

# DWS 国内不動産マーケットレポート 2022年5月(年2回発行)

国際情勢の変化もあるなか、東証 REIT 指数や東京都心のオフィスビルの価格が軟調に推移した。賃貸市場では需要の回復ペースにおいてセクター間のばらつきが依然大きかった。

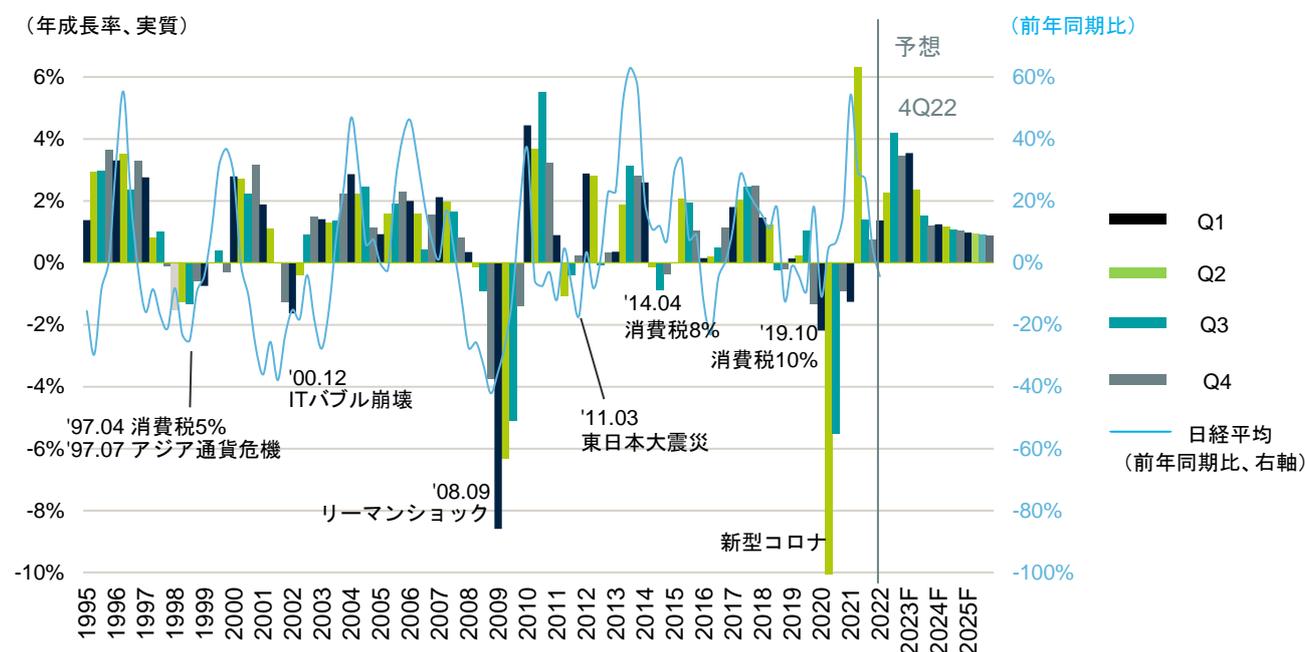
## 本レポートのハイライト

- ウクライナ情勢の悪化や米長期金利上昇の影響で、東証 REIT 指数は 2,000 ポイントを割り込み、オフィスビルの価格(床単価)も軟調に推移した。
- 一方、取引市場では外資系投資家による 1,000 億円以上の大型取引が 3 件行われ市場全体を盛り上げたほか、事業会社による資産売却や J-REIT の資産入れ替えも引き続き活発だった。
- 東京のオフィス空室率は 6.4% まで上昇し、特に新築ビルでテナントの獲得競争が激化している。
- 物流セクターが引き続き好調だったのに対し、商業やホテルセクターでは業績回復が遅れている。
- 分譲マンション価格は過去最高値水準まで上昇し、賃貸住宅ではファミリータイプへの需要シフトが進んだ。

## 1 経済・金融

国内では感染力の強いオミクロン株の拡大で、2022年1月から全国的にまん延防止措置が改めて適用されたが、2022年3月までにすべての措置が解除され、経済活動は再び正常化に向かった。こうしたなか、2021年第4四半期の実質経済成長率は前年同期比 0.8%とやや鈍く、2022年第1四半期も低迷したものとみられるが、2022年通年では個人消費の回復や設備投資の拡張にけん引され 2.8%と堅調な回復が進むものと予想されている。ただし、ウクライナ情勢の悪化による資源価格の高騰や中国でのコロナ感染の再拡大と都市封鎖(ロックダウン)なども含めて世界経済の下振れリスクが強まっており、国内需要の持ち直しがさらに遅れる可能性もある。

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)

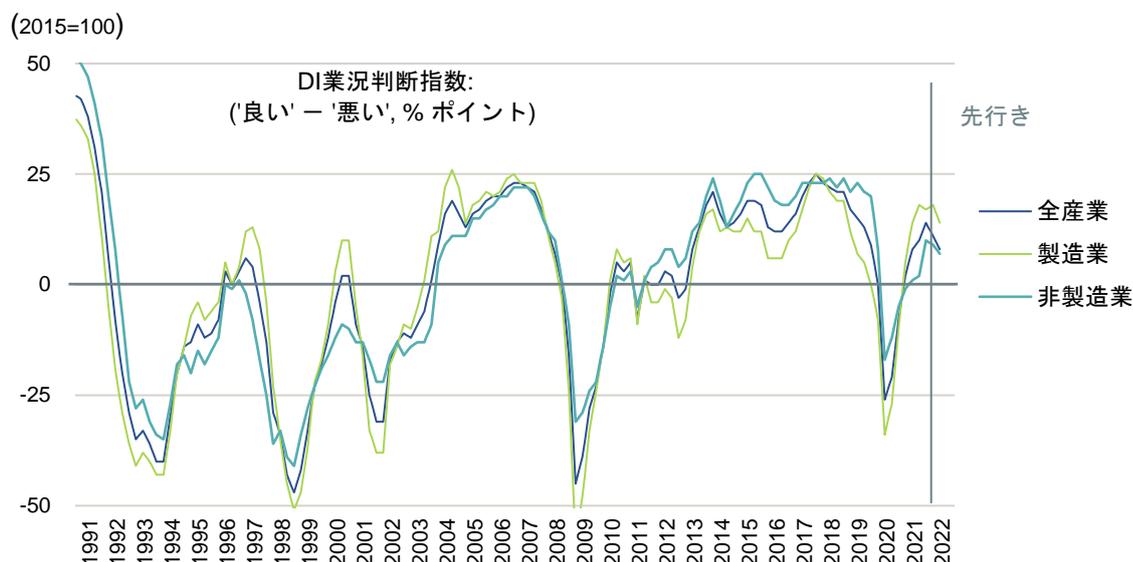
出典: 内閣府の資料をもとに DWS 作成

### 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。

日銀短観による業況判断指数 DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)は 2021 年を通じて継続的な改善が続いたが、2022 年 3 月は 3 か月前より 3 ポイント低い 10 ポイントとなり 7 四半期ぶりに悪化した。オミクロン株による感染拡大に加え、2022 年 2 月に始まったロシアのウクライナ侵攻にともない、資源高や円安による調達費用の高騰を懸念する企業が多くなったものとみられる。業種別でみると、機械・金属・化学など円安の恩恵を受けやすい一部の製造業を除くと、ほとんどの業種の景況感が 3 か月前より悪化し、特に宿泊、飲食、航空・鉄道などはマイナス圏に大きく沈んだままである。先行きについては、サービスを中心に個人消費の持ち直しを期待する声もあるが、依然世界経済の不確実性を不安視する企業が多い。

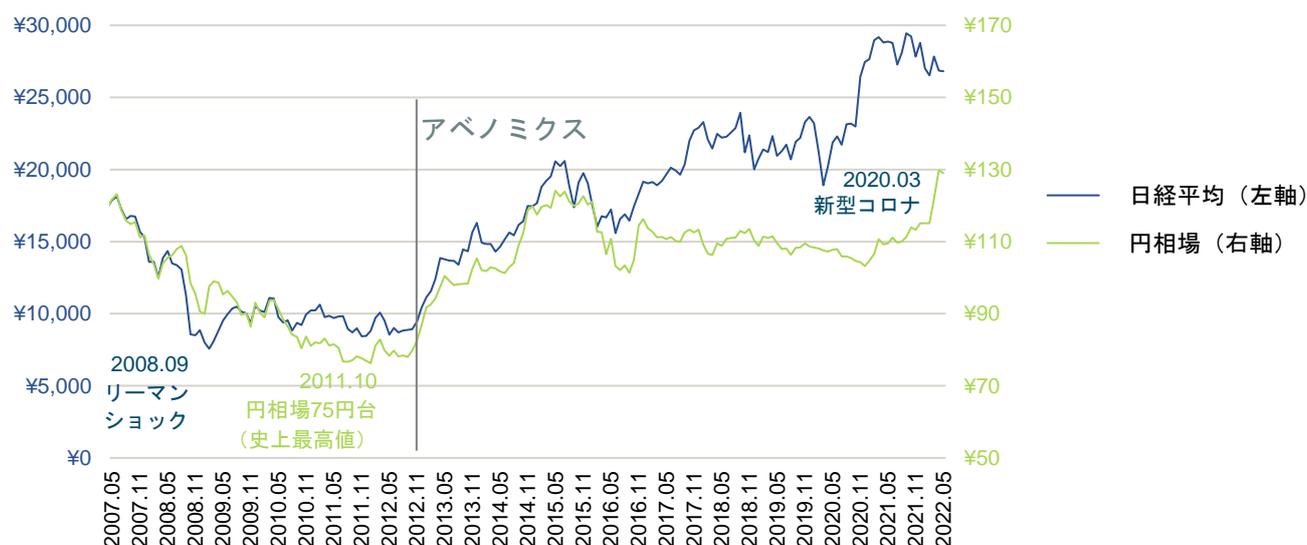
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

ウクライナ情勢の悪化や米国の大幅利上げ観測によって世界の金融市場で乱高下が続くなか、日経平均株価は 2021 年 9 月の 30,000 円の大台から 2022 年 3 月には一時 25,000 円を割り込むなど落ち込んだ。その後 4 月末には 26,000 円半ばの水準まで値を戻したものの、依然不安定な値動きが続いている。日米で長期金利の差が大きく拡大していることをうけ、ドル円相場は 2021 年 9 月の 111 円台から 2022 年 4 月後半には約 20 年ぶりに 130 円台を付けるなど急速に円安が進んだ。

