

〔論文〕

## 日本の住宅市場の問題と展望

川 津 昌 作

川津商事株式会社  
名古屋学院大学大学院博士号取得者

### 要 旨

今、空き家住宅問題が社会問題化してしまっている。本稿では、なぜ不動産住宅市場で空き家問題が発生するのか？住宅市場の中でなぜ解決できていないのか？に着目して、住宅市場が抱える問題と展望を考察する。まず二人の研究者の知見から現在の不動産市場の理論を確認する。次に市場インフラである不動産インデックスの問題を取り上げる。結論として、日本は土地供給の非弾力性が強い。その結果住宅保有者は高いエクスポージャーにさらされる。そのためにビジネスサイドも、このリスクをヘッジするビジネスモデル開発に偏ってきた。一方日本の不動産保有者は取得した不動産資産の資産価値を上げる努力をしない。その結果日本の住宅市場は価値を生まない市場となってしまった。土地供給の制約を取り除きかつ有効な住宅価格指数の整備により、住宅の価値を生むビジネスモデルの開発が進むことが望まれる。

キーワード：不動産市場、不動産投資市場、空き家問題、住宅価格指数、市場均衡

## Overview of the Japanese housing market system

— Problems and views —

Shosaku KAWATSU

KS Corporation  
Ph. D., Nagoya Gakuin University

---

発行日 2018年7月31日

目 次

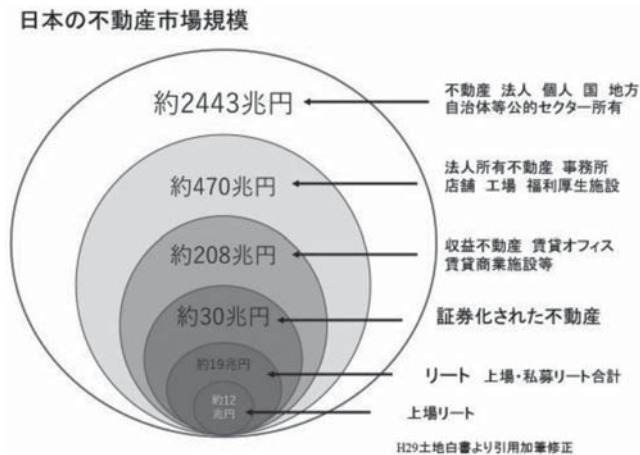
1. 日本の不動産市場が抱える問題の背景
2. 先行研究から見る現代の市場論
3. 日本の不動産市場の変遷
4. 日本の不動産インデックスの課題
5. S&Pケース・シラー住宅価格指数のビジネスモデル
6. まとめ

1. 日本の不動産市場が抱える問題の背景

市場は、あらゆる商いが行われる「市」と、その市が立地する「場」によって成立する。市では様々な属性の価値が生産されかつ消費される。これら様々な属性の価値を普遍化したものが地代である。場では地代による不動産市場が成立する。

日本の不動産市場規模を図表1-1に示した。上場リート時価規模は、アベノミクス開始(2012末)以前は3兆円以下にまで落ち込んでいたが、日銀のリスク資産買い取りによるインセンティブが働き現在12兆円にまで拡大している。この日銀によるリスク取得をやりやすくした要因が、後述する金融資本市場とリンクした期待利回りに均衡する市場になったからである。通常、REITの倍の私募ファンドが想定されるが、上場・私募リート併せて19兆円である。これから見ても上場リートの時価総額が拡大している事が言える。今後金融緩和の出口によりどうなるかが関心が持たれる。これらを含めて証券化されている時価総額は30兆円である。この規模が日本の不動産投資のトップクラスの投資運用になる。そして不動産投資市場全体が208兆円規模になる。法人所有の不動産規模470兆円も東証の上場株式の時価規模と比較すると、現在東証株式時価総額が700兆円に成長している。東証の資産倍率は現在東証一部1.7倍、東証二部1倍、マザーズ6倍となっている。乱暴な比較ではあるが資産倍率に直すと比肩する規模になる。法人を除いた約

図表 1-1



1900兆円の不動産資産規模（公的所有を含む）が、今現在マネタリーベースの拡大政策で膨らんだ民間個人金融資産（1800兆円超）に比肩する。本来、個人の利益・便益を生むはずの不動産資産規模より金融資産規模の方が成長している状況が今の日本である。

不動産投資市場は収益不動産の投資市場であり、個人所有の住宅は不動産市場に含まれる。しかし特に中古住宅市場が停滞し活性化することが求められる中で、住宅を保有する行為をリスクポジションと考え、投資概念からその最適なポジションを求める立場から、本稿では住宅保有を個人の投資行為として考える。

今、空き家住宅問題が社会問題化している。社会問題化した事により、社会全体、市場全体で把握されるマクロ的なデータからの問題解決に偏り、実務サイドから見るとあまりにも森を見過ぎて、個々の木を見ない感がある。もともと不動産は個別性が強い資産である。そこでもう一度不動産の原点に戻って、ビジネスの立場から解決する糸口を議論することが必要と考える。

## 2. 先行研究から見る現代の市場論

アメリカの中央銀行にあたる連邦準備制度理事会の議長は、日本の日銀総裁と同様に、市場に向けて、様々なアナウンスメントを発信し、市場と対話する。対比した正確なデータがあるわけではないが、一般的にアメリカの連邦準備制度理事会の議長はアナウンスメントにおいて「住宅価格」を物価と同様に非常に重要視して盛り込む傾向がある。一方、日本の公式な日銀総裁による日銀談話においては「地価」と言う言葉に直接言及するケースは少なく、株式も含めた「資産価格」においてと言うような表現で言及されることが多い。1990年代に破たんしたバブル経済においても、地価に対する関心が低く資産バブルが把握できなかった。

