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 reflected in a dark surface in the foreground. The overall scene is set against a black background.

DWS リサーチレポート
国内不動産マーケットレポート
2020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	要約	4
2	経済・金融	5
3	不動産投資市場	7
4	不動産ファンダメンタルズ	14
5	結論	21
	免責事項	22
	グローバル・リサーチ・チーム	23

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。

1 要約

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。国内の新型コロナウイルス感染拡大や全国的な緊急事態宣言の影響で、2020年第2四半期の国内実質経済成長率は前年同期比で10%の下落と四半期ベースで過去最大の下落となり、2020年通年でもマイナス6%程度となるものと予想される。国内収益不動産売買高は、2020年4-9月期に前年比2割の下落となったほか、東証REIT指数も3月から持ち直したものの、依然として昨年末の8割以下の水準にとどまっている。実物不動産インデックスによるトータルリターンは5.6%と欧米市場に比べると良好な水準を保っているが、今年末から来年にかけて一時的にマイナスに転じる懸念がある。

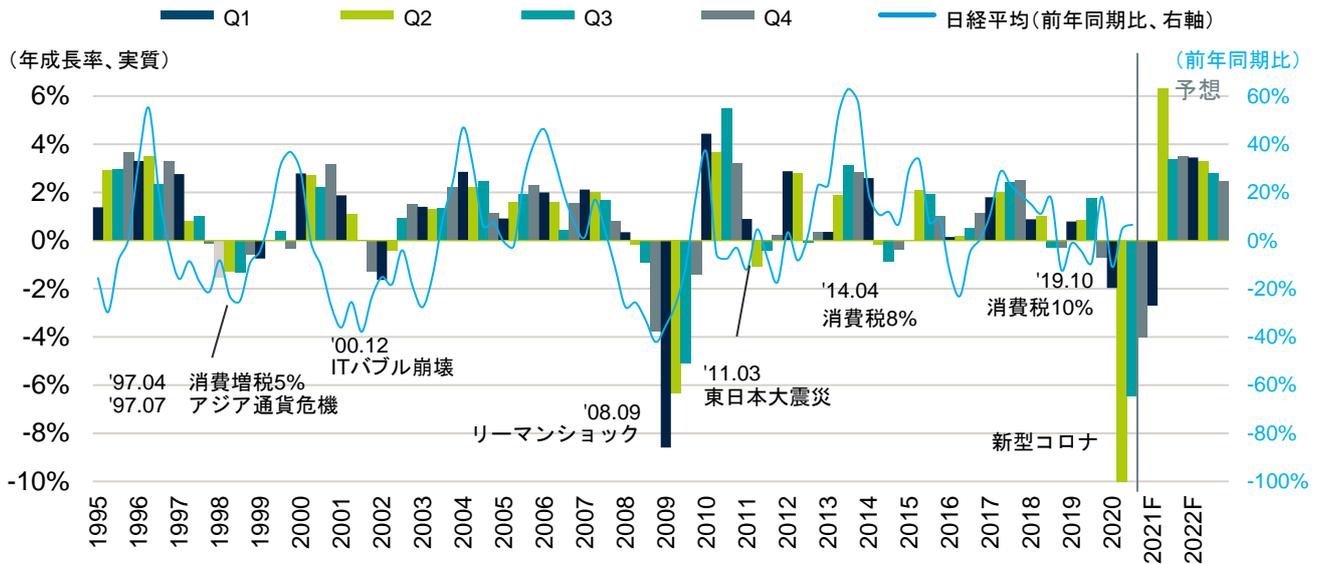
不動産ファンダメンタルズ: 本章ではオフィス・商業施設・住宅・物流施設・ホテルなど5セクターについて、それぞれ市場ファンダメンタルズの動向を概観・分析している。過去10年間回復が続いてきた東京都心オフィス空室率はコロナ禍の下で2020年9月には3.4%まで上昇し、来年にかけてもう一段の悪化が見込まれる。これを受け、東京都心オフィスの平均賃料は今年の夏場から減少しており、6年以上にわたって続いた上昇傾向がとまった。国内主要都市でもオフィスの需給バランスが急速に悪化する可能性は低いものの、企業業績の悪化に連動して年末にかけて空室率の上昇傾向がしばらく続くものとみられる。

それ以外のセクターをみると、分譲市場からの需要シフトが続く賃貸住宅やeコマース需要が拡大する物流施設で特に需要が堅調で、直近の賃料相場は何れも緩やかな上昇傾向が続いている。商業セクターの中では食料品や日用品を扱う業態(食品スーパーなど)は堅調であったが、緊急事態宣言発令中に休業要請を受けた百貨店やショッピングモールの既存店売上高は、第2四半期にいずれも前年比約6割の減少と過去最大の落ち込みを記録し、第3四半期にも同約3割の減少と影響が残った。訪日客の蒸発で壊滅的な打撃を受けたホテルセクターでは、東京と大阪の稼働率が第2四半期の10%から第3四半期には20%までやや回復し、さらに政府の「Go To Travel」事業の拡大などもあって足元の稼働率は急速に回復しているものとみられるものの、外国人観光客の戻りは遅く事業が正常化するまではいまだしばらく時間がかかるものとみられる。

2 経済・金融

2020年4月、国内の新型コロナウイルス感染拡大で全国に緊急事態宣言が発令され、これにより国内経済は未曾有の景気後退に見舞われた。2020年第2四半期の国内実質経済成長率は前年同期比でマイナス10%と四半期ベースで過去最大の下落となり、2020年通年でもマイナス6%とリーマンショックと同水準かそれを下回る水準になるものと予想される。個人消費は生活必需品などを除くほぼ全ての品目で需要が大幅に減少し、設備投資や輸出も大きく落ち込んだまま戻りは鈍い。内需産業を中心に業種によっては底打ち感も出てきているものの、本格的な景気回復は2021年の第2四半期以降になるとの見方が多い。ただし、欧米諸国では依然として新型コロナの感染拡大が続いており、この冬も国内でさらに感染が広まるような場合は景気回復時期にさらに不透明感が増す懸念もある。

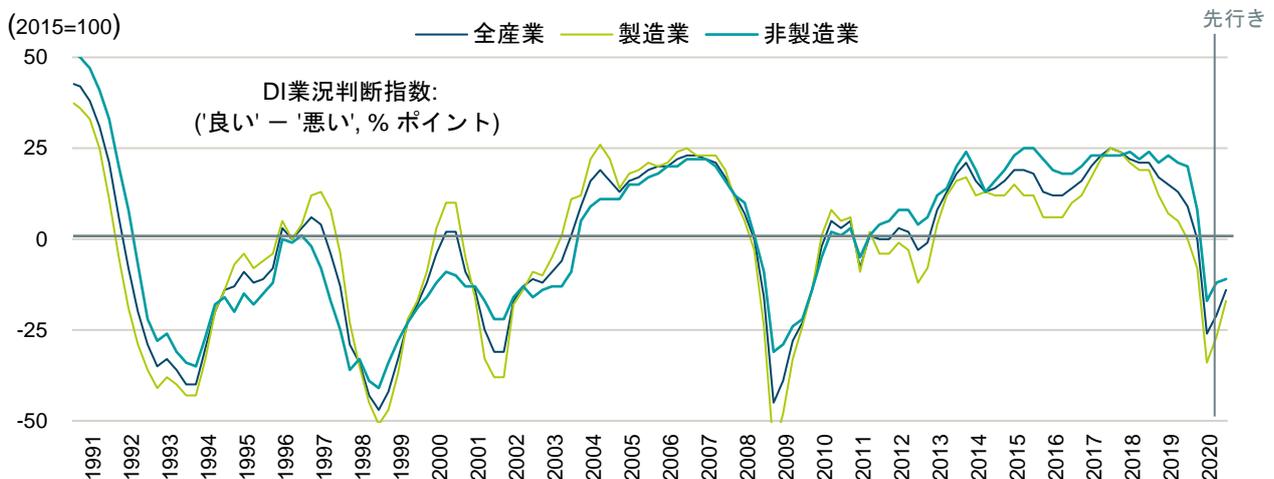
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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、Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

日銀短観による2020年9月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、紺色)はマイナス21ポイントと、同6月時点に比べ5ポイント改善したものの、依然としてマイナス圏に沈んでいる。先行き不透明感から設備投資を控える動きが世界的に広がり、機械産業の多い製造業(黄緑色)ではDIがマイナス27ポイントと落ち込みが大きく、製造業主導で回復が進む中国等と比べ出遅れ感が出ている。また訪日客の減少及び外出自粛で大きな打撃を受けている飲食・宿泊サービス業や小売業の影響で非製造業(水色)の景況感もマイナス12ポイントと足踏みが続いた。先行きの見通しについては7ポイント程度の改善はみられるが、本格的な回復予想には至っていない。

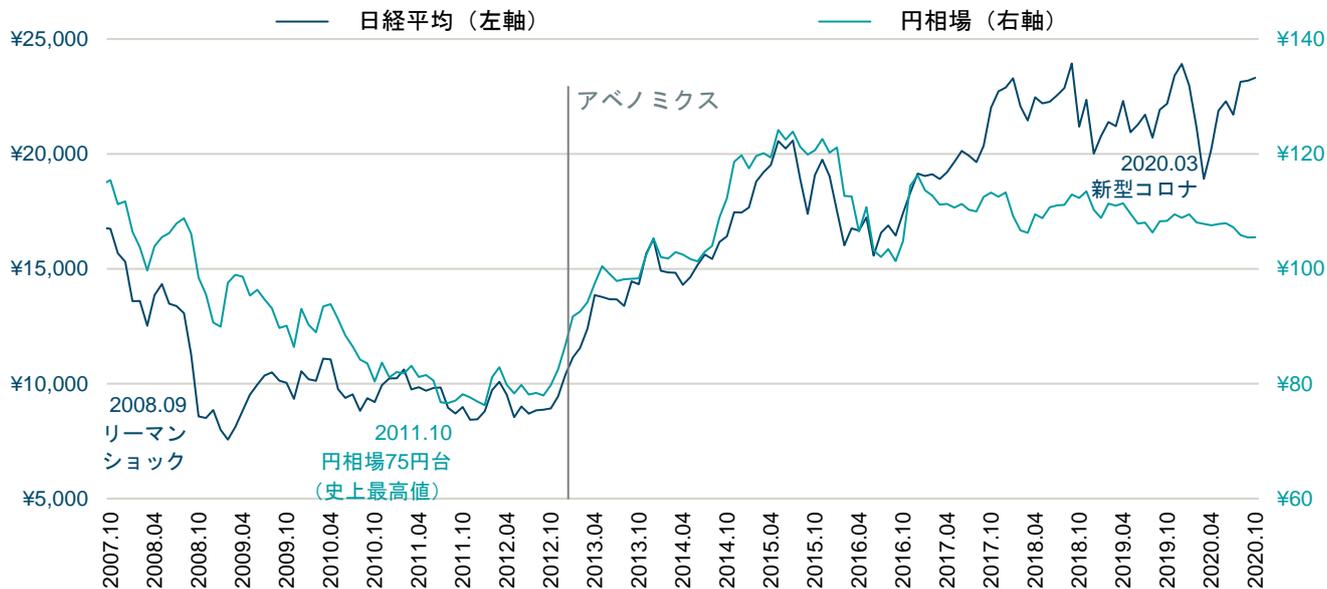
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

