

平成 29 年度 第 3 回「不動産経済分析研究会」議事概要

1. 株式会社ザイマックス不動産総合研究所 マネジャー・大西順一郎氏の説明概要は以下の通り。

[はじめに]

- 現在、少子高齢化やテクノロジーブーム等、社会を取り巻く状況は徐々に変化しつつある。世の中の変化がオフィス市場にどのように影響するか、需要や供給との関係を整理し定量的に把握することで、急激な変動（ショック）、循環的変動を多少和らげることにつながると考える。
- オフィス市場のモデル化と予測については多くの研究蓄積がある。市場の指標に影響を与える変数を特定、定量化して、不動産市場の構造（需要と供給）をモデル化し予測する研究が多い。
- 本研究では、経済学の「理論的背景」と不動産の「実務感覚」とを両立し、世の中を長期で俯瞰するモデルの構築を試みる。

[分析の枠組み]

- 本研究の元となる Wheaton のストック・フローモデルでは、不動産の利用・消費財としての側面（賃貸市場）と、所有・投資財としての側面（資産市場）に注目し、これら 2 つの市場で同時決定されると考える。
- 資産市場、賃貸市場それぞれで需要供給構造を明示的に表すことができる。第 1 象限（北東）では、既存ストック量と需要要因から賃貸市場における賃料が決定される。第 2 象限（北西）では、第 1 象限で決定された賃料と外生的に与えられる金利から、収益還元的に不動産の取引価格が決定される。第 3 象限（南西）では、第 2 象限で決定された価格を基に、新規供給量が決定される。第 4 象限（南東）では、第 3 象限で決定された新規供給量と既存のストックの減耗分から、当該期末のストック量が決定される。当初と最終のストック水準が等しいとき賃貸市場と資産市場はともに均衡状態にあり、市場は均衡状態に向けて調整される。
- 外生的な環境が変化した結果としての、新たな均衡を描写するのに適している。市場が均衡状態から乖離した際に、供給がどの程度弾力的に調整されるのかに注目する。

[分析データ・モデル]

- Wheaton のストック・フローモデルを 2000 年以降の東京 23 区オフィス市場で再現することを試みる。

- オフィスワーカー数、新規竣工量、ストック、空室率、占有面積（当該時点で入居されているストック量）、吸収量（占有面積の変化）、賃料のデータを用いた。
- 供給の恒等式、空室率の恒等式、需要の恒等式、需要のモデル（吸収量は、オフィスワーカー数と企業が需要する 1 人あたりスペースに依存）、供給のモデルをもとに、空室率や賃料を予測する。オフィスワーカー数は、「増加傾向・変化なし・減少傾向」という複数のシナリオを用意し外生的に与えている。

[分析結果]

- 新規竣工量の予測では、シナリオにより新規竣工量の水準に違いがみられる。
- ストックの予測では、ストック全体では大きな差にはならない。
- 吸収量の予測では、2018 年に入り吸収量は減少する。しかし、オフィスワーカー増加ケースでは、吸収量はマイナスに転じず、堅調な需要を示している。オフィスワーカー減少ケースでは、2019 年に吸収量はマイナスになり、「テナントが床を返す」状態となりうる。
- 占有面積の予測では、オフィスワーカー減少ケースでは、波打ちながら横ばいとなっている。
- 空室率の予測では、2018 年に入り上昇しているが、オフィスワーカー増加ケースとオフィスワーカー減少ケースでは、ピークの水準・タイミングに違いがみられる。オフィスワーカー減少ケースでは、4 年空室率上昇が続き 7%に達する。
- 賃料の予測では、2019 年ピークアウトは共通であるが、回復のタイミングとボトムの水準に違いがみられる。オフィスワーカー減少ケースでは、2012 年の水準まで下落し、今後上昇がみられないという悲観的な予測結果となっている。

[まとめ]

- 不動産スペース市場と不動産資産市場との関係を表す需要供給分析の枠組みであるストック・フローモデルを用いて、東京 23 区オフィスにおける賃貸マーケットの需要と供給をモデル化し、2030 年までの空室率と賃料を予測した。今後のオフィスワーカー数の動向によって、オフィス賃貸市場の先行きが大きく異なってくる様子が観察された。
- 今後の分析課題として、オフィスワーカー数の動向、オフィスワーカー数以外の需要に影響をおよぼす要因、供給に影響を与えている要因（建設費、人件費の高騰で建築コスト上昇等）等を整理し、モデルに取り入れていくことが挙げられる。

2. 東京大学大学院工学系研究科都市工学専攻 博士課程・鈴木雅智氏の説明概要は以下の通り。

[はじめに]

