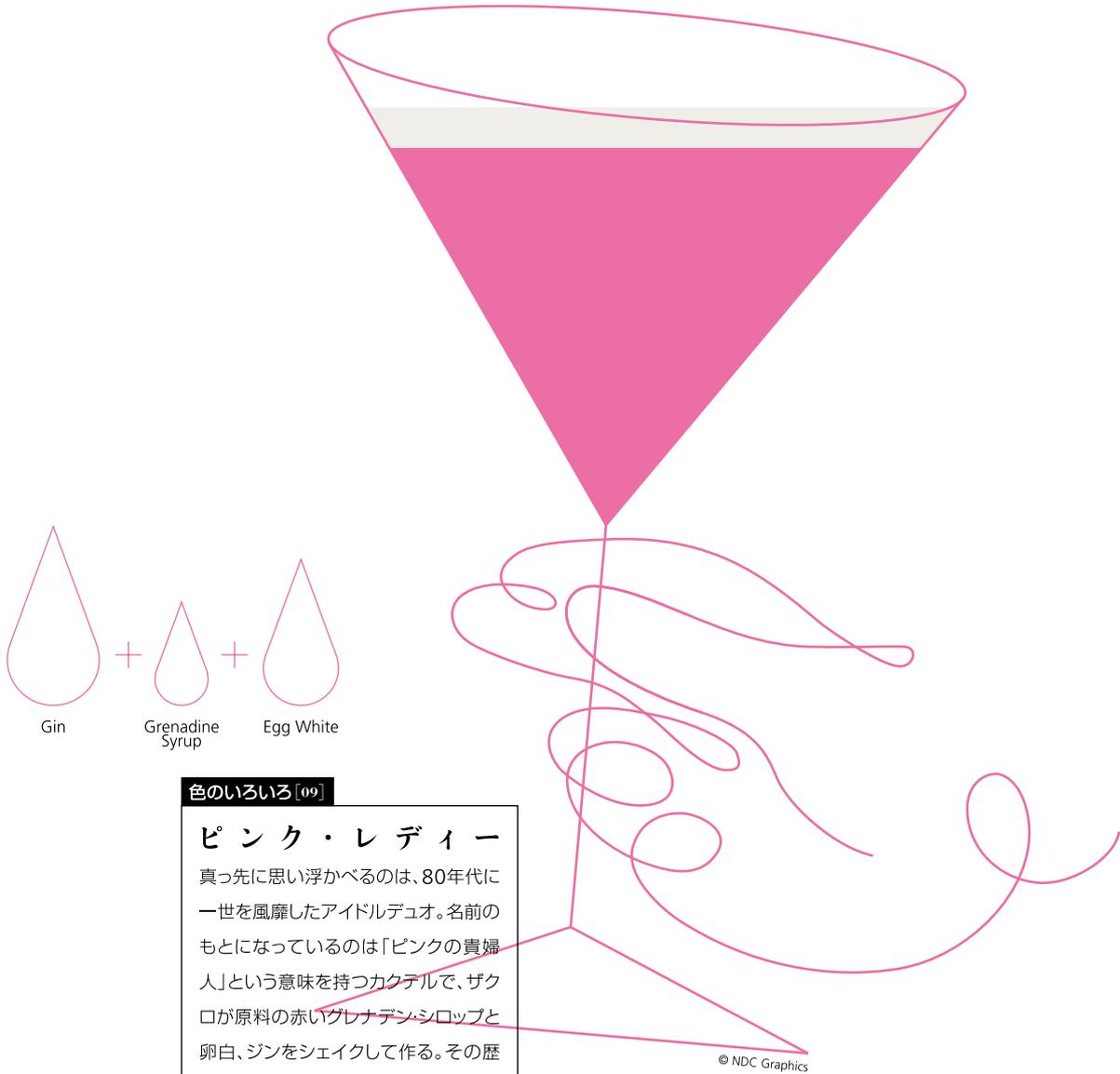


ニッセイ基礎研 Report

Dec. 2023 Vol.321

- 02 空き家対策のその先 ● 塩澤 誠一郎
- 03 「フェイクグル」に気をつける! ● 廣瀬 涼
- 04 「年収の5倍」は古い? 10倍を超える首都圏新築分譲マンション価格 ● 小林 正宏
- 06 低迷続く中国不動産市場の展望 ● 三浦 祐介
- 08 東京オフィス賃料は下落継続。物流市場は大量供給の影響で空室率が上昇 ● 吉田 資
- 10 個人タクシー運転手の上限年齢を「80歳」に引き上げる政府方針の課題 ● 坊 美生子
- 11 ドル円は150円割れ、円安のピークは過ぎ去ったか? ● 上野 剛志



空き家対策のその先

住み継ぐことを前提にした社会の構築に向けて



社会研究部 都市政策調査室長 塩澤 誠一郎
shiozawa@nli-research.co.jp



しおざわ せいいちろう
94年住宅・都市問題研究所入社。
04年ニッセイ基礎研究所、20年より現職。
技術士（建設部門、都市及び地方計画）

空家等対策の推進に関する特別措置法が改正され、新たに定義された、管理不全空き家を自治体が指定し、行政指導を行っても改善されない場合、固定資産税の減額措置が解除されるなど、対策が強化されることになった。

一方空き家の利活用についても様々な取り組みが進みつつあり、特に、自治体と民間事業者が連携して空き家を掘り起こし、所有者にアプローチして伴走型で利活用をサポートする取り組みが効果を上げてきている。こうした取り組みを全国的に推進していけば、将来的に空き家の解消が期待できる状況になってきた。

ただし、本来、空き家にしないことが重要なはずである。空き家になる前に、他の世帯が住み継ぐ、それが当たり前の社会にしなければならない。持ち家に自ら居住しなくなっても、他の世帯が居住したり、利用したりすることで空き家にすることなく、住宅を長期に活用する社会、住み継ぐことを前提にした社会を構築することである。

これまで、新築で取得した世帯のみが居住することを前提に住宅が供給され、取得されていたと言えるのではないか。その子世帯が住み継ぐことでさえ希薄ではなかったか。特に一戸建持ち家においてそれが顕著であった。

一世帯のみの居住期間耐える住宅でよければ、資産価値が低下することに無頓着であっても仕方ない。当然、メンテナンスに手を掛けようとはしない。居住期間が終了する頃には老朽化して住宅としての価値、魅力を失う。別の世帯が住み継ごうとしても改修にかなりのコストが伴う。というのがこれまでの住み継ぐことを前提として

いない社会であり、結果として空き家の増加を招いたと言える。

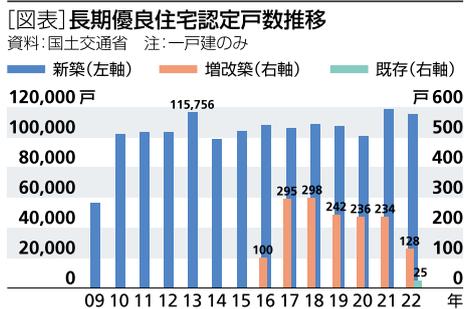
そうではなく長期に活用できる住宅であれば、取得した世帯が居住しなくなっても資産価値が残る。その資産価値を生かして、売却によって資金を得たり、賃貸化して住替え先の費用を賄ったりといった形で活用することが可能だ。

資産価値を生かそうとすれば、当然のように居住期間における住宅の維持保全に力を入れるだろう。住み継ぐ世帯も、資産価値のある質の高い既存住宅に無理なく居住することができる。

このような社会が、住宅を長期に活用する社会、住み継ぐことを前提にした社会である。これを築くためには、次の4つの取り組みが必要だと考える。

1点目は、住宅ストックの質を長期の活用に耐えるものにしていくことである。

これまでも、国の認定長期優良住宅制度がそのような住宅の供給を後押ししてきた。



今後さらに既存住宅においてそれを強化し、ストックの質を長期に活用できるものへと抜本的に底上げしていく。

それには、居住世帯によるリフォームや、売買の際に行う改修の機会を捉えて、長期の使用に耐える性能に向上させるよう促す必要がある。金融機関による資金面の支援も重要であろう。

