

講演録

第 217 回定期講演会 講演録

日時: 令和 4 年 10 月 18 日 (火)

(Zoom によるオンライン開催)

「不動産市場の最新動向 ～市場テーマの変遷と不動産 DX の新潮流～」

株式会社ニッセイ基礎研究所 金融研究部 主任研究員 佐久間 誠

ニッセイ基礎研究所の佐久間と申します。本日はこのような機会をいただきまして、また多くの皆さまにご参加いただきまして、誠にありがとうございます。

本日は、三つに分けてお話いたします。最初に、不動産市場を取り巻くテーマと最近の不動産市場の動向について、次に不動産 DX の動向として、テレワークとメタバースを中心にお話します。最後に、今年大きな関心が寄せられたテーマとして、インフレや金利上昇の影響について色々考察できればと考えております。それでは、90 分から 100 分の講演時間におさまるかは心もとなくはありますが、一通りお話した後、頂いたご質問にお答えしたいと思っております。

1. 市場テーマの変遷と不動産市場の動向

まず、不動産市場がどのように推移してきたのかを振り返ることで、現在の状況を確認したいと思います。P.5 のスライドは、コロナ禍前から現在に至るまで、不動産価格が上がったのか、下がったのか、それとも横ばいだったのか、を示しています。また不動産価格は、不動産賃貸市場の動向を表す NOI を、不動産投資市場を表すキャップレートで割ることで求められます。そこで、不動産価格を NOI とキャップレートに分解して、示しています。

コロナ禍前は、賃貸市場が堅調に推移するなか、金融環境も緩和的だったので、不動産投資市場は活況を呈し、不動産価格は上昇しておりました。そこに新型コロナウイルスのパンデミックが訪れると、特に人流抑制の影響を受けたホテルや商業施

設を中心に賃貸市場が悪化しました。そして、不動産価格が下がるのか注目が集まりましたが、各国中央銀行の大胆な金融緩和もあって、キャップレートは横ばいか、むしろ下がりました。そのため、語弊を恐れずに申し上げると、豊富な資金をもち投資機会を伺っていた投資家が期待していたような投げ売りは発生せず、不動産価格はおおむね横ばいに推移する結果になりました。現在は、コロナ禍も後半に差し掛かり、一時悪化した賃貸マーケットが底打ちする中、不動産価格が上昇し始めたところ です。

2022 年には、ロシアによるウクライナ侵攻やインフレ、金融引き締めなど、様々な材料が出てきて、欧米を中心にリスクフリーレートである国債利回りが上昇し、キャップレートのさらなる低下が見込みづらくなりました。そして、各国中央銀行が大幅な利上げを実施したことで、景気後退懸念が高まり、NOI の先行きに注目が集まっています。

次に、これらの不動産市場の動向の背景にあったテーマの変遷についてお話させていただきます。

コロナ禍に直面してことで、私は現在が不確実性の高い時代になったことを再認識させられました。P.6 のスライドでは、アメリカのゼネラル・エレクトリックの元 CEO であるジェフ・イメルトの言葉を紹介しております。彼は、2001 年の 9.11 テロまでは、ブラック・スワンと呼ばれるような大きな不確実性に遭遇したことはなかったけれども、それ以降は、そういった不確実性に度々遭遇している、と述べています。確かに皆様も 100 年に 1 度の危機という言葉、過去 10 年に何度も聞いてら

っしやるのではないのでしょうか。全然100年に1度ではないじゃないかと思われているのではないのでしょうか。それでは、どうしてそのような不確実性が度々顕在化しているのか。その理由として、我々を取り巻く経済や社会が、不確実性が顕在化しやすい構造になってしまっているのだと考えております。

これは新型コロナウイルス感染症に置き換えてみると分かりやすいと思います。新型コロナウイルス感染症が重篤化しやすい方は、体が弱い方や高齢者、持病を持っている方などと言われます。経済や社会においても同様に、それをつかさどるシステムが脆弱化しているときに、不確実性が高まりやすいと考えています。例えば、経済を見てみると、少子高齢化や格差拡大などによって、成長率が低下しています。また、金融市場が肥大化することによって、コロナ禍では原油の先物価格がマイナスをつけるなど、教科書的にはありえないことが起きてしまいました。世界を見渡すと民主主義がうまく機能しなくなっているように見え、地球環境もやや疲れているように見えます。

また、我々を取り巻くネットワークが拡大・複雑化していることも、不確実性の高まりの一因だと考えています。これもコロナ禍に例えるとわかりやすいです。コロナ禍では、実効再生産数が注目を集めました。これは、一人の感染者が何人に感染させたかを表す指標です。実効再生産数は1を上回ると、感染者数が指数関数的に増えてしまいます。そのため、この指標を1未満に抑えることが重要だと聞かれた方も多いのではないのでしょうか。この1より大きいと感染者数が指数関数的に増加するのは、新型コロナウイルスがヒトというネットワークを介して感染するためです。そこで、世の中を見渡してみると、ヒト以外にも、モノであればサプライチェーンのネットワーク、またカネや情報のネットワークも、過去数十年で大きく拡大しております。そのため、これまで線形に推移してきた経済事象が、非線形に変化するようになってきているのだと考えています。くしくも今年は、ロシアによるウクライナ侵攻によって、これを思い起こさせられたわけで、不確実性の高い時代であるという認識を強めました。

P.8のチャートは、グローバル政策不確実性指数というもので、メディアに登場した経済政策の不

確実性に関する言葉をテキストマイニングして作られた指数です。これまでの推移を見ると、アジア通貨危機や9.11テロがあったときは不確実性が急上昇しましたが、その後は時間の経過とともに落ち着き、平均回帰する動きをしていました。一方、世界金融危機以降は、過去の平均水準に戻ることなく、ジリジリと上昇するトレンドを描いています。この背景としては、先ほど申し上げたような要因があり、不確実性が高まりやすい状況になってきているのだと考えています。

コロナ禍前には、Brexit やトランプ大統領の誕生、またその背景にある格差拡大や分断の深まりが注目を集めていました。また、経済に関するテーマで注目を集めたのが、長期停滞論です。これはクリントン政権のときに財務長官だったサマーズが主張したもので、低成長、低インフレ、低金利が恒常化してしまう状況を表しています。P.9のチャートは、先進国の実質GDPとインフレ率、アメリカの10年金利の推移を示しており、1980年代以降、様々な金融危機でこれらの指標が急落した後に、完全にはもとに戻らず、徐々に平均的な水準が下方にシフトしていることがわかります。サマーズは、このような状況から脱却するために財政を拡大する必要があると提言していました。いずれにせよ、このような低成長、低インフレ、低金利環境が恒常化していた場合に、不動産市場にどのような影響がでるのか、投資家の立場としてどのような戦略を遂行するべきか、というのが重要な論点でした。

そして、コロナ危機になりました。コロナ危機について、世界金融危機と比較すると、世界金融危機は、サブプライムローン・バブルに端を発した金融市場におけるカネの目詰まり、つまりカネの流動性危機でした。経済活動の様々なところでお金は必要になりますので、その影響は経済全般に波及しました。一方、今回のコロナ危機では、感染拡大を防止するために、人流を抑制しました。つまり、ヒトの流動性危機と言い表すことができると思います。コロナ危機では、人流の影響を受ける一部のセクターにおいて影響が大きく顕在化して、それが経済全般や金融市場に波及するのを防ぐために、各国の中央銀行が非常に早いタイミングで、大胆かつ積極的な金融緩和を行いました。それが功を奏して、リーマンショックの後のように、金融市場においてシステミック・リスクが顕在化する事態は防がれました。

