

講演録

第 224 回定期講演会 講演録

日時: 令和 7 年 10 月 15 日 (水)
(Zoom によるオンライン開催)「日本の不動産市場の最新動向
～データで読み解く新潮流～」ラサール不動産投資顧問株式会社 アジア太平洋地域 リサーチ&ストラテジー 共同責任者
佐久間 誠

ラサール不動産投資顧問の佐久間でございます。本日はお忙しい中お時間をいただき、誠にありがとうございます。

本日は、日本の不動産市場の動向について、グローバルな見方を交えてお話をさせていただきたいと思っております。

1. マクロ動向

【日本の失われた 30 年を終了へ】

まずマクロの動向について振り返りたいと思います。いよいよ日本の「失われた 30 年」が終わりを迎えたという点については、多くの方が実感されているのではないのでしょうか。それを最もよく示しているのが春闘における賃上げの動向です。このデータを見る際に注意していただきたいのは、この春闘で示される賃上げ率には、定期昇給分、すなわち毎年の在籍によって自然に上がる給与分に加えて、ベースアップが含まれているという点です。そのため、本来の賃金上昇であるベースアップを確認するためには両者を分けて考える必要があります。一般的に定期昇給分はおよそ 1.6~1.7%程度と言われているので、これを差し引いてこのデータを見ると、実際の賃金の上昇傾向がより明確に見えてきます。

例えば、2000 年代から 2021 年頃までを見ますと、ほぼゼロ賃金成長の時代が続いていました。一

方で、2023 年以降は賃金が明確に上昇に転じ、その傾向が 3 年間連続で続いています。直近では 5%を超える賃上げ率となりました。私はエコノミストではありませんので具体的な見通しは出していませんが、多くのエコノミストの見方では、来年は若干の鈍化があっても 4%台半ば程度は維持できる可能性が高いと見られています。数年前までと比較すると、まさに隔世の感があり、この賃金上昇が経済全体の成長を再び軌道に乗せたと考えられます。

経済の動向を把握する際には、一般的に実質 GDP を見る人が多いと思います。しかし不動産市場への影響を考える上では、物価上昇分を含む名目ベースで見る方がより適切だと私は考えています。名目 GDP の推移を見ると、賃金動向と同様に過去 20 年ほどはほぼ横ばいで推移してきましたが、2021~22 年頃を底に上昇へと転じています。これを日経平均株価や TOPIX など株式市場の動きと比較すると、名目 GDP が示す通り、確かに実体経済も上向きに転じている状況がうかがえます。

このように、日本経済はいよいよ成長軌道に再び乗りつつあり、「ようやく正常な経済に戻ってきた」と言えるのではないかと思います。長らく成長しない経済環境に適応した構造が各所に存在していましたが、今まさにそれを溶かし、次のステージへ移行しつつある——それが現在の日本経済の姿だと私は認識しています。

【米相互関税の影響は市場が恐れたレベルは回避】

一方で、このような前向きな見通しがこの1~2年ほど強まっていた中、トランプ政権が再び誕生したことで、市場が不安定な動きを見せる展開となりました。アメリカの状況を見てみると、不動産市場は2022年の中央銀行による急速な利上げを契機にピークアウトし、一時的に調整局面へと入りましたが、その後2024年9月から利下げに転じ、不動産市場においても前向きなサイクルへの転換が期待されるようになりました。しかし、4月2日に米国が相互関税を導入したことで、先行きに対する不透明感が再び強まることとなりました。

日本においても、夏ごろに米中間で一定の合意が見られ、関税問題はやや落ち着くのではないかと期待されたものの、先週も米中の関税協議の影響で株式市場が上下に振れるなど、不安定な状況が続いています。経済への影響という点では、相互関税によるマイナスの影響は避けられないものの、4月の株式市場で見られたような急激な減速や景気後退にまでは至らないというのが、現在のコンセンサスとなっています。

たとえば、日本銀行が公表している経済見通しを見てみますと、関税発表前の1月時点では、2025年度・2026年度の成長率をいずれもおおよそ1%前後と予想していました。しかし、7月時点の改定では、2025年度の成長率は0.6%程度まで下方修正され、その後は徐々に回復するとの見方になっています。もっとも、日本の潜在成長率は概ね0.7%程度とされており、今回の減速幅はそれと大きく変わらないため、過度に悲観する必要はない水準だと考えられます。

また、消費者物価指数(CPI)については、おおむね2%前後で推移するとの見通しが示されており、安定したインフレ率が維持されるとの期待が高まっています。ただし、このように不透明感が増した結果、日本銀行による金利の正常化、つまり次の利上げ時期は後ろ倒しになるとの見方が強まりました。7月以降はその影響で市場の動きも慎重さを増し、さらに先般の総裁選で高市氏が総裁に選出されたことを受け、次期首相に就任すれば緩和的な政策が長期化するとの観測が広がりました。それを好感して株式市場は一時上昇しましたが、その後は政策運営の方向性をめぐって再び不透明感が高まり、先行きに注目が集まっている状況です。

【米相互関税は輸出と設備投資を押し下げる見込み】

さて、経済全体としては緩やかではあるものの一定のマイナス影響が見られる状況にあります。ただし、今回のテーマを通して強調したいのは、全体で見るとそれほど大きな変化ではないように見えても、セクターや企業規模によって影響の度合いに差が出ているという点です。つまり、良いところと悪いところの格差が拡大しているのが現在の特徴だと思います。

例えば、日銀短観に基づく企業ヒアリングから作成された経常利益計画では、製造業では輸出の減速を背景に、平均して8%程度のマイナス影響が見込まれています。一方で、非製造業はその影響が限定的で、内需は比較的堅調に推移しています。これは、輸出依存度の高い製造業が相互関税によって直接的な打撃を受ける一方、国内需要を中心とする業種が比較的安定していることを示しています。

また、2025年度の経常利益計画を見ると、中小企業はやや大きな減益傾向を示していますが、これは相互関税の影響に加え、発表以前から大企業よりも業績が伸び悩んでいた点も要因としてあります。したがって、全体を俯瞰すると、製造業や中小企業では減速傾向が見られるものの、非製造業や大企業に関しては比較的影響が軽微にとどまっている、という構図が読み取れます。

【実質賃金の低迷により消費の弱さが継続】

また、セクター別に見ると、いくつか特徴が見られます。コロナ禍前の水準と比較すると、経済全体としては大きな伸びは見られず、民間消費については伸び悩んでいます。一方で、政府消費が増加していることや、設備投資が底堅く推移している点が確認できます。

特に重要なのは、日本経済全体における割合が大きい民間消費が依然として低調であるということです。この伸び悩みの背景には、名目賃金は上昇を始めているものの、それ以上に物価上昇が進んでいるため、実質賃金が依然としてマイナス圏にあるという事実があります。この実質賃金の低迷こそが、現在の消費の弱さをもたらしている大きな要因と言えるでしょう。

【物価上昇のドライバーはモノからヒトへ】

ここで今後を見据える上で、もう一点重要になるのが消費者物価を中心とした物価動向です。過去の推移を振り返ると、日本において明確に物価の状況が変化したのは2022年でした。ただし、携帯電話料金の値下げなどを考慮すると、実際には2021年頃から物価上昇の兆しが強まり始めていたという分析もあります。いずれにしても、2021年から22年にかけて明確にプラス圏に転じたのが確認できます。

