

住宅市場：金利上昇下で進む住宅の選抜 —金利変動がどのように不動産市場に影響するか—

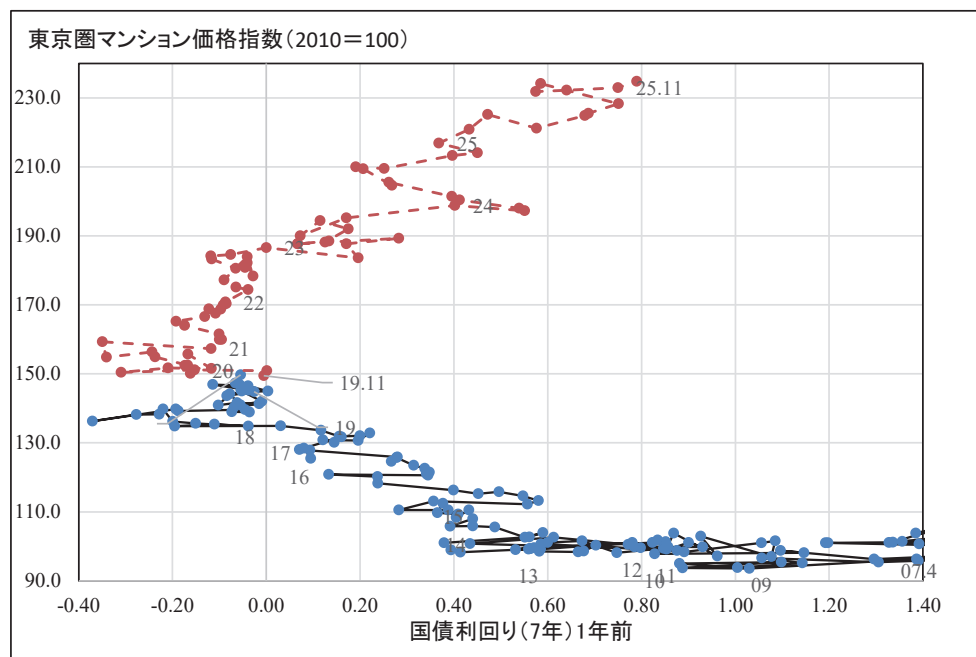
日本大学 経済学部 特任教授 浅田 義久
あさだ よしひさ

1. 金融政策と不動産価格

本稿は、日本の金融政策が不動産価格を含む不動産市場への影響を検討することを目的としています。

金融政策と不動産価格の関連は後述式(4)のように、非常に単純に考えると金利が上昇すると不動産価格は下落することになります。ただ、これも式(4)で分かるように実際には様々な税制や制度によって住宅価格が変化してきます。

まず、実際のデータを見てみましょう。図1は縦軸に東京圏マンション価格指数を横軸に1年前の7年もの国債利回りをとってプロットしたものです。1年前としているのは購入検討(利回りを基に)から購入まで1年ほどLagが生じているためです。理論的には右下がりになるはずですが、図で分かるように2019年11月から右上がりになっています。これは、名目利子率(国債利回り)は上昇し不動産価格上昇を抑制しているのに、消



