

不動産リサーチレポート

ジャパン・クォーターリー 2016 年第 1 四半期

2016 年 1 月

Passion to Perform



ドイツェ・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：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）

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ェ・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ェ・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ェ・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。

目 次

小夫 (オブ) 孝一郎
ディレクター
アジア太平洋リサーチヘッド
+81 (0) 3 5156 6522
koichiro-a.obu@db.com

胡 敏軒 (フー・ミンシェン)
アシスタント・ヴァイス・プレジデント
+81 (0) 3 5156 6525
minxuan-a.hu@db.com

まとめ.....	1
経済・金融・投資家動向	2
マクロ経済情勢	2
不動産投資市場・価格	4
J-REIT	8
不動産ファンダメンタルズ.....	10
オフィス.....	10
商業施設	13
住 宅	14
物流施設	15
特集：アベノミクスの過去 3 年を検証する.....	16
バックナンバー	23
免責事項.....	24
グローバル・リサーチ・チーム	25

組織変更のお知らせ

平成 27 年 10 月 1 日より、ドイツ証券（株）不動産投資銀行部の業務はドイチェ・アセット・マネジメント（株）に新設された不動産投資運用部に引き継がれました。

併せて、本レポートの配布元についてもドイツ証券（株）よりドイチェ・アセット・マネジメント（株）へ変更となりました旨、お知らせ申し上げます。本書記載の内容については、日本国内ではドイチェ・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チェ・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。

注意事項

本レポートの日本語版と英語版は発行タイミングが異なり、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

第 1 章の「経済・金融・投資家動向」では国内マクロ経済動向や不動産投資市場、キャップレート、投資リターンなどについて直近の動向と今後の見通しを分析している。国内の実質 GDP 成長率は 2015 年通年の成長率は約 0.4%程度になったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の寄与もあったが、輸出や個人消費は回復力が乏しい。世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しており、さらなる下振れリスクも出てきている。

2015 年 12 月期までの 12 ヶ月間の不動産売買高は約 5.1 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。ファイナンス環境は良好ではあるものの、売り主と買い主の間で価格目線が合わないケースが出てきている。REIT 指数が低迷しているため、J-REIT による物件取得額もややスローダウンしている。

第 2 章では、オフィス・商業施設・住宅・物流施設の四セクターそれぞれ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。企業業績が回復していることからオフィス需要は依然堅調で、オフィスビルの空室率も回復傾向にある。名古屋では 2015 年第 4 四半期に名古屋ビル及び JP タワー名古屋が竣工したため空室率が上昇したものの、その他地方都市では順調に空室が消化されている。

小売売上は都市部を中心に引き続き回復がみられ 2015 年第 4 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 1.0%の増加となった。訪日客向けの免税品売上高は 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、訪日客需要には一服感も出ており、2016 年 2 月の春節(旧正月)の動向が注目される。2015 年第 4 四半期の首都圏分譲マンション市場では、平均販売価格は前年同期比 16.5%増の 5,795 万円とバブル期以来の水準となったものの、販売価格上昇の影響で販売戸数は前年同期比 20.5%減となった。

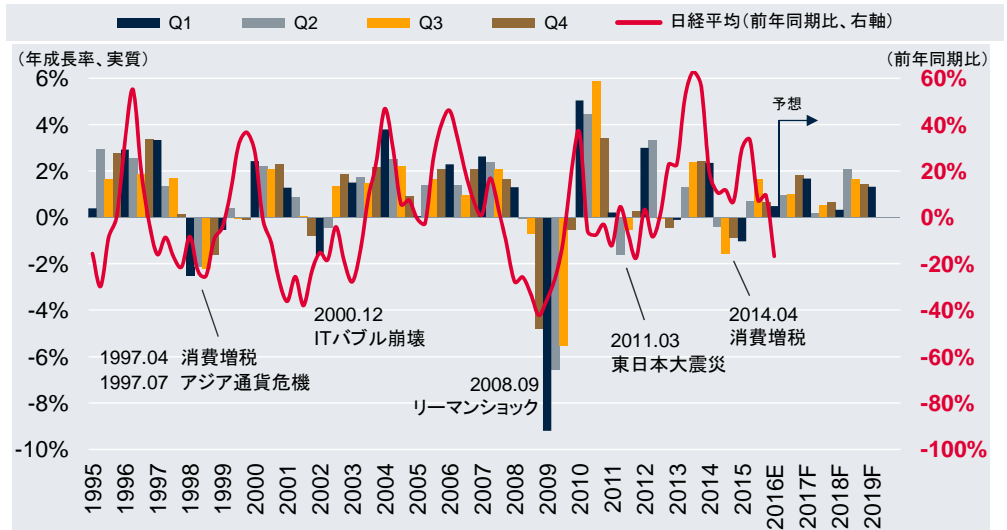
第 3 章の特集「アベノミクスの過去 3 年を検証する」では、過去 3 年間のアベノミス政策の実績を総括し、不動産市場への影響を含めて様々な指標をもとに整理した。また、これまでの実績について小泉政権時代とも比較した。アベノミス政策のうち金融政策と財政政策については着実な実績が出ている一方、成長戦略については進んでおらず、また世代間格差は拡大する傾向にあるとの批判も根強い。さらに 2016 年に入って、世界的な株式市場の下落、中国をはじめとする成長市場の減速が進んでおり、新 3 本の矢を掲げたアベノミスは正念場を迎えているといえる。

経済・金融・投資家動向

マクロ経済情勢

国内の実質 GDP は 2015 年通年の成長率は約 0.4%程度になったものと予想される。好調な企業収益を背景に雇用情勢が改善したほか、インバウンド消費の寄与もあったが、輸出や個人消費は回復力が乏しい。2016 年は成長率が幾分回復するものとみられるが、世界的な株価急落や中国をはじめとする新興国の景気減速などにより外部環境の不透明感は増しており、下振れリスクも出てきている。

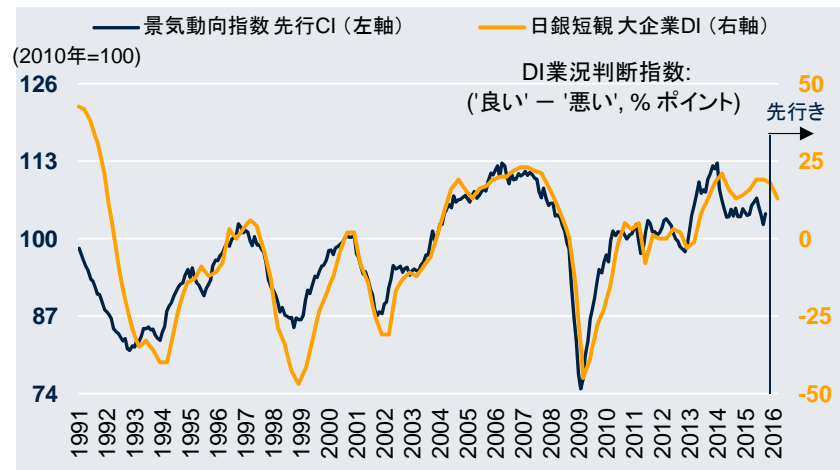
図表 1: 実質 GDP 成長率の推移



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

2015 年 11 月の失業率は 3.3%と約 20 年ぶりの低水準まで回復しており、アベノミクスの効果の一つとなっている(本誌トピックス参照)。日銀短観による 2015 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 9 月からわずかに下落の 18 となった。世界的な景気減速に伴い輸出が伸び悩み、製造業の景況感が 3 四半期ぶりに悪化したものの、訪日外国人の増加を背景に内需は比較的堅調だった。2015 年 11 月の景気動向指数先行 CI(青線)は 103.9 と前期比 0.1 ポイント減とほぼ横ばいだった。

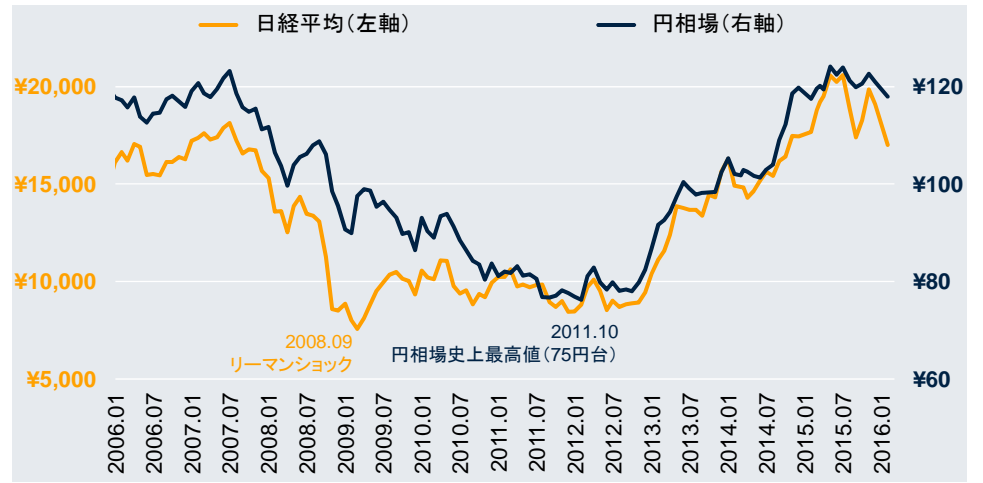
図表 2: 景気動向指数(先行指数)と日銀短観



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

中国経済に対する懸念や原油先物価格の急落を受けて日経平均は1月28日現在17,000円台へ弱含んでいる。世界的な株価急落や原油安の先送りなど今後の不透明感が増す中で円相場も一時1ドル=115円台後半まで強含んだ。一方、日銀による追加緩和への期待から更なる円高には警戒感も強く、116-118円前後のレンジで一進一退の状態が続いている。

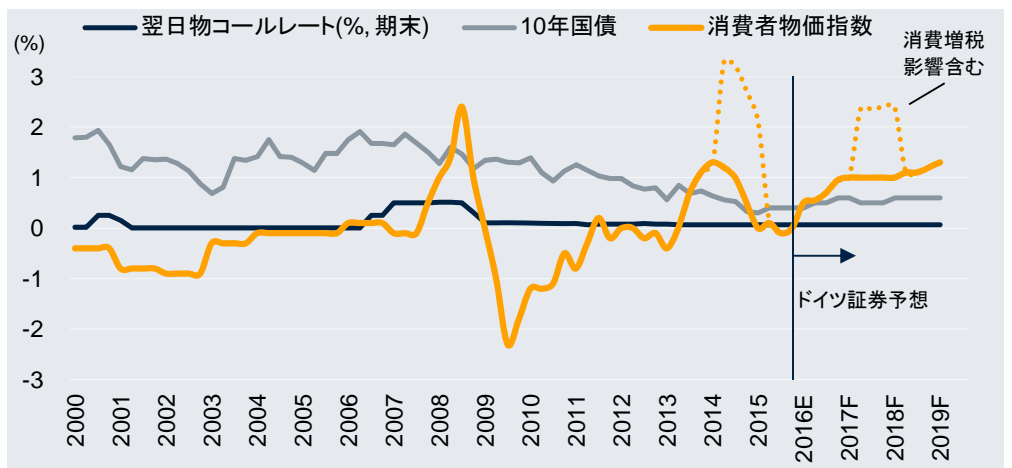
図表 3: 日経平均と円相場



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

10年物国債の利回りは2016年1月現在0.20-0.25%前後と過去最低の水準で推移しており、今後も上昇は緩やかで2019年まで0.6%台程度におさまるものと予想されている。消費者物価指数(コアCPI)は原油安の影響を受けて軟調に推移しており、足元では実質ベースでゼロ%付近、食料及びエネルギーを除いた指数は0.9%で推移している。今後は2016年末にかけて1%程度までは上昇する可能性があるが、日銀が目標としている2%の達成は厳しくなっている。

