

長期化する金融緩和と熱狂なき不動産市場

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト 吉野 薫
よしの かおる

はじめに

2012年12月に発足した安倍政権による所謂「アベノミクス」のうち第一の矢として「大胆な金融緩和」が掲げられてからまもなく4年。2013年4月4日に「量的・質的金融緩和」が導入されて以降現在に至るまで「物価安定の目標」の達成の目処は立たず、これまで累次に亘って金融政策の調整が行われてきた。それでも物価の基調をデフレ的な状態から離脱させることには成功しており、株価、為替相場、企業の設備投資なども「大胆な金融緩和」導入以前とは異なった水準に至っている。この意味で一連の金融政策には一定の効果があったとポジティブに評価すべきであろう。

この間の不動産市場の動向を振り返ると、緩やかな賃貸需給の引き締まりが続く中、オフィスや店舗などの賃料は回復している。不動産投資需要も旺盛であり、それは不動産業向け貸出の伸びやキャップレートの圧縮などに顕現している。

しかし不動産市場が全般的に過熱の状況にあると論じるのは妥当ではない。筆者は「土地総合研究」2014年春号に「現今の金融緩和と不動産市場における『期待』の醸成」を寄稿し、当時の不動産市場がバブル的でないことを主張した。本稿は、まずこれまでの金融政策を振り返った上で、不動産市場に対する金融政策の波及経路を整理し、改めてわが国の不動産市場がバブル的でないと主張を繰り返したい。

これに加えて、本稿の末尾では不動産市場に関

わるいくつかの問題提起とともに、当面の不動産市況の見通しについて筆者の考えを示すこととする。

1. 一連の金融緩和の振り返り

一連の金融緩和政策は2013年1月22日の「物価安定の目標」の導入に端を発し、その後は累次の調整を経ながら、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入に至っている(図表1)。2013年4月4日に日本銀行が「量的・質的金融緩和」を導入した当初、その効果が物価の基調を転じるに至る波及経路として、日銀自身が次の3つを掲げて説明した。すなわち(1)リスク・プレミアムの低下、(2)ポートフォリオ・リバランス効果、(3)期待の転換、である。その後、2016年9月21日に公表された『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証(いわゆる「総括的検証」)では、このうち(3)の期待に働きかける効果とともに、名目金利を引き下げることの効果に重点を置いた説明となっている。実際、2016年前半までの金融政策を振り返ると、サプライズ感の演出によって人々の期待を変えようとしたこと、及び名目金利(イールドカーブ)を押し下げようとしたこと、この2点について首尾一貫していた。

当初の「量的・質的金融緩和」の導入自体がサプライズ感に彩られたものであったが、その後2014年10月の追加緩和導入時にもサプライズが

図表 1：一連の金融緩和の歩み

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標」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)	<p>「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」</p> <p>【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</p> <p>【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</p>
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(外貨建て証券貸付債権、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(ドル特別)の貸付残高上限と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貸付け制度を新設
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 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

功を奏した。その直前まで黒田東彦日銀総裁は既往の金融政策が順調である旨を主張していたが、同10月31日に一転して追加緩和が公表されたことから、これは市場にポジティブ・サプライズとして受け止められ、その後の一段の円安・株高をもたらした。そして2016年1月のマイナス金利導入時も黒田総裁は同じ効果を狙ったものと推測される。同1月21日、黒田総裁は国会においてマイナス金利政策の導入を具体的に考えていない旨の証言を行っていたにもかかわらず、その翌週に開催された政策決定会合でマイナス金利が導入されることとなり、やはり市場にはサプライズとして受け止められた。ただしこのときは一段の円安・株高をもたらすには至らず、2014年10月ほどの成果はなかったといえる。

イールドカーブの押し下げは、すなわち実質金利を押し下げることによって景気刺激的な効果を得ようとする、いわば伝統的な金融政策の発想に立脚している。ただし中央銀行が長期金利を直接的に抑制しようと試みる点においては、この政策は非伝統的なものといえる。いずれにせよ、少な

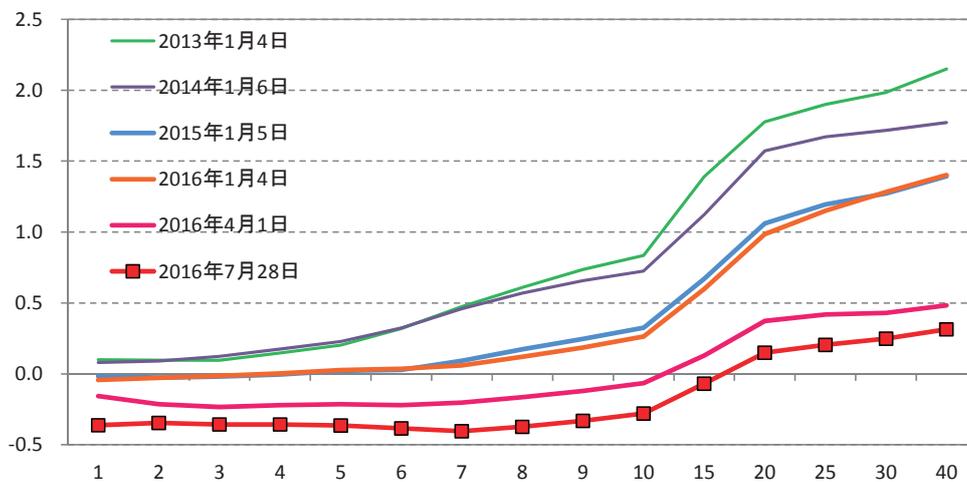
くとも現象面では、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に至る一連の金融緩和は、イールドカーブの全域に亘って金利水準を抑制することに成功してきたといえる。2016年6月23日に開催された英国におけるEU離脱を問う国民投票の結果も、市場におけるリスクオフの動きを通じて金利水準を一段と押し下げることによって寄与した(図表2)。

ただし2016年7月29日に公表された「金融緩和の強化」は、サプライズ感の演出とイールドカーブの押し下げを柱とするそれまでの金融緩和政策を多少なりとも軌道修正するものであったと考えられる。ETFの購入は市場のリスクオンを促し、その後国債金利水準はむしろ上昇した。また次回政策決定会合において「総括的検証」が行われることを事前に予告したことは、サプライズとは対極的な措置であった。

