


2012年新年号



不動産 調査

2012

No. 383

2012年の日本経済

学習院大学
経済学部 教授

岩田 規久男 氏

2012年の不動産市場

一般財団法人 日本不動産研究所
研究部長

中野 豊



一般財団法人
日本不動産研究所

平成 23 年 定例講演会 特別講演

2012年の日本経済

Profile

学習院大学経済学部 教授

いわた きくお
岩田 規久男 氏



プロフィール

1973年東京大学大学院経済学研究科博士課程修了。上智大学経済学部助教授、米国カリフォルニア大学バークレイ校客員研究員、上智大学教授を経て、98年より現職。専門は金融論、経済政策、日本経済論。主な著書に『デフレの経済学』『金融危機の経済学』『世界同時不況』『デフレと超円高』等のほか、新刊に『経済復興—大震災から立ち上がる』がある。

Contents

1. 円高のメカニズムと国際競争力	3
2. 国際競争力を高めるには	4
3. なぜ、超円高になるのか	5
4. なぜ、デフレ予想が続くのか	6
5. 予想インフレ率とは	6
6. 日米の予想実質金利差と円高	7
7. 日米の金融政策の差	8
8. マネタリーベースと予想インフレ率の関係	9
9. デフレを脱却するために	10
10. さいごに	12

学習院大学の岩田です。それでは、「2012年の日本経済」というテーマでお話しします。

日本経済に立ちはだかる問題は4つあります。

1つ目は、長期にわたってデフレが続いているということ。年々の物価の下落率がそれほど大きくないので、何となく安心して、もう慣れてしまっている感じが、17～18年もデフレが続いています。1930年代に大

恐慌がアメリカで起こりましたが、そのときには、大きな物価下落が一挙に起こりました。一方、日本の物価下落は長期にわたってだらだら続き、最終的には1930年代のアメリカと同じくらいの下落です。年々の物価下落が小さくても長く続くと、大きな下落になります。したがって、日本のデフレも30年代のアメリカのデフレと同じように、経済にさまざまな悪影響を及ぼしているの

です。

2つ目は、この長期にわたるデフレが現在の超円高を生んでいること。これも日本経済を抑制する非常に大きな要因になっています。

3つ目に、来年度、復興需要ということで、予算がいろいろ執行され、復興需要があるから景気は回復するという見方がありますが、この効果を打ち消すような増税が考えられていること。

最後に、欧州の債務危機が一向に収束の様子を見せない。これが世界の金融危機にまで発展すれば、日本経済は非常に大きな打撃を受けることになります。

欧州の債務危機は日本が解決できる問題ではありませんが、デフレや超円高や増税のデフレ効果は、日本が適切な経済政策を運営すれば解決できる問題です。

1 円高のメカニズムと国際競争力

最初に、円高の状況を確認しておきます。

リーマンショック後、世界で全ての通貨に対して高くなっているのは日本円だけです。アメリカに対しては、リーマンショック後38%も上昇しています。ユーロに対しても41%。イギリスのポンドに対しては、なんと53%もの円高です。オーストラリアは資源国で、高金利通貨ですが、それに対しても9%ぐらいの円高になっています。

新興国の中国に対しても28%、お隣の韓国に対しては38%もの円高です。韓国は日本と同じようなものを輸出しているのだから、日本との輸出競争が激しいのですが、日本よりも4割近い低い為替レートで競争していますから、競争上はるかに有利です。

以上は名目の為替相場ですが、次に実質実効為替相場を見てみましょう。各国との為替レートを、各国との貿易額で加重平均すると名目実効為替相場が得られます。それをさらに、物価で調整したものが実質実効為替相場です。

この実質実効為替相場で見ると、現在は2004年から2005年とほぼ同じ水準で、それほど低くない。そこで、日銀は現在は円高ではないと言っています。

しかし、実は輸出競争力というのは、実質実効為替相場だけに依存するのではなく、もう一つ重要な要因があり、それは交易条件です。

交易条件とは、輸出物価指数を輸入物価指数で割ったものです。分かりやすくするために、例えば自動車を輸出して、原油を輸入しているというケースを考えてみます。日本の自動車の輸出価格を1台100万円とします。原油価格を1リットル100円とします。このケースでは、自動車の輸出価格100万円を原油の輸入価格100円で割った1万円が交易条件になります。この交易条件は車を1台輸出すれば原油を1万リットル輸入できることを意味しています。つまり、交易条件とは、輸出をどれだけすればどれだけ輸入ができるかという概念です。

自動車産業など輸出をする産業だけでなく、輸入と競争している産業でも、交易条件が大きいほど国際競争力は大きくなります。つまり、交易条件が大きいことは、わずかな輸出でもって、たくさんの輸入ができることを意味します。したがって、交易条件が大きくなることは輸出産業に限らず、日本経済全体にとっても非常に有利なことです。

一方、円の実質実効為替相場が上昇するということは、円高になることを意味するので、実質実効為替相場が上昇すると、日本の輸出産業の国際競争力は低下することになります。つまり、交易条件が大きくなれば国際競争力は大きくなり、実質実効為替相場が上昇する、すなわち、円高になると国際競争力は低下することになります。

そこで、交易条件を実質実効為替相場で割った値を国際競争力指数と定義します。分子の交易条件が大きくなれば国際競争力指数は大きくなる。

分母の実質実効為替相場が高くなるということは、円高になることを意味します。分母が大きくなるので、国際競争力指数は低下することになる。したがって円高になると国際競争力指数は低下する。逆に、実質実効為替相場が安くなるということは円安を意味します。分母が小さくなるので、国際競争力指数は大きくなります。

実質実効為替相場と交易条件および国際競争力指数を重ねてみましょう(図1)。

まず実質実効為替相場ですが、リーマンショックが2008年9月ですが、これより前は全体に実質実効為替相場は安くなり、円安が続いていた。このときは、主に原油高が原因で交易条件は低下(悪化)していますが、国際競争力指数は、2006年から2007年ごろまで、非常に高くなっています。日本がいざなぎを超えたとか言って

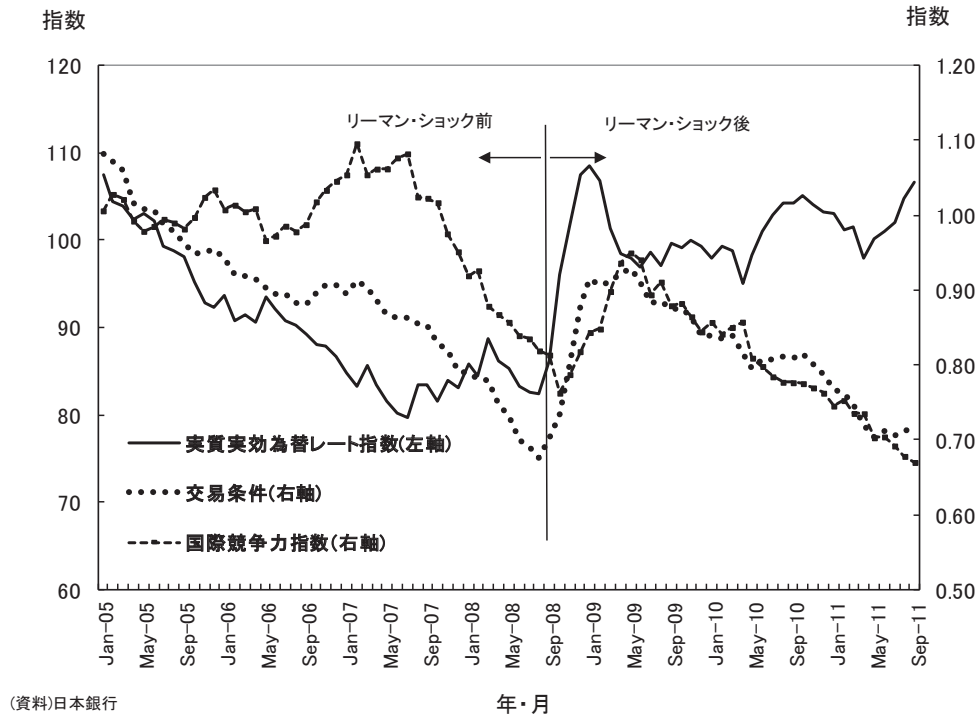


図1 急速に低下する輸出産業の国際競争力

経済がよくて成長した時代です。景気がよくなったのはなぜか。それは、交易条件は悪化し、輸出産業に不利に働きましたが、為替相場がそれを相殺する以上に円安になったために、国際競争力が高まったからです。

リーマンショックの直後はどうなったかという、急に円高になります。輸出産業にとってすごいダメージです。しかし、このときに、原油価格が暴落したために交易条件は急によくなったのです。リーマンショックで経済は相当悪くなって、原油の需要が減ると予想されたため、投機筋は原油に対し買い投機をしなくなり、そのため原油価格は大きく下がった。その結果、交易条件がぐっとよくなり、円高を相殺してくれたため、国際競争力指数は上昇しました。

ところが、長期的に円高基調が続くなか、世界経済が回復するにつれ原油価格が再び上がりだしたため、交易条件は低下した。低下した交易条件を実質為替相場で割って得られる国際競争力指数は、ほとんど交易条件と同じように低下しました。

日本銀行とか、一部の経済学者は、今の円高は大したことないと言っています。実質実効為替相場で見ると、2005年の初めごろとほとんど同じだから、輸出産業は

大きな打撃を受けていないというのです。だから円高だ円高だと騒ぐことはないのだと。しかし、交易条件を考慮した国際競争力で見るとどんどん悪化して、過去にもなかったほど悪い状況です。

輸出産業がどういう立場に置かれているかを理解するには、実質実効為替相場だけを見ていたのでは正確に判断できません。交易条件を考慮した国際競争力指数で見なければ分からないということです。2004年から2005年の実質実効為替相場と交易条件を100に指数化すると、2011年の実質実効為替相場は99です。ほとんど実質実効為替相場は変わらないから、それだけ見ると大して円高ではないのですが、交易条件は2011年は69になってしまっている。交易条件がこんなに悪化したため、国際競争力は04年～05年よりも3割も低下しているのです。

2 国際競争力を高めるには

では、日本の国際競争力を04年や05年くらい水準に回復するためにはどうすればいいのでしょうか。日本が交易条件を変えることはできません。世界の原油市場と

か、銅とか亜鉛とか、そういった世界市場で価格が決まってくるものは、日本の経済政策で動かすことはできないからです。

日本の経済政策で動かすことができるのは、円の実質実効為替相場です。これを現在よりも3割安くすることは金融政策でできます。これが3割安くなると、国際競争力指数は04年や05年くらい水準に戻ります。

