

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 1 四半期

2018 年 1 月



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 Deutsche Asset Management 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)

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	15
3.3	住 宅	16
3.4	物流施設	17
3.5	ホテル	18
	バックナンバー	20

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

1 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。2017 年は輸出企業の業績改善が牽引し、国内実質 GDP 成長率は 1.9%程度になったものと見られる。日銀短観による企業の業況判断指数は 26 年ぶりの高い水準で、つれて日経平均株価も一時 26 年ぶりに 24,000 円台をつけた。国際的な原油高の影響や消費の回復もあり、消費者物価指数(コア CPI)は 2017 年の年末にかけてインフレ傾向がやや強まった。東証 REIT 指数は一時 1,600 ポイント台割れ寸前まで下落したが、その後海外投資家による見直し買いもあり足元では 1,700 ポイント台まで持ち直している。

収益不動産の取引売買額は、速報ベースで約 4.2 兆円と 2 年前のピークには届かないものの前年同期比ではやや持ち直した。全国に占める東京の割合が 3 期連続で 5 割を割り込み、投資資金が東京の都心部から近郊地域や地方都市に向かう流れが続いた。セクター別では、海外投資家による大型ポートフォリオ取引で住宅のみ前年同期比で 4 割の増加となった。

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。2017 年 12 月末時点の都心 5 区のオフィスビルの平均空室率は 3.2%とタイトな水準を保ったのに伴い、平均募集賃料も 15 四半期連続での上昇となったが、新築ビルでは賃料が弱含む動きも見られた。国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き逼迫した状況が続き、札幌、福岡、大阪いずれも過去 20 年間で最低水準となり、名古屋もそれに近い水準となった。

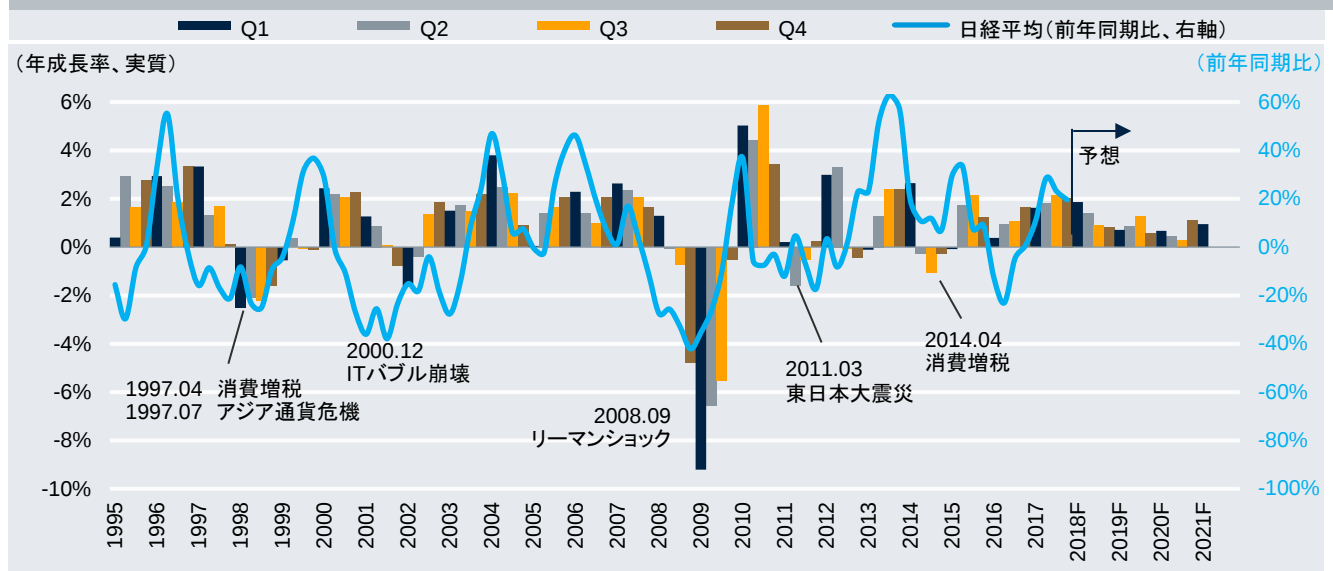
2017 年の訪日観光客数や観光消費額がともに年間で過去最高記録を更新したなか、2017 年第 4 四半期の百貨店の売上は訪日客の観光需要や高級品、冬物衣類などが伸び 3 期連続での上昇となった。2017 年の新築マンション市場では、平均販売価格がバブル期以来 27 年ぶりの高値となったが、逆に需要は高まらず販売戸数や契約率は低迷した。2017 年第 3 四半期の物流施設の平均空室率は、東京圏では比較的安定的に推移したのに対し、過去最大級の新規供給があった大阪圏や名古屋圏では需給が緩い状況が続いた。東京と大阪のホテル稼働率は、いずれも 80%を上回り堅調に推移したが、ホテルの大量供給が行われた大阪では僅かながら下落傾向が見られた。

2 経済・金融・投資家動向

2.1 マクロ経済情勢

堅調な世界景気を背景に輸出企業の業績が改善しており、つれて国内景気全般も緩やかな拡大が続いている。実質 GDP 成長率は 2017 年通年で約 1.9% 程度になったものと予想される。失業率は 2017 年 11 月に 2.7% と 24 年ぶりの低い水準となり、完全雇用に近い水準となっている。このため一時伸び悩んでいた実質賃金も足元では再び上昇に転じている。朝鮮半島情勢をめぐる先行きの不透明感は依然払拭できないものの、国内消費動向にも明るさがみられ、景気は今後しばらく堅調に成長するものと見られる。

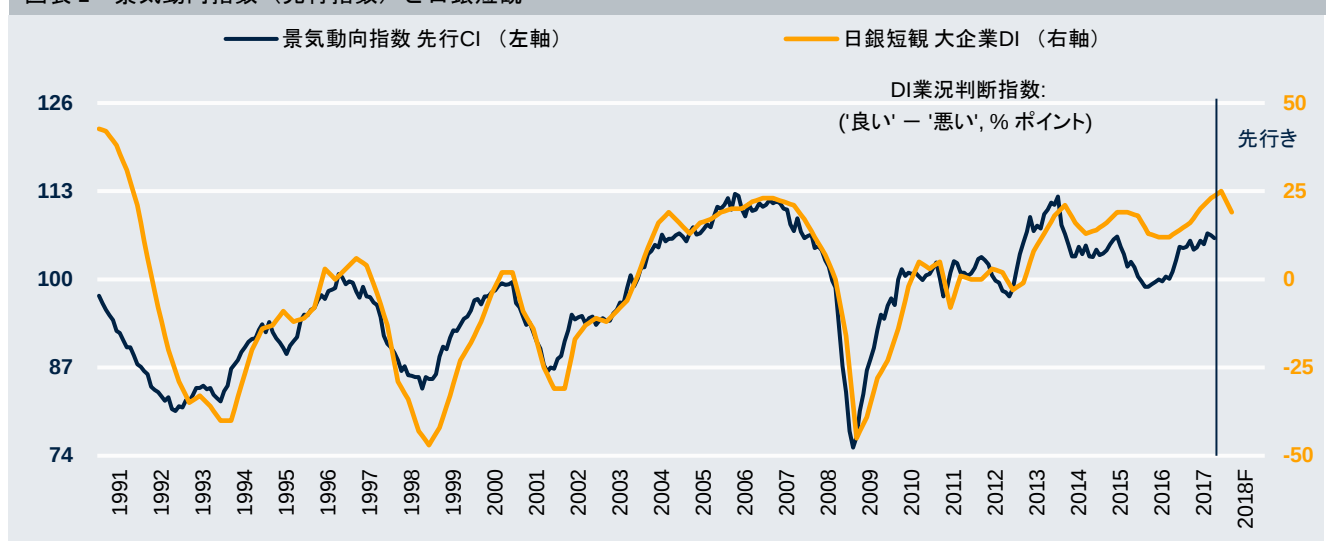
図表 1: 実質 GDP 成長率と株価の推移



E: Deutsche Asset Management 推定値 (文中全ての図表同様)、F: Deutsche Asset Management 予想値 (文中全ての図表同様、詳細については末尾の免責事項を参照)
出典: 内閣府、Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

日銀短観による 2017 年 12 月の業況判断指数 DI (国内大企業・全産業ベース、黄線) は同年 9 月より 2 ポイント改善の 25 ポイントと、1991 年以来 26 年ぶりの高水準となった。足元の景況感については、企業の規模・業種を問わず、景気拡大の効果が産業界全体に広がっているほか、外部環境についても、米国の法人減税措置などポジティブな要因がみられる。一方、失業率は 2.7% と 24 年ぶりの低い水準にあるなど人手不足が更なる成長への足かせになっており、特に宿泊・飲食、小売、運輸、建設などの労働集約型産業で人材確保が難しくなっている。

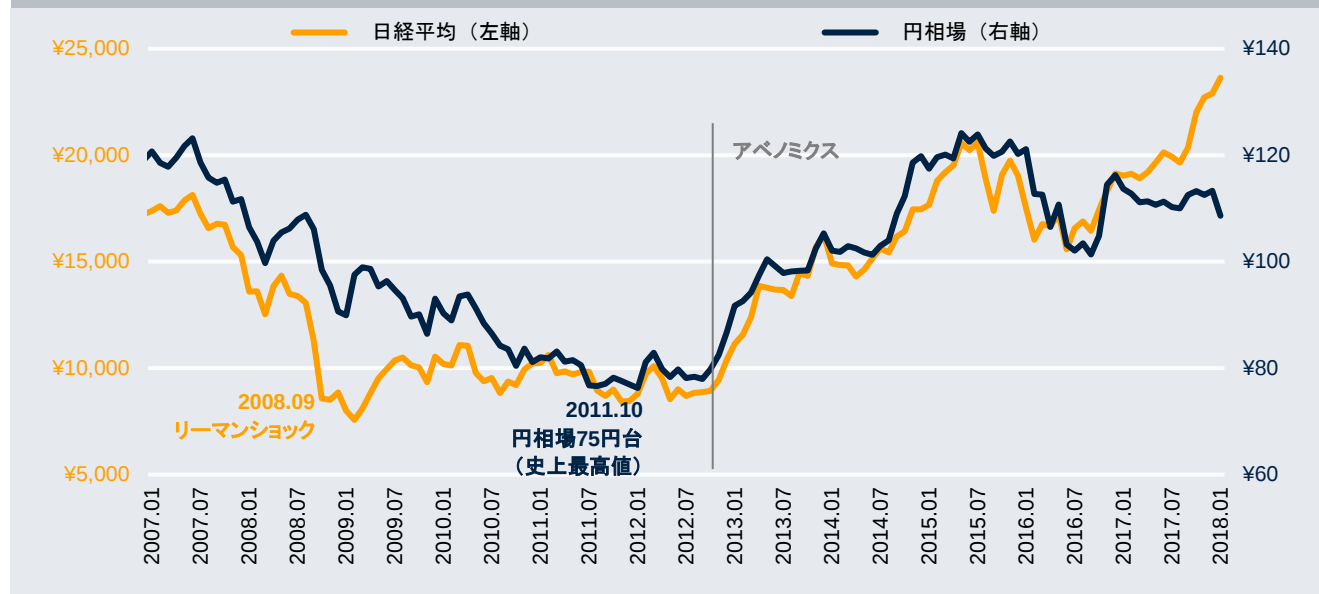
図表 2: 景気動向指数 (先行指数) と日銀短観



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

2017 年 11 月に米国連邦準備理事会の議長交代が報じられると円ドル相場は一時的に 1 ドル 114 円まで円安が進む場面もあったが、その後は金利先高感の後退とともに円高が進み、2018 年 1 月には 108 円台まで強含んだ。日経平均株価は好調な企業業績や世界的な株高を背景に 2017 年 9 月末の 20,000 円台前半から 2018 年 1 月には一時 24,000 円台を回復し 26 年ぶりの高値となったが、その後円高の進行とともにやや調整する局面がみられた。

