

The background of the entire page is a photograph of a modern, multi-story glass building at night. The building's facade is illuminated from within, creating a warm glow that contrasts with the dark night sky. The building's structure is composed of a grid of glass panels and metal frames. The lighting highlights the building's geometric form and the transparency of the glass. The overall mood is professional and modern.

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 5 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   | まとめ            | 4  |
| 2   | 経済・金融・投資家動向    | 5  |
| 2.1 | マクロ経済情勢        | 5  |
| 2.2 | 不動産投資市場・価格     | 7  |
| 2.3 | J-REIT         | 12 |
| 3   | 不動産ファンダメンタルズ   | 14 |
| 3.1 | オフィス           | 14 |
| 3.2 | 商業施設           | 17 |
| 3.3 | 住 宅            | 18 |
| 3.4 | 物流施設           | 19 |
| 3.5 | ホテル            | 20 |
|     | グローバル・リサーチ・チーム | 22 |

## 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。

## 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。2019 年秋の消費増税以来国内景気はマイナス成長に陥っており、2020 年第1四半期の国内 GDP は新型コロナウイルスの感染拡大を受け-2%程度に落ち込んだものと推測される。同年第2四半期は落ち込み幅がリーマンショック時並みかそれ以上になるとの予想もあり、日本経済は深刻な景気後退局面に入ったといえる。

日経平均株価も3月11日から一週間で過去最大の下げ幅を記録するなど株式市場も大きく動揺した。これにつられて2020年4月末の東証REIT指数も2019年末に比べ約3割下落の水準となっており、今後は実物不動産市場でも取引額の減少や資産価格の落ち込みが予想される<sup>1</sup>。

**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。資本市場の動揺に比べると、実物不動産のファンダメンタルズは依然として安定して推移しているセクターが多い。2020年3月末時点の国内主要都市のオフィスビルの空室率はどれも歴史的な低水準にあり、好立地の物件を中心に賃料も上昇傾向が続いている。もっとも、緊急事態宣言の発令後は経済活動の停滞により主要企業の業績が急速に悪化しつつあるとみられ、オフィスの空室率は年末にかけて徐々に上昇していくものと予想される。

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、直近の賃料相場はど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）は需要が堅調である。一方、訪日外国人数が急減し、国内でも外出や旅行が自粛される環境下で都心型商業施設やホテルセクターへの影響が特に甚大で、どれもリーマンショックや東日本大震災の時以上の需要の落ち込みがみられる。ホテルセクターでは一時休館するだけでなくやむなく倒産に追い込まれる事業者も出てきており、事業の存続が脅かされる状況は今後もしばらく続く可能性がある。

---

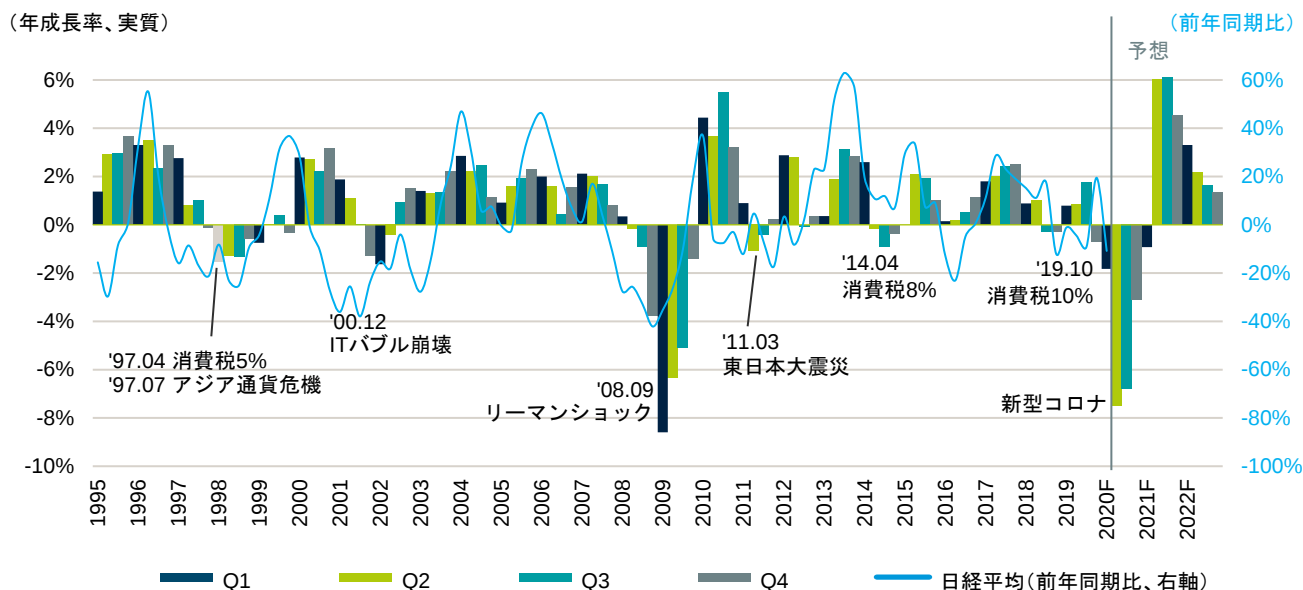
<sup>1</sup> 各セクターの弊社予想については2020年4月発行のDWS Regional Strategic Outlook COVID-19 Special Edit（英語版のみ）をご参照ください。

# 1 経済・金融・投資家動向

## 1.1 マクロ経済情勢

2019 年 10 月に実施された消費増税以来国内景気はマイナス成長に陥っており、2020 年第1四半期の国内 GDP は新型コロナウイルス感染拡大の影響で-2%程度に落込んだものと推測される。緊急事態宣言が発動された同年第 2 四半期は落込み幅がリーマンショック時並みかそれ以上になるとの予想もあり、日本は深刻な景気後退局面に入ったといえる。感染拡大がより深刻な欧米主要都市は軒並みロックダウン状態にあるだけに、今後は輸出も大きく減少していく可能性がある。政府は 2020 年 4 月に事業規模 117 兆円の緊急経済対策を発表しているが、世界的な感染の収束が依然見えないだけに、来年までに景気が本格的な回復軌道に戻るか否かは不透明である。

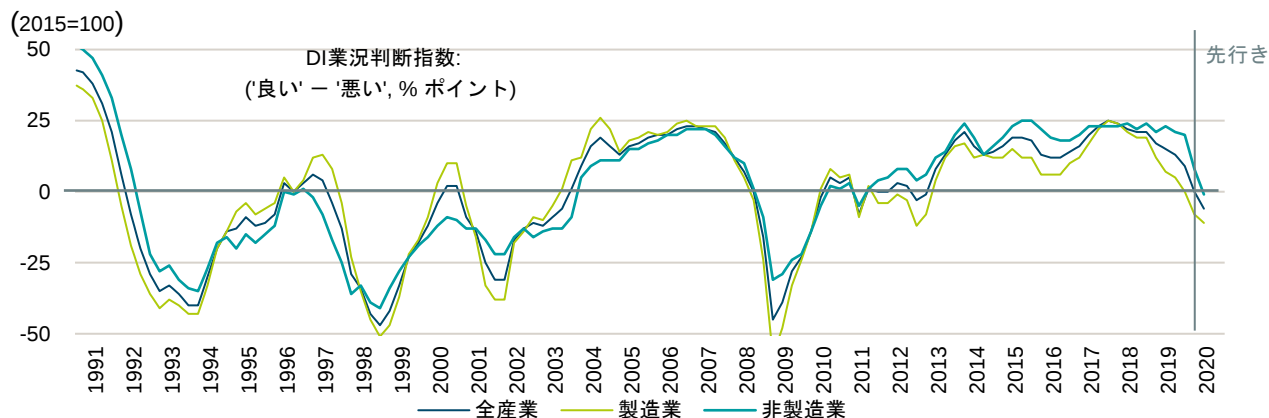
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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 3 月の業況判断指数 DI (国内大企業・全産業ベース、紺色) は、前年同期比で 17 ポイント下落の 0 ポイントと 7 年ぶりの低水準となった。特に工場閉鎖など国内外のサプライチェーンの混乱が大きかった製造業 (黄緑色) では同 20 ポイント下落のマイナス 8 ポイントと 7 年ぶりにマイナス圏に沈み、これを追う形で非製造業 (水色) でも同 13 ポイント下落の 8 ポイントとなった。とりわけ訪日客の減少と移動・外出の自粛で大きな打撃を受けている飲食・宿泊サービス業では、2019 年 12 月から 70 ポイントの下落と最大の落込みとなった。今回の短観では 4 月の緊急事態宣言の影響がまだ反映されていないため、次回の調査では業種を問わず更なる落ち込みが予想される。

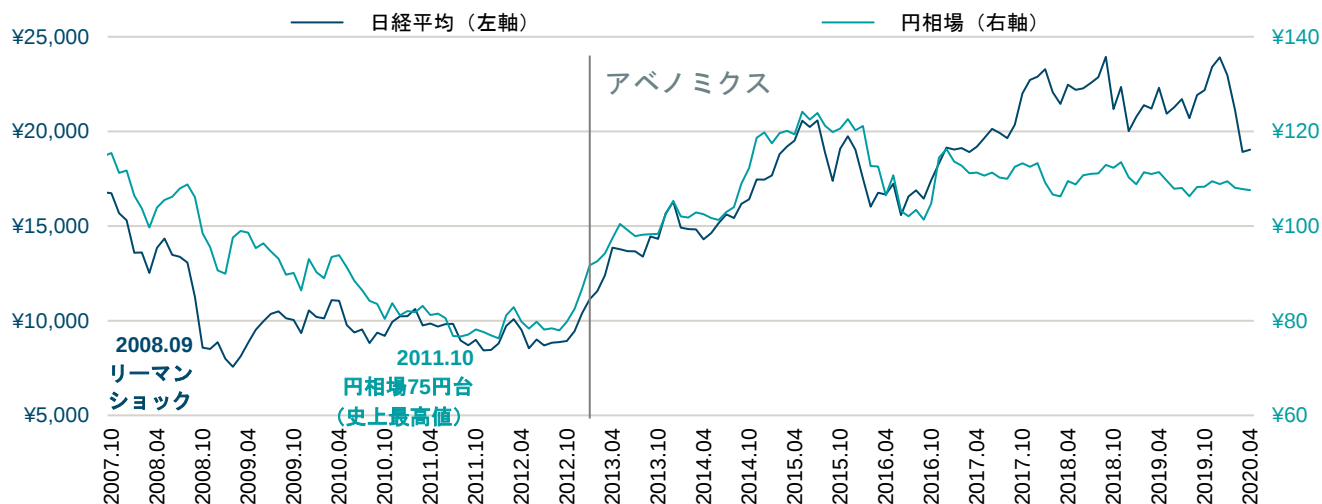
図表 2: 景気動向指数 (先行指数) と日銀短観



出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

日経平均株価は、2019年10月から2020年2月半ばまで23,000円前後をほぼ横ばいで推移していたが、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を受け3月11日から一週間で過去最大の下げ幅を記録し16,000円台半ばまで下落した。その後欧米主要国政府と足並みを揃えた緊急経済対策の発表や日銀による追加緩和策もあってやや落ち着きを取り戻し、4月末には2万円台を回復した。同時期の円相場は多少の乱高下はあったものの、4月末時点で1ドル106円台と昨年末対比円が強含む傾向にある。

