

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 29 日現在

機関番号：32664

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530365

研究課題名(和文)住宅価格形成と金融に関する長期展望

研究課題名(英文)Long-term perspectives on the housing price and financial system in Japan

## 研究代表者

田端 克至(TABATA, Katsushi)

二松學舎大學・国際政治経済学部・教授

研究者番号：40277702

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,000,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の成果は、不動産の価格高騰に伴う「過少投資」の問題と経済成長との関連性について理論的に分析を行い、一定の知見を得た。この過少投資現象は、アジア諸国全般にも観測されるので、アジアでの系統だった土地政策が必要である。日本はその知見と経験を活用すべきである。もう一つ研究成果は、少子・高齢化や技術イノベーションを伴う雇用調整などの環境変化の中で、経済安定化の機能が十分には働かないことを示唆した点にある。今後の政策課題は新たな技術革新による雇用減と需要減少の効果を緩和するような、長期の政策であることを指摘した。

研究成果の概要(英文)：Our study noted that the real estate transaction in Japan played a special role in the economic growth. Notably, it runs the risk of under-investment due to soaring property. Real estate prices are increasing too high, it is attributable to investment inhibitory effect. As a result, capital formation will be deferred, it will cause the demise and the slowdown in growth. This low-investment phenomenon can be found in Asian countries. Asian countries need to create the systematic land policy. Japan should take full advantage of their knowledge and experience.

We obtained findings about long-term depression and the recent advances in computer technology of Japan. Among the environmental changes, such as employment adjustment with the declining birthrate and aging and technological innovation, economic stabilization function does not work well. We are suggesting the long-term policy in order to offset the demand-reducing effect by a new technology.

研究分野：金融経済

キーワード：住宅価格 金融 地価 不動産 動学的一般均衡 人口減少 高齢化 長期景気停滞論

1. 研究開始当初の背景

本研究を開始させた当初、日本は長期不況から回復の糸口を見いだせず、政策の方向性も明白ではなかった。さらに、不動産価格の長期低下傾向と若年人口の減少・高齢化が一層の深刻度を増しつつあった。外に目を向ければ、アジア諸国、特に、中国の経済的台頭に直面し、日本のアジアにおける経済的ポジションの相対的低下も、一層拍車がかかる情勢であった。こうした、日本の経済的後退の中で、不動産取引をマクロ経済に組み込んだ、長期的視点での研究を活発化する必要性があった。

2. 研究の目的

(1) 第一研究の目的

本研究では、まず、日本の不動産価格形成のメカニズムを、数値計算の手法を用いて検討した。まず、動画的一般均衡モデルを用いて分析した後に、それを基礎にして、さらに長期のモデル分析を行った。そこでは、金融取引を明示的に組み込むことで、金融が不動産価格の形成に果たした役割を検討することを目的とした。

(2) 第二研究の目的

日本の長期停滞の原因は、どこにあるのか。不動産取引は、それにどのように関わってきたのか、という点についてモデルを構築し分析する。具体的には、近年、米国で注目されている Eggertsson and Krugman(2012)、Eggertsson and Mehrota(2014)を参考に、人口減少やコンピュータなどの技術進歩が経済に与える影響を分析している。これらの研究を応用し、最近の日本の長期不況のメカニズムと不動産取引の関連を検討、さらに、その研究を踏まえて、現在の日本政府の長期の経済政策について評価することを目的とした。

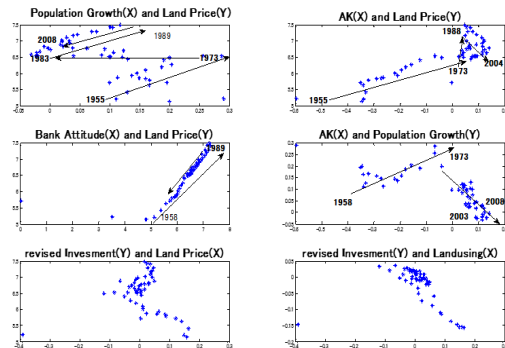
3. 研究の方法

(1) 第一研究で採用した分析方法と評価長期の不動産価格形成については、Arthur Lewis (1954) が主張したルイス転換点の議論を、状態空間モデルを用いて推計した。

