

「2018年潮目説」の撤回 ～来年も継続するゴルディロックス(適温相場)

これまで筆者が唱えておりました「2018年潮目説」を撤回致します。従来の見通しと比較して、東京におけるオフィス大量供給の問題が後ろ倒しとなったことがその主因です。また弊所が実施した不動産投資市場の関係者の方々を対象としたアンケート調査からも、「2018年」より先まで現在の市況が継続するとの期待が読み取れます。もっとも、世界における地政学的不確実性はいまだ消えておらず、その動向には注意を要します。

筆者はかねてより「2018年潮目説」を唱えて参りました。今後不動産市況の変化が訪れるとすれば2018年頃になる可能性が高い、との説を2015年頃より主張しており、同年の弊所主催「定例講演会」や、[昨年6月27日付の当欄\(リンク\)](#)でも述べてきたところです。しかしこのたび自説を撤回します。

2018年潮目説の論拠はいくつかありました。そのうち一つが金融緩和政策の“限界”に対する意識です。2013年に「量的・質的金融緩和」が導入されて以降、2018年頃になると日銀が買い入れ可能な国債が枯渇し、金融政策が軌道修正を余儀なくされるのではないか...という懸念が指摘されてきました。しかしこの懸念はすでに薄らいでいます。日銀は2016年9月にこれまでの政策を軌道修正し「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入しました。日銀は国債の大量購入という政策手法に必ずしも縛られることなく緩和的金融政策を実施できることになったと解釈できます。技術的には、当分の間日銀は緩和的な金融政策を継続できるはずです。

そして近い将来に日銀が金融緩和の手を緩める可能性は極めて低い状況にあります。来年のうちに金融引き締めへ転じる確率はゼロと申し上げて差し支えありません。

改めて思い返してみると、日銀は昨年9月以降、「物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで」金融緩和を続けると約束しています。そして今年10

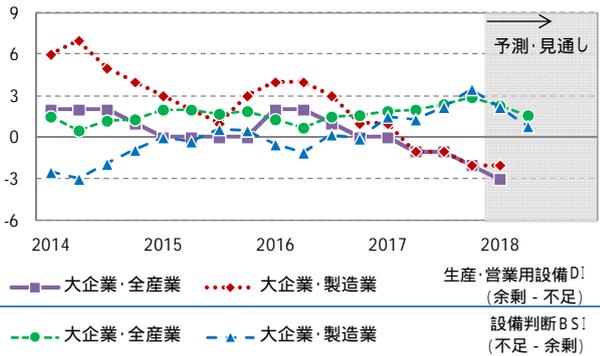
月に公表された「展望レポート」において、日銀の政策委員による物価見通しの中央値は「2019年度に1.8%」であると公表されています。2019年度の平均で1.8%ということは、2%に到達するのは早くとも同年度の後半、おそらく2020年頃にずれ込む、ということになります。従って2020年頃までは緩和的な金融政策が継続する筋合いです。

「2018年潮目説」の論拠の二つ目が東京におけるオフィスの大量供給問題でした。2018年頃から数年間に亘って東京で大型ビルの竣工が相次ぎ、その頃からオフィス賃料が下落に転じる可能性が懸念されていたのです。しかし弊所「[全国オフィスビル調査\(リンク\)](#)」によると、東京における当面のオフィス供給量は過去の平均的な水準から大幅に乖離するものではありません。東京以外の都市ではむしろ新規供給が非常に少なくなる見込みです。こうしたことから、オフィス大量供給懸念も既に薄らいでいるといえます。

オフィスを含む不動産の実需も当面は底堅く推移する見込みです。日銀短観や法人企業景気予測調査で企業の設備に対する意識を確認すると(図表1)、設備過剰感が解消された状態が継続しています。

