

不動産調査

No.406 (2017/2/15)

平成 28 年 定例講演会

2017年の日本経済と不動産市場

第 1 部・特別講演

どうなる日本の政治・経済 2

ジャーナリスト
学習院大学 法学部 特別客員教授 岩田 公雄 氏

第 2 部・研究報告

2017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
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 28 年 定例講演会 2017年の日本経済と不動産市場

第 1 部・特別講演

どうなる日本の政治・経済

プロフィール

ジャーナリスト
学習院大学 法学部 特別客員教授
いわた きみお
岩田 公雄 氏



学習院大学法学部卒業。1949年北海道旭川市生まれ。1974年に読売テレビ入社。事件記者としてグリコ森永事件など国内の重要事件を担当した後、1987年にNNN マニラ初代特派員となり三井物産若王子マニラ支店長誘拐や日本赤軍潜伏事件、1989年6月の中国・天安門事件では惨劇事件の現場で取材に当たる。帰国後も北朝鮮ビョンヤンからの連続三日間の生中継をマスコミとして初めて実現したほか、自衛隊のPKO活動ではカンボジアを始めモザンビーク、ルワンダ、中東ゴラン高原を取材。また、ミャンマーでは自宅軟禁中のアウンサンスーチーさんに単独会見を成功させるなど、これまでの海外取材国はニューヨーク多発テロ現場とアフガン国境、サミット取材を含め40ヶ国を超える。1992年からは読売テレビ制作で毎週土曜日朝8時から全国放送している情報番組「ウェークアップ!ぶらす」に解説者としてレギュラー出演。また、読売テレビ制作の「情報ライブ ミヤネ屋」や「ズームイン!! SUPER」でも政治・外交などの解説を2011年まで担当。大阪大学人間科学部、立命館大学産業社会学部非常勤講師、21世紀（民間政治）臨調運営委員。【著書】『テレビでいえなかったニュースの裏側!』（学習研究社）

Contents

1. 現在の政治経済状況をどうみるか 2
2. 安定した安倍政権を取り巻く国際情勢 3
3. 真に豊かな日本とするために安倍政権に望むこと 5

皆さん、こんにちは。岩田です。どうぞよろしくお願
いいたします。マスコミの世界に41年間、昨年3月ま
でおり、その後もジャーナリスト活動は続けているので
すが、自分の学校の学生を週3教科教えると学長から
突如依頼され、あたふたと準備をして、もう2年目と
なり、間もなく後期も終わるところです。これまで
ジャーナリストとして生きてきましたので、現場の話な
ども交えながら、日本以外のいろいろな国を回ってきま
したので、そこの国民はどんなことを考えているのか、
どんな歴史があったのかを伝えようとしてきました。

1 現在の政治経済状況を どうみるか

日本の今の経済状況をどう見るか。それはご専門の方
にお任せしますが、確かに戦後、昭和20年の終戦から
始まり、もう一回この廃墟から立ち直らなければいけな
いと言って、国民が努力した。よく言われるように、戦
後19年で東京オリンピックを開催して、新幹線を開通
させ、首都高も全部開通させ、1970年の大阪万博で経
済大国の仲間入りというような日本の歩みがあった。私

はまさしく団塊の世代ですから、そういった時代を生きてきたわけですが、その後、日本はバブルがあり、バブルの崩壊があり、1回これで踊り場というか、少し回復基調にあったと思ったらリーマンショックだというような話になり、ほかの国に比べると、半周遅れでなかなか回復しないなんて言われたような状況もあったわけです。

この四半世紀のグローバリズムについて、明らかに自分たちが認識していかなければいけないと思うことは、中国で1989年に天安門事件が起こったとき、私が最後は銃弾から逃げ惑っていた北京の長安街で目にした市民の姿は人民服とズック靴そして通りは自転車がほとんどでした。外資系の企業などもまだ進出してない中国の経済力はどのくらいあったかということを考えてみると、大ざっぱにGDP（国内総生産）でいえば、だいたいアメリカの経済力の10分の1、日本の経済力の7分の1で、九州の経済圏が産出する年間の規模くらいでした。しかし日本は2010年にGDPにおいて中国に抜かれて第3位になり、いま2位の中国と3位の日本の差はどんどん広がっている。いずれ中国はアメリカをGDPに於いて凌駕するなんていうことを言われる時代になってきているわけです。

バブルの狂乱期、ジャパン・アズ・ナンバーワンというようなことが言われ、アメリカのロックフェラーの土地を日本企業が買収したというような時代から今の日本を冷静に見ると、日本が今後どう生きていくかということが問われる非常に大事な時期に差し掛かっていると強く感じています。

国内の政治をみますと、安倍さんが自民党総裁になり、第二次安倍政権が2012年に発足しました。その前に民主党政権の3年3カ月がありますが、その間に民主党は鳩山さん、菅さん、野田さんという3人の総理大臣を出したのですが、国民には沖縄の普天間問題も含めたものに対し、リーダーとしての信頼感を失うような状況になり、2012年の総選挙で大敗しました。2009年に308議席取った民主党が、3分の1の50数議席になった訳です。日本の政治は、小泉政権後6年にわたり与野党6人も総理大臣が代わる回転ドアのような政治が続き、決められない、進めないという状況が続き、有権者の何とか安定した政治をという意識の中で、有権者はもう一度、自民党に政権を託したのが今日まで来ています。

いまは民主党は民進党に名前が変わっていますが、いまだに国民の支持の回復はないまま来ていることが、今の安倍政権が極めて強くなっている背景にあります。今の政治形態を表現すると、一強多弱です。これは自民党が圧倒的に強い。すでに両院とも過半数超えて、連立を組んでいる公明党と3分の2を衆参で取れるような状況になっています。もう一つ言われているのは、「政高党低」の政治。「政」というのは総理大臣官邸周辺のことを指しています。安倍官邸周辺が極めて強い。党は残念ながら、長く見てきた立場からいっても、今は二階さんという方が谷垣さんに代わり幹事長になり、存在感を示してはいますが、基本的には官邸サイドより弱い。安倍さんが圧倒的に強い政治になっているのは事実です。

中長期政権も展望されるとずっと言い続けてきたのですが、現実はその流れになってきています。本来、2018年、再来年の秋以降が、政治的キーワードとして二つありました。一つは、自民党総裁は1期3年で2期までとなっていますから、2018年9月で安倍さんは後進に道を譲ることが言われ続けてきたわけですが、党内で任期延長論が去年から出始めています。もう一つは、衆議院議員の任期切れは2018年12月です。もちろん解散総選挙の話は来年でも出てきており、前倒しも当然あるのだとは思いますが。それが最初のキーワードと言われたのが崩れ始め、今の流れでいったら、天変地異とかよほどの外交的な問題でもない限りは、安倍政権は9年をにらんだような政権運営ということに向かっているとされています。

2 安定した安倍政権を取り巻く国際情勢

そうすると、安倍さんは今後、何をやっていくか。日本は何をなすべきかということに入ってくるわけですが、国内のことはまず置いておき、政治、外交、他国との関係で言えば、イギリスの国民投票を受けてのEUからの離脱。イタリアの首相が退陣とか、いろいろ起こりつつありますが、戦後の秩序がまた崩れ始めていて、収束する道が見えないという状況にあるわけです。その中で、われわれが発想していたものと違ったものが出てきています。

例えば、アメリカのトランプさんの現象もそうです。

アメリカ国民はクリントンさんを選んだって何も変わらない。もう使い古したようなものだと言われて来たのですがそれでも結局最後には良識ある人たちはクリントンさんを選ぶとマスコミも言ってきたものが、実はその良識とは何ぞやが突きつけられている。アメリカの多くの知識人が、白人の中間層の中で鬱積している部分をつかみ切れなかったのが現れているのだと思います。午前中にエコノミストの方と長話をしてきたのですが、実際にトランプさんがアメリカの大統領になり、いわゆる反グローバリズム、保護主義のようなことをやるとなったときに、われわれがどう対応できるかは、まだ回答は出ていません。在日米軍基地の問題などで、いわゆるビジネス的な合理主義のようなものを持ち出されて、それを背景に何か言ってきたらどうか。来年はヨーロッパでも選挙もありますし、右派の台頭といった状況が見られる中で、国際情勢がどう変わってくるかは読みきれないのが現段階だと思います。

その中で安倍さんがやったことは、トランプさんにいち早く会いに行った。これは朝見外交ではないかなんて言っている人もいましたが、私は今後の日米関係を考えたら別に否定すべきものでもないのだろう、今の安倍さんの実力、経験則でいったら、別に言いくるめられることもないだろうからと思います。もう一つ、私が評価をすべきと考えるのは、ハワイでオバマさんと最後の会談をやる。パールハーバーに行く事です。もちろん謝罪ではない。慰霊である、鎮魂だと言っていますが。歴史修正主義者なんて言われていたような安倍さんが、どうい