Arthur Lewis (1954) は、経済発展段階が高いレベルに進むプロセスで、土地の生産性が急激にアップすること、さらに、土地が資本蓄積のツールとして重要な役割を果たすことを示唆した。これはルイスの転換点と呼ばれるもので、第一次産業をコアとする経済が、ルイスの転換点を通して、工業化を達成し産業の高度化を実現していく。さらに、このルイス転換点は、どの国も1度だけしか経験しないという特徴がある。我々は、日本の不動産の長期価格形成を、この理論を適用することで説明しようと試みた。

モデル推計した図が示すのは、まず、人口動態と不動産の価格の長期関係 (Population Growth and Land Price) である。日本の場

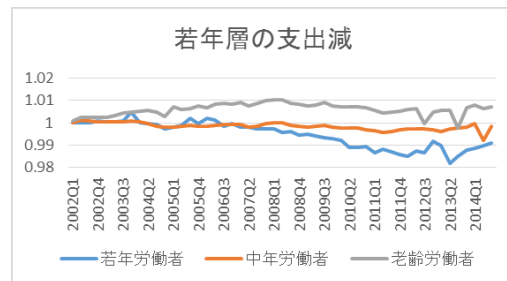
合、1973年～1989年の時期を除いて、不動産価格形成に人口が長期的に関連していることが認められる。その中で、金融はどのような役割を果たしたのか。図の中段に銀行の貸出態度と不動産価格(Bank Attitude and Land Prices)との関連性について、モデル分析の結果を示している。



モデルが推計した日本の銀行の貸出態度と不動産価格との関連を見ると、観測期間の前半(1956年～1989年)は、銀行の貸出態度が一貫して積極的であり、その間、不動産価格の値上がりを支えていたことが分かる。一方、1989年以降になると、銀行の貸出態度は急速に慎重になり、その中で不動産の価格が低下し続けている。

さて、我々の長期モデルは、経済成長と不動産について、どのようなインプリケーションを持っているのであろう。これを示唆するのが、不動産価格と投資との関連性(revised Investment and land prices)を示した図である。まず、ここでは、民間企業の投資額から、不動産の取得コストを差し引いているのが特徴である。興味深いことに、不動産価格が上昇すると、投資は減少するような関係が長期的に形成されていることが分かった。つまり、日本の場合、投資を拡大する上で、不動産価格の高騰が阻害要因になっていたことが分かる。

(2) 第二研究で採用した分析方法と評価



次の研究(ここでは第2研究と呼ぶ)は、長期停滞論の日本への応用である。図は、若年層、中年層、老年層(若年(35歳まで)、中年(35歳～55歳)、老年(56歳～))の消費支出を示している。我々が注目したのは、若年層の消費が低下トレンドを辿っていることである。似たような現象が、米国でも観測されている。米国では、その原因として、若年層

の過剰債務の問題が指摘されている。このような若年層の過剰債務が累積する状況で、突然の流動性ショック（Minsky Moment と呼ぶ）が発生すると、経済は長期不況に陥ってしまうというのが、米国の最新の議論である。ところで、我々は、若年人口減少などの日本固有の要因も影響しているのではないかと見て、分析を進めた。ポイントを絞って報告するが、我々が注目したのは若年層の消費動向の要因分解（historical decomposition）である。これによれば、若年層の消費減退に影響した要因は、2000 年前半と後半で異なることが分かる。前半は、賃金の低下が原因である一方、2008 年以降になると、若年層は金融機関からのローンの借入れが十分ではないような姿になっている。これは、2000 年前半、金融機関が若年層への住宅ローン等を積極的に働きかけ、それがこの層の消費を支えたことを示唆している。一方、近年では、実は、金融機関の若年層融資は抑制されるように働いている。最近の日銀による金融緩和は、こうした若年層への資金融資を誘発するような性格のものであれば、政策として有効であると推計している。

