

(財)国際通貨研究所  
経済調査部長・チーフエコノミスト  
竹中 正治

「バブル崩壊の物語」はいよいよクライマックス  
「さあ、金持ち父さんになろう！」：掲載タイトル

## 住宅価格の下落に揺れるアメリカ

ロバート・シラー教授の名前はご存知の読者も多いだろう。彼は世界的な IT バブルの崩壊が始まろうとしていた 2000 年 3 月に「根拠なき熱狂 (Irrational Exuberance)」を出版し、ベストセラーになった。シラー教授は同書で 90 年代後半の株式高騰の原因を分析、投資家の非合理的で根拠のない熱狂による株価高騰とバブル崩壊のリスクに警鐘を鳴らした。彼は今、住宅不動産のバブル崩壊問題で忙しい。

シラー教授が関わっている全米の主要都市部の住宅価格の動向を示す S&P/Case-Shiller 指数 (図表 1) は、米国の住宅バブル崩壊後、広く注目の的となった。毎月新しい計測値が発表される度に、「まだ下がっている。どこまで下がる？」と不安な議論を巻き起こしている。同指数が示す住宅価格は 2006 年のピークから既に 20% 近く下落した。先週も TV インタビューでシラー教授は「まだこの先、最低 10% は下がるだろう」と陰鬱な予測を語っていた。

「ふん、20~30% 程度の下げで騒ぐんじゃないよ。日本じゃバブルのピークから 3 分の 1 になったんだぜ」などと、日本人としては空威張りをしてみたい気にもなる。確かに不動産バブル崩壊について、日本人は「先輩格」かもしれない。しかし、真に先輩面するためには、バブル崩壊から何を学んだかが問題になる。金融機関、監督当局、ディベロッパー、住宅購入者 (投資家)、それぞれの立場で教訓は異なる。住宅購入者 (投資家) の視点から最も大切な教訓は、住宅価格の大局的な割高・割安を見抜く判断基準を身につけることだろう。

## 住宅市況の割高・割安を見抜く基準

マクロ的な住宅価格の割高・割安を見抜く方法は、実は意外と簡単なものだ。それをまずご説明しよう。図表 2 の赤い線は先ほどの S&P/Case-Shiller 指数 (10 都市部の総合指数) の推移、緑の線は住宅賃料指数 (正確には都市部消費者物価指数の帰属家賃価格指数)、水色の線は住宅価格指数 (前者) を賃料指数 (後者) で割った「価格/賃料指数比率」である。いずれも 2000 年 1 月 = 100 として表示してある。

住宅価格指数 (赤) は 1987 年以降、蛇のようにうねり、2006 年をピークに反落している。ところが賃料指数 (緑) は単調なテンポで緩やかに上昇している。この期間の家賃の平均上昇率 (年率) は 3.5% であり、消費者物価の平均上昇率 3.1% に近い。

株価の割高・割安を判断する代表的な方法に PER (株価収益率) がある。株価をその企業の年間純利益で割って、何倍と示す。倍率数字が大きいほど株価は割高である。同様に家賃とはその住宅資産が生み出す収益であり、PER と同じ考え方が適用できる。実はこの考え方は住宅資産にこそ最も相応しい。企業の将来の収益見込みは大きく変動して不確実だが、家賃見込みは遥かに安定しているので、住宅資産の割高・割安を的確に見抜けるからだ。PER (Price Earnings Ratio) にならって、価格/賃料 (指数) 比率を以下 PRR (Price Rents Ratio) と呼ぶことにしよう。

自分で住む持ち家の場合も PRR の考え方は同じだ。もし家を購入していなければ支払うであろう家賃分を持ち家は収益として生み出してくれていると考えることができる（帰属家賃の概念）。

住宅価格指数を賃料指数で割った PRR の長期間の時系列をとり、PRR の趨勢的な水準からの乖離を見ることがポイントである。それでマクロ的な住宅価格指数が割高圏にあるのか、割安圏にあるのか、目安をつけることができる。

