

不動産ファンドフォーラム2015イン仙台
講演資料

日本の不動産投資市場の現状と今後の展望

2015年11月27日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学部

教授 田邊 信之

講師 プロフィール

- 氏名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe

(ブログ) <http://blog.zaq.ne.jp/ntanabe/>

- 略歴

1980年京大(法)卒業後、日本興業銀行に入行。金融業務とともに、不動産業界調査、都市開発、不良債権処理、不動産会社の事業再編成、証券化など多様な不動産関連業務を経験。2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。

- 公職

不動産証券化協会・フェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンス委員長

RICS(英国王立チャータードサーベイヤーズ協会)・エminentフェロー(FRICS)

国土交通省「地方都市の不動産ファイナンスの環境整備のための検討委員会」座長

国土交通省「不動産市場の国際化に向けた懇談会」座長

財務省 東北財務局「国有財産の有効活用に関する有識者懇談会」委員

財務省「国有財産高等研修」講師など

- 主な著書

◆ 不動産証券化協会編、田邊信之監修執筆「入門不動産証券化ビジネス」
(日経BP社、2014年3月)

◆ 「よく分かる不動産証券化とビジネス活用」(2008～、住宅新報)
日本不動産ジャーナリスト会議・著作賞受賞

◆ 「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(2004年、日経BP社)
不動産協会・優秀著作奨励賞受賞、ロングセラー

◆ 「不動産投資のイノベーション」(2000年、ダイヤモンド社)

◆ 「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(2015年、日経BP社)

など多数

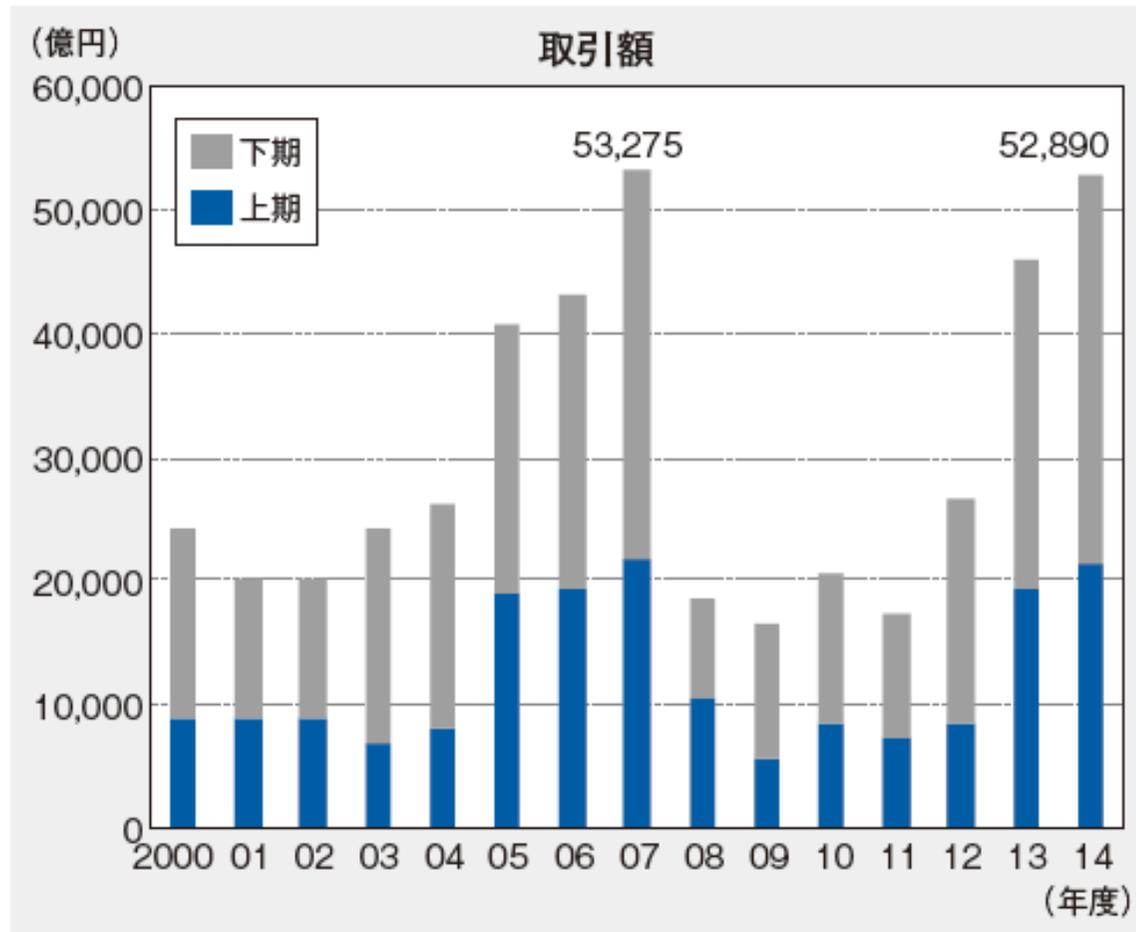


目 次

1. 不動産投資市場の現状
2. 不動産のマーケットサイクル～バブルは到来するか
3. 超金融緩和 ～実際に何が起きているのか
4. 地方創生 ～地方の先行きをどう見るか

1. 不動産投資市場の現状

上場企業等の国内不動産売買額の推移①



* 1：不動産売買実態調査は、「上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（適時開示規則）」に基づき東京証券取引所に開示されている固定資産の譲渡または取得などに関する情報や、新聞などに公表された情報から、上場企業等が譲渡・取得した土地・建物の売主や買主、所在地、面積、売却額、譲渡損益、売却理由などについてデータの集計・分析を行っています。

なお、本調査では、情報開示後の追加・変更等に基づいて既存データの更新を適宜行っています。

本集計では、海外所在の物件は除いています。また、今回の集計から以下のようにデータ整備方法を一部変更しました。

(1)「外国のファンド・REIT等」の区分を以下のように変更しました。

- ・海外の投資資金を中心に組成したと思われるSPCやファンド（例：ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、AIG等あるいはそのグループ会社等が組成・出資したSPC・ファンド）

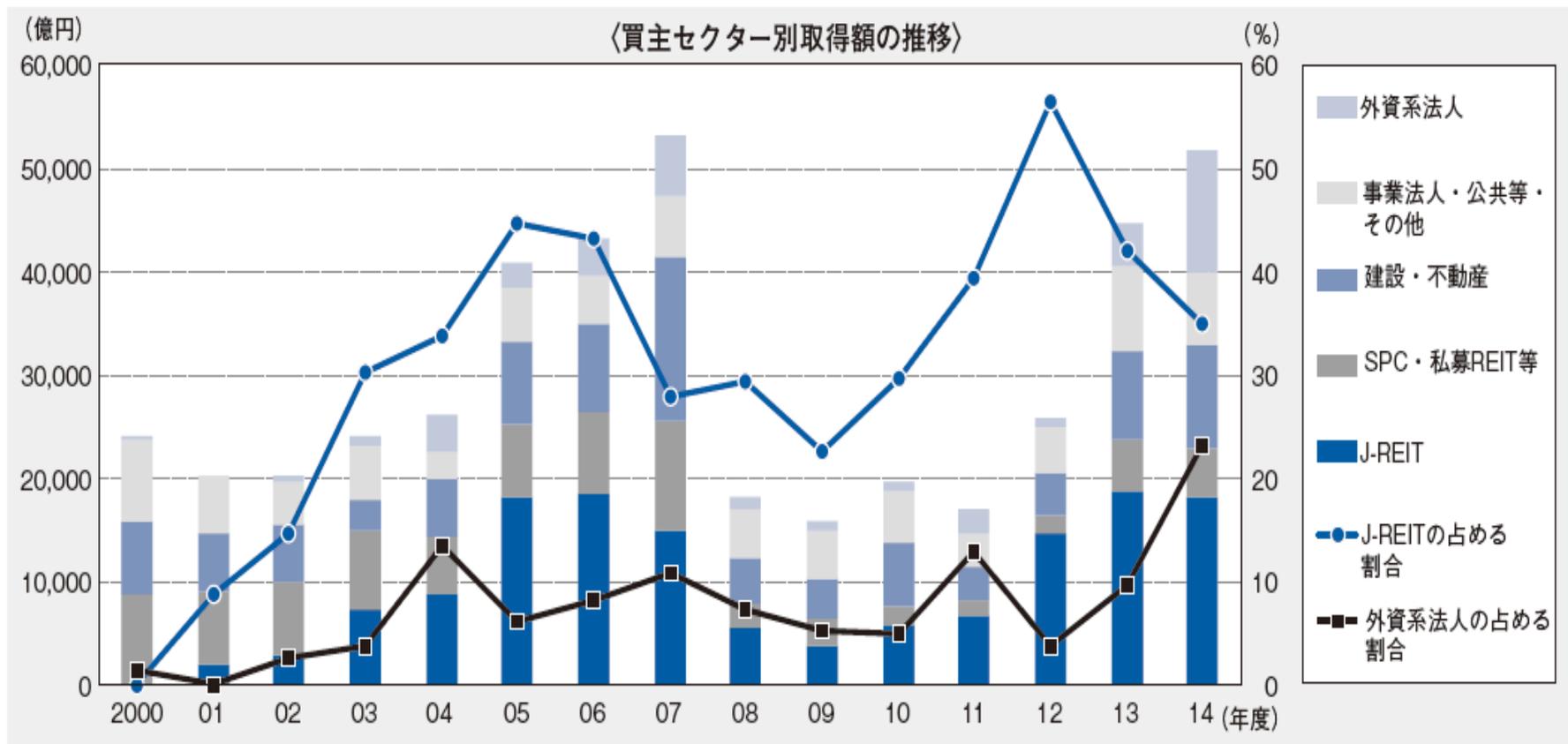
- ・海外REIT等（シンガポール、豪州等のREITやLPT）
- ・日本の株式市場に上場している、または上場していた法人（セキュアード・キャピタル・ジャパンなど）は除いている

(2) 大規模複合建物の用途別取引状況を把握するため、取引額300億円以上の複合建物については、用途別取引額を延床面積等による按分で算出しました。

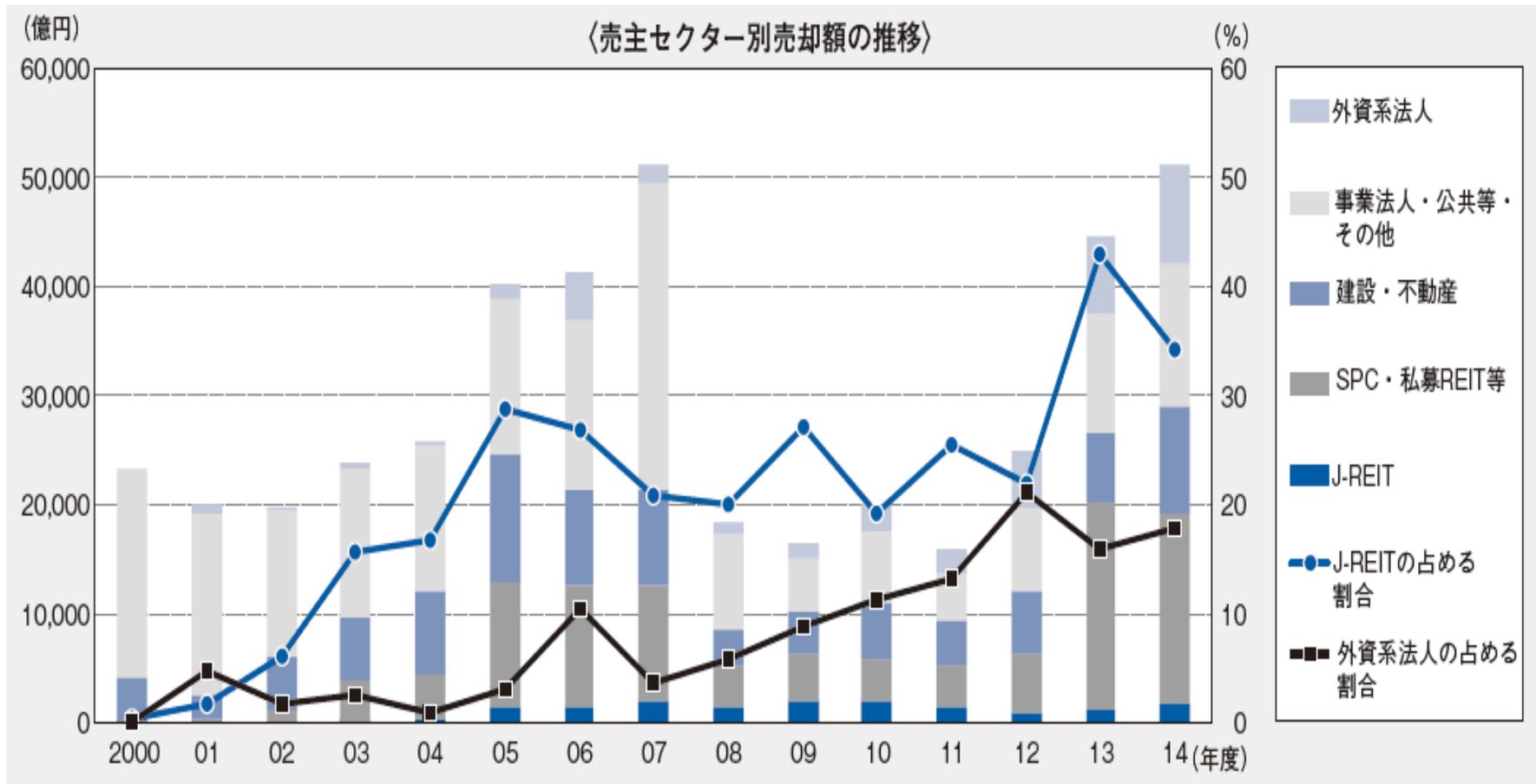
データ出所：都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

上場企業等の国内不動産売買額の推移②：買主業種セクター一別

J-REITの比率が低下し。外資系法人の占める割合が上昇



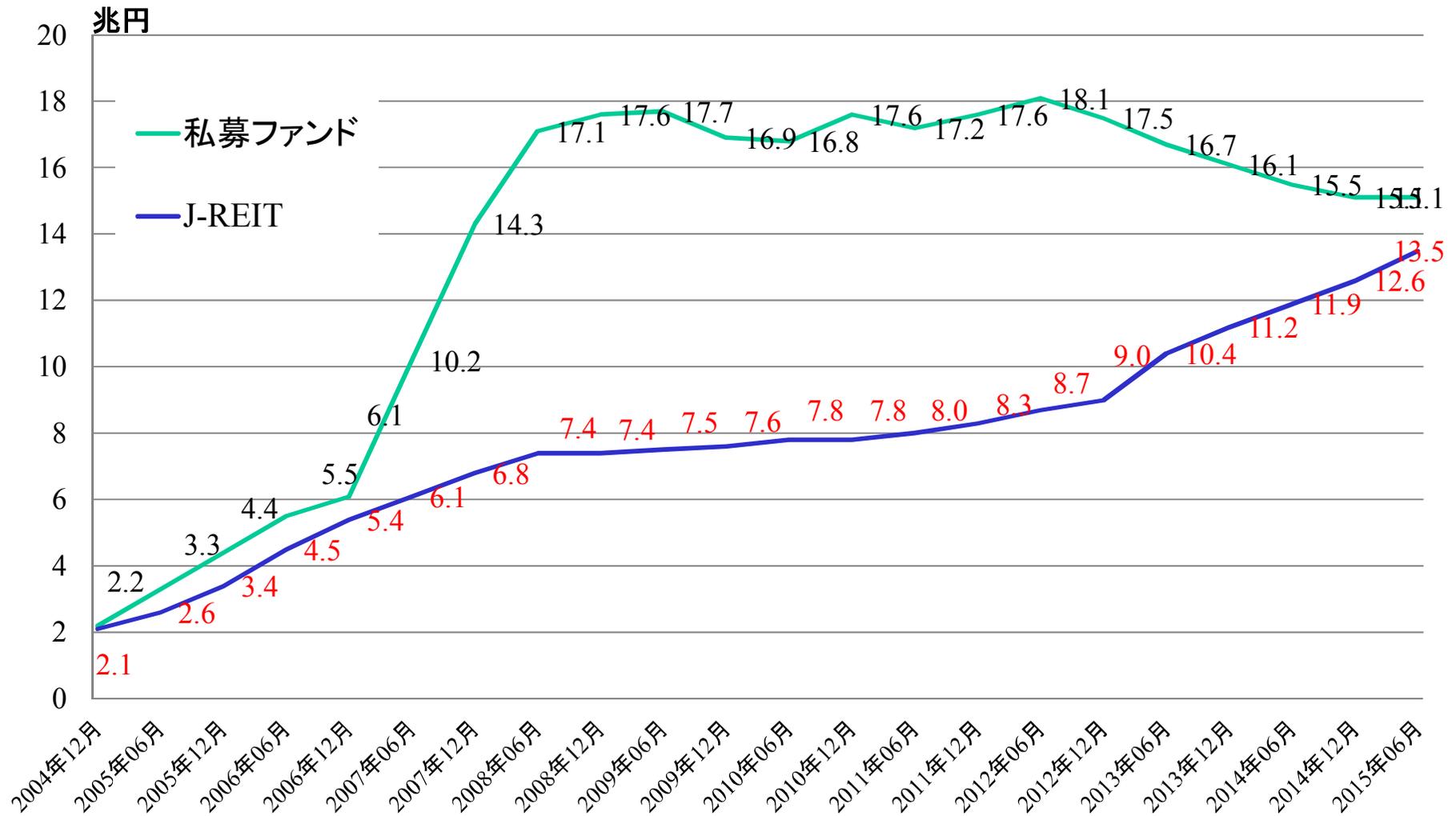
上場企業等の国内不動産売買額の推移③: 売主業種セクター別



出所: 都市未来総合研究所「不動産トピックス2015年5月号」より抜粋

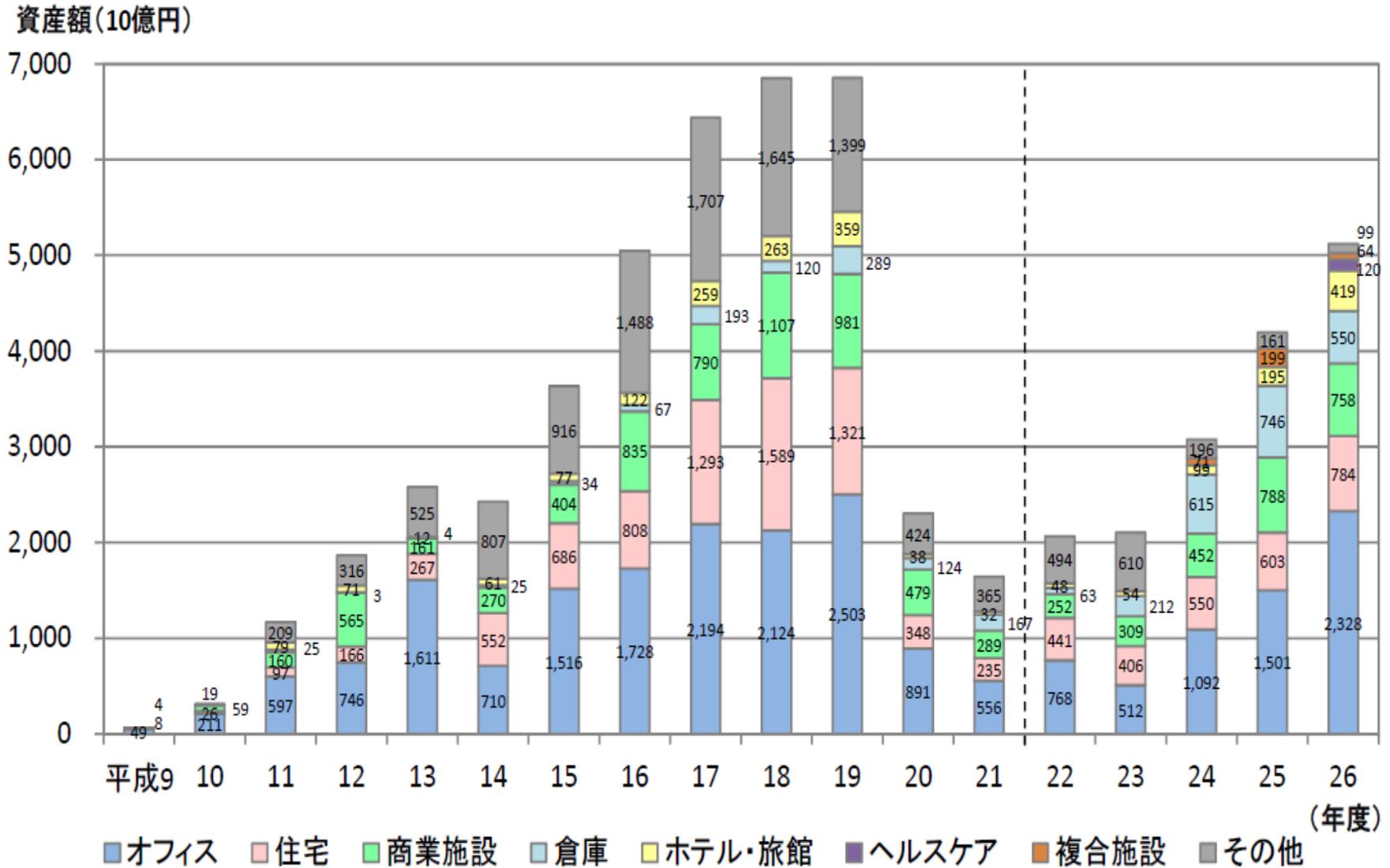
J-REITと私募ファンドの資産運用残高の推移

- J-REITは2010年度から回復基調。2012年には新規上場も再開。
- 私募ファンドは2009～2010年に物件売却の動き。2011年度から資産積み増しと売却。