2. 金融政策が不動産市場に与えた効果

一般に、政策等の影響が不動産市場に及ぶ波及経路として、3つの経路に整理して考えることが有用である。すなわち、実需(賃貸市場)を通じ

図表 2：イールドカーブの形状の変化



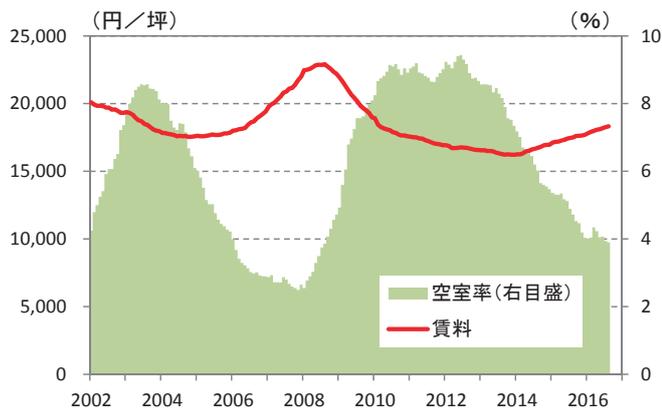
出所：財務省

た経路、デットファイナンスを通じた経路、エクイティファイナンスを通じた経路、である。これまでの緩和的な金融政策が不動産市場に与えた影響を考えるうえでも、この整理を援用したい。

まず実体経済を通じた経路については、主要都市でのオフィス賃料や商業店舗賃料の緩やかな回復として発現している。例えば東京のオフィス市場では、2012年頃を境として空室率は下降基調を辿り、追って2013年頃を底として賃料も上昇基調を辿っている（図表 3）。商業施設についても、都心一等地を中心に、緩やかではあるが2013年頃と比べて賃料は上昇した（図表 4）。

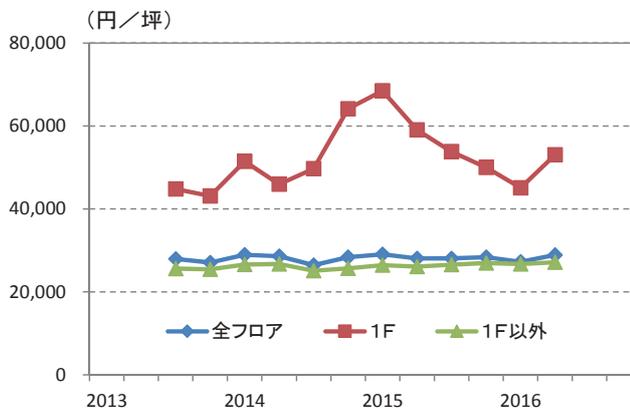
なお、不動産賃貸市場における実需の動向が企業の設備投資動向と密接に相関していることを改めて指摘しておきたい。図表 5-a は企業の設備投資の増減と東京オフィス地区における空室率とを2軸にプロットした散布図である。企業の設備投資が伸びている時期とオフィス空室率が低下する時期が一致することが明確である。縦軸をオフィス賃料に置き換えても同様の相関が確認できる（図表 5-b）。こうした相関性は次のように解釈できる。すなわち、企業が業

図表 3：東京オフィス地区における賃料と空室率



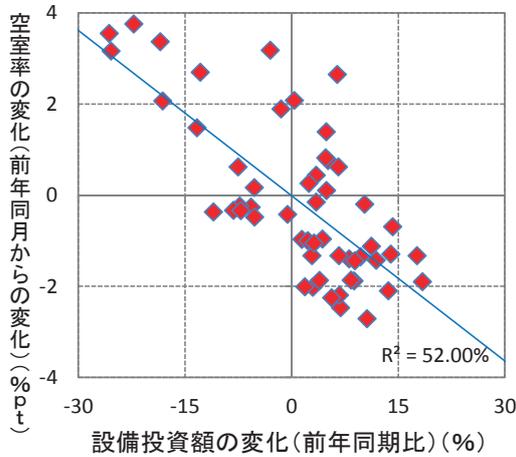
出所：三鬼商事

図表 4：銀座地区商業店舗の賃料

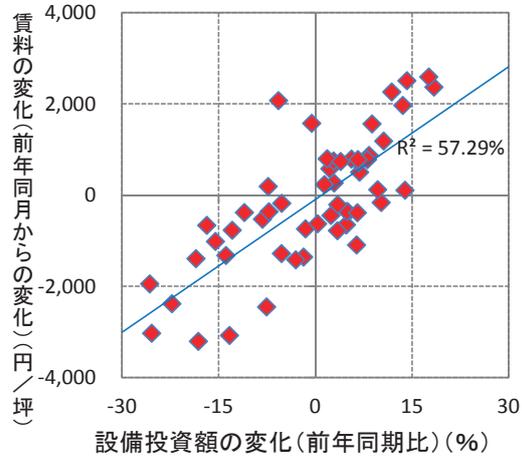


出所：日本不動産研究所、ビーエーシー・アーバンプロジェクト、スタイルアクト「店舗賃料トレンド」

図表 5-a : 設備投資と東京オフィス地区の空室率



図表 5-b : 設備投資と東京オフィス地区の賃料



注：空室率および賃料の各四半期は3、6、9、12月の数値を用いた。設備投資はソフトウェアを除く全規模・全産業（金融・保険業を除く）。図表 5-b は各期の賃料の変化に対して、4 四半期前の設備投資額の変化を対応させた散布図。

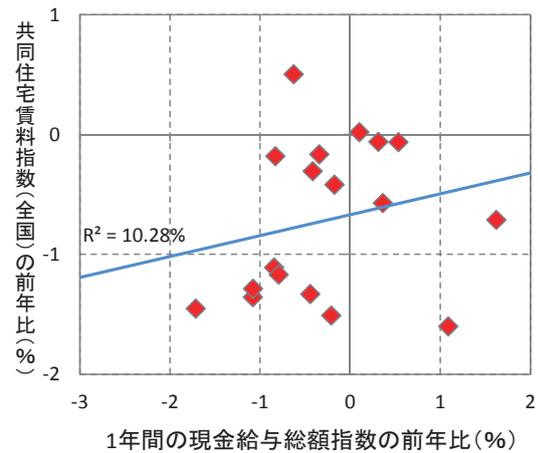
出所：三鬼商事、財務省

容を拡大する時には生産設備・営業設備を増強する形で設備投資が積み増され、この時期にはオフィス、商業店舗、物流施設などの床の需要の増加が伴う。

なお、個人（家計）を経由してマクロ経済要因が賃貸住宅市場に影響を与えるという経路を想定することは現実的ではない。例えば、「賃金が高まれば住宅賃料が上昇する」といった明確な相関は過去には観察されていない（図表 6）。これは住宅の供給過多も一つの要因ではあるが、現在のわが国では一定の信用力を有する家計が“いつでも、誰でも”住宅を買うことができる、という状況が長く続いていることがより本質的な背景である。この点については後述する。

