

不動産価格の高原状態が続く中でバリューアップ投資の多彩さが収益力の差に

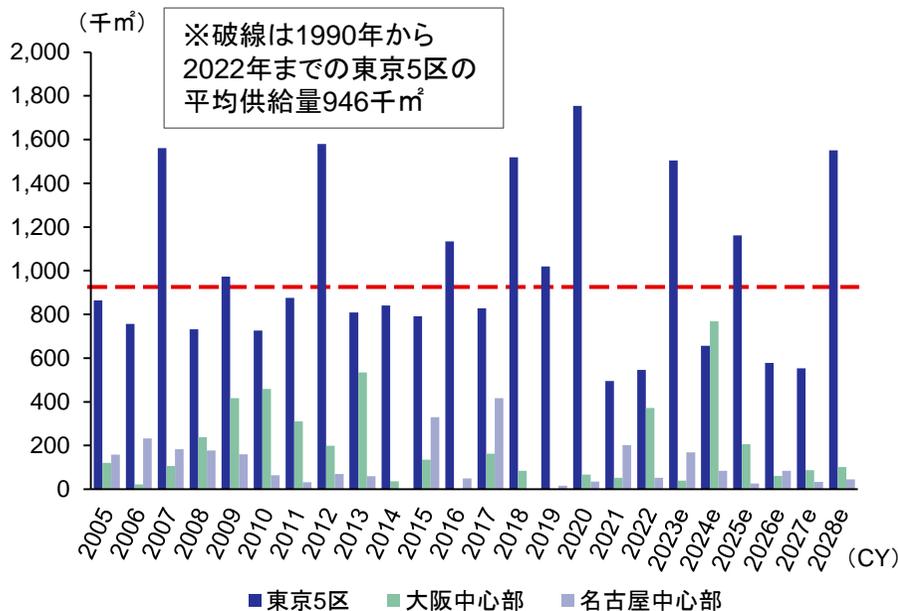
<p>I. 需給動向</p>	<p>(オフィス)</p> <ul style="list-style-type: none"> 2024年のオフィス床需要は、限定的な新規供給量や増床意向でのオフィス機能見直し増加を背景に、空室率は改善、賃料は小幅下落に落ち着くことで、35,359千㎡(前年比+1.2%)の見込み 中期的には、大量供給を見据え賃料は弱含み空室率は一時的に上昇する見込みだが、増床意向でのオフィス機能見直しや経済回復を受け、床需要は2028年に36,065千㎡と緩やかな増加を想定 <p>(住宅)</p> <ul style="list-style-type: none"> 2024年の新設住宅着工戸数は、住宅価格上昇の影響や持家、戸建分譲等の実需の弱さを受けて低調な推移を見込み、823千戸(前年比▲0.4%)と漸減の予測 中長期的には生産年齢人口減少等の影響を受け、市場縮小は不可避であり、2028年には793千戸と見込む
<p>II. トピックス</p>	<p>競争環境</p> <ul style="list-style-type: none"> 不動産事業者は、投資家からの要請もあり、不動産含み益の顕在化を段階的に加速。売却資金を再投資することで収益力の一層強化と、アセットマネジメント等のアセットライトな事業により、総合的な収益力強化を図る動き 住宅事業者は、新築請負が伸び悩む中、リフォーム等ストック事業、不動産等の非住宅事業、海外事業を強化
	<p>リスクとチャンス</p> <p>(不動産:リスク)</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融政策変更を受けて、キャップレートが引き上がる可能性が高まり、投資家のアペタイトを冷やす可能性 <p>(不動産:チャンス)</p> <ul style="list-style-type: none"> 相対的に安定した不動産賃貸市場を評価する投資行動の継続で、不動産の価値は維持される
	<p>(住宅:リスク)</p> <ul style="list-style-type: none"> 住宅関連政策の変更を受けて、中小企業の廃業などによる供給制約や、住宅性能向上への投資による建築コストの上昇で採算性が悪化する可能性あり <p>(住宅:チャンス)</p> <ul style="list-style-type: none"> 新設住宅着工戸数が減少する中で、大手事業者は寡占化による残存者利益を獲得しうる可能性 <p>アナリストの眼</p> <p>(不動産:バリューアップ投資の多彩さが競争力の源泉に)</p> <ul style="list-style-type: none"> 不動産価格の高原状態が続き、開発コストも高騰する中で、不動産事業者が収益力を向上させるためには、多様なアセットタイプにおけるバリューアップ投資のリスクテイク能力を具備する必要性が高まる <p>(住宅:建築において、個社最適からサプライチェーン全体での連携が重要に)</p> <ul style="list-style-type: none"> 住宅建築においては、現場施工の効率化に向けて、自社内にとどまるデータ・ノウハウを外部と連携させて建築業務全体を効率化させることが必要に