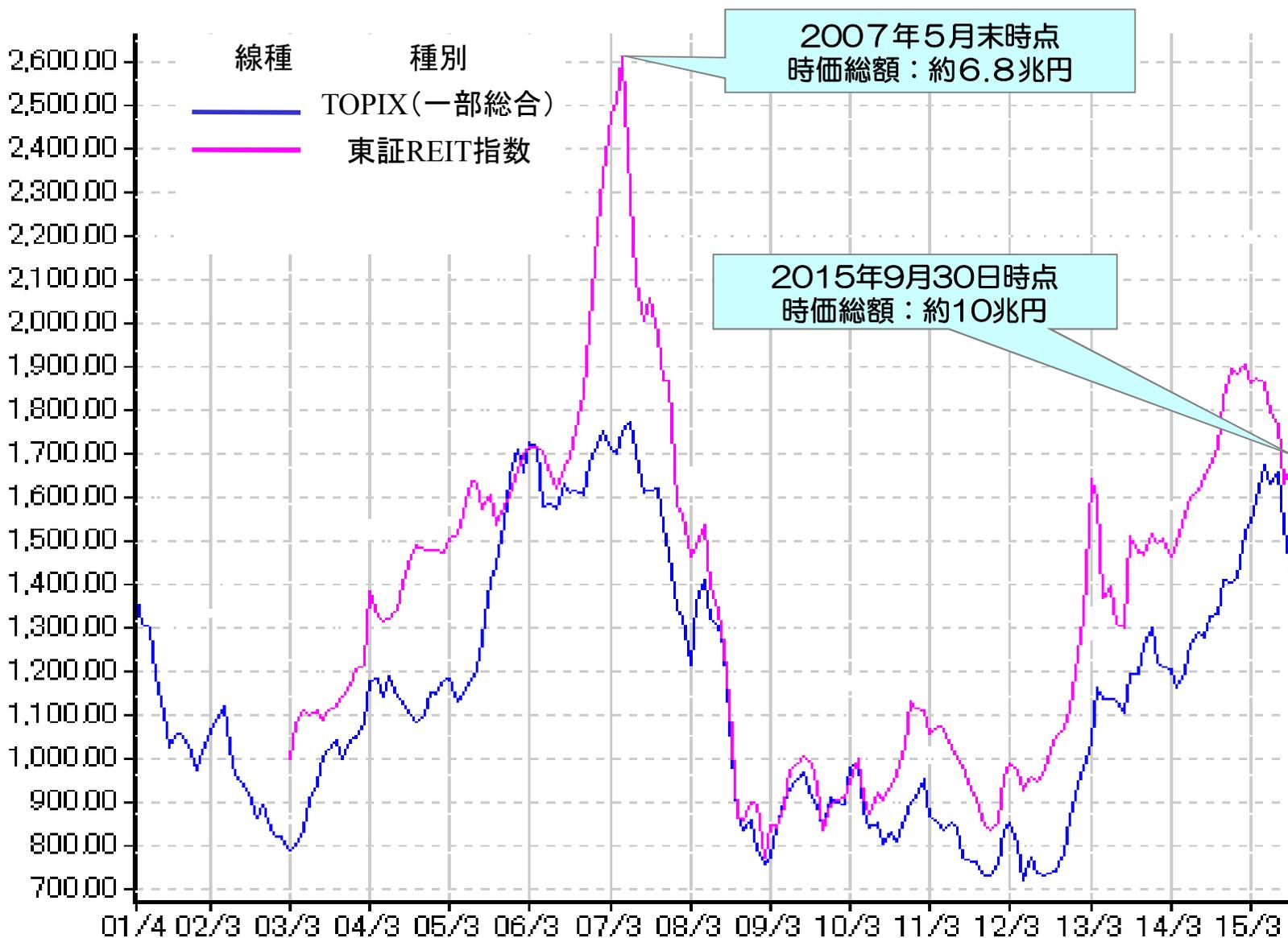
資料：三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実体調査」を基に作成

不動産証券化の対象となる不動産の取得実績(用途別)

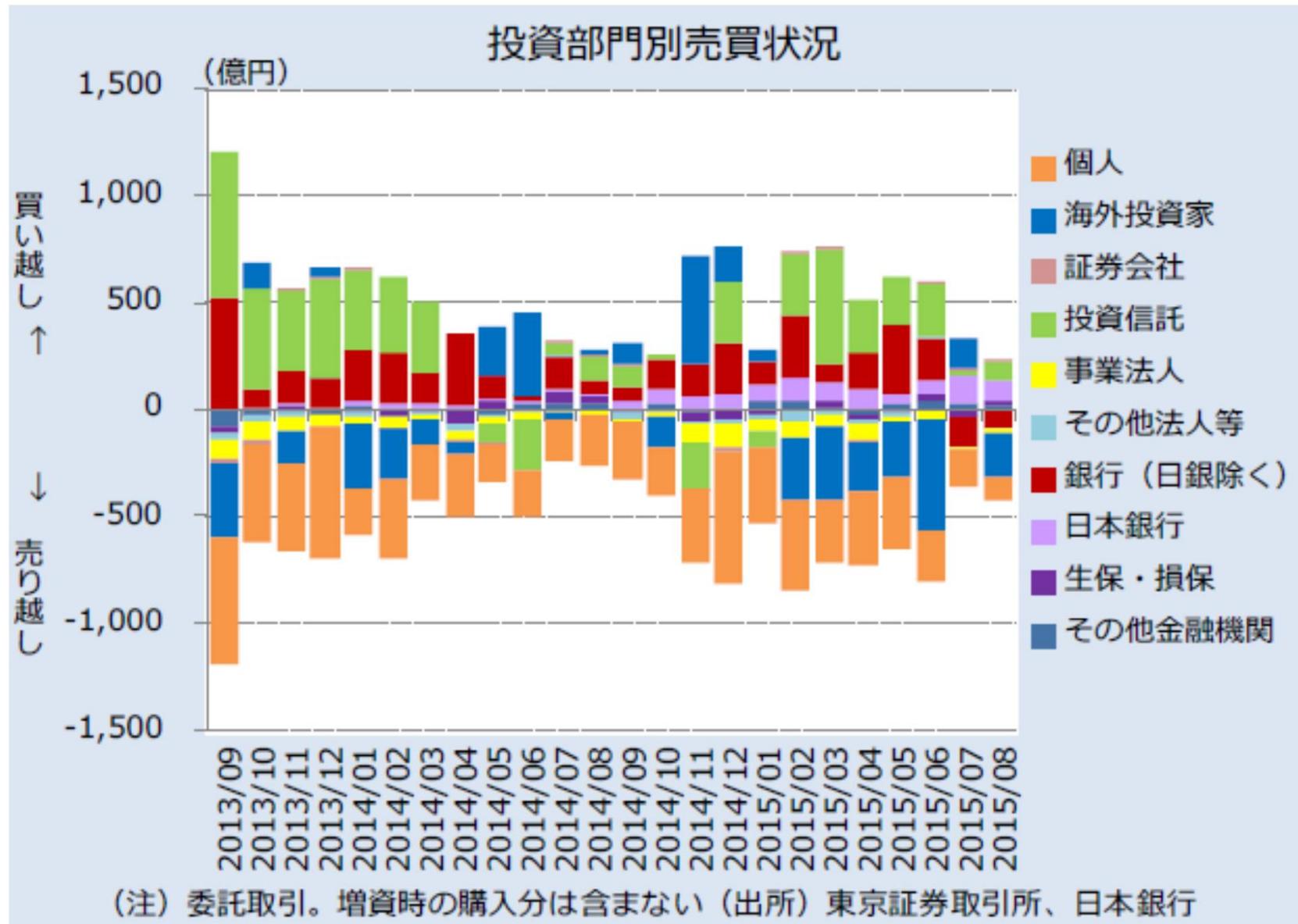


資料: 国土交通省「平成26年度 不動産の証券化実態調査」の公表データをもとに作成

J-REIT: 投資口価格の推移



J-REIT: 投資部門別売買状況



(注)個人投資家は発行市場における買い手として機能

出所:不動産証券化協会「ARES J-REIT Report」より抜粋

不動産価格の構成要素

不動産市場で決定

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{不動産の生み出すキャッシュフロー (CF)}}{\text{国債金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{期待成長率 (g)}}$$

金融市場で決定

金融市場、他資産とのバランスなどで決定
(リスクオン、リスクオフ)

金融政策

成長期待で決定
⇒アベノミクスのポイント

財政政策

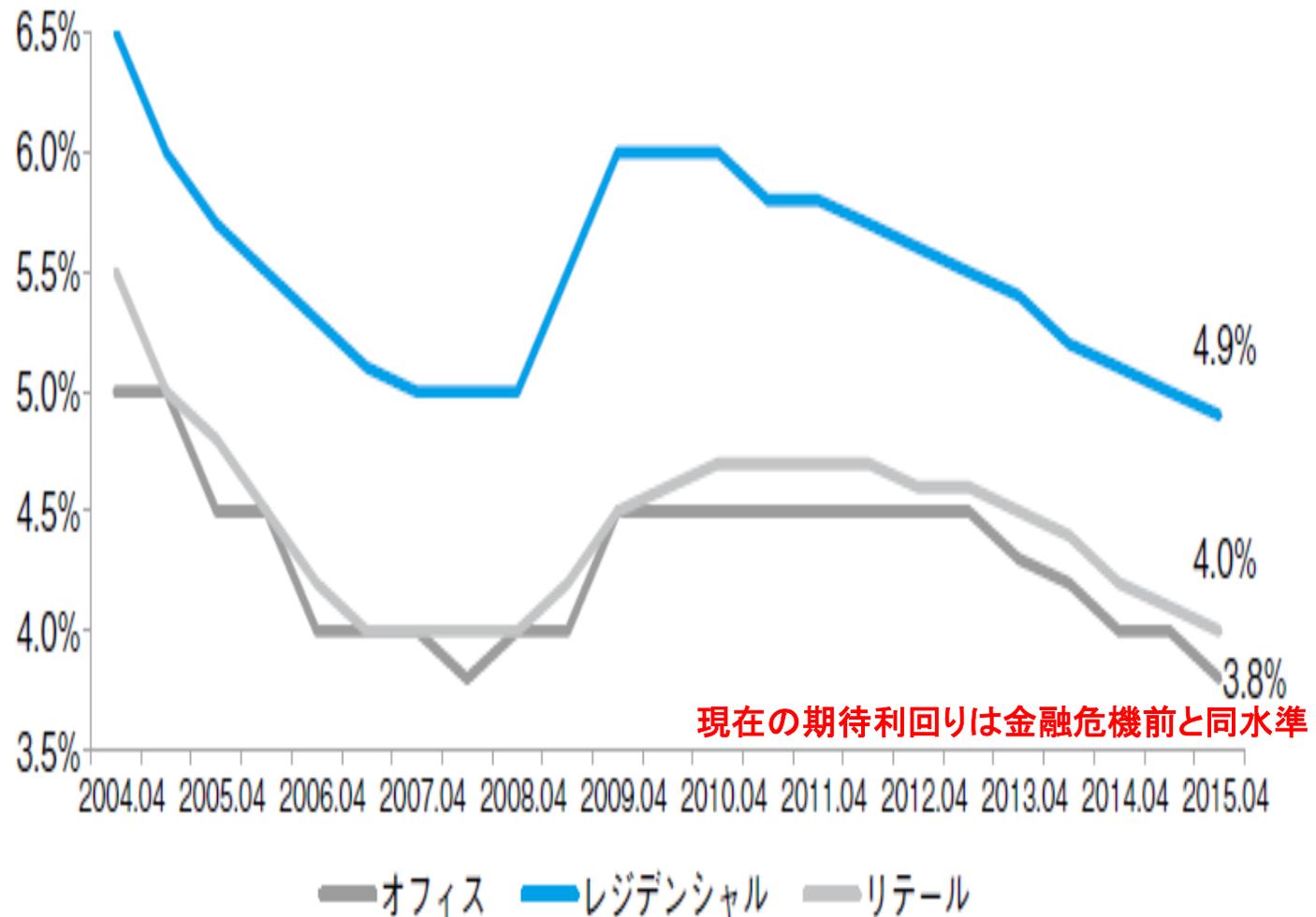
リスクプレミアムの考え方

- ①流動性リスク: 取引費用、可分性
- ②資産価値変動リスク: 確実性(確実性等価: 投資対象の価格変動、利回りの変動という不確実性の回避)
- ③行動経済的視点: 近視眼性(人は短期間で投資の得失を考える傾向)、損失回避性(投資家は相場の変動を嫌っているのではなく、損失を出すことに強い嫌悪感を持つ)

* 行動経済学者であるリチャード・セイラー達は、③の重要性を指摘

(例) 米国の株式投資と債券投資の利回りの差が年間8%、確実性等価の測定計算

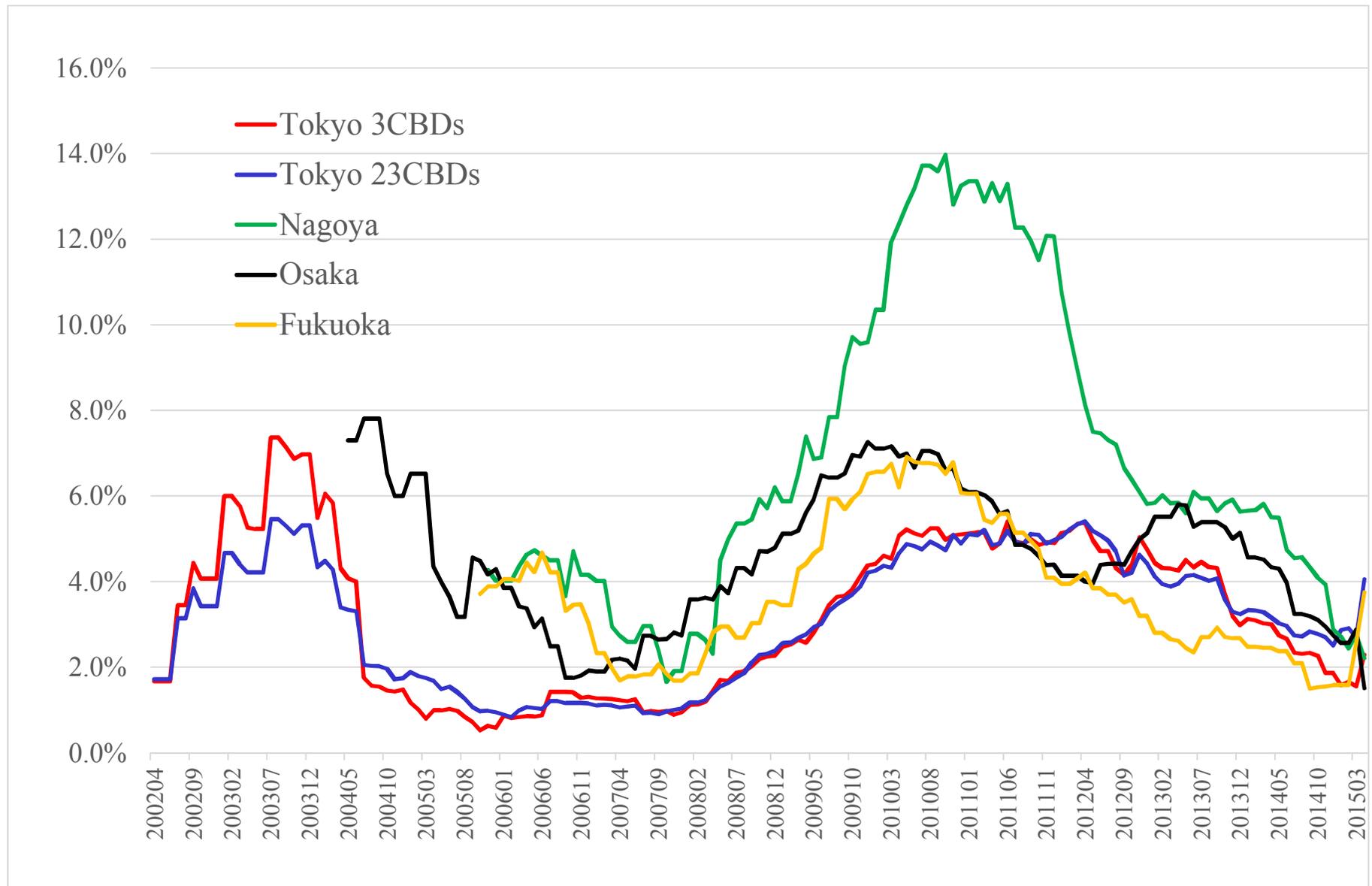
オフィスビル取引利回り(丸の内)の推移



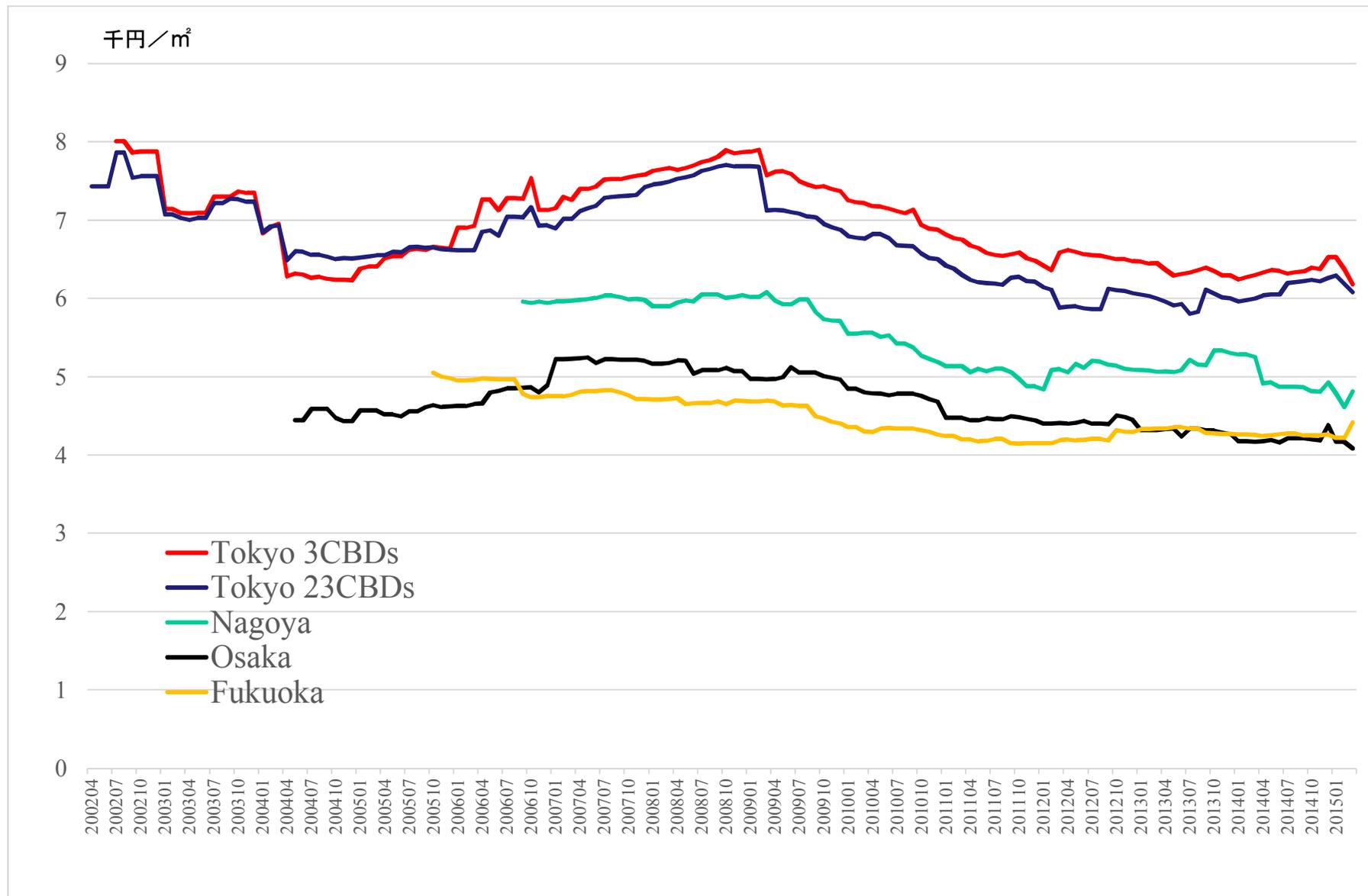
(出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」

※オフィス：「Aクラスビル/丸の内、大手町」、レジデンシャル：「賃貸住宅/ワンルーム/城南地区」、リテール「都心型高級専門店/銀座」

オフィスビル・空室率の推移



オフィスビル・賃料単価(千円/m²)の推移



現時点の市況の考え方

◆不動産の生み出すキャッシュフロー(分子)

$$= \text{賃料単価} \times (1 - \text{空室率}) - \text{管理経費}$$

堅調な低下
低下余地減少

当面は大きな増減なし

◆取引利回り(分母)

$$= \text{国債金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{期待成長率}$$

金融緩和で
暫くは安定
(財政リスクに留意)

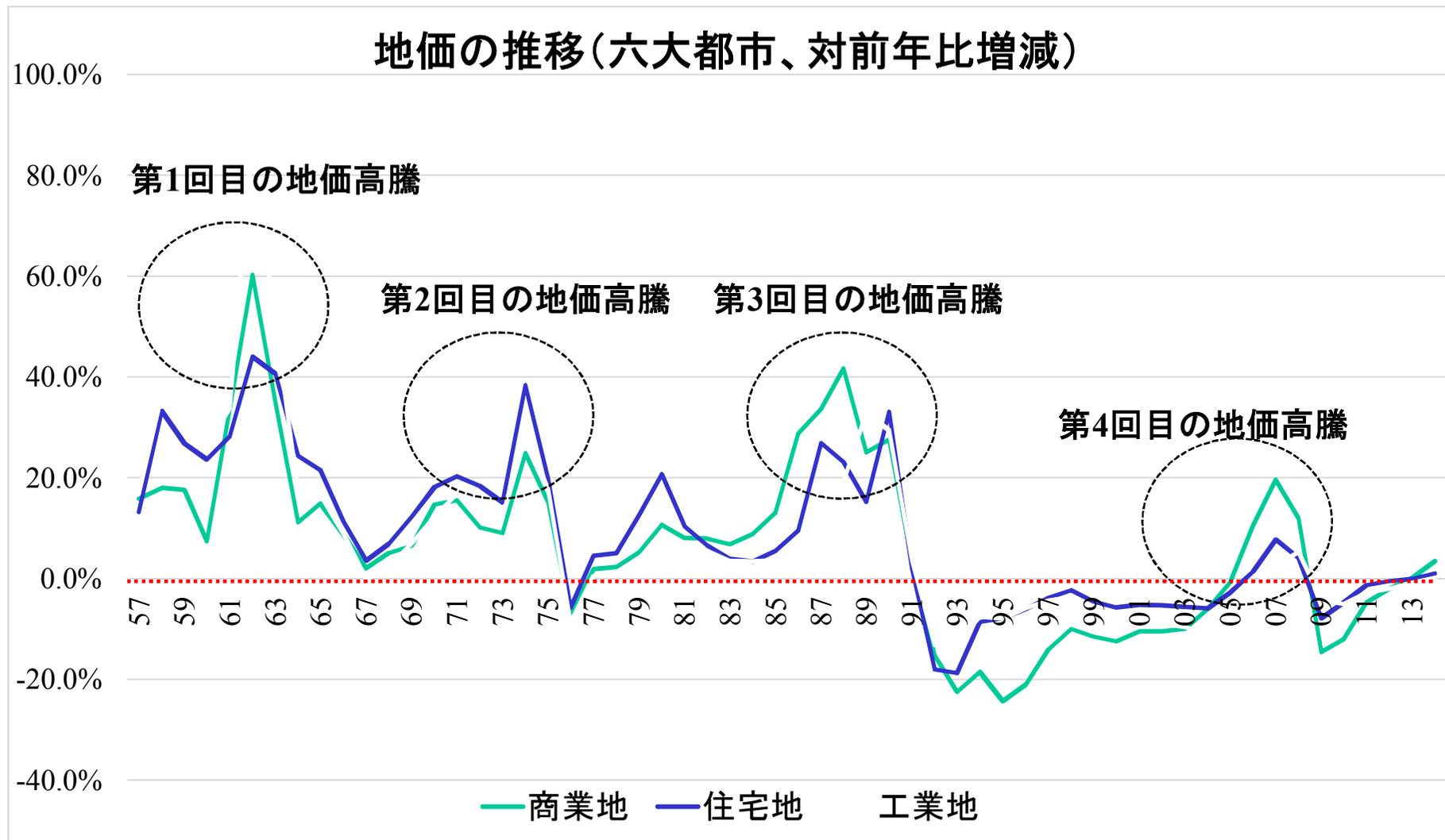
金融緩和、景気回復など
による安心感
(金融情勢による急激な
変化に留意)

