

【第151回講演会 講演録】

日時:平成22年1月15日(金)

会場:東海大学校友会館

2010年の日本の不動産市場
～不動産市場は回復できるのか～麗澤大学 経済学部
准教授 清水 千弘

麗澤大学の清水でございます。今日は1時間半のお時間をいただきまして「2010年の不動産市場」ということで少し私なりに考えていることをお話したいと思っております。

よく指導教授から言われることは、「若い時は二つのことに気を付けなさい。一つには、役所の会議もそうですが、こういう所でお話をする時には自分の研究したこと以外は話さないように」と。経験が出てくれば、人生経験の中でいろいろなことをお話してできるようになると思いますが、まだ私も40歳を超えたぐらいの若造ですので、自分が調べて研究したことについてだけを少しお話できれば、そしてその中からお話ししたいというのが一つ目です。

もう一つ必ず言われていますのは、「予測はするな」ということで、予測はやはり外れます。我々が扱っていません経済のマーケットは常にいろいろな条件の下で変化していますので、あるいろいろな前提条件を置いて研究をしています。そういう意味では予測が外れますが、その裏側にある物事の考え方であるとか、どういうことでこういう結果になっているのかについて多少ご参考になると思いますので、そういう視点で少しお話をさせていただきたいと思っております。

それで今日は大きく4つのテーマを用意しております。

一つは金融危機と不動産市場です。今の大きなトピックはマーケットが非常に大きく変わった時です。私は今、大学で数理科学と統計学と計量経済学を教えていまして、計量経済学の最近の講義では、例えば「構造変化テスト」を教えています。構造変化テストとは、我々がいろいろな分析をする時は過去のいろいろなデータから将来をどう見ることができるのかを考えた場合に、過去に起こった問題と今から起こる問題において、構造が変化していれば過去の経験は全然使えないわけです。

もし、Backward-lookingで不動産市場が説明できると考えるのであれば、構造が変化した時には過去の情報では説明ができなくなってしまいます。ではどういう時に構造変化が起こるかという、計量経済学の授業でよく例を挙げるのは、例えばバブルの前後とか、昔の教科書では第二次世界大戦前後とかです。そうすると、今回の金融危機は、よく「100年に一度の経済不況だ」と言われますが、まさしく構造変化が起こっていると考えたほうがいいかもしれない。そうすると実は過去のデータで物事を見ることはできない、過去の経験は無意味だということになってしまいます。そういうリスクがあることを一番始めに申し上げておきたいと思います。

金融危機のようなクラッシュが起こると、マーケットにどのようなことが起こるのかは我々経済学者の中でも長い研究の蓄積がありまして、例えば、経済に負のショックが発生すると、初めに純資産(Net wealth)への資産需要の低下が起こるわけです。世の中全体で経済が縮小するわけですから、不動産も含めて純資産に対する需要が大きく低下し、不動産価格が下がります。その次には、資産価格は、将来の収益の割引現在価値として決まりますから、将来に対する期待が大きく低下します。クラッシュがあつて一時的に純資産の需要が減って価格が下がりますが、将来の期待が悪くなれば、さらに割引率を上昇させてしまい価格をさらに押し下げるといふ2回目の価格下落が起こってきます。

その次に、負債の問題が出てくるわけです。企業も家計も負債を抱えています。負債は、価格が下がったからといって減ることはありません。そうすると、その負債を整理するために、さらに資産を処分しなければならぬという状況が起こります。そうすると、さらに負債の多い社会の中では資産を手放さなければならなくなり、そこにショックが加わるのです。それがクレジットサイ

クルとされているようなもので、プリンストン大学の清滝先生や、LSEのMoore先生、またはFRBの議長になったBernanke先生などが研究されてきたことです。それがまさに今起こってきていると考えていいかと思います。

負債が多い企業とは、世の中で一番元気で、積極的に設備投資をし積極的に負債を抱えて将来に向けて成長していこうと思っていた企業です。そういうところに負債のインパクトは出てきます。例えば、家計であれば、私は今、42歳ですが、子供が3人いまして、まだ小学校・中学校で住宅需要が一番大きい時で、住宅ローンを組んでまだ日が浅いので負債のインパクトがすごく大きい。企業でもそうです。今、元気なところほど負債を負って設備投資をしています。そういうところにショックが出てくると、資産を手放して、あまり生産性が低い企業に不動産を含めた資源が移っていくことが起こります。そうすると長期的に経済が不況に陥ることになってしまうのです。一番元気な、頑張らなくてはいけない我々のところにショックが加えられ、キャッシュを持っている60歳以上の方々に資産が移っていきます。そういう社会ではなかなか元気になっていかないことが、クレジットサイクルの次の問題として出てくるのがマクロ経済学の世界で考えている問題だということになります。

今日はその中で4つぐらい、大きな構造変化が起こっている中で国際的な不動産市場がどうなっていくのか、住宅市場がどうなっていくのかについてお話しをしたいと思います。そして、住宅市場、オフィス市場と続きまして、最後、新しい様々なリスクの問題を少し考えていきたいと思っております。

1. 国際的な不動産市場の動向

こちらが大きく住宅のマーケットの変化を見たものです。青い線が東京のコンドミニアム、マンションの価格の動き、赤い線が東京のシングルハウス、戸建て価格のインデックスです。これはヘドニック法、レポートセールズ法のいずれかで計算されたものです。このオレンジの線が香港、緑の線がロサンゼルス、そしてこのちょっと下がったのがメルボルンの住宅の価格の変化です。見ていただくと分かるのですが、少し特殊な動きをしているのが東京と香港です。香港は、中国への返還時に、ちょっと特殊なショックが加わって一旦上がっていますが、このショックの調整をなくして、上に上げれば、東京以外はほとんど同じような価格の動きをしていたこ

とが見てとれるかと思えます。

では、東京だけ何か特殊なことが起こったのかということですが、東京は、80年代にバブルを一回経験しています。その時は、東京特有、日本特有の問題だったということになります。しかし、2000年以降の動き、ちょっと香港を上を上げてあげると日本を除いて同じような価格の変動をいろいろな国がしていたことが分かります。つまり、今回の金融危機、不動産市場の連係性はすごく各国密接な関係があったということが分かります。

統計的なテストがありまして、グレンジャー・コーザリティという統計指標ですが、どういう波及の経路があったかについて調べてみると、例えば、東京同士は当然関係がありますが、実は、ロンドンの価格がロサンゼルスに影響を与えていたことがわかります。またロンドンの価格が動いてニューヨークが動いていた。ロンドンの価格が動いてメルボルンに影響を与えていた。ロサンゼルスが動いてニューヨーク、ロサンゼルスがロンドン、ロサンゼルスがメルボルン、と統計的な検討をした結果、国際的に影響を与え合っていたことが分かります。つまり資金が、ロンドンから動いていたことが分かりますが、クロスボーダー化、国際的に連動性があったことが分かります。逆に、今回の問題では、東京とは大きな連動性はなかったことが分かるわけです。これは住宅地の価格ですが、なぜそういうことが起こったのかは後半に話していきたいと思えます。

