

\*\* 第 I 部 : Financial Market Outlook \*\*

\*\* 第 II 部 : Leasing Market Outlook \*\*

Financial Market Outlook

日経平均株価が 15 年ぶりに 20,000 円台到達。

<サマリー>

- ✓ (4/22) 貿易統計速報、貿易収支 2,293 億円の黒字。
- ✓ (5/20) 1~3 月期の GDP 速報値が年 2.4%増と 2 四半期連続プラス成長。
- ✓ (6/30) ギリシャが国際通貨基金に債務不履行。

<トピックス>

**I : 日本/世界経済トピックス**

- 4 月 22 日、財務省が発表した 3 月度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 2,293 億円の黒字となった。自動車や電子部品など、円安を背景とした輸出が堅調なうえ、原油価格の下落で輸入額が大幅に減少し、2012 年 6 月以来 2 年 9 ヶ月ぶりに貿易収支は黒字に転じた。3 月の輸出額は前年比 8.5%増の 6 兆 9,274 億円となり、7 ヶ月連続で増加した。
- 4 月 22 日、日経平均株価の終値は IT バブル期のピーク時だった 2000 年 3 月以来、15 年ぶりに 20,000 円を超えた。主要国の金融緩和を背景とした投資資金の流入や企業業績回復の期待感、米国の株高など良好な外部環境も支えとなった。今後も海外要因や日銀による追加緩和への思惑などが株式相場を左右すると考えられる。
- 5 月 20 日、内閣府が発表した 1~3 月期の GDP 速報値は、物価変動の影響を除いた実質値で前期比 0.6%増、年率換算で 2.4%増となり、2 四半期連続でプラス成長となった。個人消費や住宅投資などの内需が上向き、緩やかに景気回復が続いている。現に、個人消費は前期比 0.4%増と 3 四半期連続のプラスで住宅投資は同 1.8%増と 4 四半期ぶりのプラスとなっている。一方で、公共投資は 13 年度の補正予算による押し上げ効果が一服したほか、人手不足による工事の遅れなどの影響で、同 1.4%減と 4 期ぶりにマイナスに転じた。
- 6 月 25 日、りそなホールディングスは経営悪化に伴い、国から資本注入を受けた公的資金の残高 960 億円を返済したと発表した。2003 年の実質国有化から 12 年、ピーク時には 3 兆 1,280 億円にのぼった公的資金は、財務改善や融資リスクの分散、サービス向上策などの実施が結実し、全て完済された。また、29 日には、あおぞら銀行が前身の旧日本債権信用銀行に注入された公的資金を一括完済した。あおぞら銀行の馬場信輔社長は、「業績の選択と集中を行い、効率化も進めた。今後は独自のサービスを提供していきたい。」と意気込みを述べた。

- 6月30日、国際通貨基金(IMF)はギリシャが期限内に15億ユーロの返済を行わなかった事を確認した。同時に IMF のライス報道官はギリシャ政府から返済期限の延期要請があった事を明らかにし、理事会で検討すると述べたほか、債務を返済しなければギリシャは IMF から追加融資は受けられないと指摘した。

## II: 株式市場動向

- 2015年4月以降の株式市場は、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、5月22日には東証一部の時価総額が591兆円となり、1989年12月のバブルピーク時に記録した590兆円を超えた。また、6月1日まで12連騰となり、88年以来の連続高となった。
- 賃上げの浸透などで景気が底上げされる一方、インフレ率は明確には上昇せず日銀の追加金融緩和の可能性も残る展開となっている。また、機関投資家が企業に対して ROE(自己資本利益率)向上への圧力を強めており、企業が「中期経営計画」などを通じて企業価値向上に取り組む行動を起こすなどの好材料が見込まれる。業績の向上をもたらすには、日本企業が賃上げ、設備投資、株主還元などに対して前向きになる環境が必要である。そして、これらが整うことで企業及び日本経済の好循環が形成されるものと思われる。

