

# イギリスのEU離脱と日本の不動産市場

## ～ 潮目はかわるか ～

講師：一般財団法人 日本不動産研究所 研究部  
不動産エコノミスト 吉野 薫 氏

### 〔講演要旨〕

(文責：公益財団法人 日本住宅総合センター 住宅不動産セミナー事務局)

今回、客観的、中立的立場から不動産市場の先行きを考察して行く。

本日のテーマはイギリスのEU離脱に関する影響であるが、イギリスのEU離脱はBrexit（ブレグジット）と表現され、以後この言葉を使う。

### 〔本講演の問題意識〕

今回のBrexitの問題が日本の不動産市場に与える影響について、定量的把握は困難だが、定性的な様々な状況証拠を基に見解を述べて行く。基本的認識として、今回のBrexitの問題がネガティブ要因であったことに疑いがない。一部で、Brexitの問題が日本の不動産市場の安定性の評価に繋がり、日本の不動産市況を押し上げるとする説が見られるが、それには賛同できない。一方、このネガティブな事柄が、日本の不動産市場に対し、どの程度の強さで、あるいはどの程度の時間軸で影響を及ぼすかについて考察して行く。

先に結論を申し上げる。結論の一つ目、今回のBrexitの問題が、何らの短期的あるいは不連続な変化を日本の不動産市場に及ぼしたとは考えられない。すなわち、例えば、3年後、5年後に日本の不動産市場を振り返ってみたとき、“2016年6月23日のイギリスのEU離脱に関する国民投票が変化の節目だった”と振り返ることは無いということである。しかし、結論の二点目は、今回のBrexitの問題は、じわじわとした形で日本の不動産市場、あるいはもっと広く世界の投資市場に影響を与える可能性は意識せざるを得ないということである。これらの結論をめぐって、順繰りに話を進めたい。

### 〔“Brexit”に至る経緯〕

ヨーロッパでは、大陸欧州の各国を中心に半世紀前から、経済統合、あるいは政治統合も含めて高度な単一市場化が目指されていた。イギリスは当初、“英国病”の時代でそれどころではなかったが、90年代になってヨーロッパ統一の動きに加わった。一部の投資家の通貨売買により、イギリスの通貨が不安定になったこと等で、イギリスは通貨に関してはユーロ圏に入らなかったものの、EUが発足し、ユーロが導入された。その動きの中、2011年にイギリスでは政権交代によって保守党のキャメロン政権が誕生したが、ちょうどこの頃から、EU懐疑派の政治勢力が増して来た。そこで、キャメロン政権は、EU残留を問う国民投票を行い、その結果、残留派が勝てば、離脱派の人達の発言力を弱めることができるという発想で、国民投票を公約した。

## 〔6月23日実施の国民投票の結果〕

このキャメロン政権の読みが完全に裏目に出て、今回のBrexitの問題となった。投票の結果の基本的構図は、ロンドン在住のエリート層と元々独立志向が強かったスコットランド、それから北アイルランドではEU残留派が優勢だった一方、それ以外の地方圏ではEU脱退派が優勢となったというものだった。政党別にみると、EU残留を唱えていたのが労働党だったのだが、労働党の支持層であった一般労働者が脱退を選んだ。政党の色分けと、今回の投票の色分けが違うというこの現象は、政党政治に対する不信感の一つの表れとも見ることもできる。

## 〔“Brexit”による日本の不動産市場への影響〕

今回のBrexitの問題が、日本の不動産市場に対して、何らかの影響があるとすれば、おおむね4つの経路が考えられる。

一つ目は、「実態経済を経由する経路」で、イギリスのEU離脱によって、欧州、あるいは英国の景気が悪化し、それにより日本の貿易や投資の動きが変わり、日本の企業の収益構造が変わって、その結果、日本における商業施設やオフィス等の賃貸市場が変わるという話である。この経路の影響は、直ぐには出て来てないし、大きく出て来る印象もない。

二つ目は、「デットファイナンスを経由する経路」で、日本の金融機関が、不動産業あるいは不動産投資家への貸出態度を大きく変えて、不動産に対する資金が回らなくなり、日本の不動産に悪影響があるという話である。これについても、今のところ、何か変調が出ている兆候はみられない。

三つ目は、「エクイティファイナンスを経由する経路」で、たとえば機関投資家が不動産投資に対する意欲を失うという次第である。これについては、あるかもしれないが軽微と思っている。

四つ目は、「世界的な投資マインドの冷却」で、いわゆるリスクオフの動きが強まってくる可能性がある。これは不動産市場に固有のことではなくて世界全体の投資市場という意味合いのもので、これについては、今後大きく影響が出て来る可能性を否定できないと考える。特に今回、政治的な動きによって、これまでの経済政策や市場の趨勢が大きく変わってしまう可能性があるということを世界の人が知ってしまった。これが、今回のBrexitの問題から我々が得た重大な教訓だと考えている。

以上の4つの経路を点検して行くのが本日の話の流れとなる。

## Part I

### Brexit と実態経済 ～不動産の床需要を形成する要因～

最初に、四つの経路のうち一つ目の「実態経済を経由する経路」について述べていく。

#### 〔IMFの経済見通し〕

IMF国際通貨基金がイギリスEUの離脱のあと、7月時点で、世界経済の見通しを公表している。IMFは4月にも世界経済見通しを出しており、4月時点の見通しと7月時点の見通しを比べると、注目すべきは、ユーロ圏プラス英国の2016年成長率は、4月時点で1.6%という見通しが、7月時点で1.6%と、見通しを維持している点である。一方、ユーロ圏プラス英国の2017年の成長率は、4月の時点では1.7%の成長を見通していたが、7月には1.4%成長と見通しており、やはりイギリスのEU離脱による下落圧力は一定程度あることが見て取れる。イギリスだけに限る

