講演録

第 222 回定期講演会 講演録 日時: 令和6年10月17日(木) (Zoom によるオンライン開催)

「不動産市場の最新動向 ~物価と金利の上昇による市場の変化~ |

株式会社二ッセイ基礎研究所 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でございます。本 目は、お忙しい中セミナーにご参加いただきまし て誠にありがとうございます。私はニッセイ基礎 研究所という日本生命グループのシンクタンクで、 不動産市場、不動産投資について、日々、研究して いる者でございます。

本日は、最近の不動産市場の動向につきまして、 四つに分けてお話を差し上げます。はじめにマク 口経済や金融市場に関するテーマについて概観し、 次に不動産賃貸市場、そして不動産売買市場につ いて述べ、最後に今後の注目点として、金利やイン フレの動向が不動産市場にどう影響を及ぼすのか について触れたいと考えております。

1. 経済動向: 利下げに転じた米国 vs. 利上げに 動く日本

コロナ禍が明けてから、すでに 1 年半ほど経過 しました。私を含め多くのアナリストは、新型コロ ナウイルス感染症の5類移行があった2023年5月 を、コロナ禍の終了と位置付けています。コロナ禍 の最中は、この長いトンネルが抜けた先は、もっと 明るい世界になるだろうと予想していた方も多か ったのではないでしょうか。ところが、蓋を開けて みると、依然として、経済・金融市場・不動産市場 の先行きは不透明であり、いまだに高い不確実性 を抱えているように思われます。ちなみに、2ペー ジ目の右側の画像は、国境の長いトンネルを抜け るシーンを ChatGPT に描いてもらったものです。 コロナ禍前の5年前の時点では、生成AIがこれほ ど普及するということも予想できませんでした。

このようなテクノロジーの急速な進歩も不確実性 の要因の一つです。

不透明感の背景として、より重要な要因として は、第一に、コロナ禍という前代未聞の大きなイベ ントをどのように総括して、その後遺症のような ものがどれほど残るのかが、まだ明確にわからな いという点が挙げられます。二つ目には、日米欧を はじめとした各国がコロナ禍において実施した大 規模金融緩和からの脱却が、これまた前例のない ものであります。特にアメリカでは、急速な利上げ を行ったことで、商業用不動産市場が大きなダメ ージを被りました。また、日本においても、失われ た30年がいよいよ終わり、金利が存在する世界に 戻りつつありますが、そうした大きな政策変更は 常に不確実性を伴います。

今後特に注視したいのは、アメリカなどで金融 危機のような状況が起きる可能性があるのかどう かという点です。というのも、日本国内の経済は底 堅く推移しており、景気後退に陥る状況がメイン シナリオになるとは考えにくいのですが、リスク シナリオとして金融危機がグローバルに発生する 可能性があり、その影響が日本にも波及するリス クを引き続き見極める必要があると考えています。

実際、アメリカでは、急速な利上げによって、一 部の地方銀行や中小銀行が経営不安に陥りました。 23 年 3 月 10 日にはシリコンバレーバンク (SVB) が破綻し、24年1月末にはニューヨークコミュニ ティバンコープ (NYCB) が赤字決算を発表していま す。

ただし、SVB と NYCB の経営不安の原因や特徴は

やや異なります。まず SVB の場合、いびつな預金構造と未熟な金利リスクの管理が挙げられます。 SVB は、コロナ禍で預金が急増し、負債の規模が約3倍に膨れ上がりました。 コロナ禍ということもありすぐに貸出を増やすこともできず、その預金を長期債券に投資したため、2022 年以降の FRB の急速な利上げによって巨額の含み損を抱えました。そして、預金構造が大口に偏っていたこともあり、懸念を抱いた預金者が一斉に預金を引き出した結果、毎秒約100万ドルものペースで預金が流出し、最後は資金繰り倒産という形になりました。

一方で、NYCB の状況は異なり、不動産市況の悪 化が原因です。NYCB の資産構成を見ると、全体の 約5割を不動産向け貸出が占めており、その大半 が賃貸住宅向けのローンでした。また、その半分を NY Rent-Regulated と呼ばれる、家賃規制下の物件 が占めていました。アメリカは、日本と比べものに ならないぐらい格差が拡大しており、住宅をある 程度安い賃料で提供することが重要な政治課題と なっております。アフォーダブル住宅という言葉 を聞かれたことのある方も多いと思います。ニュ ーヨークでは、一部の賃貸住宅については、賃料が 上げられないという規制がございました。しかし、 この家賃規制が1997年に緩和され、一定の条件の もとでは賃料を上げられるようになりました。そ こで発生した賃料ギャップを埋めにいく戦略をも とに投資ファンドなどからの資金が結構流入しま した。しかし、2019年に再び賃料規制が厳格化さ れて、賃料を上げられなくなってしまったため、こ れらの賃貸住宅の価格が急落しました。そして、融 資をしていた NYCB は貸倒引当金を積み増すことを 強いられ、赤字決算となったのです。このように SVB の場合は、偏った預金構造と未熟な金利リスク コントロールでしたが、NYCB は特定の不動産市場 が業績悪化につながったという点で異なった性質 を持ちます。

NYCB の赤字決算の報道が出た後、商業用不動産向けのエクスポージャーが大きい中小銀行ほど株価が大きく下落し、マーケットの懸念が高まる傾向が見られました。平均すると、中小銀行のポートフォリオの約3割を商業用不動産向け貸出が占めているため、この問題が深刻化すると、金融システム全体の不安につながりかねません。また、商業不動産市場においても、中小銀行は貸し手として非常に重要であり、彼らが経営を健全化するために

貸し渋りや貸しはがしに動けば、商業用不動産がさらに値下がりする懸念が高まったわけです。

アメリカの商業用不動産価格の動向を見ると、 直近のピークである 2022 年前半から約 2 割下落し ました。しかし、足元では FRB の利下げサイクルへ の転換によって、商業用不動産全体では、価格が前 月比でプラスになるなど、底入れの兆しを見せて います。

ただし、オフィスについては、金利上昇だけでは なく、在宅勤務の逆風もあったため、価格が4割弱 下落し、苦境が続いています。オフィスストックの 過剰を解消するために、住宅へコンバージョンす るといった動きがしばしば話題に上がります。特 にニューヨークのマンハッタンの中でも、ウォー ルストリートのあるダウンタウンは、オフィス需 要が弱いため、そういったプロジェクトがいくつ か見られます。しかし、実際には法的な規制などに より、大胆なリノベーションが必要になったりし ます。例えば、12ページの右側に示したオフィス ビルは現在、住宅へのコンバージョンが進められ ています。ただし、ニューヨークでは、住宅では各 居室に窓が必要という規制があるので、真ん中の 部分をくりぬいてドーナツ状にすることで、コン バージョンしているものです。このように、多大な コストがかかるため、収支が見合う物件は、まだそ こまで多くないというのが現状です。そのため、話 題としては面白いものの、市場回復の起爆剤とし ては力不足のところがあります。

商業用不動産向け貸出の延滞率に関して言えば、世界金融危機ほどの急激な上昇には至っていませんが、じわじわ上昇しています。ただし、データによっては比較的早いペースでの上昇を示すものもあるので、留意が必要です。一方で、商業用不動産向けの貸出態度は、FRBの急速な利上げによって悪化しましたが、ここにきて多少緩和傾向になっています。24年から25年にかけては借り換えが集中しますので、このロールオーバーがどれほど円滑に進むかは、不動産市場にとって引き続き大きな焦点になるでしょう。

もっとも、多くの専門家は米国が金融危機に至るとまでは見ていません。商業用不動産は困難に 直面し、オフィスはとりわけ厳しい状況にあるも のの、それ以外のセクターは、利下げの影響もあっ て底入れへの兆しを見せています。また、世界金融 危機時のように居住用不動産が崩れるというシナ

リオには至っていない点が大きいと思います。世 界金融危機時は、サブプライムローンバブルに端 を発して、居住用不動産価格が先行して下落して、 商業用不動産価格が追随する形でした。一方、今回 は商業用不動産価格が下落して、居住用不動産も 調整局面を迎えるかと思われました。しかし、住宅 ローン金利が急激に上昇したことで、買い替えを しようとすると、住宅ローン金利も低金利のもの から高金利のものに借り換える必要があり、それ を嫌がった所有者が売り渋り、中古住宅の供給が 絞られた結果、居住用不動産価格は高値圏で推移 し、明確な下落には至りませんでした。また、居住 用不動産の市場規模は商業用不動産の 2 倍以上あ ります。このように、より大きなマーケットが崩れ なかったこともあって、現在、金融危機シナリオが 主流になるには至っていません。

次に、FRB の動向についてお話をします。英Economist 誌が「Why the Federal Reserve has gambled on a big interest-rate cut」と題した記事を書いたように、9月のFOMCでの50ベーシスの利下げは大胆な政策決定だったと言えます。確かに FOMC 直前に50ベーシス利下げの観測報道もあって、前日や当日には、6割ぐらいの方が50ベーシスの利下げ予想に傾いていましたが、FOMCの1週間前ぐらいまでは、6~7割の専門家が25ベーシスの利下げを予想していました。このような経緯があったにせよ、当局にとっては思い切った判断だったと思います。

FOMC 参加者の金利見通しを示すドットチャートを見ると、2024年中、残る2回のFOMCで50ベーシスの追加利下げ、そして2025年には100ベーシスの利下げが見込まれており、2026年には3%前後で打ち止めになるという予想が示されております。

このような当局者の見通しに対して、市場はよりアグレッシブな利下げを見込んできました。しかし、足もとでは雇用統計の堅調さなどを受け、おおむね FOMC メンバーの見通しに、市場の織り込みも収束する形になってきました。FRB はデュアルマンデートと言われるように、インフレの安定と雇用の最大化という二つの政策目標を持っています。まず、インフレ面では、各種物価指数に沈静化の傾向が見られます。先行性のある生産者物価指数(PPI)を見ると、2022年に2桁台の急激なインフレになりましたが、足もとではかなり落ち着いて

きました。また、消費者物価指数 (CPI)、そしてその基調的な動向を示すコア CPI や刈り込み平均はいずれも安定化傾向にあります。

FRB が重視するインフレ指標であるコア PCE デフレーターについて、サンフランシスコ連銀が需要要因なのか供給要因なのか分解したものを見ると、FRB が 2022 年の春先から利上げを始めて、その影響が 2023 年ぐらいからは徐々に顕在化して、需要起因のインフレが現在は落ち着きつつあることがわかります。FRB はこれをもって、彼らの金融政策が奏功していることを説明しているわけです。

また、雇用についても、過熱感がなくなり、景気後退懸念が高まりつつあります。非農業部門雇用者数の3カ月移動平均を見ると、直近18.6万人と、第1四半期の26.7万人から減速傾向が強まっています。また最近、サームルールという指標もよく聞かれるようになりました。これは失業率の過去3カ月平均と、過去12カ月の失業率の最低値を比較して、この差が0.5を上回ってくると、今後、景気後退になることを示すというものです。そして、サームルールによると、現在は景気後退シグナルが点灯しています。

去年や一昨年の時点では、米国経済はハードランディングするのか、それともソフトランディングするのかという議論が盛んにされていました。つまり、FRBの利上げが急速だったこともあり、景気後退に陥ることは確定路線で、その程度が議論の的でした。しかし、実体経済は意外にも底堅く推移しております。特に消費が底堅く、8月の小売売上高は前年比プラス2.1%、変動の大きいものを除いたコアは4%前後と、依然として強いです。ただし、その背景として挙げられていた可処分所得の伸びは、今後、雇用市場の沈静化によって減速することが想定されますので、消費の力強さも徐々に後退していくことが予想されます。