2004年や2005年に比べて3割も国際競争力を失っているわけですから、このまま放って円高のままではいけば、輸出産業は国内では戦えない。実際に輸出産業は超円高を利用して海外の企業を買収し始めています。そして、海外で生産する。あるいは、海外の企業や工場に生産を委託する。その結果、完全に国内の産業空洞化が起こり、雇用も喪失することになる。

外国では雇用が増えるけれども日本では雇用が増えず、失業問題は深刻になる。特に、被災地などには輸出産業が随分あります。サプライチェーンで問題になって分かるように、下請けをしているところが随分あるわけです。そういったところも競争力を失っていくということです。

なぜ円高で輸入物価指数が低下しても交易条件が悪くなるかというと、輸入物価指数は円高メリットがあるが、そのメリットを相殺する以上に輸出物価指数が円

ベースでどんどん下がっているためです。それが交易条件を悪くする原因です。

3 なぜ、超円高になるのか

なぜ、そんなに超円高になるのか。しかも、全ての世界の通貨に対して円高になっている。これには2つの要因があります。

1つは日本の金融政策。相対的に見ると、日本は外国に比べ金融は引き締め気味です。特に、アメリカに比べると非常に引き締め気味です。後で詳しく話します。

もう1つは、日本ではデフレ予想が支配的だということです。海外ではどの国もインフレが予想されています。そのため、デフレが予想される日本の円を持っていると、外国通貨に比べて購買力は増えていきます。米ドルやユーロは2%か3%のインフレで目減りして購買力を失っていく。ということは、その通貨の価値は下げるといことで、これが日本の円を海外に対して強くしている基本的な原因です。日本のデフレは大したことはないと思うでしょうが、海外とのインフレ率差で見ると3%くらいの差があり、3%が10年も続くと、かなりの差になってしまうのです。

まず、名目金利をアメリカと比べてみます。アメリカ



の名目金利（国債）は、2007年のリーマンショック前は高く、5%程度でしたが、リーマンショック後にだんだん下がってきて、2011年に入ってから、量的緩和第3弾の可能性が予想されることもあって、急激に低下して、現在2%くらいまで下がっています。一方、日本の名目金利（国債）は大体1%くらいなので、米日の名目金利差は1%くらいです。米日名目金利差が縮小していることは円高要因です。

円高をもたらしているもう1つは、デフレ予想です。デフレ予想が円高の基本的な原因になっています。日本がデフレ予想でアメリカはインフレ予想であるため、円の購買力はドルに比べ上昇すると予想されます。したがって、円買いドル売りが増え、円高ドル安になるのです。

4 なぜ、デフレ予想が続くのか

そこで問題は、なぜ、日本ではデフレが予想されるのかということですが、基本的には、日本銀行がマネタリーベースを増やさないからです。アメリカやイギリスのマネタリーベースの増加に比べると、特に少なく、ユーロに対してもそういう傾向があります。そのために、日本ではデフレ予想が形成されます。必要なマネタリーベースを供給しないという日銀の政策が問題なのです。

デフレが予想されると需要は減ってしまいます。今後デフレが続くと予想されると、設備投資をして物をつくっても高い値段で売れない。借金してまで設備投資したら損してしまいます。ということで、需要が減ってしまいます。需要が実際に減るから、予想したとおりデフレになる。

このように、人々、あるいは企業の多くが、将来デフレになると予想すると実際にもデフレになる。経済というのはそういうものです。例えば、これからみんなが地価が上がると思えば、地価は上がるのです。上がると思うから、みんな今のうちに買っておこうとする。みんな買うから上がる。上がったのを見て、ほら、実際上がったじゃないかと思う。そこで、もっと上がるのではないかと予想して土地を買う。これが繰り返される。

逆に、下がり始めるときには、多くの人々が下がると予想するようになると、実際にも、地価は下がる。経済というのは多数の人が同じ予想をしてしまうと、実際にその予想が実現してしまい、価格が大きく変動する。これ

が市場経済の特色です。

ですから、価格や為替などが安定するためには、上がると予想する人と下がると予想する人のバランスが取れている必要がある。このバランスが崩れることにより、バブルが起こり、逆にバブル崩壊が起こること、私達の経済は最近繰り返しているわけです。

この悪循環を止めるためには、人々の予想を打ち砕くしかない。デフレ予想をつくっているのは日銀ですから、日銀の政策を変えれば、デフレ予想からインフレ予想に変わるのです。

それに対し、アメリカのFRB（Federal Reserve Board）は大量にマネタリーベースを増やしています。そのためにインフレが予想され、コアインフレで見ると2%くらいで、実際にもインフレは2%くらいになっています。

アメリカが2%のインフレ、日本が0.5%のデフレですから、両者の差は2.5%くらいになる。2.5%の差がずっと続けば、将来の円とドルの購買力、物を買う力は相当大きな開きになるので、円のほうが有利になり、円買いドル売りが起きるのです。

5 予想インフレ率とは

デフレ予想を打ち砕くことが大事なのはわかったが、実際に、日本の予想インフレ率はどうなっているのか。

アメリカにはずっと以前から物価連動国債というものがあります。例えば、10%インフレになれば、100円だった償還価格は110円になる。100円に対し利子を2%払うとすれば2円ですが、110円で償還するから、これに2%を掛けて2円20銭というふうに利子も増えるのが物価連動債です。したがって、インフレに強いわけです。逆に、デフレになると、物価連動国債は、例えば100円で償還されるのが、10%のデフレとなると、90円で償還されることになる。やはり利子も減ってしまうので、デフレに弱い。

日本でも2004年3月から物価連動国債が発売されるようになりましたが、日本の場合、デフレが予想されているため、物価連動国債は普通の国債よりも不利になります。デフレになると、償還価格は下がってしまう。利子も減ってしまうからです。したがって、物価連動国債はデフレが予想されると人気なくなります。人気がない

くなると、価格は下がります。価格が下がると、物価連動国債の利回りは上がります。その結果、デフレが予想される分だけ物価連動国債の利回りは普通の国債より利回りも高くなる。つまり、物価連動国債の利回りはデフレ予想分だけ普通国債の利回りよりも高くなる。

ということで、デフレが予想されているときには、物価連動債の利回りは普通の国債の利回りよりも高くなります。高くなった分が、市場が予想しているデフレ予想ということになります。

アメリカでは逆です。アメリカの場合は、インフレヘッジができる物価連動国債のほうが得だから、その価格は普通の国債よりも高くなります。したがって、利回りは普通の国債よりも低くなります。その差が市場が予想しているインフレ率になるわけです。アメリカの場合は、インフレ予想率がリーマンショックでゼロに近づきますが、その後アメリカのFRBはマネタリーベースを大幅に増やすという超金融緩和を行ったために、予想インフレ率はリーマンショック前に戻っています。一方、

日本は、依然としてデフレ予想が続いています。

6 日米の予想実質金利差と円高

日本の予想実質金利を、日本の名目金利から日本の予想インフレ率を引いたものと定義します。アメリカも同じです。

円やドルのどちらが本当に価値が高いか、それを持っているとどれだけ購買力が上がるのかは、日米予想実質金利差をみるとわかります。

まず、米国と日本の名目金利から見ると、アメリカの場合は名目金利は高いが、インフレが予想されているために、名目金利から予想インフレ率を引いた予想実質金利は低くなってしまいます。ところが、日本はデフレが予想されているため、予想実質金利は名目金利よりも高くなってしまいます。ということは、日本のほうが予想実質金利で見るとアメリカよりも高いということです（図2）。

つまり、名目で見るとアメリカの金利のほうが高いか

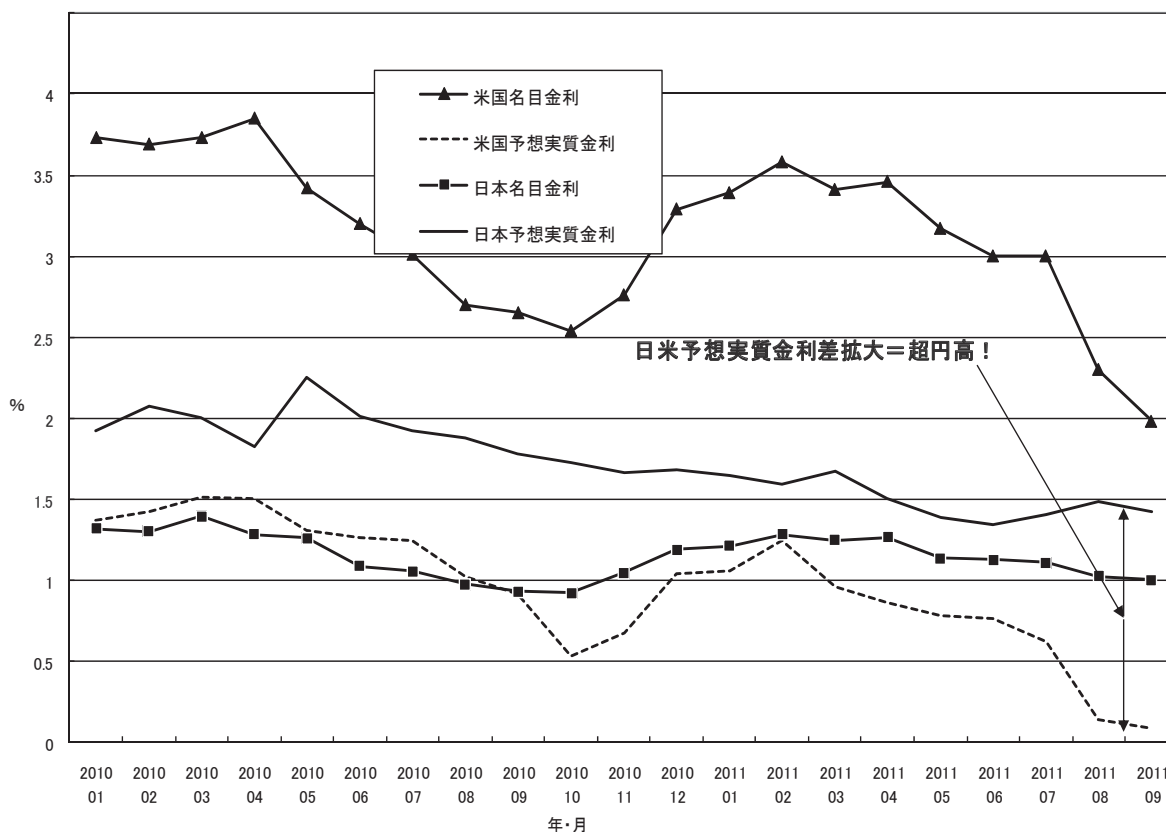


図2 デフレ予想のため、予想実質金利は米国よりも日本の方が高い

ら、何となく米ドルが有利だと思われがちですが、将来の物価の変化を考慮した予想実質金利は、日本のほうが米国よりも高い時代が続いており、最近はこの差が大きくなっている。これが日本円を、米ドルに対し38%も高くする基本的な要因です。

