

# 不動産バブルは繰り返すのか? <sup>1</sup>

—不動産市場の過去・現在・未来—

清水千弘(Chihiro SHIMIZU)

(シンガポール国立大学不動産研究センター教授)

Professor, Institute of Real Estate Studies, National University of Singapore

## 要約

近年における金融緩和・マイナス金利を受けて、不動産市場が過熱しているといわれる。かつて、わが国は、三度にわたる不動産バブルを経験し、1980年代半ばから発生したバブルの生成とその崩壊は、その後の日本経済に甚大な影響を与えた。一方で、人口減少と高齢化が進むわが国においては、不動産市場はどこに向かっていくのであろうか。本稿は、1980年代半ばから現在に至るまでの不動産市場を振り返り、将来を展望する。

## 1. 不動産バブルの生成と崩壊

かつて、日本には「土地神話」という言葉があり、土地の価格は上がり続けると強く信じられてきた。「土地神話」という言葉の出自は定かではないことが、金子・大山・長谷川(1991)では、次のように指摘されている。金子らによれば、土地神話という言葉は、日本を代表する経済学者の一人である大河内一雄氏の「土地の値段」において、『高度経済成長期に土地の値段が鰻上りに高騰を続けていたころ』にマスコミによって造語されたといわれているが、その出自は定かではないといわれている。しかし、おおよそ高度経済成長期において生まれた言葉であり、高い経済成長が生まれるときには、土地価格は急激に上がりそれが上昇しづけるということが起こっていたといってもよいであろう。<sup>2</sup>

1980年代に発生した日本の不動産バブルの原因としては様々なことが指摘された。しかし、次の認識が多くの合意が得られているのではないか。

1982年に発足した中曽根内閣は、当時の課題であった内需を拡大する方法の一つとして、民間資本の活用による都市再開発を打ち出し、東京の環状七号線内の建物の

容積率を見直して高層化を図るべきだという主張を行った。その後において、旧・国土庁は、国土庁大都市圏整備局監修『首都改造計画—多核型連合都市圏の構築に向けて—』首都圏整備協会(1985)において、「東京大都市圏においても、新しい地域構造を構築し、東京大都市圏が中核的、国際的な機能を十分に発揮していく上で、業務管理機能の適正な配置を図ることは極めて重要な課題である。この業務管理機能の規模を事務所床需要で見ると、事務用機器の導入、執務環境の向上ともあいまって、今後も高い需要が見込まれ、東京都区部においてだけでも昭和75年までに約5000ha(超高層ビル250棟に相当)の床需要が発生すると予測される」ということが公表された。

加えて、プラザ合意による円高ドル安の急速な進行による景気後退に対応するために、景気対策として金利が引き下げられ、通貨発行量も大幅に増加される中で過剰流動性が生まれ、不動産市場に大量の資金が流入したことが原因であるといわれている。このような中で発生した不動産価格の上昇は、ファンダメンタルズでは説明できない部分、すなわちバブルの膨張によるものだったと認識されている。<sup>3</sup>

また、地価バブルの発生においては、人口とも密接な

<sup>1</sup>本稿は、野村財団「金融・証券のフロンティアを拓く研究助成」研究および「科学研究費補助金基盤研究(S)(No. 25220502)」の研究成果の一部である。

<sup>2</sup>金子宏・長谷川徳之輔(1991)『新しい地価対策と土地税制』東京教育情報センター

<sup>3</sup>伊藤・野口(1992)「まえがき」より。

関係を持つ。日本では持ち家の購入時期は、35-40歳に集中するが、その世代の世帯数が1980年から1985年にかけて集中し、戦後最大の住宅需要が発生したことも、その一因であることが指摘されている。<sup>4</sup>

本稿では、20世紀最大のバブルと揶揄されたわが国の不動産バブルを振り返り、現在の状況を分析するとともに、今後の不動産市場の展望を示す。

## 2. バブル対策に対する論争

オフィス需要の拡大予測と住宅需要のショックは、商業地・住宅地の価格を大きく上昇させることとなったが、そのような需要と対比して、土地の供給が制限されていることもその要因として指摘された。そうすると、政策的には土地の供給を拡大することが中心的な政策に置かれることは自然な流れであった。<sup>5</sup>