(出所)みずほ銀行産業調査部作成

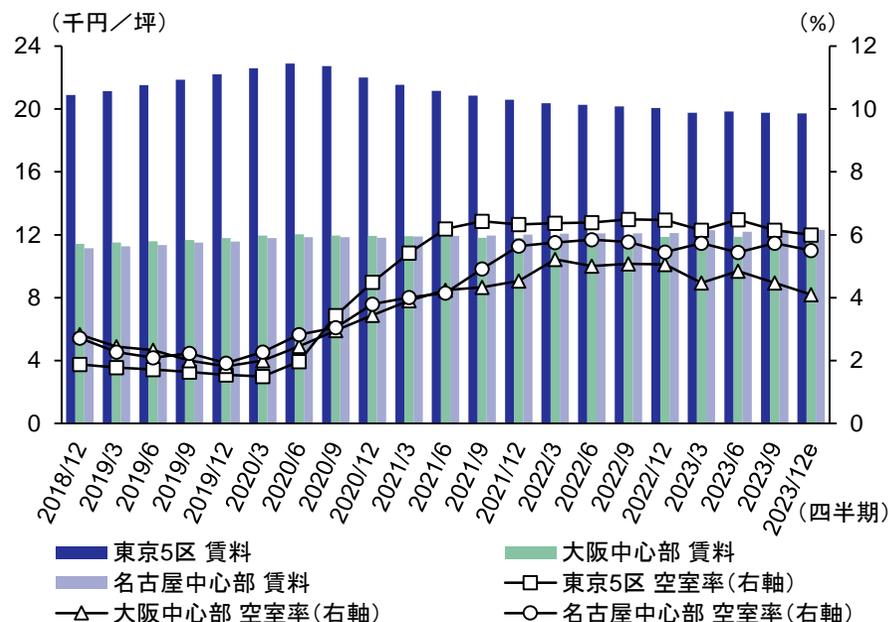
【オフィス床フロー・空室率・賃料】空室率は横ばい、賃料は小幅下落で推移

- 2023年のオフィス供給は、東京5区で22棟／1,505千㎡、大阪中心部で2棟／39千㎡、名古屋中心部で6棟／168千㎡、2024年は、東京5区で21棟／657千㎡、大阪中心部で9棟／768千㎡、名古屋中心部で6棟／84千㎡を予定
- 三大都市圏における空室率は、2023年の供給量が多いものの、新型コロナウイルス影響からの企業業績回復やオフィス機能の見直しによる増床需要を受けてほぼ横ばいで推移
 - 2024年は限定的な供給量を背景に空室率の低下が見込まれるが、2025年には大量供給を受けて上昇見込み
- 東京の賃料は、大量供給による二次空室の埋め戻し等で小幅下落が継続。大阪、名古屋の賃料は小幅上昇が続く

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) 両図ともに2023年以降はみずほ銀行産業調査部予測

(注2) 両図ともに東京5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・心齋橋・難波・新大阪地区、名古屋中心部＝名古屋駅・伏見・栄・丸の内地区

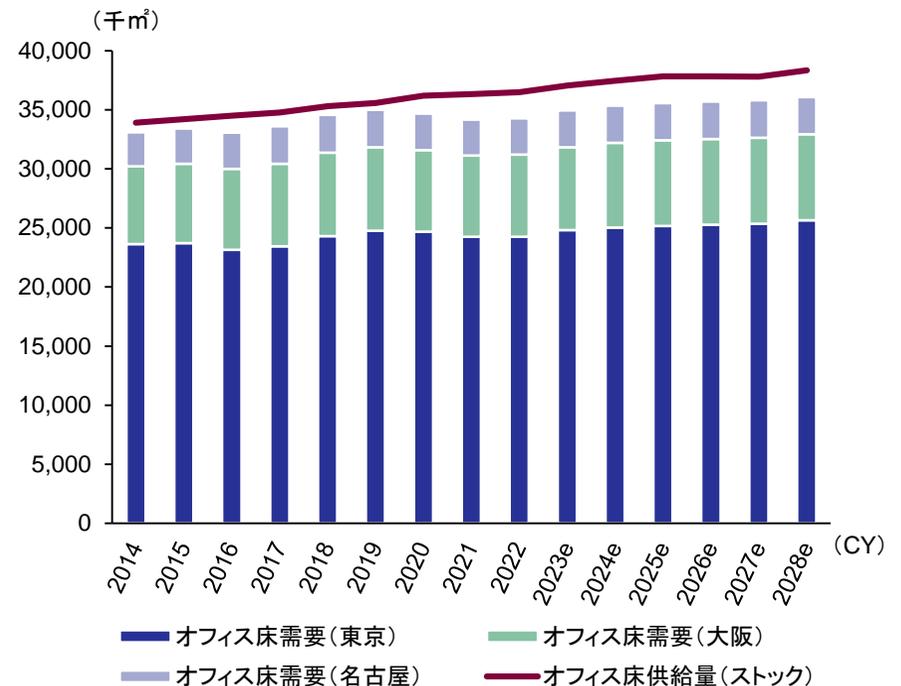
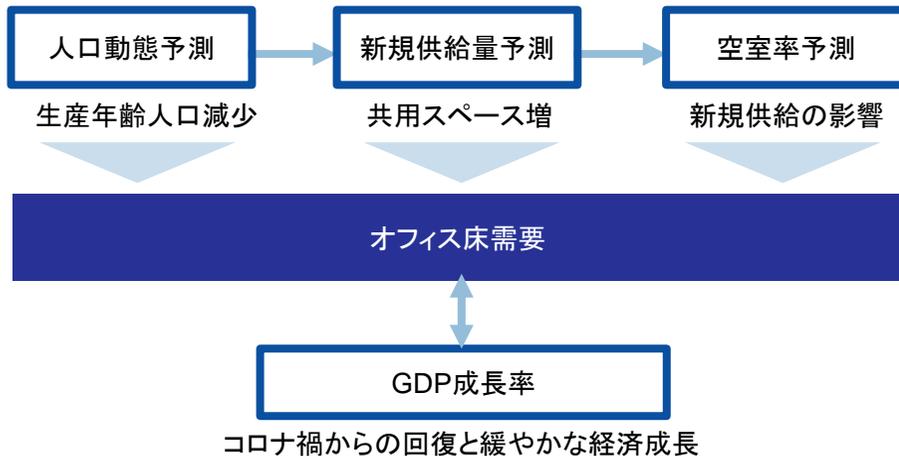
(出所) 両図ともに三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【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

- 2023年のオフィス床需要は、ほぼコロナ前水準の34,943千㎡(2019年比▲0.1%)まで回復する見通し
 - 足下は、オフィス機能見直しの動きに伴う増床が増加しており、大量供給されたオフィス床を吸収しつつある
- 中期的にも、企業業績回復を受けてオフィス床需要は増加し、2024年に35,359千㎡、2028年に36,065千㎡を見込む
 - 今後も多くの企業でリモートワークの併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、入社時の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

(千㎡)	2022年 (実績)	2023年 (見込)	2024年 (予想)	2028年 (予想)	CAGR 2023-2028
オフィス 床需要	34,279	34,943	35,359	36,065	-
前年比	+0.3%	+1.9%	+1.2%	-	+0.6%



