

金融財政 ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2024

2024年(令和6年)
8月19日[月]
第11251号・合併号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 8.19

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	20年ぶり新札発行と現金利用の多い日本 慶応大学総合政策学部教授 白井さゆり	
解説	4	貿易立国で好循環を取り戻す デジタルリアルという勝ち筋 ニッセイ基礎研究所チーフエコノミスト 矢嶋康次	
column 照一隅	8	デフレからの完全脱却とは 泰久	
探針(Probe)	9	自衛官採用難、防衛力強化に影 「静かなる有事」に展望開けず	
経済東奔西走	10	コロナ禍で台頭「2強」の今【米国】 製薬業界、イーライリリー躍進	
column 藤原作弥のカラム・コラム	11	渋沢栄一のこと	
インタビュー	12	高まる産業再編機運 開示強化で資金呼び込み 飯沼良介日本プライベート・エクイティ協会会長	
解説	14	高騰する都心のマンション価格は果たしてバブルか 一部に過大評価物件はあるものの、全般的な価格の持続性は高そう 龍谷大学経済学部教授 竹中正治	

高騰する都心のマンション価格は果たしてバブルか 一部に過大評価物件はあるものの、全般的な価格の持続性は高そう

東京を中心に大都市部のマンション価格の高騰が続いている。果たしてこれは新たなバブルなのか。もしそうだとすれば、今後大きな価格反落が待ち受けている。しかし、価格の上昇のみで「バブル」と判断することはできない。金利水準の変化、インフレ率の底上げによる期待賃料上昇率の変化、マンション価格の地域別分布など多面的に考えてみた。その結果、一部のマンション価格には過大評価の可能性があるが、今日の状況はバブルのピークである1990年前後とは大きく異なる。持続性のある価格変化である可能性が高い。

10年で約2倍

マンション価格の高騰が続いている。図表1は東京都と近隣3県の既存マンション価格指数の推移である（不動産住宅価格指数）。東京都の指数は2012年12月比で1・71倍に上昇した（今年4月時点）。また、東京23区について5地域に分けて見ると（図表2）、都心3区（千代田、中央、港）の平方メートル単価は12年平均

比2・48倍と突出して上昇している。また都心3区を除いた23区の4地域もほぼ2倍前後の上昇だ。この結果「億ション」も都心では珍しくなくなった。1990年前後の日本の不動産バブルのピーク時には、年収1000万円の世帯が東京で住宅を購入しようとする、その価格は年収の10倍を超えた。果たして現下のマンション価格の高騰は新たなバブルなのだ

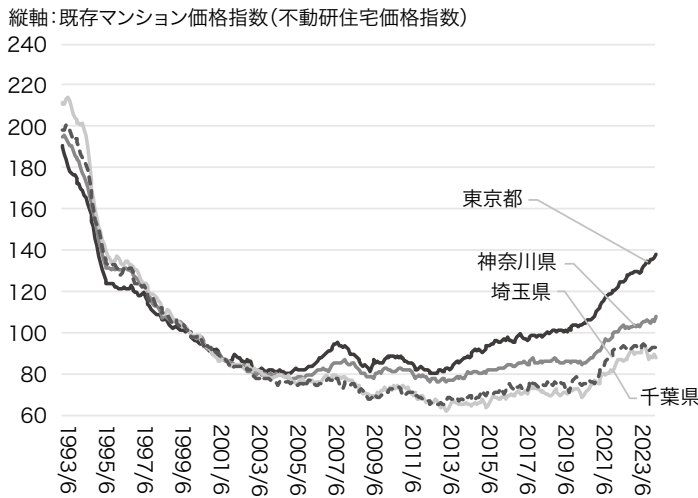
だろうか。しかし、単純にマンション価格や平均年収比との倍率で判断することはできない。多くの場合、居住者はマンション購入の際に住宅ローンを借りるので、その購入総コストは、自己資金と住宅ローンの返済総額になる。90年前後のバブルのピーク時には住宅金融公庫の貸付金利も7%（長期固定金利）を超えていた。一方、今では変動金利で借りるならば、