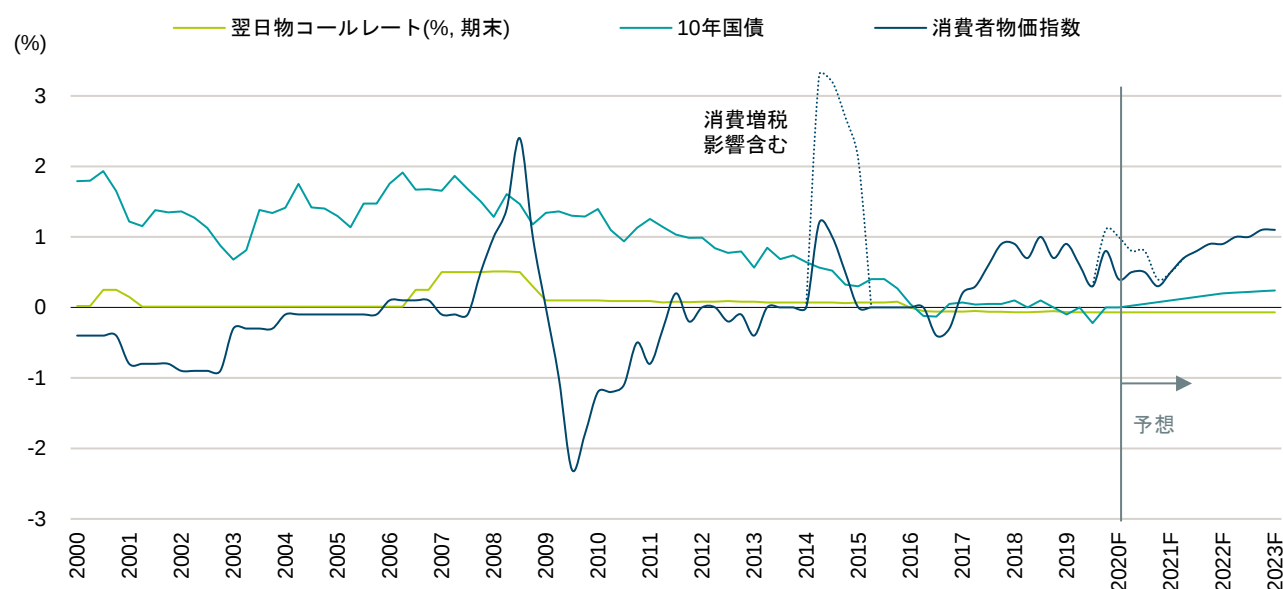
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

2020年3月の生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コアCPI)は0.4%と、2018年11月以来17ヶ月間連続で緩やかなインフレ傾向が続いたが、今後は総需要の減少で更なる低下が予想される。10年物国債利回りは政府の国債増発計画で需給バランスが緩んだ2020年3月に一旦0.1%まで上昇したが、その後4月にはゼロ%未満とマイナス圏に戻して推移している。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数の推移



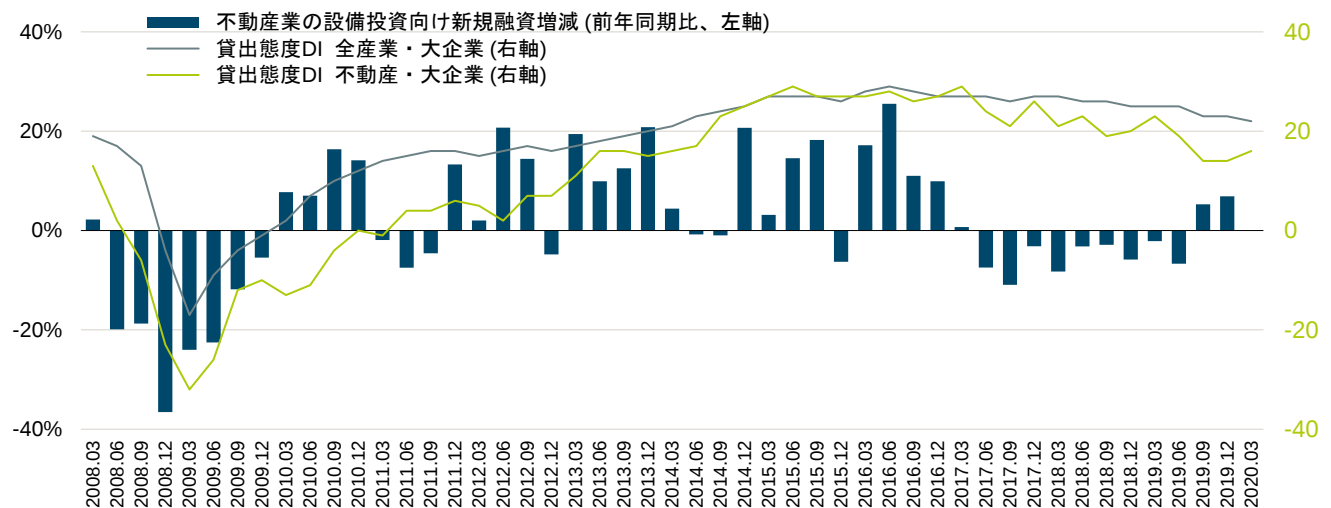
F: DWS 予想値

出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

## 1.2 不動産投資市場・価格

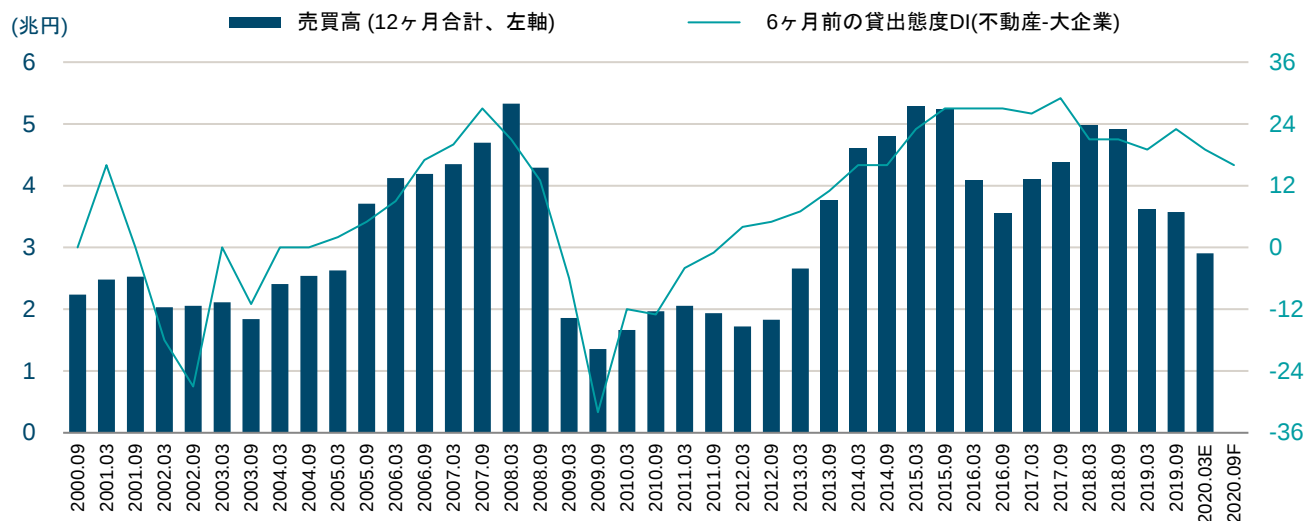
2020年3月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(黄緑線)は、2019年9月から2ポイント改善し16ポイントとなった。銀行界では借入れ比率の高い案件やオペレーション・リスクの高いホテル・商業施設で新型コロナの影響を懸念し新規の融資基準を厳しくする動きが出ていとみられるが、借入比率の低い物件や安定稼働物件に関しては今のところ大きな変化は見られない。もっとも、感染による実体経済への影響がより鮮明になる4月以降は貸出態度が悪化する懸念もあり動向が注目される。こうしたなか、2019年12月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比で6.9%増加し、ながらく下落が続いた傾向が一転し、2四半期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



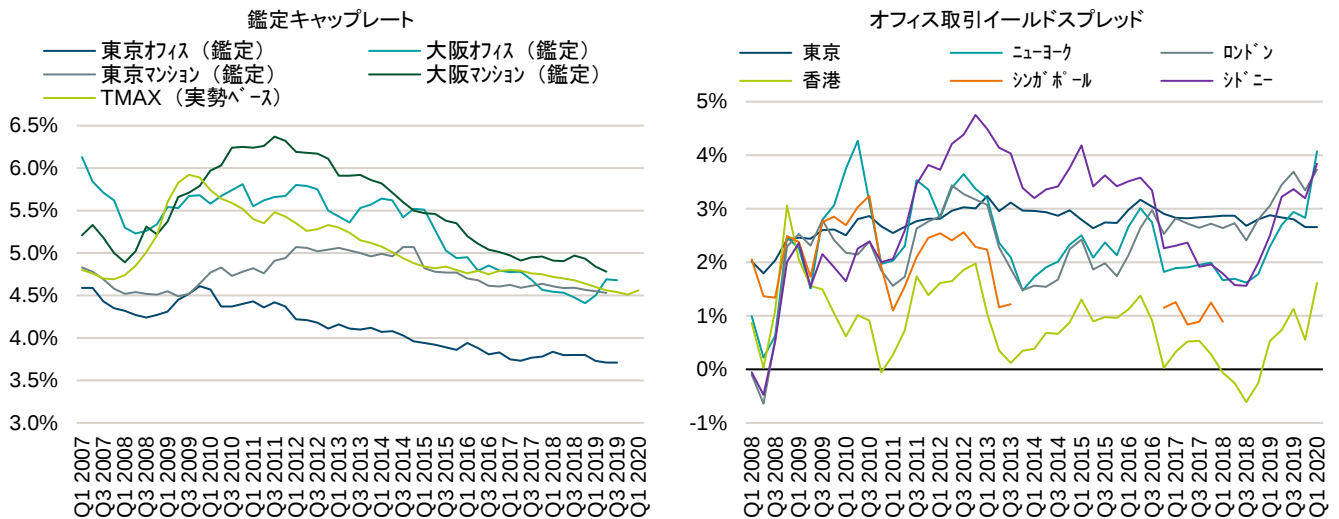
2020年3月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は約2.9兆円と、前年同期比で約2割の下落となった。特に利回りの低下が著しい大型案件の取引が減少するなか、これまで売買高の大半を占めてきたオフィスセクターの割合が全体の半分に減り、逆に物流・住宅・ホテルセクターの割合が計4割近くまで上昇した。地域別にみると東京の割合は7割と高まり、周辺部や地方の取引に一服感が出ている。海外からの出張が難しい外資勢や投資口価格が落ち込んだJ-REITによる投資活動も今後は弱含む可能性が高いだけに、収益不動産売買高もしばらく減少傾向が続くものと見られる。

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



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、実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートは 2020 年 3 月期に 4.56% と 2016 年以来僅かながらも低下が続いている。2019 年 9 月期の東京オフィスの鑑定キャップレートは 3.71% (速報ベース) と、前年同期比でほぼ横ばいとなった。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) の直近 1 年間の動きは、東京が 270bps とほぼ横ばいで推移したのに対し、長期金利が大きく低下したニューヨーク、ロンドン、シドニーではスプレッドの拡大が顕著で、それぞれ 410bps、380bps、370bps と東京を大きく上回る水準となっている。

