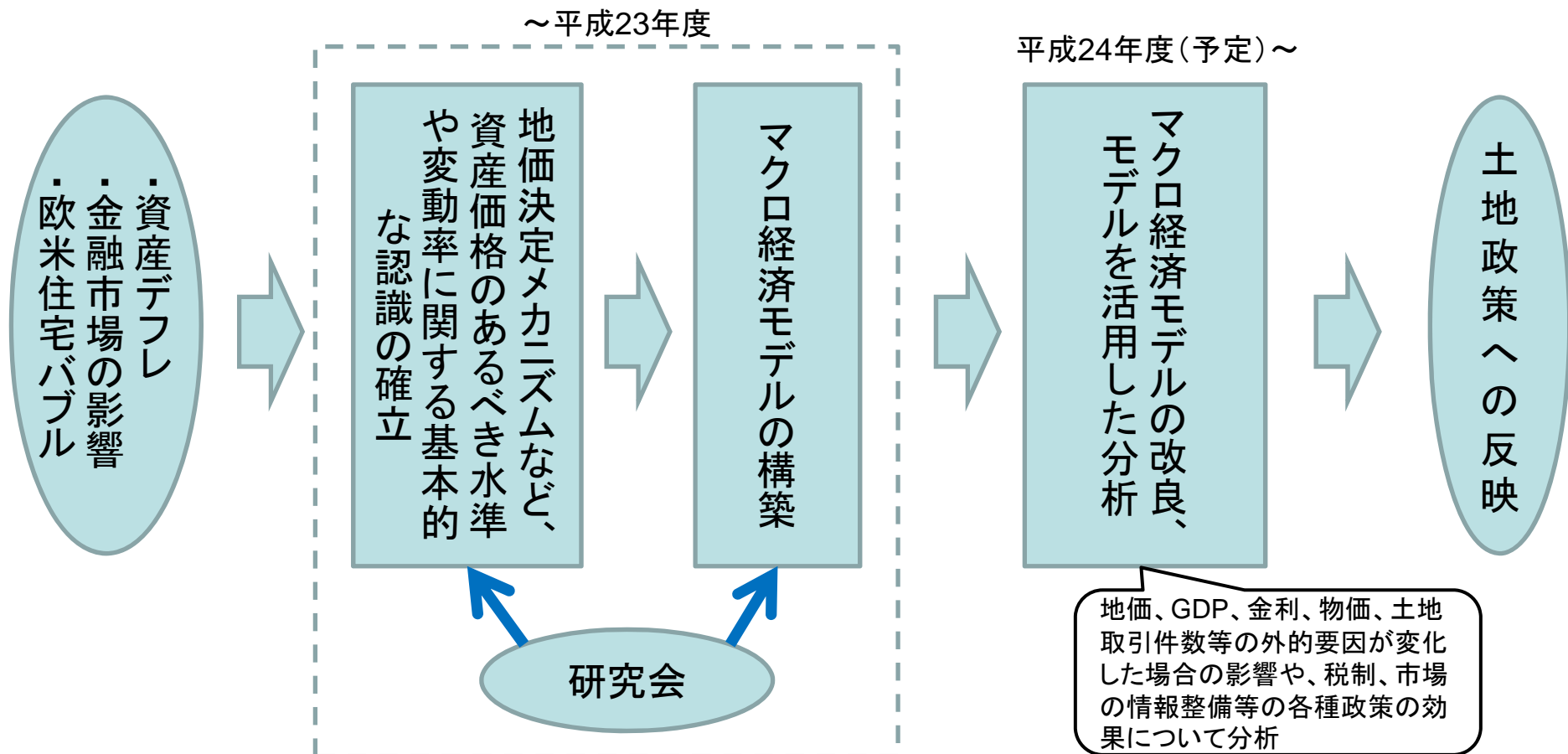


不動産市場における資産価格変動に関する研究会報告書 及び マクロ経済モデルの構築について

平成24年7月
国土交通省 土地・建設産業局 総務課 調整室

- 1990年代初めのバブル崩壊後、地価は下落基調(資産デフレ)にある一方で、不動産証券化の進展等を背景に、金融市場の動向が地価等の資産価格の形成に大きな影響を与えるようになってきている。また、2000年代の欧米の住宅バブル、世界金融危機により資産価格変動に対する世界的な関心が高まっている。
- 今後我が国の不動産市場を安定的に発展させていくためには、このような状況を踏まえつつ、土地等の資産価格について、あるべき水準や変動率に関する基本的な認識を確立した上で土地政策を推進することが必要。
- 資産価格変動等の不動産市場の変化とマクロ経済の動向が相互にどのような影響を与えるかについて論点を整理・分析することにより、上記の基本的な認識を確立するとともに、不動産市場を考慮した精緻なマクロ経済モデルの構築及びこれを用いた土地に関する各種政策の効果分析やシミュレーションを通じてよりの確な土地政策の推進を図る。