と、GDPを1%くらい押し下げる効果だとIMFは見ているようで、相当大きな影響がでると見られている。一方でそれ以外のところは意外と影響が少なく、世界全体の成長率では、2016年のIMF見通しは、4月時点で3.2%、7月の改訂で3.1%と0.1%下がっただけ、2017年成長率も4月で3.4%だった見通しが、7月改で3.4%と維持されて、世界全体の景気に対する影響はかなり限定的と見られている。

IMFの日本についての見通しを見ると、4月に比べ、7月がむしろ上方改定されている。この理由は明確で、消費税率の引上げが見送られたことによる。日本においては、消費税率の引上げの影響が、Brexitの問題よりも実態経済に与える影響は大きいと見られていると分る。

#### 〔日本の輸出入構造〕

日本とEUあるいは日本とイギリスで、どの程度の経済的な繋がりがあるか見ておく。まず、日本の輸出のうち、対英国への輸出は1.7%で、ユーロ圏全体と合わせても、欧州向けは1割程度である。当然、イギリスやユーロの景気が悪くなることで、日本の貿易財が売れなくなるという効果はありうるが、突然半減するようなことは想定し難く、日本の輸出に対する寄与度を考えると、財の貿易を通じての影響はかなり限定的と見るのが妥当と思う。

#### 〔日本のサービス収支構成〕

財に比べると、サービス、投資に関しては、影響は大きいと思われる。サービス輸出、例えば、日本の輸送業者が、イギリスの企業や個人にサービスを提供する、あるいは日本の金融機関がイギリスでサービスを提供すると、日本のサービス収支で「受取」と計上される。このサービス輸出のうち、イギリス向けが6.1%、ユーロ向けが7.5%で、合わせて14%と財の貿易に比べると割合が大きく、影響は大きいと言える。

#### 〔日本の直接投資構造〕

また、投資の関係は、日本とEUの間は、より強固である。対外直接投資、これは工場などの投資であるが、その投資残高を見ると、英国向けが7%、ユーロ向け13%で合わせて2割となり、財に比べて影響は大きいと言える。

#### 〔実体経済への影響〕

日本の企業（日本の経済主体）との関わりを見て行く。サービス輸出は、金融の動きに大きく左右される。日本の主要な金融機関はロンドンに拠点を置き、そこで様々な金融サービスを提供し、かつ、イギリス国内だけではなく、欧州全体、ユーロ圏に対しても様々な金融サービスを提供している。そこに影響があるかが注目される。

投資の関係では、日本企業がイギリスで工場を持ち、そこで製造した物をEU圏内で販売している。この売り上げが悪くなることで、日本の企業の収益が悪化するということが考えられる。

以上のような、サービスの輸出入、あるいは英国内の操業拠点を通じた日本企業の業績への影響は直ちには表れてこない。当然、イギリス、あるいは、欧州の景気が悪くなれば、サービスの売行き、物の売行きが悪くなるという影響はありうる。しかし、イギリスがEUを離脱した後、イギリスと大陸欧州の間で、どのような通商協定が結ばれるかがより重要であり、その内容次第で影響は変わってくる。この通商協定の行方が見えてくるのには相当時間がかかる。欧州憲法50条の離脱に関するル

ールによると、イギリスがEUに対して脱退を申し入れてから2年以内に新しい通商協定を結ぶという構造であり、イギリスのメイ首相は、年内の申し入れはしないと公約している。来年以降に申し入れ、そこから2年間かけて通商交渉することになる。つまり、イギリスのEU離脱に関する本質的な問題が顕在化してくるのはかなり先になる。そこで着目すべき点の一つに、EUパスポート、すなわち金融機関の免許の相互認証がある。イギリスで設立された金融機関はEU域内でも金融サービスを行うことが出来るという協定があって、そのことがロンドンの金融ハブとしての機能を高める前提条件になっていたが、これにどのような影響が出るのか注目される。さらに、財の輸出入の関税に関する協定がイギリスにとって厳しいものになるのであれば、やはりそれは、長い目で見ればイギリスにおける操業拠点としての優位性を失うことになると考えられる。いずれにしても、長い時間をかけて、影響は顕在化してくることになる。今回のBrexitの問題によって、一気に日本の企業業績に影響があるとは言えないと考える。

#### 〔ポイントは企業の設備投資動向〕

日本の不動産の需要への影響を考えるうえで、最も注目すべきは企業の設備投資の動向である。ここで言う企業の設備投資は、たとえば工場に投資をする、商業店舗を拡張するなどが全て含まれ、必ずしも不動産投資に限定されないが、企業が設備投資を増やす時期は、企業にとって業容拡大の時期となるわけで、そのタイミングと一致して、オフィス床の需要や商業店舗床の需要という不動産に対する実需が生み出される。ゆえに、今回のBrexitの問題が实体经济を通じて日本の不動産にどう影響を与えるかを考えるうえで、日本の企業における設備投資の動向にどう影響があるかを考察することが有用だと言える。

