

【 寄 稿 】

不動産 PER からみた香港住宅市場の動向

徳島大学大学院ソシオ・アーツ・アンド・サイエンス研究部
准教授 石田和之

1. はじめに

本稿は、不動産 PER、そして賃料および価格の変動性という3つの指標を使って香港における住宅市場の動向を分析することが目的である。

2010年5月14日に香港政府によって発表された「2010年第1四半期における経済状況と2010年のGDP及び物価の最新予測」(Economic Analysis and Business Facilitation Unit of the Financial Secretary's Office)によると、2010年第1四半期のGDPは、対前年比で実質8.2%の上昇であり、2009年第4四半期と比べても2.5%の上昇であった。2010年第1四半期には、民間消費も堅調であり、対前年比で実質6.5%の上昇、前期比でも4.8%の上昇である。実際、消費者の生活実感としても百貨店やスーパーには買い物客があふれており、文字通り、飛ぶように物が売れている。2007年秋

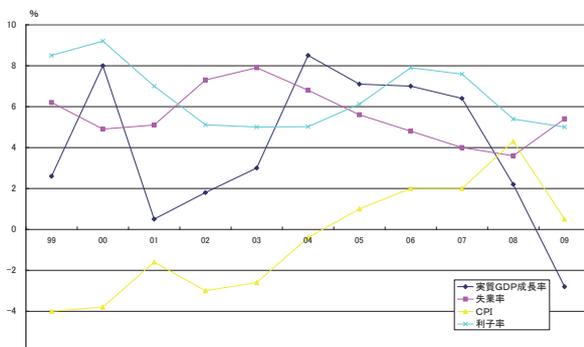
に生じたサブプライム・ローン問題に端を発するアメリカ発の金融危機をきっかけとする景気後退からはすでに完全に脱却したといえる。

現在の香港を代表する産業は、観光と金融であろう。これらの産業はいずれも中国本土との強い結びつきによって成長を遂げ、現在では香港経済を支える重要な部門となっている。

図1を使って、簡単に近年の香港経済の動向を振り返ることにしたい。図1は、1999年以降の実質GDP成長率、失業率、物価上昇率(CPI)、そして利子率(Best Lending Rate)¹の推移を示している。

2000年代初頭の香港経済は、1997年のアジア通貨危機をきっかけとした景気の低迷から脱することができないまま、デフレ経済の下にいる時期が続いていた。2003年には、経済の回復が本格的に軌道に乗る前に、SARS(新型肺炎)の流行によって更なる景気後退がもたらされた。図1では、デフレ水準にあるCPIと高い失業率によって、香港経済の低迷を確認することができる。

2004年は、香港経済がSARSによる影響を克服し、本格的に経済が回復した時期といえる。2004年の実質GDP成長率は8%を超える高い水準を実現した。2005年にはCPIがプラスに転じた。また、失業率は、2003年の7.9%をピークに減少傾向へと向かい、2008年には3.6%にまで低下している。2007年秋の金融危機に見舞われる前までのこの数年間は、失業率やCPIなどの指標が望ましい水準



(注) 利子率はBest Lending Rateである。

図1 主要経済指標の推移

(出所) Census and Statistics Department ホームページによる。<http://www.censtatd.gov.hk/home/index.jsp>

を回復し、香港経済が本格的に経済の回復軌道にあるとの可能性を感じることできた時期である。

しかしながら、2007年秋のサブプライム・ローン問題、2008年秋のリーマン・ショックといった一連の金融危機は、金融によって経済を支えている香港経済に大きな打撃を与えることになった。2009年には、実質GDP成長率がマイナス2.8%、失業率が5.6%、そしてCPIは0.5%となった。

これらの一連の金融危機は、香港経済に大きなダメージを与え、当初は経済の回復にも時間がかかるのではないかとの見方が支配的であったように思われる。しかしながら、(図1では示していないが)その後の経済の回復は早く、冒頭に述べたように、2010年には香港経済は完全に回復したといえる。

このようにして香港経済を振り返ると、2000年代に入って以降の香港経済は、2度の金融危機によって景気の後退を経験するとともに、2度の景気回復を実現したことがわかる。2度の景気回復は、そのいずれもが中国本土における景気対策の恩恵を大きく受けていることは注目しておくべきである。

次に、不動産市場の回復を図2によって、確認する。図2は、香港の不動産の価格の推移を示したグラフである。ここでは、1999年の水準を100として、1997年以降の推移を示している。住宅やオフィスなどすべてにおいて、2007年から2008年にかけて発生した金融危機以前の水準を回復して

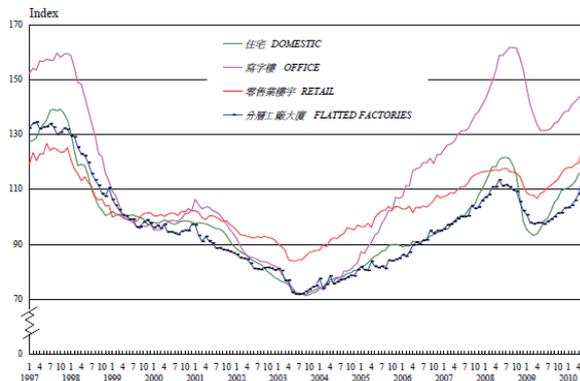


図2 香港不動産市場における価格指数の推移

(出所) Rating and Valuation Department, The Government of Hong Kong Special Administrative Region ホームページによる。
(<http://www.rvd.gov.hk/en/publications/pro-review.htm>)

いることが確認される。見ようによっては、不動産バブルの様相を呈しているとすらいえるかもしれない。

図2によると、住宅価格は、金融危機の生じる前の水準を超えているとはいえ、1997年の水準には達していない。むしろ、他の不動産に比べると、価格の上昇は緩やかであるともいえる。

香港不動産市場において現在、学術的にもまた実務的にも関心を集めている問題のひとつは「住宅バブル」である。香港では狭い国土に多くの住民が生活しており、常に住宅不足の感がある。しかしながら、香港政府が講じている住宅政策は住民に適切な水準の住宅を供給することに成功しているとは言い難いのが現状であろう (Hui and Ho (2003))。

