

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2021

2021年(令和3年)
2月1日[月]
第10961号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 2.1

| .corner | .page | .title | .writer |
|-----------------|-------|--|---------|
| 巻頭言 | 3 | ヘッドライン・インフレ率考 オックスフォード・エコノミクス在日代表 長井滋人 | |
| 解説 | 4 | 都心マンション価格、高値圏で推移 新型コロナ不況下でも上昇傾向変わらず 龍谷大学経済学部教授 竹中正治 | |
| column 照一隅 | 9 | 二律背反か 壮心不已 | |
| キーパーソン | 9 | パナソニック | |
| チャイナ・ウオッチ 万物静観 | 10 | 「資本の無秩序な拡大防止」 習政権、アリババを主な標的に | |
| 探針(Probe) | 12 | 安保で「電磁波」利用広がる 宇宙、サイバーと並ぶ新領域に一防衛省 | |
| 放眼日中 | 13 | 長年の夢 コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努 | |
| 解説 | 14 | 日本も脱炭素シフトへ 客観的立ち位置検証 経済評論家 加谷珪一 | |
| column インサイド | 18 | 投資の本流 | |
| 書評 | 19 | エド・コンウェイ著 小谷野俊夫訳 「サミット 一九四四年ブレトンウッズ交渉の舞台裏」 | |
| 北風・南風 | 20 | 中小企業の経営支援に注力(大分) 「Vサポート」を第三の本業に一豊和銀行 | |

都心マンション価格、高値圏で推移 新型コロナ不況下でも上昇傾向変わらず

新型コロナウイルス禍による景気後退の深刻化にもかかわらず、昨年は東京を中心に大都市のマンション価格の上昇が続き、今も高値圏で推移している。マンション価格は1990年代の不動産バブル崩壊で2000年代前半まで趨勢的な下落が続いたが、00年代中盤以降は景気の波を素直に反映した循環的な上下動を繰り返していた。ところが19年から20年にかけての今回の景気後退期には、マンション価格は下がらぬまま続伸し、今に至っている。どのような事情がそうした変化を生んだのかを分析し、解説しよう。

上がり続ける東京のマンション価格

東京のマンション価格は1991年をバブルのピークとして90年代を通して下がり続け、2004年前後に底値を付けた。(図表1)の黒い実線は、日本不動産研究所が「不動産住宅価格指数」として公表している東京の中古マンション価格指数の推移である(以下「マンション価格指数」と記す)。04年ごろは、日本

の大手主要銀行が90年代の不動産バブル崩壊で抱え込んだ不良債権の損失処理を、おおむね終えた時期でもある。これがマンション価格の底打ちの時期と一致しているのは、偶然ではなからう。

その後、マンション価格指数は景気の波に沿った上下動を繰り返してきた。図表1で灰色に表示した時期は、内閣府経済社会総合研究所の景気基準日付に基づいた景気後退期で

ある。これを見ると06～07年に東京の不動産ミニバブルで上昇した後、リーマン・ショックによる不況で08～09年に下落、いったん価格は持ち直すが、12年のミニ景気後退期に再び下落、その後は「アベノミクス景気回復」で比較的長い価格の上昇が続いた。ここまでは非常に分かりやすい景気とマンション価格の変動だった。

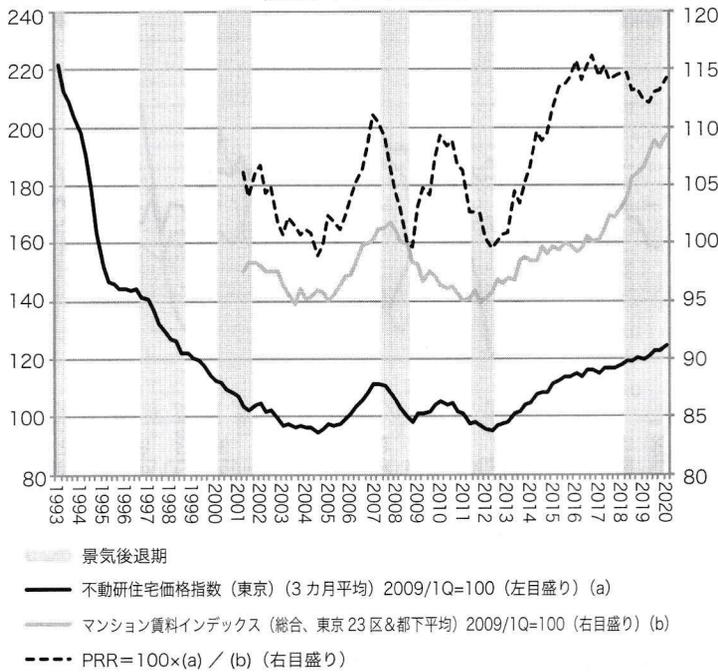
18年第4四半期には世界景気の減

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる 79年東京銀行(現三菱UFJ銀行)入行。為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、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」「黄金の波」に乗る知の技法(光文社)など。

