

# 金融財政

## ビジネス

# Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可  
毎週2回・月・木曜日発行(但し祝日を除く)  
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8  
©時事通信社2016

2016年(平成28年)  
10月27日[木]  
第10614号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 10.27

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	<b>マイナス金利政策の持続力</b>	評論家 額賀 信
解説	4	<b>都市部の不動産に高値警戒感</b> マンション、REIT市況が転換点に	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 照一隅	9	<b>「政治家本」の謎</b>	又平
キーパーソン	9	スペイン	
column 藤原作弥のカラム・コラム	10	<b>怒鳴門鬼さん(上)</b>	
column インサイド	11	<b>TPP発イノベーション行き</b>	泰
キーパーソン	11	宮内庁	
チャイナ・ウォッチ 万物静観	12	<b>指導部人事で「習近平体制」確立目指す</b> 党大会まであと1年	
解説	14	<b>6次産業化の推進に向けて</b> 求められるファンドの規制緩和	みずほ総合研究所政策調査部 主任研究員 堀 千珠
インタビュー	18	<b>日銀長短金利操作、長期継続は「想定せず」</b> 日本証券業協会の稲野和利会長に聞く	
column 三都物語	20	<b>Brexitの行方</b>	ジャパン・コア・コンピタンス・マネジメント社代表 戸田洋正

# 都市部の不動産に高値警戒感

## マンション、REIT市況が転換点に

2012年を底にマンション価格の上昇は4年目に入った。しかし、割高感が強まり、売れ行き不振から在庫が増加、不動産業界では価格下落への警戒感が強まっている。また、株価全般が昨年の高値から大きく値を下げる一方、都心部の商業ビルなどを主体とする日本の不動産投資信託（REIT）価格は相対的に堅調な推移をたどってきたが、やはり先行きには警戒が必要だ。2016年は市況の転換点となる可能性が高い。

### 中古に価格下落の兆候

前年同月比で見ると、13年以降、新築マンション、中古マンション共に価格は上昇基調をたどった。しかし、今年は転換点になる可能性が高いそうだ。図表1は東京の中古マンション価格（不動産住宅価格指数）と中古マンション（首都圏）の成約件数に対する在庫件数比率（左逆目盛り）の推移である（レインズタワー〈東日本不動産流通機構〉）。

在庫・成約件数比率は月次の振れが大きいので、黒い点線で12カ月移動平均を示してある。在庫・成約件数比率の12カ月移動平均は、中古マンション価格の前年同月比の変化と強く連動していることが分かるだろう。今年に入ってから成約件数に対して在庫の増加が次第に顕著になり、価格も前年同月比で上昇幅が縮小、前月比ベースではマイナスの月が出て始めている。

在庫・成約件数比率は前年比で目立った減少にはなっていないが、新築では16年上半期（1～6月）の首都圏の発売戸数は、前年同期比19.8%減と大幅に落ち込んだ（不動産経済研究所）。価格の頭打ち、販売不振の要因は①これまでの上昇で価格の割高感が強まったこと②相続税対策目的といわれる富裕層の買いに一服感が出ていること③円高などの影響もあり「アジアマネー」による購入が細ったことなどが考えられ

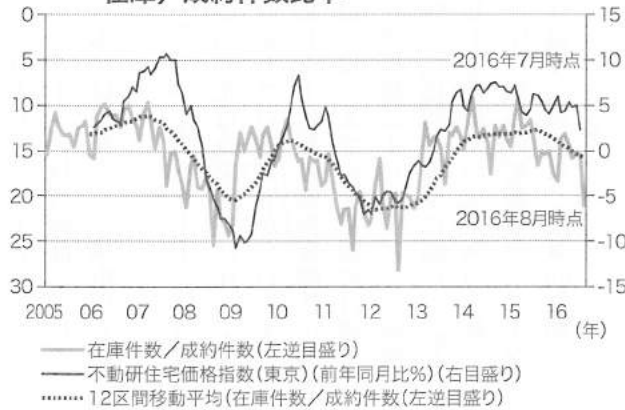
る。そこで、マンション価格の割高・割安を示す図表2をご覧ください。これは東京の中古マンション価格（不動産住宅価格指数）とマンション賃料指数（アットホームと三井住友トラスト基礎研究所）、さらに前者の価格指数を後者の賃料指数で除したPRR（Price Rent Ratio）の推移である。