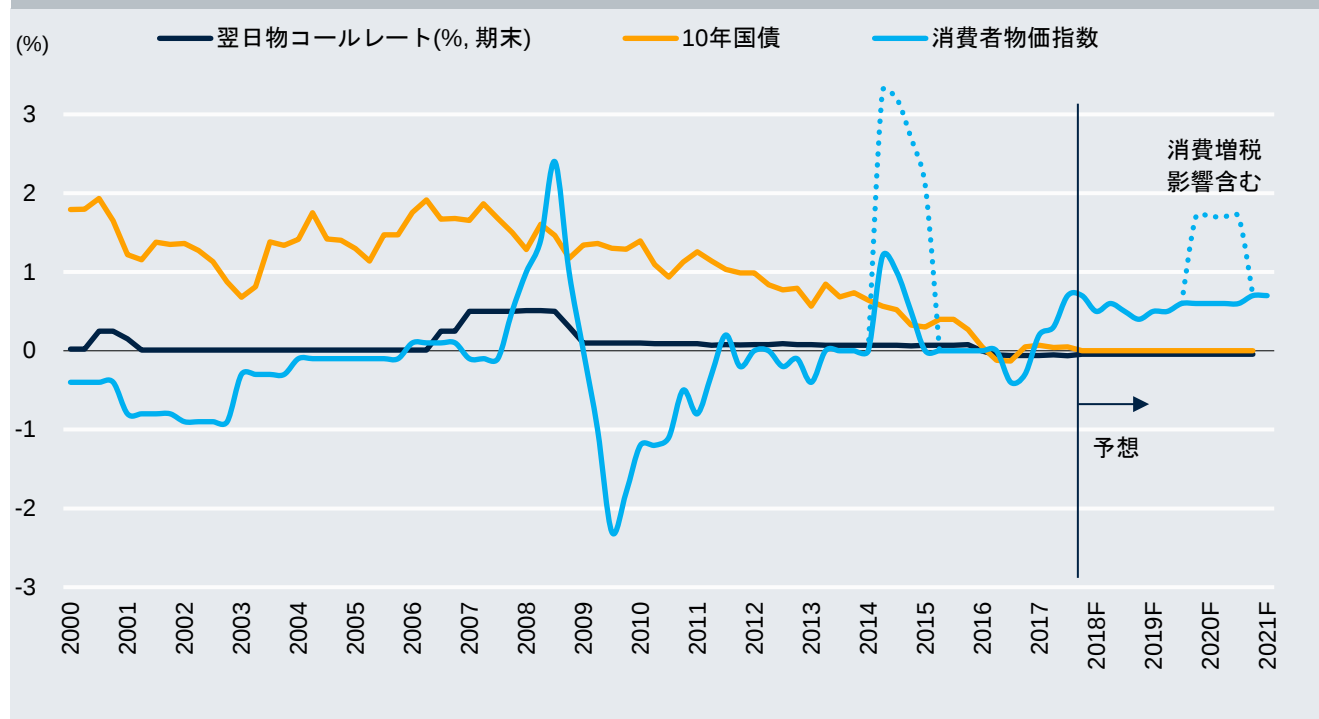
図表 3：日経平均と円相場の推移



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

量的緩和の縮小のタイミングを図る欧米とは対照的に、日銀は依然として長期金利を 0% 程度に誘導する金利政策を貫いており、10 年物国債の利回りは 2018 年 1 月中旬で 0.07% と、2016 年末以来ほぼ横ばいで推移した。ただし、日銀が長期国債の買い入れを減額したことが金融緩和縮小に向けた地ならしと見る意見もあり、今後の金利政策の行方に注目が集まっている。国際的な原油高の影響や消費の回復もあり、生鮮食料品を除いた消費者物価指数(コア CPI) は第 4 四半期に 0.7% 程度まで上昇するなど、2017 年の年末にかけてややインフレ傾向が強まった。

図表 4：長短金利と消費者物価指数推移

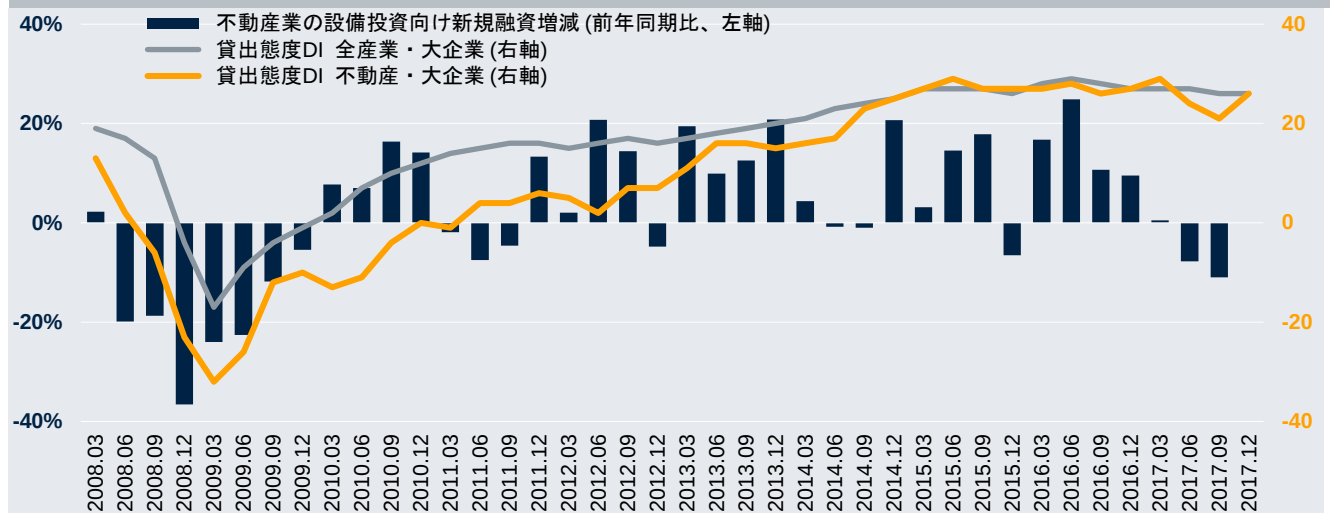


E: Deutsche Asset Management 推定値、F: Deutsche Asset Management 予想値
出典: Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2.2 不動産投資市場・価格

2017 年 12 月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI(黄線)は、9 月の 21 ポイントより 5 ポイント改善し 26 ポイントとなった。企業やファンドを借り手とする安定稼働物件向けファイナンスの環境は依然良好な水準を保っているものの、個人富裕層の相続税対策として脚光を浴びてきた賃貸アパート建設とそれに付随するアパートローンをめぐっては金融庁も監視を強めており、これら融資に消極的になる金融機関が増えている。このため、賃貸住宅の新規着工も沈静化しており、2017 年 9 月の不動産業の設備資金向け新規融資額は前年同期比 10.9%の下落と、2 期連続の下落となった。

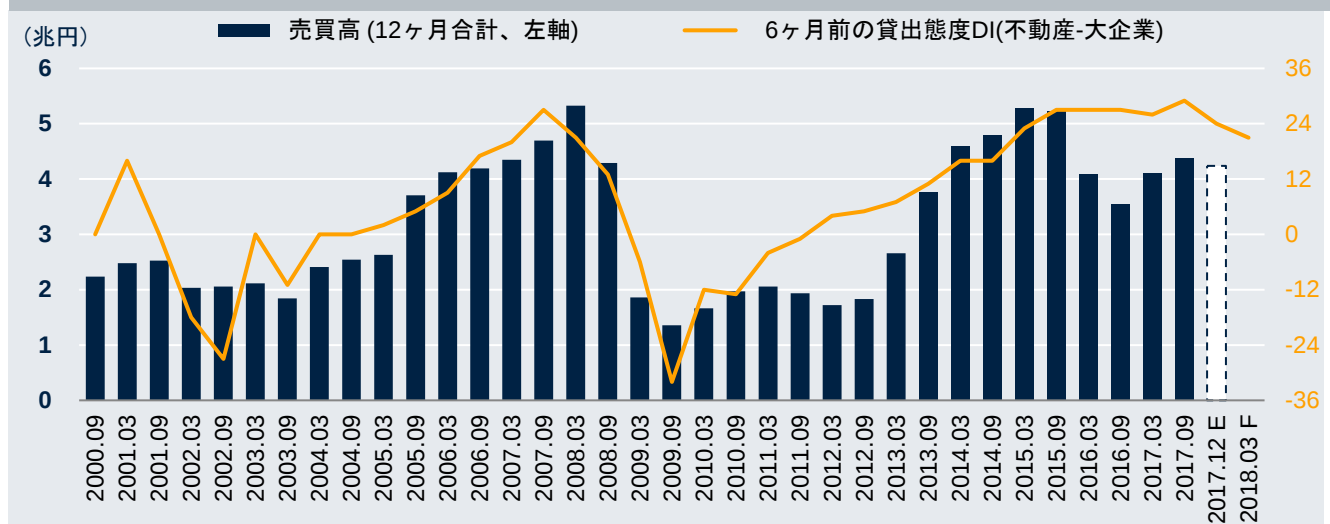
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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

2017 年 12 月までの 12 ヶ月間における国内収益不動産売買高は、速報ベースで約 4.2 兆円と 2 年前のピークには届かないものの前年同期比では約 3 割の増加とやや持ち直した。全国の取引売買高に占める東京の割合は速報ベースで同 30%と 3 期連続で 5 割を割り込み、東京都心で投資物件を見出せない投資家が周辺部や地方都市へと投資対象を広げる傾向が浮き彫りとなった。セクター別では、住宅セクターのみ複数の大型ポートフォリオ取引の影響で同約 4 割の増加となったが、それ以外は概ね横ばいとなった。

