

2011年11月 設研アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：獨協大学経済学部 倉橋 透 教授

演題：不動産バブルと景気

日時：2011年11月25日（金） 15:30～17:30

要旨

本論では、不動産バブルと景気に関する各種データを紹介する。

まず、住宅バブルとその崩壊に関する各国のデータを見る。EU諸国とアメリカについて、過去10年間のファンダメンタルズの変化で説明できない実質住宅価格ギャップを見ると2006年から2007年にかけて大幅に縮小している。このことは、不動産価格がそのギャップを縮小する形で調整されたことを示唆している。また、住宅ローン残高のGDPに対する比率を見ると、1990年から2006年にかけて、各国で大幅に上昇している。これらのデータから伺えるEU・アメリカの住宅バブルの原因としては、ユーロの採用などによる名目金利の低下、人口増加、移民増加、可処分所得の増加、税制を通じた強力な持家政策、根強いセカンドハウス需要、などが考えられる。

各国の数量（住宅取引件数または住宅ローン件数）と価格の動きから、初めに数量が落ち込み、その後価格が落ち込んでいることが分かる。例えば日本の土地取引件数と地価の推移をみると、1980年代後半には取引件数も地価も伸びており、その後先に取引件数が落ち込み、続いて地価が落ち込んだ傾向が見られる。アメリカについても同様で、2003年ごろには需要拡大による好況が地価の上昇をもたらしており、2005年末ごろにはバブルへと向かっている。その後、取引件数が減少に転じ、2006年にバブルが崩壊し価格も落ち込んだ。なお、2009年11月の段階では、再び取引件数が増加している。

日本の土地総額のGDP比は、他国（オーストラリア・カナダ・フィンランド・フランス）と比べて大幅に高かった。東京圏では1984年から急上昇し、1987年にピーク（8.04）を迎え、その後上昇以前の水準（約3）に落ち着いている。また、大阪圏では1986年から急上昇し1989年にピーク（6.19）を迎え、その後はやはり上昇以前の水準に戻っている。

続いて、不動産バブルの影響に関するデータを紹介する。不動産バブルは、資源配分、資産分配・所得分配、景気などに影響を及ぼす恐れがある。東京都内の都市計画街路事業の用地費補償比率、分離長期譲渡所得、分離短期譲渡所得などは、いずれもバブル期に上昇している。家計行動に関する日本における過去の研究では、土地資産の大きさは家計の消費支出に対して有意な影響を与えない一方、住宅投資額に対して有意な影響を与えることが示されている。ただし、欧米に関する研究結果を加味して考えると、不動産価格が住

宅投資へ直接影響を及ぼすというよりも、税制など制度的要因を考慮すべきと考えられる。

首都圏新設貸家着工数は、バブル期に上昇し、その後はそれ以前の水準に戻っている。民間貸家供給の増減の要因をより深く考察するため、土地を含めた資本コストを計測する。賃貸住宅供給を資本コストやその他の説明変数に回帰すると、資本コストが上昇することで供給が有意に減ることが分かる。また、相続税対策による着工数の増加は、増分全体の約 20%を占めていたと推計される。

このようにバブルは様々な方面へ影響を及ぼすため、バブル崩壊の予測は重要な課題である。バブル崩壊の警告指標の評価についての一般的な手法は、まず資産バブル（株価バブル、住宅価格バブル）を定義し、念頭にあるバブル崩壊の警告指標について、過去の事例における予測の当たり具合を見る。IMFなどが複数の警告指標を提案している。

次に、中国の不動産バブルに関するデータを見る。2010年の新築不動産販売面積は、主要地域の半数以上で前年よりも増加しているものの、北京・上海などでは前年よりも減少している。また、住宅価格指数は、すべての主要地域において前年同月比で増加しているものの、その増加幅は徐々に小さくなっている。これらのデータより、数量・価格共に増加する状況から、数量は減少する局面に差し掛かっており、今後価格も低下する可能性があると考えられる。

中国政府は例えば以下のような対策を行っている。2009年12月に市場監督強化、貸出の選別政策の強化、政策性住宅プロジェクトの推進などを打ち出した。2011年1月には、地方政府ごとの不動産価格抑制目標の設定などを行った。また、個人住宅の転売の際の営業税免税範囲（経過年数要件）の縮小、住宅購入時の最低頭金比率引き上げ、3件目以降の住宅ローンの停止、公共住宅の建設計画発表、基準金利の引き上げ、預金準備率の引き上げなども行っている。

以上を踏まえると、今後の中国では、住宅価格は下落に転じ、バブルは崩壊する蓋然性が強いと言える。一時的な混乱が予想されるものの、実需が根強いこと（大都市への流入）、窓口指導が機能していることから調整は総じて一時的とも考えられる。

最後に、現在の日本についての政策提言をまとめる。今後とも地価下落が予想される中で、面的整備授業、固定資産税、中小企業金融が重要な課題として挙げられる。また、中古住宅のリフォームや流通促進、住宅と居住者のミスマッチ解消も課題である。固定資産税については、（行政サービス以外の原因で）地価下落が続くと必要な税収が集まらない恐れがあり、評価・負担のあり方等抜本的に見直す必要がある。中小企業金融に関しては、大企業の海外シフトの中で、中小企業は国内の経済・雇用にとって非常に重要である。中小企業が提供している担保の 85.7%は不動産という研究結果もあり、他の融資方法の検討が急がれる。

以 上