

岐路に立つ2024年の不動産市場

コロナ禍の整理と今後の注目ポイント

株式会社 ニッセイ基礎研究所
金融研究部
不動産投資チーム
主任研究員

さくま まこと
佐久間 誠氏



住友信託銀行株式会社、国際石油開発帝石株式会社、株式会社 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。主に不動産・金融市場等に関する調査・分析業務に携わる。最近は、不動産テックなど、最新技術の不動産分野への応用に関する調査も手掛ける。著書に「マイナス金利下における金融・不動産市場の読み方」(東洋経済新報社、部分執筆)、『不動産テックの課題』(東洋経済新報社、部分執筆)。

2023年は、日本がポストコロナへの移行を遂げた年となった。不動産市場では、コロナ前の状態に戻る分野もあれば、変化が定着する分野も見受けられる。東京への一極集中は再び勢いを増しており、インバウンドの回復やEC化のペース減速が顕著だが、東京圏での郊外化の流れは依然として続いている。一方で、在宅勤務の持続性と影響は依然不透明であり、これがオフィス市場への関心を高めている。春闘での30年ぶりの水準の賃上げなど、バブル崩壊後の経済停滞からの脱却が期待されており、超低金利時代も終焉に近づいている。このような状況の中、2024年は賃金と物価の好循環を実現できるのか、その環境下で賃料を引き上げることが可能かが重要な課題となっている。

日本の不動産市場の底堅さが際立つ

世界の不動産市場は調整局面を迎えている。米国の商業用不動産価格はコロナ禍においても堅調に推移してきたが、2022年以降の米連邦準備制度理事会(FRB)の急速な利上げに伴い下落に転じ、2022年7月をピークに2023年10月まで10%下落した。また、在宅勤務の拡大の影響も大きく、米国のオフィス市場は苦境に立たされている。米不動産サービス大手CBREによると、サンフランシスコのオフィス空室率は2019年第4四半期の3.7%から2023年第3四半期の34.0%に急上昇した。不動産市場の底打ちはまだみられず、米不動産サービス大手JLLによると、2023年第1-第3四半期の世界の商業用不動産取引額は前年同期比▲50%と急減している。シリコンバレーバンクの破綻を起点とした金融不安は一時沈静化しているが、米国の商業用不動産市場の悪化が次の金融危機

の火種になる可能性が指摘されている。

一方、日本の不動産市場は堅調である。ホテルやオフィス等、一部のセクターではコロナ禍を受けて調整局面を迎えたものの、欧米と比較して底堅く、不動産価格は高値圏で推移している。今後も日本の不動産市場はこの底堅さを維持できるだろうか。

ポストコロナに移行する不動産市場

日本経済は今後も景気の回復基調を維持するとみられる。ニッセイ基礎研究所では、実質GDP成長率は2023年度が1.4%、2024年度が1.3%、2025年度が1.1%と予測している。雇用所得環境の改善や社会経済活動の正常化を背景に民間消費が底堅く推移し、設備投資は高水準の企業収益を背景に増加が続くと予想されるため、内需主導の経済成長が見込まれる。

2023年5月8日に、政府は新型コロナウイルス感染症の感染症法上の位置づけを、季節性インフルエンザと同等の「5類感染症」へ引き下げ、日本でもコロナ禍からの本格的な脱却が進んでいる。

