

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 3 四半期

2016 年 7 月



目次

1	まとめ	3
2	経済・金融・投資家動向	4
2.1	マクロ経済情勢	4
2.2	不動産投資市場・価格	6
2.3	J-REIT	10
3	不動産ファンダメンタルズ	12
3.1	オフィス	12
3.2	商業施設	15
3.3	住宅	16
3.4	物流施設	17
4	特集: マイナス金利がもたらす地殻変動	18
4.1	はじめに	18
4.2	上場 REIT 市場への影響	19
4.3	機関投資家への影響	21
4.4	個人投資家への影響	21
4.5	住宅市場への影響	22
4.6	今後の考察	23
	バックナンバー	24

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ツェ・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）よりドイツェ・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。

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

ドイツェ・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。2016年第2四半期の実質GDPは、企業や家計の先行き不安感が強まってきたため0.2%程度の低成長になったものと予想されている。英国によるEU離脱の国民投票の結果を受けて円高傾向が強まり、自動車などの輸出産業の景況感が悪化しているため、GDP成長率は2016年通期で0.4%程度の伸びにとどまるものと予想される。

2016年6月までの12ヶ月間における不動産売買高は約4.3兆円と前年同期比約18%の減少となった。一方、マイナス金利政策の後押しを受けて、2016年1月-6月のJ-REITによる取得は約1.0兆円と全体の6割以上を占めるなど、J-REITの取引占有率が極めて高くなっている。

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。2016年6月末時点の都心5区のオフィスビルの平均空室率は4.1%と2ヶ月連続の改善となり、2010年以来の低水準となった。空室率は需給均衡の目安となる5%を12カ月連続で下回っており、オフィス需要の底堅さが現れている。

2016年1月-6月の訪日外国人数は前年同期比で28.2%の増加、訪日ブームが起きる前の2年前と比べると87.1%増の1,171万人となった。これに伴い消費額も同時期3.8兆円と過去最高となったが、直近3四半期は円高の影響もあり拡大ペースが減速している。2016年第1四半期の都心商業施設の賃料は新宿で上昇したものの、それ以外の地域では横ばいまたは軟調に推移した。

2016年第2四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7.3%増の5,699万円と過去20年で最高の水準で高止まりしている。販売価格の上昇が影響して供給戸数は前年同期比13.5%減の8,030戸と3四半期連続で前年同期比割れ、契約率も70%を下回っており低迷している。住宅ローン金利の低下もあるものの、一方で円高により外国人投資家の需要も一巡しており、今後は価格が横ばいかやや軟調に推移していく可能性がある。

物流施設では東京圏で大型施設の新規供給が続き、2016年第1四半期の平均空室率は4.6%、大阪圏は1.4%と前期比やや改善か横ばいとなった。平均賃料は新規供給の影響を受けて東京圏で前期比2.0%の下落、大阪圏では同1.2%の下落と3四半期連続で下落した。2016年半ばにかけて東京圏、大阪圏いずれにおいても高水準な供給が予定されているため、空室率は年末にかけて上昇傾向が続くものとみられる。

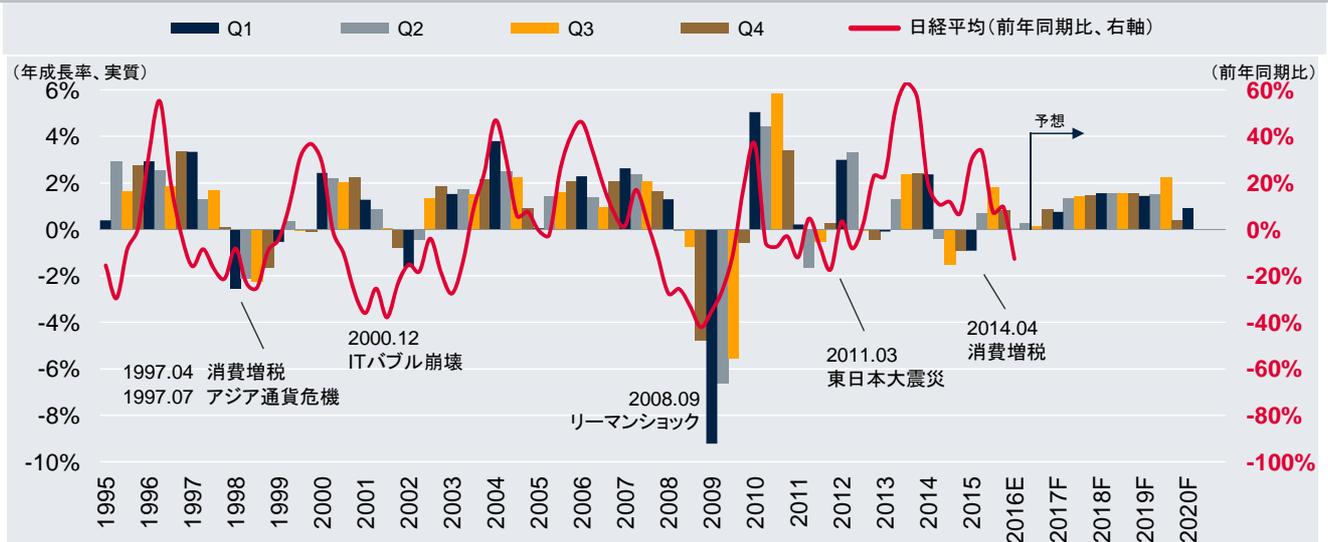
特集 マイナス金利がもたらす地殻変動: 本章では日本をはじめとする世界24カ国(6つの中央銀行)で実施されているマイナス金利政策の影響を分析した。マイナス金利の経済的な効果については依然として議論の余地が残るものの、マイナス金利は投資家の投資行動やポートフォリオ戦略に根本的な変化をもたらしており、利回りを求めてオルタナティブ資産に資金が流れ込む動きが強まっている。特にその影響が大きいのが、長期国債金利がマイナス圏に転じているスイスと日本の投資家で、各機関投資家は抜本的なポートフォリオの見直しや国際分散投資に乗り出すなど、地殻変動ともいえる大きな動きが出てきている。さらに個人投資家向けのオルタナティブ商品にも兆円単位の資金が流れ込んでおり、その影響はグローバル市場に及んでいる。

2 経済・金融・投資家動向

2.1 マクロ経済情勢

2016年第2四半期の実質GDPは、企業や家計の先行き不安感が強まってきたため0.2%程度の成長にとどまった可能性がある。英国によるEU離脱の国民投票の結果を受けて円高傾向が強まり、企業の想定為替レートから大きく離れはじめているため、自動車などの輸出産業の景況感が悪化している。日本経済の成長率も下方修正されており、2016年は0.4%程度の伸びになるものと予想されている。

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

日銀短観による2016年6月の業況判断指数DI(国内大企業・全産業ベース、黄線)は2016年3月からほぼ横ばいの12となった。国内外の需要低迷に加え、円高が進んだ影響で輸出関連企業の景況感が悪化した一方、市況改善などを背景に素材関連企業が持ち直した。ただし本調査には6月末の英国によるEU離脱決定の影響は織り込まれていないため、今後は悪化していく懸念がある。2016年5月の景気動向指数先行CI(青線)は100.0で前期比1.0ポイント増とやや持ち直した。

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

6月末に英 EU 離脱決定などに伴う世界的なリスクオフの流れや米国での利上げ観測の後退を受けて、日経平均は15,000円台前半へ一旦弱含んだ。その後7月の参院選の勝利で、政府による経済対策や日銀による追加金融緩和への期待が高まったため、株価は16,000円台後半まで回復した。円相場も6月末に一時1ドル=99円台まで強含んだ後、7月下旬には107円台まで円安に戻り落ち着きを取り戻したが、依然として2年来の円高水準となっている。

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

6月末の英 EU 離脱決定をうけたリスクオフの流れから国債が買われており、10年物国債の利回りは2016年7月末現在-0.25%前後で推移している。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-0.4%、食料及びエネルギーを除いた指数(日銀版コアコア CPI)は0.6%で推移している。2017年にはコア CPI が1%程度まで上昇する可能性があるものの、日銀が目標とする2%の達成時期は順次先送りされている。