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる 龍谷大学
経済学部教授。1979年東京
銀行（現三菱東京UFJ銀行）入
行、為替資金部次長、調査部次長、
ワシントンDC駐在員事務所長、
国際通貨研究所チーフエコノミ
ストを経て、2009年4月よ
り現職、経済学博士（京都大学）。
最新著作「資産形成のための金
融投資論〜黄金の波に乗る知の
技法〜」（Kindle、2020年10
月）

0・5%前後の優遇金利が一般化している。

そこで1億円のマンションを頭金18000万円で購入する場合を想定し、返済元利金を計算したものが図表3である。金利7%で借りた場合の元利均等返済方式の月間支払額は約53万円、年間では639万円にもなる。一般にローンの返済額は年収の3割までが目安だと言われるので、これで計算すると1億円のマンションを購入できる世帯年収額は2129万円となってしまう。

〈図表1〉既存マンション価格の推移
(2000/01=100 2024年4月現在)



(出所) 不動産研住宅価格指数

マンション価格の上昇要因というと、地価や建設費の上昇を一般にイメージする人が多いだろうが、それは供給サイドの要因だ。そもそも需要がなければ建設しても売れない。

DCF法でマンション価値を試算
次に、金利の変化、将来の期待賃料伸び率の変化、投資家層のマンション資産に対するリスク・プレミアムの変化を考慮して、DCF(ディスカント・キャッシュ・フロー)法で2012年頃のマンション価値と現在のそれを比べてみよう。

ところが、変動金利0・5%の下では、月間支払額は約24万円、年間287万円であり、3割ルールを適用すると年収957万円の世帯ならば届く。要するに住宅ローン金利が大幅に低下した今では、マンション価格が1億円でも、それは金利の高かったバブル期と比べると、実際の購入コストは全く異なると分かる。もちろん今後は日銀の金融政策の変更に伴う金利の上昇が見込まれる。

仮に変動金利1・5%では月間返済額は約28万円、年間331万円に増え、3割ルールによる世帯年収額は1100万円になる。それでも夫婦共稼ぎ(ダブルインカム)で年収が1000万円を優に超える世帯は東京を中心に大都市部では増えており、この世帯層なら十分に手が届く。

〈図表2〉

	既存マンション成約価格 (平方メートル単価、万円)		2012年比 の倍率
	2012年平均	2024年6月	
都心3区(千代田、中央、港)	73.9	183.1	2.48
城西地区(新宿、渋谷、杉並、中野)	61.7	135.8	2.20
城南地区(品川、大田、目黒、世田谷)	58.1	111.0	1.91
城北地区(文京、豊島、北、板橋、練馬)	48.7	89.0	1.83
城東地区(台東、江東、江戸川、墨田、葛飾、足立、荒川)	43.1	85.5	1.98

(出所) 東日本不動産流通機構、マーケット・ウォッチ

需要サイドの要因に注目してみよう。その際に重要なことは、マンションは株式や債券と同様に次のような金融資産のファンダメンタルな価値に関する原理に従うことだ。

〈図表3〉元利均等払いの返済額

借入元本	80,000,000	80,000,000	80,000,000
返済期間(月数)	360	360	360
適用金利	7.0%	0.5%	1.5%
月間支払い額	532,242	239,352	276,096
年間支払額	6,386,904	2,872,219	3,313,154
支払額総額	191,607,119	86,166,578	99,394,621
年間支払い額が30%になる年収額	21,289,680	9,574,064	11,043,847

つまり、資産のファンダメンタルな価値とは、それを所有することによって将来にわたって得られるキャッシュ・フローを割引率(投資家の求めるリターン)で「現在価値」に

〈図表4〉モデルの想定:専有面積70平米の区分マンション 資産寿命47年

	無リスク資産リターン(a)	リスクプレミアム(b)	割引率(=a+b)	賃料の期待上昇率(年率)	起点時点の月間賃料(万円)(c)	47年間の累積受取賃料(万円)	左記累積賃料の現在価値(万円)(d)	キャップレート= c×12/d	ケース1を1.0とした価格の倍率
ケース1	1.4%	4.0%	5.4%	-0.1%	25	14,100	5,087	5.9%	1.00
ケース2	0.7%	3.0%	3.7%	1.9%		22,454	9,348	3.2%	1.84
ケース3	1.5%	3.0%	4.5%	1.9%		22,454	8,008	3.7%	1.57

