

不動産市場は緩やかな成長を見込むも、環境変化を受けビジネスモデルも変容

I. 需給動向

(オフィス)

- 2023年のオフィス床需要は、新規供給増加を吸収する中で、リモートワーク影響等を背景に賃料や空室率が弱含んで推移
- 中期的にも、大量供給を見据え賃料や空室率の回復は見込み難いが、オフィス機能見直しや経済回復を受け、床需要は緩やかな回復を想定

(住宅)

- 2023年の新設住宅着工戸数は、住宅価格上昇の影響が残るも、貸家の強さ等を反映し前年比+0.2%の着地
- 中長期的には生産年齢人口減少等の影響を受け、市場縮小は不可避

II. 競争環境

- 日本の不動産の利回り安定性や流動性の高さ等に着目し、海外から不動産投資資金が流入。また、不動産を新たな事業の柱とする事業者も増加し、取引参加者は重層化
- 不動産の買い手増加は、不動産価値上昇の要因となりうるが、開発用地仕入やREITスポンサーとしてパイプライン供給時にはネックとなる面も

III. リスクとチャンス

<リスク>

- 不動産開発は、大規模再開発を中心に高度化する中、開発期間長期化によるリスク増加や投資効率が悪化する可能性
- 用地取得価格の上昇や、資源価格高騰によるプロジェクトコスト増加を受け、当初想定した開発利益の確保の難易度も高まる
- 不動産保有は、パススルーとなる証券化ビークルもある中、自社保有の意義が一層問われる傾向

<チャンス>

- 不動産開発は、アセットタイプの多様化、派生型にも対応する開発・運営ノウハウを持つ事業者が競争優位に
- 国内外投資家の資金流入増加に伴い、不動産の運用・管理・コンサルティングを行うアセットマネジメントビジネスが伸長
- 不動産業の情報サービス化・ファイナンスアレンジ含む金融サービス化が進行

IV. アナリストの眼①

(不動産事業者に求められる取り組み)

- 不動産事業者の不動産保有は、証券化ビークル活用にシフトする流れが強まる中、①アセットタイプの多様化、派生型にも対応する開発・運営ノウハウを保有し競争優位を確立すること、②不動産業の情報サービス化、ファイナンスアレンジ含む金融サービス化に応じた、不動産投資家向けサービスを拡充できることが、企業価値向上と事業成長を両輪で果たしうる事業者となる

IV. アナリストの眼②

(住宅関連産業に求められる取り組み)

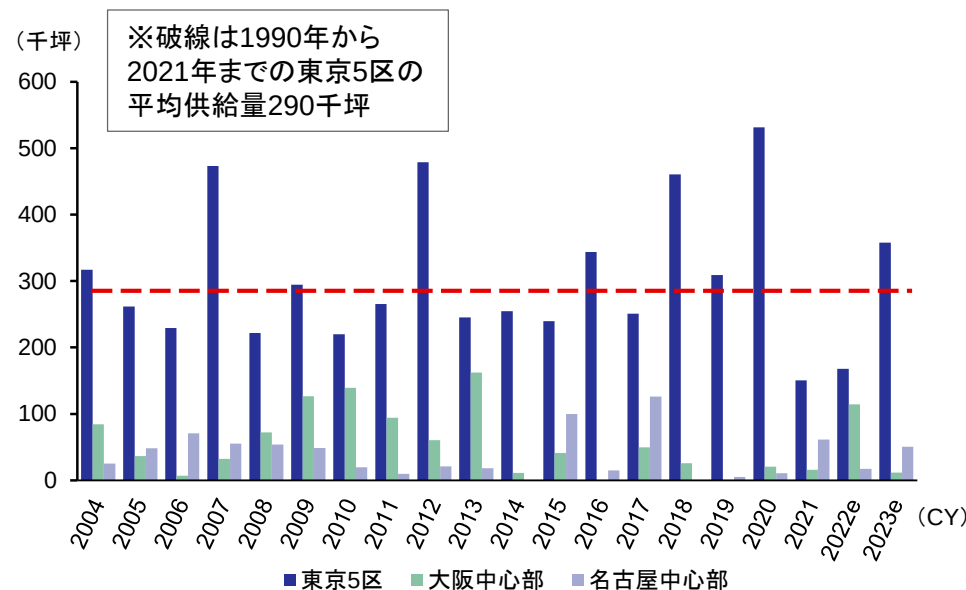
- 住宅・建築物の脱炭素化に向けて、住宅性能表示制度の「断熱等性能等級」「一次エネルギー消費量等級」の上位等級新設や、2025年度の省エネ基準適合義務化が制度化された
- 住宅関連産業では、新築の「量」をベースとした戦略から、2030年に向けてストック含む住宅の高付加価値化を中心とした「質」を高めるビジネスモデルへの転換につき、業界全体でスピードアップが求められる