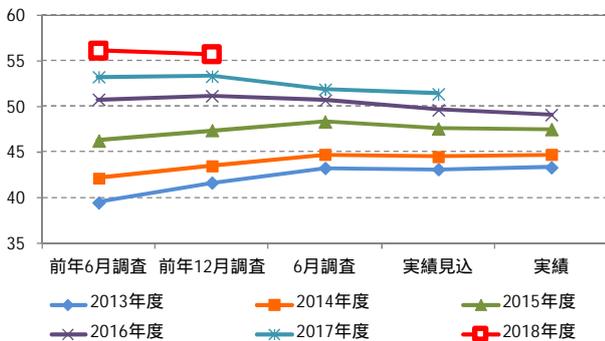
同じく日銀短観にみる2018年度の新卒採用計画も高水準を維持しています(図表2)。企業の業容拡大に対する意欲は前向きであると言うべきでありましょう。こうしたタイミングでは企業による床需要がしっかりと出てくるが大いに期待されます。

図表 1: 企業の設備投資に対する意識



出所: 日本銀行(生産・営業用設備 D)、財務省(設備判断 BSI)

図表 2: 企業の新卒採用人数の足取り(万人)



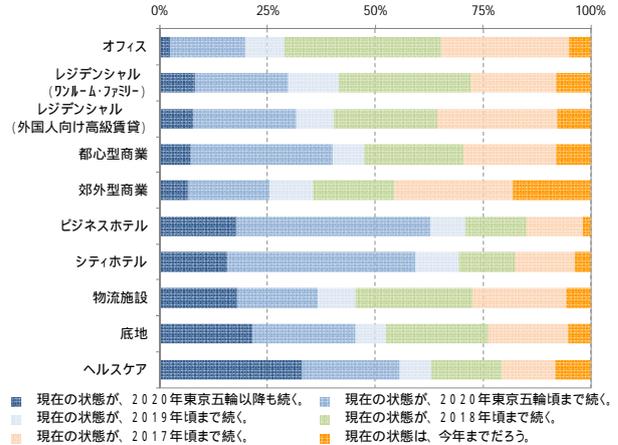
出所: 日本銀行

以上のような状況を踏まえれば、今後もオフィス等の床需給が引き締まった状態は継続し、来年に掛けて緩やかな賃料上昇が続くものと見込まれます。すなわち、「2018 年潮目説」の前提となっていた東京オフィス市況の退潮は現時点では杞憂に終わる可能性が高いといえます。

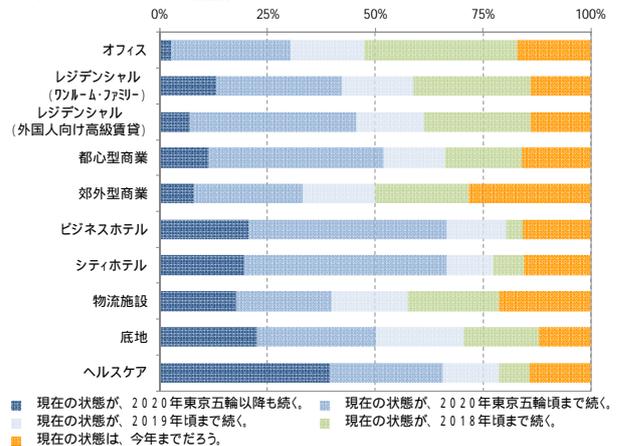
そして 2018 年より先まで現在の市況が継続するとの見通しは、不動産投資市場における投資家の方々の間でもコンセンサスになりつつあるようです。弊所の「不動産投資家調査®」によると、現在の市況がいつまで継続するかという設問に対して、2018 年と回答する投資家の方が徐々に減少し、最新の調査では各アセットとも 2019~2020 年が意見の過半を占めています(図表 3)。投資家の方々の意識においても、「2018 年潮目説」は後退したことが確認できます。