図表 4: 短期金利と消費者物価指数推移



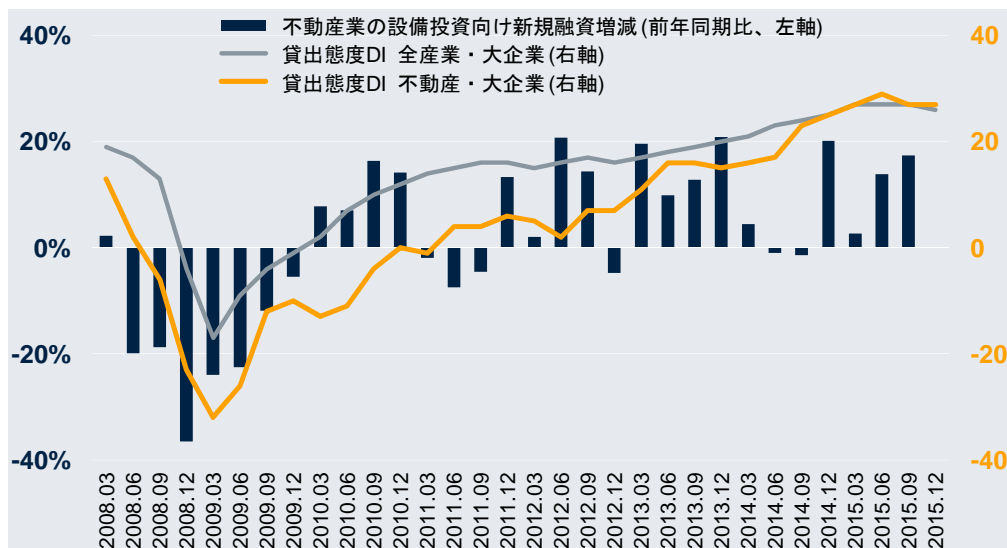
E: Deutsche Asset Management推定値、F: Deutsche Asset Management予想値

出典: Bloomberg、ドイツ証券の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

不動産投資市場・価格

金融機関による不動産ファイナンスの状況はおおむね良好である。日銀短観によると 2015 年 12 月時点の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI(黄線)は前期比横ばいとなったものの、貸出態度の水準は 27 ポイントと統計上は良好なファイナンス環境が続いている。不動産業の設備投資向け新規融資額も 2015 年 9 月は前年同期比 17.4%増となった。一方、新規の貸出には金融機関も慎重になりつつあるとの見方も一部にあり、今後は価格の過熱感が高い案件などに対して、慎重なデューデリジェンスを行ったり、コベナンツを厳しめに設定するなどの対応が出てくる可能性がある。

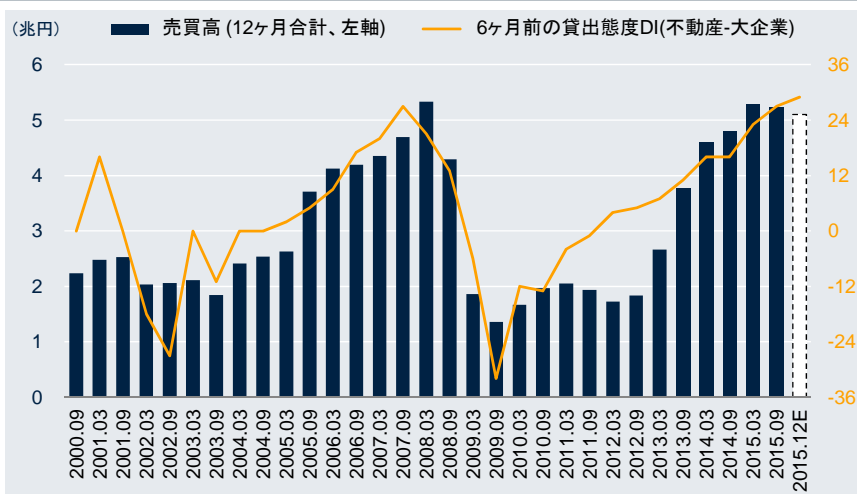
図表 5: 不動産向け新規融資の増減と金融機関の貸出指標の推移



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

2015 年第 4 四半期は国内系や J-REIT に加えて、外資系ファンドなどによる物件売買が活況だった。2015 年通年の不動産売買高は約 5.1 兆円と前年同期比やや減少したものの、売買高は 7 年来の高いレンジにある。ファイナンス環境は良好ではあるものの、売り主と買い主の間で価格目線が合わないケースが出てきているため、今後は売買高は一旦ピークをうち、概ね横ばいか若干の下落傾向となる可能性がある。

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



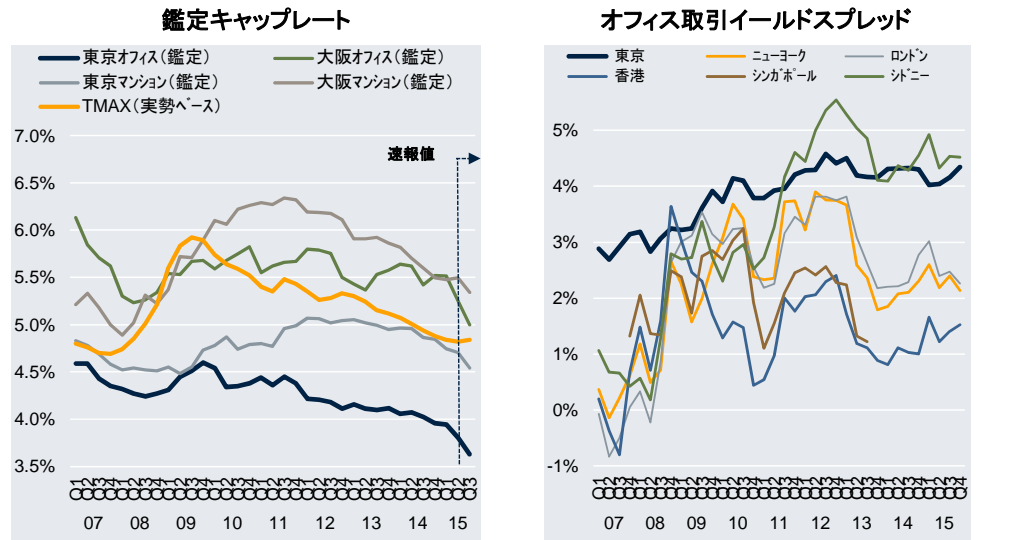
E: Deutsche Asset Management 推定値

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 の左図はセクター別のキャップレートを示している。実勢価格を織り込んだ TMAX キャップレートは 2015 年 9 月期に 4.84%と約 7 年ぶりの低水準となったほか、東京オフィスの鑑定キャップレートも速報ベースで 3.63%と過去最低の水準となった。キャップレートの低下は地方やその他セクターにも波及しており、大阪のオフィスでも半年前から 50bps ほどの低下となった。

一方、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)は前期比 10bps 増の 430bps と世界的に高い水準を維持しており、スプレッドが 210-230bps 程度のニューヨークやロンドン、150bps 強の香港など他の都市とは対照的となっている。

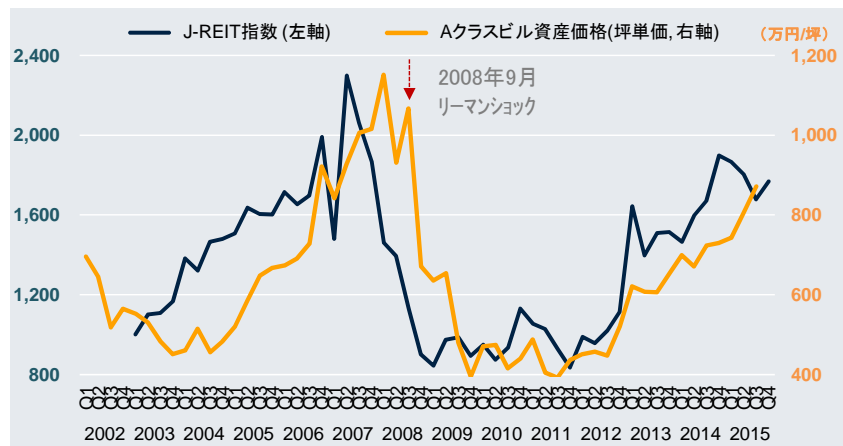
図表 7:鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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、Real Capital Analytics、TMAXのデータをもとにDeutsche Asset Management作成

2015 年第 4 四半期の東証 REIT 指数は前期比 5%の上昇となったものの、その後は力強い回復には至っておらず、年初以来調整が続いている。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 2015 年 9 月の床単価¹のインデックスは 871 万円/坪と前年同期比で約 20.5%伸び、REIT 指数の動きを約 1 年遅れで追いかける展開が続いた。資産価格は 2008 年のピーク時より依然約 25%低い水準にあるものの、足元では REIT 指数との開きはなくなっていることから、今後上昇スピードは減速していく可能性がある。

図表 8: 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

¹ 物件価格をビルの床面積で割った資産価格指標。ここでは賃貸可能面積(NRA)ベースで算出。

直近の主な不動産取引は以下の通りで、J-REIT や外資系ファンドによる大型取引が目立った。最も高額だったのはダブルオーファイブによるイオンモール八千代緑が丘を含む日本リテールファンドのポートフォリオの取得(686 億円)で、続いて森ヒルズリートによる六本木ヒルズの部分取得(461 億円)となった。また、海外上場の対日投資 REIT の投資口価格が NAV を下回って推移していたことから、外資系ファンドによるこれら REIT を買収する動きが目立った(ローンスターによるシンガポール上場のサイゼン REIT 取得、ブラックストーンによるロンドン上場のジャパン・レジデンシャル REIT の取得)。また、星野リゾート・リートによる ANA ホテルのポートフォリオ取得をはじめ、訪日外国人の増加を見込んだホテルの売買も非常に盛んだった。

単価が最も高額だったのはアクティビア・プロパティーズ投資法人による商業施設キュープラザ心斎橋の取得(134 億円)で、床単価は 1 平米当たり 475 万円(1 坪当たり 1,500 万円超)となった。最もキャップレートが低かった物件は森ヒルズリートによる六本木ヒルズの部分取得で 3.8% となっている。

図表 9: 2015 年 10 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	六本木ヒルズ森タワーの4フロア	461	2.71	3.8%	港	16年1月	森ヒルズリート
	アークヒルズサウスタワーの25%	220	2.44	3.8%	港	15年10月	オックス不動産投資法人
	汐留ビルディングの10%	204	1.76	-	港	15年12月	アクティビア・プロパティーズ
	ヒューリック虎ノ門ビルの70%	127	2.12	5.7%	港	15年12月	ヒューリックリート
	関内トーセイビルなど5物件	119	0.44	5.8%	神奈川ほか	15年10月	トーセイリート
	晴海アイランド・トリンスクエア・オフィスタワーW棟	100	0.66	4.6%	中央	15年12月	イテラ・キャピタル(中)
	エディビル	30	0.27	-	大阪	15年10月	アンジェロ・ゴードン(米)
	青山タワービル	-	-	-	港	16年1月	竹中工務店
	ニューステーン横浜	-	-	-	神奈川	15年11月	ラサール・インベストメント(米)
	千葉ホースクエア	-	-	-	千葉	15年12月	緑地集団(中)/ラオックス(中)
商業	大手町建物須田町ビル	-	-	-	千代田	15年7月	メトラライフ生命(米)
	イオンモール八千代緑が丘など5物件	686	0.22	4.2%	千葉ほか	15年10月	ダブルオーファイブ
	キュープラザ心斎橋	134	4.75	3.9%	大阪	15年12月	アクティビア・プロパティーズ
	トリアス	80	0.10	7.8%	福岡	15年10月	クリス・リテール(シンガポール)
	ANAホテル4物件と旅館2物件	推428	-	5.6%	広島ほか	15年10月	星野リゾート・リート
ホテル	ロワジュールホテル&スパタワー那覇	200	-	5.9%	沖縄	16年2月	ユナイテッド・アーバン投資法人
	星野リゾートマム	184	-	-	北海道	15年12月	復星集団(中)
	シラタン広島	173	-	5.4%	広島	15年12月	ジャパン・ホテルリート
	パークハビオ新宿イーストサイトタワー	132	-	5.6%	新宿	16年1月	コンフォリア・レジデンシャル
	サマセット品川東京	-	-	-	品川	15年11月	アスコット(シンガポール)/カタル投資行(カタール)
	堂島ホテル	-	-	-	大阪	15年11月	ウェルズ・マネジメント / ゴールドマン・サックス(米)
	フレックスティン桜木町	-	-	-	神奈川	15年12月	フォートレス(米)
	商業施設4物件と物流施設1物件	554	-	-	奈良ほか	16年1月	イオンリート
	サイゼン・リート(シンガポール)の住宅ポートフォリオ	446	-	-	東京ほか	15年11月	ローンスター(米)
	ジャパン・レジデンシャル(英)の住宅ポートフォリオ	285	-	-	東京ほか	16年1月	ブラックストーン(米)
開発用地	オフィス・賃貸マンション計3物件	-	-	-	愛知ほか	16年1月	ラサール・インベストメント(米)
	リーガロイヤルホテル大阪の底地	270	-	-	大阪	15年11月	ロイヤルホテル
	フォーシーズンズホテル京都の建設予定地	50	-	-	京都	15年12月	ベルシヤ(マレーシア)