その内訳を見てみると、当初の上昇を主導したのは「財」の価格でした。円安の進行、コロナ禍における供給制約、エネルギー価格の上昇といった外的要因によって、まず輸入物価を中心とした財の価格が押し上げられたのです。一方で、サービス価格については当初緩やかな動きでしたが、近年は徐々に上昇が拡大しています。多くのエコノミストの見通しによれば、今後はこのサービス分野における上昇の比重が一段と高まると見られています。

サービス価格の動きは賃金との相関が高く、賃金が上がればサービス価格も上昇し、その逆もまた同様です。この関係性を踏まえると、外的要因に左右されない国内要因による物価上昇がようやく定着しつつあると言えるでしょう。今後についても、多くの予測ではCPIは2%を小幅に下回る、1%台後半程度の上昇が持続する可能性が高いと見られています。

こうした物価上昇にはプラスの側面もありますが、一方でマイナスの影響も無視できません。その代表的なものが建築コストの上昇です。この建築コストもCPIと同様に2021~22年頃から上昇し始め、指数を見ると当時から約3~4割上昇しています。実際の建設現場の声を聞くと、さらに上昇しているケースもあるという話も珍しくありません。

建築コストの内訳をみると、一般的に「モノ」が約4割、「ヒト」が約4割、残る2割が「サービス」とされています。当初はこのうち、資材などのモノの価格上昇が全体の押し上げ要因となっていました。今後についてはCPIの動向と同様に、人手不足を背景とした人件費の上昇が長期的に続く可能性が高いと考えられます。

【今後は建築コストの上昇要因もモノからヒトへ】

現金給与総額の推移を見ると、全産業では、先ほど申し上げたように、全体として長らく横ばいが続いてきました。しかし、その中でも建設業に限ってはこれまでも着実に賃金が伸びていることが分かります。

背景として、建設投資額と建設業就業者数の推移の間に大きな乖離が生じています。まるでワニの口が開いていくように、この両者の差は年々広がっており、今後も拡大が見込まれています。つまり、建設投資が増加する一方で労働力の供給が追いつかず、労働者一人あたりの賃金が増え続けているという構図です。

このような状況を踏まえると、今後の建築コストは人件費の上昇を主要因として高止まり、もしくはさらに上昇する可能性が高いと考えられます。現時点では、この人手不足を背景としたコスト上昇が続くというのが、もっとも現実的なシナリオだと言えるでしょう。

【金利は今後も上昇見込み、水準はまだ緩和的】

もう一点、不動産市場を考える上で重要な要素が金利動向です。よく「金利上昇が進んでいる」と言われますが、実際に10年国債の利回りが上昇を始めたのは2022年の後半からです。そのきっかけとなったのが、2022年12月に当時の黒田総裁が実施した金融政策の変更でした。

当時はイールドカーブ・コントロール、すなわち短期金利だけでなく長期金利も中央銀行が一定範囲内に誘導する仕組みが導入されましたが、日銀はその長期金利の変動許容幅を拡大しました。これを契機に、10年国債利回りが上昇に転じたのです。その後、2024年3月には、いわゆる「異次元緩和」の枠組みが大きく転換され、金融政策は正常化へと一歩進みました。

今後の見通しとして、ブルームバーグによるコンセンサス予測では、政策金利は緩やかに上昇し、2027年ごろには1%から1.25%程度の水準に落ち着くだろうとされています。10年国債利回りも同様に緩やかな上昇を続け、おおむね2%弱の水準に上昇するとの見方が主流です。さらに年限の長い30

年国債など超長期債については、より顕著な金利上昇が確認されています。これには需給要因もありますが、海外のイギリスやフランスなどでは財政懸念から長期金利が急騰した例もあるため、日本においても財政拡張路線が強まった場合には同様のリスクが生じ得る点に注意が必要です。

とはいえ、こうした急激な金利上昇はあくまでリスクシナリオに過ぎず、多くの専門家の見方では緩やかな金利上昇がメインシナリオとされています。不動産分野において金利は非常に重要な要素ですが、単純に金利が上がる＝マイナスとは限りません。経済を分析する際には、名目金利から期待インフレ率を差し引いた「実質金利」で見ることが一般的です。

期待インフレ率の算定は難しいため、簡易的にCPI（消費者物価指数）を差し引いてみると、現在の実質金利は大幅にマイナスの水準にあります。つまり、金利を物価上昇が上回っているという状況で、仮に10年国債利回りが1.8～1.9%程度まで上昇したとしても、CPIが同程度の水準で推移するならば、実質金利はゼロ近辺です。これは過去10年と比べてもむしろ緩和的な状態にあることを意味します。

現在の物価と金利環境から導き出されるイン플레이ションを、極めて単純化して言うと、今の環境下では預金などの金利性資産に資金を置くよりも、不動産などの実物資産に投資する方が有利になりやすい、ということです。

【「良い金利上昇」or「悪い金利上昇」なのかが重要】

実質金利の水準を把握することは重要ですが、もう一つ大切なのは、その金利上昇が「良い金利上昇」なのか「悪い金利上昇」なのかを見極めることだと考えています。単に金利が上がったという事実ではなく、その背景にある要因が経済全体にどのような影響を与えているかを理解することが重要です。

金利上昇の影響を考える際、不動産市場では一般的に収益還元法の考え方が用いられます。不動産の価値は、NOI（純営業収益）をキャップレートで割ることで算出され、このキャップレートは「リスクフリーレート」「リスクプレミアム」「期待NOI成長率」という要素に分解できます。この簡単な構

造を理解すると、金利変動による影響をより明確に把握できます。

つまり、金利上昇とはリスクフリーレート、たとえば10年国債利回りが上昇することを指しますが、その影響は「なぜ金利が上昇しているのか」によって結果が大きく異なります。もし金利上昇の背景が財政懸念や信用リスクの高まりによるものであれば、リスクプレミアムが拡大し、不動産評価にマイナスの影響を及ぼす「悪い金利上昇」となります。

一方で、現在の日本のように、長く続いたデフレ環境から脱却し、成長への期待が高まる中で金利が上昇している場合、それは「良い金利上昇」と言えます。このケースでは、金利上昇と同時に期待成長率も上がるため、キャップレートのマイナス効果が相殺され、不動産価格が大きく下がるどころか、むしろ安定的に推移、または上昇する可能性も十分に考えられます。

したがって、金利上昇＝不動産価格の下落と単純に捉えるのではなく、その上昇の「質」を見極めることが、不動産市場を読み解く上で極めて重要だと考えています。

【2022年以降は金利上昇もキャップレートに下方圧力】

コロナ禍以降、私が特に注目してきたのが、日本のオフィス市場における空室率と、そしてキャップレート、すなわち不動産投資利回りの関係です。

リーマンショックの時期には両者がほぼ同じ方向に動きました。市況の悪化局面では双方とも同時に上昇し、その後の回復局面でも並行して低下しました。しかし、コロナ禍においては非常に特徴的な動きが見られました。すなわち、オフィスの賃貸市場では空室率が上昇して調整局面に入った一方で、売買・投資市場の方はむしろ活況を呈し、キャップレートが低下したという点です。

この背景には、コロナ禍を受けて各国の中央銀行が競うように金融緩和を進めたことがあり、それによってグローバルに不動産への投資需要が高まり、結果としてキャップレートが低下したことが挙げられます。

もう一つ注目すべき点は、10年国債利回りが2022年12月以降に上昇を始めたにもかかわらず、キャップレートはその動きに逆行するように横ばい、むしろわずかに低下していることです。金利上

