

不動産ファンドフォーラム2018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

2018年10月26日

公立大学法人 宮城大学
事業構想学部

教授 田邊 信之

担当教員 プロフィール

- 氏名 田邊信之 Nobuyuki Tanabe
- 現職 公立大学法人宮城大学 事業構想学群 教授、キャリア・インターンシップセンター長
- 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、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。修士(経営学)、MBA。
- 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
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」委員(座長)
国土交通省・内閣府「官民連携のための東北ブロックプラットフォーム」委員(座長)
国土交通省「不動産投資市場政策懇談会 制度検討ワーキング・グループ」委員
国土交通省「不動産鑑定評価制度懇談会」委員
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
宮城県「職業能力開発審議会」会長
大崎市「空家等対策協議会」会長
東京証券取引所「Jリートに関わる有識者懇談会」委員
RICS(英国王立チャータードサーベイヤーズ協会)・フェロー(FRICS) 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

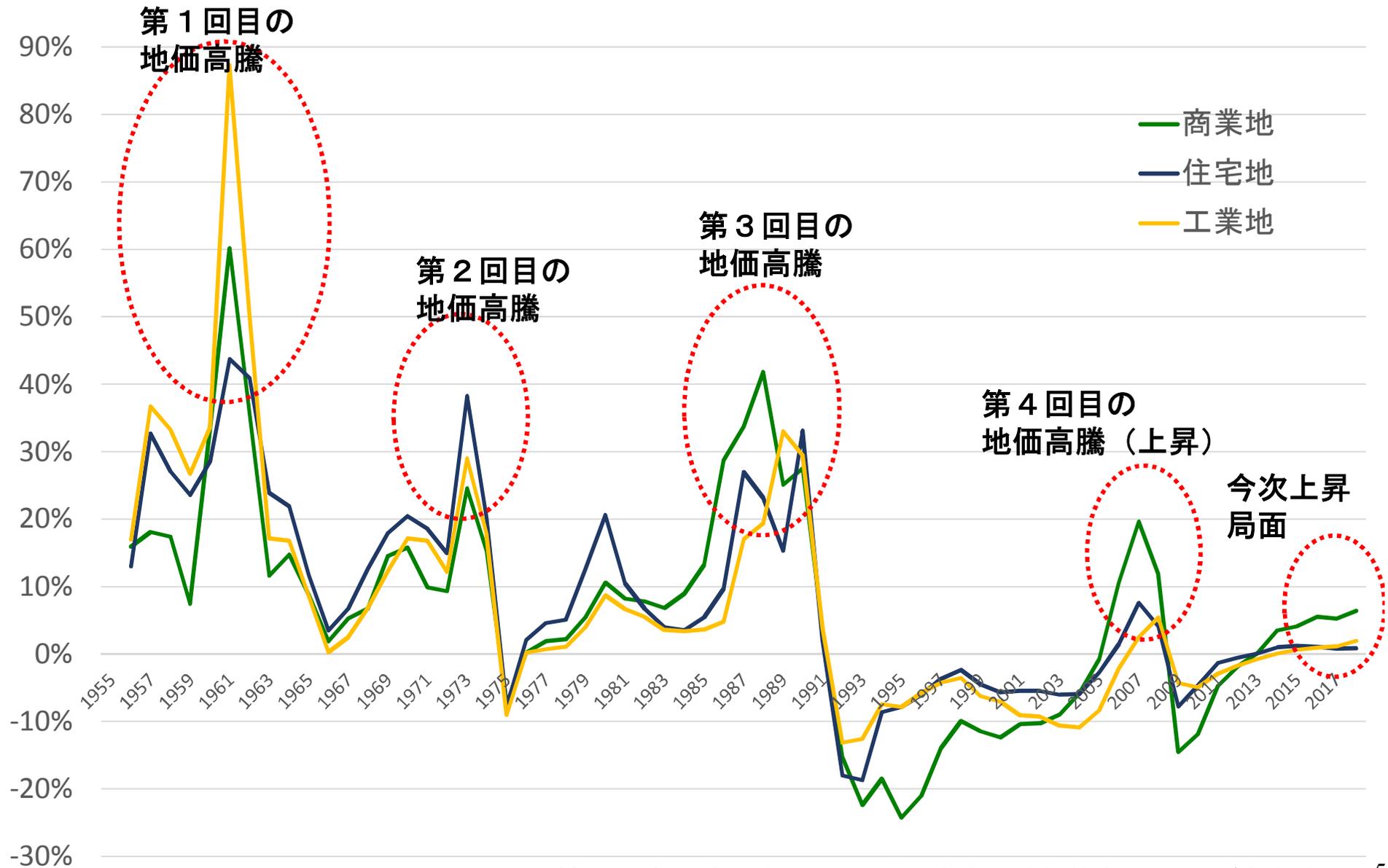


目 次

1. 不動産証券化市場の発展とビジネスへのインプリケーション
2. 不動産投資市場の現状
3. 不動産投資市場の構造変化
4. 不動産投資市場の今後の展望

1. 不動産証券化の発展と ビジネスへのインプリケーション

不動産価格の推移(対前年同期比)



資料: (一財)日本不動産研究所「六大市街地価指数」に基づき作成

不動産証券化の背景・歴史①

不動産
市場の
構造変化

●バブル経済崩壊による『土地神話の崩壊』、土地の資産特性が「右肩上がりに値上りする資産」から「価格変動のリスクを持った資産」へと変化、市場の不確実性の高まりへとつながる

●「土地の値上がり益＝キャピタル・ゲイン」によって隠されていた、不動産固有の様々な事業リスクの顕在化

●不動産の保有に拘らない環境へ

●不動産投資が、キャピタル・ゲインや含み益を期待してのものから、キャピタル・ゲインとインカム・ゲインのバランスを重視した投資目的へと移行

●不動産投資を金融商品やその他の事業への投資と同じ環境で評価、一定のリスクを認識し、リスクに見合うリターンを期待しての投資環境へと変化

●投資環境の変化に合致し、多様な投資家のニーズに対応できる、不動産市場における流動性の高い投資の仕組みの必要性の高まり

不動産投資
パラダイム
の転換

90年代 バブル崩壊後の企業のリストラ、金融機関の不良債権処理

「不動産証券化」手法の登場

不動産証券化の背景・歴史②

各種法制度
等の整備

- 1995年:「**不動産特定共同事業法**」
⇒不動産小口化商品への規制の導入
- 1998年:「**特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律**」(資産流動化法)
⇒不良債権処理・資産流動化型不動産証券化の登場
- 2000年:「**投資信託及び投資法人に関する法律**」(投信法)
⇒J-REITの登場(2001年)

「不動産証券化」の発展・市場の拡大

— 不動産証券化が不動産市場に与えた影響 —

- 不動産市場への新たな資金の流入
—投資手法の多様化、投資家層の拡大
- 不動産事業の機能分化による新しい事業機会の創出

不動産証券化の背景・歴史③

新たな
関連法制度
の整備

- 2007年9月:「**金融商品取引法**」施行
⇒不動産証券化商品に対する新たな規制

- ・不動産証券化商品が明確に金融商品として位置付けられる
- ・幅広い金融商品についての包括的・横断的な利用者保護の枠組み
- ・金融商品取引業者に求められる内部統制とコンプライアンス

2000年代中頃 内外投資家の投資加速 ⇒不動産価格の上昇



2008年 サブプライムローン問題を契機に金融資本市場が混乱

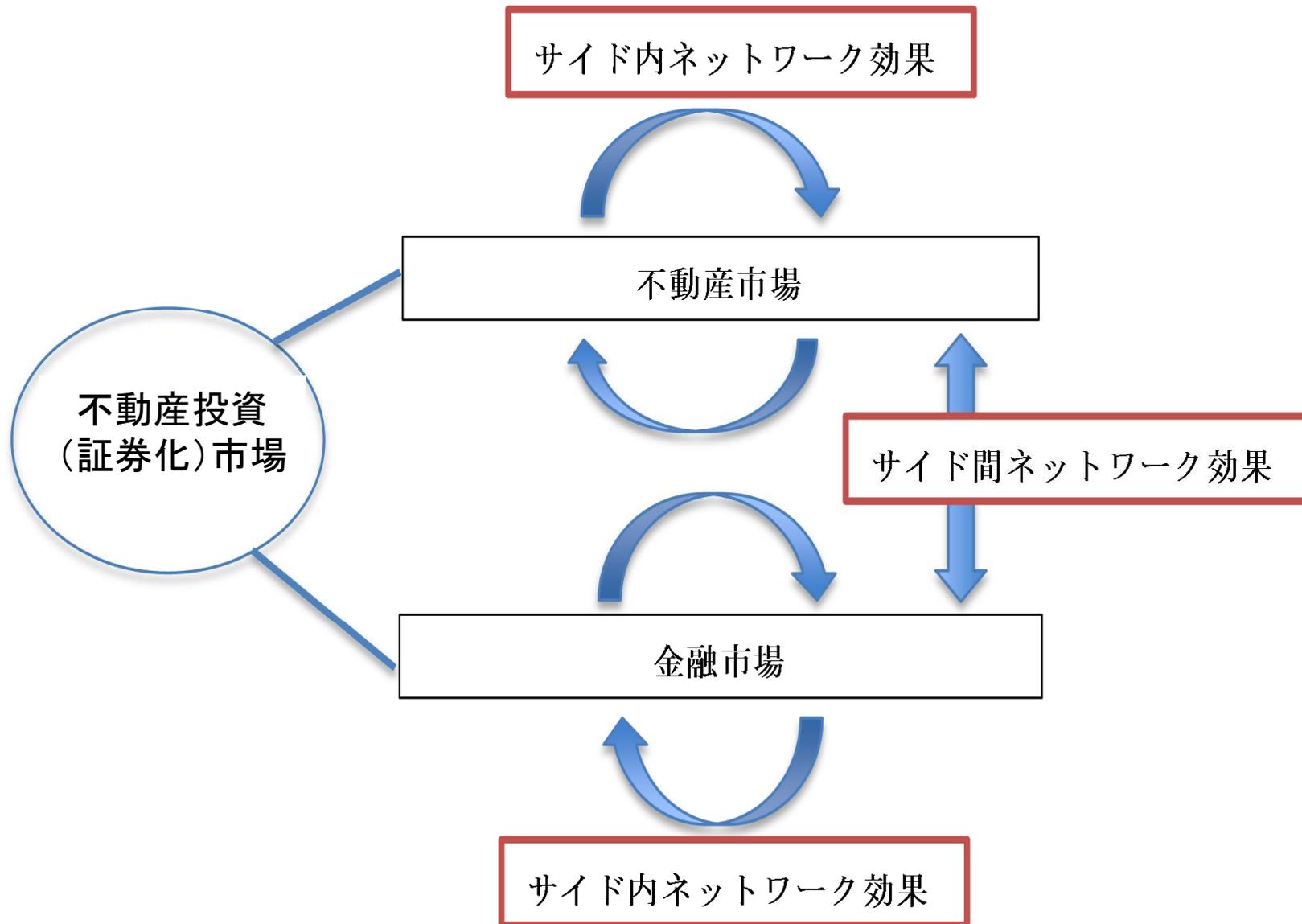
マーケットサイクルの一巡、セーフティネットの構築、リスクマネジメントの浸透、制度改正



新たな成長ステージへ

投資対象の拡大、投資家層の裾野の広がり、J-REIT市場の飛躍的な成長

ビジネスへのインプリケーション①: ツーサイド・プラットフォームを形成する不動産投資市場

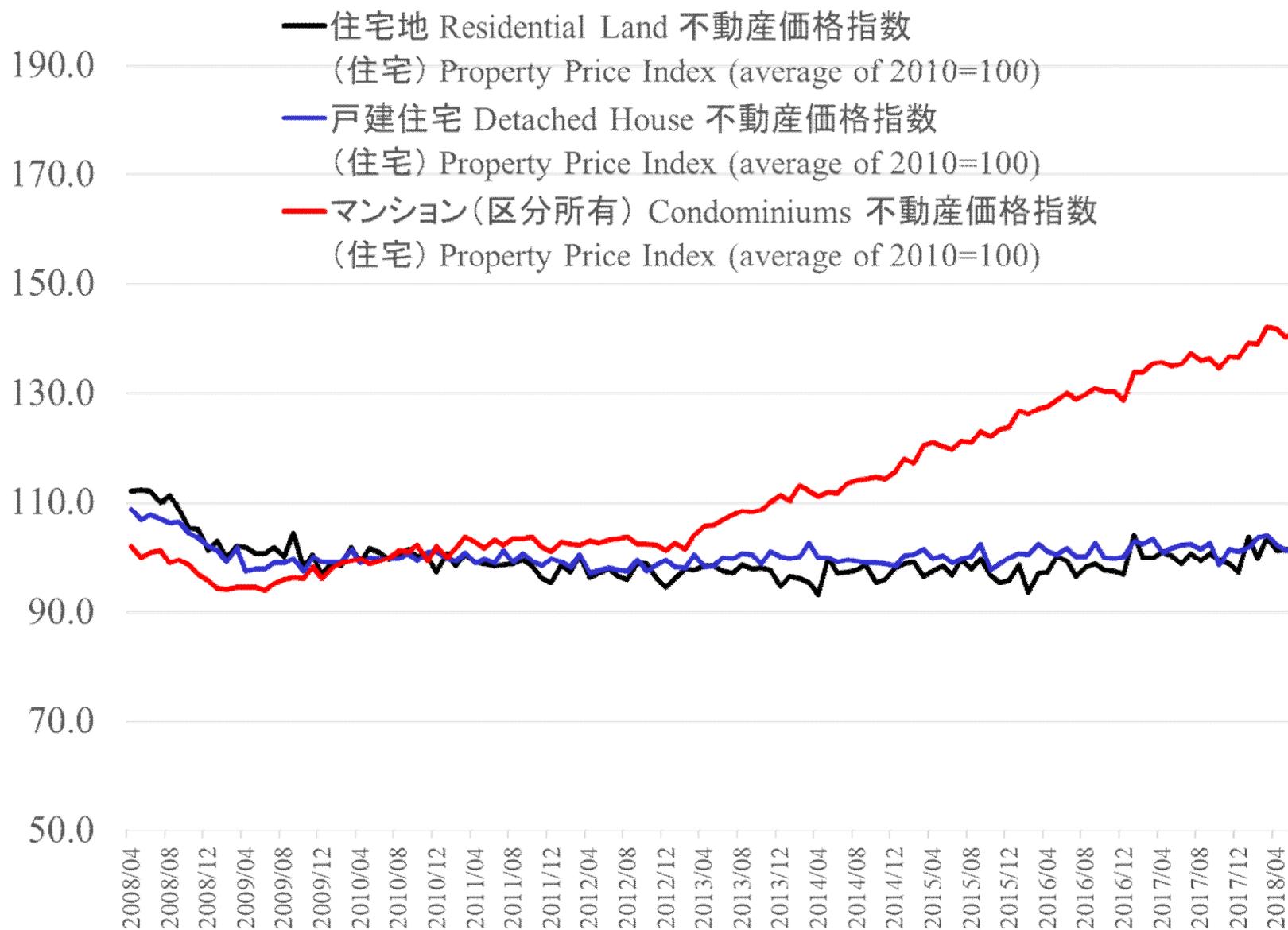


ビジネスへのインプリケーション②:不動産証券化市場の初期段階におけるビジネス環境

ポーター 5Forces	1990年代後半における不動産証券化市場(市場創造期)
新規参入者	<p>緩い参入障壁</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場参入の法規制は緩い(2007年より金商法の適用) ・新規参入に大きな資本は不要(投資家から資本を集めるため) ・仕組みの複雑さから新規参入を躊躇する企業が多いが、簡易なスキームを用いて参入することが可能。
競争者	<p>競争者は限定的、新興企業でもノウハウ次第で対抗可能</p> <ul style="list-style-type: none"> ・不動産または金融の知識・ノウハウを有する企業(大手不動産会社、メガバンク、信託銀行、大手証券会社など)、アセットマネジメントを主業とする新興企業 ・市場創造期であり、市場シェアで優位性を有する企業はなし。
代替品	<p>投資対象不動産と完全に競合する代替資産はなし</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株式・債券などの一般的な金融商品 <ul style="list-style-type: none"> →不動産は、一般的な金融商品とは異なるリスク・リターン特性を持ち投資リスク分散に役立つため、株式・債券などと棲み分けが可能 ・実物不動産 <ul style="list-style-type: none"> →実物不動産と不動産証券化商品は、不動産投資の品揃えを拡充するものであり、直接的に競合するものではない。
買い手	<p>投資家の不動産への資金運用ニーズが強く、買い手の交渉力は弱い</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融緩和が続く中で、預貯金よりも高いリターンを期待できる資産への投資ニーズ大。 ・株式や債券とは異なるリスク・リターン特性を持つ資産を投資対象に組み入れてリスク分散を図ろうとするニーズ大
売り手	<p>不動産の流動化(売却を含む)ニーズが強く、売り手の交渉力は弱い</p> <ul style="list-style-type: none"> ・財務のスリム化、不動産保有リスク回避のために、不動産保有者の流動化ニーズ大

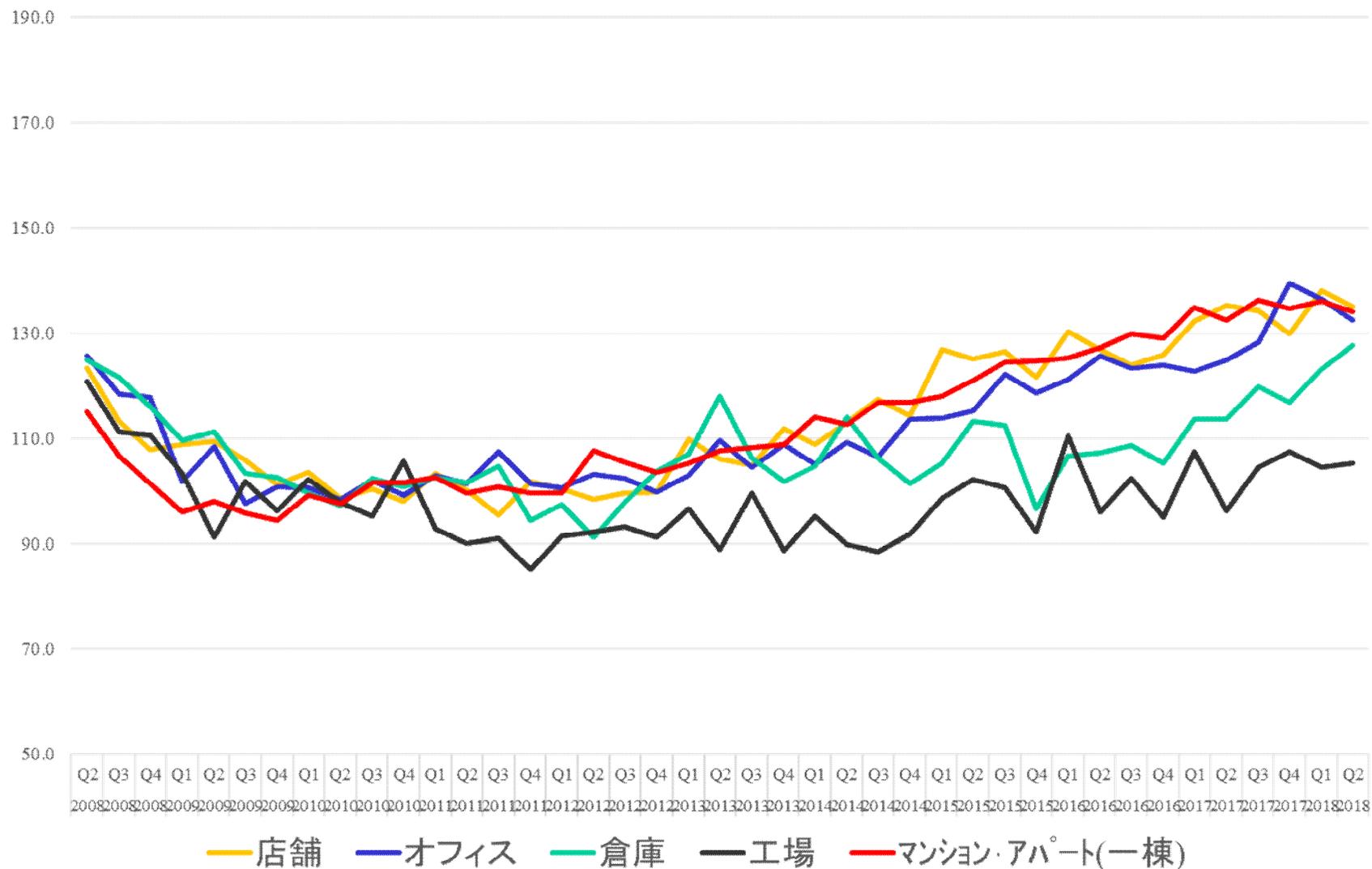
2. 不動産投資市場の現状と構造変化

不動産価格指数の推移(住宅:全国、2010=100)



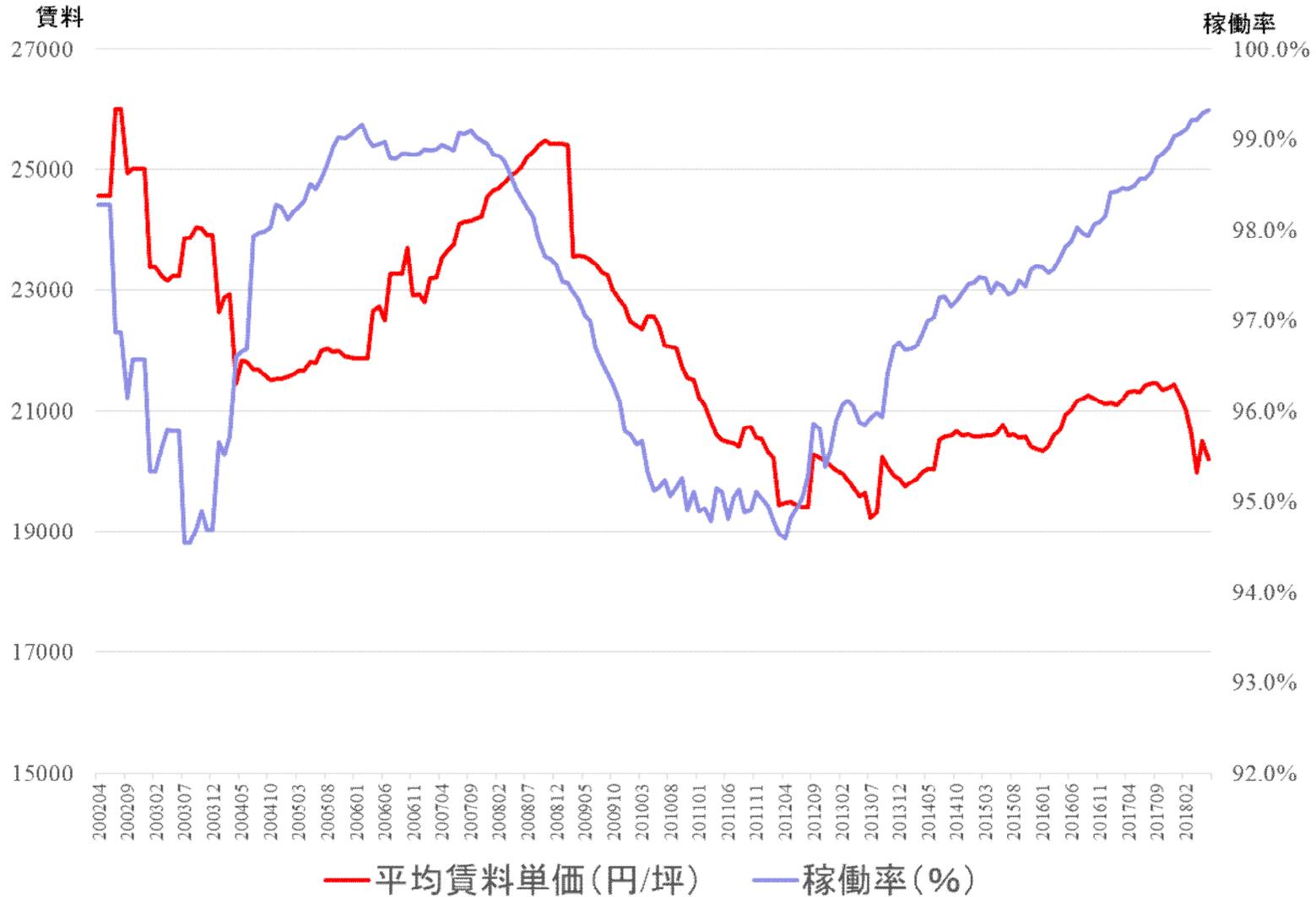
資料:国土交通省「不動産価格指数」より作成

不動産価格指数の推移(商業:全国、2010=100)

