

講演録

第 202 回定期講演会 講演録

日時: 平成 30 年 10 月 11 日 (火)

会場: 日本消防会館

「不動産市場の動向と最近の潮流

～後退する市況悪化懸念と台頭する不動産テック企業～」

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 准主任研究員 佐久間 誠

皆さま、こんにちは。ただ今ご紹介にあずかりました佐久間でございます。現在、ニッセイ基礎研究所という日本生命のグループ会社のシンクタンクで、オフィス市場や不動産テックなどの分野について研究しております。本日はこのような機会をいただきまして、また大勢の方にお集まりいただきまして、誠にありがとうございます。

さて本日ですが、三つのテーマを中心にお話させていただきます。まず、不動産の賃貸市場、その中でも、注目度の高いオフィス市場の動向についてお話いたします。

次に不動産投資市場の動向についてお話いたします。昨日、米国株が下落したこともあり、本日の日経平均も大幅に下がっております。米国株が下落した要因としては、米金利の上昇を嫌気したことが挙げられています。現在の不動産投資市場は低金利に支えられている面もありますので、こういった金利上昇のリスクを、今後どのように考えたらいいのかということについてご紹介させていただきます。

最後に、不動産市場をもう少し長い視点で見た場合に、どういった変化が起こる可能性があるのかについてご紹介いたします。最近 WeWork というコワーキングスペースが東京でもかなり増えてきましたが、こういった新しい業態が5年から10年という比較的長いスパンで見た場合に、マーケットにどういった影響を与えるのか。また、そもそも既存の不動産業と何が違うのかといった話をさせていただきます。

それでは最初に、オフィスを中心とした不動産

の賃貸市場についてお話しさせていただきます。オフィス市場では、これまで2018年問題ということが言われていました。2018年から2020年にかけて、オフィスビルの大量供給があるので、需給関係が崩れて、オフィス市況がピークアウトするという懸念のことです。

弊社では、毎年年末にアンケート調査を実施させていただいています。機関投資家や不動産会社など不動産のプロの方々にお伺いしているものでございます。そこで、オフィスに限ったわけではありませんが、東京の不動産価格のピーク時期はいつ頃だと思いますか、という質問をさせていただいたところ、2018年までにピークを迎えるとお答えいただいていた方が、全体の45%、つまり半分程度おりました。2019年も含め、東京オリンピック前までにピークを迎えるとお答えいただいていた方で見ると、全体の7割ぐらいを占めておりました。このように不動産の市場参加者の皆様も、結構今年あたりから危ないぞというのを去年の年末ぐらいまでは思っていました。

一方で、足元のマーケットを見てみますと、2018年にピークアウトするという人はもうほとんどいなくなりました。皆さん、2018年はもう大丈夫だろうと。来年も少なくとも前半くらいまではいけるんじゃないかなという方も増えています。

このように、2018年にマーケットがピークアウトをすることを考えていた一つの要因がオフィスの大量供給でした。過去の東京都心部 A クラスビルの新規供給と空室率の関係を見ると、大量供給がある年には、空室率が上昇する傾向がありました。

過去にも何年問題といわれたことがありました。2003年問題と呼ばれた2003年であれば、Aクラスビルの大量供給を受けて空室率は大きく跳ね上がりました。直近では2012年問題というのがありました。この当時は供給を背景にAクラスビルの空室率は2011年第3四半期の5%から2012年第4四半期には9.2%と、約4%も上昇しました。2018年以降をご覧くださいますと、2018年についても2020年についても、2012年を上回るような供給があります。そのため、やや言い訳がましいですが、私を含め、2018年にピークアウトするというふうに予想を出していたアナリストは多くいたわけです。

また、不動産市場のサイクルがそろそろ終盤に差し掛かっているのではというのも、不動産市況がピークアウトすると予想していた理由の一つです。不動産市況には、いいときもあれば悪いときもあります。東京都心部Aクラスビルの成約賃料の前年比変動率の推移をご覧くださいと、賃料が下落している局面、上昇している局面が交互に訪れますが、それぞれの局面は大体数年ぐらいで終わり、次の局面に移っていることがわかります。また、足元をご覧くださいと、アベノミクスと呼ばれる景気回復が始まって以降、かなり長い期間にわたって賃料上昇局面が続いております。そのため、今回のサイクルの上昇局面も、そろそろ終わりを迎えるのではと思うわけです。少なくとも1年前ぐらいから、このように考えられていた方も少なくないのではないかと思います。

また、Aクラスビルの空室率の推移をみてみます。よく経済の話だと、完全失業率といって、賃金の上昇と下落の分岐点となる失業率について議論されることがあります。失業率がここより上に行くと賃金が下がって、それより失業率が下がると賃金が上がるという、そういった均衡的な失業率の水準です。不動産でも同様に、空室率が何%を下回ったら賃料が上がるのかという話があります。Aクラスビルの空室率と成約賃料の関係をみると、これまでは大体、空室率が3.5%前後をまたぐときに、賃料の上昇と下落が入れ替わってきました。足元の水準をご覧くださいと空室率は3.5%を下回るような水準になっていたんですけども、なかなか賃料が上がらないという状況が続いておりました。多分その原因の一つが、2018年問題と呼ばれるように供給が多く見込まれていたことが挙げられます。ビルオーナーも賃上げに強気になれなかった

ことや、逆にテナント企業も移転先などの選択肢があったというのもあって、なかなか賃料が伸びていなかったと思います。一方、2018年第2四半期からは、ふたたび賃料上昇が加速したようにも見えます。どうして、また賃料上昇が始まったかというと、これまで多くの方が2018年に市況がピークアウトするのではと意識していたものの、先々に竣工するビルもリーシングが想定以上に順調に進み、2018年問題も杞憂に終わったとの見方が広まったことで、また少しアクセルを踏みだしたのではないかとというのが、足元のオフィス賃貸市場の解釈でございます。

Aクラスビルの空室率と成約賃料の推移を見ると、空室率は2016年後半から新規供給を背景に上昇しましたが、その後は空室率が着実に低下しております。成約賃料をご覧くださいと、2015年第3四半期にリーマンショック後の高値である3万5652円を付けて、その後はなかなかこの高値を抜けられずに、高値圏で右往左往するというのが続いていました。しかし、2018年第2四半期ようやく、リーマンショック後の高値を上抜けました。足元の状況からは、今後も底堅く推移するんじゃないかなというふうに思っております。

東京の空室率を、オフィスビルのクラス別に見てみますと、Aクラスビルは1.2%まで低下しております。またBクラスは0.9%、Cクラスは1.1%になっております。Aクラスは、まだファンドバブル期と呼ばれた2006年から2008年の最低を下回ってはいないものの、Bクラス、Cクラスはそれを下回って、過去最低水準となっております。その要因としては、足元の新規供給の多くがAクラスビルと呼ばれるような大規模ビルに偏っていることがあげられます。森ビルの公表している供給量調査を見ますと、2018年と2020年の供給量に占めるオフィス延べ床面積10万平米以上の割合が、2018年が66%、2020年が65%となっています。7割弱が大規模ビルですが、これまでと比較してもこれは高水準です。そのため、中小規模のビルの供給は少ないので、Bクラス、Cクラスの需給が、よりタイトな状況になっております。

