

# 不動産調査

No.415 (2019/8/1)

不動産投資家調査<sup>®</sup>20周年セミナー  
不動産投資のこれから

## 第1部・基調講演

多様な市場参加者と資産価格形成、  
そして不動産とテックの今後 ..... 2  
東京大学大学院経済学研究科・経済学部 教授 柳川 範之氏

## 第2部・調査研究報告

不動産投資家調査<sup>®</sup>でみる市場の変遷と今後の動向 ..... 12  
研究部 兼 国際部 次長 慎 明宏

躍動する地方都市～福岡、京都、札幌の現地から～ ..... 17  
九州支社長 山崎 健二  
京都支所長 神本 文子  
北海道支社長 遠藤 公正

米国の不動産市場動向 ..... 27  
国際部 次長 欧米チームリーダー 斎藤 敬之

不動産テックの進展と今後の動向 ..... 31  
研究部 REA-Tech 研究開発グループ 専門役 南川 しのぶ



一般財団法人  
日本不動産研究所

## 不動産投資家調査®20周年セミナー 不動産投資のこれから

### 第1部・基調講演

# 多様な市場参加者と資産価格形成、 そして不動産とテックの今後

### プロフィール

東京大学大学院経済学研究科・経済学部 教授

やながわ のりゆき  
柳川 範之 氏



1988年、慶應義塾大学経済学部卒業。1993年、東京大学大学院経済学研究科博士課程修了、博士号取得。慶應義塾大学経済学部専任講師、東京大学大学院経済学研究科助教授、准教授を経て、2011年より現職。研究分野は金融契約、法と経済学。主な著書に『日本成長戦略 40歳定年制』、『法と企業行動の経済分析』、『元氣と勇気が湧いてくる経済の考え方』などがある。2019年1月より内閣府経済財政諮問会議議員。

ただいまご紹介いただきました東京大学の柳川です。本日は朝早くから大勢の方にお集まりいただき、こういう場所でお話できるのを大変光栄に存じています。不動産投資家調査20周年ということで、節目のタイミングで皆さんにこういう形でお話ができることを大変光栄に思いますし、少しでもいい形でお話ができればと思います。

今日は「多様な市場参加者と資産形成、そして不動産とテックの今後」というタイトルを付けたのですが、主にはいま不動産テックと言われている話があるように、技術がいろいろ進んできて、不動産取引あるいは不動産関係の経済活動がかなり大きく変わろうとしているのだと思います。その中で皆さんのお仕事に関連するところでは、いったい何がどんなふうに変わっていかしているのかということを中心にお話をさせていただきたいと思っています。

その前に不動産の価格であるとか、不動産に関する情報がどんな意味を持つのかということ、少しだけ理論的になってしまうのですが、せつくなのでお話をさせていただいたほうがいいかなと思っています。そのこと

が、後々お話しするような不動産テックの話であるとか、不動産のそもそもの役割の変化みたいなこととかなり大きく関係していると思っていますので、前半は若干抽象的なお話があるかと思いますが、少しだけ我慢して聞いていただければと思います。

先ほどのご挨拶の中にもあったのですが、やはり適切な価格形成というのはとても重要なことだと思います。ただ、適切な価格形成のためには豊富な情報がなければいけません。豊富な情報とデータがあり、その結果きちっとした評価がされ、適切な価格が形成される。適切な価格形成がなされることによって、それが不動産の有効活用や不動産の適切な開発、ひいては経済活動や皆さんのビジネスに結び付く。こうしたことがざっくりとは言えるわけです。

その面では、どれだけ有効な情報が集まってくるのか、大事なデータが集約されているのか、というのは、不動産取引あるいは経済全体にとってもかなり重要なことなのだと思います。ですから、「不動産投資家調査」はとても意味のあるものだと思いますし、大事な役割を果たしているのだと思いますので、その辺りのことを抽

象的な話で整理させていただきます。とはいえ、数式も数字も出てきませんので、気軽に聞いていただければと思います。

不動産価格は資産価格の一つですが、一般的には資産価格はバブルかどうかという話が話題になりがちです。理論的にはファンダメンタルズか、バブルなのかということになります。ただ本当に大事なポイントになるのは、ファンダメンタルズというのは何か、どれが正しいファンダメンタルズなのか、という話です。バブルかどうかということよりは、ファンダメンタルズがどんなふうに決まってきて、何がファンダメンタルズかということが、現実の話として、あるいは皆さんのビジネスにおいて、かなり重要になるということを日々の活動の中で十分お感じになっていると思います。

ファンダメンタルズの話をしつたいと思います。バブルとの対比でいうと、客観的なファンダメンタルズという価格があり、そこからずれているとバブルだというふうに理解しがちです。経済学者もそういう形で定義することが多いのですが、実はファンダメンタルズそのものも明確に決まっている、あるいは客観的に定義できるものではなく、あくまでも予想値です。自分はこの資産のファンダメンタルズはこれだけだと思ふ、という予想値にすぎません。誰も本当の意味でのザ・ファンダメンタルズを知らないわけです。人によって異なるわけです。あるいは情報が入ってくることによってファンダメンタルズは変わり得るのです。ですから、先ほど収益還元法のお話がありましたが、どういう情報に基づいてファンダメンタルズを計算するのが大事です。そのときにどれだけリッチな情報を持っているかによってファンダメンタルズの変動の幅も変わってくるようになるわけです。

そういう意味では、みんなが、あるいは誰かが予想するファンダメンタルズ自体が予想の変化によって、あるいは入ってくるニュースによって変動するということですが、不動産の価格の変動を大きく左右するというのが実情であるわけです。ファンダメンタルズという意味での資産価格の変動は、予想が大きな要素を占め、予想に影響を与える情報が大きな要素を占めるということです。例えば不動産テックが導入されたときに、どのように情報の入り方が変わってくるのか、そして予想の形成のされ方が変わり、その結果によって変動の幅、あるいは変

動の大きさが変わってくるのか、ということになるわけです。

資産価格、あるいは不動産価格の乱高下のようなことが問題になりますが、その大きな要因は予想の歪み、予想の変動だったりするわけです。どうすればみんなが間違いのない予想、適切な情報を反映した予想を形成してくれるようになるかが重要だということです。

もう少し抽象的に言えば、情報の非対称性がいろいろなところにあるのだ、と経済学では表現します。市場の参加者は誰も神様のように正確な情報を知っている人はおらず、誰もが不十分な情報の中で取引をしています。経済学やファイナンスの初歩的な教科書を読むと、正しい価格のようなものが存在し、みんなが正しい情報を持っていて、その価格で当たり前のように取引をしている図や式や説明がされています。この辺り、現実の活動と初歩の経済学がずれているのですが、実際の経済学ではもう少しディープな話をしています。予想の違い、もう少し言うと、予想を形成する情報の違いから人々が持っているファンダメンタルズ、あるいは予想するファンダメンタルズが異なり、それがさまざまな形で実際の価格に影響を与える、ということが確認していただきたい一つのポイントです。

もう一つの重要なポイントは、人々は情報を得て予想を形成するのですが、その中の情報やニュースの中の大事な要素の一つが実は価格そのものでもあるということです。市場価格や取引価格を情報として読み取って、例えば将来の不動産市場のあり方であるとか、このマーケットの、あるいはこの場所の価格はどうなるのかということ、自分自身の予想の形成に使うということです。価格形成とか価格の設定、価格メカニズムというのは、初歩的な経済学やファイナンスの理論が考えているような単純な話ではなく、もう少し複雑な話になっているわけです。

そもそもみんな不十分な情報しか持っていません。ですから、できるだけいろいろなニュースを活用して、それからほかの市場参加者の人の行動を見ながら、自分の予想をうまくやろうとします。そこでは単にほかの市場参加者の行動だけではなく、価格も重要な要素になっています。価格というのは情報を伝えるシグナル機能を果たしています。初歩の理論では見過ごされがちですが、価格がシグナル機能を生み出して、それが市場参加者の

行動に影響を与えるということです。

当たり前の話ですが、例えば誰かがいいニュースを得れば、ここはもうかるのではないかと思って不動産を買い占めます。そうすると不動産の価格が上がります。不動産価格が上がったのを見て、人々はここに何か可能性があるのではないか、あるいは可能性があるか誰かが思っているのではないかということを経験として読み取ります。だからといってすぐその不動産に飛びつくとは限りませんが、自分の予想を変えるということにはなりません。

それが結果的にまた価格に跳ね返ってくるということで、そこには複雑な相互作用があります。自分が持っている情報がある程度相手に伝わる可能性も考えながら人々は投資行動を決めます。価格から情報を読み取りながら、自分の投資行動も変えるというように、情報をいろいろな形でやり取りしながら、価格と取引行動とが相互作用を生み出すということです。これが現代の市場価格の決まり方の構造です。

学問的にはマーケット・マイクロストラクチャーという研究分野があります。価格はそもそも市場参加者の戦略的な相互作用によって決まり、情報が不十分であるとそれぞれが戦略的な行動をとるということを前提に、情報の経済学とゲーム理論を使って市場の価格の決まり方を導くという学問体系です。皆さんの中にもそういうことを勉強されている、あるいは専門にされている方がいるかもしれませんが、釈迦に説法ですが、こういうことで考えていくというのが現実的な価格形成の理論だということです。

大事なことは、ここで情報、あるいはニュースがさまざまな複雑な影響をもたらすということです。ですから、市場価格は均衡価格みたいなことで、ザ・プライスで決まるわけではなく、分散を持ち変動するというものです。市場参加者が持っている情報から分散の幅とレベルが形成されるという理論になっているということです。

当たり前と言っただけですが、ここから導かれるとても重要な要素は、多様な市場参加者が市場に参加することで、より適正な市場価格が形成されるということです。なぜかという、市場に多様な参加者が存在すれば、多様な情報や多様な予想が持ち込まれます。みんながいろいろな角度からチェックして判断することにより、本当かどうか分かりませんが、より適切な価格形成

ができるということです。そこでその結果、歪んだ投資や行き過ぎた投資が是正されていきます。これは資産価格一般に言えることで、不動産価格だけではなく、株式市場においても当てはまります。

市場流動性の高い市場、参加者がたくさんいて厚みのある市場が望ましいと言われるのは、こういうところからくるわけです。いろいろな要素が入ってきて、いろいろな評価がされ、その総計として価格が決まってくる。そのためには分厚い市場参加者がいたほうが良いということです。厚みのある市場ということが重要であり、そういうものをどうやってつくっていくかということが制度的な課題となります。

ただし、やや複雑な話は、誰が市場に参加するかというのは内生的に決まるということです。無理やり参加させるわけにはいかず、儲かりやすい市場であるとか、自分が特別な情報を持っている市場には人々は参入しようと思います。何も情報を持っていない、儲かると思えないような市場には人々は参入しにくくなります。分厚いマーケット、市場参加者が多いマーケットが望ましいと分かっているのですが、ではどうしたら分厚いマーケットができるのかということを経験的に、あるいは仕組みとして考えていく必要があるだろうという話になってくるわけです。ここにテクノロジーと制度、あるいは規制が果たす役割が存在します。

価格なんか放っておけばいい、みんなが自由に取引すればそれで適切な価格がつくのだ、というふうな主張する人もときどきいます。大学の1年生くらいで、あるいは高校のときに最初に習う経済学や市場メカニズムの初歩の理論だとそういう話になるのですが、これまで時間をかけて縷々お話ししてきたように、現実の取引では情報は限られており、市場参加者も限られています。その中で複雑なゲーム理論的な相互作用をもたらしながら価格が決まってくるという、そんな単純な話ではありません。適切な規制と適切なテクノロジーの活用によって、内生的に決まってくる市場参加者が分厚くなり、より適正な市場価格が形成されることが分かっています。中級レベルの経済学やファイナンスでは、こういうことを中心に教えることになっています。

結局、どれだけ人が入ってくるかということ言えば、どれだけ情報がどの程度得やすいかということが重要な要素になってくるわけです。当たり前の話ですが、ど

のように価格が決まっているかよく分からない、手探りで何の情報もないというようなところでは怖くて入れないので、市場参加者も少なくなってきた、プロと呼ばれる人たちだったり、あるいは特別な情報を得た人だけが取引に参加するということになるわけです。そうすると価格は変動しやすくなりますし、適切な価格から大きく歪んだ価格形成が行われる可能性も高くなります。結果としてみれば、そんなところに不動産の開発をするのか、ビルを建てるのか、アパートを造るのかというと、やはり怖くてできないことになり、全体にマーケットと産業が縮んでしまうことになりかねません。

ですから、みんながある程度適切な情報を得やすくなること、多様な市場参加者を集め、より望ましい価格を形成し、不必要に大きな変動が起きない安定的なマーケットを形成して、ひいては適切な不動産開発や不動産建設が行われていく大きな要素になるということです。冒頭に申し上げたように、日本不動産研究所の取り組みを含め、情報がきちっと整備され、データがきちっと潜在的な市場参加者に提供されることは、とても重要なことであり、いま申し上げたようなメカニズムを通じて、産業の大きな発展につながります。

もう少し抽象的なお話をお付き合いいただければ、やはり取引する際の取引コストがすごく大きいと、みんな参加に消極的になり、そうすると結局、取引高が減ることだけではなく、いま申し上げたような意味で価格が歪みやすくなり、結果として不動産も十分に供給されなくなり、産業全体も縮んでしまうということになります。取引コストとしては取引手数料などがまず思い浮かぶ話ですが、それだけではなく、いま申し上げたように、市場参加者が情報を得にくいようなことも問題になってきます。

これまでの話の中で出てこなかったもう一つのポイントは、取引参加者が少なくマーケットが薄いと、価格が歪みやすいだけではなく、取引相手が見つかりにくいということです。そうすると取引の成立に時間がかかるわけです。ここには循環的な構造があり、マーケットが薄いとますます誰も参加しなくなります。みんなが集まれば取引がしやすくなりますから、そこにますます人が集まります。誰も集まらなると取引が成立しにくくなりますから、ますます人が集まりません。このような好循環と悪循環の両方の可能性があるわけです。ですから、

好循環にもっていかなければいけないのです。いま申し上げたように、情報がうまく入ることで好循環が生み出しやすくなります。人が参加しやすくなれば、取引が成立しやすくなって、ますます人が集まるという好循環がもたらされるということです。

