

One-day RIETI Research Meeting on Real Estate and the Macro Economy April 6, 2018 @Research Institute of Economy, Trade and Industry

《概要》

不動産とマクロ経済との関係に焦点を当て、2018年4月6日（金）に経済産業研究所（東京都千代田区）で研究会を開催した。これは、経済産業研究所で実施されている企業金融・企業行動ダイナミクス研究会での定例会合の拡大版である。今回は、(1)日本と中国における不動産価格の変動、(2)REITにおける投資不動産物件選択の決定要因、(3)国際的な不動産市場における外国人投資家の影響、(4)Second home 建設に係る政策介入の影響、に関する4本の研究発表と討論を行った。

中でも、London School of Economics の Christian Hilber 教授による、スイスにおける second home 建設禁止が住宅価格に及ぼす影響に焦点を当てた分析は、土地利用規制が、second home の価格を上昇させる一方で primary home の価格を下落させ、当初の意図に反して資産格差を拡大する方向に働いたことを示唆する興味深いものである。また、National University of Singapore の Seow Eng Ong 教授による、日本の J-REIT に組み込まれている不動産の入れ替えに焦点を当てた分析は、REIT による資産選択が効率的に行われているかどうかを、個々の不動産のレベルで検証したユニークなものである。

当日は、海外研究者や RIETI 研究会メンバーに加えて、実務との接点の多い研究機関に所属する研究者や実務家を含めて、20名超が参加した。

2018年4月6日（金）

第1報告 発表者 Xiangyu Guo (National University of Singapore)

“Spatial Estimation of House Price Indices in Tokyo and Beijing”

- Guo 報告は、東京（1986~1991年、2005~2010年）と北京（2005~2010年）という日本と中国を代表する都市における住宅市場に焦点を当て、住宅価格、家賃、両者の比率（price-to-rent ratio）に注目し、各時点・都市におけるこれらの決定要因を、分位点回帰（quantile regression）で推計した上で、住宅価格、家賃、price-to-rent ratio の変化を変数と推計で得られた係数それぞれの変化に分解している。この分析の新しい点は、物件ごとの住宅価格と家賃情報を利用することにより、住宅価格、家賃、price-to-rent ratio についての分布とその変化を観察できる点にある。
- 東京では1990年ごろを境として不動産価格のバブルの生成・崩壊が生じたとされる一方で、北京では不動産価格は近年に至るまで上昇を続けている。北京をはじめとする中国における現在の不動産価格上昇がバブルかどうかという点については、

高い関心が寄せられている。本報告は、12月の国際ワークショップ時の発表に引き続き、東京における住宅価格・家賃変化の動向や、東京と北京との比較を通じて、この問いへの何らかの手がかりを提供しようとするものである。

- まず、2005~2010年の北京と1986~1991年の東京とを比較すると、全体的な価格や家賃、**price-to-rent ratio** のいずれにおいても、北京において上昇程度が大きいこと、北京では高価格帯の物件ほど住宅価格や家賃の上昇程度が大きい一方で、東京では低価格帯の物件における価格や家賃の上昇程度が相対的に大きいこと、が分かる。
- 次に、分位点推計の結果に基づいて、価格と家賃の変化を要因別に分解すると、北京、東京の両方で、変数効果が負に寄与する一方で係数効果が大きく正に寄与している。これは、時点を通じて売買・賃貸された不動産の質が同じであれば、売買価格や家賃の上昇幅はより大きかったことを意味する。
- 一方で、不動産価格のファンダメンタルズからの乖離程度を計測する **price-to-rent ratio** の変化の要因をみると、北京と東京ともに係数効果の寄与度が変数効果を大幅に上回っていること、変数効果の大きさ自体は北京が東京を大きく上回っていることが分かる。
- 報告に対しては、
 - ・ **Price-to-rent ratio** の結果をみると、将来の家賃の伸びに関する予想が1980年代後半の東京と2000年代の北京で同程度であれば、北京における住宅価格のファンダメンタルズからの乖離の程度は、バブルが生じたとされる東京の住宅市場よりも大きいと言えるのではないか。
 - ・ 東京と北京において、都市の構造と供給制約において相違はあるのか。例えば、マンハッタンなどの土地の制約が強いところでの価格変動の幅は大きくなることが知られているが、東京や北京ではそのような制約の相違は存在するのか。
 - ・ 12月のMcMillen報告では、シカゴにおける住宅価格が大幅に下落した2007年頃の動向を分位ごとにみると、サブプライムローンの問題が深刻だった低価格帯（10 percentile）で最も下落幅が大きかった。低価格帯での上昇幅が高価格帯に比して小さい北京における今後の住宅価格動向を予測するためには、住宅取得に際しての家計による資金調達形態が重要ではないか。
 - ・ 中国特有の戸籍制度の影響が考慮されるべきではないか。などの指摘がされ、議論が行われた。

第2報告 発表者 Seow Eng Ong (National University of Singapore)

“Long-run Renewal of REIT Property Portfolio through Strategic Divestment”

- 不動産投資信託 (Real Estate Investment Trusts, REIT) は、不動産市場と金融市場を結び付ける重要な経路の一つである。Ong 報告は、REIT 全体のパフォーマンスではなく、REIT を構成する個別不動産の入れ替え (acquisitions and divestment) に注目し、その決定要因を分析するとともに、入れ替えが REIT の効率性に及ぼす効果を検証したものである。日本国内の金融機関が不動産向けの貸出を増加させる中、不動産市場に対する資金の流れの効率性を検証する研究には、大きな意義がある。