しかしその一方で、2008年より2013年まで日銀の副総裁を務められた西村清彦氏が東京大学に戻られて早々に、不動産バブルの関する論文<sup>1)</sup>を著した。これは人口動態において生産年齢人口が急増するいわゆる人口ボーナスと金融バブルとの関係を解明した論文である。1980年代後半に日本は人口ボーナスの時期を迎え、信用拡大が重なり非常に大きな金融バブルを発生させた。反対に日本は現在、生産年齢人口がマイナスになる人口オーナスを迎え、デフレ経済を経験している。日銀の政策決定において不動産市場の知識が欠如しているとは考えにくい。それがどうして有効に機能しないのか？住宅空き家問題等が住宅金融政策等に反映されないのか？という疑問が今の日本の不動産市場の課題でもある。

このような問題を背景として、不動産経済の若手研究者の二人の理論を次に取り上げる。

まず清水千弘（麗澤大学）である。清水研究の市場評価の高さとして、日経新聞の経済教室の登場回数を上げることができる。「拡大する不動産投資市場（2007）」「商業不動産の価格指数、国際統計の整備が始動、金融市場の評価有効（2014）」「高齢化による空き家の増加、住宅価格、崩壊」の可能性（2015）」「不動産市場の課題（上）（2016）」等最近タイムリーに意見が求められている。本稿では清水の研究からは「価格指数」の研究と「高齢化による住宅市場のインパクト」に関する研究を取り上げる。2009年、それまでの幾多の住宅バブル・不動産バブルの反省

から不動産価格指数の整備の気運が国際的に高まり、不動産統計の整備が決定した。そのための国際的な価格指数の指針づくりに日本から清水が参画している。価格指数については後述する。

清水の「人口減少・高齢化は住宅価格の暴落をもたらすのか？」<sup>2)</sup>からその主張を読み解く。まず「住宅地の価格は経済成長に応じて変動する部分と高齢化によって変動する部分と総人口の変動によって変動する部分の3つによって説明できる。」として3つの説明変数から住宅地価格の上昇率を説明するモデルを想定した。その結果「住宅地価格は、一人当たりの所得が上昇すると、住宅地価格も併せて上昇し、高齢人口依存率が上昇すると価格を押し下げていくことが示された。又総人口の上昇は価格を押し上げる」とした。そして論文の最終結論として「移民政策、女性の社会進出、高齢者の雇用を延長することで年金支給年齢の引き上げる、等の政策的対応が進めば、マクロ的な意味で2040年までの期間を見通せば政策的効果は期待できる」とした。

この清水理論に対して筆者の考察は次のとおりである。確かにマクロデータを分析すると、女性の社会進出、移民、高齢者の雇用等により労働生産力を増やす必要があるという結論になる。この結論に至る理論自体には何も問題はないが、実務者として市場の現場にいる者からすると、この結論はなかなか実効性が感じられない。現場で移民の問題に取り組むと、政策の不備から法規制をないがしろにした実態に既に直面してしまう。女性の社会進出あるいは子供を増やす議論になると、稚拙な議論によるジェンダー批判を恐れて実効性ある結論を得られない。高齢者の再雇用は現実的ではあるが、一方にある労働生産性を上げる議論になると、女性・高齢者が働きやすい職場環境整備の遅れから必ずしも積極的になれない。むしろ一世代超えてロボット、AIによる生産性向上に関心が向いてしまう。そもそもこれら政策の実行に時間がかかりすぎ、現場ではそれを待つ余裕はない。

次にもう一人の若手研究者が吉田二郎（ペンシルバニア州立大学准教授）である。吉田はパークレー校に留学して以来MIT等アメリカの主要な大学に在籍し、より実務的である。アメリカの著名なMBAには通常、不動産コースが設けられている。アメリカの投資ビジネスに不動産マネジメントが欠かせられないことを示している。そういった環境にある吉田の代表理論に「住宅の経年減価率の問題<sup>3)</sup>」と「住宅市場の住宅供給の制約問題」がある。後者を、吉田の博士論文である“Technology Shocks and Asset Price Dynamics: The Role of Housing in General Equilibrium”から読み解く。尚この論文は2007年AREUEA（米国不動産都市経済学会）の最優秀博士論文賞になった論文である。この中で「本研究の理論モデルは、住宅供給の弾力性が高い場合には住宅価格と株価の相関係数が正になり、住宅供給の弾力性が低い場合は相関係数が負になることを示しています。<sup>4)</sup>」とし、住宅地供給の制約が少ないアメリカ、カナダが住宅価格と株価の相関性が $-0.04$ 、 $-0.08$ と低いものに対して、日本は住宅供給の制約があるため住宅価格と株価の相関性が $0.4$ と高いとしている。さらに、この状況で日本の住宅保有者の最適な資産ポートフォリオを考えると、住宅保有と同じ相関性の高い株式を保有することは、エクスポージャーを高めることになり、合理的な投資ポジションではない。したがって現状の日本の家計の低い株式保有率は合理的な選択であり、むしろ日本の「貯蓄から投資へ」という政策はきわめてゆがんだ政策であるとしている<sup>5)6)</sup>。この理論に基づいて2016年日経新聞の経済教室にて「住宅供給の

