不動産調査

No.395（2014/10/31）

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 1 部●基調講演

①2020 年東京オリンピック・パラリンピックを見据えたまちづくり …… 2
前東京都技監　藤井 寛行 氏

②東京都におけるUR都市機構による密集市街地整備の取組み …… 11
UR 都市機構　東日本都市再生本部　密集市街地整備部長　本間　伸彦 氏

第 2 部●パネリストによる研究報告・パネルディスカッション

①2020 年東京オリンピックまでの地価の変動予測 …… 17
一般財団法人日本不動産研究所　研究部　研究員　金　東煥

②木造密集住宅地域の整備改善に伴う地価への影響 …… 22
一般財団法人日本不動産研究所　研究部　研究員　山越　啓一郎

③不動産投資市場における投資家の意識とその変化
～今後 10 年間における不動産投資のタイミングに関する一考察～ …… 27
明海大学　不動産学部　准教授　小松　広明 氏

④東京オリンピックの経済効果と日本再生 …… 33
明海大学　不動産学部　教授　前川　俊一 氏

⑤パネルディスカッション …… 39

一般財団法人
日本不動産研究所

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 1 部 ● 基調講演①

2020 年東京オリンピック・パラリンピックを見据えたまちづくり

プロフィール

前東京都技監

藤井（ふじい）　寛行（ひろゆき） 氏

Contents

1. 東京に求められていること …… 2
2. 東京の目指すべき将来像 …… 4
3. 東京のインフラ整備 …… 4
4. 東京の市街地整備 …… 7
5. 安全安心なまちづくり …… 8
6. 2020 年東京オリンピック・パラリンピック大会について …… 8

ご紹介いただきました藤井です。今年の 7 月まで東京都技監として東京のまちづくりに携わってきたという経験を踏まえまして、都市づくりの立場から見てオリンピック・パラリンピック（以下「オリンピック」と呼ばせて頂きます）をどう捉えるべきか、また、オリンピックに対してどう備えていくべきかということを中心に、私見も交じえましてお話をさせていただきます。前半でオリンピックと都市づくりの関係について述べます。それから、後半は各論として東京都が今取り組んでいる施策についてご説明します。

1 東京に求められていること

オリンピックに備えて都市づくりを進めていくということは当然のことです。ただ、都市づくりから見ると、オリンピックがゴールではありません。1 つの経過点ということで、オリンピックに備え過ぎてもいけない部分ももしかするとあるかもしれない。そういった意味で、アクセルとブレーキをきちんと使い分けをして、オリン

ピックに備えていくことが必要かと思います。まず、東京の都市づくりのためにオリンピックのあるなしにかかわらず、取り組んでいくべき４つの施策について、述べます。

第１点目は「世界都市東京の活力を維持・強化」です。経済活動をはじめいろいろな分野で国際化が進んでいます。後ほど触れますけれども、東京は世界の都市、例えば上海であるとか、シンガポールであるとか、世界の都市と競争していかなければいけません。東京はその競争に対して勝っていかなければいけない。日本全体のことを考えてみても、東京が沈没してしまえばやはり日本の沈没につながってしまいます。東京は今後も世界都市東京としての活力を維持・強化していくことが必要であろうと思います。

第２点目は「人口減少・高齢化に対応した都市づくり」です。地方では人口減少が言われています。東京もその例外ではなく、2020 年には人口減少が始まってきます。人口減少が始まると、当然それに備えたまちづくり、今までやってきたまちづくりとちょっと違うまちづくりが必要になってきます。あわせて高齢化が進むことで、高齢化に対応した都市づくりもきちんと進めていく必要があります。

３点目に「首都高などインフラの老朽化対策の推進」です。首都高は前回の昭和 39 年のオリンピックに備えて整備を始めました。当然その後もコンスタントに整備を進めていますが、高度成長期に整備されたインフラが 50 年経過し、ちょうど更新期を迎えています。それに対してきちんとこれから更新も含めて老朽化対策を進めていくことが必要になっています。

それから４点目、「安全・安心なまちづくり」を進める必要があります。

この４つが東京の都市づくりでの大きな課題だと思っています。

次に都市づくりとオリンピックの関係ですが、やはり都市づくりにとって、オリンピックがゴールではなく、20 年、50 年の後の東京をきちんと形成していくというスタンスが必要です。そのためには、オリンピックの機会を活かして望ましい都市づくりを推進していく。また一方で、オリンピックのためだけの都市づくり、例えば将来過剰となると見込まれる施設の整備については、その後の財政的な負担を考え慎重になる必要があります。それから、大きなインフラ整備は時間的に無理です。通常、道路、鉄道等のインフラ整備は環境アセスメントと都市計画の手続に３年かかります。2020 年オリンピックまでに６年間。そのうち３年間をとってしまうと、３年間しか整備の時間がありません。基本的にはやはり大きな施設の整備は時間的に難しいという前提があります。そうしますと、当然バリアフリーであるとか、ホームドアであるとか、多言語化であるとか、短期で可能な施策を中心に都市づくりを進めていくということになろうかと思います。

次に、公民問わず工事が集中するということも忘れてはなりません。オリンピックなので当然、民間での投資が進むと思います。オリンピックまでに公民あわせ様々な事業が行われる中、例えば建設業者の側の手の問題もあります。予算の問題もあります。ですから、今の段階でスタートすべきこと、それからオリンピックの後にむしろやるべきこと、そういったことを最初に峻別をして取り組むことが重要ではないかと思います。前回の昭和 39 年の大会ではオリンピックで景気が非常によくなりましたけれども、39 年の大会が終わった後に、オリンピック不況と言われているようにその需要が極端に落ちて、経済にも悪影響を与えました。工事の平準化の視点も必要です。また、オリンピックを中途半端な段階で迎える、例えば工事の真っ最中でオリンピックを迎えるというのは基本的に望ましくない。ですから、当然その前にやるべきこと、それからその後に着手すべきことといったものをきちんと峻別をしながら、また工事中とならざるを得ない事業についても、少なくともオリンピックをどのような姿で迎えるかのイメージをもちながら、工事を進めていくべきだと思います。

次に先ほど述べました東京都の４つの課題に対して、オリンピックに向けて何をやるべきか、何に軸足を置いて進めるべきかということについて述べます。

「世界都市東京の活力を強化」という観点では、これからセンターコア、いわゆる都心部を中心に民間投資の集中が予想されます。公共はその誘導、調整ということを進めていく必要があります。特に、民間の開発、個別の開発を誰かが全体で調整しないと、全体では非常に使いづらい都市構造になってしまいます。そういった意味で誘導・調整が重要となってきます。

次に、「人口減少・高齢化に対応した都市づくり」と

いうことで、特に高齢化対応として、エレベーター、エスカレーター、バリアフリーといったものの整備を2020年までにきちんと進めていかなければなりません。それによって外国人を含めた旅行者に対しても、また全ての人にとっても快適な空間づくりができてくるということです。

それから、3点目の「首都高など、インフラ老朽化対策」ということで、首都高は300 kmあります。その内、現時点で更新が必要とされる区間だけでも約8 kmあり、オリンピックまでにそれを全部つくり直すのは無理な話です。やはり当然優先順位を踏まえてオリンピックの瞬間に、例えば補修や補強などの対策も含めて安全性を確保するようなことを考えていかなければいけません。

「安全・安心なまちづくり」、これも非常に重要です。短期・集中的に2020年までにできるだけ防災対策を進めることが重要だと考えております。

2 東京の目指すべき将来像

目指すべき都市像ということで、森記念財団のGPCIをサンプルに使わせていただいてお話をいたします。ランキングの特徴としては産業や経済だけでなく、文化や生活にも着目した総合的な評価となっています。対象都市数は40都市。2008年から毎年発表しています。

2013年の結果は、第1位がロンドン、2位がニューヨーク、3位がパリ、東京は4位ということで、2008年に始まってから東京はずっと4位です。この中で変わったのは、ロンドンが2012年のオリンピックで1位に上がっています。ある意味でオリンピックは都市の魅力を向上させる大きなチャンスだということも言えます。世界の経済活力をきちんと日本に持ってくるという観点からすれば、特にアジアの都市に対して勝っていかなければいけないんだろうと思います。ヨーロッパなりアメリカとは世界の市場を24時間カバーする上で役割分担をしながら、アジアの市場の中心を東京が担っていくことが重要と思います。2008年から2013年の間、東京はずっと4位でしたが、シンガポールが上がってきている。それから、北京、上海、ソウルも上がってきています。こんな形でアジアの都市に追い上げられています。全体に東京と下位のアジアの都市との差は縮まっているということです。こういった都市にきちんと勝ち続けていかなければ東京の活力、日本の活力が続いていきません。そのためには、やはり東京の弱点と言われる、例えば集客資源、居住のコスト、そして、国際交通ネットワークも弱いと言われています。そういった弱点を改善していく必要があろうと思います。オリンピックを機に東京の魅力を増やしていくことが重要かと思います。

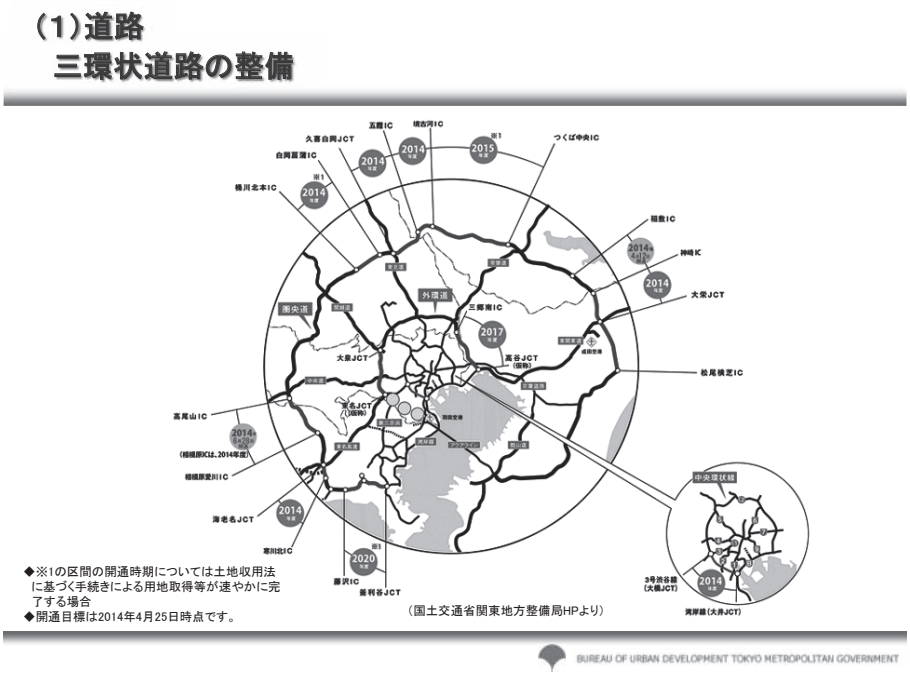
3 東京のインフラ整備

(1) 道路

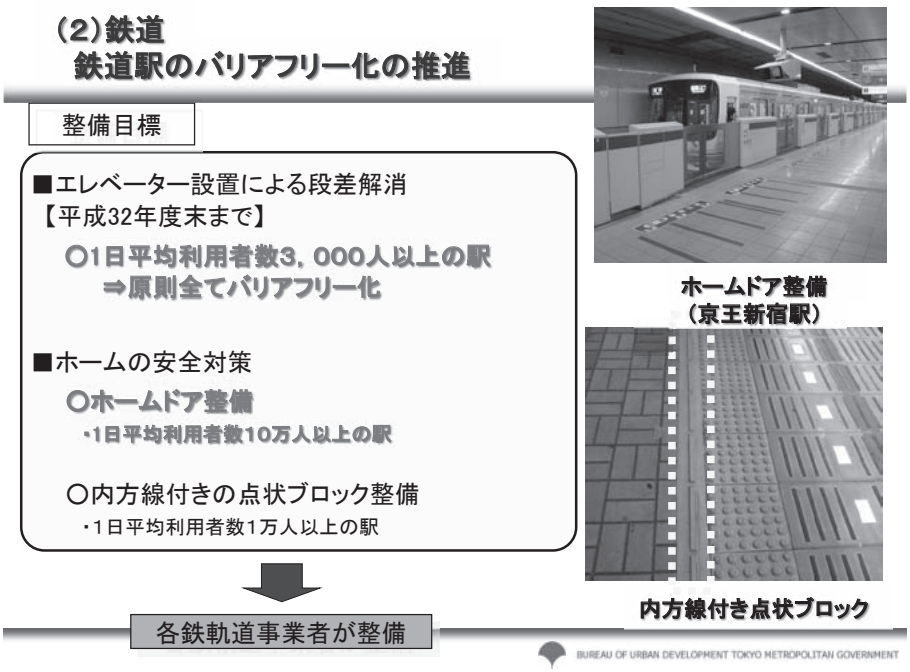
三環状道路というのはよくお聞きになるかと思います（図－1）。東京に目的がない車も、例えば東名高速から東北道に行くときに都心を通らなければいけないというような状況がこれまで続いていました。それが今年の6月に圏央道ができまして、東名から中央高速、関越、東北とつながりました。ですから、東京の都心部を通らなくても、外側で回っていける。渋滞にはまらないで回っていくルートもできたということです。それによって都心の交通渋滞も改善されます。都心部を中心に開催されるオリンピックには、やはりこういう三環状で外側に迂回できる道路が必要です。オリンピックそのものは首都高を中心として使いますので、三環状道路の未開通区間はぜひ整備を促進しなければいけません。現在のところは2020年に3つの環状道路について概成させるということで事業に取り組んでいます。

(2) 鉄道

鉄道については先ほど申し上げましたとおり、エレベーター設置等のバリアフリーを推進する必要があります。あわせて、ホームドアについてもやはり進めていく必要があります（図－2）。こういったものの整備を進めることによって高齢化社会にも対応できるようになりますし、外国人のお客さんにも使いやすくなります。これは2020年までにぜひ推進していきたい施策の1つです。それから、鉄道ターミナルの関係では、品川、新宿、池袋駅等は各鉄道事業者さんが、必要な施設をその都度継ぎ足しながら整備されてきたという歴史的経緯があります。ターミナル自体が全体としては使いにくくなっている面があるということで、そういったものをき

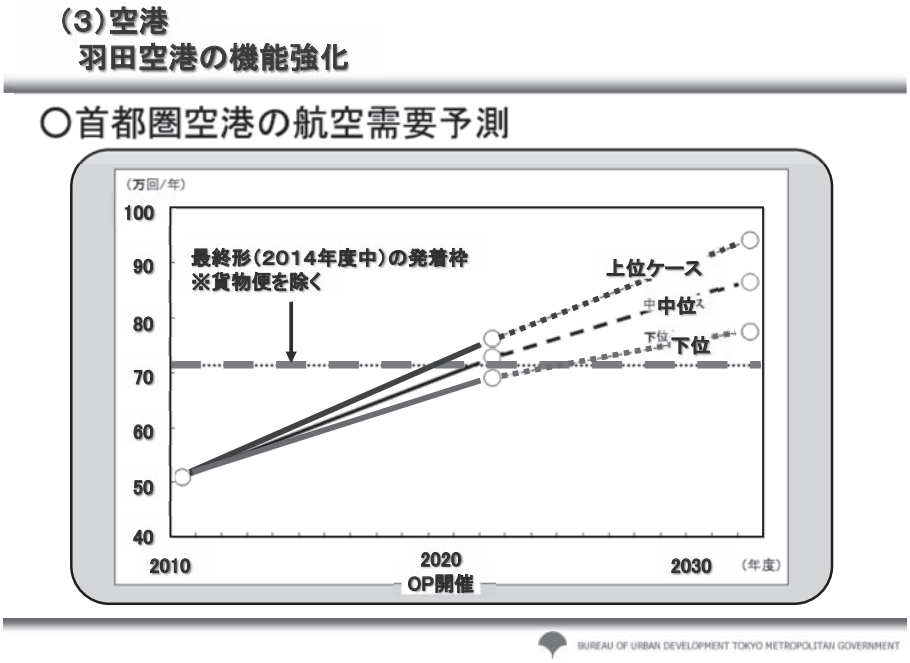


図－1

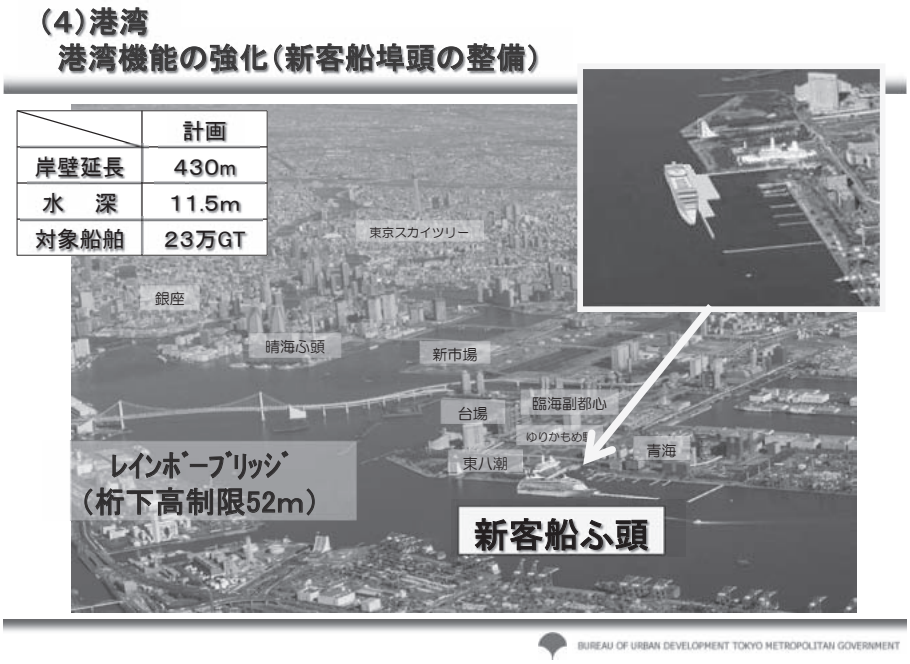


図－2

ちんともう１度組み立て直して、全体の整合を図って再整備を進めていくことがやはり必要になってきています。2020 年までにできるところは当然やっていかなければなりません。例えば新宿駅の南口では、鉄道、バス、タクシーなどがシームレスに乗り継ぎできるよう全体の整備計画に基づき基盤整備が進められているところです。