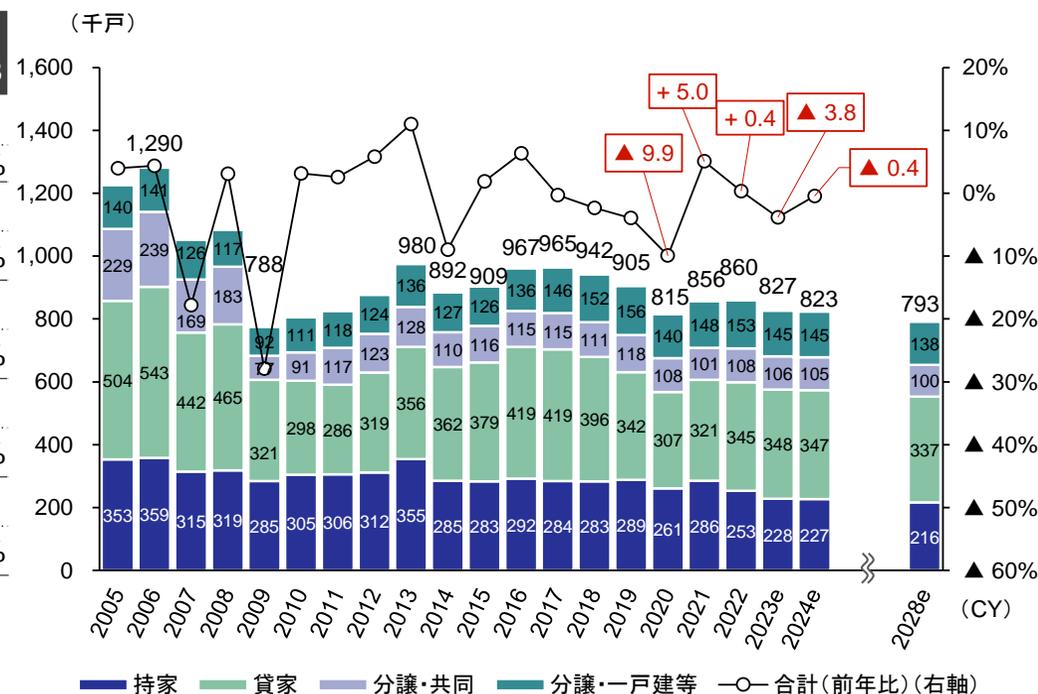
(注) 両図ともに2023年以降はみずほ銀行産業調査部予測
(出所) 両図ともに三鬼商事公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

【住宅着工戸数】住宅価格の上昇を背景に、住宅着工戸数の低下が続く見通し

- 2023年の新設住宅着工戸数は、低金利環境下で貸家が堅調に推移したものの、持家、分譲住宅が減少し827千戸（前年比▲3.8%）、2024年も、823千戸（同▲0.4%）と漸減の予測
 - 注文住宅中心とする持家は、資材価格高騰を受けた住宅メーカーの価格改定などにより受注減少の影響が続く見込みであり、分譲住宅も、一戸建中心に在庫調整や土地、環境対応による資材価格上昇で低調な推移を見込む
- 中期見通しは、世帯数の減少、生産年齢人口の減少により、2028年には80万戸割れとなるペースで漸減を見込む

新設住宅着工戸数の中期見通し

(千戸)	2022年 (実績)	2023年 (見込)	2024年 (予想)	2028年 (予想)	CAGR 2023-2028
住宅着工戸数	860	827	823	793	-
前年比	+0.4%	▲3.8%	▲0.4%	-	▲0.8%
持家	253	228	227	216	-
前年比	▲11.3%	▲9.9%	▲0.6%	-	▲1.1%
貸家	345	348	347	337	-
前年比	+7.4%	+0.8%	▲0.2%	-	▲0.6%
分譲・共同	108	106	105	100	-
前年比	+6.8%	▲2.4%	▲0.8%	-	▲1.0%
分譲・一戸建	153	145	145	138	-
前年比	+3.2%	▲5.0%	▲0.4%	-	▲1.1%

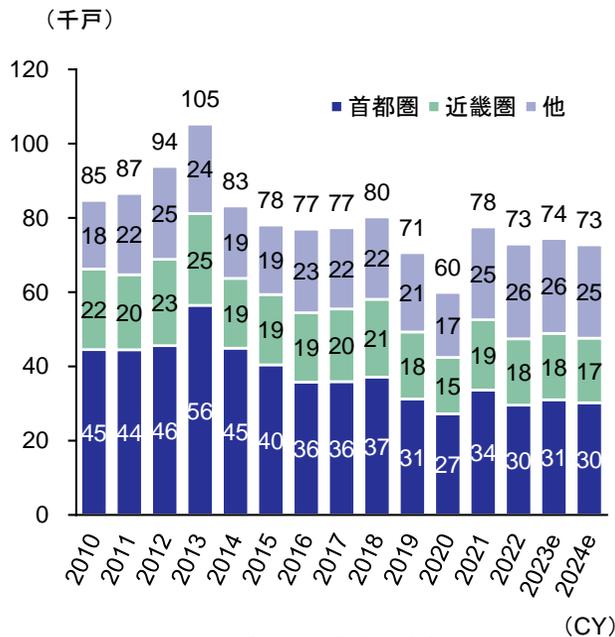


(注) 両図ともに2023年以降はみずほ銀行産業調査部予測
(出所) 両図ともに国土交通省「住宅着工統計」より、みずほ銀行産業調査部作成

【マンション】供給サイドによる新たな市場価格を探る慎重なスタンスが継続

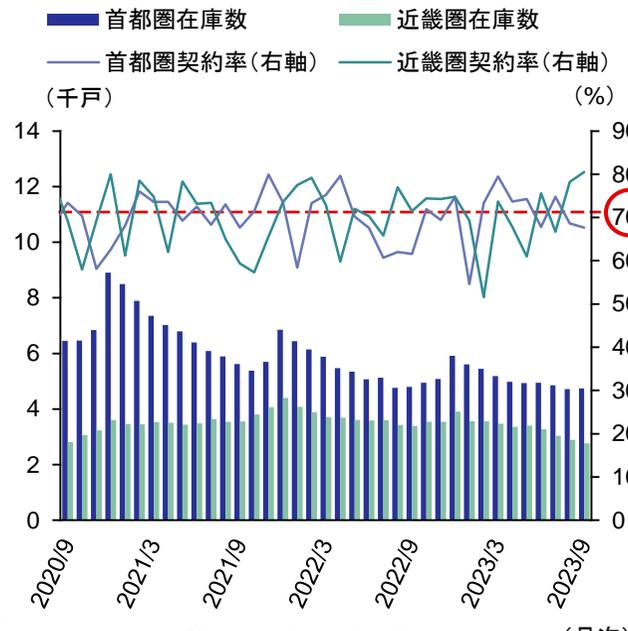
- 2023年のマンション供給戸数は、首都圏における供給増を受け74千戸（前年比+2.0%）、一方で、2024年は前年のマンション着工戸数の低迷を受け73千戸（同▲2.3%）と微減の見込み
 - 在庫数も過剰感ない中、首都圏では湾岸エリアや再開発案件の供給、近畿圏でも大阪市部で高層物件の供給が予定されている
- 建築コストも増加する中、デベロッパーが価格転嫁を目指して慎重に需要を見極めながら販売することで、供給戸数は横ばいから漸減傾向が続く見通しであり、結果としてマンション価格は大きな値崩れなく推移することが見込まれる