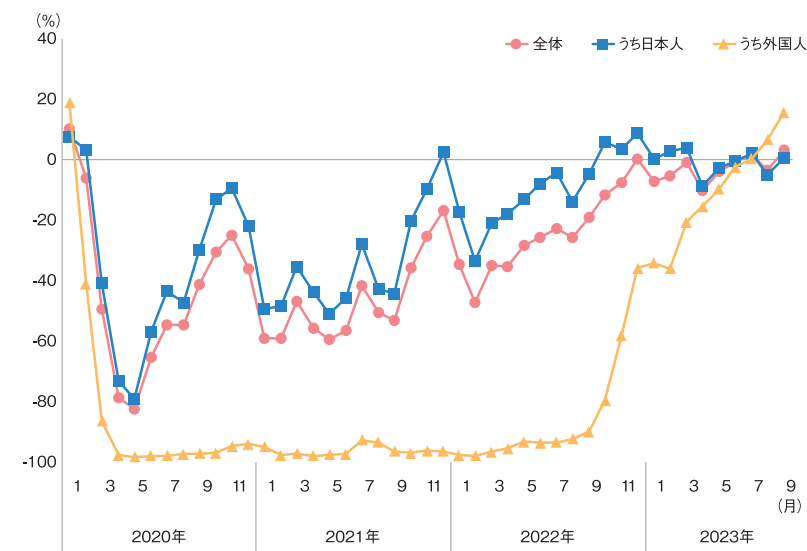
不動産市場においては、コロナ禍前に戻ったところもあれば、コロナ禍により変わったものもある。ホテルセクターの回復が最も顕著である。2023年7月～9月の日本の延べ宿泊者数は2019年水準まで回復した(図1)。日本人宿泊者数は2022年後半にはコロナ前の水準を回復していたため、今年はインバウンドの回復が鍵だった。コロナ禍前に訪日外国人の3割を占めた中国人の回復が鈍かったため時間を要すると思われたが、他国からの観光客が予想以上に増加し、結果的にインバウンド観光客もコロナ禍前の水準を回復した。ただし、ホテルセクターは全体として回復したが、日本人のビジネス客のように、回復が鈍いセグメントもある。海外においても同様の傾向がみられ、オンライン会議の普及により、出張を代替する動きが強まっている。

商業施設も同様にセクター全体としては回復しているが、一部のセグメントではコロナ禍の影響が残る。小売販売額全体でみると、コロナ禍の影響はそれほど大きくなかったが、営業時間短縮や休業を余儀なくされた百貨店や、オフィス街の人出が急減した影響でコンビニなどは打撃を受けた。しかし、これらの業態も2022年後半から2023年前半にかけて、コロナ禍前の水準を回復している。また、eコマースの加速も一服し、EC化率の上昇ペースはコロナ禍前の水準に戻った。ただし、二次会需要が戻らない飲食店やスーツなどの需要が戻らない衣料品店などでは、一部影響が残っている。

いまだ不透明な在宅勤務の影響

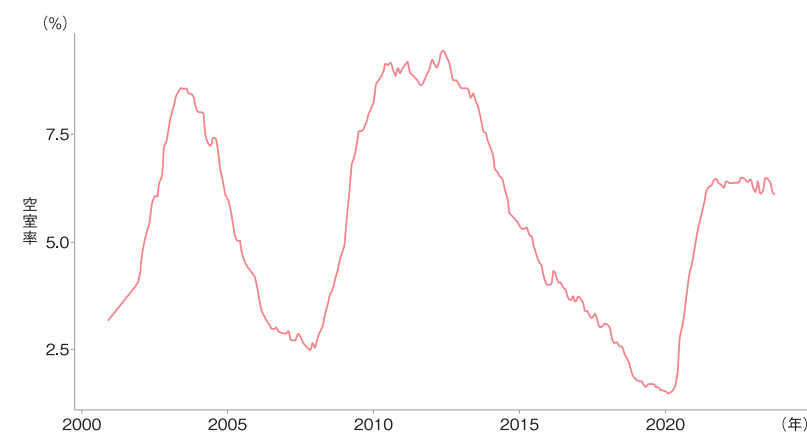
ポストコロナへの移行に伴い、戻るものと戻らないものが明確になってきたが、在宅勤務の定着度合いやそのオフィス市場への影響は依然として不透明である。日本のオフィス市場も、コロナ禍により調整局面を迎えた。東京都心5区のオフィス空室率は、2020年2月の1.5%から

