

東京 23 区地価バブル

超金融緩和からその要因を紐解く¹

慶應義塾大学経済学部櫻川研究会 金融分科会

松田恭平 佐藤宇晃 北村鈴奈 笹塚皇太

2015 年 11 月

¹本稿は、2015 年 12 月 5 日、12 月 6 日に開催される、ISFJ 日本政策学生会議「政策フォーラム 2015」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、櫻川昌哉教授（慶應義塾大学）、丸山宏教授（横浜市立大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

本稿は「東京 23 区の地価はバブルへと向かっているのではないか」という考察を軸に議論を展開したものである。また、この引き金となっている要因に関して現在の経済状況から分析し、その結果を元にバブル崩壊の反動を抑えるための政策提言を行った。これを目指す上で、我々は以下のように本稿を展開した。

第一に、アベノミクス・東京五輪の開催といった日本経済を後押しするであろう 2 つの要因が大都市の地価にどのような変化をもたらしたかを分析した。その結果この 5 都市の中でも東京の地価上昇率が突出して高かったため、地価を住宅地、商業地、工業地の 3 つに分けてさらに分析している。2013 年を期に全ての地価の上昇が見られたことから、東京の地価はバブルに向かっている可能性があると考え、バブルの裁定式を用い我々は実際にバブルに向かっているのかを検討していった。この結果、バブルへ向かっている可能性が見られたため、その要因を突き止めるため、次に分析を展開する。

まず、現在最も上昇を後押ししていると考えられるアベノミクスの超金融緩和と東京五輪の開催の 2 点がどのように地価上昇に関わっているかについて分析を行った。金融緩和に関しては、田邊氏の論文を参照してモデルを用いその相関性を明らかにする。また、金融緩和はどのように地価上昇を導いたのかについて、さらに細かい要素に分けて分析した。また東京五輪に関しては「再開発」をテーマにして、東京への公共投資の増加率を分析した。以上の分析の結果、両者の地価上昇誘引は明らかとなり、また為替レートの変動による法人企業の経常利益増加などといった別の要因も浮上した。そこで、この主要因に加えてさらなる要因を検証するために「増税前の駆け込み需要」、「海外投資家の不動産投資」の二点に関して分析を行った。

そしてこれらの分析結果をもとに、この東京地価バブルの崩壊による反動を最小限に抑えるための政策提言を、①消費増税駆け込み需要②訪日客③超金融緩和と東京五輪開催の三点について本稿の最後で行っている。

キーワード (アベノミクス、バブル、地価)

目次

はじめに

第一章 問題意識

- 第一節（1. 1）平成バブル景気と現在
- 第二節（1. 2）東京 23 区の地価バブル

第二章 現状分析

- 第一節（2. 1）経済成長率と公示地価
- 第二節（2. 2）公示地価と実勢価格

第三章 先行研究及び本稿の位置づけ

- 第一節（3. 1）先行研究
- 第二節（3. 2）本稿の位置づけ

第四章 分析

- 第一節（4. 1）バブルの定義
 - 第一項（4. 1. 1）リーマンショック
 - 第二項（4. 2. 2）定義
- 第二節（4. 2）超金融緩和がもたらした不動産価格（地価上昇）
 - 第一項（4. 2. 1）アベノミクスによる超金融緩和
 - 第二項（4. 2. 2）企業による不動産投資額および設備投資額
 - 第三項（4. 2. 3）オフィスビル建設数と店舗着工件数
- 第三節（4. 3）駆け込み需要
- 第四節（4. 4）外国人投資家

第五章 政策提言

- 第一節（5. 1）政策提言の方向性
- 第二節（5. 2）政策提言
 - 第一項（5. 2. 1）超金融緩和に対する政策
 - 第二項（5. 2. 2）東京オリンピックに対する政策
 - 第三項（5. 2. 3）消費税増税に対する駆け込み需要への政策
 - 第四項（5. 2. 4）訪日客に対する政策

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

—「TOKYO。」—オリンピック委員会運営委員長がカードを持ってこう言葉を放った姿は記憶に新しい。1964年から56年の時を越えて東京に再びオリンピックが帰ってくるのである。オリンピック誘致委員会は歓喜に沸いたが、国内も来るオリンピックがもたらすであろう経済効果に胸を爆ぜているだろう。

またほぼ時を同じくして、民主党から自民党へと政権は交代し、2012年12月から第二次安倍晋三内閣が開始した。安倍首相の打ち出したアベノミクスが掲げる「三本の矢」は日本経済を刺激し、日経平均株価はこの3年で2倍近くまで上昇し、またドル円為替レートも大幅に円安へと進んだ。

我々は、このように景気が少しずつ回復しつつあり、東京五輪による経済効果も期待される今日の日本において「地価上昇」に着目した。そこで、この「地価上昇」は果たしてきちんと実態の経済を反映したものであるのか、それとも反映していない「バブル」を彷彿とさせるものであるか本著を通して検討し、またその要因も明らかにしていく。また本論文では明確化を図るために、1980年代から90年代にかけて起こった平成バブル景気期のことを「バブル期」、第二次安倍政権発足後の景気循環のことを「安倍期」と呼称することとする。

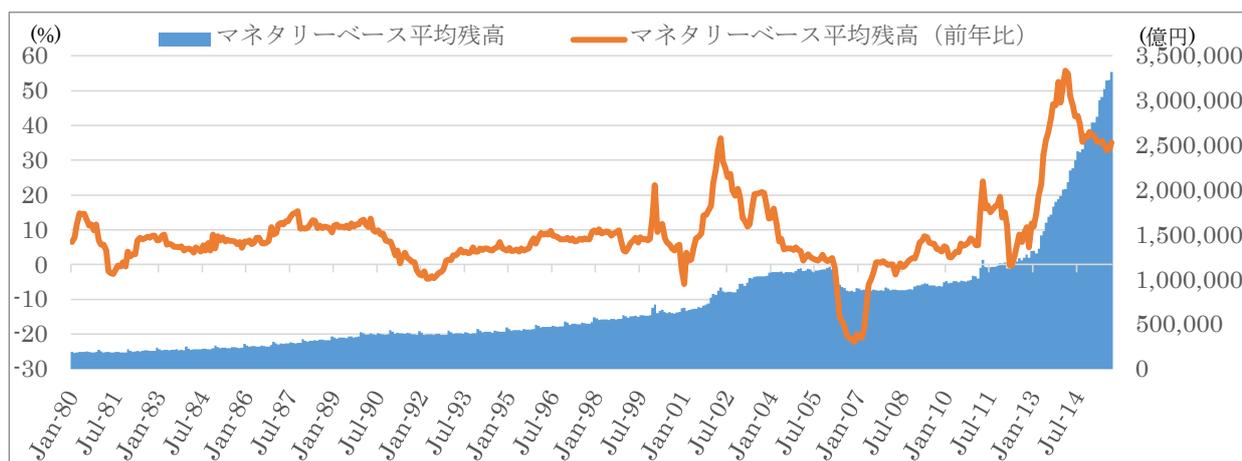
第一章 問題意識

第一節 平成バブル景気と現在

私たちは2012年12月以降安倍内閣総理大臣が進める経済政策、いわゆるアベノミクスの大規模な金融緩和によりカネ余りが発生し、1980年から1990年代に起こった「バブル経済」が再来するのではないかと考えた。しかし、それは好景気であるバブル景気が再来し我が国の経済が再生する可能性を秘めるというポジティブな面が存在する一方で、バブル景気が崩壊すれば更なる不況に陥ってしまうことも考えられる。実際に平成バブル景気の崩壊は失われた20年と呼ばれる日本経済の長期低迷期の始まりでもあったため、政府や日本銀行は将来を見据えたうえで経済政策を行う必要がある。

しかし、安倍内閣発足後の日本経済を分析すると、バブル景気再来を彷彿とさせるようなデータが存在することが分かった。それは平成バブル期に突入する直前の経済状況と近似する部分がある。その一つの例として挙げられるものが長期的で大規模な金融緩和によるマネタリーベース残高の変化である(図1-1)。

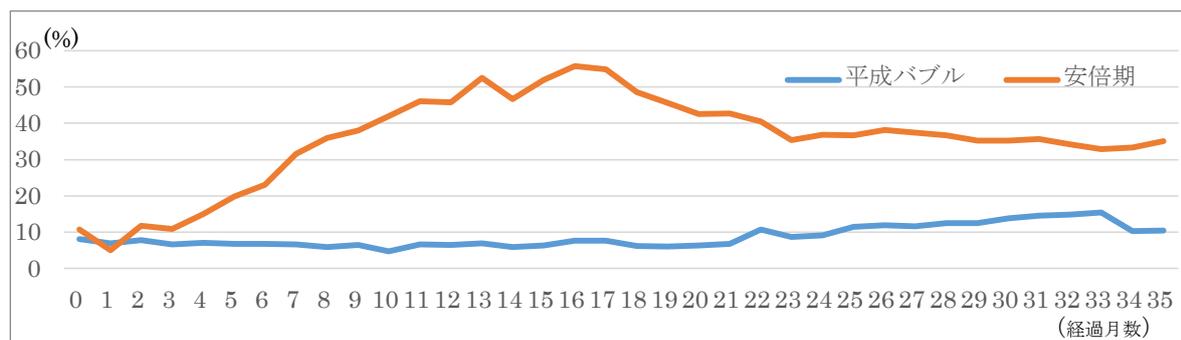
図1-1 マネタリーベースの推移



出所：日本銀行

平成バブル景気を引き起こした要因は数多くあるが、そのうち主要な要因として議論されるものが金利の引き下げ、公共投資の拡充、そして長期的な金融緩和の三点である。1980年から90年代にはこれらの要素が好景気を生み出し、株や土地への投機を許した結果、資産価格の急上昇を引き起こしてしまった。バブル経済発生直前3年分と最新3年の²マネタリーベースの平均残高を比較すると、平成バブル期を上回るペースでそれが増加している(図1-2)。したがって平成バブル期同様に地価の上昇が見込まれるのではないかと予測した。

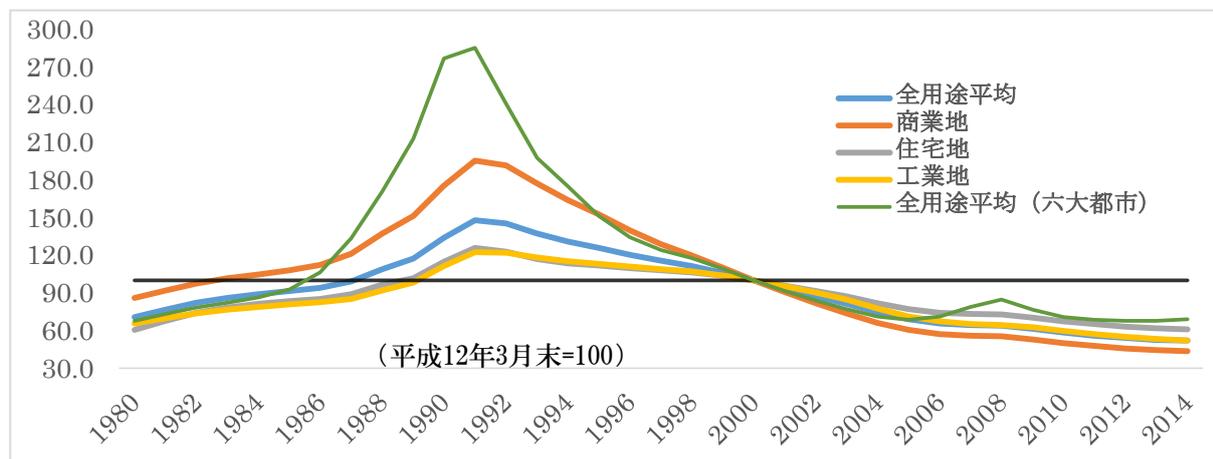
² 0=1995年1月(バブル期)、2012年10月(安倍期)

図 1-2 マネタリーベース平均残高³の比較

出所：日本銀行

しかし日本全国平均の地価は上昇しておらず、1991年をピークに地価は下落の一途をたどっている(図 1-3)。図 1-3 は平成 12 年 3 月末と比較し、それぞれの地価にどれだけの変動があったかを示したグラフであり、平成バブル期には全国平均で 147.8% 増、また六大都市の全用途平均では 3 倍もの地価を記録したことが見て取れる。しかしその一方で 2000 年以降は下落を続け、バブル期のような地価の急上昇は見受けることができなかった。また比較的土壌に対する需要が多く見込まれるであろう六大都市にデータを絞ってみても平成バブル期のような地価の上昇は見られなかった。

図 1-3 地価指数の推移



出所：土地情報システム

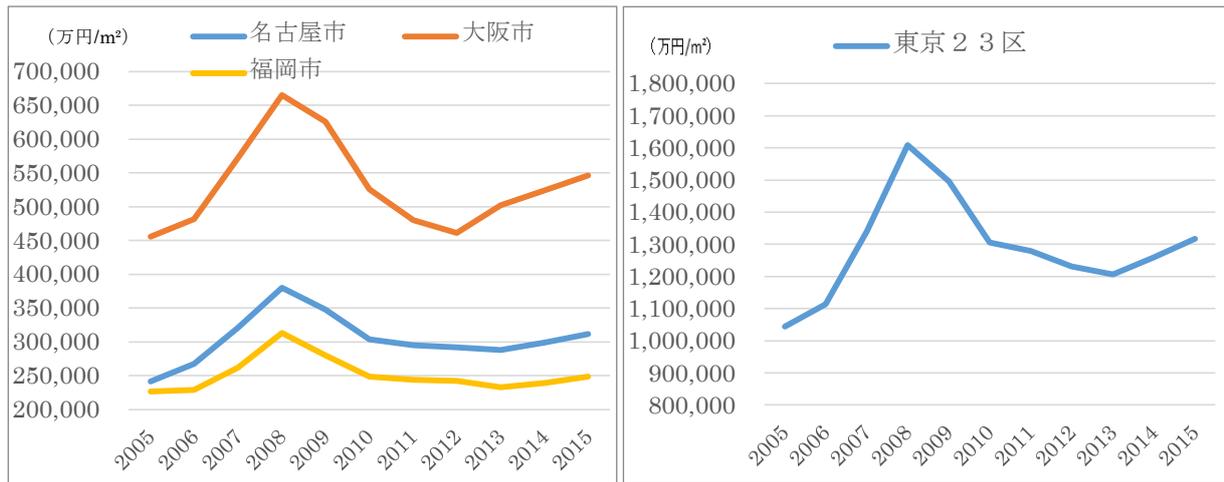
第二節 東京の地価バブル

次に、今日の我が国で本当に地価が上昇していないのかということを確認するため、第一に土地の需要が比較的高いと考えられる都市圏、すなわち日本の五大都市⁴の地価を国土交通省発表の「地価公示」を使用して調査することとした。その結果、東京 23 区と大阪市では微増、残りの 2 都市は横ばいであることがわかった(図 1-4)。したがって東京 23 区と大阪市の地価についての分析を進めることとした。