分譲マンション供給戸数の推移



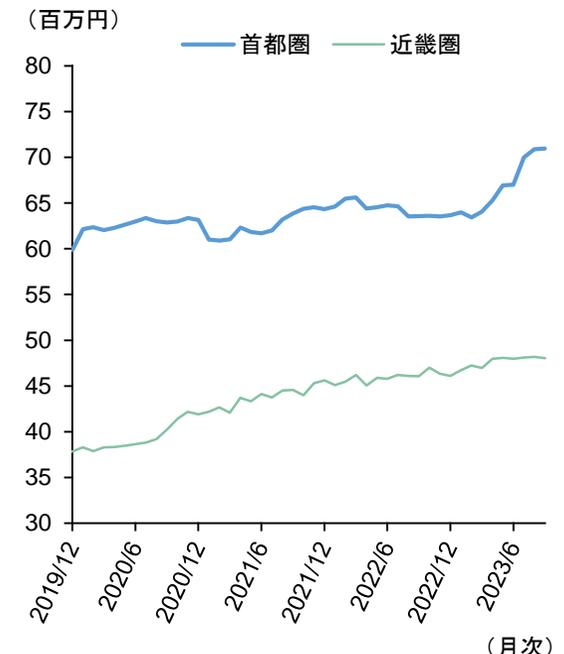
(注) 2023年以降はみずほ銀行産業調査部予測
(出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

分譲マンションの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

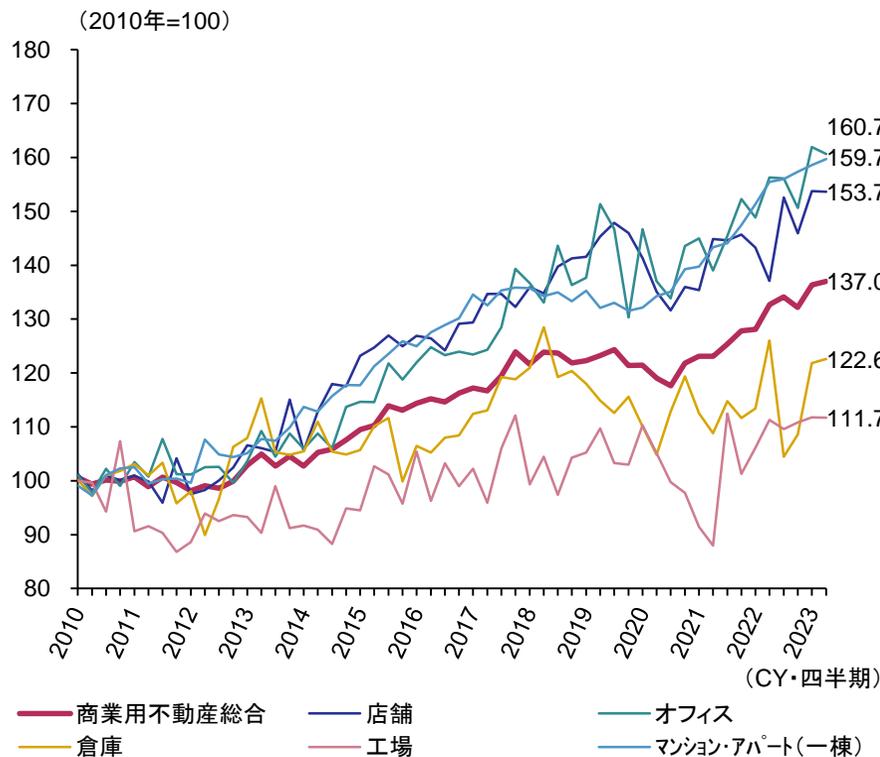


(注) 12カ月移動平均
(出所) 不動産経済研究所公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

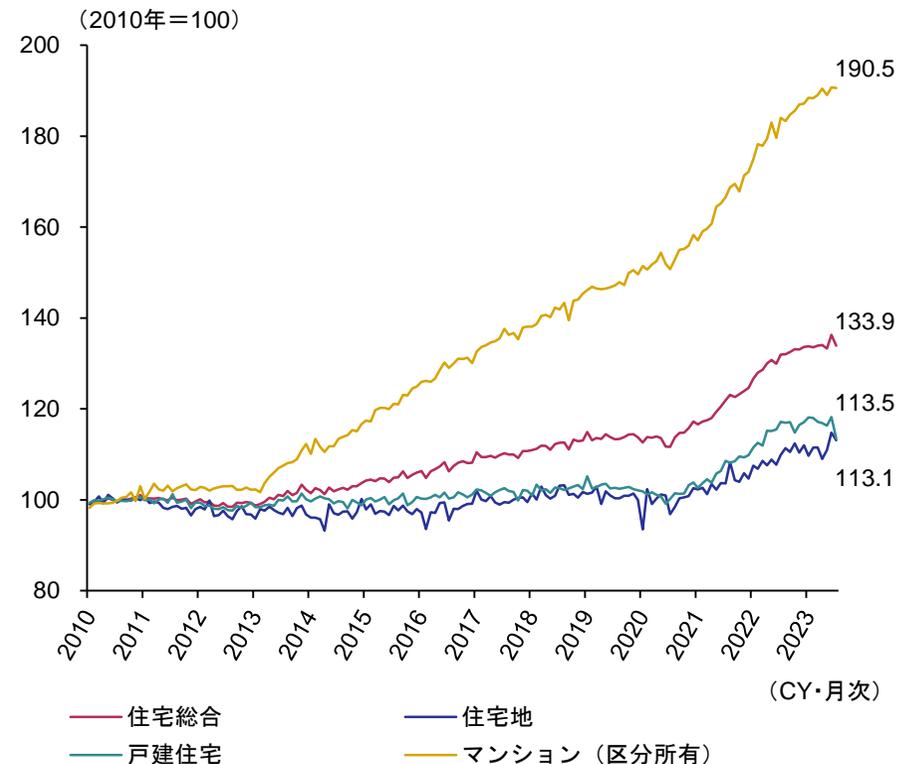
【不動産価格】不動産価格指数は商業用不動産・住宅ともに上昇してきた

- 国土交通省の不動産価格指数によれば、商業用不動産・住宅ともに、多少上下しつつも概ね上昇基調で推移
 - 足下の土地価格上昇、資材価格の高止まりに鑑みれば、金融環境の変化には留意が必要であるものの、今後も不動産価格は横ばいから上昇が見込まれる

不動産価格指数の推移(商業用不動産)



不動産価格指数の推移(住宅)