コロナ禍では一部で大きく影響が顕在化し、一部ではむしろ恩恵が生じる状況になりました。これをアルファベットの形状になぞらえて「K字型」という言葉で表現されました。このK字は、所得格差の拡大など様々なところで見られましたが、特に顕著だったのが、業種間の不均一性です。P. 11のチャートは、先進国の株式指数について、K字が顕著だったITセクターとエネルギーセクターを比較したものです。人流の影響を大きく受けるエネルギーセクターは、コロナ禍において軟調に推移した一方、デジタル化の加速の恩恵を被ったITセクターは、むしろ堅調に推移してコロナ禍前と比較した場合に、約1.8倍まで株価が上昇しました。ただし、2022年以降はこのK字が収束に向かい、株式市場ではコロナ相場が終焉を迎えたことが示唆されます。

不動産市場ではセクター間のK字以外にも、二つのK字がありました。第一に、J-REITと実物不動産の間のK字です。P. 12のチャートは、東証リート指数と、実物不動産としてARES Japan Property Indexのキャピタルリターン指数を比較したものです。世界金融危機のときは、J-REITが先行してピークアウトし、その後の反発局面においてもJ-REITが先に反発しました。そのため、J-REITは、実物不動産に対して先行性を有すると考えられていました。その背景として、金融市場は実物不動産より流動性が高いため様々な情報が織り込まれるためと解釈されています。コロナ禍では、2020年3月中旬にJ-REITが急落して、直近のピークから半値水準まで下落したため、実物不動産も追随して下落すると懸念が高まりました。しかし、ふたを開けてみると、実物不動産の価格はおおむね横ばいで推移し、J-REITの投資口価格が反発したことで、このK字は収束しました。

一方で、オフィスセクターにおける賃貸市場と投資市場のK字は依然として顕著で、市場の注目を集めています。P. 13のチャートは、日本のオフィス空室率とキャップレートの推移を示しています。オフィス空室率は賃貸市場、キャップレートは投資市場を表す変数であり、双方とも上昇すると市場が悪化していることを表します。世界金融危機のときはオフィスの空室率とキャップレートが平行に悪化し、その後の回復局面においても同様に推移しました。しかし、コロナ禍では、賃貸市場が調整局面を迎えて、空室率が上昇する中、キ

ャップレートが低下傾向を維持しています。果たして賃貸市場と投資市場のどちらに収束するのか、もしくは発散したまま推移するのか、その帰結は今後の賃貸市場の先行きにかかっていると考えています。

1年前である2021年10月時点で、2022年の市場テーマが何かと尋ねられたら、パンデミックからエンデミックへ移行だと答えていたと思います。実際、エンデミックへの以降は徐々に進んでいますが、2022年は、ロシアによるウクライナ侵攻、そしてコモディティ価格上昇によって加速したインフレ、またそれに伴う各国の中央銀行の利上げが重要なテーマとして加わりました。そして、先進国を中心に景気後退懸念が高まっており、ドル高が進んでいることもあって新興国では債務危機に陥る懸念、エネルギー需給が逼迫する中で、気候変動危機が現実味を増し、喫緊の課題として関心が寄せられるようになりました。

日本では依然として多くの方がマスクを着用しているため、あまり実感することはないかもしれませんが、世界を見回すと確実にエンデミックに移行しつつあります。例えば海外のニュースやスポーツ番組を見ると、海外ではもうマスクを着けていません。P. 15のチャートは、米国のレストラン予約数と飛行機旅客者数、オフィスの出勤率を、コロナ禍前と比較して示したものです。レストラン予約数はコロナ禍前対比で2パーセントの増加、飛行機旅客者数は8パーセントの減少と、おおむねコロナ禍前の水準を回復しています。

このように飲食や旅行がほぼ回復し、エンデミックに向かう中でも、オフィスの出勤率はコロナ禍前を100とした場合に、現在は47パーセントと、ほぼ半分の水準にとどまり、在宅勤務からオフィスへの回帰は緩やかなものにとどまっています。

エンデミックへの移行は日本の金融市場においても確認することができます。P. 16のチャートは、2020年1月末を100として不動産セクター毎のJ-REITの推移を見たものです。コロナ禍におけるJ-REITの動向は、大きく3つの局面に分けられます。まず、パンデミック1.0としたコロナ禍当初の時期です。当初は、人流抑制の影響を大きく受けるホテルや商業施設がアンダーパフォームしました。一方で、eコマース拡大の恩恵を受ける物流施設やディフェンシブな賃貸住宅はアウトパフォームしました。

次は、パンデミック 2.0 とした 2020 年 8 月中旬以降の時期です。この時期は、感染拡大の第 2 波がピークを迎え、コロナが収束を迎えるのではないかという期待が高まる中で、ホテルや商業施設は反発し、オフィスが軟調に推移し始めました。この少し前からオフィス不要論が一時喧伝され、在宅勤務の拡大によって、オフィス需要が構造的に急減するのではないかという懸念が高まりました。現在は、オフィス不要論はさすがに行き過ぎだったとの見方が一般的になりましたが、テレワークによってオフィス需要が一定程度減少する可能性があり、先行きの不透明感は強いです。

最後に、2022 年以降の時期です。最もパフォーマンスが悪いのが物流施設で、デジタル化の加速というコロナ禍の典型的なテーマが終焉を迎えたことから、市場がエンデミックを織り込んでいることを示唆しています。実際、コロナ禍で見られた EC 化の加速が一巡したことはデータでも確認でき、それは後ほどご紹介させていただきます。

このように海外や金融市場では、エンデミックへの移行が確実に進んでいます。また、日本においても、全国旅行支援が開始されるなど、徐々にエンデミックへ移行するような動きが強まっています。エンデミックへの移行が進めば、コロナ禍による影響が可逆的で循環的な影響だったのか、それとも不可逆的で構造的な影響だったのかが、徐々に明らかになってくると考えています。去年の時点では、2022 年にもう少し明らかになると予想していましたが、日本では第 6 波や第 7 波の影響もあって、エンデミックへの移行が滞ったため、想定したほど顕在化しませんでした。一方、来年以降は、明らかになってくると期待しています。

そこで、コロナ禍の影響が循環的なのか、それとも構造的なのかという点に注目いただきながら、ここからホテル、商業施設、賃貸住宅、物流施設、オフィスの順に各セクターの動向についてお聞きいただければと思います。

ホテルについては、残念ながらまだまだ厳しい状況が続いております。P. 18 のチャートは、宿泊旅行統計の延べ宿泊者数を 2019 年対比で示しています。延べ宿泊者数は、直近の 2022 年 8 月時点では、26 パーセントの減少と、まだコロナ禍前の水準までは距離があります。

ただし、全国旅行支援の開始やインバウンド観光客の水際対策の緩和など、足元ではホテル市況

への追い風が強まっています。そこでチャートには、速報性の高い検索トレンドと人流データも示しています。検索トレンドは Google Trends でホテルという単語の検索回数の推移を示しています。人流データは、J-REIT が保有しているホテルにピンを打って、その人流を集計したものです。人流データはおおむね横ばいで推移していますが、検索トレンドは 10 月から全国旅行支援の影響もあり上昇しており、10 月の延べ宿泊者数のデータは改善することが期待されます。