昇局面にも関わらずキャップレートが下がっている点は、日本の不動産市場への強い投資意欲や資金流入の持続を反映していると言えます。

このコロナ禍で乖離した賃貸市場と投資市場の動きが、どのように収束していくかという点に注目していましたが、足元の日本市場を見ると、空室率の低下によって賃貸市場が回復し、投資市場の動向に歩み寄るように動いてきています。

【不動産業への貸出態度は依然緩和的】

不動産市場を捉える際には、不動産融資の動向を注視することが非常に重要です。過去を振り返ると、不動産市場が大きな打撃を受けた局面というのは、概して金融機関の貸出姿勢が急にマイナスに転じたタイミングと一致しています。つまり、融資態度の変化は市場調整の前触れとして機能してきたわけです。

現状を見ますと、確かに貸出態度はやや慎重化の方向にありますが、急激な引き締めが起きているわけではなく、資金調達環境そのものは依然として安定しています。不動産ファイナンスへのアクセスも大きく悪化してはならず、全体として資金が目詰まりを起こしている状況とは言い難いと思います。

今後のシナリオを考えると、経済活動の拡大によって設備投資需要が高まり、不動産分野への資金の配分が相対的に減る可能性もあります。一方で、リーマンショックのような金融危機が再び発生し、貸出姿勢が急速に悪化するという事態も理論的には起こりうるでしょう。しかし、少なくとも現時点ではそうした事態は見られず、レバレッジを伴う不動産投資においても、資金調達環境は比較的良好な水準を維持しているのが足元の状況だと考えています。

【世界的に不確実性が高まるが日本は相対的に安定】

日本について一つ強調しておきたいテーマは、その安定性です。今後、インフレ環境への移行とともに日本経済の活性化が期待される中で、この安定性をどのように維持しながら成長していくかが、日本における重要な課題であると考えています。

アメリカの大学教授によって開発され、メディ

アに登場する不確実性に関するキーワードをテキストマイニングし、その頻度に基づいて数値化した指標である「経済政策不確実性指数 (Economic Policy Uncertainty Index)」を見ると、足元では世界の指数が急上昇しています。これはトランプ政権による関税導入などの影響で、世界的に経済政策の不確実性が大きく揺れ動いたことを反映しています。さらに注目すべきは、世界の動向を見ると2008年以前は不確実性が高まるイベントがあっても比較的早く平均値に回帰していましたが、2008年の金融危機以降はこの指数が緩やかに上昇トレンドを続けていることです。

一方、日本の不確実性指数は長期的に横ばいで推移し、世界的な上昇トレンドから外れた動きを続けています。トランプ政権下での関税導入に伴い一時的に上昇はしましたが、過去のピークを明確に超えるような急騰は見られず、安定的な水準にとどまっています。

もともと、現在の政治情勢を踏まえると、従来のような安定した政治・経済の基調が今後も続くとは限らず、不透明な要因も存在します。それでも総じて日本は依然として安定度の高い国であると評価して差し支えないと考えています。

2. 日本の不動産市場の動向

ここまでマクロ経済の動向を見てきましたが、ここからは不動産市場について少し掘り下げていきたいと思います。これまでの内容を簡単に整理すると、今年にはトランプ政権による関税措置を背景に、市場が一時的に右往左往する場面も見られました。しかし、経済全体を俯瞰すると、实体经济の悪化は小幅にとどまり、日本においてはむしろデフレからインフレへと移行する中で、新たな動きや構造変化が各所で生まれているというのが現状です。

一方で、やや懸念している点があります。それは、経済政策不確実性指数でも触れたように、政治的・経済的に不確実性が高まっている一方で、資産価格や経済活動は比較的堅調に推移しているという点です。両者の間に広がるこの乖離が、今後も構造的に続くのか、それとも一時的な現象にすぎないのか——そこを見極めることが、今後の経済と不動産市場を考える上で極めて重要になると考えています。

【商業不動産市場においてオフィスの重要性が高い】

不動産市場についてはまず、基本的な構造を簡単に整理しておきたいと思います。日本の不動産市場、特に機関投資家が投資対象とするような商業用不動産においては、依然としてオフィスの比重が大きいという点が特徴です。

投資適格不動産、つまり機関投資家が対象とするスペックの高い商業用不動産やJ-REITにおけるセクター構成比を見ると、オフィスが全体の35～40%程度を占めています。

一方で、ここ数年の動きとして、たとえばJ-REITにおいては、物流施設やホテルといったセクターへの投資配分が高まっています。また、賃貸住宅への関心も高まっており、住宅分野への投資が増加してきています。こうした動きは、投資家の多様化や市場構造の変化を示す象徴的なトレンドと言えるでしょう。

【2023年以降はホテルが急回復、オフィスが劣後】

不動産証券化協会が公表しているARES Japan Property Index (AJPI) のデータをもとに、セクターごとのパフォーマンスを比較してみましょう。

まず注目したいのはオフィスです。リーマンショック後の動向を見ると、オフィスセクターが低迷しており、オフィスが他のセクターに比べて景気変動に敏感、すなわち景気感応度が高いことを示しています。

次に、商業施設の動きを見てみると、2016年から2019年頃まではアンダーパフォームしました。この時期はちょうど「アマゾン・エフェクト」が世界的に懸念されていた時期でもあります。Eコマースの急拡大に伴って、小売・商業施設の売上が減少し、Eコマースのインフラである物流施設が投資対象として選好されるようになり、欧米では商業施設が経営破綻するケースも少なくありませんでした。

続いてコロナ禍に入ると、人流への依存度が高い商業施設やホテルが大幅にアンダーパフォームしました。一方で、Eコマース需要の加速を背景に物流施設が最も高いパフォーマンスを示し、また住宅セクターはディフェンシブ資産として底堅さを見せました。

そして2023年以降、すなわちコロナ禍が明けた後の動きを見ると、ホテルセクターが急速に回復し、首位に立ちました。一方日本のオフィス市況はグローバルに見れば決して悪いわけではないものの、日本国内で他のセクターと比較すると、相対的にパフォーマンスが劣後していたというのが現状です。

【インバウンドが宿泊需要を牽引】

ここからはセクターごとの状況を見ていきたいと思います。まず、インバウンド需要を取り込み、足元で最も好調な分野であるホテルセクターです。

訪日外客数は、2012～2013年頃から本格的な増基調に入り、コロナ禍前まで堅調に伸び続けました。当時の安倍政権は政府目標として「2030年までに訪日外客数6,000万人」を掲げ、その達成に向けて数字は順調に積み上がっていきました。

しかし、2020年以降はコロナ禍の影響によって訪日需要がほぼ消失し、一時的に大幅な落ち込みを経験します。それが2023年のコロナ禍明け以降、一気に回復し、急速に増加に転じました。

2025年8月に公表されたデータを見ると、すでに訪日外客数は2,800万人に達し、過去最高ペースで推移しています。この勢いを維持すれば、年間の総訪日客数も昨年を上回ることにはほぼ確実な状況です。現在のトレンドが続けば、その少し後には6,000万人に迫る水準に届く可能性が十分に見込まれる状況になってきています。

【絶好調のインバウンドと伸び悩む国内観光客】

日本国内の延べ宿泊者数を見てみると、全体として堅調に推移しています。延べ宿泊者数の総数、その内訳である日本人と外国人の動向を見ると、コロナ禍では、外国人宿泊者数がほぼゼロまで落ち込みました。しかし注目すべきは2023年以降の動きです。当初、私たちアナリストの間では、インバウンドの回復には時間がかかるだろうという見方が一般的でした。ところが実際には想定を大きく上回るスピードで回復が進み、現在ではコロナ禍前の水準を優に超える勢いを見せています。