一般にマンションの賃料の変動は（図表2右目盛り）は価格指数（図表2左目盛り）に比べるとはるかに安定している。例えば、価格指数は12年の底値から約20%も上昇してい

龍谷大学経済学部教授  
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東大  
経卒、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士（経済学）。著作に「稼ぐ経済学」（光文社）、「なぜ人は市場に踊らされるのか？」（日本経済新聞出版社）など。

〈図表1〉中古マンション価格指数(東京)と在庫/成約件数比率



(出所) レインスタワー、不動産住宅価格指数に基づき筆者作成

初2年間で実現すると掲げた金

相関関係がある。現下の状況を見ればデフレこそ終わっているものの、消費者物価指数で前年比プラス2%というマイルドなインフレ率を当

るが、賃料の上昇は約6%程度にとどまっている。資産のファンダメンタルな価値とは、将来にわたってその資産から得られる収益(コスト差し引き後の賃料)の現在価値の総計である。そうであるならば賃料が安定している限り、賃料/価格で計算されるPRRも安定した推移になるはずだ。ところが実際には、価格は市場参加者の過度な先行き楽観や悲観、ファイナンス(借入れ)の難易度などを反映して大きく変動する。その結果生

るPRRの上下動は、資産としてのマンション価格の割安・割高を測る尺度となる。図表2が示す通り、PRRの推移を見ると2000年代以降、3回の谷と3回の山があり、日本の不動産市況の循環的な動向を的確に示している。12年のミニ景気後退期を底に上がってきた現在の市況は3度目の山であり、PRRが示す割高程度では07年の不動産ミニバブル局面を超えている。

融政策の目標は、4年目に入っても未達である。1990年代後半以降、平均ではインフレ率ゼロとなった日本の物価動向が上方シフトする兆候は、残念ながらまだ見られない。そうすると、住宅賃料の変化も上方シフトすることは予想し難い。つまり住宅価格が下落しない限り、PRRで見た割高感は解消しそうにないということだ。実際にマンション価格が目立って下落するのは、次の景気後退時になるだろう。それが2020年の東京

〈図表2〉東京の中古マンション価格指数と賃料指数(価格指数2016年6月時点)



(出所) マンション賃料指数: アットホーム、三井住友トラスト基礎研究所(連鎖型)(基準時点: 2009年第1四半期=100)、ならびに一般財団法人日本不動産研究所、不動産住宅価格指数(東京)(2000/1=100)を基に筆者が作成

J-REIT相場も頭打ち 次の上場不動産商品としてJ-REITの市況について考えよう。J-REITは収益不動産からの収益を投資家に配当することを目的にした上場不動産投資信託であり、その収益の中心は商業ビルやマンションからの賃料収入である。賃料収益は一般企業の期間利益に比べると変動性が低い。その結果、REIT投資は一般企業への株価投資よりは低リスク、固定金利の債券投資より