またコロナ禍ではセクター間の K 字が顕著だと述べましたが、セクター内の、さらに細かい分類であるセグメント間でも、K 字化が進んでいます。P. 19 のチャートは延べ宿泊者数を、外国人と日本人の別、観光とビジネスの別、そして日本人については近距離と遠距離の別、で示しています。コロナ禍において、ホテル市況が悪化する局面では、ビジネスの方が底堅く、回復局面では観光のほうは堅調に推移し、そのなかでも近距離の回復が著しかった、という特徴があります。

これから本格的にエンデミックに向かえば、ホテル市場は回復するだろうというのが大方の見方です。一方で、先にエンデミックに移行した米国では観光は力強く回復しているけれども、ビジネスの回復がおぼつかないことが明らかになっています。そのため、日本においても、ビジネスがどこまで回復するかが、今後注目されます。

ホテル市場の短期的な見通しは不透明感が強いものの、長期的な見通しについては悲観していません。日本は今後、東アジアの経済成長の恩恵を被ることができると考えているためです。P. 20 のチャートは、1 人当たりの実質 GDP と人口 1 人当たりの海外旅行回数の関係性を見たもので、両者の相関が強いことがわかります。つまり、国が豊かになればなるほど海外旅行に行く傾向があることを示唆しています。日本に近い東アジアの国々は、まだ GDP の水準が低く、今後、経済成長するにしたがって、海外旅行者が増え、日本を訪れることが期待されます。そのため、長期的に見れば、日本のホテル市場については、悲観していません。

次に、商業施設について見ると、コロナ禍における動向は大きく三つに分かれました。P. 21 のチャートは、実質活動消費指数の推移を示しています。耐久財は、コロナ禍で特需が発生しました。具体的には、在宅勤務の拡大により、家電量販店ではパソ

コンやテレビが売れたり、ホームセンターではDIY用品や種が売れたりといった話がございました。またスーパーやドラッグストアなどの扱う非耐久財は、底堅く推移しました。一方、サービスは、三密回避が求められる中で大きなダメージを受けました。また、2022年に入っても感染が収束していないため、回復に力強さが欠く状況となっています。また、耐久財については、コロナ特需が一巡しており、足元ではそこまで強くありません。

今後、商業施設で特に注目されるが、エンデミックに向かう中で、コロナ禍におけるコト消費からモノ消費へのシフトの巻き戻しがどれほど起きるかという点です。P.22の左図は、消費支出に占める財消費の割合を示しております。この割合は、2020年に大きく上昇し、2021年に一部揺り戻しはあったものの、コロナ禍前の水準を明確に上回っています。コロナ禍前は、アマゾン・エフェクト、つまりECの拡大により商業施設の売上のパイが奪われるとの懸念が非常に強かったため、モノではなくコト消費に注力することで、ECの攻勢を防ごうとする動きが一部見られておりました。パンデミック収束後は、感染拡大前の方針に戻すのか、それともコロナ禍に見られた動きをもとに修正していくのかは、まだ判断が難しいと思います。そのため、今後、コロナ禍によるモノ消費シフトからコト消費への回帰がどれほど進むのかは、今後の商業施設の動向を見通す上で重要なポイントだと思っております。

また、モノ消費からコト消費への回帰の動きは、品目毎に異なる可能性があります。P.22の右図は、2020年の品目別消費額の変化を示しております。旅行や外食などのコト消費は全て前年から減少した一方で、家電や医薬品など多くのモノ消費は増加しました。ただし、その中でもモノ消費である被服・靴は前年から減少しています。感染拡大を防止するため外出を抑制したことで、服や靴を買わなくなった、在宅勤務になったことでこれまではスーツを買っていたところが家着になったといった傾向が見られました。そのため、コロナ禍が収束した後に、感染拡大前と同様の働き方や遊び方、暮らし方に戻るのかどうかで、被服・靴は今後も低調に推移する可能性があり、注視すべき点だと思います。

次に、賃貸住宅は、ディフェンシブなセクターということもあり、コロナ禍におけるパフォーマンスはおおむね底堅く推移しました。ただし、それま

で堅調だったマーケットが一旦ピークアウトしたと言えます。その背景としては、それまで東京23区などのエリアで、賃貸住宅の旺盛な需要を支えていたのが都市部への人口流入だったのが、コロナ禍において流入が停滞して、また人口流出に転じたからです。P.23のチャートでは、東京23区のマンション賃料と転入超過数の推移を示しております。マンション賃料は、シングルタイプとファミリータイプの双方ともピークアウトしましたが、在宅勤務が拡大し広い家への需要が増大したこともあり、面積の広いファミリータイプが先行して力強く回復しました。シングルタイプの回復はやや遅れているものの、足元ではおおむね底を打ったと言える状況になってきたと考えております。

その理由として、コロナ禍で流出超となった人口が再び流入超に転じたことがあげられます。P.24のチャートは、東京23区を月ごとの累計で示したものです。例えば、3月のデータは1月から3月までの累計値です。コロナ禍前のデータとして、2019年をみると、企業における入社や異動、大学の卒業・入学などのイベントが多い3月に、東京に人口が大きく流入して、それ以外の月は緩やかに流入を続けるというのが典型的な傾向でした。

2020年はコロナ禍となりましたが、日本では3月の時点では問題が大きくは顕在化していなかったため、それまでは前年と同様に推移しました。しかし、4月に緊急事態宣言が発令されると、東京23区への流入は頭打ちとなり、7月以降は明確に転出超に転じました。2021年は3月に何とか流入超となったものの、それ以外の月は基本的に転出超になったため、年間を通じても転出超となりました。一方、2022年は、企業の異動や大学の対面授業が再開しつつあるため、3月には前年を上回る流入超となり、その後もおおむね横ばいで推移しているため、年を通しても転入超になることが期待されます。このように都市部への人口流入が再開しつつあるため、賃貸住宅セクターは底入れの兆しを見せていると考えております。

また、分譲住宅については、P.25に全国のマンション、戸建て住宅、住宅地の不動産価格の推移を示しました。マンション価格は、アベノミクス以降右肩上がりでも推移し、コロナ禍では上昇が加速する形となりました。コロナ禍前は、オリンピックを期に不動産市況がピークアウトするとの予想もありましたが、その反対の結果となりました。ただし、

私がここで注目しているのは、アベノミクスにおいても価格が停滞していた戸建住宅と住宅地が、コロナ禍を経て、上昇に転じたことです。この背景として、在宅勤務が拡大したことによって、住宅需要が増大し、また駅から少し遠くても広い家が欲しい、といった質的な変化も見られたためと考えております。さらに、コストアップの影響もあります。

P. 26 のチャートは、建設物価調査会が公表するマンションと木造住宅の工事原価変化率をアベノミクス期とコロナ禍で比較したものです。アベノミクス期には、工事原価はマンションで年率2.4パーセント、木造住宅が2パーセントの上昇でした。つまり、マンションのほうがコストの上昇率が高かったと言えるものの、その差は限定的でした。一方、コロナ禍の期間は、マンションが年率4.3パーセント上昇する中、木造住宅は7.5パーセントも上昇しました。ウッドショックという言葉が聞かれたように、木材価格が高騰したこともあり、コロナ禍では木造住宅のコストアップが顕著になり、戸建住宅の価格を押し上げました。