一方で、日本人宿泊者数についてはやや勢いに欠ける状況が続いています。その背景には、実質賃金の伸び悩みが挙げられます。物価上昇が賃金上

昇を上回る状況が続く中で、旅行などの消費を控える傾向が一部に見られるのではないかと考えられます。

いずれにしても、ホテル市場全体としては現在非常に好調であり、コロナ禍前とは明らかに異なる、新しい成長局面に入っていることがデータからも確認できる状況です。

【外国人が堅調な一方、日本人の遠距離商用が低迷】

さらに細かいセグメント別で宿泊動向を見てみると、もう少し興味深い傾向が見えてきます。ここでは日本人と外国人を分けたうえで、観光目的か商用目的か、また日本人については遠距離か近距離かという切り口で分類しました。

外国人、すなわちインバウンドについては観光・商用いずれの目的でも非常に堅調に回復しています。実際、現場の方やホテル関係者と話をしても海外からのお客様が戻ってきたという声を多く耳にしますし、繁華街などを歩いてみても外国から訪れている方の姿が明らかに増えており、多くの方がその実感をお持ちではないかと思えます。

一方で、日本人の動向を見るとやや異なる傾向が見られます。特に日本人の商用の遠距離出張の回復が鈍い状況です。背景としては、まさに今回のように講演や会議をオンラインで実施することが一般化したことがあり、出張ニーズが減少しているという点が挙げられます。

海外でもこの傾向は共通しており、例えばアメリカの金融機関に勤めるアナリストなども、かつては投資家を訪問して全米を飛び回るのが一般的でしたが、現在はオンラインで話せば十分と考えるケースが増えていると聞きます。出張を伴う商用旅行が構造的に減少している点は、国内外問わず共通の現象になっていると言えるでしょう。

なお、直近の今年7月に外国人宿泊が一時的に減少していますが、これは日本市場の転換点を示しているわけではありません。おそらく皆さんもニュースなどでご覧になったと思いますが、この時期は一部地域、特にアジアからの観光客の減少が要因であり、一時的な変動と見るべきものです。そのため、この下落については過度に懸念する必要はないと考えています。

【東京一極集中はコロナ禍前の勢いを取り戻す】

次に、住宅市場について移りたいと思います。コロナ禍の中で住宅はさまざまな意味で注目を集めました。住宅はディフェンシブなセクターのためコロナ禍に注目を集めたことに加え、郊外への移住や地方への転居などのニュースで頻りに報じられたことから、「人の移動」が住宅市場にどのような影響を与えるのかが大きな関心事となりました。

私自身も、この人の移動をさまざまな角度から分析しており、特にこの指標は賃貸住宅市場と相関が高いため、注視しています。とりわけコロナ禍に注目を集めたのが、東京一極集中が在宅勤務の普及によって終わるのかどうか、という点でした。

その結論はすでに明らかで、東京一極集中は終わりませんでした。地方から東京圏への転入超過数の推移を見ると、一般的に景気が良くなるほど東京への転入が増える傾向にあり、2019年時点ではリーマンショック前とほぼ同水準まで増加していました。しかし、2020年以降のコロナ禍によって転入超過は大きく減速しました。

重要なのは、減速であって、人の移動が逆流するには至らなかったという点です。メディアでは地方移住などが話題になり、東京離れが起きているような印象を受けた方もいらっしゃるかもしれませんが、実際のデータを見ると、転入超過数がマイナスに転じることはありませんでした。単なる一時的な減速にすぎず、その後は再びペースが回復し、現在に至っています。

2025年のデータの1月から8月の累計値を見ると、昨年を上回る水準となる可能性が高い状況です。つまり、コロナ禍によって東京への一極集中が一時的に緩和されたものの、依然として東京への人口流入が続いているというのが現状だと言えます。

【東京圏における郊外化は2019年以降継続】

もう一つ見られた動きとして、少し郊外へ引越すという傾向があります。東京圏、つまり1都3県における人口移動を見る際に、中心部を東京23区とし、それ以外のエリアを周辺部（郊外）と定義して、周辺部と中心部の間の人の移動を見ると、コロナ禍以前は都心回帰の流れが続き、都心への流

入が優勢でしたが、コロナ禍に入ると一転して大きくマイナスに転じました。

注目すべきは、都心部からの流出への転換が在宅勤務の普及だけに起因していないという点です。2019年時点ですでに郊外化の動きは始まっており、コロナ禍はその傾向を加速させたに過ぎません。東京一極集中についてはコロナ禍前のレベルに戻ったと先ほど申し上げましたが、東京圏内で見た郊外化の流れは現在も続いており、2025年8月までの累計値を見ても昨年を上回る水準となっています。

在宅勤務以外の郊外化の要因として、不動産価格の上昇が挙げられます。特に、結婚や子どもの誕生などで広い住居を必要とする家庭が、都心ではその条件を満たす物件を確保できず、結果的に郊外へ移らざるを得ないケースが少なからず見られます。

【賃貸住宅では賃料が過去最高を更新中】

賃貸住宅市場については、ホテルほどではありませんが足元では活況を呈しています。近年、分譲マンション価格の高騰がよく話題になりますが、実は賃料についても同様に上昇しています。

東京23区のマンション賃料を見てみると、シングルタイプ(狭め)、コンパクトタイプ(中くらい)、ファミリータイプ(広め)いずれの категорияでも着実に賃料が上昇している状況です。

その背景として、まず在宅勤務の拡大が挙げられます。自宅で働く時間が増えたことで、必要とされる住居スペースが広くなり、それが住宅需要を押し上げました。次に、東京への転入超過の再拡大も賃貸住宅需要を支えています。さらに、分譲マンション価格の上昇が挙げられます。価格が上がりすぎて買いたくても買えない層が増え、結果として賃貸を選択する人が増加しているのです。

今後の動向を考える上で、鍵となるのは賃金の動きです。というのも、賃料を支払う原資は賃金であり、それが上がり続けられれば、賃料の上昇もある程度は維持されると考えられます。

ここで強調したいのは、株価や不動産価格、賃料のいずれにおいても、過去最高を更新したり、これまでにない水準に達したりすると「バブルではないか」という声が上がりがちですが、必ずしもそうとは限らないという点です。実際、株式市場を例に

取ると、企業収益がこれまで以上に伸びていることから、一般的な投資指標であるPER(株価収益率)で見ても、過度な割高感は見られません。

つまり、今起きている現象は単なるバブルではなく、「デフレからインフレへ」という経済環境の構造変化の中で、物や資産、そして労働の価格全体が上昇局面に入っているということです。そのため、これまでのデフレ期の感覚をそのまま当てはめて価格の妥当性を判断すると、現実とのズレが生じることがある点には注意が必要だと思います。

【東京都のマンション価格は右肩上がりで見え】

マンション価格の推移を見てみると、2013年頃から本格的な上昇が始まっています。この時期にちょうど実施されたのがアベノミクスによる大胆な金融緩和であり、それにより金利が低下しました。こうした金融環境の追い風を受けてマンション価格は上昇を続け、地域によっては高値圏に達しています。

2010年代後半に入ると、そろそろピークアウトするのではないかという見方が市場で繰り返し聞かれましたが、実際に起きたのは逆の現象でした。コロナ禍の影響で経済全体が一時停滞したにもかかわらず、マンション価格は下落するどころか、その上昇ペースをさらに強める結果となったのです。