引き直したことになる。この場合、次の要素が価値を決定する要因になる。①現在の賃料と将来にわたる賃料の期待上昇率②割引率(無リスク資産の利回り+リスク・プレミアム)。

そこで専有面積70平方メートル、月額純賃料(管理費と修繕積立金を差し引いた賃料)が25万円のマンションを想定して、その価値が12年頃の経済・金融環境と今とでは、どのくらい違うか試算してみよう。マンションの資産価値は47年として(日本におけるコンクリート建物の法定耐用年数)、47年経過後には価値はゼロになると想定する(実際には土地代から取り壊し費用を除いた価値が残る場合が多いだろう)。

それを示したのが図表4である。ケース1は12年頃の想定である。賃料の上昇率は01〜12年の東京23区のマンション賃料指数(アットホームマンション賃料インデックス)の年率伸び率がほぼ0%だったので、将来の期待賃料伸び率も0%とした。また、無リスク資産の利回りは10年物国債利回りの00〜12年の平均値1.4%とした。リスク・プレミアムについては明示的な指標はないが、

4%と仮置きした。その結果、得られたマンションの価値は5087万円である。年間純賃料を価格で割ったキャップレートは5.9%で、当時の筆者の実際の物件体験とほぼ一致する。

ケース2では、24年現在の状況を想定してある。賃料の上昇率は13〜23年の平均値が年率1.9%なので、期待賃料上昇率も1.9%とし、無リスク資産の利回りは23年1月〜24年6月の10年物国債利回りの平均値0.7%を使用している。また、過去10年余りの「サラリーマン大家さん」ブームで現物のマンションやアパートに対する投資家の姿勢が積極化していることを勘案して、リスク・プレミアムは1%ポイント下げた3%とした。この結果、得られたマンション価値は9348万円となる。ケース1の1.85倍だ。

「資産バブル」とは、資産価格全般が合理的に説明不可能なほど高騰することを意味するが、以上の通り、金利の趨勢的な低下、期待賃料上昇率のアップ、リスク・プレミアムの1%ポイントほどの低下で、12年比で2倍近いマンション価格の上昇は説明できてしまう。

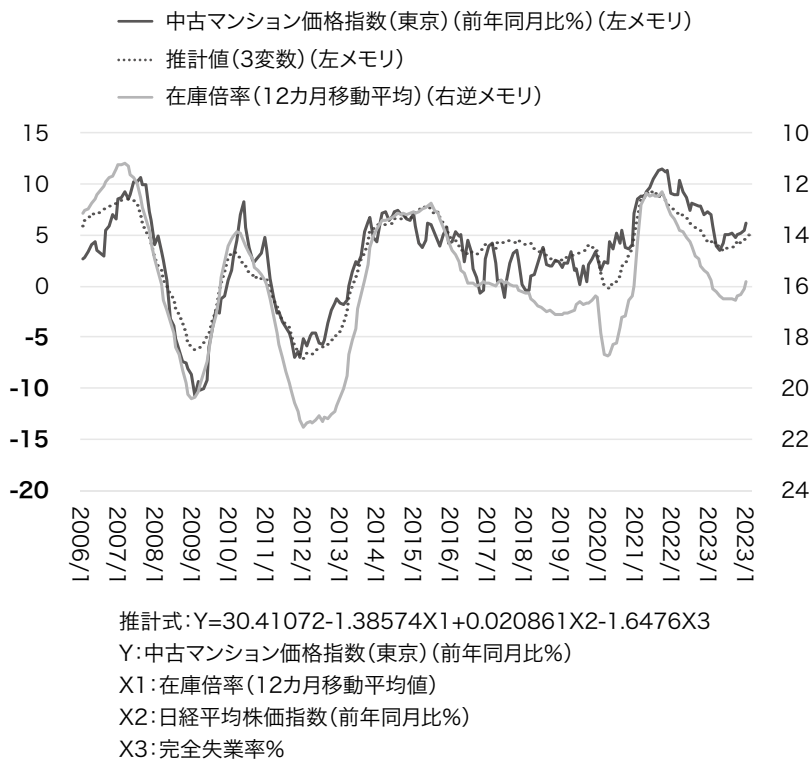
もちろん、今後は日銀の金融政策の変更で、現在1%程度の10年物国債利回りもさらに上がるだろう。とりあえず1.5%まで上がると、その他の条件はケース2と同じ場合、マンション価値は8008万円となる(ケース3)。それでもケース1の1.57倍である。

