

不動産調査

No.419 (2021/2/15)

令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナー

2021年の不動産市場を読み解く

●研究報告①

2021年の不動産市場 2

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト 吉野 薫

●研究報告②

予兆管理システムから読み解く
不動産市場の展望 13

一般財団法人日本不動産研究所
金融ソリューション部次長 市況モニタリング室長 横尾 崇尚

質疑応答 22



一般財団法人
日本不動産研究所

令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナー
2021年の不動産市場を読み解く

● 研究報告①

2021年の不動産市場

プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト

よしの かおる
吉野 薫



一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト

日系大手シンクタンクを経て、日本不動産研究所に入所。現在国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当するとともに、大妻女子大学非常勤講師、国際基督教大学非常勤講師、東京大学空間情報科学研究センター協力研究員、麗澤大学都市不動産科学研究センター研究員を兼務。専門は都市経済学、経済政策。著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」(フォレスト出版)、「Q&A 会社のしくみ50」(日本経済新聞出版社、共著)がある。

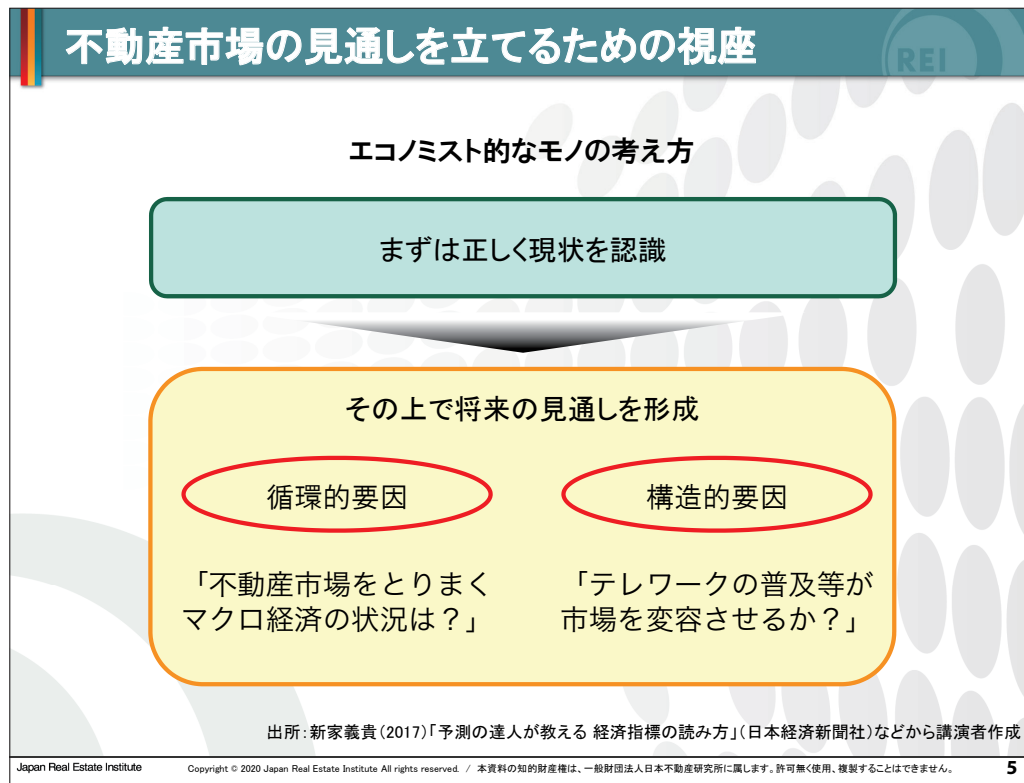
皆さま、こんにちは。私は研究部に所属しております吉野と申します。よろしくお願い申し上げます。毎年この時期に開かれるこの定例講演会におきまして、翌年の不動産市況に関してご説明を申し上げます。今年も、このウェビナー形式ではございますが、その機会を頂戴いたしました。少しお時間をいただきながら、私どもの2021年の不動産市況に対する見方をご披露してまいります。

毎回この定例講演会では、恒例といたしまして前の年に私が何を申し上げたのかということ素直に振り返っております。昨年2019年12月に行われました定例講演会で結論としてお示したスライドを、ここに再び掲げております。ご案内のとおり、今年に入りましてから新型コロナウイルス感染症の影響で世界経済は大きく変化し、また日本の不動産市場にも大きなプレッシャーがかかっております。その意味で、昨年ここでお示した見通しは当たっていないと言わざるを得ないわけですが、それでもこれまで私どもが申し上げておりましたこととしては、不動産市場にバブル的な歪みはなかったのだと

いったことについては、いまでもその見方は正しかったと思っております。このことをまた今日のセッションでもお話ししてまいります。本題に入る前に頭の整理として、あらためてこのような不連続なことが起こったときに、どのようにもの考えればいいのかということ整理させていただきます。

次の【スライド5】では、先行きを見る上でどういったことに私たちは気を付けるべきなのかということをお示ししております。大きなポイントが2つあります。まず1つは、現状認識を正しく持ちましょうということです。今回に照らせば、コロナウイルス感染症が広がる以前の不動産市場がどうだったのかということ、きちっと振り返ることが大事だと考えております。経済を見る上では現状認識が難しく、ここが歪んでいる、偏っているというエコノミストは信頼できないということになります。私もそうならないように自らに戒めていくところです。

もう1点、このスライドのポイントは何かといいますと、いま起こっている変化が不可逆な変化、いわゆる構



造的な変化なのか、あるいは経済のサイクルの中の変化、いわば循環的な変化なのか。この差をきちんと捉えることが大事だと思います。実際にはどの部分が循環要因でどの部分が構造要因かということ綺麗に切り分けることはできないにせよ、1つの現象を見たときに、どちらの要因が働いているのか、両方の要因が働いているかもしれない、そういった視点で見るのが大事だろうと思っています。こういったことに注意しながら、きょうはお話ししてまいりたいと思います。

まずはコロナ前までの不動産市場がどうだったかということを、やや迂遠に思われるかもしれませんが、きちんと見ていきたいと思っています。奇しくも今年の夏、日本では政権交代、首相の交代が起こりまして、いわば1つの節目ができたわけであります。安倍政権は7年半ちょっと続いたわけですが、その間ちょうど日本の不動産市場が回復する途上と時期が同じだったということで、いい節目ですので、この7年半の不動産市場を振り返ってみたいと思います。

【スライド6】の表でお示ししておりますとおり、地価は上昇し、オフィスの賃料は上がり、オフィスの空室率が下がり、そしてマンションの価格も上がるといった

形で、この7～8年をかけて日本の不動産市場は改善してきたと言って差し支えなからうと思います。

具体的にいくつかの数字で見えていきますと、例えばここにお示したのは地価公示のデータ、すなわち毎年1月1日時点における地価の変動率を示したものです。ご覧いただけますとおり、変動率で見ますと2010年や2011年あたりを底にしてそのあと改善しておりますし、実際に全国平均で見ても地価はプラスに転じているというのが足元までの動きでした。そのペースは非常に緩やかではあるのですが、その一方で、例えば前回地価上昇局面で強い動きを示していた三大都市圏に比べると、地方四市に代表される地方において拠点性の高い都市においても地価の上昇のすそ野が広がっているというのが、今回の地価上昇局面の特徴だと言えると思います。

そのことをあらためて県別に示してみますと、前回の地価上昇局面のピークであったのは2008年の地価公示、それと令和2年最新の地価公示を、それぞれ棒グラフで比べております。住宅地にしましても商業地にしましても前回の地価上昇期局面では、大都市圏に立地する都道府県のほうがより強く地価が上昇していた一方、今回は宮城県ですとか広島県、そして北海道や沖縄県、福岡県

		安倍政権前	安倍政権末	変化	出所
地価	市街地価格指数(六大都市・全用途)	95.6	117.4	+22.8%	日本不動産研究所
	2010年3月末=100	(2012年9月末)	(2020年3月末)		
オフィス賃料	全国賃料統計(全国・事務所)	96.3	112.0	+16.3%	日本不動産研究所
	2010年=100	(2012年9月末)	(2019年9月末)		
	平均賃料/平均(東京ビジネス地区)	16,572	22,822	+37.7%	三鬼商事
	円/坪	(2012年12月)	(2020年8月)		
オフィス空室率	空室率/平均(東京ビジネス地区)	7.98%	3.09%	▲4.89%pt	三鬼商事
		(2012年12月)	(2020年8月)		
店舗賃料	店舗賃料トレンド(銀座エリア・1階)	36,500	80,600	+120.8%	日本不動産研究所、ピーエーシー・アーバンプロジェクト、スタイルアクト
	円/坪・月	(2012年下半年)	(2020年上半年)		
住宅賃料	全国賃料統計(全国・共同住宅)	99.3	99.5	+0.3%	日本不動産研究所
	2010年=100	(2012年9月末)	(2019年9月末)		
	住宅マーケットインデックス(東京23区・新築補正、標準タイプ)	3,256	3,518	+8.0%	日本不動産研究所、アットホーム、ケン・コーポレーション
	円/㎡	(2012年下期)	(2020年上期)		
中古マンション価格	不動産住宅価格指数(首都圏総合)	76.44	93.78	+22.7%	日本不動産研究所
	2000年1月=100	(2012年12月)	(2020年8月)		
	住宅マーケットインデックス(東京23区・築10年補正、標準タイプ)	56.3	87.9	+56.1%	日本不動産研究所、アットホーム、ケン・コーポレーション
	万円/㎡	(2012年下期)	(2020年上期)		
期待利回り	Aクラスオフィス(東京・丸の内、大手町)	4.5%	3.5%	▲1.0%pt	日本不動産研究所
		(2012年10月)	(2020年4月)		
	ワンルームマンション(東京・城南)	5.5%	4.2%	▲1.3%pt	日本不動産研究所
		(2012年10月)	(2020年4月)		

Japan Real Estate Institute

Copyright © 2020 Japan Real Estate Institute All rights reserved. / 本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。

6

といったところが地価の上昇が目立っているということになります。

この意味で、この定例講演会でもこれまで申し上げましたとおり地価が二極化しているのは事実なのですが、この二極化が単純な山の形ではなくて、もう少し複雑な山の形になっているというわけです。このことを私は、単峰型の地価変動から多峰型の地価変動へというふうに勝手に呼んでおきまして、それをお示ししたのが次の散布図となります。前回の地価上昇局面であった平成20年、それから直近令和2年の地価公示におきまして、それぞれ地価の水準を横軸に地価の変動率を縦軸にとった散布図です。前回の地価上昇局面は、ご覧いただけますとおり、右肩上がりの関係性になっています。これはすなわち地価が高いところにおいて地価が上昇しているという、いわば非常に単純な地価上昇の分布だったわけです。それに比べると昨今はそのような単純な右肩上がりの形にはなっていないで、地価の水準が高い大都市圏の土地でも地価の変動率はある程度マイルドであったり、あるいは全国的に見れば必ずしも地価が高くなっても拠点性の高い地方都市において地価上昇地点が見られたりといった形で、地価の分布が複雑化している。このよう

な形で二極化が進んでいるのが、昨今の地価上昇局面です。これはとりもなおさず、不動産市場における価格形成が成熟化していることの表れなのではないか、というふうに解釈しているところでございます。

アセット別にみると、この7年半の間印象的だったマーケットの1つが賃貸オフィス市場です。グラフには東京と福岡の例を掲げておきますとおり、今回の不動産の活況の中で、地方都市においてもオフィスのマーケットが引き締まってきたということが非常に印象的だったと思います。当然いま足元で空室率が上昇に転じているわけですが、足元直近で起きている状況とこれからの見通しについては後半にご説明申し上げます。

もう1つ、この7～8年の不動産市場の回復の中で印象的だったマーケットは、新築マンションの市場です。ご案内のとおり首都圏におきましても近畿圏におきましても、マンション価格は順調に上がってきたということになります。その反面、マンションの販売戸数はこれまで少なくなってきました。当然今年に入ってから、営業自粛等によってマンションの分譲戸数はものすごく減っているわけですが、そうでなくとも去年までを見ても、例えば首都圏でいうとかつての年間8万戸という水