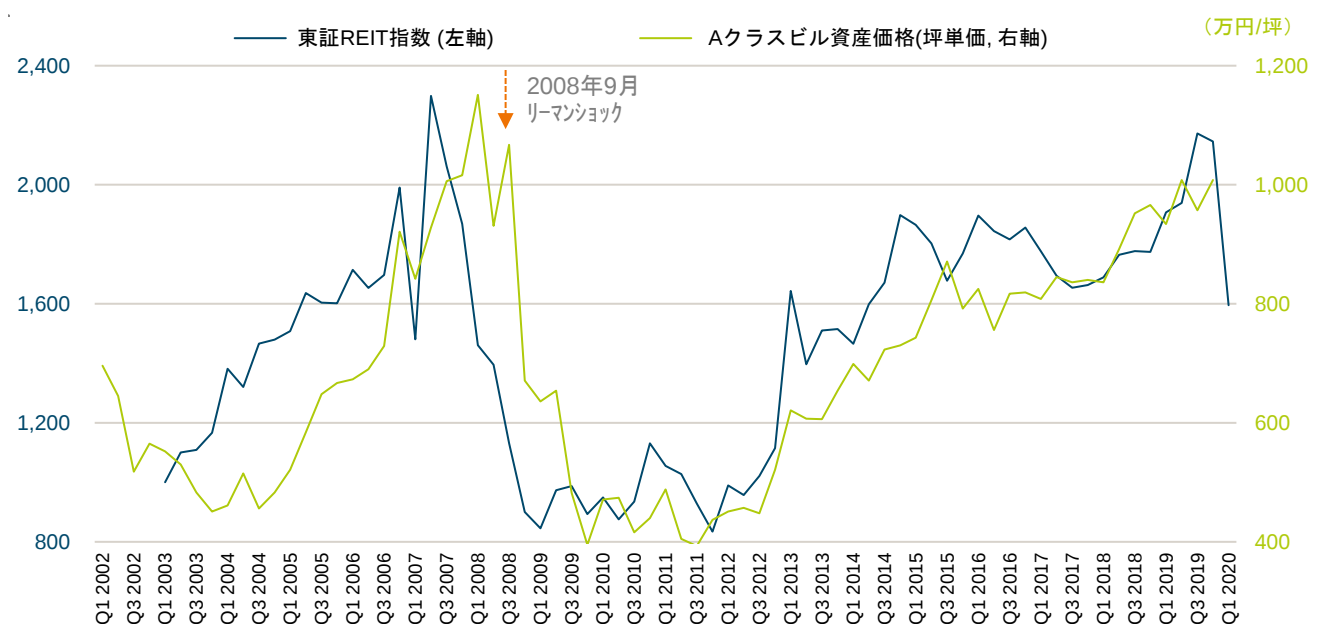
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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、TMAX、Real Capital Analytics、Bloomberg のデータをもとに DWS 作成

コロナショックによる世界的な株式市場の動揺と連動し、東証 REIT 指数も 2019 年 12 月末の 2,100 ポイント台半ばから 2020 年 3 月中旬には一時的にほぼ半値の 1,100 ポイント台半ばまで急落したが、その後の回復で 4 月下旬には 1,500 ポイント台後半まで戻しており、年初から 4 月末までの下落率は 27% となった。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 2019 年 12 月の床単価は前年同期比 6.8% 上昇の 1,032 万円/坪と 11 年ぶりの高値となった。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、実物不動産の価格にはこれから年後半にかけ相当な下押し圧力がかかるものと予想される。

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

2019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、最大の取引は米 Blackstone Group による安邦保険集団の住宅ポートフォリオの取得(3,000億円、進行中)で、これにドイツ Allianz Real Estate による住宅ポートフォリオ 89 物件の取得(推定 1,290 億円)、さらにノルウェーの Norges Bank Investment Management 率いるコンソーシアムによる大手町パークビルディングの持分 49.9%の取得(998 億円)が続いた。価格面でみるとフランスの Kering による Tod's 表参道ビルの取得(195 億円)は平米当たり 772 万円(2,548 万円/坪)と単価が最も高額な取引となったほか、上記の大手町パークビルはキャップレートが 2.7%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ほか、ホテルでも多くのクロスボーダー取引がみられた。また物流セクターでは外資に加え、スポンサーが開発した物件を REIT が取得する取引も多かった。ただし今後は新型コロナによる先行き不透明感から国内不動産の取引金額も減少するとみられ、特に渡航制限などで制約の大きい海外投資家の動きが一巡する懸念がある。

図表 9: 2019 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<br>(億円) | 単価<br>(百万円/㎡) | キャップ<br>レート | 所在        | 取引<br>年月  | 取得主                                                        |
|------|-------------------------------|-------------|---------------|-------------|-----------|-----------|------------------------------------------------------------|
| オフィス | 大手町パークビルの持分 49.9%             | 998         | 3.84          | 2.7%        | 千代田       | 20 年 3 月  | NBIM (ノルウェー・40%)、ジャパンリアルエステイト投資法人(5%)、日本オーブメント不動産投資法人 (5%) |
|      | みなとみらいセンタービル                  | 推 980       | 1.53          |             | 横浜        | 20 年 1 月  | Goldman Sachs(米)                                           |
|      | リンクスクエア新宿の持分 36%など 3 物件       | 360         |               | 3.8-4.0%    | 新宿        | 20 年 3 月  | ジャパンリアルエステイト投資法人                                           |
|      | m Bay Point 幕張の持分 98%         | 310         | 0.37          |             | 千葉        | 20 年 2 月  | Mapletree North Asia Trust (シンガポール)                        |
|      | 恵比寿プライムスクエアの持分 51%            | 234         | 1.09          |             | 渋谷        | 20 年 1 月  | アクティバ・プロパティーズ投資法人                                          |
|      | 虎ノ門マリビル                       | 168         | 1.45          | 2.8%        | 港         | 19 年 12 月 | NTT 都市開発                                                   |
|      | センシティビルの持分 12.4%              | 139         | 1.05          | 5.4%        | 千葉        | 20 年 3 月  | 日本プライムリアルティ投資法人                                            |
|      | きらぼし銀行新宿本店                    | 112         | 1.51          |             | 新宿        | 20 年 3 月  | ヒューリック                                                     |
| リテール | A-Place 新橋駅前の 75%             | 210         | 3.24          | 3.6%        | 港         | 20 年 3 月  | 日本生命(75%)<br>東急不動産(25%)                                    |
|      | Tod's 表参道ビル                   | 195         | 7.72          |             | 渋谷        | 19 年 10 月 | Kering(仏)                                                  |
|      | Ginza Six の持分 3.8%            | 180         | 3.42          | -           | 中央        | 20 年 4 月  | 大丸松坂屋                                                      |
|      | プロロジスパーク千葉 I など 3 物件          | 593         | 0.24          | 4.3-5.0%    | 千葉<br>ほか  | 20 年 2 月  | 日本プロロジス投資法人                                                |
| 物流   | プロロジスパーク川崎など 4 物件             | 推 500       | 0.25          | -           | 神奈川<br>ほか | 20 年 4 月  | Prologis Japan Core Logistics Venture                      |
|      | MFLP 堺の持分 80%など 3 物件          | 484         | 0.21          | 4.4-5.1%    | 大阪<br>ほか  | 20 年 2 月  | 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人                                        |
|      | ロジポート大阪ベイ                     | 375         | 0.27          |             | 大阪        | 19 年 12 月 | LaSalle Investment Management (米)                          |
|      | MJ ロジパーク春日井 1 など 4 物件         | 274         | 0.24          | 4.6-5.7%    | 愛知ほか      | 19 年 10 月 | 三菱地所物流リート投資法人                                              |
|      | アイミッションズパーク柏 2 の持分 70%など 2 物件 | 252         | 0.24          | 4.8-4.9%    | 千葉        | 20 年 2 月  | 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人                                       |
|      | メーフルツリー神戸ロジスティクスセンターの持分 98%   | 219         | 0.26          | 4.0%        | 兵庫        | 20 年 2 月  | Mapletree Logistics Trust (シンガポール)                         |
|      | GLP 浦安 II                     | 170         | 0.35          |             | 千葉        | 20 年 3 月  | GLP 投資法人                                                   |
|      | 多治見物流センター                     | 139         | 0.18          | 4.5%        | 岐阜        | 20 年 3 月  | CBRE Global Investors(米)                                   |
| 住宅   | 安邦住宅ポートフォリオ                   | 推 3,000     | -             | -           | 港<br>ほか   | 進行中       | Blackstone Group(米)                                        |
|      | 住宅ポートフォリオ 82 物件               | 推 1,290     | -             | -           | -         | 19 年 10 月 | Allianz Real Estate(独)                                     |
|      | 川崎重工業社宅ポートフォリオ 20 物件          | 240         | -             | -           | 神奈川<br>ほか | 20 年 4 月  | Fortress Inv Group(米)                                      |

|                           |                    |     |            |          |           |                                    |
|---------------------------|--------------------|-----|------------|----------|-----------|------------------------------------|
| ホテル/<br>ヘルスケア             | オークウッド・レジデンス品川     | 200 | 98/戸       | 品川       | 19 年 12 月 | 韓国投資証券(韓)                          |
|                           | ウェスティンホテル東京        | 967 | 221/室      | 目黒       | 19 年 12 月 | Bright Ruby Resources(中)           |
|                           | フォーシーズンズホテル京都      | 490 | 398/室      | 京都       | 20 年 3 月  | 東京建物投資顧問                           |
|                           | 御宿野乃京都七条           | 240 | 51/室       | 京都       | 20 年 2 月  | hausInvest(独)                      |
|                           | 有明サニールホテル          | 141 | 15/室       | 江東       | 20 年 1 月  | Ascott Residence Trust<br>(シンガポール) |
|                           | ホテルヒスタプリモ東京        | 112 | 80/室 3.9%  | 港        | 19 年 11 月 | MCUBS MidCity 投資法人                 |
|                           | ホテルマイステイズプレミア成田    | 106 | 15/室 5.7%  | 千葉       | 20 年 1 月  | インヴィンシブル投資法人                       |
| 複数<br>セクター<br>ポートフォ<br>リオ | ランド・ポート東習志野など 9 物件 | 404 | - 3.7-5.7% | 千葉<br>ほか | 20 年 3 月  | 野村不動産マスターファンド投資法人                  |
|                           | ヒューリック両国ビルなど 4 物件  | 237 | - 3.9-4.1% | 墨田<br>ほか | 20 年 3 月  | ヒューリックリート投資法人                      |

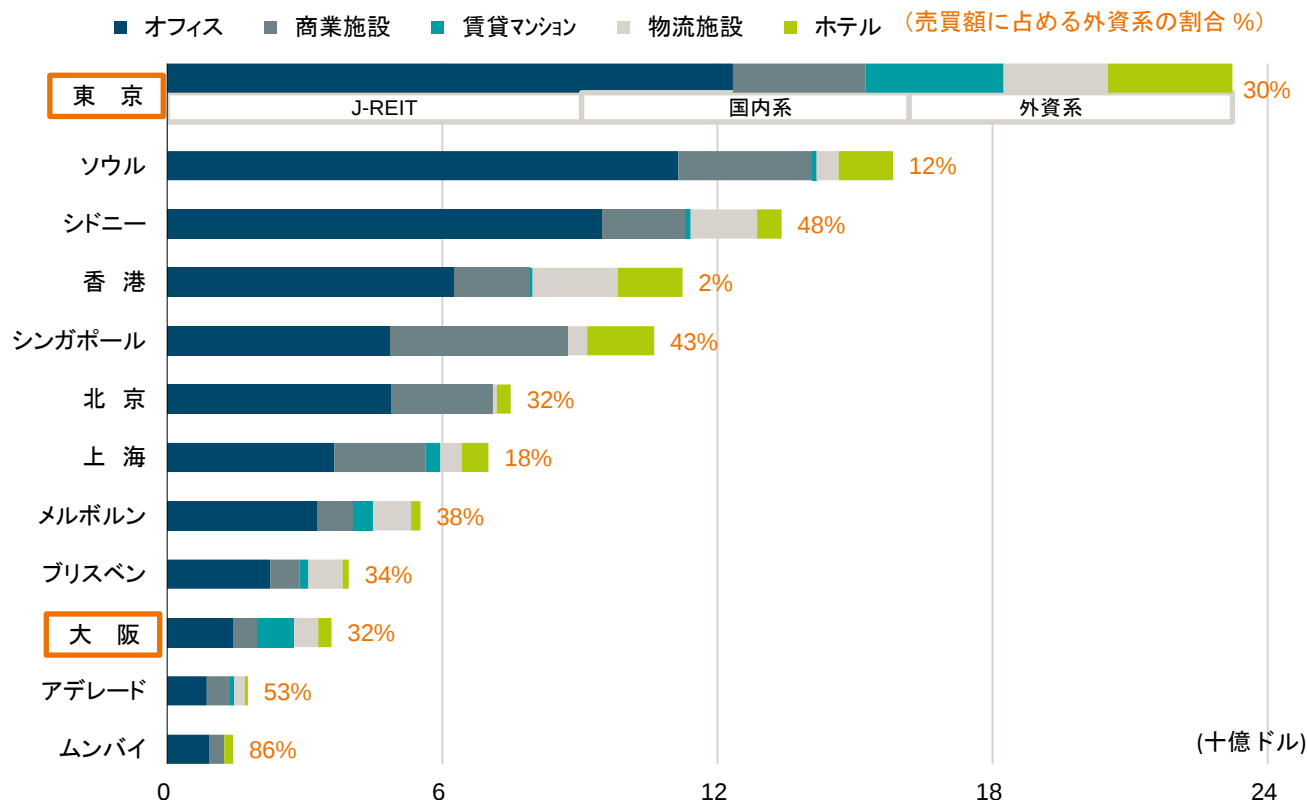
注: 取得主が緑色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含みます。

