



座談会

# オフィス市場の分析と課題

## ~カクテルアプローチによる多角的な見方と 人材育成の重要性~

座談会データ

日時：2017年10月10日

場所：不動産証券化協会 会議室

出席者

坂本 雅昭氏

株式会社三井住友トラスト基礎研究所  
投資調査第2部長

中山 善夫氏

株式会社ザイマックス不動産総合研究所  
代表取締役社長

吉野 薫氏

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

進行役

清水 千弘氏

日本大学スポーツ科学部  
教授

## 4象限のモデル

清水 本日は、私と古くから懇意にしている皆さんと昨年立ち上げた勉強会「商業不動産市場分析研究会」の一部のメンバーに集まいただきました。本勉強会は、不動産アナリストや研究者がそれぞれ独自のインデックスやデータを持ち寄り、共に分析し意見を交わすというものです。若手育成も意識した研究会で3ヶ月毎に集まっています。

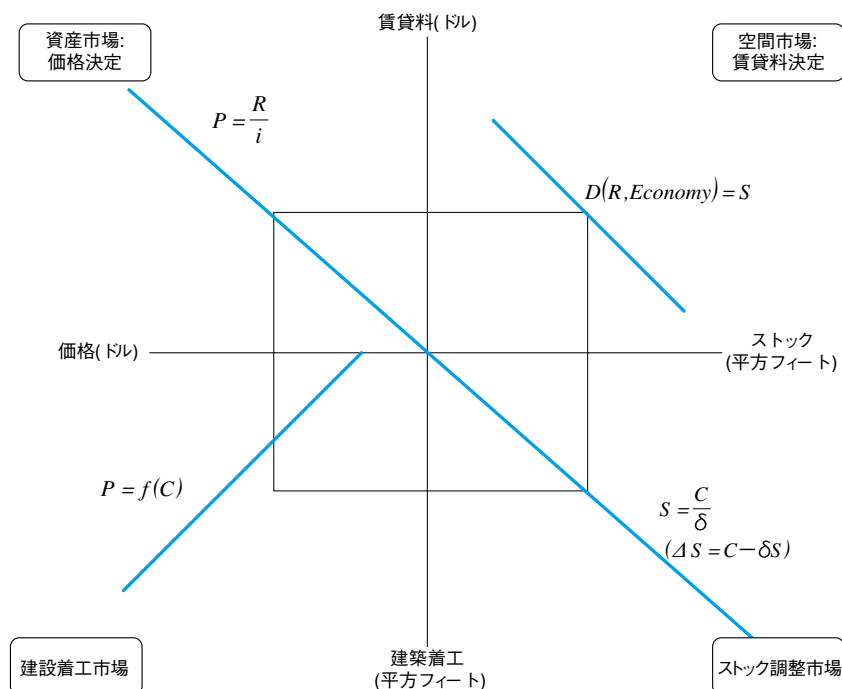
そもそものきっかけは、今では親友であるマサチューセッツ工科大学不動産研究センターの David Geltner 教授と一緒に、国連・国際通貨基金 (IMF)・OECD・世界銀行がリードして作成している国際商業不動産価格指数のガイドラインを作成していく中で、彼と喧々囂々の議論をしたのですが、その中で、商業不動産市場は様々な角度から見えていかないと解明できないということを学んだのが始まりでした。

そして本勉強会では、同じくマサチューセッツ工科大学の教授だった William Wheaton 氏がかつ

て教科書の中で整理した4象限のモデルという、不動産市場のダイナミクスを4つの象限に分割して説明するモデルに基づいて、市場を分析しています（下図参照）。

第1象限は「空間市場」といいます。ここでは、一般的な財・サービスと同様に、需要と供給によって「価格」ではなく「家賃（賃貸料）」が決定されることになります。価格が高くなれば需要は低下し、価格が下落すれば需要が増加するために、その需要曲線は右下がりとなります。一方、供給曲線は需要と反対に右上がりになるわけですが、不動産はその生産に時間がかかるために、ある時点では供給が硬直的になります。つまり、垂直になるのです。そうすると家賃は需要の大きさだけで決定されるわけです。