準には程遠く、昨今では3万戸から4万戸といった水準で推移してきたということになります。

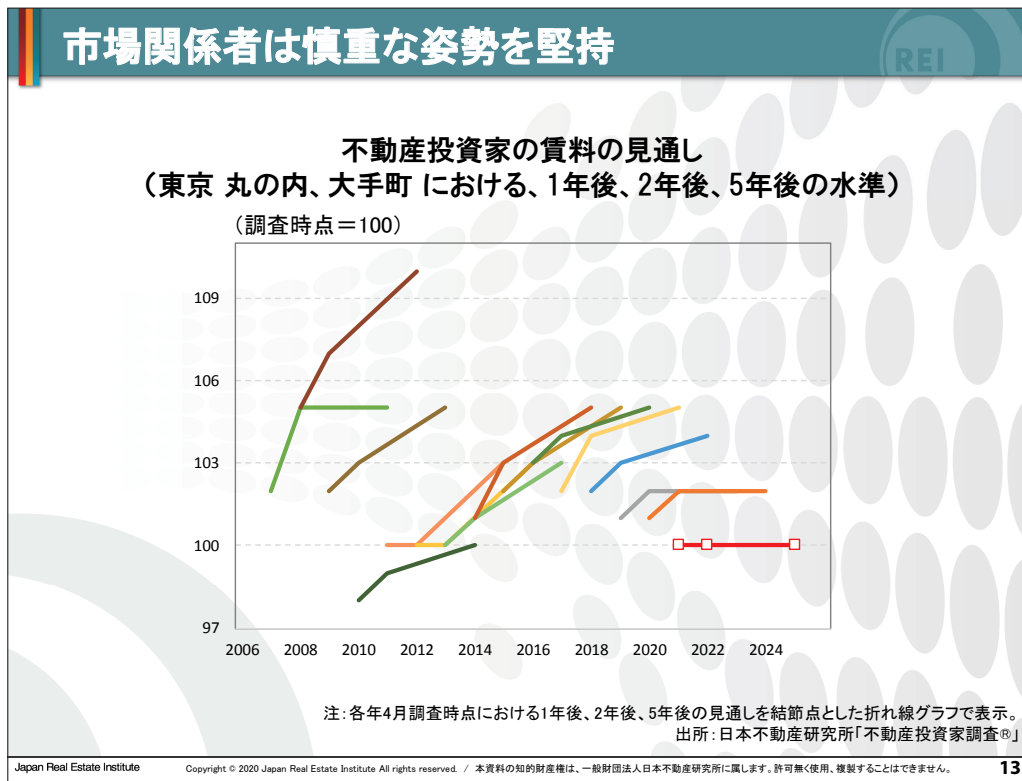
この意味で、よくこの新築マンションの統計が住宅市場の温度感を表す指標とみられがちですが、いまや新築マンションは希少かつ高額な、住宅市場の中でも特別なマーケットになりつつあったという側面があったと思います。

その代わりに、その受け皿となっているのが中古マンションということになります。中古マンションのほうも価格は上がっていますし、また新築分譲マンションの戸数が減ったのと同時に、中古マンションの流通戸数が増えているという状況にあります。このように、これまで新築マンションを需要する層だった購買層は中古マンションあるいは戸建住宅といったマーケットに流れている、というのが昨今の動きだったと振り返ることができます。

このように不動産市場が活況になると、バブル的ではないかということもよく指摘されるわけですが、結論といたしましてはバブル的ではなかった。コロナ禍以前の不動産市場にバブル的な要素はあまり見られない、というのが私どもの結論です。証拠はいくつかありまして、

例えば次の【スライド13】のグラフは、私どもがさまざまな不動産投資市場の関係者の方をお願いしているアンケート調査で構成しています不動産投資家調査のデータです。この細切れの折れ線が何を示しているかというと、各年の4月調査時点において、1年後、2年後、そして5年後の東京丸の内、大手町地区のオフィス賃料がどの程度になるかという予測を立てていただいたものです。2006年、2007年の調査においては、すなわちリーマンショックの前までは、投資家の方々は先行き賃料の上昇期待を非常に強く持っていたということが分かります。

それがリーマンショックでそういう期待は剥落いたしました。2013年以降の不動産市場の活況の中で一定程度持ち直しも見られたのですが、足元では再び賃料の上昇に対する期待は剥げ落ちてきているということになります。これは剥げ落ちてきているということも言えますが、逆に申しますと、投資市場の関係者の方々が過度な楽観を背景として不動産投資に当たっているわけではない、いわば慎重な見方をしているということですので、不動産市場における過度な過熱、いわばバブル的な要素はなかったことの1つの表れであろうというふうに考えてお



ります。

もう1つのポイントは金融市場からのプレッシャーということになりまして、足元でREITのマーケットは非常に健全な、堅実な価格形成がなされているものと考えております。2019年を振り返ってみますと、REIT指数は1年を通じてしっかり上昇しましてかなり活況だったと振り返ることができるわけですが、ここでお示しするようにJ-REITの分配金利回りが大きく切り下がったかということ、決してそういうことではありません。2007年頃のREITの活況の頃は、いま思うとJ-REITの分配金利回りも非常に切り下がりましたし、また当時長期金利は1%台後半で、いまとは比べものにならないくらい高いところがありましたので、そういった意味でREITに対して金融市場における投資家も過度な期待を寄せていた、ということが言えるかと思えます。それに比べると昨今のREIT市場においては、このイールドギャップの圧縮も非常に穏当なものに留まっていますので、こういった金融市場からのプレッシャーが不動産市場の過熱につながるといった経路でも、バブルの形成は未然に防ぐことができたというのが、このコロナ禍までの不動産市場の状況だったと思えます。

総括いたしますと、コロナ禍前までの不動産市場は約7～8年かけてしっかりと改善してきたわけですが、しかしバブル的な要素、過熱の要素があったわけではない。穏当な回復であったというふうに総括することができます。

そして今年2月後半以降、日本において、また世界において、コロナウイルス感染症が猛威を振るっているわけです。その状況についてあらためて振り返ってまいりますと、もう報道等で皆さんご覧になっていますとおり、日本を含む世界中で第2波、第3波といわれるような感染の拡大が続いています。日本においてもこのところ感染の拡大が続いているということは、皆さまご承知のとおりということになります。

4月とか5月の第1波の感染の拡大の中、われわれエコノミストがどう見ていたかということ、感染の拡大のピークは第2四半期で過ぎ、7月以降は感染も収束に向かい、また経済も正常化に向かっていく。このようなシナリオを、多くのエコノミストあるいは企業経営者が抱いていたと振り返ることができます。しかしながら、その見通しは、いまとなつては完全に甘かったと言わざる

を得ません。

国際機関が示しております世界経済の見通しを振り返ってみますと、例えばIMFの1月の見通しは世界経済+3.3と言っていたわけですが、4月の見通しでは-3.0ということで、大幅に見通しを切り下げました。さらに6月の見通しでは-4.9ということで、一段と見通しを切り下げるとい状況になりました。OECDも同様です。3月から6月までの間、非常に厳しく世界経済の見方を切り下げました。そのあとIMFもOECDも6月の見通しに比べると、夏期の見通しのほうがマイナス幅が縮小している、いわば見通しを改善させているということで、見方が前向きになっているわけです。しかししみじみくもIMFもレポートで書いていますとおり、感染の再拡大がないということを前提に今後経済が回復していくというシナリオのもと、この見通しが立てられています。ご案内のとおりヨーロッパでは9月あるいは10月以降感染の拡大が続いていますし、また日本においても11月以降は感染の拡大が問題視されている。こういう状況になりまして、秋における国際機関の見通しもいまや裏切られた形になっていると言わざるを得ません。

日本経済の見通しも同様でございまして、例えばBloombergが取りまとめているコンセンサス。これはさまざまな調査機関による2020年の日本経済の見通しの平均的な見方をとりまとめたものです。6月ぐらいで一旦下げ止まっていたところ、夏にかけてまた一段と切り下がるという形になりました。7月以降の第2波を受けて、日本経済に対するエコノミストの見方も一段と悪化したということになります。

日本経済研究センターがまとめているESPフォーキャストのデータを見ていただくと、これは国内の調査機関の日本経済に対する平均的な見通しを示しております。6月ぐらいに一旦下げ止まった後、8月、9月と再び切り下がるような動きになっています。11月は少し盛り返しているのですが、このESPフォーキャストの調査は10月の後半から11月の中旬にかけてが調査期間になっています。足元で日本における感染の再拡大が強く意識されていたのは11月の半ば以降という状況でございましたので、もしかすると12月のESPフォーキャスト調査では再び日本経済の見通しが悪化しているかもしれないということになります。

こうした約半年強のコロナ禍における日本経済、そし

てその中における不動産市場を振り返ってみたいと思います。まず皆さんがご覧になっていると思われるのが、7月1日時点での都道府県地価調査、いわゆる基準地価のデータです。これをご覧いただきますと、ここ数年地価の変動率がプラスに転じていく、あるいはマイナス幅が縮小していくという非常にポジティブな動きを続けてきたわけですが、2020年7月1日時点ではこれがポッキリと折れているということになります。

ここでのポイントは商業地だけではなく、住宅地や工業地にも地価の悪影響が既に表れているということになります。当然コロナウイルス感染症の影響によってインバウンド観光が消失し、ホテル産業が苦境に立たされ、商業施設も厳しい状況ということで、地価でいうと商業地に非常に悪影響が出ているということは予期されたわけですが、より底堅いと思われていた住宅地や工業地にもいち早くマイナスの影響が出ているということが、この都道府県地価調査から確かめられました。

その中でも地理的な違いというのは鮮明でございまして、商業地を例に取りまして、調査地点の中何パーセントの地点で地価が上昇し、何パーセントの地点で地価が下落したかを見たものです。三大都市圏の商業地については調査地点はだいたい1500カ所くらいありまして、昨年の調査では8割の地点が地価上昇していたにもかかわらず、今年の調査では地価上昇地点は半分程度、5割程度に減ったわけです。その一方地方四市はいまでも好調を続けていまして、昨年の調査においても今年の調査においてもほぼすべての地点で地価は上昇しているという結果になりました。

そういうわけで、これだけを見ると地方四市を始めとする拠点性の高い地方都市において、まだまだ地価が強そうだというふうに解釈しがちなのですが、この地価調査はあくまでも1年間の変動ということになります。すなわちここにお示ししている上昇とか下落というのは、去年の7月1日から今年の7月1日までの1年間の地価変動ということになります。ご案内のとおり、日本においてコロナウイルス感染症拡大の影響が顕在化したのはおおむね2月の後半ころからということになりますから、この地価調査ではコロナウイルスの影響を4カ月程度織り込んだに過ぎないということになるわけです。

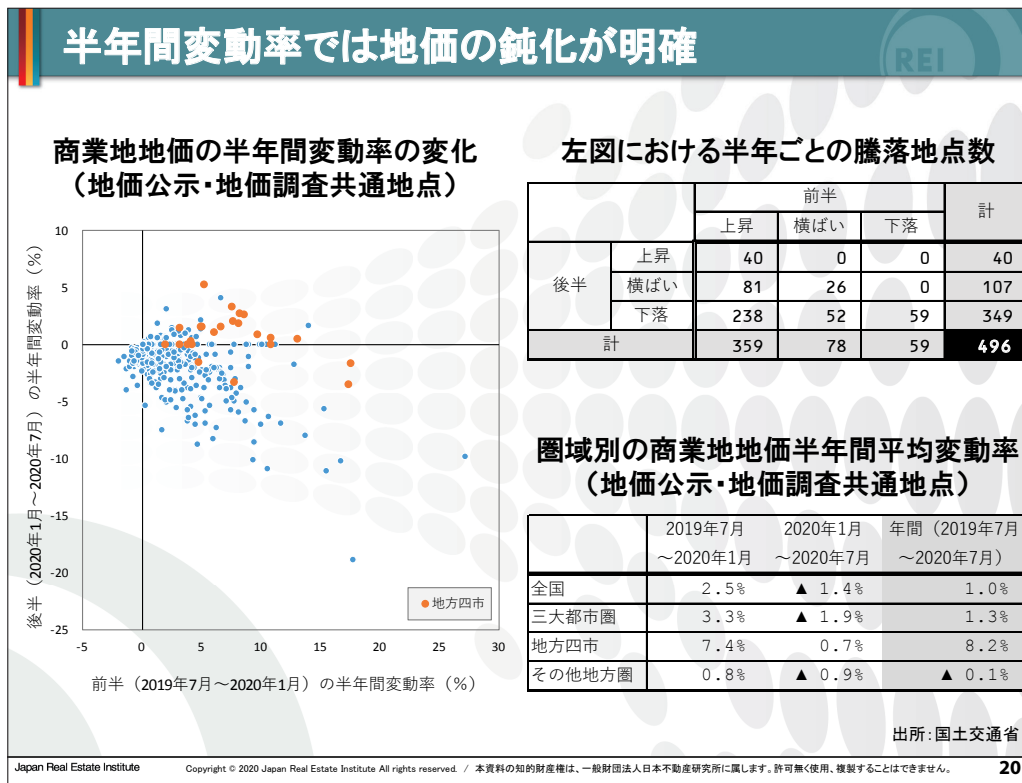
より直近の動きはどうかということで、その分析に有用なのは1月1日に調べている地価公示の地点と7