図－3



図－4

(3) 空港

図－3は航空需要の将来予測ですが、それを見ると、2020年オリンピックのときにはぎりぎり需要は賄えますが、2020年を超えると足りなくなってくるということです。先般、国交省から都心上空についての飛行ルートや第5滑走路の整備について発表されましたが、今後そういうことも含めて空港機能の強化について議論していく必要があると思います。

(4) 港湾

最近大型客船、クルーズ船の需要が非常に伸びてきています。たとえば今年のゴールデンウィークにボイジャー・オブ・ザ・シーズという 13 万トンの船が東京に寄港したんですけれども、水面上の高さが 63 m という非常に大きな船です。レインボーブリッジの桁下は、大体 50 m です。本来は客船ターミナルのある晴海埠頭に接岸する必要がありますが、レインボーブリッジの下がくぐれないということで、大井の水産物埠頭に仮に泊めて頂きました。やはりこのような大型客船に対して、暫定的な施設で泊めるのではなくきちんと対応する必要があります。そのため、船の科学館の近くに新客船埠頭をつくる取り組みを始めているところです（図－4）。

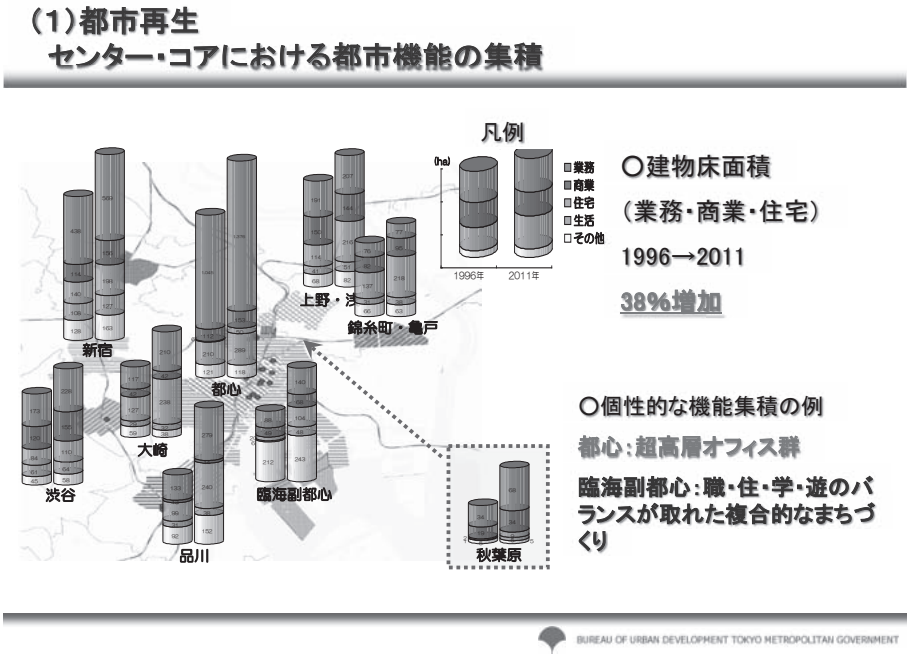
(5) 総合交通

「多言語表記」、「自転車活用策」、「TDM」を交通対策として進めていく必要があると思います。特に、TDM については、オリンピックは大きなチャンスなんです。なぜチャンスかというと、交通政策のあり方をもう 1 度きちんと都市政策の観点から考えて、オリンピックを一つの機会として大規模な社会実験として実施する事が可能です。それに対するコンセンサスも得やすいと思います。オリンピックできちんとやってみて、その結果をみてオリンピック後の本格実施も検討していく必要があります。

4 東京の市街地整備

図－5 は、1996 年と 2011 年に東京の開発がどういうふうに進んできたかを示しています。たとえば、都心部や新宿などで床面積が非常に伸びています。主に業務が伸びています。それに加えて、これまであまりなかった、例えば商業も非常に伸びている。例えば今、大手町、丸の内では土日でも訪れるお客さんが増えています。これまでは銀行の本店が 1 階にあって、土日はクローズされた、ある意味では寂しいまちだったのですが、最近はブティックやレストランなどが進出し、歩いて非常に楽しいまち、土日に遊びに行っても楽しいまちになってきています。そういった取り組みは、都市の魅力を高めるためにもぜひ進めるべきだと思います。

図－6 は都市再生緊急整備地域です。今までの都市計画は制限を中心に考えていたんですけれども、新しい仕組みとして事業を中心に都市計画を逆に変えていくように制度設計されています。事業者から魅力的なまちづく



図－5

図－6

りについて提案を受けて、それを行政が都市計画に反映させていくという仕組みです。魅力的な事業提案についてはこういった税制特例・金融支援も含め都市再生の観点から開発を支援していく必要があると思います。

5 安全安心なまちづくり

震災対策についてです。まず最初は被害想定。それから、木密地域不燃化 10 年プロジェクトについてお話しします。

（1）直下型地震の被害想定

オリンピックの主たる会場となる東京湾の沿岸が震度 7 の予測となっています。冬の夕方に起きたときには死者が 9,700 人。建物被害が 30 万棟、その内訳として揺れによって 11 万棟、火災によって 18 万棟ということで、揺れで壊れるよりも火災で焼失する建物が多いということです。

図－7 は、揺れによる建物はどこが壊れるかという図です。木造住宅で地盤が悪いところということで、やはり下町に全壊の建物が多いといった結果になっています。

一方、冬の 18 時、風速 8 メートル、こちらのほうは環状 7 号線の沿道で木造密集住宅地域と呼ばれている地域での被害が大きくなっています。1 軒火が出ることによって全体が延焼してしまうという危険な地域がドーナツ状に広がっています。この地域については、安全性を早急に確保していかなければいけないということです。

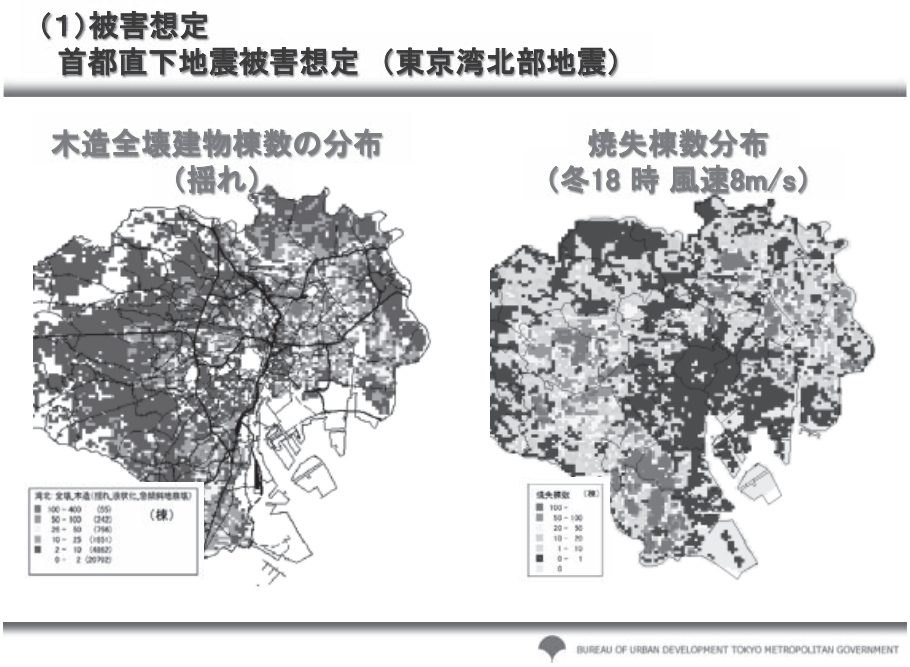
（2）木密地域不燃化 10 年プロジェクト

1 軒燃えると隣に燃え広がっていく危険性のある地域が都内で 7,000 ヘクタール、大体 23 区の面積の 1 割ぐらいになります。その対策としては、個々の建物自身を燃えにくくするということと、それから隣の街区に燃え移らせない、もらわないということで、街路などを整備する、こんなことを中心に施策に取り組んでいるところです。

6 2020 年東京オリンピック・パラリンピック大会について

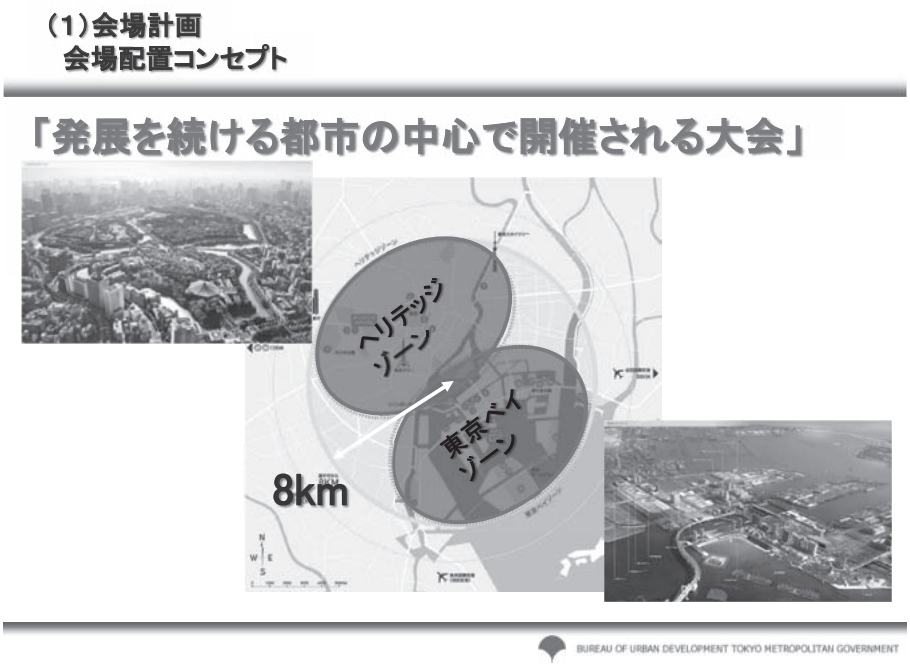
次にオリンピックの計画についてお話しします。

図－8 の「ヘリテッジゾーン」というのは、昭和 39 年大会の会場を中心にしたゾーンです。「東京ベイゾー



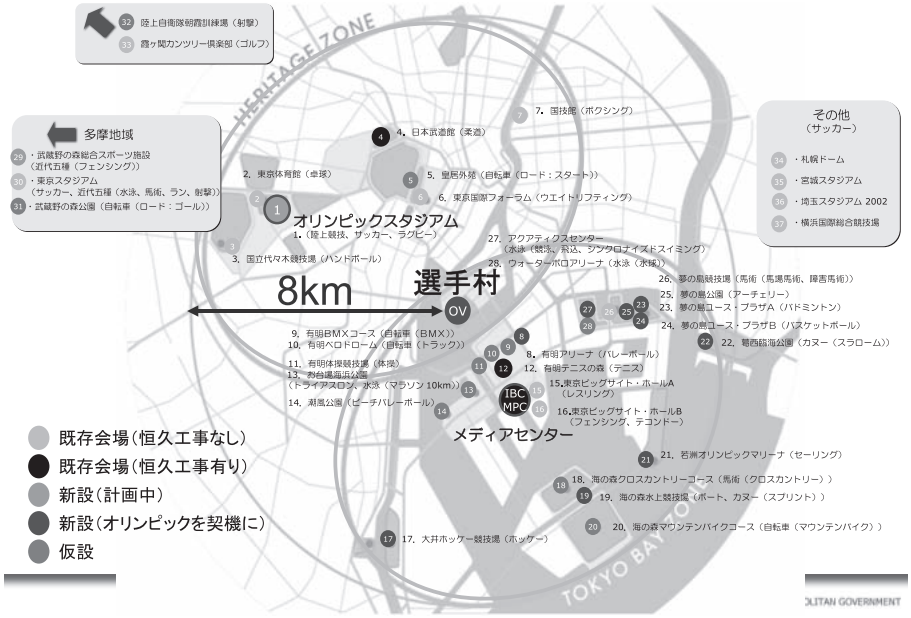
図－7

ン」は新しい東京の姿を見せるゾーンです。伝統のあるゾーンと、将来の東京のあり方を示すようなゾーンということで、主にこの２つのゾーンを中心に施設を置いています。この重なる部分に晴海の選手村があります。半径８キロを中心に競技会場を立地させています。できるだけコンパクトにすることによって観客の皆さん、



図－8

会場計画



図－9

それから関係者の皆さんの移動が少なくなり、都市交通に対する影響も少なくなってきます。

図－9は、現在の競技会場の予定です。これも今若干見直しがされているようです。一番中心的に使われるところ、オリンピックスタジアムは、8万人収容の形に今の国立競技場を建てかえます。あわせて、将来のまちづくりとして、例えば神宮野球場、秩父宮ラグビー場といったものを巻き込みながらリニューアルしていく、全体の建て替えを進めていきます。それから、この地域は、非常に景観的魅力のあるところで、イチョウ並木、青山通りから絵画館においてすばらしい景観が広がっています。この景観も大事にした上で、全体の開発計画、まちづくりを進めていくことが重要です。オリンピックの後も含めて、継続してまちづくりをやっていくという形になろうかと思います。

それから、晴海の選手村です。44ヘクタール、1万7,000人の選手、コーチの方々が泊まられる施設となります。海からのスカイラインを考慮して、建物が単調とならないよう、ちょっと変化をつけたものにしていきます。高い階から下りると競技会場まで行くのに時間がそれだけ長くかかります。そのため、高層階を使わずにオリンピックの間は2階から14階の間に住んでいただくことになります。最終的に民間の方々にお願いし、売ったり、賃貸していくということになろうかと思います。

いずれにしても、このような形で東京都の都市づくりを進めながら、オリンピックにも備えていく。オリンピックをうまく活用して都市づくりを進めていくというようなことがやはり重要ではないかと思います。オリンピックまでは6年しかありません。予算的なこと、工期的なことなどを踏まえ、何をやるのか、何をやらないのかというのをあらかじめきちんと考えておき、不動産業界の方々のお力も借りながら都市づくりをスタートさせていくことが重要だと思います。（拍手）

※本稿は、平成26年9月17日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 1 部 ● 基調講演②

東京都における UR 都市機構による密集市街地整備の取組み

プロフィール

独立行政法人都市再生機構　東日本都市再生本部
密集市街地整備部長
本間（ほんま）　伸彦（のぶひこ） 氏

Contents

1. UR の東京 23 区内での密集市街地整備の取組状況 …… 11
2. 木密エリア不燃化促進事業の展開 …… 12
3. UR による取組事例 …… 13

UR 都市機構の本間です。このたびは私ども UR 都市機構の取り組みを紹介させていただく機会を与えていただきまして、明海大学さん、日本不動産研究所さんには、改めて厚く御礼申し上げる次第でございます。

1 UR の東京 23 区内での密集市街地整備の取組状況

UR では、2020 年を目標にしました木密地域不燃化 10 年プロジェクトの推進につきまして、全面的に協力する旨の覚書を昨年東京都さんとの間で締結し、不燃化特区を中心に各区をご支援させていただいています。UR では密集市街地につきまして、それぞれのまちづくりのプロセスに応じまして、コーディネートや、いろいろな事業を組み合わせ、各区と役割分担を図りながら、防災まちづくりのサポートをさせていただいているところでございます。現在、まちづくり協議会の運営支援や規制誘導手法の検討といった、いわゆるコーディネートを実施しているのが 15 地区あります。そのうち、不燃化特区関係は 12 地区です（図－1）。

「主要生活道路の整備」とは、道路の拡幅に伴って必要な権利者交渉等を区からの受託事業として実施しているものでして、現在ご覧の 4 区、5 カ所で事業を実施しているところです。

「防災公園街区整備事業」とは、UR が空閑地を取得いたしまして公園管理者である区の権限を代行しまし

図－1

て、国から直接補助を受けて防災公園を整備する事業でして、密集市街地では北区西ケ原の東京外国語大学の跡地で実施しました。

「従前居住者用賃貸住宅の整備」とは、平成 19 年の密集市街地整備法の改正に伴いまして UR に権能が付与されたものでして、地方公共団体からの要請を受けて国の認可をいただいて、UR が受け皿住宅を整備できるというものです。台東区の根岸三丁目で完了しまして、現在、荒川区の荒川二丁目で整備中です。

「防災性の高い拠点整備」とは、まとまった土地を UR が取得し、住宅や利便施設を整備するのにあわせて、防災広場や避難路を整備するものでして、世田谷区の太子堂三丁目とか、足立区の梅田五丁目などで完了しています。

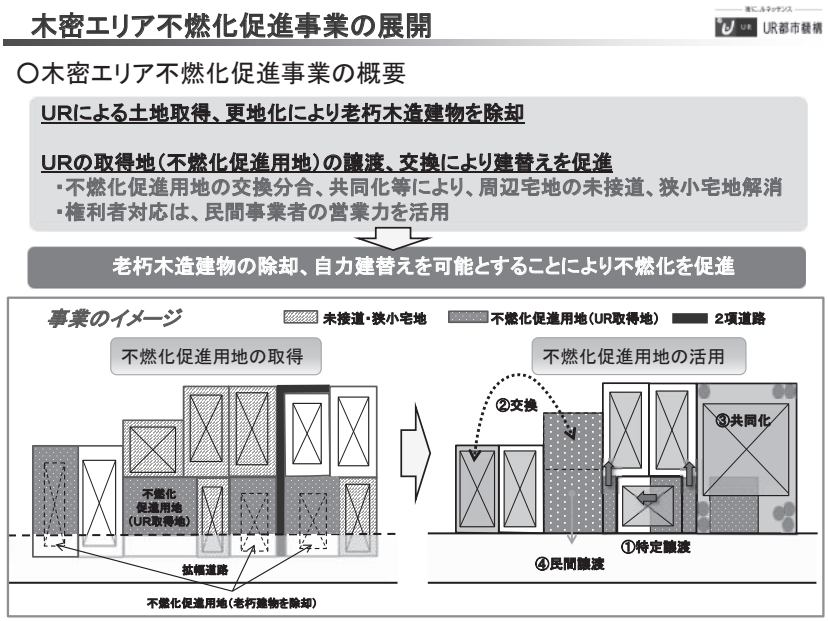
その他、いろいろな法定事業を活用して整備を行っていまして、墨田区の京島三丁目におきましては、UR としては初めての機構施行の防災街区整備事業を施行しまして、昨年度完了しました。台東区の根岸三丁目や世田谷区の太子堂三丁目におきましては、土地区画整理事業を活用しまして、道路の行き止まりの解消ですとか拡幅、それから区のまちづくり用地の再配置などを行いました。墨田区の曳舟駅前におきましては、機構施行の市街地再開発事業により防災性の向上を図りました。

