

不動産リサーチレポート  
**ジャパン・クォーターリー**  
**2017 年第 2 四半期**

2017 年 4 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)

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
	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年第1四半期は米国経済がけん引役となり世界経済は再び上昇サイクルに向かっている。国内でも輸出や雇用市場の回復に支えられ、2017年第1四半期の実質GDP成長率は1.3%程度になったものとの予想が出ている。一方、J-REIT指数は金利の先高感もあって上値が重く、4月に1,700ポイント台半ばまで弱含んでいるだけに、今後の不動産価格の上昇はあっても限定的になるとの懸念も出ている。

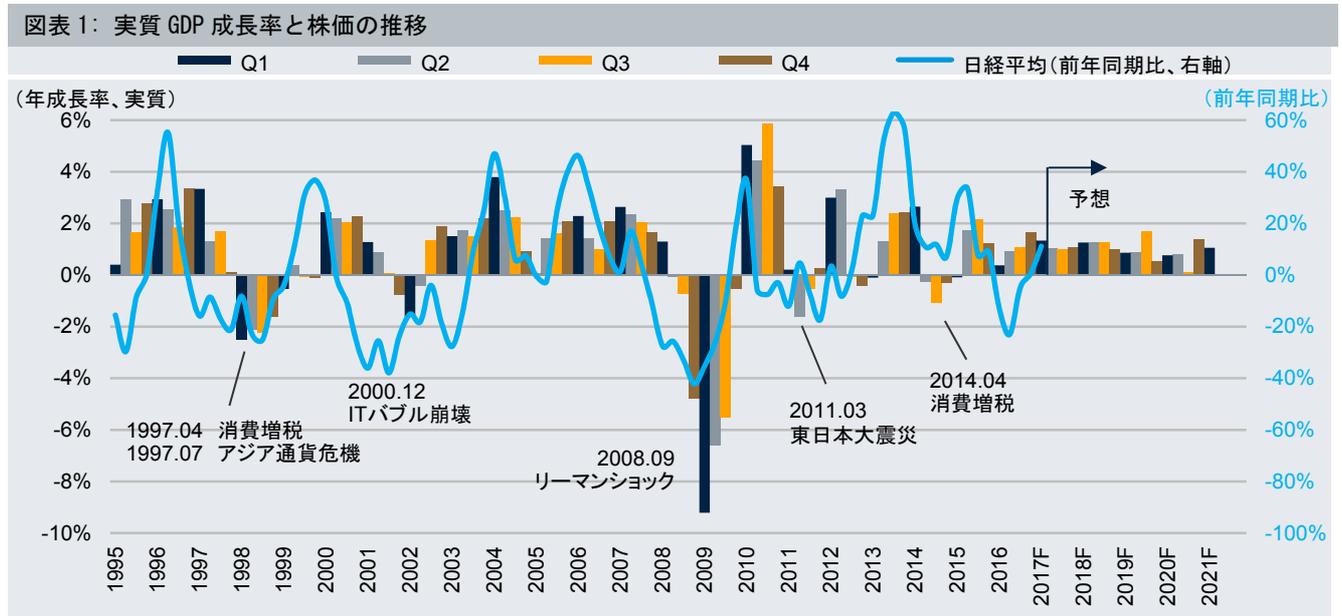
**不動産ファンダメンタルズ:** 本章ではオフィス・商業施設・住宅・物流施設の4セクターそれぞれにおける市場ファンダメンタルズの動向について概観している。2017年3月末時点の都心5区のオフィスビルの平均空室率は3.6%と9年ぶりのタイトな水準となった。これに伴い、平均募集賃料も前年同期比で3.8%増と一応12四半期連続での上昇となったものの、来年以降の大量供給を見込んで足元の賃料の上昇は減速している。国内主要都市でもオフィスの空室率は引き続き改善傾向にあり、札幌、福岡、大阪、名古屋のいずれも過去20年間で最低に近い水準となった。

2017年第1四半期の訪日外国人数は前年同期比13.6%増の654万人と四半期ベースで過去最高となったが、外国人一人当たりの消費額は減少傾向にあり、百貨店の売り上げも不振が続いている。2017年第1四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前年同期比で4.3%上昇したほか、住宅賃料も都心部を中心に上昇傾向にある。2016年第4四半期の物流施設の平均空室率は、新規需要の伸びが強かった東京圏でほぼ横ばいとなった一方、過去最大級の新規供給があった大阪圏では悪化した。2017年は東京圏、大阪圏いずれも大量の新規供給が予定されているため、物流セクターの空室率は今後しばらく上昇圧力がかかるものとみられる。

## 2 経済・金融・投資家動向

### 2.1 マクロ経済情勢

2017年第1四半期の実質GDPは1.3%前後になったものと予想されている。米国経済がけん引役となり世界経済が上昇サイクルに向かっているなか、国内でも輸出企業の業績が好転し雇用市場も安定的に推移した。ただし、国内個人消費には依然として強さがみられないうえ、対外的にも地政学的リスクが膨らんでいること、EU各国の選挙やトランプ米大統領の訴える保護主義政策などの懸念も残っていることから、先行きには依然として不透明感が残る。



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3月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、黄線)は、12月より2ポイント改善し16ポイントとなった。今期は、大企業や製造業のみならず中堅・中小企業や非製造業の景況感も概ね改善傾向を示した。一方、先行きの業況判断では卸売・小売業や船舶・重機などで見通しを保守的にみている企業も多く、一様な回復までには至っていない。なお雇用人員判断指数は、1992年以来の最低値を更新し雇用市場での人手不足の深刻さが浮き彫りとなった。



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

昨年末に1ドル=116円台まで下がった円ドル相場は今年4月半ばに一時的に110円を割り込む円高傾向に転じた。3月に米連邦準備委員会は金利の引き上げを行ったものの、今後の利上げペースは緩やかになるとの見方が増えており、ドルの上昇ペースは対主要通貨で減速している。さらに米国国内産業保護を訴えるトランプ大統領が日米の貿易収支不均衡を指摘したこともあり、市場では円の先高感が広がった。日経平均は2016年12月以来19,000円台で推移していたが、その後は円高の流れと歩調を合わせる格好で弱含む展開が続き、2017年4月に入って一時的に18,000円台前半まで落ち込んだ。

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

2016年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策」を導入して以来、日銀は長期金利を0%近辺で管理する目標を設定し一定の成果を出している。米国の利上げは始まっているものの、国内では10年物国債の利回りが2017年4月中旬で0.06%と、前年末からほぼ横ばいで推移した。消費者物価指数(コアCPI)は足元で0.2%、食料及びエネルギーを除いた指数(コアコアCPI)は0.1%程度の成長と、漸くマイナス領域からプラスに転じた。国内経済が緩やかな回復基調にあるなか、消費者物価指数は今後もエネルギー価格の回復、求人倍率の上昇の影響を受け、年末に向け1%程度に持ち直すと思われる。

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3月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度DI(黄線)は、12月の27ポイントより2ポイント改善し29ポイントと過去最高に近い水準で、依然としてファイナンス環境は良好である。2016年12月の不動産業の備投資向け新規融資額は前年同期比9.7%の増加と、利ざやが稼ぎにくい現在の金融市場において不動産融資が銀行の主な収益源の一つになりつつある現状が浮き彫りとなった。ただし、収益不動産向けの融資については大手都銀と地方銀行の間で温度差が見られるとの見方もあり、融資に積極的な銀行と案件の絞り込みを進める銀行の間で戦略の違いが徐々に明確化していく可能性もある。

