

## 東京の住宅価格は高すぎるのか？

### —政策介入の意義を問う—

一橋大学社会科学高等研究院 教授・都市空間不動産解析研究センター長  
ブリティッシュ・コロンビア大学 経済学部 客員教授  
清水 千弘  
しみず ちひろ

#### 1. はじめに

近年、マンション価格の高騰が政策論や報道の場で頻繁に取り上げられるようになってきている。2025年には、新築のみならず中古マンションの平均価格も一戸あたり1億円を超えたと報じられ、住宅取得が富裕層中心に偏る「資産化」の進行が懸念されている（不動産経済研究所、2025）。この価格水準は1980年代末のバブル期を想起させるが、平均値という単一統計指標は、必ずしも市場の実態を正確に反映しているとは限らない。

住宅価格は、立地条件、建物性能、管理・サービス水準、再開発の進展度によって大きく異なる。近年は特に、好立地・高性能・高付加価値サービスを備えたマンションの供給が増加し、取引全体の平均値を押し上げている。したがって、価格上昇を単純に「過熱」や「投機」とみなすのではなく、住宅の質的高度化と都市の再構成が進んでいるという側面を考慮する必要がある。

こうした状況のもとで、政府や自治体は住宅価格の急騰を抑制するため、転売規制・空き家規制・外国人投資家の行動を対象とする新たな制度的介入を検討している。千代田区では、新築住宅の転売を5年間禁止する条例の制定が議論されており、短期転売による価格上昇を抑えることが目的とされている。また、中央政府でも外国人投資家による不動産取得の制限が検討され、法制度化に向け

た議論もなされていると聞く。しかし、こうした対策には政策的な合理性や経済的根拠が必ずしも十分に示されていない。

同様の政策は過去にも存在した。1980年代後半の不動産バブル期に導入された監視区域制度は、地価上昇の著しい地域を対象に土地取引の事前届出を義務付け、短期転売を抑しようとするものであった。当時の問題意識は明確であり、「土地を利用せずに転がす」ことが土地利用効率を低下させ、都市の生産性を損なうという経済的な大義があった。しかし、国土庁（1992年報告）によると、制度の効果は限定的であり、取引件数の減少こそあったものの価格の上昇は抑えられず、市場の流動性低下とコスト増大という副作用が顕在化した。つまり、1980年代の規制には明確な経済的目的があったが、現在の議論では、なぜ市場介入が必要なのかという経済的正当性が不明瞭である。

この相違は、現代の投資構造の変化にも起因している。1980年代の日本企業は、むしろ海外の不動産市場に積極的に進出していた。ニューヨーク、ロンドン、ホノルルなどのオフィス・ホテル・商業施設を日本企業が大量に取得したが、1990年代初頭のバブル崩壊後、日本企業や金融機関は多額の損失を被ったにもかかわらず、投資先であった現地市場には深刻な混乱は生じなかった。この経験は、不動産市場の安定性は投資家の資金構造に

依存することを示している。すなわち、外国人投資家がフルエクイティ（自己資金）で投資する場合、価格下落のリスクは投資家が自己責任で負い、金融システムに波及しない。都市的には一時的な地価高騰による外部不経済（居住費負担の増加）は生じるが、経済システムとしての外部不経済は発生しない。

一方、日本人の住宅取得は高負債依存（highly leveraged）である。特に共働き世帯の増加に伴い、ペアローンなどを活用してフルデットに近い形で購入するケースが増えている。

この構造のもとでは、マンション価格が下落に転じた場合、家計は簡単に転居・売却できず、「住宅の流動性制約（lock-in）」に直面する。住宅価格がローン残高を下回れば、売却損による破綻リスクが生じ、社会全体の金融リスクを増幅させる。さらに、住宅ローンの大半は国内の金融機関によって供与されているため、価格下落時には金融機関がリスクを共有する構造となっている。この点で、外国人のフルエクイティ投資が経済システム外部への波及を伴わないのに対し、国内居住者の高負債型住宅購入は、金融安定性と家計の両面で社会的リスクを内包している。

住宅価格の上昇は、新規参入を困難にし、所得階層間の格差拡大を助長するとの指摘がある。とりわけ、高価格化によって若年層や中間層の住宅取得が難しくなり、既存の資産保有層との間で資産格差が拡大する可能性が高い。こうした資産格差の拡大は、住宅市場における流動性や社会的包摂性を損なうだけでなく、都市の機能的持続性にも影響を及ぼす。特に、都市の基盤を支えるエッセンシャルワーカー（医療・介護・物流・教育など）が都心居住を維持できなくなることは、長期的には都市の生産性・レジリエンス（resilience）・社会的効率性を低下させるおそれがあるといった指摘がある。実際、東京都心部では低所得労働者の郊外転出傾向が強まりつつあり、それに伴う通勤距離の増加や労働供給制約が報告されている。この現象は、住宅市場の価格均衡が都市経済全体の空間的均衡を歪める潜在的な副作用（unintended

equilibrium distortion）として捉えられる。

もともと、こうした「エッセンシャルワーカー問題」や住宅取得格差の議論は、都市構造の差異を考慮せずに一般化することはできない。例えば、ニューヨークのマンハッタンやロンドンなどでは、都市圏の物理的広がり小さく、通勤圏の拡張余地が限られているために、住宅高価格化が居住分離と労働供給制約を深刻化させている。これに対し、東京は首都圏全体に広く都市圏を形成し、鉄道・地下鉄ネットワークを中心とする公共交通機関が極めて高密度かつ時間的に効率的に機能している。このような構造的違いを踏まえれば、東京を欧米の大都市と単純に同列で論じることは適切ではない。