「木密エリア不燃化促進事業」とは、昨年度から UR 独自の事業として新たに取り組んでいるものでして、区から要請をいただきまして、種地を積極的に取得して、不燃化建替えを促進しようというものです。4 地区（東池袋四・五丁目地区、荒川二・四・七丁目地区、弥生町三丁目周辺地区、京島周辺地区）で現在実施中です。以上のような多種多様な手法を重層的に組み合わせながら、総合的な取り組みを各地で展開しているところです。

2 木密エリア不燃化促進事業の展開

「木密エリア不燃化促進事業」では、UR が土地を取得しまして、更地でない場合は老朽木造建物を除却します。この除却の際には不燃化特区の老朽建築物の除却費を補助する制度を活用します。UR が補助対象になる区では UR が取得してから除却、UR が補助対象にならない区では、区に建物を寄附していただきまして、区のほうで除却するなどの方法で行います。

図－2 の模式図は、拡幅道路の沿道のところを UR が取得した場合の、その後の活用方法を例示しているものです。まず、①のところですけれども、取得地の奥



図－2

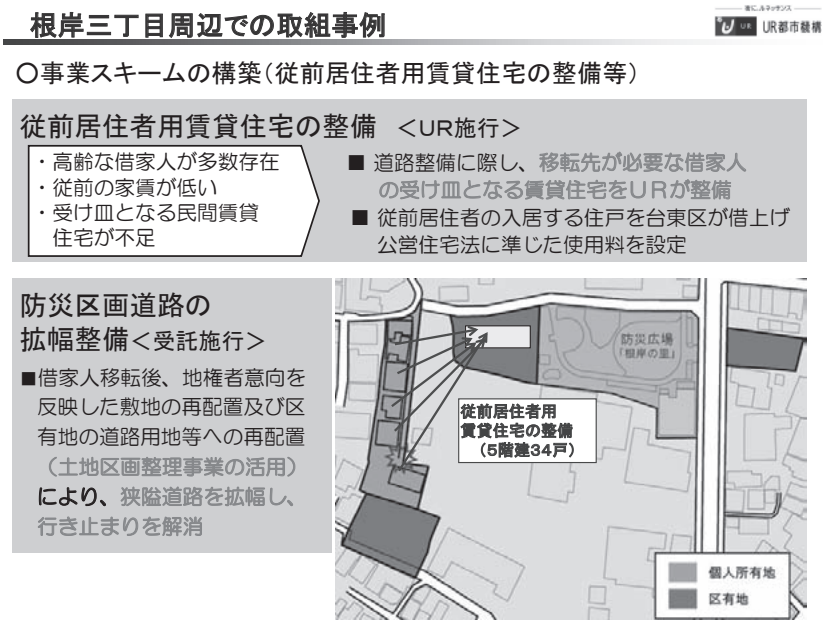
の未接道地の方に旗竿部分を譲渡したり、隣接する狭小地の方に譲渡したりして建替えができるようにするということ、②は未接道地と UR の接道している取得地を交換して建替えができるようにするということ、③は条件が整えば共同化事業に誘導するということ、④は敷地統合によってまとまった土地にして、建替えの代替地として提供したり、公募により民間事業者に譲渡したりするということです。事業地区の要件としましては、まず不燃化特区を最優先するということに加えまして、住市総の区域に重なっているところであることです。2 点目として、地方公共団体からの要請があるということ。3 点目として、UR の事業採算性確保が見込める地域であることです。取得する土地の条件は、まず不燃化建替えの代替地確保を最優先するという観点から、まずは接道していて建築が可能な土地を中心に取得してまいります。未接道地につきましても、一定の条件に合えば取得する考えです。なお、社会問題化しています危険な状態の老朽空き家につきましても、所有者を探り当てながら、解体除却ですとか、土地の売却を促すなどの努力をしているところです。事業の実施にあたりましては、区との間で連携・役割分担に関する協定を締結させていただいております。また、民間事業者との連携を図るため、建築士事務所協会などの団体と意見交換や情報交換なども行っています。繰り返しになりますが、4 カ所（東池袋四・五丁目地区、荒川二・四・七丁目地区、弥生町三丁目周辺地区、京島周辺地区）で現在取り組んでいるところです。

以上が、木密エリア不燃化促進事業の概要でして、現在 UR の第三期中期計画におきましても、防災性向上による安全・安心なまちづくりをうたっていまして、UR の総合力を生かして、いろいろな事業との重層的な取り組みによって、木密 10 年プロジェクトの目標でございます「延焼による焼失ゼロ」の達成に向けまして、少しでも貢献していきたいと考えているところです。

3 UR による取組事例

(1) 台東区根岸三丁目地区

いろいろな手法を組み合わせた重層的な取り組みを幾つか事例として紹介させていただきます。まず、昨年、都市住宅学会賞業績賞を受賞しました台東区根岸三丁目地区です。この地区（図－3）では道路の幅員が 2 m 台と狭くて、かつ行き止まりの状態でした。したがいまして、防災広場に至る避難路ネットワークの構築のためには、これらを解消する必要がありました。

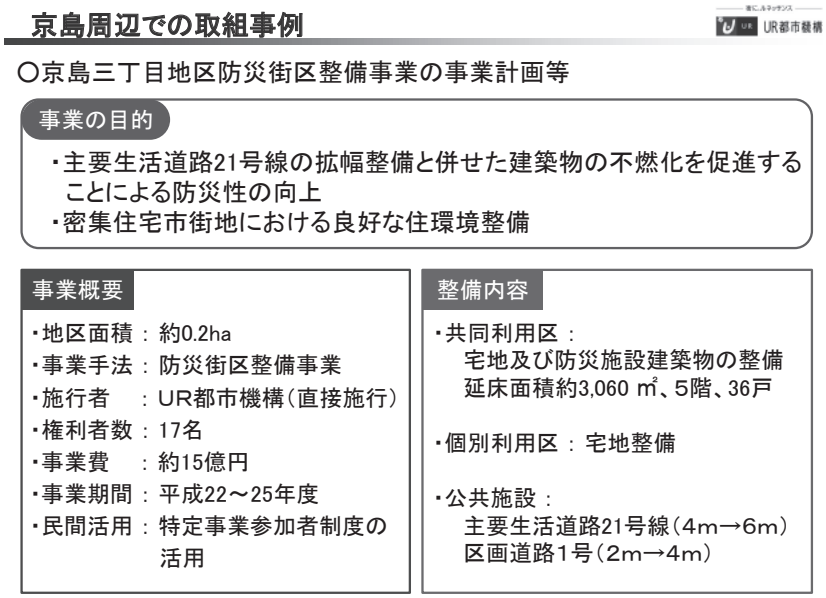


図－3

しかしながら、沿道には高齢の 28 世帯の借家人がいらっしゃいました。これらの方を同じコミュニティーの中で移転していただくために、UR がまず台東区さんのまちづくり用地を取得しまして、従前居住者用賃貸住宅を整備することとしました。34 戸を整備しまして、そのうち 18 世帯が移転していただきました。沿道の住民の方の仮移転先としても 5 戸分活用しましたので、合わせて 23 戸分を台東区さんに借り上げていただきまして、残りの 11 戸につきましては 2 年の定期借家の UR 賃貸住宅として入居者を募集する形をとりました。道路整備は台東区さんからの受託事業として実施しましたけれども、台東区さんがまちづくり用地をお持ちでしたので、これらを有効に活用するために UR が土地区画整理事業を施行いたしまして、道路用地に充当したり、権利者用代替地として再配置するといった工夫をしました。土地区画整理事業の区域は、いわゆる飛び施行地区型の区画整理になっています。3 つに分かれた飛び施行地区は全国でも初めてではないかと思います。きれいに拡幅されて、行き止まりも解消しました。2 m 台だったものを 5 m に拡幅していますが、より有効幅員を確保するために、密集市街地では珍しく、C・C・BOX による無電柱化を施しています。この事業は一昨年に完了いたしました。

(2) 墨田区京島周辺地区

この地区は不燃化特区です。UR は曳舟駅前で市街地再開発事業を施行した経緯がありまして、20 年ほど前から現地に事務所を構えまして取り組んでいるところです。その取り組みの中でも、京島三丁目地区の防災街区整備事業（図－4）が昨年完了しまして、おかげさまで今年、全建賞を受賞しました。また、この事業は不燃化特区整備プログラムのコア事業に位置づけられています。事業地区は大正時代に建設された老朽長屋が残っているようなところでして、権利者は 17 名いらっしゃいました。事業計画上は公共施設整備としまして 2 本の道路の拡幅を計画しまして、共同利用区と個別利用区を設定しました。権利変換上の特徴としまして、個別利用区に借地権者が 2 名いきましたけれども、一般に普通借地権を所有権に変換しますと、底地に相当する部分の負担がありますので、自己負担がかなりの額になります。そこで、底地に墨田区さんの土地を充てさせていただきまして、その上に定期借地権を設定して自己負担を軽減するというような工夫をしました。また、権利者の引っ越し負担を軽減するため、従後の建物に直接移転ができるように個別利用区の建物建設を最初に行うなどの工程上の調整も行いました。それから、新たな試みとしましては、密集市街地整備



図－4

法に基づく避難経路協定を全国で初めて近隣住民の方と締結いたしまして、敷地内通路を避難路として活用できるようにしています。このほか、墨田区さんの「まちづくりコンシェルジュ」の業務をお手伝いしてまして、その取り組みとしまして、昭和 55 年以前の木造建物ですとか、未接道建物の割合から、街区ごとに危険度を定量化して、整備の優先順位を設定し、住民の建替え意向や土地譲渡意向を確認しまして、その意向に沿っていろいろな提案や助言を行うといった活動を展開しています。この活動の中で第 2 弾、第 3 弾の防災街区整備事業が立ち上がってくることを期待していますし、土地を買ってほしいという意向があれば、当地区でも開始いたしました木密エリア不燃化促進事業で取得していく考えです。

(3) 荒川区荒川二・四・七丁目地区

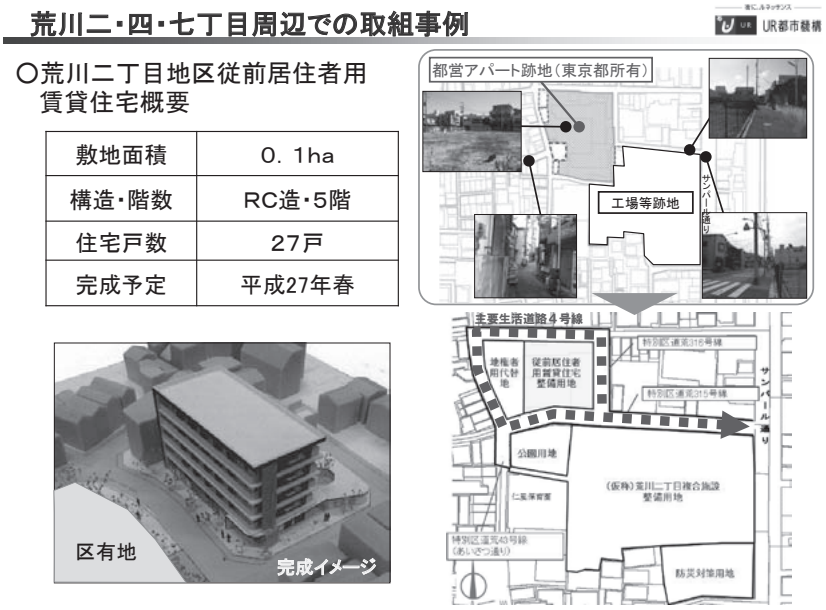
この地区も不燃化特区です。この中の荒川二丁目地区におきまして、都営アパート跡地を活用しまして、URが 27 戸の従前居住者用賃貸住宅を来年春の完成を目指して整備をしているところです（図－5）。これも不燃化特区整備プログラムのコア事業になっています。あわせて荒川区さんからの受託事業としまして、まちづくり協議会の運営支援や、道路整備の権利者調整、それから建替え相談の支援などを行っています。そうした活動の中で土地の売却意向などが出てきており、これも木密エリア不燃化促進事業によって順次取得していく予定です。

(4) 中野区弥生町三丁目周辺地区

この地区（図－6）も不燃化特区です。この中には都営川島町アパートの跡地が 5,000 m^2 ほどありまして、これを活用して避難道路とか、権利者用代替地、それから防災機能を備えた公園を整備する予定です。これも不燃化特区整備プログラムのコア事業になっています。この跡地の活用に際しましては、土地区画整理事業を活用する予定でして、URは地権者の同意を得た上で施行者になる予定です。当地区でも木密エリア不燃化促進事業に着手してまして、150 m^2 ほどの土地を既に取得済みです。これも不燃化のために活用する予定です。

以上、4 地区ご紹介しましたけれども、私どもが取り組んでいるどの地区も、各区との良好なパートナーシップと役割分担のもと実施しているものでして、2020 年に「延焼による焼失ゼロ」という目標達成に向けまして、少しでも貢献したいと考えているところです。

最後になりましたが、関係各区の皆様をはじめとし



図－5

図－6

て、国交省さん、東京都さん、その他関係者の皆様の日ごろのご支援、ご協力に対しまして厚く御礼申し上げまして、私のご報告を終わらせていただきます。ご清聴ありがとうございました。（拍手）

※本稿は、平成 26 年 9 月 17 日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 2 部 ● パネリストによる研究報告・パネルディスカッション①

2020 年東京オリンピックまでの地価の変動予測

プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所　研究部　研究員

金（きむ）　東煥（どんふぁん）

Contents

1. 分析方法 …… 18
2. 地価決定モデルの推定 …… 19
3. 2020 年までの東京 23 区の住宅地地価の予測 …… 20
4. 結　論 …… 21

「2020 年東京オリンピックまでの地価の変動予測」というタイトルで発表いたします。初めに、この研究における背景と目的などを簡単に説明いたします。その後、どのようなモデルを用いてこの分析を行ったか、使用したデータはどのような変数を用いたかなどの分析手法を説明します。そして、地価決定モデルの推定結果と 2020 年までの東京 23 区住宅地地価の予測を説明します。

まずは、本研究における背景と目的を説明します。近年日本の経済はアベノミクスや 2020 年東京オリンピックなどによって、デフレ脱却の兆しを示しつつあります。特に、アベノミクスは日本経済にかなりプラスの影響を与えつつあります。日経株価指数と消費者物価指数などはかなり上昇の傾向を示しつつあり、東京都は 2020 年東京オリンピックの施設関連予算として約 4,500 億円を策定しています。東京オリンピックの経済波及効果は全国で約 3 兆円に達し、それと雇用誘発効果が約 15 万人に達すると試算されています。このような経済的環境は東京都の地価へプラスの影響を与える可能性が非常に高いと思っています。日本の不動産市場は 2001 年以来の不動産証券化の登場によって、取引が活発になりつつあります。J-REIT の規模はその開設当時約 2,500 億円規模でしたが、それが 2013 年には約 7.2 兆円規模まで成長しています。日本の不動産市場は不動産証券化の進展に合わせて、収益還元価格の定着が進ん

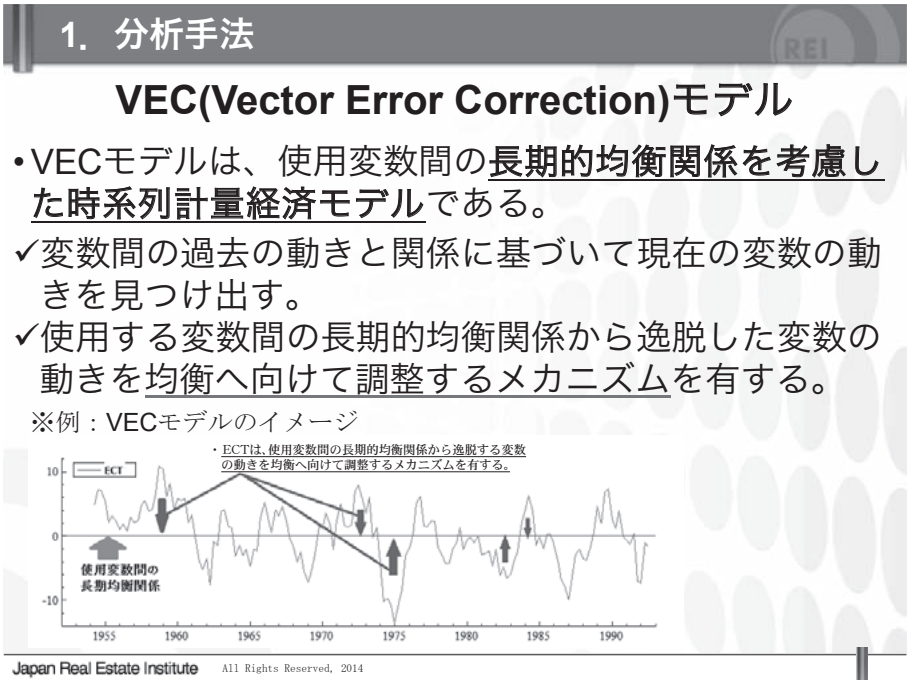
でいる可能性が非常に高いと思います。このような日本の経済と不動産市場の状況下で、現在の地価は理論地価モデルによって決定されているか、それに加えて、これからの地価はどうなるかを分析することがこの研究の目的です。従って、私たちは現在の日本の地価は 2000 年以降の不動産取引活性化のもとで、理論地価モデル、いわゆる収益還元モデルで説明されるという仮説を立てました。東京 23 区の住宅地地価を対象にこの仮説を検証します。この仮説が検証されれば、そのモデルを用いて、今後 2020 年までの地価を予測することになります。このような分析と予測結果は市場の利害関係者に有益な判断材料を提供すると思っています。