物流施設は、コロナ禍においてもEC拡大という成長ストーリーが唯一描けたセクターです。そのため、投資家の旺盛な投資需要を集めました。実際、コロナ禍におけるEC拡大の加速を受けて、EC事業者などの旺盛な床需要が顕在化しました。P. 27 のチャートは東京圏と大阪圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率を示しています。東京圏の空室率は、コロナ禍において過去最低の0.5パーセントを記録しました。その後、新規供給の影響もあり、2022年第2四半期には4.4パーセントまで上昇してはいるものの、過去の平均と比較しても、まだ低い水準と言えます。また、大阪圏の空室率は、2.1パーセントと非常に低い水準となっています。ただし、2023年以降も大量供給が続くため、これをテナントの需要がどれほど吸収するかというのが、注目される点です。

今後のテナント需要を考える上で、コロナ禍によるEC化の加速に一巡感が見られる中で、EC事業者の需要がどれほど続くのかが、重要だと考えています。P. 28 は日本のEC化率を示しています。2020年のEC化率は8.1パーセント、前年から1.3パーセントの上昇と、過去最大の伸びとなりました。このようにコロナ禍ではEC化が加速しましたが、2021年のEC化率は8.8パーセントと、前年か

らの伸びは0.7パーセントに減速しました。この上昇幅は、コロナ禍前にEC化率が比較的大きく上昇した時期と同レベルですので、コロナ禍前の巡航速度に戻ったと言えます。

ここで強調したいのは、EC化率の上昇ペースがマイナスに転じ、コロナ禍で進んだEC化の巻き戻しが起こっているわけではなく、EC化が進展するペースがコロナ禍前の水準に戻った、という点です。そのため、今後もEC事業者の床需要は続くと予想されますが、その需要の強さが少し弱くなる可能性があるということです。

ただし、EC化の動向は品目ごとに異なります。P. 29 のチャートは、EC支出額変化率を品目別に見たものです。2020年のEC支出額変化率は、全ての品目において2019年を大きく上回りました。一方、2021年は、多くの品目で大きく減速して、増加率はおおむね2019年と同じ水準まで落ち込みました。ただし、食料と健康食品は、EC支出額変化率が2021年に減速したものの、それでもコロナ禍前の2倍ぐらいのペースを維持しています。これらは、元々EC化率が低かった品目ですが、コロナ禍が起爆剤となって、ECが普及するのではないかと期待しています。また、最近では冷凍冷蔵施設に注目が集まっておりますが、その背景としてはこのようにネットスーパーが拡大するなど、食品のEC化が進んでいることがあるのではと考えています。

最後に、オフィスは現在、最も注目されているセクターです。P. 30 のチャートは、世界金融危機とコロナ危機において、東京都心5区のオフィスの空室率と賃料がどのように推移したかを示しています。空室率は、世界金融危機とコロナ危機で、ほぼ同じスピードと幅で悪化しました。上昇が頭打ちとなったタイミングも同じです。

一方、賃料は、危機発生から30ヶ月が経過した時点で、世界金融危機のときは23パーセント下落していましたが、コロナ危機では11パーセントの下落にとどまっています。そのため、オフィス市況はコロナ禍において確か調整局面を迎えているものの、世界金融危機のときのような悲壮感が漂っているわけではございません。

コロナ禍によるオフィス市場への影響は、景気悪化の影響と、テレワーク拡大によるワークプレイス再構築による影響、の二つに分けられると考えています。

コロナ禍による景気悪化の影響は、一服したと

見えています。P. 31 のチャートは、空室率と雇用指標として有効求人倍率、そして設備投資を比較したものです。空室率に対して、有効求人倍率はやや先行し、設備投資はほぼ一致して動く傾向があります。そして、有効求人倍率と設備投資の動きは、共にコロナ禍前と同じ水準まで戻っています。このように景気悪化の影響は一巡したと考えられ、これによるオフィス市況の下押しは一旦終わったと言えます。

一方、テレワーク拡大によるワークプレイス再構築の影響が、今後どれほど出てくるのかはわかりません。そして、それがオフィス市場における不確実性をもたらしているのです。

P. 31 のチャートは、三幸エステートが公表する東京都心 5 区のオフィス成約面積の推移を示したものです。オフィス成約面積、つまり企業によるオフィス移転はコロナ禍に大きく落ち込み、2020 年 5 月は過去と比較して約 7 割減を記録しました。一方、その後は比較的早く回復し、2021 年下期や 2022 年上期は、コロナ禍前をほぼ回復しました。また 2021 年と 2022 年は新築ビルの竣工が小幅にとどまったことを勘案すると、企業のオフィス移転は見た目以上に回復していると思います。

このようにオフィス移転が堅調になってきていますが、その内容は少しずつ変化してきています。P. 33 のチャートは、業種別の売上高とオフィス拡張移転 DI を比較したものです。オフィス拡張移転 DI は、三幸エステートと弊社が共同で算出しているもので、オフィスの賃貸成約データを基に拡張移転と縮小移転と面積横ばいの移転を集計し、真ん中となる 50 より大きいときには拡張移転が多く、50 より小さいときには縮小移転が多い、つまり実際の企業の拡張・縮小意欲を表した指数です。

2020 年は、売上高とオフィス拡張移転 DI は高い相関を示しております。2020 年からオフィス市場は調整局面を迎えたわけですけれども、その大きな要因の一つが、景気悪化だったことを表しています。一方、2021 年は、その相関がなくなり、オフィス拡張 DI が低い業種は、製造業や学術研究・専門/技術サービス業、情報通信業と、在宅勤務と親和性が高いと言われる業種が多くなりました。メディアでも多数報道されているように、製造業では大手電機メーカーが在宅勤務を取り入れた働き方を制度化し、オフィス床を削減したり、学術研究・専門/技術サービス業や情報通信業でも、同様

にオフィス床を削減したりする企業が出てきています。そのため、この時期から在宅勤務の定着を見据えたワークプレイス再構築の影響が顕在化し始めたと考えています。

P. 34 のチャートは、業種ごとのオフィス拡張移転 DI の推移を時系列で見たものです。情報通信業と学術研究・専門/技術サービス業、製造業は、先行して 50 を割り込みましたが、2021 年下期からは情報通信業が 50 を上回る水準まで回復しました。また、2022 年上期には、それ以外の業種についても全て 50 を上回るところまで回復しました。このように足元では、事業拡大による拡張移転が増えました。

ここまでの企業のオフィス移転から見たオフィス需要の話をもとめると、2020 年のコロナ禍当初は、そもそも経済活動が停止したので、オフィス移転も当然止まってしまいました。その後は、企業業績悪化による影響でオフィス需要が減少し、2021 年からはテレワーク拡大に伴うワークプレイス再構築の動きが顕在化しました。一方で、2021 年下期からは、情報通信業を中心に今後の成長を見据えた拡張移転が少しずつ増えてきました。そして、2022 年は、拡張移転する企業の裾野が広がってきました。

P. 36 のチャートは、土地総合研究所の不動産業況指数と、三幸エステートと弊社が算出している東京都心部 A クラスビルの成約賃料を比較したものです。まず、両者の相関が高いことがわかります。また、不動産業況指数の先行指数は、その名前が表す通り先行性を有することがわかります。

そして、足元では、A クラスビルの賃料下落が続いておりますが、不動産業況指数は賃料の底入れを示唆しています。ただし、来年以降は、またオフィスビルの新規供給が増加しますので、それを本当に吸収しきれぬのが焦点となります。来年に供給される新築ビルの内定率は比較的好調だと報じられています。しかし、新築ビルに移転した企業の二次空室がどこまで吸収されるのかはまだわかりません。現在のオフィス需要が、それら全てを吸収しきれぬかという点、そこまでの力強さを取り戻してはいませんので、空室率が上昇することを予想しています。ただし、空室率の上昇ペースは、テレワーク拡大によるワークプレイス再構築の動きが今後どこまで出てくるのかに依存すると考えています。

