

# 不動産調査

No.423 (2023/2/15)

令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナー

## 2023年の不動産市場の展望とホテル市場の行方

### ●講演①

ホテルマーケットの道標 ..... 1

一般財団法人日本不動産研究所  
金融ソリューション部 専門プロジェクト室 シニアディレクター 山田 耕司  
マーケットリサーチチーム チーフアナリスト

### ●講演②

2023年の不動産市場 ..... 8

一般財団法人日本不動産研究所 研究部 不動産エコノミスト 吉野 薫

質疑応答 ..... 17



一般財団法人  
日本不動産研究所

令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナー

# 2023年の不動産市場の展望とホテル市場の行方

## ● 講演①

# ホテルマーケットの道標

## プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所 金融ソリューション部  
専門プロジェクト室 シニアディレクター  
マーケットリサーチチーム チーフアナリスト

やまだ こうじ  
**山田 耕司**



都市銀行の不動産ファイナンス部門等を経て、一般財団法人日本不動産研究所に入所。  
2012年より専門プロジェクト室にて、主にホテル・旅館・ゴルフ場・テーマパーク等のレジャー  
アセットのバリュエーション・マーケットリサーチ業務に従事。2017年より金融機関へ出向  
の後、2019年より現職。  
全国のレジャーアセットのバリュエーションを行うレジャーチームと、投資家・レンダー向け  
にマーケットレポートサービスを提供するマーケットリサーチチームの統括責任者。不動産鑑  
定士

こんにちは。日本不動産研究所の山田と申します。本日は「ホテルマーケットの道標」ということで、10月に全国旅行支援が開始され、またインバウンドの水際対策が緩和されたところで、ようやくホテルマーケットがこれから回復フェーズに入っていくこととなります。このタイミングで、皆さまにこれまでのホテルマーケットの状況と、これからどのように回復をしていくのかといった展望をお伝えできればと思います。

簡単に私の自己紹介をさせていただきます。弊社で10年ほど、ホテルや旅館、ゴルフ場、テーマパーク等のレジャーアセットのバリエーション業務を行っており、年間200件近く担当させてもらっております。それらの経験とデータを踏まえて、本日、皆さまに有益なお伝えができればと思っております。

本日の構成としましては、三つに分かれております。一つ目は、現在のホテルマーケットの状況の整理。続きまして二つ目は、コロナによってホテルの指標、いわゆるADR（宿泊単価）や稼働率、収支、価格といったもの

がどのように変化してきたか。さらに言うと、ホテルのタイプ別に変化がどのようにあったかといったところをご説明させていただきます。最後に三つ目の点としまして、今後の回復予想です。

早速始めさせていただきます。最初のスライドですけれども、こちらは観光庁が出している全国の延べ宿泊者数の推移になっております。グラフのとおり2019年をピークとしまして、2022年以降はかなり下落している状況になっております。ここでのポイントとしましては、2019年において、国内の宿泊者数が全体の8割ぐらいを占めております。

これは何がいえるかということ、日本は世界的に見ても、国内の需要がかなり大きいことが見て取れます。足元の状況としましては、かなり国内の需要が戻ってきておりますので、インバウンドに依存しなかったエリアについては、コロナ前の水準まで延べ宿泊者数が戻ってきている状況になっております。

続きましてこちらのグラフは、インバウンドの数と出

国日本人数の推移となっております。インバウンドは2019年に3000万人を超えておりましたが、2021年には激減している状況。ここでのポイントとしましては、海外出張や海外旅行の出国日本人も、2019年は約2000万人いましたが、2021年は同様に激減している状況です。徐々に出国日本人数は増加していますが、これらの2000万人規模の出国日本人数が、現在は国内の宿泊に向いており、現状で円安の状況を見ると、まだ海外の出張や観光旅行は控える動きも見られますので、今後のインバウンドの増加と出国日本人数が国内の宿泊マーケットを支えていくという考え方もできます。

続きまして、先ほどの延べ宿泊者数については、2021年までの数字でしたが、直近の状況については、こちらの月次推移のデータとなっております。こちらは2019年から直近までの動きになっており、直近の日本人の延べ宿泊者数は、ほぼ2019年の数字にまで戻ってきているという状況が見て取れます。ただ、外国人はまだまだこれからといったところなので、今後の外国人の回復によって本格的な回復フェーズに入っていくと考えられます。

こちらは全国的なデータですが、エリア別では大きな差がありまして、インバウンドに依存していたエリアとそうでないエリアで、かなり回復度合いも大きく違うという結果となっております。

続きまして、こちらは客室稼働率の推移のグラフです。こちらも観光庁が出しているデータで、2019年は平均して70%前半ぐらいの稼働率の推移となっております。これが2020年の初めには10%近くまで落ちたという状況となっております。これが徐々に回復してきておりまして、直近でいうと60%近い回復となっており、稼働率の回復傾向も鮮明になっている状況が見て取れます。

データにはありませんが、稼働率は回復しているけれども、ADRはどうかということですが、ADRは稼働率と比較して遅効性がある指標になっており、まだADRの本格的な回復フェーズには至っていないという状況となっております。ただ、稼働率との相関として、こちらのデータで稼働率が概ね7割を超えてくると、ADRも急激に回復してくるといった過去の推移がございますので、ADRも今後、回復傾向が見込まれると考えております。

続いて、こちらは弊社が集計しております宿泊施設の

売買件数と、開発件数の推移となっております。この緑が売買件数で、オレンジ色が開発件数になっておりまして、見てのとおり2020年以降、両方ともかなり下落している状況となっております。

売買につきましては、かなり件数が減少しております。マーケットが低迷してホテルのパフォーマンスが落ちたのですが、売り主の目線からすると、コロナは一時的なもので、いずれコロナ前の水準にマーケットが戻るのでは、売りたいはないという意識が働き、さらに、ファイナンスの下支えもありましたので、売り主と買い主の目線がマッチせず、なかなか売買が成立しない状況が続いています。

足元についてはホテルのマーケットの回復、さらには外国人投資家の方は日本のホテルに積極的に投資したいという姿勢がございますので、取引が活性化しつつある印象です。

開発についても減少していますが、ここで大きなポイントとしまして、コロナ前後で開発されるホテルのタイプ、トレンドが大きく異なってきているということです。コロナ前の2019年以前は宿泊特化のADRが1万円前後のホテルの開発が多く、そのタイプのホテルが供給過剰になったという経緯がありましたが、最近についてはADRが2万円を超えるようなハイクラスホテルやラグジュアリーホテルの開発が目立っています。

今後のマーケットが回復していくに当たって、外国人の富裕層が増えてくることが予想されておりますが、日本では、ラグジュアリーホテルや高価格帯のホテルがまだまだ少ないため、新規の開発に関しましては高価格帯とかラグジュアリーホテル、さらにそのような高価格帯ホテルの運営に強みを持つ外資系オペレーターを誘致して開発するケースが増えてきています。

日本で高価格帯のホテルが少ないところを検証したデータが、こちらとなっております。各国の外国人旅行者数と5スターホテル、いわゆるラグジュアリーホテルの軒数を比較したデータで、こちらを見ると、日本は5スターホテル36軒という中で、他の主要国に関しては、100軒以上あります。さらに、5スターホテルの軒数と外国人旅行者数は、ある程度相関関係が見て取れるのがこちらのデータとなっておりますので、日本が今後さらに外国人旅行者数を増やしていくフェーズに入るためには、さらにこういったラグジュアリーホテルの開

発が必要かと考えております。

別のデータで、国際観光収入という統計データがございます。外国人の旅行者が各国を旅行したときにどれぐらいお金を落としたかというデータですが、こちらも5スターホテルの軒数とのかなり強い相関関係が認められます。外国人の富裕層が増えている中で、その旅行者のお金の落としどころが必要になってきますが、日本においては、そういった富裕層がお金をどんどん落とすような施設の一つとして、このラグジュアリーホテルという部分がまだまだ少ないとされています。

以上が、現状の足元のホテルマーケットの状況となっております。

続きまして、ホテルの指標の推移に入らせていただきます。こちらは弊社の内部データです。長期的に鑑定業務を行う中でデータを収集したもので、濃い緑がADRで、この薄い緑が客室稼働率。それらを統合した指標のRevPARがこのオレンジの線となっております。これを指数化しまして、2019年を100とした場合の指数の推移を、こちらに表しております。

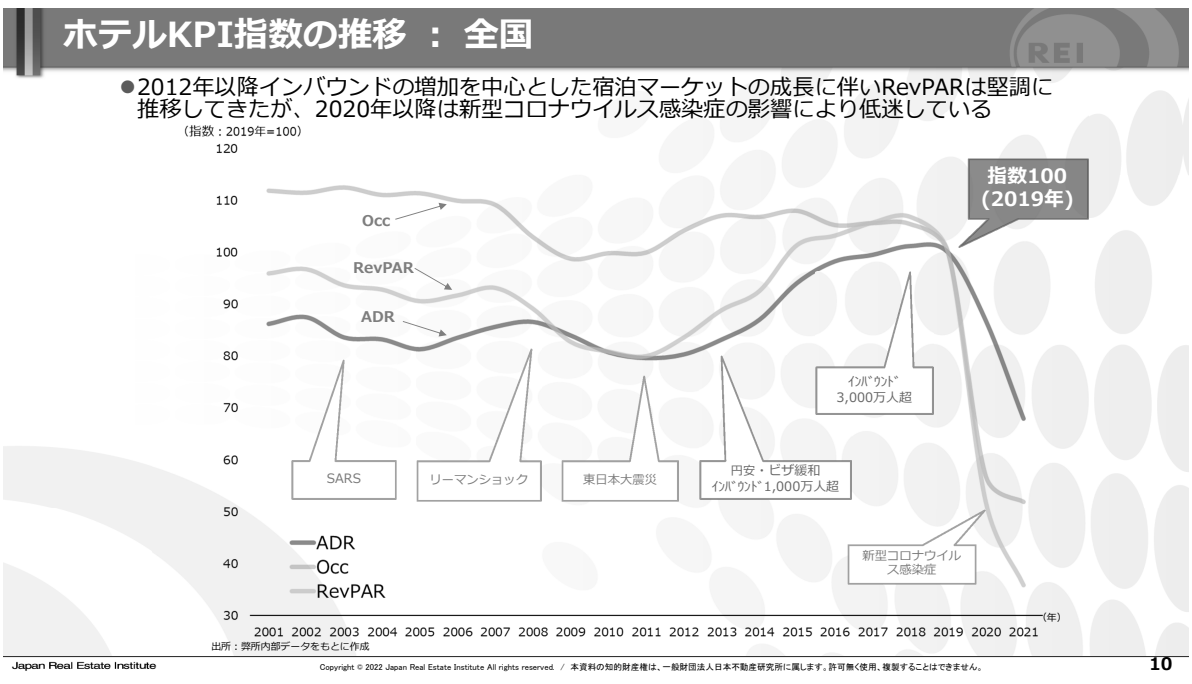
このグラフを見ると、過去のリーマンショックや東日本大震災における下落率と比較して、コロナにおけるホテルマーケットのインパクトはかなり大きかったというところが見て取れます。さらに、先ほどADRと稼働率の相関のお話をしましたが、稼働率が一定水準を超

