

実家の持ち家は売り時!?

不動産関係者も聞き耳の新説

# 地価下落「2019

## 個人投資家から「売り」、株価のピークから1年



オフィスはテナント引き抜き合戦  
住宅は一部地域で投げ売りも

# 年1月開始」説



東京都心を中心に値上がりが続けてきた地価。「2020年夏のオリンピックまではもつのでは」とする見方が多い中、「19年1月から下落が始まる」とする新説が現れた。そこから売り物が急増するというのだ。本当なのか？ 根拠は？ 新説を追う、最新の不動産事情を探った。

「知り合いには、少なくともあと3〜4年は手を出さないほうがいいと言っています」

こう話すのは、青山学院大学の榎原正幸教授だ。企業の決算数字をもとに、株価が値上がりしそうな銘柄を探せる独自の手法を開発、日本の大学教授でただ一人、株式に関する投資顧問業を営む異色の人である。

「不動産です。地価が来年の年初、2019年1月から下落を始めると予想しています」

日本銀行の異次元金融緩和などで、地価は13年ごろから着実に上昇してきた。とりわけ東京都心は値上が

りが激しく、一部で「バブル」と指摘する声があるが、とうとうそれに終止符が打たれると言っているのである。

「13年9月に、20年に東京でオリンピックが開かれることが決まりました。当時すでに不動産は値上がりし始めていました。五輪需要の盛り上がりを見込んで、それに拍車がかかった。目ざとい個人投資家や富裕層は、当然、そこで物件を仕込みます。そうやって13年中に購入した投資用不動産が、実は19年1月から売却

「19年9月に、20年に東京でオリンピックが開かれることが決まりました。当時すでに不動産は値上がりし始めていました。五輪需要の盛り上がりを見込んで、それに拍車がかかった。目ざとい個人投資家や富裕層は、当然、そこで物件を仕込みます。そうやって13年中に購入した投資用不動産が、実は19年1月から売却

「19年9月に、20年に東京でオリンピックが開かれることが決まりました。当時すでに不動産は値上がりし始めていました。五輪需要の盛り上がりを見込んで、それに拍車がかかった。目ざとい個人投資家や富裕層は、当然、そこで物件を仕込みます。そうやって13年中に購入した投資用不動産が、実は19年1月から売却

だった人たちが、流れに乗り遅れまいと売り始めるでしょう。結局、売りが売りを呼ぶ展開になり、地価はどんどん下落していく」

「不動産経済研究所が毎月発表している「首都圏のマンション市場動向」を見ると、新築マンションの供給はかなり活発に行われていたことがわかる。13年9月は前年同月比77%増の約6千戸だったし、11月は約5千戸、12月も約8200戸だった。また、投資物件になりやすい20階以上の超高層物件が約4900戸、この時期に分譲されている。」「このうち実需ではない投資家がどれほどの割合を占

「このうち実需ではない投資家がどれほどの割合を占

「約4割」が税金でもっていかれるが、5年を超すと「長期」になり税率が半分の「約2割」に下がる

「10年超」でも税率が違いますが、省略。5年は「丸5年」でないところがややこしい。譲渡（売却）した年の1月1日現在で5年を過ぎていて初めて長期になる。したがって、13年中に買った物件の税率が下がるのは「19年1月から」になるのだ。

「年が明けると、待っていたかのように数多くの売りが出てくると見えています。当然、不動産価格は下がるでしょう」

もう一つは、榎原教授お得意の株価との関連性である。

「1980年代の平成バブルのときは、89年末に日経

「1980年代の平成バブルのときは、89年末に日経

「株価と地価の連関性はある」と思っています。これはチャートから傾向を読み取る、いわゆるテクニカル分析ですが、テクニカルは経済の基礎、すべてのファンダメンタルズを織り込みますから、理屈ではない、摩訶不思議なものなのですが……」

### 業界は戦々恐々 賛否両論の声

不動産事情に詳しいオラガ総研の牧野知弘氏は、新説がそうした個人投資家の動きに着目している点を評価する。

「今の不動産市場の特徴は、国内外の個人富裕層が不動産投資に進出し、市場の中がかつてない分厚い層を形成していることにあります。平成バブルのときは比べものになりません。不動産を使った相続対策も活発で、こうした純粋投資と節税の個人マネーが都心部など一部のエリアで一定程度、市場を動かしています」

また、金融マーケットに  
関心のある人ほど、株価との連関性が気になるようだ。  
元証券マンで不動産鑑定士  
の新井隆之氏が言う。

平均株価が3万8957円の  
高値をつけて株式の暴落  
が始まり、地価はそれから  
1年遅れて90年末から下落  
し始めました。一方、06年  
から08年の、いわゆるミニ  
バブル（ファンドバブル）  
ともいわれる）のときは、  
日経平均がピークになった  
のは07年2月の1万830  
0円で、地価下落は08年の  
年初前後から始まりまし  
つまり、株価がピークア  
ウトすると、それから半年か  
ら1年遅れて地価が下がり  
始めるのです」

