 四半期の実質 GDP は、消費の停滞や輸出の不調などもあり閏年の日数を除けばマイナス成長が予想されている。年始より為替が円高傾向に振れており、輸出や個人消費の回復も遅れているほか、九州では地震によるサプライチェーンへの影響も局地的にみられる。IMF は 2016 年の世界経済の成長率を下方修正しており、資源価格の下落や中国の景気減速などと相まって、日本経済の下振れリスクは増大しているといえる。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移

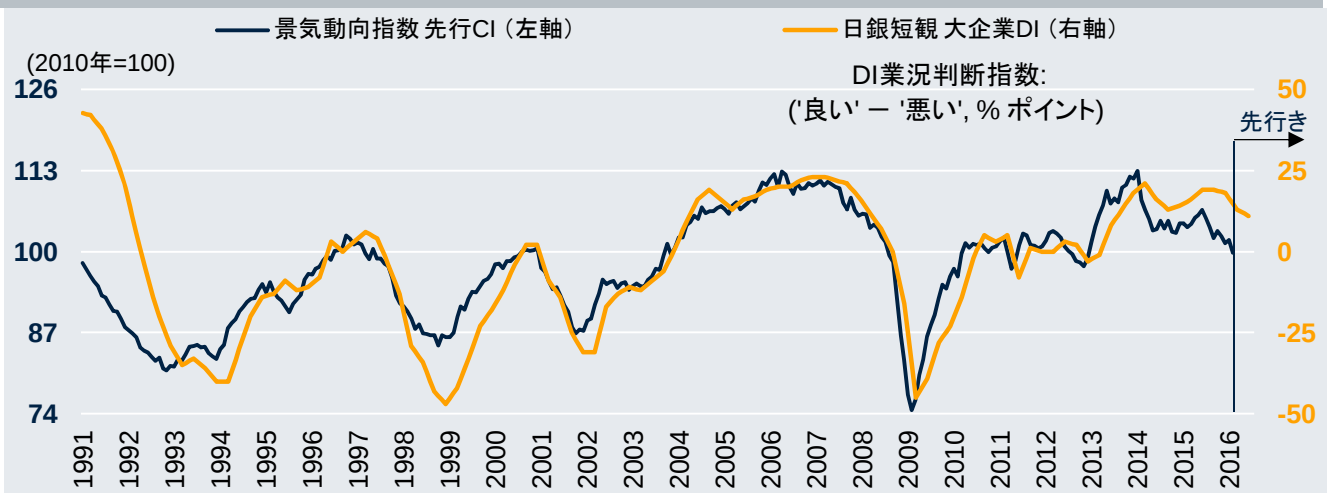


E: Deutsche Asset Management 推定値 (文中全ての図表同様)、F: Deutsche Asset Management 予想値 (文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)

出典: 内閣府、Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

日銀短観による 2016 年 3 月の業況判断指数 DI (国内大企業・全産業ベース、黄線) は 2015 年 12 月から 5 ポイント下落の 13 となった。中国など新興国経済の減速、国際商品価格の下落、年初より進む円高・株安の影響を受けて特に製造業において景況感の悪化が大きい。2016 年 2 月の景気動向指数先行 CI (青線) は 99.8 と前期比 2.7 ポイント減と 2012 年 12 月以来の低水準となった。

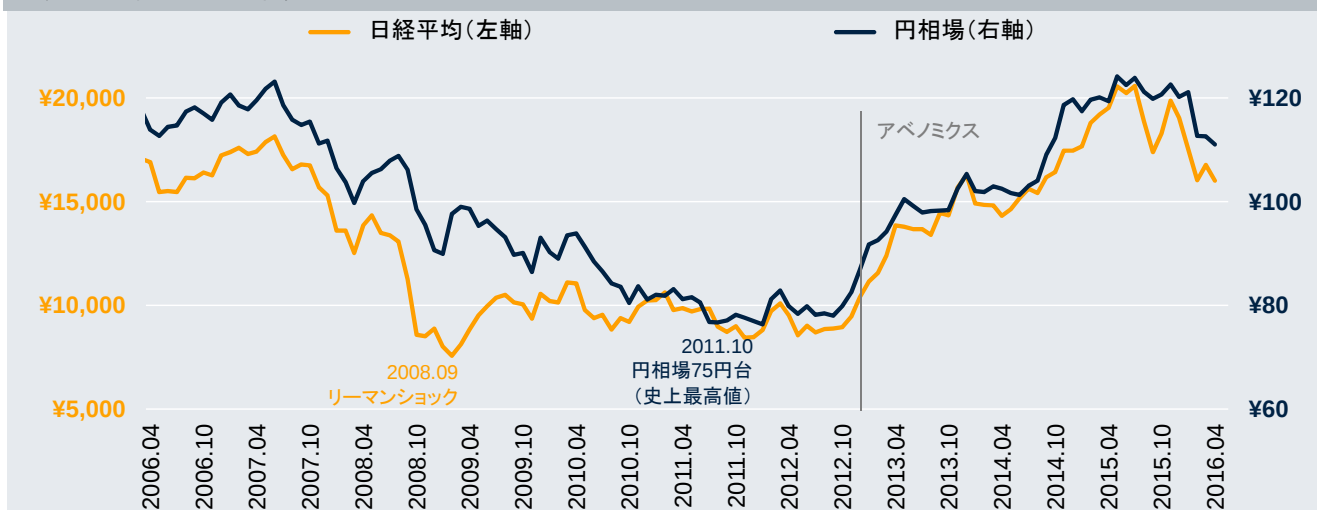
図表 2: 景気動向指数 (先行指数) と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

世界的なリスクオフの流れや米利上げ観測の後退を受けて、日経平均は4月にたびたび17,000円を割り込む展開となっており、年初からの下げも10%を超えている。また、円相場も4月中旬に一時1ドル=107円台まで強含んだ。円安主導によるデフレ脱却を目指してきたアベノミクスは今まさに正念場を迎えているといえる¹。

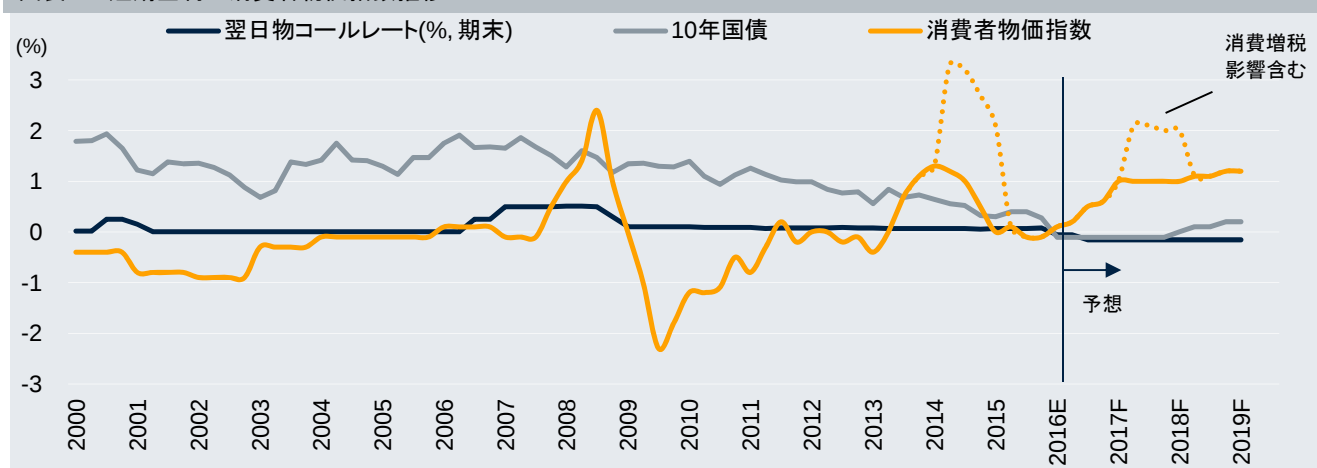
図表3：日経平均と円相場



出典：Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

先号の本誌発行後、日銀は国内史上初めてマイナス金利の導入を決めた。これに伴い10年物国債の利回りは2016年4月現在-0.10%前後で推移しており、今後も2018年までゼロ%程度で推移するものと予想されている。消費者物価指数(コアCPI)は原油安の影響を受けて軟調に推移しており、足元ではゼロ%付近、食料及びエネルギーを除いた指数は0.8%で推移している。2016年末にかけて1%程度までは上昇する可能性があるが、日銀が目標とする2%の達成時期は順次先送りされている。デフレ脱却はアベノミクスの至上命題であるだけに、今後日銀によるもう一段の利下げの可能性も出てきている。

