

# JREI

## 不動産調査

「回復の10年・成長の条件」

株式会社 大和総研 チーフエコノミスト 原田 泰氏

「最近の不動産動向の論点」

財団法人 日本不動産研究所 理事・研究部部长 山本 忠



当研究所は「不動産に関する理論的および実証的研究の進歩発展を促進し、その普及実践化と実務の改善合理化を図ること」を目的として、昭和34年に、各般の専門家を集めて設立された財団法人です。

【不動産に関する理論的・実証的研究】不動産の鑑定評価】及び【不動産に関するコンサルティング】の3部門の調和のとれた有機体たることを目指し、本所のほか全国52支所が一体となって活動しております。

編集発行人 / 財団法人 日本不動産研究所 調査企画部長 北川 雅章 © 2008  
〒105-8485 東京都港区虎ノ門1-3-2 勸銀不二ビル TEL03-3503-5330 FAX03-3592-6393 2008年(平成20年)3月8日発行

JREI Japan Real Estate Institute

不動産調査 No359 ISSN 1882-6431

JREI 財団法人 日本不動産研究所

# 「回復の10年・成長の条件」



(株)大和総研 チーフエコノミスト  
**原田 泰氏**  
(はらだ ゆたか)

1950年生まれ、1974年東京大学卒、同年経済企画庁入庁、イースト・ウエスト・センター、ハワイ大学に留学（経済学修士）。経済企画庁国民生活調査課長、同海外調査課長、財務省財務総合政策研究所次長などを経て、2004年より現職。

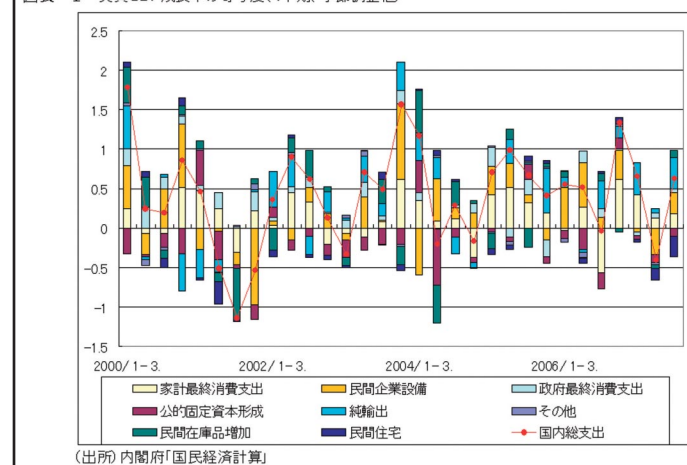
## はじめに

今、司会の方から『日本の失われた10年』という私の本をご紹介いただきましたが、失われた10年のあとに回復の10年があってもいいだろう。2002年から10年間成長が続いてもいいのではないかと、私は考えています。では、本当に回復の10年になるためにはどうしたらいいのか、ということをお話ししていきたいと思えます。最近の経済の情勢から始めて、この回復が10年続くために、どのような条件が必要なのかをお話ししたいと思います。

## 1. 回復の10年

### (1) 最近の経済情勢 足踏みへ

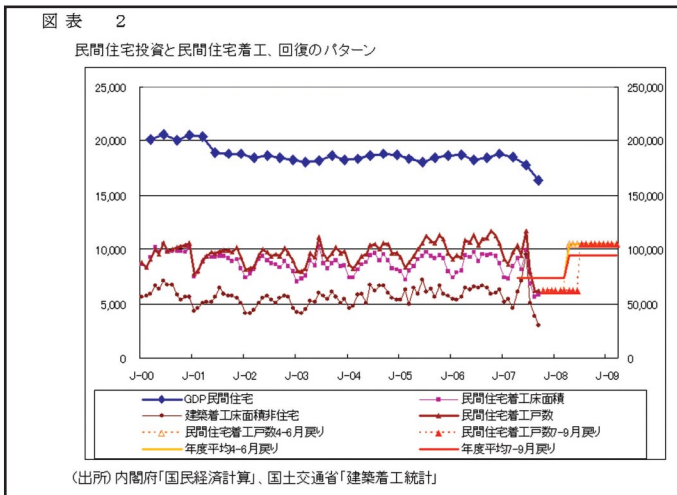
図表 1 実質GDP成長率の寄与度(4半期、季節調整値)



まず最近の経済情勢ですが、図表1の赤い線が実質GDPの成長率を示しています。平成19年の4～6月がマイナスのあとに、7～9月がプラスになりました。また、もうすぐこの7～9月のGDPの改定がなされてすぐ発表されますが、おそらくほぼ同じような結果になるだろうと思います。マイナスのあとにプラスになっておりまして、弱いながらも何とか回復が続いています。

弱くなってしまった理由として、図表2の建築基準法の改正という問題があります。いわゆる姉歯問題で、建築がちゃんとなされていないのではないかとということで、建築基準法を改正して厳しくしました。厳しくしたのはいいのですが、実務的な検討を十分に行わないでやってしまったということがありました。住宅を建てたいのだけれど、なかなか確認が下りないということが起きて、民間の住宅着工面積が激減しております。当然のことながら、GDPの民間住宅の投資も激減しています。これがどれほど続くのかということについて、最初は今

年いっぱい終わるのではないかとされていたのですが、平成20年の4～6月、あるいはもっと先まで続くのではないかとされています。



ただ、これは永久に続くことはなくて、当然元に戻ります。元に戻るのですが、本来ここで減ってしまった分を取り戻すだけで、大きくジャンプする回復はないのではないかと思います。ただそれにしても、現在成長率を引き下げている要因によるマイナスの分が来年は元に戻ることにありますから、来年度にはむしろ回復の要因になると思います。このようにせつかつく成長しているのが、こういうミスによって一時的に挫折してしまったということがあります。

### (2) 景気回復はなぜ続く 雇用拡大がカギ

そもそも現在、回復の10年が続いている基本的な力はどこにあるのかということをお話ししたいと思います。皆さんも存じのように、1990年代の日本経済は不調でした。それまで3%で成長していた日本経済が、1991年から2001年まで1%成長になってしまいました。ところが2002年からは2%成長になっています。1%が2%成長になっても、もちろん隣の中国とかアジアの国は10%成長をしているのですから、1%が2%になっても今一つ高揚感がないのが皆様方の実感だと思います。

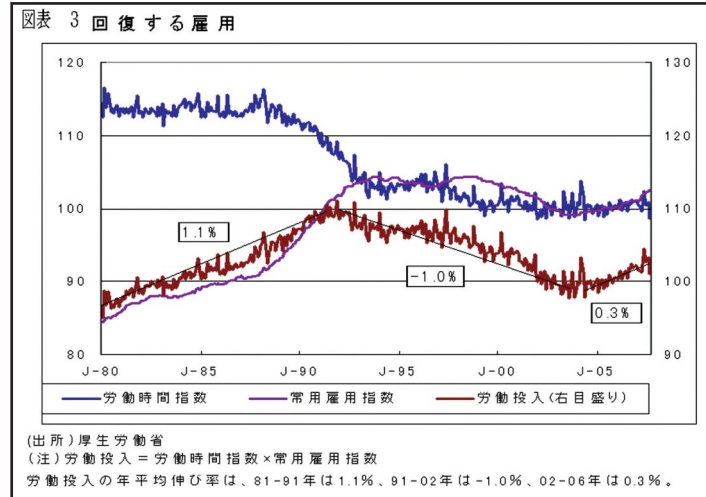
でも、1%と2%というのは長期的に見ればずいぶん違います。1%成長ですと所得が倍になるのに70年かかりますが、2%成長ですと35年で所得は倍になります。ということは、大学を卒業して60才近くになると、日本全体の所得が倍になっていることを経験できますが、70年で2倍ということ、90才過ぎないと2倍にならないのですから、ずいぶん違うと思います。2%成長で

