

## 1. ユーザー・コストと貸家建設

最近の報道は、貸家建設が新設住宅着工戸数を牽引していると伝えている<sup>1</sup>。

その要因として、金利の低下と相続税対策を挙げている。相続税対策というのは、2015年1月の相続税増税が契機になったものだという。アパートのような住宅は賃借人の借地権と借家権が発生するので、現金や預金、更地の不動産を保有している場合に比べて相続税を課す際の評価額が下がる。だから、相続税の節約ができる。金利については、金融機関が、金利低下ということで、住宅ローンに比べて貸出金利を高めにして、アパート建設向け融資に積極的だという。ただ、別の報道は、新規貸出ではなく、借換えが目立っているだけだとしている。また、需要の増加に対応した動きではないと明言している場合も見られる。これは、全国の空き家の半分強が賃貸用の住宅であり、首都圏を中心に空室率が一段と上昇しているからである。

相続税や金利は、貸家供給のユーザー・コストとして分析するのが経済学の考え方である。相続税で節税の効果が浮き上がったということなら、それはユーザー・コストを低下させ、貸家建設の供給量を増やすことになる。また、金利の低下もユーザー・コストを低下させる。しかし、それが新規建設を招くというよりも既存の負債の借換えを促すという方に効いているのではないかとというのが、報道の趣旨である。ここで、金利の低下というのは一見納得しやすいが、わが国の金融情勢もあって、現実の貸家建設の変動要因として最重要なものではないという可能性が示唆されている。

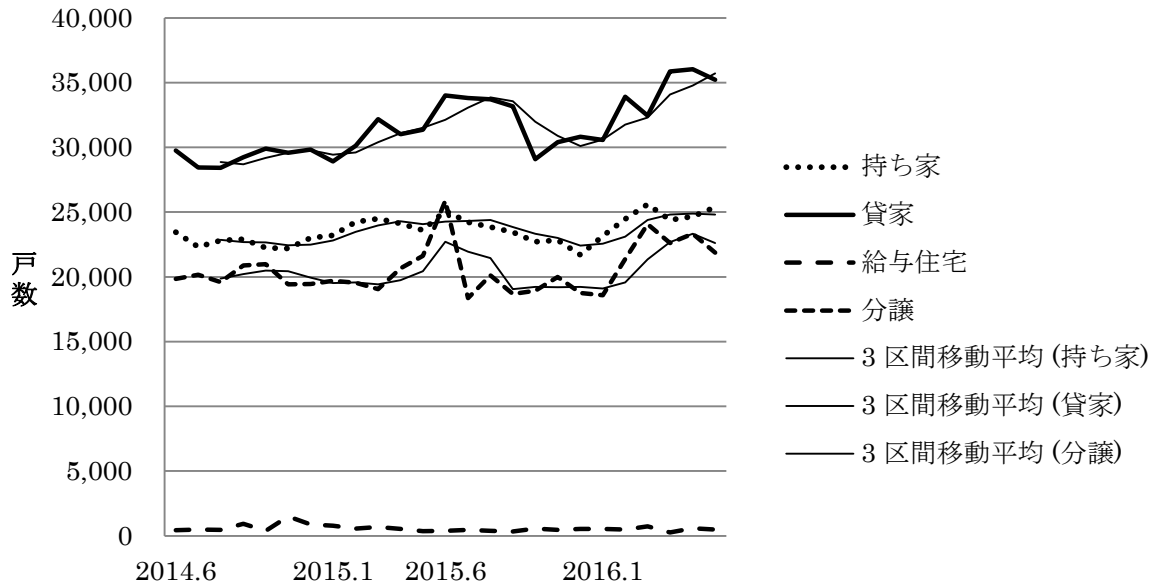
## 2. 金利と貸家建設

そこで、金利と貸家建設の関係について、データ観察を始めとして実証的な分析を行うことにする。まず、新設住宅着工戸数については、2015年1月以降足元にかけて増加基調といえるのは貸家のみである(図表1)。そして、金利(ここでは全国銀行の貸出約定平均金利(長期))との関係を見ると、少なくとも2016年2月以降で逆相関関係が明瞭となっている(図表2)。長期にわたる関係を相関係数で計算すると、戸数(季節調整値)と金利の間ではプラスの相関係数となり符号が合わないのが、戸数の前年比と金利で計算すると $-0.33$ となり、1%水準で有意である。なお、年次でも同様の結果となっており、戸数ではプラスとなり、前年比では $-0.28$ である。しかし、これは10%水準でも有意でない。なお、ここでの検討は、名目金利のほうが実質金利よりも影響が大きいという前提にしたがって行われていることに留意されたい<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 戸数・増加率とも貸家が最も大きい。2016年4-6月期のGDPの民間住宅の増加も主として貸家によるものということになる。

