

## 講演録

## 第 201 回定期講演会 講演録

日時: 平成 30 年 4 月 24 日 (火)

会場: 日本消防会館

## 「不動産投資市場の現状と今後の展望」

宮城大学 事業構想学群 教授 田邊 信之

ただ今ご紹介にあずかりました、宮城大学の田邊と申します。今日、これから約 90 分前後のお話と、その後の質疑応答ということで、お付き合いいただけましたら幸いです。どうぞよろしく願いいたします。

まず私自身についてですが、資料に記載してあります通り、元々は日本興業銀行（現みずほ銀行）に入行しました。そこで銀行員として一通りの実務を学んだ後、不動産に近い分野の経験を積みました。デベロッパーやゼネコンの方々と一緒に、都市開発に取り組んだこともございます。バブルが崩壊してからは、銀行では主に不良債権処理の仕事をやりました。不良債権処理というのは、最後は不動産に行き着く。債務者はもう返済能力がなくなっていますから、最後は不動産を売却するなり活用するなりして、お金を回収しなくてはならない。売却の過程で不動産証券化などの手法を使いました。その後、環境が良くなってからは、実際に不動産ファンドを立ち上げて、上場させたりもしました。このように、不動産と金融の両方の分野について、実務を経験して参りました。その間に書籍などを出版していたこともあり、ご縁があつて現在の大学で働くようになっていきます。

資料の中の主な著書という所で見ただきたいのは、2000 年に出版した『不動産投資のイノベーション』という本です。この本は、バブル崩壊後に日本の不動産市況が長期間にわたって低迷していた頃に、過去の資料や欧米の事例などを調べて、これから日本にも不動産投資の時代が来るといことを書いたものです。宣伝になりますが、今読み直しても、6、7割くらいは当たっています。大体来年の予想も外れますから、6、7割当たっているというのは珍しいことなのです。ところがこ

の本には大きな弱点がありました。何かというと、売れなかったのですね（笑）。当たっていても、誰も読まなければ何の意味もないということです。

その後、不動産投資の環境が良くなって、だんだん華やかになってきた頃、2004 年に出版したのが『基礎から学ぶ不動産投資ビジネス』という本です。これが予想に反して、結構売れてビジネス書としてベストセラーになりました。

今の話には、大切な教訓があるのですね。環境が悪かった頃に書いた『不動産投資のイノベーション』という本は、内容的には比較的当たっていたのですが、売れませんでした。環境が良くなってきてから書いた『基礎から学ぶ不動産投資ビジネス』は売れました。

2000 年時点で、私が本当に将来を予測していたかということ、そんなことはありません。大ざっぱにはこうなるだろうな、ということで書いただけです。ただ、その時点では日本の不動産市場は米国の後追いの動きをしていたので、予想しやすかったのは事実です。

いずれにせよ、自分がその環境にいるときに、それとちょっと違う切り口の話は受け入れにくく、その兆候が表れてから受け入れやすくなる。人間はそういう傾向があるのだなということを、私はこうした書籍の出版から改めて学びました。市場の将来予測については、常にこうした要素があるのかもしれない。

さて、本日はまず第 1 番目に、不動産投資市場の現状ということで、投資市場の現状をどのように認識したら良いかということから、話をしたいと思います。お配りした資料は講演用ですので、基本的に公表資料をベースに作成しておりま

す。ただ、ここに掲載した資料以外のデータや有識者へのヒアリングなどもベースに、本日は話をさせていただければと思います。

それから2番目に、金融緩和が不動産市場に及ぼす影響についてお話ししたいと思います。これは土地総合研究所さんが本も出されているテーマです。今、超金融緩和がずっと続いています。それが果たして不動産市場にどのような影響を及ぼすのか、過去の歴史等とも比べながら、話を進めていく予定です。

それから3番目のテーマとして、2番目とも関係するのですが、不動産のマーケットサイクルとバブルを取り上げたいと思います。ご承知のとおり、現在のところ、不動産市場は良い環境が続いていますが、サイクルから言うと、そろそろ頂上に近づいてきています。そこで本当にバブルに突入するのでしょうか。それを事前に発見するというのはなかなか難しいのですけれども、兆候みたいなものが過去の例から見て分からないのかという辺りの話ができればと思います。

そして最後に、不動産投資市場を中長期観点から見るときの重要なポイントやいくつかの論点を抽出してお話できればと思います。

## 1. 不動産投資市場の現状

まず、不動産投資市場の現状について、国交省がまとめられている不動産価格指数を用いて見ていくことにしたいと思います（資料P5）。住宅、戸建住宅、マンションという区分ですから、不動産投資市場というよりも、一般の不動産価格がどうなっているかということを表しています。今、不動産価格が上がっていますが、ご承知のとおり、それをけん引しているのは、ここにあるマンションですね。分譲マンション価格が突出して上がることによって、全体の価格を引き上げている面がある。このことを、まず理解する必要があるということです。全体が異常に上がっているわけではない。全国平均で公示地価がプラスになりました。ただ、あくまで平均であって、平均と個々の不動産価格の動きは、今や結構違ってきています。

本題である不動産投資に近いのは、6ページの商業地の動きです。こちらは全般的に上がっています。ちょうど2008年のリーマンショック以降、不動産価格は一時的に落ちたのですけれども、順調に回復してきているということかと思えます。

先導してるのは、賃貸のマンション、アパートですね。とは言え、オフィスも店舗も同じように上がってきています。倉庫は若干供給過剰感もあって、少し価格は落ち着いてきているのかなという状態です。ただ、倉庫の需要はまだまだありますから、一時的な調整局面が終われば、また上がってくる可能性はありそうです。

さて、ここまでは不動産価格の推移で市場の動きを概観しましたが、次に不動産投資市場らしく、利回りで見てみましょう。5ページの資料は、ARES（不動産証券化協会）が、不動産ファンドとかREITが保有する物件について、生の数字を加工して指数化したものです。ですから、実勢ベースの数字ということになります。予測値とか期待値とかアンケートではなく、生の数値ということに、このデータの良さがあります。若干タイムラグが生じるという弱点はありますが、有力な市況判断の資料です。

これを見ていただきますと、いわゆるキャピタル収益率、不動産価格の上下による収益、これはリーマンショックがあった2008年から落ちて、その後また上昇に転じていることがわかります。これは、大体予想どおりです。問題は、このインカム収益率です。毎年の収益ですね。その利回りはどうなっているかを見ますと、以前6.56%あったものが、今4.37%ということで、まず一つ言えるのは、若干下がってきている。それからもう一つ言えるのは、安定的に推移しているということです。ですから、この間リーマンショックも経験しましたが、通常言われているように、不動産収益が安定しているというのは、これを見れば一目瞭然ということになるわけです。

とはいえ、全体として利回りは下がってきている。全国平均6.56%あったものが、4.37%まで、2%以上下がっています。もちろん、価格が上がれば利回りが下がるのは当然ですが、問題はこの4.37%という水準をどう見るかということになるかと思えます。これが、既に利回りとしてかなり低いと見るのか、それともそうではなくて、大体平均の範疇だということなのか、そこの見方がこれから重要になってきます。これについては、また後でお話しします。