2. 不動産DXの新潮流：テレワークとメタバース

次に話を転じて、不動産DXの潮流としてテレワークとメタバースについてお話いたします。不動産市場の話の中で、オフィスが最も注目されているセクターで、テレワークの影響が不透明であることから、先行きの不確実性が高いと申し上げました。メタバースは、コロナ禍で拡大したテレワークの延長線上にあるため、ここで少し考察したいと考えています。

コロナ禍において、私が当初懸念したのは、Amazon Effect ならぬ Zoom Effect が起きてしまうのではないかと、ということです。コロナ禍以前は、不動産市場で Amazon Effect が注目を集め、私自身、注力した研究したテーマでした。Amazon Effect は、EC化の進展によって、フィジカル空間における商業施設の売上のパイがサイバー空間によって奪われるというものです。P. 39 のチャートは、米国のREIT市場における物流施設セクターと商業施設セクターの相対リターンを示しています。2016年頃から、ワニの口が開くように物流セクターが堅調となった一方、商業セクターは軟調に推移しました。一方、日本においてEC化の影響が商業施設の売上に対して目に見えて悪影響を及ぼしたかという点、そうではありませんでした。しかし、アメリカやイギリスを中心に商業施設の閉鎖や小売業の廃業などが相次ぎ、商業施設セクターに多大な影響を与えたのと同時に、グローバルに懸念が高まったことで、海外投資家が日本の商業施設への投資を検討する際も、二の足を踏むようになってしまいました。

コロナ禍で拡大したテレワークは、eコマースと同様に、デジタル技術の進展によって、サイバー空間がオフィスというフィジカル空間のパイを奪ってしまうかもしれない、そういう事象に見えたわけですね。コロナ禍が深刻化してから2年半が経過してみて、結果的には、日本ではZoom Effect と呼ぶべき状況になりませんでした。ただし、先行きについては不動産関係者や専門家の間でも、見方が分かれています。また、データに基づいたエビデンスが少ないため、分析するのが難しいテーマです。

まず、私自身の見方を述べさせていただくと、私は、確かにオフィス不要論は行き過ぎだったけれども、コロナ禍を契機にテレワークがある程度定着していくと予想しています。

その理由として、これまでの人類の歴史を紐解くと、技術革新が経済活動を場所からアンバンドリング、つまり分離してきたからです。例えば、第一次産業革命と第二次産業革命は、エネルギー革命として蒸気や石炭、電力、石油などが普及しました。また移動革命により、船や鉄道、自動車、飛行機などが広まりました。そのため、モノを移動するコストが飛躍的に安くなり、グローバルにモノを輸出することか可能になったことで、消費地から生産地が分離されました。第三次産業革命では、情報革命が起きました。パソコンが使われるようになり、インターネットが普及し始めました。情報をやり取りするコストが安くなったので、まず情報負荷がそこまで重くない、製造工程における労働集約的な業務を、東アジアや東欧など賃金の安い国々にアウトソースし、製造工程の一部がアンバンドリングされました。現在の第四次産業革命では、情報革命がさらに進み、本日の講演をZoomでお届けしているように、情報を流通するコストがさらに安くなり、またシームレスになったため、情報負荷の重いサービス工程もオフィスという場所からアンバンドリングされ始めたと考えています。

このように長期的な観点では、今後テレワークが定着していくと考えているのですが、短期的にどれほどの企業や人々がテレワークを活用するのか、またオフィス需要にどれほどの影響を及ぼすのかは不透明です。また、モニタリングしようにも、データがあまりありません。そこで、位置情報ベンダーのクロスロケーションズと弊社が共同でオフィス出社率指数を開発しました。オフィス出社率指数は、携帯位置情報データを基に、東京都心部のオフィスビルの所在地における人流を集計することで、オフィス出社率を推計したものです。

P. 41 のチャートに示したオフィス出社率指数をみると、コロナ禍における働き方は、大きく三つの局面に分けることができると思います。一つ目であるウィズコロナ 1.0 は、新型コロナウイルス感染症が日本で広がり始め、初めて緊急事態宣言が発令された2020年の4月から5月の時期です。この時期は、新型コロナウイルスについての知見も多くはなく、経済を犠牲にしても人命・健康を優先し、とりあえずオフィス出社をとりやめるといった状況だったと思います。オフィス出社率指数は3割程度に落ち込みました。

ただし、2020年5月25日に全国で緊急事態宣言

が解除されると、オフィス出勤率は反発し、コロナ禍における働き方は2つ目の局面であるウィズコロナ2.0に移行しました。オフィス出勤率は、感染者数の増減や政府の感染拡大防止策をにらみながら45パーセントから65パーセントの間のレンジで上下しました。

そして、特に注目して見ていた2021年の10月以降は、ウィズコロナ3.0となりました。ここに注目したのは、日本においてもワクチン接種が進展した時期だからです。というのも、ワクチン接種がポストコロナへの入り口を開く鍵となり、この時期からポストコロナの働き方に移行すると考えていたためです。オフィス出勤率は、2021年10月にはそこまで回復が加速しませんでした。12月ぐらいから回復が加速して、12月から翌年1月にかけては70パーセント超の水準まで出勤率が戻りました。しかし、その後は感染拡大の第6波、第7波が起きたことで、オフィス出勤率は頭打ちとなりました。2022年10月には、第7波が収束傾向となったことで、オフィス出勤率が70パーセント程度まで上昇してきたところです。今後、さらに出勤率が上昇するのか、それとも現状の水準にとどまってしまうのか、今後注目されます。

ただし、足元の感染動向とオフィス出勤率を比較すると、ここまで感染が収まってきたのであれば、もう少し出勤率が上昇してもよかったのではないかな、というのが正直な感想です。そのため、コロナ禍が長期化したことで、当初想定していたよりもテレワークが定着し、オフィス出勤率が70パーセントから大きく上昇しない可能性も頭の片隅においておく必要があると考え始めています。オフィス出勤率が70パーセントというのは、全体を均すと、在宅勤務を週に1回から2回実施することなので、確かにそこまで違和感のある水準でもありません。

オフィス出勤率指数は、エリアごとに大きく異なります。P.42のチャートは、東京都心部の16エリアのオフィス出勤率を比較したものです。オフィス出勤率が最も高いエリアと低いエリアでは、30パーセント程度の差があります。この出勤率の差が、ゆくゆくはオフィス需要の差を招き、エリア間のパフォーマンスの格差を引き起こすのではないかと予想しています。

この背景として、例えば、オフィス出勤率が低い浜松町・高輪・芝浦は製造業が多いけれども、製造

業の中でも大手企業が集積している。企業規模で見ると、大企業のほうが中小企業よりもテレワークを活用しているため、エリア全体の出勤率が低い結果になっていると考えています。また、丸の内・大手町も同様に、大企業が多い。さらに、金融機関や学術研究・専門/技術サービス業など在宅勤務と親和性の高い業種が集積しているため、出勤率が低い傾向にあります。

それでは、テレワークが定着することでオフィスはどのように変化していくのでしょうか。これまでオフィスは、仕事におけるポータルでした。オフィスワーカーにとって仕事をするというのは、まずはオフィスに行くことを意味しました。そして、オフィスでパソコンに向かい作業をして、会議室で打ち合わせをして、電話でお客さんと話をしていました。また、オフィスに行かないというのは、仕事をサボることを意味しました。今後、テレワークが可能になって、働く場所を選択できるようになったことで、必ずしもオフィスに行く必要がなくなり、業務内容に合わせて自宅やオフィス、サードプレイスを選択することが可能になります。つまり、オフィスは必ず行かなくてはならないポータルではなく、入れ替えできるアプリのような存在になっていくと考えています。そのような中で、Workplace as a Serviceが拡大し、オフィスのハードからソフト化、サービス化が求められると考えています。