こうした視点で図表の PRR の推移（水色線）を見ると、米国では 80 年代後半のブームで上昇した後（割高圏）、90 年代初頭の不動産不況で下落し（割安圏）、90 年代を通じて概ね割安の時代が続いた。ベストセラー「金持ち父さん、貧乏父さん」で有名になったロバート・キヨサキは、90 年代初頭の住宅不況時に、「女房と自分の名義で借りられるだけ借りまくって不動産に投資した。」それが彼の投資家としての成功を築いたのだ。

ところが PRR は 2002 年頃からそれまでのレンジの上限を超えて上昇、超割高レンジに突入した。2006 年からの反落は、2000 年代の高騰の反動・調整だと言える。ただし、PRR についても、どこまで下落すれば調整が十分だと絶対的な議論ができるわけではない。仮にひとつの目安として 1987-2007 年の期間の同比率の平均値を「趨勢的な均衡水準」と考えるならば、そこに戻るためには 2008 年 6 月時点の価格指数から更に 15~16%ほど下落しなくてはならない。

もっとも、上方に行き過ぎた相場は下方にも行き過ぎるかもしれない。あるいは反対に、趨勢的な均衡水準が上方にシフトしているような事情があるかもしれない。そうした不確実な要素も考慮して、過去の高騰による割高相場が修正されるためには、「まだ最低 10%（言い換えれば 10%以上）下落するだろう」という冒頭のシラー教授のような見方が出てくるわけである。

## 日本でも有効な価格／家賃比率による割高・割安判断

米国と同様に、PRR の原理は日本でも有効だ。図表 3 をご覧頂きたい。これは(株)IPD ジャパンが作成している「リクルート住宅価格指数マンスリーレポート」の中古マンション価格指数と同賃料指数のデータから筆者が作成したグラフである。東京都区部の中古マンションを対象に 2000 年 1 月を 1.0 とした指数の変化で示されている。

まず中古マンション価格指数(赤い線)の動きを見ると、1980 年代後半に急騰し、90 年に 2.8 と高値を付けた後、95 年ごろまで急落トレンドを辿った。90 年代後半に入っても緩やかな下げ基調が続き、2000 年から 04 年まで 1.0 を若干割り込む水準が続いた。しかし、この期間が底値で、2005 年~06 年に回復基調となり、07 年に直近の高値をつけた後、小反落している。

一方、住宅賃料指数(緑の線、右目盛、データは 92 年から)の変化は極めて安定している。バブル崩壊後の 90 年代前半こそは高値の 1.2 から 20%ほど低下したが、それ以降は指数レベル 1.0 近辺で推移した。2006 年から 07 年にかけて若干上昇しているとはいえ、底値から測っても上昇率は 5%未満に過ぎない。

どうして住宅賃料はこんなに安定しているのだろうか？ それは住宅賃料の源泉が家計の月々の所得であり、総合計としての家計所得の変化は(特に勤労者の所得の変化は)経済全体では極めて穏やかにしか変化しないからだ。所得がほとんど変化しないのに、賃料相場だけ大きく上昇したら生活が苦しくなり、狭くてももっと安い賃貸物件に移る人が大量に生じる。そうした圧力が働いているので、住宅賃料は名目の所得の伸びやインフレ率以上に急激には変化できない。90 年代以降、住宅賃料が極めて安定的なのは日本のインフレ率が極めて低い、あるいはデフレで、名目所得も横ばいだったことが原因だ。ちなみに、商業用事務所の賃料は住宅賃料よりも変化が激しい。これは景気動向次第で企業の収益全体が大きく変動し、企業が払える賃料水準自体も大きく変わるからだ。

一方、マンション価格の変動が大きいのはなぜだろうか？ その購入原資は家賃と同様に家計の所得であるが、借金によるレバレッジが働くので購入可能金額の伸縮性が大きいからだ。例えば4000百万円のマンションを買って住もうと思って頭金1000万円を貯蓄していた家計が、買う時には希望するマンションの価格が5000万円に上がっていたとしよう。その場合には、住宅ローンを3000万円ではなく、4000万円に増額すれば買ってしまう。

実際、90年前後のバブル時代の東京では年々上がる住宅価格を追いかけて、例えば年収1000万円程度の家計が8000万円も住宅ローンを借りて、1億円の住宅を買うようなことが増えた。金融機関も審査の基準を緩めて、貸付限度額を大きく増やした。そうした結果、住宅価格が伸び上がり、大幅に割高になった。