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3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2.8兆円と前年同期比32%の減少となった<sup>1</sup>。ファイナンス環境は比較的良好であるものの、手ごろな投資案件の発掘に難航し、これまで取引量の少なかった地域やセクターに目を向ける投資家も増えている。首都圏では、価格の高騰が著しい都心部の取引が減少し、代わって湾岸地域や横浜での取引が目だっている。

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



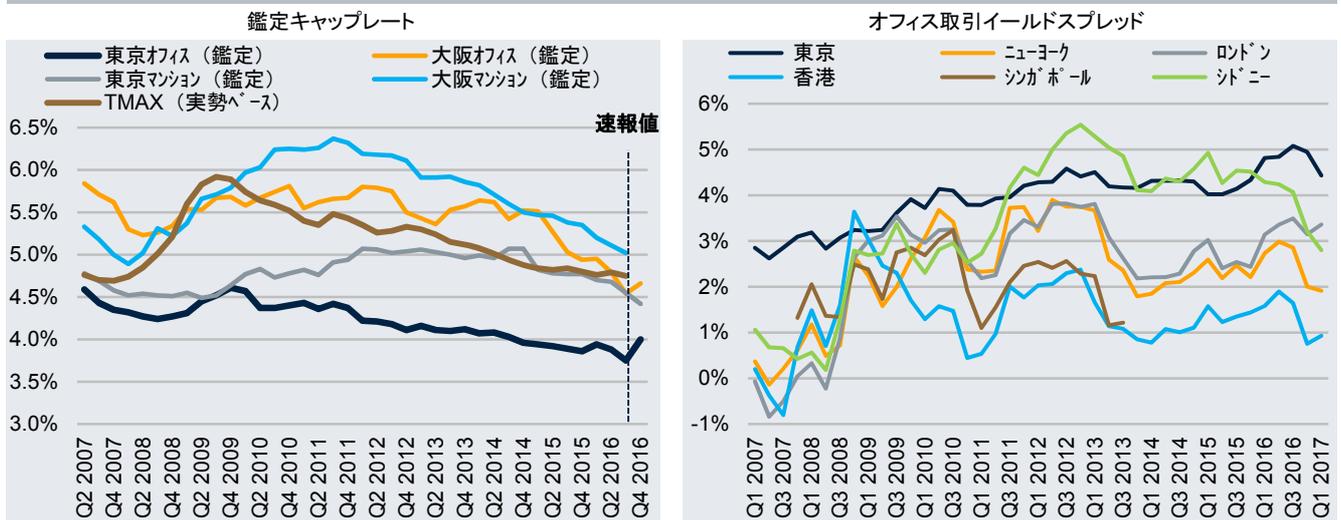
E: Deutsche Asset Management 推定値

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

<sup>1</sup> 売買高はデータが揃った時点で徐々に上方修正される傾向がある。

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、2016 年 12 月期に 4.79%、東京オフィスの鑑定キャップレートは 4.0% (速報ベース) と、いずれも前期よりは一時的に上昇したものの、過去 10 年の単位で見れば最低水準に近いレベルにある。一方、2017 年 3 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。郊外部の取引などを含む) は前年同期比 38bps 低下の 443bps と 2016 年に比べて水準が少し下がっている。もっともスプレッドが 200~300bps 台で推移するニューヨークやロンドン市場に比べ、スプレッドでみた東京市場の魅力は相変わらず高いとの見方もある。

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 Deutsche Asset Management 作成

2017 年第 1 四半期の東証 REIT 指数は、円高ドル安傾向の影響や金利の先高感を受け前期比で 6% の下落となった。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 2016 年 12 月の床単価 インデックスは 819 万円/坪と前期比ほぼ横ばいで推移した。ここ 2 年間、A クラスビル賃料の停滞で資産価格は 2008 年のピーク時と比べ 7 割台の水準で推移している一方で、資産価格は REIT 指数を 1 年遅れて追いかける傾向から見て、今後資産価格の上昇余地は限られるとの見方もある。

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

今年 1 月以降に発表された主な不動産取引は以下の通りで、最も高額だった取引は香港の Gaw Capital によるみなとみらいセンタービル(推定 800 億円)の取得で、これにヒューリックによる TOC みなとみらい(665 億円)の取得や三菱重工横浜ビル(600 億円)の取得が続いた。今期はビルの取得価格額順で上位 6 位までの取引全てが横浜や品川の湾岸地域の物件となり、投資家の取引対象が都心部から湾岸部や主要都市へと広がっている実情を表している。床単価がもっとも高額だったのは、MCUBS Midcity 投資法人による渋谷桜ヶ丘スクエア(171 億円)の取得で 1 平米当たり 269 万円(1 坪当たり 888 万円)となった。平和不動産による KDX 日本橋兜町ビル(124 億円)の取得はキャップレートが 3.1%と、公表された取引の中では最も低い水準となった。

図表 9: 2016 年 9 月以降に取引・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	場所	取引年月	取得主
オフィス	みなとみらいセンタービル	推 800	-	-	横浜	17 年 3 月	Gaw Capital(香港)
	TOC みなとみらい	665	0.65	-	横浜	17 年 3 月	ヒューリック
	三菱重工横浜ビル	600	0.54	-	横浜	17 年 3 月	ヒューリック
	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*(シカゴホール)
	天王洲郵船ビル	300	0.49	4.0%	品川	16 年 12 月	ケネディックス、CDH
	品川シーサイトウエストタワー	240	0.98	4.0%	品川	17 年 3 月	明治安田生命、グローバルワン不動産投資法人
	SS30 (オフィス)	182	0.34	6.0%	宮城	17 年 3 月	ユナイテッド・アーバン投資法人
	渋谷桜ヶ丘スクエア	171	2.69	3.8%	渋谷	17 年 2 月	MCUBS MidCity 投資法人
	錦糸町プライムタワー	151	0.92	4.7%	江東	17 年 1 月	インベスコオフィスジェリート投資法人
	天王洲パークサイドビルの 39%	127	0.72	4.6%	品川	17 年 4 月	国内投資家
	KDX 日本橋兜町ビル	124	1.64	3.1%	中央	17 年 2 月	平和不動産
	笹塚 NAビル	118	0.44	-	渋谷	17 年 1 月	サヴィルスイベストメントマネージメント(英)
	汐留ビル	105	1.80	3.6%	港	17 年 3 月	ジャパリアルエステイト投資法人
商業	イオンモール伊丹昆陽など 4 物件	522	-	6.1~7.6%	兵庫ほか	17 年 2 月	イオンリート投資法人
	中座くいだおれビル	116	1.40	3.7%	大阪	17 年 2 月	野村不動産マスターファンド投資法人
	サンストリート浜北	107	0.19	5.8%	静岡	17 年 4 月	ケネディックス商業リート投資法人
	ジョイフル本田千葉ニュータウン	99	0.07	-	千葉	17 年 2 月	ジョイフル本田
	DPL 三郷	168	0.34	4.5%	埼玉	17 年 3 月	大和ハウスリート投資法人
物流	川越ロジスティクスセンター	120	0.23	4.9%	埼玉	17 年 2 月	ラサールロジポート投資法人
	名鉄運輸深川支社	100	1.42	-	江東	17 年 3 月	名鉄不動産
	イオン南大阪 RDC	99	0.20	5.2%	大阪	17 年 2 月	イオンリート投資法人
住宅	西日本地区雇用促進住宅ポートフォリオ (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)
	ロイヤルパークスタワー南千住	219	-	5.3%	荒川	17 年 2 月	インヴァンシブル投資法人
	六本木住宅	150	-	-	港	17 年 2 月	森ビル