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

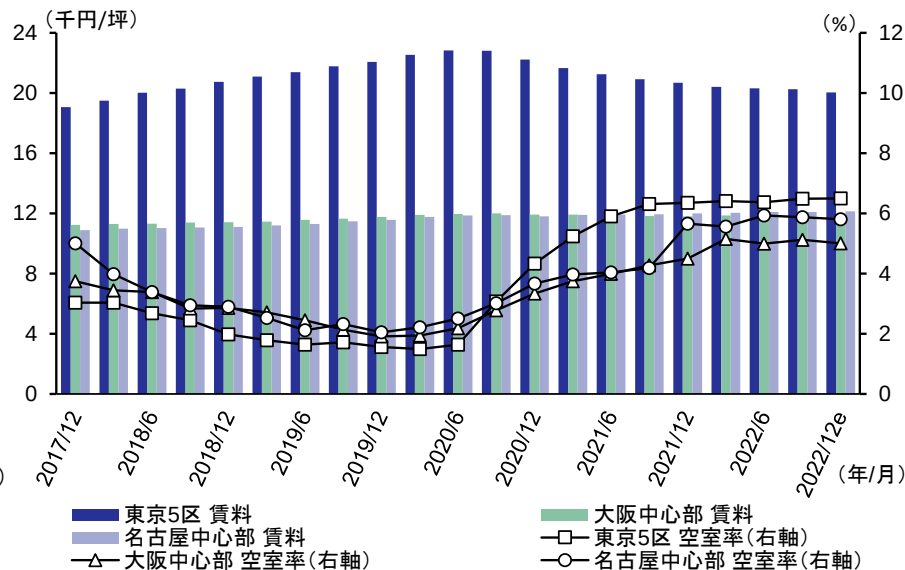
【オフィス床フロー・空室率・賃料】空室率は高止まり、賃料は下落基調継続

- 2022年のオフィス供給は、東京5区で28棟／168千坪、大阪中心部で7棟／114千坪、名古屋中心部で7棟／17千坪、2023年は、東京5区で17棟／358千坪、大阪中心部で2棟／12千坪、名古屋中心部で5棟／50千坪を予定
- 三大都市圏における空室率は、新型コロナウイルス影響による企業業績悪化やリモートワーク導入の進展を背景に2020年に上昇基調に転じ、足下は横ばいで推移
 - 本格的な経済回復が見込まれる2023年以降に大型供給が重なる予定のため、空室率は高止まりする見込み
- 東京の賃料は下落基調が継続。大阪、名古屋の賃料はもみ合いが続く **アナリストの眼①**

東京5区、大阪・名古屋中心部のオフィスビル供給推移



エリア別オフィスビル空室率・賃料の推移



(注1) 両図表ともに2022年以降はみずほ銀行産業調査部予測

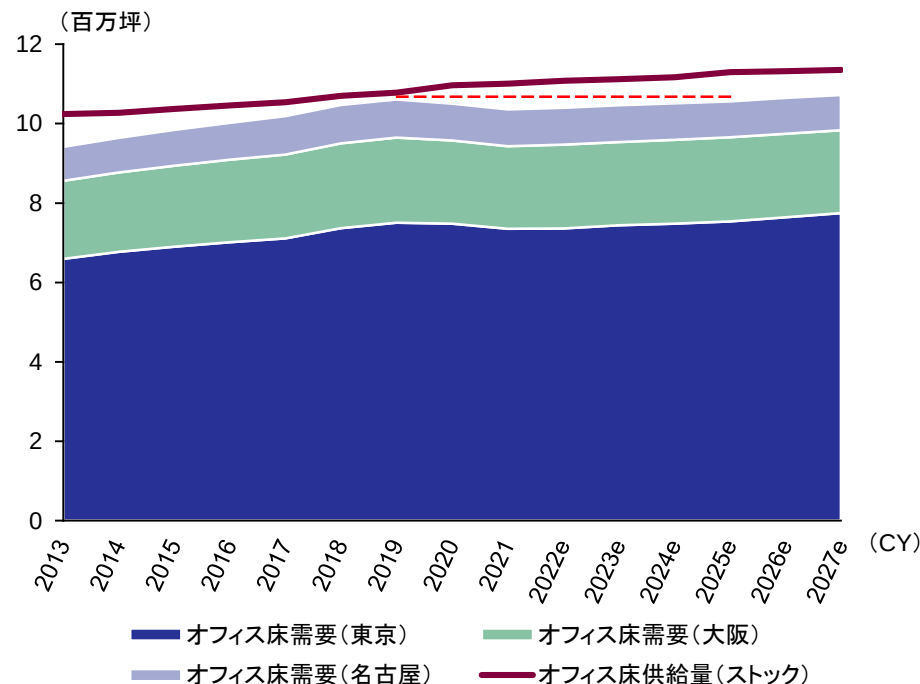
(注2) 両図表ともに東京5区=千代田・港・中央・新宿・渋谷区、大阪中心部=梅田・淀屋橋・本町・船場・心斎橋・難波・新大阪地区、名古屋中心部=名駅・伏見・栄・丸の内地区

(出所) 両図表ともに三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【オフィスストック・床需要】中期的にはオフィス床需要は緩やかに増加

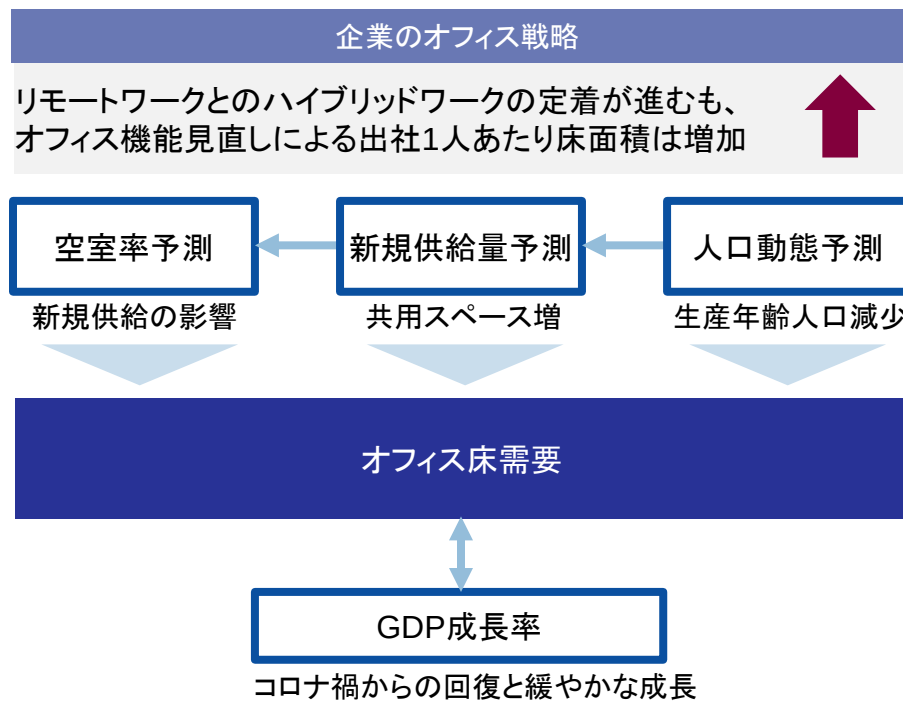
- オフィス床需要は、新型コロナウイルス影響による企業の業績悪化・リモートワークの普及による床面積削減の動きにより減少が続いたものの、2023年以降の大量供給などを受けて2026年にはコロナ前水準に戻る見込み
- 中長期的には、企業業績回復を受けてオフィス床需要は増加 **アナリストの眼①**
 - 今後も多くの企業でリモートワーク活用は継続すると見られるが、ウィズコロナ期に認識されたオフィスの役割である「交流」「イノベーション」の機能を充実させるために出社1人あたり床面積は増加していくものと見られる