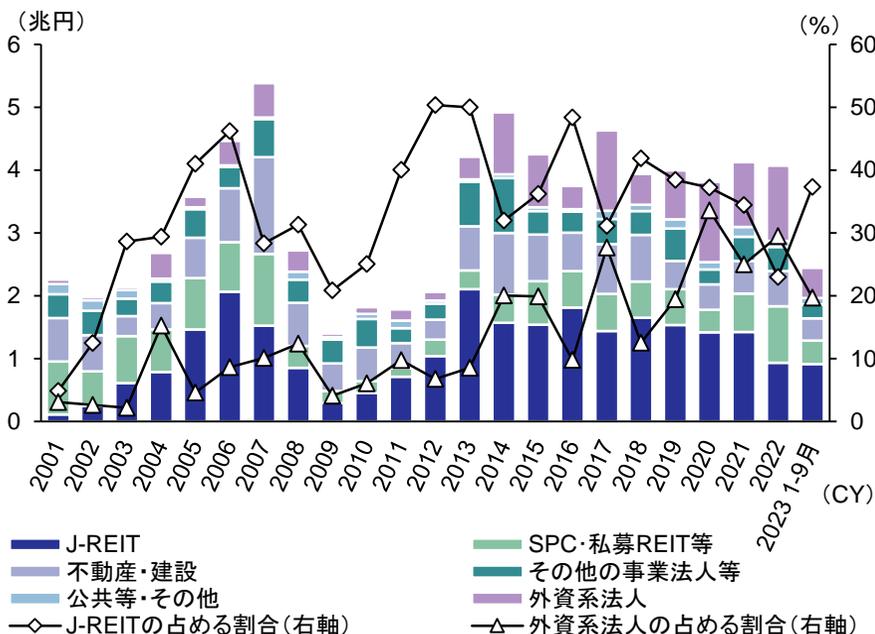
(注) 両図ともに国土交通省が実施する「不動産の取引価格情報提供制度」により蓄積された取引価格データ等をもとに指数化したもの。「住宅」と「商業用不動産」に分類され、「商業用不動産」はマンション・アパート(一棟)が該当し、住宅地、戸建住宅、マンション(区分所有)は「住宅」と定義されている

(出所) 両図ともに国土交通省公表データより、みずほ銀行産業調査部作成

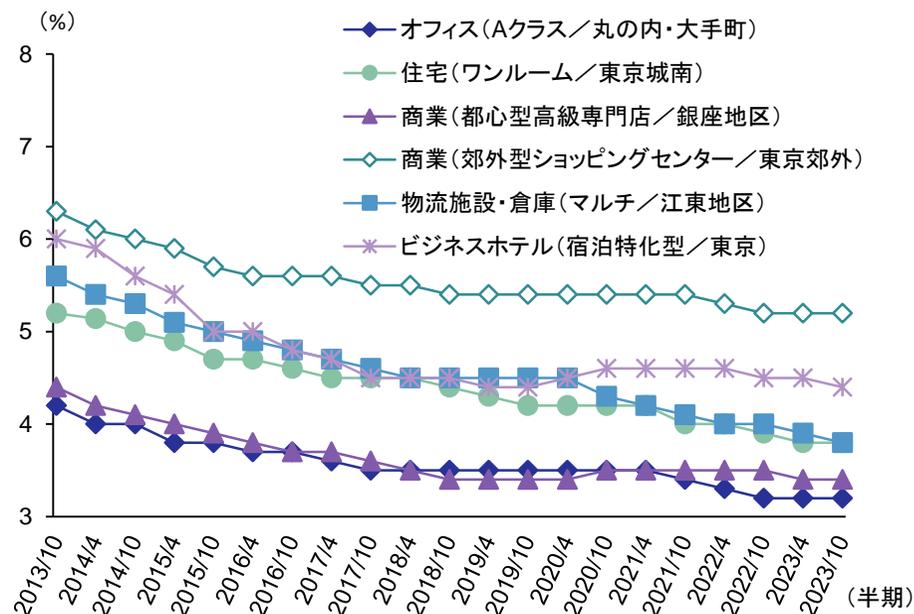
【売買】日本の不動産市場は相対的に強い投資意欲が継続

- 2023年1～9月の不動産取引額は約2.4兆円（前年比▲7.5%）
 - J-REITによる取得金額が回復基調にある一方、外資系法人の取引減少を主因に前年比減少しているが、安定したイールドギャップ（期待利回りと国債金利の差）を背景に、外資系法人中心として不動産への投資妙味は継続
- 期待利回りは、物流・賃貸住宅が多く地域で低下したほか、オフィスも幅広いエリアで低下。ホテルもインバウンド需要の本格的な回復を受けて全エリアで低下し、商業施設においても一部エリアでは低下
 - 新型コロナウイルス影響からの本格的な回復を受けて幅広いアセットタイプで投資機会を探る動きが継続

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



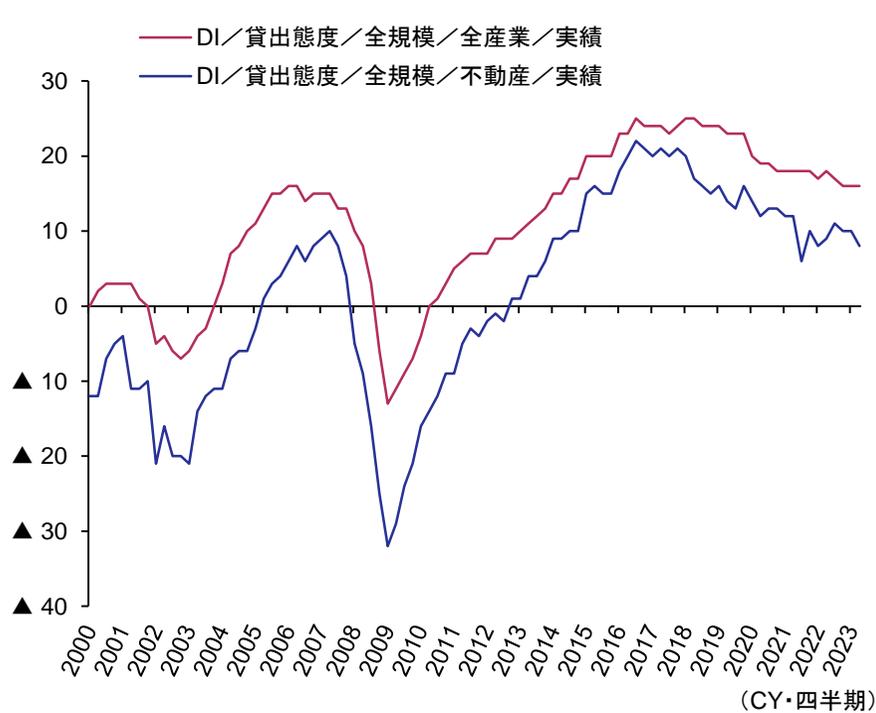
（出所）都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」より、みずほ銀行産業調査部作成