³ 前年比の値

⁴ 札幌、東京(23区)、名古屋、大阪、福岡の 5 都市

図 1-4 地価公示価格

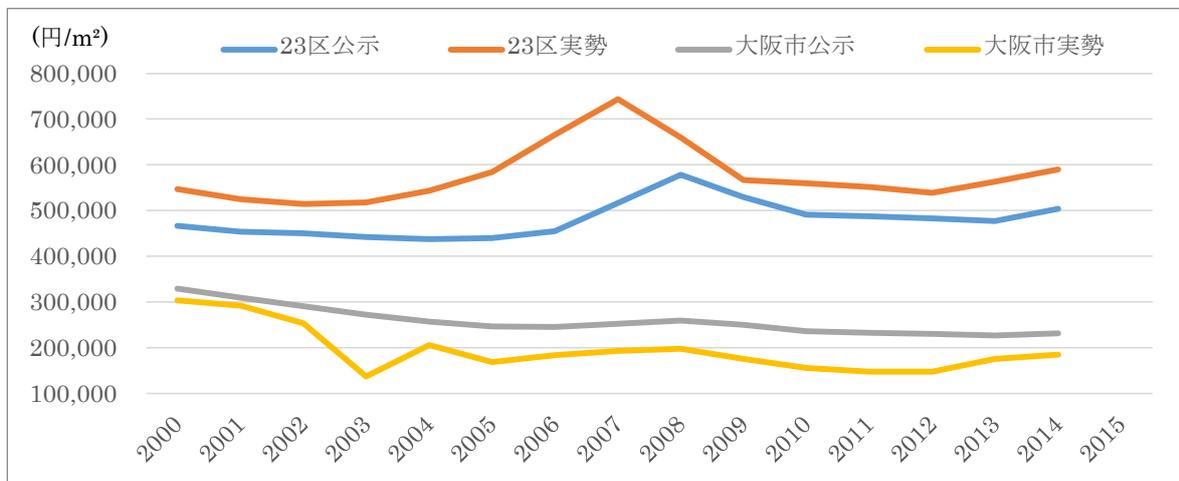


出所：国土交通省「地価公示」

第二に、先にも示した土地が本来持つ適正な価値を示す「公示価格」とその土地が取引された際の実際の価格「実勢地価」を比較する。実勢価格が公示価格の乖離を調査し、前者が後者を上回ることが確認できれば、その土地本来の適正な価格で売買されていないと言えるためバブルの可能性、兆候がみられると判断することとした。

まず大阪市の実勢、公示価格を分析する(図 1-5)。2000 年から現在にかけ、一貫して公示価格が実勢価格を上回っており、土地本来の資産価値を下回る値段で取引が行われている。したがって、上に示した「実勢価格が公示価格を上回ればバブルの兆候が見られる」という仮定に基づけば、大阪市の土地をバブルと定義することは難しい。一方で東京 23 区は大阪市とは反対に、2000 年から現在まで実勢価格が公示価格を大きく上回っていることが確認できた (図 1-6)。

図 1-5 大阪市と東京 23 区の公示・実勢価格



出所：国土交通省、土地総合情報システム

地価が上昇することそれ自体は悪いことではなく、むしろ日本の土地の価格が上がることは日本経済に良い影響をももたらすだろう。しかしそれが過度に行き過ぎてしまったり、投機目的で売買が行われたりしてしまえばバブルが起これ、やがてそれが崩壊してしまう。景気回復局面に位置し、景気拡大を狙っている現在の経済刺激政策の妨げにもなってしまいうだろう。

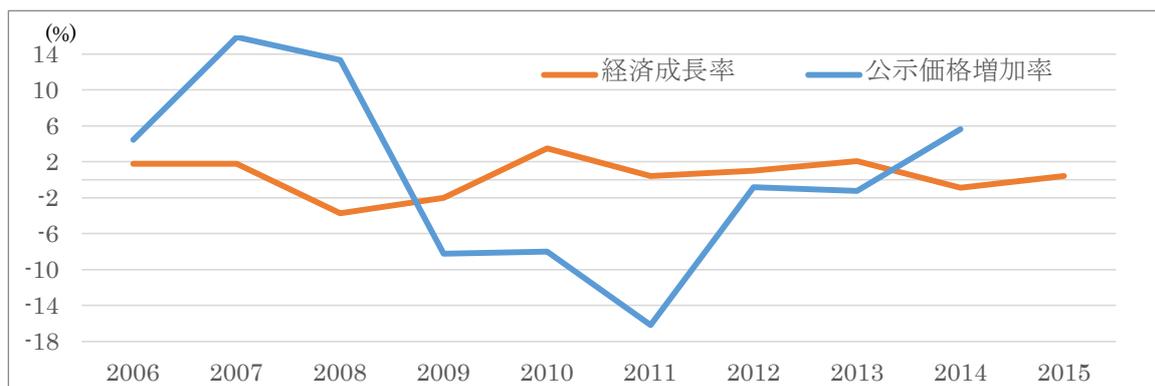
したがって、本研究では東京 23 区の地価に焦点を当て、地価が上昇している要因やその影響を調査し、バブルの兆候が見られたとき、そのあとに起これうるバブル経済崩壊による反動を緩和するための政策提言を行う。

第二章 現状分析

第一節 経済成長率と公示地価

まず初めに、先にも示した全国5大都市の公示価格の推移グラフ(図1-5)を参照すると東京23区の公示価格は札幌、名古屋、大阪、福岡の4都市と比較し高い水準にあり、またその変動幅も大きい。この節では、この地価の値が実際の経済成長とかけ離れたものになっているのか否かということ进行分析するため、東京23区の公示価格増加率と日本の経済成長率を比較する(図2-1)。

図2-1 経済成長率と公示価格増加率



出所：内閣府、国土交通省

経済成長率が公示価格の増加率を上回っているという結果は出ず、リーマンショック⁵直前、東日本大震災が起こった際は上昇幅下落幅共に大きくなっている。また2009年から2013年までの期間は公示価格が経済成長率を下回っていることが分かった。しかし着目したいのはそれ以降であり、アベノミクス発表後、また東京五輪誘致決定の2013年以降から公示価格の増加率が経済成長率を逆転し、上回っていることが読み取れる。つまり先述したアベノミクスと東京五輪誘致が決定したことが経済を刺激する要因の一つとなり、地価を押し上げ、実体経済からかけ離れたバブルに向かっているのではないかと考えられるのである。したがって図2-1には載せることができなかった2015年の最新のデータも公示価格増加率が経済成長率を上回っていることが予想される。よって東京23区の公示価格の増加率は日本の経済成長率を上回っているという仮説を立てることとし、以下でそれを検証する。

仮説① 東京23区の公示価格の増加率は日本の経済成長率を上回っている

第二節 公示価格と実勢価格

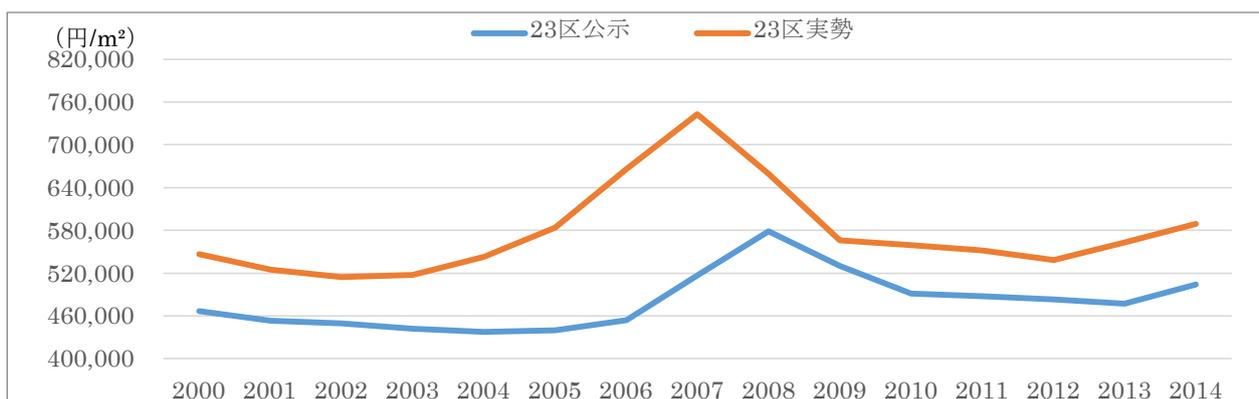
⁵ 2007～2008

そこでさらに、実際に取引されている地価と公示地価の関係性を調べるにあたり、東京 23 区の実勢地価のデータを収集し比較した(図 2-2)。 図 2-2 より、実際に取引されている実勢地価は公示地価のそれより高く、その増加率も経済成長率のそれからさらにかけ離れたものであるということである。したがってこれを先の仮説①と合わせると経済成長率<公示価格<実勢価格という結果になる。よってこれを仮説②とし、この仮説とバブル経済についての関連を分析する。

仮説② 公示価格は経済成長率を上回り、実勢価格は公示価格をも上回る。

(経済成長率<公示価格<実勢価格)

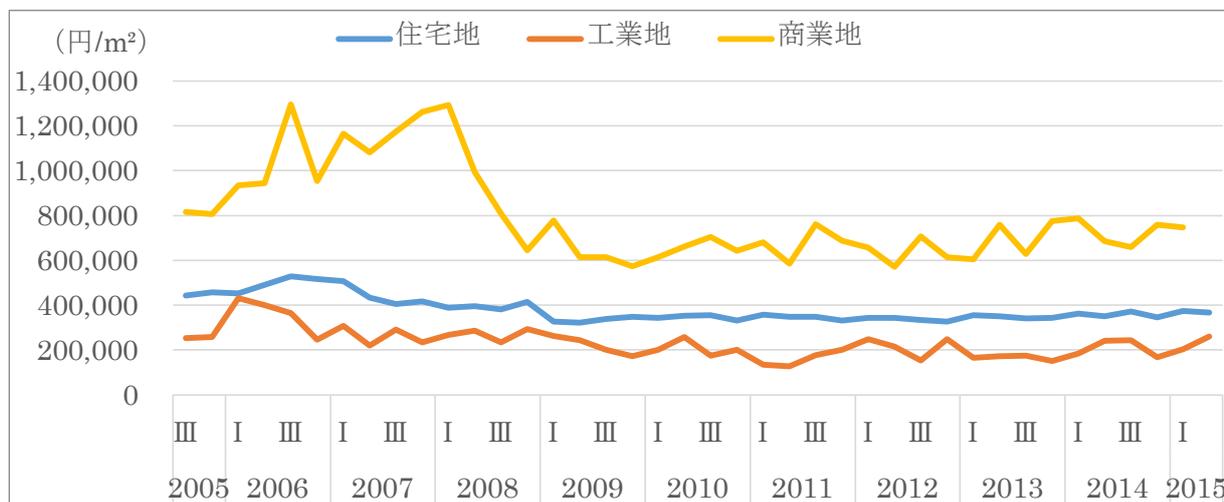
図 2-2 公示地価と実勢地価推移(東京都 23 区)



出所：国土交通省、土地情報システム

以上の図 2-1 と図 2-2、また先ほどの仮説①、②より、我々は 5 大都市中最も地価とその変動の大きかった東京 23 区はやはり「地価バブル」に陥っているのではないかと考えた。したがって次に、この実勢地価を押し上げている要因を明らかにするため、まず実勢価格を構成している要素を住宅地と商業地、工業地に分け、そのデータを提示する(図 2-3)。

図 2-3 東京 23 区 住宅地・商工業地実勢地価 推移



出所：土地情報システム

東京 23 区において、取引価格である実勢価格は商業地の価格が住宅地と工業地のそれを上回った。また図 2-3 より実勢地価を押し上げている要因は主に商業地、工業地であると考えられる。したがって本稿第四章「分析」では主に商業地に焦点を当てつつ住宅地と工業地にも目を向け、なぜ取引価格である実勢価格は公示価格を上回り、経済成長率をも上回るのかという点を明らかにする東京 23 区地価バブルの要因を提示する。

仮説③ 公示価格は経済成長率を上回り、実勢価格は公示価格をも上回る。

(経済成長率 < 公示価格 < 実勢価格)

また実勢価格を押し上げている要因は第一に商業地、

第二に住宅地の地価上昇である。

第三章 先行研究及び本稿の位置づけ

第一節 先行研究

本節では、「地価上昇」がバブルに向かっているのかを検証し、バブル発生につながる地価上昇要因の挙げられている先行研究を取り上げる。

まず、超金融緩和とバブルの関係性について述べている研究として、田邊(2014)がある。超金融緩和がリスクフリー(長期国債国債利回り)の低位安定、リスクプレミアムの低下をもたらす可能性は高く、また、日本経済回復が鮮明になれば期待成長率も上昇し、この条件を満たすと田邊の示す裁定式により不動産価格が上昇するプロセスとなる。田邊は、「通常は期待成長率が高まればインフレ期待が生まれ、インフレ抑制のために金利が上昇し、それがリスクフリーの上昇を通じて不動産価格の上昇を抑制するメカニズムが働くが、何らかの理由でリスクフリーの上昇を抑制するような施策が講じられると、歯止めが利きにくくなる」と述べている。つまり、超金融緩和の影響により不動産価格は継続的に上昇し続ける可能性を孕んでいるということである。

次に、日本とアメリカの住宅バブルを比較した研究として、清水・渡辺(2009)があげられる。この論文によると、主要国の住宅価格を比較した際、日本とアメリカをはじめとする英国やオーストラリアとは全く独立の動きをしていたことが確認されたという。しかしながら、その裏側にある構造においては何らかの共通項が存在しており、結果として日米ともに住宅需要と住宅価格の間に有意な相関は見られず、人口動態が住宅需要に影響を及ぼしそれが住宅価格を押し上げるというストーリーは少なくともバブル期の価格上昇を説明する上では有効でないという結論であった。

さらに、駆け込み需要の求め方として、小林(2014)「駆け込み需要と異時点間の消費選択」がある。消費税が増税されたときの補償を付けた場合とつけなかった場合における所得効果と代替効果について説明が行われている。標準的なモデルでは駆け込み需要を表すことはできないため、標準的なモデルに修正を加えたモデルを採用している。また、本間・橋本・前川(2000)「消費税と消費行動」では、消費税増税が物価や家計消費への影響を分析している。

第二節 本稿の位置づけ

本研究では、まず裁定式を用いて現在の不動産価格がバブルの定義を満たしているかを分析する。次に、本章第一節で述べた先行研究に沿って分析を行っていく。上記に挙げた先行研究は、過去に起こった不動産バブルとの比較で理論的な分析しか行われておらず、現在の経済情勢についての言及が不足しているように見受けられる。本稿では、2015年現在の最新データを用いて、現在の経済

が地価上昇理論に当てはまっているかを分析し、さらに地価に影響を与える 2020 年の東京オリンピック開催についても触れる。

また、我々は、第一節の先行研究で挙げられた地価上昇要以外にもバブルにつながる要因があると考えた。本研究では、「外国人投資家」が不動産価格にもたらす影響を考慮し、最新のデータを用いて分析していく。

