

不動産リサーチレポート

ジャパン・クォーターリー

2018 年第 4 四半期

2018 年 10 月

ドイツ・アセット・マネジメントは 2018 年 3 月より「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。

Deutsche Asset Management (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	11
3	不動産ファンダメンタルズ	13
3.1	オフィス	13
3.2	商業施設	16
3.3	住 宅	17
3.4	物流施設	18
3.5	ホテル	19
	バックナンバー	21

注意事項

本レポートの日本語版と英語版は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。

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

当レポートのバックナンバーはドイチェ・アセット・マネジメントのウェブサイトよりご覧いただけます。

<https://funds.dws.com/jp/Themes/VariousReports/RealEstateReports>



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。2018年第3四半期の実質GDP成長率は0.6%程度とやや低調な水準になったものと見られる。逼迫した労働需給がさらなる成長の足かせとなっているなか、企業の景況感は資源価格の高騰や米中貿易摩擦への懸念でやや下落した。銀行によっては不動産向け融資が徐々に厳格化される流れにあるとみられ、国内不動産向け新規融資額も緩やかではあるが5四半期連続の下落となった。

REIT市場は、株式市場の乱高下にもかかわらず、堅調な不動産市況が下支えとなり底堅い推移となった。実物不動産におけるインデックスのトータルリターンは前期比でやや下落の6.6%、オフィスや住宅などセクター別のリターンの差は一層縮まっている。

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。特に今号からは新たに大阪オフィスセクターの賃貸市場のより詳しい動向を追加した。2018年9月末時点の東京都心5区のオフィスビルの平均空室率は26年ぶりの低い水準となり、つれて平均賃料も18四半期連続での大幅な上昇となった。大阪3区でもオフィスビルの平均空室率も同じく26年ぶりの低水準になり、賃料も強含んでいる。その他の国内主要都市でもオフィスの空室率は押しなべて逼迫した状況が続いている。

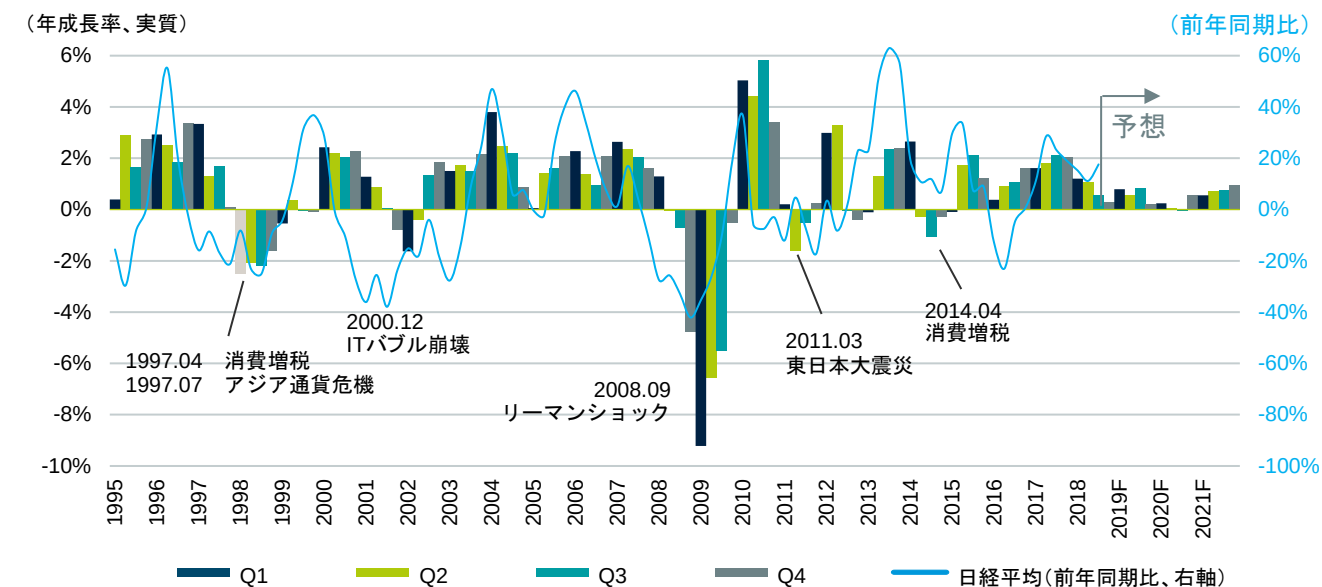
訪日客による観光消費額の増加で、主要な都心商業施設の募集賃料は前年同期比で1-3割の大幅な上昇となった。首都圏新築マンション市場では、初月契約率が7四半期連続で70%を下回った一方、賃貸マンション市場では住宅賃料が8四半期連続で上昇するなど購入から賃貸に需要が流れる傾向にある。物流施設の平均空室率は東京圏で5.3%と安定的な水準となったが、2019年に過去最大の供給が予定されるだけに、今後一部の地域で空室率が上昇する懸念がある。東京と大阪のホテル稼働率はいずれも80%を上回り堅調に推移しており、特に大阪のシティホテルは過去9年間上昇を続け90%に近づいている。

1 経済・金融・投資家動向

1.1 マクロ経済情勢

2018 年通年の国内実質 GDP 成長率が 1.1%と予想されるなか、第 3 四半期の GDP 成長率は 0.6%程度とやや低調な水準になったものと見られる。民間消費と設備投資はほぼ横ばいとなったが、これまで成長のけん引役となってきた輸出にかけりがみられる。2017 年 8 月の完全失業率は 2.4%と 20 年来の低い水準を維持しており、逼迫した労働需給が逆に今後の成長の足かせになると懸念される。国内景気は来年に向け緩やかな拡大傾向を続けるものとみられるが、米中間の貿易摩擦や来年に予定されている消費増税の影響などマクロ経済環境には不安要素も残る。

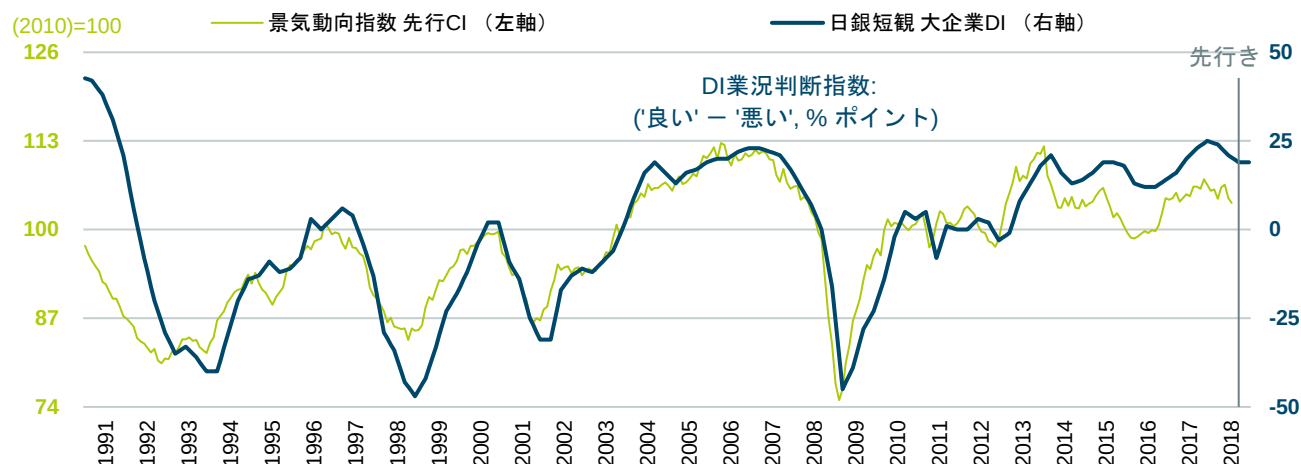
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



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 2018 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、同年 6 月より 2 ポイント下落の 19 ポイントと、依然として高い水準にあるものの、3 四半期連続で下落傾向が続いた。情報サービス業や一部機械製造業で足元の景況感は改善したが、資源価格の高騰や悪化する米中関係に対する懸念もあって、それ以外の業種で景況感は横ばいかやや下落となった。先行きの見通しについては、国内景気拡大の効果に期待しつつも世界経済の行方を不安視する声も大きく、現状を維持する水準となった。

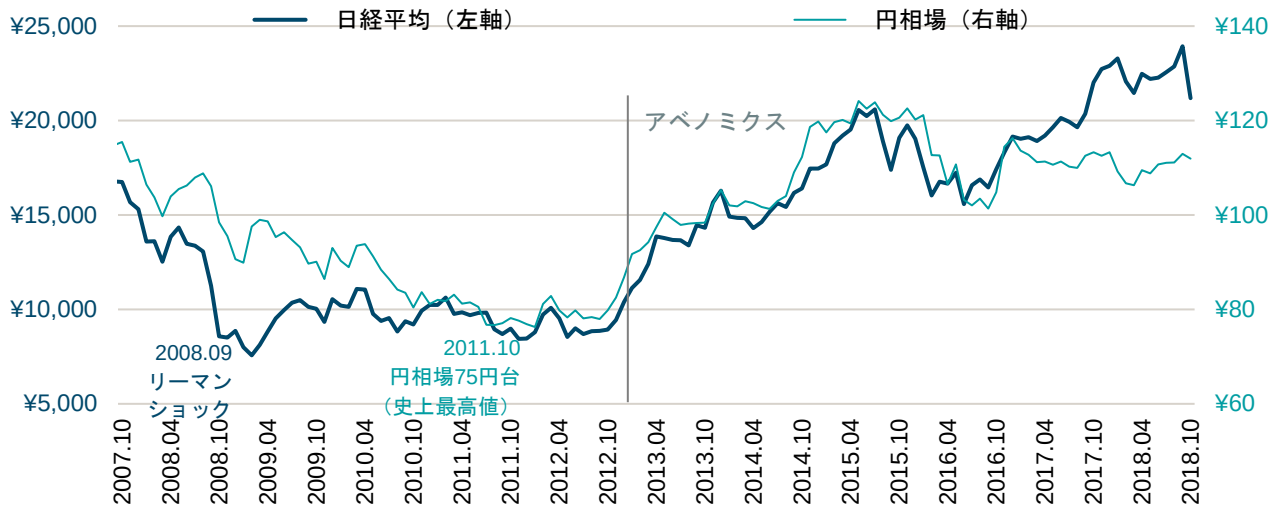
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



F: DWS 予想値
出典: 日本銀行、内閣府の資料をもとに DWS 作成

円ドル相場は、2018年6月末の111円台から10月半ばには112円台まで穏やかな円安傾向が進んだ。これを受けて、日経平均株価は6月末の22,000円台前半の水準から始まり10月初旬には一時的に24,000円台を上回り、26年ぶりの高値を一時更新した。ただし、その後国際株式市場が乱高下した煽りを受け10月半ばには再び21,000円台前半まで弱含むなど、値動きの荒い展開が続いている。