「税制による売りの出現と過去の経験則から、来年少々から地価は下がるでしょう。いったん下がり始めると、「オリンピックまではもつ」とする見方に懐疑的

「株価と地価の連関性はある」と思っています。これはチャートから傾向を読み取る、いわゆるテクニカル分析ですが、テクニカルは経済の基礎、すべてのファンダメンタルズを織り込みますから、理屈ではない、摩訶不思議なものなのですが……」

「株価と地価の連関性はある」と思っています。これはチャートから傾向を読み取る、いわゆるテクニカル分析ですが、テクニカルは経済の基礎、すべてのファンダメンタルズを織り込みますから、理屈ではない、摩訶不思議なものなのですが……」

「株価と地価の連関性はある」と思っています。これはチャートから傾向を読み取る、いわゆるテクニカル分析ですが、テクニカルは経済の基礎、すべてのファンダメンタルズを織り込みますから、理屈ではない、摩訶不思議なものなのですが……」

「株価と地価の連関性はある」と思っています。これはチャートから傾向を読み取る、いわゆるテクニカル分析ですが、テクニカルは経済の基礎、すべてのファンダメンタルズを織り込みますから、理屈ではない、摩訶不思議なものなのですが……」

写真左は高層オフィスビルが林立する東京都心部、写真中央は東京五輪会場の建設現場、写真右は株価ボード。今後、株価と不動産価格の関連性はどうか？



天井が来たと思ったら、迷わず売りに出ます。税率が変わるのを待ったりはしません。事実、値上がり期待で買った、ご指摘のような物件は、すでに15年ぐらいに売りに出されていきました。13年から15年の2年で、首都圏のマンションは約2割値上がりしましたから」と話す。

新説の当否はともかく、「19年1月」説を話したすと不動産関係者は誰しも耳をそばだてる。高くなった地価の行方が気になって仕方がないからだ。

「地価が危険領域にある」とは確かだ、皆が警戒しています。もともと、警戒し

始めたのは2〜3年前からなのですが... (先の不動産鑑定士の新井氏) ただし、聞こえてくるのは相変わらず景気のいい話が多い。インバウンド(訪日外国人観光客)消費の活況で、ホテル・店舗需要は増える一方だ。今年の公示地価では、大阪で異変が起きた。「爆買の聖地」と言われる「ミナミ」を抱える「心斎橋」が、ずっと首位だった「キタ」の「梅田」を抜いて大阪のトップに輝いたのだ。

東京でも同じ傾向のようで、浅草を抱える城東地区に詳しい不動産業者がこう言う。「観光地に近いところで30坪ほどの土地が売りに出ました。そこを種地にホテル用の物件をこしらえようとした業者が「買いたい」と言ってきたのですが、提示金額がすごかった。せいぜい坪250万〜300万円のところ、坪1千万円、いや1500万円でもい

い、でした」

オフィス需要も堅調が続いているとされる。東京の平均空室率は「2・6%」という史上空前の低さ。先の新井氏によると、数字的にはなお投資余地があるという。

投資用不動産の採算は、賃料から得られる純利益率(「キャップレート」という)と借入金の利率の差で決まる。二つの差が大きいほど利益は大きくなる。

### 市場には「勢い」「伸び」も随所に

「フランドパブルのピーク時は、この差が「1・5%」にまで下がったのですが、今回はまだ「2・5%」程度ある。借入金利はこれ以上下がらないが、純利益率はなお低くなってもかまわない、つまり一段の物件の値上がりにも対応できる余地があることになりました。もともと実際は、(投資終了を意味する売却という)「出口」まで考える投資家

は、今は購入できないとす

る見方がもつばらです。高値に買い向かっているのは、出口を考えなくてもいい海外の年金資金かも、などと言いつついます(新井氏)

先の東京カンテイの井出・上席主任研究員によると、こうした海外マネーの流入は都心のマンションにも及んでいるという。「23区内の新築マンションの坪単価と賃料の関係、つまり「利回り」をウォッチしているのですが、ここ数年、千代田区、港区、渋谷区、3区の動きが異常値を示しています。ほかの区に比べて突出して分譲坪単価が高くなっているため、国内の投資家は「利回りが低くて手が出せない」と判断しています。おそらくアジアの富裕層のお金なので、シンガポールなどの不動産の利回りは東京よりずっと低いといいますが、なお流入は続くと見えています」