この価格上昇の波は、賃貸市場やマンションにとどまらず、戸建住宅や住宅地にも波及しています。特に注目すべきなのは、2013年以降ほとんど動きが見られなかったこれらの種別でも、近年になって上昇モメンタムが生まれ始めている点です。これは不動産市場全体の変化を示す重要な兆候であり、単なる一時的な価格上振れではなく、より構造的な上昇基調に入ってきている可能性を示唆していると考えています。

【耐久財や非耐久財が頭打ちもサービスが下支え】

次に商業施設の動向について見ていきたいと思っています。ここでは日銀が公表している実質消費活動指数のデータを取り上げます。申し上げたいポイントは3つあります。

まず1つ目はコロナ禍での動向です。コロナ禍では巣ごもり消費や在宅勤務需要の影響で、耐久財の消費が顕著に増加しました。また、非耐久財は

比較的底堅く推移し、感染リスク回避による三密の制約などから、サービス消費は大きな打撃を受けました。

2つ目は2023年の動きです。コロナ禍が明けたことで、これまで抑えられていた消費（ペントアップデマンド）が一気に爆発するのではないかと期待がありました。海外を見ると実際にそうした消費が急拡大した例がいくつかあります。しかし、日本の場合はそうした現象はほとんど見られず、期待されたような急回復は起こりませんでした。

そして3つ目、足元の状況です。現在は非耐久財の伸びが停滞しており、背景には実質賃金の低下があると考えられます。

【実質所得のプラス転換で消費は強含むか？】

もっとも、さまざまなエコノミストの見解では、来年前半にかけて実質賃金がプラスに転じるとの見方が増えています。そのタイミングでこの実質消費活動指数がどのような動きを見せるかは、商業施設や小売市場の回復を予測する上で注目されるポイントと言えるでしょう。

ここで重要なのは、「名目」で捉えるのか、「実質」で捉えるのかによって見え方が大きく変わるという点です。

消費活動指数を、名目値と実質値で比較すると、両者の乖離が拡大しています。名目値を見ると、2020年から2022年頃にかけて明確な上昇トレンドが描かれていますので、消費は意外と悪くないという印象を受けます。ところが実質値を見てみると、ほぼ横ばいで推移しており、モノを買う量そのものは増えていないということが分かります。上昇しているのは物価であり、それによって名目ベースでは消費が伸びているように見えているわけです。

ただ、このような状況を単純に価格が上がっているだけだから悪いことだと判断する必要はないと思います。価格が上がれば企業の売上や利益も増えるため、それが投資の原資となり、事業拡大のドライバーになり得ます。そういった意味では、名目上の伸びにも経済的な意義があります。

とはいえ、ツケを払っているのは誰かといえば、実質賃金がマイナスで推移していることから、家計だということがわかります。生活コスト増が家計を直撃している現状は、今後の政治や政策に

おいて極めて重要なテーマとなっていくことは間違いありません。

【EC化率の伸びは巡航速度に回帰】

次に、物流施設についてお話ししたいと思います。物流施設を語るうえで、この10年ほど、最も重要なテーマとなってきたのがEコマース（電子商取引）の拡大です。インターネットの普及により、人々がオンラインで購入する機会が大きく増え、それに伴い、ECを支えるインフラとしての物流施設の需要も拡大してきました。

日本のEC化率は、2020年に大きく伸びました。これはコロナ禍の影響で外出が制限され、消費行動がオンラインに一気にシフトしたためです。当時はこの動きが一時的な現象なのか、それとも構造的な変化なのかという議論が盛んに行われました。実際にその後の動きを見ると、2020年の加速は一時的であることがわかりました。

2022年から2023年にかけてEC化率の伸びが減速しましたが、2024年のデータを見ると再び成長ペースが回復し、過去と同程度の上昇トレンドに戻っています。つまり、短期的な調整を経て、長期的には引き続き緩やかな成長が続いているということです。つまり、EC化の流れ自体が止まったわけではありません。

EC化率の水準を見ても、日本はようやく10%近くまで来ましたところですが、海外、たとえば中国などでは、はるかに高い水準に達しています。日本においては、緩やかではありますが、この上昇トレンドが続いているという点が、物流施設市場を考えるうえで重要なポイントだと考えています。

【首都圏の物流施設の空室率は高止まり】

物流施設市場の現状を見てみますと、直近の特徴として挙げられるのが、東京圏における空室率の上昇です。現在は10%を上回っており、高止まりしている状況です。背景には、コロナ禍で物流施設が注目を集めたことがあります。需要が急増したことで新規供給が増加し、その結果、2022年以降にかけて一部では需給のバランスが崩れ、埋まりきらない物件が出てきました。

とはいえ、こうした空室率の上昇を一律に捉えるのではなく、より細かい粒度で見ることが重要

です。東京圏全体の平均値で見ると空室率は確かに上がっていますが、エリア別に分析すると事情は大きく異なります。たとえば、国道16号線の内側や都心寄りの立地では依然として高稼働が続いており、空室率もそこまで上昇していません。一方で、外縁部新規供給が集中したエリアなどは、空室が目立っています。

このように、同じ東京圏の物流施設といっても、立地によって需給の状況が大きく異なる、いわば二極化の局面に入っているといえるでしょう。投資や開発の観点からも、今後はより立地選別の重要性が高まっていく段階にあると思います。

【東京圏の需給はソフトだが賃料は底打ちの動き】

物流施設については、空室率が10%まで上昇したことで賃料も下がるのではないかという見方もありましたが、東京圏においては賃料が大きく下がることはなく、おおむね横ばいで推移したというのが今回の調整局面の特徴です。

一方で関西圏に目を向けると、空室率が低水準で推移しており、賃料上昇の勢いを強めています。結果として、関西の物流施設賃料が東京に並ぶ水準に近づいているというのは興味深い動きです。需給面の安定と新規開発余地の小ささが、関西市場の賃料を押し上げているとも言えます。

また、東京圏の物流施設の賃料見直しをしてみると、「上昇」と回答した企業・投資家の割合が増加しています。これにより調整局面を経て、再び賃料上昇への期待が強まっていることが読み取れます。

ただし、この賃料上昇も地域によって様相が異なることが予想されます。外延部では依然として需給の緩みが見られる一方、都市近接エリアではテナント需要が強く、賃料の押し上げ圧力が続いている状況です。したがって、今後の投資判断においては、エリア間の違いを丁寧に精査していくことがいっそう重要になると考えています。

【コロナ禍の長期化 ハイブリッドな働き方が定着】

セクター別の話の最後として、オフィスについて説明したいと思います。

私がコロナ禍の最中に熱心に取り組んだ研究の

一つに、携帯位置情報データを用いてオフィス出勤率を計測するというものがあります。日本ではもともとオフィス出勤率に関するデータがほとんど存在しませんでした。理由は単純で、オフィスワーカーであれば当然毎日出社するものとされており、わざわざお金をかけてそのデータを作る必要がなかったからです。

しかし、コロナ禍を経て在宅勤務や出勤制限が一般化すると、その必要性が急速に高まりました。コロナ禍中は確かにいくつかのオフィス出勤をとらえようとしたデータがありましたが、頻度が低い、粒度が粗いなど、オフィス出勤率を市場分析に使えるレベルで的確に測ったものはありませんでした。この課題に対して、携帯電話の位置情報データを活用すれば、オフィスエリアへの人の動きから出勤率を推計できるのではないかと考え、実際に試みたものです。

