

** 第 I 部 : Financial Market Outlook **

** 第 II 部 : Leasing Market Outlook **

Financial Market Outlook

東京株式市場リーマンショック前の水準に回復。

<サマリー>

- ✓米量的緩和「10月終了」の方針を確認。(9/17)
- ✓NYダウ、連日の史上最高値を更新。(9/18)
- ✓世界最大規模の上場、アリババ降盛は続くか。(9/19)

<トピックス>

I : 日本/世界経済トピックス

- ・ 7月31日、経団連が発表した大手企業の今夏のボーナスの妥結額状況(最終集計)によると、回答した133社の組合員平均で前年夏季比7.1%増の867,731円となり、2年連続で増加した。バブル期の1990年(8.3%)以来の伸びになった。
- ・ 8月13日、内閣府が発表した2014年4~6月期国内総生産(GDP)は実質が前期比マイナス1.7%(年間換算マイナス6.8%)となり、2四半期ぶりのマイナス成長となった。要因としては、消費増税前の駆け込み需要の反動により、個人消費や住宅投資が大きく落ち込んだ事によるものとしている。政府は駆け込み需要の反動の影響が薄れる7~9月期の国内総生産(GDP)について、かなり上昇する事は間違いないとの見通しを示した。しかしながら、9月8日の2次速報値の発表に伴い2014年4~6月期国内総生産(GDP)は実質が前期比マイナス1.8%、年間換算マイナス7.1%減と下方修正することとなり、消費増税の影響が予想以上に大きいことがあらためて確認された。
GDPが下方修正されたのは9月1日に発表された法人企業統計の数字が悪化したためであり、設備投資は前期比マイナス2.5%からマイナス5.1%へと、大幅な減少となった。安倍政権では、次の7~9月期のGDPの数値をもとに、消費税10%増税を判断するとしており、補正予算を通じた景気の下入れや金融政策の追加など、その必要性が政府内で再度認識されつつある。
- ・ 9月17日、米連邦準備制度理事会(FRB)は連邦公開市場委員会(FOMC)で、景気下支えのための量的緩和策の縮小継続を決定した。ゼロ金利政策を解除して金融政策を正常化させるための「出口戦略」の第一弾として量的緩和を終了させる具体的手法を次回会合にて示すものとし、今後は量的緩和に伴う国債などの資産購入額を減らしたうえで、雇用回復が進むことを前提に、10月会合において購入停止を決める予定とした。これにより2012年9月から続

けてきた量的緩和の第 3 弾は終了することを公表する予定だ。

FRB が同日発表した FOMC 委員による経済見通しは、2014 年 10～12 月期の実質国内総生産(GDP)の伸び率を 2.0～2.2%と 6 月の前回予想(2.1～2.3%)からやや下方修正した一方、同期の失業率は 5.9～6.0%と前回(6.0～6.1%)からやや改善方向に修正した。

- 9 月 18 日、ニューヨーク株式市場は、17 日の FOMC の声明文において債券買い入れによる量的緩和が終了した後もゼロ金利政策を続ける期間を「相当な期間」としたことを受けて早期利上げ観測が後退したことを背景に優良株で構成するダウ工業株 30 種平均が 4 営業日連続で上昇し、前日終値比 109.14ドル高の 1 万 7265.99ドルと、前日に続いて史上最高値を更新した。
- 9 月 19 日、中国の電子商取引最大手、アリババ はニューヨーク証券取引所への上場初日を公開価格比 38%高の大幅高で終了した。前日のダウ平均最高値更新の流れを生かしてアリババは 92.70ドルの初値をつけた後、新規株式公開(IPO)価格(68ドル)比 25.89ドル(38.0%)高の 93.89ドルで引けた。時価総額は米フェイスブックやアマゾン・ドット・コムを凌ぐ 2,000 億ドル超となり、米国上場企業で上位 20 社の 1 つに仲間入りした。調達額は 218 億ドルで米国の IPO 規模として過去最大であった。
- 9 月 25 日、日経平均株価の終値は、前日比 206 円 69 銭高の 16,374 円 14 銭とし、取引時間中に続いて終値としても年初来高値を更新した。これは、2007 年 11 月 2 日(16,517 円 48 銭)以来、6 年 11 ヶ月ぶりの高値となり、リーマンショック前の水準に回復した。この主な要因として、米国の金融政策が出口戦略を示し始めるなか、日米の金利差が拡大するとの観測が強まったことを背景に円相場が対ドルで 5 円以上も円安に振れ、外国人投資家などからの資金が日本株に流入したと考えられる。9 月後半は急速に円安が進行したため、市場では収益改善期待から輸出関連株の買いに安心感が広がった。