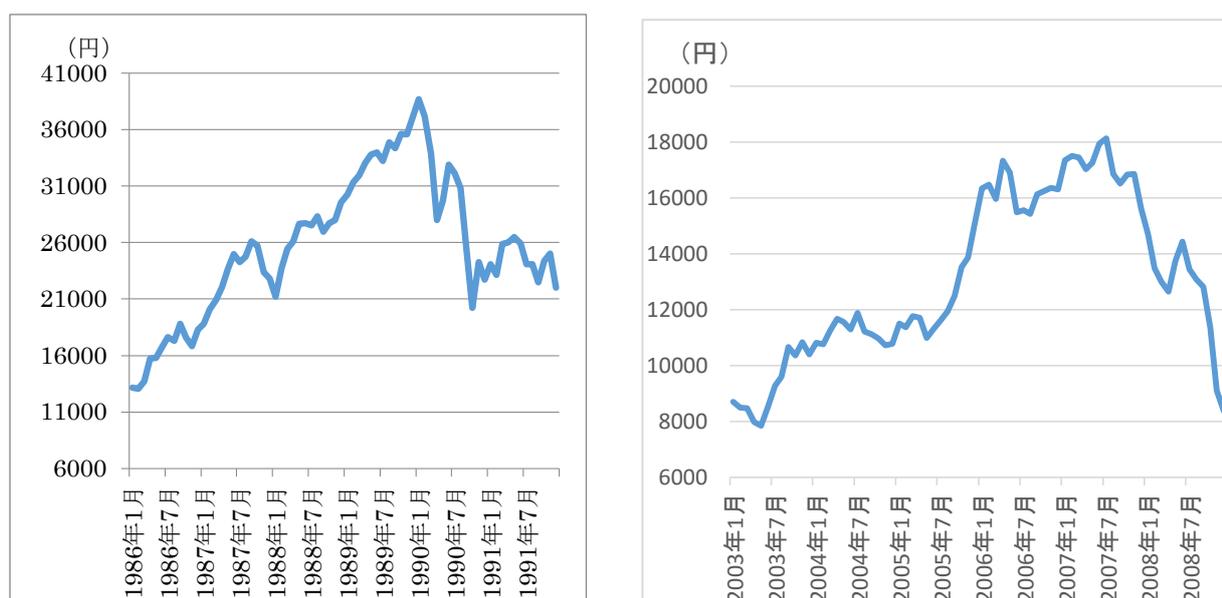
第四章 分析

第一節 バブルの定義

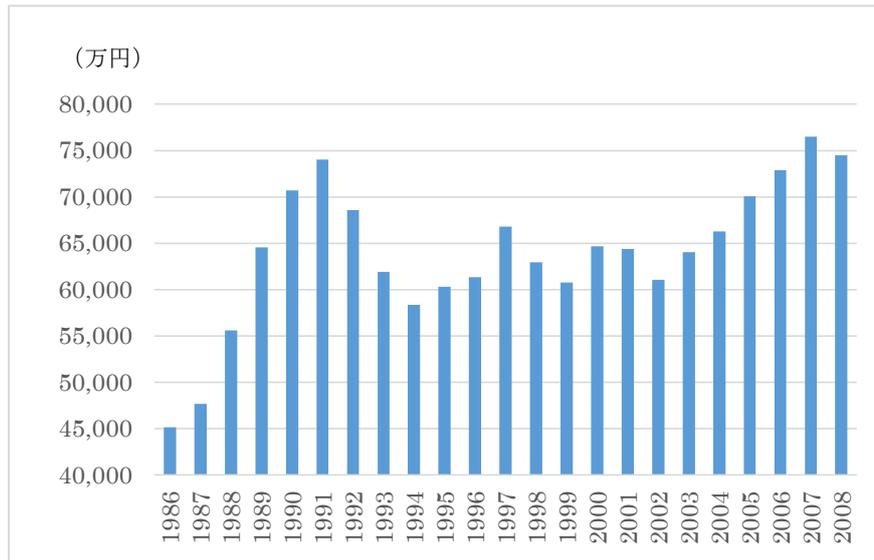
第一項 リーマンショック

現在の不動産価格がバブルであることを定義する前提として、まずはリーマンショックについて述べておきたい。本稿一章で触れたが、リーマンショックとは2008年9月にリーマン・ブラザーズが経営破綻し、それによって引き起った国際的な金融危機や株価暴落などを指す。このリーマンショックは、サブプライム・ローンという信用度の低い人を対象とした高金利の住宅担保貸付を証券化した商品をリーマンが大量に抱え込んでしまい、2007年のアメリカ住宅バブル崩壊を契機に損失が膨らんだことによるものだ。これをきっかけに、アメリカだけでなくヨーロッパやアジア、すなわち日本もマイナス成長に陥ってしまった。しかし、それ以前の日本は順調に成長しているように見える。以下の図はリーマンショック前と平成バブル期の日経平均株価と民間設備投資を示している。

図 4-1 リーマンショック前と平成バブル期の比較(日経平均株価と実勢価格)



出所: 日本経済新聞



出所:内閣府

まずは上2つの日経平均株価のグラフを見ていく。株価は異なるものの、リーマンショック前は平成バブル期と同様に上昇している。また、2008年には平成バブル期のバブル崩壊時と同様に急激に下落しているすなわちリーマンショック前はバブルで、リーマンショックはバブル崩壊ではないかと考えられる。次に下の平成バブル期からリーマンショックまでの民間設備投資のグラフを見る。1986年から1991年までと2002年から2007年までは他の年と比較して大きく上昇している。つまり、リーマンショック前も平成バブル期と同じ傾向があると考えられる。以上のデータより、我々はリーマンショック前をバブルの兆候があったのではないかと考え、以下これを用いて現状を分析する。

第二項 定義

本項では、第一項を踏まえた上で、以下の裁定式を使用して現在の東京23区の不動産価格がバブルであるかどうかを分析していく。

$$P_{t+1} + A = (1+r) P_t$$

この式において、 P は不動産価格、 A は賃料、 r は金利のことを表しており、今回は不動産について考察するため、 P は東京23区の中古マンションの価格、 A は東京23区の1㎡あたりの1年分の賃料、 r は住宅ローンフラット35（返済期間21年～）のデータを用いて分析を進める。これを变形していくと以下の式が得られる。

$$P_t = \frac{P_{t+1} + A}{(1+r)}$$

$$P_t = \frac{A}{r} + \frac{P_{t+2}}{(1+r)^2} + \frac{P_{t+3}}{(1+r)^3} + \dots + \frac{P_{t+T}}{(1+r)^T}$$

$$P_t = \frac{A}{r} + \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{P_{t+T}}{(1+r)^T} \quad \dots \textcircled{1}$$

式変形によってできた①の式の右辺の $\frac{A}{r}$ はファンダメンタルズの項、 $\lim_{T \rightarrow \infty} \frac{Pt+T}{(1+r)^T}$ はバブルの項と呼ぶ。しかしながら、①の式では不十分である。なぜなら不動産投資には様々なリスクが存在し、そのリスクを完全に無視して価格設定をするのは正しくない。したがって、ここでリスクプレミアムを β とおき、リスクを考慮に入れた裁定式を考えると以下のようになる。

$$P_t = \frac{A}{(r+\beta)} + \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{Pt+T}{(1+r)^T} \quad \dots \textcircled{2}$$

ここで、バブルのない世界を考えてみる。するとバブルの項は作用しないため、以下のような不動産価格＝ファンダメンタルズの項が成り立つ。

$$P_t = \frac{A}{(r+\beta)} \quad \dots \textcircled{3}$$

つまり、バブルが起こっていないとき、不動産価格は賃料を長期金利とリスクプレミアムの和で割ったものと等しくなる。しかし、等号が成り立たない場合が存在する。左辺 > 右辺となったら、②の式の右辺のバブルの項が作用しており、正のバブルが発生している。逆に左辺 < 右辺となると、同様にバブルの項が作用し、負のバブルが存在していることとなる。

そこで、我々は③の式を以下のように変形し、リスクプレミアムを求めていく。

$$(r+\beta)P_t = A$$

$$r+\beta = \frac{A}{P_t} \quad \dots \textcircled{4}$$

$$\beta = \frac{A}{P_t} - r \quad \dots \textcircled{5}$$

岩田一政の「四半世紀の日本経済」によると、「1990年代後半以降のアメリカをはじめとする欧米諸国の住宅価格や証券化された金融資産や派生商品などの資産価格の膨張過程においても、投資家がリスクテイクに対して安心しすぎることによって、資産を保有することのリスクプレミアムが過度に圧縮され、バブルが発生した。」とあり、リスクプレミアムの低下はバブル発生をもたらす可能性がある。したがって、以下の分析で2003年から2015年までの間にリスクプレミアムがどのように変化しているかを見ていく。

今回データとして、 P_t には東京23区の中古マンションの価格を、 A には東京23区の1㎡あたりの1年分の賃料のデータを用いた。また r には、フラット35（返済期間21年～）の金利のデータを用いた。以下にそれぞれのデータを表にしたものを示す。

まずは、東京23区の70㎡あたりの中古マンションの価格についてである。なお、2015年のデータは7,8,9月の平均をとったものである。このデータは下の図の補正前の欄にあるように、築年数が年によって異なりこのままでは比較するのに適していない。そこで、不動産流通推進センターの価格査定マニュアルを基に築年数を20年として価格補正を行う。価格査定マニュアルによると、マンションの価格は築15年を超えると価格は-2%、築21年を超えると-2.5%となる。これにより

築 20 年とした時の推定価格とその価格を 1 m²あたりに換算した価格を示したのが右側の補正後のデータである。

表 4-1 東京 23 区 1 m²あたりの中古マンション推定価格

	補正前		補正後		
	円/70m ²	築年数	円/70m ²	築年数	円/m ²
2003	33760000	17.6	32162146	20	459459
2004	33890000	18.4	32812044	20	468743
2005	33740000	19.7	33536127	20	479088
2006	35040000	20.1	35109457	20	501564
2007	43330000	17.9	41530145	20	593288
2008	44860000	17.6	42736785	20	610526
2009	40620000	18.1	39090341	20	558433
2010	43030000	18.5	41745576	20	596365
2011	41710000	19.6	41374296	20	591061
2012	39750000	20	39750000	20	567857
2013	39950000	20.5	40347522	20	576393
2014	42030000	21.8	43725890	20	624656
2015	48476666	22.2	50933269	20	727618

出所:東京カンテイ

次に、東京 23 区の 1 m²あたりのマンション賃料についてである。なお、2015 年の賃料は 1-9 月の平均を取ったものである。このデータに関しても、補正前の欄にある通り築年数に差が生じており、比較のために上記同様に築 20 年に統一して推定価格を計算した。三井住友トラスト基礎研究所によると、築年数が 1 年増えるごとに賃料は -1% となる。これを基に計算した価格が右側に示したものだ。

表 4-2 東京 23 区 1 m²あたりのマンション推定賃料

	補正前		補正後		
	円/m ²	築年数	円/m ²	築年数	1年分
2003	3092	15.7	2961.221	20	35535
2004	3102	16.1	2982.765	20	35793
2005	3029	16.6	2927.244	20	35127
2006	3112	16.2	2995.39	20	35945
2007	3254	15.9	3122.639	20	37472
2008	3367	15.8	3227.832	20	38734
2009	3256	16.6	3146.618	20	37759
2010	3144	16.8	3044.494	20	36534
2011	3062	17.6	2989.026	20	35868
2012	3016	18.2	2961.929	20	35543
2013	3091	17.3	3008.251	20	36099
2014	3186	17.2	3097.593	20	37171
2015	3249	16.7	3143.011	20	37716

出所:東京カンテイ

最後に、住宅ローンの金利についてのデータである。1年の最多金利の平均を取ったものを使用した。2003年は10,11,12月の金利幅のデータを、2008年は情報量不足により1月と12月のみのデータを、2015年は1月から10月までのデータを平均して用いた。

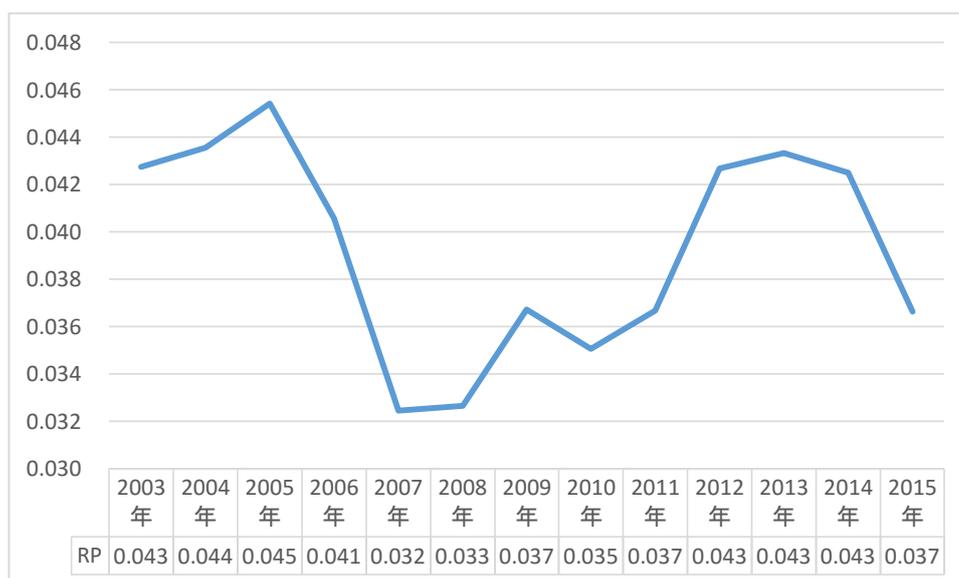
表 4-3 フラット35の金利（返済期間21年～）

	フラット35
2003年	3.46%
2004年	3.28%
2005年	2.79%
2006年	3.11%
2007年	3.07%
2008年	3.08%
2009年	3.10%
2010年	2.62%
2011年	2.40%
2012年	1.99%
2013年	1.93%
2014年	1.70%
2015年	1.52%

出所:LIFE ART

上記のデータを用い、⑤の式にそれぞれ代入してリスクプレミアム β を求めると、以下のような結果が得られた。

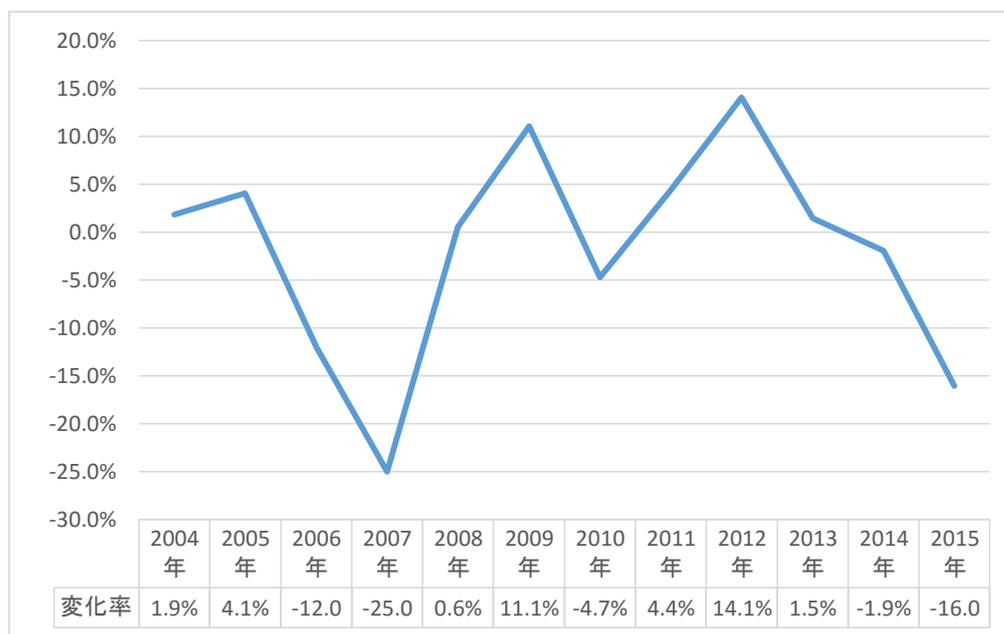
図 4-2 リスクプレミアム



資料:東京カンテイ、LIFE ART

2005年から2007年にかけてと、2013年から2015年にかけて、リスクプレミアムは大きく下降している。ここで両者を比較するために以下の変化率のグラフを見てみる。

図 4-3 リスクプレミアムの変化率



資料:東京カンテイ、LIFE ART

変化率は2006年-12%、2007年-25%と大きく下落している。第一項で述べた通り、下落の度合いからしても、リーマンショック前はバブルの兆候があったと言える。同様に2015年の変化率を見ると-16%と変化は大きい。したがって、現在もバブルへ向かっているといえることができる。