2点目は、一戸建持ち家の維持保全を一般化することである。住宅の維持保全は、とりわけ一戸建持ち家において普及してこなかった。しかし、住宅を長期に活用し、住み継ぐことを前提にすれば、資産価値が目減りしないように維持保全に取り組むことはむしろ自然な行動となる。所有者自らメンテナンスを手掛けるようになり、専門業者による定期点検等に資金を掛けるはずだ。

そうした需要に応えられるよう、新築業者同様、改修業者による維持保全サービスの提供を強化したい。

3点目は、持ち家活用のサポートを制度化することである。現状、消費者からすると、持ち家の将来的な利活用についての相談先が必ずしも明確ではない。終活の一環で持ち家の利活用を誰かに相談したいと思っても、信頼できる窓口が見当たらないのでは、利活用の準備が進まない。

これには、現在成果を上げつつある、自治体と民間事業者の連携による空き家利活用の伴走型サポートを、持ち家の利活用に応用することが有益であろう。支援の対象を空き家から、居住中の持ち家に広げるのである。

4点目は、国民の住宅に対する意識を変容させることだ。国民が住宅取得を具体的に意識する前から、意識付けを行うことが肝要であり、それには学校教育が重要になる。中高生が、住まいを社会的資産として長期的に活用し、住み継ぐ視点を学ぶ。そのような教育プログラムの開発を国が主導して行うことが望ましい。

現状の空き家対策を強力に推し進めつつ、その先にある、住み継ぐことを前提にした社会の構築に向けて、以上の取り組みを、関係者が共に進めてほしい。それが、真のストック型社会の形成に必要なのである。

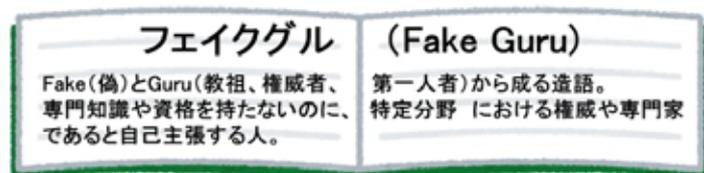
「フェイクグル」に気をつけろ！

SNSに潜むペテン師たち



生活研究部 研究員 廣瀬 涼

hirose@nli-research.co.jp

ひろせ・りょう
19年 ニッセイ基礎研究所入社
21年7月より現職

対象も膨大だ。そのため日常的に「まず答え」を求め、消費における失敗のリスクや自身で情報を選択

SNSにおいて我々は、そのユーザーの人となりを知るには、そのユーザーが発信する情報を鵜呑みにする必要があり、実態は違っていても、SNS上のイメージは「自身の投稿」で構築できてしまう。

1—— フェイクグルとは

フェイクグルとはFake(偽)とGuru(教祖、権威者、第一人者)から成る造語で、専門知識や資格を持たないのに、自己啓発、個人の成長、ビジネス、またはスピリチュアリティなどの特定の分野における権威や専門家であると自己主張する人を指す用語として使われている。

YouTubeやInstagramでは、人々が憧れるような豪邸に住んだり、高級車を乗り回したり、一晩で何百万ドルも散在するといった所謂セレブなライフスタイルを公開する人々がいるが、視聴者たちは彼らに憧れや尊敬の念を抱いている。その視聴者の憧れに付け込み、「私のノウハウを使えばあなたもセレブの仲間入り」といった謳い文句で誘って、教材を購入させたり、プログラムに入会させるといったビジネスが横行している。彼らが本当に資産家でビジネスに成功していれば、そのようなビジネスも詐欺ではないのかもしれないが、彼らの多くが専門知識や資格を擁さず、プライベートジェットや高級車も撮影用にレンタルし、あたかもお金持ちであるかのように振舞っているフェイクグルと呼ばれる人々なのである。

2—— まず答えを求める

不景気故に我々は、お金を使う事に対して消極的になる。一方情報が溢れているため、興味をもって時間を費やしたいと思う

する手間を避けようとする。従来の商品購入時の商品の口コミチェックのみならず、「これだけすれば必ず儲かる」「この体操をするだけで美脚になりました」といった手間をかけずに誰かがまとめた2次情報をライフスタイルに取り入れられたり、投資や人生設計など将来のビジョンの参考にする。その投稿者が本当にその領域で専門的な知識を擁しているかは関係なく、あくまでも労力を使わず、何かした気になれる方法や、何か知った気になれる方法。このような我々の情報処理方法が実態のよくわからない自称「専門家」や「プロ」を増殖させている原因なのかもしれない。

3—— SNSにおけるセルフブランディングとフェイクグル

日本のSNSユーザーを見ても、フェイクグルとまでは言わないが、自身の実態と大きくかけ離れた虚構の自分を、SNSで発信している者も多い。例えば「裕福であるというイメージ」を他のSNSユーザーに持ってもらうために、高級車の写真やタワーマンションからの夜景の写真が投稿されているアカウントが横行している。ユーザーによっては高級ブランド品や車などの画像と自分の写真を合成したり、他人の過去の投稿写真を転用するなど、投稿される写真すら偽物というお粗末なユーザーも存在する。なぜ、そこまでして現実(実態)とは違う自分を演じる必要があるのだろうか。

そのため、自身の地位を維持する(取り繕う)ために、それっぽいことを日々SNSで投稿するだけで影響力を増大させ、「何かすごい人」として認められることができ、高級車を借りたり、友達の高層マンションから夜景を撮影する、といった一回の支出でセルフブランディングに繋げることができるため、取り繕うのに支出が連続性を持たない「一瞬」で済む。誰でもやろうと思えばできてしまうという再現性の高さが、何者か実態はわからないけど他人が羨ましがらうようなライフスタイルを送っている人々がSNS上に溢れている背景にあると筆者は考える。

4—— さいごに

「答えがすぐわかること」への関心が大きくなると、情報の真偽よりも、如何に速く、如何に簡単に知った気になれるか、という事が情報を選ぶ時の大きな要素となってしまう。しかし、多くの人に拡散されているという事が決して情報の信ぴょう性を保証しているわけではなく、発信者が何者なのか、投稿者本人にとって情報を発信することに何のメリット(アフィリエイト、有料コンテンツ・セミナーへの導入、個人情報取得など)があるのか、しっかり考え、情報に接する必要があるだろう。



「年収の5倍」は古い? 10倍を超える首都圏新築分譲マンション価格

それでも返済負担はバブル期の6割に止まる



金融研究部 客員研究員 小林 正宏

m-kobayashi@nli-research.co.jp

1——首都圏の新築分譲マンション価格と年収倍率

株式会社不動産経済研究所「首都圏 新築分譲マンション市場動向」によれば、首都圏(1都3県:東京都、神奈川県、埼玉県、千葉県)で2023年1月から8月までに新規発売された分譲マンションの平均価格は8,893万円と90年代前半のバブル期の水準を超えている。3月に都心で高額の大規模物件の供給があったことも影響しており、単月での価格変動も大きいため、トレンドを見るために12か月移動平均で見ても、やはりバブル期のピークの水準をかなり超えてきている[図表1]。かつてバブル期には生産年齢(15~64歳)のそれ以外の年齢階層の人口に対する比率である逆従属人口指数がピークに達し、この「人口ボーナス」がバブルを牽引したという論説も散見されたが、その後の実績を見る限り、マンション価格と人口動態はあまり関係がない。

【図表1】首都圏のマンション価格と人口動態

出所:不動産経済研究所「首都圏 新築分譲マンション市場動向」、総務省統計局「人口推計」をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成



