講演録

第 220 回定期講演会 講演録

日時: 令和 5 年 10 月 10 日 (火)

(Zoom によるオンライン開催)

「不動産市場の動向と最近の潮流 ～海外からの向かい風と国内からの追い風～」

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。

本日は最近の国内外の不動産市場の動向についてご紹介をできればと考えております。

ところで、本論に入る前に 1 つ質問したいと思うのですが、2023 年第 2 四半期のサンフランシスコのオフィス空室率はどのぐらいだと思えますか。ご参考まで、コロナ禍前の 2019 年第 4 四半期は 3.7 パーセントでした。今日ご参加いただいている方は不動産関係者が多いと思えますので、知っているという方もいらっしゃると思いますが、現在は 30 パーセント超まで上昇しております。このように米国ではオフィス市場が深刻な状況に陥っています。

ようやくコロナ禍が終わり、マスクをしない人も増えてきました。そこで、あらためてコロナ禍に注目していたポイントを振り返ってみると、最も注目していたのが、Amazon Effect ならぬ Zoom Effect が起きるのかということです。コロナ禍前の不動産市場において最も注目を集めていたテーマは、Amazon Effect でした。デジタル化の進展により、e コマースが拡大した影響で商業施設が大きなダメージを被りました。一方で、そのインフラである物流施設が選好される傾向が強まりました。実際、日本ではそこまで影響が顕在化したわけではないのですが、アメリカやイギリスなどにおいては商業施設の閉鎖や小売業の廃業が相次ぎ、グローバルには商業施設への投資が忌避される状況

になっていました。

コロナ禍では Zoom などによりテレワークが可能になったことで、同様のことがオフィス市場に起きるのではないかということか想起されました。先ほどのサンフランシスコの空室率に見られるように、アメリカの一部では、そのような状況になっていると考えています。一方、日本ではそこまでの影響が出ておりません。

前置きはここまでにして、本論に入りたいと思います。本日は四つに分けてお話いたします。最初に、コロナ禍からポストコロナへ移行する中での不動産市場のテーマについてお話します。次に、オフィス以外の賃貸マーケットについてお話した後、注目の集まるオフィス市場について深掘りします。そして最後に、長い視点でのテーマとして人口減少の影響について取り上げたいと思います。

1. 市場テーマ：ポストコロナへ移行も視界は晴れず 安定した国内 vs. 不確実性高まる海外

最初に、現在、注目されている市場テーマについてお話させていただきます。まず、コロナ禍の特徴について、リーマンショック（世界金融危機）と比較することで説明します。

リーマンショックは、サブプライムローンバブルに端を発したカネの流動性危機でした。経済全般に影響が顕在化する中、金融市場でお金の目詰まりが起こった結果、不動産市場においても投げ売りが生じました。一方、今回のコロナ禍は感染拡大を防止するため、ヒトの流れを止める、ヒトの流動性危機だったと考えております。経済の一部に

影響が顕在化する中、その影響が金融市場に波及しないよう、主要中銀が迅速かつ大胆な金融緩和を行った影響もあって、リーマンショックのような金融市場の機能不全や経済全般での深い落ち込みは避けられました。

そのような中で注目を集めたのが K 字型の回復です。これは深刻な影響を被るセクターがある一方で、むしろ恩恵を受けるセクターもあるなど、コロナ禍の不均一な影響を、アルファベットの K になぞらえたものです。不動産市場を J-REIT をもとに見ると、パンデミックにおける K 字には四つの局面があったと考えています。第一の局面として、コロナ禍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大きなダメージを被る一方で、e コマースの加速の恩恵を被った物流施設が堅調に推移して、ディフェンシブな賃貸住宅が底堅く推移しました。一方、第 2 波がピークを迎えた 2020 年 8 月中旬頃から様相が変わり、第二の局面を迎えました。この少し前の時期にオフィス不要論が注目を集めたように、テレワークがオフィス市場に構造的な影響を与えるのではないかと懸念が強まった時期です。そのため、この時期はオフィスセクターの低迷が目立ちました。第三の局面は 2022 年からで、主要先進国においては既にエンデミックへの移行が進む中、日本においてはオミクロンなど変異株の拡大を受けてコロナ禍が続いていた時期です。海外を中心に、コロナ禍で堅調だった銘柄の巻き戻しが起こり、日本もその影響を免れなかったため、それまで堅調に推移してきた物流施設が頭打ちとなりました。そして、2023 年 3 月に政府がマスクの着用方針を変更し、5 月にコロナを 5 類移行したことで、日本においてもポストコロナへの移行が進み、第四の局面になり、オフィスがやや回復傾向にあります。

不動産市場では、他にも二つの K 字が出現しました。一つ目は、J-REIT と実物不動産の間の乖離です。リーマンショックの時は、J-REIT が先行して下落し、その後の反発局面においても先に上昇に転じたことから、J-REIT は実物不動産に先行するという見方が一般的になりました。そのため、今回のコロナ禍において、2020 年 3 月中旬に J-REIT が直近のピークの約半値まで急落したときには、実物不動産が遅行して調整局面を迎えるのではないかと見方が強まりました。一方、蓋を開けてみると、実物不動産の価格が横ばいで推移する中、J-

REIT が反発し、この K 字は収束する展開になりました。ただし、現在は J-REIT が再び低迷しているので、今後注目されるどころです。

二つ目は、不動産賃貸市場と投資市場の間の K 字です。日本のオフィス空室率とキャップレート（不動産投資利回り）を比較すると、リーマンショックの時はパラレルに悪化して、その後の改善局面においてもパラレルに改善しました。しかし、今回のコロナ禍においては賃貸市場において需給が悪化し空室率が上昇する一方で、不動産投資利回りであるキャップレートがさらに低下する展開となっております。そして、コロナ禍から脱しつつある中、いずれに収束するのか、それとも乖離したまま推移するのかに注目が集まります。

それでは次に、経済や金融市場の動向について見ていきましょう。まず、日本の実質 GDP は底堅く推移しています。弊社のエコノミストは、今年度は 1.5 パーセント、来年度は 1.4 パーセントの経済成長を予想しており、潜在成長率である 1 パーセント前後を上回る成長が続く見通しです。背景として、ポストコロナへ移行に伴い、サービス業を中心に追い風を受けています。

また、日本は金融環境が緩和的で安定している点も注目されます。先進各国においては昨年以降、インフレが高まる中で急速な利上げを進めています。一方、日本は依然として緩和的な金融政策が続いております。