- わが国では、人口減少、都心回帰等の要因から、過剰な既存住宅ストックを抱えており、大都市圏郊外で顕著である。また、節税目的のアパート経営、新築志向・優遇の制度的要因も重なり、供給過多の構造となっている。このような状況下で、競争による淘汰を通して住宅市場が縮小する方向に向かっており、利用放棄（恒久空き家化）が進行している。こうした状況下で、これまで粘着性が強いと考えられてきた家賃についても、少しずつ家賃を下げる方向に柔軟になってきている。

[借家人の保護]

- わが国の賃貸住宅市場の特徴の1つとして借地借家法があり、インフレ環境下で賃貸人による家賃の値上げを阻止し、以前から当該住宅に居住している賃借人が住み続けられるようになっている。しかし、人口減少期に差し掛かり空き家が増加している文脈では、家賃を下げることへの制約はない。
- なお、借地借家法により、個人が所有する戸建住宅等を短期間賃貸活用することが立ち退きリスクにより難しくなり、空き家が生じている一面もある。賃貸活用を行う場合でも、早めに賃貸を切り上げる（賃貸活用の終盤に一定の空き家期間を残す）ことが最適となる。また、個人住宅の賃貸活用が減少する代わりに、地主（事業者）経営のアパートの供給量が増加し、（立退リスクを避けるため）まだ新しいうちに建て替えが進むという影響も考えられる。

[家賃の硬直性]

- 「需要が変化してもすぐには価格が調整されない」という仮定がマクロ経済モデルの基礎となっており、一般の消費財についてはマイクロデータによるエビデンスが蓄積されてきた。一方、「家賃」は金銭で支払う財として最大であるにも関わらず、十分な検証は進んでいない。
- 数少ない既往研究では、建物の経年減価が小さく、インフレ環境にある等、通常は家賃上げが見込まれる状況での分析が多い。家賃変更されない確率（年単位）は、米国では約30%等とする研究もある。
- 一方、建物の経年減価が大きく、デフレ環境にある日本では、通常は家賃下げが見込まれる。日本における研究では、家賃変更されない確率（年単位）は約90%と粘着性が強く、欧米とは異なり家賃を下げる改訂の割合が高い。
- 家賃を下げる理由としては、現在居住している借家人を引き留める（継続家賃）、空室期間中に掲載価格を下げていく（新規家賃）等が考えられる。

[人口減少・高齢化と住宅市場]

- 家賃を下げる理由として、わが国の近年の文脈では、人口減少・高齢化の進展によ

り、一部の住宅セグメントで需要が縮小していることが考えられる。

- 既往研究でも、人口減少・高齢化の進展により、長期的に住宅価格が低下していくことが実証されてきている。住宅には耐久性があるため、需要の縮小に伴い、まず家賃が大きく下落し、次に利用放棄（市場からの退出）が増加していく。
- こうした競争環境は都市構造にも影響を与え、都市境界では「放棄／活用継続」が無差別になることを通して都市内の家賃曲線が決まるようになる。住宅の放棄にもコストがかかるので、中古住宅売買が困難となったり、辺縁部でも高品質の住宅を建てられることから、市街地の低密度化が進行しインフラの維持管理が非効率になるという問題が生じたりする。
- 東京圏郊外部でも、特に 50km 以遠では需要が低下し、条件不利な物件を中古住宅として売却することが難しくなっている。

[賃貸市場における家賃改訂]

- 賃貸住宅市場における競争環境の高まりは、家賃改訂というミクロな現象にも立ち現れていると考えられる。
- 毎月の支払家賃の長期パネルデータを用いて検証を試みる。データの特徴として、各賃借人について、新規契約～契約更新～退去の流れを追跡することができ、建物特性・立地条件の影響も分析できる。
- 賃借人の入れ替わり（新規契約）時に家賃改訂が進む。契約更新時には、ごく一部の住宅で家賃下げがみられるものの、据え置かれる場合が殆どである。「更新回数が増加するにつれ家賃下げが多くなる」傾向も少ない。季節性も少ないが、建物特性については大きな違いがあり、例えば、古い物件で賃借人が入れ替わる際には特に家賃を下げやすい。
- 継続家賃・新規家賃ともに、（本来あるべき）期待家賃水準とのギャップを縮小する方向に改訂が進むが、継続家賃では据え置きが殆どである。結果、賃借人の居住期間が長くなるにつれギャップが広がる物件も多いため、新規家賃の改訂によって調整される。また、空室期間が長くなるにつれ、新規家賃の改訂が増加する。
- 家賃指数と新規家賃変更確率の長期的な動向をみると、2008 年頃から家賃指数が低下すると、その後長期にわたる家賃下げが生じている。賃借人の退去時期はランダムであり、家賃改訂できるタイミングが後にずれるためである。特に、築年数が大きく床面積が小さい条件不利な住宅では、新規家賃を下げる傾向が長期化しており、家賃改訂というミクロな現象を通じて、今後さらに家賃の粘着性が崩れていく可能性がある。