もちろん、不動産は物件ごとの個別性が高い。マクロ的なPRRで見て割安局面だと言っても、業者や売手の提示する価格をう呑みにしていれば、割高な価格をつかまされる。気象庁が「関東地方では風速20メートルの風が吹いています」と発表しても、場所によって風が弱い所も強い所もあるのと同様である。マクロ的な買い時の判断と同時に、個別物件レベルのPRRで割高・割高を見抜く必要があるが、詳細は長くなるので、省略させて頂く。

### 次世代への教訓:住宅の割高局面での購入を避け、割安局面を狙え

このように住宅賃料を基準に据えることで住宅価格の割高・割安を見抜くことができる。これは住居目的だろうと、投資目的だろうと、ブーム期に割高な価格で購入してしまうことを避け、不況期の割安な時期に購入するための重要な基準になってくれる。

さて図表3に戻るが、ここではひとつの目安として、データのある1992年以降のPRRの平均値(1.16)をグレーの水平線で示した。バブルのピークとその崩壊による底値の期間の双方をデータとしてカバーしているので、この平均値には長期間の趨勢的な水準の目安としての一応の資格はありそうだ。

このPRRの推移で見ると、2000年～04年が割安底年圏であり、絶好の買い場だった。その後05年～06年にはそうした割安状態は次第に解消し、07年に価格は割高圏に入っていたことを示唆している。ただし、今回は価格の上昇は続かず、07年をピークに同比率は再び少し下がり始めた。PRRが示すこうした変化は、マンション・不動産業界で事業する方々の市況の実感とも一致するだろう。

「割安・割高を見抜くこんな便利な見方ができるなら、どうしてマンション業者や専門家は、『今が割安ですよ』、『今は割高ですよ』と教えてくれないの？」それは無理な注文だ。マンション販売業者もそれに関わる「専門家」も、自分らの利益のために每期マンションを売らなければならない。割安の時だけ購入者にショッピングされ、それ以外の時には見向きもされないのでは彼らは干上がってしまう。しかもバブルの時はいつも同じなのだが、価格高騰を「価格革命だ」「パラダイムシフトだ」と正当化するような論者が登場し、メディアのスポットライトを浴びるので、世間は幻惑されてしまう。

「ああ、そういう話は20年前に聞いておきたかった。」バブルの時に高い買い物をしてしまった方々は、そう思うだろう。しかし、この知恵は無駄ではない。自分の失敗を次の世代に繰り返させないために、「住宅の買い時はPRRで判断しろ」、「PRRで見て、バブル期の購入を避けろ」と子供や若い世代に言い聞かせておこうじゃないか。(PRR:住宅価格/賃料指数比率のグラフは筆者のホームページに掲載している。)

米国発の住宅価格のバブル崩壊は、今世界に伝播しつつある。米国の巨大住宅金融公社、ファニーメイ、フレddieマックに対して公的資本が注入される見込みとなり、バブル崩壊の物語はクライマックスを迎えたようだ。あなたが海外の資産に投資するほどのお金があるなら、世界的な住宅価格の下落を見極め、価格/賃料比率を目安に暴落した国の住宅資産やREITに投資