上昇期待が大
きいものの、本
格的上昇となる
かがポイント

既にリーマンショック前に近い水準まで低下
(低下余地に限界)

2. 不動産サイクル ～バブルは到来するか～

不動産市場のマーケットサイクル



(注1) 六大都市: 東京区部、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市

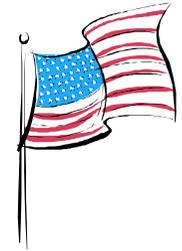
(注2) 各年とも3月末時点の数値

資料: 日本不動産研究所「六大都市市街地価格指数」を基に作成

地価高騰期の価格形成要因

地価高騰期		リスクフリー レート RF	リスク プレミアム RP	期待成長率 G	ドライバー DR	主な投資主体
I	60年代 前半	若干低下(実質 水準は低い)	低位安定 (土地神話)	大きく上昇	日本経済の復興 高度成長	製造業(実需中心)
II	70年代 前半	若干低下(実質 水準は低い)	低位安定 (土地神話)	大きく上昇	列島改造	大企業を中心に 全国民
iii	80年代 後半	低下	低位安定 (土地神話)	上昇	世界都市・東京、 Japan as NO1	中堅・中小企業を 中心に全国民
IV	2000年 代半ば	超低金利継続	低下	若干上昇	投資のグローバ ル化	ファンド、外資系 中心

米国不動産市場のマーケットサイクル



土地価格のピーク	1818年	1836年	1854年	1872年	1890年	1907年	1925年	1973年	1979年	1989年	2006年
前回ピークからの間隔	—	18年	18年	18年	18年	17年	18年	48年	6年	10年	17年

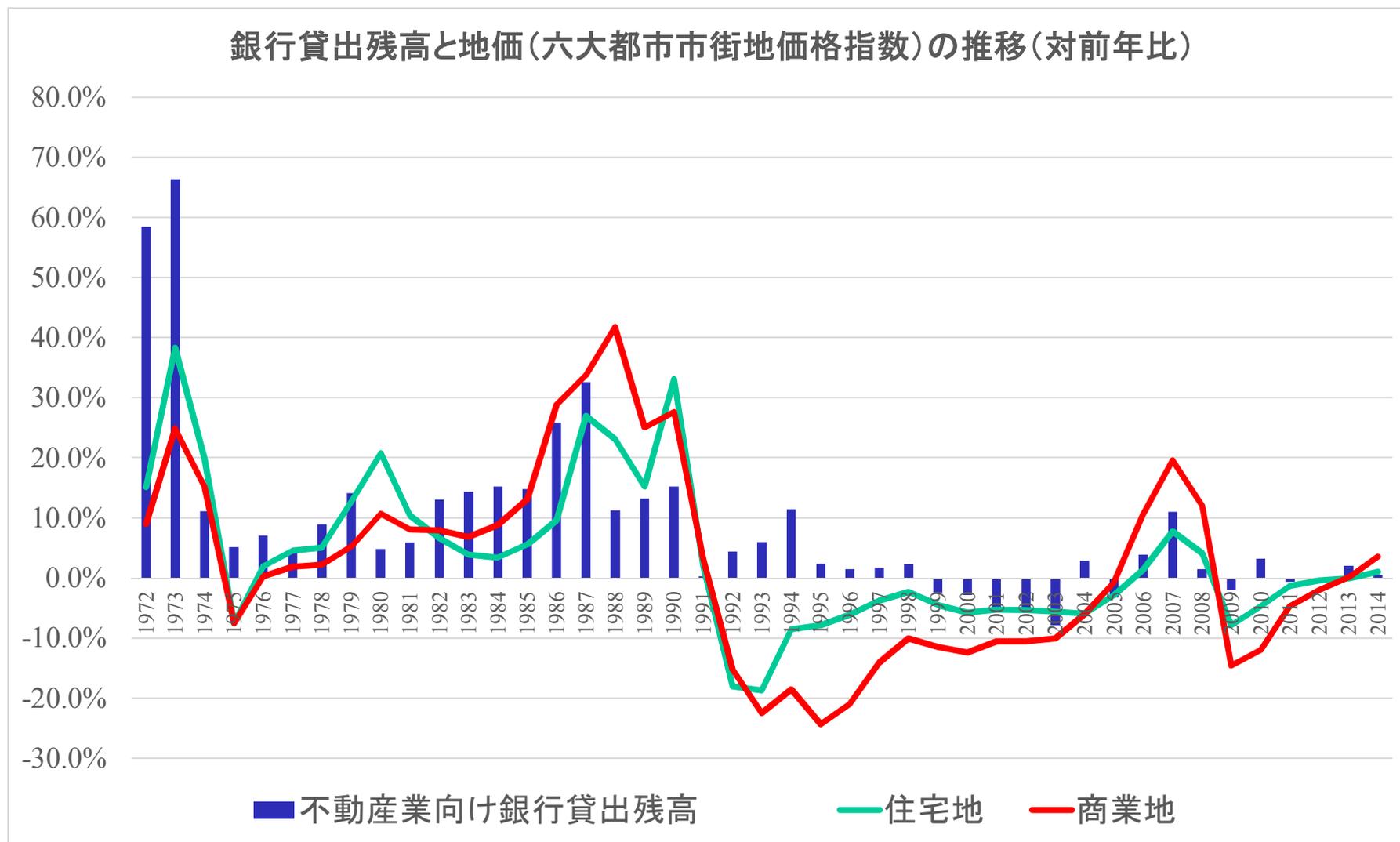
(注) 1925-1973年は第2次世界大戦の影響、1973-1989年はスタグフレーション（高いインフレと失業率）の中で、物価全体が上昇した時期であるため、例外的なサイクルとなっている。

資料：Fled E.Foldvary “The Depression of 2008” (The Gutenberg Press, 2007)を基に作成

不動産市況の変化を見るための指標(総括表)

指 標	説 明
不動産取引件数	①取引件数増加・価格上昇→②取引件数減少・価格上昇→ ③取引件数減少・価格下落→④取引件数増加・価格下落の4 つの局面を経て、再び第1の局面に戻るパターン
不動産の取引利回り	過去の水準との比較
マンション市場の動き	販売増加 → 価格上昇 → 供給地域の外延化、1戸当たり 面積の縮小 → 販売減少 → 価格下落
銀行の不動産業向け貸出(増減、比率)	不動産業向け貸出の増減、融資規制
株式市場	エクイティ資金の流出入、海外投資家の動き
不動産会社の財務諸表	金利負担、資金繰り
不動産キャピタルゲインのGDP比	過去との比較
不動産業実物投資のGDP比	日本銀行レポート
不動産業向け貸出のGDP比	日本銀行レポート
商業用不動産価格上昇率の分布	日本銀行レポート
住宅投資のGDP比	IMFレポート
経常収支のGDP比	IMFレポート
住宅価格の伸び	IMFレポート

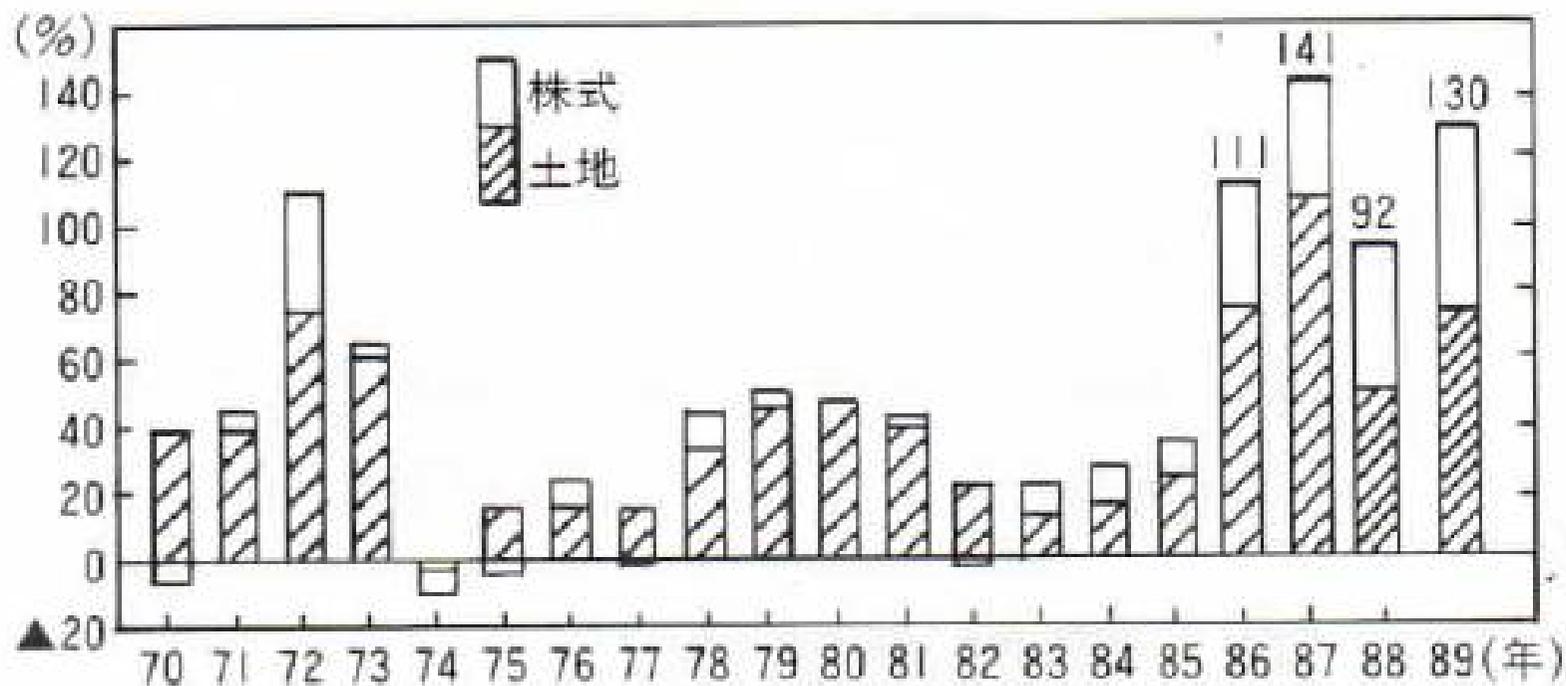
銀行貸出残高と地価の関係



資料: 日本銀行、日本不動産研究所の資料を基に作成

1990年までの資産価格上昇のインパクト

図13 土地・株式のキャピタルゲイン



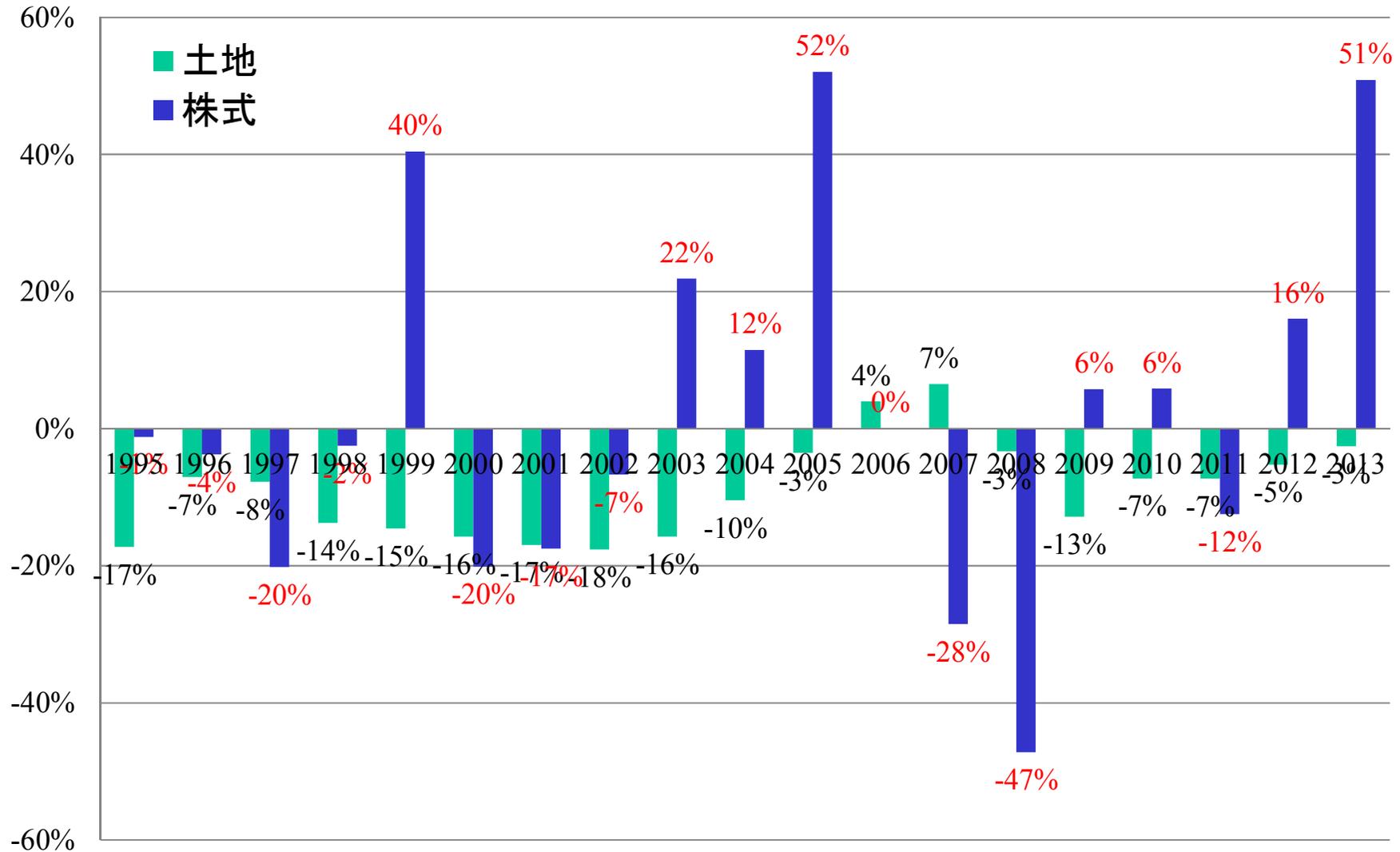
資料：経済企画庁「国民経済計算」

(注)：対名目G N P比

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

バブル崩壊後の株式・土地のキャピタルゲイン

株式・土地のキャピタルゲイン(対名目GDP比)の推移



出所：内閣府「国民経済計算確報」を基に作成

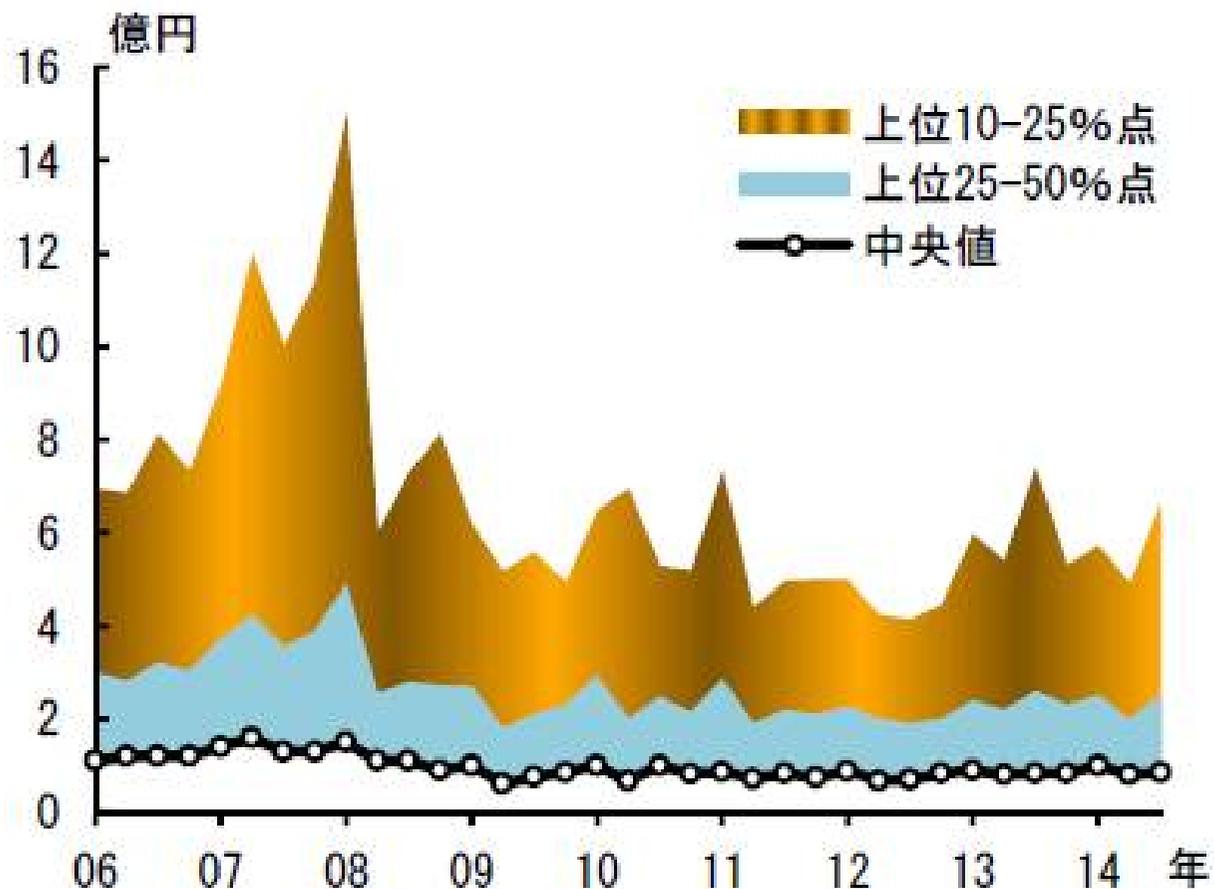
マクロリスク:金融活動指標

		80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15		
		年																																					
金融機関	金融機関の貸出態度判断DI																																						
	M2成長率																																						
金融市場	機関投資家の株式投資の対証券投資比率																																						
	株式信用買残の対信用売残比率																																						
民間全体	民間実物投資の対GDP比率																																						
	総与信・GDP比率																																						
家計	家計投資の対可処分所得比率																																						
	家計向け貸出の対GDP比率																																						
企業	企業設備投資の対GDP比率																																						
	企業向け与信の対GDP比率																																						
不動産	不動産実物投資の対GDP比率																																						
	不動産向け貸出の対GDP比率																																						
資産価格	株価																																						
	地価の対GDP比率																																						

(注) 直近は、金融機関の貸出態度判断DI、株価は15年1~3月、M2成長率、株式信用買残の対信用売残比率は15年1~2月、地価の対GDP比率は14年7~9月、その他は14年10~12月。

(資料) Bloomberg、財務省「法人企業統計」、東京証券取引所「信用取引残高」、内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」、日本銀行「貸出先別貸出金」「資金循環統計」「全国企業短期経済観測調査」「マネーサプライ」「マネーストック」

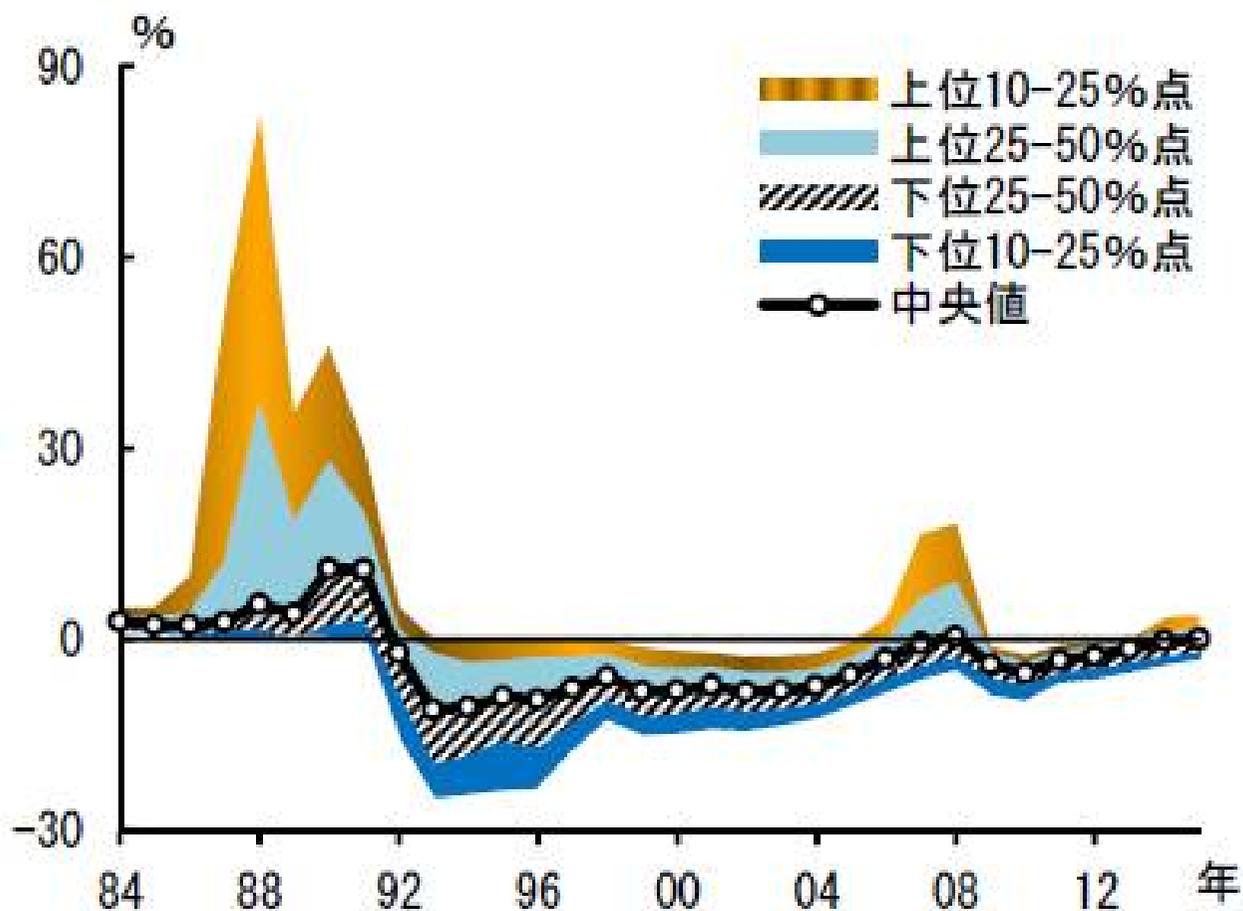
商業用不動産取引価格の分布(不動産取引価格ベース)