## CONTENTS

### 回復の10年・成長の条件

- 1. 回復の10年 ..... 2
- (1) 最近の経済情勢 足踏みへ ..... 2
- (2) 景気回復はなぜ続く 雇用拡大がカギ ..... 2
- (3) 企業利潤の回復 ..... 4
- 2. 成長の条件 ..... 5
- (1) 人口減少と労働供給 ..... 5
- (2) 福田内閣の経済政策 ..... 5
- (3) 構造改革と地域格差論 ..... 6
- (4) サブプライムローン問題 ..... 6
- (5) 金融引締めリスク ..... 7

すと、70年たつと所得が4倍になるのですから、これは非常に大きな違いだと認識していただけたと思います。



では、1%成長が2%成長になったのはなぜかと言いますと、最重要の要因は雇用です。図表3に三つの線が描いてあります。いちばん重要なのが茶色の線で、労働投入と書いてありますが、労働時間と雇用数を掛け合わせたものです。

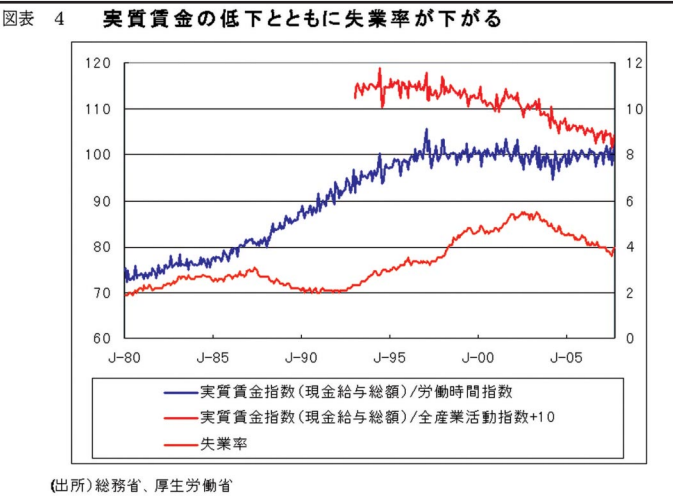
これを見ますと、80年代には労働投入が1.1%で伸びてきたのですが、90年代になると△1.0%になってしまいました。ところが、2002年を底として現在0.3%で伸びております。このところちょっと雇用状況が悪くなってしまっていて、これから先大丈夫かというところがあるのですが、今のところは0.3%で成長しているということです。

問題は、労働投入が1.1%から△1.0%になるということは、これで△2%の変化があるということです。ですから80年代3%で成長してきた、90年代1%の成長になってしまったということが、雇用の動きで説明できます。現在、1%成長が2%成長になっていますのも、労働投入が△1.0%から0.3%に増えて、併せて1.3%の変化増ということになったからです。

雇用がこのように動いているのは、労働人口が原因ではありません。労働人口は、90年代もずっと増えていました。それなのに、雇用が減ってしまった。つまり、企業が人を雇わなくなってしまったことによって、90年代の日本経済が停滞しました。

では、なぜ企業が人を雇わなくなってしまうのかと言いますと、図表4の青い線が賃金です。賃金が80年代から90年代の末までずっと上がってきているのです。80年代前半の景気

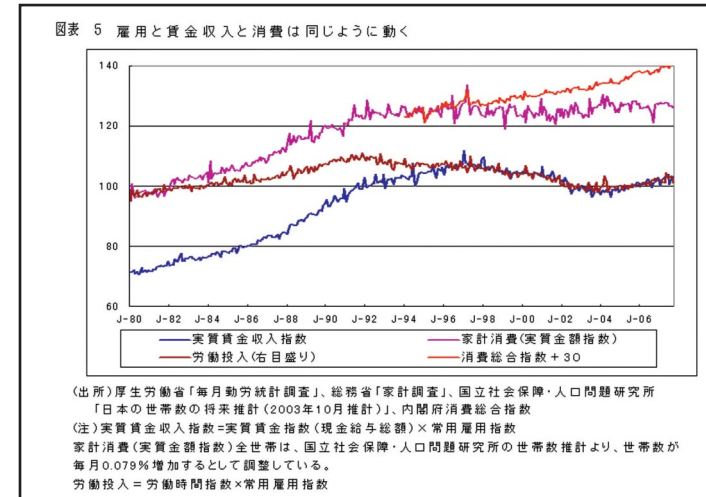
はそこそこで後半はバブルですから、当然景気がよくて賃金が上がらなければいけないのですが、90年代になっても、まだ賃金が上がっていました。90年代は不況ですから、この不況の中で賃金が上がれば、企業は人を何とか減らそうということになって雇用が減ってしまった。デフレで物価が下がってしまったのですが、日本的な年功序列賃金では物価が下がっても賃金を減らすのは難しいので、実質的に賃金が上がってしまいました。ところが、さすがに90年代の末になりますと、企業が必死にリストラをして何とか賃金を横ばい、わずかに下がる位にすることができました。



賃金は横ばいですが、企業は年々生産性を高めています。年々生産性を高めていてその中で賃金と一緒に上がることは、企業にとっては賃金が減っているのと同じです。つまり、一つのものを作るのに生産性が上がって、同じ労働で倍のものを作れるようになれば、企業にとって賃金が半分になったのと同じです。これを示すのが図表4の太い赤い線です。この赤い線は、賃金を生産で割ったものです。賃金を生産で割ったものが下がっているということは、企業にとっての賃金下がったこととなります。労働者にとっては、賃金は下がっていないこととなります。労働者は、今の賃金で雇ってもらえることとなりますので、雇われたいということになります。企業は雇いたいということになって、賃金下がった結果、雇用が増えることとなります。労働投入が現在増えています。

たいていの人の所得は、ほとんどが労働所得です。働く時間が増えれば、当然賃金収入は上がることになります。賃金が上がれば所得が上がりますから、当然それを消費することになってきます。図表5のオレンジ色の線が、内閣府が作成している消費総合指数です。これで

見ますと、雇用が安定して賃金が伸びて、消費も伸びているということで、だんだんうまくいっている状況が2002年から現在まで続いています。

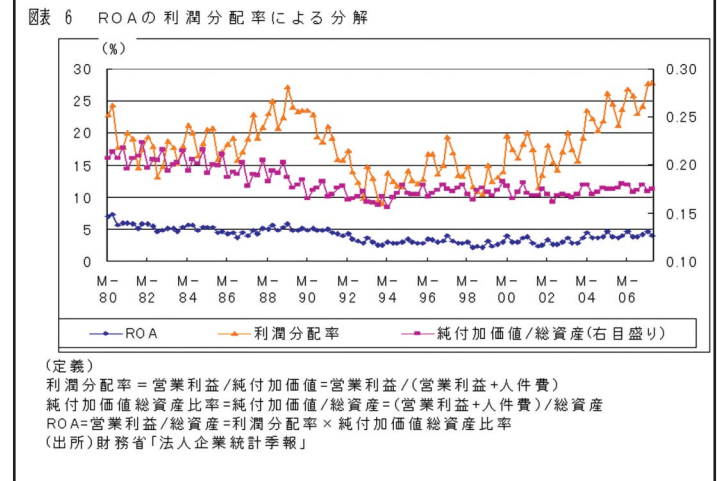


エコノミストは、「これで景気が回復している。」と言っていますが、多くの方は「景気回復の実感が無い。」とおっしゃいます。それはなぜか。先ほどの図表4の青い線の時間当たりの実質賃金が全然上昇していないからです。雇用は増えています。雇用が増えているから、賃金収入は拡大して消費も伸びている。しかし、時間当たりの賃金は増えていないのですから高揚感がないのです。