するのも良いだろう。さあ、日本の金持ち父さん(母さん)志願者方よ、立ち上がる時は来た。「アメリカも世界も、地獄の底まで落ちなさい。私が拾ってあげよう！」

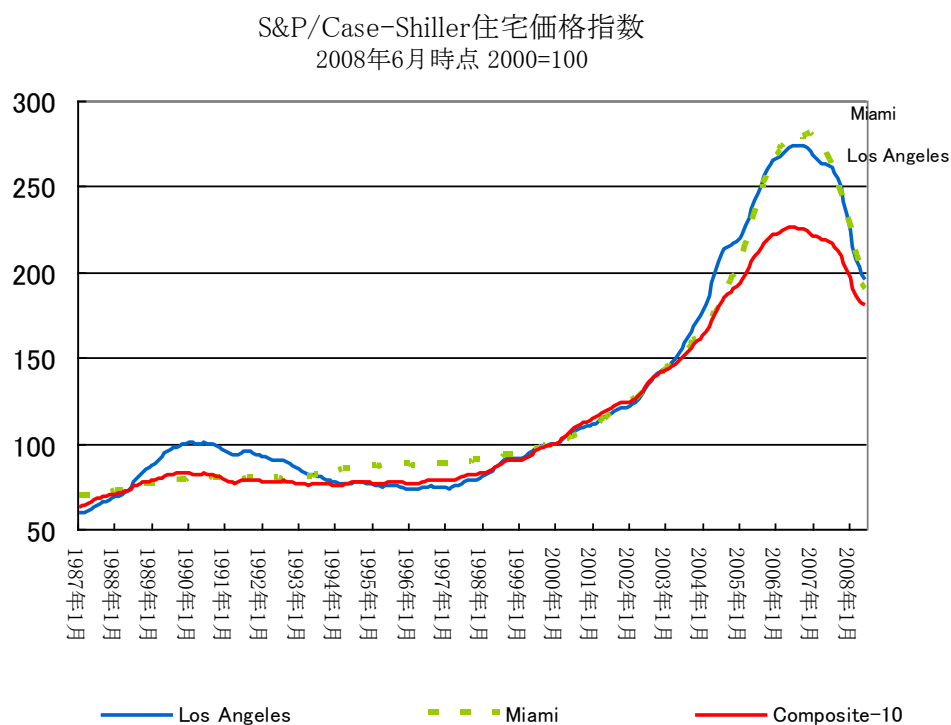
図表3のデータは(株)IPDジャパンの以下サイトで閲覧可

[http://www.ipdindex.co.jp/news/2007\\_2\\_j.html](http://www.ipdindex.co.jp/news/2007_2_j.html)

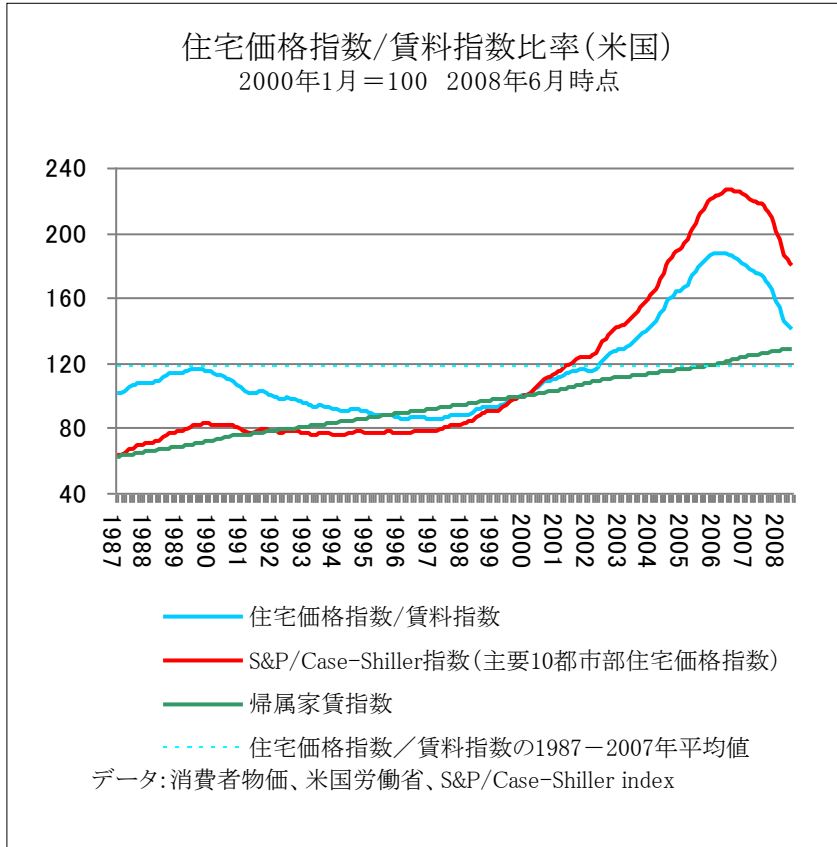
上記データに基づいた筆者作成のマンション／家賃比率推移のグラフは以下筆者のホームページで掲載

<http://www.geocities.jp/takenakausa/>

図表 1



図表 2



図表 3