次に、商業地の価格です。赤い線がイギリスです。あとオーストラリア、アメリカ、そして日本です。商業地、オフィスビルの価格です。やはりいち早くイギリスが上がり、そして下がりました。それに遅れて、オーストラリア、アメリカが動いて、日本もそこそこです。こうやって見ると商業地、オフィスビルは動いていたことが分かります。しかし、すごく早い勢いでイギリスは調整されて、マイナスの方向に動いています。それに遅れて、日本、アメリカ、オーストラリアと動いています。どのぐらいのところまで調整されてきているのかと見ると、もし、本当にロンドンとか同じような下がり方をするのであれば、アメリカ、オーストラリアや日本は調整の過程にあると見てもいいかもしれません。しかし、日本は少し出発点の上がり方のマグニチュードが違いますので、調整はまだまだこれから始まるのかもしれないと見ることが出来るかもしれません。

これが、マクロな意味での世界の不動産マーケットです。不動産のリターンは、一般的に2つのリターンを考えます。キャピタルリターンとインカムリターン、そしてそれを合計したトータルリターンです。この黄色の縦

軸がインカムリターンで不動産の収益を価格で割った比率です。これが大体5%から6%、7%ぐらいであることがわかります。また、各国ともに、キャピタルリターンのところはマイナスにすごくぶれています。例えばイギリス、アイルランド、まだそれほど価格が下らず伸びている韓国と比べても、価格が上がればインカムリターン下がりますが、大体5から7%ぐらいに各国共通に落ち着くのです。

よく不動産はミドルリスク・ミドルリターンと言われますが、その理由は、5から7%ぐらいは、マーケットが崩れている時でも元気な時でも、まあクッションが一つあるのだと、それでそのクッションがあつて株に比べて、クッションがあるので、その分マイナスへの影響が緩やかになるので、ミドルリスク・ミドルリターンと言ってもいいかもしれません。もう少し考えれば、資金がインカムリターンだけを狙ったファンドもあるわけでして、大体5から7%ぐらいのリターンはどのようなマーケット環境でも不動産はとることができるのです。つまり、不動産市場には、長期性の資金を入れるべきだという議論がありますが、それは意味がないというか、これからは難しいと思っています。例えば、アメリカみたいに若い人が入ってきている国であれば、20歳で年金を始めて基本60歳で40年の運用ができますが、日本の場合はもうこれから出ていくほうが、高齢化とは出ていくほうが大きいということですから、長期の運用はもうできない。大体聞いているところでは、年金でも実はもう5年ぐらいしか運用ができない時代になってきていますので、長期の資金を入れることは難しいわけですが、逆に、長期の不動産のリスクをとれるかたは、マーケットの環境に関係なく大体5から7%ぐらい、タイミングで売ることができますのでリターンを取れることが見てとれるかと思います。

2. 住宅市場の展望

昨年3月に財務省で伊藤隆敏先生主催の国際コンファレンスがありまして、その時の議論は金融危機の話だったのですが、金融危機の中でやはり住宅の問題は日米ともに共通に重要な問題だったので、日米の住宅の問題を比較してみようという研究をやらせていただいたわけです。その時に参考にしたのが、『Baby Boom, Baby Burst and Housing Market』という有名な論文、グレゴリー・マンキューという非常に有名なブッシュ政権時のチーフエコノミスト、経済顧問、ハーバード大学教授でマクロ経済学者ですが、そのマンキューとワイル教授

(以下、Mankiw and Weil)による有名な論文があったわけですね。彼は、1987年に最初にワーキングペーパーとして、はじめて研究を発表しています。どういう研究かというと、『アメリカの住宅はベビー・ブーマーが住宅市場に参入してきて、日本で言うなら団塊世代なんて言いますけれども、そうするとベビー・ブーマーがあつて価格が上がった。今度はベビー・バーストが起こって、人口がこれから将来的に長期的に減っていくので、アメリカの住宅価格は1987年から2007年までにかけて47%下落する』、いわゆる半分ぐらいになってしまうという研究発表があつたわけですね。このインパクトはすごく大きかった。非常に有名な方の研究発表で、47%という数字も非常に大きな値でしたので大きな論争を生んだわけですね。

日本は、これから長期的に人口が2006年にピークアウトしてずっと下がり続けていきます。そうするとMankiw and Weilが予測したように、日本の住宅価格は20年後に半分ぐらいになってしまうのでしょうか。

もう一つ、人口の構成もたいへん大事になってきます。マクロで人口がぐっと減っていくわけですが、実は住宅の需要は年齢によって需要の大きさが違うということが、Mankiw and Weilの研究の特徴です。

例えば、人口といっても1歳の子供の住宅需要といえればせいぜい1畳もあれば十分かもしれません。私は学生の時に、始め4畳半の所に住んでいましたので18歳の住宅需要は4畳半です。20歳の頃は1ルームマンションに引っ越して18㎡ぐらい。20歳の頃の住宅需要は18平米です。その後、大学院に行った時には26㎡のワンルームに住んでいましたので、24歳の時の住宅需要は26㎡でした。27歳で結婚し、40㎡のところに住みまして、27歳の世帯主としての住宅需要は40㎡でした。30歳で第一子が生まれ、第二子が誕生したぐらいの時に確か60平米の所に引っ越ししました。そして80㎡の所に引っ越しまして、今は柏に引っ越して74㎡です。

住宅需要は、年齢とともに変化していくのです。住宅需要が一番大きいのはきっと私ぐらいの年齢になってくるわけですね。そうすると家族5人ですから、今の潜在的な住宅需要は100㎡ぐらいですが、今は長女が寮に行きましたので1人減り、今年うまく合格すればまた1人いなくなりますので、今度は住宅需要が2人減るわけですね。それでまたあと3年経つと、私は子供がいなくなった状態の住宅需要になってしまう。今度は、住宅需要は年齢とともにまた低下していくわけですね。そういうことを考えていくと、人口の構成はたいへん大事になってきます。今、これから増えてくる部分はどこかということ、団塊世代の年齢帯の塊が上に上がっていくということですね。よ

く「2010年問題」とか言われていましたが、オフィス需要が大きく減ることもあります。夫婦2人で大きな家は必要としない人たちが増えてきますから、オフィスに続いて巨大な住宅需要の低下が見込まれます。そして、団塊世代が上に上がってきていますが、団塊世代のジュニアの方々は、需要の先食いと言われましたが、住宅を既にお買いになっている方が相対的に多い。その住宅需要が抜けていくと、下のところの人口が細くなっているかという気がするわけです。

この出生者数を日本の場合で見ると、こういう山があるわけです。これがベビーブーム(1947-49)、これがエコベビーブーム(1971-73)、第二次ベビーブームというような方々です。

それでアメリカの出生者数は、同じように1946年、戦後にエコベビーブーム(1980-90's)がありました。ここはベビーバースト(1965-79)と言われたのですが、アメリカの場合、ここから減っていくと予測されていたのですが、その後、随分と子供が増えていきました。それが最近の住宅需要を支えたということとなります。実はMankiw and Weilの予測がなぜ外れたのかが、いろいろと議論されています。「そもそも人口と価格には関係がない」が定説なのですが、もう一つは「移民を受け入れることによって出生者数が伸びている」ということも言われています。しかし日本の場合は、このような速度で落ち続けているマーケットですので、少しアメリカとは様子が違うということになります。

