

不動産調査

No.410 (2018/4/18)

平成 29 年 定例講演会

2018年の日本経済と不動産市場

第 1 部 ● 特別講演

2018 日本の針路・世界の行方 2

外交ジャーナリスト・作家
元 NHK ワシントン支局長 手嶋 龍一 氏

第 2 部 ● 研究報告

2018年の不動産市場 5

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト
大妻女子大学 非常勤講師 吉野 薫



一般財団法人
日本不動産研究所

平成 29 年 定例講演会 2018年の日本経済と不動産市場

第 1 部・特別講演

2018 日本の針路・世界の行方

プロフィール

外交ジャーナリスト・作家
元 NHK ワシントン支局長

てしま りゅういち
手嶋 龍一 氏



NHK ワシントン支局長として9・11 テロに遭遇し 11 日間の連続中継を担う。NHK から独立後に発表したインテリジェンス小説『ウルトラ・ダラー』、姉妹篇『スギハラ・ダラー』は 50 万部の大ベストセラーに。ノンフィクションのロングセラーには『たそがれゆく日米同盟』『外交敗戦』（いずれも新潮文庫）がある。

近著には『汝の名はスパイ、裏切者、あるいは詐欺師—インテリジェンス崎人伝—』（マガジンハウス）。さらに最新刊には、激動の国際政局にあって主要国が少数の政治指導者に強大な決定権を委ねる危うさを警告した『独裁の宴』（中公新書・佐藤優氏と共著）がある。

現在は、大学や外交研究機関で外交・安全保障を中心に後進の指導にも熱心に取り組んでいる。

Contents

1. 2018 年の国際情勢の展望 —注目されるアメリカの動向 2
2. トランプ大統領はどのように北に立ち向かおうとしているのか 3
3. キューバ危機は、核の時代の原風景 4

1 2018 年の国際情勢の展望 —注目されるアメリカの動向

○アメリカのトランプ大統領はこのほど、超大国アメリカの歴代政権が長年抑制的に対応してきたイスラエルの首都をエルサレムへ移転すると発表した。これは 2018 年が波乱含みの年になることを物語る、国際的に見て非常に重要な出来事である。日本政府の部内には、影響を限定的とする見方もあるが、楽観的な観測と言わざるをえない。いま現地で起きている事件をみても、将来、さらに深刻な武力衝突に発展する予兆と捉えるべきだろう。中東和平のカギを握るイランは、

こうした事態を形の上では慎重に見守っているように見えるが、これを好機として攻勢に出ようとしている。

○超大国アメリカは、中東と東アジアという「二つの戦略正面」に相対している。とりわけ、東アジアは世界経済の成長エンジンである。従ってアメリカにとって非常に重要な地域であり、台湾海峡と朝鮮半島という二つの危機を孕んだ地域を抱えている。それに関わらず、アメリカの歴代政権は、アフガン戦争からイラク戦争、IS との中東を中心とした戦争に足をからめ取られ、東アジアに巨大な戦略上の空白を生じさせてしまった。北朝鮮は強権体制の維持をかけて、力の空

白の隙を衝いてきている。トランプ政権も、戦略的な関心を中東地域に向けてしまえば、東アジアでの戦略上の空白はますます広がろう。それは北朝鮮にとってプラスに作用するだけではない。「海洋強国」を呼号し、東シナ海、南シナ海に進出しようとしている新興の軍事大国・中国にとっても、格好の戦略状況となる。そういう危機を孕んだ年、2018 年をわれわれは迎えようとしている。

2 トランプ大統領はどのように北に立ち向かおうとしているのか

○去年 9 月 3 日、北朝鮮は大方の予想を裏切って六度目の核実験を強行した。ロシアと中国は中・長距離ミサイルの発射の際には口頭で非難しただけだった。だが今回は一週間あまりで北朝鮮に対する追加の経済制裁が国連安保理で決議された。ただし、アメリカのヘイリー国連大使が主張した石油を全面禁輸は、ロシアと中国の反対で合意に至らず、現在を上限に石油・石油製品の輸出を制限するとされた。世界のお金の流れを把握するアメリカ財務省が主張した金正恩委員長の個人資産の凍結も決議案から落とされた。詳細にみれば、抑制的な決議であったことがわかる。

○この国連決議から 2 か月後、トランプ大統領は東アジアの主要国を歴訪した。この歴訪にいたるルートは大変示唆的だ。朝鮮半島に有事が起きたとき、作戦の指揮をとるハワイ・パールハーバーの太平洋軍司令部をまず訪れ、その指揮のもとで前線の指揮を委ねられる在日アメリカ軍司令部のある横田に入り、米空軍のジャケットを着て、「いかなる独裁者も、国家も、アメリカの決意を過小評価してはならない」と演説した。有事には強大な軍事力を持つアメリカは武力行使をためらわないというシグナルを平壤に送ったのだ。

○横田基地での演説の直後の安倍首相と首脳会談の際、両首脳はそろって記者会見を行い、「現下の核ミサイル危機に対して日米がリーダーシップをとり、あらゆる手段を通じて、北朝鮮に対する圧力を最大限まで強めていることで完全に一致した」と発表した。安倍首相は、北朝鮮への対応について、トランプ大統領から詳しい情報を受け取っていることは間違いない。だが

それは、安倍首相が正しいシグナルを読みとっていることを意味しない。政治家の観測にはどうしても自己本位の、希望的な観測が入り込んでしまう。安倍首相はトランプ大統領が去年暮れから年始にかけて、アメリカが先制攻撃を仕掛ける可能性が高いという感触を得たとして、周辺に漏らしていた。だからこそ、「国難突破の総選挙」に事前に打って出て、より強力な政治体制を構築しておくべきだと訴えたかったのだろう。ただ、総選挙に圧勝してしまうと、憑き物がすっかり落ちたように先制攻撃に触れなくなった。

○私は「朝鮮半島での有事などありえない」と言っているのではない。少なくとも年初までは、「朝鮮半島に X デーが近い」と騒ぎ立てる根拠に乏しいと指摘したのである。トランプ大統領は東京からソウル、さらに北京を訪問したが、東京の安倍会談に比べて、習近平主席との会談では、強硬論はすっかり影を潜めてしまった。習近平主席から日本円にして 28 兆円という巨額の米国製品の購入計画、貿易協定、投資協定を提示されたことでトランプ大統領はすっかりおとなしくなってしまった。

○現在のアメリカと中国の関係を正確に読み解くためには、初めての習近平・トランプ会談に遡ってしておく必要がある。4 月 6 日、初の米中首脳会談がフロリダで行われた。晩餐会に先立ってトランプ大統領はシリアの軍事施設の空爆に関する作戦命令書に署名していた。晩餐会開始から 1 時間 10 分後に現地で巡航ミサイルが命中した。トランプ大統領は晩餐会の終わりにこの事実を習近平首席に告げた。この絶妙なタイミングを狙ってシリアへの武力攻撃に踏み切ったのだ。この驚愕の事実を告げられた習近平首席も表情がにわかに陰しいものになったという。そして「シリア市民が毒ガスの犠牲になったことへの報復であれば、アメリカ軍の攻撃は理解できる」と言わざるを得なかった。しかし、トランプ大統領はそれにとどまらず、習近平主席に「北朝鮮に核とミサイルの開発を中止させ、廃棄するよう説得してほしい」と要請し、もし中国が適切な説得に乗り出さないのならば、「アメリカは単独でも行動する用意がある」と伝えたのだった。これには習近平首席も「しばしの猶予をほしい」と訴えた。これが今年の 7 月 15 日をデッドラインとする「100 日条項」と言われるものだ。だが中国の説得はさした

る効果をあげなかった。

○アメリカは、北朝鮮を8年ぶりに「テロ支援国家」に再指定し、核・ミサイルの外貨獲得に関わった中国や北朝鮮の企業に制裁を科した。8年ぶりに対北強硬策に転じたのである。だがそれとて、中国の抵抗に遭ってあまり強い措置は採れなかった。これ見よがしに、北朝鮮は11月29日に「火星15号」を打ち上げた。ただ北朝鮮の側も、アメリカを過度に刺激しないよう真上に打ち上げている。アメリカと北朝鮮の間では一種の「ゲームのルール」が成立し始めているように見える。