月1日に調べている地価調査の地点、共通して調べている地点がありますので、それを追うことによって半年ごとの地価の動向が分かるというわけです。それを使ってグラフをつくったのが、次の【スライド20】ということになります。左側のグラフが何を示しているかということ、地価公示と地価調査の商業地における共通調査地点が全国で約500カ所ありまして、そのうち調査の前半すなわち去年の7月1日から今年の1月1日までにかけての地価変動率を横軸に取り、縦軸には今年の1月1日から今年の7月1日までの半年間の変動率をプロットしたというものになります。

ご覧のとおり、多くの点が、調査地点が右下の象限にあるということになりまして、すなわち去年の7月から今年の半年間は地価が上昇していたにもかかわらず、今年に入ってから半年間で地価が下落に転じたという点が非常に多いということが見て取れます。相対的に地方四市は強いことは強いのですが、それでもこの半年間における地価のつまずきというものは顕著ということになります。当然ながら、これはコロナウイルス感染症による悪影響が出ているということの表れであると解釈することが可能です。

住宅地はどうかということでございまして、住宅地も同じ趣旨で去年の7月から今年の1月までの半年間の変動率と、今年の1月から7月までの半年間の変動率を、それぞれ横と縦にプロットしました。これも同様でして、商業地ほど顕著ではないにせよ、多くの地点で去年の半年間はプラスであったところ、今年に入ってから半年間でマイナスに転じたという点が多いことが読み取れます。

こういう動きを見て、コロナによって都市から人々がいなくなって移住して地方に流失しているからこういったことになっているのではないかと、というような指摘もされがちなのですが、そうではありません。ここでは名古屋市をあえてピンポイントで例示しております。名古屋市がまさに去年までは地価が好調だったにもかかわらず、今年の半年間地価が悪化しているという最たる例だったわけです。名古屋市に何が起っていたかということ、特に今年前半に世界経済が大きく縮小し、製造業が非常につらかったという中で、ものづくりの都市である名古屋市、愛知県でも住宅地の地価も下押し圧力が加かったというふうに解釈できます。これは単純にコロナ



によって都市から人が地方に流出しているといった構造的な要因というよりは、製造業の不振に伴う循環的な要因というふうに解釈すべきだろうと思います。

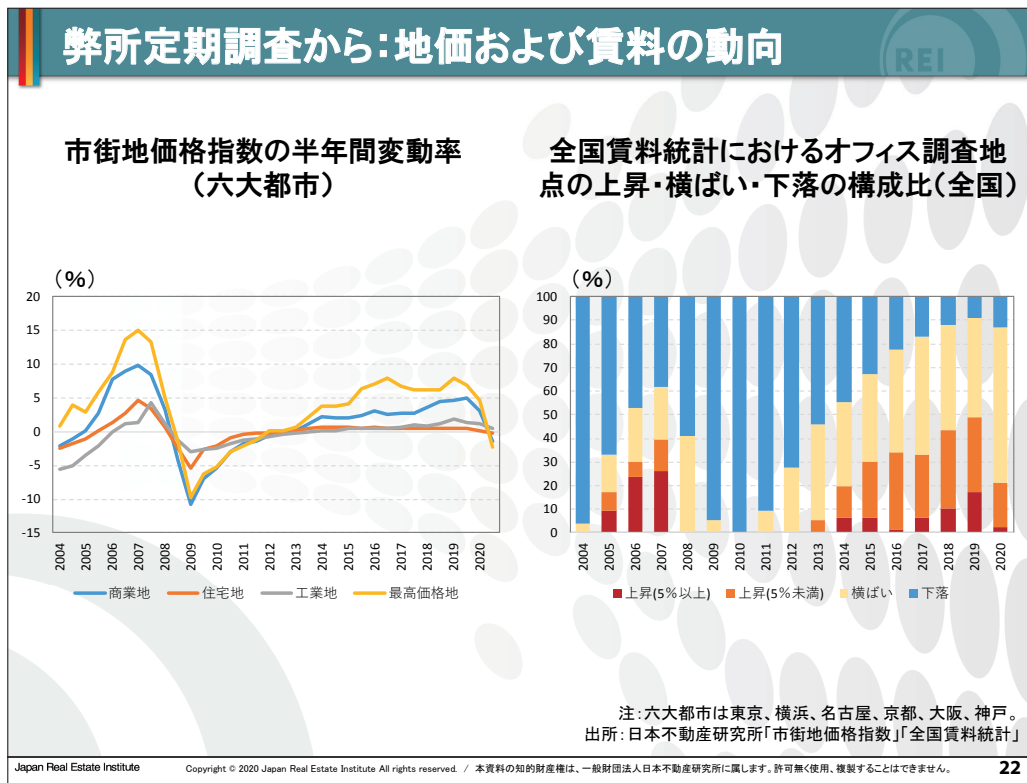
実際横軸に地価の水準を取って、縦軸に今年に入ってから半年間の地価変動率を取って2軸にプロットしたグラフを見てみると、もし本当に都市から人が地方に流出することが地価の変動要因になっているのであれば、地価の水準が高いところのほうが地価が下落し、地価の水準が低いところのほうが地価が上昇するという相関関係があってもよさそうです。しかしご覧のとおりそういった相関関係は見取れません。このように今回の住宅地の地価のつまづきを、人口流出に伴う構造的な要因というふうに解釈するのは、やや無理があるのではないかと考えております。

私どももさまざまな定期調査を実施しておりまして、先ごろそれが公表されましたので、その結果も少しご披露させていただきたいと思っております。まずは地価、私どもの市街地価格指数のデータでございます。【スライド22】をご覧ください。市街地価格指数は毎年3月末と9月末を調査地点に取っておりまして、直近のデータはまさに今年の3月から9月にかけての半年間の動きという

こととなります。ご覧のとおり商業地が大きく切り下がるということになりました。また最高価格地、これは商業地の中でもその都市におけるトップクラスの地価ということになります、それが大幅に減退するということになりまして、やはりこの半年間におけるコロナウイルス感染症の地価に対する影響は大きなものがあったということになります。

右側は、私どもの全国賃料統計と言われている統計のオフィス賃料のデータです。オフィス賃料を調べている全国の都市の中、上昇した都市と下落した都市がどの程度あったかという割合を示したものです。全国賃料統計は9月末を調査時点として年に1回調べておりまして、これは年間の変動率のデータということになります。これもご覧のとおり、2019年の調査までは調査地点の半分ぐらいの都市において賃料が上昇していたわけですが、今年の調査では地価が上昇している都市は調査地点の2割程度にまで減ってしまったということになります。ここでも今年に入ってから不動産市場の変調が顕著に出ていると考えられます。

先行きの日本経済を展望してみますと、例えば今年の前半苦しかった、そして日本の景気を下押ししていた製



造業や輸出の動きは足下では戻りが強いということが言えます。世界および日本の工業生産や貿易の動きを示してみますと、今年の前半に大きく切り下がったのち比較的足早に回復しているということで、いわば小康状態に至っていると言って差し支えなからうと思います。ただし水準としてコロナ禍前の経済活動の水準に戻っているかということ、決してそういうことではございません。

特に心配しているのが、企業の設備投資の動きです。日銀短観における企業の設備投資計画のデータを確認すると、2020年度に入りましてから1カ年度間における設備投資計画がどんどん切り下がっているということがお分かりいただけます。先ほど申し上げましたように、春先の前提ですと感染症の拡大は4～6月期に収束に向かい、7～9月期以降は経済活動が戻ってくるという見方の中で、当時はまだ企業経営者のマインドも保たれていたと思っておりますが、実際には7月以降世界中で感染が広がる中、その後は企業の業容拡大のマインドも一定程度剥落したと言わざるを得ません。この意味では景気的水準が低い状態が今後しばらく続くであろうという見方をせざるを得ないと思えます。

私どもが先ごろ公表いたしましたオフィス賃料予測に

おきましても、これからしばらくはオフィスマーケットは調整局面に入るという見方をしております。ここ数年かけて賃料は下落、ある程度調整されますし、また空室率もここ1～2年かけて上がっていくという可能性は高かろうと思っております。とはいえリーマンショックの直後のような水準にまで空室率が上がったり、あるいはその当時の水準まで賃料が落ちたりということイメージしているわけではありません。ある程度穏当なサイクルの中で市況の調整局面が来るのではないかと考えている次第です。

マクロ経済を見る上で、いま申し上げたように企業の設備投資動向が非常に懸念されるわけですし、もう1つ懸念されるのが雇用情勢ということになります。雇用は、これまでのところ政策効果も相まって、大幅に失業者が増える状況ですとか、大幅な休業者の増加などは避けられているということでございまして、その意味では安心してはいます。ただこれも政策効果ですので、その先行きには一定の不確実性があると思えますし、そして何よりも人々の雇用に対するマインドは悪化したまま改善があまり見られないということが懸念材料ということになります。

【スライド 25】に、一般の家計に対するアンケート調査の結果を2つ載せています。日銀が行っている生活意識に関するアンケート調査によればある程度回復も見られるわけですが、内閣府の消費動向調査によりますと雇用に関するマインドは春に落ち込んだあと回復が非常に鈍いという状況になっています。

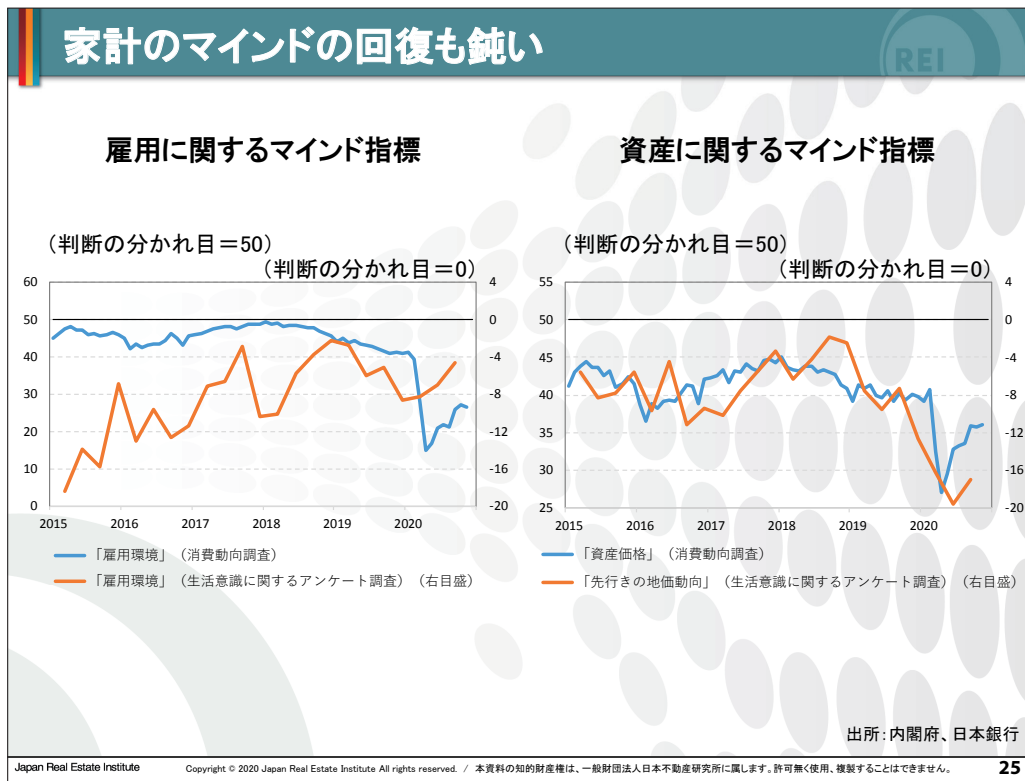
これまで住宅市場が改善してきたこと背景には、住宅の需要層が共働き層に移ってきたということが挙げられると思います。これはとりもなおさず夫婦そろって雇用環境がよかったということが暗黙の前提でございまして、もし今後雇用が実際に悪化しないにしても、人々のマインドとして雇用に対する不安が根強く残るということであれば、これまでの住宅市場を支えてきたそういう前提条件が覆されるということにならざるを得ません。また人々の資産に対するマインドも悪いままということございまして、人々の持ち家に対する意欲、家を買おうという意欲自体もある程度剥落している可能性があるのではないかと危惧しております。