図表 6: 収益不動産売買高と金融機関の不動産向け貸出指標の推移

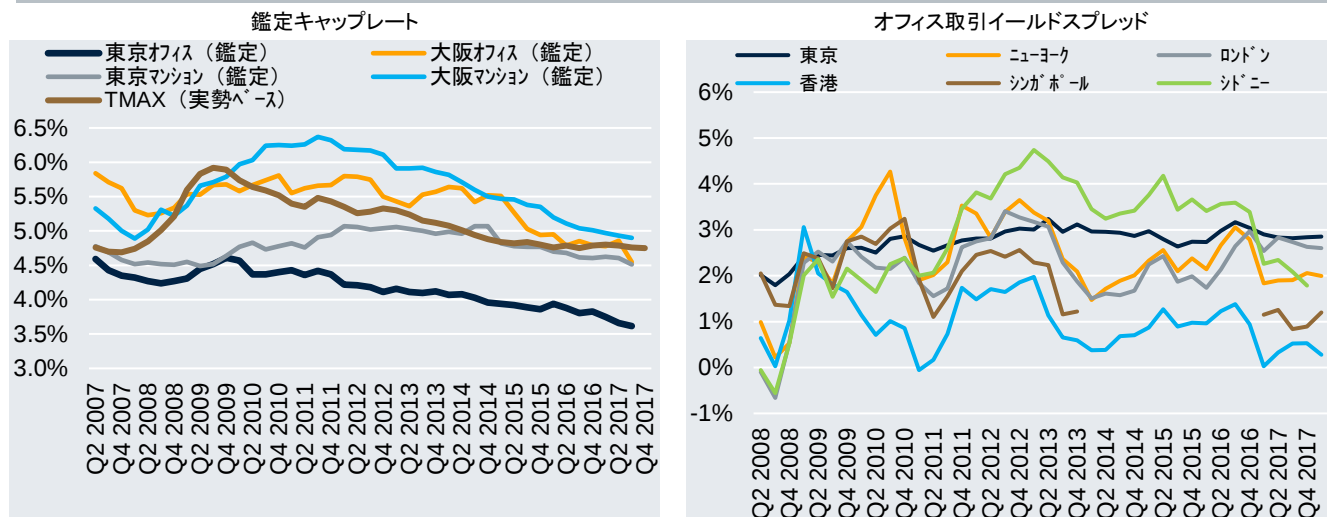


E: Deutsche Asset Management 推定値

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 Deutsche Asset Management 作成

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 2017 年 12 月期に 4.75%と 2016 年以來ほぼ横ばいで推移した。一方、2017 年 9 月期に東京オフィスの鑑定キャップレートは 3.62% (速報ベース)と、過去 10 年間で最低水準となった。2017 年 12 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 285bps と 3%を割り込んだが、260bps のロンドンや 200bps 前後のニューヨークとシドニーに比べ依然として高い水準を維持した。

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

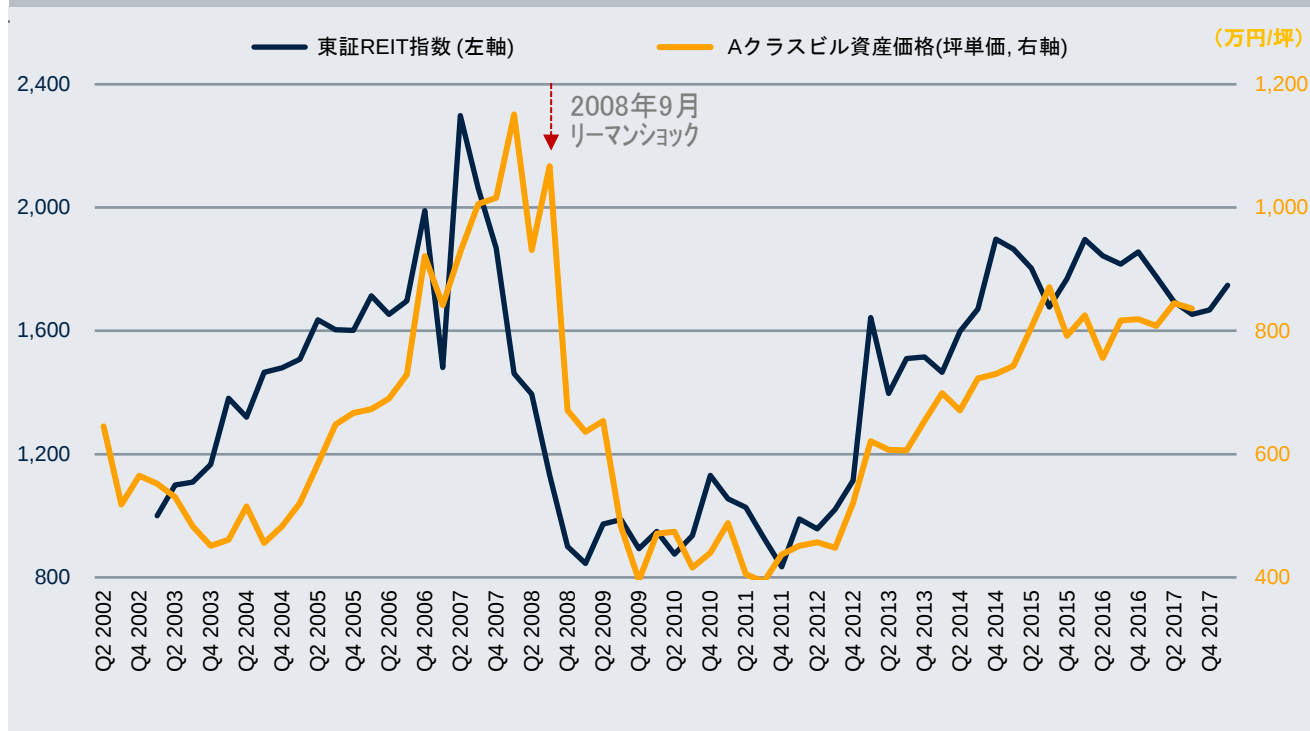


注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。

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

2017 年第 4 四半期の東証 REIT 指数は、世界的な金利の先高感や REIT に投資する毎月分配型投資信託からの資金流出などもあり一時 1,600 ポイント近くまで下落したが、年明けには 1,700 ポイント台まで持ち直した。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 2017 年 9 月の床単価は 836 万円/坪と前期比でほぼ横ばいで推移している。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、今後資産価格は若干の上昇余地を残しつつもしばらく横ばい程度で推移するものと見られる。

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 Deutsche Asset Management 作成

2017 年通年に行われた主な不動産取引の取引額上位 20 位は以下の通りで、中国の安邦保険集団によるブラックストーンの住宅ポートフォリオの取得（推定 2,600 億円）が 2009 年以來の最大の取引となったほか、ノルウェー中央銀行と東急不動産による Veloqx 商業ポートフォリオの取得（1,325 億円）、GIC とインヴィンシブル投資法人によるシェラトン・グランデ・トーキョーベイ・ホテルの取得（978 億円）など、上位 4 件は全て外資系投資家が絡む取引となった。地域別にみると、上位 20 件のうち、10 件あるオフィス取引の中で、みなとみらいセンタービル（推定 800 億円）を含め 5 件の取引が横浜に集中し、価格高騰で取引が低調な東京都心に代わり投資家からの注目を集めた。セクター別では上位 20 件中、住宅の取引が 5 件となり、そのうち 4 件の取引が海外投資家によるポートフォリオの取得となり、日本の住宅市場に対する高い関心が見られる。

図表 9：2017 年に取引・発表された主な国内不動産取引

順位	種別	物件名称 (取得割合%)	取得額 (億円)	単価 (百万円/m)	キャップ レート	場所	取引 年月	取得主
1	住宅	ブラックストン住宅ポートフォリオ (221 物件)	推 2,600	22/戸	-	中央ほか	17 年 3 月	安邦保険集団(中)
2	商業	Veloqx ポートフォリオ (5 物件)	1,325	0.88	-	渋谷ほか	17 年 12 月	ノルウェー中央銀行、東急不動産
3	ホテル	シェラトン・グランデ・トーキョーベイ・ホテル	978	96/室	4.9%	千葉	17 年 9 月	GIC (シンガポール)、インヴィンシブル投資法人
4	オフィス	みなとみらいセンタービル	推 800	推 0.84	-	横浜	17 年 3 月	Gaw Capital (香港)
5	オフィス	TOC みなとみらい	665	0.65	-	横浜	17 年 3 月	ヒューリック、芙蓉リース
6	オフィス	三菱重工横浜ビル	640	0.58	4.0%	横浜	17 年 10 月	ケネディクス関連 3 社（私募ファンド、プライベート投資法人、オフィス投資法人）
7	オフィス	新宿マインズタワーの 50%	625	1.49	2.8%	新宿	17 年 12 月	GIC (シンガポール)
8	オフィス	東京武田ビル	480	2.00	-	中央	17 年 12 月	高島屋
9	住宅	河田町コンフォガーデン	430	53/戸	-	新宿	17 年 12 月	ウェストブルック・パートナーズ（米）
10	オフィス	コンカド横浜の 75%	390	0.97	3.4%	横浜	17 年 5 月	大和証券オフィス投資法人
11	物流	プロロジスパーク茨木	383	0.24	4.5%	茨城	17 年 7 月	日本プロロジスリート投資法人
12	オフィス	心斎橋フラザビル本館・新館・東館・Fジビル (4 物件)	380	1.21	-	大阪	17 年 5 月	ヒューリック
13	住宅	西日本地区雇用促進住宅 (626 物件)	366	-	-	名古屋ほか	17 年 2 月	フォートレスインベストメントグループ（米）
14	住宅	KW レジデンスポートフォリオ (39 物件)	推 350	23/戸	-	千代田ほか	17 年 5 月	CBRE グローバルインベスターズ（米）
15	オフィス	横浜ブルーアベニュー	325	0.94	4.1%	横浜	17 年 2 月	キャピタルランド（シンガポール）
16	オフィス	品川シーサイド TS タワー	300	0.68	-	品川	17 年 5 月	NH 証券（韓）
17	ホテル	サンルートプラザ東京（デイズ・ニースリゾート）	268	39/室	5.9%	千葉	17 年 1 月	オリックス不動産投資法人
18	物流	横浜町田 IC ロジスティクスセンター	255	0.38	3.8%	町田	17 年 9 月	日本ロジスティクスファンド投資法人
19	オフィス	J タワー	240	0.47	5.2%	府中	17 年 9 月	PGIM Real Estate（米）
20	住宅	東日本地区雇用促進住宅 (523 物件)	248	-	-	品川ほか	17 年 6 月	フォートレスインベストメントグループ（米）