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

2.2 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¹の状況は引き続き良好である。日銀短観によると 2016 年 6 月の金融機関の不動産・大企業向け貸出態度 DI(黄線)は前期比横ばいだったものの、2016 年 3 月の不動産業の設備投資向け新規融資額に前年同期比 16%増加した。足元で一部の取引価格が過熱感を増しており、投資家もレンダーも新規案件に対してはやや慎重な姿勢を示す例がみられる。

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

2016 年 6 月までの 12 ヶ月間における不動産売買高は約 4.3 兆円と前年同期比 18%の減少となっており、キャップレートの低下や取引対象となる物件の枯渇が影響したものと思われる。都心を中心に取引利回りは引き続き低下傾向にあり過熱感が出ている一方、周辺部では入札価格が売り主の希望価格に満たずに取引が成立しない事例も散見された。このような中、マイナス金利政策の後押しを受けて 2016 年 1 月-6 月の J-REIT による取得は約 1.0 兆円と半期でみれば取引全体の 6 割以上を占めた。

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



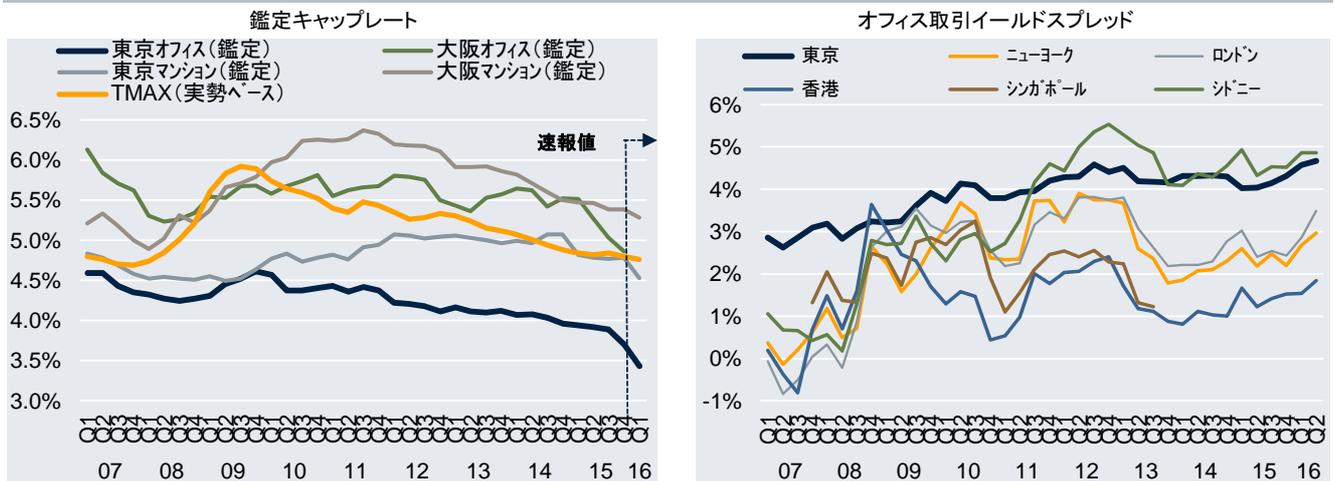
E: Deutsche Asset Management 推定値

出典: 日本銀行、都市未来研究所、Real Capital Analytics のデータをもとに Deutsche Asset Management 作成

¹ 一般的なJ-REITのLTVは40%程度であるのに対して、金融機関は概ね50-60%程度まで許容している。

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 2016 年 3 月期に 4.76%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 3.43%(速報ベース)と統計開始以来で最低の水準となった。マイナス金利政策の影響を受けてキャップレートの低下は地方やオフィス以外のセクターにも波及しており、東京や大阪のマンションでも前年同期比 20-30bps 程度の低下となった。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)は国債金利の低下もあって前期比 10bps 増の 470bps と引き続き世界的に高い水準を維持しており、スプレッドが 300-350bps 程度のニューヨークやロンドン、180bps 強の香港など他の都市とは対照的となっている。

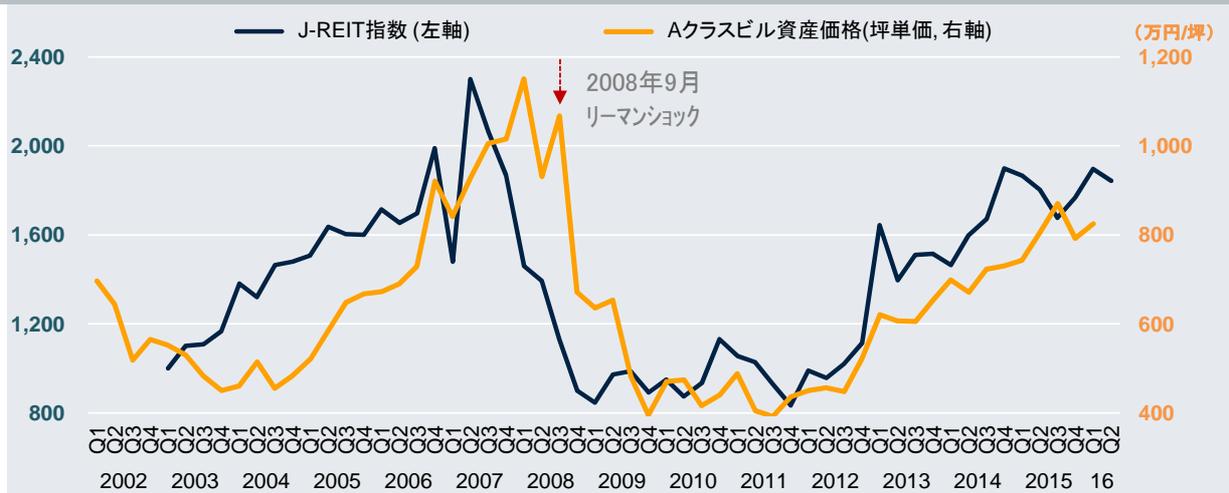
図表 7: 鑑定キャップレートと世界主要市場のオフィス・イールドスプレッド



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

2016 年第 2 四半期の東証 REIT 指数は前期比 3%の減少となり、7 月に入っても 1,800 ポイント台半ばでもみあっている。英国での EU 離脱問題を受けて一時 1,730 ポイントまで下落したものの、翌週には離脱決定前の水準まで盛り返すなど底堅さを示した。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 2016 年 3 月の床単価²インデックスは 825 万円/坪と前年同期比で約 11%の上昇となったものの、資産価格は 2008 年のピーク時より依然 28%ほど低い水準にある。資産価格は REIT 指数を 1 年遅れで追いかける展開が続いていることから、今後価格はもう一段強含む可能性がある。

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

² 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 による取引が再び活発化しつつある。最も高額だった取引はヒューリックによるホテルグランパシフィック LE DAIBA の取得(推定 670 億円)で、続いてスターアジア投資法人の新規上場に伴うポートフォリオの取得(615 億円)となった。単価が最も高額だったのはジャパンエクセレント投資法人によるマンサード代官山の取得(114 億円)で、床単価は 1 平米当たり 136 万円(1 坪当り 449 万円)、最もキャップレートが低かったのも同物件で 4.0%³となった。今期はホテルグランパシフィックをはじめホテルの取引が活発であり、引き続き J-REIT や海外勢を中心にホテルセクターへ対する強い関心が伺える。