\*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 3 月末までの過去 12 ヶ月間の収益不動産取引額<sup>2</sup>を都市別にまとめると図表 10 の通りで、東京の取引額は半年前の 2019 年 9 月からのほぼ横ばいの約 232 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、オフィス、物流、住宅、ホテルのセクター別取引量もそれぞれ域内最大となった。買い手の顔ぶれでは、J-REIT が全体の約 4 割を占めるなか、外資系は 30%と半年前の 17%から存在感がやや増した。大阪の取引額は 36 億ドルと、メルボルンとブリスベンに次ぐエリア第 10 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 3 月末までの 12 ヶ月間)

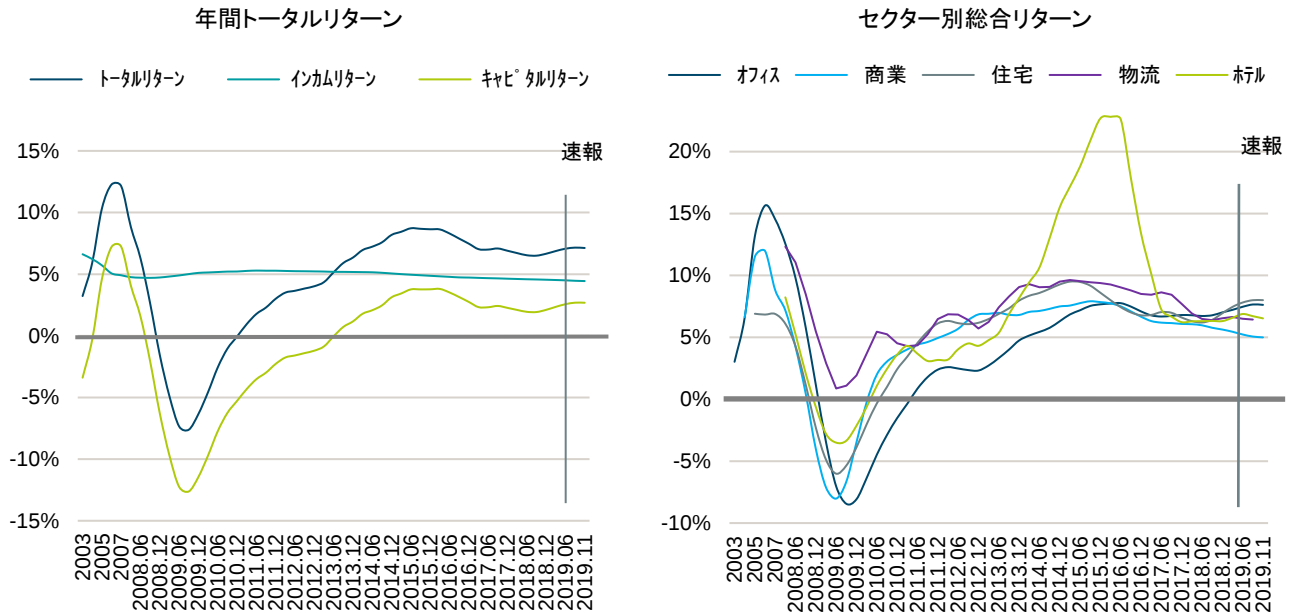


注: 開発用地を除く。シンガポールの住宅取引では再開発向けを除く  
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに DWS 作成

<sup>2</sup> 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。

2019 年 11 月の実物不動産インデックスによるトータルリターン<sup>3</sup>は速報ベースで 7.1%と、2019 年 6 月からほぼ横ばいで推移した。セクター別にみると、住宅セクターのトータルリターンが 8.0%と最も高く、これにオフィス、ホテル、物流セクターがいずれも 6.5%から 7.5%の間に収まったが、商業セクターは 5.0%となり他セクターとの差が広がる傾向にある。

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)



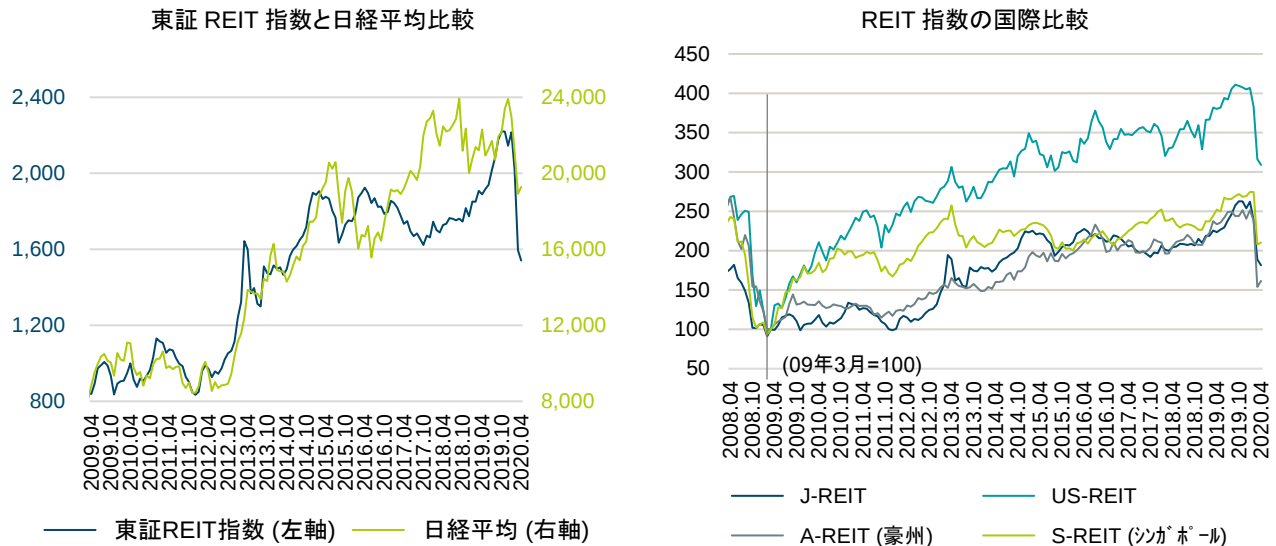
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
出典: MSCI Real Estate –IPD (左表)、不動産証券化協会 (右表) のデータをもとに DWS 作成

<sup>3</sup> 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。

### 1.3 J-REIT

東証 REIT 指数は 2020 年 2 月 20 日から 2020 年 3 月 19 日までの 1 ヶ月の間に 2,251 ポイントから 1,146 ポイントまで 49.5%下落し、1ヶ月間の値動きとしては過去最大を記録した。その後の反騰で 4 月下旬には 1,500 ポイント台半ばまで回復したものの、依然として 2019 年末に比べ約 7 割の水準にとどまっている。他国の REIT 市場も概ね類似の値動きを示しており、2020 年 4 月下旬時点で米国 REIT が昨年末対比 24%、豪州 REIT が 33%、シンガポール REIT が 22%それぞれ下回っている。

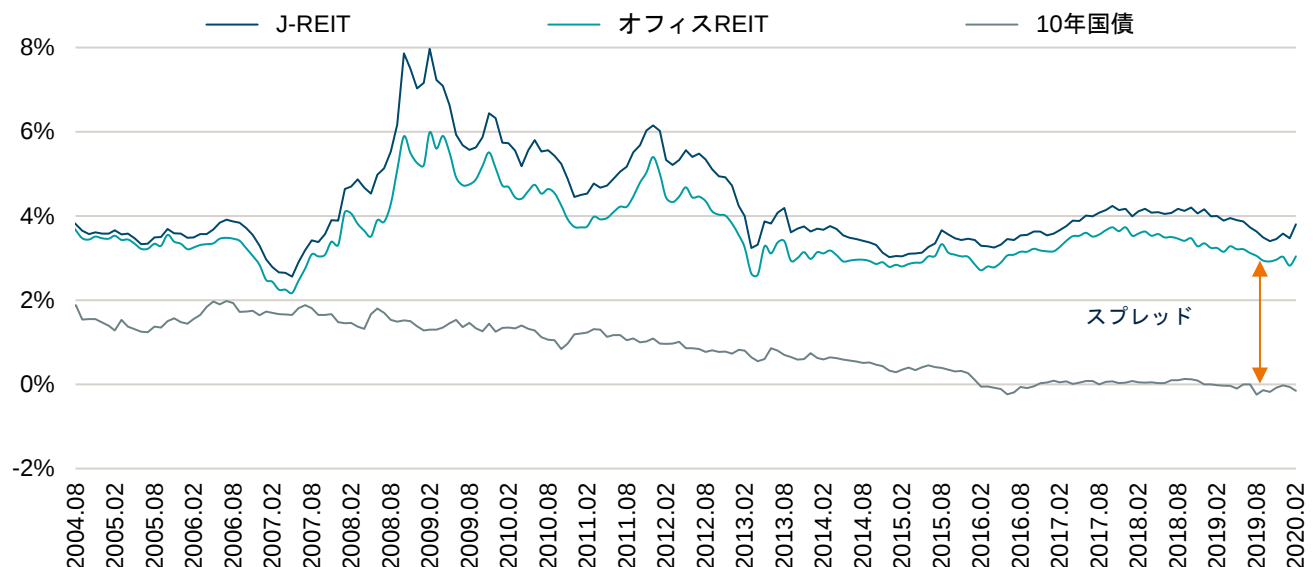
図表 12: REIT インデックス(株価との比較と長期国際比較)



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

2020 年 2 月の J-REIT 平均分配金利回りは 2018 年 12 月から約 30 ベーシス上昇の 3.80%(オフィス型 REIT は 3.04%)となり、国債利回りとの差(スプレッド)も同 30 ベーシス上昇の 3.95%(同 3.19%)となった。同時期の米国 REIT の分配金スプレッドは 315bps と J-REIT との差が縮まる傾向にはあるが、J-REIT の投資妙味の方が高い傾向が続いている。