（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

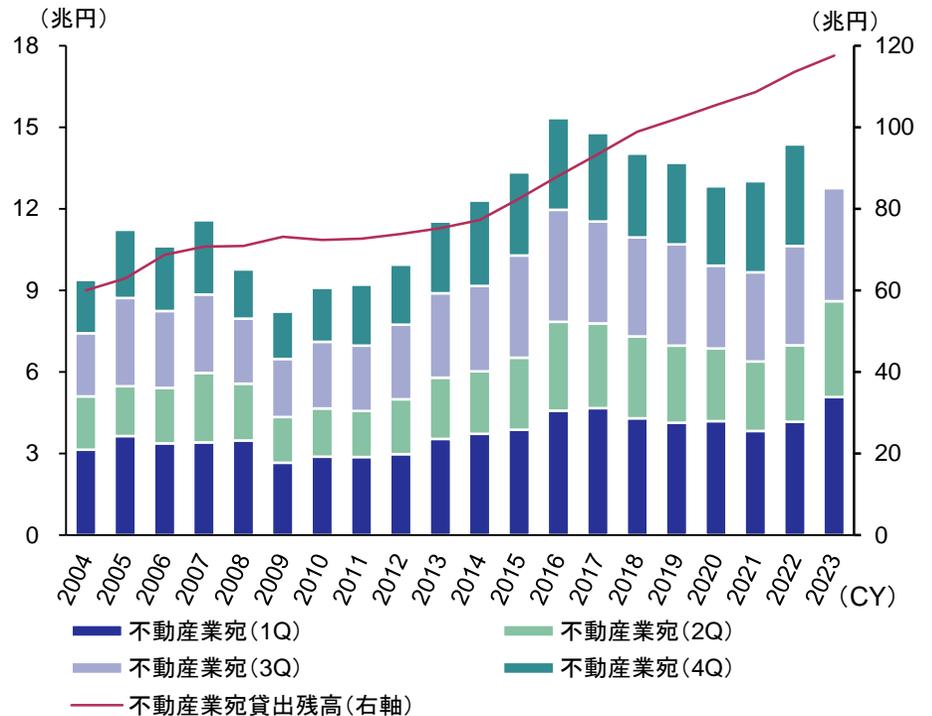
【金融市場】貸出残高は高水準が継続

- 金融機関の貸出態度DIからも、引き続き金融機関の積極的な貸出姿勢が維持されていることを示唆
- 国内銀行の不動産業宛貸出額は引き続き高水準を維持しており、売買取引の下支えに寄与

金融機関の貸出態度DI(全産業・不動産)



国内貸出実行額の推移



(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

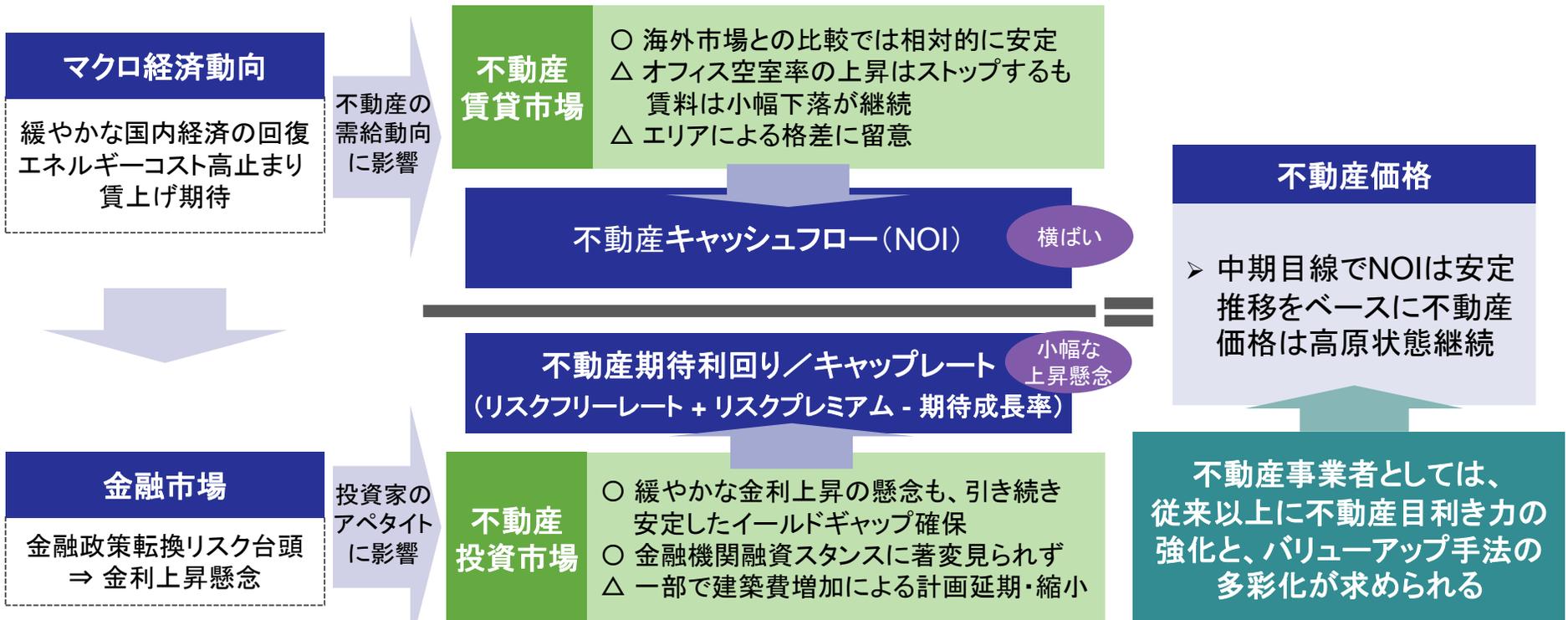
(出所) 日本銀行統計データより、みずほ銀行産業調査部作成

【不動産】不動産投資環境は、金融環境に留意しつつも概ね安定推移

- 国内の底堅い経済状況に加え、海外との相対感で安定的な収益性が見込める不動産需給環境が、不動産投資市場を下支え
- 日銀の金融政策変更等のリスクには留意が必要であるが、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、不動産価格の高原状態が続くことが予想される
- 不動産事業者にとっては、実力差(投資の目利き力・バリューアップ手法の多彩さなど)が出やすい環境が続く

