

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

佐久間 誠

2023年10月10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

- 「成約事例で見える東京都心部のオフィス市場動向（2023年上期）-「オフィス拡張移転DI」の動向」(不動産投資レポート 2023/8/25)
- 「3つのドーナツで読み解くコロナ禍の人口移動」(基礎研レポート 2023/5/25)
- 「コロナ禍におけるオフィス出社動向-携帯位置情報データによるオフィス出社率の分析」(共著, 基礎研レポート 2023/5/25)
- 「携帯位置情報データによる街のミクスユース (Mixed-use) の評価」(不動産投資レポート 2022/11/28~12/27)
- 「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直し (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

◆ 米国オフィス市場 2023年第2四半期の サンフランシスコの 空室率は？

(ヒント：2019年第4四半期 3.7%)

1. 2%
2. 5%
3. 10%
4. 20%
5. 30%

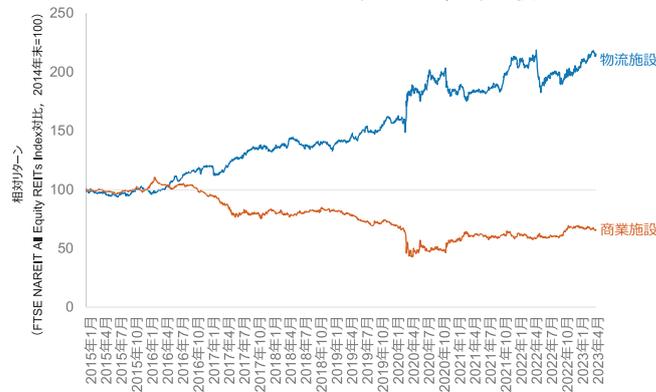


3

Amazon EffectならぬZoom Effectが起きるのか？

歴史は繰り返さないが、韻を踏む？ (History does not repeat itself, but it rhymes)

米REIT市場における相対リターンの推移
- Amazon Effectにおける物流と商業の格差拡大 -



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

4

本日の内容

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

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

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

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

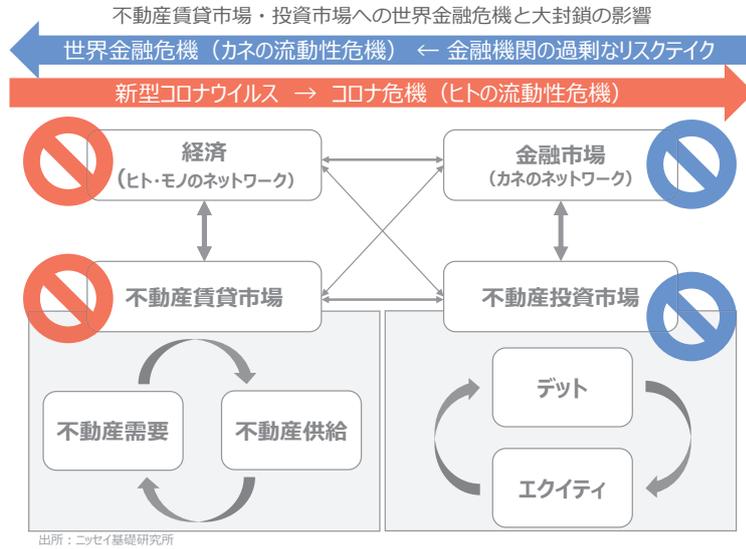
5

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

6

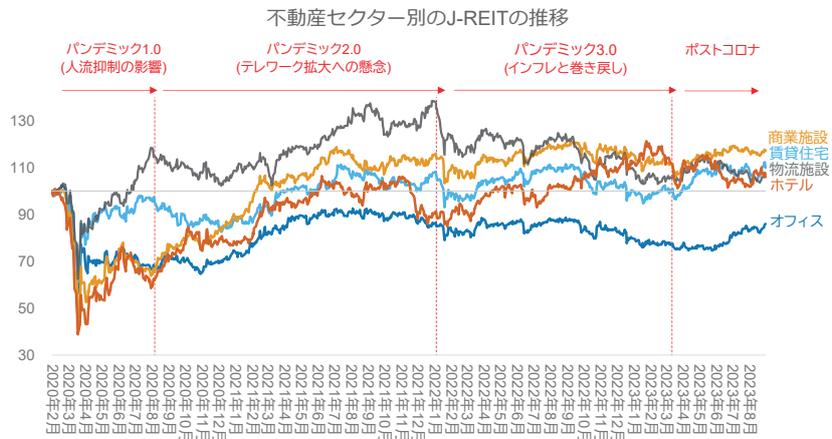
カネの流動性危機 vs. ヒトの流動性危機



7

コロナ禍における業種間の不均一性 「K字」

コロナ禍における不動産市場は、パンデミックからポストコロナへ



8

コロナ禍におけるJ-REITと実物不動産の不均一性 「K字」

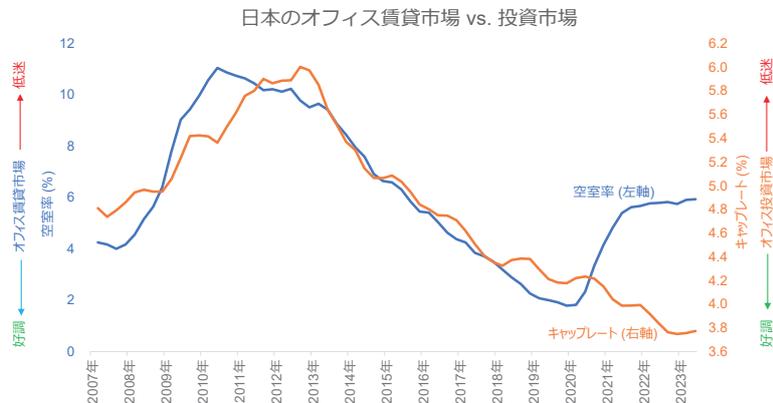
- 世界金融危機時は、J-REITが実物不動産に対して先行
- コロナ禍では、J-REITが急落した局面でも、実物不動産が底堅く推移し、J-REITが反発したことでK字は収束したが、足もとでは再び乖離...



9

コロナ禍における賃貸・投資市場の不均一性 「K字」

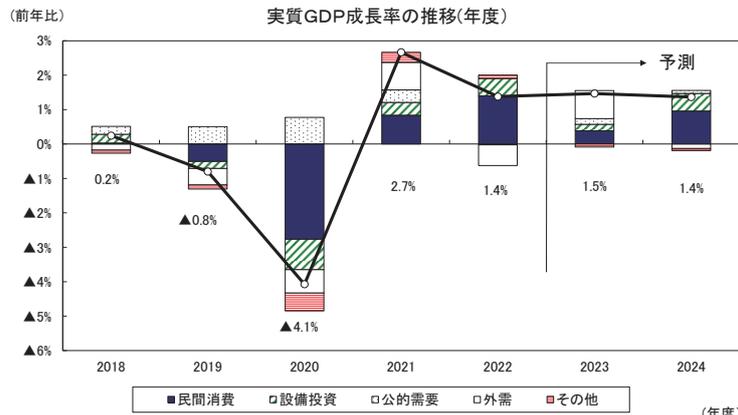
- 世界金融危機時は、日本のオフィス空室率とキャップレートが平行に推移
- コロナ禍では、オフィス空室率が上昇する一方、キャップレートは低下し、K字が顕著に



10

日本は景気回復基調の継続が予想され国内のリスクは限定

- 実質GDP成長率は2023年度+1.5%, 2024年度+1.4%と予想
- IMF WEOでは, 日本は先進国で平均的な経済成長を予想 (2023年:日本+1.3%, 先進国+1.3%)



出所: 斎藤太郎, "2023-2024年度経済見通し-23年4-6月期GDP2次速報後改定", 2023年9月8日, ニッセイ基礎研究所.

11

日銀金融政策が重要, 次の政策修正は?

長期金利の後, 短期金利, マネタリーベースの順に政策修正を行う見通し

長短金利操作付き量的・質的金融緩和(2023年7月28日以前)

1. 長短金利操作(イールドカーブ・コントロール, YCC)

- 短期金利: ▲0.1%
- 長期金利: ±0.5%程度(10年国債)

予想された修正

1. 撤廃
2. レンジ拡大
3. 年限短期化

2. オーバーシュート型コミットメント

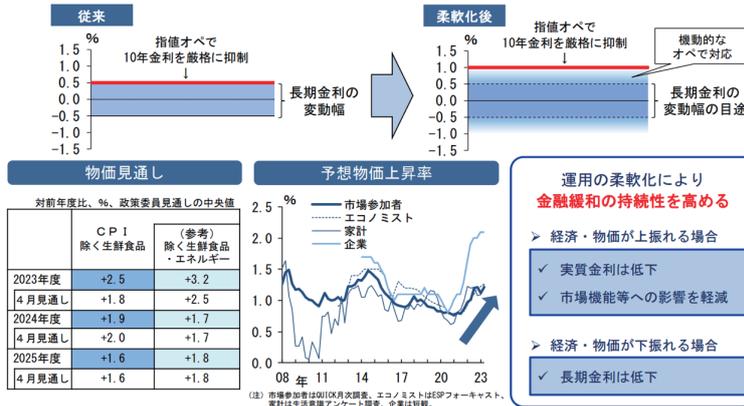
- 生鮮食品を除く消費者物価指数の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで, マネタリーベースの拡大方針を継続することを約束

12

日本銀行は7月28日にYCCの政策修正

イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の柔軟化

- 2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を見通せる状況には至っておらず、粘り強く金融緩和を継続する
- 経済・物価を巡る不確実性がきわめて高い中、YCCの運用を柔軟化し、金融緩和の持続性を高める



出所：日本銀行、「イールドカーブ・コントロール（YCC）の運用の柔軟化」、2023年7月28日

日銀はフォワードガイダンスを軸にした安定的な政策へ？

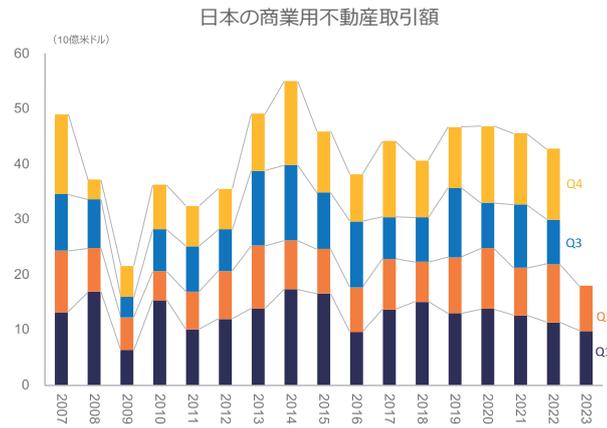
- 今後は短期金利の修正も予想されるものの、緩和策の正常化には時間を要する見込み
- 10年金利の市場見通し：23年末に0.71%、24年末に0.78%、25年末に0.93%へ

日本の政策金利と10年国債利回り



日本の商業用不動産取引額は減少も底堅い

2023年上半期の日本の商業用不動産取引額は前年比-16%
 (世界全体では前年比-48%)



