

** 第 I 部 : Financial Market Outlook **

** 第 II 部 : Leasing Market Outlook **

Financial Market Outlook

日経平均株価が 15 年ぶり高値の 1 万 9,000 円台。

<サマリー>

- ✓ (1/26) 貿易収支 12 月は 6,607 億の赤字。2014 年の貿易赤字 12.7 兆円は過去最高。
- ✓ (2/4) トヨタ自動車 2.7 兆円の営業益。2 年連続最高。
- ✓ (3/31) 消費税率 10% を 2017 年 4 月に延期することで決定。

<トピックス>

I: 日本/世界経済トピックス

- ・ 供給過剰懸念が引き続き重しとなり、投機ファンドが原油価格に対する売り攻勢を強めている背景から、1 月 5 日、ニューヨーク・マーカンタイル取引所では、原油先物相場が急落し、2009 年 4 月以来、約 6 年ぶりに 1 バレル=50 ドルの大台を割った。
- ・ 1 月 26 日、財務省が発表した 2014 年 12 月の貿易統計速報によると、輸出額から輸入額を差し引いた貿易収支は 6,607 億円の赤字(前年同月は 1 兆 3,072 億円の赤字)となり、これで貿易赤字は 30 ヶ月連続となった。輸出額は前年同月比 12.9% 増の 6 兆 8,965 億円、輸入額は 1.9% 増の 7 兆 5,572 億円と 2 ヶ月ぶりに増加となった。
- ・ 2 月 4 日、トヨタ自動車は 2015 年 3 月期連結業績予想(米国会計基準)を上方修正し、営業利益が前期比 17.8% 増の 2 兆 7,000 億円になる見通しだと発表した。トヨタの 2014 年 4~12 月期連結決算は、売上高と各利益がいずれも過去最高を更新。営業利益は前年同期比 13.9% 増の 2 兆 1,148 億円と、リーマン・ショック前の 2007 年 4~12 月期(1 兆 8,737 億円)を上回り、初めて 2 兆円を突破した。
- ・ 3 月 17 日、日銀の黒田東彦総裁は、金融政策決定後の記者会見で、物価上昇率が前年比でマイナスに転じる可能性を認める一方、企業や家計の物価観に影響はなく、原油安の影響がはく落することで 2015 年度を中心とする時期に目標の 2% に達するとの見解を強調した。
- ・ 3 月 18 日、国土交通省は 1 月 1 日時点での公示地価を発表した。東京、大阪、名古屋の三大都市圏は住宅地が前年比 0.4%、商業地が 1.8% とそれぞれ 2 年連続で上昇した。全国平均は商業地が横ばいとなり、7 年ぶりにマイナスを脱した。住宅地の下落率は 0.4% となり、5 年連続で下げ幅が縮小した。地方圏では約 7 割の地点で地価が下がり、住宅地は 1.1%、商業地も

1.4%と23年連続の下落となった。一方で、国交省が地方中枢都市と位置付ける札幌、仙台、広島、福岡の4政令市に限ると、住宅地が1.5%、商業地が2.7%とそれぞれ上昇しており、主要都市とそれ以外の地方で格差が広がる二極化の傾向が見られた。

- 3月31日、2015年度税制改正関連法が参院本会議で賛成多数により可決し、2015年10月に予定していた消費税率10%への引き上げを2017年4月に延期することで決定した。2014年4月に消費税率を8%に引き上げた後、消費が落ち込んだため、増税の可否を判断する「景気条項」は今回の法律から削除した。

II: 株式市場動向

- 12月末に17,450円77銭であった日経平均株価は、2015年入り後は、原油価格の続落、IMF（国際通貨基金）や世界銀行の世界経済見通しの下方修正を受け、16,000円台後半へ緩む展開となったが、ECB（欧州中央銀行）の量的緩和期待、原油価格の下げ止まりなどを背景に堅調に推移した。3月12日には一時14年11ヶ月ぶりに19,000円台を回復し、3月31日の終値は19,206円99銭と高値圏を維持した。原油安、金利低下、円安のトリプルメリットは大きく、業績モメンタムの改善に寄与すると考えられる。日本企業がROE（株主資本利益率）を意識して、賃上げや設備投資、株主還元といった形で手元資金を活用し、それが経済と企業活動の好循環をもたらす環境にある。今後は、原油安のプラスの効果が徐々に顕在化していくことで、増益率は10-12月期を底として改善傾向に転じることが期待される。

