



## 新型コロナ不況と不動産市場

国内の新型コロナウイルス感染拡大とそれに続く緊急事態宣言の影響や外出自粛、渡航制限などで国内経済は大きく落ち込んでいます。2020年通年の実質経済成長率はリーマンショック直後の2009年のマイナス幅(-5.4%)と同水準の落ち込みが予想されています。一方で、リーマンショック時と違い株式市場はいち早く回復傾向を示しており、銀行の「貸し渋り」などによる目立った信用不安も今のところ発生していません。

このようななか、不動産市場はどのように動いていくかが注目されています。不動産市場は元々景気サイクルを後追する「遅効性」があると言われますが、これまで空前の活況を呈していたオフィス市場でも各主要都市で空室率が一斉に上昇に転じるなど、すでに各セクターにも不況の影響が見え始めています。今回は国内不動産の各セクターがコロナ不況でどのような影響を受けているのか、今後の見通しや投資家の動向にも言及しながらセクターごとの動きについてまとめております\*。

\* 詳しくは、[2020年10月発行、『DWS 国内不動産マーケットレポート』](#)もあわせてご参照ください。

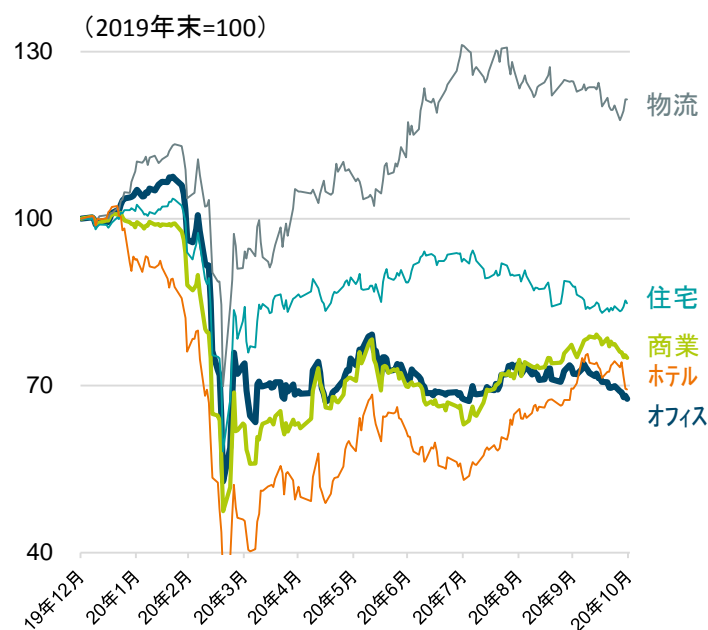
### 1. セクター別国内REIT指数推移

まず不動産を裏付け資産とする上場REITのインデックス推移についてみていきます。上場REITは株式と同様に、日々価格が変動するため今後の実物不動産市場の動きをいち早く反映する傾向があり、市場を先読みするための重要な指標になります。

2020年3月、コロナウイルスが世界的パンデミックを引き起こすとの観測が広がったため、東証REIT指数も一時49%の落ち込みを記録しました。その後は底値から徐々に価格を戻していますが、回復スピードはセクターによってかなりバラつきがあります。

最も好調なのは物流セクターで、自粛期間中にEコマース需要が一層拡大し物流施設のスペース需要が高まっていることが背景にあります。住宅セクターは不況の影響を受けにくい特性からREIT価格への影響も比較的緩やかです。ホテルセクターと商業施設は外国人の入国制限や移動・外出自粛の影響で営業面での打撃が最も大きく、REIT価格の落ち込み幅も厳しかったといえますが、政府の「Go To キャンペーン」の特需を受けて、夏場には回復傾向が鮮明になりました。これに対しオフィスセクターは3月時点での価格の戻りは早かったのですが、企業収益の悪化もあり賃貸市場への影響はこれから本格化するとみられており、4月から10月までの半年間でREIT指数は回復がみられませんでした。