また、オフィスの役割についても変化していくと考えています。そもそもオフィスの歴史はそう古くはなく、産業革命の頃に広まったと言われております。最初の民間のオフィスは、歴史でも習う東インド会社が設けたとも言われております。それまでは家庭内手工業として自宅で全部やるというのが、工場ができたことによって、その事務拠点としてオフィスが設けられました。事務拠点なので、コストセンターとして位置付けられ、そこで求められたのは無駄を省くことを意味する効率性でした。

ハーマンミラーがキュービクル型オフィスの原型を1968年に発表したり、日本の清水建設が世界で初めてフリーアドレスという概念を1987年に提唱したり、オフィスの新しい形が開発されました。しかし、それらが実際に導入されると、元々の理念としていた自由闊達な知識産業を支えるオフィスという形ではなくて、コストカットのために、狭く

するための手段として採用されることが多く、フリーアドレスはオフィス床を削減するため、またパーテーションもどんどん狭くなっていく、といった傾向がありました。

一方、産業のサービス化が進んだことで、オフィスが事務拠点としてだけでなく、製造拠点、創造拠点として使われるようになりました。それにより、オフィスは工場や研究所のように、投資として位置付けられるようになり、無駄を省く効率性だけでなく、新しいものを生み出す創造性が求められるようになりました。

そして、コロナ禍で改めて見直されたのが、オフィスの消費拠点としての役割だったのではないかと考えております。在宅勤務のデメリットやオフィスのメリットとして、コミュニケーションやコラボレーション、教育、会社の文化の醸成、浸透などがよく指摘されました。例えばGoogleが豪華なカフェテリアを設けているのは、そこで生産活動を行っているわけではなく、従業員にそこで消費することを促すことで、従業員同士のつながりを作り、従業員同士や会社を結びつける役割なのです。今後、このようなコト消費を行う場所としての役割が、オフィスに一層求められると予想しています。その際、効率性や創造性だけでなく、消費なので、従業員の効用、エンプロイーエクスペリエンスのようなものの重要性が高まると考えています。つまり、オフィスは、事務拠点、製造拠点、創造拠点だけでなく、今後は人と人を結びつけたり、会社と人を結びつけたりする、プラットフォームとしての役割を強めていくと考えております。

このようにテレワークが定着することで、オフィスはポータルからアプリへと変化し、これまでの事務所からプラットフォームへと役割を変わります。そのため、オフィスのサービス化が求められます。ただし、オフィス出社率のエリア間の比較で見たように、テナントの業種や規模によって、テレワークの親和性は異なりますので、その集積度合いによって、オフィス市場への影響度合いは変わり、その格差は今後拡大する可能性があると考えています。

いずれにせよ、コロナ禍で一斉に在宅勤務を実施することで、そのデメリットがわかってきました。それは、コミュニケーション技術の進展により、遠隔地にいても様々な情報のやり取りができるようになりましたが、まだ不十分だからです。同期的

なコミュニケーションであれば、固定電話で言語情報をやり取りできるようになり、携帯電話で持ち運べるようになり、ビデオ通話によって言語情報に加えて、視覚情報も伝えることができるようになりました。また、非同期的なコミュニケーションについても、ファックスでアナログ情報を送っていたのが、Eメールでデジタル情報を送付できるようになって、SlackやLINEなどのインスタントメッセージによって、半同期的な形になりました。

しかし、それでも在宅勤務では、意図せざるコミュニケーションや偶発的なコラボレーションが減ってしまいました。そのため、オフィスで空間を共有することで、周りの雑音による情報が伝わったり、突然の出会いを誘発したりすることが必要だという認識が強まっています。それでは、空間を共有できるコミュニケーション技術はないのかというと、それがVRやAR、ロボットなどの技術であり、メタバースなのです。

そこで、メタバースについて入門のお話をいたします。まず、メタバースという言葉は、ニール・スティーヴンソンによるSF小説『スノウ・クラッシュ』で作られたものです。語源から考えると、メタは超越した、ユニバースは世界という意味ですので、この世を超越したサイバー空間という意味になります。

確かにメタバースという言葉は『スノウ・クラッシュ』に由来しますが、メタバースの概念自体は、小説やマンガ、映画、アニメ、ゲームなどで取り上げられてきました。例えば、サイバー空間にジャックインするという概念は、ウィリアム・ギブソンの『ニューロマンサー』や『クローム襲撃』に書かれております。また日本の『攻殻機動隊』は、メタバース関係者に、大きなインスピレーションを与えた作品として有名です。映画でも、『マトリックス』や『レディ・プレイヤー1』などが有名です。これらをご覧くださいと、メタバースがどういうものを指向しているかを見て取れると思います。現在、メタバースに一番近いと言われているのが、ゲームやソーシャルの世界です。例えばソーシャルVRの『VRChat』や、ゲームの『フォートナイト』や『ロブロックス』は、非常に注目されております。

さて、改めてメタバースの定義を確認したいと思います。ここでは、メタバースのオピニオンリーダーであるMatthew Ballの定義を紹介したいと思います。彼はメタバースを、大規模かつ相互運用可

能なりリアルタイムレンダリングされる3Dの仮想世界のネットワークで、そこに事実上無制限の数のユーザーが同期的かつ持続的に入ることができる、また実体感を持つことができる、それに加えてアイデンティティや履歴、権利、オブジェクト、コミュニケーション、決済などのデータの継続性を持つことができる、ものと定義しています。メタバースでは、サイバー空間に実体感を持って入り込んでいくことや、メタバース間で相互運用可能、メタバースの中で各人が色んなものを作ったりできる、そういった要素が重要だと言われております。

不動産の文脈でメタバースについて取り上げる場合は、ミラーワールドやデジタルツインという言葉もでてきますので、これも含めて整理します。まず、サイバー空間の中に入り込むというのがVRで、現実空間にサイバー空間の情報を投影するのがARです。また、ミラーワールドは、現実をそのまま写したような世界である一方、メタバースは、現実を超えた世界を表します。なお、デジタルツインは、ミラーワールドにおける一つのオフィスビルなど個々の要素を意味します。また、ミラーワールドという言葉は、1991年にイェール大学のデイヴィッド・ガラントー教授が提唱したような概念ですので、この概念自体もそこまで新しいものではありません。これまで専門家やSFの世界で試行されてきた概念が、技術進歩によって我々一般の前に出てきたものです。ただし、まだ社会全般で使われているわけではなく、一部のコアな方々が使っているのが現状です。

次に、メタバースを理解する上で重要な技術について、少しだけお話をしたいと思います。メタバースでまず重要なのが、サイバー空間に没入感を持って入り込むことができることです。その際、サイバー空間にある情報を現実空間にいる我々が知覚可能にする技術、そして、現実空間にいる我々の動きを、演算可能な形、要するに0と1のデジタルな形にしてサイバー空間に持っていく技術が重要になります。

サイバー空間にある情報を知覚可能にするためのハードとしてVRヘッドセットが代表的です。先日、MetaがOculus Quest Proという新しいVRヘッドセットを発表しました。このようなVRヘッドセットは、人間の五感のうち視覚と聴覚に集中していることが多いのですが、触覚や嗅覚、味覚なども、様々な研究が進められ、ゆくゆくは実装されて

