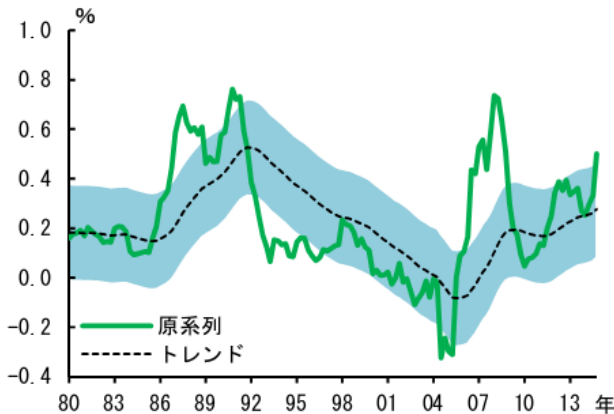


■ マクロ・リスク指標の変化

上記金融システムレポートによれば、「マクロ・リスク指標」とは、金融仲介活動の過熱感や金融システムの不安定化の兆候などを察知するための14の指標であり、各指標の趨勢からの乖離の度合いをみることによって過熱感を判断できる。前回レポートとの比較では、1指標が過熱方向に、1指標が安定化方向に変化した。具体的には「不動産業実物投資の対GDP比率」が過熱方向に変化した。これは、不動産市況の改善などを背景に、不動産業者による投資が半年前のレポート時と比べて増加していることを反映したものである（図表VI-1-4、図表VI-1-5。以下、図表番号は金融システムレポート本文のものをそのまま用いる）。一方、「家計投資の対可処分所得比率」は、前回レポート時の過熱から安定に戻った。これは、分子に含まれる住宅投資や耐久消費財が消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって昨年1～3月期に急増した要因が剥落したことによるものである。

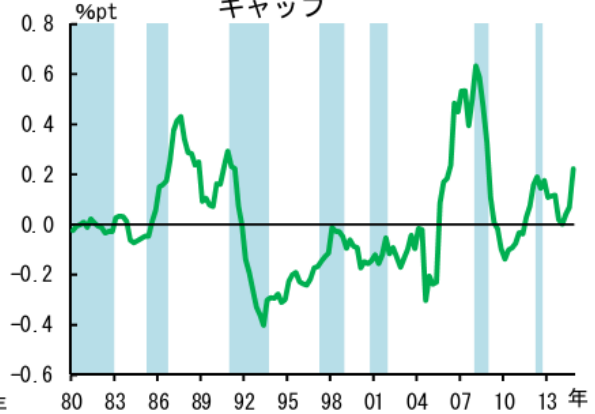
これまでのわが国の経験に照らすと、不動産市場の動向は、金融面で不均衡が生じていないかを確認していくうえで、重要な情報を有していると考えられ、こうした点を踏まえ、最近における不動産市場の動向を、取引量、価格動向、不動産金融などを幅広い観点から分析している金融システムレポートの概要をできるだけ忠実に紹介する。「  」は上記システムレポートの原文の引用である。

図表VI-1-4 不動産業実物投資のGDP比率



(注) 1. 集計対象は不動産業大企業。直近は 14年10～12月。  
2. 原系列 = (設備投資 + 土地投資 + 在庫投資) / 名目GDP  
3. トレンドは片側HPフィルターにより算出。  
4. シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。  
(資料) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

図表VI-1-5 不動産業実物投資のGDP比率ギャップ



(注) 1. シャドーは景気後退局面。直近は 14年10～12月。  
2. 不動産業実物投資のGDP比率ギャップは不動産業実物投資のGDP比率のトレンドからの乖離。  
3. トレンドは片側HPフィルターにより算出。  
(資料) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

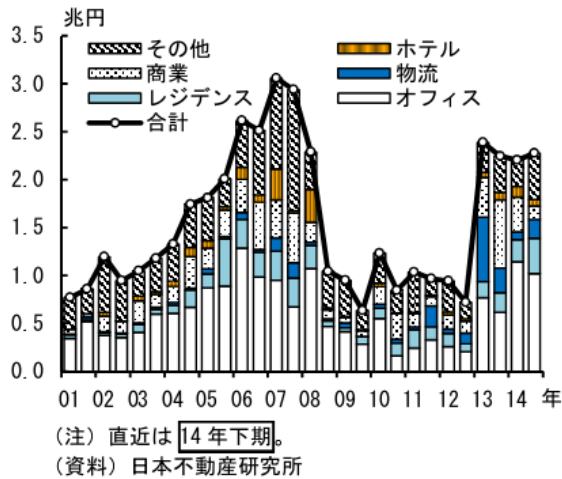
(出典：日本銀行「金融システムレポート（2015年4月号）」。以下の図表も同じ)