第1象限で「家賃」が決定されると、第2象限に移ります。第2象限は「資産市場」であり、そこでは資産「価格」が決定されます。資産価格は家賃が高い不動産ほど高くなりますが、家賃（ $R$ ）の水準に比例して、単純に価格（ $P$ ）が決定されるわけではありません。資産の価格は、経済学では将来収益、つまり家賃の割引現在価値によって決定され



Source: Denise DiPasquale, William Wheaton (1996), "Urban Economics and Real Estate Markets"

と考えます。それは不動産だけでなく株などすべての資産にも当てはまる考え方です。そうすると、現在価値に割り戻していく割引率( $i$ )に強い影響を受けるのです。つまり家賃が横ばいや下がったとしても、価格は上昇する可能性があるのです。

第2象限で資産価格が決定されると、第3象限の「建築着工市場」へと移っていきます。不動産を建てるかどうかという意思決定は、経済価値が高いほどに建築したいと考える人が多くなるわけですが、建築費( $C$ )との兼ね合いで最終的に決定します。高い収益が得られることが分かったとしても、建築費が高ければ手元に残る利益は小さくなってしまうために、その建築を控えてしまいます。つまり建築着工市場は、資産価格と建築費の関数によって決定されると考えているのです。

最後に第4象限です。第4象限は「ストック調整市場」と呼ばれます。第3象限の建築着工市場で新しい不動産が建築されると、その建築された分が新しいストックの増加につながります。しかし建て替えなどの場合には、古い建物が取り壊され他の用途に転換されても、当該市場のストックは減少することになります。つまり第3象限で決定された建築着工量と減失した量との差分によって、新しいストック量が決まってくるのです。

このように決定された新しいストック量が、第1象限に戻り、そのストック量と次の需要量に応じて

新しい家賃が決定されるという循環を持っていると考えられています。

それでは、このような4つの視点から、本日は東京のオフィス市場にフォーカスして皆さんと考えてみたいと思います。

## 第1象限：空間市場



中山 善夫氏

### PROFILE

なかやま よしお

1985年一般財団法人日本不動産研究所に入所、数多くの不動産鑑定・コンサルティングに従事。2001年より11年間、ドイツ証券にてドイツ銀行グループの日本における不動産審査の責任者を務める。12年より現職。不動産全般に係る調査・研究およびザイマックスグループのPR等を担当。不動産鑑定士、CRE、FRICS、MAI、CCIM。不動産証券化マスター養成講座「102不動産投資の実務」及び「201不動産投資分析」の科目責任者。ニューヨーク大学大学院不動産修士課程修了。からくさ不動産塾塾頭。

清水 最近の東京の新規と既存を合わせたオフィスビルの空室率は3%台と低い状態ですが、賃料は頭打ちで改善していません。他方で不動産価格は上昇しています。海外資金の流入や、期待成長率の上昇がキャップレートを大きく押し下げていることが要因として考えられますが、まずは中山さんに足元の状況をお話いただき議論を進めたいと思います。

中山 ザイマックス総研では、四半期毎に「オフィスマーケットレポート」で東京のスペースマーケットの状況を公表しています。オフィス市場は需要と供給で決ま

り、そのギャップが空室率で表されますが、2012年第2四半期の9.27%をピークに現在まで一貫して空室率は低下しており、直近では3%台前半まで落ちています。また、空室の増加と減少の量的な比較(空室増減量)を見ても減少の方が継続して上回っていますが、足元の2017年3四半期ではその差は

3割近くに拡大するなど、需要が強いことがわかります。また空室が減るスピード（空室消化率）は右肩上がりで推移しており、空室の在庫が順調に消化されていることもわかります。空室が減少し続けるとマーケットがタイトになり、賃料が上昇し始めることになります。新規成約賃料インデックスを見ると、2008年第2四半期がピークで、その後金融危機で下落し、2012年第2四半期でボトムをつけた後は緩やかな上昇傾向を続けています。「成約賃料DI」はオフィス成約賃料の上昇と下落のトレンドを表す指標ですが、足元で弱含みだったのが少し盛り返して引き続きプラスです。オフィスビル全体で見たときの収益である支払賃料も引き続きプラス。フリーレントは慣行的に一定程度あるものの徐々に少なくなっています。空室も賃料も引き続き概ねよい状況が続いていると言えます。

