

BRIEF | Japan | Intelligent Investment

インフレと賃料の 複雑な関係

Inflation and Rents - A Complex Relationship

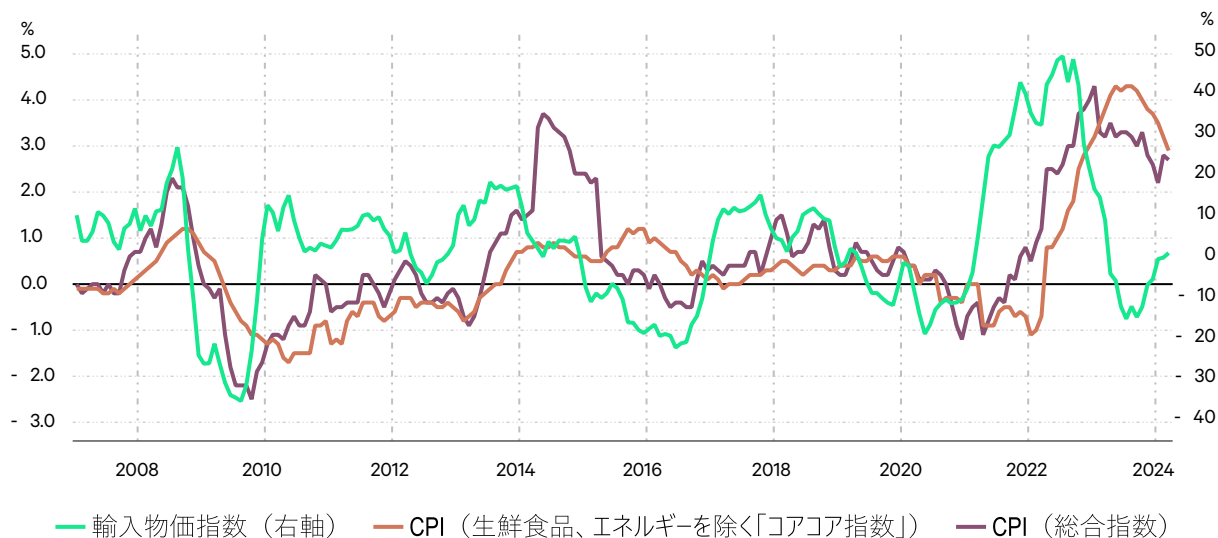
2024年4月 大久保 寛

2000年以降、0%付近にとどまっていた日本の消費者物価（CPI）の上昇率が、2022年に入って加速した。2023年に入ってから鈍化傾向にあるとは言え、足元でもなお前年同月比+3%程度で推移している。2%の物価目標を掲げていた日銀は、この目標値が「安定的に続くことが見通せる状況になった」として、3月18日・19日の金融政策決定会合で、マイナス金利の解除を決定した。インフレが定着する兆しがみられる中、日本においても物価上昇を背景として不動産の賃料上昇が期待できるかどうか、投資家の関心が集まっている。日銀が目指す、「賃金と物価の好循環」がみられる環境となれば、賃料の上昇ペースも従前の水準を上回る可能性はある。しかし、事業用不動産の市況は、依然としてセクター毎の供給動向や構造的変化による需給バランスの変化の影響の方が大きいだろう。この事は、一定の物価上昇が続いてきた海外の事業用不動産市場の過去のトレンドからも示唆されている。

1. 日本の物価上昇率は30年振りの水準に

日本では、毎年の物価上昇率が1%を下回る状況が1993年から2021年まで、およそ30年近く続いた。しかし、2021年に入ってからコロナ禍による供給制約を背景に原燃料価格が高騰、これに円安の進行も加わり、輸入物価が大きく上昇した。コロナ禍からの経済再開とも相俟って、企業がコストの増加分を製品価格に転嫁するという動きがみられるようになり、輸入物価にやや遅れてCPIも上昇。2022年10月のCPIは、消費税増税時を除けば実に約31年振りに3%を上回る上昇率を記録した（Figure 1）。