米国経済が想像以上に底堅く推移する中、ソフトランディングなのか、もしくはノーランディング、つまり景気後退が発生しないという状況になってきました。ただし、金融危機のリスクについては、引き続き注視する必要があると考えています。というのも、金融危機は利上げ開始時ではなく、利上げが終わって休止期や利下げ局面に入ったときに起きやすいという経験則があります。例えば、リーマンショックをはじめ、過去の大きな経済危機は、まさに金利が天井を打ってからしばらく経っ

たタイミングで顕在化することが多かったのです。 SVB や NYCB の問題が起きた時期も、すでに利上げ サイクルの終盤に差し掛かったときでした。

最近、私が最も金融危機に陥る蓋然性が高いと 思ったのが、SVBショックのときでした。

というのも、通常、金融市場は経済合理性をもと に動きます。しかし、金融危機は、正常な経済合理 性ではなく、不安や恐怖が支配するマーケットに なったときに起きます。SVB ショックでは、クレデ ィ・スイスが UBS に買収された局面でも見られた ように、恐怖が恐怖を呼ぶマーケットになりまし た。クレディ・スイス、世界的な金融システムの安 定上、重要な金融機関で、リーマンショック以降、 構造的な課題には悩まされていたものの、この局 面において、破綻に至るような状況ではなかった と認識しております。しかし、株式市場では売りが 売りを呼ぶ展開になって、どうしようもなくなっ てしまった。結果として、当局が非常に迅速な対応 を取り、UBSとの買収に至ったため、金融危機に至 ることはありませんでしたが、多くの市場関係者 が肝を冷やしたイベントとなりました。最近は、リ ーマンショックの経験もあり、英国年金基金危機 や NYCB ショックのときも同様に、当局が比較的迅 速に対応し、銀行間の資金繰りが滞り、金融市場が 目詰まりすることは回避されています。実際、アメ リカの社債のデリバティブに織り込まれたリスク プレミアムを示す CDS スプレッドを見ると、2015 年から 16 年のチャイナショックや 2020 年以降の コロナ禍、2023年の SVB ショックと比較しても、 現在は安定的に推移しておりますので、少なくと も現段階ではハードランディングを強く織り込む 向きはそれほど多くありません。

次に、日本に話を移しますと、想定以上に底堅い成長が続いており、アメリカなど外的なリスクの顕在化がなければ、今後も緩やかな回復基調が続くと見込まれています。弊社では日本の実質 GDP 成長率が 2024 年度 0.7%、25 年度も 1.1%と、潜在成長率の 1%弱と、概ね同水準かやや上回る推移を予想しております。

やはり注目されるのが、インフレ動向です。2023年の春闘賃上げ率は3.6%と、1994年以来の水準と話題になりました。そして、2024年はそれをさらに上回る5.1%と、91年以来の高水準になりました。来年の春闘については、昨日、連合が5%を上回る賃上げを要求するとの報道があるなど、失

われた30年がいよいよ終わりを遂げました。

現状、名目賃金の上昇よりも、インフレの方が上回っていて、実質賃金がマイナスとなっていることが課題です。しかし、今後は賃上げの影響もより顕在化し、インフレも落ち着きを見せることが予想されることから、今年の後半以降、実質賃金がプラスに転じる見通しです。それにより、不動産市場においても商業施設やホテルなどのセクターにポジティブなインパクトが出てくると期待しております。

日本銀行の金融政策については、緩やかな利上 げパスが市場では織り込まれています。10年債利 回りは2022年の終わりから上昇を始めました。と いうのも、2022年12月に黒田総裁が在任時の日本 銀行がイールドカーブコントロール (YCC) を一部 見直し、長期金利の上限を修正したからです。また、 その後も段階的な見直しなどを経て、2024年3月 にいよいよ全体の枠組みを見直し、無担保コール レート・オーバーナイト物を操作目標とする、「普 通」の金融政策に戻しました。そして、7月は、政 策金利を 0.25%引き上げました。エコノミストの 予想によると、来年の春先までにもう一回 0.25% の利上げを実施して、来年から再来年にかけて 0.5%から 0.75%ぐらいまで引き上げる見通しで す。また、10年債利回りについては、1.5%を少し 上回るあたりまで上昇する見通しです。これはリ ーマンショック前の 1.5~2%に比べると、まだ低 い水準にとどまることを表します。つまり、方向は 金利上昇方向だが、水準はやや緩和的な状況が続 くというのが今後の見通しだと考えております。 いずれにせよ、ゼロ金利やマイナス金利が終焉を 迎え、金利のある世界に緩やかながらも回帰しつ つあると言えます。

2. 不動産賃貸市場の動向: 堅調なホテルや回復基調のオフィス

不動産賃貸市場の動向を見ると、昨年以降、ホテルが非常に堅調であるにことに加えて、オフィスについても回復傾向になってきました。

はじめに、コア不動産、つまり比較的インカムが 安定している優良な不動産のトータルリターンを 比較すると、コロナ禍においては、ホテルや商業施 設など人流に依存するセクターが大きくダメージ を被った一方、EC の加速により成長ストーリーが 描けた物流施設は堅調で、ディフェンシブな住宅 についても、底堅く推移しました。しかし、昨年は、 日本がコロナ禍から脱却する中、ホテルが力強く 回復する一方、オフィスが相対的にアンダーパフ オームしているという状況になりました。ただし、 相対的に見ると弱いオフィスですが、絶対値とし ては回復基調にある点にご留意ください。それで は、現在パフォーマンスが良い順にセクター毎に 見ていきたいと思います。

まず、ホテルについては、インバウンド需要が大きく伸びています。今年の1月から9月のインバウンドの消費額が、既に2023年全体を上回ったことが、昨日報じられておりました。また、1月から8月までの訪日外客数は、2,400万人と、過去最高を記録しました。このペースが続けば、2024年は3,600万人と通年でも過去最高を更新する見込みです。2030年の政府目標である6000万人に届くかはまだ見通せませんが、今後も海外からの訪日需要は増加が期待され、ホテルセクターの成長も予想されます。

日本の延べ宿泊者数は、2023 年にコロナ禍前とほぼ同水準まで回復しました。昨年時点で、私はもう少し回復には時間がかかるだろうと予想しておりました。というのも、2022 年の終わりには、全体の7割近くを占める日本人の宿泊者数がすでにコロナ禍前の水準を回復し、後はインバウンド次第でした。コロナ禍前は中国からの渡航者がインバウンドの中で最も多かったですが、5類移行し水際対策を緩和した2023年5月時点では、中国人からの団体旅行について一部で規制が残っており、回復が遅れることが予想されたためです。しかし、実際にはその他の国々からの観光客が押し寄せたことにより、2023年の終わりには、外国人の宿泊者数がコロナ禍前を3割から4割上回る水準に増加するという力強い回復を見せました。

ただし、細かくセグメントを見ていくと、コロナ 禍の傷跡が残るところもあります。例えば、日本人 の比較的遠距離のビジネス利用は大幅に減少した 後、回復が弱い状況が続いています。また、日本人 観光客は実質所得の伸び悩みにより宿泊需要が勢 いに欠く状況です。ホテルの宿泊料金は、インフレ や旺盛なインバウンド需要もあって上昇しており、 所得や物価を大幅に上回るペースで上昇している ケースも多く、ホテル代が高くなったという印象 を持たれた方も少なくないと思います。

また、コロナ禍前と比較して、稼働率よりも宿泊

単価を重視する傾向が強まりました。国内のホテルの稼働率は、コロナ禍前の 9 割程度までしか回復していないにもかかわらず、ADR(宿泊単価)はコロナ禍前を優に上回る水準まで上昇しているため、RevPAR(販売可能客室数あたり客室売上)はコロナ禍前を 3 割から 4 割ほど上振れているのが現状です。人手不足が原因で客室をすべて稼働できないホテルが一部あることも、稼働率が伸び悩む原因です。そのような中でも、インバウンドやインフレの恩恵もあって、客室単価を大幅に伸ばせています。

また、供給要因も後押し材料です。コロナ禍前は、 訪日外国人数が右肩上がりに増え、それにあわせ てホテルの新規供給も大幅に拡大しました。しか し、コロナ禍で一時的に供給がストップし、現在は 建築コストが高騰していることもあり、思うよう に供給が増えていません。

また中長期的に見ても、ホテル市場は有望なセクターだと予想しています。世界を見渡すと、1人当たり実質GDPが増加し、国が豊かになるほど、海外旅行へ行く人が増える傾向にあります。日本に近い東アジアの国々は、まだ相対的に所得が低く、海外旅行に行く人も少ないのですが、今後、経済が成長するにつれ、海外旅行者が増え、日本のホテル市場は恩恵を受けることになると見込んでいます。

次に、物流施設は、コロナ禍で唯一、成長セクタ ーと見られる時期がありました。コロナ禍では EC 化が加速し、2020年にはEC化率が前年から+1.3% と、過去最大の変化幅を記録しました。そして、物 流施設の需要が大幅に拡大するとの期待が高まり ました。しかし、2021年以降はEC 化率の伸びが鈍 化し、2023年はコロナ禍前より遅いペースとなり ました。加えて新規供給が増加したこともあり、首 都圏の物流施設の空室率は 10%近くまで上昇しま した。ただし、エリア差が顕著で、首都圏では、圏 央道などのエリアで空室が目立つ一方、国道 16 号 以内は比較的底堅い需要を保っています。拡大ペ ースは一時より鈍ったものの、EC 化は今後も進み、 物流施設への需要が増加する中、建築コストの上 昇などにより新規供給量が減少することが予想さ れるため、空室率は緩やかながら低下するという のが見込まれております。

賃貸住宅は、コロナ禍で小幅に調整した程度で、 比較的早期に反発し、現在の賃料はシングル・コン パクト・ファミリーいずれのタイプでも過去最高 水準まで上昇しています。コロナ禍前と比較する と、在宅勤務によって、より広い部屋が欲しいとい うニーズが高まったことや、分譲住宅の価格高騰 によりマイホームの取得が難しくなっていること が影響し、広い面積のファミリータイプが特に需 給がタイトになっています。

また、コロナ禍では在宅勤務が可能になったこ とで、高いコストを払って東京に住む必要がなく なり、例えば軽井沢や熱海、はたまた沖縄などの地 方に住んで、東京の会社に勤務できるようになる のではないかとの期待が高まりました。これによ り、日本の課題として挙げられる東京一極集中を 是正できるのではないかとの声もありました。し かし、コロナ禍中においても、東京一極集中が逆転 するところまではいかず、地方から東京圏(1都3 県) への人口流入が減速したに過ぎません。また、 2024 年に入るころには 2019 年レベルまで人口流 入ペースがほぼ戻っており、東京一極集中の動き はコロナ禍前の勢いを回復しました。

ただし、東京圏内の人口移動を見ると、コロナ禍 で加速した郊外化の動きが現在も残っています。 東京圏について、東京23区を都心部、それ以外を 郊外部とした場合、実は2019年から都心部から郊 外部への人口流出が始まっていました。当時から 住宅価格の高騰が進んでおり、家族が増えて広い 住宅が必要になった場合に、郊外部に引っ越す動 きが強まっていました。コロナ禍では在宅勤務が 可能になったことで、その動きが加速し、現在もわ ずかながら継続しています。