図1 日本の延べ宿泊者数



出所: 観光庁のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図2 東京都心5区オフィス空室率

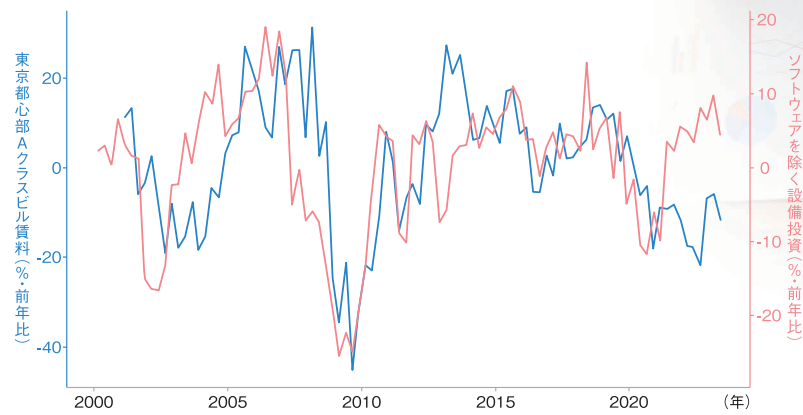


出所: 三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

2021年6月には6.2%に上昇したが、その後は6%台前半で横ばいに推移し、2023年9月は6.1%となっている(図2)。2001年12月以降の空室率の平均が5.5%であることを考慮すると、現在の空室率の水準はそれほど高いわけではない。2023年は新築オフィスビルの供給が増加したため、空室率が一時的に上昇する局面もあったが、懸念されていたほどの需給悪化には至っていない。

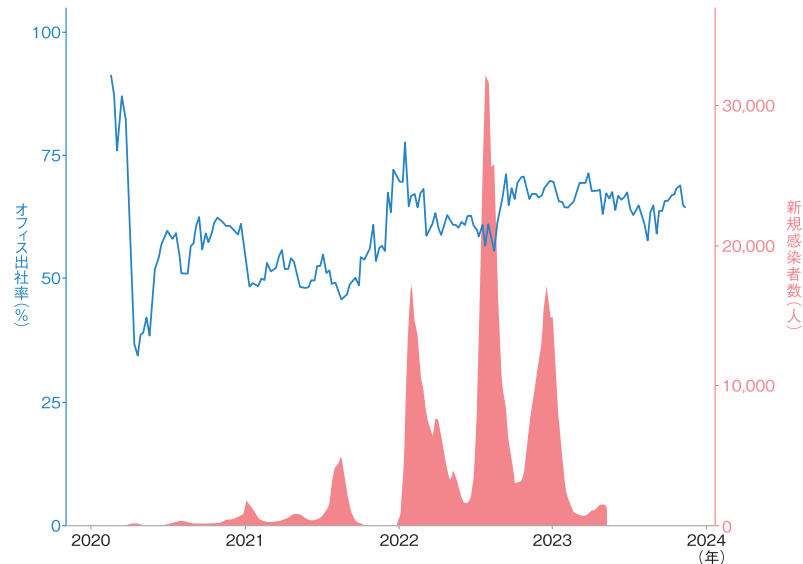
足元では、好調な企業業績など明るい兆しもみえてきた。財務省が公表した法人企業統計によると、2023年4-6月期の企業の経常利益は26.9兆円となり、2四半期連続で過去最高水準を更新した。企業業績は製造業、非製造業共に改善しており、特に経済正常化に伴う個人消費を中心とした国内需要の底堅さを背景に非製造業が大きく

図3 東京都心部Aクラスビル賃料 vs. 設備投資



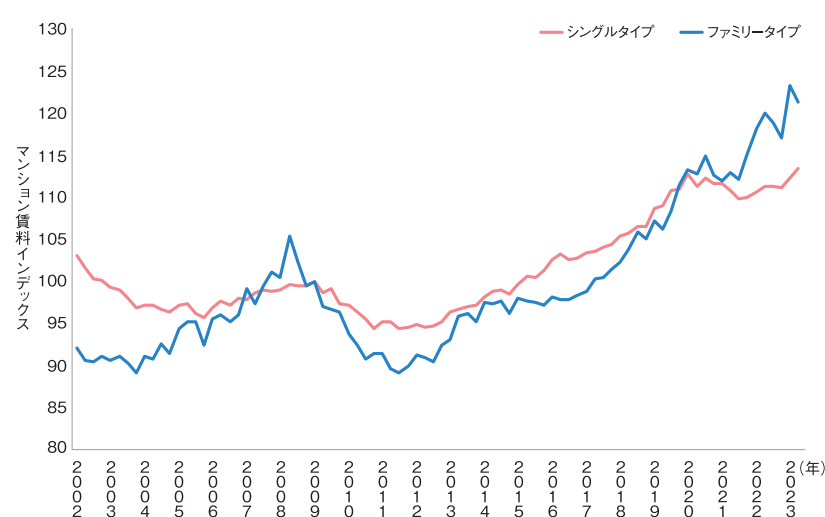
出所: 三幸エステート・ニッセイ基礎研究所、財務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図4 東京のオフィス出社率指数 vs. 新規感染者数