2006年は「いざなぎ超え」という言葉でエコノミスト業界は盛り上がりました。いざなぎ超えとは、今回2002年からの景気拡大期間が高度成長期の景気拡大期間を超えることができるかどうかという議論でした。高度成長のときは10%成長ですから、給料も10%が上がっていきます。物価も上がっているの、名目で考えると給料が毎年15%ぐらい上がっていました。給料が毎年毎年15%も上がってれば、当然大変な高揚感があると思うのです。

ところが、現在実質賃金は全然増えていません。所得は増えているが、それは余計に働いているからです。余計に働いた分だけ収入が増えていても、仕事がないよりは良いのですが、あまりうれしくありません。だから、高揚感がないのです。でも賃金が上昇していないことが雇用拡大の要因なので、やむを得ないといえやむを得ないという景気回復に過ぎないということです。

### (3) 企業利潤の回復



賃金が上がっていないことは、企業利潤の回復とも関係しています。図表6の青い線が企業の総資産利益率(ROA)です。この総資産利益率が、90年代にずっと下がってしまって、今やっと元の段階に戻ろうとしているということです。

総資産利益率は、二つの部分に分けることができます。総資産に対してなるべく多くの付加価値を作れば、利益が上がる可能性が増えます。なるべく多くの付加価値を作って、その付加価値のうち、利潤の取り分を多くすると、利益率が高まります。ですから、まず総資産に対して付加価値をどれだけ増やしたかという部分と、付加価値のうち労働者に渡さないでどれだけ利潤として資本家が取ったか、という二つの部分に分けることができます。桃色の線が付加価値を総資産で割ったものです。これが80年代からずっと下がっていて、ほとんど上がっていないのです。オレンジ色の線が利潤分配率で、利潤分配率はどんどん上がっています。ですから2000年以降の利潤回復のほとんどが利潤分配率の上昇によって引き起こされていると分ります。

利潤分配率の上昇がいつまでも続くということはありません。労働者に賃金を払わなければいけないのですから、利潤を全部独り占めにするわけにはいかない。分配率ですから上限が100であって、ある程度大きくすることは可能だけれどもあるレベルより上げることはできません。これが過去最高になっておりまして、これ以上上げることはおそらくできないだろうと思います。

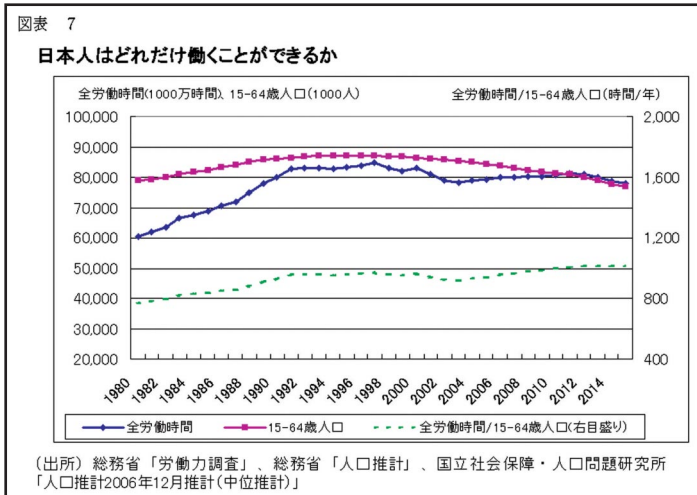
ということは、これから利益を出すためには、同じ資本を使ってより多くの付加価値を作り出さないとはいけません。ところがそれが今までほとんどできていなかった。これから企業が利益成長を目指すのであれば、これをや

らないといけない。つまり、新しい経営方法でコストを削減するとか、新しい製品を投入するとか、あるいはこれまでにない市場に打って出るとか、新しい工夫がない限り、付加価値は増えていかないのです。ということで、企業利潤を利潤分配率の上昇で回復させるのは頭打ちになってしまっているということです。

## 2. 成長の条件

先ほど述べましたように、日本経済は2%成長をする力があります。この2%成長の理由は雇用が回復しているからだとして申し上げましたので、それに応じて労働を供給することはできるのだろうかということが一つの大きな条件になります。ほかにも条件がありますが、順次お話ししていきたいと思えます。

### (1) 人口減少と労働供給



まず労働ですが、生産年齢人口と言われている15～64歳人口はだんだん減っていくこととなります。減っていく中で、実際に労働人口を増やすことができるのかというと、90年代の失われた10年の中で、人々の働く時間はどんどん減っていたのです。この減っていたのを元に戻す過程で、雇用を増やすことはできます。

ただ、人口自体がどんどん減っていきますので、いつかは限界にぶつかってしまいます。もちろん、一人ひとりが働くとともに、女性がより働くようになるとか、高齢者も働くようになることによって、これをある程度引き上げていくことは可能だろうと思えます。

大雑把な計算として、2012年まで毎年日本人の働く労働時間を増やすことは可能だということになりますので、あと5年ぐらいは2%成長が可能だということです。

その先はどうなるのかと言われるかもしれませんが、その先はもう少し近づいてから考えればよいと思えます。

### (2) 福田内閣の経済政策

それよりも2%成長を続けるために、ほかに考えないといけない問題がいろいろあります。それは、福田内閣の経済政策がどうなるのかということです。

本来、自民党は内閣として構造改革を進めてデフレ脱却をすることをコミットしていました。ところが、新内閣になって、これはいったいどうなるのかという状況にあります。もちろん、それ以前から構造改革は本当に進んではいないのではないかと状況になっていました。ですから、福田内閣になって構造改革が進まないからといって、短期的に大きなネガティブなショックがあるかということ、それほどはないだろうと思えます。ただし、逆行すると、大きなネガティブなショックになると思えます。

官僚機構や自民党の集票マシンとの関係を再構築するつもりようです。しかし、それはいつか来た道で、予算を配らなければいけなくなっていきます。予算を配るためには、増税か、国債の増発が必要です。

国債の増発といっても、これだけ赤字がたまっていますのであまりできない。だから、増税だということになりますが、増税は失票効果がありますから、そう簡単にはばらまけないのではないか。ということで、最小限の構造改革路線は続くと思えます。

ここで最小限の構造改革路線をやらざるを得ない状況にしているのは、実は財政赤字です。もし、財政が黒字であれば、自民党は喜んでどんどん集票マシンに配ってしまうと思えます。ところが、赤字なので配ることができない。つまり、財政赤字があるから構造改革路線をある程度は続けざるを得ない、という状況になっているのです。