私どもが先ごろ公表いたしましたマンション価格の予測を見ていただくと、マンション価格はご覧のとおり、これまでのところ数年かけて上がってきたわけです

が、ここからはなかなか頭が重い展開になるのではないかなというふうに予測しているところでございます。マンション価格が大きく暴落するというシナリオにはならないとは思っておりますが、それでもこれまでのように力強くマンション価格が上がっていく、住宅価格が上がっていくという流れは、一旦お休みになるだろうと予測している次第です。

このように不動産市場における実需をめぐる環境は一定程度悪化することが避けられない状況に来てしまいましたが、安心材料としては、金融環境はさほど悪くなってはいないということです。これは前回のリーマンショック後の不動産市場の崩壊の過程とは大きく異なるということ、あらためて指摘させていただきたいと思っております。

振り返れば今年の3月、マーケットが大きく狼狽する形で株が売られ、REITも売られ、そして新興国通貨も売られという形で、資金の安全逃避といった形でリスク資産からの資金の引き上げが一時的に起こりました。しかしそのあとは各国の金融当局の協調的な政策対応も相まって、マーケットは非常に落ち着いた動きを取り戻しています。日本を含む一部の国においては、既に株価は

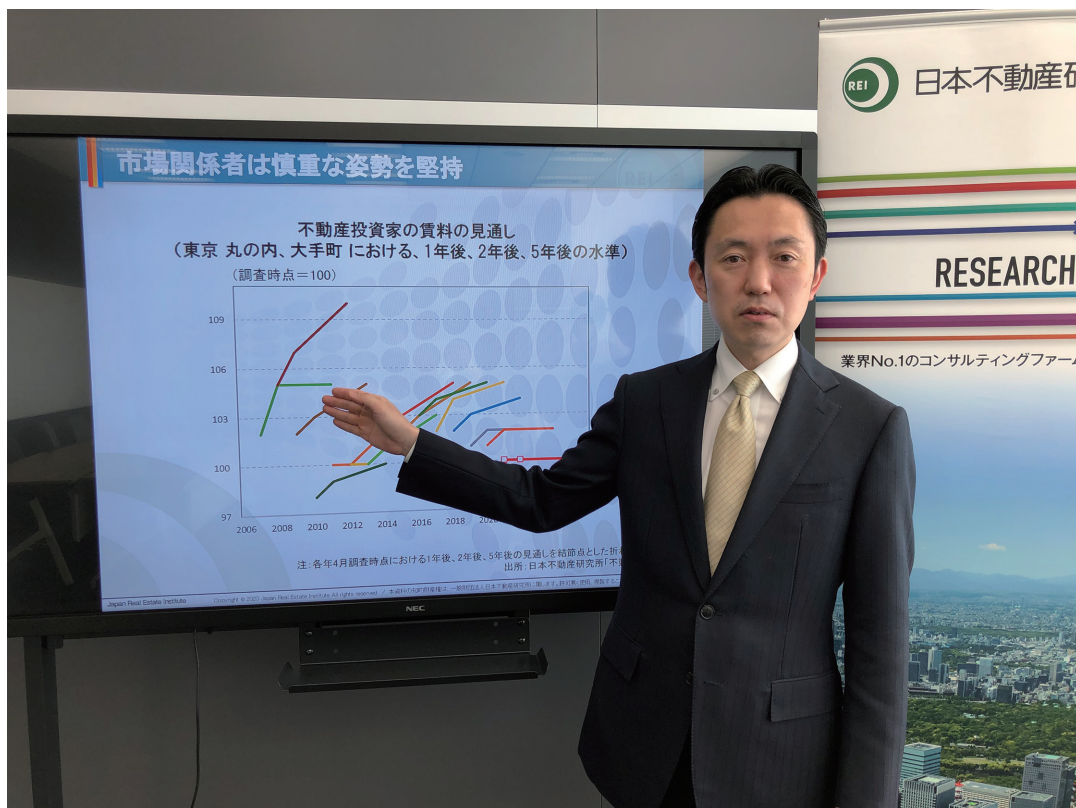


コロナ前の水準を取り戻しているどころか、日本においてはリーマンショック前の水準にまで至っているということになります。

日銀短観の貸出態度DI、借入金利水準DIを示しております。最新のデータが9月調査時点ということになります。不動産業が直面する金融機関の貸出態度DIはいまでもプラスを保っているということが言えます。DI値自体は確かにここ2～3年ゆるゆると切り下がっているように見えますが、それでも金融機関の貸出態度が厳しいという認識に至っている不動産業者の方は非常に少ない状況が続いています。コロナ禍にあっても、これまでと変わらず金融機関の貸出態度は緩和的であると言って差し支えなからうと思います。リーマンショックの時のように金融機関の方々が先行きの不安から不動産市場から資金を引き上げるといったドラスティックな動きにはなっておらず、中長期的に見て収益が見込めるものについてはしっかり貸し支えていくことによって資産を保全する、といったプラクティスが定着していると推測することができます。

また金利が低い状態も続いていまして、借入金利水

準DIを見ると、現に借入金利は下がったというふうに認識している不動産業の方が、上がったと認識している不動産業の方よりも、まだ多いということを示しています。DI値がマイナスということは、そういう意味です。これもリーマンショックの前の時とは大幅に異なるわけです。リーマンショック前の不動産市場の活況の頃も金融機関の貸出態度は緩くて、しかしながら多くの不動産業者の方は高い金利水準で借入れをされていたわけです。それがリーマンショック、金融危機によって金融機関の貸出態度が大きく硬化することによって、ここで借りになった高い金利を負担しきれなくなったというシナリオで、金融市場の悪化が不動産市場を悪化させる。また不動産市場の悪化が金融市場を悪化させるという悪いスパイラルが起こっていたというのが、前回のリーマンショック後、金融危機後の不動産市場崩壊の過程だったわけです。それと比べると現在は非常に落ち着いた動き、金融市場の機能は損なわれていないという状況が確認できますので、今後もし不動産市場における調整局面が訪れるにしても、その度合い、谷の深さは穏当なものに留まるだろうということを期待することができます。



私どもの不動産投資家調査の10月の調査の結果をお示ししております。ご覧のとおり、例えば東京における宿泊特化型ホテルですとか都心の商業施設などにおいては期待利回りが切り上がるという状況がありまして、ここで投資家の方々の警戒感が見て取れるわけですが、それ以外のアセットについては、おおむね利回りは横ばい。ましてや物流施設においては、利回りがさらに下がるといった動きにもなっています。全般的に投資家の方々の投資マインドは、冷え込んだということにはなっていないところですが。

それは次のグラフからも読み取ることができます。新規投資を積極的に行うとお答えになっている不動産業者の方は、今年の春4月の調査では一定程度割合が減ったわけですが、今年の秋の調査では新規投資を積極的に行うとお答えになった方が再び盛り返してきているということになります。ましてや既存所有物件を売却するといった見方をされている方も大きく増えていないということになりまして、不動産市場において投資家の方々が極端に買い控える動きとか、あるいは売り急ぐといった動きは、少なくともこれまでのところ観察されていません。また先ほど申し上げましたように金融市場における機能は保たれており、今後一定程度金融緩和政策が続くということも相まって、不動産市場においてバブル崩壊的な大きなクラッシュが起こるという可能性は依然として低かろうと考えている次第でございます。

あと私どもは世界の主要な都市で不動産市場の定点調査をしておりまして、その結果も非常に面白いものがあるのですが、残念ながらきょうはお時間の都合上割愛さ

せていただきたいと思います。大きなストーリーとしては、例えばソウル、台北、ホーチミンといった比較的感染拡大の影響が少なかったマーケットで不動産市場は活況を保っている一方、香港、クアラルンプール、ジャカルタといったところは感染症の影響もありつつも、さまざまな政治的な要因とか、あるいはそもそも需給バランスが悪かったということで不動産市場はいま一つというような、こういったまだら模様になっているということでございます。

以上を持ちまして、私のお話を終了させていただきたいと思います。ここに総括させていただきますと、今後日本の景気が悪い状況が一定程度続くということは避けられない中、不動産を巡る実需の環境は確かに悪化していきます。その意味で2021年の不動産市場に調整局面が訪れるということが避けられない事実です。その一方金融市場が機能を保っているという状況の中で、実需の悪化が不動産市場のクラッシュにつながる、すなわち金融の要因によって実需の悪化が増幅されて不動産価格の暴落を助長する、といったことは起こらないと考えられます。したがって2021年、実体経済の停滞に起因する不動産市場の調整局面が来るとすることは避けがたいわけですが、それでもその調整幅は穏当なものに留まるであろうと考えている次第でございます。

以上を持ちまして、私からのご報告を終わらせていただきたいと思います。ご清聴くださりまして、誠にありがとうございました。

令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナー 2021年の不動産市場を読み解く

● 研究報告②

予兆管理システムから 読み解く不動産市場の展望

プロフィール

一般財団法人日本不動産研究所 金融ソリューション部次長
市況モニタリング室長

よこお たかなお
横尾 崇尚



一般財団法人日本不動産研究所 金融ソリューション部次長、市況モニタリング室長、不動産鑑定士・不動産証券化協会認定マスター
大手信託銀行を経て、日本不動産研究所に入所。不動産鑑定評価に携わるほか、地価公示・地価調査・相続税路線価・固定資産税評価員を歴任。賃料調停・訴訟対応にも従事。2008年リーマンショック時に国内投資機関に向向した経験を生かし、2012年に国内不動産市場の体系化と将来予測を担う不動産市場予兆管理システムを開発し、以後予兆管理の統括責任者として現職。2019年には予兆管理方法等について同所予兆管理メンバーとともに共同発明し、特許権を取得。著書に「賃料評価の実務」（清文社、共著）がある。

それでは「予兆管理システムから読み解く不動産市場の展望」ということで、日本不動産研究所横尾からご報告申し上げます。どうぞよろしくお願いいたします。

早速でございますけれども、【スライド 33】の「予兆管理システムとは？」というタイトルでございます。私ども将来予測ソリューションという形で取引市場、短期予測、中長期予測ということで、クライアントの皆さまにご提供させていただいているものでございます。本日、一部実際にクライアントの皆さまにご報告している内容を、皆さまとともに共有させていただきたいと思っております。

不動産市場の転換点を見極めるといのが、この将来予測のわれわれの目的になります。【スライド 34】の予兆管理システムでございますけれども、4つのパートに分かれております。1つは不動産取引市場構造分析ということで、20年間で2万8000件の取引事例を分析しております。おのずと構造が分かって参りますので、その

構造から次の変化を見ていくというコンテンツになっております。2つ目としては現状認識というコンテンツで、おかげさまで多種多様なクライアントの皆さまとも普段お付き合いをさせていただいておりますので、皆さまからいただく市況感を把握し、おまとめするという内容になっております。クライアントの皆さんは今後の市場の行方をどう考えているか私どもはこれらをお纏めしお伝えしているところです。3つ目が短期予測になります。不動産市場に先行相関するマクロ経済指標を抽出し、それらが示す予兆をもって不動産市場を予測していこうというアプローチになります。こちらは特許権を活用させていただいてのアプローチになります。そして最後が中長期予測ということで、計量経済モデルに基づく予測になります。こちらは先ほど吉野のほうから一部ご説明させていただいたページになります。本日は特にこの中から、1と3につきまして、皆さまとお時間を共有させていただきたいと思っております。