第2節 超金融緩和がもたらした不動産価格(地価)上昇

この節では、不動産価格上昇の国内要因に重点を置いて、超金融緩和を入り口として分析していく。

第一項 アベノミクスによる超金融緩和

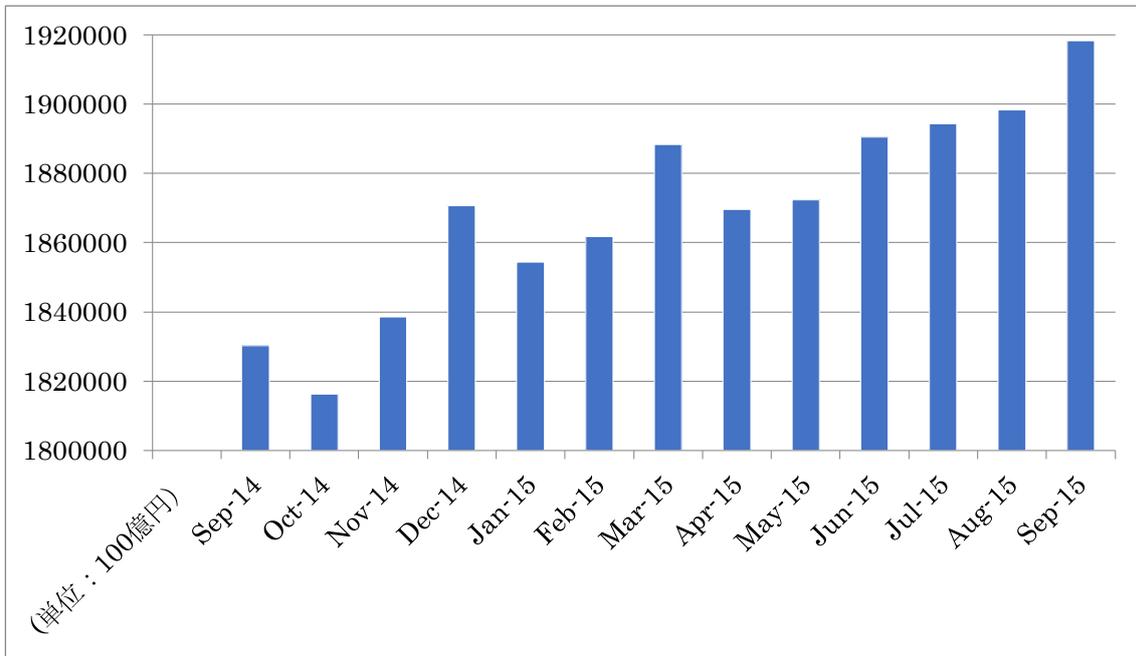
アベノミクスの大胆な金融緩和の要請を受け、日銀は2013年4月から「量的・質的金融緩和」を導入し、その具体的な施策として、マネタリーベースの年間約60兆円～70兆円の増加や長期国債保有残高の年間約50兆円のペースでの増加などを盛り込んだ。また、「2%の物価安定目標」の

実現を目指し、これを安定的に持続させるために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を持続することを宣言した。

「金融緩和の長期的な継続は、バブルの発生を含め、不動産価格の形成になんらかの弊害をもたらす懸念もある。」【田邊信之、『超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響』】

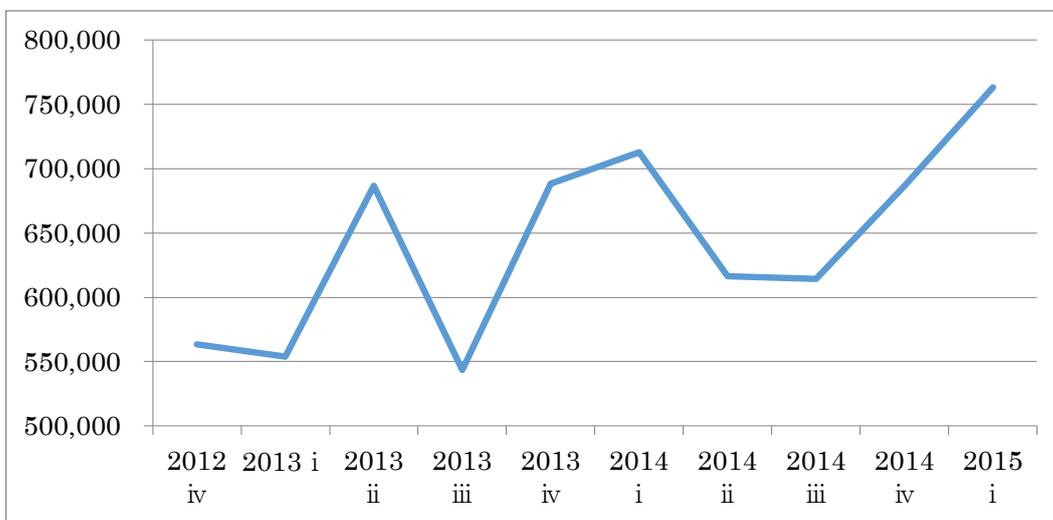
以上は先行研究から引用したものである。そこで次のグラフを見ていただきたい。

図 4-4 東京都貸出金推移



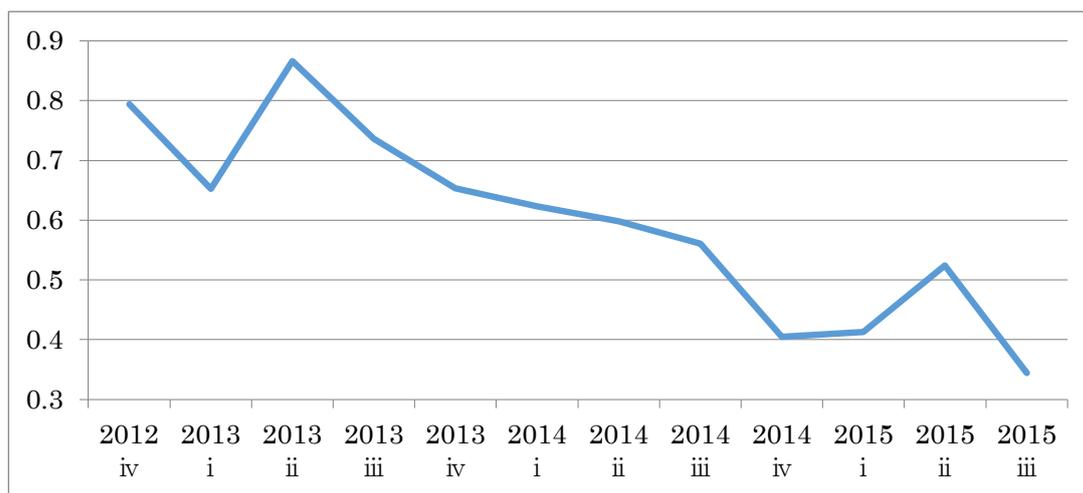
出所：日本銀行

図 4-5 東京 23 区 商業地の地価推移



出所:

図 4-6 長期国債金利 10 年物



出所：財務省

図 4-7 は東京都の貸出金の推移を示したものであるが、安倍政権発足後の 2014 年から安定的に上昇している。また、次のグラフは東京 23 区の不動産価格の推移を示したものであり、時期を同じくして不動産価格の上昇が読み取れ両者に相関関係があるのではないかと考えられる。そこで、この不動産価格の上昇は金融緩和が引き金となって起こったものであるのかを、『超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響』 [田邊信之]を参照して分析していく。

$$\text{不動産価格} = \frac{\text{キャッシュフロー(CF)}}{\text{リスクフリーレートの利回り(RF) + リスクプレミアム(RP) - 期待成長率(G)}}$$

上の式は、⁶収益還元法の公式から不動産価格の構成要素を分解したものであり、不動産価格を導く計算式である。分子のキャッシュフローは不動産が生み出す利潤であり、その内容は以下のように表される。

キャッシュフロー

$$= \langle (\text{年間総収入} - * \text{諸経費}) - \text{税金(所得税、住民税、法人税)} \rangle - \text{ローン元本} - \text{減価償却費}$$

* 諸経費:管理費、ローン金利、固定資産税

続いて分母のリスクフリーレートであるが、これは一般的に 10 年もの国債の利回りが利用されている。現在のアベノミクスのように超金融緩和が継続しており、今後も続くことが予想されるとき、

⁶ 不動産の収益性に着目して、その不動産から将来得られるべき価値を現在価値に割引して評価したもの。

この RF は低金利で安定的に進むものと考えられる。また、図 3 は 10 年もの国債の利回りの推移を示したものであるが、現時点では安定的な動きを示しているのがわかる。次にリスクプレミアムであるが、これは不動産に投資する際に要求されるプラス α の利回りである。不動産や株式などリスク資産に関しては、政治や経済的なリスク要因が発生したときには、投資家が⁷「リスクオフ」の姿勢となるため RP は上昇する。一方で、⁸「リスクオン」の姿勢になるときは逆に RP は低下する。そこで図 1 に示したように、超金融緩和によるマネタリーベースの増加に誘引されマネーストックも大幅に増加すれば、その一部が不動産市場に流入することが予想され、超金融緩和は RP の低下要因として作用することになるのである。またこれに加えて、低金利により不動産購入の際の借入れがしやすい経済環境になるため、これもまた RP の低下に大きく寄与するのである。そして最後に期待成長率(G)であるが、これは景気の動向に大きく影響を受け、高くなればなるほど分母が小さくなるため不動産価格は上昇することになる。実際、2008 年の金融危機から脱しつつあり図 11 から分かるように東京 23 区のオフィスビルの空室率は低下してきており、賃料上昇の期待は高まってきていると考えられる。ただし、現状ではアベノミクスにより景気は順調な上昇傾向にあるとは言にくいいため、その効果は限定的であると考えられる。

以上を踏まえると、超金融緩和は不動産価格の形成において RF を安定的に低めに誘導して RP を低下させ、ある程度の景気浮揚効果を持っていることから、不動産価格を上昇させる要因として機能していることがわかった。

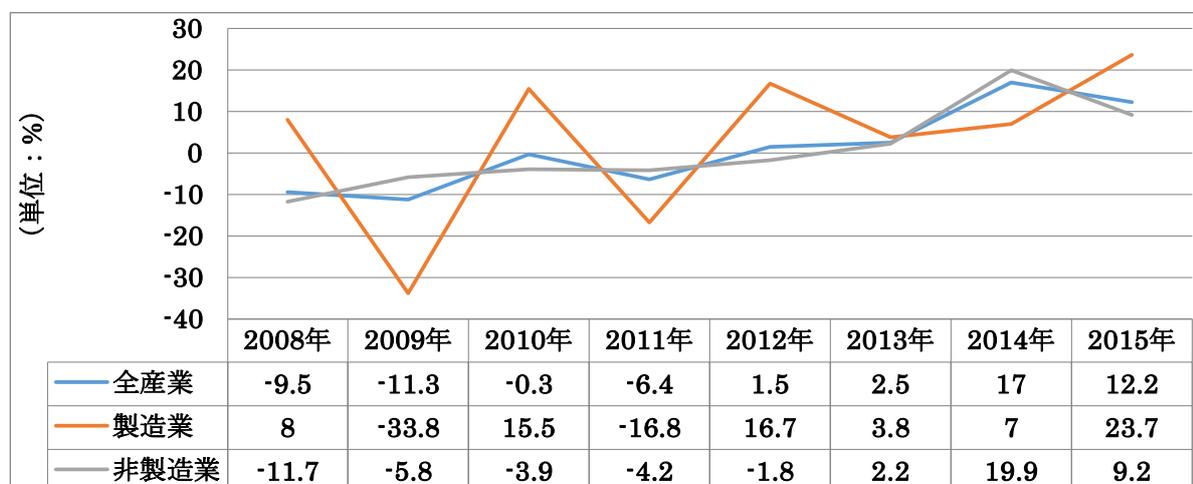
上述した通り、超金融緩和と不動産価格上昇の相関関係は明らかになった。そこで次に、この超金融緩和に端を発して不動産価格上昇を後押ししたのではないかと考えられる要素を、それぞれ具体的に分析し検討していく。その際、本稿第 1 節で述べたように、主に商工業地への投資に着目して分析する。

⁷ リスクの高い資産を避け、相対的に安全と思われる資産に資金を移すこと。

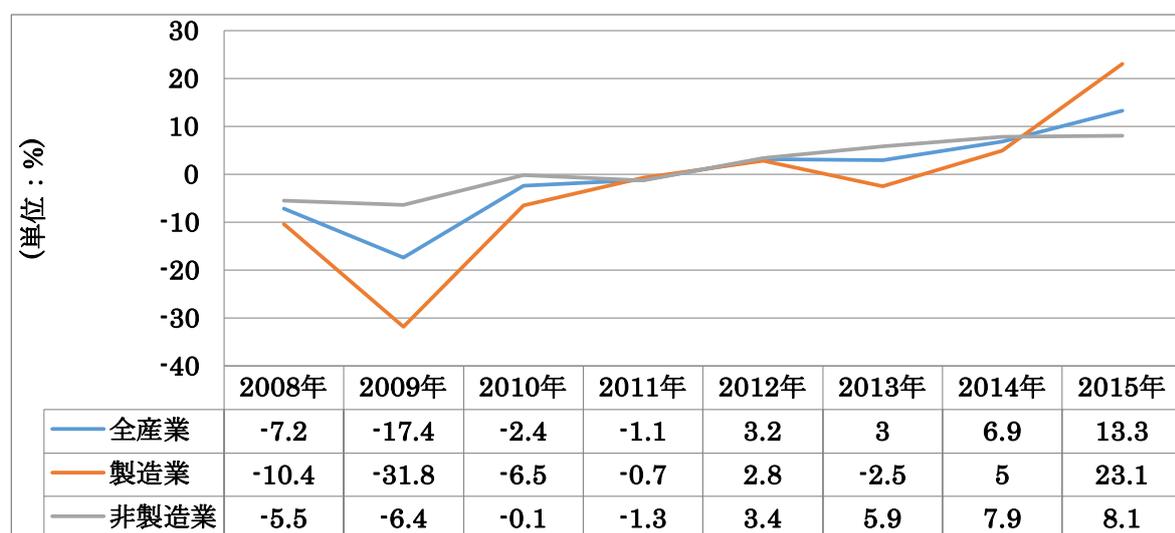
⁸ リスクの高い資産への投資が増加すること。投資家のリスクに対する許容度が上昇し、RP は低下する。

第二項 企業による不動産投資額および設備投資額

まず初めに、企業による不動産投資および設備投資額について見ていく。

図 4-7 設備投資増加率（首都圏）⁹

出所：DBJ 日本政策投資銀行

図 4-8 設備投資増加率（全国）¹⁰

出所：DBJ 政策投資銀行

上の図はそれぞれ首都圏と全国の設備投資増加率を表したグラフである。全国の2013年の製造業を除けば、下の数字からもわかるように2013年以降設備投資は増加の一途をたどっている。つまり、超金融緩和は少なからず企業の設備を刺激したことがわかる。また、そこで次の表を見ていただきたい。

⁹ 資本金一億円以上の民間法人企業を対象

¹⁰ 資本金一億円以上の民間法人企業を対象

表 4-4 設備投資額と伸び率（上:東京、下:全国）

(単位:億円、%)	設備投資額		伸び率
	2014 年度	2015 年度	東京都
製造業	3,310	3,904	17.9
非製造業	17,951	20,458	14

(単位:億円、%)	設備投資額		伸び率
	2014 年度	2015 年度	全国
製造業	56,820	70,571	24.2
非製造業	112,243	122,018	8.7

