

株式会社 不動産経済研究所
〒160-0022 東京都新宿区新宿1-15-9 さわだビル7階
TEL 03-3225-5301（代表） FAX 03-3225-5330
URL <http://www.fudousankeizai.co.jp>
購読料：月額15,200円（税別）
月3回発行

● Opinion	株価上昇と不動産投資信託の価格下落	1
● Deal Information	高島屋が「タイムズスクエア」を完全所有化	2
● Lenders List	東京海上日動火災保険など43機関、Jリート向け融資残高ランキング	4
● Interview	久光龍彦トータルプレイン 社長	8
● Global Report	ビッグデータによる新たなミクロ分析	11
● Focus	市場を牽引するソリューション提案一伸びる駐車場ビジネスを支える戦略	12
● Insiders Discussion	基準地価は過去1年の集大成、街の価値は生み出される	14
● Inside Story	低額部分の仲介手数料にメス、ネットワークで業容広げるハウスメーカー	16

Opinion

株価上昇と不動産投資信託の価格下落

川北 英隆
京都大学名誉教授

不動産価格と株価とは連動するものだと考えられてきた。景気が良くなれば企業業績が良くなり、株価が上がる。オフィスビルや住宅に対する需要も盛り上がり、不動産価格も上がる。逆の状況になれば、ともに価格が下がる。このように、不動産価格と株価の連動には経済的な裏付けがある。

現実はどうだったのか。かつてはこの常識が成り立ってきた。株価の代表として東証株価指数(TOPIX)を、不動産価格の代表として不動産投資信託(REIT)価格を用いれば、2015年頃まで、両者は常識に沿って動いていた。細かく観察すると、REITの方がTOPIXよりも少し先行して安値や高値を付ける傾向もみられた。

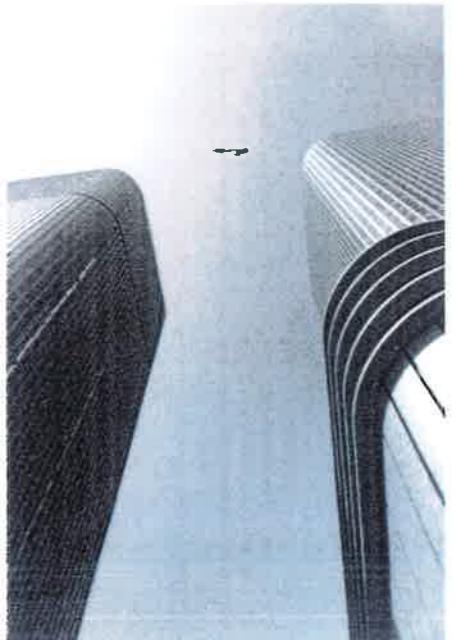
この両者の連動性が2015年半ば以降崩れている。2015年の値動きを振り返ると、REIT価格は初春にピークを付けている。そのすぐ後の夏にTOPIXがピークを付けている。ここまで、過去の両者の関係からするとほぼ順当な値動きだった。

その後が異なった。REIT価格は2015年の晩夏から初秋にかけてボトムを付け、翌年春まで再度上昇した。これに対してTOPIXは、2015年秋にボトムを付けそうな動きもあったが、結局は2016年初夏まで下げ続けた。ところが、2016年の春から夏以降、この値動きが逆転する。REIT価格が春以降、下落過程に入った。現在も、徐々にではあるが下げ続けている。TOPIXの方は2016年初夏にボトムを付け、その後は上昇を続けている。以上のように、2015年からこれまでの2年間、両者が逆の値動きを示すようになった。この要因は何か。いくつかの可能性を指摘しておきたい。

第1に、株価の裏付けとなる企業業績が国内要因だけで決まらず、むしろ海外要因の影響が大きくなったことである。2015年半ばから2016年半ばにかけての1年間、海外経済が不安定だった。これが日本の大企業の業績を抑制し、株価にマイナスの影響を与えた。一方の不動産価格は海外要因に直接左右されるわけではない。

第2に、REITに組み入れられた物件が首都圏に偏っている。2016年になり、地方はともかく、この首都圏の不動産価格にピーク感が生じた。このため、株価が上昇に転じたにもかかわらず、REIT価格が冴えないのではないだろうか。

第3に、金融政策上の日銀の購入額において、ETF(上場投信)とREITでは規模の差がある。黒田総裁の当初、ETFとREITの購入規模は1兆円と300億円だった。現在では6兆円と900億円である。株式は6倍になったが、不動産は3倍でしかない。株式市場では、日銀のETF購入により、とくに小型株がバブル的との見方さえある。以上からすると、REIT価格とTOPIXの値動きが連動しない現在の状態を例外だとはいえない。まだしばらく続くと考えた方がよさそうだ。



