Deutsche Asset
& Wealth Management

不動産リサーチレポート

ジャパン・クオータリー
2015 年第 4 四半期

2015 年 10 月

Passion to Perform

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：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）

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 Deutsche Asset & Wealth Management 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。

目　次

小夫　（オブ）　孝一郎
ディレクター
アジア太平洋リサーチヘッド

胡　敏軒（フー・ミンシェン）
アシスタント・ヴァイス・プレジデント

まとめ 1

経済・金融・投資家動向 2

マクロ経済情勢 2

不動産投資市場・価格 4

J-REIT 8

不動産ファンダメンタルズ 10

オフィス 10

商業施設 13

住　宅 14

物流施設 15

バックナンバー 16

免責事項 17

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。

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

まとめ

第 1 章の「経済･金融･投資家動向」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。国内の実質 GDP 成長率は 2015 年第 2 四半期に前期比で前年割れとなったものの、前年同期比ベースではプラス、第 3 四半期もプラスになったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の増加が寄与した。もっとも世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しており、2015 年通年でみると成長率は約 0.6%程度にとどまるものとみられ、下振れリスクも高まっている。

2015 年 9 月期までの 12 ヶ月間の不動産売買高は約 4.9 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。不動産向け融資環境は引き続き良好ではあるものの市場の過熱に対する警戒感もあり、今後の売買高は概ね横ばいか若干の下落傾向となる懸念がある。世界的に金利先高観が一旦後退しているため、東証 REIT 指数は 9 月半ば以降回復傾向にあるものの、依然として年初対比 15%ほど下回っている。このため今後の増資や IPO を含む REIT の資金調達動向にも影響が出てくるものと懸念される。

第 2 章では、オフィス･商業施設･住宅･物流施設の四セクターそれぞれ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。東京都心のオフィスビル賃料は堅調なオフィス需要を背景に回復基調が続いており、フリーレント期間を縮小する動きが広がっている。一方、2015 年第 4 四半期から 2016 年前半にかけて都心で新たな供給が予定されており、新築ビルの空室消化には時間がかかるようになっている。大阪では新規供給により需給が一時的に緩んだほか、名古屋では年末に向けて大型供給が控えており影響が懸念される。

小売売上は都市部を中心に回復がみられ 2015 年第 3 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 5.7%の増加となった。雇用情勢の改善や旺盛な訪日外国人消費に加え、シルバーウイークの集客が好調で売上高を押し上げた。今後もインバウンド消費や賃上げ効果による国内消費の回復が期待される。

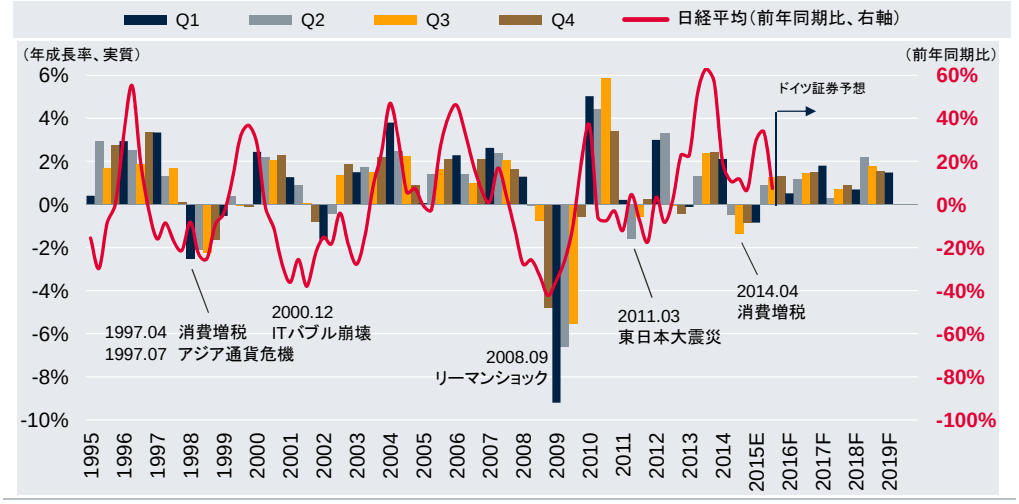
首都圏分譲マンション市場では円安による海外投資家の増加や富裕層の相続税対策もあって価格先高観があり、都心部や湾岸エリアの高額物件に人気が集まっている。2015 年第 3 四半期の平均販売価格は前年同期比 9.3%増の 5,793 万円と過去の平均販売価格である 4,500 万円を大きく上回るバブル期以来の価格水準となった。物流施設は東京、大阪ともに大型供給が続いているものの新規需要が強く、賃料はいずれの都市においても上昇につながっている。

経済・金融・投資家動向

マクロ経済情勢

国内の実質 GDP 成長率は 2015 年第 2 四半期に前期比で前年割れとなったものの、前年同期比ベースではプラス、第 3 四半期もプラスになったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の増加が寄与した。もっとも世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しているだけに、2015 年通年の成長率は約 0.6%程度にとどまるとみられ、さらなる下振れリスクも出てきている。

図表 1: 実質 GDP 成長率の推移

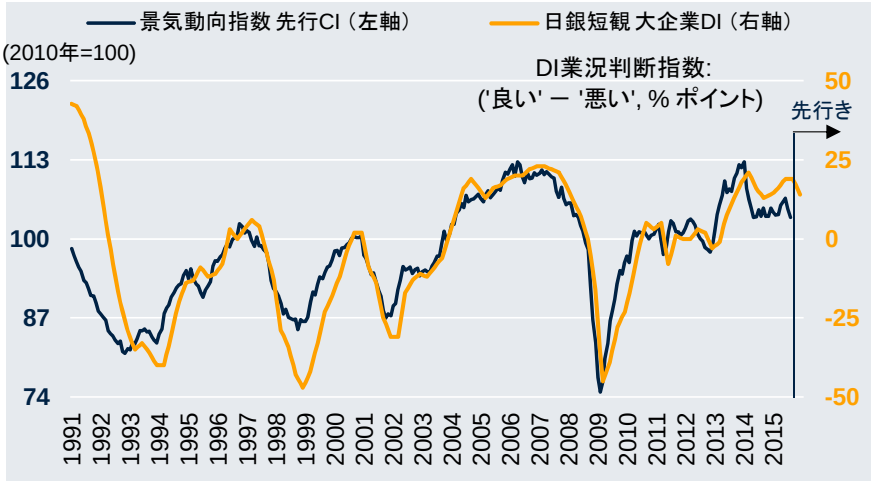


E：Deutsche Asset & Wealth Management 推定値（文中全ての図表同様）、F：Deutsche Asset & Wealth Management 予想値（文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照）

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

日銀短観による 2015 年 9 月の業況判断指数 DI（国内大企業・全産業ベース、黄線）は 6 月から横ばいの 19 となった。中国などの減速に伴い輸出が伸び悩み、製造業の景況感が 3 四半期ぶりに悪化したものの、訪日外国人の増加を背景に非製造業の景況感は約 24 年ぶりの高水準となった。また不動産業も景気回復に伴う旺盛な需要に支えられ約 8 年ぶりの高水準を維持している。一方、世界的な株安や中国の変調を背景に、2015 年 8 月の景気動向指数先行 CI（青線）は 103.5 と前期比 2.6 ポイント悪化し、不透明感が増している。

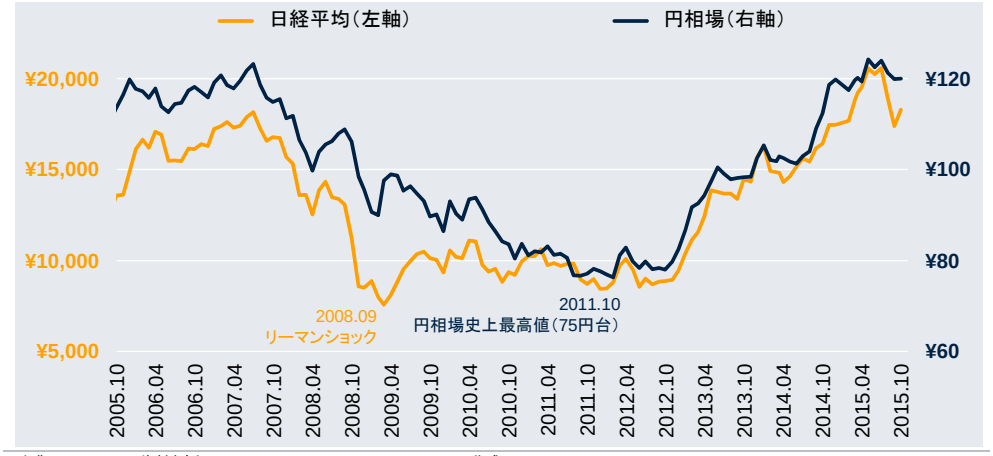
図表 2: 景気動向指数（先行指数）と日銀短観



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

上海株の下落などの煽りを受けて日経平均は 8 月に一時 16,000 円台まで弱含んだものの、10 月 23 日現在 19,000 円前後で推移している。世界的な株価急落や米利上げの先送りなど今後の不透明感が増す中で円相場も一時 1 ドル=116 円台まで強含んだが、日銀による追加緩和への期待から更なる円高には警戒感も強く、118-120 円前後のレンジで一進一退の状態が続いている。