出所: DBJ 政策投資銀行

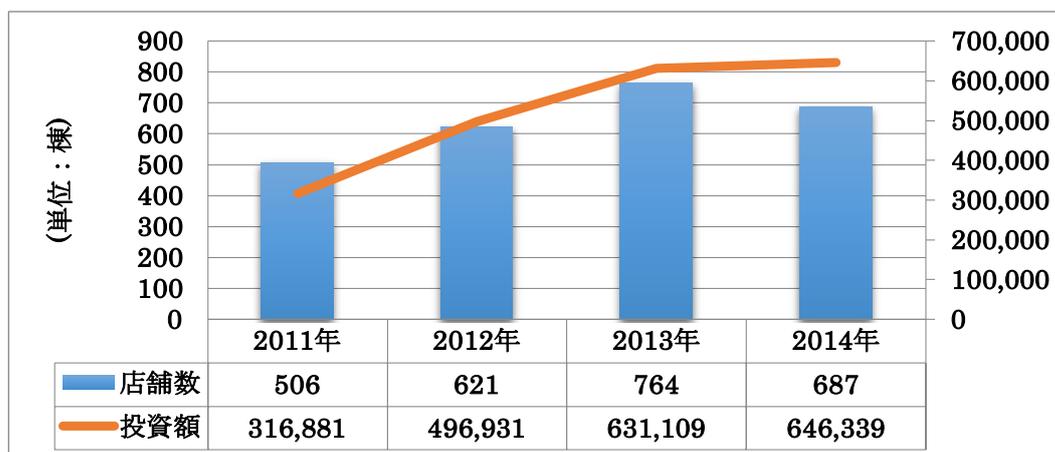
この表は、東京都と全国の設備投資額とその伸び率をまとめたものであるが、そこで注目していただきたいのは、東京都における非製造業への投資額の大きさである。まず全国の合計投資額に占める非製造業の割合が約 17%と非常に大きい。また、東京における非製造業の伸び率は 14%と全国の二倍近く、投資額が大きい分その増価額の増加も大きくなることを意味するのである。

以上より、23 区の地価(不動産)の上昇に寄与しているのは非製造業の投資の増加であると考えられるため、さらに絞って分析していくことにする。

第三項 オフィスビル建設数と店舗着工件数

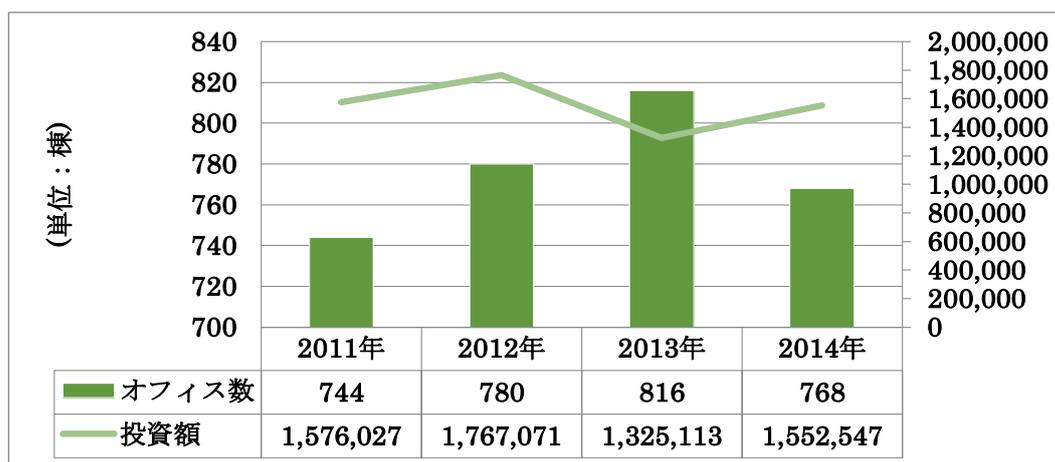
そこで、東京のオフィスビルの建設数と店舗着工件数に的を絞り、非製造業の投資をさらに分析していく。

図 4-9 東京都 店舗着工数(棟)・投資額(万円)



出所: 国土交通省

図 4-10 東京都 オフィス建設数(棟)・投資額(万円)



出所：国土交通省

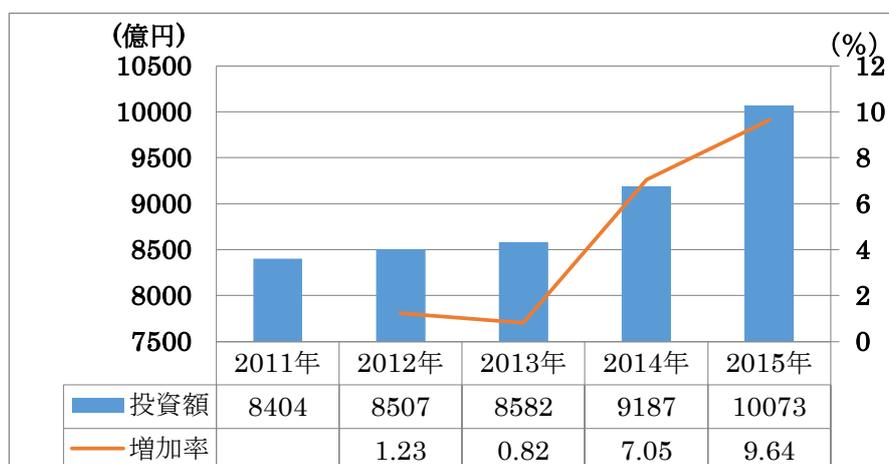
図 4-9、図 4-10 はそれぞれ店舗着工件数とオフィス建設数のデータを示したものであるが、とりわけ目を引くのは店舗着工数のデータである。店舗着工数は 2013 年がピークであるものの、その投資額はわずか 3 年で 2 倍以上になっている。このことから非製造業の商工業地への投資の中でも、店舗着工数の急激な増大を筆頭として 23 区の地価の上昇が引き起こされたことがわかった。

そこで、なぜ東京において非製造業の増加率が他に比べて高いのか考察した時、その要因として挙げられるのが本稿の冒頭で述べた東京五輪の誘致なのである。

「首都圏は非製造業が 20 年五輪を先取りした計画を立てている。人手不足で設備投資によって効率化を図る一面もあり、非製造業の投資には持続力がある」【小林真一郎(三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング)】

上の文は日経新聞から引用したものであり、東京五輪が押し上げ要因になっていることが述べられている。

図 4-11 東京都 公共事業 投資額

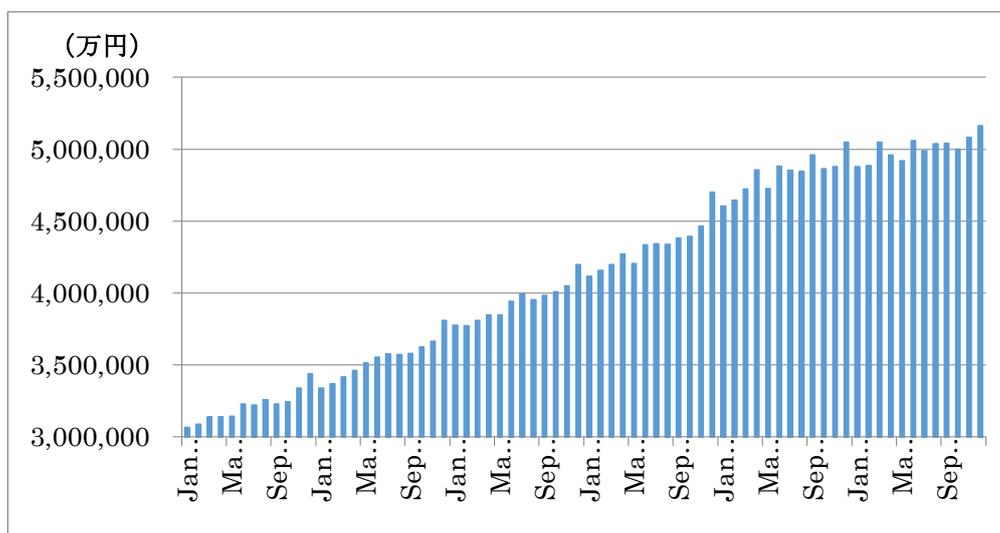


出所：東京都 財務局

図 4-11 は東京都の公共事業への投資額を示したものであるが、東京五輪開催が決定した 2013 年の後から投資額の増加率が急激に上昇していることが見て取れる。また東京都は¹¹「オリンピック・パラリンピックの開催に向けた競技施設等の着実な整備を実施」と公表しており、東京五輪に向けての相次ぐ再開発プロジェクトが、非製造業への設備投資増加の一番の理由であると考えられるのである。

しかし、ここで一つ考えたいのはこの店舗着工数を含む設備投資の増大を牽引した主な要因がマネーストックの増加だけであるのかということである。改めて図 1 を見てみると、確かに超金融緩和後 M2 は増加しているものの、その増加は約 1.1 倍程度なのである。もちろん不動産価格を求めるとの公式の説明で述べたように、市場に流入したマネーは不動産に流れ込み、また低金利は貸し出しの敷居を低くしたことは間違い無いだろう。ただし、やはりこの増加だけでは少し要因として力不足のように感じるのである。その一番の理由が次である。

図 4-12 平成バブル期 マネーサプライ M2+CD(現マネーストック)



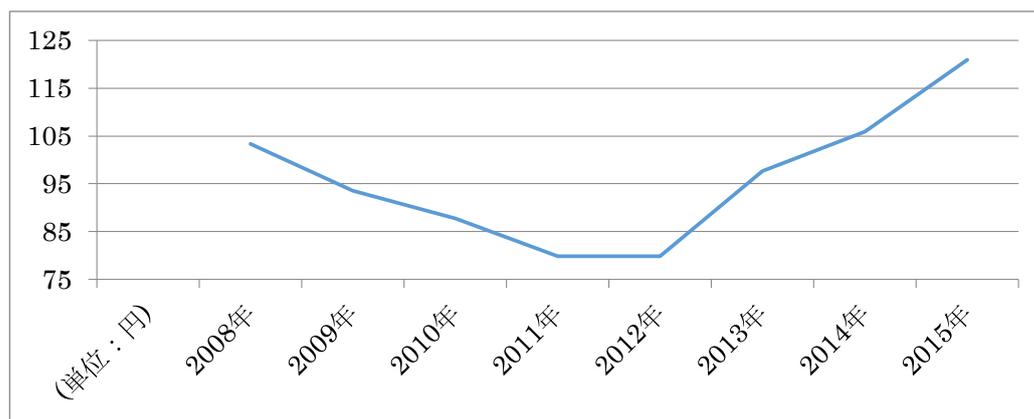
出所：日本銀行

図 4-12 は日本のバブル期のマネーサプライ(現マネーストック)の推移を表したものであるが、その額はなんと約 1.7 倍にもなっている。もちろん、バブルの程度に差はあるものの、やはり現在の東京の貸出額の増加率はインパクトに欠けてしまう。そのため、これに加えて設備投資増加を後押しした要因があると考えられ、超金融緩和がもたらした他の経済的要因も照らし合わせてみる。

そこで考えられるのが、円ドル為替レートの大幅な円安への傾きである。

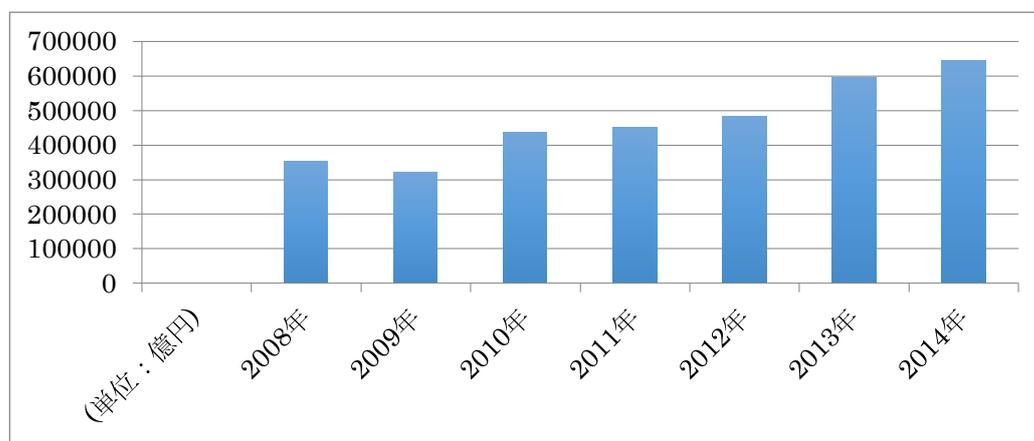
¹¹ 東京都財務局、平成 27 年東京都予算概案より

図 4-13 ドル円為替レート推移



出所：世界経済のネタ帳

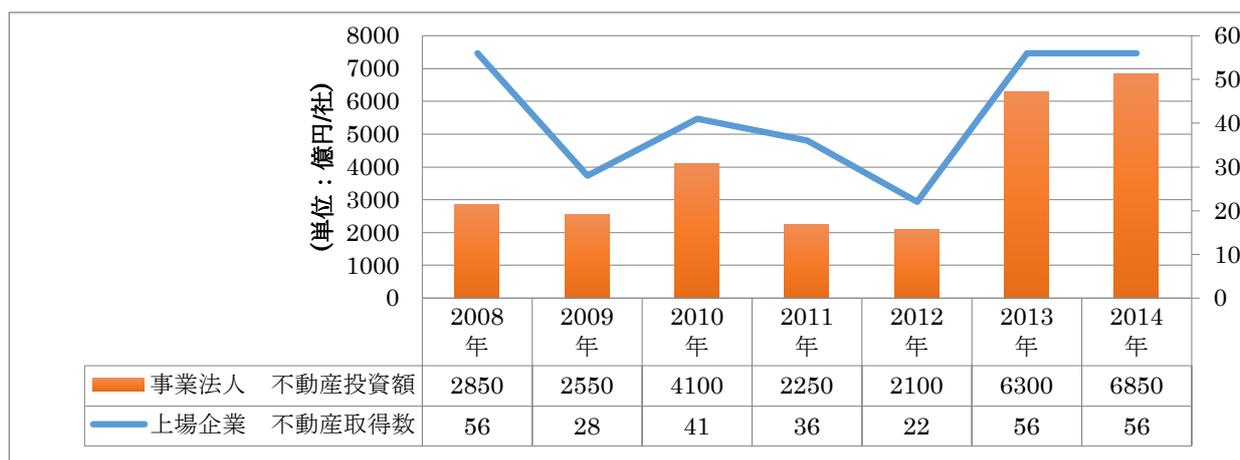
図 4-14 法人企業 経常利益推移



出所：財務省

わずか3年で為替レートは1ドル80円から120円まで円は下がり、輸出企業を大いに後押しした。そのため、法人企業の経常利益は超金融緩和後から現在までに約2倍まで増加していることがわかる。つまり、円安によって経常利益が大幅に改善された企業に、資金的余裕が生まれたことも不動産価格の上昇に大きく起因していると考えられるのである。

4-15 事業法人不動産投資額・上場企業不動産取得数



出所：みずほ信託銀行

図 4-15 からわかるように、金融緩和の始まった 2013 年から不動産投資額、不動産取得数とともに急激に上昇している。また、2008 年も不動産取得数は同じ 56 社であるものの、その投資額は 2 倍以上となっている。これはつまり不動産取得の 1 社ごとの規模が大きくなった結果だと考えられ、図 4-14,15 からわかるように為替レート、経常利益に関して 2013 年以降企業に多い風が吹く状況であることからこれら二つもまた地価上昇を後押ししたことがわかるのである。また、これに加え円安は訪日客の増加をもたらしたことで、中国人を中心とした¹²インバウンド消費も盛況であり、これらに対応するために百貨店などを中心とした店舗の増設や改装も一因であると考えられる。

以上の分析をまとめると次のようになる。

1. アベノミクスによる超金融緩和は不動産価格(地価)の上昇と相関関係がある。
2. 全国の設定投資額を見た時、東京は非製造業への投資額が占める割合が大きい。
3. 非製造業への投資を促しているのは、主に 2020 年の東京五輪に向けた再開発である。
4. また、設備投資増加に起因したのものとして、法人企業の経常利益増加による資金的余裕も挙げられる。