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まれます。

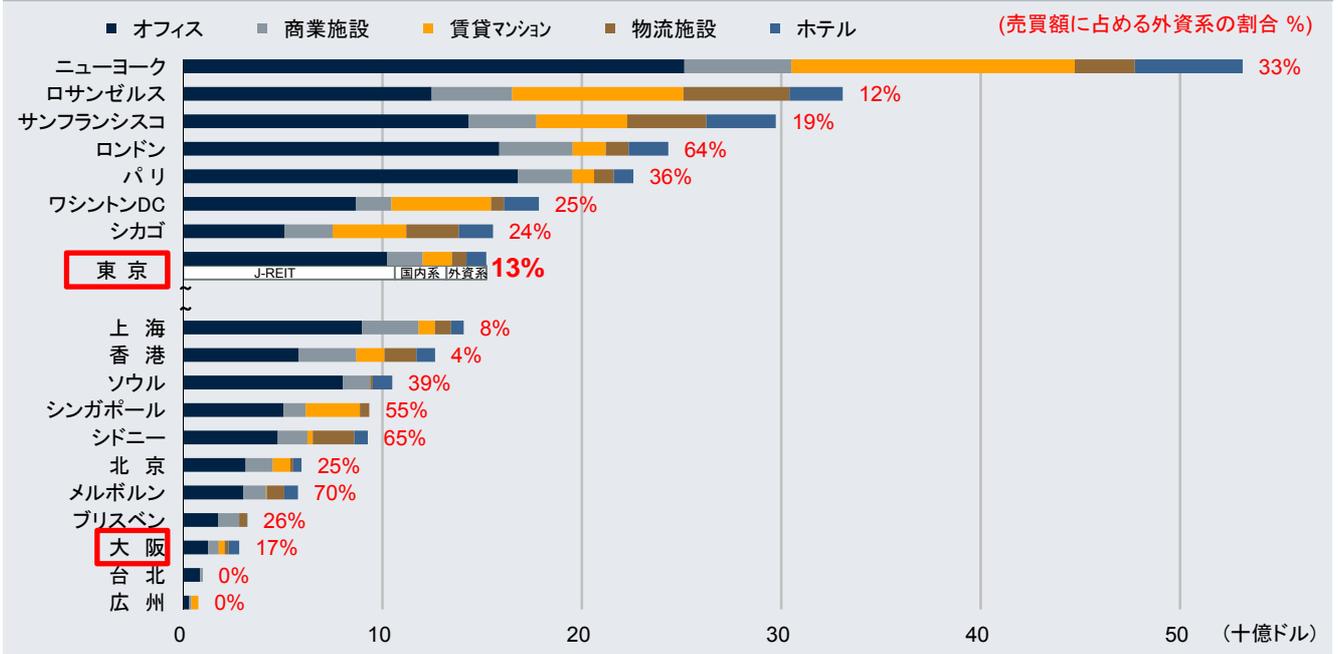
\*ホテルの単価は客室単価を記載しております。

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 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の通りで、東京の取引額は約 152 億ドルとドルベースでは前年比で 36%の下落となった。東京はアジア太平洋地域では依然としてトップを維持したが、グローバルではニューヨーク、ロサンゼルス、サンフランシスコ、ロンドン、パリ、ワシントン D.C.、シカゴに次いで世界 8 位となり、前期に比べ順位が 1 つ下がった。買い手の顔ぶれでは J-REIT が東京の取引全体の約 7 割、外資勢が 13%と、取引市場における REIT の影響力が極めて大きい。大阪の取引額は約 28 億ドルと前期とほぼ横ばいであったが、アジア太平洋地域ではメルボルンやブリスベンに次ぐ第 10 位となり、同様に前期比で順位が 1 つ下がった。

<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。

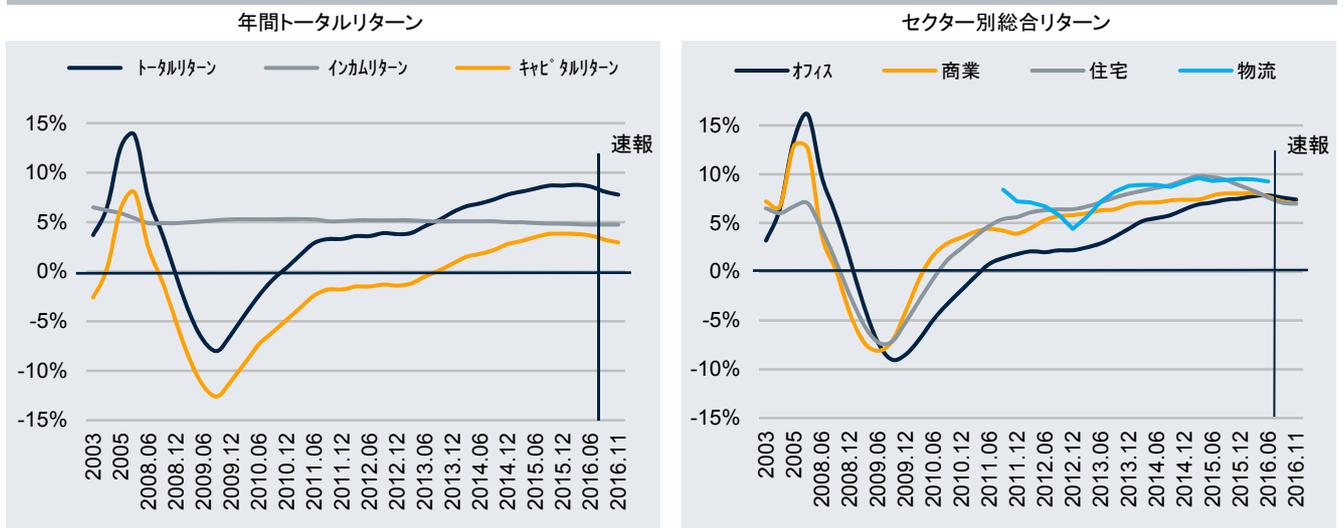
図表 10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング (過去 12 ヶ月)



注: 開発用地を除く  
出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

2016 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、2009 年から続いた上昇傾向が一服し、前期比で 0.3 ポイント減の 7.8% (速報値、図表 11 左図)と、2 年ぶりに 8% を割り込んだ。とりわけキャピタルリターンは 1 年前のピーク時より 0.9 ポイント下落し、鑑定価格の上昇サイクルが一巡したことを表した。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 8.4% で最も高く、それ以外のセクターは何れも 7% 程度となった。特に住宅セクターのリターンは前年同期比で 1.8 ポイント下落し 7.0% となり、価格上昇スピードが減速している。

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)