土地、広い意味での建物の供給を増加させる方法としては、土地利用を転換させることで土地面積そのものを面的に拡大することと、容積率を緩和することで立体的に建物面積を拡大することが考えられる。しかし、容積率の緩和が、不動産バブルの要因の一つと考えられていた当時においては、供給拡大策としては、土地利用転換を促進させることで、不動産バブルに対応していこうとする政策が検討された。

土地利用転換の問題としては、不動産課税との関係で多くの議論が行われた。その議論は、1980年代のバブルに先立ち列島改造時の住宅バブルの時に端を発する。

列島改造時の不動産バブルは、住宅地を中心に発生した。都市化が進み、大都市圏を中心として宅地の不足する中で、住宅価格が一気に上昇した。そのようななかで、市街化区域内の農地の問題が注目された。市街化区域は、本来は、住宅や商業施設などの都市的な土地利用として利用されることが前提され、道路・下水道などの都市基盤施設が供給されていることから、農地を売却すると都市基盤施設の開発利益が含まれた価格で売却が可能となる。そのために、農地保有者は高いキャピタルゲインを得ることができるという点に着目し、土地保有課税・

不動産譲渡所得課税ともに強化すべきであるという主張が出された。つまり、土地の保有コストを上げることで売却を促し、不動産譲渡課税を強化することで、開発利益を還元させようとしたのである。

中でも、市街化区域内農地の固定資産税の宅地並み課税、つまり農地に対する課税強化に関して学術的な論争が起こった。その議論のきっかけとなったのが、新沢・華山(1970)である。新沢・華山は、固定資産税の市街化区域内農地に対する宅地並み課税を実施することを主張した。固定資産税は、法定税率が1.4%であるが、農地については様々な特例があり、その100分の1程度と実質的には負担がないという状態にあった。そのために、不動産価格が上昇したとしても保有コストがかからないために、保有を継続してしまう。

この問題に関して、対立した理論を展開したのが、小宮・岩田(1973)である。<sup>6</sup>小宮・岩田は、土地保有課税は資源配分に対して中立的であり、宅地を供給させる効果も抑制する効果も持たないとした。

バブル期に入ると、再度、この問題が注目されることとなる。岩田・山崎・花崎・井上(1993)では、土地保有課税強化の効果を理論・実証の両面から明らかにしている。

このような論争はあったものの、市街化区域内農地の宅地並み課税は、1991年における地方税法および生産緑地法の改正によって、20年あまりにわたって繰り広げられてきた都市農地をめぐる原則論を収束させ、具体的な政策へと移された。これは、1988年6月に臨時行政改革推進審議会が打ち出した「地価等土地政策に関する答申」<sup>1</sup>およびそれに続く、土地基本法の制定(1989年)、政府税制調査会による「土地税制のあり方に関する基本答申」(1990)の策定等の一連の土地税制改正の一環として、実施されたものである。生産緑地法改正およびそれに伴う地方税法の改正は、都市計画と土地保有課税との融合をはかりながら、三大都市圏における特定市の市街化区域内農地の高度利用の促進、土地価格の安定を求めたものである。具体的には、生産緑地法の改正によって「宅地化すべき農地」と「保全すべき農地」に明確に区分し、税制面では、「宅地化すべき農地」に対しては固定資産税

<sup>4</sup>井上・清水・中神(2009)、Shimizu and Watanabe(2010)を参照。

<sup>5</sup>清水(2015)では、この当時の政策が現在の空き家問題の原因になっていることを指摘している。空き家対策には、この当時の政策を総括しなおすことの重要性も併せて主張している。

<sup>6</sup>その後、この問題は、岩田(1977)にまとめられる。また、その後においては、今井・宇沢・小宮・根岸(1971)といったスタンダードなミクロ経済学の教科書にも整理された。

および都市計画税を宅地並みに課すこととなった。<sup>7</sup>

続いて、1991年には、国税として地価税が導入された。地価税導入の理論的な後押しをしたのが、野口(1989)である。小宮・岩田 vs. 新沢・華山の論争においては、市街化区域内農地を取り巻く課税強化問題であったが、バブル期においては、国税として一定の規模以上の土地を保有する法人・個人を問わずすべての主体に対して課税強化をし、土地の高度利用を促進させようとする方策が検討された。野口(1989)は、地価に対する課税の強化は、開発時点を早める、つまり高度利用を促進させる効果があることを示した。この問題に関して金本(1992)では、地価税は地価を大きく引き下げる効果はあるものの、開発時点を早める効果は存在しないことを示した。金本の野口(1989)に対する批判は、地価抑制策としての効果に関しては認めていること、地価税導入後であったことから、先の市街区域内農地を取り巻く問題ほどに大きな論点とはならなかった。