横軸に企業の設備投資の変化、縦軸に東京のオフィス市場における空室率の変化を示すグラフで確認すると、過去の実績で、企業が設備投資を増やすタイミングと空室率が下がるタイミングが一致し、逆に企業の設備投資が減っている時と空室率が上昇している時期が一致している、という明確な相関関係がみてとれる。オフィスの賃料の変化も、企業が設備投資を強める時にオフィス賃料は上昇する、企業の設備投資が奮わない時にはオフィス賃料も下落するという明確な相関関係が見て取れる。

それでは、Brexitの問題を受け、日本の企業は設備投資に対してどう思っているか。ちょうど、昨日（8月4日）、政策投資銀行から、大企業の設備投資の動向、見通しに関するデータが公表されており、2016年度の大企業の設備投資は+10.9という数字だった（政投銀の数値は強めに出る傾向を考慮してもプラス傾向と言える）。ただ、この調査自体は、6月24日（Brexitの翌日）を回答期限にアンケート調査をしているので、実際に今回のBrexitの問題が盛り込まれている不明である。

現在公表されている企業の動きを示す公的データでBrexitの問題が織り込まれていると考えられるのは、景気ウォッチャー調査である。景気ウォッチャー調査は、全国の景気感応度の高い人達2,050人にアンケート調査を実施しその結果をまとめたもので、現状判断の指数と先行き判断の指数がある。現状判断は、3か月前と比べて現在の景気が上向いているかどうか、先行き判断は、2、3か月後の景気が今と比べて上向いているかどうか、をそれぞれ尋ねるもので、いずれも、指標が50を超えると景気に対してポジティブな景気ウォッチャーが多いことを示していることに、また、指数が50を割り込むと景気の見通しに対してネガティブな景気ウォッチャーが多いことを示していることになる。この指数をみると、2015年の後半頃から、現状判断、先行き判断ともに、判断の分かれ目となる50を割り込む水準になっており、そもそも日本の景気は今一つという感があった。最新の6月調査では、現状判断も先行き判断もポッキリ下に折れているという結果になっていて、相当ネガ

ティブな傾向と考えられる。ただし、景気ウォッチャー調査では、どうしてこういう判断をしているかについて主な意見まとめており、今回の主な意見で多く指摘されているのは円高の影響であった。これは確かに事実で、6月23日にイギリスのEU離脱を問う国民投票が終わった翌日の6月24日、一気に円高が進んだことは記憶に新しい。今回の景気ウォッチャー調査でも、円高の影響で企業の業績が悪化するという見立てのウォッチャーがかなり見られた。しかし、1か月くらいのスパンで見ると、円の為替はかなり戻しており、様々な通貨間の為替レートの中では、イギリスポンドが完全に一人負け状態となっている。たとえば、米ドルと日本円を見ると、6月23日の後、円高に一気に振れたのは事実だが、その後に、かなり持ち直している状況であった。こうした環境を考えると、6月の景気ウォッチャー調査は相当下ブレしたわけだが、一時的な為替の変動による影響が大きいと思われる。全般的には、企業の設備投資の動きも、これまで緩やかに回復して来ており、今後も緩やかに回復して行くというシナリオには大きく変更はないのではないかと考えている。

以上の考察から、Brexitの問題が実態経済を通じて日本の不動産市場に影響を与えるという一番目の経路は、あまり意識しなくてもよいと考えている。

## Part II

### BREXIT と不動産投融资環境 ～市場の冷静さと日本銀行の対応～

最初に示した四つの経路のうち、二つ目の「デットファイナンスを経由する経路」、三つ目の「エクイティファイナンスを経由する経路」について、投融资環境という形で、まとめて行きたい。

#### 〔イギリスの住宅市場の動向〕

冒頭で述べたとおり Brexit の問題はネガティブ要因なので、様々なネガティブなニュースが流れている。たとえば、ソシエテ・ジェネラルのアナリストは、イギリスの投資用不動産が3割下落すると見立てをし、あるいは、イギリス金融機関ロイズのグループは人員削減や支店の閉鎖を余儀なくされているとニュースで報じられている。その一方で、ポジティブなニュースも少々あり、よく見られるのが、ロンドンであるいはイギリスで、不動産価格が下落する、あるいは不動産を売りに出す人たちが増えてくることを見越して、これまでイギリスのマーケットやロンドンのマーケットで不動産を買えなかった中東やアジアの投資家が、むしろ、これをチャンスと思って、投資を強めるのではないかという観測があり、これが報じられている。もう一つ非常にポジティブなニュースとして、イギリスの金融拠点としての地位が失われ、グローバルな金融機関がイギリスでの業務を縮小すると常に言われている中で、アメリカの金融機関ウェルズ・ファーゴ（アメリカ住宅ローンの最大の貸し手）がロンドンで自社ビルを建てているが、そのビルを予定どおり取得するというニュースが報じられている。

そうした中で、イギリスの不動産価格が下落局面に入ったのは事実であり、様々な民間データを見ると、かなり影響は大きいと考えられる。

不動産サービス会社のナイトフランク社が最近出したレポートでは、ロンドンの中心市街地の高級住宅、例えば、ベルグラビア、ナイツブリッジと言われるような高級住宅街の住宅価格が前年比7%程度下落していると言われている。

ランドレジストリーという英国の公的な登記情報でロンドンの住宅価格を見ると、2000年後半の金融危機を経て、そこから倍ぐらい上昇していたが、足元でやや停滞感がある。しかし、Brexitの問題によって、風向きが変わったわけではない。実はイギリスでは、今年の4月に、不動産の取引に