図表 9: 2016 年 4 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	晴海アイランドトリンスクエア オフィスタワーY	推500	1.01	-	中央	16年7月	イテラ・キャピタル(中)
	品川シーサイドイーストタワーなど5物件	492	0.58	4.5%	品川	16年6月	インベスコオフィス・ジェイリート
	MG池之端ビルなど計8物件	209	0.66	4.3%	東京ほか	16年5月	いちごオフィスリート
	錦糸町フライトタワー	推156	0.54	-	江東	16年6月	インベスコオフィス・ジェイリート
	マンサード代官山	114	1.36	4.0%	渋谷	16年6月	ジャパンエクセレント投資法人
	大阪西本町ビルなど計5物件	84	0.26	5.6%	大阪ほか	16年5月	いちごオフィスリート
	フォーキャスト堺筋本町	90	0.55	-	大阪	16年3月	トイチェアセット(ドイツ)
	本町セントラルオフィス	9	0.43	-	大阪	16年2月	強楓控股(シンガポール)
	オリナスタワー	-	-	-	墨田	16年4月	ネットライフ(米)
	梅田ゲートタワーの88%	-	-	-	大阪	16年3月	フェニックス・プロパティ(香港)
	Onze1852	-	-	-	中央	16年3月	兆望(香港)
	日立リニュー・シオンス・タワーB	-	-	-	品川	16年1月	モルガン・スタンレー(米)
商業	ホームセンターコーナン砂田橋店など計7物件	271	0.35	5.1%	愛知ほか	16年3月	ケネディス商業リート
	ららぽーと新三郷の持分50%	151	0.22	5.0%	埼玉	16年7月	フロンティア不動産投資法人
	モラージュ佐賀、フィール旭川	61	0.08	-	佐賀ほか	16年3月	クリサス・リテール(シンガポール)
物流	GLP・MFLP市川塩浜	155	0.30	4.6%	千葉	16年6月	GLP投資法人
住宅	賃貸マンション20物件	516	-	5.3%	大阪ほか	16年7月	サムティ・レジデンシャル投資法人
	Daffitto難波東	-	-	-	大阪	16年3月	アクサ(フランス)
ホテル/ヘルスケア	ホテルグランパシフィック LE DAIBA	推670	-	-	港	16年5月	ヒューリック
	ホテルビスタグランデ大阪など計3物件	472	-	5.0%	大阪ほか	16年7月	ジャパン・ホテル・リート
	浦和ロイヤルパインズホテル	175	-	5.8%	埼玉	16年4月	ユナイテッド・アーバン投資法人
	ホテルサンプラザ堺ANNEX	112	-	5.6%	大阪	16年3月	新龍国際(香港)
ポートフォリオ	シルバー・ハイツ羊ヶ丘	11	0.12	-	北海道	16年3月	パークウェイ・ライフ(シンガポール)
	アサヒビルディングなど計18物件	615	-	-	東京ほか	16年4月	スターアジアREIT(新規上場)
	Landport柏沼南など計10物件	157	0.21	-	千葉ほか	16年5月	野村不動産マスターファンド
開発用地	旧農林中央金庫札幌支店	推80	0.66	-	北海道	16年6月	森トラスト

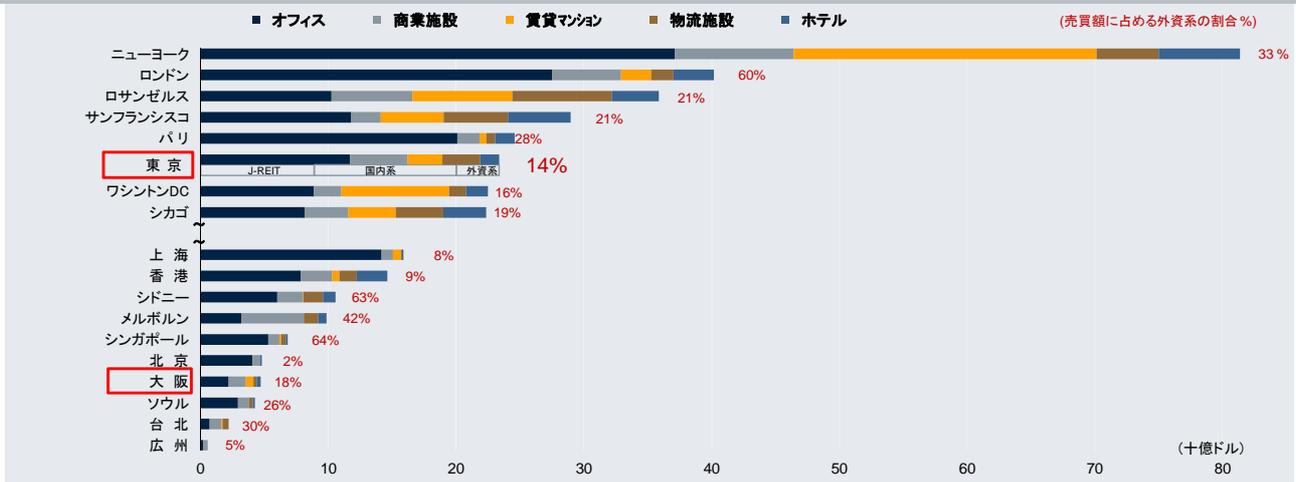
注: 取得主が黄色は J-REIT による取得、グレーは外資系による取得を示したものです。個別の物件や企業名はあくまでも参考として記載したもので、その企業の株式や証券等の売買を推奨するものではありません。取得額は推定値を含みます。一部の取引は完了しておらず、優先交渉権が与えられただけのものも含まれます。

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

³ 日経不動産マーケット情報によれば、実際の賃料相場などを勘案した推定利回りは 3.4%。これ以外にも東京や大阪、名古屋などで複数の取引のキャップレートが 4%以下だった模様。

2016年6月末までの過去12ヶ月間の収益不動産取引額⁴を都市別にまとめると図の通りで、東京の取引額は約233億ドルとドルベースで前期比ほぼ横ばいとなった。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、パリに次いで世界第6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。過去1年間のJ-REITによる物件取得は全体の38%、外資勢による取得は同14%とみられる。大阪の取引額は同期間で約47億ドルと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第8位となり、北京、ソウルなどアジア主要国の首都に肩を並べている。

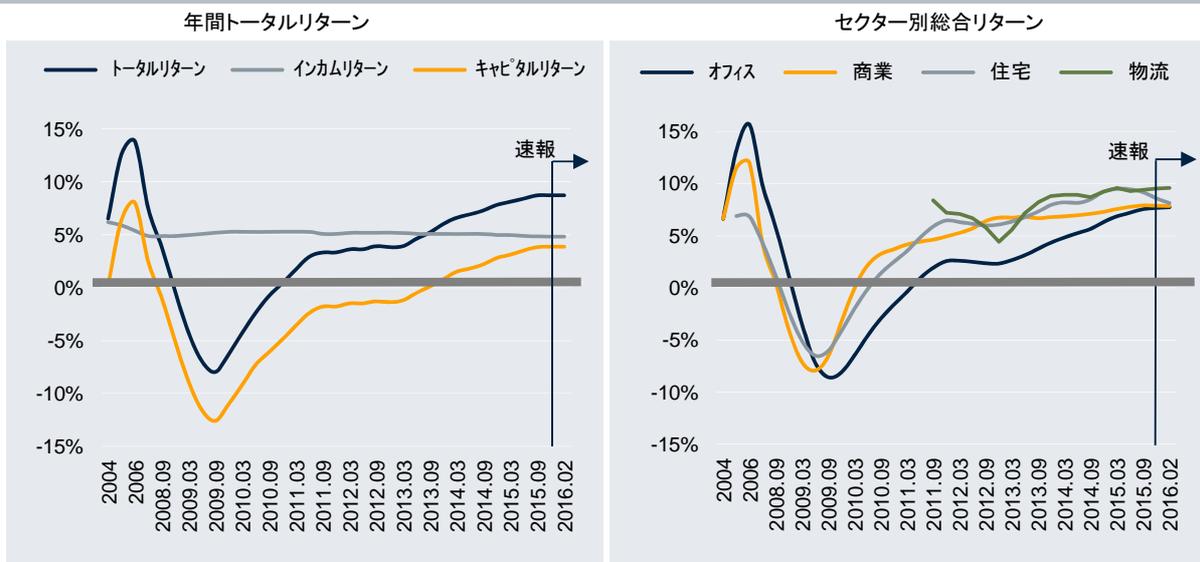
図表10: 世界の都市別収益不動産売買取引額ランキング (過去12ヶ月)



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⁵は2009年後半から上昇、2010年からプラスで推移しており、2016年2月は前年同期比0.6ポイント増の年8.7%(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0.8ポイント増の7.7%、商業施設は8.0%、物流施設は9.6%、住宅は8.4%といずれも堅調に推移した。