「これまで経験したことがない市場に変化
“元気印”をターゲットにした商品作りを」
トータルプレイン・久光龍彦社長聞く



いた。地価は城南、城西エリアは高くなりすぎているので、上昇率は低い。ところが、利便性重視に考え方が変わってきているので、地位が低かった城東、城北エリアは上昇率が高い。各エリア間の格差は縮まっている。値段が安くて利便性が高いので顧客に注目される。ただし金持ちは利便性に加えて地位を気にする。

どういう層に向けて分譲マンションを供給するのか効果的なのか。

久光氏——いまどういう顧客が割高なマンションを購入しているのかといえば、“元気印”と言っているのだが、まずはアッパーサラリーマン。大手企業に勤める42～43歳で年収が1200万～1300万円の人たちは、今の金利だと6000万～7000万円台程度のマンションが買える。2番目がパワーカップル。共働きで合算年収が2000万円以上ある人たちだ。こうした層も1億円程度の物件を買える。車を持たずに場所を選ぶ。車を持つと年間100万円程度、可処分所得が変わる。100万円を毎年ローンを組むと、今の金利だと2500万円程度借りられる。車を持たないだけで、相当良い物件が買える。3番目がシングル。生産労働人口が減る中、各企業とも若い人材が欲しいため待遇がいい。年収が400～500万円程度の男女ならば3000万円前半程度まで買える。年収700万～1000万円のアッパーシングルは、4000～5000万円程度の1LDKを購入できる。4番目がアクティブシニア。定年が延びることで人生観が変わる。かれらは駅近の物件を好む。もう一つ加えれば富裕層。相続税対策に血眼だ。こういう人たちは地位と利便性を共に重視し、売値など関係ない。

当面、分譲マンション市況はどうなりそう？

久光氏——首都圏マンションの供給戸数は、1LDKまで含めて3万5000～4万戸が続くと見ている。ただ、顧客が郊外からは撤退し、郊外は建売と中古に吸収されいくだろう。複合開発以外の各駅停車駅ならばたとえ駅前でも売れないとだろう。場所を重視し、“元気印”をターゲットとして商品作りをするべきだ。マーケットでは場所を重視したうえで、商品の二極化が起こっている。建築費が高いので構造的に安く仕上げて商品の劣化が進む一方で、こうした時だからこそ良い物を作るべしといふ。すべてワイドスパンを採用し、ユニットプランを多彩にするなどして売値を上げても顧客が理解するため売れている。こうした考えに追随するべしも増えている。

ここへきて政界に動きが出始めた。

久光氏——衆議院選挙の結果次第で先行きがわからなくなる。自民党が過半数を割ると、大変なことになる。仮に希望の党が政権を取れば、消費増税は凍結し、アベノミクスも否定される。首都圏で不動産が活発なのは、何と言ってもアベノミクスのお蔭だ。その中でも、金融が緩やかで低金利にあることが大きい。分譲マンションの価格が高い中で、今の値段でも場所が良いところは売れている現象は、金融と金利と株高が下支えしているからだ。ひとたび、金融が締まれば状況はがらりと変わる。インフレ経済を達成するためには、最低でも東京オリンピックが開催される3年後までは金融は緩み、低金利、マイナス金利は続くだろうし、株高も堅持されるだろう。デベロッパー各社はこれらを織り込んでいる。政権再編は何とも言えず、おそらく大丈夫だと思うものの、考えられないようなことが起こる可能性もある。

「これまで経験したことがない市場に変化 “元気印”をターゲットにした商品作りを」

トータルブレイン 久光龍彦社長に聞く

需給環境のエリア間格差が拡大する首都圏の分譲マンション市場。とりわけ郊外部における、デベロッパーの供給戦略は難しさを極めており、建築費問題が大きく立ち塞がる。一方で都心・都区部ではアッパーサラリーマンや富裕層を中心に、土地の値上がり期待感のある場所で売れ行きは好調だ。トータルブレインの久光社長に、首都圏分譲マンションマーケットの足元と今後の見通しなどを聞いた。

足元の分譲マンション市場をどう見ているのか。

久光氏——建築費が上がりすぎたことと、郊外がダメになり都内・都心しか売れなくなつたこと、顧客が極めて偏ってきて、買える人と買えない人の差がどんどん開いたことにより、これまで経験したことのないような市場に変わってきている。デベは相当勉強しなければならない。かつてならば、まず土地を買って商品を作っていたが、土地を買う前にどういう人をターゲットにすべきかを考えるべきだろう。収益物件にするにしても同じで、わかりやすいと言えばわかりやすい。

郊外市場が不調な理由は?