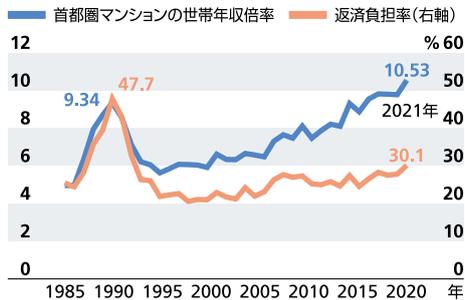
住宅価格の年収倍率について、かつて1992年6月30日の閣議決定「生活大国5か年計画 一地球社会との共存をめざし

て」において「勤労者世帯の平均年収の5倍程度」という数字が記載された。

バブル期から足元まで時系列で比較するため首都圏の世帯年収について一定の前提を置いて推計した結果、2021年の首都圏の新築分譲マンション価格の世帯年収に対する倍率は10.53倍(平均価格6,260万円/世帯年収594.4万円)と、バブル期のピークであった1990年の9.34倍(平均価格6,123万円/世帯年収655.6万円)を超えている[図表2]。

【図表2】首都圏新築マンションの世帯年収倍率と返済負担率

出所:不動産経済研究所「首都圏 新築分譲マンション市場動向」、厚生労働省「国民生活基礎調査」、住宅金融支援機構をもとにニッセイ基礎研究所が加工作成



2——金利水準を見ない「年収倍率」、見る「返済負担率」

首都圏の新築分譲マンションの年収倍率が、「5倍」という目安を超えて10倍にも達しているが、住宅取得が遠のいたとは一概には言えない。頭金を20%用意し、残り80%について住宅ローンを借りたと仮定し、世帯年収に占める住宅ローンの年間返済額の割合(以下、返済負担率)を試算すると、バブル期の1990年は47.7%(年間返済額312.95万円/世帯年収655.6万円)と収入の半分近くをローン返済に充当しなければならなかった。これに対して、2021年は30.1%(年間返済額178.87万

円/世帯年収594.4万円)と、バブル期と比較して返済負担率が4割程度低下している* (図表2右軸)。

住宅が購入しやすいか否かは、住宅価格と所得、金利の3要素で決まる。住宅価格や金利が上昇(下落)すれば購入は困難(容易)となり、所得が増加(減少)すれば購入は容易(困難)となる。それらのバランスの中で購入のしやすさが決まる。バブル期と比較して住宅価格は概ね変わらず、所得は若干減少したが、金利が大きく低下したこと

で返済負担率が低下したということである。こうした金利低下による影響の具体例を、図表3に示した。

【図表3】世帯年収1千万円の場合の借入可能額等(単位:万円)

年収	1,000	1,000
年収の30%(A)	300	300
金利	5%	1%
借入1千万円あたり年間返済額(B)	60.56	33.87
借入可能額の年収倍率(A)/(B)	4.95	8.86
借入可能額	4,954	8,856

返済期間35年の元利均等返済で住宅ローン金利が5%の場合、返済負担率の上限が30%であれば借入可能な金額は年収の4.954倍、ほぼ5倍となる。例えば、世帯年収を1千万円、返済負担率を30%とした場合、住宅ローンの年間返済額は1,000×30%=300万円、借入額1千万円あたりの年間返済額は60万5,625円、借入可能額の年収倍率は300万円÷60万5,625円=4.954倍となり、借入可能額は4,954万円となる。

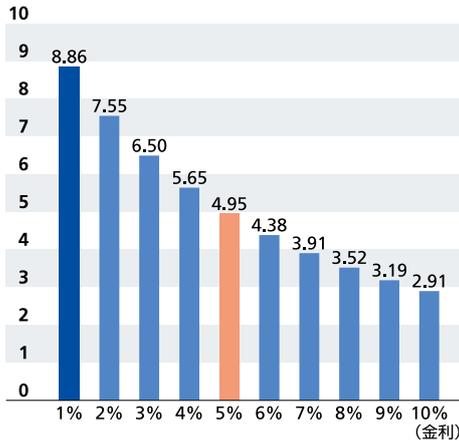
同様に、住宅ローン金利が1%の場合、借入可能額の年収倍率は8.856倍(借入額1千万円あたりの年間返済額は33万8,743円、300万円÷33万8,743円=



こばやし・まさひろ

88年 住宅金融公庫（現住宅金融支援機構）入社
96年 海外経済協力基金マニラ事務所駐在、02年米国ファニーメイ派遣
23年 ニッセイ基礎研究所
著書に『通貨で読み解く世界経済』（共著）、『通貨の品格』等。
早稲田大学大学院経営管理研究科非常勤講師、日本不動産学会正会員

[図表4] 購入可能額の年収倍率
(返済負担率30%を前提)



8.856倍)と9倍近くに跳ね上がる。これは、金利が5%から1%に低下することで年間返済額が▲44%と4割程度も減少するためである。そして、金利1%の低下による借入可能額の増加は、金利水準が低いほど大きくなる[図表4]。

バブル期の1990年頃は住宅金融公庫の基準金利が5%前後で推移していた。当時の金利水準からすれば、年収の5倍は返済負担率30%とほぼイコールであり、適切な基準であったと考えられる。しかし、その後市場金利が低下し、住宅金融支援機構が提供する「フラット35」の最頻値金利は2010年代半ば以降、1~2%近傍で推移している。金利1%、返済負担率30%。世帯年収1千万円の場合、借入可能な金額は8,856万円であり、2023年1~8月の平均価格8,893万円にも手が届く計算になる。住宅ローンの変動金利は更に低く、ネット系銀行の中には0.3%を割る水準で融資している銀行もある。この金利水準の場合、年収の10倍まで借り入れ可能という計算になるが、変動金利であること、個々物件ごとに融資可能額が異なるこ

とから、実際にそこまで借入可能かは別問題になると考えられる。

3——長期金利上昇の影響

上述のとおり、首都圏の新築分譲マンション市場において、価格がバブル期を超えた、あるいは年収倍率が5倍を大きく上回っているという理由だけで、これをバブルと言うのは必ずしも適切ではなく、金利の低下により借入可能額が増えたことで十分に説明できる価格水準であると言える。2023年に入ると長期金利の上昇に伴い住宅ローンも固定金利タイプでは金利が上昇し、上述の9千万円近い水準を正当化するのには困難となるが、この数値は都心の超高額物件が多いため高くなったという特殊要因による部分が多い。

一般論として言えば、金利が上昇すれば不動産価格にはマイナスに作用する。これは収益還元法の考え(家賃÷金利=不動産価格)からして当然であるが、足元では長期金利は徐々に上昇している一方、短期金利は日銀がマイナス金利政策を維持していることから低位で安定している。日本の住宅ローン市場では約7割が変動金利、約2割が固定期間選択型であり、長期金利が多少上昇しても、太宗としては住宅取得への負の影響は限定的という見方が多い。

また、日銀がマイナス金利を解除して短期金利の上昇を容認するのは、賃金の引き上げが持続的となり、供給サイドではなく需要サイドが牽引する形で2%の物価目標が安定的かつ持続的に達成されると確信してからと見られる。従って、短期金利が上昇する局面においては、賃金収入も一定に増加していると考えられ、金利が上

昇しても収入の増加で住宅ローンの返済負担率が変わらないという理想的な状況となれば、不動産価格は今後も維持される可能性がある。

さらに、長年続いたデフレが終息すれば、アジアの主要都市と比較しても廉価と言われる東京の不動産価格が水準訂正されて上昇が加速する可能性も考えられる。首都圏のマンション市場では3割程度はローンを組まず現金で購入していると言われる。購入層の実態は不明だが、1億円を超える高額物件、いわゆる「億ション」の契約率は2023年の1~8月の平均で86.9%と好調である。

いずれにしても、マンションに限らず、住宅を購入する際に大切なことは本当に住みたいと思う住宅に出会うことであり、あわせて、マンション価格が高くなっても無理なく購入できるかどうかの見極めも極めて重要である。その際には、単にマンション価格が年収の何倍かという基準ではなく、年間返済額が年収の何%かという返済負担率の方がより適切な基準であると考えられる。今後の生活に支障がないかどうかを良く考え、特に変動金利で借る場合は将来の金利上昇リスクに備えて、少し余裕を持って購入の是非を判断した方がよい。これから住宅を購入する人は様々なリスクを理解し、自らがコントロールできる許容範囲を見極め、納得した上でより良い選択を行い、そこでの充実した住生活を楽しむことが望まれる。