えてくるとADRの上昇も劇的に上がってくるという相関関係も、こちらで見て取れます。

続きまして、コロナの前後でホテルのタイプ別に見てNOI（償却前の利益）、収支がどのように変化したかというのが、こちらの資料になっております。こちらはリートで公表されているホテルの収支をまとめて指数化して、2019年を100とした場合の推移を表したものとなっております。

タイプの分け方としては、このリゾートというのはリゾートエリアにあるホテルになります。ハイクラスのイメージとしては、だいたいADRが2万円以上のホテルになります。宿泊特化はそれ以下の、宿泊部門収入がメインのホテルになります。最後、シティに関しましては、婚礼や宴会部門の割合が過半を占め、価格帯が2万円以下のホテルがシティホテルというカテゴリーをさせていただいております。

これを見ると、Go To トラベルの影響や国内需要に支えられて、リゾートやハイクラスのホテルのNOIの下落率は、比較的マイルドだったと見て取れます。一方で、供給が多かった宿泊特化型ホテルや、婚礼・宴会部門が壊滅的な打撃を受けたシティホテルの下落率がかなり目立つ結果となっております。こういった結果も、先ほどご説明したハイクラスホテルの開発トレンドが顕著になってきている要因の一つとなっております。



続きまして、こちらはホテルタイプ別の価格がどのように推移したかという指数になっております。こちらもありートの、半期に1回決算で公表される、いわゆる鑑定評価額がどのように推移したかというデータになっております。序列としては、先ほどのNOIの序列と一緒にとなっておりますけれども、下落幅を見るとNOIの下落幅に比較して、かなりマイルドになっております。一番低いシティホテルでも10%以下の下落率になっております。

これは何を表すのかというと、鑑定会社が継続的な鑑定をする中で、コロナによるホテルのパフォーマンスの低下は一時期なもので、一定期間を経るとコロナ前の水準には戻るという予測がなされており、それが反映されて、価格がNOIの下落率よりもマイルドになってきている結果になっております。

これは鑑定会社の見立てですけれども、実際の投資家はどのように見ていたかというところがこちらのデータになっております。こちらは弊社が半期に1回実施しております不動産投資家調査で、投資家の皆さまにアンケートを取った、ホテルの期待利回りの回答結果になっております。これは東京の宿泊特化型ホテルのデータで、多数の投資家の回答の中央値になっておりますので、実際の取引の利回りより少し高い水準になっておりますけれども、過去の推移が分かる結果となっております。

これを見ると、リーマンショックの市況悪化時に関し

ては、利回りが約1.3%上がっており、その後のホテルマーケットの拡大時においては-2.1%の大きな下落となっております。続いて、コロナの影響はどうなのかというと、2022年の4月まで見ると、0.2%しか上昇しておりません。これは何がいえるかというと、先ほどの価格の推移と同様に、コロナの影響は一時的なもので、いずれ回復すると投資家の皆様も見られているという結果になっております。

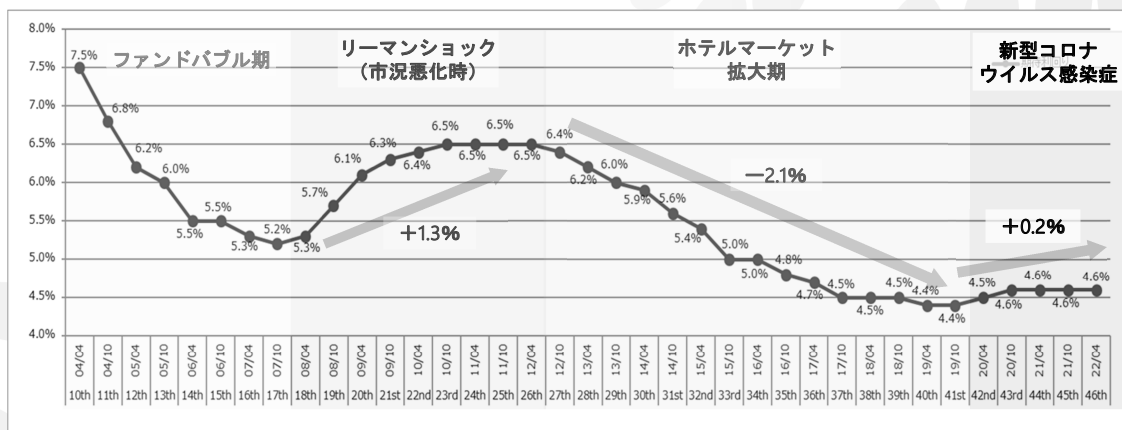
最後に、今後の回復についてどのような展望があるかをお話しさせていただきます。今後の回復予測を考えるに当たり、さまざまな機関が予測を出している中で、その一部をご紹介させていただきたいと思っております。まずこちらがIATAという会社が出している、国際的な航空利用者の推移の予測となっております。IATAは世界の主要な旅行会社が加盟している業界団体です。

左下のグラフは、エリアごとに2019年対比の回復率を予測した数字になっております。ヨーロッパや北米に関しては、概ね2024年には2019年の水準を上回るという予測となっている一方で、日本を含むアジア太平洋エリアに関しては、日本の水際対策の影響や中国のゼロコロナ政策で、少し回復が遅れている状況を反映して、2025年に2019年水準を超えるという予測結果となっております。

ただ、回復した後のアフターコロナで各エリアがどの

## ホテル期待利回りの推移（東京：宿泊特化型ホテル）

●新型コロナウイルス感染症拡大後の期待利回りの上昇は+0.2%に留まっている



出所：弊社不動産投資家調査（上記期待利回りは、不動産投資家調査の期待利回り回答結果の中央値のため実際の取引利回りとはいずれも異なります）

ように推移していくのかという別のデータを見ると、アジア太平洋エリアの成長率が最も高い予測結果になっておりますので、アジア太平洋エリアの旅客数の成長は長期的に、かなり強気に見られているという結果になっております。

続いてはUNWTOが9月に発表したデータになっております。UNWTOというのは、国連の観光専門機関になっております。こちらが国際的な海外旅行者数の現状と、今後の予測を出しております。

左側のグラフを見ると、2019年対比で現状2022年の1月から7月にかけて、どれぐらい海外旅行者数がマイナスになっているかというデータになっております。欧州では-26%で74%の回復率となっている一方で、アジア太平洋エリアについてはまだ15%しか回復しておらず、回復が遅れているという状況になっています。

右側のデータについては、UNWTOの各エリアの専門家に対するアンケート結果で、2019年の水準への回復予想時期に関する回答結果の割合を表したものになっております。これを見ると、欧州やアメリカエリアについては、だいたい2023年から2024年に回復するという回答をしている割合が過半を占めております。既に回復していると言っている専門家もいて、回復は鮮明になってきております。

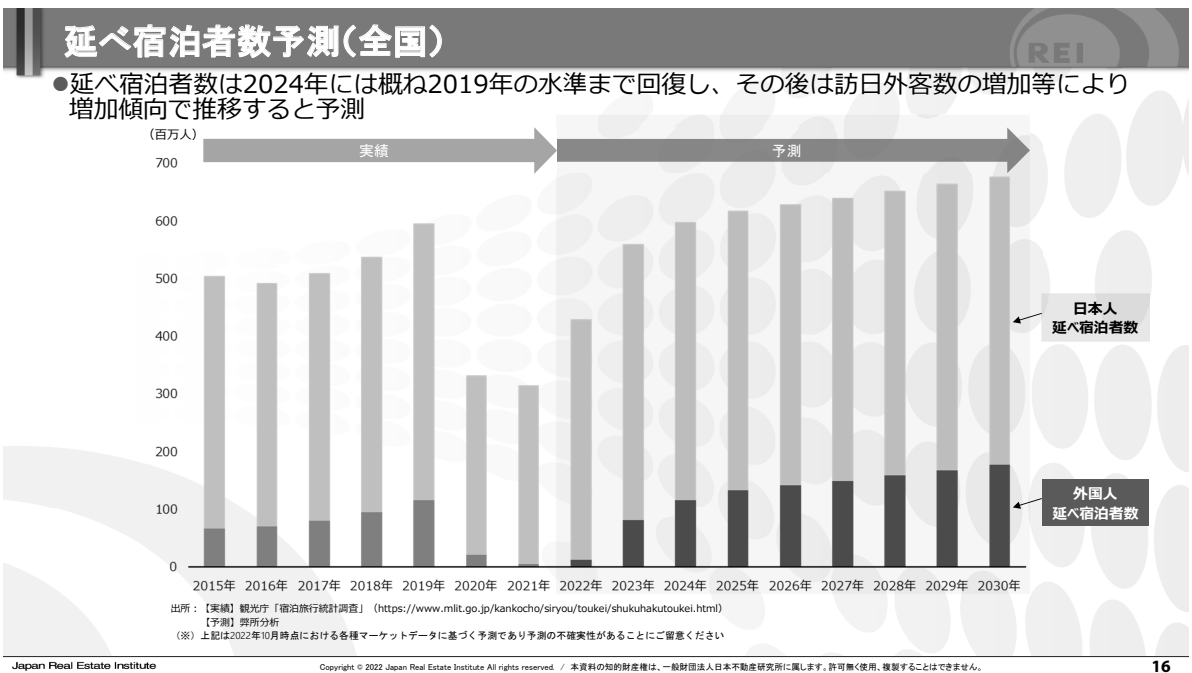
一方で、アジア太平洋エリアについては、2023年に

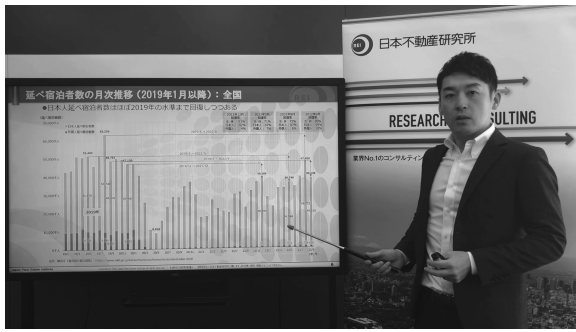
回復すると回答したのは18%しかおらず、2024年から2025年以降に回復すると見ている専門家が8割になっており、先ほどのIATAのデータと同じような傾向になっていると見て取れます。

こういった各機関が出している予測と、今後の人口の推移や、経済指標の将来予測、そういったデータを総合的に勘案しまして、弊社のマーケットレポート業務で提供しているサービスとして、延べ宿泊者数やKPI（ホテル指標）がどのように回復していくのかという予測を行っておりますので、その一部をご紹介させていただきます。

まずは延べ宿泊者数の予測に関しまして、弊社が考える標準的な回復シナリオとしましては、2022年の後半にかけて国内の需要が回復し、2023年から2024年にかけて、インバウンドが本格的に回復してくるフェーズと考えております。その後、2024年から2025年にかけて、延べ宿泊者数がコロナ前の水準に回復し、それ以降に関しては、インバウンドの長期的な増加によって、延べ宿泊者数は増加傾向で推移していくという予測となっております。