また、不動産価格の上昇期においては、土地譲渡所得税が持つロックイン効果に関して、さまざまな研究が報告された。この問題もまた、列島改造時の不動産バブル期から行われてきた問題であった。土地が急激に上昇する中では、多額の譲渡所得税が発生することで不動産の移転が妨げられることが指摘されてきた。そのような中で、小宮・村上(1972)において、未実現のキャピタルゲインに関しても課税すべきであるという提案がなされた。岩田(1977)においては、土地譲渡所得税の凍結効果を回避する方法として、土地含み益利子税の導入を提案した。また、八田(1988)において、売却時中立課税方式を提案した。つまり、特定の利子税率を前提にして、保有年数に応じて中立的な譲渡益税率の税率表を作成し、それに基づき課税を行う方式という方法である。

政策的には、1991年に、①所得・消費・資産間で均衡の取れた税体系を確保するという観点から、土地に対しても課税の適正・公平を確保するという視点から大きな改正が行われた。市街化区域内農地の宅地並み課税は地方税であるが、国税においては、地価税の導入によって

土地譲渡所得税においても、その見直しが行われた。土地譲渡益課税は、一般の譲渡については個人所得課税の最高税率である65%（国50%・地方15%）の半分を超える39%（国30%、地方9%）に引き上げつつ、優良な住宅供給など、適正かつ合理的な土地利用のための譲渡については、軽減税率や特別控除などが適用された。<sup>8</sup>

このような土地税制による政策対応とともに、国土利用計画法に基づく土地取引規制など様々な政策が導入される中で、1990年以降においてバブルは崩壊し、その後の長期的な土地価格の下落局面へと突入していくこととなったのである。

### 3. バブル期・バブル崩壊期から現在への住宅価格の推移

ここで、実際の1986年から2015年にかけての住宅価格の変化を見てみよう。図1は、東京都区部、横浜市、川崎市、京都市、大阪市、神戸市の首都圏および関西圏の住宅価格の変化を見たものである。

Deng, Gu, McMillen and Shimizu(2016)は、各期別の価格分布と価格変化を同時に推計できる手法を開発した。<sup>9</sup>

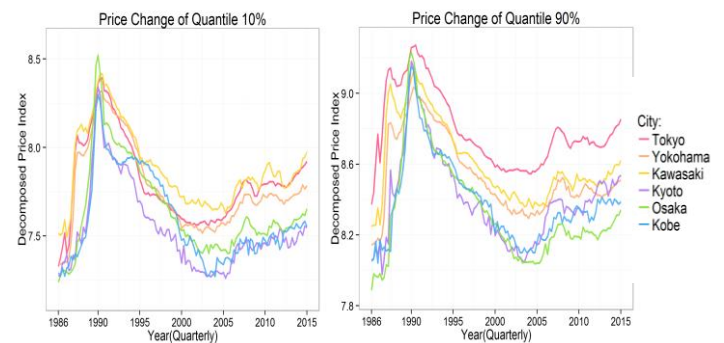


図1: 主要6大都市の住宅価格の変動

左側の図は10%タイル点の変化を見た低価格帯の指数であり、右側の図は90%タイル点の変化を見た高価格帯の指数となる。両図を比較してみると、まず1986年か

して、個人の土地の譲渡益の8割相当が軽減税率や特別控除の適用対象となり、優遇税制の対象となった。

<sup>9</sup>一般的に価格指数とは、ある基準期を起点として、価格の時系列的な変化を見るものである。しかし、Dengらが開発した手法は、価格水準の分布を推計できることから、低価格帯、中価格帯、高価格帯と、価格分布に応じた指数を観察することができる。