II: 株式市場動向

6 月末に 15,162 円 10 銭であった日経平均株価は、国内企業の好決算が相次いだことや好調な米国株式相場の影響から 7 月 31 日には一時 15,759 円 66 銭まで上昇したものの、ウクライナ情勢の緊迫化や米国によるイラクへの空爆承認など、地政学的リスクの高まりを背景に 8 月 8 日に 14,778 円 37 銭まで急落した。その後、米利上げ期待の高まりを受けて日米の金利差拡大を背景にドル円相場が 109 円台へドル高が進行するなかで、外需企業を中心に業績拡大への期待が高まり 9 月 25 日には 16,374 円 14 銭まで上昇し、2007 年 11 月以来、6 年 10 ヶ月ぶりの高値を付けた。その後はやや調整局面に入り 9 月 30 日の終値は 16,173 円 52 銭となったが、なお高値圏を維持した。

III: 為替/債券/金利動向

- 8月22日のイエレンFRB議長の発言を受けた利上げ前倒し観測や、FOMC参加者の政策金利予想において、利上げペースの加速を予想する参加者が増えたことを受け、9月19日には約6年ぶりのドル高となる109円台半ばまで上昇した。
- 新発10年国債利回りは、急速な円安の進行を受け物価上昇への期待が高まったことが金利上昇の要因となったが、日銀による国債買い入れの継続に伴い1年物、6ヶ月物、3ヶ月物の短期国債利回りがマイナスとなるなど需給が引き締まり、消費増税後の国内景気に対する不透明感の高まりと相まって低下基調が優勢となり、低位でもみあった結果9月30日に0.525%となった。
- 米10年国債利回りは、FRBが緩和的な金融政策を継続するとの見方や、地政学リスクを背景に8月15日には一時2.3%台と昨年6月19日以来となる低水準を付けた。その後は利上げ期待を織りこみながら徐々に上昇し、9月30日においては2.51%となっている。

IV: J-REIT/不動産関連セクター動向

- 東証REIT指数は、2014年に入りおおむね1,450ポイント~1,500ポイントの範囲内で推移していたが、5月中旬以降は上昇傾向となり、9月30日には1,670.89ポイントと年初来高値を更新した。年初来では東証株価指数(TOPIX)の上昇幅を大きく上回っている。
- オフィスビル市況は2014年7月時点で都心5区の空室率が15ヶ月連続で低下、平均賃料が9ヶ月連続で上昇しており、同市況の改善傾向が鮮明になっている。本格的な賃料上昇が進むことにより、J-REITの収益拡大(分配金増加)に対する期待感も高まってきている。
- 足元ではJ-REITの配当利回りの高さに加え、国債との利回り格差(スプレッド)も3%程度あることから、J-REITへの投資は魅力的であると考えられている。
- J-REIT市場は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)によるJ-REIT投資の開始や、ヘルスケアリートの上場予定等の好材料もあり、今後も底堅い展開が予想される。

V: Financial Market Outlook

8月13日、内閣府は4~6月期のGDPがマイナス6.8となったことを発表した(9月8日にマイナス7.1%に下方修正)。これにより、消費増税に伴う駆け込み需要の反動減が、いつ、どの程度緩和されるのかが日本経済に関する論点となった。