次に、住宅について見ても、やはり同じことが言えますが、インカムの利回りの方は5.86%から4.93%に下がってきています（資料P8）。若干面

白いと思うのは、オフィスが6.36%から4.37%、住宅が5.86%から4.93%ですから、両方とも下がってはいるのですけれども、住宅の方が利回りとしては安定している。これは昔からよく言われている話ですよ。オフィスより住宅の方が本来安定しているはずだと。なぜなら、色んな理由がありますけれども、一番分かりやすいのは、オフィスであれば、テナントにある程度大きなスペースを貸していますから、抜けてしまったらその間空室も生じます。環境が悪ければ、そこが抜けたままになります。住宅であれば、ある程度の立地のものであれば、あるテナントが抜けても収益に与える影響は少ないですし、多少賃料を下げれば埋めることはできるというところがあります。俗にそういう具合に言われていましたけれども、賃貸住宅の方が本当に安定的なのかどうか、なかなか分からなかったのですが、長年のデータ蓄積があったことが証明できるようになったということです。ただ、これもやはり下がってきている。この4.93%という数字をどう見るかという話が重要になってくるということです。

今、全国レベルの市況を見てきましたけれども、当然、地域ごとに取引利回りには違いがあります。資料P9は不動産研究所の資料を基に作成したものですけれども、東京丸の内、大手町のAクラスのオフィスビルで、利回りは2007年から2008年にかけて、3.8%まで落ちました。その後リーマンショックがあって、利回りは上がり4.5%までいきましたが、その後下がって、今は3.5%という水準まで落ち込んだところですよ。ですから、リーマンショックのときの水準(3.8%)をどう捉えるか、それよりも下がっている今の市況をどう捉えるかという話になるわけです。イメージとして言うと、利回りとしては、結構下限に近いところに来ているという感じがします。

ただ、もう一つ、そう考えると見てみたいことが、リーマンショック前と現在(2017年10月)、その比較がどうなっているかということです。東京丸の内は、リーマンショック前より下がっていますけれども、札幌、仙台辺りは、まだ利回りは相対的に見れば維持している。広島も同じ。福岡は、東京のように逆転している。これは、アンケートに基づいているところがあって、仙台でも利回りはもうちょっと下がっているかもしれませんが、それにしても、まだ地方によっては若干利回

りで魅力的なところはあるのかなという感じがします。その結果、今多くの投資が地方のほうに向かっていているという、これも合理的な話なのではないかなという具合に考えられます。

先ほどから、ではインカムベースの利回りの水準はどこが妥当なのだろうという話をしてみました。1990年頃、私は日本興業銀行の産業調査部という所におりまして、不動産業界と住宅業界を調査しておりました。ですから、その頃に調査したデータを若干持っております。その後も個人的な興味から長期間にわたって、不動産の利回りを追ってまいりました。それで見てみると、大体4.5~5.5%ぐらいの範疇で上下しています。ただ、これは推計が入っています。昔は、有価証券報告書から推計したりして算出していたので、本当にその推計自体が当たっているかどうかということもよく分からなかった面があります。

ところが、先ほどまず見たように、実際にリーマンショック前から現在に至るまでの利回りを見ると、大体そこら辺に収斂しています。平均4.5~5.5%。では、公表データからの推計でもそうかなというところで、大手不動産会社の資産運用利回りを見てみました(資料P10)。ここでいう利回りは減価償却後です。ですから、償却率が0.5~1パーセントぐらいあるとしたら、これにそれだけ上乘せしたものが、大手不動産会社の保有不動産の利回りということになります。ただ、一部に不動産以外の資産も入っています。

スライドにある賃貸収入比率というのは、その会社がどれだけ賃貸部門の収入に依存しているかを見たものです。比較的高いところの会社を見ていただきますと、きれいに4%ぐらいのところが集まっている。これに償却が仮に1%だと考えたら、5%ぐらい。大手の不動産会社は昔から不動産を持っていて、今も保有し続けています。その平均がそこら辺に来ているということは、私が過去にやった推計は間違っていないのかもしれないという気がします。投資利回りとしては、この辺を目途に考えられるのではないかなと思います。

ですから、ある一定の幅を越えてくると、やはりそれはちょっと価格が上がり過ぎだということになるのではないのでしょうか。ただ、先ほどの不動産証券化協会のデータも、あくまで保有物件の平均ですので、地域による差がそこにどれだけ加わってくるかということも加味しなくてはなりま

せん。とはいえ、過去の平均をずっと下回るような利回りになってくると、それはバブルということになってくると思います。

さて、ここからはまた国交省の資料に戻ります(資料P11)。不動産投資では、証券化のスキームが使われることが多いですから、大きな傾向を見るときには、この国交省の資料を見るのが良いと思います。他の調査機関でも色々な資料が公表されており、それぞれで数値や特性には違いがありますが、どれも大きな方向性には大差がないようです。

これで見えていただきますと、リーマンショック前に9兆円ぐらいの年間取引があったのが、リーマンショック後に2兆円ぐらいに落ち込み、ここにきて5兆円前後にまで回復してきていることが分かります。取得で見えていただきたいのは、証券化ビークル等からの取得です。これが増えてきている。ということは、一旦モノが動いて証券化されていて、それがまた別のビークルに移っている。特に大きな動きがあるのは、私募ファンドです。私募ファンドがある程度物件を抱えていたのをREITが購入しているとかいった動きが見られるというです。

ただ、昨年度は少し減少しています。この要因は色々あるのですけれども、基本的には利回りが落ちてきて、なかなか取引が成立しにくくなっているというところが、大きな要因です。といいますのは、今、大型不動産の取引のうち、時期によっても異なりますが、金額ベースで3~5割ぐらいはREITが買っている。そうすると、REITが買えるかどうかというのが、大きな物件が動くかどうかの勝負になってきます。

REITは上場しているのです、投資するときに、投資家の納得感があるようなものしか投資できない。ということは、あまり利回りが低過ぎるものは投資しにくいというところがあります。そうすると、不動産価格が上がってくると、なかなか購入しにくくなるという状態になるわけです。それがこういったところに表れているのです。スキーム別のところは省きますけれども、これで見ただければ、証券化絡みで見ても、REITの購入額が相当大きいことがお分かりいただけるかと思います(資料P12)。

それから用途別(資料P13)。これも国交省の資料が非常に参考になるのですが、昔は不動産証券

化の投資対象物件はオフィス、住宅、商業施設中心だったのが、あるときから倉庫が増えて、ホテル、ヘルスケア、それからインフラなどにも進んできています。

ヘルスケアに関しては、世の中で随分騒がれているのですけれども、取引金額的にはあまり大きくなっていません。ご承知のとおり、1件当たりの物件の単価が低いからです。オフィスですと、東京都心部の大型物件を買えば、一気に200億とか500億円とかになるのですが、ヘルスケア関係ですと、5億、10億円といった物件もありますので、かなり積み上げないと、金額的には増えてきません。ですが、これも徐々に増えてくるものと見ております。

それから、都道府県別の不動産の取得実績ですが、先ほど私が申し上げたことと一致しております(資料P14)。要するに、東京以外、地方での購入が増えてきています。地方での購入が増えるというのは、いつか来た道というところもあります。90年代、バブルが崩壊する前、地価高騰が東京、大阪、名古屋に広がった後、地方へだんだんと波及していきました。その結果、全国的に地価が上がって、バブルになりました。それから、リーマンショックの前。やはり東京とか、都心の一部で不動産価格が跳ね上がったのですけれども、それが地方の一部にも波及しました。ただ、リーマンショック前は、あくまでごく一部の取引でバブル的なものがあつたにすぎません。この点に関しては後ほど数字で見えていただきますけれども、そんなに不動産価格が異常に上がったということではありませんでした。ですが、このように地価高騰が波及していくバブル発生のプロセスについては、注意しておく必要があります。