■ 不動産の取引量、価格動向、不動産金融の動向

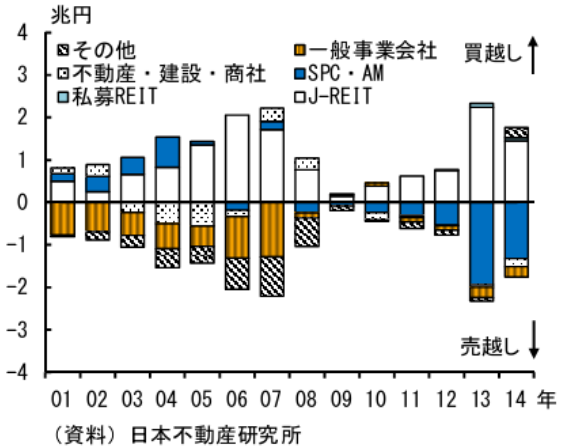
「まず、不動産取引についてみると、取引金額は、このところ高水準で推移している（図表B5-1）。

物件タイプ別にみると、2014年入り後はオフィスの取引が大きく増加している。主体別の取引状況を確認すると、近年、私募ファンドが、金融危機以前に取得した不動産物件を市況の改善を受けてJ-REITに売却するというのが大きな流れになってきたが、足もとは、J-REITによる買い越しが幾分減少する一方、利回り等に着目した海外投資家や機関投資家を含む「その他」が買い越しに転じるなど、購入主体に幾分変化が生じている（図表B5-2）。

