

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

佐久間 誠

2022年10月18日

1



佐久間 誠 Sakuma Makoto

ニッセイ基礎研究所 金融研究部 主任研究員

Tel : (03)3512-1778

Mail : msakuma@nli-research.co.jp

住友信託銀行（現 三井住友信託銀行）、国際石油開発帝石（現 INPEX）、
ニッセイ基礎研究所、ラサール不動産投資顧問を経て現職。

現在は、不動産・金融市場や不動産テックなどについて分析・情報発信を行う。

書籍

- 『不動産テックの課題』（部分執筆）東洋経済新報社 2018年6月
- 『マイナス金利下における金融・不動産市場の読み方』（部分執筆）東洋経済新報社 2017年3月

論文・執筆

- 「成約事例で見る東京都心部のオフィス市場動向（2022年上期）－「オフィス拡張移転DI」の動向」（不動産投資レポート 2022/9/5）
- 「商業施設売上高の長期予測（1）～（2）」（不動産投資レポート 2022/4/4～2022/4/22）
- 「人流データをもとにした「オフィス出社率指数」の開発について－オルタナティブデータの活用可能性を探る」（基礎研レポート 2021/6/2）
- 「不動産市場分析におけるオルタナティブデータの応用可能性（1）～（6）」（不動産投資レポート 2020/9/15～2021/4/20）
- 「不確実性の高まる世界において、不動産投資を再考する（1）～（5）」（不動産投資レポート 2020/5/28～2020/8/17）
- 「WeWorkのビジネスモデルと不動産業への影響の考察」（ニッセイ基礎研所報 2018/7/11）
- 「不動産業へのブロックチェーンの応用可能性～不動産テックの動向とブロックチェーンの応用例～」（研究員の眼 2017/6/8）
- 「東京都心部Aクラスビルのオフィス市況見通し（2018年8月）－オフィス市況のピークアウトは2019年後半に後ずれ」（不動産投資レポート 2018/8/13）
- 「資本市場から見た不動産価格に対する金利上昇インパクト」（基礎研レポート 2016/8/29）

2

本日の内容

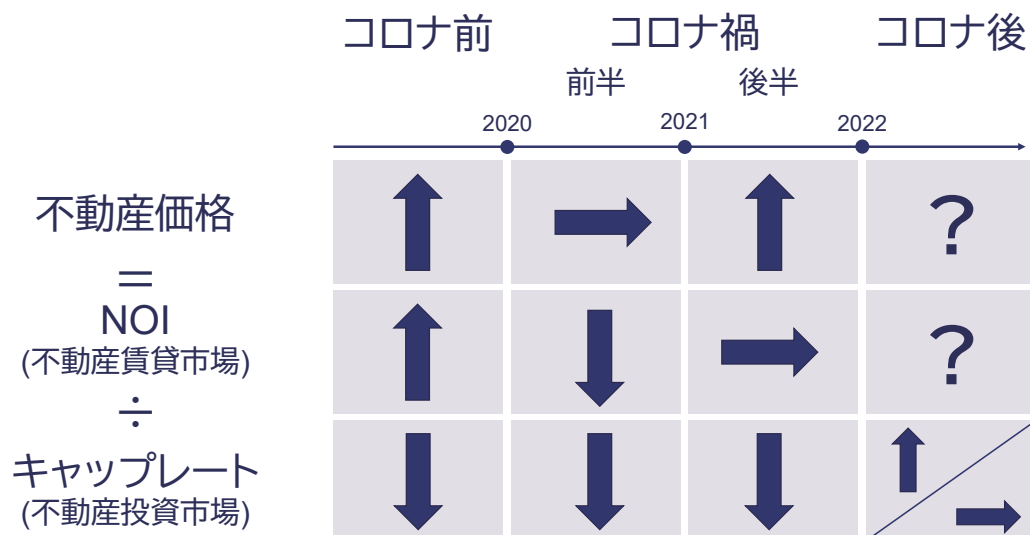
1. 市場テーマの変遷と不動産市場の動向
2. 不動産DXの新潮流:テレワークとメタバース
3. 今後の展望:世界的なインフレ・金利上昇と円安の影響

3

1. 市場テーマの変遷と不動産市場の動向



不動産市場の推移のイメージ



5

"I had never seen a true tail-risk event until 2001. Since then, I've seen several: 9/11, Hurricane Katrina, the Global Financial Crisis, Fukushima earthquake and Nuclear Disaster, BP Oil Spill ... from the front seat of the car. And now, the coronavirus."

2001年までブラック・スワンに遭遇したことがなかった。それ以降は、アメリカ同時多発テロ、ハリケーン・カトリーナ、世界金融危機、東日本大震災、メキシコ湾原油流出事故、そして今回の新型コロナウイルスなど、最前線で見舞われてきた。

ジェフ・イメルト
米ゼネラル・エレクトリック元CEO

出所: Jeff Immelt (2020), "Lead Through a Crisis", LinkedIn (2020年3月23日)

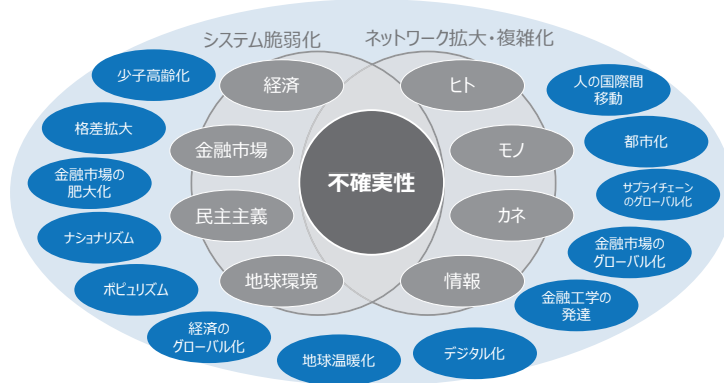


6

資本主義の成熟化に伴う世界の不確実性の高まり

(1) 脆弱化したシステム, (2) ネットワークの拡大・複雑化, によって不確実性は高止まりへ

不確実性の高まる世界



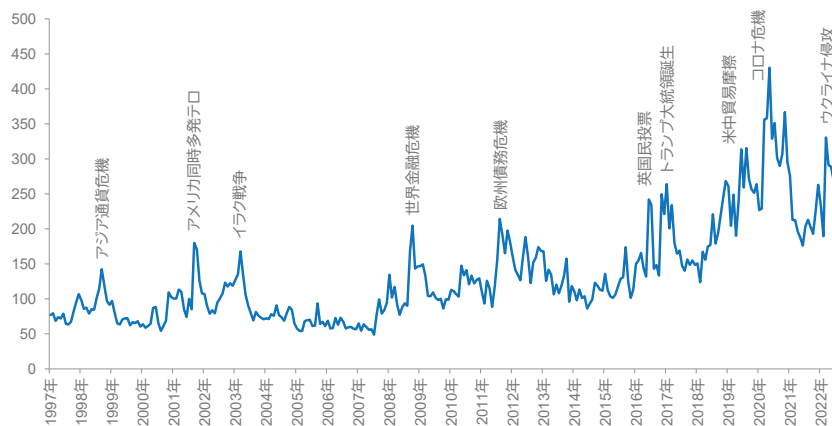
出所: ニッセイ基礎研究所

7

世界金融危機以降, 世界の不確実性は上方シフト

コロナ前のテーマは, Brexitやトランプ大統領など格差・分断の深まり

グローバル政策不確実性指数

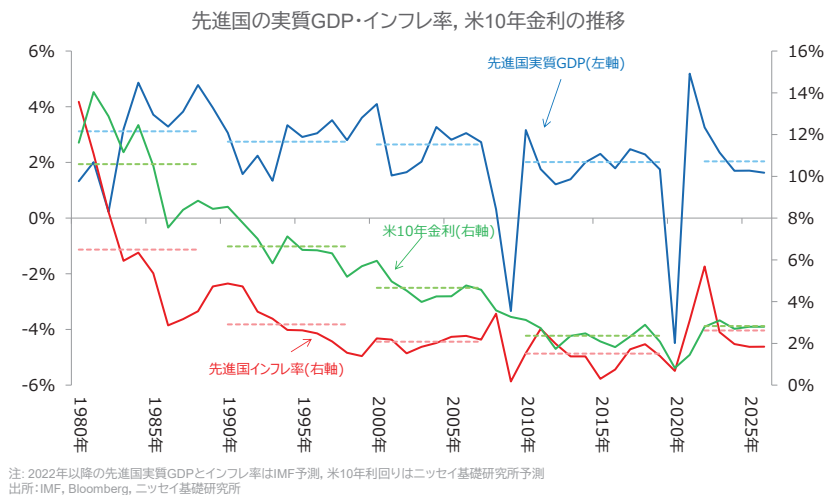


出所: Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," Macroeconomic Review, October.

8

長期停滞論：3低(低成長, 低インフレ, 低金利)

1980年以降, 度重なる金融危機をへるごとに, 成長・物価・金利が下方シフト



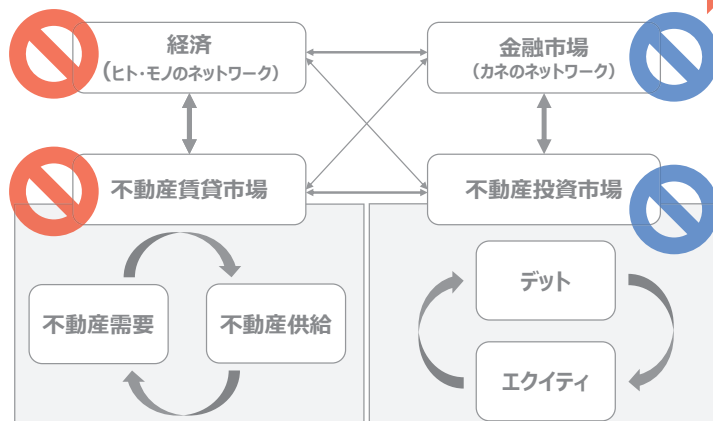
9

カネの流動性危機 vs. ヒトの流動性危機

不動産賃貸市場・投資市場への世界金融危機と大封鎖の影響

世界金融危機 (カネの流動性危機) ← 金融機関の過剰なリスクテイク

新型コロナウイルス → コロナ危機 (ヒトの流動性危機)



出所: ニッセイ基礎研究所

10

コロナ禍における業種間の不均一性「K字」

- コロナ禍では、デジタル化の恩恵を受けるIT業界と人流抑制の打撃を被ったエネルギー業界の格差が拡大するなど、業種間のK字が顕著に
- 2022年以降はK字が収束し、コロナ相場は終焉へ