さて、では次に少し中長期的な視点から、市場の動きを見ていきたいと思います。スライドは、J-REITと私募ファンドの市場規模の推移を時系列で見えていったものです(資料P15)。J-REIT市場が創設されたのが2001年であり、リーマンショック前までは、私募ファンドと比べて投資残高が少なかったことがお分かりいただけるかと思います。ところが、リーマンショックの後、私募ファンドがどうなったか。ご承知のとおり、私募ファンドというのは、多くは3年とか5年とか7年とか、期限付きで運用されています。ある一定期限で運用して、期限が来たら、その儲けを含めて投資家

にお返しするというのが私募ファンドの特徴です。リーマンショックのとき起きたことは何かというと、ファンドの資金調達が悪くなったということです。ですから、新たにモノを買うどころか、売っていくことを優先したかった。にもかかわらず、私募ファンドの資産残高はそんなに減ってない。ほぼ横ばいで来ている。これは何が起きたかということ、私募ファンドの場合色々な種類がありますから、全てではないですけれども、一部の私募ファンドでは、今手じまいすると損が確定するだけなのでそういうわけにいかないということで、クロージングの期限を延ばしたりした。金融機関にお願いして、リファイナンス（借り換え）もした。その結果、持っている不動産を売らず、しばらく抱えていて、2012年辺りから売り始めたということです。

それに対して、2012年辺りからREITの残高は増えています。これは私募ファンドが、ある程度価格が回復し、もういいかなというところでクロージングして、REITに物件を売った。REITは、自社の運用基準の範囲内で、すなわち適正な範囲で買い、その結果、私募ファンドが減ってきて、REITが逆転していく、こういう構造になったわけです。

では、今はどうかというと、私募ファンドも、昔のようなオポチュニスティックなものもちろんありますけれども、だんだんコア物件やプラスアルファの利益を得られるようなバリューアデッド型、こういったものが増えてきています。現在は、REITも私募ファンドも、両方とも16兆円ぐらいの運用資産残高になっています。

市場の現状の分析の中で、興味深いことだけトピックスとして挙げておきます。資料P16はこれも国交省の事例ですが、最近、地元の民間資金を活用する動きが見られるようになってきています。スライドの事例は、サ高住（サービス付高齢者向け住宅）を造るのに、地元の資金である市民ファンド—といっても企業が主に出資しているのですが—を通じてSPCがお金を調達するという手法が活用されるようになってきているということです。市民ファンドの利回りは低くなっています。けれども、地元で立派な施設ができるから、地元の人々が利用できるような施設ができるから、そしてその反射的利益を受けることができるから、お金をつぎ込もうというような動きが一部に出てきているということです。

市場は今、合理化、効率化が進み、あらゆる情報が世界中に行き渡るようになって、裁定取引なども活発化しているのですけれども、一方で、こういった、それとはまた別枠の動きというのも出てきている。これは、ちょっと面白い動きかなという具合に思います。

それからもう一つ。これは最後にも出てきますが、国交省が法改正を進めた結果、不動産投資でもクラウドファンディングが活用できるようになったことも重要です（資料P17）。これは、不動産特定共同事業法の改正によってできるようになったもので、従来、証券化とかスキームということ、基本的には大きな不動産しか使えなかったところについて、ある程度小規模のものでも使えるようにしよう、地方でも使えるようにしよう、あるいはクラウドファンディングを使えるようにしようという趣旨での制度改正が行われたというものです。

## 2. 金融緩和が不動産市場に及ぼす影響

ここまですが現状認識です。では、この後どうなるか、金融緩和が続いていることによってどういふ影響があるのかについて、過去を振り返りながら見ていこうというのが2番目のテーマです。

日本銀行の金融緩和政策を振り返ると、1999年の2月から2000年の8月にかけて、いわゆるゼロ金利政策が採用されて以来、途中途切れたところがあるのですけれども、そんなに金利が上がったわけではないですから、ずっと金融緩和が続いていることがわかります（資料P19）。アベノミクスによって、より金融緩和が強化されたとか、そういう程度問題はあるのですけれども、大きな視点で見ると、金融緩和、低金利というものはずっと続いている。その中で何が行われたかということ、ゼロ金利政策の後、ちょっと間を置いて量的緩和が行われました。この時点で、日銀の目標が、金利を動かすということではなくて、資金の量で金融市場をコントロールしようという方向にかじが切られたということです。

その後、包括緩和ということで、実質的なゼロ金利政策に戻るとともに、時間軸、要するに、今だけではなく、もうちょっと長期に渡って金融緩和を続けるよということで、安心感を与えるというようなこともやり始めました。

そして次に、2013年4月。いわゆるアベノミク

スということで、異次元緩和といわれる、量的・質的緩和が行われました。その後、追加緩和や補完措置が行われ、2016年1月29日、マイナス金利付き量的・質的金融緩和というものが行われたということです。

その後、ETFの保有増額などとした後に、最近行われたのが、総括検証の後、長短金利操作付き量的・質的金融緩和ということで、これは従来、いったん資金量を重視したのですけれども、そこから金利重視へ、またかじを切ったということです。長期金利をゼロ%程度に誘導しましょうということになったということです。

本当に、多様な手段を講じて金融緩和をしてきたということです。普通に考えると、これだけ長期間金融緩和が続くと、皆もまだしばらく続くだろうと安心するはずですが、金利がずっと低いことから、今こそ、仮に変動金利であっても、お金を借りて投資しようとか、そういう気持ちにもなるはずですし、固定金利であっても、これまでよりは低いですから、借りて投資しようという気になるはずですが、ところが、そこまではなかなかいっていないというのが現状だということです。

詳しく説明していきます。量的・質的緩和の時点で何が行われたか。このときに、初めて2%の物価目標を明らかにして、量の拡大、年間60~70兆円のペースでマネタリーベースを拡大する。これは主に日本銀行が金融機関に流す金を、60~70兆円増やしますということです。

それから、質の変化で、日本銀行自体が、満期の長い長期国債とか、ETFやJ-REITを買っていくことを宣言したということです。要するに、日銀が少しリスクのある資産を株も含めて購入していく。そうすると、株価が支えられますよね。そんなことまで踏み込んだというのが、この量的・質的緩和でした。

その後、2014年10月から講じられたのが追加金融緩和で、量的に、さらにお金を供給していきますよということ。質的緩和で、ETFやREITの購入額をさらに増額していくことも行われました。

もう一つ注目する必要があるのは、我々の年金を運用するGPIF、ここが運用資産構成を変更しました。当時、総資産約130兆円だったのですけれども、ポイントは国内債券、主に国債で60%運用していたのを35%まで引き下げて、国内株式や海

外株式を買っていくということにしたわけです。この年金の資金が、株式の購入資金として向かった。その分、株価は下支えされたということです。従って、日銀もGPIFも、もちろんそれだけを目的としている話ではありませんけれども、GPIFは効率的な資産運用を図るためということであるので、結果的に、お金が株式の方に向かい株価を下支えしたということです。

そうした中で、マイナス金利付き量的・質的金融緩和が行われて、とうとう日銀に銀行がお金を預けるとマイナス金利、逆に金利を払えと言われるようになってしまった。これは何かというと、銀行にお金を供給したのだけれども、その銀行がお金を実際に外に貸してくれない。お金を供給してもまた日銀に預けているのであれば、それには金利を付けるという、そういう話です。従って、これによって銀行がよりお金を外のほうに使ってくれるだろうということを期待したわけです。

さらに、ただ、あまりそういうことをやり過ぎていると、イールドカーブのフラット化が起き、期間によって変わってくるはずの金利が、あらゆる期間にわたって低くなってしまいます。銀行は、外部からお金を調達してきて、それを貸すときに、プラスアルファのスプレッドを上乗せして貸して利益を生み出す。ところが全体的に金利が下がってしまって、貸出金利まで下がってしまうと、そういったことが難しくなります。そうすると、金融仲介機能にも影響が起きてくる。保険や年金の運用は、あんまり利回りが低いと、国民全員が将来困ってしまう。そこで、イールドカーブ・コントロール、ある程度期間に応じた金利を考えていくようにしようということで、10年ぐらいまでは比較的安くするけれども、それを越えたらちゃんと利回りを付けるようにしようね、ということを考えて。