Figure 1: 日本の物価動向



出所: Macrobond, CBRE, 2024年4月

物価上昇率の高まりは、賃金の底上げにもつながっている。昨年2023年の春闘では、連合が集計した賃上げ率は全企業群で+3.58%と約30年振りの高さとなった。さらに今年の春闘では、第二次集計結果が+5.25%と昨年を大きく上回り、マイナス金利の解除に向けて日銀の背中を押すこととなった。植田日銀総裁は、マイナス金利の解除を決定した3月19日の金融政策決定会合直後の記者会見で「賃金物価の好循環を確認し、2%の物価安定の目標が持続的安定的に実現

していく状況が見通せる状況に至ったと判断した」と、マイナス金利解除の理由を説明している。

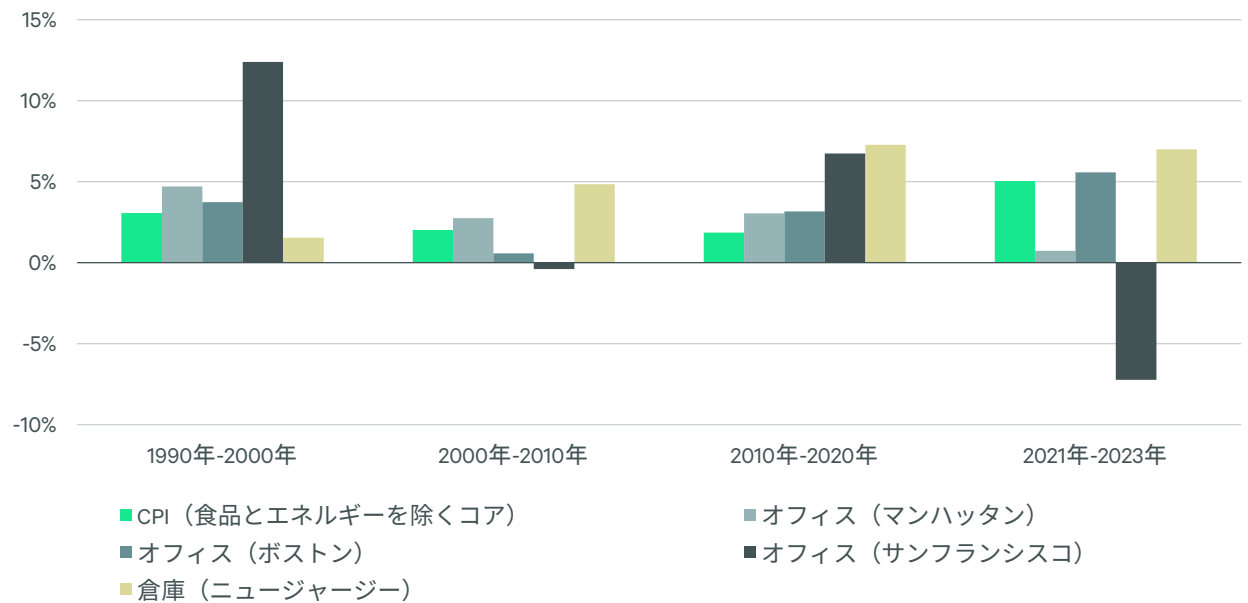
日本でも安定的なインフレが定着するという見通しが広がってきたことを受け、投資家からは、事業用不動産の賃料上昇も期待できるのではないかという声が少なからず聞かれるようになった。

2. 米国不動産の賃料と物価の関係

「海外で不動産投資はインフレヘッジとみられている」とはよく聞かれる言説だが、海外市場においても、実際に不動産投資がインフレヘッジとして機能するのかどうかについて定まった見解はない。欧米では、賃料改定は上方改定のみとする賃貸借契約が主流であるため、日本に比べて賃料が上がりやすい面は確かにある。とは言え、賃料の上昇率が必ずしも物価上昇率を上回るとは限らない。米国のオフィスと物流施設の過去数十年の賃料動向を見てみると、賃料の上昇率が物価上昇率を上回るかどうかは、同じアセットタイプでもエリアによって異なり、また、同じエリアでも時期によって異なっている (Figure 2)。このことは、物価が示唆するマクロ経済全般の動向以上に、エリア毎の新規供給の規模や、セクター毎の構造変化などによる需給バランスの変化が賃料動向に影響していることを示唆している。例えば、1990年から2000年にかけてサンフランシスコのオフィスの賃料の伸び率が大きくCPIを上回っているのは、90年代末のドットコムバブルの影響を示唆している。逆に2000年から2010年にかけてサンフランシスコのオフィス賃料が平均で下落しているのは、ドットコムバブル崩壊の影響であろう。一方、2010年から2020年にかけて、倉庫の賃料が特に大きく伸びているのはeコマース市場の拡大が背景と考えられる。2021年から2023年にかけて米国では物価が大きく上昇したのは周知のとおりであるが、この時期、オフィス賃料はマンハッタンで物価上昇率を大きく下回り、サンフランシスコでは下落した。このことは、オフィス市場そのものの需給バランスの方が賃料への影響が大きいということのみならず、供給制約を主因とする「コストプッシュ型」のインフレは賃料の上昇につながりにくいということをも示している。