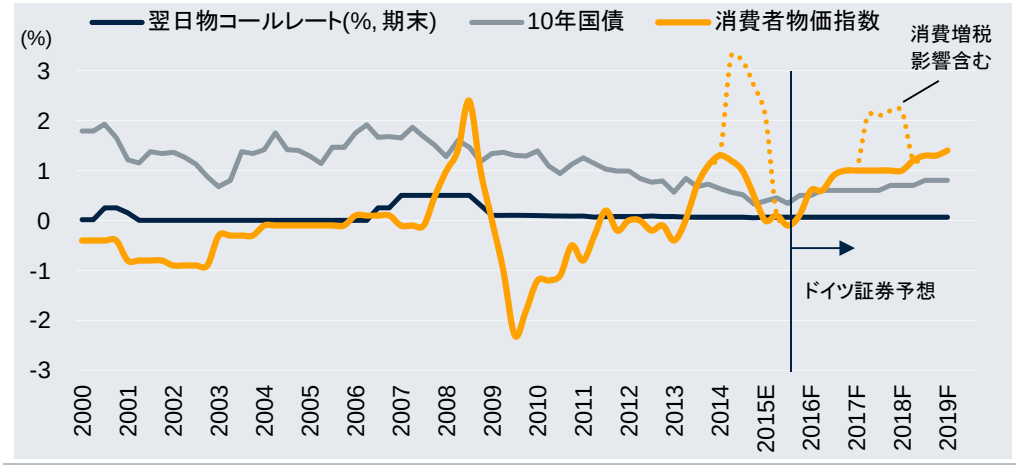
図表 3: 日経平均と円相場



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

10 年物国債の利回りは 2015 年 10 月現在 0.3-0.35%前後で推移しており、今後も上昇は緩やかで 2018 年まで 0.7%台程度におさま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、足元では実質ベースで-0.1%程度まで落ち込んだとみられる。今後は 2016 年末にかけて 1%程度までは上昇する可能性があるが、日銀が目標としている 2%の達成は厳しくなっている。

図表 4: 短期金利と消費者物価指数推移



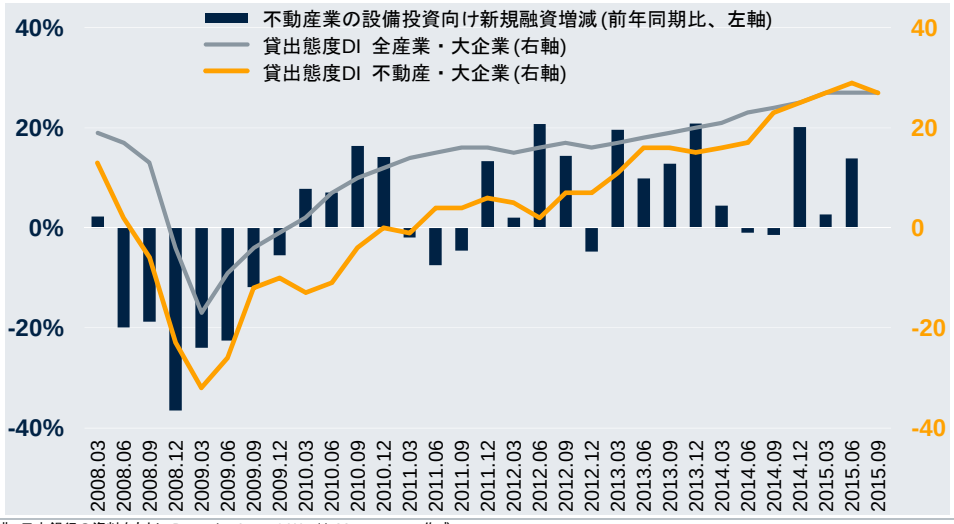
E：Deutsche Asset & Wealth Management推定値、F：Deutsche Asset & Wealth Management予想値

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

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の状況は引き続き良好である。日銀短観によると 2015 年 9 月時点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 2 ポイント減と 17 四半期ぶりの低下を喫したものの、貸出態度の水準は 27 ポイントと良好なファイナンス環境が続いている。企業の M&A（合併・買収）や不動産向けの貸出などを中心に融資の増加が続いており、これが金融機関の収益に貢献している。不動産業の設備投資向け新規融資額も 2015 年 6 月は前年同期比 13.8%増となった。

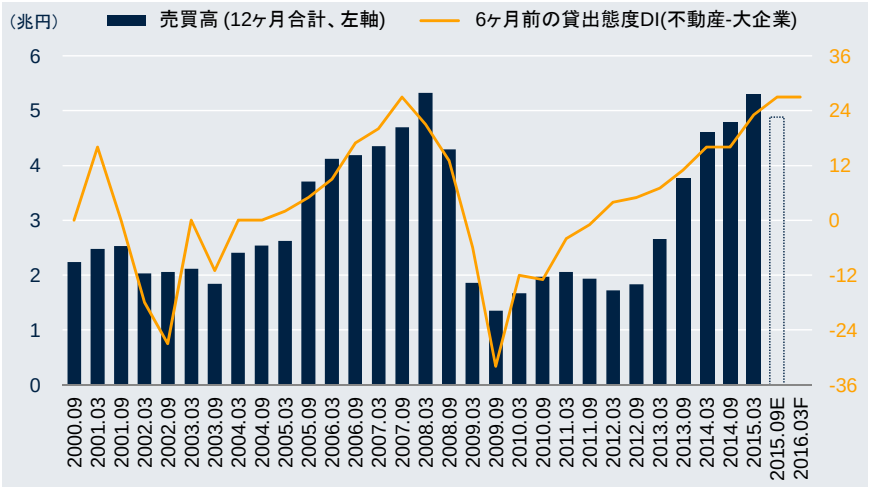
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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

2015 年第 3 四半期は国内系や J-REIT に加えて、外資系ファンドなどによる物件売買が活況だった。2015 年 9 月期までの 12 ヶ月間の不動産売買高は約 4.9 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。ファイナンス環境は良好ではあるものの J-REIT の投資口価格の下落や過熱する不動産投資市場への高値警戒感もあり、不動産売買高は一旦ピークうち、今後は概ね横ばいか若干の下落傾向となる可能性がある。

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



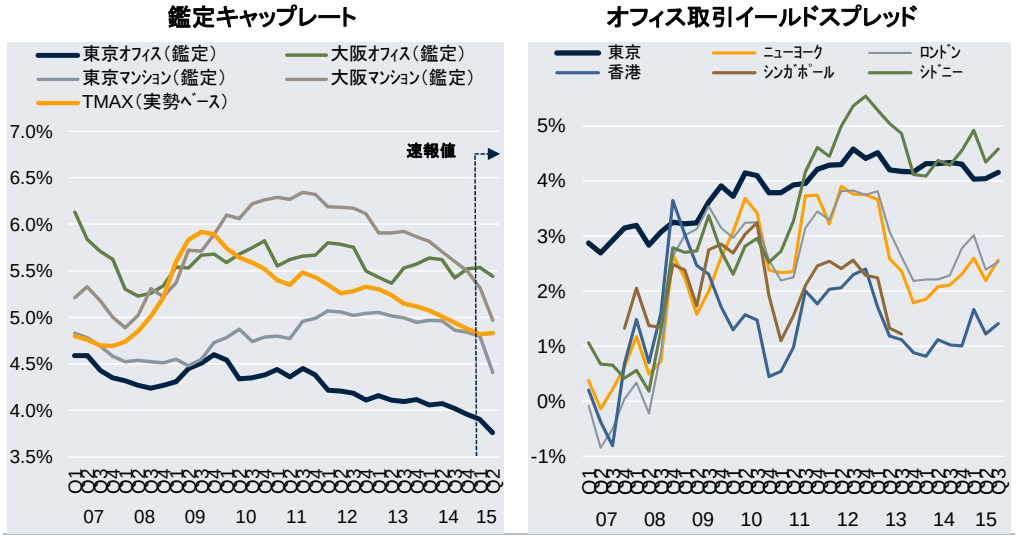
E：Deutsche Asset & Wealth Management推定値

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 & Wealth Management作成

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 6 月期に 4.83%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 3.76%と過去最低の水準となった。キャップレートの低下は地方やその他セクターにも波及しており、大阪のオフィスでも前年同期比で 20bps ほど低下した。