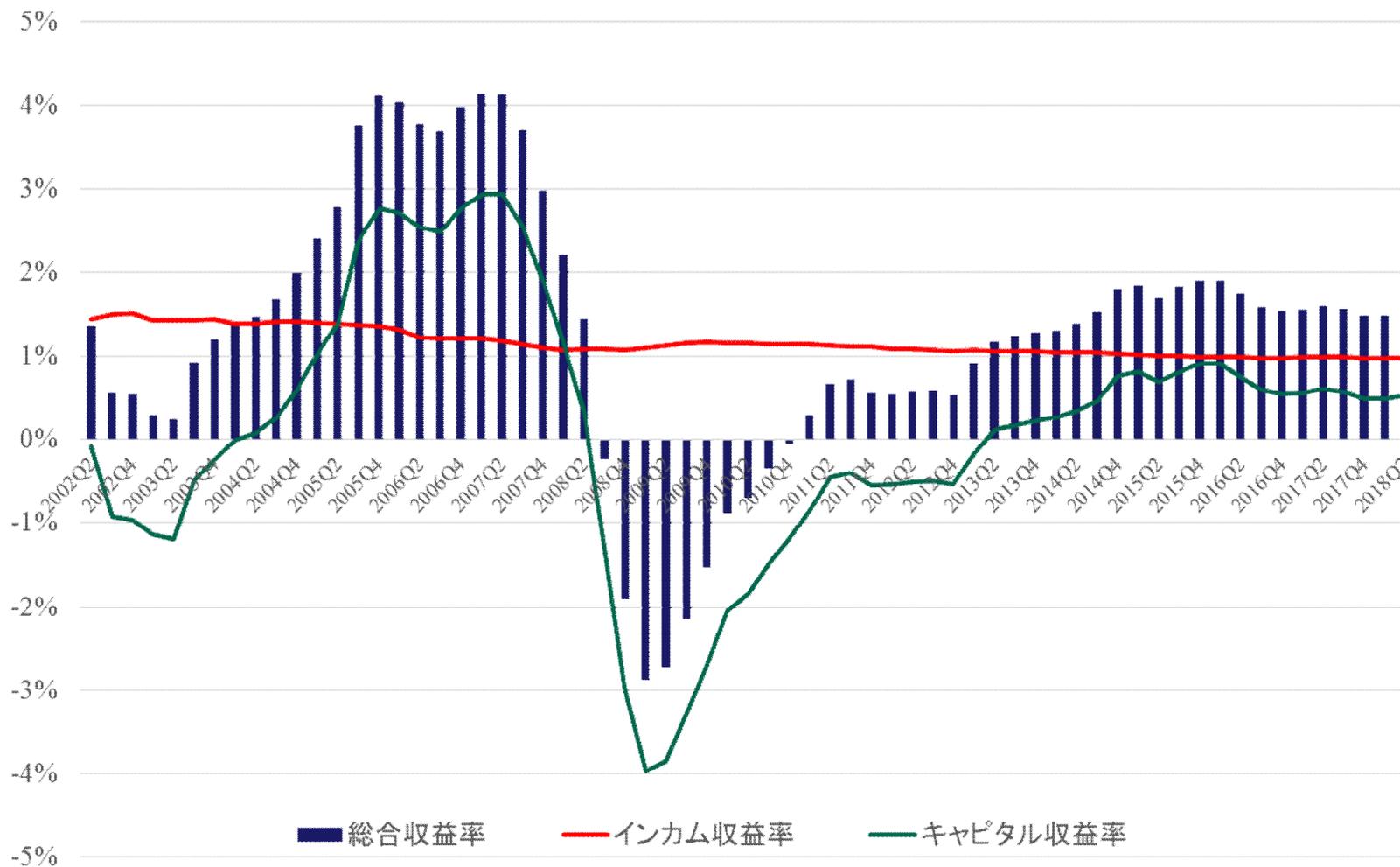


資料:国土交通省「不動産価格指数」より作成

東京23区 オフィスビルの賃料・稼働率の推移

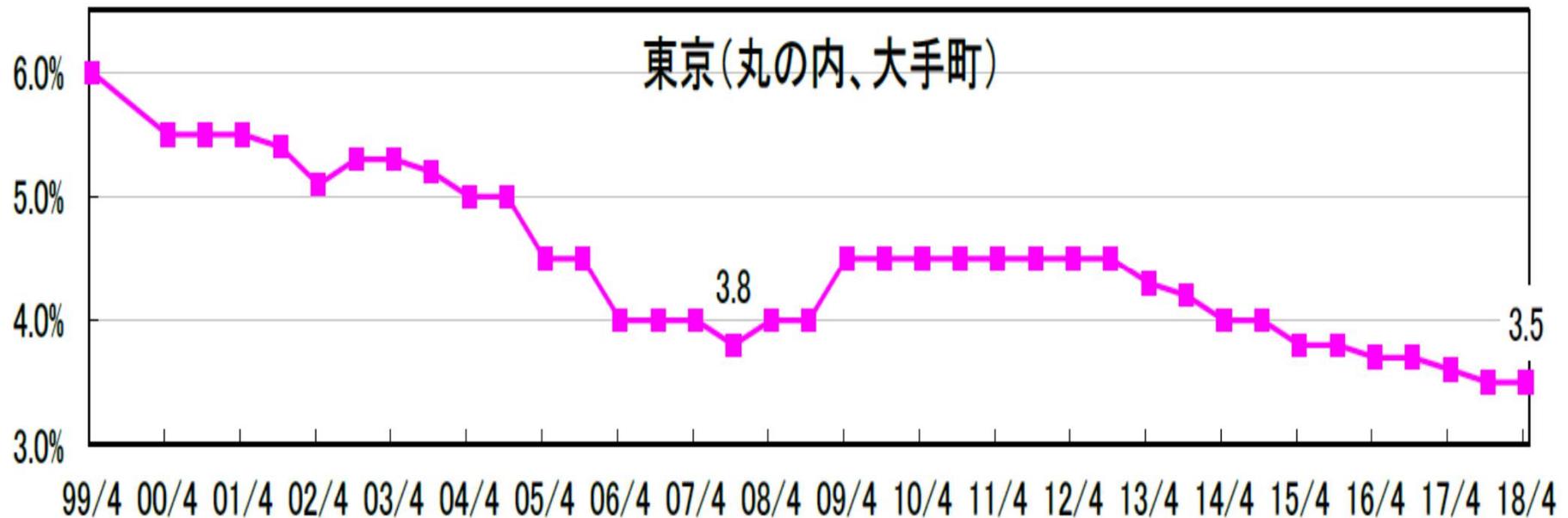


東京23区 オフィスビルの投資利回り(四半期)の推移



資料:ARES Japan Property Indexを基に作成

オフィスビル(Aクラス)の取引利回りの推移

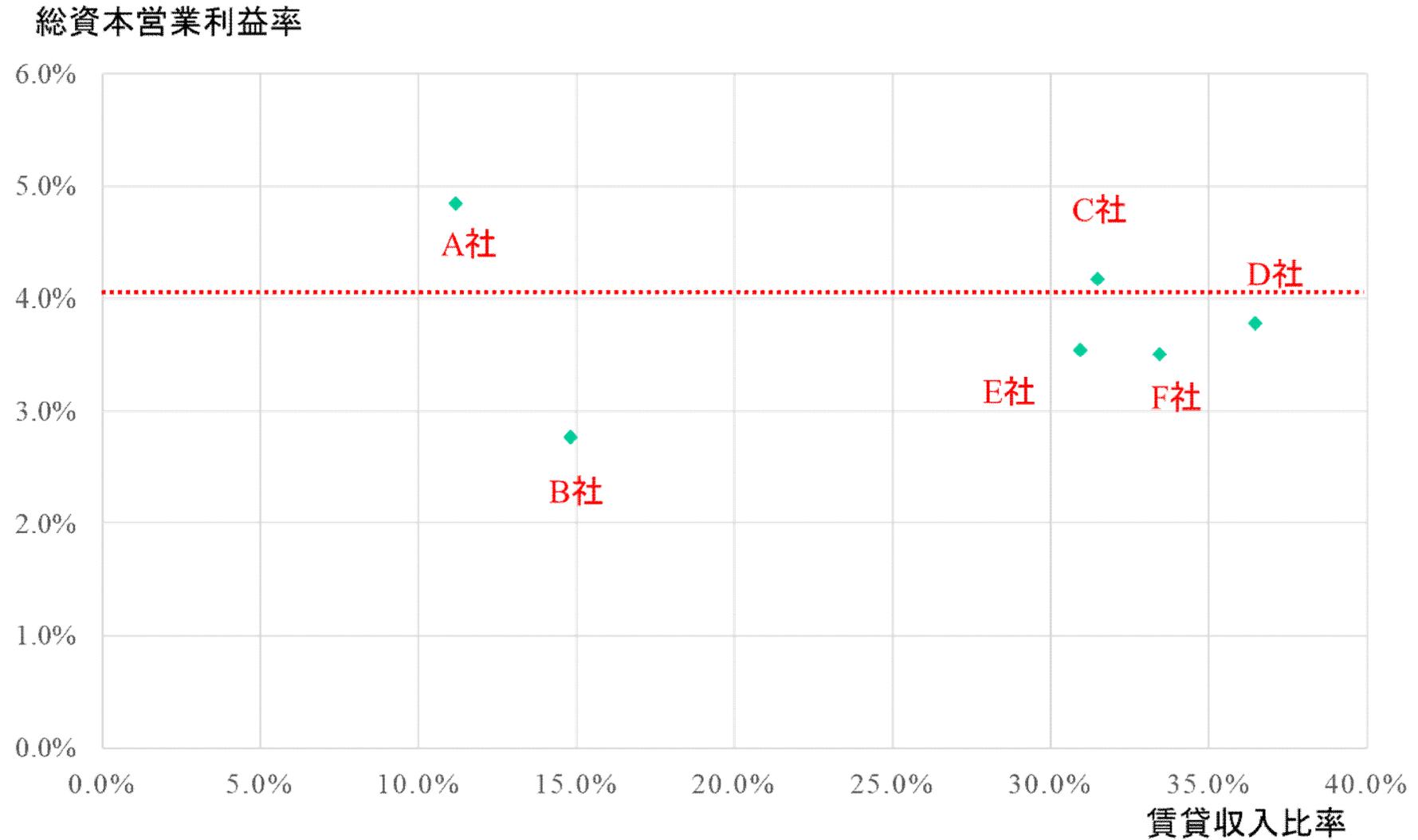


	東京 丸の内	札幌	仙台	京都	広島	福岡
2007年10月(リーマンショック前)	3.8	5.4	5.5	—	5.3	5.5
2009年4月(リーマンショック直後)	4.5	6.7	6.7	—	6.8	6.3
2018年4月(現在)	3.5	5.9	5.9	5.4	6.0	5.2

資料: 日本不動産研究所「不動産投資家調査結果」を基に作成。

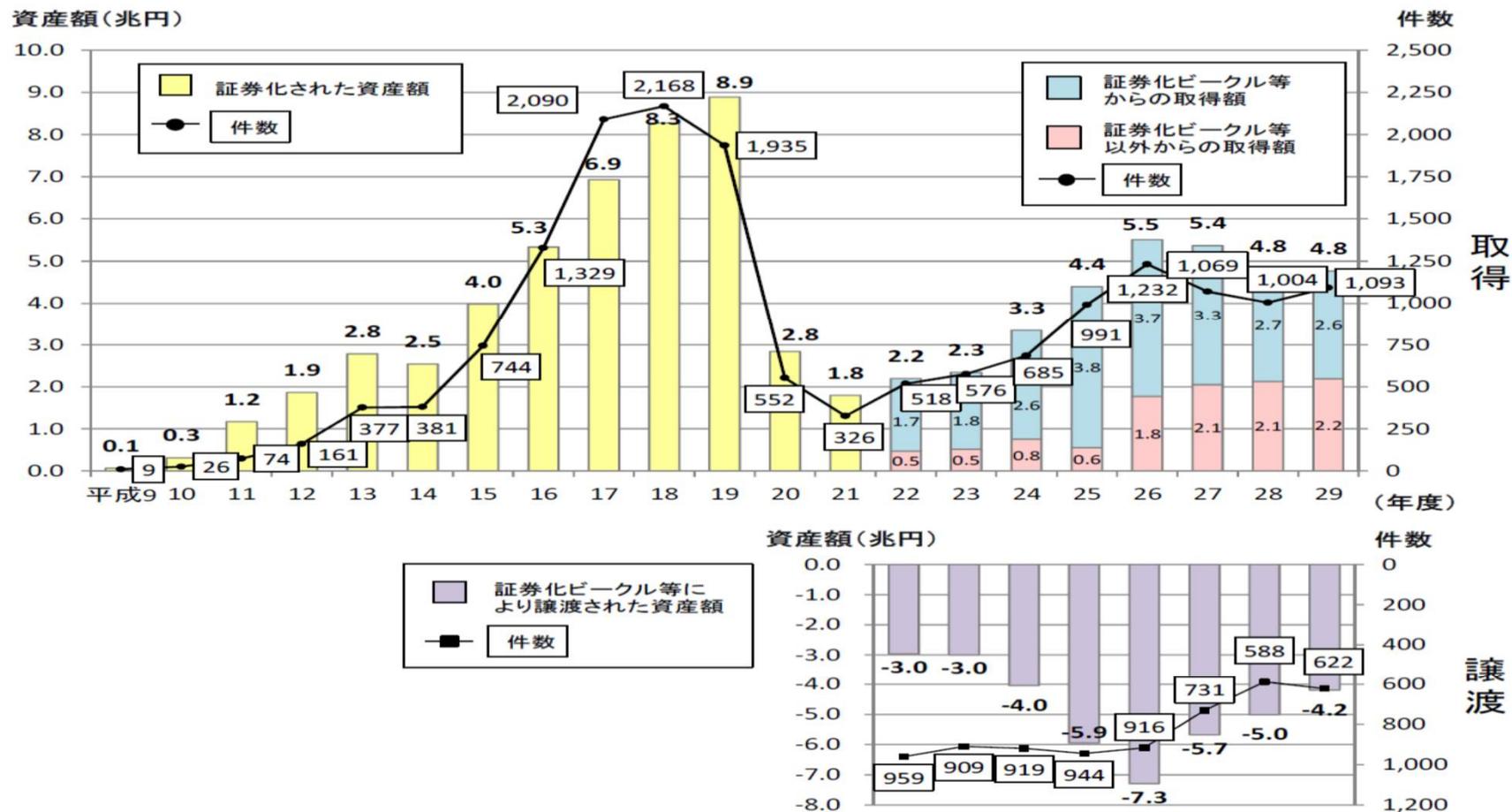
大手不動産会社の資産運用利回り(営業利益ベース)

総資本営業利益率と賃貸収入比率(賃貸収入/売上高)



資料:各社有価証券報告書を基に作成(2016年度)

不動産証券化の対象となる不動産の取得・譲渡実績①：取得先別



注 1:平成 22 年度調査以降は、不動産証券化のビークル等(リート、特定目的会社(以下「TMK」という)、GK-TK スキーム等における GK 等及び不動産特定共同事業者をいう。以下「証券化ビークル等」という)が取得・譲渡した不動産又は信託受益権の資産額を調査している。リートには非上場の不動産投資法人を含む。

注 2:平成 22 年度調査以降の取得・譲渡件数は、証券化ビークル等が取得・譲渡した不動産又は信託受益権の件数である。但し、TMK の実物不動産分は取得・譲渡件数に含めていない。

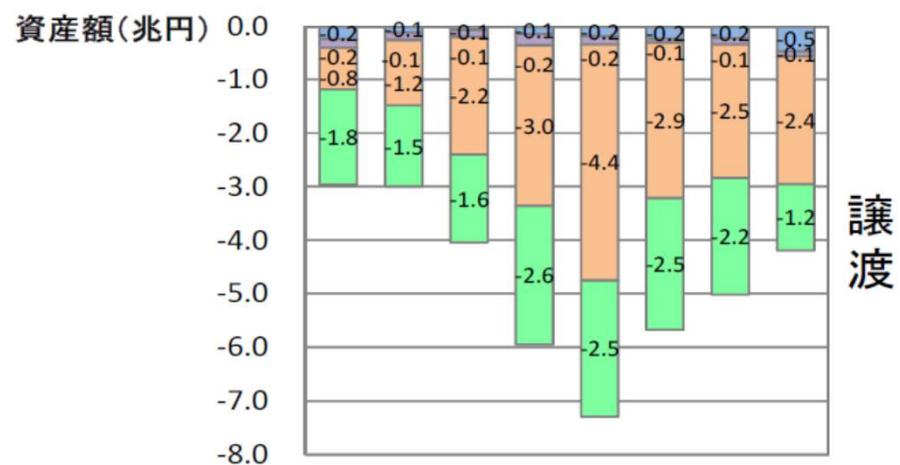
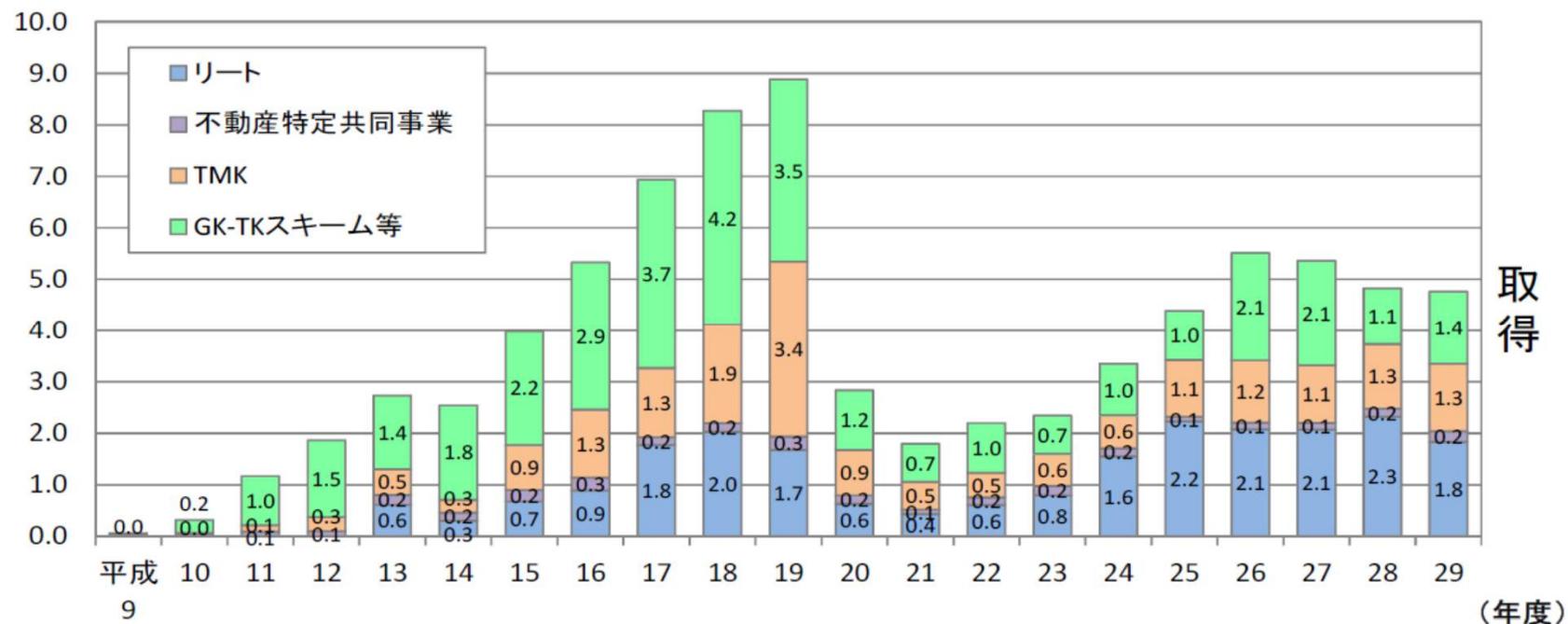
注 3:リートの取得額は匿名組合出資分等(平成 22 年度約 150 億円、平成 23 年度約 30 億円、平成 24 年度約 30 億円、平成 25 年度約 100 億円、平成 26 年度約 26 億円、平成 27 年度約 1 億円、平成 28 年度約 101 億円、平成 29 年度約 188 億円)を含まない。

注 4:平成 15 年度調査から平成 21 年度調査までの資産額には資産の取得・譲渡を伴わないリファイナンスを含む。

注 5:内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しないことがある。

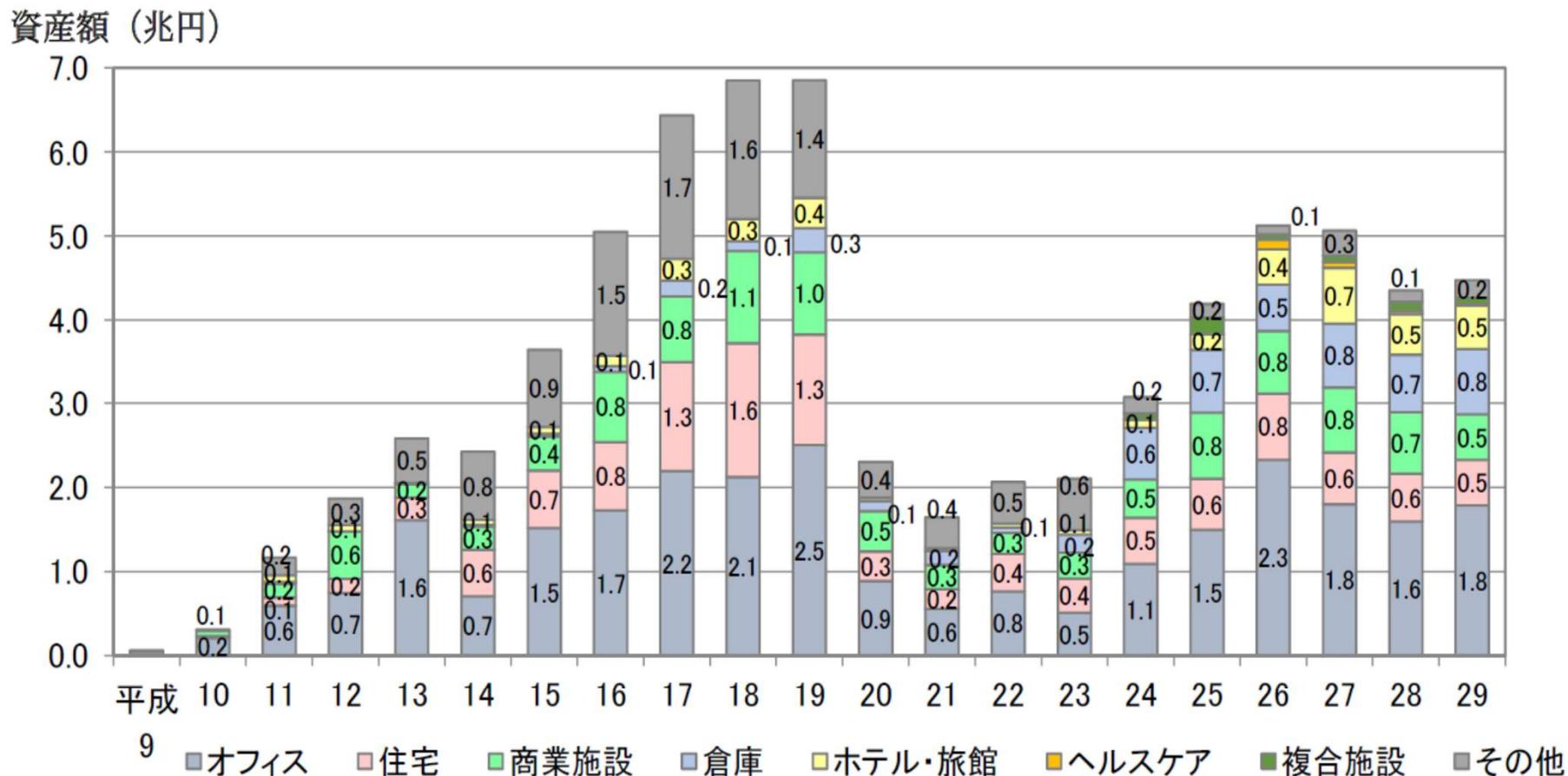
不動産証券化の対象となる不動産の取得・譲渡実績②:スキーム別

資産額(兆円)



出所:国土交通省「平成29年度 不動産の証券化実態調査」

不動産証券化の対象となる不動産の取得実績③:用途別



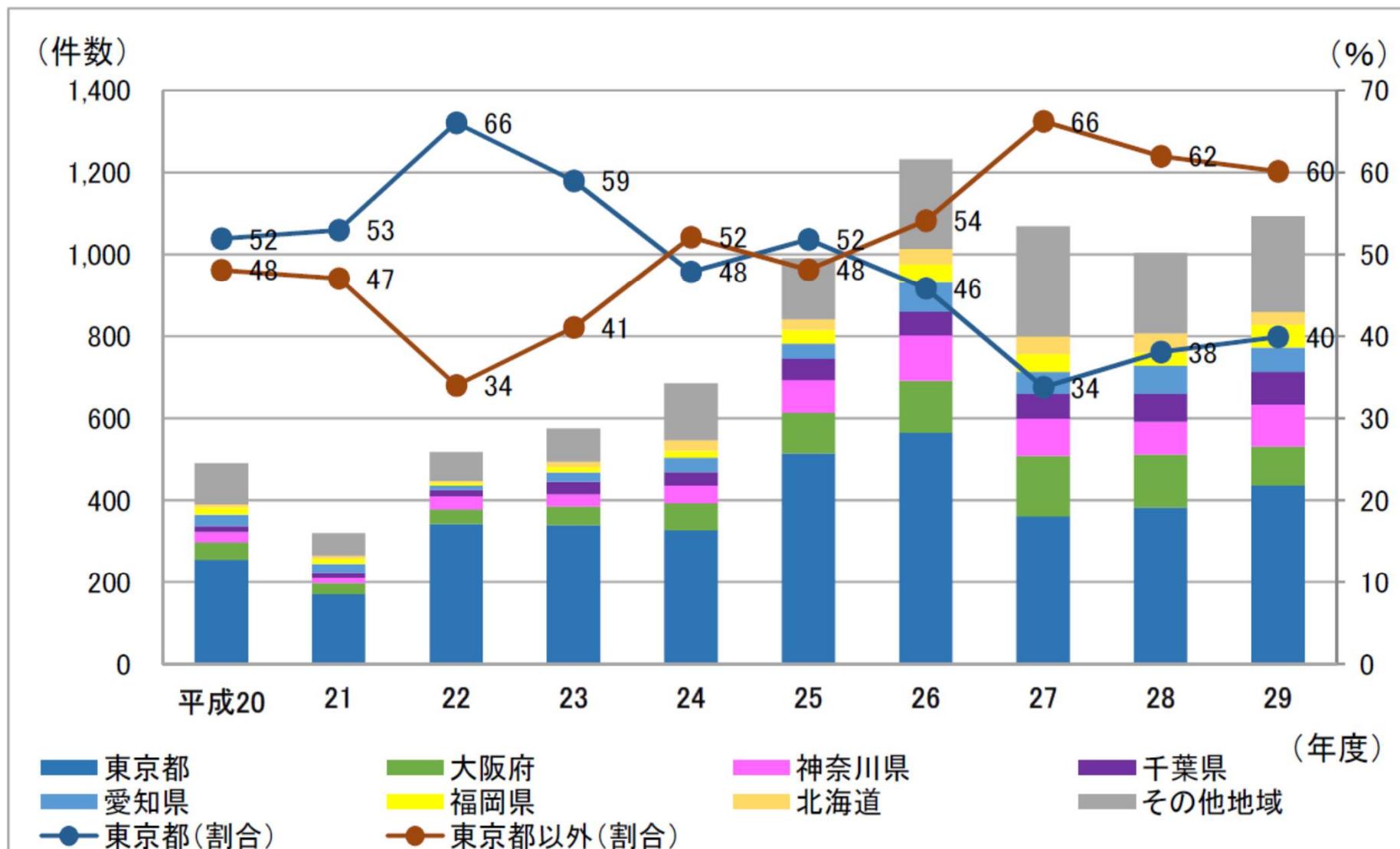
注 1: 「その他」に含まれるものは以下のとおり。

- ・平成 23 年度以前は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫、ホテル・旅館以外の用途のもの
- ・平成 24~25 年度は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫、ホテル・旅館、複合施設以外の用途のもの
- ・平成 26 年度以降は、オフィス、住宅、商業施設、倉庫、ホテル・旅館、ヘルスケア、複合施設以外の用途のもの(駐車場、研修所等)