アナリストの眼

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

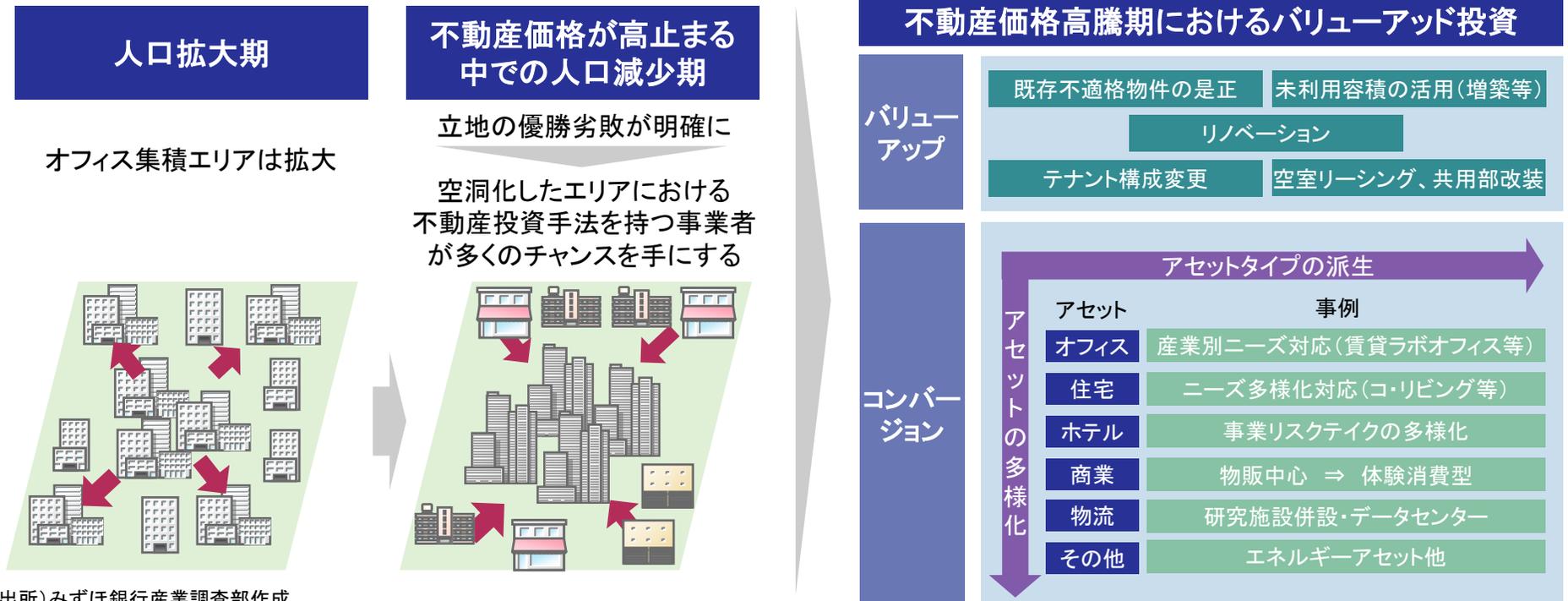


(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【不動産】不動産バリューアッド投資の多彩さが競争力の源泉に

- 人口拡大期に建築されたオフィスは、今後の本格的な人口縮小期によって空洞化リスクが顕在化
 - コロナ禍を乗り越える過程でオフィスの価値は再認識されるも、長期目線では生産年齢人口の影響、産業構造の変化によって、これまでオフィス適地と呼ばれた立地も用途転換を迫られる可能性も
- 一方で、不動産価格が高原状態かつ開発コストも上昇する中、不動産事業者が収益力を向上させ、関与アセットを拡大させるためには、多様なアセットタイプにおけるバリューアッド投資のリスクテイク能力を具備する必要性が高まる
 - 建築物の脱炭素化推進の観点からも、建替え以外の事業モデルの強化が差別化につながる可能性