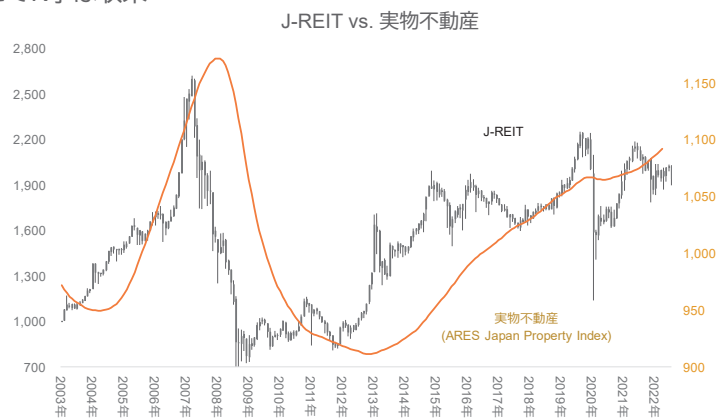
注: 2022年10月10日時点

出所: Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

11

コロナ禍におけるJ-REITと実物不動産の不均一性「K字」

- 世界金融危機時は、J-REITが実物不動産に対して先行
- コロナ禍では、J-REITが急落した局面でも、実物不動産が底堅く推移し、J-REITが反発したことでK字は収束

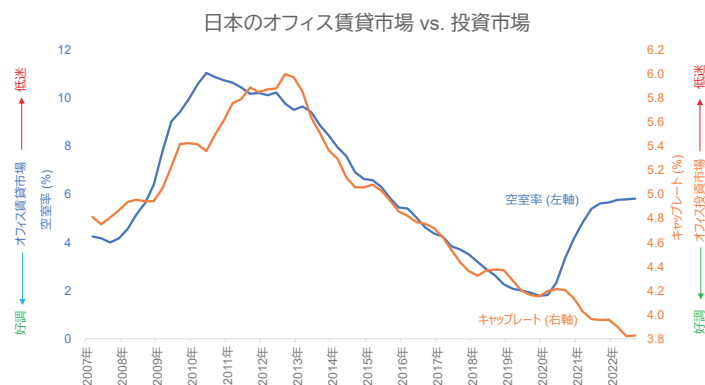


出所: Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

12

コロナ禍における賃貸・投資市場の不均一性「K字」

- ・ 世界金融危機時は、日本のオフィス空室率とキャップレートが平行に推移
- ・ コロナ禍では、オフィス空室率が上昇する一方、キャップレートは低下し、K字が顕著に

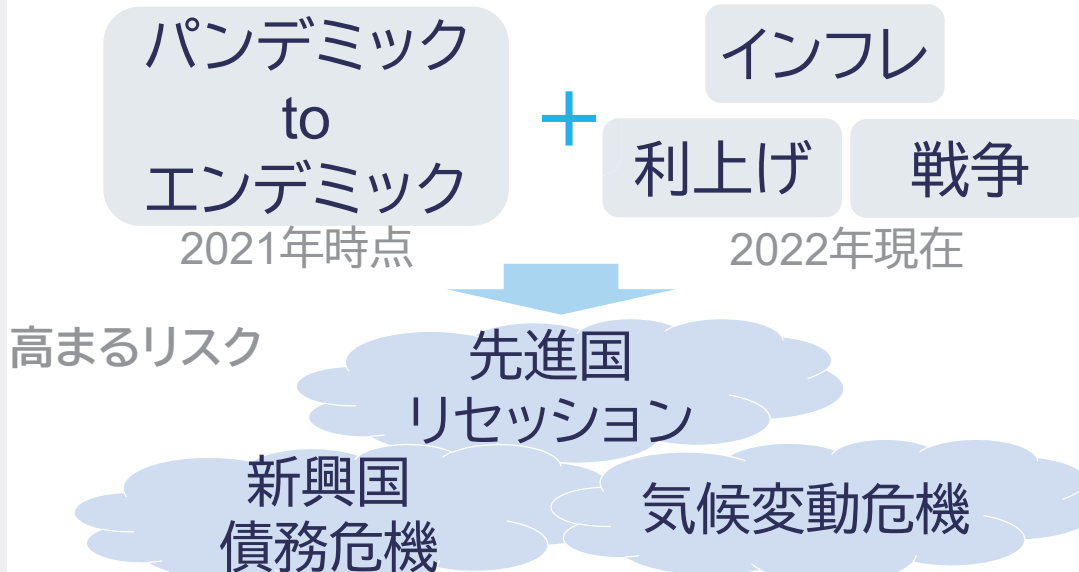


注：賃貸市場を表す指標として東京、大阪、名古屋、横浜、福岡、札幌、仙台のオフィスの空室率を加重平均し日本の空室率とみなした。投資市場の指標としては日本のオフィスのキャップレートを用了。
空室率は2022年9月、キャップレートは2022年第3四半期時点。

出所：三鬼商事、MSCI Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

13

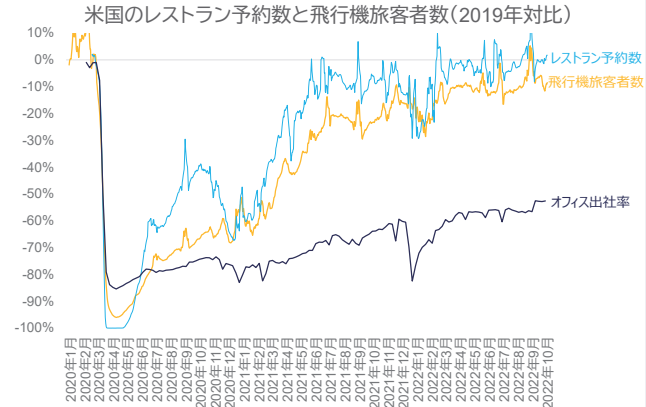
2022年の市場テーマ



14

米国におけるコロナ禍からの経済再開

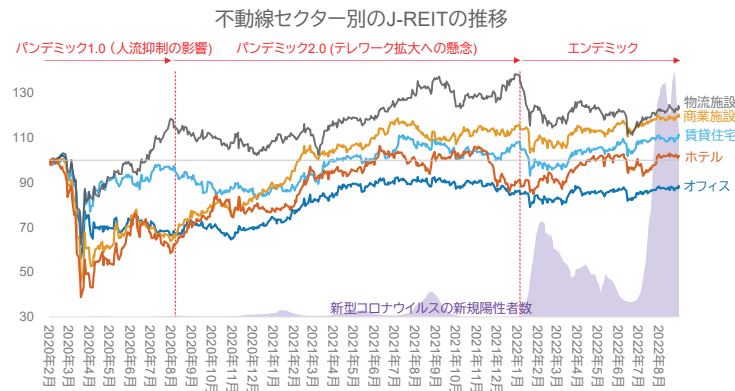
- 海外では、パンデミックからエンデミックへ移行しつつある
- 米国では、コロナ前と比較して、レストラン予約件数が+2%、飛行機旅客数が▲8%、と回復している
- 一方、オフィス出社率は、▲53%と、オフィス回帰の動きは小幅にとどまる



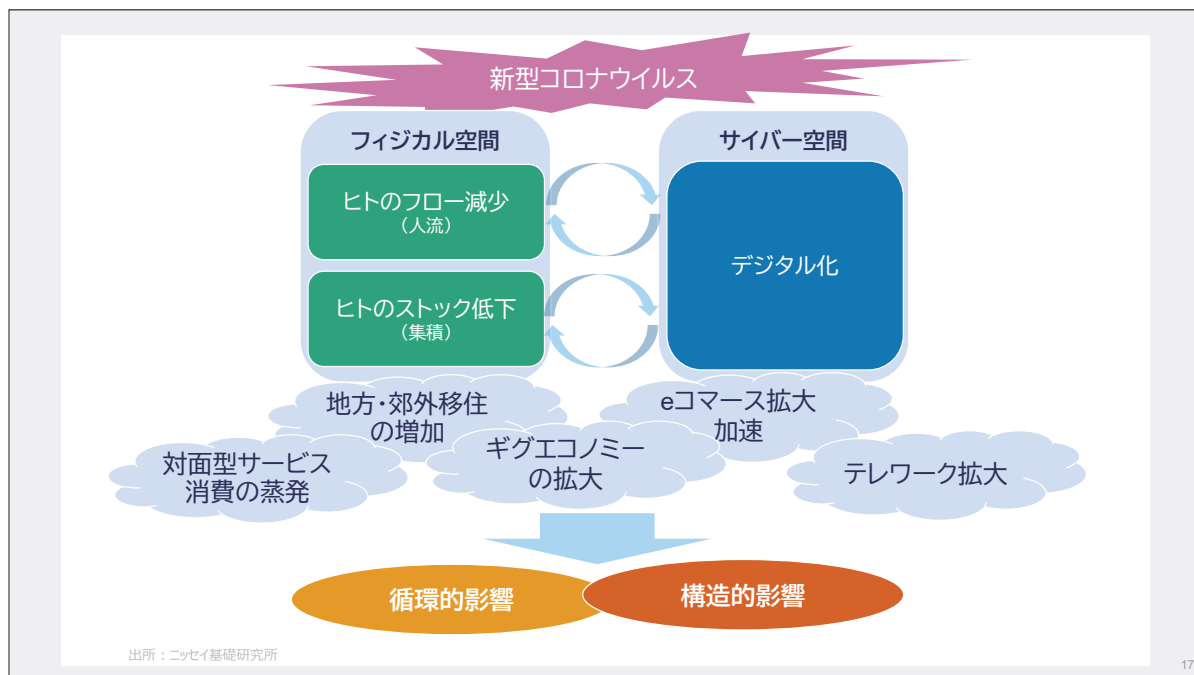
15

J-REIT動向から見るコロナ後の不動産市場

- コロナ禍における不動産市場は、①人流抑制の影響によるパンデミック1.0、②テレワーク拡大への懸念によるパンデミック2.0、そして現在の③エンデミック、の3局面に分解できる