もう一つ、先ほど日本の住宅の価格を見た時に、85年から90年にかけて、この90年がピークなのですが、価格が大きく上昇しました。そして実は最近、もう一回、ここに上昇の山があるわけです。例えばバブル期がどのように評されてきたかという、過剰流動性が起こったといわれていました。プラザ合意後に、いわゆる円高を容認してきましたので、経済が大きく疲弊してしまうのではないかと危惧されました。それは大変だということで、金利を大きく下げるといふ金融政策がとられました。円高を容認し金利を下げる、そして金利を下げる中で過剰流動性が生まれ、不動産マーケットに大量のお金が流れて価格を押し上げたというのがその時に言われていたことです。実は、住宅市場だけに言うならば、大体30歳から44歳を一つの住宅の取得層と考えたときに、人口の山を見ると、実は1985年のバブルが始まる時に、戦後最大の住宅需要のショックが発生していたということです。実は過剰流動性でも何でもなくて、ここに大きな住宅の需要があったから価格を押し上げたことが予想

されます。

もう一つ、最近、1999年から2年前まで首都圏でも8万戸のマンションが売れたということが言われておりますが、それは別に景気が回復したわけでも何でもなくて、ここでいわゆる第2次ベビー・ブーマーの方々が住宅市場に参入し伸びてきているわけです。そうすると住宅需要がマーケットに対してインパクトを与えていたことも考えられます。このようなインパクトが加わった時にどのようなメカニズムで価格が変動するかは少し難しい話ですが、住宅需要という一つのショックがマーケットに加わったということだけを見ていただければと思います。

アメリカは2000年以降バブルが起こったと言いますが、実は同じように戦後最大の住宅のショック、需要ショックと経済学では言っていますが、そのショックは2000年ぐらいから起きているということがわかります。そういうショックが加わった時に、価格が動くか動かないかという問題がありまして、供給がきちんとついてきているなら当然、経済学的には価格は動かないことになります。しかし、供給に制約があれば、ショックが加われば価格が大きく跳ねることがあります。そのような構造だと見ていただければと思います。

ただし、こういう問題は、地域によって全然違うわけです。このグラフは、公示地価を使い、ヘドニック・インデックスで47都道府県別に作ったものですが、東京、大阪は大きく動いています。続いて、奈良などの関西圏の近郊地域や首都圏近郊が上昇しています。埼玉とか千葉とかです。でも、山口県はバブルの時にもほとんど動いていません。地域によって全く動き方が違うのは何となく想像できます。

実はアメリカも全体が動いていたわけではなく、カリフォルニア、ハワイ、フロリダなどは大きく動いていたのですが、実は動いていない地域が多くあったことが分かります。

この図はジニ係数という指標の動きです。まるで価格の変動ではないかと間違えてはしまわれるのではないかと思います。そうではありません。ジニ係数は不平等度を表す指数で、不平等度が大きくなれば大きくなり、不平等度が小さくなるとゼロに近づいてきます。

そうすると、アメリカも日本も同じようなことが言えるのは、実はバブルの時とか最近の地価の上昇は、その時のジニ係数、つまり不平等度が大きくなっている。つまり、一部の地域ではすごく上昇しているが、動いていない所もあり、格差が広がっていることが分かります。つまり、不動産価格の変動は、一国全体で物事を見ても分かることは少なく、やはり地域に分けて見ていかな

いとマクロ的な関係は見とれないということを示唆しています。

そこで、地域がどのように分類されるのかといったことを調べるためにクラスター分析と呼ばれる分析を、クラスターごとの変化のパターンを調べました。地価の変動のパターンは、首都圏から価格が上昇し、それが関西圏にとんで、そして中部圏やその他の地域に波及していったという経路をとったことが見えてくるわけです。

アメリカも同じで、住宅価格が大きく上昇している所は、カリフォルニア、フロリダという東部地域の一部の地域だけで他の多くの地域は実は動いていない。だからサブプライム問題で大きな影響が出てきているのは、全米で起こっているのではなく、住宅価格が大きく変動した地域に出ていることが分かります。

先週、12月末にアメリカに行った時に、NY連銀の方とお会いし、今から、100から300ぐらいの地方の銀行が倒産すると聞きました。昨年5月にもFRBの方とお話をする機会があったのですが、その数字は変わっていません。2番底があるかどうかなんていうことはもう「来るのは当たり前だ」ということを言っていて、金融安定化法案が骨抜きにされてもう打つ手がないのだと。ただし、商業系の不動産のいろいろな問題が今年いっぱいアメリカで出てくるのですが、それ以上に8倍から10倍のマグニチュードで起こってくるのが住宅債権の問題だと言っていました。そういう意味で、住宅価格の回復がすぐ待ち望まれています、この問題は一部の地域に集中していることが分かります。

続いて、住宅需要を見たいと思います。これは、1975年から80年、80年から85年、85年から90年、90年から95年と5年刻みでの住宅需要のショックと価格の変動の関係を、アメリカと日本で比較したものです。普通、両者に関係があれば、45度線上にくるのですが、実は、日本もアメリカも明確な関係が見いだせません。価格と需要は、いろいろな統計的な分析を試みたのですが、ほとんど関係がないことが分かります。実は、Mankiw and Weilの論文が出た後に大きな論争を呼んだのですが、その中で出てきた結論は、「需要と価格は関係がない。だから47%も下がることはないのだ」というのが論争の中で多くの研究者が指摘したことでした。1991年に批判論文集が出たのですが、その後、日本では大阪大学の竹田文雄先生が同じように検証されましたがやはり関係がない。我々が一国全体でなくて都道府県単位で見ても明確な関係がないということが出てきたわけです。そうすると日本の人口が減っていくから大きなマグニチュードで価格がこれから下がり続けることは、ありえないとい

う結論になってくるわけです。しかし、価格には反応しないが、当然、マーケットの取引量が減っていくことになります。オフィス市場でも需要は低下してくるのですが、その時には、やはり市場に対して影響が出てくることは当然なわけで、どのような影響が出現してくるのかといったことは慎重に分析していかないといけないということを読み取っていただければと思います。

もう一つ、住宅の需要のお話をする時にいつもお見せするのですが、これは私自身の住宅すごろくです。私は岐阜県の大垣市という所から上京して来まして、19歳の時に広尾で4畳半、3,150円の下宿に住んでいました。1畳700円という下宿でした。そこが危ないということで追い出されてしまいまして、20歳で20㎡、6万円のワンルームに引っ越ししました。24歳で目黒区の八雲で、大学院の研究室がある緑が丘まで歩いて帰れるようにと思いついて引っ越しまして、11万円の家賃でした。その後27歳で結婚して深沢三丁目にコンパクトタイプのアパートに引っ越しまして、40㎡で14万3000円でした。その後、子供が二人生まれた後、60㎡で21万円、80㎡で25万円のマンションに住み替えました。それで今、74㎡で9万8000円です。柏に引っ越ししたので非常に安くなりました。

ある意味、典型的な住宅すごろくではないかと思えます。このようにライフサイクルで住宅需要をみると、単身の住宅需要、DINKSの住宅需要、ファミリーの住宅需要と変化してくるわけですが、それは人口の年齢構成が変化することによって住宅需要がどのように変化するかをみるができるわけです。

