

不動産調査

No.401 (2016/2/12)

平成 27 年 定例講演会

2016年の日本経済と不動産市場

第 1 部 ● 特別講演

一億総活躍社会への展望と課題 2

東京大学大学院経済学研究科 教授 伊藤 元重 氏

第 2 部 ● 研究報告

2016年の不動産市場 6

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト 吉野 薫



一般財団法人
日本不動産研究所

平成 27 年 定例講演会

2016 年の日本経済と不動産市場

第 1 部・特別講演

一億総活躍社会への展望と課題

プロフィール

東京大学大学院経済学研究科 教授

いとう もとしげ
伊藤 元重 氏



2012 年 12 月に安倍内閣が発足し、いわゆる「アベノミクス」という形で経済政策を打ち出しました。

アベノミクスのテーマは、「デフレからの脱却」です。

これまで約 20 年にわたり、日本経済は低迷し、デフレといういったん落ち込むとなかなか抜け出せない罠に入っていました。

このデフレから逃れるために、安倍内閣では、政府による「大胆な政策」を行ってきました。

しかし、これらの政策によって必ずしも経済は動かないという思いを強くしている人も多くなってきたのではないのでしょうか？

今後の経済が好転するために、大事なものは「民間の力」です。この民間とは「個人」はもちろん、企業や地域、例えば自治体ということです。

2014 年に、経済産業省の「日本の『稼ぐ力』創出研究会」の座長を務めました。この研究会で議論したことは、民間企業の競争力をいかに強くするかということでした。

次に重要なテーマだったのは、地方自治体、つまり地域をどのように動かすかということです。

例えば、医療についてみると、大きな制度的枠組みは

国が決定するのですが、実際の取り組みは地域（地方公共団体）で行っています。しかし、医療費について見ても、全国一律ではなく、地域によりだいぶ差があることがわかってきました。

できるだけ医療費を抑えるために、地域、さらにはその地域で暮らしている個人一人一人が、上から与えられるのではなく、主体的に考えることが必要になってくるのだと思います。

これまでの安倍内閣では「3 本の矢」、つまりデフレからの脱却を目指して、金融緩和、財政運営、成長戦略を打ち出したわけですが、その根底には大きな問題として「少子化・高齢化」があるわけです。

しかも、デフレ問題に取り組めば取り組むほど、少子高齢化に真剣に取り組んでいかなければ、中長期的に見ても日本の将来に対して明るい希望を持たないということになるわけです。

安倍内閣が行っている経済政策の捉え方について説明しますと、一つは「デフレからの脱却」です。これを大胆に取り組んでいくということが重要になります。もう一つは長期政権と経済政策を組み合わせることで、安倍内閣の前は毎年総理大臣が替わった。このよう

な政府の状況では、継続的かつ中長期的に政策に取り組むことはなかなか難しいわけです。

デフレからの脱却について説明しますと、2013年4月に黒田新総裁が日銀総裁に就任して以降、株価や為替レートは大きく変動しました。

企業収益も好転し、労働市場を見ても失業率の低下、有効求人倍率の上昇などはっきりとした企業収益の向上を確認することができます。

一方でこれらの金融政策は「ルビコン川を渡った」とも捉えることができるでしょう。この意味は、「もう後戻りできない」ということですが、渡った結果、良い世界になるのか、悪い世界になるのかは立場によって解釈がわかれるところでしょう。

日銀の金融政策は、これまでの考え方と大きくことなる方法をとったわけです。つまり、「背水の陣」で金融政策に臨んだということです。この覚悟がマーケットに伝わり、大きく動かす結果となったわけです。

デフレからの脱却を目指した大胆な経済政策を行ったにもかかわらず、今ひとつ経済が好転しているように見えない一つのポイントは、「消費と投資」です。

この消費と投資が伸びなければ、GDPの伸びも鈍いことになります。しかし、これはある意味仕方が無いことで、20年にわたってデフレが続いたわけですから、2～3年の政策を行ったから見違えるように消費や投資が増えて景気が良くなることはないのです。

民間企業にしても、個人にしても、これまでのデフレマインドからはなかなか脱却できていないのです。

わかりやすい例として「今の日本経済は五右衛門風呂状態」と言えます。

五右衛門風呂は風呂釜を火で温めて入るお風呂ですが、風呂釜は熱いため、板を沈めて入るわけです。

アベノミクスのステージ1は、まさしく五右衛門風呂の風呂釜を温める政策を行ったわけです。これによって、株価、企業収益、為替、税収、雇用は改善されました。しかし、風呂釜は熱くなっても、中の水は20年間デフレでなかなか温まらないわけです。

問題は、この後です。日本経済が持続的に成長するには中のお湯である「消費と投資」が熱くならなくてはなりません。つまり、アベノミクスステージ1で熱くなった風呂釜の熱をお湯である消費や投資に伝えなければならない、このプロセスがアベノミクスステージ2

になるわけです。

このステージ2の主役はやはり民間であり、国民の意識がどう変わるかということだろうと思います。

このように、熱くなった資産市場と冷え込んだ実態経済とのギャップは大きなうねりが起こるので、政策的にはそこをプッシュすることが重要なのです。

例えば労働市場を見てみると、今、ものすごい勢いで人が足りなくなっているといわれていますが、正確には「日本人が集まらない」ということなのです。

労働市場は非常に不思議な面白い特徴があります。ベアとかボーナスとかを労使交渉をしながら上げていく市場をオーガナイズド・レイバー・マーケットと言います。一方で、膨大なアンオーガナイズド・レイバー・マーケット、つまりパート・アルバイト・期間工などの市場があるわけです。この市場は需給状況にものすごくセンシティブなわけです。

さらに、今後の少子高齢化によって、日本の労働市場は毎年供給が減少していくことになります。このことの意味は、来年、再来年と年を追うごとに労働力不足や賃金上昇圧力は加速化していく可能性があるということです。

安倍総理が賃金は3%上がってほしいと公言していますが、これは2020年までにGDPを600兆円にするという「一億総活躍社会」の中でも重要なポイントを達成するためには、毎年3%の名目成長率が必要だからです。

しかし、GDPが名目で3%増えたときに、賃金が2%



とか1%しか増えなかったら、労働分配率はどんどん下がってしまう。こうなると国民はなんとなく前よりも実質所得が下がっていているのではないかと感じやすくなるわけです。

人材不足が徐々に深刻化する状況下では賃金を上げざるを得ないわけです。名目の賃金が3%ずつ上がっていくとしたら、企業としても名目の生産性や付加価値を3%上げていかないと生き残れないということになります。

今後、労働供給は毎年1%ずつ減っていく中で、生き残る企業の生産性が名目でも3%増えていくようなことがあれば、差し引きマクロで2%の名目成長率が増えていくということになります。これが日本にとって必要なことなのです。人口が減少していく中で、どうやって成長率を維持するか、これはまさしく労働市場がカギを握っているのです。

賃金が上がれば消費も増えますし、いろいろなものが増えてくる、これがアベノミクスステージ2のデフレ脱却のための重要なポイントです。

さらにもう一つ、重要な指標として「実質金利」があります。

現在、消費者物価指数からもわかれるとおり、インフレ率はゼロ近傍を動いています。しかし、昨今の原油価格はここ数年で120ドルから40ドル近辺まで大きく下がりました。原油価格がこれだけ下がったにもかかわらず、物価上昇がゼロ近傍なわけですから、実は既に物価

上昇の芽は出てきていると言えます。例えば食料とかサービスといった一般物価水準は潜在的に値上がりしているのです。

マクロ経済的にみると、10年物の国債利回りが現在0.3%だとした場合に、もし物価上昇率が1%になれば実質金利は-0.7%になります。

日銀が名目金利を大きく下げる金融緩和を行いました。この効果を経済の深いところまで及ぼすためには、物価が上がり、実質金利が下がることが必要なのです。

物価が上がるということは、国民が保有している多くの預貯金資産は目減りすることも意味します。これから単に預貯金で保有するだけではなく、「貯蓄から投資へ」という動きが出始めることになると思います。

さらに、企業は収益が上がっていますが、多くの現預金資産も保有しています。デフレ状況ですと実質金利はプラスになりますのでそのまま保有しつづける方が合理的ですが、これが物価が上昇し、実質金利がマイナスとなったとすれば、キャッシュアウト、すなわち投資に向かうか、賃金を上げるなどの対応が必要になってくると考えています。

政府の政策もNISAや子供の教育資金移転優遇、GPIFの年金運用といった形で中長期的な投資をしっかりと行うことを目指しています。この意味は、日本経済活性化のためには膨大な金融資産をいかにして動かしてもらうかということなのです。

不動産投資市場では、バブル崩壊後の活性化策として不動産の証券化と流動化の仕組みを進めましたが、これはやはりお金を動かすということでした。このような仕掛け作りをしていくことが景気回復のポイントだということも理解しているのです。

安倍内閣ではTPPへの交渉参加についても踏み切る決断をしました。たしかにTPPについては多くの方々が反対しています。しかし、本当のところは「グローバル化」に向けて舵を切ったのだらうと思っています。

例えば外国人観光客です。2012年では850万人だったのが、2015年には1900万人という数字になりそうだということになった。さらに2020年の東京オリンピック・パラリンピックの開催が決定した。これによって、ヒト・モノ・カネ・情報の流れが国境を越えて活性化されていくことになるのです。

農業改革についてみても、日本の農業は大きな構造変



化が起こっているといえます。今の農協改革や農業改革は、日本の農業に構造変化を起こさせようということ以上に、農業者を中心としてその構造変化を受け入れようということなのです。