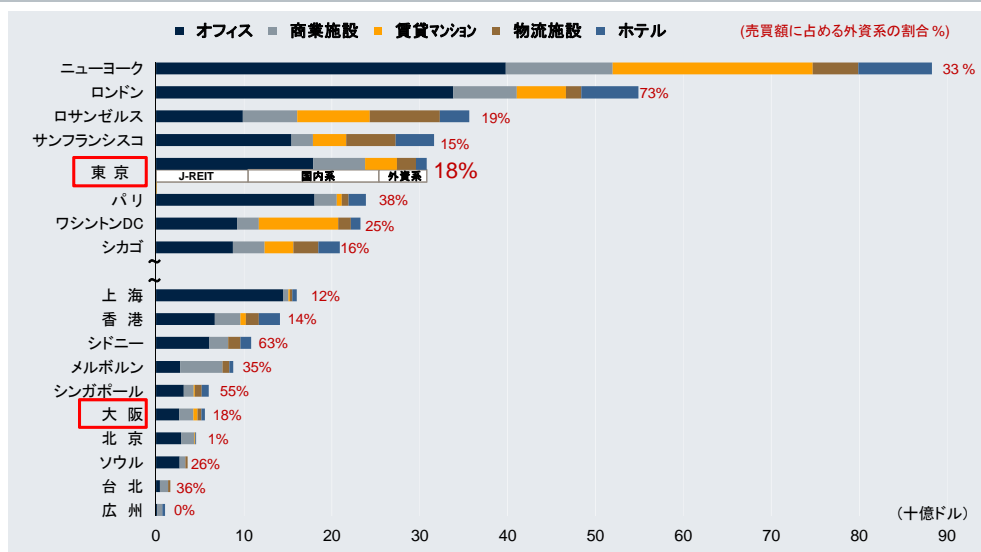
注: 取得主が黄色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

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

2015 年 12 月末までの過去 12 ヶ月間の収益不動産取引額²を都市別にまとめると図の通りで、東京の取引額は約 308 億ドルとドルベースで前期比約 13%減少した。東京はニューヨーク、ロンドン、ロサンゼルス、サンフランシスコに次いで世界第 5 位へと下落したものの、アジア太平洋地域では依然として最大の取引市場となった。この間 J-REIT による取得は約 34%、外資勢による取得は約 18%とみられる。大阪は主軸のオフィスビルの取引が回復しつつあるのに加え、商業施設、物流施設やホテルの取引も活況でアジア太平洋地域では北京、ソウルを抜いて第 7 位に上昇し、シンガポールなどと肩を並べている。

² 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)

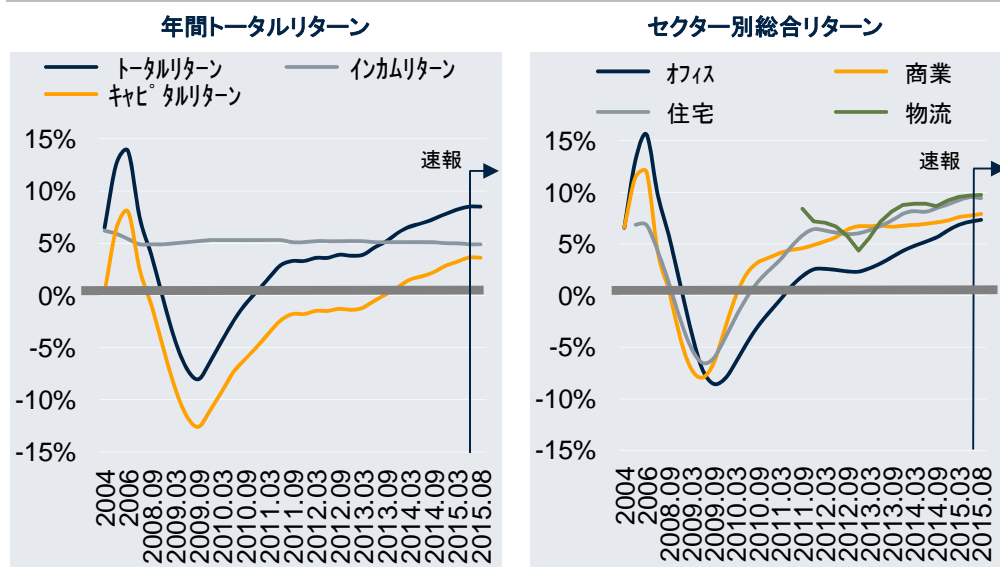


注: 開発用地を除く

出典: Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

実物不動産インデックスによるトータルリターン³は 2009 年後半から上昇、2010 年からプラスで推移しており、2015 年 8 月は前年同期比 1.2 ポイント増の年 8.5% (速報値、図表 11 左図) と改善した。セクター別にみると回復が遅れていたオフィスのリターンも同 1.4 ポイント増の 7.2%、商業施設は 8.0%、物流施設、住宅等はいずれも高く約 10% 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

³ 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。

J-REIT

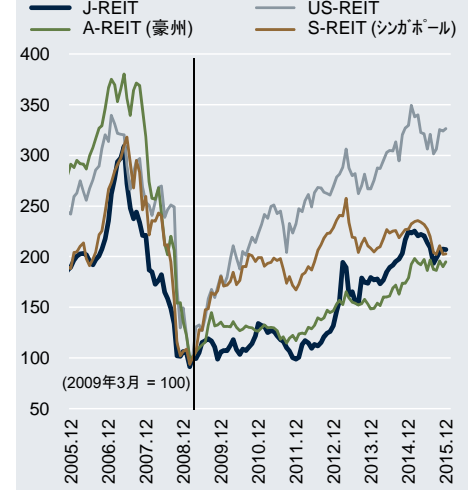
東証 REIT 指数は 2015 年第 4 四半期にほぼ横ばいとなっており、2016 年 1 月も 1,700 ポイント前後とやや軟調に推移している。2015 年通年でみると米国の利上げを受けて、米国やシンガポールなど主要国の REIT 指数も同様に軟調に推移した。

図表 12: REIT インデックス(短期推移と長期国際比較)

東証 REIT 指数と日経平均比較(5年)



REIT 指数の国際比較(10年)

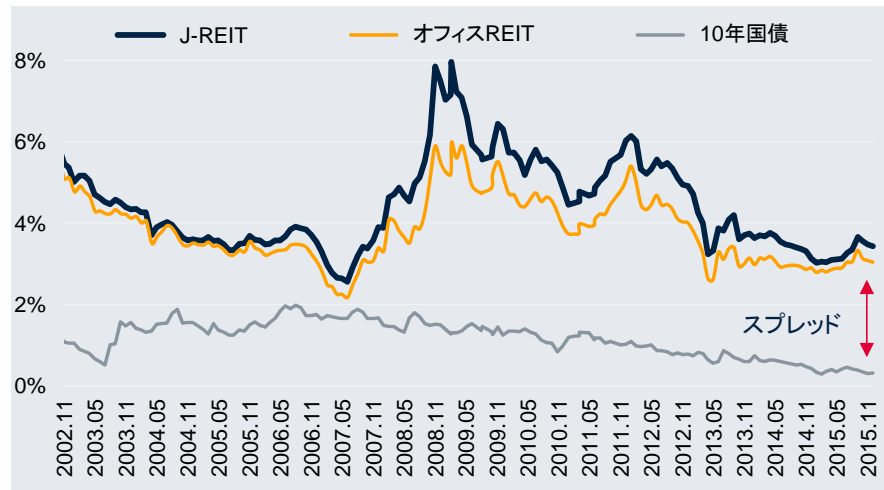


注: 参照インデックスは東証リート・インデックス、FTSE NAREIT All Equity REITS Index (US-REIT)、S&P/ASX 200 A-REIT Index (豪州REIT)、FTSE ST REIT Index (シンガポールREIT)

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

2015 年 11 月の J-REIT 平均分配金利回りは J-REIT 指数の回復を受けて前期比 23bps 下落の 3.43%(オフィス型 REIT に限れば 3.04%)となった。この間長期金利は小動きだったため、国債利回りとの差(スプレッド)は 311bps(オフィス型 REIT に限れば 272bps)と広がった。分配金・配当スプレッドは米国 REIT、英国 REIT とともに 95-180bps 程度となっており、この利回りで比較すれば J-REIT の方が有利とみる投資家もいる。

図表 13: J-REIT 分配金利回り

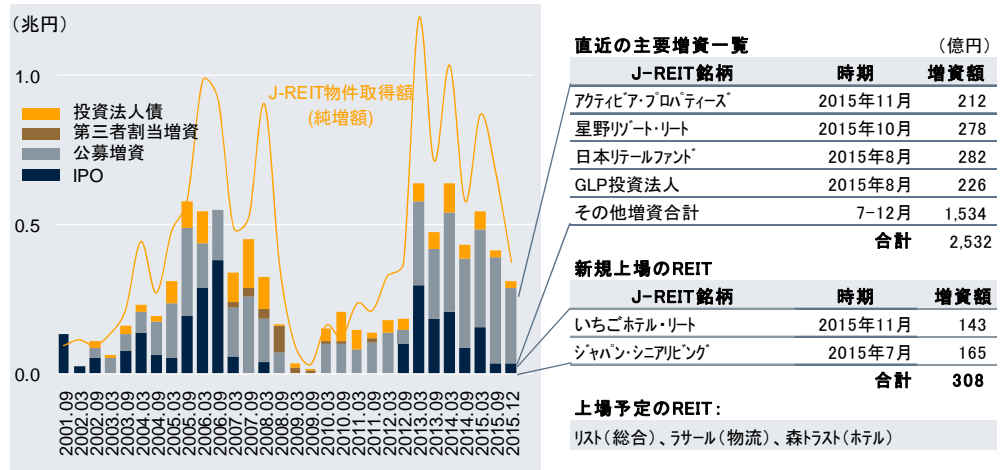


出典: 三井住友トラスト基礎研究所、Bloombergの資料をもとに Deutsche Asset Management作成

2015年7月-12月期の6ヶ月間でいちごホテル・リート投資法人など2銘柄の新規上場があったほか、アクティビア・プロパティーズなど10銘柄以上の公募増資が公表された。同期間のJ-REITによるIPO・増資額は計2,840億円超、物件取得額は計5,000億円超(売却額を除いたネットでは3,700億円)になったと見られる。

東証REIT指数の低迷に伴い資金調達が低調だったため、物件取得も約3年ぶりの低水準となった。都心をはじめ物件の利回りが低下しており、REITが投資できる物件も減っているとの見方がある。このような環境下、日本生命は2016年夏、私募リートを初めて組成する。運用難の年金基金やメガバンク、地方銀行などからの資金流入を期待しており、中長期的に運用資産は約3,000億円程度と私募リートでは最大規模となる見込み。

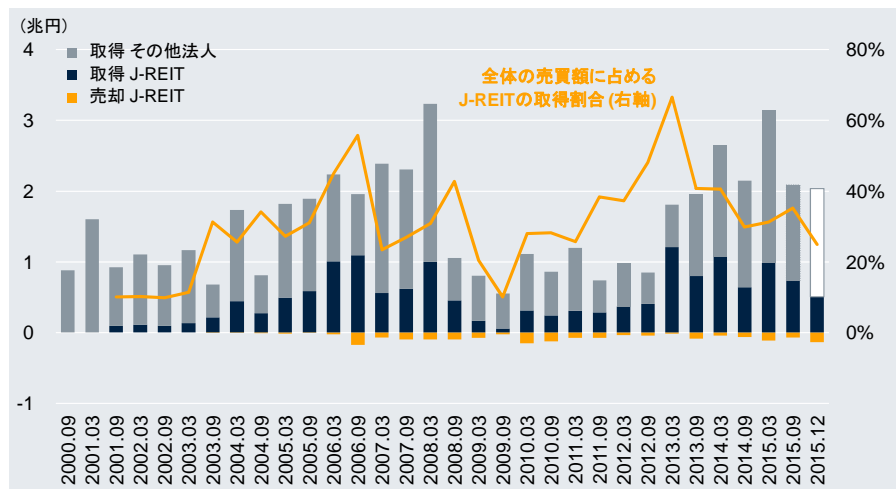
図表 14: J-REIT の資金調達と物件取得額



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: 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。2015年7月-12月の不動産取引額は速報ベースで約2.0兆円と前年同期比横ばいだった一方、J-REIT の取引に占める割合は約25%と前期までの30%台から落ち込んだ。