15

海外投資家による日本の不動産への投資意欲は高い

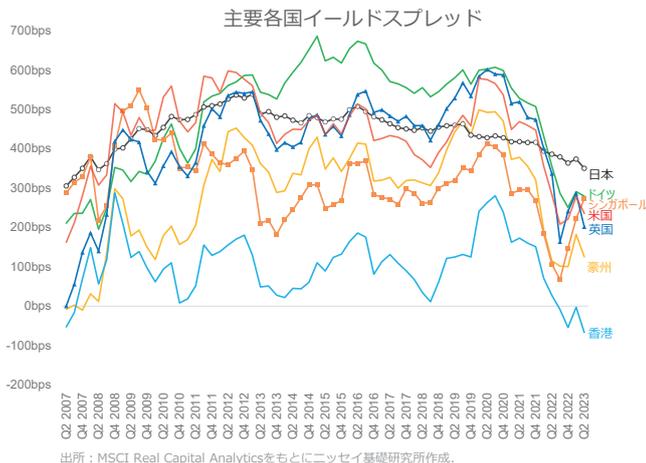
日本の商業用不動産の投資家別取引額



16

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



2022年のテーマ

パンデミック
to
エンデミック



ウクライナ戦争

インフレ加速

金融引締め

2023年のテーマ

インフレ減速？

利上げ終了？

リセッション
浅い or 深い？

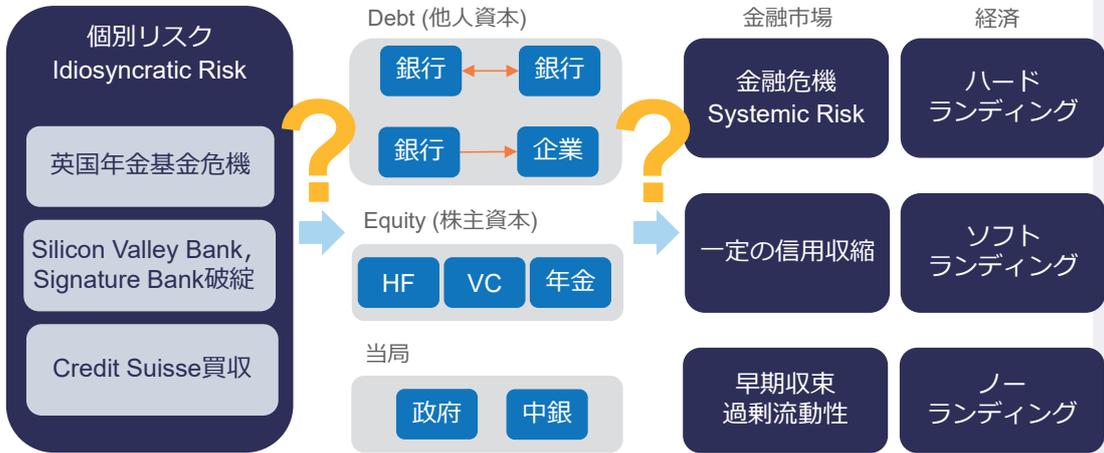
ポストコロナ



金融不安？

不確実性

金融不安は一旦沈静化. 今後の展開や余波は？

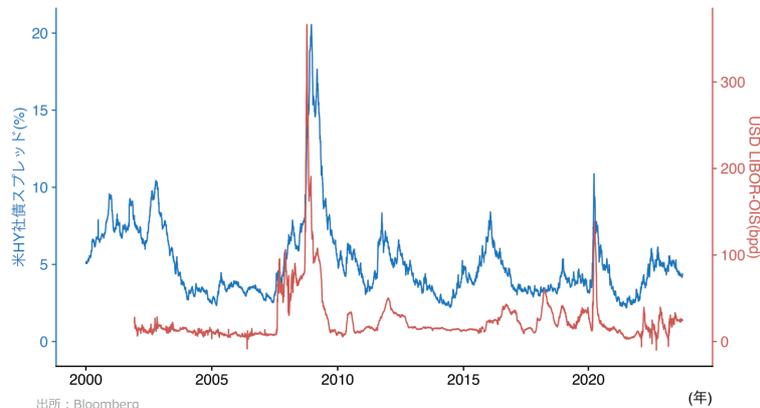


19

金融危機の火種？ 信用市場と流動性市場

- 米HY社債スプレッドは拡大も、依然として安定的な水準
- 米国の資金流動性は一時悪化も、今のところシステミックリスクには至らず

米国の信用市場 vs. 流動性市場
—米HY社債スプレッドと米ドルLIBOR-OISスプレッド—

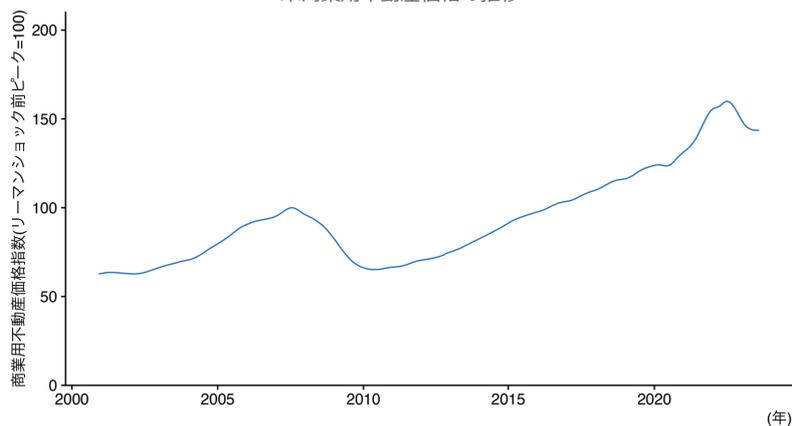


20

米国の商業用不動産市場はコロナ禍前から過熱感

- 米商業用不動産価格は、20年3月にリーマン前ピーク比+24%、22年7月に同ピーク比+61%
- その後、ピークアウトし2023年8月には直近ピーク比▲10%

米商業用不動産価格の推移



出所：MSCI RCA

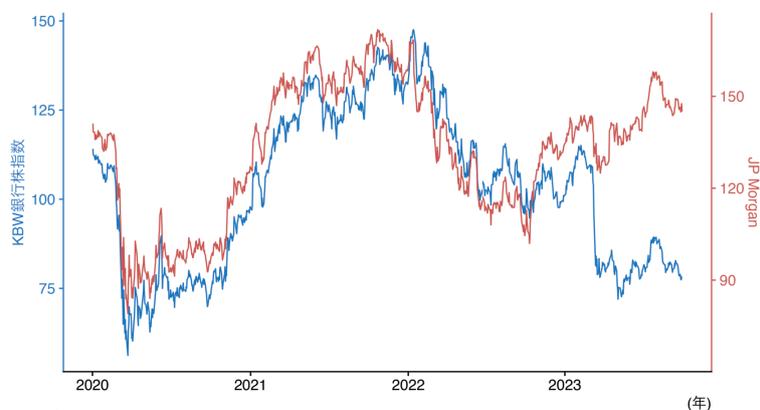
21

米シリコンバレーバンク破綻などの影響は中小銀行に残る

中小銀行を中心とした融資厳格化に注目

米国の銀行株

—中小銀行(KBW銀行株指数) vs. 大手銀行(JP Morgan)—

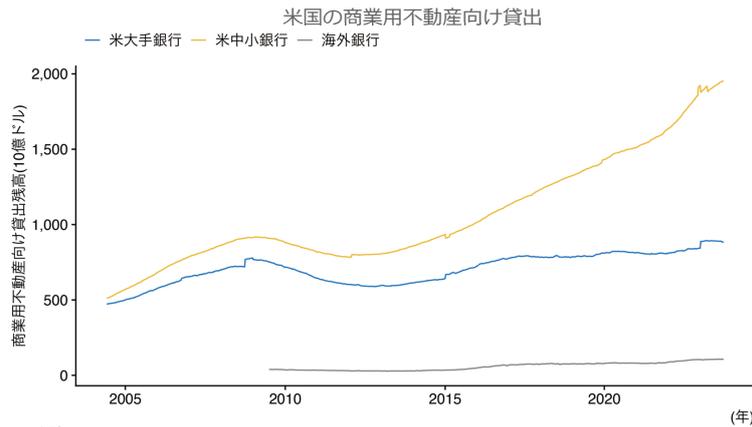


出所：Bloomberg

22

米中小銀行による商業用不動産への貸出減少に懸念

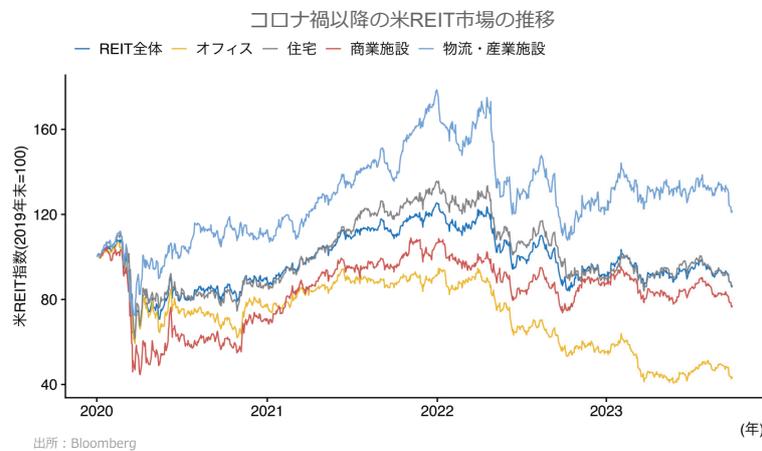
- 米国の商業用不動産の債務残高に占める銀行の割合は39%
- 銀行による商業用不動産向け貸出にしめる中小銀行のシェアは67%
- リーマン後、中小銀行による商業用不動産向け貸出が大幅増 (\$7,840億 → \$1兆9460億)



23

米国ではオフィス市場が苦境に

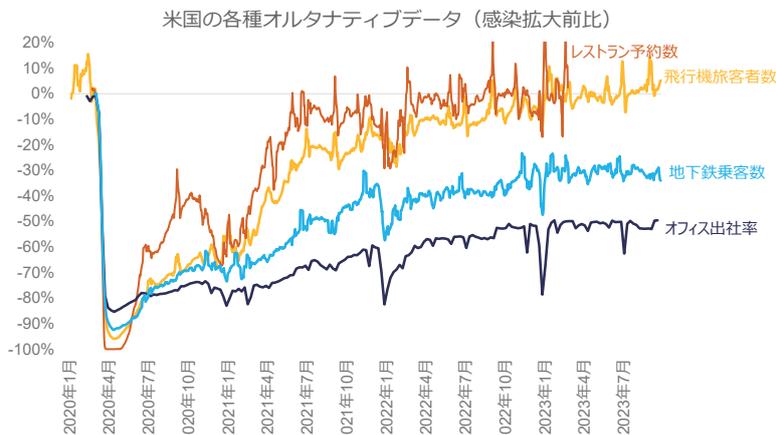
- 米オフィスREITは在宅勤務の拡大を背景に2019年末対比で▲56% (REIT全体は▲13%)
- Green Street商業用不動産価格指数によれば、オフィス価格は直近ピークから▲31%



24

米国ではオフィス回帰の動きが緩慢

飲食や旅行は2021年後半にはすでに回復も、オフィス出社率は依然として50%



注：飛行機旅客数とレストラン予約数，地下鉄乗客数は2019年同期比変化率の日次データを7日移動平均の2019年対比。オフィス出社率は週次データの感染拡大前比。
出所：OpenTable，米国運輸保安庁（TSA），ニューヨーク州，Kastle Systemsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

米国のオフィス出社方針は週3日が主流に？

- ・ 業界内でも出社方針は異なるが，人材確保が容易な企業ほどオフィス派か？
- ・ 一定のオフィス出社を義務付けている企業でも，必ずしもオフィス回帰は進まず

米IT・金融の出社方針と最近の対策

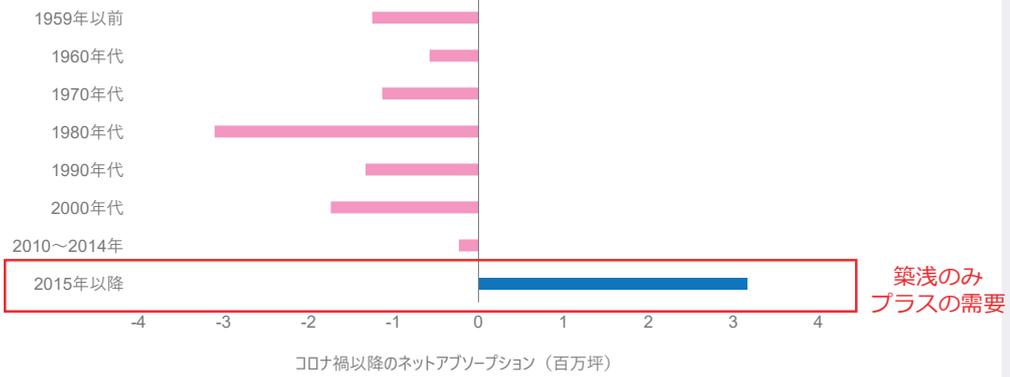
	会社名	出社方針	最近の対策	
IT	Google	最低週3回のオフィス出社義務（2022年4月）	出勤状況を確認し、業績評価に組み込む	オフィス派
	Apple	最低週3日のオフィス出社義務（2022年9月）	出勤状況を確認し、逆らえば解雇との報道も	
	Amazon	最低週3日のオフィス出社義務（2023年5月）	7月には一部従業員に出勤できるよう転居を求める	リモート派
	Facebook	最低週3日のオフィス出社義務（2023年9月）	リモートワークが可能な求人を停止	
	Spotify	"Work From Anywhere"	—	オフィス派
	Airbnb	"Live and Work Anywhere"	—	
金融	Goldman Sachs	週5日オフィス出社方針	徹底の圧力強めるため新たな取り組み	オフィス派
	JP Morgan	最低週3日のオフィス出社義務	マネジングディレクターは毎日出社	
	Citi Group	最低週3日のオフィス出社義務	規則を破れば、給与に影響する可能性と通達	リモート派
	BNPパリバ	2024年まで過半分の在宅勤務を認める	NYや香港、ドイツなどの拠点でオフィス床削減	
	ドイツ銀行	最低週2日のオフィス出社義務	2024年までに主要拠点のオフィス4割削減	