## III: 為替/債券/金利動向

- 5月22日のイエレンFRB議長の発言を受けて年内の利上げ観測が高まり、124円台半ばへドル高が進行した。5月の雇用統計では時間当たり賃金額の前年比がプラス2.3%と2009年10月以来の高い伸び率となったため、2002年6月以来のドル高・円安水準となる125.86円まで上昇した。6月7日のG7においてオバマ大統領がドル高懸念を表明したとの報道や(後に否定)、6月10日、日銀の黒田総裁が「実質実効為替レートがここからさらに円安はありそうにない」と発言したことを受けて(その後、「円安にならないと言ったわけではない」と修正)、122円台へと円高に振れた。6月末日時点では122円台中盤で推移している。
- 4月0.390%で始まった新発10年国債利回りは、欧米の金利上昇を受けて6月4日には約6ヶ月半ぶりの高水準となる0.50%台に上昇した。その後、ギリシャ債務問題に対する懸念や、日銀による国債買入れの継続に伴う需給の引き締めから金利は低下し、6月末日時点では0.455%となっている。
- 6月16、17日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)後のイエレンFRB(米連邦準備制度理事会)議長の発言やFOMC参加者の経済予測表から判断すると、景気の先行きに対する懸念は根強いと考えられ、2015年9月の利上げ開始時期をメインシナリオとして据え置くものの、12月にずれ込む可能性が高まったと考えられる。米国10年国債利回りは、早期の金

利引き上げ観測が後退したことを受けて低下し、6 月末日時点では 2.34%となっている。

#### IV: J-REIT/不動産関連セクター動向

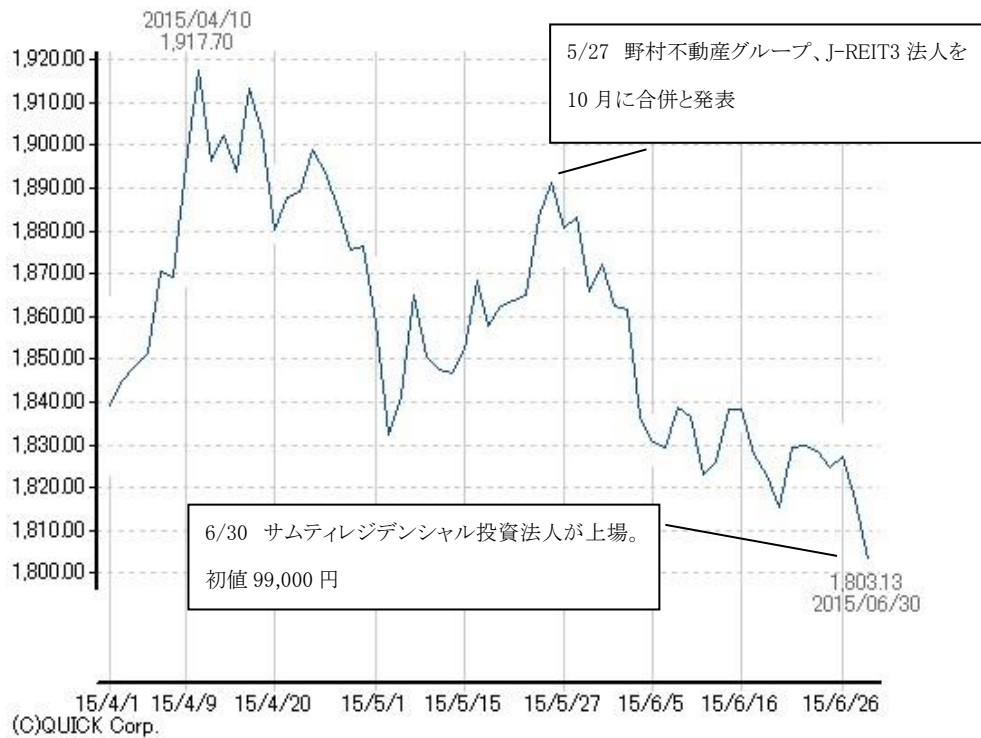
- 4 月以降の東証REIT指数は、相次いで発表された公募増資による需給軟化懸念に加え、国内外における長期金利の上昇懸念が影響し、軟調な展開となった。また、6 月下旬にかけてのギリシャ債務問題に対する懸念もマイナス要因となった。しかしながら、相対的な配当利回りの高さや、不動産市況の改善などを背景とした投資需要から、6 月 30 日には終値で 1,803.13 ポイントと 3 月末時点よりは低下したものの、依然底堅い展開を示している。
- 一部条文の施行が保留されていた空家対策特別措置法が 5 月 26 日に完全施行された。これにより、放置しておく倒壊や衛生上問題を引き起こす可能性がある危険な空き家の所有者に対して自治体が修繕や撤去勧告、命令措置を講じることができるようになったが、小規模な地方自治体ではマンパワーや予算が不足しているといった実情を抱えた中での全面施行となった。総務省の調査によると、全国の空き家総数は 2013 年の時点で約 820 万戸。このうち長期間にわたる空き家は別荘や賃貸・売却用などを除き約 318 万戸で 2003 年から 1.5 倍増えた。
- 5 月 27 日、野村不動産グループの J-REIT である、野村不動産マスターファンド投資法人、野村不動産オフィスファンド投資法人、野村不動産レジデンシャル投資法人の 3 法人が 10 月 1 日付で合併すると発表した。3 法人合計の総資産額は 8,770 億円となり、国内 2 位の規模となる。合併の背景として、物件取得競争の激化や投資対象セクターの多様化など、市場環境の変化を挙げ、資産規模の拡大やポートフォリオの分散、財務安定性の強化により将来にわたる成長を実現するとしている。また、3 法人は総合 REIT として、従来の投資対象である物流施設や商業施設、オフィス、住宅に加え、複合施設、ホテル、工場やヘルスケア施設も投資対象とすることにより多様性を図り、投資機会を拡大させるといった方針を示している。今回の合併についてはリーマン・ショック後の 2010 年～2011 年にかけて行われた多くの救済的な合併とは大きく趣が異なり、今後の成長性に重点が置かれているといった所が注目される。合併発表後には規模の拡大や収益機会の拡大などを背景に 3 法人の投資口価格はいずれも上昇し、投資家の要望に応える内容であったことを示した。今回の合併は投資法人の成長戦略が物件取得だけで図られないという点において、一つの大きな展開を示す事例となった。