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

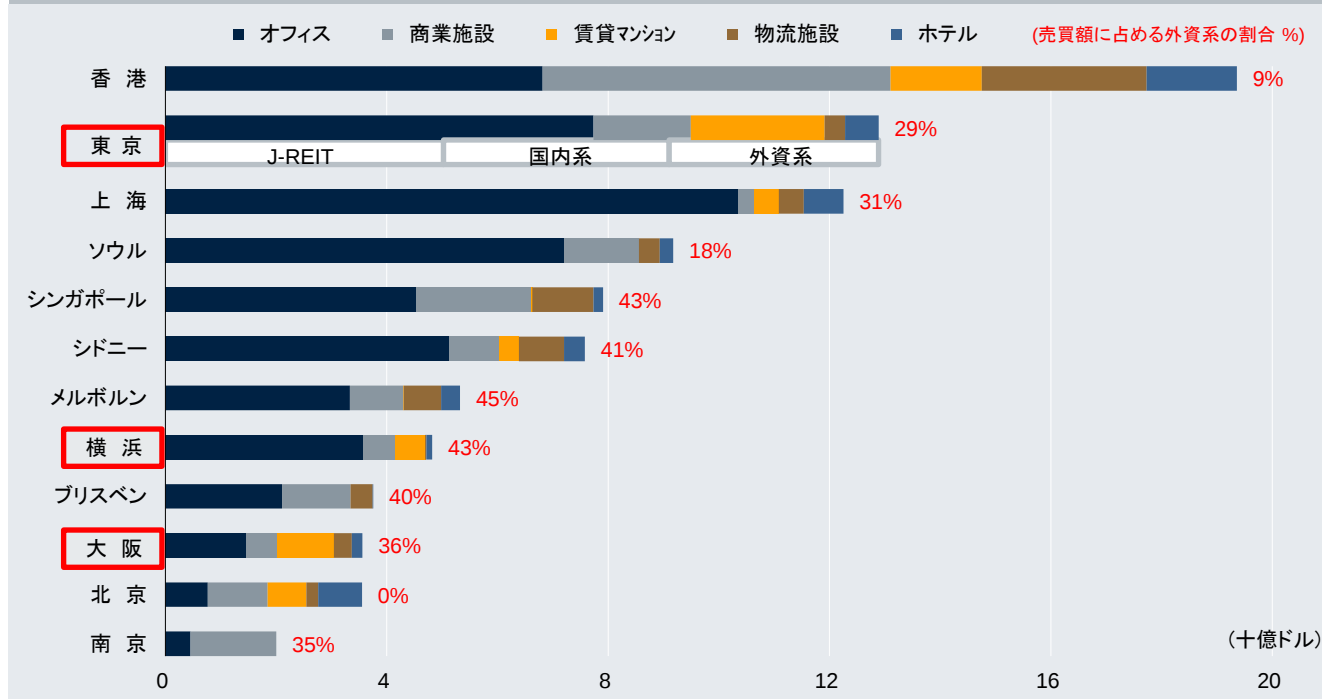
*ホテルの単価は客室単価、住宅は戸単価を記載しております。

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

2017 年 12 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 10 の通りで、東京の取引額は約 129 億ドルと前年同期比で約 2 割の下落（速報ベース）となった。東京はこれまでアジア太平洋地域で首位となっていたが、前期は香港と上海に次ぐ 3 位、今期は香港に次ぐ 2 位となった（横浜や千葉まで含めた「首都圏」でみれば首位）。買い手の顔ぶれではこれまで取引市場を主導してきた J-REIT の割合が東京で約 4 割に弱含んだのに対し、これまで 1-2 割程度だった外資勢は 29%と存在感を増している。横浜の取引額は 48 億ドルでシドニーやメルボルンに次ぐ第 8 位、大阪は 36 億ドルでブリスベンに次ぐ第 10 位となり、外資による取引の割合は両都市でそれぞれ 43%、36%と東京以上に高くなっている。

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。

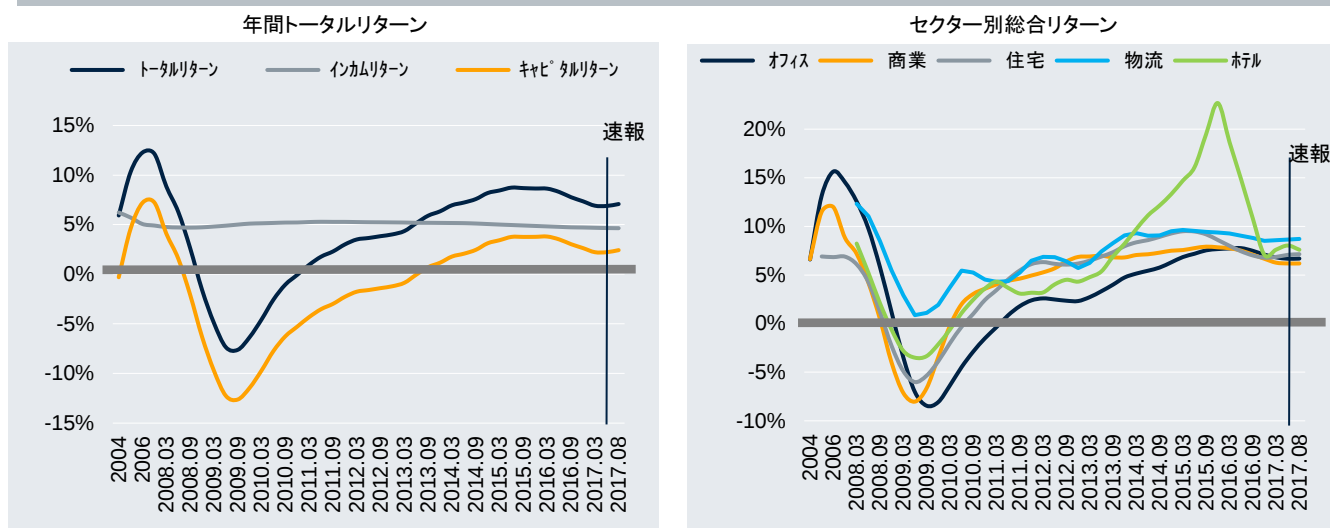
図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング（過去 12 ヶ月）



注: 開発用地を除く。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 Deutsche Asset Management 作成

2017 年 8 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 0.2 ポイント上昇し 7.1%となり、2015 年 9 月以来続いた減速傾向に歯止めが掛かった。要素別でみると、キャピタルリターンが 2.4%と前期比で 0.2 ポイント上昇した。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 8.7%で最も高く、住宅・ホテルが 7%台、オフィス・商業が 6%台となった。

図表 11: 実物不動産投資の年間トータルリターン推移（レバレッジ前）



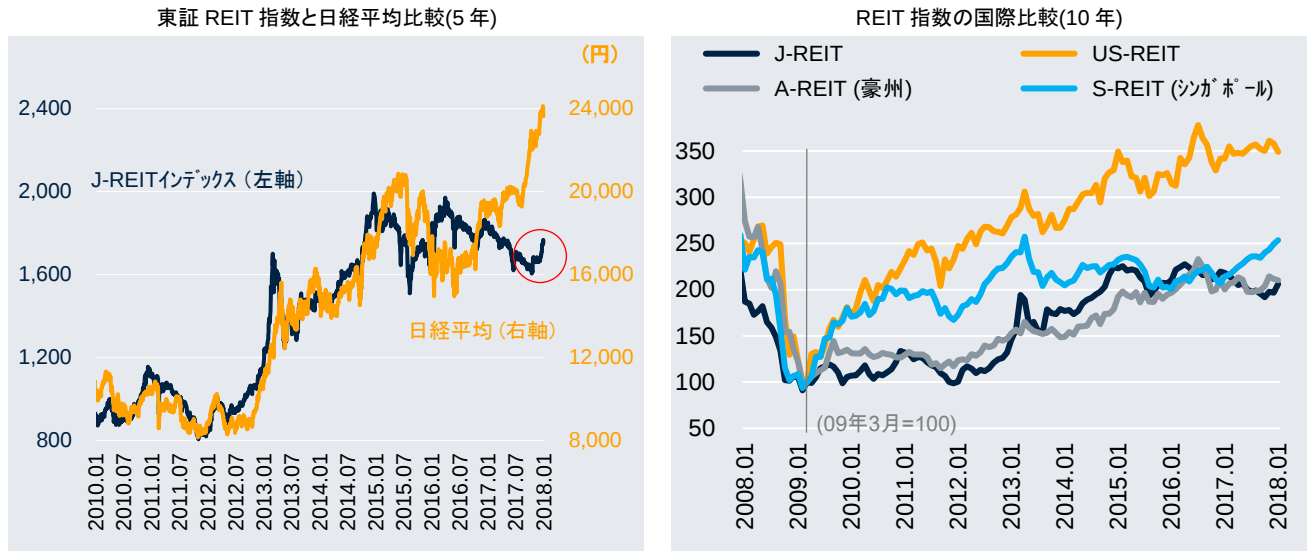
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。
出典: MSCI Real Estate –IPD(左表)、不動産証券化協会(右表)のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

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。

2.3 J-REIT

東証 REIT 市場は、毎月分配型投信からの資金流出が続き 2017 年の 11 月には 1,600 ポイント台割れ寸前まで下落したが、その後は海外勢による見直し買いもあり 2018 年 1 月半ばには 1,700 ポイント台半ばまで持ち直した。ただし、リーマンショック後の底値から順調に回復を続ける米国 REIT や 2017 年以来上昇を続けるシンガポール REIT に比べて、日本や豪州の REIT 指数は上値が重い展開が続いている。

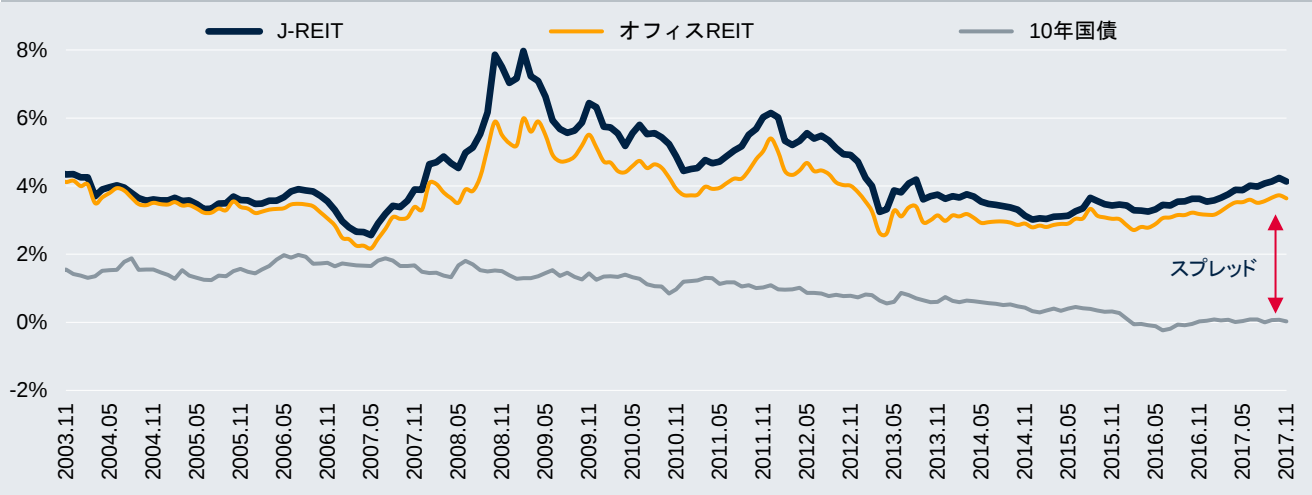
図表 12: REIT インデックス（短期推移と長期国際比較）



注: 参照インデックスは東証リート・インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT)、S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州 REIT)、FTSE ST REIT Index (シンガポール REIT)
出典: Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2017 年 11 月の J-REIT 平均分配金利回りは前期からほぼ横ばいの 4.14%(オフィス型 REIT に限れば 3.64 %)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 411bps(同 361bps)となった。分配金スプレッドが 130~220 ポイントにとどまっている米国 REIT、英国 REIT に比べ、J-REIT の投資妙味が高くなっているだけに、これに着目した海外勢が 2018 年 1 月以降 J-REIT を買い増す場面も見られた。

