

## 不 動 産

### 【要約】

- オフィス床需要は、新型コロナウイルス影響によるコスト削減圧力やリモートワークの影響等を背景に、足下減少傾向が続いているが、2022年の新規供給量が少ないこと等を踏まえれば、急激な悪化には繋がらない見通し。新設住宅着工戸数は、消費増税後の反動減からの回復や新型コロナウイルス影響による営業活動自粛等からの反動増により、2021年は前年比プラスとなるものの、2019年水準には回復せず。
- 中長期的には、オフィス床需要はリモートワークの増加等の需要減少要因を織り込んでも、経済回復や2023年以降の供給増加により2022年以降緩やかに成長すると予想する。一方、住宅市場は、生産年齢人口減少が続く中で新設住宅着工戸数の減少は避けられず、2026年の新設住宅着工戸数は797千戸程度に減少すると予想する。
- アフターコロナにおけるキーワードは「多様化」であり、日本企業は多様化するニーズを取り込むため、従来の箱貸しから、テナントへの提供価値の最大化を狙いとしたソフトサービスの提供や事業リスクを一部負担する事業モデルへの転換が求められる。

本章では、国内市場を対象とする

不動産業界は、国内および海外の各マーケットの独立性が高く、相互の需給への影響が少ないこと、また、海外において日本企業が長期保有目的で開発リスクを取っている案件は未だ少数でもあることから、本章では日本企業が主なターゲットとしている国内市場について論じる。

### I. 需給動向

【図表 21-1】 需給動向と見通し

	指標	2020年 (実績)	2021年 (見込)	2022年 (予想)	2026年 (予想)	CAGR 2021-2026
国内需要	オフィス床需要(千㎡)	34,671	34,085	33,992	35,090	-
	前年比増減率(%)	▲0.9%	▲1.7%	▲0.3%	-	+0.6%
	新設住宅着工戸数(千戸)	815	844	837	797	-
	前年比増減率(%)	▲9.9%	+3.5%	▲0.7%	-	▲1.1%

(注1) 2021年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(注2) オフィス床需要は、オフィス総貸室面積×(1-空室率)にて算出

(出所) 三鬼商事公表データ、国土交通省「住宅着工統計」等より、みずほ銀行産業調査部作成

#### 先行き5年の国内需要予測のポイント

- 当面、企業業績悪化やリモートワークの増加を主因にオフィス床需要も減少するが、中長期的には経済回復を受けて緩やかながら成長が継続
- 住宅市場は、生産年齢人口の減少を背景に縮小
- 不動産売買(投資)市場は、投資意欲は引き続き旺盛であり、小幅な調整を繰り返しながら安定的に推移

## 1. オフィス市場

三大都市圏では、大型オフィスビルの供給が続く一方、次の再開発に向けたスクラップが進展してきた

空室率はいずれのエリアでも上昇基調が継続

リモートワークの本格普及が懸念材料ではあるが、床需要に対しては大きなダメージにはならないと予想

賃料は下落基調にあり、調整局面が長期化するおそれ

三大都市圏におけるオフィスビル貸室面積は緩やかに増加する一方、棟数は前年比ほぼ横ばいとなっている。これは、大型再開発等によって大規模物件が新規供給される中、これから再開発が予定されるエリアにおけるスクラップや、住宅・ホテル等への用途変換が進行していることによるものと考えられる。2021年の供給量は、東京5区で16棟/148千坪、大阪中心部で6棟/17千坪といずれも前年比減少する見込みである一方、名古屋中心部で6棟/62千坪と前年比増加する見込みである（【図表 21-2、3】）。2022年は現在のところ、東京5区で15棟/61千坪、大阪中心部で6棟/113千坪、名古屋中心部で6棟/18千坪の供給が予定されている。

企業業績の堅調な推移や増床・集約ニーズを背景に、2019年までの三大都市圏におけるオフィスビル空室率は低下基調であったが、新型コロナウイルス影響による業績悪化やリモートワーク進展によるオフィス利用率の低下等を背景に、2020年に上昇に転じ、以降上昇基調が続く（【図表 21-4】）。従来通りであれば、経済の回復に応じて空室率が下落に転じると考えられるものの、今後企業業績が回復するであろうタイミングに東京・大阪での大量供給が重なる可能性が高いため、空室率が高止まりすると考えられる。

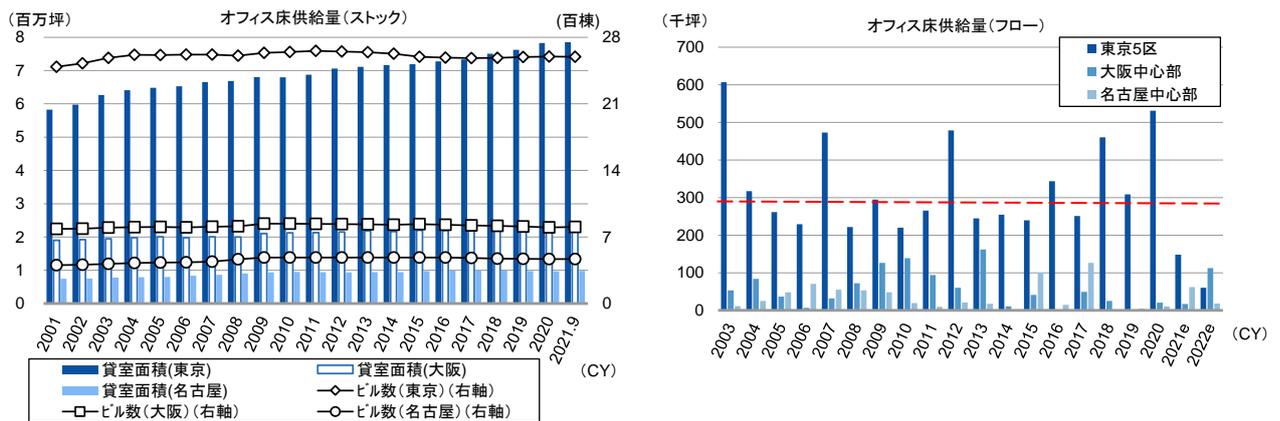
さらに、中長期的なオフィス床需要を見通すうえで懸念材料もある。オフィス床需要と実質GDPの間には強い相関があり、従来通りの環境であれば、経済回復に従ってオフィス床需要も回復すると考えられるが、アフターコロナにおいては、リモートワークの定着がオフィス床需要にどこまで影響するかを考慮する必要がある（【図表 21-5】）。リモートワークそのものは、ビフォーコロナにおいては時間をかけて定着していくものと考えられていた。しかしながら新型コロナウイルスの感染拡大を契機にリモートワークを導入する企業が増加し、アフターコロナにおいて本社オフィス、フレキシブルオフィス<sup>1</sup>、在宅を組み合わせたハイブリッド型オフィスが定着すると考えられる。この変化に伴いオフィス床需要が大きく減退するという議論もあるが、本社オフィスで勤務するオフィスワーカー数の減少が必ずしもオフィス床需要の減少に結びつくわけではない。コスト削減圧力に伴うオフィス削減やリモートワーク増加によるオフィスへの出社人数減少等を背景に当面オフィス床需要は減少するものの、ウイズコロナ期に認識されたオフィスの役割である「交流」「イノベーション」の場としての機能を充実させるための出社人数一人当たりの床面積の増加や、企業業績回復を受け、中期的に見れば増加に転じるものと考えられる。しかしながら、日本の経済成長が低位にとどまるため、緩やかな需要増加にとどまるであろう。

