

※本資料は、「不動産マーケットリサーチレポート（2023年7月発行・要約版）第1章／経済環境編」から一部抜粋し、一般読者向けに加筆修正したものです。

不動産市場・ショートレポート（経済環境）

足元の経済・金融環境と不動産市場

2023年9月11日

投資調査第2部 副主任研究員

荻島 駿

（E-mail: ogishima@smtri.jp Tel: 080-7207-4683）

三井住友トラスト基礎研究所

本レポートの概要

- 足元では、インフレや金融政策等による海外経済の不確実性はより高まっており、国内不動産市場への影響が懸念される。加えて、新型コロナを経ての構造的変化も加わり、不動産市場の中においてもアセット間での明暗が分かれている状況と考えられる。
- そこで本稿では、足元の不動産市場にとって筆者が特に重要と考える4つの経済要因(①家計消費、②雇用環境、③イールドギャップ、④海外資金)をピックアップし、足元の状況と不動産市場への影響を見ていく。

■本稿で扱う指標と不動産市場への影響

		オフィス	賃貸住宅	商業施設	物流施設	ホテル	不動産価格 (CAPレート)
①家計消費	高所得世帯	○ インフレ下でも好調	○	○		○	
	EC消費	△ 足元やや軟調		○	△ 影響は限定的		
②雇用環境	情報通信業	○ 堅調に推移	○	○			
	サービス業	△ 人手不足の懸念			△	×	
③長期金利		△ YCC変更で小幅上昇					△ 影響は限定的
④海外資金	欧米	× 慎重姿勢も					×
	アジア	○ 引き続き旺盛					○

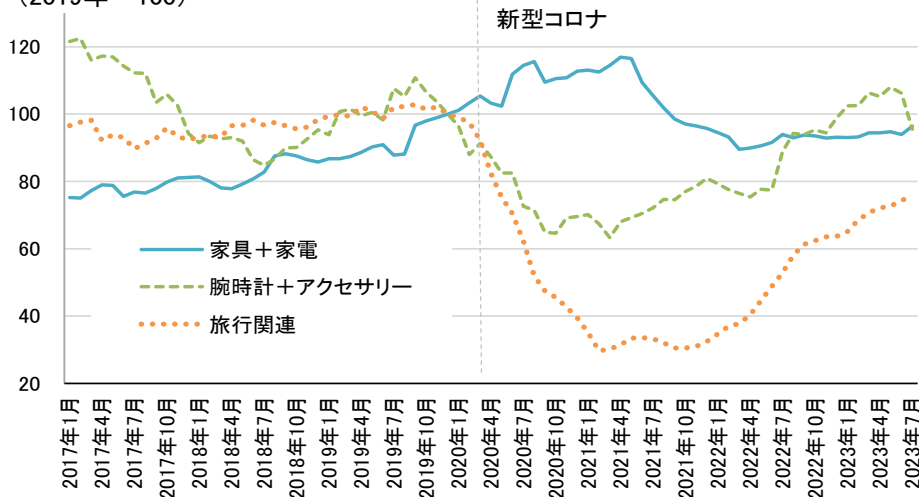


①家計消費の動向（高所得世帯、EC消費）

- 国内の家計消費は、サービスが牽引して緩やかな回復が続く。**高所得層（世帯年収800万円以上）の消費については、旅行等のサービスではインフレにかかわらず強い回復**がみられている（左図）。腕時計・アクセサリ等の高額品は足元でやや軟調だが、依然高水準。
- こうした点から、賃貸住宅や商業施設についても、高所得層をターゲットとした物件は引き続き堅調な需要が期待される。
- 一方で、**EC消費には2023年に入って以降、インフレの影響もあってやや軟調な動き**が見られる。品目別の寄与度を見てみると（右図）、コロナ直後の2020年に大幅増加した「家電・家具・自動車関連」等は、2021年にはすでに影響が一巡し、足元まで一貫して小幅な減少が続いている。それに加え、2022年前半まで増加が続いていた「食料品」についても、**足元で前年比ほぼ横ばいに鈍化**している。
- ただし、長期的に見れば、EC利用率の高い若年世代が高齢化していくことでEC需要は今後も増加トレンドが続く（世代効果）、足元の軟調さは一時的とみられる。このため、EC需要に左右されやすい物流施設等であっても、市況に大きな影響はないと考えられる。