当該予測は中国のゼロコロナ政策の影響等の外的要因にも左右されると思いますが、その不確実性がありつつも日本の観光地としての人気は世界的に高まっておりますし、円安の影響もありますので、ある程度楽観的な見





方もできる状況かと考えております。

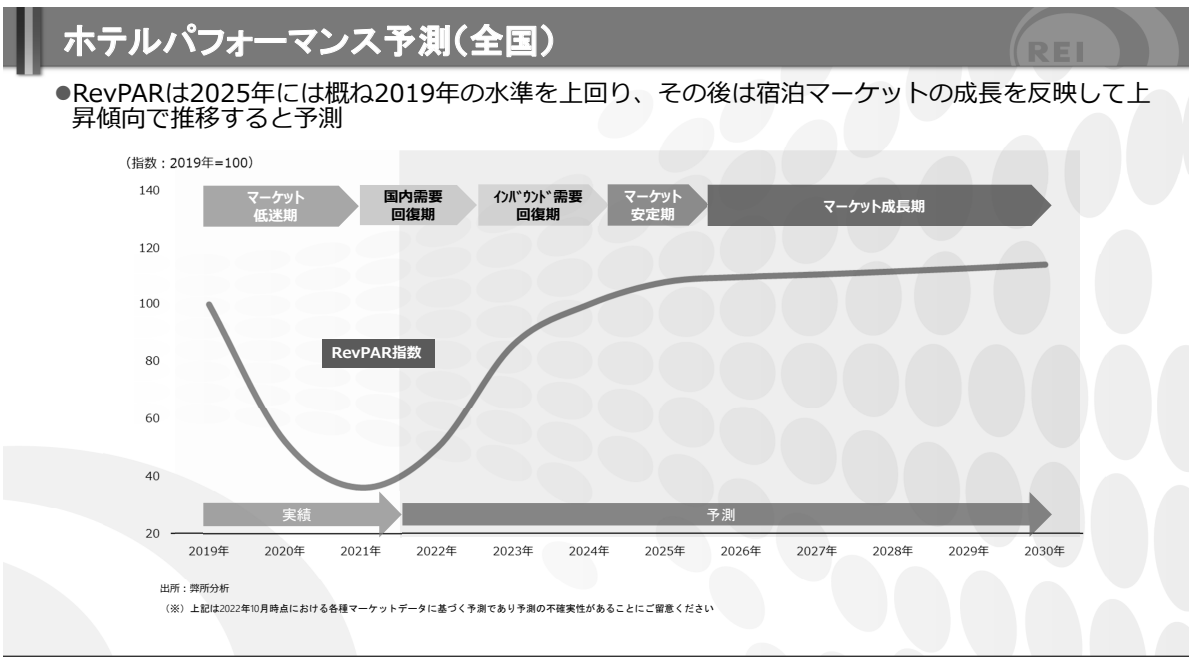
最後に、こちらが今ご説明した延べ宿泊者数の推移を踏まえた、ホテルのRevPARの予測結果です。2019年を100とした場合の、今後の推移の予測という形になっております。基本的には延べ宿泊者数の推移と連動しますが、一つの要素としてホテルの供給量があります。2019年と比較すると、ホテルの供給量は全国的に見てかなり増加している状況になっておりますので、それも加味して予測を行っております。

こちらのデータでいくと、だいたい2025年頃にRevPARの指数としては2019年の水準に戻るという予測結果となっております。ただ、こちらもエリアによって

大きく差がございまして、大阪とか京都とかかなり供給が多かったエリアについては、もう少し回復が遅れるという見方になります。また、先ほどご説明したホテルのタイプによっても供給量が異なりますし、立地、施設の競争力、オペレーターの運営能力によっても大きく回復時期の差がありますので、そこは個別に見ていく必要があると考えております。

以上が本日のホテルマーケットの道標のご説明となります。最後に宣伝になってしまうのですが、日本の強みの一つとして観光産業が明確化されている中で、ホテルの投資マーケットは今後さらに成長・成熟していくと考えております。そのような中で弊社としましては、鑑定評価業務を超えて皆さまの投融资のご判断をサポートさせていただきたいと考えておまして、マーケットレポート業務にかなり力を入れております。本日は講演会という性質上、ざっくりしたデータになりましたが、実際にご依頼いただくとオーダーメイドでかなり細かい分析、レポートをさせていただきますので、ぜひご相談いただければと思います。

本日はご清聴ありがとうございました。



## マーケットレポート業務のご案内



Hotel Market Report

\*\*\*\*\*

\*\*\*\*\*

**一般財団法人日本不動産研究所**  
\*\*\*\*\*

### ホテルマーケットレポート 業務のご案内

フルサービスホテル・宿泊特化型ホテル・リゾートホテル・旅館等

全国ネットワークと蓄積されたマーケットデータとノウハウ、  
専門知識を活かしたレポートをご提供させていただきます。

お問い合わせ先


**一般財団法人 日本不動産研究所** 金融ソリューション部 マーケットリサーチチーム  
 電話: 090-1536-0289 担当: 山田耕司

一般財団法人 日本不動産研究所


一般財団法人  
日本不動産研究所

#### 日本不動産研究所 実績・強み

豊富な  
案件実績

年間  
200件以上の  
宿泊施設調査実績

蓄積された  
マーケット  
データ

創業 60年を超える  
鑑定業界の  
トップランナー

全国・海外  
ネットワーク

全国40以上  
事業所  
+ 海外現地法人

充実した  
人員体制

ホテル・レジャー  
専門チーム 8名  
その他 弁護士、  
公認会計士等の専門家

#### ご提供サービス

- 対象施設概要の整理
- 観光・宿泊マーケット分析
- 取引・開発動向分析
- 競合施設調査
- 対象施設の個別性・競争力分析
- 事業収支計画の検証
- 収支フォークキャストの作成
- その他(ご要望に応じて追加)

#### 作業期間と報酬

作業期間：2～3週間程度でドラフト提示  
報酬：ご相談  
(作業期間・アセットタイプ・レポート内容により異なります)

ご不明な点がございましたら、お気軽にお問い合わせください。  
**一般財団法人日本不動産研究所**  
 金融ソリューション部 マーケットリサーチチーム 電話: 090-1536-0289 担当: 山田耕司

Japan Real Estate Institute Copyright © 2022 Japan Real Estate Institute All rights reserved. / 本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。 18

※本稿は、令和4年12月9日に開催された令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナーの内容をもとにとりまとめたものです。



令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナー

## 2023年の不動産市場の展望とホテル市場の行方

## ● 講演②

## 2023年の不動産市場

## プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所 研究部 不動産エコノミスト

よしの かおる  
吉野 薫

日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、一般財団法人日本不動産研究所にて現職。

現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当するとともに、大妻女子大学および国際基督教大学において非常勤講師を務めている。

著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」（フォレスト出版）、「Q&A 会社のしくみ50」（日本経済新聞出版社、共著）がある。

皆さま、こんにちは。ここからは講演②「2023年の不動産市場」と題しまして、私、吉野からご報告申し上げます。

最初に、昨年のこの場でご報告申し上げた、総括スライドを掲げてございます。振り返ってみますと、不動産市場につきましては、昨年の見立てと大きく変わらなかったかとは思っておりますけれども、その前提となる経済の見方については、随分無邪気な見方をしていたと思います。

申し上げるまでもないとおおり、今年に入ってからさまざまな情勢の変化によりまして、世界の経済の見通しは大きく悪化しました。左側、国際機関による経済見通しをお示ししておりますけれども、時期を経るごとにどんどん見方が悪化しております。

あるいは、右側は市場におけるアメリカの政策金利の見通しになりますけれども、今年に入ってからどんどん切り上がっているということです。これすなわち、世界中で物価高が進行する中で、多くの国で金融引き締め、しかも足早な金融引き締めへ転じています。こうした中で、経済の見通しもどんどん悪化してきたと振り返るこ

とができようかと思えます。

このことが日本経済においてどういう影響をもたらしたかということ、もっとも激烈に現れましたのが、為替レートかと思えます。この左側でご覧いただきますとおり、アメリカと日本において金利差が大きく開く中で、非常に足早な円安が進みました。歴史的に見ましても、このような一本調子で円安が進むのは非常に珍しい、そんな1年だったと思います。円安が日本経済にどういう影響をもたらしているかということ、まさにいわゆる悪しき円安という状況かと認識しています。

右側には交易条件と呼ばれる指標を掲げておりまして、日本企業から見たときの輸出物価と輸入物価の比率でございます。ご覧のとおり、2020年をピークに足元にかけて大きく悪化しているということはすなわち、日本企業にとって輸入物価は上がっているけれども、輸出物価はそれだけ十分に上げられていないということです。いわば、貿易面で日本企業の収益性が悪化しております。こういう状況では、円安がなかなか日本経済にとってプラスになっていきません。こういったことが、今の日本の経済を取り巻く現状かと思っています。

この点を少し掘り下げてみます。円安になると、しばしば日本経済にとってプラスという言われ方をされるわけですが、その経路は大きく分けて二つあるかと思えます。一つ目は、日本企業が海外に持っている現地法人や子会社は、現地では外貨建て、ドル建てで操業しているわけです。その収益を円に替えて連結決算をすると、日本企業にとって業績押し上げ要因となり、これが日本にとっての円安の効果の一つということになります。

その効果はある程度発揮されているかと思っております。左側に企業の利益の推移をお示ししております。ご覧のとおり、青で示しました営業利益は本業の利益となり、ほぼ横ばい圏内なのですが、オレンジで示しました経常利益は、今年に入ってから積み増されています。こういうところを見ると、海外からの収益が日本の企業業績を押し上げる効果は、一定程度発現しているといえるかと思えます。

もう一つの円安のメリットは、日本からの輸出財が価格競争力を持つということです。円安になることによって、いわばドル建てで安く売れることになり、日本の輸出財をより多く輸出することができて、日本国内の操業が活発化します。これが円安を起点とする日本経済へのメリットの二つ目の経路となるわけですが、ここがうまく作用していないのが、今の日本経済の現状ということになります。

右側には主な業種別の生産の動きを示しております。今年の第3四半期に向かって生産はある程度回復はしているのですが、業種によって絵姿が結構まちまちとなります。足元好調だったのが、まずはこの機械類で、日本企業にとって得意な分野で言うと半導体製造装置のようなもの。それから足元にかけて、輸送機械、自動車もある程度回復してきたわけですが、これはむしろ、その直前にさまざまな供給制約で自動車がうまく造れなかったことの反動でございまして、決して強い動きではないということになります。

そうこうしている間に明確に頭が垂れていますのが電子部品・デバイス工業です。昨年以來半導体不足で、半導体産業そのものはだいぶ活発化してきたわけですが、その需要も一巡しつつあることで、ここが減退しています。

先ほどお話したとおり、世界経済そのものがこれか

ら減速に向かっていくことがほぼ避けられない中で、なかなか輸出の量を増やしていくことができにくい。そういうことが、今回の円安がなかなか日本の景気刺激につながっていかない背景になっていると考えられます。