結果としてわかったのは、コロナ禍によるオフィス出勤率の大きな変化です。たとえば、1回目の緊急事態宣言時には、東京都心5区では出勤率が約3割まで低下しました。他のエリアでも同様に大きく下がり、その後も感染拡大局面に入るたびに出勤率が減少する傾向が見られました。

私が特に注目したのが、2021年10月以降の動きです。この時期は、国民の多くがワクチン接種を終えており、緊急事態宣言がいよいよ解除されました。ワクチンの普及によってコロナ禍が終息すると予想していたため、これによりポストコロナの働き方がわかると期待したためです。実際、この時期にオフィス出勤率が大きく回復し、それまでコロナ禍で見られた上限を上回る水準にまで達しました。

しかし、2022年初頭に変異株の感染拡大により、新規感染者数が過去にない水準まで上昇すると、出勤率は再び頭打ちとなりました。直近の動きを見ると、むしろ徐々に低下している兆しもあります。こうした状況から言えることは2つあります。

1つ目は、コロナ禍が長期化する中で、日本においても在宅勤務やハイブリッドワークが定着したことです。

2つ目は、現在のオフィス出勤率が6~7割程度にとどまっているとはいえ、国際的に見れば低い水準ではなく、オフィス賃貸市場を深刻に悪化させるレベルではなかったという点です。

【東京のオフィス床面積の大幅削減には至っていない】

このような状況の中で、なぜ東京のオフィス市場がこれほどまで底堅く推移しているのかという点について少し考えてみたいと思います。

東京のオフィス出社率は現在およそ7割前後に低下しました。しかし、在宅勤務者を含むオフィスワーカー1人当たりのオフィス床面積を見てみると、2019年以降はおおむね3.7坪から3.8坪程度の範囲でほとんど変化していません。つまり、在宅勤務やハイブリッドワークが定着した現在でも、企業がオフィス面積を大きく削減する動きは限定的なのです。

米国では、在宅勤務の拡大により、1人当たりオフィス床面積が2割程度減少したというデータも見られます。それと比較すると、日本の動きは非常に穏やかであり、オフィス需要が維持されている要因の一つと言えます。

こうした背景には、日本企業特有の事情もあります。一つには、多くの企業がコロナ以前からすでに徹底したコスト削減を進めており、オフィススペースはすでに切り詰められていたため、これ以上削る余地がなかったということです。その結果、出社率が下がっても面積調整の必要性が小さく、東京のオフィスマーケットが強さを保っている構図が見えてきます。

【コロナ禍では空室率が上昇も賃料下落は相対的に小幅】

次に、現在のオフィスマーケットがどのような状況にあるのか、分析結果をご紹介します。

この分析はコロナ禍の最中から継続して行っているもので、これまでもセミナー等で何度かご覧いただいた方がいらっしゃるかもしれません。ただし、毎回データを更新していく中で、非常に興味深い発見がいくつもありましたので、改めてここで共有したいと思います。

この分析の目的は、コロナ禍におけるオフィスマーケットの変動を、過去の危機と比較してどのように特徴づけられるのかを明らかにすることでした。具体的には、東京都心5区のオフィス市場を対象に、世界金融危機（2008年9月）およびコロ

ナ禍（2020年2月）を起点として、危機発生からの経過月数を横軸に取り、空室率や賃料など主要指標がどのように動いたのかを比較しています。

結果としてまずわかったのは、2つの危機において空室率の動きが非常に似通っていたという点です。両局面とも、発生後の上昇スピードがほぼ一致しており、ピークアウトのタイミングまで驚くほど近い結果となりました。その後、低下傾向が顕著になった時期については、コロナ禍の方がやや早かったものの、全体の時間軸で見れば両者の差はごくわずかで、まるで同じ軌跡をなぞっているような動きが確認されました。

一方で、重要な相違点もあります。それが賃料の変化率です。世界金融危機の際には、経済全体が大きな打撃を受け、企業の賃料負担力も低下した結果、賃料の下落が比較的大きくなりました。これに対してコロナ禍では、確かに一部の産業で深刻な影響があったものの、語弊を恐れずに言うと、経済全体としては比較的早期に回復し、企業業績の悪化も限定的でした。そのため、賃料調整は比較的穏やかで、底入れも早く、すでに上昇局面へ転じています。

こうした比較から見えてくるのは、コロナ禍において日本のオフィスマーケットが示した回復力の強さです。構造的な勤務形態の変化が進む中でも、需要の下支え要因が多く、過去の危機に比べても明らかに早いテンポで再生してきたことが確認できました。

【コロナ禍ではエリア間のパフォーマンス格差が大きかった】

もう一点、非常に興味深かったのが、空室率の上昇ペースをエリアごとに比較したときの結果です。

まず、世界金融危機の時期を見てみますと、悪化局面では都心5区すべてがおおむね同様に悪化しており、動きに大きな差はありませんでした。しかし、その後の回復局面ではエリアごとの差が明確に現れました。たとえば渋谷区ではおよそ5年程度でコロナ禍前に相当する水準まで空室率が回復しており、他区との差が顕著になりました。

一方で、コロナ禍の動きを見ると、当初の悪化局面では世界金融危機のときと同様に、都心5区はいずれもほぼ同じ傾向をたどっています。しかし中盤以降になると格差が広がり、千代田区や渋谷

区のように空室率が低位で安定したエリアがある一方、ほかの区では空室がさらに増加するなど動向にばらつきが生じました。

ただし直近を見ると、回復のスピードこそエリアによって異なるものの、都心5区全体で空室率の改善が進み、現在では千代田区・渋谷区といった中心エリアの強さだけでなく、その他の区でも確実に空室が減少してきているのが特徴です。

さらに、地方都市と東京を比較した分析も非常に興味深い結果を示しました。世界金融危機時は、地方都市の悪化が大きく、東京に比べて脆弱さが際立つ結果となりました。オフィス需要の層の厚さという点で見ても、やはり東京が強く、ショック局面では相対的に地方から先に悪化するという構図がこれまで続いていました。

ところが、コロナ禍では様相が異なります。東京都心5区がその中心にありながら、空室率の上昇スピード・悪化幅ともに最も大きくなった点が今回の特徴です。ただし、その後の回復局面を見ると、現在の時点では東京の方が地方都市よりも明確に改善が進んでいます。

なぜこうしたことが起きたのか。地方都市が当初比較的底堅かった背景として、在宅勤務の普及度の差が指摘されていました。つまり、東京ではリモートワークが容易だった一方で、地方では対面業務が多く、出社が維持されたという説明です。もちろんそれも一因ではありますが、より大きな要因は供給量の違いだと私は考えています。

東京では2018年から2020年にかけて新規供給が集中し、その大半はテナント内定済みで竣工しました。しかし、二次空室にコロナ禍が直撃する形となり、空室率を押し上げる要因となりました。一方で地方都市は、リーマンショックで大きな打撃を受けた経験から供給計画が慎重になり、東京より2~3年遅れて開発が行われるケースが多かったため、コロナ禍の直撃を免れたといえます。

もっとも、足元では一部の地方都市でも開発が再び増え始めており、そうしたエリアでは空室率が高止まり、あるいは再び上昇する兆しが見られます。したがって今後は、東京の回復と地方市場の供給動向の両方を注意深く見ていく必要があると思います。

