

景気・株価変動と不動産市場

—不動産セクターの景気・株価との連動性

不動産市場調査室 主席研究員 竹内 一雅

はじめに

米中の貿易摩擦などを背景に、世界経済の不透明感が強まっており、各国の株価も不安定な動きを繰り返している。日本の不動産市況についても潮目が近づいているのではないかと懸念の声が聞こえるようになってきた¹。そこで本稿では、今後の景気変動への備えの参考情報として、景気の変動に対して不動産価格指数と不動産利回りがセクター別にどの程度連動してきたのかを過去数年間の統計から算定した。さらに、大幅な変動が続く東証株価指数に対して、相対的に安定した推移をしている最近の東証 REIT 指数との連動性の強さについても用途別に簡易な算定を試みた。

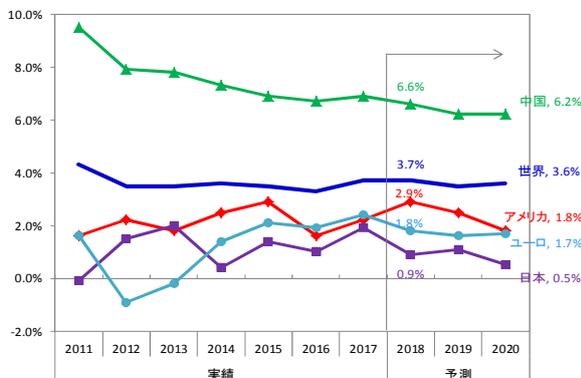
1. 景気変動と不動産価格指数

IMF は 2018 年 10 月に世界経済見通しで、米中貿易摩擦が今後の経済成長率を低下させる可能性を警告した（図表 1）。その翌日から世界の株価は大きく下落し、その後も株価の大幅な変動は収まっていない（図表 2）。最近では日本の不動産市況も潮目が近いのではないかと懸念も聞こえ始めた。

一方、戦後最長といわれる好景気の中で、国土交通省が公表している不動産価格指数は、各セクターとも順調な上昇が続いている（図表 3）。そこで、景気の変動に対して、セクター別の不動産価格指数がどの程度の割合で変動しているのかを 2010 年以降のデータで算定した²（図表 4）。

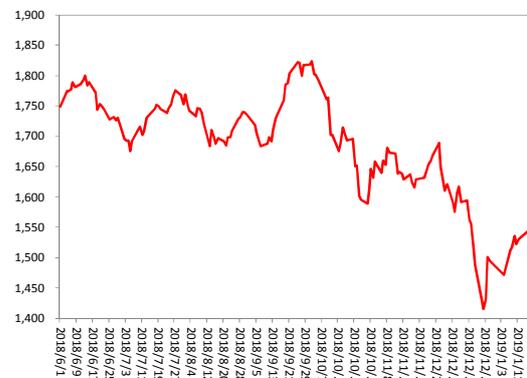
それによると、日本の実質 GDP の 1% 上昇に対して、商業用不動産価格（建物付土地）は全体として 3.3% 上昇している。セクター別では、オフィスでは 3.4%、マンション・アパートは 3.8%、店舗は 3.9% と上昇率が高く、倉庫は 2.1%、工場は 1.2% という結果だった。オフィスや住宅、店舗の価格は景気に敏感に変動し、倉庫や工場価格は景気への反応が相対的に鈍いようだ。

図表 1 世界経済の見通し



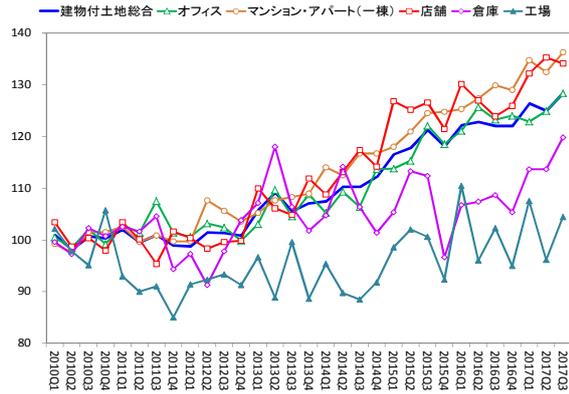
（出所）IMF "World Economic Outlook" January 2019