それからオーバーシュート型コミットメントということで、消費者物価の上昇率の実績値が安定的に2%の物価安定の目標を超えるまで、マネタリーベースの拡大、要するに従来どおりお金は供給していきますよ、だから安心して下さいねということです。

ここまで見てくると何が言えるかということ、日本銀行の政策によって、かなり大量のお金が市場に還流しているということです。ただ、その多くは銀行にとどまっていて、あまり市中に出回って

いるという状態ではない。これが本当に市中に出回るようになったら、そのお金はどのように使われるのでしょうかというのが、本題になるわけです。

市中にお金が大量に出回るようになって、企業が設備投資をする。設備投資で、どんどん実業を伸ばしていく。雇用も増やしていく。これなら一番良いですけども、そうはいかなくて、それを資産の運用の方に回す。株とか不動産とか、そういう形になってくると、資産価格だけが上がってしまい、景気や雇用はあまり良くなりません、ということにもなりかねないことになります。

スライドでは、金融緩和の波及プロセスを、非常に大ざっぱにまとめてあります(資料P20)。日銀がベースマネー、銀行に供給しているお金を100兆円から300兆円まで増やします。これだけお金が供給されれば、物の価値に対して、お金の価値が相対的に下がりますから、当然物価が上がるだろうと皆が期待すると。そんなことを考えた。

それから、円がこれだけ出回れば、当然円の価値が相対的に下がるので、為替は円安になるだろうと。そうすると、輸出しやすくなる。それによって実態経済が活性化するのはないか、ということが考えられたわけです。

また、金利も下がるはずですよ。お金が大量に供給されて、貸し手と借り手の関係で言えば、貸し手が相対的に弱くなりますから、金利は下がる。金利が下がると、お金を借りて資産などに投資する人が増えるので、資産価格もある程度上がってくるでしょう。資産価格が上がると、お金持ちになった気分になりますから、皆が消費を増やしたり、投資を増やしたりする資産効果が発生する。その結果、実態経済が活性化する。これが一番の理想だったわけです。

この通りいつているかどうか、図にもクエスチョンが付いていますが、お金は大量に供給したけれども、物価が上がっているかということ、ちょっと分からない。少しずつ上がってきてはいますけど、それで実態経済が活性化したかということ、まだそこははっきりしない。ただ、円安によって輸出が増えて、日本の輸出型企業の決算が良くなったのは事実かと思えます。

それから、資産価格の上昇による資産効果は、やはり若干あります。特に株価がすごく上がりました。この中で、アベノミクス前に株に投資して

いた方も多くいらっしゃると思うのですが、その方たちは大変喜ばれているのではないかと思います。

さて、それではそのお金が、どうなったでしょうか。日本銀行が銀行に流して、金融機関同士で持ち合っているお金が、このマネタリーベースだと思って下さい(資料P21)。スライドの図表は対前年比ですけども、2013年にアベノミクスが始まってから、毎年このマネタリーベース、日銀が銀行に供給しているお金は年間60%といったペースで増えています。ところが、実際に世の中に流通しているお金、マネーストックを見ていただくと、年間3~5%ぐらいの増加率ですから、あれだけお金を十分に供給している割には、世の中には出てきていないという状況です。ただ、細かく見ていくと、最近ちょっと増えてきてはいる。ですから、効果はゼロだとかいうことではなくて、多少効果があった。ただ、ここまで大胆にやった割には、期待したほど大きな効果ではなかったということかと思えます。

金利については、スライドにある通り、間違いなくゼロ%前後になっていますので、その意味では、これは予定どおり動いているということですよ(資料P22)。

さて、ここまでは金融全般の話でしたが、では不動産に与える影響はどうか、という話に戻りたいと思います。

先ほど私が申し上げたのは、日銀から銀行に対して、お金がたくさん供給されている。ただ、銀行からその先に、お金がそれほど流れていないところが問題だということでした。では、不動産向けに流れているのかというのが、スライドにある銀行の不動産向け貸出残高の推移になります(資料P23)。

これを見ますと、不動産向け貸出残高は、確かに2013年以降、40兆円だったのが50兆円ぐらいになっているという意味においては、間違いなく増えてきています。銀行に潤沢な資金を供給したことによって、不動産向け貸出残高も大量にはないけれども、一応着実に増えてきているというのは事実だということです。ただ、ただ、この間、総貸出残高が高い比率で伸びているので、不動産向けだけが突出して増えているかというと、そうではありません。

ただ、一般業種へ貸し出した場合は、それが設

備投資に回ったりして、イコール資産価格の上昇には結び付かないのですが、不動産会社への貸出が増えた場合は、基本的に不動産を買いますから、直接的に資産価格の上昇に結び付きやすいという意味では、不動産業者向けの貸出が増えることによって不動産の価格が上がっている面もあるだろうということです。ただ、異常値ではない。

銀行の不動産業向け貸出残高の推移（業態別）を見てください（資料P24）。これも日銀の資料です。その推移がどうなっているかということですが、大手行では、不動産業向け貸出の推移、折れ線グラフで見ると、一時期増えていたのが、13年、14年ぐらいになって減って、また増えているという状況にあります。減ったのは何かを見てみると、個人による貸家業、ここの部分。アパートローンとか、結構話題になりましたよね。貸家が増え過ぎているとか。このときに大手行が貸出を絞ったということです。では、増えているのは何かというと、中小企業等なのですね。これだけ見ると、一体何のことだろうと思ってしまうわけですが、この中にはREIT向けの貸し出しが入っている。だから、同じ不動産業向けであっても、REIT向けのものを増やしたということではないかと思います。それから、大手行ではSPC向けの貸出を減らしていますので、要するに含み損を抱えたとか、あまり上手くいってないようなSPCからはお金を引き上げていって、比較的安全な方に動いたという感じが見られます。

一方、地域銀行に関しては、よく言われる通り、不動産業向け貸出が増えております。その要因は、REIT向けの貸出もあるのですが、個人による貸家業、ここが相変わらず増えている。信用金庫については、詳細データがないのですが、やはり不動産業向け貸出全体が増えている。よく新聞紙等でも騒がれているように、貸家業向け貸出のところ、ここはあまり増え過ぎると良くないという感じを、多くの人を持っているかと思えます。ただ、こうやって内訳まで見ていくと、そこを除けば、そんなに異常な貸出が増えてはいないということがわかります。

では、過去において、お金が市場に供給されると、不動産価格が上がるのかということを見たのが、マネースtockと地価の推移（対前年同期比伸び率）のグラフです（資料P25）。この緑色のグラフ

が、マネースtockの対前年比ですから、上にあればあるほど、対前年比で、市中に流れるお金は増えているということになります。そのときに、不動産価格がどんどん上がったかということ、もちろん上がっているときもあるのですが、完全にリンクしているわけではない。特にバブル崩壊後は、金融緩和をして、お金を供給し続けたのですが、不動産価格は上がらなかった。リーマンショックの前は、そんなに大量にお金を供給したわけではないけれども、不動産価格が上がったときもあった。完全にリンクするものでもないということです。やはり市中に流れるお金がどれくらいかということも大事ですけど、それがどう使われたか、それによって資産価格の動きが違ってくるのではないかと、ということが重要だと思います。