現在の住宅価格はすでにバブルの域に達しているのだろうか、あるいは、近い将来住宅市場はバブルに突入してしまうのだろうか。香港の住宅市場の特徴のひとつは、価格の変動の大きさであることはよく知られている。また、しばしば(というよりも、常に)投機の対象とされている。近年では、とくに、中国本土からの投機が激しいⁱⁱ。これらは、住宅価格の変動性を高め、価格を上昇させ、住民が生活の拠点として住宅を確保することを困難にする。

不動産価格がバブルの水準にあるか否かを判断することは、そんなに簡単ではない。バブルがはじけ、価格の急落等を経験した後に、「あれはバブルだった」と事後的に判断するのであればまだしも、事前に判断することはかなりの困難をともなう。不動産を取り巻くさまざまな経済環境から判断して、適正な資産価格がいくらであるかを推計し、それとどのくらい乖離しているのかによって当該価格水準がバブルであるか否かを判断するというのが基本的な考え方である。しかしながら、実際のところ、不動産のファンダメンタル価格を推計するには多くの困難がともなうのが実情である。

とはいいながらも、住宅価格の動向を分析し、その傾向を把握しておくことは、不動産市場の動

向が経済全体に与える影響を考える上で重要である。また、狭い国土に多くの住民を抱える香港政府にとって、いかにして住民に住居を与えるかという住宅政策はそもそも関心の高い分野でもある。

先行研究を振り返ると、たとえば、Qin (2007) は、住宅を 40 m²未満、40 m²以上 70 m²未満、70 m²以上 100 m²未満、100 m²以上の 4 区分に分けて、ファンダメンタル価格との乖離を分析することで、住宅バブルの存在を検証している。その結果、香港では、100 m²以上の住宅においてバブルが生じているとしている。

本稿では、ファンダメンタル価格ではなく、不動産 PER (Price Earning Ratio) の指標を使って、香港における住宅市場の現状を分析し、近年の動向を把握する。不動産 PER の概念は、株価収益率の発想を不動産投資に応用したものと、わが国ではしばしば用いられるものであり、

$$\text{不動産 PER} = \text{不動産価格} \div \text{1 年分の賃料}$$

として計算されるⁱⁱⁱ。不動産の購入に要した資金を、当該不動産を賃貸することによって、何年間で回収することができるかを意味するものである。

この不動産 PER という考え方は、諸外国や先行研究などにおいては、「Price-Rent Ratio (価格賃料比率)」としてしばしば登場するポピュラーなものである^{iv}。たとえば、Xie and Liu (2004) では、不動産バブルの有無を判断する指標として価格賃料比率(つまり、不動産 PER)の指標を使っている。そこでは、限度を超えて高い価格賃料比率を示すような場合、それを不動産価格が高すぎるとして判断し、不動産価格がバブルにあると評価している。同文献によると、(香港を含む) 中国における適正な不動産 PER は約 13 から 17 年の範囲とされている。その結果として、上海や杭州の不動産価格はバブルに達しているが、北京や広州の不動産価格は適正な水準であると述べている。

不動産 PER を使って住宅を見たとき、香港の住宅は不動産 PER が高い水準にあることで国際的にも知られている。たとえば、Global Property Guide のホームページでは、日本の不動産 PER が 17 年であるのに対して、香港の不動産 PER は 31 年と推計

されている^v。図 2 を眺めて得られる印象とは異なり、不動産 PER から判断すると、香港の住宅市場はすでにバブルの域に達しているといえることになる^{vi}。

不動産 PER の指標は、住宅市場の動向を把握するツールとしてとても有益である。計算が容易であり、直感的にも理解しやすい。ここで改めて、不動産 PER の意味を理解しておく、次のように説明できる^{vii}。

不動産 PER は、住宅の取引価格と賃貸価格との比率として計算される。住宅の取引価格や賃貸価格は、それぞれ、住宅取引市場および住宅賃貸市場における需給によって決定される。つまり、それぞれの価格は、異なる市場で決定されるといえる。

しかしながら、両者には密接な関係がある。当初、売却する予定であった住宅を、予定を変更して賃貸に出すことは容易である。また、住宅の購入を止めて、賃貸で済ますという選択の変更も容易である。捉え方によっては、両市場はひとつの市場であるともいえる^{viii}。

一般には、住宅の取引価格と賃貸価格は同一の方向に動く。たとえば、どちらかの住宅市場における需給に変化が生じたとき、両市場で同じ方向に価格が動くのである。賃貸価格が上昇しているときには、取引価格も上昇する傾向がある。逆に、取引価格が上昇しているときには、賃貸価格も上昇するのである。これは、通常の場合には、(取引価格と賃貸価格との比率によって表される) 不動産 PER がある一定の範囲内に収まるはずであることを意味する。

たとえば、住宅の取引価格がファンダメンタル価格で表されるとする。このとき、理論的には、住宅の取引価格は将来に獲得される賃貸収入(つまり、賃貸価格)の割引現在価値の合計として解釈される。ここで、たとえば、住宅の取引価格を FV、毎年の賃料収入を RV、市場利子率を r とする。単純化した状況を想定すると、FV と RV との関係は次のように表現することができる。

$$FV = RV \div r$$

この関係を用いると、不動産 PER は、

$$\text{不動産 PER} = \text{FV} \div \text{RV} = 1/r$$

として表すことができる。つまり、不動産 PER は市場利子率と密接な関係がある（市場利子率の逆数に等しい）ことがわかる。たとえば、利子率が 5.0% であるときには、不動産 PER の理論値は 20.0 として計算されることになる。

もっともシンプルな想定では、不動産 PER は市場利子率の逆数として計算される値に等しくなるはずということになる。しかしながら、実際には、必ずしも、不動産 PER が市場利子率の逆数に等しくなるわけではないだろう。

不動産 PER が市場利子率の逆数とは異なる水準になってしまう原因のひとつは、取引価格と賃貸価格の変化の大きさが異なることである。もし、両者の変化の大きさが同じであれば、不動産 PER の大きさには変化がない。しかしながら、たとえば、賃貸価格には大きな変化がないにもかかわらず取引価格が大きく上昇するような場合には、不動産 PER が大きくなってしまふ。このような不動産 PER の変化が、市場利子率で説明される変化の大きさを上回る時、そしてそのような傾向が極度に大きくなってしまったとき、住宅市場にはバブルが発生していることになるのである。これは、取引価格と賃貸価格とで変動性が異なることが不動産 PER の大きさに影響を与え、バブルを発生させることを意味している。