(注) 直近は **14年7~9月**。

(資料) 国土交通省「不動産取引価格情報」

商業地価上昇率の分布(公示地価ベース)



(注) 1. 直近は **15年1月**。

2. 商業地の個別地点における地価上昇率の分布。

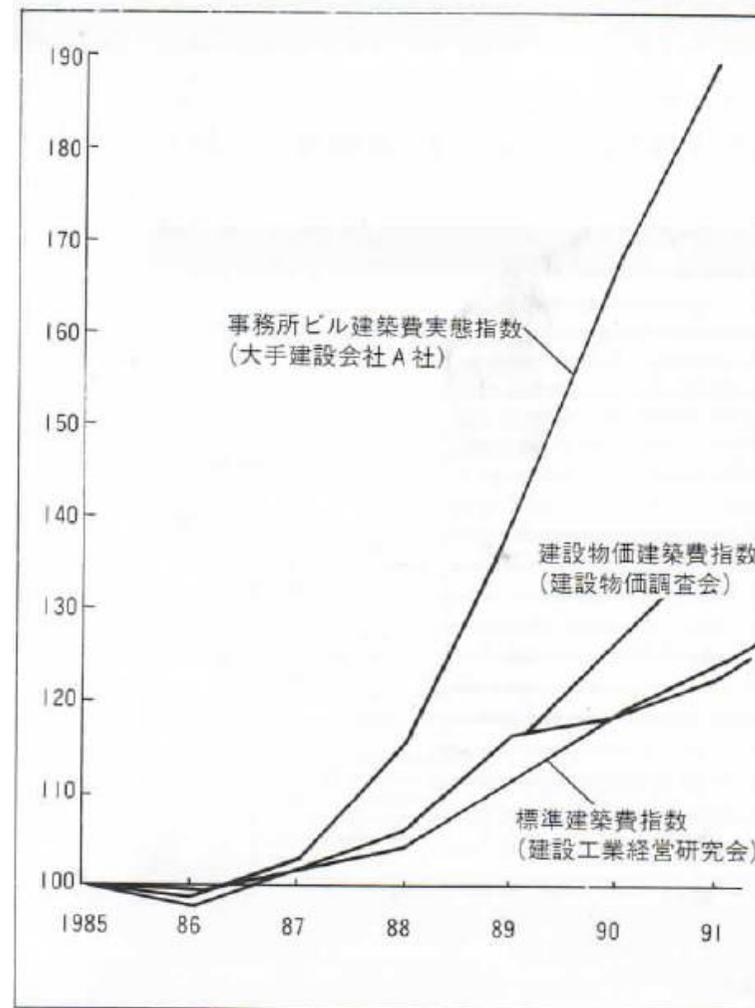
(資料) 国土交通省「地価公示」

1990年代バブル崩壊初期段階の状況①

図1 業種別銀行貸出残高の推移



図2 事務所ビルコスト指数(1985=100)



資料：日経アーキテクチャー

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

1990年代バブル崩壊初期段階の状況②

図4 圏域別標準的住宅価格(マンション)の対年収倍率の推移

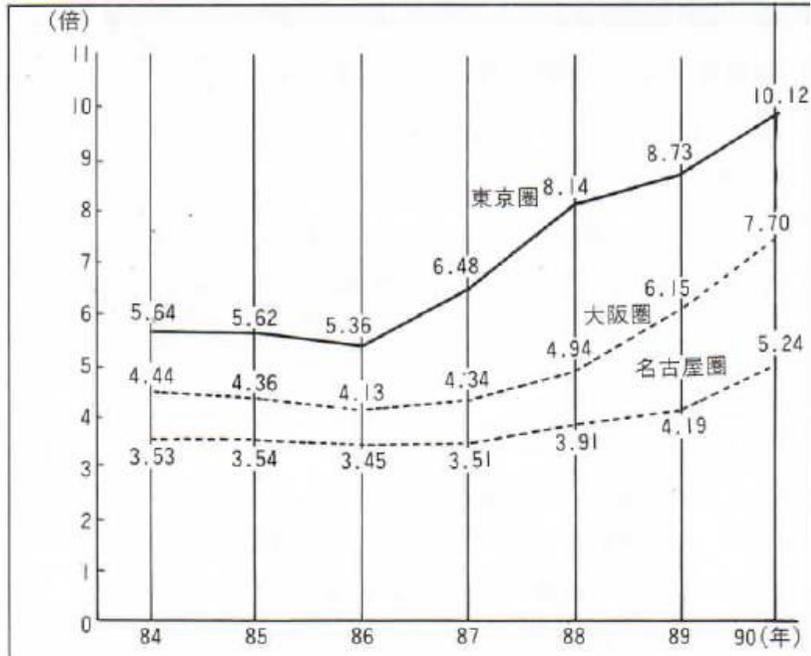
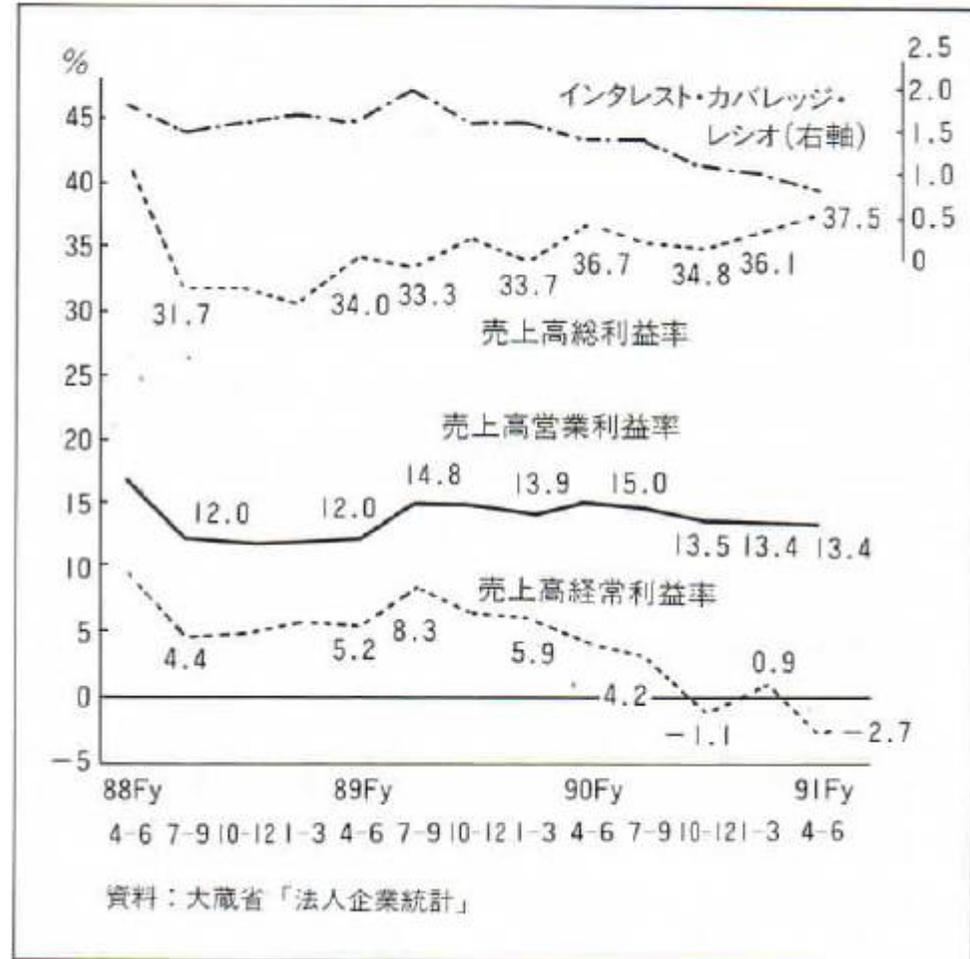


図11 不動産業の収益動向



出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

1990年代バブル崩壊初期段階の状況③

表4 上場企業の収支動向

(単位：億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
売上高	17,280 (100)	20,021 (100)	22,918 (100)	27,466 (100)	33,057 (100)
営業利益	2,535 (14.7)	3,098 (15.5)	3,698 (16.1)	4,370 (15.9)	5,435 (16.4)
金融収支	1,350 (7.8)	1,456 (7.3)	1,642 (7.2)	2,090 (7.6)	3,188 (9.6)
経常利益	1,634 (9.5)	2,068 (10.3)	2,573 (11.3)	3,007 (11.0)	3,237 (9.8)
税引後利益	736 (4.3)	972 (4.9)	1,196 (5.2)	1,511 (5.5)	1,633 (4.9)
減価償却額	457	511	561	710	797

資料：興銀 DF (注) 1. 対象：1、2部上場。不動産会社のうち26社を抽出 2. ()内は対売上高比率

表5 上場企業の資金移動表

(単位：億円、%)

	1986年度	1987年度	1988年度	1989年度	1990年度
経常収入	18,292	21,716	24,124	29,338	34,153
経常支出	▲ 18,054	▲ 23,200	▲ 23,117	▲ 27,125	▲ 37,375
経常収支 (経常収支比率、%)	237 (101.3)	▲ 1,484 (93.6)	1,007 (104.3)	2,213 (108.2)	▲ 3,221 (91.4)
損益要因	2,250	2,770	3,352	4,001	4,369
運転資金要因	▲ 2,012	▲ 4,254	▲ 2,345	▲ 1,788	▲ 7,591
棚卸資産	▲ 2,501	▲ 4,641	▲ 3,219	▲ 4,501	▲ 8,102
特別損益・決算・設備等収支	▲ 4,398	▲ 5,723	▲ 7,008	▲ 9,161	▲ 8,920
財務収支	4,399	8,798	7,022	7,186	11,638
総合収支	238	1,591	1,020	238	▲ 503

資料：興銀 DF

出所：田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

2008年リーマンショック後の状況

図表3 金融危機直前のREITの財務状況

	経営不安が噂されたREIT (8社)	左記以外のREIT (34社)
保有不動産の投資利回り(注1)	5.0%	5.7%
含み益率(注2)	107%	113%

	経営不安が噂されたREIT (6社)	左記REITのスポンサー会社 (6社)	大手不動産会社 (5社)
自己資本比率	45.5%	26.6%	24.1%

(注1) NOI利回りを利用。NOI利回り=NOI(営業損益+減価償却費)÷不動産簿価

(注2) 含み益率=不動産の鑑定価格÷不動産の簿価

(注3) 数値は金融危機直前である2008年7月に最も近い決算期のものを用いて計算

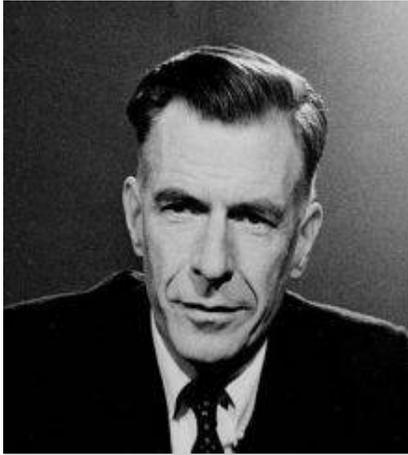
資料:公表資料を基に試算

不動産価格サイクルの先行的指標(ニッセイ基礎研究所)

指標	現状評価	概要
株価動向	△(要注意)	高値圏で一旦調整の動き。
J-REIT価格動向	×(ピーク示唆)	反転下落ともいえる頭打ちの推移。
不動産取引件数	△(要注意)	頭打ちにみえたが、再び増加の可能性も。
不動産取引規模	×(ピーク示唆)	大型取引の増加が顕著、ピークを示唆か。
オフィス稼働率	○(依然堅調)	ペースは減速しつつも改善が継続。
新築ビル募集賃料	×(ピーク示唆)	既にピークを過ぎた可能性を示唆。
ロンドンオフィス価格指数	○(依然堅調)	堅調な価格上昇が継続。
香港オフィス価格指数	△(要注意)	頭打ちした後、高値圏で横ばいの動き。

(出所)ニッセイ基礎研究所

バブルへの警告



金融の記憶は短い

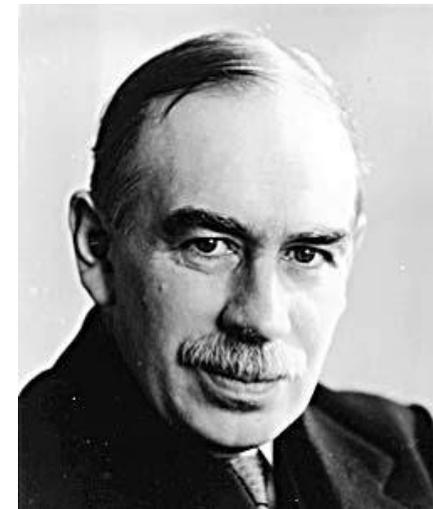
ジョン・ケネス・ガルブレイス「バブルの物語」
(John Kenneth Galbraith、1908年10月15日 - 2006年4月29日)

経済学の役割

経済学でも立派な学術書が教育上は必要かもしれない。…しかし現実の経済が絶え間なく変化するものであり、現実から遊離した経済理論が不毛である以上、経済学が進歩し役に立つ学問であり続けるために、新しい経済学を構築しようとする者が書くべきものは、学術書ではなく時論的なパンフレットなのである。

…マルサスは元々論争的なパンフレットであった『人口論』を第二版で学術書に変えたためにダメにしてしまった（『マーシャルの伝記』（1924））。

長期的に見ると、われわれはみな死んでしまう。嵐の中にあって、経済学者が言えることが、ただ、嵐が遠く過ぎ去ればまた静まるであろう、ということだけならば、彼らの仕事は他愛なく無用である（『貨幣改革論』（1923））。



ジョン・メイナード・ケインズ
(1883-1946)

3.超金融緩和

～実際に何が起きているのか～

(旧) アベノミクスの3本の矢

名目GDP成長率3%程度、実質GDP成長率2%程度を目指す

需
要
対
策

大胆な金融緩和

無制限の量的緩和による
インフレ目標2%

効果につき
見解相違

機動的な財政政策

平成24年度補正予算
13兆円
消費税率引き上げと経済
対策 5兆円程度

一時的効果
(国債の発行
には限界)

供
給
対
策

投資を喚起する
成長戦略

日本再興戦略
(潜在成長率の向上)

実行が課題

日本銀行・GPIFによる経済対策(2014年10月31日付)

<日本銀行による追加金融緩和>



		従来	追加緩和後
量的緩和	資金供給量	年60~70兆円増加	年80兆円(+10~20兆円)増加
	長期国債	年50兆円購入	年80兆円(+30兆円)購入
質的緩和	国債の残存期間	7年程度	7~10年(最大3年拡大)
	ETF	年1兆円購入	年3兆円(3倍)
	REIT	年300億円購入	年900億円(3倍)

<年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)による運用資産構成の変更>

総資産 約130兆円

	従来の目安(%)	新たな目安(%)
国内債券	60 (±8)	35 (±10)
国内株式	12 (±6)	25 (±9)
海外債券	11 (±11)	15 (±4)
海外株式	12 (±5)	25 (±8)
短期資産	5	5



年間売買高の1~2%程度

(注)カッコ内は乖離許容幅

「大胆な金融緩和」に対する見解の相違

	賛成派 (主に新古典派、マネタリスト)	反対派 (主にケインジアン)
デフレとは	貨幣的現象	実体的現象
デフレの要因	金融政策の失敗	グローバル化、人件費の削減、IT化、不十分な構造改革等
景気悪化とデフレの因果関係	デフレ ⇒ 景気悪化	景気悪化 ⇒ デフレ
ベースマネー増のマネースtockへの波及	円安による企業収益の改善、資産価格上昇により企業の投資需要が発生 貸出も増加	民間銀行の貸出先不足(企業の資金需要が薄い) 信用乗数によるマネースtockへの波及は限定的
財政政策の効果	限定的 (マンデル・フレミング効果、クラウディングアウトなど)	一定の効果
将来への期待形成	一般物価: 変えることが可能 資産価格: 変えることが可能	一般物価: 変えることは困難 (賃金上昇が必要) 資産価格: 変えることが可能

(注) 上表は各立場をモデル的に対比したものであり、その中間に立つ論者、部分的賛成の論者なども多い。
資産価格に関しては、日銀による株式等の直接買い入れに加え、ポートフォリオ・リバランス効果なども作用

(新)アベノミクス3本の矢

希望を生み出す
強い経済

GDP600兆円
デフレ脱却は目の前

・女性・高齢者・障がい者
などの雇用拡大
・地方創生の本格化

夢をつむぐ
子育て支援

出生率1.8

・幼児教育の無償化
・結婚支援
・不妊治療支援

安心につながる
社会保障

介護離職ゼロ

・働く意欲のある高齢者
の就業機会を増やす

1億総活躍プランの策定

50年後も人口1億人維持

2017年4月の消費増税は実施

デフレと金融政策

量的緩和 Quantitative Easing

準備預金残高の増加(日銀が手形や短期国債を購入)→コール市場金利の低下→民間銀行が与信活動を活発化(ポートフォリオ・リバランス効果)

(注)ゼロ金利下では、超過準備預金の保有コストもゼロになるので、銀行は必ずしも貸出を増やさない(ブタ積み)

日本銀行BS

信用緩和

Credit easing
長期金利、リスクプレミアム
の低下
→資産効果→景気
刺激、バブル形
成?

リスク資産や長期国債の
購入が売却短期資産を上
回るときは資産が増加→
結果的に準備預金残高増
加→信用緩和+量的緩和

<資産>	<負債>
短期の安全資産 (短期国債、国債 担保貸付など)	準備預金残高
	紙幣発行残高
リスク資産	政府預金
長期国債	<資本>

ベースマネー



マネーストック

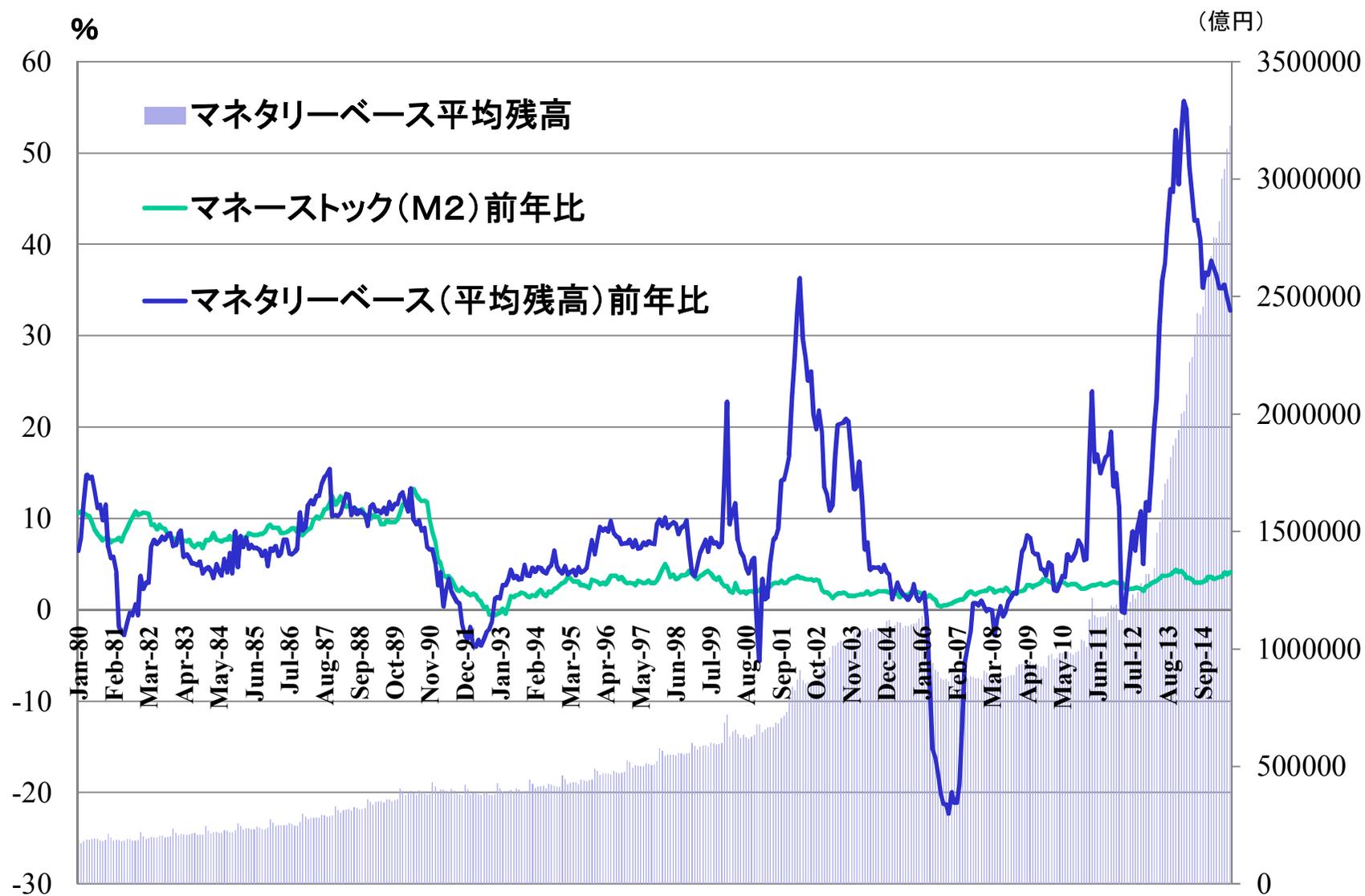
市中の通貨供給量

信用乗数 =
マネーストック ÷ ベースマネー

- ◆ **広義の量的緩和**: 中央銀行のバランスシートの拡大が当初から意図されている信用緩和(英国、日銀等)
- ◆ **量的緩和**: 中央銀行の準備預金残高の増加
- ◆ **純粋の信用緩和**: 短期の安全資産を売却してリスク資産(RMBS、CPなど)・長期国債を買うこと