それに対して、地価と不動産業向け貸出残高の推移（資料P26）。これは比較的きれいにリンクしています。ただ、これを見ていただいても分かりますように、昔は随分地価が上昇しましたが、リーマンショック前後は、少なくとも日本全体で異常に上昇したわけではないことがわかります。

さて、金融緩和との絡みでもう一つ見なくてはいけないのは、J-REITの投資口価格です。J-REITはご承知のとおり、上場している不動産ファンドです。ここが大型不動産の最終的な買い手として機能しています。ですから、J-REITがモノを買える、どんどん買っていき形になると、不動産価格は需給バランスから上がってきます。ただ、J-REITは上場していますから、J-REITに投資している投資家があります。ですから、理論値からあまりにも乖離した価格で不動産を買っていくことはなかなかできない構造になっています。それでも一定範囲内の投資は、自身の判断で可能です。

では彼らがどういふときに不動産を購入しやすくなるのかということです。それはやはり、J-REITの株が上がっているときです。少なくとも横ばいするとき。REITが買う不動産は、50億円とか100億円とか、大型のものが多。すると、全部借入金で資金調達して投資してしまうと、REITの財務体質が悪化するので、通常は大型不動産を買うときは増資をします。投資口を新たに発行して、それで不動産を買います。ということは、REITが不動産を買うためには、投資口を投資家を買ってもらわなくてはならない。ところが、投資口価格が下

がっているときは、投資家も投資には消極的になってしまいます。やはり、投資口価格が上向きか少なくとも横這いのときに、投資家は買いにきます。トータルで見ると、REITの不動産投資スタンスは、投資口価格がどう動くかによって変わってくるということです。逆に言えば、今の投資口価格が仮に上がっていても、異常値まで高くなっていったとしたら、あとは下がることになりますから、下落方向に転じたらしばらく買えなくなる。ということは、市況が悪くなる可能性が高いという具合に見ることでできるでしょう。

では今はというと、東証REIT指数で見ると、リーマンショックの前の2,600と比べるとかなり低い水準です(資料P27)。一時期、調整局面があったので、今の水準感は、まだ若干の余裕があるイメージです。少なくとも異常値ということはありません。それはスライドにあるNAV倍率の推移からも分かります(資料P28)。NAV倍率というのは、大雑把には、REITの解散価値を示す指標とすることができます。1を超えていれば、REITは解散価値より高い株価がついている。1を下回ってれば、REITは解散したほうが得ということ。NAV倍率を見ていくと、今は平均的には1をちょっと割った後に、少し上がったところ。もしこれが1だとしたら、REITは解散しても同じ価値しかないということになります。それでは何のために組織を組成して上場しているのか、意味がない。そうすると、普通は解散価値より若干プラスアルファの価格がつくはず。です。

では、現在のREIT市場について投資家はどのように見ているのでしょうか(資料P29)。買いで目立つのは、海外投資家であり、彼らが投資口価格を動かしているところがあります。それでも、全体的に見れば、投資口価格は比較的安定的に推移しています。なぜだろうと考えると、日本銀行がずっと買いに出ていて、投資家にとっても安心材料になっている。ここは判断が非常に難しいところで、日銀購入のプレミアムはどれくらい付いているのか、というところがあります。市場の安心感によって、REITの株価が上がっている分はどの程度あるのかというのが、人によって意見が違う。ただ、先ほど言いましたように、NAVの倍率とかそういうところから見て、今は異常に上がっているとか、そういう状態ではないだろうと普通には考えられます。

では、そういった中で、金融緩和と不動産価格の動きについてお話ししたいと思います。スライドに記載しているのは、収益還元法で不動産価格を出す際の公式です(資料P30)。不動産の生み出すキャッシュフロー割る利回りが、不動産価格です。利回りを分解すると、国債すなわち安全資産の金利に、不動産であるがためにプラスアルファの利回りが必要というのが、リスクプレミアム。そこから期待成長率を引いたものが利回りになっている、という形になります。

分母が小さくなるというのはどういうことかという、取りあえず期待成長率を除くと、ベースとなる国債の金利が下がるということと、リスクプレミアムが下がるということの両方があります。現時点では国債金利はゼロに近い水準ですから、非常に低い。また、金融緩和が続くということで、リスクプレミアムも小さくなっていますので、分母が小さくなっているから不動産価格は高くなっているわけです。

問題は、金融緩和が終わったとき。金利がちょっとでも上がったときどうなるか。この公式通りでいくと、国債の金利が少し上がったり、リーマンショックではないですけど、何かちょっとした金融ショック的なものが起きて、不動産のリスクプレミアムが上がったりするよなときに、不動産価格が下がってくる可能性があるということです。どのような外的ショックがあるかというのは、誰も分からないことです。ただ、一つ言えるのは、ベースとなる金利が上がる可能性というのは、認識しておく必要あるということです。なぜなら、アメリカの金利をはじめ、世界の金利が上がり始めているからです。日本銀行は、すぐに出口政策はやらないと言っているものの、世界の金融市場の影響がまったく及ばないかどうかはわからないところです。

というようなことを考えていましたら、金利が上がったら不動産価格にどういう影響があるのか、過去の統計などを基に、ある調査機関がレポートを出していました。そのレポートの結果というのは、金利が上がったら計算上は不動産価格が下がるはずだけれど、もし今の経済環境下で金利が上がったとしても、すぐにそれが不動産価格の下落につながるものではありませんということでした。つまり、景気が良くなったとしたら、期待成長率が上がりますから、あるいはリスクプレミアムが

小さくなりますから、多少金利が上がっても、ここで調整されて、そんなに不動産価格に影響ありません。そういうロジックです。

良い金利上昇と、悪い金利上昇に分けておきます。良い金利上昇であれば、景気が良いですから、リスクプレミアムが縮小して、期待成長率が上がる。その結果、金利が上がってもそんなに影響ない。でも、悪い金利上昇というのは、景気が良くないのに金利だけ上がる。そのときは確かに、不動産価格が下がる可能性があります、ということです。従って、金利が上がったときに景気も良いかどうか、そこが判断のポイントになってくるということだろうと思います。

そうしたレポートを読んだ直後に、今度はNAREITというアメリカのREITの団体もレポートを発表しました。アメリカは実際に金利が上がっているわけですから、金利が上がると不動産価格が下がるのではないかと、皆思いますよね。それを過去のデータからずっと、統計的に調べている。その結論というのも、やはり同じようなものです。金利の上昇が、イコール不動産価格の下落という話ではないということです。たまたま日米、同じ時期に同じようなレポートが出たということです。

ですから、市況が悪くなるきっかけという、悪い金利上昇があったとき。すなわち、景気が良くない場合にも関わらず、金利がなぜかしら上がってしまうようなとき。あるいはショックによってリスクプレミアムが上昇したとき。そこが、不動産価格が下がる時になりそうだとことです。あとは利回りの水準です。不動産の期待利回り自体が一定の範疇以下に下がったとき、そろそろ限界だということが、当然出てくるのではないかなと思います。

さて、金融緩和によって、これからバブル状況に陥っていく兆候が見られるのかどうか。これを不動産会社の財務状況から見たのが、スライドの財務指標の推移です(資料P31~38)。これらは法人企業統計ベースに、1961年からの推移を示したものです。これくらい長期で見ると初めて、今がどういう状況か分かるように思います。昔は不動産会社といえば、自己資本比率がかなり低かった。自己資金ではなく、ほとんど借入れによって投資していた。自己資本15%、もっと言えば、バブル期にずっと下がってきて、5%、10%しかなかった。それが今や35%。昔は簡単なショックがあっ

たら不動産会社は倒産危機に陥りやすい事業主体だった。ところがかなり余裕を持つようになってきた。一方で、総資本営業利益率。全体の資本を使って、どれくらい利益があるのかということで見ると、これは残念ですけど、少しずつですが下がってきています。