#### V: Financial Market Outlook

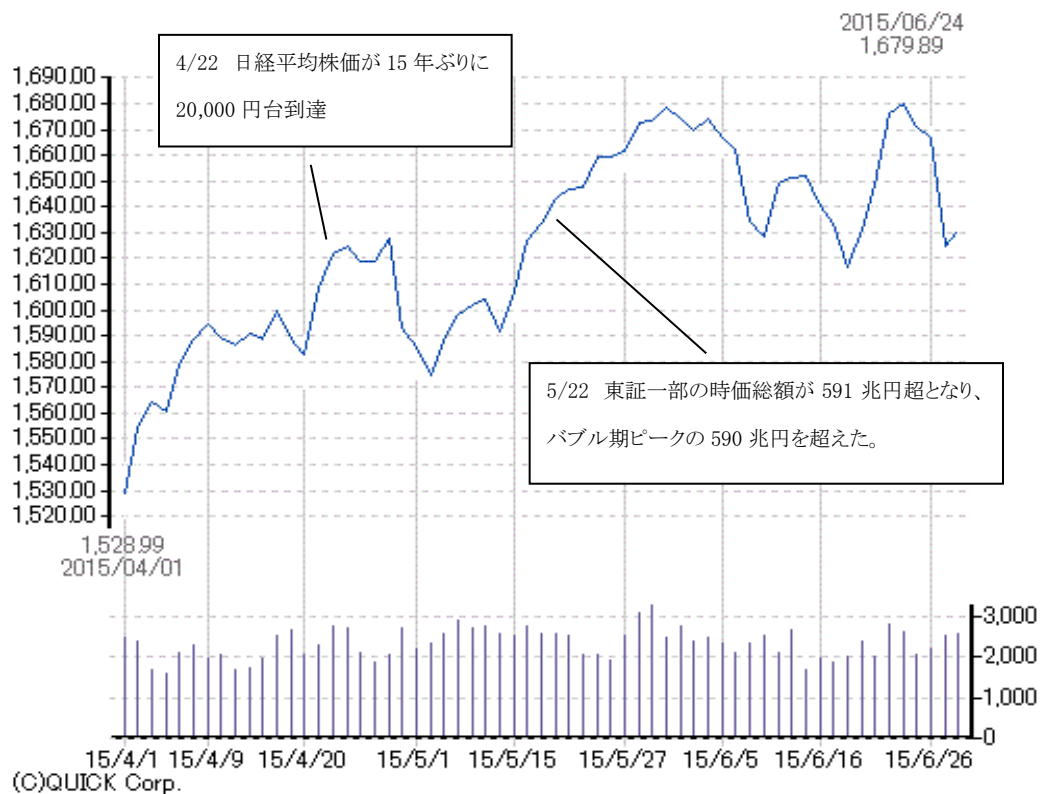
- 2015 年度に入り日経平均株価は 15 年ぶりに一時 20,000 円の大台に到達した。直近の株価の安値は 2012 年 11 月の 8,661 円だったことを考えると、約 2 年半の間に日本の株価は約 2.3 倍跳ね上がり、当該期間では世界の主要株式市場の中で最も高い上昇率となった。この株価上昇の背景は、円安の進行による輸出企業の業績回復、公的資金による多額の株式購入に加えて、日銀の量的金融緩和策による“金余り”の状況に起因している。5 月半ばには、米国金利の先高観などを背景に、足元では円安・ドル高が急速に進み、5 月下旬には約 12 年半ぶり