[*]住宅ローンの返済期間は35年、住宅ローン金利は2007年3月までは住宅金融公庫の直接融資の基準金利を適用し、2007年4月以降は独立行政法人住宅金融支援機構の「フラット35」の償還期間21年以上35年以内の最頻値を適用した。

低迷続く中国不動産市場の展望

金融危機に至る可能性は低いが、停滞は長期化し、経済の重石に



経済研究部 主任研究員 三浦 祐介

y-miura@nli-research.co.jp

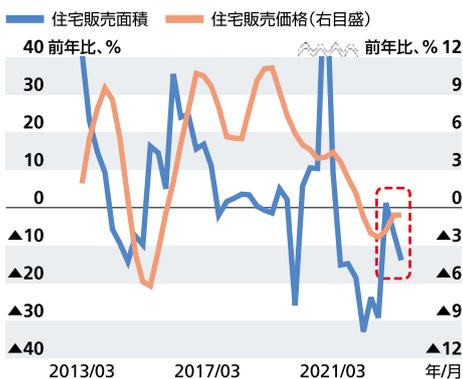
1—— 低迷が長期化する中国不動産市場

中国で不動産市場の低迷が続いている。2020年に始まった不動産デベロッパーの債務管理強化などの影響で、大手を含む一部デベロッパーの資金繰りが悪化し、買い主への物件引き渡し滞りようになった。これに不満を抱いた買い主の間で、22年7月以降、住宅ローン支払いボイコットの動きが広がり、先行き不安による買い控え拡大で住宅市場の悪化が進んだ。

事態を重くみた中国政府は、物件の竣工・引き渡しを安定的に進めるための対策やそれに関連する資金繰り支援強化の措置などを相次ぎ公表してきた。しかし、住宅販売面積が前年比マイナスの状況は続き、過去にないほど長期化している。消費者の不安心理は根強く、なかなか解消されていないのが実情だ[図表1]。

[図表1] 住宅販売面積・価格

注：四半期毎の伸び率。価格は70都市平均。面積は年初来累計伸び率をもとにした試算値。資料：中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



2—— 不動産政策は緩和に転じたが 過度な緩和は期待できず

低迷長期化を受け、23年7月に開催された中央政治局会議では、不動産政策を緩和する考えが示され、その後、地方政府を中心に緩和の動きが相次いでいる。例えば、住宅買い替え時の頭金比率などの

借り入れ条件の緩和や、1軒目購入時の頭金比率引き下げ、住宅購入の前提となる自地域への戸籍転入に関する制限の緩和・撤廃などだ。

今後も同様の動きは続くと思われるが、過度な緩和には消極的とみられる。その背景には、不動産市場を巡る構造的な課題がある。例えば、大都市を中心に所得対比で高水準にある不動産価格の問題だ。「共同富裕」のスローガンのもとで格差是正の取り組みを進めているなか、中間所得層の住宅負担が高まったり富裕層との格差が拡大することは望ましくない。また、20年から始まった債務管理強化の背景でもある不動産デベロッパーの高レバレッジも、金融リスクの温床として解消の必要性が高い。不動産市場がかつてのような高成長を見込めないなか、デベロッパーの体質改善を先送りにすれば、後に禍根を残すことになる。

上述のような各種緩和措置などを通じて住宅販売を後押ししつつ、物件引き渡し支援策やデベロッパーへの資金繰り支援により消費者の買い控え心理の解消を図り、地道に不動産市場の回復を促していくものと考えられる。

3—— 停滞は長期化する見込み。

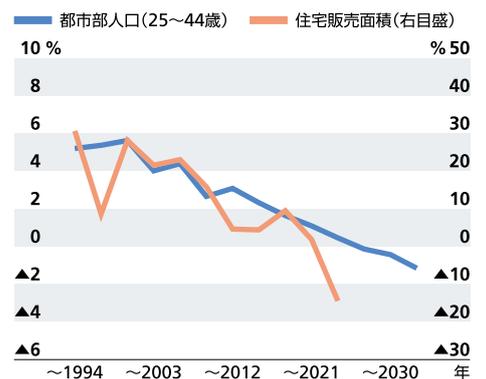
ハードランディングのリスクも残存

政策の緩和を受け、不動産市場は徐々に底打ちに向かうと考えられるが、デベロッパーの資金繰りは依然厳しい状況にあり、消費者の間に安心感が醸成されるにはまだ時間がかかりそうだ。販売の減少幅拡大に歯止めがかかり始めるのは、早くとも24年になると予想される。

販売が底打ちした後も、需給両面の要因から不動産市場は軟化しやすく、住宅価格や不動産開発投資への下押し圧力が続き、経済の重石になると考えられる。需要面については、人口減少によりの影響が大きい。例えば25~44歳の都市部人口(推計値)は、2000年代から低下傾向にあり[図表2] 2020年代後半には減少に転じる見込みだ。

[図表2] 都市部人口(25~44歳)と住宅販売面積

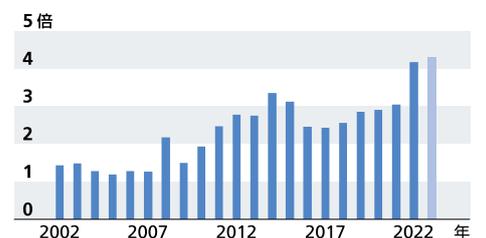
注：1. 3年毎の平均伸び率。2. 国連の推定値(2021年まで)および予測値(2022年以降、低位推計)に、都市化率に関する国連予測値(2018年時点)を乗じて推計。資料：国際連合、中国国家統計局、CEICより、ニッセイ基礎研究所作成



また、供給面については、在庫の水準が高まっている。建設中物件の面積(試算値)を販売面積対比で見ると、足元では4年分の販売面積に相当する在庫が積みあがっている計算となる[図表3]。販売不振の状況下で、在庫が十分に消化されるには数年かかる可能性が高い。

[図表3] 建設中の住宅在庫面積(販売面積比)

注：1. 「在庫面積=施工面積-竣工面積-予約販売面積」として推計。2. 2023年の値は、1~9月の累計伸び率に基づく。資料：中国国家統計局、CEICよりニッセイ基礎研究所作成





みうら ゆうすけ

06年 みずほ総合研究所(現みずほリサーチ&テクノロジーズ)
09年 同 アジア調査部中国室 (10-11年 北京語言大学留学)
(16-18年 みずほ銀行(中国)有限公司出向)
20年 同 人事部 23年 ニッセイ基礎研究所

以上がメインシナリオだが、リスクシナリオも想定される。政策の効果がなかなか現れずに販売不振が長期化し、大手デベロッパーの倒産などを契機に消費者心理が冷え込み、販売が一段と減少する、というものだ。そうなれば、それが他のデベロッパーの財務悪化を招き、負の循環が加速する恐れがある。

他方、政策対応がより積極的なものとなれば、底打ちに向かうペースはやや早まるかもしれない。例えば、債務管理強化の緩和や撤廃などにより資金繰りに苦しむ不動産デベロッパーの救済が進めば、消費者心理の改善にはプラスに働くだろう。前掲図表2の通り、人口の伸び鈍化のペース以上に販売が減少していることを踏まえれば、ペントアップ需要が生じる可能性もある。

もっとも、中国指導部が不動産市場のソフトランディングを目指す中、リスクシナリオ、楽観シナリオとも実現の可能性は高くないと考えられる。仮に悪化が進行すれば、歯止めをかけるべく強力な措置を打ち出すことが予想される。