<sup>7</sup> 詳細は、清水(1997)を参照されたい。

<sup>8</sup> 具体的には、2年以内の短期転売に関しては投機的な土地取引として見做し課税強化をするものの、通常の譲渡に関しては軽減をしようとしたものであった。これは、地価税によって土地の保有コストを引き上げ、通常の譲渡の税率を引き上げる一方、軽減税率を設ける事によって、政策的に土地の譲渡を誘導しようとしたものであった。結果と

ら1987年にかけて、首都圏の東京・横浜・川崎の高価格帯の住宅が一気に上昇したことがわかる。その後、これらの指数は一時的な下落を見るものの、1988年から再度、上昇している。その時には、京都、大阪、神戸の関西圏、またはすべての都市の低価格帯の住宅までもが同時に上昇していたことが見て取れる。

バブルの崩壊過程に注目すれば、低価格帯および、関西圏においては高価格帯の住宅においても、1990年をピークとして一気に下落に転じ、首都圏の高価格帯の市場は一年のラグをもって1991年から下落が始まっていたことがわかった。つまり、1980年代半ばから発生したバブルは、最初は首都圏の限定された市場で起こったものの、その後は、価格帯を問わず、または地域を問わず全市場で発生していたといえよう。これがまさに政策が対応しないといけな、全国民を巻き込んだ「バブル」なのである。

続いて、価格の反転期に注目してみよう。日本の住宅市場は、1990年または1991年のバブル崩壊から、10年を超える長期的な価格低下に見舞われた。反転期はそれぞれの市場で異なるものの、東京の高価格帯の市場では2000年に、その他の市場は2002年から2003年にかけて反転期を迎える。その後、リーマンショックに始まる世界的な金融危機が始まる2007年後半までは上昇し続け、再度下落に転じることとなった。当時の不動産市場は、ファンドバブル、ミニバブルとも揶揄されたが、欧米諸国のマグニチュードと比較すれば、相対的には小さな範囲の中に納まっていたといえよう。

#### 4. オリンピック、金融緩和と人口問題

ここで直近の不動産市場を分析するとともに、将来への展望を示そう。リーマンショック後の住宅価格の下落から回復基調へと転じようとしていた2011年3月に東日本大震災が発生した。そのような中で一時的な経済の混乱が生じ、福島第一原子力発電所の倒壊に伴う放射能汚染による問題から、福島に近い東京・横浜・川崎の住宅価格は、再度下落基調へと転じていたことがわかる。一方、京都・大阪・神戸は、空間的に福島から離れていたこともあり、その影響を受けていなかったことも、興

味深い点である。

2012年に入ると、安倍政権の誕生に伴う「アベノミクス」による金融緩和、そして、2020年のオリンピックの決定に伴う不動産開発の需要の増加から、再び首都圏の住宅価格が、価格帯を問わず上昇し始める。一方で、関西圏においては、その影響は限定的であることも理解できよう。

とりわけ最近においては、日本銀行によるマイナス金利の導入によって、不動産市場に過剰流動性が発生し、バブル的な様相になってきているのではないかという報道もある。また、外国人旅行者の増加やオリンピックに向けての開発需要が拡大する中で、前述のような1980年代の不動産バブルが発生した状況と近似しているのではないかという意見もある。

しかし、当時の状況と現在とは、次の点で大きく異なる。第一が、不動産市場が差別化されてきているという点である。2000年代に入ってから、不動産投資信託市場(REIT)が誕生し、不動産投資の主体が大きく変化してきた。1980年当時は、転売益といったキャピタルゲインだけを狙った投資が横行し、収益が全く発生しない質の悪い不動産までもが投資の対象となっていた。そのことは、地域、価格帯を問わず上昇していたことから理解できたであろう。しかし、2000年以降においては、不動産投資市場の誕生によって、市場の選別が大きく進んだ。<sup>10</sup>

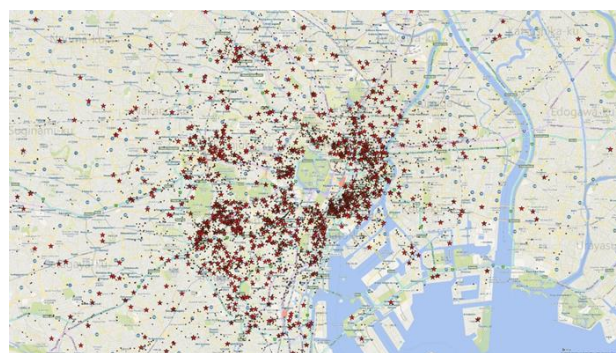


図2: 外国人投資家と国内投資家の投資物件所在地

第二が、市場の差別化問題とも強く関係するが、不動産市場の国際化が進んだことである。図2は、外国人投資家による購入物件の所在地(★印)と国内投資家による投資適格地域を浮き彫りにしている。