**清水** 第1象限の需給関係から成り立つオフィス市場はきわめて強い状況ということですね。吉野さん、坂本さんからもお願いします。

**吉野** オフィスは底堅い状況が続いています

が、賃料上昇は力強いとは言えません。特に2008年の金融危機前のように賃料が力強く上昇するような状況には至っていませんが、しかし床は順調に埋まっており、モメンタムは失われていないと思います。日本経済が悪くない状況が続く中、特に企業部門の活動が活発で、設備投資の動きも失われて

いない。各種経済指標を見ても、近い将来設備投資意欲が減退するという状況にはなっていません。こうした状況であれば実需が牽引する形で床が埋まると考えられ、実体経済と不動産市場の需給環境が整合的であるといえます。

**坂本** 供給が多いと言われますが、取り壊しも含めたストックは近年それほど増えてはいません。加えて労働市場が2012年以降に大きく変わり、女性や高齢者の労働参加が進むようになり、需要の

安定成長に繋がっています。これは一時的な現象ではなく構造変化と言っても良い。各研究機関ともに2012年以降の空室率の低下は予想していましたが、労働市場の変化によってここまで空室率が低下するとは予想していなかったのではないのでしょうか。賃料の上昇ペースがかなり緩やかな点が今回の市況回復局面の特徴ですが、就業者数が増加しているのに経済成長率が低い状況というのは、マクロ的にみて企業に賃料負担力がないと見ることもできます。またミクロに見ると、床需要は増えていても増床の方法は積極的な増床

移転ではなく館内増床が主流です。このような状況では賃料は上がり難い。そうは言っても、需要は安定的に成長しているので、緩やかではありますが比較的長い賃料上昇期になっていると思います。

**清水** この研究会のキーワードに「カクテルアプ



坂本 雅昭氏

## PROFILE

さかもと まさあき

都市計画コンサルタント会社を経て、(株)住信基礎研究所（現(株)三井住友トラスト基礎研究所）に入社。産業活性化、低未利用地の利用促進、まちづくり等、公的な調査業務に従事した後、不動産市場に関する調査・分析業務に従事。主に不動産投資ファンド運用会社やデベロッパー等の委託による都市・エリアの不動産投資ポテンシャル評価、オフィス市場の動向分析・市場予測等を担当。

ローチ」がありますが、これはマサチューセッツ工科大学の David Geltner 教授との議論の中で出てきた言葉です。オフィス市場という一つの側面を見るにも単体の指標ではわからない、新規賃料の指標はどうか、継続賃料はどうか、フリーレント期間はどうか等、複数の側面からカクテルのように市場を表現するというものです。今の市場はカクテルアプローチからも非常に強いことがわかります。ただ市況は良いとしつつも金融危機前の水準には戻っていない。当時と今の市場の違いはどこにあるのでしょうか。

中山 いくつかの要因がありますが、一つはテナントの属性の変化です。当時は高額賃料を払える職種が一定数いましたが、その一つである投資銀行は金融危機で大きな痛手を受けて撤退や縮小を余儀なくされました。その後も新しい産業やビジネスも現れていますが、賃料負担力が高まるには時間がかかる。もう一点は大型ビルの供給が進んだ結果、大型ビルの希少性が薄まり、相対的に賃料が低下してきたことがあります。また景気は回復基調でも企業は賃料負担に慎重です。当社が実施したテナント企業へのアンケートでも、オフィス施策するうえで一番の不安は賃料負担が重くなることでした。

坂本 かつては訴訟になってでも高い賃料を取りにいくアグレッシブなオーナーもいましたが、金

融危機後はオーナー側もテナント側も賃料に対して慎重な姿勢を保ち続けています。オーナーは賃料を上げた後に景気が後退してテナントと揉めることを忌避し、テナント側も賃料を負担できたとしても