需給変化を盛り込んだマンション価格変化の推計

以上は資産評価のDCF法に基づいた原理的な説明であるが、短期から中期(数カ月〜3年程度)のマンション価格の変動は、マンション市場での需給関係や景気動向、他資産価格の変化に強く依存している。次にその視点で分析してみよう。

ここで説明の対象とするのは、前掲図表1の東京の既存マンション価格指数の前年同月比(%)とする。その変動を説明する第1の要因(説明変数)は、マンション価格の需給関係に関するものだ。具体的には東日本不動産流通機構が各地域の「売り出し中の既存マンション物件数」と「月間の成約件数」を公表している。この東京のデータを使った在庫倍率(月数×売り出し中物件の件数/月間成約件数)を変数に採用

〈図表5〉既存マンション価格指数(東京)(前年同月比%)
実績値と推計値(2024年4月現在)



(出所)不動産住宅価格指数、厚生労働省、東日本不動産流通機構、Yahoofinanceのデータで筆者作成

しよう。ただし、月次の振れが大きいデータなので、12カ月移動平均値を使用する。ここで想定される関係性は在庫倍率が上がる(下がると)とマンション価格が上がる(下がる)負の相関だ。

マンション市況は景気動向一般の影響も受ける。特に関係性の高い要因は失業率(厚生労働省)で、これを2番目の説明変数としよう。失業率が上がると、マンションの所有居住者が失職してローンの返済ができなくなり、売りに出るマンションが増える。あるいは賃借人が失職して家賃が払えず退室した場合、ローンで購入した所有者のうち財務体力の

乏しい者は債務返済が困難になる。その結果、やはり売りに出るマンションが増える。従って失業率とマンション価格の間には負の相関が想定できる。

3番目の要因は株価の変化だ。株式もマンションも資産として相互に代替性があり、株価が上がる(下がる)とマンション価格も上がる(下がる)という正の相関が想定できる。

なお既述の通り、賃料の変化はマンション価格の長期的動向にとって極めて重要な要因だが、日本の借地借家法では賃借人の権利保護が非常に強く、賃料の変化には強い粘着性がある。そのためマンション価格の短期・中期の変化を説明する要因としては不適なので外してある。

図表5には既存マンション価格指数(東京)の前年同月比(%,黒線)、回帰分析で得られた推計式に基づく推計値(点線)、在庫倍率(薄黒線、右逆メモリ)になっていく点に注意)さらにグラフの下に推計式を示した。推計値は実績値に良く沿っている。既存マンション価格指数の変化と三つの変数の関係性はいずれも有意であり(関係性が偶然ではない)、説明度を示す決定係数は0.78と高い。