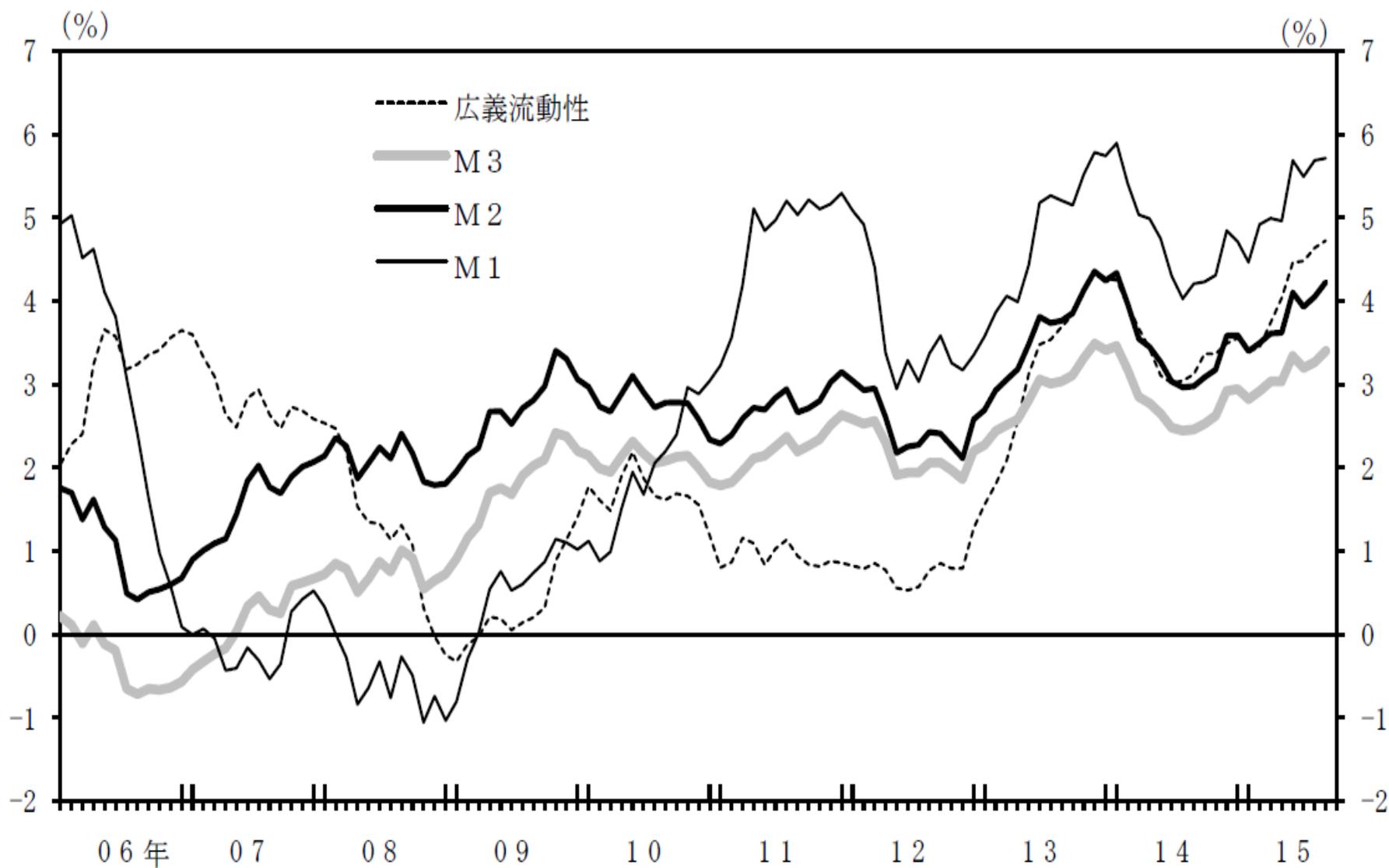
- ◆ **伝統的金融政策**: 市場でのオペレーションを通じた短期金利の誘導
- ◆ **非伝統的金融政策**: 中央銀行のバランスシートを活用

日本銀行による金融緩和



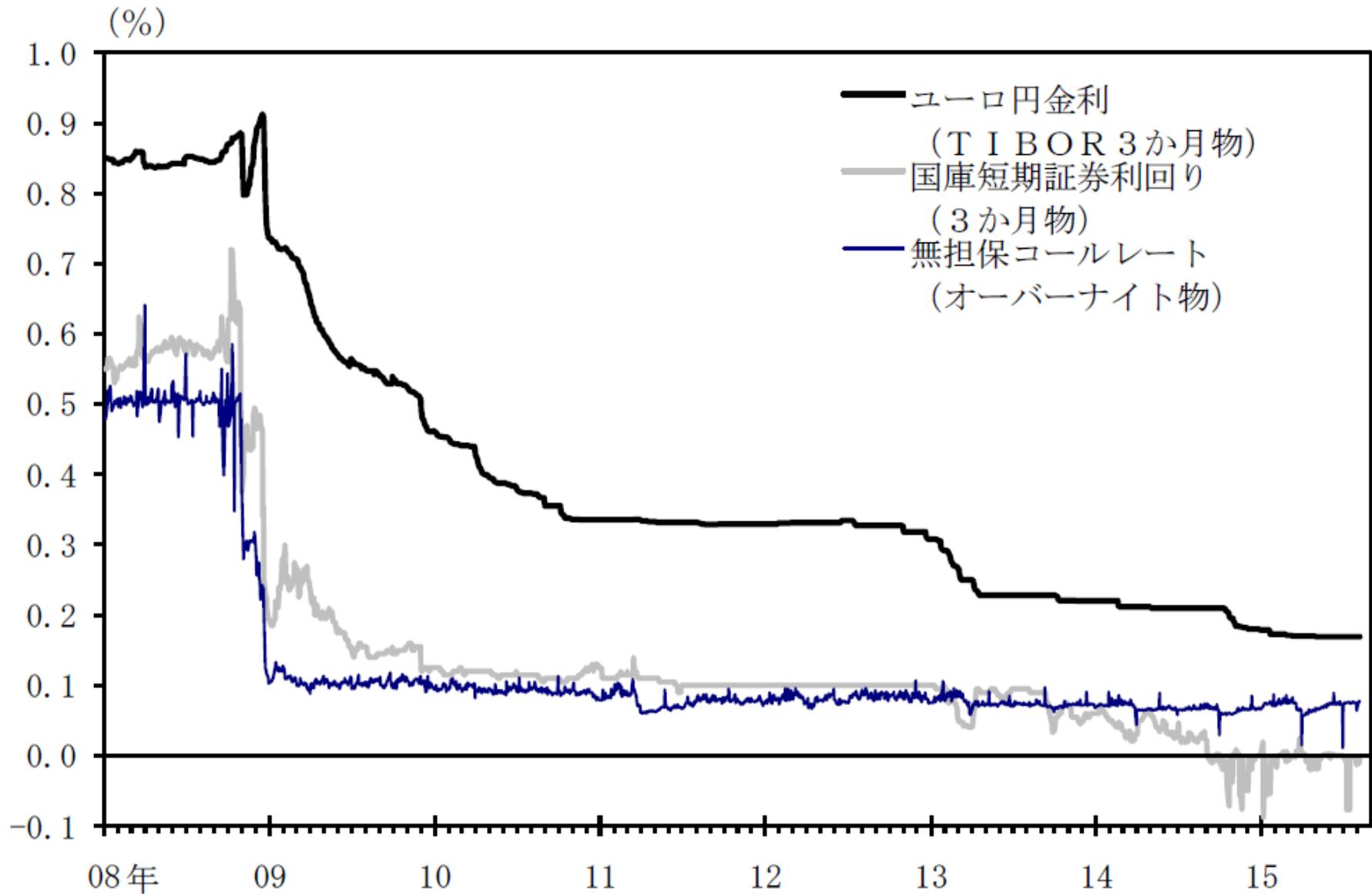
資料: 日本銀行統計をもとに作成

マネーストックの推移



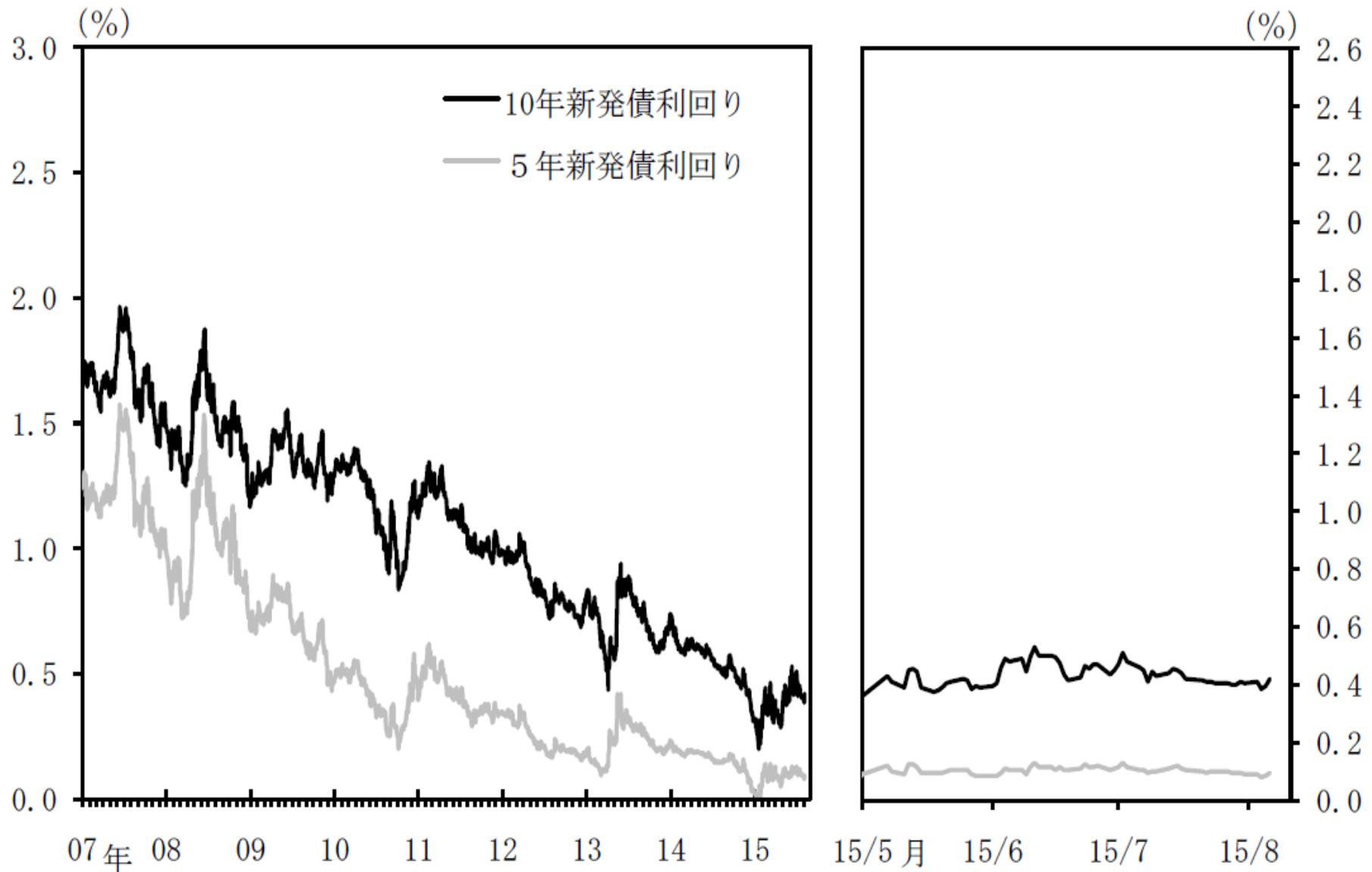
出所: 日本銀行「金融経済月報」より抜粋

短期金利



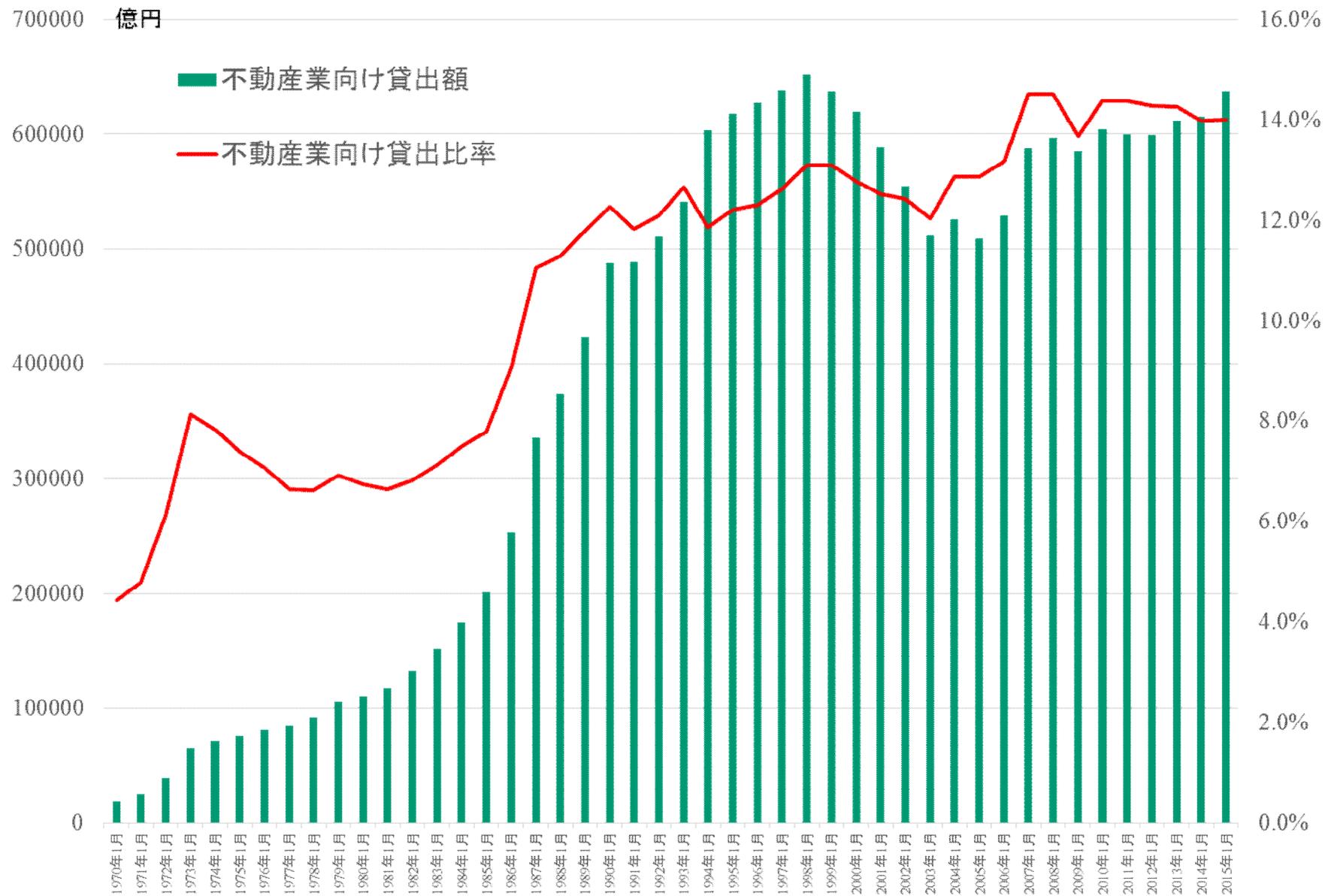
出所: 日本銀行「金融経済月報」より抜粋

長期金利



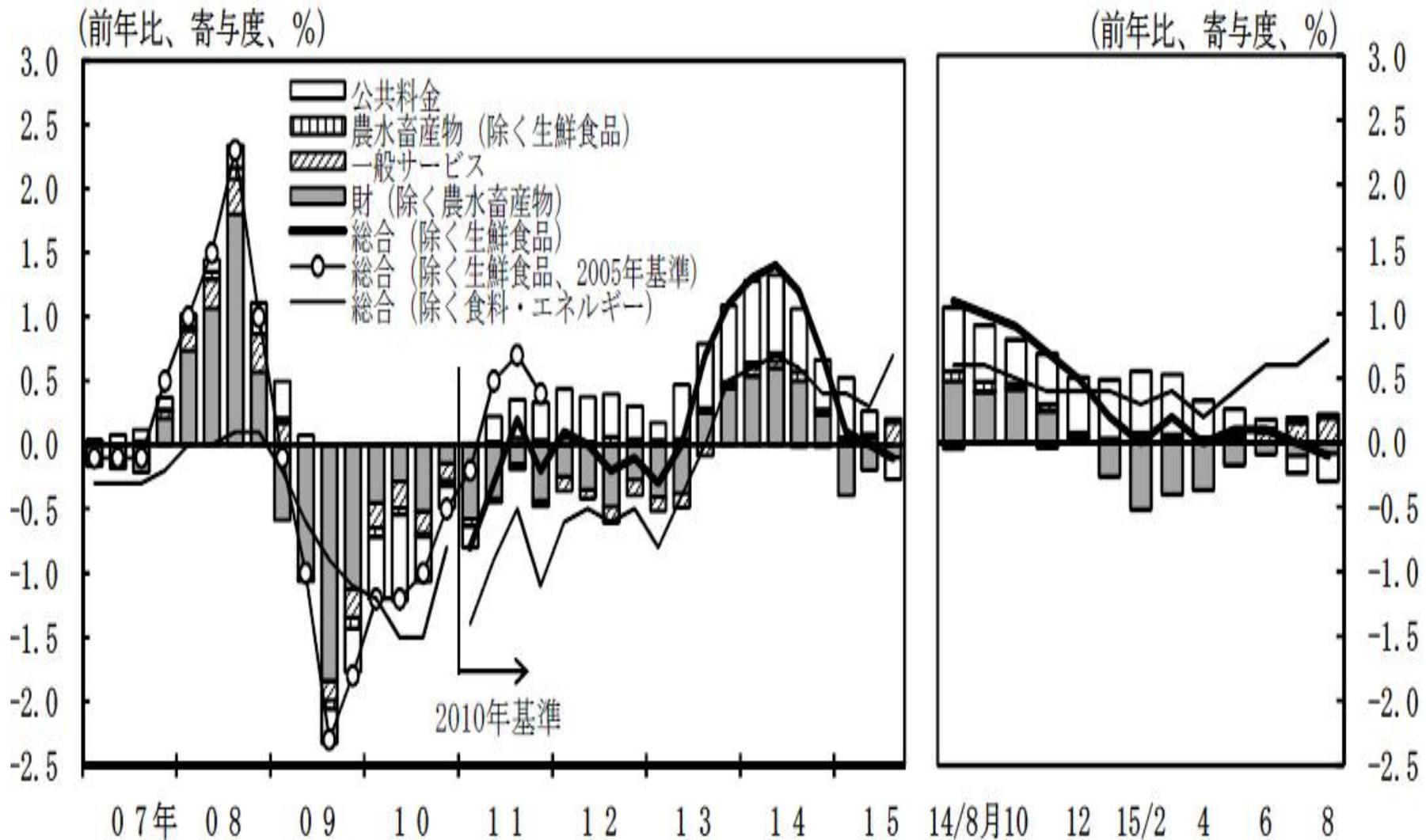
出所: 日本銀行「金融経済月報」より抜粋

金融機関の不動産業向け貸出の推移



資料: 日本銀行資料にもとづき作成

消費者物価指数(対前年比)の推移



出所: 日本銀行「金融経済月報」より抜粋

超金融緩和期における大企業の財務行動

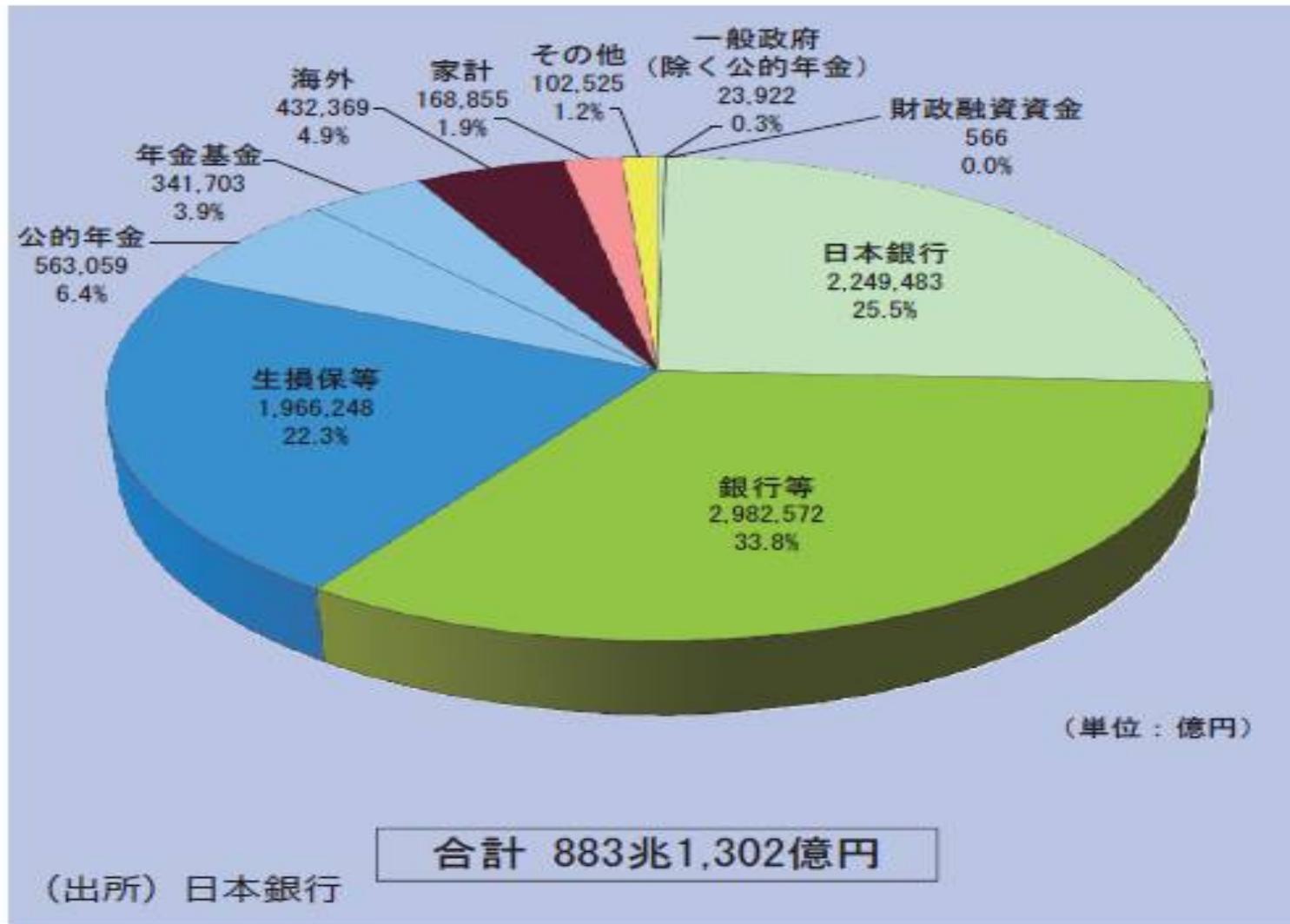
大企業のバランスシートの変化 (2015年4～6月期の) (前年同期比増加額)

資 産		負 債・純資産	
現預金	4.7	長期借入金	2.2
有形固定資産	1.5		
無形固定資産	0.5	利益剰余金 (内部留保)	14.5
投資有価証券	14.8		
受取手形・売 掛金等	5.8	資本剰余金等	10.6