東京の成約賃料を、オフィスビルのクラス別に見てみますと、Aクラスビルは3万6952円とリーマンショック後の高値を上抜けました。またBクラス、Cクラスは、Aクラスにやや遅行して上昇し始めました。賃料上昇の勢いはやや劣りはするん

ですけれども、底堅く堅調に推移している形となっております。Bクラスは2018年第2四半期で2万0732円、Cクラスは1万5919円となりました。リーマンショック後のボトムからの上昇率を見ますと、Aクラスは87.5%、Bクラスが64.6%、Cクラスは53.7%となっております。

これまで2018年に大量供給を受けて不動産市況はピークアウトするのではないかと感じていましたが、オフィス需要が想定より堅調で、足元のオフィス需給はタイトに推移しております。このように、想定以上にオフィス需要が強い理由として、経済成長から類推されるよりも実際のオフィスの床需要が大きくなっていることが挙げられます。名目GDPの前年同期比を1年先行させたものと、貸室面積の前年同期比を比較すると、2013年以降、この名目GDPと貸室面積が平行に動いているのが見て取れると思います。これが意味することは、名目GDPが伸びたら、つまり経済が成長したら、その1年後ぐらいにテナントのオフィス需要が出てきているということです。ただし、2017年後半から両社が乖離しています。つまり、経済が示していた以上に強いオフィス需要が見られています。

同じデータを違う角度でお見せしたいと思いません。横軸が名目GDPの前年比を1年先行させたもの、縦軸が貸室面積の前年比をお示したものです。図の右上にある点は、経済が成長したので貸室面積は伸びていることを表しています。一方、左下にある点は経済が下向いたので貸室面積が減ったことを表しています。こちらの図からも、2013年以降の貸室面積の増減の多くは、経済成長で説明できましたが、足元2018年の動きをご覧くださいと、明らかに貸室面積の伸びが上振れていることがわかります。

このようにオフィス需要が経済状況と比較して強い状況は何を表すのでしょうか。このようにデータが乖離した場合、この足元の動向が異常値なのか、それとも構造変化がおきはじめているのか、と考えます。もし異常値だと判断すれば、現在のオフィス需要は一時的なもので、時間がたてば需要も落ち着くと考えます。一方、構造変化だとすると、今後も想定以上に強いオフィス需要が維持される可能性があります。まだ十分なデータが集まっているわけではなく、統計的に判断することは難しいです。そのため、定性的に現在のオフィス

市況を見ると、構造変化が現在、徐々に起きているんじゃないかと思っています。まだ確信を持てるレベルではありませんが、そういった兆候が至る所で見て取れます。

これが、どういう構造変化かという点、オフィスが工場化していると考えております。オフィスの工場化がどういう意味かと言うと、産業構造の変化により、これまで事務拠点だったオフィスが生産拠点に変化しているということです。例えば、製造業である自動車会社であれば、景気が拡大し、生産量を2倍にするときは、地方などに立地する工場の生産ラインを2倍に増やします。しかし、オフィスはそこまで増やす必要はありません。なぜかと言うと、売り上げを増やすのに企画部門や管理部門、総務部門などの人材をそこまで増やす必要はないからです。これまでは製造業など第2次産業を中心とした産業構造だったため、経済に対するオフィス需要の感応度はそこまで大きくなかったと考えています。

一方、産業構造の変化により、サービス業である第三次産業の比率が高まっています。代表的な業種は、IT企業や法律事務所、会計事務所などです。会計事務所を例にとると、会計事務所ですり上げを2倍にしようと思うと、所属する会計士の数を2倍近くにする必要があります。IT企業も、いろいろなサービスを出すために、オフィスで働くプログラマーなどをどんどん雇う必要があります。

このように現在は、生産現場が工場から徐々にオフィスに移ってきている端境期にあるんじゃないかと思っています。そのため、過去よりも売上やGDPなどに対するテナントのオフィス需要の感応度が高まっている可能性があります。まだ定量的に証明できるだけのデータはそろっていませんが、今後そのような視点でオフィス市況を見ていく必要はあるのかなというふうに思っています。

このようにオフィスが工場化することの影響として、人材確保・働き方改革、IT企業のオフィス需要、コワーキングスペースの拡大がおきているのではないかと思います。

人材確保について見ると、有効求人倍率は足元1.63となり、1974年以来の逼迫水準です。人が採用できない。足元では採用を強化するためや、大規模な築浅ビルに移転したいというニーズが高まっています。また、効率よく働けるようにしたい

という動きが足元でございます。次に、最近では IT 企業のオフィス需要の強さが目立ちます。また IT 企業だけではなく、法律事務所、会計事務所、コンサルティング会社といった、いわゆるサービス業の需要が増えております。これは、産業構造がサービス化していることを反映していると考えています。さらに、コワーキングスペースの拡大が、特に東京では目立ちます。

堅調なオフィス需要を背景に、大量供給が懸念された新築ビルもかなり埋まっています。三鬼商事の空室率のデータで、新築ビル、つまり過去 12 ヶ月間に竣工した東京のオフィスの空室率、また既存ビル、つまり竣工後 12 ヶ月前までに竣工したオフィスの空室率について見てみます。2003 年問題と言われた時期をご覧いただくと、新築ビルの空室率が大体 35% ぐらいまで上がっています。また 2012 年問題と言われた時期をご覧いただくと、新築ビルの空室率は 40% ぐらいまで上がっています。一方、足元の状況をご覧いただくと、2018 年に新築ビルが竣工しているにもかかわらず、8 月の新築ビルの空室率は 4.95% と、過去と比較しても低水準にあることがわかります。

新築ビルへの旺盛な需要という観点では、特に渋谷が注目を集めています。渋谷はふたたびビットバレーと呼ばれるようになってきているようですが、IT 企業が集積しているエリアで、オフィス需給が特に逼迫しています。渋谷で竣工する 6 棟の新築ビルのうち、4 棟は既に満室になっていて、残る 2 棟についても 90% 代後半の内定率が既に見えており、ほぼ満室の状態になっています。

このような形で新築ビルが多数供給されているにもかかわらず、IT 企業などを筆頭にオフィス需要は高いため、リーシングが順調に推移しているというのが、足元の状態でございます。日経不動産マーケット情報の調査によれば、2019 年 10 月までに竣工するビルで見ると、大体 70% ちょっとならぬ内定率を達成しており、すでに多くが埋まってきていることがわかります。

次に、IT 企業の旺盛な需要を表す事例を二つご紹介させていただきます。一つは 2017 年 11 月に報道があったものですが、Google 日本法人が、現在入居している六本木ヒルズの森タワーから、先日竣工したばかりの渋谷ストリームに移転します。1.4 万坪あるオフィス床を 1 棟借りします。この報道で特に驚いたのが、現在、約 1300 人が働いてい