不動産証券化は非常に大きなイノベーションでした。今日いらっしゃる皆さんの中にも、この業界に参加されている方も多くいらっしゃると思います。今となってはそういうことを言う人はいないのですが、証券化の仕組みができる前は、不動産を証券化してどんな意味があるのか、不動産は普通に取引されればいいではないか、このような暴論を吐かれる方も結構いらっしゃったわけです。

では、なぜ不動産証券化は大事なのかというと、金融市場を活性化させるという意味でも当然重要だったのですが、不動産業や不動産市場への影響を考えてみても非常に重要な意味があり、それは不動産の価格形成そのものに、いま申し上げたような意味での厚みを与えたわけです。証券市場あるいは金融市場の人たちが不動産証券化を通じて不動産市場に参加することにより、不動産の価格形成により厚みが出て、より流動性が高くなり、より適切な価格が形成されるようになったという意味において、不動産証券化は非常に重要だったということです。

もう一つ、取引のコストを大きく左右するのは、先ほど申し上げたような制度や規制の側面です。市場に参加しやすくなるように制度的なコストを下げる、手数料を下げるというのも一つですが、ここで申し上げたい話は制度の透明性というようなことです。制度の透明性が低いと、不必要なリーガルコストが発生してしまい、このリーガルコストが大きいと取引を委縮させてしまう側面があります。ですから、取引の透明性はかなり重要であり、将来のリターンに関しての不透明性が大きいと、本来望ましい取引が行われなくなってしまいます。

将来のリターンにはたくさんの不確実性があるのですが、これは制度的な要因によって変化します。例えばある取引が正当な取引、真正取引だと認められるかどうかというような、制度的な要因から導かれる不確実性、不透明性が高いと、誰も得しないわけです。買う側も売る側も、自分が損をするのではないかという心配をしてしまうと、結果的には両方もが取引をしなかったり、取引を小さくしたりする萎縮効果が起きてしまって、結果

的には経済全体の取引の活性化を妨げることになりません。

ですから、取引を促進させていく上では制度的な面での不透明性をできるだけ下げること、もう少し具体的に言えばリターン、責任、所有権の帰属先が明確になるようにする、ということが一番重要です。このような話は開発経済学ではとても重要な話で、不動産とか資産の所有権が不明確で、自分のものだと思っていたら法的には自分のものではなくなった、あるいは誰かに政治的な理由でかすめ取られるみたいなことが頻発すれば、誰もわざわざお金をかけて取引をしようとしなくなります。こういうことが起きてはいけません。所有権を明確にして、そのための法整備をきちっとしましょう、というのが開発途上国、発展途上国の議論ではよく出てきます。

先進国ではそこまでひどい話はなく、私的所有権は大まかな部分においては確保されていますので、通常はあまり議論されません。ただし、100%確保されているか、100%透明かという点、透明ではない部分はいろいろあるわけです。そのため、不動産にかかるいろいろな取引上のトラブルがあり、そこにはさまざまな規制や制度の不十分性、ということ言いますが、クリアでない部分があり、やってみないと分からない部分があります。こういうものが存在すると、今ここで申し上げたような意味での委縮効果が生まれます。取引の予測可能性を高めること、すなわち黒なら黒、アウトならアウト、自分のものにならないならならない、あるいは規制上アウトならアウト、セーフならセーフというのがあっていいのだ

ろうと思います。全部を白にする必要はありません。けれども、グレーゾーンが多すぎると民間企業の取引の萎縮効果は高くなるので、やはり法制度上の、あるいは規制上のグレーゾーンをいかに減らしていくかというのは、先進国においても重要です。取引を活性化する上で大きなポイントだろうと思います。

というわけで、これまで抽象的なお話を聞いていただきました。市場価格の決まり方ということに関して、みんな情報が不透明で不完全な中で取引をしているというところでいくと、制度的な環境を整える必要があり、いかに情報を集めてくるかということがとても重要な役割を果たしているということです。

それを前提にした上で、不動産と技術革新について私がいま注目しているポイントをお話しさせていただきます。不動産テックと呼ばれるような技術革新が様々に起きており、これが不動産を大きく変えていくことは間違いないのだろうと思います。そこではおおまかに言えば、不動産の開発とか建設といったところでの技術革新と、それから前半でお話ししたような不動産の取引に関わる技術革新との両方が起きていて、両方が繋がっています。これらをあまりきれいに分けることはできないのですが、この両方の側面において話をしたいと思います。いずれ、この変化が皆さんのお仕事をかなり大きく変えることになるのだろうと思います。

少し大きな話から、技術革新によって変わってくるのだろうという話をさせていただくと、そもそも都市のあり方はずいぶん変わってくるわけです。マスコミなどで



もいま言われるようになってきているとおり、都市は巨大なIoTの装置になっていくのだろうと思います。

IoTというのはご存じのとおり、Internet of Thingsということで、モノやセンサーが直接情報を伝えるということになります。いろいろなところでIoTが入ってきており、5Gが本格化することにより、かなり大きく世の中を変えるのだろうと思います。AIの話とか、データビジネスの話はぜひいぶん言われていますが、私自身は産業構造やビジネスを大きく変えるのは、むしろIoTのほうだろうと思います。当然IoTを使ってデータビジネスをどうやっていくかということは大事な話ですが、直接的に産業を変えていくのはIoTのほうです。なぜかという、これは情報の出方を全く変える、今までとは全く違う情報が得られるようになるからです。

皆さんだいぶお詳しいと思うので改めて細かいお話はしませんが、都市や不動産はセンサーをつけるとIoTの発信の固まりです。ここからものすごく多様で、ものすごく豊富な情報とデータが手に入るようになります。ですから、不動産そのものよりも実は不動産から得られる情報の価値のほうはずっと高いかもしれない、こういう時代が来ます。大事なことは、この情報は不動産業そのものに有効な情報だけではなく、違う産業にとって喉から手が出るほど有効な情報がたくさん入ってくるわけです。

例えば、人がどう移動しているかとか、どこにどのように人が立ち止まっているのかという話は不動産としても大事ですが、やはりサービス業、観光業、あるいは場合によっては製造業においても非常に重要なデータです。ほかの産業にとって重要なデータがたくさん集まるのが不動産であり、都市そのものです。これをどう活用するかということは、今まであまり不動産で考えられてこなかったビジネスですが、ここに宝の山があるのは確実です。

もう一つは、そもそも居住や移動という概念が技術により、かなり変わってきます。後で詳しくお話ししますが、自動運転車が出てくれば、自動運転車そのものがある意味で不動産、自動のアパートだったり、ビルだったり、移動するオフィス空間になり得るわけです。そうすると、これは自動車産業を変えるだけではなく、当然オフィスのあり方であるとか、居住のあり方も変えます。全く今までと発想を変える必要があるビジネスモデルが

たくさん出てくるということです。

また違う側面では、居住概念がずいぶん変わってくるので、国際的な都市間競争が今まで以上に高まります。最近いろいろな人に話をすると、その人がどこに住んでいるかとか、どこで仕事をしているのかとか、あまり聞く意味がなくなってきています。自分は先月はニューヨークにいたけれど、今月は東京にいて、来月は北京に住んでいるというような人がたくさん出てきている中、居住のあり方とか都市のあり方は全く変わってくるだろうと思います。

それから、先ほどのような取引の話ですね。市場のあり方はずいぶん情報の出方によって変わってくるので、そもそも仲介業という概念がかなり変わり始めているというのは、皆さんもお分かりかと思いますが。シェアリングビジネスと言われているような話がたくさん出てきています。マーケットプレイス型のプラットフォームビジネス。難しく言うとそういう話です。Airbnbのようなものが典型的ですが、このようなマッチング型のプラットフォームが出てきたことにより、これは仲介業のあり方をずいぶん変えつつあります。これはどこの産業でも起こるのですが、当然、不動産においては仲介事業の役割が多かっただけに、ここのインパクトはかなり大きいものがあると思います。

ですから、ここはかなり変容していく可能性がありそうです。場合によっては仲介業が不要になる部分もあり、マーケットプレイス型の仲介がほぼオートマティックにやるとい部分も出てくるのだろうと思います。

ただ、今日申し上げたかった話は、そもそもその一方で、ここにずいぶん今までと違う豊富な情報がテクノロジーを使って手に入るようになる、あるいは手に入るようになる情報をいかにきちっと分析をするか、評価をするかということが、より重要になってくるということです。

詳細な情報把握と情報分析が可能になっているだけに、これをいかに有効活用するかというところに結構なビジネスチャンスがあります。これにより適切な不動産評価が可能になって、それを使った高度な仲介事業が可能になる面があります。どちらかという、私はオートマティックにやられる話ではなく、ここにとても重要な役割があると思います。

極めて規格化された不動産であれば、左から右に情報

を流してオートマティックに仲介をすることができますが、日本の不動産業においては、やはり個性が非常に高いので、そこにおいては自動仲介執行みたいなことでできる部分はかなり少ないわけです。そうすると、情報を有効活用した不動産評価と高度な仲介業というところに大きなビジネスチャンスがあることは明らかです。

しばしば誤解があるのは、テックでいろいろな情報が入ってきてしまうと、不動産評価や仲介業は役割を果たさなくなるのではないかとみんな思うのです。これは大きな間違いです。確かに、オートマティックに仲介をする、といったことは割とできます。しかし、それは規格化商品に関しての話です。テックで情報が入ってくるからこそ、その情報をきちっと使った評価や分析がより重要になり、そこから来るアドバイスであるとか、情報提供あるいは仲介ビジネスはより重要になるはずですよ。

そこで大事なものは情報ではなく知恵の部分です。知恵というのは何かというと、分析とか詳細な評価のことで、公開情報がたくさん集まってくると、それで全てが済むかということ、そうではありません。公開情報がたくさん集まることは大事ですが、公開情報がたくさん集まれば集まるほど、それをどう料理するか、料理する知恵が大事になってきます。素材がたくさん集まることは大事ですが、素材だけではいい料理はできません。そこには皆さんが持っている専門的な知識、知恵、あるいは公開情報では手に入らないような個別情報、ソフトの情報、こういうもので味付けをして料理をして、初めていい料理が出来上がる、いい取引ができる。ここに大きな価値があります。

ですから、テックが伝える公開情報か、今までの経験かの二者択一ではないのです。二者択一ではなく相互作用です。情報がテクノロジーによってたくさん集まってくることは大事で、それによって公開情報が増えることも大事です。大事なものはこれでノウハウや知恵の部分がなくなってしまうからではなく、これがより有効活用されるからです。ここはぜひ誤解のない形にさせていただき、より皆さんのビジネスを発展させていっていただければと思います。

その意味では、データ解析はとても重要です。データ解析はプログラマーに任せるといった話がありますが、どんなビジネスが残っていくにせよ詳細な分析が必要です。詳細なデータ解析が重要になるということです。

ここでは知恵の部分がとても大事ですし、経験も大事だということです。

より詳細なデータ解析についていえば、重要なのは履歴を追った情報です。時系列的な取引、時間軸、時系列をダッシュと追っておく。あるいは取引の場所ごとに、取引の人ごとに。このような情報は手に入るようではなかなか手に入らなかったのです。このような時系列を追ったデータの詳細分析は、やはりコンピュータとかデータ解析が得意な分野なので、この種のところをどうやって有効活用していくかということが大事です。それによってより望ましいマッチングが可能になりますし、不動産開発も可能になるということです。この辺りのところの情報をリッチに集めた上で解析をしていくことが重要です。

不動産そのものではなかなか直接的には活用できないのですが、いまダイナミックプライシングが注目されています。それは価格を時間軸に応じて変えていくということです。飛行機の運賃などは毎日変わりますし、同じように福岡に行くのであっても、便が少し変われば値段がずいぶん違ったりしますよね。あのようなことが細かくできるようになっていきます。

ここで申し上げたような意味で、時系列的なものを追ってデータを活用しながら価格を変えていくことができるようになっていく、ということがいろいろなところで起きています。不動産は取引がそんなに頻繁に起こるわけではないので、飛行機の旅客運賃を変えるような形では頻繁に価格を動かさせませんが、それでもやはり価格は分析の結果として変わってくるのでしょうか。単純に少し売れ残っているから値を下げてみよう、というようなラフな話ではなく、詳細なデータ分析に基づいてプライシングを変化させていくのが、これからの一つのビジネスのあり方だろうと思います。このような新しい情報を活用して、より知恵を有効活用していくことで、仲介業あるいはプライシングの部分がより高度化していく、というのが取引関係での話です。

不動産そのものに関しての話をしていただくと、先ほど途中で申し上げたように、不動産そのものが技術革新によってかなり大きく変わっていくのだろうと思います。ビルやマンションの役割はこれからずいぶん変化します。先ほど申し上げた情報伝達の仕組み化としての不動産というものが、かなりこれから注目されてくるで

しょうし、まち全体にどういふ IoT の環境をつくって、どういふデータをそこで吸い上げて流すまちにしていくかが、都市開発においてかなり重要になります。

これはいわゆる都市だけではなく、過疎地域においても重要です。むしろ過疎地域だからこそ重要になってくる意味もずいぶんあるわけです。簡単な話で言えば、不動産ではありませんが、5分に1本バスが通っているようなところでは、どこにバスがいるかなどという情報はそんなに必要ありません。ところが1時間に1本くらいの頻度でバスが通っているような過疎地域であれば、どこにバスがいるのかという情報を適切に伝えてあげることに意味があります。ですから、同じような意味で、いわゆる大都市だけにこういう話が重要なのではなく、さまざまな地域で IoT としてのまちづくり、IoT としての不動産開発が重要になってきます。

それから、そもそもオフィスは、どこまで必要なのかという話も重要になってきます。不動産の質ということからすると、これからはどんな情報を伝えられるか、どんなデータを吸い上げられるか、もちろんそこにはプライバシーの問題を適切に管理するという重要な話がありますが、このようなところでより高度化していくことが、都市概念の高度化において、これからかなり重要になってくるのだと思います。

このように考えてくると、不動産業のサービス業化はかなり進んでくるわけです。当然、サービス業といったときに、賃貸みたいな話も当然サービスと言えばサービスですが、もっとリアルタイムの情報を活用した不動産のサービス業化ということが進んでくるはずで、これは製造業ではいま急速に起きていて、自動車産業では MaaS のようなことです。トヨタの社長も自動車というもの売るのはない、サービスを売るといふ話に大きくかじを切っています。家電なども、売っておしまいではなく、家電が様々なリアルタイムの情報を把握して、リアルタイムに便利なサービスを提供していく形に変化しつつあります。