江戸幕府がなぜ減んだかということを考えてみますと、たとえば江戸幕府は新撰組をつくっています。幕府は京都の治安を守るために新たに人を雇って、その人たちを直轄の家来にして、京都の治安を守らせた。幕府の立場から言えば、長州とか薩摩藩が京都で悪いことをするのを取り締まるために新撰組を作りました。

でも考えてみると、徳川幕府にはいっぱい家来がいて、旗本がいます。将軍とは日本の安全と治安を守るために天皇から大権をもらって、それによって国を治めるという仕事です。自分たちには旗本という直轄の家来がいますから、その直轄の家来を使って、京都の治安を守れば

いい。ところが、その直轄の家来が役に立たなくてしょうがないから、新撰組という命知らずの、やる気のある連中を雇ってやっていたのです。でも一方で、旗本にも給料を払っていました。旗本に給料を払って、かつ新撰組にも給料を払えば、財政は破綻してしまいます。

ですから、もし民主党が自分なりのばらまき方をしたいのであれば、自民党型のばらまきを削って民主党型のばらまきをしない限り、徳川幕府になってしまうと思えます。ところがだんだんその辺りが、わけがわからなくなって、よくわからないばらまきを始めて、だんだん財政も危なくなって、経済も危なくなっていくという状況になってくると思えます。

### (3) 構造改革と地域格差論

これに関連して、「構造改革をやったから格差が拡大したのだ。」ということも自民党も民主党も言っています。しかし、そもそも構造改革がどういうメカニズムで格差を拡大したのかという議論はまったくありません。

しかも、当初の格差論は家計もしくは個人間の格差を問題にしていたが、最近の格差論は、地域の格差を解消しようという話になっています。もし、個人の格差を100%縮めてしまえば、日本全体の活力がなくなってしまうと思えますが、格差をある程度縮めることはできると思えます。北欧の国は十分豊かで、最近では日本よりも高い成長をしていて、かつ格差を縮めていますから可能だと思えます。ただし、地域格差をなくすることはできないと思えますし、またどの国もやっていないことだと思えます。

なぜ、地域格差を解消できないかと言えば、個人間の格差をある程度縮めるということは、いちばん貧しい人が何とか暮らせるようにお手伝いするということになります。ところが、地域の格差を解消するという事は、貧しい地域の豊かな人も対象にしてしまうということになります。いっぱいお金をばらまかない限りできない。こんなことはできないだろうと思えます。

つまり、貧しい地域の豊かな人も対象にして、地域格差をなくすためには、とんでもない財政負担が必要になってしまっ、お金を配るのは到底うまくいかないだろうと思えます。

ということで、国内的には建築基準法の改正で失敗するとか、そういうへまがありましたし、構造改革路線をちゃんとやっていけるか、それに逆行するようなことにならないかということが問題になっています。

### (4) サブプライムローン問題

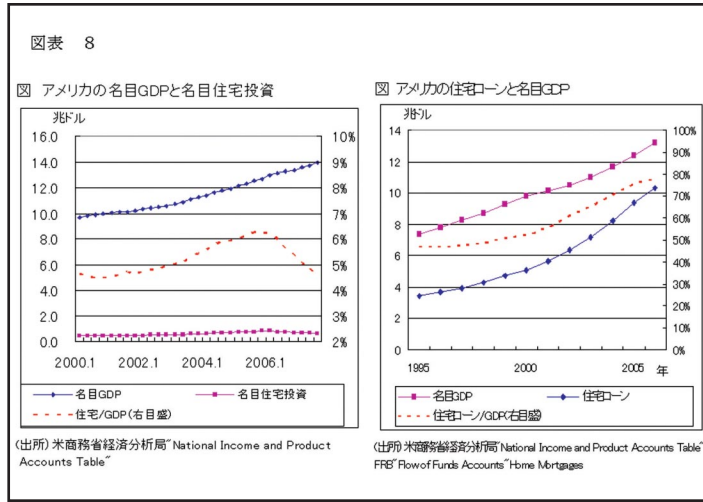
日本経済は、世界の中で生きていますから、外的なショックに対して大丈夫なのか、ということが当然問題になってきます。それについては、今話題のサブプライムローン問題があります。

サブプライムローン問題とは、アメリカの低所得者向けの住宅ローンで、金利が高いのです。つまり、貸し出した金を返してもらえない可能性が高いので、そのリスクに応じて金利が高くなっています。ただ、金利が高いだけではなくて、日本で考えたら高いのですがアメリカで考えればそこそこの金利である「最初の6.5%ぐらいの金利が、2～3年後になると倍ぐらいの金利になる。」というローンです。最初は6.5%だったものが、3年後に13%になれば、払えなくなるだろうと当然思いますが、アメリカの場合には、これがうまくいっていません。

と言いますのは、住宅価格がどんどん上昇していたからです。住宅価格が上がっている限り、2～3年後に住宅価格が上昇すれば担保価値が高まりますので、あまり所得のない人でも、担保がいっぱいあるから大丈夫だということで、低金利のローンに借り換えできて、結局ずっと6.5%を払い続けることで、夢の住宅を自分のものにできました。

ところが、住宅バブル崩壊(図表8)で借り換えができないで高金利のままになってしまう。そうすると、債務不履行が発生して、銀行はお金を返してもらえなくなってしまったということです。

ここまでですと、ふつうの不良債権の問題で、日本が90年代に経験したことで、アメリカの場合には、サブプライムローンを証券化して、これを第三者の投資家とか金融機関に売ってしまったのです。誰がどういふふうにして持っているのか、それから、そもそも最初の証券の元となった貸借債務の関係をきちっと履行して、返してもらえるのかということがよくわからないということで、金融危機かという状態になっています。



これは、二つのことを考える必要があります。一つは、その大きさがどのぐらいかということです。

アメリカの住宅ローンはGDPの80%あります。日本はGDPの40%ぐらいしかありませんので、アメリカの人が借金をして大きな家を買っているというのがよくわかります。この15%がサブプライムで、さらにその15%が不良債権ではないかと言われています。そうしますと、不良債権比率はGDPの2%になるといことです。この不良債権、最初は1000億ドルと言われ、アメリカのGDPは14兆ドルぐらいありますので対GDP比0.7%で大したことはないと言われていたのですが、その規模がだんだん増えています。OECDでは対GDP比2%と言っていますので、3%ぐらい見込んでおけば大丈夫ではないかと思っています。

そうすると、GDPの3%の不良債権を作ったということが、どのぐらいのことかと言うと、日本の経験が参考になります。日本が作った不良債権は100兆円です。日本のGDPは500兆円ですから、20%の不良債権を作ったということになります。20%の不良債権で10年間の1%成長を日本は経験したのです。そうすると、GDPの2%なら、1年間の1%成長で済むのではないかと私は思います。

さらに、最初の不良債権問題の規模と、それからその規模の波及のメカニズムという2番目のことを考える必要があります。

まず、不良債権を作ってしまったのですから、不良債権を処理しないとイケないということです。次に、不良債権によって経済を収縮する力が働きますから、収縮しないように金融を緩和しなければいけない。この二つのことが必要になります。