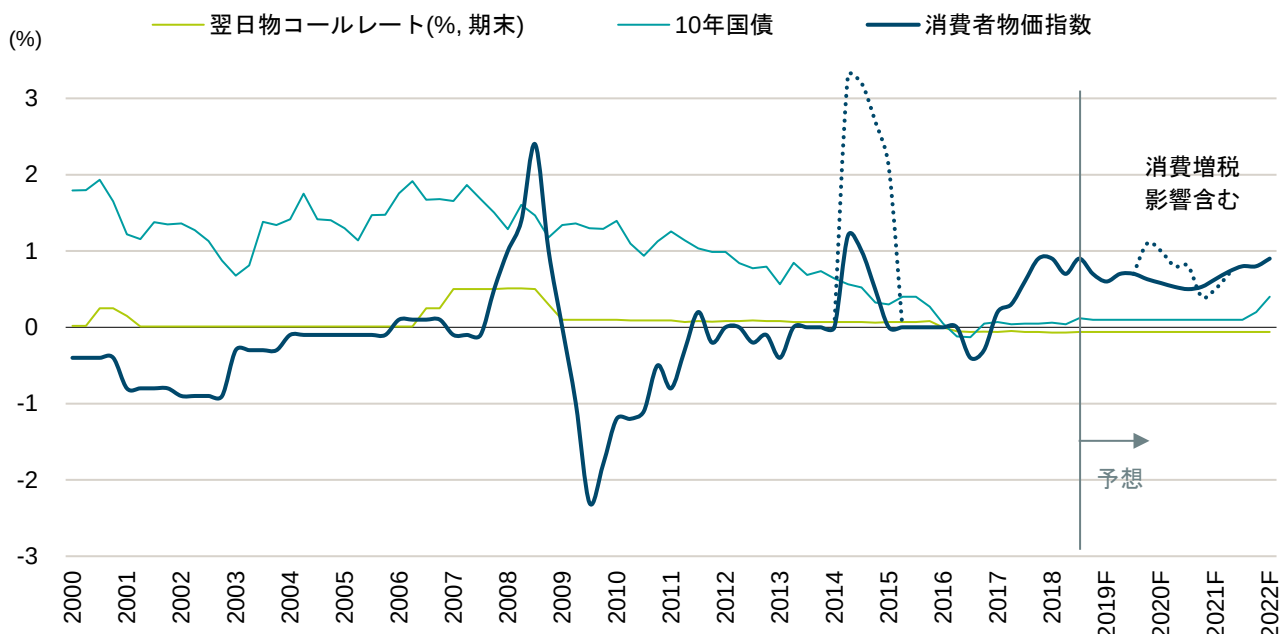
図表 3: 日経平均と円相場の推移



出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI)は2018年8月に0.9%と、5月の0.7%よりインフレ傾向がやや強まったものの、依然として1%を下回る水準にとどまった。日銀は2%の物価目標に向けて現在の大規模緩和を継続する姿勢を崩していないが、一方で国債買い入れ枠の縮小や長期金利の変動幅上限の引き上げなど将来の出口を見据えた施策を探る動きも見られる。こうした中、10年物国債の利回りも6月末の0.03%から10月半ばには0.16%まで上昇を続け、2年半ぶりの水準となった。

図表 4: 長短金利と消費者物価指数推移

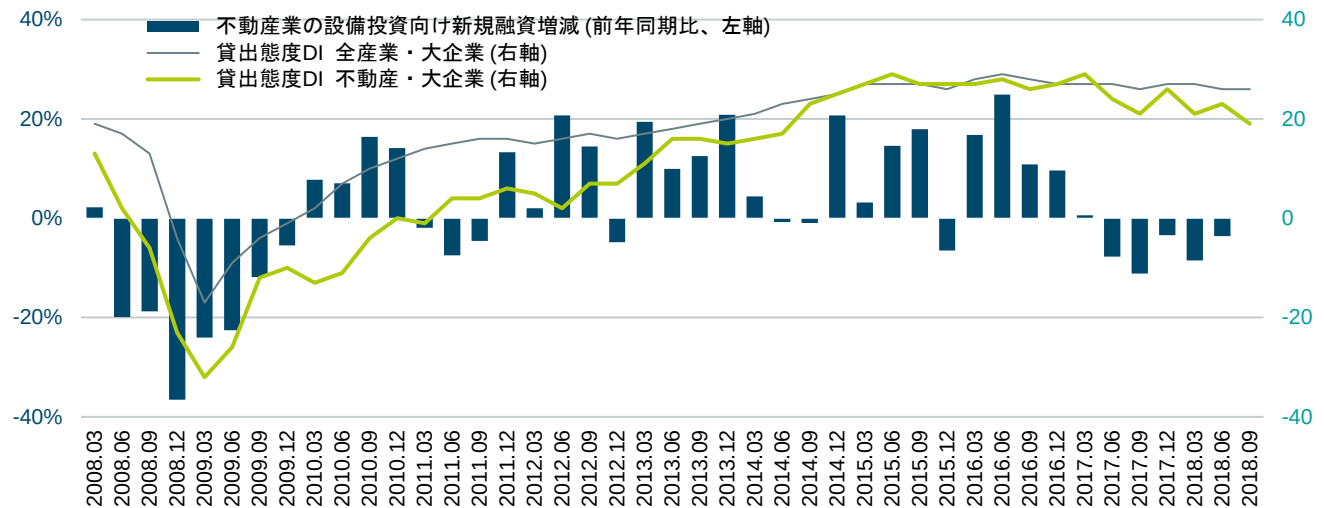


F: DWS 予想値
出典: Bloomberg の資料をもとに DWS 作成

1.2 不動産投資市場・価格

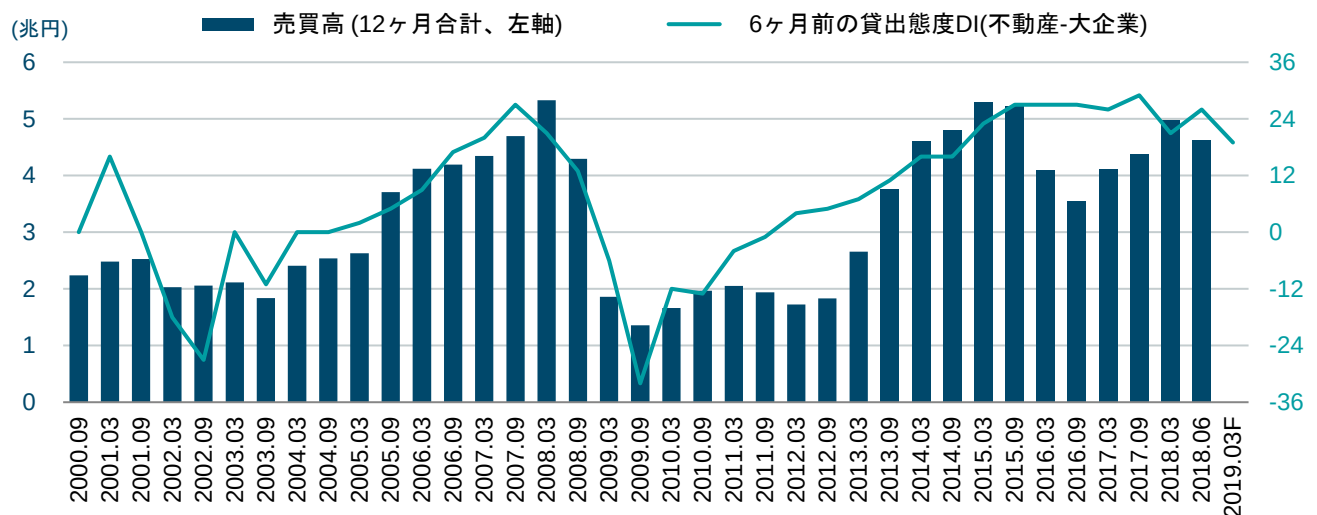
2018年9月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(緑線)は、6月から4ポイント悪化の19ポイントと、依然高水準ではあるものの、4年ぶりに20ポイント台を割り込んだ。安定稼働物件に対する銀行側の融資意欲は依然強いものの、シェアハウス向け不正融資をめぐる一連の騒動で金融庁が個人向け融資審査体制の強化を呼びかけた余波もあり、企業やSPV向け不動産融資についても一部で厳格化の動きが出てくる可能性もある。2018年6月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比3.6%の下落と5四半期連続の下落となった。

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



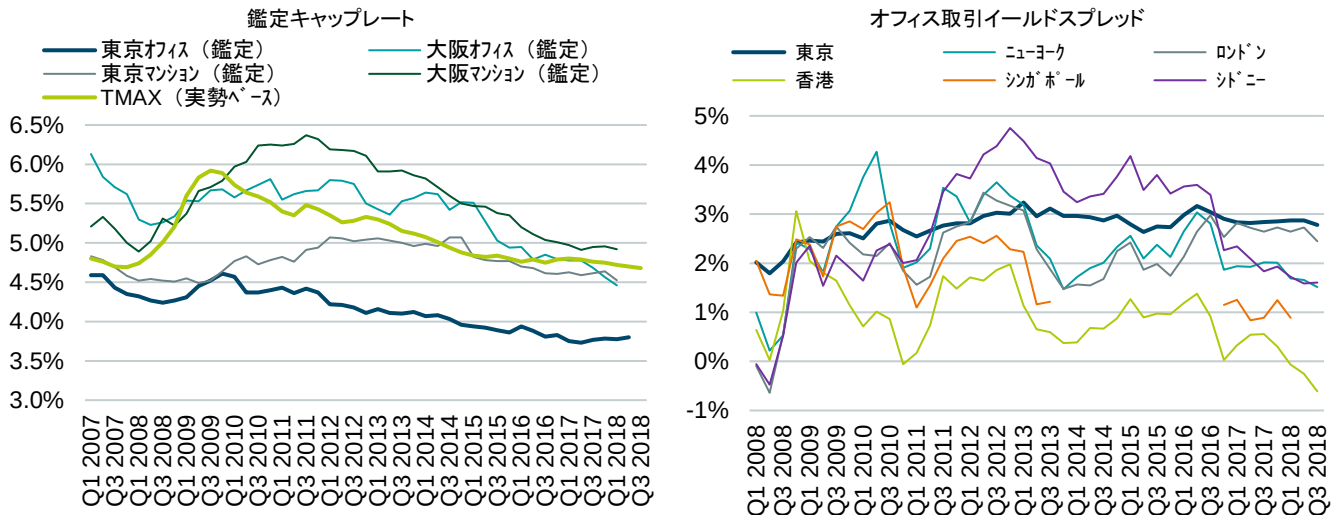
2018年6月までの12ヶ月間における国内収益不動産売買高は、約4.6兆円と、前年同期比で3.6%の増加となった。全国の取引売買高に占める東京の割合は46%と、2017年3月期以降6四半期連続で5割を割り込んだ。国内の収益不動産売買高は6ヶ月前の銀行の不動産向け貸出態度との相関性が高いことから、今後の売買高に多少影響が出てくるか否かが注目される。