制約解消急げ」を寄稿し、日本の住宅供給の制約にこそ問題があることを指摘し、日本市場の問題提起をしている<sup>7)</sup>。

この吉田理論に対して筆者は次のとおり考察する。

吉田論文にあるように、日本では住宅を保有することですでにハイエクスポージャーポジションをとることになる。不動産ビジネスの対象である住宅保有者がエクスポージャーをとることは、そのビジネスである不動産投資ビジネスもハイリスクビジネスとなる。そこで不動産ビジネスサイド及びそれを所管する行政は、この高いリスクをヘッジするビジネスモデル・市場の仕組みを作る必要があった。それが土地担保力主義と言われる、連帯保証人、所得担保、リコース型住宅ローン、仲介手数料規制、生命保険等々信用を高めるビジネスモデルの開発であった。一方借地借家法を維持し、そもそも土地、住宅の流動性を制約し、住宅の評価減リスクの顕在化を阻止してきた。しかしこれらビジネスモデルはいずれも、市場で革新的な価値を創造するためのビジネスモデルではなく、リスク低減のためのビジネスモデルでしかなかった。その結果これらのビジネスモデルが逆に土地の流動性を損ね、土地・住宅供給の弾力性を制約し、住宅保有によるエクスポージャーを更に高めるという悪循環に陥っている。

日本以外のOECD諸国に見られるような土地供給を非弾力にするような制約が少なく、住宅等の資産が他の資産との間に相関性がなく、リスクをうち消すような最適なポートフォリオを住宅保有者自ら持つことができれば、住宅保有者は新たなリスクテイクができる。新たに住宅に再投資をして資産価値の成長を期待できると考える。

### 3. 日本の不動産市場の変遷

日本は1990年代に非常に大きなバブル経済が破たんした。このことからどんな教訓を得たのであろうか？ 当時のバブル経済と今とで一番大きな違いは、不動産市場に利回りによる均衡が生まれたことである。現在では、利回りにより収束する市場が生まれたことによって、1990年代のような大きなバブルは生じないのではないかという考えが主流である。

1980年当時は、市場の地価は主に取引事例法によって形成されていた。当時不動産鑑定評価基準にも採用されていた値付け手法である。取引事例法では、景気がアップトレンドな時に土地を売りに出そうとすると、近隣の取引価格より高く売り出そうとする。アップトレンドが続く限り常に高く売り出され、高さに制限がなく青天井で地価が上昇した。逆に市場が破たんし地価が下降し始めると、ディールが成立しなくても競って安い価格をつけ底なしの値崩れが生じた。つまり地価が均衡することなく破綻するまで拡散してしまう市場であった。

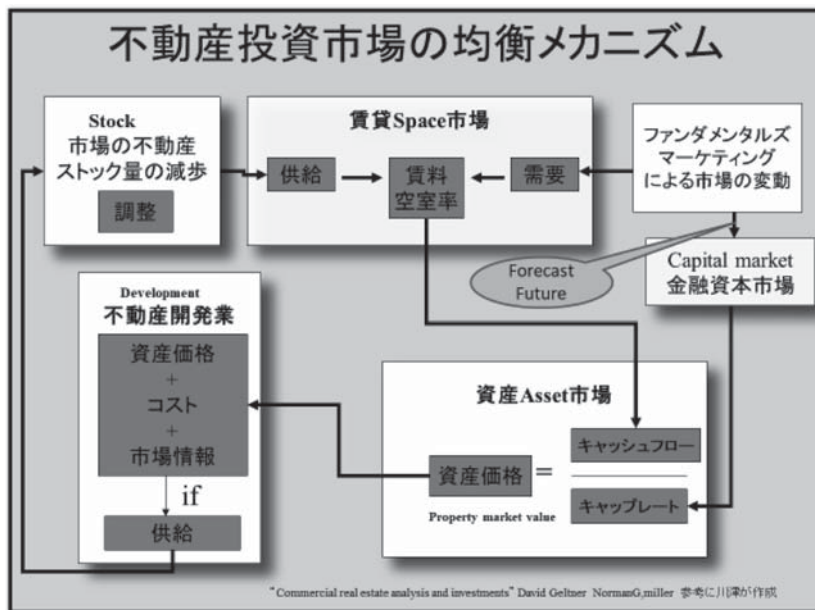
1990年にバブルが破たんした以降、時系列で不動産ビジネスの環境を追ってみると、1997年に北海道拓殖銀行はじめ国内の金融機関が破たんし始め、日本発の金融恐慌が世界中で懸念されるようになる。1998年に都市銀行に公金による資本注入が始まる。同じく1998年SPC法、REIT関連の法整備が進み、証券化のスキームが可能になり、不動産投資ビジネスのイノベーションが起きる。2000年日本不動産金融工学会が刈谷・川口により設立され金融工学に対する関心が高

まり，社会人大学院でその知識の普及が始まる。金融工学の知識を駆使して独自にビジネスモデルを開発し，それを使い市場にあるリスクを適切に評価しだした。2002年には不動産鑑定評価基準にDCF法（収益価格）が盛り込まれた。2000年代に入り，小泉政権下において都市再生本部が設置され東京都心のリノベーションが始まる。証券化のスキル，ファンド組成のスキルを持った新しいプレーヤー<sup>8)</sup>が登場し，独自に開発したビジネスモデルを使い市場のリスクを適切に評価し，果敢にリスクにチャレンジし始めた。その結果，小泉政権下のいざなぎ景気（2002-2007）が登場したのである。