こういった経済の現状を踏まえつつ、足元の不動産市場を振り返ってみたいと思います。このスライドでお示ししているのは、私どもが調べております市街地価格指数のデータです。左にはここ半年間の、全国平均の地価変動率を折れ線グラフで示しております。ご覧のとおりV字回復とまで言わないにしても、カタカナのレの字ぐらいには回復しております。コロナ禍以降の地価の動向のいわば足踏み感といったものは、相当に後退してきたといえると思います。

それから、気になる商業地の動きということで、東京区部の主要商業地の地価動向を矢印で示しております。ご覧のとおり、新宿や渋谷で前回の半年前の横ばいからプラスに転じていますし、池袋や上野の下落も既に解消しまして、地価の動向を見ても随分明るい状況になってきているかと思えます。

続いて賃貸市場の動向でございます。左側は私どもが調べております、全国賃料統計のデータです。圏域別にオフィスの賃料の年間の変動率を取っておりますけれども、東京圏が若干ではあります、まだマイナスの状況となっています。オフィスの賃料の調整は、全国的な動きとまでは申さないにせよ、東京を含む一部の都市では調整局面が続いているといえます。

一方で、店舗とか住宅については、全般的に賃貸市場が悪化しているとまではいえないと思っております。この右側は、私どもとピーエーシーさん、スタイルアクトさんと公表しております店舗賃料トレンドという統計を、時系列で取ったものでございます。ご覧のとおり、2020年のコロナ禍以降も、傾向的に賃料が大きく損なわれることはなかったことが、見て取れます。この統計の性格上、時期によって上下しやすいデータではありますが、少なくとも、賃料全般が調整局面に入っているとまではいえないという結果になっております。

もう一つ、不動産投資市場の肌感覚ということで、私どもが市場関係者のさまざまな方にご協力いただいておりますアンケート調査、不動産投資家調査の結果をここでご紹介しております。

左側、今後1年間の不動産投資に対する考え方という

ことで、新規投資を積極的に行うとお答えになった回答者の方が、95%となります。ご覧のとおり、コロナの直後は若干この数値が落ちるような動きもありましたが、少なくとも今年の秋の調査時点まで、投資家の方々の投資意欲が大きく損なわれていることはないということが、あらためて確認できました。

また、同じ調査における期待利回りの動き。この期待利回りは、水準が切り下がれば、投資家の方々は投資意欲を強めていると解釈できるわけですが、ご覧のとおりオフィスビル、物流施設といったものの期待利回りの下落が、東京では続いています。また東京では、ホテルも久しぶりに期待利回りが下落しました。今、東京だけお示ししておりますけれども、他の都市でも幅広いアセットで期待利回りの低下が観察されました。

これまでのところ、不動産投資市場の中では、投資意欲が大きく減退しているということは確認できない。むしろ、今後の経済の回復を見越して、投資家の方々が投資意欲を積極化している状況であることが確認できました。

今、今後の経済という申し上げ方をしました。冒頭にお話ししましたとおり、世界経済が減速していく中で、日本経済の先行きも足取りが重いものになっていくだろうとは思いますが、少なくとも2022年国内の経済状況は、さほど大きくは損なわれていなかったかと思えます。

左側はGDPの動きとなりまして、どうしても輸入が増えることが、日本のGDPの水準そのものを押し下げる要因にはなっていますけれども、少なくとも消費とか、企業の設備投資といった国内の経済活動については、今年は随分持ちこたえたという印象です。

それから、講演①でもお話ししたとおり、これからインバウンドが確実に回復していくような流れです。これも当然ながら、日本にとってはプラスとなるでしょう。

こういった中で、地価の動きをもう少し分析的に見てみたのが、このスライドです。商業地は特にこの半年ぐらいの間、かなりコロナ禍直後の状況とは様変わりしていると思ひまして、そのことをあらためてお示するスライドとして準備いたしました。

国交省さんから公表されている地価公示と都道府県地価調査は、それぞれ毎年1月1日時点と7月1日時点の地価を評価するものですが、これには一部共通地点、すなわち地価公示でも地価調査でも両方調べている地点があります。この地点の地価動向を追っていくことは、いわば半年間の地価動向を捕捉することができることになるわけです。

このグラフで試みてみましたのは、コロナ禍の初期、2020年の1月から7月までの半年間の地価と、直近、今年の1月1日から7月1日までの地価の動き。それぞれ上昇と下落がどういう分布にあったのかを示したのが、左側のグラフです。

## 商業地の地価は多くの地点ですでに反転

- 地価の下落から上昇に転じている商業地の地点が増えている。
- コロナ禍の初期でも上昇を続けた地点にはマンション適地も多い。

商業地における半年間変動率の  
コロナ初期と直近との比較(地点数)

	直近(2022年1月1日→2022年7月1日)の 半年間変動率			
	上昇	横ばい	下落	計
コロナ禍初期(2020年1月1日→2020年7月1日)の 半年間変動率	38	1	0	39
横ばい	74	30	1	105
下落	200	69	81	350
計	312	100	82	494

主な基準地における地価動向

仙台市若林区荒町 (+5.3%→+3.7%)
千葉県市川市八幡 (+1.7%→+4.7%)
東京都新宿区新宿 (▲6.7%→+1.7%)
奈良県奈良市中筋町 (▲10.2%→+4.2%)
愛知県知多郡美浜町大字河和字北田面 (▲3.0%→▲2.1%)
大阪市中央区宗右衛門町 (▲18.8%→▲0.5%)

注：左図は都道府県地価調査および地価公示の共通地点(494地点)による集計。  
出所：国土交通省「地価公示」「都道府県地価調査」

これを全国の商業地について取ってみると、地価公示と地価調査の共通地点が494地点ある中で、この一番左上、直近も地価が上昇していて、かつコロナの初期の段階でも地価が上昇していた時点が38地点ありました。その中身を見てみると、市川市のポイントのように、いわば生活密着系の商業施設が一致している所もありますが、一方ではこの仙台市の地点のように、商業地というよりはむしろ、マンション需要が地価を押し上げている所はコロナにかかわらず地価が上昇し、直近も地価の上昇が続いていました。

一方で、コロナの初期にはいったん地価が下落したにもかかわらず、直近の半年間で地価も上昇になっている地点が実は結構多くて、200地点ありました。新宿のポイントに代表されるような繁華街には、既にこの半年間で地価が上昇に転じている所が多く見られます。奈良の地点は近鉄奈良駅の目の前ですけれども、観光需要の回復に対する期待感も、直近、商業地の地価を押し上げているといえます。

一方で、コロナの初期に下落して、直近も下落が続いている地点も81地点あります。その中には大阪の宗右衛門町、戎橋の北詰のように、コロナ禍以前の地価の上昇が非常に急ペースであったために、足元でも地価の調整が続いている所もあります。あるいは、構造的に地価の下落が長期的に続いている所もあります。

こういった形で見えてみると、コロナによって商業地の

地価がやられているという状況は、ここ半年間ぐらいでだいぶ解消されたと言って差し支えないと思います。

もう一つ地価について気になるのは、人口動態との関わりです。しばしば指摘されておりますとおり、東京から周辺県への人口の流動は多くて、それが左側、東京都から周辺3県への人口移動を、各年の1月からの累計ベースで表したものです。

2019年と比べますと、2020年、あるいは2021年、そして今年も含めて、東京から周辺3県に住み替える人は多いといえると思います。一方で、これをコロナによってテレワークが定着し、それで人々が自由に住み替えるようになったと解釈するのは短絡的かと思っております。東北6県から1都3県への移動者数も、実は2019年と比較すると足元でだいぶ減っているということになります。

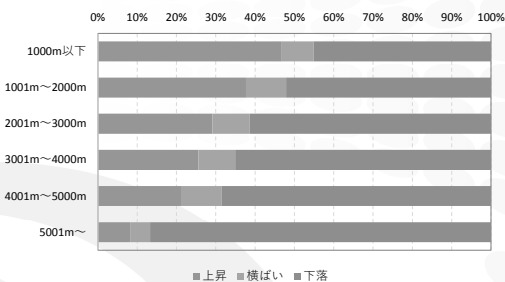
いわば、サービス産業が厳しい状況が続く中で、雇用情勢の変化のようなものも人々の住み替えの動機になっている可能性があると思います。テレワークが定着して人々が郊外に住んでいるといった、単一のストーリーで語るべきではなかろうと思っております。

このことを地価の動向として示したのが、次のスライドです。ここでは何を試みたかと言いますと、住宅地につきまして2019年7月1日の地価調査における地価と、直近、今年の7月1日時点における地価とを比較して、この3年間の間に上がっているのか下がっているのか、

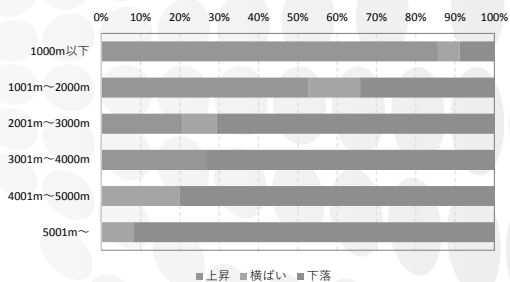
## 住宅の利便性に対する需要はいまだに強い

- 鉄道駅から近い地域で、コロナ禍以前の地価を上回った住宅地が多い。
- 住宅需要における交通利便性の優位性が低下したとは認めがたい。

2019年と2022年の住宅地地価の比較(駅距離階別の騰落地点の割合)ー全国



2019年と2022年の住宅地地価の比較(駅距離階別の騰落地点の割合)ー東京都



注：国土数値情報のテキストデータの「駅名」列にバス停名または港湾名が記載された地点を除いて集計した。  
出所：国土交通省「都道府県地価調査」

その地点数を駅距離別に分けたものです。

申し上げるまでもなく、駅距離との関わりでは、騰落の地点数に明確な相関関係があるわけです。全国で見ても東京都で見ても、駅に近いエリアはここ足掛け3年間で地価が上昇している地点が多いですし、駅から遠いエリアではそういったことはない。3年前と比べても、まだ地価が低い住宅地が多いということが分かります。

これは何を意味しているかということ、テレワークによって人々が自由に住めるようになったから、交通利便性を犠牲にしても広い家に住んでいるといった需要がもしあったとしても、それが地価動向、不動産市況そのものに影響を与えるほどの状況にはなっていないということがいえるかと思えます。この辺りも、しばしば誤解されがちだと思いますので、あらためてこのスライドでお示ししたということになります。

それから、先行きの日本経済の見方ということに、少し目を転じていきたいと思えます。まず左側、サービス産業に関する経済活動の状況を、2016年から2018年を平年並みとして、そこの差を取ったものになります。ご覧のとおり、観光産業とか飲食サービスは平年並みと比べると、二桁減どころか2割減ぐらいということになりまして、十分には回復していない状況かと思えます。