出所: クロスロケーションズ・ニッセイ基礎研究所、厚生労働省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図5 東京23区マンション賃料



出所: 三井住友トラスト基礎研究所・アットホームのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

改善している。また、設備投資(ソフトウェアを除く)は前年同期比+4.5%と前期の+9.8%から鈍化したものの底堅く推移している。

企業にとってのオフィスは一種の設備投資であり、これまではオフィス賃料と設備投資は高い相関を維持してきた(図3)。しかし、コロナ禍以降両者の乖離が拡大している。これが現在は低迷しているオフィス賃料の今後の上昇を示唆するのか、もしくは在宅勤務の影響により両者の関係性が変わってしまい、オフィス賃料の低迷が続くのかは判然としない。

日本においてもオフィス出社と在宅勤務を組み合わせたハイブリッドな働き方が定着しつつある。ニッセイ基礎研究所とクロスロケーションズが、スマートフォンの位置情報データをもとに推計したオフィス出社率は、2023年11月前半に65%となった(図4)。これは平均して、週5営業日のうち3日から4日はオフィスに出勤し、それ以外は在宅勤務していることを意味する。欧米よりも出社率が高いこともあり、今のところ在宅勤務により既存のオフィス床を削減する企業は多くはない。一方で、オフィス拡張の動きはコロナ禍前と比較すると鈍っており、オフィス需要に一定程度の影響を及ぼしていることが推測される。ただし、このハイブリッドワークが今後も続くかどうかは未知数である。在宅勤務が企業の生産性や従業員の働く意欲などに及ぼす長期的な影響については、これから検証されることになる。在宅勤務のオフィス需要への影響が依然不透明なため、2025年に東京で再び新規供給の増加が予想される中、オフィス市場の先行きの不確実性は高い。

働き方の変化の住宅市場への影響は？

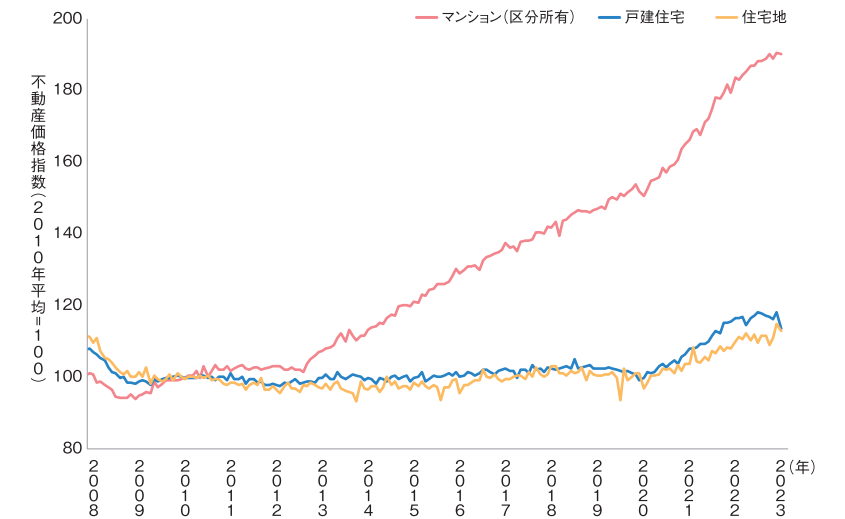
このような働き方の変化は、住宅市場にも構造的な変化をもたらす可能性がある。日本の賃貸住宅市場も、コロナ禍の影響を免れることはできなかったが、賃料の下落は一時的なものにとどまり、早期に回復した。コロナ禍で最も厳しい状況を迎えた2021年第3四半期に、東京23区のマンション賃料は、シングル(住戸面積18~30㎡)で前年比▲2.1%、ファミリー(同60~100㎡)で同▲2.4%の下落となった(図5)。この背景として、コロナ禍での在宅勤務やオンライン授業の拡大に伴い大学新入生や新社会人等が転入してこないため、東京23区から人口が一時的に流出したことが挙げられる。