図表4：短期金利と消費者物価指数推移



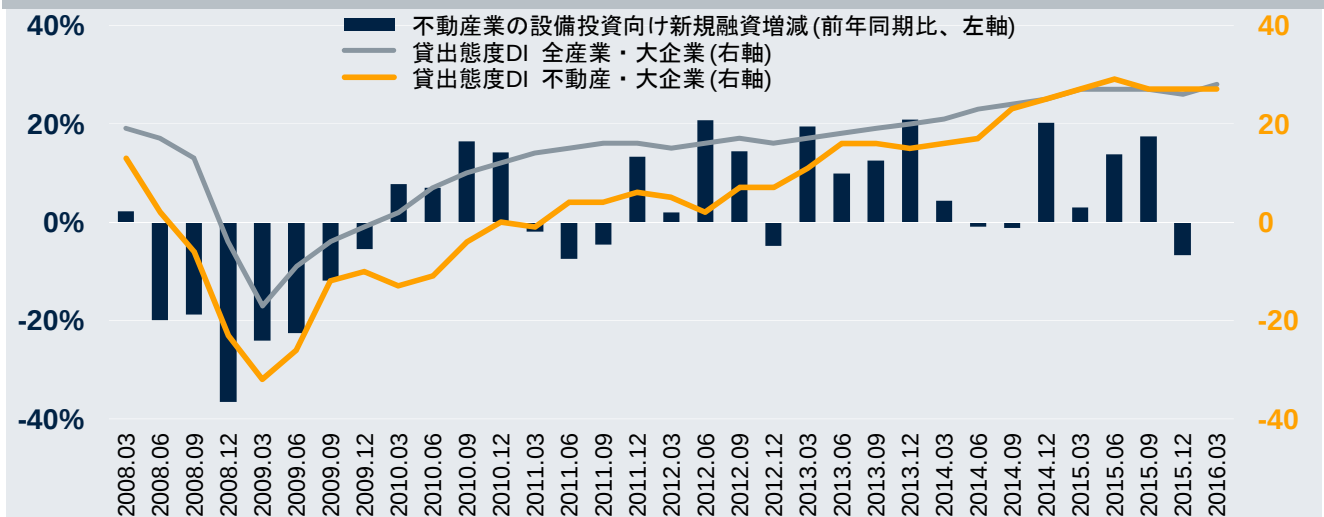
E: Deutsche Asset Management 推定値、F: Deutsche Asset Management 予想値
出典：Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

¹ ジャパン・クォーターリー2016年第1四半期号「特集：アベノミクスの過去3年を検証する」をご参照。

2.2 不動産投資市場・価格

金融機関による不動産ファイナンス²の状況はこれまでの改善傾向からやや高止まり感が出てきている。日銀短観によると 2016 年 3 月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI（黄線）は前期比横ばいだったものの、不動産業の設備投資向け新規融資額は 2015 年 12 月に前年同期比で若干の減少に転じた。足元で一部の取引価格が過熱感を増しており、投資家もレンダーもやや慎重な姿勢を示す例がみられる。

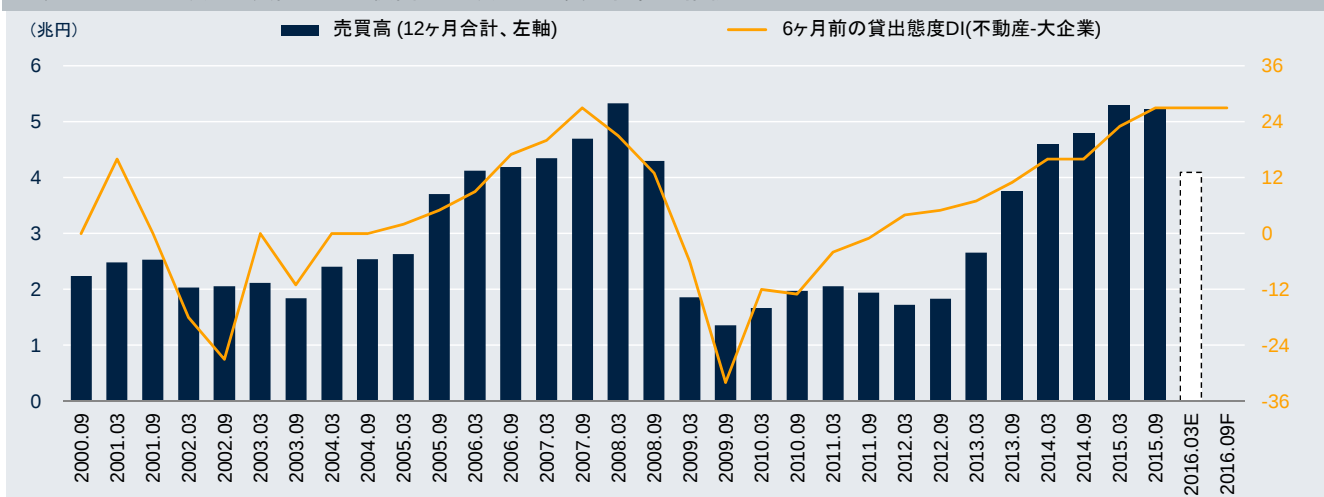
図表 5：不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典：日本銀行の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2015 年度の不動産売買高は約 4.1 兆円と前年度比約 23%の減少となっており、2012 年度以降初めての目立った減少となった。都心を中心に取引利回りは引き続き低下傾向にあり過熱感が出ているほか、周辺部でも売主の希望価格に満たずに売買取得が成立しない事例も一部にみられる。一方、日銀が 2 月から導入したマイナス金利政策の後押しを受けて、J-REIT による取得が再び活発化する地合いにある。

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: Deutsche Asset Management 推定値

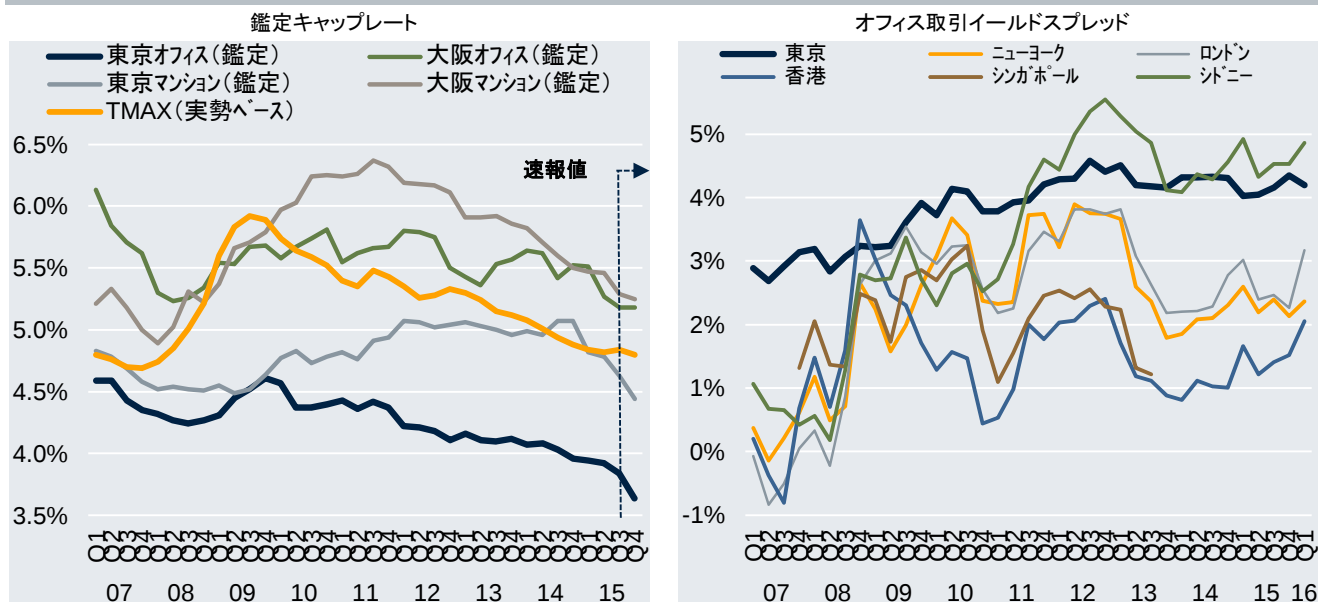
出典：日本銀行、都市未来研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

² 一般的なJ-REITのLTVは40%程度であるのに対して、金融機関は概ね50-60%程度まで許容している。

図表 7 の左図はセクター別のキャップレートを示している。実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートは 2015 年 12 月期に 4.80%と約 7 年ぶりの低水準となったほか、東京オフィスの鑑定キャップレートも速報ベースで 3.64%と過去最低の水準となった。マイナス金利政策の影響を受けてキャップレートの低下は地方やオフィス以外のセクターにも波及しており、東京や大阪のマンションでも前年同期比 20-60bps 程度の低下となった。

一方、東京のオフィスビル実取引における平均イールド・スプレッド(国債金利とキャップレートの差)は前期比 10bps 減の 420bps と引き続き世界的に高い水準を維持しており、スプレッドが 240-320bps 程度のニューヨークやロンドン、210bps 強の香港など他の都市とは対照的となっている。

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

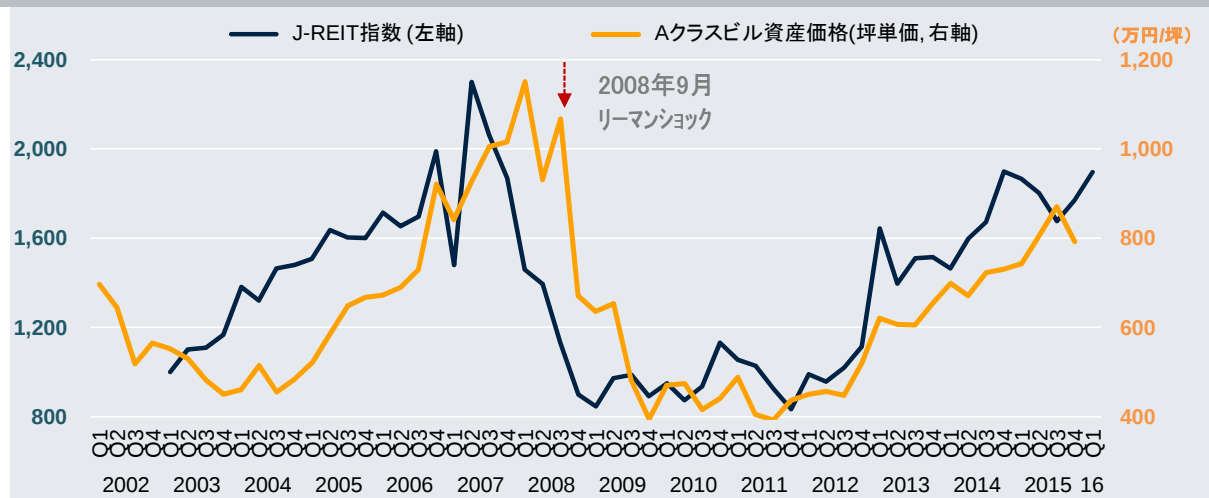


注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

出典: 不動産証券化協会、Real Capital Analytics、TMAX のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