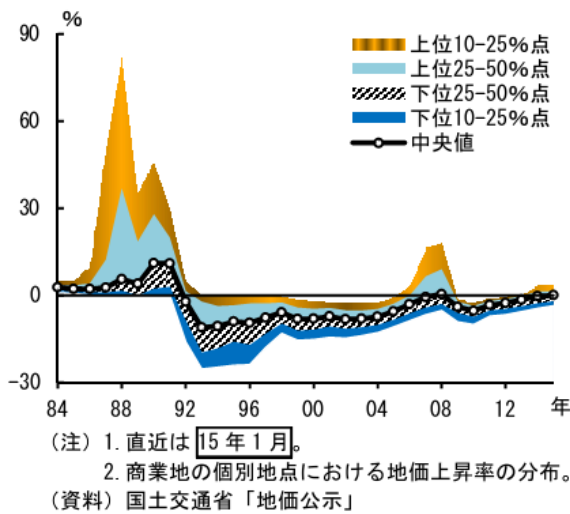
図表 B5-1 不動産取引額



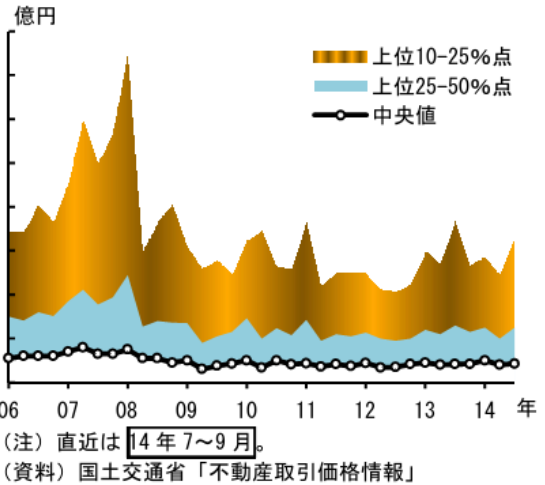
図表 B5-2 主体別の不動産売買動向



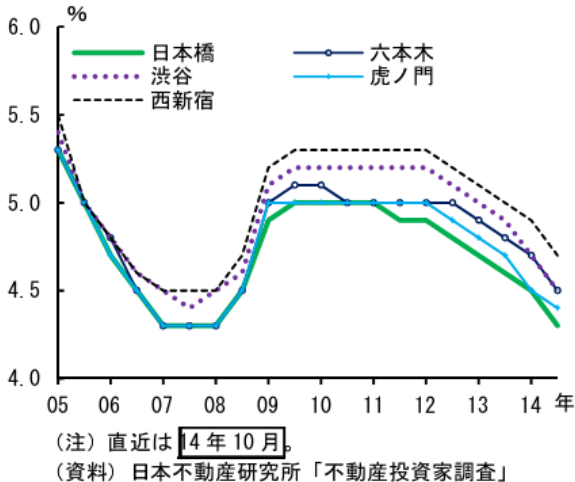
図表 B5-3 商業地価上昇率の分布



図表 B5-4 商業用不動産取引価格(東京23区)



図表 B5-5 都心オフィス物件の期待利回り



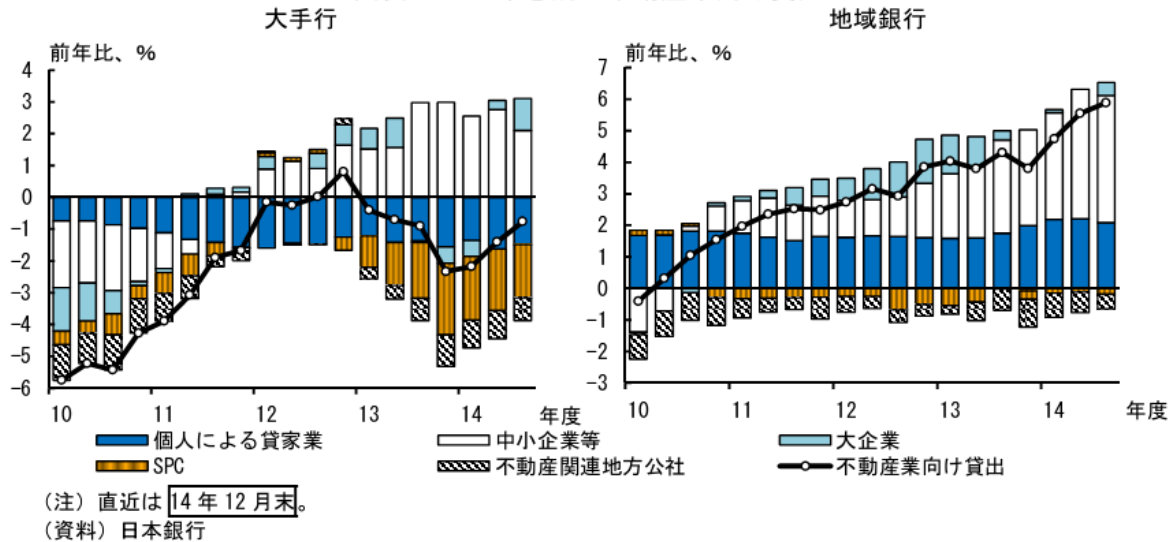
図表 B5-6 金融機関の不動産業向け貸出



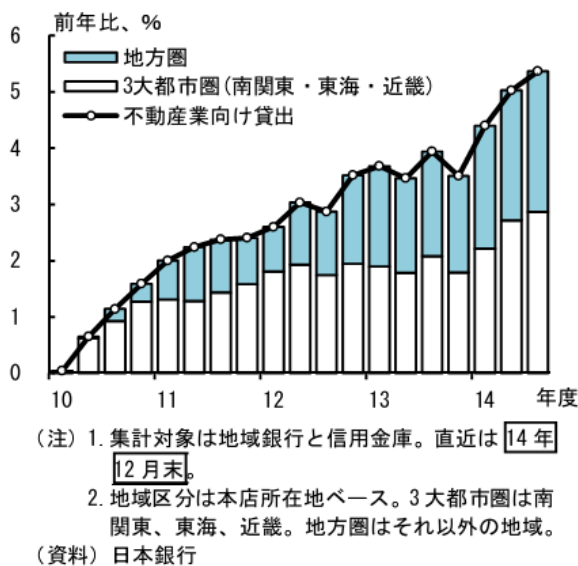
「次に、不動産価格について確認する。個別地点ごとにみた商業地価（鑑定価格）の上昇率の分布をみると、中央値は2000年代中頃の不動産ブーム期の水準に近づいているが、特に価格帯の高い上位10～25%点では、過去の不動産ブーム期にみられたような、分布の上方への広がり、2015年初においても観察されない（図表B5-3）。不動産物件（土地または土地建物）に関する実際の取引価格をみても、東京23区については、分布の上方への広がり、中央値でも、上位10～25%点でも、2014年7～9月期時点でも観察されない（図表B5-4）。もっとも、東京都心部ではオフィスビルなど高額物件の取引も散見されており、投資家の期待利回りは、分母である物件価格の上昇によって、このところ明確に低下している。これは、投資家の購入スタンスが前向きになってきていることを示している（図表B5-5）。一方、地方圏においてはこうした動きは一部にとどまっており、今のところ広範化するには至っていない。」