出所) 財務省『国債金利情報』、国交省『建設産業・不動産業：不動産価格指数』

図1 東京都のマンション価格と国債利回り

費者物価上昇率が名目利子率を上回り、実質利子率がマイナスの状態が続いているためです。それは、図2でわかります。

不動産価格は名目金利、実質金利だけではなく、様々な要因で決まってきます。不動産価格に影響を及ぼす要因を3. で解説していきます。

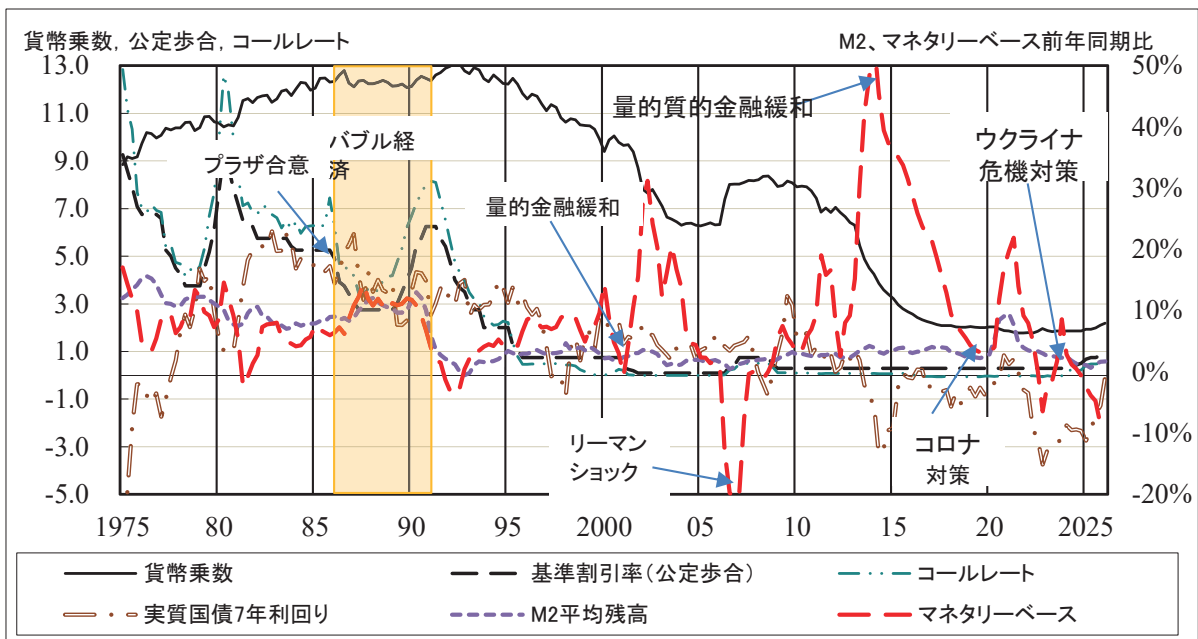
ここで、不動産価格に関する報道に関して付言しておきます。一般的に報道される価格はアスキング価格です。これは売り手の希望価格で、成約価格ではありません。日本経済新聞社(2026年2月26日)に掲載されているように都心3区の中古マンションの成約単価と売り出し単価(アスキング価格)の乖離は大きくなっています。アスキング価格の上昇のみ報道されるとそれがアンカーになってしまう可能性があります。注意すべきです。

2. 日本における金融政策の変更

では、まず日銀の金融政策を見ていきましょう。直近の日銀政策決定会議(2026年4月27、28日)において、政策金利(無担保コール翌日金利の誘導

目標)を0.75%程度に据え置き、金融政策を維持したと報道されていました。では、金融引き締めをしていないかというところではありません。以下では、簡単に日銀の金融政策と現状の金融政策の状況をみていきましょう。

日本の金融政策は、日銀がマネタリーベースを調整して、マネーサプライであるM2をコントロールして行っています。上記の政策決定会議前には日銀が利上げするかもという報道がなされますが、日銀は直接金利を上げることはできません。詳細は述べませんが、2024年3月20日に大規模金融緩和策を変更しましたが、具体的には、短期金利を操作するために日銀当座預金金利を0.1%とし、金融機関間での資金をやり取りする際の金利(無担保コールレート)を0%から0.1%程度で推移するよう促しました。前者の制度を準備預金制度といい、預金残高の一定比率以上を日銀に預けることを義務付けています。その後も複雑な金融政策を講じて来ましたが、前述のマネタリーベースをみると、図2で分かるように無担保コールレ