テクノロジーによる一つの変化は、資産を売のではなく、資産が提供するサービスを売ようになることです。そもそも耐久財というのは、いろいろな効用を継続的に受け取るので、それを使うことでみんなが便利になるという意味では、サービスを間接的に受け取っていたわけですが、そこをもう少しきめ細かくやるということ

です。ですから、資産を売っておしまいではなく、資産を売った後にきめ細かくサービスを提供することに意味があるような形でのサービス業に転換していくことになります。

単に環境のいいオフィスを提供していくということではなく、リアルタイムでの情報を把握して、リアルタイムにサービス環境を変えていくというところに、不動産がサービス業化するところのエッセンスがあります。ですから、リアルタイムで即時的にサービスのレベルを変えられるような不動産環境をどうやってつくっていくのか、ということになります。そのときに IoT が確実に重要な役割を果たすのは、いま申し上げたようにリアルタイムの情報がとれるからです。

もう少しテクノロジー的な話をすれば、ブロックチェーンがここで必要になってきますし、IoT とブロックチェーンとスマートコントラクトの組み合わせが中長期的には重要になってきます。今日は、そういうテクノロジーの細かい話は脇に置いておくとして、環境変化に合わせてサービスの内容を変えていけるような不動産業にいかになっていくか、できるだけリアルタイムで変化させられる不動産環境になっていくか、ということが重要かと思えます。

国際的な都市間競争になっているということは、そのとおりだと思います。いかに人が集まる、企業が集まる都市にしていくということが重要です。これは実はマクロ経済的な意味でも非常に重要で、不動産の適切な価格形成によってより望ましい不動産の開発を進めると、より人が集まってくるということです。

いまイノベーションの源泉は何かということで注目されているのは、より人が住みやすい住空間の提供です。昔は工場が集まっていること、工業地帯ができることが、その国の経済力やイノベーションの強みだと言われていました。今は工場が集まる場所が重要ではなく、人がうまく集まってくれるということが、生産性やイノベーションの大きな源泉だと言われています。

それはなぜかというと、人々の知恵の集まりがイノベーションを生み出すからです。典型的な話を言えば、シリコンバレーみたいなところが成長のエンジンになっているのは、結局そこに人が集まるからです。ですから、よい住空間によって、人が集まり、そこに暮らす人の集まりがイノベーションの大きな力だという意味でも、

都市間競争ではいい住環境をいかに提供していくかということが重要になってきます。

住空間のサービス業化といったときにリアルタイムで動かせるものは何かというと、一つは、例えば温度の調節とかエアコンの調節、照明の調節みたいなことをリアルタイムでやること。あるいはエレベーターがちゃんと人と合わせて動くようにすることです。こういうことはみんなすぐに思いつくのですが、不動産がより可変的な構造をもったものになっていくというのは非常に重要なことなのだろうと思っています。

これがリアルタイムで動かすサービス業化の一つの方策だと思っています。これは純粋な IoT ではないのですが、例えば人がたくさん集まったら、たくさん集まっただけオフィススペースが提供できる柔軟性です。逆に人が急に少なくなる場合もあります。これからは簡単に企業や人が動くようになりますから、都市間競争が大きくなって、先ほどのように多都市居住をしている人が増えます。そうなってくると、オフィス空間は可変性を持たなければいけません。

可変性をもつオフィス空間がどういう形かという、いろいろなパターンがあります。本当にオフィスのパーティションを自由に動かすというのがありますが、一つの参考例は、皆さんもよくご存じの WeWork、コワーキングスペースです。WeWork はいったい何をやっているのかということについてはいろいろな側面があるので、単なるレンタルスペースだと言っている人もいますし、本当にうまくいくかどうかは分かりません。

ただ、注目すべき一つのポイントは、オフィスが可変的だということです。それは最初一人の机だけから始めて、大きくなっていったら、それを 10 人のスペースにもできて、もっと大きくなったら、ワンフロア貸し出すこともできる。当然こんなことは今でもできていて、それは自分が借りているオフィスを借り換えていけばできるわけです。でも、皆さんご存じのように、借り換えるためには、ちょうどいい場所を探さなければいけません。そのたびに礼金や敷金がかかったりするという一方で、そんなにオフィスを変えることを、可変的に、クイックにやることは難しい。

WeWork が実現しようとしていることは、例えば来月からもっと大きな部屋が欲しいと言えば、大きな部屋を用意してくれるということです。こういうことにより無

駄を省き、それぞれの会社にとって適切な規模のオフィスを提供することが、WeWork の一つの目指している機能です。本当にうまくいくかどうかは分かりません。それをうまくやるためには、かなりのスペースがないといけません。しかし、こういう方向性はこれから重要になってくる側面であることは事実です。

分かりやすい話でいけば、シネコンがあります。昔は、映画館は単館だったわけですが、今はどこもシネコンが主流です。いくつかの大きさのスクリーンがある。なぜ違うスクリーンを 1 箇所にまとめておくかという、可変的に上映のスペースを変えられるからです。ちょっと人が減ってきたと思えば小さなスクリーンで上映し、人が増えてきて、人気急に爆発したら大きなスクリーンで上映するという柔軟な調整がきくから、今はシネコンプレックスがどこでも増えています。ああいうようなことがオフィスそのものでできるようになれば、オフィスの有効活用ができますし、中の人々の利便性は高まるだろうということです。これが先ほど申し上げた WeWork のコンセプトです。

これは人々の変化の度合いが激しいからです。みんな誰もが 2 年、3 年オフィスにいて、そこから会社の規模を大きくしてまた 2 年、3 年、といったペースで会社の規模を変えていくようなことであれば、今の不動産のやり方でいいわけです。ところが、変化が激しいからクイックに変えたいとなってくると、シネコン型のオフィス提供のニーズがあるということです。

こういうようなことも含め、やはり変化が激しいとすると、柔軟に動かせる構造は重要です。オフィス空間を柔軟に動かすにはどうしたらいいか。これは場合によるとオフィスだと思っていたものが、例えば住空間になる。住空間になっていたものをオフィスに転用する。こういうこともかなり頻繁に必要なようになってくるかもしれません。このような柔軟性をいかに確保するかというビジネスモデル上のアイデアを導入していくことも、これからの技術活用としてはとても重要な役割であると思います。

それから、先ほど申し上げたように、他産業との連携の可能性は重要です。テックの話になると“なんとかテック”と呼ばれるので、不動産テックだと不動産の中だけにとどまりがちですが、先ほど申し上げたように、入ってくる情報は実は狭い意味での不動産業にとって必要な

情報だけではありません。ほかの産業にも有効活用できます。むしろ、ほかの産業でこそ有効活用できるものがたくさんあります。

“なんとかテック”というものの大きな技術革新の本質は、産業の垣根を越えたビジネスチャンスがやってくることにあります。ですから、不動産テックと言われたら、これは不動産だけの話だと考えないでいただきたい。そう考えている範囲では、不動産テックの発展の可能性はすごく小さく、不動産テックは不動産でなくなつてこそ、あるいは不動産でないところに触手を伸ばしてこそ、初めて不動産テックの意味があります。

IoTがほかの産業にとって有効な情報を伝えてくる、というのは、まず1番目に浮かぶ話ですが、それ以外の側面も含め、やはり産業の垣根を壊していきます。不動産の証券化も、そういう意味では金融と不動産の垣根を取っ払った一つの例ですが、金融だけではない他産業との連携はこれからカギを握っていくと思いますし、ぜひそういう方向でアイデアを積み重ねていただけると、大きな発展の可能性があるのではないかと思います。

以上、ご参考にしていただければ幸いです。どうもご清聴ありがとうございました。



※本稿は、令和元年6月5日に開催された不動産投資家調査<sup>®</sup>20周年セミナーの内容をもとにとりまとめたものです。

## 不動産投資家調査<sup>®</sup> 20 周年セミナー 不動産投資のこれから

### 第 2 部・調査研究報告

# 不動産投資家調査<sup>®</sup> でみる 市場の変遷と今後の動向

## プロフィール

研究部 兼 国際部 次長 / 不動産鑑定士

しん あきひろ  
慎 明宏



1999 年日本不動産研究所入社。金沢支所、証券化プロジェクト室、横浜支所、特定事業部などを経て、2013 年より研究部。2018 年より現職。国内外の不動産投資市場に係る調査研究に携わる。「不動産投資家調査<sup>®</sup>」「国際不動産価格資料指数」等の調査統括。

研究部の慎と申します。どうぞよろしくお願ひいたします。今日は「不動産投資家調査」20 周年セミナーということで、今回のセミナーを企画していますが、実は「不動産投資家調査」をテーマにした発表というのは、私のこの一コマだけです。ですから、限られた時間ではありますが、「不動産投資家調査」について、できるだけ皆さんにとって有用なお話を展開できるようにしたいと思います。

私の今日の発表は四つの柱が軸になります。まず①「不動産投資家調査」の概要、②市場の変化、③最近の予兆、最後に、④不動産投資市場の持続的な発展のために私なりに考えていることについて、お話しさせていただきますと思います。

### I. 「不動産投資家調査」の概要

まず、「不動産投資家調査」の概要ですが、冒頭の日原理事長のご挨拶にもありましたとおり、1999 年 4 月に第 1 回の調査をしています。実は、個人的な話ですが、私自身も 99 年 4 月にこの研究所に入社して、私もちょうど入社 20 年目ということで、今日このような場でお

話しすることになって、当時は想像もしていなかったもので、すごく感慨深い気持ちでいます。

さて、「不動産投資家調査」の最も代表的なアンケートとしては、皆さんが今いらっしゃる丸の内、大手町の期待利回りになります。右側のグラフをご覧になっていただきたいのですが、丸の内、大手町の期待利回りは、1999 年の第 1 回の調査では 6%であったものが、2007 年ごろのファンドバブルと言われた時期には、3.8%まで下がり、その後、リーマンショックの影響で 4.5%まで上がり、2013 年のアベノミクスとともに再び低下傾向になり、現在では 3.5%に至っているという状況です。ただ、この 3.5%というのが実はここ数回、前回比で横ばいという形で続いており、マスコミなどでも取り上げられたりしています。

第 40 回「不動産投資家調査」は 156 社の方に回答していただきました。アンケート回収率 78.8%という非常に驚異的な数字になっており、多くの関係者の注目を集める調査になっています。こちらは第 40 回「不動産投資家調査」にご協力していただいた会社様一覧です。「不動産投資家調査」は、こういった不動産投資家の方々

のご協力によって成り立っている調査です。改めまして御礼申し上げたいと思います。ありがとうございます。

ここでこの調査の企画の背景について触れたいのですが、左側のグラフは土地価格の変動率です。1985年から30年間の地価の変動率になるのですが、赤いラインよりも左側がマイナス圏、右側がプラス圏です。こうしてみると1990年代以降、やはり日本の地価はマイナス圏に長くいました。その間、不動産投資市場や我々の社会経済においては、いろいろな出来事があったわけですが、「不動産投資家調査」はまさに不動産証券化が走り出したときにスタートした調査になっています。

こちらは第1回の調査結果です。126社中34社の協力会社に回答していただきました。アンケート回収率は27%という数字でした。当時、この調査を開始するのは本当に大変だったと思います。今日もこの不動産投資家調査の創成期に携われた方々が多く来場してくださっています。そういった方々の努力のおかげで「不動産投資家調査」もこのように不動産投資市場の貴重な情報インフラとして定着することができました。改めて、御礼申し上げます。

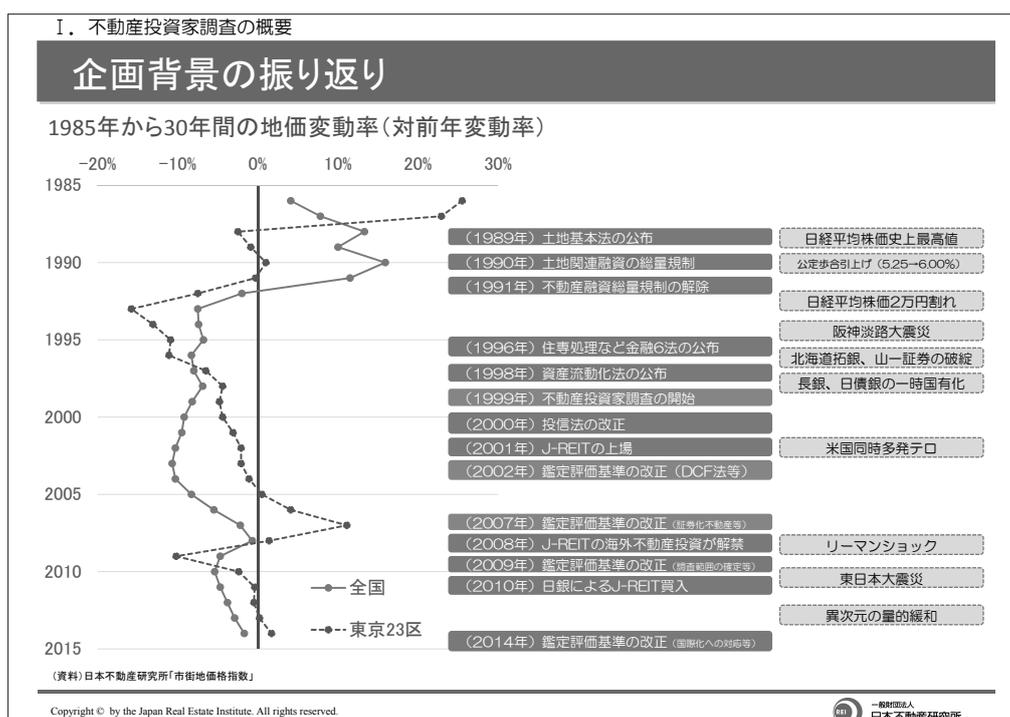
ちなみに、この第1回の調査において、積極的に物件を探していると回答した方は3社です。全体の10%にも達していません。現在、同じ質問を問うと、94%の方