しかし、調整局面は短期間で終わり、2023年第2四半期には、シングルが前年比+2.0%、ファミリーが同+1.3%と、上昇傾向に転じている。コロナ禍ではファミリー向けの賃貸住宅の方が底堅さを維持したが、その理由としては供給が限られる中、在宅勤務の普及に伴い、より広い住宅への需要が増加していることや分譲マンションの価格が高騰していることが挙げられる。しかし、東京への人口流入が再び加速する中、足元ではシングルタイプの賃貸住宅の賃料も上昇基調が明確になり、ファミリータイプと共に過去最高水準となっている。

また分譲住宅市場をみると、オリンピック後のマンション価格のピークアウト予想は外れ、コロナ禍中も日本の住宅価格は上昇した。特にマンション価格の上昇が顕著で、2023年7月は2019年末比+27.2%となった(図6)。また、アベノミクス期に価格上昇がみられなかった戸建て住宅も同+11.2%、住宅地も+13.1%と、上昇に転じている。

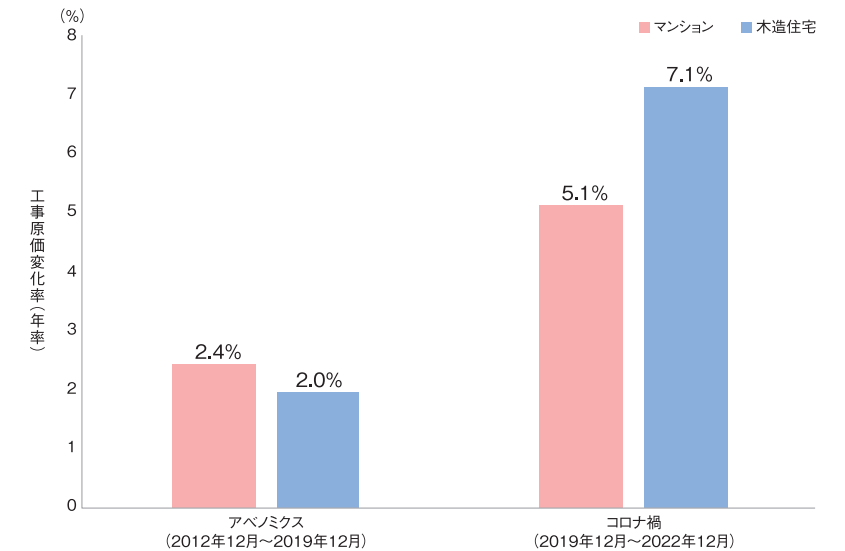
この背景には、建築コストの上昇がある(図7)。コロナ禍中は、建築コストの上昇が加速したが、ウッドショックといわれたように戸建て住宅のコスト上昇が特に大きかった。また、在宅勤務の普及による広い住宅への需要増加も、一戸建てへのシフトを促したと考えられる。

図6 日本の居住用不動産価



出所: 国土交通省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図7 マンションと木造住宅の建築コスト上昇率