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 20bps 増の 420bps と世界的に高い水準を維持しており、スプレッドが 250-260bps 程度のニューヨークやロンドン、140bps 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

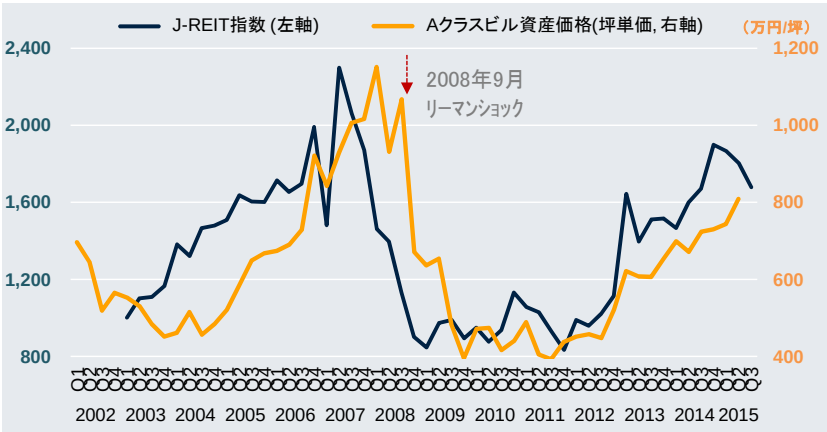


注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

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

東証 REIT 指数は年初以来調整が続いた。2015 年第 3 四半期は前期比 7%の下落となり、その後も力強い回復には至っていない。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 6 月の床単価[1]のインデックスは 808 万円/坪と前年同期比で約 20.4%伸び、REIT 指数の動きを約 1 年遅れで追いかける展開が続いている。REIT 指数との開きは埋まりつつある一方、資産価格は 2008 年のピーク時より依然 3 割低い水準にあることから、現在の投資環境などを鑑みれば今後もう一段上昇する可能性がある。

図表 8: 不動産価格の推移



出典: 大和不動産鑑定、BloombergのデータをもとにデータをもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

[1] 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 や外資系ファンドによる大型取引が目立った。最も高額だったのは PAG による G-TERRACE 紀尾井町を含む GE のオフィスポートフォリオの取得（推定 1,000 億円）で、続いて同じく PAG によるケネディ・ウィルソン住宅ポートフォリオの取得（585 億円）となった。これら以外にもポートフォリオ取引が目立ち、星野リゾート・リートによる ANA ホテルポートフォリオの取得（推定 428 億円）、日本リテールファンドによる商業施設 7 物件の取得（388 億円）、ケネディクス商業リートによる商業施設 13 物件の取得（379 億円）、GLP 投資法人による物流施設 5 物件の取得（381 億円）などが続いた。

単一物件で最も高額だったのはアゼルバイジャン国家石油基金（SOFAZ）による商業施設キラリトギンザの取得（523 億円）で、床単価は 1 平米当たり 315 万円（1 坪当り 1 千万円超）となった。最もキャップレートが低かった物件も同物件で推定 2.8%、続いて森ヒルズリートによる六本木ヒルズの部分取得で 3.8%となっている。注目物件におけるキャップレートは東京で 2-3%台、その他地方都市でも 4-5%程度の取引が見られた。

図表 9: 2015 年 7 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/㎡）	ｷｬｯﾌﾟﾚｰﾄ	場所	取引年月	取得主
オフィス	G-TERRACE紀尾井町など計26物件	推1,000	–	–	東京ほか	15年7月	PAG（香港）
	ｱｰｸ八木ﾋﾙｽﾞ	推300	推1.4	–	港	15年8月	三井不動産ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄﾘｰﾄ/興銀リース
	心斎橋ｱｰﾊﾞﾝﾋﾞﾙ	244	0.94	–	大阪	15年8月	関西ｱｰﾊﾞﾝ銀行
	AER（ｴｱﾙ）の一部	186	0.79	4.6%	宮城	15年8月	ｼﾞｬﾊﾟﾝﾘｱﾙｴｽﾃｲﾄ投資法人
	六本木ﾋﾙｽﾞ森ﾀﾜｰの1.4%	120	2.69	3.8%	港	15年9月	森ﾋﾙｽﾞﾘｰﾄ
	大阪丸紅ﾋﾞﾙ	110	0.26	4.4%	大阪	15年9月	ﾒｯﾄﾗｲﾌ(米)
	ﾊﾟｲｵﾆｱ本社ﾋﾞﾙ	推110	推0.2	–	神奈川	15年10月	ﾋｭｰﾘｯｸ
	ｼｬｰﾌﾟ田辺ﾋﾞﾙ	推100	推0.3	–	大阪	15年9月	NTT都市開発
	ｼｬｰﾌﾟ本社ﾋﾞﾙ	推88	推0.3	–	大阪	15年9月	ﾆﾄﾘ
	内神田282ﾋﾞﾙ	推90	推0.8	–	千代田	15年4月	CLSAｷｬﾋﾟﾀﾙﾊﾟｰﾄﾅｰｽﾞ（香港）
	ｵｰｸ200	86	0.05	–	大阪	15年7月	ﾌｫｰﾄﾚｽ（米）
	浜松町ｾﾝﾀｰﾋﾞﾙ・新大阪ｾﾝﾀｰﾋﾞﾙ	85	0.99	4.0%	港	15年3月	ｹﾈﾃﾞｨｸｽ・ｵﾌｨｽ投資法人
	大阪御堂筋ﾋﾞﾙ	推50	推0.2	–	大阪	15年6月	ﾌｫｰﾗﾑ・ﾊﾟｰﾄﾅｰｽﾞ（英）
	江坂東急ﾋﾞﾙ	–	–	–	大阪	15年3月	ｹﾈﾃﾞｨｸｽ
商業	ｷﾗﾘﾄ・ｷﾞﾝｻﾞ	523	3.15	2.8%	中央	15年8月	SOFAZ(ｱｾﾞﾙﾊﾞｲｼﾞｬﾝ)
	mozoﾜﾝﾀﾞｰｼﾃｨの20%など計7物件	388	0.25	4.0%	名古屋ほか	15年8月	日本ﾘﾃｰﾙﾌｧﾝﾄﾞ投資法人
	商業施設13物件	379	0.30	5.0%	埼玉ほか	15年10月	ｹﾈﾃﾞｨｸｽ商業ﾘｰﾄ
	ﾌﾟﾗﾀﾞﾌﾟﾃｨｯｸ青山店	–	–	–	港	15年7月	ﾌﾟﾗﾀﾞ(伊)
	ﾒｯﾄﾗｲﾌ・JTB新宿ｽｸｴｱの一部	–	–	–	新宿	15年6月	ﾒｯﾄﾗｲﾌ（米）
	ﾊｲﾏﾝﾃﾝ渋谷ﾋﾞﾙ	–	–	–	渋谷	15年4月	ﾊｲﾄﾏﾝ（米）
物流	GLP新木場など計5物件	381	0.63	4.7%	江東	15年8月	GLP投資法人
	神戸みなと倉庫	114	0.16	–	兵庫	15年8月	DREAM
住宅	賃貸ﾏﾝｼｮﾝ50物件	585	–	–	東京ほか	15年5月	PAG（香港）
	ﾋﾞｭﾛｰ品川	推130	推0.8	–	品川	15年6月	個人投資家(香港)
	ｵｰｸｳｯﾄﾞﾚｼﾞﾃﾞﾝｽ麻布十番	推100	推1.5	–	港	15年8月	ｵﾘｯｸｽ不動産投資顧問
	賃貸ﾏﾝｼｮﾝ3物件	–	–	–	札幌ほか	15年8月	AXA(仏)
ホテル	ANAﾎﾃﾙ4物件と旅館2物件	推428	–	5.6%	広島ほか	15年10月	星野ﾘｿﾞｰﾄ・ﾘｰﾄ
	ﾎﾃﾙ計9物件	204	–	–	京都ほか	15年10月	いちごﾎﾃﾙﾘｰﾄ
	ﾎﾃﾙなど計4物件	82	–	4.6%	埼玉ほか	15年8月	ﾕﾅｲﾃｯﾄﾞ・ｱｰﾊﾞﾝ投資法人
	都内のﾎﾃﾙ計3物件	74	–	4.2%	東京	15年8月	ｲﾝｳﾞｨﾝｼﾌﾞﾙ投資法人
	ﾚｯﾄﾞﾌﾟﾗﾈｯﾄ浅草東京	22	–	–	台東	15年7月	ﾚｯﾄﾞﾌﾟﾗﾈｯﾄ(ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ)
	ﾊｰﾄﾝﾎﾃﾙ南船場	–	–	–	大阪	15年4月	ｲﾝﾍﾞﾘｱﾙﾊﾟﾚｽﾎﾃﾙ(韓)
ﾎﾟｰﾄﾌｫﾘｵ	ﾃﾞｭｰﾌﾟﾚｯｸｽ銀座ﾀﾜｰ2/11など計4物件	132	1.58	4.1%	東京ほか	15年9月	ｵﾘｯｸｽ不動産投資法人
開発用地	六本木4丁目の土地	222	1.09	–	港	15年7月	鷹君集団（香港）
	りんくうｹﾞｰﾄﾀﾜｰﾋﾞﾙの底地など	4	0.30	–	大阪	15年7月	新龍国際集団（香港）