これからのグローバル化に対応できる農業にするためには、プロ農家を長期的に育てる必要があります、そのために TPP に合意することは大きな話だと思っています。

不動産業界でも大きな変化が起こっているようです。渋谷や虎ノ門、丸の内とどんどん開発が進んでいる。これは 2020 年がポイントなのだろうと思います。

東京オリンピック・パラリンピックを一つの目標として多くの企業が活動しています。例えば警備保障業界では、オリンピックに向けた警備などで人材確保の課題が生じている。一方で、人材難を補うために、監視カメラや警備システムの開発などの改革がどんどん行われているのです。

観光客についても、日本の外国人観光客はヨーロッパの 3 分の 1 くらいしかない。つまりヨーロッパでは、人の大交流が起こっているわけです。アジアではどうかというと、人口だけで観ればヨーロッパよりはるかに多い。今後、低所得層が中間所得層に上がってくれば、10 年後、20 年後には日本にも 3000 万人とか 4000 万人の観光客がくるかもしれないのです。

そして、こういったグローバルな視点で日本の方向性をどうやって作っていくのが極めて重要になります。観光についてみれば、ホテル・空港をどうするかということが話題になっていますが、日本は産業構造からいろいろなものまで変わっていくことになります。この 2020 年の東京オリンピック・パラリンピックまでの流れは改革プロセスの大きなポイントで、日本がその先に行けるかどうかということだと思います。

産業構造が変わり、経済構造が変わるということは、これまでは欧米中心の経済だったものから、アジアに向かう経済に変わっていくという可能性も高いと考えています。

最後に「一億総活躍社会」に多少関係するところについてお話しします。

日本の経済活性化のためには、地域や個人が動かなければなりません。そのためには「見える化」が重要で



す。様々なものを表に出して、政策の判断をしていくということです。

次に「インセンティブ改革」です。個々人が自らの意思で動くことで、財政や経済が良くなるようなインセンティブを埋め込んでいくということです。

3 つ目は、「公的サービスの民間への産業化」です。医療でも、社会資本整備でも、教育でも可能なものは民間に行ってもらおうということです。さらに医療事例の横展開です。例えば予防によって医療費を抑えている地域の事例を横展開していくということです。そのためには各自治体の取り組みを「見える化」することが必要なわけです。

そして「分配と成長の両立」です。ただ弱者救済のために分配するのでもいけないし、弱者を無視した成長でもいけない。むしろ、国民全員がそれぞれの立場で、より活力ある生活ができるような形になることが結果的に分配の問題をより良い方向に持って行くのだろうと思っています。

例えば少子化対策によって子育て支援をどのようにするか、やむを得ず介護離職するしかない人悩んでいる人にどのような形の支援ができるのかということです。

現在、アベノミクスはちょうど真ん中に差し迫ったところですが、日本が直面する課題は膨大ですが、特に不動産分野においても非常に関わりが深いところだと思いますので、今後の不動産市場においてもどのようなことになるかということを考えて行きたいと思っています。

※本稿は、平成 27 年 12 月 4 日に開催された平成 27 年定例講演会の内容をもとにとりまとめたものです。

平成 27 年 定例講演会

2016 年の日本経済と不動産市場

第 2 部・研究報告

2016 年の不動産市場

プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト

よしの かおる
吉野 薫



皆さま、初めまして。私は日本不動産研究所の研究部に所属している吉野と申します。どうぞよろしくお願い申し上げます。1 時間ほどお時間をちょうだいし、2016 年の不動産市場について、私の考えをご披露させていただきたいと思います。先ほど理事長からご紹介申し上げたとおりなので、自己紹介は省略し、早速、中身の話をさせていただきたいと思います。

まずは恒例となりました答え合わせです。去年お話しした内容が当たっていたか、外れていたかを正直にご説明申し上げたいと思います。昨年は、賃料上昇が引っ張る形で、物件あるいは資産価格も上昇していくことをメインシナリオに据えてご説明申し上げました。一方で、賃料の上がりにくい住宅や物流などには過熱感が広がってくる、あるいは投資家の関心がエリアおよびアセットの裾野を広げていくといったことをご説明した上で、サブシナリオとして、下振れリスク・上振れリスクの二つを挙げさせていただきました。

それで総括すると、特にオフィス、あるいは一部の商業施設については、主要都市では確かに賃料が上がってきている。そういう実感が広がってきたことは間違いのないと思います。ただし、去年ここでご説明したほどの力

強さは、残念ながらなかったのではないかと感じます。アセットごとの色分けも意識してご説明したのですが、いずれのアセットについても緩やかに価格が上昇してきた。その背景として、投資意欲が高い状況の中、物件の取得競争の中で緩やかながら資産価格が上昇してきた。こういった大枠についてはそんなに外さずに予測できていたのではないかと思います。また、大都市圏以外にも投資の動きが広がっていることは、これまでどおり続いていました。一方で、過熱シナリオを挙げたのですが、ここ 1 年間、不動産金融をめぐる期待感のようなものは過熱することなく堅実性を保っていた。こういった 1 年だったのではないかと考えています。

具体的に指標を通じて見ていきたいと思います。

私ども日本不動産研究所の「市街地価格指数」のデータを載せています。東京圏、大阪圏、あるいは三大都市圏といった大都市圏では 2013 年からプラスに転じる状態が続いています。2015 年も引き続きプラスですが、これも昨年お話ししたとおり、不動産市場が金融市場や資本市場との結び付きを強める中で、この山の高さが低いことが一つの特徴となっています。すなわち、不動産価格は上昇する局面にはありながら、その動きは緩やか

昨年お話した内容／2015年を振り返って

【メインシナリオ】

- ・ オフィスや都心商業などのアセットでは賃料上昇が実感されるようになり、これまでの期待利回り低下の動きを追認する格好に。さらに一段の上値を探る展開も。
- ・ 一方、住宅や物流などのアセットには過熱感が広がり、価格上昇ペースは一服。
- ・ 利回り確保の必要性から、投資家の関心が及ぶ対象(エリア、アセット)の裾野が更に広がる。

【サブシナリオ1】 景気の腰折れや政治的な不透明性が、賃貸市場の下押し要因に。

【サブシナリオ2】 金融機関による過度の期待の強化や与信の積極化により、不動産投資市場が過熱。資産価格の上昇ペースが一時的に加速する。

2015年を総括すれば……

- ✓ 主要都市のオフィス賃料は上昇しているものの、力強さには欠けています。
 - ・ もっとも、「下押し」というほどの著しい調整局面には至っていません。
- ✓ いずれのアセットについても、主要都市において物件の価格は上昇していますが、そのペースは緩やかに留まっています。
- ✓ 大都市圏以外にも投資の動きが広がっています。
- ✓ 不動産投資市場を巡る金融環境は堅実性を保っています。

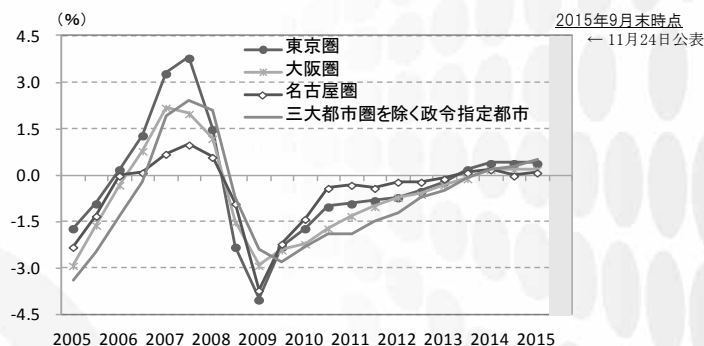
Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

2

金融・資本市場との結びつきを強める不動産市場

- ・ 回復の「緩慢さ」と「地域差」が現在の不動産市場の特徴

市街地価格指数にみる主要都市・都市圏の半年間地価変動率の推移



注: 数値は全用途平均。
出所: 日本不動産研究所「市街地価格指数」

Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

3

にとどまっている。これが今回の資産価格上昇、不動産価格活況の一つの特徴であったわけです。

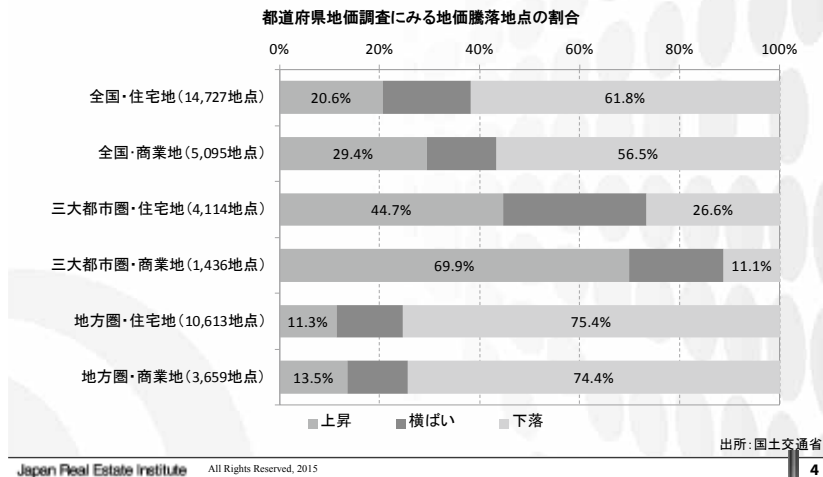
もう一つの特徴が地域差。これも昨年、お話ししたとおりです。7月1日時点の都道府県地価調査では、全国で見れば住宅地の2割、商業地の3割の地点で地価が上昇しているわけですが、地域差を見ると、地価が上昇しているのは主に大都市圏であり、地方圏についてはまだまだ下落の地点が多い。こういった形で地価は二極化