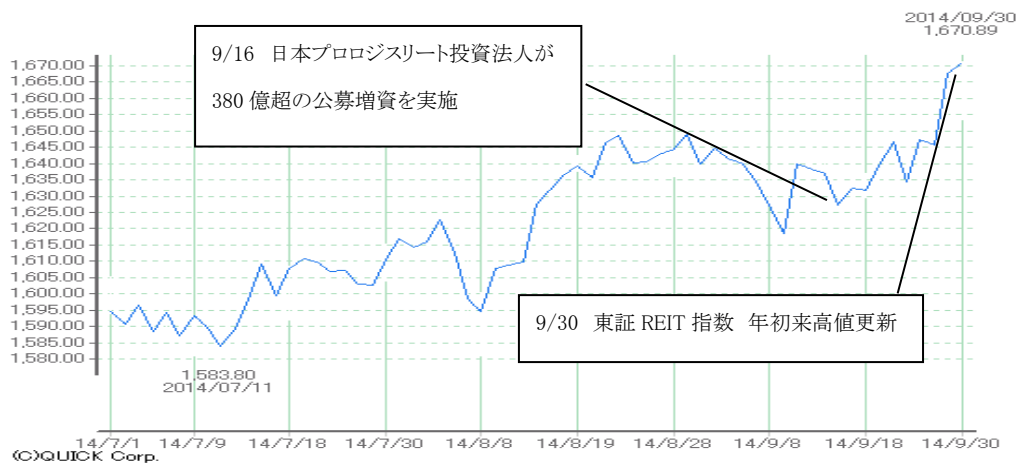
日本政府の月例経済報告においては、7月・8月の公表では反動の緩和を指摘していたが、9月も公表では、一部の弱さを指摘し、景気判断を下げている。日本銀行は金融政策決定会合後の「当面の金融政策運営について」で、駆け込み需要の反動を認めつつも、緩やかな回復を続けているとしていたが、10月に入り、生産面での弱さが加筆されている。このように、政府・日銀は足元で慎重な見方をするようになっている。

他方、株価を見ると、日経平均株価は15,162円10銭(6月30日終値)から16,173円52銭(9月30日終値)へ約6.7%のプラスとなり、TOPIXは1,262.56ポイント(6月30日終値)から1,326.29ポイント(9月30日終値)へ約5.0%のプラスとなっている。株価が投資家の将来の期

待を表す指標だとすると、投資家は今後の日本経済に対して強気の見方をしていることになる。

このように、反動減からの回復について見方が二分される日本経済であり、景気は回復・悪化どちらに振れてもおかしくない不安定な状況下にある。仮に悪化へ振れると、来年 10 月に予定されるさらなる消費増税に赤信号が灯り、財政悪化・社会保障制度の不安定化を招き、これが景気悪化につながるという所謂「負のスパイラル」に陥りかねない。しかしながら、このように各物事がつながっているということは、負の流れを「正のスパイラル」に変えていけるとも言えるだろう。今後もそのように流れを変えていく施策・努力が政府・日銀・民間企業、また我々消費者にも求められている。

【東証 REIT 指数】



【TOPIX】



<Financial Markets>

指標	平成 26 年 6 月末	平成 26 年 9 月末
TOPIX	1,262.56 ポイント	1,326.29 ポイント
ドル/円	101 円 32 銭	109 円 64 銭
ユーロ/円	138 円 73 銭	138 円 48 銭
新発 10 年国債利回り	0.565%	0.525%
TIBOR3 ヶ月(ユーロ)	0.210%	0.210%
東証 J-REIT 指数	1,598.27 ポイント	1,670.89 ポイント

Leasing Market Outlook

競争力の高い物件を中心にマーケットが上昇

<サマリー>

- ✓都心 5 区、15 ヶ月連続で平均空室率が低下。
- ✓大阪ビジネス地区、平均空室率が 8% 台に低下。
- ✓名古屋ビジネス地区、8 ヶ月連続で平均空室率が低下。