今後の業績悪化の可能性も考慮して払わない。臆病になっている気がします。

中山 当社が実施した中小ビルオーナーを対象としたアンケートで、不動産投資の魅力をたずねると“収益の安定”が一番です。とはいえ5年、10年先の中長期では不安を抱く人が多いようです。

清水 国際比較は大変難しいですが、シンガポールやニューヨークの賃料相場は金融危機後に戻して東京以上ですね。

吉野 実際の賃料水準においては、丸の内よりもシンガポールが高いとは言えません。ただシンガポールはボラティリ

ティが大きく、上がるときはぐっと上がり下がるときも大きく下がります。世界景気が拡大すればアジアのハブとしてシンガポールには企業が急激に入ってきますが、しかし市場規模は名古屋程度といわれるほどで、市場が小さければボラティリティが大きくなるのは当然です。ここ3～4年の賃料は低下傾向にあり、その冷え込み方も相当に厳しいものです。

清水 日本の不動産のリーシング期間は2年毎の更新が一般的ですが、英国では10年超など海



吉野 薫氏

#### PROFILE

よしの かおる

日系大手シンクタンクのリサーチ・コンサルティング部門を経て、2011年より現職。現在、国内外のマクロ経済と不動産市場の動向に関する調査研究を担当するとともに、わが国の不動産市場の国際化に関する調査等にも従事している。2016年より大妻女子大学非常勤講師を兼任。著書に「これだけは知っておきたい『経済』の基本と常識」（フォレスト出版）、「Q & A 会社のしくみ50」（日本経済新聞出版社、共著）がある。

外は押し並べて長期契約で安定的に収入を得られると言われたものです（もっとも最近ではロンドンでも4～5年だそうです）。シンガポールやマンハッタンは地理的に供給制約が強いのでオフィス市場は伸びません。日本は横にも縦にも広げて市場を拡大させ、金融危機後も大型ビルを次々に竣工させて、大量のSクラスビルを保有する珍しい国になりました。今日日本でオフィス平均入居期間は10年（ザイマックス総研調査による）ですが、賃料を上げて頻繁にテナントを入れ替えて空室期間を吸収するよりも、長期安定を志向し稼働率を上げることが、不動産の最適戦略であることを学んだのではないのでしょうか。

## 第2象限： 資産市場

清水 次に不動産価格をみてみましょう。オ

フィス市場は安定していますが不動産価格の動きはどうでしょうか。

坂本 オフィスの価格は金融危機前のピークから3割下がって2割戻したという印象です。一方で住宅は2割下がり3割戻したため当時より1割上昇です。住宅は賃料も戻しておりキャップレートとともに価格の押し上げ要因になっていますが、オフィスは賃料が上がらずほぼキャップの要因で価格が上がっています。金融政策の影響や世界的な金余

りの状況の中で、日本の主要セクターであるオフィスに資金が流入して価格形成が行われている状態です。

清水 市街地価格指数はどうでしょうか。



清水 千弘氏

### PROFILE

しみず ちひろ

1994年 東京工業大学大学院理工学研究科博士課程中退。東京大学博士（環境学）。財団法人日本不動産研究所研究員、リクルート住宅総合研究所主任研究員、麗澤大学経済学部教授、プリティッシュコロンビア大学客員教授、シンガポール国立大学不動産研究センター教授等を経て、現職に至る。マサチューセッツ工科大学不動産研究センター研究員等を兼務する。国内外の学術誌に採択された論文は40本を超え、150本以上の論文・論説を公表している。それらの論文・論説は、日本計画行政学会、日本不動産学会、資産評価学会から数々の学術賞を受賞している。また、不動産価格指数の国際標準化に向けての国際プロジェクトに参加し、IMF、OECD、欧州統計委員会等の国際機関のアドバイザーを務めた経験を持つ。

吉野 地価上昇の裾野は広がっていますが、2005～07年頃のように加速度的に上昇ペースが上がる状態ではなく、これまでと同様に今後も緩やかに上昇するものと思われます。また地価の水準としても、金融危機以前の水準には至っている箇所は多くありません。東京のごく一部、例えば銀座などの希少性の高い商業地では、金融危機前はおろか、かつてのバブル期を越えている場所もみられます。