るところ、その 2 倍を収容できるオフィス床を既に確保しているということです。このスピード感は、これまでの製造業などの移転では見られないものです。

もう一つが AKASAKA K-TOWER の事例です。これは、懸念されていた二次空室を IT 企業などの堅調な需要を背景に早期に解消されているという例です。AKASAKA K-TOWER では、アンダーソン・毛利・友常法律事務所が 10 フロアを賃借していたんですが、今年、大手町パークビルディングに移りました。そのため、10 フロアが丸々空きました。しかし、5 フロアを太陽有限責任監査法人が借りて、残る 5 フロアを Yahoo! が借りることになったとのこと。Yahoo! は 2016 年にガーデンテラス紀尾井町の紀尾井町タワーで約 2 万坪借りて、そこからまだ 2 年もたたないのに、かなりのスピードで賃借しているオフィス床を増やしているという印象を受けました。日経不動産マーケット情報によると、毎月 10 名から数十名入社しているということで、どんどんオフィスワーカーが増えています。このような動きに支えられて新築ビルも埋まり、二次空室も発生しないという状況になっています。

経済センサスのデータを用いて、東京都心 5 区に所在する事業所の従業員数の 2012 年から 2016 年の変化を見てみます。これをご覧頂くと、過去 4 年間は都心 5 区の中でも千代田区と渋谷区で従業員が大きく増えていることがわかります。

また、最近オフィス需要を牽引している IT 業や法律、会計、コンサルといった業態が、都心 5 区の中のどの区で従業員数を増やしているのか、見てみました。IT 業を含む分類である情報通信業の従業員数が、都心 5 区の中のどのような規模の事業所で、どのくらい増えているか見ると、都心 5 区では、2012 年から 2016 年で合計 5 万人くらい従業員が増えました。そのうち 100 人以上の事業所が 4 万人くらい増えているので、都心 5 区の事業所では大企業を中心に従業員を増やしていることが推測されます。また、区ごとに見てみますと、千代田区が 7700 人、港区が 2 万 2000 人、渋谷区が 1 万 9000 人増えています。つまり、IT 業を含む情報通信業という観点で見ると、全体の従業員数増加の 8 割が港区と渋谷区におけるものです。ここで示した従業員数とオフィスワーカーとでは、定義が異なるので、オフィス需要を見るときはこの数字をそのままあてはめることはできませんが、大

体の動きを捉えることができると考えております。なお、港区と渋谷区を比べてみますと、両区で大きな違いがあります。港区は増加した2万2000人のうち、2万人が100人以上の事業所、つまり多くが大企業だと考えられます。一方、渋谷区をご覧いただくと中小企業から大企業まで満遍なく従業員が増えています。渋谷区はビットバレーとも呼ばれていますが、この数字に渋谷の強さの一面が見てとれると考えています。ITの世界では、エコシステム、つまりビジネス生態系が特に重要だとされます。そして、エコシステムを構築する上では、多様性が必要です。小さい会社から大きい会社まで、いろいろな企業が集まって、その中で経済がぐるぐる回っていくということです。この数字からもわかるように、渋谷区は多様性に富んでいて、やはりそういったところがIT企業を惹きつけるのだろうなというふうに思います。

また法律事務所、会計・税理士事務所、コンサル業などが分類される学術研究、専門・技術サービスのデータをご覧いただくと都心5区は4年間で3万7000人増えておりますが、そのうち2万3000人が千代田区で増えました。つまり、増加分の3分の2が千代田区で、こういった業態では千代田区が強いということがわかります。ただし、規模別にご覧いただきますと、2万3000人のほとんどが100人以上の大企業で増えたと考えられます。

このように堅調な足元のオフィス需給を受けて弊社でも8月にオフィス市況の見通しを改定しましたので、その内容についてご紹介したいと思います。内容の前提となるのが、まず日本の経済見通しです。弊社の予測では、実質GDP成長率は2018年度に+1.2%、2019年度に+0.8%と、成長率は今後やや鈍化はするものの、現在のような緩やかな経済成長が続くものと考えております。その背景として、外需や設備投資など、企業部門主導の経済成長が今後も続くと見込んでおります。ただし、2019年10月に消費税増税が予定されておりますので、駆け込み需要とその反動減が主に、2019年度の第3四半期、第4四半期に表れてくるものと考えております。

オフィス需給は、これまでお話しした内容を踏まえ、今後もタイトに推移すると想定しています。一方で賃料が右肩上がりになるかという点、そうとも思っておりません。なぜかという点、オフィスを借りる企業の賃料負担力がそこまで高まってい

ないからです。企業の業績が絶好調という話を皆さんもお聞きかと思えます。しかし、業績が伸びています、というときに、伸びているのは純利益や営業利益です。売上高も伸びているのですが、それらほど大きくは伸びてないです。では、なぜ業績良くなったかという点、コストをちゃんと削減していたからです。オフィス賃料は、固定的なコストの一つです。そのため、トップラインの売上高が増えないと、なかなかオフィス賃料を増やしていくというのがあります。日本の全産業の売上高と東京都心部Aクラスビルの成約賃料を見てみると、両者の相関が高いことがわかります。また、企業の売上高を見ると、まだリーマンショック前の水準を上回っておりません。そのため、東京都心部Aクラスビルの賃料についても、リーマンショック前の水準を回復するのは、難しいと考えています。

東京都心部Aクラスビルの成約賃料は、しばらくは高値圏で推移すると想定しております。2019年第4四半期から賃料が徐々にピークアウトすると見込んでおりますが、そこまでの賃料上昇率は+0.7%と、概ね横ばいを想定しております。その後、2022年のボトムまで17%ぐらい下がるという予想しております。17%の下落という点非常に大きな下落にも聞こえますが、賃料のボトムの水準は3万1000円ぐらいを想定しており、これは大体2014年後半から2015年初めの賃料水準です。そのため、アベノミクスが半分来たところぐらいまで賃料が戻るという予想になります。

また、これまでの賃料の動きの見てみますと、市場がピークアウトする要因は、大きく二つあって、需要ショックと供給ショックがあります。需要ショックの代表例がリーマンショックです。当時はオフィス需要が一気になくなり、賃料の動きをご覧いただくと、直近の高値から半分以下になりました。一方、供給ショックがあった2003年、2012年をご覧いただくと、そこまで大きな下落にはなっておりません。今回は供給ショックに当たるので、同様にそこまで大きな下落にはならないと予想しております。

東京都心部Aクラスビルの空室率についても、2019年の第4四半期から徐々に上昇するというふうに考えております。その背景は、消費税増税による一時的な経済のアップダウンや、2020年の大量供給です。先ほど、経済成長に対して需要が大

きくなったというように申しあげましたけれども、それを勘案しても需給が軟化し、ピークアウトするというのが弊社の見通しとなっております。

東京都心部 A クラスビルの成約賃料の動向を見る上で、非常に参考になるのが、土地総研の発表している不動産業況指数です。A クラスビルの成約賃料とビル賃貸業の現況指数をご覧頂くと、ビル賃貸業の現況指数と A クラスビルの成約賃料は、非常に相関が高いということがわかります。足元の動向を見ると、A クラスビルの成約賃料は、2018 年第 2 四半期にリーマンショック後の高値を更新しましたが、現況指数も同じように勢いづいていることがわかります。またビル賃貸業の先行指数は、名前の通り、現況指数にやや先行する傾向があります。足元の動向をご覧いただくと、先行指数はやや低迷しており、ビル賃貸業の事業者は 3 カ月後は少し怪しいと思っているんですね。現況指数が先行指数に収束するかはまだわかりませんが、これは気を付けておかなきゃいけないのかなと考えています。