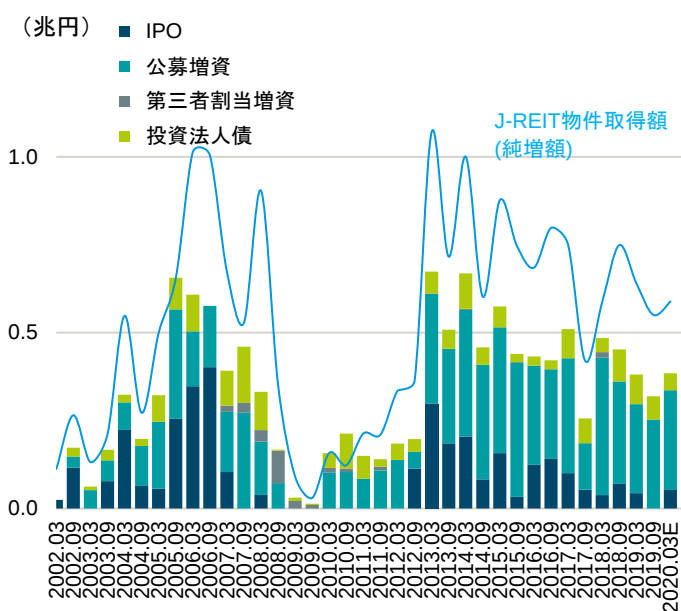
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2019年10月-2020年3月期の6ヶ月間におけるJ-REITの新規上場はSOSiLA物流リート投資法人の1件のみ、公募増資は大和ハウス投資法人など14件が実施された。同期間のJ-REITによるIPO・増資額は計3,364億円、グロスの物件取得額は7,106億円(売却額を除いたネットでは5,887億円)で、いずれも前年同期比で約1割の増加となった。今期は新規上場を含め大型増資が特に物流セクターに集中しており、依然として同セクターへの高い投資需要が浮き彫りとなった。

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                 | 時期       | 増資額   |
|---------------------------|----------|-------|
| 大和ハウス投資法人                 | 2020年2月  | 434   |
| 野村不動産マスターファンド投資法人         | 2019年12月 | 321   |
| 日本プロシースリート投資法人            | 2020年1月  | 307   |
| 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人       | 2020年1月  | 270   |
| 日本プライムリアルティ投資法人           | 2020年2月  | 175   |
| MCUBS Midcity 投資法人        | 2019年11月 | 159   |
| 伊藤忠アドバンステクノロジ・ロジスティクス投資法人 | 2020年1月  | 136   |
| CRE ロジスティクスファンド投資法人       | 2020年1月  | 107   |
| その他公募増資                   | 10-3月    | 928   |
| 合計                        |          | 2,837 |

| 新規上場の REIT       | 時期       | 募集額 |
|------------------|----------|-----|
| SOSiLA 物流リート投資法人 | 2019年12月 | 527 |
| 合計               |          | 527 |

上場予定の REIT: N/A

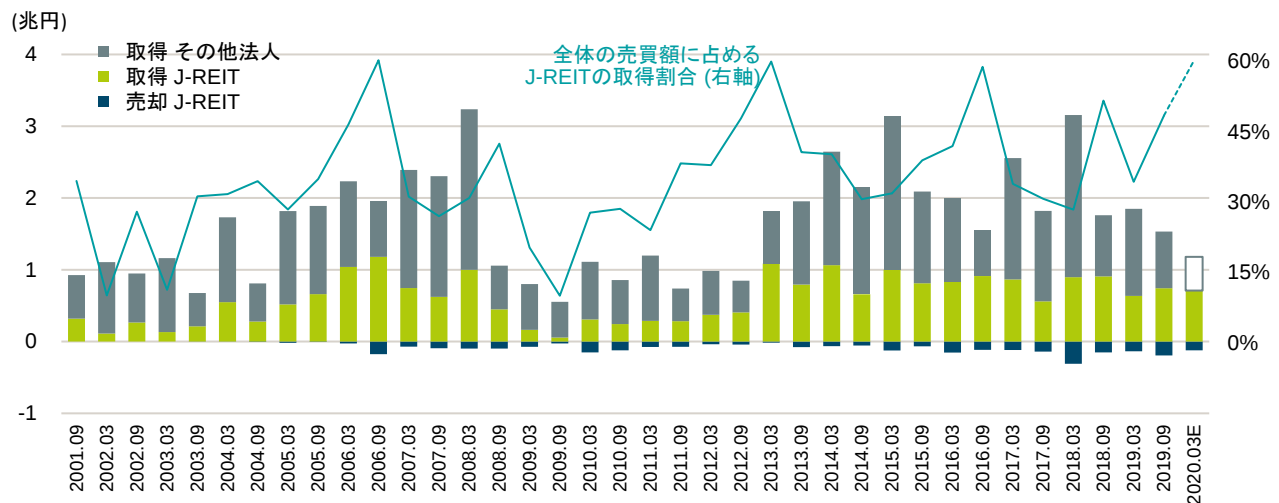
E: DWS 推定値

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。2019年10月-2020年3月の不動産取引額は約1.2兆円と、半年前に比べ23%の減少となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は同横ばいの0.7兆円となり、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6割となった。

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

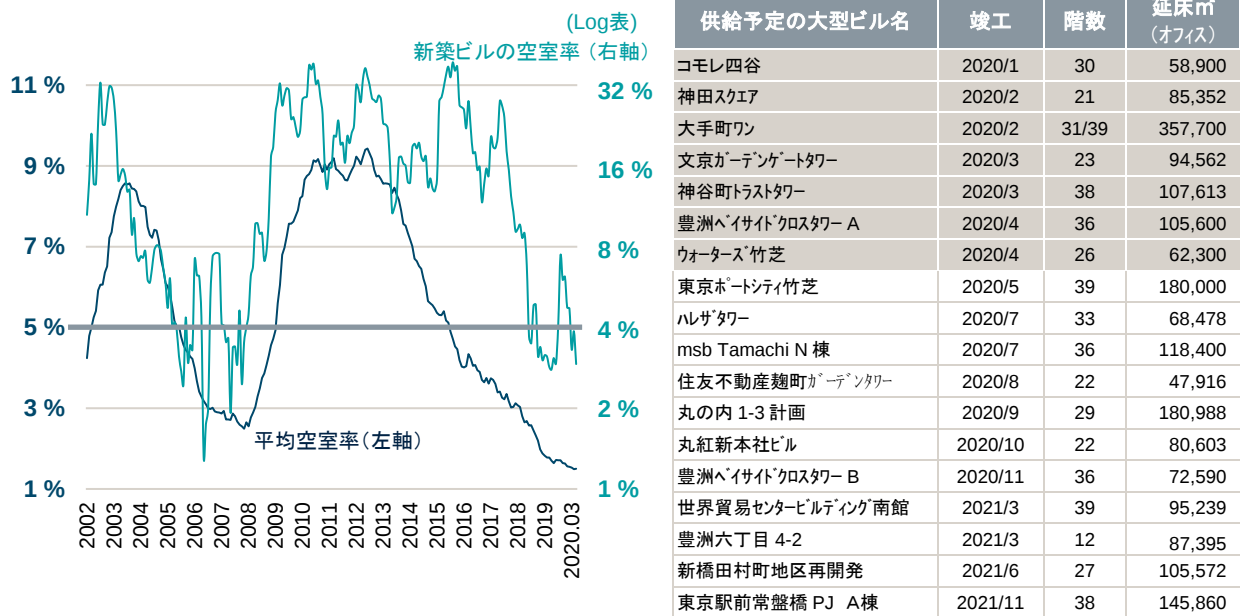
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに DWS 作成

## 2 不動産ファンダメンタルズ

### 2.1 オフィス

2020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前年同期比0.3ポイント低下の1.5%と、過去26年での最低水準近辺にある。同時期の竣工1年以内の新築ビルの空室率は3.0%と、ここ1年間の緩やかな上昇傾向が一転し再び下落に転じた。2020年竣工予定の大型物件についても約9割の水準まで成約が進んでいるとみられ、今後も急激な需給バランスの悪化は予想されていない。もっとも、緊急事態宣言が発令された4月以降の経済活動の停滞により主要企業の業績は急速に悪化しつつあるとみられ、オフィスの移転・拡張計画が延期される事例が多くなると予想される。これまで既存テナントの館内増床ですぐに埋められていた2次空室についても今後は新規の成約まで時間を要するケースが増えると思われる。東京都心の空室率は年末にかけて徐々に上昇していくものと予想される。

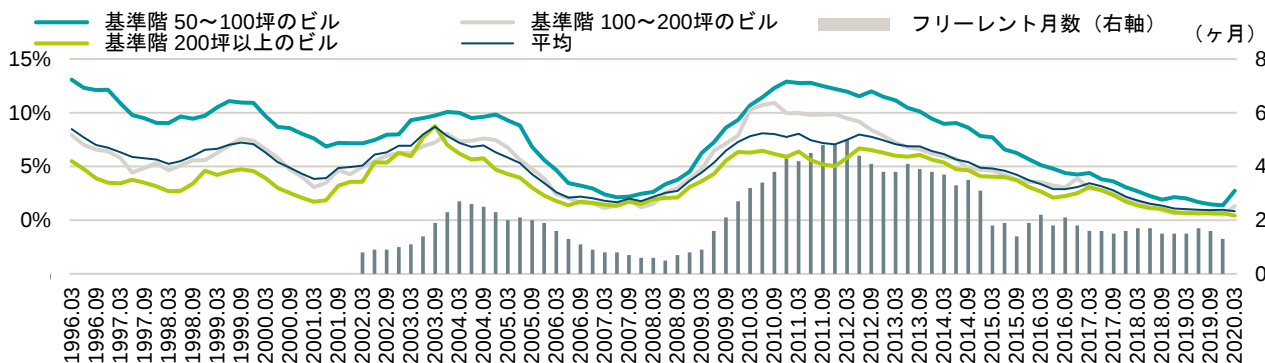
図表 16: 都心5区の平均空室率と新築ビルの空室率の推移



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3月の東京都心3区<sup>4</sup>のオフィス空室率は前年同期比で0.2ポイント下落の0.8%と、過去26年間の最低水準をさらに更新した。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0.2ポイント下落の0.4%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0.6、0.7ポイント上昇の1.3%、2.7%となり、規模による差がみられた。2019年12月のフリーレント期間は1.3ヶ月と、過去10年間で最も短い水準となった。

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

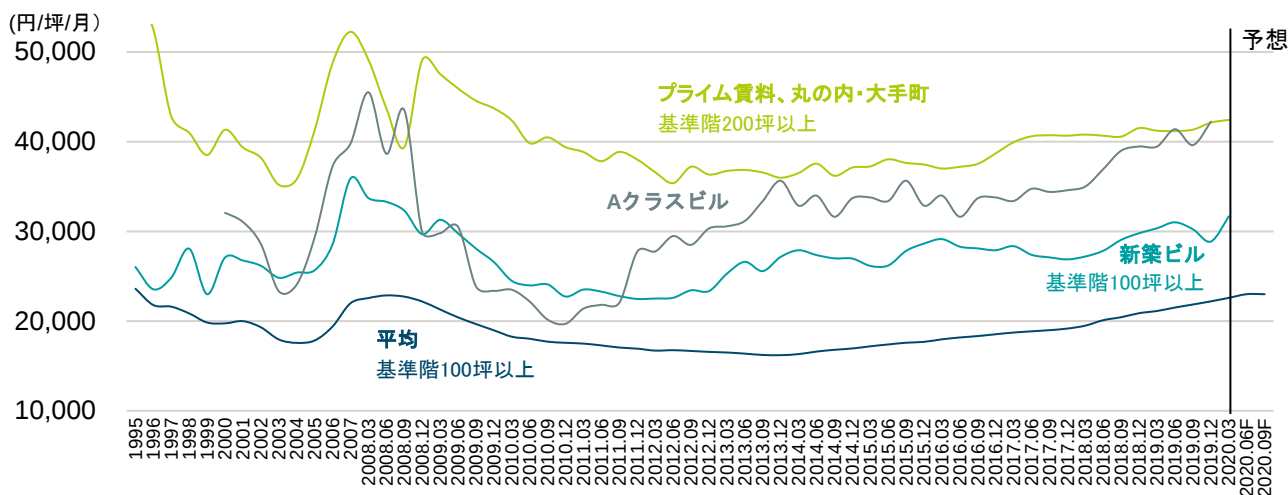


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

<sup>4</sup> 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心のオフィス空室率が歴史的な低水準となっていることを受け、2020 年 3 月の都心 5 区オフィスの平均賃料（紺色）は前年同月比 6.9%増と 24 四半期連続での上昇となった。既存の A クラスビル（灰色）でも前年同月比でそれぞれ 7.0%増と大幅な上昇となったほか、新築ビル（水色）や丸の内・大手町のプライム賃料（黄緑色）も同 4.4%と 2.9%増と上昇が続き、グレードを問わずオフィス賃料の上昇局面が続いている。もっとも 2020 年末にかけて空室率が徐々に上昇していくと予想されるほか、ここ 1-2 年新規の成約を牽引してきたシェアオフィスやコワーキング・スペースの需要は一巡したとみられ、今後は賃料の上昇スピードが減退していくものと予想される。