<sup>10</sup> Shimizu(2012)では、オフィス市場を対象として、投資収益から見

る購入物件の所在地(●印)の空間的な分布を見たものである。両者を比較すると、特定の偏りはなく、それぞれがまんべんなく散在しており、外国人投資家による不動産投資が一般的になってきていると理解できる。このような不動産市場の国際化が進展すると、国内経済が低迷し、国内投資家の資金が不動産市場から逃げたとしても、それを埋め合わせるように海外投資家からの投資を呼び込むことができることで、不動産価格が暴落するようなことは避けることができる。しかし、国際的な投資家が投資対象としている地域、物件などは限定されており、第一の差別化の問題と重なる形で、市場の選別がますます厳しくなっているとみえよう。<sup>11</sup>

第三が、今後本格化する人口減少と高齢化である。地方都市ではすでに人口減少と高齢化が進む中で、空き家問題と合わせて、住宅価格の暴落が始まっている。<sup>12</sup>このような問題は、東京を含む大都市においても将来直面することが予想されていることから、将来への期待が弱くなってしまっているのである。そのために、1980年代のバブル期と異なり、慎重に不動産市場の投資選別が行われることで、市場の正常さを維持しているともいえよう。

#### 4. 結論: 不動産バブルは繰り返すのか?

金融緩和、マイナス金利などに伴い金融政策、オリンピックによる将来への期待の高まりによって、不動産バブル再来かといった声が聞こえるようになってきた。不動産バブルは繰り返すのであろうか。

以上の一連の整理からわかるように、わが国において不動産バブルが再来する確率は極めて低いものと考えている。特定の不動産投資市場においては、投資対象になるような物件が不足していることは確かであろう。しかし、一定の投資水準、価格を超えてまで投資をしようとする資金の流入があるといったことまでは聞こえていない。

1990年以降のバブル崩壊に伴う経験から、または、ミニバブルと揶揄された2000年代のファンドバブルの経験から、金融機関、投資家ともに多くの学習をするとともに、投資環境も整備されてきた。不動産投資のベンチマークとなる

不動産投資インデックスの整備、不動産鑑定評価基準の改正、物件の品質を調査する技術(エンジニアリングレポート等)、この15年ほどで人材の育成も含めて不動産投資にかかわる投資インフラは急速に整備されてきたといってもよい。

しかし、誤った予測や制度的な歪みの中で、局地的な市場の過熱化や市場の混乱が発生することは否定できない。私募リート市場では、不動産鑑定評価だけに依存して投資パフォーマンスが決定されることから、より一層の不動産鑑定評価技術の洗練化が要求される。諸外国では一般的な不動産価格情報が開示されていないことも、市場の国際化を進めていくうえで大きな障害になっていくことも予想されよう。また、相続税制の歪みによって賃貸住宅が過剰に供給され、多くの空室を生み出してしまっているといった問題もある。

加えて、Mizuta, Shimizu, and Uesugi(2016)が示すように、高齢化に伴う相続件数の増加によって、土地の供給が一層追い打ちをかけるようになるといったことも予想される。

今後、不動産市場の持続的な成長を促進させていくためには、これらの課題を解決していかなければならないものと考えている。

#### 【備考】

本稿の執筆にあたり、共同研究者である植杉威一郎氏、宮川大介氏、Yongheng Deng氏、Daniel McMillen氏、Christian Badarinza氏から多くの示唆をいただくとともに、共同研究の利用を許可いただいた。ここに記して御礼申し上げます。もちろん、本稿におけるすべて誤りは、筆者個人に属する。

#### 【参考文献】

- [1] Deng, Y.X, Gu, D. McMillen and C. Shimizu, "Quantile Regression and the Decomposition of House Price Distribution," Mimeo.