出所：各種報道や各社HPをもとにニッセイ基礎研究所作成

米国オフィスでは”Fly to Quality(質への逃避)”

- オフィス需要は全体として低迷. 築年の浅いオフィスビルに需要が集中
- 社員のオフィス回帰を促すためハード・ソフト両面が重要に→日本も同様になると予想

オフィスビルの竣工年別の新規需要（ネットアブソープション）



注: 新規需要（ネットアブソープション）は、賃貸面積の増減。

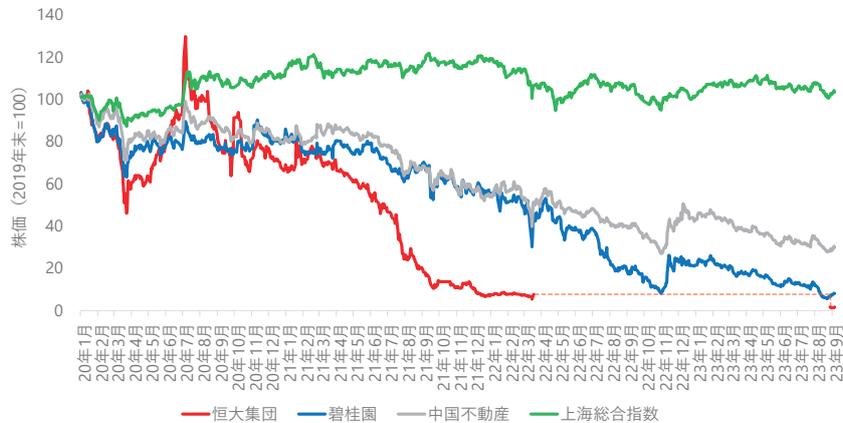
出所: JLL (2023) "U.S. Office Outlook - Cyclical challenges persist but tentative green shoots emerging in second quarter"

27

恒大集団の株価はすでにゼロ近辺

2020年8月の「3つのレッドライン」や2021年1月の不動産貸出量の規制などにより窮地に

中国の不動産株

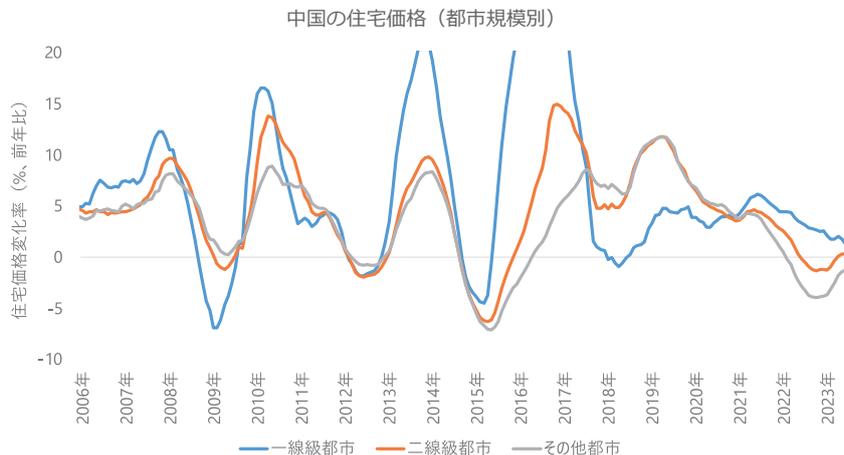


出所: Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

28

中国の住宅価格下落は地方都市でより深刻

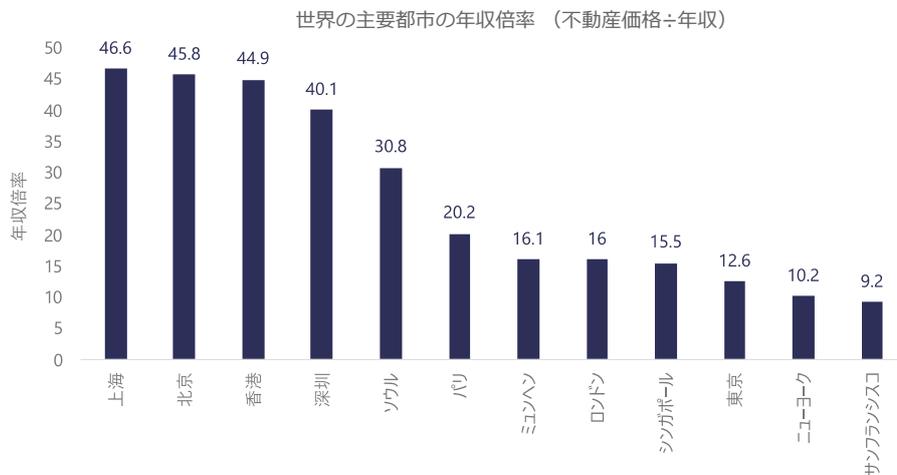
これまで中国の住宅市場は短期的なサイクルを繰り返してきたが、



出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

中国の不動産価格はバブルか？

グリーンズパン元FRB議長が「バブルは弾けてみないとバブルかどうか分からない」

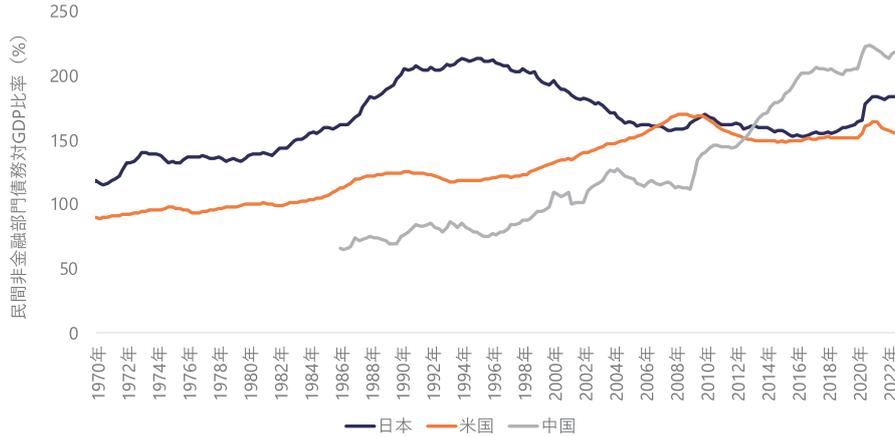


出所：Numbeoのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

中国はバブル期の日本並みに高いレバレッジ

今後ディレバレッジに移行するタイミングはいつか？

民間非金融部門債務対GDP比率

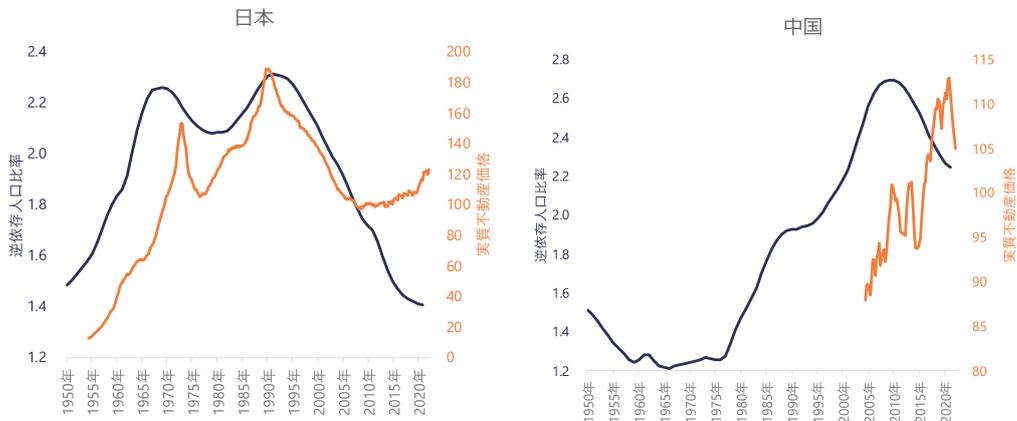


出所：BISのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

中国も人口ボーナスから人口オーナスへ

人口動態の逆風のなか中国の不動産価格はソフトランディングできるのか？

逆依存人口比率（生産年齢人口÷非生産年齢人口）と不動産価格

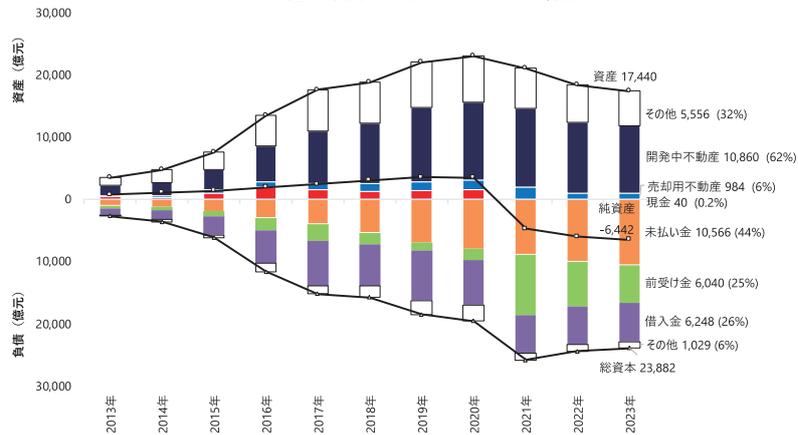


出所：国際連合とBISのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

恒大集団は個人や建築会社などへの負債が大きい

近年、バランスシートが急速に拡大。2021年時点ですでに債務超過

恒大集団のバランスシートの概要



注：2023年は上期データ
出所：Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

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

日本のホテルはコロナ禍前を概ね回復

2023年8月の延べ宿泊者数は2019年同月比▲1.5%，うち日本人▲3.4%，外国人+9.0%

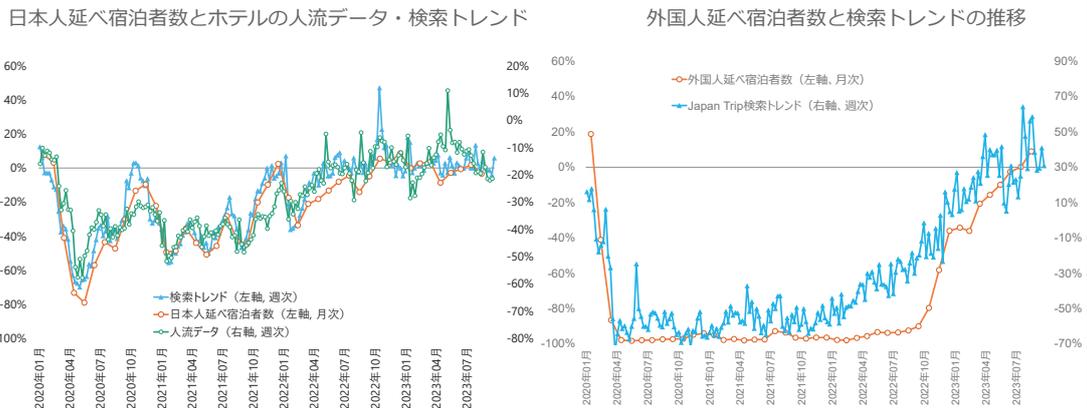


出所：観光庁のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

35

日本の延べ宿泊者数の動向

日本人・外国人ともにコロナ禍前の水準で横ばいの見し



注：人流データは、2020年10月期から2021年3月期のJ-REITの決算資料から308件の国内ホテル所在地を取得し、その中心点から半径30mの推計来訪者数を、クロスロケーションズ「Location AI Platform」から集計した。また、検索トレンドは、米Google社「Google Trends」から「ホテル」の検索回数を取得したもの。