<トピックス>

I:東京オフィス市況

- ・ 都心 5 区(千代田・中央・港・新宿・渋谷)は 2014 年 9 月末で空室率が 5.65% (前期比 0.80% 低下)となり、15 ヶ月連続の低下となっている。地区別では、オフィスビルの拡張や統合に伴う成約が見られる新宿区で空室率が渋谷区の 3.96%に次いで低い 5.25%となり、前月比 0.27%低下、前年同月比では 4.10%低下と急速に改善している。
- ・ 募集賃料(坪単価)は、2014 年 9 月末において 16,805 円(前期比 198 円上昇)となり、9 ヶ月連続で上昇を記録しているが、ペースは緩やかである。今後、さらに空室率が改善されていけば、品薄感から実質賃料そのものの底上げも期待できる。しかし、リーマンショック前のように景気上昇への疑念を感じず物件を探す動きは少なく、かなり慎重な様子も見られ、企業内の最大効率化を目指す統廃合の動きが相変わらず強いという印象である。但し、都内では最新スペックのビルに、人気偏り、市場では手ごろなビルの品薄感がかなり強くなっている。
- ・ 都心 5 区における成約賃料は総じて上昇傾向にあるものの、スペックの劣るビルが集積しているエリアについては、依然成約賃料の下落傾向が見られる。しかし、値ごろ感のある物件が少なくなっていることから、今後はスペックの劣るビルの成約事例が増加するものと思われ、それにより当面の賃料相場の下支えが形成されるものと考えられる。
- ・ 2014 年 9 月末における空室面積は、約 40 万 5 千坪(前期比約 5 万 6 千坪減少)となり、大幅に空室の解消が進んだ。これは、特に既存ビルの空室面積が前期比約 5 万 3 千坪減少していることによるものである。
都心 5 区では渋谷区、新宿区で物件が少なくなっているため、港区、江東区などの湾岸エリアでも成約が増加している。
- ・ 渋谷駅、新宿駅周辺は、IT 系企業のオフィス候補地として人気過熱しているが、まとまった面積を確保できる物件が少なくなっているため、その他のエリアで物件を探す傾向がみられる。

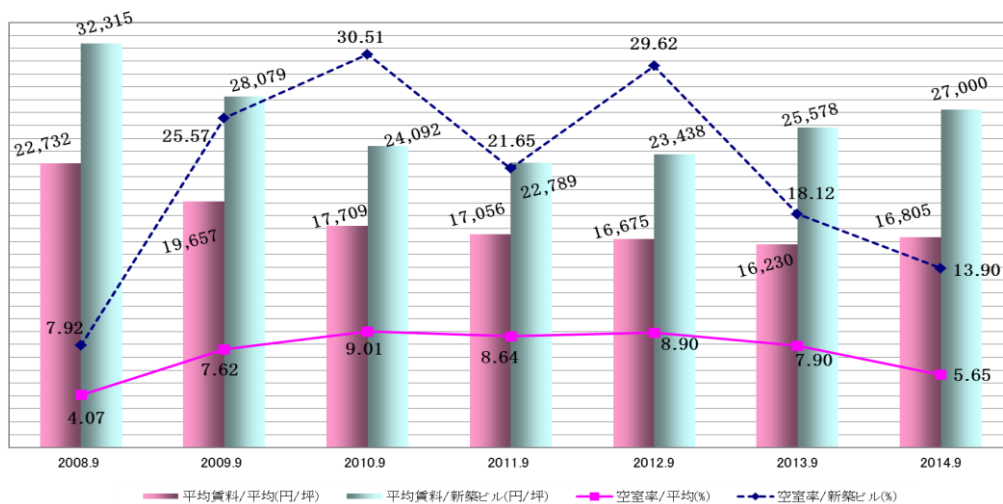
その際には、やはりビルのスペックが重要視されており、希望エリアと異なるエリアであってもテナントの満足を得られるような魅力が物件に備わっていることが必要条件となる。

- ・ 1 千坪以上のまとまった床面積の需要は引き続き旺盛で、そのような大型物件がマーケットに少なくなっている。
- ・ フリーレントについては、概ね 4 ヶ月程度が上限となってきている一方で、人気の低いエリアでは、未だ 12 ヶ月を掲げる物件も散見される。

都心5区空室率・平均賃料・空室面積(月次)

	前期末	2014.7	2014.8	2014.9	前期比
空室率/平均(%)	6.45	6.20	6.02	5.65	-0.80
空室率/新築ビル	18.09	17.41	18.17	13.90	-4.19
空室率/既存ビル	6.23	5.98	5.77	5.47	-0.76
平均賃料/平均(円/坪)	16,607	16,663	16,729	16,805	198
平均賃料/新築ビル	27,363	27,181	26,590	27,000	-363
平均賃料/既存ビル	16,386	16,447	16,523	16,600	214
空室面積/合計(坪)	461,350	443,364	431,821	404,815	-56,535
空室面積/新築ビル	24,649	24,104	26,973	20,892	-3,757
空室面積/既存ビル	436,701	419,260	404,848	383,923	-52,778

都心5区空室率・平均賃料(年次)