注 2:平成 13 年度以降は、TMK の実物不動産分は内訳が不明のため含まない。

注 3:用途が複数ある場合は、全体床面積の 80%程度以上を占める一の用途がある場合にはその用途を、それ以外の場合には「複合施設」としている。

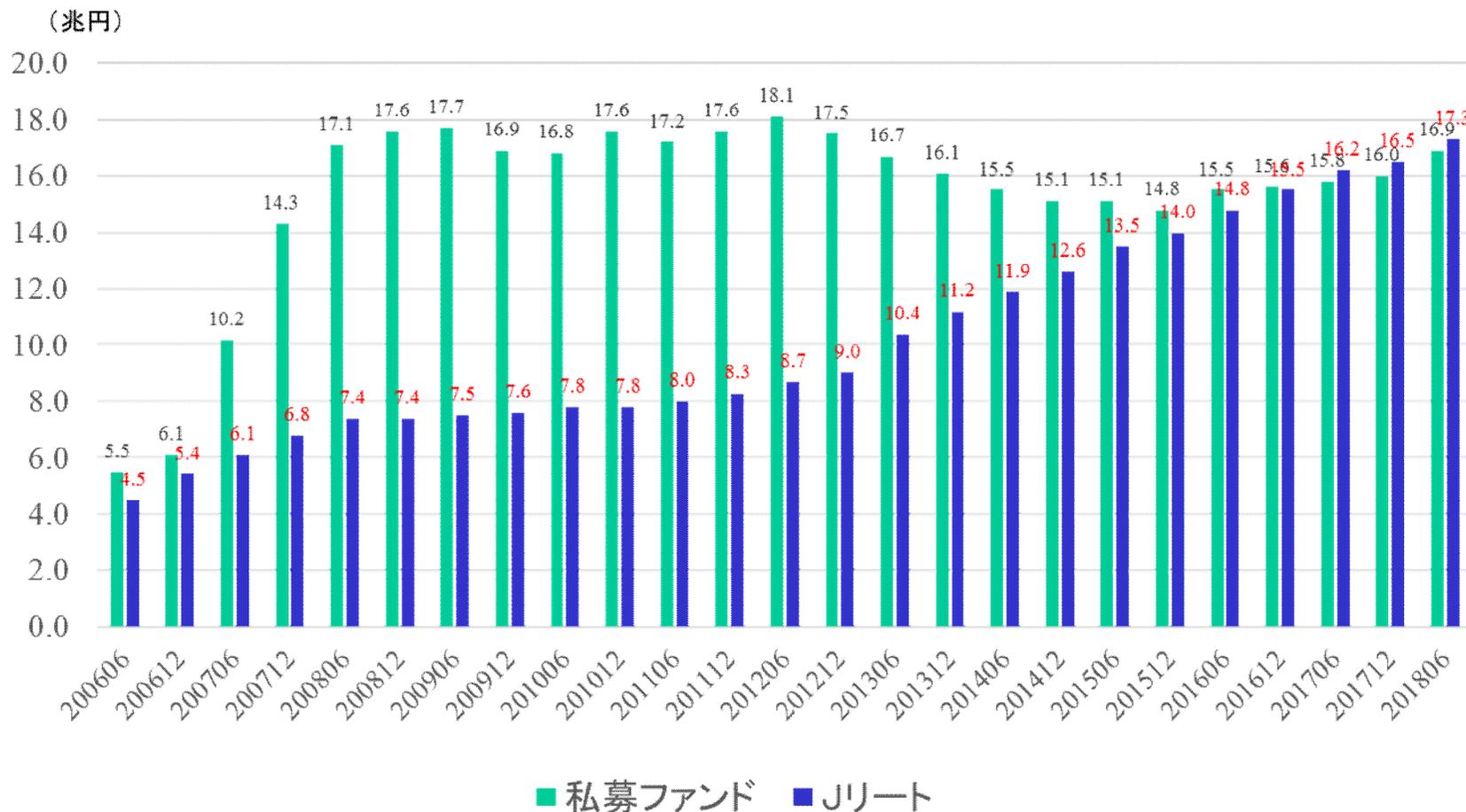
不動産証券化の対象となる不動産の取得実績④：都道府県別



出所：国土交通省「平成29年度 不動産の証券化実態調査」

Jリートと私募ファンドの市場規模

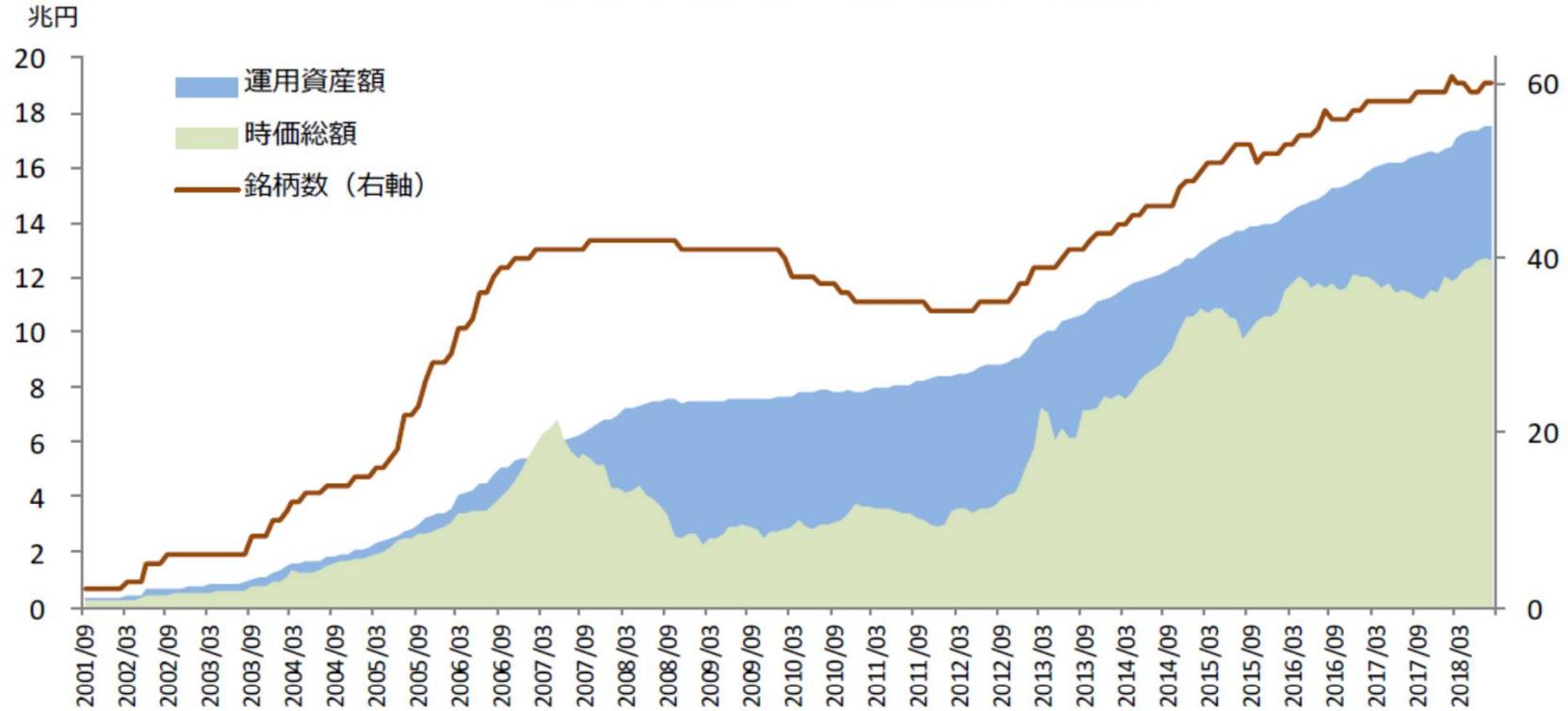
- ◆ J-REIT市場は2010年度から回復し、2012年には新規上場も再開。リーマンショック後の不動産の最終的な受け皿としての機能を果たす。
- ◆ 私募ファンドは2009～2010年に物件売却の動き。2011年度頃から資産売却を促進する一方で、資産を積み増し。最近では積極的な投資が目立つ。



資料:三井住友トラスト研究所資料を基に作成

J-REIT①: J-REIT市場の概況

J-REIT 保有不動産額・時価総額・銘柄数



※保有不動産額は取得価格ベース (出所) 公開情報を元にARES作成

2018年8月末のJ-REITデータ

※ () は前月末の数値

上場銘柄数	時価総額	保有不動産額	東証 REIT 指数 (配当なし)	東証 REIT 指数 (配当込み)	予想分配金 利回り	NAV 倍率
60 銘柄	12 兆 6,426 億円	17 兆 5,258 億円	1752.65	3457.71	4.17%	1.05 倍
(60 銘柄)	(12 兆 6,809 億円)	(17 兆 4,729 億円)	(1768.31)	(3468.88)	(4.05%)	(1.06 倍)

出所:不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

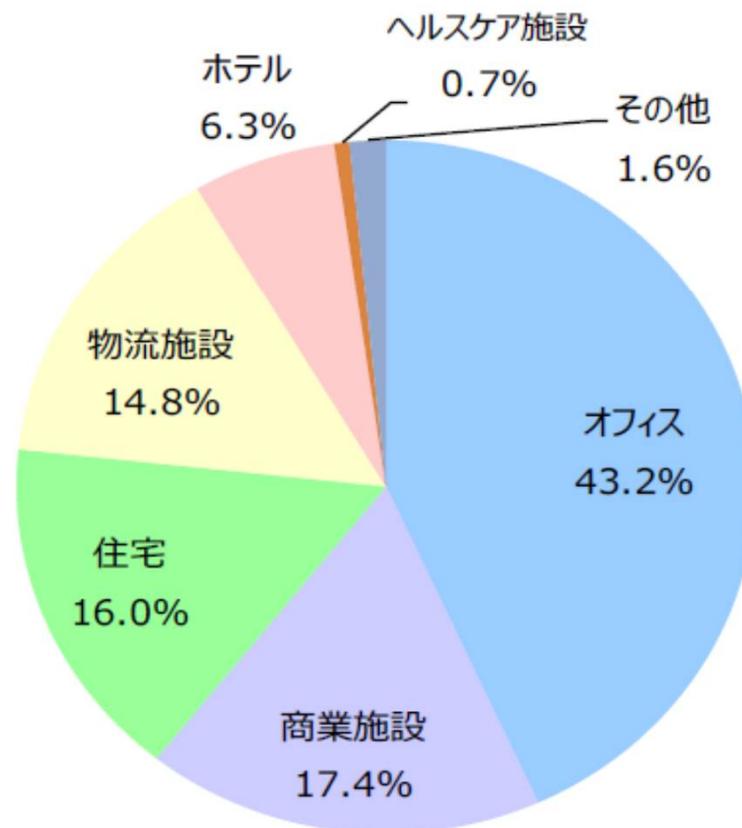
J-REIT② J-REITとオープンエンド型非上場REIT(私募REIT)の保有不動産種別

J-REIT・私募REIT 保有不動産種別 (2018年8月末)

物件総数：4,515物件

保有不動産総額：20兆3,073億円

※グラフは取得価格ベースの比率



出所：不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

J-REIT③: J-REIT全体の財務諸表(2018年1-6月期)

2018年1月から6月に決算を迎えた58銘柄(注)の決算数値を基に、J-REIT全体の貸借対照表と損益計算書の主要項目をまとめた。

対象58銘柄の資産合計は約17兆円、営業収益は5,824億円、営業利益は2,797億円であった。

また、当期純利益のほぼ100%にあたる2,430億円(利益超過分配を含む)を分配した。

不動産賃貸事業利益(不動産賃貸事業収益-不動産賃貸事業費用)は2,900億円であった。

当該期間のJ-REIT全体の営業利益率(営業利益/営業収益)は48.0%、ROA(当期純利益×2/資産合計)は2.8%、ROE(当期純利益×2/純資産)は5.5%、負債比率((流動負債+固定負債)/負債・純資産合計)は48.5%であった。

貸借対照表

		(億円)	
流動資産	9,867	流動負債	11,684
うち現預金	9,384	うち短期借入金	10,050
固定資産	161,427	固定負債	71,339
うち不動産等	158,515	うち長期借入金	59,907
		うち投資法人債	4,801
		うち敷金相当額	6,436
繰延資産	40	純資産	88,312
資産合計	171,334	負債・純資産合計	171,334

損益計算書

		(億円)
営業収益		5,824
	うち不動産賃貸事業収益	5,358
営業費用		3,027
	うち不動産賃貸事業費用	2,458
営業利益		2,797
営業外収益		10
営業外費用		367
	うち支払利息等	279
経常利益		2,440
税引前当期純利益		2,442
当期純利益		2,436

$$\text{ROA(営業利益(償却前)} \times 2 / \text{資産合計)} = 3.3\%$$

(出所) 各投資法人の決算短信(2018年1月期~6月期の決算数値*)を基にARES集計、対象58銘柄

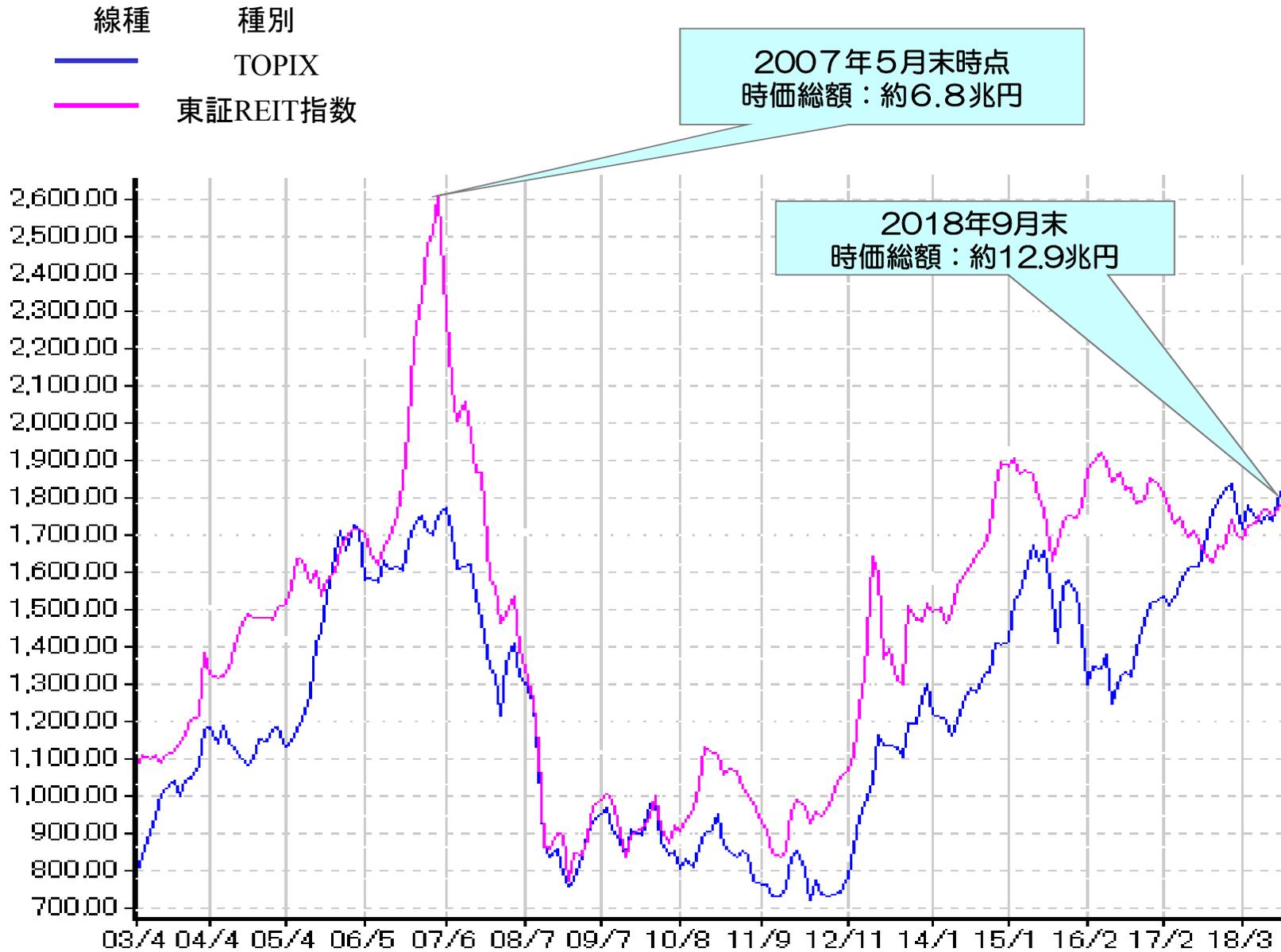
* ジャパン・ホテル・リートは2017年12月期の決算数値

※ 決算期間が6ヶ月でない銘柄の損益計算書項目及び分配金を6ヶ月換算して計上

分配総額	2,430
------	-------

出所:不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

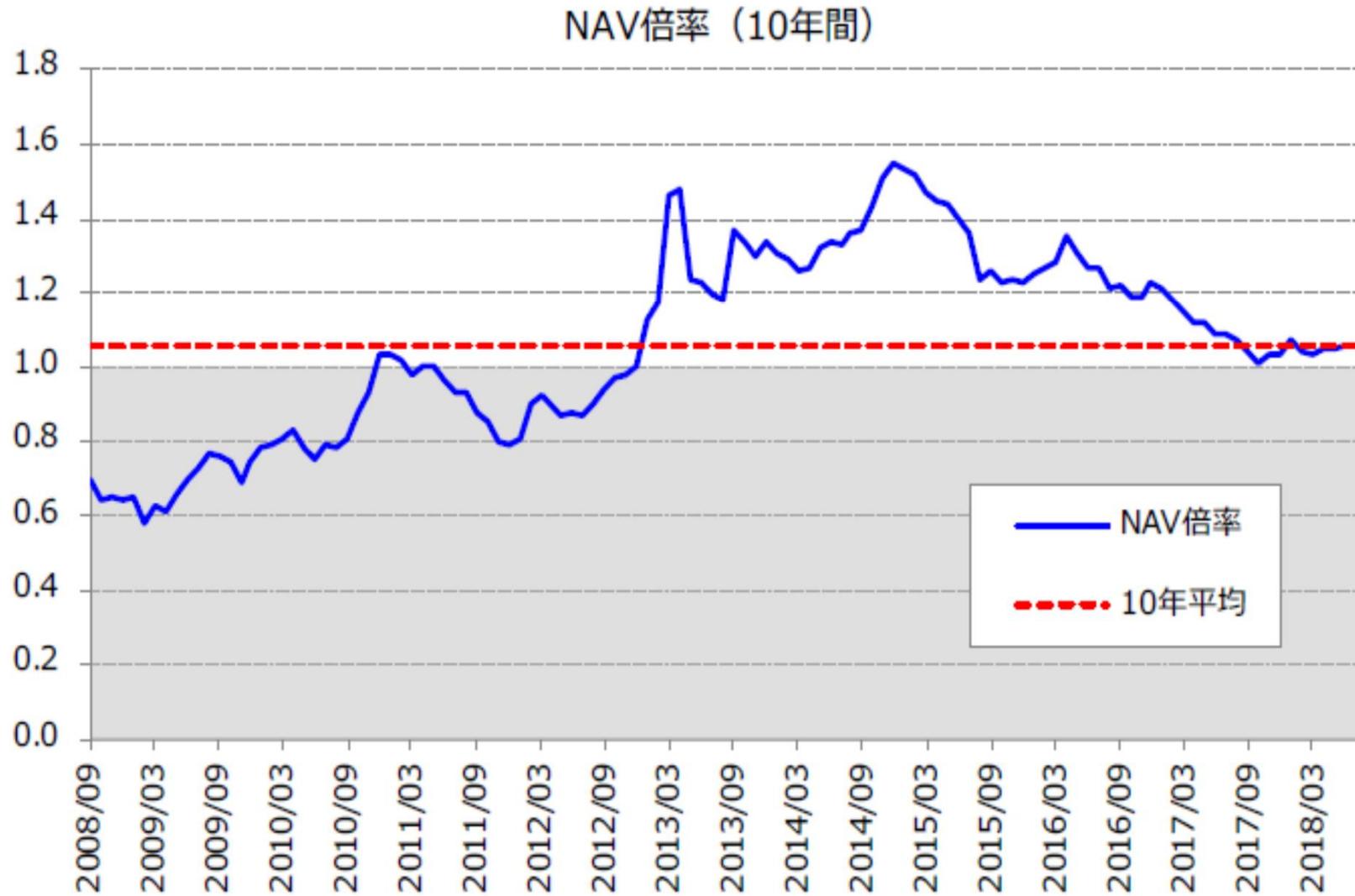
J-REIT④: 投資口価格の推移



(C)QUICK Corp.