【強いオフィス需要は少なくとも1~2年は継続か？】

現在の回復局面においては、東京は地方都市と比べてもオフィス市況の改善が目立っています。では、なぜここまで強いのでしょうか。

東京都心5区におけるオフィス需要（前年からの賃貸面積増加分）と供給面積（前年からのストック増加分）を比較すると、大きく2つのポイントがあります。

まず1つ目のポイントは、需要と供給の関係です。いくつかの局面で見られるのは、供給が増える時期に需要も増えるという現象です。新しいビルが竣工すると、それまで移転を検討しながらも決断できずにいた企業が、一気に移転を決めるケースが多く見られます。そのため、供給が出てきた時期には需要もついてくる傾向が強いのです。

2つ目のポイントは、ショック発生時の挙動です。リーマンショックの際には需要が急減しましたが、その後、供給が始まると、需要が供給に呼応して回復しました。そして一旦供給を上回る形で需要が継続すると、ショックで動けなかった企業が時間差で移転需要を発生させるいわゆるペントアップデマンドが現れるのです。

今回のコロナ禍でも同様の動きが観察されました。感染拡大期には需要が大きく落ち込みましたが、供給が徐々に出てくると需要が持ち直しました。その後、供給が落ち着いた現在でも需要は高止まりし続けています。これはまさに、ショック時に抑制されていた移転需要が時間差で顕在化していることによるものだと考えられます。

さらに、こうした動きはマクロ的な需要と供給の関係だけでなく、ミクロの視点から見ると二極化しています。全てのオフィスビルに均等に需要が集まっているわけではなく、人手不足で人材確保や定着を図る企業が、より魅力的で働きやすい新しいオフィスへ移転する動きが顕著です。この人が働きたくなるビルへの移転需要は年々強まっているように見受けられます。

まとめると、供給期特有の需要発生、ショック後のペントアップデマンド、そして人材確保を背景にした質的需要、これらが現在の東京のオフィス

マーケットを下支えする大きな要因になっていると私は考えています。

【今後、人手不足が強まる中、設備投資とオフィス投資がともに増加すると期待】

さて、日本の底堅いオフィス市場をどのように評価するかというのは難しいテーマです。一方で、グローバルな視点で見るといくつかの重要な要素が見えてきます。

まず海外、特にアメリカなどでは、在宅勤務の定着によってオフィス需要が大きく減少しました。加えて、2022年以降の急速な利上げにより金利上昇の影響を強く受け、商業用不動産市場は調整局面を迎えています。そのため、オフィス市場は衰退産業であるとの見方をする投資家やアナリストも少なくありません。

一方で、日本の状況はかなり異なります。賃貸市場の動向を見れば、悪化どころかむしろ活況を呈し始めているようにも見える局面です。ここで今後の大きなテーマとして注目したいのが、日本がデフレからインフレへと移行する中で、賃料上昇がどこまで進むのかという点です。

オフィス賃料の動きを分析する上で、高い相関を示す指標の一つが設備投資です。考えてみれば、オフィス賃料は単なるコストではなく、企業の投資活動の一部、すなわち人に投資するための環境整備に近い性格を持っています。そのため、企業の設備投資意欲と賃料動向が連動するのは、理にかなっていると言えます。

コロナ禍の中では、設備投資が比較的底堅く推移した一方で、オフィス賃料は調整局面に入り停滞していました。私はこの乖離が構造的なものになってしまうのではないかと懸念していたのですが、昨年あたりから潮目が変わりつつあります。賃料は再び上昇基調を強めており、設備投資との関係性も回復し始めました。

今後、日本経済がインフレ環境に順応し、企業の投資意欲が持続するようであれば、オフィス賃料も再び上振れしていく可能性があります。もしかすると後は、これまでとは逆に賃料が設備投資の水準を上回って推移する局面が訪れるかもしれません。そうした動きが見えてくるかどうか-そこは今、私自身も非常に注目しているポイントの一つです。

【2028年までは供給が限定的のため経済ショックがなければ需給はタイトに推移する見通し】

今後を見通した場合、少なくとも短期から中期にかけては、東京のオフィス市場に大きな懸念は見当たりません。過去の市場を振り返ると、オフィス市場が大きく崩れる局面は主に2つの要因で生じてきました。ひとつはリーマンショックのような需要ショック、もうひとつは大量供給による供給ショックです。

現時点ではいずれのリスク要因も限定的です。今後3年間にわたって、東京23区では新規供給量が少ない時期が続く見通しです。そのため、需給バランスの観点からは安定的な局面が続くと考えられます。

一方で、2029年には再び供給量が大きく増えると予測されています。しかし実際に本当にその供給が実施されるのかについては、不透明感が少し強くなってきました。その背景にあるのが、建築コストの上昇です。建設資材や人件費の上昇により、予定していた開発プロジェクトの採算が合わなくなるケースが増えています。その結果、プロジェクトの延期や中止といった動きが相次いでおり、ニュースなどで目にする機会が多いのではないかと思います。

こうした状況を踏まえると、「本当に2029年に予定されている供給がすべて出てくるのか？」という点には疑問符が付く状況と言えます。さらに長期的な視点で見ると、後は開発採算の悪化によって平均的な供給水準そのものが減少していく可能性もあります。したがって、この供給動向のデータは今後の東京オフィスマーケットを見通す上で非常に注目すべき指標の一つです。

【絶好調な企業業績がオフィス市場の追い風に】

加えて、供給面だけでなく、需要面からもオフィスマーケットを支える材料が増えてきたように考えています。先ほど名目GDPの重要性について触れましたが、より直接的に見るべき指標として、企業の売上高が挙げられます。

長期的な動向を見ると、過去30年にわたって横ばいで推移してきた売上高が、足元ではいよいよ上離れの兆しを見せています。これは企業業績が好調であることを示す明確な証拠と言えます。

もっとも、企業業績が絶好調という局面は過去にも存在しました。アベノミクス期を振り返ると、確かに経常利益は過去最高を更新し、収益面では絶好調と呼ぶにふさわしい状態でした。しかし当時の売上高はそれほど伸びておらず、利益増の背景にはコスト削減の効果が大きく寄与していました。

法人企業統計に含まれる動産・不動産賃借料の推移を見ると、長期的に横ばいが続いています。売上高に占める賃借料の割合はおよそ2%程度で、この比率も安定して推移してきました。

しかし、足元で売上高が伸び始めているということは、企業の賃料負担力も今後上離れしてよい局面に入ってくる可能性があります。つまり、企業の賃料負担力は利益の水準だけでなく、売上高の水準によって決まるということです。そして現在のインフレ環境は売上高の押し上げ要因となるため、その恩恵が徐々に不動産市場にも波及してくると考えられます。

【インフレのある世界では賃料が右肩上がりか？】

インフレ環境下における不動産市場の分析というのは非常に難しいテーマです。その最大の理由は、過去に参考となるデータがほとんどないという点にあります。ご承知の通り、日本はおよそ過去30年にわたり、ほぼデフレまたは極めて低いインフレの状態が続いてきました。そのため、インフレ下でマーケットがどう動くのかを示す実証的なデータが乏しいのが実情です。

過去のオフィス賃料とCPI（消費者物価指数）を比較すると、日本の場合、長期にわたってCPIが横ばいで推移している中で、オフィス賃料は景気の不況によって上下を繰り返し、結果的には平均回帰的な動きを見せてきました。

一方で、海外のデータを見てみると、状況は異なります。多くの国では、CPIとオフィス賃料の双方がともに上昇するケースが多く見られ、日本のようにCPIが動かないまま賃料だけが循環する市場構造はむしろ特殊だといえます。