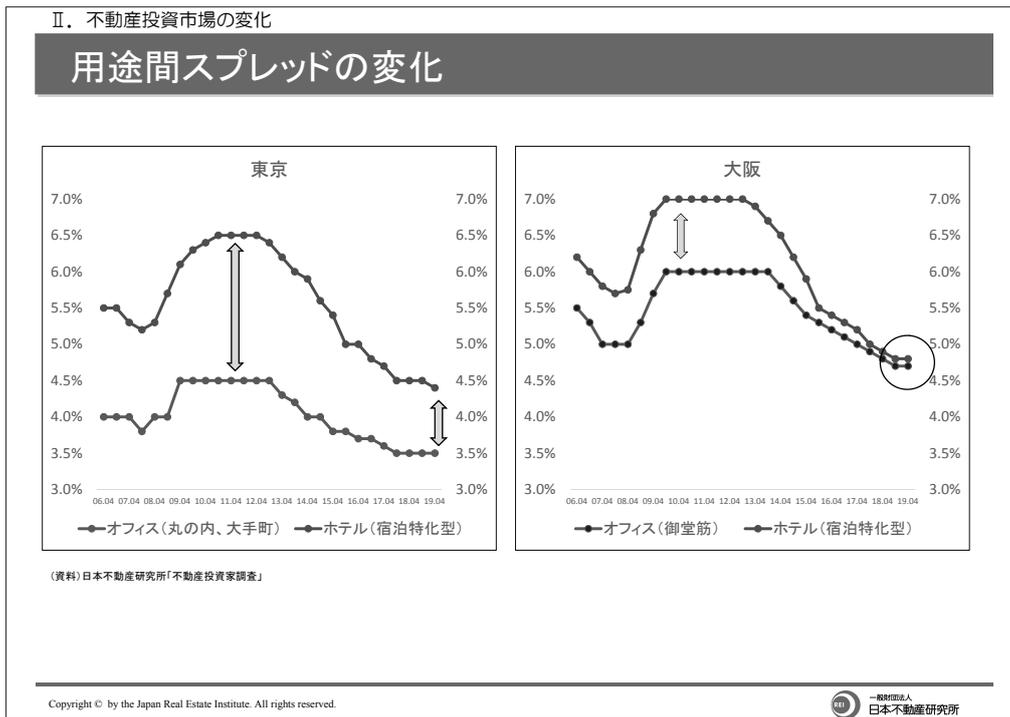
が新規投資を積極的に行うと回答していますので、99年当時、不動産市場は非常に厳しい時代だったのではないかと思います。その後の「不動産投資家調査」ですが、オフィス、商業、住宅、ホテル、物流という形で調査対象のアセットを広げながら現在に至っている状況です。

## II. 不動産投資市場の変化

次に、市場の変化についてフォーカスしたいと思います。やはり市場の変化として最も大きなものの一つとしては、用途間のスプレッドの格差であると思っています。左側は東京のオフィスとホテルの期待利回りの変遷ですが、2010年くらいには用途間の格差が2%まで拡大したものが、いま現在では1%弱まで縮まっています。さらに大阪についてはほとんど同じ水準になっています。札幌については、ホテルのほうが、期待利回りが低い数字になっていますし、福岡については差が無い状況になっています。ですから、やはり観光インバウンドとか、そういったものが地域経済の牽引役として注目されていますが、投資家の皆さんの認識も地域の特性や経済状況の変化、そういったものに合わせて変化していて、これは非常に良い傾向だと私は思います。

20年前を皆さん思い出していただきたいのですが、キャップレートの用途間のスプレッドはほとんど全国一





律だったと思います。オフィスが一番低くて、その次に住宅、商業、物流、そんな順番で形成されていたかと思っています。私は20年前に石川県の金沢支所で、鑑定の実務をしていたのですが、そのときは、もう東京ばかり見ていた気がします。どんなタイプの物件の依頼が来ても、東京における用途間のスプレッドを気にしながら評価をしていた、そんな気がしています。

それが今では、地域の特性や地域経済の牽引役そういったものを考慮しながら評価をされたり、投資が行われたりしていますので、これはまさに不動産投資市場が洗練化され、成熟化しているということではないかと思っています。

### Ⅲ. 最近の調査結果から見える市場の予兆

ここで話を変え、市場の予兆について紹介したいと思います。私の今日の発表のハイライトになります。「不動産投資家調査」は、冒頭にお話ししたとおり、アンケート調査なので、その調査結果は全体の中央値を公表しています。今回、我々がこのセミナーを企画するにあたり、「不動産投資家調査」20年の歴史の中で新しい考察ができなかつたかと思いましたが、そこで考えついたので、不動産投資家の属性毎の調査分析です。そのために、20年前の第1回の調査から、今に至るまで全てのアンケート表

をもう一度、再点検して整理しました。これは膨大な量だったのですが、何とか今日のセミナーに間に合いました。

左側のグラフは全体の中央値と、そのうちのレンダーさんだけを抽出したものです。20年間の流れでいくと、そんなに大きな違いはないのですが、市場の変化、過渡期においては、若干異なる動きをしています。右下の拡大図を見ていただきたいのですが、ファンダブルと言われた2006年から2007年においては、レンダーさんはすでに期待利回りは横ばいという状態です。

リーマンショックのあった2008年にはいち早く期待利回りを上げる、さらにアベノミクスが始まる2013年よりも前、2011年からすでに期待利回りを下げている状況です。ですから、レンダーさんはどちらかというリスクについて過敏に反応するという傾向があるのかも知れませんが、市場の変化のタイミングにおいては、そういったものを先取りしながら行動している、そんな特徴があるのではないのでしょうか。

次は、レンダーさんとアセットマネージャーさんとの比較をしたものです。こちらも右下の拡大図を見ていただきたいのですが、やはりファンダブルからアベノミクスまでの10年間においてレンダーさんとアセットマネージャーさん、若干異なる動きをしているというのは、

見て取れるかと思えます。一方、アセットマネージャーさんで、注目していただきたいのは、2019年4月の直近の調査です。見ていただくと、期待利回りが0.1%上昇しています。従いまして、アセットマネージャーさんの市場の見立てに若干の変化が出てきているのかという気もしているところです。

ただ、これをもって不動産市場が低迷しているとか、冷え込んでいるとか、そういうふうに見るのはまだ早いのではないかと考えています。というのは、こちらのスライドを見ていただきたいのですが、こちらは先ほどのレンダーさんとアセットマネージャーさん、それと生損保さんを比較したものです。レンダーさんとアセットマネージャーさんは先ほどご紹介したとおりですが、生損保さんは期待利回りが低下しています。最も低い水準を更新しているという状況です。ですから、生損保さんはどちらかというと、株、債権、そういった金融商品との比較の中で不動産を投資する傾向にあると思えますが、そういった方々からすれば、不動産投資市場は、まだ投資余地ありというふうに見られているのかも知れません。

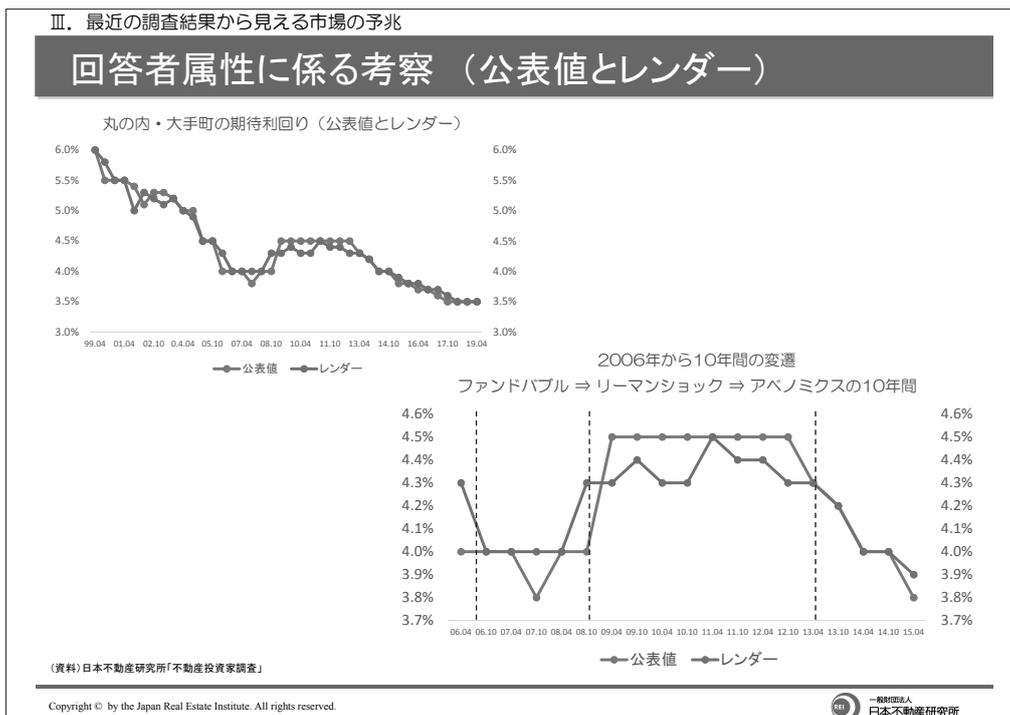
一方、こちらは賃料の見通しですが、「不動産投資家調査」はキャップレートだけではなく、賃料の見通しについてもアンケートをしています。これを見ていただくと、デベロッパーさんやレンダーさん、それとアセット

マネージャーさんについては、2007年のファンドバブルと比べると、かなり賃料の見通しについては、慎重になられているということが見て取れるかと思えます。これはやはりファンドバブルのころに過度に楽観的な賃料見通しで、過度に低い利回りで物件を購入したことの痛手、そういったものを皆さん、経験されていますので、賃料の見通しについては、若干保守的になられているのではないかと思います。

こちらは参考までに弊社の国際不動産価格賃料指数をもとに作成した各都市のトータルリターンですが、これを見ると、やはり東京がリーマンショックの影響が大きかったのではないかとというのは見て取れると思えます。いずれにしても、不動産投資市場は、いま変化の兆しありと言われていますが、こういった不動産投資家の属性ごとの特徴を捉える、こういった分析は、今後ますます重要になっていくのではないかと考えています。

#### IV. 不動産投資市場の持続的な発展のために

最後に、不動産投資市場の持続的な発展のために、私なりに考えることを紹介したいと思います。不動産投資市場の持続的な発展のために必要なこととしては、私は二つのキーワードがあると考えています。一つ目は、不動産市場の多様性です。私も色々なところでお話をさせ



ていただいておりますが、やはり市場が持続的に発展していくためには、先ほどの柳川先生の話にもありましたが、市場の多様性がなければならないと考えています。

左側の円グラフはJ-REITの資産ポートフォリオですが、オフィス、商業、住宅、物流、ホテル、こういった一般的なアセットで9割方を占めるような状況です。一方、米国REITを見ていただきますと、もちろんオフィスや住宅、商業、こういった一般的なアセットもあるのですが、注目されるのは、新しい分野を取り入れながら、市場を拡大させているということです。

米国REITについて、上から順に見ていただくと、スペシャリティ、これは農地とか刑務所とかそういった特殊資産で、それとデータセンター、インフラ、森林、ヘルスケアなど、新しい成長分野のアセットを取り入れながら市場を拡大させています。こういった、市場の多様性という視点は我々にとっても、今後ますます重要になってくるのではないかと思います。

それと、もう一つのキーワードは不動産とテクノロジーの融合、不動産テックだと思えます。私はこの分野の専門家ではないので、あまり多くのことは語れないのですが、ただ、テクノロジーの進化は私たちの考えている以上のスピードで進んでいますし、もうそれは止めることはできないと思えます。ですから、こういったテクノロジーの進化を取り入れながら、不動産投資市場を拡大発展させていくことが極めて重要だと思えます。

不動産と他分野の融合、これは以前、我々はすでに経験しています。不動産と金融市場の融合、まさに不動産証券化です。20年前、不動産証券化が走り出した頃は、アセットファイナンスやプロパティマネジメント、DCF法、キャップレートとか、それはいったい何なののだとい



うところから始まったと思います。それが多くの市場関係者さんの努力によって一つ一つ積み上げながら、不動産投資市場、そして不動産証券化市場を発展、拡大させていきました。今日の「不動産投資家調査」もこの流れの中で発展してきました。

私は、これは不動産テックにも同じことが言えるのではないかと思います。クラウドファンディング、IoT、ニューラルネットワーク、こういった分野が不動産とどのようにリンクして、どんな効果を生み出すのかというのは、まだ一部、未知数な部分もありますが、新しい技術革新を不動産投資市場に取り込んでいく、そういったことは極めて重要ではないかと思います。新しい分野を果敢に取り入れる、そういった姿勢が今後の不動産投資市場の発展に不可欠で重要なキーワードではないかと思います。

私の発表は以上です。ご清聴ありがとうございました。

※本稿は、令和元年6月5日に開催された不動産投資家調査®20周年セミナーの内容をもとにとりまとめたものです。

## 不動産投資家調査®20周年セミナー 不動産投資のこれから

### 第2部・調査研究報告

# 躍動する地方都市 ～福岡、京都、札幌の現地から～

### プロフィール

九州支社長／不動産鑑定士

やまさき けんじ  
**山崎 健二**

1987年日本不動産研究所入社。福岡支所、鹿児島支所、福岡支所次長などを経て、2017年より現職。2006～2013年地価公示・都道府県地価調査福岡県代表幹事。2017年より公益社団法人福岡県不動産鑑定士協会会長。



京都支所長／不動産鑑定士

かみもと あやこ  
**神本 文子**

2001年日本不動産研究所入社。システム評価部（現：公共部）、本社事業部、神戸支所を経て、2018年より現職。



北海道支社長／不動産鑑定士

えんどう きみまさ  
**遠藤 公正**

2000年日本不動産研究所入社。東東京支所、仙台支所（現：東北支社）を経て、2017年より北海道支社にて現職。現在、公益社団法人北海道不動産鑑定士協会副会長、同災害対策支援特別委員会委員長。



## ◎◎ I. 福岡 ◎◎

九州支社長の山崎です。躍動する地方都市、まず福岡からお話したいと思います。福岡市はイギリスの情報誌『MONOCLE』の中で、世界で最も住みやすい都市ベスト25に毎年ランクインしています。先ほどの柳川先生のお話によれば、よい住宅環境から新しいイノベーショ