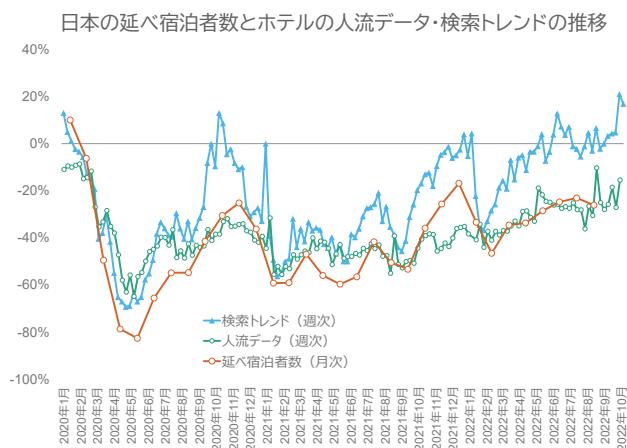
16



17

日本の延べ宿泊者数の動向

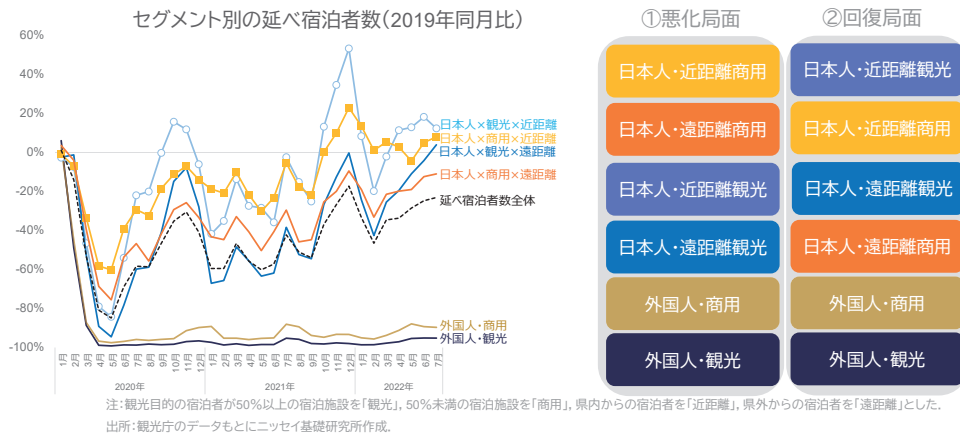
- 日本のホテルは厳しい経営環境が続く
- 8月の延べ宿泊者数は、2019年同月比▲26%と、コロナ禍のレンジ上限付近で横ばい
- 速報性の高い検索トレンドや人流データは、延べ宿泊者数がから横ばい～改善方向で推移することを示唆



18

セグメント別に見た日本の延べ宿泊者数の動向

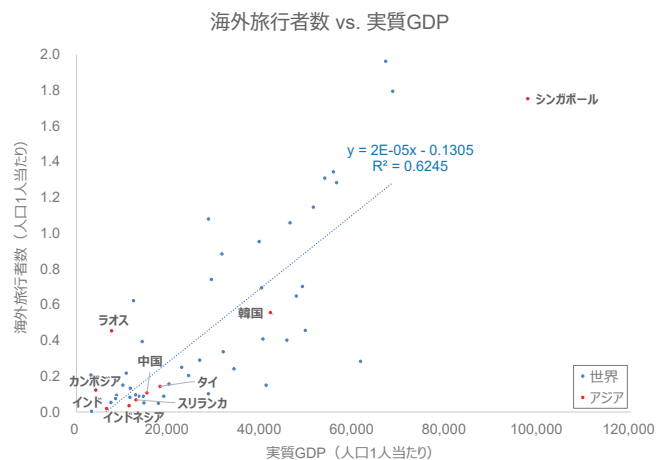
- ・ ホテル市場の悪化局面は商用が底堅い一方、回復局面は観光が力強く回復
- ・ 今後の短中期的な回復局面では、近場の観光需要から回復を期待



19

日本のホテル市場の長期的展望

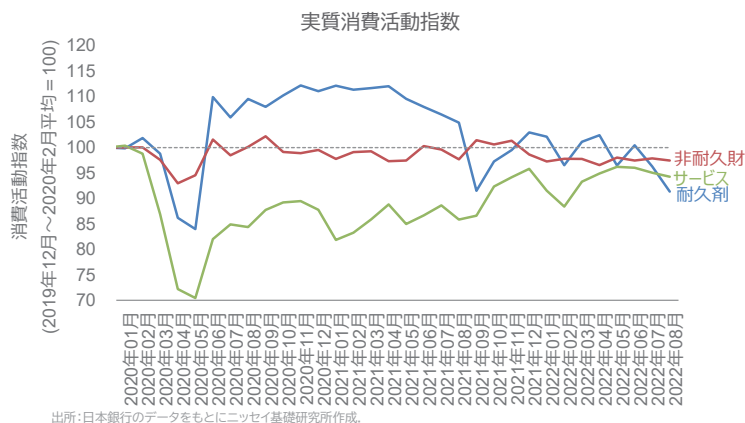
- ・ 日本のホテル市場は、短期的には厳しいが、長期的な展望は明るいと予想
- ・ 国が豊かになるほど、海外旅行者が増加する傾向
- ・ 日本は東アジアの成長の果実を享受できるポジションにある



20

コロナ禍における消費動向

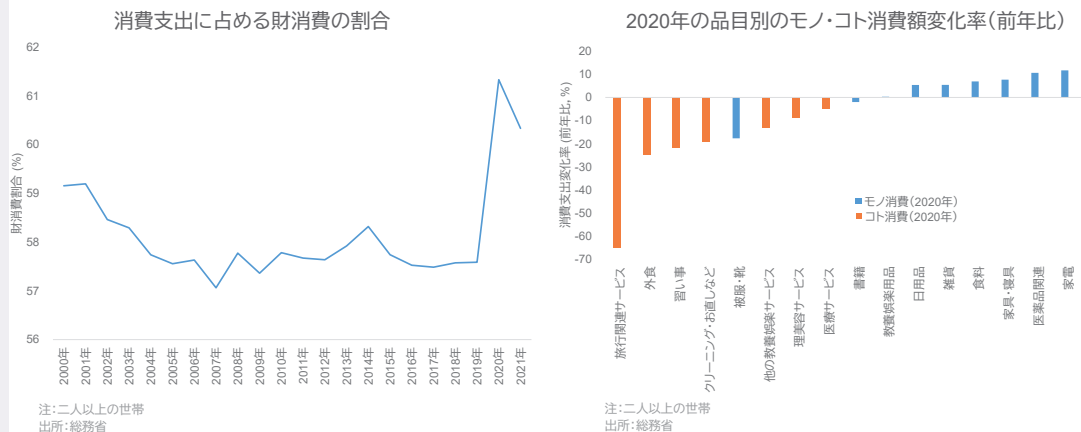
- ①堅調だった耐久財, ②底堅い非耐久財, ③打撃を被ったサービス, に三分できる
- 耐久財の特需が一巡し, 度重なる感染再拡大でサービス消費の回復が頭打ち



21

コロナ禍における消費動向の特徴

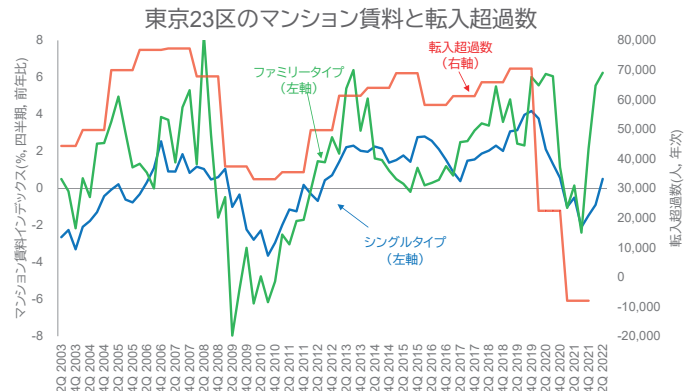
- コロナ禍では, コト消費からモノ消費へシフト
- 品目別では, 旅行や外食などのコト消費が急減する一方, 家電や医薬品, 家具・寝具などのモノ消費が増加



22

賃貸住宅市場の動向

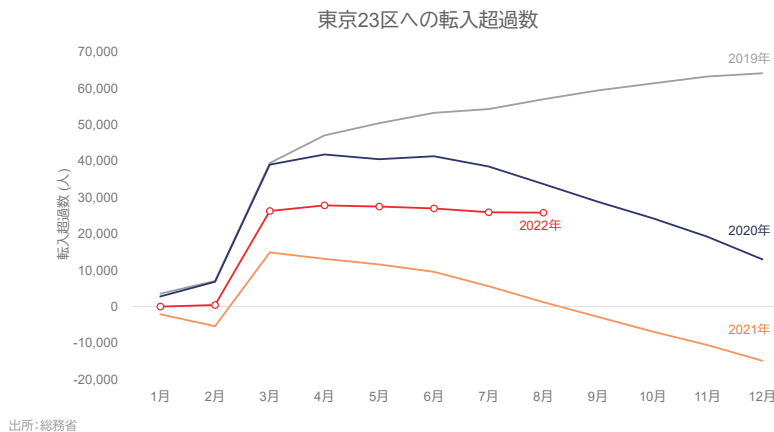
- ・ コロナ禍で賃貸住宅市場はいったんピークアウトも、調整局面は終了か
- ・ 賃貸住宅の賃料変化率は、ファミリータイプ(前年比+7.1%)が力強く反発し、シングルタイプ(前年比+0.6%)も回復に向かう



23

東京23区への転入超過数の動向

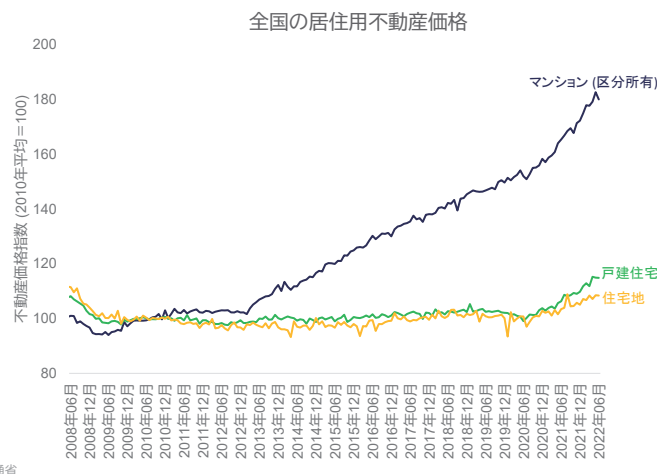
- ・ 2022年1月～8月の東京23区への転入超過数は25,878人(2021年同期1,260人)
- ・ 2020年7月以降, 東京23区の転入超過数はマイナスとなる時期がほとんどだったが, 2022年は企業の異動や大学の対面授業が再開され始めたことで回復傾向



24

分譲住宅市場の動向

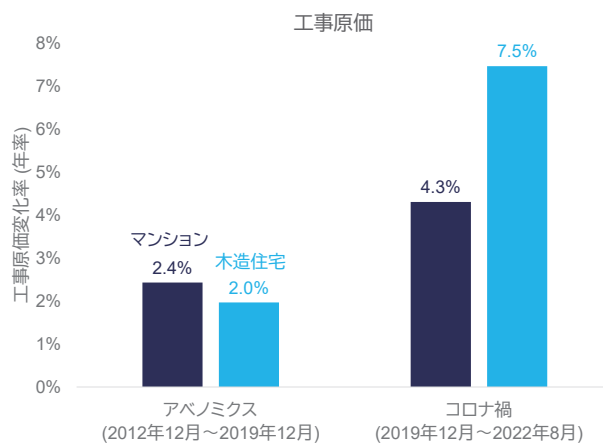
- アベノミクス以降, マンション価格は右肩上がりで上昇
- マンションに出遅れていた戸建住宅と住宅地もコロナ禍では上昇へ