以上は、不動産 PER の意味を説明することを通じて、取引価格や賃貸価格の変動性を分析することと不動産 PER の変化との関係を説明したものである。取引価格や賃貸価格の変動性を分析することは、不動産 PER の変化を理解することにつながるのである。

そこで、本稿では、不動産 PER を通じて香港の住宅市場の動向を分析する際に、あわせて住宅価格や賃貸価格の変動性にも考察を加えることにした。

本稿の構成は次のとおりである。2 は住宅価格の変動性や推移を確認する。3 は住宅賃料の変動性や推移を確認する。4 は、2 および 3 の結果を

踏まえつつ、不動産 PER を検討する。5 は本稿のまとめである。

2. 住宅価格の推移

図 3 から図 7 は、1999 年の価格水準を 100 として、1999 年以降の住宅価格の推移を示したものである。ここでは、住宅を面積によって 5 つに区分し（40 m²未満、40 m²以上 70 m²未満、70 m²以上 100 m²未満、100 m²以上 160 m²未満、160 m²以上）、さらに 3 つの地区（香港地区、九龍地区、新界地区）ごとに価格の動向を示した。また、価格のデータは、Hong Kong Property Review-Monthly Supplement (July 2010) を用いた。価格指数を用いて変動性を検討する方法は、Quigley (1999) の方法に倣ったものである。

図 3 は、40 m²未満の住宅の価格の変化を示している。図 1 によって述べた景気の動向と概ね同様の推移を示しているといえる。2000 年代初頭の景気低迷期には、100 を下回る価格水準にあり、その後、景気の回復に合わせて価格が上昇している。2007 年秋の金融危機の影響は、その直後に現れるのではなく、2008 年のリーマン・ショックとともに価格が急激に低下するという形で現れている。しかし、2009 年に入って価格は急上昇し、住宅市場が急激に回復したことがわかる。

1999 年 1 月から 2010 年 5 月までの住宅価格の平均は、香港地区で 101.3、九龍地区で 90.9、新界地区で 86.8 であった。香港地区で平均価格がもっとも高く、新界地区で平均価格がもっとも低いことがわかる。また、標準偏差は、香港地区で 31.9、九龍地区で 23.6、新界地区で 17.0 であった。香港地区でもっとも価格の変動性が高く、新界地区でもっとも価格の変動性が低いことを確認できる。

図 4 は、40 m²以上 70 m²未満の住宅の価格の変化を示している。1990 年以降の価格の推移の全体的な傾向は、図 3 で示した 40 m²未満の場合と同様である。

価格の平均は、香港地区で 102.5、九龍地区で

102.4、新界地区で90.3であった。香港地区と九龍地区とでは、平均価格がほとんど同じであり、新界地区で平均価格がもっとも低くなっていることがわかる。また、標準偏差は、香港地区で30.1、九龍地区で32.0、新界地区で16.8であった。平均価格と同様に、香港地区と九龍地区とでほとんど同じ価格の変動性であり、新界地区で変動性ももっとも低くなっていることがわかる。

図5は、70㎡以上100㎡未満の住宅の価格の変化を示している。1990年以降の価格の推移の全体的な傾向は、図4の場合と同様に、図3で示した40㎡未満の場合と同様である。

価格の平均は、香港地区で109.3、九龍地区で122.4、新界地区で95.6であった。ここでは、九龍地区で平均価格がもっとも高く、新界地区で平均価格がもっとも低いことがわかる。また、標準偏差は、香港地区で34.1、九龍地区で49.7、新界地区で18.9であった。平均価格の場合と同様に、九龍地区で変動性ももっとも高く、新界地区で変動性ももっとも低くなっていることがわかる。

図6は、100㎡以上160㎡未満の住宅の価格の変化を示している。1990年以降の価格の推移の全体的な傾向は、他の場合と同様に、景気の動向と概ね同じ方向に動いている。

価格の平均は、香港地区で123.0、九龍地区で132.3、新界地区で96.5であった。九龍地区で平均価格がもっとも高く、新界地区でもっとも低いことがわかる。また、標準偏差は、香港地区で43.1、九龍地区で54.6、新界地区で22.0であった。平均価格の場合と同様に、九龍地区で変動性ももっとも高く、新界地区で変動性ももっとも低いことがわかる。

九龍地区においてもっとも高い価格と変動性を示していることは、他の面積区分では見られない、70㎡以上100㎡未満および100㎡以上160㎡未満の住宅に共通に見られる特徴である。

図7は、160㎡以上の住宅の価格の変化を示している。1990年以降の価格の推移の全体的な傾向は、これもまた他の場合と同様に、景気の動向と概ね同じ方向に動いている。

価格の平均は、香港地区で142.5、九龍地区で124.9、新界地区で108.5であった。先の70㎡以上100㎡未満および100㎡以上160㎡未満の場合とは異なり、40㎡未満の場合と同様に、香港地区で平均価格がもっとも高くなっている。新界地区で平均価格がもっとも低くなっているのは、他の区分と同様である。また、標準偏差は、香港地区で56.2、九龍地区で52.8、新界地区で32.4であった。香港地区でもっとも変動性が高く、新界地区で変動性が低いことを確認できる。

図3から図7の全体を通じて、次のことを確認することができる。まずは、住宅面積が大きくなるにつれて、単位面積当たりの価格が上昇していることを指摘することができる。つまり、面積の大きな住宅は、単価としても高い価格が付けられているのである。

さらに、(40㎡未満から160㎡以上の)すべての区分の住宅において新界地区の平均価格が他の地区の平均価格よりも低くなっていることがわかる。新界地区は、他の2つの地区に比べて、もっとも開発が遅れた地域であり、これから開発が進むエリアであるともいえる。新界地区で平均価格がもっとも低くなることは、立地条件からして、当然に予想されるとおりである。

価格の変動性も、平均価格と同様に、新界地区でもっとも低くなっている。低い価格の変動性を言い換えると、新界地区の住宅価格がもっとも安定性を有しているといえる。

また、価格の変動性は、平均価格の低い地区(つまり、新界地区)でもっとも低くなっており、平均価格の水準と密接な関係を有していることも確認できる。平均価格が低いほど、価格の変化が小さくなり、価格が安定的となることがわかる。

一般に、住宅市場の動向は、景気の動向に大きく影響を受ける。図3から図7では、すべての地区および面積区分において、景気の影響を確認することができる。香港の住宅市場においてもまた、景気の影響は受けているのである。