ンが生まれるということでした。そういう意味では、福岡市は有望なマーケットの一つではないだろうかと考えた次第です。福岡市は天神ビッグバンの号令のもと、50年に一度と言われるような大改造時代を迎えています。地理的にはアジアに近く観光客が非常に多い、食べ物が安くておいしい、空港が近くて便利、美人が多いなどと評されている福岡ですが、課題もあります。群雄割拠するアジアの諸都市の中で、本当に福岡市が生き残っているのかどうか。ここでは、特に天神ビッグバンとイン

バウンドという視点からご説明差し上げたいと思います。

まず、天神ビッグバンは、国家戦略特区に伴う高さ制限の緩和と容積率の緩和を組み合わせることで再開発を促す仕組みです。高さ制限は当初の67メートルから、今では最大115メートルまでに引き上げられています。これについては、2024年12月までに建築物を竣工させることが前提条件となっています。例えば、大名小学校、天神の都心部からわずかの距離にあります。福岡市が70年間、民間事業者へ土地をお貸ししますよ、というプロポーザルが実施され、積水ハウス等の手により、ザ・リッツ・カールトンなどが入居する24階建ての高層ビルが建築されることが決定しました。

このほかにも、5件程の開発プロジェクトがすでに進行していますが、ここではビッグバン第1号となる天神ビジネスセンターについてご紹介したいと思います。事業者は福岡地所、地元のデベロッパーです。所在は天神1丁目の明治通り沿いになります。敷地の規模は3,900㎡、延床面積は6万1,000㎡となります。容積率は1400%程度になっていると思います。階数は19階建てで、高さが89メートル、2年後の9月くらいに竣工を迎えます。現在、建築中ですが、デザイン性にあふれる、福岡市を代表するオフィスビルになると期待を寄せて

ています。

ただ、その5つのプロジェクトだけでなく、未公表の開発プロジェクトが水面下でたくさん蠢動しているのので、5年、10年経過した段階で福岡市は様変わりすると思います。これが天神ビッグバンという形になります。

次に、インバウンドについてご説明申し上げたいと思います。福岡市の入込観光客数は推計で2,000万人を突破しました。5年連続で過去最高を記録しています。ところで、京都市はどうでしょうか。すでに5,000万人を上回る入込観光客数を記録しています。福岡は入込観光客数では京都にはとても及ばないという状況です。

一方、2017年から19年までの3年間で約47棟、客室数にして6,000室を上回るホテルが供給される予定です。特にアパホテルについては、この1、2年の間に5棟が供給されます。したがって1、2年の間に1,000室を上回るアパホテルが福岡市内に出現することになり、建設ラッシュを迎えています。

また、100人の外国人の観光客が日本を訪問した場合、どの県にどれくらいの観光客が訪れているかを調査した都道府県別の訪問ランキングがあります。2017年のグラフを見ると、当然ですが、東京都が1番です。100人のうち46人が東京都を訪れます。大阪はどうでしょうか。100人のうち38人です。京都はどうでしょうか。

## 1. 天神ビッグバン（仕組み）

### ■天神の街づくり概要

天神ビッグバンは、国家戦略特区に伴う高さ規制緩和と市独自の容積率緩和を組み合わせることで再開発を促す事業で、高さ制限が当初の67mから最大115mまで引き上げられたことで動きが加速。大名小跡では、米系の高級ホテル「ザ・リッツ・カールトン」などが入る24階建ての高層ビルを核とした複合施設が2022年末に開業するほか、福岡ビルと天神コアも2024年春に19階建ての複合ビルに建て替えられる。

**天神ビッグバン数値目標** 2024年までの10年間で30棟の民間ビルの建替えを誘導し、新たな空間と雇用を創出

【参考】建替による効果の試算

- ◆延床面積：約1.7倍 444,000㎡→757,000㎡
- ◆雇用者数：約2.4倍 39,900人→97,100人
- ◆建設投資効果：2,900億円
- ◆経済波及効果：8,500億円／年

### 対象となる建築物

魅力あふれるデザイン性に優れたビル  
(2024年12月31日までに竣工予定のもの)



### インセンティブ

- ・容積率緩和制度
- ・認定ビルへのテナント優先紹介
- ・天神ビッグバン専用融資商品(地元金融機関)
- ・行政による認定ビルPR
- ・高さ制限の緩和

100人のうち25人が訪れるので、4人に1人は京都を訪れる形になっています。ところで、福岡県はどうでしょう。100人のうち9.8人となっているので、10人に1人が福岡県を訪れる形になります。まだまだ京都と大きく差をあげられている状況と言っているのではないのでしょうか。

この差を詰めていくためには、まず、アジアの諸都市、もしくは欧米の諸都市とdirect flightと言われる直行便を開設していくことが必要だと考えています。さらに観光ルートとコンテンツを充実させ、リピーターを増やしていくことが喫緊の課題になっていると把握しています。

次に、インバウンドのうちクルーズ船の寄港回数についてご説明申し上げます。福岡市はクルーズ船が非常に多いことで知られており、博多港はこの4年間、2015年から2018年まで4年連続でクルーズ船の寄港回数が全国ナンバーワンとなっています。1年間に300隻くらいの豪華客船が博多港を訪れるので、ほぼ毎日のように、豪華客船が入港している計算になります。この豪華客船はだいたい10万トンを超えるような大きさですので、一昔前のタンカーと同じくらいの大きさです。そうすると1回の豪華客船の入港で、だいたい3,700～3,800人くらいの方が下りてくるので、そこには100台を超える数の大型バスが必要になってきます。

ここで一つお話ししなければならないのは、福岡は非常に地理的に恵まれているという点です。実は年々大型化する豪華客船はもうすでに関門海峡をくぐれなくなっています。本来であれば、厳島神社を擁する広島市、あるいは瀬戸内クルーズができる瀬戸内海まで行きたいのですが、船が大きすぎて関門海峡を通過できません。そのため、福岡市が得をしているところがあると思います。関門海峡はご案内のとおり、非常に狭い、水深も浅い、それから潮の流れも速いということで知られており、あきらめて長崎を経由して、また上海のほうに戻っていくのです。だいたい上海を起点として3泊5日、もしくは4泊5日で東シナ海を回るのがクルーズの一般的な行程になります。

次に、どこの国の人たちが最も多く福岡市を訪問しているか、ということを示した円グラフがあります。この円グラフを見ていただくと、韓国から福岡県を訪れる人たちが51%ということで、最も多くなっています。そ



れから20.4%の人が豪華客船を通じて福岡県に入ってきていることが見て取れます。

ここで一つエピソードを申し上げたいと思います。もう2年ほど前になるでしょうか。博多駅から一つ隣の駅になりますが、祇園の駅でもぞもぞしている中国人の方に英語で声をかけてみました。「どこから来たのですか」「上海から来ました。1週間くらい湯布院に行ってきました。そして昨日は福岡で亀梨君のコンサートを見に行きました」と言っていました。「ジャニーズのコンサートのために東京に行ったりしないのですか」と聞いたら、「東京へは行きません」ときっぱり言っていました。それはたぶん福岡に来たほうが費用も安く、時間も短いからではないかと思っています。

福岡は拠点的に扱われていて、だいたい1週間のうち最初と最後だけ福岡に泊まって大きな荷物は最初のホテルに預けておく。その間、九州の阿蘇や温泉地に行ったり、熊本でお城を見たりして、1週間を過ごし、また福岡に戻ってきます。新幹線もあれば、レンタカーで行く人たちも多いです。高速バスも、湯布院に行く高速バスを見ていただくと、もう90%方は韓国人の方です。そうしたことで、最終目的地は必ずしも福岡市ではないけれども、利便性の良い福岡市を拠点にして動くので観光客が集まってくる、という意味で、福岡市は非常に恵まれていると申し上げたいと思います。

最後になりますが、今後の福岡市の展望ということで少しお話し申し上げます。先ほど申し上げましたように、非常に重要なのは欧米との直行便、direct flightを誘

## 12. 今後の福岡市の展望

REI

- (重要) 欧米との直行便 direct flight を誘致する。
  - ・直行便がない都市には観光に行かないー米国西海岸の主要都市との直行便を誘致
- ラグジュアリーなインターナショナルホテルを誘致
  - ・G20などの大規模な国際会議を開催したいー世界中の要人が宿泊可能なホテルを誘致
- 英語対応の病院や学校の誘致
  - ・外国人が生活できる環境を整備→インターナショナルスクールは都心部に
- 全ての飲食店で気軽にWifiが利用できる環境を整える。
- 外資系企業(Amazon Facebook等)をオフィスビルのテナントとして誘致する。
- 伝統的な寺社仏閣が意外と多い→特例通訳を含めた観光ルートを開拓する。
  - ・福岡市は京都市について2番目にお寺の数が多い(福岡市HP)
  - ・承天寺にはうどん・そば・饅頭の発祥の地という石碑がある
- FUKUOKA Smart EAST スマートシティ
  - ・福岡市東区にある九州大学箱崎キャンパス跡地は約50ヘクタール。
  - 自動運転の社会実験場として注目されている。
- JR竹下駅周辺
  - ・JR竹下駅周辺(青果市場跡地)に“らぼーと”が出店予定
  - ・博多駅から1駅 今後駅前開発や周辺のマンション化が急速に進展する

Japan Real Estate Institute

致するということです。ロンドン、パリ、サンフランシスコからの直行便が必要です。それから2番目としては、ラグジュアリーなインターナショナルホテルが必要です。ザ・リッツ・カールトンが今回お目見えすることになりましたが、ザ・リッツ・カールトンだけではまだ足りません。2つか3つのラグジュアリーなホテルが必要だと考えています。

この2点は平成18年に福岡市がオリンピック招致をしようとしていたときに、散々たたかれた点です。福岡市は直行便がないじゃないか、大きなホテルがないじゃないかと言われ、非常に悔しい思いをしました。

最後に繰り返しになりますが、サンフランシスコからの直行便をつくる、2番目にAmazonやFacebook等の外資系のテナントを福岡に誘致する、3番目には彼らが福岡に来たときザ・リッツ・カールトン等に泊まっていたと、この3点セットが連携して実現できるようでないと、福岡市は新たな局面へ飛躍していけないと考えています。

以上をもちまして、福岡の説明を終わらせていただきます。次は京都市に移ります。ご清聴、ありがとうございました。

## II. 京都

京都支所長の神本です。よろしくお願ひいたします。私からは特にインバウンドと不動産市況という視点からお話したいと思います。

京都市ですが、インバウンドはいろいろな要因で増えていて、特に口コミ、各種プロモーションの影響も大きいものがあります。京都市では「日本に、京都があってよかった」というキャッチフレーズでPRを行っていますが、昨今では「世界に、京都があってよかった」という外国人が増えており、リピーターも増加し、今後もさらなるインバウンドの増加が見込まれています。今日はこうした動きが不動産の市況に及ぼす影響と、今後どう展開していくのかを私なりの考えをお話したいと思います。

京都府内の観光入込客数の推移をご覧ください。昨今では京都市外への観光客数が増えてきており、京都府全体としての観光客数は増加ですが、京都市一極集中だった観光客の分散化が始まっています。道の駅プロジェクトなど、これまでとは違う京都の旅、あるいは体験型の観光に関心が集まってきました。

次に、京都市内の宿泊者数の推移をご覧くださいと、2018年まで増加傾向ですが、外国人利用率がかなり多くなっており、現在では2人に1人が外国人利用者という結果になっています。京都の特徴としては、中国、台湾、アメリカからのお客様が多いのですが、最近ではイタリア、スペイン、そのほかにもフランス、ドイツなどヨーロッパからのお客様も多くなっています。

次に、京都市内の許可施設数の推移をご覧くださいと、2016年から施設数が急増しており、用地の取得も2016年、2017年がピークとなっています。2018年以降も用地の取得、開発の動きはありますが、どちらかという、すでに開発が完了し、出来上がったホテルが次々と開業ラッシュを迎えているといった状況になります。今年2019年には約3,500室が供給される見込みとなっています。

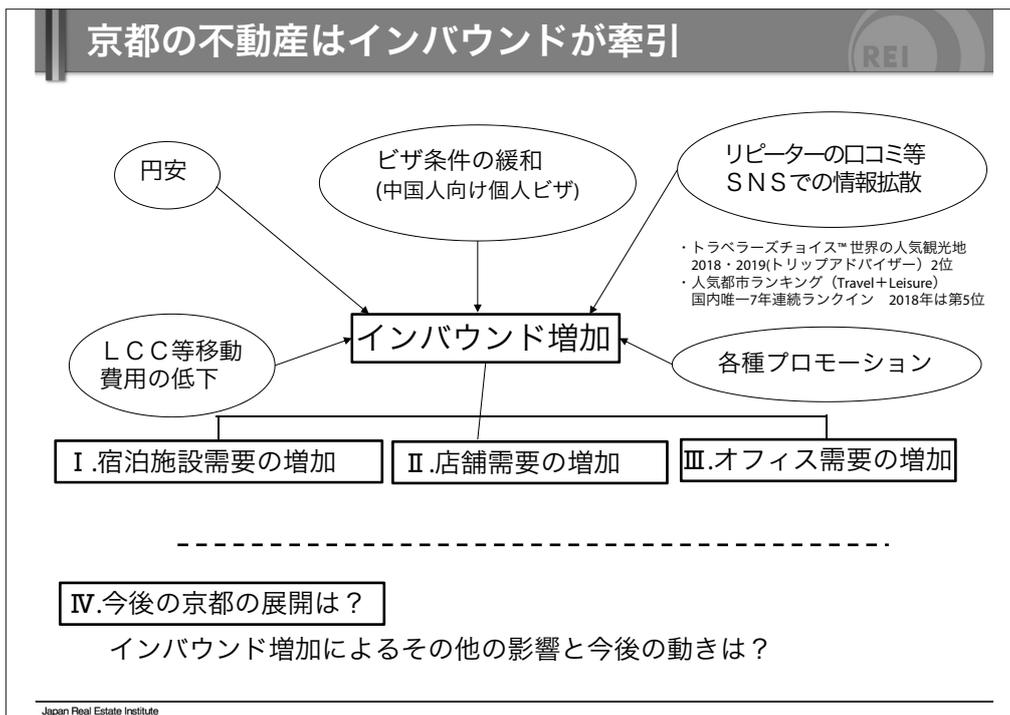
これだけ客室が増えると、ホテルの運営的にどうなるのか、ということになるかと思いますが、京都市観光協会の発表によると、2018年度は、客室単価は対前年で+2.1%という好調な結果でした。また、今年のゴールデンウィーク期間中には客室稼働率は連日98%を超過しており、ほぼ満室の状態、直近の2019年4月期の平均客室単価は2万5000円を超えており、国内でもトップレベル、世界と比べても、パリやシンガポールを上回