速を受けて製造業を中心に穏やかな景気後退が始まり、20年の新型コロナの世界的な感染爆発で4～6月期には鋭い景気後退に見舞われた。現在はそこからの回復過程にあるが、感染の第3波が起り、経済活動の水準自体はまだ低く、不況感が強い。ところがマンション価格は、今回の景気後退期には下がらずに対前年比で上昇が続いている。ちなみに首都圏を県別にマンション価格指数を見ると、12年の直近の底値から神奈川県は+13・0%、千葉+9・3%、埼玉18・6%、東京+30・6%となっており、価格の上昇は首都圏全般に及んでいるが、やはり東京の上昇率が最も高い(20年10月時点)。

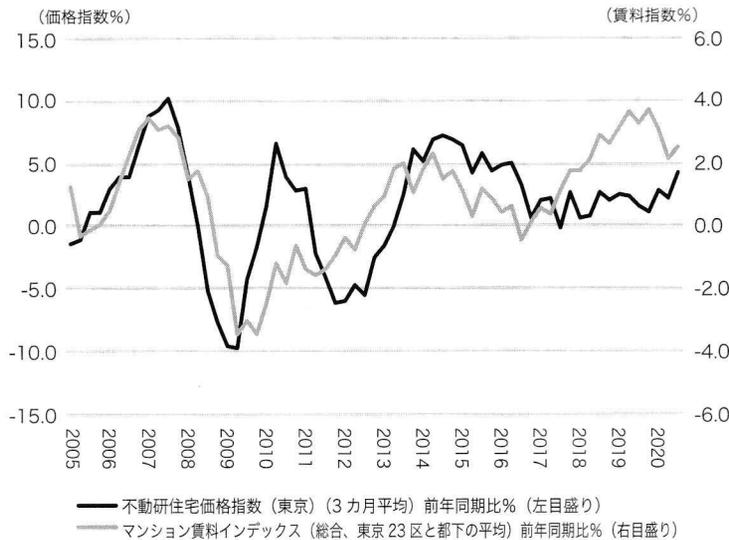
〈図表1〉東京の中古マンション価格指数と賃料指数

(2020年7~9月時点)



(出所) マンション賃料インデックス: アットホーム株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所(連鎖型)(基準時点: 2009.1Q=100)、並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)(2009.1Q=100)を基に筆者作成

〈図表2〉東京のマンション価格指数と賃料指数
(前年同期比%)



(出所) 不動産住宅価格指数
アットホーム株式会社マンション賃料インデックス(東京)

第2の要因は市場から得られる将来にわたる所得(マンションなら賃料所得)の割引現在価値の総計だ。従って、賃料の上昇、あるいは、上昇期待は資産価格を上昇させ、逆に下落させる。〈図表2〉は東京のマンション価格指数と賃料指数の前年同期比の推移である。変化の山と谷がおおむね一致しているのが分かる。

筆者は1998年から個人投資家として東京都心を中心にマンション投資をしてきたが、米国の景気・信用循環分析に基づいて2020年に次の景気後退が起こり、日本経済も景気後退色が深まると予想し、それに伴って東京のマンション価格も下落すると見込んでいた。

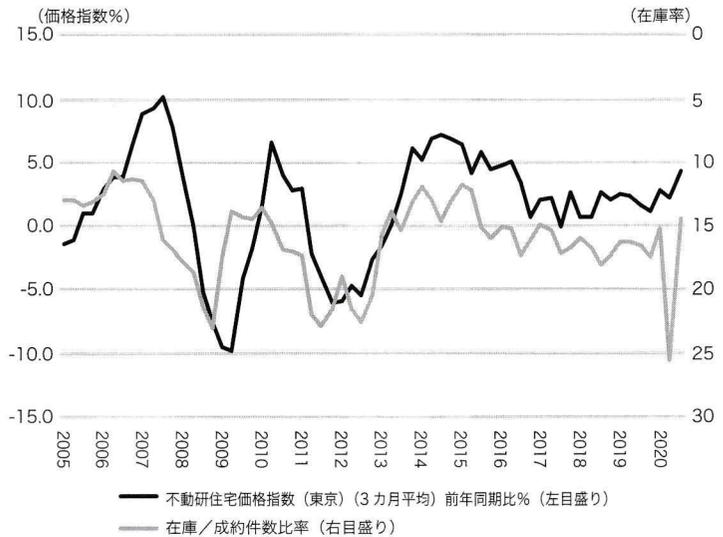
アベノミクス景気でマンション価格の上昇が続いた17~19年ごろには、マンション価格に割高感が強い。図表1では東京のマンション価格指数をアットホームの指標として筆者が以前から強調しているのがマンション価格を年間賃料で割ったPRR (Price Rent Ratio) である。図表1では東京のPRRは上昇、今に至っている。