が進んでいることとなります。そして、繰り返しになりますが、その背景として、不動産市場が金融市場や資本市場の動きと密接に関わっていることが挙げられると思います。

「地価が上昇した都市、下落した都市」のグラフは都道府県庁所在地別最高路線価地点の1年間の動きと路線価格を示しています。◇で示したところが対前年変動率です。東京をはじめとして1割以上の上昇を記録す

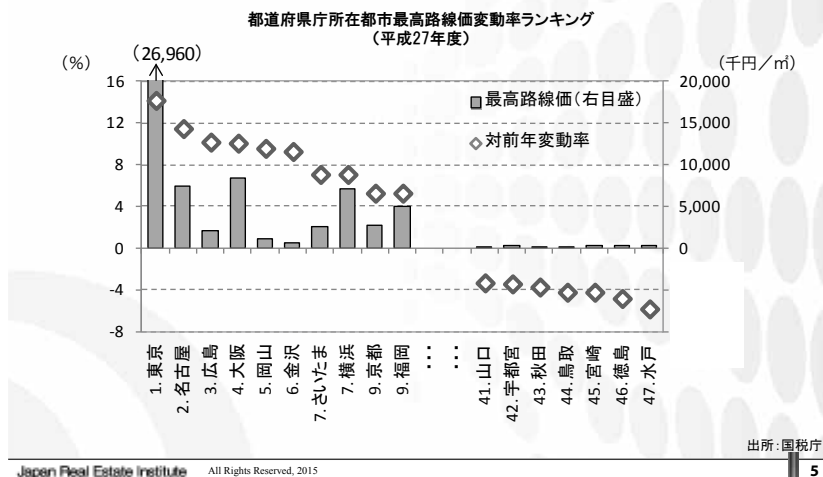
地価上昇の動きは主に大都市圏

- ・ 都市圏と地方圏の“二極化”が継続。



地価が上昇した都市、下落した都市

- ・ 必ずしも“同心円状”に地価上昇が広がっている訳ではない。



る地点もある一方、まだまだ強めの地価下落が続いているところもあるわけです。東京を中心に地価の上昇が富士山型に広がっていると思われる方がいらっしゃるかもしれませんが、そうではありません。例えば関東圏であっても、宇都宮や水戸といった県庁所在地で地価の下落を観察しています。

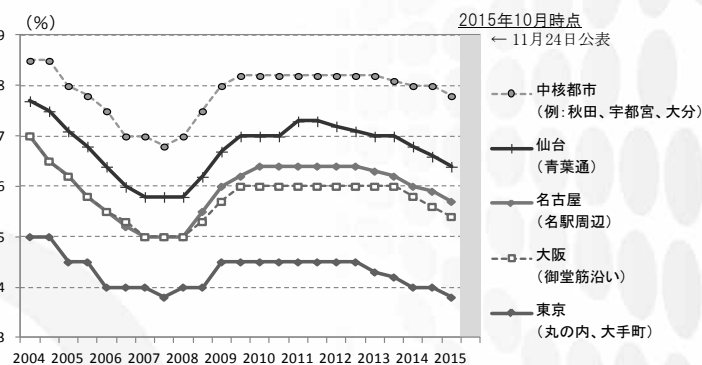
本日は地方創生の絡みについてはあまりお話ししないわけですが、結局、今後の不動産投資市場の眼目は何か

というと、都市の成長に投資できるかどうかです。それが重要な着眼点になってくると思います。都市の発展は、基本的には都市の中心に近いところにたくさんの人が住み、たくさんの人が働き、相互作用が起こる中でさまざまな外部性が生み出され、そして生産性が高まっていく。こうした集積による発展が基本的なシナリオになってきます。これは東京だけではなく地方都市においても同じです。そういった集積をつくり出すことが重要

投資家の視点は地方にも

- ・ 投資家は地方圏にも検討の目を向けるようになってきている。

主要都市のAクラスオフィスビルの期待利回りの推移



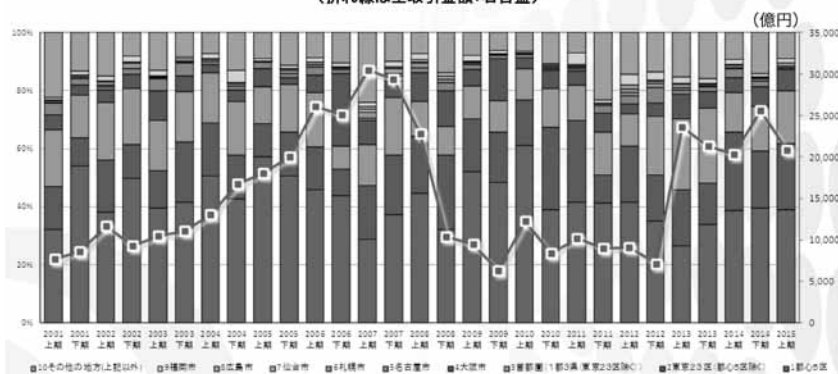
Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

6

投資適格物件の獲得競争は続く

- ・ データには現れていないが、地方における取引も一部話題となっている。

不動産取引金額に占める地域別構成比
(折れ線は全取引金額: 右目盛)



Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

7

であると気付いた都市は、今後、人口減少社会あるいは高齢社会にあっても発展する余地があることになりますし、また、それに気付けない都市については、残念ながら衰退をしていくことになるわけです。まさに国土交通省が提唱されているコンパクトシティ、こういったことが今後の不動産市場を考える上でも重要になってくると思います。

話は多少脱線しますが、このことは日本の国全体の成

長としても非常に大事です。国家の成長は都市で起こってくることに私たちは早く気付く必要があります。今の安倍政権の雰囲気を見ていると、東京一極集中とか、都市への集中とか、こういったことは良くないことだとする雰囲気があるように思われます。実はそうではなく、都市の成長は国を成長させることであり、そこに不動産投資のビジネスの機会が出てくる。ぜひ、こういう理解が広まればいいなと思っている次第です。

ことし、北欧ノルウェーの政府系ファンドが東京にオフィスを設けることが、ニュース報道で話題になりました。ブルームバーグの電子版に掲載されたインタビュー記事を見ると、彼らは都市の成長に投資をするのだというコメントが載っています。やはり、キーワードは「都市への投資」になっていく。そういう世の中の潮流だと思います。

話が脱線しました。改めて指標に戻ります。「主要都市のAクラスオフィスビルの期待利回りの推移」は私どもの「不動産投資家調査」を通じて投資家の方に期待利回りを尋ねたものです。2013年に入ってから、まず東京で期待利回りの低下が起こり、それが名古屋、大阪、あるいは地方の中核的な都市に広がっている。地方の主要都市にもこういった形で投資意欲の高まりが表れてきている状況にあると思います。もっとも、ハードデータではなかなか捉えられない世界でもあります。

「不動産取引金額に占める地域別構成比」は、私ども不動産研究所がさまざまなデータソースを活用してつくっている、不動産取引の状況のグラフです。折れ線が取引の金額です。リーマンショックの後、取引金額は低調でしたが、2013年上期以降、半年で2兆円程度の投資用不動産の取引があったと考えています。その中で、傾向的に地方都市への投資が広がっている、とまで強いことは言えないのですが、それでもことしの前半で言う

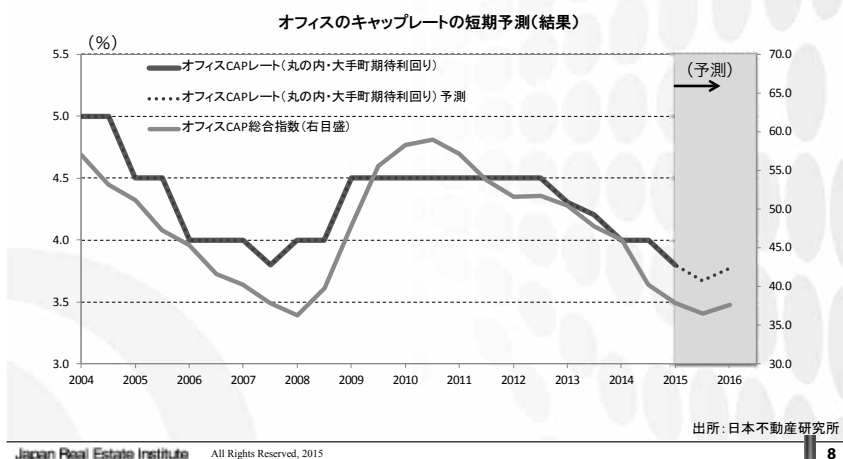
と大阪ではたくさん取引がありましたし、また、それ以降も仙台などで高額のオフィスの取引があるなど、確実に地方都市にも投資家の方々の目が向いている。そのように総括できていると考えています。

このキャップレートの低下という流れは、これまで2年間続いてきたわけですが、これがいつまで続くのか。これに関連して、私どもは短期的な先々の予兆管理をしているわけですが、その結果を見ると、どうやら来年ぐらいにかけキャップレートが下がりにくくなる。そのような予測を立てています。私たちはさまざまな経済指標を統計的に合成してキャップレートの先行きを予測しておりまして、これによると、そろそろ下げ止まりに近いのではないかと印象を持っています。もちろん、取引事例だけを見ると、来年以降もキャップレートを圧縮したような高額な取引が出てくる可能性は大いにありますが、私たちの投資家調査で捕捉するような投資家の方々一般の期待利回りについては、ぼちぼち下げ止まりが近いのではないかと考えている次第です。

さて、不動産への投資意欲に関して、バブルなのかどうなのかということが常に問われます。また、いろいろな方からご質問やお問い合わせをよくいただくのも、現在の不動産市場がバブルなのかどうなのかということです。ここについてはいろいろ論点が交錯しているような印象があるので、少し議論を整理しておきたいと思います。