2016 年第 1 四半期の東証 REIT 指数はマイナス金利政策により J-REIT の調達コストが低下したことを好感視され、前期比 7%超の上昇となりその後も高値圏で推移している。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 2015 年 12 月の床単価³インデックスは 792 万円/坪と前年同期比で約 9%の下落となったものの、資産価格は 2008 年のピーク時より依然 31%ほど低い水準にある。資産価格は REIT 指数を 1 年遅れで追いかける展開が続いていることから、今後価格が再度強含んでいくものと思われる。

図表 8: 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 Deutsche Asset Management 作成

³ 物件価格をビルの床面積で割った資産価格指標。ここでは賃貸可能面積(NRA)ベースで算出。

直近の主な不動産取引は以下の通りで、J-REIT による取引が再び活発化しつつある。最も高額だったのはラサールロジポート投資法人の新規上場に伴うポートフォリオの取得(1,614 億円)、続いてインヴィンシブル投資法人によるホテル 4 物件などの取得(667 億円)となった。

単価が最も高額だったのは日本リテールファンドによるゼニア銀座ビルの取得(130 億円)で、床単価は 1 平米当たり 599 万円(1 坪当たり 1,980 万円超)、最もキャップレートが低かった物件も同物件で 2.8%となっており、大和証券オフィス・リートによる新宿の日廣ビル(3.4%)、六本木ヒルズ森タワーの部分取得(3.8%)が続いた。また、ヘルスケア施設の取得も引き続き活況であり、当該セクターへ対する投資家の強い関心が伺える。

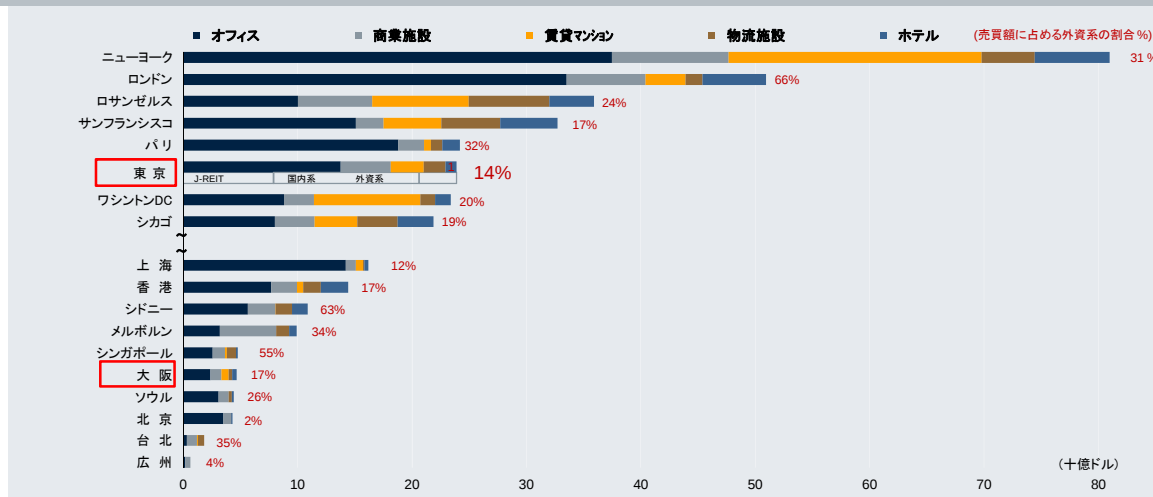
図表 9: 2016 年 1 月以降に取引・発表された主な国内不動産取引

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	場所	取引 年月	取得主
オフィス	六本木ヒルズ森タワーの4707	461	2.71	3.8%	港	16年1月	森ビルズ・リート
	ヒューリック神谷町ビルなど計3物件	319	1.39	4.1%	港	16年3月	ヒューリックリート
	上野イーストタワーの60%	216	0.87	4.2%	台東	16年3月	日本ビルファンド投資法人
	浜松アクトタワーなど計2物件	168	0.08	8.1%	静岡ほか	16年3月	オリックス不動産投資法人
	日土地虎ノ門ビル	156	1.39	3.8%	港	16年3月	ケネディクス・オフィス投資法人
	虎ノ門東洋ビル/KDX虎ノ門ビル	154	1.38	-	港	16年3月	日本土地建物
	日廣ビル	137	1.33	3.4%	新宿	16年3月	大和証券オフィス投資法人
	東急番町ビル	127	0.80	3.4%	千代田	16年3月	東急リアル・エステート投資法人
	大博多ビル	109	0.36	4.9%	福岡	16年3月	SIA不動産投資法人
	大阪西本町ビルなど計5物件	84	0.26	5.6%	大阪ほか	16年5月	いちごオフィスリート
	山口ビル7	-	-	-	台東	16年3月	ラサール・インベストメント(米)
	青山タワービル	-	-	-	港	16年1月	竹中工務店
	梅田ゲートタワーの88%	-	-	-	大阪	16年3月	フェニックス・プロパティ(香港)
	グラスキューブ品川	-	-	-	品川	15年9月	フェニックス・プロパティ(香港)
商業	ホームセンターコーナン砂田橋店など計7物件	271	0.35	5.1%	愛知ほか	16年3月	ケネディクス商業リート
	イースクエア茶屋町	172	1.93	-	大阪	15年12月	大東洋グループ
	吉祥寺プレイス	153	3.28	4.1%	東京	16年2月	日本リテールファンド
	ゼニア銀座ビル	130	5.99	2.8%	中央	16年2月	日本リテールファンド
物流	ロジポート流山B棟など計8物件	1,614	0.20	4.7%	千葉ほか	16年2月	ラサールロジポートREIT(新規上場)
	プロロジスパーク大阪5など計2物件	421	0.52	4.7%	大阪	16年2月	日本プロロジスリート
住宅	パークハビオ新宿イーストサイドタワー	132	-	5.6%	新宿	16年1月	コンフォリア・レジデンシャル
	ホテル4物件と賃貸マンション1物件	667	-	4.8%	品川	16年3月	インヴィンシブル投資法人
	ロワジールホテル&スハタワー那覇	200	-	5.9%	沖縄	16年2月	ユナイテッド・アーバン投資法人
ホテル/ヘルスケア	浦和ロイヤルバインズホテル	175	-	5.8%	埼玉	16年4月	ユナイテッド・アーバン投資法人
	ホテル7物件	149	-	-	東京ほか	15年12月	いちごグループ
	介護老人保健施設5物件	112	-	5.6%	大阪	16年3月	ケネディクス/ジャパン・シニアリビング
	ザ・ベニッシュ東京	103	-	-	千代田	15年12月	香港&上海ホテルズ(香港)
	アサヒビルヂングなど計18物件	615	-	-	東京ほか	16年4月	スターアジアREIT(新規上場)
ポートフォリオ	商業施設4物件と物流施設1物件	554	-	-	奈良ほか	16年1月	イオン・リート
	ジャパン・レジデンシャル(英)の住宅ポートフォリオ	285	-	-	東京ほか	16年1月	ブラックストーン(米)
	日立製作所戸塚事業所の敷地	417	0.42	-	神奈川	16年3月	中外製薬
開発用地	ららぽーと豊洲の底地	200	0.47	-	江東	16年3月	三井不動産
	横浜市西区平沼町の用地	170	-	-	神奈川	16年2月	テレビ神奈川

注: 取得主が黄色は 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。
 出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2016 年 3 月末までの過去 12 ヶ月間の収益不動産取引額⁴を都市別にまとめると図の通りで、東京の取引額は約 239 億ドルとドルベースで前期比約 22%減少した。東京はニューヨーク、ロンドン、ロサンゼルス、サンフランシスコ、パリに次いで世界第 6 位へと下落したものの、アジア太平洋地域では依然として最大の取引市場となった。この間 J-REIT による取得は約 33%、外資勢による取得は約 14%とみられる。大阪の取引額は同期間で約 47 億ドルと主軸のオフィスビルの取引が回復しつつあるのに加え、商業施設、物流施設やホテルの取引も活況でアジア太平洋地域で第 7 位に上昇し、北京、ソウルを抜いてシンガポールなどアジア主要国の首都に肩を並べている。

図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング (過去 12 ヶ月)