むしろ、都市部の高価格化が再開投資を誘発し、首都圏全体の厚生を高めている可能性も否定できない。また、公共交通機関の運行時間延長や勤務シフトの柔軟化といった都市インフラ・労働制度面での調整を進めることで、エッセンシャルワーカーの通勤・居住問題を非住宅的手段で解決する余地も大きい。したがって、都市の住宅高価格化を単一の「住宅政策」問題として過度に一般化すること自体が誤りであり、本質的には、都市の空間構造・交通システム・労働市場・再開投資インセンティブを含む総合的な都市厚生政策として捉えるべきである。

また、住宅価格上昇には一定のマクロ経済的利点も存在する。価格上昇は家計の資産効果を通じて消費を刺激し、また担保価値の上昇は借入コストを低下させるため、設備投資や再開投資の資金調達を促す。Berger et al. (2017) の実証研究は、住宅資産の価格上昇が消費を押し上げ、景気回復を支える効果を確認している。したがって、住宅価格の上昇は一概に否定すべきものではなく、金融リスクが適切に管理されている限り、経済全体にとっては厚生的効果をもたらす。

以上を踏まえると、現在の東京の住宅市場は1980年代の「土地転がし」的な投機とは本質的に異なる。1980年代当時、千代田区・港区・中央区などの都心三区の居住人口は現在の半分以下であ

り、そこは「働く都市」であって「住む都市」ではなかった。2025年時点では、これらの地域の人口は大幅に増加し、再開発を通じて国際的競争力を持つ都市空間へと進化している。老朽ビルの建替え、複合開発、住宅と商業の融合は、都市の生産性を高め、経済成長を下支えしている。価格上昇の背景には、投機ではなく、都市再構成と質的高度化という合理的な要因が存在している。

したがって、政策当局の課題は「価格を下げる」ではなく、市場の質を高めることにある。短期的な転売や外国人投資を一律に制限する政策は、流動性を損ない、再開発や住宅供給の長期的なインセンティブを削ぐ恐れがある。一方で、金融機関の貸出構造や家計の高負債依存に対しては、マクロプルーデンシャル政策による管理が不可欠である。

また、都市の持続的発展を確保するためには、所得階層に応じた居住支援や都市機能維持策を並行して進める必要がある。

本稿は、こうした複合的課題を踏まえ、住宅価格の構造的な高価格化を理論・実証両面から分析し、政策介入の有効性と限界を明らかにすることを目的とする。第2節ではUser Cost理論に基づき住宅価格と家賃の関係を定式化し、第3節ではベクトル誤差修正モデル(VECM)および反実仮想分析を用いて、金利・期待・再開発要因が価格形成に与える影響を定量的に検証する。最終的には、東京の住宅市場を「構造的な高価格化」の新均衡局面として理解し、持続可能な政策設計の方向性を提示する。

## 2. 住宅価格の理論的基礎：User Cost と P/R の統合的理解

住宅は「耐久消費財(durable consumption good)」であり、同時に「投資資産(investment asset)」でもある。この二面性は、住宅価格の形成を理解するうえでの中核である。User Cost理論(Jorgenson, 1963; Poterba, 1984; Diewert & Shimizu, 2015)は、この二つの性格を単一の枠組みで結びつけ、家計のフロー的選好と投資家のス

トック的評価を統合する。

さらに、住宅価格を家賃で割った価格対家賃比(P/R)は、その逆数であるUser Costを通じて、住宅市場の「温度感(heat index)」を測る最も有効な指標である(Case & Shiller, 2003; Himmelberg, Mayer & Sinai, 2005)。

### 2.1 耐久消費財としての住宅

家計は住宅サービス  $H_t$  とその他の消費財  $C_t$  から効用を得る。家計の効用最大化問題は次式で表される。

$$\max_{\{C_t, H_t\}} E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(C_t, H_t) \quad (2.1)$$

住宅の購入価格を  $P_t$ 、家賃を  $R_t$  とすると、家計は所有と賃貸の間で無差別となるとき次の条件が成立する。

$$R_t = UC_t P_t \Rightarrow \frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{UC_t} \quad (2.2)$$

ここで  $UC_t$  は住宅保有コスト(User Cost)であり、金利・税・維持費・減耗などの要素から構成される。式(2.2)は住宅市場の基本的な裁定条件であり、User Costが低下すれば所有の魅力が増し、価格は上昇する。

### 2.2 投資資産としての住宅

住宅を投資資産とみなすと、その価格は将来の家賃(配当)とキャピタルゲインの現在価値で決定される。

$$P_t = \sum_{j=0}^{\infty} \frac{E_t[R_{t+j}]}{\prod_{s=1}^j (1 + i_{t+s})} \quad (2.3)$$

近似的に、User Costの構成要素として表せば、

$$UC_t = i_t + \delta + \tau + m - E_t[\pi_t] \quad (2.4)$$

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{i_t + \delta + \tau + m - E_t[\pi_t]} \quad (2.5)$$

ここで、 $i_t$ ：名目金利、 $\delta$ ：減耗率、 $\tau$ ：税・保険・取引費用、 $m$ ：維持費、 $E_t[\pi_t]$ ：期待価格上昇率である。式(2.5)は投資家の裁定条件を示し、

金利低下や期待上昇により User Cost が下がれば、価格が上昇する。

### 2.3 金融的 User Cost (FUC) の導入

User Cost のうち金融政策に最も敏感なのが資金調達コストである。

住宅投資家は自己資本 (エクイティ) と負債 (デット) の比率によって異なる資金コストを負担する。これを明示したものが Financial User Cost (FUC) であり、次式で定義される。

$$FUC_t = w_D r_{D,t} + w_E r_{E,t} \quad (w_D + w_E = 1). \quad (2.6)$$

ここで、 $r_{D,t}$  : 住宅ローン金利、 $r_{E,t}$  : 自己資本の期待収益率。この式により、投資家の資金構成に応じた3つの典型的形態が導出される。