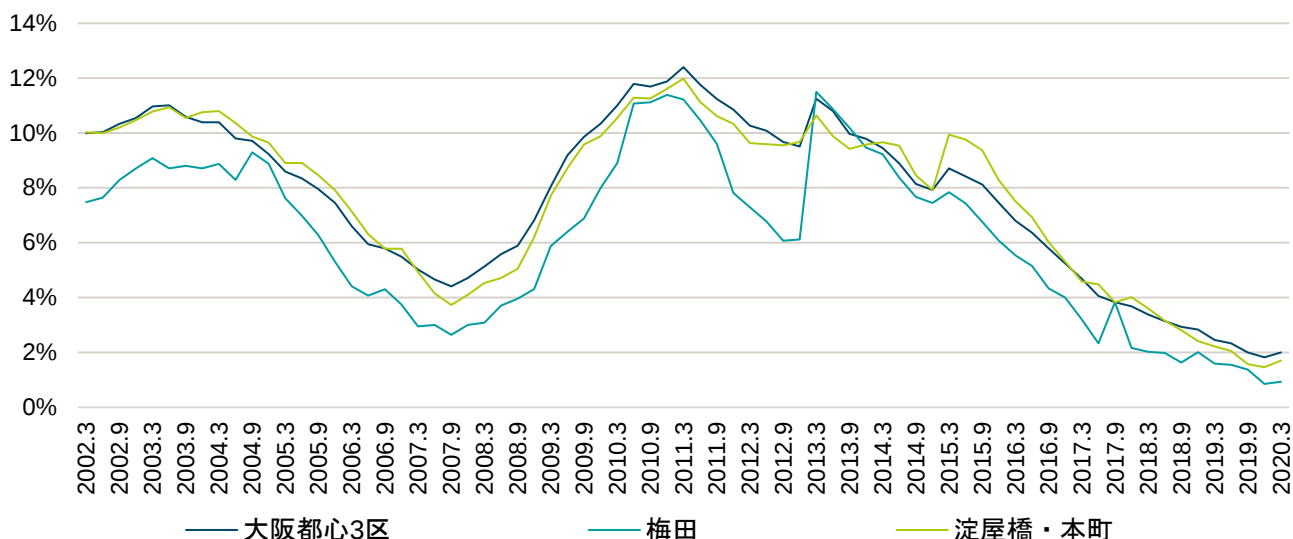
図表 18: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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 年月の大阪都心 3 区<sup>5</sup>のオフィス空室率は前年同期比で 0.5 ポイント下落の 2.0 %と、26 年ぶりの低水準を維持した。エリア別で見ると梅田地区（大阪駅周辺）の空室率が同 0.7 ポイント下落の 0.9%、淀屋橋・本町エリアが同 0.5 ポイント下落の 1.7%となり、いずれもバブル期以来の低い水準にある。大阪では 2020-2021 年の間に大型オフィスの新規供給計画が 3 件と比較的に少なく需給バランスの大きな崩れは予想されていないものの、新型コロナの影響が徐々に顕在化する年後半から年末にかけて空室率が上昇局面に転じる可能性も否定できない。

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

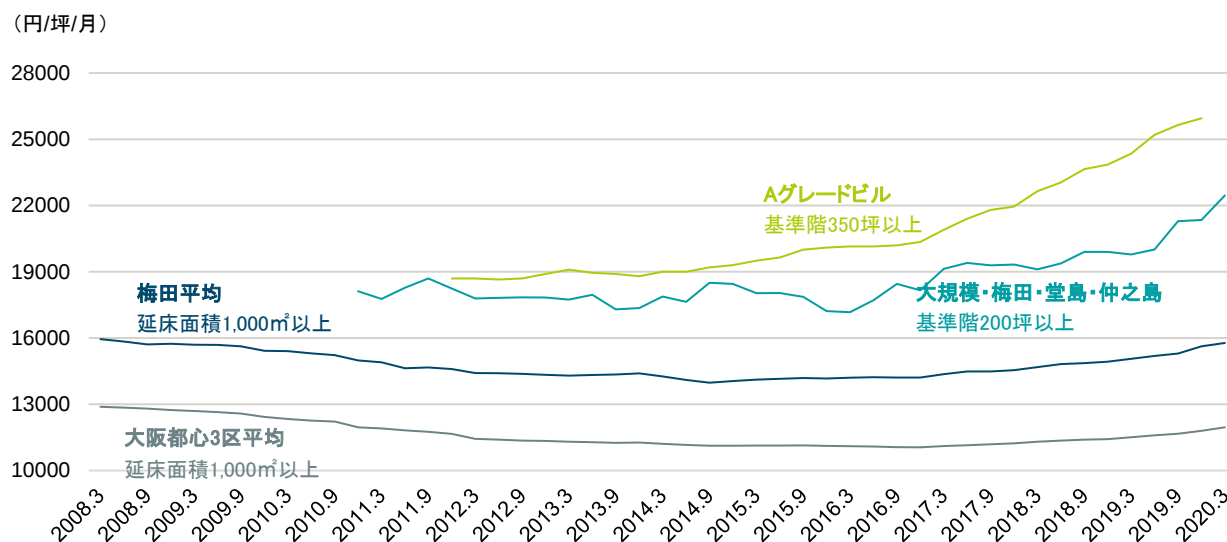


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

<sup>5</sup> 北区、中央区、西区を指す。

2020 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 3.8%増となった。梅田地区のオフィスの平均賃料(紺色)は前年同期比で 4.8%の増加したほか、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 13.5%、8.8%増と大幅に上昇し、新規供給計画が少ないなかで都心の優良オフィスに対する根強い需要がみられる。

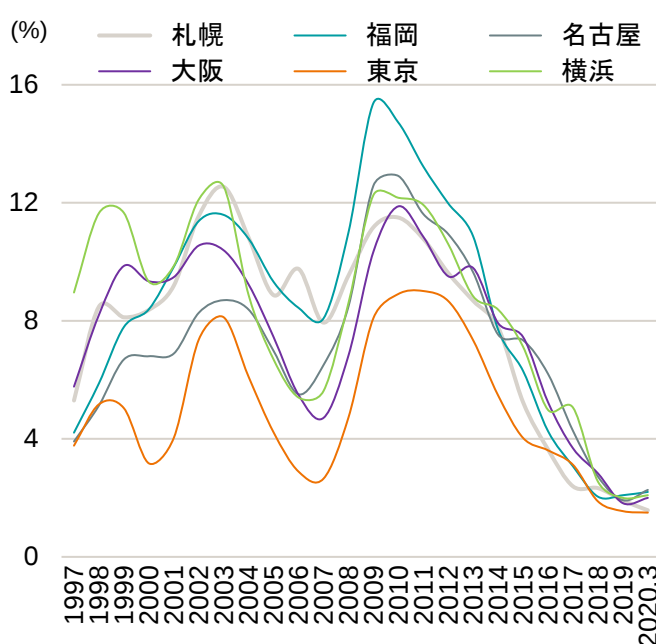
図表 20: 大阪都心 3 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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 3 月の国内主要都市のオフィス空室率は、大阪 2.0%、名古屋 2.3%、横浜 2.1%、福岡 2.2%、札幌 1.6%といずれも過去 20 年間の最低かそれに近い水準を維持した。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、全国に拡大された緊急事態宣言の影響もあり、企業業績の悪化に連動して年末にかけて空室率は上昇に転じる懸念がある。

図表 21: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



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

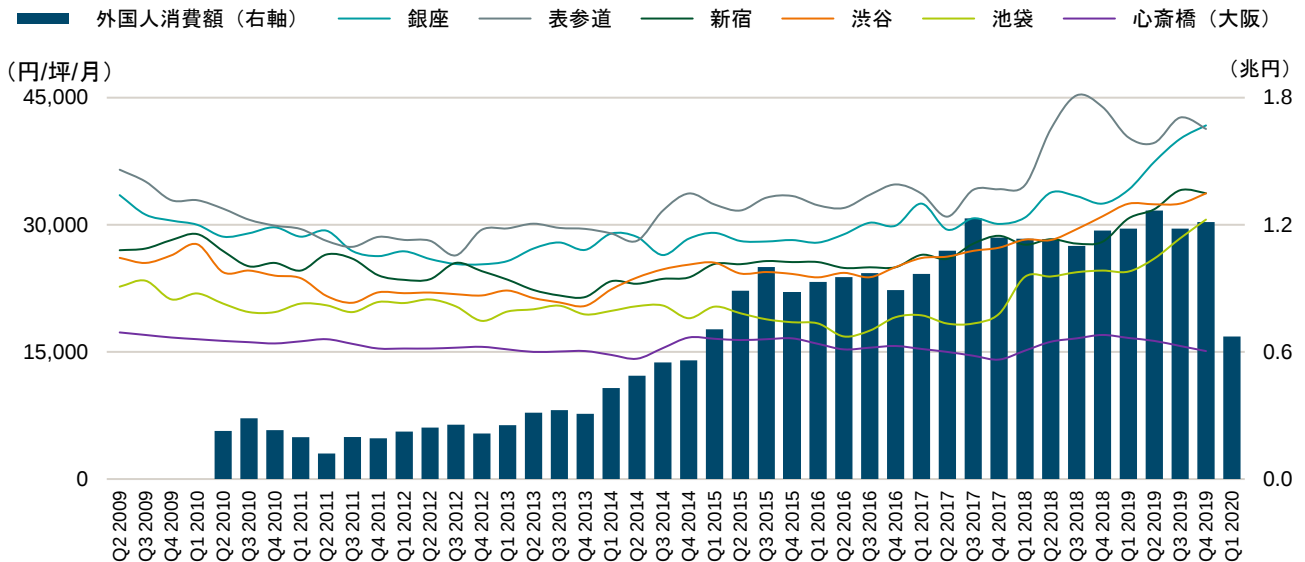
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

| 供給予定のビル名           | 竣工      | 階数 | 延床㎡<br>(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         |
| 横浜グランゲート(横浜)       | 2020/3  | 18 | 101,056        |
| JR 横浜タワー(横浜)       | 2020/3  | 26 | 97,601         |
| 九勸承天寺通りビル(福岡)      | 2020/4  | 12 | 20,513         |
| 京阪神 OBPビル(大阪)      | 2020/4  | 16 | 38,797         |
| 名駅 1 丁目プロジェクト(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         |
| 梅田ツインタワーズサウス(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         |

## 2.2 商業施設

2019 年第 4 四半期の都心商業施設の募集賃料では、2019 年 10 月の消費増税の影響にもかかわらず概ね上昇局面が続いた。銀座で前年同期比 28.4%と大幅に上昇したほか、池袋、新宿、渋谷もそれぞれ同 24.4%、20.4%、8.7%の上昇となった。ただし、心斎橋や表参道はそれぞれ同 11.2%と 5.9%の減少となり明暗が分かれた。一方、新型コロナウイルスの感染拡大で旧正月前後から訪日外国人数が急減したことを受け、2020 年第 1 四半期の外国人消費額は前年同期比で 43.1%減少の 0.7 兆円と、四半期ベースで 4 年ぶりに 1 兆円を大きく割り込んだ。観光消費額の減少や長らく営業自粛要請の煽りもあり商業施設のテナントの中には賃料支払いの一時減免や支払い猶予、賃貸契約自体の見直しを求める動きが広がっており、賃料相場には今後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