新型コロナウイルス感染拡大による企業業績悪化に伴うコスト削減圧力やリモートワークの定着によるオフィス使用面積の見直し等を背景に、東京の賃料は下落が継続し、大阪、名古屋の賃料はもみ合いが続く。当面空室率の高止まりが見込まれるため、賃料の調整局面が長期化するおそれがあるが、企業業績がリーマンショック時と比べ安定しており、2023年以降の大量供給を見込んでも床需要は比較的底堅いと考えられるため、空室率ならびに賃料の悪化は

<sup>1</sup> サービスオフィス、サテライトオフィス、コワーキングスペース等、従来のオフィスのような賃貸借利用ではなく、時間利用や複数拠点利用等、多様な目的に応じた利用が可能なオフィス

リーマンショック時の水準には至らないであろう。中期的には、空室率が下落に転じたのちに賃料も上昇すると考えられる。なお、リーマンショック時は、空室率上昇と賃料下落に加えて、投資意欲も減退し要求利回りが上昇したため、不動産価格が下落した。足下は、空室率と賃料はリーマンショック時ほど悪化しないと考えられ、また、積極的な投資姿勢が見られるため期待利回りも低水準で推移しており、不動産価格は大幅な下落なく安定的とみられる。

【図表 21-2】 三大都市圏におけるオフィス床供給の推移（ストック／フロー）



（三大都市圏の定義）

エリア	集計対象
東京5区	千代田・港・中央・新宿・渋谷区
大阪中心部	梅田・南森町・淀屋橋・本町・船場・心齋橋・難波・新大阪地区
名古屋中心部	名駅・伏見・栄・丸の内地区

（2021年9月末時点のオフィスビル）

エリア	棟数 (百棟)	貸室面積 (百万坪)
東京	26.0	7.9
千代田区	6.3	2.4
港区	7.1	2.5
中央区	6.2	1.4
新宿区	3.3	1.0
渋谷区	3.1	0.7
大阪	8.1	2.2
名古屋	4.7	1.0

(注 1) オフィス床供給量(フロー)の2021年、2022年はみずほ銀行産業調査部予測

(注 2) オフィス床供給量(フロー)の赤破線は、1990年～2020年の平均値

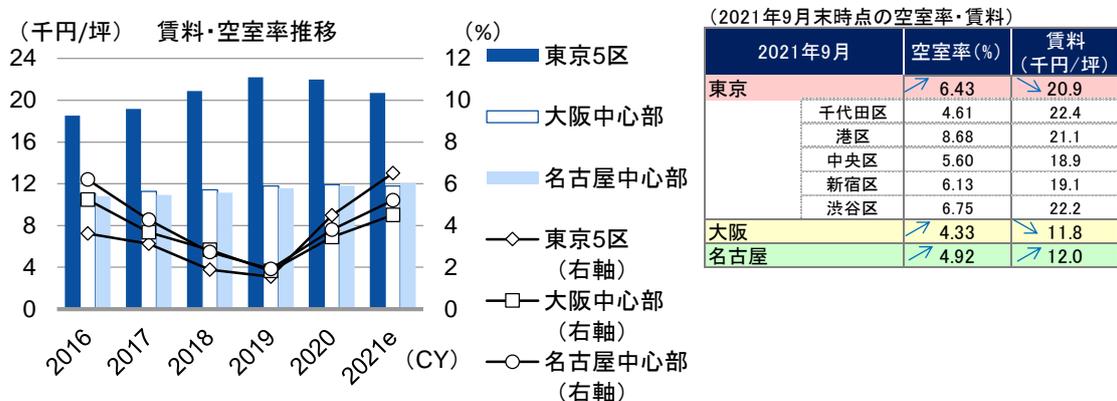
(出所) 三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 21-3】三大都市圏における主なオフィスビル供給状況