25

建築コストの動向

- 円安や原材料高により建築コストが高騰
- アベノミクス期に工事原価は,
マンション: 年率+2.4%
木造住宅: 年率+2.0%
- コロナ禍で工事原価は,
マンション: 年率+4.3%
木造住宅: 年率+7.5%



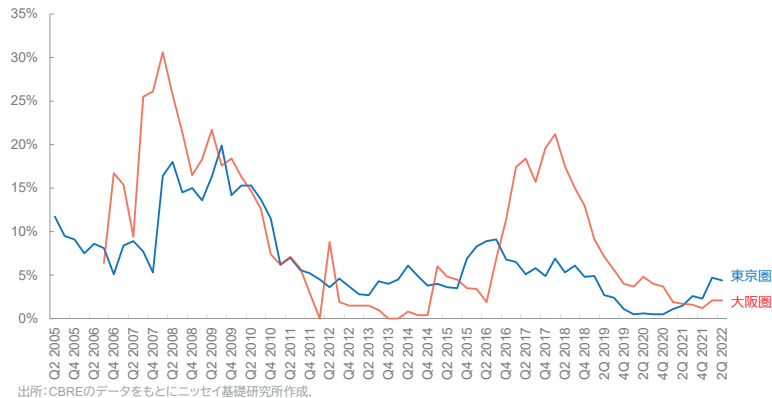
注: 2022年7月～8月は速報値。マンションは集合住宅 (RC)、木造住宅は住宅 (W) のデータを使用
出所: 建設物価調査会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

26

物流施設の動向

- ・ コロナ禍では、EC化の加速を背景に需給は逼迫して推移し、2022Q2の空室率は、東京圏4.4%、大阪圏2.1%となった
- ・ 今後も物流施設の大量供給が続くため、一部エリアや物件では需給が緩む懸念も

大型マルチテナント型物流施設の空室率

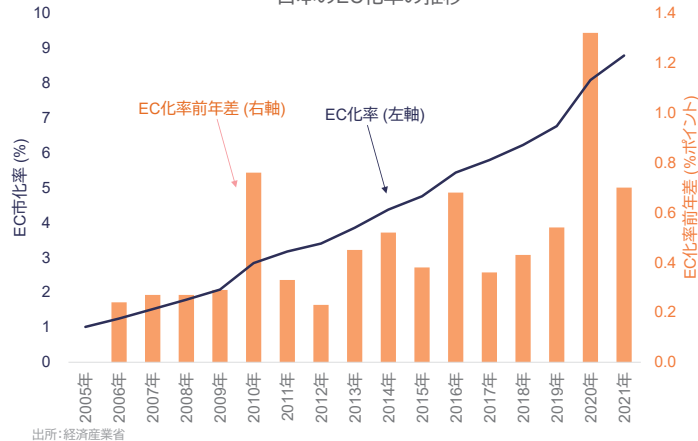


27

日本のEC化率の動向

- ・ コロナ禍において巣ごもり消費拡大により加速したEC化の勢いに陰り
- ・ EC化率は2020年に前年差+1.3%と過去最大の伸びとなったが、2021年は同+0.7%と一服

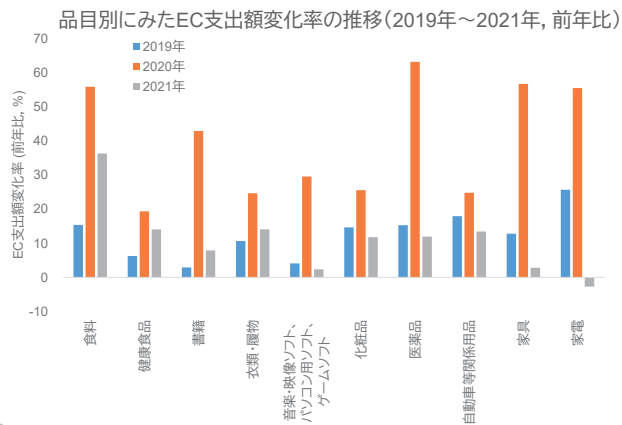
日本のEC化率の推移



28

品目別のEC支出変化率の動向

- 2020年に加速したECシフトは、足もとで鈍化
- 一方、2019年から2021年にかけてのEC支出額変化率をみると、食料と健康食品は、2021年においても2019年の2倍以上の伸び率

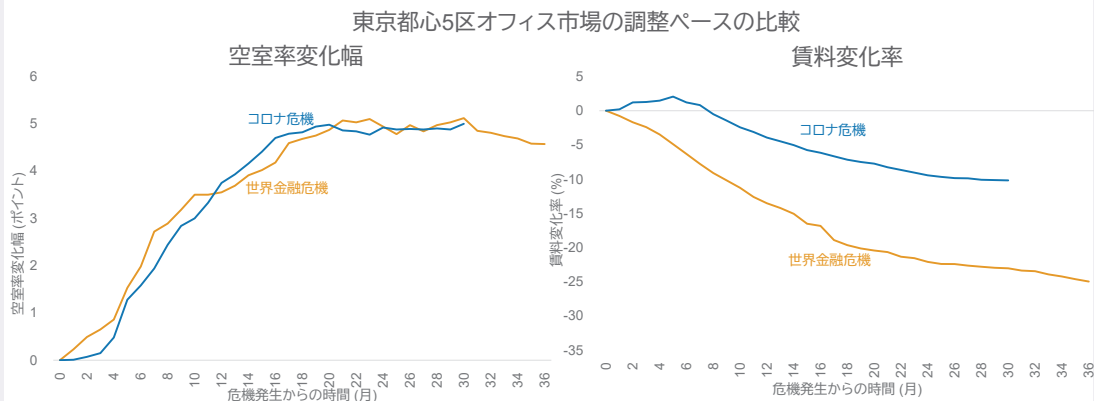


注:二人以上の世帯
出所:総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

29

世界金融危機とコロナ禍におけるオフィス市場の比較

- 東京都心5区オフィス市場の危機発生時からの、
空室率変化幅: 世界金融危機+4.9% vs. コロナ危機+5.0%
賃料変化率: 世界金融危機▲23% vs. コロナ危機▲11%



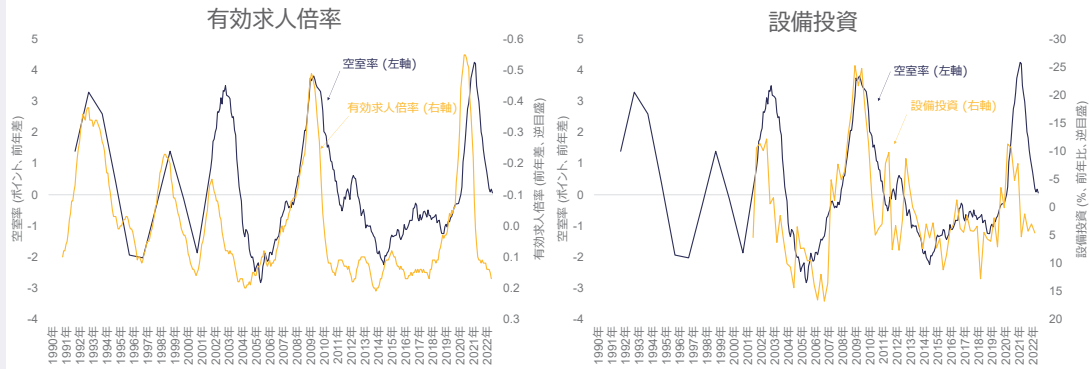
注:基準時点は、世界金融危機=2008年9月、コロナ危機=2020年2月。
出所:三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

30

経済指標が示唆するオフィス市場の動向

- ・ コロナ禍のオフィス市場への影響は、「①景気悪化」と「②テレワーク拡大」
- ・ 雇用市場や設備投資の動向からは、「①景気悪化」による影響は解消へ

東京都心5区空室率と経済指標の関係

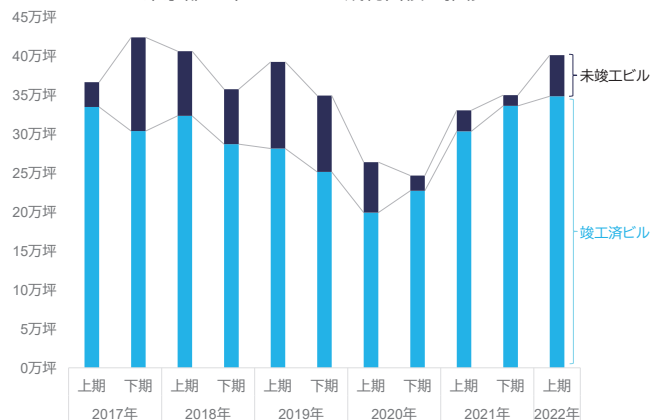


31

オフィス成約面積の動向

- ・ オフィス成約面積はコロナ禍前を回復
- ・ 東京都心5区のオフィス成約面積は2020年5月に過去平均比▲72%の落ち込みを記録
- ・ 2022年上期のオフィス成約面積は約40万坪と、2021年同期比+21.4%, 2019年同期比で+2.2%

東京都心5区のオフィス成約面積の推移

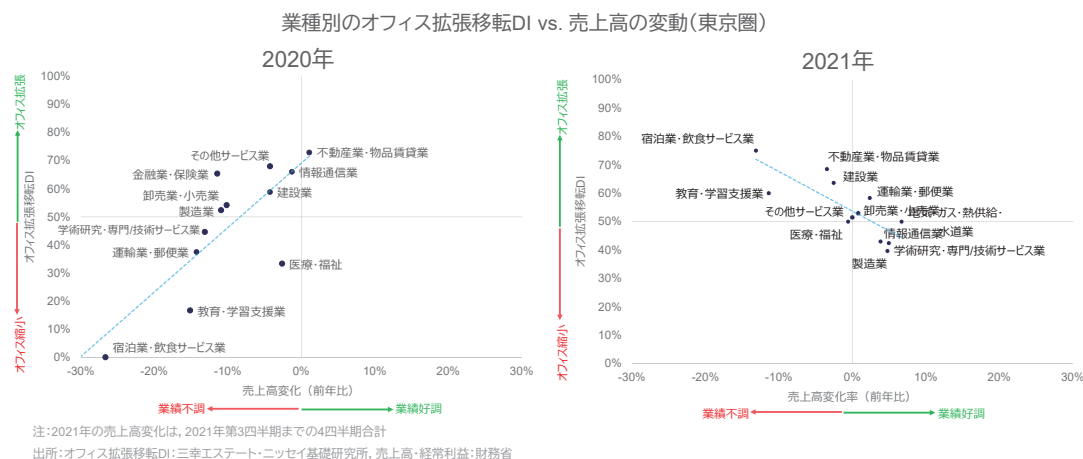


注:過去平均は、2017年から2019年の平均
出所:三幸エステートのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