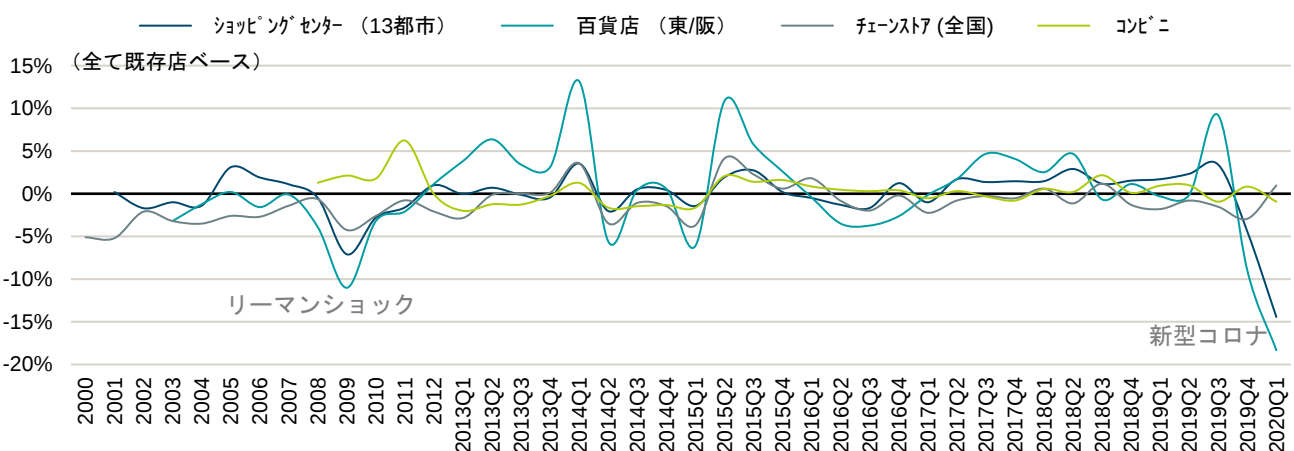


注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均(図表 17 のベンチマーク)

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

消費増税以来落込んでいた百貨店(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、2020 年第 1 四半期に前年同期比でそれぞれ 18.3%、14.4%の下落と、過去 20 年で最大の落ち込みとなった。一方、食料品や日用品を取り扱うチェーンストアの売上は同 1.0%増と好調だったほか、外食産業の代替として「中食(なかしょく)<sup>6</sup>」需要が拡大するコンビニも住宅地では健闘したが、オフィス街の店舗が振るわず合計すると同-0.9%と僅かに下落した。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)



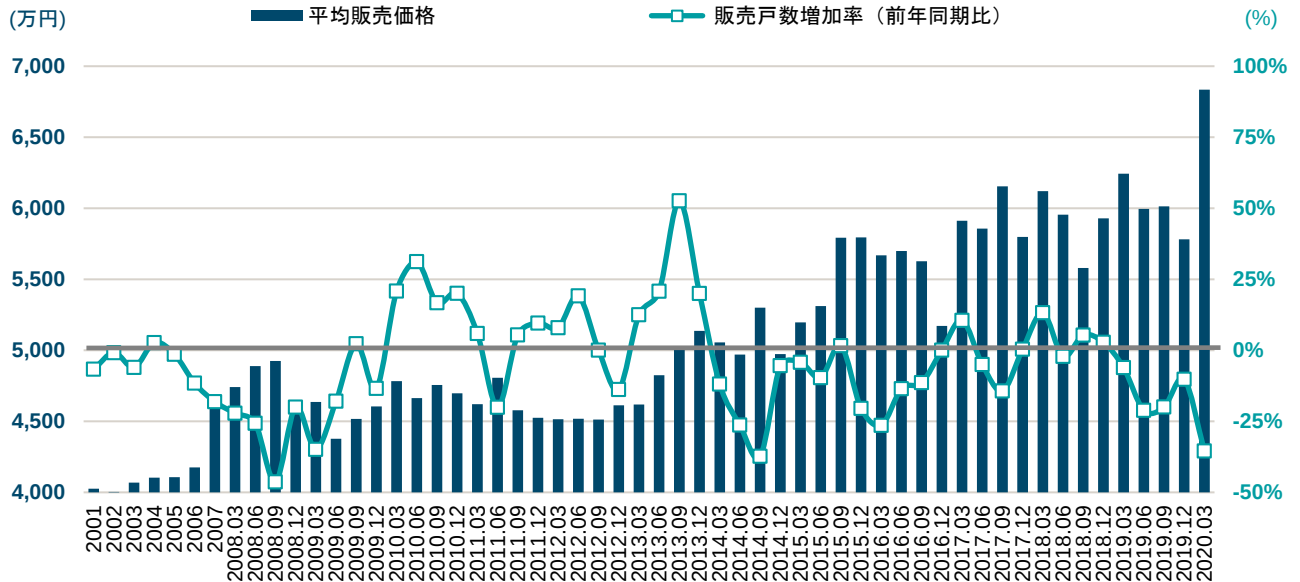
出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

<sup>6</sup> おにぎりやサンドイッチ、弁当・惣菜などの持帰り商品。外食と内食の中間の存在。

## 2.3 住宅

2020 年 1-3 月期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前期比で 18.4%増加の 6,835 万円と、四半期ベースで過去 20 年間での最高水準となった。特に都心や湾岸地域の高級マンションの分譲があった 1 月の価格は 8,360 万円と最高値を記録し平均価格を押し上げた。一方、同期の新規供給戸数は同 35.4%の減少と 4 期連続での二桁減少となった。価格の高騰で一次取得層にとって分譲マンションは手に届きにくくなっているなか、新型コロナの影響で先行きの見通しが立てにくい状況で長期の住宅ローンに二の足を踏む世帯も増加するとみられ、今後は分譲住宅の需要減退に拍車がかかる懸念がある。

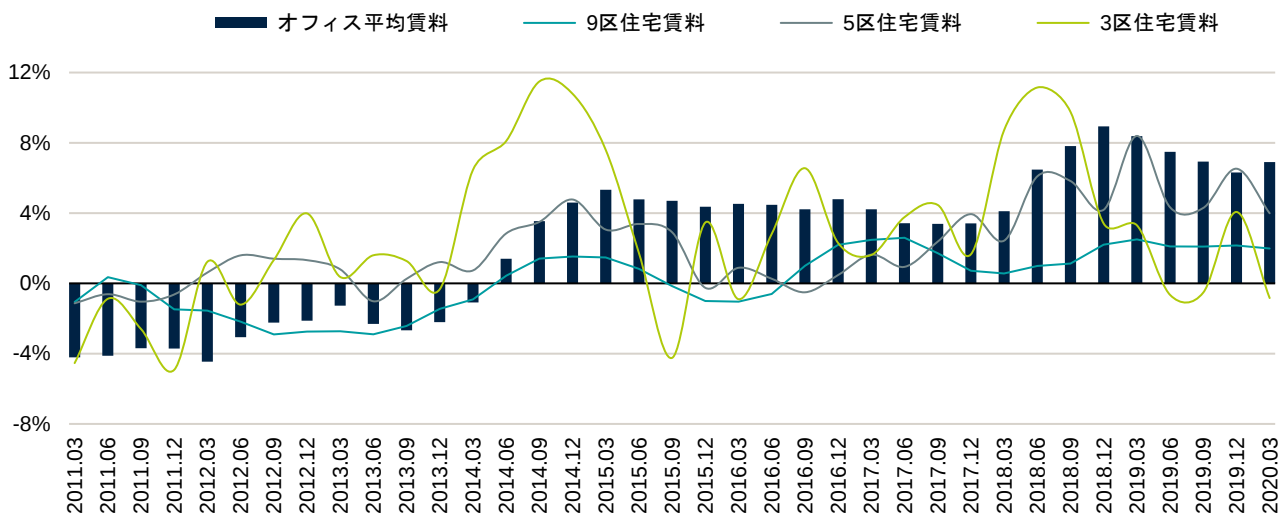
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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を控える動きが強まるなか、逆にその分需要は賃貸マンションにシフトする構図が続いている。2020 年第 1 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 4.0%増と 14 四半期連続での増加となり、9 区(水色)も 2.0%増と 2016 年以来的増加傾向が続いた。一方、特に家賃の高い都心 3 区(黄緑色)では同 0.8%の下落となり、賃料上昇傾向からの一服感もみられた。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

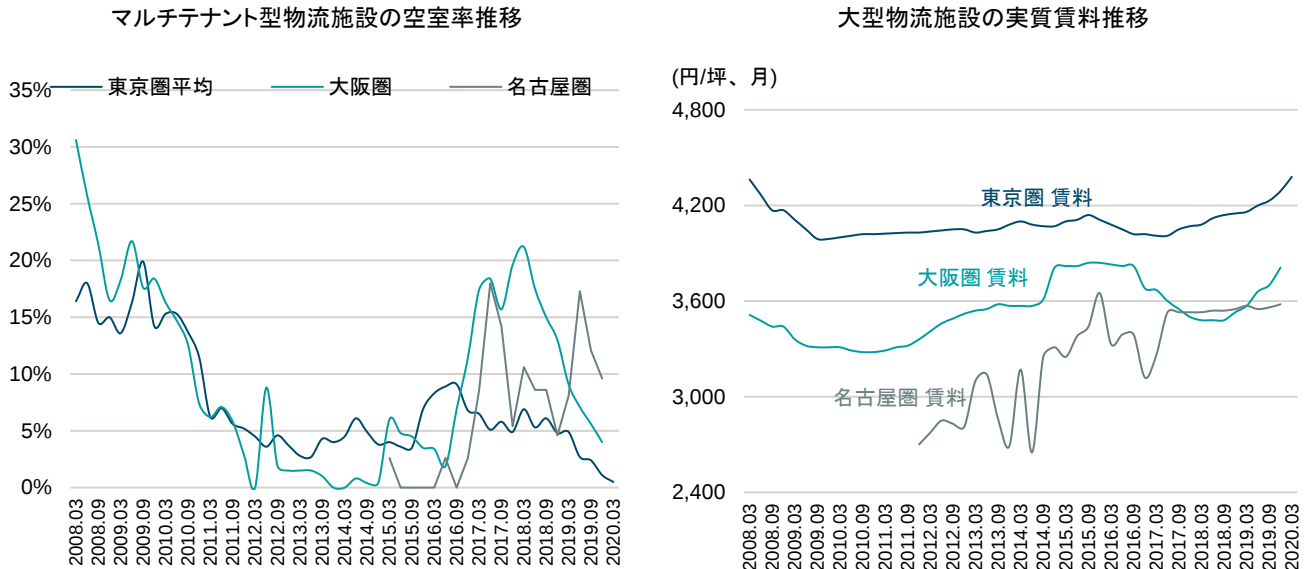


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、東日本不動産流通機構、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

## 2.4 物流施設

2020 年第 1 四半期の東京圏の物流施設の空室率は半年前から 1.9 ポイント減の 0.5%と、過去 17 年間で最低値をさらに更新し、これに合せて実質賃料も同 5.5%の上昇と強含んだ。東京圏以外でも傾向はほぼ同じで、2019 年第 4 四半期の大阪圏の空室率は前四半期比 1.6 ポイント低下の 4.0%、名古屋圏でも同 3.5 ポイント低下の 9.6%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 3.0%、0.6%の上昇となった。

