

1. インバウンドの動向

最近、中国や香港からのわが国不動産への投資がクローズアップされることが見受けられた。インバウンド（外から中へ）といえば消費を連想するが、外国企業の直接投資については、不動産のみならず日本への投資がなかなか伸びず、政府も苦慮していた。最近では、外国人観光客の増加を見越して、ホテル・旅館等に投資してくる案件もあるという。

経済学は、参加者の内外を問わず、市場が活性化して、不動産に関する情報が流通し、最も必要としてくれる投資家に最も高く売れることで不動産の生産性に見合った売却ができることを評価するのである。正当な価格形成が行われれば、不動産の生産性に適った資源配分が可能となる。そのためにも、情報収集コストが低下し、情報の非対称性が減ることが望ましい。また、不動産の譲渡所得税が高すぎるとは、取引を阻害することになる。さらに、都市部において、容積率規制が厳しすぎるのも取引を阻害する要因となる。

不動産へのインバウンド投資は増えているのか。年刊不動産投資市場のレポートである「グローバル・インベストメント・アトラス」(CUSHMAN&WAKEFIELD、2019.3.15)によれば、2017年は1.68兆ドルであったが、2018年は1.75兆ドル。2017年の日本については前年比31%増であったとしている。同レポートによれば、世界平均のPrime Yieldは、2009年の7.7%をピークに低下が続いており2018年は6.2%と想定。Prime Yieldと借入金利のギャップを考えると、わが国には、そこそこの誘因があっても不思議ではないかもしれない。2019年投資予想は横ばいであるが、金利上昇懸念は小さくなっているとのこと。

2. 個人投資家の動きと直接投資(企業からの投資)

佐藤^①は、個人投資家のインバウンド投資は、2015年は活発化したが、2016年には鎮静化したという。この分野は業界データがなく、マーケットからのヒアリングによって実態を探ろうとしている。海外個人投資家の対日投資動向を大きく左右するのは、①為替レート、②不動産価格、③中国または世界経済の状況、④自然災害であるという。円高では日本の不動産は割高感が出る。2015年には東京都心の新築マンションへの投資が増加したが、物件供給が頭打ちとなり、価格が急騰した。割高感が出て、関心が中古マンションに移ったという。首都圏新築マンションの最近までの供給を見ると、リーマンショック後の水準にまで低下してきている。国内外からの需要が抑制されているものと見られる。中国経済の減速は、即、中国人不動産ツアーの減少につながったという。地震リスクは意識されているだろうが、熊本地震のあと市内の建物に大した損害が出ていなかったことから、災害リスクが需要抑制に働いたものとは見られないとしている。2016年に入って、ホテル投資が主流となったが、国内ホテルオペレーター、リート、ファンド等との競争もあり、情報格差等から個人投資家が有利とはいえないので、大きくは増えないだろうとのことである。佐藤は、一時的なマネーゲームの対象としてではなく、例えば、温泉宿の再生の試みなどの投資は続いてほしいし、続くのではないかと。何より心配なのは、日本経済の長期停滞であり、投資を呼び込むためには何とか健全性と活気を示さねばならないという。外国からの

投資は、対象国の経済次第というのはその通りであろう。

3. 不動産業への対内直接投資

外国企業からの投資はどうなっているのか。財務省の対外対内直接投資のデータを見ると、2017年の中国からの不動産投資は10億円となっている。近年で最大は2015年の18億円である。シンガポール、台湾は流出（マイナスの投資）、香港は外国では最大の332億円である。暦年で追うと、合計投資額は2014年の265億円、2015年が-177億円、2016年が343億円、2017年が535億円となっており、増加傾向とあってよいが、金額の水準は低い。2018年に入っても増加傾向は続いており、第1四半期186億円、第2四半期260億円、第3四半期81億円なので年率推定で703億円となる。直接投資には株式購入（10%以上）も入っており、不動産の購入だけではないことに注意する必要がある。