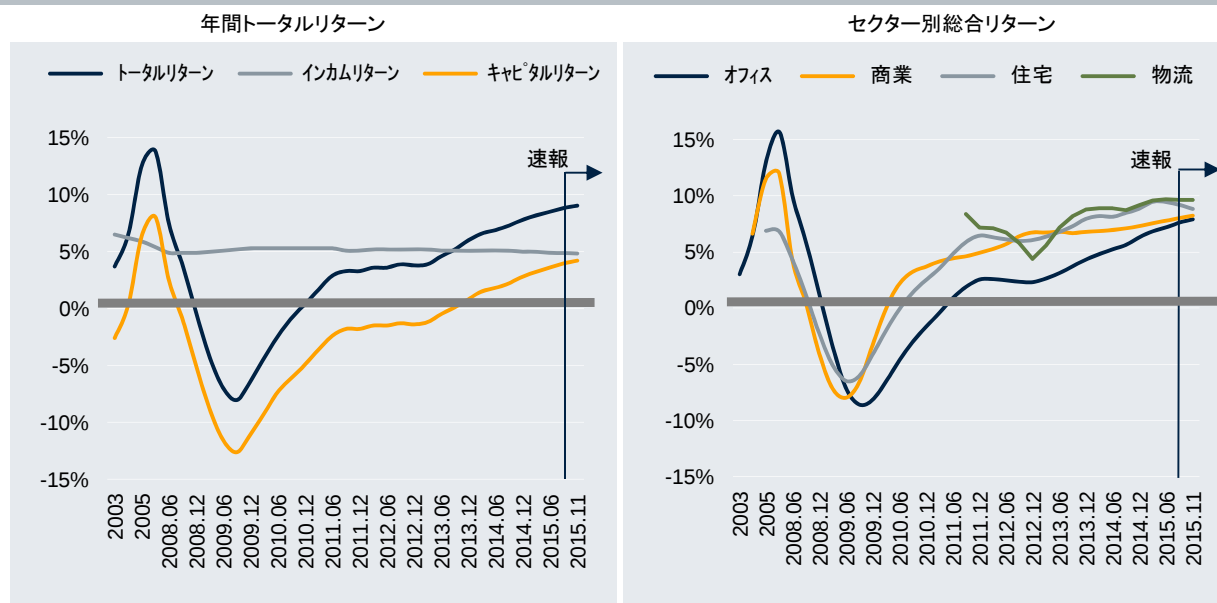


注: 開発用地を除く

出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

実物不動産インデックスによるトータルリターン⁵は 2009 年後半から上昇、2010 年からプラスで推移しており、2015 年 11 月は前年同期比 1.2 ポイント増の年 9.0%(速報値、図表 11 左図)と改善した。セクター別にみると回復が遅れていたオフィスのリターンも同 1.6 ポイント増の 7.9%、商業施設は 8.2%、物流施設、住宅はいずれも高く 9%前後となった。

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 Deutsche Asset Management 作成

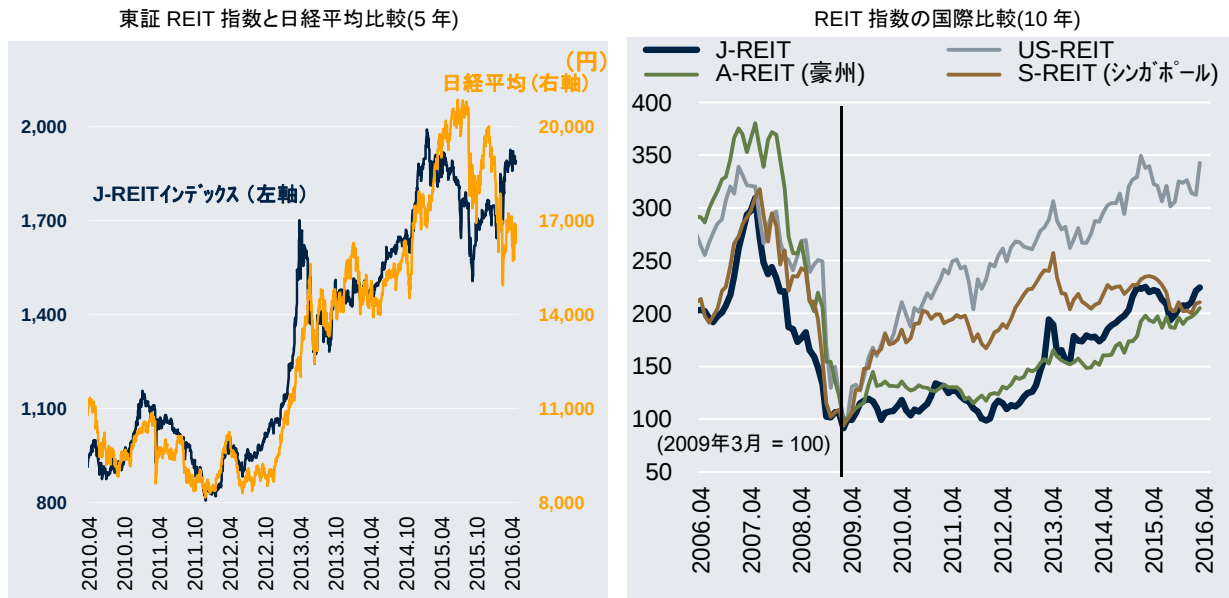
⁴ ここでは持ち家の取引や開発用地の売買は、キャッシュフローを生まない取引のため含めていない。

⁵ 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。

2.3 J-REIT

マイナス金利の導入によって投資家の間では利回りの厚い REIT を再評価する動きがみられる。年初より日経平均株価が 10%超下落したのに対し、東証 REIT 指数は 2016 年 4 月も 1,900 ポイント前後と比較的堅調に推移している。2016 年第 1 四半期は米国の利上げ観測が後退したことから、米国やシンガポールなど主要国の REIT 指数も堅調に推移した。

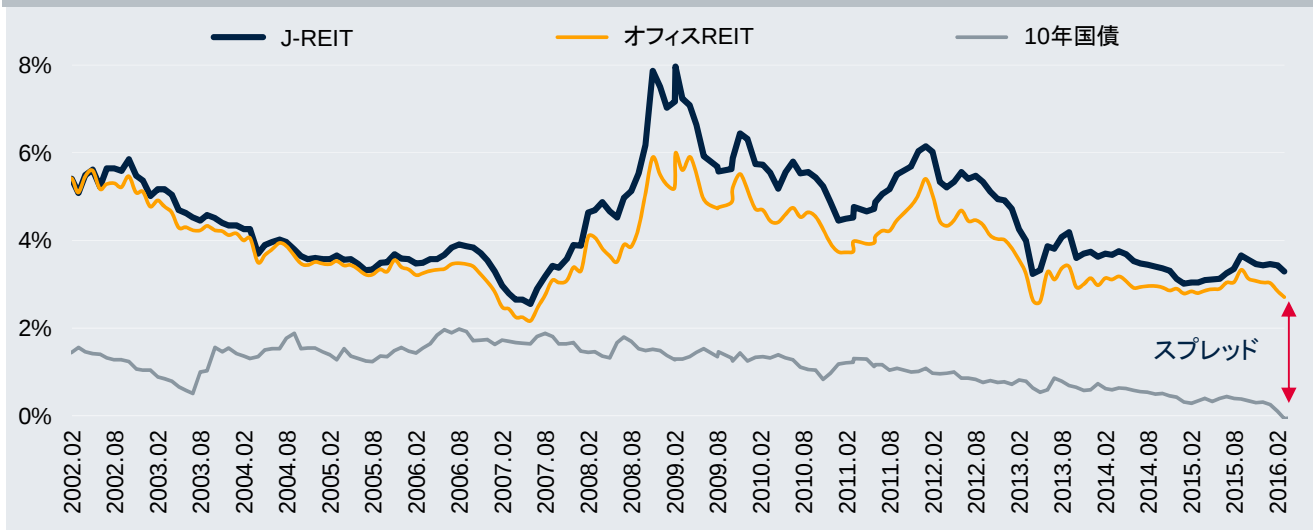
図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較）



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 Deutsche Asset Management 作成

2016 年 2 月の J-REIT 平均分配金利回りは J-REIT 指数の回復を受けて前期比 14bps 下落の 3.29%(オフィス型 REIT に限れば 2.71%)となった。この間、日銀によるマイナス金利政策が導入されたため長期金利もゼロ%を下回る状態となっており、国債利回りとの差(スプレッド)も 335bps(オフィス型 REIT に限れば 277bps)と広がった。分配金・配当スプレッドは米国 REIT、英国 REIT とともに 180-245bps 程度となっており、この利回りで比較すれば J-REIT の方が有利とみる投資家もいる。

図表 13: J-REIT 分配金利回り

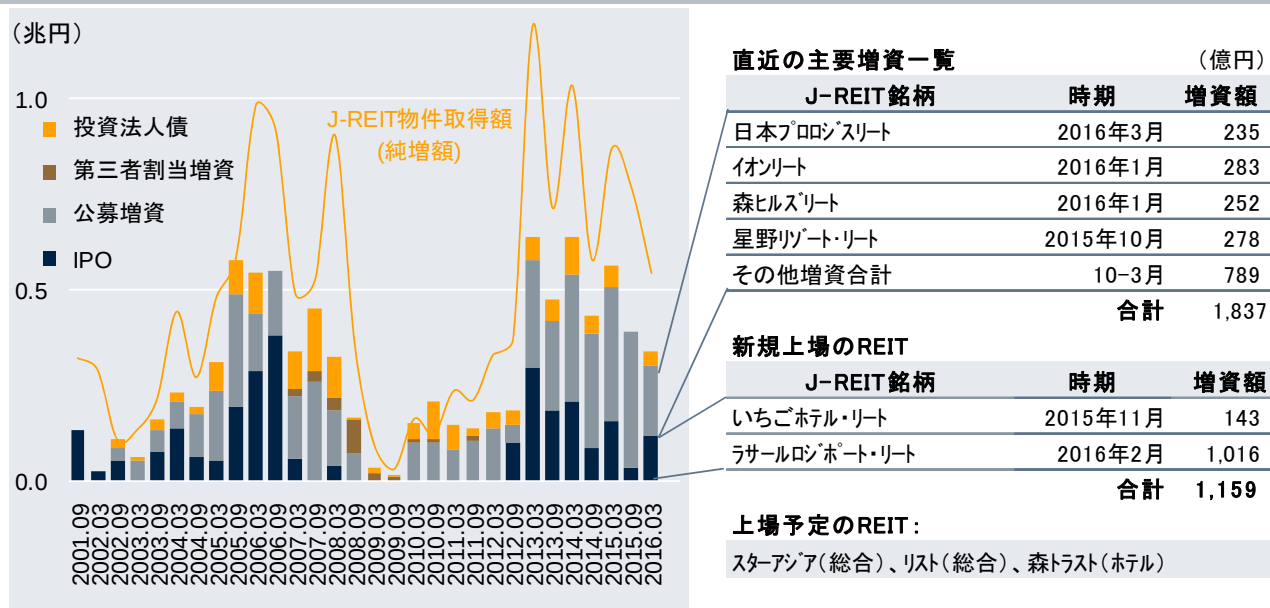


出典: 三井住友トラスト基礎研究所、Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2015 年 10 月-2016 年 3 月期の 6 ヶ月間でラサールロジポート投資法人など 2 銘柄の新規上場があったほか、日本プロロジス・リートなど 10 銘柄以上の公募増資が公表された。同期間の J-REIT による IPO・増資額は計 1,830 億円超、物件取得額は計 6,700 億円超(売却額を除いたネットでは 5,400 億円)とこれまでの勢いからするとやや低調になった。