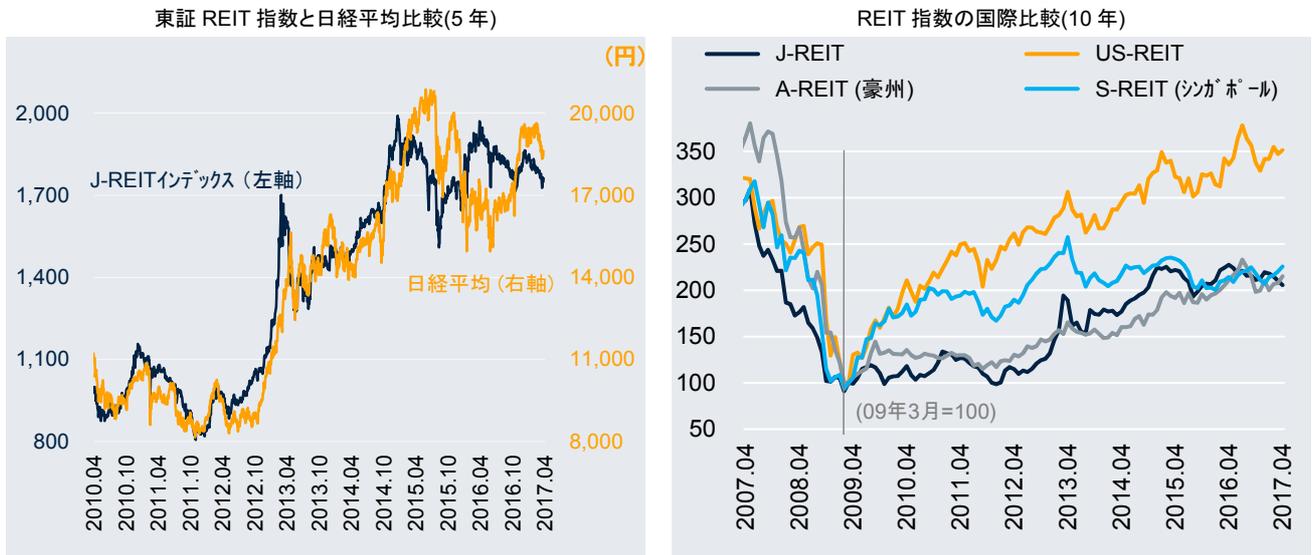
注: データは将来の傾向、数値等を保証もしくは示唆するものではありません。  
出典: MSCI Real Estate -IPD (左表)、不動産証券化協会 (右表) のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

<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。

## 2.3 J-REIT

日経平均株価は米国の円安けん制による円相場の先高感などから4月半ばに一時的に18,000台前半まで落ち込んだ。東証REIT指数も米国の利上げを見据え国内金利に先高感が出たことから調整が続いており、年初の1,800ポイント半ばから4月には1,700ポイント半ばまで弱含んだ。REIT指数の長期推移を見れば、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市場に比べて、日本・豪州・アジア各国ではREIT指数の上値が重い展開が続いているといえる。

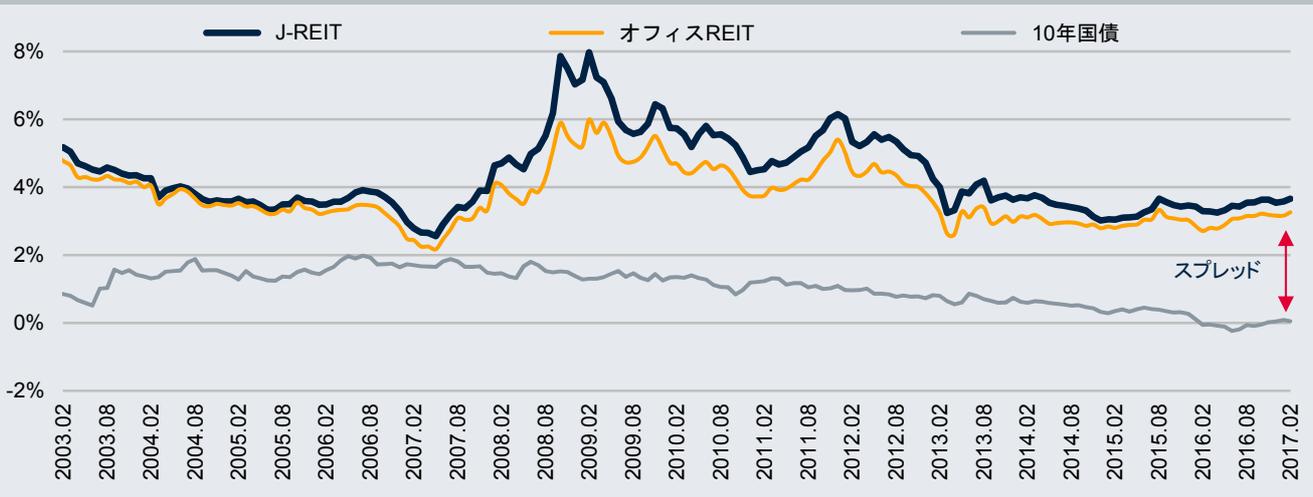
図表 12: REIT インデックス (短期推移と長期国際比較)



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2月のJ-REIT平均分配金利回りは前期とほぼ横ばいの3.66%(オフィス型REITに限れば3.26%)となり、国債利回りとの差(スプレッド)も前期と同じ361bps(同321bps)となった。分配金スプレッドが150~230ポイントにどまっている米国REIT、英国REITに比べ、J-REITの投資妙味は高いとの見方もある。

図表 13: J-REIT 分配金利回り

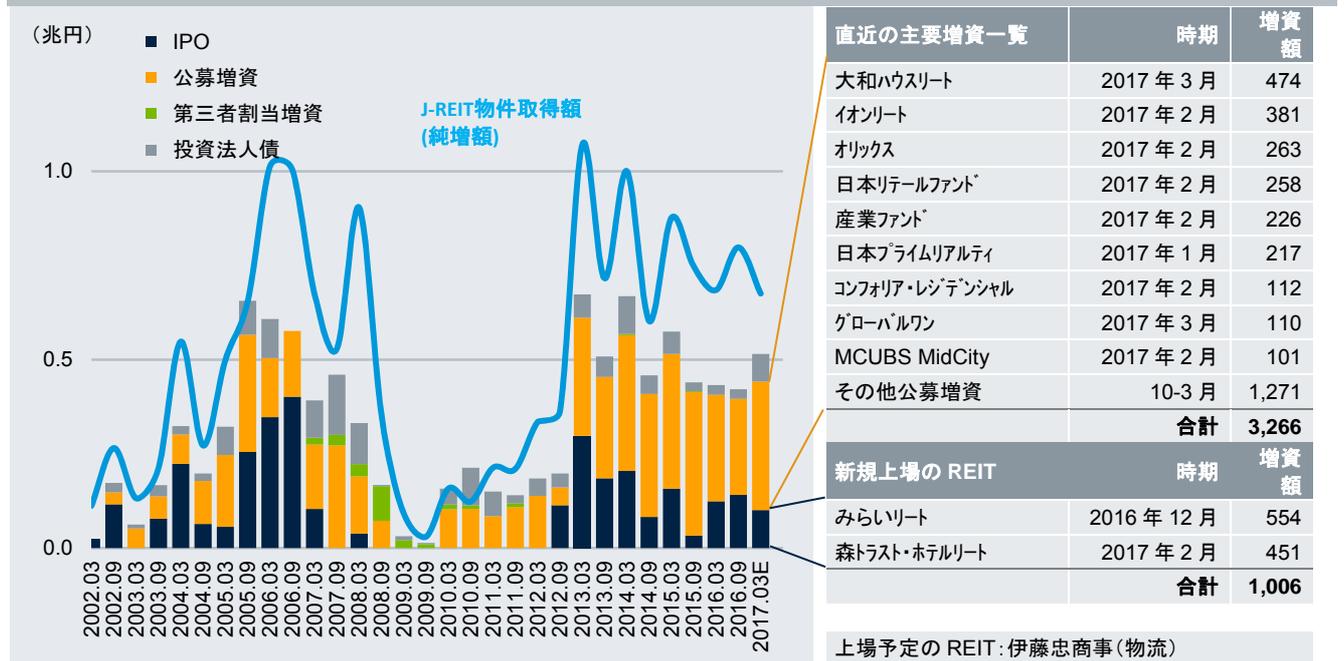


出典: 三井住友トラスト基礎研究所、Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2017年1月以降のJ-REITの新規上場は、森トラストがスポンサーとなる2本目のREITである森トラスト・ホテル投資法人のみとなっている。公募増資は大和ハウスリート投資法人など計17銘柄で行われた。2016年10月以降のJ-