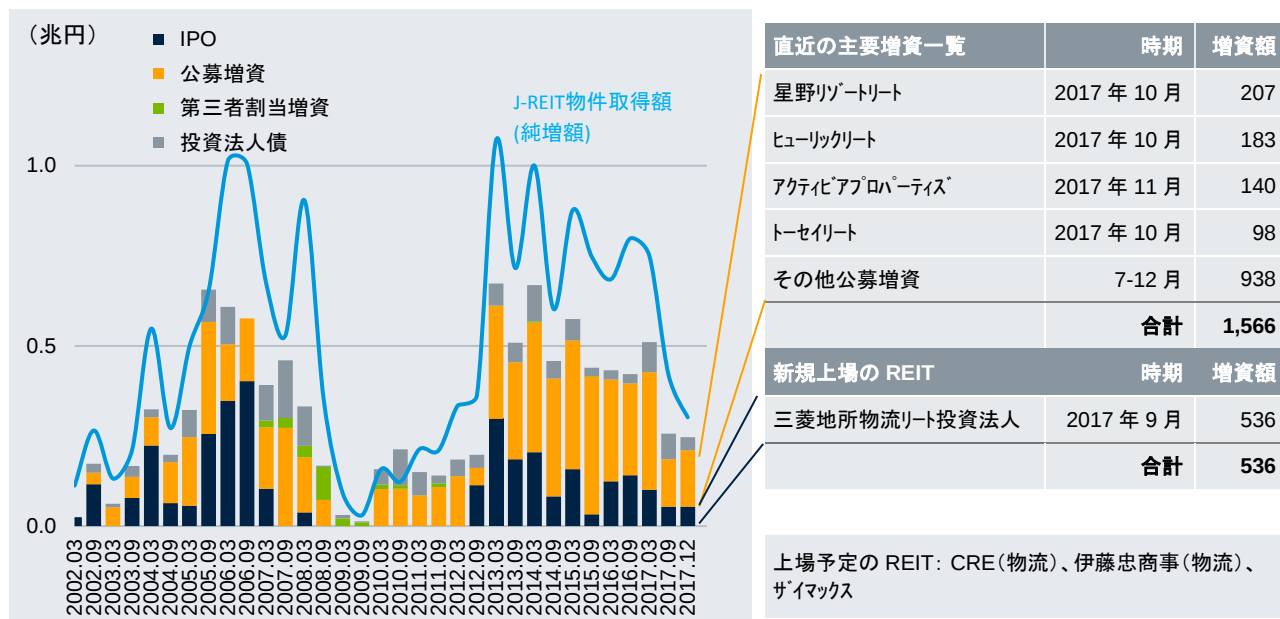
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

REIT 指数が低迷したことを受け、2017 年 7-12 月期の 6 ヶ月間における J-REIT の新規上場は、同年 9 月の三菱地所物流リート投資法人の 1 件のみと低調で、このほか公募増資は星野リゾート投資法人など 13 件が実施された。期間中の J-REIT による IPO・増資額は計 2,101 億円、物件取得額は 6,330 億円(売却額を除いたネットでは 3,019 億円)と、いずれも前年同期比で約 5-6 割の水準にとどまった。

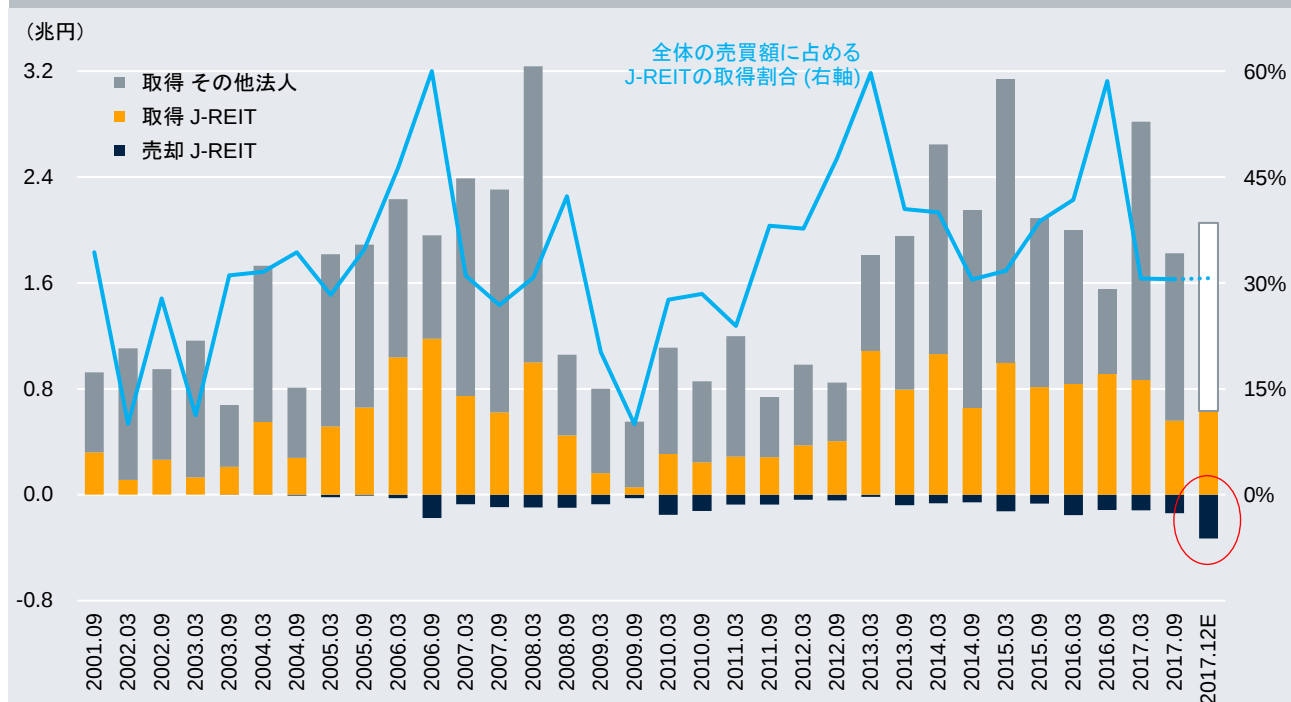
図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



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 Deutsche Asset Management 作成

図表 15 は国内収益不動産の取引額(自己居住用住宅などを除く)及び J-REIT の物件取得額・売却額をそれぞれ示している。2017 年 7 月-12 月の不動産取引額は速報ベースで約 2.0 兆円、前期比で約 1 割の増加と持ち直した。J-REIT の物件取得額も同 13% の上昇となったが、国内の全物件売買高に占める J-REIT の割合は 3 割前後と前期に続いてここ数年では最低水準にとどまった。一方、J-REIT による物件の売却額は半年間では過去最高の 3,311 億円となり、同時期の IPO・増資額の 2,101 億円をも上回った。この期間、J-REIT が新規投資に必要な資金を確保するために増資だけでなく物件売却に依存せざるを得ない構図が浮き彫りとなった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



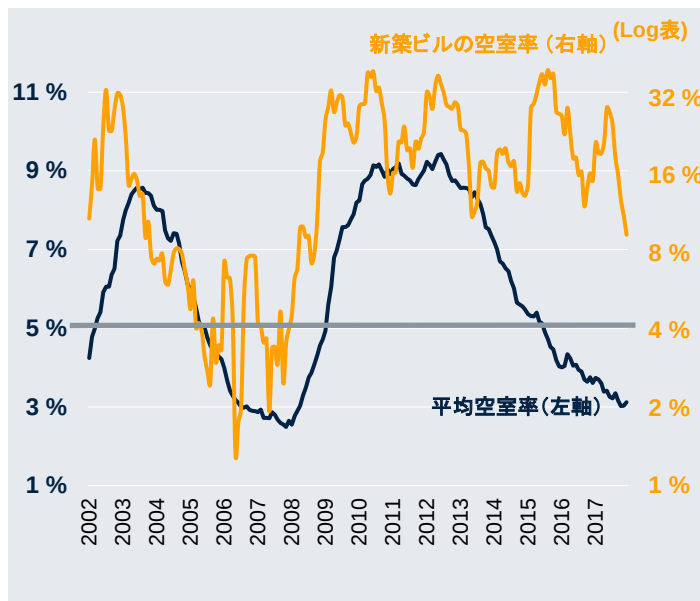
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成
 白色: Deutsche Asset Management 推定による暫定値

3 不動産ファンダメンタルズ

3.1 オフィス

2017 年 12 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 0.1 ポイントの低下の 3.2%とオフィスの需給均衡の目安となる空室率 5%を 30 ヶ月連続で下回っている。竣工 1 年以内の新築ビルの空室率は、2017 年 5 月の 29.4%から同年 12 月の 11.2%まで下落し、東京オフィス市場に大量供給が集中するいわゆる「2018 年問題」への懸念は幾分和らいだといえる。ただし中期的に見れば、大型ビルの供給が断続的に続く 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として多い。

図表 16: 都心 5 区の平均空室率と新規供給の推移

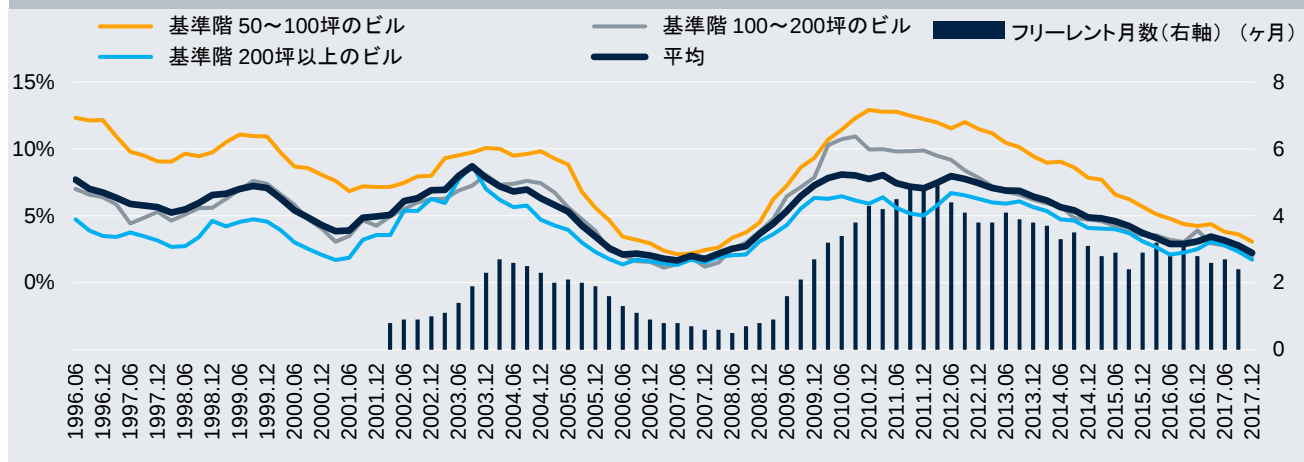


17 年以降に供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
GINZA SIX	2017/1	13	38,000
大手町パークビルディング	2017/2	29	60,710
日比谷パークフロント	2017/5	21	57,500
赤坂インターシティ AIR	2017/8	38	79,200
目黒駅前タワープロジェクト オフィス棟	2017/11	27	47,223
太陽生命日本橋ビル	2018/01	27	58,084
東京ミッドタウン日比谷	2018/03	35	115,500
msb Tamachi S 棟	2018/06	31	138,300
西品川一丁目再開発事業	2018/06	24	120,762
日本橋 2 丁目 C 街区	2018/07	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
丸の内 3-2 計画	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
西武鉄道池袋旧本社ビル	2019/03	20	49,661
オークラオフィスプロジェクト	2019/06	41	41,400
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)、三幸エースト、各社公表資料(右段)をもとに Deutsche Asset Management 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。

2017 年 12 月の東京都心 3 区³のオフィス空室率は、前年同期比で 0.9 ポイント下落し 2.2%となった。基準階面積別で見ても 200 坪以上の大規模ビルの空室率は同 0.8 ポイント下落の 1.7%となったほか、100-200 坪、50-100 坪クラスのビルでもそれぞれ同 1.9、1.2 ポイント下落の 2.0%、3.1%となるなど、規模を問わず需給がさらに逼迫した。この傾向を受け、2017 年 9 月のフリーレント期間は前期比で 0.3 ポイント減の平均 2.4 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