また、業況指数の中に、ビル賃貸業の成約賃料の動向指数と空室の動向指数があって、参考になるので併せてご紹介させていただきます。まず、成約賃料の動向指数は、A クラスビルの成約賃料の前年同期比とほぼ同じ動きをします。足元の動向をご覧いただくと、動向指数からは、成約賃料がもう少し伸びてもいいのではないかと見ることもできます。なお空室の動向指数を A クラスビルの空室率の前年との差を見てみますと、ほぼ同じ動きをしています。足元の動向指数は、やや下振れておりましたが、空室率が少し上昇する可能性があるかと解釈しています。

地方の主要都市の動向についてもご紹介させていただきます。地方についても、オフィス需給はかなり逼迫しております。地方主要都市の空室率の推移をみると、空室率はファンドバブル期を下回る水準まで低下しています。また大規模ビルに限ると需給はさらに逼迫していて、空室率が 1%を下回るような地方主要都市もあります。そのため、現在は移転したくても移転できないというケースも出てきています。

地方主要都市の成約賃料の動向をご覧いただきますと、仙台は空室率がまだ相対的に高いこともあって、賃料が伸び悩んでおりますが、それ以外の主要都市については堅調に推移しております。

これらの都市の賃料は、東京にやや遅れて上昇が始まりました。リーマンショック後のボトムからの上昇率は大体 50%から 60%と、大体東京の B クラス、C クラスと同じぐらいのところまで回復しているというのが現状です。

地方主要都市のオフィスビルの賃料は今後も底堅く推移すると見込んでおります。東京の賃料が頭打ちとなるのに対し、主要都市はもう少し賃料上昇が続くと弊社では予想しております。概ね 10%前後の上昇を見込んでおります。また、ピークアウトする時期についても東京よりも 1、2 年は遅くなるかと考えています。

過去の賃料下落局面では、地方主要都市のほうが大きな打撃を受けるというのが、これまでの動きでした。それでは、なぜ今回はこのように地方の方が堅調な予想しているかということ、地方では今後もオフィスビルの新規供給が限定されるからです。リーマンショック前後の 2006 年から 2010 年の 5 年間に供給された累積面積を都市毎に比較すると、東京はストックに対して 12.8%の供給がありました。一方、名古屋、仙台は東京を上回る供給があり、それ以外の都市も東京と同水準の供給がありました。また、2016 年から 2020 年の供給の累積供給面積を見ると、東京ではストックに対して 16%の供給がありますが、地方主要都市はほとんど供給がありません。これまで、景気が良くなり賃料が上昇すると、地方主要都市も東京と同様またはそれ以上にオフィスビルを供給してきました。しかし、今回は地方主要都市の新規供給は限られるため、地方主要都市のオフィス市況は相対的に堅調に推移することを見込んでいます。

以上がオフィス市況の内容になりまして、次に金利上昇が与える影響についてお話いたします。まず、不動産価格の全体像をざっくりと把握するために、基準地価の動向について、ご紹介いたします。

先日発表になった 2018 年 7 月時点の基準地価は、全国全用途で +0.1%と 1991 年以来 27 年ぶりのプラスとなりました。また地価の上昇がいろんなところに広まってきたというのが足元の状況でございます。

全国の商業地での上昇率トップ 10 を見ると、1 位が北海道のニセコ周辺である倶知安でした。それ以外にも京都などインバウンドと呼ばれる訪日客に人気のエリアが非常に強いというのがわかり

ます。これまで地価が特に上昇しているエリアには、インバウンドに人気のエリアや再開発がされている地点、地下鉄ができるなど交通アクセスが良くなった地点などといった特徴がありました。それらの地点が堅調というのは今年も変わりませんでした。今年はその中でもインバウンドに人気の地点の強さが高まっているように読み取れました。

東京圏で地価上昇が目立った地点は渋谷です。地価上昇率トップ10に渋谷が4地点ランクインしております。オフィスビルを中心に再開発が進んでおり、その需給も逼迫しているといこともあり、地価が上昇しております。

日本不動産研究所が発表する東京 丸の内・大手町のAクラスオフィスの期待利回りは足元3.5%まで低下しております。2012年10月は4.5%でしたので、期待利回りは1.0%下がりました。一方、10年国債利回りは、2012年10月の0.78%から0.06%と0.7%ほど低下しました。そのため、不動産期待利回りと国債利回りの差であるイールドギャップを見ると、2012年10月の3.72%から3.44%と、そこまで縮小していないんです。イールドギャップが縮小すると、リスクプレミアムが縮まっているということで、不動産市況が過熱しているというふうに見ます。例えばファンダメンタルズの時期であれば、イールドギャップは2.19%まで縮小しました。当時は期待利回りが3.8%と、現在とあまり変わらなかったのですが、国債利回りは1.61%と、現在より高かったため、イールドギャップはタイトな水準でした。当時と比較すると、現在のイールドギャップは厚いため、不動産市況は過熱していないという見方もできるわけです。

一方、この指標から本当に現在の不動産市況は過熱していないと言えるのかということ、やや疑問が残ります。そこで、私なりにいろいろ分析したのですが、結論から申し上げますと、イールドギャップは金利とリスクプレミアム、期待成長率に分解できますが、そのうちの金利市場に歪みが生じているせいで、イールドギャップが縮小していないように見えているだけである、と考えております。つまり、やや大胆ないい方にはなりますが、金利市場にバブルが生じているため、イールドギャップが不動産市場の過熱感を測る指標としてうまく機能していないと思っています。

経済学では、バブルはファンダメンタルズから

の乖離であると説明されます。現在、金融政策で何をしているかを、語弊を恐れずに申し上げると、経済に照らしてあるべき水準より、日銀が金利を低く抑えることによって、経済の浮揚効果を図ろうとしています。極論すると、金利水準をファンダメンタルズから乖離させる、つまりバブルを発生させているわけです。それでは、現在の超緩和的な金融政策で10年国債利回りがどれほど、押下げられているかということ、1%弱ぐらい金利が押下げられていると推計されました。

それでは、日銀の金融政策による金利の押し下げを除いた場合に、現在のイールドギャップがどのくらいの水準になるかということ、2017年9月時点でイールドギャップは2.97%と、ファンダメンタルズ期の2.84%というのとほぼ近い水準になっています。やや古いデータとなって恐縮ですが、現在も大きく変わりません。つまり、金融政策による金利の下押しを除いた場合には、現在はファンダメンタルズ期と同じぐらい過熱感があると言っても差し支えがないと考えております。

諸外国と比較して日本のイールドギャップは厚いので、日本の不動産市場は投資妙味があるとする見方もあります。それは、私も確かにその通りだと思うのですが、イールドギャップが厚いのは理由があります。今回の分析からは、その理由が日銀の金融政策により金利がかなり押し下げられているため、その反動などのリスクを織り込んでいると解釈されます。そのため、日本の不動産に投資するにあたっては、金利リスクをどのようにコントロールするかが重要になると考えています。

また、現在の不動産市場において、金利上昇がリスクだというのは、私だけではなくて、多くの不動産市場の参加者が考えていることです。最初にご紹介した弊社の実施したアンケートで、不動産投資市場のリスク要因はなんですか、と聞いたときに、多くの方が金利に対しては一昨年や昨年懸念されています。なお、このアンケートは昨年未だに調査したものですので、まだ北朝鮮問題などがくすぶっており、地政学リスクに対する懸念も多く見られました。