商業施設は、コロナ禍で大きな強弱が見られま した。在宅勤務などによる特需が発生した耐久財 は堅調に推移し、生活必需品などの非耐久財は底 堅く推移した一方で、3密回避を求められる中、旅 行や外食などのサービス消費は大きなダメージを 被りました。そのため、コロナ禍が終われば、リベ ンジ消費によりサービス消費が急回復することが 期待されたものの、数値を見る限りそのような消 費は見られませんでした。また、非耐久財について も、足元では実質所得がマイナスで推移している 影響もあって、やや弱い状況です。なお、耐久財に ついては、2024年以降、大きく上下しております が、これは自動車の不正問題による影響です。

ただし、インバウンドや富裕層の高額消費は強 く、百貨店は2桁台の成長を記録するなど、一部の セグメントは力強い伸びを示しています。また、コ ンビニに関しては、在宅勤務の影響によりオフィ ス街の店舗が苦戦しておりましたが、売上が徐々 に回復しつつあります。他にも、衣料品店は、コロ ナ禍以降、在宅勤務の拡大もあり服装もカジュア ル化したことで、スーツなどが売れなくなり、低価 格化するなど、従来とは異なる需要構造に変化し ています。また飲食店についても、ランチやディナ 一の需要は戻ってきているものの、飲み会の二次 会需要は戻らない状況が続くなど、構造変化が見 られます。

最後、オフィスを見ると、想定以上の強さを示し ています。コロナ禍でオフィス市場は調整局面を 迎え、東京都心5区の空室率は1.5%から6.5%ま で上昇しました。2018年から20年の新規供給は概 ね埋まった状況でコロナ禍を迎えたものの、その 二次空室が顕在化したことで、空室率が上昇しま した。2021年と22年は、供給がほとんどなかった ため、オフィス需要が力強さを欠く中でも、空室率 は 6.5%前後で横ばいとなりました。2023 年は再 び供給が増えたため、空室率が上昇すると予想さ れましたが、実際にはこの一年で6.5%から6.0% に低下しました。その後も空室率の低下基調が続 き、現在は4.8%程度になりました。もともと今年 完成予定だったビルが一部翌年に持ち越された影 響もあります。ただし、来年は新規供給が増加しま す。そのため、今後、空室率のさらなる低下が続く かは楽観できませんが、想定以上にオフィス需要 が強いことが明らかになりました。

オフィス需要と供給の動きを見ると、一般的に 新築オフィスが供給されると、ペントアップディ マンドが喚起され、オフィス需要が増加する傾向 があります。2023年はまさにそのような動きでし た。一方で、2024年は供給が減少したにもかかわ らず、オフィス需要が底堅く推移しているのが、特 筆すべき点です。

なぜここまでオフィス需要が強いのでしょうか。 コロナ禍の最悪期と比べればオフィス回帰が進ん だものの、ハイブリッドな働き方が定着したこと で、コロナ禍前の水準までオフィス出社率が回復 しているわけではありません。様々な統計があり ますが、携帯位置情報をもとに推計したオフィス 出社率を見ると現在はコロナ禍前の6割から7割 ぐらいの水準にとどまっています。他のアンケー ト調査を見ても、7割から8割程度です。いずれに せよ、コロナ禍前の水準は回復していません。

オフィス出社率が2割から3割減っていたら、1 人当たりのオフィス床面積を一定程度削減しても おかしくありません。アメリカでは1人当たりオ フィス床面積が2割減少したというデータもあり ます。一方、ザイマックス不動産総合研究所のデー タによると、2024年の東京23区の1人当たりオフィス床面積は3.7坪と過去最低水準ではあるものの、2019年と同じ水準です。つまり、コロナ禍前後で大きく変化しているわけではありません。日本はもともとオフィススペースが狭い傾向にあり、オフィス出社率が低下して執務スペースを若干減らしても、コミュニケーションスペースを拡充する企業が少なくなく、オフィス需要が全体としては底堅く推移しているのだと考えています。

次に、東京都心 5 区のオフィス市場について、コロナ禍と世界金融危機を比較することで、今回の調整局面の特徴を確認したいと思います。空室率はほぼ同じペース、水準で悪化しました。また、現在の方が少し早いタイミングで回復局面が始まったと言えます。なお、経済動向は世界金融危機ほど落ち込まなかったため、コロナ禍では賃料の下落が小幅にとどまり、現在は上昇に転じ始めたという状況です。

また、コロナ禍における調整局面の特徴として、エリア間の二極化が挙げられます。世界金融危機のときには、区ごとで見た空室率は同じように推移しました。一方、今回のコロナ禍では、大体 18カ月ぐらい経過したところで、渋谷区の空室率が低下に転じ、千代田区が追随する展開となった一方で、港区や中央区、特に湾岸エリアなどを中心に空室率が上昇、または高水準で推移しました。最近はオフィス市場が回復傾向にあるので、エリア間の二極化も徐々に改善していますが、ポストコロナにおいてどれほどエリア間の格差が残るのかは注目されます。

また、コロナ禍ではグレード間の差も拡大しました。三幸エステートと当社が共同で算出するオフィス拡張移転 DI を見ると、最もグレードの高いAクラスのオフィス拡張意欲が、B、Cクラスと比較して、コロナ禍では落ち込みました。足元の調査では、AクラスからCクラスまでほぼ同じ水準まで拡張意欲が回復し、ビルのグレード間格差はおおむね解消しました。ただし、例えば、300 坪以上など大きな移転については、依然として慎重な動きも残るため、今後の推移を注視する必要があります。

業種別に見ると、コロナ禍当初は在宅勤務との 親和性が高い情報通信業や専門ビジネスサービス 業でオフィス需要が大きく減退しましたが、2022 年頃からはすべての業種が拡張移転に前向きな水 準に回復しています。製造業は供給制約もあって 頭打ちとなる時期もありましたが、足元では、供給 制約の解消や円安などの影響もあって、企業業績 が好調のため、拡張意欲が回復しています。一方、 情報通信業は、業績が好調に推移しているものの、 在宅勤務との親和性が高いこともあって、拡張移 転をしても拡張ペースが鈍くなっております。例 えば、これまで100人増えたら400坪増やしてい たのが、在宅勤務を活用することで200坪にとど めておくような動きも見られ、オフィス需要に力 強さが欠ける状況になっています。

地方のオフィス市場は、これまで世界金融危機などの調整局面において、東京よりも早く、また大きく悪化する傾向がありました。一方で、今回のコロナ禍では東京が先行して最も悪化し、その後に地方都市が追随するという、これまでにないパターンが見られました。このように、最も需要の厚いマーケットが先行して大きく悪化するのは、私の知る限り初めてです。

その背景として、東京は在宅勤務の影響があったものの、地方では在宅勤務がそこまで活用されなかったと言われます。しかし、全ての地方都市においてそうであったわけではありません。オフィス需要の減少度合いを見ると、確かに福岡や札幌はオフィス需要の落ち込みが小幅で回復も早かったことから在宅勤務の影響はそこまでなかったと言えます。一方、名古屋や大阪のオフィス需要は東京と同じような動きを示しています。これらの都市では、特に全国展開する企業を中心に、在宅勤務の影響があったのだと考えています。

それでは、どうしてコロナ禍において地方都市のオフィス市場のほうが東京よりも底堅かったかというと、供給の影響が大きかったと考えています。東京都心5区では、2020年まで大量供給があり、コロナ禍にその二次空室が顕在化しました。一方で、地方都市では、世界金融危機の傷跡が深く残り、ビルオーナーがなかなか再開発に踏み切れなかったため、東京よりも供給タイミングが後ずれし、コロナ禍においては新規供給による需給悪化圧力が小幅にとどまりました。もっとも、今後は福岡の天神ビッグバンをはじめとして供給が増加す

る都市もあるため、需給が軟化するリスクがあります。

3. 不動産売買市場の動向: 底堅い投資需要が続く 日本

次に、不動産売買市場、つまり投資市場について、 見てまいります。

まず、2024年上半期の商業用不動産の取引高は、前年同期比でプラス2%程度と、おおむね底堅く推移しています。世界全体では、同じ時期にマイナス18%となっているので、日本はほぼ横ばいだったものの相対的には底堅く推移していることがわかります。また、コロナ禍において日本の取引高は底堅く推移した一方、世界の取引高は半減しており、このような発射台の違いも考慮すると、日本の堅調さがわかるともいます。ただし、アメリカのFRBが利下げに転じ、商業用不動産価格に底入れの兆しが見え始めており、取引高が今後は徐々に回復するのではないかと期待されます。

日本の商業用不動産のネット取引額について投資家別に見ると、注目されるのは、やはり海外投資家の動向です。海外投資家は、世界金融危機のときは、最も早くディスポジションに動きましたが、コロナ禍では一転して強い投資意欲を維持しました。そして、アメリカなどで商業用不動産市場が急速に冷え込んだ影響もあって、2023年以降は欧米の投資家を中心に慎重姿勢を強めましたが、アジアの投資家の取得意欲が強かったこともあり、全体で見るとニュートラルに近い動きに落ち着きました。また、最近ではアメリカの投資家も投資意欲も回復しつつあり、コロナ禍で懸念の高まったオフィスにも強いビットが見られるようになってきましたので、現状ではかなり改善していると認識しています。

セクター別の取引額シェアを見ると、2023 年にオフィスの比率が縮小しましたが、2024 年の上半期には回復傾向が顕著です。それ以外のホテルや物流施設、賃貸住宅などは引き続き底堅い投資意欲を保っております。また、コロナ禍以前は「アマゾンエフェクト」で不人気だった商業施設については、生活必需品のスーパーなどをアンカーテナントとするものなどはコロナ禍においても底堅い推移を見せたことで、海外においても再び投資対象として注目を集めています。

不動産投資市場において、為替などの動向が注

目されるようになってきました。最近、為替相場が 大きく変動していることで、海外投資家の投資意 欲にどのような影響があるのかといったご照会を、 私自身いただくことが増えています。最近の為替 動向を振り返ると、2022年以降、アメリカが急ピ ッチで利上げを行う一方、日本銀行は緩和的な政 策を維持していたために金利差が拡大し、その影 響でドル円は円安方向に進みました。しかし、2024 年以降は金利差では説明できないほど円安が進行 しました。そして、財務省が為替介入を行い、注目 を集めました。また、7月末の日銀の利上げの後に は、円キャリートレードの解消が進み、急速に円高 が振れる局面がありました。このときは、大幅な株 安にも見舞われて、令和版ブラックマンデーとい う言葉も聞かれました。今後は FRB の利下げ局面 が続くことが予想される中、日本銀行は緩やかな 利上げ方向に動くとみられるため、日米金利差が 縮小して円高圧力が働く可能性があります。ただ し、今年の円安の背景としては、貿易赤字やデジタ ル赤字、新 NISA などを通じた家計の海外投資、さ らには企業の対外投資など、実需の円売り要因も あります。これらの円売りは今後も容易に解消す ることは見込めませんので、一定の円安バイアス が見込まれ、金利差が示唆するほど円高が進むか どうかは慎重に見る必要があると思います。

海外投資家が日本の不動産を買うタイミングを 為替と照らし合わせると、必ずしも円安時に買い が加速し、円高時に売りが増えるとは限りません。 最近でも、2022 年後半以降は円安が進行しました が、本国のマーケットが悪化した影響もあって、海 外投資家は日本の不動産を売り越しておりました。 そのため、確かに海外投資家の動向を見る上では、 為替というのは一定程度の影響はあるとは思いま すが、日本のファンダメンタルズや、グローバルな 不動産市場の動向、リスクアペタイトなどのほう が重要だろうと考えています。