ただし、今春に植田日銀総裁が就任して以降、日銀が金融政策を修正するのではないかと、注目を集めました。実際、7 月に金融政策の変更がなされました。それまでの金融政策は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和として、二つの大きな柱がございました。一つが、イールドカーブ・コントロール（YCC）として、長短金利を操作するもので、短期金利をマイナス 0.1 パーセント、長期金利をプラスマイナス 0.5 パーセントのレンジに収めるというものです。もう一つが、オーバーシュート型コミットメントとして、継続的に物価目標が達成されるまで、日銀の緩和的な金融政策を維持するという、マーケットとの約束です。

しかし、長期金利を操作するために国債を大量に購入することで、債券市場の流動性を損ねているとの懸念が高まっていたため、7 月の金融政策決定会合前から、YCC の修正がなされるのではないかと予想がされておりました。修正内容として

は、長期金利の操作撤廃や、レンジの1パーセントへの拡大、また操作する対象の10年債から5年債への短縮などが予想されていました。しかし、実際には、プラスマイナス0.5パーセントというレンジは維持しつつも、それまでのハードリミットからソフトリミットに変更し、ハードリミットとして新たに1パーセントを設けるというものでした。そして、プラスマイナス0.5パーセントから1パーセントという二つのレンジが存在するような形に変わりました。

これは、日銀がマーケットに悪いサプライズを与えないよう、かなり考え込まれたものだと思います。つまり、長期金利の操作目標を修正すると、金融引き締めだと受け止められる可能性があるため、そうではないとのアナウンスをするために、このような複雑な修正になったのだと考えています。金融政策決定会合後、長期金利はじりじり上昇していますが、マーケットにおいても緩和的な政策が続くという見通しが強まっているように見受けられます。マーケットに織り込まれた予想を見ると、10年債利回りは23年末に0.7パーセント、25年末には0.93パーセントに上昇する見通しです。また、短期金利もマイナス金利がしばらく維持された後、1年後から2年後ぐらいに解除されるの見通しです。リーマンショック前後を見ると、10年債利回りが1.5から2パーセントぐらいで推移していたため、その時と比べても今後2年程度は緩和的な金融環境が続く見通しです。

このように日本は経済が底堅く、金融政策も緩和的な状況が続くという見通しの中、不動産市場は底堅く推移しております。世界全体で見ると、2023年上半期の商業用不動産の取引額とは前年から約半分に減少しました。不動産価格がピークアウトする中、取引が減少している状況です。一方、日本も商業用不動産の取引額が減少していますが、それでもマイナス16パーセントと、底堅く推移しています。また、投資家別のネット取得額を見ると、コロナ禍においては海外投資家を中心に不動産の取得が進められたことがわかります。

コロナ禍では、先進各国が利下げを進めたこともあり、これらの国のイールドスプレッドが拡大しました。ここでいうイールドスプレッドとは、不動産投資利回りから10年国債利回りを引いたものです。そのため、それまで日本の不動産の魅力であった厚いイールドスプレッドが、相対的に低下す

ることになりました。一方で、昨年以降、アメリカなどの中央銀行が大幅な利上げを実施した影響により、先進諸国のイールドスプレッドは急速に縮小しました。その一方で、日本のイールドスプレッドは安定的に推移したため、相対的な魅力度が再び高まり、日本の不動産への投資意欲が高まっている状況です。

それでは、リスク要因としてはどのような点に注意すべきでしょうか。それは本講演のタイトルにもあるように、海外だと考えております。ここであらためて、過去2年間の資本市場におけるテーマを振り返りたいと思います。2022年は、もともとグローバルにパンデミックからエンデミックへ移行する中で、経済や不動産市場にも明るい兆しが出てくるのが期待されていました。しかし、実際にはロシアによるウクライナへの侵攻、それによって加速したインフレ、そして中央銀行の急速な利上げが進められました。2023年は、インフレがピークアウトして利上げが終了するのではないかと、また、大幅な利上げによりリセッションに陥ると見込まれておりました。経済を巡る主要な論点は、米国がソフトランディングするのか、それともハードランディングにするのかというものでした。また、日本や中国は今年からポストコロナに移行したため、その影響も注目されました。しかし、実際は、世界経済が底堅く推移する一方で、シリコンバレーバンクの破綻に見られたように、金融不安がアメリカや中国を中心に高まりました。

今後も主要なリスクは、アメリカと中国にあると考えています。まず、アメリカについて見ると、2023年に高まった金融不安はいったん沈静化しました。今のところ個別リスク、つまりIdiosyncratic Riskにとどまっており、金融危機、すなわちSystemic Riskには発展しなかったという整理です。二つリスクで何が違うのかというと、銀行から企業への融資が滞るところにとどまればIdiosyncratic Risk、さらに銀行間のお金の貸し借りも滞るような状況になると、Systemic Riskに発展すると考えております。ただし、金融危機に発展するリスクはまだ残っており、今後、どのような推移を見せるのかが注目されます。

シリコンバレーバンクの破綻の後、Credit SuisseがUBSに買収される局面が最も金融危機に発展する危険度が高まったと考えております。というのも、Credit Suisseは確かにリーマンショッ

ク以降、構造的な課題に苦しんでいたものの、今年破綻するかどうかのレベルまで状況が悪かったかという点、そうではありませんでした。しかし、株式市場で売りが売りを呼ぶ展開になって、それまでの経済合理性ではなくて、クレディビリティが棄損されてマーケットで売られるような状況になってしまいました。その後、リーマンショックの時と同様に、Credit Suisse の次はどこだという次の犯人捜しのような状況になり、銀行間での貸し借りにも影響が及ぶのではないかと、そして、金融危機になるのではないかと懸念したのですが、スイス当局などの迅速な対応もあって、それは免れました。

足元の状況を確認するため、米国のハイイールド社債スプレッドと米ドルの LIBOR-OIS スプレッドを見てみましょう。前者は格付けの低い社債の利回りスプレッドです。リンゴが腐るときに傷んでいるところから腐るように、経済も危機に発展するときには弱いところから影響が出始めます。そのため、このように格付けの低い社債は影響を受けやすく、ハイイールド社債は炭鉱のカナリアとも呼ばれます。ハイイールド社債スプレッドは、やや上昇していますが、コロナ禍やリーマンショックと比較すると、まだまだ低い水準で推移しています。また、LIBOR-OIS スプレッドは銀行間の借入金利の状況を表しており、こちらも大きく上昇しているわけではありません。このように金融市場は Systemic Risk に至るような状況ではないと考えております。