32

業種別で見たオフィス移転動向①

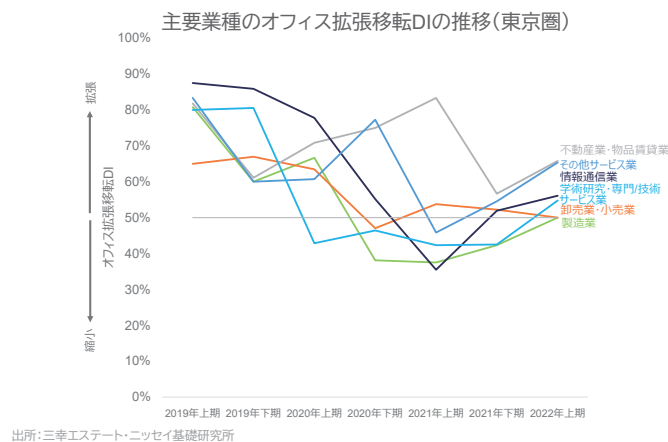
- 2020年は業績悪化を主因とした縮小移転が見られた
- 2021年はオフィス再構築による縮小移転が顕在化



33

業種別で見たオフィス移転動向②

- 2020年上期から、テレワークとの親和性が高い業種を中心に縮小移転が増加
- 拡張意欲の改善は、2021年下期に情報通信業で見られ、2022年上期に「点」から「面」へ広がった



34

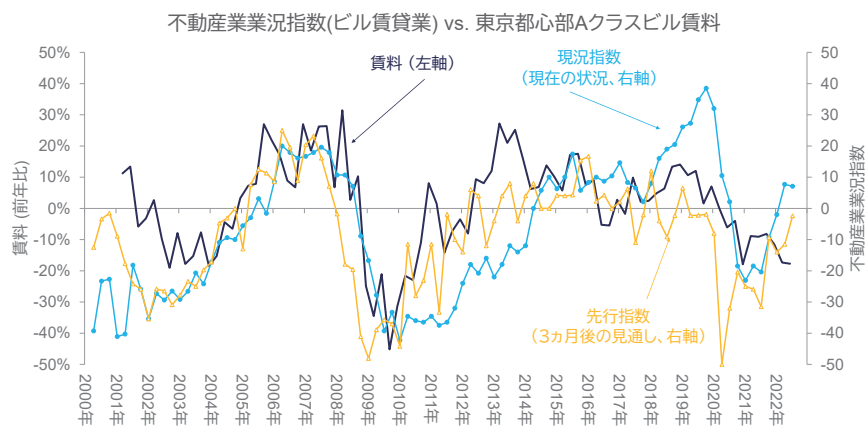
コロナ禍におけるオフィス需要の変動要因の変遷



35

不動産業の景況感

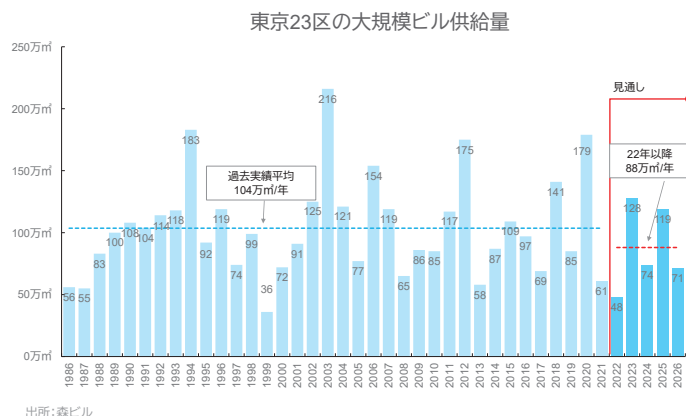
- ビル賃貸業の不動産業況指数は改善傾向にあり、オフィス賃料の底入れを示唆か？



36

オフィスの新規供給の動向

- 2022年の新築オフィスビルの供給は少ないが、2023年と2025年に供給が増加
- 2023年以降の新築ビルの供給量を吸収できる規模のオフィス需要に戻るのか？



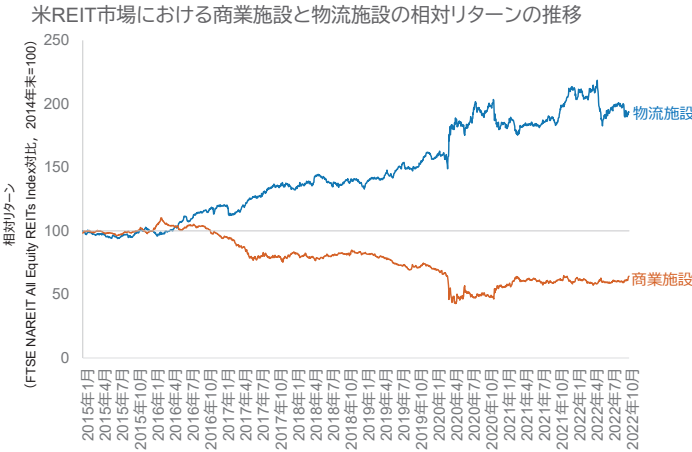
37

2. 不動産DXの新潮流: テレワークとメタバース



Amazon EffectならぬZoom Effectが起きるのか

企業の生産性や地域経済への影響に加え、不動産市場への影響の懸念



注: トータルリターン。物流施設は同サブセクターを含む産業セクターの指数。
出所: Bloombergのデータをもとに筆者作成

39

技術革新が経済活動を場所からアンバンドルしてきた

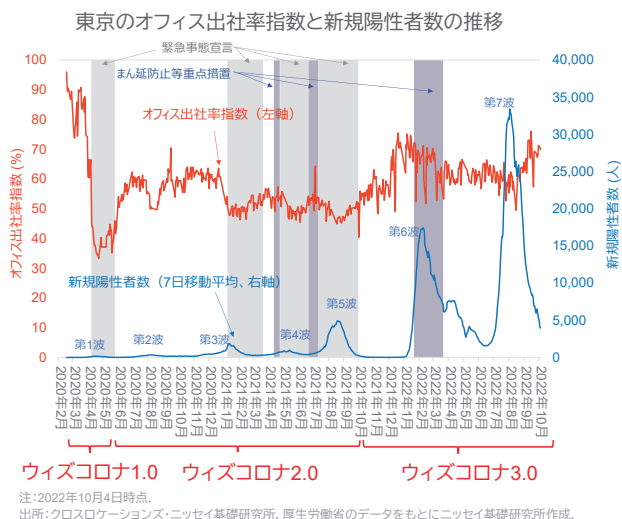
	18世紀後半	19世紀後半	20世紀後半	21世紀初頭
	第一次産業革命	第二次産業革命	第三次産業革命	第四次産業革命
	Society 3.0 (工業社会)		Society 4.0 (情報社会)	Society 5.0 (最適化・自律社会)
エネルギー	蒸気・石炭	電力・石油		自然エネルギー 水素・原子力
移動手段	船・鉄道	自動車・飛行機		自動運転車 ドローン
通信ネットワーク	郵便局網	電話網 電報網	固定通信 インターネット	移動通信 インターネット
通信インターフェース	手紙	電話・電報	パソコン (Internet of Information)	モバイル (Internet of Things)
グローバル化・ローカル化 するもの	モノ (生産と消費の分離)		工場 (製造工程の分離)	オフィス (サービス工程の分離)

出所:
カーン・B・フレイ(2020)『テクノロジーの世界経済史 ビル・ゲイツのパラドックス』、日経BP
リチャード・ホルドウィン(2018)『世界経済 大なる収斂 ITがもたらす新次元のグローバル化』、日本経済新聞出版
リチャード・ホルドウィン(2019)『GLOBOTICS (グローバル・ロボティクス) グローバル化・ロボティクスがもたらす大激変』、日本経済新聞出版
木村福成(2018)『生産ネットワークとアンバンドリング ―概念枠組みの再整理と理論・実証・政策論―』、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』、平成 30 年第3号(通巻第 135 号)2018 年 11 月
オムロン「未来を描く「SINIC理論」」| 経営の羅針盤-SINIC理論 | 企業理念経営について。 (2020年12月7日閲覧)

40

東京のオフィス出社率の動向

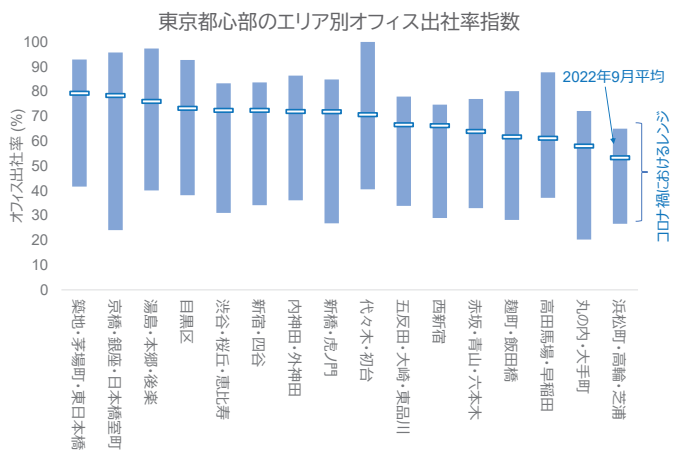
- コロナ禍における東京のオフィス出社は3つのフェーズ
 ウイズコロナ1.0：3割程度に
 ウイズコロナ2.0：45%～65%
 ウイズコロナ3.0：直近70%
 (2022/10/4時点)
- 今後、テレワーク定着を踏まえたワークプレイス再構築により、どれほどオフィス需要が減少するか？