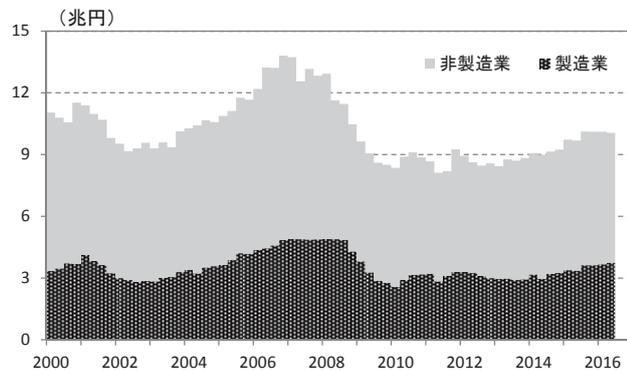
さて、改めてこれまでの企業の設備投資の動向を振り返ってみると、2012 年頃に比べればその水準は着実に高まってきた（図表 7）。しかし前回の不動産市場活況期（2006～07 年頃）の水準には至っていない。こうした事実は、緩和的金融政策の展開に伴って不動産需給が引き締まってきたこと、及び 2006～07 年頃に比べると現在の賃料上昇ペースが力強さに欠くこと、等の現象と整合的である。

図表 6 : 雇用者の現金給与総額と共同住宅賃料



注：現金給与総額は各年9月までの12箇月累積の前年同期比。
出所：厚生労働省、日本不動産研究所「全国賃料統計」

図表 7 : 企業の設備投資

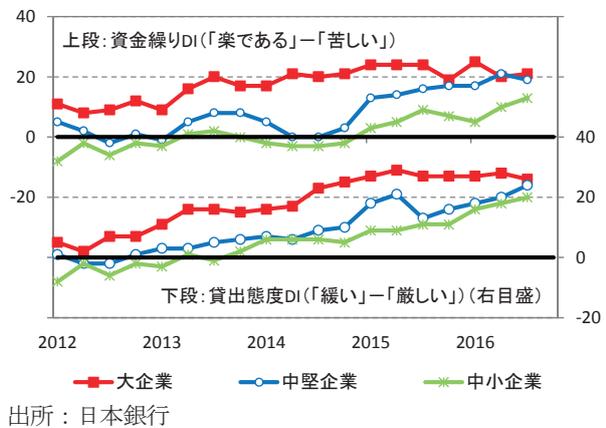


注：ソフトウェアを除く全規模（金融・保険業を除く）。
出所：財務省

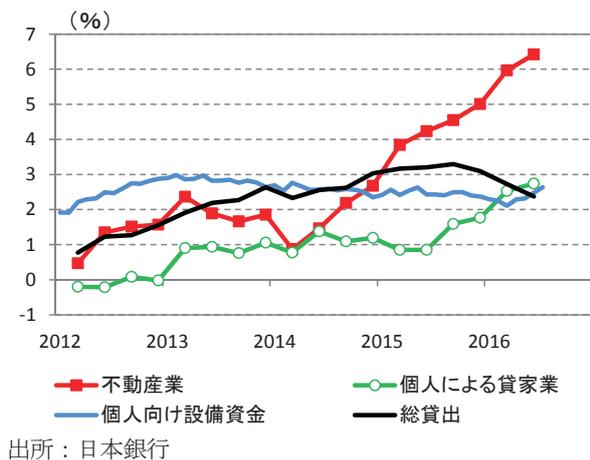
次に不動産をとりまくデットファイナンスを振り返ろう。不動産業に対する金融機関の貸出態度および不動産業における資金繰りは、いずれの企業規模についても緩和的な状況が続いている（図表8）。また不動産業向けの貸出残高は特に足下でその増加ペースを加速している（図表9）。こうしたことから、これまでの金融政策は不動産へのデットファイナンスを緩和させる方向に貢献したとみることができる。ただし、こうしたデットファイナンスの状況をたちどころに危険視することは妥当ではない。なぜなら、不動産の担保価値に過度に依拠した与信や強気の収益改善を引き当てとした与信に対しては、金融機関は一定の慎重さを保っているとみられるためである。このことは金融危機以前における与信の状況との相違として、例えば新興系のマンションディベロッパーやコミングル型不動産ファンドの台頭がみられないこと、あるいは資産負債比率（LTV）が高まっていないこと等の現象として現れている。実際、不動産業向け融資の高い伸びは主に信用度の高い不動産業者による借入の積み増しや、J-REIT市場の拡大によって支えられていると考えられる。2012会計年度から直近までの間、東証1部上場の不動産会社の非流動負債総額は4.4兆円、J-REITの非流動負債総額は2.6兆円、それぞれ増加している（図表10）。ここでいう非流動負債には銀行からの借入金以外の負債も含まれているものの、図表9に示した不動産業向け貸出残高の伸びのうち相応の部分を、相対的に信用力の高い不動産業者向けの融資が寄与しているといえる。

なお、デットファイナンス環境の緩和の要因としては、一連の金融緩和政策のみならず、金融機関間の競合の激化も重要なポイントである。ここ近年、不動産業に対する貸出金利が相応に下がってきたことに伴って、銀行からの借り入れ需要に対する金利の弾力性も低下してきた。これは単に水準として金利の下げ余地が狭まったということだけではなく、ボロワーの側も貸出期間やコベナンツなど金利以外の諸条件で借

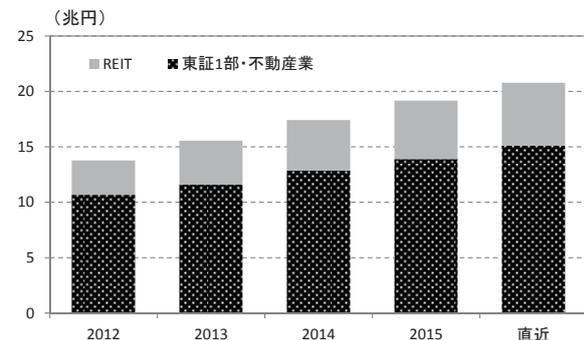
図表8：不動産業の資金繰りおよび貸出態度



図表9：貸出残高の前年同期比



図表10：東証1部上場不動産業およびJ-REITの非流動負債残高



入先を選別するという意思決定をするようになってきたことが背景にある。この意味で、金融政策によって不動産デットファイナンス需要を新たに喚起する効果はむしろ薄らぎつつあることを指摘しておきたい。