に 1 ドル=124 円台に達した。円安傾向が続くと、自動車等の国内輸出企業の業績は一段と改善することもあり、株式市場は堅調な展開が続いている。円安・株高は新たなステージに入っていると考えられ、米大手投資運用会社においては米国で販売する日本株の投資信託にほぼ毎日資金が流入してきているという。日経平均株価が 2000 年の高値を超えれば、次の節目は 1996 年の 2 万 2,666 円となるであろう。果たしてこの水準への到達は遠いのだろうか。ROE(自己資本利益率)重視に舵を切り、2015 年における増益率は日本株が米国株を上回り、PER(株価収益率)も 16~17 倍と 20 倍近くの米国より割安感がある。日本株に対して市場の関心は高まる一方だが、死角はないのか。株高を後押しした円安で、輸入コスト増などマイナス面が広がらないか。株高は公的資金が後押しする仮の実力なのではないか。中国の景気減速やギリシャ問題など今後、海外のイベントは波乱要因とはならないか。日本株は適温か、それとも加熱しているか。記録づくめとなった円安・株高相場の新たな地平について冷静な判断が求められる。これまで変わらなかった日本経済が本当に変わってきているとすれば、現在の環境は通過点に過ぎず、更なる高みからの地平が広がることとなるであろう。

【東証 REIT 指数】



【TOPIX】



<Financial Markets>

指標	平成 27 年 3 月末	平成 27 年 6 月末
TOPIX	1,543.11 ポイント	1,630.40 ポイント
ドル/円	120 円 14 銭	122 円 49 銭
ユーロ/円	128 円 91 銭	136 円 39 銭
新発 10 年国債利回り	0.398%	0.455%
TIBOR3 ヶ月(ユーロ)	0.170%	0.169%
東証 J-REIT 指数	1,864.66 ポイント	1,803.13 ポイント

## Leasing Market Outlook

オフィスの空室率は低下し、商業関連も物件が少ない状況。

### <サマリー>

- ✓ 都心 5 区、23 ヶ月連続で平均空室率が低下。
- ✓ 大阪ビジネス地区、4 ヶ月連続で上昇していた空室率が 5 月は低下。
- ✓ 名古屋ビジネス地区、空室率が 6% 台に。

### <トピックス>

#### **I: 東京リーシング市況**

都心 5 区(千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区)は 2015 年 5 月末で空室率が 5.17% (前期比 0.14% 低下) となり、23 ヶ月連続の低下となっている。2015 年 5 月末は、特に渋谷区空室率が 3.07% となり、2% 台が目前に迫っている。