それから右側はGoogleさんが出されていた人流のデータで、これは残念ながら今年の10月15日をもってデータの公表が止まりましたので足元の動きが見られな

いわけですけれども、それでも公共交通機関の駅ですとか小売店、娯楽施設、こういった所の人流は、基本的には平年並みよりもずっと下ということになります。この辺りをもし回復できるとすれば、まだ伸びしろがあるかと思えます。

と言いつつも、これそのものが日本の景気をけん引していくかということ、そういう力強さがあるわけでもないと思っています。もちろんこれは日本経済にとってプラスであることは間違いないのですが、日本の景気回復の基本的なパターンを過去の経験則から振り返ると、輸出産業がしっかりとした足取りを取ることが、日本の景気回復につながっていくことになります。サービス産業の中だけで見れば、回復の伸びしろがたくさんあるといえるかもしれませんが、ここに日本の景気そのもののけん引役として過度に期待するのは、なかなか難しいのではないかということです。

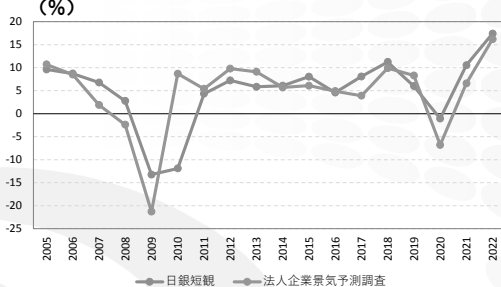
今、企業活動と申し上げましたけれども、先行き日本経済は足取りが重くなる展開が待っているかと思えます。とはいえ、大きく景気の谷が待っているとか、あるいは景気の減速感が強まっていくというほど悪化しているわけでもなさそうだということが、このスライドでお示ししていることです。

左側、企業の設備投資計画を毎年度ごとに調べたものになります。今年の9月時点の企業の設備投資計画は、日銀短観で見ても法人企業景気予測調査で見ても、非常

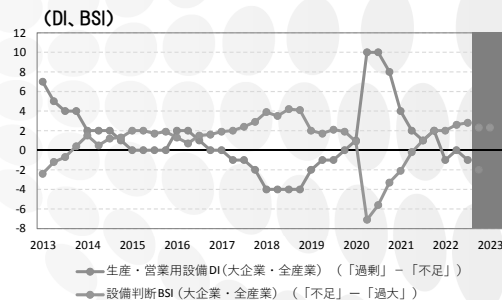
## 景気の減退は緩やかなものに留まる

- 企業は設備投資に対して前向きな計画を維持している。
- 景気が減速に向かうにしても、その度合いは穏やかなものに留まる。

2022年度の企業の設備投資計画  
(9月調査時点の前年度比)



企業の設備不足感・余剰感



注：左図はソフトウェアを含み土地を除く全規模・全産業。右図の網かけ部は2022年9月調査における予測・見通し。  
出所：日本銀行「日銀短観」、内閣府・財務省「法人企業景気予測調査」

に強気の計画となっています。これは当然、コロナ禍直後に設備投資が止まっていた反動を含んでいるかとは思いますが、企業が前向きな設備投資意欲を持っているということは、日本の景気そのものにとって、大きな安心材料といえるかと思えます。

この右側、同じく日銀短観と法人企業景気予測調査における、企業の設備に対する余剰感を示したものです。コロナ禍直前に、企業は大きく設備余剰感を抱えていたわけですが、それは足元にかけてしっかりと解消されています。こういったことも、企業が設備投資意欲を持ちやすい地合いにあることを裏付けていると思えます。

繰り返しになりますが、こういった状況の中では、先行きの日本の景気はたとえ頭が重い展開になるとしても、大きく悪化していくというシナリオではなさそうだと、これは安心材料といえるかと思えます。

ここまでは主に实体经济の話をしてきたわけですが、むしろ不動産市場を取り巻く状況として気になるのは、金融の情勢がどうなっていくかということだと思っています。

再び、私どもの不動産投資家調査の結果をご披露させていただきます。今回、特別アンケートといたしまして、いくつかの選択肢をこちらでお示した上で、日本の不動産投資市場に対して、あるいは回答者の方の不動産投資の検討の際に、こういったトピックが最も影響がある

かを問うたものです。

ご覧のとおり一番回答が集まったのは、日銀による金融政策の変更の可能性ということになりまして、金融政策の行く末については、不動産投資市場の関係者の方々の中で、これまで以上に大きな関心事になっていると思えます。

あるいは、不動産投資市場におけるリスク要因も、私どもで選択肢をお示した上で、上位二つを選んでいただく形になっておりますけれども、ご覧のとおり、金利の上昇を今後のリスク要因として挙げる投資家の方々が、非常に多くなっています。

このように金融の状況の先行きが非常に懸念されるわけですが、少なくともこれまでのところ、不動産のファイナンス環境に大きな悪化が生じていたとは認めがたいということになります。

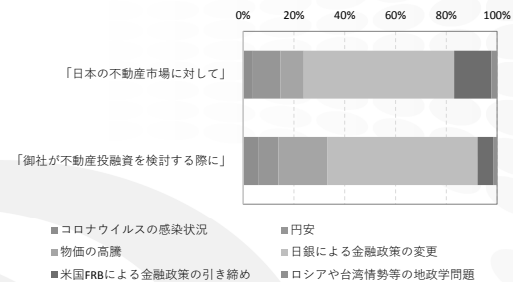
左側には、不動産業向けの貸出残高の、前年同月比ベースの伸びを示しております。このところの伸びが増勢を強めているということで、少なくとも量的な面で不動産に対するデットファイナンスが細まっているということはないことは確認できます。

こちらがマインド指標で、日銀短観における不動産業の貸出態度DI、借入金利水準DIを示しております。貸出態度DIはDI値こそは若干下落基調にありますけれども、しっかりプラスが残っています。これは特段貸出態度が厳しいと認識する企業が増えているわけではないの

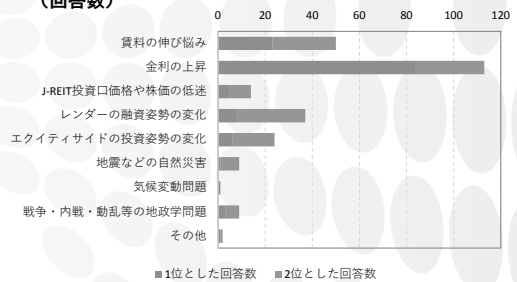
## 金融政策の変更と金利上昇に対する懸念

- 不動産投資家は金融政策の変更を意識している。
- 今後のリスク要因として金利の上昇を挙げる意見も根強い。

「最も影響を及ぼすトピック」(日本の不動産投資市場に対して/不動産投資を検討する際)



不動産投資市場の今後のリスク要因(上位2位まで) (回答数)



出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査」第47回特別アンケート

で、このことは不動産市場におけるデットファイナンスのオペラビリティに、特段の影響はないということを裏付けていると思います。

それから、借入金利水準DIは調査時点において、3カ月前と比べて借入金利が上がったかどうかを問う指標ですけれども、こちらが若干プラスに転じてきてしまっていて、さすがに追加的に金利が切り下がっていく状況は、だいぶ薄らいだかと思えます。それでもコストの面で大きく上がっている状況は確認できませんので、金利水準が低いまま、安定的にデットファイナンスが流れているといえるのではないかと思います。

そして先行き、金融政策は変わっていくのか、金利の情勢は変わっていくのかということになりまして、特に今年は金融政策に対してさまざまな報じられていたところなんです。たとえば来年、日銀総裁、副総裁が交代する中で、それが金融政策の節目になるのではないかという議論、あるいは、日銀の政策が技術的に維持できなくなって、日銀は政策の修正を余儀なくされるのではないかといった議論はよく聞かれました。

しかしながら、現実問題としてそういったことが政策変更そのものにつながることは、確率としては低いと思っています。日銀の総裁、副総裁に関しては、確実に来年交代することになると思いますけれども、今の状況を見ると、そこで大きく金融政策を変更する、特に金融引き締めへ転じることはないと思います。

また技術的な問題。日銀の実施しているオペレーションが、外資のヘッジファンドに負けてしまうのではないかみたいな議論もあり得ますが、ものの道理としては、日銀は無限に国債を買い入れることが可能ですので、日銀が本気で現在の金融政策を維持しようとする限り、ヘッジファンドに負けることはあり得ないはずなんです。

むしろ本質的な問題は何かというと、日本において日銀が目標としている年間2%という物価目標を超過することによって、日銀がようやく金融緩和を緩められる状況が訪れるかどうかということ。いわば、物価情勢がどうなるかということが、金融政策を占う本質的なポイントということになります。その点で見ますと、メインシナリオとしては来年、金融政策が引き締めへ転じる、あるいは緩和が縮小へ転じる可能性はかなり低いと見ています。

左側です。足元の日本における物価上昇の原因の一つ

が、国際的な商品市況の高騰だったわけですが、少なくとも先物市場を見てみますと、足元で上昇のペースは鈍化しています。ものによっては下落し始めているということになります。そうしますと、これは算数の問題ですが、前年同月比ベースで物価を考えると、商品市況が大きく上がった前後を比べると大きくプラスということになりますけれども、商品市況が上がり切った後の12カ月で比べると、さほど大きなプラス要因にならないはずだということになります。ここを考えますと、来年の半ば以降、コストプッシュ的な要因でのインフレは、だいぶ後退する可能性が高そうだといえると思いません。

それから、プロのエコノミストによる日本の物価の見方です。さまざまな指標をご覧くださいけれども、来年度から再来年にかけて日本のインフレ率は下がっていくというのが、プロの見方ということになります。日本銀行は物価が2%安定的に超えるまで、現在の政策を維持すると約束しているわけで、こういう状況の中では、なかなか日本銀行が金融緩和の縮小、あるいは金融引き締めへ転じることはなりにくい。というわけで、来年も緩和的な金融政策が維持されるということがメインシナリオだろうと思っています。

とは言いながら、ここ数年、この場で私は、来年の金融政策はほぼ100%の確率で緩和的な状況が維持されると申し上げてきたのですが、今年はずがにほぼ100%などという強気のことを言い難いということになります。少なくとも、物価が上がりやすい地合いになっていることは間違いなからうと思っております。

この左側、販売価格判断DIという日銀短観のデータですけれども、企業にとって先行き販売価格を上げられるか、あるいは販売価格は下がっていくのか、この見方を問うたアンケート調査です。企業の見通しを見てみると、かなりDI値が上の方に来ている。すなわち先々、企業にとって売価を上げられるという認識が大きく広がっていることが分かります。

先ほどのスライドは、プロのエコノミストの物価の見通しをご覧くださいわけですが、一般の人たち、すなわち家計とか企業の物価の見通しは、このところ急速に上がっていることが確認できます。このことは、全く軽視すべきでないということになります。と申しますのも、実際に物価が上がっていく状況で何が起こるか

いうと、人々が物価が上がると信じるようになります。そして人々が物価が上がると信じるからこそ、実際に物価が上がるといふ効果がありまして、教科書的には「期待の自己実現」と言っているわけです。こういう作用が実際に物価に影響を与えるとすれば、これまでの数カ年度に比べれば、今後、物価が上がりやすい情勢に直面していることは間違いないと思います。