図表 15: 収益不動産取引額の推移と J-REIT の取得割合



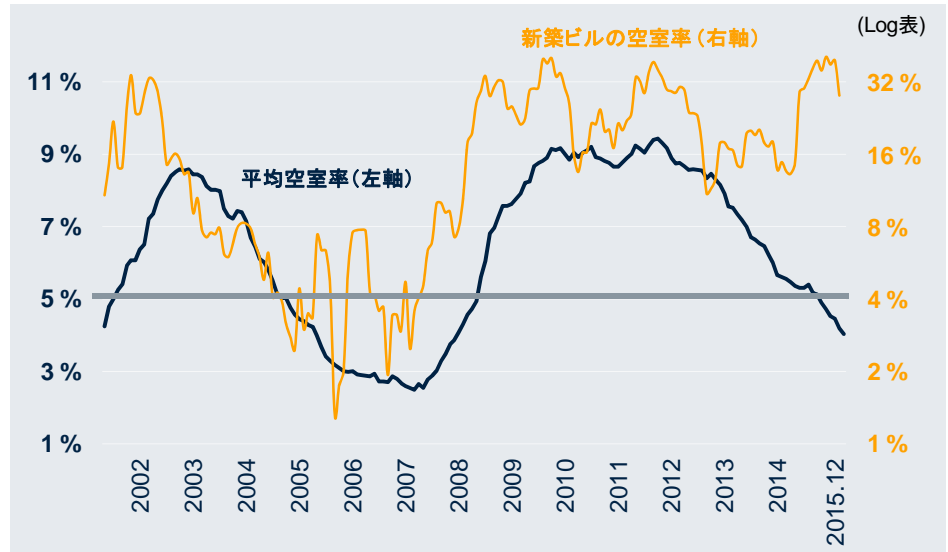
出典: 不動産証券化協会、都市未来研究所、Real Capital Analyticsの資料をもとにDeutsche Asset Management作成
白色: Deutsche Asset Management推定による暫定値

不動産ファンダメンタルズ

オフィス

企業業績が回復していることからオフィス需要は依然堅調で、都心 5 区⁴のオフィスビルの空室率は回復傾向にある。2015 年 12 月末時点の平均空室率は 4.0%と前年同月比 1.4 ポイント低下、特に渋谷区の平均空室率は 2.2%と引き続き低い水準を維持している。港区や中央区では新築ビルの空室消化が進んだため、竣工後 1 年以内の新築ビルの平均空室率も前期比 10 ポイント以上低下し 27.8%となった。2016 年前半にはいくつかの大型ビルの供給が予定されており、一部のビルでは空室消化に時間がかかるケースも出るものと思われる。

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



主な竣工ビル一覧 (2014年以降)

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
大崎ウイズタワー	2014/1	24	58,411
室町古河三井ビル	2014/2	22	62,470
室町ちばぎん三井ビル	2014/2	17	29,120
京橋トラストタワー	2014/2	21	52,471
横浜アイマークプレイス	2014/3	14	97,400
大手町タワー	2014/4	38	198,000
西新橋スクエア	2014/4	22	55,373
虎ノ門ヒルズ 森タワー	2014/5	52	244,360
飯田橋グランブルーム	2014/6	30	124,000
日生丸の内ガーデンタワー	2014/6	22	55,800
豊洲フォレスト	2014/7	16	101,376
品川シーセントラス	2015/ 2	32	128,000
東京日本橋タワー	2015/ 4	35	133,900
大崎プライトタワー		31	92,000
大崎プライトコア		20	44,770
二子玉川ライズ・タワーオフィス	2015/ 6	30	86,900
鉄鋼ビルディング	2015/10	26	52,140
大手門タワー・JXビル	2015/11	22	108,000

2016年以降

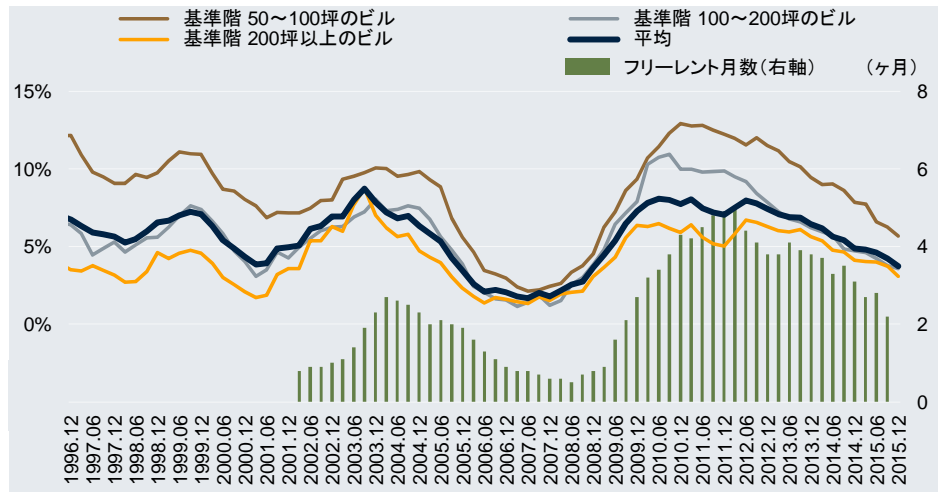
ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
新宿ガーデンタワー	2016/3	37	43,132
JR新宿ミライタワー	2016/3	32	77,200
大手町フィナンシャルシティ・グランキューブ	2016/4	31	193,800
東京ガーデンテラス	2016/5	36	110,000
六本木三丁目プロジェクト	2016/9	40	171,920
京橋再開発プロジェクト	2016/10	32	66,590
銀座六丁目計画	2017/1	13	38,000
大手町パークビルディング	2017/1	29	149,000
赤坂一丁目再開発	2017/4	37	81,698
浜松町二丁目計画A街区		42	計270,000
ニッセイ浜松町ルアタワー	2018	29	51,900
TGMM芝浦計画A棟	2018	31	135,000
〃 B棟	2019	36	145,000
虎ノ門トラストシティ・ワールドゲート	2018	36	計210,000
大手町二丁目再開発A棟	2018	35	202,000
〃 B棟		32	152,000
渋谷駅 南街区	2018	33	117,500
〃 道玄坂街区	2018	18	58,900
〃 駅街区 東棟	2020	46	107,000
〃 桜丘口再開発A棟	2020	36	174,800

出典: 三鬼商事(上段)、三幸エステート、各社公表資料(下段)をもとにDeutsche Asset Management作成

⁴ 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区を指す。

2015年12月の東京都心3区⁵の基準階面積別オフィス空室率もおおむね改善傾向にある。大規模ビル(基準階面積200坪以上)の空室率が前年同期比1.0ポイント改善し3.1%となったほか、基準階面積50-100坪クラスのビルで同2.2ポイント改善し5.7%となった。需給環境の改善に伴いフリーレント期間も縮小する動きが広がっており、2015年9月のフリーレント期間は平均2.2ヶ月と前年同期比0.6ヶ月改善した。

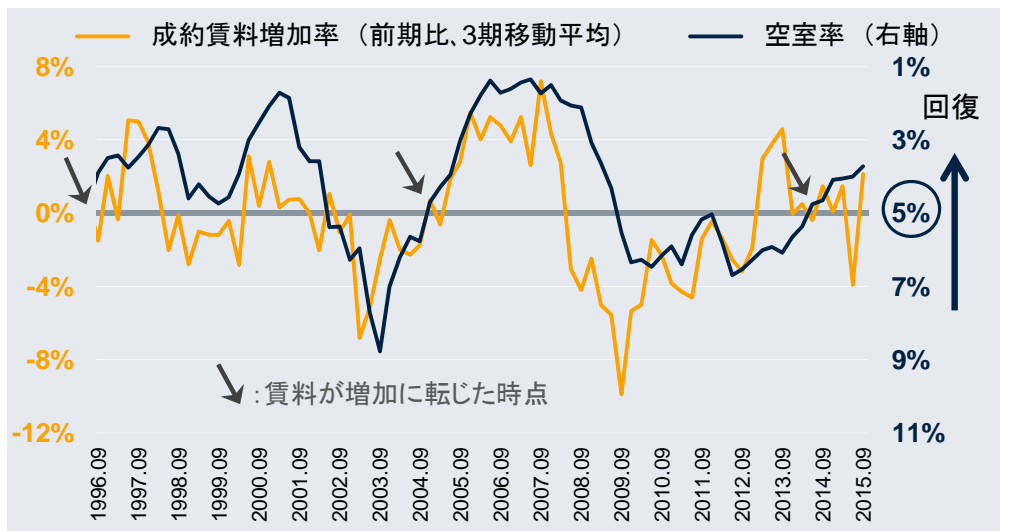
図表 17: 東京都心3区の基準階面積別オフィス空室率の推移



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Deutsche Asset Management作成

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相関(正確には逆相関)関係がみられる。2015年9月の都心3区の基準階200坪以上のオフィス空室率は3.7%と自然空室率の5%を割っている。成約賃料は3期の移動平均で前期比2.1%増となっており、今年はもうしばらく回復傾向が続くと見込まれる。

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(基準階200坪以上)

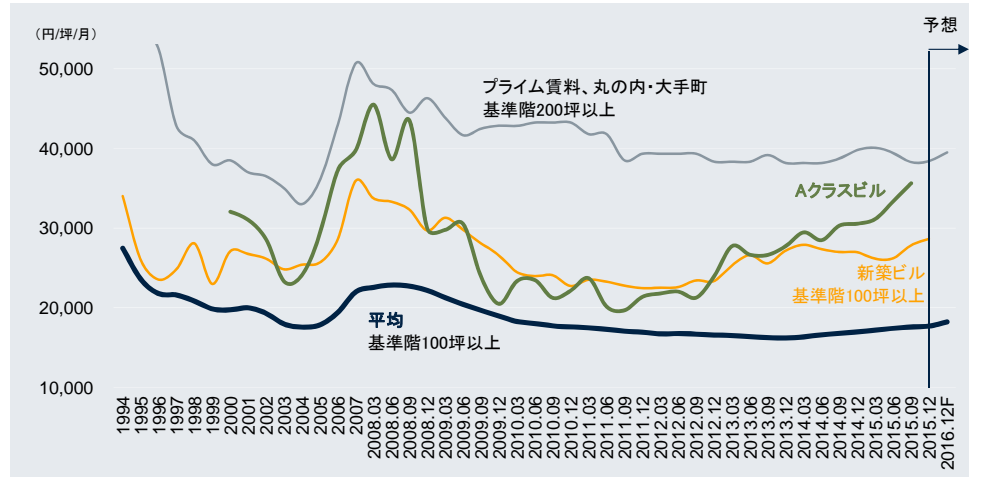


出典: ニッセイ基礎研究所、三幸エステートの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

⁵ 千代田区、中央区、港区を指す。

東京都心部のビルは引き続き賃料の上昇基調が続いており、2015年第4四半期の基準階100坪以上のビルの募集賃料は前年同月比で4.4%増と7四半期連続で回復となったほか、新築ビルでも平均募集賃料が前年同月比6.2%増(黄線)と2四半期連続で上昇した。2016年も好調な企業業績や雇用に支えられ、もう暫く堅調な賃料上昇が続くものと予想される。