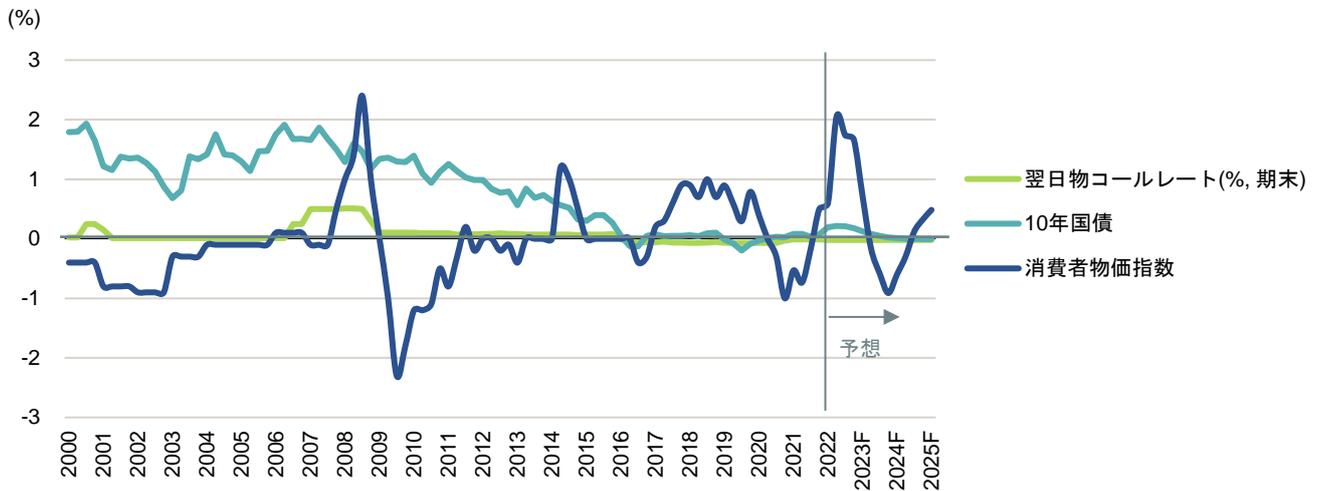
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: DWS 作成

世界各国で長期金利が急上昇しているのとは対照的に、国内の10年物国債利回りは2021年9月の0.1%から2022年4月末に0.2%へと小幅な上昇となった。急速な円安傾向にもかかわらず、日銀は強力な金融緩和を続ける姿勢を崩していないだけに、長期金利は今後しばらくの間大きな変動はないものと予想される。2022年2月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は0.6%と、資源高の影響を受け2021年の9月の0.1%からやや上昇したものの、欧米に比べると緩やかな水準にとどまった。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移



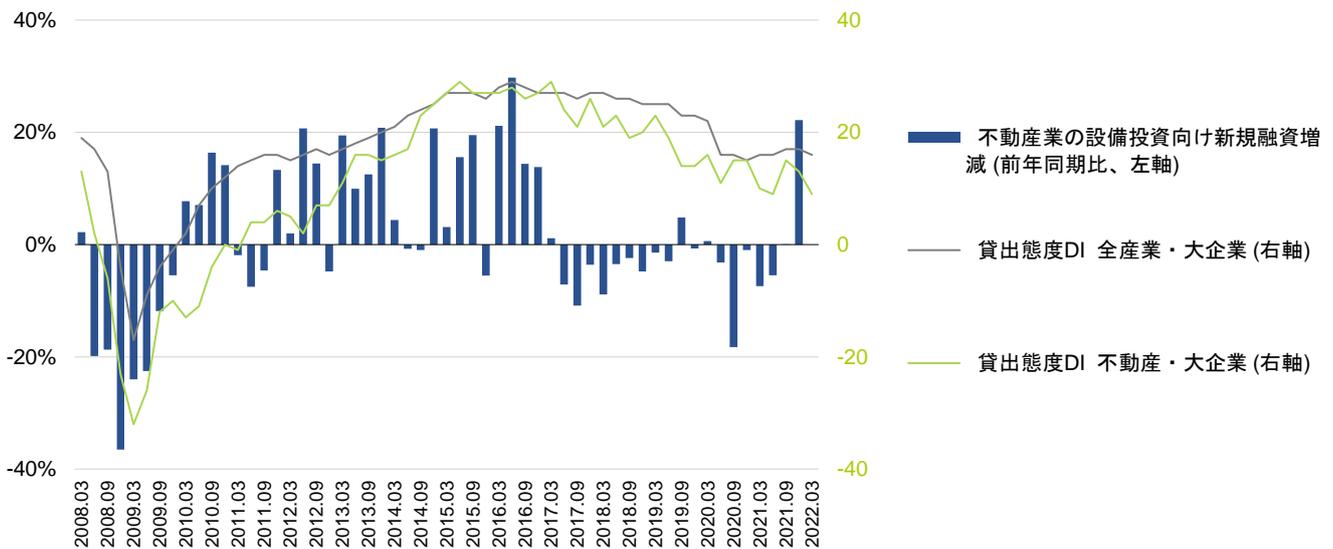
F: DWS 予想値  
出典: DWS 作成

## 2 不動産投資市場

### 2.1 不動産融資

2022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、2021年9月から6ポイント悪化し9ポイントとなった。コロナ禍が長期化するなかでも良好な貸出し態度はある程度維持されているが、オフィスや商業施設の賃貸需要の回復には出遅れ感もあり、金融機関ではこれまでのような貸出し競争を避ける傾向がより鮮明になっている。不動産業の設備資金向け新規融資額は、2021年12月に前年同期比で22.2%の増加となり、7四半期ぶりに増加に転じた。

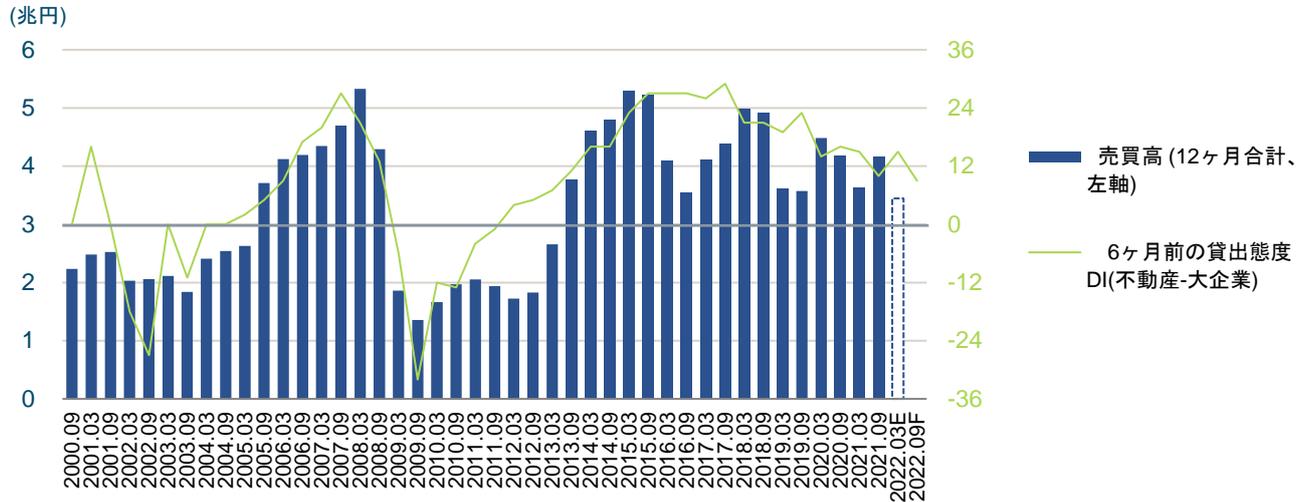
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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4.2兆円と、前年同期比でほぼ横ばいとなった。ポストコロナを見据え各投資家による投資戦略の見直しやポートフォリオの資産入れ替えが活発に行われるなか、事業会社による大型資産の売却などもあって収益不動産市場の売買高はコロナ以前の水準に戻りつつある。ただし、東京や大阪の都心では取引イールドが低いままであり、利回りを重視する投資家が地方都市にながれる傾向がみられる。

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

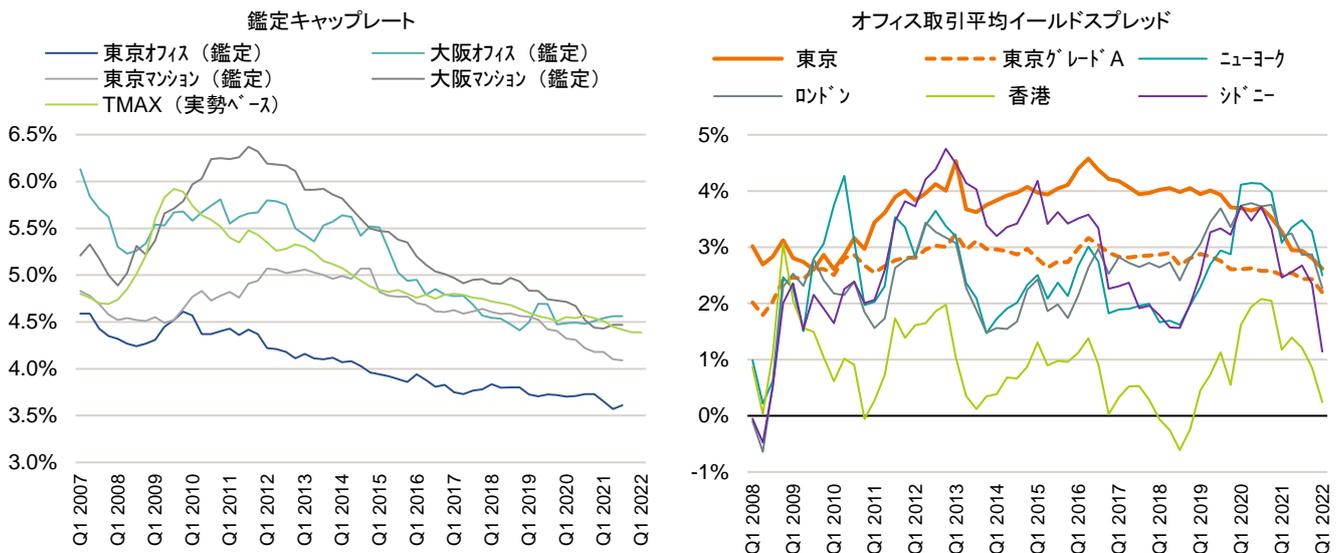


E: DWS 推定値、F: DWS 予想値  
 出典: 日本銀行、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

## 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、2022年3月期の実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートと2021年9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260bpsと前年同期比で70bps下落したが、ニューヨーク、ロンドンの250bps、230bpsを僅かに上回った。