今後もキャップレートは下がり続けるのか？

- ・ 各種経済指標を総合すると、期待利回りの下げ止まりはさほど遠い将来ではなさそう。



まず、バブルとは何か。これに関して学者先生にお伺いすると、学問的には「バブル」の定義ははっきりしています。資産価格がファンダメンタルより乖離している部分、そのことをバブルと呼んでいます。ファンダメンタルとは何か。それは将来にわたるキャッシュフローを現在価値に直したものです。それを超える分のことを学問上は「バブル」と言っているわけです。

この意味でバブルが起こっている場所は、世の中には確かにあります。例えば、ここに挙げました上海、台北、ジャカルタ。こういったところで何が起きているかと申しますと、例えば1戸のマンションを買って賃貸に出すと、そこで得られる利回りが国債の利回りより低いということが起こっています。教科書的には、国債は基本的に安全資産と考えられていますから、その利回りよりも低いということは取りも直さず資産価格がファンダメンタルより乖離していることを意味しており、その意味でのバブルは存在していると言えます。

一方で日本においては、恐らくこの意味でのバブルは発生していない。さまざまな取引を見ても一定程度の利回りを想定できる状況にありますから、この意味で日本がバブルにあるかどうかはあまり議論にならないのではないかと思います。住宅市場がものすごく熱くなっているロンドンでも、こういった意味でのバブルかどうかという、非常に微妙なところかと思います。

学問的にはこれでおしまいかもしませんが、私たちがふだんバブルなのかどうなのかということを議論する上ではこのことが重要ではなく、むしろ資産価格が上がった後、急落する、そのボラティリティが実務上は問題だろうと考えています。この意味で、将来何らかの状況が起こったときに不動産価格が急落してしまうという、そういう形の不動産価格の上昇が起こっているのかどうか。このことに私たちは本当の関心があるわけです。

こういう形で資産価格が上昇することを、学問的には「合理的バブル」という言い方をしています。いわゆる鑑定実務上のディカウント・キャッシュフロー（割引現在価値法）というものは、将来の値上がり益に対する期待を割引現在価値に戻すとゼロになるという仮定を暗黙に置いているわけです。ただ、これはあくまで仮定であり、価格の上昇期待を織り込んで価格形成がされるのは何ら不合理なことではありません。そうすると、価格上昇期待がなくなったときに価格の調整が起こってしまう。そういうことが容易に起こりえるわけです。それがいつ起こるか分からないという意味で、バブルの崩壊が確率的に起こることになります。

前のFRBの総裁のバーナンキ議長も「バブルは崩壊してみないと分からない」というメッセージを残しています。もう少し私たちの関心に即してそれを言い直す

不動産市場が「バブルか否か」の視点

- ・ 講学上は、バブルの定義は明確。
- ・ 実務上は、「今後訪れるであろう資産価格下落局面が秩序だったものとなるかどうか」に関心。

特定の時点における、資産価格とファンダメンタルズとの乖離

この意味では、現在の日本の不動産価格は「バブル」とはいえない。

※上海、台北、ジャカルタ等、居住用不動産の利回りと国債利回りが逆転しているような市場はこの意味でバブル的といえる。

※ロンドンの住宅市場もこの意味でのバブルと言えるかどうか微妙。

資産価格が急騰し、その後急落する、という動学経路

この意味での「バブル」が生じているか否かに関心。

ただし・・・

- ✓ 正常な不動産市況の循環とバブルは異なるのか？
- ✓ 「崩壊」の予兆を掴むことは可能か？

出所：大村、浅子、池尾、須田「経済学とファイナンス」東洋経済新報社第5巻など

警戒すべきは金融システムを通じた市場の急変

・「合理的バブル」

＝値上がり期待を織り込んだDCFにより形成される資産価格

- ※ 他資産との均衡(裁定条件)を逸脱していないので、「非合理的」ではない。
- ※ 通常のDCFは、値上がり期待の割引現在価値がゼロであることを暗に仮定している(横断性条件)。
- ※ 合理的バブルの形成は確率的にバブルが崩壊することとは矛盾しない。それは正常な資産市場の循環であるが、経験則的にしか予兆は掴めない。

・バブル崩壊の真の問題

＝経済主体の行動に歪みが生じる事態

- ※ 価格下落局面においてファンダメンタルを乖離した過度の弱気が蔓延し、ファイナンスが不全に陥る事態が有害。
→ 企業や投資家の資金不足を背景に資産が「投げ売り」(fire sale)され、資産価格下落とクレジット毀損のスパイラルが生じる可能性。

・こうした急変を未然に防止する鍵は、【金融機関の堅実性】と【市場参加者の多様性】

Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

10

と、バブルはいつ崩壊するか分からないということになります。その予兆をつかむのは経験則的にしか分かりません。そのため、私どもも金融ソリューション部というところで、金融機関の方々に「短期予兆の管理」というサービスをお使いいただいておりますが、こういう価格の調整がいつ起こるか、経験則的にしか分からないところにこの難しさがあるわけです。

一方、この価格調整そのものは別に悪いことではありません。ここで本当に問題なのは価格が上がって下がることではなく、それを通じて経済主体の行動や判断に歪みが生じること、これがバブルの真の問題であるのです。すなわち、価格上昇のときはいいのですが、価格下落の局面に至ったときに、そのファンダメンタルを超えた過度の弱気がまん延することにより、金融機能が不全に陥る。その結果、不動産市場が機能不全に陥り、いわゆる悪しきスパイラルが起こってしまう。不動産の真の実力が評価されなくなってしまう。こういう事態が起こってしまうことがバブルの本当の怖さということになります。誤解していただきたいのは、恐ろしいのは価格が変動することではありません。価格の変動を通じて悪しきスパイラルが起こること。これが恐ろしいのです。

それでは、この悪しきスパイラル、資産価格の下落とクレジット毀損のスパイラルが起こらないようにするた

めにはどうするか。そのためのカギが2点あります。一つは金融機関の与信行動の堅実性。もう一つが市場参加者の多様性です。市場参加者の多様性について、不動産業界の中でも誤解が結構あると思うので、先にそのことについてコメントをさせていただきます。

オポ的な資金のようなものが入ってくると、日本の不動産市場のボラティリティが激しくなり、不動産市場の安定化を損ねるのではないかと考えている方がいらっしゃるかもしれませんが、それは誤りです。不動産市場が安定することは、活況のときにも売人がいたり、不況のときにも買う人がいたり、すなわち、さまざまなリスク・リターンを持った人たちが市場に参加しているということ。このことが不動産市場の安定化そのものであるからです。

同じような人たちばかりで取引していて、活況のときにみんな欲しい。市場が悪くなるとみんな売りたい。こうした、投資家に多様性がない状況のほうが、むしろ不動産市場はボラティリティが高いわけです。コア資金が来れば市場は安定し、オポ資金が来ると市場はボラティルになるといったイメージがありがちですが、それは誤りです。重要なのは、いろいろな投資家がいるということです。その意味で、いま国土交通省は、インバウンド投資の活況を受け、市場環境の整備に取り組んでいらっしゃる。まさにそれは、外資が来ればいいのか、来

そして「金融機関の堅実性」は保たれている

- ・ 日本銀行「金融システムレポート」は、不動産市場は「過熱の状況ではない」と総括している。

不動産市場における金融面の動向に対する日銀の見方

- ✓ J-REITでは [...] レバレッジの高まりは見られない。
- ✓ J-REIT以外の上場不動産業者（主に大企業）も資金調達を増加させているが、不動産ブーム期にあった2007年頃と比べると低水準に留まっているほか、借入れは限定的である。
- ✓ 【不動産業による実物】投資は今のところ、手元資金や資本調達によってファイナンスされている部分が大きいとみられる。
- ✓ 一方で、中小不動産業者（うち低信用先）における有利子負債残高（前年比）の分布は、[...] 足もと、上方への広がりより明確になりつつある。

出所：日本銀行「金融システムレポート」（2015年10月）、BOX5「不動産市場の状況について」

Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2015

11

ないほうがいいのか、そういう議論以前の問題として、さまざまな投資家が日本の不動産市場に参加していることが不動産市況の安定化につながることで、非常に重要な政策テーマということになると思います。

それから、金融機関の堅実性というところです。日本銀行もことしに入ってから不動産をめぐる資金環境について非常に関心を持っているようで、4月と10月に発行される「金融システムレポート」においても、かなりの誌面を不動産市場の分析に割いています。お配りしている資料では、10月に発行された「金融システムレポート」の中で不動産市況をどう見ているか、言葉をいくつか拾っています。基本的に不動産市場をめぐる資金の状況は過熱的な状況ではないと、彼らは総括しています。

例えばJ-REITでは特にレバレッジが高まっているわけでもなく、また、J-REIT以外の大手の不動産業者でも、前回の不動産活況のころに比べると過度に融資を取っていることではなさそうだと感じます。あとは不動産業による実物投資のほうもハイレバーのものということではなく、手元資金やエクイティファイナンスによって資金が賄われている。このように総括されているわけです。

一方で、中小の不動産業者の中での有利子負債が増えているという分析もされています。これはお配りしていませんが、念のため、不動産業向けの融資の動きを改め

て見ていきたいと思います。実は2013年とか2014年の間は、全産業に向けた融資の伸びに比べると不動産業向け融資は低位にとどまっていた。そういった意味で昨年は、金融周りは堅実性を保っているという説明をしてきました。