ただし、米国の商業用不動産市場に火種があると考えております。アメリカの商業用不動産価格は、コロナ禍の時点ですでに高値にあり、警戒感が高まっておりました。リーマンショック前のピークと比較すると、2020年3月の時点で既に24パーセント高い水準まで価格が上昇していました。また、コロナ禍で下落するかと思われましたが、2022年7月にはリーマンショック前のピークより6割超高い水準まで上昇しました。そのような中、米FRBが急速な利上げを進めたこともあって、商業用不動産価格はピークアウトして、現在は2022年7月の直近ピークから10パーセント下落しました。

また、シリコンバレーバンクの破綻に端を発した中小銀行の問題が商業用不動産の逆風になると予想されます。このシリコンバレーバンクの破綻以降、下落した銀行株の動向を見ると、大手銀行であるJP Morgan 株価はほぼ元に戻った一方で、中

小銀行の株価指数である KBW 銀行株指数は低迷しています。つまり、金融システム全体としては問題ないが、中小銀行には傷跡が残っていることを表しています。中小銀行は現在難しいかじ取りを迫られており、経営状況を改善するために預金を手厚く持つておく必要があります。しかし、預金を集めるためには預金金利を大幅に引き上げる必要があります。そうすると、それはそれで経営状態が悪化してしまうのです。そのため、米FRBが利下げに転じないと根本的な解決には至らないのではないかと、という状況になってございます。

米国の中小銀行は、商業用不動産の債務に占める割合が大きいです。まず、商業用不動産の債務に占める銀行の割合は約4割です。そして、銀行による貸し出しに占める中小銀行のシェアが約7割あります。従って、4割かける7割で、商業用不動産の債務に占める中小銀行のシェアは大体3割あります。また、中小銀行が貸し出しを増やしたのが、2015年以降の不動産価格が大きく上昇していた局面です。そのため、大手銀行と比較すると債権の質は良くないだろうと推測されます。経営に課題を抱えた中小銀行が商業用不動産の貸し出しを減らす可能性があります。

ただし、アメリカの商業用不動産市場では、セクターごとに状況が大きく異なり、特にオフィスセクターが苦境に陥っています。米国のREITを見ると、全体ではコロナ禍前と比較して1割程度下落しています。しかし、オフィスREITは、コロナ禍前から56パーセント下落し、甚大な影響を被っています。Green Street の商業用不動産価格指数を見ると、オフィス価格は直近ピークから3割程度下落しています。また、オフィスにおいては、デフォルトする事例が増えてきました。

背景としてアメリカではオフィス回帰が進まないため、オフィス需要が低迷していることが挙げられます。レストランの予約件数や飛行機旅客者数を見ると、2021年後半にはコロナ禍前の水準を回復していて、ポストコロナへの移行が進んでいました。一方で、米国主要10都市のオフィス出社率は依然として5割減、ニューヨークの地下鉄の乗客数は3割減と、オフィスに人が戻りません。

ただし、2023年はオフィス出社方針を強化する企業が増えました。まず、金融機関を見ると、大手であるGoldman Sachs やJP Morgan は従来からオフィスへの出社義務を比較的強めていました。次

に、IT 企業を見ると、従来はリモート重視だった Amazon や Meta (旧 Facebook) が、今年に入り、週 3 日のオフィス出社方針に転換しました。実際、米国の企業では、週 3 回の出社方針を設けるところが一般的になってきているようです。

アメリカのオフィス市場は苦境に直面していますが、その中でも二極化が進んでいます。JLL の分析によると、2015 年以降に竣工したオフィスのネットアブソープション (新規需要) はコロナ禍においてもプラスでしたか、それ以外の古いオフィスはマイナスとなり、テナントの需要を集めるのに苦労しています。アメリカでは従業員がリモートを嗜好する中、オフィスに戻ってきてもらうためには、このようにハードで訴求することに加えて、ソフト面でどのように工夫していくべきなのかという点に注目が集まっています。

次に、中国では先日、恒大集団 (エバーグランデ) が米国の破産法第 15 条を申請したことで再びクローズアップされました。ただし、同社の株価は 2021 年の時点で急落しており、債券市場においては 21 年 12 月にデフォルト事由に抵触していたので、今回の件で何かが大きく変わるわけではありません。より重要なのは、碧桂園 (カントリーガーデン) の株価が下落し、経営危機に陥っていることです。というのも、カントリーガーデンは規模が大きく、進行中のプロジェクトが 3000 件ぐらいあります。これはエバーグランデの約 4 倍の規模です。また、カントリーガーデンはエバーグランデなどと比較して健全な財務体質を有すると見られていました。2020 年 8 月に中国政府が三つのレッドラインを導入して不動産デベロッパー向けの貸し出しを締め付け始めて、翌年以降も総量規制など、資金繰りが厳しくなっています。

中国の不動産市場は、皆様もご承知の通り、日本と大きく異なります。中国では、そもそも土地は国のものですので、所有権の売買ではなくて、利用権を売買します。また、過去の不動産価格の推移を見ると、基本的には右肩上がりでは上昇しているものの、数年ごとのサイクルを繰り返しています。マーケットが加熱すると政府が締め付けて、冷えてきたら、また緩めてマーケットを浮揚させるといった形で推移してきました。しかし、2020 年以降はやや様相が異なります。共産党政権が共同富裕を 1 つのスローガンとして打ち出す中、IT 企業や教育産業、そして不動産業がその標的となっ

たためです。

グリーンズパン元 FRB 議長が、「バブルははじけてみないと、バブルかどうか分からない」と述べていたように、中国の不動産市場がバブルかどうかを判断するのは容易ではありません。主要都市の年収倍率、つまり世帯年収に対する不動産価格の比率を見ると、東京は 12.6 倍、ロンドンやニューヨークも大体 10 倍や 15、16 倍なのに対し、中国の大都市は 45 倍程度まで上昇しております。中国の不動産は、庶民には手の届かない存在になってきており、そのため共同富裕のターゲットにされたのだということがわかります。

またバブルの特徴にレバレッジがあります。民間非金融部門の債務の GDP 比率を見ると、日本がバブルだった時は、220 パーセント程度まで上昇しました。そして、中国も現在、同様の水準まで上昇しており、レバレッジが高水準であることがわかります。