REITによるIPO・増資額は計4,272億円、物件取得額はグロスで約8,670億円(売却額を除いたネットでは7,500億円)と、ここ1年程度は何れも概ね横ばい程度で推移している。

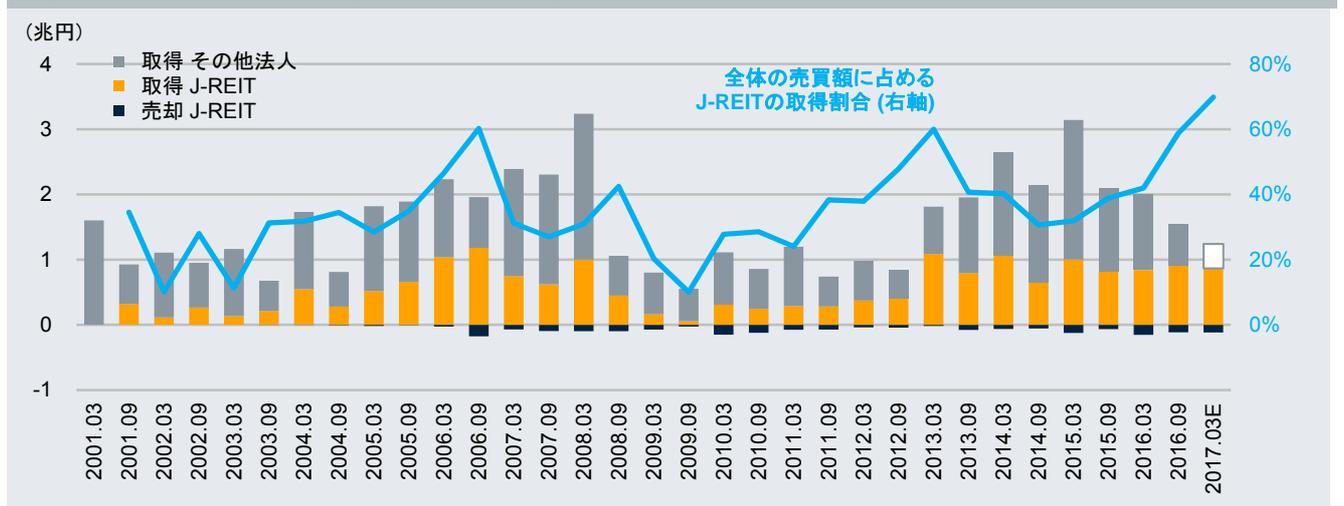
図表 14: J-REITの資金調達と物件取得額



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。2016年10月-3月の不動産取引額は都心部での取引が低調な状況が続き、速報ベースで約1.2兆円、前年同期比約38%の下落と3期連続で減少した。一方、J-REITの物件取得活動は比較的旺盛であり取得額は前年同期比でほぼ横ばいとなったため、国内の全物件取得に占める J-REIT の割合は7割程度と暫定ベースながら過去最高水準となった。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



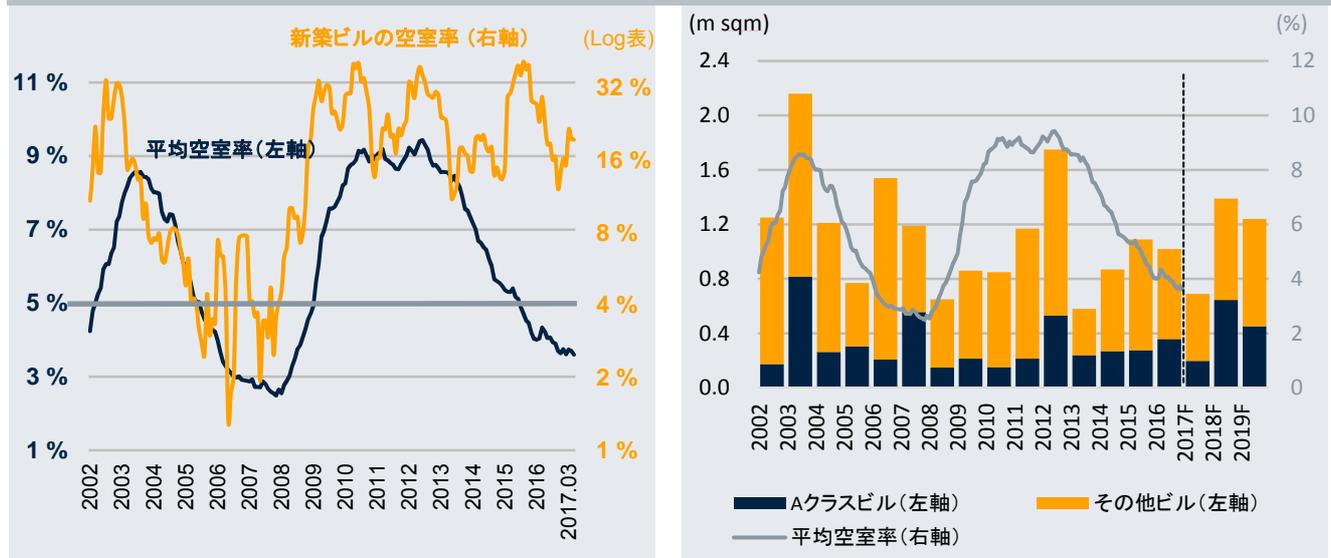
出典: 不動産証券化協会、都市未来総合研究所、Real Capital Analytics の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成  
 白色: Deutsche Asset Management 推定による暫定値

### 3 不動産ファンダメンタルズ

#### 3.1 オフィス

2017年3月末時点の都心5区 オフィスビルの平均空室率は前年同期比0.7ポイントの低下の3.6%と9年ぶりの低水準となり、オフィスの需給均衡の目安となる空室率5%を21ヶ月連続で下回っている。竣工1年未満の新規ビル28棟の平均空室率は19.5%と前年同期比では改善となったものの、前期比では4ポイントの悪化となった。市場全体では需給バランスがタイトになっている一方、新規ビルでは大規模物件を中心に空室を残した状態で竣工するケースが見られる。今年は新規ビルの供給が一服するが、来年以降は大型ビルの供給が断続的に続く見通し。