現在はその構造が少しずつ変わりつつあります。オフィス市場の調整局面が一巡し、賃料が再び上昇トレンドに転じています。この動きは、上向き始めたCPIと連動しながら、インフレ環境下での新たな関係性を形成していく可能性があります。つ

まり、これからの賃料動向は、CPIの上昇に収束するような形で、明確な上昇トレンドを描いていくことも考えられるということです。

もっとも、これは日本にとって未経験の領域です。極論すれば、過去に経験していたとことはあるのですが、それは約40年前のデータも知見もほとんど残っていないときの出来事になります。そのため、今後の動きを正確に占うのは難しいのですが、まさにその不確実性を踏まえつつ、新しいインフレ時代の不動産市場を注意深く見ていく必要があると考えています。

3. 今後の日本の不動産市場で求められるもの

さて、最後に日本経済と不動産市場の現在地についてもう少し深掘したいと思います。日本経済では現在、インフレ環境への転換という大きな構造的変化が進みつつあります。これは、私たちが長らく経験してこなかった新しい経済フェーズへの移行を意味しています。

これまで私たちは長い間、デフレという環境に最適化された企業活動・投資判断を行ってきました。したがって、これからの時代には、その前提そのものを見直し、インフレ環境に適した経済運営・事業戦略への転換が求められていく局面に入っていると考えています。

【ゼロインフレ・ノルム】

物価の議論をするときによく出てくる言葉に「ノルム」というものがありました。これは日本銀行の黒田前総裁がよく口にしていた概念です。

黒田前総裁は、就任後に過去に例のない大規模な金融緩和政策を展開し、思い切った金融政策でインフレ目標の達成を目指しました。しかし、その在任中には明確なインフレ転換を十分に実現することはできませんでした。その理由のひとつとして挙げられたのが、「ゼロ・インフレ・ノルム」という概念です。

これは「物価は上がらないし、上げるべきでもない」という社会的な通念が、長年の歴史的経験を通じて人々の意識や社会システムに深く組み込まれてしまっている状態を指します。長期にわたって物価がほとんど動かなかった日本では、このノルムが強固に定着してしまい、結果としてインフレ

への移行が困難になっていたのです。

日銀のリーサーペーパーにもある通り、このノルムが定着すると、人々は物価上昇そのものを「悪いこと」「不公平なこと」と捉えるようになります。身近な例では、量販店などで商品の値上げが行われると顧客から不満の声が上がる、といった現象もその一例と考えられます。

黒田前総裁は、この「ゼロ・インフレ・ノルム」を打破することこそが、日本経済を持続的なインフレ環境に移行させる上で欠かせないポイントだと繰り返し強調していました。

【なぜゼロインフレ・ノルムが転換しつつあるのか？】

では、なぜ現在はインフレが進んだのか。その背景を整理してみたいと思います。今回のインフレには三つの局面があり、これまで二度のビッグプッシュがあったとされています。

まず、第1のビッグプッシュは外圧です。コロナ禍による供給制約と円安の影響で原材料価格が上昇し、そのコストを企業が価格転嫁する形で物価が上昇しました。

続く第2のビッグプッシュは内圧です。人手不足を背景に賃金が上昇し、その流れがサービス価格の上昇へと波及しました。物価が上がると労働者から賃上げ要求が強まり、人手不足の環境下で賃金を上げざるを得ない。賃金上昇は企業のコストアップにつながり、再び価格上昇を生む。こうした循環が生じたわけです。

結果として今回は、デフレからの脱却がより確かなものとなり、まだ健全かどうかの判断は難しいにせよ、持続するインフレに近い状態が生まれつつあると考えられます。

ただし、今後これを定着させるために重要になるのは第3の局面、すなわち生産性を高めるための設備投資です。経済学的にも、生産性の上昇が賃金上昇を支えるとされます。そのために必要なのが、企業の機械化・IT化への投資です。これが着実に進むかどうか、日本経済が本格的にインフレ環境へと定着できるかを左右する鍵になると思います。

【不動産市場にもノルム変化の波】

そしてこうしたノルムの変化の必要性は、不動産市場にも当てはまります。長い間、日本の不動産市場では「賃料は上がらない」というノルムが支配してきました。

テナントが退去すれば何がなんでもすぐ埋める。オーナーは安定稼働を最優先に考え、賃料よりも稼働率を重視する。収益が伸びないから投資も控えられ、資金需要も低迷し、結果として賃料を上げる必要もないという循環ができてしまっていたのです。

しかし、これが賃料インフレのノルムに移行すれば、話は一変します。「賃料は上がるもの」という前提が定着すれば、不動産は債券的な資産から、株式のように成長性を備えたアセットへと変化します。オーナーの意識も「稼働率重視」から「賃料成長重視」へと移り、安く貸すよりも、将来の賃料上昇を見越して適正なテナントを待つ。そうした行動が一般化していくでしょう。

さらに、成長が見込める資産であれば、投資の意欲も高まります。オフィス改修やリノベーションが進めば資金需要が生まれ、建築コストの上昇を通じて再び賃料が上がる。そうした好循環が形成されていきます。

今後、最も重要なのはこの「ノルム」の転換です。つまり、「賃料は上がらない」が常識だった時代から、「インフレだから賃料も上がるのが当然」という認識へのシフトです。

【マインドが変化すれば不動産市場の構造にも変化】

この変化が生じると、市場のダイナミクスも変わります。私は自然空室率が少しずつ上昇していくと予想しています。これまで東京都心5区では空室率5%を下回ると賃料が上がり、逆もまたしかりという構図でした。しかし海外では自然空室率が10%前後という都市が少なくありません。これは日本ではデフレ環境のもとで稼働重視が続いていた結果だと考えています。もし今後、賃料重視の運営が広がれば、5%よりも高い自然空室率へと移行

していく可能性があるでしょう。

もっとも、こうしたマインドセットの切り替えには時間がかかります。インフレへの移行には日本全体でも何年も要しました。不動産市場においても同様で、年単位のスパンで見ていく必要があると思います。

最後に、まとめになりますが、日本経済は決して悪くありません。海外経済の不確実性が高まる中でも、国内需要は底堅く、安定的な成長を維持しています。そして何より、長年のデフレから脱却し、落ち着いた形でのインフレ環境へと徐々に移行していることが大きな変化です。

また、金利が動き始めたことも不動産市場には大きな転換点です。これまでは超低金利の追い風によりどんな不動産でも上がる時代が長く続いてきました。しかし今後は、物件ごとの実力が問われる時代になります。上がる物件もあれば、下がる物件もある。真の選別が起きる局面です。

そうした環境変化の中で最も重要なのは、デフレ時代に形成された安定稼働重視のノルムをどう変えていくかという点です。これからは、成長・賃料重視型の運営へと意識を切り替えることが求められます。

ルイス・キャロルの『鏡の国のアリス』に登場する赤の女王の言葉に、「その場にとどまるためには、全力で走り続けなければならない」という一節があります。今後の不動産市場はまさにそのような状況になると考えています。賃料を上げる努力を続けてようやく現状維持であり、成長するためにはさらに一歩進む努力が必要という時代に入っているのです。

全体として日本経済は健全で、変化の中に新しいチャンスが生まれつつあります。不動産というのは動きの遅いアセットですが、その分、変化のタイミングで大きな機会をつかむことができる資産でもあります。

本日のお話が、皆さまの今後の取り組みの一助になれば幸いです。ご清聴いただき、誠にありがとうございました。