もう一つ、世の中の変化というと、初婚年齢が2005年で平均30.4歳と上昇してきているのですが、それによってすごろくが変化してきています。例えば、僕は結婚してすぐに40㎡の所を借りたのですが、まずその結婚組数がずっと減ってきます。今、ちょっと学生が来ていますけれども、学生に今日、「結婚したい？」と言ったら、男の子はみんな「結婚したい」と言っていました。ゼミは半分女の子なのですが、「結婚したい？」と聞くと、男は全員「結婚したい」と言うのですけれども、女の子は半分ぐらい「結婚したくない」と言うのです。もう一つは、「子供が欲しい？」と聞くと、男の子はみんな「子供が欲しい」と言うのですけれども、女の子は「いらぬ」と言うんです。リクルートのゼクシィという結構情報誌を出しているのですが、将来、ゼクシィのマーケットがどうなっていくかについては、結婚の婚姻組数がすぐ影響しますので予測したものです。それをみると、これから結婚組数はずっと減っていきます。まず、団塊ジュ

ニアの人たちがピークを迎えて今、30歳半ばになってきましたので、まずその需要の中心が結婚市場からいなくなっていく。そして結婚したくないという人たちも結構増えてきて、結婚組数の成約率も落ちていくそうです。そうすると、いつも申し上げていますが、中途半端な住宅は結構厳しくなります。まず、DINKSで私が住んでいたようなマーケットは、結婚する人たちが減っていくのでパイとしてはすごく減っていきます。一方、シングルはずっとシングルでいたい人たちもいますので、比率としては今以上に伸びていく。

もう一つは、持家市場では需要の先食いと言うのですが、住宅需要はこれから大きく出てきますかとよく聞かれますが、リクルートのいろいろなアンケートの統計などを見ていると、先ほどの団塊ジュニアの人たちが、従来の速度よりも早く市場に参入してきていることが、ここ数年買っている人たちの平均年齢や年収が下がっていることからもうかがえるのです。今まで買うことができなかったような年齢層や所得層の人たちまで買っていたわけです。日本版サブプライムローンと言われていますが、今、いくら政策で住宅減税とかやっても、もう先食いしてしまっているのが、なかなか新しい需要を顕在化させることは難しい。パイもなくなってきていますし、パイの先食いをしてしまっているのが難しくなっています。もう一つは、賃貸で住んでいた人たちは、買える人はもう買ってしまっているというわけです。例えば、30歳での結婚はサラリーマン生活を10年ぐらい勤めていて、頭金がそこそこあるので、コンパクトタイプの賃貸をスキップして買ってしまっているのです。結婚と同時に買う、単身からファミリーの所有に行っているのが大きな傾向ですので、コンパクトタイプの中途半端な需要は特に大きく落ち込むことになっていくのではと思っています。

ただし、住宅需要の中でもう一つ重要なのが「地域性」だと冒頭申し上げましたが、人口がすごく大きく減っていく中で、やはり南関東だけは2015年ぐらいまでは伸びていく、まだ若い人たちが参入してくるということですので、全国一律に同じようなことが起こるというわけではありません。

地域別に、先ほどの住宅需要と価格の変化を見ると、やはりまだ東京、大阪は住宅需要の伸びがあります。価格はちょっと上がりましたが、青森とか山口にいくと、もう住宅需要はこれから低下して、大きな山を見つけることができないわけです。

当然、その30から34歳の人口はオフィスワーカーの数にも匹敵するわけですので、ある程度、写像すること

ができていくかと思えますので、そういう需要は地域によって出方が随分違うことになってくるかと思えます。

アメリカも実は同じだということになります。

それでもう一つよく申し上げることが、高齢化が進むとかいろいろなことがあるわけですが、では首都圏の住宅需要は、今、若い人が増えてきているから大丈夫だということをお願いしたのですが、団塊世代という先ほどの大きな山は10歳から14歳の時に首都圏に住んでいた方が181万人で、20歳から29歳の時が299万人ですから65%ぐらい人口が増えていきます。また新人類世代の1961年から65年のそれは33%ぐらいで、今度、団塊ジュニアはもっと少なくなって19%の増加です。

今日も先ほど学生に「家はどこ？」と聞いたら、全員が首都圏です。東京と埼玉しかいませんでした。僕は岐阜県ですから、僕みたいな人がこういう所にカウントされてくるわけですが、もう今、東京生まれか首都圏生まれの首都圏育ちという人たちがほとんどで、今、大学で教えていまして、地方から来る学生はどんどん少なくなってきています。そうすると、新規にここで出てくるような、僕は田舎から出てきましたので、東京で新しい住宅需要を創出したわけですが、新しい住宅需要が出てくるという構造がなかなか見出しにくい。年齢の構成が変化するというのもありますが、その中で需要の起こり方も変化してきているということが分かります。「結婚しても親の所から離れたくない、ずっとお父さんの所に住んでいきます」という学生がいて、パラサイトシングルとよく言われますが、本当に新しい住宅需要を創出する要素は社会構造的にも難しくなっているということだと思います。相続とかいろいろなことを考えると、なかなか住宅に対する需要は生まれにくい構造が、過去と比べても、人口の変化以上に日本の場合が出てきているのではないかなと言えらるかと思えます。これが住宅市場に関する私の分析です。

3. オフィス市場の展望

続いて、オフィス市場の話を少ししたいと思います。オフィス市場について、純収益(NOI)と資産価格(Capital Value)と新規家賃(New Rent)のデータを分析しました。これが資産価格(Capital Value)の変化です。この資産価格は鑑定で決定されているものです。これは新規家賃(New Rent)で全宅連さんの関係からご提供いただき、新規の成約家賃のデータを85年から最近まで都心5区だけ1万件ぐらいご提供いただいて、ヘドニック・インデックスをつくったものです。

純収益と新規家賃の指数の変化を比較すると、新規家賃の動きは2007年ぐらいにぐっと下がっています。継続家賃は、当然ですがほとんど動いていないわけですね。これもいろいろな研究がありまして、継続賃料が動かないという問題は、経験的にも実証的にも明らかにされてきているのです。継続賃料は、マーケットで新規賃料が動いたからといってパフォーマンスが変化するわけではなく、契約というイベントが起こって初めて賃料が動くこととなります。それでは、そのイベントが起こった時に、上に動くのか下に動くのかといったことが次に出てくるわけです。そうしますと、実際の投資物件のNOIのパフォーマンスは、粘着的で遅効性をもって動いてくることがわかります。

そうすると、新規家賃の指数が示しているような下落が起こってくるのは、契約の更改というイベントが起こったときに発生するわけです。契約の公開が発生すると、新規家賃指数が示しているところに向かってこのNOIも下がっていくわけです。

特に、オフィス新規家賃のピークが都心5区でいつであったかを新規家賃指数で見ると、2007年のちょうどリーマンショックが起こる前にピークを迎えています。2年前です。そうすると、この時に契約したものが昨年末ぐらいから今年にかけて契約の更改が発生するわけです。契約の更新時には、今のマーケットが崩れているから、当然、賃料を下げろという要求が出てきて、そしてマーケットの実質的な賃料の調整が行われています。

それでは、どこまで下がるのかといったことが重要になってくるわけです。長いトレンドで見ると、過去最も悪かった時の、都心5区のオフィス賃料の水準がこれぐらいの水準であると考えれば、これ以上下がることとはどういうことなのかということです。本当にこれ以上下がるかどうか分かりませんが、予測はできませんが、オフィスの家賃は「生産性によって決まる」ということをよく申し上げています。生産性によって決まるというのは、特に最近、企業不動産戦略を考えることが多くて、企業がどういうふうにか賃料を払うのかを考えると、自分で生産したものの中に、いわゆる儲け、付加価値額の中から従業員に対して賃金をいくら払って、そして家賃をいくら支払うのかを当然考えるわけです。