不動産投資マネーの動向を占う上で最も重要なのは、融資態度など資金の調達環境です。これが大きく冷え込めば、リーマンショックのような金融危機が起こり得ますが、現状は比較的緩和的な貸出姿勢が続いており、今後もこの状況が維持されるならば、不動産価格が大きく下落するリスクは低いと見られます。

分譲住宅市場にも少し触れます。東京のマンション価格はアベノミクス以降、右肩上がりの上昇

を続けてきました。2020年に予定されていたオリンピックを契機にピークアウトするという予測もありましたが、実際にはコロナ禍を経て価格上昇が加速する展開になりました。そのため、現在は一次取得者には手が届かない水準に達しているケースも目立ちます。そして、買えないので、賃貸住宅に流れることで、賃料に上昇圧力がかかっています。また、在宅勤務によって駅から少し遠くても広い家を選ぶ傾向が強まったことで、戸建住宅価格も上昇傾向になりつつあります。

東京のマンション価格、特に都心部の物件は金融市場との連動性が高い傾向にあります。足元では、日本銀行の利上げなどを一因として、為替市場で急速な円高が進み、株価が急落しました。株価や為替の動向とマンション価格は実際相関の高い時期が多いです。これは、どちらが鶏で卵なのかはわからないのですが、おおむね同一の方向に動いていたということです。一方で、2016年のチャイナショック時や2022年の米国の利上げ局面など、一時的に株価が調整したりするなかでも、マンション価格が上昇し続けた例もあるため、同方向には動かない時期もある点は留意が必要です。いずれにせよ、金融市場が大きく荒れると、リスクアペタイトが後退するため、マンション価格にも悪影響が及ぶ可能性は小さくありません。

国内の取得者から見ると、東京のマンションは 高過ぎて買えないという状況なのですが、海外投 資家の視点にたてば、東京のマンション市場はま だ割安と見られる余地があります。東京のマンションは投資利回りから国債利回りを差し引いたイ ールドギャップが依然プラスであり、マイナスと なっているアジアの諸都市と比べて、投資的な観 点から割安感があると言えます。また、平米単価も 主要都市と比較して低水準です。したがって、アジ アの投資家をはじめ世界基準で見れば東京はまだ 安いと捉える向きがあるのは確かでしょう。

とはいえ、金利上昇がマンション市場に与える 影響が懸念されます。住宅金融支援機構の調査に よると、金利上昇後も住宅を買い時だと考える人 の割合は横ばいで推移しています。また内訳を見 ると面白く、金利が上昇しそうだから今が買い時 と考える人もいれば、買えない理由として挙げる ケースもあります。ロジックから言えば、金利の上 昇というのは悪材料ですが、今のところはまだら 模様です。東京のマンションの取引件数を見ると、 10 年国債利回りが上昇傾向となった 2022 年末以降は、緩やかな増加基調を示しており、短期的には大きく冷え込んでいるわけではありません。

しかしながら、マンション価格が高騰する中、金 利が上昇していることは、実需層にとっては大き な負担となります。山手線内側の高額物件は、すで に富裕層や海外投資家が中心になるため、その影 響は限られ、今後も堅調に推移する可能性はある と考えています。一方で、実需層が主に取得する郊 外などのエリアでは頭打ちとなるのではないかと 予想しています。

これまで、年収倍率が世界金融危機前のファンドバブル期を上回っていることから割高であるとする見方がありました。しかし、金利低下により、住宅取得者が負担している住宅ローン利息も含めた総支払額は、そこまで増加しておりませんでした。そこで、物件価格に利息額を含めた金額を分子とした修正年収倍率を見ると、アベノミクス期以降、マンション価格が上昇する中でも、横ばいで推移しておりました。しかし、2023年には、いよいよファンドバブル期を上回ったため、実需層の取得が厳しい局面に入ってきたと考えております。

4. 今後の注目点:金利とインフレが不動産市場に 与える影響

金利の上昇は、不動産にとって負の影響もある 一方、経済成長に伴う金利上昇であればプラスに 作用する面もあると考えております。

まず、現在のマーケットを見ていきますと、様々な市場がちぐはぐな動きをしていて、どのように現状を解釈すればいいのかわかりにくい状況です。本来、賃貸市場でNOIが決まって、売買市場でキャップレートが決まって、相互に連動しながら変動するはずです。また、J-REIT市場も整合的に動くはずです。このように賃貸市場と売買市場、J-REIT市場で成り立つはずの三角関係が崩れている状況なのです。

例えば、オフィスの空室率が上昇すれば、通常はNOIが下がって不動産価格も下落し、キャップレートが上昇する形をとりやすいはずです。実際、世界金融危機のときは、空室率とキャップレートがパラレルに動きました。しかし、コロナ禍においては、オフィス賃貸市場が調整局面を迎えて空室率が上昇する中、中央銀行の大胆な金融緩和の影響もあって金余りが続いたために、不動産価格というの

は高止まりして、キャップレートはむしろ低下す る展開となりました。これは、どちらが正しいので しょうか。もしくは、双方とも正しく、これがニュ ーノーマルなのでしょうか。現在は、金利上昇が予 想される中、これ以上キャップレートが低下する のは難しくなってきたと考えております。また、オ フィス市場が回復し、空室率は改善傾向を示して います。このように、収束の方向に動きつつあるも のの、過去と同レベルまで収束するかは、まだ不透 明です。

もう一つ顕著な乖離が生じているのは、J-REIT 市場と売買市場の動きです。J-REIT は不動産の先 行指標だといわれています。実際、世界金融危機時 には、J-REIT が 2007 年にピークアウトし、遅行す る形で現物不動産価格が下落し、その後の上昇局 面でも J-REIT が先行するという分かりやすい構図 でした。ところがコロナ禍では、J-REIT が 2020 年 3 月中旬にピークから半値近くまで急落したのに 対し、現物不動産は底堅いまま、一旦停滞感を見せ たものの、緩やかな上昇を続けました。そして、 2022 年以降、J-REIT が軟調に推移する中、再び乖 離が拡大しています。

とうして乖離が進んでいるのか、どちらが正し い動きなのか判断するのが難しい状況です。少な くとも J-REIT は金利上昇を嫌気して調整している と考えています。10年国債利回りと J-REIT の株価 全体に対する相対パフォーマンスを比較すると、 これまで相関高く推移してきたことがわかります。 そして、最近の REIT の低迷が金利によってもたら されたことが示唆されます。そのため、10年国債 利回りがピークアウトする見通しが定まらない限 り、J-REIT は大きくは戻りにくいのではないかと も考えております。日本ではあまり利上げ局面の 前例がないので、米国を見ると、10年債利回りが ピークアウトするのは、ある程度、利上げの目処が 立ってからです。そのため、金利の影響という観点 では、日銀の利上げがそろそろ終わると判断でき、 10 年国債利回りが低下に転じる時期までは、J-REIT の回復が見込めない可能性があります。

先ほど申し上げたように、金利上昇が予想され る中、今後、キャップレートがさらにコンプレッシ ョンすることは難しいと予想しています。日本の オフィスのキャップレートと10年国債利回りの差 分であるイールドギャップを見ると、直近2.7%弱 まで縮小しています。これはファンドバブル期、ま たミニバブル期とも言われる世界金融危機前の過 熱期の 2.88%を明確に下回る段階に入っており、 これ以上リスクプレミアムを圧縮して、キャップ レートが低下することはなかなか厳しい状況にな ってきました。むしろ今後、金利が上昇すれば、キ ャップレートへの上昇圧力が増してくることが想 定されます。

このようにインフレ基調が定着する中で、不動 産市場において注目されているもう一つトピック が、建築コストの上昇です。足元の建築費指数を見 ると、この2、3年で3割ほど上昇しております。 これまでの上昇の牽引役は原材料高や円安です。 一方で、これらの影響は徐々にフェードアウトす ることが見込まれます。ただし、今後は人手不足か らくる賃金の上昇や工期延長によるコストアップ がより大きく影響してくると推測されます。

建設業における人手不足は顕著で、2012年から 2022年にかけての賃金上昇率は17%と、他の業界 より高い伸びを示しました。この背景として建設 業における労働者の人手不足、そして高齢化が挙 げられ、今後はより深刻化する見通しです。2000年 に 653 万人いた就業者数は現在 500 万人割れまで 減少し、65歳以上の比率が17%まで上昇しており ます。これは新規に担い手が増えないまま就業者 数が減り続けているためで、今後、年がたつ毎に平 均年齢がほぼパラレルに上昇することが予想され ます。そのため、年々、人手不足が深刻さを増すで しょう。

このように、建築コスト上昇の第二波が今後到 来する可能性があるため、建築コストは高止まり、 もしくはさらに上昇が続く可能性があると考えざ るを得ません。そうなると、今後は開発案件や再開 発計画の収支が合わなくなり、プロジェクトを延 期や縮小、または中止するケースが増える可能性 があります。これは将来的に新規供給が平準化、ま たは減少することを意味し、不動産の需給をタイ ト化させる可能性があります。実際、五反田の TOC ビルは、建築コストの上昇を理由に再開発の予定 を延期すると発表し、注目を集めました。他にも竣 工の後ズレを発表するプロジェクトも見られるよ うになってきました。

森ビルの調査によると、東京23区における大規 模オフィスビルの新規供給は、2025年には119万 平米と、過去平均の 100 万平米を 2 割ほど上回り ます。一方で、今後5年平均を見ると、約80万平 米と、そこまで多くありません。そのため、来年の 供給による需給軟化は懸念されるわけですが、そ の後は供給が少ない時期があるので、供給による 市況悪化を短期的にはそこまで懸念していません。 また、先ほど申し上げたように、建築コストの上昇 により、延期・中止するプロジェクトがでてくる可 能性もあるため、特に数年後以降は想定より減少 し、そのときの市況次第では、むしろ需給が想定以 上にタイト化する可能性も頭の片隅においておく 必要があると考えております。

いずれにせよ、ここまで金利上昇の負の側面に ついてお話してきましたが、この金利上昇が「良い 金利上昇」なのか、それとも「悪い金利上昇」なの かは重要な論点です。現在のインフレ傾向は、日本 の失われた30年がいよいよ成長し、改めて成長軌 道を描けるようになったということもあります。

そもそも足元の物価の上昇が、本当に定着して、 賃料の上昇につながるかどうかという点は注目さ れます。その点では、今後、設備投資が増加するか が重要です。これまでの物価上昇を振り返ると、一 昨年くらいまでは供給制約や円安などによる原材 料価格上昇による物価上昇でした。そして、去年か ら、企業が物価上昇を補填するために賃金上昇が 進みました。しかし、原材料価格や賃金の上昇は、 いずれも企業にとってはコストアップ要因ですの で、これは永遠に続けることはできません。今後も 物価と賃金の上昇サイクルを根付かせるためには、 機械化やIT化などの設備投資によって、生産性を 向上することが重要になってきます。そのため、今 後、設備投資が増加するかどうかが、賃金や物価が 恒常的に上昇できるかの重要なファクターだと考 えています。

設備投資は、オフィス賃料が上昇するかという 点でも重要です。近年、やはり人手不足の影響もあ り、オフィスをコストではなく、投資とみなし、採 用のために良いビルに移転するという動きも見ら れています。また、データを見ても、オフィス賃料 はこれまで設備投資と非常に相関が高く推移して きました。ただし、コロナ禍においては、在宅勤務 拡大への懸念からオフィス市場が調整局面を迎え たので、両者が乖離しましたが、足元ではこの乖離 も収束傾向にあります。そのため、今後、設備投資 がより顕在化する局面では、執務環境への投資も 増加することが予想され、オフィス市場にとって も追い風となると考えております。