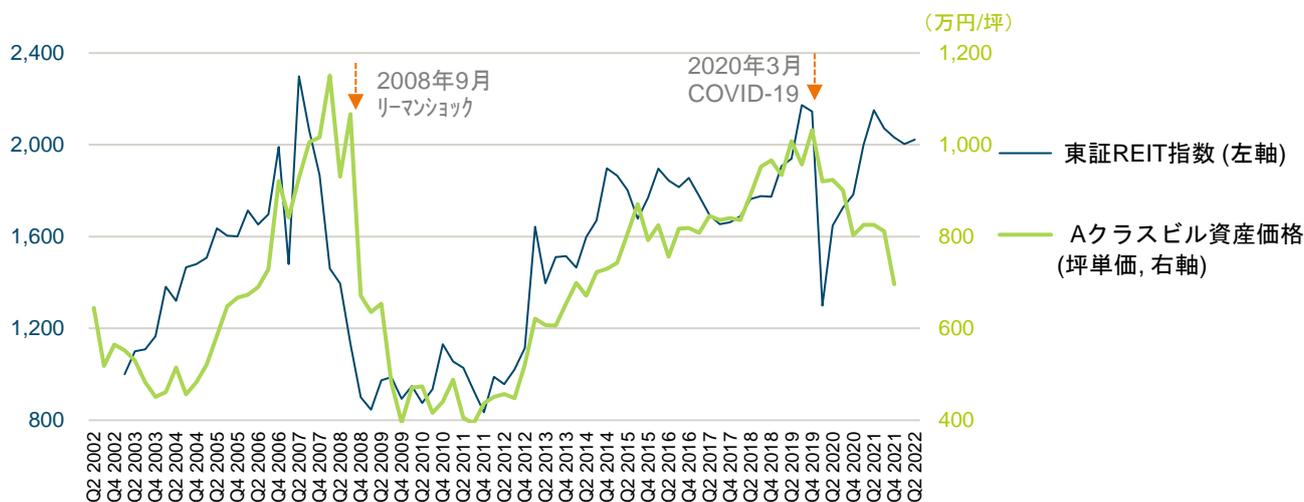
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

国際情勢の悪化や米国での長期金利上昇の影響もあり、東証 REIT 指数は 2021 年 6 月の 2,100 ポイント台半ばから 2022 年 4 月末には 2,000 ポイントを割り込む水準まで値を落とした。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 12 月の床単価は前年同期比 13.3% 下落の 696 万円/坪となり、オフィス賃貸需要の低迷を反映する形で 2019 年末に比べ床単価は累計で約 3 割低い水準まで落ち込んだ。

図表 8: REIT 指数と実物不動産価格(床単価)の推移



出典: 大和不動産鑑定データのデータをもとに DWS 作成

### 2.3 不動産取引

2021 年 10 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 ESR Japan Income Fund による ESR 尼崎 DC など物流施設 4 物件の取得(2,384 億円)で、これに KKR による三菱商事・ユービーエスリアルティの企業買収(2,300 億円)<sup>1</sup>や GIC によるプリンスホテルなど西武グループホテルやリゾート 31 物件のポートフォリオ(1,500 億円)の取得が続いた。G ビル南青山の取引は平米当たり 626 万円(2,066 万円/坪)と判明した取引では単価が最も高額な取引となり、取引キャップレートも 2.9%と最も低かった。

今期は特に外資系投資家の旺盛な投資需要を背景に、1,000 億円以上の大型取引が 3 件行われ、コロナ禍の中で落ち込んでいた不動産取引市場を盛り上げた。また事業会社による資産売却や J-REIT の資産入れ替えも引き続き活発に行われ、大型取引全体で大きなウェイトを占めた。

図表 9: 2021 年第 4 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/m)	キャップレート	所在	取引年月	取得主
	日本通運旧本社	732	1.38	-	港	21 年 12 月	ミネバアミツ
	中之島三井ビル	440	0.65	4.6%	大阪	22 年 1 月	日本ビルディングファント投資法人
	横浜ブルーアベニューの持分 50%	437	1.00	-	横浜	21 年 12 月	Capitalnd Investment (シンガポール)
	赤坂スターゲートプラザ*	424	2.43	2.9%	港	21 年 12 月	ヒューリック
オフィス	飯田橋グラン・ブルームの持分 17%	362	2.74	3.5%	千代田	22 年 1 月	日本ビルディングファント投資法人
	世田谷ビジネススクエアの持分 55%	270	0.47	-	世田谷	21 年 11 月	GMO インタネット
	豊洲フロントの持分 24%	255	1.01	3.8%	江東	22 年 3 月	ジャパンリアルエステイト投資法人
	東京オペラシティの持分 24%	220	0.40	5.4%	新宿	21 年 10 月	NTT 都市開発リート
	青山オーバルビルの 48%	186	1.89	3.0%	港	21 年 11 月	東急リアルエステイト投資法人

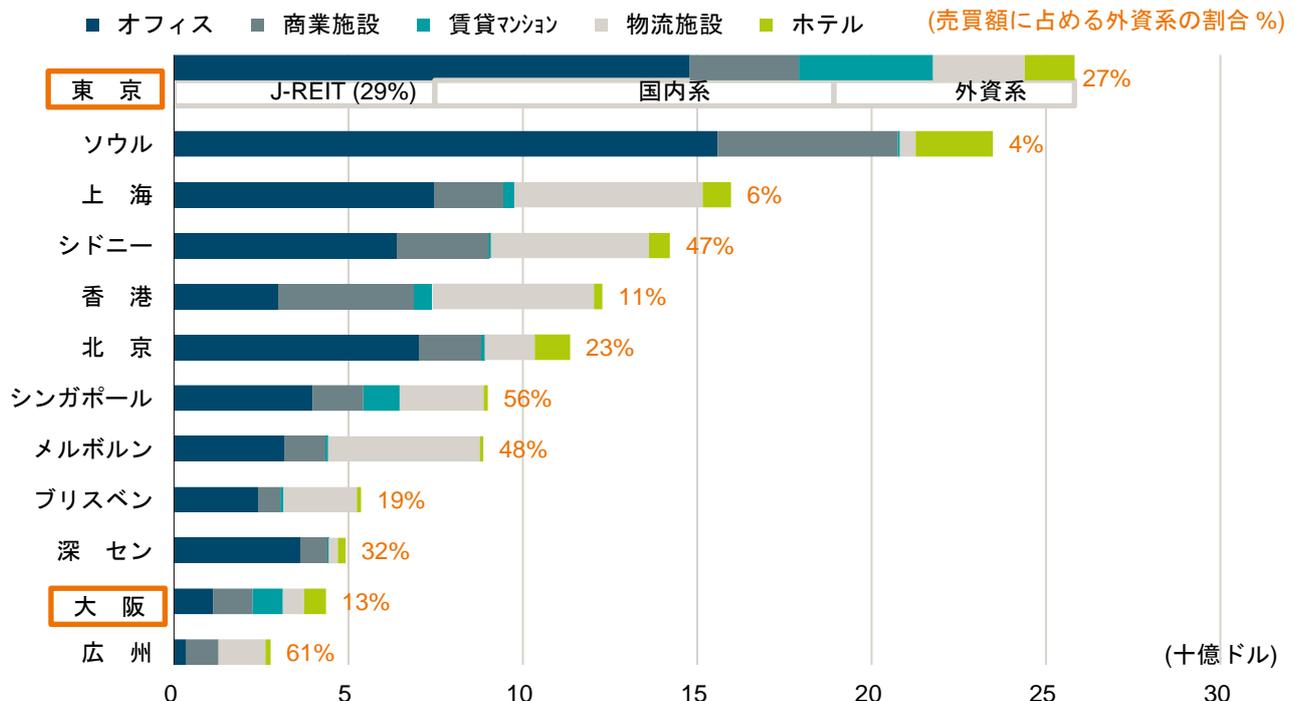
<sup>1</sup> 運用資産額は各社発表で計 1.7 兆円。

業種	物件名	数	面積	収益率	地域	取得時期	投資法人
商業	Gビル銀座 01 など 3 物件	208	3.11	3.7%	中央など	21年12月	日本都市ファンド投資法人
	Gビル南青山	101	6.26	2.9%	港	21年12月	ヒューリック
物流	ESR 尼崎 DC など 4 物件	2,384	0.38	-	兵庫など	21年11月	ESR Japan Income Fund
	プロジスパーク猪名川 2 など 3 物件	578	0.27	4.2-4.6%	兵庫など	21年11月	日本プロジスリート投資法人
	ロジポート川崎ベイの持分 45% など 2 物件	458	0.28	4.3-4.4%	神奈川など	22年2月	三菱地所物流リート投資法人
	MFLP 八千代勝田台 など 3 物件	446	0.27	4.0-4.3%	千葉など	22年1月	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人
	SOSiLA 海老名の持分 38% など 3 物件	150	0.33	4.1-4.5%	神奈川など	21年11月	SOSiLA 物流リート法人
	T-Logis 久喜の持分 48% など 2 物件	127	0.33	4.2%	埼玉など	22年2月	日本ロジスティクスファンド投資法人
住宅	コンフォリア桜上水 など 6 物件	156	22/戸	3.6-5.9%	杉並など	21年12月	コンフォリア・レジデンシャル投資法人
	西武グループホテル・リゾートポートフォリオ (31 物件)	1,500	-	-	品川	22年5月	GIC(シンガポール)
ホテル	ハートランド川口明生苑 など 10 物件	114	15/室	4.7-5.6%	埼玉など	21年9月	ヘルスケア&メディカル投資法人
	ホテル別府 など 2 物件	112	94/室	5.3-5.8%	大分など	21年11月	星野リゾート投資法人
企業合併	MC-UBSリアルティの持分 100%の取得	2,300	-	-	-	22年3月	KKR(米)

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12月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額を都市別にまとめると図表10の通りで、東京の取引額は2021年9月期から約8%増加の258億ドルとなり、アジア太平洋地域では首位を保った。買い手の顔ぶれでみると、J-REITと外資系がそれぞれ約3割を占め存在感を示した。大阪の取引額は同3割増の44億ドルと、豪州のブリスベンや中国の深センに次ぐ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 (2021年12月末までの12ヶ月間)