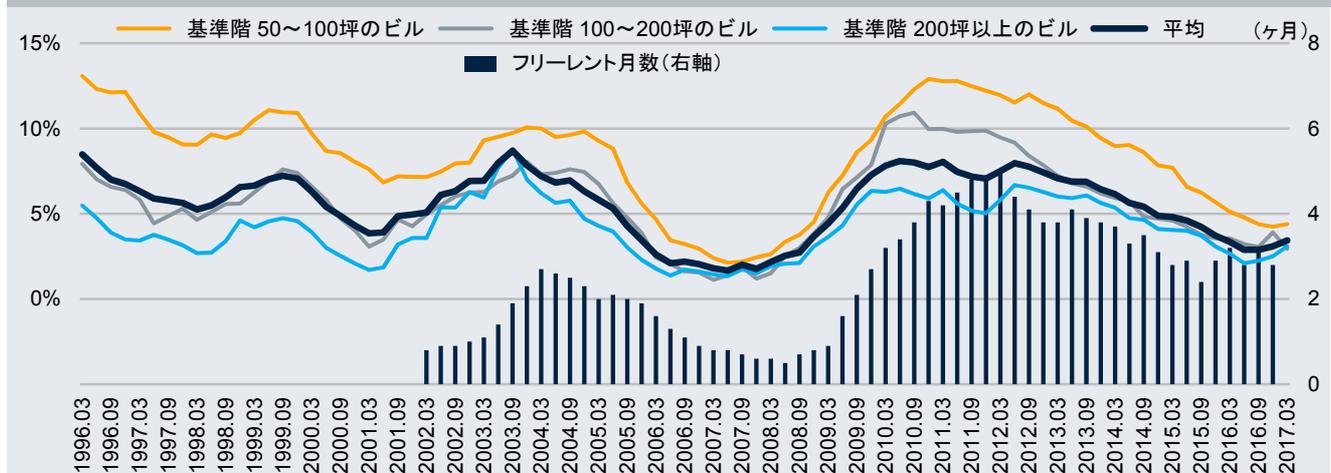
図表 16: 都心5区の平均空室率と新規供給の推移



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 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、前年同期比ほぼ横ばいの3.4%となった。基準階面積別で見ると50-100坪、100-200坪クラスのビルではそれぞれ前年同期比で僅かに下落し4.4%、2.9%となったのに対し、200坪以上の大規模ビルの空室率は前年同期比で0.4ポイント上昇の3.1%となった。フリーレント期間は2016年12月で前年同期比ほぼ横ばいの平均2.8ヶ月となり、来年以降の大量供給に備え早めにテナントを確保しようとする動きが反映されている。

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 Deutsche Asset Management 作成

<sup>4</sup> 千代田区、中央区、港区を指す。

過去のデータを見ると東京都心のオフィスビルでは空室率と賃料上昇幅に逆相関の関係がみられる。2016年12月の都心3区のBクラスオフィスの空室率は2.2%と自然空室率の5%を割っており、これに伴い成約賃料も一応10四半期連続の上昇となっている。もっとも来年以降のビルの大量供給を見込んでビルオーナーも強気の賃料交渉は控えているとみられ、足元の賃料上昇幅はあっても限定的である。

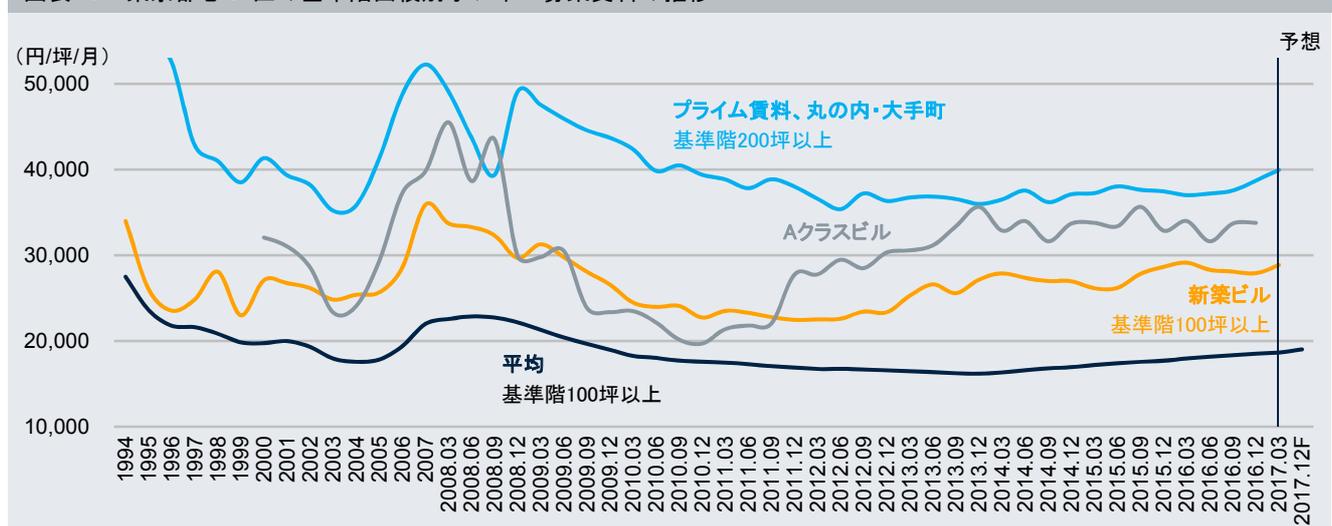
図表 18: 東京都心3区のオフィス空室率と成約賃料の推移 (Bクラス)



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

都心5区平均オフィスの賃料は前年同月比3.8%増と12四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7.9%増と(青線)と大きく上昇した一方、新築ビルでは前年同月比で0.9%減(黄線)と2四半期連続で下落、Aクラスビル(灰線)の賃料もここしばらくは一進一退の状態が続くなど、坪3万円前後の物件で賃料の増加率が鈍くなっている。

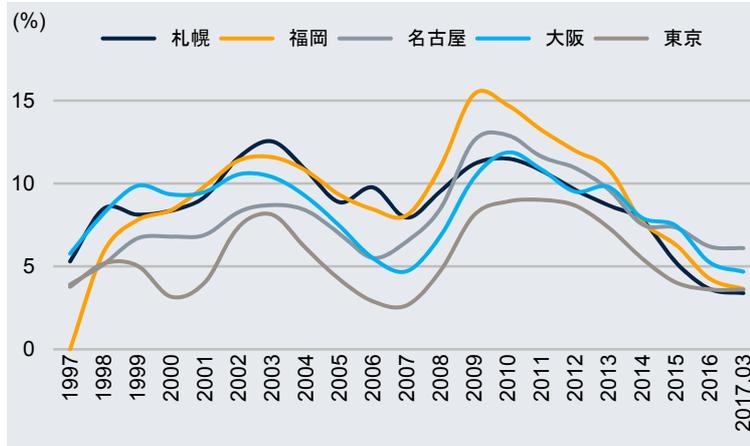
図表 19: 東京都心5区の基準階面積別オフィス募集賃料の推移



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改善傾向にある。2017年3月の空室率は札幌が3.4%、福岡が3.6%、大阪が4.7%、名古屋が6.1%と、いずれも過去20年で最低かそれに近い水準にある。2017年に複数の大型ビルの供給が予定されている名古屋を除けば、その他主要都市では目だった新規供給が計画されておらず、オフィス空室率はしばらくの間足元の低水準を維持するものと見られる。