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 2018 年 9 月期に 4.68%と 2016 年以來おおむね横ばいで推移している。一方、2018 年 6 月期に東京オフィスの鑑定キャップレートは 3.80%(速報ベース)と、1 年前の 3.73%よりは少し上昇した。2018 年 6 月の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 278bps と、「Brexit」に揺れるロンドンより約 20bps 高い水準であり、150-160bps のニューヨークやシドニーに比べると 100bps 以上高い水準となった。

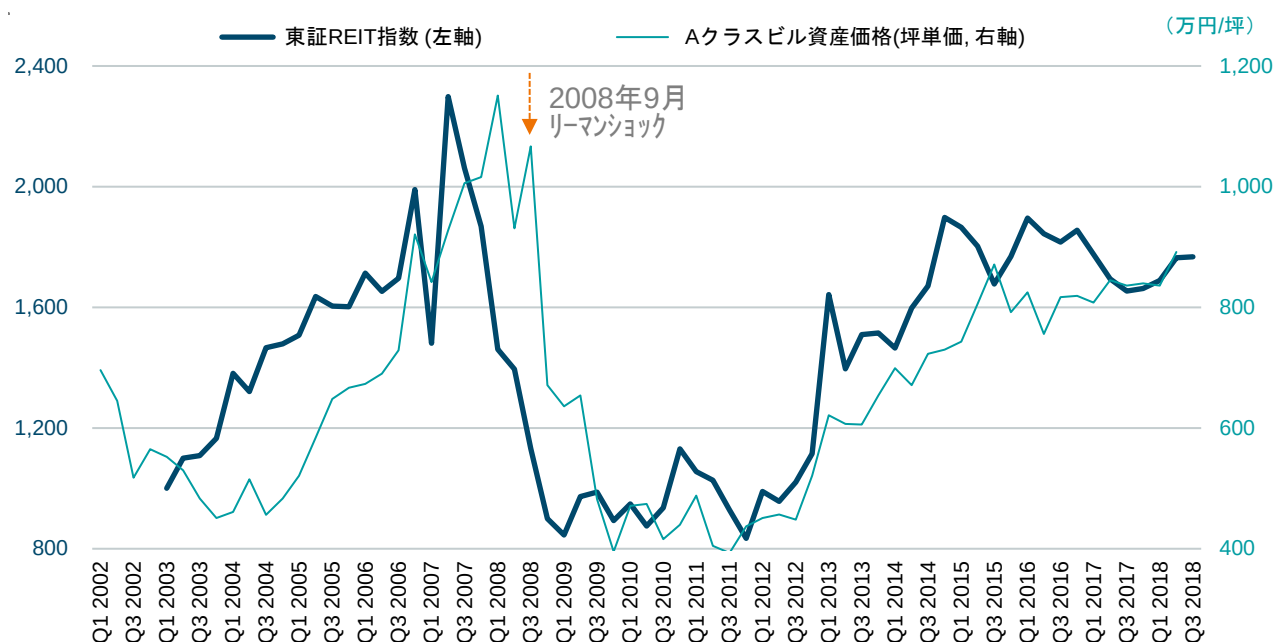
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

株式市場の乱高下にもかかわらず、東証 REIT 指数は堅調な不動産市況を下支えに、2018 年 6 月から 2018 年 10 月半ばまで 1,700 ポイント台の半ばから後半の間で推移している。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 2018 年 9 月の床単価は 892 万円/坪と前期比で 6.7%の上昇となり、2008 年以來の高水準となった。資産価格は REIT 指数を 1 年遅れて追いかける傾向があることから、今後の資産価格は高値圏で底堅い動きをするとみられる。

図表 8: REIT 指数と不動産価格の推移



出典: 大和不動産鑑定、Bloomberg のデータをもとに DWS 作成

2018 年 7 月以降に発表された主な不動産取引は以下の通りで、最大の取引は GLP 投資法人がスポンサーから取得した GLP 大阪(360 億円)で、これに米国のローンスターによる松下 IMP ビルディング(270 億円)や森ヒルズリート投資法人による虎ノ門ヒルズ森タワーの持分 3.6%の取得(261 億円)が続いた。今期は主に 100-300 億円規模の中大型取引が多く見られ、セクターを問わず J-REIT の取得活動が特に目立った。床単価が最も高額だったのは、森ヒルズリート投資法人による虎ノ門ヒルズ森タワーの持分 3.6%の取得で 1 平米当たり 261 万円(861 万円/坪)となった。ヒューリックによる NT ビルディングの取得(124 億円)はキャップレートが 3.3%と、公表された取引の中で最も低い水準となった。

図表 9: 2018 年 7 月以降に取引または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/㎡)	キャップ レート	所在	取引 年月	取得主
オフィス	松下 IMPビルディング	270	0.32	4.1%	大阪	2018 年 8 月	ローンスター(米)
	虎ノ門ヒルズ森タワーの持分 3.6%	261	2.96	3.4%	港	2018 年 7 月	森ヒルズリート投資法人
	横浜アイランドタワーの持分 94.8%	221	0.62	5.0%	横浜	2018 年 9 月	MCUBS Midcity 投資法人
	北浜ネクスビルディング	推 200	0.39	-	大阪	2018 年 10 月	CBRE グローバルインベスターズ(米)
	ヒューリック神谷町ビルの持分 30%	185	1.55	3.7%	港	2018 年 10 月	ヒューリックリート投資法人
	NTビルディング	124	2.31	3.3%	品川	2018 年 7 月	タラレーベンリート投資法人
	東京パークサイトビル	105	0.55	4.7%	江東	2018 年 9 月	One リート投資法人
商業	ミナ天神など 3 物件	260	0.65	-	福岡	2018 年 7 月	福岡スタンダードオイル
	イトーヨーカドー川崎	135	0.22	5.6%	神奈川	2018 年 8 月	ヒューリック
物流	GLP 大阪	360	0.25	4.3%	大阪	2018 年 8 月	GLP 投資法人
	三菱ふそうサービスセンター ポートフォリオ 18 物件	184	-	-	千葉など	2018 年 8 月	京成電鉄
	GLP 新砂	183	0.41	4.3%	江東	2018 年 8 月	GLP 投資法人
	アイ・ミッションパーク印西の持分 65%	179	0.25	4.9%	千葉	2018 年 8 月	伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人
	アイ・ミッションパーク野田	126	0.20	4.9%	千葉	2018 年 8 月	伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人
住宅	KDXレジデンス夙川ヒルズなど 4 物件	138	27/戸	4.6~5.3%	兵庫ほか	2018 年 7 月	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人
	ホテル・マイステイズ・プレミア赤坂	167	63/室	4.2%	港	2018 年 8 月	インヴァインシブル投資法人
ホテル/ ヘルスケア	アネシ寺田町など 5 物件	117	27/戸	5.2~5.5%	大阪ほか	2018 年 7 月	ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人
	WBF 本町など 3 物件	103	20/室	-	大阪	2018 年 7 月	アセント・ス・ホスピタリティ・トラスト(シンガポール)
	ホテル・マイステイズ・プレミア札幌パーク	103	40/室	5.2%	北海道	2018 年 8 月	インヴァインシブル投資法人

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。

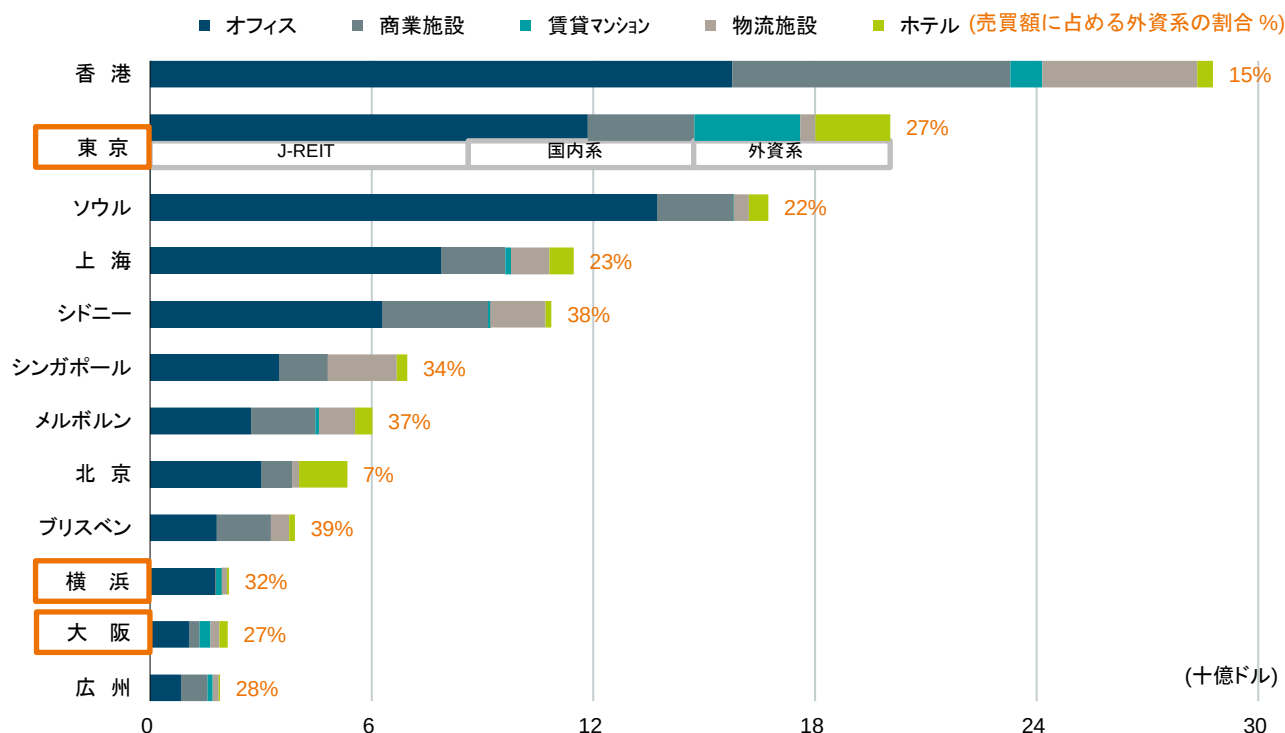
*ホテルの単価は客室単価、住宅は戸単価を記載しております。

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

2018 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、東京の取引額は約 200 億ドルと前年同期比で約 5 割の増加(速報ベース)となった。東京は 2017 年第 2 四半期まではアジア太平洋地域で首位となっていたが、その後は 5 四半期連続で香港に次ぐ 2 位となっている。買い手の顔ぶれでは J-REIT の割合が 45%、外資系資本の取引が全体の 27%と、いずれも前期とほぼ同じ水準となった。横浜の取引額は 21 億ドルでブリスベンと北京に次ぐ第 10 位、大阪は横浜との僅かの差で第 11 位と並び、いずれの地域でも外資系投資家の割合は約 3 割となった。