4—— 経済への影響は広範にわたるが、金融危機に至る可能性は低い

不動産市場の悪化は、実体経済や金融にどのような影響を及ぼすだろうか。

まず、実体経済に関しては、不動産開発投資や不動産販売、住宅関連消費財の販売の減少が経済を直接下押しする。このほか、雇用の悪化や住宅価格下落による逆資産効果、不動産関連税収や土地使用権売却収入の減少による地方財政の悪化といった影響の広がりも想定される。とくに、地方財政に関しては、地方政府の主要財源に占める土地・不動産関連の歳入のシエ

アが37% (21年)と大きい。財源不足により、経済下支えの重要な柱であるインフラ投資にも下押し圧力がかかり、経済の悪化に拍車がかかる恐れがある。23年9月時点では、不動産市場低迷の影響が続く中でも+5%前後の成長率目標は達成できそうな見込みだが、上述のリスクシナリオのように一段と悪化が進んだ場合、景気への影響は無視できないものとなるだろう。

次に、金融面では、不動産デベロッパー向けの融資や家計の住宅ローンに関する銀行の不良債権の増加や、債券デフォルトの発生を招く。実際、不動産関連の不良債権は、19年から22年末にかけて増加している。

ただし、不動産市場発の金融危機が起こる可能性は低いとみられる。中国指導部は、金融システムリスクの発生に対して警戒を強めており、23年10月に開催された中央金融工作会議では、金融リスク防止・解消に関する文脈の中で、「様々な所有制の不動産企業の合理的な資金需要を満たす」とされた。業績不振が目立つ民間デベロッパーを念頭に、資金繰りをしっかりモニタリングし、必要な資金繰り支援は行う構えのようだ。

また、不動産セクター向けのファイナンスの大半を占める銀行貸出について、銀行業全体でみて不良債権増加に対する耐性がまだあると考えられる。例えば、2020年以降、銀行業は全体で毎年約3兆元以上の貸倒引当金を繰り入れているとみられ、そのうえで2兆元近い純利益を計上している。加えて、2023年6月末時点で、銀行の貸倒引当金が6.6兆元、自己資本の取り崩し余地が6.67兆元(試算値)*あ

り、これらを合計すれば、18兆元程度となる。これは、不動産向け以外も含む不良債権残高(3.2兆元、23年6月末)の約6倍の規模である。体力の弱い一部の中小銀行に関しては、経営への影響が深刻になる恐れもあるが、資産規模で業界全体に占める割合は相対的に低い。また、個別に破たん懸念が生じた際には、人民銀行が流動性供給を実施する等し、その影響が全国に伝播して金融収縮を招かないよう対策がとられるだろう。

5—— 不動産市場ソフトランディングの成否は中国経済の行方を左右

今後、仮に不動産市場のコントロールに失敗し、ハードランディングの懸念が高まっても、それに対応するための政策対応の余地はまだ存在する。例えば、デベロッパーの債務管理強化撤廃などの不動産政策の大幅緩和や、AMC(資産管理会社)による不良債権処理強化、金融機関への公的資金注入拡大などだ。

ただ、これらの策は、最終的に財政・金融の負担として跳ね返り、今後の政策運営を制約することになる。景気の安定維持や「共同富裕」実現に向けた格差縮小をはじめ政策課題が山積するなか、今回の不動産市場コントロールの成否は、今後の中国経済の行方を左右するといっても過言ではない。今後も綱渡りの状況が続く見込みであり、不動産市場を巡る動向には引き続き注視する必要がある。

[*] 2023年6月末時点の自己資本比率(14.66%)と中国における自己資本比率規制の差分。規制水準の自己資本比率は、自己資本比率(8%)および資本バッファ(2.5%)のほか、国内のシステム上重要な銀行(D-SIBs)に課せられるD-SIBバッファ(0.25%~1.5%の5段階、ここでは1%)の合計値(11.5%)とした。

東京オフィス賃料は下落継続。物流市場は大量供給の影響で空室率が上昇

不動産ウォッチャー・レビュー2023年第3四半期



金融研究部 主任研究員 吉田 資
tyoshida@nli-research.co.jp

2023年7-9月期の実質GDPは、3四半期ぶりのマイナス成長になった。

住宅市場では、価格が上昇するなか、前期まで低調であった販売状況は回復に向かっている。地価は住宅地、商業地ともに上昇している。

オフィス賃貸市場は、東京Aクラスビルの成約賃料(月坪)が前期比▲3.9%下落した。東京23区のマンション賃料は全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。ホテル市場は7-9月の延べ宿泊者数がコロナ禍前の水準を回復した。物流賃貸市場は、新規供給の影響を受けて首都圏・近畿圏ともに空室率が上昇している。第3四半期の東証REIT指数は▲0.1%下落した。

1—— 経済動向と住宅市場

2023年7-9月期の実質GDPは、前期比▲0.5%（前期比年率▲2.1%）と3四半期ぶりのマイナス成長になった。前期の高成長の反動に加えて、輸入が輸出の伸びを上回り、外需が成長率を押し下げた。

ニッセイ基礎研究所は、9月に経済見通しの改定を行った。実質GDP成長率は2023年度+1.5%、2024年度+1.4%を予想する。海外経済の減速から輸出が景気の牽引役となることは当面期待できないものの、内需中心の成長が続く見通しである。

7-9月の首都圏のマンション新規発売戸数は累計では6,180戸（前年同期比+13.1%）となり5四半期ぶりに増加した[図表1]。9月の平均価格は6,727万円（前年同月比+1.1%）、初月契約率は67.7%（同+6.1%）で、価格が上昇基調で推移するなか、初月契約率は前年同期を上回った。

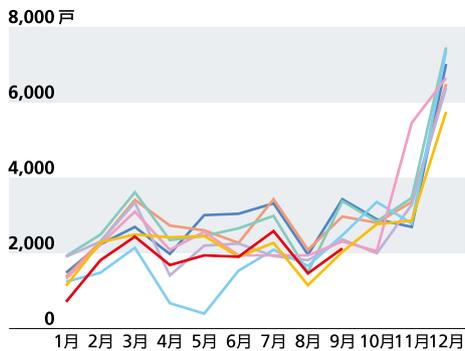
7-9月の首都圏の中古マンション成約件数は8,794件（前年同期比+4.2%）と

なり、9四半期ぶりに増加した。9月の中古マンション平均価格は4,618万円（前年同月比+4.5%）、となった。中古マンション市場では取引価格の上昇が続いている。

[図表1] 分譲マンション新規発売戸数暦年比較(首都圏)

出所：不動産経済研究所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

2016年 2017年 2018年 2019年
2020年 2021年 2022年 2023年



2—— 地価動向

地価は住宅地、商業地ともに上昇している。国土交通省の「地価LOOKレポート（2023年第2四半期）」によると、全国80地区のうち上昇が「74」（前回73）、横ばいが「6」（7）、下落が「0」（0）で、住宅地では5期連続で全ての地区が上昇となった。同レポートでは、「住宅地では、マンション需要に引き続き堅調さが認められたことから上昇が継続。商業地では、人流の回復傾向を受け、店舗需要の回復が見られたことなどから上昇傾向が継続した」としている。

3—— 不動産サブセクターの動向

1 | オフィス

三幸エステート公表の「オフィスレント・インデックス」によると、2023年第3四半期の東京都心部Aクラスビル賃料(月坪)は24,652円（前期比▲3.9%）に下落し、空室率は6.7%（前期比+0.8%）に上昇した[図表2]。三幸エステートは、「新規供給のピークは過ぎたものの、新築ビルや

建築中ビルがテナント誘致に時間を要する傾向は続いている」としている。

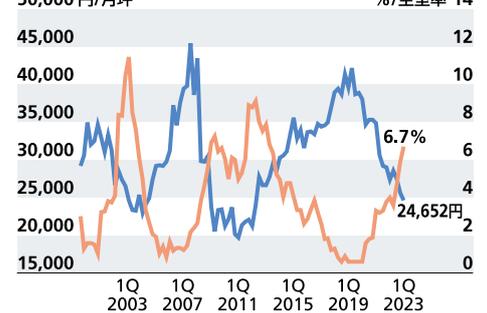
ニッセイ基礎研究所は、東京都心部Aクラスビルの賃料見通しを9月に改定した。空室率は、新規供給が一旦落ち着く2024年にやや改善した後、6%前後で推移すると予測する。また、成約賃料は、現時点とほぼ水準となる2万6千円近辺で推移する見通しである。