「最後に、不動産金融の動向について確認する。金融機関の不動産業向け貸出は、上期に比べ幾分伸びを高めたが、前回の増加局面である2006年頃にと比べると、引き続き緩やかな伸びにとどまっている（図表B5-6）。業態別にみると、大手行は引き続き前年を下回っているが、大手不動産デベロッパー向

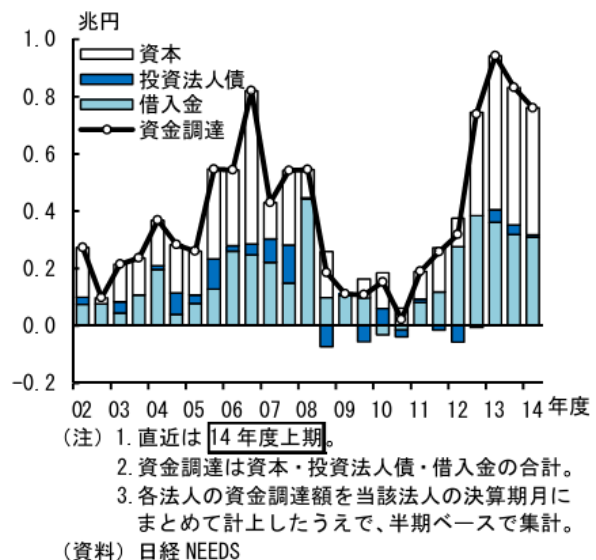
図表 B5-7 業態別の不動産業向け貸出



図表 B5-8 地域金融機関による地域別の不動産業向け貸出



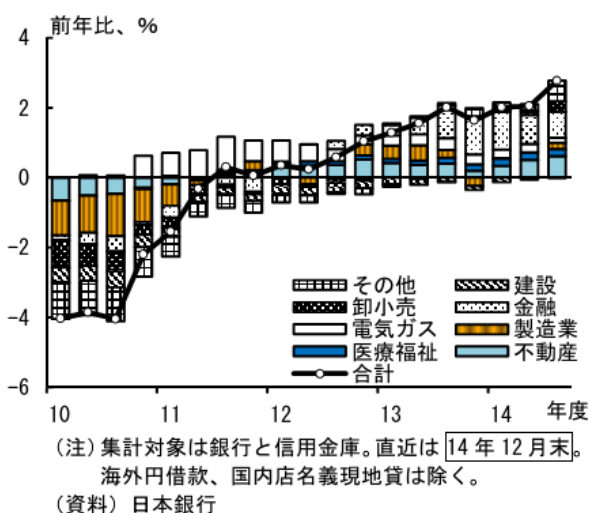
図表 B5-9 不動産業者の資金調達 (J-REIT)



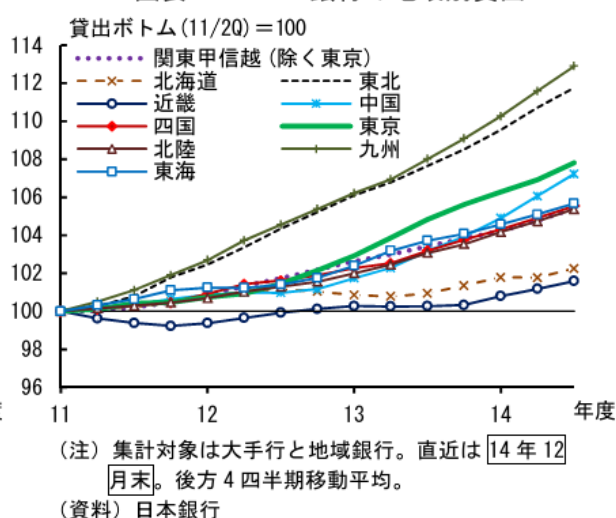
けが増加に転じるなど、減少幅は縮小してきている（図表 B5-7）。地域金融機関では、個人の資産管理会社等による貸家業、中小の不動産業者向けの貸出の伸びが高まっている。地域別にみると、三大都市圏（南関東・東海・近畿）、地方圏ともに伸びを高めている（図表 B5-8）。