41

オフィス出社率の違いが今後のエリア間格差を招く？

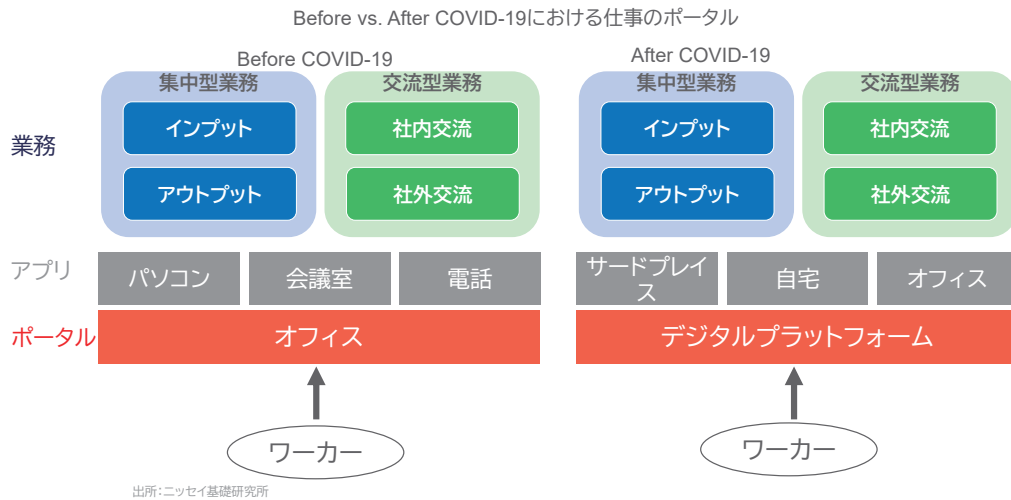
- 東京都心部のオフィスエリアを比較すると、オフィス出社率は大きく異なる
- 業種や企業規模などによりポストコロナの働き方が異なる可能性
- オフィス出社率の違いが今後のエリア間格差を招く？



42

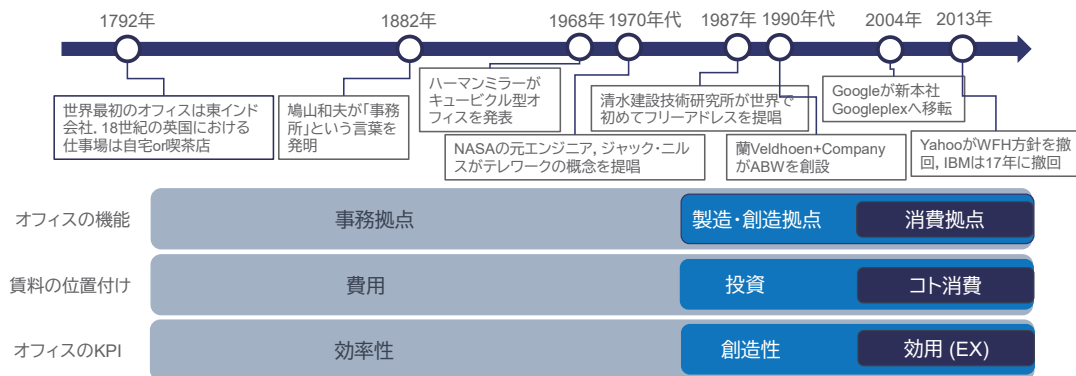
オフィスは仕事のポータルからアプリへ

求められるWorkplace as a Serviceの拡大



43

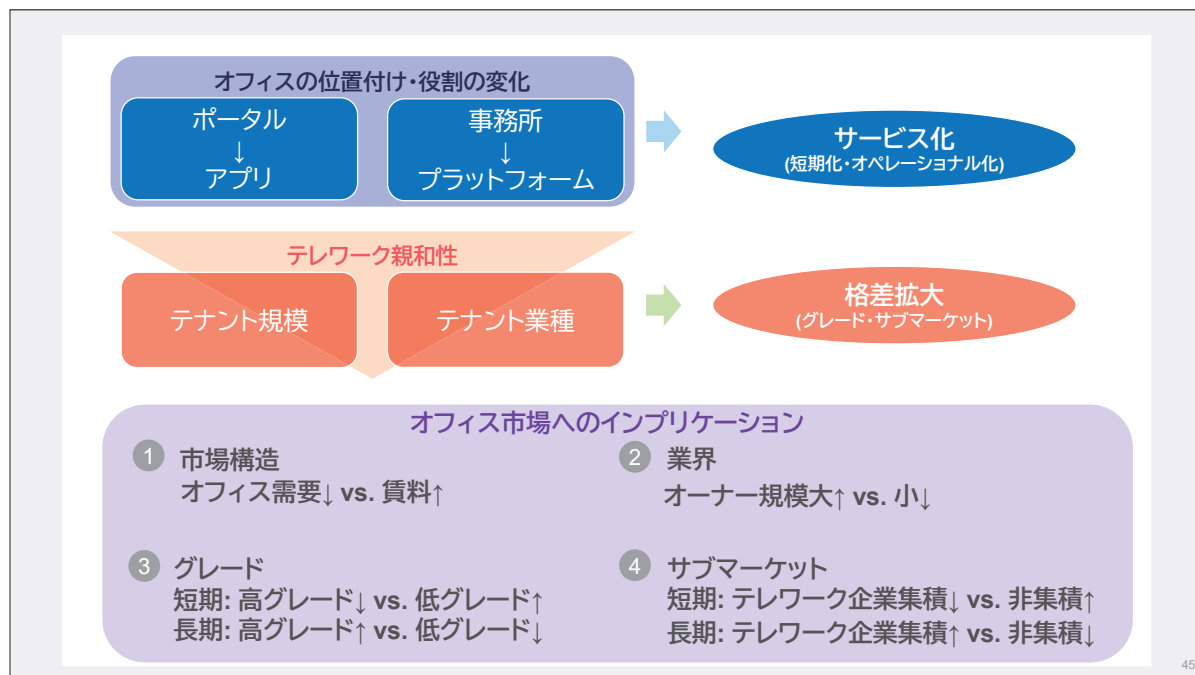
「プラットフォーム型オフィス」へ



出所:
清水建設 (2018) 「日本の未来を変えてゆく進化し続けるワークプレイス」, 2018年5月27日
読売新聞 (2009) 「編集手帳」, 2009年6月20日
BBC.com (2013) "How Office was invented", 2013年7月21日
Cushman & Wakefield (2020) "PURPOSE OF PLACE - HISTORY AND FUTURE OF THE OFFICE"
Kelsey Gripenstraw and Anne Noyes Saini (2020), "A Brief history of the Modern Office", HBR.org, July 15, 2020
Jerry Useem, "When Working From Home Doesn't Work", The Atlantic, November 2017

プラットフォーム型オフィス

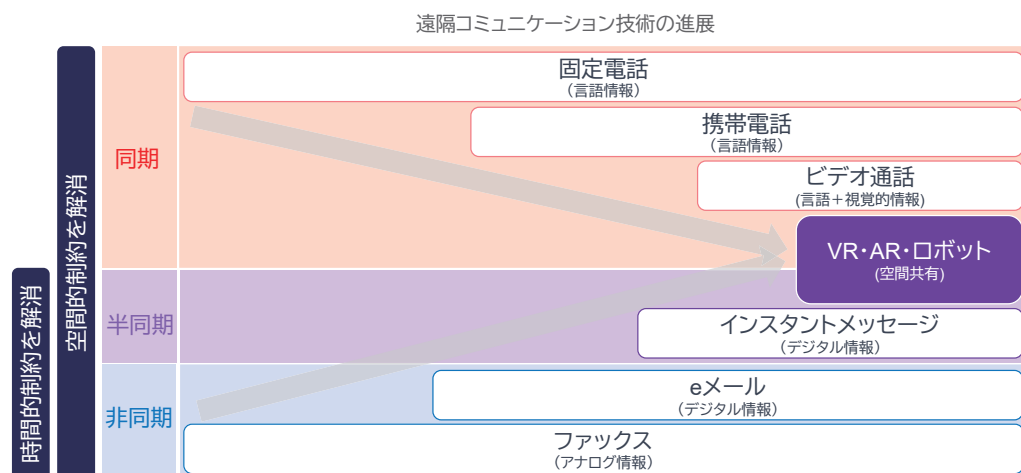
44



45

現在のテクノロジーでは空間の共有は困難

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に課題



出所: 2017年度Advanced情報共有研究会「リアルタイムコミュニケーションの今後について」などを参考にニッセイ基礎研究所作成。

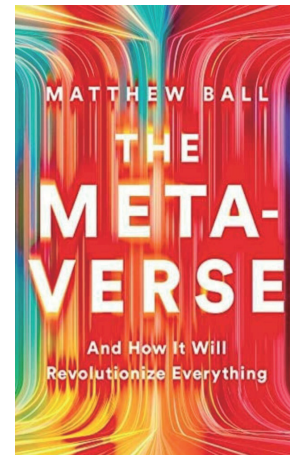
46

メタバースとは？

Matthew Ballによる定義

(VCメイカース・ファンドのベンチャーパートナー)

大規模かつ相互運用可能な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、事実上無制限の数のユーザーが同期的かつ持続的に個々の実体感をもって体験でき、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。

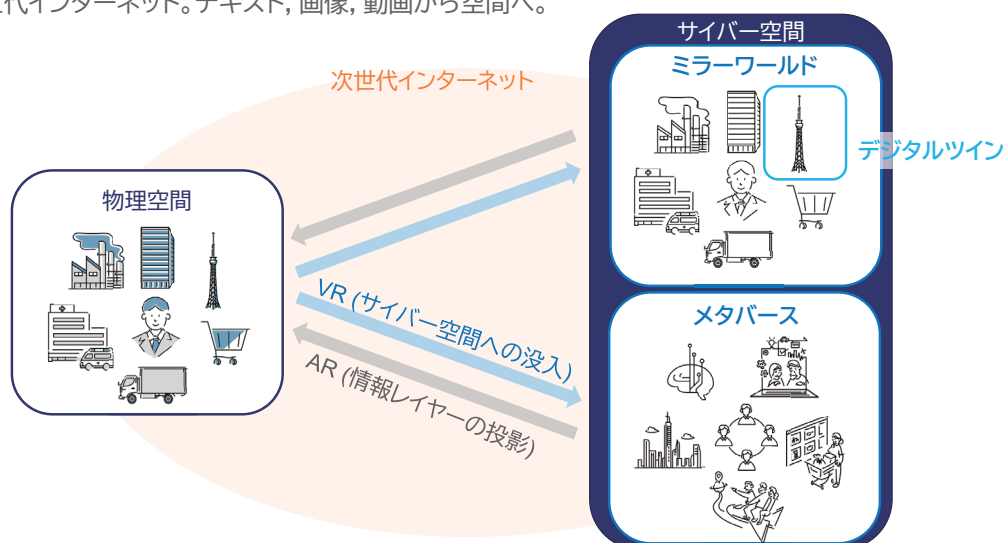


出所: Matthew Ball(2022), "The Metaverse: And How it Will Revolutionize Everything (Kindle)", Liveright Publishing Corporation, pp.79-80.

