

科学研究費助成事業（基盤研究（S））公表用資料  
〔平成28年度研究進捗評価用〕

平成25年度採択分  
平成28年3月18日現在

不動産市場・金融危機・経済成長：経済学からの統合アプローチ

Real Estate Market, Financial Crisis, and Economic Growth:  
An Integrated Approach of Economics

課題番号：25220502

植杉 威一郎 (UESUGI IICHIRO)

一橋大学・経済研究所・教授



研究の概要

不動産市場は、日本を含む世界各国の金融危機の震源となっており、その性質を深く考察すべき重要な存在である。本研究では、不動産市場の変調が金融危機をもたらす経済成長を抑制するメカニズムを、20年以上にわたり地価下落と低成長が続くわが国において、これまでにない大規模かつ多様なデータベースを駆使することによって明らかにする。

研究分野：社会科学、経済学、経済政策

キーワード：不動産市場、金融危機、経済成長、バブル、担保

1. 研究開始当初の背景

2007年から2009年にかけて起きた世界的な金融危機の記憶がまだ新しい中、Reinhart and Rogoff が著作（This Time is Different, 2009年）で、金融危機を予見する指標として住宅価格変化の重要性を指摘するなど、不動産市場の機能不全やバブルが、金融危機と密接に関連することに注目が集まっていた。一方日本では、不動産バブルが他国に先駆けて崩壊し、不動産価格の下落が20年以上の長期にわたって続いてきた。

こうした環境の下、不動産市場の変調が金融危機をもたらす経済成長を抑制するメカニズムを明らかにした上で、そこからの脱却のための方策を考えたいという研究上、実務上の要請が高まっていた。

2. 研究の目的

不動産市場と金融危機、経済成長との関係を明らかにし、不動産市場発の金融危機を防ぐための処方箋、経済成長をもたらす不動産市場のあり方を検討する。

3. 研究の方法

経済学の各分野で先進的な研究をしている専門家が集い、不動産市場の機能、実体経済との関係解明に知見を結集する。不動産市場における価格決定構造を明らかにするとともに、不動産市場と実体経済との関係を、「金融」「実体」の両面から分析する。

4. これまでの成果

本プロジェクトでは、2013年度から2015年度までの3年間で、合計83本の論文を作成した。また、6回の国際コンファレンス、ワークショップ、公開研究会を開催して成果の普及、海外研究者との意見交換にも努めた。特に、以下の分野で学術的にも政策的にも重要な貢献をする論文作成・研究発表を行った。

第一に、バブルを的確に検知し不動産価値を正確に把握するための一連の研究を進め、不動産価値を土地と減耗する建物に分けて推計する手法の開発、取引量が少なく価格動向を正確に把握しにくい商業用不動産の価格指数作成などを行った。研究成果は、国連やIMF、OECDといった国際機関による会議で紹介され、金融危機の再発を防ぐための不動産市場動向の適切な把握に貢献している。

第二に、各国の過剰貯蓄が先進国の不動産市場に流れ込み世界的な金融危機の源泉となったという、前FRB議長 Ben Bernanke による global saving glut の主張を検証するため、世界に先駆けて国際的な不動産取引情報を活用し、国際的な不動産取引価格の決定要因を分析した。その結果、外国投資家が国内投資家よりも不動産を高値で購入する傾向が明らかになった。今後は、こうした価格差の原因を解明する。

第三に、高齢化に伴う需要の低下が不動産価格の長期低迷をもたらすという asset meltdown 仮説と統合的な分析を行うとともに、近年増加を続ける相続の事象に注目し、相続による不動産供給圧力の増大が、価格の下落につながっていることを、大規模な登記

情報と不動産取引情報を用いて初めて定量的に明らかにした。日本は、高齢化や人口減少の面での世界のトップランナーであり、その資産市場で起きていることは、他国にとっても重要な示唆をもたらす。

第四に、担保としての不動産の役割について、大震災による不動産価値の大幅な毀損に着目して、企業の銀行借入への影響や二重ローン問題の程度に関する分析、日本の2000年代後半のミニバブル期とその後の急速な景気後退期に注目して不動産価格の変化が異なる種類の銀行貸出に及ぼす影響に関する分析を進めた。特に二重ローン問題については、府省との意見交換や新聞、商業誌などでの広報を通じて、問題の程度を把握したい政策担当者に有用な情報を提供した。