これは三つの要因で既存マンション価格指数の変化の78%を説明できることを意味する。

また、マンション価格指数と各変数の関係性は次の通り。

①月数で表示されている在庫倍率が1カ月前上がるとマンション価格指数は1.39%前年同月比で下落する。

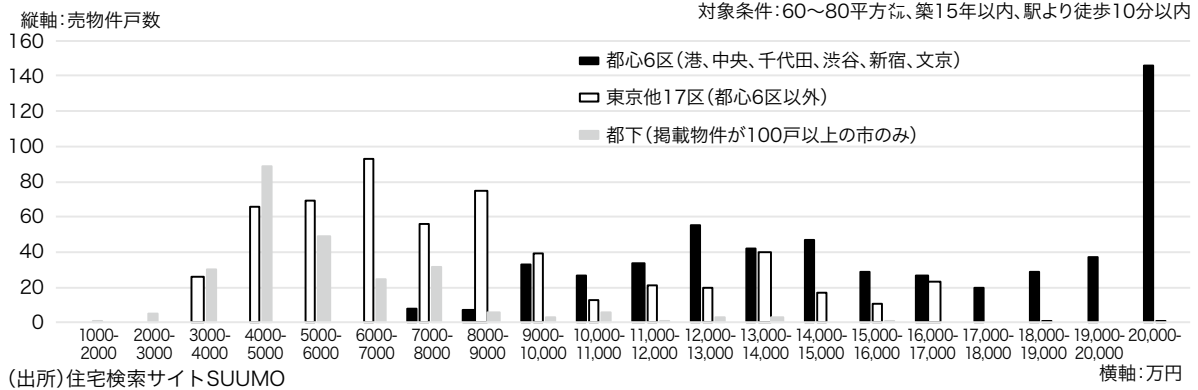
②失業率が1%ポイント上がるとマンション価格指数は同1.65%下落する。

③日経平均株価指数が10%上がるとマンション価格指数は同0.2%上がる。

バブルではなくても循環的な下落はあり得る

筆者はこれまで株価や不動産価格を対象にさまざまな回帰分析を行ってきた。資産価格がバブル的な上昇を起こす時は、資産価格がそれまでの諸要因との関係性からは説明できないような上昇を起こすことが経験的に分かっている。ところが、図表5に示した実績値と推計値は非常に近似しており、直近の今年1~4月の値も、双方とも前年同月比プラス5%前後で乖離していない。その意味では今のマンション価格の上昇

〈図表6〉東京都の既存マンション(区分所有)価格分布(2024年2月28日現在)



に「説明のつかないバブル的要素」は乏しいと言えるだろう。またはマンション価格押し上げ要因の一つである日本株がバブルであるならば、マンション価格も同様にバブルの可能性がある。日本株は日経平均で今年4万円を越えた後、8月初頭にかけて3万円台前半までパニックな急落を起こした。確かに今回の株価急落はマンション価格の上昇にある程度の抑制要因として働く可能性はある。しかしながら、上記の回帰分析はマンション価格指数も株価指数も前年同月比を使用している点に注意していただきたい。日経平均の3万1458円(8月5日引値)は前年7月末比ではマイナスイ3・6%に過ぎず、上記の回帰分析結果が示すマンション価格指数への影響は前年同月比で0・07%($3 \cdot 6\% \times 0 \cdot 02$)ポイント程度の押し下げにすぎない。

もちろん、今後日本でも2022年の欧米のようにインフレが大幅に高進して、その結果、金利が短期間に2〜3%も引き上げられるようなことになれば、マンション価格も大幅な下落を起こす可能性が高い。それは既述のDCF法の原理からも

言えることだ。しかし、日本が今から同様のインフレ高騰と急激な金利上昇に向かう可能性は限りなくゼロだろう。

超高額マンションは都心部のみ

最後に東京のマンション価格の地域的な分布を見ておこう。これまでマンション価格指数や平均化された値を見てきたが、マンションを始め不動産価格の分布は地域的なバラツキが大きく、平均値だけを見ていると実相を見誤る。

図表6に東京都を①都心6区(中央、千代田、港、新宿、渋谷、文京)②都心6区を除いた17区③都下(23区以外)の三つの地域に分けて、住宅検索サイトSUUMOに掲載された既存マンションの売り物件の価格分布を示した(24年2月28日時点)。都下については掲載された物件数が100戸を超える市町のみを対象にしている。対象となるマンションは、専有面積60〜80平方メートル、築年数15年以下、駅より徒歩10分以内である。これを見ると都心6区では2億円を越える超高額物件が最も多い価格帯となっている。ところが都心6区を除いた17区の価格分布では

6000万〜7000万円未満が最多価格帯だ。さらに都下の物件分布では4000万〜5000万円未満が最多価格帯である。つまり、超高額物件は都心6区に集中していることが分かる。これは大阪や京都についても同様で、超高額物件は各都心の限られた中心部に集中している。そしてそれがマンション価格全体の平均値を引き上げているのだ。

さらに国土交通省の不動産価格指数を見ると、東京でも過去10年余り目立って上昇しているのはマンション価格のみであり、戸建てや地価はバブル崩壊後2000年代前半まで急落した後、その後も20年まで長く横ばいとなった。ようやく21年以降、多少上がったが過去に過ぎない(24年4月時点では21年4月比で住宅地プラス18%、戸建てプラス16%)。過去のバブル期に土地も戸建てもマンションもみな全般的に高騰した状況とは明らかに異なっている。

以上総合すると、日本経済がいずれまた深刻な景気後退に直面した場合、マンション価格も循環的な軟化局面になり得るだろうが、現状ではそれは「バブル崩壊」と言うほどのものにはならないだろう。