る結果となったそうです。

このようにお話しすると、ホテルの開発、運営については、まだまだいけるのではないかという印象をお持ちの方も多いかもしれませんが、実は稼働率は若干低下気味になっており、4月期の稼働率を考慮したRevPARは前年同期比で3.4%の下落という結果も表れています。新規のホテルの開業が続いている中、低価格帯のホテルを中心に客室の稼働率が悪化してきているのが現状です。

そこで、懸念材料ということで、今後、ホテルがどうなるかということをお話ししたいと思います。懸念材料はいくつかあり、一つ目は土地の取得が困難になってきたということ、二つ目は競合ホテルの急増、そして三つ目には事業収支への負の影響が考えられます。一つ目の土地取得の困難については、皆さんもご存じのとおり、地価公示でこちらも発表されていますが、地価が急上昇しましたので、事業収支に見合った土地価格の取得が困難になってきた状況があります。

また、二つ目のホテルの急増については、実は京都市では2020年に4万室の客室が必要になると見込んで誘致を進めてきました。しかし、予想以上にホテルの開発が進み、2018年度は4万6000室を超えるホテルの客室数が供給されました。この調子でいくと、2020年には5





万 3000 室の客室を超えると言われていました。これを踏まえ、ホテルの誘致に積極的であった京都市ですが、先月の 27 日に「数としては十分満たされてきた」という認識を示しています。ただ、一方で、世界の富裕層に対応できるホテルは少ないと認識しており、これからはいかに質を高めた施設を誘致するかが課題と述べていました。宿泊特化型のホテルが十分に供給されたので、これからはハイレベルなホテルに来てほしいというお考えのようです。また、競合ホテルが急増しているの、温泉

を利用できたり、あるいは現代美術を融合させたりといったことで、さまざまな工夫で差別化を図るものも増えてきました。

三つ目の事業収支に影響を及ぼす負の影響については、スタッフの人材不足、リネン、清掃の引き受け等が困難な状況にあります。簡易宿所については、来年からフロントスタッフの常駐が義務付けとなりますので、人件費が収支を圧迫するという事も懸念されています。簡易宿所については、立地やサービスでの二極化がかなり進み、京町屋を再生して新たなアセットとして運用する投資家が出てきた一方で、事業資金がショートしたり、任意売却されるものも出てきています。

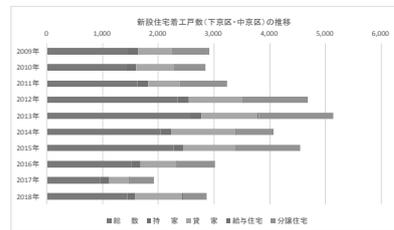
次に、商業店舗を見ていただきたいと思います。京都市に関しては、観光客の増加で、こちらにあるように、「関西初出店」、「京都出店」を目指す事業者が多く、引き合いが増えています。また、京都市のプライムエリア周辺ではホテルが続々開業し、また新規の商業施設も出来上がってきたので、人の回遊性が変わり、これから商業エリアが拡大することが期待されています。

次に、オフィスをご覧いただきたいと思います。京都のオフィスの特徴としては、エリアが非常に限定的で狭いエリアということと、純粋的なオフィスだけではなく来店型のオフィスの需要が強いことがあり、やや景気の

## IV. 今後の京都の展開は？

### ▶ インバウンド増加によるその他の影響

- ・日本人観光客は 4 年連続で減少 ← 交通インフラの限界・観光施設の混雑 等
- ・居住環境の変化 ← 市中心部での宿泊施設の増加  
→ 民泊・簡易宿所の規制強化 → 事業収支への影響
- ・市中心部での住宅供給の減少・人口減少  
→ 小学校の統廃合、跡地でのホテル開発
- ・京都に住みたい外国人、府外富裕層による不動産取得意欲は強い。  
→ 中古マンション市場・高価格帯分譲マンションは活況
- ・京都で働きたい、学びたい、研究したい外国人は増加 → 賃貸住宅、寮等の需要



### ▶ 宿泊施設需要は一巡か？→マンション開発の動きが見えてきた

- ・マンション転用を見越したホテル開発
- ・周辺部でのマンション開発計画の増加、ホテル跡地でのマンション開発計画
- ・京都市による政策転換→高さ制限緩和へ (2007年新景観政策以来の見直し)

### ▶ 従来あまり注目されていなかったアセットに注目

- ・新名神等道路整備が進捗→内陸型物流施設

影響を受けやすいところがあります。そのほかには、京都ブランドが向上したことにより、京都で起業して、世界中から優秀な人材を集めたいという企業の方が増えてきています。そういったこともあり、オフィスの需要はかなり逼迫しています。2017年以降、空室率は1%を切る水準となっています。

最後に、今後の展開について考えるところを少しお話ししたいと思います。確かにインバウンドが増加して宿泊施設は増えました。しかし、住宅のゲストハウスの転用や、小学校の廃校が続ぎ、現在、人口の減少が問題になっています。こちらの図は住宅着工戸数を示したのですが、先ほど見ていただいた宿泊施設とは対照的に2016年以降、大幅な減少となっています。ただ、一方、京都に住みたい、京都で働きたい、京都で学びたいという方は多いので、潜在的な賃貸需要、住宅需要は根強いものがあります。

先ほど、宿泊施設についてはある程度、満たされてきたとお話ししましたが、今ではマンション転用を見越したホテルの開発やホテル跡地でのマンション開発も見られるようになってきました。そして、京都市では2007年から新景観政策により高さを規制してきましたが、マンションやオフィスを増やすために、現在、高さ規制の緩和を検討しています。これまでのインバウンド対象の開発から、住みたいまち、住むまち、そして働くまちとしての京都の姿が見えてくるような開発投資が行われていく可能性が高いと考えています。

また、京都府の南部では、新名神高速道路等の整備が進んでおり、物流施設の需要も増加してきました。京都はこれまでの開発の転換期に差し掛かってきたので、今後もその変化を注視する必要があると考えています。

簡単ではありますが、私からの説明は以上です。続きまして、北海道支社の説明に代わりたいと思います。



### III. 札幌



北海道支社長の遠藤です。よろしくお願ひいたします。私からは札幌のホテルの話を中心に進めさせていただきます。

まず、お話ししたいのが、「北海道ブランド」です。北海道は都道府県魅力度ランキングで連続第1位という輝かしい名誉をいただいています。ただし、人口の減少、高齢化が進行し、北海道の魅力を維持するには、「北海道ブランド」をこれまで以上に効果的に発信し、海外への浸透を図り、アジアをはじめとした海外の成長力を取り込んでいくことが不可欠です。その代表格として取り組みを進めているのが食と観光です。食については、2025年に1,500億の輸出高を目指すという目標が設定されているところです。

観光については、2020年を目処に外国人来道数を300万人にすると以前は言っていたのですが、最近新たに500万人を目指すという目標が掲げられています。それでは、こんなに増え、受け皿となるホテルはいったいどうなのかというところを、少し話をしていきたいと思います。2017年の外国人来道者数が279万人、2020年の目標が500万人ということは、単純に221万人増えるという計算になります。221万人のうち札幌を訪れるのは約203万人、約92%です。平均1.2泊で、年間延べ宿泊が224万人と想定されます。この92%とか、平均1.2泊というのは、直近の札幌市の平均です。1室2人で、年間宿泊室は122万室、稼働率85%と想定すると、年間144万室必要ということになり、これは1日当たりに換算すると、3,945室、1棟の戸数が160室だとすると、約25棟のホテルがこれによって必要という計算が成り立ちます。

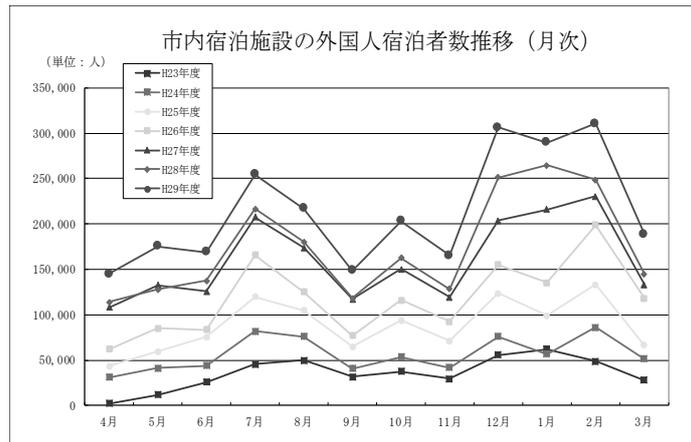
次に、2018年から2021年くらいまでの間に札幌市で開発が予定されている（すでに開業したのものもありますが）ホテルを表にしたものがあります。なお、このデータは今年の年明けくらいのデータを基につくっているのですが、今の段階では若干増えている可能性はあるのですが、今お示ししているもので26棟あります。これにより、先ほど私は2020年に向けた外国来道者数の増加に対応するには25棟のホテルが必要という話をしました

が、今こうやって発表されているだけで、すでに十分カバーできるだけのホテルの進出が予定されていることが言えます。

次に、観光客入込について、札幌市によれば平成29年度に札幌市を訪れた観光客は1527万人ということで、

平成24年度以降、外国人観光客は増加基調で推移しています。ちなみに、平成30年度については、まだ発表されていないのですが、胆振東部地震の影響があった9月から12月の分は発表されており、それが445万人ということで、これは前年比-1.1%です。

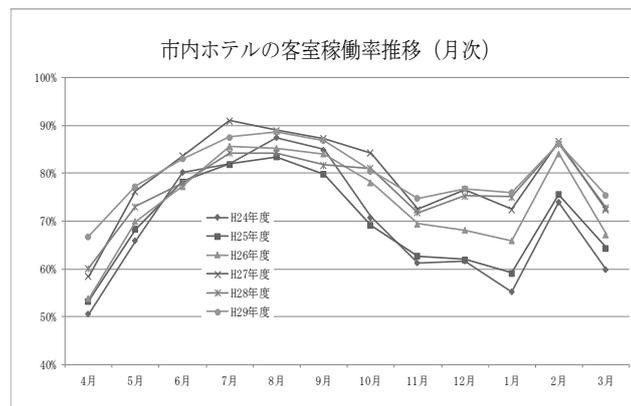
### 外国人宿泊者数の推移（出典：札幌市経済観光局資料）



外国人宿泊者の季節毎の傾向としては、「さっぽろ雪まつり」と中華圏での長期休暇シーズンが重なる2月が最大のヤマとなっており、外国人観光客による需要は国内旅行業界がオフシーズンとなる12月～2月の集客に厚みを有しているため、季節変動に苦しんできた国内宿泊施設にとって外国人獲得のメリットは大きい。

Japan Real Estate Institute

### 客室稼働率の推移（出典：札幌市経済観光局資料）



札幌市内の宿泊施設の客室稼働率は、ここ数年75～80%程度で安定的に推移している。平成29年度の客室稼働率は、観光入込客数の増加を受け、対前年比3.0ポイント増加の80.2%となった。月次の稼働率を見ると、観光シーズンである6月～9月の客室稼働率は近年80%台と、堅調さを維持している。11月～3月の冬季についても70%を超える水準を維持している。

Japan Real Estate Institute

また観光客入込の数字を月ごとに並べると、一目瞭然ですが、オフシーズンである冬季、11月から2月の来札観光客が伸び悩んでいることが見ていただけるかと思えます。ただ、これはあくまでも観光入込数ということで、実は道内の日帰りのお客様なども入っている数字で、実際のホテルの宿泊者数が夏場と冬場でこんなに大きく違うわけでは、必ずしもありません。ただ、冬場の観光客をどうやって増やしていくかが課題だということは、これを見て一目瞭然ということなのです。

次に外国人宿泊者数について、平成24年度以降、外国人宿泊者は急激な増加を実現しており、平成28年度は200万人の大台を突破、29年度は257万人となっています。これも平成30年の分はまだ集計が出ていませんが、先ほどと同じように9月から12月の合計は、81万人と出ており、前年比-1.5%ということなのです。胆振東部地震の影響ということを考えると、かなり回復しているものと個人的には思います。

また外国人宿泊者数を月ごとに並べると、外国人宿泊者の季節ごとの傾向としては、「さっぽろ雪まつり」と中華圏での長期休暇シーズンが重なる2月、こちらが最大のヤマ場となっており、外国人観光客による需要は国内の旅行業界がオフシーズンとなる12月から2月に厚みが増えているということが分かります。特に季節変動に苦しんでいる札幌の宿泊施設にとっては、この外国人観光客の獲得のメリットは非常に大きいところです。

次に、市内のホテルの月次の客室稼働率を見てみると、観光シーズンである6月から9月はいずれも80%台、90%くらいいっているときもあるのですが、非常に堅調さを維持していることが分かります。11月から3月の冬季についても、70%を超える水準を維持しているのですが、逆を言うと、70%にとどまっているとも言える訳です。雪まつりの2月はかなり伸びるのですが、これを除く冬場の稼働を上げていくために、外国人の観光客をどうやって取り込んでいくかということが課題になっています。

次に、札幌市内のホテルの開発状況というところですが、供給ホテルの最近の動向について説明させていただきます。客室のタイプについては、観光需要を主眼としているということで、従来のビジネスホテルと違い、2人以上の宿泊可能な客室設定になっています。また、若年層とかインバウンド向けのホテルの水回りについて

は、従来の3点ユニットではなく、シャワーブースのみを設定しているホテルなども出てきていますし、一方で、家族利用を想定して洗い場付きのユニットを採用しているようなケースも見られます。この辺は少し多様化していると言えるのではないのでしょうか。それから、連泊に便利な洗濯機や電子レンジ、こういったものを置いているホテルも出てくるようになってきました。朝食メニューは「北海道」色を打ち出す傾向になっていることも特徴です。

次に、われわれ日本不動産研究所で調査したOCC（客室稼働率）、ADR（平均客室単価）、RevPAR（販売可能一室当たり収益）をグラフにいたしました。ADRを見ると4年の間に50%くらい上がっているのですが、OCCも10%ほど上がっていて、結果、RevPAR自体は70%くらい上がっているということで、宿泊特化型ホテルの経営がいま非常に良くなっています。