■ 研究会設置主旨

- 「不動産市場における資産価格変動に関する研究会」は、地価の長期に渡る下落、不動産と金融の融合の進展、世界金融危機を契機とした資産価格変動に対する世界的関心の高まり等を踏まえ、今後、我が国の不動産市場を安定的に発展させていくため、地価等の資産価格について、マクロ経済との関係も含めた要因分析を行うとともに、あるべき水準や変動率についての基本的な認識を確立することを目的として設置された。

■ 委員名簿

	氏名	所属
座長	前川 俊一	明海大学不動産学部教授
委員	井出 多加子	成蹊大学経済学部教授
委員	小川 一夫	大阪大学社会経済研究所教授
委員	川口 有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
委員	倉橋 透	獨協大学経済学部教授
委員	清水 千弘	麗澤大学経済学部教授
委員	中川 雅之	日本大学経済学部教授
委員	中里 透	上智大学経済学部准教授
臨時委員	田端 克至	二松学舎大学 国際政治経済学部教授

■ 開催概要

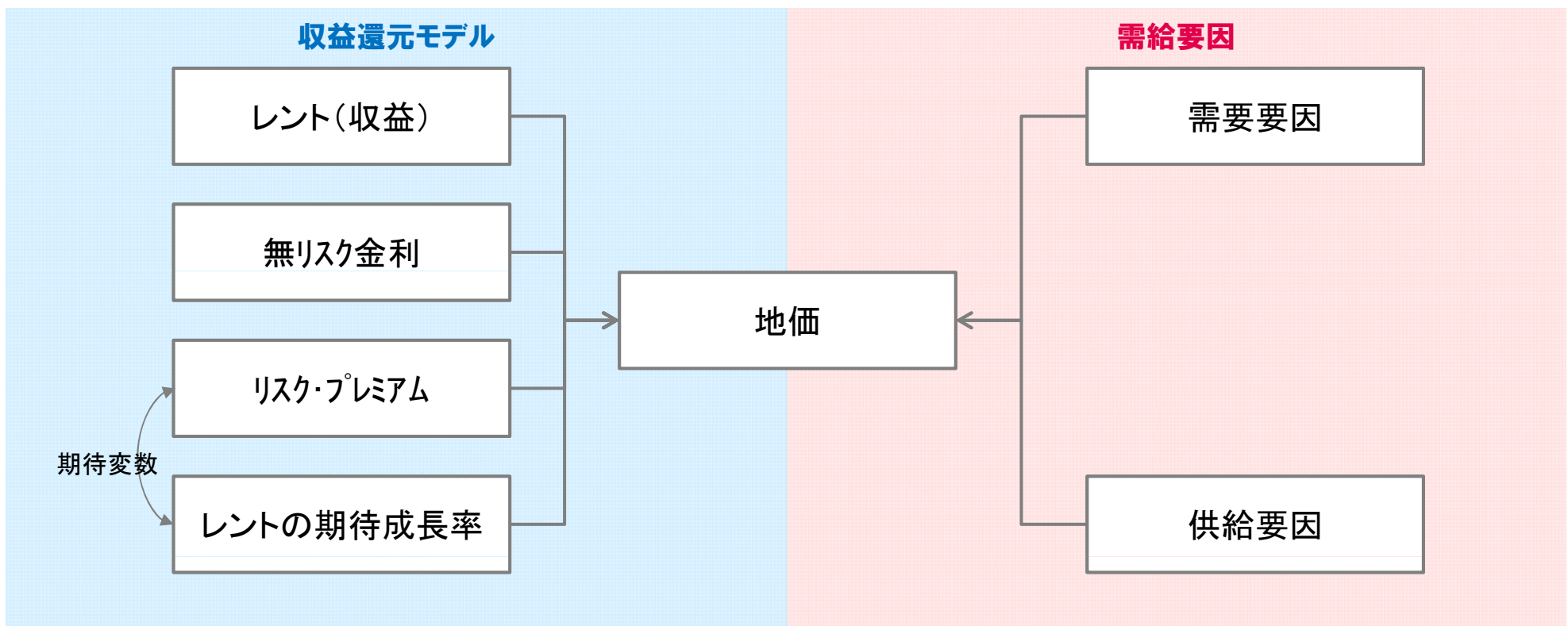
会合	議題
第1回 (2011年12月8日)	(1)研究会の趣旨及び今後の進め方について (2)「近年の地価の動向に対する基本的な認識及びバブル・資産デフレとその影響」についてフリーディスカッション
第2回 (2012年2月1日)	(1)第1回研究会の議論の整理 (2)わが国の不動産市場と金融市場の関係について
第3回 (2012年2月21日)	(1)不動産市場を考慮したマクロ経済モデルについて (2)資産デフレに対する認識と政策対応の方向性について