- ・ 平均募集賃料(坪単価)は、2015 年 5 月末において坪 17,320 円(前期比 153 円上昇)となり、14 ヶ月連続で上昇となった。
- ・ 2015 年 5 月末における空室面積は、約 37 万 3 千坪(前期比 1 万坪減少)となった。既存ビルの空室面積は約 1 万 9 千坪減少したが、新築ビルの空室は約 9 千坪増加した。
- ・ 日本不動産研究所が行っているオフィス賃料改定率調査で 2014 年下期は調査対象エリアである都心 5 区、東京周辺部(都心 5 区以外の東京都及び千葉県・埼玉県・神奈川県)、地方都市(大阪市・名古屋市・福岡市・仙台市)の全てで賃料改定率がプラスに転じた。しかし、A クラス以上のビルであっても、賃料の上昇を期待できないエリアが都心 5 区において存在している。
- ・ 渋谷区のオフィスマーケットは、需給バランスが極端に崩れてきており、募集物件が大幅に減っている。特に駅に近い物件やスペックの高い物件となればその状況は顕著であるため、新規募集を行う際、賃料等の入居条件に関して入札を行うビルオーナーが散見されるようになった。
- ・ 商業テナントの傾向としては、国内の消費者が慎重である一方、訪日外国人による消費がマーケットを下支えした。その結果、東京・大阪・名古屋のいずれのマーケットでも、旺盛なテナントの需要に対して物件が非常に少ない状況となった。  
東京の主要商業エリアでは、引き続き需要が堅調に推移した。特にラグジュアリーやファストファッションとその姉妹ブランド、スポーツブランドなどは高い出店意欲がみられた。旺盛な出店

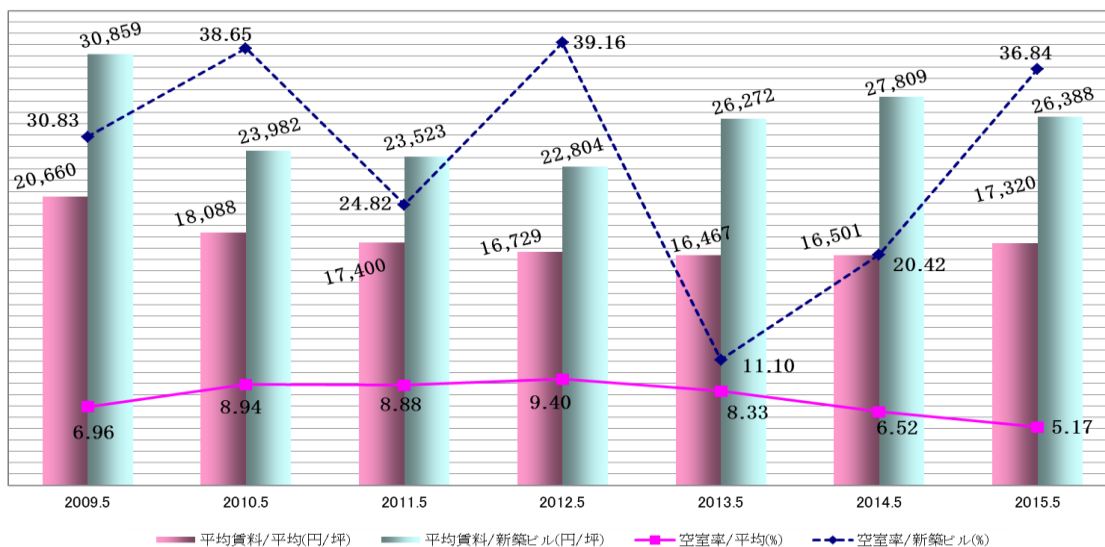
需要を背景に、今後も賃料の上昇傾向は続くものと予測される。しかし、国内消費の回復が遅れていることや、一部のプライムエリアでは既に賃料が急騰したことなどにより、上昇のペースは従前に比べややスローダウンすると思われる。

銀座では、二つの大型開発物件を結ぶ みゆき通りで、オーナーの設定額を大きく上回る賃料でテナントが応札した事例があった。表参道では、ラグジュアリーやデザイナーズブランドによる立地改善や売り場拡張に伴う移転があった。新宿では、他のエリアと比べても既存物件の空室が少ないため、開発物件の区画にテナントの需要が集中した。渋谷では、渋谷駅周辺の大規模開発が複数控えていることから、路面店の出店ニーズが井の頭通りやセンター街などの駅周辺に集まりつつある。

都心5区空室率・平均募集賃料・空室面積(月次)

	前期(2015.2)末	2015.3	2015.4	2015.5	前期(2015.2)比
空室率/平均(%)	5.31	5.30	5.34	5.17	-0.14
空室率/新築ビル	29.31	30.36	33.21	36.84	7.53
空室率/既存ビル	4.78	4.73	4.64	4.50	-0.28
平均募集賃料/平均(円/坪)	17,167	17,195	17,257	17,320	153
平均募集賃料/新築ビル	26,192	26,160	26,574	26,388	196
平均募集賃料/既存ビル	16,941	16,944	17,006	17,075	134
空室面積/合計(坪)	382,590	382,398	385,280	372,645	-9,945
空室面積/新築ビル	45,543	48,684	58,687	54,961	9,418
空室面積/既存ビル	337,047	333,714	326,593	317,684	-19,363