	2021				2022				
	竣工	延床(坪)	階層		竣工	延床(坪)	階層		
東京5区	千代田区	住友不動産御茶ノ水ビル	2021.01	3,869	12/B1	FRIEND BUILDING	2022.01	1,252	10/
		野村不動産大手町北ビル	2021.05	2,425	10/B1	CIRCLES二番町	2022.01	1,588	12/B1
		PMO麹町	2021.06	2,313	14/	神田錦町ビル(仮称)	2022.02	1,062	8/B1
		TOKYO TORCH 常盤橋タワー	2021.06	44,200	38/B5	RBM神田ビル(仮称)	2022.03	1,321	8/B1
		住友不動産神田和泉町ビル	2021.09	3,031	8/B1	九段南一丁目プロジェクト	2022.07	20,595	17/B3
	港区	住友不動産汐留ウイング	2021.01	2,981	14/B1	銀泉西新橋ビル(仮称)	2022.01	2,353	12/B1
		世界貿易センタービルディング 南館	2021.03	28,809	39/B3	T-LITE	2022.03	7,933	17/B2
		住友不動産田町ビル東館	2021.04	3,875	8/	港南二丁目プロジェクト	2022.07	4,840	12/B1
		竹芝クリスタルビル	2021.06	2,993	7/	南青山五丁目計画	2022.08	2,138	12/
		日比谷フォートタワー	2021.06	32,065	27/B2				
	中央区	REVZO日本橋堀留町	2021.02	1,979	12/	関電不動産八重洲ビル	2022.05	4,045	13/B1
		VPO東日本橋	2021.07	1,165	9/	YANMAR TOKYO	2022.08	6,604	14/B3
		KABUTO ONE	2021.08	11,849	15/B2				
		日本橋三丁目スクエア	2021.12	4,277	12/B1				
	新宿区	人形町PREX	2021.12	1,645	10/				
						住友不動産市ヶ谷曙橋ビル	2022.02	2,030	9/B1
					第1スカイビル(仮称)	2022.05	907	7/	
渋谷区					西新宿3丁目計画	2022.08	1,472	11/B1	
	ガーデンキューブ渋谷神南	2021.01	949	6/B1	神宮前二丁目PJ	2022.12	2,420	6/B1	
合計	16 棟	148,425		15 棟	60,560				
大阪中心部	関電不動産高麗橋ビル	2021.02	1,271	9/	新大阪第2NKビル	2022.01	7,785	13/	
	サイネックス新本社(仮)	2021.02	1,628	10/	新大阪第5Dビル	2022.02	4,070	13/B1	
	VPO本町セントラル	2021.06	1,151	10/	新大阪第3NKビル	2022.02	4,081	8/	
	PMO EX新大阪	2021.06	2,920	12/	GRANODE新大阪	2022.02	3,164	11/	
	本町サンケイビル	2021.08	8,984	21/B1	大阪梅田ツインタワーズ・サウス	2022.03	78,650	38/B3	
	淀屋橋PREX	2021.09	1,496	12/	日本生命淀屋橋ビル	2022.08	14,914	25/B1	
	合計	6 棟	17,450		6 棟	112,664			
名古屋中心部	名古屋三井ビルディング北館	2021.01	8,900	20/B2	アーバンネット名古屋ネクスタビル	2022.01	9,165	20/B1	
	μ X MEIEKI(ミュークスメイエキ)	2021.09	703	12/	(仮称)中村区則武一丁目プロジェクト	2022.03	1,405	10/	
	BIZrium名古屋	2021.10	42,350	6/	(仮称)名古屋ビル東館	2022.03	3,428	12/B1	
	(旧:(仮称)リタケの森PJ)				(仮称)CIRCLES名古屋錦	2022.05	776	11/	
	丸の内Oneビルディング	2021.10	5,070	12/B1	(仮称)カゴメビル	2022.05	1,339	11/B1	
	関電不動産伏見ビル	2021.11	4,175	13/	(仮称)三甲広小路通りビル	2022.11	2,368	13/B1	
Ray One 錦ビル	2021.11	901	7/B1						
合計	6 棟	62,099		6 棟	18,481				

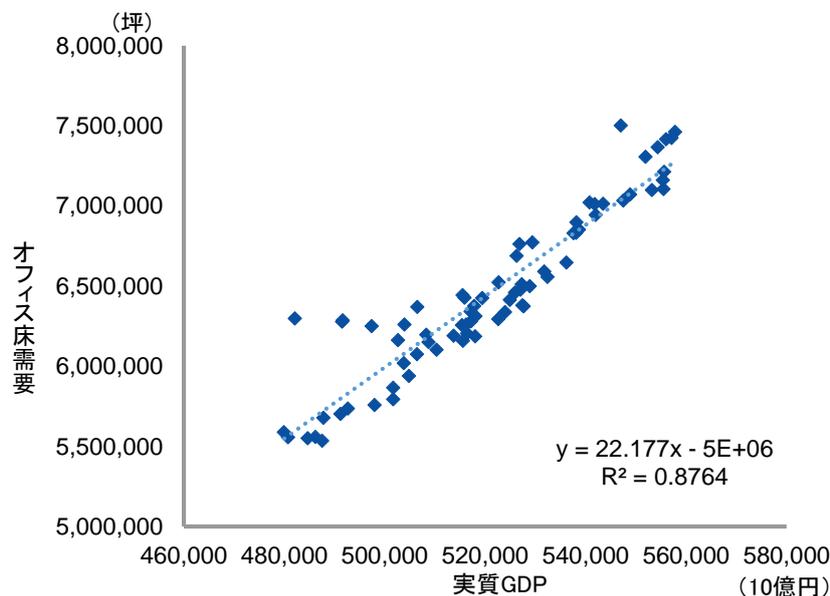
(注)2021年9月末時点の状況であり、2021年10月以降は予定  
(出所)三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 21-4】エリア別空室率・賃料の推移



(注1)2021年はみずほ銀行産業調査部予測  
(注2)右図の矢印は前年同月対比  
(出所)三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 21-5】 東京 5 区におけるオフィス床需要と実質 GDP



(注) オフィス床需要、実質 GDP とともに、2001 年第 4 四半期から 2019 年第 4 四半期までの四半期毎の数値を使用

(出所) 内閣府「国民経済計算」、三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

## 2. 住宅市場

### (1) 新設住宅着工戸数

2021 年の新設住宅着工戸数は、2019 年水準には戻らず

2021 年の新設住宅着工戸数は、前年比+3.5%の 844 千戸を見込む(【図表 21-6】)。2021 年 3～8 月の新設住宅着工戸数は前年同月比+1～10%と、大幅な増加となった月もあるが、消費増税前の駆け込み需要の反動減からの回復および新型コロナウイルス感染拡大による営業活動自粛による着工減からの反動増が増加の主な要因であり、住宅着工そのものは力強さを欠き、2019 年水準には戻らないと予測する。