(図表1) セクター別の国内REITインデックス推移



出所: Bloombergの資料をもとにDWS作成

## 2. 物流施設

緊急事態宣言発令後、外出自粛の動きが強まるなか、買い物をオンラインに切り替える動きが加速しています。これを受けて在庫管理や配送の拠点となる物流施設は各地で未曾有の活況を呈しています。首都圏では新たな物流施設の新規供給が続いているにもかかわらず、空室率は2020年6月で0.6%とほとんど空室がない状態にあります。大阪、名古屋でも空室率が低下傾向にあり、同月の募集賃料は3都市全てで上昇しています。

今後もEコマース事業者など主なテナントからのスペース需要は底堅い状況が続くとみられます。各社は大型開発計画を次々と発表しているほか、物流REIT各社も増資を通じて物件取得を進めており、投資家にとって最も注目度の高いセクターとなっています。

## 3. オフィスビル

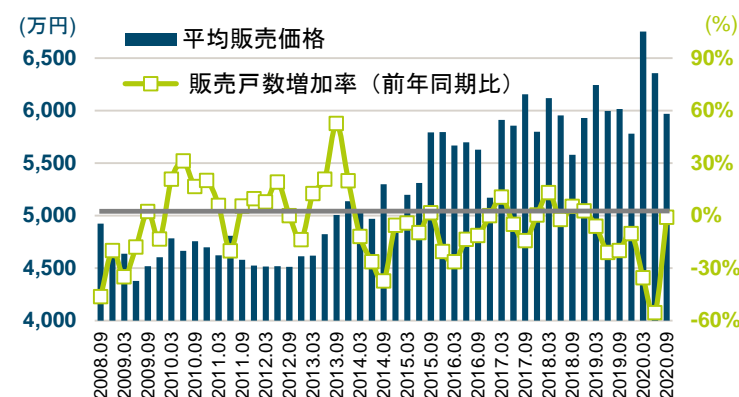
国内主要都市のオフィス空室率は2019年までバブル期以来となる低い水準で推移するほど活況を呈していました。今年に入りテナント企業の間でオフィス移転計画の凍結や撤回の動きが出始め、今年の2月から9月の間に東京では空室率が1.5%から3.4%へ上昇するなど、過去10年近くにわたって続いてきた回復トレンドが各地で反転しました。業況の悪化を受けてテナント企業も新規採用計画を縮小する傾向にあり、空室率は来年にかけてもう一段の上昇が予想されます。また、中長期的にはリモートワークの定着や郊外サテライトオフィスの普及なども都心部のオフィス市場に影響を与える要因となるものとみられ、その動向が注目されます。

## 4. 分譲マンション・賃貸マンション

首都圏の分譲マンションの平均販売価格は足元で6,000万円を下回り、価格上昇には歯止めがかかってきたといえますが、それでも平均価格は過去20年の最高値圏内にあり、目立った価格調整は今のところ見られません。ただし販売戸数でみると2020年4-9月の上半期は調査開始以来初めて9,000戸を下回り、高嶺の花となった分譲マンションから値ごろ感のある郊外の戸建て住宅に需要がシフトする傾向がみられます。都心から郊外への動きは感染が落ち着くまでしばらく続くものと思われます。

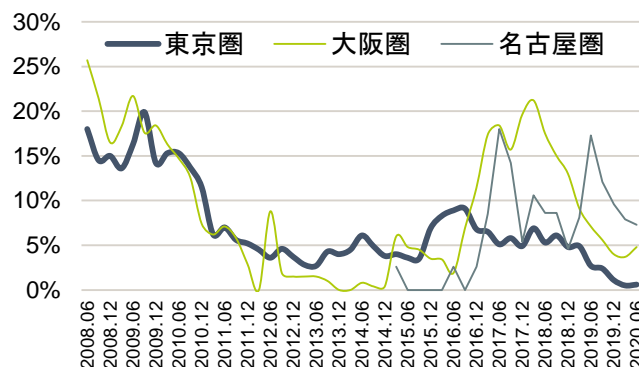
分譲マンションの販売戸数が低迷する一方、賃貸の需要は堅調に推移しています。都心9区の平均マンション賃料は過去4年にわたって上昇トレンドが続き、特にファミリー向け物件は大きな変化はみられません。一方、飲食店関係者の多い地域や学生向け物件の多い地区では空室が増加する傾向がみられ、賃料の上昇には一服感が見られます。それでもオフィスや商業施設に比べ景気サイクルの影響は受けにくいことから、今後も国内・海外からの投資資金が流れ込みやすい構図が続くとみられます。