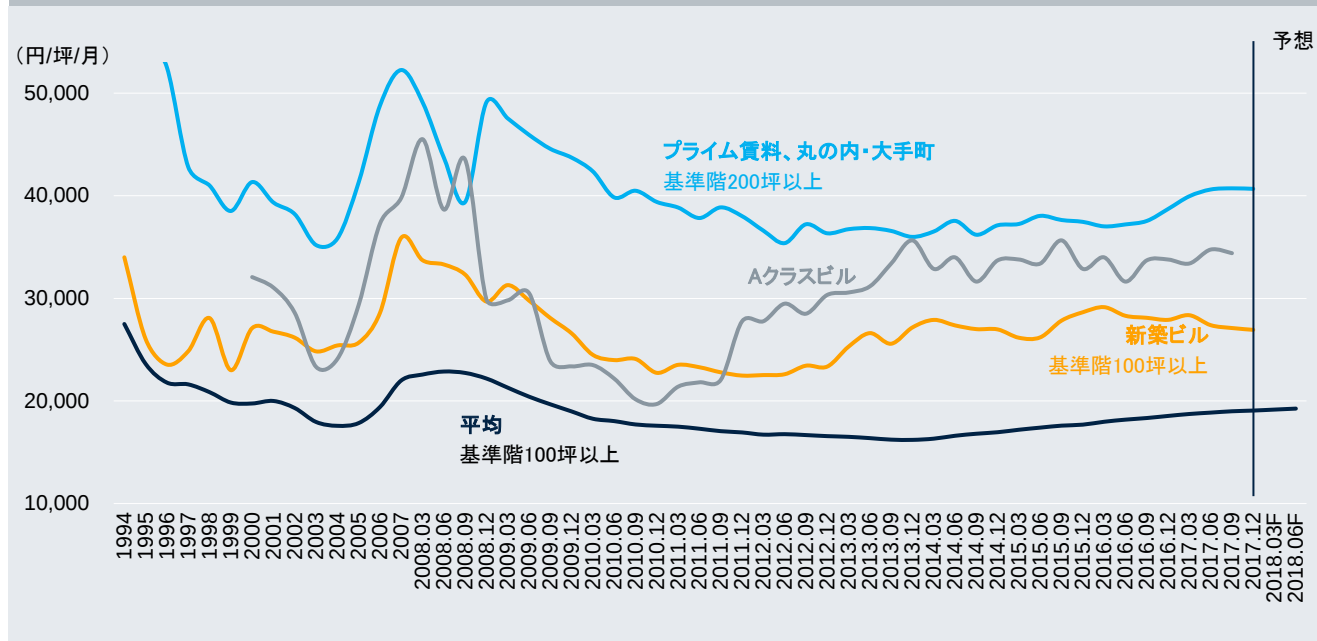


出典: ザイマックス不動産総合研究所、三幸エーストの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

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9年ぶりの低水準となっていることから、2017年12月の都心5区の平均オフィスの賃料は前年同月比3.4%増と15四半期連続での上昇となった。丸の内・大手町のプライム賃料は前年同月比で5.1%増と(青線)と更に大きく上昇し、3四半期連続で40,000円台を上回って推移した。新築ビルや既存のAクラスビル(灰線)では大量供給を見据えて条件を下げてでもテナントを早めに確保したいオーナーが依然として多くみられ、特に坪3万円前後の物件で賃料が伸び悩む状態が続いている。

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

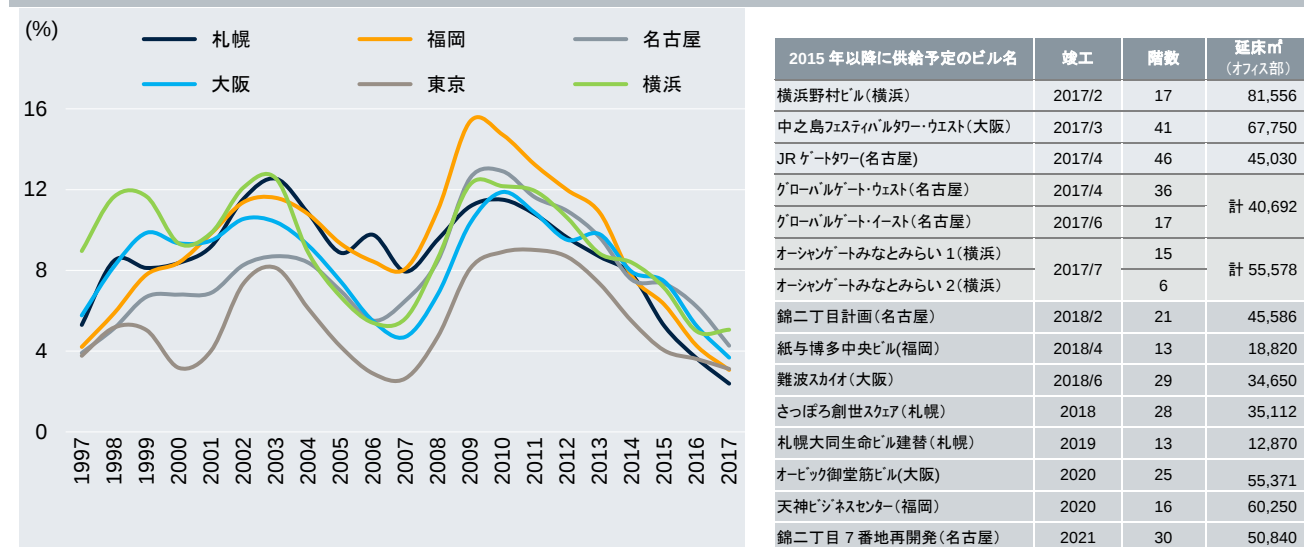


F: Deutsche Asset Management 予想値

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

国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き概ね改善傾向にある。2017年12月の空室率は、札幌2.4%、福岡3.1%、大阪3.7%といずれも過去20年で最低水準になり、名古屋も4.3%とそれに近い水準となった。ただし、みなとみらい地域で大型ビルの供給があった横浜では前年同期比0.1ポイント増の5.1%と足踏みが続いた。地方都市での開発案件はホテルやマンションが多く、大型オフィスビルの供給は今後各都市ともそれぞれ年1件までと少ないだけに、これらの都市におけるオフィス不足はしばらく続くものと見られる。

図表 19: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



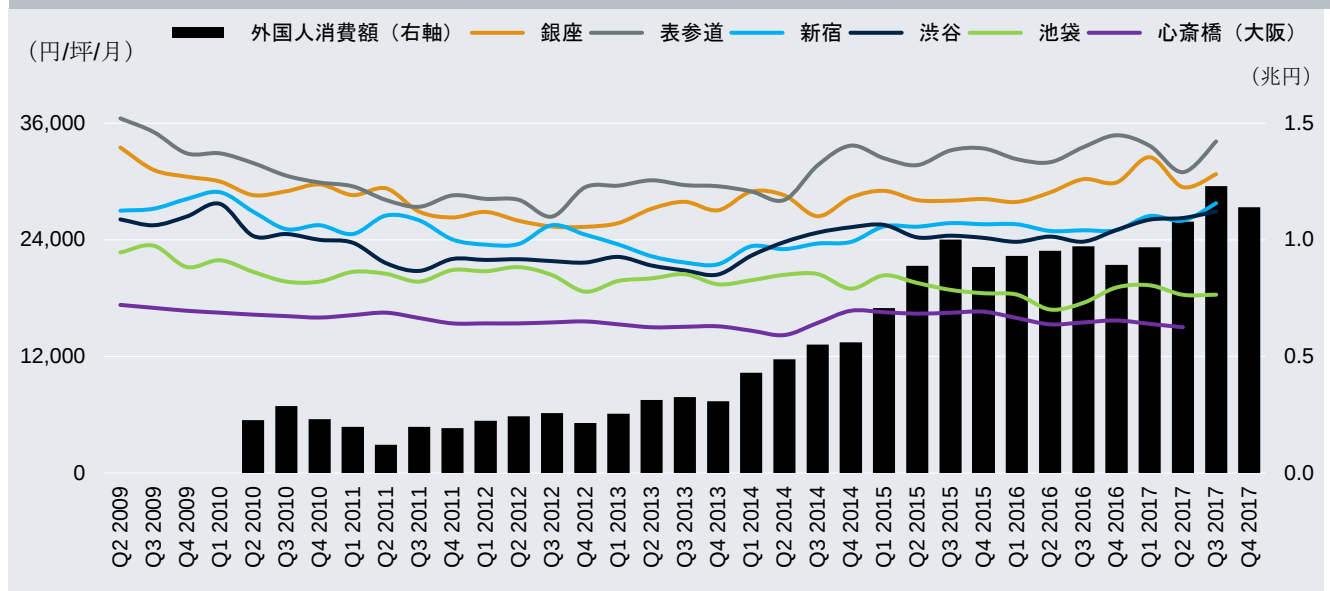
出典: 三幸商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに Deutsche Asset Management 作成

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。

3.2 商業施設

2017 年の訪日観光客数は前年比で 19%増加し 2,869 万人と推定され、2012 年から二桁の成長が続いた。これに伴い 2017 年第 4 四半期の外国人消費額は 1.1 兆円と 3 期連続で 1 兆円を上回って推移し、2017 年通年の消費額も過去最高の 4.4 兆円と、年間では初めて 4 兆円を上回った。このようななか、2017 年第 3 四半期の都心商業施設の賃料は全ての地域で前期比増加し、特に表参道で 10.2%、新宿で 6.9%と大きく上昇した。

図表 20: 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

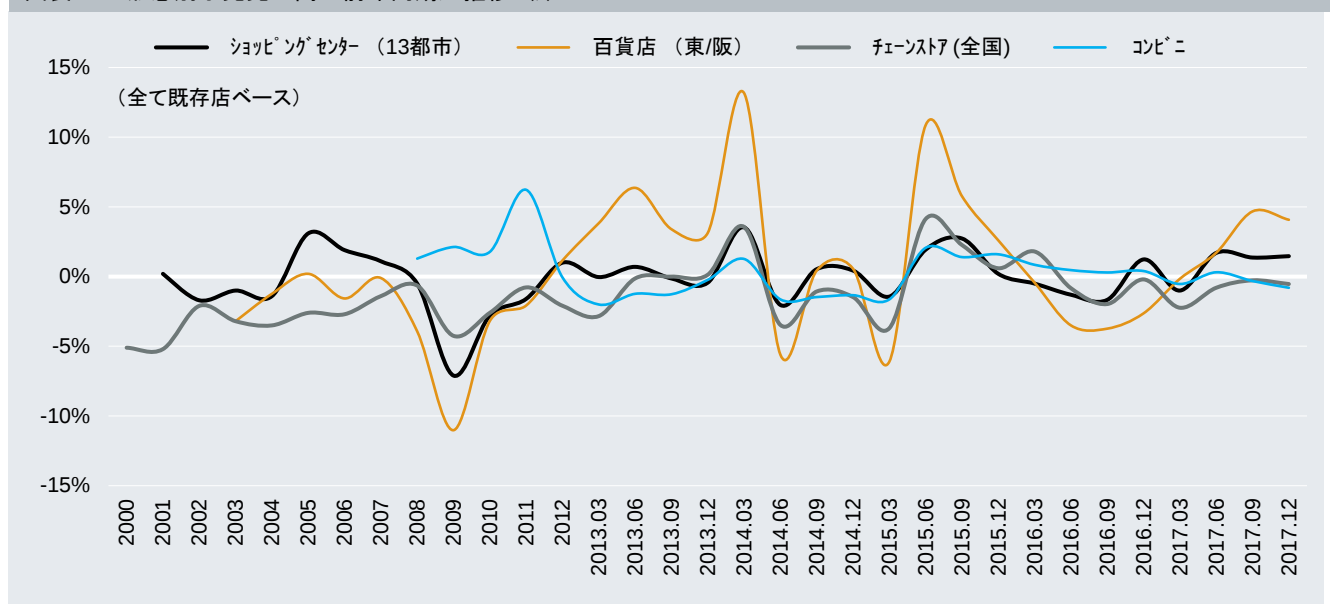


注: オフィス賃料は東京都心 5 区の基準階面積 100 坪以上の平均(図表 17 のベンチマーク)