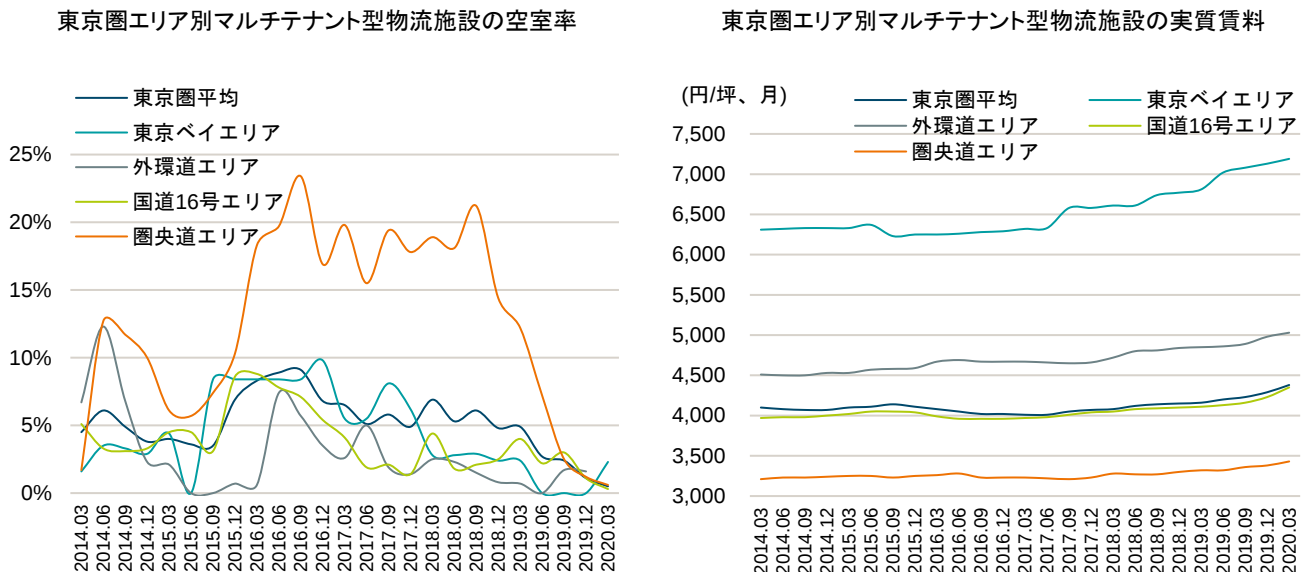
図表 26: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2020 年第 1 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、判明する全てのエリアで空室率が 2%台以下となり、空きスペースがほとんどない状態が続いている。実質賃料は国道 16 号エリアや東京ベイエリアが前年同期比で 5.8%、5.6%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でも 3%台の上昇となった。

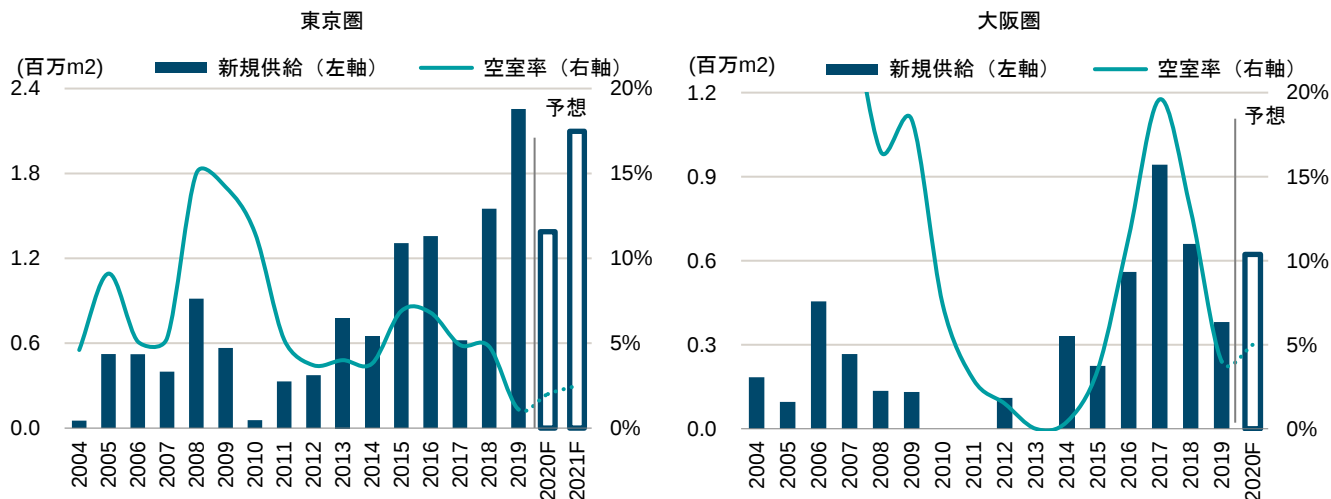
図表 27: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

東京圏では 2018-2019 年に過去最大の略 400 万㎡の賃貸物流施設の供給が行われ、2020-2021 年にもさらに計 350 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 コマースなどによる需要の力強さを裏付けている。大阪圏では 2020 年には過去 3 番目となる 62 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

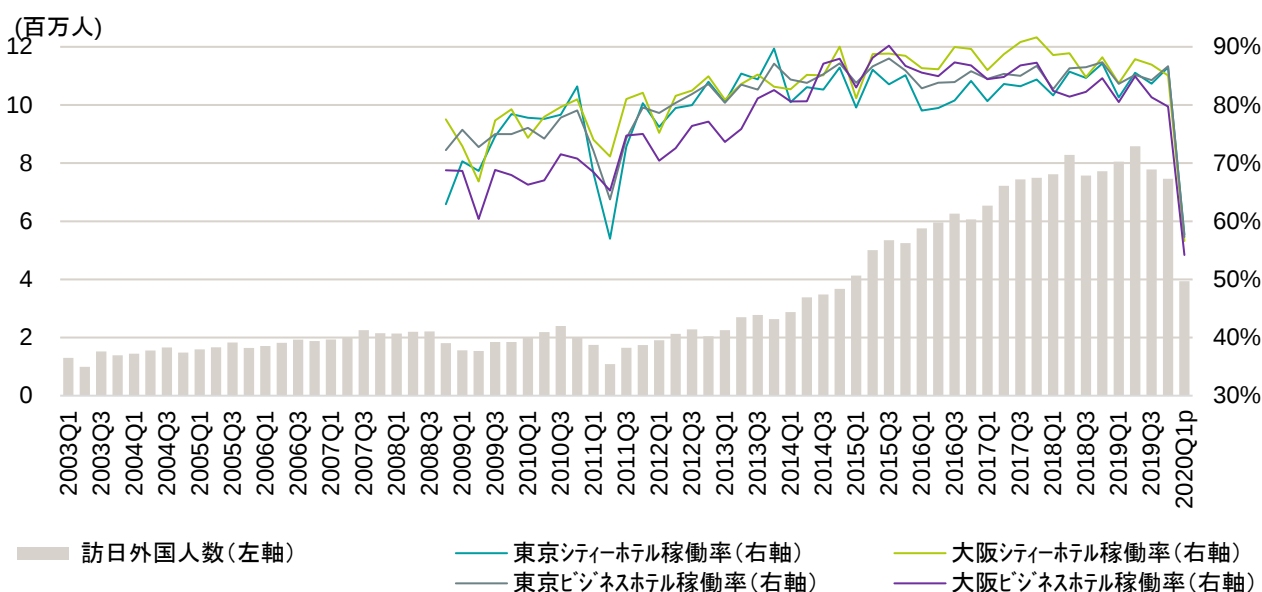


F: DWS 予想値  
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

## 2.5 ホテル

2020 年第 1 四半期の訪日外国人数は前年同期比 51.1%減少の 394 万人と、2011 年の東日本大震災を超える過去最大の下落幅となった。特に 3 月は同 93%減少と統計開始以来の未曾有の落込みとなった。2020 年 1-3 月期の東京と大阪のホテル稼働率は 80%台から 50%台に下落し、特に 3 月単月の稼働率はいずれも 20%台にとどまった。緊急事態宣言でゴールデンウィーク期間中の旅行需要も期待できなかったことから自ら休業に踏み出すホテルも増加したほか、空いた棟を新型コロナ感染者向けの療養施設として使うケースもみられる。五輪特需を見込んで積極的な設備投資を行ってきた事業者の中には倒産する事例も出てきており、世界的に旅行需要の回復の目処がたたないなかでホテル業自体の存続が脅かされる状況は今後も続くものとみられる。

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©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、見通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、その内容を確認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。

#-200501-1

# グローバル・リサーチ・チーム

| Office Locations:                                                                                                                 | Team:                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Chicago</b><br>222 South Riverside Plaza<br>26th Floor<br>Chicago<br>IL 60606-1901<br>United States<br>Tel: +1 312 537 7000    | <b>グローバル</b><br><br><b>Kevin White, CFA</b><br>Co-Head of Research & Strategy<br>kevin.white@dws.com<br><br><b>Gianluca Minella</b><br>Infrastructure Research<br>gianluca.minella@dws.com         | <b>Simon Wallace</b><br>Co-Head of Research & Strategy<br>simon.wallace@dws.com                                                                            |
| <b>Frankfurt</b><br>Taunusanlage 12<br>60325 Frankfurt am Main<br>Germany<br>Tel: +49 69 71909 0                                  | <b>北 米</b><br><br><b>Brooks Wells</b><br>Head of Research, Americas<br>brooks.wells@dws.com<br><br><b>Ross Adams</b><br>Industrial Research<br>ross.adams@dws.com                                  | <b>Liliana Diaconu, CFA</b><br>Office Research<br>liliana.diaconu@dws.com<br><br><b>Ryan DeFeo</b><br>Property Market Research<br>Ryan-c.defeo@dws.com     |
| <b>London</b><br>Winchester House<br>1 Great Winchester Street<br>London EC2A 2DB<br>United Kingdom<br>Tel: +44 20 754 58000      | <b>Ana Leon</b><br>Retail Research<br>ana.leon@dws.com                                                                                                                                             | <b>Joseph Pecora, CFA</b><br>Apartment Research<br>joseph.pecora@dws.com                                                                                   |
| <b>New York</b><br>345 Park Avenue<br>26th Floor<br>New York<br>NY 10154-0102<br>United States<br>Tel: +1 212 454 6260            | <b>欧 州</b><br><br><b>Tom Francis</b><br>Property Market Research<br>tom.francis@dws.com<br><br><b>Farhaz Miah</b><br>Property Market Research<br>farhaz.miah@dws.com                               | <b>Siena Golan</b><br>Property Market Research<br>siena.golan@dws.com<br><br><b>Martin Lippmann</b><br>Property Market Research<br>martin.lippmann@dws.com |
| <b>San Francisco</b><br>101 California Street<br>24th Floor<br>San Francisco<br>CA 94111<br>United States<br>Tel: +1 415 781 3300 | <b>Florian van-Kann</b><br>Property Market Research<br>florian.van-kann@dws.com                                                                                                                    | <b>Aizhan Meldebek</b><br>Infrastructure Research<br>aizhan.meldebek@dws.com                                                                               |
| <b>Singapore</b><br>One Raffles Quay<br>South Tower<br>20th Floor<br>Singapore 048583<br>Tel: +65 6538 7011                       | <b>アジア太平洋</b><br><br><b>小夫(オブ)孝一郎</b><br>Head of Research & Strategy,<br>Asia Pacific<br>koichiro-a.obu@dws.com<br><br><b>Seng-Hong Teng</b><br>Property Market Research<br>seng-hong.teng@dws.com | <b>Natasha Lee</b><br>Property Market Research<br>natasha-j.lee@dws.com<br><br><b>金賢祐(キムヒョンウ)</b><br>Property Market Research<br>hyunwoo.kim@dws.com       |
| <b>Tokyo</b><br>Sanno Park Tower<br>2-11-1 Nagata-cho<br>Chiyoda-Ku<br>18th Floor<br>Tokyo<br>Japan<br>Tel: +81 3 5156 6000       |                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                            |



ク

#### 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。

---