そこで、金利上昇が不動産価格にどれほど影響を与えるかというのを分析してみました。不動産価格は、不動産収益を不動産利回りで割ることで求めることができます。また、不動産利回りは、

金利とリスクプレミアムと期待成長率に分解できるというのは、先ほどご説明したとおりです。ただし、それぞれの要素のデータがあるわけではないので、それぞれの寄与を見るのは簡単ではありません。金利が上昇した場合、不動産利回りを構成するリスクプレミアムや期待成長率がどのように変化して、結果的に不動産利回りがどのような水準になるかはわからないからです。

そこで、統計的な分析を行うことで、金利の影響により、不動産利回りと不動産価格がどのように変化すると予想されるのかを推計しました。ざっくり申し上げると、金利以外の要素の影響を取り除くことで、金利の影響がどのくらいあるのかを試算しています。また分析にあたっては、2005年以降を3期間に分けました。2005年1月から2007年7月のミニバブル期、2007年8月から2012年11月の金融危機・低迷期、2012年12月以降のアベノミクス・異次元緩和期です。それぞれの期間における金利の影響を見ると、ミニバブル期は金利が1%上昇したときに不動産利回りは0.28%上昇しました。つまり、金利への感応度はそこまで大きくありませんでした。また不動産価格への影響を見ると、金利が1%上昇しても、不動産価格は7%ぐらいしか下がりにませんでした。次に、金融危機・低迷期を見ると、金利への感応度はさらに低くなり、金利が1%上昇したとき、不動産利回りは0.07%上昇、不動産価格は約2%下落しました。最後に、アベノミクス・異次元緩和期では、金利が1%上昇すると、不動産投資利回りは0.86%上昇しました。つまり、現在は金利と不動産利回りが、ほぼ1対1で動いていることがわかります。また、金利が1%上昇すると、21%ぐらい不動産価格が下がるような計算結果になります。ざっくり申し上げると、アベノミクス・異次元緩和期においては金利低下を主因に不動産価格が押し上げられてきたので、今後金利が上がれば、同様に不動産価格は下がるということが想定されるというのが、ここでの結論になります。

次に、今後どの程度の金利上昇が予想されて、これまでの分析結果を適用すると、不動産市場はどのくらい影響を受けるのかということをお示しします。内閣府が「中長期の経済財政に関する試算」として、今後の経済シナリオを出していますので、ここではその中にある金利シナリオをもとに計算しました。内閣府はベースシナリオと、現在の改

革などがうまくいって成長が実現した場合のシナリオというのを出しています。長期金利がこのシナリオに沿って動き、アベノミクス以降の金利と不動産利回りの関係性が今後も維持されると仮定すると、不動産価格が今後どのぐらい下がるかというのを計算しました。その結果、5年後には、金利上昇によって不動産価格25%から30%ぐらい下がるということが想定されます。もちろん様々な仮定を置いた試算ですので、このように価格が下落するとは限りませんが、金利上昇リスクは決して小さくないということをご認識いただければと考えています。

最後に、最近の潮流として不動産テック、そしてWeWorkについてご紹介したいと思います。最近、不動産テックという言葉をよく耳にするようになりましたが、テクノロジーを不動産にも活用しようというのは、今に始まったことではありません。それが最初に起きたのが1980年代です。当時はメインフレームという大型コンピュータや、パソコンが徐々に普及したという、技術的な側面での進歩がありました。また不動産市場の側面からは、グローバルに不動産に投資する年金基金などの機関投資家が増えたので、国際間で定量的に比較したいというニーズが高まりました。そのようなニーズを受けて、投資インデックスのNCREIFやIPD、不動産版の情報ベンダーであるCoStarも、この時期にできました。この時期はBtoBの不動産テックが勃興した時期になります。その後インターネットが普及しますと、BtoCの物件情報サイトなどのサービスが徐々に出てくるようになります。日本でもアットホーム、SUUMO、ホームズといったサービスが開始されたのは2000年前後になります。その次に、スマホやECなどが普及したこともあり、2008年ぐらいからは不動産テック2.0と呼ばれるような次元に入りました。その代表例が、AirBnBやWeWorkなど、最近注目を集めている企業になります。また今後は、AIやIoTなどの技術進歩を背景に、不動産におけるIT活用がさらに進み、サービスも産業横断的になっていくことで、テクノロジーの脅威が増してくると思われれます。例えばAmazonが不動産に入ってくるといったことが今後起こってくる可能性があります。

最近の不動産テックへの関心はいつ頃から高まったのでしょうか。Factivaのデータをもとに、ま

ず、新聞や雑誌などのメディアにフィンテックという言葉がどのぐらい出てきたかを見ると、リーマンショック後の2009年ぐらいから急激に増えて、関心が高まったことがわかります。次に、不動産テックという言葉について見ると、関心が高まり始めたのがフィンテックの5年後である2014年ぐらいからになります。また不動産テックについては、去年からさらに関心が高まっています。私の実感としてもそうでした、去年の後半ぐらいからベンチャー企業のみならず、特に大企業の方々から不動産テックに関するご照会をいただくことが増えています。日本で不動産テックへの関心が高まってきた理由の一つとして、コワーキングスペースを運営するWeWorkの進出は大きいと思います。

そこでコワーキングスペースの動向について簡単に見てみます。まず、東京におけるコワーキングスペースの動向を概観したいと思います。CBREの調査によると、東京23区の賃貸オフィス床面積は約693万坪あり、コワーキングスペースの市場規模は6.6万坪と現在は1%に満たない水準です。つまり、ストックで見ると、東京のオフィス市場におけるコワーキングスペースの存在感は決して大きいものではないということです。

次に、フローに占めるコワーキングスペースの動向を見てみます。コワーキングスペースの開設面積と開設数を見ると、リーマンショック後の2009年、2010年ぐらいから少しずつ増え、ここ数年で加速度的に増えています。また、東京23区のオフィス賃貸借契約の年間の成約面積に占めるコワーキングスペースの開設面積の割合を見ると、2017年は2.3%でしたが、2018年の上半期を見ると7.9%まで伸びています。なので、ストックベースだとコワーキングスペースはそこまで大きいわけではないけれど、フローベースでは存在感は急速に拡大しており、無視できない大きさになっているということです。

WeWorkについては、最近いろんなメディアで取り上げられているのでお聞きになられた方も多いと思いますが、まず概要をざっくりとご紹介させていただきます。会社自体は非常に若くて、2010年にニューヨークで設立されました。ただし、その後の成長スピードはすさまじく、2018年5月時点で既に22カ国74都市253拠点を運営しています。日本では2017年7月に、ソフトバンクグルー

プが出資したということが報じられ、大きな話題になりました。今年の2月からは、本格的に事業を展開しております。東京では6拠点を運営しており、さらに年内に都内で2拠点、地方都市でも大阪、横浜、福岡の開設がリリースされております。