日経平均株価は、2020年3月に新型コロナの世界的な感染拡大で一時的に16,000円台半ばまで下落したが、その後政府の緊急経済対策や日銀による追加緩和策が奏功し、2020年9月半ばには昨年末とほぼ同水準となる23,000円半ばを回復した。ドル円相場は2020年4月末の1ドル107円台から同10月後半で104円台へとやや円高傾向が進んでいる。

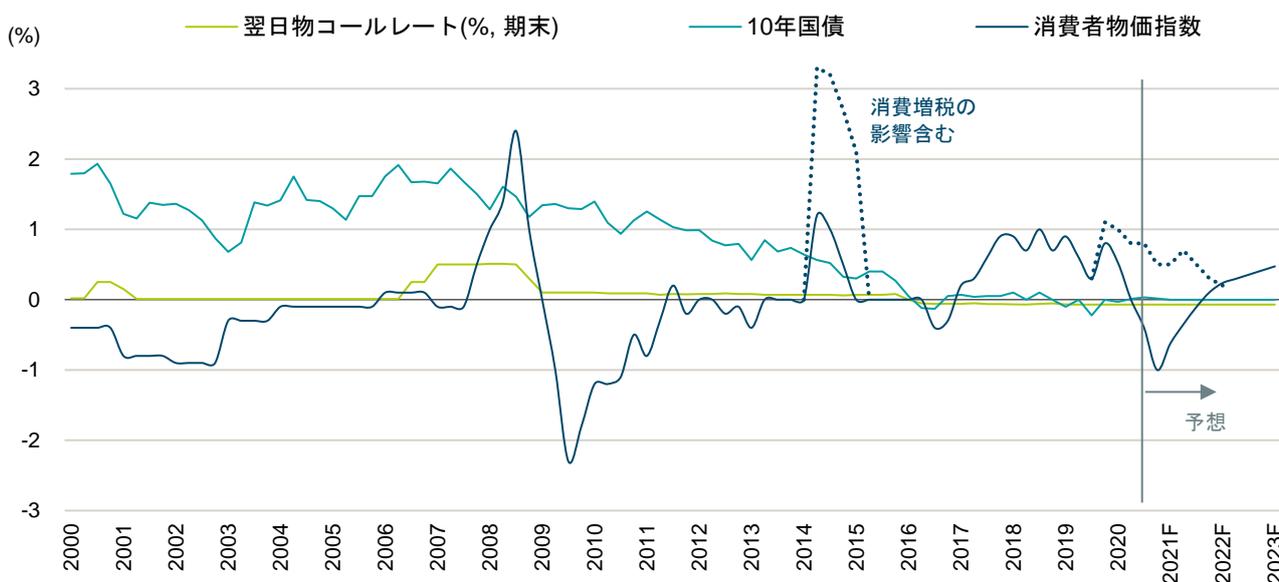
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

2020年8月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)はマイナス0.4%と、2020年4月の緊急事態宣言以来低迷している。今後も個人消費の本格的な回復は見込めず、政府の「Go To トラベル」事業による統計上の物価押し下げ効果もあり、2021年前半までは物価がマイナス圏で推移するとの見方も多い。10年物国債利回りは2020年4月以降ゼロ%前後で推移している。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移



F: DWS 予想値

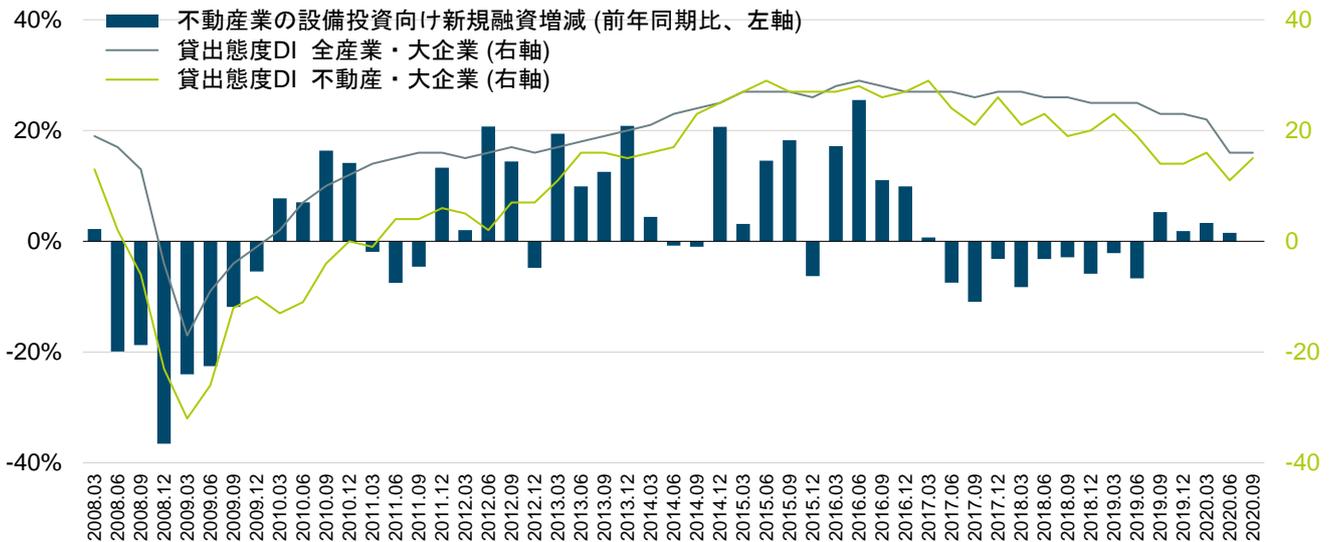
出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

3 不動産投資市場

3.1 不動産融資

2020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、同年3月から1ポイント悪化し15ポイントとなった。銀行界では借入れ比率の高い案件やオペレーション・リスクの高いホテルや商業施設で新規の融資を回避する動きが出ているが、安定稼働物件に関してはそれほど大きな変化は見られない。2020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1.5%増加し、緊急事態宣言下においても4四半期連続の増加となった。

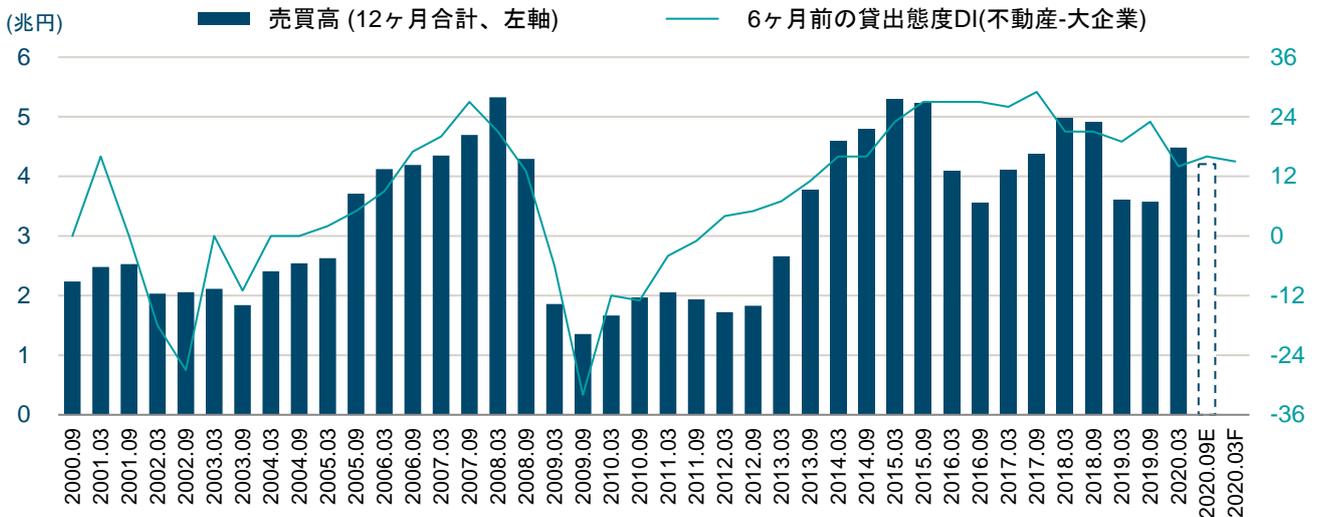
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



出典: 日本銀行のデータをもとに DWS 作成

2020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4.2兆円と、前年同期比で約4割の増加となった。ただし内訳を見ると、2020年3月までの6ヶ月間の売買高が約2.8兆円と同6割の増加となったのに対し、その後の2020年9月までの6ヶ月間の取引高は1.4兆円と同2割の下落となり、新型コロナウイルスの感染拡大の影響がみられる。買い手別では、投資口価格が低迷したJ-REITによる投資活動が弱まったが、当初渡航制限の影響が大きいとみられていた外資系企業においても国内拠点を有する会社を中心に一部で活発な大型投資活動が行われている。

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



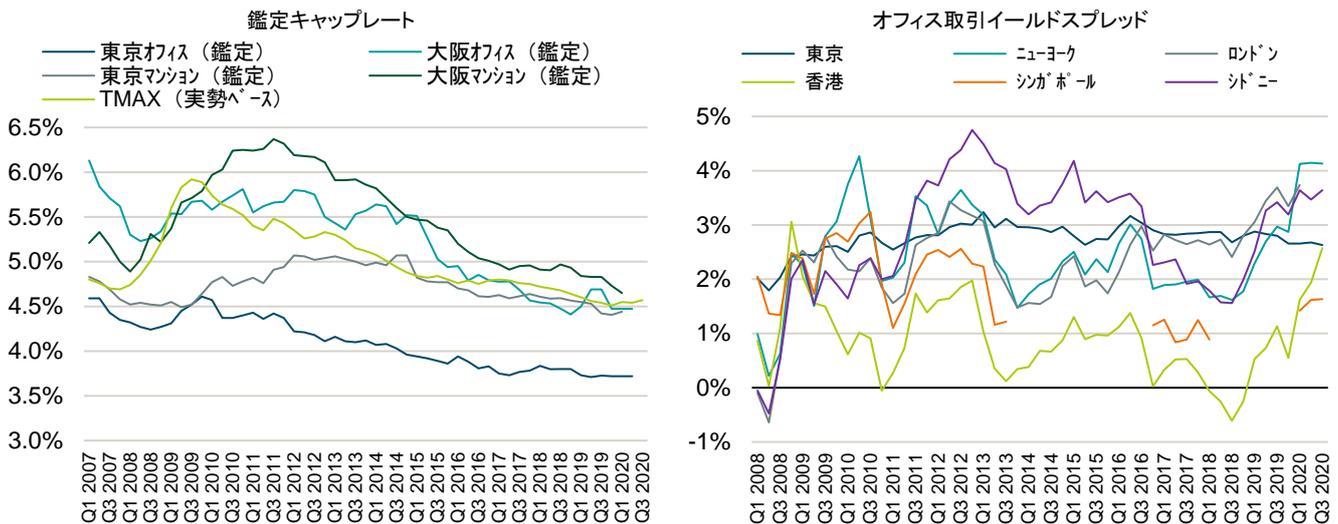
E: DWS 推定値、F: DWS 予想値

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

3.2 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、2020年9月期の実勢価格を織り込んだTMAXキャップレートと同年6月期の東京オフィスの鑑定キャップレート(速報値)はこの2-3年間ほぼ横ばいでの推移が続いており、目立ったコロナ禍の影響は今のところみられない。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)は、東京が260bpsと前期比僅かな減少となったのに対し、長期金利が大きく低下したニューヨーク、ロンドン、シドニーではそれぞれ410bps、380bps、360bpsと東京を大きく上回り、昨年末まで大きな開きがあった香港も260bpsと東京と同水準となった。