49

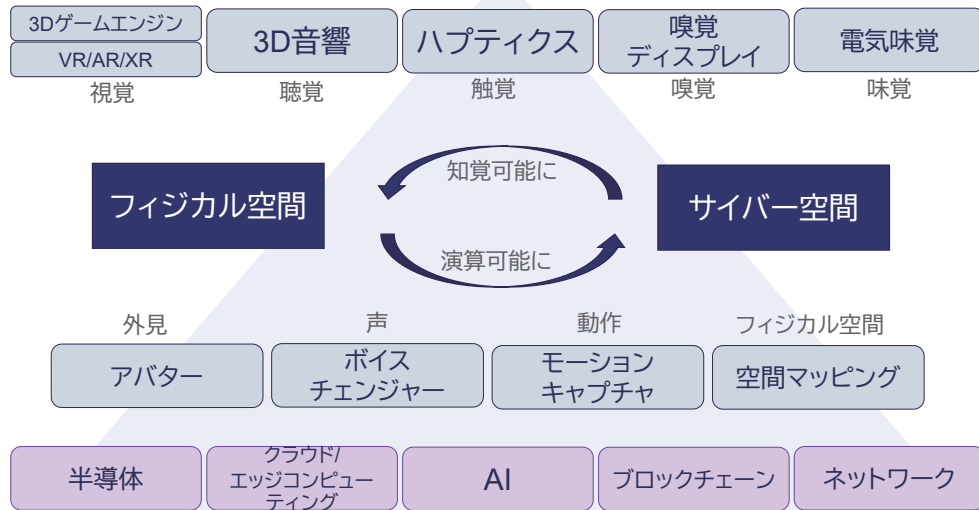
メタバースとデジタルツイン、ミラーワールドの違い

次世代インターネット。テキスト、画像、動画から空間へ。



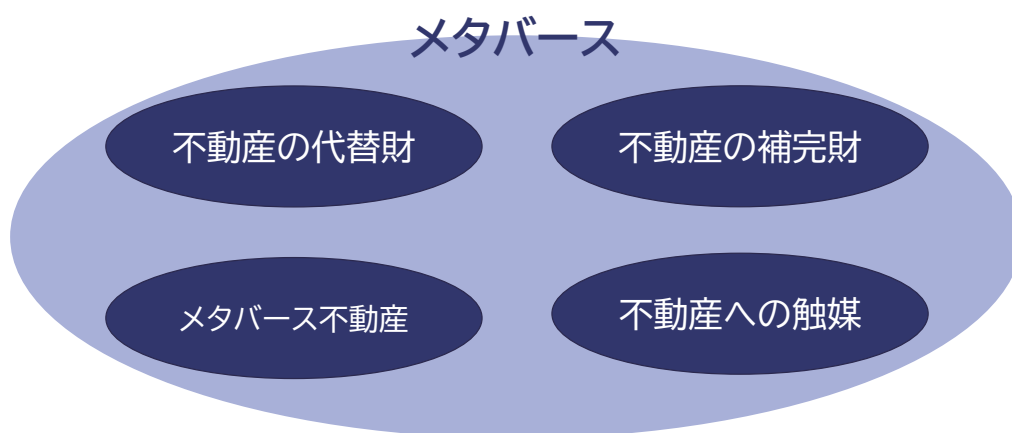
50

メタバースを構成する技術



51

不動産にとってのメタバースの4側面

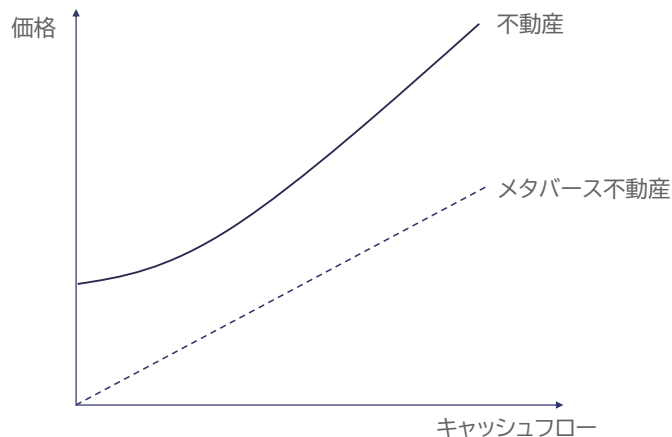


52

メタバース不動産は完全なオペレーショナルアセット

メタバースは究極的には複製可能で、移動コストがほぼゼロのため粘着性が薄い

不動産とメタバース不動産の価格のイメージ



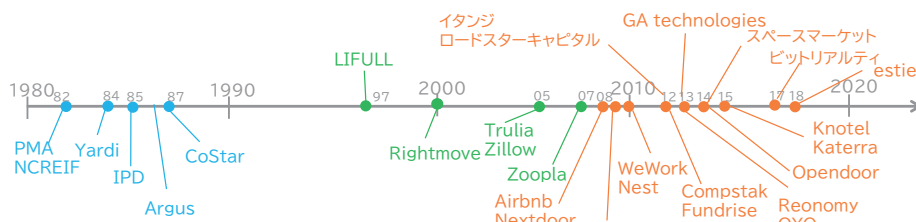
注:税金などのコストは考慮しない
出所:ニッセイ基礎研究所

53

不動産テックの歴史

世界金融危機後の不動産テックには3つの波があった

	不動産テック1.0 1980～2000年	不動産テック1.5 2000～2008年	不動産テック2.0 2008年～？	不動産テック3.0 ？
対象	不動産投資市場 (BtoB)	住宅市場 (BtoC)	不動産業全般	産業横断的
技術	パソコン メインフレームの普及	インター ネット	EC, SNS, オープン ソース, マルチプラットフォーム	AI, IoT, ブロックチェーン
分野	市場分析、分析ツール、 投資インデックス、データベンダー	物件情報 サイト	マッチング、シェアリン グ、クラウドファンディ ングなど	メタバース？



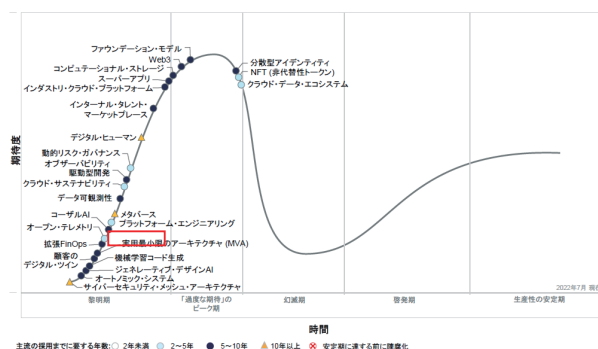
出所: Andrew Baum(2017), "PropTech 3.0: the future of real estate", University of Oxford Researchを参考にニッセイ基礎研究所作成

54

メタバースの本格普及には10年以上の年月が必要

Citi Groupの分析によれば、2030年までにメタバース市場規模が8兆～13兆ドルへ

先進テクノロジーのハイプ・サイクル:2022年



出典: Gartner
769926 C

Gartner.

出所: Gartner, "Gartner、「先進テクノロジーのハイプ・サイクル:2022年」を発表", 2022/8/16.
<https://www.gartner.co.jp/ia/newsroom/press-releases/pr-20220816>

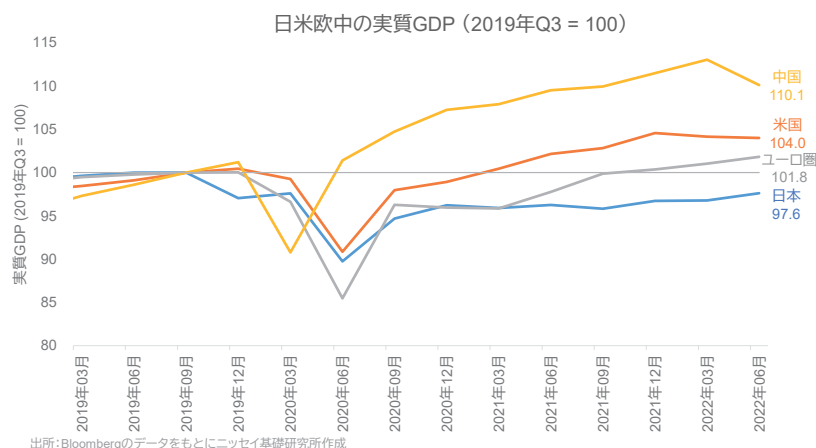
55

3. 今後の展望：世界的なインフレ・金利上昇と円安の影響



日米欧中の経済の動向

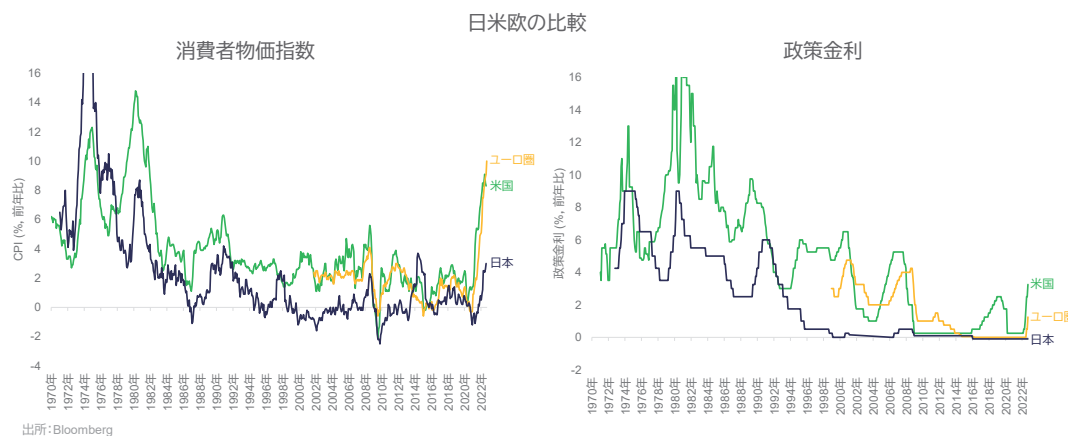
- 世界各国はすでにコロナ前のGDPを回復も、日本は消費増税前のピークを下回る
- 経済成長と感染抑制のジレンマから日本は低成長に



57

日米欧の物価・金融政策の動向

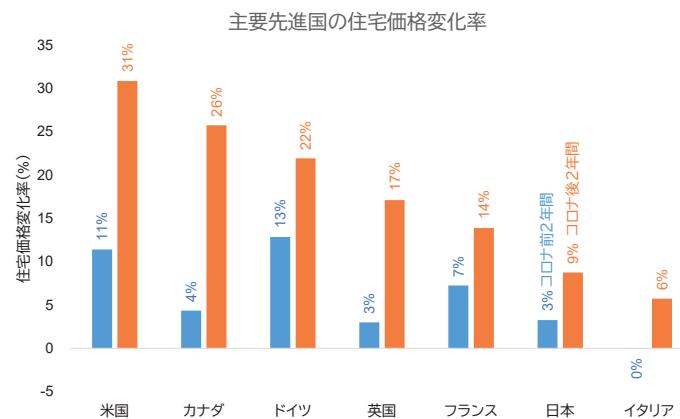
- 欧米では40年来のインフレ水準となり、中央銀行が金融引締めへ転換
- 日本は賃金上昇が小幅にとどまり、金融緩和が維持されるとの見方が多い



