

【ポイント】

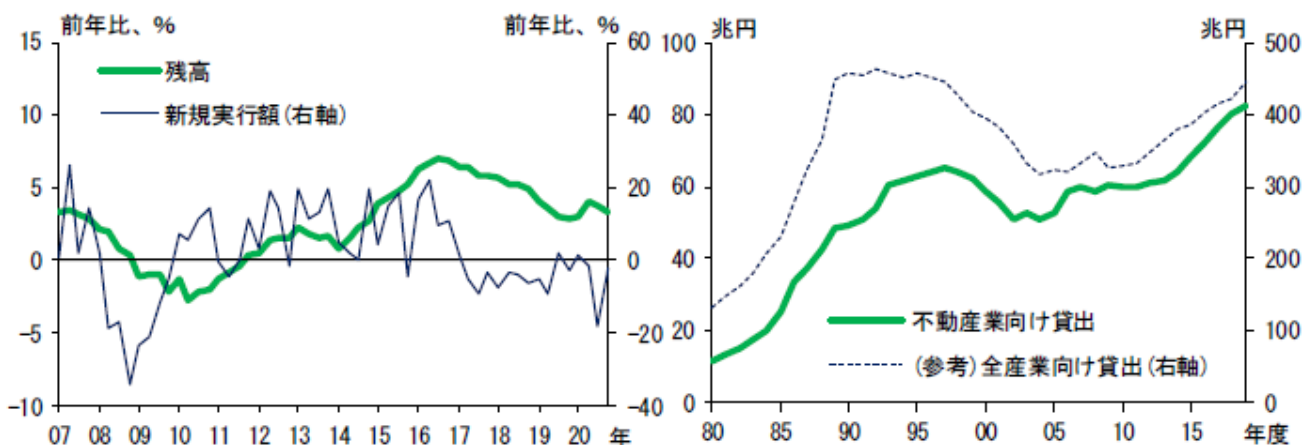
- ・ 感染症拡大後の不動産業向け貸出の動向においては、伸び率鈍化の傾向が見られる。
- ・ 不動産取引金額は、感染症拡大後も堅調に推移している。一方で、賃貸市場や不動産価格の動向に反転の兆しが窺われ、今後の動向に注視が必要である。
- ・ 海外投資家は、緩和的な金融環境、日本市場の相対的な安定性から、商業用不動産への積極的な投資を行っており、このことが大規模商業用不動産の取引価格を上昇させる要因となっていることが、回帰分析の結果から示される。

日本銀行は4月20日、最新の「金融システムレポート」を公表した<sup>1</sup>。今回のレポートでは、新型コロナウイルス感染症が経済・金融面に与える影響を現状評価する中で、不動産業向け貸出の動向、不動産市場の動向、商業用不動産市場における海外投資家の影響を分析している。本稿では、これらの点についてのレポートでの分析の要点を整理する。

（不動産業向け貸出の動向）

不動産業向け貸出残高は、2020年度上期に若干伸び率を高めている。レポートではこれを、他業種と同様の、感染症拡大に伴う予備的需要を含む運転資金需要の強まりと解釈している。もっとも、下期入り後の伸び率は鈍化していることも併せて指摘している。

