

# 不動産市場の回復はいつか

— 底入れに向かうも、市場環境の好転には時間を要する —

世界金融危機・同時不況により深刻な不況に陥ったわが国経済は、その後内外の景気対策などにより回復基調に転じた。一方、国内不動産市場は、この間も不振が続いてきたが、ようやく足元で底入れに向けた動きが見え始めてきた。不動産市場はこの先着実に復調していくのであろうか。以下では、今回の不動産市場調整の特徴を確認するとともに、今後の方向性を展望する。

## 一部で明るさも見え始めた不動産市場

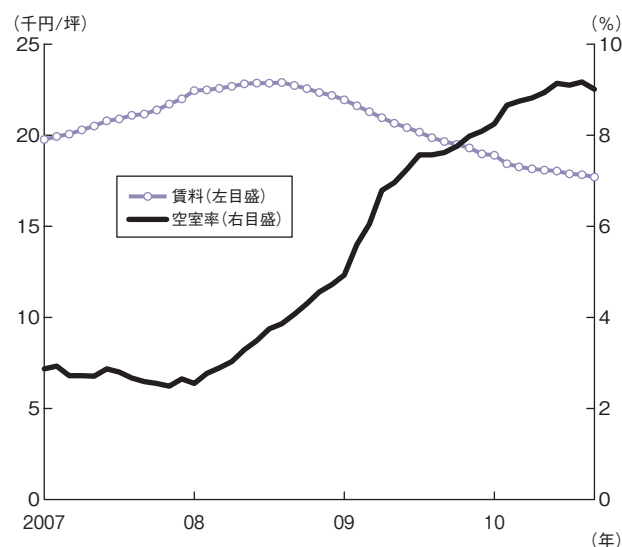
低迷状況が長引いていた国内不動産市場の一部に明るい兆候が見え始めた。不動産賃貸市場では、三鬼商事のオフィス市況の調査において、東京ビジネス地区のオフィス空室率の上昇に歯止めがかかってきた(図表1)。他の地区についても、空室率の上昇ペースは緩やかになってきている。同時に、不動産投資市場でも、不動産売買高が前年比で増加に転じるなど明るさが見え始めている。大手の不動産業者がマンションの用地取得を積極化させているほか、不動産投資信託(REIT)についても、資金調達環境の改善を受けて物件取得が再開されつつある。

しかし、こうした足元の動きについては、注意が必要だ。オフィス市場では需要が増加に転じつつあるものの、その大半は面積当たりの賃料単価を抑えるなどして総支払賃料を削減する形でのオフィス移転需要である。このため、オフィス賃料の下落にはまだ歯止めが掛かっていない(図表1)。また、不動産投資市場では取引額こそ増加基調に転じたものの、その水準は低くピーク時の半分以下である。このような実状から、不動産市場は現在も大底圏から脱しきれしていないことがわかる。そこで、今後の回復のめどを見通すに当たり、今回の不動産不況の特徴とその背景について、市場ごとに再確認しておきたい。

## 需要が急減したオフィス市場

まず、東京ビジネス地区のオフィス市況の動きをチェックしよう。今回オフィス市況が本格的に悪化したのは2008年以降であり、空室率は2010年夏場までに6.5%ポイント近い急上昇をみせた。このような急激な悪化の背景には、著しい需要の減退がある。今回は、前回オフィス市場が不況に見舞われた2003年前後のようなオフィスの大量供給はなかったものの、多くのテナント企業が業績の悪化に伴いオフィ

●図表1 東京ビジネス地区オフィス空室率と賃料



スを縮小する動きを見せたために、市況が急速に悪化したのである(図表2)。

このようなオフィス需要の急激な縮小は、オフィス賃料の調整速度からも確認できる。前回のオフィス不況時には賃料がピークをつけた時点から1年で4%下落し、2年後には11%下落した。それに比べて、今回はピークから1年で13%、2年後には22%もの下落となっている。今回のオフィス不況では、オフィス賃料の調整速度が極めて速かったことが認識できよう。