中国の年収倍率とレバレッジ比率は、ともに高水準であり、バブルかもしれないに近しい水準にあることが推測されます。また、中国はすでに人口オオナスの状態になり、人口動態の逆風に直面していることが重要なポイントです。中国の人口は、昨年からは減少し始めました。また、また西村清彦先生などが論文で紹介している逆依存人口比率、つまり生産年齢人口の非生産年齢人口に対する比率で割ったもの、と不動産価格の比較を見てみると、日本がバブル局面で、ピークアウトしたのと同様に、中国も低下に転じていて、不動産市場の重石となっていることがわかります。

そこで、中国の不動産市場がリーマンショックのような世界的な金融危機を招くのかどうか、もしくは日本のバブルのようにローカルな金融危機が起きるのが注目されます。結論から申し上げますと、私はそのどちらにもならないのではないかと、予想しています。エバーグランデのバランスシートの推移を見ると、かなり特徴的であることがわかります。まず、純資産残高は 2021 年の時点でマイナスになり、債務超過になっていました。

また、資産サイドを見ると、開発中と売却用の不動産が約 7 割を占めており、不動産価格の変動に対して感応度の高いバランスシートです。また、現金はほとんどなく、資金繰りが非常に厳しい状態です。なお、特に注目されるのが、負債サイドです。実は銀行などからの借入金は全体の 4 分の 1 だけ

しかありません。銀行の資産に占める不動産デベロッパー向けの債権も、そこまで大きくありません。負債に占める割合が大きいのは、まず未払い金で、建築会社などへの支払いです。また、前受け金の割合も相対的に大きく、これは中国においては予約販売が一般的なためです。つまり、消費者への債務が大きいことがわかります。

不動産デベロッパーが破綻した場合、金融機関に加えて、建築会社や消費者への影響が大きいことが中国の特徴です。特に、消費者に影響が及んでしまう点は、中国政府としては重要だと考えます。従って、それを避けるために、中国政府は何かお金をつなぎながら、時間をかけて前受金を解消していくのではないかと予想しています。そして、緩やかな下押し圧力が、実体経済や消費者にのしかかり続け、マイナスの影響を与えるシナリオを想定しています。

2. 各不動産市場(オフィス以外):セクター間格差は残存

コロナ禍の構造的影響が徐々に明らかに

さて、日本の不動産市場について、順にお話したいと思います。まず、コロナ禍において最も大きな影響を受けたホテルセクターは、コロナ禍前の水準を回復しました。2023年8月の日本の延べ宿泊者数は2019年同月比でマイナス1.5パーセントと、ほぼコロナ禍前の水準に戻りました。内訳を見ると、日本人はマイナス3.4パーセント、外国人はプラス9パーセントとなっています。ポストコロナに移行する中で、インバウンドがどれほど戻ってくるのかが注目され、中国の団体旅行の戻りが鈍い中、少し時間がかかると考えられています。しかし、それ以外の国の回復が顕著で、外国人全体で見ると需要が戻ってきた状態です。

ホテルセクターの動向を、オルタナティブデータと言われる人流データと検索トレンドで見ましょう。人流データはJ-REITが保有するホテルの人流を集計し、検索トレンドはGoogle Trendsで、ホテルと言う単語がどのぐらい検索されたかを調べたのです。これらのデータと日本人の延べ宿泊者数は、高い相関を示してきました。宿泊旅行統計の延べ宿泊者数などのデータは、公開までに1ヶ月単位の時間がかかるのに対し、これらのデータは数日単位のラグしかないというメリットがあります。直近の状況は、日本人の延べ宿泊者数はコロ

ナ禍前の水準で、おおむね横ばいで推移することを示しています。また、外国人の延べ宿泊者数について、Japan Tripという言葉の検索トレンドで見ると、同様に横ばいで推移することが予想されます。

ただし、セグメント別に見ると、コロナ禍の影響が残る部分もあります。延べ宿泊者数について、日本人と外国人、そして観光と商用、日本人については近距離と遠距離にわけて見ると、ほとんどのセグメントでコロナ禍前の水準を回復してきている一方で、日本人の商用、なかでも遠距離の宿泊者数は回復の足取りが鈍いことがわかります。これは、Zoomなどのウェブ会議で代用することで、出張を減らす動きがあるためと考えています。

次に、商業施設の動向を確認すると、コロナ禍においては、耐久財が堅調に推移し、非耐久財は底堅く推移する一方、サービス消費は三密回避が求められる中で大きなダメージを被りました。現在はポストコロナに移行する中、消費も回復傾向にありますが、日本においては期待されたサービス消費のペントアップディマンドは見られませんでした。足元、堅調なのは百貨店などの高額消費です。8月の百貨店の小売販売額は前年比プラス12パーセントと大きく伸び続けております。また、コロナ禍で一時落ち込んだコンビニの売上も回復しました。ただし、コロナ禍の影響が残るセグメントもあり、例えば、アパレルはオフィスへの出社が減ったこともあり回復が鈍く、飲食においても会食需要が戻ってきたものの、コロナ禍前のように2次会や3次会に行くケースは減ったとの話も聞かれます。なお、少し長期的な視点で見ると、商業施設は、今後も少子高齢化やEC化の進展による逆風に直面するため、選別的な姿勢が重要だろうと考えています。

物流施設は、コロナ禍において唯一、成長ストーリーが描けるセクターとして注目を集め、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は低水準で推移しました。しかし、大量供給が続いている影響もあり、現在、東京圏では空室率が上昇しつつあります。今後も供給は続く見通しで、一部のエリアや物件においては、需給がさらに緩む可能性があります。EC化率の前年からの変化幅を見ると、2020年はプラス1.3パーセントと、過去最高の伸びを示しました。しかし、2022年は過去と同じペースに戻りました。そのため、EC化の拡大

スピードはコロナ禍で一時的に加速したものの、すでに巡航速度に戻ったものと解釈できます。

賃貸住宅について、東京23区のマンション賃料をタイプ別に見ると、2023年第2四半期は全てのタイプで前年比プラスとなり、水準もデータ開始以来、最高値まで上昇しています。賃貸住宅にもコロナ禍の影響があり、緩やかな調整局面を迎えたものの、早期に回復しました。住宅価格を見ると、コロナ禍前においてはマンション価格が2020年のオリンピックを機に下落に転じるとの見方もありましたが、実際はコロナ禍に上昇が加速しました。また、コロナ禍の動向で特に注目しているのが、戸建住宅価格の上昇です。戸建住宅価格は、アベノミクスにおいても、なかなか上昇基調になりませんでした。コロナ禍で上昇に転じました。これは、在宅勤務が普及したことで、広い住宅に住みたいといったニーズが高まったためと考えています。

