

FOCUS

不動産の爆買い

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

不動産バブル再来？

最近においては、銀座の地価が 1980 年代後半から 1990 年代初頭にかけて発生した不動産バブルの時の水準を超えたという報道がなされる中で、「不動産バブル再来か?」といった議論が行われるようになった。

1980 年代半ば以降の日本や 2000 年代後半のリーマンショック以降の米国は、不動産バブルの生成と崩壊に伴い長期的な経済停滞に直面した。もし現在の不動産市場の状態がバブルであるということになると、その後には長期的な経済停滞が待っていることになる。

不動産市場の機能不全による不況が長期におよびかつ落ち込み幅も大きいという現象は、日米以外の多くの国においても観察される(例: Crowe et al. 2011、IMF、Staff discussion note、SDN/11/02)。不動産市場の機能不全と経済全体の長期停滞との関連を説明するメカニズムには、どのようなものがあるのだろうか。まず考えられるのは、不動産バブルの生成・崩壊が实体经济に負の影響を及ぼすという連関である。不動産市場においてバブルが発生するとその生成段階では過大

投資が起きる一方で、崩壊する過程では過剰資本が生じる。これにより、生産水準や成長率が長期にわたってトレンドから下方に乖離した可能性がある。一方で挙げられるのは、日本を含む先進国における人口減少・高齢化により、経済の長期停滞と不動産など資産価格の大幅な変動が同時にもたらされるという連関である。

不動産市場とマクロ経済

そうすると、「不動産市場から实体经济・金融への波及」と「实体经济・金融から不動産市場への波及」の経路のいずれが近年における世界的な経済の停滞と不動産をはじめとする資産市場との連関を的確に説明しているのか、という疑問が出てくることになる。この疑問に対して、先行研究は十分な答えを出すに至っていない。第一に、不動産バブルの生成メカニズムと経済厚生への影響に関しては多くの理論研究が存在するが、バブルの生成・崩壊の過程でどのような過剰投資や資源配分の歪みが生じているかという点に関する実証的な知見は示されていない。われわれの経験としては、

バブル期には利用を前提としない投機的な土地取引が発生し、土地利用を一時的に混乱させた。そのような取引による土地利用効率の低下を通じて経済成長に対して負の効果をもたらすことが予想された。しかし、その後の再開の動向をみると、土地利用の更新を通じて長期的には、経済成長に対して寄与したという見方もある。

第二に、人口減少や高齢化が不動産価格を押し下げるといふ仮説 (Asset meltdown) に関する理論・実証的な証明は乏しい。多くの先行研究では、人口減少や高齢化が、不動産に対して需要の低下をもたらすことで、不動産価格を大きく下落させるのではないかということが指摘されている。しかし、市場参加者が正しく将来の変化を予測することができれば、ストックを調整することで価格下落は起こらないとも考えられる。

国際的な資金の不動産市場への流入

現在の不動産価格の水準を理解しようとしたときに、不動産投資資金の流れに関しても、同時に考えないといけない。近年では、クロスボーダー投資の趨勢的な増加傾向を背景として、不動産価格の決定要因として国際的な資金フローの影響が注目を浴びている。シンガポール国立大学の共同研究者である Cristian Badarinza は、ギリシャ危機が多くの欧州諸国の不動産価格を押し下げたものの、不動産投

資資金が逆に流入したロンドンで価格を押し上げた現象を明らかにしている (Badarinza and Ramadorai (2017)、JFE)。

とりわけ近年においては、新興国における過剰貯蓄が不動産市場における価格変動をもたらすという仮説 (過剰貯蓄仮説: Global saving glut) も注目されるようになってきた。つまり、産油国や中国などの経常収支黒字国の貯蓄比率が投資比率を上回っていることで、世界的な経常収支不均衡を引き起こすこととともに、そのように生み出された余剰資金が不動産市場に流入してきているというのである。いわゆる「不動産の爆買い」の資金源となっているのではないかとされている。

わが国の不動産市場の過熱化は、バブルといえるのであろうか。または、そのような背後にあるお金が国際的な投資資金であるとするれば、人口減少や高齢化が進む中で危惧されている「アセット・メルトダウン」をかき消すように不動産市場を支えていくことも期待できるであろう。一方で、何らかのショックが起こったときに、資金が流出してしまうということも考えられる。

筆者らの研究では、依然として東京の不動産市場に対する国際的な資金の流入は、他の主要都市と比較して小さい。わが国の不動産市場のさらなる国際化を進めていくことが、不動産市場の未来において極めて重要である。そのために、今、何をしないといけないのかを考える大切な時期ではないだろうか。