■ 年収800万円以上世帯の消費動向（2023年7月）

（2019年＝100）



（出所）総務省「家計消費状況調査」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成

注1) 全国、二人以上の勤労世帯の消費額。12か月後方移動平均値。

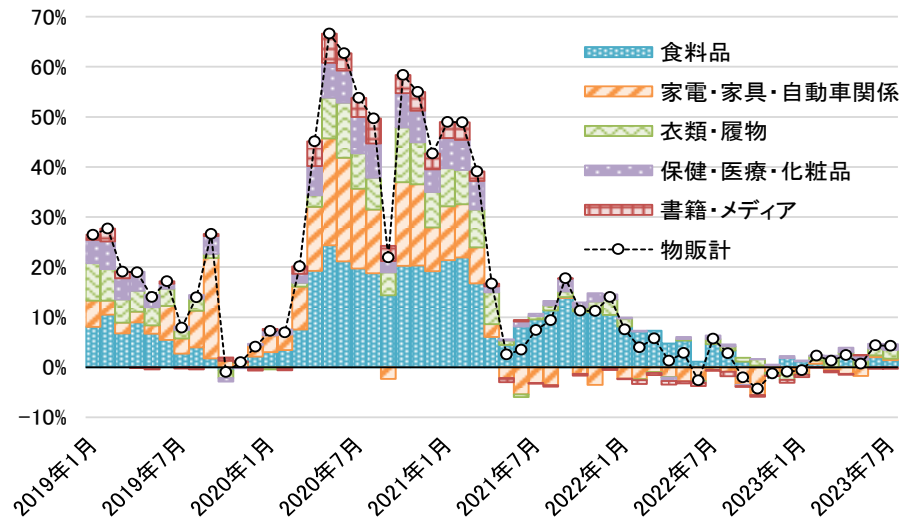
注2) 各項目は、下記品目の消費額の合計。

家具： たんす、ベッド、布団、机・いす、食器棚、食卓セット、応接セット

家電： 洗濯機、冷蔵庫、エアコン、掃除機

旅行関連： 航空運賃、宿泊料、バック旅行費

■ インターネットによる名目物販支出（前年比寄与度、2023年7月）



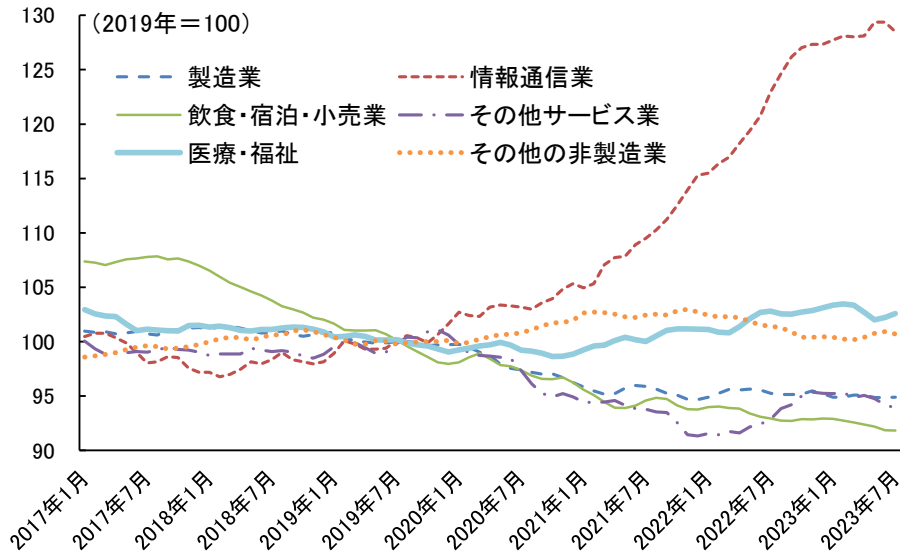
（出所）総務省「家計消費状況調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成