また、コスト上昇の影響もあります。マンションと木造住宅の工事原価の上昇率を比較すると、アベノミクスにおいては双方とも年率2パーセント程度の上昇でした。一方、コロナ禍では、ウッドショックと言われたように、木造住宅の工事原価が年率7.5パーセントと非常に高い伸び率を示し、マンションの5.1パーセントを上回りました。

今後の住宅市場の動向を考える上では、コロナ禍が国内の人口移動に与えた影響が重要だと考えています。そこで、人口移動を三つのドーナツに分けて確認します。ドーナツ化現象という言葉があるように、人口移動は中心部と周辺部で考えるとわかりやすいため、ここではドーナツという表現を用いました。一つ目は、大きなドーナツで、中心である東京圏と周辺である地方の間での人口移動を見たものです。コロナ禍前は、東京一極集中が進展し、地方から東京へ人口が流れ込んでいました。次に、中くらいのドーナツとして、東京圏内における東京23区とそれ以外の郊外部の間での人口移動です。つまり、都心回帰が進んだのか、もしくは郊外化が進んだのか、を見たものです。最後に、駅近か駅遠かの小さいドーナツです。コロナ禍前は、駅近のマンションが注目を集めました。ここでは駅から半径0.8キロ圏内、つまり徒歩10分圏内とし、駅遠は0.8kmから1.6km圏内としました。

まず、大きなドーナツとして、東京一極集中がコロナで、どのように変わったのかを確認します。結論から申し上げますと、コロナ禍では地方移住が増

えるとの期待が高まりましたが、東京一極集中が逆流するには至りませんでした。地方から東京への人口移動は、景気の影響を受け、好況になると東京への流入が増加する傾向にあります。コロナ禍前の2019年は、リーマンショック前と同水準まで東京への人口流入が勢いを増していました。コロナ禍ではそれが減速しましたが、2022年には徐々に勢いを取り戻しつつあります。私自身も在宅勤務が普及したことで、軽井沢などのリゾート地に引っ越せるのではないかと希望を持った時期もありましたが、オフィス出社が完全になくなるわけではないことを考えると、実際には難しいことがわかりました。また、学生もオンライン授業を実施したことで、東京への人口流入が一時停滞しましたが、対面授業の重要性も再認識され、コロナ禍前の動きに戻りつつあります。

次に、東京圏内における中心部である東京23区と、周辺部である東京都下とその他3県の間での人口移動を見ると、コロナ禍前は都心回帰の傾向が続いていたものの、2019年時点で既に郊外化へ転換していたことが重要なポイントです。そして、コロナ禍により在宅勤務が普及したことで、郊外化が加速しました。なぜ、2019年から郊外化が進んでいたのかというと、都心部の住宅価格高騰により、都心部に住めなくなった人が郊外に出ていったと考えております。

東京圏内の中心部と周辺部の人口移動を年齢別に見ると、大きな特徴が二つあります。一つ目は、基本的に都心部に流入してくるのは20代の若者だということです。20代の都心部への流入は、コロナ禍において一時鈍化したものの、2022年には、コロナ禍前の水準を回復しました。二つ目の特徴は、30代と10歳以下は、基本的には郊外へ流出していることです。コロナ禍でその動きが強まって、現在もその影響が残っています。

つまり、20代で就職すると都心部に移り住み、その後、家庭を持って広い家が必要になると、郊外に転出するというのが、コロナ禍前からある東京圏における特徴でした。そして、コロナ禍で在宅勤務が普及したことにより、子育て世帯が郊外に流出する動きが強まったということだと考えております。

最後に、駅近と駅遠の小さいドーナツです。ここに注目した理由は、私自身がコロナ禍に引っ越しをしたからです。もともと駅から徒歩7分ぐらい

の狭いマンションに住んでおりましたが、在宅勤務をするために広さが必要になったので、駅徒歩20分ぐらいで広さが1.5倍ぐらいのマンションに引っ越しました。私と同じような人が少なくないのでとは思って調べたのですが、結論から申し上げますと、そうではありませんでした。携帯位置情報データをもとに、駅近エリアと駅遠エリアの人口が、2019年から22年にかけて、どのぐらい変化したのかを推計したところ、基本的には東京への人口流入が進んでいたため、双方ともプラスとなったのですが、特に20代から30代は、駅近のほうが高い増加率となりました。つまり、私のように駅から遠くに引っ越した人はそんなに多くないということです。

また直近のデータを確認すると、2023年8月までの地方から東京圏への転入超過数は、19年ほどではないにせよ、18年に近い水準まで回復しており、東京一極集中はかなり勢いを取り戻していることがわかります。一方、東京圏内において加速した郊外化の動きは現在も続いており、東京23区から郊外部への流出はコロナ禍前を上回るペースで進んでいます。これは、不動産価格が下落して取得しやすくなると、都心回帰の動きが再び強回らないのではないかと予想しています。

3. オフィス市場：日本も正念場へ 供給による下押し圧力は残るが循環的なプラス要因も

次に、オフィス市場についてお話をさせていただきます。まず、日本の主要都市のオフィス空室率の推移を見てみましょう。日本のオフィス市場は、コロナ禍によって調整局面を迎えましたが、空室率の水準はリーマンショック時を大幅に下回っています。また、札幌など、コロナ禍で空室率が目立った上昇を見せなかった都市もあります。

土地総合研究所が発表する不動産業況指数には、オフィスビル賃貸業の現在の経営状況に関する判断を表す指数と3カ月後の見通しを示す指数があり、これらと東京都心部Aクラスビルの賃料を比較すると、特に3カ月後の見通しは賃料と高い相関を示しています。3カ月後の見通しは、コロナ禍前の水準を回復するには至らないものの、おおむねニュートラルの水準まで戻りましたので、そろそろ賃料が下げ止まってもいいのではないかと示唆していると思います。また、成約賃料

の動向指数も、ほぼフラットまで改善しています。

次に、コロナ禍におけるオフィス市場の特徴を説明するために、リーマンショックの時と比較したいと思います。東京都心5区の空室率を比較すると、コロナ禍とリーマンショックはおおむね同様のペースと変化幅で悪化したことがわかります。一方、賃料はリーマンショックの時は危機発生から3年程度経過したところで26パーセント下落していたのが、コロナ禍では12パーセントの下落にとどまっています。このようにコロナ禍においては、空室率はリーマンショックの時と同様の悪化をしているものの、賃料の下落は相対的に小さいため、当時ほどセンチメントは悪くありません。