メインシナリオといたしましては、来年も物価は安定し、金融政策も維持されることにはなるかと思えますけれども、一定の確率を持って、物価が上がっていくことにも目配りしなければいけない。そういった状況にあるかと思っています。

そういった中、実際に物価が上がり、そして金利が上がっていく中で、不動産市場で一体何が起るのか。これは非常にわれわれ関心が高いところでして、なかなか先行きを見通すのは難しいとは思いますが、何しろ、日本において本格的に物価が上昇し、金利が上昇するとすれば、数十年ぶりということになりますので、そこで何が起るかということは見通し難いわけですが、一つのヒントとしては、諸外国で何が起っているのかをつぶさに観察する。このことはおそらく、日本の先行きの不動産市場を見る上でも、有益な情報を提供してくれるはずです。

たとえばこれはアメリカにおける指標を示しておりますけれども、アメリカにおきましては金融政策の変更に

よって、住宅ローン金利が足早に上昇しました。これに連れて、不動産市場におけるマインドも急速に悪化しておりまして、消費者における住宅の買い時感、あるいは戸建住宅業者におけるマインドは、急速に切り下がっているということになります。

そういった中、これはアメリカでの住宅価格のデータを取っています。コロナ禍以降、むしろこれまでよりも急速なペースで住宅価格が上昇してきたわけですが、ついに足元に来て住宅価格に息切れ感、調整局面が見られるということになります。

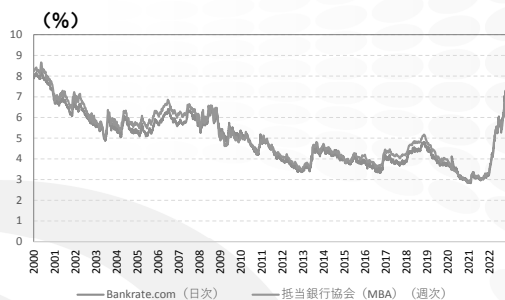
私どもが公表しております国際不動産価格賃料指数を見ても、ニューヨークのオフィス価格はいよいよ頭打ちになっているということですし、同じく私どもの国際不動産価格賃料指数の調査都市でいきますと、ソウルのような都市はこれまで低金利の中、足早に住宅価格が上昇してきましたけれども、足下では金利の上昇によって住宅価格が下落に転じるような動きになっています。その他の主要国、オーストラリアとか北欧の国でも、住宅価格が既に大きく下落に転じている状況だと聞いております。

このことは今後、日本において本当に物価が上がり、金利が上がっていくという中で何が起るのかを占う上で、大きなヒントになるということです。さらに言うと、そこでいわば市況の調整が軟着陸するのか、あるいは何らかのハードランディングがあるのか、こういったこと

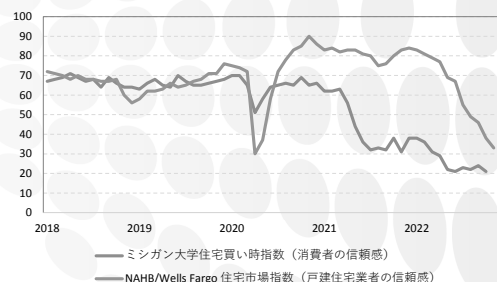
## 物価・金利上昇下の不動産市場

- 米国においては住宅ローン金利が急激に上昇した。
- 住宅市場を巡る消費者および事業者の心理も急速に悪化した。

米国における住宅ローン金利(30年固定)

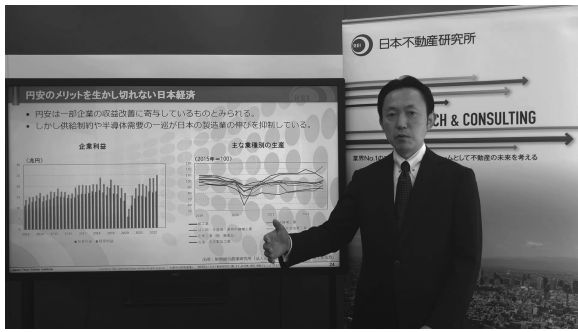


米国における消費者および戸建住宅業者の信頼感



注：右図のうち、消費者の信頼感は「現在が住宅の買い時である」と認識する回答者の割合。戸建住宅業者の信頼感は判断の分かれ目＝100。  
出所：Bankrate.com, Mortgage Bankers Association, University of Michigan, National Association of Home Builders





も、われわれはつぶさに観察することができます。

日本において、金利が上昇していくというのはいわば周回遅れだったからこそ、諸外国の教訓をわれわれは得ることができることとなりますので、引き続き国内の不動産だけではなく、諸外国の不動産動向も含めて、私どもとしても綿密にウオッチしていきたいと考えております。

以上をもちまして、私からの報告は終了させていただきます。

最後のスライドに、今日お話ししたかったことをあらためて書き出しております。

繰り返させていただきますと、来年の不動産市況、まず实体经济の状況を考えて、日本経済が頭が重い展開になっていくことが避けられない中、大きく経済が損な

われるということもありません。したがって、賃貸市場においても何か大きな谷が待っているということはありませんが、一部の都市のオフィスですとか、これまで物流施設の供給が多かったエリアは賃貸市場に一定程度の調整もあるということで、それが上昇に転じる、回復に転じるということが実感できるまでには、しばらく時間がかかりそうということになります。

一方で、売買市場におきまして、基本的なシナリオとしては、引き続き来年も低金利が続くということになり、大きく変動がない。そうなれば、賃貸市場の若干の弱さと売買市場の活発さということで、いわばデカップリングが進むことになるわけですが、今日お話し申し上げましたとおり、ほぼ100%の確率で来年も低金利が続くとまで強いことは言えないということになります。

諸外国の動向などを踏まえつつ、今後、本当に日本においても物価は上がり、金利が上がっていくという状況がもし生じたときに、一体何が起こるのか。その心の構えをしておくことは求められる。そういった状況にあるのではないかと考えております。

以上をもちまして、頂戴した時間がまいりました。私からの報告は、これで終わらせていただきたいと思えます。ご清聴くださりまして、誠にありがとうございました。

## 総括：2022年の回顧と2023年の見通し

### ■ 2022年の経済動向と不動産市況

- 地政学リスクの顕在化や世界的な物価高、およびそれに起因する各国での金融引き締めによって、世界経済は想定以上に下振れした。
- 円安が急速に進行したが、円安が日本経済を刺激する効果は薄い。
- 地価は足元で反転している。オフィス賃貸市場に緩みがみられるが、その度合いは限定的かつ局所的である。
- 不動産投資家は積極的な投資意欲を維持している。

### ■ 2023年の不動産市況の見通し

- コロナ禍以降、東京の人口動態は大きく変化した。不動産市場の構造変化には繋がっていない。
- 景気の腰折れリスクは低いものの、景気の減速自体は避けられないであろう。不動産賃貸市場においては、これまで調整が進んできた部門での回復が鈍く、またこれまで好調だった部門の中にも一服感がみられる可能性がある。
- 国内では緩和的な金融政策が維持される可能性が高く、金融・資本市場の混乱が生じない限りは不動産売買市場と賃貸市場のデカップリングが継続する。
- 来たるべき金利上昇に備えて諸外国の不動産市場動向を観察しておくことは有用である。

Japan Real Estate Institute

Copyright © 2022 Japan Real Estate Institute All rights reserved. / 本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可なく使用、複製することはできません。

41

※本稿は、令和4年12月9日に開催された令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナーの内容をもとにとりまとめたものです。

令和4年度 定例講演会 JREI ウェビナー

# 2023年の不動産市場の展望とホテル市場の行方

## 質疑応答

**司会：**皆さま、いかがでしたでしょうか。一部スライドの乱れ等があり、大変申し訳ございませんでした。これから、皆さま方から頂戴いたしましたご質問に、回答させていただきたいと思っております。

はじめに、いただきましたご質問でございます。こちらは山田さんですね。具体的に、インバウンドに依存していた地域はどの辺りでしょうか。インバウンドでも中国、台湾の戻りは遅いですが、比較的欧米は動いているのかと思っておりますが、いかがでしょうかというご質問です。この点、山田さん、いかがでしょう。

**山田：**インバウンドもエリアによってかなり強弱がございます。京都、大阪、あとは北海道のスノーリゾートですね。ニセコとか長野の白馬、この辺に関してはかなりインバウンドが多かったという認識でございますので、そこは戻りが少し遅れている状況かと思っております。

ご認識のとおり、中国はまだゼロコロナ政策で戻りが遅い。欧米系だったりとか、その辺が中心になっている

かというところですが、中国も直近のニュースでそろそろ緩和傾向にあるというところがございますので、かなり明るい見通しかとは感じております。

**司会：**続いてのご質問です。旅館市場の今後の展望について、ご見解があれば教えていただきたいですというご質問をいただいております。この点はいかがでしょう。

**山田：**旅館市場は箱根や東京に近いエリアに関しては国内需要がかなり強く、コロナ時期にコロナ前の水準を超えたといった状況もありました。

種類に関しては、一般的なホテル同様に、結構、高価格帯のホテルが好まれている状況です。インバウンドからもそういった高価格帯の旅館のニーズが高いと聞いておりますので、一泊10万円とか、そういったラグジュアリークラスの開発も見られている状況かと思っております。

**司会：**続きまして、欧米では2023年度に景気後退を予測する声が強いですけれども、景気後退がホテル価格に与える影響をどう見ているかというご質問をいただいております。この点はいかがでしょう。

**山田：**結論から言うと、現状はそれほど大きな影響はないかと考えております。日本のホテルアセットもしくはホテルマーケットという部分については、外国人の投資家はかなり前向きで、まだまだ成長過程であると見られており感じております。あとは、運営改善により、アップサイドを見込めるホテルも多いので、宿泊施設に関して、価格についてはそれほどネガティブな予測は取っておりません。

**司会：**次もホテルの収益性に関してのご質問です。売上は回復してきておりますけれども、人件費などの上昇



が大きく、NOIは上値が重いという意見もございますが、実態はどうでしょうかというご質問をいただいております。いかがでしょうか。

**山田：**ご認識のとおりで、急激に宿泊者数も回復してきていますので、人材の確保という部分が大きな課題になるとは聞いております。また、コスト高で、光熱費も上昇してきておりますので、その辺も少し懸念材料、利益率を押し下げる要因としてあると思います。

一方で、コロナである程度マルチタスクの推進など、経費の削減という部分も進められておりますので、そこを併せて考えるとそんなに大きな下落とは考えておりません。

**司会：**次は、ホテルの契約に関するご質問をいただいております。ホテル不動産における固定賃料型と稼働連動型の比率や、今後の推移に関する考察があればご教示くださいとのことですが、いかがでしょうか。

**山田：**コロナで、オペレーターも含めて、固定賃料型よりも変動賃料型を採用されるホテルが増えてきておりますし、既存の固定賃料型のホテルも変動賃料に切り替えるといった事例もありますので、割合としては変動賃料型またはMCが増えていきます。ある程度オーナーがホテル経営のリスクを負って、逆にアップサイドはという部分があるとは思いますが、そういった傾向に今後なっていくかと感じております。