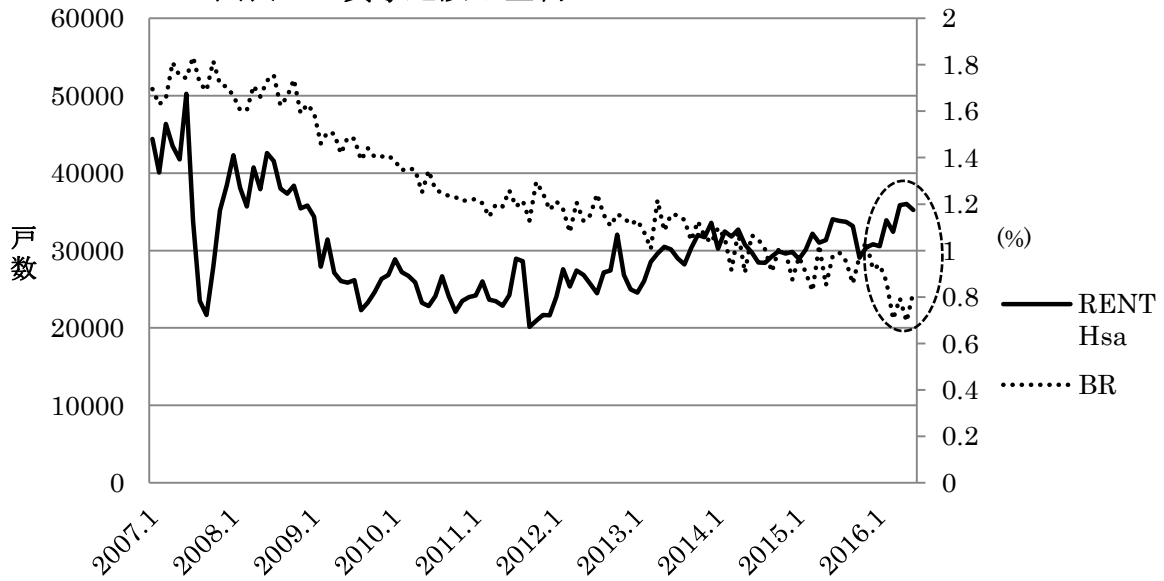
<sup>2</sup> 1986年版世界経済白書では、実質金利よりも名目金利のほうが説明力があるとされている。(第3章ドル高修正、原油高修正の影響、第5節金利低下の影響、その3.企業・家計と実質金利)

図表1 住宅建設の推移



(備考)新設住宅着工戸数(国土交通省)の季節調整値により作成。

図表2 貸家建設と金利



(備考)国土交通省、日本銀行の公表統計により作成。貸家着工戸数(季調値)と貸出約定平均金利(長期)を使用。

### 3. 時系列分析

貸家建設の前年比と金利の関係は相関係数の上では一定の関係がありそうだが、「みせかけの相関」ということもありうるので、時系列分析によって関係の強さを検証してみよう。

まず、貸家建設の前年比(RENTHR)を金利(BR)で説明する単回帰式を推定すると、次の通りである。

$$\text{RENTHR} = 27.522 - 22.878\text{BR}$$

(3.447)      (-3.694)       $\bar{R}^2 = 0.101$       DW = 0.490

\*\*\*                      \*\*\*

DW 統計量から見て、得られた係数の信頼性が低い。また、決定係数も低すぎる。

そこで、この2変数に単純な最小二乗法を適用するのが妥当かどうかを調べるため、単位根検定を行う。ADF 検定の結果、BR、RENTHR とも定数項を設定しない場合は単位根を持たないが、定数項を設定する場合は単位根を持つことが確認できる(図表3)。後者の場合、2変数とも定常性を有しないので、単純な最小二乗法を適用するのは問題がある。関心があるのは金利の変動が貸家建設に与える影響であるが、単位根を持たない場合は金利水準と戸数の前年比をそのまま、単位根を持つ場合はそれぞれの値の1期の階差を取ることにする。なお、エングル=グレンジャー検定の結果、両変数間の共和分の存在は否定された。

そこで通常のVARモデルを推定して、グレンジャー因果性検定を行ってみよう。

推定結果は、図表4、5の通りである。

まず、変数の階差を取らない推定(図表4)では、金利の説明変数として貸家建設を入れることの有意性が否定された。一方、貸家建設の説明変数として金利を入れることの有意性も否定された(いずれも、グレンジャー因果性検定のF統計量でP値が5%を上回っていることから判定)。次に、変数の1階の階差を取った変数による推定結果(図表5)を見ると、金利の説明変数として貸家建設を入れることの有意性は否定された。ここでの関心である貸家建設の説明変数としての金利の有意性も否定された。