するとともに、清水(2016a)では、空き家に対する処方箋を、清水(2016b)では、そのような中で住宅市場が生き残る条件を示唆している。

<sup>11</sup> Miyagawa, Shimizu and Uesugi(2016)、清水(2016e)では、国際的な不動産投資の効果とローカル市場に与える影響を分析している。

<sup>12</sup> 清水(2015)では、人口減少・高齢化が住宅価格に与える影響を分析

- [2]. 伊藤隆敏・野口悠紀雄編著(1992),『分析・日本経済のストック化』日本経済新聞社,
- [3]. 今井 賢一・宇沢 弘文・小宮 隆太郎・ 根岸 隆(1971),『価格理論Ⅲ』岩波書店.
- [4]. 八田達夫(1988),「直接税改革」日本経済新聞社.
- [5]. 井上智夫・清水千弘・中神康博(2009),「資産税制とバブル」井堀利宏編「財政政策と社会保障」慶應義塾大学出版会所収, 329-371.
- [6]. 岩田規久男(1977),『土地と住宅の経済学』日本経済新聞社.
- [7]. 岩田規久男・山崎福寿・花崎正晴・井上康(1993),「土地税制の理論と実証」東洋経済新報社.
- [8]. 金子宏・長谷川徳之輔(1991),『新しい地価対策と土地税制』東京教育情報センター.
- [9]. 金本良嗣(1992),「土地税制と遊休地の開発」伊藤隆敏・野口悠紀雄(編著『分析・日本経済のストック化』)日本経済新聞社所収.
- [10]. 小宮隆太郎・岩田規久男(1973),「地価理論の混乱を糾す」東洋経済 1973.10.4(3764).
- [11]. 小宮隆太郎・村上泰亮(1972),「地価対策の基本問題」佐伯尚美・小宮隆太郎編『日本の土地問題』東京大学出版会所収.
- [12]. Miyakawa, D., C. Shimizu, and I. Uesugi (2016) “Geography and Realty Prices: Evidence from International Transaction-Level Data,”一橋大学経済研究所 Real Estate Markets, Financial Crisis, and Economic Growth, Working Paper Series No.52.
- [13]. 野口悠紀雄(1989),「土地の経済学」日本経済新聞社.
- [14]. Mizuta, T., C. Shimizu, and I. Uesugi (2016), “How Inheritance Affects the Real Estate Market: Evidence from transaction and registry data,”Mimeo.
- [15]. 清水千弘(1997),「農地所有者の土地利用選好に関する統計的検討—生産緑地法改正における農地所有者行動を中心として—」総合都市研究, 第 62 巻, 31-45. (東京都立大学).
- [16]. Shimizu, C, (2012), “Selection of the Winning Office Investment Market in Tokyo,” *Real Estate Issue*, Vol. 37, No. 2-3, pp.51-60.
- [17]. 清水千弘(2014),「人口減少・高齢化は住宅価格の暴落をもたらすのか?」土地総合研究(土地総合研究所), 第22 巻4 号, 73-85.
- [18]. 清水千弘(2015),「空き家はどのように生まれるのか? — Why Do Vacant Homes Zombie Bom? —」麗澤学際ジャーナル, 第23 巻, pp.145-164.
- [19]. 清水千弘(2016a),「都市を再生する—空き家ゾンビと闘うスーパースター—」都市デザイン(近刊).
- [20]. 清水千弘(2016b),「住宅市場は生き残ることができるのか?」Eco-Forum(統計研究会)(近刊).
- [21]. 清水千弘(2016c),「不動産市場から投資家は逃げたのか?—大規模災害が不動産市場にもたらす影響—」日本不動産学会誌, 第 115 号. (近刊).
- [22]. Shimizu, C and T.Watanabe(2010), “Housing Bubble in Japan and the United States,” *Public Policy Review* Vol.6, No.3, pp.431-472.
- [23]. 新沢嘉芽統・華山謙(1970),『地価と土地政策』岩波書店.

<sup>1</sup> 「市街化区域内農地については、宅地化すべきものと保全すべきものとの区分を都市計画に明確にし、宅地化するものについては、計画的な宅地化を促進していくことが必要である。これに対応して、宅地化

すべき農地に係る各種税制について、土地の合理的利用の促進、負担の公平の確保等の観点から見直しを検討すべきである。」臨時行政改革推進審議会『地価等土地対策に関する答申』(1988.6)