[図表2] 東京都心部Aクラスビルの空室率と成約賃料

注：Aクラスビルは、エリア、延床面積（1万坪以上）、基準階面積（300坪以上）、築年数（15年以内）、設備のガイドラインを基に、個別ビル単位で立地・建物特性を重視し三幸エステートが選定している。

出所：空室率：三幸エステート、賃料：三幸エステート・ニッセイ基礎研究所

賃料/月・坪(共益費除く) 空室率(期末:右目盛)



2 | 賃貸マンション

東京23区のマンション賃料は、全ての住居タイプが前年比でプラスとなった。三井住友トラスト基礎研究所・アットホームによると、2023年第2四半期は前年比でシングルタイプが+2.0%、コンパクトタイプが+3.3%、ファミリータイプが+1.3%となった[図表3]。

3 | 商業施設・ホテル・物流施設

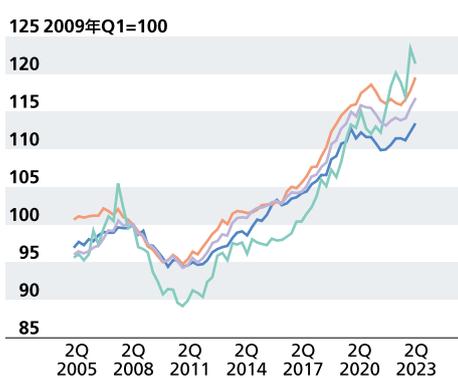
商業セクターは、百貨店を中心にインバウンド消費が好調で売上が増加している。商業動態統計などによると、7-9月の小売販売額（既存店、前年同期比）は百貨店が+10.0%、コンビニエンスストアが+4.9%、スーパーが+3.8%となった。



よしだたすく
07年 住信基礎研究所(現 三井住友トラスト基礎研究所)入社。
18年 ニッセイ基礎研究所(現職)
専門は不動産市場、投資分析など。

[図表3] 東京23区のマンション賃料

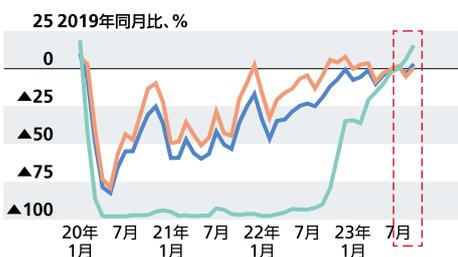
出所: 三井住友トラスト基礎研究所・アットホーム「マンション賃料インデックス(総合・連鎖型)」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



ホテル市場は、日本人の宿泊需要に頭打ち感がみられるもののインバウンド需要が牽引し、コロナ禍前の水準を回復している。宿泊旅行統計調査によると、2023年7-9月累計の延べ宿泊者数は2019年と同水準(2019年同期比+0.04%)となり、このうち日本人が▲1.4%、外国人が+6.6%となった[図表4]。

[図表4] 延べ宿泊者数の推移(2019年同月比、2020年1月~2023年9月)

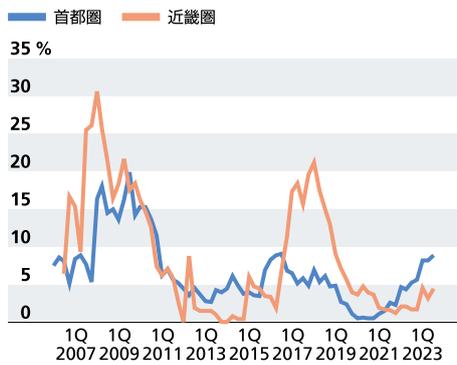
出所: 「宿泊旅行統計調査」をもとにニッセイ基礎研究所が作成



シービーアールイー(CBRE)によると、首都圏の大型マルチテナント型物流施設の空室率(2023年9月末)は8.9%(前期比+0.7%)となった[図表5]。今期は、新規需要が17.1万坪と昨年の四半期平均(12.2万坪)を上回ったものの、新規供給が23.4万坪と引き続き高水準で、空室面積は1年前から倍増し約55万坪となった。近

[図表5] 大型マルチテナント型物流施設の空室率

出所: CBREのデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



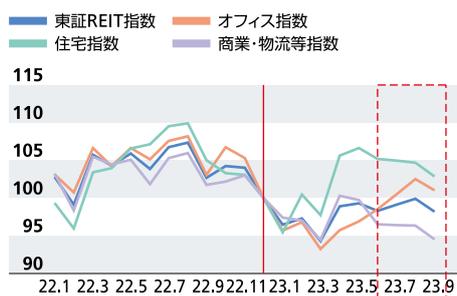
畿圏についても空室率は4.5%(前期比+1.3%)に上昇した。

4—— J-REIT(不動産投信)市場

2023年第3四半期の東証REIT指数(配当除き)は6月末比▲0.1%下落した。業種別指数では、オフィスが+2.5%、住宅が▲2.2%、商業・物流等が▲2.1%となり、オフィスやホテルが上昇する一方、住宅や物流が軟調な動きであった[図表6]。

[図表6] 東証REIT指数の推移(2022年12月末=100)

出所: 東京証券取引所のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成



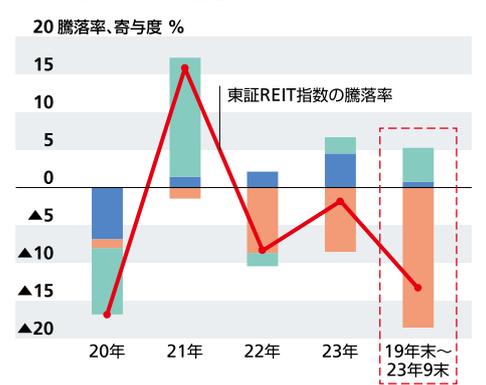
J-REITによる第3四半期の物件取得額は2,985億円(前年同期比+186%)、1-9月累計では9,057億円(同+57%)となり、昨年から大幅に増加した。アセットタイプ別では、オフィスビル(32%)・物流施設(27%)・ホテル(20%)・住宅(13%)・商業施設(7%)・底地ほか(1%)となった。コロナ禍以降の(20年~23年)の東証

REIT指数の騰落率について、①分配金、②10年金利、③リスクプレミアム(分配金利回り-10年金利)の3つの要因に分解し、それぞれの寄与度を確認すると、①分配金は21年から回復に向かい累計で1%のプラス寄与。③リスクプレミアムは3.6%から3.4%へ縮小し累計で4%のプラス寄与。一方、②10年金利は22年から上昇ピッチを強め累計で▲18%のマイナス寄与となった[図表7]。こうしてみると、金利上昇がリート市場に重くのしかかっていることが分かる。

もっとも、金利上昇が即、価格下落につながるわけではない。例えば、米国リート市場は10年金利が年初より0.7%上昇した一方、リスクプレミアムが0.4%縮小し金利上昇の痛みを緩和する効果をもたらしている。また、日本では現状、金利の先高観が強いものの、Jリート市場のリスクプレミアム(3.4%)は米国(▲0.1%)と比べて十分に厚く、ある程度金利上昇への備えができていけると言える。引き続き、市場金利とあわせてリスクプレミアムの動向にも注意を払う必要がありそうだ。

[図表7] 東証REIT指数の寄与度分析(2020年~2023年9月末)