現在、企業業績が好調であることも、オフィス市 場の追い風です。実はアベノミクス期も同様に企 業業績が好調でしたが、当時とは相違点もありま す。アベノミクス期も経常利益が過去最高益を更 新しました。しかし、売上高はそこまで伸びていた わけではありません。利益が伸びていた背景には コストカットがありました。そのため、オフィス市 場に恩恵が生じにくかったと考えております。一 方、現在はインフレや円安などの影響もあって、ト ップラインの売上が伸びてきておりますので、賃 料負担力が向上しており、オフィスへの配分も増 やしやすい環境です。

ただし、全てのテナントで賃料負担力が高まっ ているわけではございません。売上高に占める不 動産賃借料の割合を見ると、全産業の平均は大体 2%ぐらいで、業種ごとにその水準は異なります。 過去と比較すると、円安により好調な製造業、イン フレを転嫁できているインフラ系の企業や小売り、 他にも DX 化の恩恵を受けている情報通信業などは、 賃料負担力が高まっており、今後、オフィスに投資 するバッファが高まっています。

このようにオフィス賃料が上昇する機運は高ま っているものの、不動産はローカルなものでもあ るので、オフィス需給が緩むと賃料が上昇しにく いのは事実です。それでも、インフレ環境において は、賃料が伸びることを当たり前にしていかない と、不動産業の永続的な成長は描けないと考えて います。

物価が上昇することが当たり前のアメリカの動 向を見ると、オフィス賃料は景気動向などにより 上下はするものの、CPI が上昇するに従って基調的 に右肩上がりの推移を続けてきました。一方で、日 本は、CPIが過去20年横ばいで推移してきたため、 オフィス賃料が上下しても、横ばいの CPI に平均 回帰する傾向にありました。そのため、CPI が緩や かながらも右肩上がりで上昇するとしたら、オフ ィス賃料も同様のパスを描けるかというのが非常 に重要なポイントだと考えております。

最近のデベロッパー各社の決算説明などを見て いると、インフレ環境に適応して、いかに賃料上昇 を定着させるかという点は、業界のリーダーなど を中心に、取り組み始めています。それが今後、ど こまで実現し、持続できるか、また他の中小規模の オフィスオーナーなどに波及してくるかは、注視 したいと思います。

ただし、現在の環境下においては、この賃料上昇 の恩恵を、全てのオフィスビルが享受できるわけ ではないと予想しています。インフレによるコス トアップの負の影響は全てのビルに及ぶ一方、賃 料上昇のプラスの影響は、エリアやビル、テナント の違いなどによって賃料動向については二極化が 顕著になってくると予想しています。

いずれにせよ、5年前は日経平均が4万円を超え て、バブルの最高値を更新するなど夢にも思って いませんでした。大きな構造変化が、少なくとも株 式市場においては起きております。しかし、不動産 業やオフィスにおいては、まだこの成長ストーリ ーを描けていないと考えております。

そのためには、ステークホルダーのマインドセ ット、ノルムを転換する必要なのではないでしょ うか。これまでは賃料が長期的には横ばいで推移 する中、いかに稼働率を高めるかが重視されてき たと考えております。待っても賃料が上がらず、賃 料のアップサイドを期待できないので、早く埋め てしまおうという考えです。一方で、右肩上がりの 市場環境であれば、無理に安い賃料で入れてしま うよりは、待っていれば賃料水準が切り上がるの で、より良いテナントに入ってもらうチャンスも あります。つまり、従来はデフレ下において稼働率 重視の運営をされてきましたが、今後はインフレ 下における賃料重視の運営に、シフトする必要が あると考えております。

そのようにノルムが転換すれば、市場のダイナ ミクスも変化するのではないかと、予想していま す。具体的には、自然空室率が上方シフトすると考 えています。自然空室率とは、市場の需給が均衡す る水準で、この水準を空室率が上回ると、賃料が下 落し、逆になると上昇するというものです。東京都 心5区では、これまで5%だとされてきました。デ ータを見ても、実際、空室率が5%を下回る局面に おいて、賃料がプラスに転じて、また空室率が5% を上回ると賃料が下落に転じる傾向が過去ありま した。しかし、インフレが定着してノルムの転換が 起きれば、今後は空室率が6%や7%の水準でも、 賃料が上昇に転じることがありうると考えていま す。インフレが一般的な海外の主要都市では、平均 的な空室率の水準が 10%を超えるところも少なく ありません。そこまでいかずとも、日本の市場構造 もインフレの定着により変化していく可能性があ ります。

以上、ここまでの内容をまとめさせていただき ます。日本経済は依然として底堅く推移しており、 春闘の賃上げ率などが示すように失われた30年が いよいよ終わりを告げ、物価が正常に上昇して金 利のある世界へと移行しつつあるのが現状です。 そうした新たな局面の中で、不動産業が果たして 成長セクターへと転換できるのかは、極めて重要 なポイントだと思います。

国内リスクは限定的です。とはいえ、米国におい て金融危機へと発展するリスクや、今回詳しく触 れられなかった中国経済の低迷など、海外からの 調整リスクは完全には消えていません。以前ほど の大きな下振れ要因ではないにせよ、引き続き目 配せしておく必要があるでしょう。

日本のオフィス市場については、正直なところ、 私自身は昨年の段階でここまで好調になるとは予 想していませんでした。しかし現在、企業業績が絶 好調であることに加え、日本では 1 人当たりのオ フィス床面積がそれほど減少していないことも相 まって、回復局面を迎えつつあります。今後、今年 から来年にかけて、どの程度はっきりとした賃料 上昇のモメンタムが生まれてくるかを注視したい と考えています。今回は最も重要なセクターであ るオフィスに重点を置いてお話ししましたが、ほ かのセクターにおいても不動産のファンダメンタ ルズは総じて健全で、金利や物価が上昇する世界 に向けてシフトできるかどうかが、やはり非常に 大きな鍵になると思います。その際、特に重要だと 考えているのは、これまで稼働率重視で運用して きたオーナーやデベロッパーが、今後、賃料重視に 転換できるかどうかという点です。

このようなインフレ環境への移行の背景には、 人手不足があり、これが賃料などの上昇圧力とな る場面が増える一方で、そもそも人口減少で不動 産のパイが縮小していく現実もあります。例えば、 現在、オフィスでは人手不足が人材の採用や定着 を図るという観点でプラスに作用するケースも見 られますが、ホテルの稼働率が伸び悩むように、人 手不足が原因で大規模な事業拡張が難しくなる可 能性も否定できません。

世界金融危機以降、およそ10年にわたって続い た世界的な超緩和的な金融環境という大きな追い 風は、日本の不動産市場にとっても相当な恩恵だ ったと考えられます。しかし、その追い風は日本に おいてもようやく止みつつあります。また東京へ の人口流入がいつまでも続くわけではなく、2030 年頃にはほぼ止まるとの予測もあります。そのような状況下で、今後は強いエリアや強いセクター、 良質な物件とそうでない物件の格差がますます鮮明になるでしょう。どのように選別し、何に注力していくかという戦略眼がますます問われると思います。

最後に、私が好きな投資家ウォーレン・バフェットの言葉をご紹介します。彼は「波が引いた時に初めて、誰が裸で泳いでいるか分かる」と述べています。 日本では異次元の金融緩和という大波が引きつつありますので、その波が完全に引いたときに、どのプレーヤーがきちんと対策を講じてきたのかが明白になるでしょう。そこをいかに見極め、あるいは自社がそれに備えるかがきわめて重要な鍵になると考えています。

駆け足になりましたが、これで私の説明は以上 となります。最後までご清聴いただき、誠にありが とうございました。

不動産市場の最新動向 〜物価と金利の上昇による市場の変化〜

株式会社ニッセイ基礎研究所 佐久間 誠 2024年10月17日

佐久間 誠

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













本日の内容

- 1. 経済動向: 利下げに転じた米国 vs. 利上げに動く日本
- 2. 不動産賃貸市場の動向: 堅調なホテルや回復基調のオフィス
- 3. 不動産売買市場の動向: 底堅い投資需要が続く日本
- 4. 今後の注目点: 金利とインフレが不動産市場に与える影響

1. 経済動向:

利下げに転じた米国 vs. 利上げに動く日本

3

コロナ禍の長いトンネル を抜けると・・・



コロナ禍と大規模金融緩和からの脱却

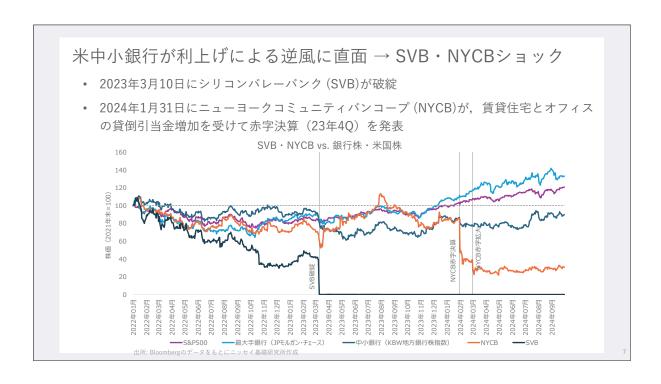
両方とも前例がなく, 予見可能性が低い

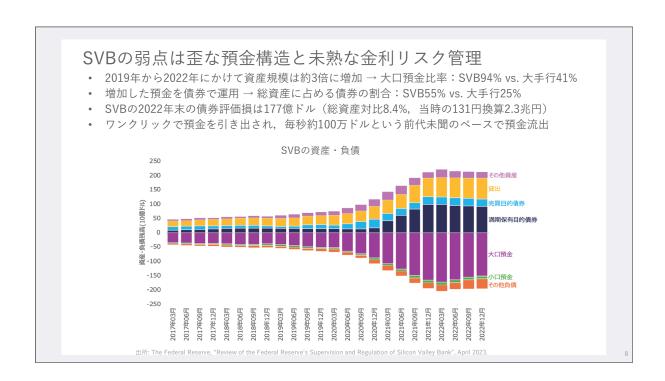
1 コロナ禍からの脱却

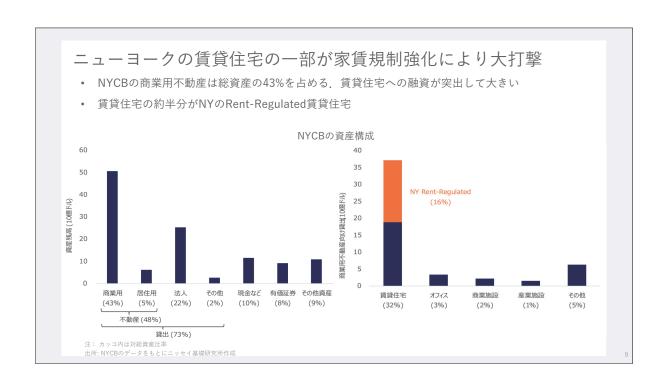
- コロナ禍は社会・経済、そして不動産市場に、循環的あるいは構造 的な影響
- 最も大きく変化したのは働き方であり、米オフィス市場に甚大な影 響。日本のオフィス市場への影響は不透明