景気拡大の影響をうけて、住宅価格は2004年以降、上昇傾向にあるといえる。図3から図7に示

される平均価格の動向において特徴的なのは、価格の上昇につれて地区ごとの価格における格差が拡大しつつあることである。とくに、香港地区と九龍地区の価格の上昇に比べて、新界地区の価格の上昇が小さいことを確認することができる。新界地区の価格上昇は、すべての面積区分の住宅において、他の地区よりも小さな水準に留まっていることを図3から図7で確認することができる。

平均価格の動向やその変動性の傾向からみると、新界地区が、他の地区とは異なる傾向を示しているといえるかもしれない。香港地区や九龍地区と比べて、新界地区は開発の遅れたエリアであり、これから開発が進むエリアであることは、すでに述べたとおりである。しかしながら、新界地区は、近年、中国本土における経済発展の影響により、急激に開発が進んだ地域であり、香港の中ではもっとも盛んに新規の開発が行われているエリアであるともいえる。香港経済の中心地からは距離があり、郊外に位置するエリアであるが、深圳に近く、中国本土へのアクセスは便利である。人口も増加している。

今後の見込みとして、九龍地区において大規模な住宅の建築が進むとともに、新界地区においても比較的規模の大きな住宅の建築が進んでいくことを予想することができる。これまでのところ、新界地区の価格の上昇は、他の地区よりも抑制された水準に留まっていた。もし今後も現在のような住宅市場の傾向が続くとするならば、地区ごとの価格上昇率の格差は縮小し、新界地区の価格は大きく上昇することが見込まれるといえる。

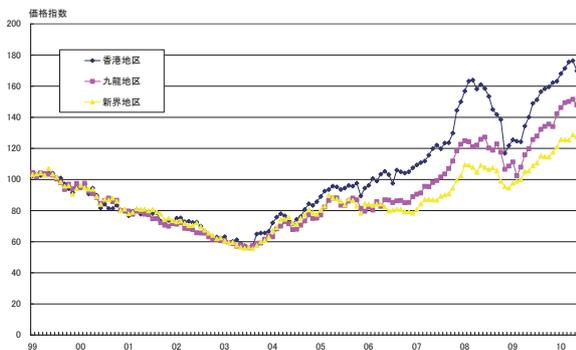


図3 40㎡未満の住宅価格の推移 (1999年=100)

(出所) Hong Kong Property Review Monthly Supplement (2010年7月) により筆者作成。

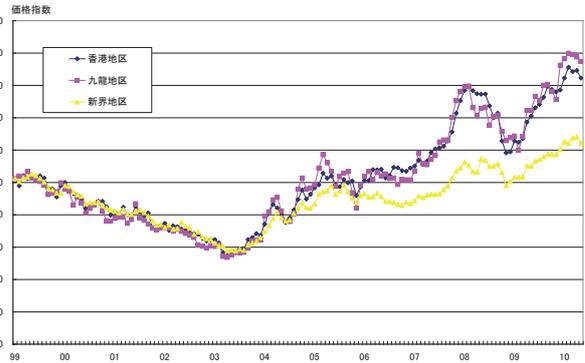


図4 40㎡以上70㎡未満の住宅価格の推移 (1999=100)
(出所) 図3に同じ。

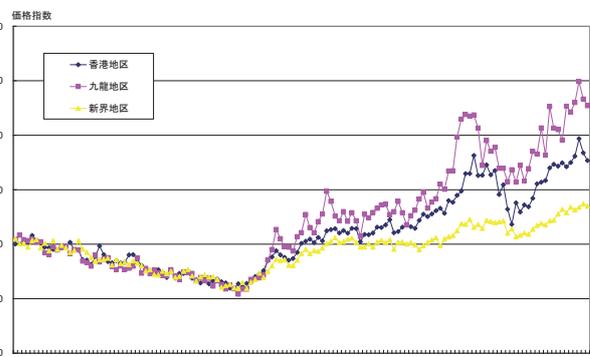


図5 70㎡以上100㎡未満の住宅価格の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

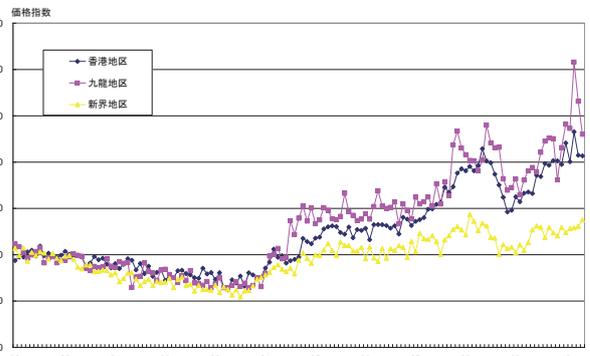


図6 100㎡以上160㎡未満の住宅価格の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

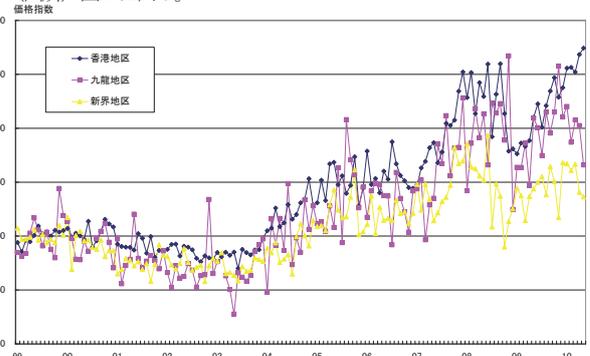


図7 160㎡以上の住宅の価格指数の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

3. 住宅賃料の推移

図8から図12は、1999年の賃料水準を100として、1999年以降の住宅賃料の推移を示したものである。ここでも、住宅価格の場合と同様に、住宅を面積によって5つに区分し（40㎡未満、40㎡以上70㎡未満、70㎡以上100㎡未満、100㎡以上160㎡未満、160㎡以上）、さらに3つの地区（香港地区、九龍地区、新界地区）ごとに賃料の動向を示した。賃料データは、Hong Kong Property Review-Monthly Supplement (July 2010) を用いた。

図8は、40㎡未満の住宅の賃料の変化を示している。住宅価格の場合と同様に、図1によって述べた景気の動向と概ね同様の推移を示しているといえる。しかしながら、一見すると、図3で示した価格の場合に比べて、変化が小さいようにも見られる。

