

## 平成 29 年度 第 2 回「不動産経済分析研究会」議事概要

### 1. 成蹊大学経済学部教授・井上智夫氏の説明概要は以下の通り。

[はじめに]

- 米国・日本等 4 か国の時系列データから、生産年齢人口比率が高い時期はバブル期と連動しており、また、緩和的な信用状態により市場に資金が潤沢に流れることでバブルを助長している状況が見て取れる。本研究では、人口構成と不動産価格の変化、信用拡張の間の関係を分析する。

[既往研究]

- 先駆的な Mankiw and Weil (1989) とそれに対する一連の既往研究では、将来への期待形成が合理的（完全予見）であり資産供給が弾力的ならば、人口動態が変化しても資産価格への影響は小さいとの結論を導いている。
- 不動産は、建物（供給は弾力的、償却される資本）および土地（供給は非弾力的、償却されない資本）からなるが、既往研究では主に建物部分に着目していた。「不動産価格の上昇が懸念されると、より多くの建物が建設されるため、期待された価格上昇を打ち消すことになる。また、人口動態の変化は極めて遅く十分に予想可能であるため、予想されるすべての実質的状况の変化は事前に不動産価格に反映されることになる。よって、現時点における人口動態の変化が不動産価格に影響するとは考えにくい」との立場である。

[本研究の位置づけ]

- 人口動態の予測が合理的に受け入れられているかには、疑問が残る。例えば、日本の合計特殊出生率の予測においても、短期的には、「長期的に期待される水準にいずれは戻るであろう」という希望的観測を繰り返しており、長期的予測についても予測は徐々にしか修正されてきていない。
- 年少人口が優勢な場合、需要側で過剰な楽観主義が生じるが、供給側で持続的な供給不足であると、不動産価格は大幅に上昇すると考えられる。さらに、信用緩和と組み合わせることで、不動産価格の変動幅はレバレッジ（借入れによる投資）を通じて増幅されうる。
- 一方、老年人口が優勢な場合、デレバレッジ（借入金返済のための投資の解消）が発生する等の悲観主義に陥りやすく、需要が縮小する。一方、供給側では、大幅な超過供給が生じるため、不動産価格が大幅に下落すると考えられる。
- 本研究では、20 カ国における 1971-2015 年の長期パネルデータを用い、人口動態

の「長期的な影響」に加えて「短期的にも」不動産価格に影響するかを明らかにすることを目的に、人口動態、信用状態、不動産価格の動向との関係を分析する。

#### [分析方法]

- 長期の分析として、不動産価格を、家賃（労働者一人当たり生産性より近似）、人口動態（年少人口比率、老年人口比率）で説明する。
- さらに、短期の分析として、不動産価格の変化率を、不動産価格の長期的に期待される水準からの乖離、信用拡張のトレンドからの乖離といった要因も加えて説明する。

#### [分析結果]

- 人口構成は居住用不動産価格に対して重要なインパクトをもつ。年少人口割合が高まると不動産価格も上昇し、老年人口割合が高まると不動産価格も大きく下落する。
- 年少人口が優勢な時期に信用拡張（金融緩和）が組み合わさると、不動産価格は大きく上昇するが、高齢化が進行する時期には、金融緩和が行われても不動産価格はあまり上昇しない。
- 短期的な不動産価格の挙動には、長期的に期待される水準からの乖離に加え、不動産価格の長期トレンド（変化の傾向）からの乖離も強く影響する。長期トレンドに何らかの変化が生じると、不動産価格はいったん大きく変化するが、その後長期にわたり調整されていく。

## 2. 研究会主査 日本大学教授・マサチューセッツ工科大学不動産研究センター 研究員・清水千弘氏の説明概要は以下の通り。

#### [長期投資家の不動産投資]

- 公的年金の運用や政府系ファンド等の公的な投資において不動産を対象とする場合、どのようにデザインすべきか。
- 長期的な投資の際には、リスクの最小化が優先される。非流動的な資産もポートフォリオに組み込むことが重要で、不動産等が対象となる。
- 現在、世界平均では約10%の資金が不動産に配分されている。しかし、日本では4%程度にとどまっており、今後、理想的には11.5%程度まで配分割合を上げていくことが望まれる。