それから、不動産会社が不動産を売れなくなって、資金繰りが困っているかどうかを見たのがスライドのグラフです。大ざっぱに言って、当座比率というのが当面のお金があるかどうかを見たもので、80~100%程度あれば望ましいのですけれども、そこまでなくても、そんなに今、全体として資金繰りに苦しんでいる様子は見られない。だから、モノが売れなくなってすごく困ってきている、という状況にはないということです。不動産会社の財務状況が悪くなると、モノを売りに出すしかなくなります。そうすると、当然価格は落ちます。ですが、今はそういう状況ではないということです。

それから、棚卸資産の回転期間です。これは、何カ月分の販売用不動産を保有しているのかということです。当然、1~2年分も販売用不動産を抱えているということは、売れていないことを意味します。グラフを見ていきますと、不動産市況が悪くなったときに12カ月ぐらいになって、また減少して、また増加している。ですから、1年を越えてくると、かなり市況が悪くなるというところです。リーマンショックの前、少し増加しましたが、そんなに増えてはいませんでした。2016年に、少しだけ増加していますがそれほど大量の販売用不動産を抱えているという状況ではありませんでした。

それから、不動産会社がどういう行動をしてきたかということもわかります。有形固定資産、すなわち賃貸ビルとか賃貸住宅の動きを見てください。昔と比べて、持っている資産のうち、有形固定資産比率がどんどん上がってきています。不動産会社がマンションを売ったり戸建て売ったりというだけだと、なかなか安定的な収入が得られないので、賃貸収入が欲しいということで、有形固定資産を増やしてきたというのが、ここに出ています。

ここまでで言えることは何かというと、不動産会社の体力というのが、昔と比べると随分付いてきている。もちろん、不動産の仲介だけをやって

いる会社もありますので、そこは資産の動きとはまた別になりますが、そういう会社ですと、資産をたくさん持って借り入れしていることはありません。

2016年まで数字を延ばしても、動きは同じです。不動産業全体として大きな財務的な問題を抱えてはいない。それから、棚卸資産の回転期間を2016年度まで入れた数値で見ても、ちょっと増えてきてはいるのですが、そんなに異常に増えたわけではない。ただし、2017年と18年、この指標はこれからも見ていく必要がありそうです。

それからグラフにあるように、借入金の利利率はここまで下がってきておりますので、銀行からの信用が落ちているとか、そういう話も今のところはなさそうです。

さて、以上が金融緩和と不動産市場への影響ということでした。総括しますと、金融緩和が進められ、それなりの効果が生じています。不動産価格も上がっています。ただし、それが異常な水準になっているかということ、今はそういう感じではない。それから、金融緩和が続く中で、不動産会社が一気に不動産を売り出してくる、それによって市況が崩れてしまうという、そういう状態でもないというところです。ただ、不動産会社の棚卸資産が若干増えてきているのは事実ですので、これが今後どうなっていくか見ていく必要がある。それから、銀行の不動産業向け貸出の推移も注目する必要があるそうです。

### 3. 不動産のマーケットサイクルとバブル

さて、次に不動産のマーケットサイクルについて話していきたいと思います。これも、今後の市況がどうなるかを見るための参考になります。

資料P40は、私が講演会で何度も使っているのですが、日本にも不動産のマーケットサイクルが存在するというを示したものです。従来、マーケットサイクルがあまり意識されなかったのは、バブル崩壊前までは不動産価格がずっと上昇してきたからです。一方、バブル崩壊後は、不動産価格がずっと下がったので、サイクルは意識されませんでした。ですけれども、こうやってグラフを作って、対前年比の地価の動きをみると、サイクルがあることは明らかです。

60年代前半に、第1回目の地価高騰がありまし

た。すなわち日本が高度成長期に入るとき、工業地中心に上がったという、1回目の不動産の上昇期がありました。2回目が、田中角栄首相によって列島改造論が推進された頃。このときに2回目の地価高騰がありました。これは72~73年頃です。その次が平成のバブル。80年代後半から90年にかけて。そして4回目がリーマンショックの前で、2000年代後半になります。今また上がってきているという状況です。こうした動きから、不動産市場にはサイクルがあることがわかります。なぜあまり認識されてこなかったかということ、昔は大きく価格が上がるか、あんまり上がらないかの違いであって、上がっていることに変わりはない。ですから、サイクルをそんなに意識する必要はなかったということです。統計上は1975年に1回下がっただけです。

ですから、そんなにサイクルを意識しなくても、損するわけではない。むしろ買っておけば、いつか上がるから得、ということでしたので、サイクルがあっても意識する必要はなかった。ですけれども、これから不動産価格は上下するようになりますから、サイクルを意識していかななくてはなりません。むしろ、日本は土地神話がありずっと高騰期が続いてきたのが異常なのであって、不動産はモノですから、本来の姿になれば、上がるときもあれば下がるときもある、それがある程度周期的に来る。景気もそうですし、それと同じになったということです。

では、それぞれのときの特徴は何だったのか。それを一覧表にしたものが資料P41にあります。いずれもリスクフリーレート、リスクプレミアムが低い、要するに金融緩和期です。やはり金融緩和期に、不動産価格が上がっているということです。先ほど、マネーストック、すなわち市中に流通する資金の量と不動産価格はリンクしているときもあれば、ないときもあると申し上げましたが、金融緩和期という形で捉えた場合は、やはり金融緩和期に不動産価格が上がっているというのは、事実としてあるということです。金融緩和したから不動産が上がるということではないものの、不動産価格が上がっているのは、金融緩和期ということです。1回目も2回目も3回目も、期待成長率が大きく上がりました。1回目は日本がこれから戦後発展していくぞと、2回目は列島改造で全国的に開発が進んでいくぞと、3回目は東京、あるいは日

本こそがアジアの中心になるぞというときでした。ですから、期待成長率が上がったことによって、分母である利回りが下がっても自然であると多くの人々が意識的にあるいは無意識に考えたわけです。

ただ、それだけでバブルにまで至ったわけではありません。必ず不動産価格の高騰を促進するドライバーがありました。それが何かというと、1回目は日本経済の復興、高度成長。2回目が列島改造。3回目が世界都市東京。3回目の頃、ハーバード大学のヴォーゲル教授が、『ジャパン・アズ・ナンバーワン』という、今にして思えば皮肉としか思えないような本を出されました。私も読みましたけど、読んで大変満足したものです。ああ、日本って素晴らしいのだ。こんな日本に生まれて幸せだったなあという具合に痛感したのですが。そして4回目が、投資のグローバル化です。

さらに、投資主体の違いにも注目する必要があります。1回目は工業地中心に上がりましたから、バブルというより実需です。実需なので、主に製造業です。それから、その周りに住宅ができたので、住宅地も上がりました。2回目は、意外に思われるかもしれませんが、法人企業統計で見ると、不動産投資をしていたのは大企業です。考えてみればこの時期、商社が危なくなったりとか、色々な話がありました。それから3回目、平成バブルのときは、もちろん大企業も投資をしましたが、それ以外に中堅・中小企業もかなり投資したというのが特徴です。思い返してみると、元々それほど大きくなかった企業が急成長して、多様な不動産を買ったのがこの時期です。そして4回目がファンドであり、外資系も含めて投資を拡大しました。ですから、単純に金融緩和だからイコールバブルだったという話ではなく、バブルが発生したのには、それなりの要因があるということを理解しておく必要があります。