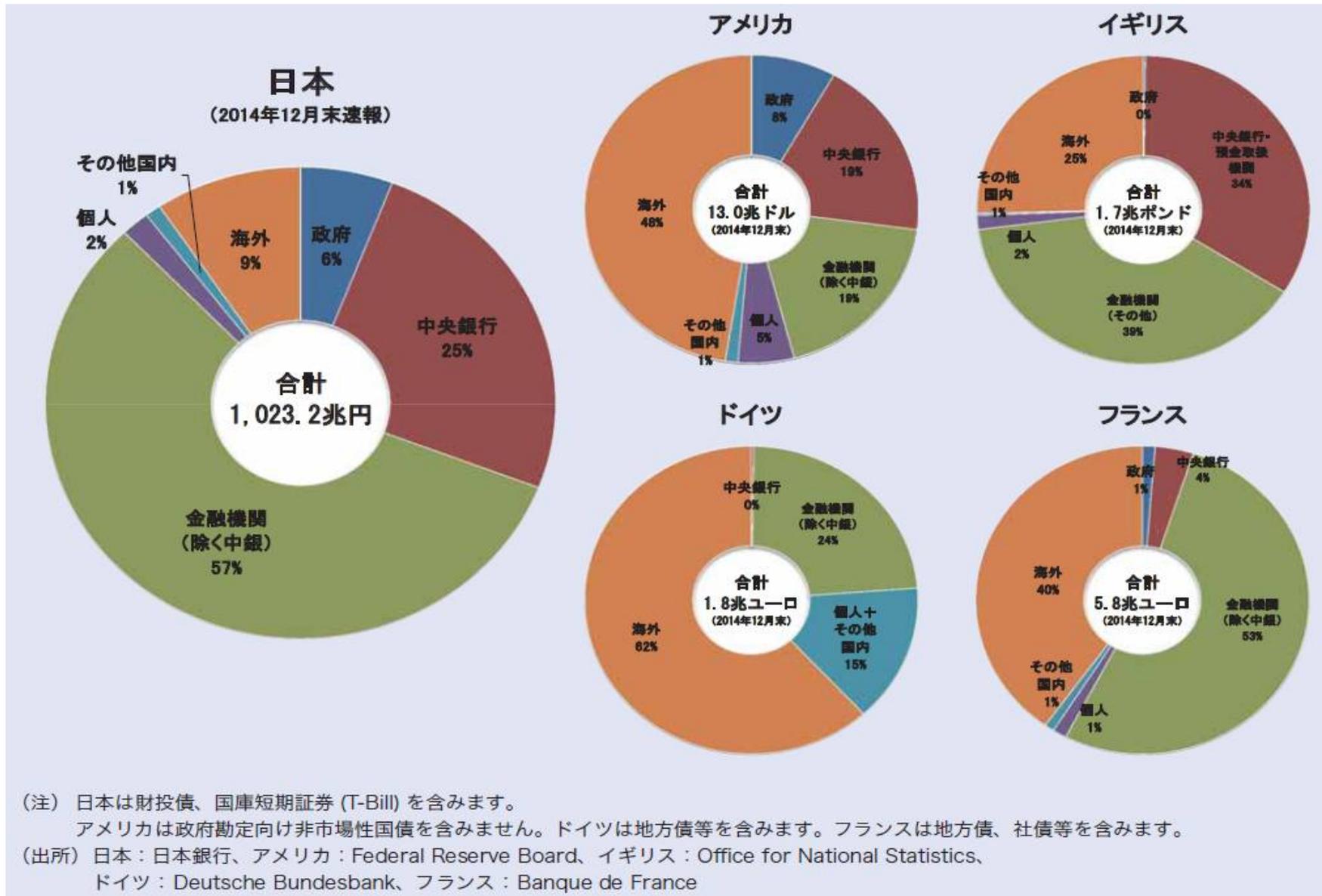
(注)財務省「法人企業統計」、金融・保
険を除く、兆円

資料:日本経済新聞より抜粋

日本国債の保有者別内訳(2015年3月末速報値)



国債 投資家別保有者



出所：財務省作成資料より抜粋

国債等の保有者内訳の推移

		2013年		2014年				2015年		2015年6月末 残高(兆円) (構成比(%))
		9月末	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	
残高(兆円)		980	987	996	1,011	1,013	1,021	1,038	1,037	
前 年 比 (%)	国債等計	3.2	3.0	2.7	4.2	3.3	3.4	4.3	2.6	1,037 (100.0)
	金融仲介機関*	▲ 3.0	▲ 3.8	▲ 7.2	▲ 3.5	▲ 4.5	▲ 2.8	▲ 5.1	▲ 7.4	542 (52.2)
	中小企業金融機関等	▲ 2.3	▲ 3.7	▲ 7.7	▲ 9.1	▲10.2	▲11.5	▲13.1	▲14.2	131 (12.7)
	保険	5.0	4.6	1.1	3.1	2.2	4.4	2.5	1.8	199 (19.2)
	国内銀行	▲13.2	▲13.2	▲19.4	▲ 6.3	▲ 6.4	▲ 8.9	▲ 8.8	▲15.0	110 (10.6)
	年金基金	12.1	12.3	6.3	7.5	5.2	4.4	0.4	▲ 0.4	35 (3.3)
	一般政府、公的金融機関	▲ 6.3	▲15.0	▲ 1.5	▲ 3.6	▲ 7.1	▲28.9	▲11.9	▲16.5	76 (7.3)
	うち公的年金	3.8	3.7	▲ 3.4	▲ 5.0	▲ 9.6	▲17.1	▲18.6	▲19.1	53 (5.1)
	中央銀行	62.1	58.9	57.2	43.8	37.0	39.5	36.6	37.3	295 (28.5)
	海外	▲ 8.3	1.4	▲ 0.6	2.7	10.4	10.8	20.2	13.7	95 (9.2)
	家計	▲13.8	▲12.4	▲13.1	▲10.8	▲12.1	▲13.9	▲19.7	▲24.4	15 (1.5)
その他	8.3	6.7	28.5	1.2	▲16.6	▲22.1	▲19.8	▲13.0	13 (1.3)	

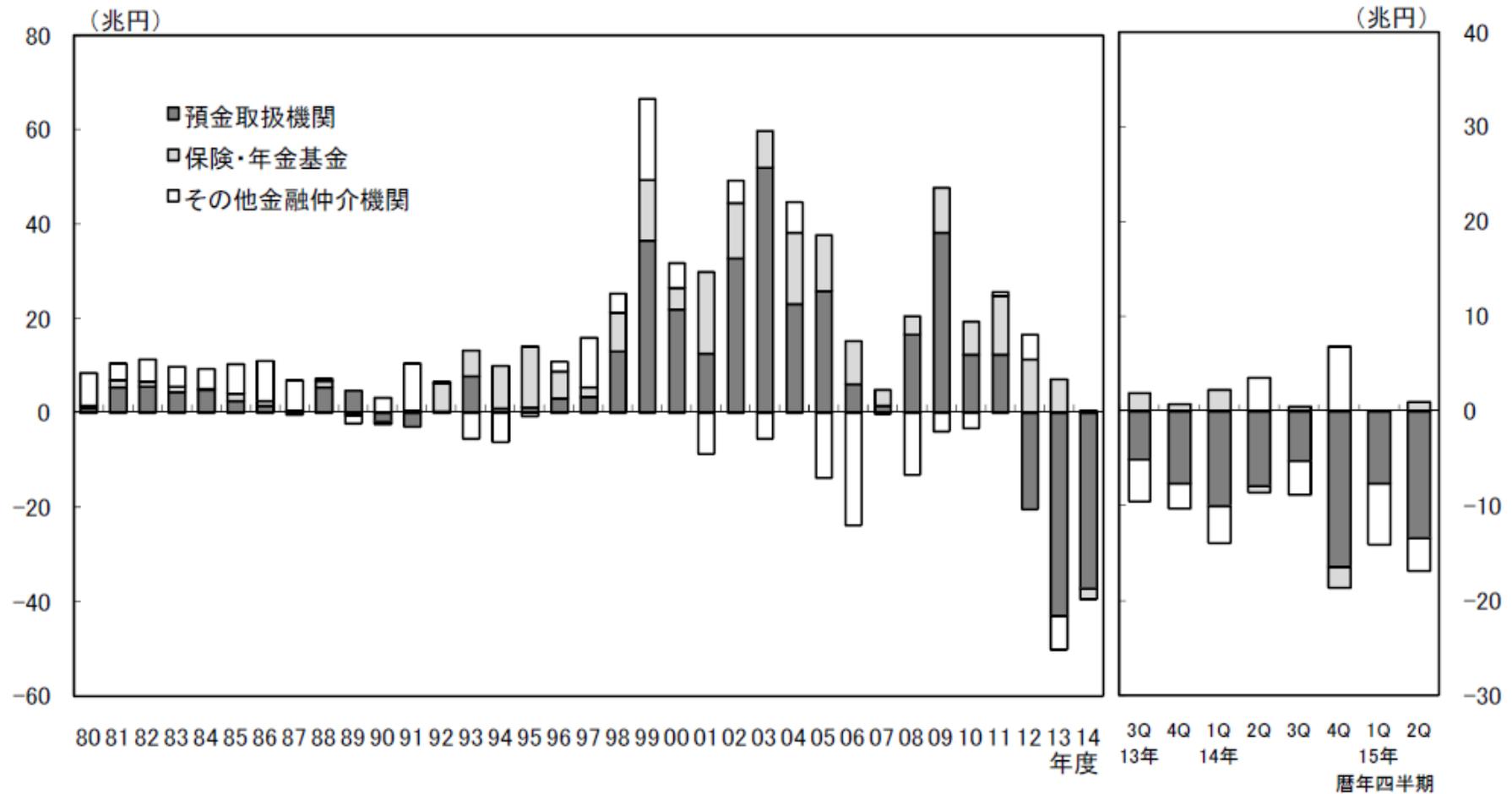
(注1) 国債等は、「国庫短期証券」「国債・財融債」の合計。

また、国債等は、一般政府(中央政府)のほか、公的金融機関(財政融資資金)の発行分を含む。

(注2) 金融仲介機関は、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関から構成されるが、*ではその他金融仲介機関のうち公的金融機関を除いている。

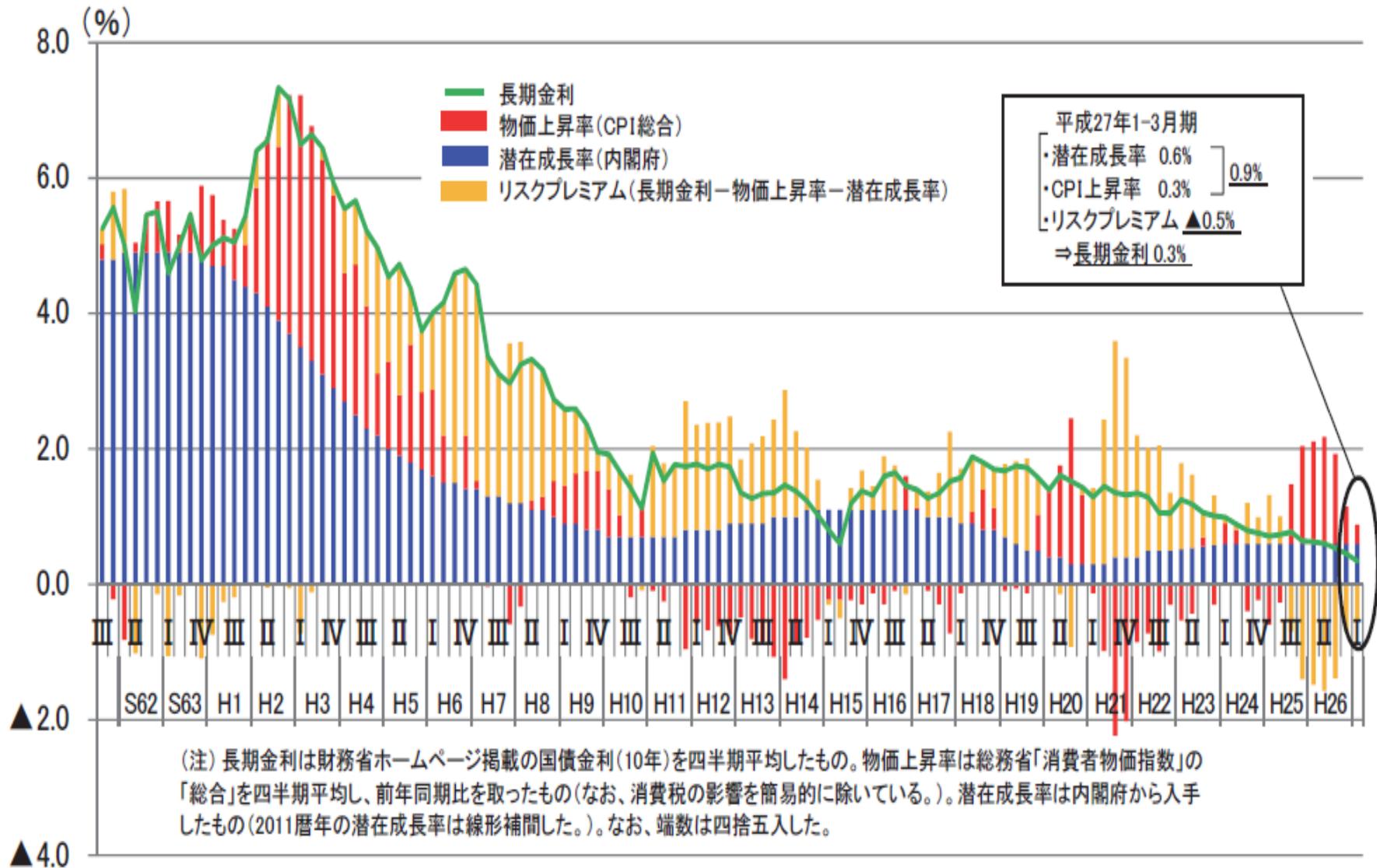
(注3) その他は、「非金融法人企業」「対家計民間非営利団体」「非仲介型金融機関」の合計。

金融機関等の国債等保有動向



出所：日本銀行「資金循環統計 参考資料」より抜粋

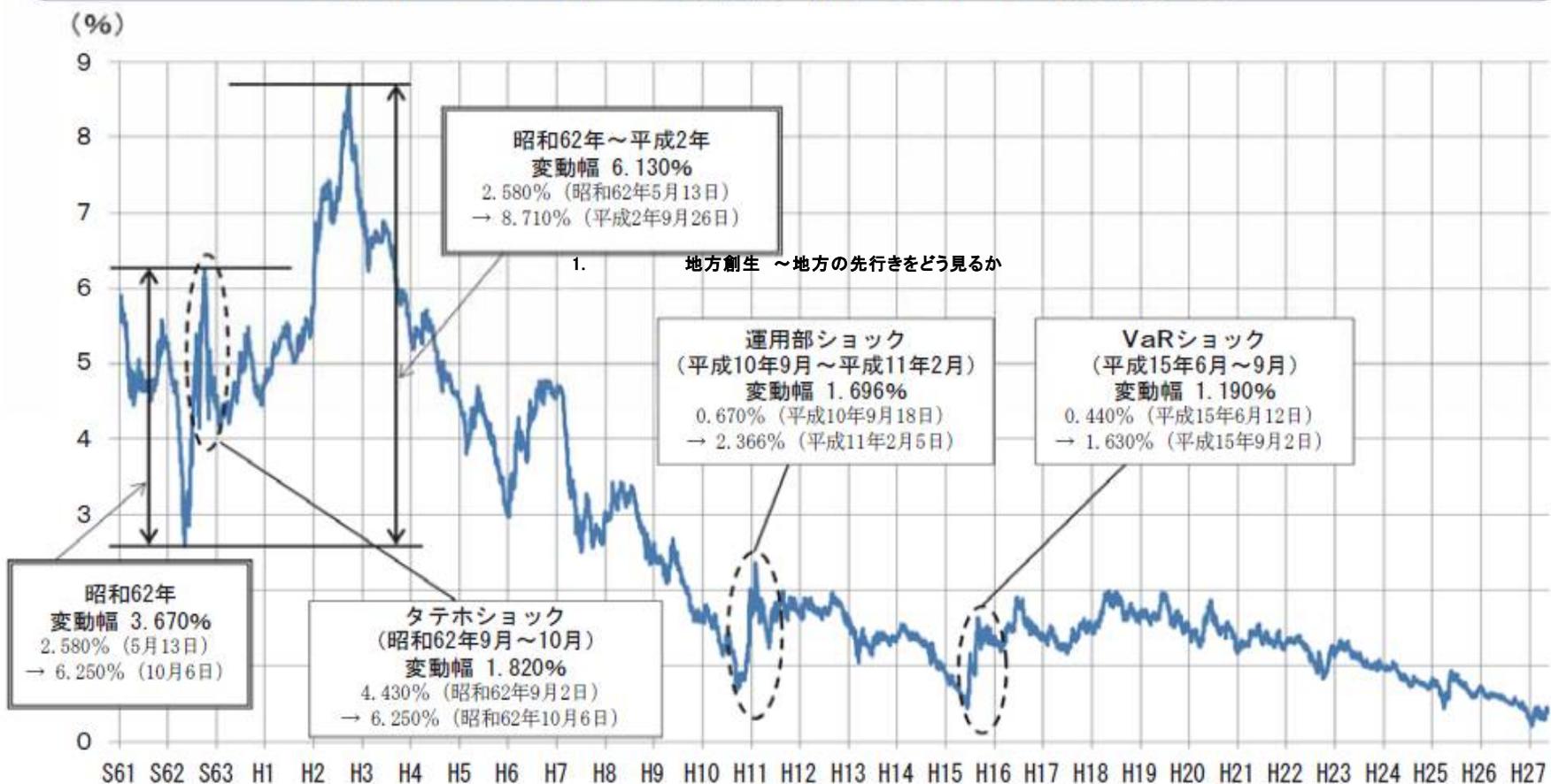
長期金利の要因分解



出所:財務省作成資料より抜粋

長期金利の推移

- タテホショック: 昭和62年9月～10月にかけて、タテホ化学工業の債券先物取引での巨額損失が明るみとなり、類似の損失を抱えた投資家がいるのではないかと市場の思惑から債券相場が急落。
- 運用部ショック: 平成10年9月～11年2月にかけて、経済対策による国債増発懸念や資金運用部(当時)による国債市中買入停止の決定により、金利が急騰。
- VaRショック: 平成15年6月～9月にかけて、デフレ懸念が後退し株価上昇の動きがみられる中で、特定のリスク管理手法(VaR)に基づく個々の金融機関の行動があいまって金利急騰を加速。



出所：野村総合研究所

バブルへの警告

危機の到来は、あなた方が考えている以上に到来するには時間がかかる。

しかし、一旦到来したら、あなた方が考えている以上に早いスピードで事態は展開する。

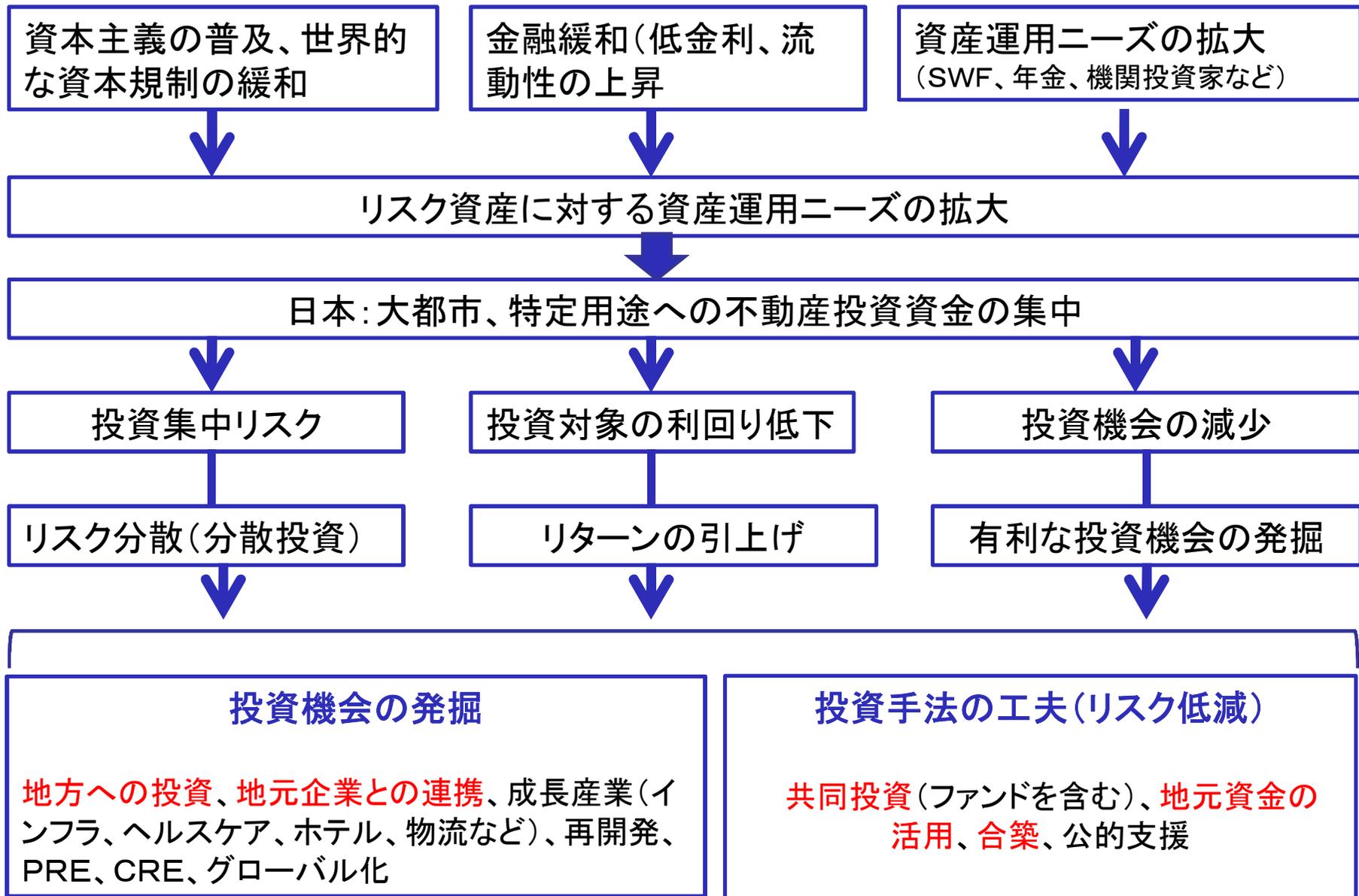


ルディガー・ドーンブッシュ (Rudiger Dornbusch 1942 -2002)