出所: 建設物価調査会のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

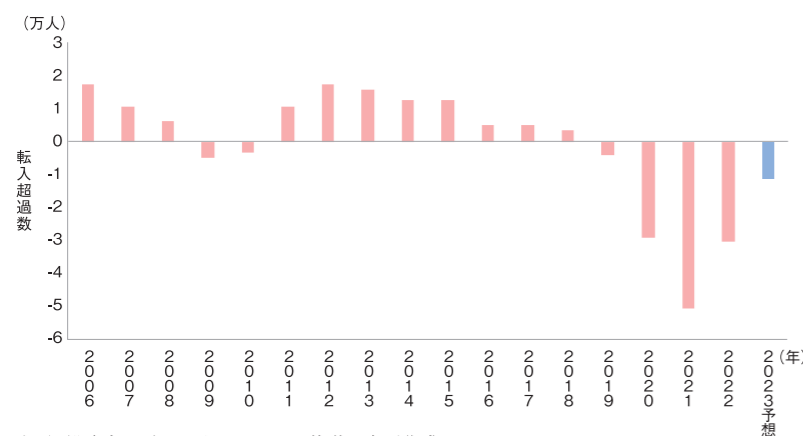


図8 地方から東京圏への転入超過数



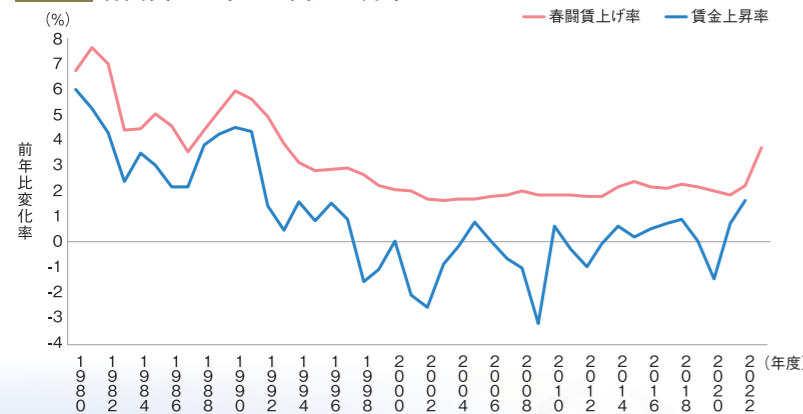
出所: 総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図9 東京圏の3県と東京都下から東京23区への転入超過数



出所: 総務省のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

図10 春闘賃上げ率 vs. 賃金上昇率



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

東京一極集中の流れは コロナ禍で大きくは変わらなかった

コロナ禍では、リモートワークを活用することで、これまでの人口移動が変化し、地方の活性化につながるのではとの期待も高まった。日本における人口移動は、東京と地方、そして都市圏における都心部と郊外、という2つの視点で考えるとわかりやすい。

まず、東京圏(東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県)と地方との間での人口移動をみると、コロナ禍前は、東京一極集中が顕著だった。地方から東京圏への転入超過数は、2019年に14.9万人に達し、リーマンショック前の15.5万人に迫る水準となった(図8)。

しかし、コロナ禍では、2020年に9.9万人(2019年対比67%)、2021年に8.2万人(同55%)、2022年に10.0万人(同67%)と減少した。コロナ禍前の東京一極集中の主因は、大学進学や就職により東京圏に移住する10代と20代の人口移動にあった。一方、コロナ禍中は、感染拡大を防止するため、仕事や授業を全面的にオンラインで実施することが増えたため、上京せずに地元にとどまる若者が増え、東京圏への転入超過数が減少した。

このように東京圏への人口流入は減速したものの、流出へ転じることはなかった。さらに、リーマンショック後の景気低迷期(2011年6.3万人)と比較しても、その落ち込みは小幅であり、コロナ禍は東京一極集中のトレンドにそれほど大きな影響を及ぼさなかったといえる。

2023年1月から9月の累計転入超過数は11.7万人と、2019年の86%まで回復しており、東京圏への人口流入は勢いを取り戻しつつある。このペースが続けば2023年の年間の転入超過数は12.8万人になることが予想される。リモートワークやオンライン授業の利便性はコロナ禍で証明された一方、コミュニケーションやコラボレーションなど様々な面での問題点も明らかとなった。対面をゼロにすることは難しいため、コロナ禍が収束に向かう中、企業のオフィスや大学が集積する東京圏へ移住することが再び必要となってきた。そのため、コロナ禍では、地方から東京圏への人口流入が一時的

に減速したものの、地方から東京圏へ人口が移動する大きな流れはコロナ禍でも変化しなかったといえる。

東京では都心回帰から郊外化へ転換

東京圏内における、都心部(東京23区)とその周辺部(東京都下と3県)の間での人口移動をみると、コロナ禍により都心回帰から郊外化への転換が明確になった。実はこのトレンドの転換は、コロナ禍前から始まっていた(図9)。

東京圏の周辺部から東京23区への転入超過数は2011年以降、8年連続でプラスとなり、都心回帰が進んでいた。ただし、年齢別にみると基本的に20代のみがプラスで、それ以外の年齢層はマイナスで転出超過であった。特に30歳代と10歳未満の転出が目立つことから、就職して数年間は都心で生活し、結婚して家族が増えると郊外へと移り住むケースが多かったと推測される。