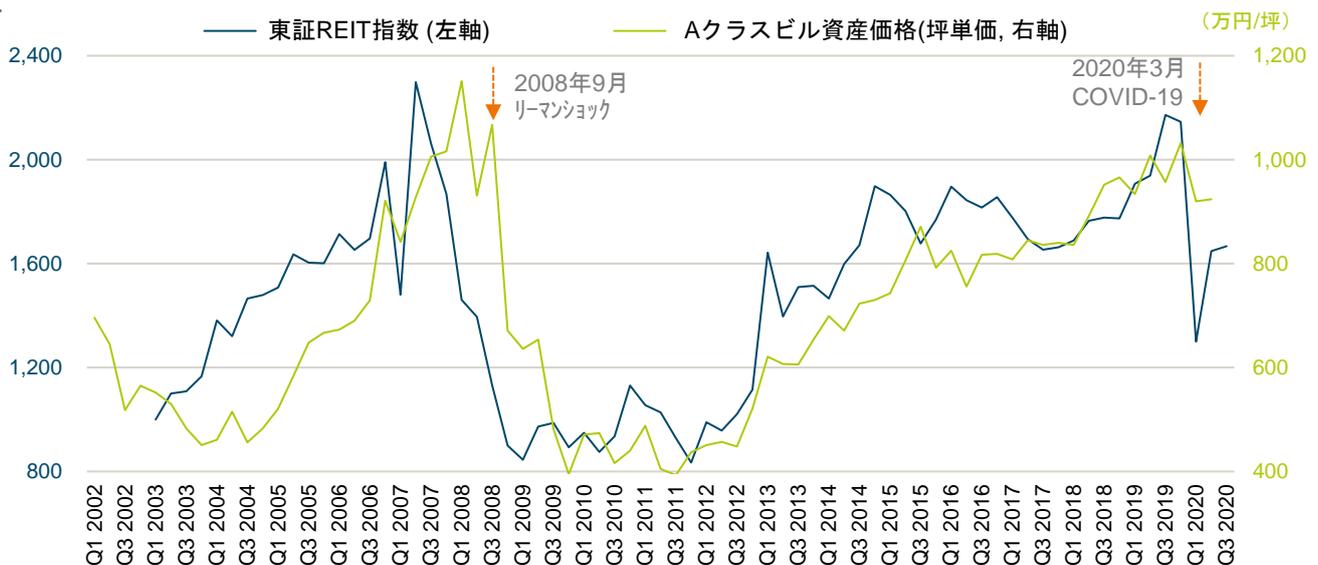
図表7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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、Bloomberg のデータをもとに DWS 作成

コロナ禍以前の水準をほぼ回復した株式市場とは対照的に、東証 REIT 指数は 2020 年 3 月中旬の 1,100 ポイント半ばから 10 月中旬には 1,700 ポイント周辺まで戻したものの、依然として昨年末の 8 割の水準にとどまっている。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 2020 年 6 月の床単価は前年同期比 8.3% 下落の 924 万円/坪と、コロナ禍の影響を受けながらも比較的持ちこたえている。資産価格は REIT 指数を約 1 年遅れて追いかける傾向があることから、現在の REIT 価格水準がそのまま維持されると実物不動産の価格は今後弱含む可能性が高い。

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

3.3 不動産取引

2020年4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、最大の取引は米ブラックストーンによる安邦保険グループの住宅ポートフォリオの取得(3,000億円)で、これに日本ビルファンド投資法人による新宿三井ビルディングの取得(1,700億円、現在進行中)が続き、金額の発表はないが住友不動産によるJTビルの取得などが続いた。価格面でみるとケネディクスオフィス投資法人による新橋 M-Square Bright の取得(163億円)が平米当たり302万円(998万円/坪)と単価が最も高額な取引となったほか、日本ビルファンド投資法人によるグラントウキョウサウスタワーの13.3%の取得(470億円)はキャップレートが2.8%と、公表された取引の中で最も低い利回りとなった。

新型コロナの発生以前から景気サイクルに左右されにくい日本の賃貸住宅を求める海外勢の存在感が今期も続いた。物流セクターではスポンサーが開発した物件を公募増資によってREITが取得する取引が目立ち、ラサルロジポート投資法人による4物件の取得(765億円)など大型取引が続いた。オフィスもコロナ禍以前に売買が開始された物件を除くと2020年度上半期はほとんど取引がない状態が続いたが、9月以降は大型取引が戻りつつある。一方、新型コロナの感染拡大による打撃が大きかった商業やホテルセクターでは大型取引がほぼ途絶えた。

図表 9: 2020年第2四半期以降に取引・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/㎡)	キャップ レート	所在	取引 年月	取得主
	新宿三井ビルディング	1,700	0.95	3.3%	新宿	21年1月 予定	日本ビルファンド投資法人
	JTビル	N/A	N/A	-	港	20年10月	住友不動産
	グラントウキョウサウスタワーの13.3%	470	2.57	2.8%	千代田	21年1月	日本ビルファンド投資法人
	大崎グライタワーなど3物件	401	0.90	3.6-5.0%	品川ほか	20年8月	日本ビルファンド投資法人
	松下IMPビルディング	390	0.46	3.6%	大阪	20年4月	Gaw Capital(香港)
オフィス	麹町大通ビルディング	350	1.45	-	千代田	20年4月	BentallGreenOak(カナダ)
	御堂筋フロントタワー	328	1.80	-	大阪	20年4月	M&G Real Estate(英)
	新橋 M-SQUARE Bright	163	3.02	3.7%	港	20年6月	ケネディクスオフィス投資法人
	虎ノ門ヒルズ森タワーの15.3%	122	2.95	3.3%	港	20年9月	森ヒルズリート投資法人
	OKIビジネスセンター5号館	119	0.66	5.1%	港	20年9月	東急リアルエステート投資法人
	成信ビル	107	1.91	3.5%	新宿	20年8月	スターアジア不動産投資法人
	ロジポート川崎ベイの83%など4物件	765	0.23	4.3-5.3%	神奈川	20年9月	ラサルロジポート投資法人
	DPL つくば阿見など4物件	550	0.16	-	茨城ほか	20年8月	ブラックストーン(米)
	プロロジスパーク川崎など4物件	500	0.25	-	神奈川 ほか	20年4月	Prologis Japan Core Logistics Venture
物流	GLP 横浜など3物件	360	0.24- 0.42	4.1-4.9%	横浜ほか	20年7月	GLP 投資法人
	ESR 久喜ディストリビューションセンター	324	0.27	-	埼玉	20年8月	AXA IM(仏)
	IIF 湘南ヘルスイノベーションパーク	219	0.31	7.9%	神奈川	20年9月	産業ファンド投資法人
	ロジクエア三芳など3物件	179	0.07- 3.31	4.5-6.5%	埼玉ほか	20年7月	CRE ロジスティクスファンド投資法人

	GLP 八千代 II の 40%	142	0.26	-	千葉	20 年 5 月	GLP 投資法人
	GLP 川島	122	0.29	4.4%	埼玉	20 年 7 月	GLP 投資法人
	安邦住宅ポートフォリオ (220 物件)	3,000	-	-	港ほか	20 年 5 月	ブラックストーン(米)
	イチゴ住宅ポートフォリオ (29 物件)	290	53/戸	-	港ほか	20 年 9 月	Allianz Real Estate(独)
住宅	ロイヤルパークス ER ささしま	200	32/戸	-	名古屋	20 年 6 月	AXA IM(仏)
	東京・大阪住宅ポートフォリオ	150	-	-	港ほか	20 年 6 月	Nuveen Real Estate(米)
	日本賃貸住宅リートポートフォリオ(27 物件)	136	11/戸	5.1-8.0%	宮城ほか	20 年 4 月	大和証券
ホテル	ザ・リッツ・カールトン京都の 9% など 2 物件	488	358/室	4.0-5.3%	京都ほか	20 年 6 月	積水ハウスリート投資法人
複数セクター ポートフォリオ	大和ハウスポートフォリオ(4 物件)	704	0.22- 0.24	4.4-5.5%	千葉ほか	20 年 4 月	大和ハウスリート投資法人

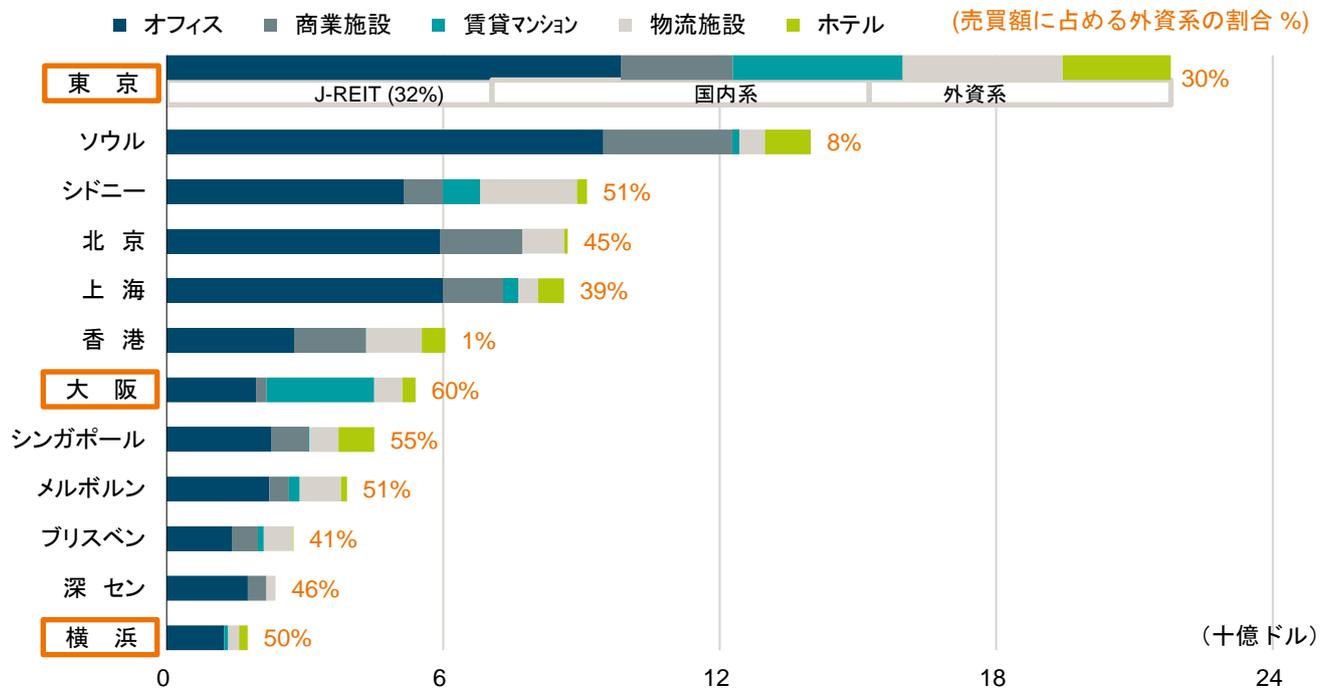
注: 取得主が緑色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

*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

2020 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 1 年前の 2019 年 9 月から約 6% 減少の約 218 億ドルと、アジア太平洋地域で首位を保った。東京は全体取引額でも域内で最大だったほか、各セクター別取引量もそれぞれ域内最大となったが、2020 年度上半期はオフィス取引が極端に減少した。買い手の顔ぶれでは、J-REIT が全体の約 3 割を占めるなか、外資系も 30% と 1 年前の 17% から存在感がやや増した。大阪の取引額は同 6 割増の 53 億ドルと、域内主要都市の中で唯一増加し、上海と香港に次ぐ 7 位となった。横浜の取引額は 18 億ドルで第 12 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 (2020 年 9 月末までの 12 ヶ月間)