持家・分譲戸建が着工戸数をけん引するも、反動増の範囲に収まる

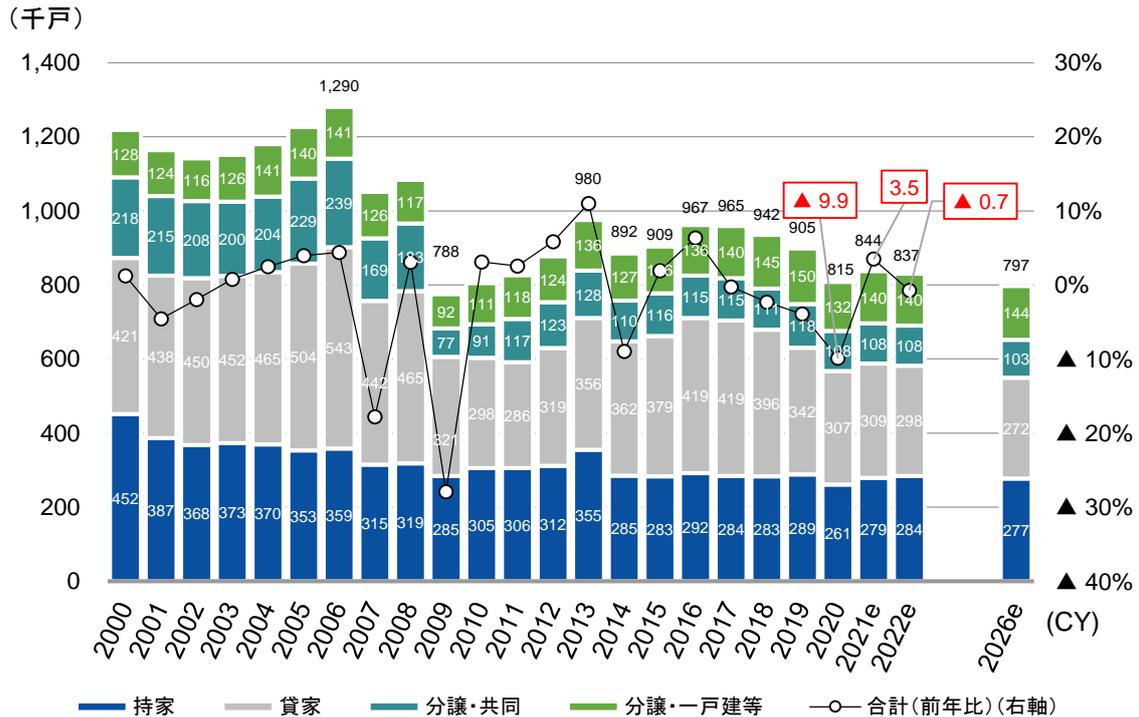
2021 年も緊急事態宣言が発出されている期間が長く続いたものの、感染対策を講じたうえで営業活動が継続できているため、大手ハウスメーカーにおいては、4 月以降の月次受注も前年同月比で大幅なプラスで推移している。分譲マンションはほぼ横ばい、長らく減少傾向が継続していた貸家でも下げ止まりの兆しが見られるため、新築住宅着工戸数全体としては回復を見せるものの、あくまで反動増の範囲に収まり、2019 年比では▲6.8%の水準にとどまる。

中期的な市場縮小は避けられず、2026 年の新設住宅着工戸数は 797 千戸の水準

2022 年は、持家や分譲戸建など、貸家を除く新設住宅着工戸数は、従来同様に比較的堅調に推移するとみられる。新設住宅着工戸数の約 4 割を占める貸家については、都市部における築古物件の建替需要は底堅く推移するものの、地方での供給過剰懸念の高まり等を背景とした 2018 年以降のダウントレンドは継続し、2019 年比で▲13.0%と予想する。中期的に見ても、人口減少が続く地方での供給過剰感は継続しており、金融機関の融資スタンスも引き

続き厳格化した状況にあることから、貸家の着工は弱含みでの推移が続くとみられる。比較的堅調な推移を見せてきた持家や分譲戸建、分譲マンションについても、住宅ローンの主な借り手である生産年齢人口の減少が続く中で新設住宅着工戸数の減少は避けられず、2026年の新設住宅着工戸数は797千戸程度に減少すると予想する。

【図表 21-6】新設住宅着工戸数の推移



(注 1) 2021 年以降はみずほ銀行産業調査部予測  
 (注 2) 新設住宅着工戸数は給与住宅(社宅等)を含んでおり、持家・貸家・分譲の合計とは一致しない  
 (出所) 国土交通省「住宅着工統計」より、みずほ銀行産業調査部作成

(2) 分譲マンション市場

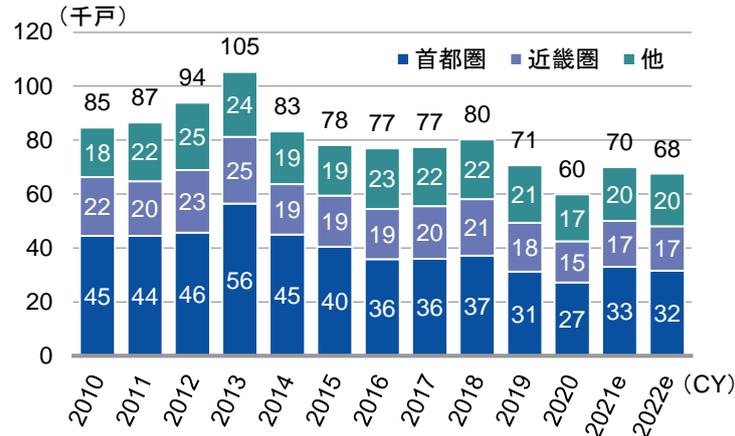
2021 年の供給戸数は 2019 年水準まで回復する見通し

2021 年上半期の首都圏での分譲マンション供給戸数は 13 千戸(前年同期比+77.2%)、近畿圏でも 8 千戸(同+58.0%)と、新型コロナウイルス感染拡大影響を受けた供給量の低下から大きく回復している。2021 年通年での供給戸数は首都圏で 33 千戸(同+21.2%)、近畿圏で 17 千戸(同+11.9%)、総数で 70 千戸(同+16.8%)と、前年を大きく上回ると予想する(【図表 21-7、8】)。これまで、体力のあるデベロッパーは、1 回あたりの供給戸数を 10 戸未満に抑えるなど、他の新規供給物件の状況を注視しながら、売り急ぎをしない慎重な販売姿勢を継続してきたが、新型コロナウイルス感染対策としてのモデルルームの完全予約制や Web を活用した商談などにより、これまで以上に小分けで供給される状況が続くと見られる。