III: 為替/債券/金利動向

- 1月15日にスイス国立銀行（中央銀行）がスイスフランの対ユーロレートの上限撤廃を発表した直後、スイスフランが一時対ユーロで史上最高値を更新した。これに伴い、円相場も一時115.86円へ連れ高となったが、2月6日発表の1月米雇用統計が好感視されたことによりドル高が進み、11日には120円台に達した。その後は、狭いレンジでの推移が続いたが、3月6日発表の2月米雇用統計が事前予想を上回る雇用者増となり、市場における利上げ開始時期が早まるとの見方が浮上したことから円安ドル高が進み、再び121円台となった。3月17～18日に開催されたFOMCの声明文は緩和的な金融政策継続を維持するハト派的な内容であると受け止められ、一時119円台後半へ円高が進んだ。
- 新発10年国債利回りは、米景気の減速懸念による米金利低下や地政学的リスクの高まりを受けて低下基調を続けた。日銀の追加金融緩和、原油価格下落、ECBの量的緩和期待を背景に1月20日には0.2%を下回り史上最低利回りを更新した。その後、1月21日の日銀の金融政策決定会合で追加緩和の示唆が見られなかったことや、米国金利の上昇を受け、上昇に転じ、3月31日は0.398%台まで上昇した。
- 米国10年国債利回りは、FRBの緩和的な金融政策継続見通し、欧州経済の下ぶれ懸念、原

油価格の下落などから低下基調が続き、1月6日には約1年7ヶ月ぶりに2%を下回ったものの、2月の雇用統計が力強い内容となり、2月17日には2.14%台に達した。その後は2月18日に公表された1月のFOMC議事要旨により、早期の金利引き上げ観測が後退したことなどを受けて、3月31日には1.92%近くまで低下した。

IV: J-REIT/不動産関連セクター動向

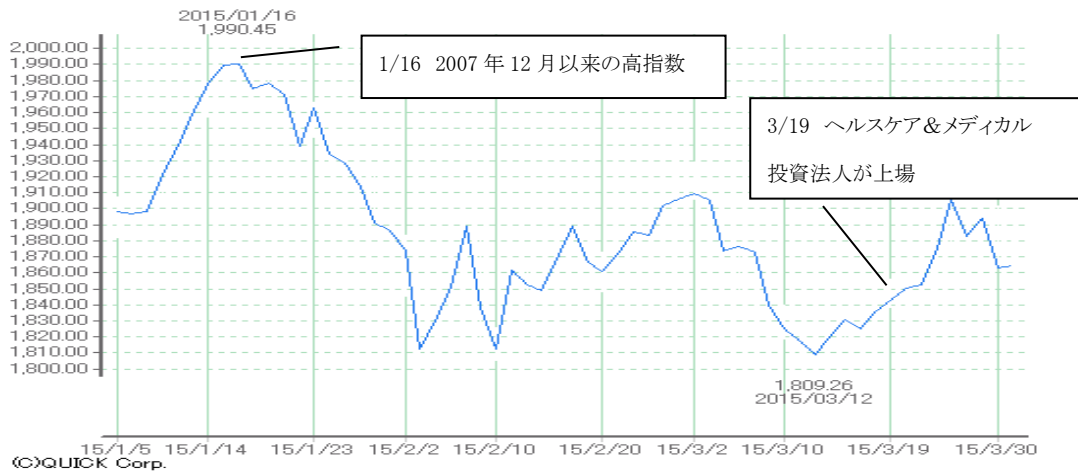
- ・ 年初来の東証REIT指数は、昨年末からの流れを受けて1月中旬に2,000ポイント近くまで上昇した後、年初に相次いで発表された公募増資による短期的な需給軟化から2、3月は軟調な展開となり、3月12日には終値で1,809.26ポイントまで下げた。しかしその後は、これらの公募増資が、新たな物件取得を通じて概ね配当金増加につながると判断され、3月31日には終値で1,864.66ポイントまで回復した。
- ・ 3月19日、三井住友銀行、シップヘルスケアホールディングス、NECキャピタルソリューションが主要スポンサーのヘルスケア&メディカル投資法人(3455 HCM)が上場し、J-REITは51銘柄となった。HCMは、2014年11月に上場した日本ヘルスケア投資法人に次ぐ2銘柄目のヘルスケアリートで、有料老人ホームを中心としたヘルスケア施設への投資を行っている。ヘルスケア関連施設の需要拡大に対する期待を背景に、上場初日の終値は、発行価格(110,000円)を大きく上回る162,600円となった。既存銘柄に目を向けると、J-REIT各社の決算発表において配当金を引き上げる事例が多くなっている。不動産市況の改善基調に伴う保有物件の収入増や新規物件取得による配当金の増加、低金利を背景とした負債コストの低減などから、J-REITの収益は改善・拡大しているとみられる。東証REIT指数ベースでみた1口当たりの実績配当金額は、2013年7月を底に増加基調にある。過去の推移を分析すると、配当金増減の変化を織り込むかたちで東証REIT指数は推移する傾向がみられ、2015年に入ってから、今後の配当金の増加が見込まれることから、J-REIT市場は先行き堅調な展開が期待される。