図表 2 東証株価指数の動き



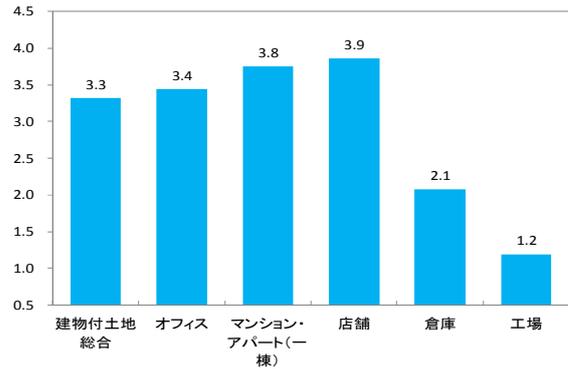
（出所）QUICK 等

図表 3 不動産価格指数の推移(2010~2018年)



(出所)国土交通省「不動産価格指数」

図表 4 不動産価格指数の実質 GDP に対する弾性値(2010~2018年)



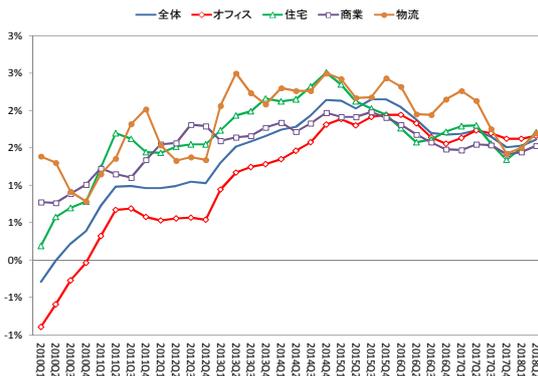
(注) $\ln(\text{不動産価格指数}) = a + b * \ln(\text{実質GDP額(季節調整済)}) + e$ として回帰分析を行い、上図ではbの係数値を表記した。
本来、不動産価格には景気の外に各セクターの需給動向などが大きく影響するが、ここでは景気と不動産価格の関係のみを検証した
(出所)不動産価格指数、内閣府データを基に計算

2. 景気変動と不動産収益率

次に、不動産証券化協会が公表している不動産収益率 (ARES Japan Property Index) を利用して、不動産セクター別の収益率と景気変動との関係を算定した³。なお直近のデータによると、全体の総合収益率は 1.6%、オフィス 1.6%、住宅 1.7%、商業 1.6%、ホテル 1.4%、物流 1.7%だった⁴ (図表 5)。

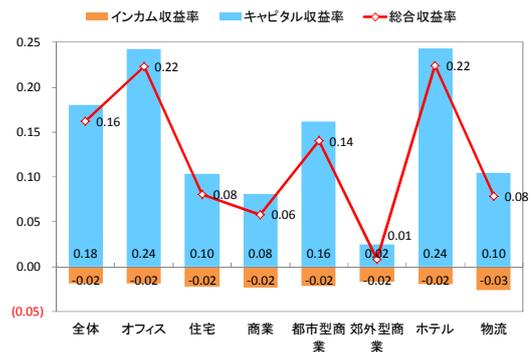
算定によると、2010 年以降、実質 GDP の 1% 上昇に対して、対象不動産全体としては 0.16% (16 ベースポイント) 上方に引き上げられており、セクター別ではオフィスで 0.22%、住宅で 0.08%、商業で 0.06%、ホテルで 0.22%、物流では 0.08%、引き上げられている (図表 6)。2010 年以降のデータによると、経済成長に伴いオフィスとホテルの総合収益率 (主にキャピタル収益率) の上方への引き上げが顕著で、相対的に住宅、物流、商業では、景気に対する変化度合いが低いという結果だった。

図表 5 不動産収益率の推移(2010~2018年)



(注)2018 年第 2 四半期、第 3 四半期は速報値
(出所)不動産証券化協会「ARES Japan Property Index」

図表 6 不動産収益率の実質 GDP 変化に対する引き上げ幅(%ポイント、2010~2018年)



(注) $\text{収益率} = a + b * \ln(\text{実質GDP額(季節調整済)}) + e$ として回帰分析を行い、上図ではbの係数値を表記した。
本来、不動産価格には景気の外に各セクターの需給動向などが大きく影響するが、ここでは景気と不動産価格の関係のみを検証した
(出所)ARES Japan Property Index、内閣府データを基に計算