オフィス床需要の中期見通し



(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

予測のポイント



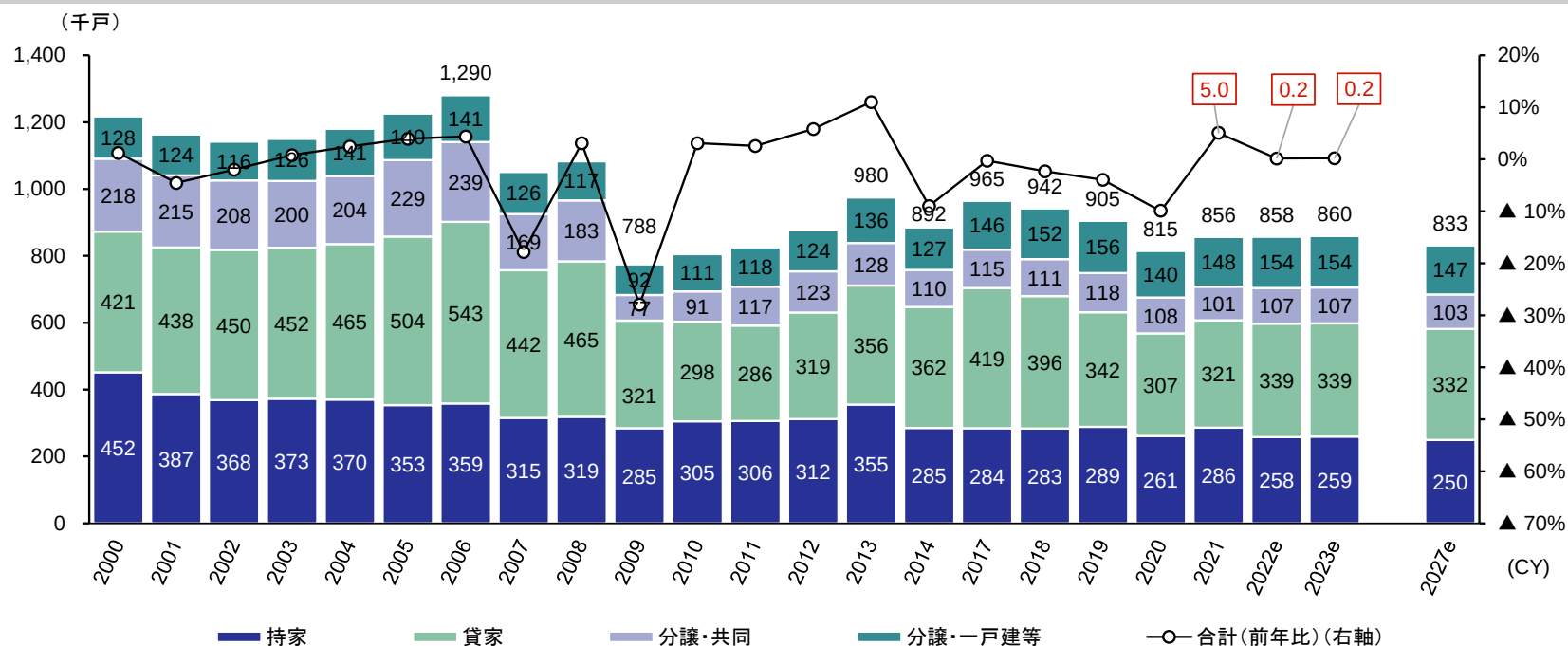
(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【住宅着工戸数】中期的に見れば、人口動態の影響を受け住宅市場縮小は不可避

- 2022年の新設住宅着工戸数は、貸家、分譲・共同、分譲・戸建は好調に推移したものの、持家が減少し858千戸（前年比+0.2%）、2023年は前年の一部反動も見込み860千戸（前年比+0.2%）とほぼ横ばいと予測
 - 持家は、注文住宅中心とした実需市場であるが、資材価格高騰を受けた住宅メーカーの価格改定などの要因により受注減少の影響を受けている状況
- 新設住宅着工戸数の中長期見通しは、世帯数の減少、生産年齢人口の減少により漸減傾向が続く見通し

アナリストの眼②

新設住宅着工戸数の中期見通し



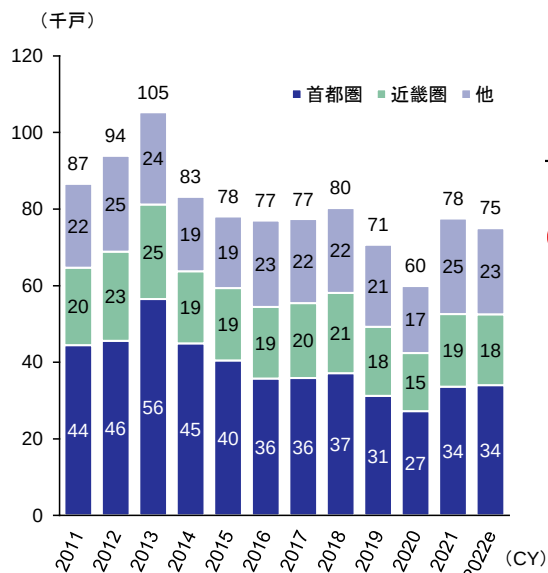
(注) 2022年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(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