不動産が生み出す収益の率，収益率・利回りが，代替的な他の資本市場の利回りとの比較において有利であれば開発投資が進み，不利であれば開発投資が収まるといふ，資本市場とリンクするキャップレートに不動産市場が収束した。つまり資産収益率による市場均衡が生まれたのである。2005年以降，一部東京の地価がバブル経済時を越すまでに上昇したが，この時の経済を1990年と同様のバブルと評価する識者は少なかった。その後アベノミクスの異次元の金融緩和政策における日銀のREIT株の取得も，金融資本市場の期待利回りと，不動産市場の割引率がリンクしていたからこそ，合理的に取得が進んだと言える。均衡しない市場のリスク資産であれば金融緩和と言えども日銀は購入することができなかったはずである。

アメリカでは図表3-1にある4象限モデルがMBA等で教科書<sup>9)</sup>として使われている。①賃貸space市場でリアルな需要と供給により賃料が決まる。②この賃料が資産Asset市場のキャッシュフローになる。このキャッシュを適切な割引率（キャップレート）で割引，現在価値つまり市場フェアマーケットバリューが求められる。③不動産開発市場で建設コストと市場価値の比較で供給が

図表3-1



決定される。④ストック市場で新たな供給と減衰量で実際のストック量が決まり①の賃貸space市場のリアルな供給が決定する。この4つの市場のダイナミズムで市場の均衡が生まれる。この教科書ではファンダメンタルズから派生した‘Forecast’、‘Future’が金融資本市場であるとしている。これは不動産市場がリアルな利回りを割引率として用いるのではなく、将来の期待値・リスクプレミアムを評価できるようになって初めて金融資本市場とのリンクが可能となったことを意味する。適切に市場リスクを評価した割引率による現在価値が市場の資産価値となったのである。

このようにアメリカにおいては教科書にもなっている市場均衡論ではあったが、日本ではなかなか実効性あるビジネスモデルとして使えなかった。これは利回りの計算ができないのではなく、どのような利回りが市場の均衡相場であるのか？、均衡からどれほどのリスクプレミアムを理論的に見積もる必要があるか？が理解できなかったのである。経験的な相場観しかなく、市場の均衡を示すベンチマークが整備されていなかったのである。

市場は適切な価格づけがなされて初めて買い手と売り手が取引できる。市場には当然信用の格付け機関、価格のインデックス等の情報インフラがあって初めて市場が機能する。次に日本の市場におけるインデックスの状況を議論する。

#### 4. 日本の不動産インデックスの課題

日本の不動産価格体系の中心には、従来から現在に至るまで、不動産鑑定制度に基づく地価公示（国土交通省）、相続路線価（財務省所轄財務局）、基準値（総務省自治体）がある。

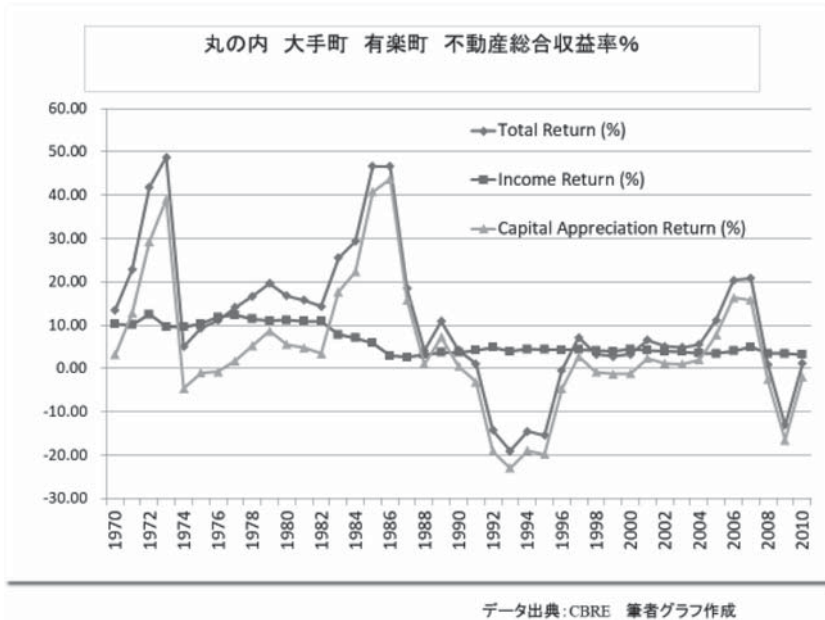
かつて、日本の銀行は旧大蔵省の所轄である銀行局によって監督されていた。大蔵省は一方で相続税を徴収する役所である。そのために相続税を課税する指標として路線評価を不動産鑑定制度に基づいて整備していた。当時の銀行局は市中銀行を監督検査する上で、適正な融資が実行されているかどうかを、この路線評価の何割の融資をしているかどうかで判断していた。銀行の融資担当者も、融資の実行基準を路線価などの鑑定価格に頼り、その妥当性の説明責任を果たしてきた。つまり銀行及びその監督官庁のベンチマークがこれら鑑定価格にあった。

日本の経済は、高度経済成長から1980年代のバブル経済を通じて実現した経済成長を、この銀行による巨大な信用供給によって実現してきた。その結果、本来の市場ベンチマークではなく、税金などの徴収する目的で作られた資産評価が不動産担保経済のヘゲモニーとなった。そしてそれが今に続くことになる。

鑑定制度以外の日本の老舗の市場インデックスとして二つ上げることができる。一つが一般財団法人日本不動産研究所の「不動産投資家調査」である。2000年から運用され、キャップレート、ターミナルキャップレート、LTV等を国内の主要なビジネスプレーヤーにアンケート方式で聞き取る集計インデックスである。集計値であり、分かりやすいモデルが信頼を得てきた。現在も続いている。