また、コロナ禍の特徴として、エリア間の格差が大きいことが挙げられます。東京都心5区の空室率を区毎に比較すると、リーマンショックの時は、それぞれの区がおおむね平行に変動しました。今回のコロナ禍では、渋谷区の空室率が危機発生から大体1年半が経過した頃にピークアウトして、低下に転じた一方、港区や中央区はその後とも上昇を続けました。また、千代田区の空室率上昇幅は小幅にとどまるなど、リーマンショックの時と異なり、区毎に影響が大きく異なります。

スコープを広げて、東京と地方都市を比較した場合でも、同様に都市間で影響が異なります。先程ご紹介したように、東京都心5区では、リーマンショックとコロナ禍における空室率の変化幅はおおむね同じでした。また、福岡も天神ビッグバンなど新規供給が多かった影響があったため、同じぐらい上昇しています。一方で、大阪、札幌、仙台などの都市の空室率の上昇幅はリーマンショックと比較しても限定的です。賃料の変化率を見ると違いはさらに顕著で、名古屋や福岡、札幌などの都市では、依然として募集賃料がコロナ禍前の水準を上回っています。このように地方都市においては、コロナ禍の影響が小幅にとどまったというのが特徴的です。ただし、今後もこの傾向が続くかという点、依然として不透明感が強いです。

東京23区の大規模ビル供給量は今後増加します。2023年から2025年の3年間の平均供給量は年間112万平米と、過去平均の102万平米を1割程度上回ります。このように供給量は増えるのですが、「2023年問題」と騒ぐほどのレベルではない状況です。ただし、コロナ禍を経てオフィス需要がまだ一部戻らず、構造的に戻らない可能性があるなか

で、供給量が増加するので、どれほど吸収できるかに注目が集まります。

オフィス需要は、依然として力強さに欠けます。東京都心5区のネットアブソープションは、2020年から22年に3年連続マイナスになりました。新規供給があるとネットアブソープションが増加しますので、今年はプラスにはなると予想しているものの、供給全てを吸収できるほどの力強さを取り戻すことは難しいと予想しています。

というのも、日本においてもハイブリッドな働き方が定着したためです。携帯位置情報データを提供するクロスロケーションズと弊社で共同開発した、東京都心部のオフィス出社率指数を見てみましょう。これは、東京のオフィスビルにピンを打って、その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。このデータを見ると、コロナ禍における出社率は、五つの局面に分けられると考えています。

第一の局面は、1回目の緊急事態宣言が発令された時期です。新型コロナの正体がよく分からない中、人命を優先して経済を止めてもいいからオフィスに来るなどといった状況だったと思います。そして、オフィス出社率は30パーセント台前半まで落ち込みました。

第二の局面は、2020年5月25日に緊急事態宣言が解除された後の時期です。オフィス出社率が上昇し、その後は45パーセントから65パーセントのレンジで、新規感染者数や政府の措置をにらみながら上下する展開になりました。

特に注目していたのが、第三の局面である2021年10月以降の動向です。というのも、この頃には日本においてもワクチン接種がおおむね進展しており、ワクチン接種が進めばポストコロナへ移行するだろうと考えていたためです。また、2021年の9月に緊急事態宣言が解除されたので、ポストコロナの働き方を占う上で、この時期にオフィス回帰がどれほど進むかが注目していました。そして、2021年末から2022年初にかけて、オフィス出社率は70パーセント超まで回復し、それまでのレンジを明確に上回りました。

しかし、2022年はオミクロンなどの変異株の拡大により感染者数が急増したこともあって、再び出社率が頭打ちとなりました。これが第四の局面です。

そして、第五の局面は、2023年3月に政府がマ

スク着用方針を変更し、5月に5類移行した後の時期です。つまり、日本においても本格的にポストコロナへの移行が進んだ時期だと考えています。しかし、足元のオフィス出社率は大体7割ぐらいの水準で推移しており、コロナ禍前の水準に戻る気配は見せていません。これは週5日のうち3日から4日はオフィスに出社して、1日か2日は在宅勤務するという姿で、これが日本のハイブリッドの働き方の平均値なのだと思います。

オフィス出社率はエリア間の格差が大きいことが特徴です。東京都心5区の25エリアのオフィス出社率を比較すると、恵比寿や六本木などのエリアはコロナ禍における変動が小さく、今年の3月以降の上昇幅も小幅にとどまります。これは、コロナ禍においてオフィス出社方針があまり変わらず、現在もそこから大きな変化がないことを示しています。一方、京橋や八重洲、日本橋などのエリアなどはコロナ禍における変動が大きい、つまり、感染者数が減少したり、政府からの措置が緩和されたりすれば、出社傾向を強めたものと推測されます。また、3月以降も相対的に大きく出社率が上昇しています。このようにエリア間で違いがあり、後者のエリアはポストコロナへ移行するに従って、オフィス回帰しやすいエリアなのではないかと考えています。

また、地方都市はコロナ禍においてもオフィス市場の需給が比較的タイトに推移しました。その最大の理由は、コロナ禍において新規供給が小幅にとどまったためと考えております。地方主要都市における新規供給について、20年から22年の3年間と、23年から25年の3年間を確認すると、コロナ禍である20年から22年は、10年から19年の過去10年平均とほぼ同じか、それを下回るぐらいの供給しかありませんでした。過去10年平均というのはリーマンショックの後、地方の主要都市において供給が停滞した時期ですので、これと同等ということは、コロナ禍における新規供給は少なかったと言えると思います。そのため、コロナ禍における供給起因の需給悪化圧力はさほどなかったもので、市況悪化も限定的だったと考えています。一方で、23年から25年の平均供給量を見ると、今後供給が増える地方都市が多いので、地方のオフィス市場はこれから正念場を迎えるのだろうと考えています。

地方では在宅勤務が普及しなかったもので、東京

ほど市況が悪化しなかったという見方もあります。たしかに、大阪や仙台、福岡においては、2022年のネットアブソープションが過去平均を上回りました。一方で、札幌や名古屋のネットアブソープションはコロナ禍に低迷しています。そのため、地方においても全国企業や製薬業界がオフィス床を縮小した、コールセンターの拡張意欲が弱まっているといった話を聞きます。このように地方においても、オフィス需要に陰りを見せるような規模や業態が一部に見られます。

東京と比較すると地方における在宅勤務の浸透度合いは小さかったのですが、一定程度活用されているという事実があります。各地方都市のオフィス出社率を見ると、現在は8割から9割ぐらいで推移しています。つまり、東京より10から20パーセントぐらい上の水準ですが、コロナ禍前の水準より低いということです。