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。

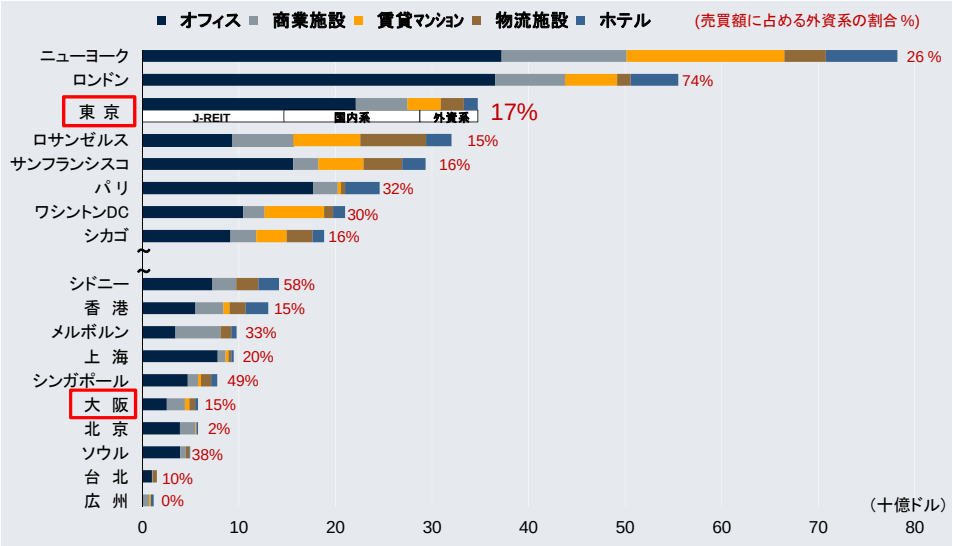
出典: 日経不動産マーケット情報、各社公表資料をもとに Deutsche Asset & Wealth Management 作成

2015 年 9 月末までの過去 12 ヶ月間の収益不動産取引額[2]を都市別にまとめると図の通りで、東京の取引額は約 347 億ドルと前期比ほぼ横ばいとなった。東京はニューヨーク、ロンドンに次いで世界第 3 位となっており、アジア太平洋地域では依然として最大の取引額となった。この間

[2] 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。

J-REIT による取得は約 42%、外資勢による取得は約 17%とみられる。大阪は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は北京を抜いて第 8 位に上昇し、シンガポール、上海などと肩を並べている。

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)

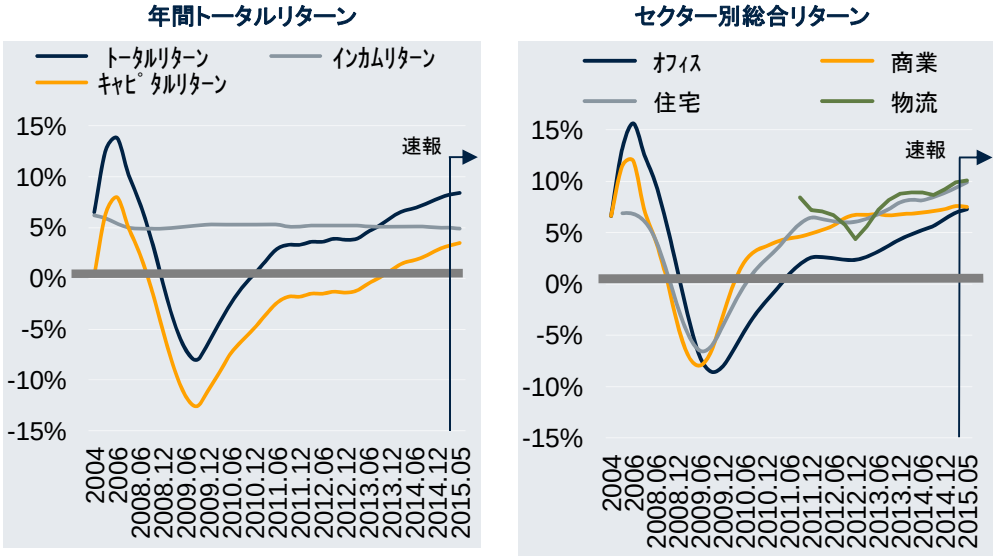


注: 開発用地を除く

出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset & Wealth 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[3]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 5 月は前年同期比 1.5 ポイント増の年 8.4%(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 1.5 ポイント増の 7.0%、商業施設は 7.4%、物流施設、住宅等はいずれも高く約 10%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。

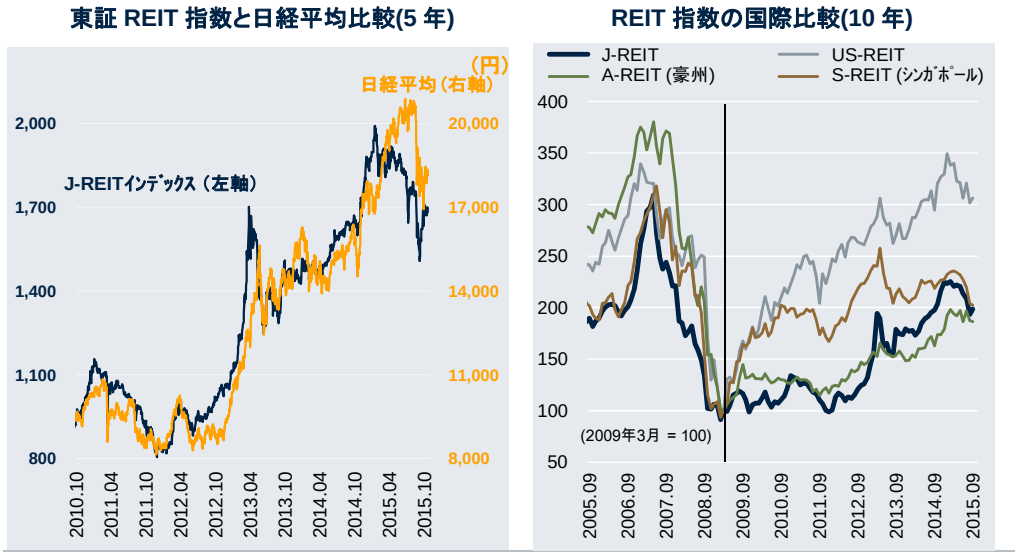
出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

[3] 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

東証 REIT 指数は年初から 9 月前半までで約 25%下落しており、一時 1,500 ポイント台へ下落した。その後金利先高観が一旦後退したことから価格はやや持ち直し 10 月は 1,700 ポイント前後で推移しているが、依然として年初と比べると 15%ほど下回っている。2015 年第 2-3 四半期は米国やシンガポールなど主要国の REIT 指数も同様に軟調に推移した。

図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較)