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

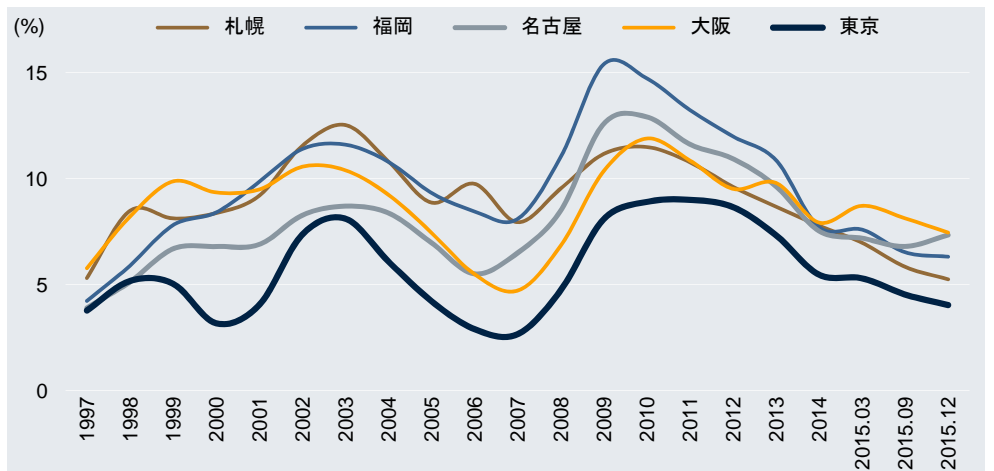


F: Deutsche Asset Management 予想値

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

国内主要都市のなかでは札幌、福岡、大阪のオフィス市場で空室率が改善しており、2015年12月はいずれも7%以下と、長期的な平均値である8%を下回る。名古屋では2015年第4四半期に大名古屋ビル及びJPタワー名古屋が竣工したため空室率が上昇した。2017年にかけて名古屋駅前では引き続きオフィスの大型供給が予定されているが、製造業をはじめとしてテナントの引き合いは強いいため、空室の消化は比較的に早いのではないかとの見方も出ている。

図表 20: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



主な竣工ビル一覧 (2013年以降)

ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
ダイビル本館(大阪・中之島)	2013/2	22	48,153
グランフロント大阪 タワーA	2013/4	38	187,800
グランフロント大阪 タワーB/C	2013/4	38/33	295,100
富士フィルム名古屋ビル	2013/4	14	21,637
NTT東日本仙台青葉通ビル	2013/5	14	33,742
名古屋東京海上日動ビル	2013/6	15	10,854
あべのハルカス(大阪)	2014/3	60	306,000
札幌三井JPビル	2014/8	20	68,000
新ダイビル(大阪)	2015/3	31	42,000

2015年以降

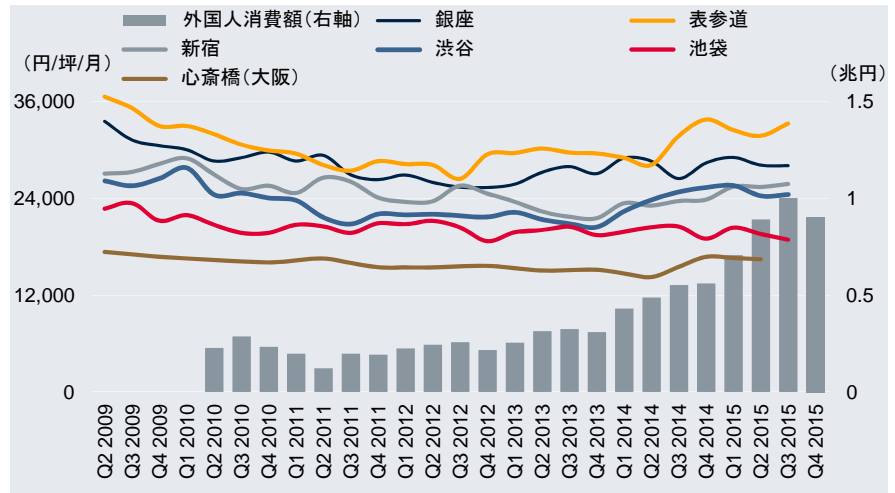
ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
大名古屋ビルデング	2015/11	34	65,000
JPタワー名古屋	2015/11	40	78,336
シンフォニー豊田ビル(名古屋)	2016/6	25	15,444
JRゲートタワー(名古屋)	2017	46	45,030
中之島フェスティバルタワー・ウエスト(大阪)	2017	41	67,750
グローバルゲート・ウエスト(名古屋)	2017	36	計157,000
グローバルゲート・イースト(名古屋)	2017	17	
錦二丁目計画(名古屋)	2018	21	45,586
梅田3丁目計画(大阪)	2019	40	217,000

出典: 三鬼商事(上段)、三幸エステート、各社公表資料(下段)をもとにDeutsche Asset Management作成

商業施設

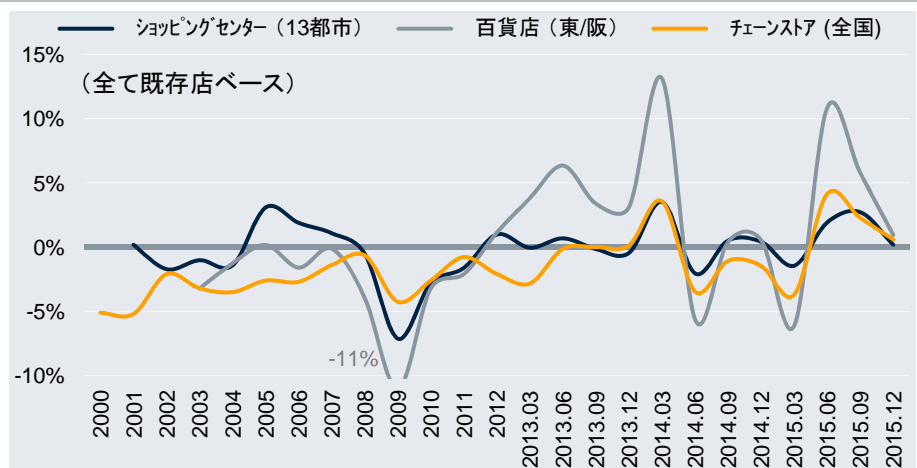
訪日外国人は増加し続けており 2015 年は前年比 47%増、2013 年比 90%増の 1,974 万人となった。これに伴い消費額は前年比 71%増の約 3.5 兆円と過去最高となったが、第 4 四半期はこれまでの急速な拡大ペースに減速感がみられた。2015 年第 3 四半期の賃料は銀座、表参道、新宿でそれぞれ 6.1%、4.8%、8.9%と上昇したものの、渋谷、池袋では下落した。

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



主要商業地の店舗と同様、小売売上は都市部を中心に回復がみられ 2015 年第 4 四半期の東京や大阪の百貨店では前年同期比 1.0%の増加となった。また、スーパーの売上が 19 年ぶりにプラスへ転じたチェーンストア(全国)、コンビニの売上高はそれぞれ 0.6%、1.6%と伸びた。賃金の増加や雇用の改善などが後押しして食料品の販売が好調に推移した一方、ショッピングセンター(政令指定都市)はほぼ横ばいとなった。訪日客向けの免税品売上高は 2015 年通年でみると前年比約 2.6 倍になったものの、訪日客需要には一服感も出ており、2016 年 2 月の春節(旧正月)の動向が注目される。

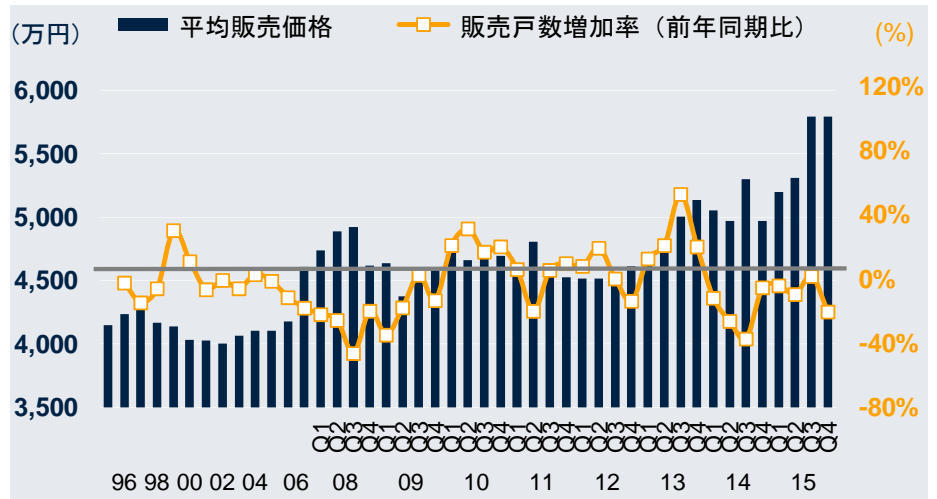
図表 22: 形態別小売売上高の前年同期比推移 (%)



住宅

2015年第4四半期の首都圏の分譲マンションの平均販売価格は前年同期比16.5%増の5,795万円と過去の平均販売価格である4,500万円を大きく上回り、バブル期以来の水準となった。一方で、販売価格の上昇が影響して供給戸数は前年同期比20.5%減の12,606戸と2四半期ぶりに前年同期比減となった。足もとで資材価格が下落しはじめているが、用地仕入れ代や労務費は依然として高止まりしており、販売価格の下落にはつなげていない。

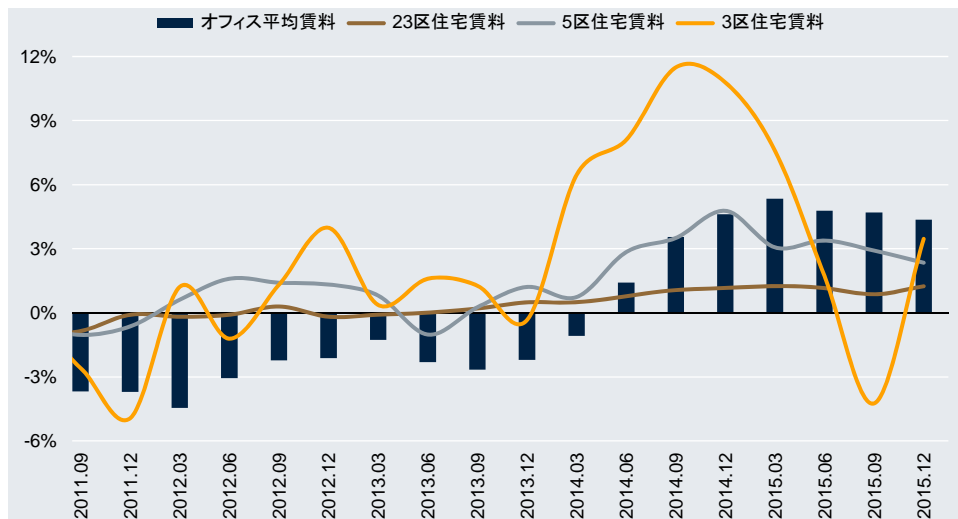
図表 23: 首都圏新築分譲マンションの平均価格と販売戸数増加率の推移



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

2015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(黄線)は前年同期比3.5%増と前期の減少から一転して増加に転じた。5区の募集賃料(灰線)は堅調に推移はしているものの伸び率は2%前半とやや落ち着いてきている。

図表 24: 東京都心3区における高級賃貸住宅賃料と空室率の推移

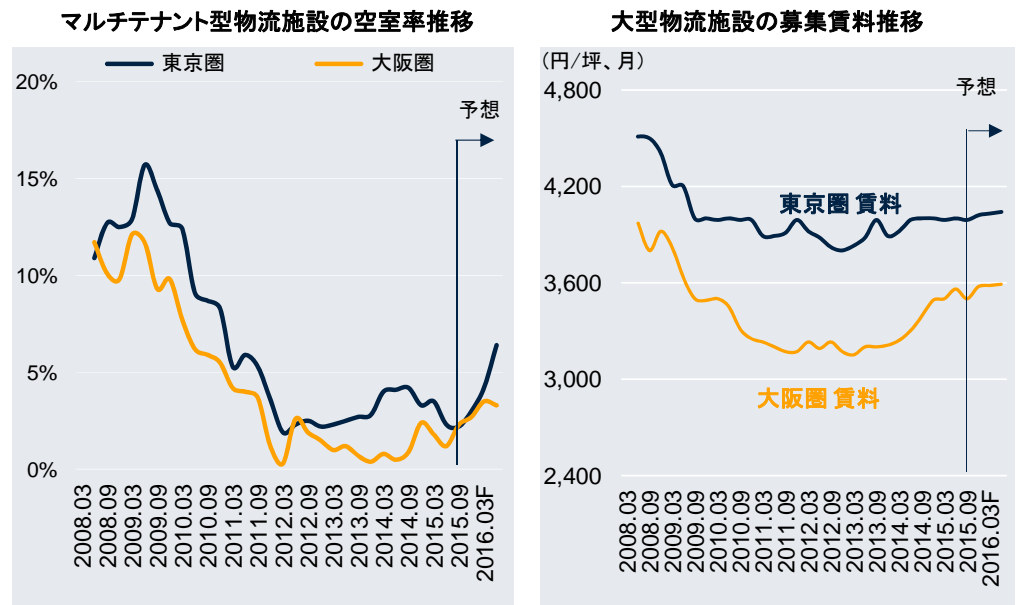


出典: ケン不動産投資顧問、リーシング・マネジメント・コンサルティング、タス、三鬼商事の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