3. 「バブル」再考とエクイティファイナンスの状況

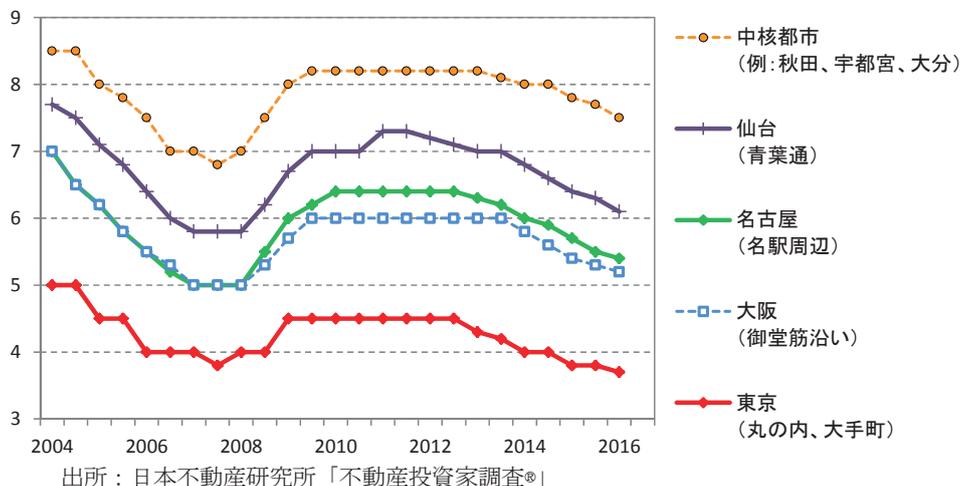
続いてエクイティファイナンスの状況を振り返っていくが、その前に本稿におけるバブルの意味を明らかにする。学術的にはバブルは「現時点の資産価格のうち、ファンダメンタルズ（将来に亘るキャッシュフローの割引現在価値）から乖離した部分」と定義される。しかしこの定義は実務上の意義に乏しい。なぜなら、この意味でのバブルの存在を問題視すべきとは限らず（たとえば金地金は一切キャッシュフローを生み出さないがその資産価値は一般に認知されている）、またこの意味でのバブルをリアルタイムに計測することも不可能である。

むしろ我々が恐れるべきは、資産価格の急変に伴ってマクロ経済上の歪みが生じる事態である。過去の不動産バブルの崩壊過程においては、不動産価格に対する信頼感が市場から失われる結果として実際に不動産価格が下落に転じ、過度な楽観に基づいた投資案件の収益性が悪化し、その過程で金融機関の資産の質、ひいては金融仲介機能そ

のものが損なわれ、波及的に健全性が高い投資案件へのファイナンス環境も損なわれることで、不動産の投げ売り (fire sale) 的な状況が資産価格の下落を増幅させる、といった経過を辿った。このような悪しきスパイラル (vicious cycle) が実体経済にまで急速に悪影響を及ぼすことこそが、バブル崩壊をもたらす真の問題である。そこで筆者は、バブルを静的な概念で捉えるのではなく、「資産価格が急上昇し、その急落する」という動的なプロセスとして捉えることとしたい。

結局、不動産市場がバブル的か否かという問題は、上記のような悪しきスパイラルの蓋然性が高いか否かという問題に帰着する。このような視座のもと、これまでの不動産市場における不動産取引の状況を振り返ってみたい。まず、不動産投資家の間に過度な楽観が広がっているとの見方は妥当ではない。図表 11 では主要な都市におけるオフィスの期待利回りの推移を示した。確かに緩和的金融政策の展開とともに不動産投資家の期待利回りはいずれのアセットについても順調に低下し、一部では前回のボトム（2007年10月期）を割り込む水準に至っている。しかし2016年4月の調査では東京オフィス地区の半数で利回りが一旦下げ止まりの動きを示すなど、投資家が一方的に楽観を強めているとは言い難い。また、前回のボトムに比べてベースレート（典型的には10年国債金利）とのスプレッドが圧縮されていないこともこうし

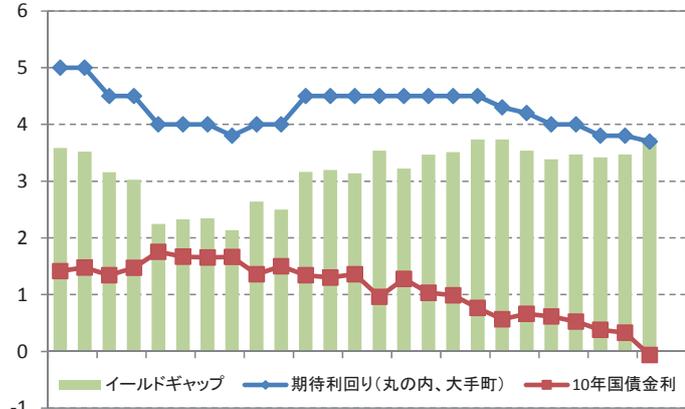
図表 11：主要都市におけるオフィス期待利回り



た見方を後押ししている（図表 12）。賃料の成長に対する投資家の見立てとしても、平均的には前回と比べて慎重なものに留まっている。

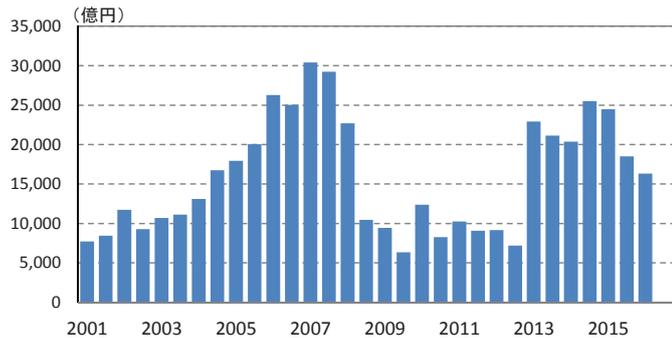
次に不動産投資市場における取引金額を見ると、2013 年以降は取引の活発な状況が続いたことは事実である（図表 13）。しかしながら、2015 年後半頃からは取引金額に頭打ちの様相が見て取れる。不動産市場において投資妙味のある物件の流通が減っている中、投資家が過度な強気で物件を買い上がっているのではなく、むしろ慎重さをもって物件を選別している様子を反映している。また取引主体別の構成としても、現在の不動産投資市場では REIT に物件が集まる、という点に特徴がある（図表 14）。REIT はその商品特性上、投資口保有者からの換金請求に応じないため、デットファイナンス環境に変調のない限りは物件の売却によって資産の流動性を取り戻す必要のない投資主体である。しかも彼らは投資口保有者から一定の分配金利回りを要求されていることから、不動産価格の下落（期待利回