東京に話を戻して、足元のオフィス需要について、三幸エステートと弊社が共同で算出するオフィス拡張移転DIをもとに確認したいと思います。オフィス拡張移転DIは、オフィスの移転データをもとに、移転に占める拡張移転が多いのか、もしくは縮小移転が多いのかを見た指標です。真ん中である50を中心として、それを上回っていれば拡張意欲が強く、50を下回ると縮小意欲が強いことを表しております。これをオフィスのグレード別で見ると、現在は、BクラスやCクラスビルは既に70を上回るような水準に回復した一方、Aクラスビルは60ぐらいの水準にとどまります。Aクラスビルは、コロナ禍前に80程度で推移していたため、頭打ち感が強まっています。その背景として、在宅勤務を積極的に活用している大企業においては集約統合やオフィス床削減の動きが、まだ続いているためと考えています。

次に、オフィス拡張移転DIを業種別に見ると、卸売・小売業や不動産業など内需中心の業種の拡張意欲は力強く回復する一方で、情報通信業や製造業は停滞感が強いことがわかります。東京都の産業別の就業者数と比較すると、製造業は減少しているのでオフィス需要が低迷しているのも理解できます。一方で、情報通信業は就業者数が増加しているにもかかわらず、拡張意欲の回復が鈍いのが特徴的です。これは、情報通信業においては、移転する際に、従来は従業員が増えた分は拡張していたのが、現在は従業員が増えても在宅勤務を活

用することで過去ほど拡張していないということだと考えております。

東京においては2023年と2025年にオフィスビルの新規供給が増加するので、市況が底打ちするには時間を要するとの見方が多いです。しかし、そのような中でも改善の兆しが見られるようになってきました。例えば、オフィス拡張意欲が停滞している製造業と情報通信業の2業種においては、在宅勤務の普及以外にも、外部環境に向かい風がありました。

まず、コロナ禍において製造業は供給成約に苦しみました。一方で、グローバルサプライチェーン逼迫指数を見ると、2023年に入ってから供給制約がかなり改善し、既にコロナ禍前の水準に戻ったことがわかります。また、昨年以降、アメリカを中心とした急ピッチの利上げの影響もあって、リセッションに陥るとの懸念があり、日本の輸出は伸び悩んでおりました。しかし、日本の輸出数量指数に先行する動きを示す、OECD景気先行指数を見ると、2022年半ばぐらいに底打ちして、2023年にはプラス圏に回復したことがわかります。そのため、日本の輸出も今後、少しずつ改善することが期待されます。このように製造業は供給成約や海外景気減速といった逆風に直面しておりましたが、今後は製造業においても追い風が吹く可能性が出てきております。

次に、情報通信業も逆風に直面していました。昨年は、アメリカの大手IT企業を中心に人員削減が多く報じられました。一点留意いただきたいのが、これらのIT企業がビジネスを縮小したから人員削減をしたわけではなく、コロナ禍で採用しすぎた従業員を削減したというのが現状だという点です。しかし、グローバルに人員削減を進める中で、日本だけオフィス拡張というのはなかなか受け入れられませんので、日本のオフィス市場もその影響を避けられなかったのだと思います。また、コロナ禍の反動もあり、2022年はGAFAMと呼ばれる大手IT企業5社の株価は大幅に下落し、なかでもMeta(旧Facebook)は株価が5割以上下落しました。一方で、2023年上半期は、チャットGPTの台頭によるAIブームの影響もあり、株価は大きく反発しました。そのため、昨年悪化したIT企業の景況感も、今年に入り回復傾向にあると考えています。後は、これがオフィス需要に波及するのか、また波及するとすれば、いつなのかという点が注目されます。

コロナ禍で在宅勤務が普及したことによる構造的な変化の影響が本当にどれほどのものだったのか、今後少しずつ観察できるようになってくると考えています。依然として、オフィス市場は調整局面から脱しきれてはいませんが、足元では少しずつ改善の兆しも見られるようになってきました。そのため、オフィス市場は、マイナスとプラスの両面のバランスを見ながら、その転換点を探る展開が続くと考えています。

4. 今後の注目点：不動産市場の将来

人口減少には良い面と悪い面の両方が存在

最後に、もう少し長期的な視野に立って、少子高齢化の影響についてお話ししたいと思います。先日、社人研から新しい将来推計人口が発表されました。日本の人口は、2020年に1億2600万人程度だったのが、2050年前後には1億人を下回り、2070年には8700万人に減少する見通しです。また、高齢化も進展し、65歳以上の人口割合である高齢化率は28.6パーセントから2070年には38.7パーセントまで上昇するとの結果です。

不動産という文脈で少子高齢化について議論すると、マイナスの影響ばかりフォーカスされます。しかし、失われた30年を経験した日本にとっては、プラスの影響も一部あり、そのバランスが大事だという点を説明したく、このテーマを最後に取り上げました。

まず、少子高齢化についてよく出てくる議論を簡単にお話ししたいと思います。住宅もそうですが、オフィスについては、建て過ぎなのではないかという点がよく指摘されます。今後、人口が減少するにもかかわらず、東京の中心部を歩くと至る所に大型クレーンが立っているのが、確かにそのように思うのは不思議ではありません。東京オフィスストックの増加率と、東京の就業者数の増加率を比較すると、少なくともこれまではバランスがとれておりました。オフィスの新規供給が先か、就業者数の増加が先か、つまりどちらがニワトリかどちらか卵かは分かりません。これまでもオフィスの供給過剰が指摘されることがありましたが、長期的に見れば、特に過剰ではなかったということです。

確かに、人口が減少し、東京への人口流入も減少することが予測されるなか、これまでと同様のペースで供給するのは、さすがに持続不可能なので

はないかと懸念されます。しかし、供給を抑制する要因も増えており、そこまで悲観する必要もないのではと考えています。

まず、日本においても物価が上向き始め、金融政策の正常化が視野に入中、今後は金利が上昇することが予想されます。これまでのような超緩和的な金融環境が終焉を迎えるということです。また、建築コストが高騰しており、開発により収益をあげることが、以前より難しくなっています。さらに、脱炭素化の加速により、日々の二酸化炭素排出だけでなく、オフィスビルの建築や滅失による排出も抑制し、ライフサイクル全体のカーボン削減が重要視されるようになってきています。そのため、今後は新築するだけでなく、リノベーションなどによって既存ビルをより活用する動きが少しずつ強まっていくのではないかと期待をしております。これらの要因を考慮すると、新規供給は減少することが予想されます。