V: Financial Market Outlook

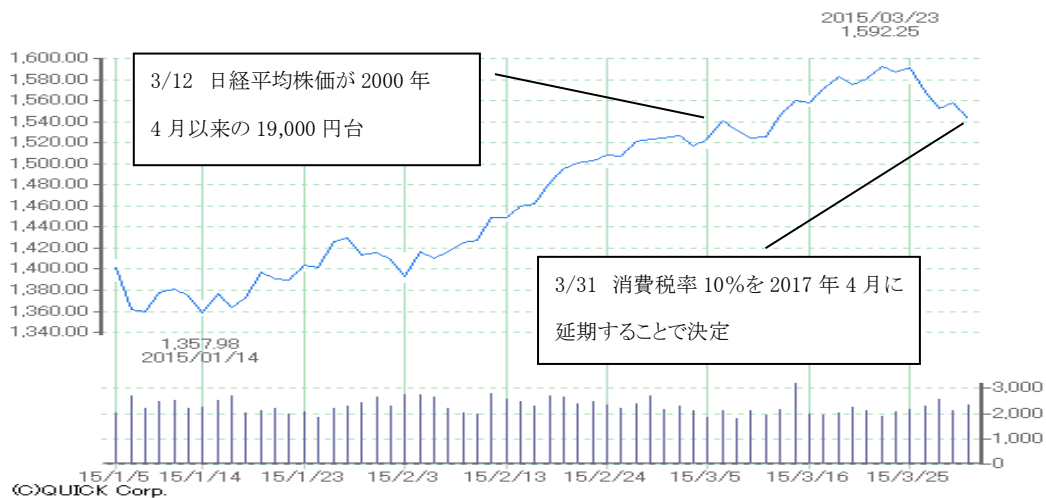
2014年度末の日経平均株価は、昨年の夏場以降、急速に進んだ円安から輸出企業の業績上振れへの期待感が高まったことが主な相場上昇の原動力となった。その他にも追加金融緩和や衆院選での与党圧勝、欧州の積極的な量的金融緩和、日銀と公的年金による株式購入への期待感などから下値不安が希薄な中、1万9,206円99銭と15年ぶりの高値で終わった。この円安傾向が進んでいることは自動車などの主力輸出企業には大きな追い風になっている。しかし、堅調な展開を続けるわが国の株式市場にも為替リスクが潜んでいる。米国経済の改善が続く、FRBの利上げが現実味を帯びてくるのであれば、ドルの上値余地はまだあるだろう。しかし、米国経済の減速やFRBの利上げ時期が後ずれすれば、円高・ドル安傾向に振れる可能性も大いにある。円安に一服感が出ると、企業の収益拡大にブレーキがかかることも想定される。そして、金余り相場によって株価上昇の期待感が先行気味であることも大きなリスクだ。先行す