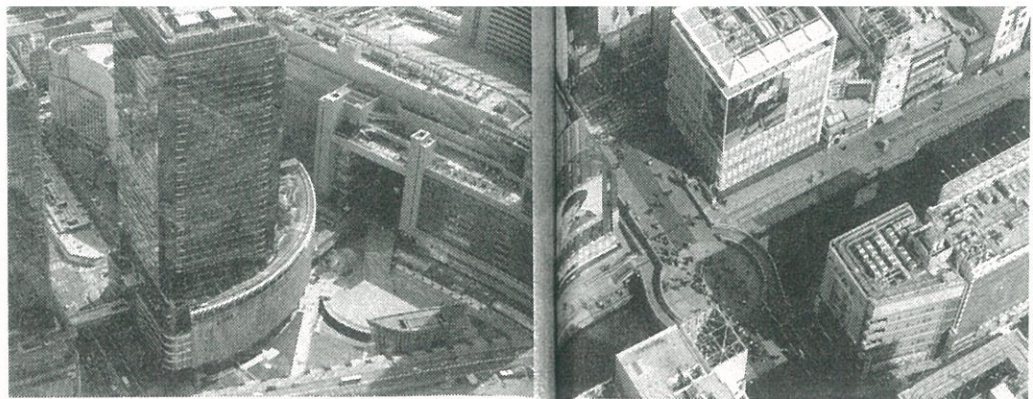
よほどの対外要因でもない限り、超低金利が終わる

こともなさそうだ。メガバンクで投資用ローンを組むと、わずか「年0・8%」程度で済むという。ミニバブルは銀行の貸し渋りで地価下落が始まったが、

「銀行全体で見れば、まだまだ貸し続ける態勢にあると思います。メガバンクの融資目線は徐々に厳しくなってきたりしますが、それを補完するかのようには、貸出先がないことで苦しむ地銀がメガ並みの金利で思い切り貸し込んでいます(新井氏)

こうしたことから先の置鮎氏は、現状の不動産市場には「勢い」があり、崩れそうもないと見る。

「低金利、インバウンド、オフィス。この三つの状況が変わらない限り、地価は上昇し続けるのではないでしょう。さすがに上昇率がさらに向上く可能性は低いと思いますが、上昇率が大きく下がることもない。仮に年間5%程度上がっているとすると、ここ1〜2年は同じような調子で上が



公示地価で大阪のトップになった「ミナミ」地区(写真右)と、2位に転落した「キタ」地区(写真左)

つていく可能性が高いのでは、と思います」

こうした見方がおそろしく業界標準なのだろう。しかし、鈍びも見え始めている。堅調なはずのオフィス需要だが、先の新井氏は首をかしげる。

「東京都区部のオフィス賃料が上がってこないのです。少しずつ回復してはいるのですが、フランドパブルのピーク時の水準には遠く及んでいません」

地価が上がっているのなら、真っ先に賃料を上げるのがオフィス商売の基本だろう。その動きが鈍いとい

うのだ。

先のオラガ総研の牧野氏が手がかりを与えてくれる。史上空前の空室率の低さには、「からくり」があるのでは、というのだ。

「一つは、新規供給されるオフィスの7割が建て替え物件であることです。建て替えたから、元のビルにいたテナントは外に出て別のビルに入らなければなりません。一方、既存のビルは壊されるので、オフィスの供給面積は減ります。両方の効果で空室率は下がるわけですよ」

さらに、今年から20年にかけて都心で大規模ビルの供給ラッシュが起きることが状況を複雑にしている。都心の好立地を背景に、ビルを供給するデイベロッパ1は立地に見合った賃料を想定している。しかし、坪3万円台後半〜4万円にもなる賃料負担に耐えられる企業はそう多くはない。すると、既存の大型ビルのテナントを引き抜くしかなくなる。

「今は空前の引き抜き合戦が行われているのだと思

います。引き抜きが成功すると、テナントはすぐに移転するわけではないので、既存と新規の二つのビルで契約に「ダブル期間」が生じます。その期間は両方のビルが埋まっただけで、空室が顕在化しません。空室率が低くなる、もう一つの原因です(牧野氏)

牧野氏は早晩、ダブル期間のマジックは解け始め、空室率が上昇すると見えています。そして引き抜き合戦は、より弱いほうへと向かう。新規の大型ビルにテナントを奪われた既存の大型ビルは、中堅ビルからテナントを奪う。テナントを失った中堅ビルは、さらに小さいビルからテナントを奪うか。...

こうした状況があるからこそ、賃料は上がらないのか。「何年何月とは言えませんが、私も20年のオリンピック前に不動産マーケットは下落局面を迎える」と見てい

ます(同)

住宅地にも懸念は多い。都内のタワーマンションの供給は、なお活発だ。不動産経済研究所によると、18年以降に完成予定なのは23区内で123棟・約5万5千戸。港区の33棟を筆頭に、中央区14棟、品川区13棟など相変わらず湾岸エリアが多いが、どこまで需要を吸収し続けられるか。

「潜在的に売りたい人はいっぱいいるから、それが顕在化する可能性がある(同) シニア層が郊外の戸建てを売って都心のマンションに住み替える「都心回帰」も盛んというが、前提が徐々に崩れつつある。

郊外の地価はすでに下落し始めていて、思うような値段がつかなかなりつつあるからだ。

「一部地域では、ほとんど投げ売り状態のところも出始めています(新井氏) 強気と弱気が交錯する不動産市場。新

5月号

## 朝日新聞縮刷版

朝・夕刊全紙面(東京最終版)をコンパクトに収録(送料別)

北朝鮮、核実験場を爆破 米朝、首脳会談へ

小2女児絞殺後、線路に遺棄 近所の23歳男を逮捕

アメフト日大選手が関学大戦で悪質反則タックル

【6月27日発売】

定価 6480円(税込)

●お近くの書店またはASA(朝日新聞販売所)にお申し込みください。