日本のことを考えてみますと、80年代の末に不良債

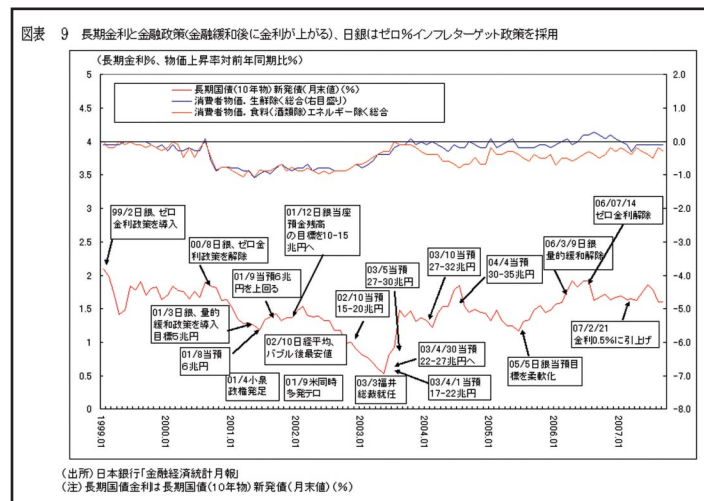
権を作って、それを処理し始めたのは98年以降のことです。つまり10年近くかかって、やっと処理を始めたのです。ところが、アメリカの場合には昨年ぐらいにわかって、今処理しています。1年ぐらいの遅れしかありません。

2番目は金融緩和も非常に積極的に早く行われているということです。日本の場合には金融緩和が遅れましたので、不良債権問題が生じたあとデフレになってしまいました。ところが、アメリカの場合にはそういうことはないだろう。つまり、最初の規模が日本の10分の1あるいは7分の1ぐらいです。さらに、日本のような不良債権処理および金融政策の失敗はないと思いますので、最悪1年間の1%成長で終わるのではないかと思います。

ということで、日本の外的なショックを考えてみると、もちろんアメリカが1%成長になってしまえば、それに対して日本の輸出が減るということでショックはあります。ただ、それが決定的なショックにはならないだろう。そしてまたアメリカが1年間1%成長になるとするのは最悪の場合です。

(5) 金融引締めリスク

むしろ、日本の中においてショックを与える可能性もあることを最後にお話したいと思います。もちろん、財政の増税ショックもあり得るのですが、金融引締めショックもあり得ると思います。



上の青い線が生鮮食品を除く消費者物価上昇率で、橙色の線がエネルギーを除いた消費者物価上昇率です。最新のデータは入っていませんが、ここのところでプラスになっています。

日本銀行の金融政策をずっと見てみますと、消費者物価指数が0から少しでも上がると、金融を引き締めると

いう政策をしています。さすがに今回は、世界中でサブプライム問題で大めめしておりますので、プラスになったからといって、日本銀行が金利を引き上げるといったことはないと思います。しかし、サブプライム問題が話題になる以前は、少しでもプラスになったら金融を引き締めるという政策をしていました。

そうするとどうなるかと言うと、これは物価を0%にする目標を立てて、金融政策をしているのと同じです。もちろん、日本銀行の方は「いや、そんなことはしていない。」と否定しますが、誰が何を言うかは私はあまり意味がないと思います。何をしているかが問題です。

日本銀行が何をしていたかと言うと、0%物価目標をしていたことは明らかです。0%物価目標だということになるか。消費者物価上昇率の目標が0%ということは、何かショックがあったときに、これがマイナスになってしまうリスクが常にあるということです。つまり、いつデフレに戻ってしまうかわからないリスクがあります。

そういう状況がどこから来るかと言うと、例えばサブプライムローン問題です。私はアメリカの金融政策がうまくいって、アメリカのGDPの3%成長が1%成長になる程度で終わると思いますので、それがショックになってデフレに戻ることはないと思いますが、危険は常にあるということです。

時間になりましたので、最後に結論を申し上げたいと思います。現在、日本経済は着実なと言っても、ここ1~2カ月ちょっと危ない状況ですが、成長が続いている。それまでのトレンドとしての2%成長は、基本的には雇用の増大によって説明できる。雇用が伸びるだけの人口の余力も2012年まではある。

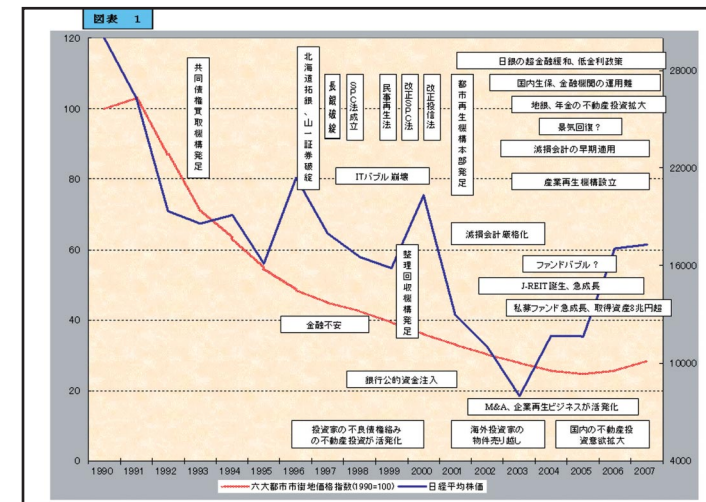
日本経済は2%成長の力がありますが、そのためには条件があります。建築基準法の改正のようなへまをしないことも重要です。一方でばらまきをやって、一方でデフレにしてしまうという最悪の経済政策の組み合わせがなされる危険もあります。そういうことをせず、構造改革を進め、デフレにならなければ、現在の着実な成長は十分可能ですので、皆様方のビジネスにおいても大丈夫だと思います。この成長が続いて、デフレにならなければ財政再建も可能で、増税もごくわずかしかなければならないと思います。

(本稿は、平成19年12月4日に開催された当研究所主催の定例講演会での講演内容をもとにとりまとめたものです。)

# 最近の不動産動向の論点

## 1. バブル崩壊後の不動産市場

1990年3月の、いわゆる不動産の総量規制をもってバブルという時代がピークを終え、日本経済は急激に悪化しました。特に、我々不動産の世界から見ますと、不動産の価格が年々下がり、大きな社会問題となりました。その中で、まず金融関係のお話をちょっと整理させていただきたいと思います。



バブルが崩壊して、不良債権処理というもの非常に大きな問題となりました。失われた10年、なぜかと私なりに考えてみますと、国が取りました政策が、銀行の持っている不良債権を図表1の一番左にございます共同債権買取機構に移す。約10年もってれば、将来にはまた地価が回復するだろうという考え方で作られたものです。一応よそに移しているだけです。経済が回復するという話にはなりません。一時的には不良債権をよそに置いたために、銀行の経営が良くなったかに見えただけです。結果として、図表1の1997年の北海道拓殖銀行・山一証券が破綻する。翌年に長銀が破綻するという事で、一気にこの仕組みを根本的に変えなければいけないということが大きな課題になりました。