したがって、User Cost は次式により拡張される。

$$UC_t = FUC_t + \delta + \tau + m - E_t[\pi_t]. \quad (2.7)$$

### 2.4 金利政策の波及と住宅価格の弾力性

中央銀行の政策金利  $i_t$  の変化は、ローン金利を通じて FUC に波及する。

一次近似をとると、

$$\frac{\partial FUC_t}{\partial i_t} = w_D \frac{\partial r_{D,t}}{\partial i_t}. \quad (2.8)$$

これにより、政策金利変化が User Cost に与える影響は  $w_D$  に比例する。したがって、住宅価格の金利弾力性は次のように表される。

$$\frac{\partial P_t}{\partial i_t} = -\frac{P_t^2}{R_t} \frac{\partial UC_t}{\partial i_t} = -\frac{P_t^2}{R_t} w_D. \quad (2.9)$$

負債比率の高い市場ほど、金利変更が住宅価格に与える影響は大きい。Type C (フルデット) が主導する市場では金利ショックが直ちに価格変動を引き起こし、Type A (フルエクイティ) が主導する市場では金利政策の影響は限定的となる。

類型	比率	数式	経済的特徴
Type A (フルエクイティ)	$w_D = 0, w_E = 1$	$FUC_t^{(A)} = r_{E,t}$	全額自己資金(外国人投資家など)。資本コストは他の投資機会との比較(機会費用)で決定し、政策金利への感応度は低い。
Type B (レバレッジ型)	$w_D = 0.8, w_E = 0.2$	$FUC_t^{(B)} = 0.8r_{D,t} + 0.2r_{E,t}$	日本の一般的住宅購入層。金利変化に最も敏感で、金融政策が直接価格に波及する。
Type C (フルデット)	$w_D = 1, w_E = 0$	$FUC_t^{(C)} = r_{D,t}$	高負債家計(ペアローン等)。価格下落時にローン残高超過・破綻リスクを抱え、金融安定性に影響を及ぼす。

## 2.5 P/R 比の理論的意義

式 (2.2) から、価格対家賃比 (P/R) は User Cost の逆数として定義される。

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{UC_t}. \quad (2.10)$$

その微分関係は次式のように単純である。

$$\frac{d\left(\frac{P}{R}\right)}{dUC_t} = -\frac{1}{UC_t^2} < 0. \quad (2.11)$$

したがって、P/R の上昇は User Cost の低下を意味し、金利低下・税負担軽減・維持費低下・期待上昇などのいずれかが作用している。P/R は住宅市場の資産化の度合いを表す最も重要なマクロ指標であり、「市場の温度計」として機能する。Case & Shiller (2003) は、P/R が異常に上昇した局面が将来の価格調整を予告することを示し、Himmelberg et al. (2005) は金利・税制・期待形成を統合して P/R 上昇の合理的説明を与えた。Diewert & Shimizu (2015) は、User Cost 理論を価格指数理論に統合し、P/R が住宅市場の厚生分析にも理論的整合性を持つことを示している。

## 2.6 FUC とバブル理論の統合 : Hirano-Toda モデルとの融合

Hirano & Toda (2024) および Hirano & Stiglitz (2024) は、資産価格を基本価値とバブル価値に分解し、成長経済ではバブルが均衡の一部として必然的に出現しうることを示した。FUC を導入した User Cost モデルにこのバブル構造を組み込むことで、住宅価格モデルを厳格化できる。

### (1) 価格の分解

住宅価格は基本価値  $P_t^F$  とバブル項  $B_t$  に分解される。

$$P_t = P_t^F + B_t. \quad (2.12)$$

無裁定条件より、

$$\begin{aligned} P_t &= E_t[M_{t+1}(R_{t+1} + P_{t+1})], B_t \\ &= E_t[M_{t+1}B_{t+1}], \end{aligned} \quad (2.13)$$

ここで  $M_{t+1}$  は確率的割引因子 (SDF) である。User Cost を用いた局所近似では、

$$M_{t+1} \approx \frac{1}{1 + UC_t}. \quad (2.14)$$

これを用いると、基本価値は次式で近似される。

$$\frac{P_t^F}{R_t} \approx \frac{1}{UC_t - g_R}, \quad (2.15)$$

ここで  $g_R$  は家賃の成長率である。

### (2) バブル項の成長条件

式 (2.13) - (2.14) より、バブル項は次の条件を満たす。

$$E_t \left[ \frac{B_{t+1}}{B_t} \right] \approx 1 + UC_t. \quad (2.16)$$

したがって、バブルは User Cost と同程度の成長率で拡大する。

また、バブル比率  $b_t = \frac{B_t}{R_t}$  の再帰式は次のように表される。

$$b_t \approx E_t \left[ \frac{1 + g_R}{1 + UC_t} b_{t+1} \right]. \quad (2.17)$$

定常解 ( $b_{t+1} = b_t = \bar{b}$ ) の存在条件は、

$$\begin{aligned} UC > g_R &\Rightarrow \bar{b} = 0, UC = g_R \Rightarrow \bar{b} \text{任意}, \\ UC < g_R &\Rightarrow \bar{b} \text{非可}. \end{aligned} \quad (2.18)$$

すなわち、家賃成長が User Cost を上回る場合、基本価値が無限化し、バブル均衡が必要となる。これは Hirano & Toda (2024) のバブル必然レジームに対応する。