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。

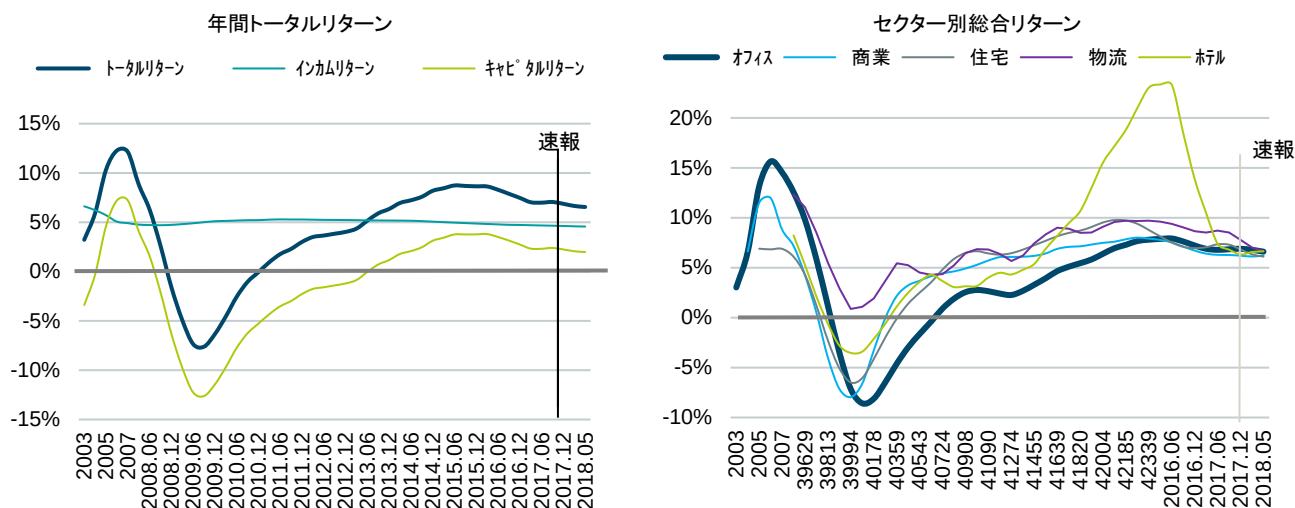
図表 10: アジア太平洋地域の都市別収益不動産売買取引額ランキング (2018 年 9 月末までの過去 12 ヶ月)



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

2018 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、前期比で 0.1 ポイント下落の 6.6%となった。セクター別にみると物流セクターのトータルリターンが 6.7%と他のセクターより僅かに高いものの、その他セクターもいずれも 6%台前半から半ばの水準と、セクター別のリターンの差は一層縮まった。

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)



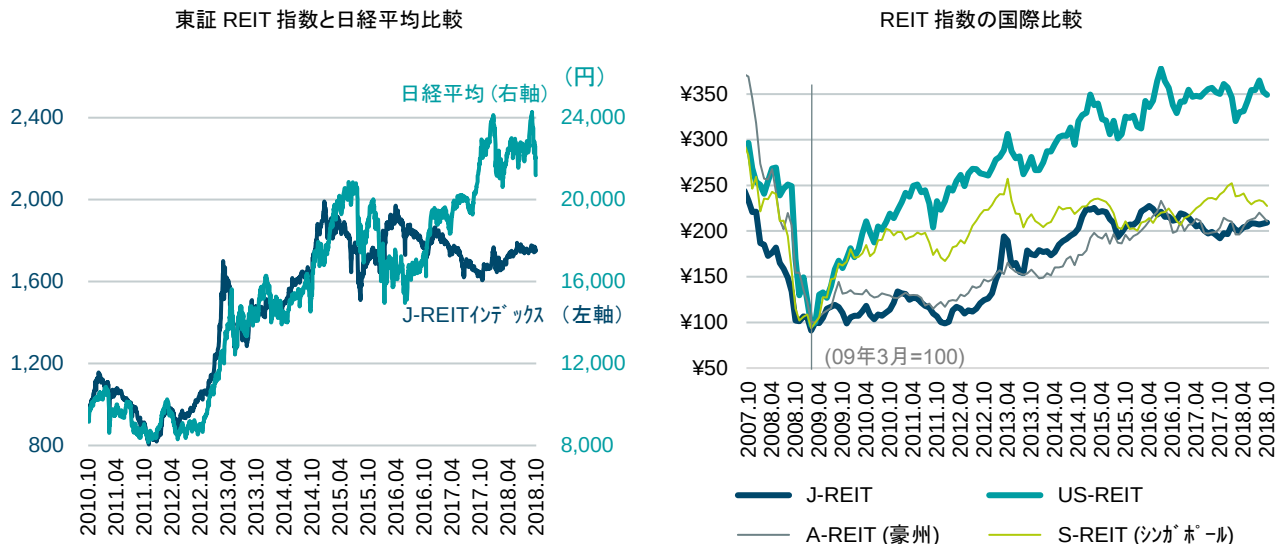
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
出典: MSCI Real Estate -IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに DWS 作成

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。

1.3 J-REIT

東証 REIT 指数は 2018 年の 6 月末から 10 月中旬まで 1,700 ポイント台半ばでほぼ横ばいで推移した。不動産ファンダメンタルズが堅調である一方、世界的な金利の先高感や株式市場の乱高下で上値が重い展開となった。2015-2016 年の直近ピーク時に比べ 2018 年 6 月の月末時点で J-REIT のインデックスは 8.3%、US-REIT は 7.6%、豪州 A-REIT は 9.6%それぞれ低い水準にとどまった。

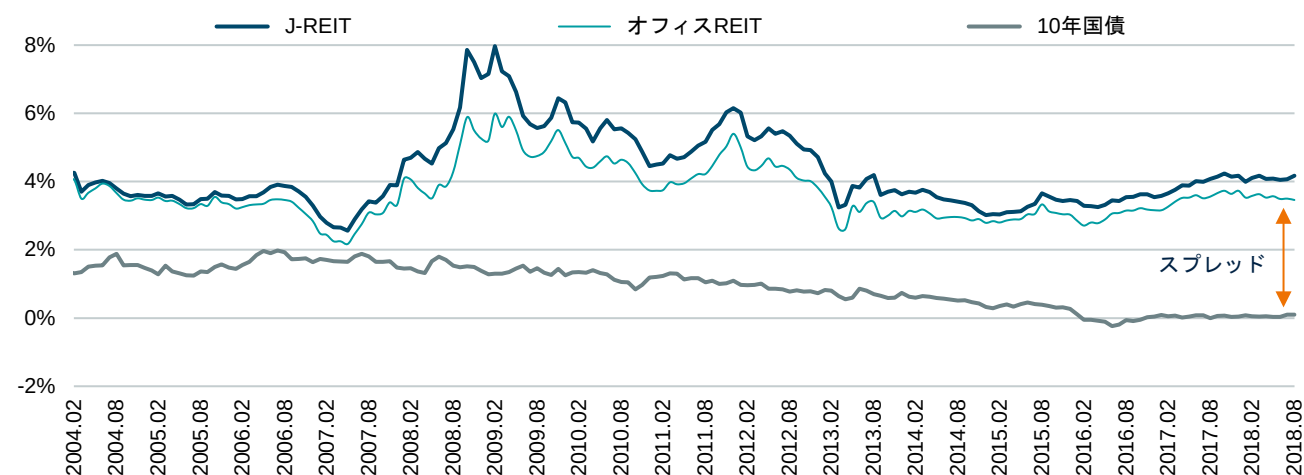
図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較）



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 DWS 作成

2018 年 8 月の J-REIT 平均分配金利回りは前期からほぼ横ばいの 4.17% (オフィス型 REIT は 3.46%) となり、国債利回りとの差 (スプレッド) も前期からほぼ横ばいの 407bps (同 336bps) となった。分配金スプレッドがそれぞれ 101bps、234bps にとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べるとこの点では J-REIT の投資妙味は高いと見ることができる。

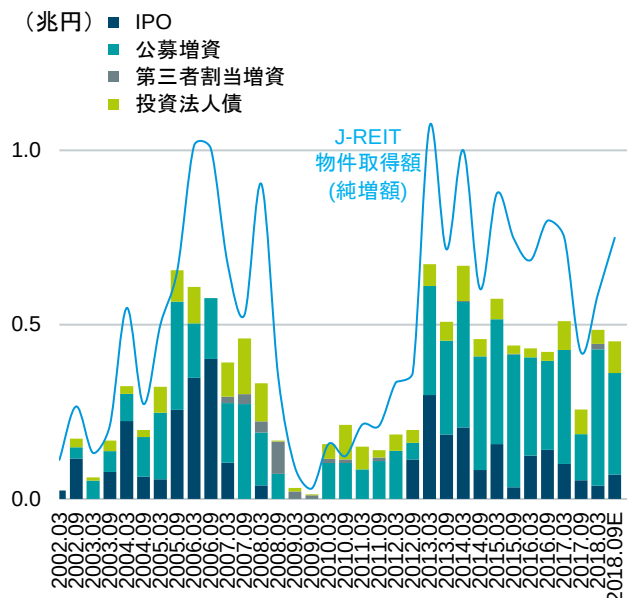
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2018 年 4 月-2018 年 9 月期の 6 ヶ月間における J-REIT の新規上場は伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人とタカラレーベン不動産投資法人の 2 件、公募増資は GLP 投資法人など 16 件が実施された。同期間中の J-REIT による IPO・増資額は 3,613 億円、グロスの物件取得額は、9,089 億円(売却額を除いたネットでは 7,490 億円)と、REIT 価格の下落に見舞われていた前年同期比でみると 2 倍程度の水準まで盛り返した。

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
GLP 投資法人	2018 年 8 月	478
インヴィンブル投資法人	2018 年 7 月	456
森ビルズリート投資法人	2018 年 7 月	167
ケネディックス・レジデンシャル・ネクスト投資法人	2018 年 7 月	131
ONE リート投資法人	2018 年 9 月	120
その他公募増資	4-9 月	1,560
合計		2,912

新規上場の REIT	時期	募集額
伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人	2018 年 9 月	383
タカラレーベン不動産投資法人	2018 年 7 月	318
合計		701

上場予定の REIT: ESR(物流)