う談話を出すか分かりませんが、これは将来の日米関係、それから次に登場するトランプさんを考えての行動だとは理解しています。日米関係はそういう現実対応が求められているということです。

これらと同時並行で進んでいるのが、ロシアとの外交です。12月15日、山口県長門市の日露首脳会談、プーチン大統領をわざわざ自分の地元と呼んで会議をやる。これは根底には何があるかといったら北方領土問題。もちろんわれわれの悲願は歯舞、色丹、国後、択捉の四島一括返還ですが、もともと平和条約を結んだら、先行して歯舞、色丹は返すという合意があったわけですが、戦後70年全くその兆しもないまま今日まで来た。だったら活路を見いだす方法として、二島先行論ということで突破口を開けようという強い思いを安倍さんは持っていると思います。十数回もプーチンさんと会い、ウラジミールと晋三なんて言い合う良好な関係だと言われているのですが、地元の北海道へ行くと多くの道民が不可侵条約も破って日本の領土を取って当たり前のように振る舞っているような国が北方領土を返すはずがない。クリミア半島のロシア併合を見ろとかいう悲観論が多いことも事実です。それでも安倍さんは長期政権への展望の中で北方領土返還を考えているのではないかとされています。私は、安倍首相は総理大臣の在職日数が戦前前後を通して一番いう記録を残すよりも、記憶に残る宰相としてというか政治家として、田中角栄さんが日中国交回復を図ったように、北方領土問題を自らの時代で前進を見たいという気持ちをもっていると思います。

次に中国との関係はというと、これはなかなか難しい。尖閣をめぐる問題はそんな簡単ではない。今は海上保安庁が警備をしています。これはいわゆる警察力です。だから、向こうも海警という船が出てきている。最近では、公船という分からない船が出てきている。シートをめくってみたら大砲とかいろいろ抱えているのではないかなんて言われています。ただ、中国が国内的な問題が厳しくなったとき、習近平さんは対日で強硬姿勢を見せるかもしれない。例えば、船同士がぶつかるとか衝突を起した場合、もしそのときに海上自衛隊が出れば、当然向こうは海軍が出てくる。そのときは大小にかかわらず武力衝突という可能性は否定しきれない。今の状況としてはそうなのだと思います。

韓国に関しては、朴槿恵大統領に対する弾劾が出てき

て、政権の脆弱さが露呈しています。今後 180 日くらいの政治空白が職務執行停止で生じ首相が代行するなんていうことが起きれば、北朝鮮との緊張状態への対応が出来るのが懸念されます。ここは韓国国民がどうこの事態を判断するのか、6 月には大統領選挙がありますが、辞めたらすぐ逮捕されるような政治風土を変えるようなことになるのかどうかは、日本にとって大変な影響がある上で一つの注目点だと思います。

3 真に豊かな日本とするために 安倍政権に望むこと

安倍さんに強く求めたいのは、内政の問題においては経済。いま株は上がっていますので文句を言う人はいないのかもしれないけれども、これから来年以降、例えば戦略特区の問題にしても、成長戦略にしても、地方の振興に関しても、これはやはり物足りない部分があるのだと思います。どちらかという、外に対してのことは威勢がよくて頑張っていますが、これからは内政、経済に向けて本格的に取り組む必要があると思います。

そのときに一つだけ申し上げておきたいのは、日本はかつては GDP においてもアメリカを抜くのではないかなんて言われた時期がありました。今はどうなっているかという、GDP は先ほど申し上げたようにアメリカ、中国、日本という順番で世界の 3 番目の経済力と言われている。しかし、もう一つの尺度があり、GDP を総人口で割ったときの一人当たりの GDP がどう推移してきたかを見ておかなければいけないと思います。今は何番目でしょうか。かつてベスト 10 にある程度とどまった時期もあったのですが、今はベスト 10 外で、先進国の中で最も低い 27 番目です。グローバリズムとか、政治とか経済のうねりというものは、特に経済はあっと気が付くと自分が置かれた立場が代わっている。それは日本が危ないとか、そういう話以前の問題として、現実を直視しなければいけないと思います。

ただ、2012 年にブラジルで国連の開発会議があったときに、世界で真に豊かな国はどこだろうという討議を



しました。そのときに長寿とか健康とか、インフラの整備率、森林の保全率、海洋。さらには人間の潜在力まで計算してみると、総合力で 1 番はアメリカ、2 番目が日本。一人当たりの 1 番は日本という答えが出てきたのです。ですから、真に豊かな、これだけの自然を持ち、人間が存在し、いわゆる潜在能力の高い日本人というのが、今後どこかに消えてしまったなんていうことはあり得ない。そこに今後の日本の道を探ってゆく基本があると思います。

ですから、我々は下を向き俯くことはないと思います。東京は非常に元気がいいので、地方との差は相当感じてはいますが、日本人の特性というものをもう一度掘り起こしていき、一つひとつ我々の潜在能力を点検していけば、2020 年のオリンピックの後も 30 年、40 年でも、GDP においてはベスト 10 以内を確保している。今こそ、それを目指すべき時期に来ているのだろうというのが、私の知り合いのイギリス人がお書きになっている『新・所得倍増論』という本にも書かれています。ですから、安倍さんが中長期政権を展望するのであれば、次には国内に対し、経済に対し、地方に対し、いろいろな具体的な施策を実行していくのが、極めて大事な時期に入ってきている。これらを具体的に実行していただきたいと思います。

ご清聴どうもありがとうございました。

※本稿は、平成 28 年 12 月 9 日に開催された平成 28 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 28 年 定例講演会 2017年の日本経済と不動産市場

第 2 部 • 研究報告

2017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、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。

皆さま、こんにちは。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ひ申し上げます。毎年恒例ではありますが、本日も来年の不動産市場ということで、今年1年間の不動産市場を回顧し、マクロ経済や政策の動向を踏まえた来年の不動産市場について私どもの考えを申し上げていきたいと思ひます。

さて、恒例になりました答え合わせです。昨年お配りした資料をそっくりそのまま載せています（図表1）。ポイントは、利回りが“踊り場”的な状況に差し掛かる、賃料が緩やかな状況が続ける、こういったことをお話し申し上げました。自分で言うのもなんですが、おおむね当たったと思ひます。

いくつかデータで見させていただきますが、期待利回りの統計としては、私ども日本不動産研究所が「不動産投資家調査®」を調べています。これをご覧いただくと、2013年ごろから2015年ごろにかけて各アセット、各エリアで順調に利回りが低下してきた流れがあったわけ

ですが、2016年ごろからはやや下げ止まるような動きが、エリアによって、あるいはアセットによっては見られてきた。やや下げ渋る、あるいは跛行的に下げるといったような動きになっているかと思ひます。

例えば、東京のオフィスエリアだけとってみても、最新の秋の調査では、丸の内、大手町、日本橋、あるいは虎ノ門、汐留といった、春の調査では下げたところが、いったん下げ止まりになっている。あるいは、春の調査には下げ止まっていた赤坂や西新宿、こういったところをもう一段下げたということで、下がり方はやや慎重になりつつあると思ひます。

もう一点、昨年申し上げたことの中で、不動産投資主体の多様化ということが書いてあり、これを私が申し上げた趣旨は、相場感が全般的に加熱するというよりは、取引の事例によってはさまざまに高値のアグレッシブな取引が見られるのではないかというようなイメージでした。実際に個別の取引の事例を見ると、確かにオフィス市場ではああいう会社さんが強かったなという話はある

昨年申し上げたことの振り返り

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、賃料の上昇期待が減落。

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

Japan Real Estate Institute All Rights Reserved, 2016

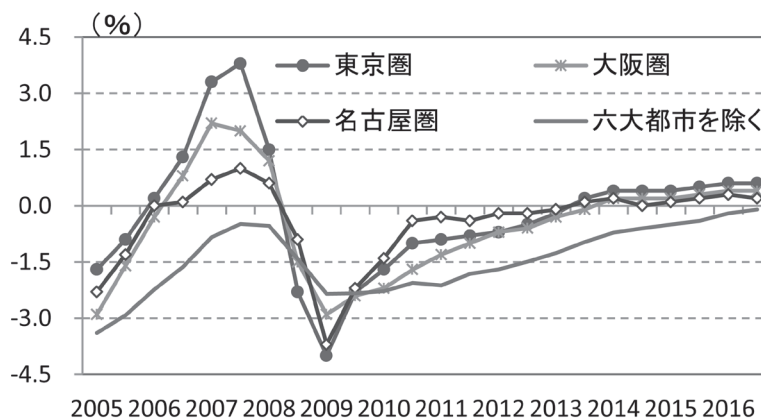
図表 1

のですが、統計だけ見てみると、大きな構造に特に変化はありません。端的に申し上げると、REITに物件が集まっていくという構造です。

REITに物件が集まっていく。しかも、その背景としてREITの投資口を買われる方が、過度な利回りの低下を許容しない。こういった堅実性のある中でREITに物件が集まっていくことは、日本の不動産市場の安定化に一つ貢献しているのではないかと思います。この点、イギリスでいま起こっていることとの絡みでも、資産を現金化する圧力に曝されにくいREITに物件が集