### (3) FUC と政策金利の結合

FUC を明示すると、UC は次のように書ける。

$$UC_t = FUC_t + \delta + \tau + m - E_t[\pi_t^F]. \quad (2.19)$$

FUC は資金構成によって異なる。

$$FUC_t = w_D r_{D,t} + w_E r_{E,t}, (w_D + w_E = 1) \quad (2.20)$$

中央銀行の政策金利変更  $i_t$  は、

$$\frac{\partial UC_t}{\partial i_t} = w_D \frac{\partial r_{D,t}}{\partial i_t}. \quad (2.21)$$

#### (4) P/Rの拡張式

以上を統合すると、住宅価格対家賃比 (P/R) は次式で表される。

$$\frac{P_t}{R_t} = \underbrace{\frac{1}{UC_t - g_R}}_{\text{基本価値}} + \underbrace{b_t}_{\text{バブル価値}}. \quad (2.22)$$

政策金利の変化による総効果は、基本価値とバブル価値に分解される。

$$\frac{\partial}{\partial i_t} \left( \frac{P_t}{R_t} \right) = -\frac{1}{(UC_t - g_R)^2} \frac{\partial UC_t}{\partial i_t} + \frac{b_t}{UC_t - g_R} \frac{\partial UC_t}{\partial i_t}. \quad (2.20)$$

第一項は**基本価値への弾力性**、第二項は**バブル価値の乗数効果**を示す。

特に  $UC_t \approx g_R$  (家賃成長と User Cost が接近) する**相転移点**では、両者の弾力性が発散し、**政策金利の影響が過大化する**。これは Hirano & Toda (2024) が理論的に示した「**バブル相転移 (phase transition)**」現象に対応する。

本節では、住宅価格の理論を User Cost モデルとして厳密に再構成し、さらに金融的 User Cost (FUC) とバブル項を導入することで、住宅市場における**ファンダメンタル価格とバブル価格の統一のフレームワーク**を提示した。

- 式 (2.5) と (2.7) により、User Cost は金利・税・維持費・期待の複合コストである。
- 式 (2.6) - (2.9) により、FUC は投資家の資金構成に依存し、政策金利変更の波及を定量化できる。
- 式 (2.12) - (2.23) により、Hirano-Toda / Hirano-Stiglitz のバブル理論と統合され、住宅価格 (P/R) は**基本価値**  $\frac{1}{UC - g_R}$  と**バブル価値**  $b_t$ に分解される。

- この拡張により、**金融政策が基本価値とバブルの双方にどう波及するか**を、数式的に評価できるようになった。

次節では、このモデルを実証的に検証するため、VECM (ベクトル誤差修正モデル) を用いて金利・期待・再開発要因が住宅価格の動学に与える影響を定量分析する。

### 3. データと実証分析

第2節で理論的に示したように、住宅価格の均衡は次式で表される。

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{UC_t - g_R} + b_t \quad (2.22 \text{ 再掲})$$

ここで、 $P_t$  は住宅価格、 $R_t$  は家賃、 $UC_t$  は金融的ユーザーコスト (FUC) を含む広義の住宅保有コスト、 $g_R$  は家賃成長率、 $b_t$  は期待や信用環境により内生的に形成されるバブル項である。

#### 3.1 データと市場動向

分析には、1986年1月から2025年5月までの東京都区部に関する月次データを使用した。主な変数は次ページの通りである。

図1は、住宅価格 (赤) と家賃 (青×100) の長期推移を示す。1980年代末のバブル期には価格が急騰し、家賃との乖離が拡大した。その後1990年代の停滞期を経て、2013年以降に再び上昇局面に転じている。家賃の変化は緩やかであり、価格が金融条件や期待変化に即応して動く一方で、家賃は粘着的である。この「**価格先行・家賃遅行**」の関係は、住宅市場が短期的に非対称な調整構造を持つことを示している。

図2のP/R (価格対家賃比) は、住宅の「**資産化の度合い (market heat)**」を示す。1980年代末には急上昇し、崩壊後に急落したが、2000年代後半から再び上昇傾向を示し、2013年以降は明確な上昇トレンドにある。この上昇は、低金利によるFUC (金融的ユーザーコスト) の低下に加え、再開発や都市再構成への期待の上昇が重なった結果である。P/Rの上昇は、単なる短期的な過熱ではなく、低金利・高期待が恒常的に作用する「**構造的**

変数	定義	出所
$P_t$	住宅価格指数(RPPI)	<a href="https://www.haver.com/">https://www.haver.com/</a>
$R_t$	家賃指数(CPI 家賃)	総務省統計局
$UC_t$	ユーザーコスト( $FUC + \delta + \tau + m - E[\pi]$ )	自作推計(長期金利・税・維持費・期待から構成)
$i_t$	政策金利・長期金利	日本銀行
$E_t[\pi_t]$	期待価格上昇率	消費者期待調査、過去上昇率平均