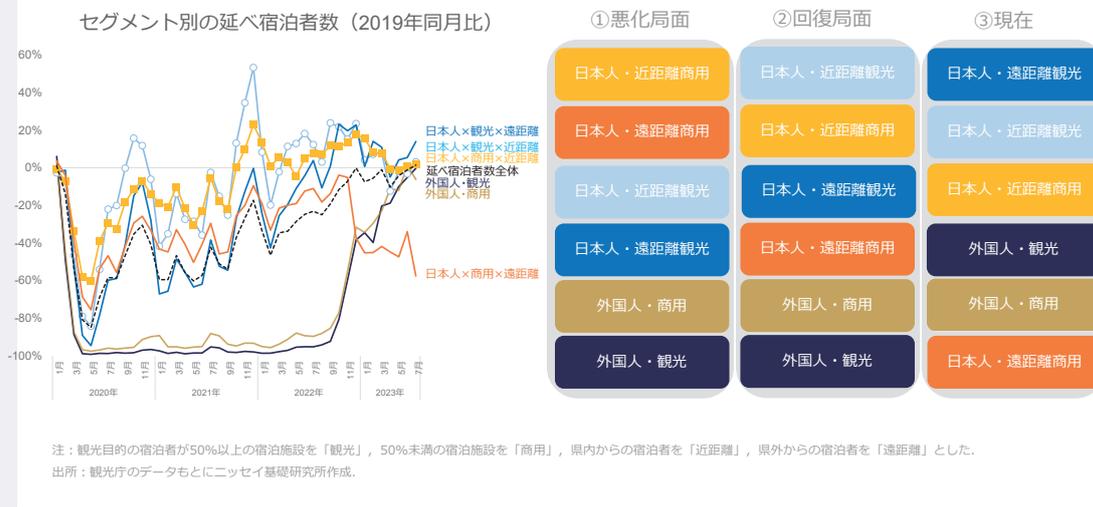
出所：クロスロケーションズ, Google, 観光庁のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

注：検索トレンドは米Google社「Google Trends」から「Japan Trip」の検索回数を取得。

出所：Google, 観光庁のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

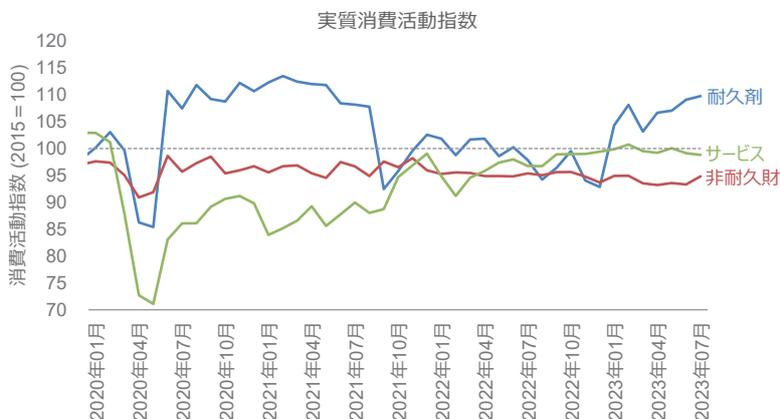
36

悪化局面の商用 vs. 回復局面の観光→コロナ禍の構造的影響？



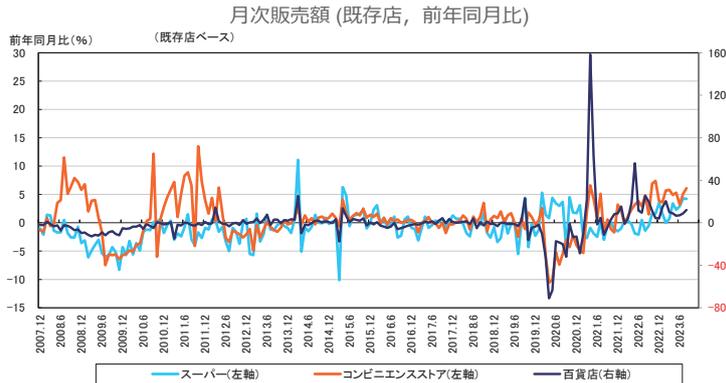
コロナ禍における消費動向

- 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
- ポストコロナへ移行するなか，消費動向は回復傾向も，サービスの特需は発生せず



百貨店など高額消費を中心に回復傾向

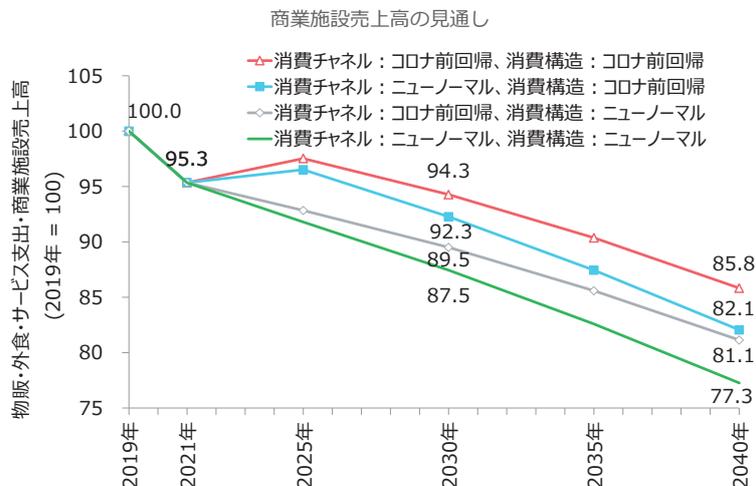
- 2023年8月の小売販売額（既存店，前年同期比）は百貨店が+12.0%，コンビニが+6.1%，スーパーが+4.2%
- ただし，アパレルや飲食系など一部で影響の残る業態も



39

人口動態と消費チャネルの変化による商業施設シナリオ

少子高齢化とEC化の進展による逆風が強まる見通し



40

東京圏の物流施設の空室率は横ばい

- 2023Q2の空室率は、東京圏8.2%(前期比横ばい)、大阪圏3.2%(前期比▲1.4%)となった。両エリアとも新規需要は旺盛も東京圏では新規供給も大きい
- 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



出所：CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成。

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

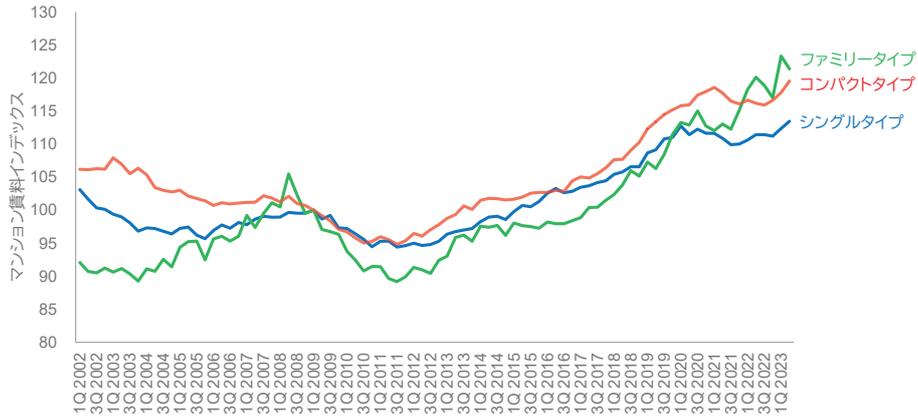


出所：経済産業省

賃貸住宅ではの賃料が過去最高を更新

2023年Q2の賃料(前年同期比)は、シングル+2.0%、コンパクト+3.3%、ファミリー+1.3%

東京23区のマンション賃料

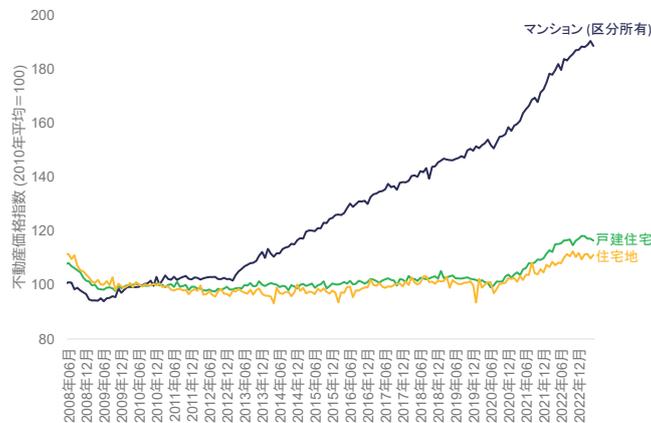


出所：三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム

マンション価格の上昇が続くなか戸建住宅も上昇

- ・ アベノミクス以降、マンション価格は右肩上がりで見られる
- ・ 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

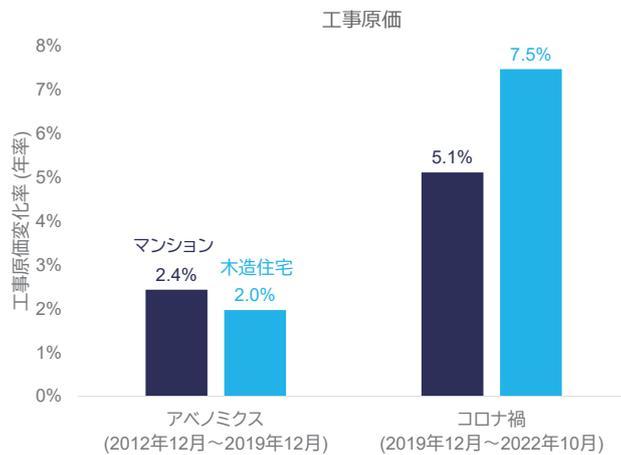
全国の居住用不動産価格



出所：国土交通省

コロナ禍では建築コスト上昇が加速

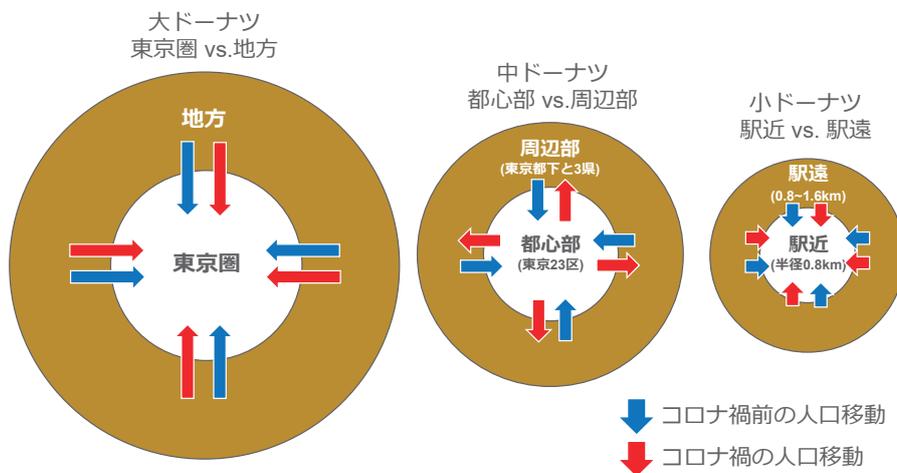
- 円安や原材料高により建築コストが高騰
- アベノミクス期に工事原価は、
マンション:年率+2.4%
木造住宅:年率+2.0%
- コロナ禍で工事原価は、
マンション:年率+5.1%
木造住宅:年率+7.5%