資料: 東京証券取引所HPより作成

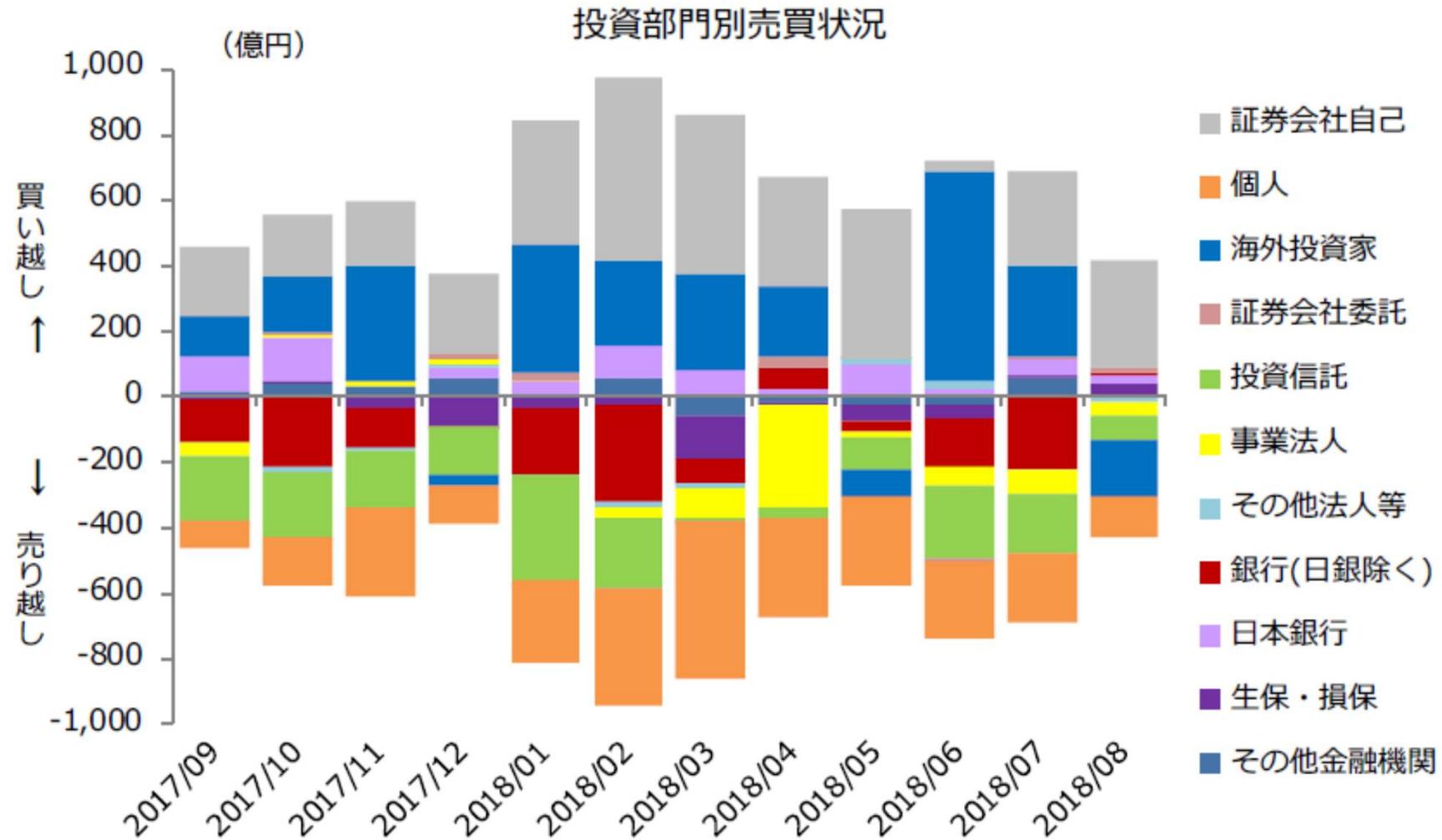
J-REIT⑤:NAV倍率



(出所) 不動産証券化協会

出所: 不動産証券化協会「ARESマンスリーレポート」より抜粋

J-REIT⑥: 投資部門別売買状況



(注) 東京証券取引所における売買であり、IPO・増資時の購入分は含まれない (出所) 東京証券取引所、日本銀行

(注) 個人投資家、投資信託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マンスリーレポート」より抜粋

3. 不動産投資市場の構造変化

投資先用途の多様化①:オペレーションによる付加価値の創出

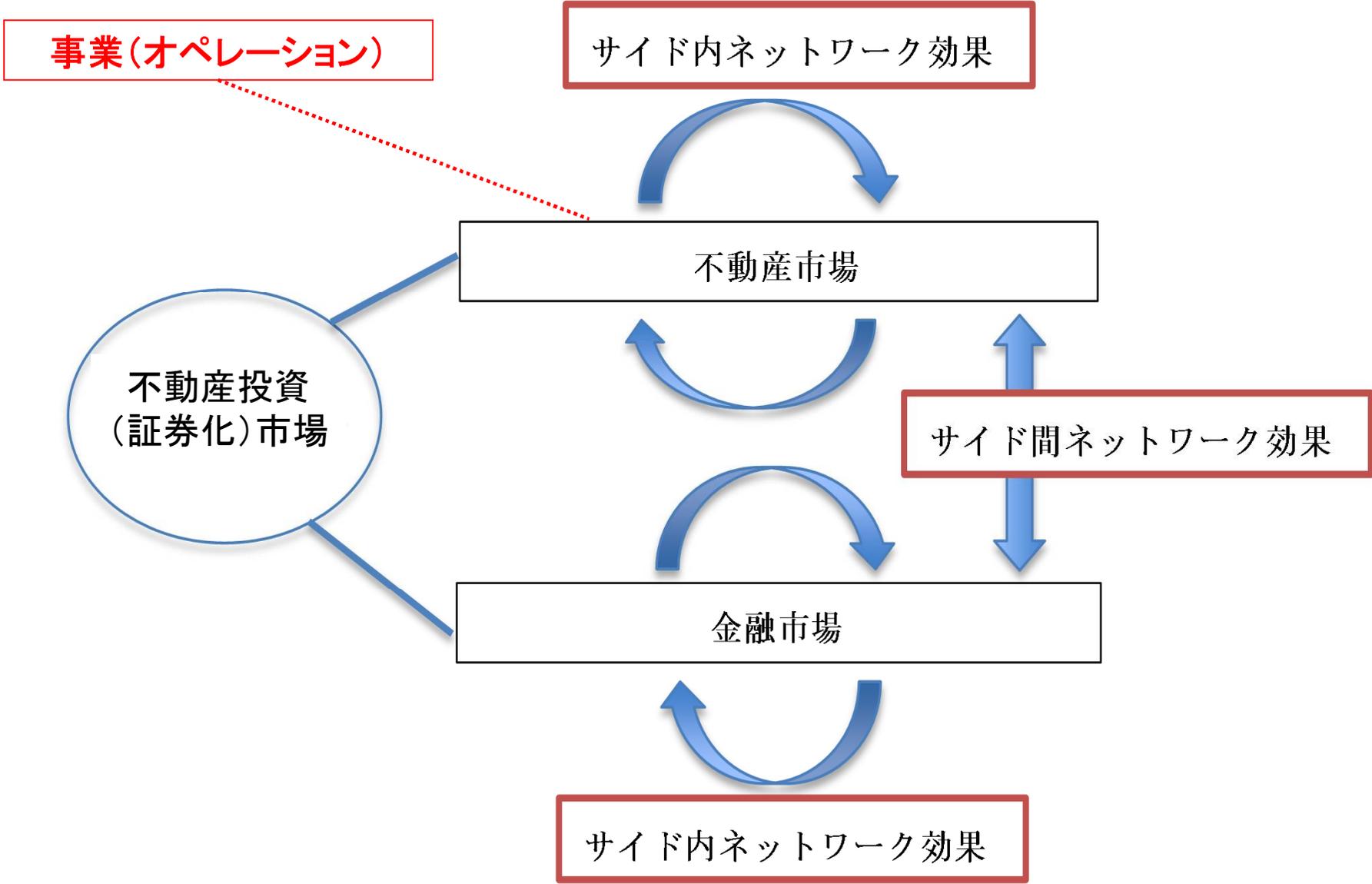
	特 性	不動産事業	オペレーション
ヘルスケア(サービス付高齢者向け住宅)	景気・市況の影響小 価格硬直性 社会保障制度の影響	住宅の賃貸管理	ホスピタリティサービス ヘルスケアサービス ①自社で実施 ②専門業者に賃貸 ③専門業者に委託
物 流	物流施設に対するニーズの変化に伴い急成長 立地:運送コストと保管コストの合計のミニマイズ一定の規模:大型化 汎用性:標準化、スペック	物流施設の賃貸管理 (セキュリティ:24時間管理、耐震性など)	①マルチテナント型 ②BTS型(Build to Suit) テナントニーズ対応 アメニティ:レストラン、コンビニ、託児所など
ホテル	立地、交流人口が重要 事業の仕組みで、リスク・リターン構成には違い オペレーションが収益力に直接的に影響	ホテル施設賃貸管理	①自社で実施 ②ホテル業者に賃貸 ③ホテル業者とMC契約
インフラ	長期間にわたる独占的事業運営が可能 安定的な収益の期待 料金設定自由度に制約	不動産・事業用設備等の賃貸管理・利用料徴収等	民間の事業領域は多様



リスク小・リターン小 ↔ リスク大・リターン大

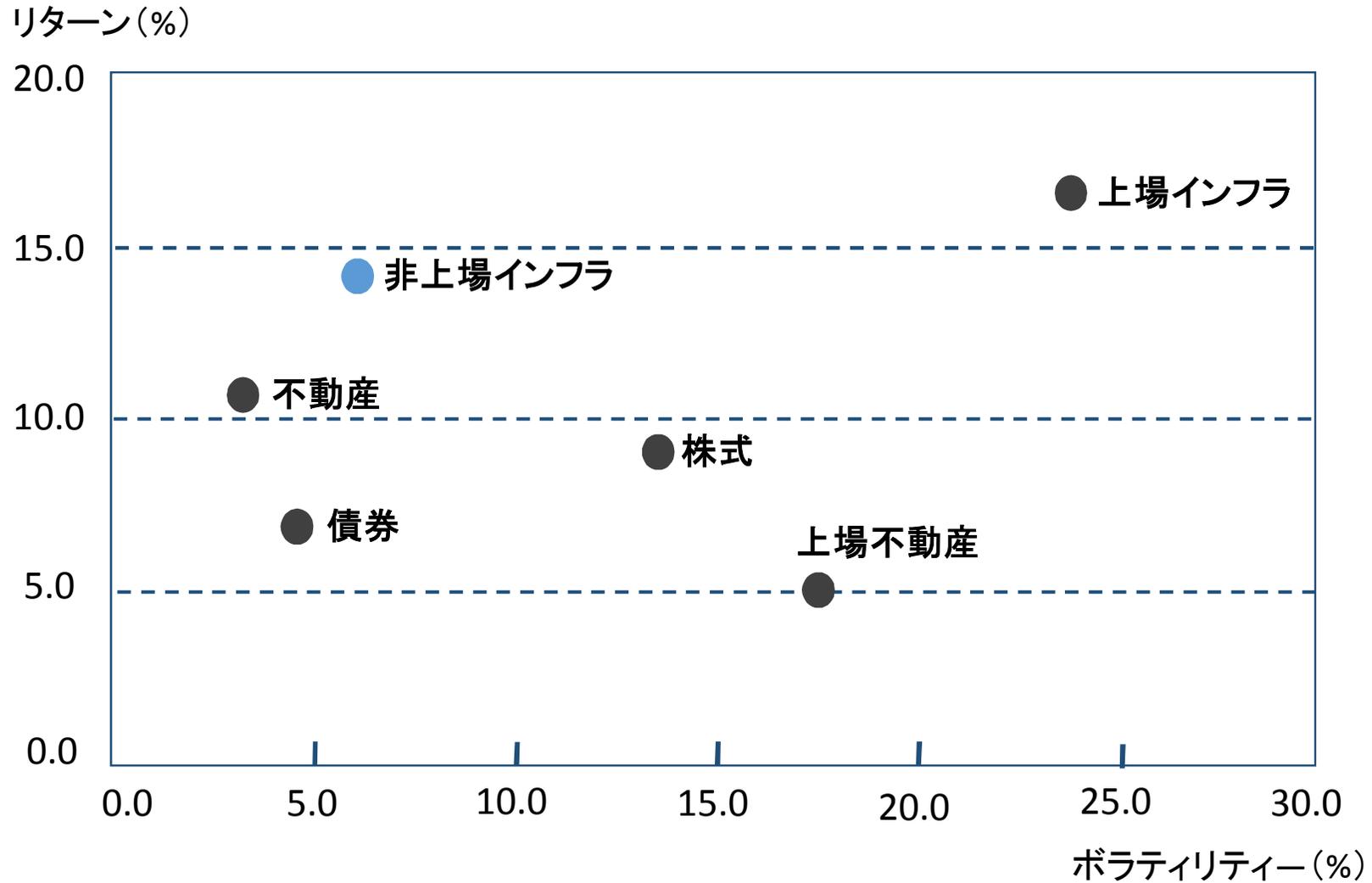
(一般論であり、事業方式によって可変)

投資先用途の多様化②: ツーサイド・プラットフォーム→マルチサイド・プラットフォーム



インフラ投資①: 豪州のインフラとその他資産のリスクやリターン

リターンとリスク(ボラティリティー)(年率)

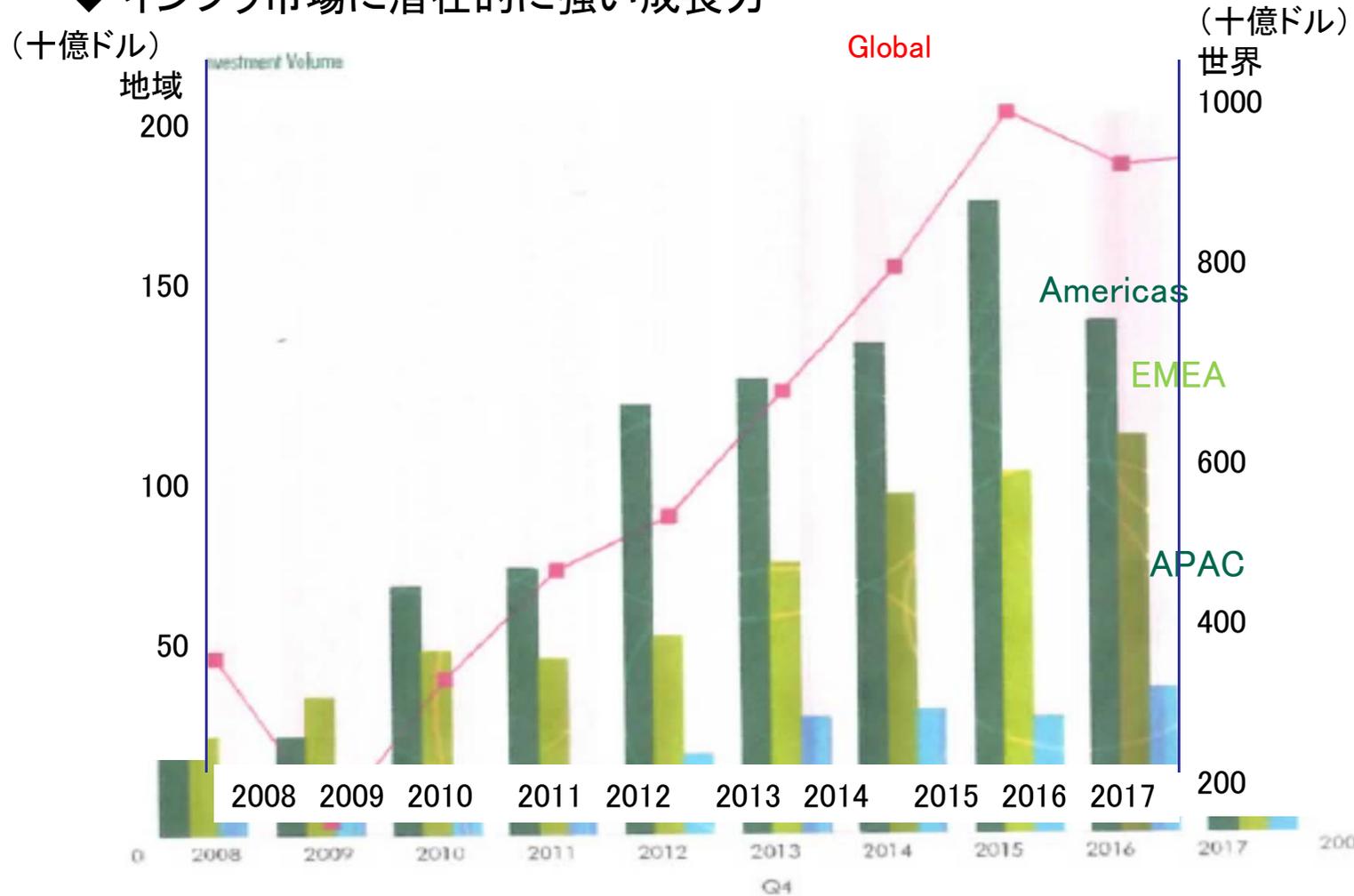


インフラ投資②: PPP/PFI推進首長会議 開催概要 (案) 9月3日時点 国土交通省

ブロック名	会場	開催日時	基調講演市長	首長が参加可能な自治体	座長	国等の出席者
東北 (仙台)	ホテルJAL シティ仙台	11月2日 (金) 15:00～ 18:00	むつ市 (市営住宅)	青森県むつ市 岩手県花巻市、久慈市、金ヶ崎市、一戸町 宮城県塩竈市、白石市、富谷市、村田町 山形県長井市、飯豊町 計11自治体	宮城大学 事業構想学部 田邊信之 教授 (不動産投資) (金融)	東北地方整備局 建政部長 内閣府PFI推進室 日本政策投資銀行
関東 (東京)	AP八重洲通り	10月30日 (火) 10:00～ 13:00	和光市 (庁舎建替)	埼玉県和光市、狭山市 千葉県酒々井町、一宮市、野田市、長生村 山梨県富士川町 長野県中野市 群馬県南牧村 茨城県東海村 計10自治体	東洋大学 経済学部 根本祐二教授 (PFI)	関東地方整備局 建政部長 内閣府PFI推進室 日本政策投資銀行
中部 (名古屋)	KKRホテル 名古屋	11月27日 (火) 13:00～ 16:00	島田市 (交流拠点)	静岡県島田市 愛知県一宮市、尾張旭市、豊明市、豊山町、蟹江町、飛鳥村 三重県桑名市、いなべ市 計9自治体	中京大学 総合政策学部 奥野信宏教授 (まちづくり) (国土政策)	中部地方整備局 局長、副局長、建政部長 内閣府PFI推進室 日本政策投資銀行
四国 (高松)	Hotel Pearl Garden	11月13日 (火) 10:00～ 13:00	須崎市 (下水道)	徳島県東みよし町 香川県坂出市、三豊市、多度津町、まんのう町 愛媛県西予市 高知県安芸市、須崎市、本山町、佐川町、黒潮町 計10自治体	徳島大学 理工学部 山中英生教授 (都市交通)	四国地方整備局 建政部長 内閣府PFI推進室 日本政策投資銀行
九州・ 沖縄 (福岡)	ホテル日航福岡	10月31日 (水) 13:00～ 16:00	別府市 (市営住宅) (小学校)	福岡県大牟田市、小郡市、須恵町、芦屋町 佐賀県多久市、嬉野市、上峰町 長崎県平戸市、対馬市、西海市 熊本県人吉市、大津町 大分県津久見市 宮崎県五ヶ瀬町 大分県別府市 鹿児島西之表市、さつま町、知名町 沖縄県うるま市 計19自治体	九州大学 学術研究・産学官連 携本部 谷口博文教授 (PFI)	九州地方整備局 副局長、建政部長 内閣府PFI推進室 日本政策投資銀行

グローバル化①:グローバル不動産取引

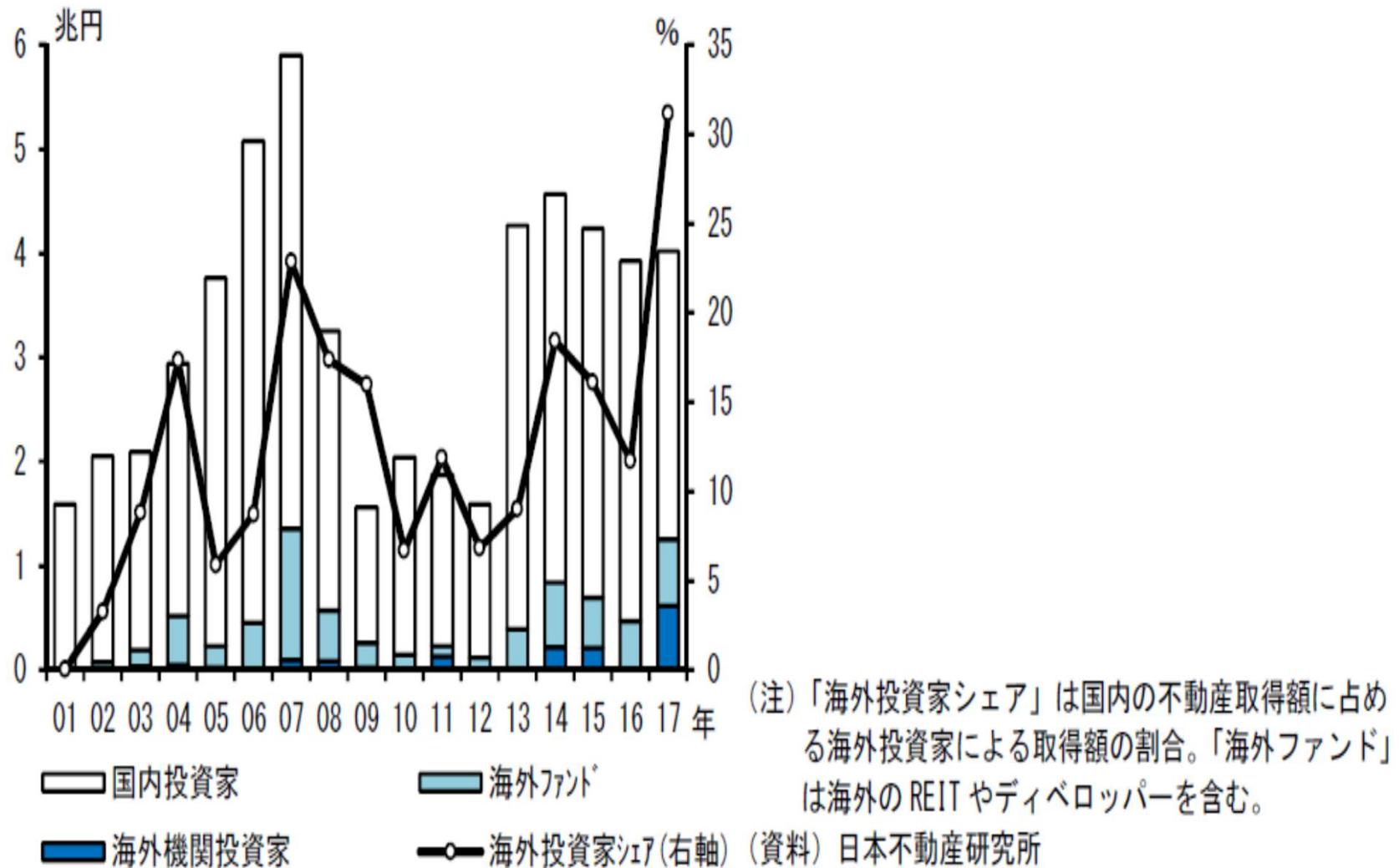
- ◆ 不動産に対する投資需要は引き続き高水準、アジアの成長大
- ◆ インカム、ポートフォリオによる分散効果、内部成長の重視
- ◆ インフラ市場に潜在的に強い成長力



出所: Real Capital Analytics, CBRE Research 2018

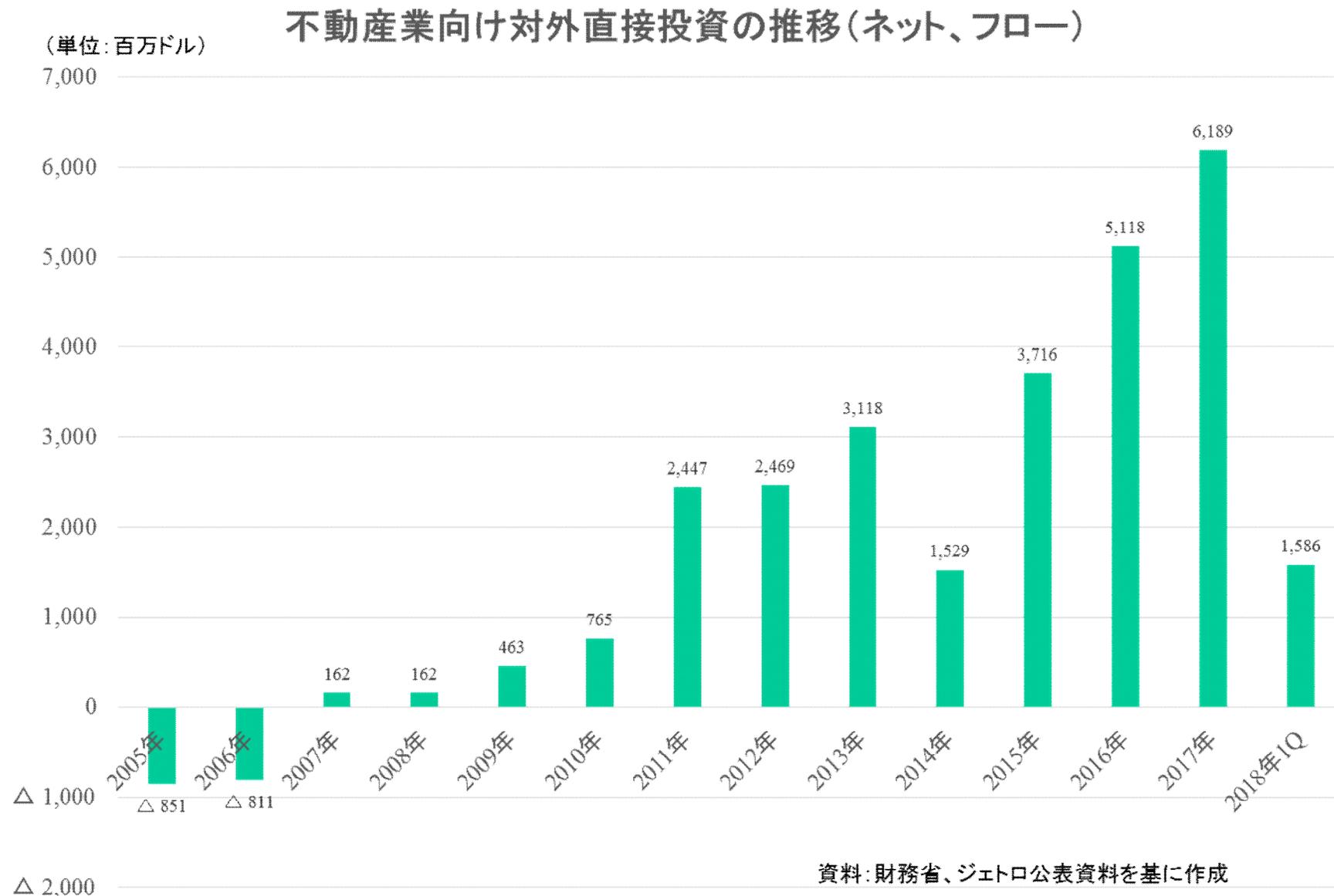
Source: Real Capital Analytics, CBRE Research, 2018

グローバル化②:内外投資家別の不動産物件取得額



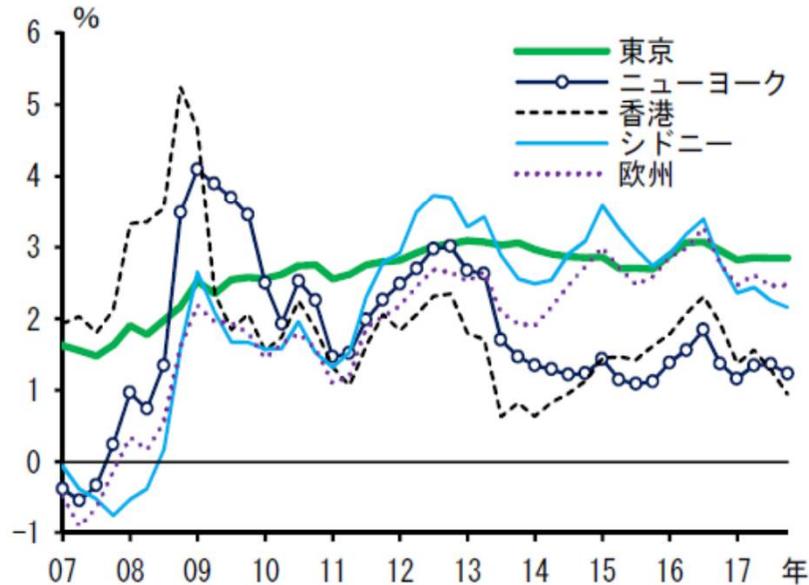
出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

グローバル化③: 不動産業向けの対外直接投資の推移(国際収支ベース、ネット、フロー)