1 分析方法

この研究においてどのようなモデルを使ったか、使用したデータはどのようなものであるかを簡単に説明します。まず、この研究において使用したモデルは収益還元モデルに基づいた Vector Error Correction モデルです。Vector Error Correction というのは使用変数間の長期的均衡関係、いわゆるここでは地価のファンダメンタルズを考慮したモデルです。使用した変数はここの収益還元モデルに基づいて、地価と賃料、利子率です。地価は東京 23 区、住宅地を対象にしました。したがって、Vector Error Correction モデルは地価のファンダメンタルズに基づいて東京 23 区の住宅地地価を推定することになります。収益還元モデルというのは土地から将来得られるべき価値を現在価値に割引して地価を求める方法です。すなわち、土地を「収益を生み出す資産」と想定し、地価を将来にわたって生み出す収益、すなわち賃料の割引現在価値とするものです。したがって、地価は賃料を利子率で割った式として成立します。この式から賃料の増加は地価へ正の影響を与え、利子率の増加は地価へ負の影響を与えることになります。

Vector Error Correction モデルは使用変数間の長期均衡関係を考慮したモデルです。図－1 の真ん中の線がこのモデルの長期的均衡関係を表します。すなわち、ここでは地価のファンダメンタルズを意味します。この上と下にぶれる使用変数の動きをこの均衡関係に向けて調整するメカニズムを持っているのが、この Vector Error Correction モデルです。

データは 2000 年から 2013 年までを対象にしています。収益還元モデルに基づいて、地価と賃料の代理変数



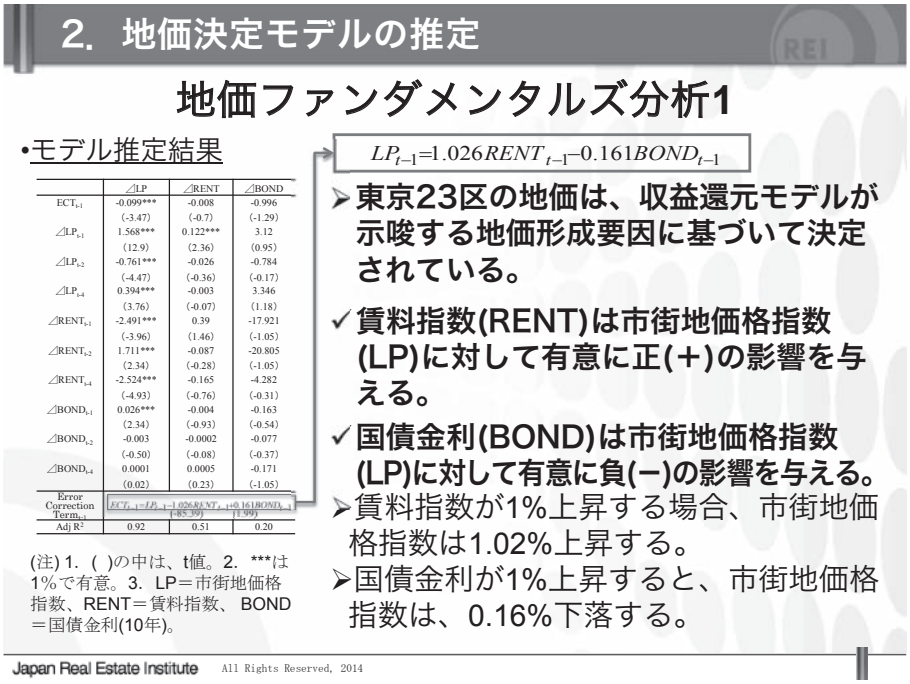
図－1

としては日本不動産研究所が発表している「市街地価格指数」と「全国賃料統計」を用いることにしました。両方とも東京 23 区を対象にしており、住宅地と共同住宅を対象にしています。利子率の代理変数としては財務省が発表している国債金利 10 年物を用いました。ここで注目しておきたいところは、この変数たちは物価の影響を排除したものであることです。したがって、この分析結果及び予測結果には、物価の上昇による影響が含まれていないことを明らかにしておきたいと思います。

2 地価決定モデルの推定

地価決定モデルの推定結果を地価のファンダメンタルズ分析を中心に説明いたします。図－2 がモデル推定結果です。ここからは東京 23 区の地価が、収益還元モデルが示唆する地価形成要因に基づいて決定されていることが明らかになりました。その結果として、賃料指数は市街地価格指数に対して有意に正の影響を与えています。それに加えて、国債金利は市街地価格指数に対して有意に負の影響を与えます。これは、私たちの仮説が証明されたことになります。したがって、この仮説が検証されたため、先ほどお伝えしました、収益還元モデルに基づいて Vector Error Correction モデルを推定するというこのモデルを、ファンダメンタルズ分析と将来の予測に用いることが可能であると判断しました。そこから、地価に対する賃料と国債金利の関係を求めることができました。その結果としては、賃料（賃料指数）が 1％上昇する場合、地価は 1.02％上昇します。一方、金利（国債金利）が 1％上昇すると、地価（市街地価格指数）は 0.16％下落する関係が得られました。

この結果からは東京都 23 区住宅地地価が地価のファンダメンタルズに向けて調整されるのに 5 年かかることがわかりました。ここで注目していただきたいところはこの図－3 でございます。先ほど説明いたしましたとおり、Vector Error Correction モデルの図でございますが、真ん中の線がいわゆる長期的均衡関係、ここでは地価のファンダメンタルズでございます。ここでおもしろいところが、2013 年時点の地価であり、それがファンダメンタルズより低い水準に位置しております。この地価は、これから地価のファンダメンタルズに向けて調整されるため、5 年かけて均衡に向けて調整されるということが考えられます。



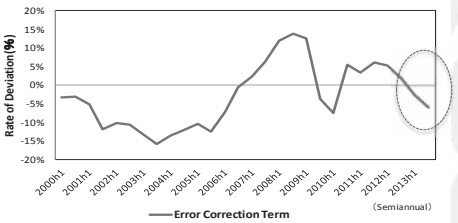
図－2

2. 地価決定モデルの推定

地価ファンダメンタルズ分析2

•モデル推定結果

	⊿LP	⊿RENT	⊿BOND
ECT_{t-1}	-0.099***	-0.008	-0.996
	(-3.47)	(-0.7)	(-1.29)
ΔLP_{t-1}	1.568***	0.122***	3.12
	(12.9)	(2.36)	(0.95)
：	：	：	：
$\Delta BOND_{t-1}$	0.026***	-0.004	-0.163
	(2.34)	(-0.93)	(-0.54)
：	：	：	：
Error Correction Term$_{t-1}$	$ECT_{t-1}=LP_{t-1}-1.026RENT_{t-1}+0.161BOND_{t-1}$ (-85.39) (1.99)		
Adj R^2	0.92	0.51	0.20



➢市街地価格指数は、地価ファンダメンタルズへ向けて調整されるまで、5年間*を要する。

✓長期的均衡関係から逸脱した市街地価格指数は、半期に約10%調整される。

✓2013年の市街地価格指数は、ファンダメンタルズより低い。

*20%(年間調整速度)×5年= 100%.

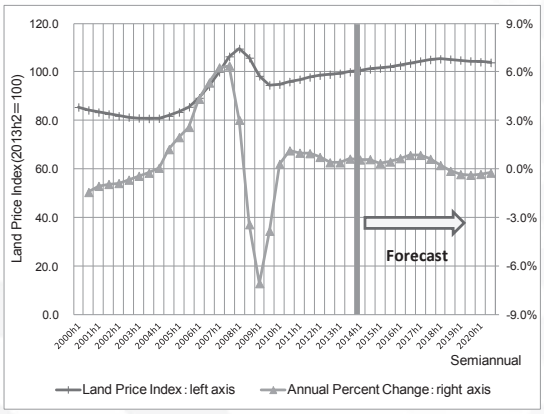
Japan Real Estate Institute　All Rights Reserved, 2014

図－3

3. 2020年までの東京23区住宅地地価の予測

予測の結果

•地価変動の予測結果



(注)　地価指数は、GDP デフレーターで実質化されたため、物価上昇の影響を含んでいない。

➢今後の東京23区住宅地地価は、地価ファンダメンタルズによって上昇し続ける。

✓地価は、2018年まで上昇しピーク (2013年対比＋5.3%) を迎える。

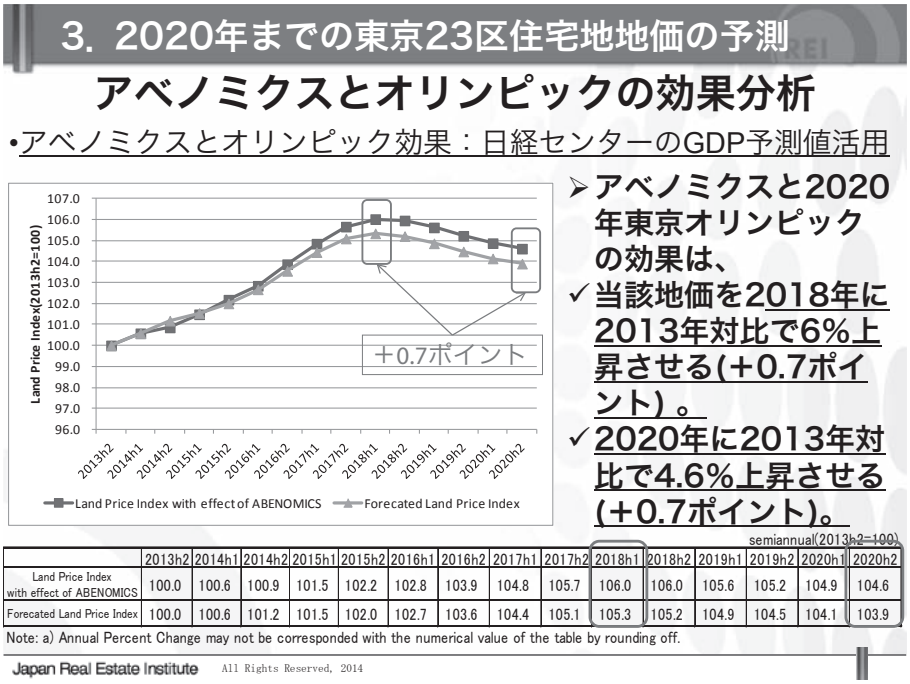
✓以後、地価は、若干下落するものの、東京オリンピックが開催される2020年に2013年対比で3.9%上昇する。

Japan Real Estate Institute　All Rights Reserved, 2014

図－4

3 2020 年までの東京 23 区の住宅地地価の予測

2020 年までの東京 23 区住宅地地価の予測結果を報告します。ここでは、アベノミクス、2020 年東京オリンピックの効果分析も加えます。図－4 が私たちの予測結果です。今後、東京 23 区住宅地地価は地価ファンダメンタルズによって上昇し続けます。特に地価は 2018 年まで上昇してピークに達します。その時点の地価は 2013 年対比で約 5.3％上昇します。その後、地価は若



	2013h2	2014h1	2014h2	2015h1	2015h2	2016h1	2016h2	2017h1	2017h2	2018h1	2018h2	2019h1	2019h2	2020h1	2020h2
Land Price Index with effect of ABENOMICS	100.0	100.6	100.9	101.5	102.2	102.8	103.9	104.8	105.7	106.0	106.0	105.6	105.2	104.9	104.6
Forecated Land Price Index	100.0	100.6	101.2	101.5	102.0	102.7	103.6	104.4	105.1	105.3	105.2	104.9	104.5	104.1	103.9

図－5

干下落の傾向を示すものの、東京オリンピックが開催される 2020 年には 2013 年対比で約 3.9％上昇します。

現在東京 23 区の住宅地地価は地価のファンダメンタルズより低い水準に位置しているため、今後 5 年をかけて調整されていきます。すなわち、地価は上昇していくと考えられます。それに加えて、先ほどこの変数たちは物価の影響を全部排除したということを伝えましたので、物価の影響を考慮すると 2020 年までの東京 23 区の住宅地地価は予測値よりさらに上昇する可能性が非常に高いと思います。

図－5 がアベノミクスやオリンピックの効果分析の結果です。アベノミクスと東京オリンピックの効果を分析するため、日経センターが発表している中長期 GDP 予測値を活用しました。その結果、アベノミクスと 2020 年東京オリンピックの効果は東京 23 区住宅地地価を 2018 年に 2013 年対比で約 6％上昇させます。また、2020 年には 2013 年対比で地価を 4.6％上昇させます。これは先ほどの予測値を 0.7 ポイント押し上げる効果を示していました。

4 結　論

以上をまとめると、東京 23 区の住宅地地価は地価のファンダメンタルズによって説明されています。東京 23 区住宅地地価は賃料が 1％上昇すると 1.02％上昇し、利子率が 1％上昇すると地価は 0.16％下落しました。それで、2020 年までの東京 23 区住宅地地価はこれから地価ファンダメンタルズによって上昇していきます。その地価は 2018 年まで上昇してピークに達します。地価は 2013 年対比で約 5.3％上昇します。その後、若干下落を示しますが、東京オリンピックが開催される 2020 年には 2013 年対比で約 3.9％上昇します。それに加えて、アベノミクスや 2020 年東京オリンピックは東京 23 区の 2018 年と 2020 年の地価を 2013 年対比でそれぞれ 6％、4.6％上昇させます。

最後に、東京 23 区の住宅地地価は物価上昇やアベノミクス、それとオリンピック関連施設整備の本格化などによって、さらに上昇する可能性が非常に高いと思います。私からは以上です。（拍手）

※本稿は、平成 26 年 9 月 17 日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 2 部 ● パネリストによる研究報告・パネルディスカッション②

木造密集住宅地域の整備改善に伴う地価への影響

プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所　研究部　研究員

山越（やまこし）　啓一郎（けいいちろう）

Contents

1. ヘドニック地価関数モデルの構築 …… 23
2. 価格形成要因の指標等の変化が地価に与える効果の測定 …… 23
3. まとめ …… 26

「木造密集住宅地域の整備改善に伴う地価への影響」というタイトルでお話させていただきます。現状の木造密集住宅地域は道路の幅がだいたい 2 m あるかないようなところで、車が入れません。車が入れないということは、当然消防車も入れないわけです。火災が起こったらここにどうやって消防車が入るのか。ホースを持っていくにしてもやっぱり限界があります。火災が起こったときに、少なくとも消防車が入れるような道路の幅を、末端の場所でも確保する必要があります。具体的に何メートルなのと言われると、道路の幅はだいたい 4 m から 4.5 m。この幅を末端のところでもきちんと確保しておくことが必要と思われます。4.5 m まであれば、少なくとも車で自宅の前まで入ってこられる状態になります。東京都と東京消防庁はできれば車がすれ違えるように、また障害物があっても消防車が中に入っていけるように 6 m の 幅は欲しいと推奨していますが、とりあえず 4 m から 4.5 m と考えましょう。そこまで道路の幅を広げなければいけないときに、当然住民からの理解が必要だと考えられます。自分のところだけ広げるために土地が狭くなったら、やっぱり不利益なんじゃないか。これがプラスであることをやっぱり示さなければならないということで、まちの不燃化とか、それに通じる公共施設の整備などを戦略的に実施した場合において、地価はどのぐらい上がるのか、まちのブランドイメージはどのぐらい高まるのかということを、しっかりと数字を持ったエビデンスとして立てていこうというのが、今回

の研究目的となります。

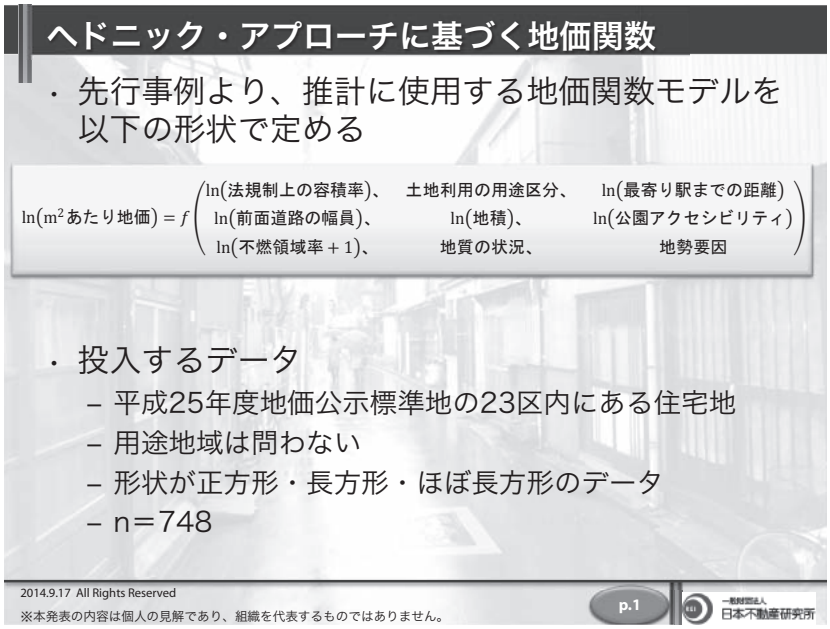
そのために今回は、地価がどのぐらい上がりますよということを示すための、その基礎となる地価関数モデルをつくりました。そして、そのモデルを使いまして、さまざまな指標を変えた場合によって、こう変えたら何％地価が上がりますよ、ということを分析しました。