注：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コッセイ基礎研究所作成

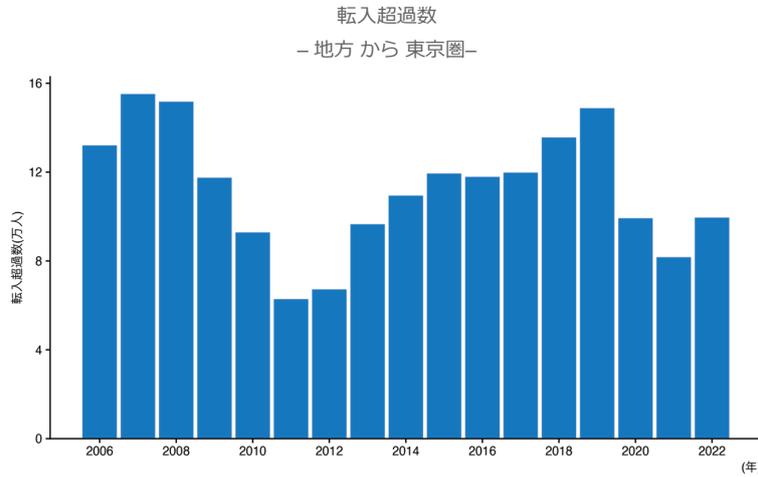
コロナ禍における日本の人口移動を3つのドーナツで読み解く

コロナ禍の3つのドーナツ



大ドーナツ: コロナ禍では東京圏への人口流入が鈍化

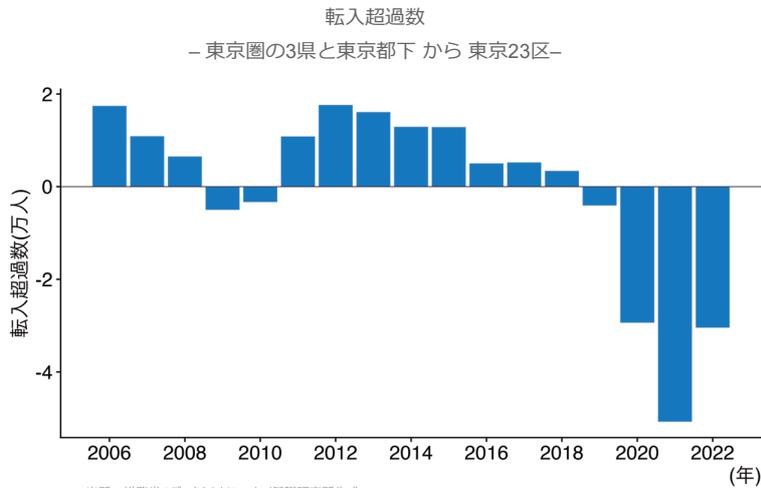
コロナ禍では東京一極集中の逆回転は進まず



47

中ドーナツ: コロナ禍では郊外化が加速

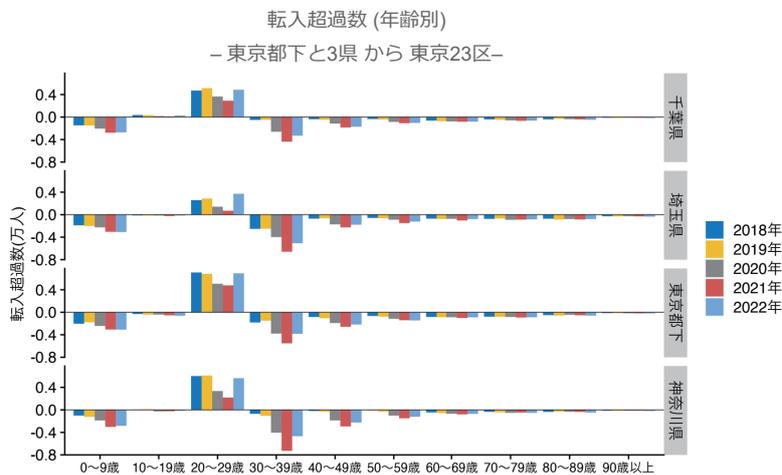
2019年に都心回帰から郊外化へ転換, コロナ禍ではその動きを加速



48

中ドーナツ: 子育て世代の郊外化が特に顕著

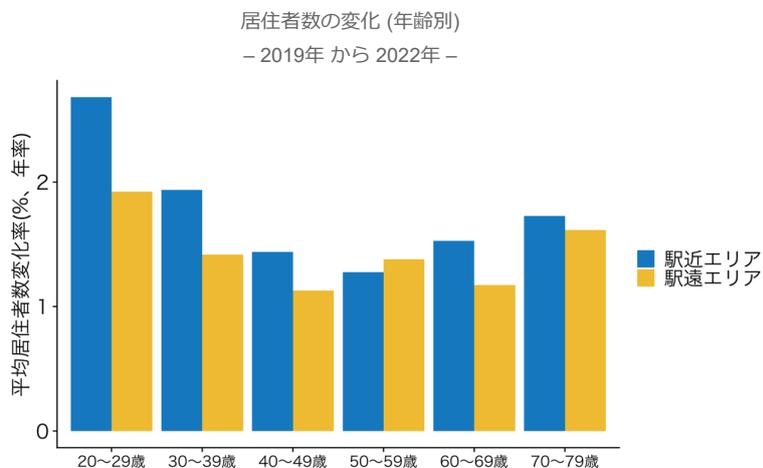
20代の都心部への流入は2022年にコロナ禍前の水準を回復



49

小ドーナツ: コロナ禍でも駅近選好は続く

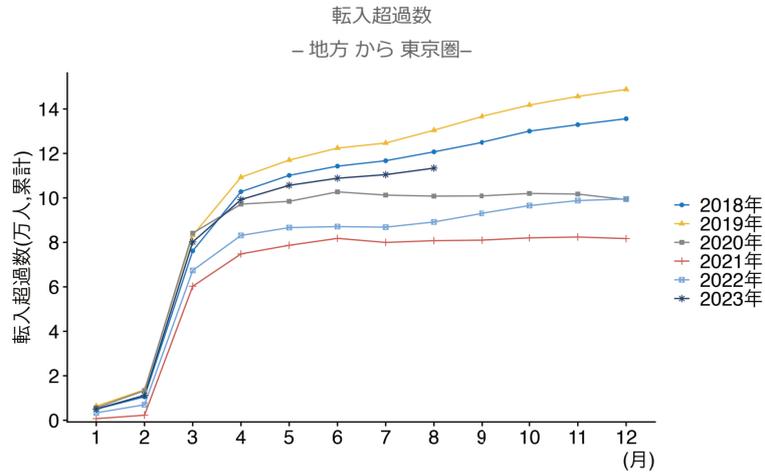
若い世代ほど、駅近エリアの利便性や繁華性を重視する傾向



50

大ドーナツ: 東京一極集中は概ねコロナ禍前の勢いに

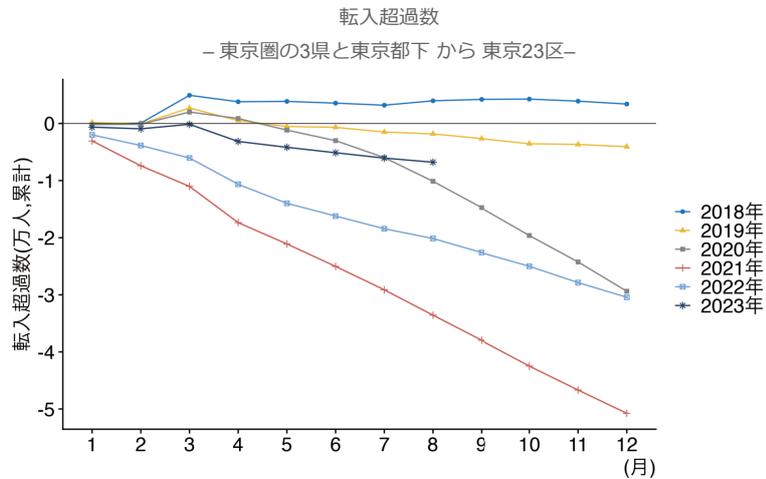
地方から東京圏への転入超過数は2019年には及ばないものの、2018年水準に回復



51

中ドーナツ: 郊外化の反転の兆候はいまだなし

東京23区から東京圏の郊外部への人口流出は2023年も継続



52

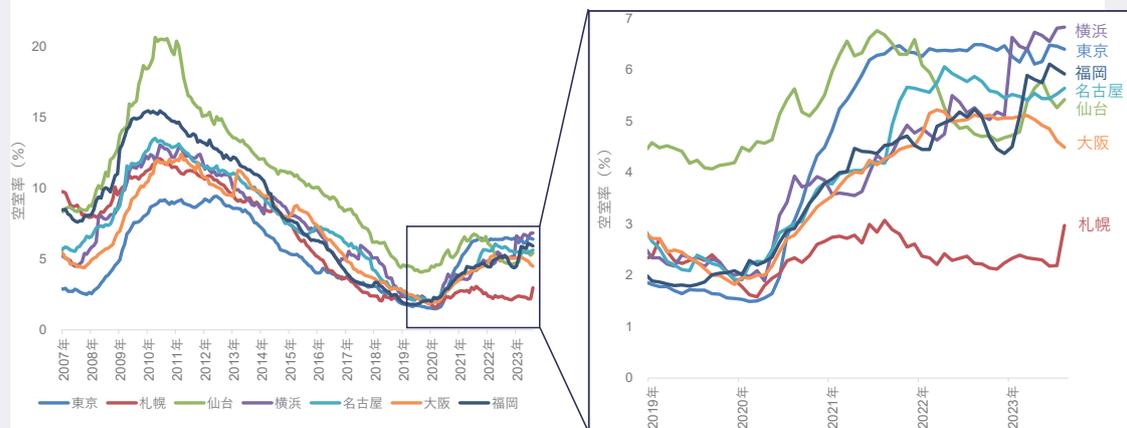
3. オフィス市場：日本も正念場へ 供給による下押し圧力は残るが循環的なプラス要因も

53

コロナ禍における調整はリーマンショックより小幅

供給が少ない札幌や仙台は空室率がほぼ横ばい。なぜ日本は米国ほど市況が悪化しないのか？

日本主要都市の空室率の推移



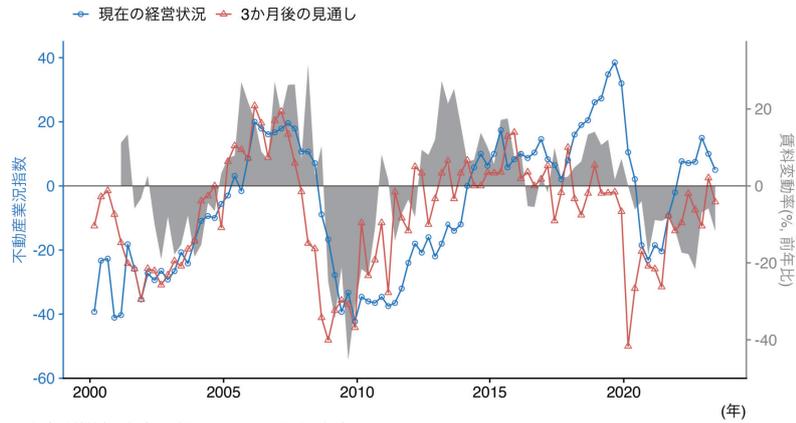
出所：三鬼商事

54

不動産賃貸業の景況感悪化は一服も頭打ち感

2023年7月の空室DIは-5.6（前期6.3），成約賃料DIは0.0（前期0.0）

不動産業況指数 vs. 東京都心部Aクラスビル賃料

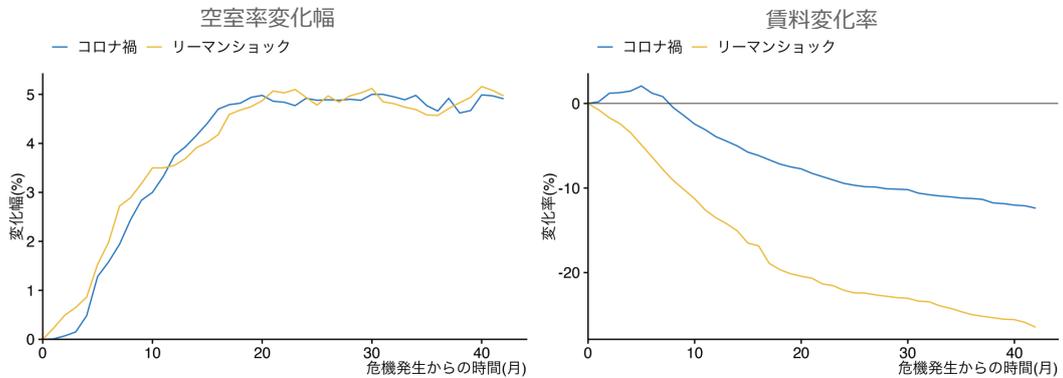


55

コロナ禍では空室率が上昇も賃料下落は相対的に小幅

- 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：リーマンショック +5.0% vs. コロナ危機 +4.9%
賃料変化率：リーマンショック ▲26% vs. コロナ危機 ▲12%