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

⁴ 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。
⁵ 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

マイナス金利の導入により投資家の間では株式市場と比べて相対的に利回りの高い REIT を再評価する動きが顕著になっている。年初より日経平均株価が 12% の下落となっているのに対し、東証 REIT 指数は 2016 年 7 月現在 1,850 ポイント前後で年初比 5.8% 上昇と比較的堅調に推移している。また、2016 年第 2 四半期は米国の利上げ観測が後退したことから、米国やシンガポールなど主要国の REIT 指数も堅調に推移した。

図表 12: REIT インデックス (短期推移と長期国際比較)



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

2016 年 5 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 14bps 下落の 3.32% (オフィス型 REIT に限れば 2.89%) となった。この間、日銀によるマイナス金利政策が導入されたため長期金利もマイナス圏へと突入しており、国債利回りとの差(スプレッド)も 343bps (オフィス型 REIT に限れば 300bps) へと広がった。分配金・配当スプレッドは米国 REIT、英国 REIT ともに 150-250bps 程度となっており、この利回りで比較すれば J-REIT の方が投資妙味が高いとみる投資家もいる。

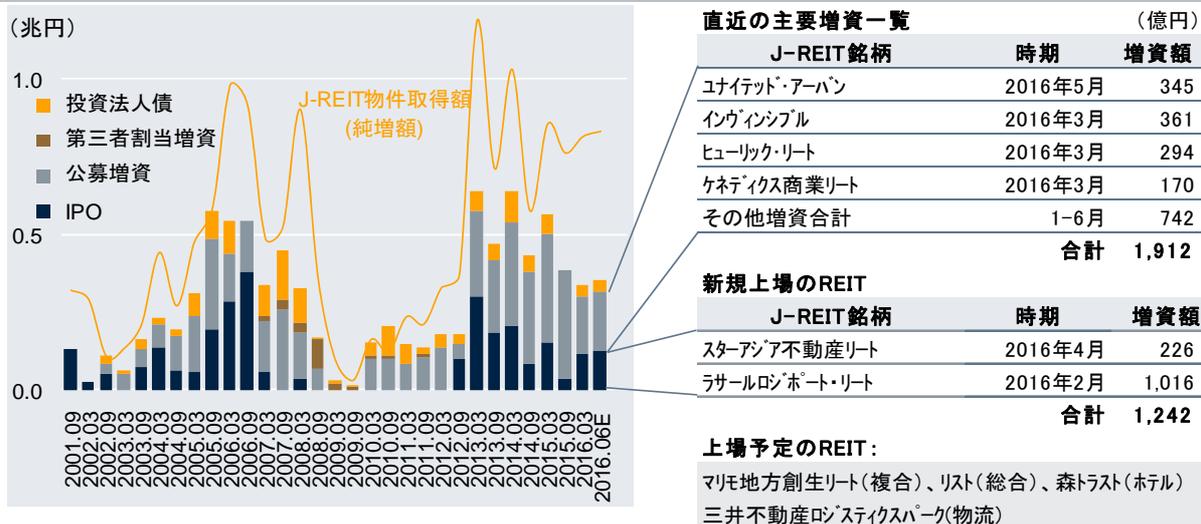
図表 13: J-REIT 分配金利回り



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

2016年1月-6月期の6ヶ月間でラサルロジポート投資法人など2銘柄の新規上場があったほか、インヴィンシブルなど8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3,150億円超、物件取得額は計9,600億円超(売却額を除いたネットでは8,300億円)とマイナス金利の後押しを受けてJ-REITによる取得が2月以降再び活発化しつつある。

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: 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1月-6月の不動産取引額は速報ベースで約1.4兆円と前年同期比約55%と大きく減少している一方、J-REIT の取引に占める割合は約69%にまで増加した。

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

2016年6月末時点の都心5区⁶のオフィスビルの平均空室率は4.1%と2ヶ月連続の改善となり、2010年以来の水準に再び近づいた。空室率はオフィスの需給均衡の目安となる5%を12ヶ月間下回っており、需要は底堅いとみられている。大手町フィナンシャルシティ・グランキューブや東京ガーデンテラス紀尾井町など大型の新築ビル供給があったものの、新築ビル計25棟の平均空室率は18.8%と前期比10ポイント以上の改善となった。

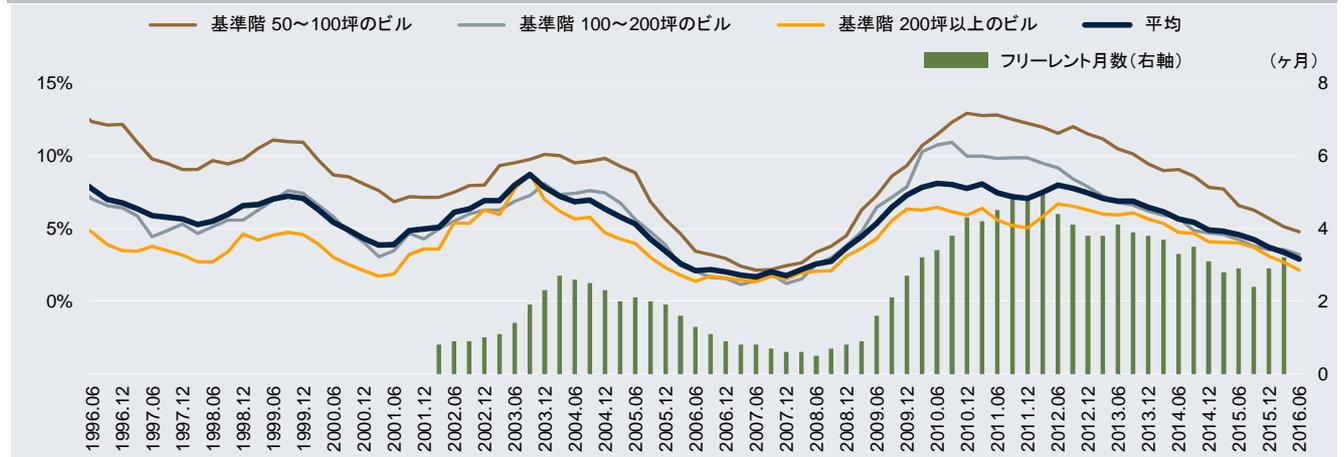
図表 16: 都心5区⁶の平均空室率と新築ビルの空室率の推移



出典: 三鬼商事(左段)、三幸エステート、各社公表資料(右段)をもとに 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。

2016年6月の東京都心3区⁶の基準階面積別オフィス空室率は概ね改善傾向にある。大規模ビル(基準階面積200坪以上)の空室率は前年同期比1.9ポイント改善し2.2%となったほか、基準階面積50-100坪クラスのビルで同1.8ポイント改善し4.8%となった。一方、これまで改善傾向にあったフリーレント期間は2016年3月で平均3.2ヶ月と2四半期連続で悪化していることから、価格交渉権が必ずしもオーナー側に渡っているとまではいえない構図が読み取れる。

図表 17: 東京都心3区⁶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

⁶ 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相関(正確には逆相関)関係がみられる。2016年3月の都心3区の基準階200坪以上のオフィス空室率は2.7%と自然空室率の5%を割っている。また、成約賃料も3期移動平均で約1年ぶりに上昇傾向に転じている。