■ 報告書の位置づけについて

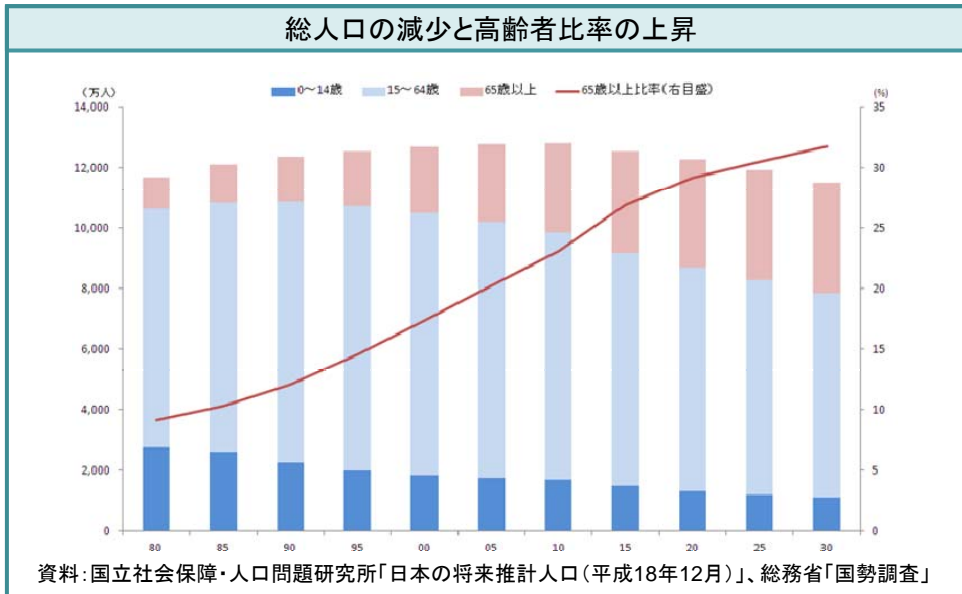
- 本報告書は、「不動産市場における資産価格変動に関する研究会」における議論(各委員の意見、指摘事項)をもとに、資産価格変動等に関する基本的な考え方を整理しとりまとめたものである。

- 地価の水準を評価する際は、収益還元モデルに基づいて評価することが一般的である。
- 収益還元モデルを活用する際の留意点として、
 - ①人々の期待(リスク・プレミアム、レントの期待成長率)を適切に織り込むこと
 - ②土地市場における需要要因・供給要因の動向を含めて評価することが重要である。