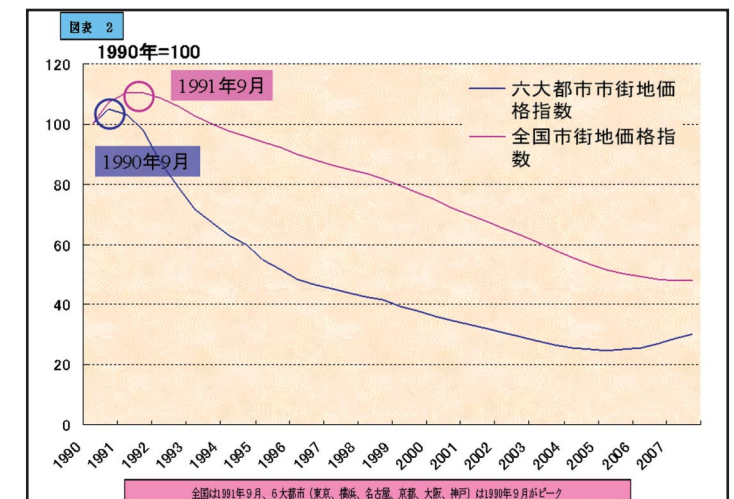
そこで、1999年に大手都市銀行に公的資金を投入して、何とか金融機関の、経営の安定化を目指すということが行われました。それと並行して、不良債権処理が本格的になされたわけ。不良債権処理の初期の頃は、すでに不良債権処理を経験したアメリカの企業が、日本にどんどんやって来て、銀行の不良債権を買いました。当時我々はバルクセールという言い方をしていたのですが、不動産をまとめて非常に安く買う、たたき買いをし、買ったものをまとめて証券化して、海外で売る

ということで、不良債権処理が行われました。そのような海外の専門家にすべてを任せておくわけにはいきませんので、国も証券化の基盤整備を進めました。1998年にSPC法が制定され、さらに2年後にSPC法を改正して、証券化ビジネスの基盤が整備されました。

2001年に、小泉内閣発足とともに、そのような不良債権処理で培った、あるいは法整備が整った日本にも不動産投資信託、日本ですから通称J-REITが東証に上場しました。当初は二つのREITでしたが、日本で一般の国民が買えるようになった初めての本格的な証券化の仕組みができたのです。その頃から、非常に低金利で日本経済を活性化するという日銀の政策がずっと続きましたが、これが証券化にとって大きなメリットであったかと思えます。

このように不良債権処理が進み、金融機関が正常な形になってきたことで、従来のように不動産の世界でも、不動産の価格、あるいは賃料など、上昇に転じてきているということでもあります。その中で、J-REITの発足後、このREITあるいは私募ファンドという不動産証券化が急激に進んだ結果、物件の取りっごが始まり、一部ではファンドバブルという言葉まで出てきて、過熱化した状態が起こりました。

このような大きな流れを、当研究所で長年続けております調査結果を基に、土地価格、賃料等の説明を致します。我々研究所が設立される以前の日本勧業銀行時代から実施している「市街地価格指数」は、日本の主要都市(223都市)に、原則として1都市10ポイントを設け、毎回研究所職員が評価し、それを集計して地価の変動率として社会に公表している資料です。



図表2の上方の線が全国の、下方の線が六大都市の市街地価格指数で、六大都市の方が地価の下落が大きかった



財団法人 日本不動産研究所  
理事・研究部部长 **山本 忠**  
(やまもと ただし)

[主な職歴]  
・1944年 生まれ  
・1970年 東京都立大学大学院 理学研究科修了  
・1970年 財団法人 日本不動産研究所 入所  
・2005年 研究部長  
・2006年 5月より現職。

[講師歴、各種委員等履歴]  
・東京都立大学 理学研究科 非常勤講師 (2003年度~2004年度)  
・財務省財務総合政策研究所の幹部候補対象研修で「不動産概論」講師 (2007年)  
・(財)土地地区画整理促進機構「市街地整備アドバイザー」1991~2007年) など

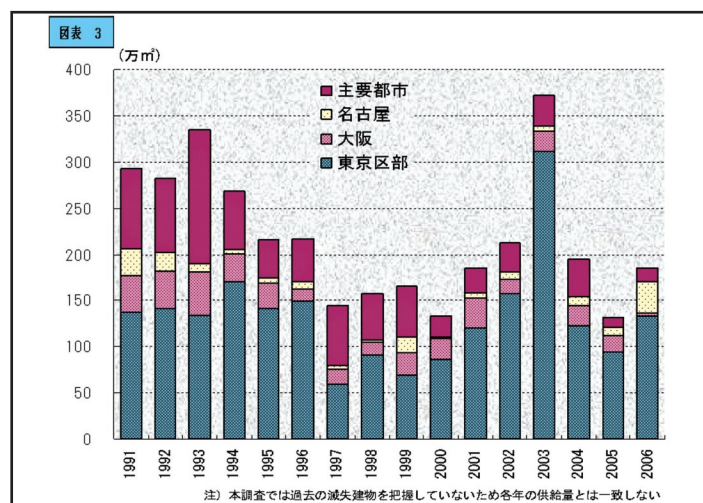
## CONTENTS

### 最近の不動産動向の論点

- 1. バブル崩壊後の不動産市場 ..... 10
- 2. 不動産に対する考え方の変化 ..... 11
- 3. 最近の不動産市況の回復 ..... 12
- 4. 今後の展望 ..... 14

たということを受け、これが結果的に不良債権という形になりました。グラフの右側方の2005年ぐらいから、特に六大都市で右上がりになってきており、今回の不動産市況の回復ということを現しております。ただ、全国は1991年9月をピークとして、相変わらず下がり続けています。下がる量が極めて少なくなっていますが、下がり続けております。

皆様方からのご要望を受けて、当研究所が1995年に調査を開始しました「全国賃料統計」という事務所、住宅の賃料の調査があります。事務所の賃料は、全国の主要都市に事務所ビルを想定して、その賃料を毎年評価して、それを指数化しています。1995年を100として、2003年までは全国的に下がっていましたが、2004年に名古屋や東京では上昇に転じ、大阪でも翌年の2005年に上昇に転じています。



もう一つ、昨年初めて発表させていただきました、札幌、仙台、東京、大阪、名古屋、広島や福岡という主要都市の事務所ビルを徹底的に我々が調べました「JREIオフィスビル調査」があります。東京、大阪、名古屋については延床面積5000平米以上の事務所ビルほぼ全部を網羅するような形で調査しております。その他の都市については、3000平米以上ということで、一定規模以上のビルは、ほぼ99%の確率で調査したと我々は思っております。図表3は、これを完成、竣工時点で年ごとにまとめたものです。事務所ビルになりますと、これは地価の動きと時間がずれます。バブルのときに計画し、着工したビルなどがある1991～1993年までは、多くのビルが竣工しております。そのピークが1993年頃にあります。その後、概ね減少しましたが、2003年、これが社会的に話題になった、事務所ビルの2003年問題と言われたことです。国鉄の汐留や品川の跡地、再開発

事業による六本木ヒルズがちょうど完成した時期で、大きな竣工量を示しております。その後は経済が底堅い状況を反映して、大きな変化はありません。

図表3の水色の部分は東京区部を表していますが、バブル崩壊後は約半分位が東京で、残りが大阪や名古屋、主要都市ということ。主要都市において結構供給されていまして。だんだん東京区部のウェイトが増え、2003年時点では大半が東京での竣工量となっております。その後の2004～2006年も、かなりの割合が東京に集中しております。大きな経済の流れの中で、事務所ビルは、やはり良い立地があれば建設されているということだと思います。

## 2. 不動産に対する考え方の変化

従来は土地を買い、建物を建てていくという不動産開発事業が主体でした。地価も一時的に上昇は止まっても、急激に下がることを考えていない、いわゆるキャピタルゲインを追求したものでした。