図表 12：丸の内、大手町地区のオフィス期待利回りおよび 10 年国債利回り



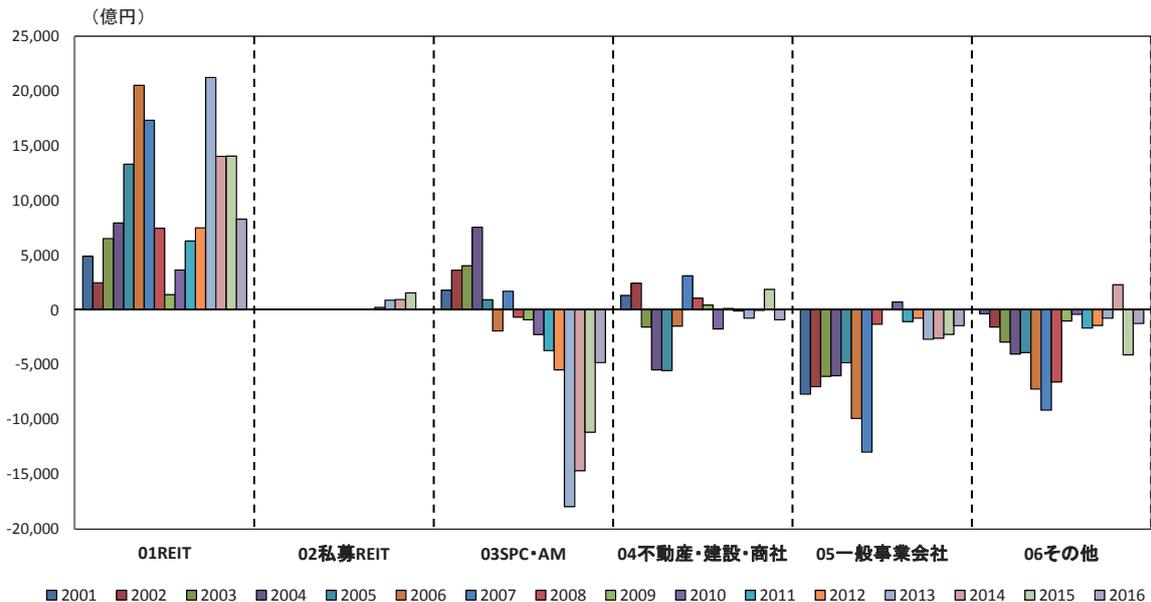
2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016
出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」、財務省

図表 13：不動産投資市場における取引額



2001 2003 2005 2007 2009 2011 2013 2015
出所：TOREIT・TDNET・日経不動産マーケット情報等に基づき、日本不動産研究所作成

図表 14：属性別売越額・買越額



注：2016 年は上半期のみ。

出所：TOREIT・TDNET・日経不動産マーケット情報等に基づき、日本不動産研究所作成

りの上昇) 局面においてはそこに投資機会を見出す主体として不動産市況を下支えすることが期待される。このように、REITに物件が集まる取引構造は、上述のような悪しきスパイラルが生じる蓋然性を抑制することに寄与している。

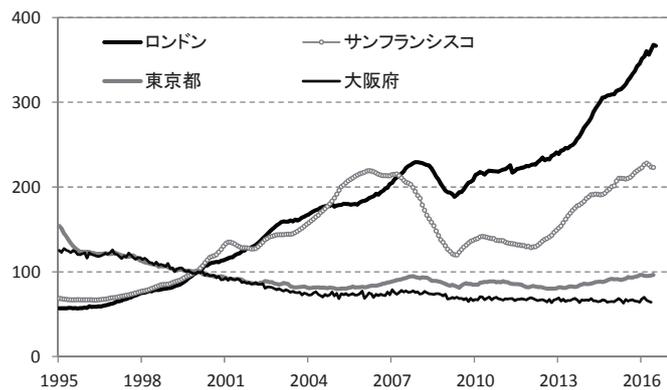
また我が国では家計を通じた住宅バブル形成の蓋然性も低い。日本の家計の資産運用は預貯金に偏重しており、低金利環境にあっても住宅投資ブームのような現象は起こっていない。特にマイナス金利政策の導入後はいわゆる借り換え需要が盛り上がったと報じられているが、住宅需要が従前とは異なる水準にまで押し上げられていることを示す証拠はない。図表 15 に示したとおり、個人向け住宅資金のうち新規貸出は足下で急激に増えたが、残高の増加ペースが不連続に高まっているとはいえない。むしろ住宅ローン市場は長らくの間、一貫して高いペースで拡大し続けてきたのであって、ここ数年の緩和的金融政策によって一段と住宅需要が創出されたと見るべきではない。住宅ローン減税などの施策も相まって、長らく日本では通常の信用力の家計は任意のタイミングで住宅を購入することができる、という時代が続いており、そこでの与信判断も住宅市場や金融市場に内在する諸条件に依拠しているというよりは、むしろ家計の雇用や所得の状況を引き当てにして与信を行うことが一般的だ。さらには、住宅バブルが懸念される諸外国と我が国との住宅価格の推移にも相違がある(図表 16)。我が国においても、主要都市を中心として足下で住宅価格が上昇していることに疑いはないが、そのペースは住宅市場の過熱が懸念される諸外国の主要都市と比べていかにも緩慢である。

図表 15 : 個人向け住宅資金の新規貸出および残高の推移



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 16 : ロンドン、サンフランシスコ、東京、大阪の住宅価格



注：ロンドンは季節調整値(1995年1月=100)。サンフランシスコは季節調整値(2000年1月=100)。東京都は(2000年1月=100)。大阪府は(2010年平均=100)、戸建住宅のみ。ただしロンドンおよび大阪についても2000年1月=100に換算して表示している。

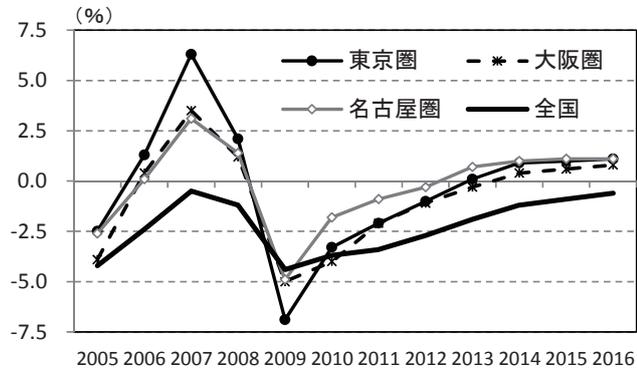
出所：Data produced by Land Registry© Crown Copyright 2016, S&P/Case-Shiller、日本不動産研究所「不動産住宅価格指数」、国土交通省「不動産価格指数(住宅)」、(公社)大阪府不動産鑑定士協会

4. 地価動向にみる不動産市場の特徴

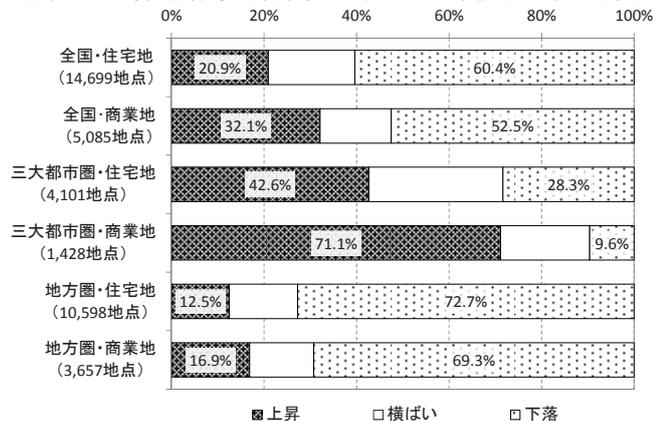
ここまで、実体経済、デットファイナンス、およびエクイティファイナンスの視点から不動産市場を振り返ってきた。実体経済が改善し、デットファイナンスが緩和的になる中であっても、不動産市場がバブル的でない、ということを経験した。バブル的でない現状は、不動産投資市場の成熟化の顕現としても解釈できる。すなわち、ステークホルダーに対する説明責任を基盤として、投資家の特性に応じた収益性、安定性、流動性の確保が求められる中、過度な強気に基づいた投資や物件の出口を見込めない投資が起りにくい環境となっている。