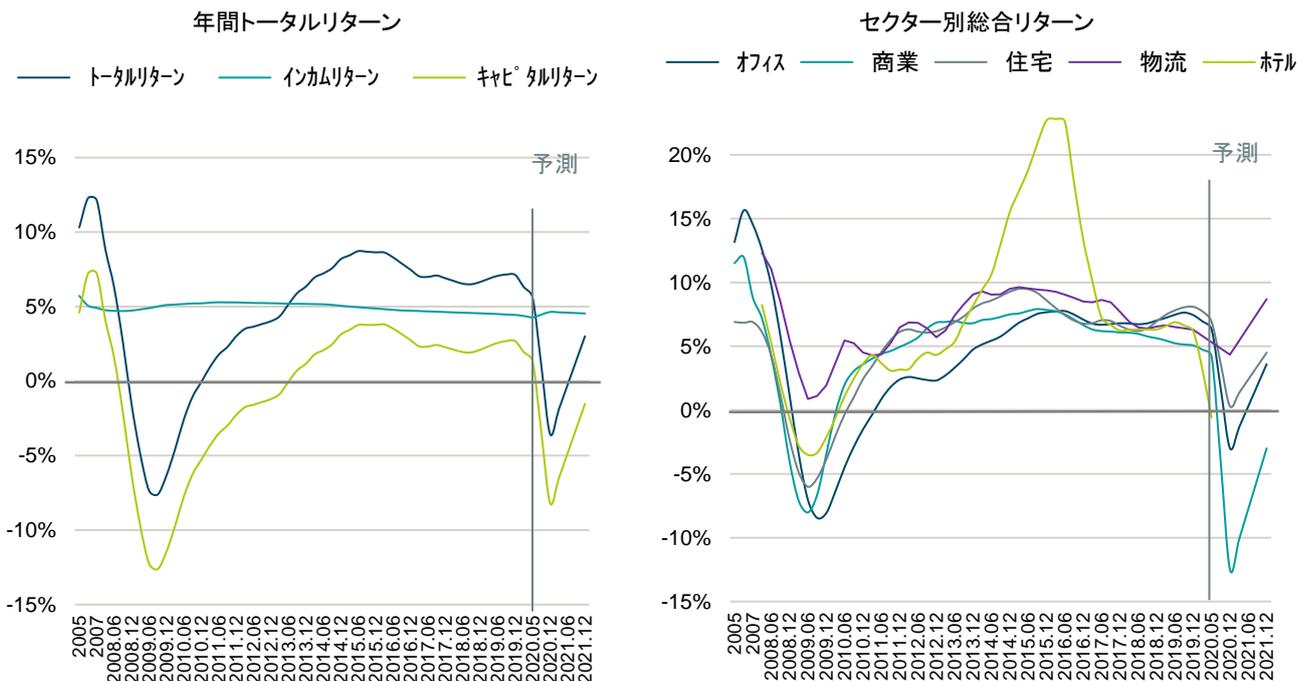
注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

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。

3.4 不動産投資リターン

2020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は速報ベースで5.6%と2019年12月の7.1%からはやや下落したものの、2-4%台まで落ち込んだ欧米市場に比べるとまだ良好な水準を保っているともいえる。セクター別で見ると、コロナ禍による打撃が最も大きかったホテルセクターは-0.6%とすでにマイナス圏に沈んだが、その他セクターは住宅、オフィス、物流、商業の順で4-7%のレンジ内に並んだ。ただし、今後年末から来年前半にかけてホテル・商業施設を中心に鑑定評価額の引き下げが進むと思われるほか、オフィスや住宅でもテナントの退去や募集賃料の引き下げも増加するとみられ、トータル・リターンは一時的にマイナスに転じる可能性がある³。

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

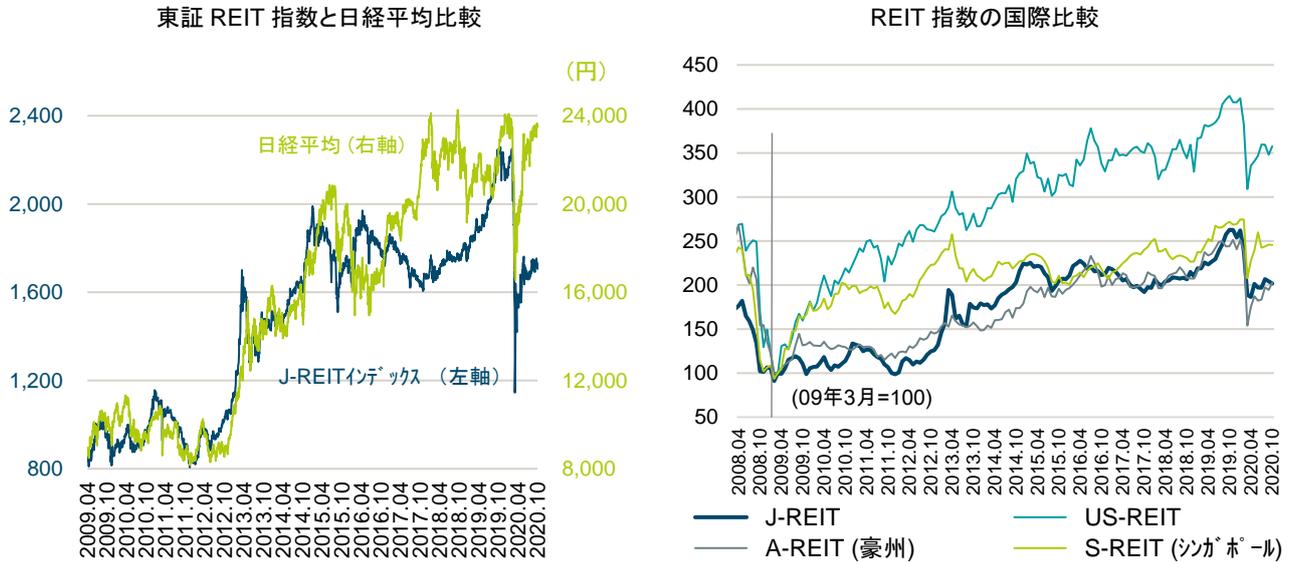
² 投資家が投資のベンチマークとして利用する収益指標で、賃料収入による運用利回りと鑑定評価に基づくキャピタル・ゲインを加えたレバレッジ前の収益率。「総合収益率」と同義。

³ 詳細については2020年7月発行の『DWS Regional Strategic Outlook July 2020』をご参照ください。

3.5 J-REIT

東証 REIT 指数は 2020 年 3 月中旬に 1 ヶ月間の値動きとして過去最大の下落(マイナス 49.5%)を記録した後緩やかに回復し、同 6 月には 1,700 ポイント中盤まで持ち直したものの、その後は 1,700 ポイントを割り込む展開が続いており現在も 2019 年末対比で 8 割以下の水準にとどまっている。他国の REIT 市場も概ね同じような値動きを示しており、2020 年 10 月中旬時点でシンガポール REIT が約 1 割、米国 REIT や豪州 REIT が約 2 割それぞれ昨年末の水準を下回っている。

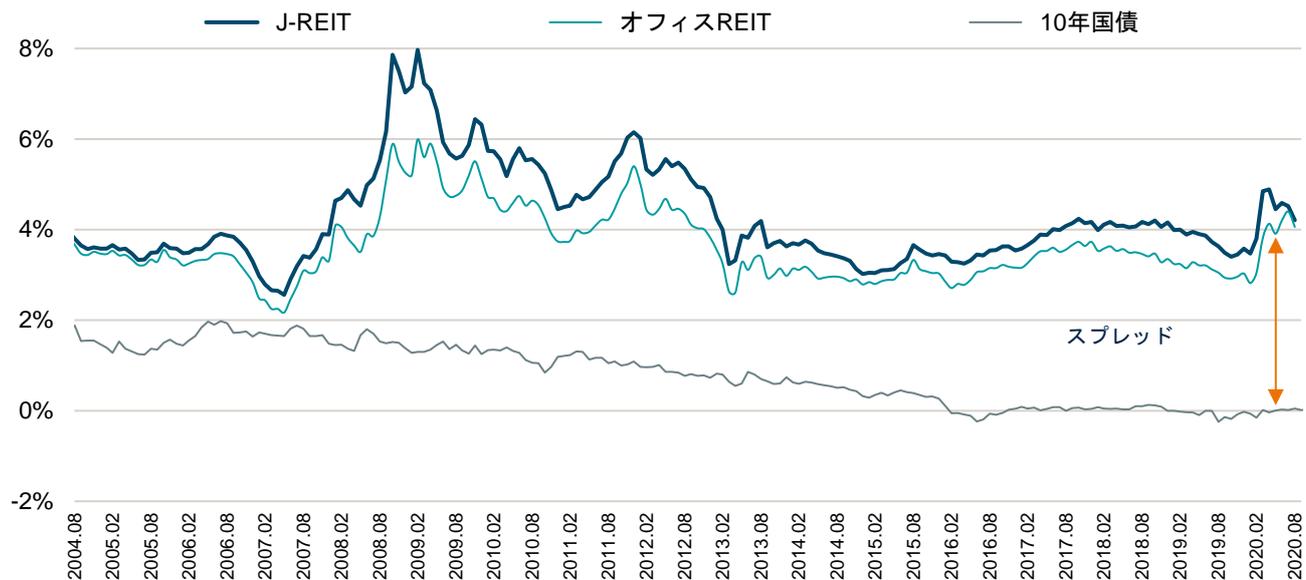
図表 12: REIT インデックス(株価との比較と長期国際比較)



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

J-REIT 平均分配金利回りは、2020 年 2 月の 3.8%から 4 月には 4.9%へと急上昇した後、2020 年 8 月には 4.21% (オフィス型 REIT は 4.06%)まで落ちついてきた。同時期の J-REIT 分配金利回りと国債利回りとの差(スプレッド)は 4.16%(同 4.01%)と過去 20 年で最高水準に近いレベルにあり、米国 REIT の 335bps やや英国 REIT の 385bps と比べても投資妙味が高い状況にあるといえる。