る期待に企業業績が追いつかず、期待が実現できないと株価を下押しする可能性は非常に高まる。いつか来た道を辿らないためにも冷静な見方と判断のもと、投資や金融商品を選択していく必要があるといえよう。

【東証 REIT 指数】



【TOPIX】



<Financial Markets>

指標	平成 26 年 12 月末	平成 27 年 3 月末
TOPIX	1,407.51 ポイント	1,543.11 ポイント
ドル/円	119 円 69 銭	120 円 14 銭
ユーロ/円	144 円 81 銭	128 円 91 銭
新発 10 年国債利回り	0.325%	0.398%
TIBOR3 ヶ月(ユーロ)	0.179%	0.170%
東証 J-REIT 指数	1,897.92 ポイント	1,864.66 ポイント

Leasing Market Outlook

マーケットは改善傾向でありつつ一服感も

<サマリー>

- ✓ 都心 5 区、21 ヶ月連続で平均空室率が低下。
- ✓ 大阪ビジネス地区、供給に伴い空室率上昇。
- ✓ 名古屋ビジネス地区、大型ビル竣工に伴う二次空室を注視

<トピックス>

I:東京オフィス市況

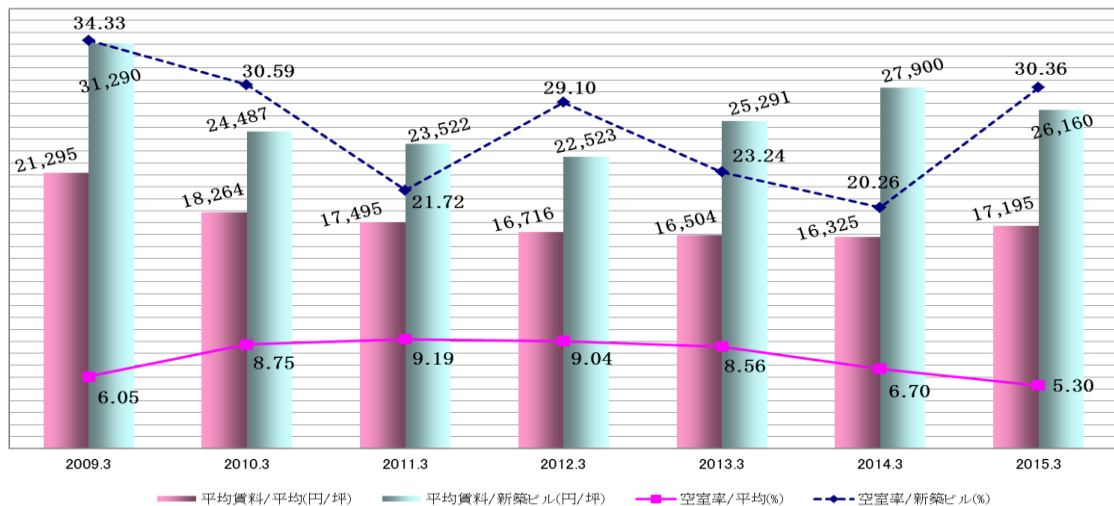
- ・ 都心 5 区(千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区)は 2015 年 3 月末で空室率が 5.30%(前期比 0.17%低下)となり、21 ヶ月連続の低下となっている。2015 年 3 月末は、都心 3 区(千代田区、中央区、港区)で空室率が 2 月末と比較し小幅に上昇した。また、新築ビルの空室率は前期比で約 17%上昇し、新築ビルの大量供給があった 2012 年以来 30%を上回った。
- ・ 平均募集賃料(坪単価)は、2015 年 3 月末において坪 17,195 円(前期比 242 円上昇)となり、12 ヶ月連続で上昇となった。
- ・ 2015 年 3 月末における空室面積は、約 38 万 2 千坪(前期比 9 千坪減少)となり、空室の解消は進んだが、2015 年 2 月にまとまった空室を抱えたまま竣工となった大規模ビルの影響もあり、これまでのような空室率の改善傾向には至っていない。
- ・ 都心 5 区の中でも、引き続き渋谷区、新宿区にテナントのニーズが集中している。渋谷区は、元々空室の情報が少ないところに新興 IT 企業のオフィスニーズが多くあるため、空室予定の情報が貴重になっている。渋谷区でマッチングできないテナントは、恵比寿・目黒エリアに流れていく傾向にあるが、そのエリアでも物件が無い場合は港区の物件を紹介している状況にある。一方で新宿区については、新宿駅が世界最高の乗降客数を誇る駅であり、IT 系より人材派遣業のような人の集まりを活かす業種のニーズが強い。しかし、値ごろ感のある(坪単価 20,000 円まで)ビルが少ないため、新宿区は中心エリアだけではなく、四谷方面にまでニーズが広がっている。また、新宿 3 丁目周辺も副都心線の利便性が浸透してきたことにより街のイメージが洗練され、注目度の高いエリアとなっている。
- ・ 商業テナントについては、銀座や表参道において引き続きスーパーブランドの新規出店が多い。銀座中心部においては大型商業施設の建替え計画が順調に進行するなど、都心でもエリアによる優位性が鮮明になってきている。このことにより、人気エリアではビル内店舗区画の価