このことは地価の動向にも現れている。図表 17 には都道府県地価調査による地価変動率の推移を示した。三大都市圏を中心に 2013 年ごろから地価は着実に上昇に転じているが、そのペースは前回の地価上昇局面と比べて緩慢に留まっている。この結果は、過度な強気が蔓延していないことを示唆している。また流動性への選好は地価の二極化に現れている。都道府県地価調査の調査地点のうち、三大都市圏以外の地方圏においてはいまだに地価が下落している地点が大多数である（図表 18）。さらに「地価の二極化」は大都市圏と地方圏という文脈に留まらない。大都市圏内においても立地の選別は厳格化している。一例として、都道府県地価調査の東京都内の調査地点について、住宅地と商業地の別に地価水準と地価上昇率を 2 軸に取った散布図と作成し、これを 2016 年調査および 2007 年調査で比較した（図表 19、図表 20）。地価水準が高い調査地点のほうが地価上昇率が高い、という相関関係が認められる中、2007 年調査においては高い地価上昇率を示す地点が広範に及んでいたことが看取できる。また日本不動産研究所は市街地価格指数の調査地点のうち主要都市の最高価格地地価の相対比較を、1990 年、2007 年、2016 年について行った（図表

図表 17：都道府県地価調査の圏域別平均変動率（全用途平均）



図表 18：都道府県地価調査の圏域別騰落地点数の割合



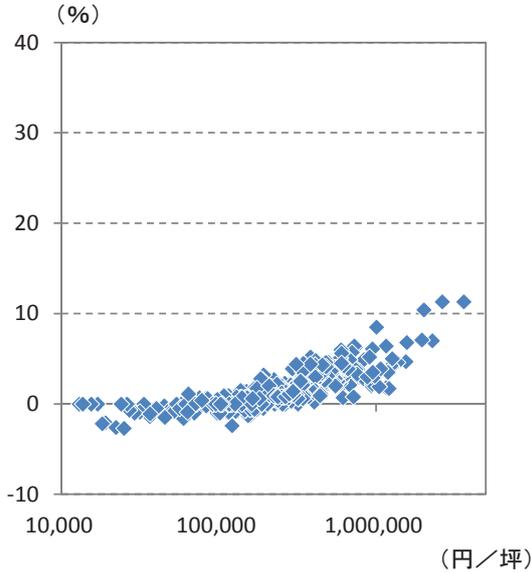
出所：国土交通省

21)。平成バブル期には東京との比較において地方都市でも相応に地価水準が高かったが、現在は大きく様相が異なる。実際、東京 23 区の最高価格地における地価は平成バブル期をすでに凌駕しているが、そのような地点は他の地域には存在しない。

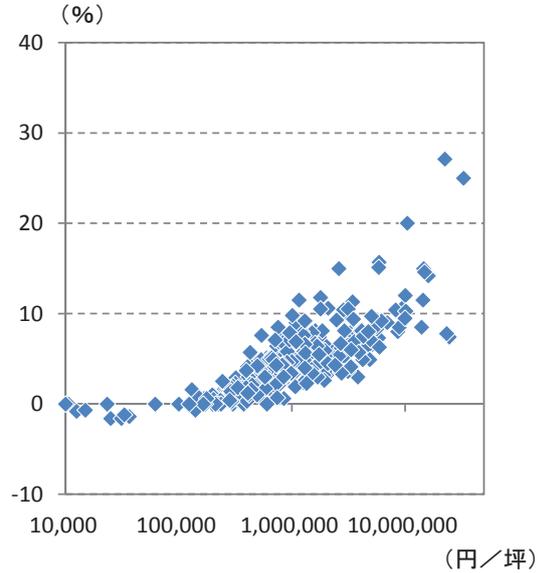
5. いくつかの問題提起

不動産市場がバブル的でないことを再三述べてきたが、急増する個人による貸家業向け貸出の伸びについては注意が必要だ。特に地域金融機関によるアパートローンの中には、非現実的な収支の見通しに基づいた与信が行われている可能性が否定できない。この点は日本銀行自身が問題提起しているものであり、2016 年 3 月に公表された金融システムレポート別冊版「地域金融機関の貸家業向け貸出と与信管理の課題」がこれに当たる。同