#### [長期投資家にとっての不動産投資の利点]

- 長期投資家にとっての不動産投資の利点として、分散効果、インカム収益、非流動性などに起因する高い収益率、インフレ・ヘッジがある。

- 不動産は、株式・国際等の伝統的資産クラスとの相関が非常に小さい（分散効果）。
- 不動産は、売買を行わなくとも家賃収入として現金収入をもたらすため、基金のキャッシュフロー管理において利点がある（インカム収益）。
- 不動産は、従来指摘されていた流動性リスクではなく、むしろ非流動的な資産であることを反映し収益率にプレミアがつくという利点がある（高い収益率）。
- 不動産は、特にオフィスと住宅においてインフレ・ヘッジ能力が高い（インフレ・ヘッジ）。ただし、地域差も大きい。

#### [高齢化と人口減少]

- これまで、バブル発生の抑制を目的としてきた金融政策と不動産との関係においても、今後バブルが生じる可能性があるのは米国等に限られるため、日本や欧州等では、徐々にアセットメルトダウンの進行を抑える方向性の議論になっていくと思われる。
- 不動産投資は、キャピタルゲインだけでなくインカムゲインが重要である。特に長期の不動産投資を行う際には、キャピタルゲインの予測は難しく、比較的安定しているインカムゲインが魅力となり、これを反映した会計処理についても検討が進められている。また、キャピタルロスが生じうるという取得時期自体のリスクも回避できる。

#### [不動産の経年減価]

- 不動産の経年減価率の推計は、GDP等の統計整備、投資家のリターン計算等において非常に重要である。
- 建物は取得した瞬間から減価が始まり、大規模修繕により価値が上昇する。日本のオフィスの資本的支出の経年変化をみても、築20年あたりまでは増加するが、それ以後は減少傾向にある。なお、近年の日本では、土地自体の価値も減価傾向にある。
- 米国では、新築直後から一定の資本的支出がなされ建物価値が維持される一方、日本では資本的支出が小さく、経年減価が大きくなっている。ただし、資本的支出が大きいとNCF（Net Cash Flow）が小さくなるため、投資家にとってどちらが好まれるかは一概にはいえない。
- 商業用不動産の建物部分の経年減価率推計値には、大きなばらつきがある。この理由として、エネルギー効率等の機能・物理面での「陳腐化」がある。また、日本では、戦後直後に耐久性の低い住宅を建設し、さらに高度成長期の再開発も進んだため、「建物除却」により不動産減価率が過大に算出される傾向にある。

#### [情報の不透明性]

- リーマンショック後、不動産市場の透明性の高い国では不動産価格が上昇したが、日本を含む不動産市場が不透明な国では不動産化価格が下落した。情報の透明化を進め、海外の多様な資金流入を図ることが望ましい。

#### [不動産価格指数]

- 投資家にとってのベンチマークとして、なるべく取引価格に基づいた不動産価格指数を構築することが望まれる。国際標準では、時間ラグを伴う鑑定価格による不動産価格指数（地価公示を含む）ではなく、取引価格に基づいた不動産価格指数の整備が求められている。

### 3. 質疑応答、議論

- バブル期に、土地の供給制約により不動産価格が押し上げられた結果、その後、市街化区域内農地の宅地化、宅地供給等、土地の供給制約を緩和する政策に転換された。しかし、現在では、建物のストック調整が進まず空き家が増加し、不動産価格が大きく下がる結果となっている。財・サービス価格は、政策として調整しやすいが、土地供給のコントロールができないため、不動産価格の調整は難しいという側面がある。
- 信用と人口構成の関係は、研究として新しい切り口であるのか。  
→現在話題になりつつあるテーマである。今回の研究では、経済理論との整合性を示した点が特色である。
- 本研究の結果は、予想通りの結果ともいえるが、海外からはどのような反応が得られそうか。  
→人口動態は変化が緩やかであり、統計分析になじみにくい。本研究ではこのようなデータを用いながらも、「高齢化の進行が不動産価格を低下させる」ことを計量経済学的に頑健な形で示した点が特徴である。
- 高齢化が進む中で、どのような金融政策のあり方が望ましいか。  
→本研究の分析結果からは、金融緩和は、短期的には不動産価格の下落を遅らせるが、長期的には、不動産価格の下落というトレンドを根本的に覆すことはないと考えられる。
- 労働者一人当たり生産性より近似することで家賃を推計しているが、時間当たり生産性等の定義もある中、この生産性の定義は妥当であるか。  
→20 か国において長期にわたり入手可能というデータ上の制約があり、本定義を

用いた。なお、この生産性の定義は多くの既往研究でも用いられており、一定の妥当性があると考えられる。

以 上