図表 20: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



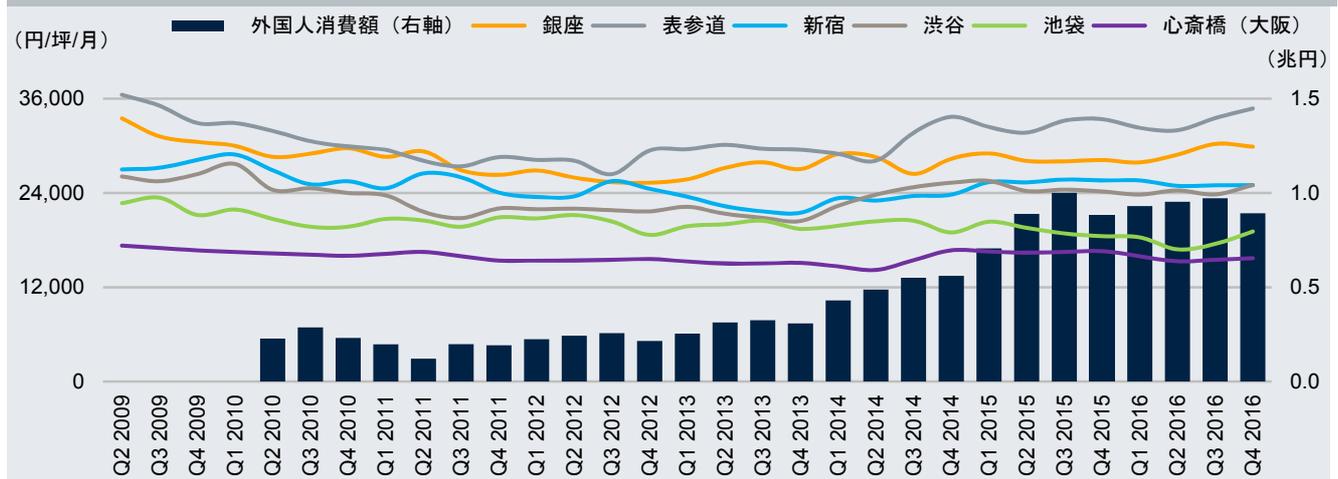
2016年以降に供給予定のビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
大名古屋ビルヂング	2015/10	34	65,000
JPタワー名古屋	2015/11	40	80,000
JRJP 博多ビル(福岡)	2016/4	12	44,000
シンフォニー豊田ビル(名古屋)	2016/6	25	15,444
横浜野村ビル(横浜)	2017/2	17	81,556
中之島フェスティバルタワー・ウエスト(大阪)	2017/3	41	67,750
JRゲートタワー(名古屋)	2017/4	46	45,030
グローバルゲート・ウエスト(名古屋)	2017	36	計 157,000
グローバルゲート・イースト(名古屋)		17	
錦二丁目計画(名古屋)	2018	21	45,586
新南海会館ビル(大阪)	2018	29	34,650
さっぽろ創世スクエア(札幌)	2018	28	35,112
梅田3丁目計画(大阪)	2019	40	135,500
天神ビジネスセンター(福岡)	2020	16	60,250
MM21-54 街区(横浜)	2020	18	101,056
梅田1丁目1番地計画(大阪)	2022	42	143,000

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 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

訪日外国人数は、2017年第1四半期に前年同期比13.6%増の654万人と四半期ベースで過去最高となり、2016年の外国人消費額も同様に前年比で7.8%増加し、過去最高の3.7兆円となった。ただし、一人当たりの消費額は中国人団体観光客の爆買いがピークだった2015年に比べ11.5%減少しており、2020年まで消費額8兆円を目指す政府の目標達成には黄信号が点っている。このような中、2016年第4四半期の都心商業施設の賃料は、銀座で前年同期比6%の上昇、表参道、渋谷でもそれぞれ4.1%、3.4%の上昇となったのに対し、新宿、心斎橋では2.4%、5.4%の下落となった。池袋では、全フロア平均は3.2%と緩やかな上昇となったものの、賃料が高い1階の平均賃料は7四半期連続での下落となり、階によって対照的な動きが見られる。

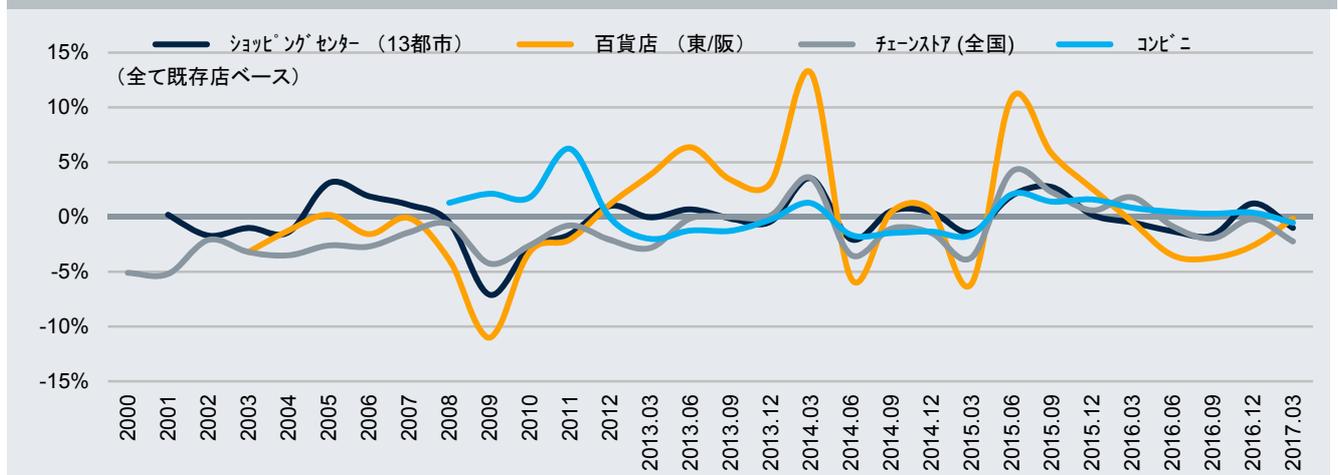
図表 21: 東京都心と大阪の主要商業地の商業施設の平均募集賃料の推移



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1四半期の百貨店の売上高(東京・大阪地区)は特に東京地区での不振が響き前年同期比で0.2%減と僅かながらも5四半期連続の減少となった。同期は平均気温が過去水準を下回る寒い日が多く春物衣類などの出足が鈍かったことなどが響いた。同時期にショッピングセンターやチェーンストアの売上高もそれぞれ前年同期比1.0%、2.2%の下落となり、これまで緩やかな上昇サイクルにあったコンビニでも0.5%減と8期ぶりに下落に転じた。政府が今年2月から導入したプレミアムフライデーも消費全体を押し上げる効果は今のところ出ておらず、3月末時点では消費回復の勢いは見られない。

図表 22: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)

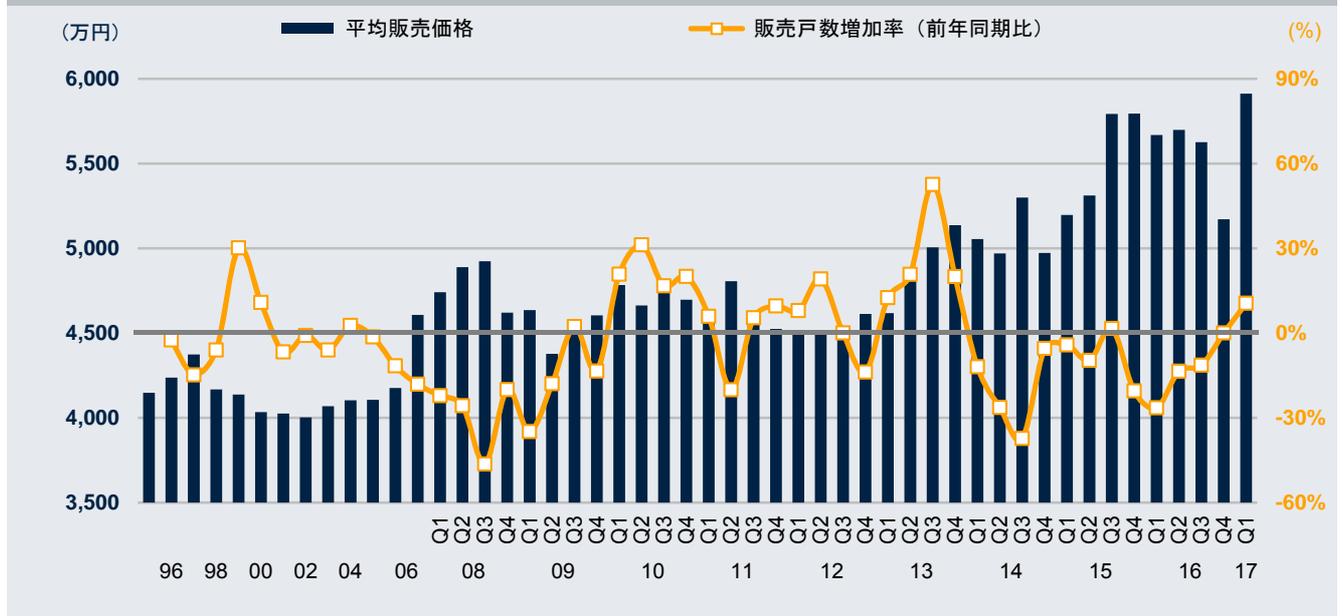


出典: 日本ショッピングセンター協会、日本百貨店協会、日本チェーンストア協会の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