2022 年もデベロッパーの慎重な供給姿勢が継続

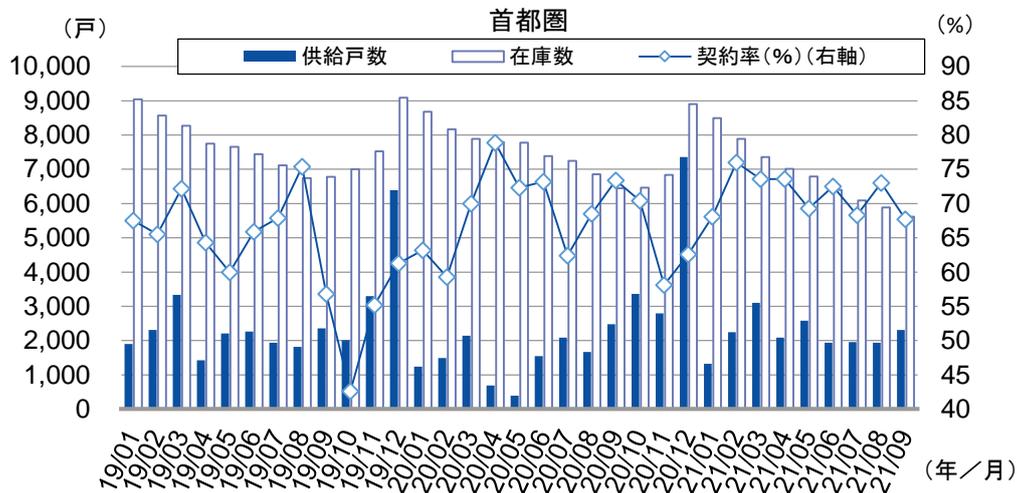
近年、年末に在庫が積み上がり、翌年に在庫が徐々に解消されていくという流れが継続しており、2021 年も年末に在庫が積みあがることが想定されることから、2022 年についても、デベロッパー各社による慎重な供給姿勢は継続すると考えられ、68 千戸の供給にとどまると予想する。

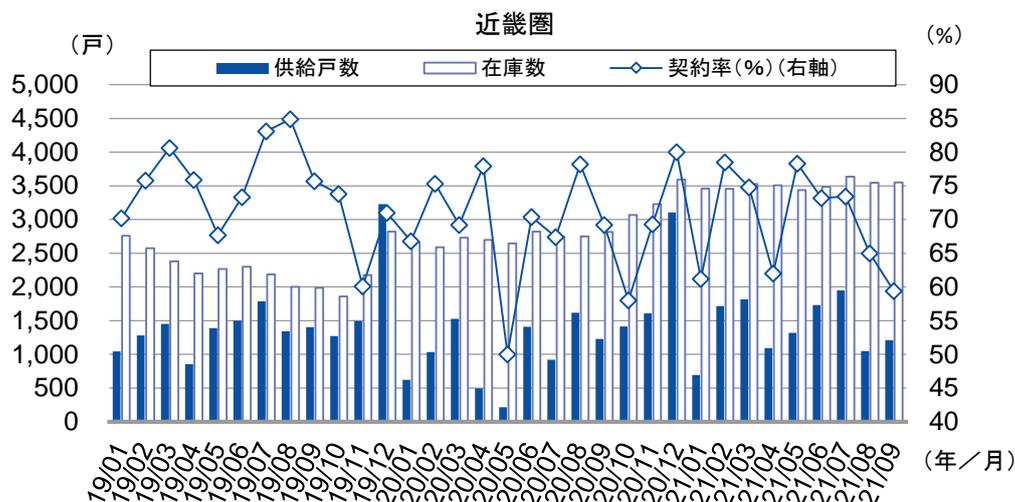
【図表 21-7】分譲マンション供給戸数の推移



(注) 2021 年、2022 年はみずほ銀行産業調査部予測  
(出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 21-8】首都圏および近畿圏マンション販売数の推移





(出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

### (3) 既存住宅流通・リフォーム市場

2020年の市場規模は横ばいとなる見通し

住宅リフォームの市場規模は6兆円弱の水準で横ばいが続いている(【図表21-9】)。2020年は2019年からほぼ横ばいの6.1兆円と予想する。消費増税後の反動減に加え、新型コロナウイルスの影響により緊急性の低い工事の延期や中止といった下押し圧力が働いた一方、在宅時間の増加による住環境改善ニーズの高まりが押し上げ要因となり、横ばいでの着地となった。2021年も緊急事態宣言が断続的に発出され、在宅時間が増加していることから、住環境改善ニーズは高く、6.3兆円程度まで拡大すると予想する。

新型コロナウイルスの影響が、市場拡大に繋がる可能性

アフターコロナにおいても、リモートワークは一定程度定着する可能性が高く、住環境への関心の高まりは継続すると予想する。リモートワーク対応やウイルスを家に持ち込ませないコンセプトやプランなど、ハウスメーカー各社は新たなニーズに対応した商品への取り組みを進めている。人々が住宅に関してこれまで気付いていなかったニーズや顕在化した不満点などを住宅リフォーム需要として取り込む余地は、当面拡大していくものとみられる。

また、住宅リフォーム分野に大きく影響を与える可能性がある取り組みとして、「マンション管理適正評価制度」および「カーボンニュートラル実現に向けた取り組み」に注目したい。

マンションの管理状態と市場価値が連動するようになれば、リフォームが重視される可能性

「マンション管理適正評価制度」は2022年4月から開始される予定であるが、本制度が定着すれば、これまでマンションの市場価値へ反映されてこなかったマンション管理の品質が市場で正しく評価されるようになる。そのため、マンションの市場価値向上に向けて、共有部分を含めた修繕への注目が高まることとなる。これまでは一方向的になりがちであったマンション管理会社とマンション管理組合の関係が変化し、「マンションの市場価値向上」という共通の目標に向けて連携を深め、老朽化問題を含めた課題やあるべきマンション管理業務への認識を共有した上で、適切な修繕が実施されていくことに期待したい。