都心5区空室率・平均募集賃料(年次)



## II:大阪リーシング市況

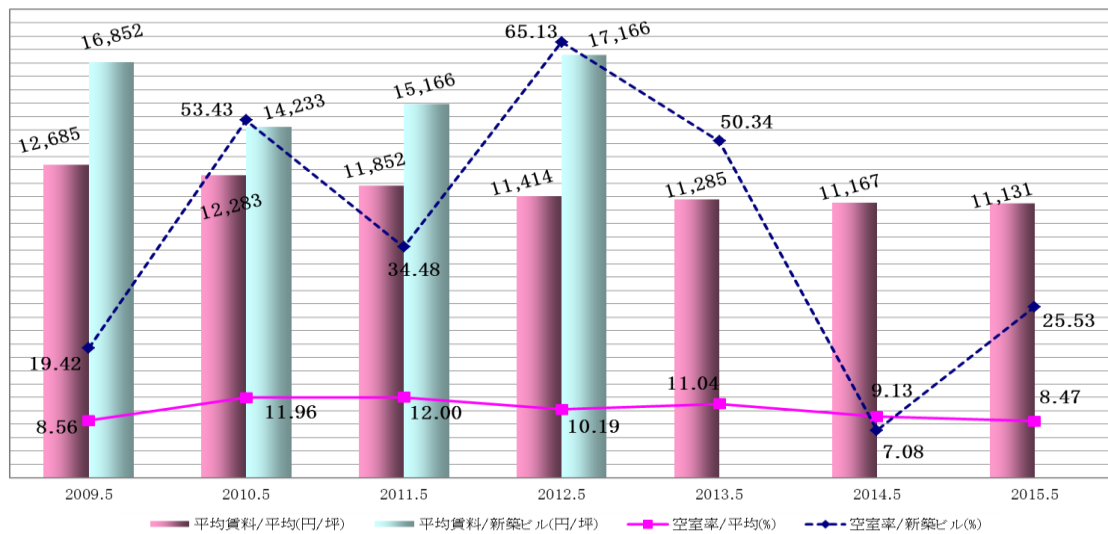
- 大阪ビジネス地区(主要6地区/梅田地区、南森町地区、淀屋橋・本町地区、船場地区、心齋橋・難波地区、新大阪地区)では、2015年5月末時点の空室率が8.47%(前期比0.23%上昇)、平均募集賃料が11,131円(同91円低下)、空室面積が約18万6千坪(同7千坪増加)となった。
- 最近の大阪オフィスマーケットの特徴として、新築ビルの床面積の増加に比例して総賃貸可能面積が増加していないという点がある。2010年から2014年の5年間に、新築ビルは24棟が供給されたが、既存ビルが35棟減少したため、ビルの総数は839棟から828棟へと減少した。主な要因として、築年が古くなった複数のオフィスビルをマンション開発のために取り壊したことが考えられる。
- 2015年の新ダイビル、2017年の中之島フェスティバルタワー・ウエスト(仮)などあるが、現在公表されている大規模賃貸ビルの開発計画としては、相対的には少ないと言える。他にも日本生命新東館ビルや田辺三菱製薬本社ビル、阪和興業本社ビルなどがあるものの、これらは自社ビルの供給であり、この二次空室が今後の賃貸オフィスマーケットに影響を与えることが予測されている。
- 商業関連では、大阪の主要商業エリアである心齋橋や梅田エリアにおいても、テナントの出店需要が堅調であった。直近では、新規供給物件に有力テナントが出店する事例が相次ぎ、集客力の高いテナントの出店によりエリア全体の賑わいが増している。また、大阪を中心とした近畿圏を訪れる訪日外国人の伸び率は、全国、関東を上回るペースであり、商業エリアの活性化に大きく貢献した。今後もビルや店舗の新規供給は限定的で出店需要を十分に吸収できないとされ、大阪の商業市況は強含みで推移すると見込まれている。