3. 株式市場と東証 REIT 指数・リート株価

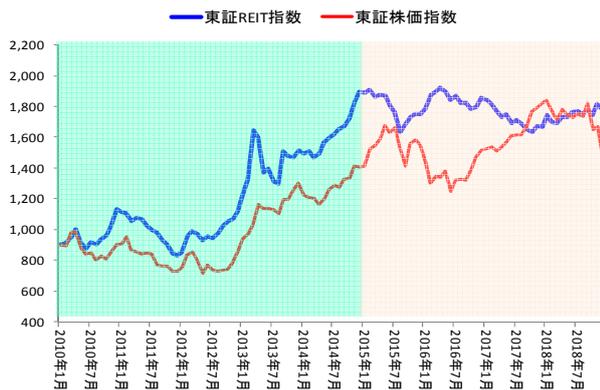
株式相場が不安定に変動する中、相対的に株価が安定的に推移している J-REIT への注目が高まっている⁵。そこで、東証 REIT 指数の東証株価指数に対する連動性の強さについて簡易な検証を行った。

東証 REIT 指数は、2014 年までは東証株価指数との連動性が高かったが、2015 年以降、連動性が次第に低下しているように見える（図表 7）。実際、東証 REIT 指数の東証株価指数の変化に対する弾性値を算定してみると、東証株価指数が 1% 上昇した場合、東証 REIT 指数は 2010 年～13 年の 1.0% 上昇からしだいに低下し、2015 年～18 年は 0.3% の下落と逆方向の動きとなった（図表 8）。このように最近では、東証株価指数と東証 REIT 指数と同方向の連動性は低下し、東証株価指数の上昇時（下落時）に東証 REIT 指数が下落（上昇）する傾向がみられる。

用途別の東証 REIT 指数でも同様に算定すると（図表 9）、2015 年～18 年では、東証株価指数の 1% 上昇に対して、オフィス指数は 0.2% の下落、住宅指数は 0.0% の上昇、商業・物流等指数は 0.4% 下落している。東証株価指数の下落に対して用途別の東証 REIT 指数は、オフィスや商業・物流指数等で上昇する傾向がある一方、住宅指数は東証株価指数の変化との関連が低くなっている（図表 10）。

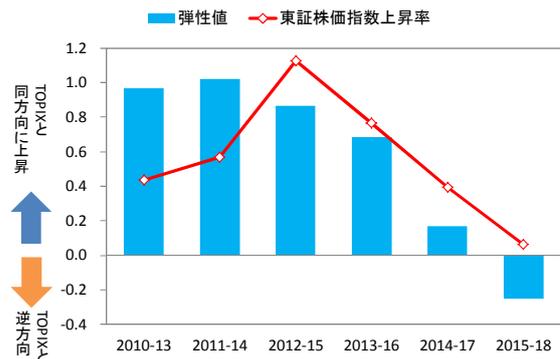
さらに、セクターごとに J-REIT のいくつかの銘柄について同様の計算を行ったところ、セクター別の指数とほぼ同様の結果が得られた（図表 11）。

図表 7 東証 REIT 指数と東証株価指数



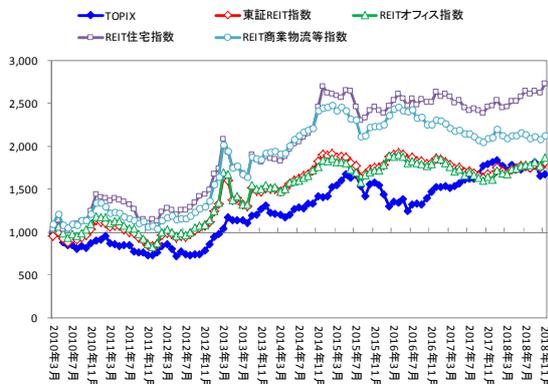
(注) 月末終値
(出所) QUICK

図表 8 東証 REIT 指数の東証株価指数への弾性値



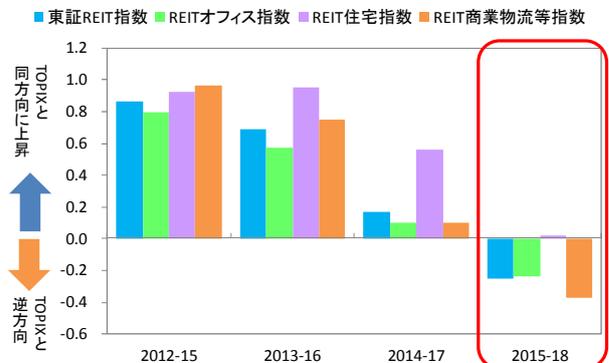
(注) 各月末値を基に 4 年ごとに算定。 $\ln(\text{東証REIT指数}) = a + b * \ln(\text{東証株価指数}) + e$ として回帰分析を行い、上図では b の係数値を表記した (出所) QUICK データ (配当除く) を基に計算

図表 9 主要 REIT 株価の変化率 (2016～2018 年)