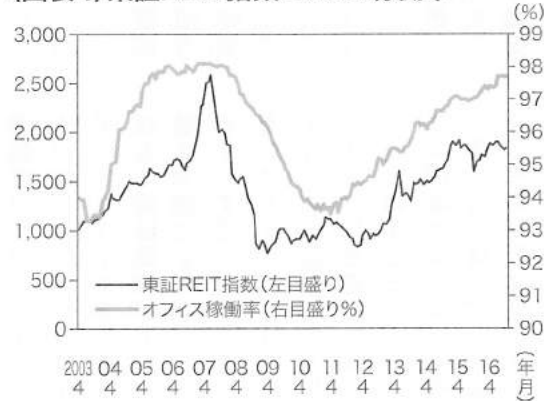
〈図表3〉東証REIT指数と株価指数TOPIX



(出所)東京証券取引所

東証REIT指数を  
対象にその変動の諸  
要因を回帰分析を使  
って読み解いてみよ  
う。  
REITの収益は  
主に賃料収益であり  
(物件の売却損益も  
あるが経常的ではな  
い)、賃料収入全体  
の増減は単位面積当  
たりの賃料の増減と  
稼働率(空室率の逆  
数)に依存する。そ

〈図表4〉東証REIT指数とREIT稼働率



(出所)東証、不動産証券化協会

〈図表5〉東証REIT指数とREIT賃料(坪単価)



(出所)東証、不動産証券化協会

は高リスクとなり、ミドルリスク・ミドルリターン<sup>1)</sup>の投資商品と期待され、日本では01年から上場取引が始まった。  
ところが、J-REIT全体の賃料収益の変化は企業利益に比べて確かに安定しているにもかかわらず、東証REIT指数の価格変動性は01年以降、現在までの全期間の計測で東証株価指数(TOPIX)の価格変動性とほぼ同じ程度に高い。これはREIT投資家が、景気の変動やそれに伴う株価の変動の中で、不況時には過度な悲観に、景気回復期に

は過度な楽観にとらわれ、その投資スタンスを大きく変化させるため、REITの市場価格はそのファンダメンタルな価値から上方にも下方にも乖離<sup>2)</sup>することを示唆している。  
現下の東証REIT指数を見ると、図表3の通りTOPIXは昨年の高値からかなり低下しているのに対し(月末値比較で21%下落)、今年の5月まで上昇を続け、9月末時点でも月末引値の比較ベースで高値から約4%程度の下落にとどまっている。果たして、堅調なREIT相場の持続を今後も期待してよいのだろうか。それを考えるために、

ここで、不動産証券化協会が開示しているJ-REIT全体の賃料坪単価(オフィス)と稼働率の変化を東証REIT指数の変化を説明する要因(説明変数)としよう。図表4と図表5は、それぞれの要因と東証REIT指数の推移である。見て分かる通り、実は東証REIT指数が示す価格変動と賃料坪単価、稼働率の動向にはかなりのタイムラグがある。賃料と稼働率は、東証REIT指数の変化に約1年前後遅効して変動しているのだ。  
これは考えると当然のことである。

REIT価格自体は一般の企業株価と同様に、先行きの景気動向の予想、それに基づく賃料や稼働率の投資家の予測(期待)で動く。一方、実際の賃料は通常2年かそれ以上の期間の契約更新の際でないと変更できない。また、賃借人の退出も賃貸契約の期間や引越しの手間・コストなどの影響を受ける。その結果、先行きの期待次第で急速に変化するREITの市場価格の変化に対して、実際の賃料と稼働率の変化は遅効するのだ。  
そのタイムラグを計測すると12カ

〈図表6〉東証REIT指数と推計値



(出所)東証、不動産証券化協会のデータに基づき筆者が推計作成

東証REIT価格はやや割高  
 回帰分析の結果、三つの説明変数と東証REIT指数の変化の関係性はいずれも有意であり(関係性が偶然ではない)、最大値で1・0の値となる重決定係数は0・64となった。これは、三つの変数で東証REIT指数の前年同月比の変化の64%を説明できることを意

東証REIT価格はやや割高

対象期間…04年4月～16年6月(月次データ)  
 ①REIT坪当たり賃料の前年同月比(%) 12カ月のタイムラグ②REIT稼働率(%)の前年同月比(差分) 12カ月のタイムラグ③TOPIXの前年同月末比(%)