海外市場においても、実際に不動産投資がインフレヘッジとして機能するのかどうかについて定まった見解はない

Figure 2: 米国のCPI（コア）ならびにアセット／エリア別賃料（期間毎の年平均変動率）



出所：Macrobond, CBRE, 2024年4月

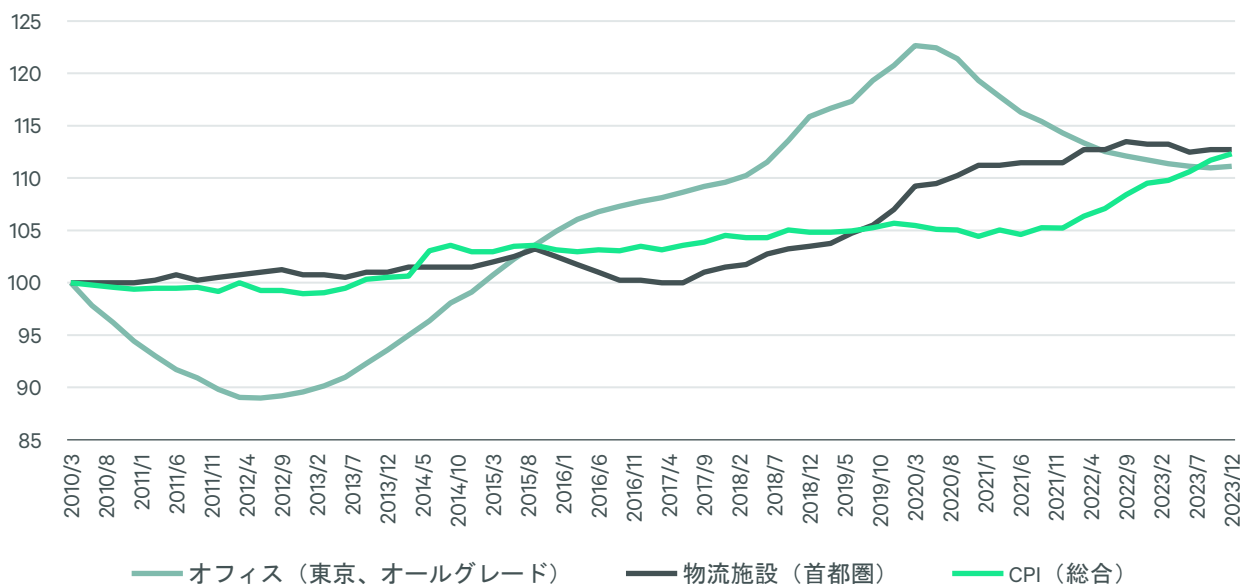
3. 日本の事業用不動産の賃料動向

日本の事業用不動産投資市場において投資額がもっとも多いオフィスと物流施設の賃料動向をみると、2020年以降、オフィスは下落傾向にあり、物流施設は概ね横ばいにとどまっている（Figure 3）。特に2021年以降は、CPIが加速度的に上昇したのと好対照となっており、日本においても物価以外の要素が賃料動向に大きく影響していることを示唆している。また、日本における最近の物価上昇の主因は原燃料価格を中心とする輸入物価の上昇であり、典型的な「コストプッシュ型」のインフレであった。そのため、物価が上昇しているとは言っても必ずしも賃料を上げやすい地合いではなかったとも言える。