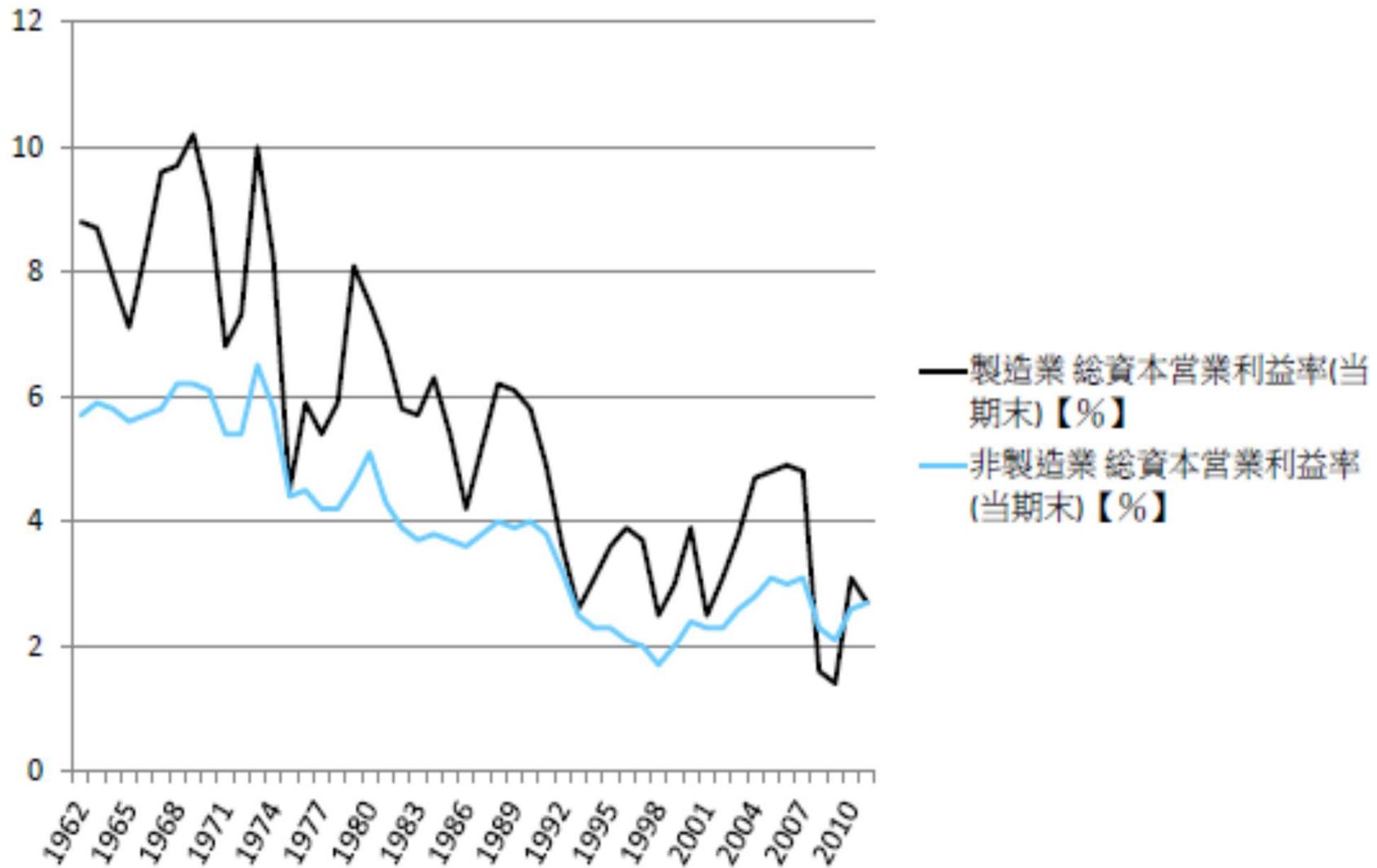
4. 地方創生

～地方の先行きをどう見るか～

不動産投資の潮流



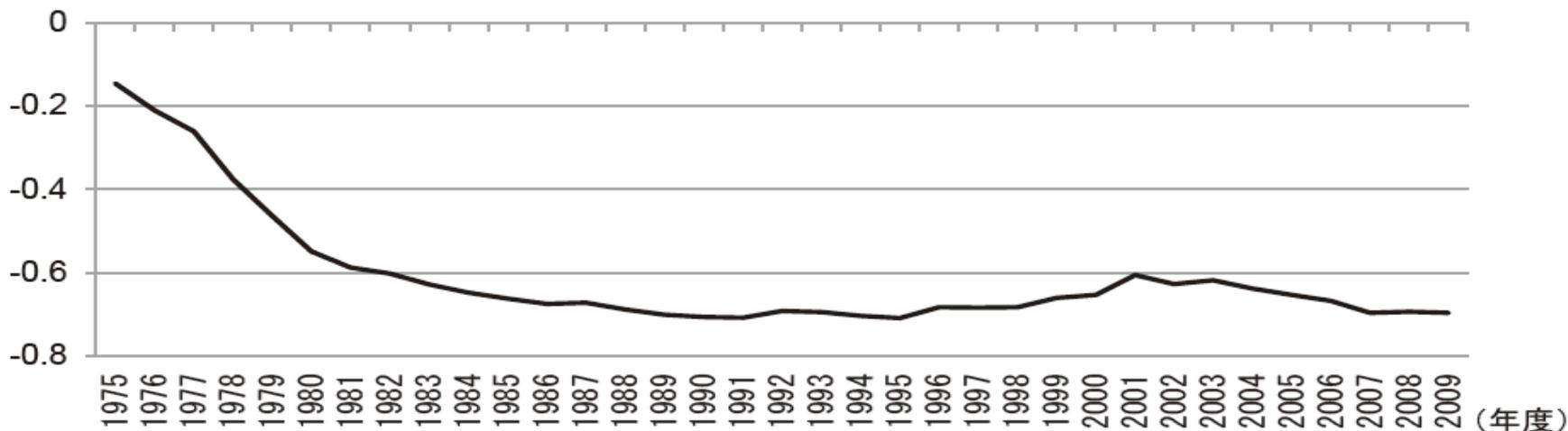
日本企業の長期的な利益率の推移



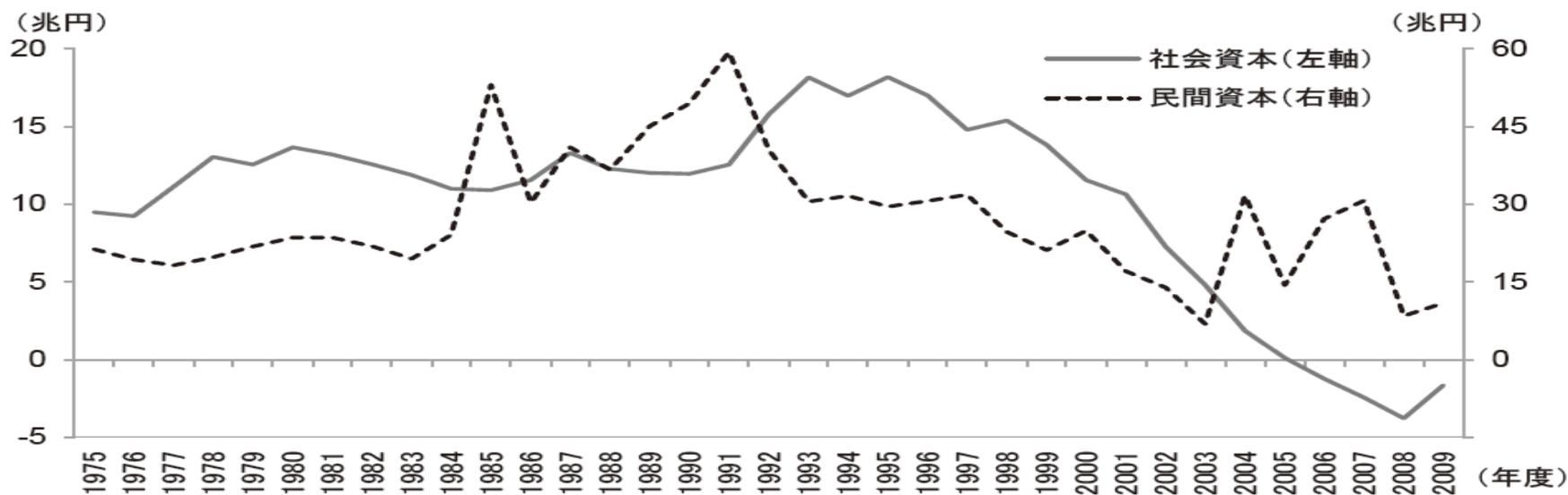
(資料)財務省「法人企業統計」

社会資本ストックの生産性

一人当たり県民所得と就労者一人当たりの社会資本ストックの相関係数の推移

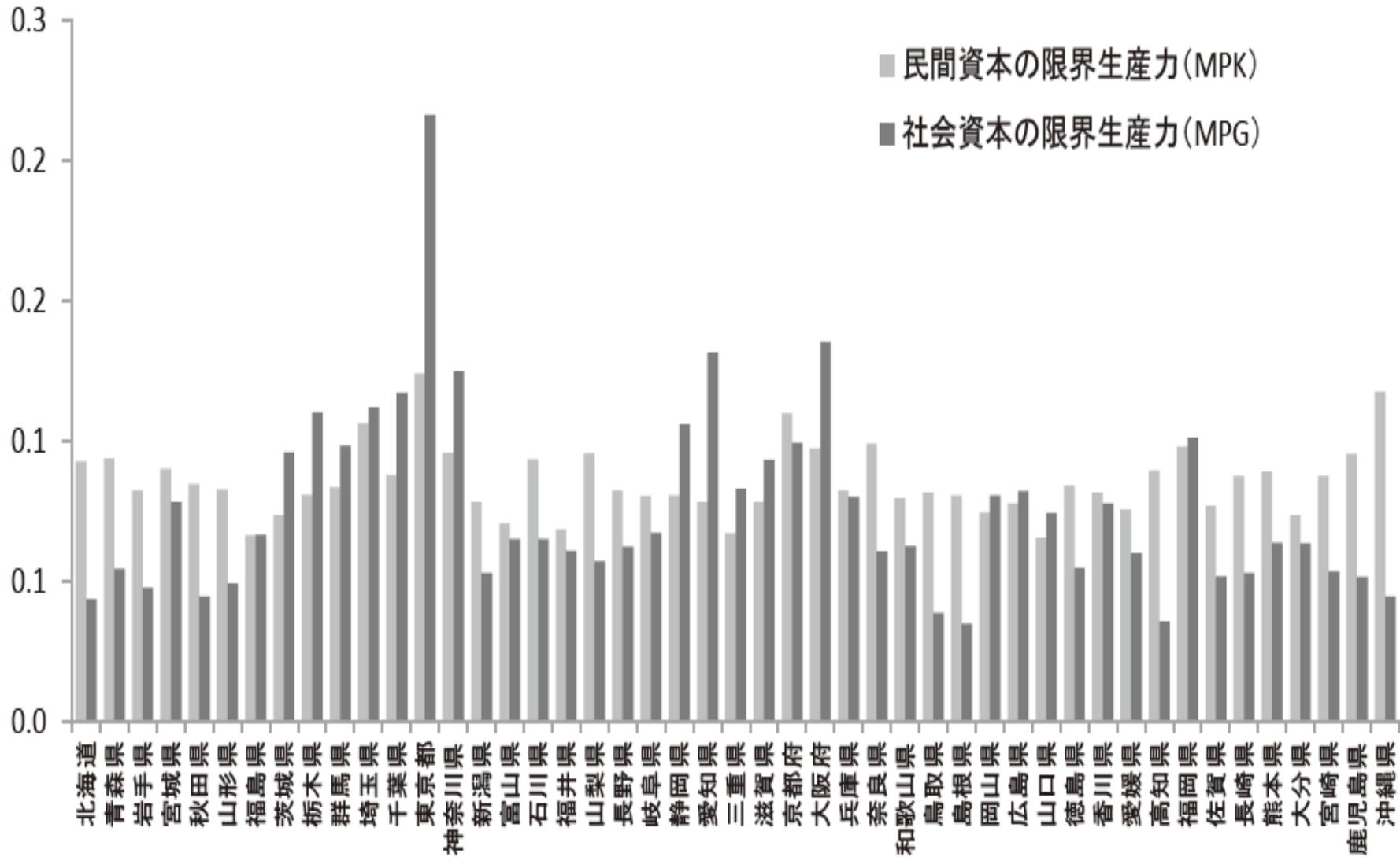


純投資の推移 (資本ストックの前期差; $K_t - K_{t-1}$, $G_t - G_{t-1}$ ・全国)



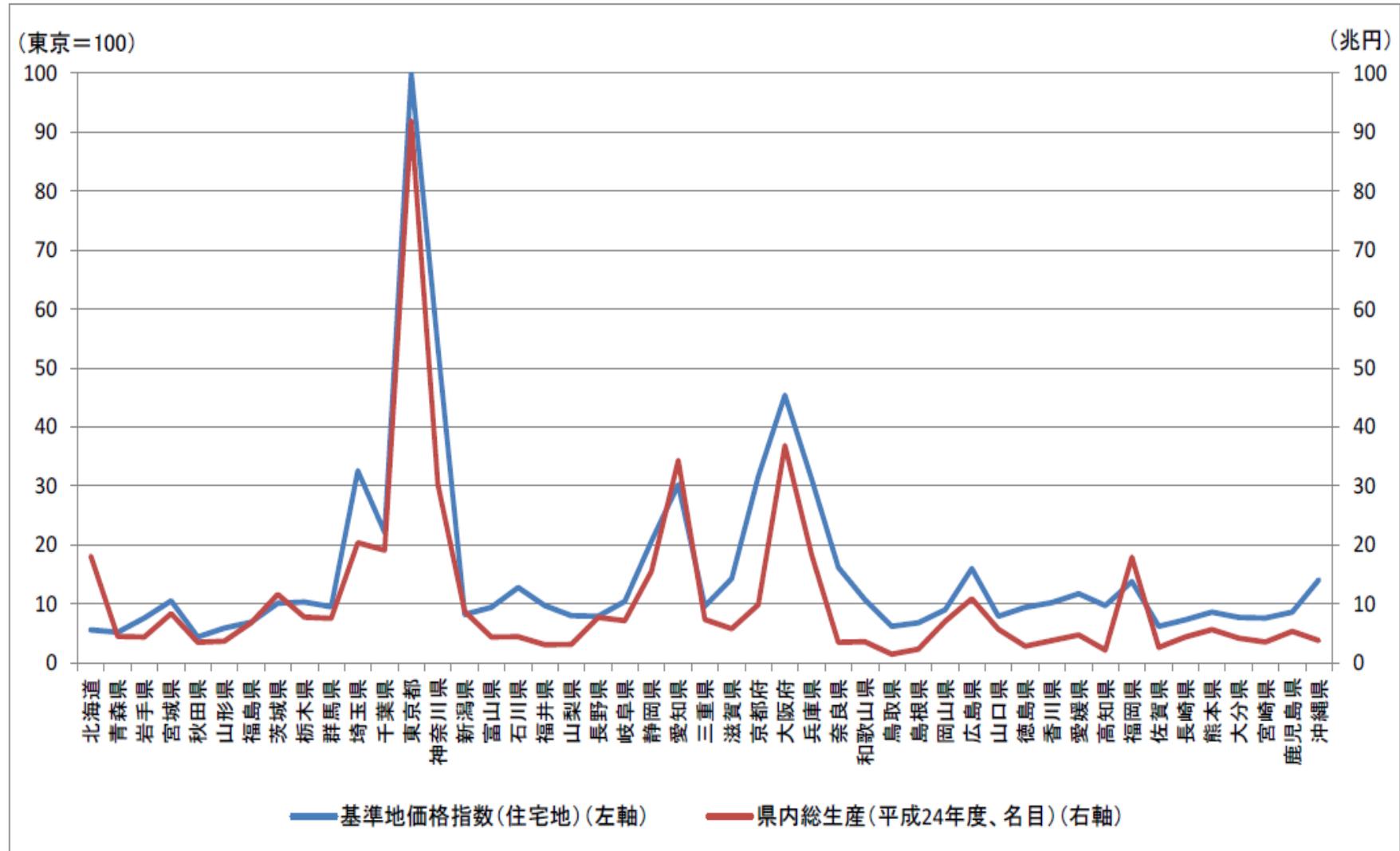
出所:大越俊行「データで見る地方の現状:都道府県別資本の生産効果」(土地総合研究2015年夏号)より抜粋

都道府県別 資本の限界生産力



出所:大越俊行「データで見る地方の現状:都道府県別資本の生産効果」(土地総合研究2015年夏号)より抜粋

不動産価格と地域の経済力



出所: 荒井俊行「標準地価と県内総生産の関係について」(土地総合研究所2015年10月2日リサーチメモ)より抜粋 60

仙台・東北圏向けの不動産投資

◆J-REITの投資実績 合計2,069億円

商業	640億円
オフィス	603億円
住宅	427億円
物流	345億円
ホテル	50億円
	ほか



◆私募ファンドの投資実績 推計767億円



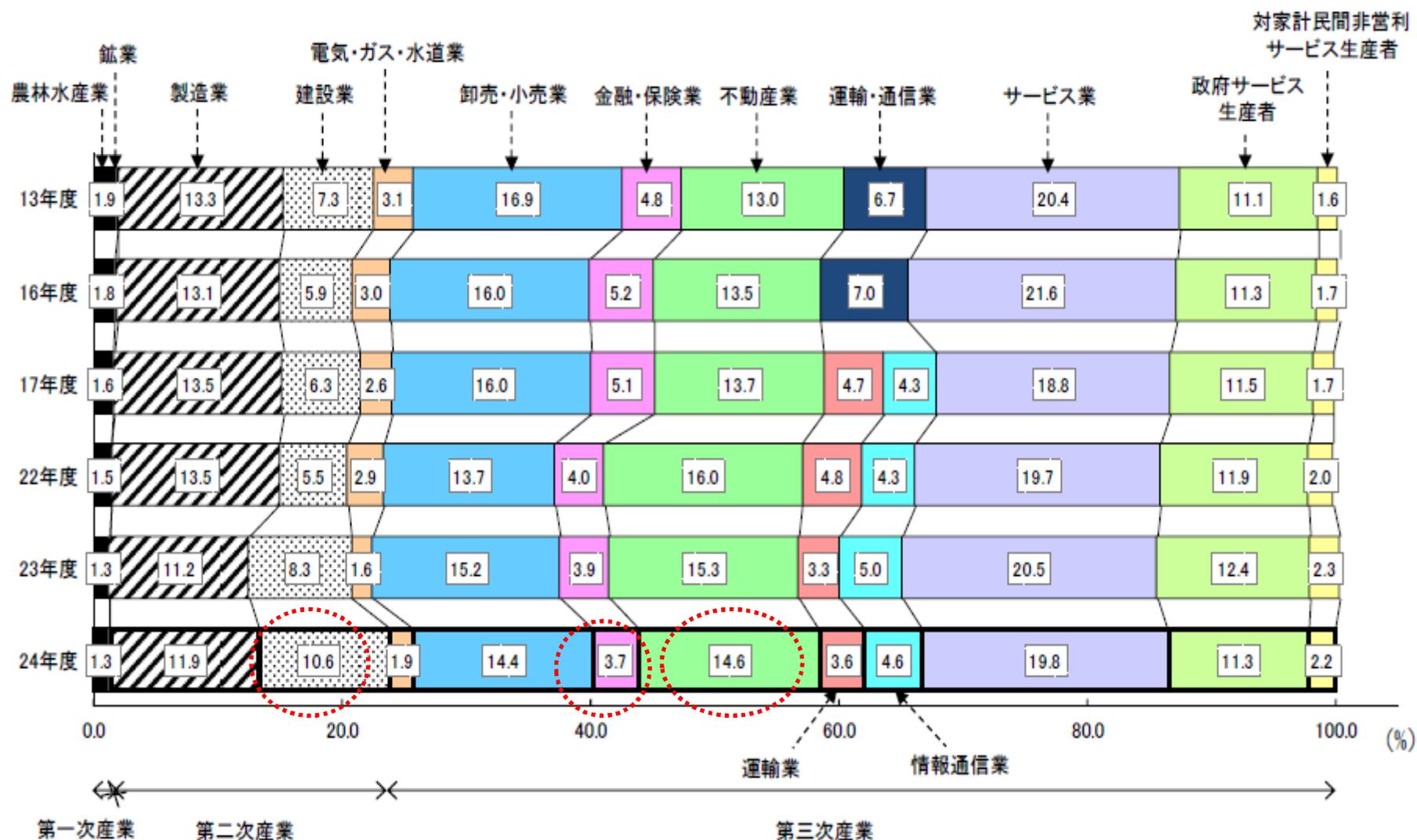
◆総計 2,836億円



⇒日本全体の投資の約1.3%(GDPは6%程度)

出所:アセットブレインズ仙台ネットワーク

宮城県の経済産業構造：県内総生産の構成（活動別）



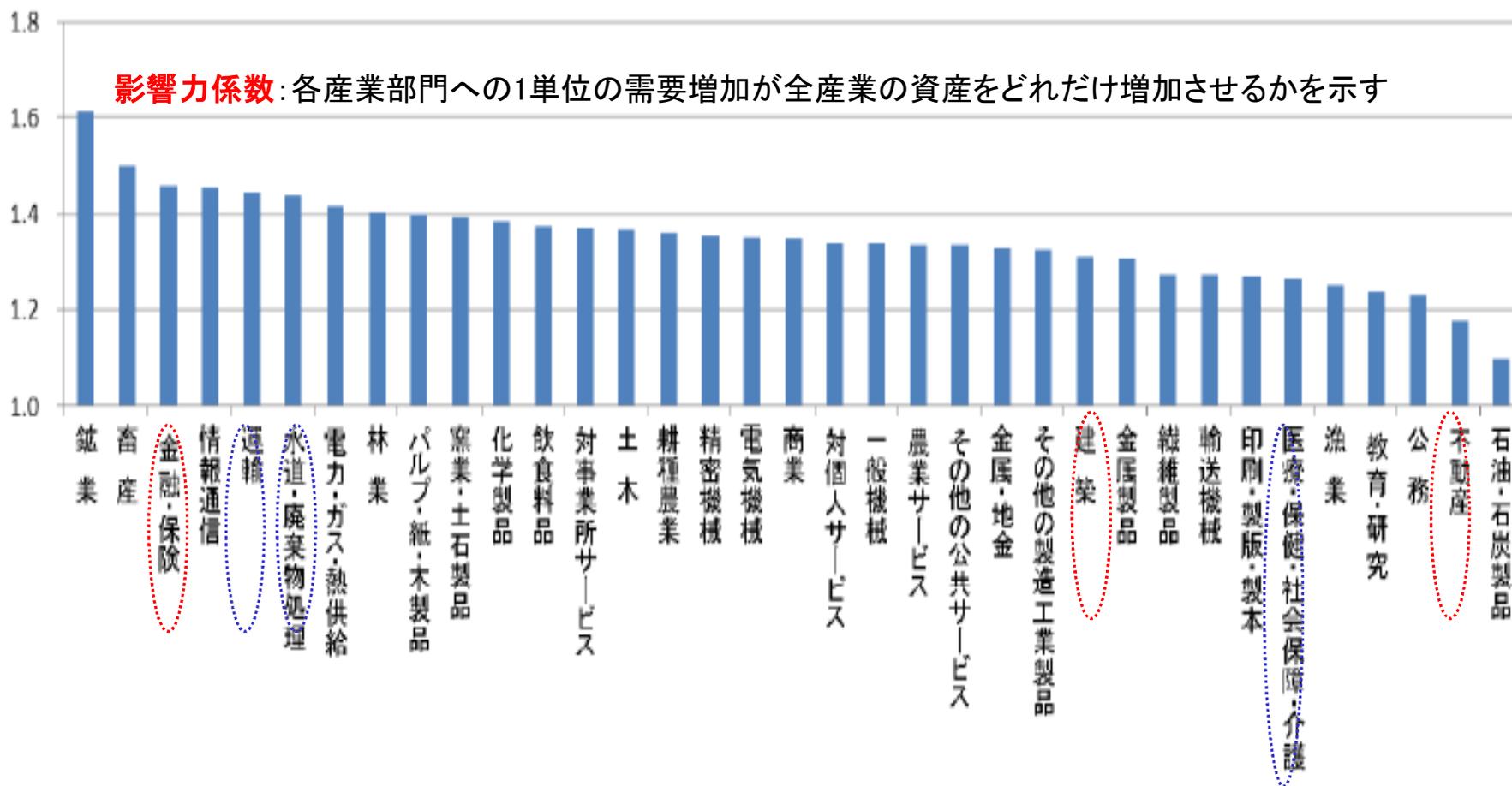
(注) 欄外一括加算・控除項目である関税等が含まれるため、数字の合計は100%とならない。