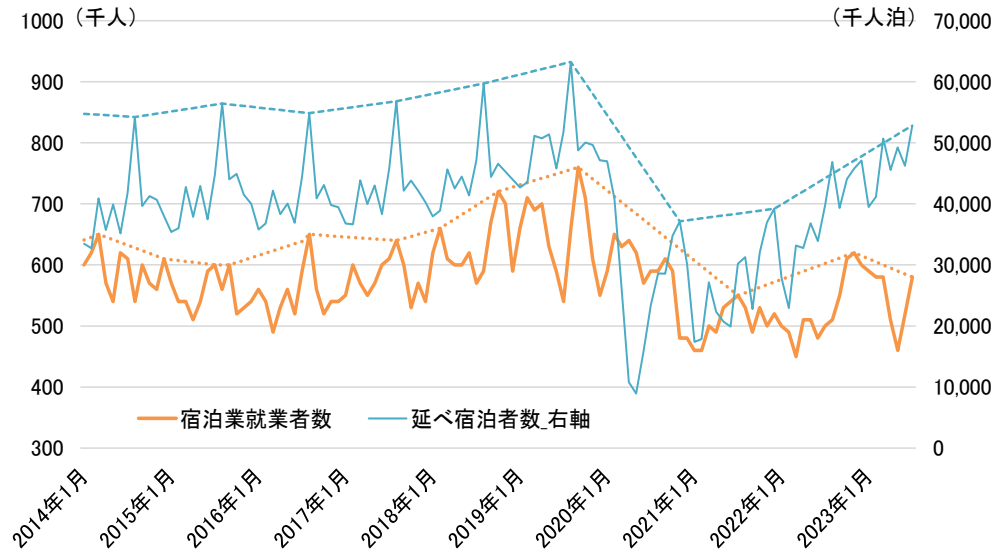
②雇用の動向(若年層、宿泊業)

- 賃貸マンションの主要な需要層である若年層(25~39歳)の雇用環境をみると、コロナ禍以降、特に情報通信業で雇用者数の増加が続く(左図)。2022年半ば以降は、海外のIT事業者の減速もあってやや頭打ち感があるものの、明確な減少トレンドには入っていない。**日本はそもそもIT系の労働者が米国と比較して不足していたこともあり、海外経済の減速があっても雇用を削減しづらい状況**と考えられる。
- その一方で、飲食・宿泊・小売り業については、コロナ以前から若年層の減少トレンドが続いている。
- 特に宿泊業等については人手不足が深刻になっている。延べ宿泊数と宿泊業就業者数(全年齢)の推移を比較すると(右図)、**延べ宿泊者数は既にコロナ前の2019年に近い水準に回復しているものの、就業者数の回復はやや遅れている**。宿泊業は非正規労働力への依存が大きく、今後はインバウンド需要の回復にあたって人手不足が客室供給のボトルネックとなる可能性がある。

■若年者(25~39歳)の雇用者数 (2023年7月)



■宿泊業の雇用状況 (2023年7月)



出所) 総務省「労働力調査」をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
 注) 年間移動平均値。業種分類は三井住友トラスト基礎研究所による。

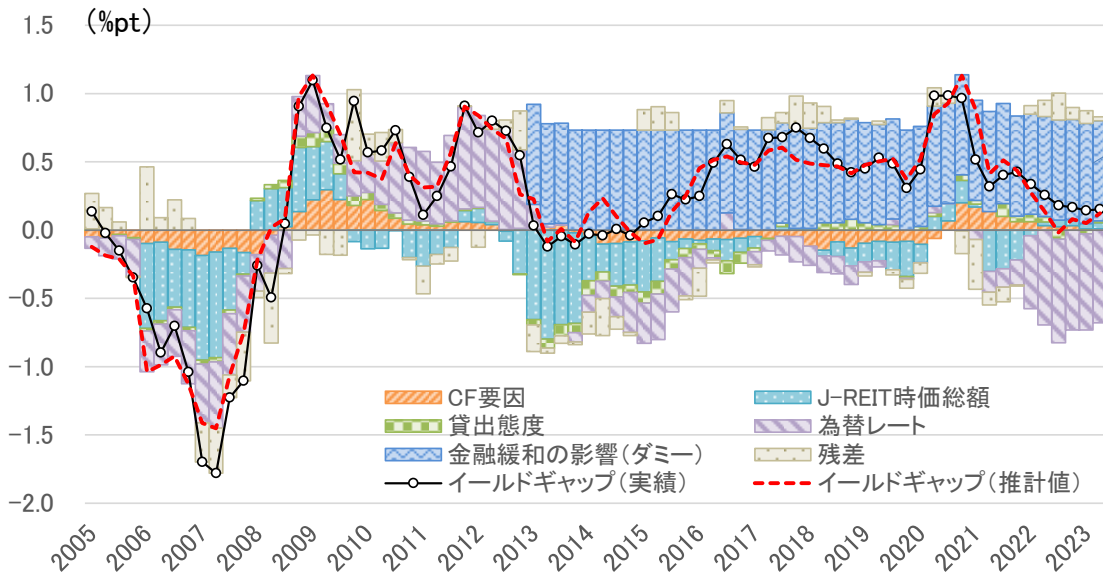
(出所) 総務省「労働力調査」、観光庁「宿泊旅行統計調査」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成
 注) 点線はウォートンスクール法に基づき、指標のピークを直線で結んだもの。