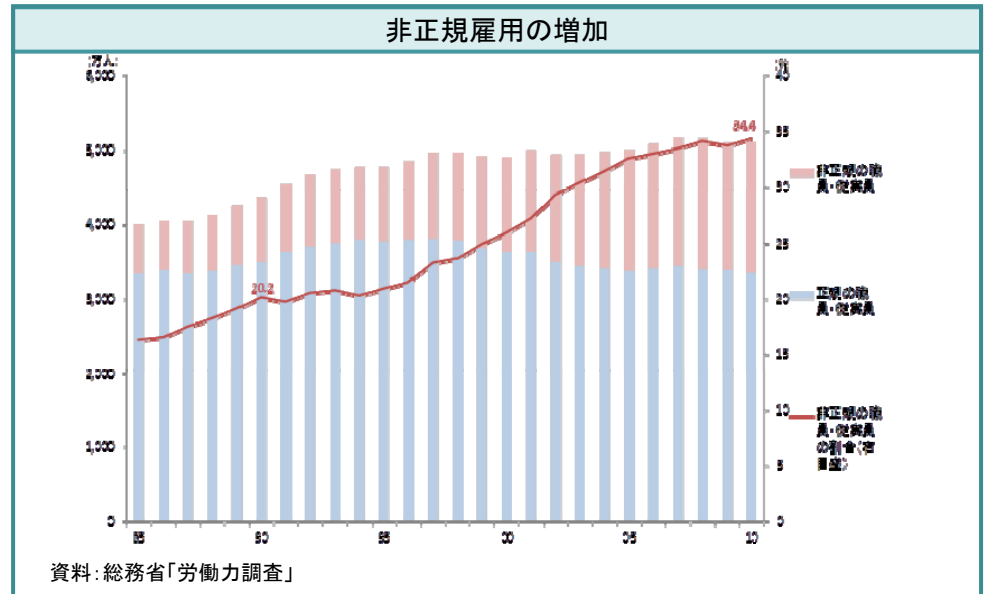
地価動向を捉える視点(イメージ)