現状ではオフィスの出物が極端に少なくなっており、日本の投資家があり注目していなかった湾岸などのエリアで海外の資金が利回りを求めて投資する事例が目

に付きます。取引が枯渇する中で価格だけは高止まりしており、市況の全体像が捉えづらい。

坂本 以前は単純な売り惜しみもありましたが、足元では私募ファンドからの出物が一層少なくなっている。一度手放せばもう買えないという感覚が強まっているようです。それほどに資金需要が強い状態なので価格調整がされる気配はないし、価格が多少調整されたとしてもそれを好機と捉えて取得に動く投資家がいる。プレーヤーの多様化によっ

て求める利回りも多様化し、買い手に厚みが増し、価格が変動しにくい市場に変化したのではないのでしょうか。

**中山** スペースマーケットとキャピタルマーケットは違う原理で動いています。キャピタルマーケットは投資家の投資行動、つまり投資需要に対して供給（売り物）が少ないため結果的にキャップレートは下がり価格が上がるわけです。振り返ってみると、アベノミクス以降日本への投資需要は高まり、安定的な投資先として不動産に対する長期投資のニーズも増し取得競争が激化しています。マンハッタンは供給が限られた島で価格は下がらない。東京は広がりがある新設のオフィスビルの供給もある、しかし我々が想定していない投資家が現れて結果的に価格は安定化に向かっています。これまでの経験でキャップレートの底は認識できるものの、市場がグローバル化するということは従来の認識を越えることが起きる可能性があるということ、なのかなと思います。

**清水** 不動産運用を行っている友人は、今3%のリターンを取れる投資は私募リートくらいだが、お店には商品がない、為替リスクを負っても海外に行かざるを得ないと言います。またシンガポールの友人は、新興国は資源輸出によって過剰貯蓄が生まれてきた、その資金が世界的な不動産市場に流れて日本も例外ではないと（これを「Global saving glut」と呼びます）。日本が選ばれる市場となり色々なチャネルを通じて世界的な資金が入ってくる。しかし売るものはなく、金利は過剰に低い。賃料は国内の経済水準で決まりますが、価格は他国の経済環境の影響も強く受けます。私は今それを「Global saving glut」という現象で実証できないかと考えています。第2象限は加熱していますが、この流れはどのくらい続くのか、何を契機に傾向が変わるのか、注視する必要があります。

## 第3象限:建築着工市場・ 第4象限:ストック調整市場

**清水** 東京では現在、100万㎡規模の大規模開発が行われており、これにより大量供給が見込まれます。一方、数千万件に及ぶ建物ストックのビッグデータを分析すると住宅は建替えが多く、ストックの純増はあまりありません。しかしオフィスの場合は再開発、さらにはかつて再開発されたところがある程度再開発されている（これを私は「再々開発」と呼んでいます）のが中心で、再開発は規模の拡大が前提です。需要がオフィス供給を引っ張ってきたのなら問題ありませんが、再開発は需要とは無関係に供給者の論理で行われます。この辺りの見立てはどうでしょうか。

**中山** 当社は「東京23区オフィスピラミッド」を公表していますが、2000年と2017年でストックは約3割増えており、その内訳は大規模ビルが6割増です。2018年以降に供給はさらに増え、その多くはデベロッパーのお膝元で街ぐるみの面開発で、容積割増や特区、都市計画法上の整備が行われています。クリーンアップされるオフィスエリアと変わらないエリアの選別が今後始まると考えられますが、需要が本当についてくるかは注視が必要です。一定水準で埋まるという算段はあるようですが。

**吉野** 今後3～4年に見込まれていたオフィス床大量供給は竣工が後ろにズレるケースが散見され、当初の懸念は小さくなりました。むしろ2020年以降に顕在化すると思っています。再開発では確かに容積割増を受けますが、昨今はオフィスだけではなくホテルや商業施設が入り、オフィスだけが際立って増えているわけではありません。供給そのものを止めることは難しいですし、すべきではありません。不動産は供給が需要をつくる側面もあるので、これまでと異なるスペックの建物ができれば新たな需要が生み出されます。マーケティングや地域のブランディングも含め、デベロッパーの腕の