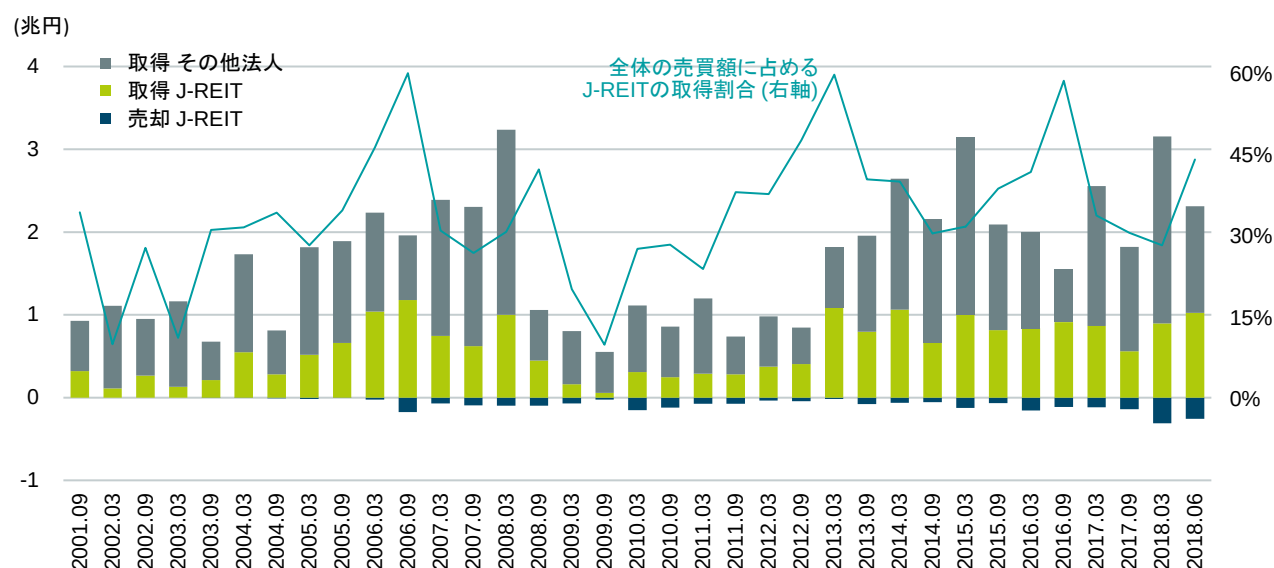
E: DWS 推定値

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。2018 年 1 月-2018 年 6 月の不動産取引額は確定値で約 2.3 兆円と、前年同期比で 15%の増加となった。同期間中の J-REIT の物件取得額は同 25%の増加となり、国内の全物件売買高に占める J-REIT の割合も昨年の落ち込みから一転、直近では約 4 割まで上昇した。

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

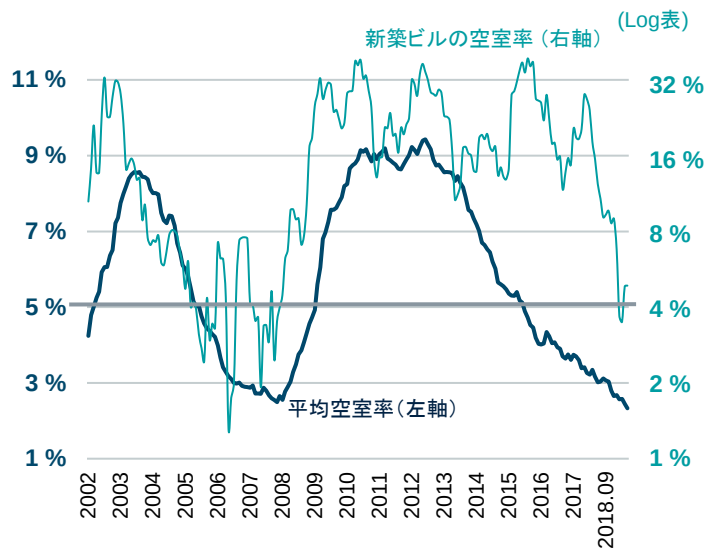
白色: DWS 推定による暫定値

2 不動産ファンダメンタルズ

2.1 オフィス

2018 年 9 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 0.8 ポイント低下の 2.3%と、リーマンショック前の最低値だった 2007 年 11 月の 2.5%を下回り、26 年ぶりの低い水準となった。竣工 1 年以内の新築ビルの空室率も、2018 年 9 月に 5.0%と 2017 年 5 月の 29.4%から大幅に改善した。好調な企業実績や逼迫した雇用事情を背景に、採用に有利な都心のオフィスを確保したい企業側の需要が強まっている。2019 年前半に竣工する物件についてもテナントの確保は順調に進んでいることから、足元の逼迫した賃貸需給はしばらく続くものとみられる。一方、今後も新規ビルの供給が断続的に続くだけに 2020 年にかけて空室率が緩やかに上昇するとの見方も依然多い。

図表 16: 都心 5 区の平均空室率と新規供給の推移

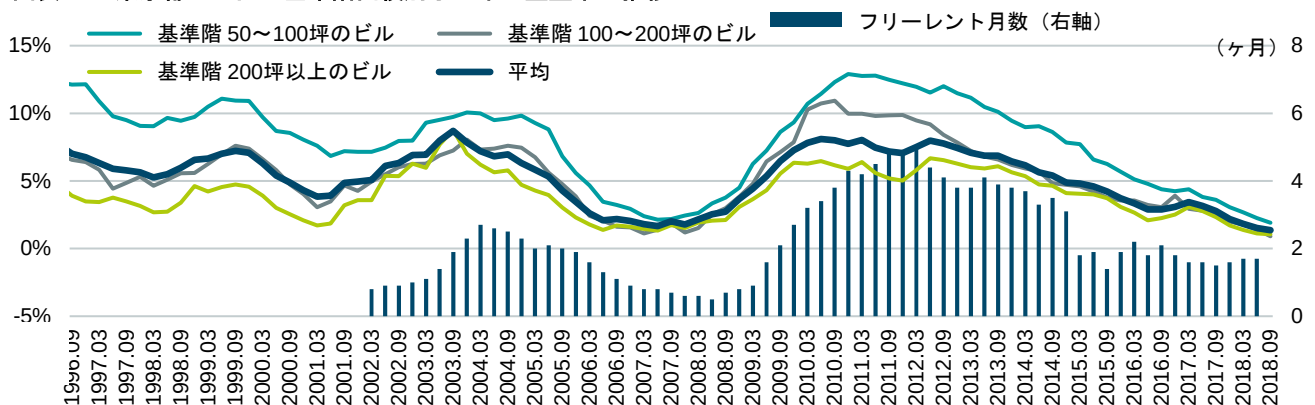


供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス)
太陽生命日本橋ビル	2018/01	27	58,084
東京ミッドタウン日比谷	2018/02	35	115,500
大崎ガーデンプレイス	2018/03	24	120,762
田町ステーションタワー S 棟	2018/06	31	138,300
日本橋高島屋三井ビル	2018/06	32	143,372
渋谷ストリーム	2018/08	35	46,200
ニッセイ浜松町クレアタワー	2018/08	29	51,900
大手町プレースイースト&ウェスト	2018/09	35	345,000
丸の内二重橋ビル	2018/10	30	89,100
日本橋室町三丁目プロジェクト A 街区	2019/03	26	168,000
渋谷南平台プロジェクト	2019/03	21	46,954
ダイヤゲート池袋	2019/03	20	49,661
オークラプレステージタワー	2019/06	41	41,400
住友不動産西新宿 6 丁目	2019/06	34	61,212
ミュージアムタワー京橋	2019/07	23	47,100
新宿南口プロジェクト	2019/08	16	44,022
渋谷道玄坂街区	2019/10	18	58,900
虎ノ門ヒルズ ビジネスタワー	2019/12	36	94,000
渋谷スクランブルスクエア東棟	2019	47	73,000
京橋一丁目東地区 A 街区	2019	23	47,100
四谷駅前再開発	2019	30	58,900

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。

2018 年 9 月の東京都心 3 区³のオフィス空室率は前年同期比で 1.4 ポイント下落の 1.4%と、過去 22 年間の最低水準を更新した。基準階面積別で見ても基準階 200 坪以上の大規模ビルの空室率は同 1.3 ポイント下落の 1.1%、100-200 坪、50-100 坪クラスのビルでもそれぞれ 0.9%、1.9%となるなど、規模を問わずいずれも過去 22 年間の最低水準となった。2018 年 3 月のフリーレント期間は前期比で横ばいの平均 1.7 ヶ月となった。

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

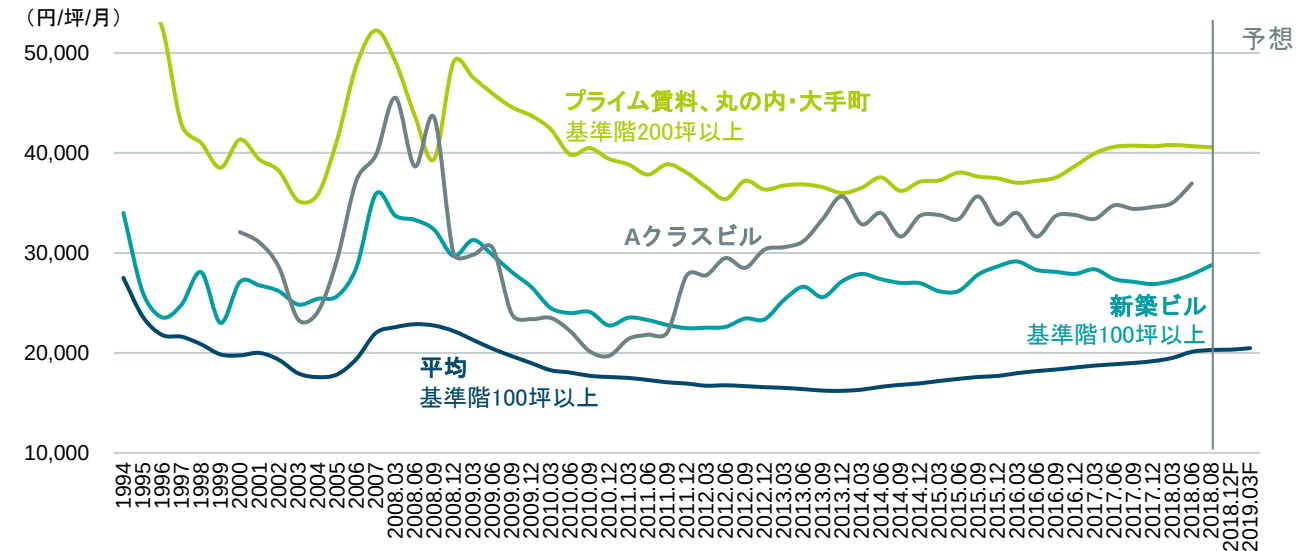


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エステートの資料をもとに DWS 作成

³ 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心ではオフィス空室率が 26 年ぶりの低水準となっていることから、2018 年 9 月の都心 5 区オフィスの平均賃料(紺色)は前年同月比 7.6%増と 18 四半期連続での大幅な上昇となった。既存の A クラスビル(灰色)や新築ビル(水色)でも前年同月比でそれぞれ 6.1%、6.3%増と大幅な上昇となったが、丸の内・大手町のプライム賃料(黄緑色)は同 0.4%減となっており、4 万円を超えて上昇を続ける力強さまではみられない。