以上のように、貸家建設に対する金利の影響については、貸出金利が低下すれば貸家建設が増えるという因果関係を無条件に受け入れることはできない結果となっている。貸家建設の利子弾力性は、長引く超低金利の状況下で、非常に小さくなっていると言えよう。

「新設住宅着工をけん引する貸家」(富国生命、2015.10)は、確かに金利について触れていない。要因として挙げられているのは、①相続税増税で課税対象者が増加し、ハウスメーカーの販売強化が後押ししている、②リーマン・ショック後、新規建設が低迷したことから、空き家率上昇に歯止めがかかり、築浅物件の入居率が高まった、③単身者世帯の増加が後押ししている、ことなどである。

もっとも、将来、金利が上昇に転じることは十分予想されるので、金利上昇の抑制効果まで否定し去るのは行き過ぎである。ただ、現局面の貸家建設については、金融政策の異次元緩和の影響は小さいと考えてよいのではないだろうか。しかし、ここでの分析は今後拡張する余地のあるものであり、十分な確度を有しているわけではない。例えば、金利のデータに貸出約定平均金利(長期)以外のものを用いることや実質金利にして推定することなども検討が必要であろう。

図表 3 単位根検定の結果(ADF 検定)

BR 漸近的 p 値 = 0.0014(定数項なし)  
 = 0.7162(定数項あり)  
 RENTHR 漸近的 p 値 = 0.033(定数項なし)  
 = 0.2526(定数項あり)

図表 4 VARモデルによる推定結果 (変数の階差なし)

(推定期間 : 2007年1月 - 2016年6月)

BR : 被説明変数

	係数	標準誤差	t 値	p 値	
定数項	-0.014	0.032	-0.444	0.658	
BR_1	0.234	0.090	2.608	0.010	**
BR_2	0.335	0.088	3.813	0.0002	***
BR_3	0.429	0.091	4.718	7.46e-06	***
RENTHR_1	-0.0001	0.0005	-0.258	0.797	
RENTHR_2	0.0003	0.0007	0.429	0.669	
RENTHR_3	-0.0002	0.0005	-0.338	0.736	

グレンジャー因果性検定 (H0: All lags of RENTHR = 0) F 検定の p 値 = 0.063

RENTHR : 被説明変数

	係数	標準誤差	t 値	p 値	
定数項	9.730	5.707	1.705	0.091	*
BR_1	1.726	16.148	0.107	0.915	
BR_2	19.941	15.799	1.262	0.210	
BR_3	-29.495	16.350	-1.804	0.074	*
RENTHR_1	0.980	0.096	10.190	2.57e-017	***
RENTHR_2	-0.287	0.130	-2.205	0.0296	**
RENTHR_3	0.009	0.095	0.096	0.924	

グレンジャー因果性検定 (H0: All lags of BR = 0) F 検定の p 値 = 0.103

図表5 VARモデルによる推定結果（1階の階差をとったもの）

（推定期間：2007年1月 - 2016年6月）

d\_BR：被説明変数

	係数	標準誤差	t 値	p 値	
定数項	-0.017	0.006	-2.653	0.009	***
d_BR_1	-0.729	0.096	-7.610	1.35e-011	***
d_BR_2	-0.351	0.113	-3.099	0.003	***
d_BR_3	0.094	0.098	0.962	0.339	
d_RENTHR_1	-0.0004	0.0005	-0.853	0.396	
d_RENTHR_2	0.0004	0.0005	0.868	0.387	
d_RENTHR_3	-0.0003	0.0005	-0.721	0.472	

グレンジャー因果性検定 (H0: All lags of d\_RENTHR = 0) F 検定の p 値 = 0.671

d\_RENTHR：被説明変数（1階の階差をとったもの）

	係数	標準誤差	t 値	p 値	
定数項	0.758	1.293	0.587	0.559	
d_BR_1	13.419	19.090	0.703	0.484	
d_BR_2	43.688	22.519	1.940	0.055	*
d_BR_3	21.781	19.509	1.116	0.267	
d_RENTHR_1	0.118	0.097	1.212	0.228	
d_RENTHR_2	-0.1516	0.095	-1.595	0.114	
d_RENTHR_3	-0.141	0.095	-1.488	0.140	

グレンジャー因果性検定 (H0: All lags of d\_BR = 0) F 検定の p 値 = 0.239

(妹尾 芳彦)