物流施設

物流施設ではクオリティの高い物件の人気が高く需給環境は引き続きひっ迫している。2015 年第 3 四半期の東京圏における物流施設の平均空室率は前期比ほぼ横ばいの 2.2%、大阪圏では前期比 1.1 ポイント増の 2.3%と引き続きタイトな状態が続いた。もっとも平均賃料は新規供給の影響を受けて東京圏で前年同期比 0.3%の下落、大阪圏では同 3.2%の上昇となったものの前期比では-1.7%と 10 四半期ぶりの下落を喫した。2016 年前半にかけて高水準な供給が予定されているため空室率は東京、大阪いずれにおいても一旦上昇するとみられる。

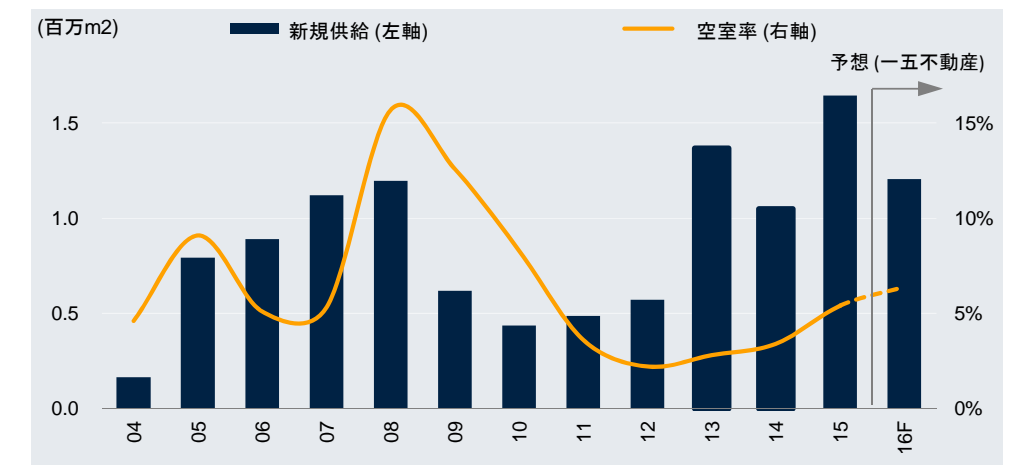
図表 25: 賃貸物流施設の空室率及び募集賃料推移



F: 予想値(一五不動産)、注: 延床面積10,000m²以上のマルチテナント型賃貸物流施設、募集面積1,000m²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

2015 年はロジポート橋本や MFLP 日野をはじめ内陸部での供給が多く、東京圏の賃貸物流施設の供給量は過去最高水準の 1.6 百万平方メートルとなった。2016 年前半も千葉県印西や神奈川県厚木などで大型供給が予定されている。空室率は 2016 年前半に 5%を超えるとみられており、今後 6-18 ヶ月ほどは需給調整期に入る可能性がある。

図表 26: 東京圏における賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移



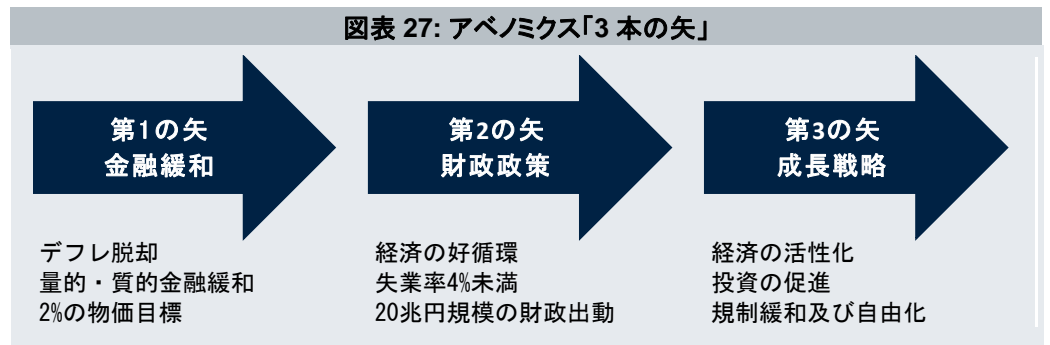
出典: 一五不動産情報サービス、野村不動産の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

特集:アベノミクスの過去 3 年を検証する

アベノミクス「3本の矢」

2012年12月に自民党が衆院選で過半数の議席を獲得してから3年あまりが過ぎた。第2次安倍内閣では、デフレ脱却と日本経済の再生を目指して金融緩和と財政政策、構造改革の3つの柱（「3本の矢」）から成るいわゆるアベノミクスが採用された。

これに伴い2013年4月に日銀総裁に就任したリフレ派の黒田氏のもと、過去に類をみない量的・質的金融緩和を行うことにより市場の流動性を高め、物価上昇率2%を目指す方針が発表された⁶。また総額20兆円を超える財政出動を行い、さらに第3の矢となる構造改革では、民間投資を喚起する規制緩和の促進、労働市場の流動化、雇用の多様化などを通じて、長期的に日本経済を活性化していくという目標が示された。



出典:Deutsche Asset Management作成

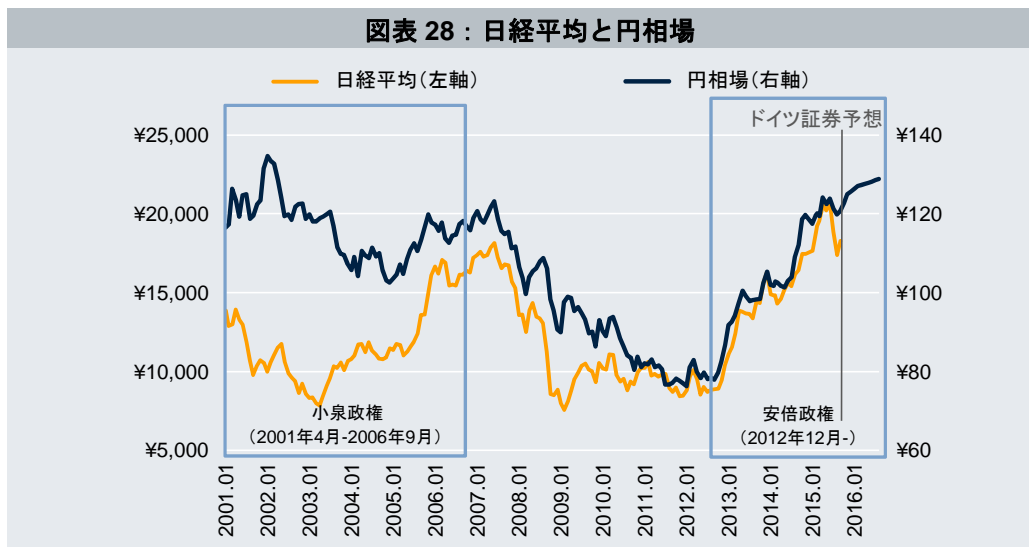
本特集では過去3年間のアベノミクス政策の実績を総括し、不動産市場への影響を含めて様々な指標をもとに整理した。アベノミクスのこれまでの実績については、バブル後の最長政権となった小泉時代と比較しても、その成果が数字にはっきりと示される項目が多くみられた。日銀の買入れ対象にJ-REITが入っており、買入れ枠も断続的に拡大してきたこともあって、他の業種と比較しても特に不動産業界は恩恵が大きかったといえる。一方、構造改革の促進については遅々として進んでおらず、財政問題などを含め今後の課題も多く残っている。

⁶ 具体的には、マネタリーベースおよび長期国債・ETF・J-REITの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長することなどが含まれている。

株式マーケットへの影響

選挙中から安倍首相は金融政策の内容について言及していたため、政権発足前の 2012 年 11 月頃から株式市場や為替相場は反応した。円安が進展したことを好感して日経平均は政権発足から 3 年となる 2015 年末時点で約 2 倍に上昇し、小泉政権期間中の上昇率約 15%と比べても上昇幅の大きさがうかがえる。

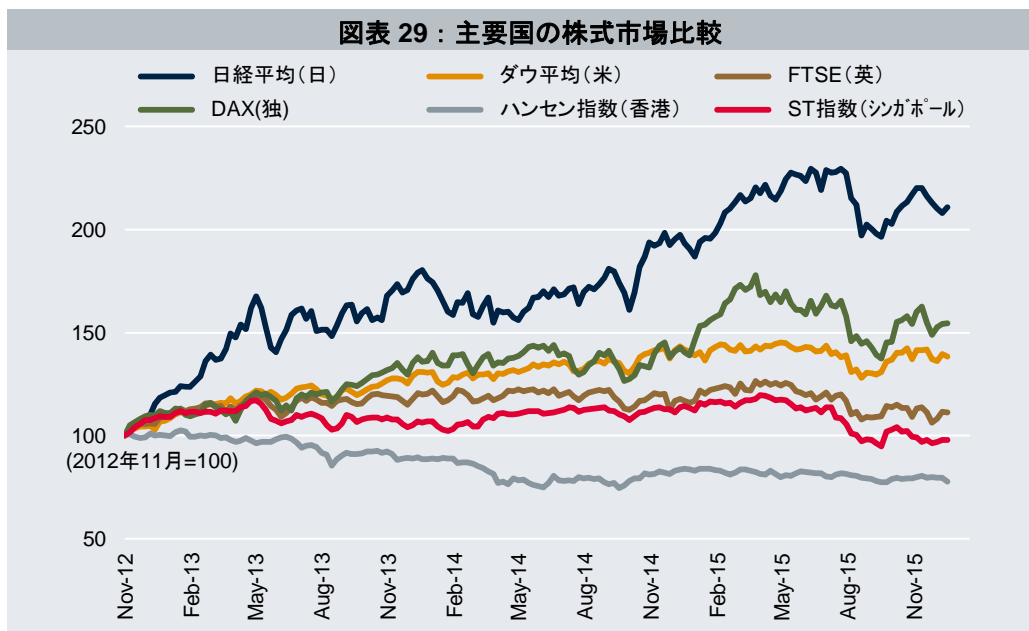
図表 28：日経平均と円相場



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

株価相場については、同じ時期の諸外国と比較しても日本株の上昇が大きかったことがわかる。就任後の過去 3 年間で日経平均は 108%上昇した一方、ニューヨーク・ダウ平均は 39%、ロンドン株式指数 (FTSE) は 12%、ドイツ株式指数 (DAX) は約 54%の上昇にとどまる。過去に類を見ない金融緩和の効果もあって少なくとも株式相場という面においてアベノミクス政策は一定の成功を収めているとみてとれる。