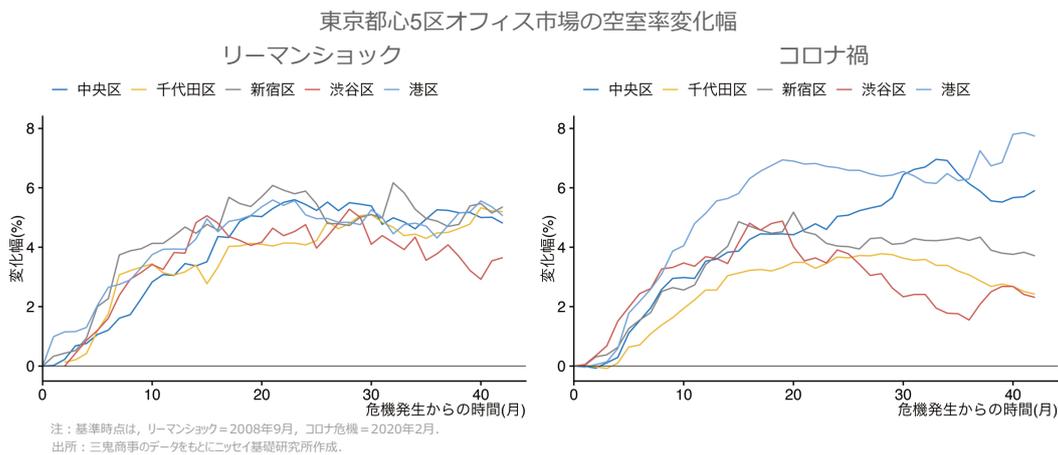
東京都心5区オフィス市場の調整ペースの比較



56

コロナ禍ではエリア間のパフォーマンス格差が大きい

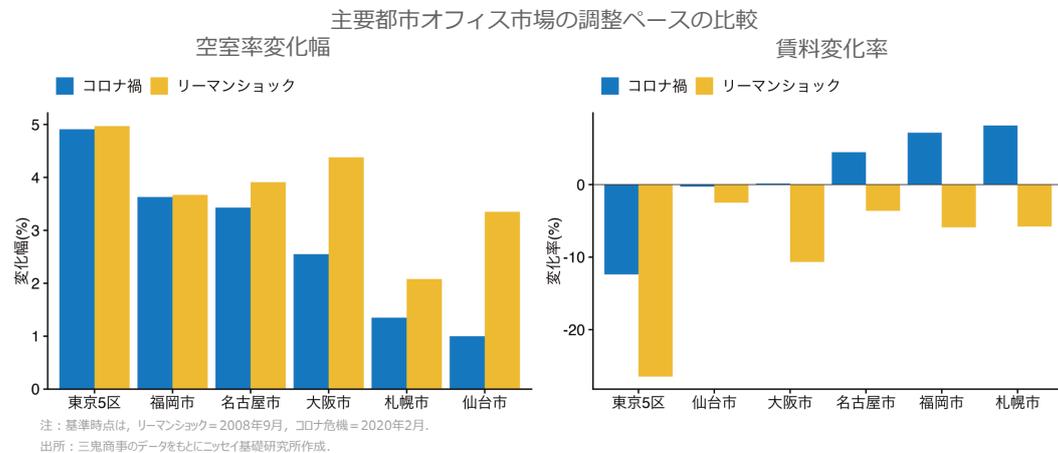
- コロナ禍ではリーマンショック時と異なり空室率のエリア間格差が大きい
- 渋谷区・千代田区は改善傾向も、港区・中央区はまだ明確な改善が見られず



57

コロナ禍では東京以外の主要都市の調整は小幅

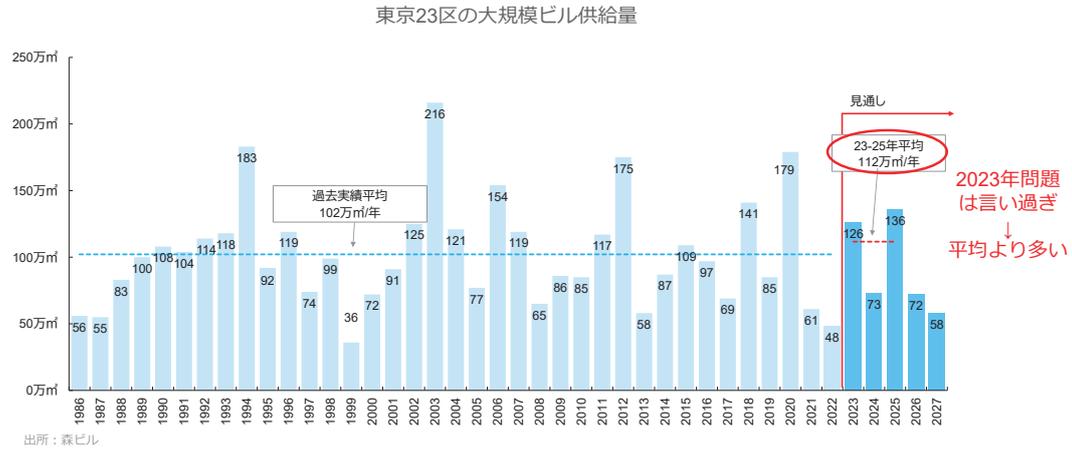
- 供給の多い東京と福岡はリーマンショック並の空室率上昇。その他都市の上昇は相対的に小幅
- 全ての都市で募集賃料の下落はリーマンショックより小幅，依然コロナ禍前を上回る都市も



58

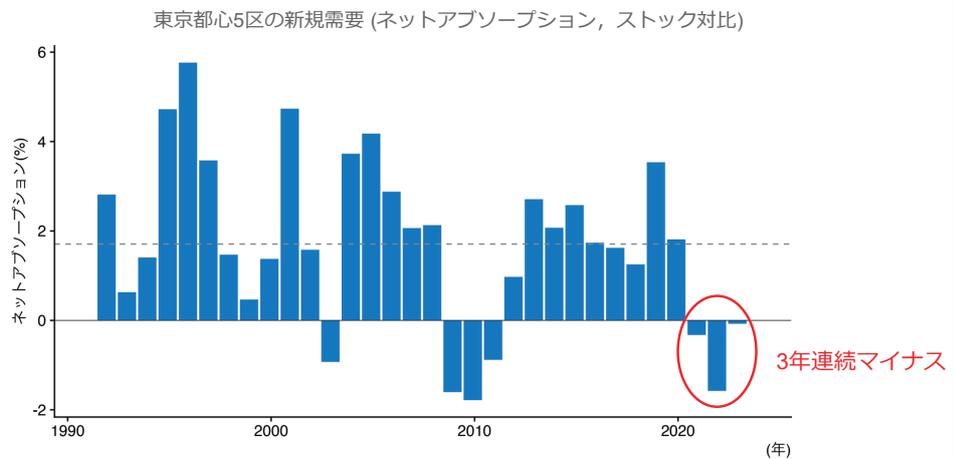
東京では2023年と2025年に新築オフィスビルの供給は増加

オフィス需要は戻るのか？特に、大企業ITや専門ビジネスサービス業、外資系、大企業は？



コロナ禍で落ち込んだオフィス需要の回復は途上

新規需要は2020年～2022年の3年連続でマイナス

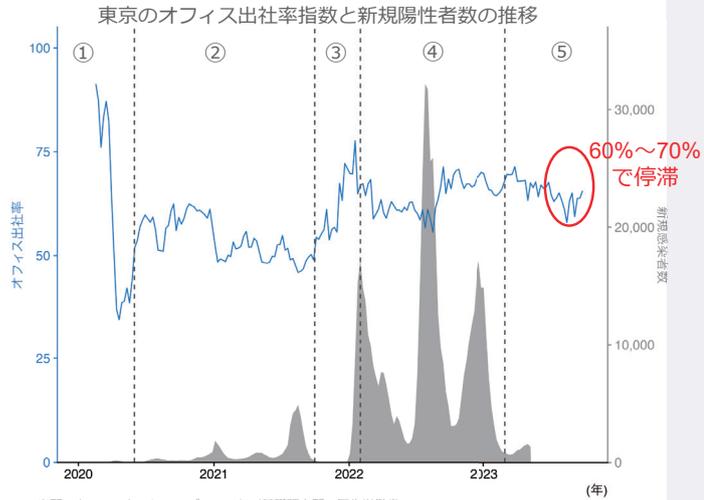


東京のオフィス出勤率は回復も力強さを欠く

携帯位置情報データをもとに、東京都心部16サブマーケットのオフィス出勤率を推計

コロナ禍の東京オフィス出勤率の5局面

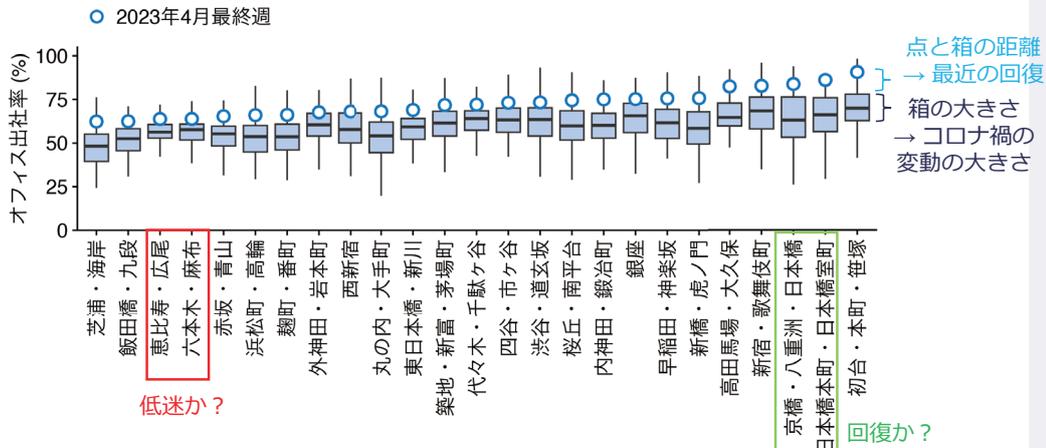
- ① 20/04～20/05: 30%台前半
緊急事態宣言により出勤率急低下
- ② 20/06～21/09: 45%～65%
レンジ内で感染・対策動向により上下
- ③ 21/10～22/01: 70%超へ
ワクチン接種によりオフィス回帰
- ④ 22/02～23/02: 55%～70%
変異株株による出勤率低下
- ⑤ 23/03～: 66%(2023/9/25週)
ポストコロナへ



東京のなかでもエリア間の出勤率の差が大きい

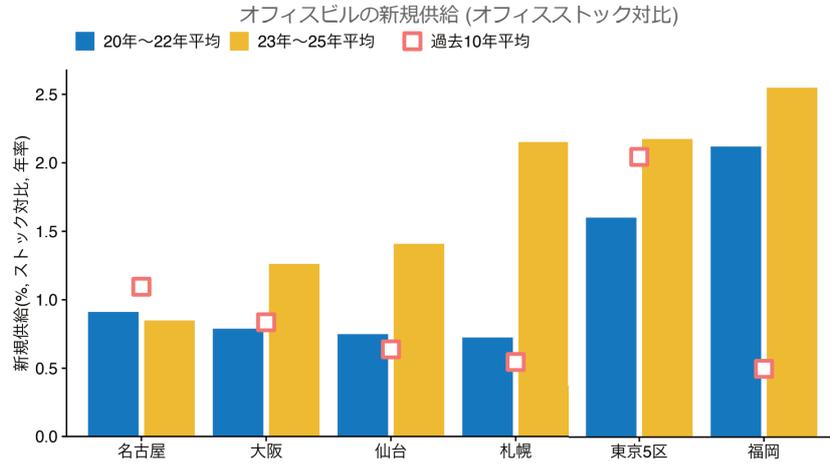
低エリア: 六本木・麻布や恵比寿・広尾 vs. 高エリア: 京橋・八重洲・日本橋や日本橋本町・日本橋室町

