

価格上昇が続く中で 意識される高値への警戒感 多様なリスク要因のもと悲観シナリオが 現実化する確率は60%と高い

足もとの不動産市場では、引き続き買い手が健在だ。東京の不動産価格は上昇が続いているし、期待利回りも各種調査で計測開始以来の最低水準を更新している。一方で、価格の上昇速度や利回りの低下速度はいずれも緩やかになっており、世界経済の先行きの不透明さも相まって、市場では高値への警戒感が強い。そこで本稿では、当面の不動産市場の動向を見通すとともに、いわゆる標準シナリオから下方に振れるリスク要因について考察する。

価格上昇が続くが 低金利が正当化

まず、足もとの不動産市場から見ていきたい。不動産住宅価格指数によれば、2012年12月以來、東京都の不動産価格は

顕著な上昇を続けており、15年終盤には07年ごろのミニバブル時の最高水準を上回った(図表1)。その後も上昇は続いているが、16年に入ると同時にその傾きは緩やかになり、最近はさらに緩やかになっている。その理由として、実需面では、

東京都の中古マンションの年収倍率が10倍以上となっており、一般の勤労者では購入できないレベルにあることが挙げられる。また、投資の観点からは、取引利回りが低くなりすぎて、投資家の期待利回りを上回ることがまれになっていることが指摘で

きる。投資家向けのアンケートで、期待利回りが計測開始以来の最低水準を更新していることからそれがうかがえる(図表2)。

ただし、イールドギャップ(Ⅱ利回りー国債利回り。ギャップが大きいほど収益性が良いと判断される)で見ると、まだミニバブル時を相当上回っている。また、年収倍率についても、住宅ローンの金利水準を加味した総支払額ベースの倍率では、まだ過去の最高水準を上回っているわけではない。低金利が不

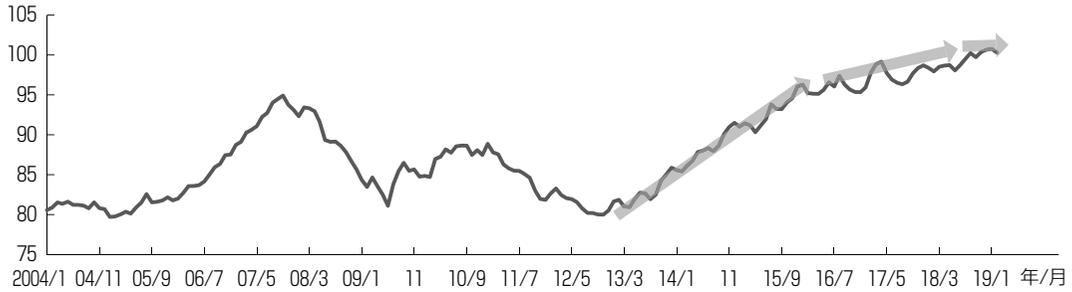
AAAコンサルティング
ヘッド・オブ・リサーチ

賀藤 浩徳



〔図表1〕

住宅価格指数の推移（東京都）

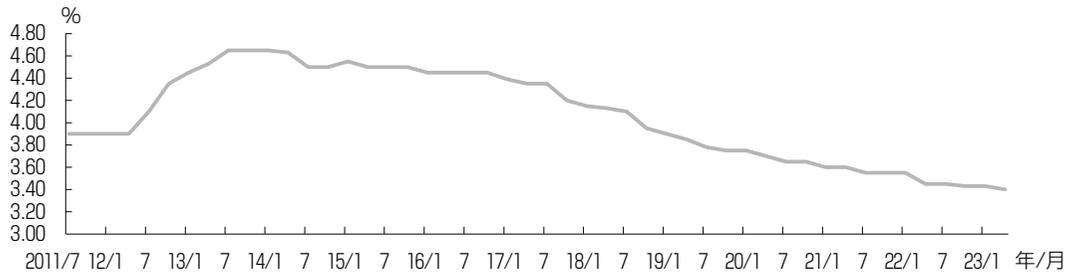


（注） 2000年1月=100、中古マンションの成約価格がベース。

（出所） 日本不動産研究所「不動研住宅価格指数（東京都）」から筆者作成。

〔図表2〕

期待利回り（東京大手町グレードAオフィスのNOI利回り）



（出所） CBRE JAPAN CAP RATE SURVEY（2019年4月）

不動産の高価格を正当化する大きな要素となっているのだ。

一部の投資家が独自の基準で投資

では、価格の高い不動産を買っているのはいったい誰なのか。まず全体像を見ると、17年および18年とも、日本の不動産を最も購入している投資家は「「リート」と「その他の国内投資家」で、両者合計で17年は全体の69%、18年は84%を占めている（CBRE調べ）。10億円以上土地取引およびリートのIPO時取得物件を除く。一方で、海外投資家は17年こそ31%の占有率があつたが、18年には16%と激減している。なかでも中国の投資家は資本規制などの影響を受け、そのプレゼンスを落としている。一方、香港およびシンガポールの投資家の占率は上昇している。