4. 不動産投資はどうか

前述したように、投資が増えて、市場が活性化され、結果として効率的な資源配分につながるためには、海外からも投資が増えていく必要がある。ただ、そのためには、日本経済への信認が求められる。渋沢^②は、外国人から見た東京の不動産について、いくつかの海外論調を紹介している。香港の投資家にとって、足元での不動産価格は高止まり、リターンが3~4%に下落しても、まだ魅力はある^③（サウスチャイナ・モーニングポスト(17.7.7)）。日本の不動産は安い。香港でちょっとしたアパートを買える金があれば、日本ではビルが1棟丸ごと買える（同上）。日本の不動産はグローバルな視点からは非常に安いから、外国人は買い漁る（ブルームバーグ(17.6.7)）。一方、東京の不動産に限れば、価格は十分高いとする見方も紹介されている。インベスト・アジア(17.8.12)の記事を引用して、次のように言う。東京の不動産価格は高いが、香港やシンガポールとは理由が異なる。外国人投資家は東京の不動産の価値を高めようとは考えない。インフラも充実し、生活水準も高い。だから、不動産価格も高いのは当然だ。しかし、人口減少と末期的に弱い経済を考えると、この都市の不動産に投資を行なうことは、どう考えても割に合わない。つまり、一時的な資金の置き場所としてはあり得るかも知れないが、長期的な視点で投資して儲けるというのは考えられないということであろう。不動産市場が効率化していくためには、不動産の生産性に見合った投資が行われる必要があるが、渋沢が引用している記事の内容からは、日本、特に東京の不動産への投資が不動産の生産性を高めるような方向で行なわれているとはいえない。譲渡所得税には5年を境として異なる税率が適用されている。5年以内で手放すと30%、5年超だと15%である。住民税率も前者は9%、後者は5%である。上記のような動機を外国人が有しているなら、5年を少し超えた時点で出ていくだろう。だからといって、外国人を優遇するような税制が望ましいかは経済学的には疑問である^④。市場の参加者が均等な条件で意思決定をすることが望ましいのである。外国人は日本の不動産を自由に購入できる。これは日本人との差がない^⑤。現在までの推移を見ると、市場の効率化に資するというメリットを追求したほうが得策かもしれない^⑥。

(参考文献等)

(1)佐藤秀幸「外国人の日本への不動産投資」(日本不動産業会誌、第30巻2号、2016年9月)

(2)渋沢詠一「外国人から見た東京の不動産—安い未来はないという残念な現実」(2018.10.2付のHPから)

- (3)前述した「そこそこの誘因」というのは、このレート（リターン）と極度の低金利下での借入金利の差が大きいということである。なお、2019年は予想以上に世界経済の減速が見られるかもしれないが、金利上昇の懸念は薄れるとしている。
- (4)都心のタワーマンションの中古物件には日本の富裕層が節税目的で投資したという（佐藤⁽¹⁾）。これは資源配分を歪めている。そういうことを見越して、過剰な供給がなされていないだろうか。
- (5)外国人所有の物件で登記が行われずに相続ということになると、国内に戸籍も住民票もないため、所有者確定が極めて困難となり、所有不明化が一層進む可能性がある(吉原祥子「人口減少時代の土地問題」(中公新書、2017年7月)、p46~47)。
- (6)例えば、マンションが1棟分すべて外国人所有となったときに、マンションの運営はどうなるのかといった不安の声がでたらしい（佐藤⁽¹⁾）。

(参考表) 世界の不動産投資動向

	EMEA	Asia Pacific	Latin America	North America
2007年	424,208,939,644	284,353,214,932	12,526,140,489	573,886,488,750
2008	251,811,778,079	173,038,865,246	11,763,098,209	176,607,466,531
2009	134,263,530,303	239,957,756,095	4,276,030,522	67,825,884,384
2010	179,738,825,806	389,931,585,310	9,729,334,019	156,067,804,716
2011	218,418,827,976	428,363,058,462	13,779,156,750	239,443,403,725
2012	208,588,366,827	467,007,654,731	8,406,668,182	305,641,192,969
2013	270,832,275,433	667,269,749,053	11,014,237,118	369,477,485,516
2014	330,621,200,660	574,984,336,169	9,325,622,002	425,167,821,274
2015	373,470,654,849	529,152,028,846	6,636,648,852	535,395,792,405
2016	318,405,872,511	623,093,315,307	5,777,264,303	489,577,041,641
2017	370,842,325,149	836,526,431,851	6,005,545,818	466,798,801,388
2018	330,944,440,179	866,182,728,887	3,534,279,401	545,837,909,864
2019年(予測)	339,218,051,183	874,844,556,175	3,746,336,165	529,462,772,568

(備考) 1. 「Global Investment Atlas」(CUSHMAN&WAKEFIELD, 2019.3.15)

2. 単位は米ドル。EMEAとは、欧州、中東、アフリカ。

(妹尾 芳彦)