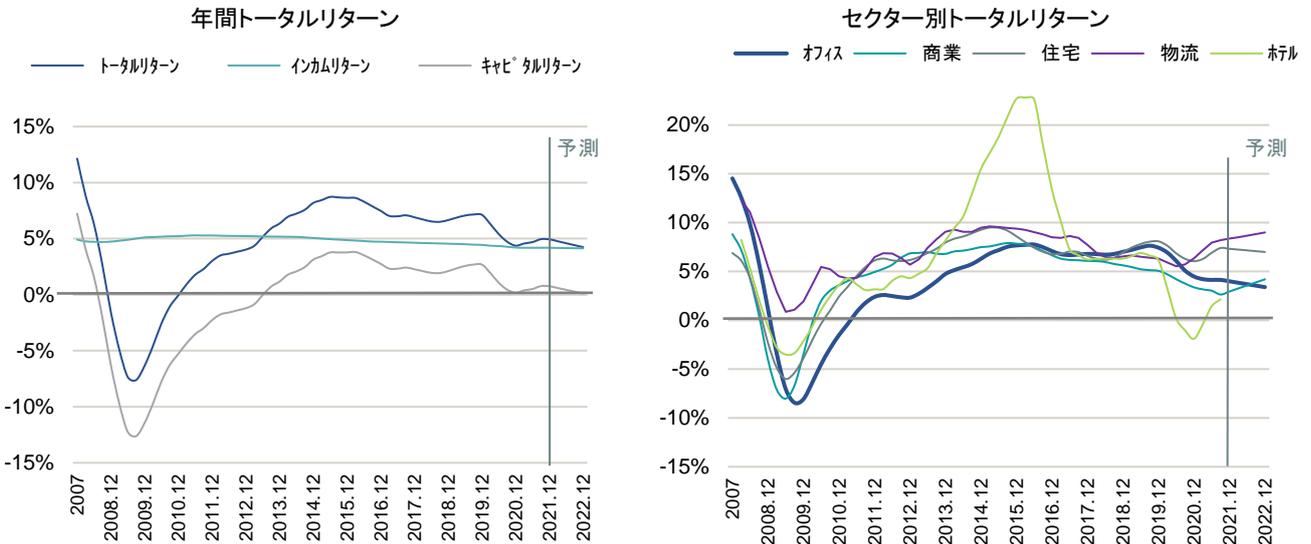


\*注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く  
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

## 2.4 不動産投資リターン&J-REIT

2021年12月の実物不動産インデックスによるトータルリターンは速報ベースで4.9%と2021年6月の4.7%からやや上昇した。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%と比較的高かったのに対し、オフィスセクターは4%台とやや低調で、さらにコロナ禍による打撃が大きかった商業とホテルセクターが2%台にとどまっております。セクター間のばらつきは依然大きくなっている。

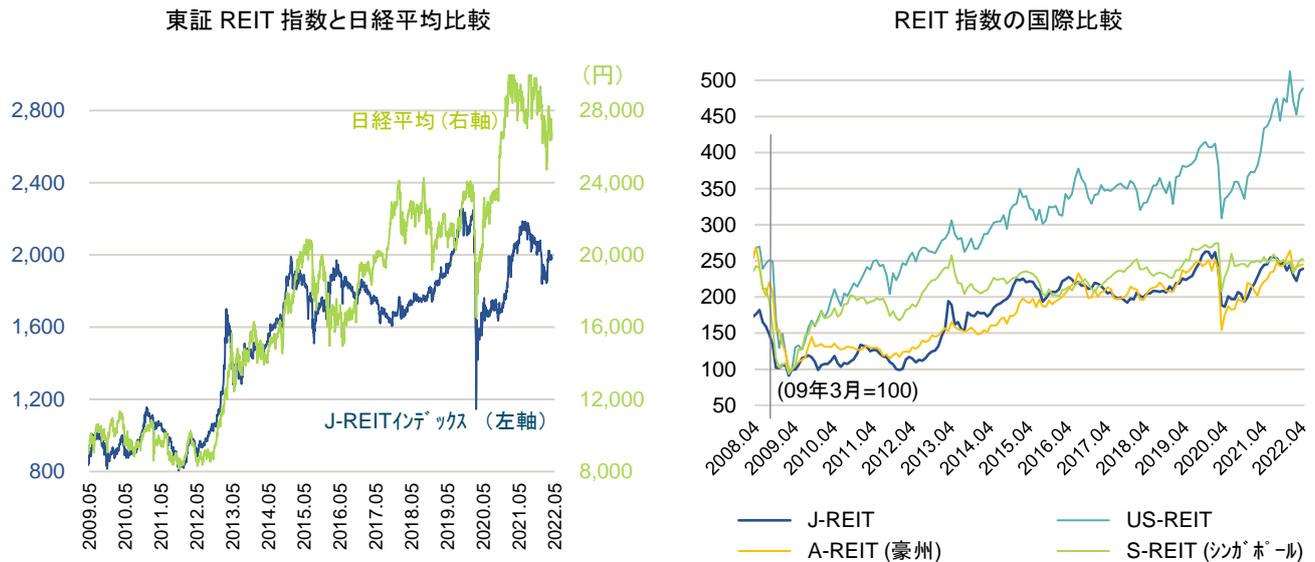
図表 11: 実物不動産投資の年間トータルリターン推移 (レバレッジ前)



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

東証 REIT 指数は 2021 年 6 月の 2,100 ポイント台半ばから 2022 年 4 月末には 2,000 ポイントをやや割り込む水準まで値を落とした。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、2022 年 4 月末時点でシンガポール REIT や豪州 REIT がほぼ 2019 年末と同じ水準で緩やかに推移している。

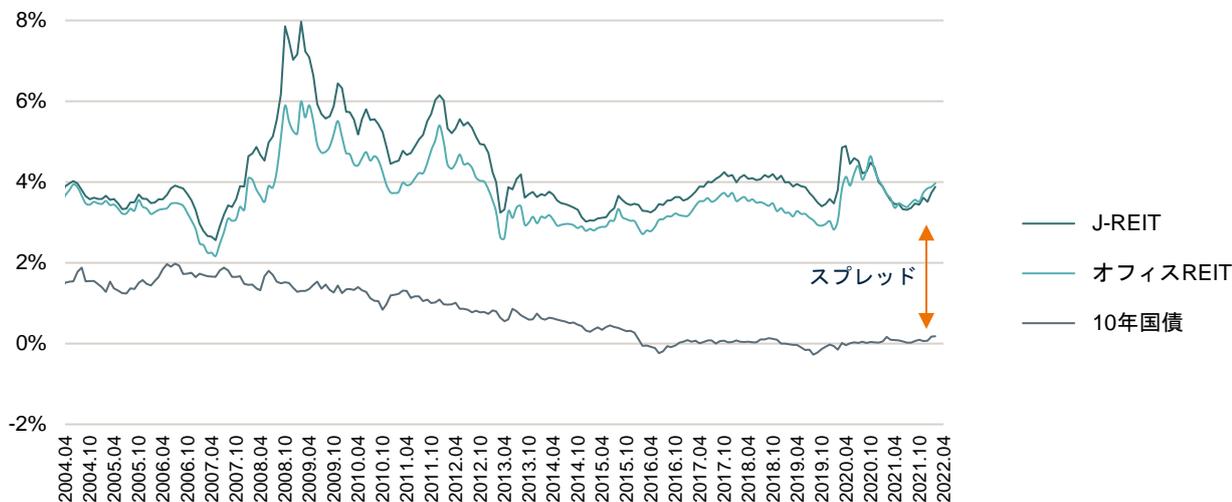
図表 12: REIT インデックス (株価との比較と国際比較)



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

J-REITの平均分配金利回りは2021年8月の3.36%から2022年2月の3.88%(オフィス型REITは3.97%)までやや上昇した。同時期のJ-REIT分配金利回りと同債利回りとの差(スプレッド)も3.70%(同3.79%)と2020年8月の3.34%(同3.46%)より30ベーシスポイント上昇し、米国REITの110bpsや英国REITの130bpsと比べると投資妙味が再び高まったといえる。

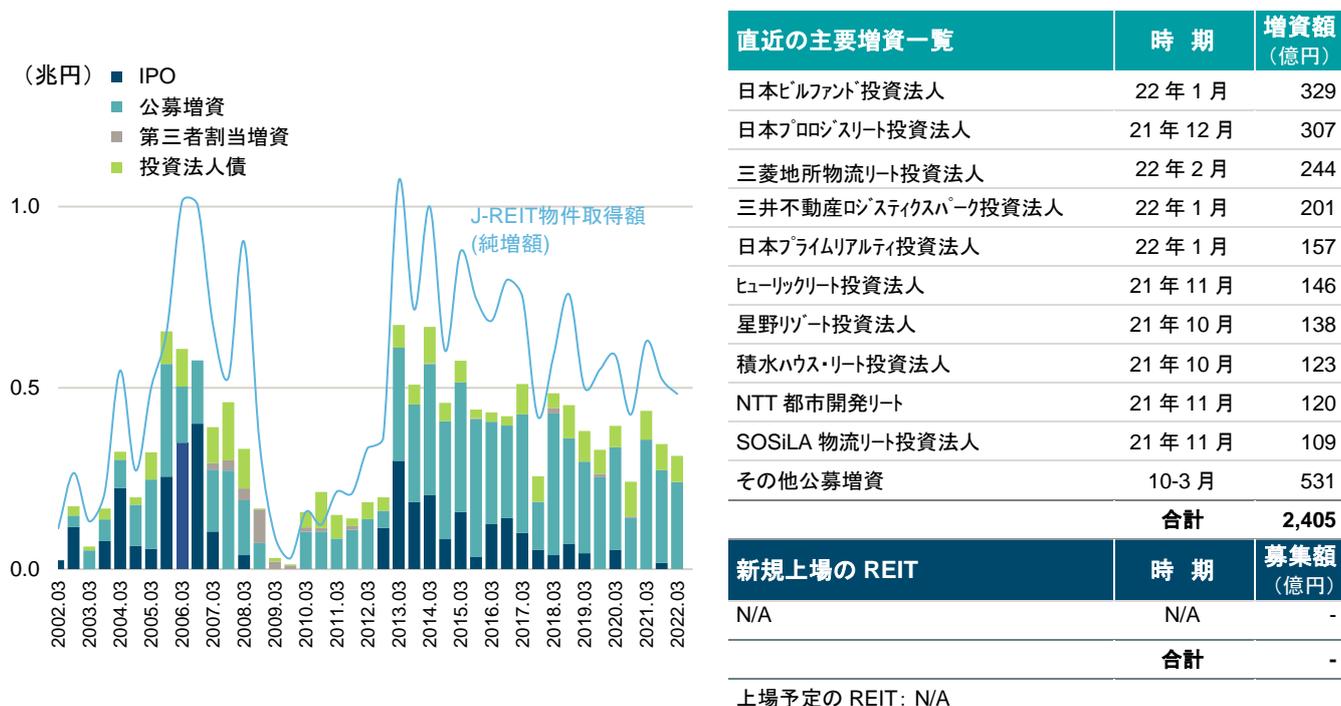
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2021年10月-2022年3月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はなく、公募増資は日本ビルファンド投資法人など16件が実施された。同期間のJ-REITによる増資額は計2,405億円、グロスの物件取得額は7,822億円(売却額を除いたネットでは4,836億円)で、前年同期比でそれぞれ約1割、2割の減少となった。三菱商事・ユービーエスリアルティの買収(株式取得)を発表したKKRは上場REIT2社、運用資産計1.7兆円を抱える国内最大級のREITの運用会社となった。