○現下の情勢では、米朝両国が直接接する可能性はありとみている。つまり、米朝の思惑が一致し、一連の強硬策が北を突き動かして、北朝鮮が交渉のテーブルに臨む可能性がある。だが、対話が実現した時の「最悪のシナリオ」とは何か。アメリカは北朝鮮にアメリカに届くようなICBMの発射実験と開発の凍結を要求するはずだ。もし北朝鮮がそれをのめば、代わりにアメリカ政府は北の強権体制の保全を裏書きするだろう。このような妥協は、米朝両国を利するかもしれないが、日本は依然として北朝鮮の中距離ミサイルの射程に入ったままだ。これが日本にとっての「最悪のシナリオ」であり、日米同盟に深刻な亀裂が入る危険を孕んでいる。

たのがフルシチョフ書記長だった。ケネディ大統領もまた核戦争のゲームから降りたがっているというシグナルをこの言葉から読み取ったのである。そしてソ連艦艇のUターンを命じ、キューバ・ミサイル危機の13日間は静かに幕を下ろしたのであった。

○キューバ危機当時の状況は、いまの朝鮮半島危機と基本的な構図を同じくしている。超大国アメリカが伝家の宝刀を抜く。その強い覚悟こそ最終的に相手国を交渉のテーブルにおびき出す。これこそが「核の時代のディレンマ」にほかならない。ただ、キューバ危機当時と北朝鮮危機との最大の違い、それは「ケネディとフルシチョフ」、「トランプと金正恩」という指導者の違いなのである。ぎりぎりの局面で、果たして指導者に理性が働くのか。2018年は、和戦の岐路に立って推移している。

3 キューバ危機は、核の時代 の原風景

○いまトランプ政権の高官の大半を占める軍出身者は、冷戦期のキューバ危機と現在の朝鮮半島情勢を二重写しにして、対応を考えている。当時のアメリカのケネディ大統領、対するソ連のフルシチョフ書記長は、文字通り「破滅の淵」に身を置いていた。アメリカの軍部は、キューバの核ミサイル施設を瞬時にたたきつぶせばいいと強硬論を唱えていた。だが、ケネディ大統領は、ロアヴェット翁の助言もあって、海上封鎖（naval blockade）の実施を命じたのだった。この海上封鎖は戦争行為の一つであり、それゆえケネディ大統領は「海上封鎖」と表現せず、あえて臨検（quarantine）と呼んだのだった。この言葉に注目し

※本稿は、平成29年12月8日に開催された平成29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 29 年 定例講演会 2018年の日本経済と不動産市場

第 2 部・研究報告

2018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
大妻女子大学 非常勤講師

よしの かおる
吉野 薫



1978年、石川県生まれ。東京大学経済学部卒業、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、一般財団法人日本不動産研究所にて現職。現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当するとともに、わが国の不動産市場の国際化に関する調査等にも従事している。専門は都市経済学、経済政策。著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」（フォレスト出版）、「Q&A 会社のしくみ 50」（日本経済新聞出版社、共著）がある。

皆様、こんにちは。ただいまご紹介をちょうだいしました日本不動産研究所の吉野と申します。不動産エコノミストと名乗りまして、不動産市況の全般、不動産に関わる政策の調査、あるいは諸外国の不動産市場の状況等の調査に従事しております。本日は「2018年の不動産市場」と題しまして、私どものさまざまな調査・研究を交えながら研究報告をさせていただきたいと思っております。1時間程度お時間をちょうだいしたいと思います。お手元に資料をお配り申し上げていると思っておりますので、そちらをご覧になりながら、また前のスライドもご覧になりながらお聞きおよびいただければと思います。一部のスライドや一部のデータの更新が配布資料では間に合っておりませんので、適宜前と見比べながらご覧いただければと思います。

早速ですが、今年1年の振り返りということで、昨年私はここで「2017年の不動産市場」という題で研究報告をさせていただきましたが、そのときにお配りしたスライドをそっくりそのまま載せております。そのときには私は「熱い風」という言葉を用いまして、過熱感

はいけれども活況は続くという見立てをご披露させていただきました。それが当たっていたかどうかということについて、これからいくつかのデータを用いてご説明していきたいと思っております。まずは利回り、それから賃料、そして資産価格の状況という順番でお話をしてまいります。

まず、ご覧いただきますのが A クラスのオフィスビルの期待利回りです。私どもが実施しております不動産投資家調査、皆様方にもご協力いただいておりますアンケート調査のデータでございます。トップラインが東京・丸の内、大手町。今年の春の調査、今年の秋の調査、それぞれ 0.1% ずつ下がりまして、引き続き利回りの低下は続いているということが確認されております。ただ、この利回りの低下は市場全般に及んでいるということでもないのではないかと考えております。そのペース自体は昨年来非常に慎重になっていることは事実です。

こちらは都内の主要オフィス地区 14 地区における利回りの動きを示しておりますが、ひとところのようにほぼ全ての地域で下がっているという状況からはだいぶ様相が変わっております。例えば、前の期に下がったところ

は今回は横ばい、あるいは今回下がったところも前の期は横ばいだったという形でそろりそろりと利回りの低下が進行しているという状況が続いております。

また、アセットクラスによっても変化がございます。例えば、長い目で見ると、やはり気になるのは郊外型商業が下がりきっていないという状況があります。また、これらのアセットクラスいずれについても、下がるものもあれば横ばいになるものもあるという形で、市場全般に利回りの低下が及んでいるというよりは、慎重にそろりそろりと利回りが低下する。そのようなプロセスにあった1年であったと考えております。この意味で市場の潮目が今年は変わったということまでは言えない。引き続き投資意欲は活発な状況が続いていたと総括しているところです。

続いて賃料の動きということですが、賃料はなかなか伸びていかないということも事実でございます。私どもが9月時点で毎年調べております全国賃料統計、これで見ますと、例えば東京の大手町・丸の内地区は2013-14年ごろに上がってきたわけですが、ここのところ横ばいです。大阪の御堂筋は少し賃料が上がったり、名古屋の栄も賃料は横ばいだったり統計上はこういう数字になっています。

ただ、これは決してネガティブな状況ではなくて、オフィスの需給自体は引き締まっている状況にあるかと思えます。三鬼商事様のデータをお借りしております。これは皆さんにはお配りしていませんが、これで見ても、募集賃料は東京では上がっておりますし、大阪・名古屋も東京の上がり方に比べると緩やかですが、足下で上昇が続いています。

再び三鬼商事さんのデータを使わせていただいておりますが、空室率は順調に下がっている。賃貸需給が引き締まっているということが確認されております。東京のほうも引き締まっているだけではなくて、ひところ大量供給があった大阪などでも足下は引き締まっておりますし、名古屋もここしばらく名駅中心、あるいはささしまライブエリアで大量供給があったわけですが、それでも順調に床が埋まっています。特に、ささしまライブのほうは大学も入ったりして、なかなか賑わいがあって、当初懸念されていたのとはだいぶ様相が違うとお見受けしております。これはオフィスです。

住宅のほうも私どもは全国賃料統計で調べておりまし

て、住宅のほうも結構ポジティブな数字が出ております。こちら地域別で見ると、東京圏が上昇し、名古屋圏が横ばいで、大阪圏が下落を続けているという絵姿にはなっているのですが、例えば30万人以上の大都市という区分で見ますと、なかなか上がりにくいと言われる共同住宅の賃料についてもプラスの状況が続いているということで、全般的に賃貸需給が引き締まる形で、賃料も上昇トレンドにあった。そのような1年であったと振り返っております。

いま申し上げたとおり、利回りは緩やかだけれども下落基調。そして、賃料のほうもポジティブな動きということになりますと、ものの筋合いとして割り算で出てくるような資産価格も今年1年基本的にポジティブに推移したということだろうと思います。

私どもの市街地価格指数のデータを8番のスライドでご覧いただいておりますが、六大都市については商業地・住宅地いずれもすでに上昇を続けて久しいという状況になっています。商業地・住宅地も下げ止まりの動きになっていまして、ついにマイナスから脱却したという状況にあります。こういう形で資産価格もポジティブに推移したというのが今年1年だったと思います。

昨今、マンション価格も私どもはいろいろ調べております。これはアットホームさんとケン・コーポレーションさんと取り組んでいる住宅マーケットインデックスのデータです。これは東京23区です。23区の新築マンションはいずれのサイズもここのところ高い水準に来ていているということで、ここにも資産価格の上昇の動きが表れていると思います。