**司会：**関連してもう1点、ご質問をいただいております。今、答えをいただいたところにも関わるとは思います。固定賃料型と稼働連動型の比率の変化が、投資家の投資意欲にどのような影響を与えるのでしょうか。コロナ禍の間のボラティリティの高さを経験した中で変化があるのでしょうか。この点はいかがでしょう。

**山田：**先ほど申し上げたとおり、オーナーがある程度、ホテルのボラティリティリスクを享受せざるを得ないマーケットになりつつあるかという部分がござります。一方で、そういった意味ではちゃんとした目線を持ち、各専門家のサポートも得ながらリスクを排除しつつアップサイドが見込めるという部分もあると思います。

一方で、逆に固定賃料型のホテルで、家賃負担力が十分確保されていて、さらに賃借人のクレジットが確保されているホテルについては、かなり希少性が増しておりますので、そういったもののキャップレートの低下といった部分も今後出てくると思っております。

**司会：**次の質問にまいります。国内の延べ宿泊数は、2024年に2019年水準まで回復するのではないかとということですが、この予測の実現に当たって重要な、あるいは着目すべき要素について教えてくださいとのことですが、こちらはいかがでしょう。

**山田：**日本人の宿泊者数、外国人の宿泊者数という側面から見させていただくと、日本人は人口が減少している傾向にありますけれども、過年度の推移を見ると、日本人の宿泊者数も増加傾向にあります。その要因として、LCCや交通インフラが発達しているところ、魅力ある観光施設もしくは宿泊施設が増加しているところ。あとは余暇のある高齢者が増加しているということもあると思います。そのため、当面は日本人の宿泊者数も、比較的ゆるやかな増加傾向に推移していくと考えます。ただ、長期的には少し人口の減少も影響があるかと感じています。

したがって、外国人の今後の伸びが一番重要なファクターになってくるかと思っております。短期的に見ると中国のゼロコロナ政策緩和、海外旅行の解禁は大きな一つの転換期になると考えています。

**司会：**次は、マーケットレポートのことでご質問をいただいております。ホテルマーケットレポートサービスは具体的にはどのようなものでしょうか。報酬水準と併せてご紹介いただけないでしょうか。この点はいかがでしょう。

**山田：**オーダーメイド的な要素が強くて、かなりさまざまなご要望をいただくケースが多いです。将来的な予想の部分とか、ホテルの種類自体も今までなかったようなものや、周辺のエリアとの比較がなかなか難しいようなホテルの開発も増えてきておりますので、そのような分析のご依頼も増えてきております。

報酬もオーダーメイドで対応させていただいてまして、今、ご依頼いただいているボリュームゾーンとしましては、だいたい100万円から300万円程度となります。

**司会：**次のご質問につきましては、最初に吉野さんに回答いただいて、次に山田さんに回答いただければと思います。よろしくお願いいたします。

2023年のホテルマーケットを捉えるに当たり、注視すべきイベントや経済指標があれば教えてくださいとのことですが、吉野さんいかがでしょう。

**吉野：**当然ながら、訪日外客数がどのようなプロセス

で戻っていくかということが最も重要なポイントであると思います。あと、国内のビジネス需要がどのぐらい戻るかといったことも、オフィスの使い方とか、働き方といった文脈に合わせて注目すべきポイントかと思っています。

当然、日本の観光需要も持続的な回復を期待したいところではあるのですが、全国旅行支援のような一時的、あるいは局所的に需要を押し上げる政策ではなくて、より観光に人々が行きたくなるような方向性で誘導することが大事なのではないかと思っています。

**山田：**細かい色々なファクターがあると思うので挙げていくと、中国の政策が一つ。次に旅行支援の影響、中長期的な宿泊マーケットの成長。あとは、今はまだ稼働率が回復過程にあって、ADR に関しては成長過程にあると思いますので、そこがいつ回復してくるのかといったところです。

あとは、コロナでホテルの開発がコロナ前と比べると鈍化しておりますので、供給過剰だったエリア、大阪や京都といった所で、どの時点で需給バランスが改善するのかということですね。

あとは、述べましたけれども、高価格帯のホテルだったり旅館といった開発が増えていますので、そういったホテルの開業の影響、開業後の KPI がどう推移していくのかということですね。あとはコストの面、人材難とか水光熱費や建築費の変動の部分。

さらにインバウンド、国籍の割合です。アジア圏の経済成長がかなり急激に進展しておりますので、インバウンドの割合が今後どう変わっていくか、中国に置き換わるところが出てくるのか。あとは吉野さんもおっしゃいましたけれども、新たな宿泊需要で、リモートワーク、ワーケーション、デイユース、リモートの宴会・婚礼部門など、そういった新たな需要がどう影響してくるのか。そういったところから見られるかと思っています。

**司会：**次のご質問は、日本の経済と不動産マーケットの関係になりますので、吉野さんにお答えいただければと思います。円安は日本経済に対してマイナスに働いているとのことですが、日本の不動産市場に対してはどのように作用しているといえるでしょうかといったご質問をいただいております。この点、いかがでしょうか。

**吉野：**円安になりまして、海外から見た日本の不動産は当然割安に見えるということになりましたから、外国

人富裕層の方で、日本国内のマンションを買いたいという方の取得意欲を押し上げる効果はあると思います。また経験則になりますが、円安の時期は日本の不動産市場における、海外の人たちの取引が活発になることも知られています。

とはいえ、実際プロの投資家の方々の投資の動機を考えると、円安になって割安になったから、そのことを直接的な動機として不動産の取得に動く、不動産の取得を積極化するというわけではないので、円安だから割安。割安だから外国人による爆買い。こういった短絡的な因果関係が生じているわけではないことについては、申し上げておきたいと思います。

**司会：**次のご質問に行きたいと思います。欧米では、金利上昇が不動産価格を低下させ始めているようですが、日本への間接的な影響はないですか。この点、いかがでしょうか。

**吉野：**間接的な影響はゼロではないと思っています。欧米にしても韓国にしても、国債の金利は4%になっている中で、海外の投資家勢の方々が日本の不動産に投資をして、出来上がり4%だといったときに、やはりそれは合理的な投資ではないという判断にはなりがちだとは思っています。

とはいえ、実際にいくつかのプレーヤーさんが日本において投資を手控えているという話自体は聞こえてくるんですけども、日本に対する投資意欲そのもの、この低金利は続くという中で日本の投資妙味について完全に失われたわけではないと思っています。日本への影響はゼロではないとは思いますが、少なくともこれまでのところ、特段の影響があったとは思われません。

**司会：**関連しまして、アメリカの情勢についてもご質問をいただいております。アメリカの金利上昇、株価下落、地価下落といったシナリオにつきまして、どう考えられますか。メインシナリオでの影響度、注目度について教えてくださいということですが、いかがでしょうか。

**吉野：**金利上昇に発端して実体経済全体が悪くなるという流れにありますので、アメリカをはじめ金利上昇に着手している諸外国においては、不動産市場は調整局面にあると言って差し支えなからうと思います。住宅ローン金利が上がっているとはいえ、住宅金融そのものの機

能に大きな影響が及んでいるというわけではないので、前回の金融危機のように大幅に市場の機能が低下するようなクラッシュの仕方をする確率は、今のところ低いと思います。

**司会：**次のご質問でございます。各アセットの期待利回りが低下している一方、日銀の金融政策の変更を気にする声が多い点を併せますと、投資家は仮に日銀が金融政策を変更するとしても、大した変更にはならないと考えていると見てよろしいのでしょうか。またこの考えが正しいのであれば、投資家の目線と物価は1年で3%も上がると見る企業、家計の見通しとの見方の違いはどのような理由で生じているのでしょうかといったご質問をいただいています。この点、いかがでしょう。

**吉野：**二つの点からお答えさせていただきます。まず日本において万が一、金融引き締めに移るとしても、諸外国のような足早な金利上昇にはならないというイメージは、多くの投資家の方々の共通認識だと思いますし、私自身もそうだと思っています。

それから物価に対する見方ということで、企業や家計の見方が非常に高い物価上昇率を予測している点については、統計上のくせみみたいなものがありまして、特に家計の予想物価上昇率を統計で見ると、現実よりもかなり高いところを予測するという点になっています。したがって、水準として家計がどれだけの物価上昇を予想しているかということよりも、過去と比べて予想物価上昇率が上がっていることに注目すべきだと考えております。

**司会：**次のご質問に進めたいと思います。米国の住宅ローン金利と住宅市場の関係を踏まえますと、日本においても金利上昇が住宅地需要を減退させることになると思われますが、現状では上昇を続ける住宅素地価格、さらに高水準にある建築費などの要素を加味しますと、仮に金利が上昇に反転した場合、住宅地価格はどのような展開になりそうでしょうかといったご質問をいただいております。この点はいかがでしょう。

**吉野：**当然ながら、日本において万が一金利が上昇することになれば、住宅地の地価も無傷ではいられないと思っています。ただ、金利の上昇そのものが上昇幅に比例的に地価に影響を与えるかということ、決してそういうことではないと思っています。日本においてそれがどういったプロセスで出てくるかということ、日本では多くの

住宅取得者たちはいわばご自身の月々の所得の見合いの中で、どれだけ住宅ローンを払えるかが先に決まって、それによって買える住宅予算が決まる。こういった需要行動をされている方が多いと認識しています。

金利が上昇するという事は、月々の支払に対して買える物件の値段が限られることになりますから、それが住宅市場における価格の押し下げ要因になります。そこにさらにさまざまなコスト高が加味されるといことになると、デベロッパーの利益を圧縮したり、商品設計を工夫するような形で飲み込めないようになってくると、当然素地価格にも影響がある。こういうプロセスで影響が現れてくるのではないかと思います。

**司会：**次は、為替と日本の不動産マーケットについてもご質問をいただいております。円安は日本経済に対してマイナスに働いているとのことですが、日本の不動産市場に対してはどのように作用しているといえるのでしょうか。この点いかがでしょう。

**吉野：**先ほどのご質問にあったとおり、円安によって海外から見た割安感が高まっているという意味では、そのとおりかなとは思いますが。通常であれば、円安が日本の実体経済を押し上げるという効果をもって、さらにそれが株価の上昇ですとか、不動産を含む資産価格の上昇につながっていくことが期待されるわけですが、プレゼンテーションでもお話し申し上げましたとおり、なかなかそのプロセスが作用していないというところ、この円安局面が不動産市場の追い風にはなっていないという現実かと思っています。

**司会：**次のご質問でございます。もう一段の金融緩和は見込めない中、期待利回りがさらに低下しているのは、どういった理由によるものでしょうか。この点、いかがでしょう。

**吉野：**日本においては中長期的に見て、キャッシュフローも安定していることがあらためて評価されているとか、あるいは日本の不動産市場における取引の透明性みたいなものが各国と比べて高まっていること。市場参加者の厚みが増しているといったこと。さらにはいわゆるイールドギャップ（不動産から得られる利回りとベースレートとの差）といったことがまだまだ諸外国と比べても厚い。こういったことが、キャップレートの圧縮の余地を生み出しているのではないかと考えられます。