まることは、実は重要なポイントなので、また改めてご説明していきたいと思います。

さて、今年の不動産市場の振り返りということで、お配りしているのは私ども日本不動産研究所、市街地価格指数の地価のデータです。これは昨年も申し上げたことですが、地価には二つの特徴があることを申し上げてきました。現在の地価動向を考える上で、重要なポイントの一つは地域差があるということ。そして、二つ目には、その地価の動きが緩慢であるということ。これはすでにこのグラフにも現れています(図表2)。



出所：日本不動産研究所「市街地価格指数」

図表 2 都市圏別の半年間地価変動率

三大都市圏はプラスにしっかり出ていますが、六大都市圏以外の都市圏では縮小しているとはいえ、まだマイナス圏内。そして、前回の地価上昇局面と比べると、山の高さはだいぶ違う。このような特徴があることを申し上げてきました。また、これが不動産市場と金融市場・資本市場との結びつきと深く関わっていること、これも昨年申し上げたとおりです。現在も変わりません。

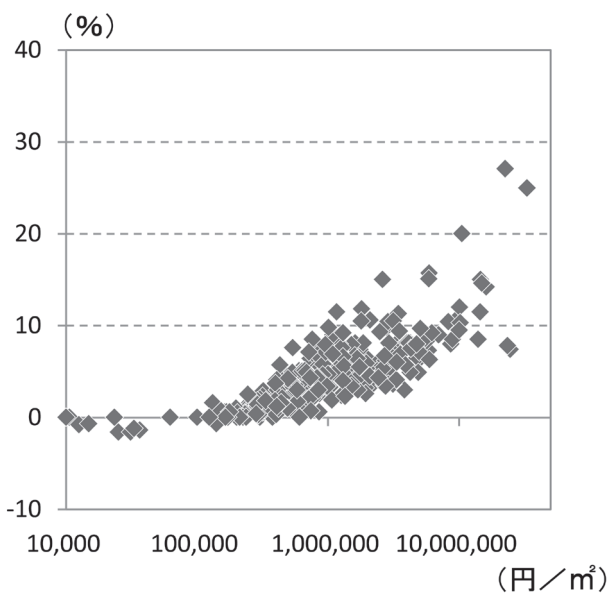
ただ、今年改めて意識されたのは、不動産価格の二極化という文脈の中で、大都市圏と地方圏の二極化ということにとどまらず、大都市圏の中においても二極化が進んでいるということ。これを強く意識させられる、そんな1年になりました。実際にデータでご覧いただきたいと思います。これは国土交通省から発表されている都道府県地価調査のデータを用いて、東京都の商業地の地価の水準を横軸、そして地価の変動率を縦軸に取ったものです。

図表 3-a が今年の調査、図表 3-b が前回の地価上昇局面の調査です。これをご覧いただくと、地価の高いところの地価上昇率が高いという相関関係がはっきり分かることは、両方共通しているのですが、高めの地価上昇を経験する調査地点の数がだいぶ限られていることがお分かりいただけると思います。この意味で、現在の不動

産価格の動きを考える上で、二極化は大都市圏と地方圏という文脈にとどまらず、大都市圏の圏域内においても立地の選別性、選択性が高まっていること。ここに大きな特徴があると考えています。

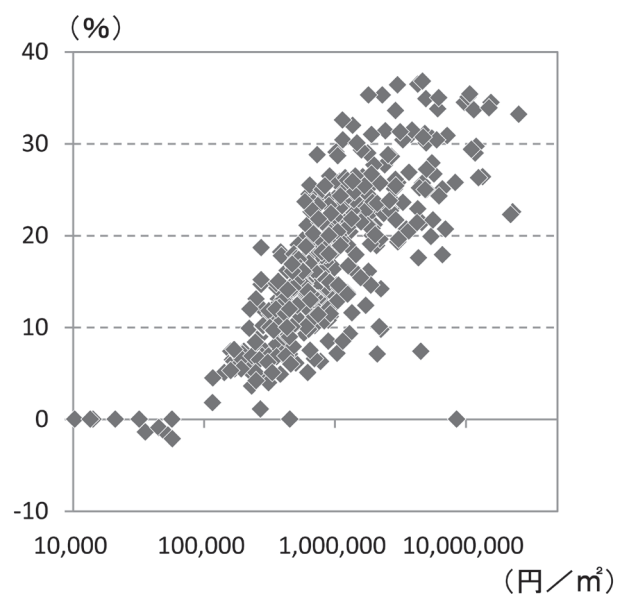
一方、取引の状況、特に不動産投資市場における取引の状況を見ると、やはり過度に過熱しているとは言えないのではないかと思います。取引金額の推移ということで、半年ごとの取引の金額を示しています。確かに2013年以降、前回の地価上昇局面と同じようなボリュームで不動産の取引がなされたわけですが、足元でその勢いは鈍化している。これは取りも直さず、投資をされる方が過度に強気に物件を取得しているというよりは、選別の目を強めて慎重に物件投資を考えていらっしゃるものの現われだろうと信じています。

また外資による売買の状況ですが、やはり改めて外資による爆買いと申しましょうか、外資が日本の不動産を買い込むことにより、日本の不動産価格が上昇しているようなストーリー立ても決して正しくはないと思います。前回の地価上昇局面と比べ、現在の外資の方は買ってもし、売ってもしるような状況。一方的に買い上がるということではありません。確かに事例としては外資の方が目立つ取引はあったわけですが、それをもって、日



注：横軸は対数目盛。
出所：国土交通省

図表 3-a 東京都における都道府県地価調査地点の地価水準と対前年変動率（商業地、平成 28 年調査）



注：横軸は対数目盛。
出所：国土交通省

図表 3-b 東京都における都道府県地価調査地点の地価水準と対前年変動率（商業地、平成 19 年調査）

本の不動産市場全般を外資の方が押し上げていて、日本の不動産価格がバブル的な動きになっている、このように結論づけるのは無理があると思うわけです。

そして実需の面では、確実に特に東京や大阪のオフィス地区で賃料の上昇が続いた1年になりました。そのペースは前回と比べ、確かに緩やかかもしれませんが、ここ3年くらい賃料は着実に上がり、そして空室率も月によって多少変動はあるにせよ、基本的には低位で収まっていることになっています。

そして、その重要な背景が、企業の設備投資がどうかこうにか保たれていることです。12月1日に法人企業統計が出て、最新の7-9月期の設備投資も発表になりましたが、ほぼ横ばい圏内とはいえ、やはり2011年、2012年のころに比べると高い水準に来ています。力強さはないとはいえ、まずまずの動き、こういった動きがオフィス賃料あるいは店舗の賃料の緩やかな上昇と整合性があると考えられます。

企業の設備投資の動き、企業が業容を拡大することにより、オフィスや店舗の床の需要を増やし、そのことにより、賃貸市場が引き締まって空室率が下がり、賃料が上がる。こういった原理は過去にはかなりよく観察されました。散布図をつくってみると、設備が増えるときに空室率が下がる。設備が増えるときに賃料が上がる。こういったはっきりとした相関が見て取れるということです。過去の事例としてはこういう比較的単純な図式で説

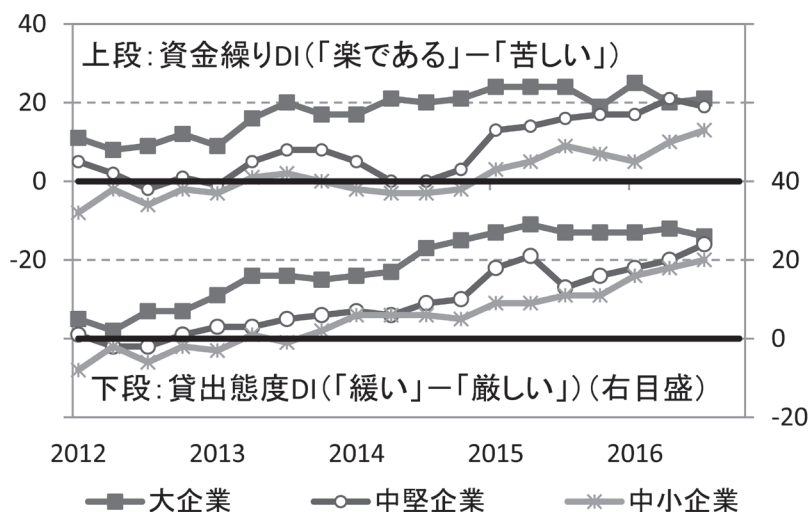
明ができるということです。

先行きはなかなか読みにくいので、私ども金融ソリューション部でさまざまなマクロ統計を駆使しながら、予兆を管理しているところです。少なくとも、過去こういった原理で企業の設備投資がしっかりしているからこそ、賃貸市場が引き締まるといった現象が観察された。そして、この1年もその現象が続いたということが言えます。