このように、円高というのは、日本の経済がいかか、強いとかいう問題では全くないということです。日米の名目金利差と日米の予想インフレ率差がこれからのようになるのか、そういうことが、円ドルレートを決めていくことになります。

円の価値が強くなることを喜ぶ人がいますが、非常にばかげたことです。我々にとって円の価値が高いということは、どういうことを意味するかというと、現金や定期預金を持っているだけで価値が上がるということです。

こういう経済では企業は投資を控えます。日本の企業は現金や定期預金とか、流動性の高い国債とかを持っているので、いま手元資金が裕福です。企業というのは普通はそうではない。借金をして設備投資をし、技術革新をする。だからこそ経済は成長するのですが、日本の企業は、今そういう状況ではないのです。デフレだから、物を生産したり、設備投資をしたりすることは不利になるために、新たな投資をしない。

つまり、お金の価値が高いということは、お金を支出して技術革新とか、設備投資とか、新たな商品をつくる企業が減ることを意味します。ですから、円の価値が高いということは喜ぶことではないのです。

7 日米の金融政策の差

先ほどデフレ予想が出てくるのは、マネタリーベースが大きな原因だと言いましたが、マネタリーベースとは何かを説明します。

マネタリーベースというのは、皆さんが持っている現金と、銀行の日銀預金のことです。この日銀預金はどうやって増えたり減ったりするかというと、銀行が持っている国債や手形、不動産のREITなど、要するに、銀行が持っている資産を日銀が買うからです。これを買えばいいのですが、この代金を日銀は、銀行が日銀に預けている日銀預金口座に振り込むので、銀行の日銀預金が増える。すなわち、マネタリーベースは日銀の買いオペ

によって増える。銀行は皆さんがATMから現金を引き出すことに備えて、日銀預金から現金を引き出します。そして、その現金を皆さんが引き出すと、皆さんの手元に現金が来る。これがお金の流れです。

ということは、マネタリーベースを増やしたり減らしたりすることができるのは日本銀行だけで、金融政策とはマネタリーベースを増減させることです。

そこで、マネタリーベースのリーマンショック後の推移を、リーマンショック直前を100に指数化してみます。日銀はマネタリーベースをほとんど増やさず、10年12月ごろでもやっと、17%ぐらい増やただけです。東日本大震災を受けて、少し増やし、137ですから37%まで増やしたのですが、また減らしはじめています(図3)。

一方、アメリカの中央銀行であるFRBは、リーマンショック後、これからデフレになったら大変だということで、マネタリーベースを100からいっぺんに200に増やしています。2008年9月から2009年12月ごろの3か月くらいで一挙に2倍も増やしています。

日本と違ってアメリカのやる気は違います。100年に1度の大ショックが来たというのに、日銀は動じません。何も動かない。普通の場合でも、マネタリーベースをこの程度しか増やさないのであれば景気後退は防げません。ましてや世界大不況が来るというのにこんなものですから、のんきなものです。

アメリカは真剣です。アメリカは量的緩和をもう1回し、今、297とリーマンショック直前よりも約3倍もマネタリーベースを増やしている。

ユーロの中央銀行はどうだったかということ、一時145%までも増やすのですが、アメリカと違いヨーロッパ中央銀行は安心してしまい、2010年の下期から減らしていく。そして、2011年の4月と7月はインフレ率が3%くらいになり、それ以上のインフレになったら大変だということで、利上げをしました。ギリシャ危機で大変なときに利上げをするという、とんでもないことをしたのです。

こういう意味で、一番の優等生は何といってもアメリカです。100年に1度のショックを受けたときには、こういう金融超緩和政策を実施しなければならない。もしも、アメリカの中央銀行が、日銀のような金融政策をしたらどうだったか。アメリカが大不況に陥るだけではな

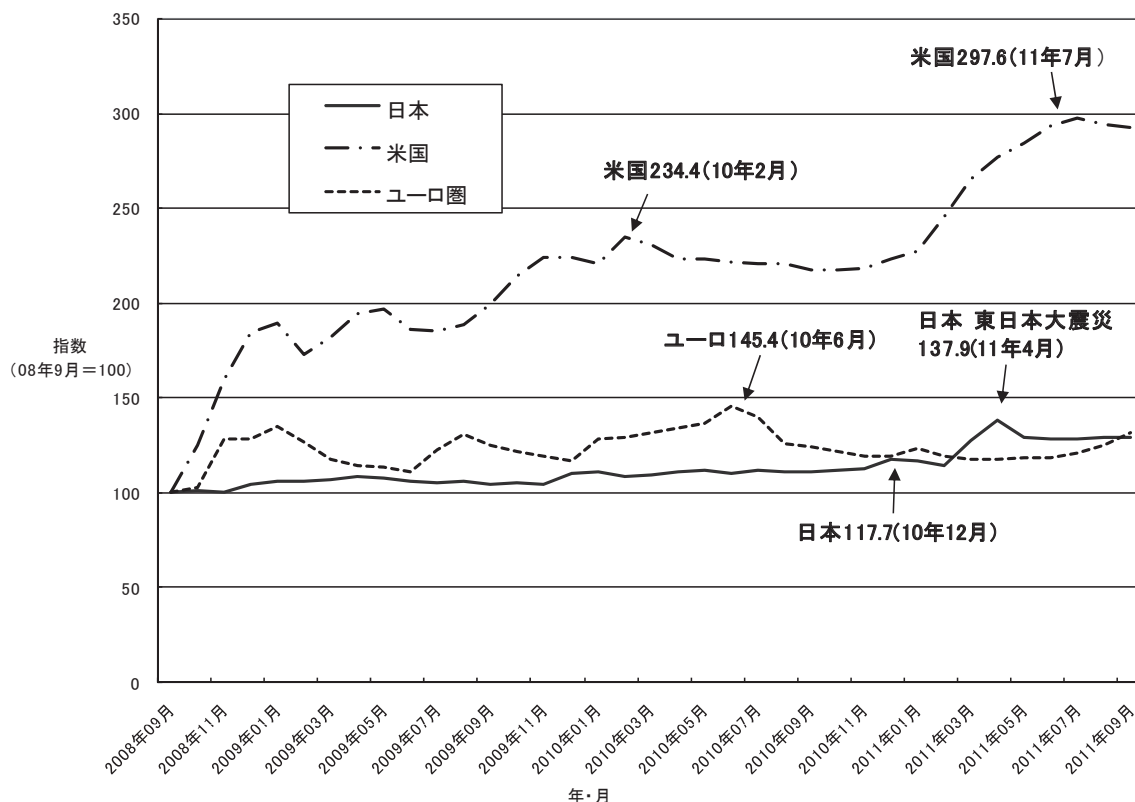


図3 リーマン・ショック後の日米ユーロのマネタリー・ベース残高指数 (08年9月=100)

く、世界が大恐慌に陥ったはずですが。それくらいアメリカの金融政策は成功したと、私は評価しています。

ただ、普通の中央銀行は物価の安定だけでいいのですが、アメリカの中央銀行はもう1つ、雇用の安定を図らないといけない。アメリカの場合、大体5～6%くらいに失業率が下がれば雇用が安定したと言えるのですが、今、アメリカは9%です。最近、やっと8.4%まで下がったものの、失業率が高止まりしているため、アメリカの政策は失敗だと主張する人がいます。

しかし、雇用の問題は金融緩和だけで解決することは困難です。物価の安定には金融政策は非常によく効くのですが、雇用に関しては非常に長い時間がかかる。雇用というのは、需要があっても、その人に能力がなければ働けないとか、その能力をつけている期間は働けないとか、そういうミスマッチの問題があるので、金融政策だけでは解決できない。それでも、量的緩和を続けていけば、将来かなりの効果が出てくると思います。

8 マネタリーベースと予想インフレ率の関係

半年ごとのマネタリーベースと予想インフレ率の関係をみてみます。リーマンショック前ですが、マネタリーベースをどんどん増やしていくと、やはり予想インフレ率が上がっています(図4)。

日本では、2001年から2006年3月までどんどんマネタリーベースを増やす量的緩和を実施しました。その結果、予想インフレ率は0.8%まで上がっています。しかし、06年3月以降は、日銀がマネタリーベースをどんどん減らしたため、リーマンショック前までに予想インフレ率は0%近くまで下がっています。そこへリーマンショックが来りましたから、インフレ予想はマイナス1.6%までダウンと落ちました。しかし、その後、少ないですがマネタリーベースを増やしました。その結果、デフレ予想は縮小しています。図4から、マネタリーベースを真剣になって増やせば、予想インフレ率は上がることがわかります。

これまでのマネタリーベースと予想インフレ率の相関関係から、マネタリーベースを一挙に40兆円から60兆円増やせば、日本でも予想インフレ率は2~3%になります。今40兆円ぐらいの基金を日銀は持っていて、それでREITとかいろいろ買っていますが毎月1兆円しか買わない。これでは全然駄目です。2~3カ月の間に40兆円くらいドンと買わないと駄目です。そうしないと予想インフレ率は2~3%に上がらないので、デフレを脱却できず、超円高が続き、経済は停滞します。

アメリカはいま雇用が少しよくなったので、第3弾の量的緩和はしないかもしれませんが、欧州の危機がもっと深まると世界経済全体が悪化し、デフレ圧力が働きますので、欧州危機のいかんによっては、アメリカは第3弾に踏み切る可能性が大いにあります。いつもバーナンキ議長をはじめFRBは、インフレ率を絶対に2%以下にしないとっています。

ですから、アメリカが量的緩和第3弾を実施すると、アメリカの名目金利はさらに下がり、予想実質金利は日本のほうが一層高くなりますから、ますます円高になってしまう。したがって、欧州危機が実現すると、来年は