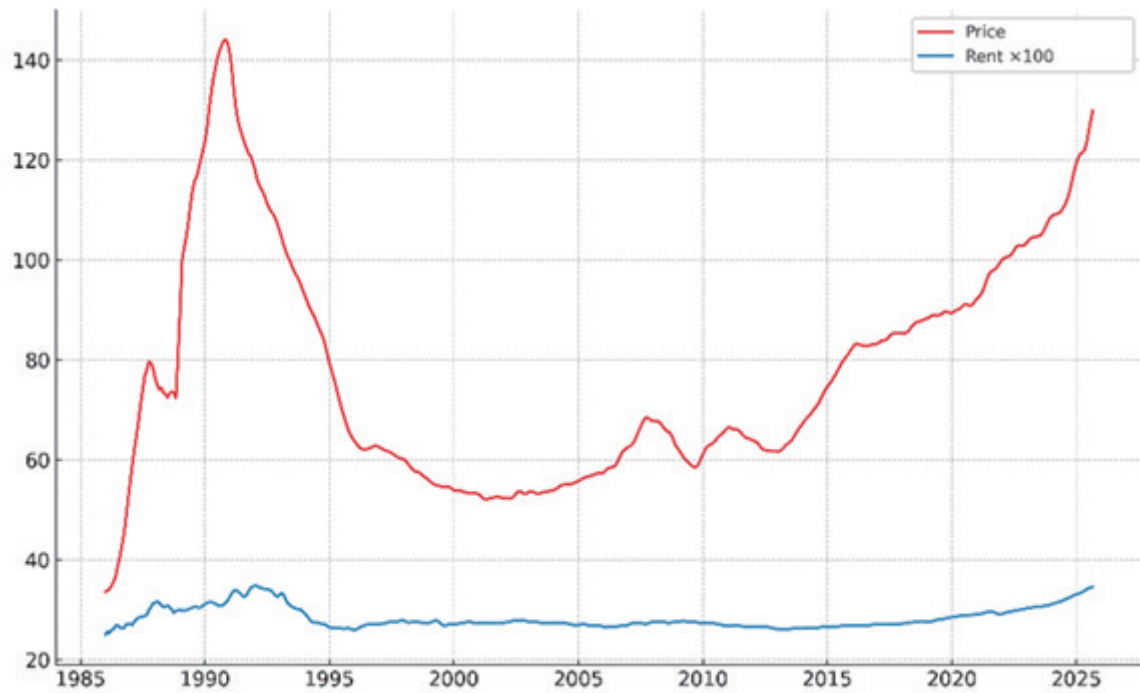


図1 住宅価格と家賃の推移 (1986-2025)



図2のP/R（価格対家賃比）



図3 金融的ユーザーコスト (FUC : Type B) の推移 (1986-2025)

高価格化 (structural appreciation)」の表れである。

図3は、負債比率80%・自己資本比率20%のType B構成に基づく金融的ユーザーコスト(FUC)を示す。1990年代後半には年率5%前後であったが、2020年代には1%台まで低下した。この構造的低下は、超低金利政策・信用緩和・税制優遇の複合効果であり、住宅保有が賃貸よりも経済的に有利な環境を生み出した。結果として、住宅市場において価格が家賃を上回る構造的趨勢が形成された。

1980年代末のバブル期には、住宅価格が急騰し、家賃が追従できずP/Rが急上昇した。当時の金利水準は高くFUCも高かったが、将来の価格上昇に対する強い期待 $E_t[\pi_t]$ が分母(User Cost)を実質的に押し下げ、価格を押し上げた。この局面は、Hirano-Toda (2024)が理論的に示したバブル均衡の初期段階に相当し、期待主導の価格上昇が観察された。

その後の1990年代から2010年代前半の長期停滞期には、住宅価格とP/Rが横ばいまたは下落基調を示した。低金利環境のもとでFUCは緩やかに低下したが、家計の所得伸び悩みと人口減少により住宅需要は抑制され、価格は反応しなかった。この期間は、理論的にいえば「User Costの低下が期待形成に結びつかない停滞均衡」に近く、価格の動学は金利よりも需要サイドの制約に左右された。

2013年以降のアベノミクス期に入ると、日銀の大規模金融緩和と長期金利の急低下により、FUCは1~2%台まで低下した。同時に、都心再開発の進展、円安、外資の流入などが住宅市場の期待を押し上げ、価格とP/Rが急上昇した。この時期の住宅市場は、UCが家賃成長率 $g_R$ に接近する相転移近傍(phase transition regime)に入り、価格が金利や期待に対して非線形的に高感応になる「構造的な高価格化」局面を形成した。

2020年から2021年のコロナ禍では、外出制限や取引停滞により市場が一時的に鈍化したが、超低金利政策の継続によりFUCはさらに低下し、在

宅勤務や資産分散需要の拡大を背景に価格はすぐに回復した。この期間は、FUCの歴史的低下が価格を下支えした象徴的な局面である。2022年以降の最近では、世界的なインフレ高進を受けて日本でも長期金利が小幅に上昇したが、FUCは依然として極めて低い水準にとどまっている。住宅価格とP/Rは高止まりし、家賃が遅れて上昇している。再開発、雇用回復、外資流入が引き続き市場を支え、低FUC・高期待の構造的均衡が持続している。すなわち、東京の住宅市場は現在、金利弾力性が限定され、期待と都市構造変化に支配される均衡局面にあるといえる。

#### 4. 政策介入の評価：転売規制・空き家税・外国人投資規制

第2節の理論モデルでは、住宅価格は以下の式で決定される。

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{UC_t - g_R} + b_t \quad (2.22 \text{ 再掲})$$

ここで、 $P_t$ は住宅価格、 $R_t$ は家賃、 $UC_t$ は金融的ユーザーコスト(FUC)を含む広義の保有コスト、 $g_R$ は家賃成長率、 $b_t$ は期待や信用条件に基づく内生的バブル項である。式(2.22)が示す通り、価格形成のメカニズムは二重の経路から成り立つ。すなわち、(1)金利や税・維持費などを通じて分母に作用するUser Cost効果(UC経路)と、(2)期待形成や信用緩和、再開発プレミアムを通じて分子に現れる期待効果である。

##### 4.1 評価基準：理論的整合性と実証的制約

税や規制による政策介入は、User Cost式(2.22)の構成要素のうち、税率( $\tau$ )や維持費( $m$ )、期待項( $E_t[\pi_t]$ )に作用する。政策がUCを押し上げれば、短期的にP/Rは低下し価格が抑制されるが、期待が不変であれば価格は時間とともに均衡へ回帰する。また、Hirano-Toda (2024)の「相転移理論(phase transition)」が示すように、低UC×高期待の環境では、期待ショックの弾力性が非線形に拡大し、金利や税制を通じたUC調整の効果が減殺されやすい。このため、期待形成の抑制と金