もし生産性が落ちてしまえば、当然、日本では雇用調整はすごく難しく、また、賃金を下げることも難しいので、当然、家賃を下方に修整するという圧力が出てくるわけです。

日本の生産性が「失われた10年」と言われた時と比べて、今の状況、今後の状況がもっとも悪くなるとい

うことであるならば、賃金の調整もまだそれほど大きく進んでいませんので、これ以上、下がるが出てくるかもしれません。

また、不動産投資市場ではキャップレートという指標が極めて重要なものとして扱われています。先ほどのNOIをこの割引率によって割り引いたものが価格になります。割引率は、理論的にはいろいろなことが言われておりますが、それを定量化することはすごく難しいのです。例えば、これはJ-REITのデータで、NOIを実際に取り引きされた価格や鑑定価格で割って求めたキャップレートですが、それは2005年ぐらいから下がってきて、4%ぐらいまで下がり、今、また少し上がりつつあることがわかります。

J-REITは企業価値としてみるができるわけですが、企業の価値を見るときに、負債と株価値の合計として見ることができます。そしてその会社が持っている資産という、J-REITの場合は不動産しかありませんので、そして収益も不動産の収益しかありませんので、そのNOIを負債と株価値で割ったときにどのような動きをしているのかを見ても、このキャップレートになります。インプライド・キャップレートと実務の世界では呼ばれています。

ではこのキャップはというところで決まってくるかということ、将来に対してすごく投資家が明るい未来を描いている時は、このキャップレートは低下していくことになります。逆に、不安になってくると、今度は上昇してくるわけです。この二つのキャップレートが逆転したのは2008年で、この辺でJ-REITが非常に大きく売られ株価値が下がった時になります。

キャップレートの議論をするときに、例えばキャップレートの変化によってマーケットがどう変わるのか、長期性の資金が入ってくればキャップレートがもっと落ちるのではないのかとか言うことを聞くのですが、それは違うと思っていて、例えば資金の、こういうキャップレートの状況では、市場に入ってくるお金の性質が変わるだけで、今、こういうような時こそ入れるお金もあるし、こういう時に入れられないお金もあると考えたほうが自然であると思います。

例えば、あそこで、5%で取り引きされたから、今の市場のキャップレートが5%かということ、その投資の裏側にある資金の性質を見ないと一概には言えないのです。しかし、今、マーケットの投資家が中心がどういうふうにか市場の見方をしているのかということ、この二つのギャップを見ていくといろいろな形で、見えてくるのではないかなといつも思っています。

ここで最後にオフィス市場のことで少しお話しておきたいこととは、バブルが崩壊してから非常に長い間、日本は調整に時間がかかったわけですが、なぜそんなに時間がかかってしまったのかということです。もう一つ、マクロ経済の世界では、不動産の話ではなくて、経済全体でこういうショックが加わると、先ほど純資産に対する需要が減りますということを申しあげました。つまり、世の中全体が過剰な設備になり、それを調整することが必要となり、調整が終わって初めてその企業が回復できることとなります。不動産市場で考えると、例えば、オフィスをつくりすぎたとすると、つくりすぎたものを調整し、何らか解消してあげればマーケットは回復することになるわけです。バブル期にどういうことが起こったかということ、僕らが学生の頃は神田の辺りでまだ住宅地が結構残っていた。でも今、お茶の水とかもうほとんど変わっています。昔あった自宅兼用だったカレーライス屋さんも洋食屋さんも全部なくなってしまいました。思い出してみると、バブル期の時にそういう住宅を壊して、ペンシルビルみたいなのをいっぱい建てたわけです。それで過剰にオフィスができ、バブルが崩壊するとオフィス市場にいろいろな問題が顕在化してきました。個人オーナーさんの問題もいろいろなテレビの特集もあったことを思い出します。そういう中でオフィスの賃料が下がっていったわけです。住宅ではどうかというと、住宅も上がりましたが、それほど大きく下がっていません。

ある大手のデベロッパーさんの依頼で神田の開発のコンサルタントをさせていただいたことがあり、その時にオフィスでいくのか、住宅でいくのかと悩んでいらしたんですね。ちょうどバブル崩壊直後の90年代の半ばぐらいだったと思いますけれども、当時、いろいろな所に調査でヒヤリングに行くと、あの辺は出版社などが結構多くて、住宅の需要が結構ある。地元の不動産屋さんに取材すると、住宅だと坪で当時12,000円ぐらい家賃がとれるという話が聞こえてきた。それでオフィスはどうかというと、もう1万円の家賃もとれませんなんていうことがあったわけです。住宅とオフィスの家賃のギャップが生じていたということがあります。その時にちょっとヒントを得て、そういうレントギャップをきちんと測定してあげようではないかと。そのレントギャップが起こった時に、土地利用は本当に過去20年間ぐらいで変わってきたのかどうかを調べてあげようということを分析したわけです。

1991年に東京にオフィスビルは大体5万棟ぐらいありました。その時に、この5万棟のオフィスビルに対して、その時のオフィスの家賃水準を、ヘドニックアプローチ

で計算しまして、仮に同じビルを住宅に転用した場合にいくらの家賃がとれるのかを計算し、その時に住宅の方がたくさん家賃がとれるビルが、2004年ぐらいにもう1万2,000棟ぐらい出てくる。つまり、僕が住んでいた目黒なんかにはオフィスがばんばん建ったりとか、なんでこんな所にこんなオフィスが建つのだろうと当時思ったのですが、そういう所はもう住宅にしたほうがいい所がいっぱい出てきているわけです。実際には、きちんと土地利用の転換がなされていて、1万棟のうち4,000棟ぐらいは、オフィスから住宅に戻してあげるみたいなことが出ていることがわかりました。そうすると、先のバブルの時は、オフィスをいっぱいつくりすぎてしまって、そしてそれをもう一回住宅に戻す、他の用途に転用するという形で、ほかの需要で首都圏のマーケットの歪みを吸収してきました。そして全体の過剰な設備を吸収して、市場の回復が2000年代の前半ぐらいになってくるわけです。そしてそこにファンドのお金がきちんと入ってきた。そのことによってもう一回、マーケットが成長したわけです。

しかし、今回どうなのかということですが、2006年のデータを今、入れまして新しい計算をやっている最中で、まだきちんとした計算ができていないのでお話ができませんが、随分と大型のビルができていたりとかして、簡単に壊すことができない。しかし明らかに過剰なストックになってきている。それを吸収するものが、かつては住宅を中心に置き換えることによって再開発なんかを通じて調整ができたのだけれども、これからこの金融危機というショックが終わった後に、その需要を置き換えていくようなものというのは、先のバブルの時以上に厳しいのではないかなというのが実は感覚として今、持っています。市場が成長しない限り、余った不動産を吸収できないのではないかと危惧しています。

その成果は今年の6月にミラノで開催されるヨーロッパの会議で発表することが決まっていますので、少なくとも今年の4月、5月ぐらいまでには研究は終わりたいというふうに思っておりますが、またそういう成果が出たらお示しできればというふうに思います。

そうすると、こういう資源配分にそのような過剰な設備や歪みが生じた時に、マクロ経済の回復を考えると、バブル期と今回を比較すると、その解消コストはきっと何倍にも大きくなっているのだろうなという気がします。それを解消させていくために、ここは市場のメカニズムではどうしようもないので、政策的にどういうことができるのか極めて重要な問題として出てくるのではないかなと思います。