日本においても物価以外の要素が賃料動向に大きく影響している

Figure 3: オフィスと物流施設の賃料ならびに消費者物価指数（CPI）の動向

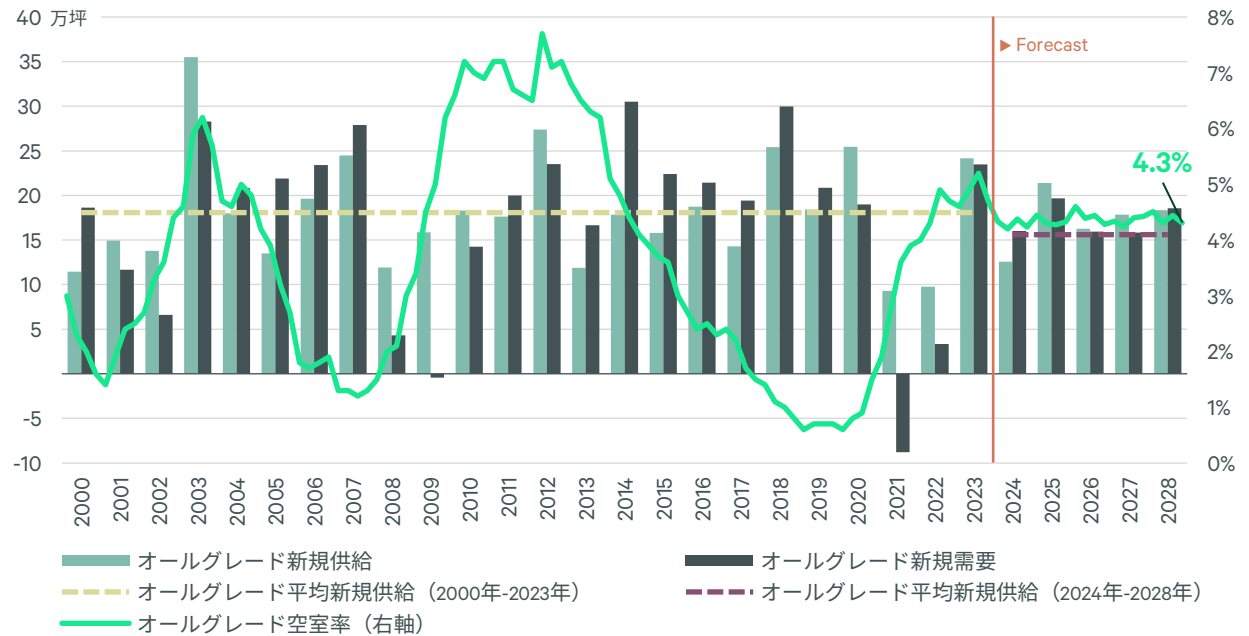
2010 Q1 = 100



注: 賃料はいずれのセクターについても、各時点において想定された新規賃料
 出所: Macrobond, CBRE, 2024年4月

東京オフィス市場では、コロナ禍でリモートワークが急速に普及し、これに伴ってオフィス床を減らす動きが続いた。そのため2020年以降は空室率が上昇し、マーケット賃料は下落に転じた。2023年に入ると、パンデミックが収束してオフィスに人が戻ってきたことを受けて、縮小したオフィス床を再び拡大する動きが一部でみられた。また、労働需給がタイトな中で、少しでも採用に有利とみられるオフィスを求めて移転する企業も増加した。しかし、2023年は新規供給のボリュームが需要を上回る規模であったため、空室率は高止まりとなった（Figure 4）。2025年には再び大型の新規供給が控えているため、当面は空室率が大きく低下するとは考えにくい。なお、東京オフィス市場のマーケット賃料（新規賃料）は、2023年Q4に3年振りに上昇に転じた。ただし仔細に見ると、空室が消化されて賃料を上げるビルもあれば、空室が長期化しているため賃料をさらに下げるビルもあり、市場は二極化の様相を呈している。このような格差は、立地、築年数、設備水準などビルの個別性に起因しており、やはり物価上昇のみが賃料の上昇要因になるとは考えにくいことの証左と言える。