1 ヘドニック地価関数モデルの構築

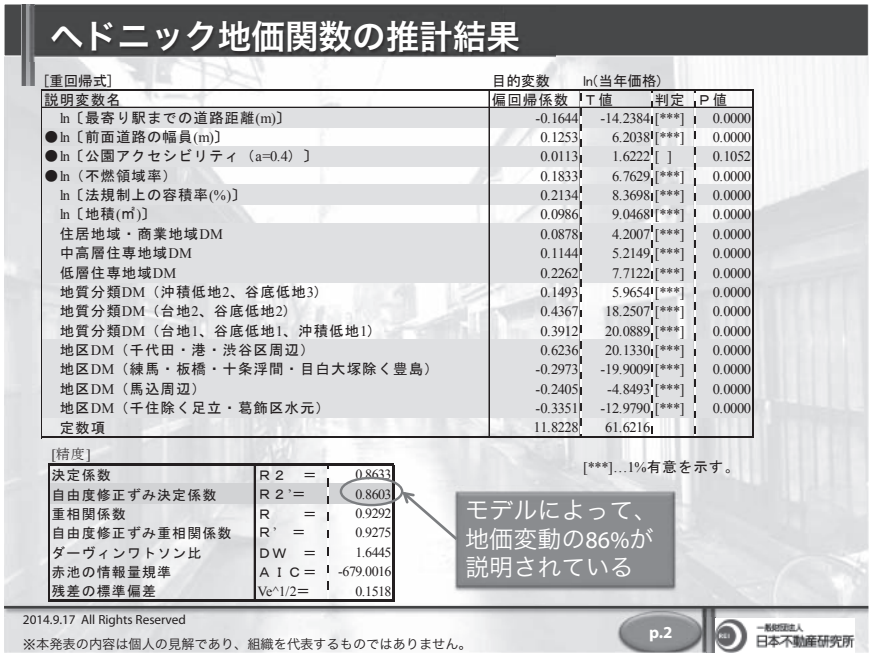
地価関数モデルをどのようにしてつくったかという話ですが、それでは地価というものはどういった要素で決まるのかということを精査しますと、図－1に挙げた9つ、この中には当然密集住宅地域の整備に当たる「不燃領域率」、まちの燃えにくさが地域全体で何％になるのかという指標も入っています。また、地質の状況、地震が起こったときに自分の土地の地下に軟弱な地盤が何メートルあるのか、それによって、例えば揺れやすさ、当然揺れたことによる建物倒壊の被害の大きさも入ってくる、などというような条件も含めまして、この9つの要素を用いて具体的に説明変数とみなした地価モデルを作成しました。このような9要素のデータとしてとれるような資料、要するに統計資料は何かあるかなということで探しました。その結果、平成25年度の地価公示のデータを用いるのが一番ふさわしいのではないか。対象地域も木造密集住宅地域だけではなくて、もう少し範囲を広げて、現状で木造密集住宅地域でないところまで含めて、東京23区全体の住宅地のデータを用いました。その結果、データの数が748個となり、より詳細な分析が可能なデータの数の確保もできています。公園の要素については、「公園アクセシビリティ」という概念を導入しました。その結果としまして、この9つの要素、16個の変数を使って係数を求め、図－2のT値というところ、これがこの回帰モデルの係数がどれだけ正確であるかというのをあらわしており、この値がだいたい±2を超えていると、説明に用いた変数そのものがこのモデルに対して説明力があるという形なんですけど、結果をみるとおおむね±2を超えています。つまり、非常に良い結果となってます。また、自由度修正ずみ決定係数、モデルについて地価変動のだいたい何％が説明されているかということの数字ですが、これも0.86と非常に高い数字になっており、この結果はモデルとして非常に説明力があるということがわかりました。

2 価格形成要因の指標等の変化が地価に与える効果の測定

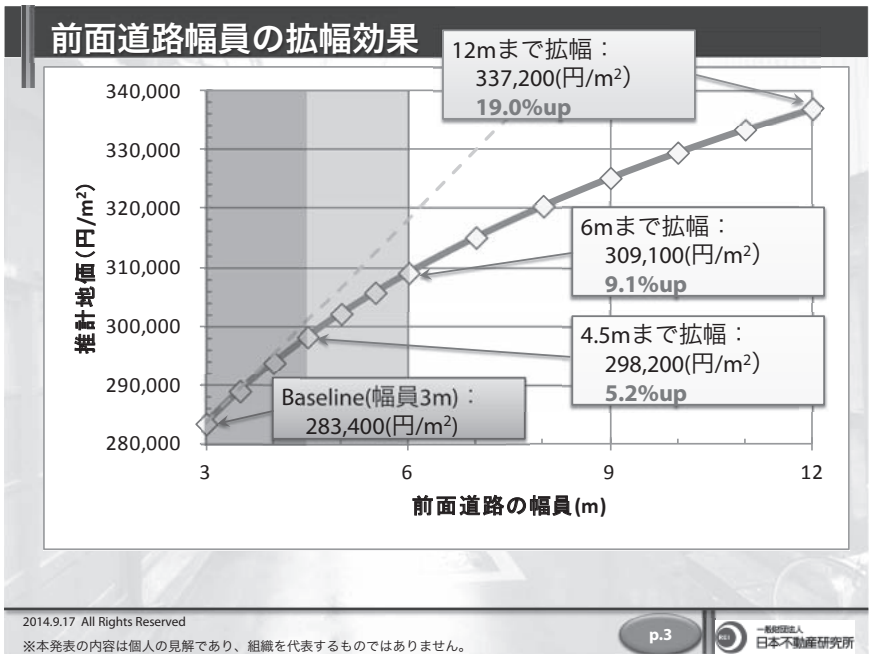
次に、このモデルを用いて地価が何％上がるかについて分析を行いました。具体的には、前面道路の幅が3m、公園が200m先に1,000m^2規模の地域を想定しています。1,000m^2とはどのぐらいの公園の規模かといいますと、墨田区にある防災広場とだいたい同じぐらいの大きさになります。これが2,500m^2になりますと、街区公園とだいたい同じ大きさになるんですけど、それよりちょっと小さい公園があるという形です。そして、不燃領域率が55％。ここで想定した地域というのは、東武スカイツリーラインの曳舟から北千住のあたりのどこかの駅から徒歩だいたい6、7分のところにある



図－1



図－2

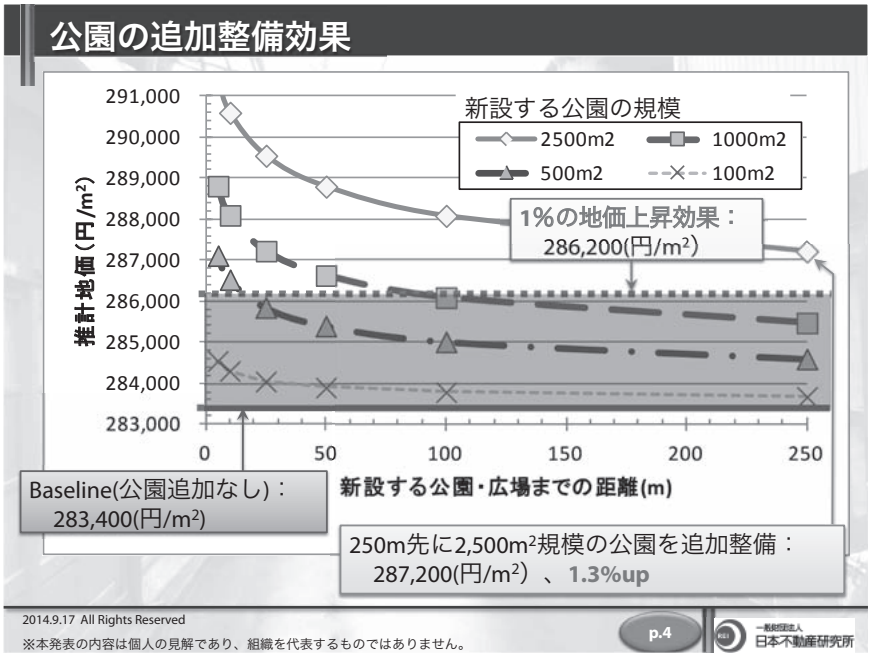


図－3

場所を想定しています。これらの要素の条件に基づいて計算された現状の地価が 28 万 3,400（円/m²）。図－2 のうち、●がついている 3 つの要素について、では道路の幅を 3 m から 4.5 m、6 m に拡幅しました、公園を増やしました、まちを燃えにくくしました、としたときに、地価がどの程度上昇するのかというのを調べました。どの要素が最も地価に与える影響が大きかったかというと、道路の拡幅です。幅員が現状の 3 m のときは 1 m² 当たり 28 万 3,400 円だったんですけど、これを 4.5 m に拡幅しますと、地価が 5.2％上昇するという結果になりました（図－3）。東京都や東京消防庁がここまで広げてほしいという 6m まで拡幅しますと、地価は 10％弱（9.1％）上昇することが確認できました。3 m から 3.5 m にしただけで m² 当たり約 5,500 円、かなり大きく上昇しますが、道路が拡幅すれば拡幅するほどその効果は減衰していくので、幅の広い大きな道路をそれ以上増やしても、そこまで飛躍的には地価は上昇しないという結果になりました。

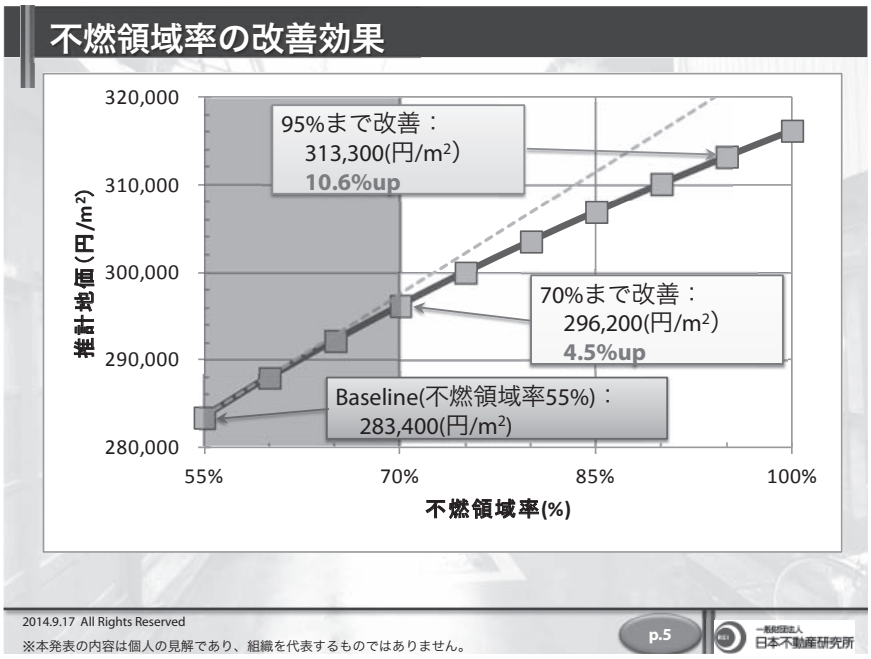
他の要素のうち、公園を新たに造りましょうとなった場合、地価の上昇についてはほとんど効果があらわれませんでした（図－4）。結果は、街区公園レベル規模の公園をつくれば地価はだいたい 1.3％上がりますよ、となりました。道路の拡幅と比べたら、これはかなり大きな違いに感じると思いますが、その程度にしか地価は上昇しないという結果となりました。ましてや、防災広場レベルの規模ですと、1％の地価上昇を確保できるのはだいたい公園の周囲 100 m ぐらいまでかなという感じです。よく木造密集住宅地域では、広さですと 50 m² ぐらい、それこそ 50 m² ですと、7 m 四方のミニ広場というのをよく造られます。今回、図－4 の例だと 100 m² なので 10 m

四方となりますが、この規模のミニ広場を造ったとしても地価の上昇効果は1％にも満たないという結果が得られました。地点から50ｍ先にミニ広場を造った場合、現状の28万3,400（円/m²）が28万4,000（円/m²）に上昇すると試算され、上昇幅からm²当たり600円だと0.0何％かなという程度にしか上昇しない結果となっています。公園はつくればつくるだけ効果は表れる、という意見もよく聞きますが、今回の分析では公園造成の効果は、絶対的にないとは言いきれませんが、ほとんど表れないという結果になりました。



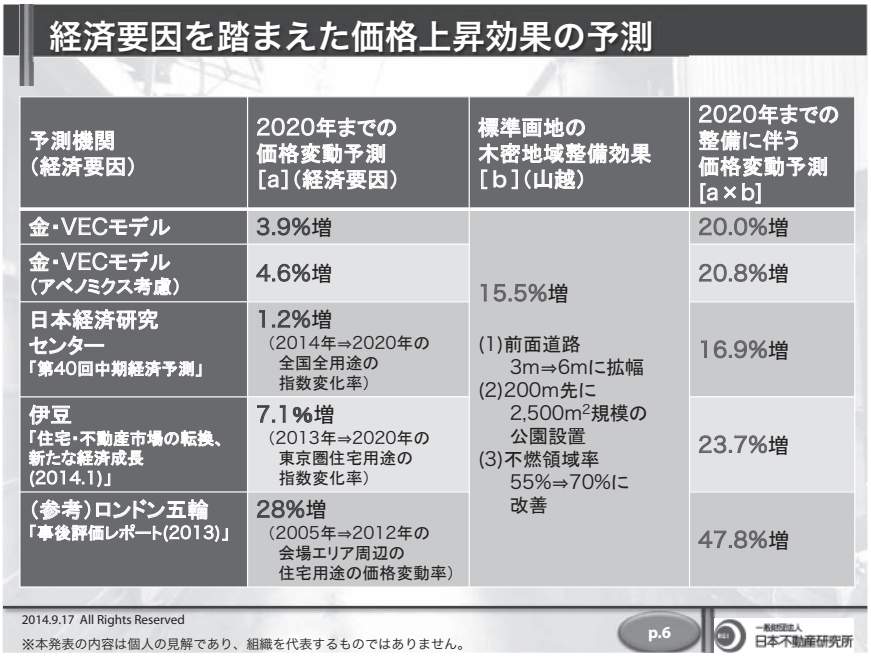
図－4

まちの燃えにくさを改善すると地価はどうなりますかという点については、ほぼ直線的に効果が表れることがわかりました（図－5）。それでも不燃領域率が55％、これは現状の、豊島区とか墨田区あたりの地域がこのぐらいの数字かな、という状態なんですが、ここから70％まで15％分まちを燃えにくくしました、この70％までという数字は東京都が提示する目標ですが、そこまで不燃領域率を改善すると地価が4.5％上昇するということがわかりました。そうしますと、道路の拡幅で約9％、公園の造成で約1％、不燃領域率、まちを燃えにくくしましたで4.5％、地価を上昇させますと、実はこれは全部足し算ではなく掛け算で増えていくので、だいたい15％ちょっと地価が上昇するということがわかりました。



図－5

ただ、この試算結果は一瞬にして整備をした場合ですので、この結果に経済的な要因を加えてみると地価は相乗して何％上昇するかなということで、ちょっと追加的な分析を実施してみました。そうしますと、先ほど発表しました金（キム）が用いましたVECモデルによる経済効果の試算を加味、これはアベノミクスを考慮した場合、4.6％増えるという発表が先ほどありましたが、これを踏まえ



図－6

ると、オリンピックの開催の時期までにだいたい２割地価が上昇するという結果となりました。また、日本経済研究センターが出している経済分析、これは東京都ではなく全国なので非常に低い数字が入っていますが、それでもこの結果を加味するとだいたい 17％ぐらいの上昇。また、ロンドンオリンピックのときは五輪会場周辺地域で地価が 28％上がったという結果が昨年の評価レポートにて出ていますが、この結果を用いますと 28％に 15.5％を掛けて、47.8％、ということはだいたい 1.5 倍。地価が 1.5 倍に上昇する。つまり、今ある状況に対して、1.5 倍にまでブランドイメージが高まるということがわかりました（図－6）。

3 まとめ

道路の拡幅でおおよそ 5％から 10％、不燃領域率の改善で 5％前後の地価上昇が得られるという結果となりました。経済的な要因がたとえ地価変動にマイナスの影響を与えたとしても、それを上回るプラス分があるため、地価が上昇するということは明らかとなりました。そのため、木造密集住宅地域の整備しなければいけないところについては、エビデンスを持って計画的に整備を実施するということが非常に大切です。それによって、燃えにくくなるということだけではなく、まちのブランドイメージも高まることがはっきりと数字として現れました。これはオリンピック会場云々の問題に関係ないことも明らかとなりました。

以上、私の話を終了させていただきます。どうもありがとうございました。（拍手）

※本稿は、平成 26 年 9 月 17 日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 2 部 ● パネリストによる研究報告・パネルディスカッション③

不動産投資市場における投資家の意識とその変化

～今後10年間における不動産投資のタイミングに関する一考察～

プロフィール

明海大学　不動産学部　准教授

小松（こまつ）　広明（ひろあき） 氏

Contents

1. 投資家の市況判断 …… 27
2. 投資家の意識構造 …… 29
3. 投資のタイミング …… 30
4. 注目エリア …… 30

明海大学不動産学部の小松でございます。どうぞよろしくお願いいたします。私からは不動産投資市場に着目して、大きく 2 点について報告いたします。1 つは、不動産投資家の方々が今市場をどのように捉えてるのかという点です。これはオフィスと住宅を比較しながら、それぞれの市場の特徴について明らかにします。それから、2 つ目ですが、皆様の関心はここに集まってくるかと思います。不動産投資家の方々が、投資のタイミングをどのように捉えているのかということです。つまり、いつが一番売りどきであり、買いどきと考えるのか。あるいは、どのエリアが注目されてくるのかということです。なお、本研究の内容は、日本不動産研究所の「不動産投資家調査」の特別アンケートの集計結果の内容であることを冒頭に申し添えさせていただきます。

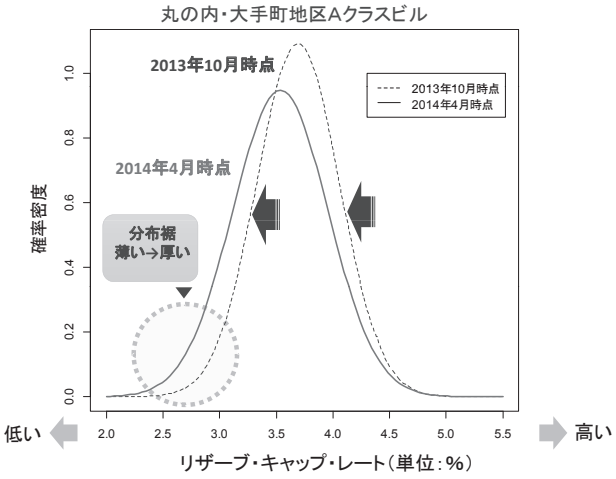
1 投資家の市況判断

このような質問から始めさせていただきます。「今、不動産は買いどきですか？ それとも売りどきですか？」同様の質問を投資家の方々に問いかけました。70 社の方からの回答結果をみると、オフィスは買いどきだとお