最後に、今後の札幌の動向に影響を与える重要なキーワードをお話したいと思います。キーワード1、福岡・京都・仙台・広島にあるけど札幌のないものは何でしょう。キーワード2、札幌ではあったけれど、福岡・京都・仙台・広島で経験のないものは何でしょう。この答えがキーワードになります。

キーワード1、それは「新幹線の駅」です。2030年度に北海道新幹線が札幌まで延伸する予定です。それが実現すると、札幌から小樽が15分、札幌から倶知安（スキー場で有名なニセコがあるところ）が25分、札幌から新函館北斗が1時間となります。道南の多くの観光地が短



時間で札幌と直結し、札幌市が道南観光の拠点となります。それもニセコとかが完全に日帰圏になるので、冬場の観光拠点になるのではないかと考えています。札幌市中心部の再開発が進み、複数のホテルが進出、札幌での外国人観光客の平均滞在日数が、先ほど1.2日と申し上げましたが、こちらが例えば2日とか、1.8日となれば、これでまた新しいホテルの需要が生まれることとなります。

キーワード2、それは「オリンピック」です。札幌市

はいま2030年のオリンピック開催に向け動いています。もし2度目のオリンピックが決まれば、札幌市の中心部はビジネスと観光の両面の機能を持つ質の高い高機能都市へと進化すると考えられています。

これまでの説明のとおり、札幌市の観光はまだまだ伸びしろがあります。投資家の皆様には札幌への投資促進をお願いして、私の説明を終わらせていただきます。ありがとうございました。



※本稿は、令和元年6月5日に開催された不動産投資家調査®20周年セミナーの内容をもとにとりまとめたものです。

# 不動産投資家調査<sup>®</sup>20周年セミナー 不動産投資のこれから

## 第2部・調査研究報告

# 米国の不動産市場動向

### プロフィール

国際部 次長 欧米チームリーダー／不動産鑑定士  
MAI、MRICS、CCIM  
さいとう ひろゆき  
齋藤 敬之



1999年日本不動産研究所入社。さいたま支所、証券化プロジェクト室、千葉支所において、国内の不動産証券化業務に従事した後、2008年から、ニューヨーク大学大学院・不動産修士課程に派遣留学。帰国後の2010年から、国際部において、米国及び欧州における商業用不動産の鑑定評価や市場調査を担当・統括。

皆さん、こんにちは。国際部の齋藤と申します。先程までは日本の不動産市場の話でしたが、ここから一気に太平洋を横断して、米国の不動産市場についてご説明したいと思います。時間の都合上、オフィス市場に絞って、弊所で購読しているCoStar社という不動産データプロバイダーの情報を使いながらご説明したいと思います。途中で話を端折る可能性があるのですが、この冒頭で結論からお話したいと思います。

まず、不動産市場の前提となる米国の経済市況については、今日は6月5日ですが、来月に入ると景気拡張局面の121カ月目に入り、これは第二次世界大戦後、最長の景気拡張期間となる予定です。一方で、最近の報道を見ると、米中貿易摩擦の長期化懸念や、長期短期のイールドギャップの逆転現象などを見ると、足元の好景気は息切れというか、失速というか、いよいよ最終段階にある感が強くなっているかと思えます。

このような状況のもと、オフィスの空室率の低下傾向や市場賃料の上昇の程度は概ね頭打ち感が認められます。また、賃料水準と空室率の両面で二極化が進展し

ており、とは言っても所謂勝ち組と負け組というのではなく、圧倒的勝ち組とまあまあ普通、という意味での二極化です。これは、日本と比較すると、米国の場合、相対的に築年が古いオフィスビルが多く、計画的なCAPEX投資を通じて、物件競争力を維持してきた背景があるのですが、2008年の金融危機以降に供給された新築・築浅のオフィスビルに対するプレミアムが拡大傾向にあることを示しています。

次に、そのオフィスの新規供給についてですが、過去を振り返ると、建築量が最大級に積み上がったタイミングで景気後退を迎えているのですが、足元での全米全体の建築量は過去の市場ピーク時と比較すると十分に抑制された水準であるので、今後の軽い景気調整局面においては、将来の賃貸市場に大きなマイナスの影響を与える要因とはならないことが見込まれるものの、新規供給の中心がニューヨークやサンフランシスコといった所謂ゲートウェイ都市に集中している点には注意が必要であると考えております。

そして最後に、新規供給がもたらした新たなトレンド

としては、築年が古いオフィスビルが新築のオフィスビルに対抗するため、さらには、新築ビル間においても認められる事象であるのですが、ビルオーナー側の費用負担が大きくなっていること、さらには、先程の二極化のまままあ普通のグループの中で顕著な事象として、柳川先生からのお話にもありましたが、WeWork といったコワーキングスペースを提供する不動産会社がテナントとして台頭している、という2点が挙げられることです。

### I. 米国オフィス市場の現状と将来動向

それでは、米国オフィス市場の現状と将来動向について、まず空室率から見てみますと、需要が供給を上回っている段階では空室率が改善していき、その両者が均衡するポイントまで来ると、改善傾向が頭打ちすることが見て取れます。一方、賃料水準の推移については、2008年に発生した世界金融危機に起因する落ち込みから反転して、グーッと伸びていった上昇率は、足元では減速しているのが明確であり、今後2年間くらいは、新築ビルの供給により、賃料水準の最後のひと上げがあるものの、その後は概ねゼロ成長が予測されています。

ただし、米国のオフィス賃貸借契約の特徴として、短くても5年から7年、長いと10年から15年と長期の契約期間であること、さらに、契約期間中は毎年、あるい

は一定期間を経て、賃料が上方改定で約定されるのが一般的であることから、NOIの変動は好景気の時には市場賃料の上昇に追いつかないものの、景気後退期には下振れが抑制されるという特性を示しております。

あと、不動産評価額について、米国での物件評価の目線は、キャップレートの水準が重要なのは日本と同様ですが、現地ではスクエアフィート当たりいくらで取引されたのかを示す売買床単価の水準も市場参加者の間で共有されている指標のひとつとなっております。足元のキャップレートの水準は概ね横這いで推移していることから、売買床単価は先程のNOIの推移に連動しているのが明確で、価格面でもそろそろ頭打ち感があり、今後緩やかに下落するような予測になっているのを見て取れるかと思えます。

次に、冒頭の二極化の話ですが、物件を築年別に3つに分けると、11年以上と20年以上のカテゴリーは前回の市場ピークである2008年と比較すると、空室率は同程度であるところ、10年未満の築浅物件のカテゴリーは圧倒的に良好な水準にあることが確認できます。同様に、賃料水準についても、2008年くらいまでは10年未満の物件とその他の物件との賃料格差はざっくり5%程度であったところ、2009年以降は両者の格差が拡大しており、特に、2016年以降は大量の新規供給の影響を

## 報告の骨子

- I. 米国オフィス市場の現状と将来動向
  - 10年に及ぶ景気拡大局面の最終段階
  - 賃料及び空室率の両面で二極化が進展
- II. オフィスビルの新規供給の推移
  - 過去の供給ピーク時と比べると、十分に抑制された水準
  - 新規供給の舞台がゲートウェイ都市に集中
- III. 新規供給がもたらした新トレンド
  - オーナー側の費用負担の増大
  - Coworking Tenantの台頭

受けて、新築プレミアムが拡大傾向にあることが確認できます。

## II. オフィスビルの新規供給の推移

次のテーマであるオフィスの新規供給の動向についてですが、2000年初頭のドットコムバブル、2007年前後の住宅バブル、そして現在と比較すると、現在の建築量は過去のピーク時を下回る、抑制された水準であることが確認できます。ただし、リースが決まっていない床面積の割合が増えている点には留意が必要であり、将来的な空室率の底打ち見込みの根拠となっているところです。

次に主要都市における直近の建築量についてですが、ニューヨークが突出しており、ワシントンDC、シアトル、ダラス、サンフランシスコが続いている状況が見取れます。次のスライドについてですが、各都市における既存のビルストック量に対して、青い棒グラフが直近の建築量の割合を、オレンジの棒グラフが過去15年間の平均値の割合を示しております。注目すべきは、直近の建築量が過年度の平均を上回る都市、青い棒グラフの方が優勢な都市を見ると、ニューヨーク以外では、サンフランシスコやサンノゼ、シアトルといった、米国西海岸沿いの都市に新規供給が集中している点です。これら西海岸の主要都市ですが、テックセクターが地域経済を牽引

している点が特徴で、直近一年間のオフィス床需要の上昇率は他の都市を頭ひとつ上回っている状況が確認できます。さらに、直近一年間の賃料水準の上昇率についても、西海岸の主要都市の方が力強いことが見て取れますが、今後2年間については上昇率の鈍化が予測されています。

## III. 新規供給がもたらした新たなトレンド

そして最後に、新規供給がもたらした新たなトレンドについてです。

まず、不動産運営収支と資本的支出の関係性を示したスライドについてです。ここではNOIに占めるキャッシュフローの割合に注目します。オーナーの取り分であるNOIに対して、物件競争力の維持の為のCAPEX投資分を控除した、オーナー側の最終的な取り分であるキャッシュフローの割合を示しているのですが、直近では40%台の水準まで低下しております。さすがに景気が悪い時、2000年の冒頭とか、2009年や2010年では内部留保しなければいけないので、ビルの競争力強化にお金を投じる余裕はなかったのですが、最近では新規供給のビルの対抗しなければならない築年の古いビルほどCAPEX支出はかなり大きくなっており、状況が厳しいことが推定できます。

さらに、建築費や消費者物価指数等の動きですが、こ



これは2006年の第4四半期を100として、約12年間の動きを示しています。オフィスのNOIとインフレの水準は、多少凸凹はあるのですが、概ね均衡しているのに対して、オフィスビルの建築コストは昨今の新規供給ブームや資材・人件費といったコスト増を反映して、インフレを上回る水準で推移しているのが見て取れます。さらに、米国の不動産賃貸借の慣行として、テナントが入居するスペースに対し、オーナーが内装造作費用の一部を提供する、金銭供与するTenant Improvement、TIという慣行があるのですが、その水準が12年前から比べると+96%となっており、倍近くに上っています。これはまさしく既存の築年の古いビルが新規供給のビルと対抗するために、内装造作費用を相当積み増しているケースもありますし、新規供給が重なっているがゆえに、新規供給ビルの中でも、それなりの金額を出さないと新規テナントを付けづらい状況を示しているかと思えます。さらに、先程、新規供給は所謂ゲートウェイ都市に集中している点をお話ししましたが、2006年からの累積ベースで見ると、建築コストは一般的なインフレ率の累積を超過していること、さらに、直近2年間と今後2年間の4年間のスパンで比較すると、ニューヨークやボストン、サンフランシスコといった新規供給が集中している所謂ゲートウェイ都市における賃料上昇率は各種インフレ率に追いつかないことが見込まれています。

最後の最後で、先程の二極化のまあまあ普通のグループのオフィスビルの空室を埋めていったと言われるWeWorkといったコワーキングテナントの動向について、2017年以降の拡大路線が顕著であり、新規床需要の10%を超える市場占有率であることが確認できます。この拡大期の2年間における都市別の状況をみると、ニューヨークとロサンゼルスでは、新規需要の64%と34%がコワーキングテナントであり、さらに、WeWorkのスペースに入居するサブリーステナントとしては、TAMIと言われるテック、広告業、メディア、インフォメーションセクターが挙げられます。

これらのコワーキングテナントが市場空室率に与えたインパクトとしては、これらのテナント需要がなかったという仮定の場合と比較すると、都市によって差異があり、0.5%以下の水準ではあるのですが、空室率を押し上げている状況が見て取れます。この0.5%以下の水準ですが、人によって、意外と大きい、あるいは小さいという感想をお持ちかもしれませんが、今後、景気後退局面においても、今の勢いが続くのか、注目されることです。

以上、駆け足になりましたが、米国の不動産マーケットについての報告になります。ご清聴、ありがとうございました。

※本稿は、令和元年6月5日に開催された不動産投資家調査®20周年セミナーの内容をもとにとりまとめたものです。

## 不動産投資家調査®20周年セミナー 不動産投資のこれから

### 第2部・調査研究報告

# 不動産テックの進展と今後の動向

## プロフィール

研究部 REA-Tech 研究開発グループ 専門役／不動産鑑定士  
みなみかわ  
**南川 しのぶ**



ITコンサルティング会社にて金融・信託・保険等のIT化業務の後、不動産鑑定事務所を経て、2017年日本不動産研究所入社。公共部にて自治体向け商品開発業務を経て、2018年より現職。不動産テックプロジェクトの立ち上げメンバーとして開発・研究・発信等に従事。公益社団法人東京都不動産鑑定士協会災害対策支援小委員。

まずは趣向を変え、クイズを考えてみたので、お付き合いいただきたいと思います。こちらの写真は山林でしょうか。いかがでしょうか。答えは、ソーラーパネル用地です。では、こちらの写真はソーラー用地でしょうか。答えは、駐車場です。栃木県にある道の駅の駐車場です。ソーラーパネルの下に車が入ります。では、こちらの写真中央の高層のビルは何でしょうか。駅に近い、オフィスビルでしょうか。答えは、データセンターです。

本日、不動産テックについてお話ししたいことが二つあります。一つ目は、少なくとも私ども鑑定評価をする人間にとって、不動産テックという動きがすでに不可避的なものになっていることです。それは冒頭でご覧いただいたように、土地そのものが、そして建物にITが導入されていることにより、いわば、不動産がすでにテック化されているからです。そして、もう一つお伝えしたいことは、私ども不動産テックチームがさまざまな試みをしていて、そして、その先にどういう夢を見ているのかについてお話ししたいと思います。

お手元の紙の資料は後ろから5枚めくっていただいたところに「情報インフラ」と書いてあります。写真の画

面中央に新橋の駅があります。そして、南に浜松町の駅があります。この地図に展開されている情報は私どもの内部資料として扱っている東京都の各地域毎の利回り水準です。JR新橋駅から西側の新橋エリア、そして南の浜松町エリア、画面の東側は中央区エリアとして、私どもは捉えています。