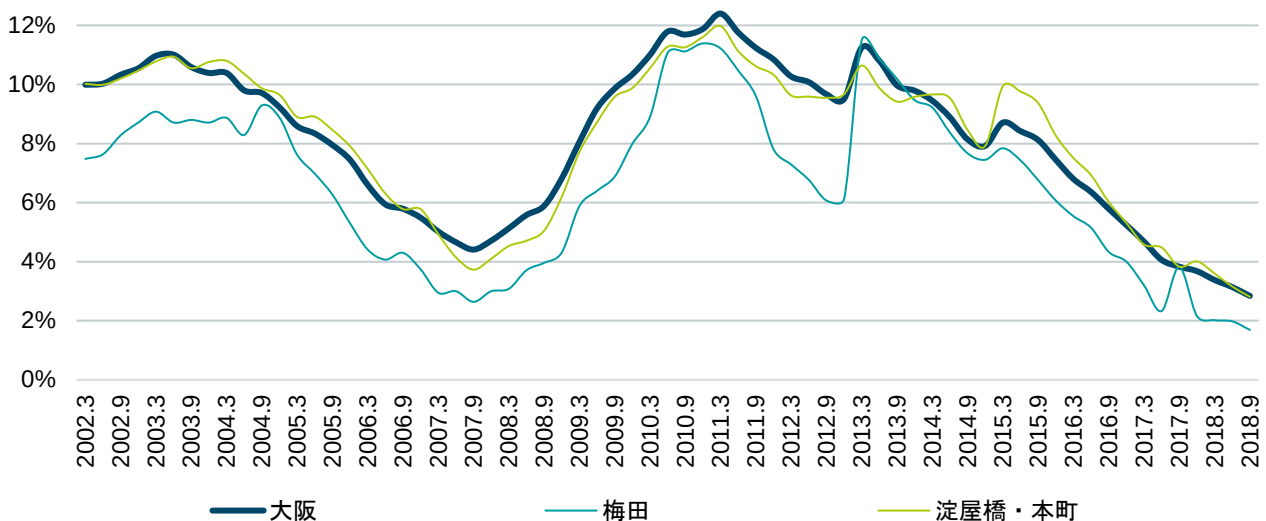
図表 18: 東京都心 5 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

2018 年 9 月の大阪都心 3 区⁴のオフィス空室率は前年同期比で 0.9 ポイント下落の 2.9%と、過去 26 年間の最低水準となった。エリア別で見ると、梅田エリアの空室率が同 0.8 ポイント下落の 1.6%、淀屋橋・本町エリアが同 1.2 ポイント下落の 2.7%となり、いずれも過去 26 年間の最低水準を更新した。大阪では 2020 年まで主要オフィスエリアにおける大型の新規供給計画が 1 件しか確認されておらず、今後もオフィス需給は逼迫した状態が続くものとみられる。

図表 19: 大阪都心 3 区の基準階面積別オフィス空室率の推移

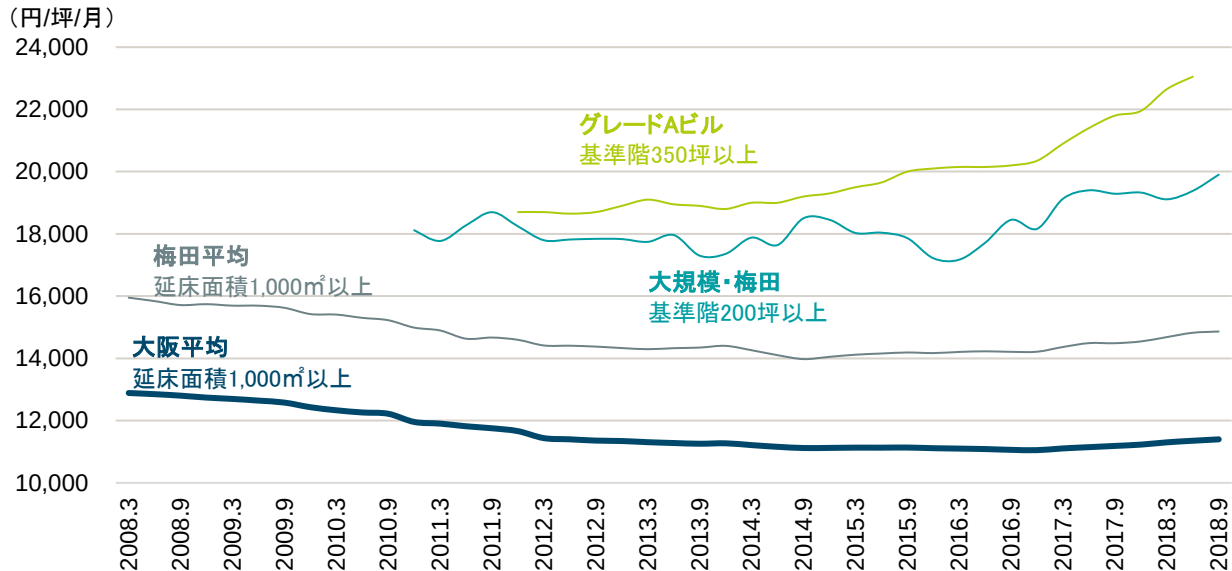


出典: 三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

⁴ 北区、中央区、西区を指す。

大阪都心 3 区でオフィス空室率が 26 年ぶりの低水準となっていることから、2018 年 9 月の大阪 3 区オフィスの平均賃料(紺色)は前年同期比で 1.9%増となった。梅田オフィスの平均賃料(灰色)や梅田エリアの大規模オフィスの賃料(水色)は前年同期比でそれぞれ 2.6%、3.2%の増加となったのに対し、大阪のグレード A ビルの賃料(黄緑色)は同 7.7%増の大幅な上昇となり、特に利便性や安全性が優れた都心のオフィス需要がより強くなる現象がみられた。

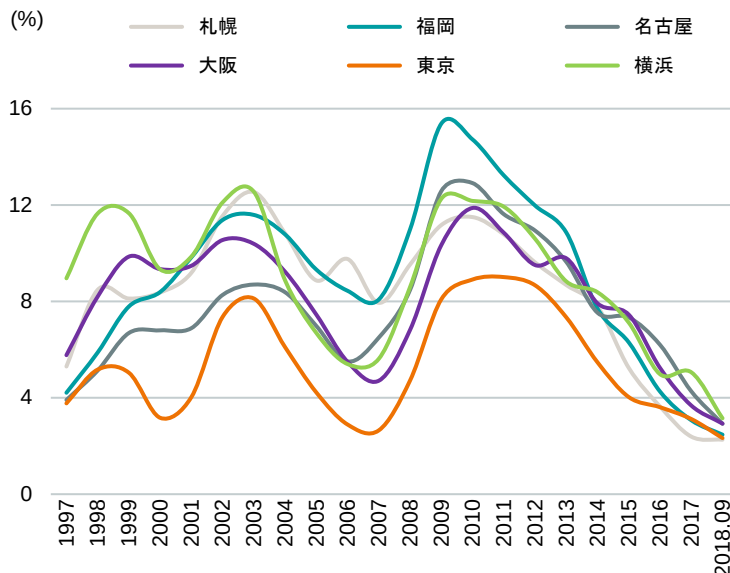
図表 20: 大阪都心 3 区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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

国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き改善傾向にある。2018 年 9 月の空室率は大阪 2.9%、名古屋 2.9%、横浜 3.2%、福岡 2.5%、札幌 2.3%といずれも過去 20 年の最低水準となった。大型オフィスビルの供給は各都市ともそれぞれ年 1 件までと少なく、またこれらの供給によって生じる 2 次空室も館内増床などですぐに消化されるケースが多いことから、主要都市におけるオフィス不足は今しばらく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



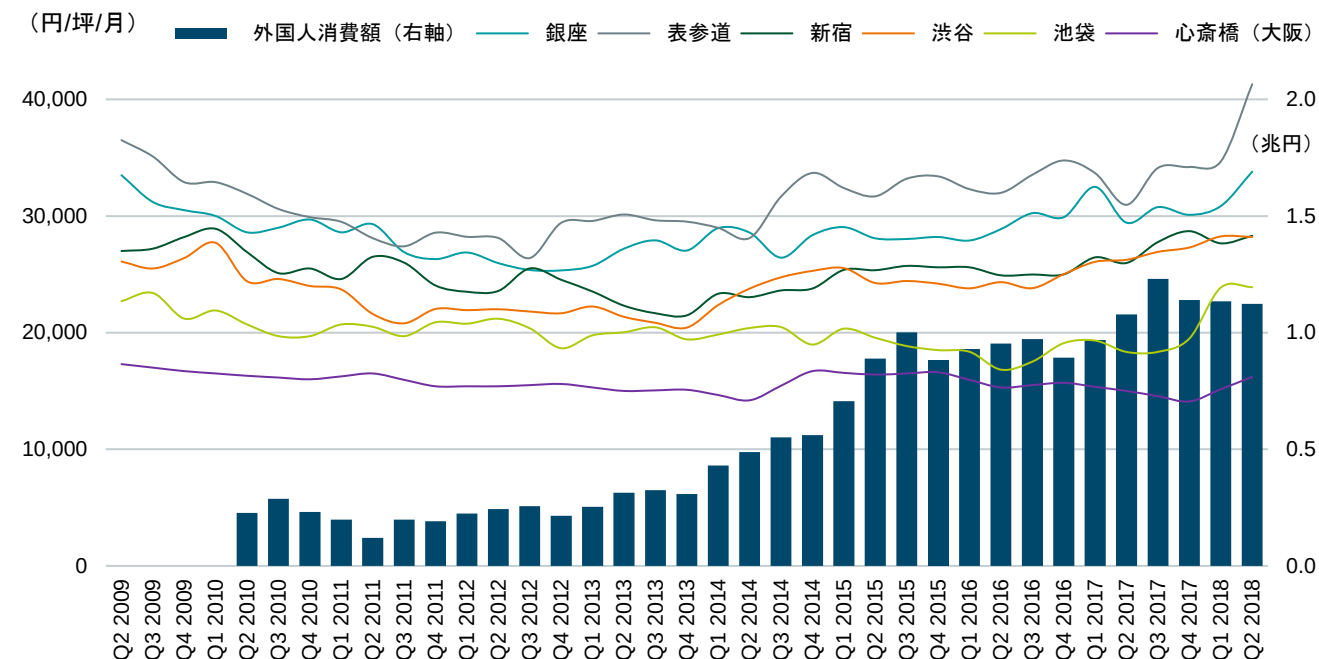
出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに DWS 作成
個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。

供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
広小路クロスター(名古屋)	2018/2	21	45,586
紙与博多中央ビル(福岡)	2018/4	13	18,820
難波スカイオ(大阪)	2018/6	29	34,650
さっぽろ創世スクエア(札幌)	2018/10	28	35,112
鹿島伏見ビル(名古屋)	2019	13	16,891
札幌大同生命ビル建替(札幌)	2019	13	12,870
名駅 1 丁目プロジェクト(名古屋)	2020	n/a	19,000
オービック御堂筋ビル(大阪)	2020	25	55,371
天神ビジネスセンター(福岡)	2020	16	60,250
MM21-54 プロジェクト(横浜)	2020	18	101,056
名古屋三井ビル北館(名古屋)	2021	20	29,451