月前後となった。そこで、被説明変数(東証REIT指数の前年同月比)と説明変数(賃料坪単価と稼働率)の間に12カ月のタイムラグを想定して回帰分析を行う(具体的には、各時点の賃料と稼働率データをその時点よりも12カ月前の東証REIT指数のデータに対応させる)。

数の変化の関係を計測した。その結果、東証REIT指数とTOPIXの変化(前年同月比)の間には有意な関係性が見られたが、国債利回りとの間には安定的な関係性は見いだせなかった。以上を踏まえて回帰分析の変数は以下の通りとした。

被説明変数・東証REIT指数の前年同月末比(%)

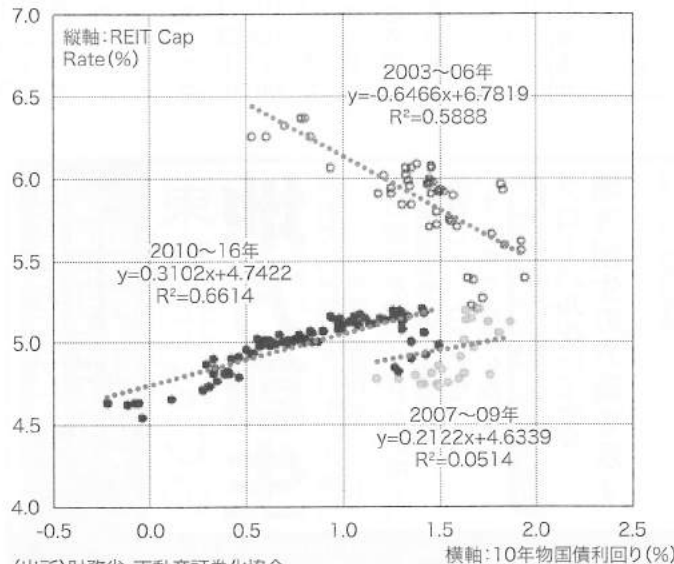
説明変数①REIT坪当たり賃料の前年同月比(%) 12カ月のタイムラグ②REIT稼働率(%)の前年同月比(差分) 12カ月のタイムラグ③TOPIXの前年同月末比(%)

味する。

回帰分析が示す結果は①賃料の1%の上昇はREIT価格を1・26%の上昇させる(逆は逆)②稼働率の1%の上昇はREIT価格を5・96%の上昇させる(逆は逆)③TOPIXの1%の上昇はREIT価格を0・55%の上昇させる(逆は逆)である。

図表6は東証REIT指数と回帰分析で得られた推計値を比較したものである(回帰分析の変数は全て前年同月比ベースであるが、水準に転換してある)。推計値はおおむね実績値をなぞっている。ただし07年の東証REIT指数の急騰と急落は、実績値の推計値に対する上方乖離が大きく、回帰分析の説明度が落ちてきている。言い換えるならば、この時期のREIT価格に見るミニバブルは、賃料や稼働率というREITのファンダメンタルな条件によっても、株価全般との連動

〈図表7〉10年物国債利回りとJ-REITのCap Rate



(出所)財務省、不動産証券化協会

という要因によっても説明できない「REITバブルとその崩壊」だったということが示唆されよう。また、既述の通りこの回帰分析では①と②の変数に12カ月のタイムラグを設定したので、直近のデータは16年6月までであるが、15年6月までの推計値しか出せない。そこで16年7月以降12カ月間について、賃料と稼働率は16年6月までを不変と想定して計算した延長推計値を黒い破線で示した。これによると、16年9月

末時点の東証REIT指数は推計値を約13%上回っており、推計値との対比で過大評価されている可能性が示唆される。

もちろん、こうした推計は全て前提条件としての説明変数が今後どのように変わるかによる。景気動向が回復基調を強め、賃料、稼働率、株価が上昇するならば、推計値も上がる。しかし、稼働率は既に07年の前回ピーク時の98%に近い水準にある(16年6月時点97.7%)。賃料の坪単価は前回のピークだった07~08年と比べると下がっており、その限りでは上げ余地があるようにも見えるが、賃料動向はビルの需給と法人企業の利益動向に強く依存している。ビルの需給は東京などを中心に新規の供給増が中期的に見込まれ、法人企業利益は来年3月にかけてやや減少見込みである。