東京都心5区のエリア別のオフィス出勤率指数



地方主要都市のオフィス市場はこれから正念場

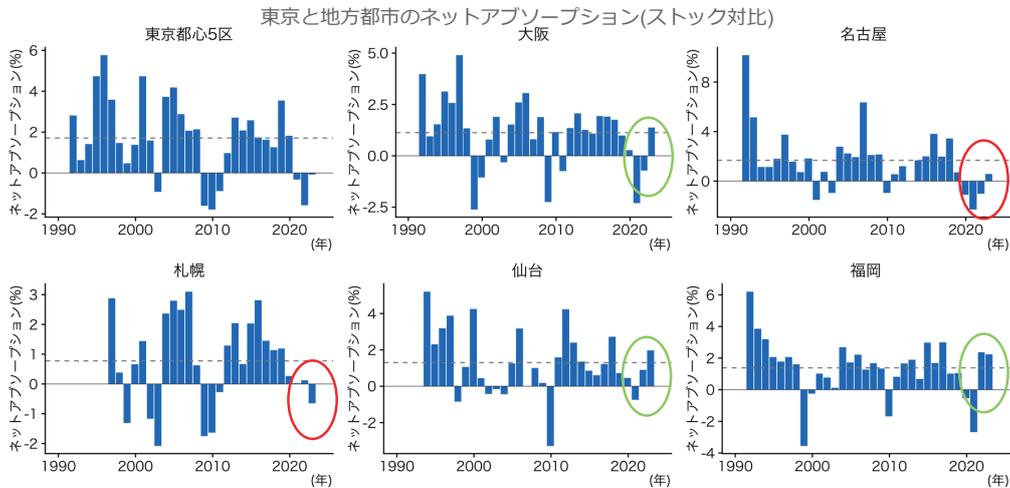
コロナ禍における新規供給は比較的抑制されていたが、今後多くの地方都市で増加



63

オフィス需要が弱いのは地方主要都市も同様

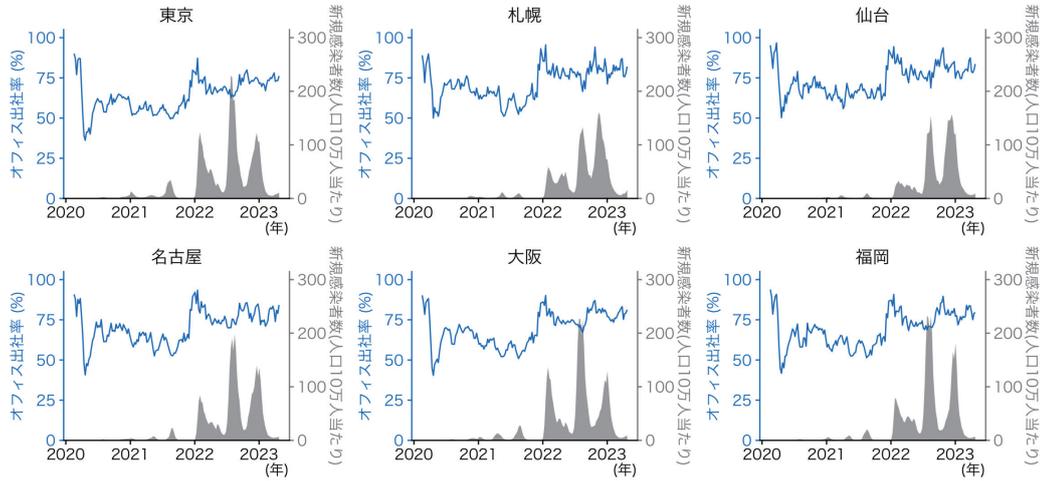
解約は多くないものの、新規需要は頭打ちに。製薬やコールセンター、全国企業で顕著か



64

東京だけでなく地方主要都市でも在宅勤務を活用？

東京と地方主要都市のオフィス出社率

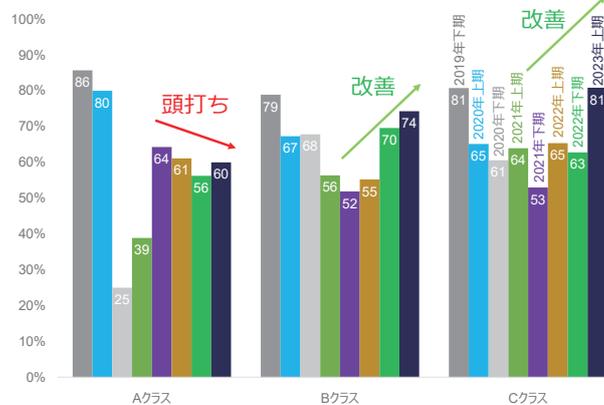


出所：佐久間，松尾，堤（2023）「コロナ禍におけるオフィス出社動向－携帯位置情報データによるオフィス出社率の分析」，基礎研レポート，2023/5/25

新規供給と二次空室の消化への懸念が強まる

- ・ Aクラスビルへの拡張意欲が低下する一方，BクラスやCクラスは上昇
- ・ 中小企業は拡張意欲を強める一方，大企業は集約統合やオフィス床削減など縮小傾向を継続

東京都心部のグレード別のオフィス拡張移転DI

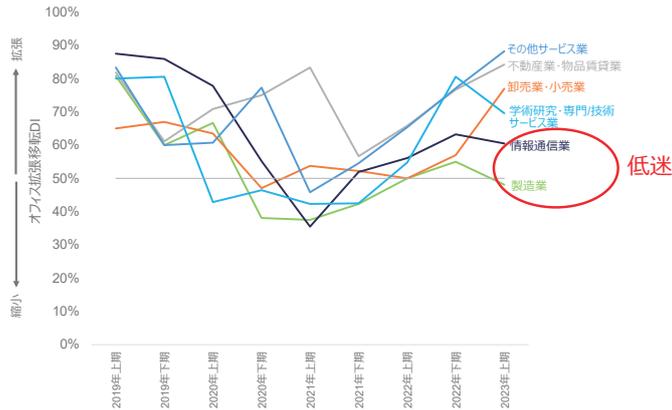


出所：三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

オフィス拡張意欲の回復ペースは業種間で濃淡

- 当初は、在宅勤務との親和性が高い情報通信、専門ビジネスサービス業、製造業で先行して低下
- 主要業種は回復傾向にあり、特に内需型が強いが、情報通信業と製造業の動きが鈍い

主要業種のオフィス拡張移転DIの推移（東京圏）



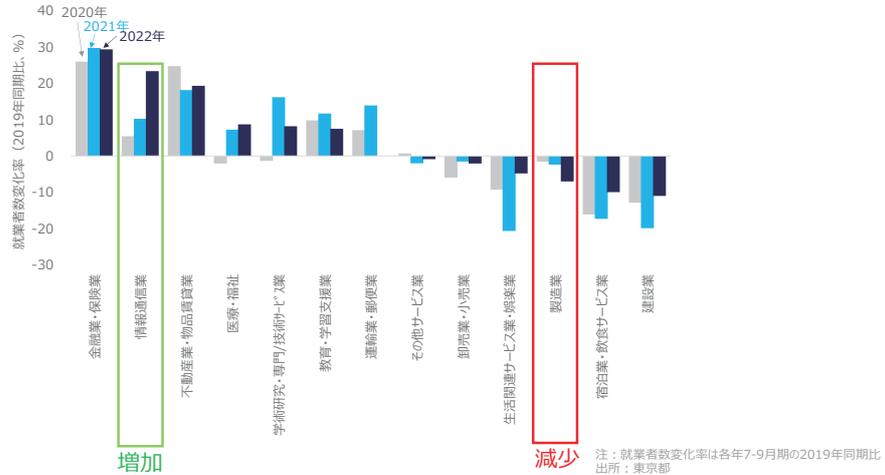
出所：三菱エステート・リサーチ基礎研究所

67

情報通信業はテレワークによりオフィス床面積拡大を抑制？

製造業は就業者数が減少する一方、情報通信業は大幅に増加

東京都の産業別の就業者数（2019年同期比）

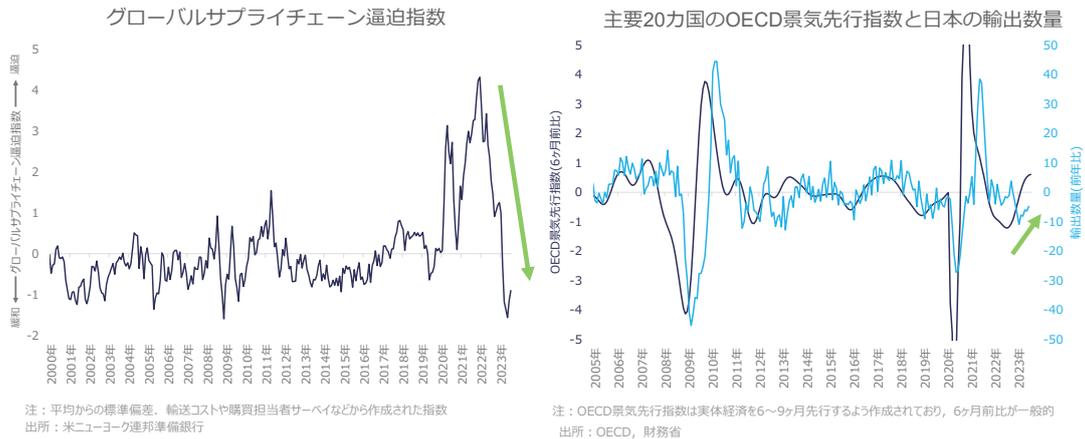


注：就業者数変化率は各年7-9月期の2019年同期比
出所：東京都

68

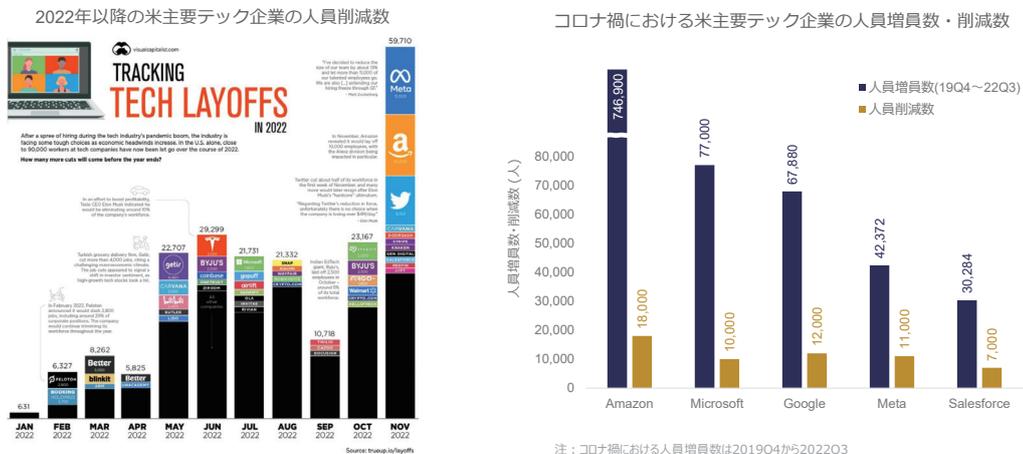
製造業を取り巻く環境も好転することを期待

コロナ禍による供給制約が解消するなか、グローバル景気は改善傾向



賃料負担力の高い外資系のオフィス需要が停滞

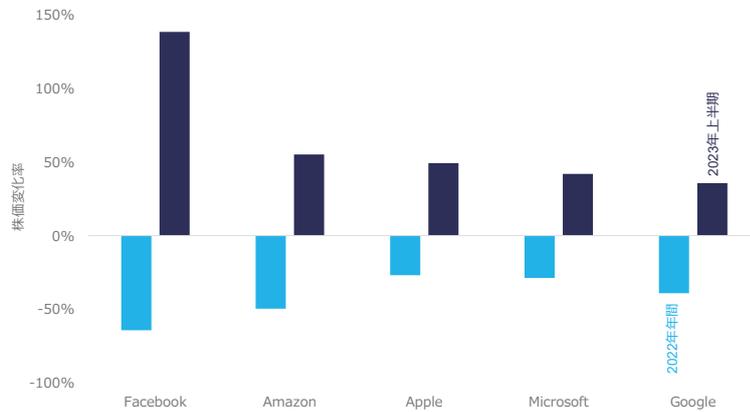
米雇用全体への影響は限定的だが、外資系企業の東京オフィス需要には不透明感



情報通信業の景況感は改善しつつある

在宅勤務の普及に伴う影響は未だ不透明要因として残るが、いつ頃、拡張傾向が強まるか？

GAFAMの株価変化率（2022年年間・2023年上期）

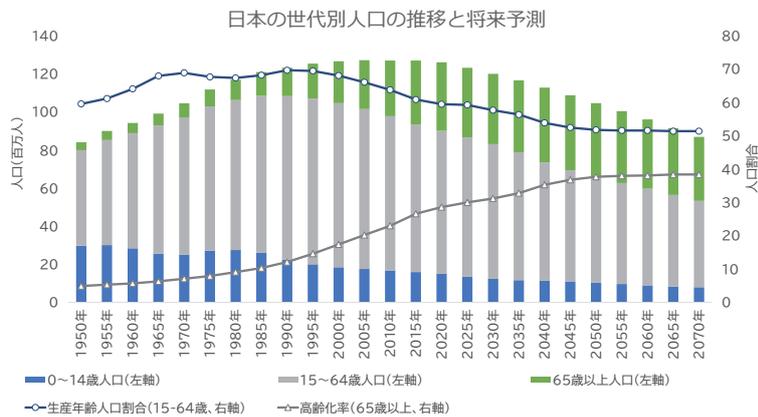


注：Googleは親会社アルファベットが上場しており、Facebookはメタ・プラットフォームズに社名変更
出所：Bloomberg

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

少子高齢化の影響が増大することが予想される

- 日本の人口は2020年の1億2615万人から2070年に8700万人に減少する見通し
- 65歳以上人口割合は2020年の28.6%から2070年に38.7%に上昇