復興需要があっても、景気後退は避けられないというのが、私の見通しです。

9 デフレを脱却するために

では、デフレを脱却するとどうなるか。円ドルレートは、日米予想インフレ率差や日米の金利差などで説明ができます。この関係式でみると、日本の予想インフレ率が1%上がると、11.1円の円安になります。日本の名目金利が1ポイント下がる場合は、11.8円の円安になります。

さらに、円ドルレートを単純に日米予想実質金利差だけで説明する関係式をつくると、日米予想実質金利差が1ポイント上昇すると、11.5円の円高になる。今までデフレ予想のために、こうした状況が続いているわけです。これを逆転するには、日銀がマネタリーベースを大幅に増やして、日本の予想実質金利を大きく下げることがある。

それでは、デフレを脱却すると、どのくらい株価が上がるか。日経平均株価は日本の予想インフレ率、円の実質実効為替相場、交易条件で説明することができます。

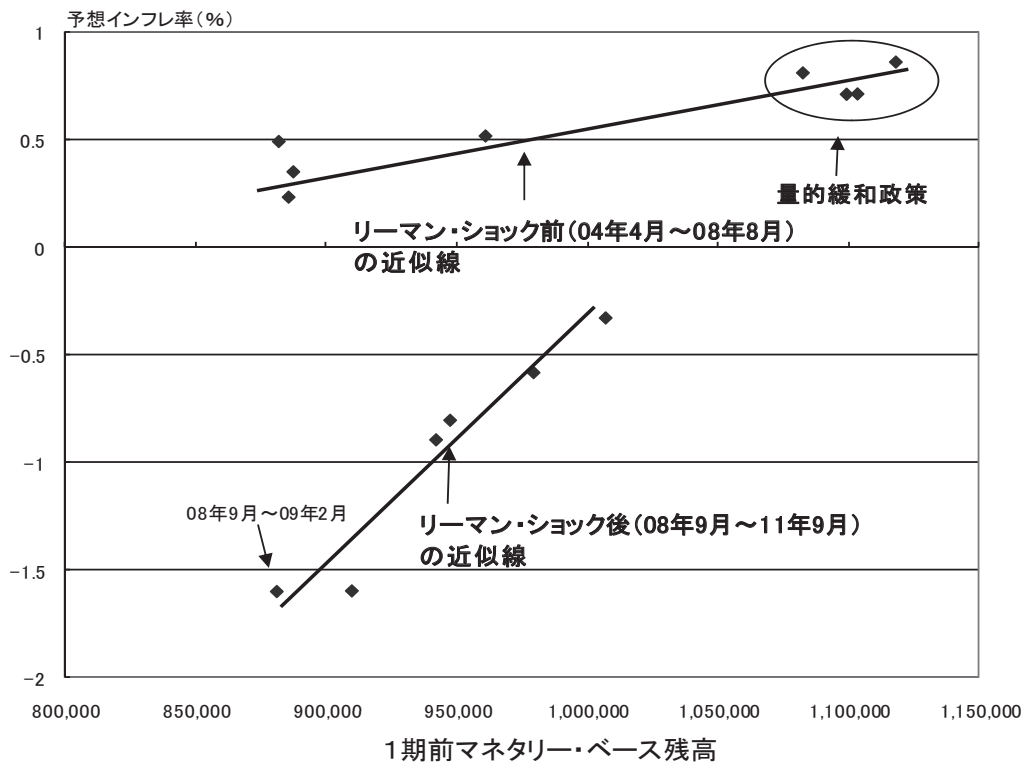


図4 日銀が引き起こすデフレ予想

この回帰分析の結果から、円の実質実効為替相場が1ポイント低下すると日経平均株価は229円上がる。また、マネタリーベースをどんどん増やし、その結果、予想インフレ率が1ポイント上がるごとに、日経平均株価は1564円も上がる。逆に言えば、日本の株価が上がらない原因は、デフレ予想にあるということです。デフレが1%予想されるごとに日経平均は1564円下がるわけです。

あとは交易条件ですが、交易条件は日本だけでは変えられないので、日本として変えられるのは円高と予想インフレ率となります。

日本が不況から脱出するためには、デフレ予想を打ち砕き、インフレ予想を2~3%にもっていく。そうすれば、大体、日経平均株価は3000円から4000円くらい上がります。そうすると、設備投資が増えてきます。さらに、予想インフレ率が上がれば、先ほど言ったように1ポイント上がるごとに11.5円の円安になります。円安になれば、日経平均株価も上がる。そうすれば、また設備投資が増える。こういう循環が働きはじめます。

そこで、どうしたらデフレを脱却できるか。これには、2つの要因があります。

1つは、中央銀行が「インフレを2~3%に維持する」というように、インフレ目標の達成にコミットすることです。コミットするということは、例えば、日銀が1年から1年半後くらいの間、実際のインフレ率を2~3%にすることを約束します。約束が守られなかった場合には、ニュージーランドの場合は、政府は中央銀行総裁を罷免することができます。ですから、総裁は約束した2~3%のインフレを維持するように、一生懸命やるわけです。その結果、アジア通貨危機後のニュージーランド中央銀行は、1回も2~3%のインフレ率を外したことがありません。

イングランド銀行の場合は2%のインフレ目標を持っているのですが、これを上下1%外れると、財務大臣に報告をしなければいけません。イングランド銀行は財務大臣に対して説明責任を取らなければなりません。さらに、イギリスには第三者による中央銀行の金融政策を評価する委員会があり、そこでも責任を問う形になっています。

コミットするというのは責任を持ってコミットし、できなかったら辞める覚悟があるということです。

ところが、白川日銀総裁は説明責任をまったく果たし

ていません。白川総裁は、「中央銀行が流動性を増しても（買いオペにより日銀預金を増やしたり、現金を増やすことを流動性を増やすと言います）物価は上がりません」と言っています。しかし、実際は、上がっていません。日銀がマネタリーベースを増やせば、予想インフレ率は上がります。予想インフレ率が上がれば、人々は予想で行動しますから、実際にも物価は上がるのです。

それから、白川総裁は「デフレスパイラルにならないければ、デフレでもいい」とずっと言ってきました。デフレスパイラルにならないければいいということはどういうことかということ、例えば、マイナス1%でデフレが安定していればいいということです。マイナス1がマイナス2なり、マイナス3になる、それは悪いと言う。

名目GDPはデフレのために、1992年から最近まで平均0.1%でしか成長していません。ところが、海外の主要国では、名目GDPは大体4%で成長しています。インフレ率が2%で、実質が2%で、名目では4%ぐらいで成長している。日本も1992年以降、名目GDPが4%で成長したとしたら、2011年の名目GDPは実際の倍の約1000兆円にもなるのです。

税金は名目GDPに非常に大きく依存します。名目GDPが増えると、税金は累進的に増えます。両者の関係を1995年くらいから最近まで取ってみますと、名目GDP成長率が、1%上がると、期間の取り方によって違ってきますが、税金は2.3%~3.4%増えるという関係が得られます。もしも、日銀が2~3%のインフレ率を維持する金融政策を、つまりマネタリーベースをどんどん増やすという政策をとると、名目成長率は4%くらいになります。というのは、実質で日本の実力は1~2%ですから、インフレ率が2~3%になれば、名目成長率は4%くらいになります。

名目成長率が4%になれば、2011年にどれだけ税金が増えるかということ、過去のデータから5.6兆円くらい増えることがわかります。2012年も5.6兆円増え、2015年までの5年間で37兆円くらい税金が増えるのです。

これは、消費税に換算するとどれくらい増えたことになるかということ、消費税は1%で2.5兆円の税金になりますから、1年目には消費税を2.8%だけアップしたのと同じだけ税金が増えます。2年目は消費税率を3.2%だけアップしたのと同じ。さらに、2015年には消費税を4.7%だけアップしたのと同じ税金(9.4兆円)が得ら

れる。このようにして、税収は毎年増えていきます。

したがって、消費税などを上げなくても財政再建できるわけです。消費税を上げるよりも、名目成長率を引き上げたほうが、税収は毎年増えていきます。

財政再建のために増税から入れば景気が悪くなって、逆に税収が減ることは、1998年の例が示しています。

したがって、増税するとかえって財政再建できないという泥沼に陥ります。実際に泥沼に陥ると、財務省はもっと増税しなければいけないと言い出すでしょう。そうするともっとデフレになって、税収はますます減りますから、消費税をもっと上げなければいけない、ということになる。この状況はちょうど今のユーロ圏の状況です。ユーロ圏は財政緊縮で財政再建しようとしていますが大間違いです。欧州中央銀行はもっと物価上昇率を上げるような金融政策をとらないと、ユーロは破綻してしまいます。

日本も同じです。日本も財政と社会保障の一体改革のためには、デフレを脱却して、先進国並みの2~3%のインフレ率を維持する必要があります。そのようにインフレ率を上げることによって、名目成長率を上げる。インフレで円高が止まれば、名目だけでなく、実質の成長率も上がります。そのようにして、まずマクロ経済全体の基礎をつくる。その上で、財政を再建する。そのときにはマクロ経済がよくなっていますから、経済は増税に耐えられるようになります。増税してもデフレにならないという基礎をつくってから、増税しないと、経済自体が駄目になってしまいます。

最後に、日銀券ルールに触れておきます。日銀券ルールとは、長期国債の買いオペ額を発行された日本銀行券以下におさえるという、日銀が自らの金融政策の手段を縛っているルールです。日銀はこのルールに従わずに、長期国債をたくさん買うと、ハイパーインフレになると言います。ところが、アメリカのFRBは現金の1.5倍もの長期国債を買っていますが、ハイパーインフレに

なっていないどころか、インフレ率2%で安定しています。このように、日銀は世界標準からかけ離れた特異な中央銀行ですから、デフレと超円高に終止符を打つには、日銀法を改正するしか方法はありません。物価目標あるいはインフレ目標を政府が決め、日銀にその目標の達成を義務付ける。日銀がその目標を達成できなかつたら、日銀総裁を辞めさせる。そのように日銀法を変えることこそが、日本経済再生の唯一の道です。

10 さいごに

このように日銀法を改正することを、2011年11月末の国家ビジョン研究会主催のシンポジウムで講演しました。このシンポには大物政治家が何名か出席しました。日銀法を改正しなければ駄目だということを理解している人が国会議員の中の3分の1くらいになってきました。国会が日銀法を改正してくれば日本は再生すると思います。そうなれば、来年(2012年)は明るいのですが、残念ながら、国会議員のあと3分の2はまだ眠っています。この眠っている人たちをを起こさないと、日本経済再生はあり得ません。