見せ所ではないでしょうか。供給過剰はマイナス要因ですが基本的にはポジティブ見通しを持っています。

坂本 東京都心5区で見ると供給は2018～19年に約20万坪、2020年に約25万坪、3年連続の大量供給は初めてのことで不安もあります。しかし今お話にあったように、オフィスのレントラブル比率が40%を切るような複合開発もありますし、また賃貸ビルストックは増加していくといっても、一方で自社ビルストックは減少していく。オフィス需要が自社ビルから賃貸ビルへと移転する流れも考慮すると、今3%前半の空室率は2020年末に5%に上昇する程度なのではないかと思っています。

## 新しい分析視点：働き方改革

清水 働き方改革がもたらす影響はどうでしょうか。

坂本 働き方改革でテレワークが進むとオフィス需要にマイナスと連想されがちですが、働き方改革の検討テーマには女性や高齢者が働きやすい環境整備なども含まれおり、全てのテーマを総合的に見るとプラスの影響も大きいのではないのでしょうか。ビルオーナーは長期のテナント入居を歓迎しますが、借りる側には、オフィス床を増やしたい、しかし最低2年は難しいという考えもあるでしょう。本当は増やしたいが増やせない事情に対して、柔軟にレンタルオフィスなどで対応できれば潜在需要が顕在化すると期待できます。大量供給と働き方改革の時期が重なったのは偶然ですが、両者をうまくつなげて難局を乗り越えられれば良いと思います。

中山 需要は分かりづらく見えづらいものです。需要を可視化するために弊社では2016年より「大都市圏オフィス需要調査」を定期的に行っています。質問項目に「過去1年で人を増やしましたか」「オフィス面積を増やしましたか」「賃料は上がりましたか」を聞くと、人を増やした、面積を増やした、賃

料が上がった、という回答が多い。人員増による面積増は量的な側面で、実体経済と強く関連しています。他方、需要の質的变化も働き方改革によりもたらされます。テレワークの導入などにより、全員同じ場所で9時～18時まで働く従来型の働き方から場所も時間もフレキシブルな新たな流れができ、「オフィスワーカーの人数×一人当たり面積」とは異なるロジックでオフィス需要が構成されつつあります。シェアオフィスやサテライトオフィスで分散が進みますが、同時にメインオフィスも見直してオープンスペースをつくるなどの動きも出てきています。この新しい流れによってオフィスの需要が減るのかといえば、減らないと私は考えます。郊外にサテライトオフィス等を準備する企業が増えれば郊外のビルも床需要が発生する。「近・新・大」で語られたオフィスビルも変わりつつあるという印象です。

吉野 働き方の変化に加え産業構造の変化も影響を及ぼします。Fintechの台頭により、世界の主要な金融機関がロンドンやニューヨークにアクセラレータの集積オフィスを開設する動きがありますが、これにより金融機関といえば高度なセキュリティで堅牢なビルという常識は変わりつつあります。産業の質的变化によって新たな需要が喚起されることは間違いありません。

清水 私は二つの可能性があると考えています。日本は少子高齢化で人口減少も進み市場は小さくなる。都市が成長の末期を迎えるときに、国も地方政府も最後の機会だと思い開発の許可を与える。デベロッパーもこのタイミングを逃すと次の機会はないと開発を進めてしまう。その結果オーバービルディングを招くという可能性です。もう一つは、集積によって生産性が上がる「集積の利益」の考えです。建物は時間とともに生産性が落ちていきますが、更新投資をして生産性を改善する。この更新投資がすなわち再開発です。長期的に都市の成長を考えたとき、適度な再開発、都市や建物の更新投資は必要で、それらにより長期的生産性を日本が維持しているとポジティブに捉えることもできま