グローバル化④: 各国市場特性の比較

商業用不動産のイールド・スプレッド

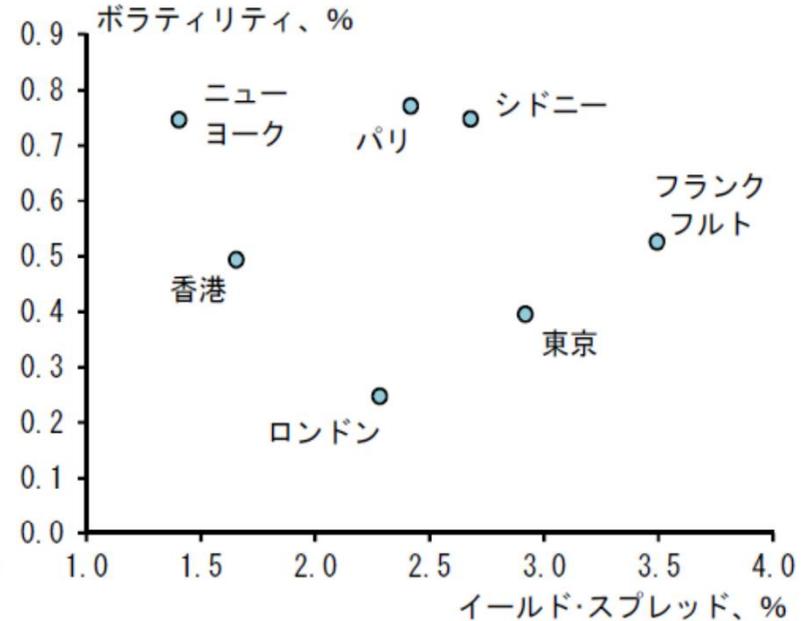


(注) 1. イールド・スプレッドは、グレードAオフィスビルの収益率と10年国債金利の差。「欧州」は、ロンドン、フランクフルト、パリの単純平均。

2. 直近は2017年10~12月。

(資料) Bloomberg、JLL

商業用不動産のリターンとボラティリティ



(注) 1. イールド・スプレッドは、グレードAオフィスビルの収益率と10年国債金利の差。2016~17年の平均値。

2. ボラティリティは、同収益率の2010~17年の標準偏差。

(資料) Bloomberg、JLL

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

4. 不動産投資市場の今後の展望

不動産投資市場を展望するために必要な視点

不動産投資市場の展望

不動産市場のマーケットサイクル

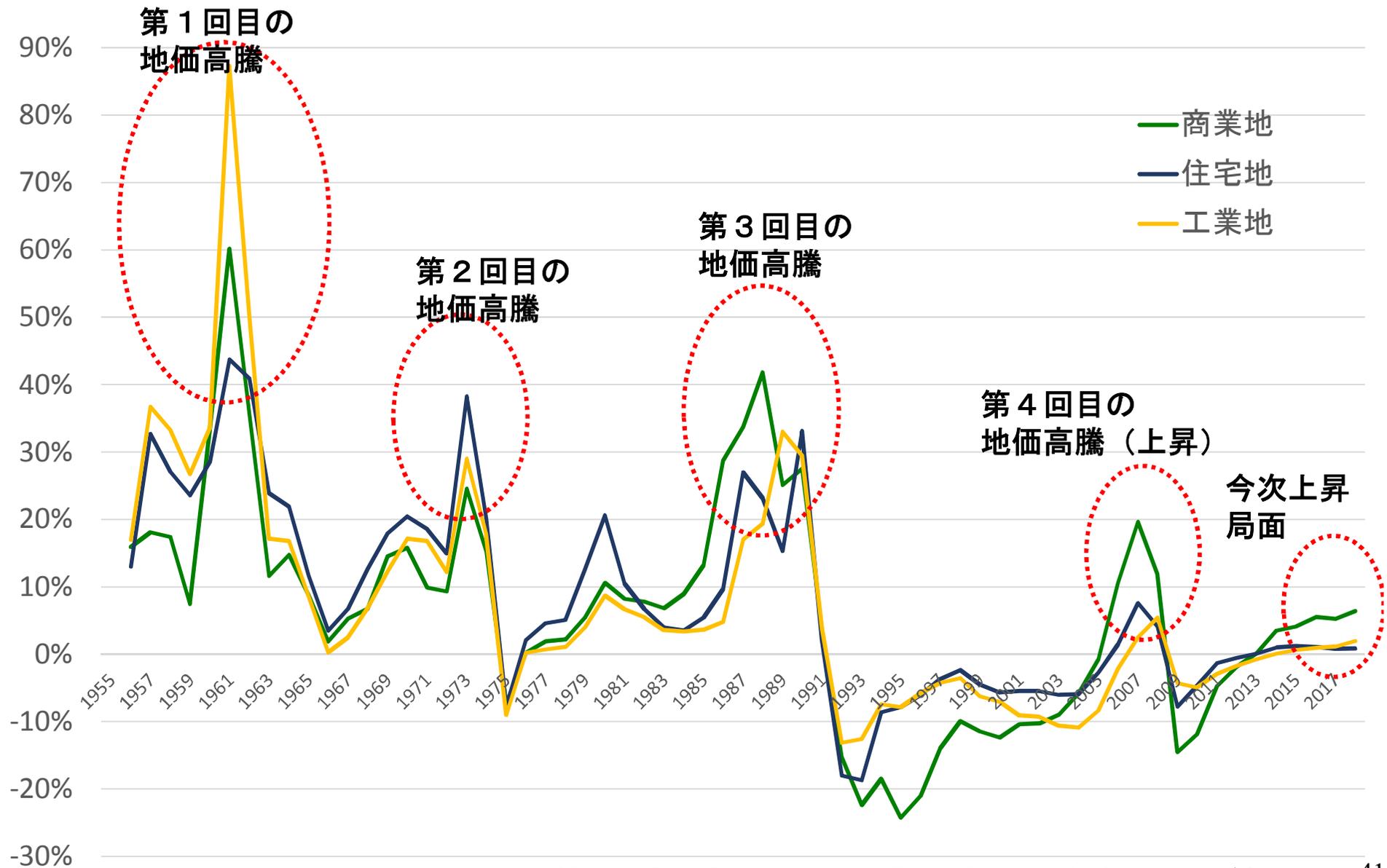
市場参加者の財務状況

金融市場の動き

日本経済のファンダメンタル

4-1. 不動産市場のマーケットサイクル

不動産価格の推移(対前年同期比) 再掲



資料: (一財)日本不動産研究所「六大市街地価指数」に基づき作成

不動産価格の高騰期の価格形成要因と高騰鎮静の要因

不動産価格 高騰期		リスクフリー レート	リスクプレミアム	期待成長率	ドライバー	主な投資主 体	高騰鎮静 の要因
		RF	RP	G	DR		
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)	昭和40年不況 東京オリンピック 終了、金融引き 締め
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	ニクソンショック、 石油ショック、 金利引き上げ
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	金利引き上げ、 不動産融資総 量規制
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	世界的な金融 危機

世界の不動産マーケット

■オフィス価格変動率

都市名	変動率
香港	9.0%
大阪	4.4%
バンコク	3.6%
ホーチミン	2.8%
シンガポール	1.5%
ソウル	1.4%
東京	1.3%
北京	1.2%
ジャカルタ	0.9%
上海	0.1%
ニューヨーク	0.0%
台北	-0.1%
クアラルンプール	-0.3%
ロンドン	-0.6%

■オフィス賃料変動率

都市名	変動率
香港	2.7%
バンコク	2.6%
大阪	1.9%
ホーチミン	1.9%
シンガポール	1.4%
北京	1.2%
東京	0.9%
ソウル	0.3%
上海	0.1%
台北	0.0%
ロンドン	-0.3%
クアラルンプール	-0.4%
ニューヨーク	-0.5%
ジャカルタ	-2.2%

■マンション価格変動率

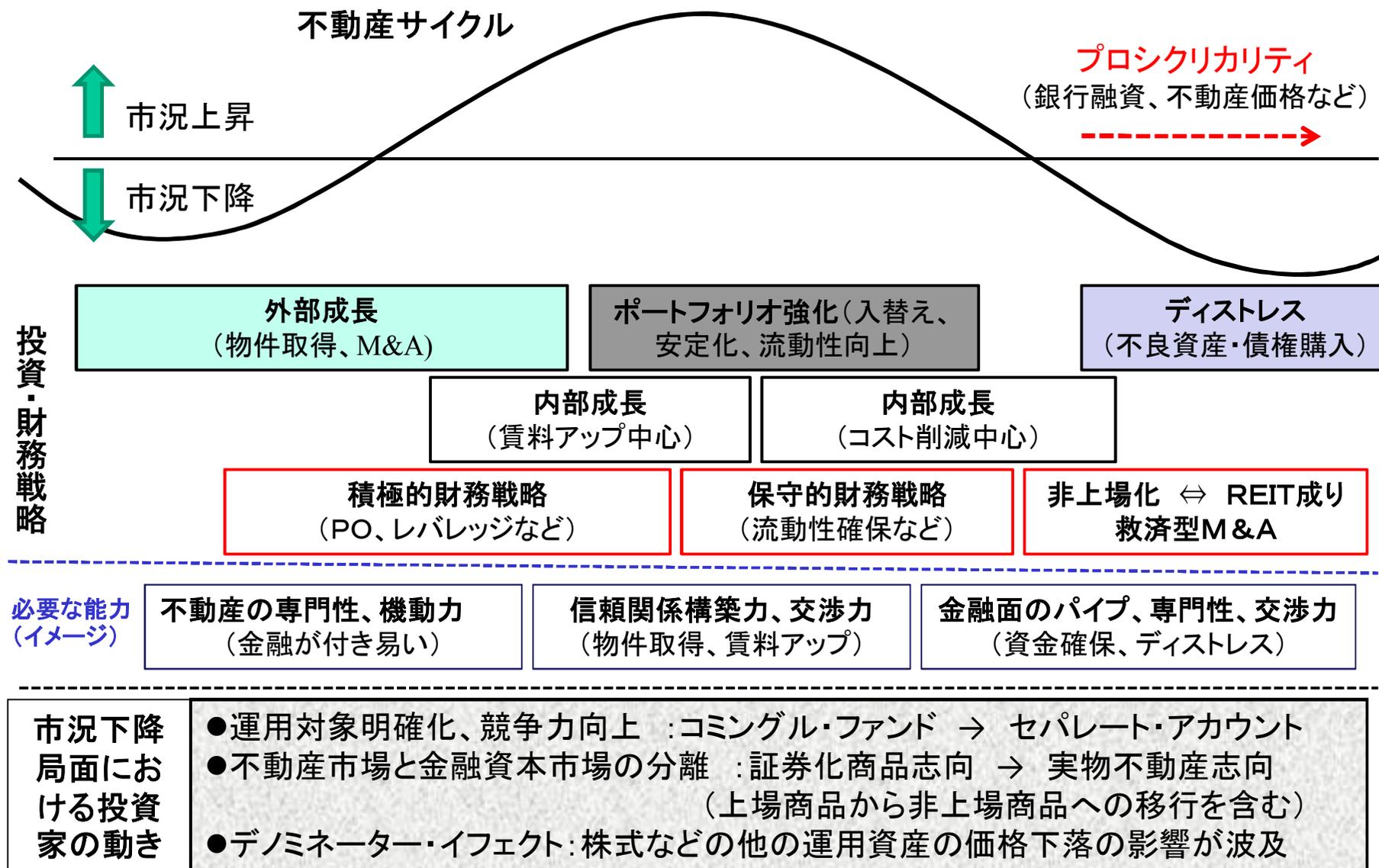
都市名	変動率
香港	7.1%
ソウル	5.6%
大阪	2.0%
バンコク	2.0%
ホーチミン	1.1%
シンガポール	1.0%
ジャカルタ	0.8%
上海	0.7%
東京	0.5%
北京	0.5%
クアラルンプール	-0.5%
台北	-1.0%
ロンドン	-1.4%
ニューヨーク	-2.8%

■マンション賃料変動率

都市名	変動率
北京	2.7%
バンコク	2.0%
上海	1.5%
東京	0.9%
香港	0.9%
大阪	0.1%
台北	0.1%
ソウル	-0.1%
クアラルンプール	-0.6%
ホーチミン	-0.7%
ロンドン	-0.8%
シンガポール	-1.3%
ジャカルタ	-2.0%
ニューヨーク	-2.1%

(一財)日本不動産研究所「第10回国際不動産価格賃料指数(2018年4月)より抜粋

不動産サイクルに応じた投資戦略(例示)



4-2. 市場参加者の財務状況

不動産会社の財務①:1990年代バブル崩壊初期段階の上場不動産会社

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

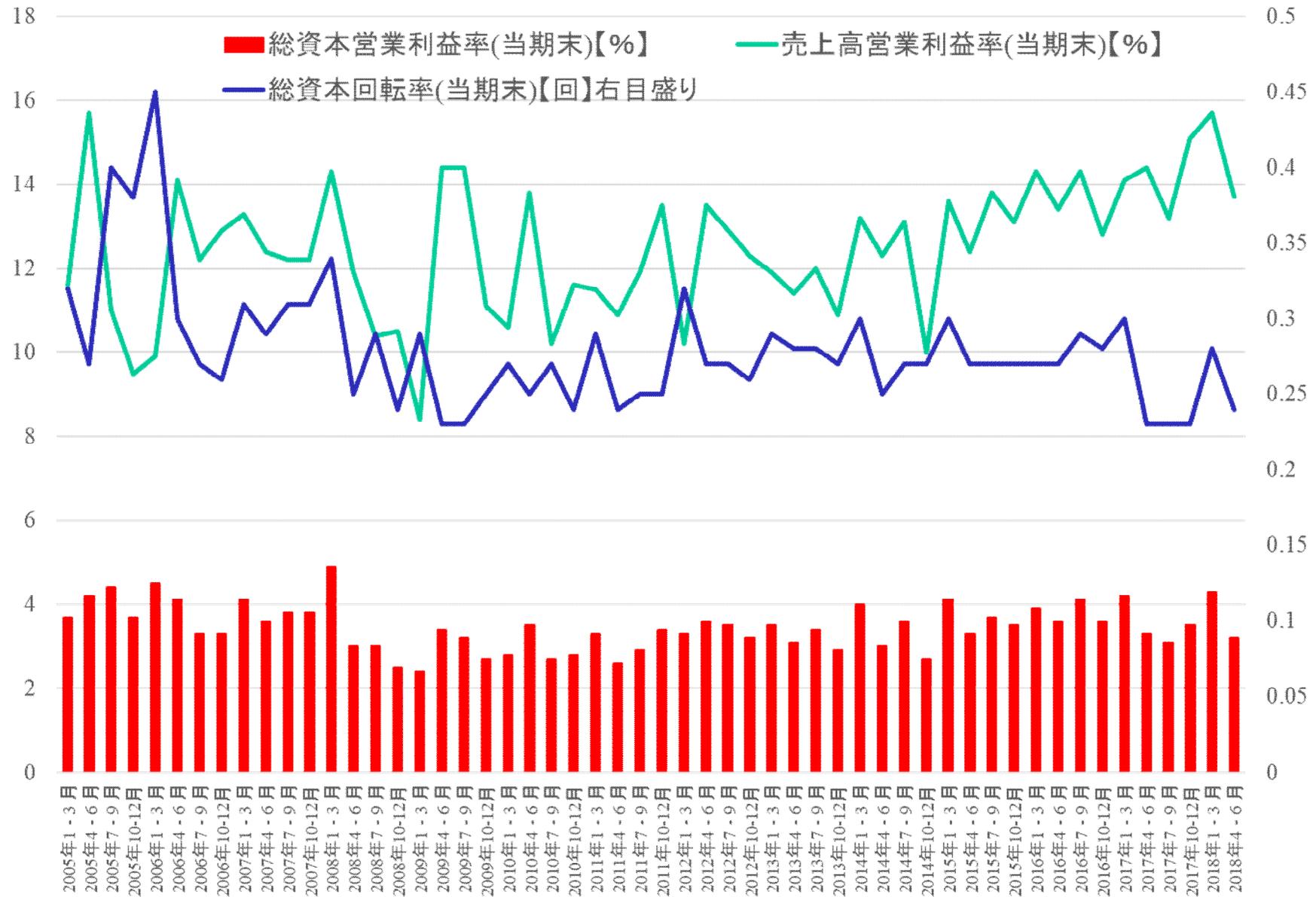
(単位:億円、%)

	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

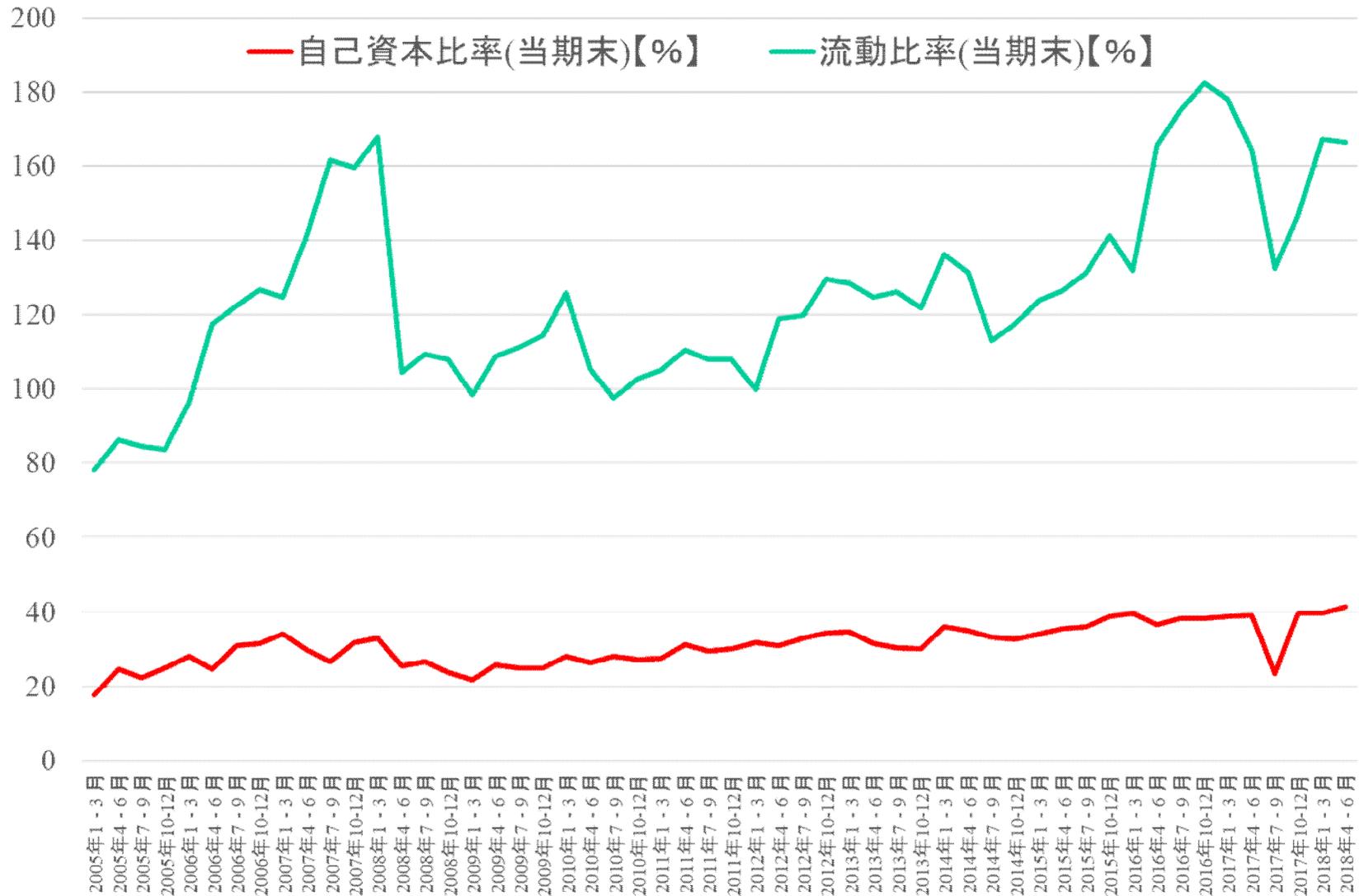
出所:田邊信之「最近の不動産業界を考察し92年を展望する」(不動産ジャーナル、1992年1号)

不動産会社の財務②: 収益性



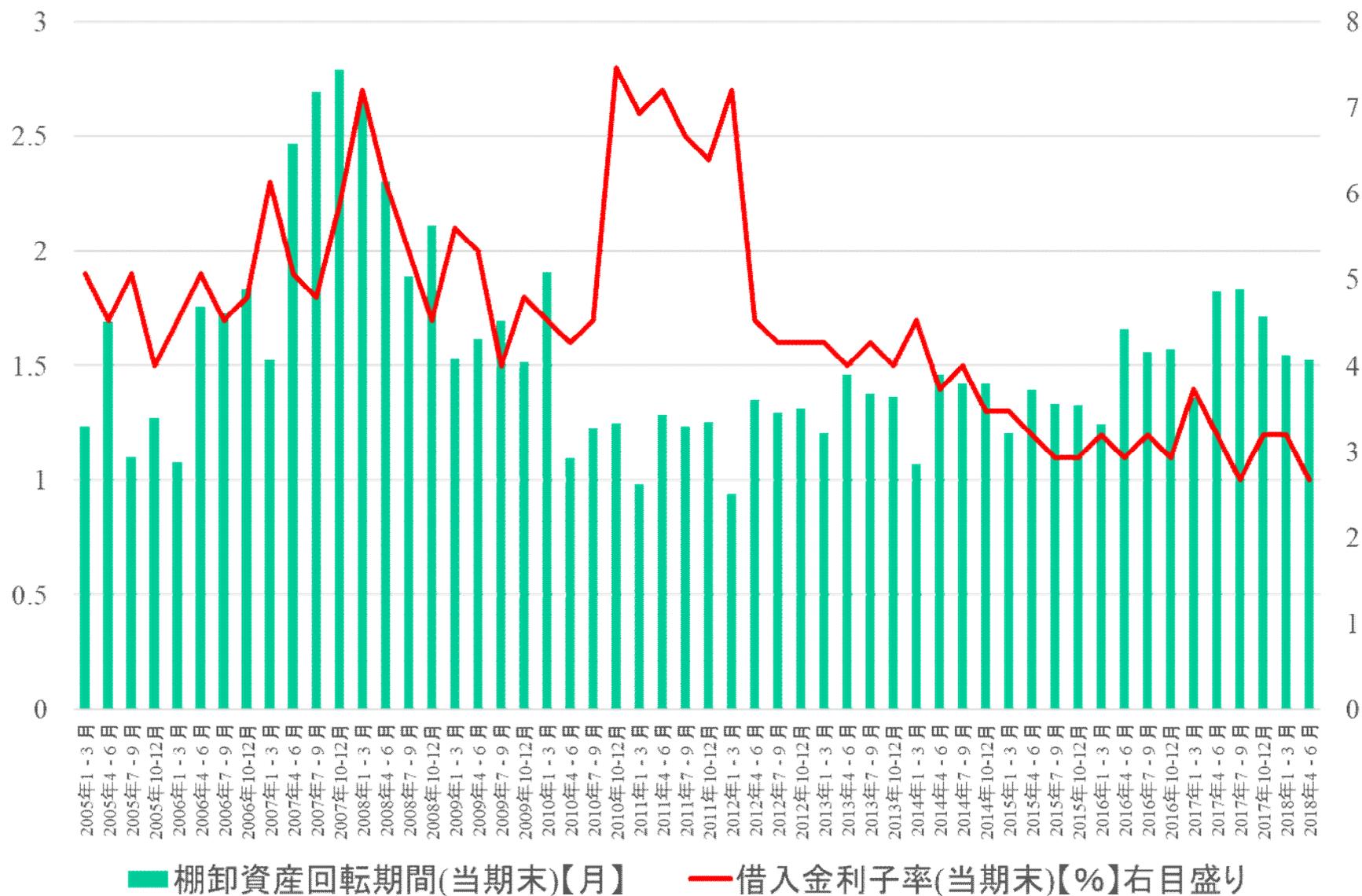
資料:財務省「法人企業統計」より作成

不動産会社の財務③:安定性



資料:財務省「法人企業統計」より作成

不動産会社の財務④：棚卸資産・資金調達金利



資料：財務省「法人企業統計」より作成

4-3. 金融市場の動き

金融市場と不動産価格②: 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

不動産・金融市場の動向、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)など

* 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%(一定期間)、確実性等価の測定計算

日本銀行の金融緩和政策

- ゼロ金利政策 (1999/2月 ~ 2000/8月)
- 量的緩和 (2001/3月 ~ 2006/3月)
 - 操作目標:金利→当預残高 ・ 長期国債オペの増額 ・ 時間軸政策の採用
- 包括緩和 (2010/10月 ~ 2013/4月)
 - 実質的なゼロ金利政策 ・ 時間軸の明確化 ・ 資産買入等の基金
- 量的・質的緩和 (2013/4月 ~) **異次元緩和**
- 追加緩和 (2014/10月 ~)
- 補完措置 (2015/12月 ~)
 - 買い入れる国債の残存期間を長期化

- **マイナス金利付き量的・質的金融緩和** (2016年1月29日 ~)
- 上場投資信託 (ETF)保有増額 (2016年7月 ~)
 - ETFの保有残高を年3.3購入を保有残高を年3.3兆円から6兆円増に拡大

- **総括検証、長短金利操作 (イールドカーブ・コントロール) 付き量的・質的金融緩和** (2016/9月 ~)
 - 量重視から金利重視へ 長期金利をゼロ%程度に誘導
- **フォワードガイダンスの導入など** (2018年9月末 ~)
 - **政策金利に関するフォワードガイダンス(将来の指針)導入**
→日銀は極めて低い金利水準を当分の間、維持することを約束
 - **現行の金融緩和策の持続性を強化**
→長期金利は経済・物価情勢である程度変動
(低金利の副作用に考慮し長期金利の上限を0.2%程度まで容認)
→ETF買い入れ、TOPIX連動型の割合増加
(金利変動容認に合わせ買い入れ手法の柔軟化を図る)