ただし、ここも市場全般が過熱しているという見立てではなくて、これは私どもの「不動研住宅価格指数」という中古マンションのデータですが、こちらを見ると、今年の後半以降、ややもたつき感があるという動きになっています。実需層の人たちまで住宅を買い上がっていくという意味の過熱感はない。マクロ的な過熱感はないながらも、資産価格はポジティブな状況が続いてきた。そんな1年だったと振り返っております。

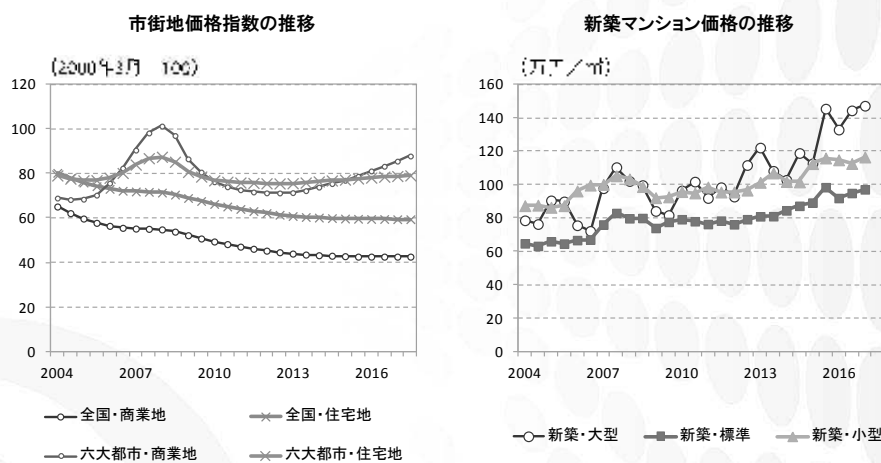
マクロ経済の話になってしまいますが、この背景として抑えておきたいのは今年1年はやはり景気はよかったと総括すべきではないかと思っています。特にこの景気のよさは製造業を中心によかったということになります。左側は在庫循環図を示しております。これは製造業

における生産の動きと在庫の動きを2軸にプロットしたものです。これはどう見ていただくかという、景気回復の入口では何が起きているかという、製造業者が生産を増やしているにも関わらず、在庫がはけている状況です。これが景気の回復の入口ですが、それは右下

の象限に点として表れます。これをご覧いただくと、去年の後半以降、右下に点がありまして、今年に入ってからいったん在庫積み増しの局面もあったのですが、今年の第3四半期は再び在庫減、生産増という右下の象限に来ております。いずれにしても生産はずっとプラスを

資産価格は緩やかな上昇基調

・ 地価や新築マンションは穏やかな上昇が継続



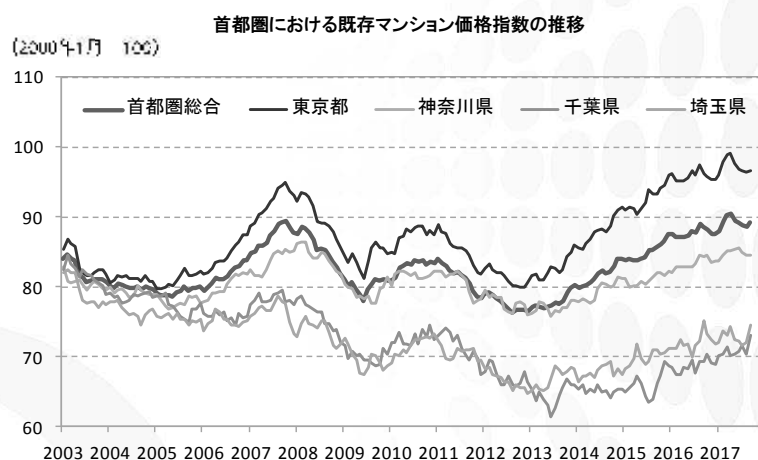
Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2017

8

ただし一部には頭打ち感も

・ 実需層が高値を追うような展開とはなっていない



Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2017

9

続けておりますので、製造業は引き続き活発だったということが言えます。

そして、それを牽引していたのが外需の動き、輸出の動きということです。輸出のほうも去年の後半以降、明確にプラスの領域を推移しておりまして、このことも日本の景気を後押しする大きな要因になっていたというべきだろうと考えています。

こういうデータでも景気のよさが裏付けられます。左側は法人企業統計における企業の利益、利益率の動きになります。赤い濃い線が製造業における利益率の推移になります。昨年来、製造業における本業の利益が上昇しているということで、企業の業績は好調であるということが改めて裏付けられた格好になります。

右側は私が非常に重視しております企業の設備投資の動きになります。企業の設備投資も緩やかではありますが、回復の状況にあるということで、この7-9月期もプラスに出てきていまして、その結果、今朝発表になりましたGDP推計の改定が起っておりますが、こちらでも企業の設備投資を主な要因として上方改定になっております。7四半期連続のGDPプラスということで、実感が伴わないと言われながらも、やはり日本の景気は好調であると言わざるを得ないという状況になっていきます。そして、このことが不動産の実需、すなわち賃貸需給の引き締めりと整合的であった。そんな1年であったと振り返られるわけです。

昨今、さらに株が上がっているのですが、先に13番のシートをご覧くださいと思います。黄色の線で株価の推移を示しております。今年の9月から再び上昇しているという状況にありました。棒グラフは部門別の売り越し・買い越しの状況ですが、9月以降、海外勢が日本の株を買い上げることによって株価が上昇したということが確認できます。

これはさまざまな意見があるのですが、海外の長期的な資金が日本の株を改めて評価しているのではないかとという説もあります。もしかするとこの株高は比較的息の長いことになるのではないかと期待しているところがございます。このことは不動産市場にとっても有益だと思います。

一つ戻っていただいて12番のシートです。これは二つの指標の相関関係を示しております。縦軸に示しているのが内閣府の消費者意識調査における資産価格の指標

です。これは何かと申しますと、一般の消費者の方々に先々資産価格が上がっていくかどうかを聞いたアンケート調査です。この指標が高くなると、人々が資産価格に対してポジティブなイメージを持っているということを意味します。横軸には1年間の日経平均株価の騰落を示しました。

実は、人々の資産価格に対する意識は株との連動がものすごく高いということをこの図で示しています。これは2004年以降なので、十数年の毎月のデータがありますが、決定係数6割ということで、これはかなり高い相関と言えます。株が上がると、人々は資産価格に対してポジティブなイメージを持つようになるという構造になっています。これは当然ながら人々の住宅、あるいは不動産投資に対する考え方をポジティブにする要因になりますので、やはりこのところの株高は現在、そして先行きの不動産市場にとってもプラスになると考えております。

株高を外国勢が演出したと申し上げたわけですが、不動産市場はどうだったか。改めて昨年のまとめを見ていただきますと、「一部の強気なプレイヤー」という書き方をさせていただきました。去年はどういうプレイヤーが強気化するかということまでは特定しませんでした。蓋を開けてみて分かったことは、今年外資勢が日本の不動産を強気に買っていたというように振り返っております。

こちら皆さんにお配りしているデータは更新が間に合っておりませんが、今年再び外資による日本の不動産の購入が増えているということを私どもはつかんでおります。取引に占める外資の割合も今年のはじめは結構高かったということになります。

いくつかの顕著な取引、話題になった取引の中でも、外資が関わっていたものが結構多くありました。個別には申し上げませんが、例えば湾岸地区のビルはアジア系の投資家の方々が購入するということが複数ありました。あるいは、日本の商業施設についても欧米系の投資会社がさまざまな形で購入したということが報じられています。このように不動産市場は過熱感はないにせよ、一部こういう強気のプレイヤーもいる中で、引き続き活況が続いた1年だったと考えております。

一方でいまひとつ盛り上がりには欠けているのはJ-REITということになります。J-REITの投資口の価

格がなかなか上がらないという状況で、その主たる要因は何かというと、いわゆる毎月分配型の不動産投資信託が不振であるということがささやかれています。実際に統計で見ますと、これはJ-REITの部門別による買越と売越の棒グラフを示しております。マイナス金利のときの外国人の購入時を除いて、ここ数年ほぼ一貫して投資信託は買い越し主体であったにもかかわらず、今年の春以降はなんと売り越しに転じております。主な買い手であった投資信託がJ-REITの買いを手控えることによって、J-REITの株価が低迷しているという状況が今年1年の動きでした。