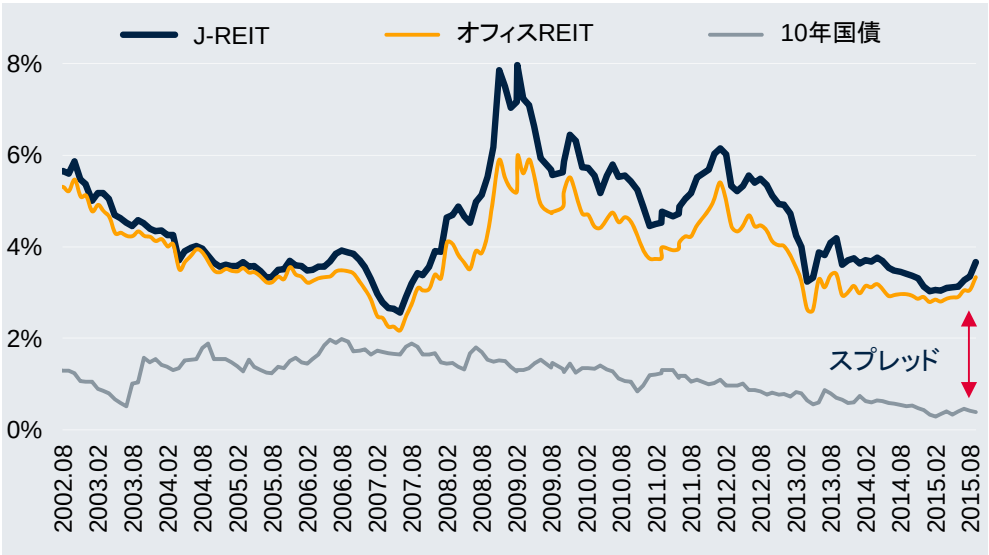


注: 参照インデックスは東証リート･インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT), S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州REIT), FTSE ST REIT Index (シンガポールREIT)

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

2015 年 8 月の J-REIT 平均分配金利回りは J-REIT 指数の低下を受けて前期比 53bps 上昇の 3.66%（オフィス型 REIT に限れば 3.33%）となった。この間長期金利は小動きだったため、国債利回りとの差（スプレッド）は 327bps（オフィス型 REIT に限れば 294bps）と広がった。分配金･配当スプレッドは米国 REIT、英国 REIT ともに 80-190bps 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。

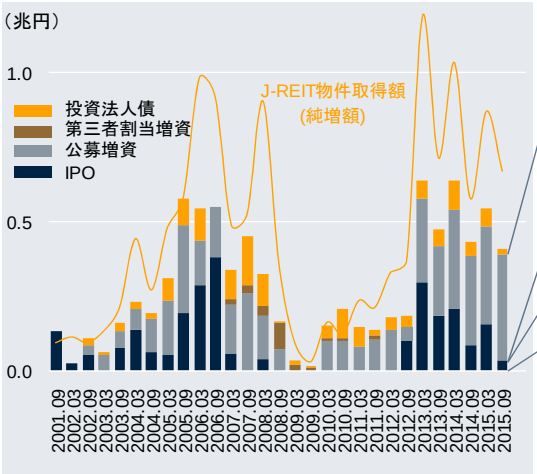
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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 & Wealth Management作成

J-REIT によるエクイティファイナンスは前年ほどの勢いはないが依然として活発で、2015 年 4 月-9 月期の 6 ヶ月間でジャパン・シニアリビング投資法人など 2 銘柄の新規上場があったほか、日本リテールファンドなど 20 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 3,900 億円超、物件取得額は計 7,300 億円超になったと見られる。一方で、足元では J-REIT の価格指数が低迷しており、今後の資金調達にも徐々に影響が出てくるものと懸念される。

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　（億円）

J-REIT銘柄	時期	増資額
日本リテールファンド	2015年8月	282
GLP投資法人	2015年8月	226
ケネディクス商業リート	2015年8月	242
MCUBS MidCity	2015年7月	258
その他増資合計	4-9月	2,571
	合計	3,579

新規上場のREIT

J-REIT銘柄	時期	増資額
ジャパン・シニアリビング	2015年7月	174
サムティ・レジデンシャル	2015年6月	153
	合計	327

上場予定のREIT：

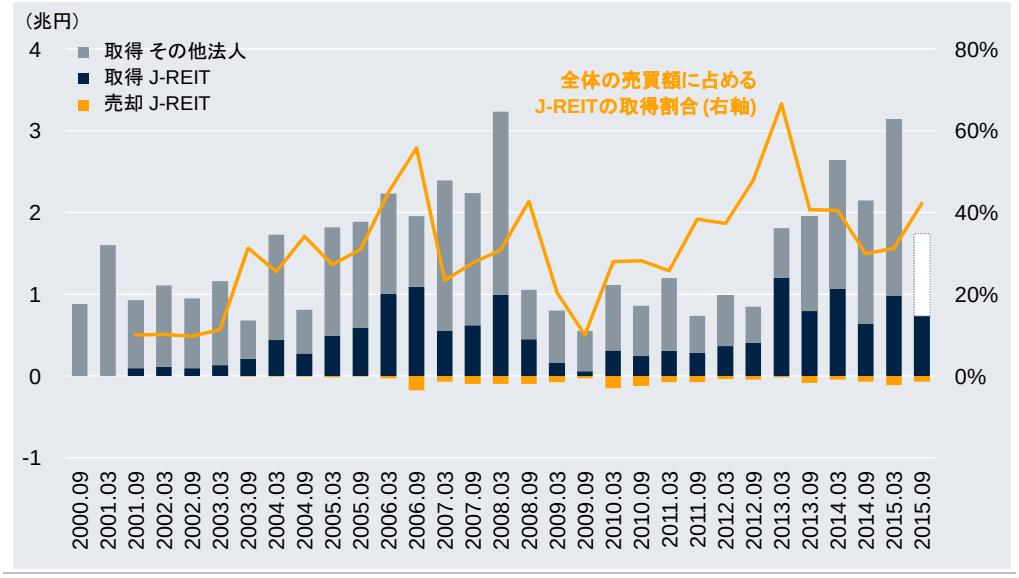
いちご不動産（ホテル）、リスト（総合）

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 & Wealth 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 4 月-9 月の不動産取引額は速報ベースで約 1.7 兆円とほぼ 3 年ぶりの水準まで落ち込んだ一方、J-REIT の取引に占める割合は推定 4 割強と前期比増加となった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



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 & Wealth Management作成

白色：Deutsche Asset & Wealth Management推定による暫定値

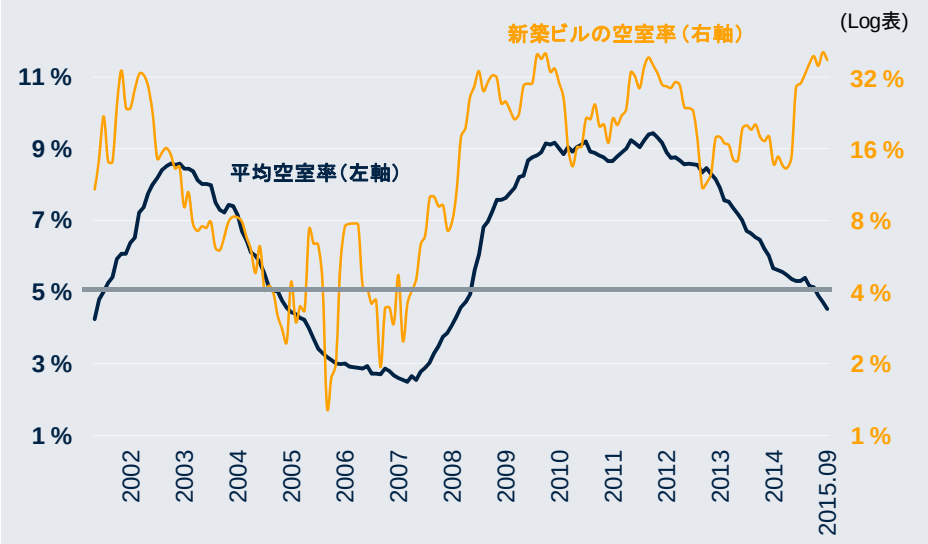
不動産ファンダメンタルズ

オフィス

企業業績が回復していることからオフィス需要は依然堅調で、都心 5 区[4]のオフィスビルの空室率は回復傾向にある。2015 年 9 月末時点の平均空室率は 4.5%と前年同月比 1.1 ポイント低下、特に渋谷区の平均空室率は 2.4%と引き続き低い水準を維持している。