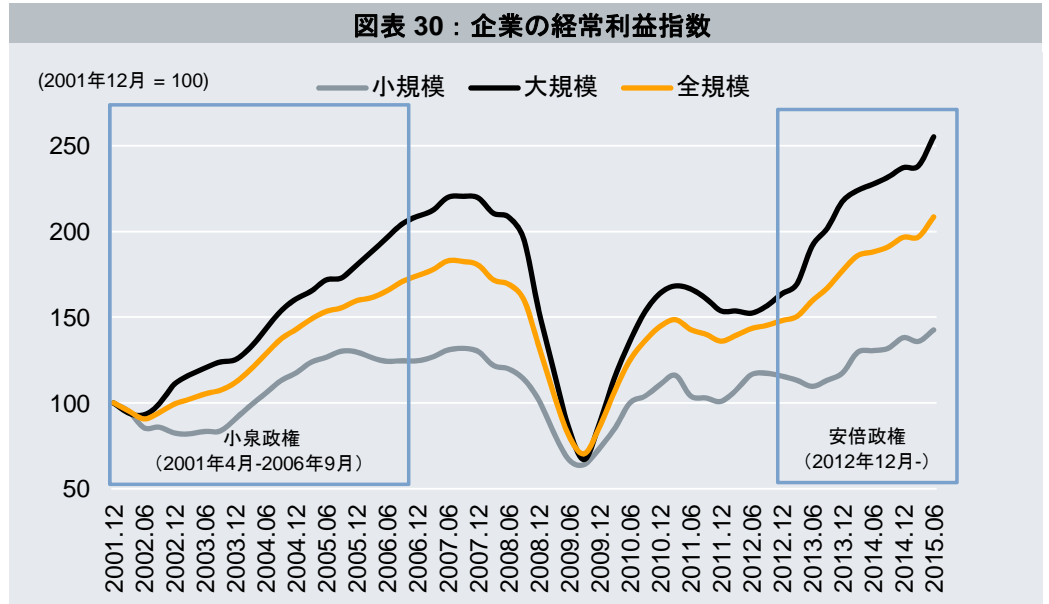
図表 29：主要国の株式市場比較



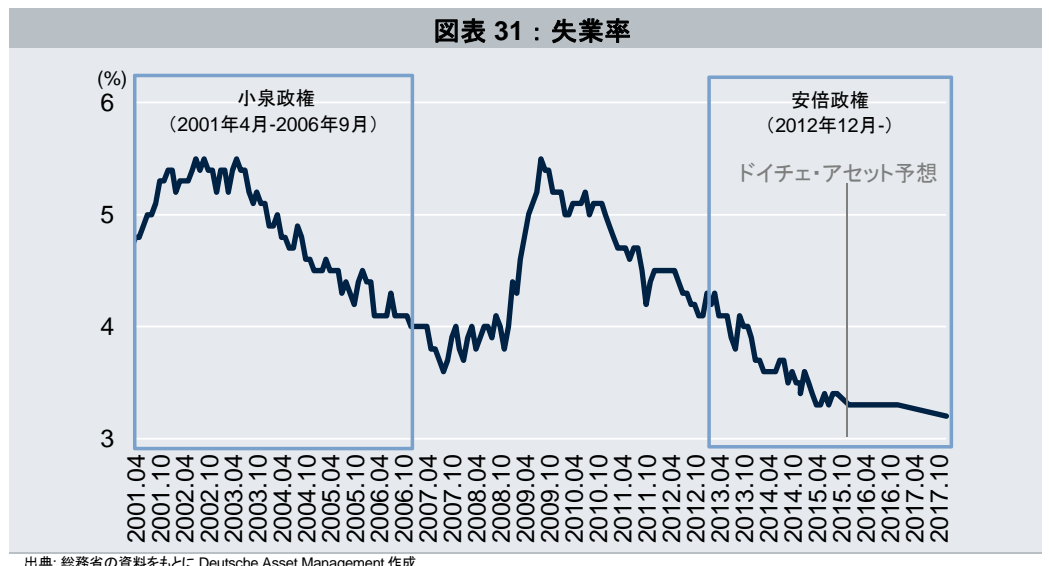
出典: Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

企業業績と雇用

円安などの恩恵を受けて、まずは製造業を中心に企業業績も大きく回復した。当初大企業に限られていた業績改善の傾向は徐々にサービス業や中小企業などにも浸透してきている。2015年9月の法人企業統計調査によれば、企業の経常利益は全規模で過去最高を記録した。

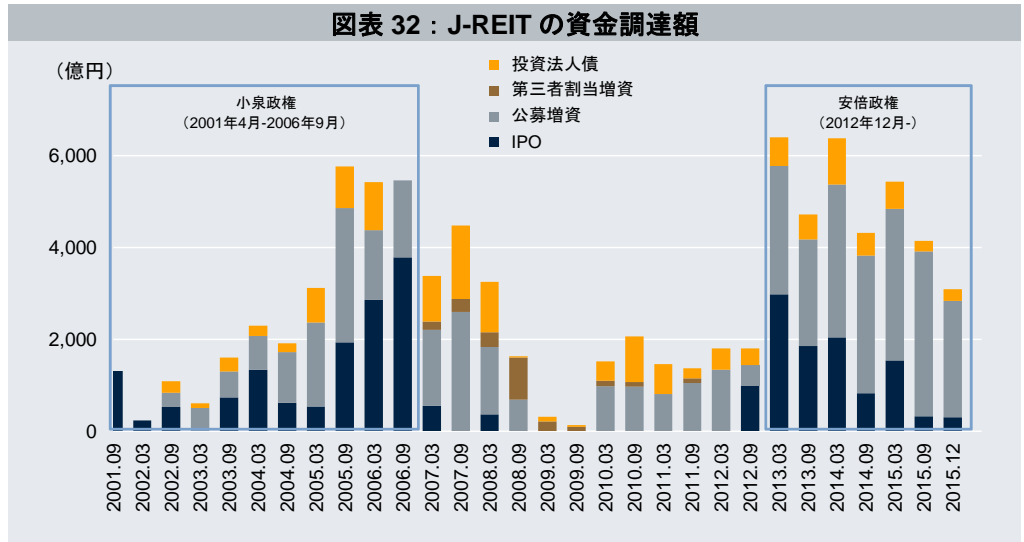


好調な企業業績につられて失業率も過去 20 年で最低水準を示しており、2015 年 10 月は 3.1% とほぼ完全雇用を達成する水準となった。一部の業界、特に建設、物流、運輸、飲食、ホテル、介護等の業界では人手不足が顕在化しており、逆にこれが景気の足かせとなる懸念が出てきているものの、政府は外国人労働者の受け入れには慎重な姿勢を今のところ崩していない。



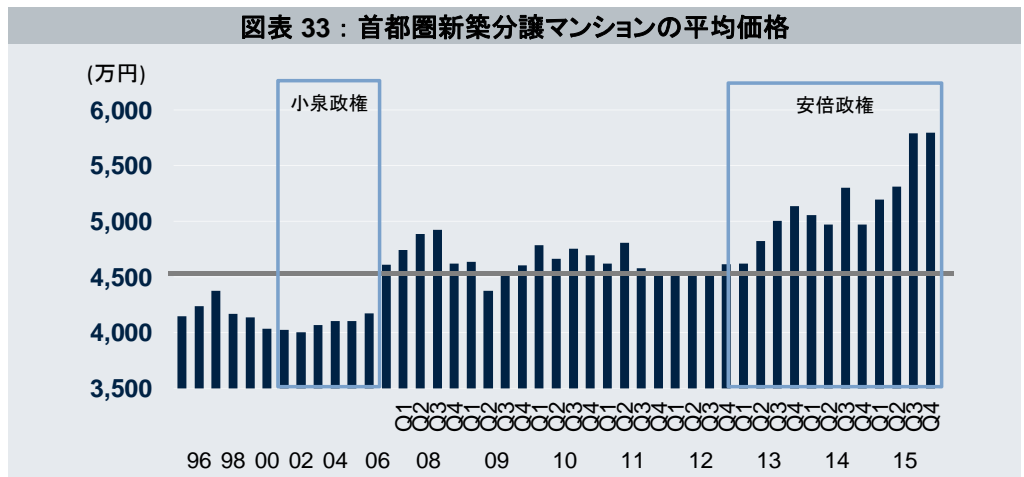
不動産投資市場への影響

不動産業界はアベノミクスによって最も恩恵を受けた業種のひとつといえる。日銀による金融緩和以来、J-REIT の投資口価格も上昇し、これが市場全体を潤した。過去 3 年で J-REIT の増資額は 2.9 兆円超に達し、すでに小泉政権時代 5 年半の計 2.5 兆円を凌駕している。このエクイティ調達額を元手に REIT が多くの収益不動産に投資したため、不動産市場全体に資金が循環し、この間国内不動産市場の機関化（自社保有物件の証券化が進むこと）も促進された。家電の販売不振が続いた 2013 年にはパナソニックやソニーなどの大手家電メーカーが保有していた自社ビルをそれぞれ 500 億円、1,110 億円で J-REIT などに売却し、バランスシートの改善とリストラ資金の捻出を行うなど、その効果は REIT を通じて産業界一般にも広まったといえる。



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: 不動産証券化協会、各社公表資料をもとにDeutsche Asset Management作成

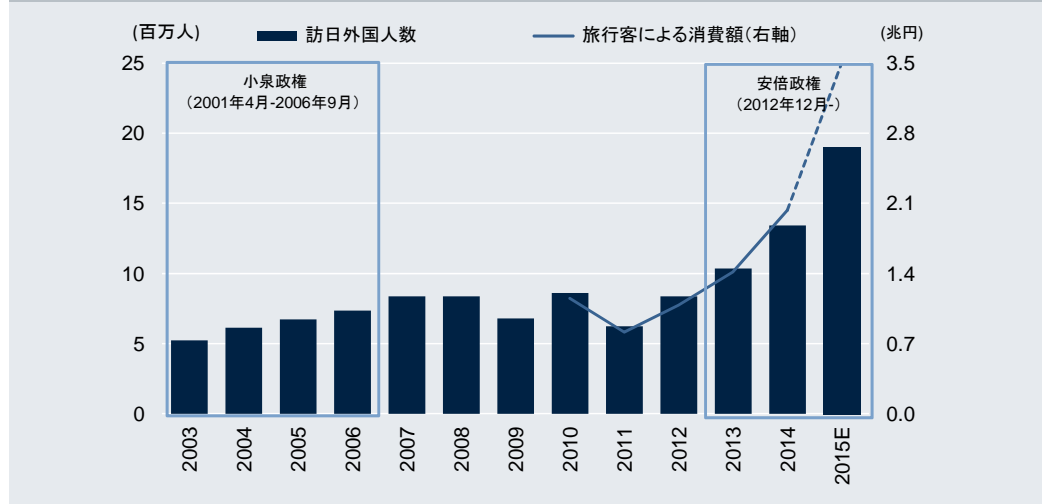
J-REIT 市場以外に目を転じて、アベノミクス効果で不動産取引の増加（図表 6）、キャップレートの低下（図表 7）、トータルリターンの上昇（図表 11）など国内不動産市場全体が好循環に入ったといえる。また、小泉政権時には顕著ではなかった住宅業界も恩恵を受けている。首都圏のマンション平均販売価格は、2012 年の約 4,500 万円から 2015 年後半には約 5,700 万円と平均価格は 3 割上昇し、過去 20 年で最高額となった。これほどの価格上昇に至った背景には、用地価格の上昇などのほか、住宅ローン減税や円安効果による外国人投資家の増加、相続税の変更なども要因となっているとみられる。



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

アベノミクスによって国内外の投資家から注目されるようになった投資対象不動産として都心の商業施設やホテルセクターがあげられる。円安の進行、LCC（格安航空会社）の台頭、アジア諸国のビザ要件緩和等により、訪日外国人数は2012年の約840万人から2015年には1,974万人へ約2.3倍増加し、これらのセクターが大きく恩恵を受けることとなった。百貨店をはじめ都心商業の売上（図表22）も堅調な伸びを記録し、東京や大阪のホテルも平均稼働率は8-9割と近年では最高水準にあり、投資家の注目も高くなっている。

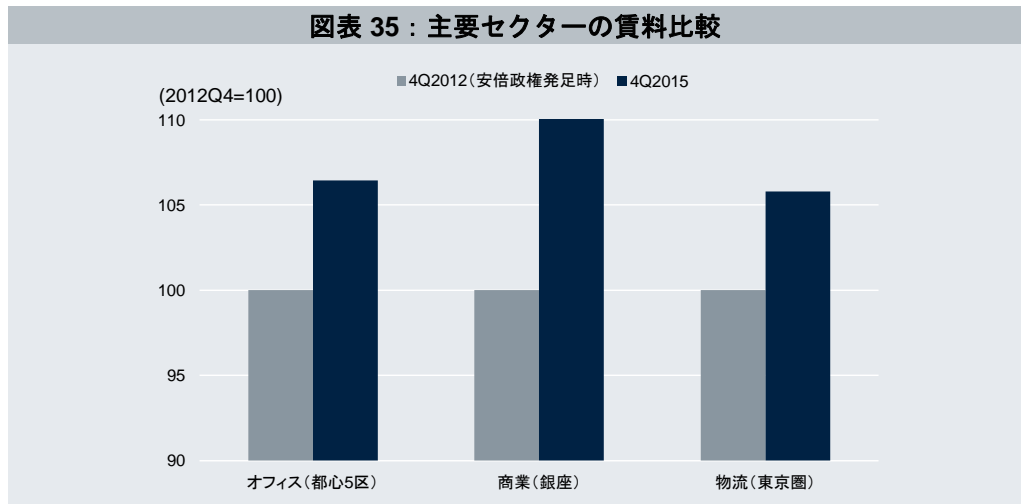
図表 34：訪日外国人客数と消費額



出典: 観光庁の資料をもとにDeutsche Asset Management作成

不動産業については投資市場だけでなく賃貸市場でもポジティブな影響がみられる。都心部のオフィス賃料は好調なテナント需要に支えられ2013年から上昇しているほか、商業施設賃料についても増加する訪日外国人旅行者を背景に大きく伸びている。平均で見るとオフィス、商業、物流セクターにおいて2012年末から2015年後半までの3年間で賃料は概ね5-10%ほど増加している。