都心の物件をはじめ取引利回りが低下しているため、REIT が投資できる物件も減っているとの見方があり、実際 J-REIT による物件取得額は前年同期比では 31%減少した。ただし、マイナス金利の後押しを受けて J-REIT による取得は 2 月以降再び活発化してきているとみられる。低金利の環境下、大和ハウスや日本生命をはじめ私募リートの組成も相次いでおり、運用難の年金基金やメガバンク、地方銀行などからの資金流入が期待されている。

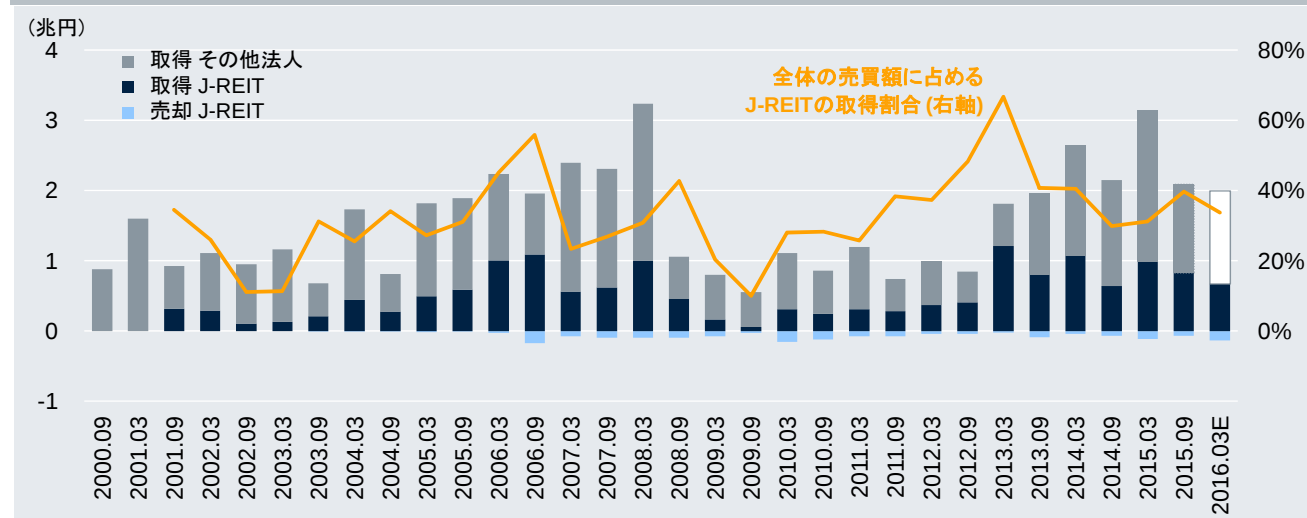
図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



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: 不動産証券化協会、Real Capital Analytics、各社公表資料をもとに Deutsche Asset Management 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。2015 年 10 月-2016 年 3 月の不動産取引額は速報ベースで約 2.0 兆円と前年同期比約 36%の減少となり、J-REIT の取引に占める割合は約 34%と前期比やや減少した。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



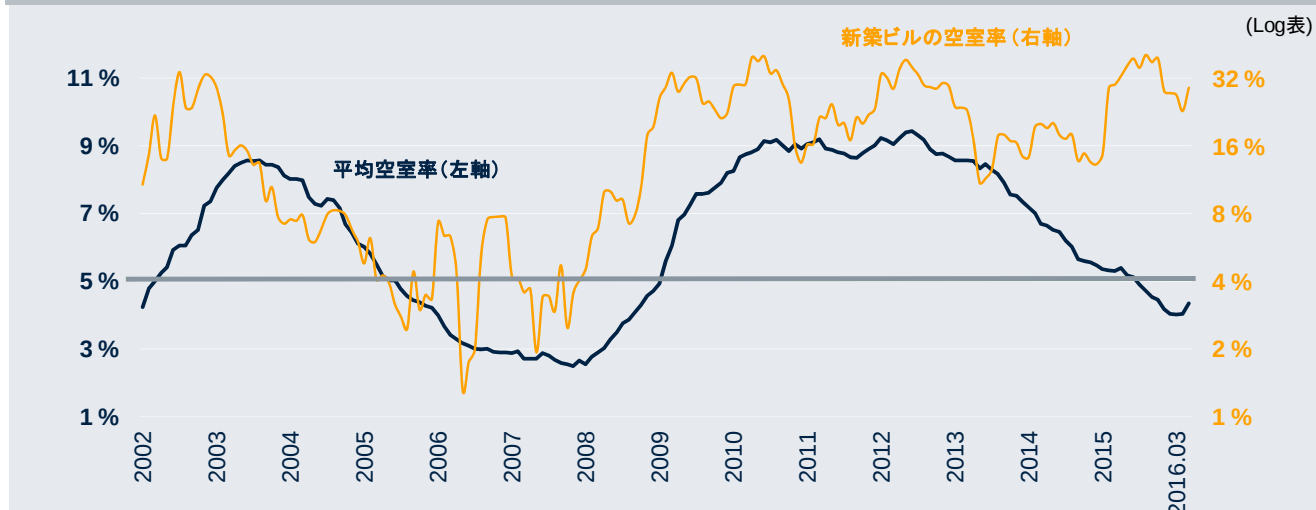
出典: 不動産証券化協会、都市未来研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成
白色: Deutsche Asset Management 推定による暫定値

3 不動産ファンダメンタルズ

3.1 オフィス

堅調な雇用情勢に支えられオフィス市況はこれまで拡大基調にあったが、ここへきてやや減速の兆しも見えている。2016年3月末時点の都心5区のオフィスビルの平均空室率は4.3%と2ヶ月連続での上昇(悪化)となった。新宿ガーデンタワーやJR新宿ミライナタワーなど大型の新築ビルは比較的好調なすべり出しとなったものの、1年以内の新築ビル計21棟の平均空室率は29.4%と前月比6.2ポイントの上昇となった。2016年前半にはさらにいくつかの大型ビルの供給が予定されており、一部ビルでは空室の消化に時間がかかるケースも出るものと思われる。

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



主な竣工ビル一覧 (2014年以降)

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
大崎ウイズタワー	2014/1	24	58,411
室町古河三井ビル	2014/2	22	62,470
室町ちばぎん三井ビル	2014/2	17	29,120
京橋トラストタワー	2014/2	21	52,471
横浜アイマークプレイス	2014/3	14	97,400
大手町タワー	2014/4	38	198,000
西新橋スクエア	2014/4	22	55,373
虎ノ門ヒルズ森タワー	2014/5	52	244,360
飯田橋グラン・ブルーム	2014/6	30	124,000
日生丸の内ガーデンタワー	2014/6	22	55,800
豊洲フォレスト	2014/7	16	101,376
品川シーセントラス	2015/2	32	128,000
東京日本橋タワー	2015/4	35	133,900
大崎プライトタワー	2015/4	31	92,000
大崎プライトコア		20	44,770
テラススクエア	2015/4	17	29,840
二子玉川ライズ・タワーオフィス	2015/6	30	86,900
鉄鋼ビルディング	2015/10	26	52,140
大手門タワー・JXビル	2015/11	22	52,763
新宿ガーデンタワー	2016/3	37	55,817
JR新宿ミライナタワー	2016/3	32	55,000
大手町フィナンシャルシティ・グランキューブ	2016/4	31	108,330