す。二つの可能性を見ていかななくてはいけないと思っています。このような視点をもとに、ペンシルベニア州立大学の吉田二郎さん、マサチューセッツ工科大学の Albert Saiz 教授と共同研究を進めているところです。

## 不動産市場分析の重要性

**清水** 日本の不動産市場は透明性が低いと巷間言われていますが、私は著書「不動産市場分析－不透明な不動産市場を読み解く技術－」（2004年、住宅新報社）の中で、「不動産市場分析技術の未成熟さゆえに、具体的には、客観的なデータと十分な分析を踏まえて説明ができないといった意味で、日本の不動産市場の不透明性を助長させてきた」と書きました。各種指標（サイエンス）が整備されたが、それを読み解き分析する（アート）人がいて初めて他者に伝えられることができ、市場は透明になるということです。その点から、分析者やリサーチャーが現在足りているのか。もっと人材が育成されるべきだと思っています。今日お集まりの皆さんはトップリサーチャーであり専門家です。高度不動産専門家に必要とされる条件をお聞きしま

す。

**吉野** 20世紀型の不動産市場では、不動産に専門特化した人がいればよかった。しかし90年代以降、不動産市場が金融市場や資本市場との結びつきを強めたことにより、人材不足の摩擦感が生じました。不動産と一般金融商品との大きな違いは、不動産が取引市場で取引されるわけではなく価格のシグナル力が弱いことです。だからこそ不動産鑑定の仕事に意味があると自負しています。そして市場のコンセンサスは不動産市場と金融・資本市場の対話の中で構築されるものであり、不動産専門家に求められる要件は“不動産×何か”といった掛け算の中にあります。金融・資本市場のプレーヤーとコミュニケーションをとることができる分野横断的な技術が求められると思います。

**坂本** ご指摘の通りですね。加えて社会学的な知識もこれまで以上に必要になると思っています。不動産は器であり、利益を生むのは不動産を利用する企業や個人です。人口減少社会に突入しているとはいえ、まだ入口段階であり、企業や個人は従来とほぼ同じベクトルで行動しているように思います。しかし今後は社会潮流や価値観が大きく変わります。説得力を持って不動産を語るには社会という観点も欠かせません。加えて必要な要件全てが



自分に携わっていなくても構わない。足りないものは補完できるネットワークがあればいいと思っています。

中山 私の前職、投資銀行ではリサーチ部門の意見を重要視しており、不動産投資や融資にはリサーチが極めて重要という認識を持っていました。この認識が広がることと同時に、リサーチャーには正しい判断をするために、変化の兆しを掴み、不動産への影響は何かを見極める能力が欠かせません。「ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.38」(2017年8月発行)で米国不動産カウンセラー協会「2017～18 不動産に影響を与える今年の10大テーマ」を紹介しましたが、こういう発想は大切で、政治やテクノロジーという社会的テーマを不動産に置き換えたときにどう影響するのか、例えば人工知能が不動産に与える影響を常に視野を広げて気にけることです。またリサーチ部門は外国人へ説明する機会が多くありますが、不動産は“グローバル”と言われるように、投資の側面ではグローバル、不動産の面ではローカルです。その国と日本の不動産の慣行等の違いを徹底的に勉強することも必要となります。

清水 私からは最後の要件として「スペシャリティ」をあげたいと思います。日本では非収益部門のリサーチは投資の一票を持ってない、ボードメンバーには入れないなど中枢を担うことは稀ですが、ある年金基金のヘッドが2000年代初頭に「これからのファンドマネージャーに求める条件の一つが洗練された金融技術、そしてリサーチ&ストラテジー。リサーチの上に戦略を立てなければならない」と言っていました。先ほど自分で全てを携える必要はないという指摘がありましたが、最低限の金融技術に加えて秀でたスペシャリティが一つあればいい、足りないものはネットワークで吸収すればいいと思っています。

## 不動産教育の重要性

清水 最後のテーマは不動産教育です。米国ではビジネススクールが不動産教育の機能を果たしていますし、英国の RICS には教育プログラムも整っています。シンガポールには不動産学部があります。日本における人材育成はどのようにしたらいいのでしょうか。