ちなみに日銀はどこに入っているかというと、日銀は銀行の中の信託銀行の買いとしてこの統計では表れます。日銀は1年間に900兆円J-REITを買うことになっていますが、昨年は880兆円ぐらい買っています。今年はどうかというと、実は10月末までに860兆円買ってしまいました。残りはあと30~40兆円しかありません。そして、11月以降、日銀はJ-REITを買っていません。12月にあと2回か3回、これまでの恒例だと、日銀は1日に12億円か13億円ずつ買いますので、あと2~3回は買えるのかもしれませんが、どうも今年は日銀相場みたいな形でJ-REITが盛り上がっているシナリオはちょっと考えづらいのではないかと思います。

況になっています。

J-REITの株価が低迷していることは善し悪しがありまして、J-REITに過熱感がないということは、一つマーケットの健全性を担保しているということも言えるかと思います。これはREIT指数を青で取りまして、J-REIT全体の配当利回りを赤で取っています。そして、国債金利との比較をイールドギャップとして緑で表したものです。いま国債の金利はほぼゼロですから、イールドギャップは4%近傍に来ているということになります。

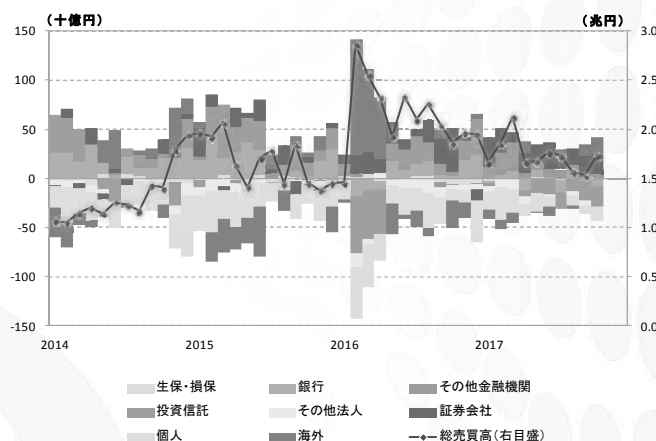
投資口の投資家の方々は利回りの低下、あるいはイールドギャップの圧縮をこれまでなかなか許容しない状況があるということです。前回の活況のころ、2007年当時はイールドギャップが1%を切るような状況のときと比べると、状況はかなり異なっているということが言えます。J-REITは日本の投資用不動産を購入する主な主体の一つですから、彼らがこのような投資家の慎重なスタンスを反映して、不動産市場においても慎重な動きをしていることが、日本の不動産市場を健全化しているという見立ても一つできると思います。

ただ、一方でREITが買えなくなるということは、不動産の流動性という面において出口が見込めなくなるのではないかという疑心暗鬼にもなりかねないということ

盛り上がりには欠いたJ-REIT市場

・ 投資信託による投資口の買い越しがストップ

J-REITの売買金額と投資部門別売越・買越状況



出所：日本取引所グループ

Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2017

15

です。このリスクについては後ほどデットファイナンスの今後の動きということでもご披露したいと思います。

先にこれまでデットファイナンスの状況を改めて振り返っておきましょう。18番のシートに目を転じていただきたいと思います。日本銀行の日銀短観に見る不動産

業の資金繰りDI、貸出態度DIということでお示ししております。私どもは多くの投資家の方、あるいはレンダーの方にヒアリングにご協力いただいております。その結果を拝見すると、一部の金融機関さんが慎重な姿勢を保ち続けているというご意見も多々聞かれるわけです

J-REITに対する投資家の冷静な目

・ 一定水準の配当金利回りが不動産市場の健全性の証

東証REIT指数、配当利回りとイールドギャップ



注：イールドギャップは各月最終取引日における10年国債利回りとの差。
出所：Bloomberg

Japan Real Estate Institute

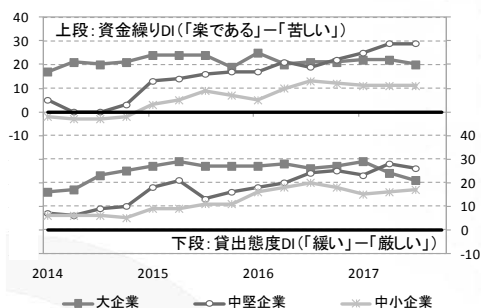
All Rights Reserved, 2017

16

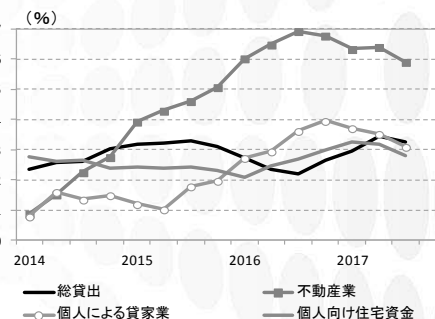
緩和的な不動産デットファイナンス環境

・ 不動産業向け貸出総額の伸びは高い状況が継続

不動産業の資金繰り・貸出態度DI



貸出残高(前年同期比／前年同月比)



注：貸出残高はいずれも国内銀行の銀行勘定および信用金庫の銀行勘定の計。
出所：日本銀行

Japan Real Estate Institute

All Rights Reserved, 2017

17

が、少なくともマクロ経済全体において資金繰り、貸出態度が厳しくなっているという状況はこれまでのところ観察されておられません。確かに頭打ち感があるようにも見えるのですが、基準となるゼロのところから相当大きく浮き上がっておりまして、今年1年間、これまでと同様緩和的なデットファイナンス環境が続いたというふうに総括できます。

これもお配りしておりますが、不動産業においても大企業のみならず中堅企業や中小企業に至るまで緩和が及んでいるということが、前回の不動産市場が活況だったところとの大きな違いになります。もちろん、この中堅・中小のところにはREITの運用会社さんが入っていらっしゃるの、必ずしも大企業に比べて中堅・中小の方々は信用力が低い方であるというつもりは全くございませんけれども、それでも企業の規模にかかわらず全般的に不動産のデットファイナンス環境は緩んでいるという状況が確認できます。

その結果、不動産に対する融資も伸び続けているということになります。不動産業向けの貸出残高の伸びは去年から折れているように見えるのですが、これはあくまでも前年同月比です。全体的な貸出の動きに比べると、不動産業に向けた貸出の残高の伸びはいまだ高い水準を保っております。これまでのところ不動産に対する融資が絞られているという状況は確認できないというふうに見るのが妥当だろうと思います。

また、一部不動産業向けの設備資金の新規の貸し出しが減っているのではないかと議論される方もいらっしゃるのですが、設備資金の貸し出しは不動産業のみならず、総貸出のほうで見ても、前年同月比マイナスペースで推移しておりまして、ここでも不動産業向けの融資がこれまで以上に細っている、絞られている、厳しくなっているというネガティブな見立てをするのは妥当な状況にはないと考えております。

去年もこれはお話ししましたが、個人による貸家業、アパートローンについては潮目の変化があったのではないと見ております。日銀や金融庁もこのことについては引き続き問題意識を持っています。例えば、日本銀行さんの「金融システムレポート」のグラフをここに引用させていただいていますが、金融機関さんがアパートローンを貸すときにさまざまな定量基準、例えばDSCR (Debt Service Coverage Ratio) や LTV (Loan

to Value) という指標を活用しているかということ金融機関さんにアンケート調査をしたところ、なんと活用しているところは半分ということです。

あるいは、金融機関がアパートローンを貸し付ける際に、周辺の家賃相場を調べているところは何と4割、周辺の入居率を調べているところは3割、それから人口動態を踏まえた需給動向を調べているのは2割ということです。要するに、アパートローンをお貸しになる地方の金融機関さんは不動産を見ずにお貸しになっている状況が少なからずあるということをここでは示しています。

これは今年、来年、問題になるというわけではなくて、問題が顕在化するのとは先々ということになると思いますが、やはり地域金融機関における金融の円滑化、健全性というリスク要因とは認識されておりますので、ここは引き続き今後も絞られていく分野ではないかと思っております。