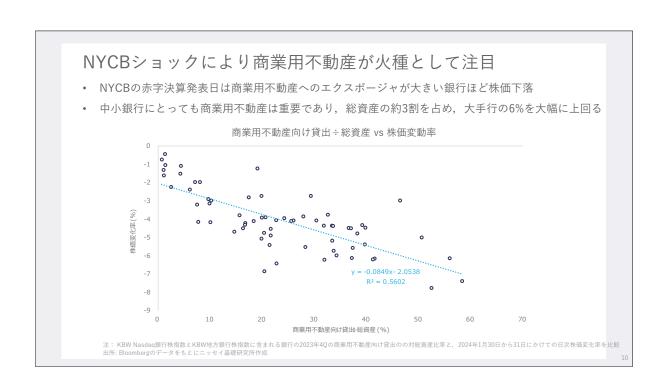
2 大規模金融緩和からの脱却

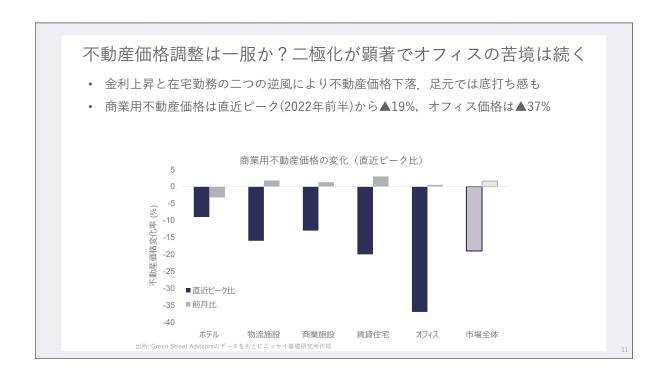
- 米国の急速な利上げに伴い、景気後退懸念が強まったが、現在は軟 着陸または無着陸シナリオがコンセンサスに
- 日本では賃金と物価の好循環の実現が視野に入り、日本銀行は24年 3月にマイナス金利解除、7月には利上げを行い、普通の金融政策へ





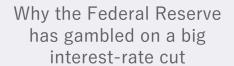






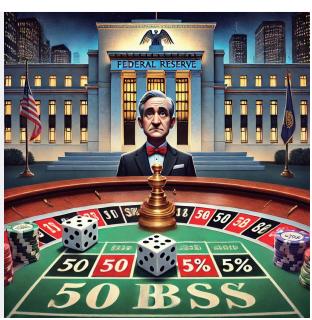






なぜFRBは大幅利下げに賭けたのか

The Economist, Sep 18th 2024 ※日本語訳はニッセイ基礎研究所

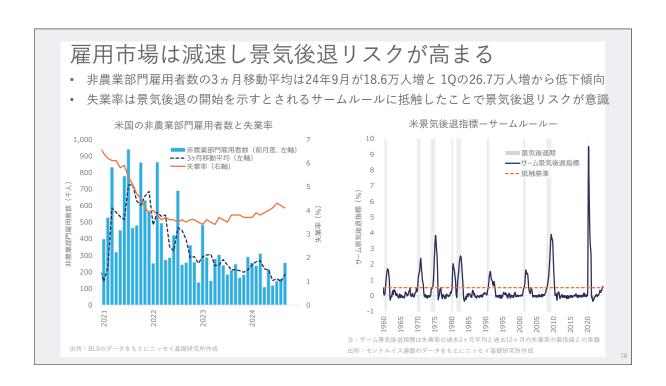


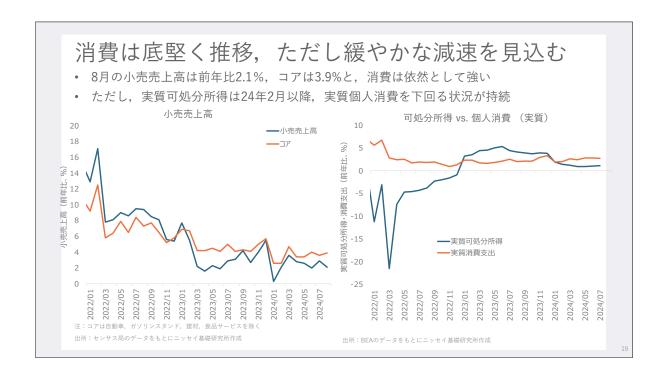
15

FRBは労働市場重視の姿勢を明確化、利下げサイクルへ

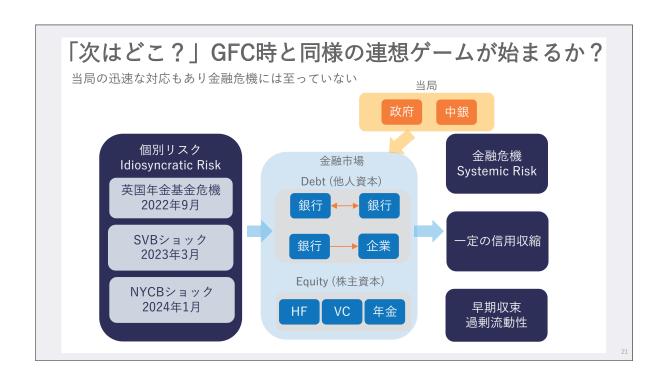
- FOMCメンバー見通しは2024年50bps, 2025年100bpsの利下げ, 2026年2.9%で打ち止め
- よりアグレッシブな利下げを織り込んでいた市場参加者の予想はドットチャートに一旦収束

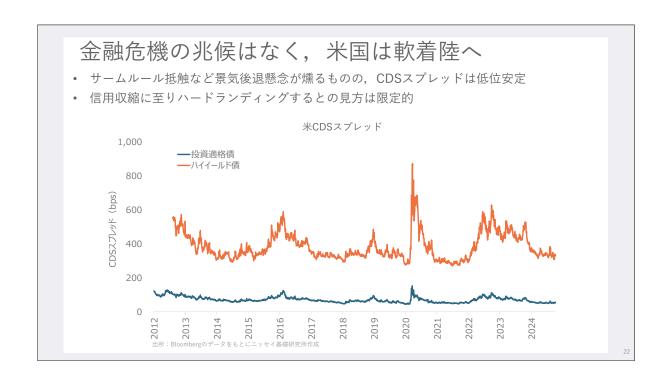






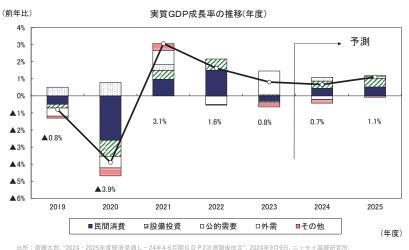






日本は景気回復基調の継続が予想され国内のリスクは限定

• 実質GDP成長率は2024年度+0.7%, 2025年度+1.1%と予想



賃金と物価の好循環の現実味が増し、失われた30年が終了

- 2023年の春闘賃上げ率は3.6%と1994年(3.1%)以来の高水準を記録
- 2024年は前年をさらに上回る5.1%と、1991年(5.7%)以来の上昇率



出所:厚生労働省,連合のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2024年4Q以降, 実質賃金上昇率は安定的に上昇へ

- 所得上昇を上回るインフレにより実質賃金上昇率はマイナスで推移
- 今後はプラス転換により消費を後押しする見込み



市場参加者は緩やかな利上げパスを予想

日銀は2022年12月から金融政策の見直しを繰り返し、2024年3月にいよいよマイナス金利解除 し、7月には利上げ実施

日銀の金融緩和見直し

2022年12月: YCC一部見直し

• 長期金利上限 0.25% → 0.5%

2023年7月: YCC柔軟化

• 長期金利上限 0.5%目途,

1.0%上限

2023年10月: YCC柔軟化

• 長期金利上限 1.0%目途

2024年3月: 枠組み見直し

• 短期金利 -0.1% →0~0.1%

• 長期金利上限撤廃



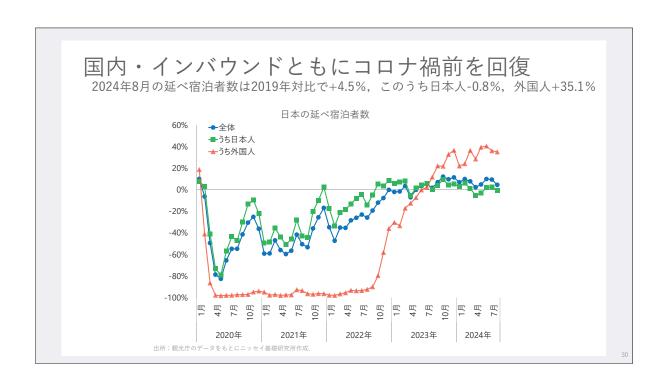
2. 不動産賃貸市場の動向: 堅調なホテルや回復基調のオフィス

2023年以降はホテルが急回復、オフィスが劣後 従来の危機においては、オフィスがアンダーパフォームも、コロナ禍はホテルと商業が劣後

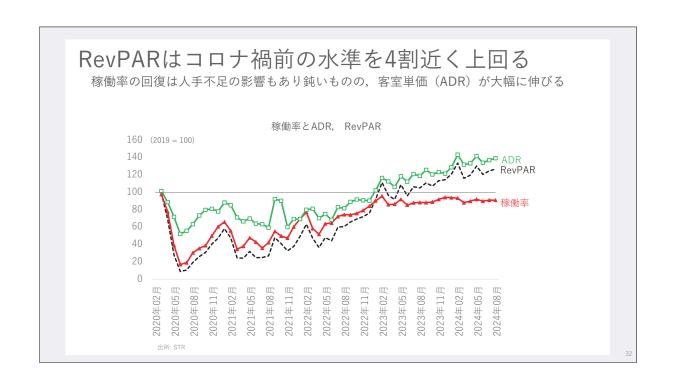
コア不動産のセクター別の相対パフォーマンス (ARES Japan Property Index)

良好	オフィス	物流	物流	物流	物流	商業	物流	ホテル	ホテル	ホテル	物流	オフィス	住宅	物流	物流	住宅	ホテル	ホテル
1	物流	オフィス	ホテル	ホテル	住宅	住宅	ホテル	物流	物流	物流	オフィス	住宅	オフィス	住宅	住宅	物流	物流	物流
- /-6	全体	全体	商業	商業	商業	物流	住宅	住宅	全体	全体	全体	全体	全体	オフィス	全体	全体	住宅	住宅
4-1-911JB	ホテル	ホテル	住宅	住宅	全体	ホテル	商業	全体	住宅	オフィス	住宅	物流	物流	全体	オフィス	オフィス	全体	商業
	商業	住宅	全体	全体	ホテル	全体	全体	商業	商業	住宅	ホテル	ホテル	ホテル	商業	商業	商業	商業	全体
下間	住宅	商業	オフィス	商業	商業	商業	商業	ホテル	ホテル	ホテル	オフィス	オフィス						
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	主:2024年	1+3日 士陆	占															

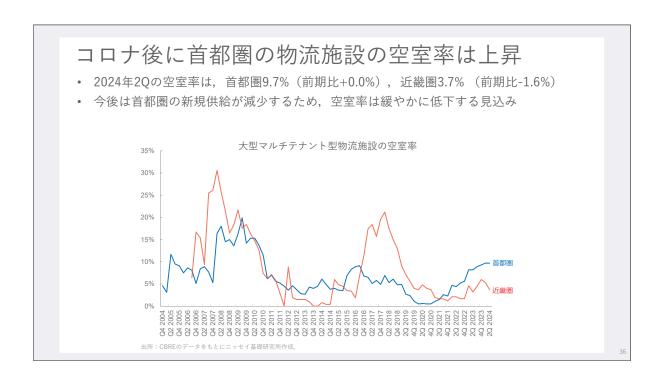
注:2024年は3月末時点。 出所:不動産証券化協会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