社(灰色線)で割ったPRRを示した(破線)。PRRが趨勢的な水準より上がっている時は価格の割高局面であり、下がっている時は割安局面である。13年からの景気回復期で賃料の伸び以上にマンション価格は上がり続け、16~19年には07年のミニ不動産バブルだった時期のピークを越えてPRRは上昇、今に至っている。

そこで東京のマンション価格指数を対象に、その変動要因となる変数を設定し、回帰分析を行ってみよう。対象期間は05年第1四半期から20年第3四半期までで、四半期データを使う。

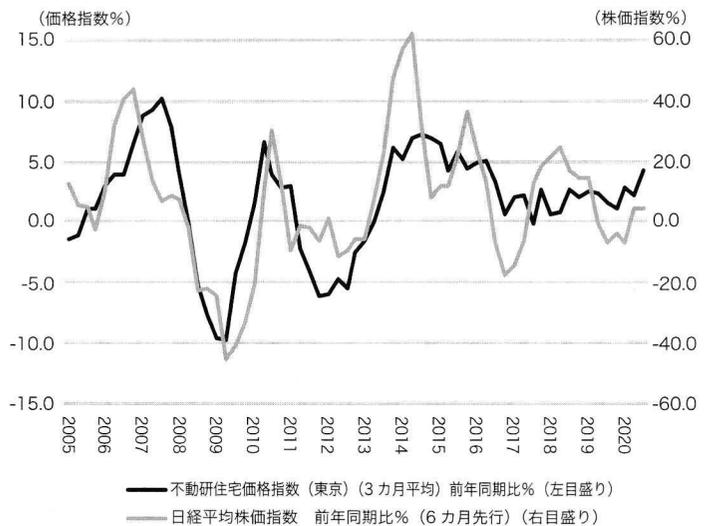
マンション価格の変動要因

〈図表3〉東京のマンション価格指数(前年同期比%)と中古マンション在庫率



(出所) 不動産研住宅価格指数、REINS TOWER(東日本不動産流通機構)

〈図表4〉東京のマンション価格指数と日経平均株価指数(前年同期比%)



(出所) 不動産研住宅価格指数、Yahoo finance

の需給要因である。マンション好況期には販売件数が増加し、在庫(売り物件として市場に提示されている未契約の物件数)は減少する。反対に、不況期には販売件数が減少し、在庫は増える。(図表3)は東京におけるマンション価格指数と在庫件数/月間成約件数(以下「在庫率」と記す)の推移である。この在庫率は上下を逆転させて右目盛りで表示してある。やはり双方の変化に関係

性(逆相関)が推測される。第3の要因は株価の変動である(図表4)。富裕層へのアンケートなどによると、富裕層はかなりの比率で株式や投資用マンション、REIT(不動産投資信託)を保有しており、保有株価が大きく上昇すると、売却して得た資金でマンション購入にシフトする傾向が見られる。13年のアベノミクス景気回復の初期においても、株価の上昇に数カ月

遅れてマンション価格の上昇が顕著になった。ただし、株価とマンション価格の変動には、流動性の違いから生じる多少のタイムラグ(株価変動の先行性)があることは分かっている。株式ならばオンライン証券のクリック一つで瞬時に売買できるが、マンションの売買には相応の時間がかかるからだ。05年以降のデータに基づいて検証すると、平均的なタイムラグは2四半期と計測されたので、