(三鬼商事調べ)

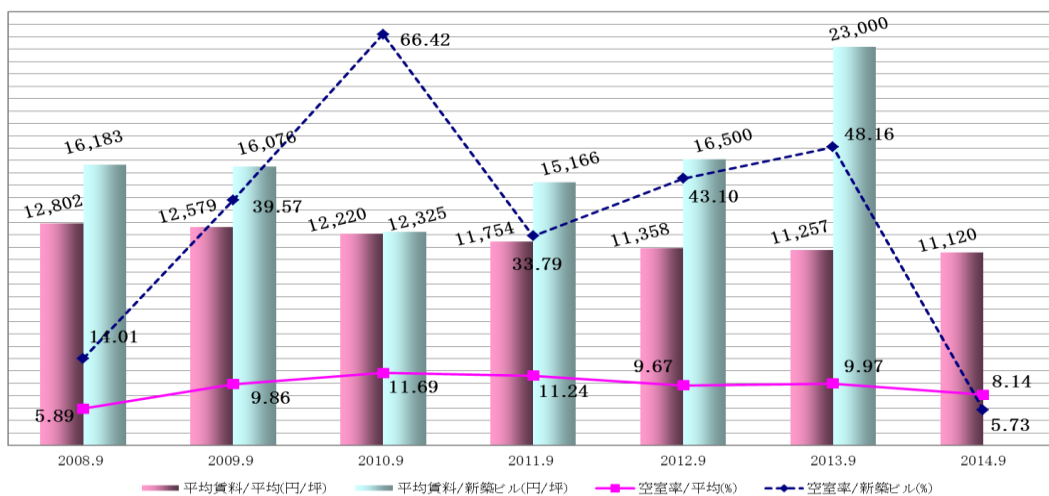
II:大阪オフィス市況

- 大阪ビジネス地区(主要 6 地区/梅田地区、南森町地区、淀屋橋・本町地区、船場地区、心齋橋・難波地区、新大阪地区)では、2014 年 9 月末で空室率が 8.14%(前期比 0.75%低下)、募集賃料が 11,120 円(同 38 円下落)、空室面積が約 17 万 8 千坪(同約 1 万 6 千坪減少)となり、空室率は、5 ヶ月連続の低下となっている。地区別では、前月比で梅田地区、淀屋橋・本町地区、心齋橋・難波地区、新大阪地区が低下している。募集賃料は、前期比で 38 円の下落となっているが、前月比では 4 円の上昇となっている。地区別では、梅田地区、淀屋橋・本町地区で前月比募集賃料が上昇しており、募集賃料の下げ止まり傾向がみられる。
- 大型・中型ビルとは対照的に、大規模ビルの需給バランスの改善が進んでいる。大阪主要 3 区では空室率が北区、中央区で低下し、西区では横ばいとなっている。グランフロント大阪が着実にテナント確保を進めている影響もあり、特に北区の改善傾向が際立っている。

大阪ビジネス地区空室率・平均賃料・空室面積(月次)

	前期末	2014.7	2014.8	2014.9	前期比
空室率/平均(%)	8.89	8.72	8.36	8.14	-0.75
空室率/新築ビル	7.36	7.38	4.95	5.73	-1.63
空室率/既存ビル	8.89	8.72	8.37	8.14	-0.75
平均賃料/平均(円/坪)	11,158	11,128	11,116	11,120	-38
平均賃料/新築ビル	-	-	-	-	-
平均賃料/既存ビル	11,157	11,127	11,115	11,120	-37
空室面積/合計(坪)	194,445	190,545	182,717	177,904	-16,541
空室面積/新築ビル	321	322	216	185	-136
空室面積/既存ビル	194,124	190,223	182,501	177,719	-16,405

大阪ビジネス地区空室率・平均賃料(年次)



(三鬼商事調べ)