一方、港区や中央区を中心に供給が相次いだことから、竣工後 1 年以内の新築ビルに限れば平均空室率は 38.3%と約 3 年ぶりの高い水準となり、空室にややだぶつきがみられる。2015 年第 4 四半期にも千代田区で 2 棟の大型供給が予定されているが、うち 1 棟はすでにほぼ満室になったものとみられる。

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）
大崎ｳｨｽﾞﾀﾜｰ	2014/1	24	58,411
室町古河三井ﾋﾞﾙ	2014/2	22	62,470
室町ちばぎん三井ﾋﾞﾙ	2014/2	17	29,120
京橋ﾄﾗｽﾄﾀﾜｰ	2014/2	21	52,471
横浜ｱｲﾏｰｸﾌﾟﾚｲｽ	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
虎ノ門ﾋﾙｽﾞ森ﾀﾜｰ	2014/5	52	244,360
飯田橋ｸﾞﾗﾝ・ﾌﾞﾙｰﾑ	2014/6	30	124,000
日生丸の内ｶﾞｰﾃﾞﾝﾀﾜｰ	2014/6	22	55,800
豊洲ﾌｫﾚｼｱ	2014/7	16	101,376
品川ｼｰｽﾞﾝﾃﾗｽ	2015/ 2	32	128,000
東京日本橋ﾀﾜｰ	2015/ 4	35	133,900
大崎ﾌﾞﾗｲﾄﾀﾜｰ	2015/ 4	31	92,000
大崎ﾌﾞﾗｲﾄｺｱ		20	44,770
二子玉川ﾗｲｽﾞ・ﾀﾜｰｵﾌｨｽ	2015/ 6	30	86,900
鉄鋼ﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞ	2015/10	26	52,140
大手門ﾀﾜｰ・JXﾋﾞﾙ	2015/11	22	108,000

2016年以降

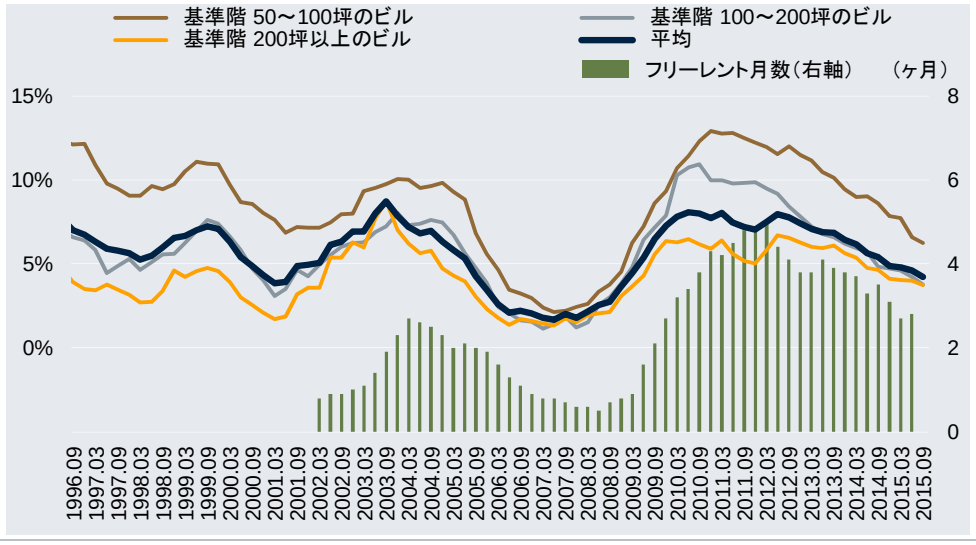
ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
大手町ﾌｨﾅﾝｼｬﾙｼﾃｨ・ｸﾞﾗﾝｷｭｰﾌﾞ	2016	31	193,800
東京ｶﾞｰﾃﾞﾝﾃﾗｽ	2016	36	110,000
新宿ｶﾞｰﾃﾞﾝﾀﾜｰ	2016	37	43,132
JR新宿ﾐﾗｲﾅﾀﾜｰ	2016	32	77,200
六本木三丁目ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2016	40	171,920
銀座六丁目計画	2016	13	38,000
京橋再開発ﾌﾟﾛｼﾞｪｸﾄ	2016	32	66,590
大手町ﾊﾟｰｸﾋﾞﾙﾃﾞｨﾝｸﾞ	2017	29	149,000
赤坂一丁目再開発	2017	37	81,698
浜松町二丁目計画A街区	2018	42	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	135,000
〃 B棟	2019	36	145,000
虎ノ門ﾄﾗｽﾄｼﾃｨ ﾜｰﾙﾄﾞｹﾞｰﾄ	2018	36	計210,000
大手町二丁目再開発A棟	2018	35	202,000
〃 B棟		32	152,000
渋谷駅 南街区	2018	33	117,500
〃 道玄坂街区	2018	18	58,900
〃 駅街区 東棟	2020	46	107,000
〃 桜丘口再開発A棟	2020	36	174,800

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 & Wealth Management作成

[4] 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区を指す。

2015 年 9 月の東京都心 3 区[5]の基準階面積別オフィス空室率もおおむね改善傾向にある。大規模ビル（基準階面積 200 坪以上）の空室率が前年同期比 0.9 ポイント改善し 3.7%となったほか、基準階面積 50-100 坪クラスのビルで同 2.4 ポイント改善し 6.3%となった。需給環境の改善に伴いフリーレント期間も縮小する動きが広がっており、2015 年 6 月のフリーレント期間は平均 2.8 ヶ月と前年同期比 0.5 ヶ月改善した。

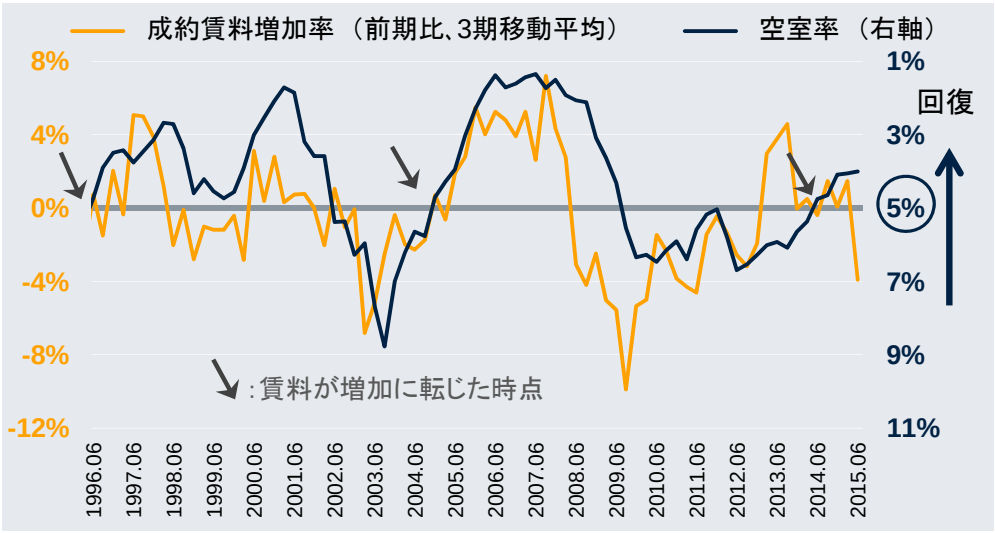
図表 17: 東京都心 3 区の基準階面積別オフィス空室率の推移



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 & Wealth 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 6 月の都心 3 区の基準階 200 坪以上のオフィス空室率は 4.0%と自然空室率の 5%を割っている。成約賃料は 3 期の移動平均で一時的に前期比 3.9%減となったものの、今年後半にかけてもう一段の回復が見込まれる。

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)