答えいただいた方は４割を占めています。一方、売りどきだとの回答は35％になりました。結果として、買いどきであると答えられている方が売りどきと考える方の割合を上回っている状況です。住宅については、売りどきだとお答えいただいている方が半数を超えています。昨年の10月に行った調査において、売りどきだという回答の割合は買いどきと考える方の割合を上回っていました。それがさらに今年になって強くなってきているということです。これは一体何を示唆しているのでしょうか？ 売りどきか買いどきかという意識は何に基づくかというと、端的に申し上げれば、今後の価格上昇期待によります。すなわち、今、買いどきだとお答えいただいている方は、今後価格が上がると考えているはずです。また、売りどきだとお答えいただいている方は今後価格が下がっていくと考えています。不動産投資市場では、収益性が重視されています。収益用不動産の価格の形成は、理論的には収益還元モデルに基づくわけです。価格が上がっているということであれば、賃料は上がっていくという期待が形成されている必要があります。では、そうなっているのでしょうか？ 濃淡はありますが、オフィスについては、おおむね９割ぐらいは賃料が今後上がるものと期待されています。一方、住宅は賃料の上昇期待が半数程度にとどまっています。やはり賃料の上昇期待が売りどきか買いどきかという判断に影響を与えてきているのです。では、住宅価格の上昇期待、つまり賃料の上昇期待はなぜこんなに弱いのでしょうか。答えは賃金です。賃金の上昇期待が弱いのです。日銀の異次元緩和をはじめ、物価の上昇期待はかなり醸成されていることがわかります。８割程度は今後上がっていくものとして期待の形成がされています。しかし、賃金に対する上昇期待は、５割にも満たないのです。これはどういう状況かというと、物価はどんどん上がるが、名目賃金はなかなか上がっていかないということです。つまり、実質賃金は下がっていくわけですから、購買力はどんどん下がっていきます。購買力が下がっていく中で、果たして賃料を上げることができるのかということです。つまり、賃料の上昇シナリオを購買力が下がっている中では描きづらいということです。次に、投資適格物件の需給状況を数の側面から捉えていきたいと思います。つまり、投資家の方々が投資物件の需給状況を今どのように捉えているかということです。まず投資適格物件を供給サイドから見た場合に物件は果たしてあるのかないのかその感覚を５段階尺度で聞いた結果です。オフィスについては９割の回答者は投資適格物件としては物がないと答えています。また、同様に住宅についても７割という状況です。投資適格物件は今非常に数に限りがあると認識されていることが伺われます。一方、需要サイドはどうかといいますと、最近では相対取引は減少して、今は入札に基づく取引が増えてきています。そこで入札を想定した場合に、オフィスと住宅でそれぞれ競合する参加者の数はどのように認識されているか、その感覚を、５段階尺度で聞きました。「かなり多い」から「かなり少ない」までの５段階尺度です。オフィスについても８割は総じて多いとお答えいただいています。住宅については、こちらも同様に７割を占めています。今投資適格物件は限られた供給の中で非常に多くの需要がそこに集まっている、まさに超過需要の状態にあるということが伺われます。こうした需要サイドの状況を捉える指標の１つに「リザーブ・キャップ・レート」があります。「リザーブ・キャップ」の「リザーブ」という意味は留保価格の略です。留保価格というのは最大支払い意思額を意味します。つまり、リザーブ・キャップ・レートとは、最大支払い意思額に基づくキャップ・レートです。二者間の取引を想定してみると、売り主の側からは、これよりも安い金額では売れないという価格の下限値があります。一方、買い手の側からすれば、これよりも高い金額では買えないという価格の上限値があります。実際の取引ではこの上限値と下限値の間のどこかで折り合って、価格が決定するわけです。「リザーブ・キャップ・レート」はこの上限値を捉えた利回りなのです。

図－１は、オフィスのリザーブ・キャップ・レートの回答結果をヒストグラム化したグラフです。分布の形に変えています。昨年の10月から今年の４月までの間にこのように、分布が左側に推移してきています。リザーブ・キャップ・レートは低い方向にぐっと引っ張られているという状況です。これは低い利回りで、つまり突っ込んだ高い値段で、落とそうという積極的な需要者が増えていることを示しています。したがって、分布の裾が厚くなっています。

1-2 RCR計測②



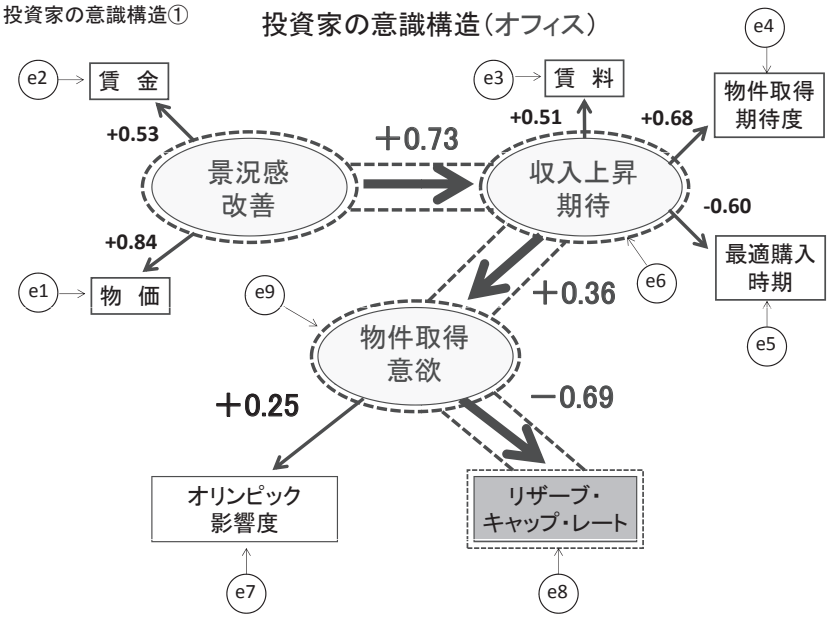
図－1

2 投資家の意識構造

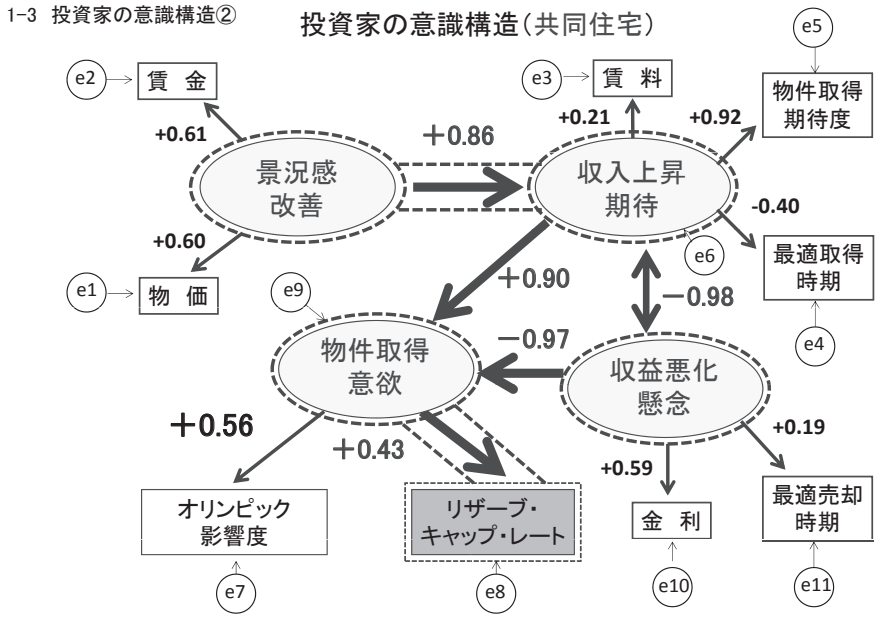
投資家の意識の分析をしてみました。その結果、図－2のような意識構造にあります。共分散構造分析という統計的な分析をしますと、今投資家の頭の中でどのような要因が関連づけられ、そして判断が下されたのかがあぶり出されてきます。まずオフィスについてみてみましょう。オフィスのリザーブ・キャップ・レートがすごく突っ込んだ値となってきている、その行動に対してどのような意識が関連づけられているのでしょうか。景況感の改善という意識にたどり着きます。これが根源です。日銀の短観、2014年3月時点の調査では不動産業界は、非常にいいですよね。大企業でいくとプラス29％ポイントから36％ポイントですか、業況判断がすごくよくなってきています。その日銀短観の結果と平仄が合うような形で観測されています。この景況感の改善というのが意識上、収入への上昇期待というものにつながっています。オフィスにおいては賃料の上昇期待が形成されています。その収入の上昇期待から物件の取得意欲へ影響がおよんでおり、さらには物件の取得意欲からリザーブ・キャップ・レートを低めていくという意識へ作用する構造になっています。

次に、住宅に対する意識構造です。基本的な構造は、オフィスと一緒です（図－3）。つまり、リザーブ・キャップ・レートに影響を与えている根幹は景況感の改善、これは共通です。違うのは、収益悪化懸念です。これが投資家のマインドの中に今年4月に出てきたということです。昨年度の調査ではこの要因は出ていません。この要因が何に悪さをしているかというと、物件の

1-3 投資家の意識構造①



図－2



図－3

取得意欲に水を差しています。マイナスに効いてきています。その結果、リザーブ・キャップ・レートに対してプラスに、つまり高める方向に意識上作用し始めています。ここから推察するに、現状においては、もう高値いっぱいです。したがって、利回りを重視する投資家からすると、なかなか買いづらい状況にあるというのがこの結果の示すところです。

3 投資のタイミング

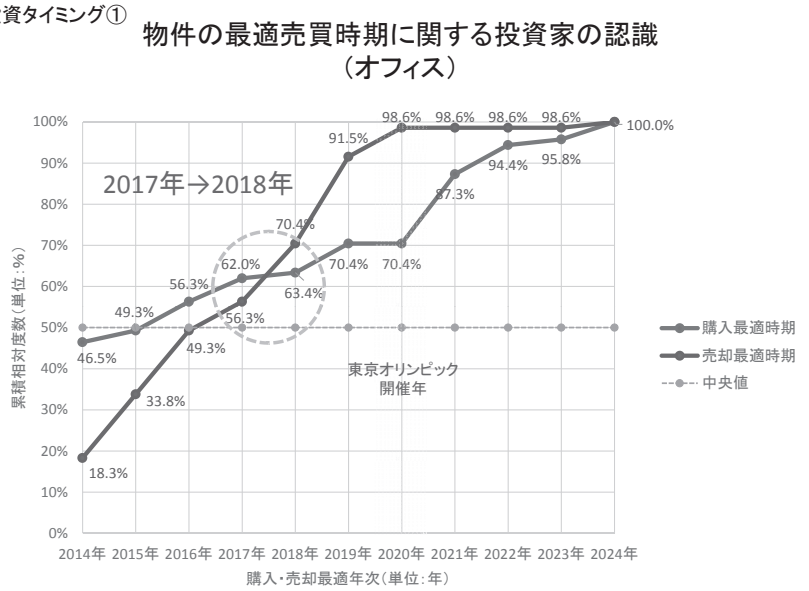
2014 年から向こう 10 年、つまり 2024 年まで、オリンピックは 2020 年ですけれども、そこまでの 10 年のスパンの中で最も買いどきだと思う時期、それから最も売りどきだと思う時期について、それぞれ回答してもらった結果です（図－4）。着目していただきたいのは 2 点あります。1 つは、最適売却時期と最適購入時期がクロスするところです。つまり、2018 年です。2018 年から最適売却時期だという認識のほうが最適購入時期をどんどん上回っていきます。2 つ目は、2020 年のオリンピックの開催のときには 98.6％と、ほとんどの投資家が最適売却時期と見込んでいるという状況です。ほとんどの投資家の方は、オリンピックの開催のときには全て売り抜きたい、それが一番最適だと思っているのです。これは何を意味しているかというと、2018 年から 2020 年オリンピックの間に競い合って物件が市場に出回る可能性を示唆しています。当然価格自体は下がりやすくなってきます。つまり、キャップ・レートは上がりやすくなってきます。したがって、2018 年というのが、オフィスにおいては特に、1 つの分岐点になってくると思います。

住宅は 2015 年には最適売却時期が最適購入時期を上回っていきます（図－5）。オリンピック開催の 2020 年のときには 98.6％の投資家の方々は最適売却時期だと認識しています。したがって、競い合って物件を売りに出す可能性もあるわけです。そういう意味では、住宅の価格調整というのはオフィスに比べると早く始まる可能性があります。以上が不動産投資家の意識の面から捉えた考察の結果です。

4 注目エリア

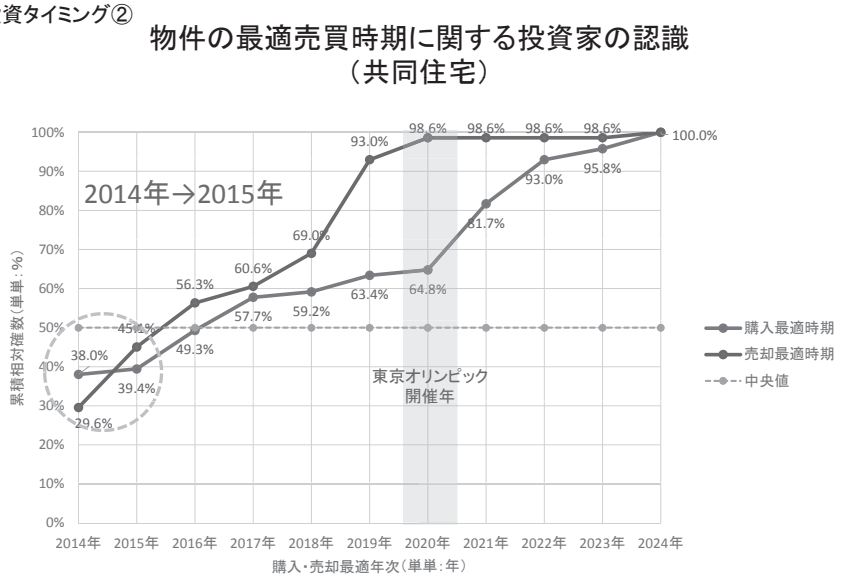
今後、住宅においてどこの都市の物件を購入したいと考えるか。これは投資家の方の回答です。やっぱり東京なんです。7 割を超えています。理由はインカムが安定

2-1　投資タイミング①



図－4

2-1　投資タイミング②

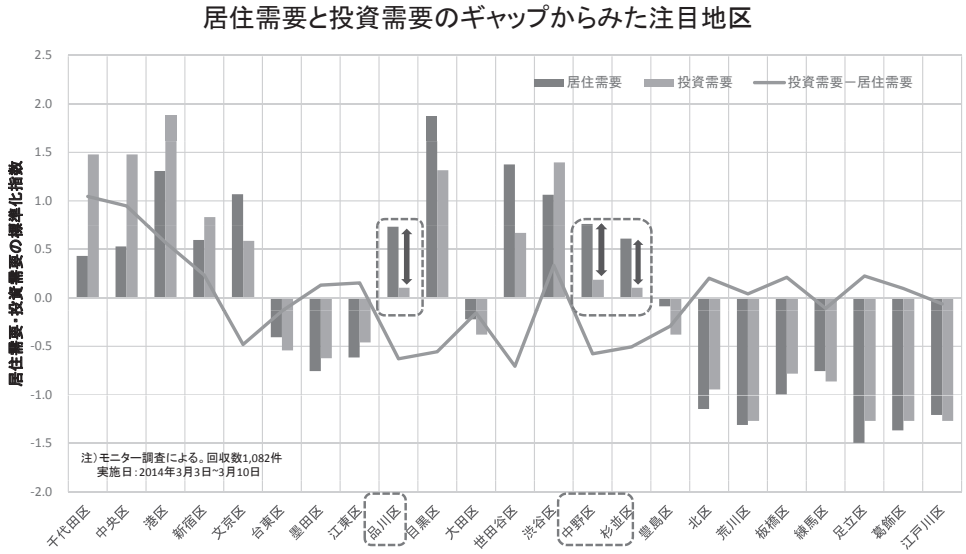


図－5

しているからです。また、着目したいところは雇用の増加が期待されるということです。非常に強い住宅需要というのがベースにあって、物件を取得したいという意図がはっきりと見受けられます。物の価格の変化を利用してその変化から利益を得ようとする行為、これは投機です。スペキュレーションと言います。今の状況はインカムを重視しての物件の取得意欲ということですから、そういう意味では非常に健全な投資市場として発展していく余地があると思います。確かにキャピタルゲインを狙うという回答も16％はみられますが、多くの投資家は、インカムの安定性をみています。今投資家の方々は投機ではなくて投資としての冷静な見方をされていることがここから見えてきます。

次に東京23区のどのエリアが着目されてくるのか、その分析結果をお示しします。投資家は都心3区を中心に需要を形成しています。一方、居住需要は城南地区

2-2　注目エリア④



図－6

を中心に形成されています。これは比較しやすいようにデータを標準化したものです（図－6）。平均がゼロになるような形で表現しています。都心３区は居住需要から比べると過度に投資需要が偏っている状況が見受けられます。着目したいのは、品川区、中野区、杉並区の３区です。居住需要は相対的には高いのですが、投資需要がまだそれに追いついていないという状況です。この３区は定住志向が相対的に非常に強い地区です。単身居住者の方々にこれから住み続けたいかというような問いかけをした結果、８割以上が３区については引き続き住み続けたいという意向が示されています。また、当該３区はセカンドベストの地区ですね。特に練馬区、中野区は同一需給圏です。相互において住みたいという意識がありますし、またその次の需要レベルとなる練馬区からの潜在的な住宅需要を引き込む力を持っています。一方、品川区は、大田区から居住の潜在的な需要を引き入れるような力を持っています。今後は非常に過熱している城南地区に対する、セカンドベストのエリアとして品川区、中野区、杉並区が注目されると考えます。

今後の投資のタイミングを見たとき、オフィスは2018年、住宅は2015年、これを境に何らかの価格の調整が起こる可能性があるというのが投資家の今の意識からみえてきた結果です。そして、エリアとしてはセカンドベストの地区として、品川区、中野区、杉並区といったところが今後注目されてくるのではないかと思っております。

以上です。どうもありがとうございます。（拍手）

※本稿は、平成26年9月17日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 2 部 ● パネリストによる研究報告・パネルディスカッション④