このような中で不動産投資市場という概念の言葉がまず出てきたことが大きな変化だと思います。インカムゲイン、いわゆる収益だけを考えましょう。収益のないものに投資はしないということが、ある意味では当たり前のお話ですが、基本となったことです。我々が用いる不動産評価の手法の中でも、従来はどちらかというと、キャピタルゲイン重視ですから取引の例を基にした価格を重視することをやってきました。最近では、元々収益還元法を使っていましたが、収益還元価格を重視しています。現在は、極端には収益還元法だけで評価してよいのではないかという議論まであるぐらいです。後ほどお話しします証券化についてはそのような方法が取られています。

企業はどのような考えに変わったのか。元々は、不動産は買ってそこに建物を建てて収益を得ると、所有が基本であったかと思えます。工場用地も所有して、それを担保にさらに建屋のお金を銀行から借りるなどという、所有ということが非常に重要な部分だったのです。しかし、経済全体のグローバル化の中で、会計処理の国際化という問題が出てきて、簿価から時価という時代になりました。これはまさにバブルが崩壊したことによって、日本の会計処理の課題を海外の方が見過ごさないということだと思います。

日本は、すぐに時価会計に移行したら大変なことになりますので、現在は取得原価から時価が半分を割れば、減損処理をしないということになり、我々が知る範囲

の企業でも、バブルのときに所有したものは、減損処理をするよりも売るということがかなり多かったと思えます。したがって、バブルのときに購入して現在も所有し続けているのは、かなり減っています。

そのようなことで、所有から利用へという時代になりました。自分の本社ビルも、元々土地を買って建物を建てて利用していましたが、一旦建てたものを売って、そこにまた今度はテナントとして入るといったことが起こってきました。当時有名だったのは、日本電気の田町の本社ビルだったのですが、本社ビルを売って何百億かを経営資金として手に入れ、自分たちはテナントとしてそのまま入居し続ける。一方、そのような段階から、不動産の証券化ということが加速され、証券化商品の物件としてお売りになる。所有から利用へということなので、必ずしも持っていなくても、証券化していくということが企業の考え方の変化かと思えます。

一方、個人ではどのようなようになったか。5000万円のマンションを買って、でも価値としてはもはや半分になってしまった。元々我が国では、住宅は一生の買い物で所有し続けるということが基本の考えでしたが、バブルの崩壊を見て本当に買って持っていて仕方がない、借金だけ残って売りに売れないということが起こりました。そのような中で、買っても仕方がないから、一時は賃貸が若い人も含めて非常に流行しました。しかし、この賃貸への傾向も一時的で、不良債権処理で出てきた用地により地価が下落して、どんどんマンションが建設され、分譲価格も安くなった。一方、「住宅ローンの金利も低いため、家賃を払い続けるよりも、買って金利を払い続けるほうが自分のものになるから良いのではないか。」という若い人が多くなったと考えております。

不動産の証券化を整理してみると、不良債権処理の前に国鉄清算事業団用地の売却方法の一つで行われていました。渋谷の物件はタワーレコードになっております。JR蒲田・川崎駅などの、駅に近い土地を、国鉄清算事業団は土地信託に預けて、信託受益権を得ました。それを一口1億で販売したことが、証券化の始まりかと私は思っております。ただ、このときはまだ売買市場ができていなかったこと、またバブルの時点での商品化でしたので非常に高いということで、必ずしも事業としてはうまくいきませんでした。本格的な始まりは、先ほどお話ししました銀行の不良債権処理、アメリカ企業の進出でした。

国内の法整備も進んで、先ほどお話しさせていただきましたように、SPC法や新SPC法で資産流動化に関する

法律などができたことで、本格的な証券化が始まりました。2001年に第1号が設定され、現在では41投資法人が設立されております。その流れを、国交省の資料で見るとJ-REITが発足して以来、現在は3兆を超えているかと思いますが、このように年々額も、件数も急上昇している。急激な不動産証券化が進んでいるという実態です。

## 3. 最近の不動産市況の回復

都市銀行の不良債権処理がほぼ終わり、2004～2005年ぐらいから、最近の不動産市況の回復の中で、変化が出てきました。その市場の特性について簡単に考えてみたいと思います。

市場の特性として、不動産投資信託やプライベートファンドが、市場の主な担い手になってきました。もう一方では、大都市の限定された中心商業地では著名な海外高級ブランド企業も直接参入しています。ご存じのように、銀座ではものすごい勢いで、海外の高級ブランドがお店を構えています。最初の頃はテナントとして入っていたのですが、近年は不動産を買ってお店を運営されるというところまで来て、これが東京から名古屋や大阪の心斎橋などに波及し、かなり高収益を皆さん上げられていると聞いております。

それからもう一つの違った視点は、優れた流通拠点では物流倉庫業や専門投資企業が参入したことです。従来、日本の物流や倉庫企業というものは、自分の倉庫を建てて、一棟貸しというものが多かったのですが、それほど大きな倉庫を持ったことはありませんでした。ここで、優れた流通業者というものが海外から入ってきました。プロロジスなどという外資系の会社ですが、これは物流倉庫革命とも言われますけれども、いわゆる非常に大きな物流倉庫を建てて、借主はその中の一部を使います。けれども、大きくて機能を集約化しているため非常に使いやすいということを経営モデルとしています。かつ、彼らはまた証券化して、さらなる次の物件を供給しています。

それから4番目ですけれども、これは大型事務所ビルの建て替えと海外の高級ホテルの日本進出です。最近の都心に対する需要が非常に強い、というお話を皆さんお聞きだと思います。我々のオフィスビル調査によると、東京区部の、特に都心5区の築40年を超えた建物が実は40%近くあるのです。非常に大きな量が、築40年を超えている。中には現在の耐震基準を満たしていないも

のもあろうかと思えます。このような中で、この都心の一等地で、比較的大きなビルの建て替えが進んでいます。事務所と上層階の高級ホテルを組み合わせた三井不動産の日本橋三井タワーや、汐留の東京汐留ビルに高級ホテルが進出しています。このような大きな流れが市場の回復をもたらしていると理解しております。

当研究所でやって行っています「不動産投資家調査」という、不動産の投資に絡む、REIT、私募ファンド、格付会社、建設会社、銀行の方にメンバーになっていただいで、毎回約100社位に回答をいただいている調査ですけれども、その方々に投資の態度を聞いております。投資に対する積極論が2003年頃は8割位でしたが、どんどん上がってきて9割を超える状況となっています、これがまさに今の日本の、不動産の活性化の一端を担っているかと思えます。先だって発表させていただいた資料でも、これもまだ9割を占めているということで、まだこの傾向は続くと考えられます。

このような現象をどのような形で理解していくか。景気の緩やかな回復と多大な投資資金があるということが背景にあるかと思えます。その投資資金は、銀行の不良債権処理が終わって、不動産投資に回せる余裕も結構出てきたこと、それから海外および国内のファンドの投資資金がかなりある、特に海外からの投資資金は相当多大なものがあるということがあります。その中で不動産証券化市場等の規模拡大が、このような背景から生じております。

それと、機関投資家側の利益獲得機会の増大と投資態度の積極化です。先ほどのアンケートにありますように、9割の方が投資をしたいと言われるように、まだまだ積極的です。それから不動産収益率の期待値の低下です。期待値の低下は、価格の上昇につながります。それから不動産賃貸事業環境の改善があります。賃料が大幅に回復するということが、事業環境の改善がなされてきているということで、その結果として投資向き不動産価格は上昇してきております。