図表 35：主要セクターの賃料比較

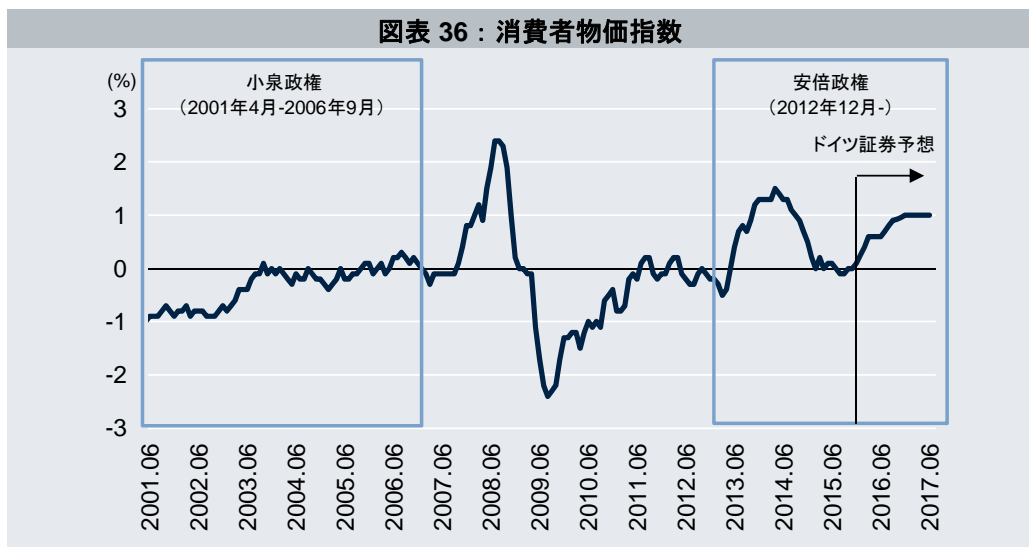


出典: 三鬼商事、スタイルアクト、一五不動産情報サービスの資料をもとにDeutsche Asset Management作成

今後の課題

第1、第2の矢である金融緩和や財政政策についてアベノミクス政策は一定の成果をもたらし、特に資産効果はほかの政権と比べても結果が顕著に出ている一方、課題も山積している。日銀による金融緩和で消費者物価指数の上昇率は2013年に一旦プラス圏へと転じたが、2014年4月の消費増税により物価上昇率は再びゼロ%付近に近づいた。足もとでは原油価格下落の影響もあって、エネルギー価格を含んだ消費者物価は構造的に上がりにくい構図にある。このため2%の物価目標は現実的ではなくなりつつあるといえる。

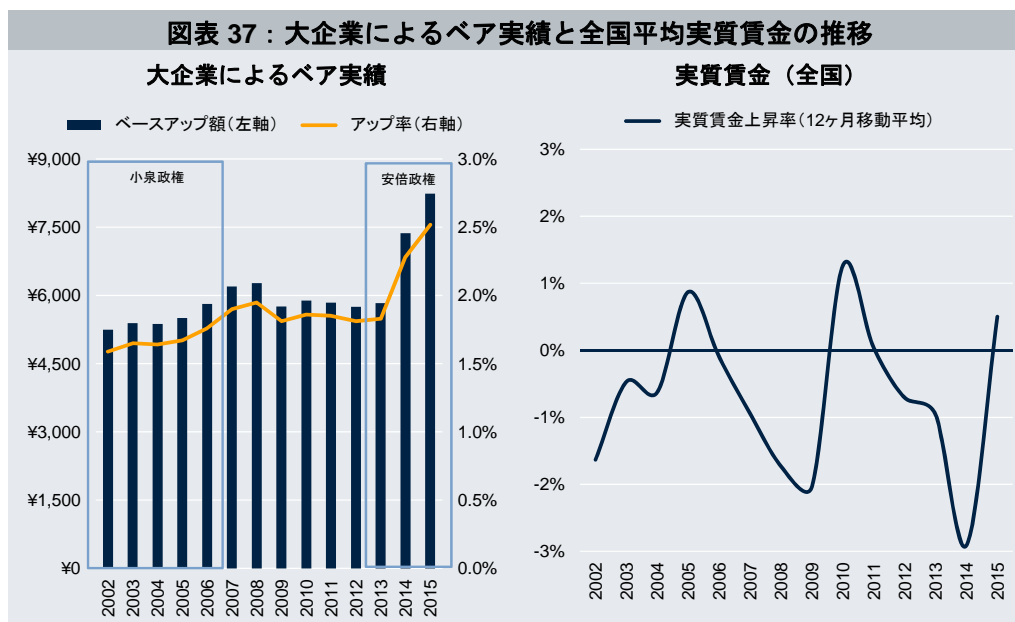
図表 36：消費者物価指数



出典：総務省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

労働者の賃金上昇をみても、安倍政権下で経団連を中心に大企業の賃金アップが図られ、この点は一定の成果が出たかに見えるが、厚生労働省が示す全国の実質賃金上昇率は2015年の統計でも依然としてゼロ%付近にある。これは、近年の失業率低下が派遣や契約社員を含む非正規雇用の増加によって賄われている部分が多く、大企業のベースアップがあっても全国平均の賃金上昇には結びつかないことが原因と思われる。尚、足元では景気に不透明感が増し、2016年の春闘では経団連も一律の基本給底上げには及び腰で、賃金引き上げは限定的になるとの見方が大勢を占める。

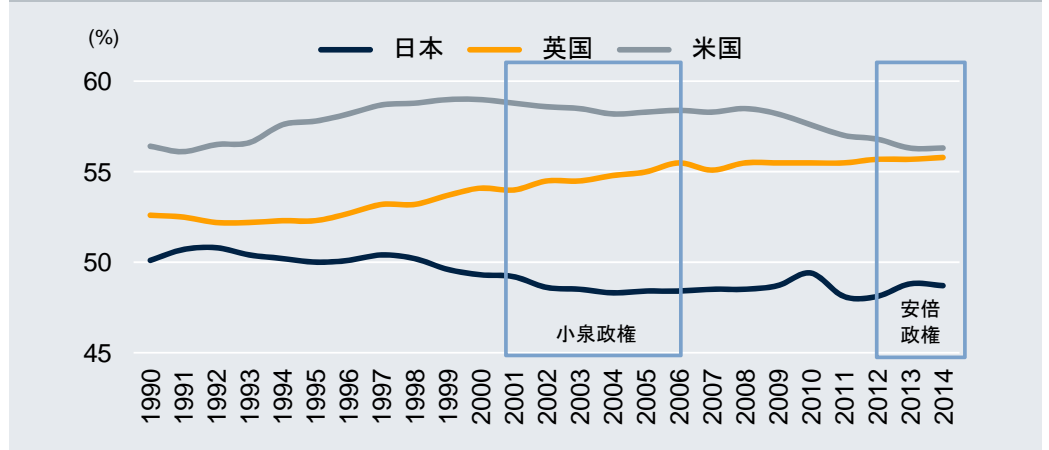
図表 37：大企業によるベースアップ実績と全国平均実質賃金の推移



出典：経団連、厚生労働省の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

アベノミクスの成長戦略の柱の一つである雇用の多様化もまだ道半ばである。女性の労働参加率は2014年末時点で48%とこれまでほとんど伸びておらず、OECD諸国では最低水準となっている。各自治体における待機児童問題はなかなか改善がみられないうえ、共働き世帯を支援する家事代行サービスの普及も進んでおらず、女性の社会進出を促す社会システムの整備は遅れている。

図表 38：女性の労働参加率の推移



出典：世界銀行の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

まとめ

アベノミクス政策のうち金融政策と財政政策についてはこれまで示した通り多くの実績が出ている。過去3年で国内景気も一応の改善傾向を示しており、企業業績や各種不動産指標については小泉政権時代と比較しても大幅な改善が認められる。もっとも、金融政策については仮に今後第3弾の追加緩和があってもこれまでの緩和ほどの大きな効果は期待できず、今後はむしろ大きく膨らんだ日銀の国債保有残高が懸念点としてクローズアップされるとの見方もある。政府・地公体の公的債務残高はすでに先進国で最悪の状態にあるだけに、減税などを含む今後の財政政策のカードは限られる。

社会的にみても高齢世帯を中心とする富裕層はアベノミクスによる株や不動産価格上昇の恩恵を受け、大企業では賃金上昇もみられたが、一方若者を中心とする低所得層は住宅価格の上昇により持ち家を持つことができず、さらに非正規労働の拡大などの影響で雇用も安定しないため、世代間格差は拡大する傾向にあるとの批判も根強い。

政府は2015年9月にアベノミクス「新3本の矢」を公表し、2020年までにGDP 600兆円を目指すこと、育児環境の改善、社会保障の充実、法人減税⁷などが盛り込まれているが、これら政策の具体的な実現性については議論の余地がある。少子高齢化、膨れ上がる社会保障費による歳出の拡大に加え、2017年4月に予定されている消費税の10%への引き上げも景気に対しては逆風となる。

女性労働参加率が伸び悩んでいることからわかる通り、成長戦略の実現には多くの難題があり容易に達成できるものではない。さらに2016年に入って、世界的な株式市場の下落、中国をはじめとする成長市場の減速が進んでおり、新3本の矢を掲げたアベノミクスは正念場を迎えているといえる。

⁷ 政府は法人実効税率を現在の32.11%から2016年度に20%台へ引き下げの方針。法人税は既に2011年度の39.54%から現在の32.11%へ段階的に引き下げられている。

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	アベノミクスの過去3年を検証する

免責事項

重要なお知らせ

著作権表示©2016 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ビークルの投資結果に応じて、インセンティブ収益を得ている可能性があり、現在得ていなくても今後得る可能性があります。当社の関連会社は本レポートに掲載された金融商品・証券等についてマーケットメイクを行っている場合があります、また自己勘定取引・デリバティブ取引をこれまでに行った、あるいは今後行う場合があります。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の投資商品の推奨や投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼できる情報をもとに 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、見直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。

D-160127-1

Office Locations:

Chicago

222 South Riverside Plaza
26th Floor
Chicago
IL 60606-1901
United States
Tel: +1 312 537 7000

Frankfurt

Mainzer Landstraße 178-190
60327 Frankfurt am Main
Germany
Tel: +49 69 71909 0

London

Winchester House
1 Great Winchester Street
London EC2A 2DB
United Kingdom
Tel: +44 20 754 58000

New York

345 Park Avenue
24th Floor
New York
NY 10154-0102
United States
Tel: +1 212 454 6260

San Francisco

101 California Street
24th Floor
San Francisco
CA 94111
United States
Tel: +1 415 781 3300

Singapore

Floor 20
One Raffles Quay
South Tower
Singapore 048583
Tel: +65 6538 7011

Tokyo

Floor 18
Sanno Park Tower
2-11-1 Nagata-cho
Chiyoda-Ku
Tokyo
Japan
Tel: +81 3 5156 5000

グローバル・リサーチ・チーム

グローバル

Mark Roberts
Head of Research & Strategy
mark-g.roberts@db.com

Jaimala Patel
Quantitative Strategy
jaimala.patel@db.com

北米

Kevin White
Head of Strategy, Americas
kevin.white@db.com

Brooks Wells
Head of Research, Americas
brooks.wells@db.com

Ross Adams
Industrial Research
ross.adams@db.com

Erin Patterson
Office Specialist
erin.patterson@db.com

Bradley Doremus
Apartment Research
bradley.doremus@db.com

Silverio Vasquez
Quantitative Research
silverio.vasquez@db.com

Aaron Heffernan
Liquid Real Assets Research
aaron.heffernan@db.com

Zachery Wade
Property Market Research
zachery.wade@db.com

Ana Leon
Retail Research
ana.leon@db.com

欧州

Simon Wallace
Head of Research, Europe
simon.wallace@db.com

Matthias Naumann
Head of Strategy, Europe
matthias.naumann@db.com

Tom Francis
Property Market Research
tom.francis@db.com

Farhaz Miah
Property Market Research
farhaz.miah@db.com

Gianluca Minella
Infrastructure Research
gianluca.minella@db.com

Martin Lippmann
Property Market Research
martin.lippmann@db.com

アジア太平洋

Koichiro Obu
Head of Research & Strategy, Asia Pacific
koichiro-a.obu@db.com

Natasha Lee
Property Market Research
natasha-j.lee@db.com

Minxuan Hu
Property Market Research
minxuan-a.hu@db.com