【マンション】供給サイドによる慎重なスタンスが継続

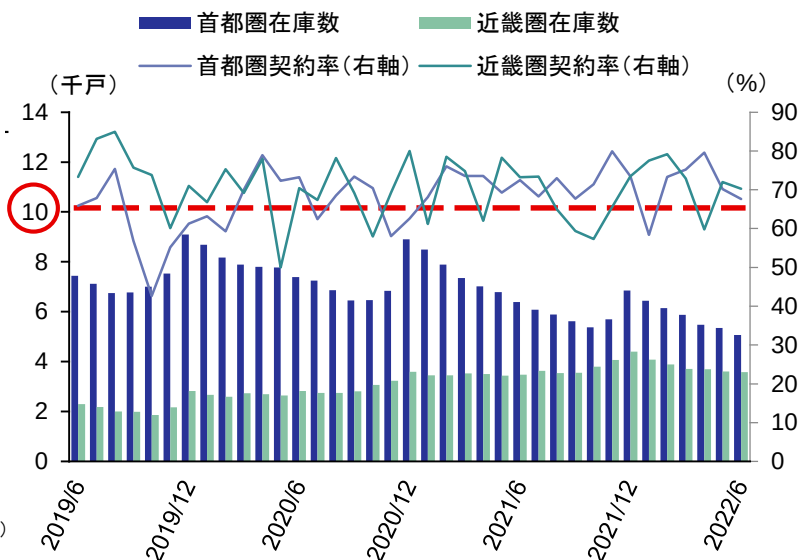
- 2022年のマンション供給戸数は、75千戸（前年比▲3.3%）と前年割れを見込む
 - 首都圏では湾岸エリアや再開発案件の供給、近畿圏でも大阪市部で高層物件の供給が予定される
- 今後も、マンション価格の高止まりを受け、デベロッパーによる需要を慎重に見極めながらの販売姿勢が継続し、供給戸数は横ばいから漸減傾向が続く見通し

分譲マンション供給戸数の推移



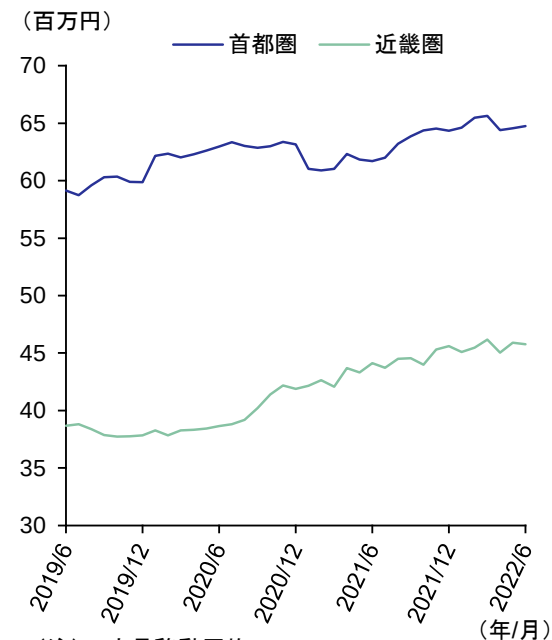
(注) 2022年はみずほ銀行産業調査部予測
 (出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

初月契約率と在庫数の推移



(注) 破線は好不調の目安とされる初月契約率70%
 (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