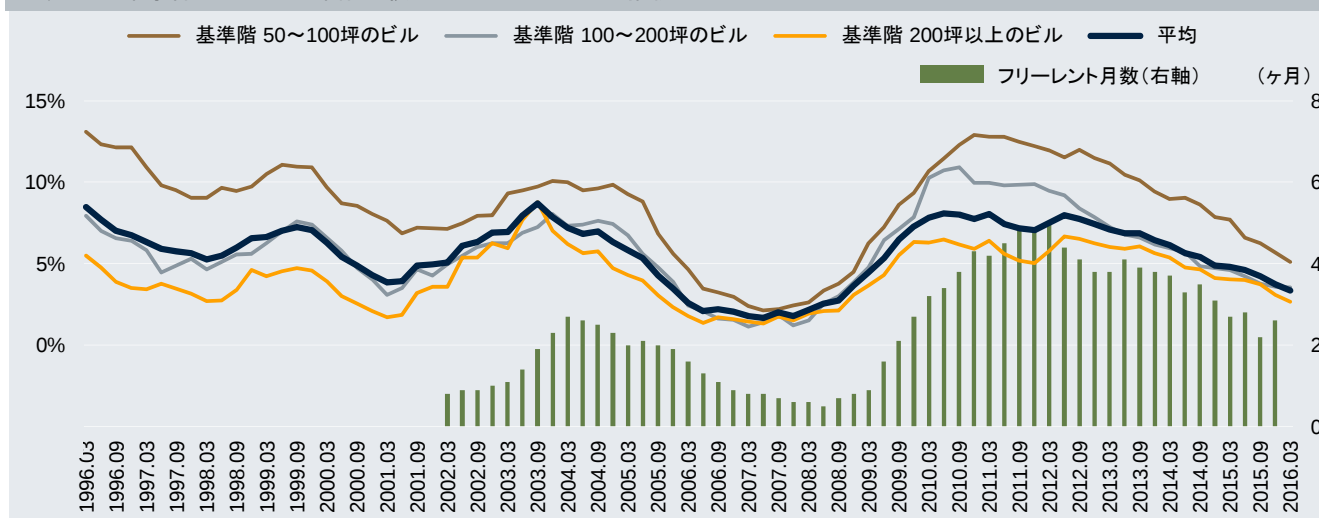
2016年5月以降

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
東京ガーデンテラス	2016/5	36	80,712
六本木三丁目プロジェクト	2016/9	40	103,620
京橋エドグラン	2016/10	32	66,590
住友不動産麻布十番プロジェクト	2016/12	10	33,571
銀座六丁目計画	2017/1	13	38,000
大手町パークビルディング	2017/1	29	60,710
内幸町二丁目プロジェクト	2017/5	21	57,500
赤坂一丁目再開発	2017/8	37	81,698
目黒駅前地区再開発 オフィス棟	2017/11	27	47,223
新日比谷プロジェクト	2018/1	35	115,500
西品川一丁目再開発事業	2018/1	24	130,656
浜松町二丁目計画A街区	2018	42	計270,000
ニッセイ浜松町クレアタワー		29	51,900
TGMM芝浦計画A棟	2018	31	101,400
〃 B棟	2019	36	118,400
虎ノ門トラストシティ ワールドゲート	2018	36	計210,000
大手町二丁目再開発A棟	2018	35	173,250
〃 B棟		32	97,152
渋谷駅南街区 再開発	2018	35	45,000
〃 道玄坂街区	2018	18	58,900
丸の内3-2計画	2018	30	89,100
虎ノ門ヒルズ ビジネスタワー	2019	36	94,000

出典: 三鬼商事(上段)、三幸エステート、各社公表資料(下段)をもとに Deutsche Asset Management 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。

2016 年 3 月の東京都心 3 区⁶の基準階面積別オフィス空室率は概ね改善傾向にある。大規模ビル(基準階面積 200 坪以上)の空室率は前年同期比 1.4 ポイント改善し 2.7%となったほか、基準階面積 50-100 坪クラスのビルで同 2.6 ポイント改善し 5.1%となった。一方、これまで改善傾向にあったフリーレント期間は、2015 年 12 月は平均 2.6 ヶ月と、一時的ながらも前期比では 0.4 ヶ月増加(悪化)した。

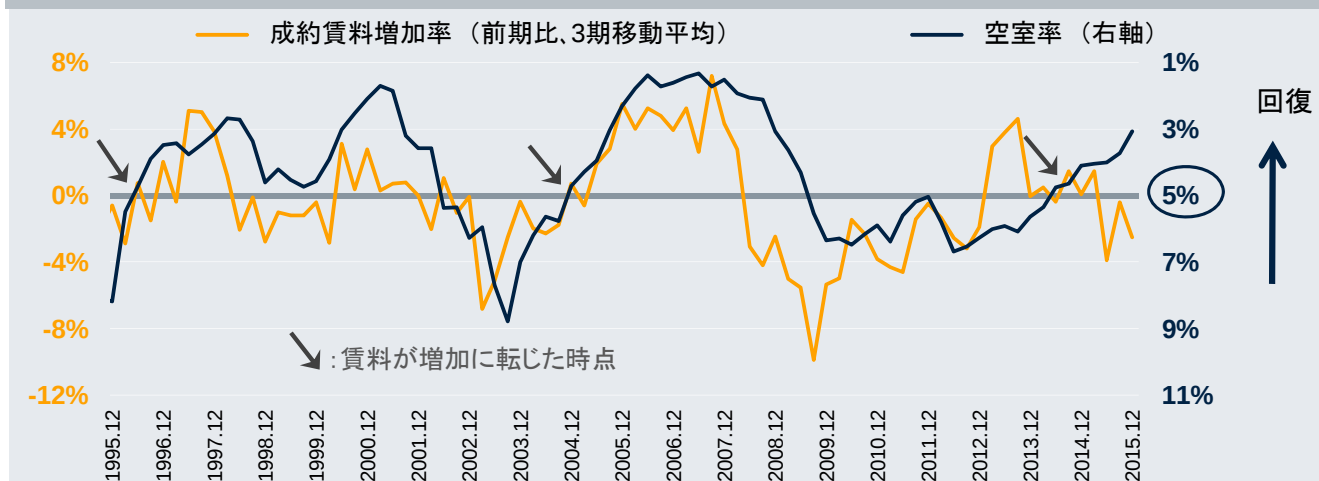
図表 17: 東京都心 3 区の基準階面積別オフィス空室率の推移



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 Deutsche Asset Management 作成

過去のデータをみると東京都心のオフィスビルでは空室率と賃料上昇幅に相関(正確には逆相関)関係がみられる。2015 年 12 月の都心 3 区の基準階 200 坪以上のオフィス空室率は 3.1%と自然空室率の 5%を割っている。一方、成約賃料は 3 期移動平均で下落傾向を示しており、空室率は改善しているものの賃料上昇に結びつかない状況となった。

図表 18: 東京都心 3 区のオフィス空室率と成約賃料の推移 (基準階 200 坪以上)

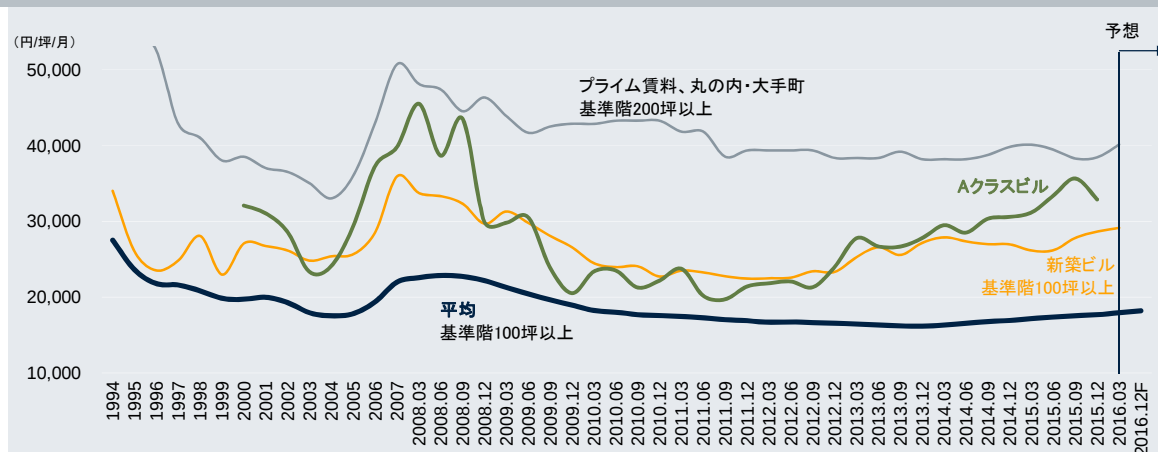


出典: ニッセイ基礎研究所、三幸エステートの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

⁶ 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心部のビルは 2016 年第 1 四半期の基準階 100 坪以上のビルの募集賃料は前年同月比 4.5%増と 8 四半期連続で回復となり、新築ビルでも平均募集賃料は前年同月比 11.4%増(黄線)と 3 四半期連続で上昇した。一方、2016 年前半は製造業を中心に企業業績の鈍化が見られ、賃料上昇は年後半にかけて回復スピードがやや減速する懸念もある。

図表 19: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移

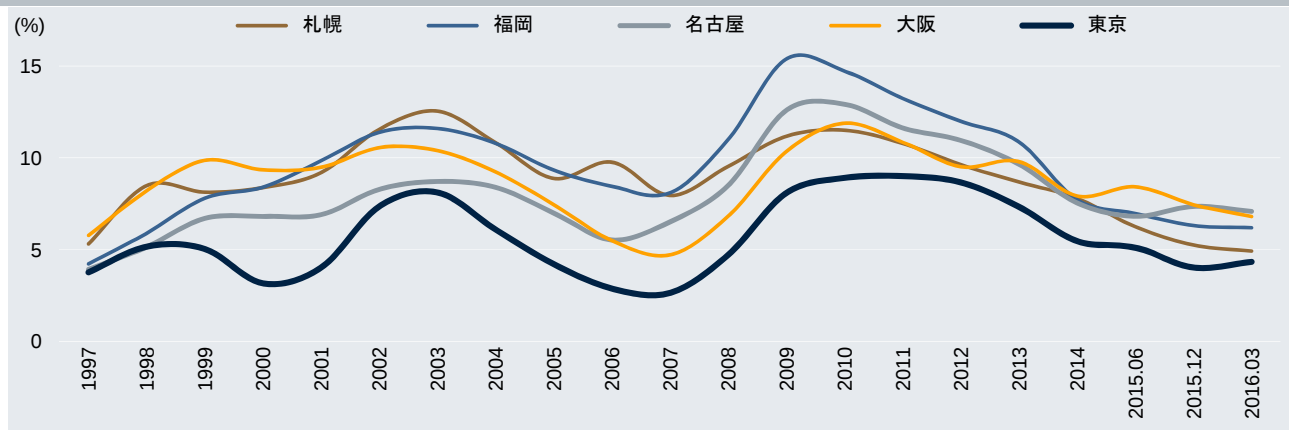


F: Deutsche Asset Management 予想値

出典: 三幸エステート、ニッセイ基礎研究所の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

国内主要都市のオフィス空室率は東京以外で引き続き改善傾向にある。2016 年 3 月の空室率は札幌が 4.9%、福岡が 6.2%、大阪が 6.8%といずれも長期的な平均値である 8%を下回り、とりわけ札幌と福岡は約 15 年ぶりの低水準となった。地方都市では需要が堅調なうえ、2015 年第 4 四半期に 2 棟の大型供給があった名古屋を除くと供給も限定的なため、空室率はいましばらく堅調に推移していくものとみられる。