量的・質的金融緩和

目標達成への コミットメント

2%の物価安定目標を、
2年程度の期間を念頭に置いて、
できるだけ早期に
実現することについて、
日本銀行が明確に約束。

具体的な行動

①「量」の拡大

年間約60～70兆円のペースで
マネタリーベース^(注)を増加
(主な手段＝長期国債の買入れ)

②「質」の変化

リスクのより大きな資産を購入
・満期の長い長期国債
・ETFとJ-REIT

(注) 貨幣・銀行券の流通量＋日銀当座預金(金融機関の日銀への預金)

2014年10月の追加緩和で年間80兆円に拡大

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

マイナス金利付き量的・質的金融緩和(2016年1月29日～)

- ◆ 「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入
- ◆ 民間金融機関が日銀当座預金に預けた資金に対して支払う金利(付利)をマイナス0.1%に引き下げ、今後、必要ならさらに金利を引き下げる
- ◆ 日銀当座預金を3段階に分割し、それぞれプラス・ゼロ・マイナス金利を適用する
- ◆ マネタリーベースを年80兆円増加させる金融市場調節方針を維持
- ◆ ETFやREITなどの資産買い入れ額を維持

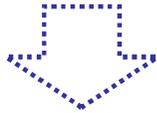
(注)2016年4月16日以降のマイナス金利の適用ルール

金融機関が日銀に預ける当座預金のうち10兆～30兆円程度にマイナス金利対象をとどめ、金融機関の収益への悪影響を抑えるようにした。3カ月おきにルールを見直すが、原則としてマイナス金利の対象は10兆～30兆円程度とする考え。

当座預金の残高は現在270兆円程度で、マイナス金利の対象額はこの1割前後にとどまる。政策金利が年マイナス0.1%で続く場合、金融機関全体の負担額は年換算で100億～300億円程度となる。当座預金の約210兆円分はこれまで通り年プラス0.1%の金利を付ける。日銀の大量の資金供給に伴い増えていく分などは年0%とするように調整する。

フォワードガイダンスの導入など(2018年7月31日)

2%の物価上昇達成ならず 達成は2021年度以降に



2%の物価目標実現へ強力な緩和を継続

○政策金利に関する**フォワードガイダンス**(将来の指針)導入

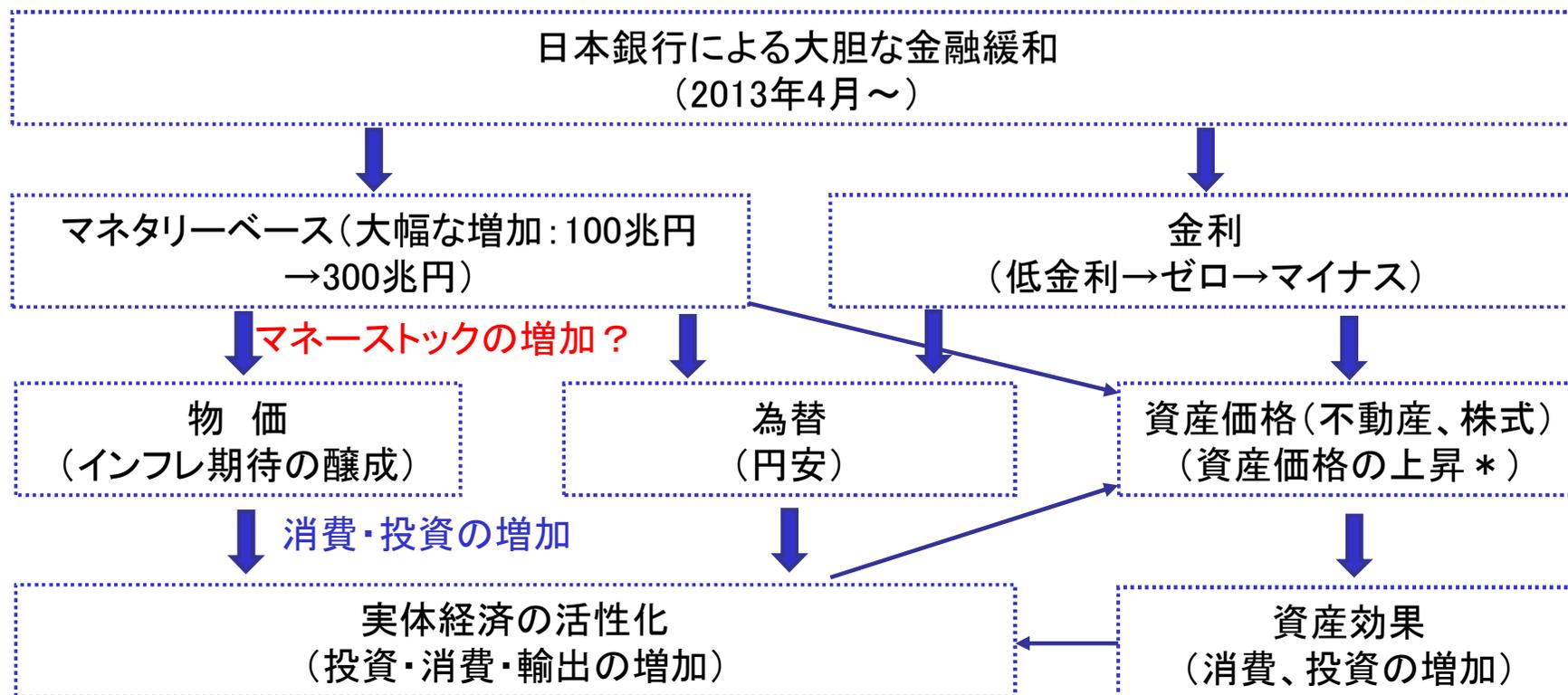
→日銀は極めて低い金利水準を当分の間、維持することを約束

○現行の金融緩和策の持続性を強化

→長期金利は経済・物価情勢である程度変動
(低金利の副作用に考慮し長期金利の上限を0.2%程度まで容認)

→ETF買い入れ、TOPIX連動型の割合増加
(金利変動容認に合わせ買い入れ手法の柔軟化を図る)

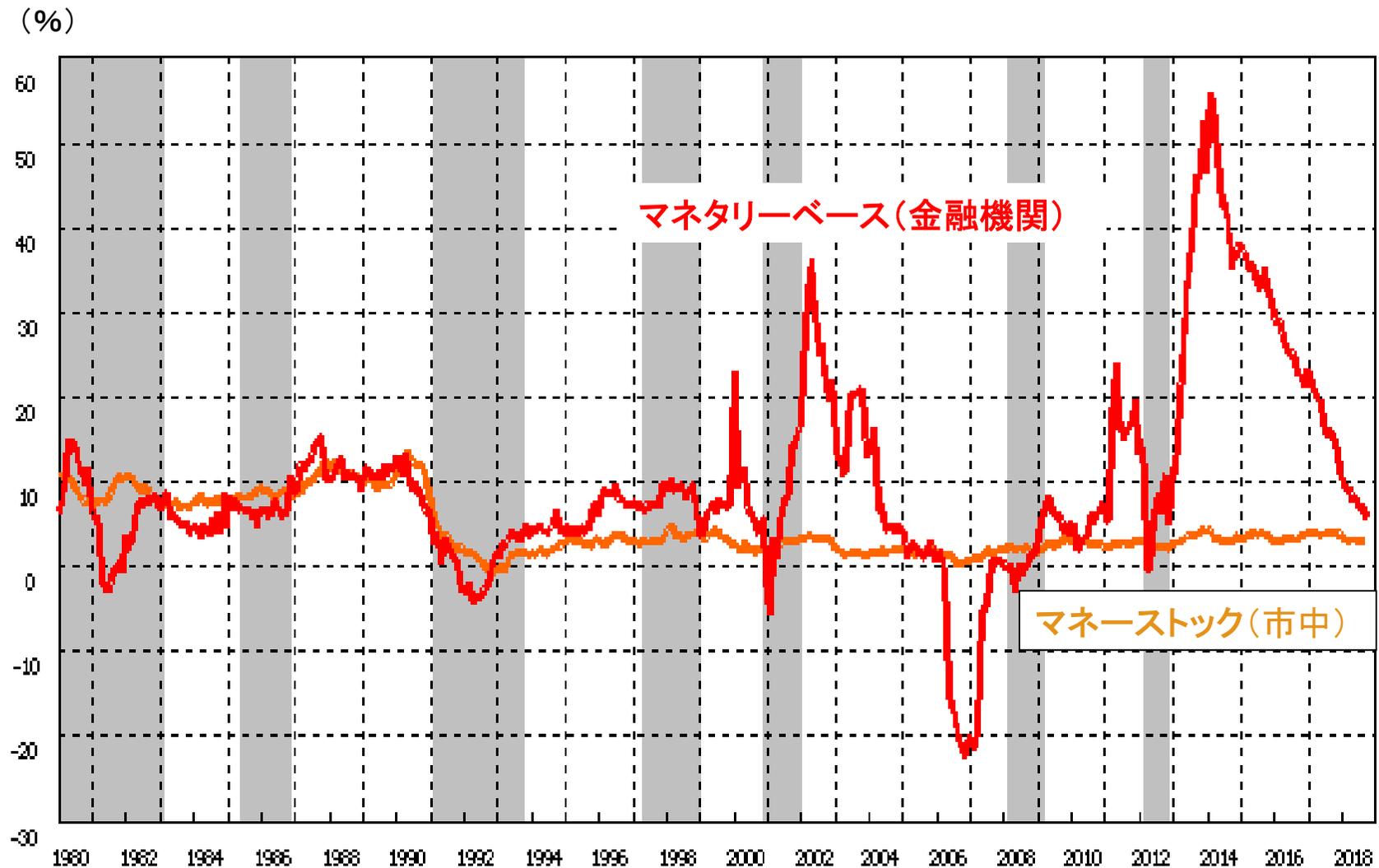
金融緩和の波及プロセス



- ＜日本経済の懸案事項＞
- ・米国の金利引き上げ
発展途上国からの資金流出など
 - ・中国経済の減速
 - ・欧州の金融危機再燃、金融緩和脱却
 - ・財政負担の増大(→金利上昇圧力)

- ＜資産価格の上昇＞
- ・大都市圏での不動産価格の上昇(二極化)
 - ・マンション: 過去のバブル期並みの価格上昇
 - ・投資用物件: キャップレート(取引利回り)の低下とキャッシュフロー(賃料上昇、空室率低下など)の改善

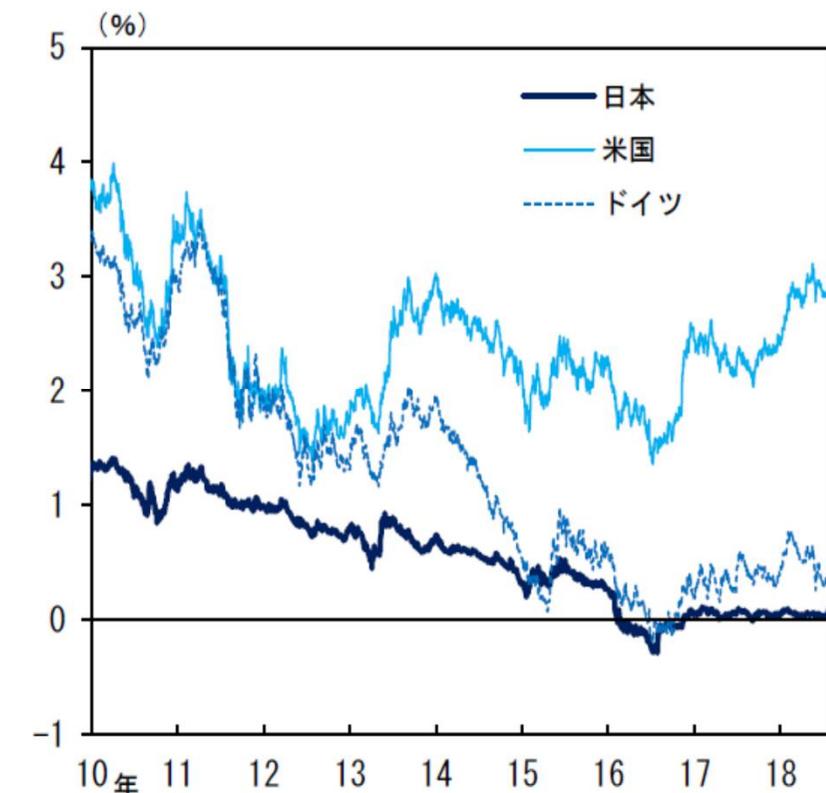
流通する通貨量の推移(対前年比)



資料: 日本銀行統計より作成

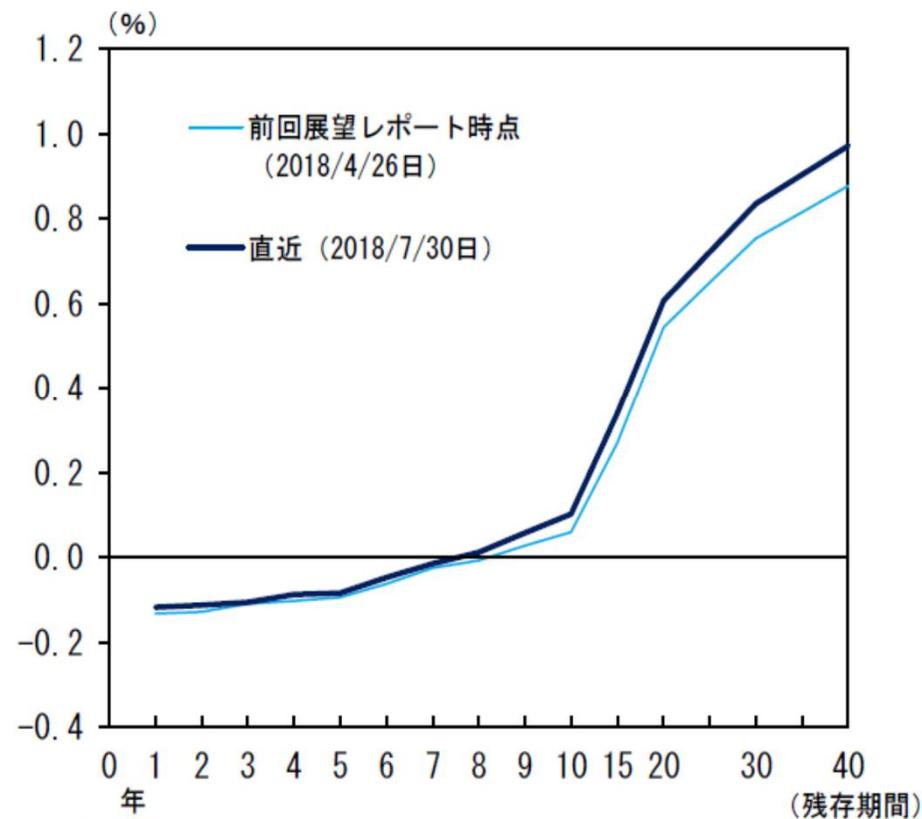
金利の推移

主要国の長期金利（10年物国債）



(出所) Bloomberg

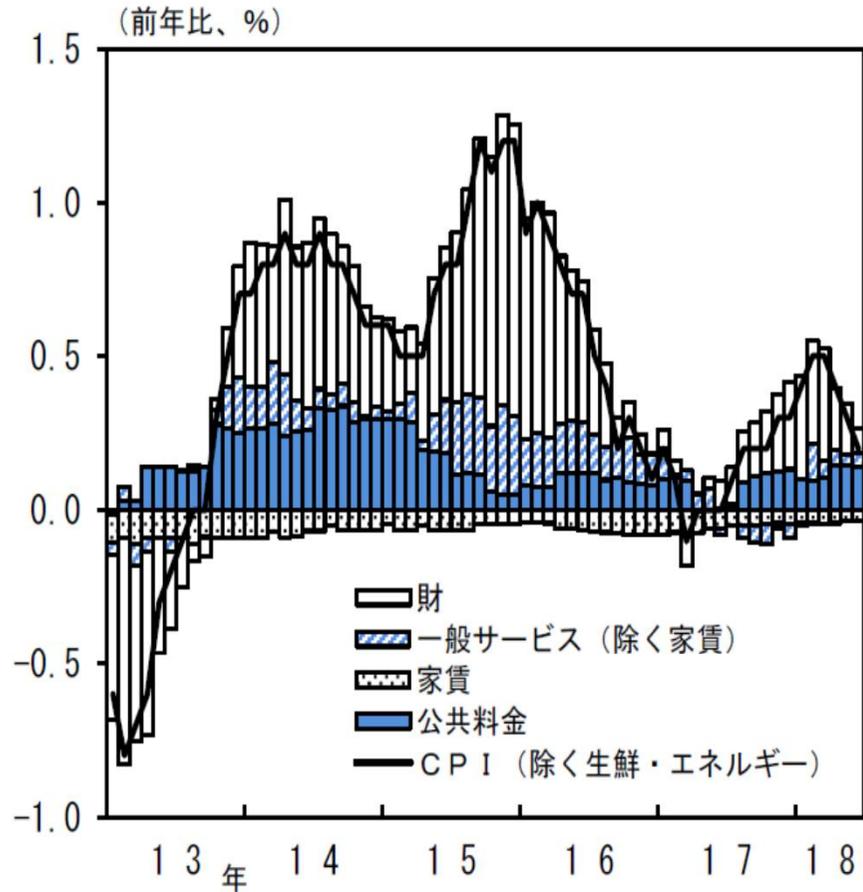
イールドカーブ



(出所) Bloomberg

物価の動き

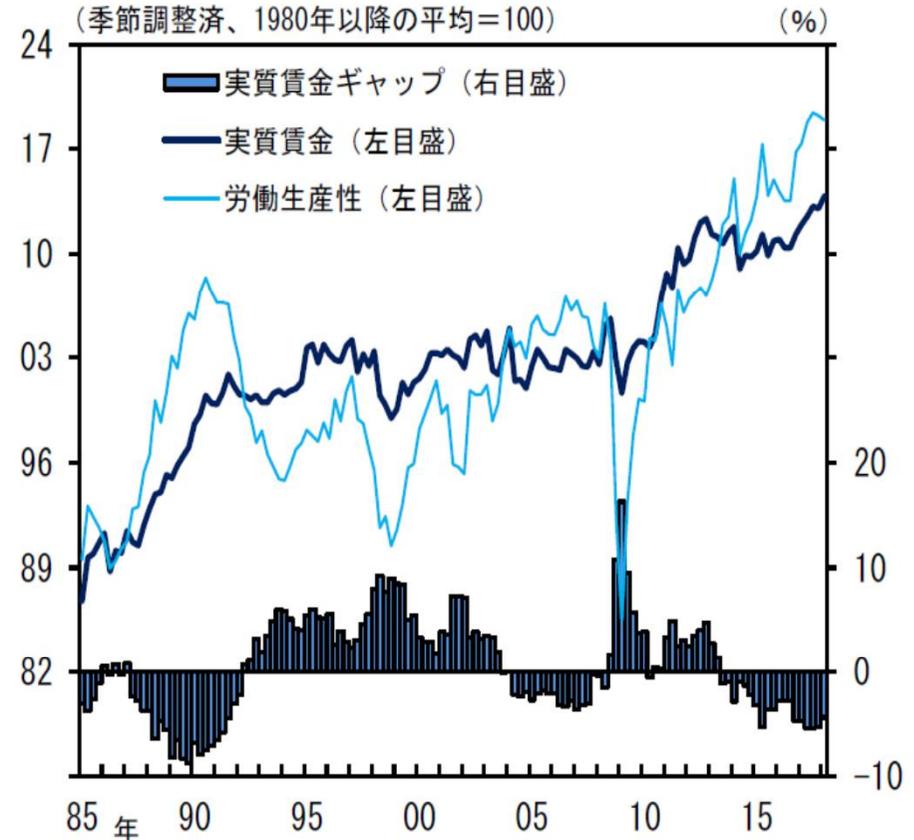
CPI (除く生鮮・エネルギー)



(出所) 総務省

- (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
 2. CPIは、消費税調整済み。

実質賃金ギャップ



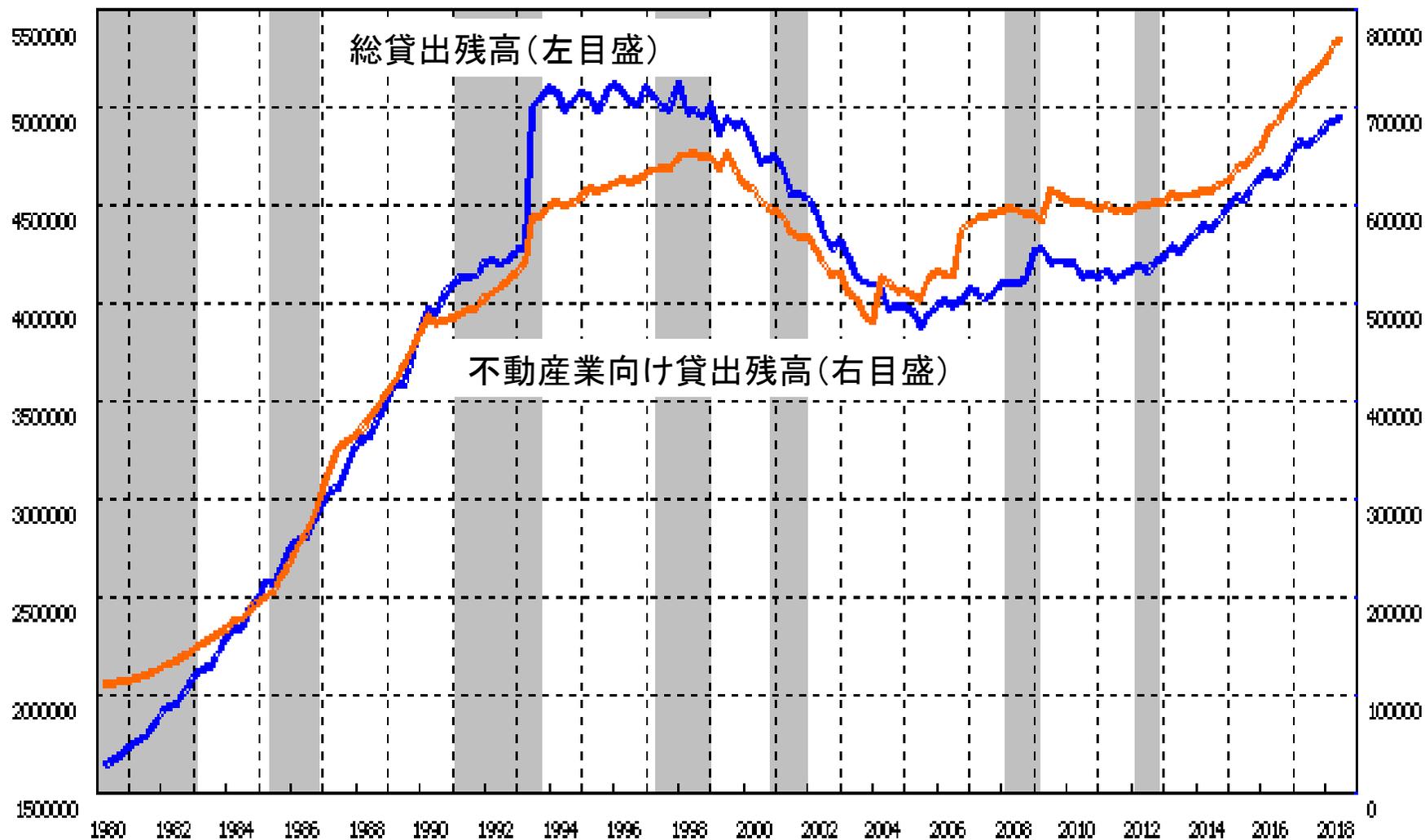
(出所) 財務省、内閣府

- E) 1. 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。
 2. 実質賃金 = 人件費 ÷ 人員数 ÷ GDPデフレーター
 3. 労働生産性 = (営業利益 + 人件費 + 減価償却費) ÷ 人員数 ÷ GDPデフレーター
 4. 人件費等は、法人季報ベース (金融業、保険業を除く)。

出所: 日本銀行統計より抜粋

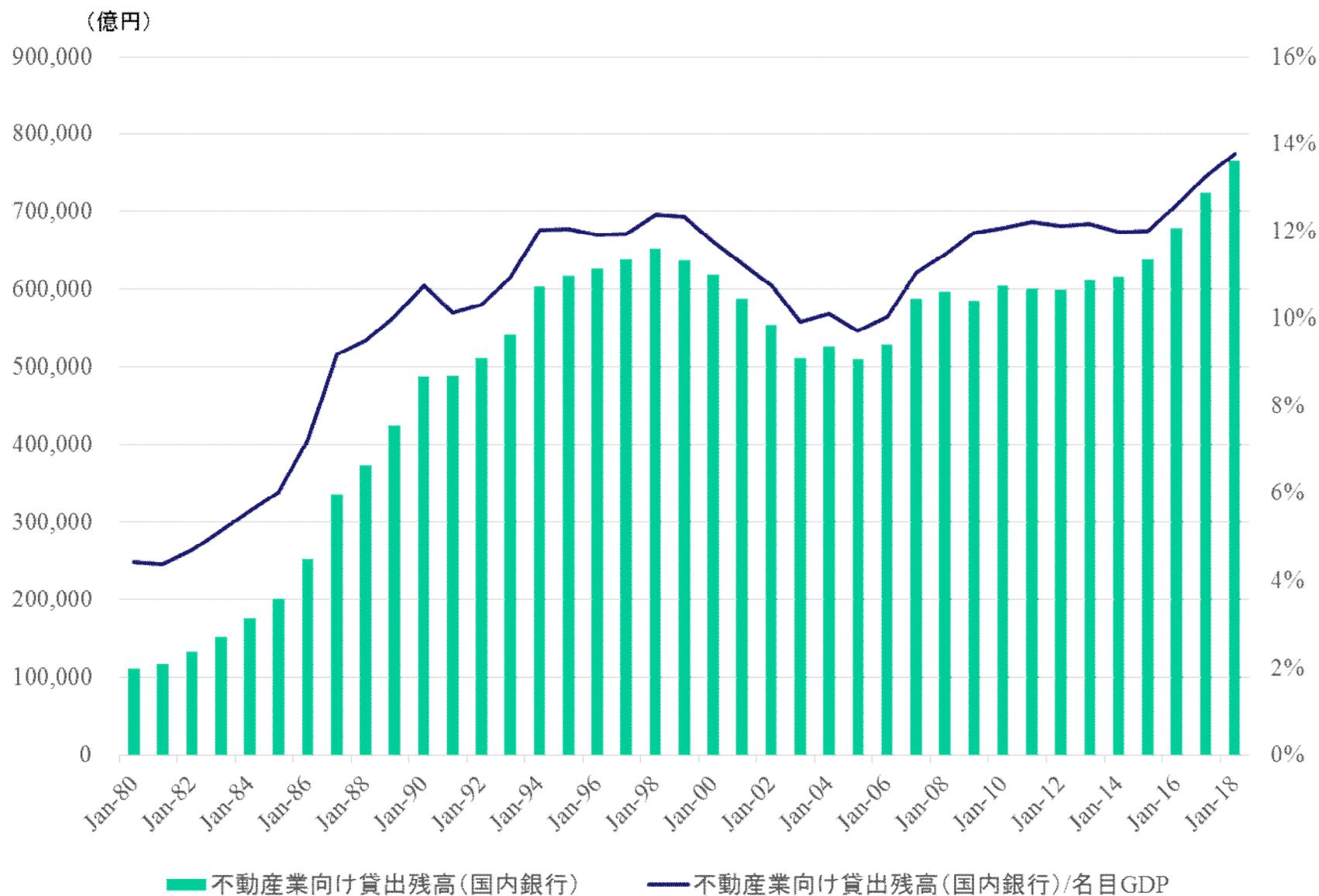
銀行の不動産業向け貸出残高の推移

(単位: 億円)