**司会：**次は、日本銀行の人事に関するご質問をいただ

いておりますので、読ませていただきます。日銀のトップ変更時を逃すと日銀の政策変更は機を逸してしまうことになると思いますが、物価の安定的上昇なくして金融引き締めはないと考えられる理由を教えてくださいとのこと。この点いかがでしょう。

**吉野：**そもそも日銀が何のために金融政策をしているかということに立ち返って考えると、日銀法2条に、通貨とか金融の調整に当たっては物価の安定を理念とするという原則論がうたわれています。今、日本銀行は物価が2%で上昇を続けることが物価の安定の目当てなのだと言っている以上、それを実現することが日銀の義務、目標ということになります。

そのため、建前上は日銀の首脳が代わったとしても、そのパーソナリティによって金融政策が左右されるわけではないというのがメインシナリオとならざるを得ないと思います。当然ながら、日銀の首脳もスタッフの方も人間ですので、そのトップが代わることが、これまでのやり方を変えるという心理的なハードルが下がる側面はあろうかと思いますが、しかし今日お話ししたような来年度の不動産市場を占うという上で、人事のタイミングが金融政策のタイミング、あるいは金融政策の変更の重要な要因であると考えるのは、無益といいましょうか、あまり当たらないのではないかと思います。

もう一つ付け加えると、日銀が万が一物価の目標を放棄して、政策の枠組みそのものを変えるということになれば、サプライズ的にやるわけではなくて、市場に何らか期待、予想を織り込ませながら軟着陸することになるはず。そのときはそのときで不動産市場としても心理的な備えをしておくことができる、ということになるのではないかと思います。

**司会：**最後のご質問になろうかと思いますが、2023年の日本の不動産市場の動向を捉えるに当たり、どのような点に着目すればよいとお考えでしょうか。ぜひ教えてくださいとのこと。この点吉野さん、いか

がでしょう。

**吉野：**特に今年に入りましてから、不動産の省エネ性能に対する関心が高まったり、災害に対するレジリエンスに対する関心が高まったり、ビルを木造で造ったり木質化するといった動きといったことがいろいろ話題になったかと思います。総じて言えば、ESGに関するキーワードが、不動産市場でもこれまで以上に注目されていると思います。当然、来年以降もこの潮流は加速していくことになるでしょうし、さまざまな新しい取り組みも出てくるでしょう。

それからコロナ禍以降を振り返ると、そもそも不動産の使い方といいますか、オフィスの使い方にしても、住宅の住まい方にしても、それ自体が見直されている中で、不動産業界としてもこれまで需要する方々に対して、いわば画一的な、お仕着せの商品設計をしていなかったかというのを見直す契機にもなっているかと思います。ESGの潮流と併せてそういったトレンドをつかまえていくということが、不動産業界における投資機会、事業機会にもつながりますし、業界そのものの社会的な意義につながっていくと考えております。

**司会：**ありがとうございました。そろそろお時間がやってきました。

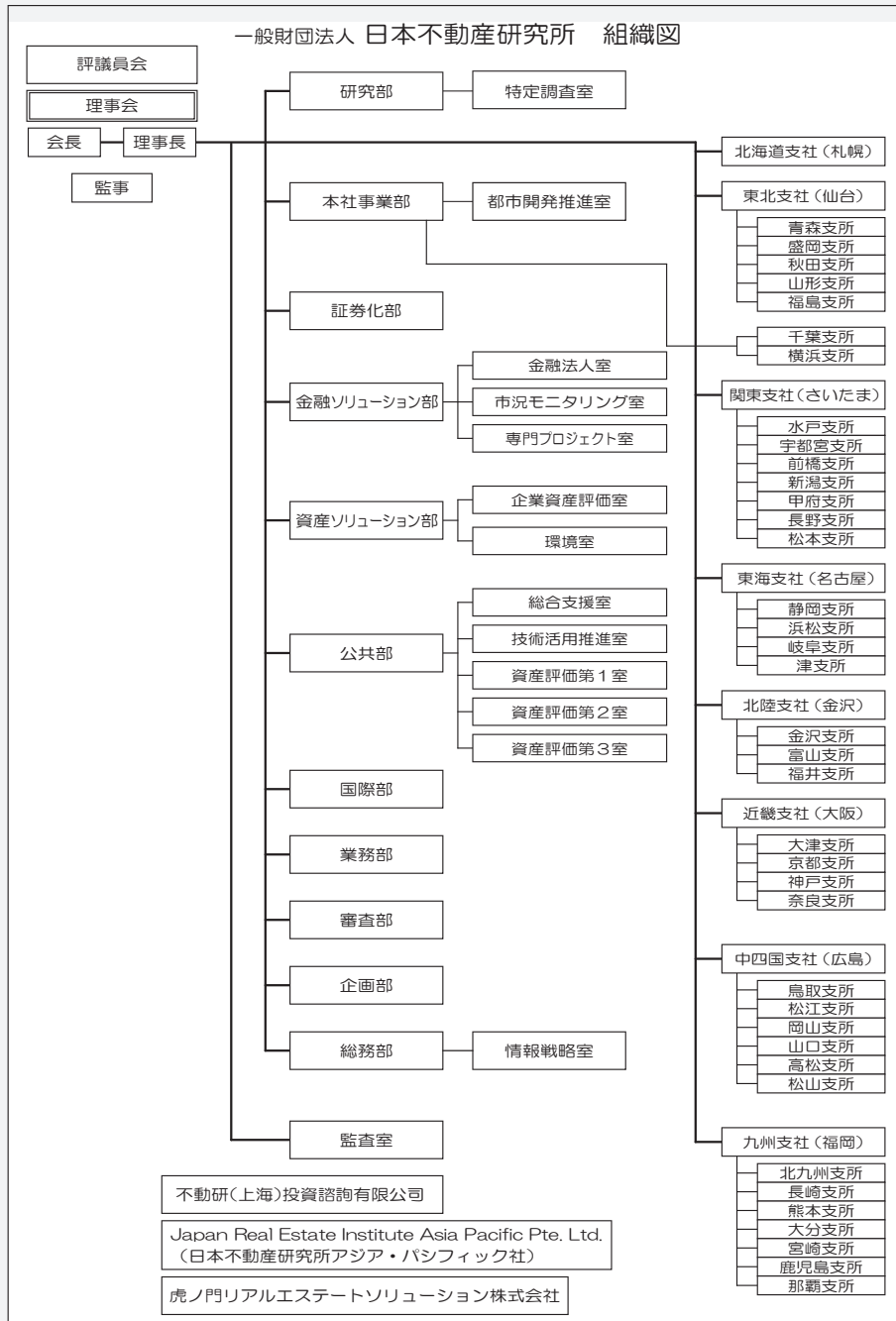
最後に皆さま方に1点、お願いがございます。当ウェビナーの配信終了後に、皆さま方にアンケートを送信させていただきます。ご多忙とは存じますが、ぜひご協力のほど、よろしくお願いいたします。

なお、アンケートにご協力いただきました方々におかれましては、本日使用しましたウェビナー資料を後日、PDFファイルとして共有させていただくことを予定しておりますので、よろしくお願いいたします。

この辺で定例講演会ウェビナーを終了させていただきます。最後までお付き合いいただきまして、誠にありがとうございました。失礼いたします。

# 不動産の新しい可能性のために

弊所は「組織力」「研究・開発力」「情報力」の3つの力を融合し、社会の更なる発展に向けて、不動産を見守り続けています。



ホームページ  
<https://www.reinet.or.jp/>



一般財団法人  
**日本不動産研究所 (JREI)**  
 〒105-8485  
 東京都港区虎ノ門1-3-1 東京虎ノ門グローバルスクエア  
 お問い合わせ先：03-3503-5330 (企画部)

# 業務内容のご案内

## 評価・ソリューション業務

### 不動産鑑定評価

- ・独立した審査体制（審査部）
- ・全国ネットワークによる客観的・中立的な機関鑑定評価
- ・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

### 証券化に伴う評価・コンサルティング

- ・投資リスクを適切に分析した評価
- ・物件の用途、特性に応じた適切な処理
- ・海外投資家に対する適切な対応（英文評価書等）

### 環境不動産調査

- ・不動産の環境デューデリジェンス（DD）
- ・環境リスクを反映した不動産鑑定評価、価格調査等
- ・建物環境性能評価（GB 認証）
- ・不動産のレジリエンス評価（ResReal）

### 固定資産税評価支援

- ・固定資産税のための土地評価システム
- ・土地価格比準表の作成、画地計算法・所要の補正調査
- ・家屋評価の支援

### 海外不動産評価

- ・海外に所在する不動産の鑑定評価
- ・海外の不動産市場調査・コンサルティング
- ・海外提携機関とのネットワーク（米国・英国・中国・韓国・台湾・タイ・その他）
- ・中国現地法人  
不動研（上海）投資諮詢有限公司
- ・シンガポール現地法人  
Japan Real Estate Institute Asia Pacific Pte. Ltd.  
（日本不動産研究所アジア・パシフィック社）

### 時価会計支援

- ・賃貸等不動産の時価開示支援
- ・減損会計対応支援
- ・販売用不動産（棚卸資産）の評価
- ・M&Aに関する評価

### CRE（企業不動産）戦略支援

- ・CRE 戦略策定支援
- ・不動産有効活用事業支援
- ・不動産運用相談

### PRE（公的不動産）戦略支援

- ・PRE 戦略策定支援
- ・公会計制度関連支援
- ・不動産利活用支援

### 再開発ビル事業・まちづくり支援

- ・市街地再開発事業支援
- ・共同ビル事業支援
- ・土地区画整理事業支援

### 不動産市場に関する投融資リスク管理等支援

- ・不動産市場の予兆管理等支援
- ・将来予測市況モニタリング
- ・オフィス投資インデックス作成

### 防災・減災関連事業

- ・復興事業設計支援
- ・防災集団移転促進事業等・復興事業関連土地評価
- ・各種災害影響評価

## 各種調査・基礎研究

### 各種調査

- ・「市街地価格指数」、「全国木造建築費指数」（年2回）
- ・「田畑価格及び賃借料調」（年1回）
- ・「山林素地及び山元立木価格調」（年1回）
- ・「全国賃料統計」（年1回）
- ・「不動産投資家調査」（年2回）
- ・「国際不動産価格賃料指数」（年2回）

### 基礎研究

- ・土地政策・制度に係る調査研究及び提言
- ・不動産評価に係る調査研究及び提言
- ・不動産利活用・事業推進等に係る調査研究及び提言
- ・中国、韓国等の関係研究機関等との連携による調査

編集発行人／一般財団法人 日本不動産研究所  
常務理事・企画部長 山本 博英 ©2023  
〒105-8485 東京都港区虎ノ門1-3-1  
TEL 03-3503-5330/FAX 03-3592-6393

2023年（令和5年）2月15日発行 不動産調査NO.423 ISSN 1882-6431

本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。