予兆管理システムとは？

日本不動産研究所
では皆様に
**将来予測
ソリューション**を
提供しております

1 取引市場構造分析
25,000件取引事例

3 中長期予測
計量経済モデル

将来予測

不動産市場予兆管理

2 短期予測
先行マクロ経済指標

当該分析手法につき、日本不動産研究所は
特許権を取得しております

本
社
交
付
に
て
特
許
証
を
掲
示
し
て
お
り
ま
す

お問い合わせ先： 日本不動産研究所 金融ソリューション部・市況モニタリング室 03-3503-5363 JREI-kinyu-madoguchi@mail.jrei.jp

Japan Real Estate Institute Copyright © 2020 Japan Real Estate Institute All rights reserved. / 本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。

不動産市場の転換点を見極める

I
不動産
取引市場
構造分析

20年間・28,000件
取引事例分析

II
現状認識

多種多様な
クライアント基盤による
市況感把握

III
短期予測

特許権活用
不動産市場
先行相関
マクロ経済指標抽出

IV
中長期
予測

計量経済モデル
に基づく予測

不動産市場 予兆管理システム

出所：日本不動産研究所

Japan Real Estate Institute Copyright © 2020 Japan Real Estate Institute All rights reserved. / 本資料の知的財産権は、一般財団法人日本不動産研究所に属します。許可無く使用、複製することはできません。

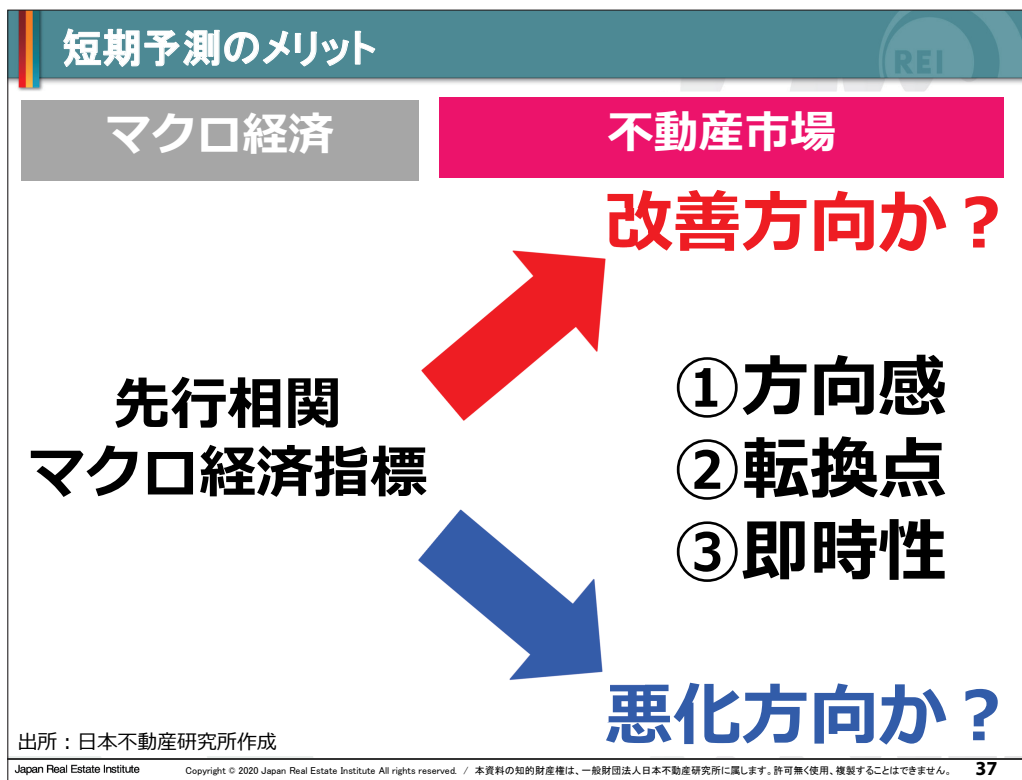
次に、不動産市場「予兆管理」の拡大契機というところを、少し皆さまと振り返ってまいりたいと思います。1990年代にバブルが崩壊し、不動産を流動化させなければいけないということで制度的な拡大があったのが不動産市場の証券化ということでした。そしてわれわれにとっても皆さまにとっても大きなところが、証券化対象不動産の鑑定評価制度で、2000年代の初めから整備が次第に始まったということになります。そのあとリーマンショックもあり2回の危機を経験したところで、2011年、皆さまご案内のとおりかと思いますが、金融庁・日銀のほうで「マクロプルーデンス政策」を掲げていただいたところになります。金融システム全体の安定化を図るべく不動産市場が常に適切に動いているかどうかモニタリングすることが重要だということも掲げていただいたものになります。このマクロプルーデンス政策が掲げられた2011年以降私どもにも不動産市場をモニタリングするニーズを皆さまからいただきました。私どもとしても以後8年間にわたって皆さまにご提供させていただいております。

「短期予測から読み解く不動産市場の展望」ということで、不動産市場に先行相関するマクロ経済指標から不

動産市場を読み解いていこうと思っております。

【スライド37】にございますとおり、短期予測は、3つのメリットがございます。1番目は先行相関するマクロ経済指標から、不動産市場は改善方向なのか悪化方向なのかという方向感が分かるところでございます。2番目は変化する転換点を把握できることです。そして3番目は即時的にそれがわかるという点になります。マクロ経済指標は即時的にデータがアップされますので、こういった動きから不動産市場の方向感、転換点を即時的に見ることができるところが短期予測のメリットということになりまして、皆さまにご提供させていただいている内容です。

実際は、一例として、オフィスの都心5区の賃料でこの先行指標を見ていきたいと思っております。この帯は実際にわれわれがつくったオフィスの都心5区の賃料指数になります。そして重ね合わせているラインが、内閣府から出されている製造業の実質機械受注という経済指標でございます。そしてオフィス賃料のピークと実質機械受注のピークをご覧くださいますと、実は2年程、機械受注のピークが賃料のピークに比べて先行しているところが見て取れると思えます。実際に相関を取っ



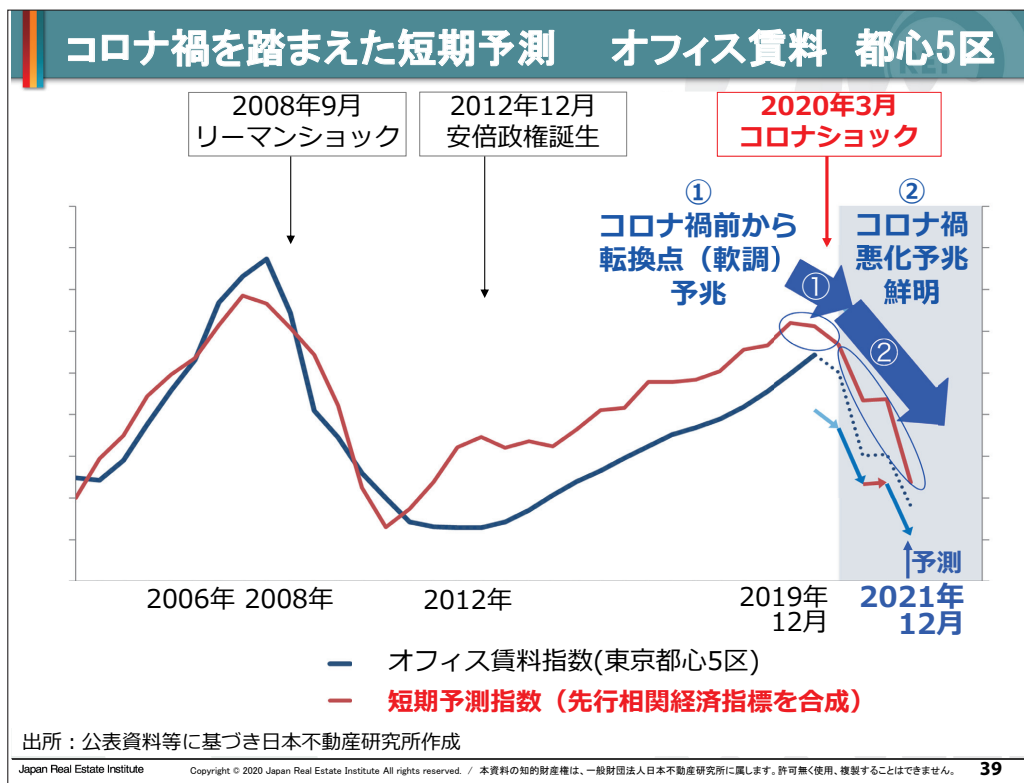
てみますと、1年半実質機械受注がオフィス賃料に先行した動きを取っているといたところが分析されております。ピーク、ボトム、そしてリーマンショック後からの立ち上がりといったところが1年半ぐらい先行しているところなんです。ですから、このラインを1年半ずらすことによって、オフィス賃料の予兆が把握できるのではないかとというのがこの試みの意図となります。

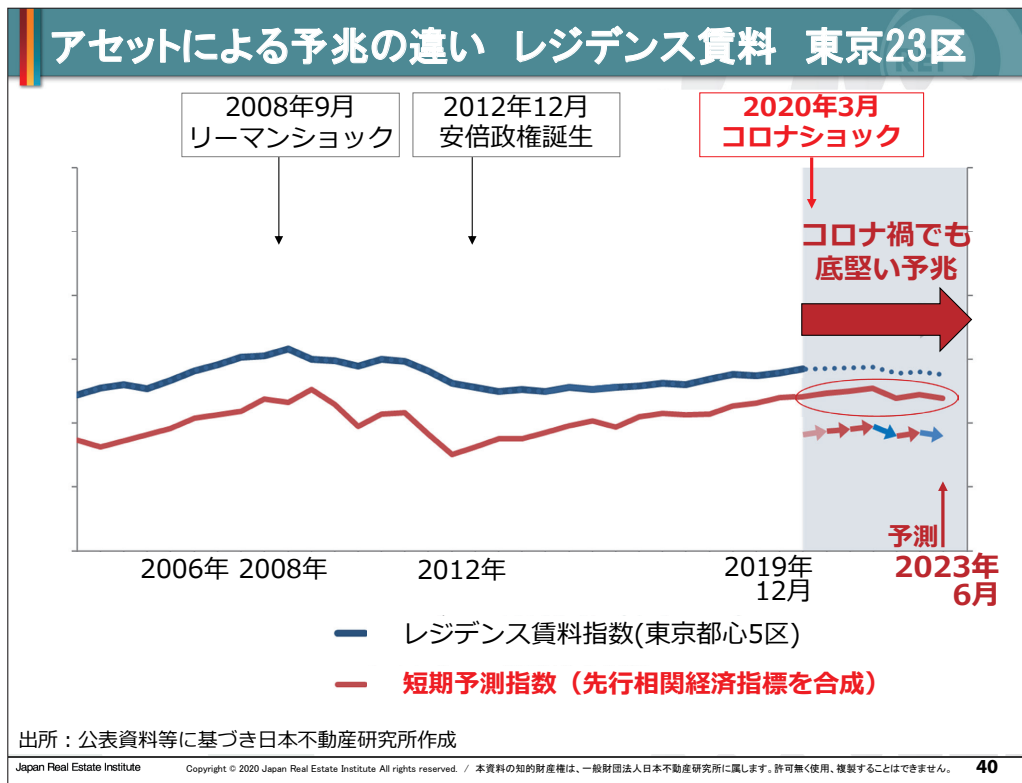
実際2020年コロナショックがございましたけれども、2020年6月のデータを見ると東京都心5区オフィス賃料の先行経済指標である実質機械受注が急落しております。これを受けて、オフィスの予兆については残念ながら悪化の予兆が示されることとなります。【スライド39】のように実際にオフィス賃料に先行相関する経済指標のうち非常に優れたものを集めて1本化したものが、このラインで示されている短期予測指数になります。先行相関する指標を集めていった結果、オフィス賃料の実績に比較して将来に向けて伸びた部分が予測結果という形になります。実は2019年の12月期の時点で、私どものクライアントの皆さまにはご案内させていただいていたのですが、実はコロナ禍前から東京都心5区のオフィス賃料には転換点が現れているとお伝えをしておりました。