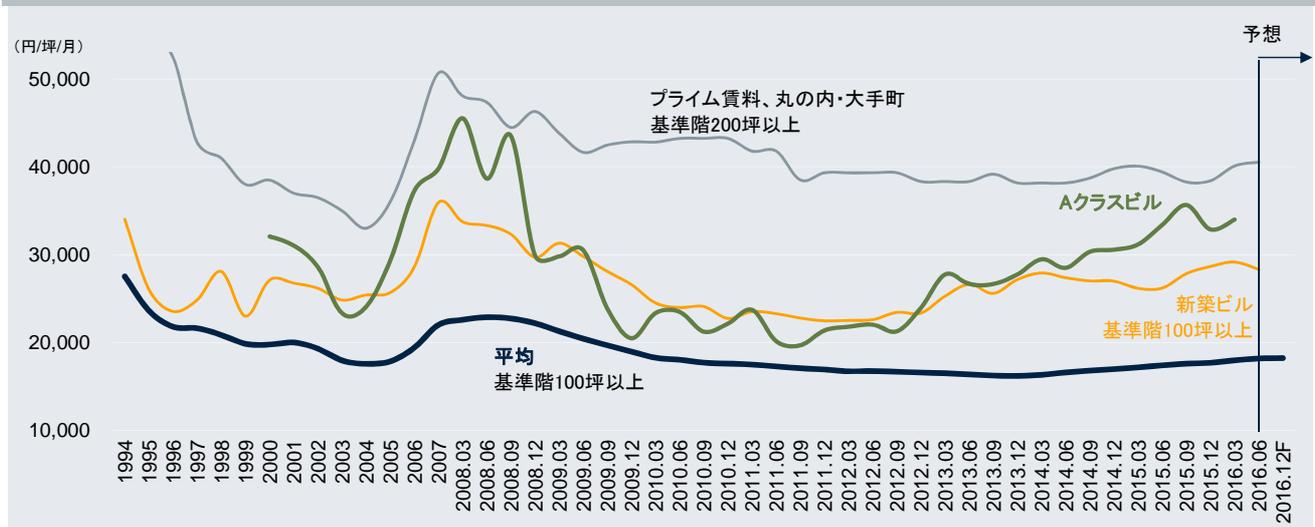
図表 18: 東京都心3区のオフィス空室率と成約賃料の推移 (基準階200坪以上)



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

東京都心部のビルは2016年第2四半期の基準階100坪以上のビルの募集賃料は前年同月比4.5%増と8四半期連続で回復となり、新築ビルでも平均募集賃料は前期比で減少したが、前年同月比では8.0%増(黄線)と4四半期連続で上昇した。一方、2016年初より急速に進んだ円高により前半は製造業を中心に企業業績の鈍化が見られ、賃料の回復スピードは年後半にかけてやや減速する懸念もある。

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

国内主要都市のオフィス空室率は東京以外で引き続き改善傾向にある。2016年6月の空室率は札幌が4.2%、福岡が5.6%、大阪が6.4%、名古屋が6.8%といずれも長期的な平均値である8%を下回り、とりわけ札幌と福岡は約15年ぶりの低水準となった。2016年第2四半期は福岡と名古屋で新規供給があったものの、地方都市では需要が堅調なうえ、2017年まで供給も限定的なため空室率はいましばらく堅調に推移していくものとみられる。

図表 20: 国内主要都市のオフィス空室率の推移



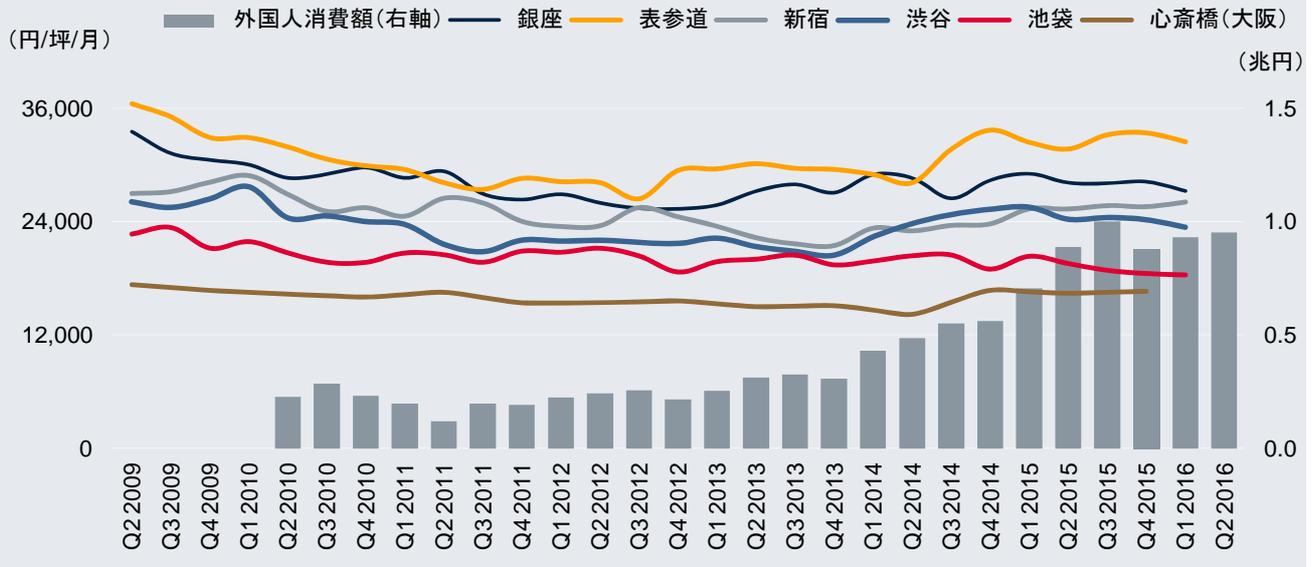
2016年以降			
ビル名	竣工	階数	延床㎡ (オフィス部)
大名古屋ビルヂング	2015/10	34	65,000
JPタワー名古屋	2015/11	40	80,000
JRJP博多ビル(福岡)	2016/4	12	24,000
シンフォニー豊田ビル(名古屋)	2016/6	25	15,444
JRゲートタワー(名古屋)	2017	46	45,030
中之島フェスティバルタワー・ウエスト(大阪)	2017	41	67,750
グローバルゲート・ウエスト(名古屋)	2017	36	計157,000
グローバルゲート・イースト(名古屋)		17	
錦二丁目計画(名古屋)	2018	21	45,586
新南海会館ビル(大阪)	2018	29	34,650
札幌創世1.1.1区	2018	28	35,112
梅田3丁目計画(大阪)	2019	40	120,000

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

2016年1月-6月の訪日外国人数は前年同期比で28.2%の増加、訪日ブームが起きる前の2年前と比べると87.1%増の1,171万人となり、過去最速のペースで1,000万人を超えた。これに伴い2016年6月末までの過去12ヶ月間の消費額も前年同期比39%増の約3.8兆円と過去最高となったが、直近3四半期は円高の影響もあり拡大ペースが減速している。2016年第1四半期の都心商業施設の賃料は新宿で1.9%の微増となったものの、それ以外の地域では横ばいまたは軟調に推移した。

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



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

2016年第2四半期の百貨店売上は株価の低迷による高級宝飾品の売上や円高の影響により訪日客向けの免税品売上が落ち込んだことで、東京・大阪の売上高は前年同期比で2.6%の減少だった。コンビニの売上高は0.8%と伸びたものの、チェーンストアは1.4%の減少、ショッピングセンター(政令指定都市)も1.3%の減少となった。

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

2016年第2四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7.3%増の5,699万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、過去20年で最高の水準で高止まりしている。一方、販売価格の上昇が影響して供給戸数は前年同期比13.5%減の8,030戸と3四半期連続で前年同期比割れ、契約率も70%を下回っており低迷している。マイナス金利の影響で住宅ローン金利も低下した一方、年初から進んでいる円高により外国人投資家の需要も一巡しており、今後は価格が横ばいかやや軟調に推移していく可能性がある。

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

2016年第2四半期の東京3区の高級賃貸マンションの募集賃料(黄線)は前年同期比2.8%増と2四半期ぶりに増加に転じた。23区の募集賃料(茶線)は年初より堅調に伸びており、第2四半期は2.4%増となった。

図表 24: 東京都心における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

3.4 物流施設

物流施設では東京圏で大型施設の新規供給が続き、2016年第1四半期の平均空室率は4.6%、大阪圏は1.4%といずれも前期比強含みか横ばいとなった。平均賃料は新規供給の影響を受けて東京圏で前期比2.0%の下落、大阪圏では同1.2%の下落と3四半期連続で下落した。

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 10,000m² 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

2016年の東京圏の賃貸物流施設の供給量は1.7百万平方メートル、大阪圏でも0.7百万平方メートルと、いずれも過去最高の新規供給水準となる見込みである。このため2018年に供給が落ち着くまでは今後6-12ヶ月ほどは需給調整期に入る可能性があり、東京圏・大阪圏とも空室率は上昇に向かう見込み。