(図表4) 首都圏新築分譲マンションの価格と販売戸数増減



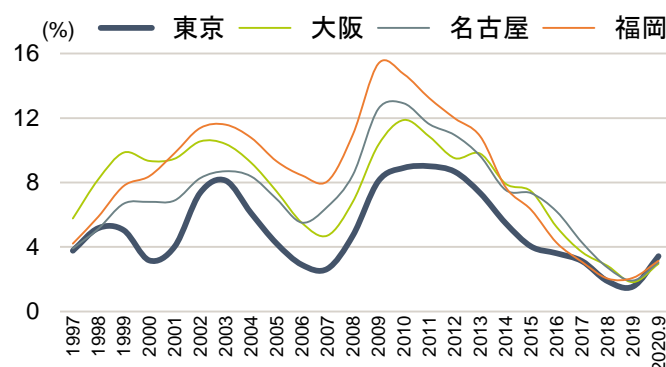
出所：不動産経済研究所の資料をもとにDWS作成

(図表2) マルチテナント型物流施設の空室率



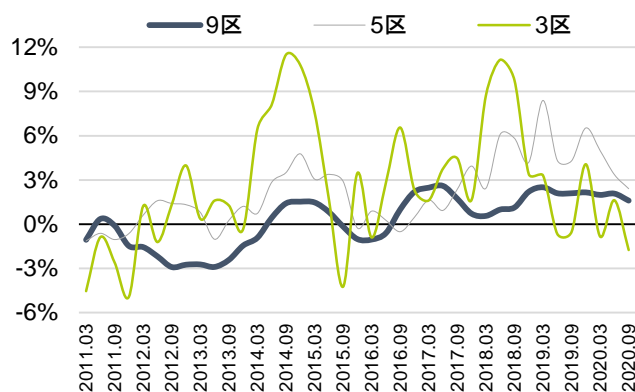
出所：CBREの資料をもとにDWS作成

(図表3) 国内主要都市のオフィス空室率



出所：三鬼商事の資料をもとにDWS作成

(図表5) 東京都心における賃貸住宅賃料



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

## DWSの見通し

|                  |                      | 2020年(予測) |             | 2021年(予測) | 見通し    |
|------------------|----------------------|-----------|-------------|-----------|--------|
| GDP成長率<br>(対前年比) | 世界                   | -3.8%     | ↗           | 5.3%      | 上昇の可能性 |
|                  | 米国*                  | -5.4%     | ↗           | 4.2%      | 上昇の可能性 |
|                  | ユーロ圏                 | -8.5%     | ↗           | 5.5%      | 上昇の可能性 |
|                  |                      | 現在値       | 2021年9月(予測) | 短期的見通し    | 長期的見通し |
| 株式               | 米国(S&P500種株価指数)      | 3,369     | 3,300       |           |        |
|                  | 欧州(ストックス・ヨーロッパ600指数) | 356       | 370         |           |        |
| 債券               | 米国国債(10年物)           | 0.90%     | 0.90%       |           |        |
|                  | ドイツ国債(10年物)          | -0.62%    | -0.50%      |           |        |
| 為替               | 米ドル(対 日本円)           | 104       | 105         |           |        |
|                  | ユーロ(対 米ドル)           | 1.17      | 1.15        |           |        |

出所: GDP成長率: DWSインベストメントGmbH、予測は2020年8月20日時点、\*米国のGDP成長率は対前年比平均値

株式、債券、為替: ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、DWSインベストメントGmbH、現在値/短期的見通し/長期的見通しは2020年11月3日時点、予測は2020年8月20日時点