図表Ⅲ-1-9 金融機関の不動産業向け貸出



(注) 1. 右図は長期時系列確保のため国内銀行ベースにより作成。

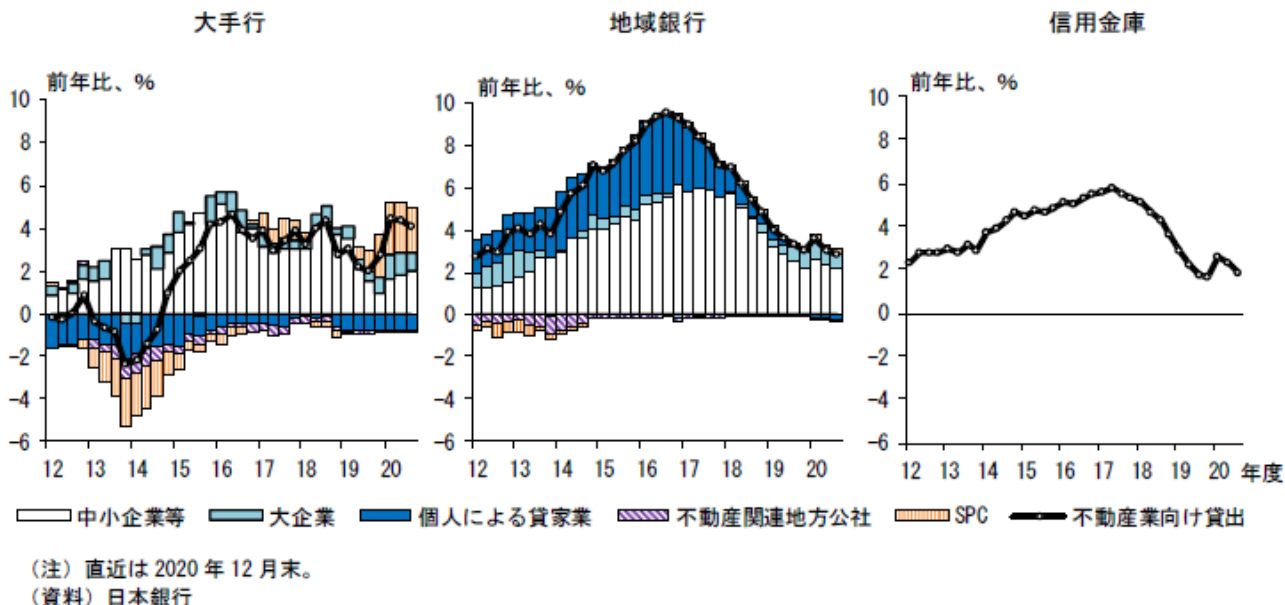
2. 直近は、左図の「残高」が2020年12月末、「新規実行額」が2020年10～12月。右図は2020年3月末。

(資料) 日本銀行

<sup>1</sup> <https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr210420.htm/>

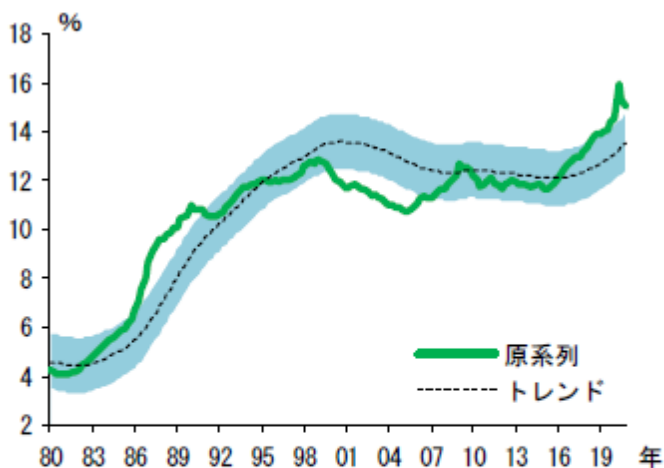
業態別では、大手行は前年比 4% 台の伸びとなっている一方で、地域銀行、信用金庫では伸びが鈍化している。レポートでは、地域金融機関において、コロナ禍以前から計画されていたプロジェクト向けや REIT 向けが高めの伸びを続けているものの、全体としては抑制的な貸出スタンスのもと、個人による貸家業向けや個人の資産管理会社を含む中小企業等向けを中心に、伸び率が鈍化していると分析している。

図表Ⅲ-1-10 不動産業向け貸出の内訳



不動産業向け貸出の対 GDP 比率については、引き続き上方乖離が続いている。

図表Ⅲ-3-5 不動産業向け貸出の対 GDP 比率

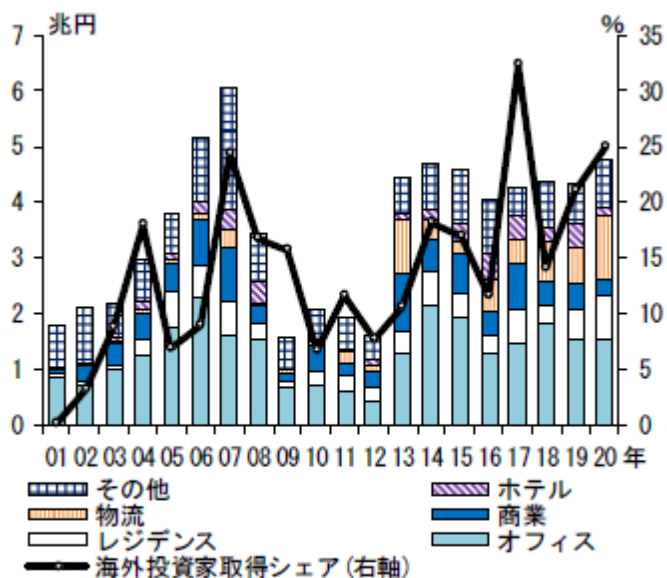


(注) 1. 「トレンド」は片側 HP フィルターにより算出。  
シャドウはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。  
2. 後方 4 期移動平均。直近は 2020 年 10～12 月。  
(資料) 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「貸出先別貸出金」