WeWorkの特徴として、資本市場からの評価が非常に高いということがあげられます。WeWorkが出資を受ける際につけられた企業評価は200億ドル、つまり2.2兆円とされます。Regusを運営するIGWは30億ドル程度ですので、その評価が非常に高いということが分かります。またソフトバンクが追加出資するとの報道もされており、その際の企業評価は2倍の400億ドル程度になるといった報道もされています。なぜWeWorkがここまで高い評価をされているかというと、WeWorkが不動産会社ではなく、プラットフォーマーと呼ばれるIT企業として評価されているからです。

IT業におけるプラットフォームとは、ヒトとヒトやヒトとモノ、ヒトと情報、ヒトとカネを結び付ける場や機能を指します。例えば、Amazonはヒトとモノを結び付けるプラットフォームです。また街場にある不動産会社も実はプラットフォームです。なぜかというとな不動産を売りたいという人と不動産を買いたいという人を結び付けるので、彼らはプラットフォームです。ただし、街場の不動産会社だと物理的な制約があって、大規模化するのには簡単ではありません。一方、ITの場合、デジタル空間を使うことによって無数の商品を陳列することができます。また検索などを容易に行え、マッチングしやすいというメリットがあります。プラットフォームという事業とITは親和性が高いので、プラットフォーマーという場合にはプラットフォームを提供するIT企業を指します。

WeWorkが提供するプラットフォームの一つはコミュニティです。リアル版のFacebookやLinkedInだと思ってください。ただし、Facebookのようにプライベートな情報をやり取りする場ではなく、よりビジネスの情報をやり取りする場です。そのようなビジネスコミュニティがあることによって、情報コストが下がるというメリットがあります。例えば、業務をアウトソースする場合、大きなコストの一つが情報コストなので、それを下げることでアウトソースすることが容易になります。例えば、ビジネス上の課題があった場合に、彼らが

提供する SNS にその課題を投げかけると、世界中からその回答が返ってくるそうです。他にも、各拠点にコミュニティマネージャーという社員を配置して、コミュニティがうまく醸成されるようにイベントを催したり、メンバー間を仲介するそうです。このようにして、メンバー間の情報の非対称性が緩和されることで、メンバー間で互いに業務をアウトソースするなどの取引が活発化することが期待されます。つまり、シェアリングエコノミーのようなものを WeWork 内につくっているというふうにお考えいただければと思います。メルカリもシェアリングエコノミーのプラットフォームと説明されます。フリーマーケットをネット上でした場合、目に見えない相手が信用できないという問題があります。ちゃんと郵送してくれるかわからない、お金を支払ってくれるかも分かんないといった問題です。メルカリは、そういった障害を取り除いていったことで、知らない人同士がインターネット上で取引できる場、つまりプラットフォームを作り上げましたといえます。

もう一つは、業務サービス・プラットフォームです。最近、スタートアップが事業を開始するときに、サーバーを買う人は少なく、Amazon の提供される AWS のようなクラウドサービスを使うことが一般的です。このようにビジネスに必要な IT 装備などを、WeWork を介して、メンバーが購入することができるプラットフォームです。iPhone ではアプリを購入できる App ストアがありますが、その企業版をイメージして頂ければと思います。

プラットフォームをつくり、テクノロジーを活用することでデータを収集することができます。また、データを集め、分析することで生産性を高めることができます。これは、コワーキングスペースを利用するユーザーの生産性を高めることに加え、運営者である WeWork の生産性を高めることも含みます。

このようにデータを活用して、生産性の高いオフィスをつくることができるようになると、それを活用した新たなサービスを提供することができるようになります。例えば、米国では Powered by We や HQ by WeWork といったサービスを始めています。Powered by We は大企業向け、HQ by WeWork は中小企業向けのサービスですが、双方ともオフィスの選定から内装、運営に至るまで、自社専用のカスタマイズされたオフィスを WeWork が整備し運営

してくれるというものです。つまり、本社オフィスのアウトソーシングのようなサービスです。

これまでコワーキングスペースの難点として、入居するメンバーの事業が成長し、従業員数が増えると、コワーキングスペースから退去し、自社オフィスを構えてしまうというものがございました。そうすると、勢いのあるメンバーほどコワーキングスペースから出て行ってしまって、コミュニティの質が劣化してしまう。またオフィスに自社の文化を反映させたいというニーズやセキュリティの問題から入居できないという企業もありました。それらのニーズに応えたオフィスをカスタマイズして WeWork が提供するというのが、これらのサービスです。Powered by We は WeWork のサービスがフルスペックで含まれているので料金も相対的に高くなりますが、その廉価版として HQ by WeWork というサービスも提供し、中小企業なども利用しやすくしています。

オフィスというハードにプラットフォームというソフトを加えたということが、どういうことを意味するのかというのを少し別の視点でご紹介したいと思います。従来のオフィス賃貸をレイヤーにわけて考えると、一番下に土地、建物というレイヤーがあり、その上に内装・設備、そして施設運営といったレイヤーが乗っかってきます。次に従来のコワーキングスペースで考えると、土地、建物はビルオーナーから賃借しますが、内装設備と施設の運営は、コワーキングスペース事業者が一括してやるというものです。つまり、従来のオフィス賃貸では別れていた、内装・設備と施設運営というレイヤーを統合して、サービスとして提供したと解釈できます。WeWork はさらに、コワーキングスペースのレイヤーの上にコミュニティや業務サービス・プラットフォームといった IT のレイヤーを追加しました。このことから、WeWork はオフィスを再定義したとも言えます。テクノロジーを活用して、オフィスというものが提供できる価値を問い直し、これまでなかったプラットフォームという機能を加えました。オフィスというハコを提供するだけじゃなくて、もっとできることがあるんじゃないかってことです。これが WeWork の最大のイノベーションだと考えています。

WeWork のデータ活用については、先ほども触れましたが、もう一つ彼らのデータ活用事例を紹介したいと思います。WeWork は AI を活用して、オフ

イスにおける会議室の数やレイアウトを最適化しています。これまではオフィスを構える際に、会議室を何個つくればいいのかというのは、人間が経験などにもとづいて決定していました。しかし、当初の想定と実際の会議室の利用状況が一致するというのは多くなく、実際の利用状況が当初想定より少ないというケースが多く見られました。これは人が予想する場合のバイアスが入ってしまうせいだと思います。会議室が足りないというクレームが頻発しては困るので、少ないよりは多くて、余ったほうがいいという予測をしていたのではないかと思います。それをAIに予測させてみると、やはり一部ではうまくいかない場合はあるものの、予測と実際の乖離が、人間が行った場合と比較して格段に改善することがわかりました。このようにテクノロジーやデータを活用することで、効率的に会議室を配置できることが可能にしているのです。他にも例えば、コワーキングスペースにごみ箱を何個置くか、どこに置くかということなども、データをもとに計算して最適化しているそうです。

次に、WeWorkのようなプラットフォームが、なぜここまで金融市場で高く評価されるのか、その背景に何があるのかをご紹介します。

まずプラットフォームが全体としてどのように評価されているのかを説明します。2018年9月時点の世界の時価総額ランキングを見ると、トップ10のうち7社がプラットフォームと呼ばれる企業です。リーマンショックのあった10年前は石油企業や銀行など重厚長大産業が上位に名を連ねておりましたが、今ではその多くがIT企業にとって変わられました。また未上場のベンチャー企業の企業評価ランキングを見ると、トップ10のうち8社がプラットフォームと呼ばれる企業です。不動産に関連する企業では、Airbnbが290億ドルで3位、WeWorkが200億ドルで6位です。このように現在、プラットフォームが資本市場で非常に高く評価されています。