図表 26: 賃貸物流施設の新規供給及び空室率推移



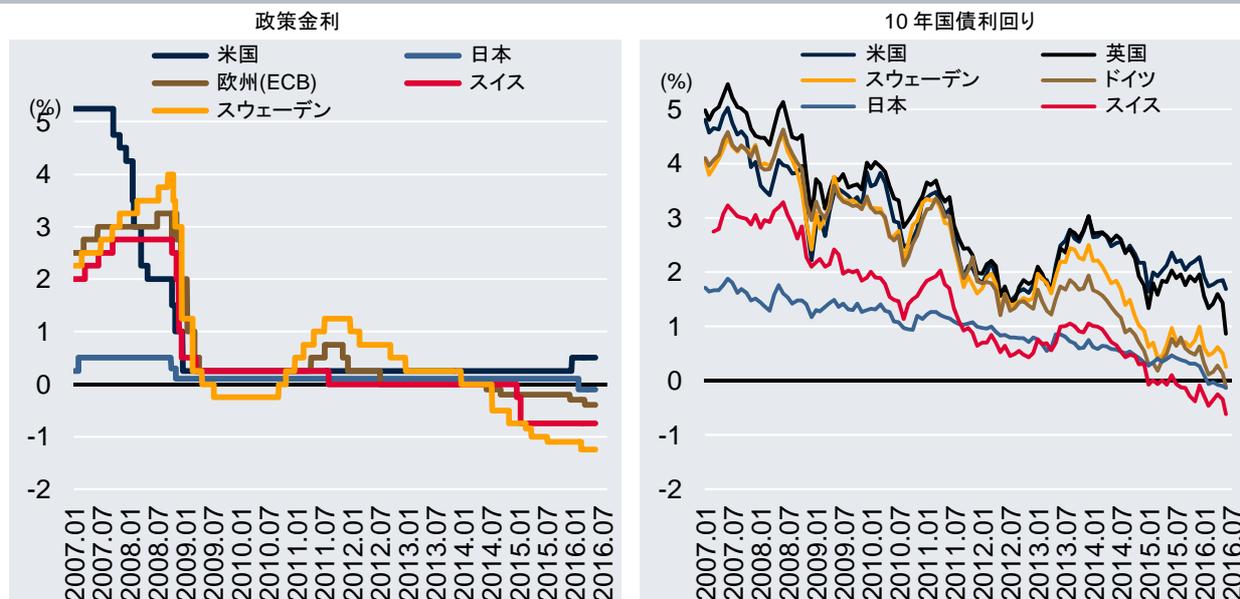
F: 予想値(日経不動産)
 出典: 一五不動産情報サービス、日経不動産マーケットの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

4 特集: マイナス金利がもたらす地殻変動

4.1 はじめに

2012年7月にデンマークが世界に先駆けてマイナス金利に踏み切って以降、これまで欧州中央銀行(ECB)、スイス、スウェーデンなどで導入されている。日本銀行も2016年1月に初めて同政策の実施に踏み切り、直近のハンガリーを含めると6月末現在、全世界で6つの中央銀行、計24ヶ国⁷がマイナス金利政策を採用している。

図表 27: 各国の政策金利と国債利回り推移



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

マイナス金利の経済的な効果については依然として議論の余地が残るものの、マイナス金利は投資家の投資行動やポートフォリオ戦略に地殻変動ともいえる根本的な変化をもたらし始めている。特に10年物の国債金利がマイナス圏にあるスイス、日本の投資家はその典型例で、6月に入って長期金利がマイナス圏へ突入したドイツもこれに追随している。投資家の主なトレンドとしては以下通り。

- オルタナティブ投資の拡大:** 国債利回りの低下を受けて一部の投資家は、高い利回りを求めて不動産やインフラを始めとしたオルタナティブ投資への配分を高め、兆円単位で資産配分の見直しを進めている。不動産への投資は実物投資に留まらず、上場 REIT、各国の上場 REIT を組み込んだ投資信託(REIT 投信)、ドイツでは不動産オープンエンド・ファンドなど様々な形式がある。
- グローバル分散の進展:** マイナス金利の国の投資家はより高い利回りを求めて資金を海外へ分散する傾向があり、当該国にとってみれば、これは自国からの資金流出を意味する。REIT 投信を通じた日本からの個人投資家の海外への投資額(日本からの資金流出)は半年で1兆円を超える水準となっており、今後その勢いがさらに強まっていく可能性がある。

これらの傾向は機関投資家のみならず、個人投資家においても同様の傾向がみられる。グローバル分散投資を通して、マイナス金利の影響は世界中に広がってきており、米国や英国をはじめとしたプラス金利の国にもその影響がみられる。

⁷ ドイツやフランスなどユーロを導入している19ヶ国を含む。

4.2 上場 REIT 市場への影響

本邦の投資家は、2016年1月に日銀がマイナス金利導入の発表をしたその日を境に大きく反応している。マイナス金利の発表日から J-REIT 指数は日経平均を常に上回っており、7月15日現在、日経平均が年初来マイナス13%で推移しているのに対し、J-REIT は+6%と大きく上回っている。6月には英国の EU 離脱のニュースを受けて日経平均が一時10%超下げた一方、J-REIT 指数はすぐに値を戻し、離脱決定前の水準を上回っている。10年国債の利回りは7月末現在-0.25%となっているのに対して、J-REIT は平均分配金利回りが3.3%超と依然として高いことや、低金利の影響でファイナンスコストが低下していることも J-REIT 株価のバリエーションには追い風となっている。

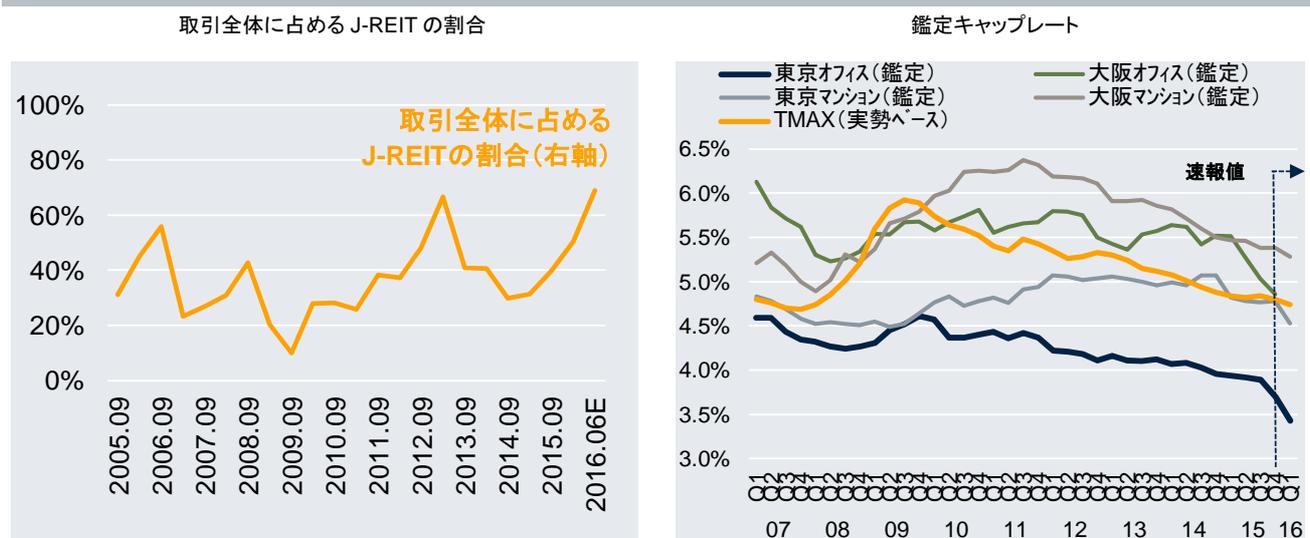
図表 28: 東証 REIT 指数と日経平均推移



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

J-REIT 指数の上昇により、J-REIT 各社による物件取得の動きも再び強くなってきている。2016年1月-6月までの取引量のうち、J-REIT による取引は市場全体の6割強を占めた。これら J-REIT による強気の取引価格により、不動産市場ではもう一段のキャップレート低下が見られ、マイナス金利の影響が市場全体に広がりつつあるといえる。