新築マンション価格の推移

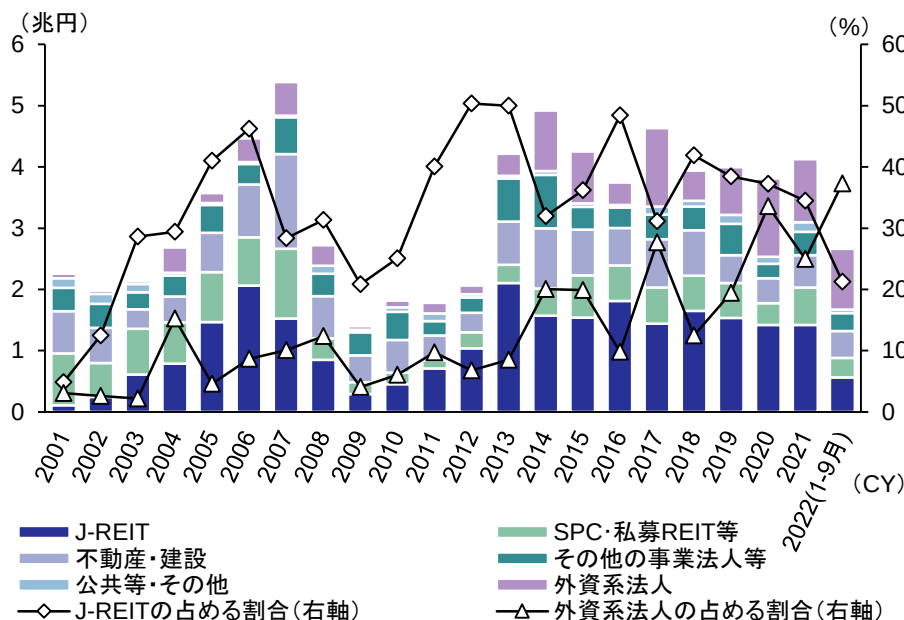


(注) 12カ月移動平均
 (出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

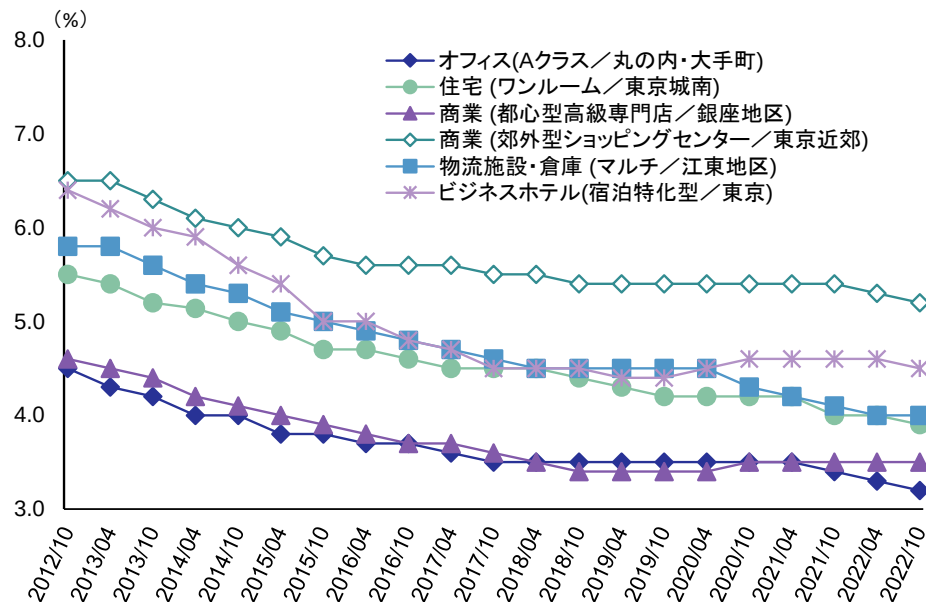
【売買】投資意欲は根強く、幅広いアセットタイプ・エリアで投資機会を探る動き

- 2022年1～9月の不動産取引額は約2.7兆円（前年比▲5.9%）
 - 外資系法人による取得金額が前年を大きく上回る一方、J-REITの取引停滞を主因に前年比減少
- 期待利回りは、緩和的な金融政策を背景としてオフィスで過去最低水準となったほか、物流・賃貸住宅でも多くの地域で低下。商業施設は一部エリアで低下、ホテルも観光需要本格回復への期待から1年ぶりに多くの地域で低下
 - 全体として引き続き投資意欲は旺盛であり、景気後退局面に強いアセットタイプ・エリアのみならず、今後新型コロナウイルス影響からの回復が期待されるアセットタイプにも投資機会を探る動きが活発化

不動産取引額の推移（買主セクター別取引額）



物件タイプ別期待利回りの一覧



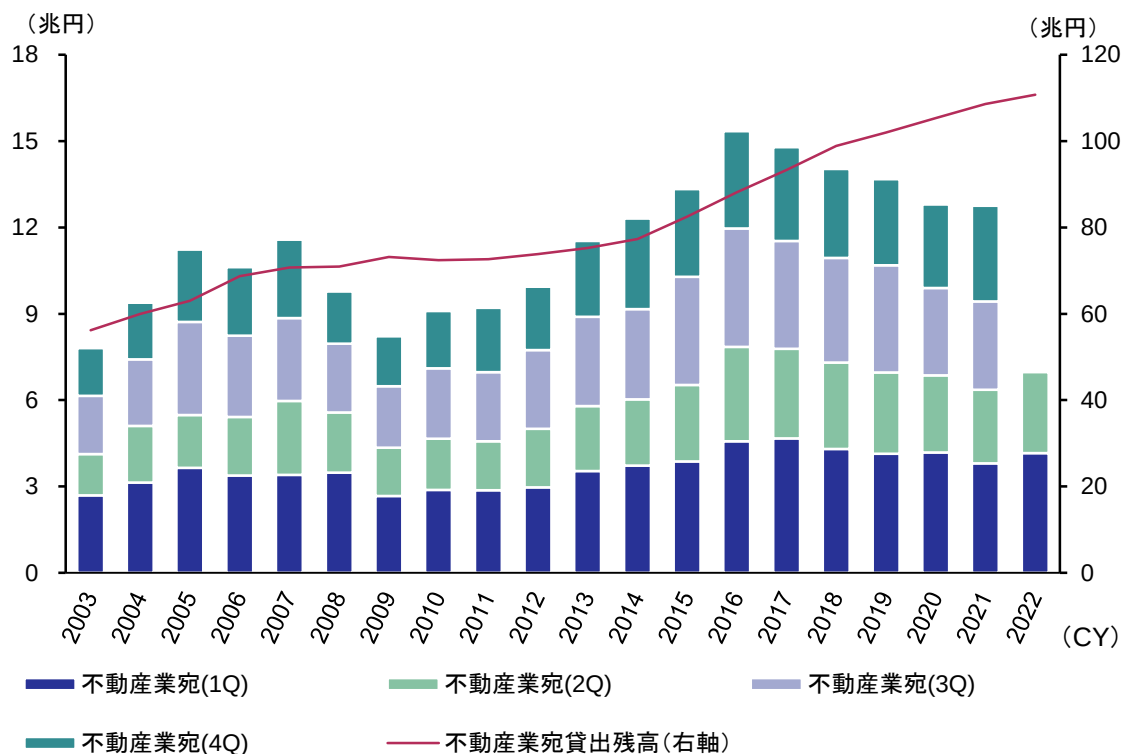
（出所）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

（出所）日本不動産研究所「不動産投資家調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

【金融市場】貸出残高は高水準が継続も、新規貸出は頭打ち感

- 国内銀行の貸出額、とりわけ不動産業宛貸出額は引き続き高水準を維持
 - 貸出残高については引き続き増加しているが、新規貸出額には頭打ち感が見られており、金融機関が物件を選別して対応している可能性も

国内貸出実行額の推移



(単位: 兆円)

		総実行額		うち不動産	
			対前年比		対前年比
2019	1Q	15.4	▲3%	4.1	▲4%
	2Q	12.3	+2%	2.8	▲6%
	3Q	13.6	+10%	3.7	+2%
	4Q	11.5	▲1%	3.0	▲3%
2020	1Q	15.2	▲1%	4.2	+1%
	2Q	11.8	▲4%	2.7	▲5%
	3Q	11.9	▲13%	3.0	▲19%
	4Q	11.5	+0%	2.9	▲3%
2021	1Q	14.1	▲7%	3.8	▲9%
	2Q	11.4	▲3%	2.6	▲4%
	3Q	12.2	+3%	3.1	+1%
	4Q	12.2	+6%	3.3	+14%
2022	1Q	15.5	+10%	4.2	+9%
	2Q	12.2	+7%	2.8	+10%