また、住宅については、東京都立大学の饗庭先生がよく指摘しているスポンジ化という観点で考えることが重要だと考えています。人口の拡大期においては、都心から周りに広がりスプロール化しましたので、縮小期においても周りから徐々に縮小していく、逆スプロール化が起きるのではないかと思いがちです。しかし、実際にはぼつりぼつりと穴があくようにスポンジ化が進むということです。

次に、少子高齢化のプラスの影響について考察したいと思います。日本はいよいよ長いデフレから脱却しました。正の循環に移行できるかどうかの瀬戸際に来ていると思います。そして、少子高齢化がそれを後押しするのではないかなど期待しています。今年の春闘の賃上げ率はプラス3.6パーセントと、1994年以来の高水準となりました。実際の数字が出てくるまでは、ここまで高い水準になるというのは予想しておりませんでした。コロナ禍前から人手不足という話は聞かれていましたが、コロナ禍において需要が一時、急減したこともあって、それが一旦話題から消えました。しかし、ポストコロナに移行し、需要が回復する中、気づいてみると、この数年で人手不足が想定以上に深刻になり、このタイミングで顕在化してきたのだと考えています。日本企業の業績は堅調に推移しており、現在の物価動向や労働需給などを考慮すると、来年も高水準の賃上げ率が実現する可能性が

高まってきました。

コロナ禍前は長期停滞論が注目を集めていました。1980年以降、経済成長や物価、金利の平均的な水準が徐々に低下し、3低、つまり低成長、低物価、低金利が根付いてしまうのではないかと懸念が高まりました。しかし、海外においては、昨年来のインフレで、それは杞憂に過ぎなかったとの見方が強まっています。日本は3低の先鋒を行っていたわけですが、日本においても3低から3上、つまり値上げ、賃上げ、利上げ、に転換できるのではないかと期待しています。検索トレンドで、値上げ、賃上げ、利上げの検索回数の推移を見ると、足元では全てピークアウトしていますが、依然としてコロナ禍前を上回る水準にあります。今後もこのような状況が続けば、3低から3上に移行できるのではないかと期待しています。

少子高齢化によるパイの減少という悪影響は避けられませんが、一方で長年にわたる日本の課題であったデフレスパイラルから脱却するのを後押しするポジティブ材料になると考えています。

最後に、少子高齢化が進むことで、不動産市場がどのように変化するかについての考えをお話したいと思います。他の国で、少子化の先行事例を探すのは困難です。そのため、同様の事態に直面した他の産業として、時計産業を参考にしたいと思います。なぜ時計産業かというと、先んじてコモデティ化が進んだ産業だからです。不動産業についても少子高齢化によってパイが小さくなり、またデジタル化の影響も拡大すれば、不動産の希少性が薄くなり、徐々にコモデティ化するのではないかと考えています。時計業界における、象徴的な出来事は、1969年にセイコーがクォーツアストロンという最初の市販のクォーツ腕時計を発売したことです。当時のクォーツアストロンの定価は45万円だったそうです。大卒初任給の10倍以上で、またロレックスのサブマリーナが大体10万円だったことと比較すると、いかに高価だったかがわかると思います。しかし、この時計を出発点にクォーツ時計が普及していき、時計がコモデティ化したわけではありません。1970年以降、日本の消費者物価は約3.5倍になりました。一方、腕時計の価格は、ほぼ横ばいで推移しました。なので、実質的には3.5分の1に下がっているということです。その一方で、高級時計であるロレックス・サブマリーナは消費者物価を上回る上昇率を示し約8倍に値上がりしています。

つまり、時計は全体としては値下がりしたものの、一部の時計については値上がりし、二極化が進みました。

不動産においても同様のことが今後起こるのではないかと予想しています。ロレックスのような高級時計が高い価格を保っている背景として、供給が限られているという点が挙げられます。不動産においても今後、コモデティ化が進んだとしても、デジタル製品のようにコピーができるものではないため、一部のものについては希少性が残ります。そして、その希少性の背景には、ストーリーやナラティブなど、その不動産の魅力があるのだと思います。今後、全体として見ると、少子高齢化によって、不動産価格が頭打ちになる可能性はあります。しかし、高級時計のように希少性が残る不動産については、価格の上昇が期待できると思います。このように、セグメントやエリア間の二極化がさらに顕著になる可能性があるため、不動産についてはもう少しマイクロに分析していくことの重要性が増すのではないのでしょうか。

実際、東京の地価を見ると、既に二極化が進んでいます。東京都の公示地価の平均価格は、近年上昇しているものの、バブル期と比較するとまだまだ低い水準です。一方で、東京都の最低価格に対する最高価格の比率を見ると、現在はバブル期を上回る水準まで格差が拡大しています。そのため、日本において人口減少が進む中で、すでに地価の二極化が進展していることがわかります。

以上、不動産に関する様々なテーマについてお話をさせていただきました。最後にまとめさせていただきますと、日本の不動産市場については、ポストコロナへの移行が進む中、経済は底堅い状況が続いております。また、金融政策についても、主要先進国と比較して緩和的な環境が続いています。そのため、不動産市場は総じて堅調に推移しています。なお、米国と中国を中心に不動産市場の調整が金融危機に発展して、日本にまで影響が及ぶリスクは依然として残ります。

セクター別に見ると、在宅勤務の普及による影響が依然として不透明なオフィス市場の動向が注目されます。そのような中、今後、新規供給が増加するので、需給がどれほど軟化するのかが焦点です。またオフィス市場をとりまく循環的な要因についてはプラスの影響に転じるものも増えてきました。そのような中でオフィス市場がいつ上向く

のかが注目されます。

もう一つコロナ禍の影響という点では住宅市場が注目されます。というのも、コロナ禍による一番大きな変化は、在宅勤務だと考えているからです。その影響が直接でるのがオフィス市場ですが、間接的な影響が出るのが住宅市場です。国内の人口移動を見ると、東京一極集中にはあまり影響は残っていませんが、東京圏における郊外化については、住宅価格の高騰と相まって、現在も続いており、今後どのぐらい継続するかが重要だと考えております。

最後に、少子高齢化についてお話ししました。不動産についてはパイが減るという意味でマイナス面ばかり強調されがちですが、日本の長年の課題の解決に対する追い風となる可能性があります。特に、これまでマーケットのテーマとして注目されていた3低から、3上にシフトするののかという点に注目して見ていきたいと思っております。

以上、ご清聴いただきまして、ありがとうございます。本日のお話が、皆様の業務の一助になりますと幸いです。