図表 29: 取引に占める J-REIT の割合と鑑定キャップレート



出典: Association for Real Estate Securitization, TMAX, Real Capital Analytics, Bloomberg の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

日本と同じ傾向はマイナス金利を導入している他の国においてもみられる。例えばスウェーデンでは、2015年夏に10年国債利回りが0.5%まで落ち込んで以来、上場不動産株式指数は総合株価指数を上回っており、その差は鮮明になっている。

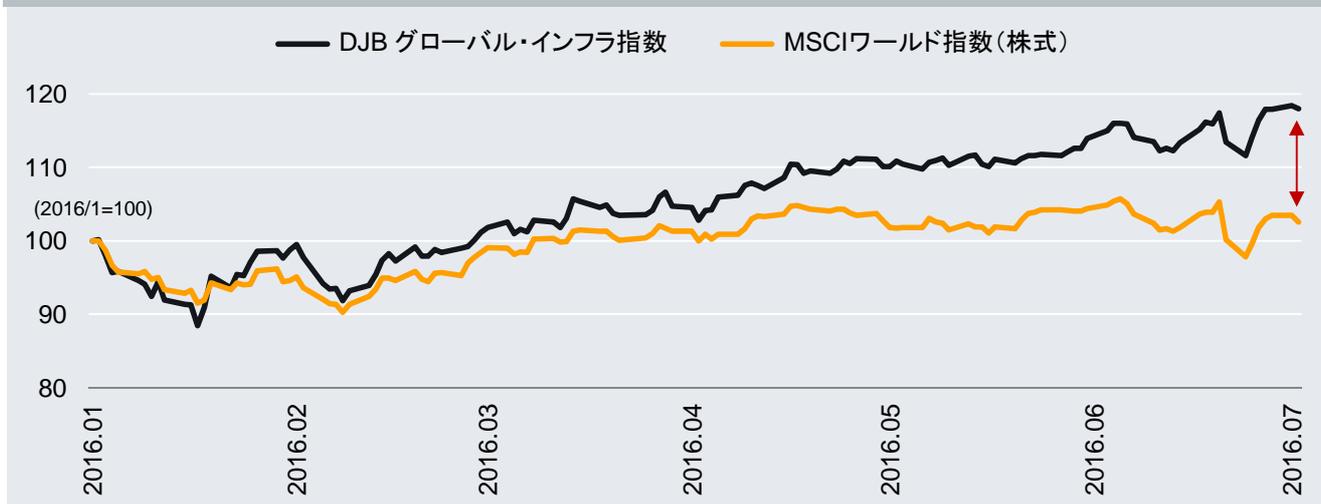
図表 30: スウェーデンの株価指数



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

米国の利上げ観測が後退したことで、インフラ指数も不動産指数と似たような動きになってきている。米10年国債利回りは1.5%前後であるのに対して、ダウジョーンズ・ブルックフィールド・グローバル・インフラ指数(米ドル建)の平均利回りは4.4%超で両者のスプレッドは290bps以上になっている。金利の低下で資産利回りの魅力が高まっていることやファイナンスコストの低下などが好感され、今年に入ってからインフラ指数のパフォーマンスは株式指数を一貫して上回っている。

図表 31: グローバルインフラ株指数とグローバル株式指数



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

4.3 機関投資家への影響

このような中、主要な機関投資家は資産ポートフォリオの見直しを進めており、海外不動産やインフラなどオルタナティブ投資を増やす計画を次々と発表している。特に長期金利がマイナス圏に突入した15年1月以降のスイスや16年2月以降の日本ではこの傾向が顕著である。過去、日本の大手年金基金はオルタナティブ投資に限定的だったが、報道によると今後数年間にわたり、オルタナティブ投資に数兆円単位で投資していくことを計画している基金も複数みられ、長期金利がマイナスとなったことをきっかけに投資家の運用方針に大きな地殻変動が起きていることがうかがえる。

図表 32: スイス及び日本の機関投資家の投資計画の事例

国	種別	投資計画	出典
スイス	機関投資家	不動産投資は長期的に安定したリターンが見込める(4-7%程度)。優良な立地での物件取得、そしてグローバル分散投資を今後も続けていく。	会社資料 2015年7月
	保険会社	2015年には引き続きバランスの取れた資産配分投資を続けていく。2014年に株式及びヘッジファンドへのエクスポージャーを減らしたうえで、不動産投資への配分を0.7%増やした。	会社資料 2015年12月
	保険会社	スイス国外の不動産に全体ポートフォリオの4%、さらに3%は新興国債(主要国通貨建)に再投資	Top 1000 funds誌 2016年2月
日本	保険会社	主要生損保14社の2016年度の運用計画で、外国債券などへの投資額が計5兆円を超える。	日経新聞 2016年5月
	年金基金	約140兆円の年金資産のうち、国内外の不動産、インフラや未公開企業などの代替投資に占める割合を現状の0.04%から、今後は最大で資産の5%(約7兆円)までリスク運用を増やす。	日経新聞 2016年6月
	銀行	今後5年程度で国内外の不動産、インフラや未公開企業などの代替投資に最大6兆円を振り向ける。	日経新聞 2016年6月
	保険会社	2016年度内に82兆円の運用資産の最大1%程度を海外の高利回り社債や銀行の融資債権に振り分ける他、海外の未公開株式や不動産など代替資産への投資も検討する。	日経新聞 2016年7月

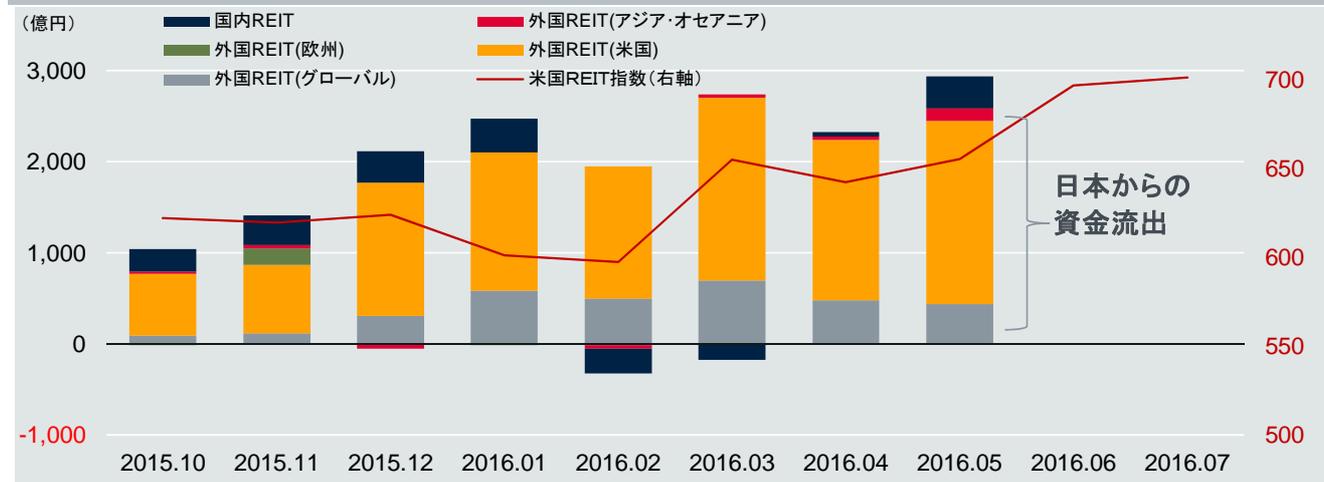
出典: Deutsche Asset Management 作成

4.4 個人投資家への影響

マイナス金利の影響は機関投資家だけにとどまらない。投資商品の利回りが下がる中で、個人投資家の間では配当利回りが高い REIT 投資信託(各国の上場 REIT を組み入れた金融商品)の人気の高まっている。2016年にマイナス金利政策が発表されて以降、海外 REIT に投資する米国やグローバル REIT 投資信託への資金流入が増えている。個人投資家を主体とする海外 REIT 投資信託への投資額は2016年以降、半年間の合計で実に1兆円を超えたとみられる。