いくことが期待されます。また、VRヘッドセットを通してサイバー空間につながるのではなく、脳に直接センサーをつなげる技術を研究開発しているベンチャー企業などもあります。

また、VRヘッドセットは現実空間の情報をサイバー空間に移す技術も搭載しています。重要な技術としては、アバターやボイスチェンジャー、モーションキャプチャー、空間マッピングなどがあります。いずれも、多くの一般人が使うには、もう少し技術進歩と時間が必要だとは思いますが。ただし、こういった技術は日進月歩で発展していますので、今後に期待したいと思います。

メタバースは不動産にとって、大きく分けて四つのインプリケーションがあると考えています。一つ目が、不動産の代替財としてのメタバースです。例えば、テレワークするためのツールとしてメタバースを活用すれば、オフィスという不動産のパイをメタバースが奪う可能性があります。

二つ目は、不動産の補完財としての役割もあると考えています。例えば、ポケモンGOが分かりやすいと思います。これまでは不動産に情報を付加することは容易ではなかったのですが、AR技術を使って情報を付加する、例えば珍しいポケモンを発生させることで、人流を生み出すことができます。また、今後、ARグラスが普及すれば、壁紙は不要になって、絵柄はメガネを通して投影されるような世界もありうるわけです。

三つ目は、メタバースが不動産の触媒になる可能性があると考えています。例えば、メタバースが拡大することで、電力消費量や通信トラフィックが大幅に増加することが見込まれております。そのため、データセンターの需要を喚起することが考えられます。

四つ目は、メタバース空間内の不動産をどのように捉えるのかというのも重要な論点です。これは価格が乱高下したことで話題になりました。The SandboxやDecentralandといった主要なメタバース不動産の価格は、2021年11月から12月にかけて急上昇し、数億円単位の金額でメタバース上の土地が取引されたとメディアで度々取り上げられました。しかし、2022年に入って、仮想通貨全般の市況が悪化したこともあり、メタバース不動産の価格はピークアウトしました。将来性についての議論は分かれており、著名投資家のMark Cubanのように無価値だと発言をしている人も少なくな

いです。

今後、メタバース不動産の価格がどのように推移するかはわかりません。ただし、現実空間の不動産とメタバース不動産を、同じとして見ることはできない、そもそも不動産と呼ぶべきではないのではないかと考えています。メタバースは、究極的には複製可能だというのが、現実空間の不動産との最大の相違点です。そのため、土地価格のように下限が存在しないと考えています。

P. 53 では不動産とメタバース不動産のキャッシュフローと価格の関係性を比較しておりますが、キャッシュフローの水準に対して、メタバース不動産のほうが不動産より低い価格になりますし、そもそも最終的にはゼロになる可能性があります。税金などを考えると、実物の不動産もゼロやマイナスの価格も理論的にはありえますが、ここでは議論をシンプルにするため税金などは含めずに議論している点に留意ください。まだまだメタバースがどのような姿になるのかわからないので、今後については注視する必要があるとは思っています。

いずれにせよ、不動産テックの歴史を振り返ると、これまで三つの波がありました。不動産テック 1.0 は、1980 年から 2000 年頃にかけて不動産市場がグローバル化する中で、投資家が各国の市場動向をデータによって比較、判断したいというニーズに基づくものでした。例えば、市場分析ツールや投資インデックス、データベンダーが出現しました。

インターネットが普及すると、物件情報サイトのようなサービスが出てきました。そして、不動産テック 2.0 では、さらに情報革命が進展すると、マッチングやシェアリング、クラウドファンディングなどが出てきました。

そして、不動産テック 3.0 においては、AI や IoT、ブロックチェーンなどの技術が発達し、メタバースが普及すると、産業横断的な不動産テックサービスが出てくる可能性があると考えています。

メタバースの潜在力は非常に大きく、Citi Group は、メタバースの市場規模が 8 兆ドルから 2030 年には 13 兆ドル規模まで拡大すると分析しています。ただし、まだ様々な技術進歩が必要ですし、そこまでの道のりは、平坦ではありません。Gartner のハイブ・サイクルをみると、メタバースはこれからバブルが拡大して、破裂した後、本格的な普及期を迎えると予想されています。そのため、10 年単位の

年月が必要だろうというのが大方の専門家の見方です。

メタバースの見通しや不動産市場への影響は依然として不透明ですが、将来性や夢のある分野ですので、普段は不動産を主に扱っている方々も、これを機に、SF 小説を読んだりしながら、思索を深めていただければと考えております。

3. 今後の展望：世界的なインフレ・金利上昇と円安の影響

さて、時間軸を現在に戻して、世界的なインフレや金利上昇、そして円安の不動産市場への影響について、考察したいと思います。

まず、足元の経済の動向を確認します。P. 57 のチャートは、日米欧中の実質 GDP の推移を消費増税前の 2019 年第 3 四半期を 100 として示したものです。中国はもちろんアメリカとユーロ圏についても、既にコロナ禍前の水準を回復している一方、日本は依然としてコロナ禍前のピークを下回っています。経済成長と感染抑制のどちらを重視するのかの判断を迫られる中、日本は感染抑制に重点を置いているために、経済成長は諸外国に見劣りしているのだと考えています。

このような経済環境下、グローバルには物価上昇が最重要な経済課題となっています。P. 58 のチャートは、日米欧の消費者物価指数と政策金利の推移を示しています。アメリカとユーロ圏は、CPI が 8 パーセントから 9 パーセント台と、過去 40 年来の高い水準となっております。日本は 8 月の CPI が前年比 3 パーセント上昇と、インフレ傾向になっているものの、欧米と比較するとまだまだ低い水準と言えます。

日本は、原材料価格の高騰や円安を主因としてモノの価格は上がっている一方、賃金と関連の高いサービス価格の上昇は小幅にとどまっています。一方、米国や欧州では、賃金上昇が加速し、サービス価格も上昇している。このような違いが日本と欧米のインフレ格差を生んでいます。そのため、アメリカの FRB は、政策金利を直近 9 月の会合まで 3 回連続で 75 ベーシスの利上げを行いました。また、ユーロ圏の ECB も追随し、利上げ傾向を強めています。一方、日本は、まだ金利を引き上げることが難しいと見方が大勢です。

金利上昇を背景に、不動産市況は調整局面を迎えるのではないかと懸念が高まっています。

P. 59 のチャートは、主要先進国の住宅価格の変化率をコロナ禍前の2年間とコロナ後2年間を比較したものです。コロナ禍では、住宅価格の上昇が加速し、アメリカは30パーセントを超える上昇になりました。その背景としては、金融緩和と在宅勤務拡大の影響、そしてインフレによるコストアップが挙げられております。

例えば、アメリカの研究によると、コロナ禍における在宅勤務拡大によって住宅価格が約16パーセント押し上げられたという分析もあり、不動産市場に大きな影響を及ぼしていることが指摘されています。

一方、欧米を中心に金融政策が、緩和から引き締めに転じているため、P. 60 のチャートに示したように、住宅ローン金利が上昇しています。アメリカの30年固定住宅ローン金利は、直近6.7パーセントと、前年から4パーセント近く上昇し、2008年来の水準になりました。