融構造（レバレッジ）の管理が政策効果を決める中核的要素となる。

#### 4.2 転売規制（Flipping Tax）と家賃粘着性・可負担性

転売規制は、短期的な投機需要を抑制し、市場の安定化を目的とする政策である。理論的には、短期転売益に対する課税は、短期保有の期待収益を低下させ、式(2.22)の期待項  $E_t[\pi_t]$  を引き下げ、分母の  $UC$  を実質的に増加させる。その結果、短期的には価格対家賃比（P/R）は低下し、価格抑制が実現する。しかし、住宅市場では価格が調整を主導し、家賃は遅行するため、転売規制によって市場流動性が損なわれると、短期の調整速度が低下し、均衡回復が遅れる。これは「価格主導型均衡調整」の構造において、調整弾力性を抑制する逆効果を生む可能性がある。

さらに、転売規制は再開発や都市更新の資金循環を阻害する。再開発過程では転売市場が資金供給の一端を担っており、取引抑制は再開発期待および将来の価格上昇期待を低下させることで、短期的な過熱を冷ます代わりに、長期的な都市価値の向上を阻害しかねない。

同時に、家賃の粘着性の存在は、転売規制が住宅の可負担性を直ちに改善しないことを意味する。短期的に価格が下がっても、家賃は契約慣行や固定費用により遅れてしか下がらないため、家計の実質負担軽減は遅れてしまうのである。

#### 4.3 空き家税（Vacant Home Tax）

空き家税は、住宅の非利用に対して課税することで、保有コスト（ $UC$ ）を上昇させ、非効率な資産利用を抑制する政策である。理論的には、税率（ $\tau$ ）の上昇が  $UC$  を増加させ、短期的に P/R を低下させる方向に働く。実際、Davidoff and Nunns (2018) のバンクーバー事例では、導入後に空き家率は一時的に低下したが、価格水準は1~2年以内に回復している。この結果は、第3節の VECM が示す「価格主導・家賃遅行」構造と整合的である。

すなわち、短期的には価格が即応し、長期的には期待や再投資行動を通じて均衡へ戻る。空き家

税の長期的効果が限定される理由は、過度な課税が維持・改修投資の削減や再開発オプションの行使遅延を引き起こすためである。これにより期待項  $E_t[\pi_t]$  が低下し、都市の再生能力そのものを損なう。したがって、空き家税は恒常的な価格抑制策ではなく、短期的な資産利用促進策として位置づけるべきである。効果を最大化するには、課税対象を「恒常的非利用住宅」に限定し、税収を改修・更新支援に再投資することで、「課税→投資促進→期待の健全化」という循環を形成する必要がある。

#### 4.4 外国人投資規制（Foreign Buyer Restriction）

外国人投資規制は、短期的には住宅需要を抑制し、価格を一時的に引き下げる効果をもたらす。しかし、供給弾力性が低下し、着工数が減少すると、1~2年後には価格が再上昇する傾向がある。カナダやニュージーランドの事例では、価格は一時的に6%程度下落したが、翌年には回復した（Somerville, 2024）。また、外国人投資家は一般にフルエクイティ投資（自己資金100%）であり、金融リスクを日本の金融機関へ波及させる経路が限定的である。よって、外国人投資規制は金融安定化政策としての合理性が弱く、むしろ市場流動性と資金多様性の低下を通じて長期的に市場を硬直化させる可能性がある。

合理的な政策は、全面的禁止ではなく透明性の強化を通じて投機的取引を抑制する方向である。具体的には、本人確認、資金源の開示、実需居住義務の設定など、実需を前提とした規制を導入し、新築や再開発プロジェクトへの投資機会は確保することで、短期抑制と長期安定の両立を図ることを優先すべきである。

#### 4.5 構造的な高価格化への理論的対応

以上の分析を総合すると、住宅市場における政策効果は、式(2.22)の  $UC$  経路と期待経路（ $b_t$  項）を通じて作用することが明らかである。第2節で示したように、User Cost が家賃成長率  $g_R$  に接近する「相転移領域」では、期待の弾力性が非線形的に拡大し、金利・税・規制による  $UC$  調整の効果が低下する（式(2.23)参照）。VECM の結果も、低

金利環境下で価格調整速度が鈍化し、期待主導の価格上昇が持続することを裏付けた。したがって、金利政策・期待管理・都市政策を統合した三層的政策ミックスこそが、構造的な高価格化局面における唯一の理論的一貫解である。

第一に、金融政策（FUC 経路）は短期の価格抑制に一定の効果を持つが、相転移領域では限界がある。このため、LTV・DSR等のマクロプルーデンシャル政策を組み合わせ、レバレッジ比率を管理することで、金利波及の乗数を安定化させる必要がある。

第二に、期待管理（期待経路）は最も強力な政策手段である。情報開示・フォワードガイダンス・再開発計画の透明化を通じて、過剰な期待形成を抑制し、バブル項  $b_t$  の拡大を防ぐことが可能となる。特に低 UC 環境下では、期待の非線形拡大が価格を支配するため、この経路の制御が価格安定の核心となる。第三に、都市構造政策が長期均衡を規定することに留意しないとけない。改修・再開発・長寿命化支援により、住宅サービス価値  $R_t$  と成長率  $g_R$  を引き上げ、分母の安定化を図ることで、価格の構造的安定性を強化できる。

この三層政策は、理論的には式 (2.22) および (2.23) と整合し、実証的には「価格主導型調整」構造に対応するものとなる。すなわち、価格の短期調整機能を保ちながら、期待の過剰増幅を抑え、都市の実質価値を高めるという均衡メカニズムである。