皆さんも、円高は政府のせいだとか、経済が成長しないのは政府のせいだと思っておいででしょう。ここで目を覚ましてください。マスコミが唯一批判しないのは日銀だけです。政府は、何度もマスコミに批判され、政権は何度変わったのでしょうか。経済は1992年以降ずっと低成長で、実質で1%、名目で0.1%の成長しかしていません。その間、小泉内閣はいろいろと構造改革もしましたが、成長率に変わりはありません。デフレの中では変わり得ないのです。

このことを知っていただきたく、また、目覚めていただきたいというのが、今日の講演の趣旨です。ご清聴ありがとうございました。(拍手)

2012年の不動産市場

Profile

一般財団法人日本不動産研究所
研究部長

なかの ゆたか
中野 豊



プロフィール

1975 年当研究所入所、85 年大阪支所コンサルタント課長、94 年神戸支所長、03 年コンサルタント部副部長、08 年より現職。東京都不動産鑑定士協会副会長。主な著作に『ベーシック不動産入門』『不動産マネジメント入門』『震災と鑑定評価』『震災関係訴訟法』等のほか、週刊エコノミスト『災害と不動産／変わる不動産評価』週刊ダイヤモンド『被災都市不動産市場を検証』を執筆。

Contents

1. 2011 年を振り返れば	14
2. 震災後の土地取引の状況	14
3. 震災後の住宅市場動向	15
4. 震災後のオフィス市場	15
5. 震災後の地価動向	16
6. 震災がもたらした不動産市場の変化	16
7. 不動産投資家の意識の変化	17
8. 海外不動産市場の動向	18
9. 2012 年の不動産市場の見通し	21

皆さま、こんにちは。研究部の中野と申します。これから 2012 年の不動産市場と題し報告いたしますが、研究報告に先立ち、1 つ皆さまにご報告しておきたいことがあります。

私ども日本不動産研究所では、創立以来、市街地価格指数をはじめ、田畑山林の価格、あるいはオフィス、住宅の賃料、さらには不動産証券化の時代を迎え、不動産投資家に関する統計調査を実施してきました。この 50 年以上にわたる調査活動の取り組みに対し、このたび、

日本の統計界の最高栄誉とされる大内賞を受賞しました。

これもひとえに、私ども研究所の事業にご支援、ご協力をいただきました皆さま方のご支援があり、このような受賞に至ったと考えています。この場を借り、感謝を申し上げたいと思います。ありがとうございました。(拍手)

大内賞は、元統計委員会の委員長をされました大内兵衛博士の業績を記念するために、1953 年に創設されました。今年でちょうど 58 年目になるのですが、過去に

団体で受賞したのは2団体しかなく、私どもの今回の受賞が3団体目となりました。

いただいた賞状には、「研究所は長年にわたり不動産の価格、賃料、利回り等の統計の整備に尽力し、また、不動産の総合シンクタンクとして国内外の調査研究を行い、その成果の普及に努められました。ここに我が国の統計の進歩に貢献された功績をたたえ、2011年度大内賞を贈ります」と書いてあります。非常に光栄なことだと思っています。

私どもではこの受賞を励みとして、今後もさらに皆さまのお役に立てる総合シンクタンクとして、調査研究活動を推進していきますので、今後とも引き続き、ご支援、ご協力を賜りますように、よろしくお願いいたします。

1 2011年を振り返れば

2011年を振り返ってみれば、何とんでも3月11日に東日本大震災があり、非常に衝撃的な災害が起きました。

本日は、この大震災の影響により国内の不動産市場がかなり変化をしてきている状況をお話しし、一方、海外の欧州債務問題とか、中国のバブル崩壊懸念とか、いろいろ揺れ動いていますので、国内のみならず海外の状況についても報告し、最後に2012年不動産市場の見通しについてお話ししたいと思います。

3月に東日本大震災があったのですが、1月を思い起こすと、去年の秋ぐらいから経済は上向きの感じで、正月明けは日経平均の株価が1万円を超え、いいスタートを切りました。1月の後半には中国がGDPで日本を抜いて世界第2位になったというニュースが飛び込んできました。

3月に東日本大震災が発生し、原発事故がかなり深刻な影響をもたらしました。電力不足は、人々の生活や企業の生産活動に大きな影響を及ぼし、特に7月からは電力使用制限が行われましたが、それも何とか乗り切り、9月には制限令が解除されました。これから冬場に向けて、電力供給がどうなるかというのも、また心配な事です。

この間、75円台まで突入した急激な超円高やタイの洪水、さらに欧州債務問題ということが立て続けに起こり、日本経済にとって災難が続いているような感じがしています。

2 震災後の土地取引の状況

震災後の不動産市場の変化を知るために、土地取引件数を見てみます。

震災直後はかなりパニック的といいますか、首都圏のほうでも液状化の被害が出ましたので、不動産取引はかなり停滞しました。その後の動きを見ると、全国的にはそれほど大きな影響は出ていません。

東京のほうを見ても、震災直後に若干ですが、取引が減少していますが、徐々に回復してきています。大阪については、震災直後、前年をやや上回る件数となっていますが、その後はおおむね、前年度水準に戻っています。

次に、被災地の取引件数の動きを紹介します。まず、岩手県の盛岡市では、震災直後は土地取引がいったん減少したものの、5月、6月には前年の水準に戻っています。それから、同じ岩手県の沿岸部の宮古市は、3月、4月、明らかに震災の影響で取引が減少していますが、5月ぐらいから取引が回復して、6月に入ると前年を大きく上回り、取引が増加している状況です。

同じく岩手県の大船渡市も宮古市以上に取引が増加している状況です。大船渡市の場合は市域の半分が浸水したのですが、運よく中心部が残っており、都市機能が何とか保たれました。隣接する陸前高田市は壊滅状態の被害を受けまして、そこからの移転需要も加わり、6月の取引件数は前年の2倍以上という状況になっています。

次に、宮城県仙台市です(図1)。仙台市は一部沿岸部に接した区がありますが、震災直後は大きく土地取引が落ち込みました。しかしながら、5月、6月は前年並みの水準に戻ってきており、前年よりもやや多めに推移しています。この推移は、ちょうど16年前に阪神・淡路大震災がありましたが、そのときの神戸市の動きに非常に近い、よく似た動きになっています。

それから、沿岸部の石巻市は被害が大きく、7割ぐらいが浸水しました。ただ、市役所や駅、商業施設など、こういった都市機能は保たれました。そこで沿岸部の被災地から、内陸部の地域で、区画整理の保留地がかなり売れ残っていたところに、移転需要が向かい、取引が増加したので、5月、6月はかなり大きな伸びを示しています。

気仙沼市は中心部が火災に見舞われ大きな被害がでました。いま中心部は建築制限が掛かっており、移転需要

宮城県

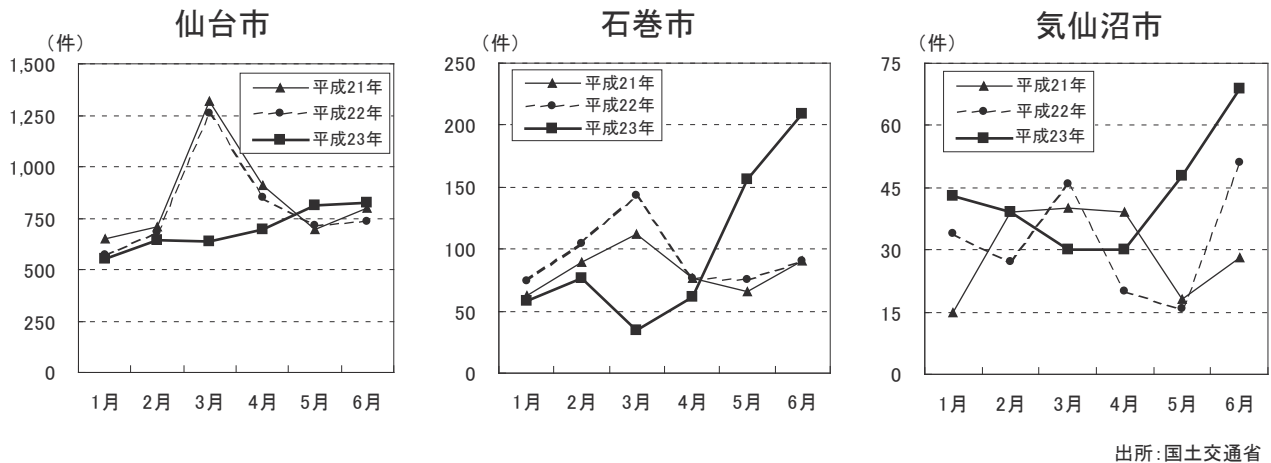


図1 震災後の土地取引件数の推移

がかなり多くなってきています。ただ、宅地の物件がなかなかないので、農地から宅地に転用する転用許可件数が非常に増え、例年の3倍以上になっているという状況です。

最後に、福島県の福島市ですが、原発事故の影響がかなり残っており、5月、6月とまだ減少傾向が続いている状況です。いわき市は福島第一原発から40キロほど南に行ったところですが、震災後は、取引が大きく落ち込みましたが、今は徐々に回復してきています。双葉町は、原発から約3キロで警戒区域ですから、当然のことながら3月以降、取引は1件も行われていない状況が続いています。

3 震災後の住宅市場動向

住宅着工戸数の状況を報告します(図2)。まず、被災地の住宅着工件数ですが、当然のことながら、震災後は着工件数がかなり減少していました。5月ぐらいから回復をしてきて、7月からは昨年以上に住宅着工が急ピッチで進みだしています。

全国、東京もそうですが、8月、9月と件数が減少しているのは住宅エコポイント制度が終了したことが影響しています。3次補正予算の中には、住宅エコポイントの復活が盛り込まれているので、今後また、住宅着工もペースを戻すのではないかと考えています。

次に、東京証券取引所が発表している東京、神奈川、千葉の既存マンション価格指数の推移を見ると、神奈川、それから千葉も、3月前後を見比べるとそれほど大きく変化はしていません。ただし、7月以降は減少傾向になっているということです。