二つ目が、1998年より運用開始された当時三菱信託銀行とCBREによって開発されたMUTB-

図表4-1



CBRE不動産投資インデックス（呼称：マクベス）である。全国13都市81ゾーンを対象にテナントの成約事例と鑑定価格である地価公示をもとに賃料収益率を求めた。図表4-1は東京丸の内、大手町、有楽町の3ゾーンの1970年以降のインカム収益率・キャピタル収益率そして総合収益率をグラフ化したものである。このマクベスはその業績をたたえられて2011年に日本不動産学会賞を受賞している。しかし残念なことに、2011年を最後に、鑑定制度による地価公示をベースにしていたこのインデックスを、当時の運用会社による運用を停止してしまった<sup>10)</sup>。

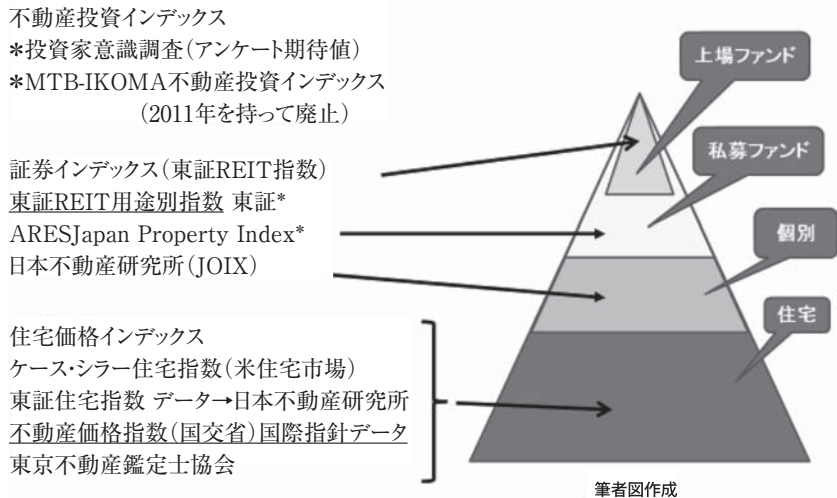
グローバル市場では、2008年のリーマンショックによりリアル資産市場が大きく傷んだ。この原因が不動産価格指数の未整備によるとされた。日本の1990年代に破たんしたバブル経済も資産バブルであったにもかかわらず、当時日銀及び政策当局は一般物価指数でバブルをコントロールしようとした。この背景には当時の日本は鑑定制度による資本評価以外の有効な市場資産指数が整備されていなかったことにも原因があった。このような問題を背景に2009年IMFからG20に対して不動産価格指数（住宅）を公表する勧告がなされた。そして2011年にIMFや欧州員会統計局を中心に不動産価格指数作成に関する国際指針<sup>11)</sup>が作成され、G20において2012年より運用を開始することが求められた<sup>12)</sup>。この国際指針の作成に日本から前出の清水が参加したのである。

この国際指針では、住宅の持つ様々な属性変数によって説明される住宅価格を求めるヘドニック法、反復される住宅の取引価格を理論的解析するセールス・リポート法等が示された。アプレイザル自体は指針にも盛り込まれてはいるが、日本の人為的な裁量が影響する不動産鑑定価格は事実上言及されなかった。この影響は大きく、住宅価格だけでなく商業不動産の投資利回りにお



図表4-2

2012年以降の不動産市場のインデックス階層

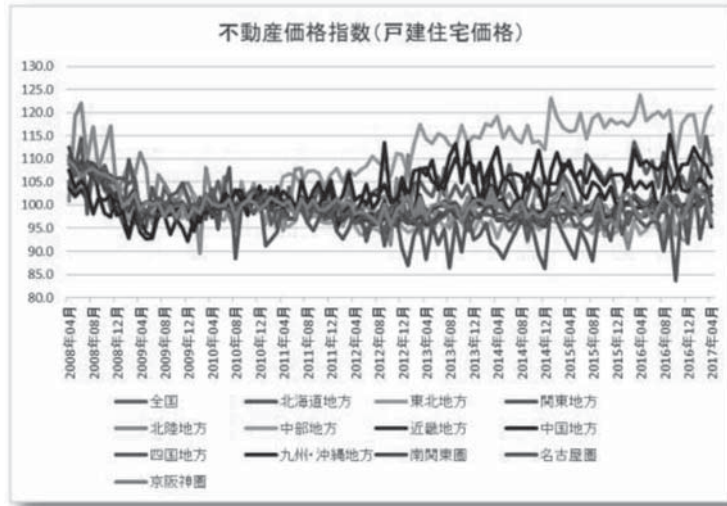


いても前述のマクベスに代わり、東証のリート指数、私募リートのリターンを示す不動産証券化協会のアレス・ジャパン・プロパティインデックス (AJPI) 等が主流となっていく。

図表4-2では、2012年以降日本で運用されている不動産市場のインデックス階層をイメージしてある。市場性の高い順に、東証のリート指数 (上場REIT)、一般社団法人不動産証券化協会のAJPI (私募ファンド)、日本不動産研究所の不動産利回りインデックスでカバーされている。その下部に位置する住宅市場の価格指数が、上述のとおり2012年より試験運用が始まった。図表4-3が国土交通省の不動産価格指数 (戸建住宅) (2010年:100) である。国土交通省では、東名阪の三大都市圏については1980年代にさかのぼってトラフィックを公表している。全国の住宅価格指数は2008年以降のデータ公表となっている。景気循環論から説明すると、建設投資の景気循環は通常20年サイクルのクズネッツ循環である。建設でも住宅サイクルは10年のジュグラー循環であると言う考え方もある。にもかかわらず、2012年以降ようやく整備が進み、現在日本の主要都市部のインデックスが、10年足らずのトラフィックでその実効性を求めているが現実である。