図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額

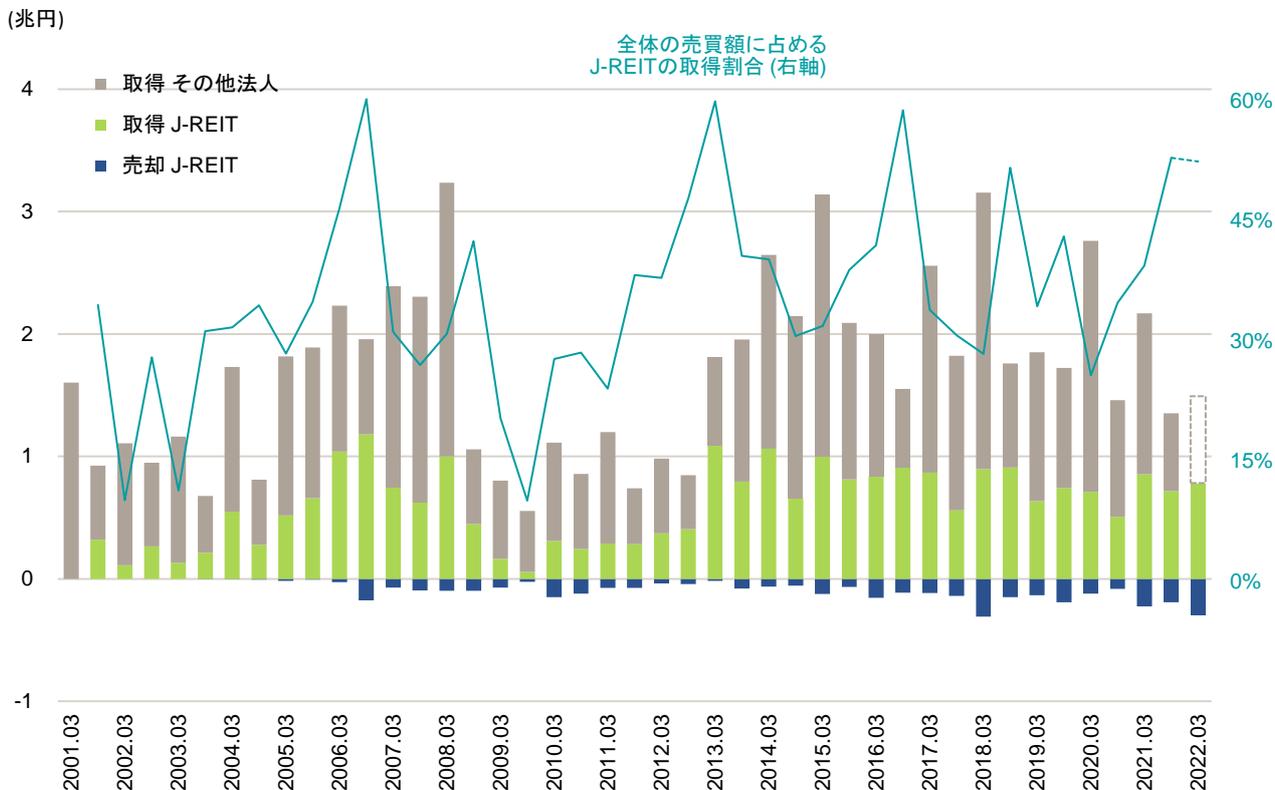


注: 増資額は上限額。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

出典: 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 10 月-2022 年 3 月の不動産取引額は約 1.5 兆円と、6 か月前より僅かに増加した。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

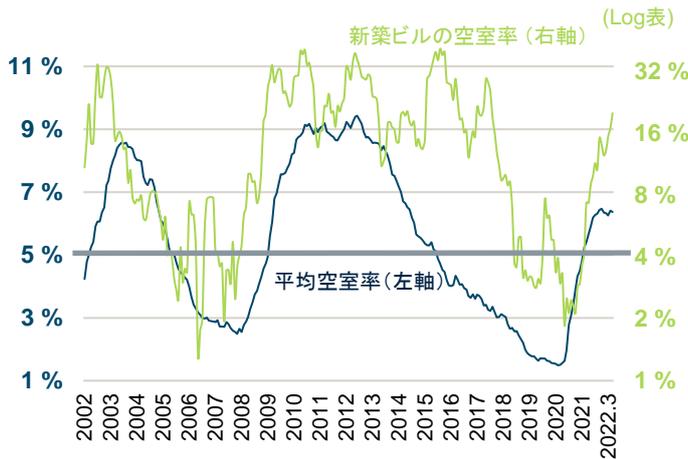
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

### 3 不動産ファンダメンタルズ

#### 3.1 オフィス

都心5区<sup>2</sup>のオフィスビルの平均空室率は、2020年2月の1.5%から2022年3月には6.4%まで上昇し、需給均衡の目安となる5%を13か月連続で上回り、高止まりの傾向にある。同期間、竣工12ヵ月以内の新築ビルの空室率は3.0%から20.0%まで上昇し、空室が目立っている。今後も出社と在宅勤務を組み合わせるハイブリッドワークを志向する企業が多いことから、オフィス賃貸需要の回復には一定の制限がかかると思われる。また今後1年以内に八重洲や虎ノ門を中心に大型ビルが複数竣工する予定で、まだテナント内定率の低い新築ビルではテナントの獲得競争が一層激しくなる可能性がある。

図表 16: 東京都心5区の平均空室率と新築ビルの空室率の推移

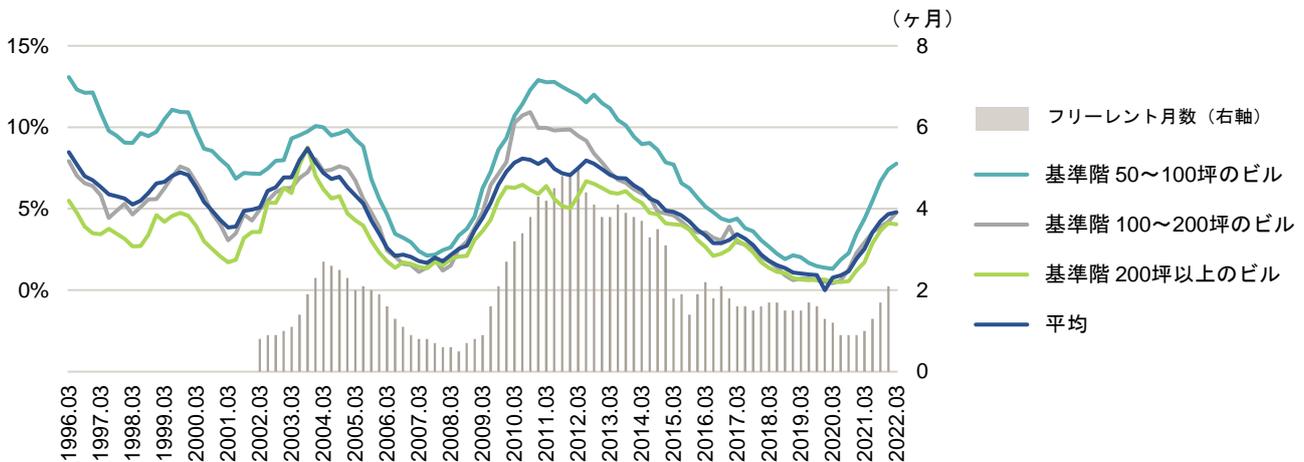


供給予定の大型ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
住友不動産大崎ツインビル東館	22/2	19	47,509
JR 目黒MARCビル	22/3	13	38,720
共同印刷小石川本社	22/3	7	33,021
九段南1丁目PJ	22/7	17	67,827
東京ミッドタウン八重洲 A-1 街区	22/8	45	283,896
住友不動産西新宿5丁目PJ	22/10	33	89,995
三田再開発 PJ オフィスター	23/1	42	200,540
虎ノ門・麻布台 PJ メインタワー	23/3	64	461,877
渋谷区道玄坂2丁目開発PJ	23/3	28	41,950
TTM PJ	23/5	29	112,179
虎ノ門ヒルズステーションタワー	23/8	49	238,442

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。

2022年3月の東京都心3区<sup>3</sup>のオフィス空室率は4.8%と、2020年3月より4.0ポイント上昇した。基準階200坪以上の大規模ビルの空室率は同3.5ポイント上昇の4.0%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4.8%、7.8%となり、小規模物件での空室率の上昇が目立った。2021年12月のフリーレント期間は半年前の2020年12月から1.2か月増の2.1ヶ月に増加し、今後も2023年の大量供給に向け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



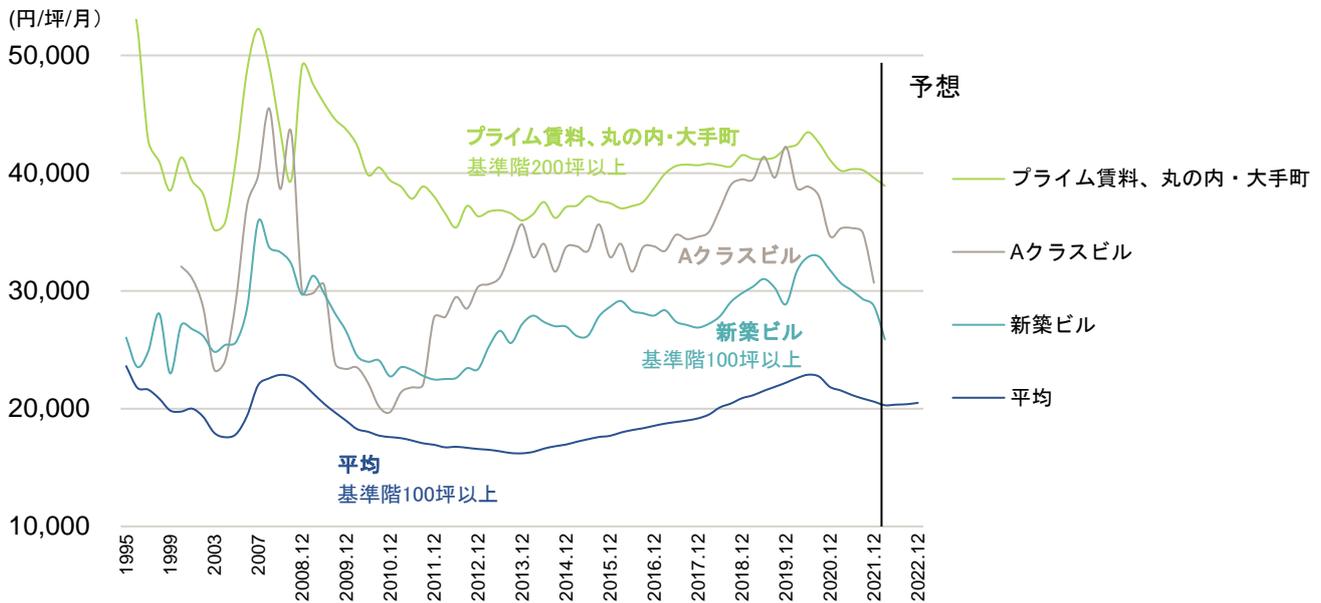
出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