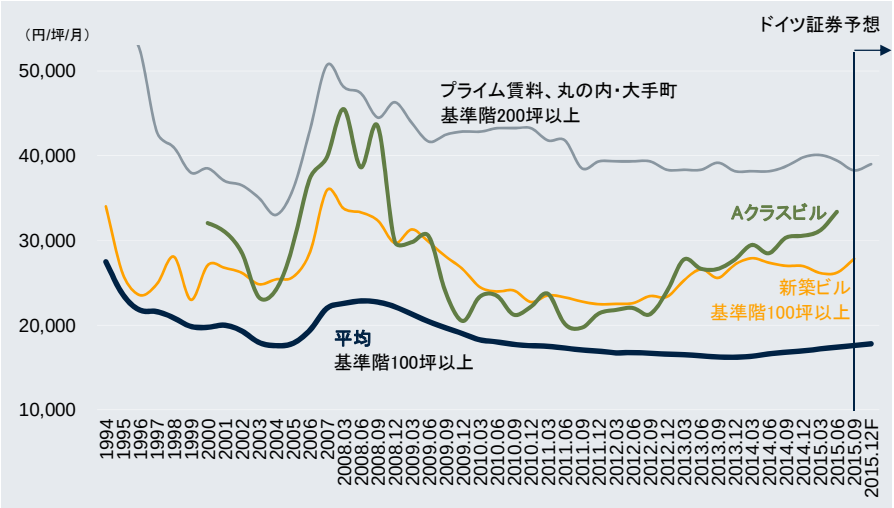


出典: ニッセイ基礎研究所、三幸エステートの資料をもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

5 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心部のビルは引き続き賃料の上昇基調が続いており、2015 年第 4 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で 4.7%増と 6 四半期連続で回復となったほか、新築ビルでも平均募集賃料が前年同月比 3.1%増（黄線）と 4 四半期ぶりに上昇に転じた。今後年末にかけて緩やかながらも底堅い増加が続くものと予想される。

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

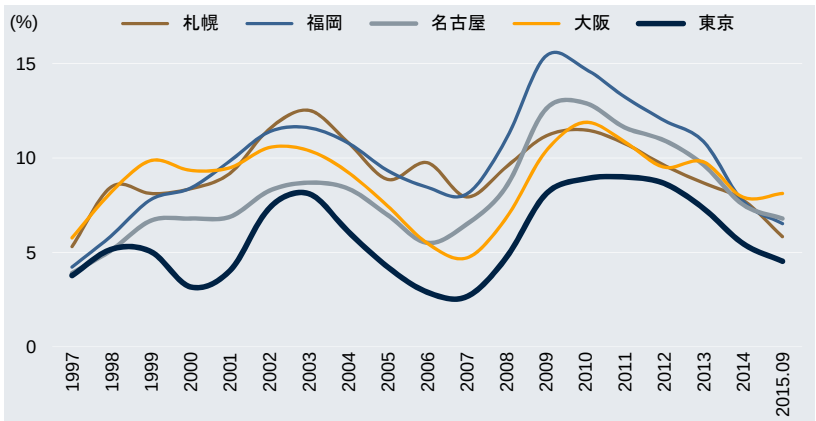


F: Deutsche Asset & Wealth Management予想値

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 & Wealth Management作成

国内主要都市のなかでは札幌、福岡、名古屋のオフィス市場で空室率が改善しており、2015 年 9 月はいずれも 7%以下と、長期的な平均値である 8%を下回る。大阪では 2015 年第 1 四半期に新ダイビル（堂島）などが竣工したため空室率が一時的に上昇した。2015 年後半には名古屋駅前でオフィスの大型供給が予定されていることから需給動向が一旦緩む可能性もあり、今後の先行きが注目される。

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）
ﾀﾞｲﾋﾞﾙ本館（大阪・中之島）	2013/2	22	48,153
ｸﾞﾗﾝﾌﾛﾝﾄ大阪 ﾀﾜｰA	2013/4	38	187,800
ｸﾞﾗﾝﾌﾛﾝﾄ大阪 ﾀﾜｰB/C	2013/4	38/33	295,100
富士ﾌｨﾙﾑ名古屋ﾋﾞﾙ	2013/4	14	21,637
NTT東日本仙台青葉通ﾋﾞﾙ	2013/5	14	33,742
名古屋東京海上日動ﾋﾞﾙ	2013/6	15	10,854
あべのﾊﾙｶｽ（大阪）	2014/3	60	306,000
札幌三井JPﾋﾞﾙ	2014/8	20	68,000
新ﾀﾞｲﾋﾞﾙ（大阪）	2015/3	31	42,000

2015年以降

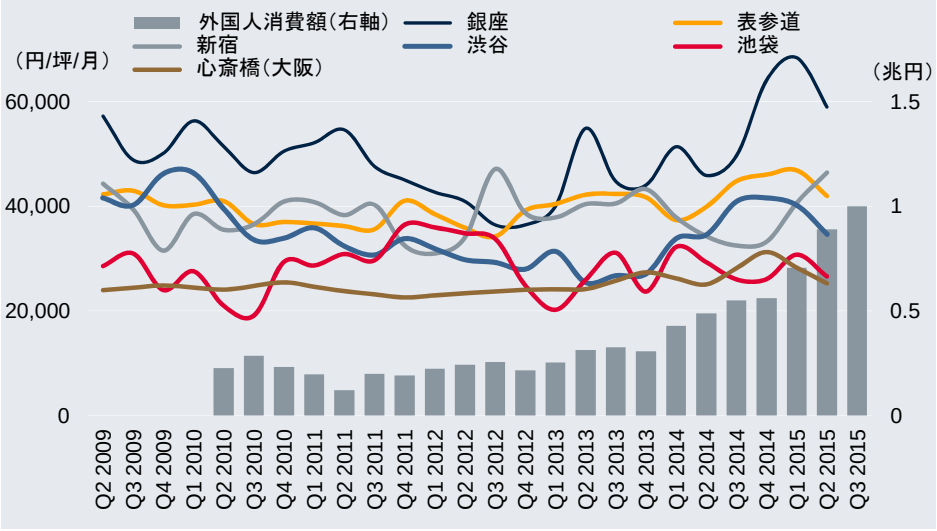
ビル名	竣工	階数	延床㎡（オフィス部）
大名古屋ﾋﾞﾙﾃﾞﾝｸﾞ	2015/11	34	65,000
JPﾀﾜｰ名古屋	2015/11	40	78,336
ｼﾝﾌｫﾆｰ豊田ﾋﾞﾙ（名古屋）	2016/6	25	15,444
JRｹﾞｰﾄﾀﾜｰ（名古屋）	2017	46	45,030
中之島ﾌｪｽﾃｨﾊﾞﾙﾀﾜｰ・ｳｴｽﾄ（大阪）	2017	41	67,750
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙｹﾞｰﾄ・ｳｴｽﾄ（名古屋）	2017	36	計157,000
ｸﾞﾛｰﾊﾞﾙｹﾞｰﾄ・ｲｰｽﾄ（名古屋）		17	
錦二丁目計画（名古屋）	2018	21	45,586
梅田3丁目計画（大阪）	2019	40	217,000

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 & Wealth Management作成

商業施設

訪日外国人は増加し続けており 2015 年 1 月-9 月期でみると前年同期比 54%増、2013 年同期比 94%増となっている。インバウンド消費は力強さを増しており、ホテルや都心の商業施設は特に恩恵を受けている。2015 年第 3 四半期の訪日外国人による消費額は四半期ベースで史上初めて 1 兆円を突破し、2015 年通年では 3 兆円を超える見通しとなっている。2015 年第 2 四半期の賃料は主要エリアで前期比下落に転じたものの、前年同期比でみると新宿、渋谷、心斎橋など、池袋を除く主要商業地全てで上昇した。

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

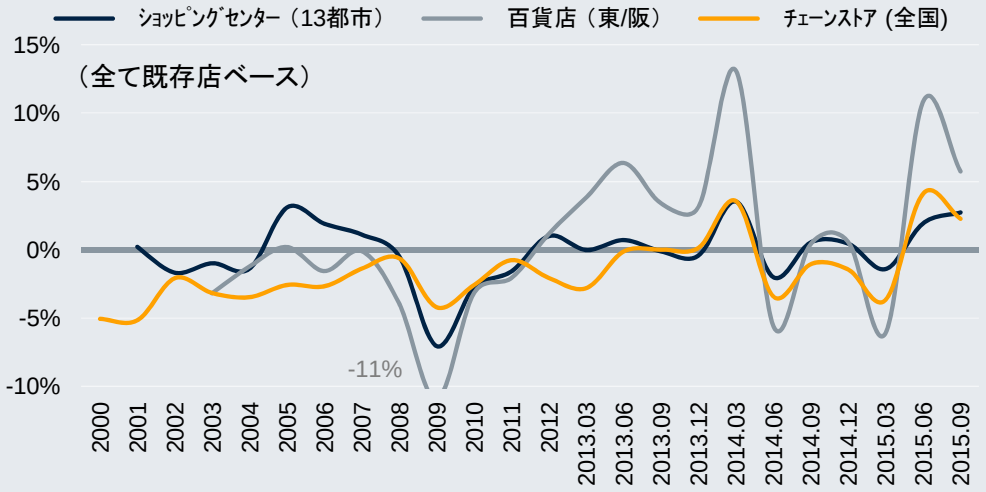


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

出典: スタイルアクト、日経不動産マーケット情報、三鬼商事の資料をもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