ここまで2017年の不動産市場を振り返ってまいりました。昨年、私は「熱い風」という言葉でこの状況をご説明しようと思ったのですが、率直に申し上げると、「熱い風」の状況が続いたと言えるのではないのでしょうか。緩やかではありますが、不動産の実需が底堅く、賃貸市場は引き締まりが続きました。それから、投資意欲は高いままということで、これが利回りの低下にもつながっています。そして、デットファイナンスの状況も緩和的な状況が続きました。そういう中で不動産市場は基本的にはポジティブな1年だったと思います。

一方で、不動産市場がこれまで以上に過熱化していくプロセスにあったかということ、そういうことでもありません。いま申し上げたとおり、善し悪しはあるとはいえ、主要な買い手であるREITさんが堅実な態度を示している。それはREITのセカンダリー市場、投資口に投資をされる方の堅実性を反映しているわけです。そういう状況にある中で、投資用不動産のほうも過熱しているとは言えないということです。

また、実需層の人たちもこれまで以上に強化している状況は確認できません。きょうご披露しておりませんが、例えば住宅ローンの動きを見ても、去年から今年にかけて、マイナス金利政策以降、住宅ローンが過熱化する、すなわちこれまで住宅を買わなかった人まで住宅を買うとか、これまで買わなかった価格水準の住宅が買わ

れていくという状況にはなっていないということです。その結果、指標の一部では価格の頭打ち感、もたつき感も見られる状況にありまして、活況ではあるけれども、過熱はしていない。

こういう様子は私は去年のこの場では「熱い風」という言葉でご説明したのですが、今年に入りましてエコノミストの間でこんなうまい言い回しができました。ゴルディロックス、「適温相場」という言葉です。これはもともと株式市場のエコノミストの人たちが言っていた言葉で、株はいいけれども、過熱でもない、心地よい状態のことをイギリスの民話になぞらえてゴルディロックスと呼んでいたそうです。今年はさらにそれが広がって、例えばマクロ経済、景気全般でも、現在の景気は「適温相場」である、ゴルディロックスであるということが言われるようになりました。そして、不動産市場においてもゴルディロックスの様相が今年1年続いた。このように総括できると考えています。

2018年の不動産市場の見通しについてこれからお話ししてまいりたいと思います。前半のお話で、2017年は比較的景気がよかったということをご説明しましたが、おそらく2018年もメインシナリオとしては、景気はいい状況が続くと見ております。

これは日本銀行の日銀短観のデータですが、企業の設

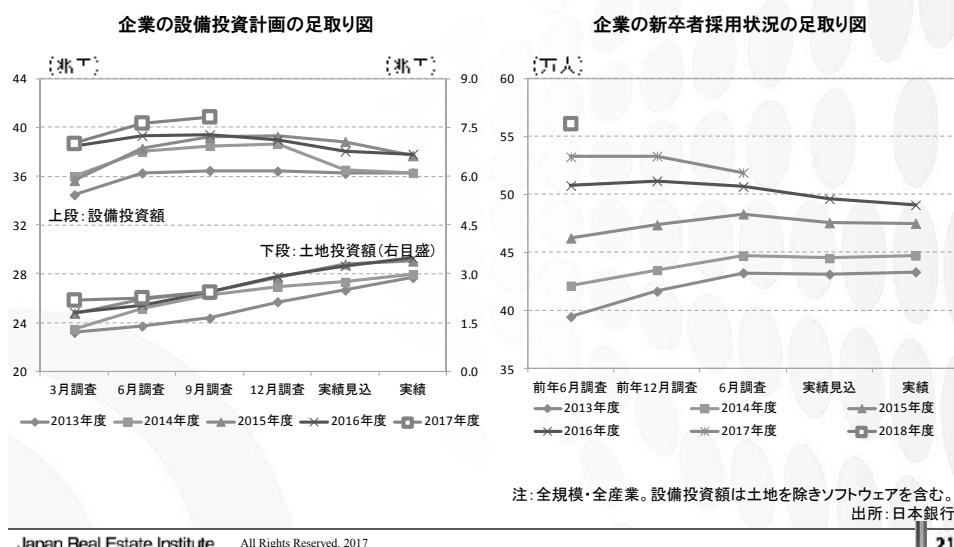
備投資計画です。上の段が設備投資で、下の段が土地の投資になります。これはどう見るかということ、横軸に3月、6月、9月、12月と書いてありますが、これは日本銀行の日銀短観の調査時期です。現在の最新は9月調査が公表されています。9月のところを切ってみると、2013年度、2014年度、2015年度、2016年度、2017年度ということで、企業の設備投資計画が年を追うごとに上になっているということです。

少なくとも2017年度の間は、これまでの数年度に比べると企業の人たちは強気の設備投資を行うという見立てになっています。企業が設備投資を行うということは、業容を拡大するということです。それに伴って不動産に対する実需が生まれてくるであろうと考えると、これまで貸貸需給は引き締まってきたと申し上げましたが、これからも当面貸貸需給は引き締まった状況が続いていくであろうという見立てができるわけです。

これは設備だけではなく、同じことを同じ形のグラフで新卒採用の状況についても示しております。これは半年に1回の調査です。2018年度の新卒採用計画の数値が書いてありますが、これも2013年度、14年度、15年度、16年度、17年度と年を追うごとに採用計画が上向きになっております。企業の人たちは2018年度の採用も非常に積極的に行っているということが確

実体経済は当面底堅く推移すると期待

・ 企業部門による投資や雇用の動向は強めの動きを維持



認できます。こういうことも不動産実需を類推する上ではいいデータであろうと思っています。

マクロ経済全体で見ても、例えば国際機関における世界経済の見通しも上向きになっています。これはIMFの「World Economic Outlook」で公表されている先行きのGDPの動きになります。例えば2018年のところを上に見ていただきますと、新興国の2016年10月時点の見立て、今年4月の見立て、今年10月の見立てということで、わずかではありますが、2018年度の成長に対する見方が強化しているということが読み取れます。

先進国も同様です。先進国は2018年の成長率見通しとして、去年の10月時点の見立て、あるいは今年4月時点の見立てと比べて、今年10月の見立てはポジティブになっている。こういうことが観察できます。いわば世界経済も小康状態が続いている。ゴルディロックスが続いているということが言えるかと思います。

日銀の政策当局者による日本経済の見通しも全く同じ絵姿になっています。これは日本銀行の展望レポートの数字です。2018年度の成長率について、去年の10月、今年の1月、今年の4月、今年の7月、そして10月と時期を追うごとに2018年度の成長率見通しがポジティブになっている。強化しているということが分かります。

こういう状況を考えますと、やはり2018年は引き続き賃貸需給は引き締まっているだろうというのが私たちの見立てです。今年の秋に公表させていただきました東京、大阪、名古屋オフィスの賃料予測です。こちらも三鬼商事様のお力添えでつくっていますが、2017年から2018年にかけて、標準的な経済シナリオにおいても、あるいは日本経済研究センターが示す改革シナリオにおいても、賃料はもう一段伸びていくという予測になっています。空室率は少し上がっていくという絵姿ではありますが、少なくともこれから1年、賃料は引き続きポジティブであるということが私たちの見立てになります。

このことについて実は私は2年前、2015年ごろから、「2018年潮目説」というものを皆さんにご披露してまいりました。当時から不動産市場は活況だったのですが、もし潮目の変化が訪れるとすれば、2018年ごろになるであろう。こういうふうに見立てを立てておりまして、そのような形で皆さんにもご説明しておりました。

しかしながら、本日、「2018年潮目説」は撤回させていただきたいと思います。「2018年潮目説」の一つの大きな論拠となっていたのはオフィスの大量供給です。

私どもは全国オフィスビル調査というもので、オフィスの供給の動向を調べておりますが、確かに来年は東京区部だけに限るとやや多めの供給が見込まれるわけです。以前は2018年、2019年、2020年と大量供給が続いていくというイメージを持っておりましたが、新しい予測では、さほど大量供給が継続するわけでもないという状況になっています。そして、ご注目いただきたいのは、これは東京区部だけの話でして、名古屋、大阪、あるいは主要都市については、むしろ2018年以降、供給がだいぶ少ない状況になっています。

オフィスの大量供給問題が私が唱えておりました「2018年潮目説」の一つの大きな論拠だったわけですが、その懸念が薄らいだ以上、先ほど申しましたとおり、実需のほうは底堅く推移するであろうと見込まれる中、オフィスの大量供給問題を通じて、2018年に潮目が訪れる見立てはいまや当たらないと考えております。私だけがこういうイメージを持っているわけではなくて、多くの投資家の方々のコンセンサスも2018年が潮目ではないというふうに傾きつつあります。