ただ、このような不動産価格に動きを見てみると、結果的に大体12年から15年前後でサイクルが動いています。前のピークが2006~2007年だったと考えると、12年から15年後はいつだろうと、つい考えてしまったりします。東京オリンピックの後ぐらい、ちょうど重なってくるのか、そういうことも一つ考えられるということです。ただ、ここにありますように、サイクルというのは微妙に変わってきます。12~13年であるときもあれば、

15年であるときもあります。ですから、これがいつかというのは、断定的に言うことはできません。ただ、上がったものは下がりますので、このことは知っておく必要がある。

通常のサイクルであれば、不動産が上がったり下がったりするのは当然です。それはもう世界的には当たり前の話なのです。ですから、今度もし下落局面があったとき、バブルがはじけたという指摘があったときは、本当にそうかどうか、ちゃんと検証しなければなりません。サイクルの過程の中で上がって下がったりするのは普通の話なので、それをすべてバブル扱いすること自体が間違いなのです。ただ、サイクルが行き過ぎるとバブルになるので、こうした認識をきちんと持って市場を見ることが必要です。

世界の代表的なバブルでも、やはりドライバーが作用しています。また、アメリカのマーケットサイクルは、人によって色々見方があるのですが、ある人の本によればアメリカの市場の高騰期だけ取り上げると17~18年ということでしたので、一応ご紹介しておきます。

サイクルの上昇が行き過ぎかどうかを何で判断するかということが、次の問題になります。資料P42は、不動産の価格というのはその国の経済力に比例するのではないかという観点からまとめたものです。すなわちGDP(昔はGNPでした)に対して、不動産や株がどれだけ上がったのか、それを示したものです。90年頃までのものは、1992年に私が作成したものです。当時、興銀の産業調査部におりまして、今後の市場の動きをみるために、経済力との比較が必要という認識に立ったものです。これで見ると、列島改造論の頃の土地のキャピタルゲインは最高でも年80%程度で期間は2~3年間にすぎません。これが平成のバブル期では明らかにキャピタルゲインの程度もその継続期間も長くなっています。不動産価格が対GDP比で何%が妥当かというのは難しいところで、人によって意見が違います。ただ、妥当な水準はわからなくとも、異常な推移となっているかどうかは、このように長期間の水準を比べてみると明らかです。90年前後のような水準までいった場合は、さすがにバブルなのだろうと考える必要がありそうです。

この続きを2014年まで分析したもので見ていく

と、その後不動産価格がずっと下落して、リーマンショック前にわずかの期間だけ上がります(資料P43)。長期間にわたって下落し続けたのは、バブルの反動があります。ここで2000年代半ばに少しだけ上がって、また世界的な金融危機で下がっている。ですから、よく2000年代半ばの不動産価格の上昇をミニバブルと称することがありますが、これが本当にバブルであったと言えるかという、難しい面があるということがお分かりいただけるかと思います。もちろん、都心でかなりの高値取引が起きて、その結果そういう取引をした会社が、経営破産したという事実はあります。ただ、日本国全体でバブルが起きたかという、90年前後のバブルのインパクトと比べて、全然違います。2000年代半ばの不動産価格の下落は、通常のサイクルだったのだけでも、金融危機が来たために資金を絞られて企業の経営破綻が増加したのだとも考えることができそうです。

ちなみに、90年前後に不動産会社の財務状況がどうだったのか、上場不動産会社の収支を見てみると、利益水準もちゃんと出ていますし、何も悪いことはありません(資料P44)。不安要因として顕在化しているのは、上場不動産会社の資金移動表の運転資金要因のところ。運転資金、特に棚卸資産増による資金のマイナスというのは、モノが売れなくなって、そのための資金が必要になっているということです。これが一気に増えています。ですから、利益は出ているものの、この辺で金繰りがだんだん厳しくなっている。だから、モノが売れなくなってきているということが分かるのです。

法人企業統計で、不動産会社全体で見ても、このときは少し金利が上がり、売上高経常利益はマイナスになっている(資料P45)。この統計には中小の不動産会社も入りますので、そうした会社の利益が落ちてきたということです。

2008年前後のとき、どうだったか。当時の銀行の不動産業向け貸出を見てみると、やはり2000年代半ばに増えてはいます(資料P46)。だから、先ほど日本全体としてバブルであったかどうかは疑問だということを申し上げましたけれども、やっぱり一部の所でかなり高値取引も行われて、銀行も貸出したということは事実であるわけです。では今はとなると、銀行の貸出残高が増えてきていますから、先ほど申し上げましたように、異常

値ではないけれども、その中身をよく見ておく必要がある、という状態になっているというところだと思います。

それから、先ほど私は2007~2008年頃、金融危機によって、多くの不動産会社の経営が破綻したという話もしました。でも、どちらかと言えば、不動産バブルが弾けたからではなくて、お金が絞られたからですという話もしたと思います。もちろん、本当に経営状態そのものが悪かった企業もあるのですが、比較的良いものを買っていたREIT、上場不動産ファンドでも、当時経営不安がいわれました。そのとき、経営不安が噂されたREIT8社、不動産の保有利回りは5.0%でしたし、含み益は7%ぐらいだった(資料P47)。それ以外のREITは5.7%、113%ですから、それよりちょっと悪いのは事実だけれども、普通に見て、倒産する会社ではないと言えるでしょう。そ自己資本比率も、むしろスポンサー会社より良いぐらいでした。

ですから、それから見ると2008年前後は、恐らくサイクルの過程の中で金融危機が来て、金繰りに詰まって一部の会社が破綻してしまった。それから、やはりやり過ぎた会社があって、そこが破綻した。ただ、全体として皆がバブルを煽ったのか、バブルに浮かれたのかという、そうではなかったのではないかと、ということだと思います。

こういった分析をするときに、単にマクロの数字を追うだけではなく、ミクロ的なアプローチとして企業の分析をやっていくと、実態が見えてくることがあります。もちろん、発表される企業業績を基に分析するので、少し後付けになるところがある。ですが、若干、後付けになっても市況判断や意思決定には大いに役立つと思います。

ちなみに、日銀も金融システムレポートの中で、金融活動指標を発表しています(資料P48)。その中で、多様な金融活動指標について、今、加熱していると考えられる指標を赤で示しています。不動産のところで見ると、90年前後のバブル期はやはり赤が多かった。それからリーマンショック前、一部赤がありましたけど、それは不動産投資の対GDP比率だけであって、不動産業向け貸出の対GDP比率ではなかった。その意味では私と似たような認識なのかなというように感じます。ここ数年間についても、一時的に加熱したときがあったものの、今は落ち着いているという認識になっています。

それから、こういった不動産市況の変化を見るための指標を総括して載せておきました（資料P 49）。普段からずっとこんなに多くの指標をフォローすることはできないよということあるかもしれませんが、見ていただくと参考になるかと思いません。

#### 4. 中長期的視点から見た不動産投資市場

では最後に、中長期観点から見た不動産投資市場のポイントについて簡単にお話しておきたいと思えます。

最初に日本の経済力と不動産市場との関係です。結局、不動産の価値は何で考えられるのか。中長期的に見た場合、やはり日本の経済力、これがベースになってくるのは事実です。そうすると、日本経済の将来性をどう捉えるかが大事です。90年代にバブルが崩壊し、バランスシート調整があって、その後資産デフレが転換し、不動産価格が回復してきました。私の認識では、バブル崩壊によって日本の不動産価格は、ある意味で実力以上に低下してしまっただころがあった。それが若干戻ってきたのがリーマンショック前の上昇だった。ただ、その過程で、一部で行き過ぎた価格での取引が行われた。一旦リーマンショックで価格が下がったのですが、また正常過程に戻ってきていると、こういうことではないかと思えます。