次に、先ほど挙げたようなプラットフォームがどのようなタイミングで生まれたのかについて説明します。結論から申し上げますと、これまでは技術進歩がおきると、プラットフォームが新しく生まれていました。

メインフレームと呼ばれるような大きいコンピュータだった時代から、技術進歩によりパソコン

が普及すると、いろいろな人がコンピュータを使うようになりました。いろいろな人が使うようになると、いろいろなソフトが必要になるので、そのソフトとパソコンを仲立ちしてやるようなプラットフォームが必要になりました。それがOSでありマイクロソフトです。

次にインターネットが普及すると、これまではパソコンの中や企業などのネットワークの中にかデジタル空間が広がっていなかったのが、世界中とつながれるようになり、接点を持てるデジタル空間が飛躍的に拡大しました。そうすると世界中のデジタル空間にある情報と自分を仲介してくれるようなプラットフォームが必要になりました。例えば、Yahoo!であったりGoogleであったりAmazonもそうですね。

その後、2007年にiPhoneが発売されると、そのデジタル空間をみんな持ち歩くようになりました。これまでノートパソコンといっても、常に持ち歩いている人ってかなり限られていて、仕事で使うことが多かったのですが、スマホが普及したことによって、デジタル空間が私生活に入り込んできました。それでLINEのようなSNSやUberのようにGPSがないと提供できないサービスが出てきたわけです。

このように技術進歩によって、デジタル空間の範囲が広がったり、デジタル空間にアクセスするためのインターフェースが変化するとき、新たなプラットフォームが生まれてきました。

今後も技術進歩によって新しいプラットフォームが出てくるのが予想されます。例えば、モノのインターネットと呼ばれるIoTです。IoTはモノをインターネットにつなぐことで、デジタル空間がモノにも広がることを意味します。また、もしIoTによって身の回りのモノが全てインターネットに繋がれたら、そもそもスマホが不要になるかもしれません。例えば、AIスピーカーが最近増えています。AIスピーカーが進化すれば、自宅でスマホに触る時間が格段に短くなる可能性があります。またデジタル空間とのインターフェースはスピーカーでなくてもよくなって、建物でもいいんです。スマートオフィスやスマートハウスなど、不動産も次のプラットフォームとして非常に有力なのかなと思っています。

このようなプラットフォームの背後にある経済性について説明いたします。まずプラットフォーム

ムの強みを最も発揮している企業として、Amazonの例を出させていただきます。Amazonの売上高は2017年に1779億ドルとなりました。その金額もさることながら、売上の伸びが直線ではなくて、指数関数的に伸びているということに注目いただきたいと思います。また、2017年の営業利益率は2.3%と低いのがAmazonの特徴です。他のプラットフォームは30%とか40%など高い営業利益率をあげている中、Amazonの低さは目立ちます。それでは、なぜこのようになっているのでしょうか。

ベズスの紙ナプキンと呼ばれるAmazonのビジネスモデルを説明した有名な図があります。彼らのEC事業においてCustomer Experience、つまり顧客満足度を高めることが重要です。また、顧客満足度を高めるためには、Selection、つまり商品の選択肢を増やすことが重要です。商品の選択肢が多くなり、顧客満足度が上がると、Traffic、つまりAmazonでの売上が増えます。そうするとAmazonの売り場としての魅力が高まって、Sellers、つまり売り手がさらに集まるようになります。そうすると商品の選択肢がさらに増え、顧客の満足度がさらに上がるという正の循環があります。これをネットワーク外部性といいます。ネットワーク外部性は、プラットフォームの利用者が増えれば増えるほど、プラットフォームの利用者の効用、つまりメリットが増えることを表しています。このAmazonの例で言うと、買い手というユーザーが増えれば増えるほど、売り手にとってメリットが高まり、売り手が増えるほど、買い手のメリットが高まるというものです。

そのようにして事業が成長すると、規模の経済、範囲の経済が働いて、Lower Cost Structure、つまり低コスト構造が築けて、商品をさらに安く提供できるようになり、顧客満足度がさらに上がるという正の循環があります。Amazonが重視したのは、この正の循環を阻害する要因を取り除き、このサイクルをなるべく速く回すことです。そのため物流施設やITに巨額の投資を行い、その影響で営業利益率が低い水準になっています。例えば、配送料無料や当日配送というのはECに対して実店舗が勝っていた点を物流施設に投資すること解消しようとしたものです。

このベズスの紙ナプキンを参考に、WeWorkのビジネスモデルを考えたいと思います。彼らのビジネスモデルの根底にはやはりWeWorkというコワー

キングスペース、そしてそこにあるコミュニティプラットフォームだと思っています。コミュニティは基本的に参加者が増えれば増えるほど、コミュニティ参加者のメリットが増えます。なぜかという、つながれる人が増える、いろいろアウトソースできる人が増えるということで、正のネットワーク外部性が働きます。さらにユーザーが増えれば増えるほど、クラウドサービスなどを販売する市場としての魅力が高まるので、WeWork Services Storeのサプライヤーが増えます。そうすると、さらにWeWork Services Storeで買えるサービスが拡充して、ユーザーの満足度は高まります。そのような形で正のネットワーク外部性が働きます。さらに事業が成長していくと、規模の経済により低コスト構造を築くことができます。また、どんどんデータを集積し、生産性の高いオフィスをつくれるようになります。それにより、WeWorkのメンバーの満足度がさらに高まるとともに、それらを活用してPowered by WeやHQ by WeWorkという、オフィスのアウトソースサービスを提供することかできます。

WeWorkに入居しているテナント企業では、オフィスに関することは、全部WeWorkがやってくれるので、オフィスに関することをする社員が必要ありません。そのため、会社が成長したので、コワーキングスペースを出て、自社オフィスを構えようというときに、そういった社員を新しく雇うのか、もしくはWeWorkにオフィスをアウトソースするのかという、後者を取る企業が多くなってきているのではないかと考えております。

WeWorkのビジネスモデルは、このようにネットワーク外部性が働きます。ネットワーク外部性は、ユーザー数が増えれば増えるほど、ユーザーのメリットが増えるというものです。WeWorkはコミュニティのメンバーの満足度を高めるためにユーザー数を増やす必要があり、そのため非常に速いスピードで拠点を増やしています。早く大きくなればなるほど、WeWorkは強くなります。WeWorkがものすごいスピードで拠点を拡大しているのは、こういった経済性がかれらのビジネスモデルに埋め込まれているからだと考えています。

このように成長していった先にWeWorkがどのような姿になるのかを考えたいと思います。WeWorkは、よく不動産テックに分類されることが多いのですが、私は不動産テックには収まらない存在に