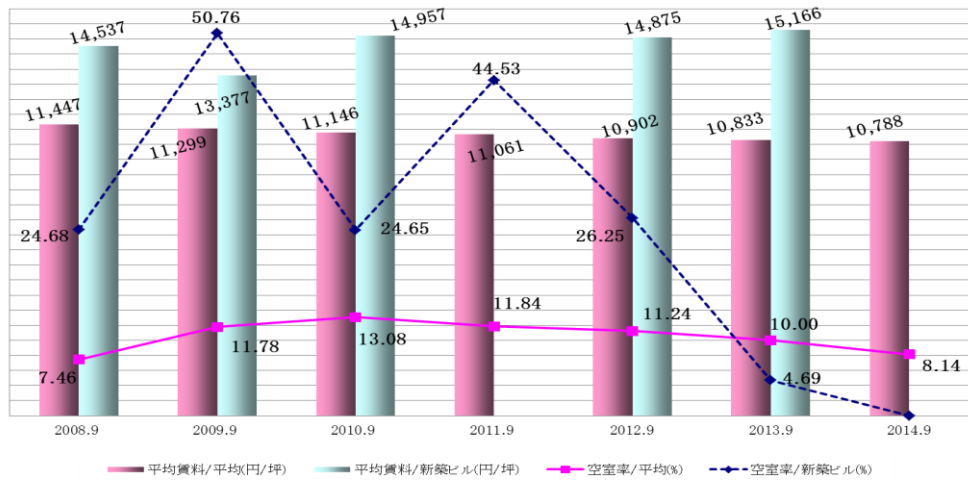
Ⅲ:名古屋オフィス市況

- 名古屋ビジネス地区(主要4地区/名駅地区、伏見地区、丸の内地区、栄地区)では、2014年9月末で空室率が8.14%(前期比0.32%低下)、募集賃料が10,788円(同8円下落)、空室面積が約7万6千坪(同約3千坪減少)となった。
- 名駅地区が引き続き好調であり、最近の傾向の一つとして、交通利便性の良好さから、人材確保が急務な企業向けの人材派遣会社の引き合いが多い点が挙げられる。その他、館内増床需要が引き続き多いほか、グループ企業の集約、効率化を目指し、オフィスの環境改善を目的とする移転などによって空室が解消され、値ごろ感のある物件が名駅地区では減少してきている。
- 名古屋ビジネス地区では、募集賃料について空室率の低下に伴い、かなり強気の設定がなされているケースも見受けられる。特に、築浅でスペックが優れた物件では、相場より若干高めの賃料での成約事例が出てきており、全般的に成約賃料は2015年の大型ビルの新規供給まで上昇し続けるものと考えられる。
- 直近の名古屋ビジネス地区では新規供給が殆ど無く、2015年までには空室が順調に解消されていくと思われるが、2015年以降の新規供給に向けて、今年末頃より二次空室が出てくると予測され、それに伴う賃料低下の懸念も予測されている。
- 小型物件では、成約する物件と空室期間が長期化する物件との二極化が明確であり、ビルの運営や管理を適正に行っていない物件はテナントから敬遠され、募集賃料を下げるだけでは空室の解消には至っていないというのが現状である。小型物件こそ、よりきめ細やかなビルの運営と管理が必要であると考えられる。

名古屋ビジネス地区空室率・平均賃料・空室面積(月次)

	前期末	2014.7	2014.8	2014.9	前期比
空室率/平均(%)	8.46	8.37	8.16	8.14	-0.32
空室率/新築ビル	-	-	-	-	-
空室率/既存ビル	8.44	8.36	8.16	8.14	-0.30
平均賃料/平均(円/坪)	10,796	10,795	10,782	10,788	-8
平均賃料/新築ビル	-	-	-	-	-
平均賃料/既存ビル	10,793	10,793	10,782	10,788	-5
空室面積/合計(坪)	79,700	78,855	76,904	76,629	-3,071
空室面積/新築ビル	-	-	-	-	-
空室面積/既存ビル	79,528	78,741	76,904	76,629	-2,899

名古屋ビジネス地区空室率・平均賃料(年次)



(三鬼商事調べ)

重要なお知らせ

本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券の投資や取引を勧誘するためのものではありません。本資料のデータは信頼できるソースに基づき記載されてはおりますが、その完全性や正確性を保証するものではありません。本資料に於きます当社の見解も現時点のものであり、将来的には予告なく変更される場合がございます。つきましては、投資のご判断はお客様ご自身で行ってくださいますよう、お願いいたします。

又、本資料は当社の著作物ですので、本資料の引用や転載、複製を禁じます。

東京キャピタルマネジメント株式会社

関東財務局長(金商)第 1388 号