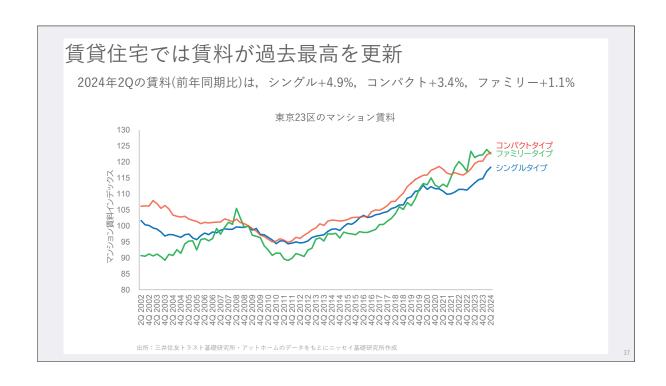


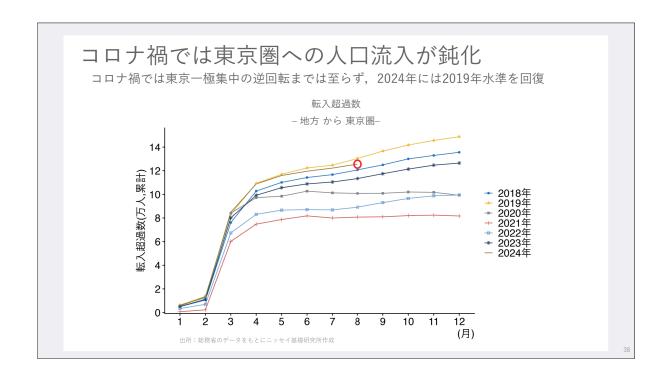


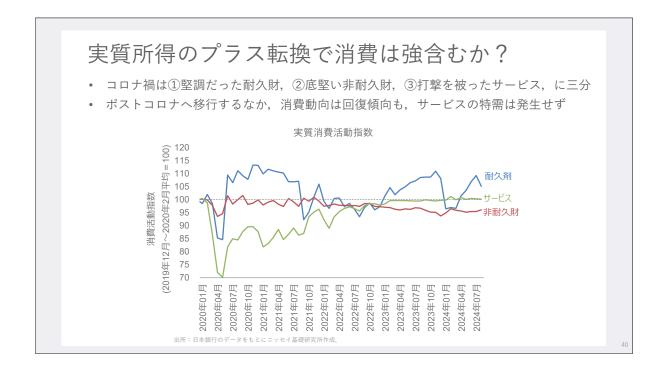


日本のホテル市場の長期的展望 海外旅行者数 vs. 実質GDP 日本のホテル市場は、短 2.0 期的には厳しいが、長期 シンガポール 的な展望は明るいと予想 1.6 海外旅行者数 (人口1人当たり) 1.4 国が豊かになるほど,海 1.2 外旅行者が増加する傾向 1.0 0.6 日本は東アジアの成長の 果実を享受できるポジ 0.4 0.2 カンボジア・タイ 0.0 インド・スリランカ 0 インドネシア 0 20,000 世界 ションにある ・アジア 40.000 60.000 80.000 100.000 120.000 実質GDP (人口1人当たり) 注:2018年時点、世界は人口8百万人以上の国(アジア含む)、実質GDPは購買 カ平価ベースのドル建て、アジアの国名をラベリング、 出所:世界銀行のデータもとにニッセイ基礎研究所作成



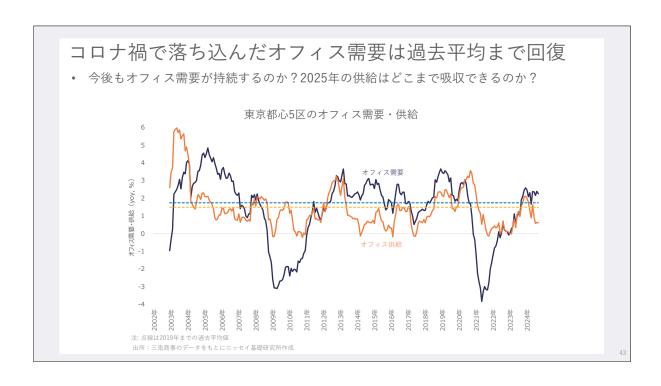


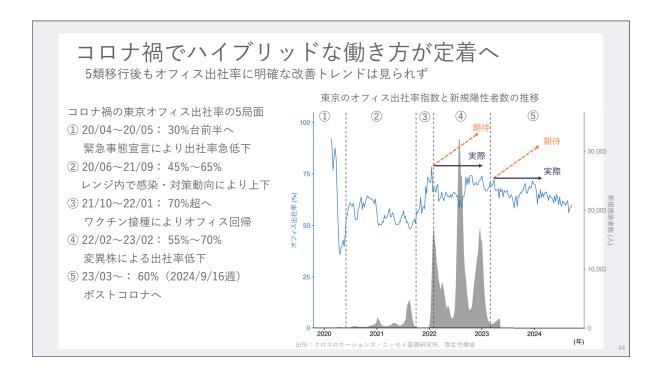




インバウンドや高額消費を中心に回復傾向 コロナ禍が落ち着いて以降,百貨店を中心に売り上げが増加し,在宅勤務により落ち込んだオフィス街のコンビニなども売上回復傾向 • 消費のなかでも二極化傾向 月次販売額(既存店,前年同月比) 前年同月比(%) (既存店ベース) 25 120 20 15 10 -15 2011.12 2015.12 2016.12 2017.12 2018.12 2021.12 2023.12 --コンビニエンスストア(左軸) 一百貨店(右軸)

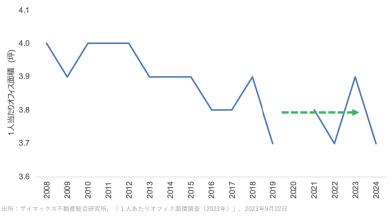
東京都心5区のオフィス市況の調整は一旦終了 オフィス市況が低迷する米国を尻目に、東京のオフィス市場は底堅い動き、賃料も底入れの兆しを見せており、今年は賃料が明確に上昇するかに注目 東京都心5区のオフィス空室率・供給面積 10 空室率 (左軸) 空室率 (%) 2002年 2011年2012年 2013年 2014年 2003年 2004年2005年2006年 2007年 2009年 2010年 2015年





- オフィス出社率は3割減少 \rightarrow 1人当たり床面積は小幅な減少にとどまるか?
- 米国では1人当たり床面積が2割減とのデータもある

東京23区の1人当たりオフィス面積の推移



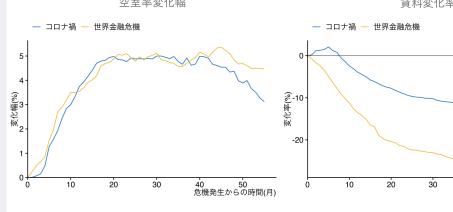
コロナ禍では空室率が上昇も賃料下落は相対的に小幅

空室率の低下に転じたタイミングもコロナ禍の方が早い

東京都心5区オフィス市場の調整ペースの比較

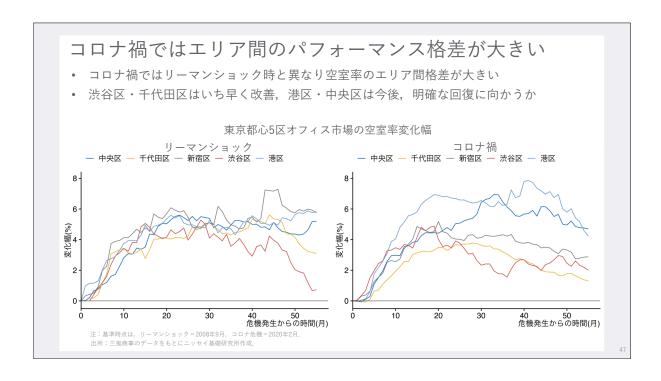
空室率変化幅

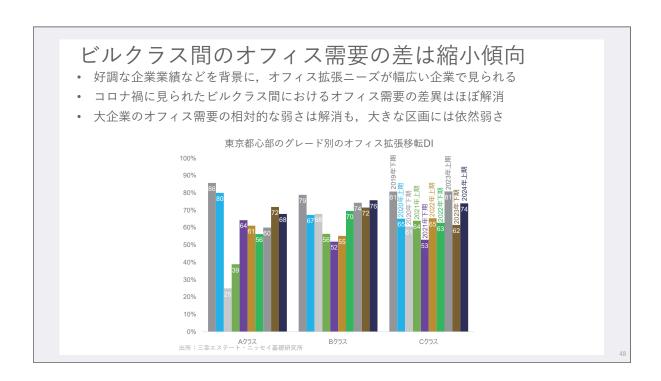
賃料変化率



注:基準時点は、リーマンショック=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。

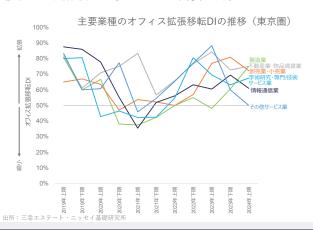
40 50 危機発生からの時間(月)



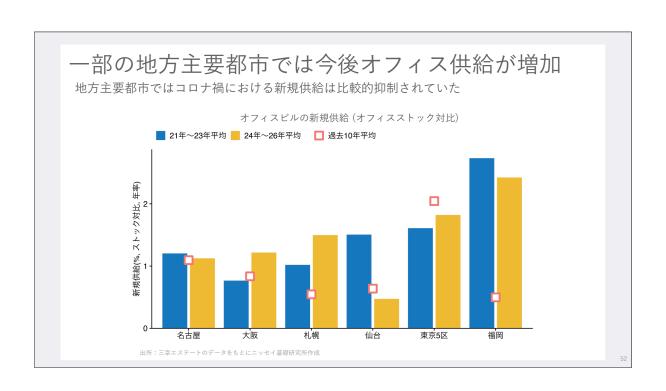


製造業のオフィス拡張移転DIが急回復

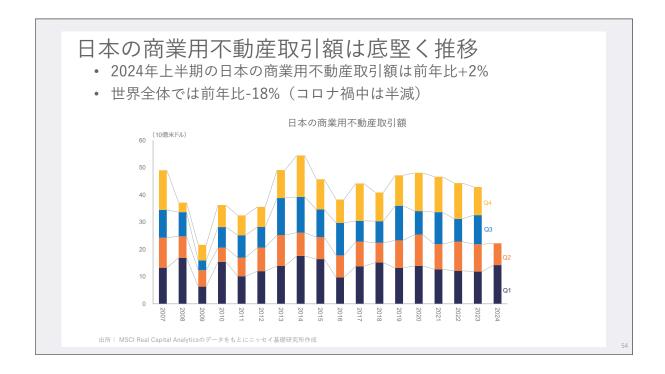
- 製造業では、これまでオフィス需要に停滞感が見られていたが、円安などによる企業業績の 拡大を背景にオフィス拡張移転DIが急回復
- 情報通信業は、全体としてオフィス需要は底堅く推移しているが、ハイブリッドワークの普及に伴う縮小移転が一定数見られ、オフィス需要に力強さが欠ける