図表 3: アセット別の市況見通し

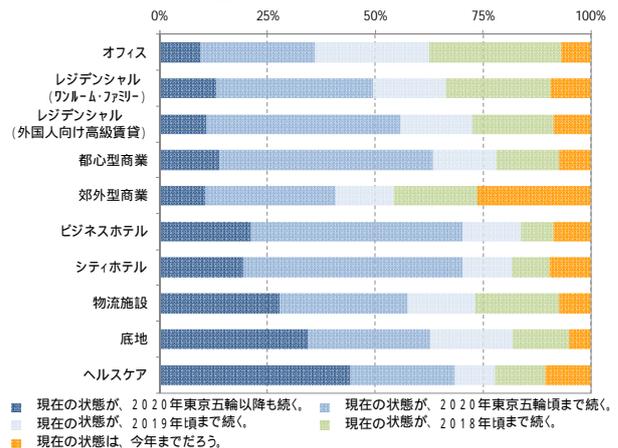
[2016 年 10 月調査]



[2017 年 4 月調査]



[2017 年 10 月調査]



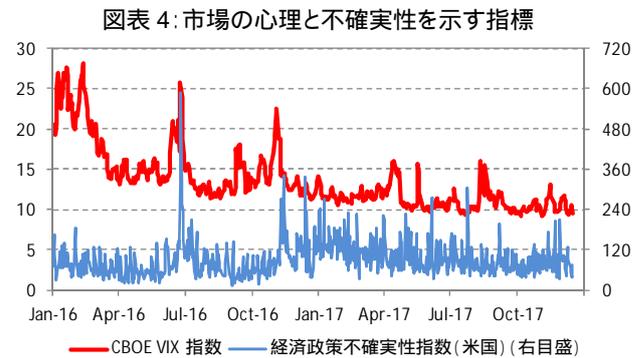
出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

このように、来年も 2017 年と同じような市況、すなわち活況ではあるものの過熱化する訳でもない状況が継続するとの見通しメインシナリオとして掲げます。こうした適温相場を意味する「ゴールドロックス」(goldilocks)という表現を今年よく目にするようになりました。まさに我が国の不動産市場もこれまでゴールドロックスの様相を呈してきましたし、来年もこの状況が継続すると考えられます。

ところで「2018 年潮目説」のもう一つの論拠として、筆者は地政学的不確実性を挙げていました。この可能性は減退したといえるのでしょうか。答えは否というべきでしょう。確かに 2016 年から 2017 年に掛けて、世界は予期しえない出来事を経験してきたにもかかわらず、これが経済における不連続性、とりわけ日本の不動産市場に悪影響を及ぼす事態をもたらしているとは言い難く、この意味で筆者の掲げた論はこれまで当たっていない、と申し上げざるを得ません。

しかしながら、筆者は地政学的不確実性の高まりに対する市場の警戒感が鈍麻しているのではないか、という問題意識を有するに至っています。図表 4 に示した指標のうち、VIX 指数(いわゆる恐怖指数)は米国株のオプション価格から計測される短期的ボラティ

リティの指標ですが、市場の不安心理を示す代表的な指標としても知られています。



出所: Chicago Board Options Exchange, Baker Bloom & Davis

昨年に引き続き、今年も地政学的不確実性を意識されるニュースは数多く生じ、それらが報じられるたび経済政策不確実性指数は高まりました。ところが VIX 指数は低水準での推移に終始しています。昨年の英国 EU 離脱問題や米大統領選挙の前後に VIX 指数が明確に反応した状況とは対照的です。もしもこうした現象が地政学的不確実性に対する市場の警戒感の後退を示すのであれば、何らかの不確実性が顕在化した際に経済にもたらされる影響が却って増幅しかねないのではないのでしょうか。近未来の不動産市場を見通す上で、依然として地政学的不確実性を意識せざるを得ない所以です。

吉野薫(よしの・かおる)

一般財団法人 日本不動産研究所 不動産エコノミスト

東京大学経済学部卒、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。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している。専門は都市経済学、経済政策。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。



一般財団法人日本不動産研究所(以下、弊所)は、本稿に記載された内容について信頼に足る情報源の活用に留意するなど、その正確性に万全を期しておりますが、誤謬がないことを保証するものではありません。また、将来に関する見通し・予測の当否について弊所は一切の責任を負いません。なお、本稿で述べられた意見・見解は筆者個人に属するものであり、弊所の意見・見解を代表するものではありません。