そのように考えるならば、東証REIT指数の先行きについても楽観よりは慎重な見方しておくべきだろう。もちろん、景気後退という雲行きになれば、推計値はさらに下がり、東証REIT指数の実績値もそれを追い掛けるように急落するだろう。

## マイナス利回りがREIT押し上げ

最後に、長期国債利回りとうREIT価格の関係を再考しておこう。既述の通り、東証REIT指数の変化を対象にした回帰分析では、長期国債利回りとREIT価格の間に安定的かつ有意な関係性は見いだせなかった。しかし一方で、日銀のマイナス金利政策の導入で国債利回りはマイナスにまで低下、運用先に困った投資家が価格変動リスクは大きいものの配当利回りの相対的に高いREITなどの購入に動いている可能性はある。

それを考える手掛かりとして、REITのCap Rate (還元利回り) (Capitalization Rate、還元利回り)と10年物国債利回りの関係を示したのが図表7である。Cap Rateとは、不動産の純収益を不動産価格(デュータは資産評価額)で除したものだ。賃料が一定とCap Rateが低下すれば、資産価格の上昇をもたらす。長期国債の利回り低下に伴い投資家の求める投資利回りが低下すればCap Rateは低下し、逆ならば上昇する。長期国債利回りの低下がCap Rateの低下を介してREIT

価格を押し上げる効果があるならば、国債利回りの変化とCap Rateの変化には正の相関関係が見られるはずである。

興味深いことに03年以来のCap Rateと国債利回りの関係は以下の三つの時期に分かれる。①03~06年・国債利回りの上昇とCap Rateの低下が起こり、両者の関係は負の相関②07~09年・米国の金融危機を受けた金融緩和で国債利回りの低下とCap Rateの双方が下落、正の相関③10~16年・Cap Rateはいったん持ち直して上昇した後、国債利回りとCap Rateの双方がじわじわと低下、正の相関が見られる(図上の近似線とその方程式、決定係数(R<sup>2</sup>)参照)。

現在の③の局面では、既述の通り賃料(坪単価)の横ばい、ないしは若干の軟調傾向が見られるので、長期国債利回りの低下はCap Rateの低下を通して、資産価格を上昇させ、REITの市場価格も押し上げる効果を生んでいる可能性が高い。逆に言うと、将来もし国債利回りの思わぬ上昇がある場合には、それがREIT価格の下落を招くことに留意しておこう。

藻谷浩介氏も推薦!  
「島国に引きこもるな。国際的視野を持て!」

# 東京飛ばしの地方創生

事例で読み解くグローバル戦略  
Global Strategy

山崎朗久 著  
久保隆行 監

●四六判・292頁・本体価格1600円税別

豊富な事例を紹介・分析  
グローバル化による  
地方創生の方策を示す。

目次  
まえがき なぜ今、地方は  
1章 グローバル化を目指すべきなのか  
理由 地方がグローバル化しなくてはならない  
2章 グローバル地方創生の方法論  
3章 第3極世界都市の時代が来た  
4章 海に開かれたアジアの交流拠点都市・福岡  
5章 北海道のグローバル・フロント・札幌  
6章 沖縄のグローバル・ゼーション  
7章 グローバル地方創生に向けて舵を切れ

山崎朗久 著  
久保隆行 監

人口減少が避けられない中で、  
地域需要や国内需要に  
依存していたのでは、  
いずれ負の連鎖に陥る。

電 03-5565-2155 販 03-5565-2168  
http://book.jiji.com/

時事通信社 時事通信出版局 営業企画部 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル4階