長期的には、脱炭素化に向けた議論が住宅リフォーム市場に大きく影響を与える可能性

カーボンニュートラル実現に向けた取り組みとして既存住宅の省エネ改修が重要である。2050年のカーボンニュートラル実現に向けては、新築住宅を全て ZEB・ZEH 化するだけでは足りず、既存住宅の省エネ改修も進める必要がある。2021年4月～8月にかけて国土交通省や環境省を中心に「脱炭素社会に向けた住宅・建築物の省エネ対策等のあり方検討会」が開催された。当該検討会では、2030年に目指すべき住宅・建築物の姿として、新築の住宅・建築物については ZEB<sup>2</sup>・ZEH<sup>3</sup>基準の省エネ性能の確保を、2050年に目指すべき住宅・建築物の姿として、ストック（既存住宅・建築物）平均で ZEB・ZEH 基準の省エネ性能を確保するとを掲げている。既存住宅での省エネ改修については課題も多く、本格的に拡大するのは2030年以降になると予想される。しかし、省エネ性能の高くない住宅ストックが2,000万戸以上あることを考えると、現状のリフォーム市場とは全く異なる規模の市場が創出される可能性がある。

【図表 21-9】住宅リフォーム市場の推移



(注) 2020年、2021年はみずほ銀行産業調査部予測

(出所) 公益財団法人住宅リフォーム・紛争処理支援センター公表資料より、みずほ銀行産業調査部作成

### 3. 不動産売買市場

売買市場は堅調に推移

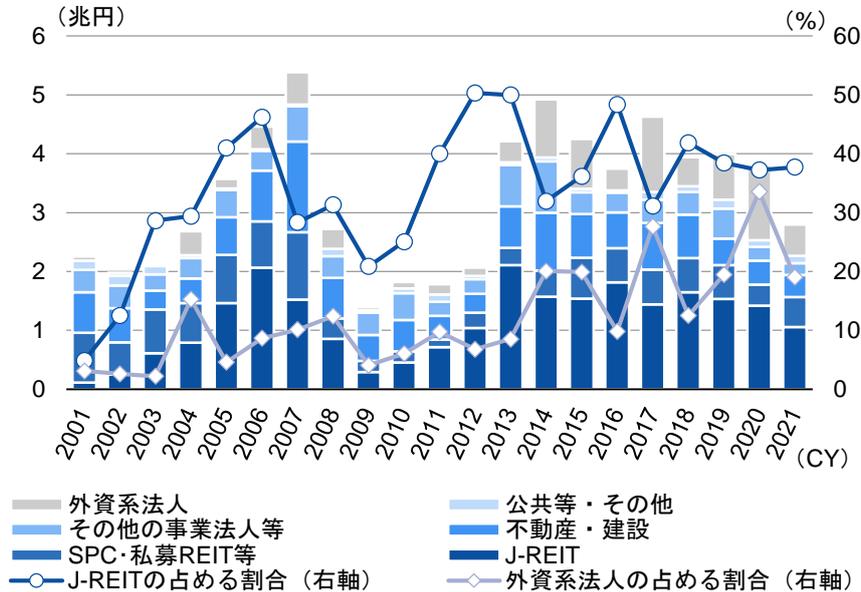
都市未来総合研究所によれば、上場企業および上場 REIT 等による 2021年1～9月までの国内不動産売買取引額は、約 2.8 兆円（前年同期比+1.6%）となった（【図表 21-10】）。前年の外資系投資法人による取引額の大幅増加の反動減により小幅な増加にとどまったものの、J-REIT による取得を中心に市場は堅調に推移している。将来的な価格の下落を待った投資活動も見られる一方、売り急ぎはあまり見られないため、価格目線のずれの解消には時間を

<sup>2</sup> ZEB（ネット・ゼロ・エネルギー・ビル）は、先進的な建築設計によるエネルギー負荷の抑制やパッシブ技術の採用による自然エネルギーの積極的な活用、高効率な設備システムの導入等により、室内環境の質を維持しつつ大幅な省エネルギー化を実現した上で、再生可能エネルギーを導入することにより、エネルギー自立度を極力高め、年間の一次エネルギー消費量の収支をゼロとすることを旨とした建築物

<sup>3</sup> ZEH（ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス）は、外皮の断熱性能等を大幅に向上させるとともに、高効率な設備システムの導入により、室内環境の質を維持しつつ大幅な省エネルギーを実現した上で、再生可能エネルギーを導入することにより、年間の一次エネルギー消費量の収支がゼロとすることを旨とした住宅

要し、売買市場は小幅な調整を繰り返しながら安定的に推移すると予想する。

【図表 21-10】 上場企業及び上場 REIT 等による国内不動産売買取引額の推移



(注)2021 年は 9 月までの実績の累計  
 (出所)都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

不動産取得に関する資金調達

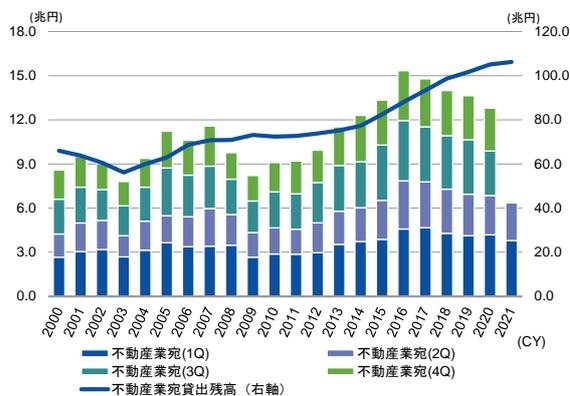
2021 年の IPO・PO・投資法人債による J-REIT の資金調達額(いずれも 9 月まで実績の累計)は、前年同期を上回る水準となっている(【図表 21-11】)。国内銀行の不動産業向け貸出額残高は増加基調であるが、新規実行額は 2016 年をピークに前年比減少が続く(【図表 21-12】)。資金調達環境は引き続き良好ながら、金融機関側も案件を選別して対応している可能性が考えられる。