<sup>2</sup> 千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区を指す。

<sup>3</sup> 千代田区、中央区、港区を指す。

空室率の上昇を受け、2022年3月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は1年前の2021年3月から5.8%下落し、6四半期連続での低下となった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)は3.2%と比較的緩やかな下落幅となったのに対し、新築ビル(水色)と既存のAクラスビル(灰色)とはそれぞれ15.6%と11.5%と大幅な下落となり、丸の内地区を除くとグレードの高いビルでテナント確保競争がより激化していることが見て取れる。

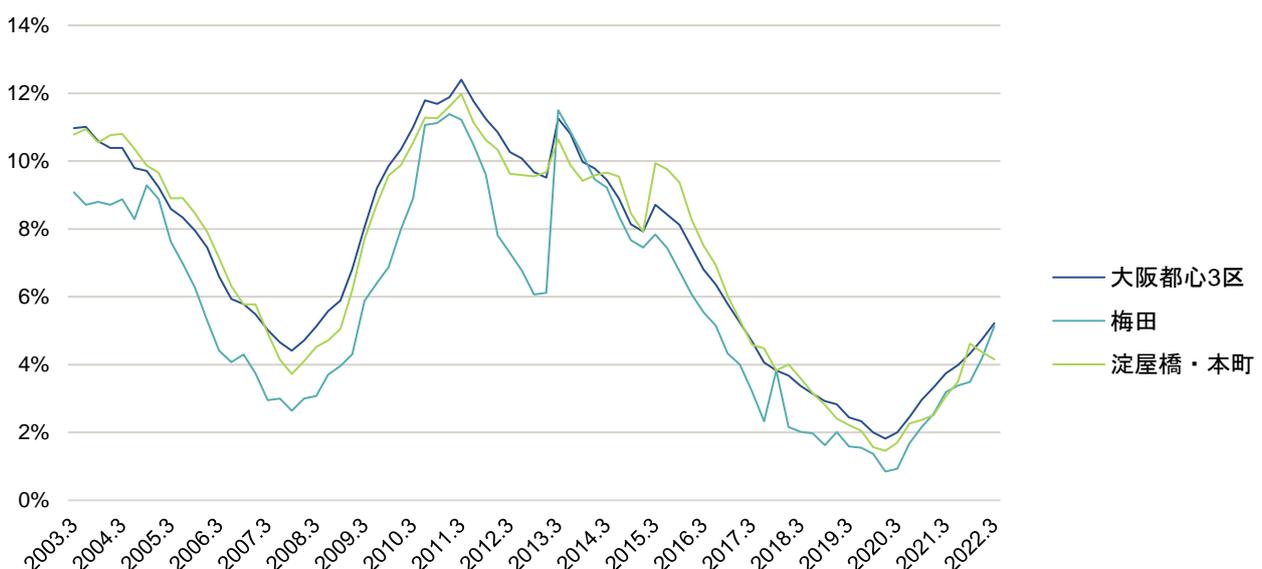
図表 18: 東京都心5区のグレード別オフィス募集賃料の推移



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<sup>4</sup>のオフィス空室率は2020年3月から3.2ポイント上昇の5.2%と、約5年ぶりの5%台となった。エリア別で見ると淀屋橋・本町エリアが同2.5ポイント上昇の4.2%と上昇したのに対し、梅田エリアは新築ビルの供給による影響もあり同4.2ポイント上昇の5.1%と上昇幅が大きかった。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もいえるが、大阪中心部の2022-2025年の4年間の合計オフィス供給量は2018-2021年の4年間の約6.5倍に上ると見込まれるだけに、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

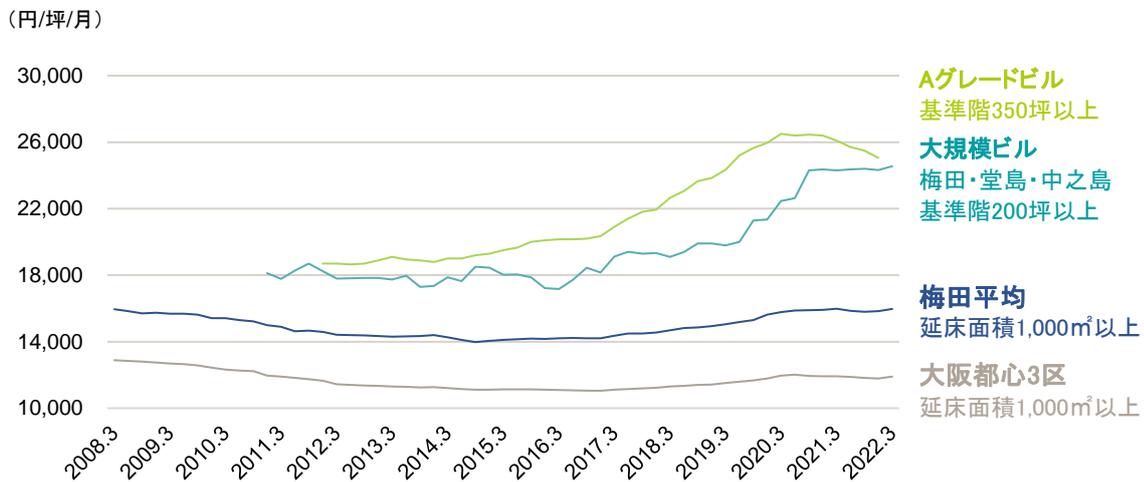


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

<sup>4</sup> 北区、中央区、西区を指す。

オフィス空室率の持続的な上昇にもかかわらず、2022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0.2%の小幅な減少にとどまり、コロナ以前の2019年末に比べ約8%高い水準を維持した。梅田周辺エリアの大規模オフィスの賃料(水色)と梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)もコロナ以前の水準を維持しており、東京に比べ在宅勤務の影響が比較的少ない分、中小型オフィスの需要は安定しているといえる。一方、グレードAビルの賃料(黄緑色)はコロナ以前水準を約3.5%下回っており対照的な動きとなった。

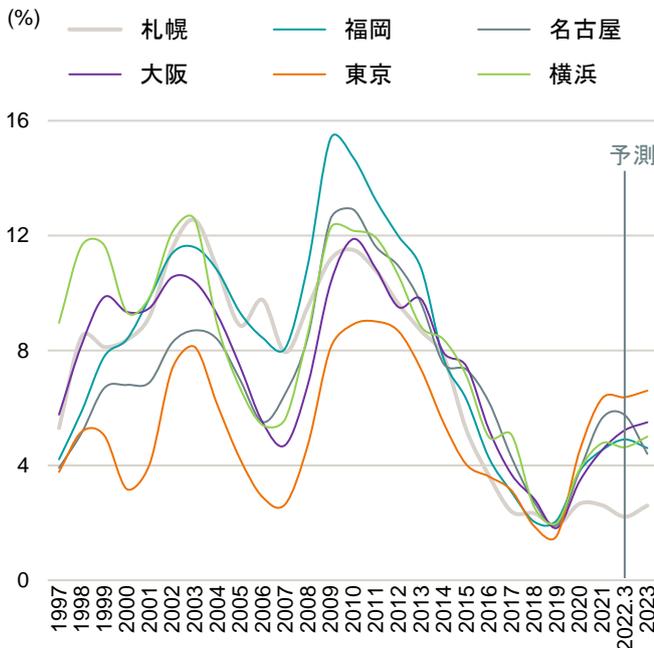
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



出典: 三鬼商事、三幸エステート、CBRE、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成

2022年3月の国内主要都市のオフィス空室率は、大阪5.2%、名古屋5.6%、横浜4.6%、福岡4.9%といずれもコロナ禍前の2%前後から上昇したが、札幌は2.2%と低い水準に踏みとどまっている。これらの地方都市では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市場が多くなるものとみられる。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



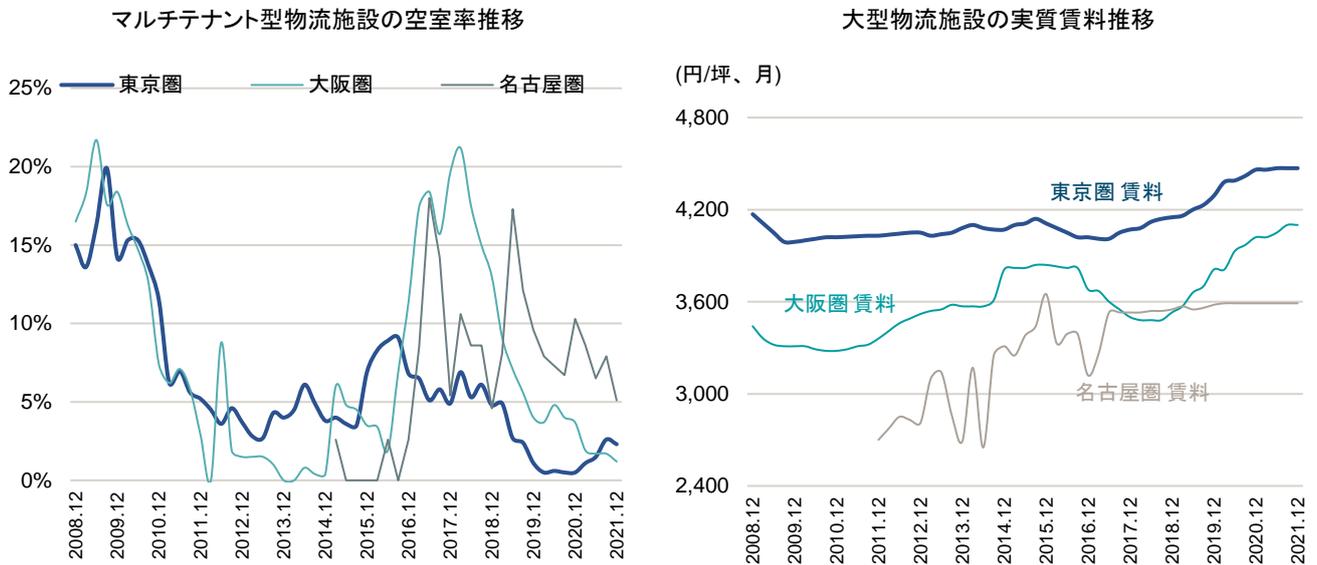
供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
アーバンネット名古屋ネクストビル(名古屋)	2022/1	20	30,344
名古屋ビル東館(名古屋)	2022/3	12	11,309
梅田ツインタワースサウス(大阪)	2022/3	42	143,000
福岡舞鶴スクエア(福岡)	2022/3	9	20,500
博多イーストラス(福岡)	2022/6	10	29,116
日本生命淀屋橋ビル(大阪)	2022/10	25	51,500
大名スクエアガーデンPJ(福岡)	2022/12	24	30,000
難波中二丁目開発計画(大阪)	2023/1	14	19,652
本町ガーデンシティラス(大阪)	2023/4	19	19,071