あと賃料についてもバブル的でないということ。投資家の方々の意識の上でも、過度に強気な賃料の見立ては見取れないことが分かっています。再び私どもの不動産投資家調査の結果から、東京の丸の内、大手町地区の賃料について現在を100としたときの1年後、2年後、5年後、10年後、この賃料の見立てをプロットしてみました。

例えば、2007年10月調査。このころは投資家の方々、1年後には5%賃料が上がる、5年後には10%賃料が上がると、こういう強気の見方をされていたわけですが、足元、2016年10月の調査では、1年後は2%程度、5年たっても5%程度ということで、前回の地価上昇局面と比べると賃料の見立てもマイルドであることが言えます。この点においても、現在の不動産市場がバブル的でないことの一つの現れと言えるかと思えます。

一方、不動産におけるバブルを懸念される方が今年になって注目されているのが、デットファイナンスの状況です。図表4は日銀短観における不動産業の資金繰り



出所：日本銀行

図表4 不動産業の資金繰りDI・貸出態度DI

DI、貸出態度DIになります。2013年や2014年のころを振り返ってみると、あのころも不動産市場は活況だったわけですが、主に資金繰りが楽なのは大企業、貸出態度が緩いのは大企業という形で、あまり中堅、中小企業にまで、そのデットファイナンスの緩みが響いていなかったことがあったわけです。ところが、昨今は中小の規模までしっかりとファイナンスが緩んでいることになっています。確かに、これはこれまでと少し違った動きと言えるかと思います。

そして、より顕著なのが、不動産業向けの貸出残高ということになります。これもよく報じられているとおり、2015年ごろから不動産業向けの融資の伸びは非常に高まっている。特に総貸出の伸びが若干鈍化する中にあって、不動産業向けの貸出が伸びていること。これはやはり事実として受け止めなければいけないことになります。

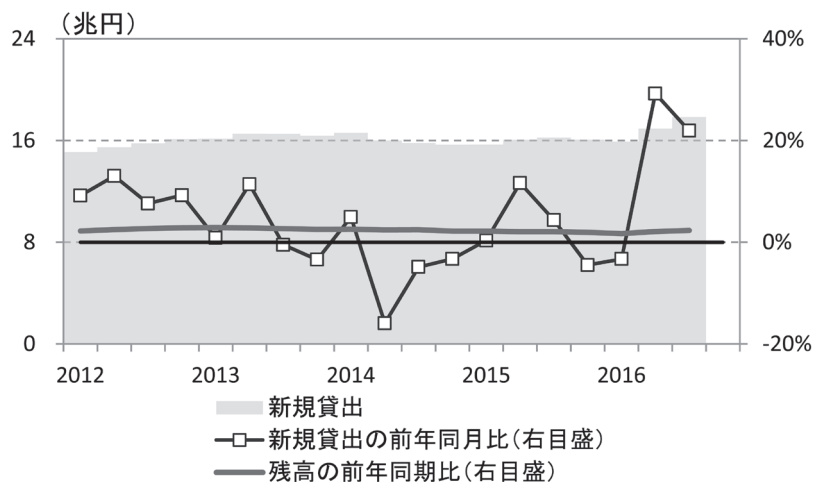
これが危険な徴候なのかどうかということですが、今のところ、まだ私はこれが不動産市場に内在するバブルを引き起こすような危険な動きだとは結論づけることができません。それはいくつか理由があり、例えば不動産業向けの融資は確かにここ毎年、兆の単位で伸びているわけですが、そのファイナンスはいったい誰がとっているのかということです。

これは統計が存在しませんので、よく分からないのが事実ですが、傍証として、例えば東証一部上場の不動産

業と、上場REITの有価証券報告書に見る非流動負債、すなわち1年超の負債の残高を見ると、ここ5年でざっくり7兆円くらい増えています。これはかなりハイペースで増えていることになります。こういった信用度の高い不動産業の方が主にコーポレートファイナンスで有利子負債を積み増していらっしゃるということをたちどころに危険視するのは、あまり妥当ではないのかなというのが私の考えです。この寄与により、先ほどの不動産業向けの貸出残高の伸びは、それなりに説明できると思います。

そして、もう1点、これは日本と諸外国、特に欧州などの低金利国との大きな違いは、日本においては住宅ローン市場が加熱していないということです。これも重要なポイントなので、図表5で示しています。特に今年1月にマイナス金利政策が導入されてから、住宅ローンの借り換え需要が大きく増えたと報じられています。私もそれは事実だと思います。しかしながら、そのことがこれまで以上のハイペースで住宅ローンの市場にお金が回り、それが住宅市場に結びついていると考えることはできないのが、このデータということになります。

新規の貸し出しの変化をみると、今年の4-6月期、それから7-9月期、前年同期と比べ、かなり速いペースで住宅ローンが出てきました。それは事実ですが、一方で住宅ローンの残高の動きをみると、実は残高の増加するペースはこれまでどおり、だいたい年間2~3%程



注：国内銀行の銀行勘定および信用金庫の銀行勘定の計。新規貸出額は4四半期計。
出所：日本銀行

図表5 個人向け住宅資金の新規貸出および残高の推移

度、それに大きな変化はありません。すなわち、この新規の貸し出しの動きは金融機関が変わった。付け替えた。まさに借り換えということです。この動きをもって日本の不動産市場に何か新しい住宅需要が生み出されたと考えることはできないと思います。

これは例えばドイツやスイス、こういった低金利と好調な経済を背景にして住宅価格が上昇している国との大きな違いであり、このことも日本の不動産市場がバブル的でないことの一つの大きな証拠ということが言えると思います。

さはさりながら、いまエコノミストの間で非常に話題になっているのは貸家の動きということになります。個人による貸家業向けの貸出残高、これも確かに伸びていて、実際それがどこに向かっているかという、例えば地方銀行が地方圏の地主さんにアパートローンをお貸しするような動きは確かににはやっているようです。しかも、もしかすると、その中にはかなり危険な融資があるのではないかという説もあります。

それは、私は推測で述べているわけではなく、今年の3月、日本銀行が金融システムレポート別冊版というものを出し、まさにこの問題に取り組んでいます。いわゆる地域金融機関、すなわち地銀や第二地銀とか信用金庫に対するアンケート調査で、アパートローンの実態を調査したのが、このレポートです。これによると、例えば新築の当初家賃と入居率100%、これを20年変わらないものとして収支計算をして、それに融資をしている。こういった事例は存在するという事です。

これはやはり不動産業の常識からすると、相当外れていると言わざるを得ず、これはすぐに何かリスクとして顕在化するわけではないにせよ、例えば10年後、20年後、そういった物件が賃貸市場における競争力を失ったときに銀行の資産の質を低下させ、ひいては地域の金融仲介機能を損ねる。こういったリスクをはらんでいることについては、やはり今から指摘しておかなければいけないかと思います。

ただ、恐らく今日お越しになってくださっているお客さまが普段ビジネスされているような市場というよりは、より地方の個別のエリアということになるかと思うので、特に投資市場とか、大都市圏での不動産市場といったこととは話が少し違うのかと思うわけです。

というわけで、ここまで2016年の不動産市場につい

て、いくつかコメントさせていただきました。とにかく現在の特徴は二極化ですが、都市部においても立地の選択が進んでいること、それから過度な強気がないので、不動産市場はバブル的でないということ。そして、不動産業向け貸出残高の伸びも今のところ、これをたちどころに危険視することは結論づけられない。こういったことを2016年の回顧として申し上げておきたいと思います。

さて、この後2017年の不動産市場に向け、改めて今年の出来事を振り返っていくわけですが、少し派手なトピックの前に、多少地味かもしれませんが、不動産市場を考える上で重要なテーマにごく簡単に触れたいと思います。今年の春、住生活基本計画が改まっています。これも今後の不動産市場、住宅市場を考える上で、非常に重要なヒントがいろいろ入っているわけですが、ここで申し上げておきたいのは、「目標1 安心して暮らせる住生活の実現」の中で、必要とする質や広さの住宅に世帯の状況に応じて居住できるよう支援という言葉が並んでいます。