なお、都銀、地銀に信用金庫まで加えて、業種別の貸出の前年比増減寄与率を見ると、製造業、卸・小売業、不動産業、情報通信業、リース業など幅広い業種で増加していることがわかる。また地域別にみても幅広い地域で貸出が伸びている（図表 III-1-9,10）。

図表 III-1-9 金融機関の業種別貸出

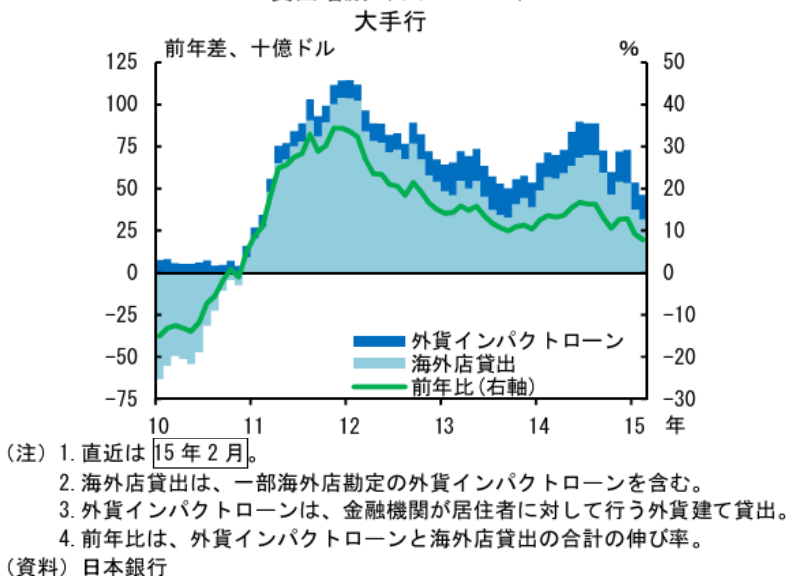


図表 III-1-10 銀行の地域別貸出



ここで、注目されるのは、通常の公表データでは見ることのできない大手行（都市銀行）と地域金融機関（第一地銀及び第二地銀）との間の伸び率の差異である。土地総合研究所が、数人の有識者の意見を集約したところでは、大手行においては、2000年代前半のいわゆるミニバブル期に、貸し出しを積極的に伸ばす姿勢に転じた時期があったが、その後の資産デフレ、地価下落により、大手行も融資先のデフォルトによるダメージを少なからず受けており、今回はこれまでのところ、総じて不動産業向け融資に対しては慎重な姿勢を崩していないとのことである。また、大手行はこのところ、長期的な視野に立って、海外向けの融資の開拓に活路を見出す動きを見せており（ここ5年の大手行の前年比の海外向け

図表 III-1-18 銀行の海外店・外貨貸出  
貸出増減（ドルベース）



貸出の増加率は、最近やや伸び率を落としているものの常に 10%以上である（図表Ⅲ-1-18）、国内不動産業への融資優先度をあまり高くは見ていないことが影響しているとみられる。