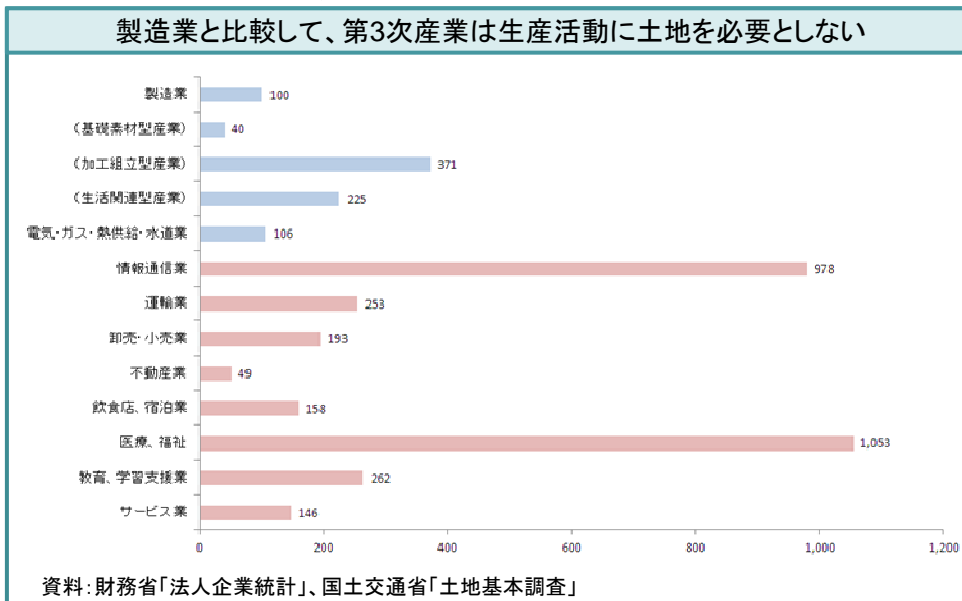
■ わが国の長期的な人口の推移



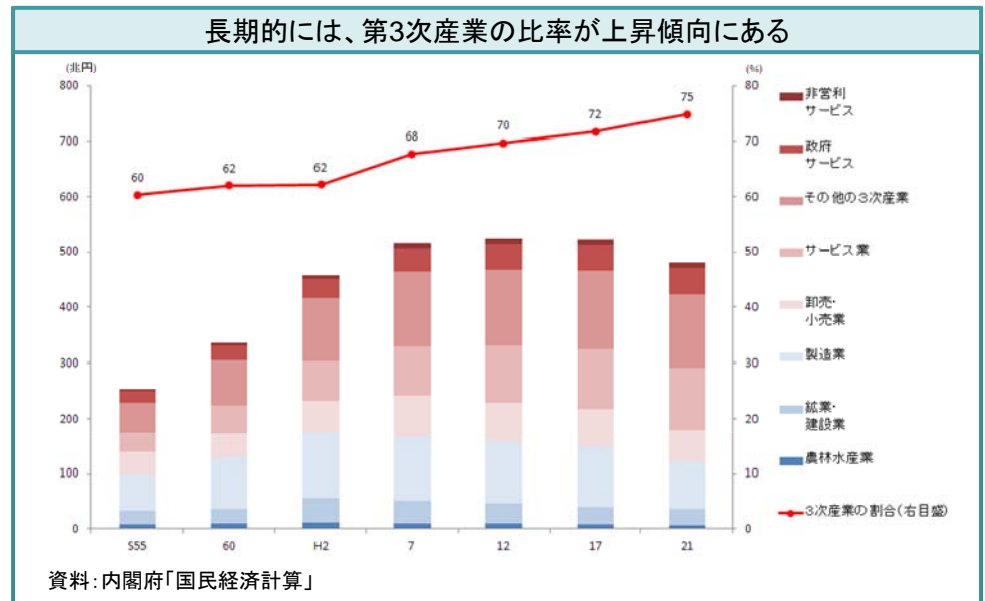
■ 雇用者における正規・非正規の内訳



■ 業種別単位面積あたり付加価値



■ 業種別名目国内総生産の推移



■ 近年の資産デフレに対する認識

【資産デフレの問題点】

- 資産デフレの問題点は、資産価格の下落と経済成長の停滞が相互に作用し、負のスパイラルに陥ることにある。すなわち、資産価格の下落は、個人消費や設備投資の低迷を通じて経済成長の停滞を招き、経済成長の停滞はファンダメンタルズの悪化を通じてさらなる資産価格の下落を招くことになる。

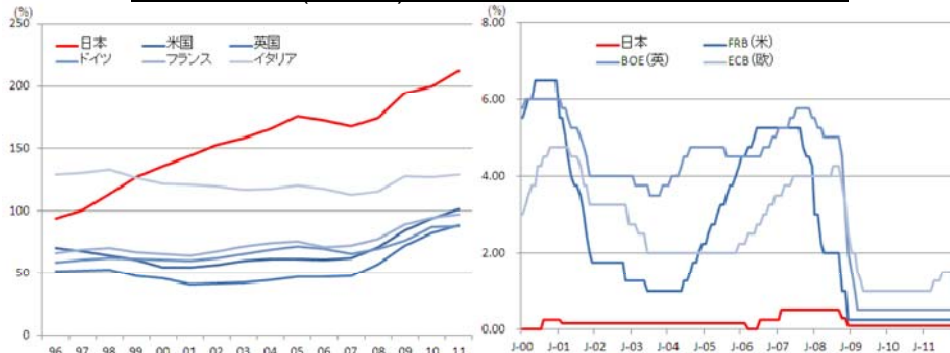
【近年の資産デフレに対する認識】

- 人口減少・世帯数減少という人口動態や、非正規雇用の増加という雇用形態の変化等を踏まえると、家計部門による土地需要は減少傾向にあるといえる。
- 土地集約的な産業(第1次、第2次産業)から知識集約的な産業(第3次産業)へシフトしていること等を踏まえると、企業部門の土地需要も減少傾向にあるといえる。
- 以上に鑑みると、近年の資産デフレはファンダメンタルズから大幅に乖離したものではなく、大部分がファンダメンタルズの動向を反映した現象であると考えられる。

■ マクロ経済政策の自由度の低さ

- 資産デフレ解消に向けた政策対応を議論するにあたって留意すべき点として、財政政策や伝統的な金融政策といったマクロ政策によりファンダメンタルズを改善させることによって、日本全体で一様に資産価格の上昇を目指すことは現実的ではないという点が挙げられる。
- 財政政策・伝統的金融政策ともに発動余地が限られている。

公的債務残高(GDP比)(左図)と政策金利(右図)の国際比較



資料:財務省ホームページ(左図)、Bloomberg(右図)

■ 資産デフレ解消に向けた政策対応について

- 資産デフレ解消にむけては、個々の不動産の資産価値を向上させることが重要であり、そのためには、物件自体の収益性を高めることに加えて、不動産取引市場の活性化が重要である。
- 研究会では、不動産取引市場の活性化を促進するための方向性として、以下のような指摘があった:

税制に関して

- 現行の土地関連税制(流通課税・保有課税等)が、潜在的な市場参加者(不動産保有者や購入者)が取引市場に参加することに対して障壁となっていないかについて、再検証することが必要ではないか。

情報整備に関して

- 市場参加者に対して十分な情報を提供する取組を強化することで市場の透明性を向上させ、不動産の保有者(供給主体)や購入者(需要主体)が安心して取引を行えるよう環境整備を進めることが重要ではないか。

■ 地価バブルの問題点

【バブル生成過程における問題点】

- 資産保有者・非保有者間における資産格差の拡大
- 住宅価格の高騰により家計の実質的な住宅取得能力が低下
- 用地補償費の上昇を通じて社会資本整備に係るコストが増大

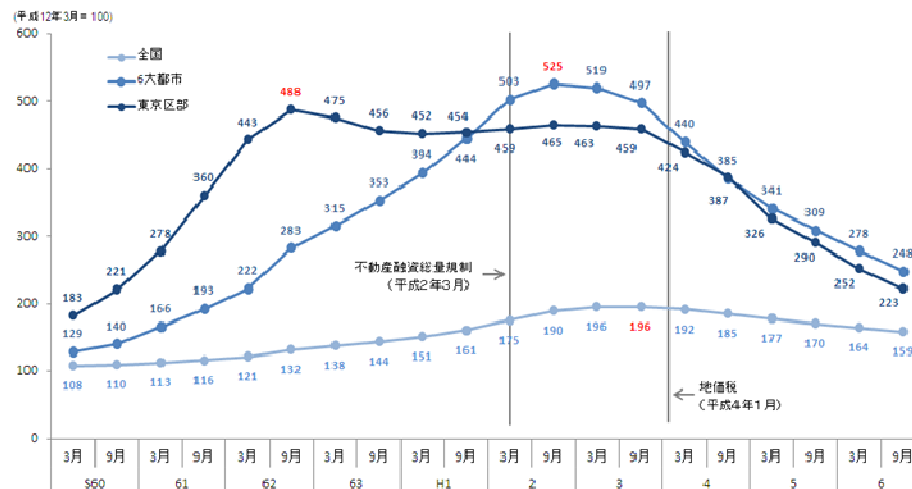
【バブル崩壊後における問題点】

- 不良債権の発生による銀行部門の金融仲介機能の低下
- バランスシート問題に直面する企業の新規資金需要の停滞・総需要の減少
- 雇用不安による家計消費の停滞

■ バブル対策におけるタイムラグについて

- 一般に資産バブルを抑制するための政策手段としては、融資規制、取引規制、税制などがあり、その導入のタイミングについては、地価動向等をもとに判断することとなる。
- しかし、その際には、①バブルが発生してからそれを認知するまでのタイムラグ、②バブルを認知してから対策を発動するまでのタイムラグが存在する。
- このことは、地価動向だけを材料に政策判断を行うことの限界を示唆している。