なり得ると考えています。

現在、彼らはオフィスというアセットをコワーキングスペースというサービスにかえて企業に提供するというをやっています。それに加えて、WeWork Services Store では、Amazon や Google といった IT プラットフォーマーなどが提供するクラウドサービスなどを、メンバーである企業と結び付ける役割をしています。さらに、WeWork が提供するコミュニティは何かというと、クラウドソーシングのためのプラットフォームです。これは従来、人材を雇わないと解決できなかった課題を、アウトソースすることで解決しようというものです。彼らの提供するコミュニティとは、そのアウトソースを容易にするためのプラットフォームだと見ることができます。このように、WeWork を通じて、オフィスや IT など様々な分野の業務をアウトソースすることが可能になります。そのようにして、不得意分野をアウトソースすることで、WeWork のいう” Do what you love ” を実現することができます。要するに、自分は得意分野に専念して、他に事業に必要なものを WeWork で調達できるようにするというのが、WeWork の究極的な姿だと私は思っています。

IT では、従来は購入していたソフトウェアをサービスとして利用できる” Software as a Service ” のようなビジネスが増えています。Software の代わりに、何でも放り込める変数の X を入れて” X as a Service ”、つまり” XaaS ” というふうに呼んだりしますが、WeWork は XaaS プラットフォーマーを目指しているのではないかと考えています。

それでは、WeWork が XaaS プラットフォーマーとなった場合に、既存の不動産業者にとって、どういった点で脅威となる可能性があるのでしょうか。プラットフォームをやるときに重要になるのが、プライシング戦略です。ネットワーク外部性を生かすためには、ユーザーを増やさなきゃいけないのですが、それは簡単なことではありません。そのため、価格にメリハリをつけることで、ユーザーを増やそうとします。プラットフォームには、価格感応度の高いタイプのユーザーもいれば、価格感応度の低いタイプのユーザーもいます。そこで、価格感応度が低いユーザーには課金する一方、価格感応度が高いユーザーは無料で利用できるようにするなど、優遇することで、ユーザーがプラットフォームを利用しやすくします。例えば、不

動産情報サイトは、不動産を売りたい人と売りたい人の仲介会社である不動産会社を結びつけるプラットフォームです。不動産を売りたい人、つまり消費者は価格感応度が高いため、課金されるサービスは使わないことが多いです。そのため、不動産情報サイトでは消費者に対しては課金しません。一方、不動産会社は売買が成立すれば、仲介手数料も入るし、そもそもマーケティングにコストがかかるので、消費者と比較して価格感応度が低いです。そのため、不動産情報サイトでは、不動産会社に課金します。そのようにして、プラットフォームを使う障壁を低くして、どんどん人が集まるようにしています。現在の WeWork のプライシングを見ると、基本的には WeWork に入居するメンバーに課金しています。メンバーはそもそもオフィスを構えるために賃料を払わなきゃいけないので、WeWork に利用料を払うことにそこまで抵抗がありません。

一方、WeWork のような業態、つまりコワーキングスペースは、ビルオーナーから長期でオフィス床を借りて、メンバーに短期で貸すため、景気後退に対して脆弱だといわれております。今後、不況になった場合、コワーキングスペースは 1 カ月単位で使えるため、メンバーが一気に退去してしまうというリスクがあります。しかし、それまでに XaaS プラットフォームとしての勢力を増していた場合には、違うプライシング戦略を取れるんじゃないかなというふうに思っています。

例えば、今、数十万人しかいない利用者が数百万、数千万単位ってなったときに、WeWork はメディアとして非常に魅力的になります。Facebook が広告主に課金して、消費者は無料でサービスを使っているように、WeWork も広告主にプラットフォームに参加してもらうことで、新たな収入源をつくるのが可能だと考えています。そのようなことが可能になった状態で、不況が来た場合に、従来 10 万ぐらい取っているメンバー利用料を、一時的に 5 万に引下げることが可能になると思います。

また、そうなったときに、賃料とは何か？という疑問が湧いてくると思います。例えば Amazon が配送料無料にしたときに、ビジネスとして成り立つのか疑問に思った方も多いのではないかと思えます。しかし、プラットフォームの怖いところは、いろんなタイプのユーザーが参加するので、一部

のユーザーからちゃんとお金が取れていれば、他のユーザーのコストは賄えたりします。その場合、オフィスの賃料の決め方が現在と変わってくる可能性があります。

また、WeWorkはWorkplace as a Service、つまりWaaSとしてのコワーキングスペースに進化をもたらしたのではないかと考えています。従来のコワーキングスペースは、事業者がオフィスを借りて、面積と賃貸期間を小口化してサービスにしてユーザーに提供するものでした。これをWaaS1.0とします。WeWorkはWaaS1.0にプラットフォームという概念を持ち込み、コワーキングスペースをデジタル化することを可能にしました。そして、デジタル化してデータを取ることを可能になったことで、オフィスのカスタマイゼーションを可能にしたと考えています。先ほどご紹介したPowered by We、HQ by WeWorkなどのサービスです。これは、従来は自分たちでカスタマイズしてつくっていたオフィスを、WeWorkのような大手にアウトソースできるもので、WaaS2.0といえるものだと思います。

従来のオフィスは、賃貸期間や整備するのに要する期間が長い一方、カスタマイズして自社用仕様のオフィスをつくることができました。また、従来のコワーキングスペースのようなWaaS1.0では、パッケージ化されているので、すぐに入ってすぐに出ることができました。そのため、従来のオフィスとWaaS1.0は市場が分断されていて、直接競合することは少なかったと思います。一方、Powered by WeやHQ by WeWorkのようなWaaS2.0は、短期間でオフィスが設営でき、従来と比較すると賃貸期間も短くて済むというふうに言われています。そのため、従来のオフィスと競合することになると思っています。

最後になりますが、オフィスはこれまで固定賃料が一般的でしたが、WeWorkのような業態が増え、不動産がデジタル化していくことによって、変動賃料的な要素が増してくると考えています。商業施設やホテルのように、運営次第で収益が変わるオペレーショナルアセットになってくるということです。

例えば、飛行機のエンジンを例にとると、飛行機のエンジンはもともと売り切りの商売でした。しかしエンジンにセンサーをつけて、IoT化することで、利用状況をモニタリングできるようになり

ました。それで、何分使ったら何円というような従量制のビジネスが可能になりました。さらに、エンジンから取ったデータをもとに、航路をコンサルティングすることで、燃費を改善するようなサービスを提供し始めました。それによって、浮いた分のコストを航空会社と折半するみたいなことをやっています。つまり、成果制のビジネスに移行してきているということです。

オフィスでもコワーキングスペースはこの従量制にあたるものです。また、WeWorkは、レベニューシェア契約を増やしていると聞きます。これは、ビルオーナーがWeWorkに床を貸すものの、賃料はWeWorkの売上に比例して決まるような変動賃料にする、というようなものです。これは、ホテルなどで見られるような契約形態です。今後、不動産のデジタル化がさらに進めば、さらに多くのデータを取ることで可能になり、ビジネスの幅が広がっていくことが期待されます。そのようにして、オフィスも固定賃料中心から、よりオペレーショナルアセットとしての色彩を強めていくと考えています。

このように、WeWorkについては、まだわからないところが多いながらも、今後、業界全体を変える可能性がある存在として、私は非常に楽しみにしています。また、不動産業に新たな視点を持ち込んだこともあり、参考になる点は多いと考えています。ここまで長時間お話しさせていただきましたが、今日のお話が皆様にとって少しでもご参考になれば幸いです。ご清聴いただきましてありがとうございました。