不動産投資家調査、多くの投資家の方々にご協力をいただいておりますアンケート調査ですが、ここ1年ぐらい同じ質問を投資家の方々に投げかけています。それは何かと申しますと、それぞれのアセットについていまの市況がいつまで続くのかという問いかけをしております。2016年10月、1年前の調査です。これをご覧いただくと、ホテル以外のオフィスやレジ、あるいは商業という主要なアセットについてはちょうど50%のところで緑が突っ切っています。緑は何かというと、現在の状況が2018年ごろまで続くとお答えになった方、すなわち2016年10月時点では投資家の方々の約半分が、いまの市況は2018年ごろまでとお答えになり、2018年以降も当時の市況が続くと思われた方が残りの半分ということで、ちょうど2018年が分水嶺になっていたわけです。このことも私が唱えていた「2018年潮目説」を後押ししてくれる大きな要因でした。

今年の10月は右側のグラフです。

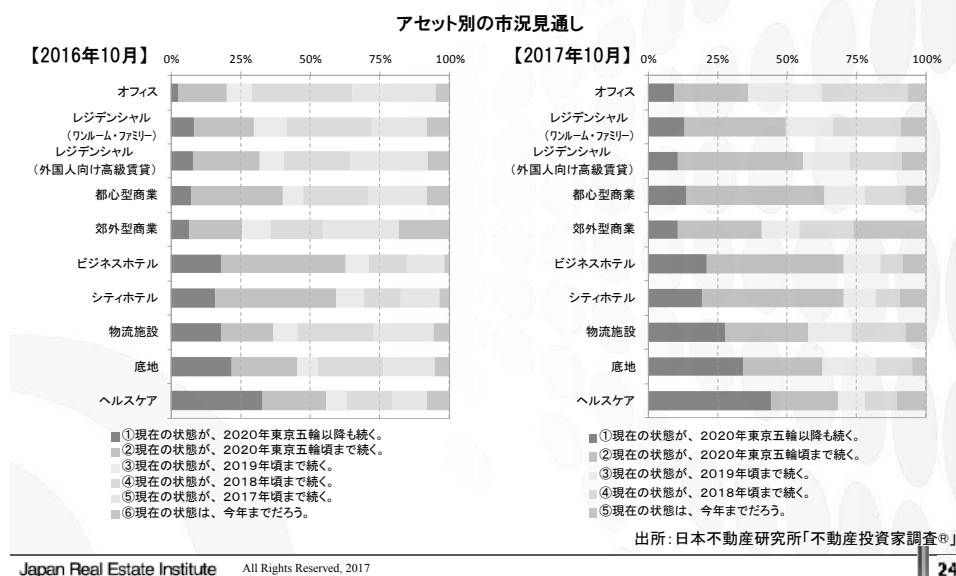
お分かりでしょうか。青い部分が広がってきています。青い部分は何かと申しますと、現在の状況が2019

年以降、2020年ごろまで続いていくというお答えです。いまや真ん中を突っ切っていた緑の人たちはむしろ少数派になっておりまして、2018年でいまの市況が潮目を迎えるというイメージは投資家の方々からも薄らいでいるということが分かります。

こういうことも含めて、私は「2018年潮目説」をここで撤回させていただきます。結論から申し上げますと、これまで続いていた不動産の「適温相場」、ゴルフロックスの状況が来年も続くという見立てをここでお示ししていきたいと思います。

投資家の意識にも変化

・ 投資家による市況見通しコンセンサスも後ろ倒しに

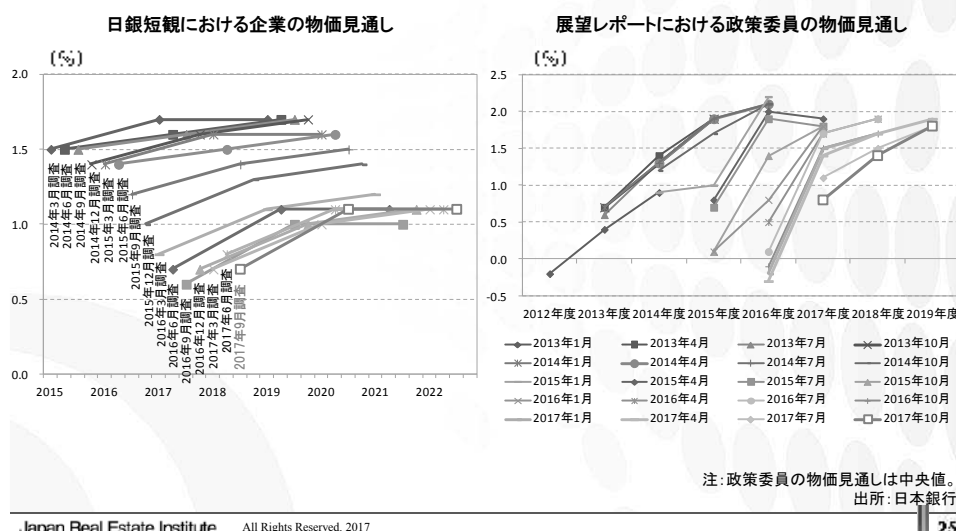


Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2017

24

継続する金融緩和

・ 「2%」の到達は早くとも2020年以降



Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2017

25

もう一つ、来年に向かってポジティブなことは金融緩和が続くということです。金融緩和は来年決して終わりません。これは非常に高い確率で申し上げることができます。これは再び日銀短観の調査です。日本銀行は2%に物価を到達させるまで金融緩和を続けるという約束のもと、いま金融政策を繰り返しています。いつ2%にいくかということですが、答えとしましては、当面2%に到達しません。到達しませんので、日銀がいまの政策の約束を果たす上では、日銀は金融緩和を続けざるを得ないということです。

このグラフは企業の人たちの物価の見通しを示したものです。四半期に1回調査をしています。1年後、3年後、5年後のそれぞれについて企業の人たちがどの程度の物価上昇ペースを見込んでいるかという調査です。このアンケート調査が始まったのが2014年3月でしたが、当時企業の人たちは、1年後には物価が1.5%、3年後や5年後には1.7%ぐらいいっているという見立てを立てていまして、比較的2%に近いイメージをお持ちでした。ところが、このイメージは調査の回を追うごとにだんだん下がってきておりまして、いまや下げ止まった動きにはなっておりますが、最新の調査でも、1年後の物価は0.7、3年後、5年後の物価は1.1ということで、2%からはほど遠いイメージを企業の方は持っています。

これがどういうことを意味しているかと申しますと、日銀自身が認めているとおり、物価が2%に行くためには、人々すなわち一般の消費者や企業が2%に行くことと信じるのが大事だということを言っています。これは経済学的には期待の自己実現と言われている原理です。本当に人々が物価は2%にいくと考えたら、あとから物価が上昇するということは、ほしいものをあとで買うよりも、いま買ったほうが得なので、いまの需要が高まる。需給の引き締まりの関係で物価が上がる。こういう自己実現性があるわけです。

期待の自己実現という原理に照らしてみますと、企業が物価は2%にいくというイメージを持っていない以上、当面日本の物価が2%にいくのは難しいだろうという状況です。これは物価を2%にいかせたいと思っている日銀の政策委員の間でも、実は2%にいくイメージはかなり先ということが分かっています。

毎年1月、4月、7月、10月は日銀が展望レポートを

出すタイミングです。その展望レポートには、日銀の政策委員の物価見通しが載っています。これも翌年度、翌々年、その次の年度という形で見ていただくわけですが、日銀の政策委員は常に先々物価2%にいくと思っています。これは2013年4月ですが、2カ年度後には物価が2%に到達しているという絵姿を思い描いていました。

しかし、日銀の場合は、これは下落していくのではなくて、どんどん後ろ倒しになっています。今年の10月の最新のレポートでは、2019年度の平均で、物価が1.8という見通しを日銀の政策委員は立てています。2019年度の平均で1.8ということは、2%にいくのは少なくとも2019年度の後半です。もしかすると2020年の1-3月期かもしれません。金融政策を司る政策委員の間でも、物価の2%到達は2020年ごろ、すなわち金融当局者も暗に金融緩和はそのころまで続くということを認めていると読み替えることもできようかと思います。