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 Deutsche Asset Management 作成

2017 年第 4 四半期の百貨店の売上高(東京・大阪地区)は特に大阪地区で売上が伸張り、前年同期比で 4.1%増と 3 期連続のプラスとなった。訪日客による観光需要や株高で国内富裕層向けの高級品販売が好調だったほか、コートなどの冬物衣類の販売が伸びた。同時期ショッピングセンターの売上高も同 1.5%の増加となったが、天候不順で野菜など食品価格高騰の影響が響いたチェーンストアや店舗数が拡大したコンビニの既存店売上はいずれも同 1%弱の下落となった。

図表 21: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

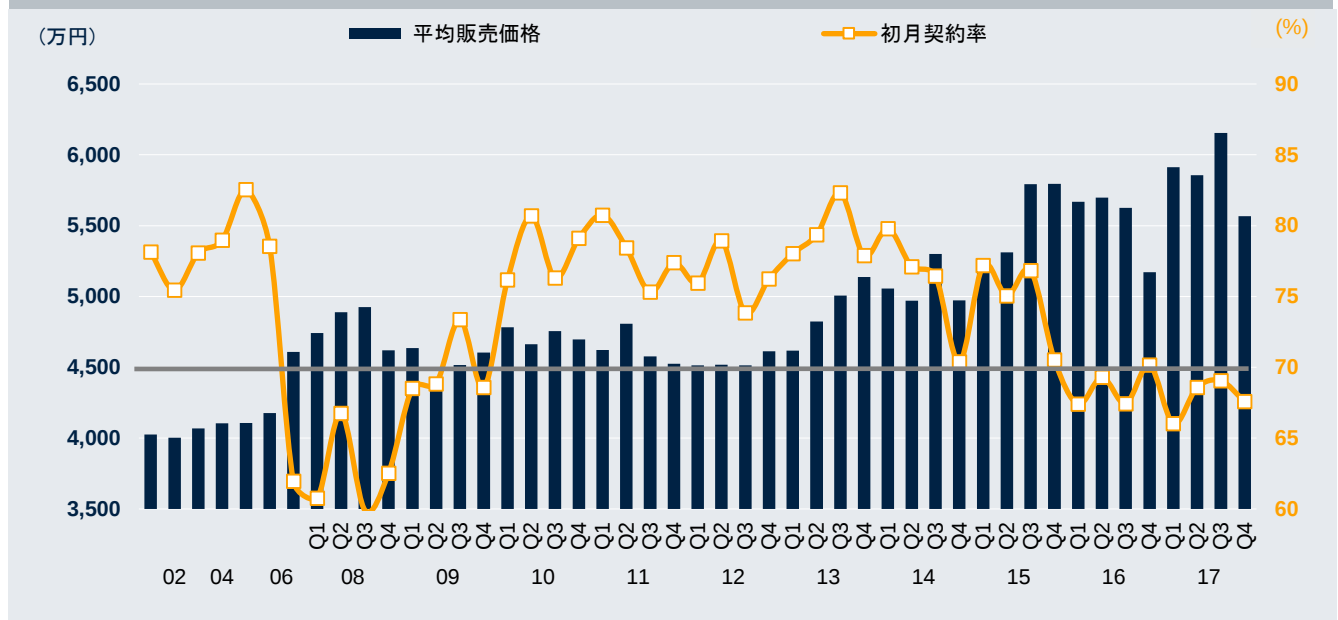


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.3 住宅

2017年第4四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前期比で9.5%下落の5,567万円となったが、引き続き20年来の高値圏にあり、通年の平均価格も5,908万円とバブル期の1990年以来27年ぶりの水準で、過去2番目の高さとなった。ただしバブル期とは異なり需要が都心部や湾岸地域に集中しており郊外での値上がりが限定的であること、投資需要よりも利便性を重視する共働き世帯を主体とした実需が中心であることなどが特徴といえる。大手デベロッパーの物件を中心に価格が高止まりしているため、初月契約率は好不調の目安となる70%を2年連続で下回り、通年の販売戸数も昨年に続き4万戸を割り込むなど、購買層の広がりはみられない。

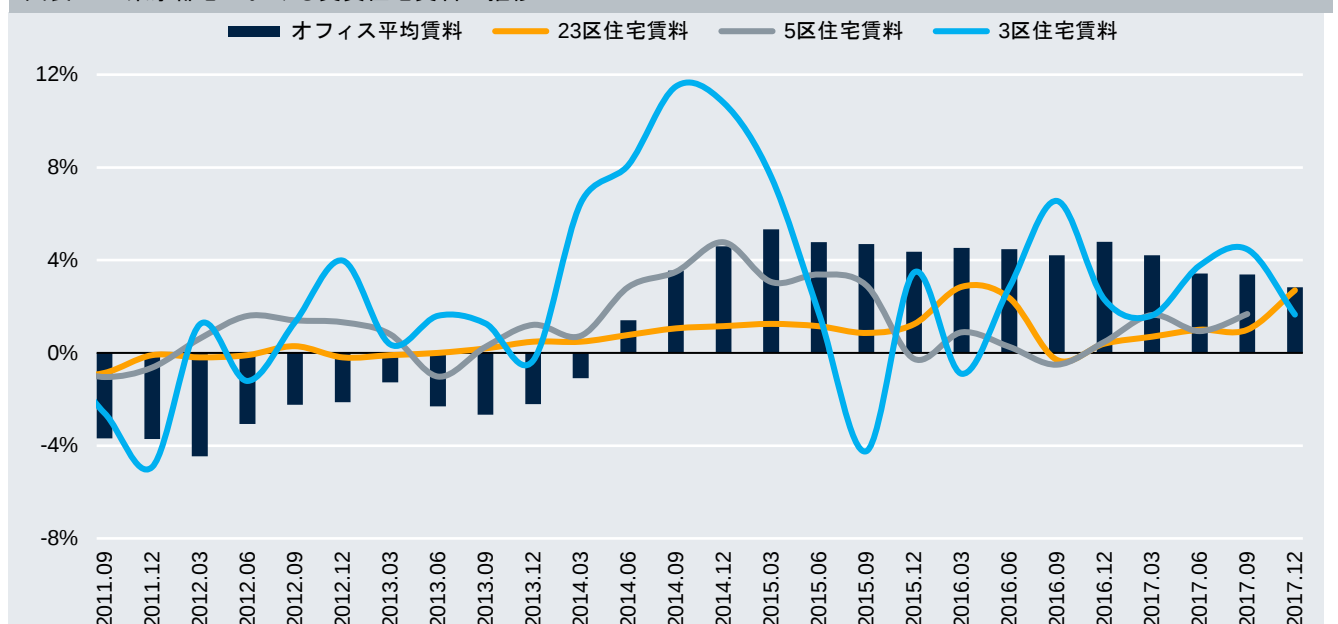
図表 22: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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

2017年第4四半期の東京3区の高級賃貸マンションの募集賃料(青線)は前年同期比1.7%増と7期連続の増加、より広範な23区も同2.7%増と5期連続の増加となった。都区部では賃料が高いタワーマンションの供給が賃料の上昇を牽引しており、都下でも駅周辺を中心に新築マンションが賃料相場を押し上げている。ただし、アパートの建設ブームにより、特に木造や軽量鉄骨の物件を中心に空室が増えており、マンション vs アパートで二極化が進んでいる。

図表 24: 東京都心における賃貸住宅賃料の推移

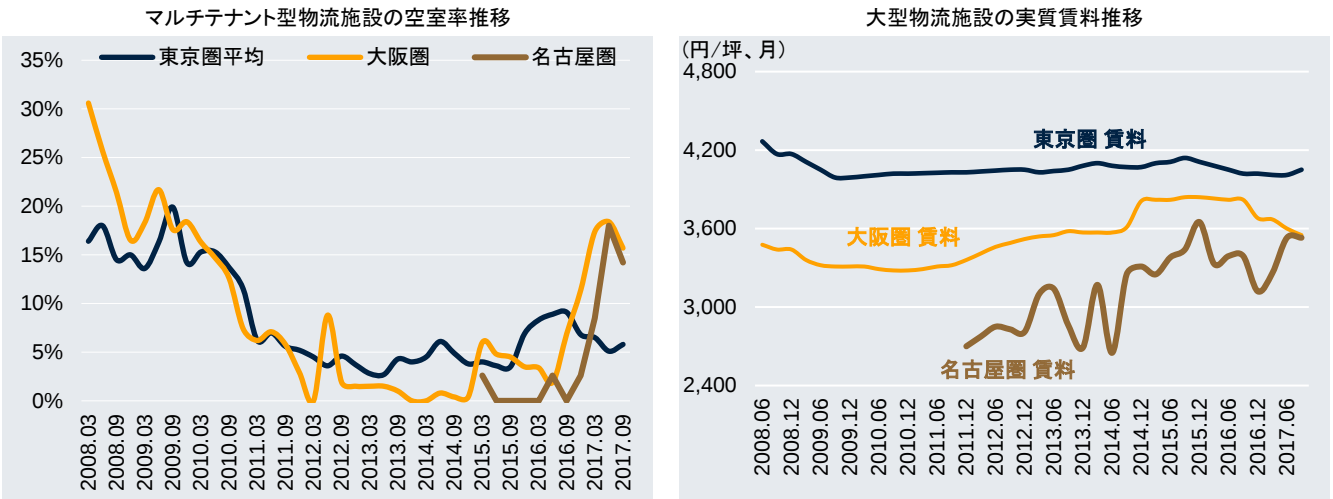


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.4 物流施設

2017 年第 3 四半期の東京圏の物流施設の空室率は前期比 0.7 ポイント増の 5.8%となった。これに対し、2017 年に大量供給が行われた大阪圏や名古屋圏ではそれぞれ 15.7%、14.2%と、前期比でいずれも僅か改善はしているものの、依然として高い水準にとどまった。物流施設の賃料は前年同期比で東京圏 0.7%の増加、大阪圏 2.1%の下落となったほか、名古屋圏では新規物件の賃料に吊り上げられる形で同 4.1%の増加となった。