しかし、2019年には▲0.4万人とマイナスに転じ、リーマンショック後の2009年(▲0.5万人)と2010年(▲0.3万人)とほぼ同水準まで落ち込んだ。コロナ禍により、この郊外化の動きが加速した。周辺部から東京23区への転入超過数は2020年には▲2.9万人、2021年には▲5.1万人、2022年には▲3.0万人となった。

2019年に周辺部から東京23区への転入超過数がマイナスに転じたことを考えると、東京都心部の住宅価格の高騰や賃料上昇により、コロナ禍前から子育て世代を中心に郊外に転居する傾向が強まっていたのだろう。コロナ禍では、在宅勤務が普及したことで、この動きが加速したのである。

東京圏における郊外化の動きは現在も続いている。2023年1月から9月の周辺部から東京23区への累計転入超過数は▲0.7万人と、2019年を上回る流出が続いている。そのため、このペースが続けば、2023年の年間で転入超過数は▲1.1万人となる見込みだ。

ただし、年齢別にみると、コロナ禍においても、若者の都心回帰の動きは続いた。20代の周辺部から東京23区への転入超過数は一時的に減少した。ただし、転入超過数がマイナスとなることはなく、2022年には2019年の水準を回復している。そのため、都心への若者世代の流入については、コロナ禍の影響が一巡したといえる。それに対して、子育て世代の郊外化はコロナ禍で加速した。2020年以降の30~40代と10歳未満の転入超過数はマイナス幅が拡大し、現在も転出傾向が続いていることから、在宅勤務の普及が子育て世代の郊外化を後押ししている可能性がある。

2024年はマクロなテーマがより一層重要に

これらのミクロなテーマに加えて、今後は金利動向や雇用所得環境などマクロなテーマの重要性が増すだろう。日本銀行は、2023年4月に植田和男総裁が就任して以降、総じて緩和的な政策を維持しながらも、イールドカーブ・コントロールを2度にわたり修正した。その結果として、10年国債利回りは2023年3月末の0.35%から11月21日には0.70%まで上昇している。マイナス金利政策は維持しているため、短期金利は超低水準で推移しているが、原材料高や円安等による物価上昇が進行する中、マイナス金利の解除時期に注目が集まっている。アベノミクス以降、超低金利が不動産市場の追い風となってきたが、その時代も終焉を迎えようとしている。

金融市場では、今後1年間で10年国債利回りが約0.2%上昇すると見込まれている。住宅ローン金利が0.2%上昇すると、35年の元利均等で住宅ローンを借りた場合、月間返済額は3.3%増加する計算になる。これは賃金が3.3%上昇しなければ、同額の物件を購入することが難しくなることを意味する。

金利上昇による住宅市場等への下押し圧力が予想される中、賃金上昇の持続が、価格安定に重要な役割を果たすだろう。2023年の春闘では、賃上げ率が3.6%と30年ぶりの高水準に達した(図10)。同賃上げ率には、定期昇給分が1.7%~1.8%含まれるため、ベースアップは2%弱である。ニッセイ基礎研究所では2024年の春闘賃上げ率は前年を若干上回ると予想している。これは、労働需給や企業収益、物価など賃上げを取り巻く環境は、前年よりも良好であるためである。しかし、経済の下振れリスクは依然として高く、賃金上昇が途絶えれば、金利上昇の重しが住宅市場にのしかかる可能性がある。

また、オフィスや商業施設などの商業用不動産市場では、金利上昇の影響を緩和するために、賃料の伸びが重要な要素となる。金利が上昇する環境下では、賃金や賃料の増加、つまりインカム向上が不動産市場の安定性を支える鍵となるだろう。

2024年は日本経済にとっても、不動産市場にとっても重要な岐路を迎えるだろう。日本の失われた30年に完全に終止符を打つ意味でも、また、日本の不動産市場が底堅さを維持できるかという意味でも、来年は金利と賃金、賃料の動向に注目が集まる年となる。

(佐久間 誠) msakuma@nli-research.co.jp