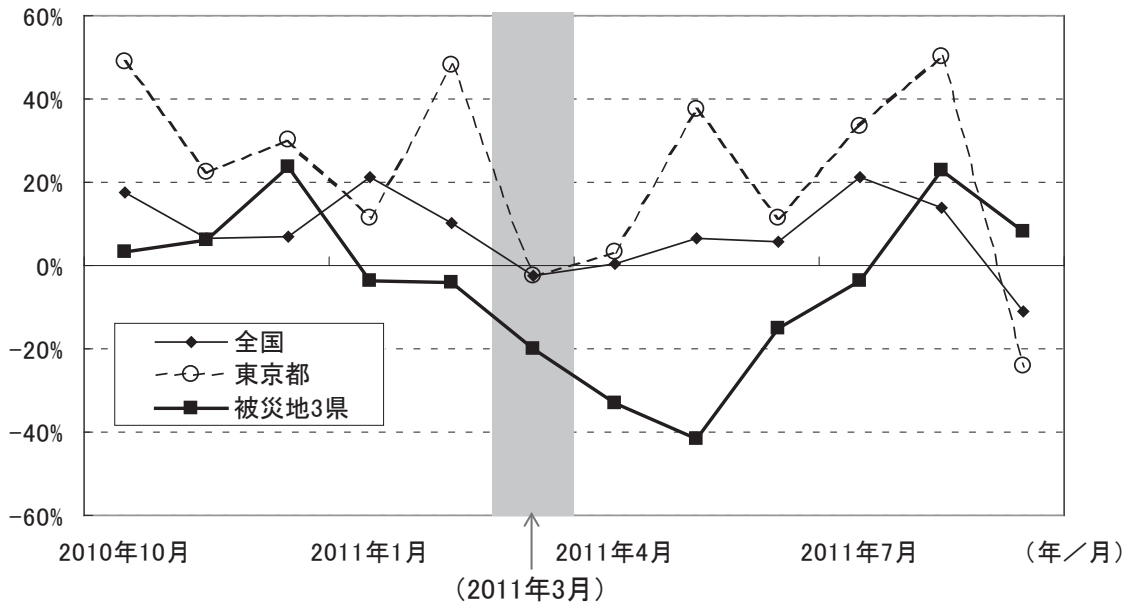
一方、東京は3月以前から下落傾向が見られ、その傾向が7月、8月ぐらいまで続いていました。震災の影響も当然あったと思います。ただ、この10月には、8カ月ぶりに取引の成約件数が上がってきているので、今後は成約価格の下げがそろそろ止まってくるのではないかと考えられます。

4 震災後のオフィス市場

オフィス市場の動向ですが、東京と大阪をみると、概ね震災前後でそれほど大きな変化はないということになるかと思います。ただ、大阪の新築の空室率は震災前の50%から震災後は35%に下がりました。震災直後に東京から大阪にオフィス移転ということが言われましたが、一時的な動きはあったものの、それはもう完全に終わってしまったようです。

仙台のオフィス市場は震災の影響がかなり大きく出ています。新築の空室率は60%近くあったのですが、震災後、テナントがどんどん入居して、空室率が下がってきている状況です。耐震性に問題のある築年の古いビル

新設住宅着工戸数の前年同月比



出所:国土交通省

図2 震災後の住宅市場動向

から耐震基準を満たしたビル、免震・制振構造のビルへ、テナントが移動した結果とみています。

それから、REIT 指数の動きですが、昨年の秋から日銀が資産の買い入れを行うということが、マーケットに好感され、外国人の買い越しが多かったということで、かなり上昇してきました。震災で一時、パニックで落ち込んだのですが、それを外国人が買い支えたものの、5月以降は売り越しに転じて、指数はどんどん下がり、今2010年の前半ぐらいの水準、900ぐらいまで下がってきています。

REIT では、震災で増資を延期した状況があったのですが、5月、6月と増資が続き、その時にマーケットの地合いがよくなかった。株価の希薄化と同じで、REIT の投資口が希薄化する影響があったと思われます。8月以降は欧州の債務問題、アメリカ国債の格下げとか、そういった世界的な金融不安が影響している状況であろうかと思えます。

5 震災後の地価動向

地価動向を市街地価格指数の全用途平均で見ていく

と、震災後の3月末時点で被災地のほうは当然大きく下がりましたが、全国、東京、それから大阪はあまり地価には大きな影響がなかった状況です。

被災地3市（宮古、塩竈、石巻）の用途別をしてみると、価格水準のかなり高い最高価格地や商業地が非常に大きく下落しました。住宅地は、下落は下落ですが、それほど大きくありません。9月末時点の調査を見ると、場所によっては土地の取引件数が上がったという地域もありましたし、場所によっては土地価格が値上がりしているところもあるような状況になっています。

6 震災がもたらした不動産市場の変化

不動産市場が震災を契機にどのように変わっていきでしょうか。

第1に、災害リスクです。3月の震災で各企業は、災害リスクを改めて再認識したのです。例えば5月の決算発表時に災害リスクについて積極的に情報開示をする動きがありました。中には臨海部に工場が集中しているので、今後、内陸部に移転をしたいとか、耐震化が遅れて

いる工場、これから工場を耐震化していこうとか、そういった発表が次々に出てきました。

第2はハザードマップです。いま都道府県や市町村で、洪水や津波、それから液状化のハザードマップを用意しています。実は、3月の震災ではっきりしたのですが、マップの作成も基準があいまいで統一されていない。見比べても正確に比較できないことが分かり、これに関しては今回の震災により、見直す動きがあります。

特に土地、あるいは地域の安全性を、よりきちんと表示しようという動きになってきています。不動産の仲介業者が仲介をするときに、重要事項の説明がありますが、土地、あるいは地域の安全性で重要な情報に関しては、重要事項の中に入れて対応していくような動きも見られ、安全性への関心がいま高まってきています。

最後に、持続可能な社会の実現ということです。震災後の電力不足は、改めて節電、省エネルギー、そういったものを推進する必要性が求められたと思いますが、一方では企業の事業継続性、サステナブルな社会をどうつくっていくのかということが求められました。

不動産市場では、今、グリーンビルや環境不動産、あるいはサステナブル不動産といった環境への取り組みが重要になってきたと思います。これらの動きを見ていると、震災後は明らかに「安全、安心」と「環境」が不動産市場の重要なキーワードになってきています。

7 不動産投資家の意識の変化

不動産投資家の意識変化について調査した結果を報告します。この10月に、私ども不動産投資家調査に付随して、東日本大震災の影響という特別アンケートを実施したものです。

まず、「東日本大震災が日本の不動産投資市場全体に与える影響とその期間」という質問に対して、「影響があったが既に消えている」という回答が30%になっています。前回4月に同じ調査を行ったときには、「影響が1年程度残る」が41%、2～3年が21%あったのですが、半年後の今回は影響が消えたという回答が多くなり、全体的にも影響が減ってきたという回答が多くなっています。

次に、影響があった場合に、その影響の内容はどういったものかということをお聞きすると、「新規投資意欲

にネガティブな影響」があるという回答が63%。これは前回と数字はあまり大きく変わっていません。ただし、「リスク・プレミアムの上昇」や「キャッシュフローにネガティブな影響」があるとか、「資金調達」だとか、その他のものに関しては前回と比べだいたい影響が少なくなったと回答される方が多くなったのです。

「今回の震災を受けたリスクプレミアムの見直し」に関しては「特に見直す予定はない」が、4月時点は41%だったのが、10月には63%に増えています。逆に、「見直しについて検討中である」が、43%から18%に減っている状況です。

「免震・制振構造等を施した建物への評価」を見ると(図3)、「大きく上昇した」、「少し上昇した」という上昇とする回答が前回よりも増えています。つまり、免震・制振構造等を施した建物への評価がこの4月から10月、半年たつて、より上昇してきた回答になっています。

今後の投資対象を選択する場合にどんな影響があるかという質問では、「耐震・免震・制振性を重視する」という回答が55%。あと「立地特性(災害危険度等)を重視する」が66%と、大きい回答になっています。

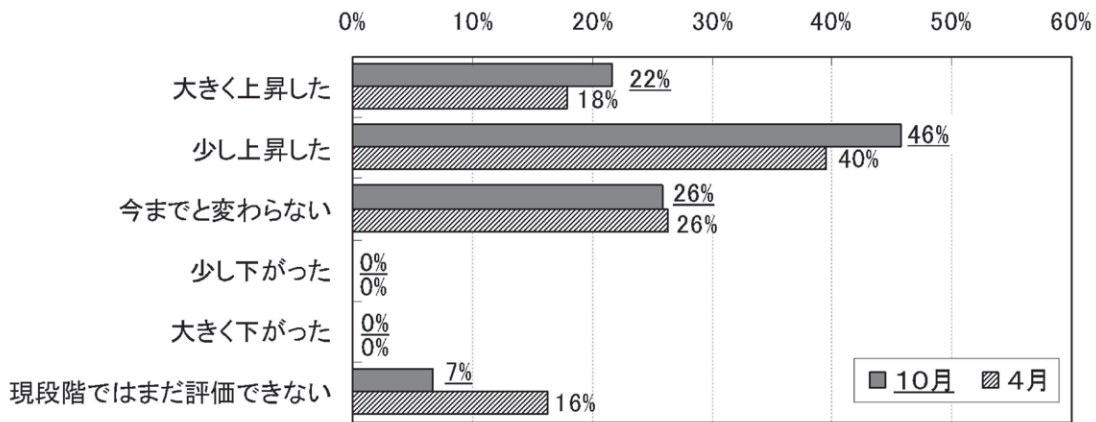
次に、環境不動産に対する認識についてのアンケート結果を紹介します。

まず、不動産投資家の方に、投資判断において不動産の環境配慮への考慮をどうしているのかということをお尋ねすると、「これまでは考慮していないが、今後考慮することを検討する」という回答が一番多く54%です。既に考慮しているという回答は全体の3分の1しかいないのが現状で、環境不動産投資はまだまだという感じがしています。

次に、環境不動産の価値はどういう評価がされるのかということに関して質問をすると、「理論的にはプラスに評価される」という回答が一番多く、70%以上ありました。「理論的にはプラスマイナスのいずれも判断できない」というのが4分の1ほどありますが、理論的にはプラスだというのは大体の皆さんの共通認識かと思えます。

さらに、理論的ではなく、市場の実態としてどうかということですが、現時点では、「市場における価値への影響が明確ではない」という回答が8割を超えている。いくら格付けがあっても、本当に価値につながっているのかどうか、まだ分からないというのが大半の回答です。

Q: 免震・制振構造等を施した建物への評価



出所: 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図3 不動産投資家の意識変化

長期的に見ればどうか。当然、「長期的には、市場においてプラスに評価される」という回答が75%。一方で、長期的に見ても「価値への影響が明確ではない」という人が4分の1ありました。