2.2 商業施設

2018 年 1 月-8 月の訪日観光客数が前年同期比 12.6%増の 2,131 万人と過去最高を更新したなか、2018 年第 2 四半期までの外国人消費額の 4 四半期合計額も前年同期比で 18.4%増の 4.6 兆円と過去最高を更新した。これを受けて、2018 年第 1 四半期の都心商業施設の募集賃料は表参道が前年同期比で 33.4%の大幅な上昇となり、2008 年以降初めて 4 万円台を回復した他、池袋、銀座、新宿、渋谷でもそれぞれ同 30.3%、14.9%、8.9%、7.4%増といずれも大幅な上昇となった。

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

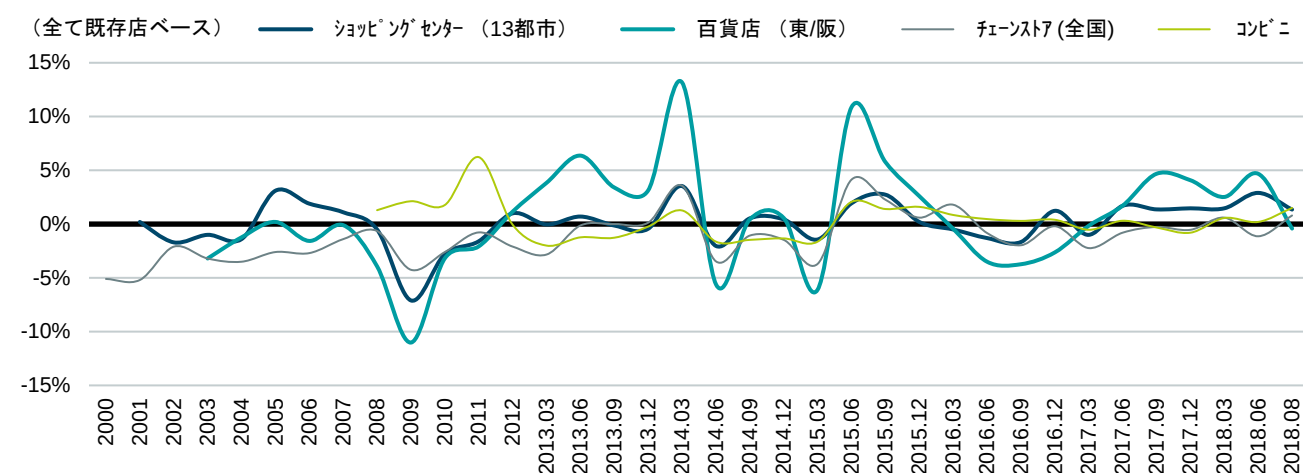


注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均 (図表 17 のベンチマーク)

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

2018 年第 3 四半期の百貨店の売上高 (東京・大阪地区) は、前年同期比で 0.4%減と 6 四半期ぶりのマイナスとなった。インバウンド需要は依然として強かったものの、夏場の猛暑や台風、大雨など悪天候で一時的に客足が遠のいたのが主な原因とみられる。一方、同時期にショッピングセンターの既存店売上は同 1.4%の増加、コンビニやチェーンストアの売上はそれぞれ 1.5%、0.8%の増加となった。

図表 23: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

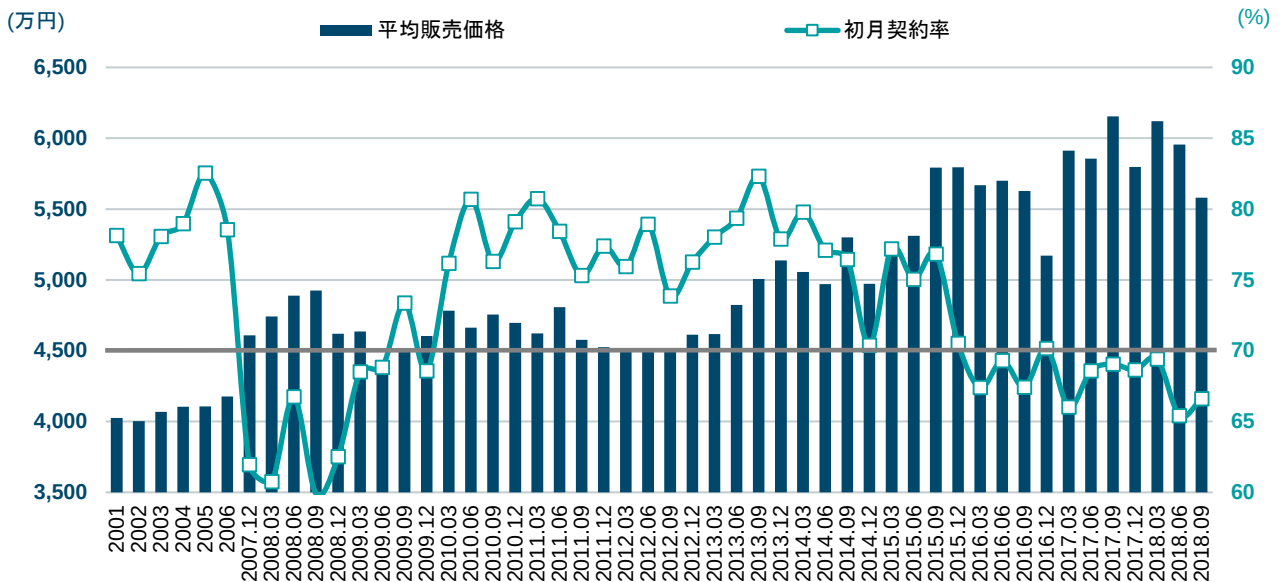


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに DWS 作成

2.3 住宅

2018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前期比6.3%下落の5,580万円となった。マンション価格はここ1年間6,000万円前後を行き来する動きが続いていたが、これが一段落した格好。初月契約率は67%とリーマンショック以来の低い水準が続いており、好不調の目安となる70%を7四半期連続で下回った。都心部や駅近物件は依然根強い人気があるとの見方もあるものの、長期に渡る契約率の低迷によって一部のデベロッパーの収益性が圧迫される懸念も出ている。

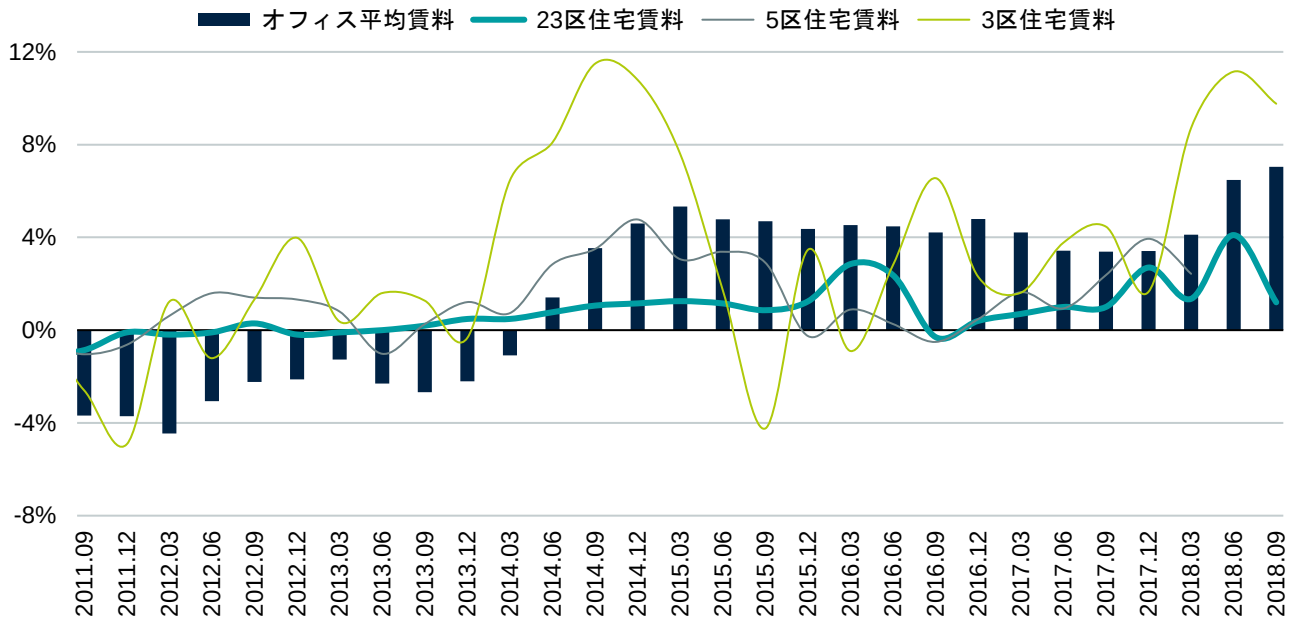
図表 24: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



出典: 不動産経済研究所の資料をもとに DWS 作成

2018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(黄緑色)は前年同期比9.8%増と10四半期連続での大幅な増加となり、23区(水色)でも同1.2%増と8四半期連続での増加となった。新築マンションの分譲価格が高値圏にあるなか、一次取得者層が新規購入に踏み込めず賃貸を選ばざるを得ない状況が続いており、利便性の高い都心の物件を中心に賃料上昇の圧力が高くなっている。

図表 25: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

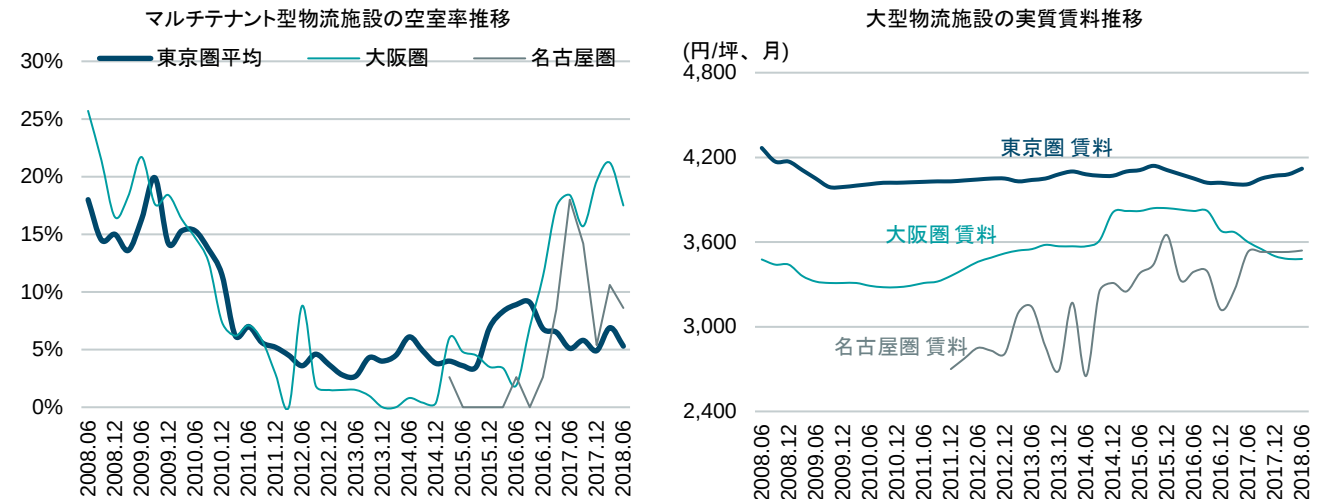


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに DWS 作成

2.4 物流施設

2018 年第 3 四半期の東京圏の物流施設の空室率は前期比 1.6 ポイント改善の 5.3%となった。大阪圏や名古屋圏でも築浅物件の空室消化が進み、同 3.7 ポイント、2.0%ポイント改善の 17.5%、8.6%となった。一方、実質賃料は名古屋圏が前年同期比でほぼ横ばいだったのに対し、東京圏は同 2.7%の増加、大阪圏は同 3.3%の減少と地域によってばらつきがみられる。