必要とする広さの住宅とは何だろうということで、これは実際に国土交通省がその指針を出されています。例えば都心居住型、すなわちマンションとか都心の一戸建



てにお住まいの方で、夫婦と10歳以上の子ども2人の世帯、こういう子育て世帯は95平米の家に住むことが望ましい。これは誘導居住面積と言っていますが、この広さが望ましいという指針を出しています。どうでしょう。お子さん2人いらっしゃる世帯で95平米のマンションにお住まいになっている方、どの程度いらっしゃるかということです。日本の住宅事情は、まだまだ改善の余地があると言わざるを得ません。

そして住宅・土地統計から指針とする面積の充足の状況を取ってみますと、特に貸家の方は3割くらいが望ましい住宅の広さに住んでいらっしゃいます。持ち家の方でも7割ということで、国交省がお示しになっているような広さの住宅サービスを享受する人たちというのは、実はまだまだ少ないということです。ここに実は投資機会が残っているのではないかとというのが私の考えです。何となく人口減少社会において不動産は斜陽産業だということを言われがちですが、決してそんなことはないと思います。

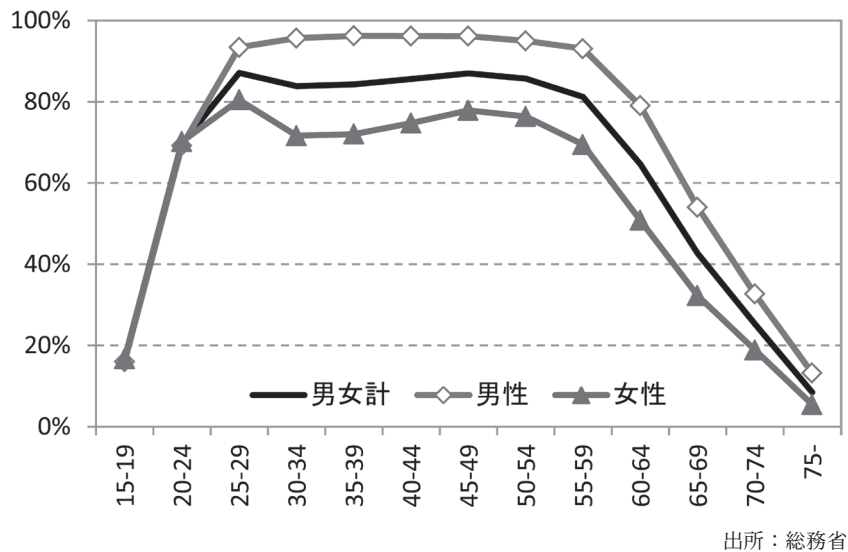
この議論はもう一つ、今年の重要な政策のテーマであった一億総活躍、ここからも読み取ることができるわけです。一億総活躍のメッセージは何だったかということ、同一労働同一賃金、長時間労働是正、介護離職ゼロとか、こういったキーワードがあるわけですが、この一億総活躍の肝は、避けられない日本の人口減少社会に対し、働く人を増やすことにより、その人口減少の弊害

を食い止めようという話だと私は理解しています。

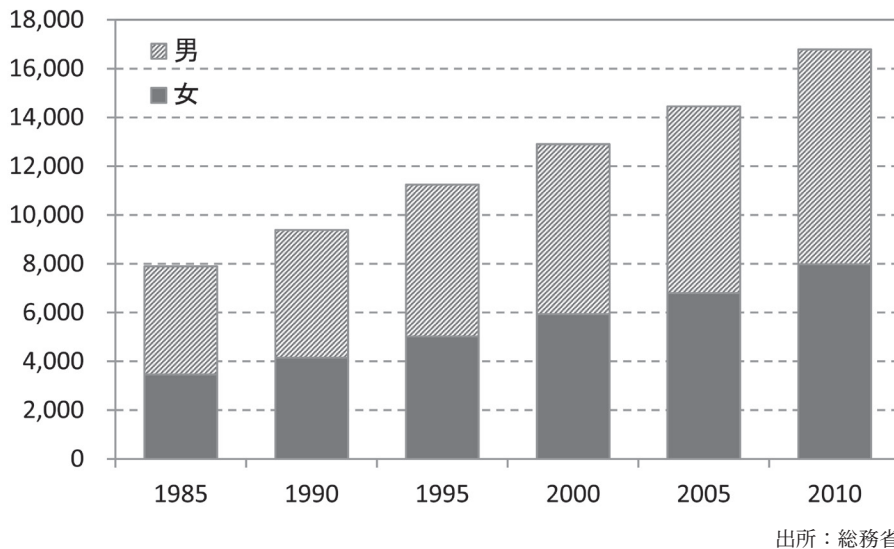
この文脈において次にお見せしているのが、いわゆるM字カーブです(図表6)。横軸に年齢層、縦軸には労働参加率、これは就業者人口すなわち、仕事を持っているか、仕事を欲しくて探しているか、そのどちらかの人が人口に占める割合ということになります。例えば20代後半から50代くらいまでの男性のほぼすべての方が労働市場に参加しているわけですが、女性の方は30代から40代にかけ、その参加率がへこむという現象が知られています。恐らく、子育てや介護の問題で働くことをあきらめていらっしゃる方が多いことの表れだと思います。このグラフの形を称してM字カーブの問題と言っているわけです。

この問題は今でも残っていますし、このM字の谷を埋めることが一億総活躍のメッセージであるわけですが、それでもここ30年、40年くらいのスパンを見ると、この谷は相当埋まってきたことがわかります。そうすると、どうなるかということ、人々の働き方が変わるといことは、人々の住まい方や家族のあり方も変わってくるということです。

図表7は国勢調査から単身世帯の数を示しています。1985年から2015年のたった30年間で単身世帯は倍増しています。女性に限ると2.5倍になっています。この傾向は高齢者を除いた働く世代にとっても同様です。この間、日本の人口は1割も増えていません。こう



図表6 年齢階級別就業者人口比率 (2015年)



図表7 単身世帯数の推移（一般世帯）

いったことを考えるだけでも、実は人口の増加や人口の減少が住宅市場、不動産市場に重要ではなく、働き方、住まい方、生き方が変わるということ、そこに実は投資機会があるということです。

こういった意味からも、人口減少を避けられない日本において不動産業や住宅産業が斜陽産業であるという考え方には私はくみできないと思う次第です。今年、二つの大きな政策の方針がありましたので、そういったことも申し上げたということです。

さて、後半、2017年の不動産市場の見通しということで順繰りにお話ししていきますが、今年は本当にいろいろなことがありました。1月以降、金融政策は何度も調整されましたし、また4月の熊本地震、被災された方には改めてお見舞い申し上げるところですが、こういったことも日本の経済に影響を与えました。そして、6月のイギリスEU離脱の問題、11月のアメリカ大統領選挙、こういったいろいろなことがあったことを踏まえながら、近未来の不動産市場を占う上で、どういう視点が有用かという、この三つです。

不動産の実需、すなわち賃貸市場がどうなっていくか。それから、デットファイナンス、金融機関の動向がどうなっていくか。最後にエクイティファイナンス、投資家の方々がどういう行動をとっていくかという視点。こういった視点で分類して整理して考えていくのがよろしいかと思います。

まず、実需の面、先ほど企業の設備投資が重要だと申し上げていましたが、当面、企業の設備投資は悪くない状況が続いていくと思います。日銀短観による設備投資計画の動きは、9月の調査で見ると、過去の数力年に比べると高い水準の企業の設備投資計画があることが分かっています。必ずしも力強くはないとはいえ、底堅い動きです。

また法人企業景気予測調査の企業の設備投資の計画についても、前年度比、あるいは前年同期比プラスという状況になっています。実は、これは今朝、新しいデータが公表されていて、新しいデータを見ても傾向は同じです。今年度も引き続き、企業の設備投資計画はプラスで推移ということになります。実は最新のデータでは上期に少しへこんでいるのですが、それでも下期に設備投資を積み増すので、年度を通して見ると昨年度比プラスということで、当面、企業の設備投資の動きは悪くない。そうすると、オフィスや店舗あるいは物流施設の床需要が底堅く推移するだろうと考えられます。

実際、私どものオフィス賃料予測の結果をみても、今年から来年にかけて東京、大阪では引き続き緩やかながら賃料が上昇していくという見立てを持っています。また、今年から私どもはマンションの賃料および価格の予測も出しています。こちらも力強い動きではないにせよ、賃料、価格、それぞれ当面、もうしばらくは上昇が続くだろうと見ています。少なくとも来年というような