出所: ニッセイ基礎研究所



個人タクシー運転手の上限年齢を「80歳」に引き上げる政府方針の課題



生活研究部 准主任研究員 坊 美生子
mioko_bo@nli-research.co.jp



ぼうみおこ
02年 読売新聞大阪本社入社。
17年 ニッセイ基礎研究所入社。

個人タクシーのドライバーの上限年齢について、国土交通省は9月、過疎地等に限って80歳まで引き上げる方針を示した。これまでは、開業は「65歳未満」、更新は「75歳未満」とされていたが、地方でのタクシー不足解消のために、約20年ぶりに引き上げるといふものである。

改正の背景には、地方のタクシー不足がある。これまでも地方では、人口減少や高齢化などによって、タクシー会社が廃業したり、営業所を撤退したりして、高齢者や観光客の移動困難が課題となってきた。さらにコロナ禍で、感染不安などから高齢ドライバーが多数退職し、供給不足が強まった。

しかし統計では、75歳以上になると交通死亡事故件数の発生割合が大幅に増加することから、上限年齢を引き上げれば、交通事故リスクが上昇すると懸念される。

ここで、現状におけるタクシードライバーの年齢制限と安全対策の仕組みについて説明する。まず法人タクシーの場合には、法律による年齢制限は無く、個々のタクシー会社の経営判断に任されている。

これに対し、個人タクシーは、2002年の改正道路運送法施行に合わせて運用基準が変更され、開業は65歳未満、その後の更新(概ね3年ごと)は75歳未満と定められた。ただし、これより前から開業していたドライバーには適用されないため、現状では、75歳以上の個人タクシードライバーもいる。

法規制の有無だけを見ると、個人タクシーだけに法令で「定年」が課されているのは不公平だと感じる人もいないかもしれない。しかし法人タクシーの場合には、法令

で運行管理責任者を選任し、乗務前の点呼と健康状態の確認、定期的な安全教育を実施することが義務付けられている。運行管理者の指示が守られるように、運行管理担当の役員を決め、指示系統を明確化することも求められている。さらに雇用主は、個々のドライバーの日ごろの運転の様子を見て、雇用継続するかどうかの判断をしている。つまり、「運行管理者」と「雇用主責任」によって、安全対策が履行されていると言える。

一方、個人タクシーは、道路交通法違反による処分を一定期間受けていない「優秀適格者」であることが条件とされているものの、高齢化対策としては、これといったものは無い。1種免許のドライバーと同様に、道交法に基づく認知機能検査や運転技能検査などが、安全対策の柱だと言える。勿論、中には75歳を超えても正常な視力や運転技能を保っている人もいると思うが、それを客観的に確認する仕組みがないため、一律に上限年齢を課していると言えるだろう。

今回の国交省の改正案では、75歳以上でも事業を認める条件として、同じ営業区域の法人タクシー会社と連携し、法人タクシーから運行管理を受けることとした。つまり、法人タクシーの安全対策の「肝」である運行管理者の機能を追加することで、個人タクシー事業の安全性を担保しようといふものである。しかし、もう一つの「肝」である「雇用主責任」が欠如しているため、どれぐらい実効性を発揮できるか、という点が問題になる。

例えば、「乗務前の点呼」は、タブレット等を活用すれば、遠隔でも法人タクシー

の運行管理者が行えるだろうが、個人タクシーとは雇用関係が無いいため、乗務中の情報が十分共有されるかどうかは明確ではない。また法人タクシーの運行管理者が「乗務中止」と指示した場合に、個人タクシードライバーが本当に指示に従って乗務をやめるのか、その強制力をどう担保することも課題だろう。また、運行管理者が乗務後の運転の様子を把握できたとして、「次期の免許更新は不相当」と認識した場合には、個人タクシーのドライバーは免許の更新申請をできるのか、運行管理者が意見を付す機会があるのか、といった点も課題として挙げられる。

例えば、法人タクシーの場合は、運転に問題があれば乗客から会社にクレームが寄せられるし、乗務中に事故を起こしてなくても、例えば車庫でバックする際に壁に衝突するなど、物損事故を起こせば、会社が事態を把握し、本人の運転能力低下を認識できる。要するに、法人タクシーの場合は、このような日ごろの情報も勘案して、運行管理者がドライバーに安全教育を行ったり、雇用主が契約更新するかどうかを判断したりしている。

このような法人タクシーの運行管理者の機能を、雇用関係の無い個人タクシー相手にどう担保するか、前もって検討する必要があるだろう。さらに、個人タクシーのドライバーに、国が「80歳」までお墨付きを与えることで、自主返納を検討している1種免許のドライバーにも「80歳までは大丈夫」と誤ったメッセージを与えないように、注意してほしい。

ドル円は150円割れ、円安のピークは過ぎ去ったか？

今 月月初に1ドル151円台前半でスタートしたドル円は、米金融引き締め長期化が意識される場面で昨年高値(151円95銭)に肉薄したが、中旬にやや下落し、足元では150円を若干割り込んでいる。最近では、CPIをはじめ予想を下回る米経済指標が相次ぎ、利上げ打ち止め・早期利下げ開始観測の台頭を通じて米金利が急低下したことが主因だ。

足元では既に投機筋のポジションが大幅な円売りに偏っているうえ、151円台後半では円買い介入への警戒が強まることに鑑みると、今後の円安余地は限られている。しかし、インフレへの警戒が根強いFRBは未だ追加利上げに含みを残していることから、年内のドル円は高止まりが想定される。その後、来年初頃に利上げ打ち止めが既成事実化してからは、市場の関心が「利下げ」へと集中することになるだろう。そうなれば、米金利が低下してドルが下落しやすくなる。ただし、FRBは早期の利下げ開始を否定し続けると見込まれることから、急速な円高進行は見込み難い。3カ月後の水準は146円前後と予想している。

1ユーロ159円台でスタートした今月のユーロ円は上昇し、足元では163円台にある。この間、ユーロに取り立てて強い材料が現れたわけではないものの、米金利低下とそれに伴うリスク選好的なユーロ買いがユーロの追い風となった。ドルとは異なり、円買い介入の対象になりにくいこともユーロ円の上昇をサポートした可能性がある。

欧州の景気は厳しい状況が続いているうえ、ECBは既に「高い政策金利を維持する期間」へと政策の重心を移していることから、今後は追加利上げを実施しないだろう。市場の目線はECBの利下げへと向かいやすくなることから、次第にユーロ安に向かうと見ている。3カ月後の水準は159円前後と見込んでいる。

10月末のYCC柔軟化を受けて、月初0.9%台半ばでスタートした長期金利は足元で0.7%台半ばに低下している。米金利低下の波及が主因だが、日本のGDPが予想を下回り、日銀の金融政策正常化観測がやや後退したことも一因になっている。今後も来春と目される日銀の正常化観測が金利の上昇圧力として熾り続ける一方、米金利の低下が一定の重石となると予想される。従って、3カ月後の水準は現状比でやや上昇の0.8%台と見込んでいる。



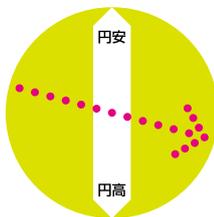
上野エコノミスト **上野 剛志**
うえの つよし | tueno@nli-research.co.jp

1998年日本生命保険相互会社入社、
2001年同財務審査部配属、
2007年日本経済研究センターへ派遣、
2008年米シンクタンク The Conference Boardへ派遣、
2009年ニッセイ基礎研究所。