需要による吸収は当時はできた。また投資資金による吸収が、例えば投資資金がまた日本に入ってきて、ちょうど調整が終わりつつある頃に J-REIT だけでなく世界的な投資の金余り現象があって、投資資金が日本にきちんと入ってきてくれましたので、それを吸収していくことができたのですが、それがどこまでできるのかは分かりません。

企業不動産戦略ということ、96年に初めて国土庁からテーマをいただいて研究させていただいたことがきっかけだったのですが、当時、通産省からご出向されてきた若い方とやっていたのですが、その時にはまさに同じ問題意識がありまして、法人が過剰な設備を持っている時に、それをどう解消していくのかということでした。最近ちょっと企業不動産戦略は違った形でとらえられてしまっているのですが、私の中では企業不動産戦略は、そういう過剰に抱えてしまった設備とか、まだ足りない所もあるわけですから、その資源配分のひずみをどういうふうにそれぞれが調整していくことは非常に重要な問題で、これがこの問題と実はリンクする話で、政策的にそれをやらなくてはいけない。それをまた何かの刺激を与えて企業の不動産戦略をもう一回再検討しながら、そして新しい適正な所に資源を配分し直して、もう一回経済を成長していくような絵を描いていくことは非常に重要な問題ではないかと思えます。

ある会議で、大手のデベロッパーさんの専務さんに言われてふと思ったのですが、日本が成長していく時に、アジアがどういう所で成長できるのかということがあります。アジアにおける比較優位ということですが、ちょうど昨年は3ヶ月間、海外にいまして、一年の4分の1は海外から日本を見ていたのですが、すごく寂しいのは、よく申し上げるのですが、ロサンゼルスにいてもニューヨークにいても日本のニュースはほとんど見る事ができません。でも、中国のニュースや韓国のニュースは結構見れるのです。政権が変わった時にはイギリスにいましたが、BBCでも日本の政権が変わったニュースは1分ぐらいで、「ジャパニーズ・オバマが誕生した」みたいな何かおかしなニュースが流れていました。学会に行っても、企業の方と話しても、何の話題にも上らないぐらいで存在価値がない。それでよく最近申し上げているのですが、今、日本はローカルシティ、極東のローカルシティだとよく言われますが、ヨーロッパから見ると本当に東の端のすごく小さな島国、地方都市なのです。先ほど山口県の話をしました、今から十何年前に建設省から北九州市の市長になられた末吉市長さんと、下関では東亜大学から行かれた江島市長さんがおられて、そのエ

リアでシンポジウムをやるということで、お世話になっていました東大の稲本洋之助先生と末吉市長が同級生だったご縁でご訪問させていただいたことがありました。その時に、この地域の活性化を考えてみてくれと言われ、みんなでいろいろな議論をしたのですが、なかなかいいアイデアが出てきませんでした。地方都市はその後、人口がどんどん減っていく過程の中で、中心市街地の活性化とかいろいろな施策が打たれましたが、きちんと成長するような地方都市がどれだけあったかということ想像していただければいいと思います。それが世界の中では、一つの町を国と置き換えてみたときに、中国とかインドとか伸びているような所が当時の例えば東京であったと考えれば、この日本というのは巨大な地方都市は、当時の地方都市として捉えることができる。それでは地方都市の末路は我々知っているわけで、日本の末路は人口が減っていったって……ということを考えていくと、大きな危機感を持たなければいけないと思っています。でも、地方都市の中でもすごくうまくいった地方都市もあるわけです。それは政策がうまくいったからです。そういう意味で、今こそ本当に、そういう地方都市にならないように政策をどういうふうにやっていくのかは、民間の力ではもう限界になってきていますので、極めて戦略が大事だと思っています。ただし、オフィスワーカーは減ってきていると言うのですが、実は統計上は93年には355万人で都区部のオフィス人口はピークアウトして減り続けているのです。それでも元気なオフィスビルはいっぱいあります。マネージメントがうまくできている所はきつうまくいくわけです。そういう選別が明確に出てきているだけであって、人口が減っているから、需要が減っているから価格が下がるとか大変になるということではなくて、一個一個の不動産の運営によっても全然パフォーマンスが変わってくるということではないかなと思っています。

4. 新しいリスクと向き合う：金融危機から何を学んだのか？

11月にロンドンの学会に出た後、時間がありませんでしたので、投資家が300人ぐらい集まるイベントに出ました。毎年、イギリスのブライトンという町で3日間会議がありまして、それに2001年からずっと出ておまして、今年で8回目だと思います。その時の議論でおもしろかったのは、最初のスピーチで、UBSのアセットマネージメントのDavid Buckeという方が、今回の金融危機で何を学んだのかというテーマでのセッションで「不動産投資リ

スクとして特に注意しなければならない問題は、流動性リスクである。昔から言われたことだか、流動性リスクがどのようなものであるのかを実感した。そして、それと合わせて不動産鑑定評価リスクが存在する。加えて、不動産の選別を注意深くしなければならない、といったことを学んだ」ということを言っておりました。鑑定については、日本にはあまりないと私は自負しているのですが、比較的こういう問題が起こる前に、証券化不動産の鑑定評価基準を改正したりとか、今、アメリカとかイギリスでいろいろな改正をしようとしていることに先駆けて、早い段階でいろいろな手を打つことができた。モニタリングシステムとかをつくって、今、アメリカやイギリスがやろうとしているようなことを、2年ぐらい、バブルが崩壊する前にやっていたので、こういうようなことは起こりにくくなっているのですが、アメリカではまだそういうリスクがすごくあったということを書いていました。まあ、鑑定の話は、今日は置いておきます。

もう一つここで言いたいのは、不動産の選別を注意深くしなければならないということです。つまり、マンハッタンのオフィスビルだからとか、東京のオフィスビルだから大丈夫だと思って投資をしていたら、そうではなかったと。東京でも、このビルは良かったけれど、このビルはだめだと。ロンドンでもシティだったら全部良かったかという、ものによっては全然パフォーマンスが落ちてしまった。悪いものが一個でも混ざれば、そのファンド全体のパフォーマンスが大きく低下してしまうことを学んだということを書いていました。だから、リスク分散が言われ、いろいろなリスク分散をして混ぜてしまえば大丈夫だと言われたのですが、その中に一個でも変なものが混ざると、こういうようなファンドは大きなダメージを受けることを学んだと。

サブプライム問題もそうですね。劣悪なサブプライムの債権が少しでも入っているというだけで、そのファンドの価値、投資信託の価値がなくなってしまったと同じことです。そうすると、一個一個の選別は、悪い中でもすごく良くなっているものと、もうそれ以上に悪くなっているものということですから、平均的な代表性で市場を見てはいけなくなっているわけです。

また、これはプロパティ・マーケット・アナリシスの Richard Barras さん、オフィス賃料の予測、リスクアナリシスやコンサルタントをやっている方の話では、「不動産市場において低炭素社会の実現に向けた努力は必要不可欠である。それが大きなリスクになるであろう。不動産市場に関与する者は次の 10 年においてこの問題