賃料の平均は、香港地区で104.9、九龍地区で90.5、新界地区で90.5であった。平均賃料は、香港地区でもっとも高くなっており、九龍地区と新界地区はほとんど同じ水準である。九龍地区と新界地区とで同じ水準にあるという状態は、価格の傾向としては見られないものであり、賃料に特有の傾向であるといえる。

また、標準偏差は、香港地区で20.0、九龍地区で14.4、新界地区で13.6であった。香港地区でもっとも価格の変動性が高く、新界地区でもっとも価格の変動性が低いのは、価格の場合と同様であった。グラフを眺めて得られる印象のとおり、賃料の変動性は価格の変動性よりも小さいことが確認できる。

図9は、40㎡以上70㎡未満の住宅の賃料の変化を示している。1990年以降の賃料の推移の全体的な傾向は、図8で示した40㎡未満の場合と同様に、景気の動向と同じ傾向を示している。

賃料の平均は、香港地区で102.1、九龍地区で98.6、新界地区で96.3であった。平均賃料は、40㎡未満の場合と同様に、香港地区でもっとも高く、九龍地区と新界地区はほとんど同じである。また、

標準偏差は、香港地区で18.8、九龍地区で16.0、新界地区で13.7であった。新界地区で変動性ももっとも低くなっており、香港地区と九龍地区はほとんど同じ水準であるといえる。平均価格に比べて変動性が低い（つまり、安定的である）ことは、図8で示した40㎡未満の場合と同様である。

図10は、70㎡以上100㎡未満の住宅の賃料の変化を示している。1990年以降の賃料の推移の全体的な傾向は、図9の場合と同様に、図8で示した40㎡未満の場合と同様である。

賃料の平均は、香港地区で102.4、九龍地区で107.3、新界地区で95.9であった。九龍地区でもっとも高い平均賃料であり、新界地区でもっとも低い平均賃料である。また、標準偏差は、香港地区で16.0、九龍地区で19.8、新界地区で14.2であった。九龍地区でもっとも変動性が高いことは40㎡未満および40㎡以上70㎡未満の場合と異なるが、新界地区でもっとも安定的であるのは40㎡未満および40㎡以上70㎡未満の場合と同様である。

図11は、100㎡以上160㎡未満の住宅の賃料の変化を示している。1990年以降の賃料の推移の全体的な傾向は、他の場合と同様に、景気の動向と概ね同じ方向に動いている。

賃料の平均は、香港地区で104.6、九龍地区で114.9、新界地区で100.3であった。九龍地区でもっとも高い平均賃料であり、新界地区でもっとも低い平均賃料である。また、標準偏差は、香港地区で18.1、九龍地区で21.3、新界地区で17.1であった。九龍地区でもっとも変動性が高く、新界地区でもっとも安定的であるが、新界地区と香港地区の変動性にはほとんど差がないともいえる。

図12は、160㎡以上の住宅の賃料の変化を示している。1990年以降の賃料の推移の全体的な傾向は、これもまた他の場合と同様に、景気の動向と概ね同じ方向に動いている。

賃料の平均は、香港地区で110.0、九龍地区で110.8、新界地区で108.2であった。他の区分とは異なり、すべての地区でほとんど同じ水準の平均賃料であるといえる。また、標準偏差は、香港地

区で 19.3、九龍地区で 29.3、新界地区で 23.0 であった。九龍地区で変動性をもっとも高くなっているが、これはデータの制約によるところが大きいと判断すべきかもしれない。九龍地区における 160 m²を超える住宅のサンプル数が少ないために、高い変動性が現れていると解釈できるのである。3つの地区のすべてを通じてほとんど同じ水準の変動性であると判断すべきである。

図8から図12の全体を通じて、地区ごとの変動性や平均賃料の格差が小さいことがいえるかもしれない。たとえば、価格の場合には、面積が大きくなるにしたがって、高い価格を実現していた。香港地区では、40 m²未満の住宅の価格は 101.3 ドル/m²であるのに対して、160 m²以上の住宅の価格は 142.6 ドル/m²である。一方で、賃料の場合には、40 m²未満の住宅の賃料は 104.9 ドル/m²であるのに対して、160 m²以上の住宅の賃料は 110.0 ドル/m²である。また、変動性においても、同様の傾向を見ることができる。香港地区の 40 m²未満の住宅の価格の標準偏差は 31.9 であるのに対して、160 m²以上の住宅の価格の標準偏差は 56.2 である。一方で、賃料の場合、40 m²未満の住宅で 20.0 であるのに対して、160 m²以上の住宅で 19.3 となっている。

また、平均価格と平均賃料を比べると、次のようにいえるかもしれない。つまり、平均価格よりも平均賃料の方が変動性が低い（つまり、安定的である）ことがわかる。住宅の価格と賃料とでどちらが安定的であるかは、一般には、見解の分かれるところかもしれない。過去のデータを確認す

る限りにおいては、香港の住宅では賃料の方が安定性が高いことが確認されたといえる^{ix}。また、住宅の大きさによる水準の相違も、価格に比べて、賃料の方が小さいことも確認できる。賃料は、価格に比べて、地区や住宅規模による格差が小さく、また、変動性が低い（安定的である）ことが確認できたといえる。