東京オリンピックの経済効果と日本再生

プロフィール

明海大学　不動産学部　教授
前川（まえかわ）　俊一（しゅんいち） 氏

Contents

1. 過去のオリンピックの経済効果 …… 33
2. 財政危機の日本 …… 35
3. 日本再生の道 …… 36
4. まとめ …… 38

明海大学の前川です。オリンピックの経済効果、過去にオリンピックを開催した国の実質的な経済成長率がどうであったかを眺め、一般的に言われている日本の財政問題を少しお話しして、それから、日本再生のアイデアがたくさんあるわけではないのですが、一般的に言われていることを紹介してみようと思います。

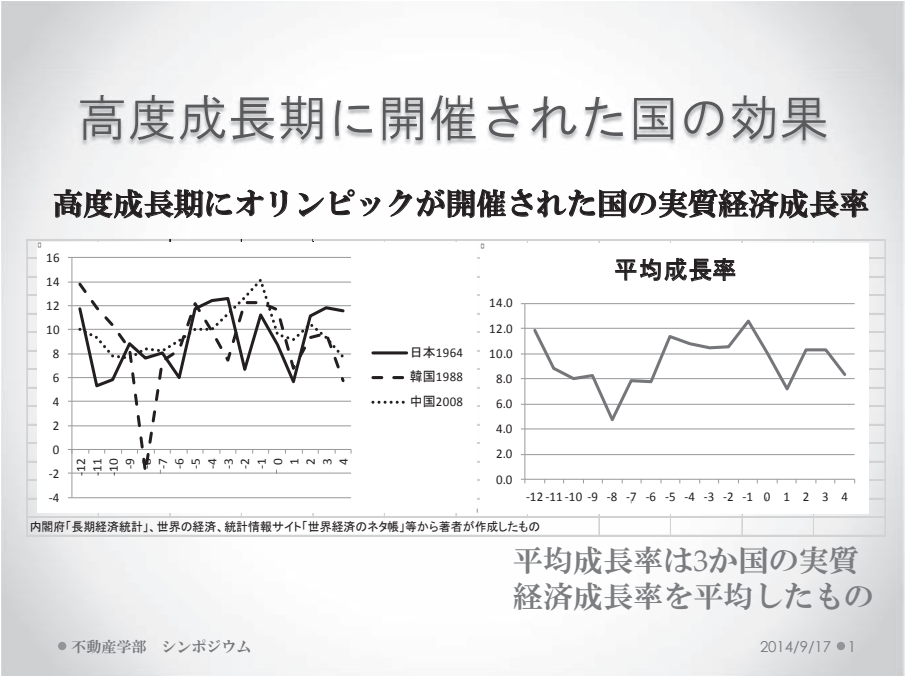
1 過去のオリンピックの経済効果

オリンピックの経済効果というのは、いろいろな施設をつくる直接効果と道路を整備したり鉄道を整備する間接効果、さらに波及効果というのがあります。経済学では乗数効果と言いますが、そういった効果があります。もとになっているのは公共事業です。経済効果の予測は直接効果と間接効果を予測することによって行われます。いろんな予測では 7 年間で 150 兆円とか言われていますが、オリンピック関連の公共事業をやるときはほかの公共事業を圧迫しないかどうかという問題があります。予測するときは単純に直接効果と間接効果を見込んで、それに対する波及効果（乗数効果）を見て把握します。少し危険なところがありますが、実際の経済効果を過去のオリンピックを眺めてみれば少しわかると思います。

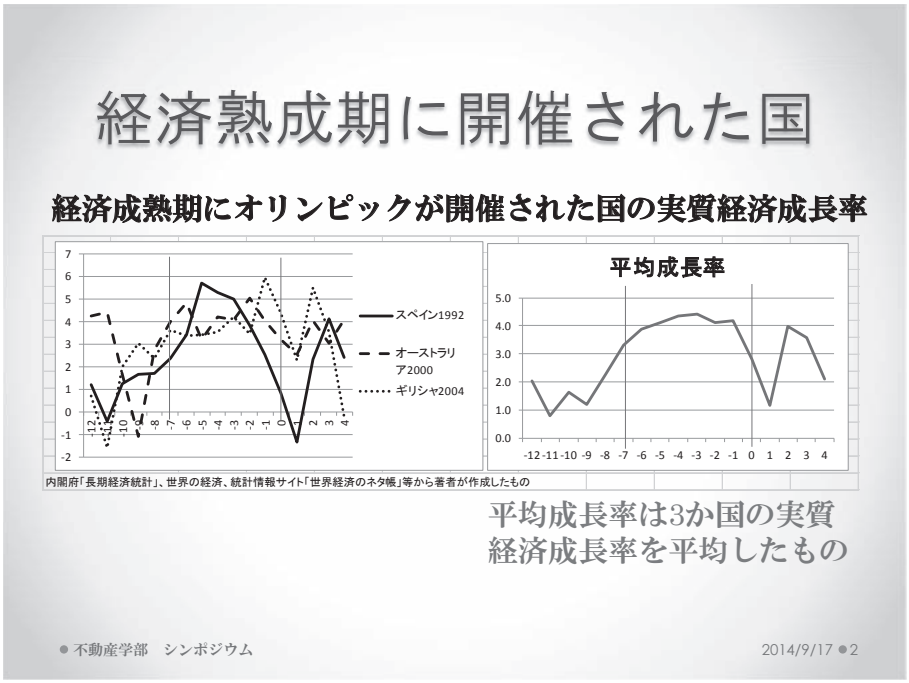
前回、東京オリンピックが開催されたのが 50 年前の 1964 年です。当時の日本と 1980 年代後半以降に開催した国の実質成長率の推移を見てみます。この中にサンプルとして挙げたのは 1988 年の韓国、1992 年のスペイン、2000 年のオーストラリア、2004 年のギリシャ、2008 年の中国です。1996 年のアトランタと 2012 年のロンドンは抜いてあります。アトランタは主要都市ではないということとアメリカの経済規模が大きいということで外しました。そして、2012 年のロンドンはまだ終わったばかりであるということと、2008 年にリーマンショックがありましたので、リーマンショックの効果でほかの国との比較はできないだろうと判断しました。したがって、高度成長期に開催されたのは 1964 年の日本と 1988 年の韓国と 2008 年の中国。熟成期に開催された国が 1992 年のスペイン、2000 年のオーストラリア、2004 年のギリシャです。

まず、高度成長期に開催された国の効果を見てみましょう。オリンピック招致決定の 5 年前（開催から 12 年前）から、開催後 4 年までの 17 年間の実質経済成長率の推移を見てみましょう。この時におそらく直接投資、間接投資が多く行われて経済は成長しました。日本と韓国と中国の実質成長率の推移を見たものです（図－1）。高度成長期に開催されたので、オリンピックの招致効果というのは目立ちません。マイナス 7 年というのが招致決定の年で、ゼロ年と書いてあるのがオリンピックを開催した年です。左図のグラフでは分かりにくいので、この 3 つの国の平均成長率を出してみました。高度成長期ですので、6％から十数％の経済成長率がありますが、招致決定からオリンピック開催まで少し上がっている様子がわかります。それから少し下がっているところがあります。国別に見てみます。韓国の場合は 1 年前に経済が落ち込んで、招致決定の年に急回復をして、オリンピック終了後に徐々に高度成長期が終焉しています。日本の場合はまだ高度成長が始まったばかりでしたので、2 年前に経済が落ち込むんですが、翌年開催して、終了後 1 年後に経済がまた落ち込みます。まだ高度成長期ですので、またすぐ成長するわけです。高度成長期に開かれた国ははなかなか効果が見にくいということです。

次に、オリンピックが成熟期に開催されたスペインとオーストラリアとギリシャを見てみます（図－2）。成長期に開催された国に比べると、明らかに招致決定からオリンピック開催までの成長率が高くなっています。3 カ国の平均成長率を見てみると、明らかに上がってい



図－1



図－2

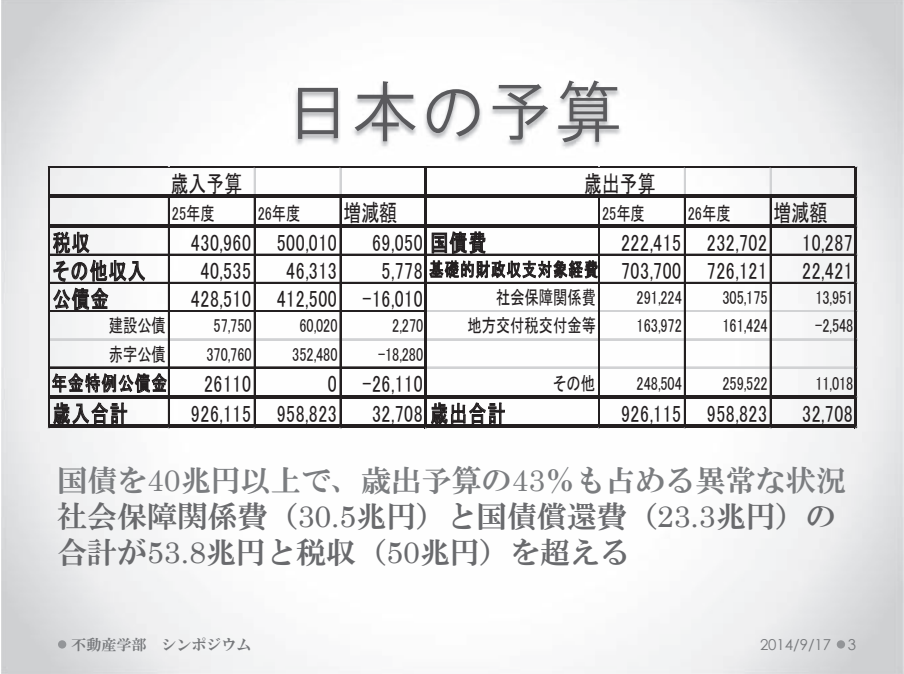
ます。招致決定の前までは経済成長が 1.6％ぐらいですが、招致決定からオリンピック開催の前年までの平均成長率は 4.2％に上がっています。1.6％から 4.2％に上がったということです。オリンピックが終わった後、経済が低下します。終了後は 3 カ国とも経済成長が低下するんです。スペインは開催 5 年前から 3 年前までの 3 年間の実質経済成長率は 5％を超えていたんでが、開催された年に 0.9％、翌年マイナス 1.3％と、マイナス成長に落ち込んでいます。ギリシャの場合も 1 年後、前年に比べて 2％経済成長率が低下し、4 年後の実質成長率はマイナスに転じて、2009 年から 2013 年まで大きな経済の落ち込みを経験しています。ギリシャ危機を迎えたのです。

2 財政危機の日本

招致決定からオリンピック開催までの経済成長というのは、ある意味では公共投資による経済成長と言えますが、その後、公共投資がなくなったら経済成長は下がってしまうので、一時的な効果ということです。財政政策というのは財政投資をしたときに、経済の基本的なファンダメンタルズを上げるところに影響を与えないと、何も変わらずにまた下がってしまうことになりますので、そういう点は注意しなければいけません。

日本の財政危機状況は深刻です。オリンピックまでは公共投資をするので経済は活性化される可能性はありますが、オリンピック終了後はどうなるのかといった問題が不安材料として残るわけです。

平成 26 年度の日本の予算は、歳出合計が 95 兆円です（図－3）。いつの間にかどんどん増えてきていますが、平成 27 年度の概算要求では 100 兆円を超えると言われています。国債を 40 兆円以上発行しています。歳出予算の 43％ですね。プライマリーバランスどころではなくて、43％の借金をして、今生活をしているということです。その中で、社会保障関係費は 30.5 兆円です。さらに高齢化がすすみますので、これはかなり問題です。ただし、国債償還費は日本は金利がものすごく低いので、これだけ借金を抱えているのに、利子代は 10 兆円くらいです。償還費が 23.3 兆円です。これは利子率が優良なドイツ並みになれば、もう十兆上がってしまいます。これだけ低い水準の中で、この社会保障関係費と国債費の合計が実に 53.8 兆円になります。税収 50 兆円で、この 2 つの経費をやっと賄うくらいだとい



図－3

うことです。

税収を見てもらうと、ピーク時の税収は 60 兆円でした。一番底が 40 兆円を割りました。その大きな原因というのは所得税が 2 分の 1 以下になっています。今、法人税減税が言われていますが、これもかなり下がっている。また、消費税が上がりますが、ピーク時の 60 兆円まではいかない。歳出はなかなか削減という形にはいきませんので、非常に苦しい状態になります。

日本は 1960 年代は国債を発行しなかったんですが、60 年代後半からケインズ経済学が全盛期ですが、不景気のときには国債を発行して、景気を持ち直して、好景気になったときに返すモデルでしたけれども、90 年以降は好景気ということがなくて、長期低迷になります。国債依存度も 1995、1996 年あたりからは 30％を超えて、最近では 40％を超えている。今回も 40％を超えているという状況で、異様な状況が続いています。

国債が今 800 兆円を超えています。政府の借金は、短期証券と借入金、そして国債ということですが、深刻な財政問題としては政府の借金が 2015 年 3 月末で 1,100 兆円超になるということです。これは民間の、家計と企業の負債額の合計を上回ると予測されています。概算要求は 100 兆円を超えると言われていますけれども、民主党政権のときは 90 兆円くらいでしたね。その前は 80 兆円とか言っていましたが、消費税の上昇分はかなり歳出増加で食われているということです。歳出削減も進まない。さあ、どうするんだというのが問題です。経済成長は良薬であるのは事実です。私も経済成長を主張しますが、一時の経済成長のために将来に負債を残すという余裕はないはずです。真剣に考えていかなければならないと思います。

3 日本再生の道

自然成長率は労働人口の伸び率と技術進歩率の合計です。労働人口の伸び率については、高齢者がかなり増えていますので、高齢者の労働を使うとか、女性労働を使うということによっておそらく短期的には何とか維持することはできます。長期的に考えれば、外国人の移民を受け入れない限り労働人口伸び率がマイナスになることは確実ですので、20 年、30 年先を考えたときには技術進歩に頼るしかありません。

技術進歩の指標としては全要素生産性（TFP Total Factor productivity）と言われているものがあります。

これは広義の技術進歩を見る指標としてよく使われる指標ですが、日本の TFP は、1995 年に世界で一番だったんですけど、2010 年代は 6 位となっています。伸び率は TFP がトップのアメリカが 0.9％で、日本は 0.6％です。韓国が 3.2％ですので、日本の技術進歩率（TFP）の向上は低いと言えます。特に、日本の非製造業の TFP が低いと言われています。人口減少して GDP が減るというのは仕方がないことですけれども、1 人当たりの GDP をどうやって増やしていくか、豊かな社会をつくっていくかというためには、技術進歩が必要なわけですが、必ずしもうまくいっていません。

アベノミクスの第 3 の矢に期待するしかないわけですけれども、オリンピックを契機にサービス業を活性化したらどうかと思います。日本はおもてなしという、非常にサービスが手厚い国です。ところが、日本ではサービスはただなんです。ただですので、それが価値として評価されない。GDP の中には評価されません。オリンピックを契機にしてサービス業の展開、いかに海外にこのサービスを売っていくかとかいったことが重要です。

観光客の数は 2013 年でやっと 1,000 万を超えましたが、これは人口が 2 分の 1、面積も 2 分の 1 の韓国が 1,200 万ですので、それよりも低いということです（図－4）。日本は観光資源はたくさんあります。これをどうやって生かしたらいいんだろうかということは真剣に考えていかなければいけない。

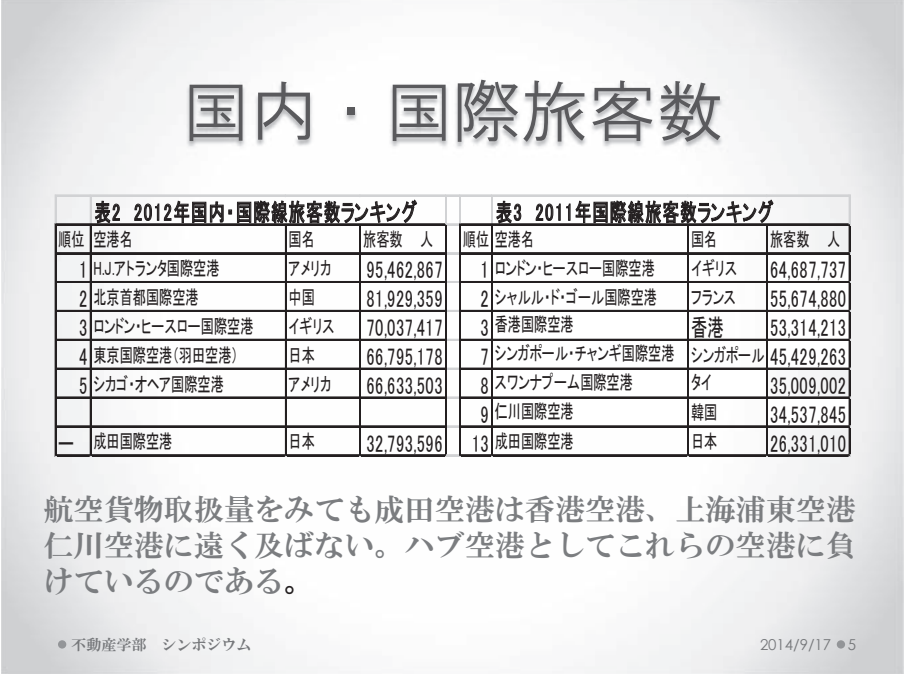
森記念財団都市戦略研究所によれば、東京の都市ランキングは 4 位です。

東京が強いのは何か、これは経済が 1 位、環境が 1 位、研究開発が 2 位なんです。ところが文化交流が 8 位で、交通アクセスが 10 位で、居住が 20 位です。交通アクセスも 10 番目ということで、弱点はやはり観光客と交通アクセスにありそうです。

国内・国際の旅客ランキングを見ると、成田空港は、2011 年のデータで 13 番目です（図－5）。アジアの国と比べても、香港が 3 番目、シンガポールが 7 番目ですね。タイが 8 番目、韓国の仁川が 9 番目ですから、これは完全に日本が下になっています。貨物の国際取り扱い量を見ても随分負けているということで、ハブ空港として完全に負けているということです。