最後に、長期的にプラスに評価される理由を尋ねると、「テナントが環境に配慮した認定先を選好すると見込まれるから」という回答が一番多かった。環境不動産のこれからの普及が一番大事なところは、テナントにどのような評価をされるのかということだと感じています。

8 海外不動産市場の動向

これまで、震災後の国内の不動産市場をめぐる変化について、紹介しましたが、これから海外不動産のことをお話しします。

海外不動産の市場動向ですが、多分、皆さんのほうで注目が高いのは、アメリカのサブプライム問題やリーマンショックのその後どうなったのかということと、もう1つは、お隣の中国の不動産バブル懸念だと思しますので、これらについて報告します。

世界における不動産取引額の推移を見ると、リーマンショック前の2007年ごろは年間12000億ドルぐらいでした。100円でドルを換算すると、大体120兆円ぐらいの取引額があったこととなります。それが、サブプライ

ム問題、リーマンショックというところで、急速に世界の取引額は減ってきました。

ちょうど2009年のリーマンショック後あたりでは、以前の6分の1ぐらいまで収縮した。それがその後、順調に回復しつつあり、2010年は少し落ち込んだものの、2011年にかけて回復して、3分の2ぐらいまで戻している。取引額としては、年間70兆円から80兆円ぐらいの水準まで回復してきています。

一番興味深いのは、そのエリア別のシェアの変化です。アジアは、2007年ごろは大体世界の20%、30%ぐらいのシェアだったのが、リーマンショック以降はかなり増えてきました。2010年、2011年は50%、あるいは50%を超えるぐらいの水準になってきていますので、この数値からもアジアの不動産市況が活発であるのがわかり頂けると思います。

アジアの中では、どこがシェアが一番高いかということ、やはり中国です。中国と、香港、シンガポール、この辺が中心で、アジアの中では、日本のシェアは大体3分の1から4分の1ということです。日本は安定はしているのですが、ただ、最近の2010年以降、2011年ぐらいにかけ、日本のウエイトが少し減少気味になっているようです。

参考までに、ヨーロッパをみますと、リーマンショックの回復に当たり、イギリスなどはマーケットの回復が

かなり早かったのですが、いま欧州の中で、2010年から2011年にかけて取引が増えたところは、ドイツとフランスだと聞いています。

不動産投資は、今やクロスボーダーに行われるので、ユーロ圏の中でも、不動産投資に安全な地域を求めて動いているということのようです。

次に、アメリカのサブプライム問題、すなわち住宅バブルのその後について報告します(図4)。ケースシラー住宅価格指数は、リーマンショック以降、連日のようにテレビや新聞で、アメリカ住宅価格の下落を示す指標として、多く報道されてきました。実はその内訳を見ると、都市によって価格指数の推移に大きな差があるのです。

全米10大都市別に推移を見ると、2006年をピークに、2007年、2008年と、各都市とも下落するのですが、都市によっては2009年に、いったん底入れした都市もありました。その都市は、ロサンゼルス、サンディエゴ、サンフランシスコです。

ところが、マイアミ、シカゴ、ラスベガスはどんどん落ちていき、まだ底入れしていない厳しい状況です。い

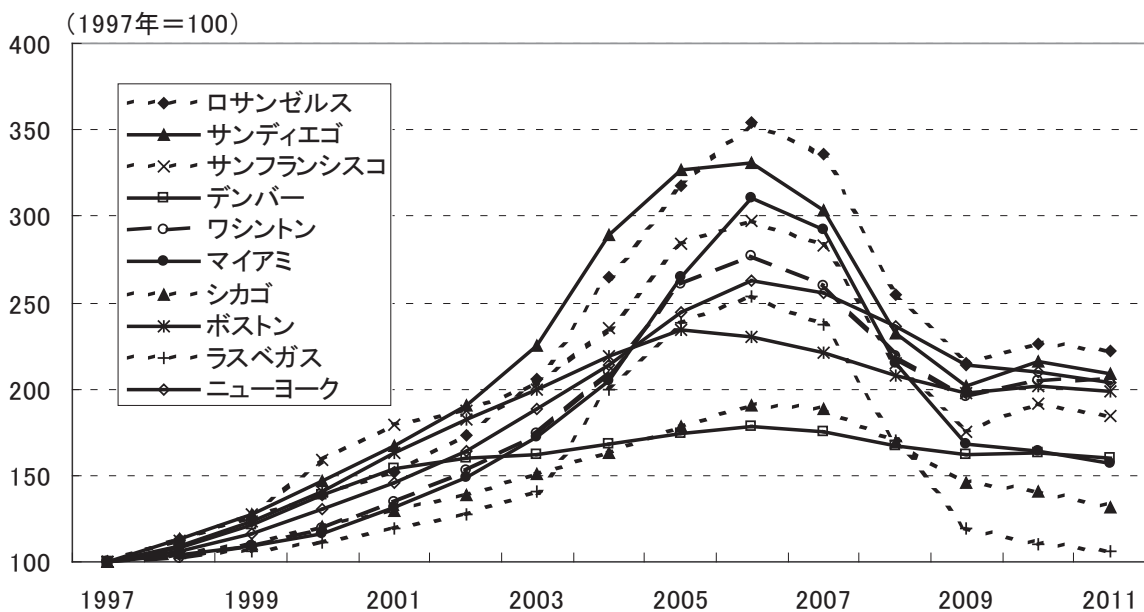
まカジノはラスベガスよりもマカオが中心となっていて、ラスベガスが非常に落ち込んでいます。

住宅価格の本格的な回復はまだまだだという感じがしています。その理由としては、2007年以降中古住宅の販売戸数は、横ばいがずっと続いて増えていない。その結果、中古住宅の販売価格も、概ね底ばいが続いているような状況です。

もう1つ注目されているのが、差押物件数です。2008年、2009年、2010年と見ていくと、アメリカの差押物件は2010年がピークで、2011年には回復するかどうか注目されます。最新のデータは2011年の上期分ですが、上期分を2倍して年間件数だと仮定すると2008年ぐらいの差押物件数の水準になる。差押率も、同じように2008年の水準で止まることになり、アメリカの住宅市場は、それほど大きく改善はしていない状況が見てとれます。

ちなみに、差押率ランキングの推移を見ても、ラスベガスとか、カリフォルニア州の都市とか、この辺が常連で、相変わらず差押率が高い状況が続いています。若干、フロリダのほうが2011年では圏外(20位未満)に

ケースシラー住宅価格指数の推移(全米10大都市)



出所:S&P/Case-Shiller Home Price Indices

図4 米国住宅バブルのその後

移っているようですが、まだまだ差し押さえが多い状況が続いています。

あと、住宅着工を見ても、2009年から落ち込んだままで、伸びていない。アメリカの景気回復には、住宅着工が非常に大きなウエイトを占めると言われているのですが、なかなか回復の傾向は見えないのが現状です。

中国では最近、バブル崩壊懸念など、いろいろなニュースが伝わってきて、新聞、テレビで報道されています。上海の郊外でしたか、高く購入した人が値下げ販売に怒ってマンション販売事務所に押し掛け、ガラスを割って暴れたとか、そういった報道もありました。一部バブル崩壊懸念が出てきているのは明らかですが、全部が全部そういった状況になっているか。実はそうではないのだというところを少し紹介したいと思います。

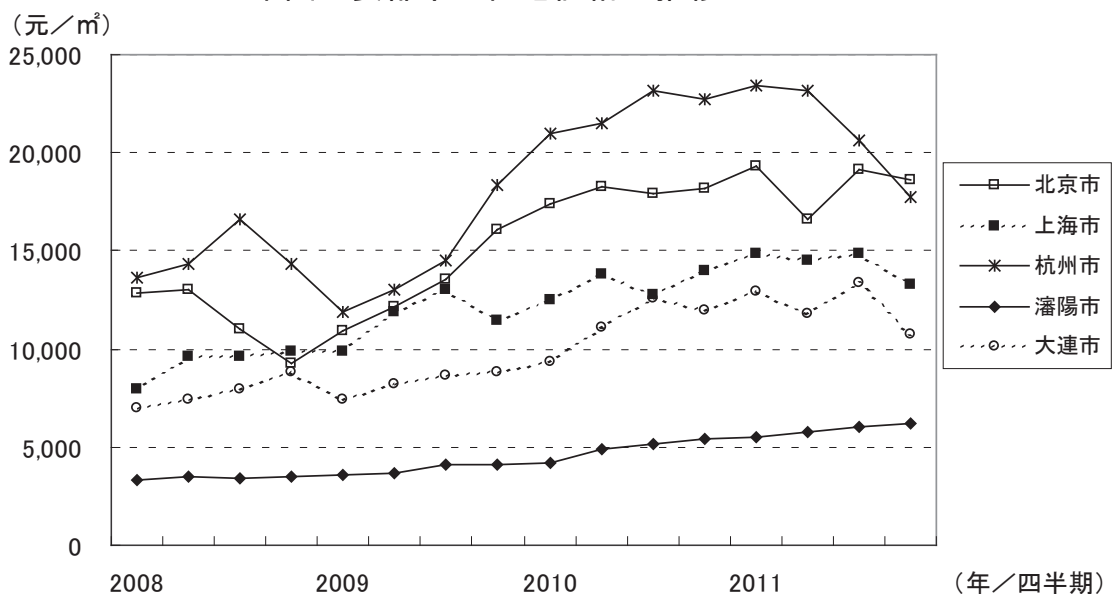
中国の統計で信頼できるものが少ないのですが、最近是有料でデータを提供する会社も現れてきて、どんどんマーケットのデータが整備されつつあるという感じがしています。

中国主要都市の住宅価格の推移を見ると（図5）、北京、上海、大連、いずれも2011年の後半には下がって

いる。注目されるのは一番上のグラフの杭州です。ここが2011年に入って20%以上、一気に下がっており、いま中国で一番下落しています。杭州というのは、中国を代表するリゾート地です。西湖という大きな湖があり、その周りに別荘地がある。毛沢東をはじめ、中国の共産党幹部が別荘を構えているところで、リゾート性が高く、お金持ちが集まるエリアです。そういった高級住宅地が、今、かなり下がってきている現状があります。

中国が今年の1月から上海と重慶で不動産税を導入したのですが、そういう高級住宅を狙い撃ちしたような政策で、全てに価格を抑制するような政策がとられているわけではない。中国はいま貧富の差が日本以上に激しいので、国民の不満を何とか和らげるために、そういう高級住宅、お金持ちの住宅から税金を取り、価格が全体的に上がらないようにするという政策を、いま懸命に打っているのです。天津、瀋陽は、いま横ばい、あるいは少し上がっているようですが、いずれは上海、北京のような一級都市から、こういった二級都市のほうに下落が今後移っていくことは、多分、来年に向けて間違いないのではないかと思います。