少し長くなりましたが、少なくとも来年という短期的なスパンで日銀が金融政策を引き締め転じる確率はほぼありません。それゆえ市中におけるさまざまな金利も上がっていくという絵姿は考えにくいということです。

私がなぜこのことを強調させていただいたかという、再び不動産投資家調査のアンケート調査の結果をご披露したいと思います。不動産投資家の方々が想定する先行きのネガティブ要因を伺ったところ、去年の春と比べると、今年に入ってから金利上昇のリスクを意識される投資家の方が増えたという状況があります。実際に多くの方が金利上昇リスクを意識されているということは、このアンケート調査でもそうですし、私たちがさまざまな投資関係者にお聞きしたヒアリング調査でも、金利上昇のリスクを挙げる方は結構いらっしゃるわけです。ただいま申し上げたとおり、メインシナリオとして少なくとも来年1年間金利が上がるということを想定する必要はないと思っております。これは杞憂に終わる確率が高いということです。

この指標も全く同じです。日銀短観の不動産業における借入金利水準DIを取っております。2016年第1四半期にマイナス金利政策がありました。そのときに企業の人たちの先行きの借入金利の見通しがかなり下がったのですが、そのあと戻しています。戻しているとはいえ、実績としては引き続きマイナス、予測としてもゼロから著しく上に出てくる状況にはありませんので、マク

ロ全体で見ると、金利上昇に対する切迫感が観察できるということにはなっていないということです。引き続き緩和的な金融環境が来年も続くという点においては、皆さん、ご安心いただきたいと思います。

もう一度 27 ページの左側のグラフに戻っていただきます。実は、私が気になっているのはこの二つです。一つは地政学リスク、もう一つはレンダーの融資姿勢の変化ということです。実は、ここにどう備えるかということが来年のリスクシナリオの大きなテーマになるかと思っています。

28 ページのグラフでこのような図をお示ししております。去年、ここで私は最後にこんな言葉を申し上げました。Brace for impact、危機に備えましょうという呼びかけを皆様に応じ上げて、ちょっとかっこをつけてこの場を終わらせていただきました。私はそこで何を申し上げたかったかというと、金融環境の変化によってコストが上がることに備えることもさることながら、お金の流れが目詰まりすることをいかに避けるかということが大事ではないかということが私の本当のメッセージでした。それはアベイラビリティ、必要なときにお金が手に入る環境を備えておきましょうという呼びかけをさせていただいたつもりでした。

ヒアリングの結果を拝見しますと、投資家の方々が銀

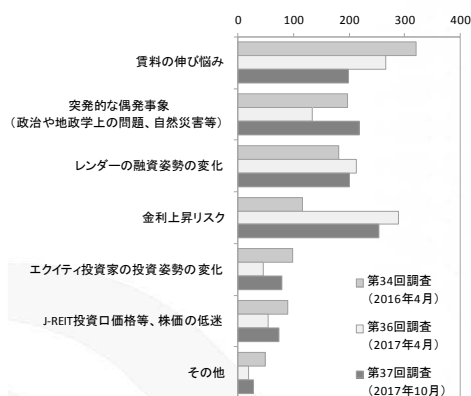
行から借り入れる融資は、これまでよりも長期化することに成功する投資家の方々が増えているようにお見受けします。また、事例としても、例えば今年の夏ブルームバーグ社のニュースを拝見すると、ある新興系の投資会社の方は 30 年どころか、50 年のローンのオファーを受けたということが記事になっていました。当然、ローンが長期化することは、不動産市況の今後のサイクルの中で安定的に資金を確保する上で重要なポイントになるかと思っています。

マクロ全体では決して不動産業の方々がローンの長期化に成功していないのではないかと問題意識を私は持っています。これはあくまでも試算ですが、日銀が公表している不動産業向けの設備資金のデータからこんな数字をつくってみました。設備資金の貸出残高が増えています。一方でこの貸出残高の増え方と新規の貸出の動きを見ると、その差し引きとして、その期に返済された設備資金の額が見られるわけです。これもあくまでも試算ですが、返済額を残高で割ると、ある意味回転率みたいなもの、平均的なローンの期間が見えるのではないかとこのグラフをつくってみました。すなわち全般的に不動産業の方々がローンの長期化に成功しているとすると、償還額の増え方と比べて、残高の増え方が著しい。あまり返さなくても、残高が増えていくとい

投資家は金利上昇を懸念

・ しかし低金利環境は継続しており、今後も継続する公算が大

投資市場関係者が想定するネガティブ要因



不動産業の借入金利水準DI



注：今後のネガティブ要因は、1位＝5点、2位＝3点とし、有効回答数（第34回：135、第36回：129）で点数を総和したポイント値。
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」、日本銀行

う状況になりますので、その割り算の答えが上がっていく絵姿になるはずです。

これをご覧くださいと、昨今出ました今年の第3四半期のデータは確かに上向きになっているのですが、どうでしょうか。これは長期化に成功していると言えるでしょうか、言えないでしょうか。長いトレンドで見ると、かつてからすると高い水準に至っているようにも見えますが、ここをどう解釈すればいいかということは、私がいま頭を悩ましているところです。

いずれにしても、先ほど申し上げたとおり金利が上がるといってデットファイナンスのコストが上がっていくというシナリオは、率直に申し上げて考えにくい。少なくともこれから1年ぐらい先の未来を見通す上で考えにくいわけです。いざというときにアベイラビリティをどう確保するかということについては、何らかの状況の急変に際して備えがあると、その急変を乗り切る重要な後押しになるだろうという問題意識として、このグラフをご披露した次第です。

そして、その急変の大きな要因となり得るのは政治的リスクということになります。私は「2018年潮目説」を撤回させていただきましたが、かつて「2018年潮目説」を唱えていた一つの大きな論拠が先ほど申し上げたとおりオフィスの大量供給です。もう一つの論拠が政治的リスクです。

改めて思い出してください。去年ここに来てくださった方もいらっしゃると思いますが、去年も政治的リスクということできつかけさせていただきました。例えば、イギリスの総選挙、フランスの大統領選挙、それからイタリアの政治動向を挙げたわけですが、まさか今年衆議院の解散と総選挙があるということを具体的なイメージとして持っていた方は、去年のこの時点ではいらっしゃるなかったのではないかと思います。ましてやモリカケ問題という政局の変化は予測しづらいけれども、通底として流れている大きなリスク要因であろうと思います。

私がここで問題意識を持っているのは、リスクがあるということが問題なのではなくて、リスクに対する人々の考え方が鈍っていないかという問題意識です。ここでお示ししているのは、経済政策に関する不確実性指数と恐怖指数と言われるものを並べています。恐怖指数というのは、シカゴ取引場のマーケットで観察されるオブ

ション取引の価格から計算するマーケットのボラティリティの指数です。経済政策不確実性指数というのは、アメリカの民間企業が出している政治の不確実性を示すような報道のキーワードの頻発を示す指数ということになります。

私は何を問題視しているかということ、去年1年間いろいろなことがありました。イギリスのEU離脱の問題、アメリカのトランプ大統領の問題、そのころに何が起こったかということ、この不確実性指数の青の線が急に高まる。これはブレグジット、大統領選挙です。そのタイミングに合わせてマーケットも反応していたわけです。恐怖指数が高まっていた。

しかし、今年に入ってからマーケットのボラティリティに対するリスクが非常に落ち着いている。これはもしかすると鈍麻しているということかもしれません。イスラエルの問題で経済政策不確実性指数は足下で上がっていますが、きのう閉まったアメリカのマーケットでも恐怖指数が全然上がっていません。恐怖指数は20を超えてくると、マーケットにおける政治リスクが高いことを意味するわけです。例えば、こういうブレグジットやアメリカ大統領選挙、あるいは去年の中国の株安のころは20を超えていたこともあったのですが、昨今は下手をすると10を切るような動き、これは歴史的低水準です。

政治のリスク、地政学的リスクは決して消えたわけではなく、むしろ高まっているとも言えるかもしれません。それにもかかわらず、マーケットの側、経済の側がこれに対する受け入れ態勢がどんどん薄らいでいるのではないかというのが私の問題意識でございます。こういう突発的なことに心のどこかで備えておくことは、今後の市況の変化を乗り切る上で重要な心構えではないかと思っております。

ちなみに不動産に限らず、今後の経済を見通す上で主なリスク要因は何かと問われて、おそらく多くのエコノミストの方々は第一に地政学リスクを挙げるといいます。不動産業界でも全く同じです。