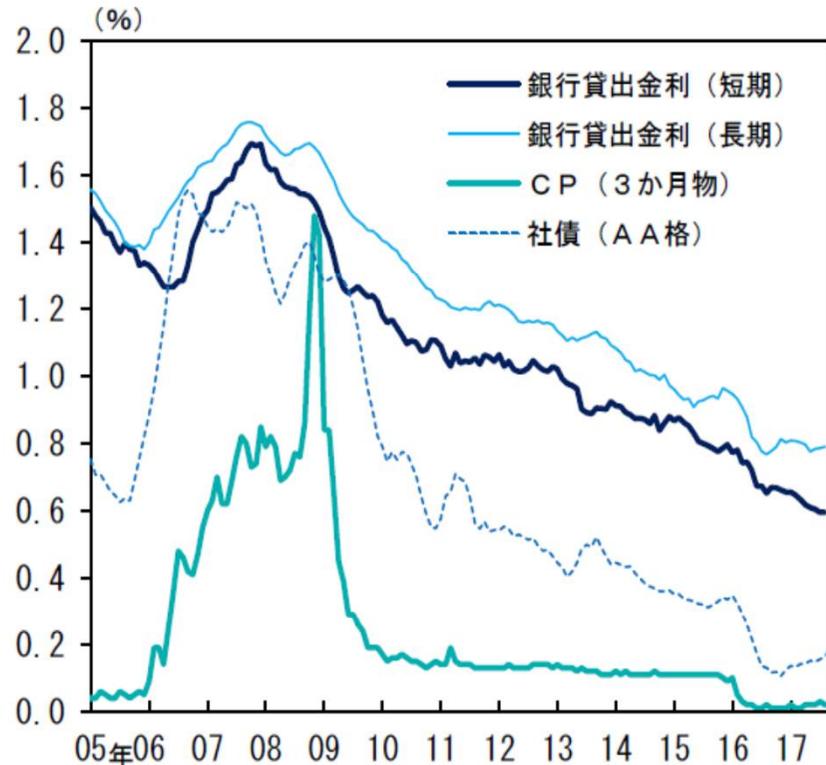
資料: 日本銀行統計より作成

銀行の不動産業向け貸出額と対GDP比率の推移



銀行の貸出金利など

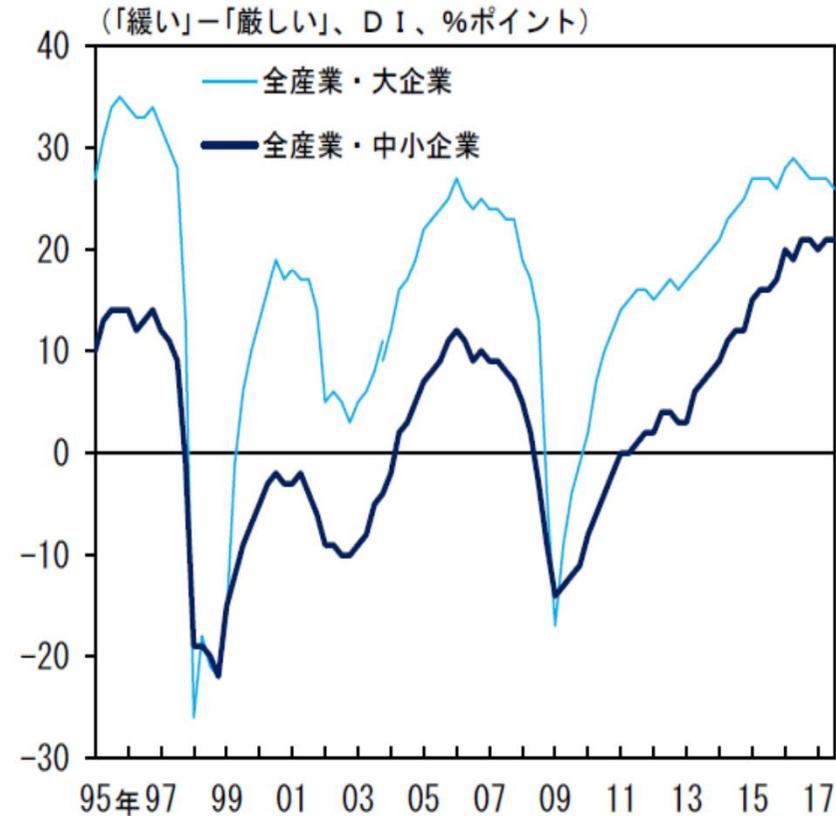
貸出金利とCP・社債発行利回り



(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg

- (注) 1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
 2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
 3. 銀行貸出金利、社債発行利回りは、後方6か月移動平均。

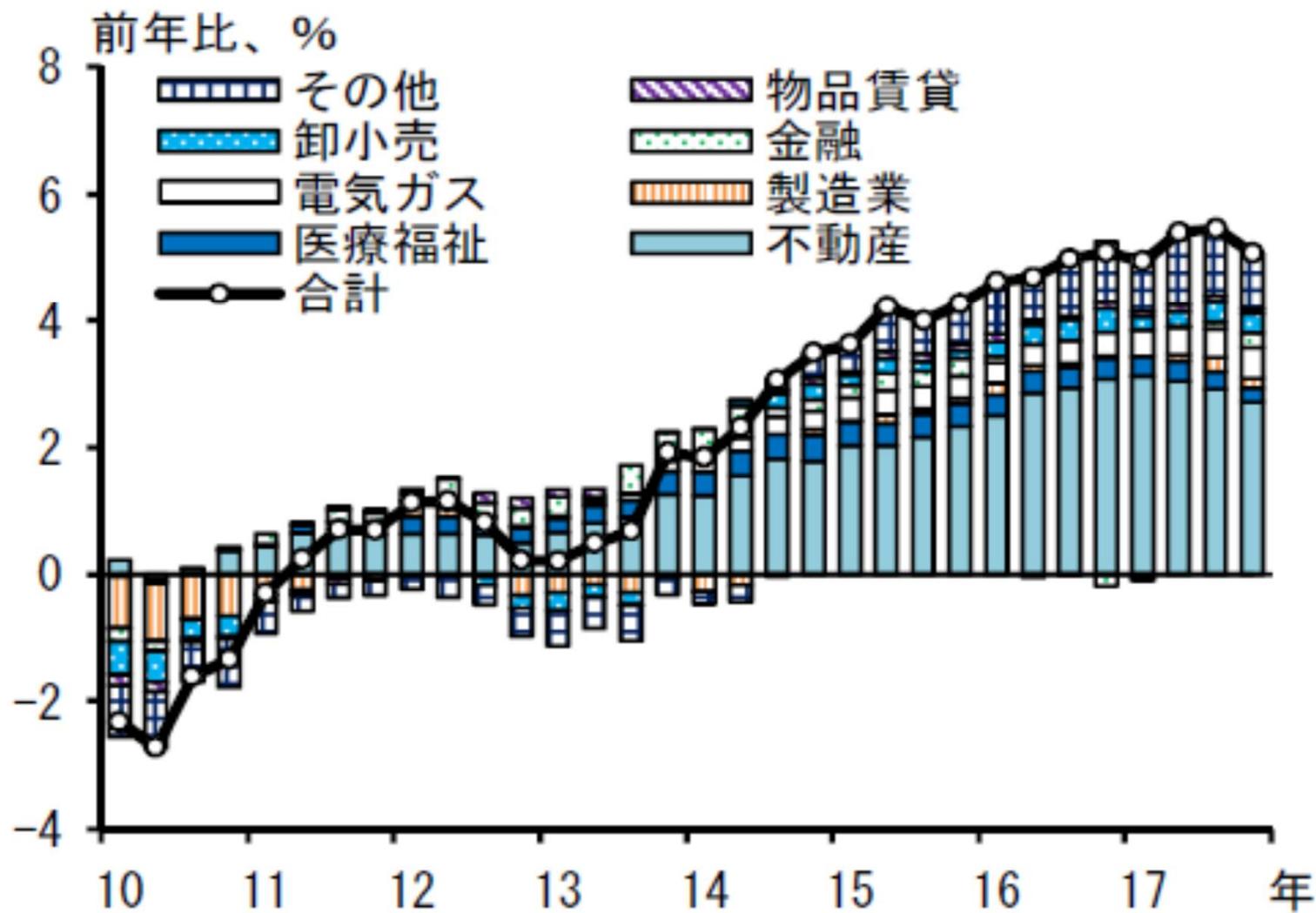
企業からみた金融機関の貸出態度



(出所) 日本銀行

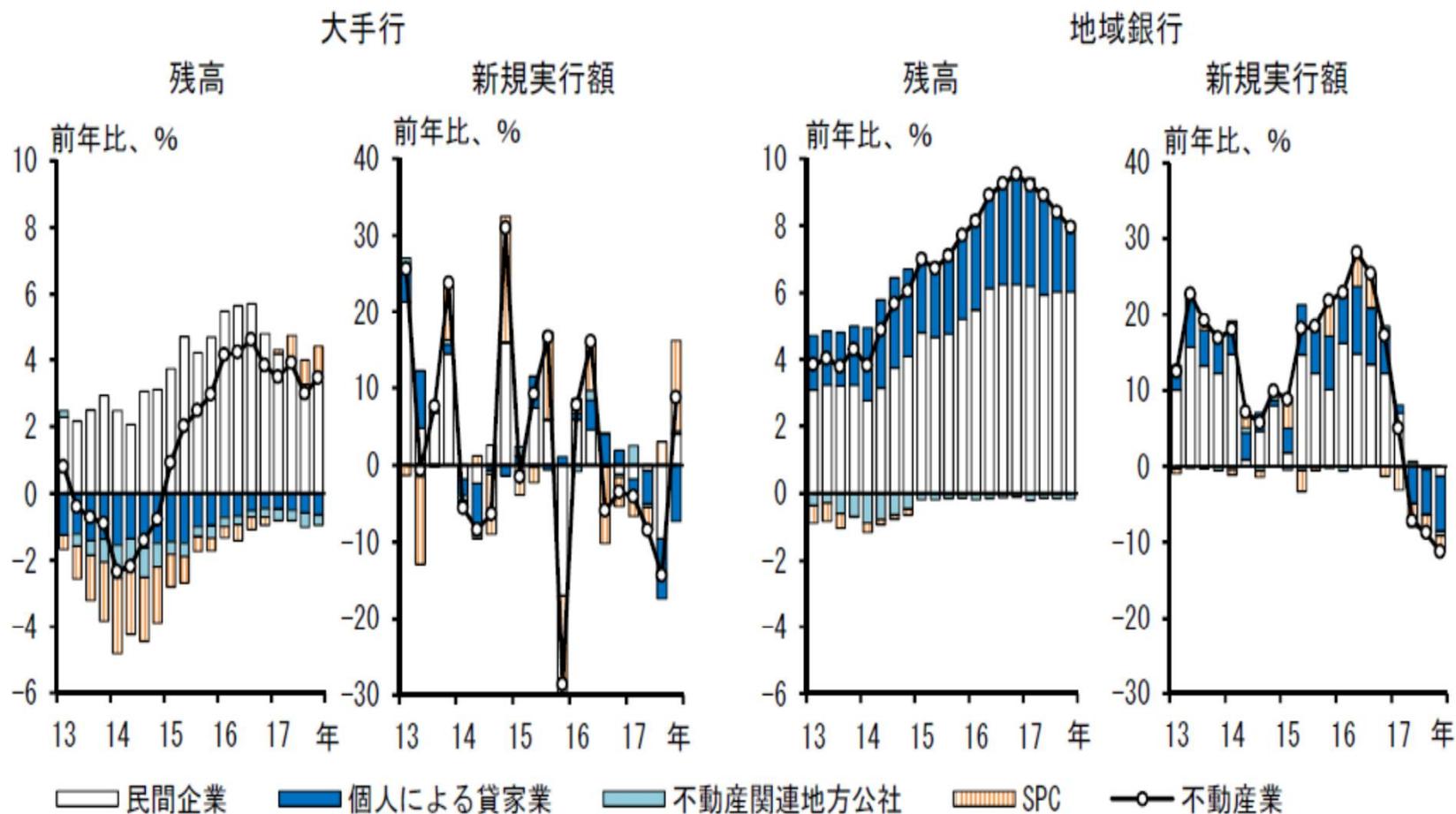
- (注) 短観の金融機関の貸出態度判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

地域金融銀行の中小企業向け業種別貸出(寄与度分解)



出所：日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

金融機関の不動産業向け貸出残高の推移(業態別)

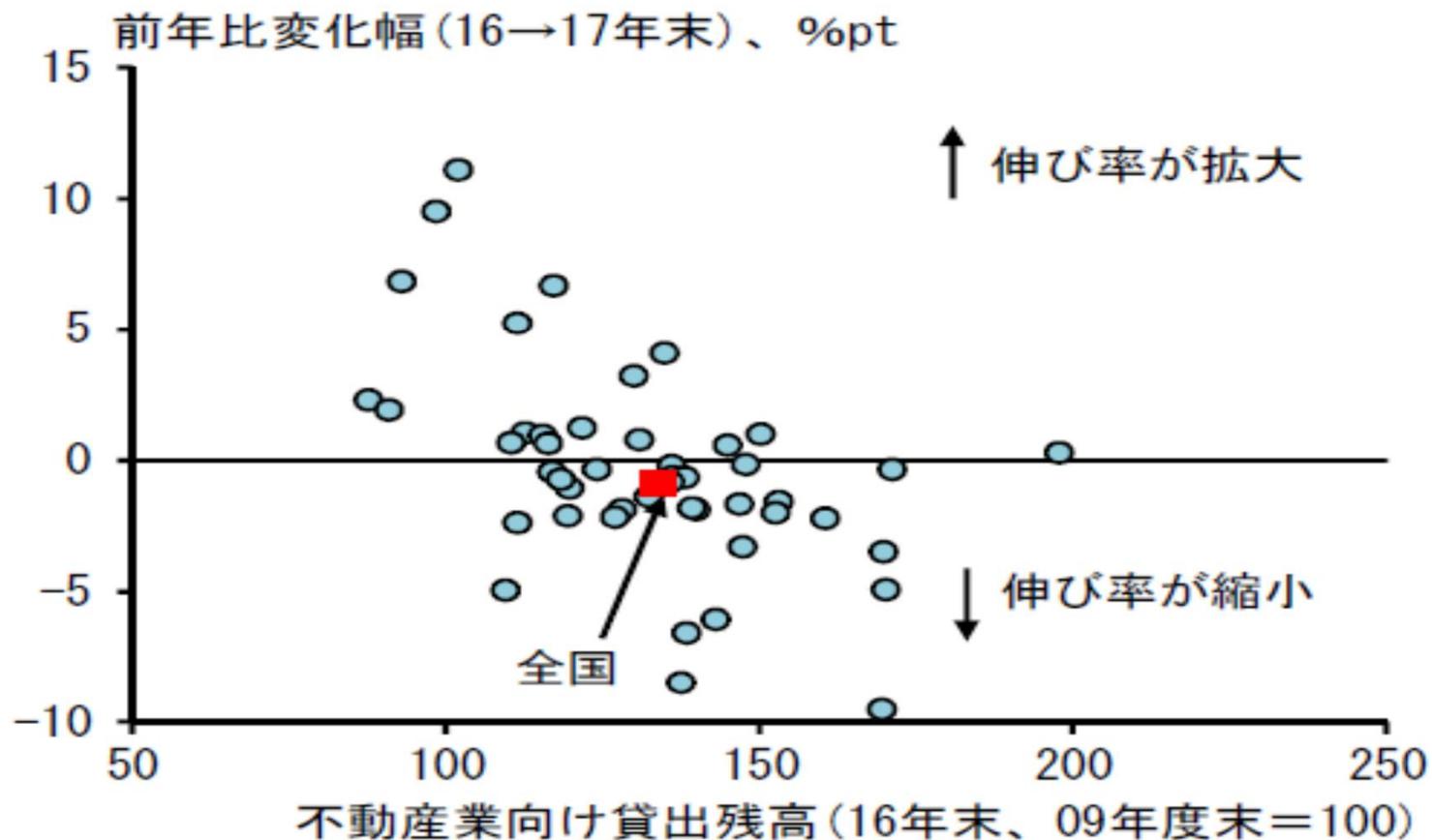


(注) 直近は、「残高」が2017年12月末、「新規実行額」が2017年10~12月。

(資料) 日本銀行

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

地域金融機関の都道府県別不動産業向け貸出残高の変化

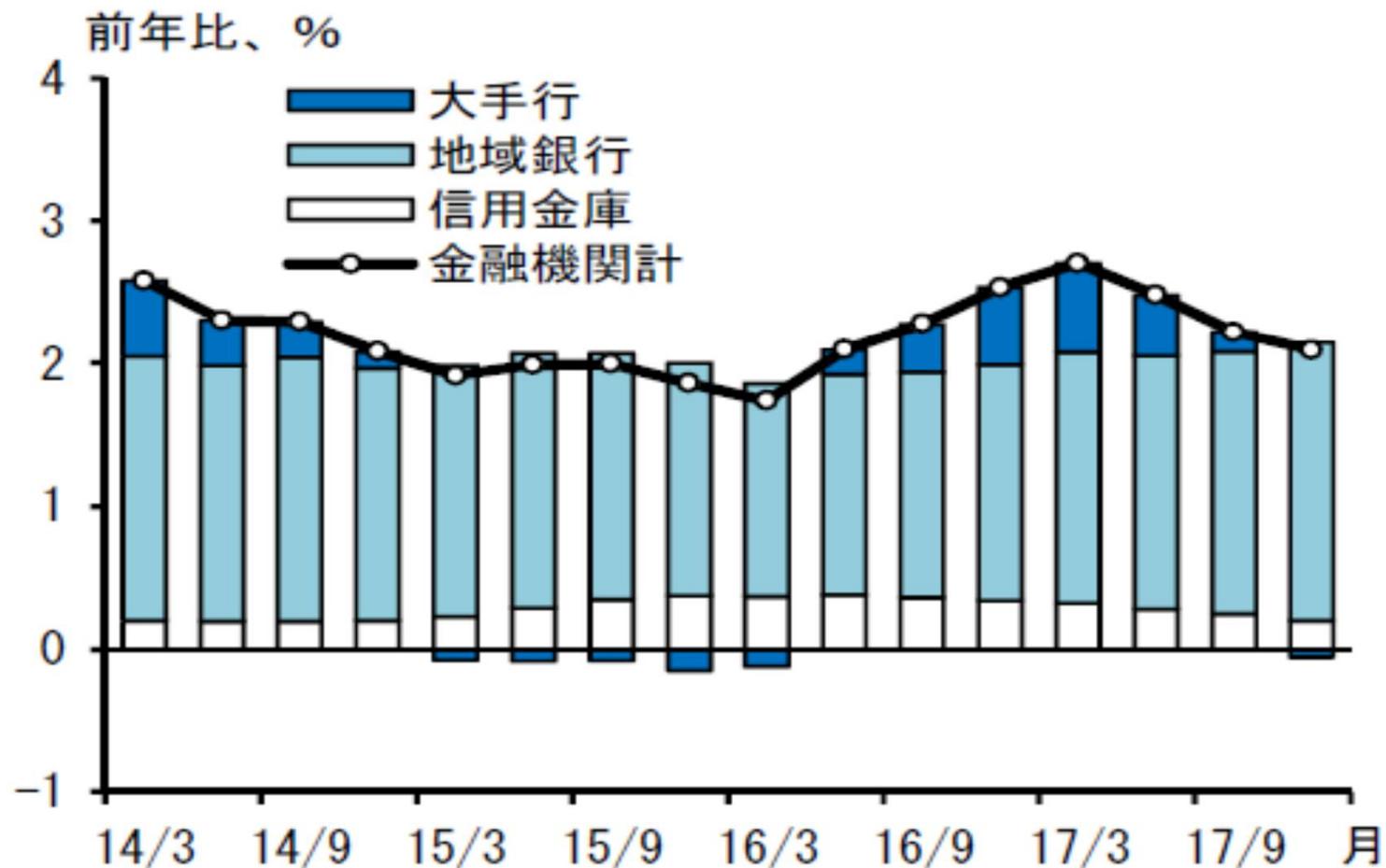


(注) 横軸は、2009年度末対比でみた2016年末の不動産業向け貸出残高。

(資料) 日本銀行

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

金融機関の住宅ローン残高の推移



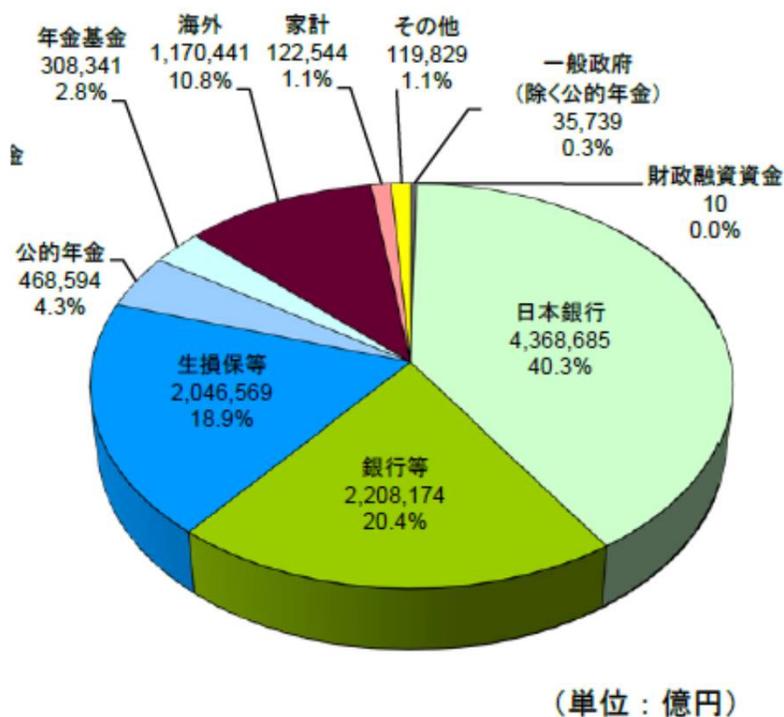
(注) 直近は2017年12月末。

(資料) 日本銀行

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

金融面のリスク: 国債の保有残高

国債及び国庫短期証券(T-Bill)
合計 1,084兆8,926億円

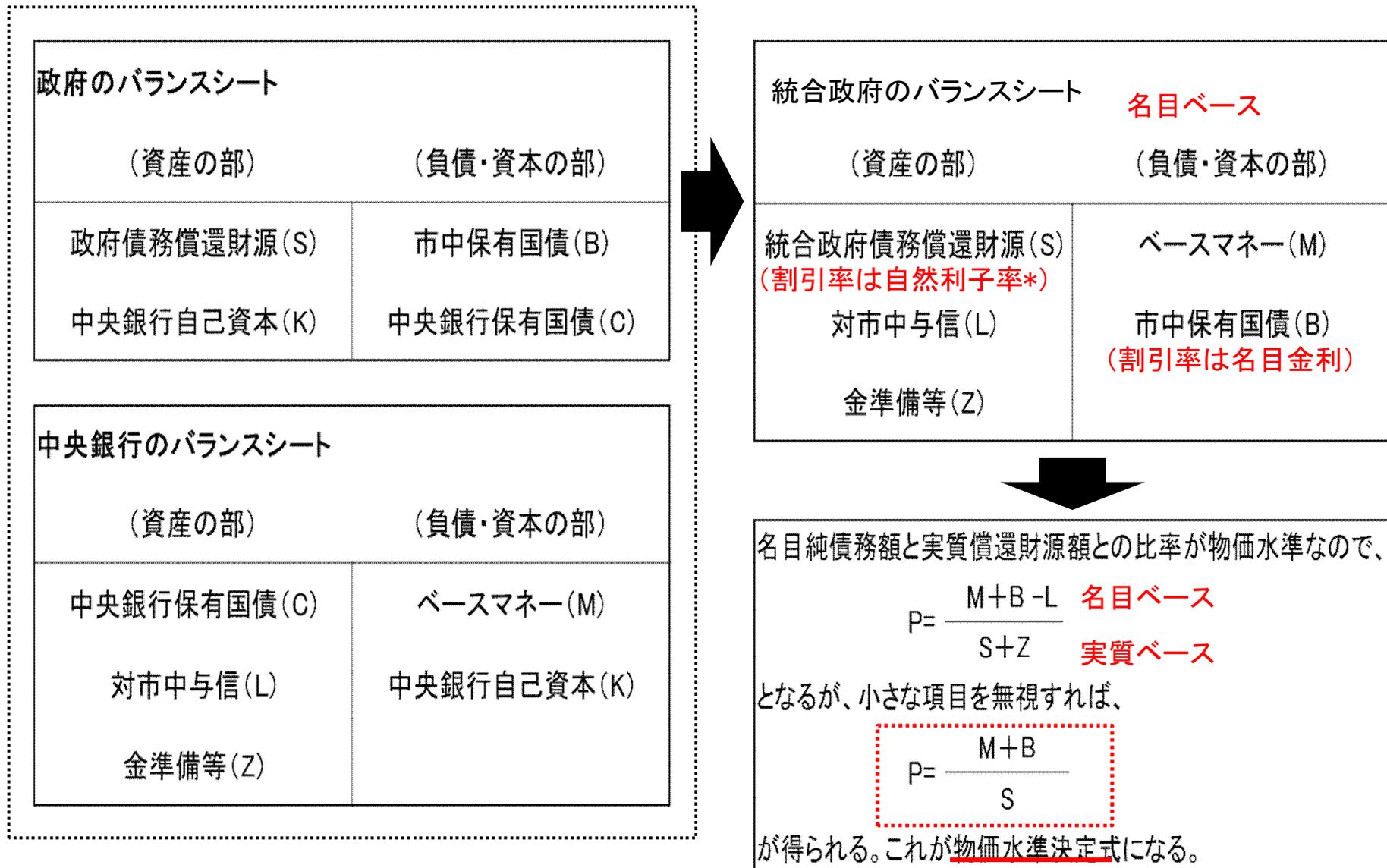


日本銀行が保有する国債の残高(2017年11月10日現在)