タイムスパンで占うとき、こういった形で不動産の実需の面では大きく損なわれないだろうと見ています。

続いてデットファイナンスの動き、金融機関の動きということになりますが、金融政策と切っても切り離せないということかと思えます。今年1月のマイナス金利政策導入から3回、金融政策の調整が行われています(図表8)。1月29日のマイナス金利までと、7月29日の追加緩和以降とで色を変えているのですが、ここをなぜ色を変えているかという、私の理解では、マイナス金利政策の導入までは一連の金融緩和において首尾一貫した金融政策が繰り広げられていたと考えているからです。7月の金融政策の変更により、それか少しかじを変えたということかと私は理解しています。

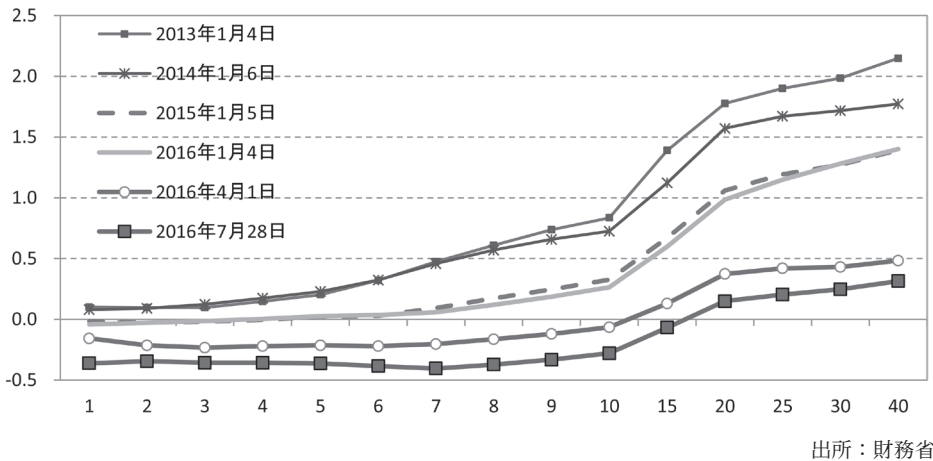
何となくマイナス金利が目新しかったので、ここで金融政策が不連続になったというようなイメージをお持ちの方がいらっしゃったかもしれませんが、そうではないということです。このマイナス金利も含む、それまでの一連の金融政策のポイントは何だったかという、一つには人々の気持ちを変えるためのサプライズの効果を演出してきたということです。

例えば2014年10月に追加緩和がありましたが、その1週間前まで、正確に言うと3日前まで黒田総裁はそのときの金融政策はうまくいっていると言って、それを覆してサプライズ感を演出し、このことがさらなる円安、株高を引き起こしたということがあったわけです。実は、マイナス金利政策の導入も全く同じ構造だったわけです。導入の1週間前まで黒田総裁は国会の証言で、マイナス金利政策の導入を具体的に考えていることはございませんとはっきりと述べていらっしゃいました。それを覆したということで、マイナス金利ということもサプライズを演出したと言えるのだらうと思えます。もっとも、このときのサプライズはご存じのとおり、円安、株高を引き起こすには至りませんでした。

もう一つ、マイナス金利政策導入までの重要な政策のキーポイントは、国債の金利を人為的に押し下げること。実際これにもずっと成功してきました。横軸に国債の年限、縦軸に金利水準をとったイールドカーブを図表9に載せていますが、7月の追加緩和の前日までの3年半をかけ、じわじわと国債の金利が押し下がってきました。この点については、日銀の一連の金融政策は大

2013年1月22日「物価安定の目標」
<ul style="list-style-type: none"> ・2012年2月に導入した「中長期的な物価安定の目的」を放棄 ・「2%という目標を明確にすることは、持続可能な物価上昇率を安定させるうえで、適当」
2013年4月4日「量的・質的金融緩和」(QQE)
<ul style="list-style-type: none"> 「消費者物価の前年比上昇率2%の『物価安定の目標』を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」 【量的緩和】金融市場調整の操作目標をマネタリーベースに変更し、年間60~70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行う 【質的緩和】長期国債買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度にする
2014年10月31日「『量的・質的金融緩和』の拡大」
<ul style="list-style-type: none"> ・マネタリーベースが年間約80兆円(約10~20兆円追加)に相当するペースで増加するよう金融市場調整を行う ・資産買入れ額の拡大および平均残存年限の長期化 <ul style="list-style-type: none"> ✓長期国債の年間残高が80兆円(約30兆円追加)に相当するペースで増加するよう買入れ ✓長期国債の買入れの平均残存期間を7~10年程度に延長
2015年12月18日「『量的・質的金融緩和』を補完するための諸措置」
<ul style="list-style-type: none"> ・設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業に対するサポート <ul style="list-style-type: none"> ✓新たなETF買入れ枠の設定(年間約3,000億円)、成長基盤強化支援資金供給の拡充、貸出支援基金等の延長 ・「量的・質的金融緩和」の円滑な遂行のための措置 <ul style="list-style-type: none"> ✓日本銀行適格担保の拡充(外貨建て証書貸付債権、住宅ローン債権)、長期国債の買入れの平均残存期間を、7年~12年程度に長期化、J-REITの買入れ限度額の引き上げ
2016年1月29日「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」(三次元緩和)
<ul style="list-style-type: none"> ・日銀当座預金の積み増しに▲0.1%のマイナス金利を適用 ・「量」「質」に「マイナス金利」を加えた3つの次元で、追加緩和が可能なスキームに
2016年7月29日「金融緩和の強化」
<ul style="list-style-type: none"> ・ETF買入れ額を年間6兆円に拡大 ・外貨資金調達環境のため、①成長基盤強化支援資金供給(ドル特則)の買付残高上限と1先当たり上限を拡大(それぞれ120億ドル→240億ドル、10億ドル→20億ドル)、②米ドル資金供給オペの担保となる国債の買付け制度を新設
2016年9月21日「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」
<ul style="list-style-type: none"> ・イールドカーブ・コントロール <ul style="list-style-type: none"> ✓短期金利:政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用 ✓長期金利:10年国債が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債を買い入れ ・オーバーシュート型コミットメント=消費者物価上昇率の実績値が安定期に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続) <ul style="list-style-type: none"> ・具体的な追加緩和の手段として、以下の4項目を明示。 <ul style="list-style-type: none"> ①短期政策金利の引き下げ、②長期金利操作目標の引き下げ、③資産買入れの拡大、状況に応じて④マネタリーベース拡大ペースの加速

図表8 これまでの金融緩和政策の歩み



図表9 イールドカーブの形状の変化

きく成功してきたと言えるかと思えます。

そして、7月の金融政策が微妙な軌道修正だったことになります。どうしてこれが軌道修正だと申し上げているかということ、7月の金融政策の変更ではETF、すなわち株の買い入れということが一番の目玉商品になりました。株の買い入れはリスクプレミアムを圧縮するということで、債権への選好を低める。これは何かというと、金利上昇の要因になるわけです。これまで国債金利を一方向的に押し下げてきたという動きからは軌道修正ということになるかと思えます。

もう一つ、7月の政策決定会合のポイントでは、その次の9月の政策決定会合で総括的な検証というものを出すことを予告しました。これもサプライズとは真逆の性格を持ったアナウンスだったわけです。サプライズはギリギリまで隠しておき、突然出すことにより人々をびっくりさせる。これがサプライズであるわけですが、総括的な検証を出すという予告をする。これもこれまでのサプライズの動きとは多少異なったやり方だったと思っており、その意味で7月以降の金融政策はかじを若干変えたと私は思います。

7月の金融政策、ETFの買い入れが目玉商品だったのですが、私が理解する本当の意義はドルオペです。実は、日本の金融機関は非常に健全で国際的にも競争力が高いわけですが、唯一のアキレス腱は何だったかということ、ドルの調達コスト、外貨の調達コストがこれまで高まっていたことです。これは日米の金利差の問題などがあるので、コストが高まるのは仕方がないのですが、い

ざというときに日本の銀行がドルを調達できなくなると、資金の目詰まりを起こすので、ひいては日本におけるデットファイナンスの動きにも大きな影響を与えかねない。そういったリスクがあったわけです。

新しいドルのオペレーション、これは日本の銀行が、ドル資金が足りなくなったときに、日銀に駆け込むと日銀がニューヨーク連邦銀行からドルをスワップで借りてきて、そのドルを日本の銀行に流通する。こういう流れをつくったのが7月29日の金融緩和強化だったわけです。これは地味ですが、結構重要なポイントでした。