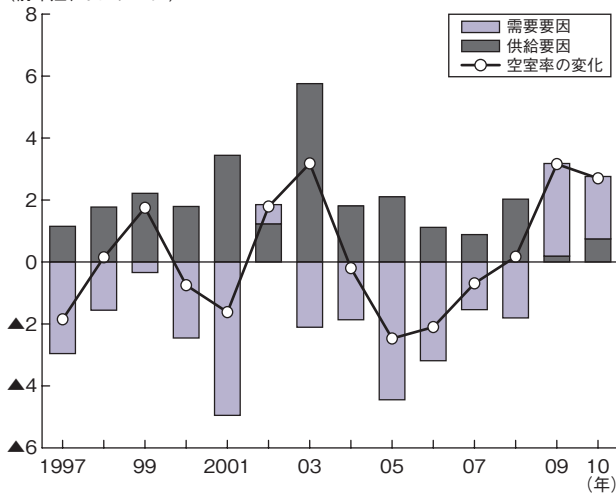
オフィス需要が本格的に回復するためには、オフィスを利用する企業の従業員数の増加、すなわち雇用環境の改善が必要となる。しかし、足元における雇用の回復は非常に緩慢であり、これまでのところ従業員数増加に伴うオフィス需要拡大の流れはまったく見えていない。

## 投資物件の流動性が低下している 不動産投資市場

次に、不動産投資市場の動きに移りたい。2007年までやや過熱気味であった不動産投資市場は、世界金融危機以降、投資資金の調達環境が世界的に悪化したことなどから、急速に縮小した。その後2009年半ば以降は、金融市場の落ち着きなどから調達環境も改善し始めているが、いぜんとして取引額はピーク時の半分以下であり、水準的には低調の域を出ていない。

●図表2 東京ビジネス地区オフィス空室率上昇の寄与度分解

(前年差、%ポイント)



(注)各年3月の数値。

(資料)三鬼商事よりみずほ総合研究所作成

現在不動産投資市場の回復の足かせとなっているのが、投資物件の流動性の低下である。前述の通りオフィス市況が非常に厳しい状況にあるために、その状況をベースに算定された不動産価格は、過去と比べても極めて安い水準となっている。そのため、現在の価格で物件を売却しようとする行動は起こりづらく、結果として不動産投資市場の流動性が低下している。

## 不動産市場の本格回復は2011年後半以降

以上のような現況とその背景を踏まえた上で、今後の不動産市場の先行きを展望したい。不動産市場は、一部に明るさが見え始めてはいるものの、これが本格的に広がりを見せるにはまだ時間を要するとみられ、2011年前半までは厳しい状況が続くことが予想される。しかし、同年後半以降は徐々に回復軌道に入り始めるだろう。賃貸市場では、2011年後半になるとオフィス賃料が前回オフィス不況時の底値を下回ることが見込まれる。企業にオフィス賃料の値ごろ感が浸透すれば、オフィス需要が拡大し始めよう。緩やかながら企業業績の改善が続くことも需要の下支え要因となろう。

投資マーケットも、先行きについては比較的明るい材料が多い。REITの資金調達再開や新たな私募基金の組成により投資待機資金が積み上がっていることなどが、市場環境改善のポジティブな材料である。

もともと、不動産市況が上向きに転じたとしても、雇用が本格的に改善しない状況では、オフィス需要は高まりにくく、不動産市場の回復力は弱いものになる可能性が高い。また、日本は人口減少という問題にも直面しているために、不動産の需要は潜在的な下押し圧力を受け続けていくことにも留意が必要である。こうした下押し圧力を緩和しつつ、不動産市場を活性化させていくためには、海外の企業や人材を集めて需要を創出することや、物件個々の価値を高めるなどして、不動産の収益性を向上させていくことが求められよう。■

みずほ総合研究所 経済調査部

エコノミスト 大塚哲洋

tetsuhiro.otsuka@mizuho-ri.co.jp