コロナ禍前から、ややオフィス賃料の予兆が軟調、すなわち下落に転じる予兆が出ていたこととなります。さらに先ほど実質機械受注の動きもご覧いただきましたが、コロナ禍によって悪化の予兆がより鮮明になったという点が今回のわれわれの見解でございます。来年の方向感としては下落方向というのが、われわれとしてのオフィスの賃料に対する予兆見解ということとなります。

ただしこれをレジデンス賃料で見ると、【スライド40】のように、オフィス賃料とは違った動きが見えて参ります。レジデンスにつきましては、コロナ禍でも非常に底堅い予兆を示しております。この赤いラインは先ほどと同様につくったレジデンス短期予測の指数ですけれども、実は底堅い予兆を今後も示しております。このコロナ禍において、アセットによってかなり予兆にも差異が出てきているところを本日の重要なお報告の一つとしてお伝えをさせていただきました。

次に、特許権を活用したプロセスの纏めになります。ご覧いただいたようにそれぞれのマクロ経済指標について不動産市場に対する先行性、相関性を見極め、そしてより優れた先行指標を選び出して先行指数をつくっていくことで市場予測につなげております。こちらのプロセ





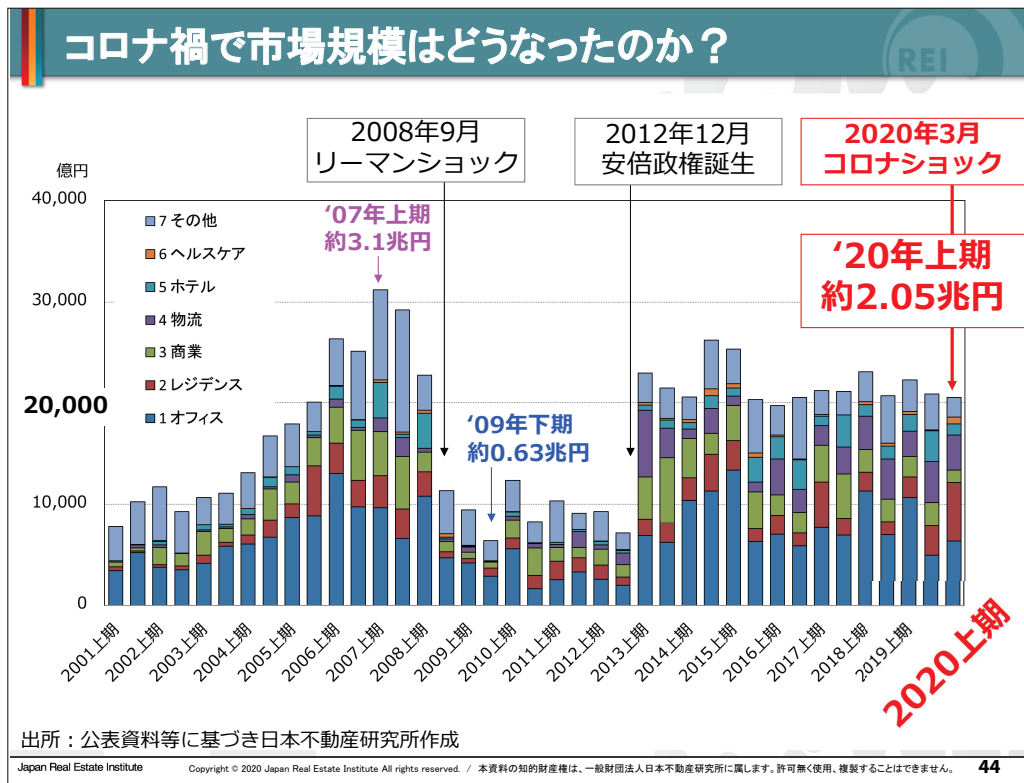
スについては特許権として認定をさせていただいております。

さてここまでは短期予測をご覧いただきましたが、本日はもう1つのアプローチ、不動産取引市場の構造分析をお伝えし、より不動産市場にフォーカスした分析についてご覧いただきたいと思っております。こちらは20年間28,000件の取引事例を集め、現在までのトラックから取引市場を構造的に整理し、その構造から何が今後のアウトLOOKとしてわかるかというアプローチとなります。

次は、国内不動産取引市場規模の推移をお示したものにいたします。取引金額が分かるものをすべて集めて、金額として集計しております。少し過去を振り返りますと、2008年9月のリーマンショック前、2007年上期(1月から6月)までが市場規模ピークで、だいたい半年で3兆円の市場規模が成立していたということになります。リーマンショックを経まして2009年下期が1兆円を切るようなレベル感ということで、6300億円ぐらいのところなんです。ただ安倍政権誕生後2013年上期以降は半年ごとに着実に2兆円の市場規模、年間で4兆円の市場規模を積み上げてきたというのが、2019年下期までの状況ということになります。

ここから皆さまのご関心が高いところになりますけれども、コロナ禍で2020年上期はどんな動きだったのかというところでございます。それをお示したのが【スライド44】にございますグラフということになります。国内株式市場やJ-REIT投資口市場が大きく下落したのは2020年3月ということでした。一方国内不動産市場規模はこの間どうだったのかという実績を見てみると、20年上期も2兆円をキープしたというのが1つ大きなご報告となります。コロナ禍はありましたけれども市場の規模自体は縮小しなかったというのが1つ大きな事実です。

では何が背景かということ、1つの背景ですけれども、外資系プレーヤーの皆さまの取得動向になります。取得だけご覧いただきますと、19年下期約6000億円外資系の皆さまが買われていたということです。そしてコロナショックが3月にありました2020年上期はどうだったのかということですが、実は昨年の下期と変わらないレベル感、6000億円を取得されているという事実です。外資系の方々にはコロナ禍を経ても非常に精力的にまだまだいまでも動かれているということをお聞きしております。こういった背景もあって先ほどの2兆円を



キープしているというのが、現状でございます。

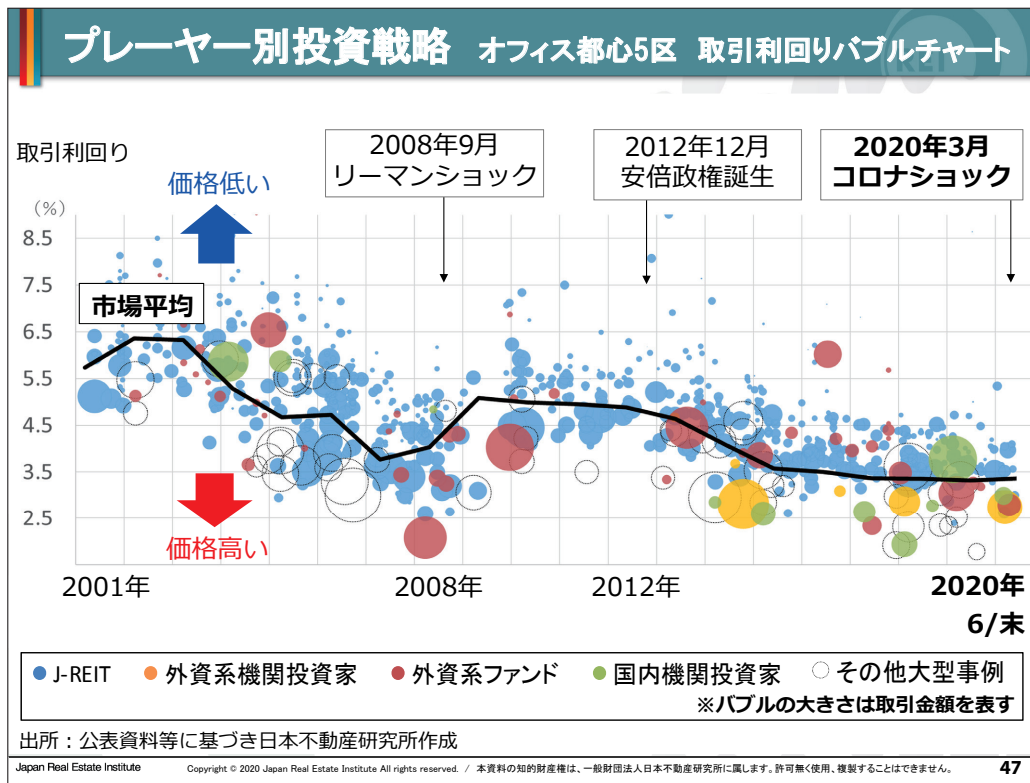
緊急事態宣言が発令された4月の前後で、市場で取得金額が多い方々を10位までランキングさせていただきました。左側は緊急事態宣言前ということで、1位はブラックストーンさんのレジデンスバルク案件を3000億円で取得された案件、2位以降は国内機関投資家の方や海外機関投資家の方、J-REITの方が並んでいらっしゃいます。一方、緊急事態宣言後ということで着目すべきは、この赤くお示した皆さんがランクインされているというところ、すなわちいずれも外資系ファンドの方々です。コロナ禍はありましたけれどもいち早く外資系資金は国内不動産市場に戻ってきたというのが、お分かりいただけるかと思います。

【スライド47】では、「プレーヤー別投資戦略」というふうに標題をつけております。オフィスの都心5区取引事例1つ1つについて、取引利回りを1点1点プロットさせていただいたものになります。上に行けば行くほど利回りが高くて価格が低い、下に行けば行くほど利回りが低くて価格が高いということをお示しており、黒いラインについては市場平均の利回り推移をお示しております。ここまで図示をさせていただきますとプレー

ヤー別の投資戦略が分かるとともに、構造といったものもいろいろ見えて参ります。各プロットは様々な色分けをしておりますが、取得プレーヤーごとによって色を変えさせていただいております。青い方々がJ-REIT、黄色い方々が外資系機関投資家、赤い方々が外資系ファンド、緑の方々が国内機関投資家、その他事業会社の方は白抜きという形で整理をさせていただきました。

これらを描画して分析することで何が分かるのだろうかということですが次のページがその答えになります。1つの結論といたしまして、複層構造というのが現時点で形成されているというのが、われわれの見解になります。リーマンショックの前は、すべてのプレーヤー皆さまが利回りの低い水準の事例、すなわち価格が非常に高い水準の事例として取得事例が示されております。市場平均利回りよりも低い事例プロットもかなり目立っております。

ただ、現時点では実は利回り層がプレーヤーによって分かれております。現在では市場平均利回りよりもむしろ上、リーズナブルな利回りで買われている方々は、J-REITの皆さままで1層としております。そしてJ-REITの皆様でも、市場平均利回りよりも低い利回り水準で取



得られている方々、すなわち少し積極的な姿勢で取得されている REIT の皆さまを 2 層と表現しております。さらに市場平均よりもかなり低い利回り水準、すなわち高い価格で取得している方々が、機関投資家の方々や外資系ファンドの方々、事業会社の方々ということで 3 層としております。すなわち全てのプレイヤーが一斉に低い利回りで取得というよりは、それぞれのプレイヤーによって取得戦略が異なり、利回り目線、価格目線も異なっている、結果的にそれぞれの皆さまが、それぞれの層をつくっていらっしゃるということで複層構造というのが取引市場に形成されている。過去の構造と大きく違う構造であるということ、クライアントの皆さまに述べさせていただきます。

それを模式化したのが次のページでございます。リーマンショック前につきましては、どちらかという単層構造ということで、何らかのショックがあると価格調整に陥ってしまうような抵抗力が弱い市場構造であったと考えます。一方現時点では複層構造が形成されており、プレイヤーの皆さまによって狙うブロックがそれぞれ違ってまいります。逆に申し上げますと狙わないところは狙わないというようなメリハリが付いた戦略をそれぞれ

の皆さまがとっていらっしゃいます。価格・利回り目線に複層化がありますし、選好アセットも複層化している。そして選好エリアも複層化しているということで、それぞれがフォーカスするエリアに着目しながら取得されているということで、ご覧いただいたような複層ができていると考えております。

更にこの複層構造が、価格調整圧力に対する防波堤機能を果たすのではないかと私たちは考えております。実際にいまコロナ禍においてホテル、それから商業施設の一部に少し皆様の市場マインドが弱いところがありますけれども、レジデンスですとかオフィスですとか物流施設とかについては非常に堅調なマーケットが続いている点は、この複層構造が防波堤機能として発揮された 1 つの効果ではないかと私どもは考えております。

