



## 労働市場のトレンド 未来予測の羅針盤!

連載  
第113回

# 欧米の不動産不況は日本に波及するか

# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

むとう やすあき  
武藤 泰明



1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」（大修館書店）、「人手不足時代の人事戦略」（日本能率協会マネジメントセンター）など著書多数。

欧米の不動産市況が、どうも急速に悪化しているようだ。「ようだ」という、半ば無責任な表現にしている理由が2つある。第一は、為替レートや株価のように、リアルタイムのデータがほとんどないことである。第二に、同じく為替レートや株価のような、唯一の指標、不動産市況を代表する指標がない。そもそも、不動産はオフィスビル、住宅、病院、ホテル、工場等多様である。足して2とか3で割るような指標を作ってもあまり意味がないのかもしれない。例外は上場REIT（不動産投資信託）だが、REITは不動産のごく一部にすぎないので価格に代表性がない。つまりREITの動きが不動産全体のトレンドを必ずしも反映しないのである。

だから不動産から景気を語る、あるいは不動産業の景気を語ろうとすると、早くてもひと月遅れのデータを使って、キレイに言えば総合的に分析・判断することになる。幸いな

ことに、欧米の不動産については日本にも分析のプロがいて、レポートが出揃いつつある。それらを参考にしながら、世界の不動産について「現状はどうなっているのか」「日本はどうなるのか」を少し考えてみたい。

### ○不動産不況の理由は国によって異なる

米国の不動産市況低迷の第一の理由は、リモートワークによるオフィス需要の縮小である。ニッセイ基礎研究所によれば（注1）、2023年9月の時点で、マンハッタンのオフィスワーカーのうちフルタイムでリアル出社している人はわずか12%である。73%が週3日以下なのだ。

米国の不動産ファイナンスの特徴は証券化である。住宅ローンは束ねられて投資商品になって機関投資家に売却される。大規模なオフィスビル開発は分割して証券化され、節税型商品として（詳しく説明する紙幅はないが

### ○日本の不動産の価格形成は株と同じ

では日本はどうか。ここまでの展開としては、中国に投資されていた外国資金が引き上げられ、その一部が日本に振り向けられたことで株と不動産が上がった。都内の新築マンション価格が1億円を超えたのが象徴的である。

現在はこれに加えて、あるいはかわって、円安による不動産の割安感が継続していることで、資金が集まりやすい。この構造は日本の株価が高いのと同じである。しかし、そうであるとなると、為替が円高に振れ始めると何が起きるか。

まず、売却益が大きくなる。たとえば1ドル160円のとときに日本の16億円の不動産を買う。必要なドル資金は1000万ドルである。そして1ドルが100円に、つまり円高になったとすると、16億円の不動産を売却すると収入は1600万ドル、つまり為替差益だけで600万ドルが生まれる。

では日本の不動産を保有している海外投資家はどうかと考えるかと言うと、売ろうとする。円高のあいだに売っておきたい。でもみんなが売るので価格が下がる。円高になっていけばドル建ての物件価格が上がっているの、買手、新規資金は少ない。だから日本の不動産を保有している外国投資家は、円高のピークまで売らずに我慢して利益の最大化を追求するというようになりスキーマ行動はとらずに、円高になり始めたあたりから買

場合は、日本の不動産からの資金逃避は、意外に早く始まるということだ。

### ○テーパリングが始まる

そうなるかと結局、日本の不動産価格は為替次第ということになるのだが、これについて、不動産のアナリストが指摘していない、しかし重要なことが一つある。欧米ではテーパリングが始まるというところである。

テーパリング、つまり量的緩和で市場から買い取った国債（や他の長期債券）を、中央銀行が徐々に放出する。市場に出回る国債の量が増えるので、国債価格は下落する。これは「長期金利が上昇する」と同じである。

つまり、欧米の金利は下がりにくい。よって、たとえば日米金利差は縮まらない。米国のFRB（中央銀行）は今年3回程度の利下げを予定していたのだが、少なくとも2回は見送ることにしたようだ。インフレ抑止を優先する。テーパリングどころではないのかもしれない。テーパリングどころではないのかもしれない。EJも同じである。結果として日本との金利差は維持され続け、円高には振れない。みんながこのことに気づくと、日本の不動産は軽いバブルが続く、その崩壊を静かに待つことになる。90年代初頭と同じ光景だが、今回は買手外国人が多いので、きっと振れが大きくて動きが早い。

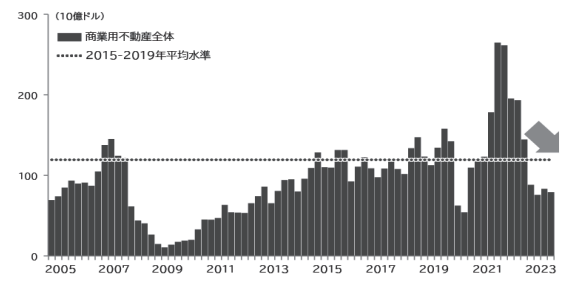
注1: <https://www.nli-research.co.jp/report/detail?id=77114?site=nli>

## 景気動向

武藤泰明の  
経営者目線で読む



図 商業用不動産取引額の推移（米国）



注：直近は2023年10-12月期。  
出所：Bloombergより三菱総合研究所作成

は2030年までにロシアからの天然ガス輸入をゼロにする。だから当面エネルギーコストが下がらないしインフレと高金利の収束に時間がかかる。オフィスビル投資の採算改善は、当面望みにく