このようにしてできた住宅価格指数であるが、現時点で実務的にどのような実効性があるかも言及する必要がある。経済変数と言う観点から見ると、一見バイアスのない非常に定常性が高い変数に見受けられる。ビジネスと言うのは様々なショックから生まれるバイアスが生じ、既存の市場均衡に対して新たな市場均衡を市場が模索し始める。この従来の均衡と新しい均衡とのギャップが裁定機会となる。この裁定機会に対して果敢に裁定取引を行った結果利益を得る。このショックには外生的なリスクも含まれるが、本来、革新的な住宅設備、ビジネスモデル等によって生まれる。ビジネスの対象は、商品財物・ビジネスモデルのイノベーションによって市場の均

図表4-3



データ出典：国土交通省 不動産価格指数 筆者グラフ作成

衡が動くダイナミズムにある。

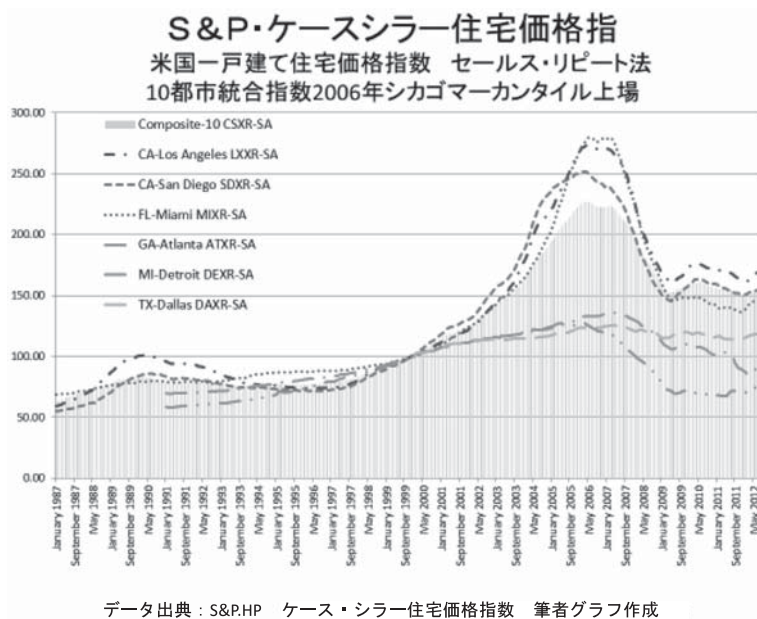
2013年ノーベル経済学賞を受賞したユージン・フェーマは市場が効率的であれば予見できないとした。これに対し同時受賞のロバート・シラーは、バブルを予測のできない「根拠のない熱狂」としてよいのか？と問題提起し、長期時系列を用いて行動科学的アプローチにより説明しようとした。実務では根拠なく予見できなければビジネスはパッシブポジションになり、バイアスがあればアクティブなポジションとなる。このロバート・シラーが開発した長期時系列の米国の住宅価格指数がS&Pケース・シラー住宅価格指数である。

## 5. S & P ケース・シラー住宅価格指数のビジネスモデル

1980年代にロバート・シラー他によって全米の住宅価格指数が開発された。2006年シカゴ・マーカンタイル取引所に住宅指数のデリバティブを上場。セールス・リポート法による住宅価格指数である。図表5-1に2000年を100とし、2007年に破たんしたアメリカのサブプライム住宅ローンバブルの状況を見て取れる住宅価格指数を示した。サブプライム住宅ローンは、当時日本で、移民等低所得者の弱者をくいものにしたポイズンビジネスとして報道された。

図表5-1では、2005年以降アメリカで生じたサブプライム住宅ローンバブルにおいて、全米10都市の複合価格指数以上に高騰した象徴的な都市3つと、高騰しなかった象徴的な都市3つを示している。高騰したのは高級リゾート地等がある市場性の高いロサンゼルス、サンディエゴ、マイアミである。高騰しなかった都市が、南部の移民・低所得者層の多いアトランタ、ダラス、そして近年、自動車産業が低迷して、全米の中でも移民率、低所得者率、犯罪率などが高いデト