しかし、ことしに入ると様相が少し変わり、不動産業向け融資の残高は強めに伸びている状況になっています。これはどういうことなのか、私たちもさまざまな金融機関や不動産会社に丹念にヒアリングをしているのですが、正直なところ、何が起きているのか、まだよく分かりません。統計の作成上、不動産業にはREITが入っているので、REITの市場拡大により、これが増えているのではないかという説もあったのですが、それだけでは説明しきれない高い伸びになっています。この辺りは金融機関による融資の堅実性と整合的なのかどうか、今後、注視をしていかなければいけないと考えています。

もう一つ、この図で注意しなければいけないのは、これは銀行から不動産業への融資の統計だけだということです。正確には銀行と信用金庫のデータを入れています。日銀は、いわゆるノンバンク部門、例えばリース会社や保険会社から出てくるメザンファイナンスのようなものは統計として採っていません。その辺りの動きもこれまでと少し違った動きがあるやに聞いているので、この

辺りも含め、不動産をめぐる金融環境が堅実性を保っているかどうか、今後、注視が必要だろうと思います。

ただ、率直に申し上げると、そんなに心配はしていません。基本的に融資を取っていらっしゃるの、大手の、あるいはコーポレートの信用のある会社だと認識しています。また、前回の不動産市場が活況だった2006～2007年のころのように、例えば新興のマンションディベロッパーが郊外のマンションを建てるのに、たくさん融資を取っていらっしゃるという様子も観察されていないので、少なくとも今までのところ、不動産業向け融資の規律が緩むことにより不動産市場が活性化しているという経路については発現していないと考えています。

参考までに申しますと、個人による貸家業、それから住宅をつくったりリフォームをしたりするときに融資する個人向け設備資金も、足元では強めの数字になっていますが、基本的には落ち着いています。昨年とか一昨年とか、地方の土地持ちの方が節税目的でローンを取ってアパートを建てるというような議論をよくされていましたが、その融資の伸びはプラスの領域ではありますが、そんなに強い動きでもないのではないかと見ています。

投資市場の活発化に関して、ことしに入ってからよく議論されたのが、外資によって日本の不動産市場が買われているということ。一種の爆買いのようなことが話題

になっています。一昨日もNHKの「クローズアップ現代」でこの話題を取り上げていただき、私どもの国際指数を担当している者がコメンテーターとして意見を述べさせていただきました。結論から申し上げますと、外資が日本の不動産を買い上げることにより、日本の不動産市場が活性化しているということは、単なる印象にすぎません。それは正しくない論評です。

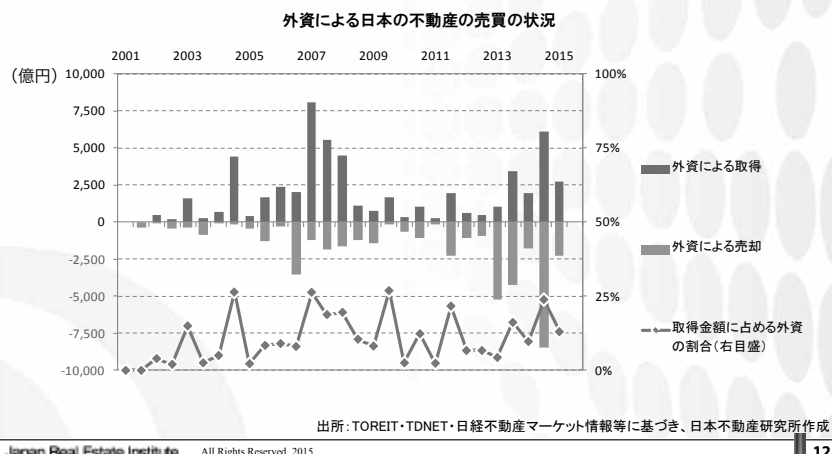
「外資による日本の不動産の売買の状況」。これも私どもがさまざまなデータソースから作成している外資の取引のデータです。2006～2007年のころは、確かに外資による取得が売却を凌駕しており、外資が日本の不動産をかなり買ったという印象があります。しかし、足元はそうとも言えない。外資による取得も確かに盛んですが、外資による売却も盛んであり、外資の方々も是非々で投資されているのだろうと見ています。

もう1点、重要なところは、その取引全体における外資のプレゼンスということです。ここでは折れ線グラフで示しています。これは期間により、多少デコボコはあるのですが、日本の不動産投資市場のうち外資が占める割合は恐らく1割台とか2割前後。公平に見ると、その程度だろうと思います。これは私たちだけが言っているわけではなく、他社のデータを見ても同じような数字です。

これもお配りしていませんが、ジョーンズラングラ

(参考) 外資による「爆買い」説

- ・ 外資が日本の不動産市況を過熱させている、という説は単なる印象に過ぎない。



Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2015

12

サル（JLL）の「グローバル・キャピタル・マーケット・リサーチ」という統計を拝借させていただきました。不動産投資市場の取引額が多いロンドン、ニューヨーク、東京、パリ、ロサンゼルスの世界5都市で、外資による取引、すなわちクロスボーダー取引がどの程度あるかをJLLはお調べになっています。これによると、ロンドンなどは6割ぐらいが外資勢による取引です。

一方、東京は2013年で12%。外資が活況だと言われていた昨年であっても2割程度です。日本の不動産を外資がどんどん買っていて、それが日本の市況を押し上げていることにはなっていないと考えています。

住宅でも同じです。アジア系の富裕層の方が都心部の高額物件をお買いになっているという話はよくあります。しかし、一般の日本の方が買われるようなボリュームゾーンのところに外資の方が入ってこられて、実際に物件の取得で競合されていることにはなっていないと聞いています。

しつこいようですが、証券化の市場でも同じです。東京証券取引所におけるJ-REITの投資部門別売り越し・買い越しのデータで見ると、2015年の前半、東証REIT指数が2000を付けましたが、そのころは外資が結構買っていました。その後、J-REIT市況は下向きに動いていたわけですが、その辺りでは海外は売っていました。この証券化の市場においても、日本の不動産が円安などで注目されるようになり、外資がこぞって日本の不動産を買っているなどということは観察されていません。メディアの方はそういうことをおっしゃるかもしれませんが、あまり現実的ではないと思います。

ここまでは主に不動産の投資市場の話をしてきました。この後、いわゆる賃貸市場、ファンダメンタルの話をするのですが、その前に少しブレイクさせていただきます。今回、皆さまにお申し込みをいただいたときにたくさんの方から質問をお受けしています。すべて紹介はできませんが、そのうち、いくつかについてコメントをさせていただきたいと思います。

まずはTPPです。TPPがわが国の不動産業や不動産市場にどのような影響を与えるかというご質問です。これも一部の有識者の方も議論されていると思いますが、はっきり申し上げると、TPPによる不動産業への影響はありません。TPPはご存じのとおり、30の分野で議論が進んでいます。その分野のことをチャプター（章）

と言いますが、そのうち不動産に関わる章がいくつかあります。例えば第10章「国境を越えるサービスの貿易」、第12章「ビジネス関係者の一時的入国」、第15章「政府調達」といった章で不動産市場、あるいは建設市場についての議論がされていると聞いていますが、この中で日本が何か制度改正を求められるような議論にはなっていないと思います。制度改革を求められるのはむしろTPPに参加している中進国で、どちらかという日本企業は、TPP締約国での事業環境が改善する。そういう方向性で議論は進んでいるはずです。

不動産の世界は当然、ローカルルールが多いですから、日本の中でも世界とは異なる仕組みがあります。少なくともそれについて、具体的にTPPの枠組みの中で改正を求められているという話は、私は聞いていません。一部には、われわれ鑑定業界なども変わるのではないかという議論をしている方もいらっしゃるようですが、少なくとも現段階、短期的にそういうものを求められるようにはなっていないと私は理解しています。ですから、TPPに関しては、基本的には「影響なし」とお答えしておきたいと思います。

ただ、1点だけ気がかりがあります。それはTPP30章のうち、第9章の投資のところにISDS条項が含まれていることです。これは何かと申しますと、投資家、いわゆるグローバルに活躍する企業が締約国で締約国政府を直接訴訟できるという取り決めです。これは不動産市場に限らずということになりますが、運用上、これまでに想定していなかったような訴訟が起こることは、もしかするとあるかもしれません。ただ、それも今後、TPPが運用されていく中でいろいろなことが起こると思いますが、少なくともそのことがたちどころに不動産市場に影響を与えることにはなっていないと思います。

2点目、オリンピック開催後の不動産市場ということです。これは直接お答えするのではなく、こういうお答えでよろしいでしょうか。オリンピックを挟んだ前後、つまり2020年というところに私は関心を持っています。もし不動産市場が潮目の変化を迎えるとするれば、もう少し前、2018年ごろだと思います。このことについては、きょうの話の最後にご説明していきたいと思います。

3点目はリニア開業。これは不動産市場にとっては間違いなくプラスです。不動産価格が上昇するということだけではなく、さまざまな意味で不動産の投資機会、ビ

ビジネス機会が創出されるということで、私は大いに期待しています。これはまさに日本の国土の在り方とも同じ方向性で、国土交通省が出されている「国土のグランドデザイン」の中でも「コンパクト＋ネットワーク」という言葉が使われていたと思います。まちがコンパクト化し、それがネットワーク化する。まさにそれを体現するものです。こういった高速鉄道網により、都市と都市とが結ばれ、移動の時間的、経済的コストが少なくなっていくのは、日本の国のあるべき姿、日本の成長にとってとはとても重要なインパクトになります。