バブル抑制策の実施時期と地価(商業地)の推移

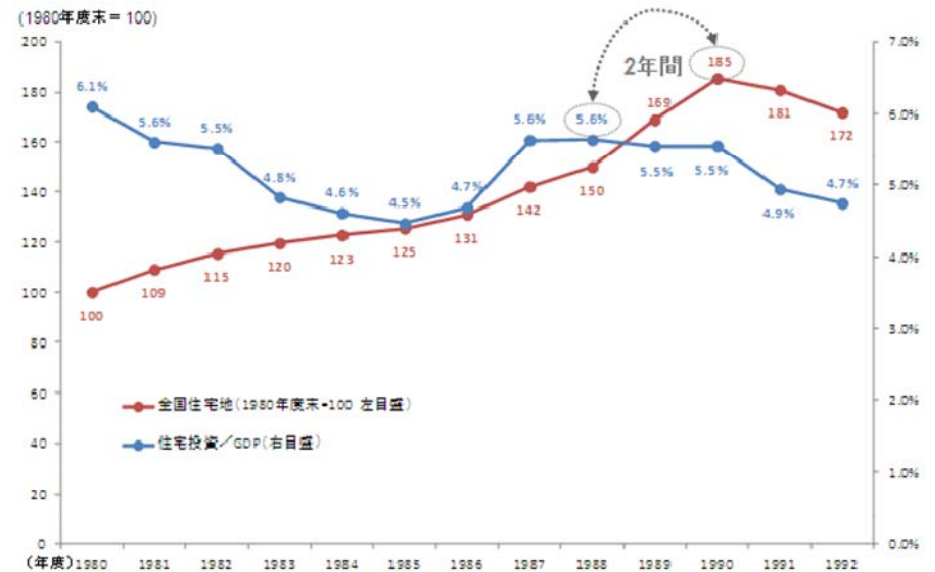


資料:日本不動産研究所「市街地価格指数」

■ 資産バブルの発生を予測する早期警戒指標

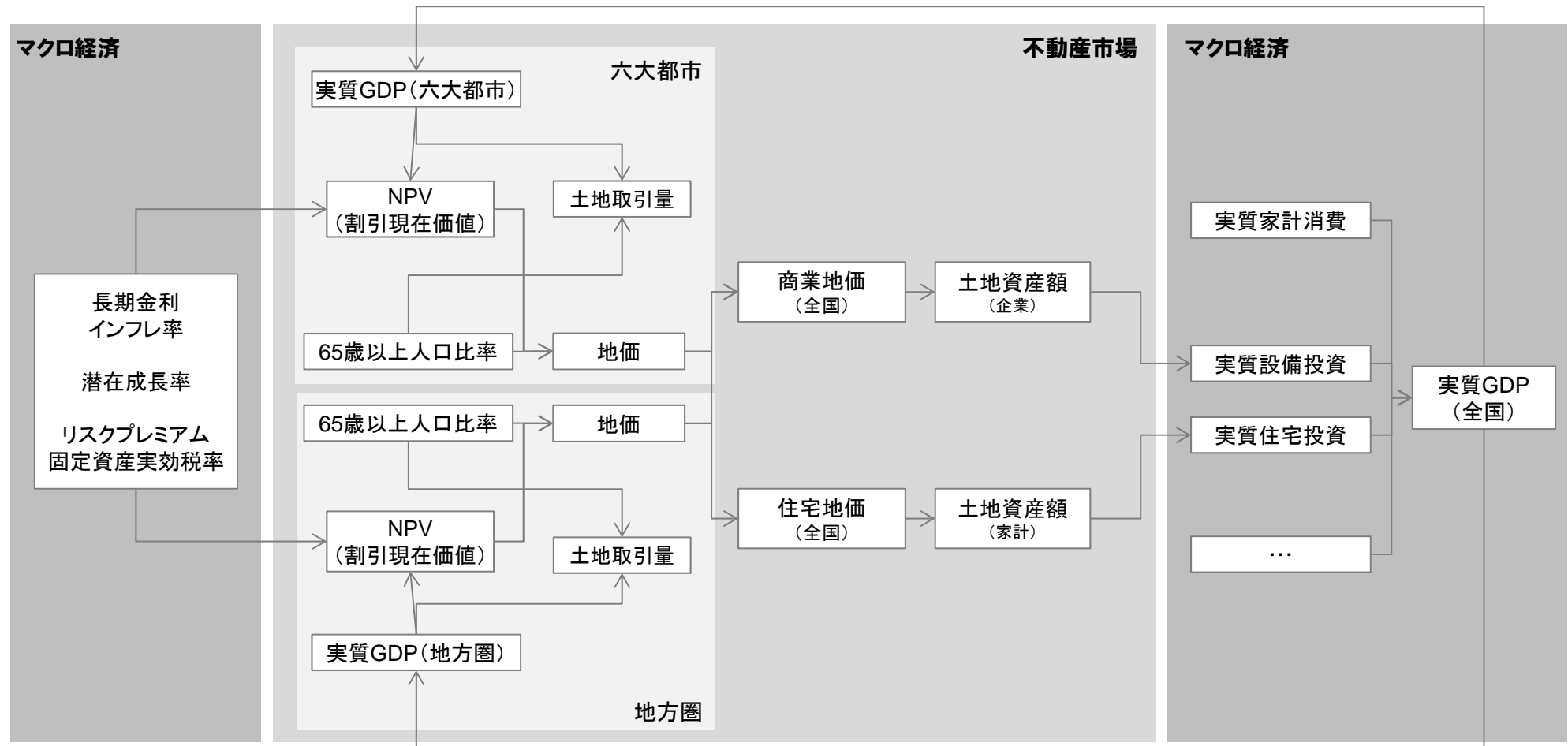
- IMF(2009)『World Economic Outlook』では、不動産バブルの崩壊を事前に監視するための早期警戒指標(Early Warning Signal)の可能性について議論されており、住宅投資・名目GDP比、信用・名目GDP比、経常収支・名目GDP比等が有効な指標になりうると整理されている。