③金利上昇の期待利回りへの影響

- 2023年7月に日銀はYCCの柔軟化を決め、10年国債金利の上限を事実上1.0%としている。
- こうした中で、10年国債金利は足元まで0.6%前後の水準で推移している。仮に今後YCCが撤廃されたとしても、日本の潜在成長率の低さ等を考えると、10年国債金利が1.0%を上回る可能性は低いとみられる。
- 金利上昇の不動産期待利回りへの影響については、現在想定される程度の金利上昇であれば、影響は限定的と考えられる。この背景として、金融緩和以降のイールドギャップ(リスクプレミアム)の厚さがある。
- 当社の推計によると(下図)、金融緩和以降のイールドギャップ(= 不動産キャップレート - 10年国債金利)は、ファンダメンタルズに基づく実力ベースの推計値よりも0.7%程度上振れていることを示している。このため、10年国債金利の上昇幅0.7%程度まではイールドギャップの縮小により吸収され、期待利回りは大きく変動しない可能性が高い。

■ J-REITイールドギャップ(オフィス特化銘柄)の決定要因の推計
(インプライド・キャップレートと10年国債金利の差、定数項の3.2%pt分を除いて表示)



金融緩和以降、イールドギャップの実績値は実力ベースの推計値よりも0.7%程度上振れ

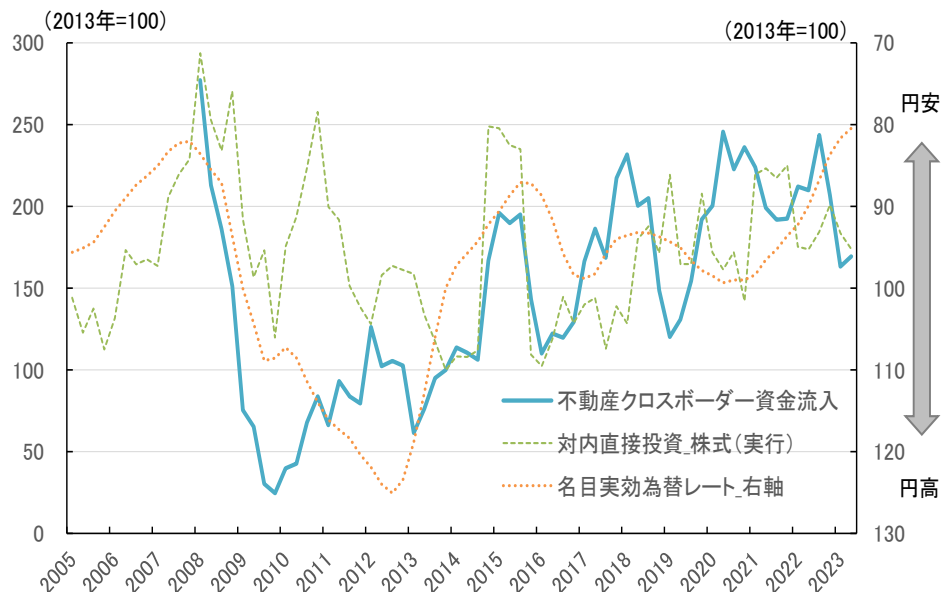
(出所) 三井住友トラスト基礎研究所

注1) 「イールドギャップ」は、J-REITのインプライドキャップレート(オフィス特化銘柄)と10年国債金利の差
 注2) 「推計値」は、①貸付CF、②J-REIT時価総額、③貸出態度DI、④為替レート、の4つの変数(ファンダメンタルズ)から回帰分析により推計した予測値。
 金融緩和以降の変化を抽出するため、2013年以降に1をとるダミー変数を用いて推計している。グラフでは定数項(約3.2%pt)を除いて表示している。