### 3.3 住宅

2017年第1四半期の首都圏分譲マンションの平均販売価格は前年同期比で4.3%、前期比では14.3%の上昇し、5,912万円と過去20年で最高となった。特に1月には2億円以上の高額物件の販売が集中するなど、同月の平均価格は6,911万円まで一時的に吊り上った。価格高騰や折からの円高でファミリー向けの実需や外国人による投資需要は一巡したと見られている一方、国内富裕層の購買意欲は都心部を中心にまだ健在との見方もある。資材価格や労務費の増加で建設コストの高騰が懸念されているなか、平均販売価格は当分の間高止まりする可能性がある。

図表 23: 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1四半期の東京3区の高級賃貸マンションの募集賃料(黄線)は前年同期比1.6%増と4期連続の増加となり、より広範な5区や23区でもそれぞれ1.3%、0.7%の増加となった。2016年は賃貸住宅賃料で都心3区が一人勝ち状態だったのに対し、2017年に入ってからはいくつかの供給戸数の減少による影響で、賃料の上昇傾向が都区部全体に波及しているものとみられる。

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

2016年第4四半期の東京圏の物流施設の空室率は、前期比0.1ポイント改善し4.9%となった。2016年まで2年連続で過去最大規模の新規供給となったが、eコマースの拡大や3PL事業の広がりによって需給バランスはある程度保たれている。一方大阪圏では、2016年に過去最大となる新規供給が行われ湾岸部を中心に新規テナントの確保が難航したため、前期比で1.4ポイント悪化の5.9%となった。平均賃料は東京圏で前期比0.7%の上昇、大阪圏では逆に同0.6%の減少とやはり明暗が分かれた。

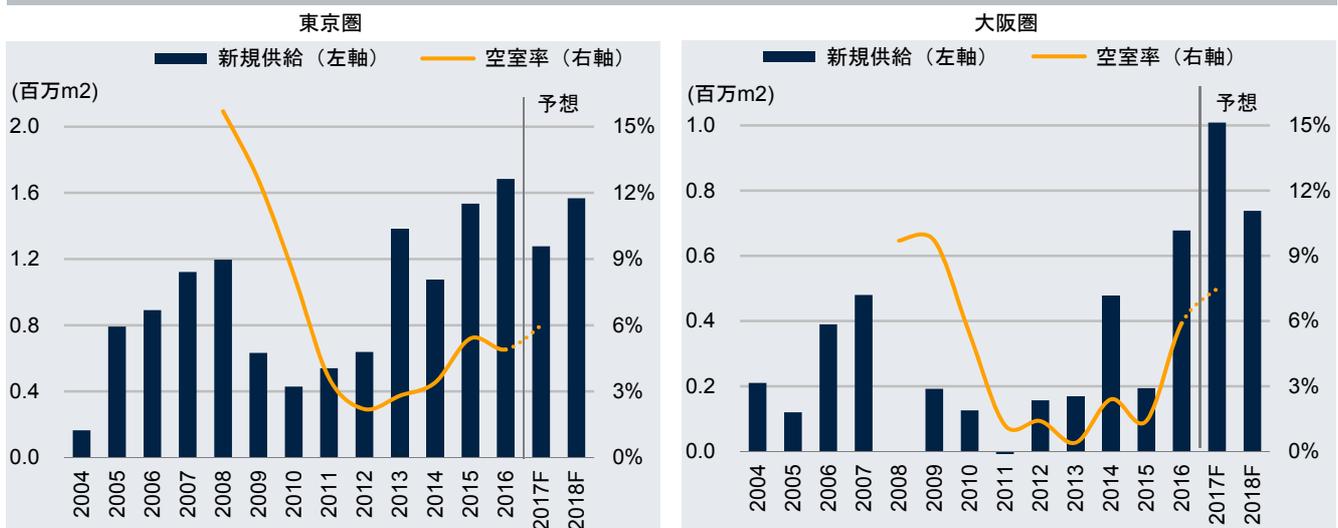
図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



F: 予想値(一五不動産)。注: 延床面積 10,000m<sup>2</sup> 以上のマルチテナント型賃貸物流施設、募集面積1,000m<sup>2</sup> 以上の賃貸物流施設が調査対象  
 出典: 一五不動産情報サービスの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

2016年の東京圏の賃貸物流施設の供給量は1.6百万平方メートル、大阪圏でも0.8百万平方メートルといずれも過去最高の新規供給水準となった。東京圏では、2015年10月に埼玉県内の区間が全線開通した圏央道エリア沿いに新規開発が集中するため、今後はエリア毎の空室率のばらつきがより顕著になるものと見られる。2017年も過去最大水準の供給が見込まれている大阪では、特に湾岸部を中心に空室率の上昇が懸念されており、地域によって賃料の調整局面が続く懸念がある。

図表 26: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移



F: 予想値(日経不動産)  
 出典: 一五不動産情報サービス、日経不動産マーケットの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

## 免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2017 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。

CD174331, I-049347-1.2 (1/18/2017)

## 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	賃料データの謎を読み解く
2		第3四半期	クレジット・クランチ
3		第4四半期	復活するか、J-REIT市場
4	2009年	第1四半期	東京の魅力度を測る
5		第2四半期	日本の住宅市場
6		第3四半期	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	ビルの価格指標に「取引単価」を
8	2010年	第1四半期	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	安全志向が強い国内投資家と資本市場
10		第3四半期	四半期アップデート
11		第4四半期	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	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	地価データの本当の使い方
14		第3四半期	四半期アップデート
15	2012年	第1四半期	J-REITの今後の10年
16		第2四半期	四半期アップデート
17		第3四半期	四半期アップデート
18		第4四半期	内向き志向の強い日本の不動産市場
19	2013年	第1四半期	住宅ローン減税は需要を喚起できるか？
20		第2四半期	四半期アップデート
21		第3四半期	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	四半期アップデート
23	2014年	第1四半期	クロスボーダー投資と日本市場の課題
24		第2四半期	四半期アップデート
25		第3四半期	四半期アップデート
26		第4四半期	四半期アップデート
27	2015年	第1四半期	四半期アップデート
28		第2四半期	私募REITの国際比較と今後の可能性
29		第3四半期	四半期アップデート
30		第4四半期	四半期アップデート
31	2016年	第1四半期	アベノミクス—三本の矢の成果
32		第2四半期	四半期アップデート
33		第3四半期	マイナス金利がもたらす地殻変動
34		第4四半期	四半期アップデート
35	2017年	第1四半期	四半期アップデート
36		第2四半期	四半期アップデート