日経平均株価指数の前年同期比を2四半期先行させて変数とした。

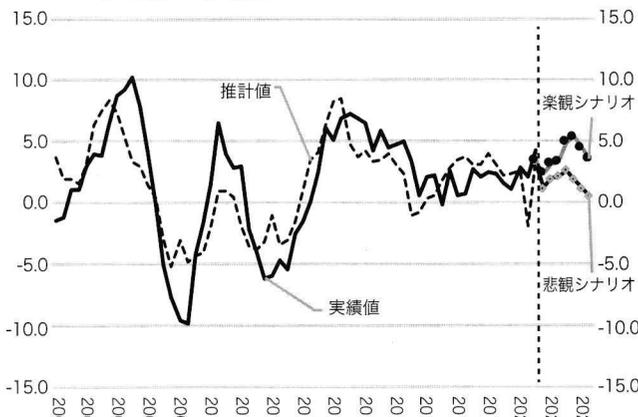
回帰分析から分かったこと

回帰分析の結果、三つの要因となった変数とマンション価格指数の変化の関係性は全て高いレベルで有意(関係性が偶然である確率は1%未満)であり、説明度を示す決定係数は0.575となった。これはここで取り上げた三つの変数で、マンション価格指数の変化の57.5%を説明できることを意味する。

また、各変数のマンション価格指数への影響度を見ると次の通り。①賃料指数の前年同期比1%の上昇はマンション価格指数の同0.77%の上昇を起す(正の相関)②在庫率の1%の変化は同0.45%の下落を起す(負の相関)③日経平均株価指数の10%の上昇は同0.79%の上昇を起す(正の相関)。

回帰分析で得られた推計式と推計値は(図表5)の通りであり、マンション価格指数の変化の実績値(実線)を推計値(破線)がおおむねなぞっているのが分かる。以上の回帰分析に基づいて今回の不況下のマンション価格指数の上昇要因を整理し

〈図表5〉東京のマンション価格指数(前年同期比%)の
実績値と推計値



(注) 推計式: $Y=7.620434+0.773357X1-0.44711X2+0.078541X3$
 Y: マンション価格指数(前年同期比%)
 X1: 賃料指数(前年同期比%)
 X2: 在庫率 X3: 日経平均株価指数(前年同期比%)
 (出所) 不動産住宅価格指数、アットホーム・マンション賃料インデックス REINS TOWER、Yahoo financeのデータを基に筆者作成

また、20年春の新型コロナウイルス感染症による景気の落ち込み局面では、金融・財政政策の双方を総動員した、かつてない大規模な対策が施行され、失業者の増加や所得の減少が財政的な各種の給付で抑制されている。こうした政策的な支えもリーマン・ショック後に見られたようなマンション

よう。
 まず東京のマンション物件は19年に賃料の前年比3%台という堅調な上昇が起こり、20年になっても賃料は前年比2%台の伸びを続けていることが、マンション価格の堅調を支持している。リーマン・ショックによる不況期に賃料指数が前年比でマイナス2〜3%の下落になった時とはこの点が大きく異なる。
 なぜ、賃料の上昇が続いているのだろうか。ここからは推測であるが、1人当たりの給与の伸びは17〜19年

の平均が1.2% (国税庁、民間給与実態調査) であり、給与の伸び率を上回る住宅賃料の上昇は長期的に持続可能ではない。
 ところが、東京都心部では若手・中堅世代を中心にダブルインカム世帯が増えている。特に、夫婦共に大卒で正規雇用の場合、30代でも世帯合計の年間所得が1000万円を超える場合が多い。そして、こうした世帯を中心に職場に近い都心のマンションに比較的高い賃料を払うケースが増えているのではなからうか。

また、賃料の下落を押しとどめているだろう。
 次に在庫率の変化を見ると、20年1〜3月の15.2倍から4〜6月期には成約件数の半減で25.7倍と跳ね上がった。回帰分析の結果に基づく、この要因単独でマンション価格指数を前年同期比で4.7% ($4.7 = 0.45 \times (15.1 - 25.7)$) 下落させる効果がある。しかし、翌7〜9月期には成約件数が例月並みに回復し(図表3のV字形の変化に注目)、価格下落効果はわずか3カ月で終わった。
 そして第3は株価指数の変化である。日経平均株価指数は2月から3月にかけて2万円を割り、一時1万6000円台まで急落したが、その後急速に回復し、21年初頭の現在では2万8000円台に上伸した。これをリーマン・ショック前後の時期と比べると、当時は日経平均株価指数が、07年7月の高値1万8000円台からリーマン・ショックを経て09年3月に7000円台まで急落し、その後も12年まで1万円台を回復し切れずに低迷した。今回は株価急落後の急反発とその後の続伸がマンション価格を押し上げる効果を生んで