オフィスの都心 5 区について、直近の取引事例を図示させていただきました。実はオフィスの取引市場についてはコロナ禍を経て少し変化が見られます。すなわち複層構造から重層構造への変化が見られます。先ほどお話ししたのは複層構造という点でございました。そして今回 2020 年 6 月までで起きているのが、重層構造ということです。複層は複層で引き続き維持はしているのですが、

全体的に、特に3層の皆さまの利回り目線が上昇してきている。価格としてはややリーズナブルな水準へ、すなわち市場平均に近づいているような状況でございます。ただそうは言っても市場平均より未だ低い利回りの事例が多い状況ではございまして、全体的な層が重なり合うような状況ということで重層と名付けさせていただいております。このリスクオフの状況がさらに進むと利回りは上昇してくるのかなとも考えられますので、リスクシナリオとしてオフィス市場で留意頂きたい点としてお伝えをさせていただきます。

レジデンス東京23区の取引市場も同様のバブルチャートを作成しております。実は先ほどオフィスで見られたように重層化は起きていないという点が重要な点になります。むしろ複層構造が継続していて、利回りはまだじりじり切り下がっている。価格が上がっているような状況が続いております。このようにコロナ禍という特殊な環境下ではありますが、アセットによって違う動きが顕著に見られております。リーマンショック時のように一斉に価格調整が起きていない、また一部アセットは利回り自体が更に低くなっていたりと、前回のリーマンショックに比べるとかなり異なった動きが見られてい

ると考えております。

以上の総括となります。オフィス都心5区とレジデンス東京23区をご覧いただきましたけれども、オフィス賃貸市場2019年は転換点（軟調）の予兆が出ていたことに加えて、コロナ禍を経て悪化の予兆が鮮明になってきているところです。一方レジデンスの賃貸市場については、堅実な予兆がこのコロナ禍でも継続しております。取引市場についても、オフィスについては複層構造からややリスクシナリオとして留意すべき重層構造に移行しておりますが、一方レジデンスは引き続き複層構造継続で、利回りが下がっている状況が継続しております。リーマンショック時と現在の差異となりますが、単層構造から複層構造への転換が起きている、そしてこの複層構造ができているからこそ、一斉の価格調整圧力というのが切り抜けられている。価格調整圧力に対する防波堤として機能しているという点を今回の一つの結論として総括させていただきます。以上、「予兆管理システムから読み解く不動産市場」でございました。先ほどの吉野の研究報告①「2021年の不動産市場」に続きまして、私のほうからご案内させていただきました「予兆管理システムから読み解く不動産市場」ということで、マクロ経済



分析や、こういった将来予測ソリューション、そしてわれわれにとって一番大事な不動産鑑定評価、様々なツールを持ちまして引き続き皆さまの不動産戦略をはじめ、不動産市場全体に貢献をしてみたいと思っております。引き続き皆さまのご支援をいただけましたら幸いです。

ございます。

本日はご清聴のほど、誠にありがとうございました、一旦こちらで2名の講演については終了させていただきます。引き続きよろしくお願いいたします。

※本稿は、令和2年12月9日に開催された令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナーの内容をもとにとりまとめたものです。

令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナー 2021年の不動産市場を読み解く

質疑応答

司会：皆さん、いかがでしたでしょうか。本日ウェビナーの冒頭におきまして音声の不調がございまして大変ご迷惑をおかけいたしましたこと、あらためてお詫び申し上げます。

残りましてお時間を使いまして、皆さま方からいただきましたご質問につきまして、回答させていただきたいと思っております。

最初にいただきましたご質問ですが、地方都市の今後の不動産の市場についてです。吉野さんに回答をいただきたいと思っております。これまで地方都市の不動産市場は観光地などでは海外からの観光客の方の需要によって支えられていたところがありましたが、まさにこのコロナ禍で構造的に外国人観光客の減少であったり、大きく転換している中で、そういった状況を踏まえて今後の地方都市の不動産価格にこのような構造の変化がどのようなインパクトを与えるのか、またリスクをどのように捉えていけばいいのかといったご質問をいただいておりますけれども、吉野さん、いかがでしょうか。

吉野：ご指摘のありましたとおり、一部の地方都市におきましては、ここ数年の地価上昇がまさにインバウンド需要に支えられていたという例が数多くあります。そういったところは、いち早く不動産市況にも悪影響が出ているという事実はあろうかと思っております。ただ一方で、ご質問の中で構造変化というようなご指摘もあったようですけれども、中長期的に見たときに日本のインバウンド観光がもう終わってしまったのかということ、私はそう決めつけるのはまだ早いのではないかなと思っております。日本において観光業は短期的にはつまづいているという事実はあるにせよ、中長期的に見たときに1つの成

長産業であるという構造に変化があったということでは決してないと思っております。今後コロナが収まって、また国際的な観光需要、人の流れが戻ってくるということになれば、そういった需要の受け皿となる不動産市場については、再び好調さを取り戻すということになるのではないかと信じております。

司会：ありがとうございます。もう1問、吉野さんに回答していただきたいと思っております。現下の地価、不動産価格の動向というのは経済的な要因というよりは、コロナのような非経済的な要因に大きく影響を与えられているといった状況ではあるのですが、こういった状況の中、エコノミストとしての予測の限界というのを感じることはありませんか、という質問をいただいているのですけれども、いかがでしょうか。

吉野：厳しいご指摘かなとは思っております。おっしゃるとおり、ここ数年、経済に内在するリスクだけではなくて、それ以外のリスクが世界経済ですとか、引いては不動産市場に影響を与えてきたということは、確かにご指摘のとおりかなと思っております。ただ言い訳するわけではございませんけれども、コロナ禍前までの数年を振り返ってみますと、経済の中に内在するリスクというのがあまり感じられなくて、どちらかという経済以外の部分のリスクに着目すべきだということを私も申し上げてきたつもりでした。その中身が感染症だということは当然その当時は分からなかったわけですが、ただ経済だけを見てはリスクを見誤るということについてご指摘のとおりだと思いますし、そこにはこれまで配慮してきたつもりでございました。その点は、ご理解いただければなと思っております。

司会：ありがとうございます。

次の質問は、お二方に回答いただければと思います。いただきましたのはお二方の論調の中で、来年、不動産の価格の下落リスク自体はやはり避けられないのではないかとといったところですが、そのインパクトというのは、それほど大きなものではないのではないかとという点が共通のコメントだったと思います。一方で報道等でもホテルなどの用途では非常に売り上げが落ち込んでいるといった状況も見られるようですけれども、そういった報道等の内容とお二方のコメントについて、どういった形で整合を取れば良いか、また今後のホテル市況についてどう見れば良いかについてご質問をいただいているのですけれども、まずこの点、吉野さんいかがでしょうか。

吉野：確かに不動産市場全般で市況がクラッシュするような事態が起こりにくいということは、今日申し上げたとおりですけれども、ご指摘がありましたとおり、典型的にはホテルですけれども、コロナの影響が直撃する形で極めて厳しい状況に陥っているということは事実だと思います。そういう意味では、ホテルというアセットに対して影響が小さいなどというつもりは毛頭ございません。まさにこのコロナがいち早く収束して、またホテル事業者の方々がその間を生き延びていただいて、再び不動産市場として活況を取り戻すということを祈るばかりということかと思えます。

司会：この点、横尾さんどうでしょうか。

横尾：今日最後に再度私のほうのまとめをさせていただきますのですけれども、前回と実は違うのは、単層構造に対して今回は複層構造というキーワードを挙げさせていただいています。当然ながらコロナ禍というところがあって、全般的に少し先行きはどうなるのだろうというお話はありますが、全アセットで非常に価格が下落しているかという、実はそういった構造ではないということを一つ捉まえる必要がありまして、複層構造によってコロナ禍であっても非常に耐久力があるアセットが今出てきているというところが、1つ、まず着目すべき今回のポイントではないかと思えます。

当然ながらホテルについては、私どもも鑑定評価等でお預かりする案件もありまして、半年前や1年前に比べると、残念ながらキャッシュフローが傷んでいる分だけ価格が落ちてしまうといったようなものもありますが、これは先ほど吉野がお話しさせていただきましたよう

に、永久的に価格がどんどん沈んでいくかということ実はそういった見方を私どもは今のところしていないということで、当然1年、2年の目先については、キャッシュフローは今までよりも取れないということで、ディスカウント後のキャッシュフローについては凹んでしまうのですけれども、そのあとの2年後、3年後ということについては、やはり成長軌道に戻るのではないかとという見立てで、今のところいろいろな実証的なものを見させていただきながら鑑定評価を進めているところでございますので、一部そういったアセットも当然ながら出てきてしまうかなというふうには思っております。

司会：いま横尾さんから市場の複層構造化というお話があったのですけれども、これに関連して1問ご質問いただいております、まさにこの複層構造化した要因、原因は何なのかといったご質問をいただいておりますが、この点いかがでしょうか。

横尾：一言でいうと、金融緩和ということが大きかったのではないかと思います。12年末に金融緩和の政策が始まって、13年以降、2兆円というふうなお話をさせていただきまして、先ほどオフィスですとかレジデンスのバブルチャートをご覧くださいましたけれども、だいたい層がくっきり見えてきているのが16年、17年のあたりというところになってきます。まさに12年以降金融緩和になりまして、投資家の方々がどこにアセットを、株なのか債券なのかというところで、基本的にオルタナティブという言葉がキーワードとして共通ということになって、オルタナティブの中の不動産というところに、組織体制が整ったというところから機関投資家の方ですとか事業会社の中心の皆さまがかなりいらっしゃったというところが、3層ができた理由かなと思っておりますので、一言でいうと金融緩和の継続。逆に言うと、この金融緩和はどこまで続くかということも、次への大きなポイントになるかなというふう考えているところで

司会：ありがとうございます。

続いて、こちらは吉野さんのほうにご回答いただきたいと思うのですけれども、吉野さんのお話の中で、地価公示、地価調査について下落地点が多かったというところがあるのですけれども、逆にこういったコロナ禍におきまして、地価が上昇したところについて、何か理由ですとか特徴というのはあるのでしょうかといったご質問

をいただいております。いかがでしょうか。

吉野：今日は特に地価の中でも、公示地価と都道府県地価調査の共通地点の分析をご披露させていただきました。その共通地点で、今年の1月から7月までの半年間で上昇した地点も確かにございまして、その特徴を見ますと、まず商業地につきましては商住近接ですとか生活密着型といわれるようなキーワードで括れるような商業地、地方都市ですとか東京の周縁部といったところの商業地が、今でも上昇を保っているということが観察されました。また住宅につきましては、例えばインフラが整備されるとか区画整理が進むといった形で利便性が高まっているにもかかわらず地価の水準が相対的に低かったところが、改めて価値が見直されて上昇を続けているということが観察されました。

司会：ありがとうございます。

続いての質問ですけれども、こちらはお二方にご回答をと思うのですけれども、直球のご質問をいただいております。ずばりオフィスの賃料につきましてはどのタイミングで回復するのでしょうかといったところなのですが、横尾さん、どうでしょうか。

横尾：残念ながら去年ぐらいから賃料はどこまで伸びるのか、本当にこれ以上伸びるのかというお話もあった中でいくと、先ほどご覧いただいたように短期予兆においても賃料の上げ止まり感というのが出ていて、コロナ禍によってそれが顕在化してしまったというところかと思えます。東京で言いますと、イベントとしてありますのが23年の大量供給ということがありますので、1つはそこまでのポイントというところが出てくるのかなというところで、2年、3年ぐらいはこのコロナ禍というところ、テレワークというところの要因が合わさりまして、少し下落の傾向というのが見られる可能性もあるのかなというところではあります。

ただ一方で、いまのところお預かりしている案件などで賃料下落が見えているのですかということ、あまりそういうふうな案件は見えていないということもありますので、比較的長期のリース契約を結んでいらっしゃる方であったりとか、大型のテナントの皆さまであったりとかいうのは、より大きな大型のビルであればあるほど耐久力は強いなというところを感じておりますので、比較的ならかな下落傾向で23年ぐらいまで耐え忍ぶ状況