久光氏——売値が上がりすぎており、2005～2006年が底値圏だったが、その当時と比べると価格が35%程度上がっている。ここ3年だけでも15%上がっている。これまでの郊外マンションの売れ筋価格は70m²で坪単価が180万円。今は単価で220万～230万円、グロスで4500万～4800万円になっている。上がった理由は土地代ではなく建築費。所得面で言うと、郊外マンションの購入者は中小企業に勤めるヤングファミリーが多く、この層は所得に対する将来期待感がほとんどない。ベースアップがなく実際に上がってもいない。売値が上がり、所得が上がらない中、購入マインドは好転しない。

市況回復は難しいのか。

久光氏——当分だめだろう。それを証拠に、大手が素地を含めて郊外の物件を多く抱えている。ある社は全国で何万戸という規模ということだった。ごく一部を着工し販売している。着工し未発売物件も多くある。だから大手の中でも值引きに対応している。また売値が上げられないならば「資金回収事業」と位置付け、投下した土地代を回収する発想に入っている。今後、郊外で新規マンション用地は当分買わない。多くは適正価格に落として発売されるか、土地を多目的に活用する可能性がある。大手がこうした動きになれば、中堅も当然引きずられて、売れる値段で売ることになる。だんだん値下げのマーケットに変わっていくだろう。実際に値引くとすれば15%程度で、ここ3年の値上がり分を元に戻し3500万円程度の価格にする。駅から徒歩7～8分の立地ならば動く。15%下げるためには、10%が粗利なので残りの5%は建設会社と強力な折衝をして値切りにかかる。売れないものは売れないし、大手デベの寡占化はますます進むので建設会社も受け入れる。

郊外の価格は順調に落ち着くのか。

久光氏——足元では建物の質が悪くなっていることが心配だ。少しでも安く売るためだが、その典型が間口の狭い「田の字」プラン。間口6m、

奥行き11mで、間取りが皆同じだ。大手でも直床・二重天井で、天井高も2500ミリ確保されていよいよほか、柱も外に出しせず、開放廊下側は室内側に出ている例も多い。そのほか梁も、リビング内に出ないよう逆張りにしてきたが順張りになっている。逆張りで採用されていたハイサッシも使えない。バルコニー幅も一時は2mを売りにしてきたが、ほとんどが2mを切っている。水栓金具も国産ばかりだ。顧客からすると、売値がボトム時から35%上がり、商品の質は大幅に下がってしまった。しかし、売値が上がっているので、大手に言わせれば少しでも安くすることに主眼を置き、資金回収する。こうした環境なので、郊外マンションが売れるわけがない。

建築費は下がらない?

久光氏——全般的に言えることだが、働き方改革で5年後には大手のゼネコン組合も土曜日に休むことを承諾した。土日が休みとなると、職人は日給が1日2万5000円程度なので、1カ月につき10万円程度所得が減る。そうなると職人は日給を上げようとするし、工期も延びる。職人の上がった日給分は、ゼネコンはデベに負担させる。また職人に社会保険を掛ける必要があり、ゼネコンは粗利で1～1.5%の影響が出るがこれもデベに負担させる。また、鉄骨、生コン、鉄筋など資材が上がっており、簡単に下がる見込みがない。そこにオリンピック関係の本格発注が始まっているので、さまざまなところで不足感が出て、建築費は当分下がらない。

オリンピック後も?

久光氏——ゼネコンも準大手クラス以上になると、仕事は数年先まで抱えている。どういうことが起こっているのかというと、前回の東京オリ



●プロフィール

1940年生まれ。1964年3月、中央大学卒業。同年3月、長谷川工務店(現長谷工コーポレーション)入社。1974年1月、同社取締役、1978年6月、常務取締役、1983年2月、専務取締役。1986年1月、長谷工不動産代表取締役社長に就任。1992年1月、長谷工アーベスト代表取締役社長、1998年6月、長谷工コミュニティ代表取締役社長を経て、1999年6月、同社顧問。退社後、1999年10月にトータルブレインを設立し、代表取締役に就任(現任)。

ンピックを開催した2～3年前から、ビルや高速道路などが建設され、いま更新時期が来ている。そこに木造密集地域の問題もあり再開発が始まっている。だから準大手以上のゼネコンは当分、仕事に困らない。マンション事業のために建築費を下げる気などさらさらない。

都区部のマンション市況はどう動くのか。

久光氏——山手線の内側、都心6区は売値が下がることはない。真ん中へ真ん中へ顧客が入ってくるので、実需でも収益商品でも土地の値上がり期待感があるところでしか買わない。そうすると、一番値上がりが期待できるのは、山手線の内側だ。私はデベには「山手線の内側で買える土地があったら、買える値段で買え」と言っている。なぜならば値下がりすることが無いからだ。その次に環七の内側、最後に環八の内側。ただし環七や環八までエリアを広げると、沿線力と駅距離が問題となる。山手線の内側ならばどこでもいい。東京や日本橋、大手町、銀座、新橋、虎ノ門などにダイレクトにつながっているところは沿線力がある。その沿線の延長に家があるとすれば、駅から徒歩5～8分で通勤時間は30分以内ということになる。

東京では城東エリアが注目されている。

久光氏——それは当然で、利便性が高いからだ。従来、顧客は地位(ぢぐらい)を気にして

久光

龍彦