図表 19-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（住宅地、平成 28 年調査）

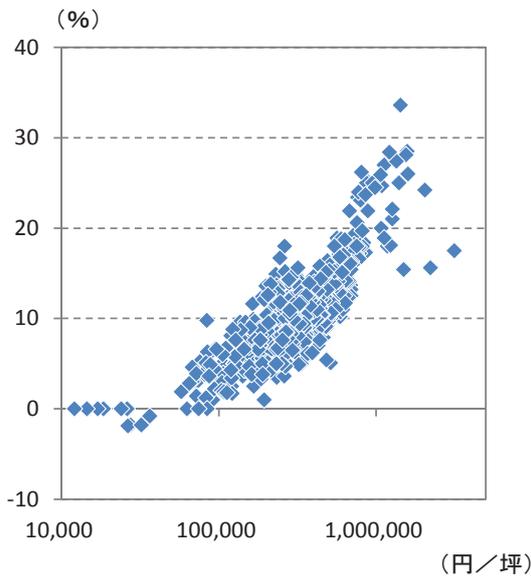


図表 19-b : 東京都における都道府県地価調査地点の地価水準と対前年変動率（商業地、平成 28 年調査）

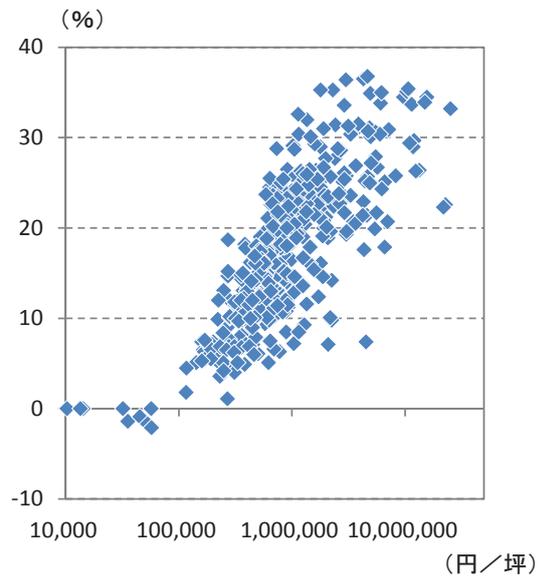


注：横軸は対数目盛。
出所：国土交通省

図表 20-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（住宅地、平成 19 年調査）

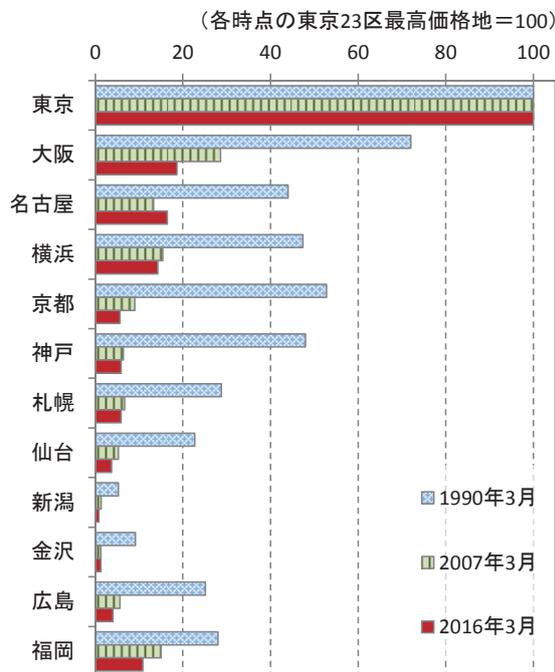


図表 20-b : 東京都における都道府県地価調査地点の地価水準と対前年変動率（商業地、平成 19 年調査）



注：横軸は対数目盛。
出所：国土交通省

図表 21：東京 23 区最高価格地を基準とした各時点における主要都市最高価格地の相対的地価水準



出所：日本不動産研究所「市街地価格指数」

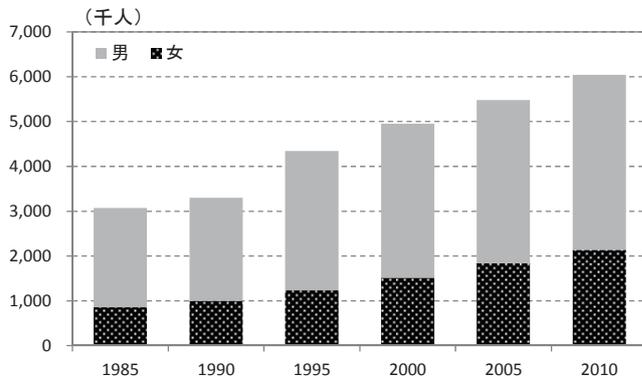
レポートの叙述自体は抑制的ではあるが、ここに引用されたアンケート調査結果を見ると、例えば「当初家賃×入居率 100%」という賃料収入を築 20 年後まで想定している」「大規模修繕費用を考慮していない」といった与信の事例が存在することが看取される。こうした与信慣行は、たちどころに影響が顕在化するものではないにせよ、いずれ地域金融機関による金融仲介機能を損ねる可能性をはらんでおり、長い目で見て注視の必要な課題といえる。

一方、そもそも人口減少社会において住宅の新規供給を規制すべきだとの議論がみられるが、筆者はその考え方には一切与しない。2016 年 3 月に国土交通省から「住生活基本計画」の改訂版が公表された。これによると、国土交通省が望ましいとする広さの住宅（誘導居住面積水準）を満たしている子育て世帯は全国で 42%、大都市圏では 37%に留まっている（いずれも平成 25 年）。また住宅・土地統計においても、2013 年時点で誘導居住面積水準を充足した住宅に居住している世帯は、

持ち家で 74%、借家では 30%に過ぎない。一世帯当たりの面積水準に留まらず、立地、交通利便性、周辺環境等、より多くの国民がより高い効用を住宅から得られるようになることが望ましく、その実現のためには既存の住宅の流通を促進するだけでは不十分だ。過去を振り返ると、この四半世紀にわたって日本の人口増加はわずかであったが、勤労世代の単身者は倍増した（図表 22）。この間、こうした人たちが求める住宅は単純に見積もっても倍増したはずだ。これは一例に過ぎないが、人口減少社会にあっても同様のことが生じる可能性は高い。人々の生き方や働き方、ひいては家族のあり方や望ましい住宅のあり方は決して不変ではない。新しい需要に応じた供給を作り出すことは国民の福祉を増幅させる重要な基盤であり、そこに不動産の投資機会は確実に残っている。これまで十分に価値を見いだされなかった中古住宅の流通を促進させることは有意義であるが、それだけで日本人がより豊かな住生活を送ることができる訳ではない。同じことは商業用不動産についても当てはまる。より優れたオフィスビルや物流施設の出現は、そこで活動する企業の収益性を高め、結果的に国民の福祉の増進に貢献すると考えられる。不動産において供給を抑制する方向を指向することは決して業界の発展に繋がらず、社会的にも望ましくない。むしろ不動産は、需要を失った既存のストックをいかに新しいものに置き換えていくか、という点でイニシアティブを取ることを指向すべきだ。

なおこうした論点について、そもそも住宅価格が上がり続けることが望ましいという考え方にも筆者は与しない。住宅価格が下がったことが日本人を貧しくした、といったタイプの議論を目にすることもあるが、人々は居住する住宅から日々の効用を得ているのであって、購入時よりもストックの価格が下がったとしても、その差額を家計の“損失”だと捉えるのは全くの的外れだ。むしろ、住宅価格が上がり続けると人々が信じる社会には二つの意味で問題がある。ひとつには、こうした社会では住宅を資産保蔵動機で購入することが合

図表 22 : 25 歳～49 歳の男女別単身世帯数 (一般世帯)



出所：総務省

理的となりうる点である。住宅は誰かが住むことによって、はじめて国民の福祉の増進につながる。空室のまま放置されている (buy-to-let ならぬ buy-to-leave) 住宅がロンドンや香港などで社会問題になっていることを私たちは思い起こす必要がある。もう 1 点は、住宅が平均的な物価や所得の伸びを超えて上がり続けるとなると、遅れて住宅を買う家計からすでに住宅を保有している家計に対する事実上の所得移転が起こる、ということである。これは世代間の不平等と解釈でき、あるいは特定の地域における既存の住民と新規に流入する住民との不平等とも解釈できる。

いずれにせよ、我が国の人口減少社会は避けられないが、この事実は不動産における投資機会が失われることを決して意味しない。そして不動産業者は供給を抑制する方向ではなく、より良いストックを形成する方向にこそ投資機会を見いだすべきである。