そして、9月の政策変更についてもご存じのとおり、直接長期金利をいじることになりました。今後の不動産市場を見通すポイントとして、何を考えるべきかということ、この金融政策がいつまで続くかということです。物価を2%に高めるということ、これだけを唯一の目的として日本銀行は金融緩和を繰り返しています。そして、2%にいくまでの間、金融緩和を続けるという約束をしています。

その枠組みを前提とすれば、当面、少なくとも来年といった近未来の間は日本銀行による金融緩和は続かざるを得ません。なぜかということ、物価は来年2%に決していかないからです。物価が2%にいくための重要なポイントは何かということ、うまく言えないのですが、人々が物価が2%に行くと信じるのが、物価を2%実現するための必要条件になっています。

なぜかということ、先々物価が上がると人々が思うと、欲しいものを後で買うよりはいま買ったほうが安く買え

るので、実際、今の需要が盛り上がって需給バランスが変わり、本当に今の物価が上がるといった原理のことで、デフレ時代は全く逆なわけです。物価が下がると思っていると、いま欲しいものを後で繰り延べたほうがいいので、いま買わずに今の需要が低くなり、それで実際に物価が下がる。こういった原理のことを物価における期待の自己実現と経済学では呼んでいます。

これに照らして、人々がどの程度の物価上昇を見込んでいるかを示したのが日銀短観が調べている企業の物価見通しです。2014年3月からこの調査をしていて、当時は結構高めめの物価上昇率を企業の方は予想していたのですが、それが調査を追うごとにだんだん下がってきて、最新、9月のデータでは1年後の物価、0.6%、3年後に至っても1%程度。この3年後の1%は、今と比べて1%高いという意味なので、日銀が目標とする年率2%からすると程遠い水準ということになります。

そして、いま現在、日本のエコノミストの中で物価に対し、最も積極的なイメージを持っている人たちは誰かというと、日銀の政策委員の方々です。日銀の政策委員の物価見通しを追ってみると、常々日銀の政策委員の方々には2%に行くという絵を思い描いているわけですが、その達成の時期がどんどん後ろにずれていることになります。

今年の1月の政策決定会合では、物価が2%を達成するのは2017年度前半と書いていました。2017年度の前半ということは、2017年9月ごろということになります。それが10月の政策決定会合では18年度ごろ。18年度ごろという意味は、2019年3月という意味です。少なくとも来年の間、物価が2%に行くことはないと思いますし、それゆえ金融緩和は続く。こういう筋合いだということです。

さて、マイナス金利に対する不動産投資家の方々の意識について4月にアンケート調査をしています。マイナス金利政策により、期待利回りが下がるとか、レンダの貸し出し姿勢が積極的になると考えている方が結構いらっしゃったのですが、実はこの後10月の調査で、9月の金融政策変更についても同じ質問をしています。

9月の政策決定会合により利回り、賃料、あるいはレンダの貸し出し姿勢、エクイティの投資姿勢は変わらないとお答えになった方が半数以上です。金融政策の変更、金融緩和が続く中であっても、投資家の方々の意識

がよりアグレッシブになっていることは観察されていないということです。

投資家の方々の行動もそうです。マイナス金利政策の導入を受けても、その投資家の方々の期待利回りは変わっていないとお答えになった方が大多数だったわけです。これも同じ質問を9月の政策変更について聞いています。ほとんどの人が金融政策決定会合前後で利回りに変化がないとお答えになっています。こういったことから、金融緩和が続く中で、これはよくも悪くもということになります。日本の不動産市場がこれまで以上に熱気を帯びていく、バブル的になっていくと考えるのは難しいのではないかと思います。

さて、皆さん気にされていると思います。イギリスEU離脱の問題、それからアメリカの大統領選挙、こういったことが何か不連続な変化を日本の、あるいは世界の不動産市場にもたらしたとは私は考えていません。例えば、IMFの世界経済見通しですが、7月にIMFは成長率の見通しを引き下げたのですが、10月は実は維持していて、イギリスのEU離脱の問題が世界の実態経済に与える影響は結構小さかった。少なくとも短期的には小さかったということです。

日本においても同様、イギリスの国民投票のときに景気ウォッチャー調査が著しく落ち込みました。景気ウォッチャー調査は全国2050人の景気感応度の高い人に景気の状態を聞くものですが、この調査が、ちょうど毎月25日付でやっています。イギリスのEU離脱の問題が分かったのが6月24日でしたから、その直後だったので、これは深く谷が刻まれる形になりました。しかし、その谷はすぐに埋まったということで、短期的に日本の不動産市場あるいは日本の実態経済に影響があったと見るのは難しいということです。

真の問題は何かということ、短期的に何か世界が変わったということではなく、こういった政治的リスク、予見できないリスク、あるいは予見されていたけれども人々が起こらないと信じていたこと、こういったことが実際に起こってしまうことが分かったことが、今回イギリスEU離脱の問題やアメリカ大統領選挙の重大な教訓だった、ということになります。

そういった中、欧米の不動産市場は来年あたりから、いよいよ頭打ちを迎えるという話をこれからしていきます。イギリスは確かに短期的に不動産市場に大きな影響

がありました。それがOEIC型不動産ファンドと言われるもの、日本で言うと私募REITを個人向けに売っているような話です。そういう不動産ファンド商品、これはイギリスに10銘柄くらいあるのですが、イギリス、EU離脱の問題の後、解約請求が相次ぎ、そのうち7銘柄で解約停止が起きました。これは人々がヒヤッとしたわけです。まるで2007年のパリバショックをほうふつとさせるからです。

2007年のパリバショックは何だったかという、サブプライムローンに投資をするようなファンド商品を組成していたBNP Paribasの商品が突然解約を停止することにより、世の中の金融市場に疑心暗鬼が生じ、これによってサブプライムローン問題が顕在化することに至ったわけです。今回の問題も、すわ、そういった悪しき疑心暗鬼の連鎖が広がるのではないかと心配していた人もいたわけですが、実際にそうはなりません。7月に解約を停止した七つの銘柄のうち、六つがすでに解約を再開しています。そして、もう一つも今月、解約を再開することになっています。こういったことから、イギリス、EU離脱の問題が何か不連続な変化を不動産市場に与えたとは言えないことになります。

こんなアンケート調査もしました。同じく不動産投資家調査ですが、イギリスのEU離脱問題の影響として、世界の不動産投資市場にどう影響があるか。世界の不動産投資市場に影響を与えないとする人が5割、そして、世界の不動産投資市場を縮小させると答えた方が4割ということで、これは拮抗しています。

一方で、日本の不動産投資市場に対しどう影響を与えるかという、実は7割以上の方が日本の不動産投資市場に影響を与えないとお答えになっています。さらには、投資家の方々ご自身の投融資姿勢について変化しないと答えになっている方が9割以上ということで、少なくとも日本の不動産市場における心理的影響は相当限定的だったと言うべきだろうと思います。

そしてトランプ大統領、いろいろな政策を彼は公約として掲げました。今後、どうなるかということで、勝利演説でもいくつか示唆がありましたし、注目すべきは1月20日の就任演説になりますが、率直に言って何が起るかわかりません。全然わかりません。どれが優先的な課題と認識されているのか、公約のうちどれを本当に実現するのか、どれを実現したふりをしてごまかすの

か、全然わかりません。わからないのですが、二つだけ、これまではっきり分かったことがあるので、それについて申し上げておきたいと思います。

一つ目に分かったことは何だったかという、イギリスのEU離脱の問題と全く同じ、短期的に心理的な悪化がまん延するといったことは、現象として起こっていないということです。アメリカの政治不確実性の指標をご覧くださいと、イギリスEU離脱、アメリカ大統領選挙、それぞれの時期に不確実性はドンと高まっているのですが、すぐに収束する動きになっています。あるいはVIX指数、いわゆる恐怖指数とも言われているものです。やはりイギリスEU離脱の問題のとき、それからアメリカ大統領選挙のときも急激に上がったのですが、その後、あっという間に収束するというので、何か心理的な悪化が世の中にまん延しているということは今のところ起こっていません。

もう一つ分かったことは、トランプ政策はアメリカにおける金利上昇要因として働いているということ。そしてしかも、これまでのところ、実際にアメリカの住宅ローン金利はすでに上がっているということです。アメリカの住宅ローン金利のうち固定30年物の水準をみるとトランプ氏当選の後、すぐに50ベースくらい上がりました。そして、その間、住宅ローンの新規申し込みも足元で低迷していることが分かります。