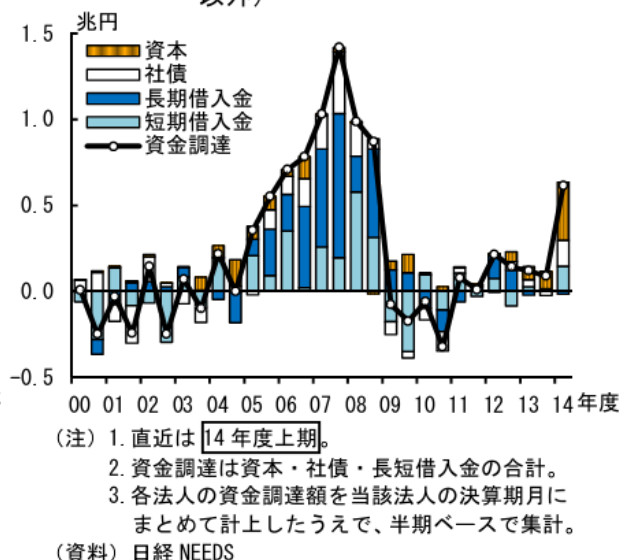
他方、地域銀行においては、地域経済が低迷し、融資機会が必ずしも十分とは言えない中で、REIT 向けの融資が引き続き堅調なことに加え、相続税法改正に伴う個人地主による貸家・アパート建設の活発化が貸出増に寄与しているものとみられる。また、地方部の地域金融機関のなかには、大都市部の開発プロジェクトに積極的に融資する姿勢を見せているところもあるとの指摘があった。

「金融機関の国内貸出は平成 14, 15 年と前年比 2%台前半の伸びを続けており、企業の資金調達環境はより緩和的になっている。上場不動産業者の資金調達をみると、J-REIT については、このところ銀行借入・資本調達のいずれも大きく増加しており、2006 年後半のピーク水準を上回っている（図表 B5-9）。この間、J-REIT に対する投資家の需要の高まりを反映して、投資口価格は上昇傾向を続けている（図表 B5-10）。一方、J-REIT 以外の上場不動産業者も資金調達を増加させているが、不動産ブーム期にあった 2007 年頃と比べると、調達額が相対的に小さいほか、借入は限定的である（図表 B5-11）。なお、非上場の先も含め、中小不動産業者（うち、ここでは相対的に融資リスクが大きく、全体の融資先の 3～4 割をカバーする「要注意先」、「要管理先」などの低信用先に限定）における有利子負債残高（前年比）の分布をみると、不動産ブーム期にあった 2007 年頃と比べると限定的ではあるが、足もとで、分布が幾分上方に広がってきている（図表 B5-12）。不動産業のデフォルト率（ここではデフォルトの件数ベースの割合）は、金融危機後に急速に高まったが、その背景には、金融危機に先立つ時期に、信用力の低い先の資金調達が増加したことが影響したとみられる（図表 B5-13）。中小不動産業者は金融機関借入への依存度が高い先が多いため、先行きも注視が必要と考えられる」。

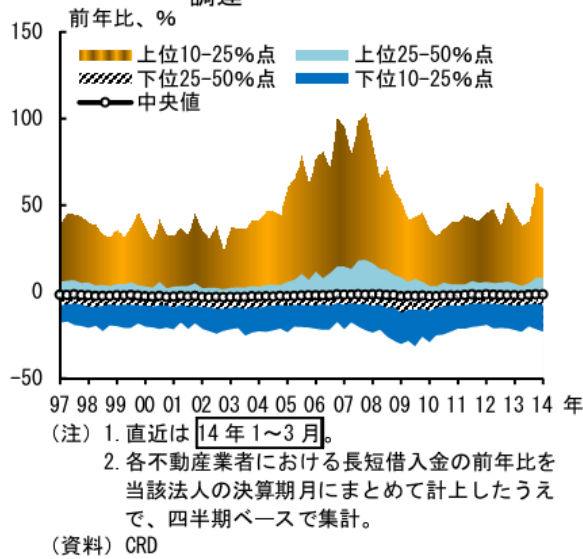
図表 B5-10 東証 REIT 指数



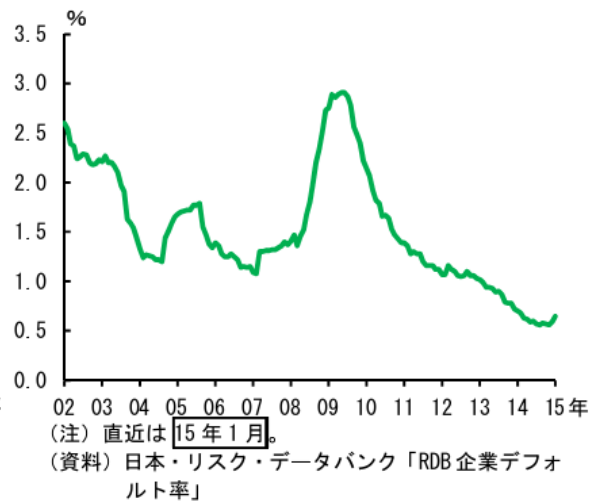
図表 B5-11 不動産業者の資金調達 (J-REIT 以外)