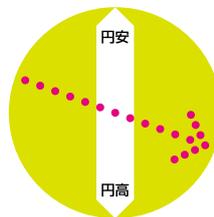


Market Karte

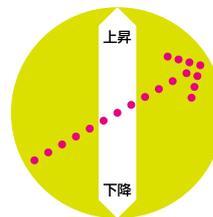
December 2023



ドル円・3カ月後の見通し

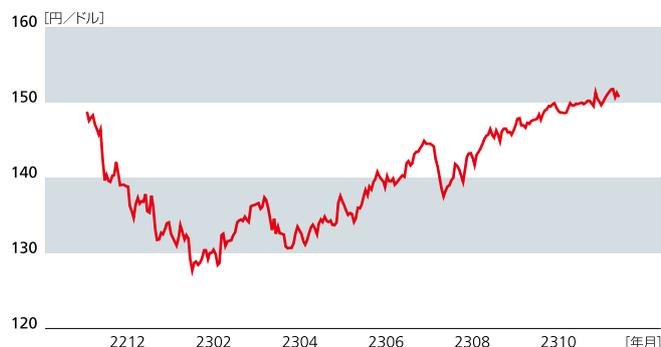


ユーロ円・3カ月後の見通し

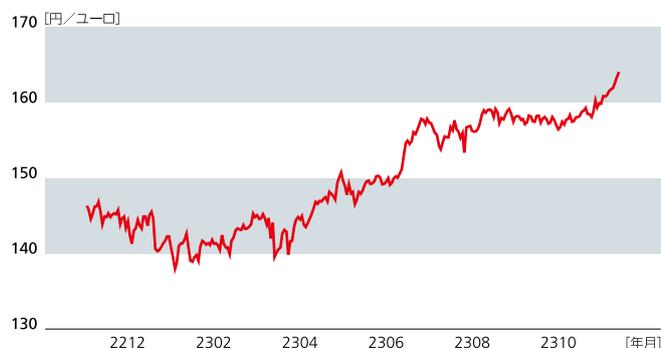


長期金利・3カ月後の見通し

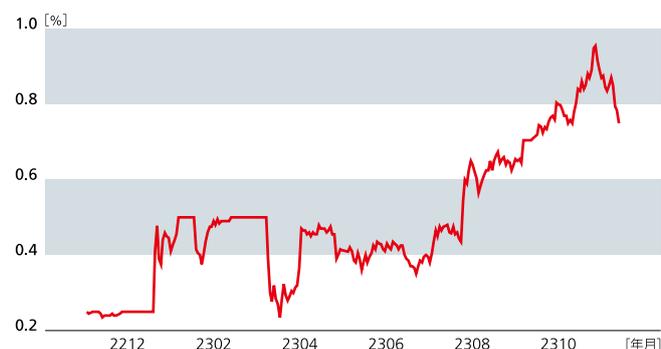
ドル円為替レートの推移 [直近1年] 資料:日本銀行



ユーロ円為替レートの推移 [直近1年] 資料:ECB



長期金利(10年国債利回り)の推移 [直近1年] 資料:日本証券業協会



レポートアクセスランキング

- 1 中期経済見通し(2023~2033年度)
経済研究部 [エコノミストレター | 2023/10/12号]
- 2 日本の少子化の原因と
最近の財源に関する議論について
金 明中 [基礎研レポート | 2023/8/17号]
- 3 収まらない円安、一体いつまで続くのか?
~マーケット・カルテ9月号
上野 剛志 [基礎研REPORT-Market Karte | 2023/8/24号]
- 4 2023-2024年度経済見通し(23年8月)
斎藤 太郎 [エコノミストレター | 2023/8/16号]
- 5 米国経済の見通し
— 年末から来年にかけて大幅な景気減速も
景気後退は回避される見通し
窪谷 浩 [エコノミストレター | 2023/9/11号]

コラムアクセスランキング

- 1 『アレ』で伝わるコミュニケーション
— 阪神タイガースの「アレ」が意味するもの —
島田 壮一郎 [研究員の眼 | 2023/9/21号]
- 2 少子化対策の財源に関する最近の議論について
金 明中 [基礎研REPORT-Column | 2023/11/8号]
- 3 ハロウィンジャンボの楽しみ2023
— 一攫千金のドキドキ感か、100万円以上当せんのワクワク感が
篠原 拓也 [研究員の眼 | 2023/9/19号]
- 4 中国不動産不況と不良債権問題
— 日本の経験から言えること
矢嶋 康次 [基礎研REPORT-ColumnII | 2023/11/8号]
- 5 個人タクシー運転手の上限年齢を
「80歳」に引き上げる政府方針の課題
坊 美生子 [研究員の眼 | 2023/9/29号]

ニッセイ基礎研究所のホームページで検索されたレポートの件数に
基づくランキングです。《アクセス集計期間23/10/23-23/11/19》

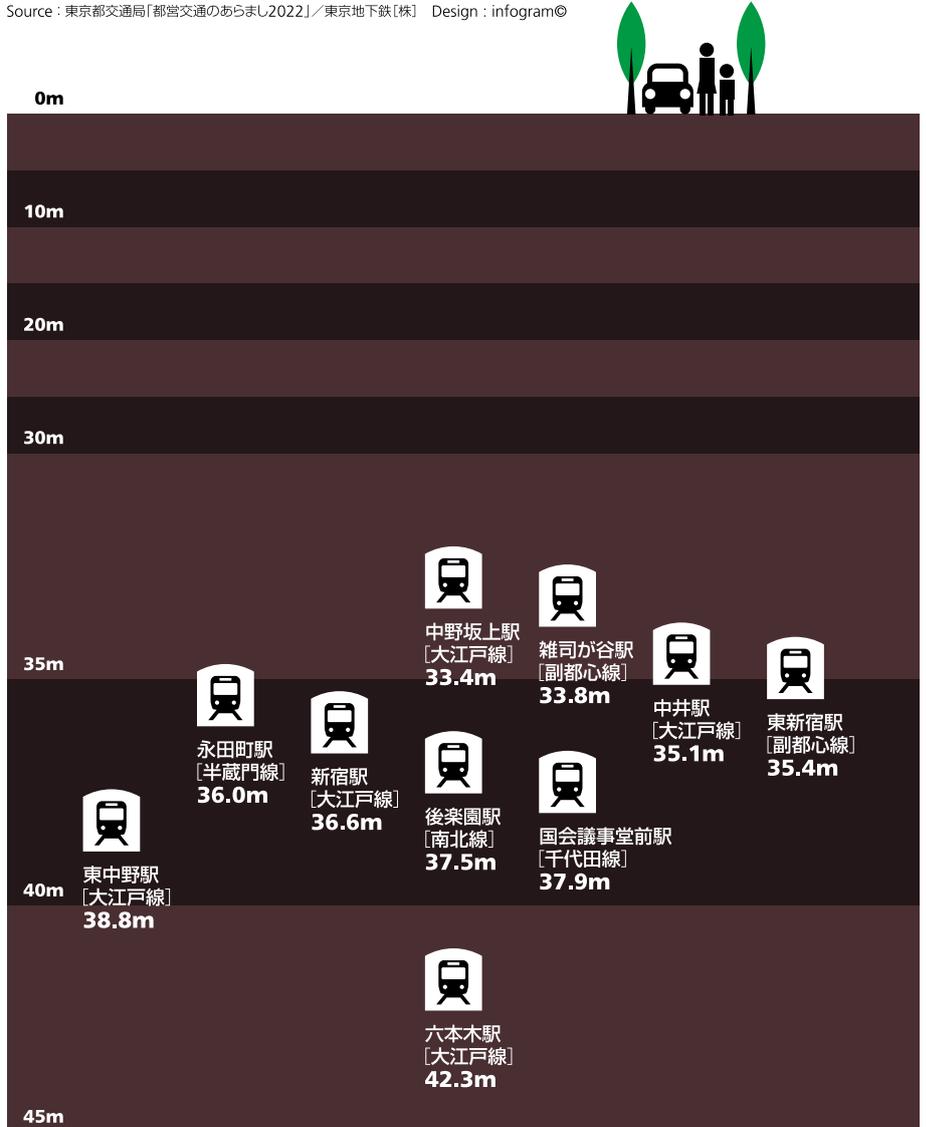
www.nli-research.co.jp



変わる時代の確かな視点

東京の深い地下鉄駅 [12月30日は地下鉄記念日]

Source : 東京都交通局「都営交通のあらまし2022」/東京地下鉄 [株] Design : infogram©



※「深さ」は、駅中心の地表からホーム面(都営地下鉄)/レール面(東京メトロ)までの距離