値も高まり、募集賃料の倍の価格で成約したという事例もあるようだ。
その大きな要因として、都心 5 区のいずれも東日本大震災以降、急激に減っていた外国人観光客が再び戻ってきていることなどが挙げられている。

都心5区空室率・平均募集賃料・空室面積(月次)

	前期(2014.12)末	2015.1	2015.2	2015.3	前期(2014.12)比
空室率/平均(%)	5.47	5.36	5.31	5.30	-0.17
空室率/新築ビル	13.40	14.85	29.31	30.36	16.96
空室率/既存ビル	5.31	5.17	4.78	4.73	-0.58
平均募集賃料/平均(円/坪)	16,953	17,109	17,167	17,195	242
平均募集賃料/新築ビル	26,973	27,241	26,192	26,160	-813
平均募集賃料/既存ビル	16,771	16,827	16,941	16,944	173
空室面積/合計(坪)	391,781	384,462	382,590	382,398	-9,383
空室面積/新築ビル	18,248	20,769	45,543	48,684	30,436
空室面積/既存ビル	373,533	363,693	337,047	333,714	-39,819

都心5区空室率・平均募集賃料(年次)



(三鬼商事調べ)

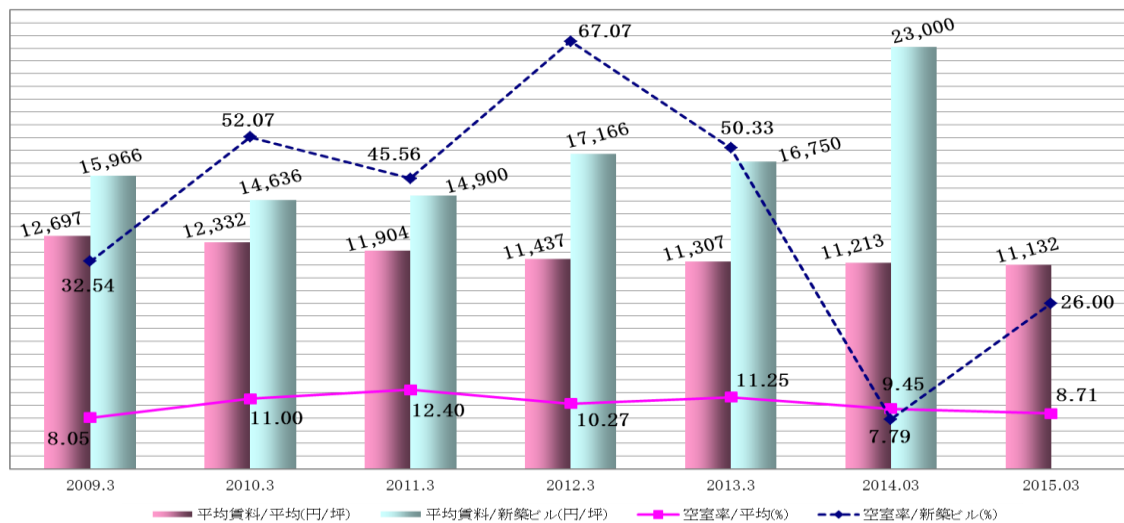
II:大阪オフィス市況

- 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、2015年3月末時点の空室率が8.71%(前期比0.79%上昇)、平均募集賃料が11,132円(同9円上昇)、空室面積が約19万1千坪(同2万坪増加)となった。「グランフロント大阪」に大型の成約があるなど、テナントの動きは活発ではあるものの、新規供給の影響で空室率が上昇し、空室面積も増加した。