図表 B5-12 不動産業者（低信用先）の負債調達



図表 B5-13 不動産業のデフォルト率



以上みてきたように、最近の不動産市場では、景気の回復等に伴って、取引や金融活動が徐々に活発になってきている。今回の金融システムレポートは、結論として、「不動産価格については、現状、過去の不動産ブーム期にみられた過熱感は、全体として窺われないが、オフィス物件を中心に取引金額が高めの水準にあること、海外投資家など投資家の不動産投資スタンスが積極化してきており、J-REIT 価格が上昇していること、不動産向け貸出が徐々に伸びを高めており、低信用先の資金調達も増加傾向にあることなどを踏まえると、先行きの不動産市場の動向については、注視していく必要があると考えられる」と結んでいる。

#### (追補)

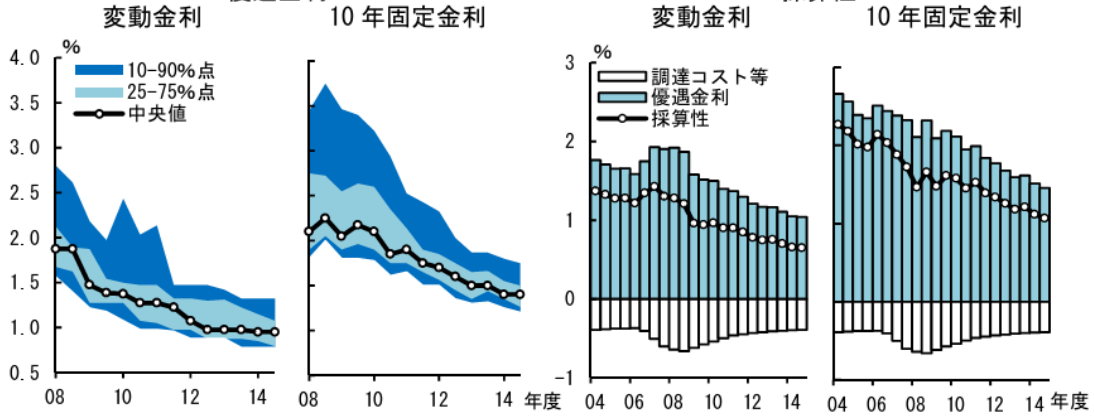
今回の金融システムレポートでは金融機関に内在するリスクについて、様々な側面から分析しているが、不動産との関係の深い分野として住宅ローンがある。レポートの趣旨は以下のとおりである。

「住宅ローンの信用コストはこのところ低下しているが(2010年度~2014年上期の低下幅は8bp)、採算性の低下幅は、変動金利で28bp、10年固定金利40bpとこれを上回っている。新規住宅ローン貸し出しの借り手の所得に対する年間の元利返済金の割合を表す借入時点のDTI (Debt to income) 比率を見ると、DTI 比率の高い住宅ローン割合が緩やかながら増加している。個別データを活用して借入時点のDTI 比率とその後のデフォルト率との関係を検証したところ、DTI 比率が30%を上回るとデフォルト率が非線形的に急上昇する関係が観測された」

住宅ローンは長期にわたり収益を得られる貸出形態であり、収益性の評価は時間軸により異なるが、近時、住宅ローン利用層が低所得化し、しかもDTI 比率が高まる傾向にあるとすると、金融機関にとって、融資の脆弱性(デフォルト・リスク)が高まる可能性が大きいので、今後の金利上昇の局面では、マクロ・ストレステストの一環として、先行きの変化要因を適切に融資行動に織り込み、米国のサブプライムのような住宅ローン発の信用不安が生じないように、日本でもリスクと財務管理のバランス確保がより強く求められることになろう(図表iv-1-14,15,16,17,18)。