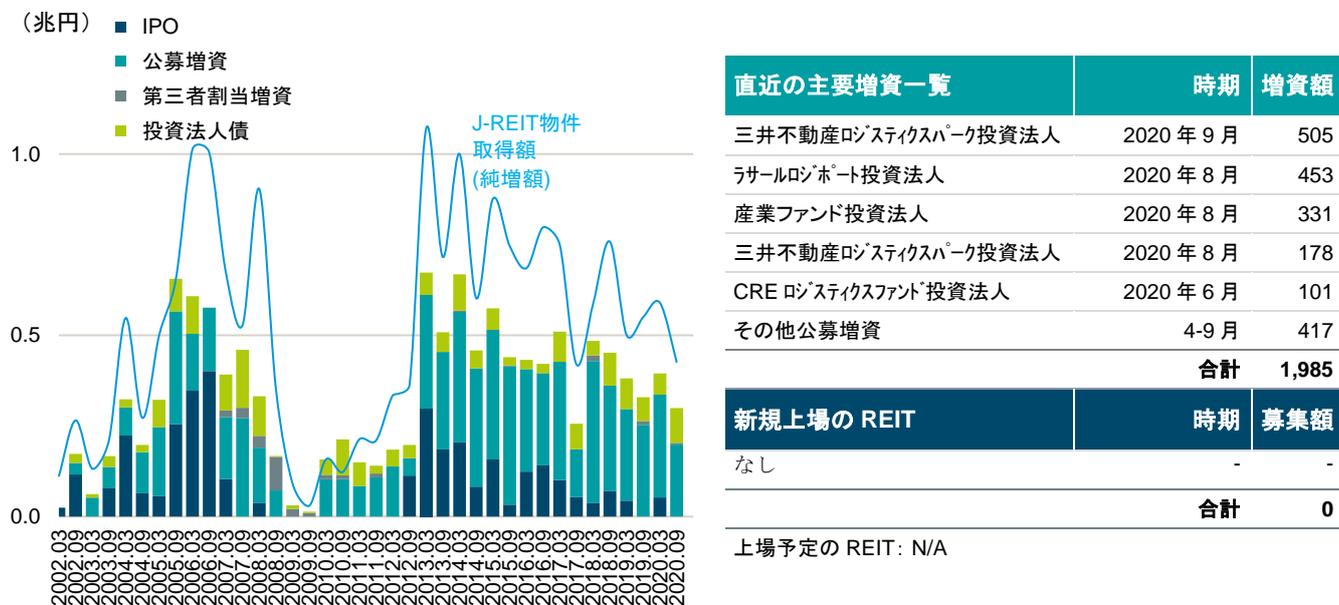
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2020年4月-2020年9月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はなく、公募増資は三井不動産ロジスティクス・パーク投資法人など7件が実施された。同期間のJ-REITによるIPO・増資額は計2,036億円、グロスの物件取得額は5,076億円(売却額を除いたネットでは4,264億円)で、いずれも前年同期比で約2-3割の減少となった。同期間、100億円以上の公募増資は全て物流セクターのものだった一方、それ以外のセクターでは規模拡大による物件の運用効率を高めるべく、REIT間の合併などを進める動きも見られた。尚、2020年10月には日本ビルファンド投資法人が日本のREIT市場初となる1,000億円以上の大型増資計画を発表している。

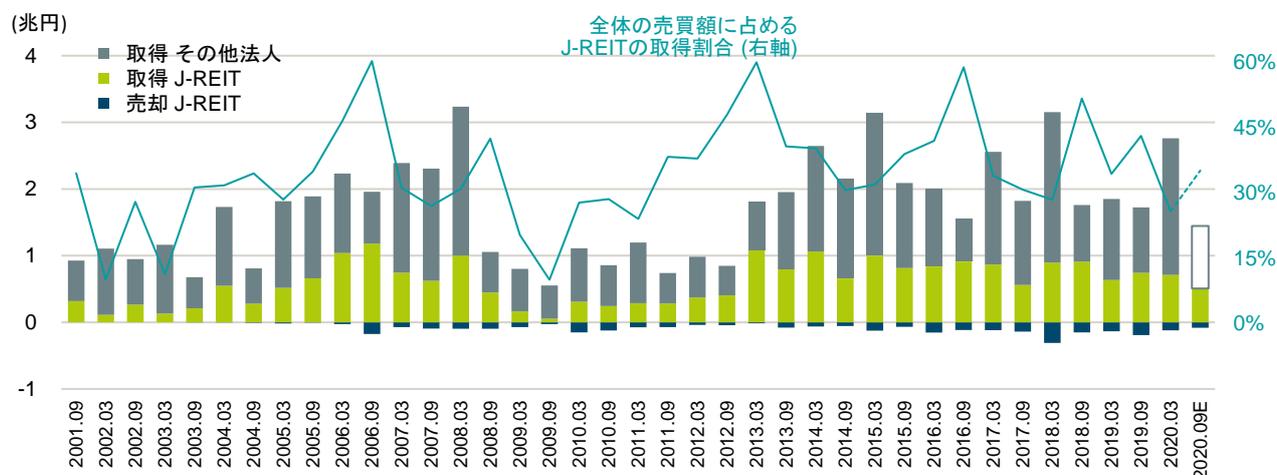
図表 14: J-REITの資金調達と物件取得額



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。2020年4月-2020年9月の不動産取引額は約1.4兆円と、1年前に比べ16%の減少となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は同3割減の0.5兆円となり、国内の物件売買高に占める J-REIT の割合は暫定値ベースで約35%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



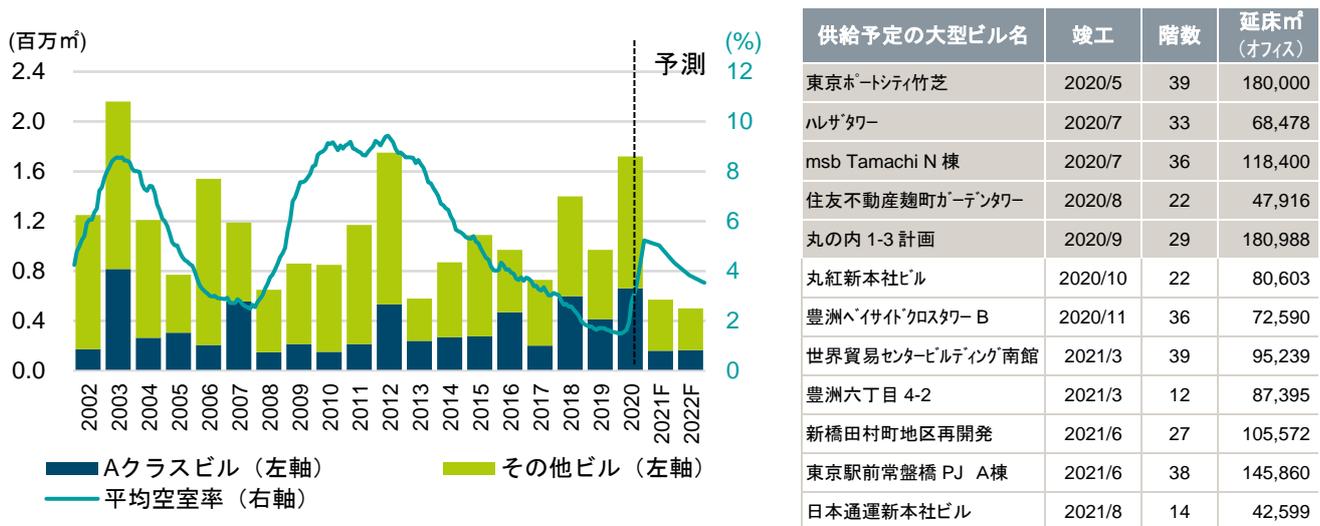
E: DWS 推定値
 出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

4 不動産ファンダメンタルズ

4.1 オフィス

過去 10 年間続いてきた東京都心オフィス空室率の下落はコロナ禍の下で上昇に転じた。都心 5 区のオフィスビルの平均空室率は 2020 年 2 月の 1.5% から同 9 月には 3.4% まで上昇し、足元でもオフィス移転計画の凍結や延期を決める企業もあるだけに、来年にかけてもう一段の空室率の上昇が見込まれる。地域別では新興系 IT 企業のリモートワーク化でテナントの撤退が目立つ渋谷区や、大型開発が多く既存ビルで二次空室が発生した港区で空室率の上昇傾向がより鮮明で、空室率はともに 4% 台になった。いわゆる「オフィス不要論」については懐疑的な見方が多いものの、短期的にはこの冬場の感染拡大の状況や景気の回復スピード、中長期的にはリモートワークの定着や郊外部におけるサテライトオフィスの普及なども今後都心部のオフィス需要に少なからず影響を与えてくるものとみられる。

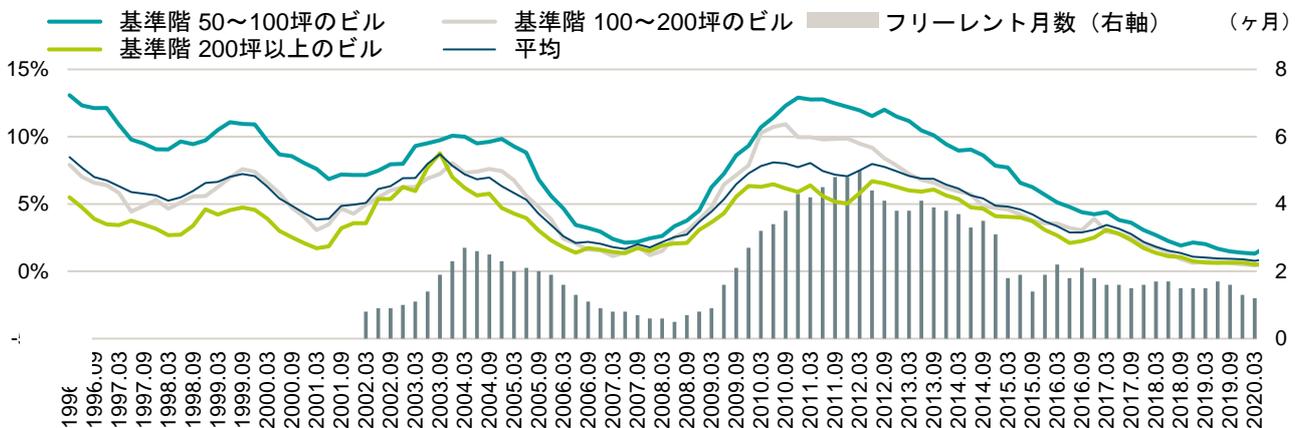
図表 16: 都心 5 区の平均空室率と新築ビルの空室率の推移



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。

2020 年 9 月の東京都心 3 区⁴のオフィス空室率は 1.2% と、半年前の 2020 年 3 月より 0.4 ポイント上昇した。基準階面積別で見ると基準階 200 坪以上の大規模ビルの空室率は同ほぼ横ばいの 0.6% 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 0.9、1.0 ポイント上昇の 1.3%、2.3% となり、小規模物件での空室率の上昇傾向がより目立った。2020 年 6 月のフリーレント期間は 0.9 ヶ月と、統計上では過去 10 年間で最も短い水準となったが、今後は空室率の上昇につれ、よりフレキシブル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