- 梅田地区では、1,500 坪クラスの大規模募集等があり、空室率が上昇している一方で、新大阪地区では 1,000 坪クラスの大型成約が出るなどしており、最近の新大阪地区の人気の拍車がかかっている。淀屋橋・本町地区では 6,000 坪超のテナント退去が出た影響で空室率が上昇している。今後は新規供給が梅田地区に集中することもあり、需給バランスが相対的に崩れやすい状況といえる。
- 商業関連では、引き続き心齋橋地区への出店が旺盛で、主要な通りでは賃料相場も堅調に推移している。貸主側も強い出店ニーズに後押しされ、建て替えや改修によるビルのバリューアップを行い、積極的なテナント誘致を行っている。心齋橋筋商店街では、「ストラディバリウス」が世界最大級の旗艦店をオープンさせるなど発信力は更に増す一方である。また、最近では御堂筋沿いでの出店事例が増えているのも特徴的である。高級ブランドの移転オープン、その他の物件でも後継テナントが内定しているなど、新しい街並みになりつつある。出店基準を御堂筋沿いに限定しているテナントも珍しくなく、今後空室が発生した場合には数多くの出店競争が予想される。大阪では、都市サイズがコンパクトであることから、一店舗のオープンで大阪全体からの集客が見込むことができ、出店の認知が広まりやすいという特性を持っている。

大阪ビジネス地区空室率・平均募集賃料・空室面積(月次)

	前期(2014.12)末	2015.1	2015.2	2015.3	前期(2014.12)比
空室率/平均(%)	7.92	7.98	8.24	8.71	0.79
空室率/新築ビル	2.45	2.45	12.57	26.00	23.55
空室率/既存ビル	7.94	8.00	8.23	8.51	0.57
平均募集賃料/平均(円/坪)	11,123	11,137	11,222	11,132	9
平均募集賃料/新築ビル	-	-	16,500	-	-
平均募集賃料/既存ビル	11,122	11,119	11,202	11,129	7
空室面積/合計(坪)	171,584	172,997	179,387	191,422	19,838
空室面積/新築ビル	176	176	957	6,755	6,579
空室面積/既存ビル	171,408	172,821	178,430	184,667	13,259

大阪ビジネス地区空室率・平均募集賃料(年次)



(三鬼商事調べ)