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4四半期の東京圏の物流施設の空室率は2.3%と、大量供給の影響で6か月前より0.8ポイント上昇はしたものの、依然として低い水準を維持した。同時期の大阪圏や名古屋圏の空室率はそれぞれ同0.5ポイントと1.4ポイント低下の1.2%と5.1%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、大阪圏、名古屋圏でいずれも同概ね横ばいで推移した。

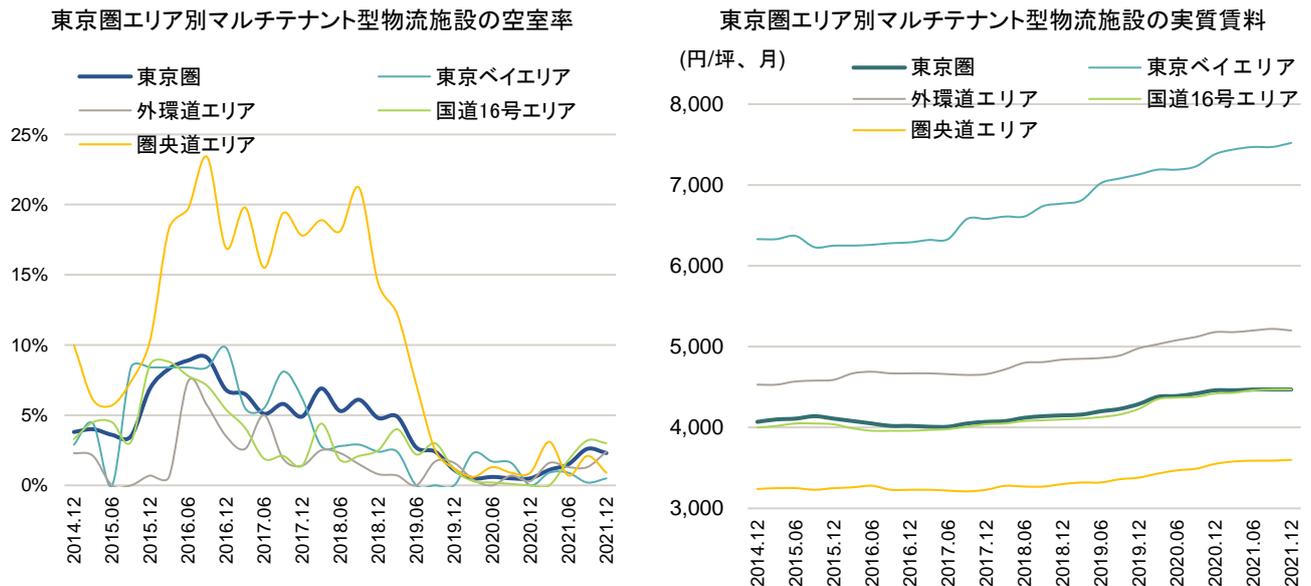
図表 22: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2021年第4四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率はいずれのエリアでも3%以下にとどまっており、依然として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1.9%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1%前後の上昇となった。ただし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。

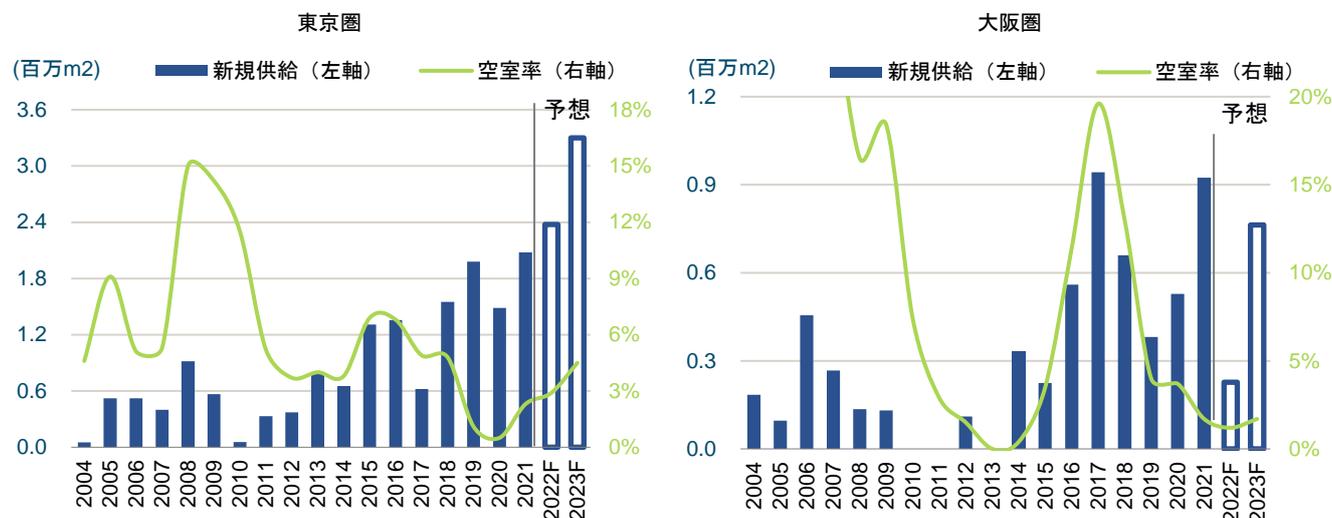
図表 23: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では2022年に過去最大の234万㎡、2023年にはさらにそれを上回る330万㎡の供給が予定されており、空室率は現在の2.3%から5%前後まで緩やかな上昇がみこまれる。大阪圏では2022-2023年には過去平均を下回る計約99万㎡の供給が予定され、物流施設の空室率も3%未満の水準を維持するとみられる。

図表 24: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移



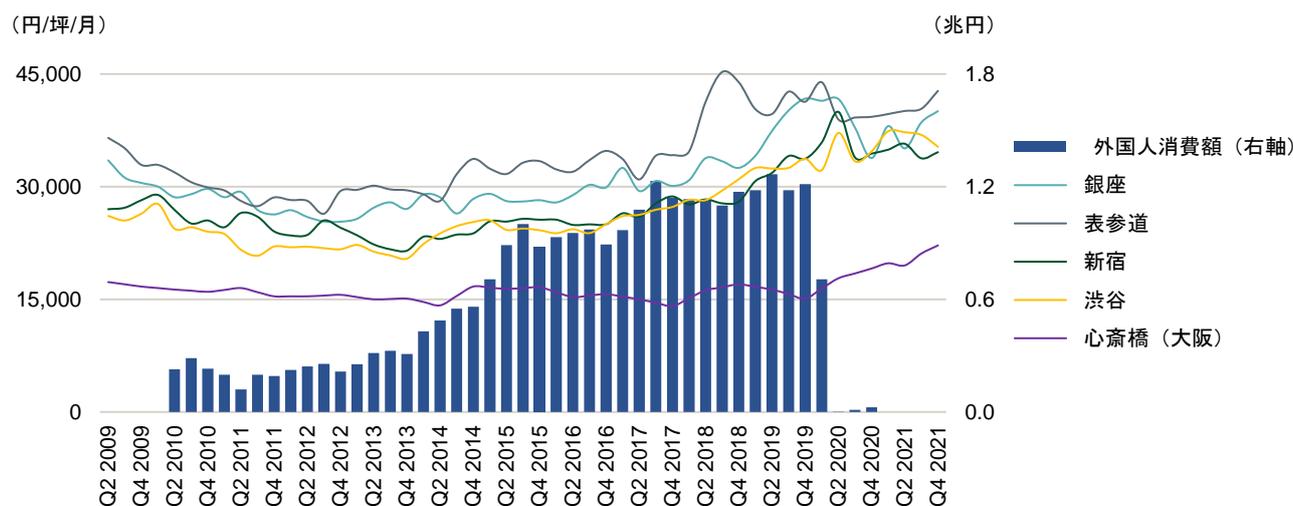
F: DWS 予想値

出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

### 3.3 商業施設

新型コロナの感染拡大を防ぐために下された飲食店や商業施設の営業自粛要請は2021年10月に概ね解除され、商業地の客足は徐々に回復している。もっとも、外国人観光客に対する水際での入国制限は続いており<sup>5</sup>、訪日観光客の本格回復の目途はたっていない。2021年第4四半期の都心商業施設の募集賃料は多くのエリアでコロナ以前の水準とほぼ同じ水準で推移しているようにも見えるが、統計上現れにくいフリーレントや水面下の賃料減額を勘案すると、インバウンド依存が高いエリアや飲食店の多いエリアを中心に実質的に値下がりがしているものと推察される。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、インバ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、本格的な回復には対応の時間がかかるものとみられる。

図表 25: 主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移 (東京・大阪)