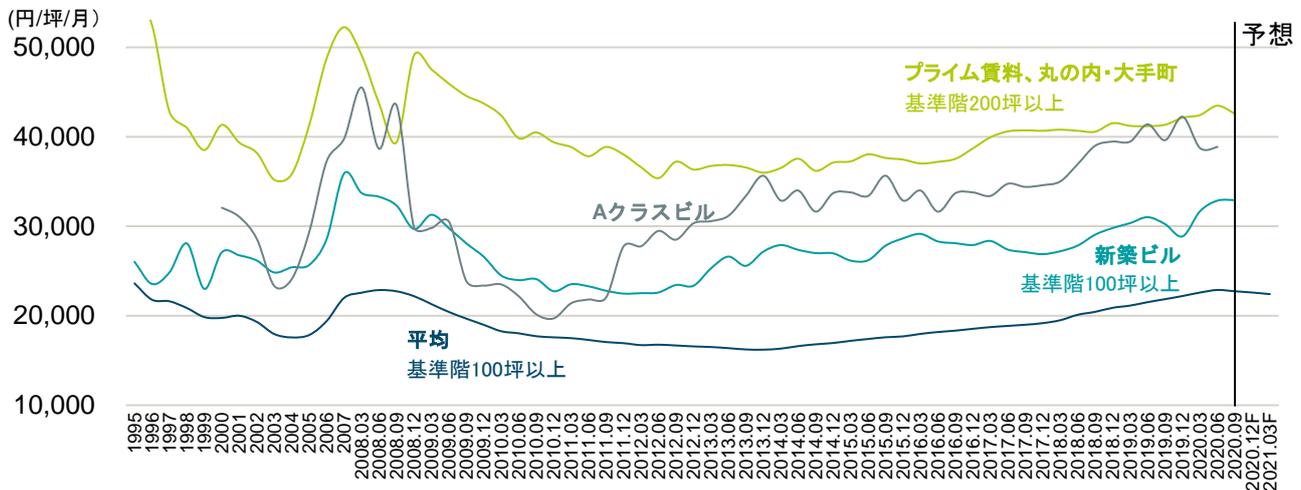


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

⁴ 千代田区、中央区、港区を指す。

都心オフィスの空室率で上昇傾向が進んだことを受け、2020年9月の都心5区オフィスの平均賃料(紺色)は3ヶ月前の2020年6月から0.6%減少し、26四半期連続での上昇傾向が止まった。丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)も同2.1%の減少となったほか、既存のAクラスビル(灰色)や新築ビル(水色)は同ほぼ横ばいで推移し、グレードを問わず賃料上昇の勢いが衰えている。今年の年末から来年にかけて空室率がもう一段上昇していくと予想されるなか、都心のオフィス募集賃料には当分の間一定の下押し圧力がかかるものとみられる。

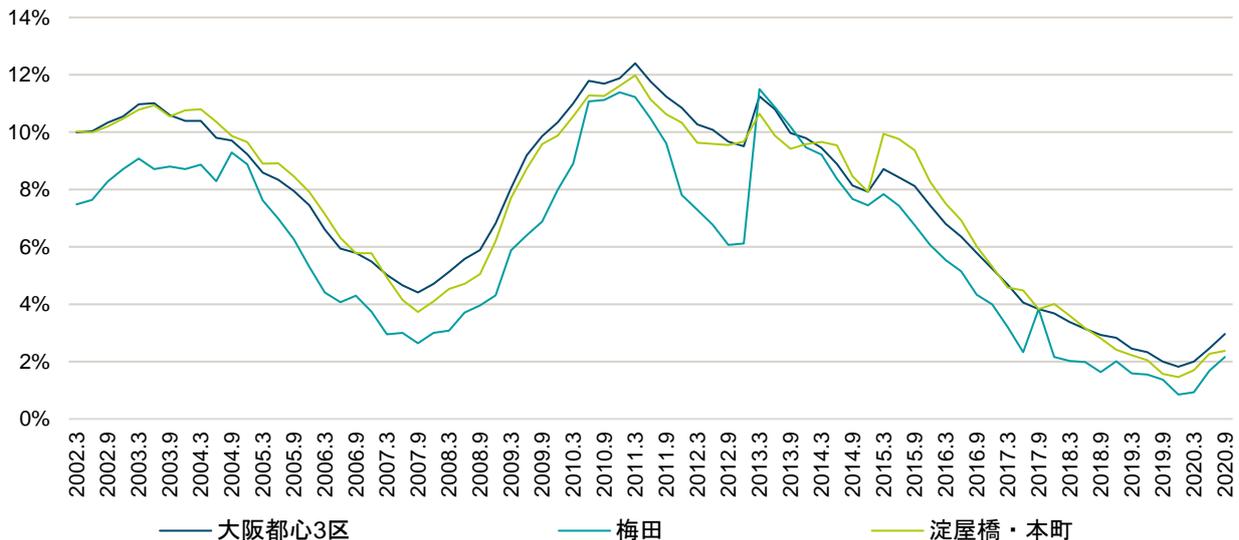
図表 18: 東京都心5区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

2020年9月の大阪都心3区⁵のオフィス空室率は半年前の2020年3月から1.0ポイント上昇の3.0%と、東京と同じように2年ぶりに3%台に高まった。エリア別で見ると梅田地区(大阪駅周辺)や淀屋橋・本町エリアがいずれも同1.2、0.7ポイント上昇の2.2%、2.4%となり、過去5年間続いた低下傾向が一巡し、上昇傾向が進んだ。

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

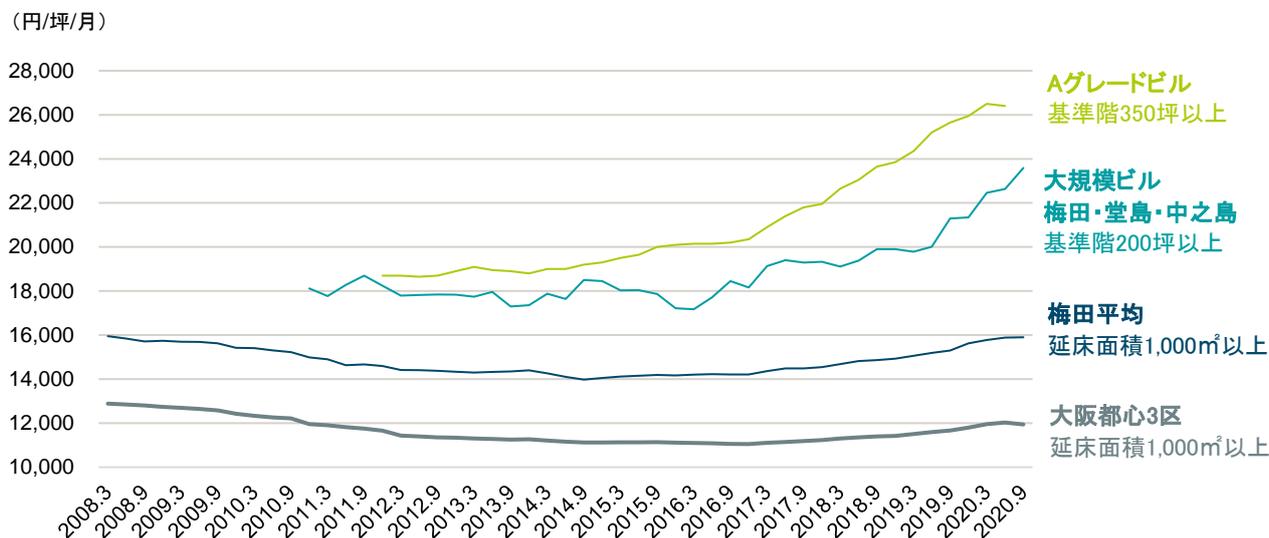


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

⁵ 北区、中央区、西区を指す。

2020年9月の大阪都心3区のオフィスの平均賃料(灰色)は6ヶ月前の2020年3月から0.7%の減少となった。梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)もほぼ横ばいとなったが、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4.5%、4.3%増と上昇し、東京に比べ新規供給計画が少ないなかで中心地の優良オフィスに対する根強い需要がみられる。

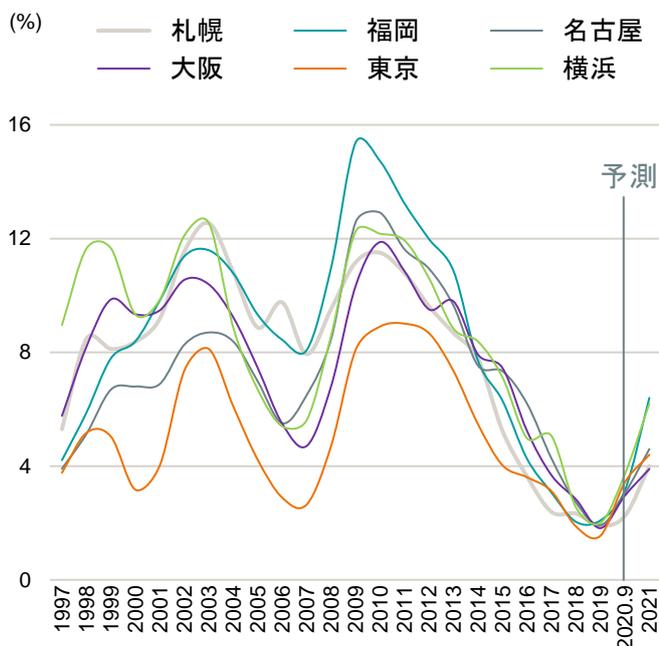
図表 20: 大阪都心3区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

2020年9月の国内主要都市のオフィス空室率は、大阪3.0%、名古屋3.1%、横浜3.7%、福岡3.2%、札幌2.3%といずれも2020年3月を基点に軒並み上昇に転じた。これらの都市では2021年まで大型オフィスの新規供給がそれぞれ年1~2件と少ないだけに需給バランスが急速に悪化する可能性は低いものの、企業業績の悪化に連動して年末から来年前半にかけて空室率の上昇が続くものとみられる。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



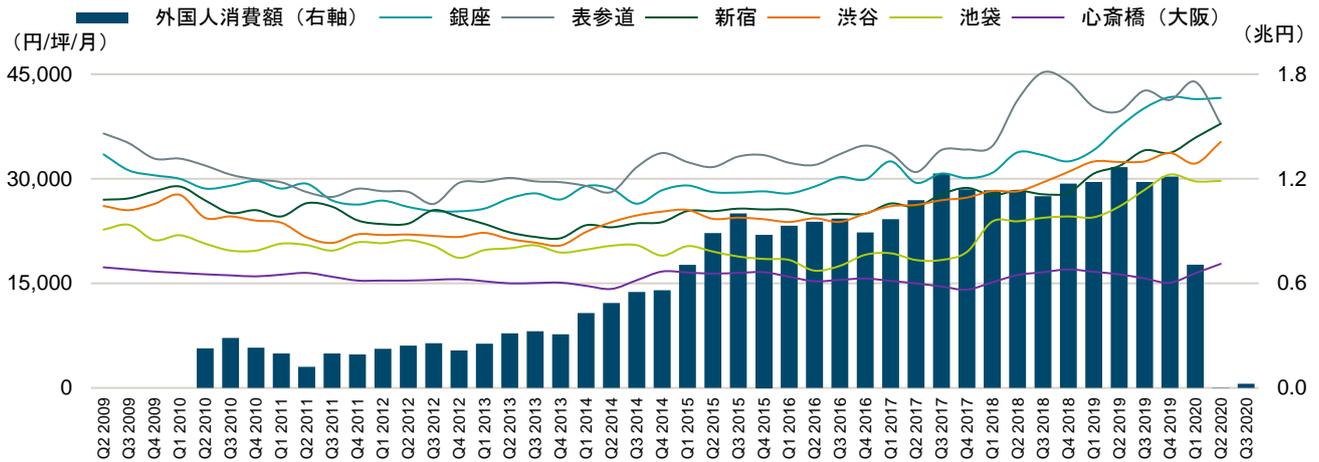
供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
オービック御堂筋ビル(大阪)	2020/1	25	55,371
大同生命札幌ビル(札幌)	2020/3	14	23,826
横浜クランゲート(横浜)	2020/3	18	101,056
JR 横浜タワー(横浜)	2020/3	26	97,601
九勤承天寺通りビル(福岡)	2020/4	12	20,513
京阪神 OBPビル(大阪)	2020/4	16	38,797
名駅ダイヤ名鉄ビル(名古屋)	2020/6	14	19,000
横濱ゲートタワー(横浜)	2021/9	21	85,800
本町サンケイビル(大阪)	2021/10	10	30,189
名古屋三井ビル北館(名古屋)	2021/1	20	29,451
天神ビジネスセンター(福岡)	2021/9	16	60,250
東桜一丁目再開発(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 Towers サウス(大阪)	2022/3	42	143,000
新淀屋橋ビル新築計画(大阪)	2022/10	25	51,500
旧大名小学校跡地計画(福岡)	2022/12	24	30,000