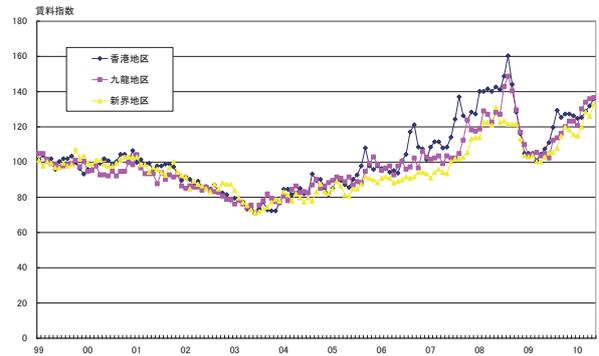


図9 40 m²以上 70 m²未満の住宅賃料の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

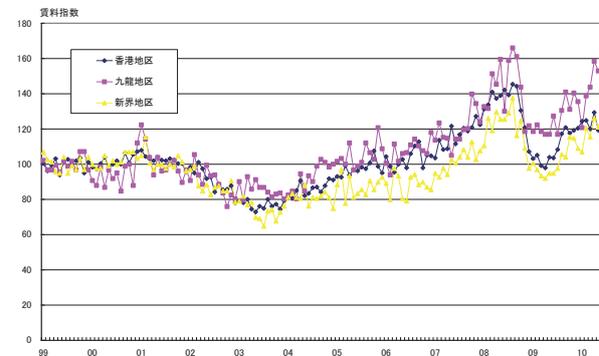


図10 70 m²以上 100 m²未満の住宅賃料の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

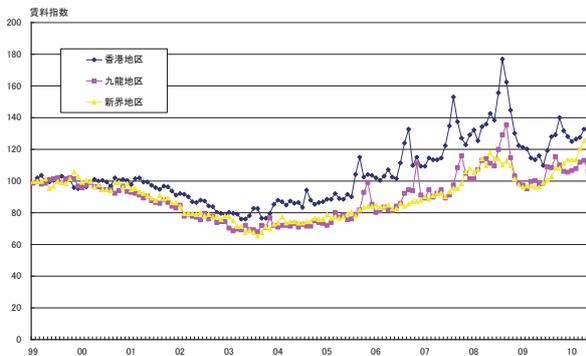


図8 40 m²未満の住宅の賃料指数の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

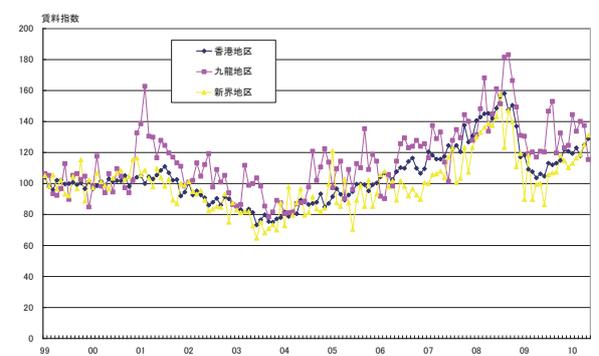


図11 100 m²以上 160 m²未満の住宅賃料の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

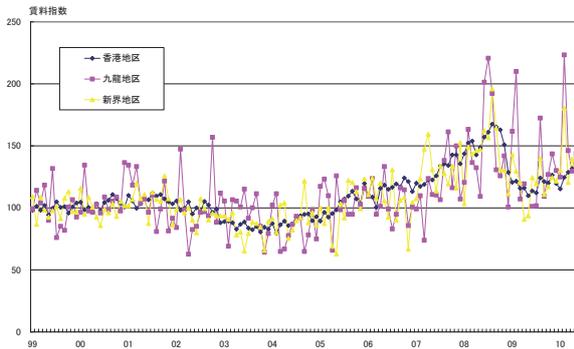


図12 160㎡以上の住宅賃料の推移 (1999年=100)
(出所) 図3に同じ。

4. 不動産PERの推移

図13から図17は、価格を賃料で除することによって、不動産PERを計算した結果を示している。ここでも価格や賃料の場合と同様に、住宅を面積によって5つに区分し(40㎡未満、40㎡以上70㎡未満、70㎡以上100㎡未満、100㎡以上160㎡未満、160㎡以上)、さらに3つの地区(香港地区、九龍地区、新界地区)ごとに不動産PERの動向を示した。データは、Hong Kong Property Review-Monthly Supplement (July 2010)を用いている。また、参考までに、不動産PERの理論値として、利子率²の逆数の大きさを計算し、図示している。

図13は、40㎡未満の住宅の不動産PERの推移を示している。不動産PERの平均は香港地区で17.2、九龍地区で16.9、新界地区で21.2となっている。新界地区でもっとも高くなっており、九龍地区でもっとも低くなっている。新界地区でもっとも高い水準と示しているのは、平均価格や平均賃料とは異なる傾向である。しかしながら、地区ごとの格差は小さなものであるといえる。むしろ、3つの地区すべてにおいてほとんど同じ水準の不動産PERであるといえる。また、標準偏差は香港地区で2.9、九龍地区で2.4、新界地区で2.0である。香港地区でもっとも高く、新界地区でもっとも低くなっている。しかしながら、絶対的な水準としてきわめて小さな変動性であることがわかる。む

しろ、きわめて安定的であると評価できる。また、価格や賃料の場合と比べても、きわめて小さな変動性であるといえる。

不動産PERの場合、時系列で見た変化の大きさよりも、利子率の逆数として表される理論値とどの程度乖離しているかに関心があるかもしれない。図13からは、実際の不動産PERの大きさが理論値を上回る時期もあれば、下回る時期もあり、一貫した傾向を見ることはできない。しかしながら、理論値としての不動産PERの大きさとそんなに乖離しているようには見られない。図13を見る限りにおいては、40㎡未満の住宅においてバブルは発生していないと判断できる。

図14は、40㎡以上70㎡未満の住宅の不動産PERの推移を示している。平均は香港地区で20.6、九龍地区で20.0、新界地区で23.3となっている。新界地区でもっとも高く、九龍地区でもっとも低くなっているが、全ての地区においてほとんど同じ水準であるといえる。また、標準偏差は香港地区で3.2、九龍地区で3.7、新界地区で2.5である。新界地区でもっとも安定的であり、九龍地区でもっとも変動性が高くなっているが、絶対的な水準としてきわめて低い変動性である。むしろ、すべての地区において安定的であるといえる。

不動産PERの理論値との乖離も大きいとはいえない。したがって、バブルが発生していないと判断できるといえる。

図15は、70㎡以上100㎡未満の住宅の不動産PERの推移を示している。平均は香港地区で21.3、九龍地区で22.1、新界地区で24.4となっている。新界地区でもっとも高く、香港地区でもっとも低くなっている。しかし、これまでと同様に、すべての地区においてほとんど同じ水準であるといえる。また、標準偏差は香港地区で4.3、九龍地区で5.8、新界地区で3.7である。九龍地区でもっとも高く、新界地区でもっとも低くなっている。

不動産PERの理論値との関係は、理論値を上回る時期もあれば下回る時期もあるというのは他のケースと同様である。近年の状況は、40㎡未満や40㎡以上70㎡未満に比べると理論値との乖離は大