【図表 21-11】 J-REIT の IPO・PO・投資法人債別件数・調達額の推移



(注)2021 年は 9 月までの実績の累計  
 (出所)不動産証券化協会公表データ、各種公表資料より、みずほ銀行産業調査部作成

【図表 21-12】 国内銀行貸出実行額の推移



		総実行額		うち不動産	
			対前年比		対前年比
2018	1Q	15.8	98%	4.3	92%
	2Q	12.1	97%	3.0	96%
	3Q	12.4	96%	3.6	97%
	4Q	11.6	94%	3.1	94%
2019	1Q	15.4	97%	4.1	96%
	2Q	12.3	102%	2.8	94%
	3Q	13.6	110%	3.7	102%
	4Q	11.5	99%	3.0	97%
2020	1Q	15.2	99%	4.2	101%
	2Q	11.8	96%	2.7	95%
	3Q	11.9	87%	3.0	82%
	4Q	11.5	100%	2.9	97%
2021	1Q	14.1	93%	3.8	91%
	2Q	11.4	97%	2.6	96%

(出所) 日本銀行統計データより、みずほ銀行産業調査部作成

## II. 日本企業に求められる戦略方向性

予定されている  
大規模開発案件  
は予定通り進捗  
する見込み

これまで見てきたように、当面、オフィス床需要の回復は力強さを欠くと想定されるものの、2023 年以降も首都圏では虎ノ門エリア、浜松町・田町・品川エリア、渋谷エリアの、大阪ではうめきた 2 期等の大型開発プロジェクトが数多く予定されている。大規模開発は長い年月をかけて検討・計画されるものであるため、現在進行中の案件はビフォーコロナから検討されていたものが大半であり、抜本的な用途変更等や計画の中止には至ることなく、公開空地の活用方法や用途に若干の変更を加える形で予定通り進捗すると考えられる。ウィズコロナ期以降に検討がスタートする案件においては、新型コロナウイルス影響も踏まえた計画立案が求められることとなるが、都心部における集積は大きく減退しないと見込まれ、中期的に見ても都心部における大規模開発に対するニーズは底堅いと考えられる。

住宅は世帯数・  
生産年齢人口減少  
に伴い市場縮小

住宅に関しては、当初の緊急事態宣言時に営業活動自粛の影響は出ていたものの、一時的な影響にとどまり、月次の新築住宅着工戸数という観点ではいち早く 2019 年水準に回復した。ただし、中長期的には、世帯数が 2023 年をピークに減少に転じ住宅の主な購入層である生産年齢人口の減少も続くことと想定されることから、不動産業界を取り巻く事業環境は徐々に悪化していくと考えられる。

アフターコロナに  
おけるキーワード  
は「ニーズの多様  
化」

また、ウィズコロナ期におけるリモートワークの普及・EC 化の進展や、人流の変化により、足下においても、最終消費者の不動産に対するニーズの多様化が起きている。アフターコロナにおいて人流が元に戻るものもあるが、一部はウィズコロナ期における変化が定着することで、不動産に対するニーズの多様化は継続するであろう。

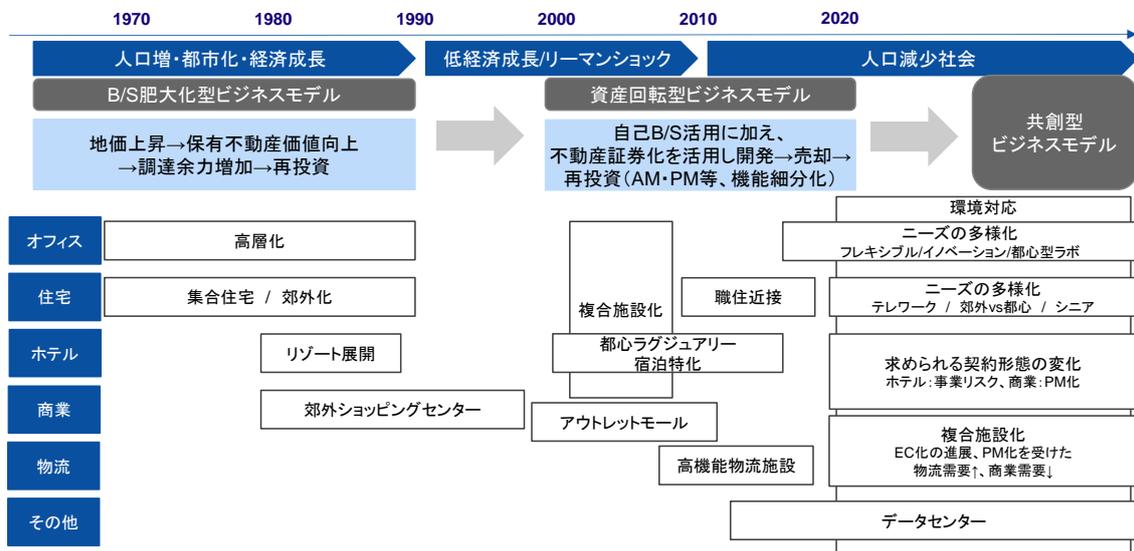
ニーズの多様化は、不動産事業者にとってはビジネスチャンス

従来、大手不動産事業者は、住宅やオフィスを祖業としつつ、人々のニーズに合わせ、既存の事業領域で培ったケイパビリティを横展開する形で郊外型・都心型商業施設、シティ・リゾートホテル、物流施設、データセンターへとアセットタイプを拡大してきた。都市化の過程で必要なハード整備や、人々の消費行動の変化を捉える形で事業者としての成長を遂げてきた。また、近年では、各アセットタイプにおいて、不動産価値を極大化するためのソフト面での取り組みも進んできており、コロナ禍を踏まえた人々の行動変容によるニーズの多様化は、不動産事業者にとってはビジネスチャンスと捉えることもできよう（【図表 21-13】）。

不動産事業者は時代に合わせた形で関与不動産を増加させることによって成長を遂げてきた

また、不動産事業者は、高度経済成長期においては、地価上昇に伴う資産価値向上→資金調達余力の増加→物件取得・開発というサイクルで成長を遂げてきた。しかしながら、バブル崩壊後、保有物件の大きな価値向上が見込めなくなる中で、2000年代以降は自社のバランスシート上の保有に加えて、不動産証券化スキームを活用する、資産回転型ビジネスモデルを確立した。本体・証券化の使い分けにより、コアアセットについては、長期保有を前提とし、保有資産価値極大化を図る一方、周辺アセットについては開発後一定期間で売却し、AM<sup>4</sup>・PM<sup>5</sup>といった立場で継続関与することで、リスクを低減しつつ利益を早期に顕現させるとともに安定的なフィービジネスを獲得してきた。所有・運営・資産運用といった細分化された各機能レベルでの関与不動産を増加することが事業者としての成長に繋がってきたといえる。