凡例: 短期的見通しは1~3カ月、長期的見通しは2021年9月までの収益可能性を示しています。

: 収益がプラスになる可能性、 : 収益機会と損失リスクはいずれも限定的、 : 収益がマイナスになる可能性

## REITのトータルリターン (過去平均は年率リターン)

|        | 4Q2019 | 1Q2020 | 2Q2020 | 3Q2020 | 年初来    | 過去平均  |       |       |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
|        |        |        |        |        |        | 3年平均  | 5年平均  | 10年平均 |
| 米国     | -1.3%  | -29.2% | 11.3%  | 0.6%   | -22.1% | -2.6% | -0.1% | 5.3%  |
| 欧州     | 8.9%   | -26.0% | 6.2%   | 1.5%   | -23.5% | -2.0% | -1.9% | 6.1%  |
| アジア太平洋 | 10.4%  | -26.3% | 10.0%  | 0.1%   | -21.4% | -3.4% | 4.6%  | -     |
| 日本     | -0.7%  | -25.0% | 5.3%   | 4.7%   | -21.5% | 3.6%  | -     | -     |

出所: ブルームバーグのデータを基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年10月30日時点

FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD(米国)、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR(欧州)、

FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USD(アジア太平洋)、東証REIT指数(税引後配当込み)(日本)

## 実物不動産投資のトータルリターン\* (年率、レバレッジ前)

\*ビルごとの鑑定評価額や賃料収益を基に集計される不動産のリターン。キャピタルリターン(値上り益)とインカムリターン(賃料利回り)を合計したもの。

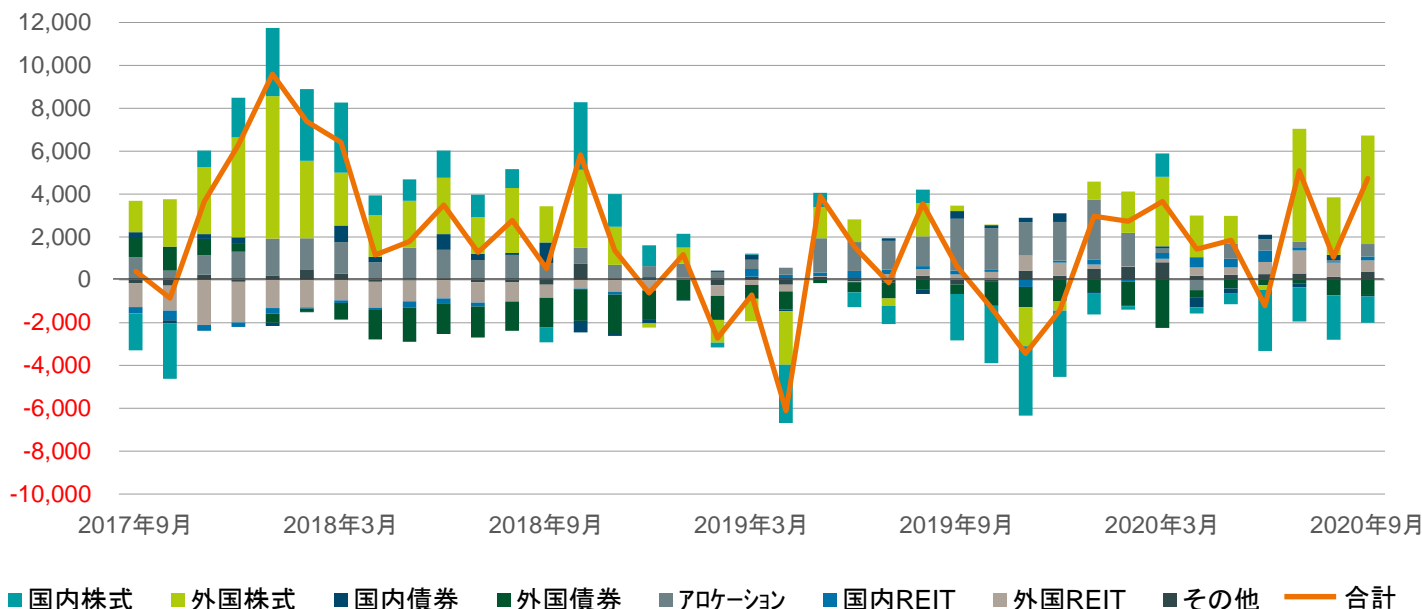
|        | 3Q2019 | 4Q2019 | 1Q2020 | 2Q2020 | 3Q2020 | 過去平均 |      |       |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------|------|-------|
|        |        |        |        |        |        | 3年平均 | 5年平均 | 10年平均 |
| 米国     | 6.2%   | 6.4%   | 5.3%   | 2.7%   | 2.0%   | 5.9% | 7.3% | 9.9%  |
| 欧州     | 7.7%   | 8.9%   | 6.7%   | 4.3%   | -      | 8.6% | 8.5% | 7.1%  |
| アジア太平洋 | 7.6%   | 6.8%   | 4.8%   | 0.0%   | -      | 8.4% | 9.6% | 9.7%  |
| 日本     | 6.6%   | 6.4%   | 5.9%   | 5.2%   | -      | 6.4% | 7.0% | 5.8%  |