足元で低迷しているのですが、これも不連続に低迷しているわけではなく、実は今年の後半からアメリカの住宅ローン市場もぼちぼち緩くなっているのではないかと見立てです。イギリスのEU離脱の問題や、アメリカの大統領選挙にかかわらず、これまで住宅価格が力強く上昇してきた欧米の主要な都市で、住宅市場がいよいよよじほれるような動きを見せているということです。典型的にはサンフランシスコです。サンフランシスコは全米で最も熱い不動産市場であるわけですが、その住宅価格がどうやら伸び悩みの動きになっているということです。

主要都市の中心部などで住宅価格が高くなりすぎ、需要がだいぶ飽和に近づいているのではないかという説がささやかれています。しかも、ここが重要ですが、今年に入り住宅価格が上昇している一部の国で、相次いで住宅価格を抑制するような政策が打ち出されています。その典型がイギリスで、イギリスは今年の4月、彼らの

不動産取引税である印紙税の税率を引き上げました。これは住宅価格を抑制する目的です。

6月23日のイギリスEU離脱を待たずして、イギリスの住宅市場に歯止めをかけようという動きが顕在化したということです。イギリスだけではなく、ドイツ、カナダ、オーストラリア、そして昨今、中国や香港、こういったところで住宅価格抑制策を打って出ることにより、特に欧米を中心に、今後、不動産市場はひと山迎えつつあるのではないかとというようなイメージが、じわじわと広がっているということです。

そして、不吉なことにいろいろなことが重なります。来年、欧州では重要な選挙があります。すでに12月にイタリアの国民投票があり、与党が提案した憲法改正案が否決されることになりました。来年はオランダ、フランス、ドイツで相次いで総選挙あるいは大統領選挙があります。こういったところで反グローバリゼーション、反EU、あるいは自由貿易に対する懐疑派、こういった人たちが勢力をもたげることになると、これは取りも直さず世界における投資マインド、リスクオフの動きを広げる形を通じて、世界の不動産市場に影響があり、それは後々、日本の不動産市場にも微妙な影響を与えるのではないかとということです。

去年も申し上げましたとおり、2018年には日本では政治の季節を迎えます。安倍首相の任期満了、黒田総裁の任期満了、二人とも任期延長、あるいは再任が取りざたされていますが、いずれにしても、日本においても政治的な不確実性を迎える季節。そんな中、2018年は残念ながら、東京においてオフィスの大量供給が待っていることになります。

こういったことから、実は来年、日本の不動産市場には大きな影響はなからうと思いますが、その次、再来年あたり、2018年ごろが一つの節目になってくるのではないかとその公算が高いのではないかと私は思います。これは、実は去年お話ししたことと全く同じ結論です。そして、投資家の方々もそのような気持ちをお持ち

のようです。さまざまなアセットについて、今の市況がどこまで続くかということで、今年までとおっしゃる方もいれば、2020年以降、東京五輪以降も続くとおっしゃる方もいらっしゃるわけですが、おおむね多くのアセットクラスで2018年ごろが中央値になっています。どうやら2018年ごろをめがけて日本の不動産市況は一つの節目を迎えるようなイメージが、多くの投資家の方々々に共有されているような状況だろうと思います。

さて、時間がきましたので、ここでまとめさせていただきます。2017年の不動産市場について、まず一つ目。利回りはやはり下げ渋ってくる動きが続いていくと思います。金融政策に対する感応度も下がっている。また、実際にこれまでも利回りは下げ渋るような動きを示してきました。来年もこの動きが続くだろうと思います。

二つ目、マクロ経済の状況を考えると、賃貸市場の引き締めは、来年くらいは続くだろうと見ています。これは割算の問題として、資産価格も緩やかな上昇を続けていくのが来年のメインシナリオということになるかと思っています。

この意味で、私は来年のことを「熱い風」と表現してみました。気温は暑い状況は続くのですが、何か風が巻き起こっているというよりは、風が止まったような状況で暑さが続く。こういったような状況が日本の投資、不動産市場に広がってくるのではないかと。このような見立てをしています。

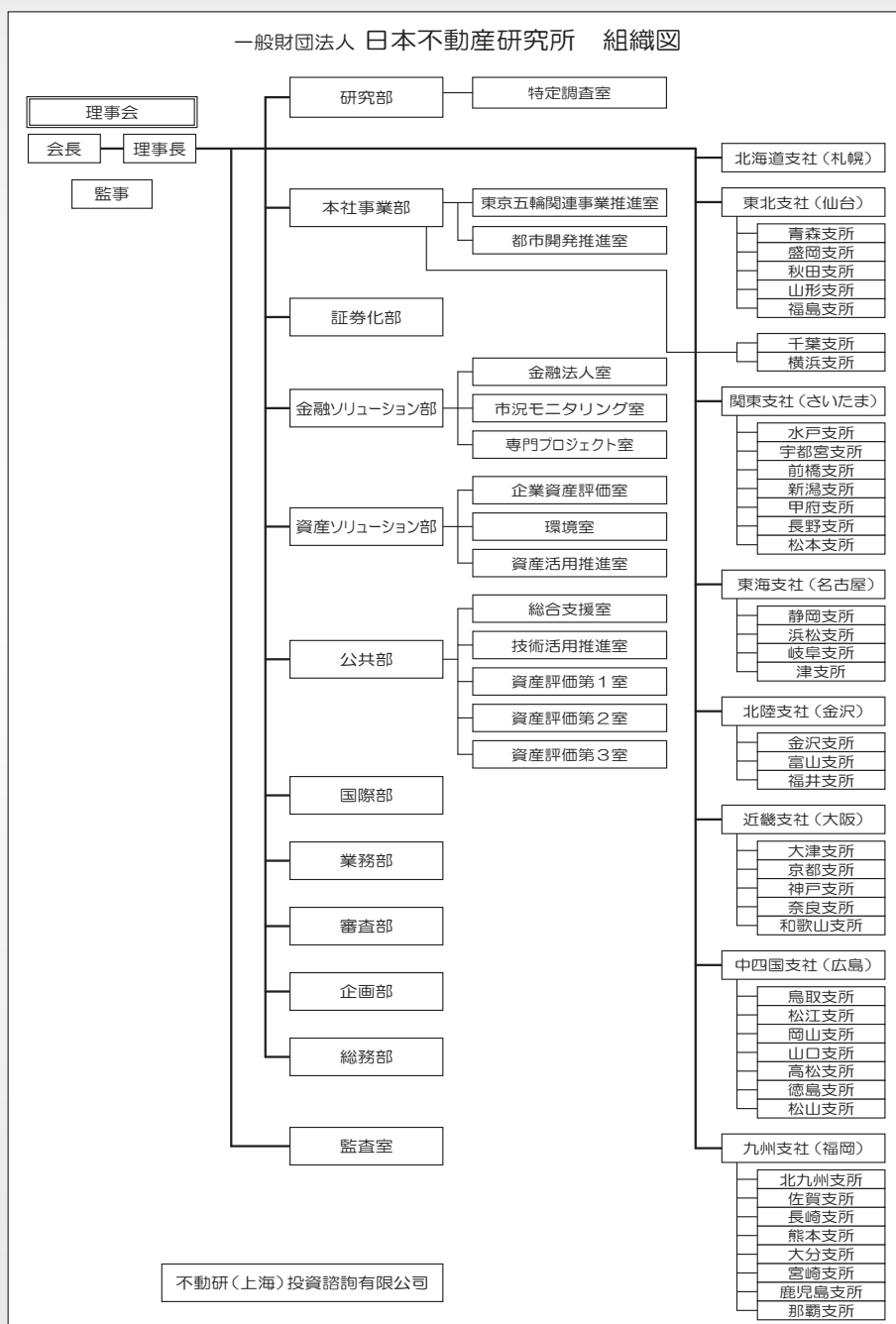
結局、その後、市況の変化がもし訪れるとしても、これは大きくクラッシュするわけではないのですが、そこに訪れる変化に今のうちからいかに対処できるかということが、今後、不動産市場を取り巻くプレーヤーの方々の中で重要になってくるのではないかと考える次第です。ちょっとかっつけて申し上げると、「Brace for impact」といったところでしょうか。

時間がきました。以上をもちまして私の研究発表を終わらせていただきたいと思います。ご清聴くださいまして誠にありがとうございました。

※本稿は、平成28年12月9日に開催された平成28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
 東京都港区海岸 1-2-3 汐留芝離宮ビル
 お問い合わせ先：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

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

- ・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）

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

- ・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

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

中国現地法人
不動研（上海）投資諮詢有限公司

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
理事・企画部長 岡 淳二 ©2017
〒105-8485 東京都港区海岸1-2-3
TEL 03-3503-5330 / FAX 03-3592-6393

2017年（平成29年）2月15日発行 不動産調査NO.406 ISSN 1882-6431

本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。