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(2015.2)末	2015.3	2015.4	2015.5	前期(2015.2)比
空室率/平均(%)	8.24	8.71	8.77	8.47	0.23
空室率/新築ビル	12.57	26.00	26.00	25.53	12.96
空室率/既存ビル	8.23	8.51	8.56	8.27	0.04
平均募集賃料/平均(円/坪)	11,222	11,132	11,139	11,131	-91
平均募集賃料/新築ビル	16,500	-	-	-	-
平均募集賃料/既存ビル	11,202	11,129	11,136	11,128	-74
空室面積/合計(坪)	179,387	191,422	192,613	186,056	6,669
空室面積/新築ビル	957	6,755	6,755	6,635	5,678
空室面積/既存ビル	178,430	184,667	185,858	179,421	991



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)

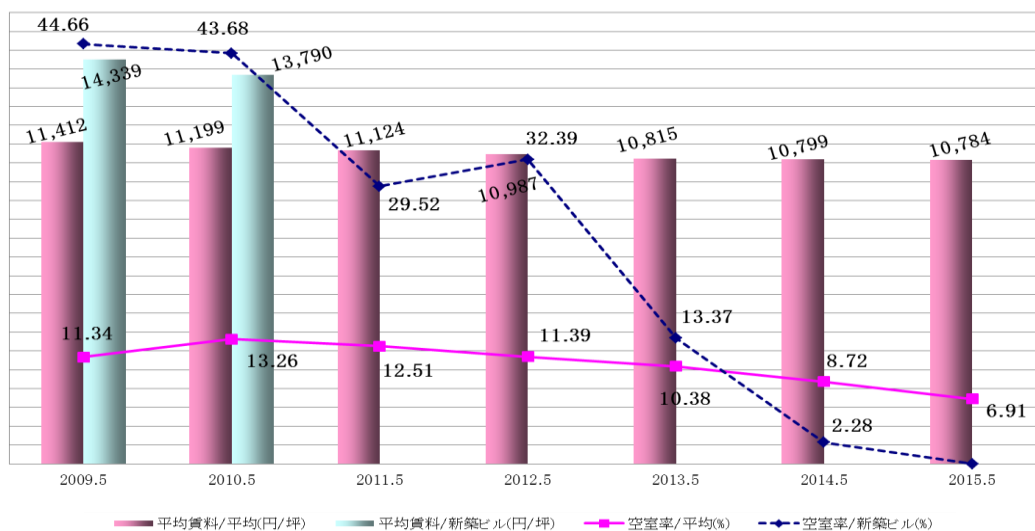
### III:名古屋リーシング市況

- 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6.91%(前期比0.45%低下)、平均募集賃料が10,784円(同26円上昇)、空室面積が約6万5千坪(同4千坪減少)となった。ビジネス地区の全てで空室率の低下がみられ、特に名駅地区の空室率はファンドバブル期の水準に近づいている。
- 名古屋のオフィス市況は堅調な回復が続いており、館内増床や拡張移転、統合・集約などの動きに加え、自社ビルや郊外からの転入も多い。一方、好立地の優良ビルと競争力の弱いビルとの格差が顕著に広がっている状況もみられる。
- 商業テナント関連では、名古屋の主要商業エリアである栄において、既存路面店舗の空室は引き続き僅少で、テナントの出店が極めて困難な状況であった。しかし、このような状況下において新規供給物件にForever21が入居するなど、話題性の高いテナントの出店が相次いだ。こうした集客力の高いテナントの出店により人の往来が増し、エリア全体の活性化が見込まれる。今後、名駅エリアで大規模な再開発案件が目白押しとなるが、出店ニーズの高い栄エリアにおいては、路面店舗の希少性は引き続き揺るぎないものとみられる。

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(2015.2)末	2015.3	2015.4	2015.5	前期(2015.2)比
空室率/平均(%)	7.36	7.19	7.09	6.91	-0.45
空室率/新築ビル	-	-	-	-	-
空室率/既存ビル	7.36	7.19	7.09	6.91	-0.45
平均募集賃料/平均(円/坪)	10,758	10,767	10,764	10,784	26
平均募集賃料/新築ビル	-	-	-	-	-
平均募集賃料/既存ビル	10,755	10,764	10,762	10,782	27
空室面積/合計(坪)	69,313	67,692	66,772	65,077	-4,236
空室面積/新築ビル	0	0	0	0	-
空室面積/既存ビル	69,313	67,692	66,772	65,077	-4,236

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)