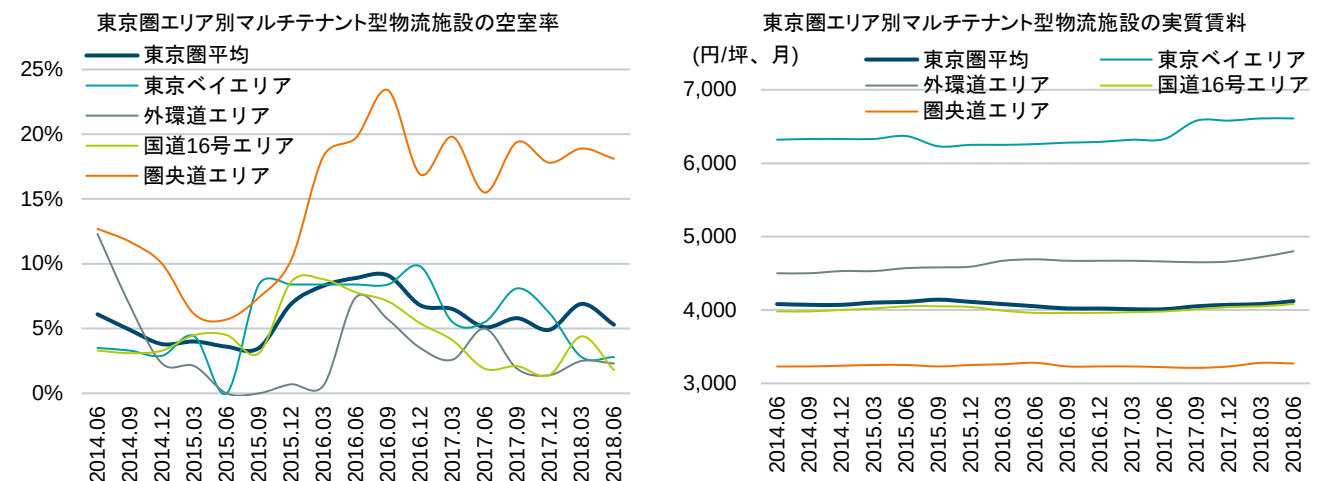
図表 26: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2018 年第 2 四半期の東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率を見ると、東京ベイエリア、外環道エリア、国道 16 号エリアはいずれも空室率が 2%前後と需給がさらに逼迫したのに対し、圏央道エリアの空室率は 18.1%と他のエリアとの差が大きい状況が続いた。賃料は東京ベイエリアで前年同期比 4.4%の上昇となったほか、いずれの地域でも同 2-3%の上昇となった。

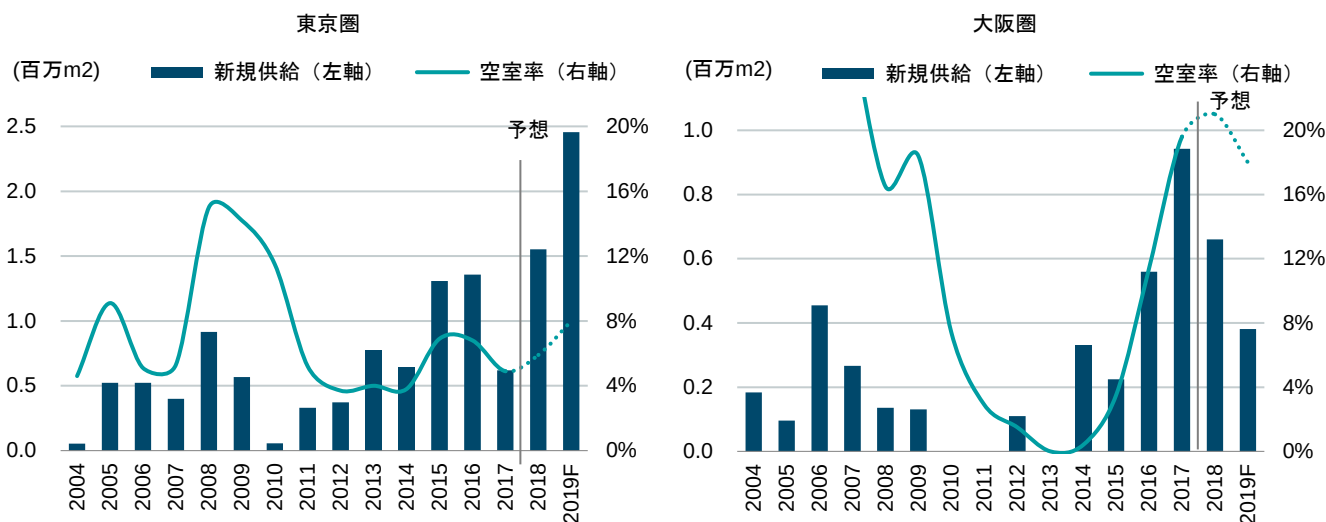
図表 27: 東京圏のエリア別賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

賃貸物流施設の新規供給について、東京圏では 2018 年に 155 万㎡と過去最大を更新する供給が予定されている上で、2019 年にはさらに 246 万㎡と、これまでの最大の供給量の 2 倍近い供給が計画されており、今後内陸部を中心に需給が緩む懸念がある。大阪圏では 2018 年が 66 万㎡、2019 年も 38 万㎡と供給量は昨年のピーク対比減少する見込みであり、空室が目立つ湾岸地域の物件でどこまで空室率が回復するかに注目が集まっている。

図表 28: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

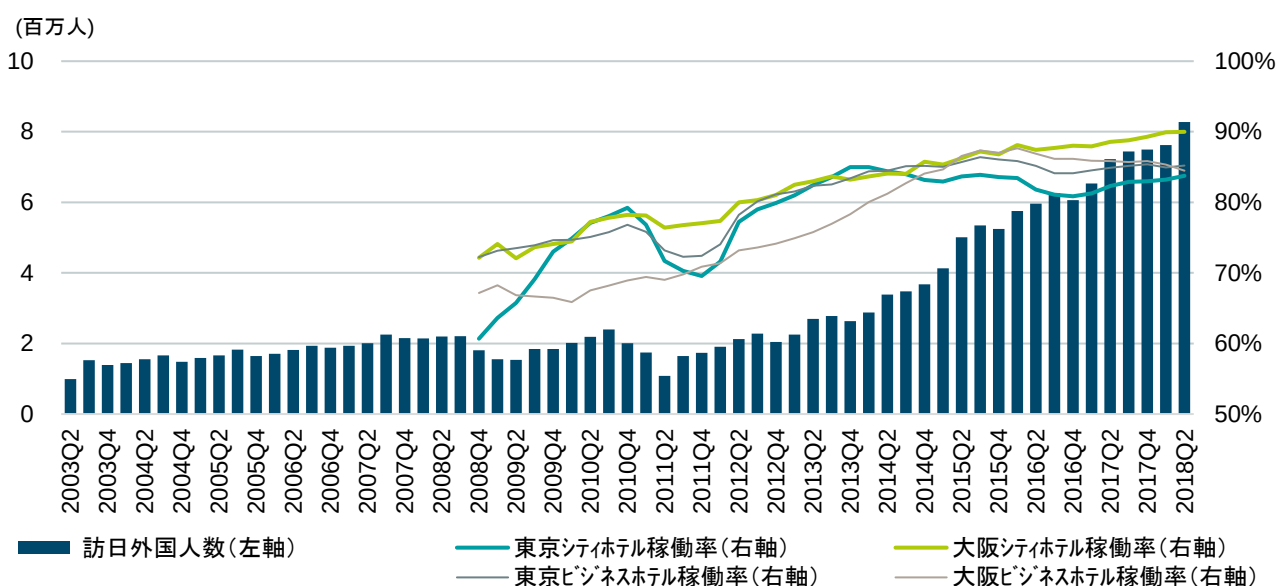


F: DWS 予想値
出典: CBRE の資料をもとに DWS 作成

2.5 ホテル

2018 年第 2 四半期の訪日外国人数は前年同期比 14.7%増加の 828 万人と、25 四半期連続の二桁成長が続いた。同時期の東京と大阪のホテル稼働率は、昨今のホテル客室の大量新規供給にもかかわらず業況判断の目安である 80%を大きく上回っており、堅調な水準を維持した。グレード別で見ると、大阪のシティホテルの稼働率は過去 9 年間に渡りほぼ一本調子で上昇を続け足元でほぼ 90%に近づいたのに対し、大阪のビジネスホテルや東京のシティホテル・ビジネスホテルはいずれも 80%半ばで横ばいとなった。一方、2018 年 9 月に西日本を襲った台風 21 号による被害で関西国際空港が閉鎖されたことを受け、2018 年第 3 四半期の大阪のホテル稼働率も一時的に多少の影響が出ている可能性がある。

図表 29: 訪日外国人と東京と大阪のホテル稼働率 (12 ヶ月平均)



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©2018 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 RREEF Investment GmbH, RREEF Management GmbH, RREEF Spezial Invest GmbH、オーストラリアの Deutsche 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 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。

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ピ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。

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
31	2016 年	第 1 四半期	16 年 1 月	アベノミクス—三本の矢の成果
32		第 2 四半期	16 年 4 月	四半期アップデート
33		第 3 四半期	16 年 7 月	マイナス金利がもたらす地殻変動
34		第 4 四半期	16 年 10 月	四半期アップデート
35	2017 年	第 1 四半期	17 年 1 月	四半期アップデート
36		第 2 四半期	17 年 4 月	四半期アップデート
37		第 3 四半期	17 年 7 月	四半期アップデート
38		第 4 四半期	17 年 10 月	四半期アップデート
39	2018 年	第 1 四半期	18 年 1 月	四半期アップデート
40		第 2 四半期	18 年 4 月	四半期アップデート
41		第 3 四半期	18 年 7 月	四半期アップデート
42		第 4 四半期	18 年 10 月	四半期アップデート

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。