1980年代の監視区域制度のように、取引を直接規制する政策は「土地転がし抑止」という大義を持ちながらも、価格抑制効果が限定的で、市場流動性を損なった。現代では、当時と異なり、低金利・人口減少・国際資金流入という環境下であり、取引規制型の政策は長期均衡を歪める副作用が大きい。

必要なのは、取引を止めることではなく、価格形成の質を高めることである。そのためには、金利（FUC）、期待（ $b_t$ ）、家賃成長（ $g_R$ ）という三つの理論変数に直接働きかける政策設計が求められる。近年では、家賃の改訂に消費者物価指数と

の連動を取り入れる契約形態も出ているが、家賃成長（ $g_R$ ）と賃金の上昇とを同時に実現させていく施策が、マクロ経済全体の成長にとって要請されているのである。

結論として、現代の住宅市場における「構造的な高価格化」は、投機的現象ではなく、金融条件・期待形成・都市構造の相互作用によって形成された新しい均衡である。したがって、これに対応する政策は、規制ではなく、理論的整合性と制度的補完性を持つ統合的政策体系—すなわち、金融政策+期待管理+都市再構成支援による三位一体の政策ミックス—こそが、長期的に持続可能な住宅市場を実現する現実的な解答であると考えられる。

## 5. 結論：構造的な高価格化と政策の再設計

本稿は、住宅価格の上昇を単なるバブル的現象としてではなく、金融構造（FUC）・期待（ $b_t$ ）、都市機能強化による家賃成長（ $g_R$ ）の三層が相互作用する構造的な高価格化（structural appreciation）として理論的・実証的に再定式化した。第2節では、User Cost 理論を拡張し、金利や税制・減耗だけでなく、期待項とバブル項を含む新しい価格形成モデル（式 2.22）を提示した。第3節では、東京の40年間に及び長期データで、住宅価格・家賃・ユーザーコストの間に安定的な長期均衡関係が存在し、短期的には価格主導型調整（price-led adjustment）が成立していることが確認された。第4節では、政策分析を通じて、転売規制・空き家税・外国人投資規制などの介入が短期的な過熱抑制に効果を持つ一方、長期的な構造的抑制には限界があることを示した。以下、結論として整理する。

### 5.1 バブルは繰り返され、政策もまた繰り返される

日本の住宅・土地市場は、1980年代のバブル期以降、資産価格の急上昇とその後の崩壊を周期的に経験してきた。そして、そのたびに取引規制と課税強化が導入され、同じ誤りを繰り返してきた。1987年に施行された監視区域制度はその象徴である。この制度は、地価上昇が著しい地域を「監

視区域」に指定し、土地取引に事前届け出を義務づけるものであった。その政策的な大義は明確であり、利用を前提としない土地転がし（非実需的土地取引）による地価上昇を防ぎ、土地利用効率の低下を防止するという点にあった。当時の日本では、製造業や金融業を中心に企業が保有地の転売を繰り返し、土地が生産要素としてではなく、**投機資産として循環取引される構造的ゆがみ**が生じていた。その意味で、監視区域制度は経済的合理性を有していたと言える。

しかし、制度の運用は市場の流動性を著しく低下させ、結果的に**価格の下落を招くことなく、価格形成の歪みと取引停滞を残した**。1992年の地価税導入、固定資産税の強化など、後追的な課税政策も同様であり、短期的な抑制効果よりも、**市場活力と都市更新を損なう副作用**が大きかった。バブル期の政策失敗は、**取引規制が均衡価格の調整経路を遮断し、短期的静止をもたらしたが、長期的な回帰均衡を破壊した**という点に集約されるであろう。

## 5.2 現代の転売規制は当時と異なる環境にある

今日、東京都の中心部で検討されている**マンション転売規制**は、表面的には1980年代の監視区域制度と似ている。しかし、**その経済的意義と大義は根本的に異なる**。

第一に、1980年代の監視区域制度が対象としたのは「利用を前提としない土地転売」であり、土地という生産資源の効率的配分を守るという経済的合理性が存在した。土地転がしが資源の浪費を招き、社会的余剰を減少させるという明確な市場の失敗があったのである。

一方、現代のマンション転売規制は、そのような生産的非効率性を前提としていない。むしろ、現代の取引の多くは、住宅需要の多様化や都市再開発過程における資金循環の一部を担っており、**転売が市場の流動性・価格発見・再開発資金の供給という経済機能を果たしている**。したがって、当時のような「土地利用の非効率化防止」という大義は、現在のマンション転売規制には存在しない。規制の背景には、短期的価格上昇への政治的

圧力や公平感への配慮が見られるが、**経済的合理性・社会的厚生改善の観点からの説明は乏しい**。

第二に、制度が導入される環境も全く異なる。1980年代の日本は高成長・高金利・高期待の「**拡張経済**」だったが、現在の日本は**低成長・低金利・人口減少・都市集中・高齢化**という「**縮小経済**」にある。したがって、取引規制によって流動性を制限することは、**都市経済の生産性低下・住宅市場の硬直化**をもたらす危険性が高い。住宅市場の価格上昇を一律に「悪」と捉えるのではなく、**市場が新たな空間均衡を形成しようとしている過程**として理解する必要がある。

## 5.3 空間的均衡の視点:東京の高価格化と社会的厚生

東京中心部の住宅価格高騰は、しばしば格差や過熱の象徴として批判される。しかし、空間的均衡 (spatial equilibrium) の観点からみると、東京中心部の価格上昇が**周辺地域・地方都市への人口移動を促すことは、むしろ一国全体の厚生を高める**。式(2.22)を地域別に拡張すれば、各地域  $i$  における価格対家賃比は  $\frac{P_i}{R_i} = \frac{1}{UC_i - g_{R,i}} + b_i$  により定義される。東京中心部では期待項  $E_i[\pi_i]$  と家賃成長率  $g_{R,i}$  が高いため、 $P/R$  が上昇する。これにより住宅価格が上がれば、限界効用の逓減に従って家計はより低廉な周辺部・地方都市へと移動する。この人口移動は、住宅需要と供給の地域間均衡を促し、国全体としての空間的最適配置 (Spatial Welfare Equilibrium) に寄与するのである。