一方で、近年の日本では、不動産担保や保証人を用いない貸出といった、他国に類を見ない新たな仕組みが、政府系金融機関によって大規模に導入されている。こうした新たな貸出制度の効果を初めて測定した分析を通じて、担保としての不動産の果たす役割についての理解を深めることができた。

第五に、金融システムの安定化を目的とする規制のあり方についての分析を進めた。貸出額と不動産価格との比率であるLTV (loan-to-value)比率は、マクロプルーデンス政策で頻繁に注目される指標であり、不動産市場の過熱時に監督当局が高LTV比率の貸出を抑制することで、安定化という目的を達成しようとするものである。これに対して分析では、40万件の不動産登記情報を用い、日本の商業用貸出におけるLTV比率を算出してそのcounter-cyclicalな性質を示し、単純なLTV比率への上限規制の有効性に疑問を投げかけた。この論文は海外著名学会で発表されただけでなく、中央銀行が主催する会議でも発表され、学術・実務の両面から注目を集めた。

## 5. 今後の計画

不動産市場における価格メカニズムの解明、不動産市場と実体経済との関係に係る仮説検証、という2本の柱で引き続き研究を進めていく。今後特に注力するものとしては、以下の3点が挙げられる。第一に、家計向けの大規模なアンケート調査を行い、これまで実施している住宅を含めた家計の資産選択に係る分析に加えて、人口減少や高齢化がもたらす影響を考察する。第二に、土地供給、特に潜在的な土地供給量が、地形的な要因や土地の利用規制によってどのように影響を受けるかという点についての分析を進めた上で、日本が他国と異なる点を明らかにする。

第三に、これまでに得られた分析結果を踏まえて、不動産価格が実体経済に影響を及ぼす程度の定量的な比較を進める。例えば、不動産価格の上昇による家計の資産効果は、借

入制約の緩和に伴う企業の設備投資増大効果とどのように異なるか、といった点を検証する。日本における1990年代以降のバブル崩壊は、家計部門を通じてというよりも、銀行の企業向け債権の不良化を通じて最も深刻な影響を実体経済に与えたと考えられている。こうした認識の可否を今後の検証を通じて明らかにする。

## 6. これまでの発表論文等 (受賞等も含む)

- [1]. Makoto Hazama, Kaoru Hosono, Ichiro Uesugi, "The Effect of Real Estate Prices on Banks' Lending Channel" HIT-REFINED Working Paper Series No.53, March 2016.
- [2]. Daisuke Miyakawa, Chihiro Shimizu, Ichiro Uesugi, "Geography and Realty Prices: Evidence from International Transaction-Level Data" HIT-REFINED Working Paper Series No.52, March 2016.
- [3]. Arito Ono, Hirofumi Uchida, Gregory F. Udell, Ichiro Uesugi, "Lending Pro-Cyclicality and Macro-Prudential Policy: Evidence from Japanese LTV Ratios" HIT-REFINED Working Paper Series No.41, February 2016.
- [4]. 祝迫得夫, 小野有人, 齋藤周, 徳田秀信, 「日本の家計のポートフォリオ選択: 居住用不動産が株式保有に及ぼす影響」『経済研究』Vol.66, No.3, pp.242-264, July 2015.
- [5]. Chihiro Shimizu, Satoshi Imai, Erwin Diewert, "Alternative Approaches to Housing Services and Japanese CPI: -Bias from Nominal Rigidity of Rents-" HIT-REFINED Working Paper Series No.35, February 2016.
- [6]. Erwin Diewert, Chihiro Shimizu, "Alternative Approaches to Commercial Property Price Indexes for Tokyo" Review of Income and Wealth, forthcoming.
- [7]. Erwin Diewert, Chihiro Shimizu, "Hedonic Regression Models for Tokyo Condominium Sales" HIT-REFINED Working Paper Series No.32, February 2016.
- [8]. Erwin Diewert, Chihiro Shimizu, "Residential Property Price Indexes for Tokyo" Macroeconomic Dynamics, 19(8), pp.1659-1714, December 2015.

ホームページ等

HIT-REFINED (Hitotsubashi Project on Real Estate, Financial Crisis, and Economic Dynamics) プロジェクトHP  
<http://www.ier.hit-u.ac.jp/hit-refined/>