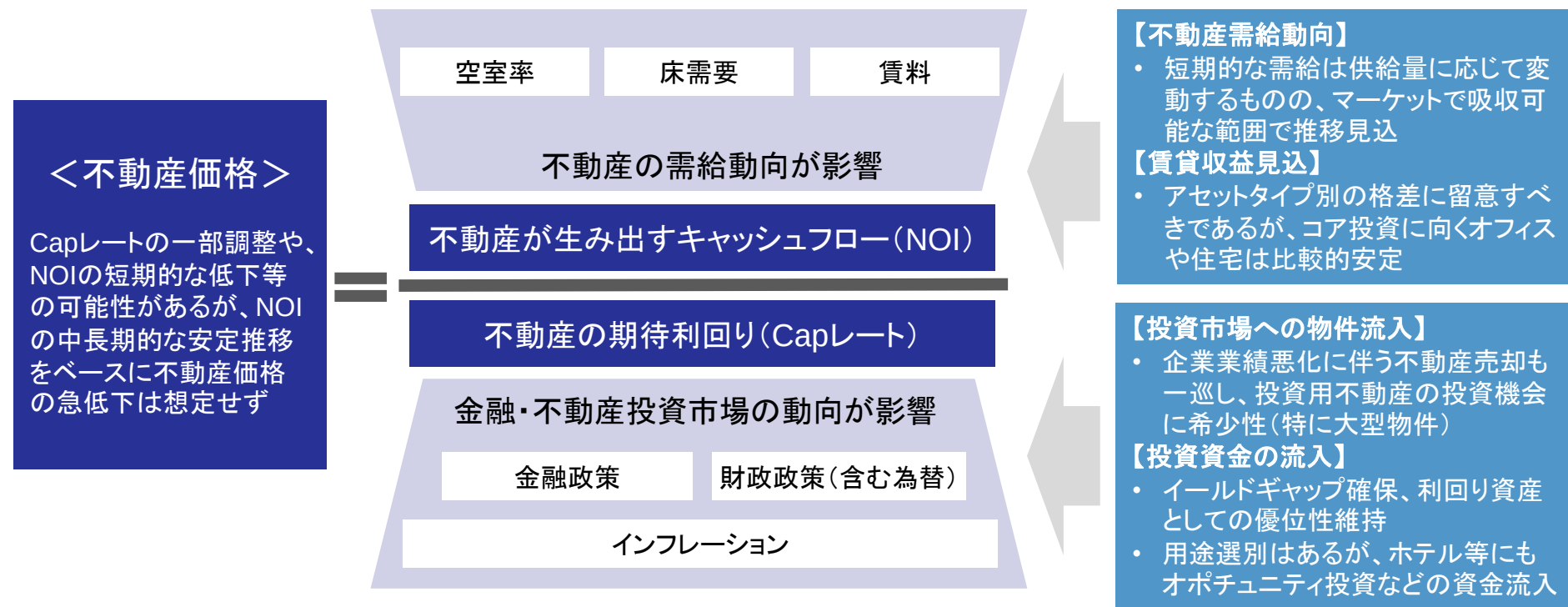
直近1年間は、前年を越える貸出実行が続く

(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

インフレ局面においても、国内不動産投資環境は比較的安定性が保たれる

- アセットタイプ別NOIに格差も出ていることは留意すべきであるが、不動産はインフレ耐性資産であり、国内外の機関投資家から投資用不動産への関心は引き続き高く、不動産価格が大幅下落する蓋然性は低い
 - ー リスク要因としては、①コストプッシュ型インフレの長期化(家計・企業が賃料上昇を負担できない環境)、②グローバル金融市場の急変による機関投資家のリバランス、リスクアペタイトの減退に留意

不動産価格の主な構成要素と不動産需給動向を踏まえた投資用不動産市場動向の方向性

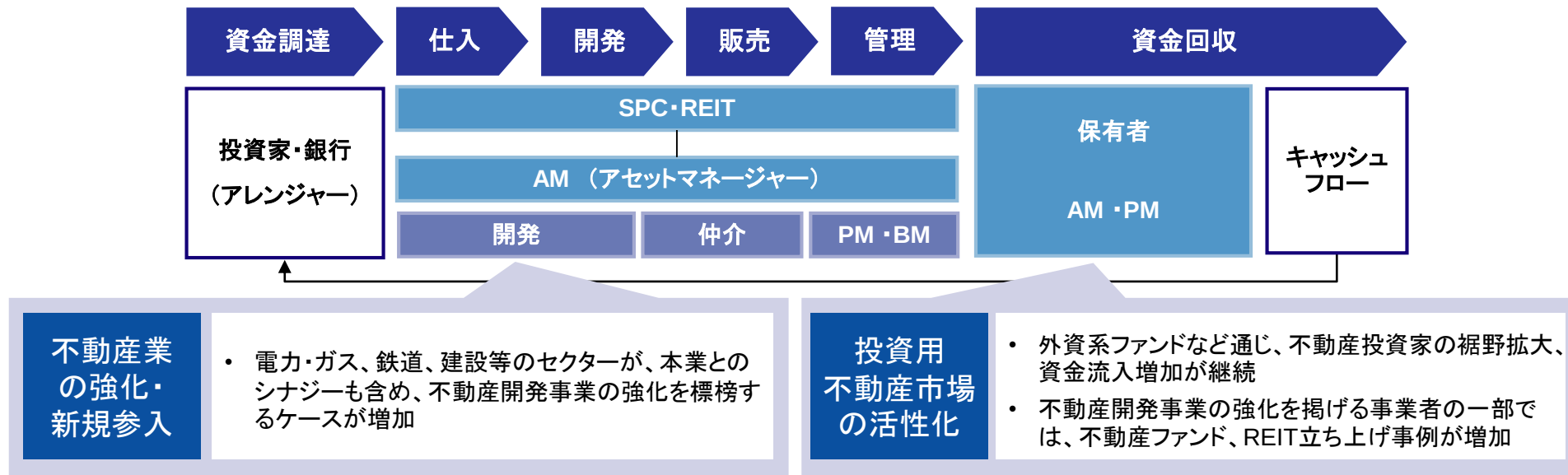


(出所)みずほ銀行産業調査部作成

不動産事業を強化・新規参入する事業者が増加することで不動産投資が活性化

- 近年、日本の不動産の利回り安定性や流動性の高さ等に着目して、海外からの不動産投資資金流入が増加。また、不動産を新たな事業の柱とすることを掲げる事業者が増加傾向
- 既存の不動産事業者にとっては、不動産市場における買い手増加は不動産価格の上昇を誘発する一因となり、保有不動産の価値向上や、売却時の利益増加につながる一方、開発用地仕入や関連REIT等に対するパイプライン供給時にはネックとなる面も目立ちつつある状況