特定の区の課題を東京都全体、あるいは一国全体の危機と捉えるべきではない。むしろ、中心部の価格上昇が「**人口分散**」という形で地方への波及をもたらし、**過疎地域の住宅需要を再生させる効果**を生む可能性がある。人口減少社会においては、こうした**地域間の価格格差を通じた資源の再配分**こそが、社会的厚生の最大化につながる。したがって、東京中心部の住宅価格高騰は、**一国全体で見れば負の現象ではなく、空間的調整の一部**とみなすべきである。

#### 5.4 構造的な高価格化時代の政策原理と慎重な介入

以上を総合すれば、現代の住宅市場における政策原理は明確である。価格の高止まりは必ずしも異常ではなく、低金利・高期待・都市集中がもたらす新たな均衡の形である。したがって、過去のような取引規制や課税強化で短期的な抑制を図るのではなく、User Cost 式(2.22)が示すように、金融構造 ( $FUC$ )、期待形成 ( $b_t$ )、家賃成長率 ( $g_R$ ) という三つの変数を政策的に制御し、価格形成の「質」を高めることが求められる。

具体的には、

- 金融政策・マクロプルーデンシャル政策を通じてレバレッジ比率 ( $w_D$ ) を管理し、 $FUC$  の過度な低下を防ぐ。
- 情報公開・再開発透明化・フォワードガイダンスにより、期待の非線形的増幅を抑制する。
- 都市政策を通じて家賃成長率  $g_R$  を高め、都市空間の生産性を引き上げる。

この三層の政策が理論的にも実証的にも最も整合的であり、価格主導型調整の構造を強化しつつ、長期均衡を安定化させる。1980年代の政策が「土地転がし抑止」という明確な大義のもとで行われたのに対し、現代のマンション転売規制には、経済的合理性や厚生の根拠を見出しがたい。人口減少・高齢化・国際競争力低下のもとで、短期的政治圧力に基づく過剰介入は制度的誤謬を再生産する危険性がある。政策当局に求められるのは、過去の規制を反射的に繰り返すことではなく、理論的整合性と制度的柔軟性を備えた「慎重な介入」である。

東京中心部の価格上昇を、全国的危機ではなく、人口再配置・都市機能分散を通じた空間的最適化の局面として捉えるならば、日本の住宅市場はむしろ新しい均衡と成長の可能性を内包している。政策の目的は価格の抑制ではなく、空間的・構造的に持続可能な住宅市場の均衡を創出することにほかならない。

#### 参考文献

- Ben-Shahar, D., Nayer, D., & Somerville, T. (2025). Empty Homes, Vacancy Taxes, and Housing Affordability. Working Paper, University of British Columbia.
- Berger, D., Guerrieri, V., Lorenzoni, G., & Vavra, J. (2017). House Prices and Consumer Spending. *NBER Working Paper* No. 21667. National Bureau of Economic Research.
- Case, K. E., & Shiller, R. J. (2003). Is There a Bubble in the Housing Market? *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(2), 299–362.
- Davidoff, I., & Nunns, P. (2018). The Effect of Vacancy Taxes on Housing Markets. *Vancouver City Policy Report*.
- Deng, Y., Inoue, T., Nishimura, K. G., & Shimizu, C. (2024). Demographics Outlook, Credit Conditions, and Property Prices. *Tokyo Center for Economic Research (TCER) Discussion Paper. E-198*.
- Diewert, W. E., & Shimizu, C. (2020). Imputed rent for owner-occupied housing in national accounts. In *Property Price Index Theory and Practice* (Chapter 8, pp. 325–358). Springer.
- Gyourko, J., & Molloy, R. (2015). Regulation and Housing Supply. In G. Duranton, J. V. Henderson, & W. C. Strange (Eds.), *Handbook of Regional and Urban Economics* (Vol. 5B, pp. 1289–1336). Amsterdam: Elsevier.
- Himmelberg, C., Mayer, C., & Sinai, T. (2005). Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 67–92.
- Hirano, T., & Stiglitz, J. E. (2024). Credit, Land Speculation, and Low-Interest-Rate Policy. Slide materials and discussion draft, Hitotsubashi University and Columbia University.
- Hirano, T., & Toda, A. A. (2024a). Housing Bubbles with Phase Transitions. *Working Paper, University of California, San Diego*.
- Hirano, T., & Toda, A. A. (2024b). Bubble Economics. *Journal of Mathematical Economics*, 111, 102944.
- Jorgenson, D. W. (1963). Capital Theory and Investment Behavior. *American Economic Review*, 53(2), 247–259.
- Piazzesi, M., & Schneider, M. (2016). Housing and Macroeconomics. *NBER Working Paper* No. 22354. National Bureau of Economic Research.
- Poterba, J. M. (1984). Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 99(4), 729–752.
- Suzuki, K., & Shimizu, C. (2024). Obsolete Housing Equipment, Weak Renovation, and Rapid Depreciation. *Journal of Housing Economics*, Volume 71, 101306.
- Pavlov, A., Somerville, T., & Wetzel, J. (2024). Foreign buyer taxes and housing affordability. *Real Estate Economics*, 52(3), 928–950.

備考：本研究の研究は、「日本学術振興会・基盤研究(S)24H00012」の助成を受けている。執筆の過程で、Erwin Diewert氏、平野智弘氏、故・伊藤隆敏氏、吉田二郎氏、森知也氏から多くの示唆をいただいた。ここに感謝申し上げる。