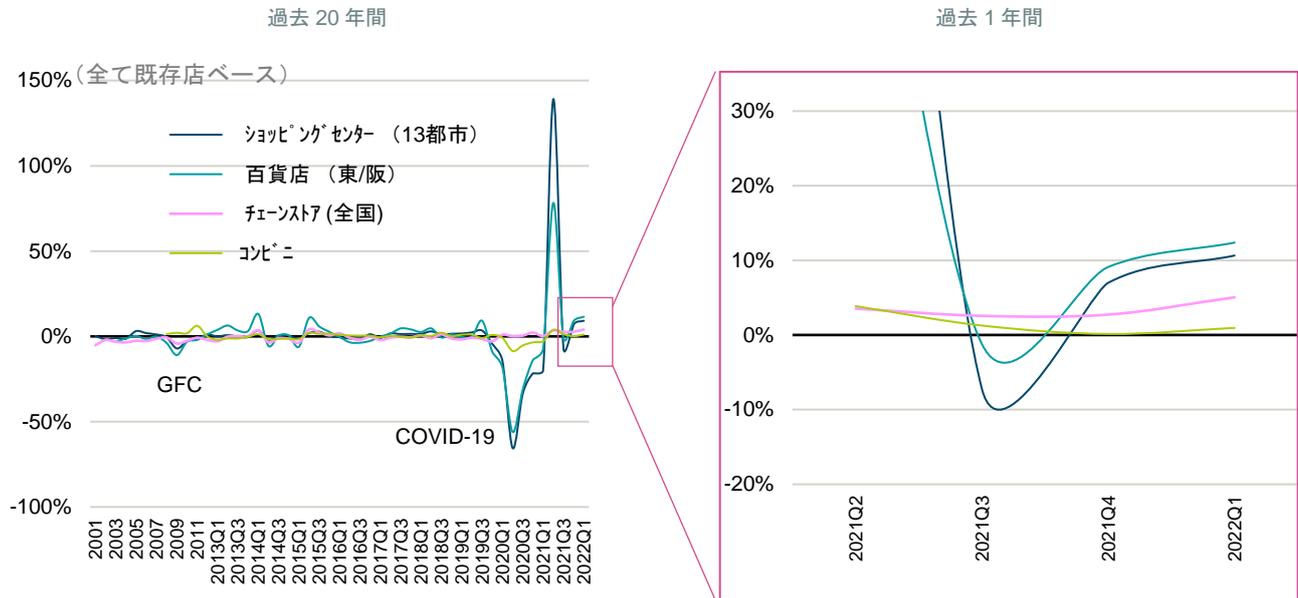
注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

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

<sup>5</sup> 観光客の入国は厳しく制限されているが、技能実習生やビジネス出張、外国人留学生の受け入れについては2022年4月現在で1日1万人の枠内で認められている。観光客の入国については今後団体・ツアー客から順次制限の緩和が検討される見通しである。

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、2022年第1四半期にそれぞれ前年同期比11.5%と9.8%の上昇となりコロナ禍前の約8-9割水準まで持ち直したものとみられる。株高による資産効果や移動制限による富裕層のペントアップ(先送り)消費の顕在化で、ラグジュアリーブランドや高級家電の販売が好調だった。チェーンストアとコンビニの売上高も巣ごもり需要で食品販売が堅調だったため、同1-4%の増加となった。

図表 26: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

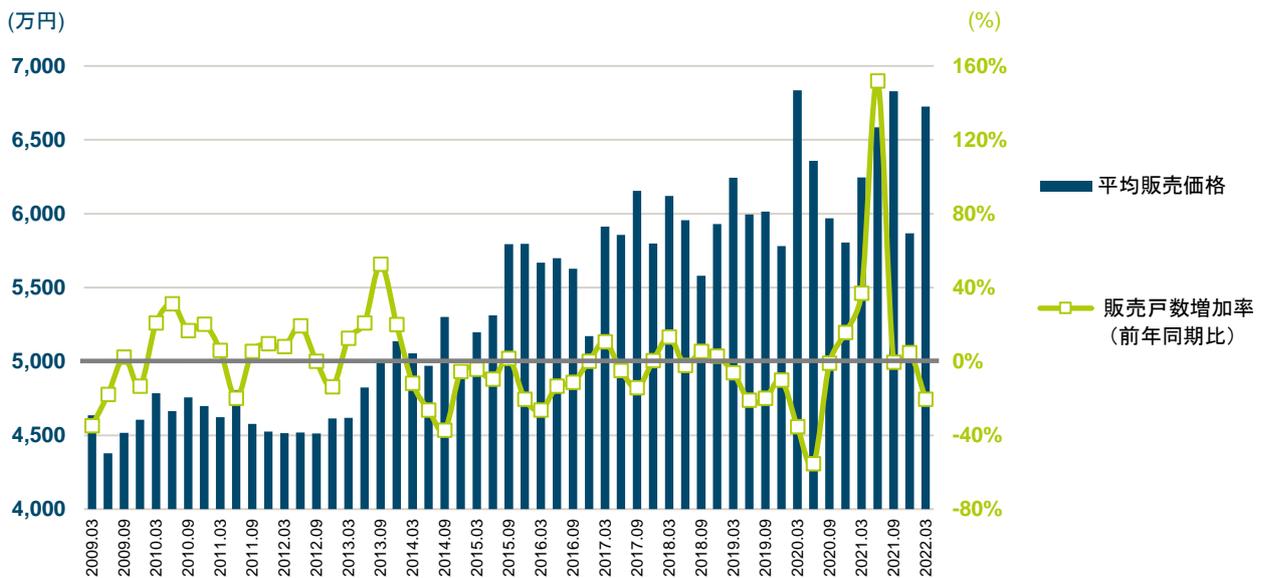


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

### 3.4 住宅

2022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、6,726万円とコロナ以前の過去最高値に近い水準を維持しており、特に東京23区では8,372万円と4四半期連続で8,000万円台の高値圏で推移した。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。同時期の首都圏の新規マンション供給戸数は前年同期比21%の下落となったが、売り出された物件は順調に販売されているとみられる。

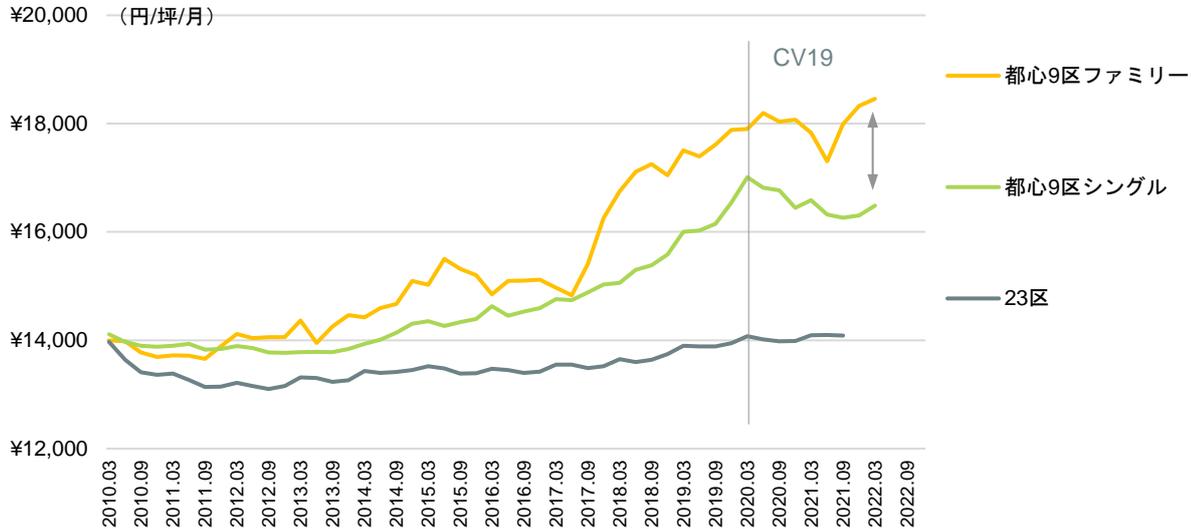
図表 27: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所、東京カンテイの資料をもとに DWS 作成

新型コロナの流行が始まって以降、東京都心の賃貸住宅の募集賃料はタイプによって大きなばらつきが生じつつある。都心9区のシングルタイプは2020年3月から2021年9月までの1年半の間4.4%下落し、その後目立った回復も見られないのに対し、ファミリータイプは2021年9月から2022年3月までの9か月間で賃料が6.6%上昇し、すでにコロナ以前の水準を上回っている。分譲マンション価格が高止まりするなか、賃貸市場においては在宅勤務が可能な広さに余裕があるファミリータイプへの需要シフトがしばらく続く可能性がある。

図表 28: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

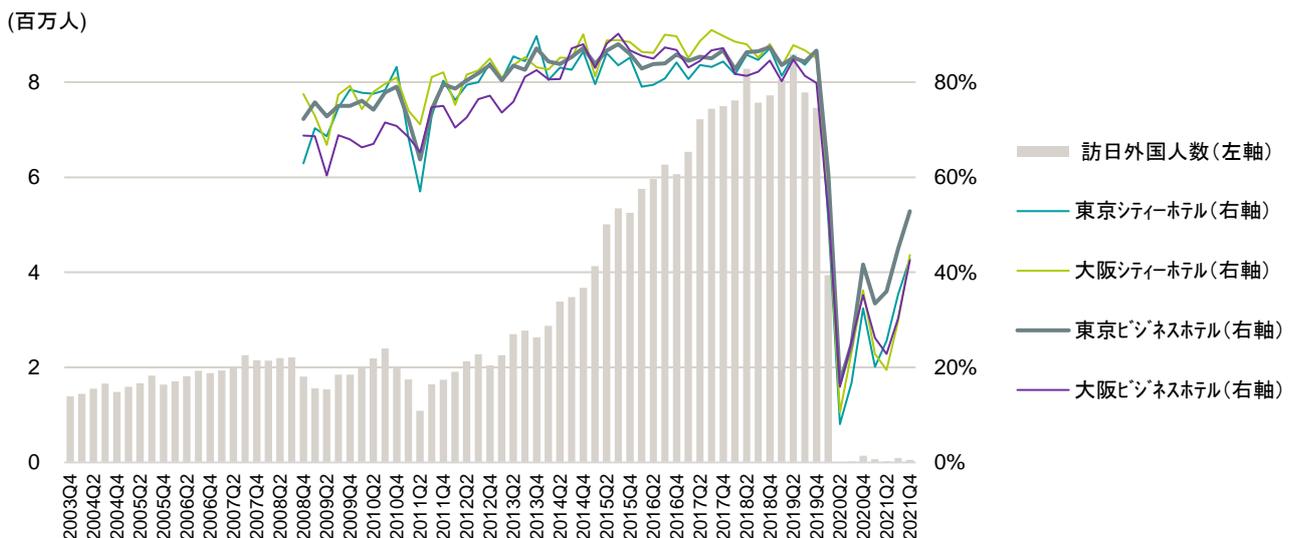


出典:リーシング・マネジメント・コンサルティング、不動産証券化協会、東日本不動産流通機構の資料をもとに DWS 作成

### 3.5 ホテル

東京と大阪のホテル稼働率は緊急事態宣言の解除をきっかけに2021年第4四半期には40-50%の水準まで持ち直した。ただし、2021年の稼働率の回復は客室価格の引き下げによるところが大きいとみられるだけに、収益力の改善には至っていない状況である。オミクロン株による感染の再拡大で2022年第1四半期の稼働率は再び軟調に推移したものとみられるが、経済活動の正常化が進むにつれ2022年通年では国内宿泊客主導の緩やかな回復が進むものと予想される。

図表 29: 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©2022 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。

#-220509-1

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.