いる。
 以上をまとめると、20年の新型コロナウイルスショックによる20年4〜6月期の鋭い景気の落ち込みは、在庫率の急上昇を通じてマンション価格を下落させる効果があった。ところが、それは極めて短期で終焉し、かつ都心部のマンションの賃料の堅調さと株価の急反発に支えられて、マンション価格は崩れなかった。そして20年後半には株価指数の高値更新がマンション価格の押し上げに転じる効果すら生んでいることになる。
マンション価格上昇の持続性は?
 最後の問題は、現下のマンション価格上昇のトレンドの中期的な持続可能性である。そのために楽観シナリオと悲観シナリオの二つの想定を置いて、22年前半期までのマンション価格指数の予測推計を行ってみよう。
 まず賃料の変化であるが、既に述べた通り、19年には前年比で3%台、20年も同2%台と平均給与所得の伸び率を超える高めの賃料上昇が続いた。今後、これは前年比1%程度に落ち着くと想定しよう(両シナリオ共通)。プラス1%の伸びは13〜19

年の1人当たり平均給与所得の伸び率と同じ水準である。次に在庫率は、13年以來の平均が15・6倍であるが、楽観シナリオではこれが平均13・0倍に低下、悲観シナリオでは18・0倍に上昇して推移するでしょう。

変動性が高く想定が難しいのが株価指数の動きである。新型コロナウイルス感染症の第3波の拡大、首都圏などでの緊急事態宣言発出にもかかわらず、現在の株価は堅調だ。これは、かつてない規模の金融・財政政策の総出による景気底支えや、超低金利下での資金の収益不動産へのシフトに加え、今年後半のコロナ感染収束、経済活動の正常化による企業収益の回復を先取りしているからだと考えられる。逆に言うと、現下の株価収益率は20倍を平均で大きく超えており、株価は割高である。

そこで楽観シナリオとしては、期待通りに今年後半から実体経済と企業収益が回復したとして、日経平均株価指数は現在の2万8000円水準前後で推移するでしょう。反対に、悲観シナリオでは2万2000円に下落してその水準前後で横ばいになると想定しよう。

22年前半期までの予測推計値は

〈図表5〉の垂直な破線から右の部分だ。悲観シナリオの場合は22年第2四半期でマンション価格指数の前年比の上昇は0・5%となり、上昇はほぼ止まる。楽観シナリオの場合は、前年比で3・5%の上昇が続き、22年第2四半期は前年比3・5%の伸びとなる。

以上の通り、景気のさらなる落ち込みによる賃料の低下や在庫率の大幅上昇、そして株価の大きな反落の三つが同時に起こらない限り、どうやらマンション価格の前年比ベースの目立ったマイナスは当面起こりそうにない。

経年劣化と空室リスクに注意

ただし、ご注意ください。ただきたいのは、マンション価格指数が前年比でマイナスにならないということは、実際のマンション価格が下がらないことを意味しないことだ。マンション価格指数は、築年数や専有面積を含めて同一条件のマンション価格の推移を示している。その意味では市況価格の変化を示している。

一方、実際にマンションを購入すれば、年率平均で2・3%程度の経年劣化による減価が生じる。特に

新築で購入する場合は、新築プレミアムが10・20%は乗っているといわれ、購入し入居者を入れると築1年でも新築プレミアム分は剥げ落ちるので、長期保有でも年率換算した減価率はその分だけ大きくなる。

直近のマンション価格の底値だった12年ごろは、東京都心部のマンション価格に対する純賃料利回り(管理費、修繕積立金など経費差し引き後)は築年数10年程度で6%前後のものも多くあった。その結果、2%程度の金利の融資で投資資金を調達すれば、自己資金に対する年率リターンは10%を超えることが可能だった。

しかし、13年以來の価格の上昇で、今や純賃料利回りは、東京都心部では3・4%台に低下している。仮に4%の純賃料利回りが得られても、年率減価率が2・5%ならば、市況が横ばいの下では投資のリターンは差し引き1・5%まで下がる。空室期間が一定比率生じることを想定すれば、投資リターンはさらに下がる。東京都心部のマンション投資は、今の市況下では割の良い投資ではなくなっていることに注意していただきたい。

市場動かす米国投資の切り札

バロonz・ダイジェスト

Published by Jiji Press in association with Barron's Group

無料の会員登録・有料版のお申し込み共にこちらから



時事通信社はダウ・ジョーンズと提携し、米国で最も著名な投資週刊誌「BARRON'S(バロonz)」の記事から、他では読むことができない厳選した米国の株式などの金融商品や米国経済のプロ向け情報を、日本語で毎日お届けします。

パソコン、スマートフォン、タブレット端末でご利用できます。



時事通信社