このように、この節では金融緩和と東京五輪がどのように地価上昇を促したかを分析した。

不動産価格上昇の一因として、消費税増税前の駆け込み需要が考えられる。

まず初めに消費税導入時と 3% から 5% に増税される直前の土地取引件数について注目していきたい。

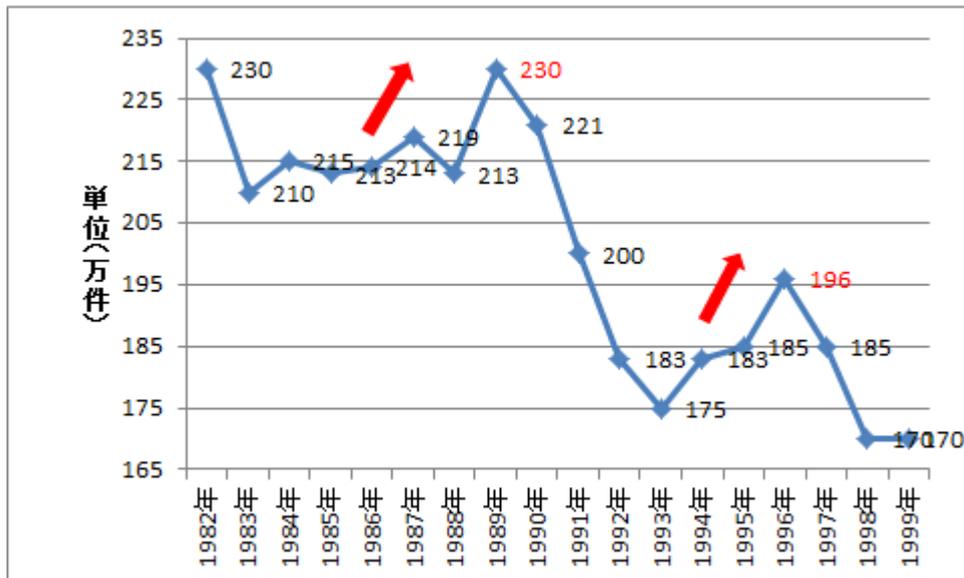
¹² 2014 年の訪日客数は 1341 万人と過去最高を達成したが、2015 年は 10 月までの時点で 1500 万人を突破。また、中国人を中心とした訪日客によるインバウンド消費は年 3 兆円にも及ぶ。

第二節 駆け込み需要

不動産価格上昇の一因として、消費税増税前の駆け込み需要が考えられる。

まず初めに消費税導入時（1989年）と3%から5%（1997年）に増税される直前の土地取引件数について注目していきたい。

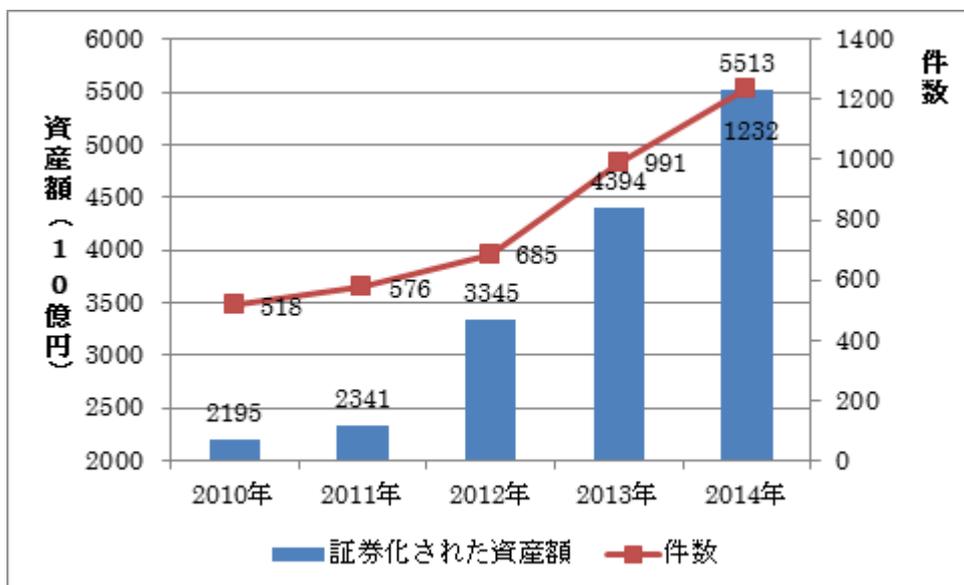
図 4-16 需給関係～土地取引件数 推移



出所：法務省「登記統計」の『第13表 土地の権利に関する登記の件数』

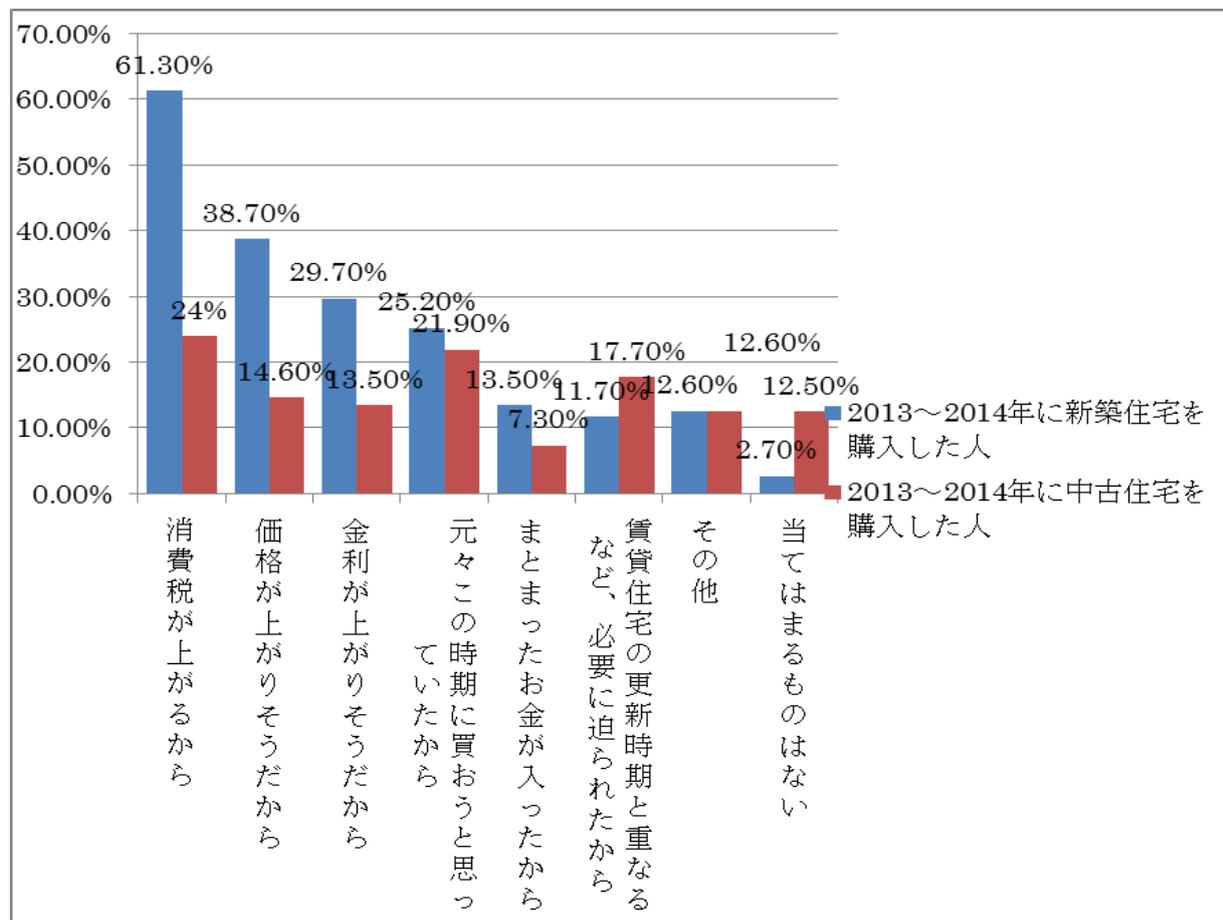
上の図 4-16 の土地取引件数の推移のグラフをしてみる。過去消費税導入直前と消費税が3%から5%に変化したときの土地取引件数に注目してみると、様々な影響があると考えられるため、一概に駆け込み需要が原因とはいえないが取引件数は増税直前に増加していることがわかる。

図 4-17 不動産投資額推移



次に2014年に消費税が5%から8%に増税される前の駆け込み需要について考える。2013～2014年に新築住宅を購入した人へのアンケート調査によると、61.3%の人が「消費税が上がるから」という理由で住宅購入をしている。

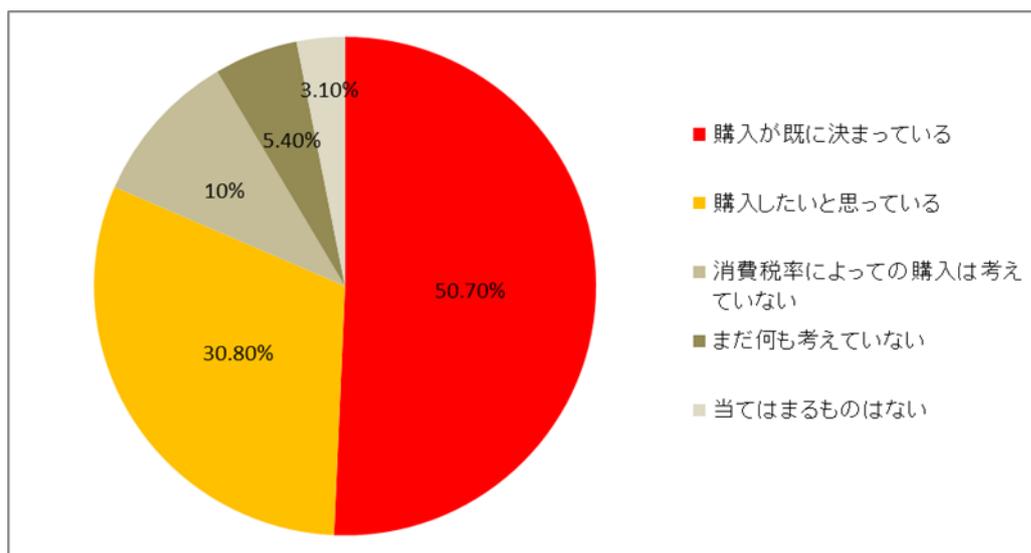
図 4-18 住宅購入理由



<http://allabout.co.jp/gm/gc/441289/>

たしかに、住宅ローン控除の拡充や、すまい給付金制度の導入が明らかになる前（2年以内）の購入者も含まれるため一概に論じることはできない。また、現金購入者や借入額の少ない人など、これらの負担緩和策の対象とならない人もだいぶ存在していると考えられる。

図 4-19 消費税 10%になるまでの購入意欲



出所: <http://allabout.co.jp/gm/gc/441289/>

しかしながら、消費税が 10%に増税される前に住宅を「購入する事がすでに決まっている」「購入したいと思っている」と考えている人は全体の 81.5%にもものぼる。

このように、消費税増税前に不動産を購入する人々は増加すると考えられるが、政府は駆け込み需要対策として様々な政策を打ち出している。

2016 年度に関しては、2017 年 4 月に消費税率の 10%への引き上げが予定されていることが、住宅着工数の増加の要因となり、2014 年 4 月の消費税増税時と同様に、工事請負契約特例措置によって 2016 年 4 月から駆け込み着工が本格化すると考えられる。

ただし、次回の税率の上げ幅は 2% (8%→10%) であり、2014 年の上げ幅 3% (5%→8%) よりも小幅である。「すまい給付金」と住宅取得等資金にかかる贈与税の非課税措置などの政策によっても増税前後の駆け込みや反動が抑制されると考えられる。ゆえに、2016 年度には駆け込み需要は発生すると考えられるが、2014 年の増税の時よりも駆け込み需要の規模は小さいものと考えられる。

不動産ジャパンによると（以下抜粋）消費税の課税対象は、住宅の売買やリフォームなどの住宅関連で、消費税が課税される対象には、次のような金額が対価となる取引などが挙げられる。これらの金額が、原則として消費税率をかけ課税標準となる。

・住宅の建物価格（土地は非課税）※消費税課税事業者ではない個人や免税事業者などが売り主の場合を除く
・土地の造成・整地費用など
・建物の建築工事やリフォーム工事などの請負工事費用
・不動産会社に支払う仲介手数料
・住宅取得に必要な諸費用の一部（住宅ローン融資手数料、司法書士報酬など）
・駐車場の賃料（住宅の賃料は非課税）※マンション敷地内の管理組合が管理する駐車場を除く

住宅の売買や新築などで消費税が課税されるのは、住宅の引き渡し時点である。したがって、契約締結は平成 29 年 3 月 31 日以前であっても、平成 29 年 4 月 1 日以降に引き渡しを受ける場合、消費税率は新税率の 10%が適用される。

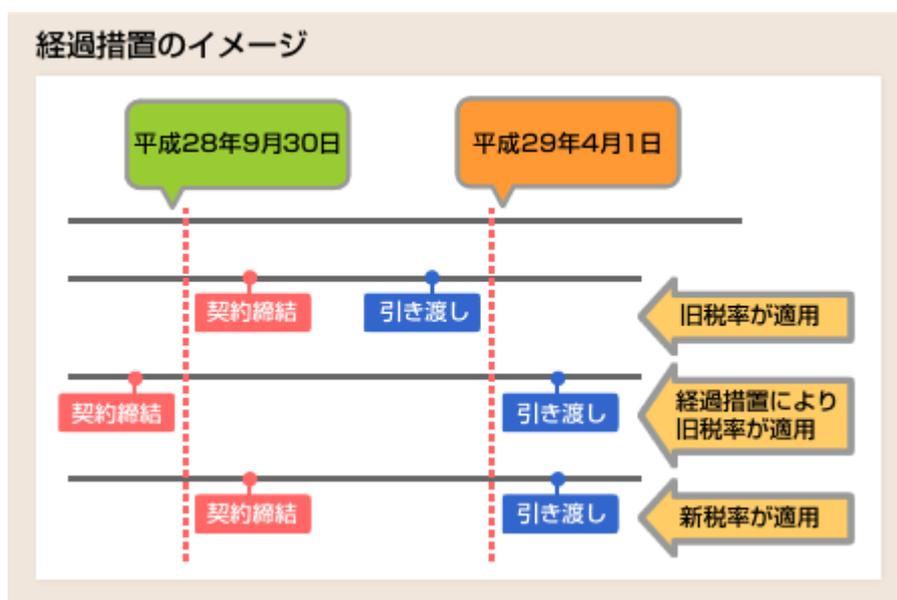
ただし、経過措置として、以下の場合は旧税率が適用される。

表 4-5

消費税引き上げ	税率	引き渡し引き上げ時期以降の工事等請負契約の経過措置指定日	経過措置
平成29年4月1日	10%	平成28年10月1日	平成25年10月1日～指定日前日までの契約にかかわるもの→旧税率

出所:不動産ジャパン

図 4-20



出所:不動産ジャパン

住宅取得については、取引価格が高額であることなどから、消費税率引き上げ（8%及び10%）の前後に駆け込み需要やその反動による影響が大きいことなどを踏まえて、税負担の増加による影響を平準化するとともに、その影響を緩和するために、次のような所得税等の軽減措置が取られる。なお、消費税が非課税となる個人の売り主から購入した中古住宅の場合は、拡充の対象外となる。