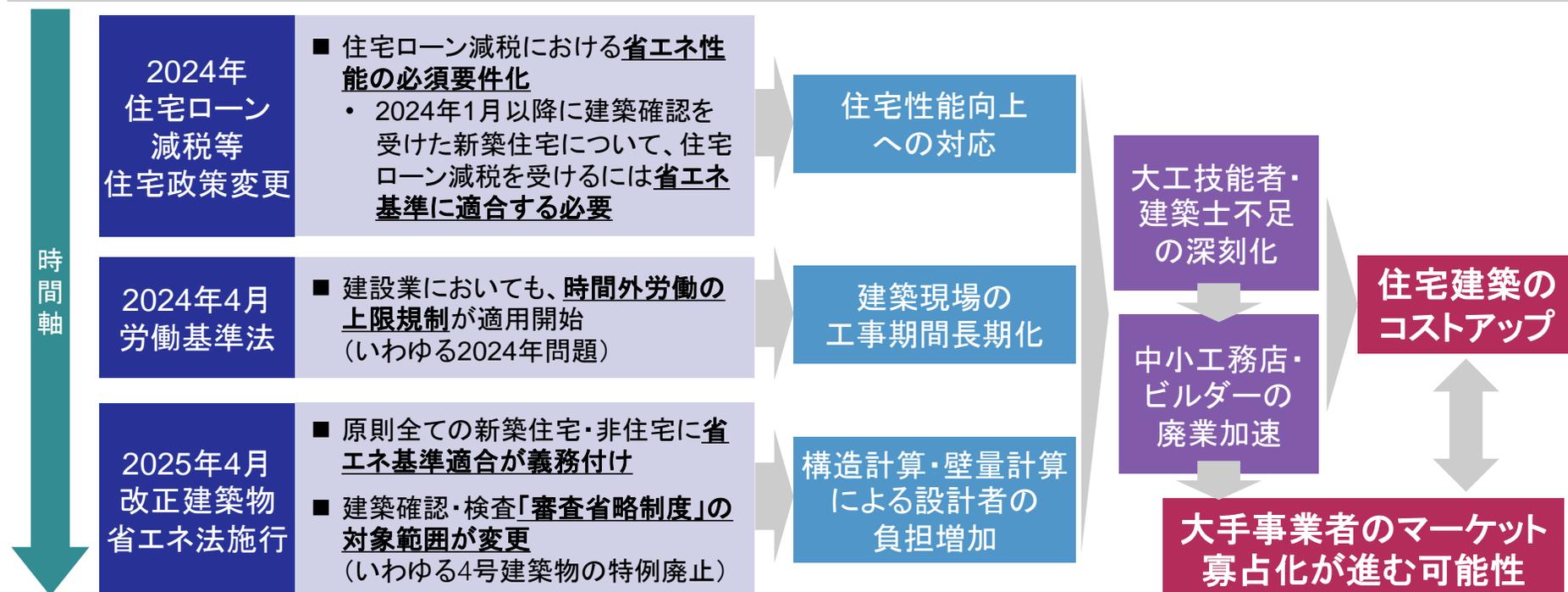
複合的にバリューアップやアセット開発ノウハウを有するデベロッパーが競争力を発揮



【住宅】今後の住宅関連の制度改定が住宅産業にとって転換点となる可能性

- 2024～25年にかけて実施される住宅関連の制度変更が、特に中小工務店・ビルダーに転換点となる可能性
 - 省エネ基準や更に上位のZEH(Net Zero Energy House)基準を満たすため、断熱性・気密性に関する住宅性能向上や、建築確認・検査など追加対応を求められる中、人件費・建築費コストが増大。人材確保難と相まって中小事業者の廃業が加速する懸念
- 大手住宅メーカーにおいても、現場施工は地場協力会社への下請けであることから、マーケット寡占化によるメリット以上に、供給制約や住宅建築コストの上昇による採算性悪化に繋がる可能性あり アナリストの眼

住宅関連の制度改革が住宅建築業界に与える影響

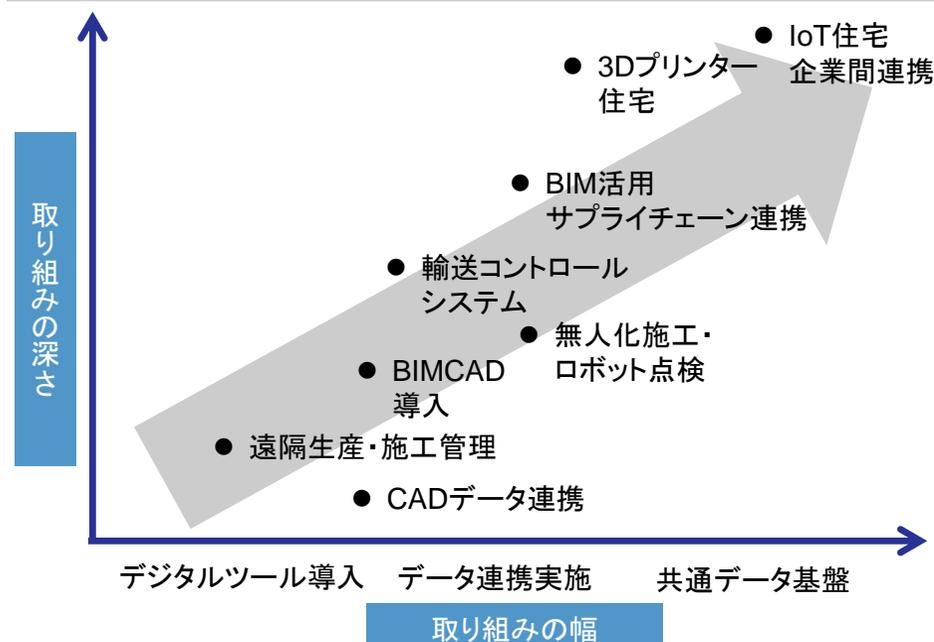


(出所)みずほ銀行産業調査部作成

【住宅】住宅建築においても、個社最適からサプライチェーン全体での連携が重要に

- 住宅建築においては、現場施工の効率化に向けて、自社内にとどまるデータ・ノウハウを外部と連携させて建築業務全体を効率化させることが必要に
 - 足下のデジタルツール導入から、自社データの外部連携に発展させ、将来的には共通データ基盤を構築することでサプライチェーン全体の効率化が求められる
 - 積水ハウスの住宅メーカーと地域ビルダーの強みを融合したSI(スケルトン・インフィル)事業は、地域密着の中小企業との連携の一例

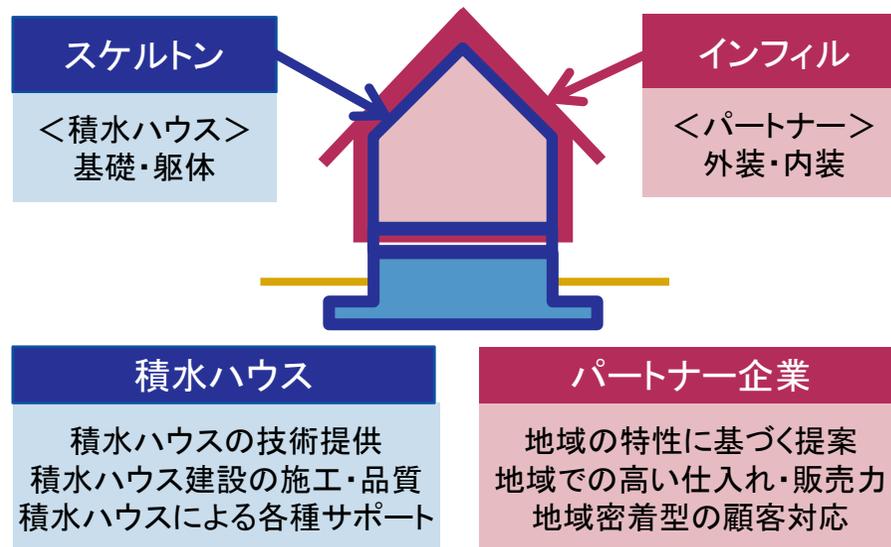
住宅建築効率化に向けたソリューションの深化イメージ



(注)BIM:Building Information Modelingの略称、CAD:Computer Aided Designの略称
 (出所)住宅生産団体連合会「DX推進計画策定ガイドライン」より、
 みずほ銀行産業調査部作成

【事例】積水ハウスのSI(スケルトン・インフィル)事業

- 基礎と構造躯体(スケルトン)の施工を積水ハウス建設が請け負い、外装と内装(インフィル)は、地域ビルダーが自由に設計や施工が可能な提携モデルを事業化



(出所)積水ハウスIR資料より、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73 2023 No.1

2023年12月7日発行

© 2023 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。

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