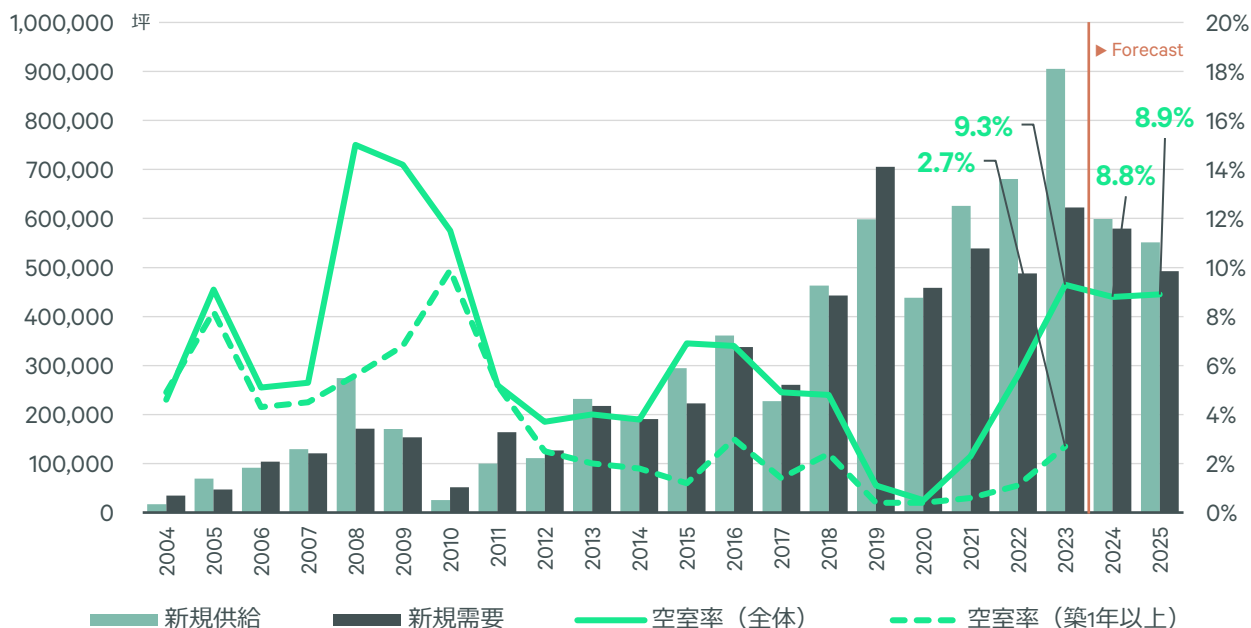
Figure 4: 東京オフィス市場の需給動向



出所: CBRE, 2024年4月

物流施設についてもテナント需要は概ね堅調である。EC市場の拡大、2024年問題対応を含む物流効率化の動きなどが引き続き需要を牽引し、首都圏では2023年の新規需要が過去2番目の高水準となった。しかし、オフィスと同様、首都圏では新規需要を上回る供給が2021年・2022年・2023年と続き、2024年から2025年にかけても高い規模の供給が予定されている (Figure 5)。このため首都圏物流市場の空室率は向こう2年余り、昨年末の実績である9%付近で推移する可能性が高い。

Figure 5: 首都圏物流施設市場の需給動向



出所: CBRE、2024年4月

4. 「物価が上昇する」日本の不動産賃料

東京のオフィス市場、首都圏の物流施設市場、いずれもむこう2年間は新規需要を上回る規模の新規供給を控えている。そのため、賃料は当面、横ばいもしくは弱含みの傾向が続くとCBREでは予想している。

しかし、これら新規供給のリーシングが進んで空室率が低下してきた局面において、もし日銀の目指す「賃金と物価の好循環」の環境が実現しているならば、これまでの実績を上回るペースで賃料の上昇が続くようになる可能性はある。賃金と物価が「安定的に上昇する」ということは、企業がコスト上昇分を製品やサービス価格に定常的に転嫁できているということであり、テナントとして入居している不動産の賃料の引き上げも、従前に比べれば受け入れやすくなっている筈だからである。

空室率が低下してきた局面において、もし日銀の目指す「賃金と物価の好循環」の環境が実現しているならば、これまでの実績を上回るペースで賃料の上昇が続くようになる可能性はある