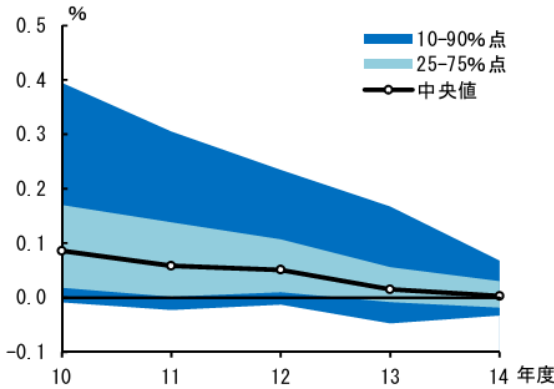
(荒井 俊行)

図表IV-1-14 住宅ローンの優遇金利と採算性



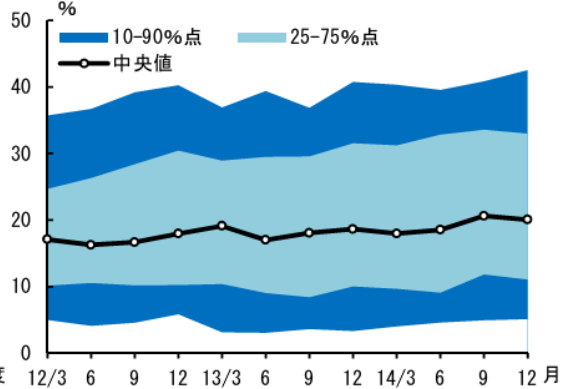
(注) 1. 集計対象は大手行と地域銀行。直近は「14年10月」。採算性は、貸出実行時点の利鞘。  
2. 調達コスト等は、調達金利、団体信用保険料(0.3%と仮定)の和。  
(資料) ニッキンレポート、日本銀行

図表IV-1-15 住宅ローンの信用コスト率



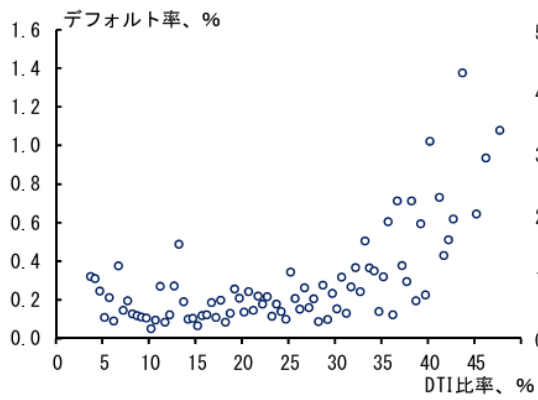
(注) 1. 集計対象は大手行と地域銀行。直近は「14年度上期」。  
2. 信用コスト率=(銀行単体の信用コスト+自行系保証会社の信用コスト)/(無保証分住宅ローン残高+自行系保証会社の保証債務残高)  
(資料) 日本銀行

図表IV-1-16 住宅ローンの返済負担(DTI)比率の分布



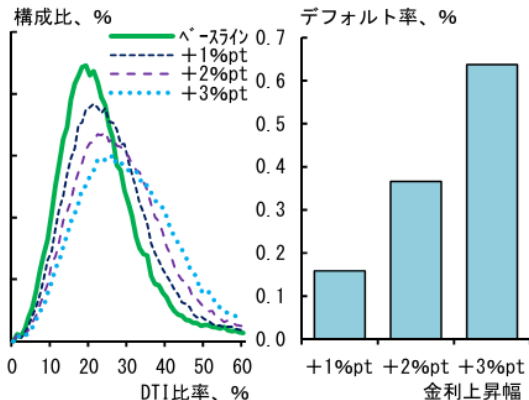
(注) 1. 集計対象は地域銀行。直近は「14年12月」。  
2. 新規住宅ローン実行件数のうち、DTIが30%以上の件数の割合の分布。DTI=年間返済額/年収  
(資料) 日本銀行

図表IV-1-17 DTI比率とデフォルト率



(注) 1. 推計期間は06年4月~14年3月。新規案件(借換案件を除く)。  
2. DTIは審査時点。推計にあたっては、経年効果による影響を除いている。  
3. デフォルトは、6か月延滞、6か月据置または代位弁済。  
(資料) CRD「住宅ローン共同データベース」

図表IV-1-18 金利上昇時におけるデフォルト率のシミュレーション



(注) 1. 約定金利が上昇した場合の変化。  
2. デフォルトは、6か月延滞、6か月据置または代位弁済。  
(資料) CRD「住宅ローン共同データベース」、日本銀行