の大きさに向き合うことになる」ということを書いていました。つまり、これから金融危機後において、今、新しいリスクと我々は向き合わなければいけない。例えば、ファイナンスリスクもそうかもしれません。そして、もう一つは環境のリスクがあるわけです。もう一つ、この会議では 2004 年か 2005 年だったと思いますが、ハーミーズというイギリスの巨大な年金基金の不動産投資の当時のトップで、今はこのハーミーズ全体のトップになっています Rupert J. Clarke さんには、いつもいろいろなことを勉強させてもらっていますが、彼が 2005 年から 2010 年に向けて投資をしてもいいと思っている相手は、[金融の洗練された技術を持っていることが大前提だということを書いていました。やはり、金融のリスクはすごく高いことを分かっていたわけです。そうするとこの金融のリスクと環境のリスクは大変重要になってくることになります。今、2008 年以降、黒字倒産がすごく出てきました。金融危機というショックが加わった時に、今まで黒字だったにもかかわらず、いろいろな会社が倒産していきました。なんでこんなことが起こるのかということになるわけです。また、J-REIT の破綻などが出てきたのが 2008 年以降だと思います。貸し渋りとか貸しはがしとかが言われたのですが、金融機関の皆さんの方がご専門ですが、サブプライム問題のことを解説してくれと言われて 2007 年の 4 月 7 日だったのですけれども、大手の不動産会社さんの社長さんたちが集まる会で話をさせていただいたことがあります。まだリーマンショックが起こる前だったわけですが、私はその時に「予測はしてはいけない」と言われていましたが、「経済に対して非常に大きなダメージが与えられます」ということを申し上げました。なぜならば、先ほどのクレジットサイクルの問題ではないですが、そういう問題が起これば金融システムが不安になる、金融機関が不安になるとお金の流れが悪くなる。ではなぜ悪くなるかという、金融機関のビジネスモデルを考えればいいわけですが、自己資本規制が国際的なルールの中であるわけです。自己資本規制は、ある自己資本を分子にもってきて分母にリスク量をとっていきます。この自己資本は、有価証券や不動産とか、銀行が持っている資本によって構成されていることになります。そうするとショックが加われば、不動産の問題とは関係なく株式市場で株価が下がれば、金融機関は時間差を持って行動を変化させることは予測でも何でもなくて、制度的に必ず起こることなのです。そうすると今度は自己資本が下がります。また、さまざまな金融債権を持っていますが、金融債権も下がります。そうすると、自己資本の 8%を維持しようとすれば、当然、

リスク量を減らす必要があります。リスク量を減らすというのは、貸出債権を減らすことになります。そうすると、先ほどのクレジットサイクルで、貸出しが少なくなれば、不動産の需要も減り、当然、企業は資金繰り、資金の循環がおかしくなることが分かってくるわけです。そのような循環が今、不動産のマーケット、不動産の実体経済に大きく出てきたということです。この中に不動産が入っています。不動産の査定が下がれば、さらに厳しく、債権を減らす必要が出てきます。だから、金融機関は一生懸命にこの自己資本の増強をやっているというのが今の状況であると思います。

企業不動産戦略の話は少し飛ばさせていただいて、環境の話をしていきたいと思います。企業不動産戦略については、『企業不動産戦略-金融危機と株主至上主義を超えて』という本を高 巖先生という、私どもの大学の学部長と御一緒に、そして何人かの方々にお書きいただきました。一緒に出版させていただきました。その中で書いたことは、企業が考えている企業不動産戦略は企業の価値をいかに高くしていくかです。株主に対する価値をどのように貢献していくのかもそうです。その中で、日本と随分意識が違うのですが、海外の方々は、自分の企業価値を高めるために環境などを含めた社会的責任を果たしていこうという意識、そして情報開示をしっかりしていこうという意識がたいへん高いことです。株主に対する責任をきちんと果たすために社会的責任を果たさなくてはいけない。これは企業の価値に反映されてしまうから。例えば、社会的責任の一つの中に環境という要素が今求められているのであれば、そこにきちんと入っていく。そこを中心に、例えば立地していくとか、所有していくとかいうようなことが重要であるとなってくるわけです。

不動産に関する環境コードというものがイギリスで発表され、ちょうどその時に私はロンドンにいましたので、出ないかと言われて、テムズ川沿いのビルだったので、出席しました。その翌日に、「環境に配慮した不動産は、その不動産の価値が高くなるのではなくて、その企業の価値に影響するのだ」とファイナンシャル・タイムズが書いていましたが、実際、そのような構造になってきているわけです。そうすると、不動産を運用する立場からすると、そういう環境がもしかしたら選別の要素になってくるかもしれない。ただ、日本の場合はまだそこまでできていないので、高い家賃を払うことを株主が認めてくれるかというそれはありません。ただし、世界的な潮流の中ではそういうような動きが出てきているということでもあります。

よく、高先生が企業の社会的責任に関する研究を始めたときに、「その行動が株価に影響するのです。その行動ができていない会社は淘汰されていくのですよ」といつもおっしゃっていました。CSRの一環の中に、不動産と環境が組み込まれつつあるわけですので、責任ある不動産投資の中に環境という要素が加えられてきて、今後、不動産の価値にどうなってくるのかということを考えることは、企業価値を考えることとなるわけです。

不動産の価値は、実際、家賃と、割引率によって決まってくるのですが、その家賃が高くとれるかどうかが一つ重要なファクターになってくるかもしれません。しかし、私はあまりこれを信じていなくて、「環境に配慮すると家賃が高くとれる」ということがいろいろな海外の研究ではできてきています。しかし、環境不動産のプレミアムは、例えば市場全体の中で5%ぐらいしかない環境配慮型の不動産をみんなが競争的に獲得するようなことになれば当然高い家賃がとれます。では環境不動産が10%になった、50%になった、80%になったではどうなるかということ、残りの20%が市場から淘汰されるだけで、プレミアムがつくとはやはり言えないのではないかなと思っています。例えば「200年住宅だと高い価格が売れますよ」ということを主張することに対して、私はすごく反対しました。なぜなら、マクロ変動の中で、家賃とか価格は価格が2倍にもなった時もあるし、半分にもなることもあるわけで、そんなものに配慮したからといって、儲かると言ったって、それは国民をだますだけだと思っています。「それに配慮したからいいんです。高くとれるのです。」というのも、一時的には今、高くとれるかもしれないけれども、不動産は車と違って耐久性がすごく長いので、10年も20年も常に5%も余分な家賃がとれることはないと思います。では、意味がないのかということですが、ここのリスクプレミアムは随分変わってくるという気はしています。

例えば10年、20年先を見据えた時に流動性を失ってしまうかもしれません。例えば、そういうようなものはもう取引ができなくなる。旧耐震、新耐震と同じように、今から10年後に取引をした時に、今、建てているものでもそういうものに配慮されていないと投資家が嫌ってしまうみたいなことが起こると、流動性リスクがすごく高まってしまい売れなくなってしまう。

また、ファイナンスのリスクで、例えばファンドが登場して、ここ10年ぐらいで適法性がすごく問われてきています。違法建築物かどうかとかいろいろなことをエンジニアリングレポートで取ることで調べることが当たり前になりました。10年前とか20年前に建てた建物も当