(1) 住宅ローン控除の拡充

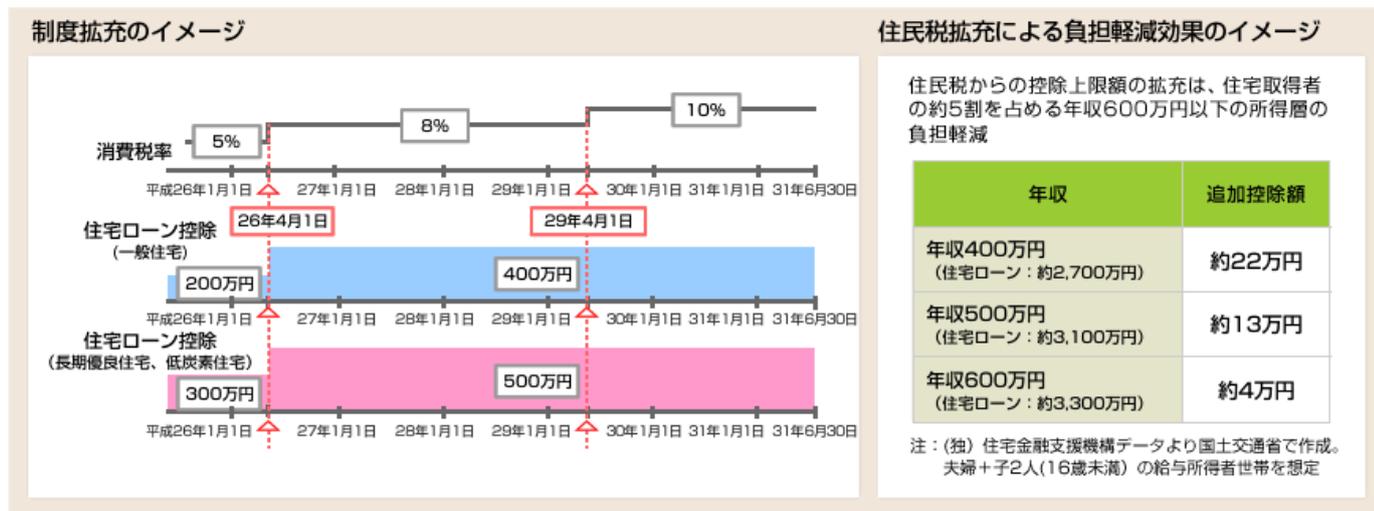
住宅ローン控除の適用期限を平成31年6月末入居まで延長したうえで、消費税率が8%または10%が適用される場合に限って、所得税からの最大控除額及び住民税からの控除上限額が以下のよう

表 4-6

居住年	借入限度額	控除率	控除期間	最大控除額	住民税からの控除上限額
～平成26年3月	2000万円	1.00%	10年間	200万円	9.75万円
↓					
居住年	借入限度額	控除率	控除期間	最大控除額	住民税からの控除上限額
平成26年4月～平成31年6月	4000万	1.00%	10年間	400万円	13.65万円

出所:不動産ジャパン

図 4-21



出所:不動産ジャパン

(2) 住宅ローンを利用せずに認定長期優良住宅および認定低炭素住宅を新築した場合の減税の拡充 (平成31年6月末まで)

(3) リフォームをした場合の減税の拡充 (平成31年6月末まで)

- ・ ローンを利用せずに、一定の耐震・省エネ・バリアフリーリフォームをした場合

工事費等の10%を所得税額から控除できる特例措置について、適用期限を平成31年6月末まで延長したうえで、平成26年4月から平成31年6月末までの措置として、引き上げ後の消費税率が適用される場合に限って、以下のように拡充される。

表 4-7

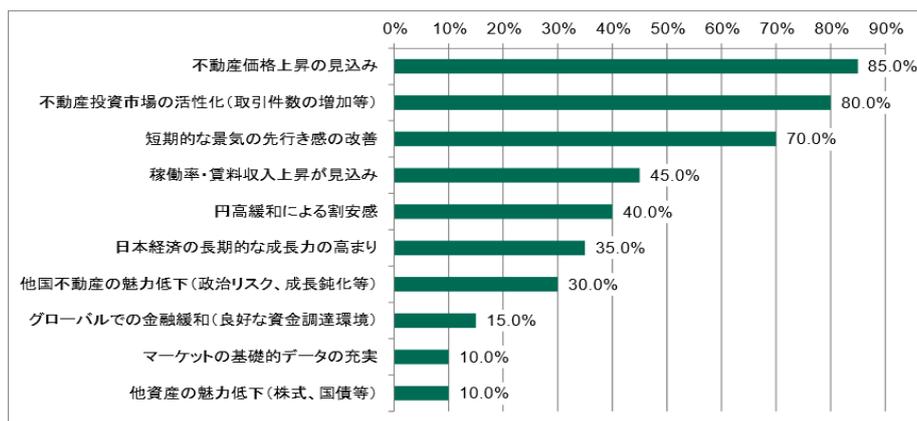
居住年	省エネ・バリアフリー工事対象限度額	控除率	最大控除額(5年)
	その他工事対象限度額		
～平成26年3月	200万円	2.00%	60万円
	800万円	1.00%	
			
居住年	省エネ・バリアフリー工事対象限度額	控除率	最大控除額(5年)
	その他工事対象限度額		
平成26年4月～ 平成31年6月	250万円	2.00%	62.5万円
	750万円	1.00%	

出所:不動産ジャパン

第四節 外国人投資家

この節では、本稿第第二章に示した東京23区の地価が上昇している要因の一つである外国人投資家の土地に対する投資の姿勢の変化について分析する。まず初めに外国人投資家の東京23区の土地に対する態度の変化を調査し、次にその要因を分析する。

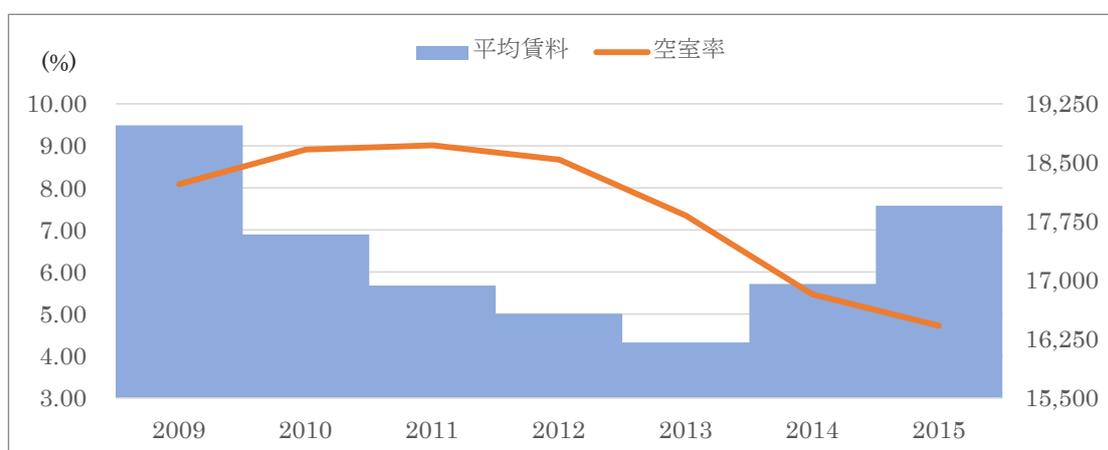
第一に外国人投資家にとっての東京23区の土地、不動産価格投資の変化を分析する。国土交通省が我が国の不動産に投資する海外投資家に対し、日本への投資を増やすと答えた投資家にその理由を調査した(図4-22)。その結果8割を超える投資家が理由の一つとして語ったものが「不動産価格が上昇する見込みがあること」であった。また、「不動産市場の活性化(取引件数の増加)」と回答した投資家の人数も80.0%と、日本の不動産に注目が集まっているということを表す結果となった。また、同アンケート調査で、2013年に生じた事柄と今後の不動産投資行動への影響として調査を行っており、「オリンピックの開催が決定したことが影響する」と回答した投資家が50.0%、と「アベノミクスで成長戦略が提言されていること」と回答したのは54.4%であり、東京五輪開催の決定とアベノミクスが一定の需要を喚起しているという結果となった。一方で否定的な意見も見受けられ、日本の不動産に投資しない理由として日本の成長が見込まれないこと(低成長)が挙げられた。

図 4-22 海外投資家が日本への投資額を増加していると考えた理由¹³

出所：国土交通省 建設産業局不動産市場整備課

また日経によれば、東京都の不動産は長期運用に適している。東京はオフィス需要の高まりで平均賃料が緩やかに上昇しており(図 4-23)、2020 年の東京五輪に向け商業用施設の再開発も加速する。例えば世界最大の政府系ファンド、ノルウェー政府年金基金は日本で不動産投資を始め、資産全体に占める不動産の比率を 2.7%から 5%に高めることを決定した。このように近年では、海外投資家が東京都の不動産に対しての関心を強めている。またオフィスの空室率も減少傾向にある(図 4-23)。平成バブル期までとはならないが、現在ではバブル期以降最も空室率の低かったリーマンショック直前の値まで近づきつつあり、この先の需要を見込めば堅調な回復が期待できるといえよう。

図 4-23 オフィス空室率と平均賃料



出所：三鬼商事株式会社

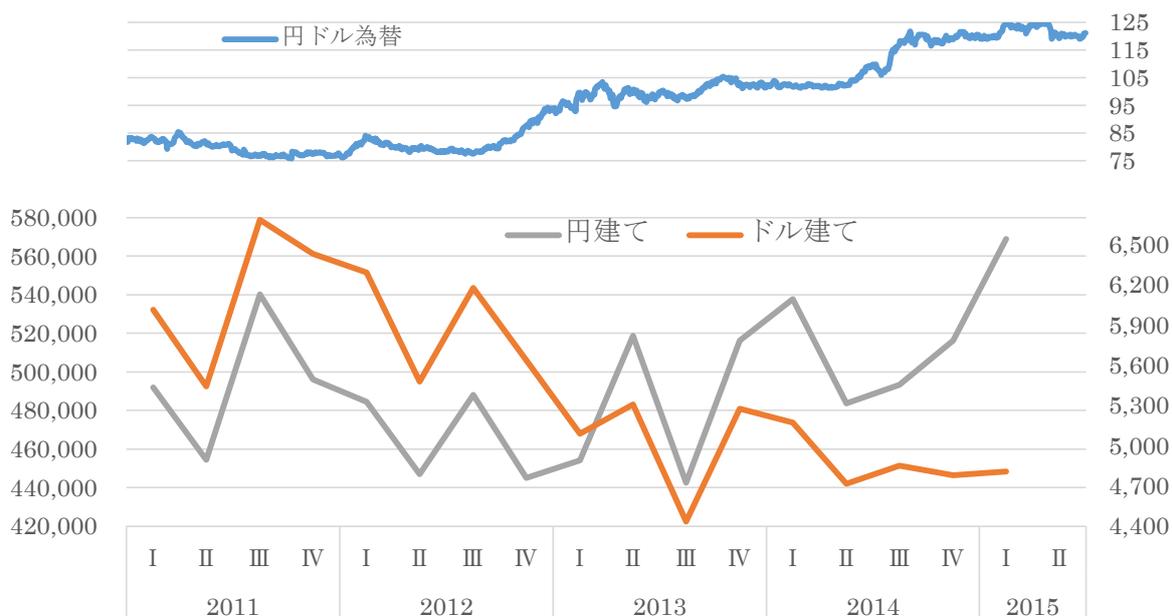
このアンケート調査とは別の要因として、外国人投資家が日本の土地や不動産への投資を増加させた理由が為替相場の変化によってできるのではないかと考えた。すなわちそれは、金融緩和の影

¹³ 平成 26 年 8 月時点での調査。回答総数は 99、内訳はアジア 63.2%、欧州 28.9%、北米 6.5%、オセアニア 2.6%

響で為替が円安に振れ、日本物件が割安になったことである。したがって為替相場の変化による資産価格の変化について分析する。

第一に為替相場の変化である。12年秋には1ドル80円を切ることもあった円ドル為替であるが、アベノミクスが発表されると14年には1ドル100円、また15年には125円もの値を記録した(図4-24)。当然、外国人投資家は地価や不動産価格の変動を考慮に入れて投資を行うこととなるため、割安感が出る円安に為替相場が振れば資産を買う好機であり資産への投資が活発化する。これらは物件の価格自体は変動しないと仮定した場合の例であるが、為替によって得られる差益は大きい。したがって為替の影響を考慮した分析を行う必要があると判断し、ここでは東京23区の実勢地価を円建てとドル建ての値で比較する。着目したいのは2014年第二四半期以降の増減の差である。実勢地価を円建てでみるとその価格は増加しているということは第一、二章で示したとおりであり、ここでも2014年2Qから2015年1Qの三四半期の間で約11%増加と、それまでには見受けられなかったような大幅な上昇がみられる。一方ドル建てで考えると、実勢価格は増加していないことがわかる。同期間で比較するとドル建て価格は1%の増加という結果になり、為替レートの変化が及ぼす影響であることは明らかで、円建て実勢地価が上昇している2014年第二四半期以降でもさほど変化が見られなかった。

図 4-24 為替相場と東京 23 区実勢地価

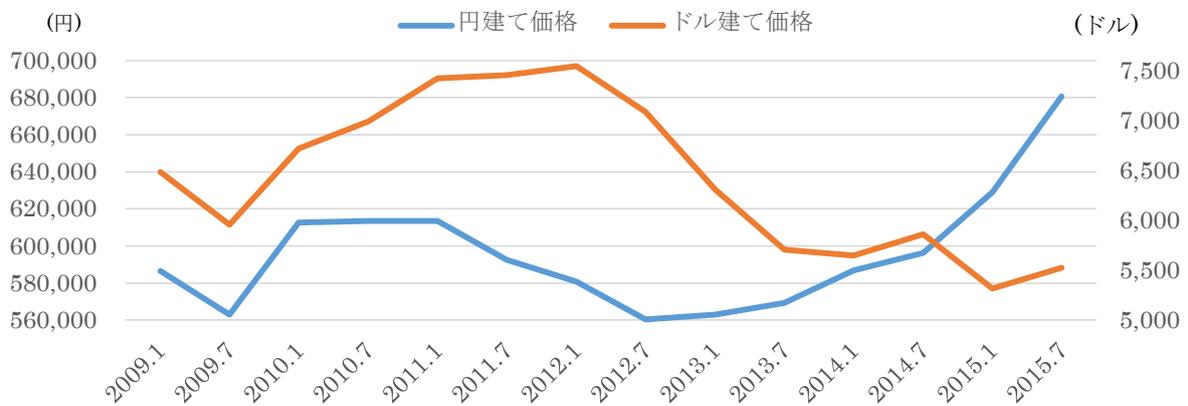


出所:みずほ銀行、土地情報システム

以上よりやはり外国人投資家にとっては東京23区の土地に割安感が出るのだろう。また、割安感があるうえ地価が上昇しているため、土地に対する需要が高まっているということとなる。また不

動産の賃貸料も上昇傾向にある。東京 23 区の中古マンションの価格推移を表したものが図 4-25 である。こちらでも図 4-24 と同様に円建て価格が 2012 年 7 月から 2015 年 7 月までの 3 年の期間で 560,286 円から 680,571 円まで 21.4% 増化、一方でドル建て価格が 7,089 ドルから 5,522 ドルまでの 23% 下落という結果になった。