さて、ここで「港区海岸1丁目2-3」という場所を評価するとき、私どもはどのエリアの利回り水準、基準から検討を開始したら良いのでしょうか。答えは画面の中央、少し下のほう、赤く四角で点を打っている場所が「港区海岸1丁目2-3」でして、私ども日本不動産研究所の本社所在地ですが、この場所は、浜松町エリアです。単純なデータベースではなく、これは地図にすると一目瞭然だと思えます。これが「情報インフラ」の力かと思えます。

一般論ですが、直近5年、10年間で、私ども人間の調査能力は飛躍的に向上したと言われていています。その理由はインターネット検索エンジンができたことです。つまり、これは、従来離散し、あちこちに散らばっていた情報を、瞬時に、相互に比較検討できる仕組みをつくる

だけで、私達人間の調査能力が上がるという事例だと考えられます。それを不動産でやりたい。これが情報インフラの力だと思います。私どもはこれをこのまま東ないしは西にずっとスクロールしていけば、ロンドンもニューヨークも同じ地図の上で利回りを把握することが、将来できるのではと思っています。

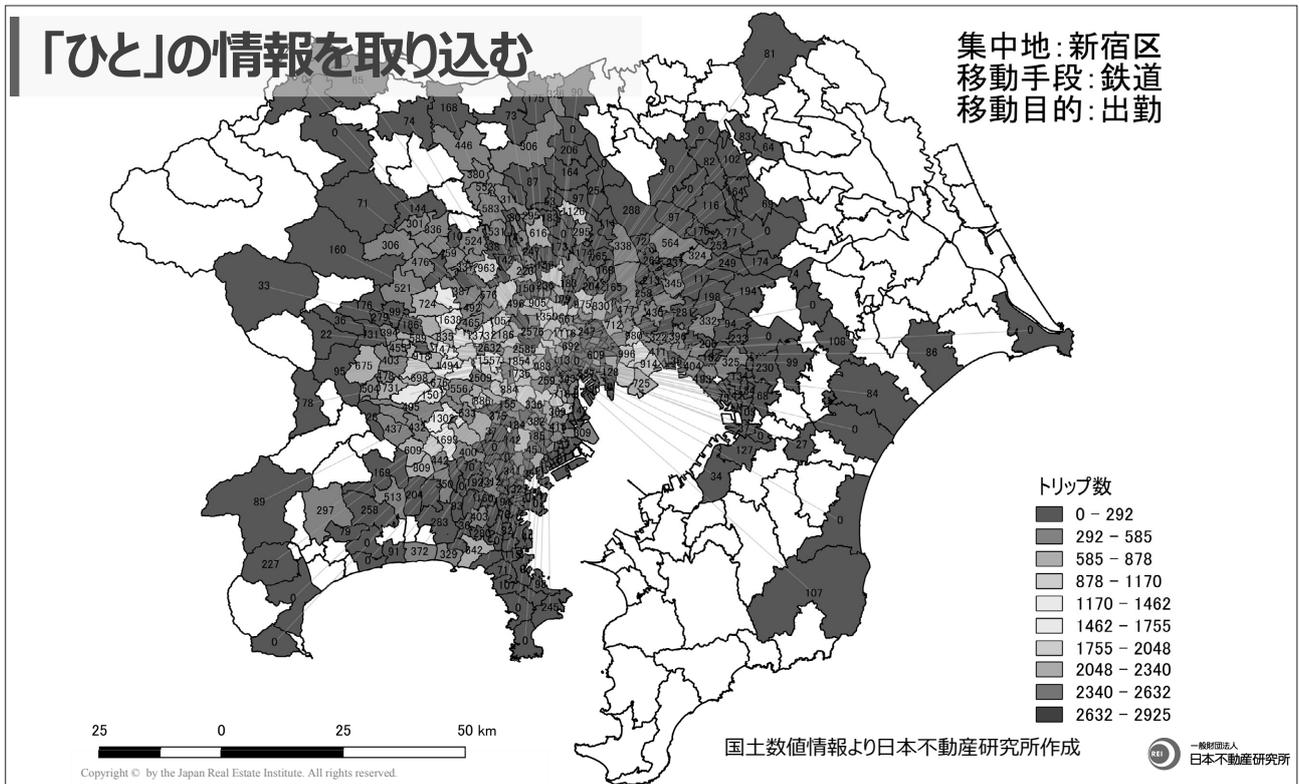
次です。「『まわり』の情報を取り込む」とあります。

今までの不動産情報の多くは、いわば“私”の情報でした。私は何々ビルです。私は何年築です。私は延べ床何㎡です。しかし、これからは個々の不動産にとってまわりがどう見えているのかということ、その物件にひもづけて整備していきたいと思っています。まわりの情報を取り込むことで、それが一番生きてくるのは、恐らく将来予測のフェーズです。相応に各ビルが築年を経過していても、まわりの状況が安定していれば、その不動産の資産価値は安定するのは、皆さんご存じのとおりだと思います。

このスライドを少しご説明すると、一つ、すごくシンプルな例としてお示ししています。個々の不動産が住宅か、住宅ではないか、これが今までの不動産情報の整理の仕方でした。

それを右側に行って、各不動産にとって半径一定メートル以内の不動産の用途の混在率を各物件にひもづけて分析している結果です。分散値で表しています。ですから、いま向かって東側のほう、あまり色が発現していません。よくご覧いただくとお気づきになるかと思いますが、戸建住宅地域であることがお分かりいただけるかと思えます。西に行っていたら、少しずつ用途が混在していく度合いが高まるに従い、少しずつ色が発現しているのが分かるかと思えます。

三つ目です。「『ひと』の情報を取り込む」、これについても私どもは試みています。やはり今までの物件情報の多くは、ものの情報が多かったのではないかと思います。延べ床何㎡、資産台帳、機械台帳、そういったものも、ものの情報ですね。では、ひとの情報を取り込むことで何が分かるかということです。このビルにどういった属性の人が通っているのでしょうか。このビルの前をどういった属性の人が通っているのでしょうか。その方々の平均的な年収は、属性はどうでしょうか。そういったものを取り込むことができればきっと何か新しいことが分かるでしょう。その不動産のその地域における役割が分かるかもしれません。少し具体的に言ってしまうと、最適



なテナントミックスが分かるかもしれません。

このように、私どもはいろいろなことを試みながら鑑定評価の精緻化を考えています。このようにご説明すると、大きく二つのご質問をいただきます。一つ目は、「テックチームさんは、いろいろなことを頑張っている割に、最終的には評価のことに結び付けてしまうのだね。夢がないのではないですか。」そしてもう一つが、「情報化したら家賃が上がるということですか。」ということでした。

家賃が上がるかどうかということについて、つまり資産価値がどう出るかということについて、いま考えていることをお話しさせていただきます。先ほど柳川先生からもお話がありましたように、情報の創出・取得コスト、情報管理コストは今後も増大の一途をたどると思われるので、そういったものを整備することで収支の中の支出の低減につながります。ただ、これは本当に一部分でしかありません。もう少し突っ込んだ考え方をすれば、今までの修繕履歴とか資本的支出、過去の履歴を適切に整備して、それを開示することができれば、将来の費用の変動率が圧縮できるのではないのでしょうか。これは費用項目の中のかなり大きな部分になってくると、皆さんお気づきだと思います。

また、耐用年数という一つの数値がありますが、それとは別に実稼働時間に基づく修繕のタイミング、そういったこともがもし分かるのであれば、そしてそれを同社保有の他の不動産に対しても、それを適用できるのであれば、そういったことを通じて、実稼働時間に基づく将来の計画、例えば長期修繕計画、そういったことにも反映できるのではないかとということです。きっと将来の価格の安定に寄与するのではないかと私どもは期待しています。

ですから、データ解析テック、データテックへの次なる一歩という形でご協力をいただける、またはご関心がある企業さまがおられましたら、ぜひ、私どもにお声掛け頂ければと思います。ともに新たな価値創造にトライしていければと思います。

さて、最後に価格の評価にこだわる不動産テックチームに夢がないのかということについてです。冒頭でご覧いただいたように、建物、不動産に対してのITの導入、テックの導入は直接的には不動産の用途を変化させています。こちらにご覧いただいている資料にある例は、いずれも既存の不動産に対し、新しい需要層が表れ、新

しい用途を見いだした結果です。従来とは異なる新しい価値水準、従来とは異なる新しい価格で取引され始めている例です。私どもはこれを例として、つまりこれは美談なのか、それとも新しいトレンドなのかということを経験的に見ていかなければいけないと思います。適正な価格を見いだすというのはそういうことだろうと思っています。

一つの例として、いま郊外にある相応に築年に経過している倉庫に大きな注目が集まっています。数十パーセントというレベルで賃料が上がっているところも見られます。この主要なファクターはやはり、直近5年、10年で起きている流通革命ということで説明してよろしいのではないかと思います。もう一つ、私どもテックチームが注目しているのが水耕栽培です。おおむね一つの倉庫の改装に6段のラックが入るので、ざっと耕作面積が6倍になるわけです。土地の価値としては6倍と、それは単純計算すぎるのですが、このような形で新しい用途があること、新しい収支構造があるということで、この取引をレアケースとして考えてしまうのか、それとも新しいトレンドとして価値水準としてきちっと把握していくべきなのかということ、やはりデータの力で語っていきたくと私どもは思います。定量化は今後、極めて重要なキーワードです。

さらに、最後のスライドになりますが、この美しい棚田は農地でしょうか。観光地でしょうか。どちらの価値が高いでしょうか。この棚田そのものの収益、農業収益はさておき、これが例えば観光地として素晴らしい景観



に大きな寄与をしている。その寄与度というものを、私どもはどう捉えたらいいのでしょうか。

観光地の景観の形成、いわばいい意味での外部経済という形で、その価値をきちっと適正に把握する、定量化することができれば、美しい棚田をあるがままの、美しいものとして残していくことができる。大きく言うと持

続可能性の模索ということを、私どもテックチームは追求しています。これはやはりすごく夢がある、可能性がある大きなミッションだとテックチームは考えています。

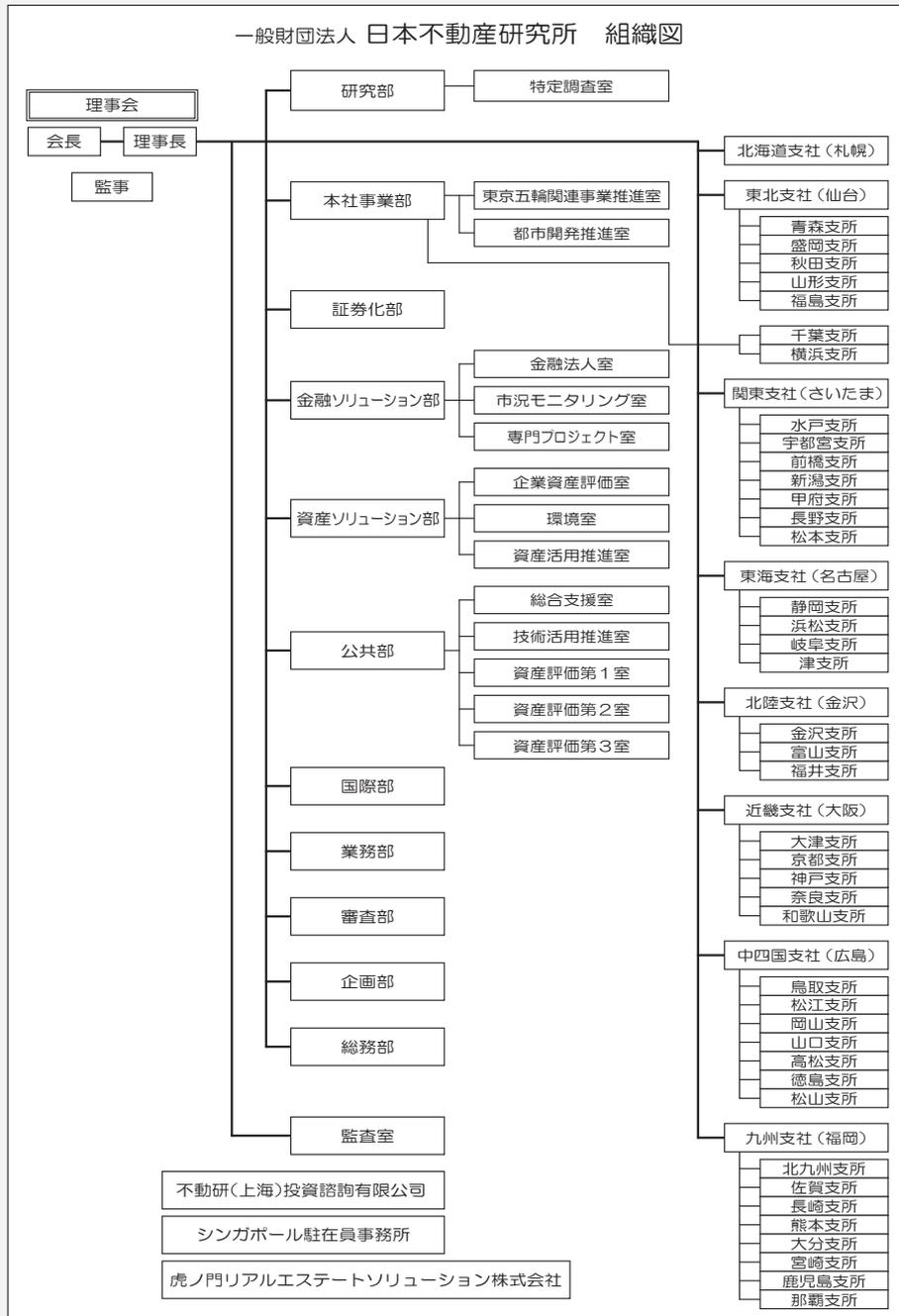
本日はご清聴いただき、ありがとうございました。



※本稿は、令和元年6月5日に開催された不動産投資家調査<sup>®</sup>20周年セミナーの内容をもとにとりまとめたものです。

# 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  
<http://www.reinet.or.jp/>  
 フェイスブック  
<http://www.facebook.com/jrei.jp>



一般財団法人  
**日本不動産研究所 (JREI)**  
 〒105-8485  
 東京都港区海岸 1-2-3 汐留芝離宮ビル  
 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）
- ・客観的・中立的な全国 49 拠点を擁する機関鑑定評価
- ・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

### 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

### 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）

### 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

### 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）

### 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

### 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

### 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

### 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  
（不動産（上海）投資諮詢有限公司）
- ・シンガポール駐在員事務所

### 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