早期警戒指標(Early Warning Signal)の例
住宅投資・名目GDP比と地価の推移



資料:内閣府「国民経済計算」、日本不動産研究所「市街地価格指数」

マクロ経済と不動産市場の相互関係(モデル・フローチャート)



注)現時点の地域区分は以下の通り:
 六大都市:東京都・神奈川県・愛知県・京都府・大阪府・兵庫県
 地方圏:六大都市以外の道県

- 「六大都市圏・地方圏の地価がベースケースから5%上昇する」場合の主要マクロ変数の押し上げ効果についてシミュレーションを実施した。
 - シナリオは2005年第1四半期～2007年第4四半期の3年間を対象に設定した。
 - ベースケースとは、シナリオを与えない場合のモデル推定値を指す。
 - 「押し上げ効果」とは、シナリオを与えないケースにおけるモデル推定値と、ベースケースのモデル推定値の乖離率を意味する。
- シミュレーションの結果、地価5%の上昇は住宅投資を0.77%、民間設備投資を0.97%押し上げ、結果的に実質GDPを0.17%、潜在GDPを0.13%押し上げるという結果を得た。

地価が5%上昇した場合のマクロ変数の押し上げ効果

	実質GDP	家計消費	住宅投資	民間設備投資	実質輸出	実質輸入	潜在GDP
2005Q1	0.17%	0.02%	0.73%	0.95%	0.00%	0.21%	0.03%
2005Q2	0.17%	0.03%	0.78%	1.00%	0.00%	0.35%	0.05%
2005Q3	0.17%	0.04%	0.79%	1.00%	0.00%	0.43%	0.07%
2005Q4	0.17%	0.04%	0.78%	0.99%	0.00%	0.49%	0.10%
2006Q1	0.16%	0.05%	0.78%	0.99%	0.00%	0.51%	0.12%
2006Q2	0.16%	0.05%	0.74%	0.95%	-0.01%	0.52%	0.13%
2006Q3	0.16%	0.06%	0.75%	0.94%	0.00%	0.53%	0.15%
2006Q4	0.16%	0.06%	0.74%	0.93%	0.00%	0.54%	0.16%
2007Q1	0.16%	0.07%	0.75%	0.94%	0.00%	0.55%	0.17%
2007Q2	0.17%	0.07%	0.78%	0.97%	0.00%	0.56%	0.18%
2007Q3	0.17%	0.07%	0.78%	0.96%	0.00%	0.56%	0.20%
2007Q4	0.17%	0.08%	0.80%	0.98%	0.00%	0.57%	0.21%
平均	0.17%	0.05%	0.77%	0.97%	0.00%	0.49%	0.13%

区分	論点	指摘事項
現行モデルの精緻化に向けた改善点	モデルの全体構造	一国全体のモデルではなく、地域別のモデル構成としてはどうか。
	地価関数	地価関数の説明変数は理論的な根拠を含め、再考する余地があるのではないか
		地価関数におけるNPV指標は精緻化の余地があるのではないか。
	土地取引量関数	土地取引量関数の説明変数はNPV指標の構成要素とするべきではないか。
	設備投資関数	設備投資関数に含まれる負債比率は内生化するべきではないか。
	消費関数	消費関数の説明変数として、家計の負債比率を加えてはどうか。
	住宅投資関数	住宅投資関数では、地価上昇による住宅取得費用の押し上げ効果も加味するべきではないか。
土地政策の効果分析に向けた改善点	“Tax-Adjusted-q”の導入	設備投資の収益性を表すトービンの限界qを“Tax-Adjusted-q”に変更することで税制変更が設備投資に与える影響を分析することができるのではないか。
	レンタル価格の導入	投資決定理論における“レンタル価格”を導入することで、税制変更が設備投資や住宅投資、土地取引量に与える影響分析が可能になるのではないか。

※これらの指摘事項については、平成24年度以降に検討の上モデルに反映させる予定。