不動産バリューチェーンごとの新規参入者の動向と既存プレーヤーに対する影響



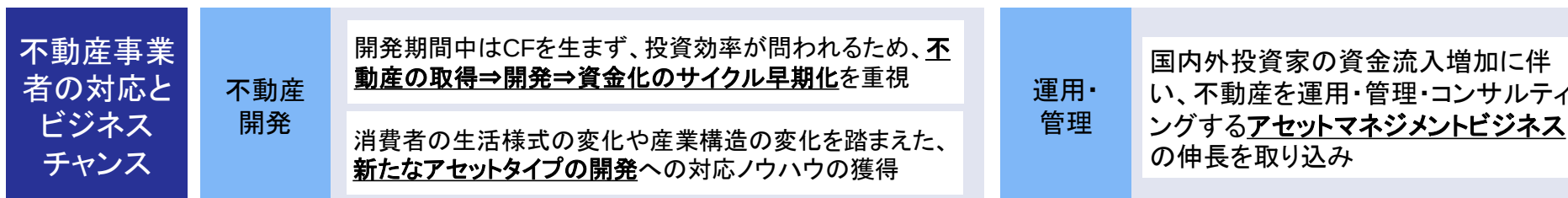
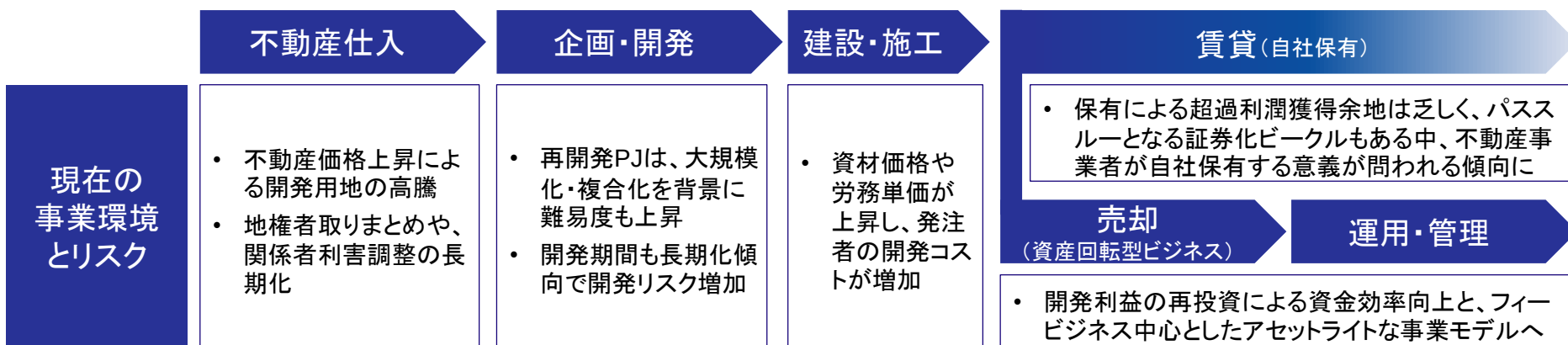
不動産事業者にとって、買い手増加による取引活性化は保有不動産の価値上昇につながる側面もある一方、開発仕入の競争激化による価格高騰や、スポンサーREIT等へのパイプライン供給においてネックとなる面も散見

（出所）みずほ銀行産業調査部作成

【不動産】開発リスクが高まる中、アセットの高回転化・多様化への対応が必要

- 不動産開発は、開発長期化リスク増加や投資効率悪化が懸念されるほか、用地価格上昇や、資源価格高騰による開発コスト増加も受け、当初想定した開発利益の確保の難易度が高まっている。また、パススルーとなる証券化ビークルもある中、自社保有の意義が問われる状況
- 不動産開発では、投資家目線を意識し、「不動産の取得⇒開発⇒資金化のサイクル早期化」を重視しつつ、新たなアセットタイプ開発へのノウハウを獲得するとともに、国内外投資家の不動産運用に関するアセットマネジメントビジネスの取り込みを強化することが、企業価値向上と不動産開発・運用のケイパビリティ向上を同時実現するチャンスに