中国主要都市の住宅価格の推移



出所：中国指数研究院
注：販売総額を販売総床面積で除して求めた平均価格
2011年第4四半期は10月のみのデータ

図5 中国の不動産バブル懸念

中国の不動産市場の中では、オフィスのウエイトはものすごく小さく、恐らく2割もない感じです。住宅価格の変動がオフィスのほうまで及ぶ状況では決してありません。場所によっては安定している都市もあると聞いているので、オフィスと住宅は動きが違うということを認識していただければ結構かと思います。

9 2012年の不動産市場の見通し

まず、オフィス市場です（図6）。オフィスは2012年問題が非常に気になるところです。2003年ほどではないのですが、2011年、2012年にかけて、かなり大量供給がありますので、非常に注目されています。ただ、2003年と状況が違うのは、都心5区です。ここでの供給はそれほど多くない。むしろ、2012年問題は東京の都心5区以外のところ。そこでの供給がかなり多いので、そちらのほうにより影響が出るだろうと考えています。

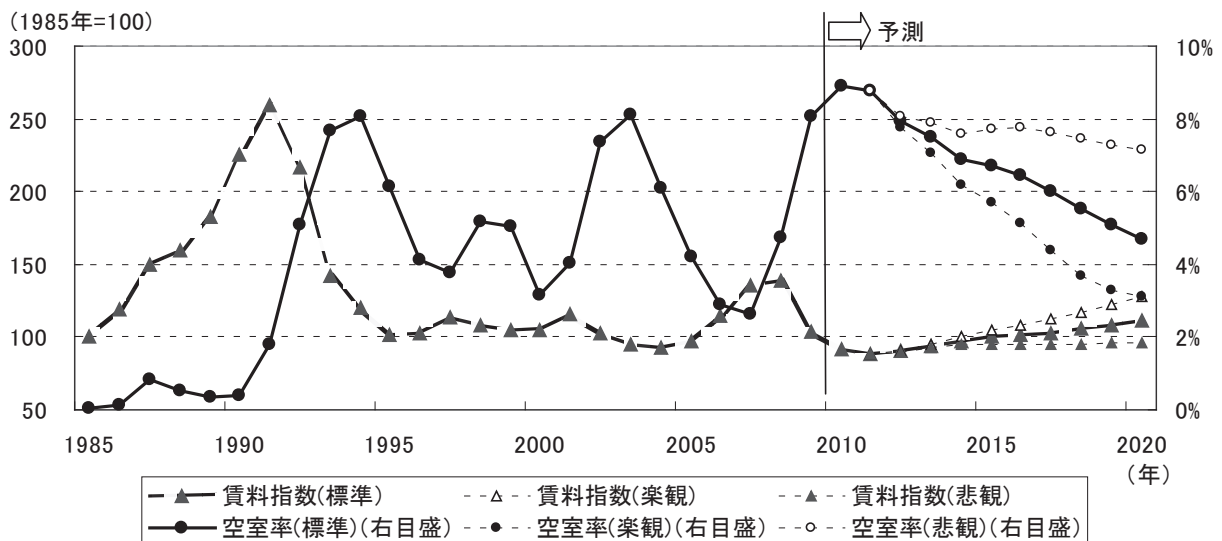
そういった2012年問題を踏まえ、オフィス賃料、空室率を予測しました。これでいくと、2011年、12年にかけて、空室率がピークになり、それから徐々に改善する

だろうと予測しています。これも今後の経済情勢によってはどうなるか分かりませんが、来年以降、復興需要も見込まれ、日本のGDPもこれまでとは違った展開になるかと思っておりますので、ぜひ回復することを期待したいと思っています。

次に、住宅市場です。住宅着工は震災後、かなり落ち込みました。100万戸ペースではなく、70万戸に落ち込んだのですが、平成22年で80万戸強ですから、多分、今年はまだ少し上積みされるでしょう。来年は震災復興があるので、住宅着工はさらに増えると思いますが、かつてのように100万戸以上は多分出てこないでしょう。なぜなら、日本はこれから人口減少、高齢化になりますので、新築というよりも、住宅の既存のストックをこれから流通にもっと生かしていくことになりますから、着工戸数はそれほど大きくはならないのです。住宅価格に関しては、それほど大きくは伸びないでしょうが、回復はしていただろうと考えています。

地価動向です。これは当研究所の市街地価格指数の調査の中で、半年先を予測した変動率を集計したのですが、6大都市ではかなり改善されていく見通しです。商業地では、下落率が1%を切るレベルまで改善する。住

都心5区におけるオフィス賃料・空室率の推移と予測



出所：日本不動産研究所「東京・大阪のオフィス賃料予測」

図6 オフィス市場の見通し

宅地のほうは恐らくほぼゼロ、横ばいになるだろうという見通しを持っています。

最後に、世界の各主要国のマーケット関係者にアンケート調査をした結果を紹介します(図7)。世界の主要都市の中心地の不動産価格の動きをサイクル上に落としてみると、2010年からどんどん底打ちをして、世界の主要都市は回復期に向かっていったのですが、今年の春の調査だと、東京とソウルがほぼ底になり、世界の主要国は回復期から拡大期に移ってきた状況でした。今年の10月の調査では、パリとか、香港とか、ロンドンなどは、もうピークアウトしそうですし、シンガポールについては、もうピークアウトして、これから縮小していくので

はないかと言われています。

さらに、半年先の来年4月時点ではどうなっているかを予測してもらると、シンガポール、パリ、香港、ロンドンなどはもうピークアウトして縮小期。ベルリンなどは、ほぼ天井で、ニューヨーク、上海、シドニーあたりはまだ拡大期にある。もうピークアウトする都市も増えてくるので、東京、ソウルもいよいよ底打ちして、これから回復するのではないかという見通しが出ています。

何かと明るい話題がなかったのですが、ひとつこういう見通しが現実のものになるように期待して、私の報告を終わりたいと思います。ご清聴いただき大変ありがとうございました。(拍手)

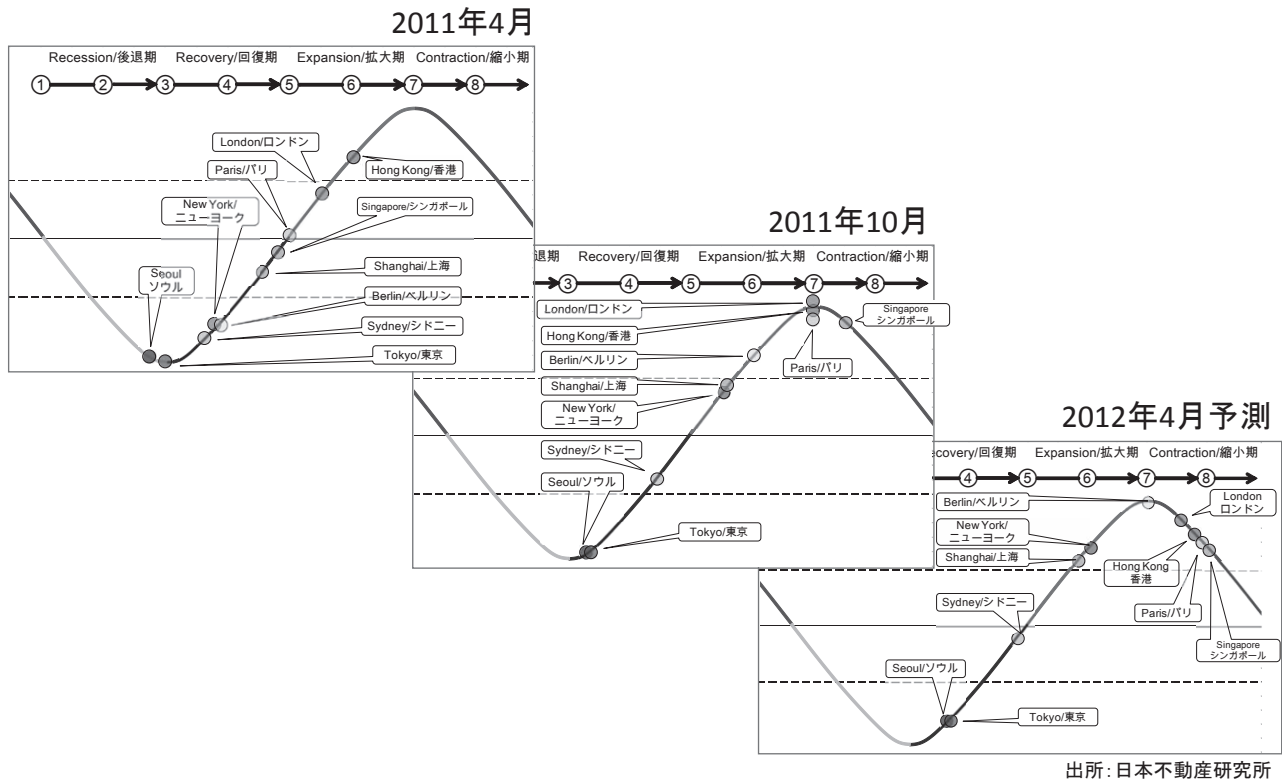


図7 世界主要都市のマーケットサイクル

※本稿は、平成23年12月8日に開催された平成23年定例講演会の内容をもとにとりまとめたものです。

**一般財団法人日本不動産研究所ホームページは
不動産情報サイトとして**

様々な情報を提供しております

<http://www.reinet.or.jp/>

各都道府県に所在する支社支所が毎月地価の動向を「全国地価動向マップ」で更新していますので、是非、ご覧下さい。



また、公表資料、記者発表資料等の更新を、メールでお知らせする「無料メルマガ」会員も募集中です。ご登録をお待ちしています。



業務内容のご案内

評価・コンサルティング業務

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

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

証券化に伴う評価・コンサルティング

- ・専門スタッフを配した証券化事業室による対応
- ・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）

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
- ・不動産運用相談業務

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

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業務
- ・不動産有効活用事業支援

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

再開発ビル事業・街づくり支援

- ・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

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

投資リスク管理等支援

- ・不動産価格の予兆管理等支援
- ・将来予測に基づく投資分析
- ・最大損失額等算定業務

基礎研究・各種調査

基礎研究

- ・「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）

各種調査

- ・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