【図表 21-13】アセットタイプ拡大とビジネスモデルの変容



(出所)みずほ銀行産業調査部作成

<sup>4</sup> AM（アセットマネジメント）は、投資用資産のマネジメント（運用や管理）に関して、実際の所有者である投資家を代行する機能で、投資対象資産のポートフォリオを最適配置し、その価値を最大化することを目的とする

<sup>5</sup> PM（プロパティマネジメント）は、投資対象不動産の所有者やアセットマネージャー、あるいは投資家等からの委託を受けて、個別の不動産（主に賃貸用収益不動産）からのキャッシュフローと資産価値の最大化を目的として、日常的に不動産の運営管理実務を行う業務

多様化するニーズに対応できる事業モデルへの転換、カーボンニュートラル対応が求められる

①オフィスではテナントのオフィス戦略まで踏み込んだ価値提供が競争力へ

オペレーショナルアセットにおいては、事業モデルの転換の可能性

商業施設では、PM化や物流施設との複合化が進展する可能性

ホテルでは、事業リスクを一部負担することで競争優位を築ける可能性

②脱炭素化に向けた取り組みも求められる

アフターコロナを見据えた際にも、関与不動産増加によって、事業を拡大していくという基本的な構造に変わりはないと考えられるが、①多様化するニーズへのハード面対応に加え、従来の箱貸し事業モデルからソフト面やテナントの事業リスクを一部負担する事業モデルへの転換、②2050年のカーボンニュートラル実現に向けた省エネ・創エネ対応が不動産事業者に当面求められる事業戦略と言える。

①について、例えば、オフィスにおいては、本社オフィスはリモートワーク拠点（フレキシブルオフィス・自宅等）をつなぐハブとなり、本社オフィスの存在意義は従来の「毎日出勤して業務を行う場」から、「社員同士の交流深耕」、「交流を通じたイノベーション創出」等に移ると考えられる。テナント企業による交流・イノベーション促進のサポートができるハードを有する物件の競争力が相対的に高まると考えられることに加え、テナント企業がオフィスの価値を最大限高めるためのレイアウト等のアドバイスや、柔軟なオフィス戦略の提案ができるような不動産事業者の競争力が高まることが想定される。

商業施設・ホテルといったオペレーショナルアセットにおいては、コロナ禍における人流変化の影響が一時的なものか、構造的な変化なのかを見極める必要があるものの、従来「是」と考えられてきた契約形態の限界や脆弱性がコロナ禍によってあぶり出されたといえ、ハードのあるべき姿や契約形態の見直しによりテナントの事業リスクを一部負担する事業モデルへの転換が求められる。

商業施設においては、EC化の進展によりショールーム化が進むとすれば、「館」での売上に連動した変動賃料モデルは将来的に成り立たなくなると考えられるため、よりPMに近い形での事業展開が求められる。また、売場面積が縮小するとすれば空いた区画をどう活用するのかという課題も生じるため、商業施設から他のアセットタイプへのコンバージョンや、商業施設と物流施設の複合型開発の増加といったハードの変容が起こると考える。

ホテルにおいては、従前は多くの不動産事業者は開発後の売却も視野に、キャッシュフローの読みやすい固定賃料・長期契約を好んできた。しかしながら、需要回復期においてはオペレーターの運営能力によって物件から生まれるキャッシュフローに大きな差異が生じると考えられることやオペレーター側に運営受託でのチェーン拡大を志向する動きが出ていること等を踏まえれば、ホテル事業リスクを一部負担し、競争優位性の高いオペレーターを誘致することが将来的な収益拡大につながると考える。

②について、前述の通り、「脱炭素社会に向けた住宅・建築物の省エネ対策等のあり方検討会」においては、2030年に目指すべき住宅・建築物の姿として、新築についてはZEB・ZEH基準の省エネ性能の確保を、2050年に目指すべき住宅・建築物の姿として、ストック（既存住宅・建築物）平均でZEB・ZEH基準の省エネ性能を確保すると掲げている。不動産は所有者の裾野が広く、個人や中小を含めた一般事業法人にまでZEB・ZEHの取り組みが波及していくには時間を要するため、脱炭素化という社会課題を解決するために大手不動産事業者が先行して取り組みを進めていくことが求められる。

脱炭素化への取り組みの遅れで競争力を失うリスクも

リスクという観点では、賃貸物件に関して、より厳しい省エネ水準を投資家やテナントから求められた場合、環境性能の高い物件が高い競争力を持つという構図ではなく、環境性能の低い物件が競争力を失うという構図となることも十分想定される。したがって、将来にわたって物件競争力を維持する観点からも、国が定める省エネ基準に適合するだけでは足りず、より各物件の省エネ性能を高めつつ、屋上での太陽光発電等の物件オンサイトやメガソーラー・風力発電等のオフサイトでの創エネへも取り組む必要がある。

多様化するニーズの取り込みによる成長と脱炭素化における主導的役割を期待したい

不動産事業者は、アセットタイプの拡大と関与不動産の増加によって成長を遂げてきた。その方向性自体に変わりはないものの、不動産価値を極大化するという観点だけではなく、テナントへの提供価値を最大化していくという切り口が今後は重要になると考えられる。また、カーボンニュートラルへの対応については、不動産業界全体での脱炭素化のため、大手不動産業者には各アセットタイプにおいて業界を牽引する取り組みが求められる。長期的には市場が縮小均衡に向かう中でも、これらの取り組みを通じて、環境の変化と多様化するニーズを捉え事業者としての成長を継続することを期待したい。

みずほ銀行産業調査部

次世代インフラ・サービス室 社会インフラチーム

土屋 重人

福島 はるか

shigeto.tsuchiya@mizuho-bk.co.jp

©2021 株式会社みずほ銀行

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。