然問われたわけです。そういうような場合にファイナンスがつかないことは随分、我々は経験し、ここ7~8年で学習したと思います。この環境に対する適用性が出てくると、価値を大きく下げってしまう可能性があるのですが、むしろこの「家賃がたくさんとれる」とか「今、高い価格で売買される」とか以上に、こちらの問題に環境の問題は配慮していかなければならないと思います。そうすると、このリスクプレミアムを将来において避けていくためにも環境に配慮することが必要になるのです。つまり、イギリスで議論されているのは、環境不動産という概念ではなくて、「サステナブル」が議論されているのです。「価値をどれぐらい持続できますか？」ということが議論されています。はっきり言って、投資家は環境に良い悪いなんかどうでもいいのです。でも、先ほど申し上げたようなリスクに将来さらされてしまうと、すごく大きな損失を受けるかもしれない、そうであるならば、きちんとしたサステナブルを見ようじゃないかということです。サステナブルの条件という、例えば、イギリスとかヨーロッパでは今、温暖化で海面がどんどん上昇してきていますので、例えばセーナ川とかテムズ川の氾濫リスクが高まっている。そうすると氾濫した時にどういう対応ができるのか、どういうリスクを被るのかをきちんとケアしていきましょうとか、まずはその地球環境の温暖化などの気候変動に対してどういう適応性を持っているのかを見ています。その中の一環として例えばCASBEEやBREAMという認証制度があるのですが、そういうようなものをうまく組み入れていこうという動きをしています。ですから環境不動産はそういう視点でぜひ見ていただければと思います。

最後に、今日のサブタイトルにあります「不動産市場が回復する日は来るのか？」について少しお話をしたいと思います。これはご日本不動産研究所の「市街地価格指数」です。私は、社会人になりましてからは、市街地価格指数をつくらせていただいたりとか、全国賃料統計の立ち上げをやったり、リクルートでリクルート住宅価格指数をつくったりと、社会人1年目からずっと土地統計をつくることをライフワークの一つとしてやっているわけです。

この市街地価格指数は、1955年から価格の変動を見ることができる唯一の長期指数ですが、日本で大きく3回、ここを入れれば4回、価格の上昇がありました。1回目は高度経済成長期の工業地の上昇。2回目が列島改造時の住宅地の上昇。3回目がいわゆるバブル期で、工業地、住宅地、商業地の上昇。ここでは住宅地も上がりましたから、商業地から端を発して住宅地にも波及しました。

最近、中国からの留学生を指導して修士論文をまとめました。彼女の研究テーマは「中国の資産価格のバブルがはじけたら、中国は日本と同じように、失われた10年、経済的な停滞を迎えるのかどうかを考えたい」ということでした。結論は、「中国はすぐにはそういうことにはならない」ということです。なぜかということも含めて見ていきたいのですが、まず日本の工業地の上昇は、2次産業が大きく成長する時でした。日本が経済大国の仲間入りしようとする時で、日本で安く物をつくってアメリカなどの海外に売っていくための工場が必要だということで日本中の工業用地が不足し、価格が上昇したことになります。それにはきちんとした実需があり、その時の産業構造的には2次産業が非常に大きくウェイトを占めたわけであります。これがそういう経済成長というマクロショックだったわけです。これがなくなったとしても、一時的に調整がされたとしても、次に何が起こったかという、田中角栄さんの列島改造です。これは、国土の構成を変えて日本の都市化をどんどん進めていった時期であります。そうすると都市における住宅に対する需要が大きく膨れ上がって、価格を押し上げたというバブルが発生しました。

3回目は、これは日本が2次産業から3次産業に、いわゆる金融業、サービス業へと大きくシフトしていく時代で、第3次産業の中に大きな不動産の需要をつくったわけです。いわゆる国際金融都市とか当時、言われておりました。過剰流動性だけでなく、やはり、大きな需要のショックがあったわけです。それぞれに需要のショックが加わっていたわけです。その需要を支えるための資源としての不動産が非常に重要で、当然、騰貴した時も随分ありました。バブル的な要素もすごくあるのだけれども、でもそれを支えるような住宅地の需要またはオフィスの需要が存在していたわけです。2次産業から3次産業に転換する過程で、工場の労働者からオフィスワーカーになる中で、需要をつくり価格を押し上げたということがあります。しかしその後、長い期間、失われた10年と呼ばれた経済停滞が起こったわけです。なぜそれが起こったのかというと、今度、日本で新しい需要として何を創出することができたのかということになります。産業構造の変わり目は、例えば、1次産業から2次産業への大きな変わり目、2次産業から3次産業への大きな変わり目、そのような産業構造の変化の変わり目ではものすごく需要が突出して出てきます。都市化という構造が起こってくる、これは空間的な入れ替えです。産業ではなくて空間の入れ替えです。そうすると、この後ずっと長いこと、日本経済そのものが低迷していたわけです。

が、新しい産業を創出することができず、そしてそれに対して向かっていくような資源としての不動産がどれだけ必要とされなかったということであったのではないかと思います。

例えば、新しい産業が生まれても、不動産に対する需要が少ないような産業、例えば IT のような技術が伸びていくことを考えてみると、IT 産業を伸ばしていく時に、不動産について、例えば 2 次産業や 3 次産業でもたらしただような需要が必要になるのか。例えば、都心のような特定の空間に対して需要が発生するのか。例えば、オフィスという **Face to Face Communication** がすごく大事だから一箇所に集中していなければいけないから、都心に集まってきてみんなが働きましたが、例えば違うような産業が出てきたときに、どこにいても同じようなことができる、IT が一つの典型的かもしれませんが、日本にいないでもいいかもしれません。地方にいてもいいかもしれない。**Face to Face Communication** を必要としない産業がもし伸びてくるのであれば不動産はそれほど必要とされてこない。また違う産業かもしれません。そういうような中で、新しい需要を生むことができなかったことによって不動産のマーケットをより低迷させてきたことになるかと思えます。

住宅の需要も、団塊世代のジュニアの大きなショックも一巡してしまいました。そうすると住宅需要で大きなショックが出てくることは予想しづらい。そうすると産業の中で新しいショックが起こるようなものが出てくるのか。産業のショックが起こっても、例えば 2 次産業は最も不動産を使う、広大な土地を使う産業ですが、そういうショックが出てくるのか。3 次産業も集積してオフィスの需要が必要な産業ですが、そういうものが出てくるのかどうか、日本の不動産市場が回復するかどうかはその辺にかかってくると思います。しかし、回復しないと、不動産が担保ですから、日本経済は先ほどのクレジットサイクルがネガティブなほうへ動いてしまうという問題になってきています。だから、不動産市場が回復しないと日本のマクロ経済も非常に厳しい状況になっていくこともあります。だから、この辺は当然、一緒になって回復させていかなければならないわけですが、先ほどアジアのローカルシティになってくる可能性がある中で、今、どのような日本全体の国土の絵、産業の絵を描いて、次に我々が将来に向かって成長していけるのかを考えることは非常に重要だと思います。

今日、学生に将来、夢があるのかを聞いたのですけれども、将来のリスクのことばかり言っていて、夢らしい夢は誰も語れませんでした。今の 22 歳の子たちがもっと

もっと将来に対して明るい未来を描けるのか、それが **forward - looking** ですから、みんなの期待が高くなると価格は上がりません。みんなが不安だと言っている限りは価格をもっともっと押し下げてしまうのが先ほどの、クレジットサイクルの 2 番目の問題です。

若い子たちが将来に明るい未来を確信してくれるような社会をうまくつくっていくことが我々の責任ではないかなと思っております。時間になりましたので、これで終わらせていただきたいと思えます。どうもありがとうございました。