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。

4.2 商業施設

新型コロナの感染拡大に伴う渡航制限によって、2020年第2・第3四半期の訪日観光客数は前年同期比で0.2%まで激減し、同期の観光消費額もほぼなくなった。観光消費は都心商業施設の売上げのおよそ1割を占めるといわれ業界には大きな打撃となっている。これに対し2020年第2四半期の都心商業施設の募集賃料は多くのエリアでやや上昇する傾向が続き、コロナ禍の影響は統計データ上ではまだ見られない。Go To キャンペーンなどの影響で都心部にも人出が戻りつつあるが、商業施設の中には自粛期間中の賃料支払いの減免や支払い猶予を認めた施設も多く、更には契約期中での賃貸契約の見直し・減額や退去を申し出るテナントも出てるとみられ、賃料相場には今後相当の下押し圧力がかかるものとみられる。

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

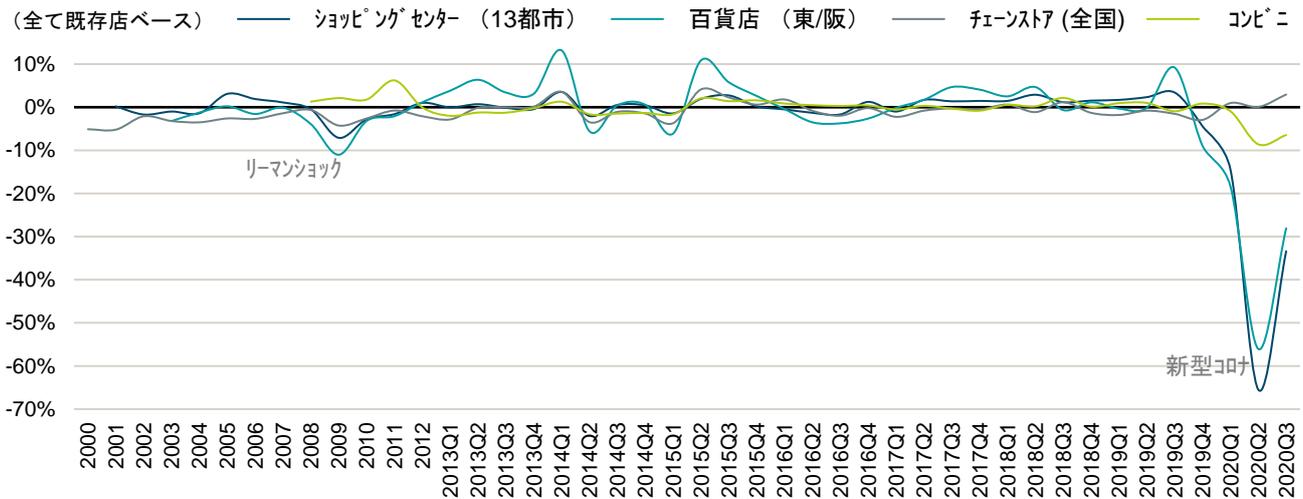


注: オフィス賃料は東京都心5区の基準階面積100坪以上の平均(図表17のベンチマーク)

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

2020年4-5月に全国的な緊急事態宣言やそれに伴う休業協力要請を受け、2020年第2四半期の百貨店(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、前年同期比でそれぞれ56%、66%の減少と、過去最大の落ち込みを記録した。2020年第3四半期には、いずれも緊急事態宣言の解除とともに落ち込み幅が縮まったものの、依然としてそれぞれ同28%、33%の減少となった。同期間中の食料品や日用品を取り扱うチェーンストアの売上は同3.0%増と健闘しているが、オフィス街や観光地の店舗が振るわないコンビニの売上は同6.4%の下落となった。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

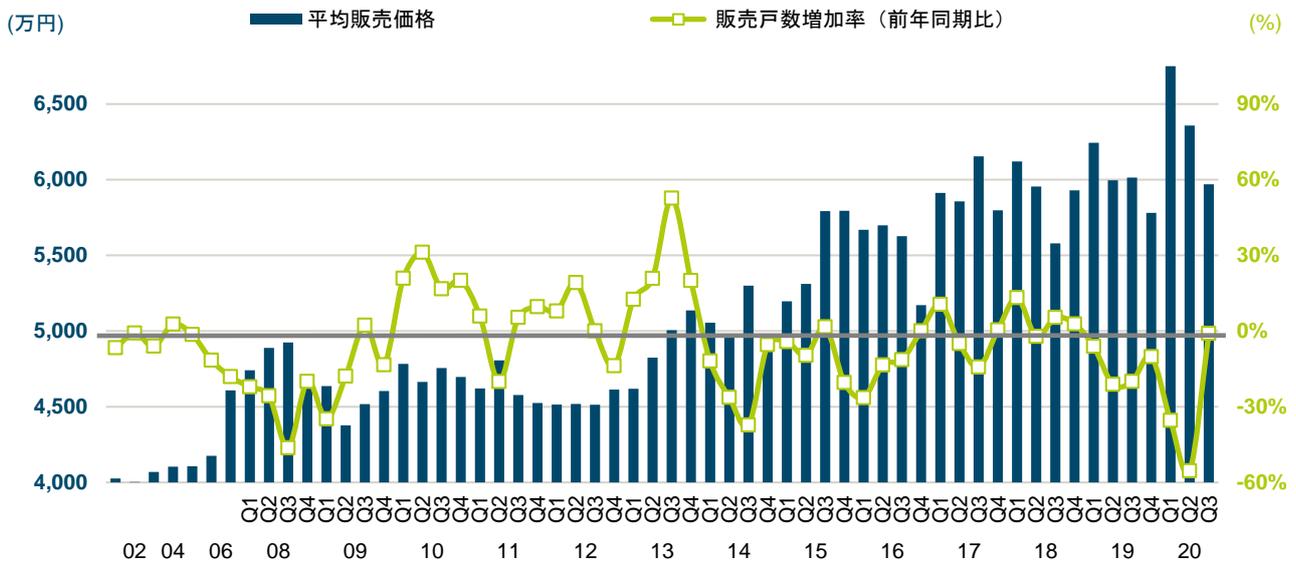


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとにDWS作成

4.3 住宅

2020年第3四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は5,970万円と3四半期ぶりに6,000万円を割り込み、ここ数年続いてきた価格の高止まり傾向に少し歯止めが掛かったが、高値圏での推移は続いている。都心部の物件が平均価格を押し上げる傾向が続くなか、高額物件の販売には慎重な姿勢を見せるデベロッパーがある一方、株式相場の戻りが早く富裕層の住宅購買意欲は衰えていないと強気の見方を変えない業者とが混在している。これと並行し、在宅勤務の普及で広い住宅のニーズが高まり、一次取得層やファミリー層には値ごろ感のある郊外の戸建て住宅の需要が盛りあがっている。首都圏の新規マンション供給戸数は2020年第2四半期には前年同期比で56%減と過去最大の下落幅を更新したが、第3四半期には前期までの需要が後倒しされた影響もあり、前年度並みの水準となった。

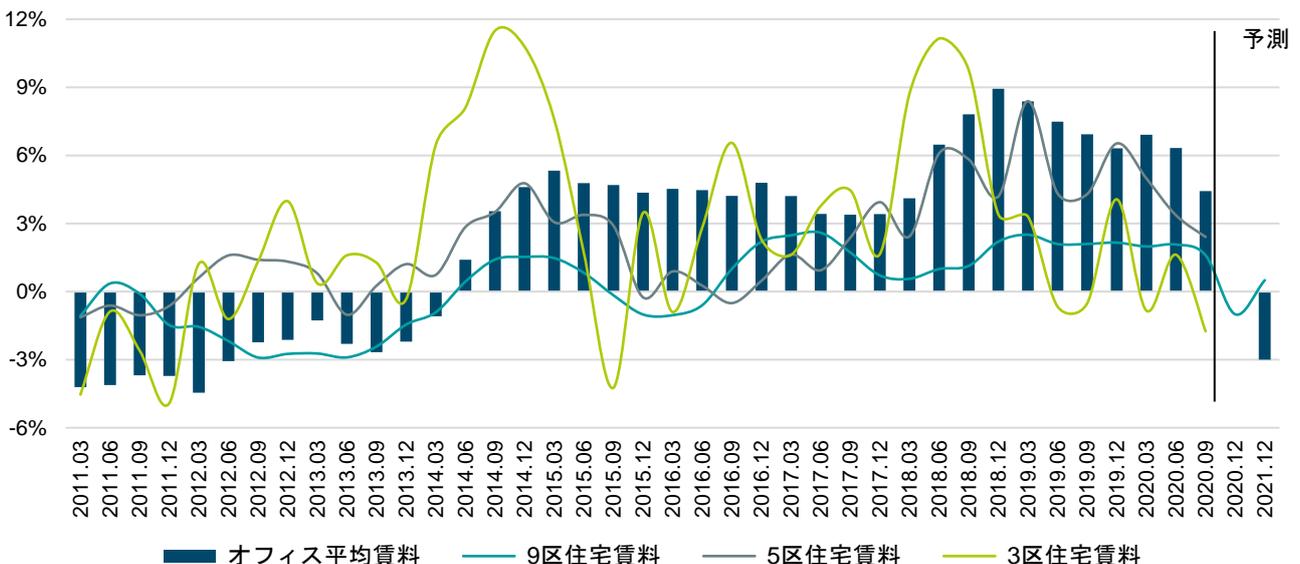
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに DWS 作成

分譲マンションの価格高騰で住宅購入から賃貸マンションに需要がシフトする構図が続く中、2020年第3四半期の東京5区の賃貸マンションの募集賃料(灰色)は前年同期比2.4%増と16四半期連続での増加となった。都心9区(水色)でも同1.6%増と2016年以來の増加傾向が続いたが、不況の影響で年末から来年にかけては上昇傾向が息切れする懸念がある。特に家賃の高い都心3区(黄緑色)では同1.7%の下落となり、賃貸住宅においても高額帯で需要が弱含む傾向がみられる。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

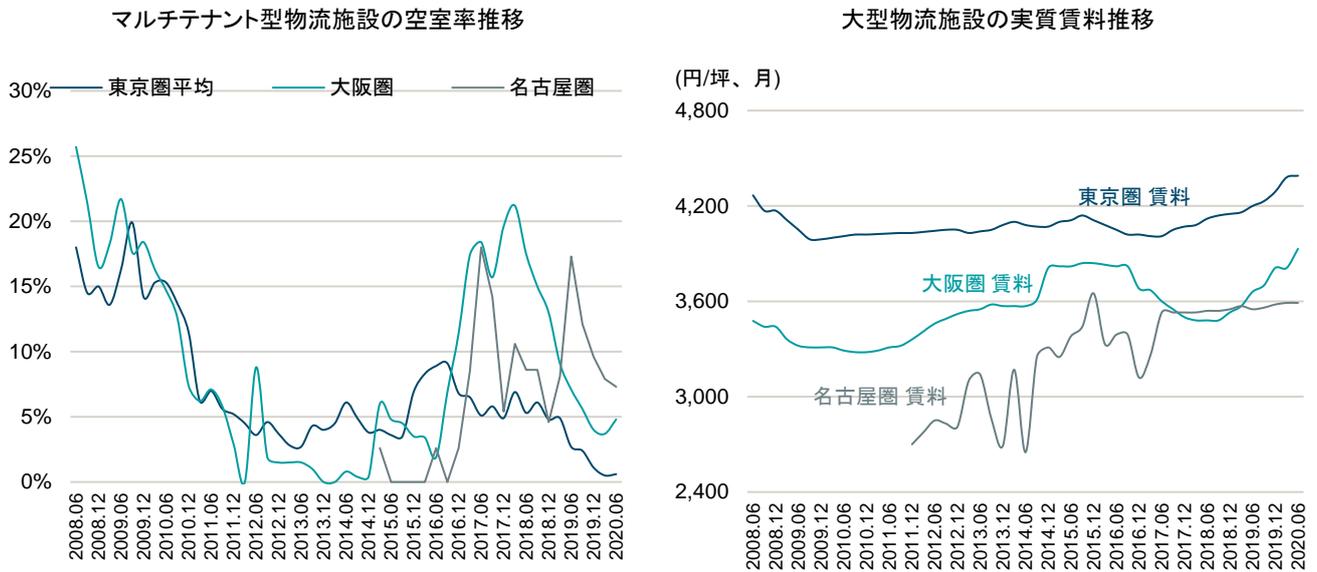


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、東日本不動産流通機構、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