注：2020年までは実績、2025年からは予測
 出所：総務省統計局「国勢調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）：出生中位・死亡中位推計」

東京のオフィスストックは就業者数と共に増加してきた

いつコップから水が溢れるのか？

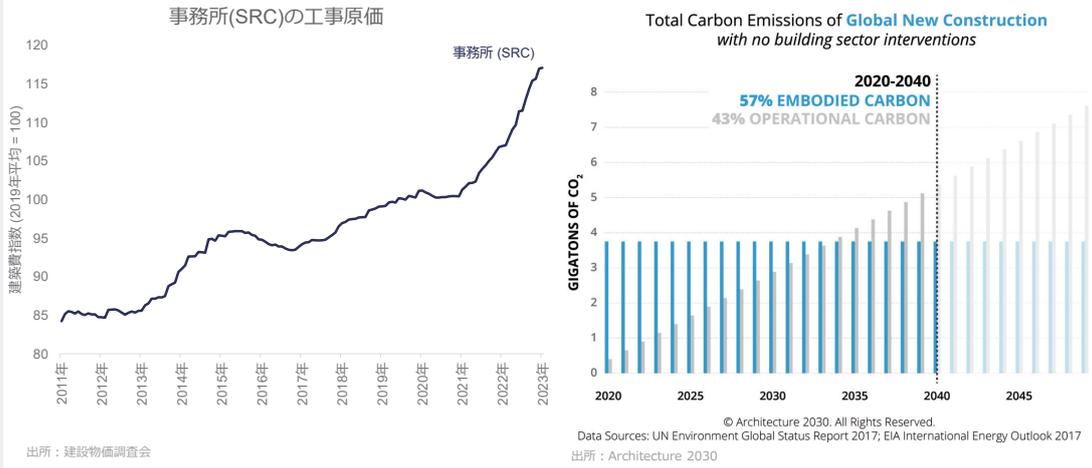
東京のオフィスストックと就業者数, 日本の経済成長



出所：三鬼商事, 内閣府経済社会総合研究所, 東京都

オフィスビルの供給は抑制されるのか？

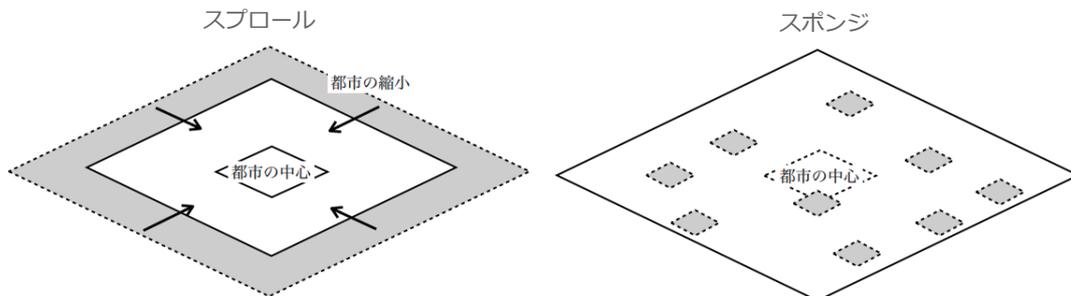
金利上昇に加え、建築コストの上昇やESGが新規供給の抑制要因に



75

人口減少による都市のスポンジ化がもたらす不動産の格差拡大

- 人口の拡大期にはスプロールするが、縮小期にはスポンジ化する (饗庭 東京都立大教授)
- スポンジ化はランダムに、そしてゆっくりと進行する

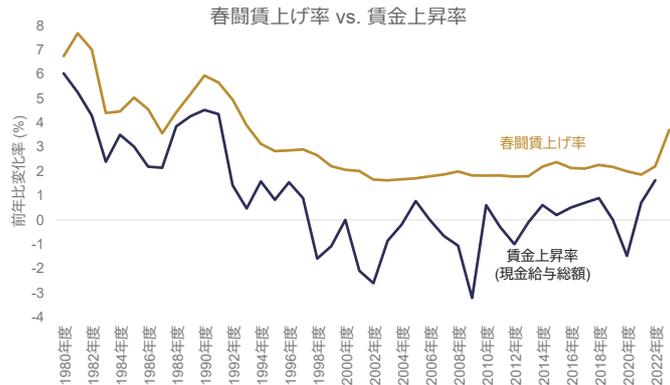


出所: 国土交通所「第2回都市計画基本問題小委員会 (2017年3月3日) 懇談委員資料」

76

物価目標の達成に必要な賃金上昇率3%を維持できるか？

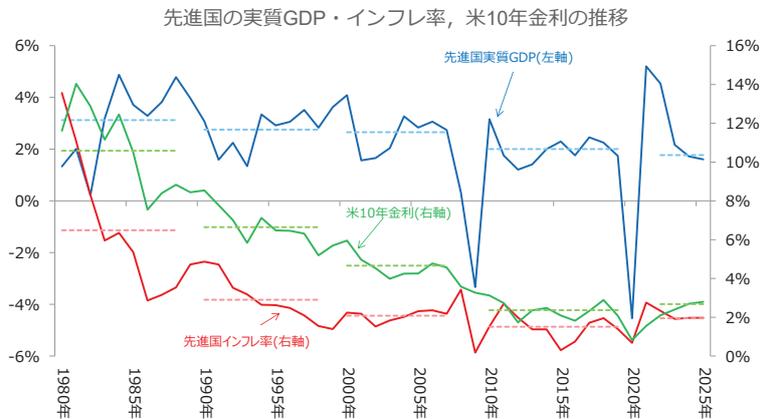
- 2023年の春闘賃上げ率は3.6%と1994年(3.1%)以来の高水準
- 春闘賃上げ率 = ベースアップ + 定期昇給 (1.7%~1.8%程度)



注：2023年は連合の「2023春季生活闘争 第4回回答集計結果」。現金給与総額は、1990年までは30人以上、1991年以降は5人以上の事業所。2022年度は4月から11月の前年同期比
出所：厚生労働省，連合

コロナ禍前のテーマ：長期停滞論

- 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
- 3低: 低成長，低インフレ，低金利

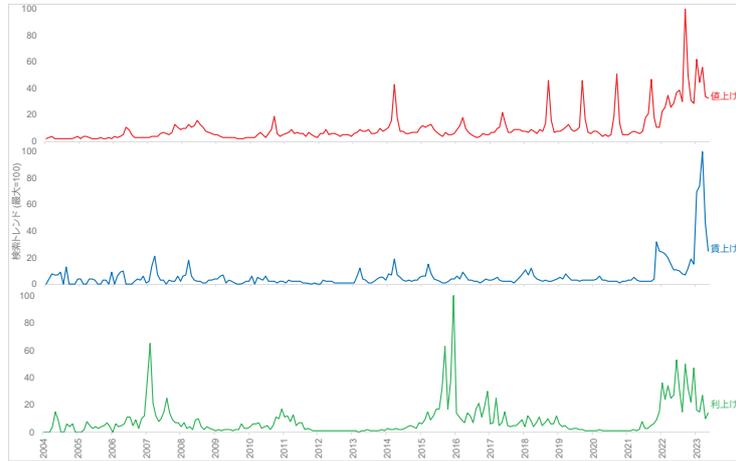


注：2022年以降の先進国実質GDPとインフレ率はIMF予測，米10年利回りはニッセイ基礎研究所予測
出所：IMF，Bloomberg，ニッセイ基礎研究所

長期停滞論が終焉。3低 (Three Lows)から3上 (Three Hikes)へ？

- 日本においてもインフレの機運が高まる。3上 (値上げ, 賃上げ, 利上げ) へ転換できるか？

検索トレンド「値上げ」・「賃上げ」・「利上げ」



出所：Google

79

1969年 世界初クォーツ式腕時計
 セイコー クォーツアストロン35SQ
 定価45万円（大卒初任給3.4万円）

時計業界の電子化により
 時計のコモデティ化が進む

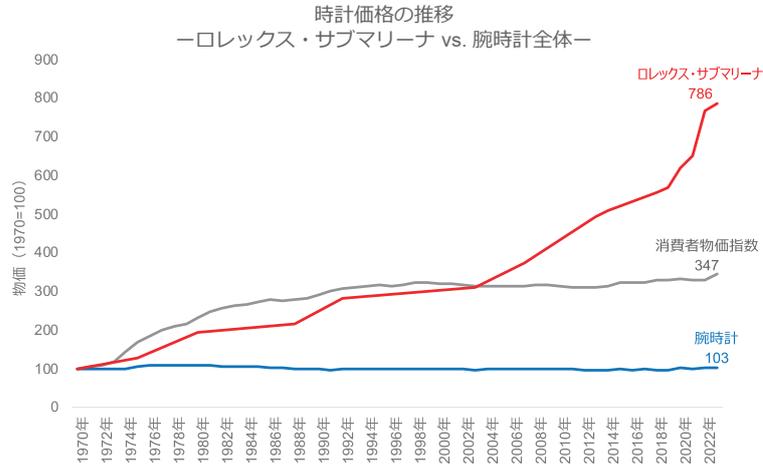


出所：筆者撮影 @セイコーミュージアム銀座, 2023年6月29日

80

技術進歩により距離の概念が希薄になったら？

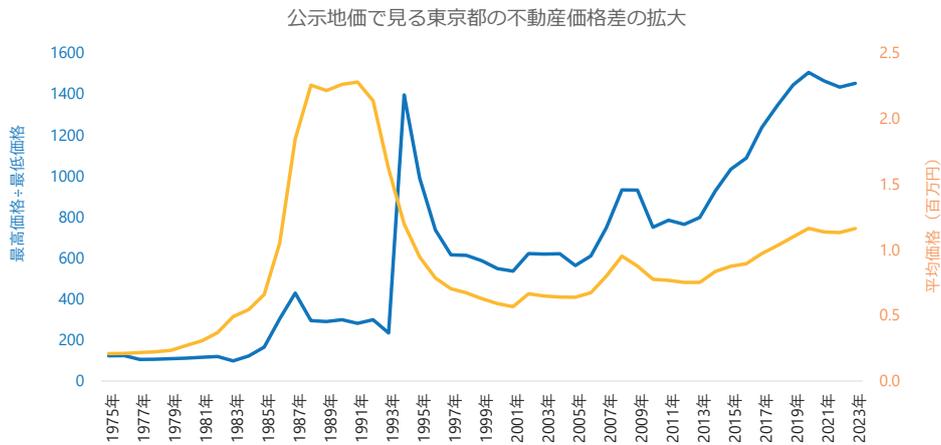
不動産のコモディティ化が進んだ先は？ストーリーや意味を如何に持たせるか？



注：ロレックスサブマリーナの価格データのない都市は線形補間
出所：総務省統計局, EVANCE Blog「ロレックス 過去の定価を調べてみました。」 <https://evance.co.jp/company/blog/18365>

不動産のコモディティ化はすでに進んでいる？

東京都における住宅価格の二極化が進展



注：最高価格と最低価格は、東京都の市区町村別・用途別の平均価格の最高と最低
出所：国土交通省

まとめ

1. 日本の不動産市場は、底堅い経済状況に加え、相対的に健全な不動産ファンダメンタルズが下支え。
2. 海外の不動産市場調整リスク、金融不安から金融危機に発展するリスクが依然としてあり、楽観できない。
3. オフィス市場では、テレワークの影響によりオフィス需要が力強さを欠くなか、新規供給が増加することで需給が軟化すると予想。今後は地方主要都市も注視。
4. コロナ禍の構造的な影響がいよいよ顕在化へ。特に住宅市場で注目されるのは、東京圏における郊外化である。その背景には都心部の住宅価格高騰の影響もあり、一定程度継続する可能性
5. 3低から3上へのレジームシフトが実現できるか？