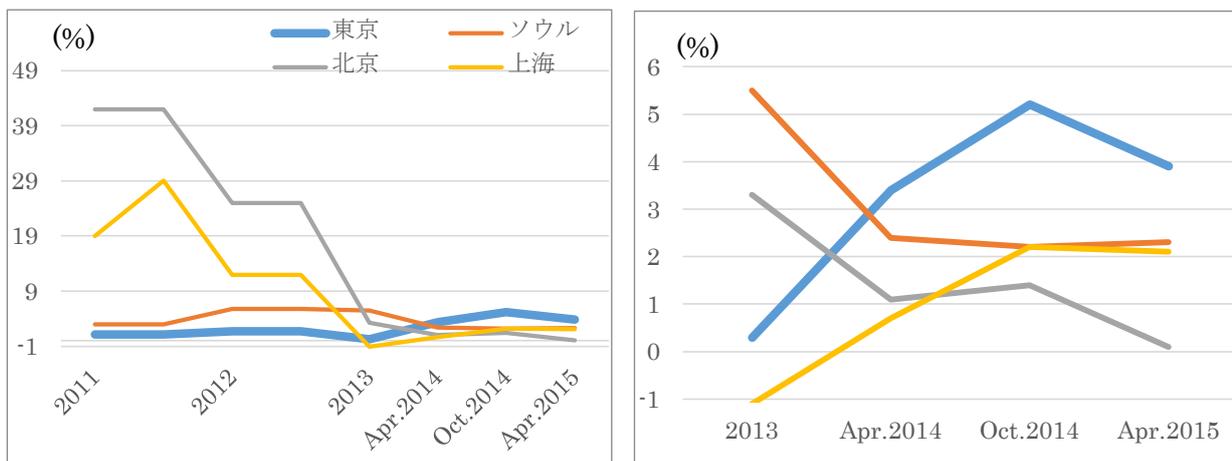
図 4-25 東京 23 区中古マンション 1m²あたりの価格推移



出所：東京カンテイ

また、日本不動産研究所の調査では、2014 年 10 月基準で東京賃貸料を 100 とする場合、香港は 165.5、ロンドンは 146.0 となり、相対的に東京の賃貸料は低い。オフィス価格推移をアジア 4 都市と比較すれば(図 4-26)近年の東京の価格指数増加率が高いことが見て取れる。北京と上海は 2011 年から 2013 年までの期間で最大 45% の増加と極めて高い率を残しているが、直近 2 年は 4% 以下にとどまり、2014 年 4 月以降は日本の増加率がこの 4 都市の中で一番高い値となっている。その上利回りが良いため都心マンションの価格は国際的に比べるとまだまだ割安であり、東京五輪開催に向けて先高観も上昇していくとみられるということが分かった。

図 4-26 国際不動産賃料価格指数増加率推移



出所：土地情報システム

第5章 政策提言

第1節 政策提言の方向性

第4章の分析では、現在の東京の地価はバブルであるということを分析し、以下の4つの要因が原因となって上昇を続けている状況であるということがわかった。

- ① 超金融緩和
- ② 東京オリンピック
- ③ 消費税増税による駆け込み需要
- ④ 外国人投資家

また、東京オリンピックは2020年開催ということもあり、この地価上昇は今後も継続すると見込まれる。IMFによる世界経済報告(2000)によると、「資産価格の継続的な上昇や急激な下落が起こった際は、先制的な政策をとる必要があるということが歴史的に明らかである」とされている。すなわち、日本で起こったバブル期の経験を活かし、現在より適切な政策をとる必要があるのだ。さもないと、やがては「バブル崩壊」という結末を迎えることが予想される。バブルで期を経験している人々は、当時の経験があるから1980年代のようなバブルは起こらないと考えがちであるが、実際にバブルははじけてからでないとバブルと気づきにくい。この地価上昇を投資の機会と捉え、結果としてバブル崩壊の影響を受けることになりかねないのだ。我々は、2020年まで上昇し続けると予想される地価が、その後急落して「バブル崩壊」を迎え、バブル期のように多くの犠牲者を出す、ということが起こらないようこれからとるべき政策を提言したい。

第2節 政策提言

上節で挙げた地価上昇要因に対し、それぞれ適切な政策を示していきたい。

第一項 超金融緩和に対する政策

アベノミクスの第一の矢として大胆な金融政策が掲げられ、インフレ率2%を達成するまでは無制限に金融緩和を行ってきた。しかし、いまだインフレ率2%は実現できておらず、通貨供給量の増加と金利の低下が続いている状況である。このままでは地価の上昇を止める手立てはなく、順調に経済成長しているうえでの地価上昇ならまだしも、バブルを伴う地価上昇が起こっている今、さらなる状況の悪化を招きかねない。本項では現在起こりつつあるバブルが今後拡大していかないた

め、また 1990 年代のようなバブル崩壊を招かないよう現在の状況を落ち着かせるための政策を提言したい。

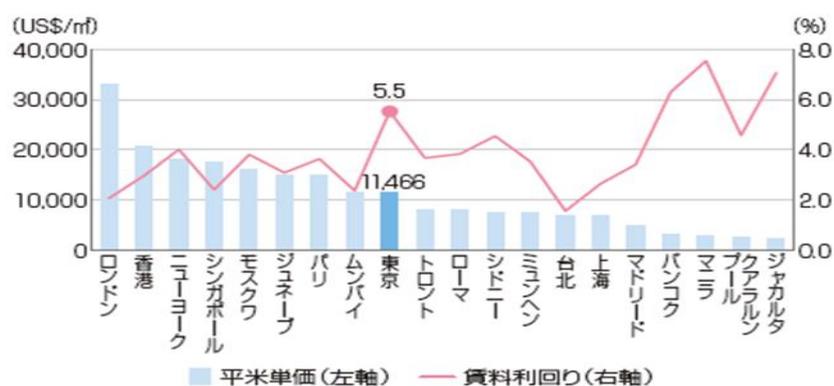
まずは、金利の引き上げを行うことである。現在の低金利の状況が続き、投資家が今後もこの状況が続くと期待すると、より一層不動産への投資が進み、バブルが加速していく流れとなる。FRB のイエレンの言葉に「金融政策の効果は時間差で発生するから景気の向上が表面化する少し前に引き締めをするべき」というものがある。1990 年代に崩壊したバブルの際は、政府が金融政策をとるのが遅かったのが被害を拡大してしまった一因とされている。不動産価格が上がりきる今だからこそ、金利を引き上げて地価上昇を抑えるべきである。しかし、一気に引き上げるとその反動で価格は一気に暴落してしまう恐れがあり、バブル期と同じ結末を迎えかねない。段階的に少しずつ挙げていくことが必要なのである。

具体的な時期と数値について考えてみる。バブル期は、1989 年頃から 1 年に 3 回も公定歩合が引き上げられ、結果として 2 年間で 3.5% も引き上げられている。このように継続的に引き上げをしていくのは、人々の期待を急激に裏切ることにつながり、それは結果として多くの被害を生む可能性が高い。現在のバブルはまだ始まって間もなく、また少なくとも 2020 年までは続くと考えられる。我々の考える政策としては、第一段階として金利を少し上げる。そのあと間を取ってまた少し上げる。これを繰り返して引き上げていくことで、人々の期待をあまり刺激することなく行えるのではないだろうか。

第二項 東京オリンピックに対する政策

東京オリンピック開催が近づき日本（特に東京）への不動産投資に注目が集まってきている。この不動産価格上昇は海外投資家からの投資が大きく関係してきている。少子高齢化・人口減少が進む日本において、海外投資家は重要な存在である。なぜなら、海外投資家が不動産投資市場活性化の一端を担っているからである。海外投資家（特に中国人投資家）は、投資を行う際に不動産価格をみるのではなく、主に利回りをみて投資することが多い。

図 4-28 主要都市の平米短歌と賃料利回り



上記のグラフから分かるように、東京は他の都市と比べて比較的賃料利回りが高く、また平米単価と賃料利回りを比較した際、東京は他の都市と比べて割安であると海外投資家の目にとまるだろう。先ほど分析でも挙げたドル高円安という現在の状況も割安であると判断される理由である。今後行われるであろうアメリカの利上げもドル高円安に拍車をかけるだろう。

オリンピックが行われることによるプラス効果としては東京の認知度が国際的に向上し、海外からの観光客を呼び込める。また再開による都市機能の向上で成長力が押し上げられる。

東京の再開が進むことによって、東京への人口流入が進む。東京への人口流入が進めばオリンピック後の不動産への需要減も抑制できる。マイナス効果としては、建設投資の飽和化により反動減が発生することや債務増加による経済活動抑制があげられる。政府は 2020 年までに基礎的財政収支の黒字化という目標を達成することを掲げている。オリンピック開催のために国債を大量に発行して、財政規律が乱れていたら目標を達成できないだろう。

政府が行うべき政策として、五輪開催を世界に東京を発信する契機となるようにすべきである。日本は人口減少が進んでおり、人口減少が進んでもなお経済成長をしていくためには国際化を進めていくことは必須事項である。日本の国際化を活性化させるためには、グローバル企業の本社機能を東京に置いておくことが重要である。そのグローバル本社には外国人が数多く働くことになるわけであり、外国人が快適に仕事や生活のできる体制を、整えることが一つの政策となりうるだろう。次の政策としては、2020 年以降少子高齢化により全人口に占める高齢者（65 歳以上）の割合が増加し、また日本の人口は減少していく。加えて、地球環境問題が深刻化を増すなか、「持続可能性」をキーワードにした新たな都市の在り方を構想しつつ、それを実現していくきっかけとして東京五輪を位置づけることが重要である。政府の政策として 2020 年東京オリンピック後の景気下落による不動産価格の下落、またそれが引き金となって起こる海外投資家の日本離れを防ぐための政策が重要なのではないかと考える。

第三項 消費税増税への駆け込み需要への政策

2014 年の消費税増税に対して、駆け込み需要後に需要が激しく落ち込むことを防ぐために政府は様々な政策を打ち出したのにも関わらず、結果として需要の激しい落ち込みを招いてしまった。

2014 年の首都圏 1 都 3 県の新築マンション供給戸数は 5 万 2455 戸と、3 年ぶりに 6 万戸を割り込んだ。ここ 10 年間ではリーマンショック後の 2009 年に次ぐ少なさである。また、増税後には建築費増大による物件価格の上昇も新築マンションの供給減を招いている。2017 年には消費税 8% から 10% への引き上げを控えており、来年 2016 年にはまた新たな駆け込み需要を誘発してしまうであろう。2014 年にとられた対策よりもさらに大きな対策を取らない限り、再び需要の激しい落ち込みを招き、それは現在の地価上昇バブルを崩壊させる一因になりかねない。駆け込み需要の反動をいかに小さく抑えるかを軸に政策を掲げる。

まず一つ目は、消費者側に対する住宅取得等の際の贈与金額に対する非課税対象額を拡張し、また相続税における控除額も増額するべきである。住宅取得することは、消費者にとって負担が大きいものであるから十分に考慮するべきであると考え。

二つ目は、土地バブル抑制という観点から地価税と特別土地保有税を停止ではなく、廃止にするべきである。現状分析より、現在は1980年代のバブルの時ほど急激な土地価格の上昇は見られないため、現在停止されている地価税や特別土地保有税は効力を発揮していない。この税を廃止することによって、税制が再開されるのではないかという事業主の不安要素を取り除くことができ、より円滑な不動産取引をすることができるのではないかと。

第四項 訪日客に対する政策

現在東京は投資先として世界から注目を集めている。というのも、日本はアベノミクスにより経済成長が見込まれ、また2020年には東京オリンピックを控えており、東京への期待が高まっている状況なのである。しかし、この外国人投資家による東京への投資は長く続くとは限らない。日本に期待がなくなった瞬間、一斉に東京の不動産が売られると、一気に価格は下落し、バブルの崩壊を招く危険性も考えられるのだ。そこで、2020年を過ぎてからもなお海外投資家の注目を惹きつけて安定した投資先として選んでもらうための政策を挙げていく。

それは、永住許可の取得条件を緩和することである。現在、日本の不動産を購入している外国人投資家、特に中国人富裕層は、日本への移住を強く希望している。しかし、他国と比べ、日本は永住許可取得のための審査が厳しいのが現状である。世界で永住ビザの取得が難しい5か国のうちに入っているほどだ。すなわち、投資先として東京が魅力的でなくなったらその瞬間、彼らは永住ビザをより簡単に取得できる日本以外の国に投資先を変更する可能性は大いにあり得るのだ。安定した投資先として選んでもらうため、日本は外国人の受け入れに対して寛大になるべきなのである。日本永住許可については、移民受け入れに伴う治安問題や外国人労働者受け入れなどにも影響を与え、地価上昇バブル防止策のみのためだけにこの許可条件を引き下げることは容易なことではない。しかしながら、今後の日本の成長を見込んで投資している外国人投資家の期待に応えられるような制度は設けるべきである。永住許可でなくとも、滞在ビザの取得条件を引き下げることで、より多くの外国人投資家を惹きつけることができ、ひいては日本を安定した投資先として選んでもらえることにつながるのではないだろうか。

先行研究・参考文献・データ出典

- International Monetary Fund 「TRANSITION: EXPERIENCE AND POLICY ISSUES」『World Economic Outlook』
- 経済産業省製造産業局 「製造業をめぐる現状と課題への対応」
- http://www.meti.go.jp/committee/sankoushin/seizou/pdf/002_01_00.pdf
>(2015/10/20 アクセス)
- 国土交通省「建設産業局不動産市場整備課」 <<http://www.mlit.go.jp/statistics/index.html>>
(2015/10/20 アクセス)
- 国土交通省「不動産取引価格情報検索」
<<http://www.land.mlit.go.jp/webland/servlet/MainServlet>> (2015/10/10 アクセス)
- 清水千弘、渡辺努 (2009) 「日米住宅バブルの比較」『Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy Working Paper Series No.32』 JSPS Grants-in-Aid for Creative Scientific Research
- 田邊信之(2014) 「超金融緩和が不動産価格に及ぼす影響」, 「土地総合研究 2014 年春号」
- 東京カンテイ「中古マンション 70 m²換算価格推移」
<http://www.kantei.ne.jp/news/cate01_m.php?category_no=3> (2015/9/30 アクセス)
- 東京カンテイ「分譲マンション月別賃料推移」
- 東京商工リサーチ(2015) 「2014 年「上場企業の不動産取得」」,
http://www.tsr-net.co.jp/news/analysis/20150113_08.html
(2015/11/2 最終アクセス)
- 東京都(2015) 「東京都予算(原案)の概案」
<<http://www.metro.tokyo.jp/INET/KEIKAKU/2015/01/70p1g100.htm>>
(2015/11/2 アクセス)
- <http://www.kantei.ne.jp/news/cate01_m.php?category_no=10> (2015/11/01 アクセス)
- 内閣府「国民経済計算」 <<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>>
- 内閣府「統計表」
<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/data/data_list/sokuhou/files/files_sokuhou.ht

ml>

(2015/8/22 アクセス)

- 「日経平均株価 推移」 <<http://quotes.jp/nikkei225/>> (2015/11/02 アクセス)
- 日本銀行「基準割引率および基準貸付利率の推移 公表データ一覧」
<<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/discount/discount.htm/>> (2015/11/02
アクセス)
- 日本銀行 時系列統計データ検索サイト
<<http://www.boj.or.jp/statistics/index.htm/>> (2015/11/02 アクセス)
- 日本経済新聞「1都3県の設備投資3割増 14年度計画、五輪へ再開発加速」2014
年8月6日付け速報
- 日本最大の中国情報サイト「日本は帰化のハードルが高い！国籍取得が難しい世界の5カ国—中国紙」 <<http://www.recordchina.co.jp/a99154.html>> (2015/10/29 ア
クセス)
- 日本政策投資銀行 「2014年度設備投資計画調査の概要」
<<http://www.rieti.go.jp/jp/events/bbl/14082801.pdf>> (2015/10/11 アクセス)
- 日本政策投資銀行(2015) 「設備投資計画調査」 ,
<<http://www.dbj.jp/investigate/equip/regional/detail.html>>(2015/11/2 アクセス)
- 野村総合研究所 「世界から見た日本の不動産投資の魅力」
<[http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2014/10/201410_5.h
tml](http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2014/10/201410_5.html)>
(2015/11/2 アクセス)
- 不動産ジャパン <<http://www.fudousan.or.jp/>> (2015/11/2 アクセス)
- 不動産投資新聞 <<http://www.rakumachi.jp/news/archives/85008/2>>
(2015/10/24 アクセス)
- 三鬼商事株式会社<<http://www.e-miki.com/>> (2015/10/22 アクセス)
- みずほ銀行「外国為替公示相場ヒストリカルデータ」
<<http://www.mizuhobank.co.jp/rate/market/historical.html>>(2015/11/01 アクセス)
- LIFE ART「フラット35 (返済期間21年以上) 過去 金利推移表」
<<http://www.lifeartfp.jp/flat35.html>> (2015/11/01 アクセス)