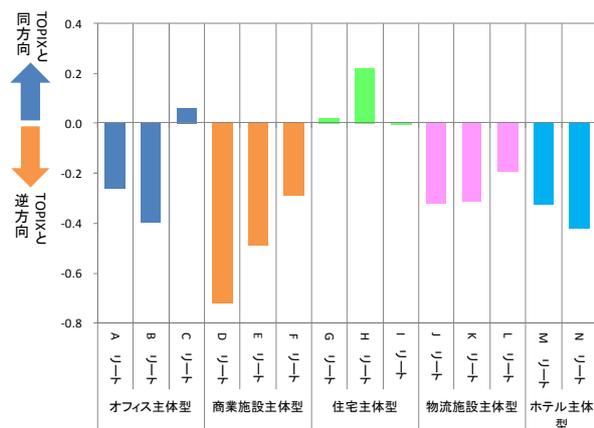
(出所) QUICK

図表 10 用途別 REIT 指数の東証株価指数に対する弾性値 (2012～2018 年)



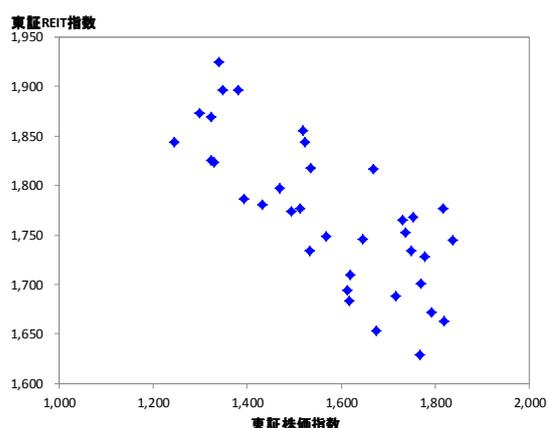
(注) 図表 8 の注を参照のこと
(出所) QUICK データ (配当除く) を基に計算

図表 11 各 REIT 株価の東証指数に対する弾性値
(2015～2018 年)



(注)図表 8 の注を参照のこと
(出所)QUICK などのデータ(配当除く)を基に計算

図表 12 東証 REIT 指数と東証株価指数
(2016 年～2018 年)



(出所)QUICK

おわりに

本稿は、今後の景気変化へ備えとして、過去数年間に不動産市場は景気の変動などに対してどの程度の連動性があったのかを過去の統計から算定したものである。その結果、景気変化に対して、オフィスや住宅、店舗の価格指数は敏感に変化する一方、倉庫や工場の価格指数は相対的に景気への変化度合いが小さかった。不動産の総合収益率については、景気変化に対する収益率の上昇度合いが大きいのがオフィスとホテルで、住宅、商業、物流では相対的に小さかった。また、東証株価指数の変動に対して最近の東証 REIT 指数は逆方向の動きをする傾向があった（オフィス REIT 指数、商業・物流等 REIT 指数も同様）。東証株価指数が不安定な動きをする現在の市況で、為替市場の影響を受けづらく東証株価指数との連動性が低い J-REIT への投資はこれまで以上に重要となりつつあるように思われる。

- 1 「ピークアウト感強める不動産市況 大手の構えに戦々恐々」日本経済新聞、2019 年 1 月 12 日電子版、「不動産、3 年以内に調整局面 オリックス・井上社長に聞く 大京取り込み買い場に備え」日本経済新聞、2019 年 1 月 16 日朝刊 など
- 2 本来、不動産価格には景気の外にセクター別の需給動向などが大きく影響すると考えられるが、ここでは景気と不動産価格の関係のみを調べている。
- 3 不動産価格と同様、不動産収益率にもセクター別の需給動向などが大きく影響すると考えられるが、ここでも景気と不動産収益率の関係のみから調べている。
- 4 全体、オフィス、住宅、商業は 2018 年第 2 四半期、ホテルと物流は 2018 年第 3 四半期の値で、ともに速報値。
- 5 「REIT 新たな逃避先に 価格安定 海外マネーが評価 成長力、株式投資家も注目」日本経済新聞、2019 年 1 月 19 日朝刊、前山裕亮「見直され始めた国内 REIT～2018 年 12 月の投信動向～」ニッセイ基礎研究所、2019 年 1 月 10 日 など

本レポートに記載された数値は各種統計情報等に基づき作成していますがその正確性と安全性を保障するものではありません。本レポートは情報提供を目的として作成されたものであり、記載された内容や意見は、大和不動産鑑定株式会社としての意見等を代表するものではありません。