何が理由かというと、よく言われていることですけど、国際線着陸料が高い、都市へのアクセスが悪いということなどです。

図－4



図－5

4 まとめ

2020 年の東京オリンピックの招致というのは日本にとっては間違いなくプラスです。日本の再生の起爆剤であるということです。公共投資をせざるを得ないので、経済成長は上向くということです。ただし、財政が苦しいので、東京オリンピックのためにお金を使うとほかに公共投資できなくなります。これはブレーキになる材料になります。ほかの国と比べるとブレーキの材料になる可能性があるということです。オリンピックが終わった後が少し怖い。公共投資に頼った短期成長戦略を採用しないことが重要であると考えます。一時の成長のために将来を破壊することは許されません。日本の場合は少子高齢化ですので、そんなに経済成長に期待できないんです。期待しているエコノミストは多いですが、過度の期待は危険です。将来において 20 年、30 年先という時代を考えて、日本がこの財政的な危機をどういう形で解決するのかということを考えなければいけない。だから、一時の成長を犠牲にして、将来のために増税することも必要であるということです。

また、財政の削減ということも真剣に取り組んでいかなきゃいけない。これは東京オリンピックが開催されるまでに考えなきゃいけないんです。東京オリンピックが終わった後、経済成長が低迷したら、財政危機的な状況がさらに悪化したらちょっと大変かなと思います。経済成長が良薬であることは間違いないのですが、日本の将来ビジョンを明確にすることが必要です。そのビジョンには財政再建ということは必須条件です。オリンピックを契機にして日本を強化する、いわゆる経済成長がしやすいようにする、アベノミクス第 3 の矢のほうです。とにかく、第 1 の矢と第 2 の矢には限界がありますので、経済成長しやすい体質をつくっていくというか、構造改革をしていかなければいけないということです。このようなことを願いながら、講演を終えたいと思います。以上です。（拍手）

※本稿は、平成 26 年 9 月 17 日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産学シンポジウム

オリンピックは東京の不動産市場をどのように変えるのか？

～木密地域の不燃化促進事業を踏まえた 2020 年不動産市場の未来～

第 2 部 ● パネリストによる研究報告・パネルディスカッション⑤

パネルディスカッション

パネリスト

明海大学　不動産学部
准教授
小松（こまつ）　広明（ひろあき） 氏

明海大学　不動産学部
教授
前川（まえかわ）　俊一（しゅんいち） 氏

一般財団法人日本不動産研究所
研究部　研究員
金（きむ）　東煥（どんふあん）

一般財団法人日本不動産研究所
研究部　研究員
山越（やまこし）　啓一郎（けいいちろう）

モデレーター

明海大学　不動産学部　学部長　中城（なかじょう）　康彦（やすひこ） 氏

【中城康彦】 ご紹介いただきました明海大学不動産学部で学部長をしております中城でございます。残された時間、パネラーの方と意見交換をしたいと思います。時間的な制約はございますけれども、会場から 1 つか 2 つ、質問も受けたいと思っておりますので、ご準備もいただければと思います。

それでは、早速ですけれど、金研究員。収益還元モデルということで、東京の地価のモデルをファンダメンタルで検証いただいて、大変明確だったと思うんですけれど、一般的な国民の感覚としては、住宅地の価格というと戸建て住宅地をまずイメージをして、そしてそれは収益にあまり関係ないと思うのが一般的だと思います。金研究員がやられた住宅地の価格ということと、収益還元ということと、一般的にイメージする戸建て住宅地の価格というのを、最初に説明していただけないでしょうか。

【金東煥】 収益還元モデルを取り扱った理由としては、2000 年以降、日本の不動産市場に不動産証券化が開設されることによって、日本の不動産市場、東京、特に日本の不動産市場は収益を重視する形になっているのではないかということを仮説を立てて、それを検証する形で実証を行いました。

【中城康彦】 ありがとうございます。それでは、引き続いて金さんにお伺いしたいのですけれど、東京都 23 区の地価の予測値が 2018 年でプラス 5.3％、2020 年、3.9％。実はここ数日内で 2015 年の地価調査が公表されると思うんですが、全般的に見てやや低いといいますか、そんな印象も受けるんですけど、そのあたりはいかがでしょう。

【金東煥】 そうですね。まず、明らかにしておきたいところは、この予測値は東京 23 区全体住宅地の平均です。もちろん、局所的にはアベノミクスや 2020 年東京

オリンピックなどによって、私たちの予測値を超える、さらに上昇する地域も間違いなくあると思ってます。一方では、全く地価の上昇を見込めない地域も間違いなくあります。例えば、木造住宅密集地域などがそこに当てはまるかと思っています。

【中城康彦】　ありがとうございます。東京によっても、地域によって、状況によっていろいろ変わるであろうということです。ありがとうございました。

それでは、山越研究員、木密の詳細な調査をどうもありがとうございました。道路を開設すると土地の値段が10％ぐらい上がるというような大変明るい予測で、力づけられるわけですけれど、一方で実際には大変細分化された土地で、仮に道路が新しくできてもやっぱり未接道の土地なんていうのも残るような気がするんですけれど、そのあたりの道路を開設するということと、木密地域独特の状況について、少し補足いただけますか。

【山越啓一郎】　そうですね。普通の道路に接道していない、自動車が通れないようなところの中にも、あたかも新築であるような住宅ができているんですね。当然トラックも入れないのに何でここに新築の建物が建つのかというような状況があります。不動産仲介業者の現地の方とお話ししたことがありまして、実はこういった接道していない場所の土地を狙ってリフォームする業者があると聞きました。なぜそういうことをするかといいますと、こういったような接道していない土地ですと、賃貸料が接道している土地のだいたい半額、ひどいときには10分の1の賃料で賃貸ができるということで、実はそういった物件への需要があるんです。こういったような土地の需要、ではどういった方からの希望があるかといいますと、主に外国人の労働者が東京に住みたい場合、彼らは車は運転しなくていいので、とにかく東京に安く住める土地があればそれでいいという理由からこういった土地への需要があります。それを狙ってリフォームして、不燃化された建物にしてしまって、それで希望する外国人の方に安く提供するということが、今まさに行われているということなんです。

そうしますと、確かに不燃化という目的はなされているわけですが、逆に密集住宅地域の解消にはなっていないわけです。ですので、今現在こういったような状況が起こっているだけに、今回URの方が買い増しとか、未接道の解消などいろいろなプログラムが出されていますが、未接路の建物に隣接する方々が買い増しなどを行って未接道を解消するようなことをもっと積極的にやらないと、本来の木造密集住宅地域の根本的な解決にはなかなかならないんじゃないかと、これはあくまでも本筋から外れた意見ではあるんですけど、今現在起こっている状況として少し補足させていただきます。

【中城康彦】　ありがとうございました。基調講演でご説明いただいたURの整備のように、権利変換手法を用いた都市再生というものもあわせてやるとさらによいというふうなことかと思います。

次に、小松先生にお願いしたいんですけれども、東京しかないよという投資家のマインドを報告いただきましたけれど、東京以外の都市への投資というようなことについて、先生のお考えを言っていただければと思います。いかがでしょうか。

【小松広明】　今の投資家の方々は、スペキュレーション、つまり投機ではなくて、あくまでも、どの程度のインカムがこの物件によって得られるのだろうかという目線で物件の取捨選択をしています。その結果として投資需要が東京に集中するというのは、健全な投資市場の発展を考える上では非常に重要だと思っております。

私の意見というよりはやはりデータに基づいて申し上げたいと思います。東京の次の都市は、今や福岡です。東京・大阪・名古屋、従来でみればこの三大都市ですが、投資家の方々はもう名古屋・大阪ではなくて福岡に注目しています。なぜ福岡なのかという理由はインカムが安定しているということもさることながら、稼働率が高いということが理由としてあげられています。さらには古くても需要があるということです。これは重要な指摘です。日本の場合は、特に住宅の古さが価格形成に大きな影響を与えています。住宅の古さによって住宅需要が弱くなってしまうというところがあるのですが、古くても住宅が需要を持ち続ける地域というのを投資家の方々は見ているわけです。今回のテーマはオリンピックですが、今後は、建物の古さと不動産投資をテーマに研究をしていきたいと思っております。

【中城康彦】 ありがとうございました。古くなっても需要があるまちが強い。東京、福岡は先駆的で、そういったしかけを全国に広めていくのが、次の、私たちにできることではないかと、こういうご提案とも拝聴いたしました。ありがとうございます。

続いて、前川先生、日本の今の状況に近い成熟期にオリンピックを開催した諸外国の、平均で 4.2％ですか、大変希望の持てる予測と同時に、日本の財政状況を考えるとそうも言っていられないというふうなことでございましたけれども、成長体質のある国にしなければいけないというご指摘で、全く同感なんですけれど、そういった切り口から不動産とか不動産業とか、広くまちづくりとかいった観点で、こういうことがあるんじゃないのかというご指摘があれば、言いかえると、不動産業がけん引する日本の成長体質づくりみたいなご提案があると、いただきたいんですが、いかがでしょうか。

【前川俊一】 最初にどの程度経済成長するかについて話をします。

オリンピックによる経済成長は基本的には公共投資による経済成長です。それに基づいて他産業に波及するということだと思いますが、日本を魅力的にするとか、東京を魅力的にするとかいったこともオリンピックの効果だと思います。

ただ、経済成長率がどの程度高まるかに関しては、財政危機的な状況があり、他の公共投資を抑制せざるを得ないことも考慮しなければなりません。もし、これを抑制しなかったら、オリンピックが終わった後がどうなるかが問題となります。それから、もう一つは民間投資の圧迫ですね。人手不足というものが生じて、オリンピックの公共投資が民業を圧迫するようなマイナスの効果もあります。これらはネガティブな側面です。

このように考えると、経済成熟期にオリンピックを開催したスペイン、ギリシャ、オーストラリアのように招致決定から開催まで 4％の成長というのはかなり厳しいと思います。資産バブル期の 1985 年から 1990 年までの 5 年間の経済成長率が 5% 程度ですので、やはり 4％というのは厳しく、2％台の成長を確保でき 3％に近くなればいいかなと思います。

次に、日本の産業を考えると、日本が技術的に先行していたのにいつの間にか逆転されていたのがすごく多いわけです。やはり基礎技術分野で諸外国に勝っていくというのが成長戦略の中心であるべきです。ですから、財政投資も何にお金を使うかが重要です。オリンピックに関してはオリンピックの施設を整えざるを得ないんですが、やはり何にお金を使うかを検討しかなり絞ってゆかなければいけない。あまり将来効果がないのに公共投資をすると、一時的効果はありますけれど、それが将来の経済成長に結びつくか分かりません。成長戦略に結び付けて考えてゆかなければならないのです。

最後に不動産市場を考えます。不動産市場が経済をリードするというよりむしろ不動産市場が経済の影響を受けるわけです。経済が活性化したら不動産市場は活性化すると思います。東京は活性化しそうです。東京の一人勝ちになるかもしれません。東京は魅力的になり世界都市ランキングが 4 番目から 3 番目になるかもしれません。東京は魅力的になるが地方はどうなのかということになります。東京オリンピックですので、東京に集中して、東京の魅力が高まるのは自然だと思うのですが、地方の活性化を考慮しながら公共投資の効果をしっかりと議論することが必要です。そして、財政危機の中で財政支出に関してコントロールしていかなければならない気がします。

【中城康彦】 ありがとうございました。前川先生からは、交通アクセスをよくして観光客を呼び寄せることも日本の再生につながるという重要なご指摘がありましたので、そのあたりは不動産も大いに関係があるかなと今拝聴いたしました。

それでは、フロアのほうから 1 つ、2 つご質問をいただきたいと思います。質問がある方は挙手をいただきたいと思います。それではお願いいたします。

【質問者】 海外でファンドを運用している者です。金さんに質問なんですが、この金利のフォワードカーブの仮定というのがよくわからなくて、JGB の金利をフィックスしているのか、フォワードカーブを引いているのか、よくわからなかったんですけども、金利の仮定というのはどのように置いているんでしょうか。

【金東煥】 こちらに対しては日本の国債金利 10 年物の、ほかのデータに合わせて各 3 月末、9 月末の時点の

金利をとって、そこから物価の影響を GDP デフレーターで排除してから用いることになりました。

【質問者】　それだと、フォワードカーブが引けないと思うんですけど、2020 年の金利はどうやってつくったんでしょうか。

【金東煥】　2020 年金利はここでは、このモデル自体が 2020 年金利を予測するためのモデルではなく、このモデルの特性上、同時に計算していく形でございますね。それで、ここで私たちが Vector Error Correction モデルを用いて、基準を地価に置いて、地価の予測のために、それに合わせて金利が計算されるようになっております。

【質問者】　小松先生にご質問なんですけども、海外から見ていると、日本の不動産は為替の影響が非常にあって、日本のマーケットは安く見えるんですが、このリザーブ・キャップを左側に押すパワーというのは、為替の影響というのはあまり考慮されないんでしょうか。

【小松広明】　ありがとうございます。リザーブ・キャップについては、回答していただいた社は日本国内の投資家の方々、つまり 230 社あまりの方々です。為替の影響というのは直接的には考慮はされておりません。あくまでも国内におけるマーケットにおいてどれぐらい突っ込んだら買えるんだろうか、その目いっぱいの価格に即応する利回りをリザーブ・キャップとしてご回答いただいております。

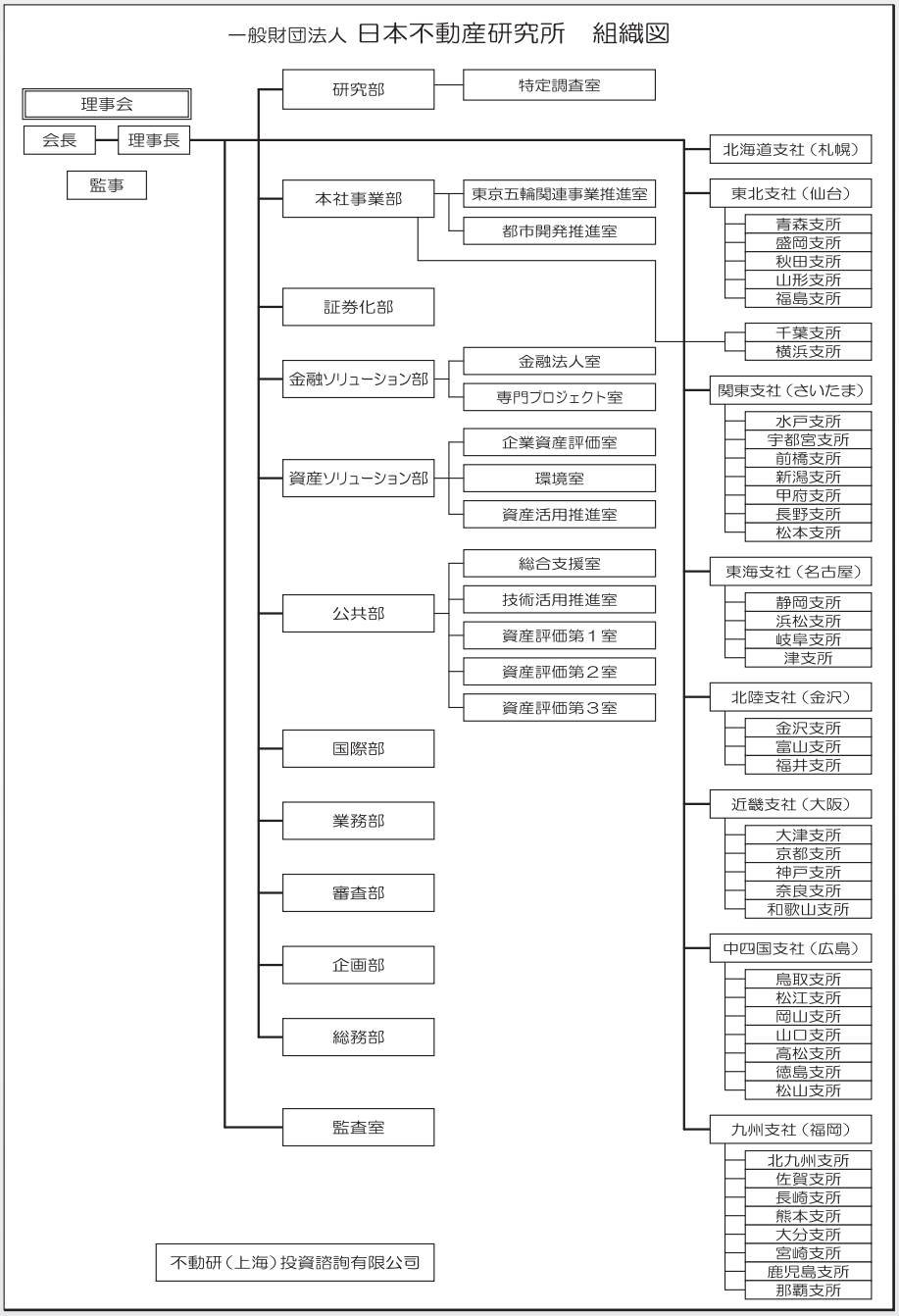
【中城康彦】　ありがとうございます。まだ、そのほかにもご質問はたくさんおありかと思いますけれども、予定の時刻を既にオーバーしておりますので、パネルディスカッションとフロアからの質疑はこれで閉じたいと思います。

４人のパネラーの先生方、どうもありがとうございました。（拍手）

※本稿は、平成 26 年 9 月 17 日に明海大学で開催された不動産学シンポジウムの内容をもとにとりまとめたものです。

組織の変更のお知らせ

弊所では、複雑化・専門化する不動産に関するお客さまのニーズに対しまして、より一層、迅速かつ的確な対応をさせていただくため、平成26年5月1日に組織の変更を行いました。新しい組織図は以下のとおりになります。



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
東京都港区虎ノ門1-3-2　勧銀不二屋ビル
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
・独立した審査決裁体制
・客観的・中立的な「全国ネットの機関鑑定評価」
・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

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（評価のグローバル化）

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）

固定資産税評価
・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

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

中国現地法人
不動研（上海）投資諮詢有限公司

時価会計支援
・「賃貸等不動産」の時価開示支援
・減損会計
・販売用不動産（棚卸資産）の評価

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

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

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

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

編集発行人／一般財団法人 日本不動産研究所
企画部長 水戸部 繁樹 ©2014
〒105-8485 東京都港区虎ノ門１-３-２
TEL 03-3503-5330／FAX 03-3592-6393

2014 年（平成 26 年）10 月 31 日発行 不動産調査NO.395 ISSN 1882-6431
本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。