不動産バリューチェーン上のリスクとチャンス

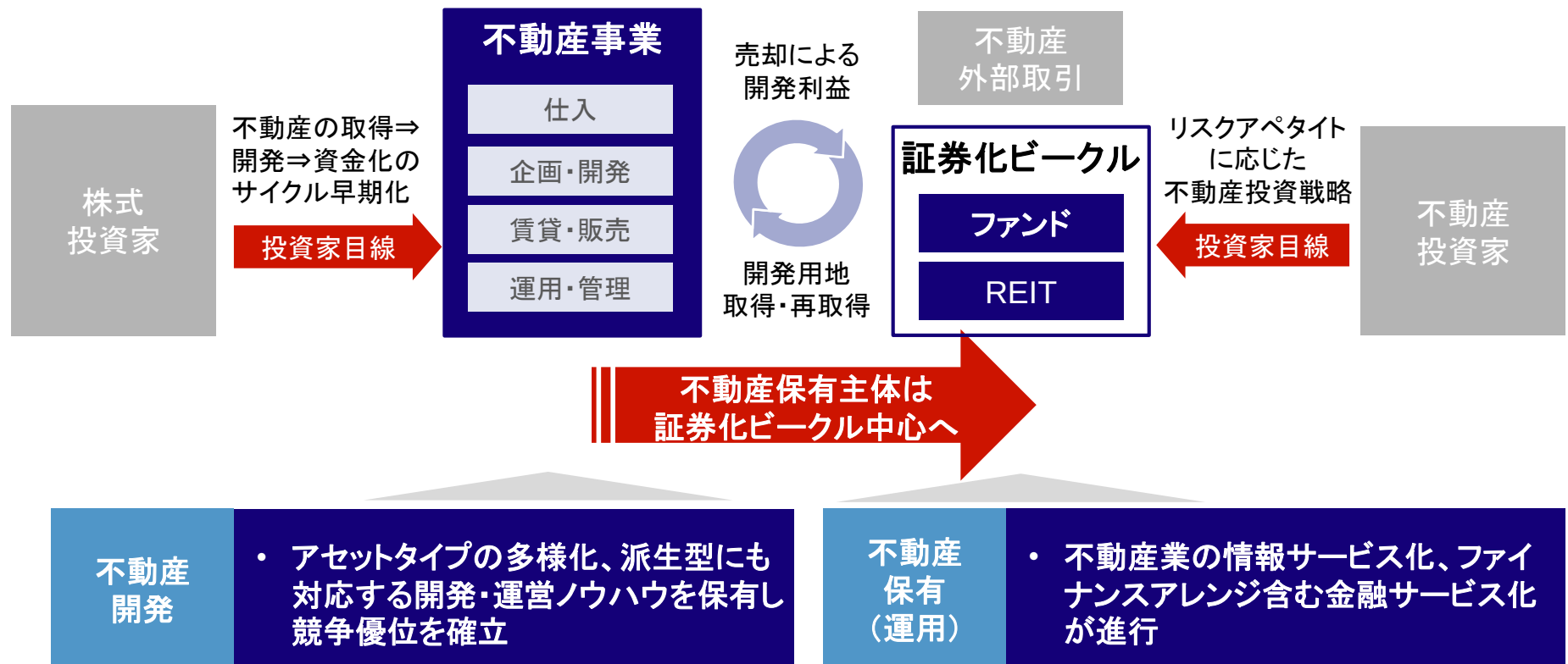


(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【不動産】不動産の開発機能と保有機能は一層分化する方向へ

- 不動産事業者は、不動産保有の証券化ビークル活用にシフトする流れが強まる中で、①アセットタイプの多様化、派生型にも対応する開発・運営ノウハウを保有し競争優位を確立すること、②不動産業の情報サービス化、ファイナンスアレンジ含む金融サービス化に応じた、不動産投資家向けサービスの拡充を両輪で実現しうる事業者が、企業価値向上と事業成長を両輪で果たしうる事業者となりうる

不動産事業者のアセット保有の変化に合わせた、不動産開発・保有機能におけるケイパビリティの変化

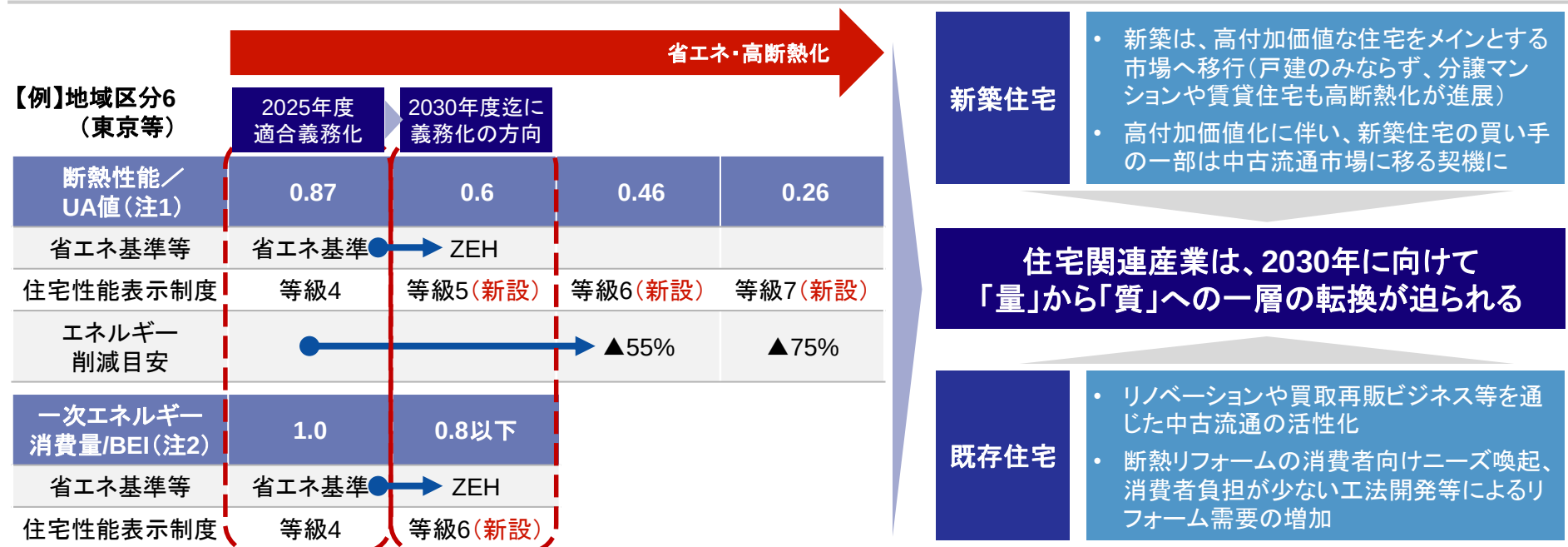


(出所) みずほ銀行産業調査部作成

【住宅】建物・建築物の脱炭素政策を受けて、住宅の「質」を高めるビジネスに注目

- 新築住宅分野では、建物・建築物の脱炭素政策を受けて、住宅性能表示制度の「断熱等性能等級」「一次エネルギー消費量等級」の上位等級が新設されたとともに、2025年度の省エネ基準適合義務化が制度化された
 - 上位等級設定を受け、住宅メーカー等の高断熱な住宅の量販化により、国内住宅全体の性能向上がけん引される一方、新築住宅の高付加価値化によって新築住宅の買い手の一部は中古流通市場に移る可能性
- 新築住宅の動きを受け、中古流通市場はリノベーションや買取再販ビジネス等が一層活性化するとともに、断熱改修ニーズ喚起や、消費者負担の少ない工法開発により、リフォーム需要拡大による住宅ストック全体の脱炭素化に期待

省エネ基準適合義務化や住宅性能表示制度の改定による住宅産業の事業環境変化



(注1) UA値(外皮平均熱貫流率)は、断熱性能の指標。住宅全体からの熱損失量と、天井、壁、床、窓などの外皮合計面積で割った値

(注2) BEI(ビルディング・エネルギー・インデックス)は、実際に建てる建物の設計一次エネルギー消費量を、基準一次エネルギー消費量で除した値で評価

(出所)国土交通省公表情報より、みずほ銀行産業調査部作成

産業調査部

社会インフラチーム

福島 正芳
福島 はるか

masayoshi.fukushima@mizuho-bk.co.jp

[アンケートに
ご協力をお願いします](#)



みずほ産業調査72 2022 No.4

2022年12月8日発行

© 2022 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り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。

編集／発行 みずほ銀行産業調査部

東京都千代田区丸の内1-3-3 ird.info@mizuho-bk.co.jp