日本からの資金流入によってその影響は世界にも拡散している。図表 33 の赤線にみられる通り、米国 REIT 指数は年初から16%上昇しており、金利の先高観が後退したことに加え日本の個人投資家による資金流入が米国の相場を下支えしているものとみられる。

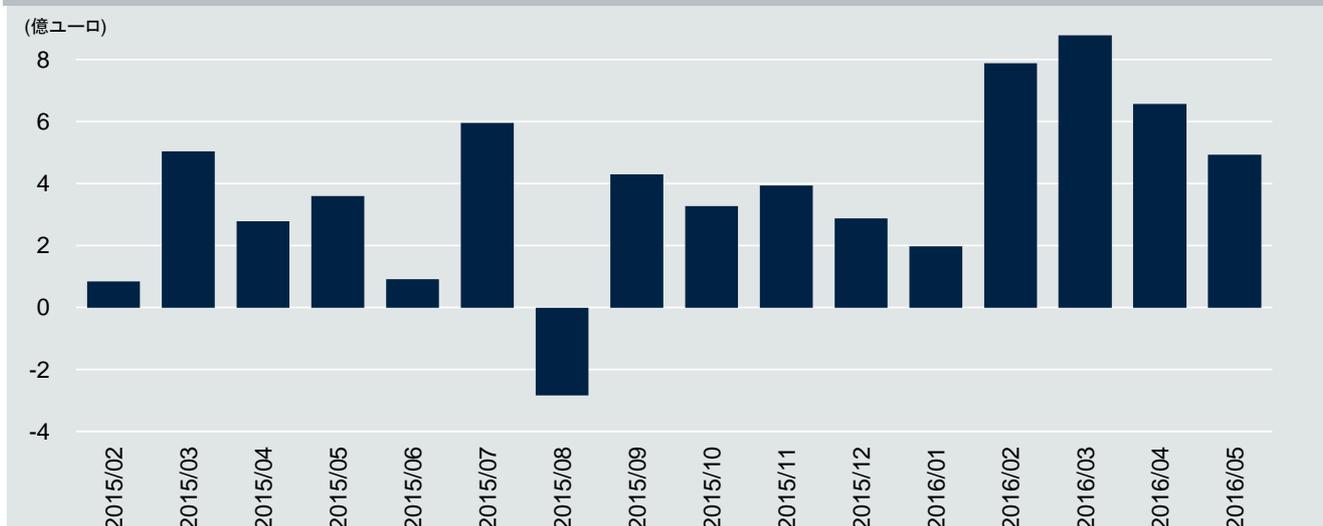
図表 33: 国内における各種公募 REIT 投信への資金流入額推移



出典: イボットソン・アソシエイツの資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

ドイツではこれまでマイナス金利政策の影響はそれほど大きくなかったが、2015 年頃より潮目が変わってきている。上場 REIT が少ないドイツにおいて、不動産オープンエンド・ファンドは国内ではもともと個人投資家の間で人気を博してきたが、2016 年 2 月にドイツの 10 年国債利回りが 0.1% 台に突入してからはその動きが強くなった。さらに、2016 年 6 月に国債利回りがマイナス圏内になってからは、資金流入が一層増加している。また同月には、いくつかのファンドは資金流入超過のために新規募集を一旦停止せざるを得ない事態となっている。2016 年以降に新規資金流入した金額は 30 億ユーロを超えており、これら資金の一部は米国やアジア太平洋地域の物件取得に使われている。

図表 34: ドイツのオープンエンド型不動産ファンドへの資金流入の推移

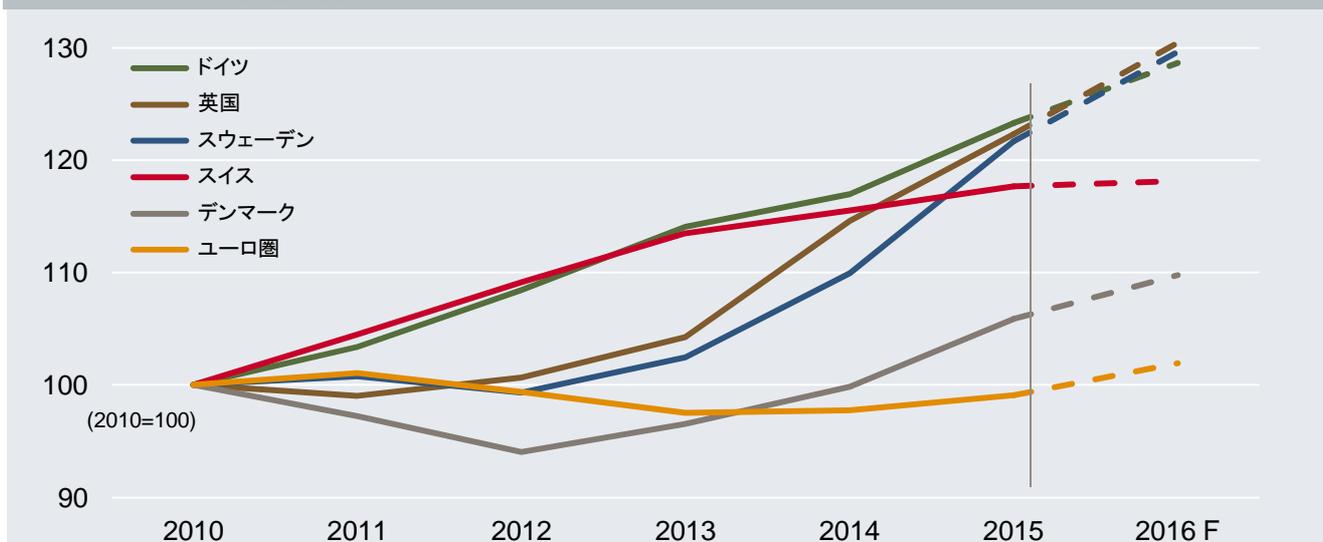


出典: BVI の資料をもとに Deutsche Asset Management 作成

4.5 住宅市場への影響

マイナス金利の影響は住宅ローン金利にも波及しており、北欧を中心に住宅価格の上昇が続いている。スウェーデンの住宅価格は 2013 年から 2015 年の 2 年間で約 19% 増加しており、アジアやその他地域からの資金流入が激しい英国市場と同水準の上げ幅となった。Brexit の影響もあり今後英国の住宅相場は弱含むとの見方が出てきているが、マイナス金利の続く北欧市場ではしばらく住宅ブームが続く可能性が高いとみられている。

図表 35: 欧州各国の住宅価格指数



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

4.6 今後の考察

マイナス金利自体は2014年ごろから欧州各国で順次導入されてきた経緯があるが、長期国債利回りがプラスで推移している限り、投資市場への影響は緩やかで漸進的なものとみられていた。ただ、今年2月に日銀がマイナス金利を実施すると、ほどなく長期金利もマイナス圏に突入しこれが投資家の行動パターンに大きな地殻変動をもたらしている。機関投資家や個人投資家は利回りを求めて次々とオルタナティブ投資の拡大や海外分散投資を進めており、マイナス金利をきっかけに資金の流れが大きく変わってきているといえる。スイスでは同様の動きが15年ごろからみられ、今年に入るとドイツでも不動産ファンドへの資金流入が加速し、これらの動きが欧米・アジアを含む国際的な不動産価格にも影響を与えつつある。

兆円単位の資金移動がさらに進んだ場合、不動産やインフラをはじめとする「市場の機関化（収益物件・資産の保有形態が機関投資家主体に移行していくこと）」が各地域で一層進み、資産価格はもう一段高騰する可能性がある。これは一方で先行きの利回り低下を意味しており、オルタナティブ資産における投資リターンは投資年（ヴィンテージ）に応じて今後徐々に低下していく事態も懸念される。

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—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

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。

D-160725-2

ドイチェ・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、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、日本国内ではドイチェ・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。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

Financial Instruments Business Operators

Director of the Kanto Local Finance Bureau (Kinsho) No. 359

(Member of The Investment Trusts Association, Japan, 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.