かかる税金（印紙税）が増税され、これによって住宅価格の方向性が変わり、Brexitはそれを助長する契機となったということになる。住宅の取引戸数のデータが3月まで公表されているが、3月に跳ね上がっている。これは、増税前の駆け込みである。イギリスの公的なデータはまだ出ていないが、様々な民間のデータを見ると、4月以降、住宅取引戸数は一気に減っている。イギリスの住宅市場が冷却化するタイミングの中、今回のBrexitの問題が重なったと理解するのが正しいと思われる。

#### 〔イギリス不動産投資市場の混乱〕

一方で、非常に大きな影響が出ている分野もある。それは、イギリスのオープンエンド型不動産ファンド（OEIC）で、日本の私募リートと同じような仕組みの不動産投資商品であり、個人向けの商品としてイギリスで売られている。10銘柄程度あるが、そのうち7つが、支払停止、解約停止に踏み切っている。オープンエンド型は、投資をした人（ファンドの持ち分を持っている人）がファンドの運用会社に申し入れると何時でも持分を現金で返却してもらえるのが商品の特徴である。Brexitの問題以降、解約請求が相次ぎ、不動産ファンドは現金を十分に保有していないため、解約請求に応じきれずに、一旦解約を停止して、物件を売却する形で現金を調達するということになった。ただしファンドのうちの1社アバディーン社は7月9日に解約停止をしていたが、同社はうまくオフィスビルを売却でき、1週間後の7月13日には、解約請求の受付を再開できた。

このような一部パニック的な動きは限定的なものに止まり、取り付け騒ぎが起きたりする金融危機的な状況になっておらず、クレジットランチを助長していない、ということが重要なポイントである。ここが、リーマンショック前後の金融危機との大きな違いである。ファンドの解約請求で想起されるのは、2007年、BNPパリバが組成した商品のパリバショックに端を発し、サブプライムローンは何れも危険だという意識が広がり、金融市場の中に様々な形で波及して行った状況である。現在のイギリスのオープンエンド型の不動産ファンドが混乱していることは事実だが、しかし、これが金融市場を経由し、危機が広がっている状況にはないと言える。

このように金融市場が非常に安定性を持っていることと、日本の不動産市場においても金融機関の不動産事業者、不動産投資家への貸出態度に大きな変調が無いということが整合的だと言える。

#### 〔日本の金融機関を取り巻く潜在的リスク＝外貨調達〕

実は、日本の金融機関は、外貨の調達にアキレス腱を抱えていた。今現在もそうであり、前回の金融危機の時にその問題が顕在化した。

日本の金融機関は日本の国内では、人々から預金を受け入れ、それを原資に貸し出しをしている。取付騒ぎにならない限り、預金を一気に引き出されることは無く、企業に貸し出しできる状態は維持される。しかし、日本の金融機関は、ドルで預金を預かっていなので、日本の金融機関の海外支店で、日本企業あるいは現地の企業にドル建て（外貨建て）で貸し出す場合、その原資は金融市場から調達する必要がある。一部社債を出すとか、金融機関同士のドルの調達によって、貸し出すためのドルの原資を調達しているのだが、マーケットから調達しているので、マーケットに変調があると、ドルの調達に行き詰まる事態になる。リーマンショックのころ、正確には、サブプライムローン問題がアメリカで顕在化した頃、日本に対する影響はほとんどないと誰もが思っていたが、結果として影響があった。影響が及んだ原因の一つとして、日本の金融機関のドル調達がネックになっていた点があげられる。そしてその構図は今でも変わっていない。

日銀の金融システムレポートの「短期の円投／ドル転コスト」で、日本の金融機関が世界の金融市

場からドルを調達するときどの程度コストを払っているかという指標が示される。それによると、足元で、日本の金融機関のドル調達コストが急騰している。実はここ1年くらい、日本の金融機関のドルの調達構造はかなり厳しくなっていた。そのことを日銀も認識しており、4月の金融システムレポートでは、金融機関のドル調達における市場性調達(金融機関同士の調達等も入っている)の比重がなお高いので、そこにリスクがあると明確に述べている。もしも、先述のような形で不動産ファンドに変調があって、世界の金融市場を機能不全に陥らせることによって、日本の金融機関のドル調達に問題が出て来ることになれば、ひいては日本の国内においても、不動産融資が目詰まりするという可能性も考えられていた。

#### 〔7月29日「金融緩和の強化」〕

しかし、日銀は、7月29日に行った追加緩和の中で、この問題に直接的に手当をする策を出しており、そこは評価される点である。今回の追加緩和で注目されているのは、ETFの買い入れ(枠拡大)だが、それに加えて日銀は、外貨資金調達環境の安定のための施策を講じている。その策の一番目は、一般の企業に向けて、外国での事業展開を支援するため、金融機関を通じてドルを貸す仕組みで、これは人気がありこれまで総枠を使い切っていたが、その総枠を240億ドル(約2.5兆円)に倍増した。これは、中長期的な目線で、企業の操業を応援するものである。二番の策が直前にアキレス腱と述べた日本の金融機関のドル調達を安定化させる策で、その仕組みは次のようなものである。日本の金融機関は、日銀に当座預金を大量に預けている状態であり、一方で、日銀とアメリカのFRB:ニューヨーク連銀の間では通貨スワップを結んでおり、何か危機的なことが起こると、日銀に対してアメリカの中央銀行がドルを貸してくれる、これを上手く結びつけて、日本の金融機関に対して日銀当座預金を担保にしてドルを貸す(金融機関向けのドルオペの担保となる国債を、日銀当座預金を見合いに日銀が貸す)という施策である。これにより、万一日本の金融機関が金融危機的な状況の中でドルの調達環境が悪化しても、日銀に駆け込めば当座必要なドル資金を貸してもらえる仕組みである。日本の金融機関のアキレス腱であるドル調達に、日銀が手当をすることによって、前回の金融危機の時に起こったような問題、すなわち、日本の金融機関が外貨調達に不安があることを原因として、国内で貸出行動を変えてしまうという事態を未然に防ぐ策を講じた。