今後は人口減少が本格化しますけれども、AIの活用やアジアを中心としたインフラ需要の取り込みとか、成長要素は数多くありますので、日本経済そのものが全く駄目になっていくわけではありませぬ。仮に日本経済の成長力が1%ぐらいあったとすれば、不動産の価値が一気に落ちてくということとは考えにくいところです。

ただ、物件・地域による格差が拡大していくのは既に起きている事実です。人口が減少しますから、当然需要の少ない地域も出てくるでしょう。ただ、では日本の不動産価格全体が下がるかという、そうではないと思えます。といいますのは、これからは多くの企業や人口が、大都市をはじめとする地域の中核都市に集中してきます。集中すれば、その不動産価格が上がります。そういう場所の価格は元々高い。人がいなくなってくる所の不動産価格は元々低い。すると、日本全体としての不動産価格が下がるとは考えにくいということです。

次に、不動産市場の構造変化について触れておきたいと思えます。資料51に整理してあるように、構造変化をABCDEの頭文字で表すことができます。Aというのは、裁定取引(A)が増えてくということです。不動産投資市場がこれだけ成長したことによって、情報が幅広くいきわたるようになりました。従って、投資したら有利だろうという先に資金が流れるようになっていきます。それは用途面でもそうですし、地方への投資もそうです。ですから、より有利な取引を求めるという意味で、投資における合理的な裁定がいつそう機能してくるだろうということです。例えば、都市と地方で、地方だから駄目ということではなくて、それに見合ったリスクプレミアムがあれば、地方へも投資するよという話になってきます。それから、一般事業と不動産事業においても、裁定が働きます。普通に事業会社をやっていた方が良いのか、不動産投資した方が有利なのかということです。

それからボーダーレス(B)な投資が進展します。有利なものに投資していくということは、グローバルな投資、投資対象の拡大につながってきます。また、アメリカのように、経営環境が有利なときは上場して、不利になったら非上場になるという動きも出てくるでしょう。

それから、そうした動きの結果、集中(C)という現象が顕在化してきます。今は広域地方圏の中核都市にあらゆる機能が集中してきています。ご承知のとおり、例えば北海道であれば札幌の駅前に集中し始めています。仙台も名古屋も駅前が強くなってきてます。

こういった動きが生じる中で、グローバル化も進んでいきますから、だんだん取引も標準化されて、De facto standard(D)が確立されてくるでしょう。一方で、取引が増える中で、環境とか生態(E)にも配慮を要請する声が高まってくるでしょう。この頭文字を取っていくと、ABCDEになるということです。

人口に関しては様々な議論があります。ですが、日本のGDP、今の水準は戦後と比べれば何十倍になっているわけですが、それは人口が何十倍になったからではありません。同じことは人口減少についても当てはまることで、人口が減少するからイコール日本が駄目になりますというのは、あまりにも短絡的です。今まで日本はどうやってGDPを伸ばしてきたかということですが、就業者数

の変化率より、生産性の向上による影響の方が、よっぽど大きい(資料P52)。ということは、人口減少はマイナスではあるものの、人口減少するからイコール日本経済は駄目ですとか、不動産価格が下がりますというのは、ちょっと言い過ぎなのではないかな、と考えられます。今後、生産性の向上やイノベーションが起きる可能性は十分にあるからです。

それから、もう一つの視点は、都市の発展に関するものです。スライドには都市の人口の長期推移を一覧表として纏めてあります(資料P53)。今、どの地域は良いが、どの地域が駄目だとか、もうこのままでいったらこの地域は駄目になってしまうだろうと、様々なことが言われています。ところが、50年単位で都市の人口(人口というのは経済力を含めて総合的に見た指標、その一つだと見て下さい)を見てみると、かなり大きく変わっています。明治初期には江戸幕府時代の色合いを残していて、徳島、和歌山、富山、鹿児島、熊本、高松、その辺が地方の主力都市でした。それが1920年になって日本が軍国化していくとき、殖産興業、軍事化が進展する中で、港、特に長崎、函館、呉、小樽、横須賀、佐世保、こういった辺りが栄えていく。ところが戦後になって、そうした都市は軒並み上位には来なくなる。特に日本海側の都市が廃れて、いわゆる太平洋ベルト地帯が栄えてきた。2013年になると、もちろん東京、大阪、名古屋、札幌もそうですけど、それぞれの地域の中核都市への人口集中が始まっています。

考えてみると、自然にこうなった部分と、政策によって変わった部分と、両方あると思うのです。政策的な要因は、確かに1~2年では効果は薄いかもありませんが、30年、50年単位でみると、かなり効果があるように感じます。その意味では、投資に際しては、今だけを見るのではなく、こうした中長期的な潮流を見ていく必要があるということでしょう。もっとも、ここに投資しましょうと行って、今収益が上がらない、50年後に収益が上がって大成功だったと後で言ってくれても、投資担当者にとってはあまり意味がないことになるので、そこは程度問題がある(笑)。ただ、想像以上に変わる。ですから、あまり固定観念で都市の先行きを見ないほうが良いということです。

それからもう一つ。日本で製造業や非製造業が事業をするときの投資利回りはだんだん落ちてき

ています(資料P54)。昔は製造業では8~10%ぐらいの投資利回りがありました。非製造業でも6%前後。それが今や3%ぐらいにまで落ちてきている。不動産業の観点から何が言えるかということ、不動産の投資利回りは、4.5~5.5%ぐらいの所にありますので、今であれば、平均的な事業をやることと、不動産に投資することと、どちらが有利かといったら、不動産なのかもしれないという状態になっています。ただ、これはあくまで平均との比較です。例えばITとか、そういう収益率の高い分野は投資利回りも圧倒的に高いですから、それはそういうことをやればいい。だけれども、平均的には、不動産投資が事業投資にかなり対抗できる利回りに示すようになってきている。ということは、よくCRE(Corporate Real Estate)と言いますけども、そこがようやく現実味を帯びてきたということかもしれません。本業をやるより不動産で活用した方が儲かるかもしれない、そういう時代に、もうなっているということです。

最後に、グローバル化です。これはグローバルな不動産サービス会社が公表している資料ではなく、ジェトロがまとめている不動産業向けの対外直接投資の推移です(資料P55)。これを見てみますと、実は2010年以降、不動産業向けの対外直接投資が大きく増えていることがわかります。不動産投資の世界では、国内の事業者が国内基盤を確立して、多様なノウハウ・経験を蓄積した中で、外に積極的に打って出るようになってきたということです。国内市場の成長に限界がある中で、グローバル化というのは、これからよりいっそう取り組んでいくべき領域です。90年前後、多くの日本企業は海外不動産投資で失敗した。それとは違った形で、今はしっかりと地盤を築いた中で、海外のローカル企業との関係を構築しながら、着実に取り組んでいるということです。

グローバル化の動きの中で、RICSが取り組んでいるグローバルスタンダードへの取り組みについても知っておく必要があります。IFRS(国際会計基準)で時価会計が導入された。不動産で考えてみると、不動産の時価評価が問題になってくる。その結果、不動産の評価について統一していこうという動きが加速しました。でも、評価を統一するときに、そもそも測量基準が違っていただけでは評価もきちんとできないということで、IPMSという、測定基準を統一しようという動きも出ていま

す。それから倫理面でも、世界的に統一していかなくてはいけないという動きも出ている。投資を見ていく中で、こういった動きあることも片方で知っておく必要があるでしょう。

本日は、不動産投資市場の現状と今後の展望を考察する上で、私なりに考える重要ポイントについて、お話しさせていただきました。不十分な点も多々あるかと思いますが、少しでも参考になる点がありましたら幸いです。ご多忙の中、ご清聴賜り、誠に有難うございました。