注: リターンは現地通貨ベース(アジア太平洋は米ドルベース)

出所: NCREIF Property Index(米国)、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index(欧州)、MSCI Global Property Fund Index(アジア太平洋)、

ARES Japan Property Index(日本)の資料を基にドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。2020年10月30日時点

国内公募・追加型株式投信(除くETF)の投資対象別純設定額の推移 (2017年9月~2020年9月、月次)



出所: イボットソン・アソシエイツのデータを用いてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成。※償還済みファンド含むデータ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。

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

ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社は、DWSグループの日本における拠点であり、投資信託ビジネス・機関投資家向け運用ソリューションの提供における長年の経験、ノウハウおよび実績を有します。グローバルな運用体制と独自の洞察力を駆使した質の高いサービスをご提供するとともに、日本市場の資産運用ニーズに的確にお応えすることを目指します。

【ご留意事項】

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ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が作成しておりますが、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。当資料記載の情報および見通しは、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。市場や経済に関するデータや過去の運用実績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。投資にはリスクが伴います。価格変動等により、当初投資元本を割り込むことがあります。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。当資料に関する著作権はすべてドイチェ・アセット・マネジメント株式会社に属しますので、当社に無断で資料の複製、転用等を行うことはできません。

【当資料で使用している指数等に関する留意事項】

●S&P500種株価指数は、S&P Dow Jones Indices LLC.が算出する指数です。●ストックス・ヨーロッパ600指数は、STOXX Limitedが算出する指数です。●“FTSE®”は、ロンドン証券取引所とフィナンシャルタイムズ社の登録商標です。“NAREIT®”は、National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT=全米不動産投資信託協会)の登録商標です。“EPRA®”は、European Public Real Estate Association (EPRA= 欧州不動産協会)の登録商標です。それらは全てライセンスに基づいてFTSEが使用しています。FTSE EPRA/NAREIT United States Net Total Return Index USD、FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Index Net Total Return Index EUR、FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific ex Japan Net Total Return Index USDは、FTSEによって算出されています。FTSE、NAREIT並びにEPRAはいずれも、本商品の後援や推薦並びに販売促進を行うものではなく、本商品とのいかなる関連性はなく、何らその責任を負うものではありません。●東証REIT指数(税引後配当込み)は、株式会社東京証券取引所(以下「東証」といいます。)に上場しているREIT全銘柄を対象とした時価総額加重型の指数で、基準日(=2003年3月31日)の時価総額を1,000として算出され、東証に上場しているREIT全銘柄に投資した場合の投資成果(市場における価格の変動と配当の受け取りを合わせた投資成果)を表します。なお、東証REIT指数は東証の知的財産であり、東証REIT指数の算出、数値の公表、利用等、東証REIT指数に関する権利は東証が所有しています。●NCREIF Property Indexは、National Council of Real Estate Investment Fiduciaries(NCREIF=米国不動産投資受託者協会)が算出する指数です。●MSCIワールドSRIインデックス、MSCIワールド・インデックス、MSCIエマージング・マーケットESGリーダーズ・インデックス、MSCIエマージング・マーケット・インデックス、MSCI Pan-European Quarterly Property Fund Index、MSCI Global Property Fund Indexは、MSCIインク(以下「MSCI」といいます。)が算出する指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCIに帰属します。また、MSCIは同指数の内容を変更する権利及び公表を停止する権利を有しています。●ARES Japan Property Indexは、The Association for Retail Estate Securitization (ARES=一般社団法人不動産証券化協会)が算出する指数です。