この意味で、一つ戻ってオリンピック開催後の不動産市場ということです。これも昨年この場で繰り返し申し上げましたが、オリンピックの開催そのものが重要ではありません。不動産市場にとっては、オリンピックを通じて都市の機能が向上していく、都市の機能が強化されていくことがとても重要であるわけです。例えば、いま東京で計画が公表されているさまざまな再開発、あるいはリニアも含めたインフラ投資は2020年を超えて続きます。これはオリンピックが終わったからどうこうではなく、オリンピックの招致を契機に、長い目で見て都市の機能が向上していく、都市の機能の改善が進んでいく。このことが不動産市場にとって決定的に重要だということになります。

4点目、投資市場でのトレンドということです。投資

市場のプレーヤーの方、特に物件を取得したいと思っているプレーヤーの方はいま、本当に大変なご苦勞をされているはずです。そういう中でトレンドとしては、先ほど申し上げたとおり、都市に着目される時代が来る。それが大きな流れです。

もう1点は、これもいろいろな方にヒアリングする中で、投資市場におけるリスク要因としてたくさん挙がっていたのが金利の動向です。これも最後に簡単にコメントさせていただきますが、2016年までの間、金利が上がることはありません。ご安心ください。もちろん、10年国債のマーケットなどで今の0.3が0.5になるとか、そういう水準の問題はあると思いますが、不動産市場におけるファイナンスに大きく影響を与えるような形で金利が上昇することは、少なくとも来年はありません。そこはご安心いただいてよろしいかと思います。

最後に、賃貸オフィス市場の今後の動向。これをこの後、ご説明していききたいと思います。

こちらのグラフも配布していませんが、12月1日に公表された法人企業統計から企業の設備投資の動きを拾っています。それと折れ線グラフはオフィスの賃料の伸び率をプロットしたものです。

これもこの場で繰り返し何度も申し上げていますが、不動産のファンダメンタル、すなわち不動産の実需を考える上で、企業の設備投資の動きに着目することが極めて重要です。それはなぜかというと、企業が設備投資をするのは企業が業容を拡大するときです。それに伴い、オフィスの床の需要や店舗の床の需要が生み出される。マクロ的にはこういった形で不動産の実需が生み出されていきます。

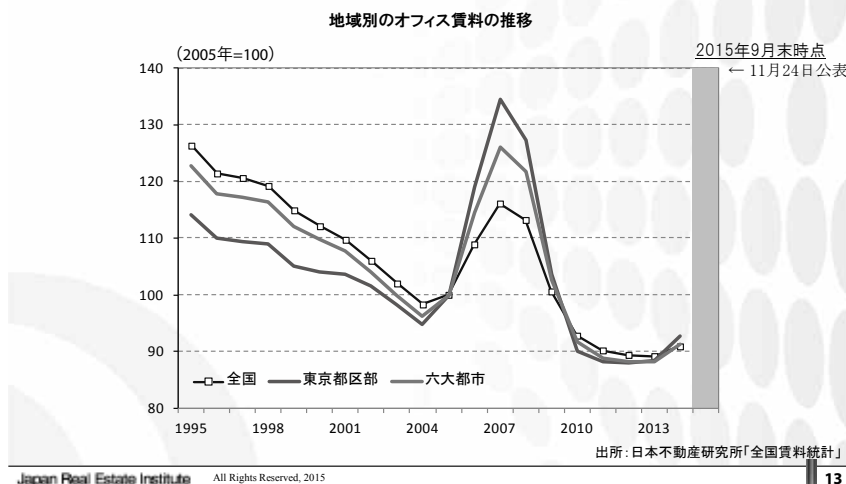
実際、2006～2007年の活況のころ、オフィスの賃料も伸びていましたし、企業の設備投資も盛んでした。リーマンショックを経て企業の設備投資が縮小する中でオフィスの賃料もマイナスに転じ、また長い時間をかけて緩やかではありますが、企業の設備投資が伸びてくる中で、賃料についても緩やかなプラスに転じている。こういった形で、設備投資の動きとオフィスの賃貸市場の動きとは整合的であると言えるわけです。

こういう中で昨年、オフィスの賃料を中心に賃料の上昇が期待されると申し上げていましたが、率直に申し上げますと、期待ほど賃料は伸びていないのが現状です。去年の今ごろは、2015年の1年間をかけ、東京のオフィ



期待外れだったオフィス賃料の動き

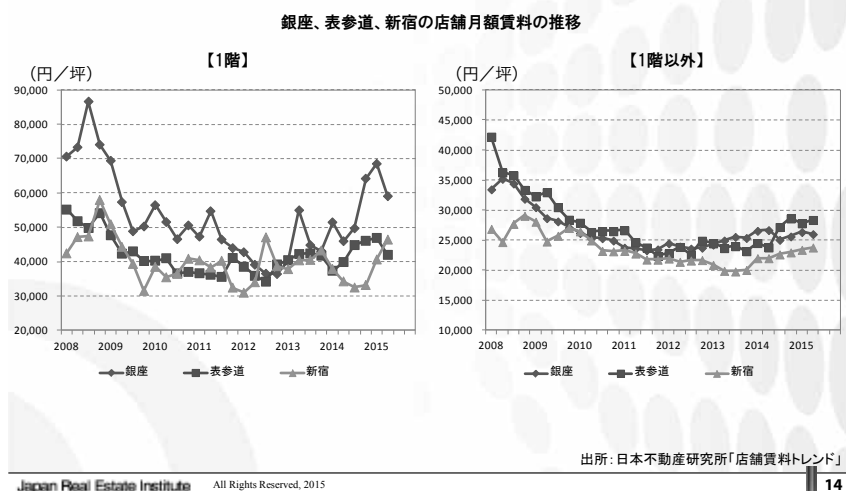
- ・ 東京では10%弱の賃料上昇を見込んでいたが…



13

商業店舗の賃料動向にもムラ

- ・ 店舗賃料も“全般的に”上がっている状況とはいえない。



14

スの賃料は1割ぐらい伸びるのではないかと考えていたのですが、ふたを開けてみると6%程度の伸びにとどまっている。もちろん、小さい伸びではないのですが、前回の山に比べるといかにも頼りないといった伸び方になっているわけです。

オフィスだけではなく。例えば店舗の賃料も上がってはいますが、多少ムラがあるのではないかと見ています。私どもが公表している「店舗賃料トレ

ンド」の事例をもとに「銀座、表参道、新宿の店舗月額賃料の推移」をグラフでお示ししています。例えば銀座の1階は結構強めの賃料の動きになっています。一方で1階以外のところは、確かにじわじわ伸びてはいると思いますが、力強く回復しているとまでは言えないのではないかと。オフィスにしても店舗にしても、賃料の回復はごく緩慢にとどまっているということだろうと思っています。

問題は先行きです。そのことをご説明するために、先に16番と書いたスライドのグラフをご覧くださいと思います。

企業の設備投資の先行きを見る指標はいくつかありますが、その代表的なものの一つが「日銀短観」の設備投資計画です。このグラフは昨年もお見せしたものを更新しただけです。上段が設備投資の額。2014年度の実績と2015年の計画を見ると、わずかではありますが、伸

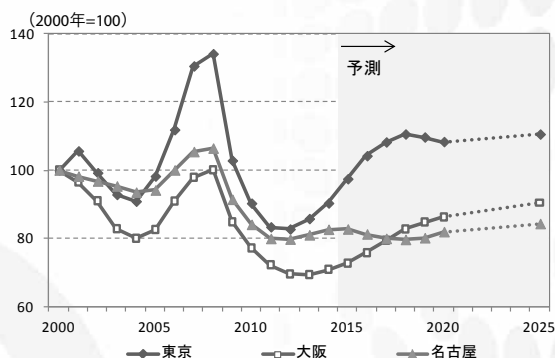
びていることになっています。土地の投資額も9月時点の年度計画は、昨年度の今ごろに比べるとやや強めの投資計画になっている。基本的に企業の設備投資は、緩やかではありますが、今後も少しずつ出ていくだろうと予測しています。

同じく16番のスライド右には機械受注のデータを載せています。機械受注も、短期的に先行きの企業の設備投資を見る上で重要な指標だと考えられています。後ろ

オフィス賃料予測：東京は2019年頃に賃料伸び悩み

- ・ 東京では2019年に多めの新規供給が見込まれている。
 - 名古屋は新規供給ビルのリーシングの好調により、若干見通しを引き上げ。

今後のオフィス賃料の予測



出所：オフィス市場動向研究会「日本不動産研究所、三鬼商事」「東京・大阪・名古屋のオフィス賃料予測」

Japan Real Estate Institute

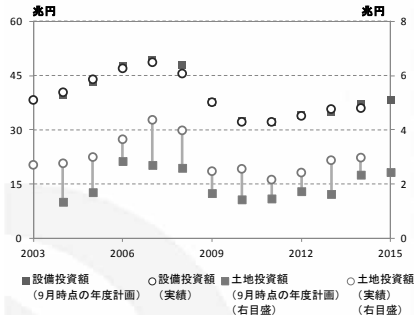
All Rights Reserved, 2015

15

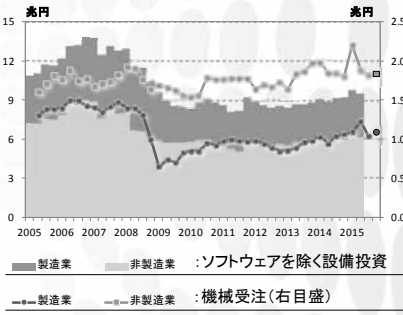
オフィス賃貸市場は緩やかに回復していく

- ・ 近未来については、オフィス賃料の上昇が続く見込み(ただし、その動きは緩慢)。

日銀短観における年度計画
(設備投資、土地投資)