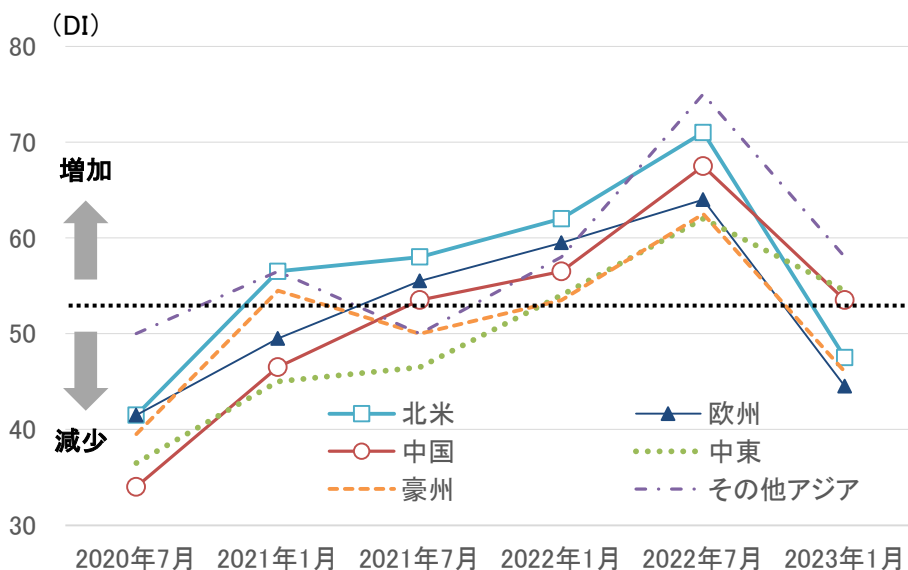
④足元の海外資金動向

- **海外からの不動産投資資金の流入は、海外経済減速の影響から、2022年Q4以降低下している(左図)。**特に米国や欧州を中心に、本国の市況悪化から日本への投資を控える動きが出たものと考えられる。
- 一方で、海外投資家の中でも国・地域による差があることに加え、円安や低金利による日本のイールドギャップの厚さもあって、全体で見れば日本への投資意欲自体は大きく減衰していないとみられる。
- 実際にアンケート結果による2023年1月時点の海外投資家の投資額の増減をみると(右図)、地域を問わず投資意欲は減退しており、中でも**北米や欧州は「減少」が「増加」をやや上回るようになった。**その反面、**中国や中東、その他アジアは依然「増加」の回答が上回っている。**

■日本への投資資金の流入(2023年Q2)



■海外投資家の投資額の状況(運用会社へのアンケート結果)



(出所) 財務省・日本銀行「国際収支統計」、日本銀行「実効為替レート」、MSCI Real Capital Analytics データをもとに三井住友トラスト基礎研究所作成
(注1) 4四半期後方移動平均値。ドルベースでの流入金額。

(出所) 三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」をもとに、三井住友トラスト基礎研究所作成
(注) アンケートの回答結果から、「増加」「やや増加」を100、「変化なし」を50、「やや減少」「減少」を0として、その平均値を集計したもの。



当社発行「不動産マーケットリサーチレポート」のご案内

本レポートは、当社の有償レポート「不動産マーケットリサーチレポート(年2回発行)」をもとに、一般の読者に向けて再編集したものです。将来予測を含む同有償レポートの内容および購入につきましては、当社HP (https://www.smtri.jp/service/report/market_research_report.html) をご参照下さい。

【お問い合わせ】投資調査第1部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見直し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。
5. 当社が行う業務に関して、当社および当社と密接な関係にある者が、お客さまから金銭または有価証券をお預かりすることはございません。

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

〒105-8574 東京都港区芝3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル11階

<https://www.smtri.jp>