きいように見られるが、理論値を大きく上回る水準にあるはいえないだろう。しかしながら、とくに九龍地区においては比較的高い水準に至っているといえるかもしれない。

図 16 は、100 m²以上 160 m²未満の住宅の不動産 PER の推移を示している。平均は香港地区で 23.1、九龍地区で 25.6、新界地区で 21.6 となっている。九龍地区でもっとも高く、新界地区でもっとも低くなっている。しかしながら、ほとんど同じ水準にあるともいえる。また、標準偏差は香港地区で 5.4、九龍地区で 8.1、新界地区で 4.0 である。九龍地区でもっとも高く、新界地区で最も低くなっている。

不動産 PER の推移は、近年、理論値を大きく上回る水準に達しているといえる。とくに、香港地区や九龍地区では、高い水準にあり、2 倍を超える水準にまで達している。

図 17 は、160 m²以上の住宅の不動産 PER の推移を示している。平均は香港地区で 26.7、九龍地区で 37.3、新界地区で 22.8 となっている。九龍地区でもっとも高く、新界地区でもっとも低くなっている。また、160 m²未満の場合と比べても、もっとも高い水準にある。標準偏差は香港地区で 7.4、九龍地区で 13.7、新界地区で 6.0 である。九龍地区でもっとも高く、新界地区でもっとも低くなっている。

不動産 PER の推移は、近年、理論値を大きく上回る水準に達しているといえる。とくに、香港地区や九龍地区では、高い水準にあり、2 倍を超える水準にまで達している。住宅バブルが存在するといってよいと判断される。さらに、このクラスの特徴として、不動産 PER の振幅幅が大きいことも挙げることができるかもしれない。とくに、九龍地区の不動産 PER は激しく乱高下している。先の述べたデータの制約が影響していると考えられるが、投機の対象であることが影響して激しく乱高下しているところもあると考えられる。

全体的な傾向として、価格や賃料の場合と比べて、不動産 PER には次のような傾向があることを指摘できる。第 1 に、変動性が極めて小さいこと

である。これは、すべての面積区分および地区において、当てはまる傾向である。第 2 に、香港、九龍、新界といった地区による違いがあまり見られないことである。不動産 PER は、同じ規模の住宅であれば、すべての地区においてほとんど同じ水準の平均値や標準偏差を示している。第 3 に、同じ地区内において住宅の規模が大きくなるにつれて、不動産 PER は大きくなっているといえる。とくにこの傾向は、香港地区や九龍地区において顕著である。

ところで、香港では、一般に、160 m²を超える面積をもつ住宅は高級住宅である。しばしば、投機の対象となるのもこのクラスの住宅である。図 17 からは、高級住宅が投機の対象となっており、高い不動産 PER に至っていることを確認することができる。

また、100 m²を超える住宅は、いわゆる中流層の中の上位の所得階層の人々が居住する場合が多い。図 16 からは、このクラスの住宅においてもバブルが発生していることがわかる。

結局のところ、100 m²を超える住宅においてバブルが発生していると判断してよいことになる。これは、先行研究として挙げた Qin (2007) と同様の結果である。Qin (2007) では、ファンダメンタル価格との乖離を通じてバブルの存在を検証している。

本稿では、単に利率の逆数としての不動産 PER の理論値との乖離を使って、バブルの存在を判断している。近年の香港の利率は、5.0%であり、結局のところ、不動産 PER の理論値は 20.0 であることになる。つまり、20 を大きく超える不動産 PER を示すような場合には、バブルが発生していると判断されるのである。本稿では、2 倍を超えるような場合をバブルとして判断してきた。非常に直観的な方法といえるかもしれないが、しかし、簡便な方法である。また、その結果は、先行研究と同様となる。簡便法としては、有効な手段であると考えられる。