以上のことを総合的に考えあわせると、今回のBrexitの問題によって、日本の金融機関の貸し出し態度を通じて日本の不動産に悪影響が及ぶ、すなわち、デットファイナンスを通じた経路で悪影響が及ぶ確率は極めて低いと言えると思われる。

#### 〔気掛かりな動き(1):不動産業向け融資の急増〕

ただ、この事とは別に、日本におけるデットファイナンスにリスクが存在しないとは言えない。たとえば、不動産業向けの貸出残高は非常に伸びているおり、大手不動産会社、上場リート、私募リート等が借入を増やしているのは事実で、そのことに危険があるとは言わないが言えないが、不動産業向け貸し出しの内訳の中の個人による貸家業向けの融資、これには地方圏で地主が相続対策としてアパートを建てる資金を金融機関が貸し出すもの等が含まれるが、これには相応のリスクがあると言えると思う。日銀も今年3月公表の金融システムレポート別冊版でこの問題を記載している。地方の金融機関は貸出先に困っているので、こうしたアパートローンへの融資を増やしているが、融資対象のアパートは長期のスパンで見て競争力のある物件でありうるのか、適正に査定、審査がされないまま貸し出されている事例も含まれているのではないかと懸念される。直ちに影響が出なくても、日本の

不動産市場を巡る潜在的なリスクの一つと言える。

〔気掛かりな動き（２）：J-REIT 市場の変化の兆し〕

さらに、マイナス金利導入の影響によって、日本の不動産市場で大きく変わったのは、Jリートマーケットである。上場リートの株価の売買状況だが、2016年1月末にマイナス金利政策が導入されてから、外資が買い越しているという動きになった。これは、今回の一連の金融緩和の流れの中ではじめての出来事である。しかし、歴史的にははじめてではなくて、2006、2007年頃の不動産市況の活況時に、外資が買い越していた状況があった。

〔外資による不動産取得の動き〕

では、こうした外資による動きは、日本の不動産市場を大きく変えているものなのか。換言すると、不動産市場におけるエクイティファイナンスの動きとして、もしも、現在の活況が外資によって支えられているのであれば、今回のBrexitの問題によって世界的に不動産に対する投資意欲が失われるとなると、日本の市況も悪化することになるという可能性が意識される。しかし、そのような懸念は正しくないと考えている。様々な資料をもとに調べた取引状況のうち、外資による投資用不動産の取得と外資による売却について見ると、足元では外資が確かに日本の不動産買っている。しかし、その一方で売ってもある。これは、前回の2006、2007年の不動産活況の頃の様相とかなり異なる。2006、2007年頃は、外資が大きく買い越している状況で、外資が日本の不動産価格を押し上げる一つの要因であったと総括することも間違いではない。しかし、現在の売買状況を見ると、外資によって今の日本の不動産価格が下支えされている、あるいは後押しされていると総括するのは無理がある。一昨年あたりから話題になっている「爆買い」が不動産市場にも起こっているという説は正しくないと言える。ここでは、去年の後半7月－12月期までのデータを見ているが、現在取りまとめ中の今年1月－6月期では、外資の売り越し幅はより大きくなっていると思われる。

〔外資による話題性ある取引の事例〕

日本の不動産を外資が買っているという印象が持たれやすいのは理解できる。2014年、東京丸の内のパシフィックセンチュリープレイス丸の内を、1300億でシンガポールの政府系のファンドGICが買い、また、天王洲アイルの駅に隣接するシーフォートスクエアを中国勢が取得するなど、天王洲、東品川、有明あたりのオフィスビル、大型の物件を外資が買っており、そうした部分での外資のプレゼンスは高まっていると言える。最近では、再開発による銀座の商業施設キラリトギンザを、某国のオイルマネーが買ったと言われている。アバクロ銀座ビルも欧米系の組成するファンドがかなりの高値で買ったと言われている。こうしたことから、外資が日本の不動産を高く買っているという印象を持たれがちだが、外資が日本の不動産市場全般を押し上げているとは考えられない。こうした話題性のある高額な取引が、日本の不動産市況において、相場感を新しくしているとは考えられない。裏を返せば、たとえ、今回のBrexitの問題が顕在化することによって、外資による不動産取得意欲が落ちたとしても、日本の不動産市況に対する影響は限定的であると見ることができる。高額な取引、トロフィー的な取引、あるいは湾岸地域の一部エリアの取引が減退するという影響がありうるが、それが日本の不動産市況全般を変えて行くことはないと思っている。