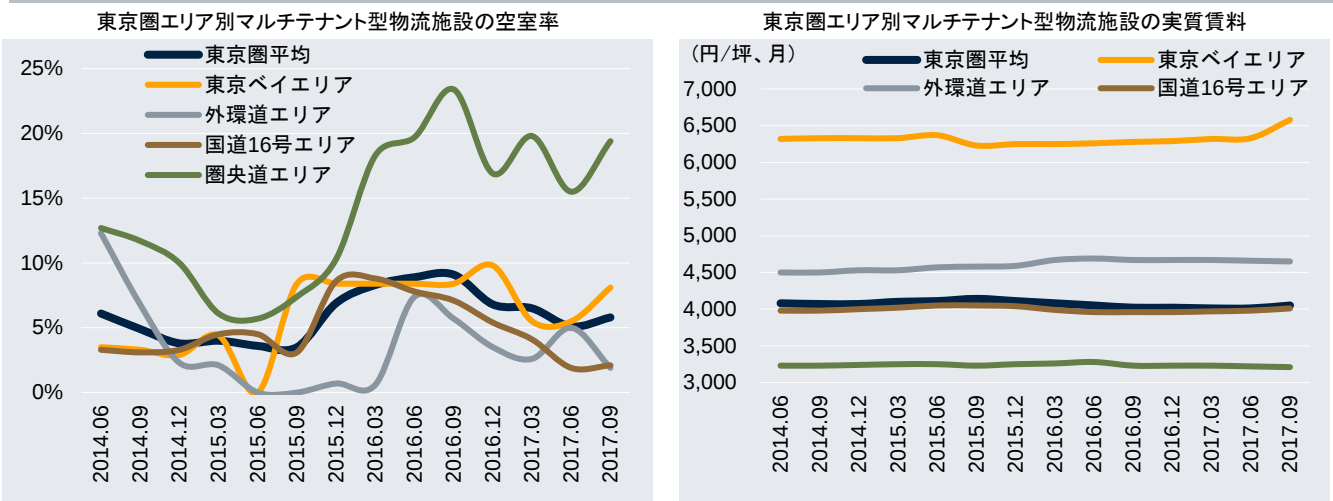
図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2017 年第 3 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、外環道エリア、国道 16 号エリアは空室率が 2%前後と需給がタイトとなったのに対し、東京ベイエリアは 8.1%、圏央道エリアの空室率は 19.4%まで上昇し地域によって明暗が分かれた。特に圏央道は年々利便性が向上している⁴が、複数の大型開発が断続的に続いていることから、今後も物件やエリアによって優劣が顕著になる可能性がある。賃料は東京ベイエリアと外環道で強含み、それ以外の地域では横ばいか小幅ながらも弱含んでいる。

図表 26: 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

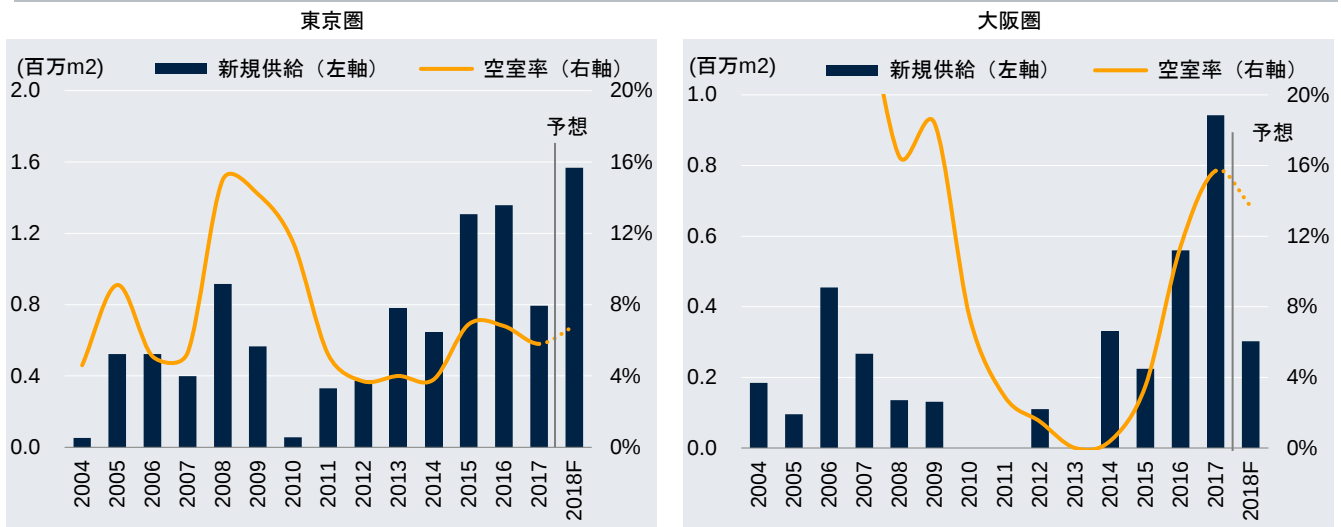


出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

⁴ 圏央道は今年茨城県内の区間が開通し、東名高速、中央道、関越道、東北道、常磐道、東関東の放射高速道 6 線と接続して利便性が向上した。千葉県と神奈川県の一部の区間は未開通で、全線開通には少なくともあと数年はかかるものと見られる。

2018 年の東京圏の賃貸物流施設の新規供給は過去最大の 157 万㎡が予定されているのに対し、大阪圏では過去 5 年平均より少ない 30 万㎡の供給が予定されている。今後東京圏では圏央道沿いで需給が緩む可能性があるが、大阪圏では空室が目立つ湾岸地域の物件を中心にどこまで回復するかが注目される。

図表 26: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移

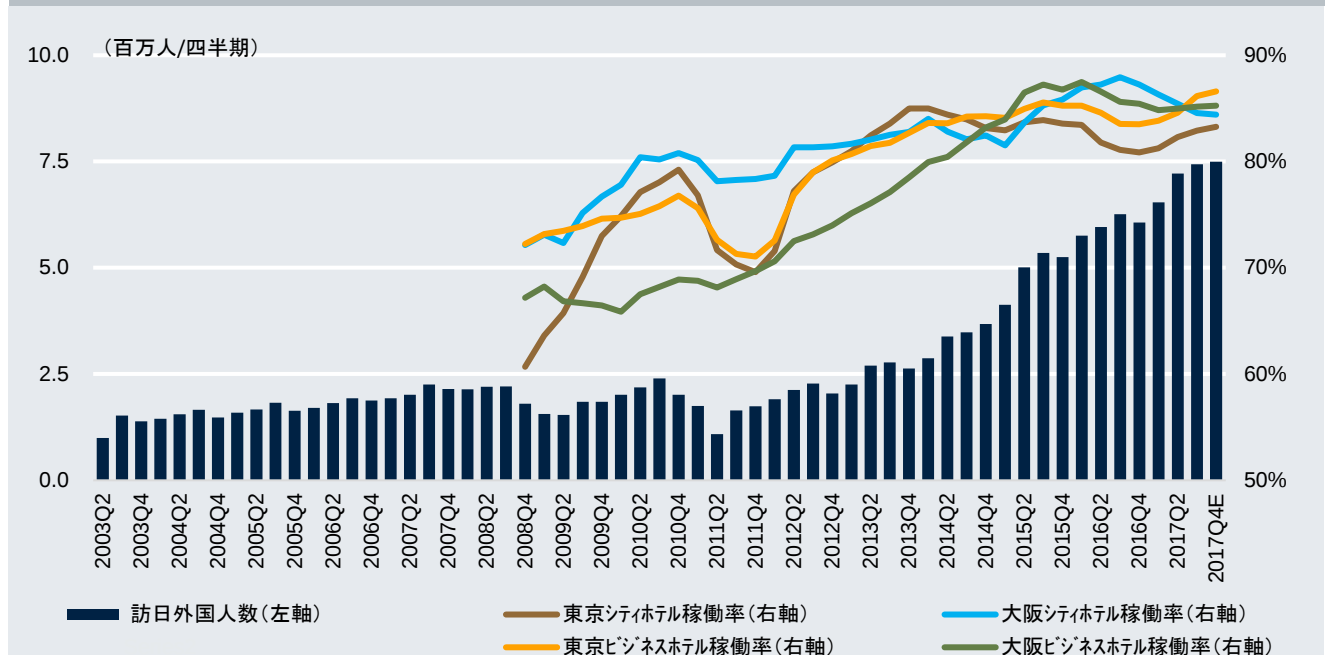


出典: CBRE の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

3.5 ホテル

2017 年第 4 四半期の訪日外国人数は 750 万人と、前年同期比で 24%増加し四半期ベースで過去最高となった。同時期の東京と大阪のホテル稼働率はいずれも平均 85%程度と業況判断の目安である 80%を上回っており、堅調な水準で推移した。ただし、東京の稼働率は 4 四半期連続の上昇となったのに対し、大阪ではホテルの大量供給の影響で僅かながらも下落傾向が続き、対照的な動きとなった。

図表 24: 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 Deutsche Asset Management 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

Deutsche Asset Management はドイツ銀行グループの資産運用を行う部門の総称で不動産投資運用部門を含んでいます。この不動産投資運用部門では事業の一環として不動産投資運用/助言業務(*)を行っております。不動産投資運用/助言業務は、ドイツ銀行グループに属する各国の地域会社によって遂行されています。その主な会社としては米国の RREEF America L.L.C.、ドイツの RREEF Investment GmbH, RREEF Management GmbH, RREEF Spezial Invest GmbH、オーストラリアの Deutsche Asset Management (Australia) Limited (ABN 63 116 232 154、オーストラリア金融サービス免許登録事業者)、香港の Deutsche Bank Aktiengesellschaft, Hong Kong Branch および Deutsche Asset Management (Hong Kong) Limited、日本のドイチェ・アセット・マネジメント株式会社、シンガポールの Deutsche Asset Management (Asia) Limited (登録番号 198701485N)、英国の Deutsche Alternative Asset Management (UK) Limited, Deutsche Alternative Asset Management (Global) Limited、Deutsche Asset Management (UK) Limited などがあります。

(*) ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社においては不動産に係る投資に関し助言業務を行っております。

Deutsche Asset Management Research の主要スタッフは不動産投資運用部門が傘下に持つファンドの投資委員会の議決メンバーです。投資委員会の議決メンバーは投資や買収、その他議決が必要な行為に関し議決権を有します。加えて、リサーチのスタッフは不動産投資運用部門や傘下のグループ会社が運営する投資勘定や投資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 Deutsche Asset Management が作成し、ドイチェ・アセット・マネジメント株式会社が配布しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当資料に記載の内容は将来の運用成果などを保証もしくは示唆するものではありません。また、各種データは記載時点のものであり、将来の傾向、数値などを保証もしくは示唆するものではありません。本資料および本資料中の情報は事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。

不動産投資は、高度なリスクと流動性の潜在的な制限が伴うため、豊富な知識および経験を備えた投資家のみに適しています。投資の目的の達成または投資のすべてあるいは一部に対する収益は一切保証されず、投資結果は期間によって大きく異なる可能性があります。当資料は投資に関する助言を構成するものではなく、投資の決定の主要な判断材料を提供するものではありません。

当資料で述べている意見には、見通し情報を構成するものもあります。Deutsche Asset Management の分析におけるさまざまなリスク、不確実性および仮説により、この文書の調査報告に含まれる実際の出来事、結果または実際の市場の成果はその記載内容と大きく異なる場合があります。当資料に含まれる情報は Deutsche Asset Management の現在の見解を反映するだけのものであり、Deutsche Asset Management の見解は今後変更される可能性があり、その内容を確約するものではありません。また、ここで述べた意見と同様の出来事が発生するとは限りません。当資料およびここに含まれる情報は、いかなる契約または約束の根拠を形成するものではありません。

I-054210-1.2 (17/01/2018)

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