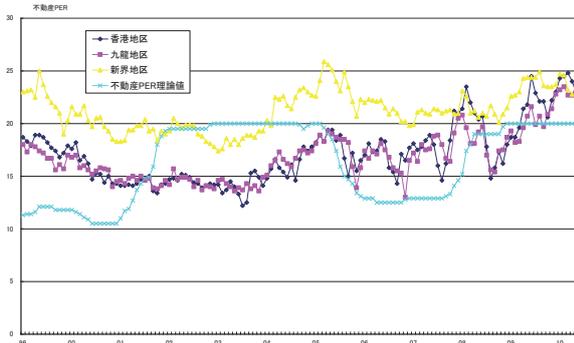


図13 40㎡未満の住宅の不動産PERの推移
(出所) 図3に同じ。

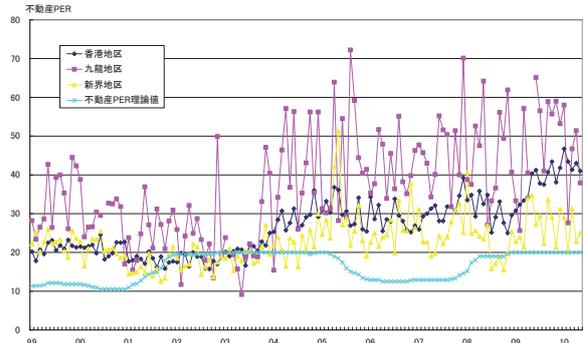


図17 160㎡以上の住宅の不動産PERの推移
(出所) 図3に同じ。

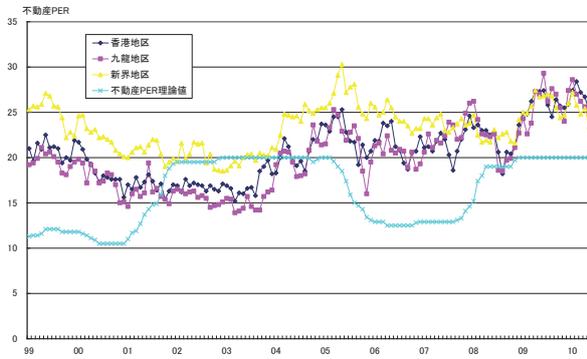


図14 40㎡以上70㎡未満の住宅の不動産PERの推移
(出所) 図3に同じ。

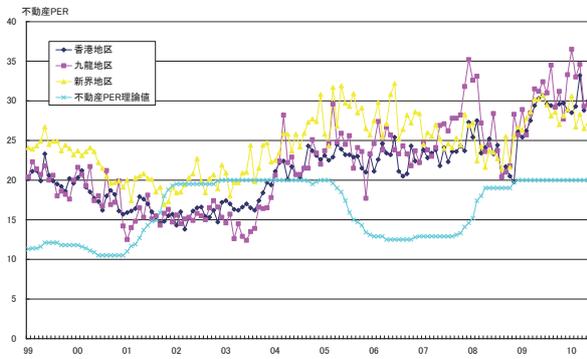


図15 70㎡以上100㎡未満の住宅の不動産PERの推移
(出所) 図3に同じ。

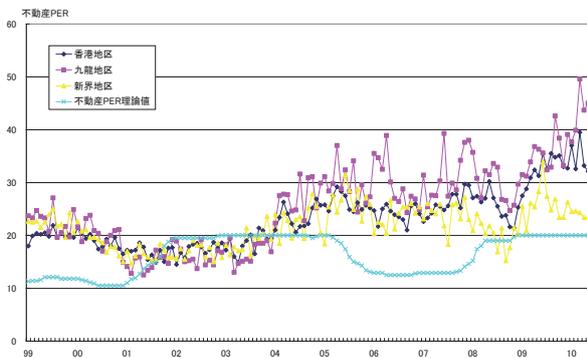


図16 100㎡以上160㎡未満の住宅の不動産PERの推移
(出所) 図3に同じ。

5. おわりに

香港の住宅市場は、価格の変化が激しいことで有名である。中国本土において成功した起業家たちが香港の住宅を投機の対象として購入する例もしばしばニュースで取り上げられる。このような最近の住宅市場の状況を踏まえて、最近では、住宅市場のバブルを懸念する声がしばしば聞かれるようになった。

このような香港住宅市場を取り巻く最近の状況を踏まえて、本稿は、住宅価格の変動性を確認し、合わせて、不動産PERの指標を使ってバブルの存在を検証することを目的とした。その結果、100㎡を超える住宅では、香港地区、九龍地区、新界地区のいずれにおいてもバブルが発生しているとの結論を得た。関連して、住宅価格と住宅賃料とで変動性を比較すると、賃料の方が低い変動性を有しており、安定性に優れていることもわかった^{xi}。

今後の住宅市場の動向を予想すると、価格の高騰にともなうバブルは新界地区においてより一層大きなものとなることが見込まれるかもしれない。また、バブルの発生は、面積の大きな住宅から発生し、小さな住宅へと波及していくと考えることができる。100㎡未満の住宅にバブルが発生するかどうかは、多くの香港住民の生活に影響を与える問題である。香港政府にとっては、今が住宅政策に本格的に取り組むことが求められる正念場であるともいえる。

謝辞

本稿は、2009年9月から2010年2月まで香港城市大学 APEC Study Center において visiting fellow として滞在し、香港の不動産課税を調査研究した成果の一部である。この調査研究に対しては、公益財団法人租税資料館より資金の助成を受けた。ここに記して感謝の意を表したい。

参考文献

- [1] Census and Statistics Department ホームページ (<http://www.censtatd.gov.hk/home/index.jsp>) .
- [2] Economic Analysis and Business Facilitation Unit of the Financial Secretary's Office, Economic situation in the first quarter of 2010 and latest GDP and price forecasts for 2010.
- [3] Hui, Eddie Chi-man and Vivian Sze-mun Ho, (2003) "Does the planning system affect housing prices? Theory and with evidence from Hong Kong," Habitat International, 27, pp.339-359.
- [4] Qin, Xiao (2007) "What drives Hong Kong's residential property market-A Markov switching present value model," Physica A, 383, pp.108-114.
- [5] Quigley, John M. (1999) "Real Estate Prices and Economic Cycles," International Real Estate Review, 2(1), pp.1-20.
- [6] Rating and Valuation Department, The Government of the Hong Kong Special Administrative Region, Hong Kong Property Review 2009.
- [7] Xie, Yuelay and Hongyu Liu, (2004) "Price-Rent Ration in China's Housing Market: Proper Interval, Measurement and an Empirical Study," International Journal of Strategic Property Management.

ⁱ わが国では、10年物国債の利回りを利用して、市場利子率の動向を把握するというやり方がしばしば用いられる。このような方法が使えるためには、政府が国債を発行していることが前提となる。一方、香港の財政は均衡財政によって運営されている。したがって、わが国のような長期国債は発行されていない。(参考までに言及して

おけば、今のところ香港財政は均衡財政でやっている水準にある。)

ⁱⁱ City University of Hong Kong の李教授は、「香港の高級マンションは輸出用である。」と述べている。うまい表現である。

ⁱⁱⁱ とくに不動産投資の実務においては日常的に用いられている馴染みの深い指標である。

^{iv} わが国以外において不動産 PER という言葉を使っている事例は、寡聞にして、見たことがない。同様に、マンション PER なる用語もわが国以外では見聞きしたことがない。

^v

<http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Hong-Kong/price-rent-ratio> による。

^{vi} 火炭駅(新界地区)にパラッツォ(Palazzo)という高級マンションがある。多くの日本人駐在員が居住しており、香港在住の日本人には馴染みのある住宅である。ここで、参考までにパラッツォの価格と賃料を紹介しておく。979平方フィートの3ベッド・ルームのある部屋の場合、価格が11,000,000香港ドル、賃料が30,000香港ドルとなっている。この場合には、価格賃料比率は、約31年である。

(http://www.hongkonghomes.com/property_search/search.php?sch_type=1&location=56&pr_from=0&pr_to=10000000&rt_from=0&rt_to=180000&keywords=&page=1&rec_per_page=5&sort_by=3&action=1&mode=1&max_page=0#history_1)

^{vii} 以下の説明は、Xie and Liu (2004) に依存している。

^{viii} この傾向は、とくに香港の住宅市場においては当てはまるといえる。実際に、多くの不動産屋において、同じ物件が賃貸としても売却としても同時に出されているケースはしばしば見かけられる。また、いわゆる「オーナーチェンジ」も(わが国に比べて)頻繁に行われている。

^{ix} わが国では、賃料よりも価格の方が安定性が高いとする見解が支配的であるかもしれない。たとえば、わが国の固定資産税では、課税標準として価格(適正な時価)を用いる根拠のひとつとして、賃料よりも安定性が高いことを挙げることがある。

^x Best Lending Rate を用いた。

^{xi} 参考までに、注ixに関連して述べておくと、香港では、価格よりも賃料の方が安定性に優れているとして、固定資産税(Rate)の課税ベースとして賃貸価格(つまり、賃料)を採用している。