これはアメリカのCRE (Counselors of Real Estate) が出している2017-18年の不動産に影響を与える10のトピックを示したものです。原文がこちらで、右側はザイマックスの中山善夫さんが「ARES不動産証券化ジャーナル」に載せていらっしゃる記事をそのまま使わせていただきました。いの一に挙がっているのはグ

ローバルな不確実性ということで、経済、マーケットの外にある要因が不動産に影響を与え得るということがアメリカでも一種のコンセンサスになっているという状況にあります。

このあとまとめてまいります、最後にこれもご紹介しておきます。今年の9月に公表されました東京都のグランドデザインです。きょうはお話ししませんでした、不動産市場が二重の意味で二極化しているということを去年お話しさせていただきました。二重の意味と申しますのは、大都市圏と地方圏との二極化のみならず、大都市圏の圏域内においても立地を巡って二極化しているという状況を昨年ご披露しましたが、昨今もこれは続いていますし、今後も続いています。東京都のまちづくりのあり方そのものがそういう立地に対する思考をむしろ後押しするような中身になっているということです。ご関心のある方はぜひお読みいただければと思います。

駅周辺の徒歩圏内にまちを誘導することが明確にうたわれています。あるいは、職住近接、災害の恐れのある区域から人口を減らしましょう。こういう形でより安全で便利な場所に人口を誘導していくまちづくりの在り方がここに明確に示されているということは、これまでの不動産市場の動きを追認することになります。こういう二重の意味での二極化は当面は避けられないということが、こういう政策の動向からも言えるのではないかと思います。

そういうことで時間がまいりました。最後に来年の市場の見立てをまとめさせていただきます。結論としましては、今年見られた「適温相場」、ゴルディロックスが来年も続くという見立てをここでご披露しておきたいと思います。

要因は今年とほとんど変わりません。利回りはこれまで低い状況が続いてきていましたし、さらに圧縮の可能性をうかがっていく。それは一部の強気なプレイヤーの方々がそれを演出していくということになるかと思えます。

二つ目は実需の動きということです。日本経済、世界経済、いずれも比較的底堅い動きが続く中、賃貸需給も引き締まって、賃料も回復のペースこそ緩慢ではありますが、底堅い動きになるだろうと見ています。

そして、割り算として計測される試算価格、不動産価

格も緩やかではありますが上昇基調ということになります。そして、最後に申し上げたとおり、立地への志向も来年というスパンに限らず今後も続いていくと見ています。

このようなポジティブな見立ての一方で、過度な楽観によって不動産市場が過熱化していく可能性については低いと見ています。例えば、REIT 市場に表れるように多くのプレイヤーの方が冷静な、あるいは堅実な態度を保持し続けることは間違いないだろうと見ています。そして、状況はいいけれども、過熱しない心地よさ、これを「適温相場」、ゴルディロックスという言葉でここではご披露しておきたいと思えます。

一方で、リスク要因としては政治的なリスク、ここでは政治に限らない偶発的なリスクと書きましたが、それがデットファイナンスの目詰まりに直結する経路を通じて不動産取引市場の流動性に悪影響を与えるというシナリオについてはリスク要因として掲げておきたいと思えます。いずれにしても価格調整機能の局面が訪れるとしても、そういう危機的状況はそんなに長続きしないというのが私たちの見立てです。

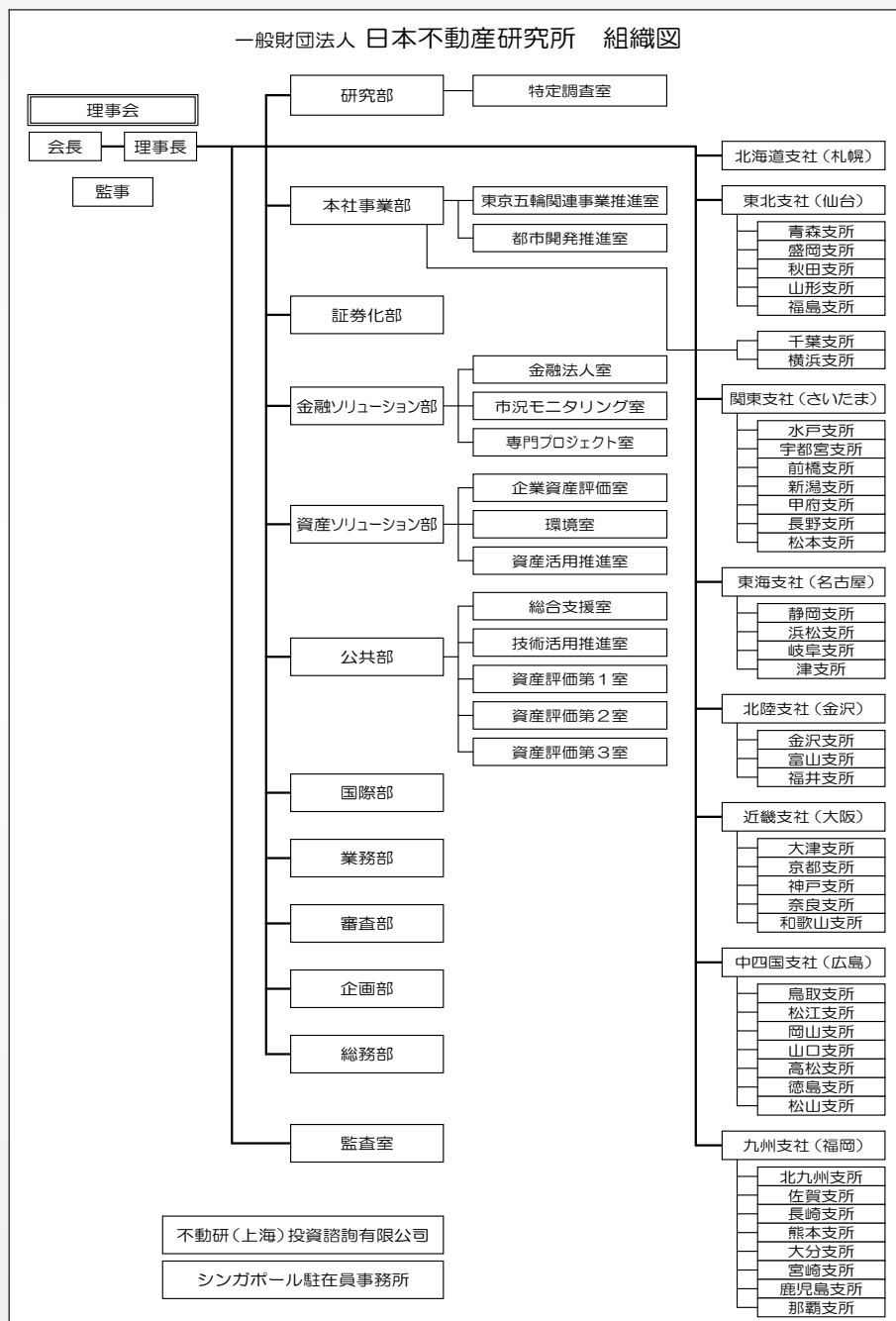
最後の文章、これは去年と全く同じことを書いています。これまでの熱狂のない市況の回復は不動産市場の成熟の証、ここで申し上げている成熟というのは、さまざまな市況の変化はあろうとも、売りが売りを呼ぶ悪しきスパイラルとか、買いが買いを呼ぶ過熱のスパイラルという上下両方の極端な市況の動きにならない状況になりつつあるのではないかと期待を込めて、こういう見立てをしております。

ぼつぼつこの市況の変化はいつ訪れるのかということがさまざまなメディアでも取り沙汰されておりますが、少なくとも来年1年間、私どもとしましては今年と同様の「適温相場」が続くという見立てを今年の結論といたしまして、私からのご報告を終わらせていただきたいと思います。ご清聴くださいますと誠にありがとうございます。

※本稿は、平成29年12月8日に開催された平成29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）

NY 105-8485

東京都港区海岸 1-2-3 汐留芝離宮ビル

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（不動研（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

編集発行人／一般財団法人 日本不動産研究所
常務理事・企画部長 岡 淳二 ©2018
〒105-8485 東京都港区海岸 1-2-3
TEL 03-3503-5330 / FAX 03-3592-6393