設備投資と機械受注の推移



注：機械受注の2015年第4四半期は見直し。

出所：日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」、内閣府「機械受注統計」

Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2015

16

にある棒グラフは先ほどお見せした設備投資と同じものです。機械受注の折れ線グラフを見ていただくと、2013 年のころからじわじわと伸びている形にはなっています。昨年末とかことしの頭とか多少強めの動きが出ていたので少し見えにくいのですが、少なくともことし 9 月時点の 10－12 月期の見通しでは少しプラスに転じており、そんなに悪くもないのではないかと考えているところです。

ただし、財務省の統計は少し弱気です。2015 年度の設備投資計画は昨年比ほぼ横ばいという感じになっており、先ほどお見せした日銀のデータとか、機械受注の先行指標に比べるとやや弱いのではないかと。いずれにしても企業の設備投資は、緩やかだが伸びていく。伸びていくが緩やかにとどまる。これが公平な総括ではないかと思っていますところ。

「今後のオフィス賃料の予測」では、私どもが公表しているオフィス賃料予測の結果をお示ししています。オフィス賃料予測は毎年春の時点と秋の時点と年 2 回更新しているのですが、今回秋の更新でこれまでのシナリオを少し変えました。これまでは、2025 年まで緩やかに賃料が上がっていくという予測でした。ことし秋の時点で、2019 年ごろに東京ではある程度まとまったオフィス供給があると予測しており、その影響が 2019 年あたりから 2020 年にかけて強めに出るという予測に書き

替えました。2019 年から 2020 年ごろにかけ、東京のオフィス賃料はいったん踊り場的な状況を迎え、その後、再び緩やかに回復していく。こういったシナリオにしています。

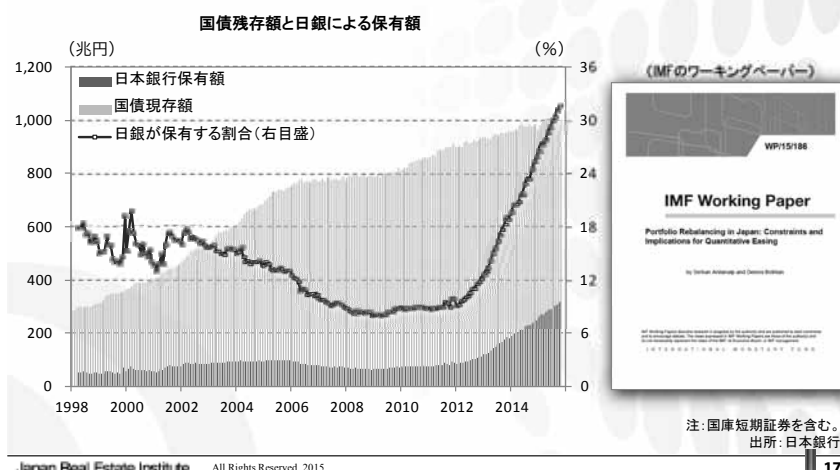
一方、大阪は、2012 年にグランフロントという大量供給がありました。それ以降、オフィスの賃貸市場は厳しいのではないかと大方予想されていたわけですが、実際にふたを開けてみると、リーシングはそれなりに進んでいる。そういう形で需給が引き締まり、昨年度あるいはことし、そしてこれから先、じわじわと賃料が回復していく過程にあるのだろうと見ています。

少し様相が違うのが名古屋です。ことし、来年、そしてそれ以降と、名古屋駅周辺を中心に大量のオフィス床供給が予測されています。さすがにそれを吸収するにはなかなか至らず、恐らく名古屋は、しばらく賃料を調整する局面が続くのではないかと見ています。しかし、それも 18 年とか 19 年ごろが底で、それから賃料は底入れして回復していく。こういったシナリオを考えているところです。

ですから、不動産市場の近未来を考える上では、ちょうど 2018 年とか 2019 年あたりが重要な時間軸になりそうです。このことは金融政策の動きとも連動しています。このことを最後に申し上げていくのですが、その前にもう 1 回話を脱線させていただき、オフィスの賃料

（補論）日本の金融政策の行方

- ・「量的緩和」は永続しない。「2018 年頃に限界」との説も。



不動産市場の潮目の変化も2018年頃か？

- ・ 金融政策が変容を余儀なくされる2018年頃をスムーズに乗り切れるか否かが、近未来の不動産市場を読み解く鍵。

今後の重要なスケジュール

2015年12月	米国FRBが利上げに着手(？)
2017年 3月	物価が2%に到達(？)
2017年 4月	消費税率の引き上げ
2018年 3月	黒田総裁任期満了
2018年 9月	安倍総裁任期満了
2020年 7月	東京五輪開会
2020年度	基礎的財政収支の黒字化(？) ▲1.0%程度(？) (経済財政諮問会議試算)

想定されるシナリオ

追加緩和として考え得る手段

- ✓ 日銀当預への付利の引き下げ・撤廃
- ✓ 国債買い入れ平均残存期間の長期化
- ✓ ETF、REITの買い入れ額増額や、その他リスク資産の買い入れ開始

「出口」において想定される手順

1. 国債等の買い入れ額の縮小→停止
2. 金利(日銀当預付利等)の引き上げ
3. 満期到来債券の入れ替え(ロールオーバー)の縮小→停止
4. 満期未到来債券の売却
5. 超過準備の解消

Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2015

18

についての考え方で、改めて私の立場をご説明しておきたいと思います。

ことしに入り、新規オフィスの供給がたくさんあることがオフィスの賃貸市場を冷え込ませているのではないかな。もっと言うと、業界として新規オフィスの供給を調整することが望ましいのではないかといった議論が聞かれるようになっていきます。例えば、投資家のお客さんがいらっしゃる不動産アナリストの方、株主を前にした上場不動産会社の方がそうおっしゃるのはお立場としては理解するのですが、私は不動産エコノミストを名乗る立場として、その考え方には一切くみしません。それは誤った考え方であることを、ここではっきりと申し上げておきたいと思います。

こういった議論は二つの意味で誤りです。一つ目は、そもそも通常の経済活動として、供給側の企業の適切な競争の中で新しいものが生み出されていて、そこに需要が付くのは、価格原理、市場原理の中で最も重要な前提条件の一つです。農業やタクシー業界など、確かにこういった原理に従っていない業界もあるのですが、不動産業界はそれに従うべきなのかどうなのか。不動産業がそのような特別扱いをされることについて、私は合理的な理由を見いだすことはできません。業界としてそのようなことをおっしゃるのは世の中の誤解を生むことになると思います。要は、不動産業界は自由競争を妨げることを

をよしとするのか、そういう変な捉え方をされる恐れがあるので、あまりそういうことをおっしゃらないほうがいい。こういうあるべき論が一つです。

もう一つは、新しいものが生み出されることは確かに、短期的に見れば賃貸市場を冷え込ませる効果はあるわけですが、長期的に見ればそれは決して悪いことではないということです。本日繰り返し申し上げますが、都市の機能が強化されていくということ。そのこと自体が都市の発展を生み出し、長期的な目で見ると、それが不動産の投資機会をつくるわけです。今後、東京あるいは日本の都市が持続的に発展していく中で新しいオフィスが生まれてくるのは、企業活動にとって非常にいいことです。もちろん、需要が見込めないところに無謀に新しいものをつくればいいということではなく、あくまでも民業の競争の中でということです。少なくとも市場原理の中、あるいは企業の自由競争の中で新しいものが生み出されていくことは、取りも直さずそのまちの魅力を高めることになります。ここを恐れていては不動産市場の長期的な発展は望めません。ですから、不動産業界の中で、例えば容積率の緩和はやめろとか、新しいものの供給を制限しようとか、そういう議論があるのであれば、それに対し私は誤りだとはっきり申し上げますし、そういった議論がまん延しないことを切に願うわけです。

では、どうすればいいのか。正しい方向性はこういうことです。競争力を失った不動産をいかにマーケットからスムーズに退出させるか。これが業界にとってよほど重要なことです。そして、そのことは実際に起こっています。東京の中央区、大阪の御堂筋沿いといったところでは、競争力を失ったオフィスビルが、例えば住宅やホテルに建て変わっている。こういった形でマーケットが新陳代謝することが起こっています。

また、中小のビルが画地をまとめ、新たに魅力的な、大きなビルをつくっていく。そういう方向性もあるでしょう。あるいは、セルフストレージのように、これまでになかったマーケットができてくるということかもしれません。いずれにしても、不動産業界の発展のために真に重要なのは、新しいものが減ることではなく、競争力の失ったものをマーケットから退出させること。このことに主眼を置くべきであると思います。

脱線が長くなってしまいました。そろそろ総括にいきたいと思います。

2018 年とか 2019 年というタイムフレームをお示しましたが、日本の金融政策もどうやらこのころに一つのヤマ場を迎えそうです。2015 年 8 月に、IMF の研究者が日本の金融市場の分析に関するワーキングペーパーを出し、これが日本では結構話題になっています。ここには「現在の量的・質的金融緩和は 2018 年ごろに限界を迎える」と書いてあります。なぜかと申しますと、現在の量的・質的金融緩和は、日銀がマーケットから大量の国債を買う形で実現しています。そのペースが年間 80 兆円。実際に、これまで日銀は年間 80 兆円のペースで国債を増やすことに成功してきました。しかし、世の中の国債は無限ではありません。政府が発行する国債は年間約 40 兆円ですので、日銀が 80 兆円買うということは、世の中に出回っている国債がどんどん減っているということです。

実際に「国債残存額と日銀による保有額」のグラフでお示しているとおり、日本における国債の額は、長期国債、短期国債、あとは国庫短期証券という商品も含めると 1000 兆円ぐらいあります。そのうち、日銀が持っているのは 300 兆円を超え、割合にすると 3 割ぐらいです。日銀がすべての国債を買うことは基本的にできないと思います。なぜかと申しますと、国債には債券としての実需があるからです。例えば、金融機関は金融機関