特に物流施設の場合、空室率が1%を下回るような、需給が極めてタイトな状況においても、賃料の上昇率は限定的であった。例えば2020年の首都圏における物流施設（大型マルチテナント型）の空室率は、ほぼ1年を通じて過去最低の0.5%で推移していたものの、賃料の1年間の伸びは2019年に3.4%、2020年に4.0%で、その前後の年の上昇率はこれを下回っている。これには、製品価格の値上げが極めて難しかった環境において、コストの上昇を少しでも抑えようとする荷主や物流会社の姿勢が大きく影響していたと考えられる。もし今後、製品価格の引き上げが定常的に行えるような環境になるとすれば、テナントのニーズに合った物流施設であればその賃料は、相応に、そして持続的に、上昇して然るべきであろう。また、そうならなければ、建築費が高止まりするとみられる中、近代的な物流施設が不足しているエリアで開発が進まなくなることも懸念される。

なお、オフィスと物流施設とを比べると、「従前を上回るペース」での賃料上昇が期待できるようになる時期は、物流施設の方が早いと推測する。着工から竣工までが1.5~2年程度である物流施設の場合、竣工予定がほぼ確定しているのは2025年末頃までとみられる。それより先の開発予定は、建築費の動向や、賃貸市場の需給バランスによって大きく変動し得る。足元の建築費の高騰に鑑みて、2026年には新規供給のボリュームが減少する可能性は高い。そうなれば、今後も続くとみられる堅調な需要と相まって空室率は低下し、賃料の上昇圧力が高まることになる。

一方、オフィスについては、今後の開発案件の7割以上（賃貸可能面積ベース）が延床面積1万坪以上の大型ビルで、そのような物件の工期は着工から竣工まで概ね3年である。さらに、そのような大型開発案件の殆どは建て替えプロジェクトであるため、既存ビルの取り壊しも含めた実質的なスタートから竣工までの工期は4年~5年となる場合も少なくない。ということは、竣工予定が2028年頃までの開発プロジェクトは現時点（2024年3月）で殆どが実質的にスタートしており、ほぼ予定通りに竣工すると考えられる。新規供給が一旦落ち着く2026年には賃料は底を打つとCBREでは予想しているが、そこからの賃料上昇ペースが従前を上回るようなものになるとは考えにくい。

製品価格の引き上げが定常的に行えるような環境になるとすれば、テナントのニーズに合った物流施設であればその賃料は、相応に、そして持続的に、上昇して然るべきであろう。また、そうならなければ、建築費が高止まりするとみられる中、近代的な物流施設が不足しているエリアで開発が進まなくなることも懸念される

と言うのも、2027年以降も多くの新規供給が控えているほか、現在賃貸ビルに入居している大企業の中には、自社ビルの再開発を待って退去する予定の企業も少なくない。これらにより需給バランスの緩和への警戒感が高まれば、たとえ「安定的な」インフレ環境にあっても、市場全体で賃料が大きく上昇基調になるとは考えにくい。先述したとおり、足元の東京オフィス市場では立地や仕様によって二極化が進んでいる。今後も、物価動向に拘わらず、賃料が上げられるビルがある一方で、下げざるを得ないビルもあろう。

Contacts

大久保 寛

マネージングディレクター
リサーチヘッド
hiroshi.okubo@cbre.com

岩間 有史

ディレクター
オフィスチームリーダー
yuji.iwama@cbre.com

高橋 加寿子

シニアディレクター
物流チームリーダー
kazuko.takahashi@cbre.com

羽仁 千夏

シニアディレクター
ソートリーダーシップリーダー
インバーストメントチームリーダー
chinatsu.hani@cbre.com

無断転載を禁じます。本レポートは、商業用不動産市場に関するCBREの現在の見解に基づいて誠実に作成されています。CBREは、その見解が本資料作成日現在の市場動向を反映していると考えているものの、それらは重大な不確実性や偶発事象の影響を受けて変化する可能性があります。また、CBREの見解の殆どは、現在の市場環境に対するCBRE独自の分析に基づく意見または予測であり、ここに記載された内容が記載日以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる可能性もあります。CBREは、その意見、予測、分析、または市場環境が後に変化した場合、本レポート中の見解を更新する義務を負いません。