吉野 日本は新卒で企業に入るのが標準的なキャリアパスなので、これまでにない不動産の人材育成を一足飛びに大学の枠組みに求めるのは難しい。今は産業界の中で一つのロールモデルを作る段階ではないでしょうか。

中山 政府も“人づくり革命”を掲げているように、人づくりや教育は国だけでなく業界の将来のためにも不可欠だと思っています。教育の手段は宅建士や不動産鑑定士といった資格も考えられるし ARES マスターもあります。ARES マスターはわが国の不動産証券化市場の発展に大きく寄与し、そこで活躍する人材を養成する仕組みとして定着しています。そしてもう1つが学校教育です。「ARES 不動産証券化ジャーナル Vol.37」(2017年6月発行)で紹介したように、海外では不動産を専攻できる大学は多くありますが、日本はそもそも不動産が学問として認識されておらず、不動産業は幅広い知識が必要な仕事であることも認識されていない。法律や経済などの学問領域の隙間にある学際的なもので、経験を積むことが手段だと捉えられています。業界をリードできる人間は何千人も何万人も要りませんが一定程度の人数は必要です。私も人材育成に貢献したいと考え、去年から「からくさ不動産塾」を始めました。激動の明治維新を活躍した人を数多く輩出した吉田松陰先生の松下村塾をイメージしていただけたらと思います。そこでは一年間で体系的な知識を授けるようプログラムしています。塾生は業種を問わず不動産に関わる一定の経

験があり、特定の専門性を持っていたりしますが、他の分野のことは意外と知らない。体系的な知識を得て自分の専門性をもう一度見つめ直すことで先を読む力がつき、さらに講師や塾生同士で議論し、高めあうことができます。本塾では大学院のように学位は与えられませんが、不動産と社会のこれからを考える知識と一生つきあえる仲間を与えることはできていると思っています。小さな試みですが、業界の発展のためにこれからも続けていきたいと思っています。

坂本 私はキャリア転向して不動産リサーチ業務に携わるようになりましたが、当初は学ぶ機会がOJTに限られたため断片的な知識習得に留まっていました。その後、早稲田大学大学院に科目履修生として通い始めると、体系的に学ぶことや、OJTの断片的な知識を関連づけることができるようになり大変有意義でした。このようなビジネススクールの存在感がかなり弱まっているように思います。さらに悪いことには、金融危機後に学生の不動産リサーチ離れが起きていると感じています。かつて当社は大学教授からの紹介もあり、若手研究員を定期的に採用できていましたが、今は難しい状況です。個社の事情か不動産リサーチ業界全体の事情かは定かではありませんが、これは憂慮されます。そして海外では成り立つ学問がなぜ日本には存在しないのか、その原因も考えなくてはなりません。そもそも不動産は買うにせよ借りるにせよ人生を

通じて多額のお金を支払う対象で、関心の有無に関わらず学んだほうがいい。中等教育で少しでも触れる時間があれば認識は変わるのではないのでしょうか。また不動産リサーチ業界もコミュニケーションをもっと取るべきです。カクテルアプローチは複数の指標により多様な角度から市場を見ることで真実を理解するアプローチですが、指標に留まらず人材のカクテルも重要で、異なる意見を交わせるような議論の場の重要性を感じています。

清水 米国では中学・高校で不動産に関する授業があるんですね。というのも17歳で独立し自分で家を探すことが一般的ですから。一方、欧米のビジネススクールは大学卒業後に一度働いてお金を貯めてから行くケースがほとんどです。働き方と学校の位置づけが日本とは全く異なります。日本の大学システムの枠組みでビジネススクールが成功しないなら産業界がもっとリードしなくてはなりません。例えば寄附講座もありますし、ケンブリッジ大学にはグロブナーという企業の名を冠した教授“グロブナー・プロフェッサー”として活躍しているColin Lizieri氏という友人もいます。

私はARESマスターには準備委員会に参画しましたが、これだけ豊富な人材を集められたARESマスターですので、今後一層裾野を広げ大学とコラボするなど大きく発展をしていって頂きたいと期待しています。

本日はありがとうございました。