6. 今後の不動産市場の見通し

最後に、当面の不動産市場の見通しについてコメントをしておきたい。まず、現下の不動産市場を支える前提条件となっている緩和的な金融環境は見通せる将来に亘って継続する可能性が高い。諸外国における物価目標との整合性に対する配慮や、いわゆる「デフレの糊代」論を踏まえると、日本銀行が「2%」の物価の目標を取り下げると想定することは現実的ではない。こうした中、2016

年 10 月の日銀短観においても企業の物価見通しは当面 2%に達しないどころか、これまで徐々に物価に対する予想が剥落していることが見て取れる (図表 23)。人々の予想物価上昇率を引き上げることが物価目標の実現のために重要であることは日銀自身が認めているところであり、日銀によるフォワード・ガイダンス (物価目標の達成に対する将来に亘る約束) を前提とすれば当分は緩和的な金融政策が展開されることが必至である。一方、金利の低下が不動産におけるデット資

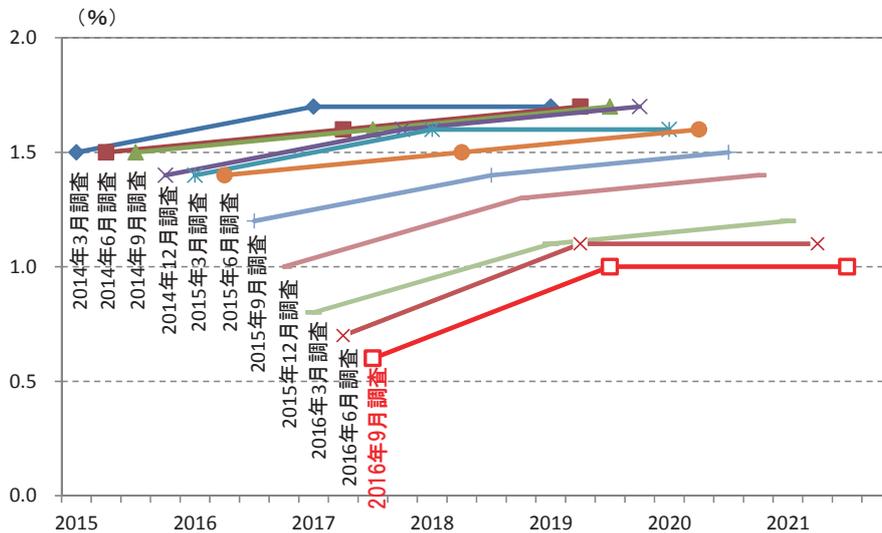
金の需要に対して弾力性を失いつつあることは先述のとおりであって、緩和的な金融政策それ自体が不動産投資家の行動を刺激する訳ではない。またエクイティ投資家による利回りの追求によって不動産投資需要が盛り上がる可能性は否定できないが、そうした動機による不動産投資は過度な利回り低下を許容しないことを内在しており、この経路においても緩和的な金融政策が不動産市場を過熱させる十分条件であるとみることはできない。当面、不動産市場は熱気を呈するものと考えられるが、その一方で過度な楽観に基づいた買い上がりが蔓延するおそれは小さく、投資妙味のある案件の枯渇によって取引が低調となる“風”のような状況が継続する公算が高い。

一方、2016 年 6 月 23 日の英国の国民投票結果によって、いわゆるテールリスクが「起こる可能性の乏しいリスク」ではなく「起こる可能性が十分にあるリスク」であることが世界中に印象づけられた。同年 7 月の日銀の追加緩和によって我が国の企業および金融機関に対する外貨供給の円滑化が図られたことから、政治的リスク等の顕在化が日本経済を不連続に蝕むような事態はかなりの確率で避けられるとみるべきである。しかも英国の国民投票の直後に懸念されたいわゆるドミノ現象は本稿執筆時点では起こっていない。それでもなお、2016 年秋から翌秋にかけて米欧主要国で重要な選挙が相次ぐ中、そのいずれかにおいてグローバルバリエーションに対して懐疑的な勢力が政治的

に台頭することになれば、それは世界的な投資意欲の減退（リスクオフ）の動きを強め、結果的には不動産市況の重石ともなる。そして2018年には日本で政治の節目（4月に黒田日銀総裁の任期満了、9月に安倍首相の自民党総裁としての任期満了）を迎える中、2019年、2020年は東京オフィス市場で新規供給が多いものと見込まれることから、2018年頃からはオフィス賃料に頭打ち感が出てくる懸念がある。このように考えると、2018年

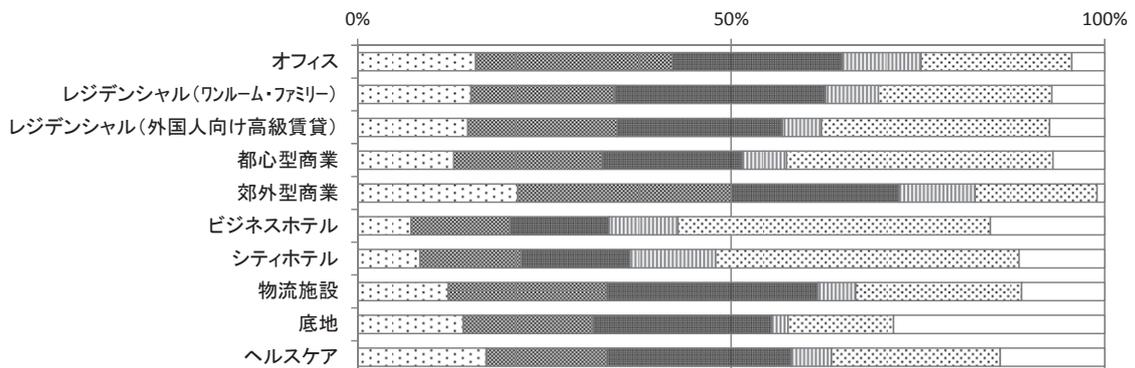
頃に何らかの形で我が国不動産市場においても潮目の変化が訪れるものと見通すことができる。また、「2018年頃潮目説」の認識は投資家の間でもコンセンサスになりつつあるように思われる。図表24に示したとおり、現在の不動産市況がいつまで続くかという問いに対して、ホテルを除くすべてのアセットについて、2018年以前を指摘した投資家が過半数となっていることが確認されている。

図表 23：企業の物価見通し（1年後、3年後、5年後）



出所：日本銀行

図表 24：アセット別の市況見通し（2016年4月時点）



- 現在の状態は、今年までだろう。
- 現在の状態が、2017年頃まで続く。
- 現在の状態が、2018年頃まで続く。
- 現在の状態が、2019年頃まで続く。
- 現在の状態が、2020年東京五輪頃まで続く。
- 現在の状態が、2020年東京五輪以降も続く。

注：「各アセットの市況見通しについて、該当するものをいずれか一つのみご回答ください」という設問に対する回答の割合。

出所：日本不動産研究所「不動産投資家調査®」