図表 20: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



主な竣工ビル一覧 (2013年以降)

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
グランフロント大阪 タワーA	2013/4	38	187,800
グランフロント大阪 タワーB/C	2013/4	38/33	295,100
富士フィルム名古屋ビル	2013/4	14	21,637
NTT東日本仙台青葉通ビル	2013/5	14	33,742
名古屋東京海上日動ビル	2013/6	15	10,854
あべのハルカス(大阪)	2014/3	60	306,000
札幌三井JPビル	2014/8	20	68,000
新ダイビル(大阪)	2015/3	31	42,000
大名古屋ビルヂング	2015/10	34	65,000
JPタワー名古屋	2015/11	40	80,000

2016年以降

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
JRJP博多ビル(福岡)	2016/4	12	24,000
シンフォニー豊田ビル(名古屋)	2016/6	25	15,444
JRゲートタワー(名古屋)	2017	46	45,030
中之島フェスティバルタワー・ウエスト(大阪)	2017	41	67,750
グローバルゲート・ウエスト(名古屋)	2017	36	計157,000
グローバルゲート・イースト(名古屋)		17	
錦二丁目計画(名古屋)	2018	21	45,586
新南海会館ビル(大阪)	2018	29	34,650
札幌創世1.1区	2018	28	35,112
梅田3丁目計画(大阪)	2019	40	120,000

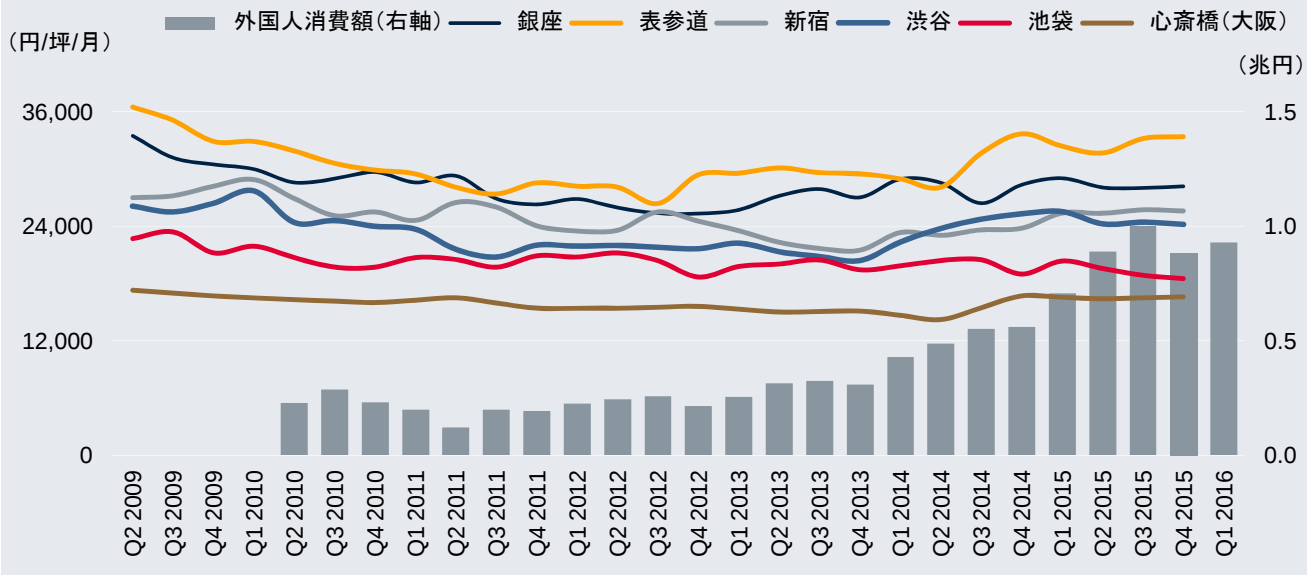
出典: 三鬼商事(上段)、三幸エステート、各社公表資料(下段)をもとに Deutsche Asset Management 作成

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 商業施設

2015 年度の訪日外国人数は前年比 46%増、2013 年比 95%増の 2,136 万人と年度ベースで初めて 2,000 万人を超えた。また 2016 年 3 月も約 201 万人と単月としての過去最高を記録した。これに伴い 2015 年度の消費額も前年度比 61%増の約 3.7 兆円と過去最高となったが、直近 2 四半期は円高の影響もあり拡大ペースが減速している。2015 年第 4 四半期の都心商業施設の賃料は銀座、表参道でほぼ横ばい、新宿で 7.6%と上昇したものの、渋谷、池袋では軟調に推移した。

図表 21: 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

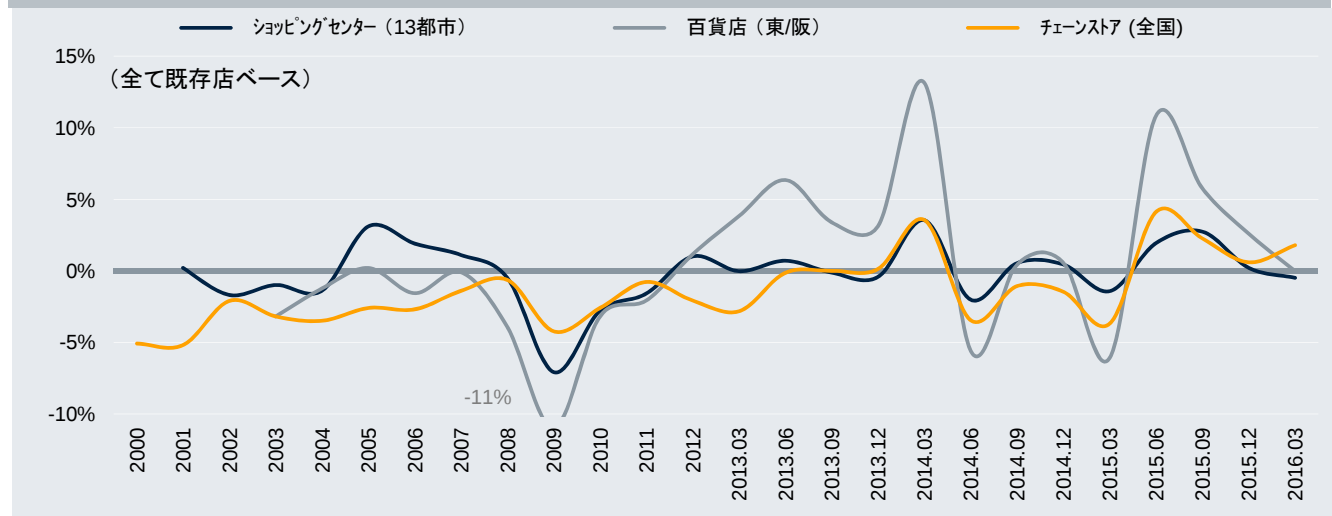


注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均 (図表 17 のベンチマーク)

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 Deutsche Asset Management 作成

好調なインバウンド需要に支えられ訪日客向けの免税品売上高は 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、中国経済の減速や円高の影響もあり足元では高級宝飾品の動きが特に鈍くなっている。2016 年第 1 四半期のチェーンストア (全国) やコンビニの売上高はそれぞれ 1.8%、0.8%と伸びた一方、東京・大阪の百貨店の売上高は前年同期比でほぼ横ばい、ショッピングセンター (政令指定都市) もほぼ横ばいとなった。

図表 22: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

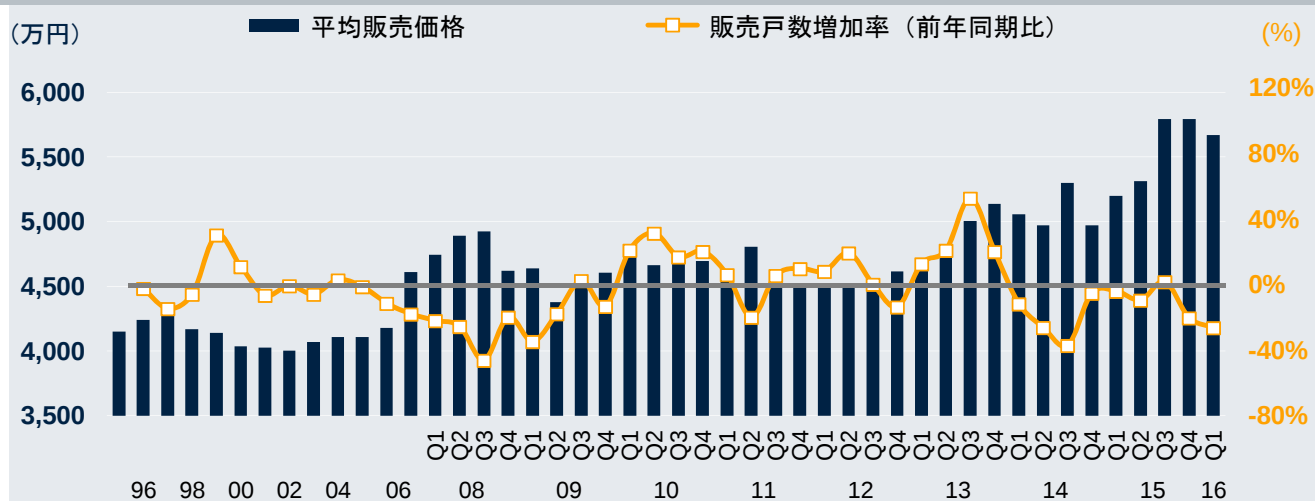


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.3 住 宅

2016 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年同期比 9.1%増の 5,669 万円と過去の平均販売価格である 4,500 万円を大きく上回り、過去 20 年で最高の水準で高止まりしている。一方、販売価格の上昇が影響して供給戸数は前年同期比 26.4%減の 6,424 戸と 2 四半期連続で前年同期比割れとなり、足元で契約率も 70%を下回る月が多くなるなど低迷している。最近の円高により外国人投資家の需要も一巡しており、今後は価格が横ばいかやや軟調に推移していく可能性がある。