Ⅲ:名古屋オフィス市況

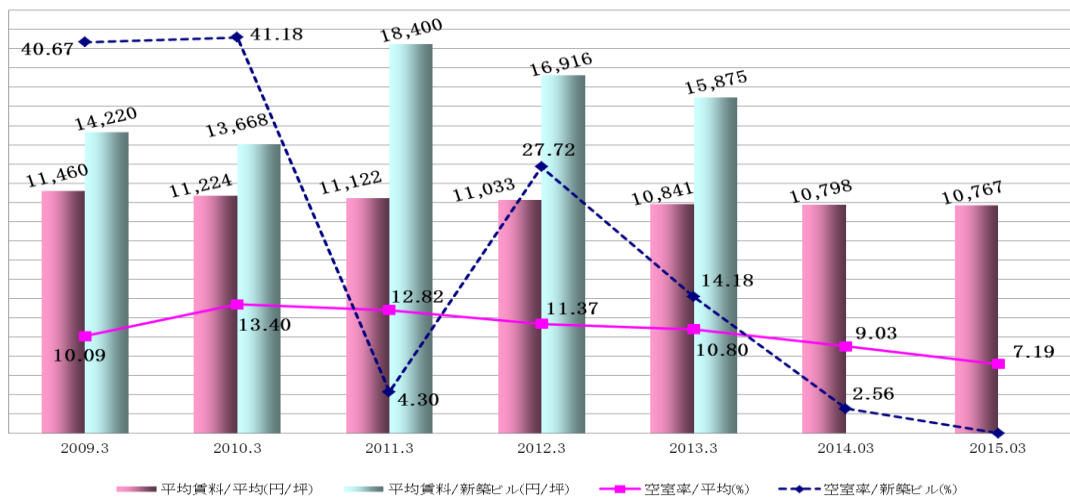
- 名古屋ビジネス地区(主要4地区/名駅地区、伏見地区、丸の内地区、栄地区)では、2015年3月末で空室率が7.19%(前期比0.34%低下)、平均募集賃料が10,767円(同25円上昇)、空室面積が約6万8千坪(同3千坪減少)となった。名駅地区は依然として品薄感が強く、空室の発生に伴う新規募集が望みにくい一方、栄地区、伏見地区は緩やかな需給バランスの改善傾向が続いている。
- 大型ビルのテナント誘致が着実に進む一方、大型ビルの竣工に伴う二次空室の顕在化は、これからが本番であり、大型ビルへの入居テナントの移転元に関する情報は注目されている。特に大名古屋ビルディングは竣工が遅れるのではないかという憶測があり、二次空室へ大きな影響を与えるだけに市場の関心度は高い。
- 商業関連では、2013年との比較で名古屋駅前において動きが見られた。引き続き飲食系の出店ニーズは旺盛であるが、人気の名駅3丁目エリアにとどまらず、名駅4丁目エリアにオープンした「M4 テラス」においても全4店舗中3店舗が飲食系の出店となり、連日大変な賑わいを見せている。周辺にはオフィスワーカーが多いこともあり、飲食店出店の勢いは衰えそうになく、これからもJR名古屋駅周辺の発展は加速していくと思われる。さらに2015年秋から2017年春にかけては「JPタワー」「大名古屋ビルディング」「JRゲートタワー」と3つの大型ビルの竣工が控えており、これらの商業ゾーンの合計(453,000㎡)と既存の「JRセントラルタワーズ」を合わせたエリア全体の商業面積の増大により、名古屋駅前の集客力は今後も更に高まると予測される。しかし一方で、これらの開発はあくまでも大型ビル内であるため、地下街との回遊性は高まるが、路面店との回遊性の分断が一層顕著になり、路面が賑わう街作りにはならず、栄地区のような

路面店舗が立ち並ぶ街の賑わいにまでは期待できないとの見方が大勢を占めている。

名古屋ビジネス地区空室率・平均募集賃料・空室面積(月次)

	前期(2014.12)末	2015.1	2015.2	2015.3	前期(2014.12)比
空室率/平均(%)	7.53	7.44	7.36	7.19	-0.34
空室率/新築ビル	-	-	-	-	-
空室率/既存ビル	7.53	7.44	7.36	7.19	-0.34
平均募集賃料/平均(円/坪)	10,742	10,751	10,758	10,767	25
平均募集賃料/新築ビル	-	-	-	-	-
平均募集賃料/既存ビル	10,742	10,749	10,755	10,764	22
空室面積/合計(坪)	70,958	70,043	69,313	67,692	-3,266
空室面積/新築ビル	-	0	0	0	-
空室面積/既存ビル	70,958	70,043	69,313	67,692	-3,266

名古屋ビジネス地区空室率・平均募集賃料(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、御願いたします。

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

(投資運用業、第二種金融商品取引業者、投資助言・代理業)