- Ong 報告は、日本の REIT における個別不動産の入れ替えの内容とその決定要因、事後的なパフォーマンスを、2001 年から 2017 年にかけてのデータを網羅的に用いて検証したものである。日本はもとより諸外国における先行研究でも、情報開示の制約もあり、REIT を構成する個別不動産の情報を用いて REIT から不動産市場に流れる資金の効率性を分析したものは、存在していない。

- 運用会社の最適戦略は、保有資産を拡大していくことであるが、分析の結果、効率性指標 (=賃料収入から管理費を引いた正味営業収入を、賃料収入で割ったもの) の低い物件ほど売却され高い物件に置き換えられており、日本の REIT では効率性を高めるような個別不動産の新陳代謝が行われることが分かった。加えて、古く経済的陳腐化が進み収益率 (=正味営業収入を不動産評価額で割ったもの) が高くなっている物件ほど売却され低い物件に置き換えられること、REIT が保有する不動産は評価額が取得価額を相当程度下回ってから売却される傾向にあること、売却直前になるほど物件に対する資本支出が減少すること、なども分かった。

- 報告に対しては、
 - ・ 新たに購入された物件における効率性指標は、購入後最初の半年は高いが、その後は平均を上回ってはいるが大幅に低下する。これはどのような要因によるものか
 - ・ 市場の間で REIT の仕組みに異同があることを考えると、今回の日本で得られた結果は、どの程度他国にも当てはまるのか
 - ・ 構成する不動産の売却を決めた後で実際の売却を行う際には、REIT は最適なタイミングを計っているはずである。これは、ミューチュアル・ファンドのアクティブ・パッシブ運用に関する研究のように、ベンチマークに基づく推計で考慮されているのか
 - ・ 不動産の取得価額に比べ評価額が大きく上回って／下回ってから売却されるのは、それぞれどのような場合か。実際の売却価格との関係はどうなっているか

などの指摘がなされ、議論が行われた。

第3報告 発表者：Daisuke Miyakawa (Hitotsubashi University)

“Geography and Realty Prices: Evidence from International Transaction-level Data”

- 国際的な不動産投資は、2000年代に新興国の過剰貯蓄（global saving glut）が欧米に流入して資産価格が高騰する過程で、重要な役割を果たしたと言われている。また、外国からの投資の急増により地元における不動産価格が高騰し、地元住民からの反発が高まっているとの報道も数多く見受けられる。
- Miyakawa 報告は、国際的な不動産取引データに基づき、外国からの投資による取引価格が国内からの投資によるものに比して高いか、外国からの投資による取引価格から国内投資による取引価格へのスピルオーバーが生じるか、といった点を検証している。具体的には、先進8か国・地域における約100万ドル以上の商業不動産取引データを用い、物件の様々な属性をコントロールした上で、買い手の所在地や投資家としての属性が取引価格に及ぼす影響を検証するとともに、買い手側の投資経験が取引価格にもたらす影響も調べた。
- 分析の結果、物件の固定効果をコントロールしても外国からの買い手は国内からの買い手よりも高い価格で不動産を購入し、当該国から物件所在国への累積投資額が増加すると高値で不動産を購入する程度は小さくなることが分かった。また、外国の買い手による不動産購入価格が国内の買い手による価格を上回る傾向は、外国の買い手が先に購入する場合でも後の場合でも共通に観察される。これは、外国の買い手による高値での不動産購入が、その後の国内の買い手による購入価格に影響を及ぼさない可能性を示している。
- 報告に対しては、
 - ・ 非対称情報の下では、外国からの投資家は不動産を購入せずにむしろ価格は低下するはずである。得られた結果と整合的な説明を考えるべき
 - ・ 推計に必要なサンプルサイズを確保しつつ、外国投資家と国内投資家が購入する物件の属性をできるだけ近づけるべき
 - ・ 外国投資家と国内投資家の資金調達や好みの違いに起因する価格差別を考えるべき

などの指摘がなされ、議論が行われた。

第4報告 発表者：Christian Hilber (London School of Economics)

“The Economic Impacts of Constraining Second Home Investments”

- 土地利用規制は、20世紀の初めにはほとんど存在せず、それ以降の都市の発展に伴って多く導入されるに至っている。近年では、国際化と富の偏在に伴って、各国で **second homes** (=主な居住用不動産ではなく、余暇や投資目的で所有される不動産) への投資が盛んになっており、これを踏まえた規制が多く導入されている。

- Hilber 報告は、スイスにおける **second home** 建設禁止という規制が、不動産価格や地域の経済活動水準に及ぼす影響を検証したものである。具体的には、20%以上の住戸が **second home** である場合にその自治体における **second home** の建設を禁止した 2013 年の規制導入に注目し、規制自治体と非規制自治体における、住宅取引価格、失業率、賃金などの規制前後における変化を比較した。

- 分析の結果、規制自治体において非規制自治体に比して、**primary home** 価格が低下した一方で **second home** 価格は（有意ではない場合もあるが）上昇したこと、失業率が上昇するなど経済活動水準が低下したこと、高齢者人口比率は増加しておらず規制によって **amenity** が増す効果は観察されないこと、が分かった。これらの結果は、様々な頑健性チェックによっても変わらない。

- 報告に対しては、
 - ・ 不動産価格の低下は、新規の **primary home** 購入者の厚生にはプラスに働くはずである。全体として、今回の規制が経済全体に負の効果をもたらすということと言えるのか
 - ・ 規制が及ぼした負の効果の経済的な大きさを、どの程度と評価するべきかなどの指摘がなされ、議論が行われた。

以上