アメリカの住宅市況は、ピークアウトの兆しを見せています。P. 61 のチャートは、アメリカの住宅価格と中古住宅販売件数を示しています。8月の中古住宅販売件数は前年比マイナス19.9パーセントと低迷しています。また、7月の住宅価格は前年比プラス16.1パーセントとまだ速いペースで上昇していますが、より足元の動きを反映する前月比でみると、直近値ではマイナスに転じました。

インフレは景気後退なしに落ち着いたことはほとんどないと言われております。P. 62 のチャートは、GoogleトレンドでRecessionという言葉の検索回数の推移を示した検索トレンドと、景気の先行指標であるアメリカの長短金利差、ここでは10年と2年の国債利回りの差を示しています。検索トレンドをみると、景気後退懸念は足元やや一服感があるものの、依然として水準は高く、景気後退懸念が強いことがわかります。また、長短金利差は、ゼロを下回るとその後、数カ月から1年後などに景気後退に陥ると言われており、現在はマイナスで推移しています。このように、足元では景気後退懸念が高まっています。

それでは、インフレや景気後退は、不動産にどのようなインパクトを与えるのでしょうか。P. 63 はアメリカの不動産投資のパフォーマンスを表すNCREIF Property Indexのトータルリターン指数と消費者物価指数、景気後退局面を示しています。一般的に、不動産はインフレに強いと言われるよ

うに、過去のインフレ局面においては、不動産のリターンが上昇しています。両者の相関係数は、0.4から0.5ぐらいになります。そのため、インフレ自体は不動産にとって、決して悪いものではありません。足元でも、インフレによる賃料上昇期待から不動産価格が上昇しているため、不動産のパフォーマンスは大きく上昇しています。

また、1978年以降、景気後退局面が6回あったうち、不動産のリターンが明確にマイナスになったのは2回だけです。1990年代前半のS&L危機と、2008年以降の世界金融危機です。この二つ局面では、金融市場のシステミック・リスクが顕在化して、不動産市場に大きな影響を及ぼしました。今回の局面を評価する上では、金融市場が健全性を損なうレベルまで景気後退が深くなるかが重要なポイントだと見ています。

P. 64 は、アメリカの流動性指標としてLIBOR-OISスプレッド、信用市場の指標としてハイイールド社債の国債に対する利回りスプレッドを示しています。LIBOR-OISスプレッドとハイイールド社債スプレッドの双方とも、足元では悪化傾向にあるものの、世界金融危機の水準にはまだ遠く、今のところ金融市場の健全性が保たれているため、今後もそれが継続するのが注目されます。

米国など海外では中央銀行が大幅な利上げを進める中、日本銀行は緩和的な政策を維持しているため、円安が進行しました。P. 65 のチャートは、ドル円レートと日米長期金利差を示しています。ただし、日本の長期金利は、おおむね横ばいで推移しているので、日米の長期金利差といっても、ほとんどアメリカの金利動向を表しています。2022年3月以降、アメリカの金利上昇を背景として、大きく円安が進みました。また、足元では日本の貿易赤字も注目され、円安要因となっています。本日はドル円レートが150円前後ですので、この半年間で大幅に円安が進みました。

円安により、海外投資家にとって日本の不動産が安くなるため、投資需要が増えるのではないかと、という指摘があります。P. 66 のチャートは、ドル円レートと海外投資家による日本の不動産のネット取得額を比較したものです。過去を見ると、確かに円安局面に海外投資家が日本の不動産の取得を増やしたときもありますが、そうでないときもあります。アベノミクス初期は円安が進み中で、海外投資家が売却を進めましたが、2020年以降、徐々

に円安が進んだところでは、海外投資家が取得を増やしたようにも見えます。これだけで判断するのは難しいのですが、2020年以降の傾向が続いていけば、現時点でも円安は取得を後押しする材料になるのではないかと期待しています。

また、機関投資家の視点にたてば、円安か円高かよりも、その裏側に顕在化する、ヘッジコストの影響のほうが大きいと考えています。現在、ドルを保有する海外投資家が日本の不動産を買って、その為替リスクをヘッジすると、3パーセントから4パーセント程度のプレミアムを受け取ることができず、つまり、日本のオフィスの利回りが3パーセントだとすると、ドルを持っている海外投資家は、それに加えて3パーセントから4パーセントのプレミアムを享受できるので、出来上がりで6から7パーセントの利回りになるということです。これは、日本の不動産への後押し材料になると考えています。

一方、円を保有する日本の投資家がアメリカの不動産に投資し、為替リスクをヘッジすると、逆に3パーセントから4パーセントのコストがかかります。そのため、4パーセントの利回りのアメリカのオフィスに投資して、為替ヘッジをすると出来上がりの利回りがほぼゼロになってしまいます。

P.67のチャートは、投資家別の不動産投資動向の動向を比較しております。コロナ禍では当初、海外投資家が売り抜けてしまうのではないかと懸念がありました。世界金融危機のときには、海外投資家が大きく売却したためです。しかし、蓋を開けてみると、2020年に最も買い越した投資家は海外投資家でした。2021年はその勢いが加速しており、また海外投資家に追従して国内の機関投資家も日本の不動産を大きく買い越しています。

なお、イールドギャップも、日本の不動産市場の追い風になってきました。P.68のチャートは、主要各国のイールドスプレッド、つまり不動産投資利回りから国債利回りを差し引いたものです。日本は、これまで海外よりイールドスプレッドが厚いという特徴がありました。一方で、コロナ禍では、主要先進国で金利が急低下したため、イールドスプレッドが拡大し、日本の相対的な優位性が低下しました。日本は、コロナ禍前の時点で金利低下余地がなかったため、イールドスプレッドはコロナ禍においても、横ばいで推移しました。しかし、2022年に入ると、主要先進国で金利が大幅に上昇

したため、イールドスプレッド急速に縮小し、日本のイールドスプレッドが再び相対的に魅力的な水準となりました。これは、海外と国内の双方の投資家にとって、日本の不動産を選択する後押し材料になると考えています。

最後にここまでの話をまとめたいと思います。

まず、日本の不動産市場にとって、大きなテーマの一つが、今後、経済や社会がパンデミックからエンデミックに本格的に移行するという点です。この移行は、経済や不動産市場全体へプラスの効果をもたらします。ただし、セクターやセグメントごとに、その影響度合いが異なるので、その影響を注視していく必要があります。そして、パンデミックからエンデミックに移行するにしたがって、コロナ禍の影響が循環的なものだったのか、それとも構造的なものだったのか、徐々に明らかになってくると思います。

いずれにせよ、エンデミックへの移行によるプラスの効果に加えて、日本では低金利環境が続くというグローバルに見て特異な状況にあります。また、円安の影響もどちらかというとプラスの影響が期待されます。そのため、不動産価格が力強く上昇する環境ではないものの、底堅く推移することをメインシナリオとして想定しています。

しかし、この数カ月間、日に日に下振れリスクが高まっています。世界的なインフレや金利上昇によって海外の不動産市場がピークアウトの兆しを見せており、これがクラッシュしてしまうと、日本の不動産市場に波及する可能性が高いと考えています。日本単体では、大きな上昇材料もなければ、下振れ材料もない状況だと考えているため、経済にしろ、不動産市場にしろ、米国次第という状況を想定しています。そのため、金融市場の健全性が損なわれるリスクが高まっているのか、アメリカの不動産市場がどれほど調整するのか、といったデータを丹念に見ていく必要があると考えています。

以上、駆け足にはなりましたが、足元のマーケット、不動産DX、また今後の注目点などについてお話をさせていただきました。本日のお話が、皆様の業務の一助になりますと幸いです。本日はご清聴いただきまして、誠にありがとうございました。