主要商業地の店舗と同様、小売売上は都市部を中心に回復がみられ 2015 年第 3 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 5.7%の増加となった。また、チェーンストア(全国)、ショッピングセンター(政令指定都市)の売上高もそれぞれ 2.3%、2.1%増と同様に堅調に推移し、いずれも 2 四半期連続の伸びとなった。雇用情勢の改善や旺盛な訪日外国人消費に加え、今年のシルバーウィークは日並びが良く 5 連休となったことから、都市部を中心に売上が底上げされた。今後もインバウンド消費や賃上げ効果による国内消費の回復が期待される。

図表 22: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)



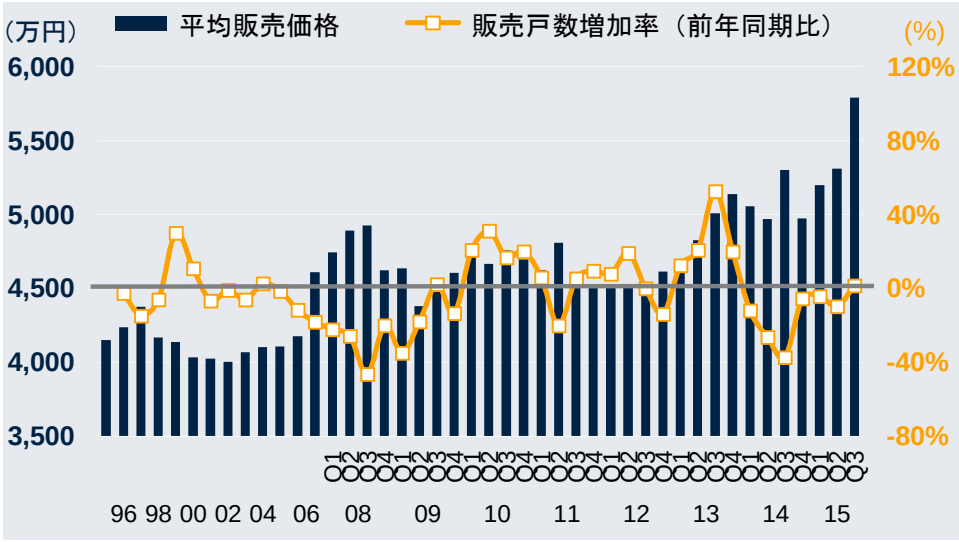
出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

住 宅

首都圏分譲マンション市場では円安による海外投資家の増加や富裕層の相続税対策もあって価格先高観が強く、特に単価の高い都心部や湾岸エリアのタワー物件などに人気が集まっている。このため 2015 年第 3 四半期の平均販売価格は前年同期比 9.3%増の 5,793 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、バブル期以来の水準となった。

供給戸数は前年同期比 1.6%増の 9,825 戸と 7 四半期ぶりに前年同期比増となった。一方、サラリーマン層が主なターゲットとなる郊外部では足元の価格上昇で売れ行きが鈍る傾向にあり、しばらく市場の二極化が続くものと予想される。

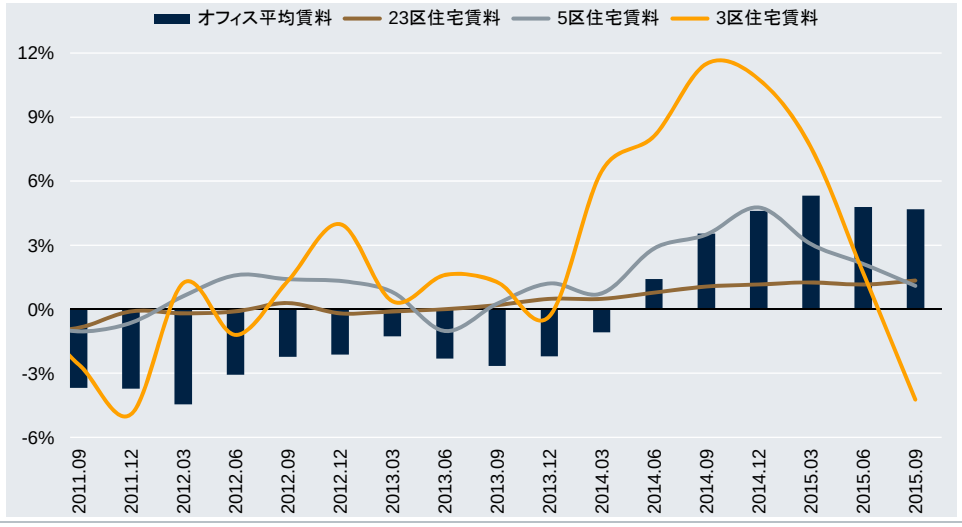
図表 23: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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

2015 年第 3 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 4.2%減と、優良物件の賃料上昇が一巡したため 7 四半期ぶりの減少となった。5 区の募集賃料（灰線）も堅調に推移はしているものの伸び率は 1%前後とやはり落ち着いてきており、これまで上昇が続いていた賃貸住宅市場に潮目の変化がみられる。

図表 24: 東京都心 3 区における高級賃貸住宅賃料と空室率の推移

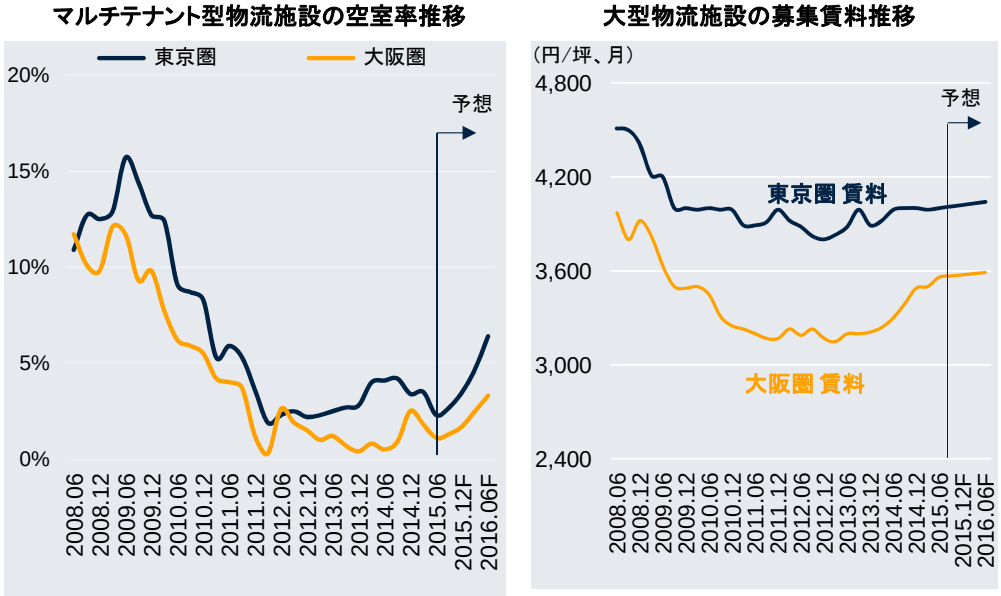


出典: ケン不動産投資顧問、三鬼商事の資料をもとにDeutsche Asset & Wealth Management作成

物流施設

物流施設ではクオリティの高い物件への人気が高く需給環境は引き続きひっ迫している。大型物件の供給があったにもかかわらず 2015 年第 2 四半期の東京圏における空室率は前期比ほぼ横ばいの 2.3%、大阪圏では前期比 0.7 ポイント減の 1.1%とさらに改善がみられた。平均賃料も堅調に推移しており東京圏で前年同期比 0.3%の上昇、大阪圏では同 7.9%の大幅上昇となった。年後半から来年前半にかけて高水準な供給が予定されているため空室率は東京、大阪いずれにおいても一旦上昇するとみられるが、新規需要が旺盛なため市況の大きな崩れはないものと予想される。

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 & Wealth 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

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2015 ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社

Deutsche Asset & Wealth 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 & Wealth 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 Deutsche Asset & Wealth 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 & Wealth 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 & Wealth Management の現在の見解を反映するだけのものであり、Deutsche Asset & Wealth 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-151028-2