サービス業について、17年度以降、構成産業を変更しているため、16年度と17年度の構成比は連続しない。

宮城県の経済産業構造：地域への波及力の高い産業

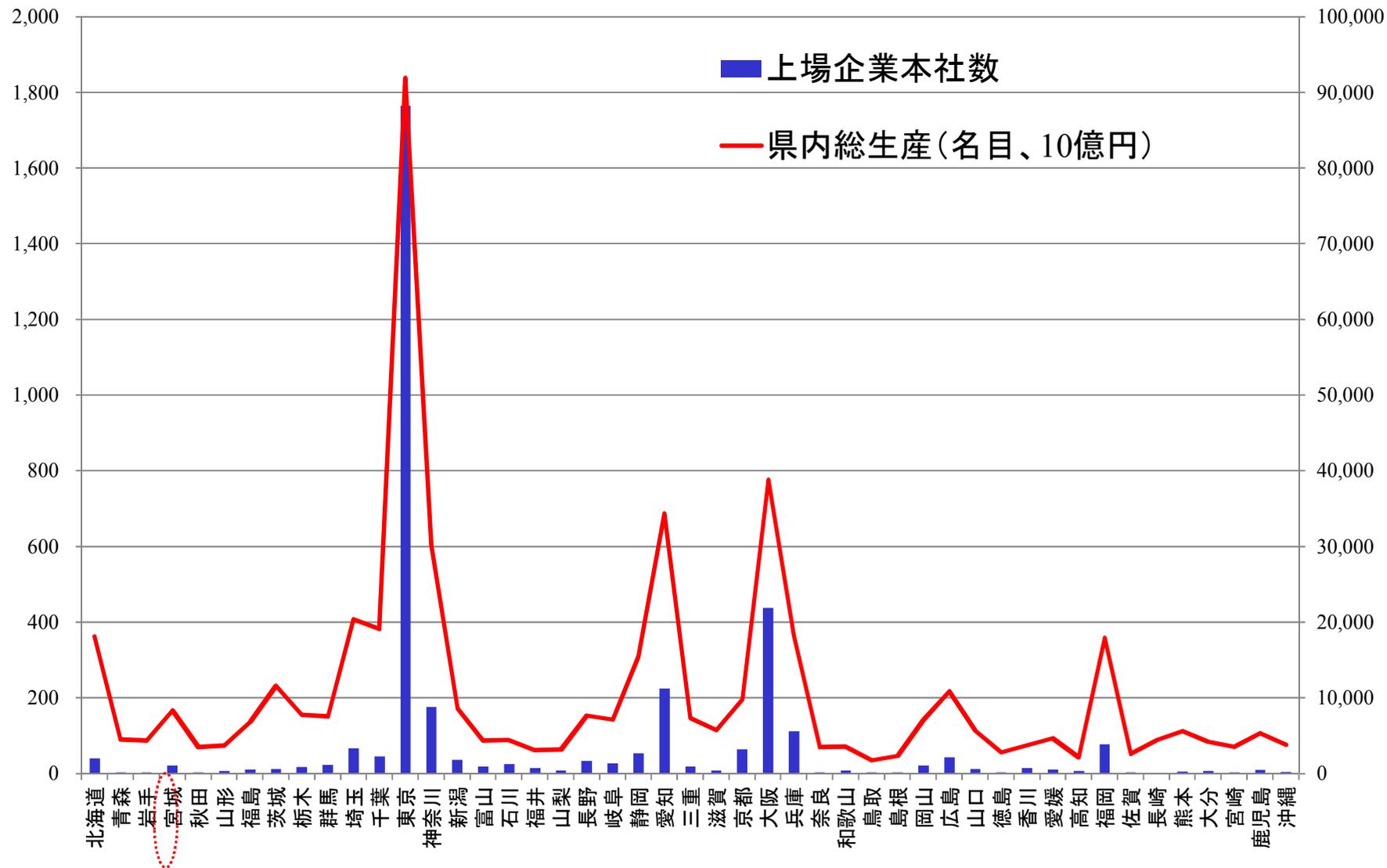
宮城県 影響力係数

影響力係数が大きい → 当該産業への需要が他産業への需要を喚起することで域内全体へ波及する効果が高い
 影響力係数が小さい → 当該産業への需要が他産業への需要に繋がらず、域内全体へ波及する効果が小さい



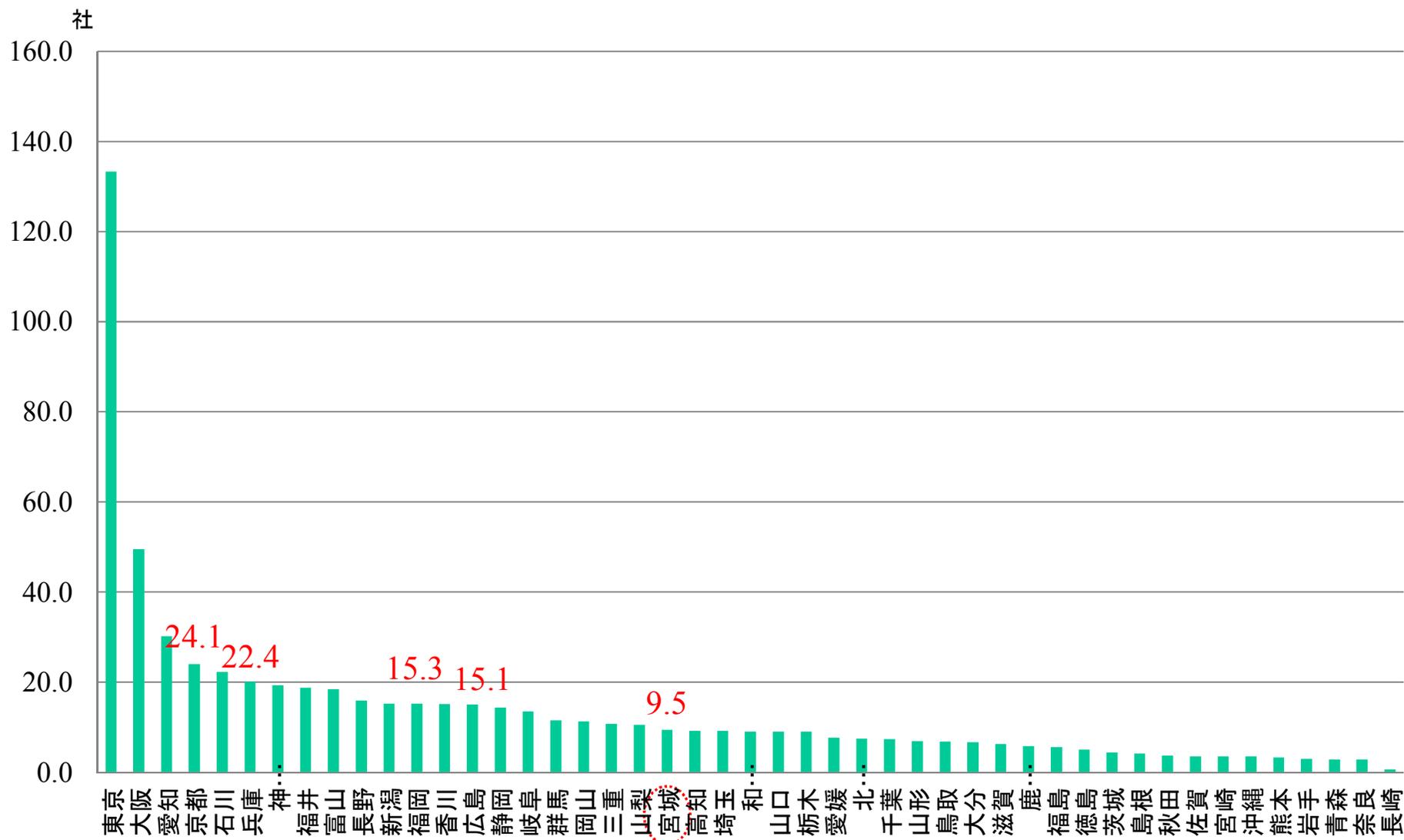
出所：経済産業省資料より抜粋

宮城県の経済産業構造：上場企業本社数



資料：各種公表資料より作成

宮城県の経済産業構造：人口100万人当たり上場企業本社数



資料：各種公表資料より作成

都市の人口の長期推移

順位	1876年(明治9年)	1920年(大正9年)	1970年(昭和45年)	2013年(平成25年)
1	東京(112万人)	東京(217万人)	東京(884万人)	東京(902万人)
2	大阪(36万人)	大阪(125万人)	大阪(298万人)	横浜(370万人)
3	京都(25万人)	神戸(61万人)、	横浜(224万人)	大阪(268万人)
4	名古屋(13万人)	京都(59万人)	名古屋(204万人)	名古屋(227万人)
5	金沢(9.8万人)	名古屋(43万人)	京都(142万人)	札幌(193万人)
6	横浜(9.0万人)	横浜(42万人)	神戸(129万人)	神戸(154万人)
7	広島(8.2万人)	長崎(18万人)	北九州(104万人)	福岡(149万人)
8	神戸(8.0万人)	広島(16万人)	札幌(101万人)	京都(147万人)
9	仙台(6.2万人)	函館(14万人)	川崎(97万人)	川崎(144万人)
10	徳島(5.7万人)	呉(13万人)	福岡(85万人)	さいたま(124万人)
11	和歌山(5.5万人)	金沢(13万人)	堺(59万人)、	広島(118万人)
12	富山(5.4万人)	仙台(12万人)	尼崎(55万人)	仙台(107万人)
13	函館(4.5万人)	小樽(11万人)	仙台(55万人)、	北九州(97万人)
14	鹿児島(4.5万人)	鹿児島(10.3万人)	広島(54万人)	千葉(97万人)
15	熊本(4.4万人)	札幌(10.2万人)	東大坂(50万人)	堺(84万人)
16	堺(4.4万人)	福岡(9.5万)	千葉(48万人)	新潟(81万人)
17	福岡(4.3万人)	岡山(9.5万人)	熊本(44万人)	浜松(79万人)
18	新潟(4.1万人)	新潟(9.2万人)	浜松(43万人)	熊本(74万人)
19	長崎(3.8万人)	横須賀(9.0万人)	長崎(42万人)	相模原(72万人)
20	高松(3.8万人)	佐世保(9.0万人)	静岡(42万人)	岡山(71万人)

人口成長と経済成長①

経済成長率 = 人口成長率 + 一人当たり実質GDP成長率(労働生産性)

経済成長理論の基本モデルによる人口成長率の影響

(ソロー(Solow[1956])、ラムゼイ(Ramsey[1928])、ダイヤモンド(Diamond[1965]))

- ①人口成長率の低下は、負の資本希釈化効果により効率労働単位当たりの資本を増加させる。ただし、将来世代に対して利他主義が働く場合にはこれを相殺する力が働く。
- ②人口成長率の低下は、マクロ経済成長率を直接押し下げるが、一人当たり実質GDP成長率は、負の資本希釈化効果により一時的に押し上げられる。その間、自然利子率は低下基調を辿り、実質賃金は上昇する。
- ③効率労働単位当たりの資本は、あるところまで増加した後は一定となり、自然利子率の低下も止まる。長期的には、一人当たり実質GDPや消費の成長率は、技術進歩率に規定される。

*ただし、資本希釈化効果が顕現化するには、生産要素市場に摩擦がなく、資源がスムーズに移動し、適切な供給が行われることが条件となる。

<自然利子率をゼロにする人口成長率>

人口成長率が-2%~-3%程度。日本の総人口の成長率のボトム(-1%程度)、生産年齢人口の成長率のボトム(-2%程度)との比較感からは極めて低い利子率が続くことはありえる。

人口成長と経済成長②

<新しい研究成果>

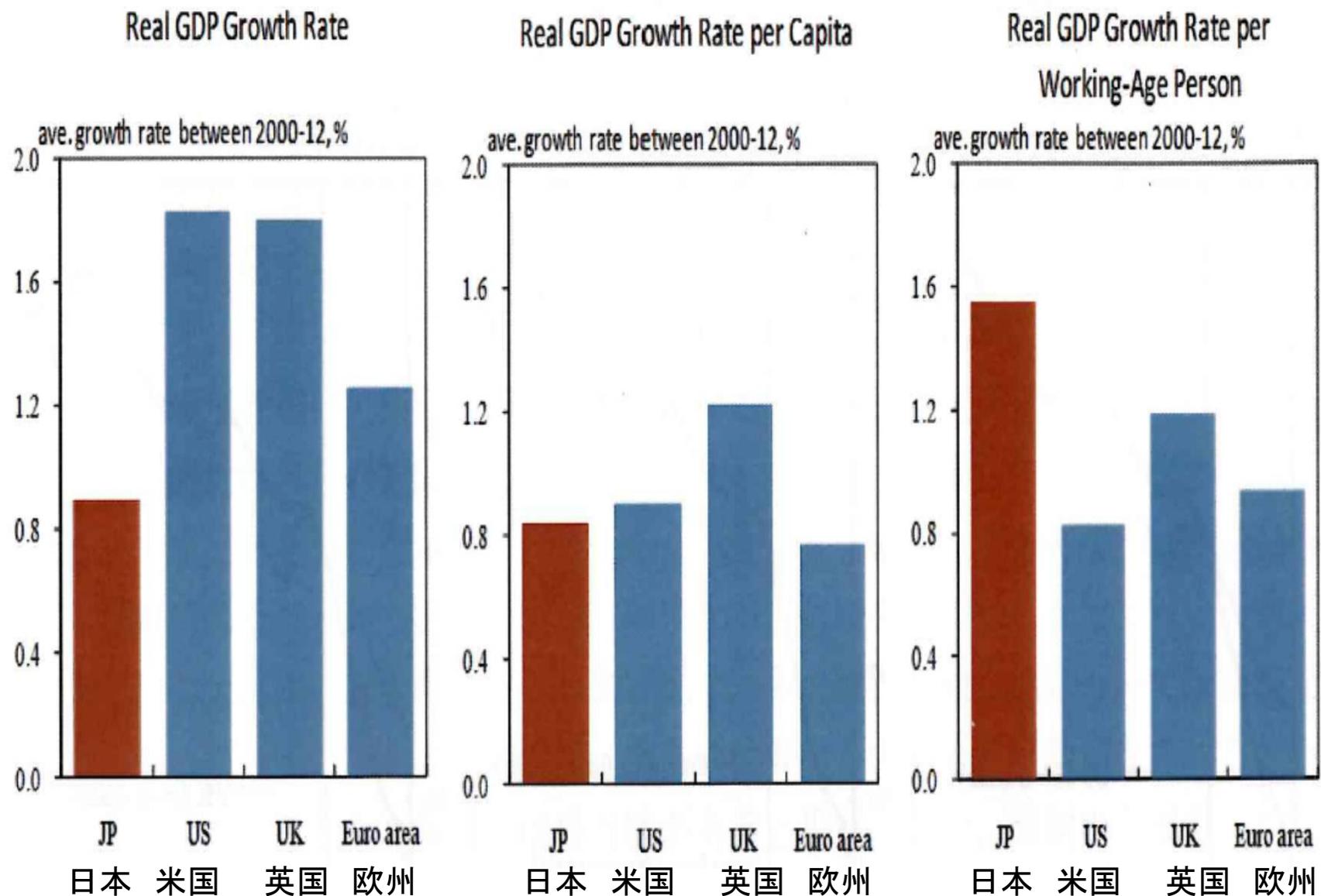
- ①海外への投資が開かれると、人口成長率、生産年齢人口の低い国から高い国へと資本が移動する。この結果、両国の自然利子率は等しくなる。
- ②人的資本投資を考慮すると、人口成長率の低下は労働の相対的な価値上昇をもたらし、人々は自発的に教育等への投資を増やす。
- ③少子高齢化対応で、年金維持のために現役世代の負担を高めることは、労働供給のインセンティブを低下させ、一人当たり実質GDPを下押しする。

<インプリケーション>

人口減少は、労働供給減少の分だけ経済成長率にとってマイナスとなるものの、生産要素市場の機能強化やイノベーションの停滞を防ぐ工夫を通じて、一人当たり実質GDP成長率を高めることによって、経済成長を維持し高めていくことは可能。

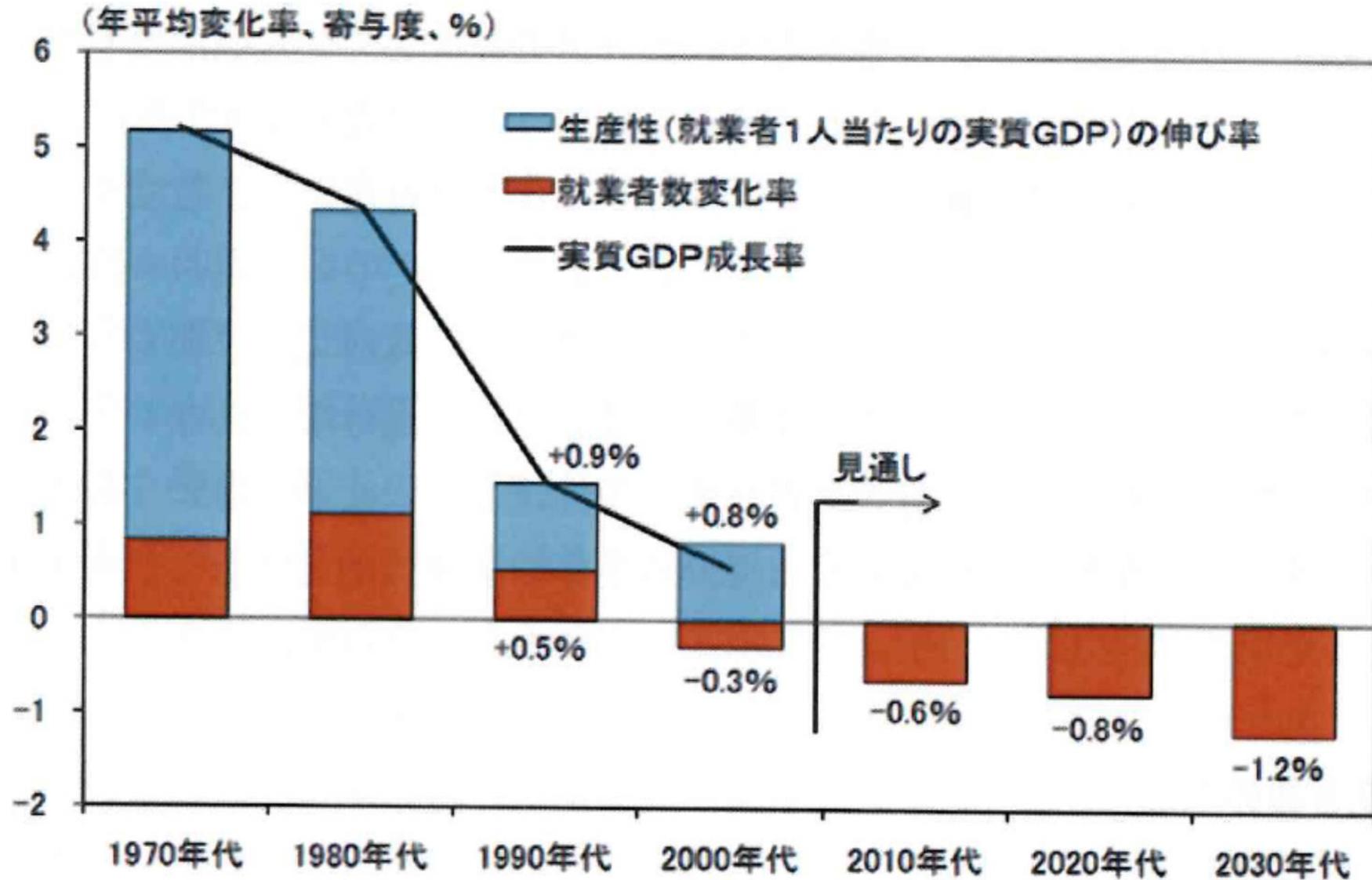
- ①資本深化による一人当たり実質GDP成長率の向上
労働・資本市場の機能を向上させて、生産要素の再配分の適切化を図る
- ②イノベーションの停滞を防ぐ
国内で技術開発に動員できる労働力は減るものの、人的資本への投資、優秀な技術者の招聘、企業の海外市場への進出促進等を通じて技術革新の輪を広げる。

人口成長と経済成長③：経済成長率（国際比較、2000年以降）



出所：前日本銀行総裁 白川方明「経済を考える」（太陽ASGグループ エグゼクティブセミナー）より抜粋。 69

人口成長と経済成長④: 就業者数と労働生産性への分解



出所:前日本銀行総裁 白川方明「経済を考える」(太陽ASGグループ エグゼクティブセミナー)より抜粋。 70

地方都市の不動産ファイナンスの環境整備に係る事業①(国交省): 検討委員会

<委員>

市川 朋治 株式会社あおぞら銀行 スペシャルティファイナンスグループ 副本部長

市川 三千雄 公益社団法人全国宅地建物取引業協会連合会 専務理事

大類 雄司 株式会社みずほ銀行 証券部 副部長

窪田 昌一郎 株式会社日本政策投資銀行 アセットファイナンス部 部長

白岩 啓孝 三井住友信託銀行株式会社 不動産ファイナンス部 部長

代田 誠 株式会社横浜銀行 ブロック支援部 グループ長

田邊 信之 公立大学法人宮城大学 事業構想学部 教授

内藤 伸浩 一般社団法人不動産証券化協会 専務理事

<オブザーバー>

渡辺 公德 金融庁 総務企画局 市場課資産運用企画室長

清瀬 和彦 国土交通省 土地・建設産業局 不動産課長

小林 靖 国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課長

小林 正典 国土交通省 土地・建設産業局 不動産市場整備課不動産投資市場整備室長

(敬称略)

情熱の重要性

情熱は、いわゆる靈感を生み出す地盤であり、
そして靈感は学者にとっては決定的なものである。

靈感が与えられるか否かは、いわゆる運次第
の事柄である。



マックス・ヴェーバー
(1864-1920)

- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、特定の商品についての投資の募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- 本資料の内容には、将来の予想に関する記述が含まれていますが、かかる記述は将来の業績、財務内容、経営結果等を保証するものではありません。
- 本資料において提供している情報については、その正確性及び完全性を保証するものではなく、本資料に記載される情報を更新する責任を負うものではありません。また、予告なしにその内容が変更又は廃止される場合があります。
- 本資料の中の意見は、講演者個人のものであり、所属する組織とは関係がありません。
- 事前の承諾なく、本資料の内容の全部若しくは一部を引用、複製又は転用することを禁止します。