### (不動産市場の動向)

不動産取引金額の推移を見ると、商業やホテルが大幅に縮小する一方で、物流やレジデンスが拡大しており、感染症の拡大後も堅調に推移している。海外投資家による取得シェアも、趨勢的に高まりつつある傾向に変化は見られない。不動産業のデフォルト率は、取引業・賃貸業ともに1%台未満のまま大きな変動は見られない。レポートでは、収益の安定性など国内不動産の投資対象としての相対的優位性を指摘する市場参加者の声と、緩和的な金融環境が維持されていることで金融機関の不動産業に対する貸出スタンスが積極的であることを挙げている。

図表 B2-1 不動産取引金額



(注)「海外投資家取得シェア」は、国内の不動産取得額に占める海外投資家による取得額の割合。

(資料) 日本不動産研究所

他方で、オフィス空室率が上昇に転じていること、賃貸住宅の在庫件数が東京都において増加していること、首都圏や関西圏で空室率が上昇していること、ホテルや店舗などの商業用不動産賃料が弱含んでいること、東京のオフィスの募集賃料が低下していること、地価 L00K レポートにおいて感染症拡大前の上昇傾向から地価が反転する兆しが窺われることを挙げ、賃貸市場や不動産価格の動向に変化の兆しが見られると指摘している。

また、前回レポートから引き続き、地域金融機関が貸し出しを積極化してきた、中小規模の不動産賃貸業における財務面での脆弱性が高まる傾向についても触れている。感染症の拡大以降、都市部への人口流入に鈍化がみられることを挙げた上で、今後、需給の緩和が一層進んだり、金融機関の貸出スタンスが変化したりすることで、市場環境やデフォルト率の動向が変化する可能性もあり、引き続き注視していく必要があると指摘している。

### (商業用不動産市場における海外投資家の影響)

今回の金融システムレポートにおける独自分析は、商業用不動産市場における海外投資家の影響を、市場要因、物件属性要因のそれぞれの側面から、回帰分析により評価したものである。

一つ目に、海外投資家の不動産取得金額について、2005～2020年における海外投資家のわが国不動産取得額（前期比）を被説明変数に、OECDのGDP成長率、米国政策金利、日本と米国の不動産利回り差、ドル円為替、米国VIX、国内の不動産業向け貸出DI、日経平均VIを説明変数とした重回帰分析を行い、それぞれの要因が有意に作用していることを明らかにしている。レポートでは、この結果は、海外投資家がグローバルな視点から投資行動を決定していること、日本の不動産の相対的な優位性が寄与していることを指摘する市場関係者の声を裏付けるものであること、また、緩和的な金融環境が海外投資家の積極的な投資を後押ししているとの見方と整合的であることを指摘している。

この推計結果を要因分解した結果からは、金融機関の厳しい貸出スタンスが押し下げ要因となっていたリーマンショック期と比較して、今次局面では、世界景気の悪化が押し下げ要因となっている中、金融機関の緩和的な貸出スタンス、米国政策金利の低下、相対的な日本の市場の安定性が押し上げ要因となっていることを明らかにしている。レポートでは、この結果を踏まえ、米国政策金利の上昇圧力や、国内金融機関の貸出スタンスの消極化が、海外投資家の投資行動の変化をもたらす可能性を示唆していることを指摘している。

第二の分析は、2002年以降の商業用不動産の大規模取引（1億円以上）、約2.4万件（取引主体は約7,500）の物件データを用いた、海外投資家の取引動向が取引価格に及ぼす影響の評価である。不動産取引価格を被説明変数に、海外投資家購入ダミー、築年数や延べ床面積などの物件品質、立地、用途、取引年ダミーを説明変数とした重回帰分析を行い、海外投資家の購入価格は、国内投資家の購入価格を平均的に1割以上上回る傾向にあることを明らかにしている。レポートでは、この結果を踏まえ、仮に海外投資家による日本の不動産への投資が縮小する場合、大規模取引を中心に商業用不動産の取引価格への低下圧力が加わる可能性を指摘している。

（白川 慧一）