58

世界の住宅価格の動向

- ・ コロナ禍では, ①金融緩和, ②在宅勤務拡大, ③インフレ, により主要先進国で住宅価格高騰
- ・ 2022年に入り, 中央銀行の多くが金融引締めへ転じた

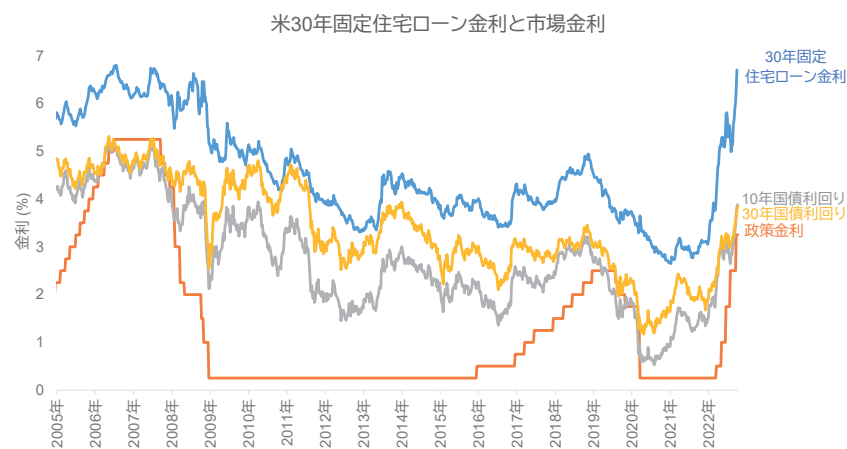


注: コロナ前2年間は2017年第4四半期から2019年第4四半期、コロナ後2年間は2019年第4四半期から2021年第4四半期の住宅価格変化率
出所: OECDのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

59

米住宅ローン金利の動向

- ・ 米国の30年固定住宅ローン金利は6.7%と2008年以来の水準に上昇

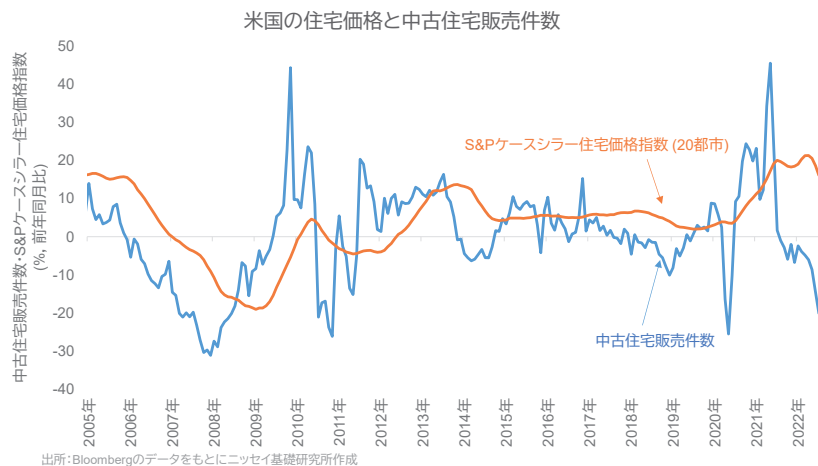


出所: Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

60

米住宅市場の動向

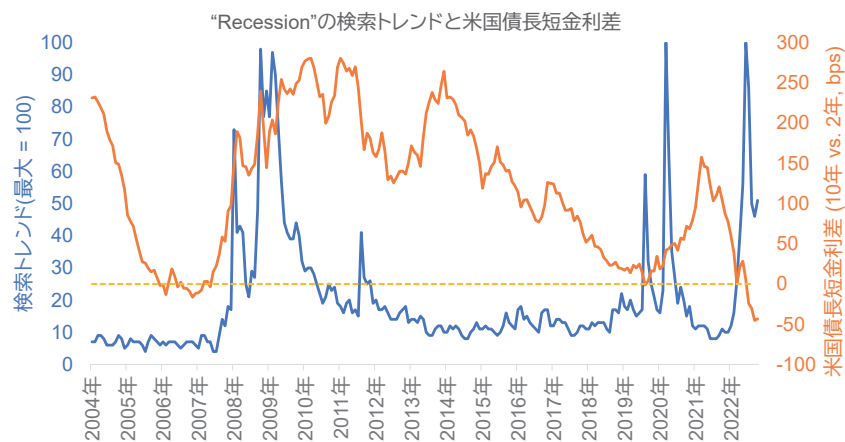
- 8月の米中古住宅販売件数は前年比▲19.9%と低迷
- 7月の米住宅価格指数は前年比+16.1%と、依然高水準も鈍化傾向か



61

世界の景気後退への見方

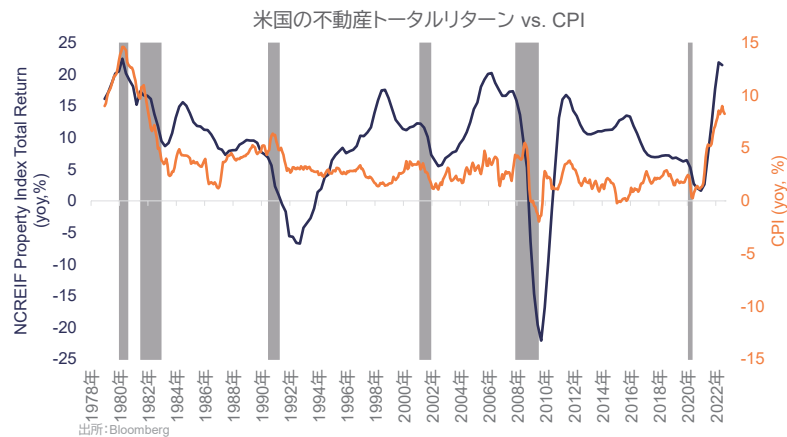
- 景気後退懸念がグローバルに拡大
- “Recession”の検索トレンドの上昇は一服も、米長短金利差は景気後退を示唆する水準



62

インフレ・景気後退と不動産の関係

- 米国では、インフレ時に不動産のリターンが改善する傾向
- 1980年以降の6回の景気後退のうち、不動産のリターンがマイナスとなったのは2回



63

米国の流動性・信用市場の動向

- 米国の流動性市場と信用市場は悪化傾向も、過去の危機と比べると依然として健全と言える状況



64

ドル円レートの変動

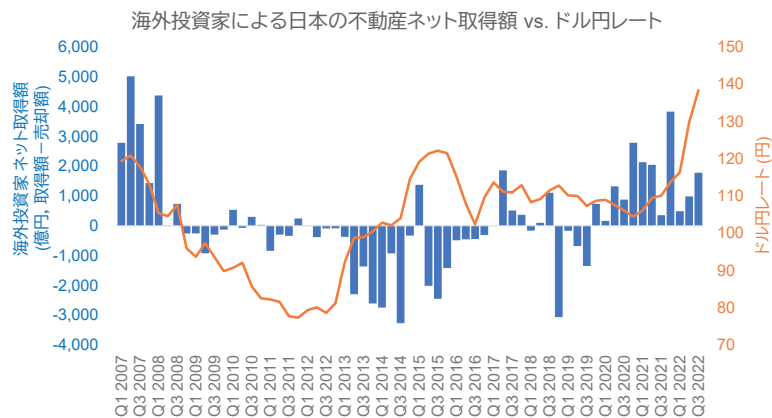
- ・ 日米の金融政策の乖離が急速な円安を招いた
- ・ 2022年3月以降、米金利上昇を背景に円安進行し、その後は、貿易赤字も円安要因に



65

円安と海外投資家による日本の不動産への投資

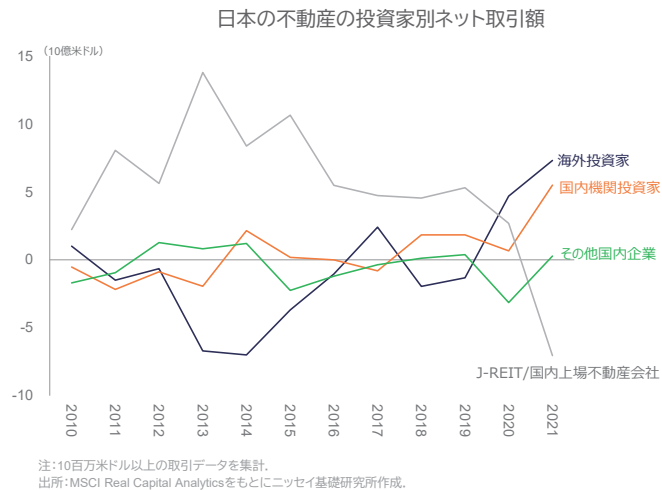
- ・ 海外投資家は、円安時に日本への投資を増やすこともあれば、売却を増やすこともある



66

投資家別の不動産投資動向

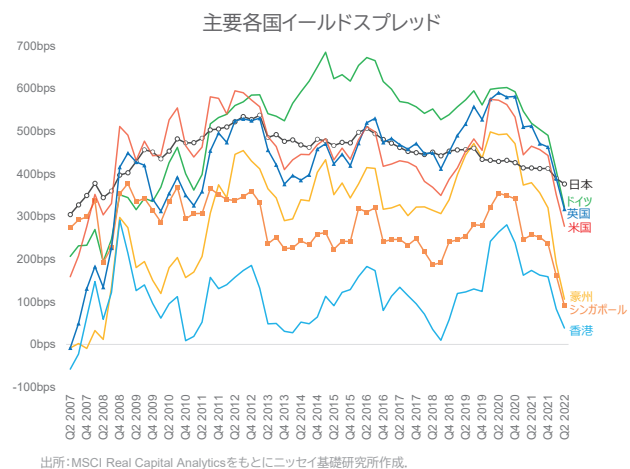
- コロナ禍である2020年以降、海外投資家の投資需要が旺盛に推移
- 2021年は、海外投資家に追随して、国内機関投資家の投資需要も高まった



67

主要各国のイールドギャップの動向

- コロナ禍では、日本などを除いた主要各国の国債利回りが低下したことで、イールドスプレッドが拡大
- 2022年に入り、世界的に金利が上昇したため、イールドスプレッドは縮小し、日本のイールドスプレッド水準が魅力的に



68

今後の見通し

1. 日本の不動産市場は、低金利と円安の影響により、底堅く推移すると予想
2. 世界的なインフレと金利上昇によって、海外の不動産市場に暗雲。海外の不動産市場の変調によって、日本の不動産市場が調整するリスクが高まっている
3. パンデミックからエンデミックへの移行に伴い、セクター毎の強弱に新しいトレンドが顕在化へ