資料: 日本銀行統計より作成

FTPL (Fiscal Theory of the Price Level) の基本構造



*自然利子率：景気に中立的な実質利子率、潜在的成長利率と類似

リーマン後10年の次の危機

——次の危機の芽はなんですか。

貿易戦争がエスカレートするのを心配している。米トランプ政権が自動車や関連部品の輸入に多大な関税を課したら大変なことになる。貿易関税が上がればインフレ要因となり、米財政も拡張気味だからFRBはさらに金利を上げるだろう。

それらのショックが為替の混乱や株価の下落を通じて金融システムに及ぶ可能性がある。いわば相乗効果の危機だ。実際に米国の利上げの影響もあって、一部の新興国では資本流出が起きかけている。

——日本の財政は持続可能ですか。

かなり危ない。財政破綻に備えたコンティンジェンシープラン(緊急時の対応計画)を作り、国民の合意を取り付けるべきだ。プランは支出カット、増収増、インフレによる国債減価という3つの政策をどのような割合で発動するかがポイントになる。

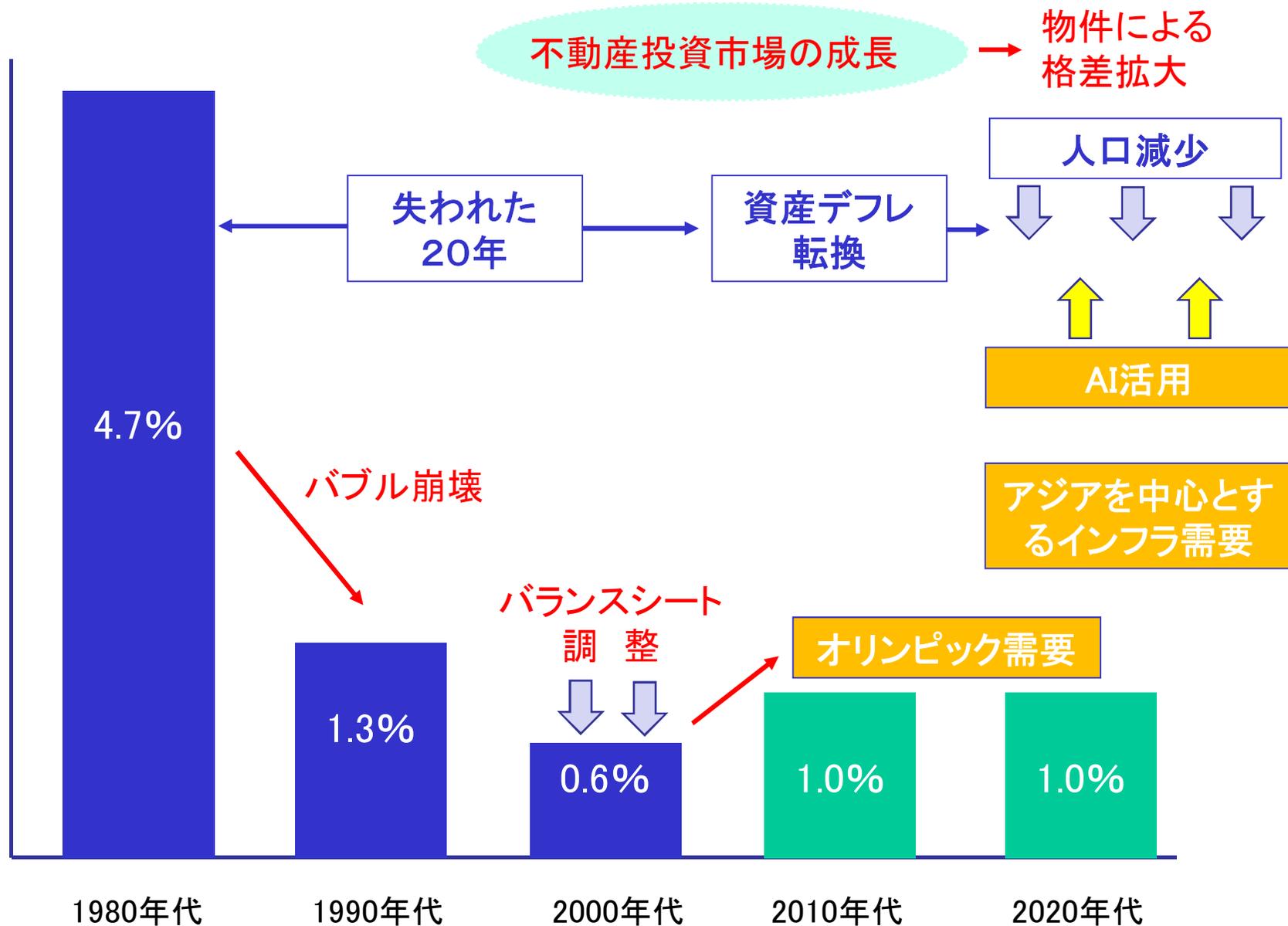
やがて外国人が大量に国債を買う時がくる。日本の貯蓄率がどんどん下がり、自国だけでは債務の償還や借り換えが間に合わなくなるからだ。外国人は低金利では国債を買わない。そこで金利の急上昇を引き金として財政危機がやってくる。低金利や高い貯蓄率がいつまでも続くとは考えない方がいい。



米プリンストン大
清滝信宏教授

4-4. 日本経済のファンダメンタル

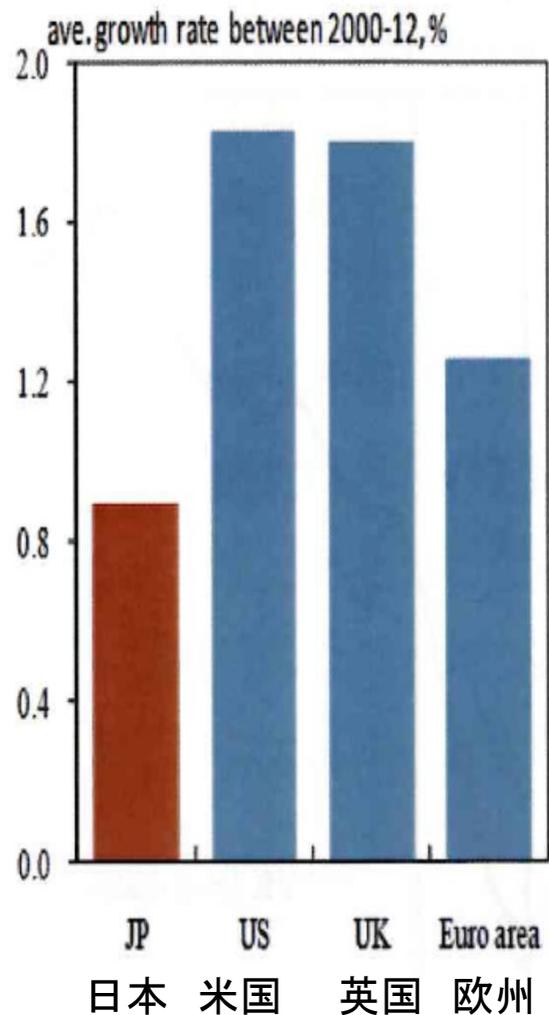
日本の実質GDP年平均成長率のイメージ



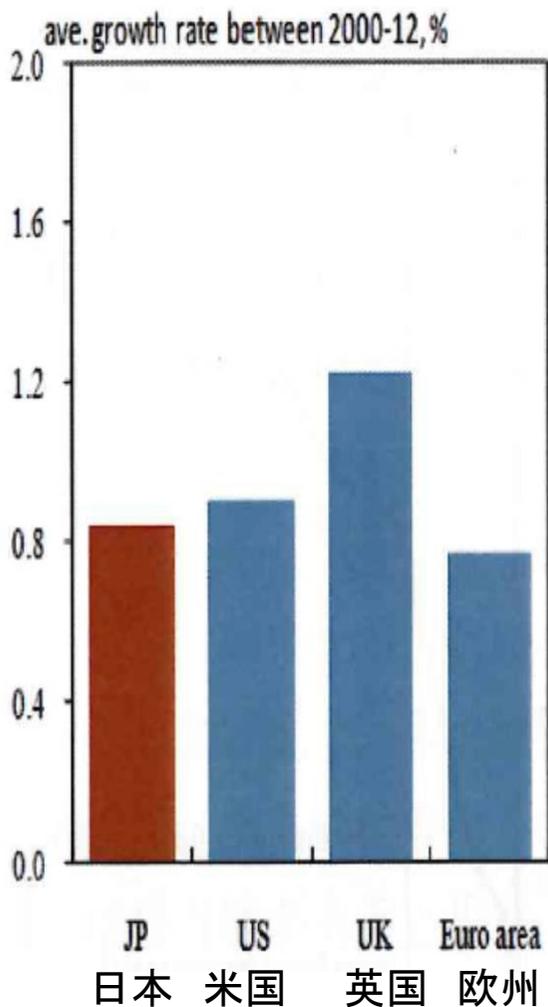
資料:みずほ総合研究資料を基に加筆して作成

人口成長と経済成長①: 経済成長率(国際比較、2000年以降)

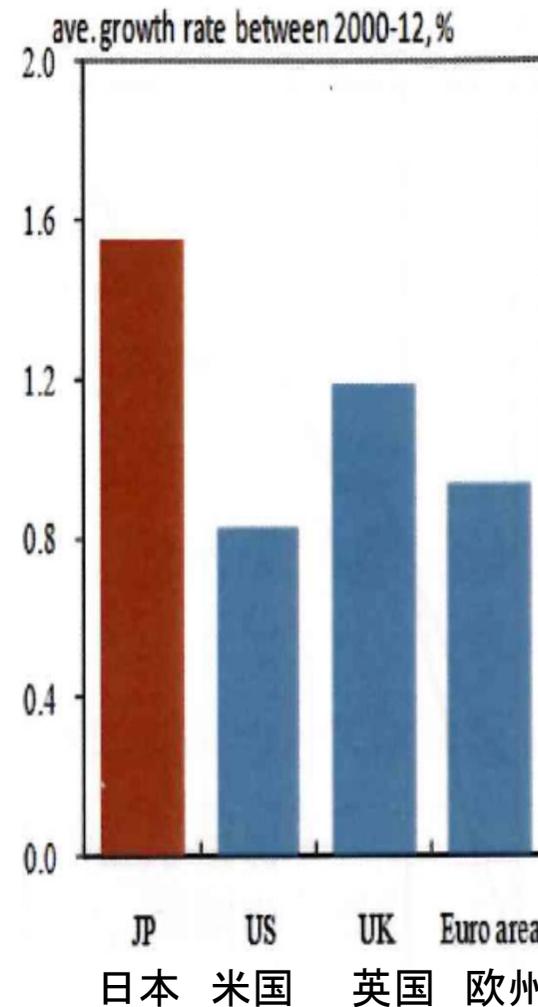
実質GDP



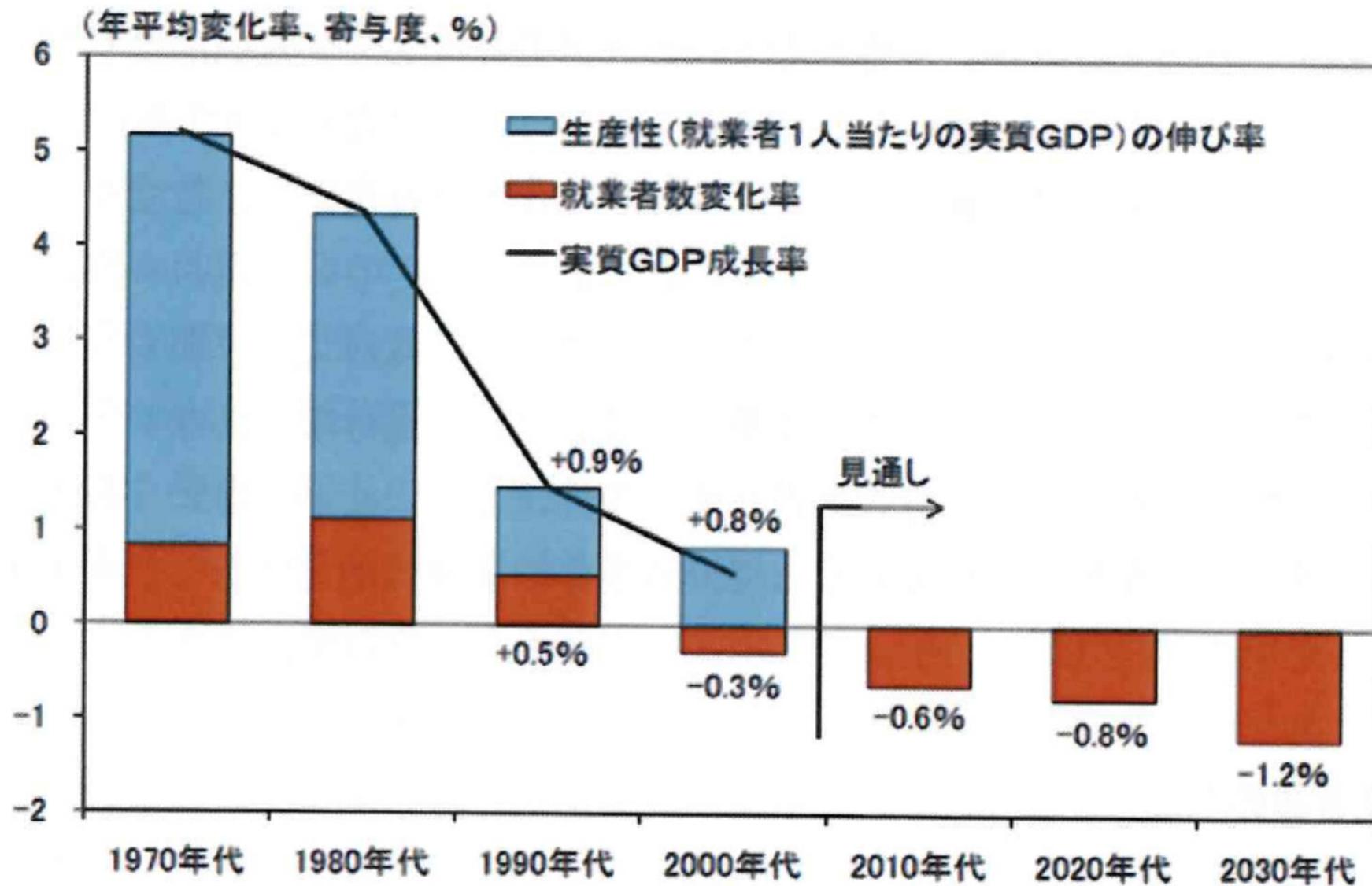
国民1人当り実質GDP



生産者人口1人当り 実質GDP



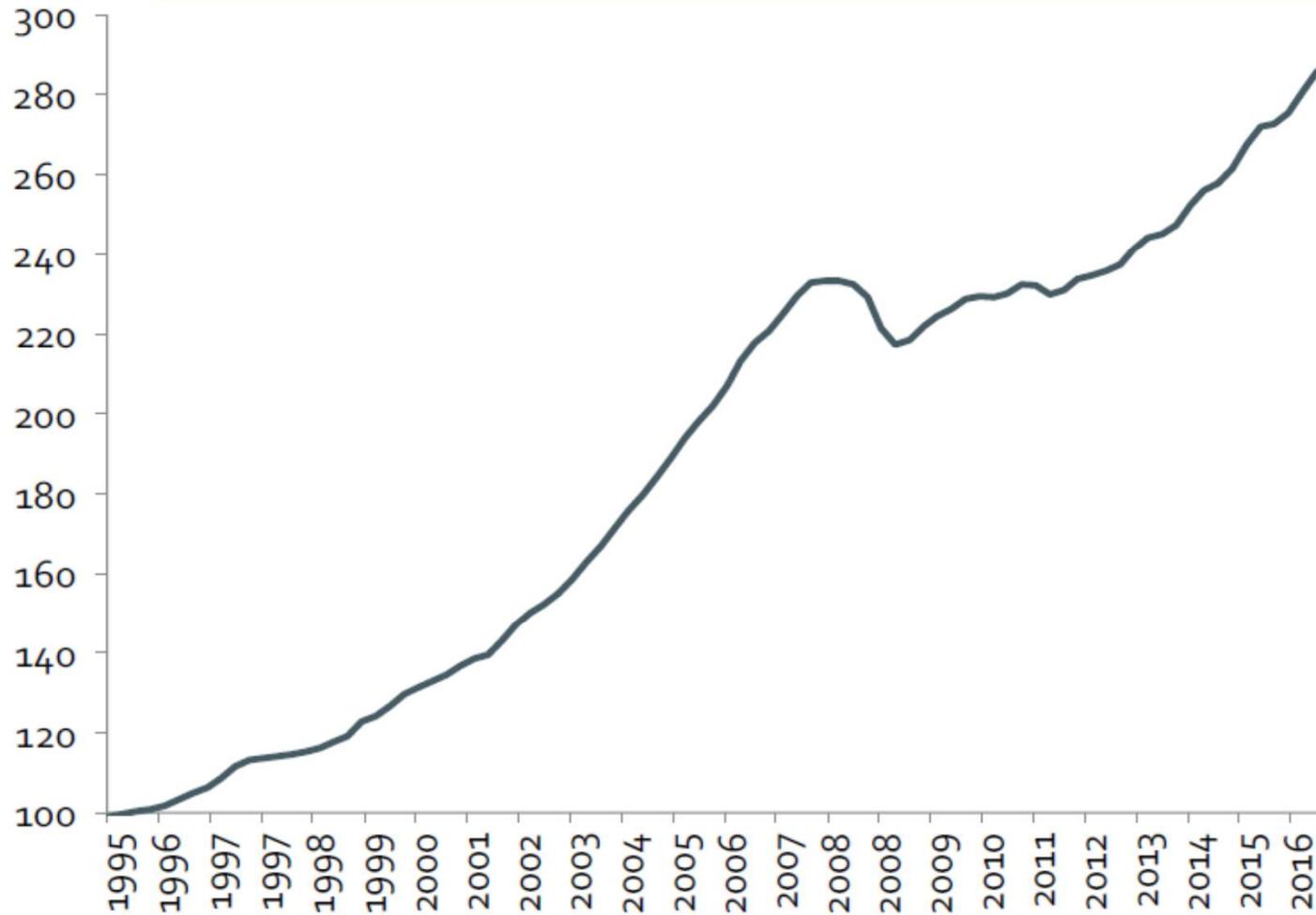
人口成長と経済成長②: 就業者数と労働生産性への分解



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。 74

世界の不動産価格(住宅)の中期推移

世界の不動産価格 (主要国平均、1995=100)

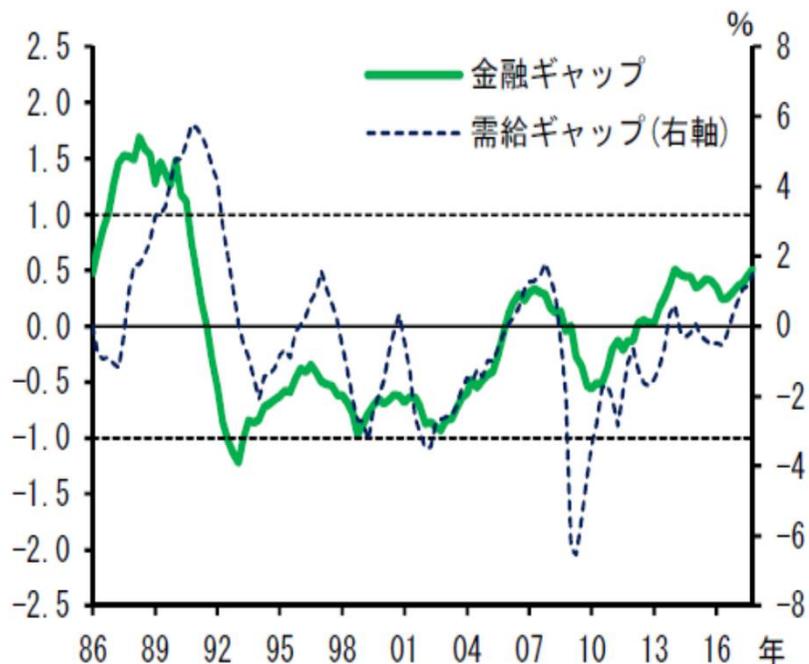


出所：BIS

4-5. 不動産市況の変化を見るための指標

日本銀行 金融活動循環のヒートマップ②

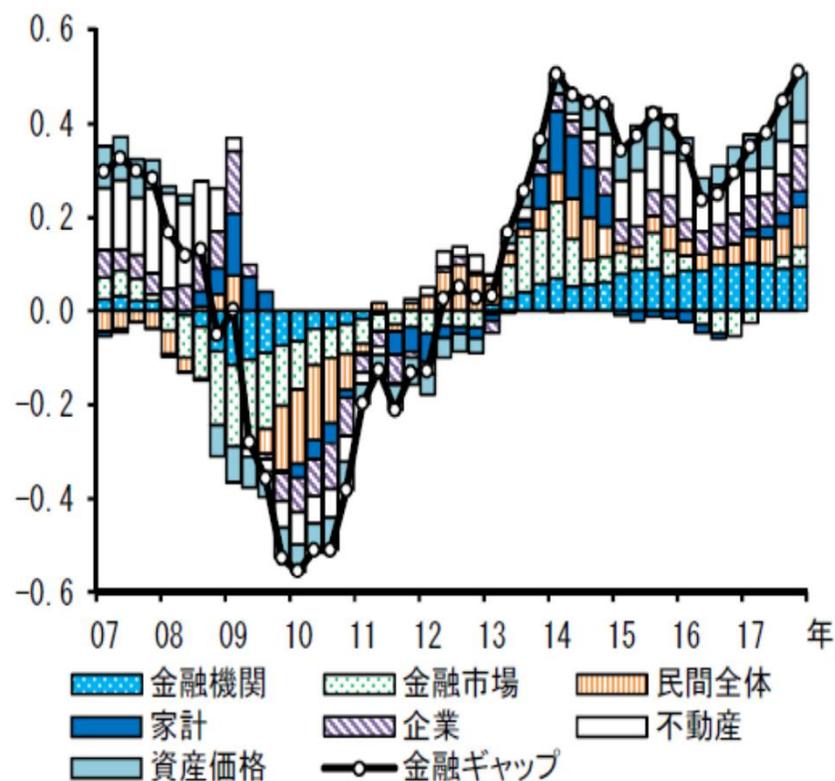
金融ギャップと需給ギャップ



(注) 直近は 2017 年 10~12 月。

(資料) 日本銀行

金融ギャップの寄与度分解



(注) 1. 寄与度分解は図表Ⅲ-5-1 の 7 区分に基づく。

2. 直近は 2017 年 10~12 月。

出所: 日本銀行「金融システムレポート」(2018年4月)より抜粋

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	株価、先物、オプション、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

《 主要参考文献 》

(一社)不動産証券化協会編著、田辺信之監修「入門不動産証券化ビジネス」(日経BP社、2014年4月)

(一社)不動産証券化協会「ARESマスター テキスト」(2016年)

(一社)不動産証券化協会「不動産証券化ハンドブック」(2016年)

(一社)不動産証券化協会「不動産投資運用業のコンプライアンス」(2016年)

田村幸太郎編著「不動産ビジネスのための金融商品取引法入門」(ビーエムジェー、2006年11月)

内藤伸浩「アセット・ファイナンス」(ダイヤモンド社、2003年6月)

松村徹外「不動産証券化入門」(シグマベイスキャピタル、1999年8月)

松村徹外ニッセイ基礎研究所「不動産ビジネスはますます面白くなる」(日経BP社、2013年8月)

田辺信之「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス 第3版」(日経BP社、2011年12月)

田辺信之「不動産投資市場再生のシナリオ」(住宅新報社、2009年12月)

田辺信之著、田中俊平監修「基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法」(日経BP社、2008年4月)

田辺信之「図解不動産業 不動産証券化入門」(住宅新報社、2006年4月)

田辺信之「不動産投資のイノベーション」(ダイヤモンド社、2000年3月)

田辺信之「豊かな人生を築くための不動産との付き合い方」(日経BP社、2015年3月)

(五十音順)

- ・ 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。