[まとめ]

- インフレ環境下では家賃の粘着性が強いとされてきたが、賃貸住宅市場における競

争環境が高まっている現在では、少しずつではあるが家賃が柔軟になってきており、条件不利な住宅の市場価値が今後低下していくと考えられる。

3. 研究会主査 日本大学教授・マサチューセッツ工科大学不動産研究センター 研究員・清水千弘氏の説明概要は以下の通り。

[市場の予測]

- 社会の変化に対応して、市場予測が求められる対象が変化してきた。産業連関表等のデータ整備に伴い、80年代にマクロ経済モデルが注目を浴びた。90年代には住宅の着工予測や、収益還元法のための賃料予測などが求められた。
- ベビーブーム後に出生数が大きく減少したときに、住宅市場はどうなっていくのかという議論があり、住宅価格の暴落は本当に生じるのかの検証が求められた。こうした背景をもとに、ストック・フローモデルが開発された。住宅家賃が減少したとしても、割引率（金利）により住宅価格は変動する。住宅価格が減少するならば、そもそもデベロッパーが建設を控えるようになることも考えられる。
- マクロモデルの分析目的をふまえた統計整備が求められる。合理的な行動を市場がとれるように、市場予測が必要である。予測は結果として外れても良いが、市場が適切に反応することが重要である。

[市場のマイクロストラクチャ]

- 統計のひずみがあると、市場は適切に反応できない。家賃は世帯支出の約25%を占めているが、消費者物価指数の推計においては、同じ世帯の家賃の推移を観察しているために、建物の経年減価を反映して家賃指数には下落傾向が生じてしまっている。
- 自由な市場では、需要と供給の均衡条件が満たされる。賃貸住宅の家賃は完全には状態依存になっていない面があるとする、効率的なマーケットではないということになる。過剰供給はその1つの帰結である。もう1つの帰結は、近傍家賃から機会費用としての住宅所有のコスト（user cost）を見積もることにより生じる。すなわち、新しく住宅を購入する買い手は、「購入・賃貸」のうち得な方を選択し、住宅所有者は、「賃貸・売って買い戻す」のうち得な方を選択するが、この選択に歪みが生じる。
- 現在の日本では、「早く持ち家を手放した方が良い」という状態になってきており、住宅市場のマイクロストラクチャを見る必要がある。今後、持ち家率の低下、相続登記しないマンション等の増加等が生じる可能性がある。

4. 質疑応答、議論

- オフィスワーカーの予測を外生的に与えているが、フリーランスが今後増えていくとすると、市場の予測はどのように変わると考えられるか。
→公式の統計は整備されていないが、フリーランスが増加するとどのような働き方となるのかを考えていく必要がある。パートタイムが増加すると1人当たりオフィス床面積は減少するとすれば、全体の需要も減少することになる。
- 働き方改革がオフィス市場に及ぼす影響はどのように考えられるか。
→働き方改革により、フリーアドレスの導入で需要が低下する一方、リーススペースの導入で需要が増加する側面があり、全体として需要がどう変化するか、今後検証が求められる。
- マンション供給戸数の予測は難しいが、どのような要因に着目するのが良いか。
→デベロッパーの着工戸数について、オフィスも商業も収益性が高い時期には、より収益性の高いセクターに供給が集中するという現象が見られた。
- 借地借家法が空き家の発生につながることにについて、定期借家制度が導入された影響はどのように考えられるか。
→定期借家制度が導入されると、短期しか居住しない賃借人は定期借家契約を選択するようになり、効率的な市場となると考えられる。すなわち、個人住宅の短期の賃貸活用が進み、アパートの寿命も延びる効果が考えられる。しかし、現実には定期借家契約の契約手続きが煩雑である等の課題が残されている。
- 需要が変化した際のS字の供給曲線について、曲線が折れ曲がる理由は。
→均衡状態から需要が増加したときは、新しく住宅が建設されることで家賃水準に大きな変化はない。しかし、需要が減少したときは、既存住宅間の競争が生じ（市場に参加する住宅数に大きな変化がない）、家賃水準が大きく下落する。さらに需要が縮小したときは、住宅市場からの退出が進む代わりに、家賃水準は維持管理費を反映した水準で一定となる。
- ドイツを対象に行われた2008年の研究では、人口減少が進む住宅地に対する政策等は示されているか。
→ドイツの住宅地においても、需要が少ない住宅セグメントでの影響が顕著であるとの分析結果が得られている。

以上