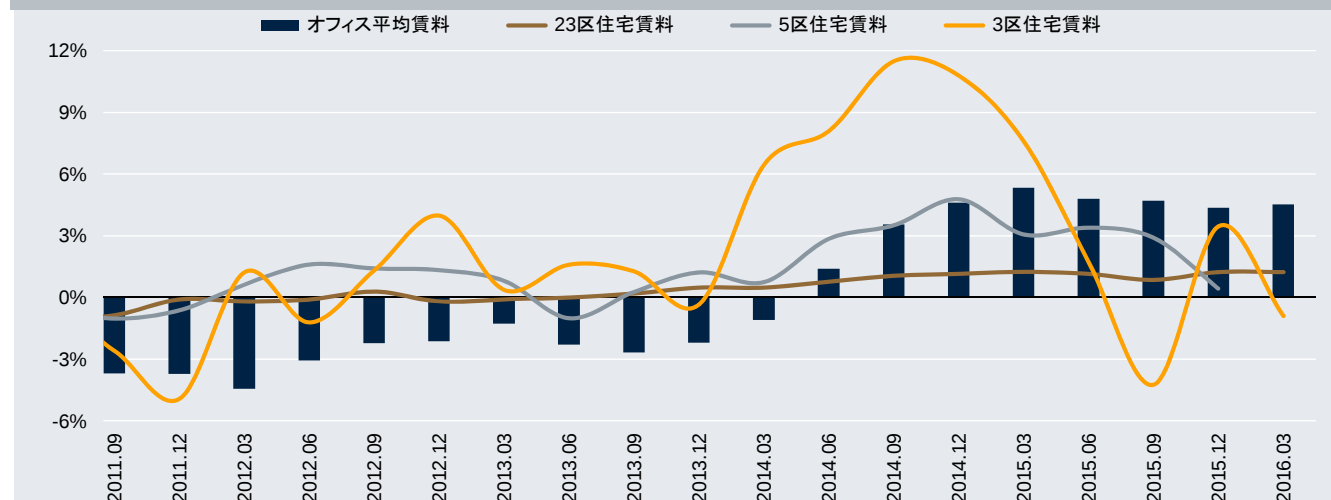
図表 23: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2016 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(黄線)は前年同期比 0.9%減と僅かながら減少に転じた。23 区の募集賃料(茶線)は堅調に推移はしているものの伸び率は 1.2%と小幅にとどまっている。

図表 24: 東京都心における賃貸住宅賃料と空室率の推移

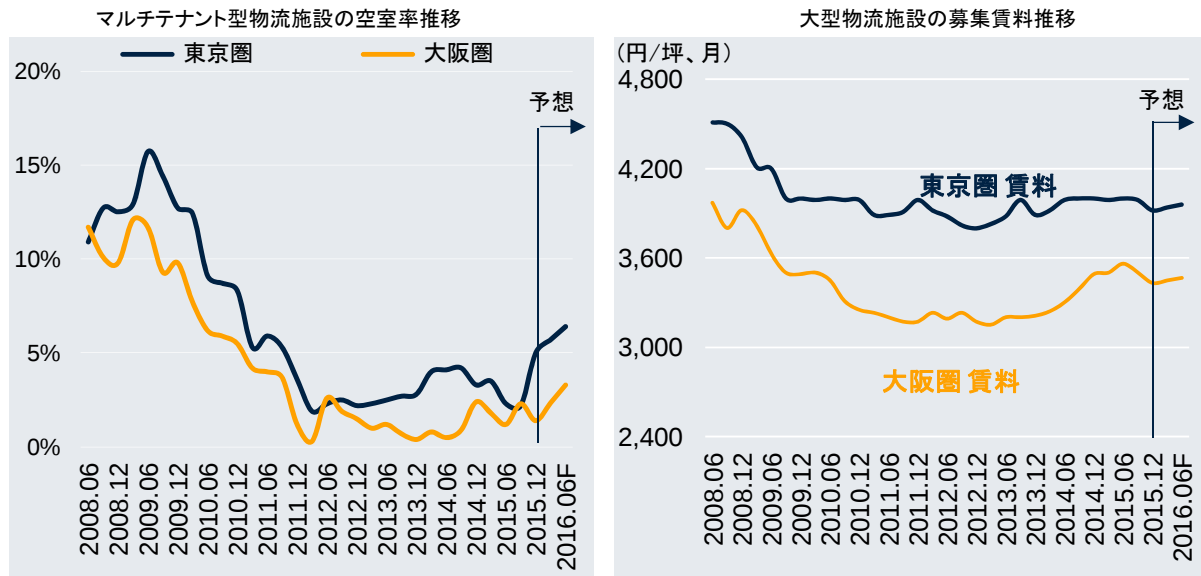


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.4 物流施設

物流施設では東京圏で大型施設の新規供給が続き、2015 年第 4 四半期の平均空室率は 5.0%と上昇した一方、大阪圏では前期比 0.9 ポイント減の 1.4%と引き続きタイトな状態が続いた。平均賃料は新規供給の影響を受けて東京圏で前期比 1.8%の下落、大阪圏でも同 1.7%の下落と 2 四半期連続で下落した。2016 年半ばにかけて東京圏、大阪圏いずれにおいても高水準な供給が予定されているため、空室率は年末まで上昇傾向が続くものとみられる。

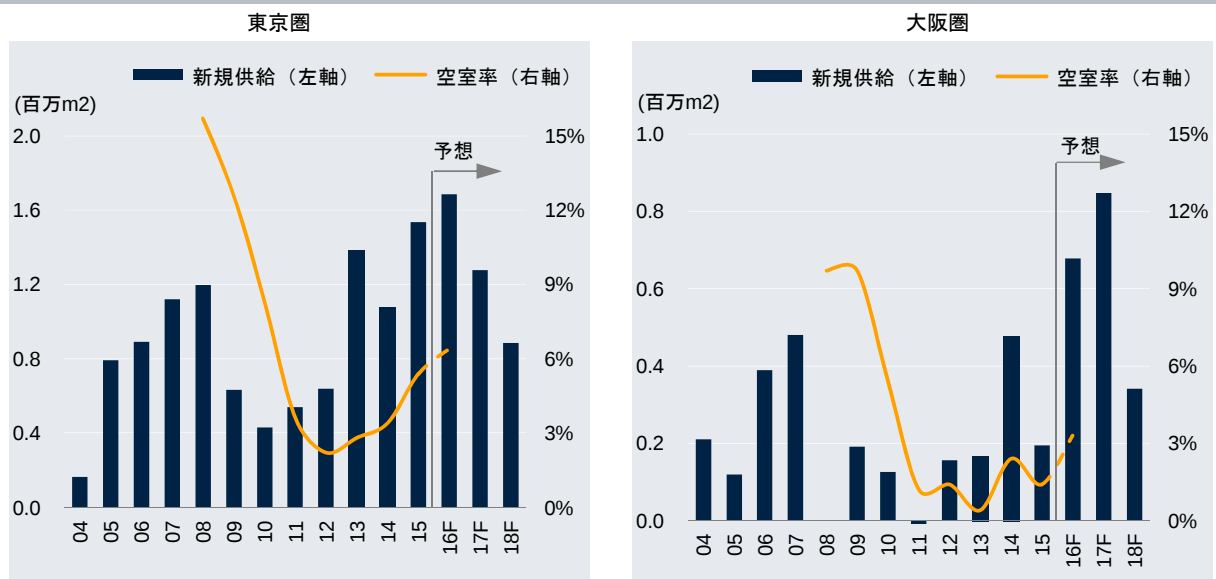
図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



F: 予想値(一五不動産)、注: 延床面積 10,000m² 以上のマルチテナント型賃貸物流施設、募集面積 1,000m² 以上の賃貸物流施設が調査対象
 出典: 一五不動産情報サービスの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2016 年の東京圏の賃貸物流施設の供給量は 1.7 百万平方メートル、大阪圏でも 0.7 百万平方メートルと、いずれも過去最高の新規供給水準となる見込みである。このため今後 6-18 ヶ月ほどは需給調整期に入る可能性があり、東京圏・大阪圏とも空室率は上昇する見込みである。

図表 26: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移



F: 予想値(日経不動産)
 出典: 一五不動産情報サービス、日経不動産マーケットの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

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

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2016 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

Deutsche Asset Management 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 RREEF Investment GmbH, RREEF Management GmbH, RREEF Spezial Invest 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。

Deutsche Asset Management 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、信頼できる情報とともに Deutsche Asset Management 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、見通し情報を構成するものもあります。Deutsche Asset Management 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 Deutsche Asset Management の現在の見解を反映するだけのものであり、Deutsche Asset Management 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。

D-160428-1