〔取引総額自体も既に頭打ちの様相〕

そもそも、Brexitの問題が起こる前から、実は日本の投資市場は、かなり堅実な動きを示していることが分かっている。外資に限らず、投資市場における取引金額を示すグラフを見ると、前回の不動産活況時の2005年から2007年の頃、半年で2兆5000億円から3兆円程度の取引があった。そして2013年4月に金融緩和が導入されて以降、それと同程度の2兆円から2兆5000億円程度の取引（半期）が行われてきたが、昨年の後半になって、その取引額が減少している。現在集計中だが、2016年の上期も、2015年下期とそれほど変わらない程度で、頭打ち感がある状況になっている。この状況を端的に言うと、不動産を取得する人が、高値を追ってまで買いに行く行動に出ていないということである。多くの投資家が、堅実性を保ちつつ、不動産に対して向き合っていることの表れと理解している。

#### 〔J-REITに物件が集まる市場構造〕

取引主体別の取得、売却の差を示すグラフを見ると、足元では私募リートなどが一部買い越しに回っているのは事実だが、大枠としては、日本の不動産取引市場ではJ-リートに物件が集まる構造になっている。J-リートに物件が集まる構造は、実は不動産市場のクラッシュを起こしにくい構造と考えられる。J-リートの重要な特徴として、J-リートに投資する人達は利回りを求めて行動するという言うことである。リートの投資法人は、利回りを犠牲にして、すなわち、物件の値上り益のようなものを織り込んだ形で物件を取得することはまずなく、利回りを切り下げて買うと言う行動を基本的にとらない主体である。現在成長途上にあるリート銘柄では物件購入を進めているものもあるが、一定程度の規模のある大手老舗銘柄はほとんど物件を買っていない状況と思われる。リートの物件取引も、マーケットから取得しているというより、関連会社、いわゆるスポンサーから取得するものも相当多く、その意味でも高値を追っていくと言う環境に今現在はない。もう一つのリートの特徴は、買うと売らない、長く持つと言う点である。リートに物件が集まっていく状態は、今後、たとえ日本の不動産市場に下落局面が訪れても、大崩れしにくい構造になっているということである。

確かに外資を中心に、話題性のある高値取引はこれまでにあったし、今後も見られるだろうが、現在の市場は、過熱感が支配的にはならず、多くの不動産投資家、不動産事業者は、堅実に不動産収益性を見て行動していると言える。そのため、今後不動産市況が反転し、下落局面となっても、今度は利回りを求めているプレイヤーが買いに回ってくるという可能性が高い。このようなストーリーを考えると、日本の不動産市場は、クラッシュ的なことが起こるリスクからかなり自由になっていると言える。今回のBrexitの問題に引き合わせて考えると、何か突発的なことが日本の不動産市場を悪化させる契機になったとしても、売りが売りを呼ぶような悪しきスパイラルが起こる可能性は極めて低く、緩やかな市況の調整に止まると見るのが妥当と思われる。

以上から、今回のBrexitの問題が、日本の不動産市場に短期的に影響を与えたとみることが出来ず、そもそも落ち着いた、堅実な不動産市況が形成されている状態にあると考えられる。

### Part III

## BREXIT と政治動向 ～コンセンサスとなりつつある“2018年潮目説”～

ここまで、Brexitの問題が、実態経済、それからファイナンス環境、これを經由して日本の不動産市況に対しどのように影響するかを考察してきたが、最後に、今回のBrexitが日本の政治、あるいは

世界の政治動向とのかかわりの中で、緩やかに、しかし確実に日本の不動産市況に影響を与えるのではないかと、ということの可能性について述べて行く。

#### 〔現在の金融緩和政策の歩み〕

前提として、今の日本の金融政策を理解しておきたい。現在の日本の不動産市況を考えるうえで、金融緩和によって不動産投資家の投資意欲、あるいは金融機関の不動産融資への態度が緩和的になってきたことが、今の日本の不動産市況を支える重要な前提条件となっていることは間違いない。金融緩和の歩みを振り返ると、2013年4月4日に量的、質的金融緩和が導入され、日銀は世の中から国債を買いまくるという政策を行い、今も続けている。世の中に存在する国債は1千兆円程度(赤字国債、国庫短期証券<政府が支出と税金が入って来るタイミングを調整するための短期的な債券>など含む)。日銀は2013年から大量に国債を買い、既に国債全体の4割近くを保有している。その結果、何時まで買い続けられるかという議論が勃発し、去年の8月にIMFの研究者がこの問題について論文を出し、去年の11月には日本経済研究センターから同じような趣旨の論文が出されている。

#### 〔「量的金融緩和に限界」説〕

日銀が市場にある国債の残り6割を全部買うことはおそらく出来ない。何時かは限界が来る。何故かと言うと、国債とは実需があるからである。たとえば年金基金や保険会社は、毎月々々の年金の支払い、保険金の支払いに充てるために国債のような每期々々決まった現金が生み出される債券への投資を必要としている。あるいは銀行も日々の資金の過不足をやり取りするため、国債を担保として差し入れあう形で、金融機関同士の資金を調整している。このように国債には実需、市場価値があるので、日銀が全部買おうとしても、いずれ買えなくなる時が来る。そのことが、2016年1月のマイナス金利政策に繋がっていくということになる。