同士の資金を融通するときに、国債を担保として差し入れることが普通に行われています。あるいは生命保険や年金は毎期毎期、キャッシュを生み出す、クーポンを生み出すボンドに投資することが必須であると考えられます。そうすると、日銀の買いオペレーションに応じられる額が 2018 年ごろに枯渇する。それが彼らのワーキングペーパーの主要な主張となっています。

そこから先、何が起こるのか。普通に考えると別に何も起こりません。国債の需要が高い状況なので金利は下がっています。もっと言うと、日銀が例えばマイナス金利を許容するのであれば、さらに買っていきけるかもしれません。しかし、そこで起こっているのは国債がカラッカラの状態であり、これは取りも直さず、市場のボラティリティが高まっている状況です。そこで何らかの偶発的な事象で金利が上がる、あるいは国債の債券の価格が下がることになると、それが誤った期待形成を通じ、金利を急激に引き上げるというリスクが内在されてしまう。それが「国債が枯渇する」ということの怖さだろうと思います。

2018 年はくしくも日銀黒田総裁が任期を迎え、また、安倍首相が自民党総裁としての任期を迎える年です。どうやらこのころに、いずれにしても今の金融政策は何らかの変容を迎えると思われます。日銀の公式見解は、2017 年 3 月までに物価が 2% に到達し、それで金融緩和が終わるということですから、そこまでは買い続けられる。それはそうでしょうが、多くのエコノミストが予測しているとおり、2017 年 3 月までに物価が 2% に行くのはかなり難しいと思います。そうすると、2018 年に国債が枯渇するという問題が意識されるようになってくる。このように考えているわけです。ですから、近未来の不動産市場を占う上では、まずは金融政策が変わらざるを得ない 2018 年ごろをどうスムーズに乗り切るか。これが目下、注目されるポイントということになります。

総括に入ります。短期的に見ると、少なくとも来年 1 年間は上向きにも下向きにもあまり大きなことは起こりません。本当はここで、2016 年はこうなるという、何かキャッチーなことを申し上げられればいいのですが、そういうことは何もありません。メインシナリオとしては「総括：2016 年の不動産市場の見通し」にあるようなことになります。

総括：2016年の不動産市場の見通し

メインシナリオ

- ・ 利回りは“踊り場”的な状況に差し掛かる。
- ・ 概して賃料は緩やかな上昇を続ける。
- ・ そのため、資産価格も緩慢な上昇基調が続く、という筋合い。

※ 緩和的な金融環境が継続することから、物件取得意欲が高い状況は変化しない。また、不動産投資主体の多様化(海外勢含む)も進む。

※ ただし、過度な楽観が蔓延し市況が過熱化する公算は低い。

リスク要因

景気の先行きに対する不透明感が高まり、企業の設備投資意欲が減退。
不動産の実需にも下押し圧力がかかり、賃料の上昇期待が剥落。

もっとも、価格調整局面が訪れるとしても、秩序だった市況サイクルを描く可能性が高い（＝市場のレジリエンスは維持されている）。

← これまでの“熱狂なき市況回復”は不動産市場成熟の証。

Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2015

19

利回りはいったん踊り場的に下げ渋る状況になってく
る中、賃料は緩やかではあっても上昇を続けていくと思
います。そうすると資産価格も、緩やかではあるけれど
も上がっていく。こういった筋合いになります。その背
景には当然、金融緩和があります。来年、物価が2%に
到達し、日銀が出口に着手するようなことは恐らくあり
ませんので、来年1年間も金利は低位安定で推移する
確率が極めて高い。そういった中で、投資家の方々の物
件取得意欲が高い状況が続く、今のような不動産市場の
状況は来年も続くだろうと見ています。一方で、特に金
融回りを中心とした過度な楽観が市場を押し上げると
いった上向きのリスクも、今のところ少ないと思いま
す。下向きにも上向きにもリスクの少ない、緩やかな動
きをする。そういうシナリオをメインシナリオと思って
います。

一方、リスク要因として、下向きのリスクについては
書かせていただきました。景気もいまだ踊り場的な状
況を迎えています。これまでの不動産市場の活性化の中
には、相応に賃料の上昇期待のようなものが織り込まれ
ていたことは否定できないと思います。そうすると、景
気が悪くなる中で、賃料の上昇期待がはがれ落ちること
により、資産価格も冷え込む。そういう可能性がないと
は言えないので、一応ここに書いています。ただ、重要

なことは、たとえ下落局面が訪れるにしても、今の段階
であれば、それは非常に秩序立ったサイクルになる可能
性が高いということです。

繰り返し申し上げているとおり、日本の不動産市場が
バブル的であるとは考えていません。そういった中、た
とえ下落局面が起こるにしても、そこに新たな投資機会
を見つける方々が出てこられて、買い手、売り手のプ
レーヤーが代わる形で緩やかに市況が動いていく。この
ことはまさに、不動産市場、特に投資市場が成熟してき
たことの証しそのものです。私はいま、来年はさほど
キャッチーなことは言えないと申しましたが、まさにそ
れは不動産市場が成熟していることであり、いいことで
あるわけです。決して悲観することではありません。

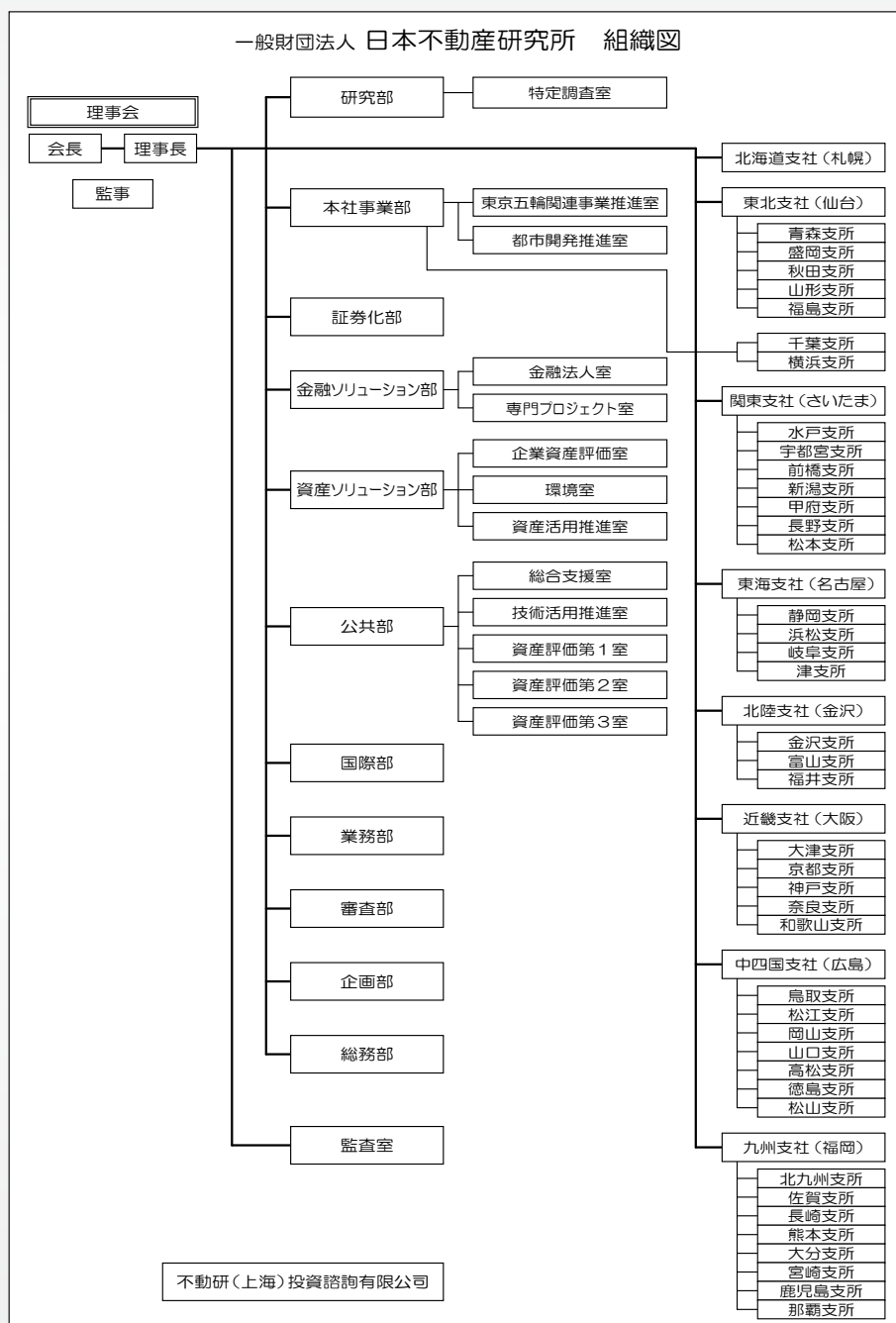
もちろん、本日お越しの方の中には、例えば物件の取
得などで非常にご苦労されている方が多くいらっしゃる
と思いますが、善かれ悪しかれ、ことしのような状況が
来年も続いていく。このことを来年に対する見通しとし
て、私からの発表を終わらせていただきたいと思います。

ご清聴、誠にありがとうございました。

※本稿は、平成27年12月4日に開催された平成27年定例講演会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

東京都港区虎ノ門 1-3-2 勸銀不二屋ビル

お問合せ先：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・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
理事・企画部長 岡 淳二 ©2016
〒105-8485 東京都港区虎ノ門1-3-2
TEL 03-3503-5330／FAX 03-3592-6393