概して、安定した購入者は、国内の「リート」と「その他の国内投資家」、海外勢では「北米の投資家」と言える。彼らは、ポートフォリオ（概して、

国内投資家は国内ポートフォリオ、北米はグローバル・ポートフォリオ）を組んで、比較的似通った目線で物件を選別している。一方、アジア系の投資家の中には、グローバル・ポートフォリオを組むというより日本等に限定した投資を行っている投資家も多い。こうした投資家の中には、スタンダードな選別基準とは異なる独自の基準を持つ投資家も多いようだ。

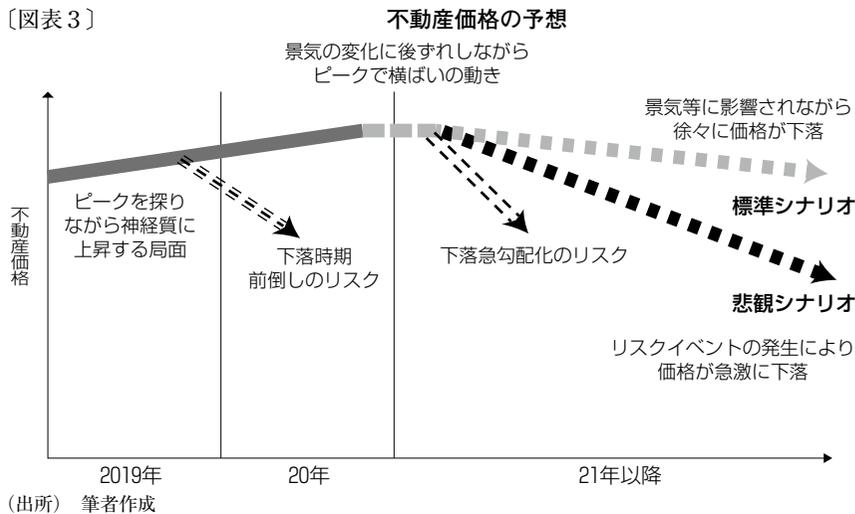
また、内外の個人富裕層も同様に独自の目線で購入を進めるパターンが多い。ブランド力をより重視し、優良立地の物件ならば高価格でも甘受する傾向がある。今後も、高価格の物件でも購入できる主な投資家は、アジア系投資家の一部および内外の個人富裕層などであるとみられる。

当面は買手が存在するが悲観シナリオも

次に、当面の不動産市場（価格）を見通してみよう（図表3）。

東京五輪が開催される20年ま

〔図表3〕



では、過去のオリンピックの実績と同様に、弱いながらも景気は拡大傾向で推移するものと考えられる。19年10月に消費税率の引上げが予定されているが、政府

は、過去のオリンピックの実績と同様に、弱いながらも景気は拡大傾向で推移するものと考えられる。19年10月に消費税率の引上げが予定されているが、政府

(出所) 筆者作成

による増税対策が奏功しその影響は当面軽微で済むものと想定する。

問題は、20年第四半期以降、オリンピック効果が剥落する時期と、増税対策の効果剥落していく時期が重なることである。このあたりから景気の減速を予想するが、不動産の価格は景気動向に逆行する傾向がある(一部では一致指標とみる向きもあるが)ため、20年から21年にかけて、ピークで横ばいの動きが見られるであろう。その後、景気減速に従い徐々に価格が

引件数は減少するであろう。それでも、経済の減速が広く認識されるまでは、高い価格での買手は引き続き相当数存在すると思われる。また、首都圏から地方へ、あるいは住宅からオフィス、オフィスから物流倉庫・ホテルなどへ投資対象の選好が変化していく動きが経済の変動とともに見られるが、それら新しい投資対象が注目を浴びている間は、その他のエリアや物件タイプの価格が目に見えて下落する動きは生じにくい。

ただ、この標準シナリオは、マーケットの予想を大きく覆すネガティブイベントが発生しないことを前提としているため、それらの動向しだいでは悲観シナリオが考えられる。価格下落の時期が前倒しになるリスクと価格下落の角度が急勾配となるリスクである。そのいずれか一方あるいは両方が発生するリスクは、合わせて60%程度と高めにみている。世界的に先行きが見通しにくい事柄が多いためである。

悲観シナリオが発生する主なリスク要因としては、次のよう

な事柄が考えられる。まず、中央銀行の金融政策が市場の信認を得られず、金利が想定を超えて上昇すること。また、米中貿易摩擦が激化・長期化したり、北朝鮮・中東などの地政学リスクが顕在化したりして、世界経済に多大な影響を及ぼすこと。英国の合意なきEU離脱が欧州経済等に影響を及ぼす可能性もある。

要は、悪い金利の上昇と、景気の想定外の悪化に伴う企業業績や資金調達環境の大幅な悪化が引き金となりうるため、その場合には不動産市場のシナリオも大きく変動することとなる。

かとう ひろのり
 大手生命保険会社資産運用部門にて融資・審査、証券投資等を担う。MOF担としても活躍。外資系大手不動産サービス会社では、不動産コンサルティングとリサーチ部門のプレイングマネジャーとして活躍。独立を経て、16年11月から現職。不動産鑑定士、CMA。