#### 〔物価目標+時間軸⇒「躊躇なき政策調整」〕

どういうことかと言うと、現在の金融緩和の枠組みには二つの柱があり、一つは、物価2%目標である。これが日銀が金融政策に取り組む唯一の目的である。そして、もう一つの今回の金融緩和の特徴は、物価2%を実現するまでの間、日銀は金融緩和を続けることを市場に約束していることである。これを、時間軸政策、フォワードガイダンスと呼ぶ。ここから何がわかるかと言うと、現在の金融政策の枠組みを前提とする限り、何らかの方向で金融緩和を続けざるをえない、ということになる。国債を買う以外にも、様々な緩和の手段が取りざたされている。その中で、1月には、日銀当座預金に対する金利を一部マイナスにするという形で、マイナス金利政策が決定された。また、今回の7月末には、ETFすなわち株を買い増すという対応策を決定した。

日銀の目標とする物価2%に当分は行かない。どんなに早くても再来年以降だと思っている。日銀が物価2%に行かせるために必要が条件は何か、それは、人々が物価2%に行くことと信じていることであり、この点は日銀自身もレポートの中で同趣旨の記述をしている。このことは経済学の教科書では期待の自己実現性と呼んでいる。これは、物価が上がると人々が信じて、今欲しいものを、高くなった後に買うよりも、今買った方がいいので、それは需要を先取りする効果があるわけで、そうすると今の需給バランスが実際に変わって、本当に物価が上がる、という話である。デフレの状態は逆で、人々が物価は下がると思うと、今欲しいものを今買うよりも後で買った方がいいので、需要を先延ばしする効果があり、実際に現在の需給バランスを変えて、物価が下がってしまうと、こうした原理である。

〔「期待の自己実現性」にみる“2%”の遠さ〕

2014年頃、金融緩和が導入されてから初期の段階では、企業は先々物価がけっこう上がると見通していた。だが最新のデータでは、1年後の物価が0.7%、3年後の物価が1.1%、と余り上昇しないと見通している（日銀短観）。家計も同様で、2013年に金融緩和が導入されてから、世の中の人々は物価が上がると信じたが、足元で物価が上がると考える人はかなり減っている（日銀「生活意識に関するアンケート調査」）。この状況では、物価は当分上がらず、従って、日銀の金融緩和は当分続くことになる。日本の金融環境を予見するうえで唯一明確に言えることは、日銀の金融緩和は当分続く、ということである。

しかし、日銀の金融緩和は当分続くことで、日本の経済、あるいは日本の金融市場がどう変わるかについては、これよくわからない。政策の方向性が変わっても経済や市場がどうなっていくか分からない、ということがハッキリ分かってしまったことが、今回のBrexitの問題の重要な教訓だったということを特に強調したい。

〔「イールドカーブ」と「サプライズ」の金融政策〕

7月29日の日銀の金融政策決定会合で、あたらしい金融緩和、追加緩和が導入されたが、2013年4月に量的、質的金融緩和が導入され、今年の1月のマイナス金利に至るまで、この金融緩和の流れは一貫していた。マイナス金利政策によって何か新しいことが起こったわけではない。

従来の金融緩和の狙いは二つあり、一つ目は金融緩和を通じて、国債の金利を引き下げるということを日銀はやってきた。横軸に国債の満期年限、縦軸に国債金利を取ったイールドカーブのグラフを見ると、2013年1月の今の金融政策が始まる前の段階から2013年4月に量的、質的金融緩和が導入されてやや下がり、2014年10月に追加緩和が導入されて大幅に下がった。今年の1月、マイナス金利政策が決定されてから更に大幅に下がり、イギリスのEU離脱をうけて、今回の7月末のあたらしい追加緩和が出される直前までさらに下がっている。この国債の金利を下げることにについては、これまでの一連の金融緩和は大きな効果を示し、日銀の狙いどおりであった。

〔「金融シャーマン」としてのコミュニケーション〕

もう一つのこれまでの金融緩和の特徴は、サプライズに依拠するというである。イギリスのフィナンシャルタイムズの2013年8月のコラムで、世界の金融当局、中央銀行総裁の仕事は、呪術師として人々の期待を変えることだとして、これを金融シャーマンという言葉で表現している。

2014年の10月末、黒田日銀は追加緩和を行った。国債の買い入れベースを年間50兆円から80兆円に増やしたが、その決定会合が2014年の10月31日だった。実はその3日前、黒田総裁は参議院の証言で、これまでの金融政策はうまく行っているという趣旨の発言をしていたので、その3日後の追加緩和導入はポジティブサプライズと受け止められた。これによって、円安、株高が進むという一定程度のサプライズ効果が出た。

〔・・・そしてマイナス金利導入も同じ流れ〕

実は、今年1月導入のマイナス金利政策も、構造は全く同じで、今年1月29日政策決定会合でマイナス金利の導入が決まるその1週間前、黒田総裁は、参議院で「マイナス金利政策ということを具体的に考えていることはございません」と明確に発言している。その日の夜、黒田総裁は、スイスの

ダボス会議に出席するために日本を離れ、ダボスでも通信社ブルームバーグのインタビューで、金融政策はうまく行っているという趣旨の発言をしている。帰国後に事務方に指示してマイナス金利のプランを作らせ、1月29日に実際にマイナス金利を導入している。一つのサプライズの演出だったが、これは不発だった。その後、円安は2日間しか進まず、株高も続かなかった。

金融政策そのものがマーケットにどう影響するか読みにくくなっている中で、今回の7月の追加緩和はさらに路線が変わっており、追加緩和の中身として、ETFの買い入れ（日本株の買い入れ）を増やす、それから外貨の資金環境を整えるということを行った。ETFの買い入れは、国債という安全資産に投資していた人々が株に投資するという契機になるので、これまでの国債金利を押し下げるという狙いと少し異なる。