かなというように考えているところでございます。

司会：吉野さんは、いかがでしょうか。

吉野：あくまで経験則としてということになります。一定程度景気の水準が低い状況が今後数年続くという可能性はあろうかと思えます。そういった中で、供給の動向も見ながら賃貸市場が決まっていくということになりますけれども、今、横尾のお話からもありましたとおり、次に賃料の上昇が感じられるようになるまでには、やはり数年、2023年とか2024年とかいう時期まで待たなければいけない可能性が高いのではないかと思います。

司会：ありがとうございます。

続きまして予兆管理システムに関しまして、いろいろとたくさんご質問をいただいているのですが、まとめさせていただきますと、予兆管理システムというのはどういった構成要素、要因でもって理論曲線がつけられているのか。その辺りについてお教えいただきたいということなのですが、いかがでしょうか。

横尾：今日はオフィス、レジデンスの賃料について、それぞれご覧をいただいたところです。オフィスでいきますと実質機械受注ということで、企業の皆さまは受注があると次に売り上げの予定が立ちまして、さらに賃料負担力という形につながっていきますので、その期間がだいたい2年ぐらい賃料でも先行しているのではないかとこのところの分析をさせていただきながら、予兆管理の1つに使わせていただいているということです。

これと同じように、今日は内閣府さんの実質機械受注でしたけれども、法人企業統計の企業売上高ですとか、そういった指数、賃料に最終的に結びつくような経済指標からわれわれの短期予測の指数をつくらせていただいています。常にだいたい100とか150ぐらい経済指標はウォッチしているのですが、その中から優秀なものを選んで構成要素として使わせていただいているという形を取っております。

司会：そうしますと常に決まった指数で構成されるというよりは、その時々に関連度の高いものを選択してつくられると。ある意味、生きたものというか、そのような理解でよろしいですかね。

横尾：毎回検証させていただいているという形になります。

司会：分かりました。ありがとうございます。

続いて、横尾さんの説明の中で、コロナ禍でも半年間

で2兆円という取引額自体にはそんなに大きな変化はなかった、減ることもあまりなかったということなのですかけれども、今後、仮に為替が円高のほうに振れた場合に不動産取引額がどのように変わるのか、どのように市場に影響を与えるのかというご質問をいただいているのですが、こちら横尾さん、いかがでしょうか。

横尾：このへんも皆さまからのご関心が高いところかなというふうに認識しております。外資系の皆さまとも常に意見交換をさせていただいているのですが、為替というよりは、今何があるかということ、コロナ禍によってより金融緩和の状況が整ってしまっているところと、日本は感染者の数が欧米その他のエリアに比べると小さいということで、安全・安心に投資ができるといったことに非常に注目が向いているところを、皆さま口をそろえておっしゃっているところです。

ですから、先ほど外資系の皆さまの取得金額ということで、以前から見ると6000億ぐらいですと話をさせていただいたのですが、それにつながっていて、後半も統計上やっていると、おそらくそんなに外資系の皆さまが急速に引いていくかという状況ではないのかなというところがありますので、為替というよりも、どちらかという安心な日本、アジアの中の非常に投資しやすいところ、世界の中で一番投資しやすいところというところに向かっていらっしゃるのかなと思います。

司会：ありがとうございます。

お時間が迫ったようですので、最後に1つだけお二方に一言でお願いしたいのですが、2021年の不動産市場を読み解くに当たりまして、1つ挙げるとすれば、どんなイベントに着目すべきか、お聞かせいただきたいのですが、まず吉野さん、いかがでしょうか。

吉野：これは当たり前ということではあるのですが、不動産の価値は、その不動産がいかに使われるかということに尽きるはず。従いまして、不動産がどのような利便性を人々や企業に提供できるのか。こういったことをキーワードとして不動産市況が形成されていく、そういうことがより意識される1年になるのではないかと考えております。

司会：ありがとうございます。横尾さん、どうでしょうか。

横尾：先ほどご質問いただきましたように、私が注目しているのは複層構造が維持されていくかどうかという

ところかなと考えております。ですので、コロナ禍ということもありますが、この金融緩和がどこまで途切れずに続いていくのか。逆に言うと出口はどこになるのだろう、どういった出口になるのだろうかということが、来年、再来年と少し留意していかなければいけない点と考えているところでございます。

司会：ありがとうございます。

本日たくさんのご質問をいただきまして、誠にありがとうございます。十分に回答できなかったところもあったかと思えます。また冒頭音声不良によりまして、ご迷惑をおかけいたしました。大変申し訳ございませんでした。本日のテーマにつきましてさらなるご質問等がござ

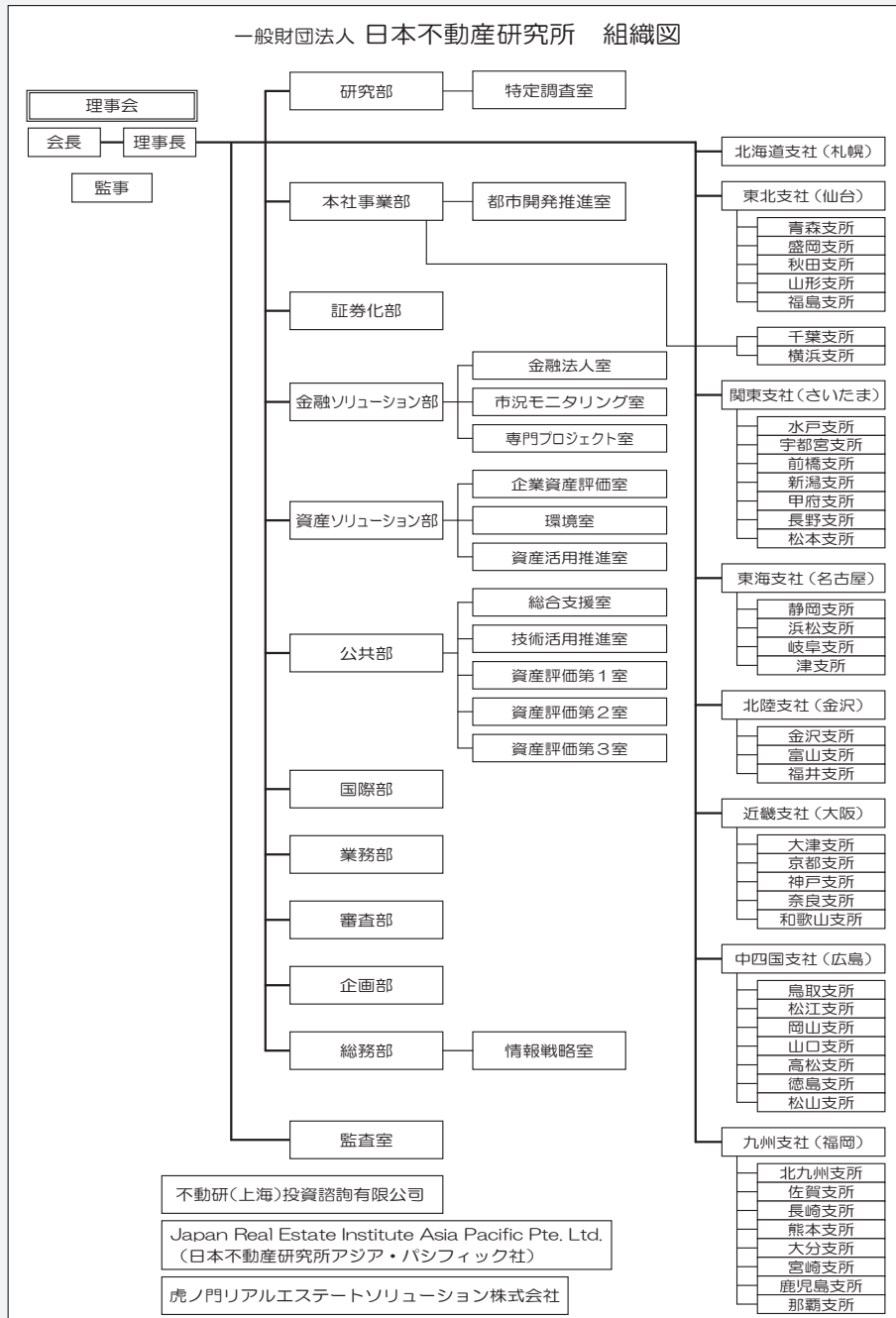
いましたら、画面のほうにもあります、皆さま方お手元の資料にも最後のページにございますように、2人の報告者のアドレスを載せておりますので、もし何かありましたらこちらのほうにご質問等をお寄せいただきますと幸いです。また当ウェビナーの配信終了後に、皆さま方にアンケートを送信することを予定しております。ご多忙とは存じますが、何卒ご協力のほどよろしくお願いいたします。

それでは本日の JREI ウェビナーを終了したいと思います。最後までお付き合いいただきまして、誠にありがとうございます。失礼いたします。

※本稿は、令和2年12月9日に開催された令和2年度 定例講演会 JREI ウェビナーの内容をもとにとりまとめたものです。

不動産の新しい可能性のために

弊所は「組織力」「研究・開発力」「情報力」の3つの力を融合し、社会の更なる発展に向けて、不動産を見守り続けています。



ホームページ
<http://www.reinet.or.jp/>
 フェイスブック
<http://www.facebook.com/jrei.jp>



一般財団法人
日本不動産研究所 (JREI)
 〒105-8485
 東京都港区虎ノ門1-3-1 東京虎ノ門グローバルスクエア
 お問い合わせ先：03-3503-5330 (企画部)

業務内容のご案内

評価・ソリューション業務

不動産鑑定評価

- ・独立した審査体制（審査部）
- ・客観的・中立的な全国 49 拠点を擁する機関鑑定評価
- ・特定専門分野別のスタッフ（専門チーム）の配置

時価会計支援

- ・賃貸等不動産の時価開示支援
- ・減損会計対応支援
- ・販売用不動産（棚卸資産）の評価
- ・M&A に関する評価

証券化に伴う評価・コンサルティング

- ・投資リスクを適切に分析した評価
- ・物件の用途・特性に応じた適切な処理
- ・海外投資家に対する適切な対応（英文評価書等）

CRE（企業不動産）戦略支援

- ・CRE 戦略策定支援
- ・不動産有効活用事業支援
- ・不動産運用相談

環境不動産調査

- ・不動産の環境デューデリジェンス（DD）
- ・環境リスクを反映した不動産鑑定評価、価格調査等
- ・建物環境性能評価（GB 認証）

PRE（公的不動産）戦略支援

- ・PRE 戦略策定支援
- ・公会計制度関連支援
- ・不動産利活用支援

固定資産税評価支援

- ・固定資産税のための土地評価システム
- ・土地価格比準表の作成、画地計算法・所要の補正調査
- ・家屋評価の支援

再開発ビル事業・まちづくり支援

- ・市街地再開発事業支援
- ・共同ビル事業支援
- ・土地区画整理事業支援

海外不動産評価

- ・海外に所在する不動産の鑑定評価
- ・海外の不動産市場調査・コンサルティング
- ・海外提携機関とのネットワーク
（米国・英国・中国・韓国・台湾・タイ・その他）
- ・中国現地法人
不動研（上海）投資諮詢有限公司
- ・シンガポール現地法人
Japan Real Estate Institute Asia Pacific Pte. Ltd.
（日本不動産研究所アジア・パシフィック社）

不動産市場に関する投融資リスク管理等支援

- ・不動産市場の予兆管理等支援
- ・将来予測市況モニタリング
- ・オフィス投資インデックス作成

防災・減災関連事業

- ・復興事業設計支援
- ・防災集団移転促進事業等・復興事業関連土地評価
- ・各種災害影響評価

各種調査・基礎研究

各種調査

- ・「市街地価格指数」、「全国木造建築費指数」（年 2 回）
- ・「田畑価格及び賃借料調」（年 1 回）
- ・「山林素地及び山元立木価格調」（年 1 回）
- ・「全国賃料統計」（年 1 回）
- ・「不動産投資家調査」（年 2 回）
- ・「国際不動産価格賃料指数」（年 2 回）

基礎研究

- ・土地政策・制度に係る調査研究及び提言
- ・不動産評価に係る調査研究及び提言
- ・不動産利活用・事業推進等に係る調査研究及び提言
- ・中国、韓国等の関係研究機関等との連携による調査