#### 4. 研究成果

我々の研究はどのような成果をあげたのか。第 1 研究が示唆するのは、日本の不動産取引の経済成長における特殊性である。我々の分析では、不動産を資本蓄積あるいは銀行の与信活動の裏打ちとする経済成長のパターンは当初有効に機能する。しかしやがて実質的な投資を遅らせ、長期の成長力を減退させてしまうようなメカニズムがあることを明らかにしている。特に、発展段階で、不動産価格が急騰してしまうと、成長レベルが低水準に陥ってしまうリスクがある。日本の場合、過少投資ということが適切であるか腑に落ちないかもしれない。しかし、本来ならもう少しインフラ投資は、高度成長期に行われるべきものであった。それが、十分ではなかったことが後の日本の不況も影響している。

さらに、この不動産価格の高騰で成長が阻害されるという現象は、アジア諸国全般に観測できることである。実際、ベトナムなどの地域を除いて、アジア諸国の投資は十分ではないが、その理由の一つは、経済発展段階での不動産価格の高騰で民間投資意欲が減退してしまう所にあると考えられる。

第 2 研究の研究成果は、日本の長期不況と最近のコンピュータ技術の進歩について、知見を得たことである。長期停滞論を構成する理論モデルを利用して、2000 年以降の日本経済を分析した。その結果は、Minsky Moment のようなショックが発生しても、それが必ず長期停滞に至るわけでないというものである。これを本研究では、経済安定化機能と呼んだが、この機能は、少子・高齢化や技術イノベーションを伴う雇用調整などの環境変化には十分には機能しない。日本

経済の最近の実態を踏まえると、若年層の消費は雇用環境の悪化の中で減少傾向を辿っており、我々が見つけ出した安定化機能が、十分に機能してこなかった可能性がある。今後の経済政策として取り組むべき課題の一つは、コンピュータやロボット、人口知能といった雇用調整を引き起こす新たな技術革新が引き起こす需要減少効果を緩和するような、長期の政策であることを示唆している。

#### <引用文献>

Eggertsson, Gauti B., and Paul Krugman (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-minsky-Koo Approach." *The Quarterly Journal of Economics*, 127(3):1469-1513.

Eggertsson, Gauti B., and Neil R Mehrotra (2014), "A model of Secular Stagnation" NBER Working Paper, 20574.

Arthur Lewis "Economic Development with Unlimited Supplies of labor." *Manchester school of economic and social studies*, 1954

#### 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕(計 2 件)

Katusi Tabata and Yuichiro Kawaguchi "Real Estate prices in Japan and Lewis turning point", MPRA Paper, 2013, August, University Library of Munich, Germany. 2013

Katushi Tabata and Yuichiro Kawaguchi "Long Term Stagnatio and Japanese Macro Economy", Nishogakusha Working Paper No3. 2015 pp.1-25, June.

〔学会発表〕(計 5 件)

田端克至・川口有一郎 アジアの不動産価格形成と日本 早稲田大学大学院ファイナンス学会研究会 2012 年 8 月

田端克至・川口有一郎 日本の地価形成 International Conference on structural economic dynamics 2012 September Meiji University

Yuichiro Kawaguchi and Katsushi Tabata, "Real Estate in Japan and Lewis Turning Point", Kyoto University, 2013, July Asia Real Estate Society

Yuichiro Kawaguchi and Katsushi Tabata, "Asset Price and banking in Japan" WCFR Workshop(Tokyo Waseda University), 2014, September.

日本金融学会からの派遣 Katushi Tabata and Yuichiro Kawaguchi, "Long Term Stagnatio and Japanese Macro Economy", The Korean money and Finance Association conference 2015, June.

〔図書〕(計 1 件)

川口有一郎・三菱 UFJ 信託銀行不動産部  
コンサルティング部他 不動産マーケットを  
読む 2020 年に向けての不動産・住宅投資  
戦略の論点 日経 BP 社 2015 年 5 月

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等：

<http://homepage3.nifty.com/ykteconpr/>

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

田端 克至 (TABATA, Katushi)  
二松学舎大学・国際政治経済学部・教授  
研究者番号：4 0 2 7 7 7 0 2

### (2) 研究分担者

川口 有一郎 (KAWAGUCHI, Yuichiro)  
早稲田大学・商学大学院・教授  
研究者番号：3 0 2 4 5 1 6 2

### (3) 連携研究者：なし