さらにもう一つ重要なことは、今年7月の政策決定内容に、物価見通しや、これまでの政策の効果について、次回の日銀の政策決定会合（9月20日、21日）までに総括的な検証を行うという文言が追加されている。従来なかったことである。これは、検証することによって、何か政策そのものを修正するという可能性を色濃くにじませている。日銀は公式見解としては、政策変更はないと言っているものの、人々はそう受け止めた。これまでの金融政策は、一貫して国債金利の引下げ、サプライズの効果に訴えかけるといって来たが、それを微妙に軌道修正するというのが、今回の金融緩和であった。

日本における金融緩和は、当分続くことは間違いない。今年も来年も続く。しかし、金融緩和の政策に対して、世の中の人々がどうとらえるか、ますますよくわからなくなったということが最も気になる点である。今回のBrexitの問題から得られた本当の教訓は、政治の動きや政策の動きによって、市場がどういう反応をするかわからない世界に私たちは来てしまった、それをまざまざと見せつけられたことだと思っている。

#### 〔看過できない政治リスク〕

今回のBrexitの問題で、離脱派が勝つと真面目に思っていた人はいなかった。起こる確率は非常に低いが、起こった場合の影響が大きいリスクのことを、金融政策の世界では一般にテールリスクと呼ぶが、このテールリスクは実現しないリスクではない、ということがわかってしまった。この事が今回のBrexitの問題から我々が得た重要な教訓だと言える。

政治的リスクの顕在化によって金融政策の効果が一気に変わってしまうということを我々は目の当たりにしてしまった。

そして日本においても、金融緩和政策がこれまでにないような形で微妙な軌道修正が行われている。そうした環境下で、金融緩和そのものは続くことは間違いなく言えるにしても、それに対して市場がどう反応するかわからない、ということが露見してしまった、それが今回のBrexitの問題により示された。

今後も世界的な政治カレンダーを見ると不吉な感が拭えない。今のところイギリスのEU離脱によって世界における反グローバル化の流れが勢いづくという、いわゆるドミノ現象は起こっていない。6月23日のイギリスの国民投票の直後、6月26日の日曜日、スペイン総選挙があり、当時第3党だった反EU政党が大躍進するかと思いきや実はこれ不発だった。7月には、日本の参議院選挙あり、そこでもTPP反対などの反グローバル化的政策を提唱する人達に存在感があったわけでもない。同じく7月にはオーストラリア総選挙があり、そこでも反グローバル化のようなものは特に論点になってこなかった。しかし、ここまで大きな問題は顕在化していないが、

今秋にはアメリカで大統領選挙が行われる。大多数の人はヒラリー候補が勝つと思っているが、かつてのようにトランプ大統領誕生の可能性を鼻で笑う人は誰もいない。真面目に考えなければいけないリスクと誰もが思っている。来年には、オランダ、フランス、ドイツで選挙が行われる。オランダでは反EUの政党が票を伸ばすことが取りざたされ、フランスでも人気のないオランド大統領に対して、極右政党のマリーヌ・ル・ペン候補が存在感を増していると言われている。こういったところで、反グローバル化を唱える人達が勢力を伸ばすということになれば、世界中の投資マインドを冷え込ませることにもなりかねない。

2016年から2017年にかけての欧米における選挙の季節が終わると、今度は、日本で、2018年から政治の季節になる。2018年4月には黒田総裁が任期満了を迎える。同9月には、安倍総裁が自民党総裁としての任期満了を迎える。二人とも任期延長が取りざたされているが、いずれにしても日本の政治は2018年が節目の季節ということになる。

〔東京オフィス市場での賃料上昇に頭打ちの兆し〕

そして、非常に残念なことではあるが、実は2018年以降、東京のオフィス市場において大量供給が見込まれており、東京のオフィスの賃貸市場が冷え込む時代が来ると予測される。東京におけるオフィス賃料はこれまで順調に伸びて来たが、2018年をピークにして、大崩れは無いにせよ一旦頭打ちになると予測している（日本不動産研究所・三鬼商事）。

〔「2018年頃潮目」説がコンセンサスに？〕

市場の需給バランス、政治的あるいは政策的な流れを合わせて考えると、日本の不動産市場においては、2018年頃に何らかの節目が来る可能性を強く意識せざるを得ない。

プロの投資家に対しアンケートする不動産投資家調査(©)（日本不動産研究所）において、各アセットについて今の市況が何時まで続くのか、ということを探った結果、ホテル以外は、すべてのアセットについて、現在の市況は2018年以前に終わると考えている投資家が過半数という結果になった。プロの投資家の中でも、2018年頃までに一つの潮目の変化が来るということが、徐々にコンセンサスになりつつあるのではないかと思われる。この可能性を強く意識させられたということ、これが今回のBrexitの問題から我々が学んだことと理解している。

繰り返しになるが、今回のBrexitの問題が、日本の不動産市場に短期的に不連続な変化を起こす可能性は低いと思われる。しかし、政治的、政策的な動き、そして不動産市場に内在する需給バランス、これらを合わせて考えると、2018年頃に何らかの節目があるのではないか、その可能性は意識させられる。このような形で今回のBrexitの問題が日本の不動産に対して与える影響を理解する次第である。

（了）