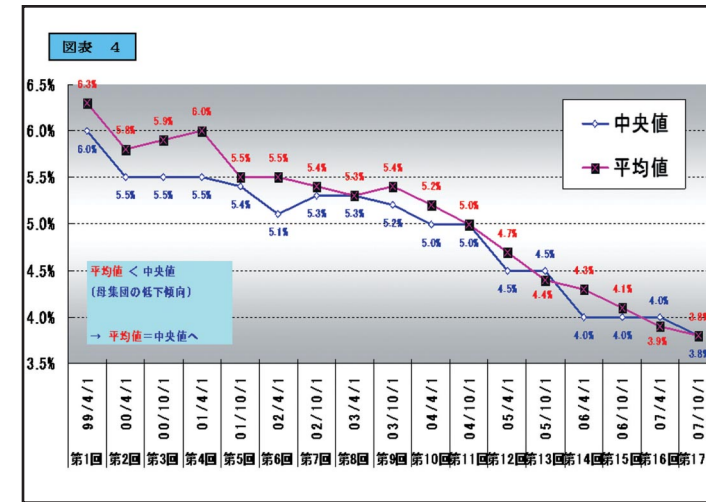
このような背景は何か。2001年に発足した小泉内閣で行われた規制改革と金融システム安定化の推進政策によるものです。後者が、不動産業への回復の一番大きなものだと私は考えております。要は銀行がお金を十分、貸すという仕組みができてきたことではないかと思っております。それから不動産市場の条件整備、流動化の促進です。不動産の証券化が今回これだけ発展したのも、その市場の条件整備ができたということが背景にあるかと思えます。

それからもう一つは都市再生事業です。これも小泉内閣のときに都市再生本部というのを作って、日本の主要な都市の、主要な事業を都市再生事業の対象としたことも、大きな回復の要素になっています。この中で一番のポイントは、「いろいろな条件を満たせば相当な容積ボーナスを与えてきた。」ということがあると思えます。

ところで、市場構造はどのように変化したか。一つは収益性の重視ということです。キャピタルゲイン狙いからインカムゲイン狙いの時代に来た、まさに収益性重視の時代です。二つ目はコストに対する意識が向上した。家賃を上げることも大事ですが、経営に要するコストをきちんと見直していくという意識が、従来から見ればシビアになってきました。三つ目はリスクに対する感度です。これは、神戸の地震以来、新潟や石川などで大きな地震がありました。都市の中のインフラなども壊れてしまうようなリスク、あるいはいろいろな土壌汚染のようなリスク、従来あまり考えていなかったようなリスクに対する感度、皆さん非常に上がってきております。

四つ目は判断に至るプロセスを重視することです。従来の事業というものは、先ほどお話ししました、企業が自分で土地を買ってやる企業内の話でしたけれども、不動産証券化になりますと、買う人は一般の人です。なぜそれを組み入れたか、なぜ変えたかという、事業をやる中での判断のプロセスを重要視せざるを得なくなっているということだと思います。五つ目は市場関係者の説明責任が強まる。これはまさに証券化で一番重要な問題だと思います。いろいろなことが起こったときに、従来の不動産というものは、相対取引で、買う人と売る人が1対1でした。今は売る人は一人であっても、買う人は実は証券化によって小口化されますので、その人たちへの説明責任が非常に重要になってきております。

では、これらの状況を反映した最近の不動産市場はどのようなでしょうか。平成19年3月末時点の上昇率に対して、平成19年9月末は東京圏、大阪圏、名古屋圏ともに上昇しているが、上昇する率がちょっと下がっているということが特長となっています。事務所賃料も大手町、丸の内地区にあるポイントの変動率を見ますと、2005年に上昇して、2006年には25.8%と非常に大きな上昇を示しましたが、2007年はちょっと落ち着いて8.3%増となりました。名古屋の駅前も同様な結果になりました。



最近の不動産市場の中で、投資家の皆様にとって非常に重要なファクターと位置づけられている不動産投資家調査の、丸の内・大手町地区に設けたAクラスビルの期待利回りの変化を見ます(図表4)と、これは地価や賃料の変化とはかなり異質で、ひたすら下がってきています。逆に言うと、価値は上がっているとご理解いただきたいと思えます。どんどん下がってきておりまして、ついに4%を割って、平成19年10月調査では3.8%という値になっています。

#### 4. 今後の展望

私は今後の不動産市場を次のように考えております。市場における不動産の選別は、良いものと悪いものがまだまだ差別化され続けると私は思っています。2つ目は収益構造の良否やリスクに対する市場関係者の反応がより鮮明になると思えます。従来は買えないから、仕方がないから買うかというような時代もあったと思えます。将来、キャピタルゲインが得られるのではないかとことを前提に考えていましたけれども、今はまさに収益構造が良いか悪いか、リスクがあるかないか、そのようなことをチェックして取得するということで、今後もこの行動は続くだろうと思っております。3つ目は、市場で支持される限り価格は安定化します。結局はそのような価格を決められるのは市場ですが、市場でそのような論理が認められれば、価格というものは安定化していくだろうと思えます。

今後の不動産市場の課題は、チェックする、あるいは判断していくために何が一番大事なのかということだろ

(本稿は、平成19年12月4日に開催された当研究所主催の定例講演会での講演内容をもとにとりまとめたものです。)

うと思えます。的確な判断のためには、いっそうの情報の整備が急務ではないかと私は考えております。

今後整備が望まれている不動産関連情報をまとめさせていただきます。一番目は不動産取引に関する詳細情報。我が国ではなかなか、不動産の取引事例というものは、「ここだけの話。」というか内緒話でして、我々も業務上、実態をつかむのは非常に難しいのですけれども、なかなかオープンになっていかない。国土交通省で不動産取引をインターネットで実態をオープンしていくという流れができたのですが、まだ詳細までいかない、非常にラフな内容でありまして、今後は詳細情報を是非やっていただきたいと思っています。それが不動産に携わる業界の発展につながるのかと思っております。

2番目は建物のストック量に関する詳細情報です。従来建物については、例えば事務所ビルをとっても、新規の大型ビルについてはディベロッパさん等が調べて、来年このぐらいできる予定だ、などということはあったかと思えますが、ストックそのものについての資料を持っているのは市町村の課税部署や消防です。これらの資料は一般には出てきません。そこで、研究所でも一定規模以上の事務所ビルについては、先ほども申し上げましたように調査を始めましたが、全数調査ができれば、より良い不動産市場が整備されていくと思っております。

3番目は不動産需要者の選好に関する詳細情報です。不動産に関する情報というものは、実は需要に関するものはあまりなくて、供給に関するものが、建物の量などを含めてかなりあります。需要と供給で価格が決まるので、このような調査は非常に難しいのですが、今後は非そのようなものを皆で進めていかなければいけないかと思えます。

最後に不動産収益率に関する詳細情報です。これもなかなか難しいのですけれども、我々は不動産投資家調査ということで意見を集約して、社会に発表しておりますけれども、もうちょっと詳細なことを今後ともやっていかなければいけないのではかと思っております。

このようなことをやることによって、「今後の不動産の世界の安定化や、投資というものがますます活発化になる。」私はそのように思っております。

【参考】不動産動向の資料として、我々のホームページ(<http://www.reinet.or.jp>)にはここで紹介した市街地価格指数、全国賃料統計、不動産投資家調査、JREIオフィス調査の結果を掲載しておりますので参照ください。