図表5-1

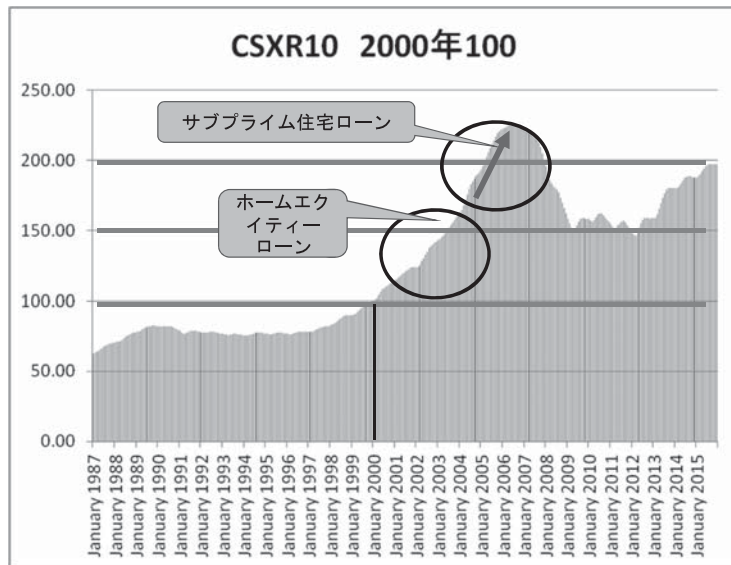


ロイトである。

アメリカでは2000年に非常に大きなITバブルが破たんした。その景気低迷脱却から長期金利の低金利が容認され住宅市場の回復が期待された。この低金利を背景に住宅市場を回復させたビジネスモデルが「ホームエクイティーローン」「キャッシュアウトリファイナンス」等である。ホームエクイティーローンとは、住宅価格の時価で値上がった分をキャッシュアウトするビジネスモデルである<sup>13)</sup>。例えば50万ドルで購入した住宅が、60万ドルに値上がった時に10万ドルをキャッシュアウトする。もちろんこの10万ドルがローン残高にかさ上げされる。このビジネスモデルは本来住宅のリフォーム資金、子供の教育資金、老後の医療費等をファイナンスするために開発されたビジネスモデルである。日本のリバースモーゲージのように人生の様々なイベントを、住宅を担保にファイナンスするビジネスモデルである。しかし2000年以降順調に住宅価格が回復し値上がりが進んだことによって、多くの住宅保有者がキャッシュを手にし、又それを目当てに住宅の取得が進み一層住宅価格を押し上げた(図表5-2)。これら手にしたキャッシュが、一般消費に回り、結果としてアメリカの景気を押し上げ回復していった。

順調に回復していったアメリカ経済、そして住宅市場に、2004年以降、更に住宅に投資をしてその値上がり益を得ようという、極めて戦略的な投機家が参入する。彼らの戦略的な投機ニーズに応えたビジネスモデルがサブプライム住宅ローンであった。すでに住宅を保有しており、更に住宅を買い増しする上で、プライムの与信が使えない投機家がサブプライムの住宅ローンを使い、3年の保有で値上がり益を得ようとした。その為に、その間の金利・手数料・元金償還(アモチ)等の出費を一切抑えた、例えば変動金利(ARM)にインタレスオンリー(I/O)等のオペ

図表5-2



ションのビジネスモデルが要求された<sup>14)</sup>。これによって一人で、高級リゾート地の高額な物件を元手資金なしで何軒も、短期の値上がり目的の投資がされた。サブプライム住宅ローンにおいては2003年にARMが45%であったのが、2006年には59%にまで拡大していた<sup>15)</sup>。

その一方で、リスクがとれない低所得者に、購入して当初の3年間アモチなし、金利もほとんどなし、3年後その分も上乗せして償還が始まるI/O等のビジネスモデルを適用すれば、破たんリスクが高くなるのは当たり前であった。実際それがなされてしまった。

しかし本来問題視すべきは、2004年当時すでに住宅市場はファンダメンタルズの成長を超過したバブルに入っており、更にローンの返済遅延率、デフォルトの兆候があったにもかかわらず、なぜサブプライム住宅ローン市場での過剰なリスクテークが容認されたか？である。その背景には、当時金融ビジネスモデルが次々と開発され、リスクを移転する証券化の金融技術、リスクをヘッジする金融デリバティブ技術が進み、サブプライム住宅ローンを証券化したリーマン・ブラザーズ、CDSを大量に売り続けたAIG、そしてハイレバレッジポジションをとり信用を大量に市場に供給し続けた米5大投資銀行等の金融プレーヤーが、そのビジネスモデルの玉となるサブプライム住宅ローンを購入し続けた経緯がある。

かくして、2005年ごろから急拡大したサブプライム住宅ローン市場は3年を待たずして2007年破たんした。これがリーマンショックであった。

「キャッシュアウトリファイナンス」「ホームエクイティーローン」「サブプライム住宅ローン」「I/O」はいずれもビジネスモデルである。これはアメリカの住宅市場が、すでに人口成長等のファンダメンタルズの成長のみに依存するのではなく、市場が要求するニーズに応えた革新的なビジネスモデルを開発することによって、市場を成長してきたことを意味する。そしてこれらのビジ

ネスモデルの有効性を評価するのがケース・シラー住宅価格指数であった。そしてもっと言えば、これらのビジネスモデルのターゲットが住宅価格指数そのものであった。ビジネスモデルにより新しい均衡を生み出し、市場のベンチマークと新しい均衡との間に裁定機会を作り、裁定取引を行うことがビジネスの本質である。つまり住宅価格指数は市場の成長のために重要な市場インフラである。にもかかわらず住宅価格指数が十分に整備されてこなかった市場がある。それが日本である。そしてその結果が平均13.5%とも言われている高い空き家住宅率である。実務サイドから見る日本の住宅市場は、市場が低迷しているのではなく、市場そのものが成立していないのである。

## 6. まとめ

アメリカの不動産投資文化と日本の不動産投資文化には明らかに大きな違いがある<sup>16)</sup>。まず図4-1で見たように、日本の投資環境は1990年のバブル経済破たん以降、不動産投資のキャップレートが4-5%で安定して推移してきた。その一方で借入金利が2%以下にまで下がり、何もしなくてもその差のイールドが得られた。一方アメリカでは、リーマンショック以前まで概ね不動産投資のキャップレートが5%超であったのに対して、長期借入金利が4%台であった。つまり何もしなければイールドは実現しない。投資と言う限りにはキャッシュの成長が必要になる。したがって市場での上質なアセットマネジメント、プロパティマネジメントに対するニーズが高く、これらのスキルもどんどん進化してきた。何もしなくても投資成果を得ることができる日本では余分なことを一切しない。戦略的に再投資をして価値を創造するようなことを一切何もしないことが日本の賢い投資になっていた。何もしなければその市場も何も価値を生まない。