4.4 物流施設

2020年第2四半期の東京圏の物流施設の空室率は半年前から0.5ポイント低下の0.6%と過去最低値をさらに更新し、つれて実質賃料も同4.5%の上昇と強含むなど、コロナ禍においても物流施設では堅調な賃貸需要が続いている。東京圏以外でも同じ傾向がみられ、2020年第2四半期の大阪圏の空室率は前四半期比0.8ポイント低下の4.8%、名古屋圏でも同4.8ポイント低下の7.3%と順調に空室の消化が進んでいる。実質賃料は大阪圏と名古屋圏でそれぞれ前四半期比7.4%、1.1%の上昇となった。

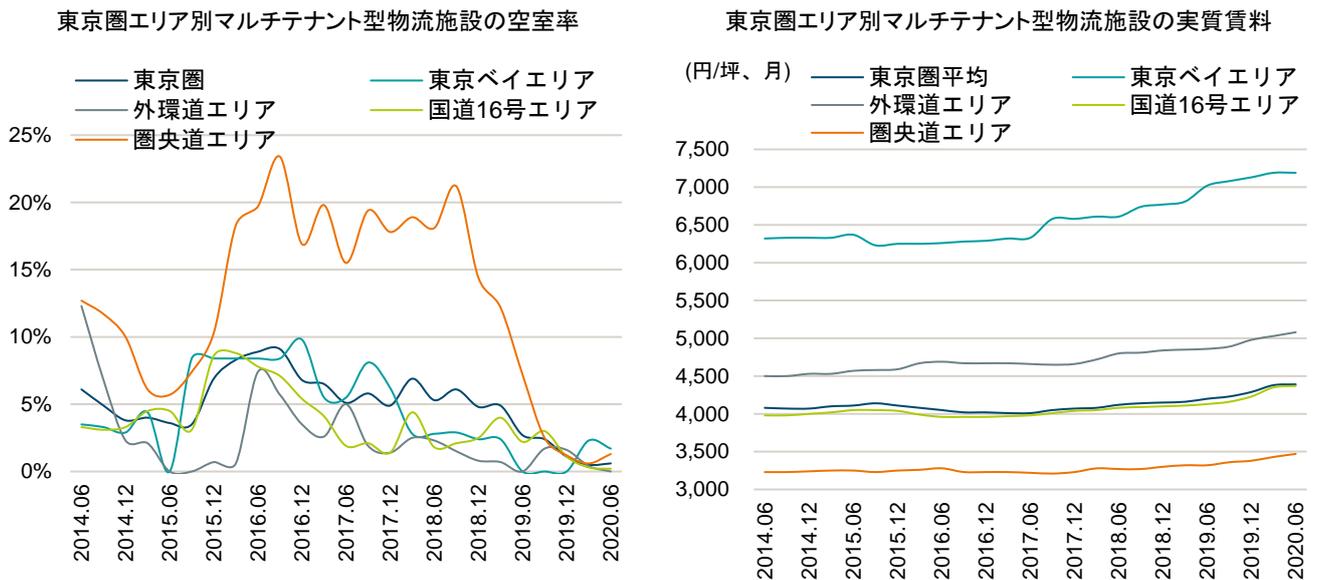
図表 26: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2020年第2四半期の東京圏の賃貸物流施設の空室率をエリア別で見ると、全てのエリアで空室率が2%台以下となり、とりわけ外環道エリアや国道16号エリアは0%台と空室がほとんど見つからない状態にある。このような逼迫した需給を背景に、実質賃料は国道16号エリアが前年同期比で5.8%と大幅な上昇となったほか、外環道エリアや圏央道エリアはいずれも4.8%、東京ベイエリアは2.4%の上昇となった。

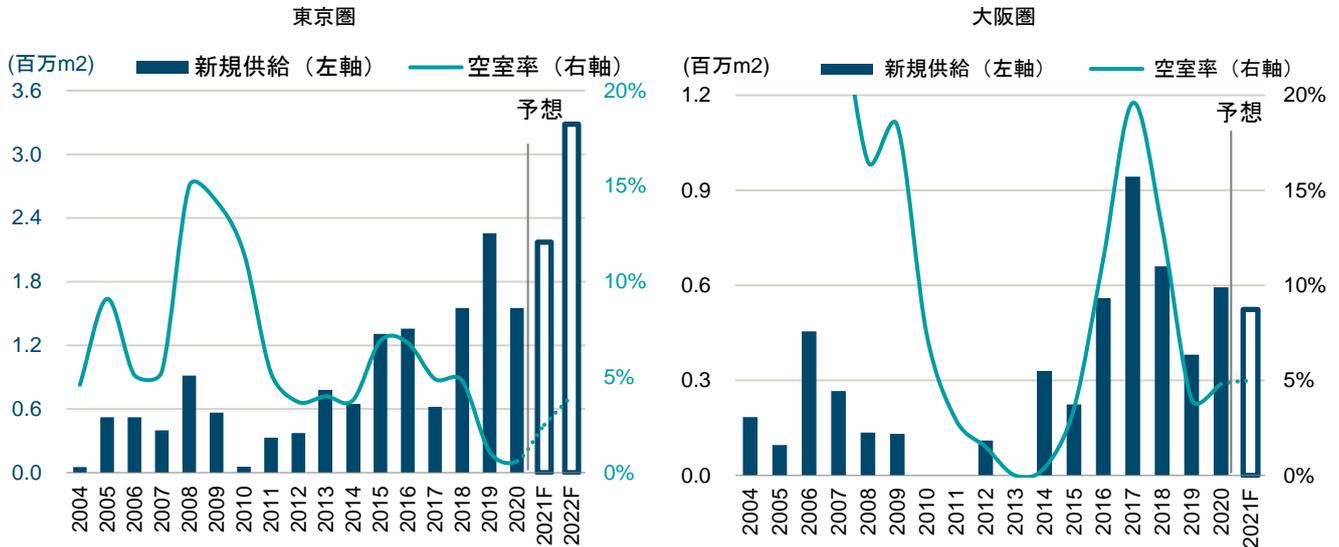
図表 27: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では 2019-2020 年に過去最大の略 380 万㎡の賃貸物流施設の供給が行われ、2021-2022 年にもさらに計 546 万㎡の供給が計画されている。それでも空室率は過去 17 年間の最低水準まで下落しており、e コマースの普及などによる需要の底堅さを裏付けている。大阪圏では 2021 年には 52 万㎡の供給が計画されているが、短期的に空室率に若干の上昇圧力がかったとしても大きな調整は見込まれていない。

図表 28: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

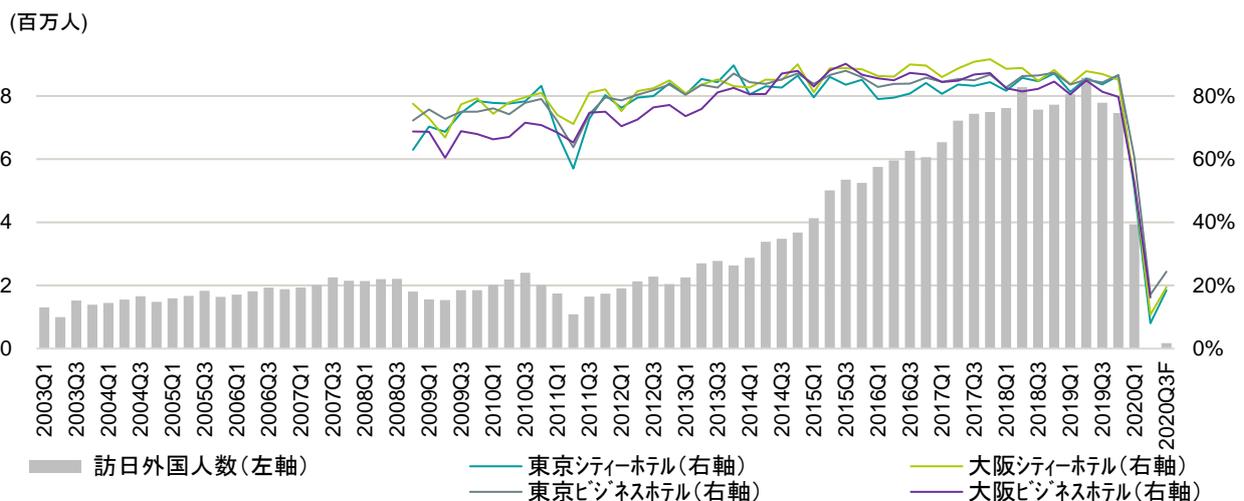


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

4.5 ホテル

2020 年第 2・第 3 四半期の訪日外国人数は前年同期比 99.8%減の計 3 万人と未曾有の落ち込みとなった。ここ最近訪日外国人需要に依存してきた国内の観光業界は壊滅的な打撃をうけ、ホテルの中では 4 月以降長期間の休業を余儀なくされたところも少なくない。こうしたなか、東京と大阪のホテル稼働率は 2020 年第 2 四半期の 10%から第 3 四半期には 20%までやや回復し、さらに夏場以降は政府の「Go To トラベル」事業が順次拡大となったこともあって、リゾートや一部都心のホテルで足元の予約状況が大きく持ち直している。これから年末に向けて需要はもう一段の回復が期待されているが、外国人宿泊客の戻りは依然としては見込めておらず完全正常化への道のりはまだ遠い。

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

5 結論

コロナ禍の影響で国内経済は深刻な不況に陥っているなか、国内不動産市場にも徐々に影響が現れている。収益不動産の取引売買高は4月以降減少しており、空前の活況を呈していたオフィス賃貸市場でも足元の空室率は各地で上昇に転じた。不動産賃貸の主要指標はマクロ経済の変化を半年から1年遅れて追いかける傾向があるため、コロナ禍の影響はこれからより本格化するとみられ、国内不動産市場では来年にかけて多くのセクターの投資リターンがマイナスに沈む可能性がある。もっとも、分配金利回りと国債利回りの差でみるとJ-REITの投資妙味は過去最高水準に近いことなど、中長期的には不動産市場はその他のアセットクラスに比べ魅力的なパフォーマンスが期待できるとの見方もある。セクター別でみると物流や住宅セクターが回復を牽引するとみられるのに対し、商業施設やホテルセクターでは今後評価の落ち込みが予想され、またオフィスセクターも賃貸市場を中心にしばらく低迷が予想される。

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2020 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を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す、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。

#-201026-2