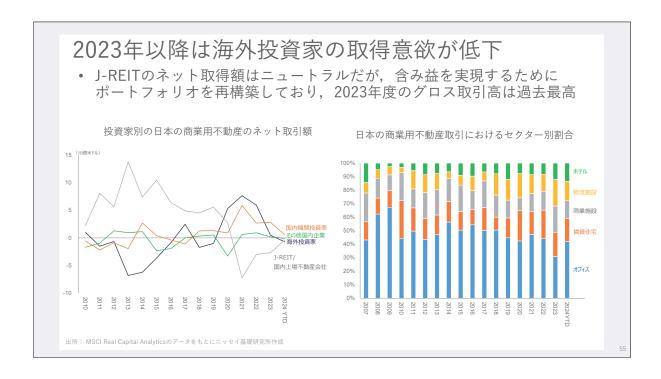


コロナ禍では東京のオフィス市況悪化が目立った • 東京が最も悪化したのは史上初?在宅勤務の影響? 主要都市オフィス市場の空室率変化幅 リーマンショック コロナ禍 — 名古屋市 — 大阪市 — 札幌市 — 東京5区 — 福岡市 — 名古屋市 — 大阪市 — 札幌市 — 東京5区 — 福岡市 変化幅(%) 4 変化幅(%) 4 40 50 危機発生からの時間(月) 40 50 危機発生からの時間(月) 注:基準時点は、リーマンショック=2008年9月、コロナ危機=2020年2月。 出所:三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



3. 不動産売買市場の動向: 底堅い投資需要が続く日本

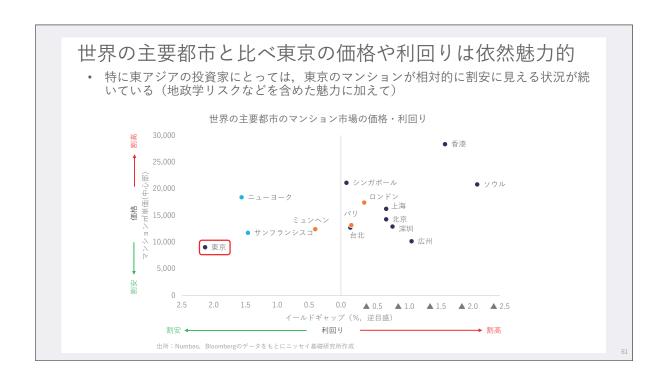


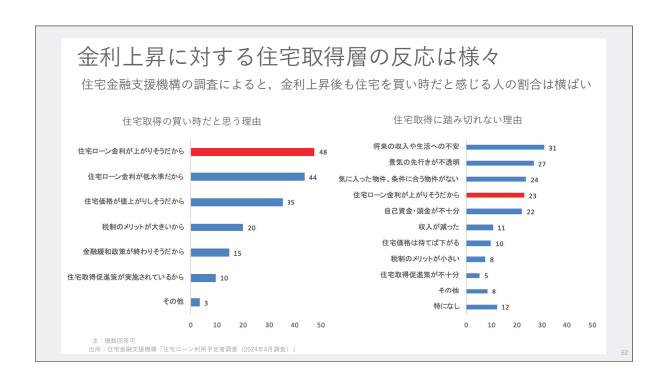


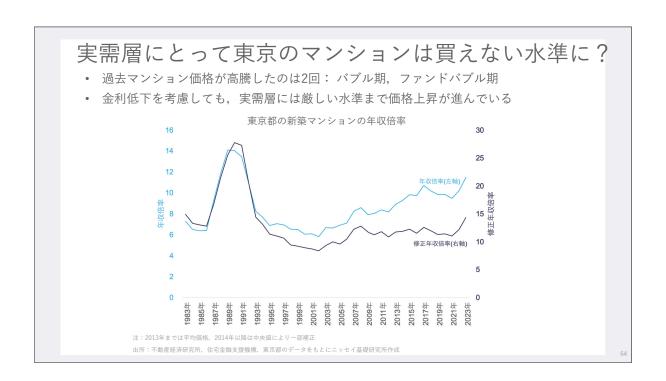












65

崩れた日本の不動産市場の三角関係

コロナ禍と金融政策正常化により三角関係が破綻?

賃貸市場

J-REIT (不動産投資信託)





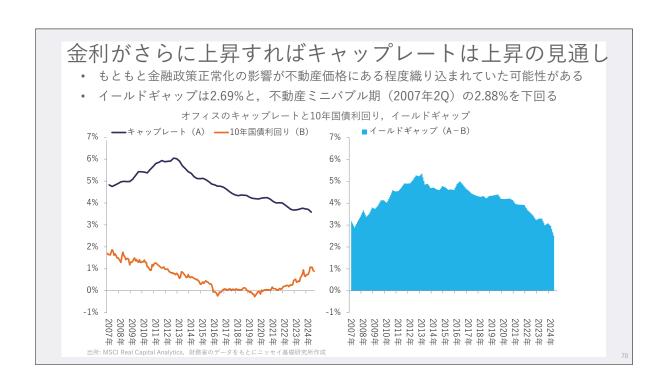
売買市場 (現物不動産)

66

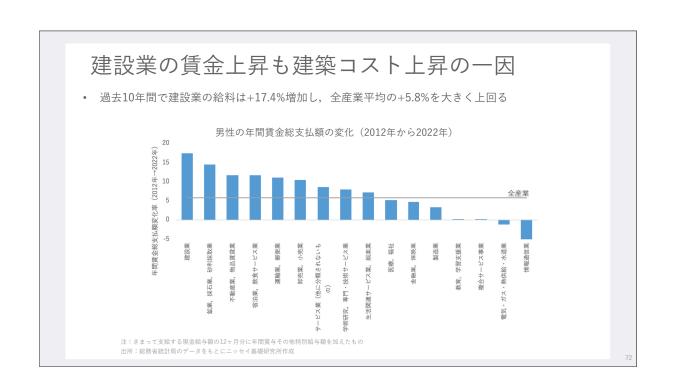
出所:三鬼商事,MSCI Real Capital Analyticsのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成



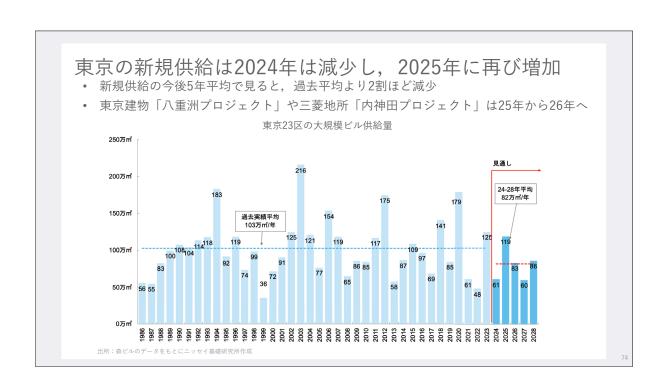


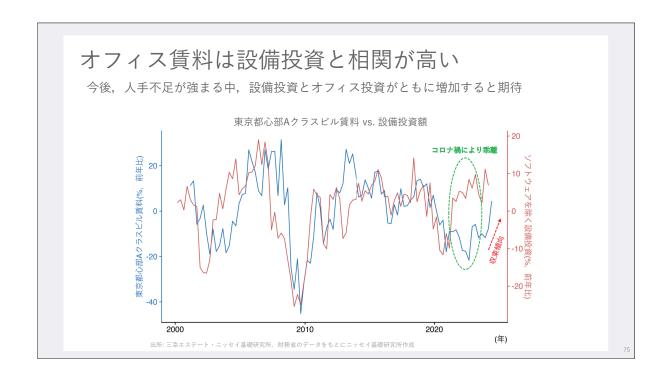


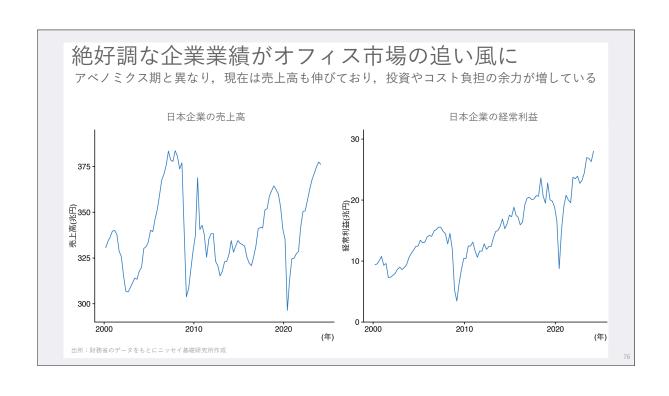


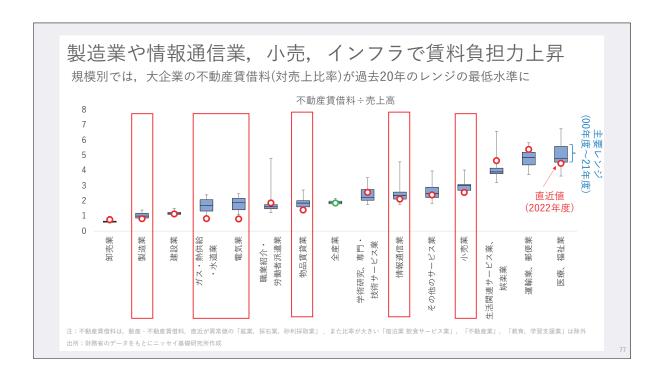


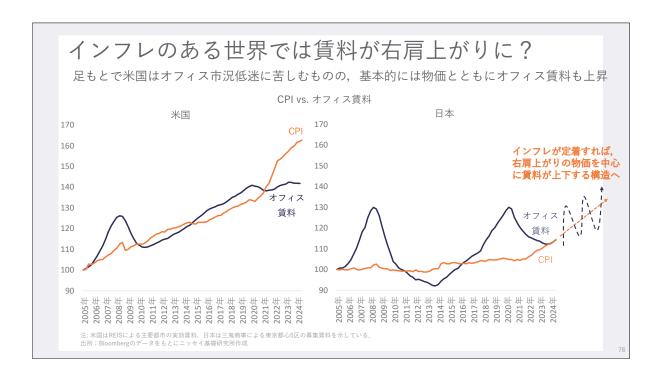
建設業の人手不足は一層深刻に 建設業の就業者数は2000年653万人から2022年479万人に減少(▲26.6%) 65歳以上の就業者数は全体の17%を占めるが、10年後は・・・. 年齢別の建設業就業者数 140 ■2000年 ■2022年 120 100 (万人) 80 就業者数 60 40 20 15~19歲 出所:総務省統計局のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

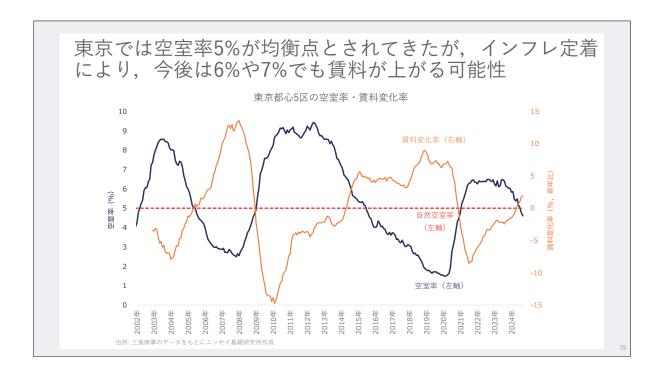












まとめ

- 1. 日本経済は底堅く推移しており、日本銀行が利上げを実施するなど、いよいよ失われた30年が終了へ。
- 2. 国内リスクは限定的だが、米国や中国を中心に海外の調整リスクがある。 今後も金融危機に発展するリスクへの注意は必要.
- 3. オフィス市場は好調な企業業績などを追い風に回復局面。2024年には明確な賃料上昇に転じるかに注目。他のセクターも不動産ファンダメンタルズは総じて健全。
- 4. 日本の不動産市場は重要な転換期を迎えている可能性があり、「稼働率重視」から「賃料重視」へのシフトが求められる。

90



"It's only when the tide goes out that you learn who's been swimming naked."

波が引いた時に初めて誰が裸で 泳いでいたか分かる.

ウォーレン・バフェット