このことは、中川によるゲームの理論を使ったマンション住宅保有者の分析<sup>17)</sup>からも裏付けられる。この分析から中川は日本の住宅市場は一定の条件下でナッシュの均衡に陥いることを実証検証している。市場参加者が何も協力しないことが個々の参加者にとって最適便益を実現する市場と言う意味である。購入した住宅に再投資して価値をつけても、それが住宅保有者の利益につながらない。そもそも借地借家法により流動性が制約されており、ターミナルバリューの価値評価自体が実効性を持たない。ケースによってはリノベーション・増改築することが違法建築となり、問題建築とされてしまうことすらある。その結果、規制に挑戦する起業家スピリットも生まれにくい。何もしない者が最も得をする市場である。参加者が何も協力しない市場は何も価値を生まず、むしろ価値を下げる市場である。資産も価値を生まなければ、それを使っている人がいなくなれば、次にその価値をなくした資産を使うものは現れない。住宅資産はすべからず空き家になりかねない。たとえ人口が増える社会であっても、価値を生まないむしろ下げる市場には誰も参加しないはず。たとえ人口が減少する社会であっても、価値を生む市場には、皆がごぞつて参加したがるはずである。実務サイドから言える住宅市場の問題は、少子高齢化人口減少の問題と違う。

日本の不動産市場は土地供給が非弾力的であるとすると、その結果、住宅等の不動産を持つこ

と自体が高いエクスポージャーにさらされることになる。このことは実務サイドもこれらのリスクをヘッジするビジネスモデルの開発に偏りがちになる。リスクをとり価値を成長させるビジネスではなく、リスクをヘッジするビジネスモデルゆえに、さらに土地供給の非弾力性を高める。土地供給の弾力性の改善を求めて、借地借家法、土地担保主義等様々な制約からの改革が求められても、遅々として進まない原因もこれで説明される。そして、日本では住宅保有者も、価値を上げる方策を何もしないことが自分の便益の最適化をもたらす環境にある。これが日本の不動産市場の課題である。

住宅保有が他の株式等リスク資産と相関性が低く、吉田理論が指摘する他のOECD諸国に見られるように、それらと組み合わせることで自らのエクスポージャーを減らすことができれば、逆に住宅保有者は新たに住宅に再投資をして付加価値をつける等新たなリスクをとり、住宅価値の成長を期待することもできる。ナッシュ均衡からの脱却である。そしてそれが市場ニーズとなれば、それに応えたビジネスモデルの開発も促されることになる。そのための有効な不動産指数の運用、借地借家制度等土地供給の制約となる要因の改善が望まれる。

## 注

- 1) 「不動産バブルと金融危機の解剖学」西村清彦 2014 住宅土地経済 No. 93
- 2) 「人口減少・高齢化は住宅価格の暴落をもたらすのか？」清水千尋 土地総合研究所2014秋号
- 3) 吉田二郎「不動産の経年減価率」2016 住宅土地経済 No. 99
- 4) 吉田氏が2008年にこの博士論文を解説した寄稿「ファイナンスにおける不動産の意味」ARES 2008 March-Aprilより引用
- 5) 同上より引用
- 6) 土地などの供給制約が住宅保有のリスクを高めるという考えは、欧米では広く研究されて、ある程度認知されていると言えよう。Hilber等の研究では、リスクが高いかどうかではなくどのような制約がどのような影響があるかと言った研究に及んでいる。  
参考「供給制約が住宅価格に及ぼす影響」鈴木雅智 住宅土地経済 2018 No. 107
- 7) 住宅の価値減衰が問題になっている日本で、住宅価格上昇がリスクとなる状況で起きる欧米の供給制約が住宅価格に及ぼす影響を適応できるかと言う疑問があるが、欧米に比べて住宅価格に占める土地比率が高く、欧米の住宅価格に代替する地価が土地供給の制約により株価などと強い相関性を持っていることから、問題ないと考えられる。
- 8) ここではダビンチアドバイザーズの金子修を想定
- 9) “Commercial real estate analysis and investments” David Geltner Norman G, miller 2001 South-Western 図表は筆者が加筆修正したものである。
- 10) 2012年より日本不動産研究所 (JOIX) に引き継がれる。日本不動産研究所は不動産鑑定士の団体であり、地価公示をもとにしたインデックスが継承されることは必然性がある。
- 11) Residential Property Price Indices Handbook
- 12) 参照 国土交通省「不動産価格指数の公表について」2012年
- 13) 「いまさら誰にも聞けないプロの為の不動産投資利回り」川津昌作2014 清文社p96

## 日本の住宅市場の問題と展望

「不動産投資戦略」川津昌作 清文社 2004 p255

- 14) 参照「2000年以降のアメリカの住宅市場の問題」川津昌作 名古屋学院大学総合研究所2009
- 15) Mortgage Bankers Association DataNotes “Characteristics of Outstanding Residential Mortgage Debt: 2006”
- 16) 「いまさら誰にも聞けないプロの為の不動産投資利回り」川津昌作2014 清文社
- 17) 「マンション建替え問題の実験経済による検討」中川雅之・浅田義久・山崎福寿 2010 住宅土地経済 No. 76

## 参考文献

- 「根拠なき熱狂」2001 ロバート・J・シラー 監訳植草一秀
- 「取引価格データベースを用いた住宅価格指数」川口有一郎 渡部光章 2011 早稲田大学国際不動産研究所
- 「不動産投資戦略」川津昌作 清文社 2006
- 日経新聞 経済教室 吉田二郎「住宅供給制約解消急げ」2016年9月14日, 清水千弘「高齢化による空き家の増加 住宅価格崩壊の可能性」2015年9月1日他寄稿分
- 土地白書 各年度
- 日本不動産研究所「不動産投資家調査」各年度