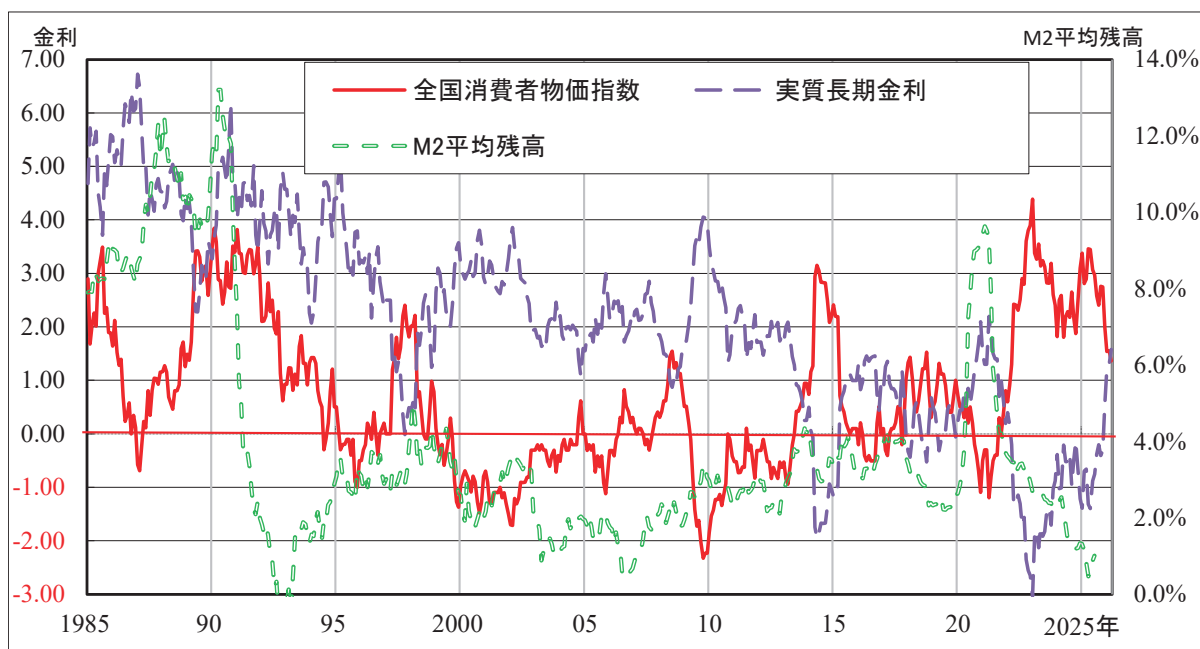
出所) 日本銀行『時系列統計データ検索サイト (boj.or.jp)

図2 マネーサプライと金利の推移 (2026年第一四半期データまで)

ートはほとんど変動していないのにマネタリーベースは動かしています。

ところが、近年（特に、2000年以降）はマネタリーベースを増減させても、M2があまり変化していません。これは貨幣乗数（M2/マネタリーベース）が低下してきたことを意味します。さて、金融引き締めが突然だと捉えられているようですが、図2を見ていただければ分かるように、マネタリーベースは2012年12月から急激に増加し、2013年4月にいわゆる「量的・質的金融緩和」を導入しました。ここでも、導入前にマネタリーベースは増加しています。そして、2014年4月から徐々に増加率を低下させ、そして、2020年4月には急増前の水準まで低下させました。2020年1月の新型コロナ感染者数増加に対応して、再び増加させましたが、2023年1月まで低下させており、2023年9月から再び増加させ、2024年に入って再び低下させています。趨勢的には2015年からマネタリーベースは徐々に低下させていますが、景気に気を配って増減させていることが分かります。ただ

し、マネタリーベースを増減させても、近年はマネーサプライが大きくは反応せず、名目利子率（国債利回りも新規都市銀行貸出金利も）の変動が少ないことが分かります。日銀は2025年1月24日に政策金利を0.5%に引き上げた後は政策金利を維持していましたが、図2で分かるように、その後もマネタリーベースを減少させ、名目金利は上昇しています。今回も政策金利の引き上げをしてもマネタリーベースが上昇し金融市場は引き締められています。このような状態はアメリカでも同様で、金利引き下げが予想されているようですが、実際にはマネタリーベースを減少させています。ここで、二つ注意すべきことがあります。図2をみると、日銀の主要な目的は物価の安定と金融視システムの安定なのですが、近年はコロナ対策やウクライナ危機対策、アメリカイスラエルのイラン攻撃危機対策等で金融政策を採っています。思うように、金利の引き締めが出来ない状況となっています。この点もアメリカと同様です。もう一つは貨幣乗数の動向です。日本の貨幣



出所) 日本銀行『時系列統計データ検索サイト (boj.or.jp)』総務省総務省統計局『消費者物価指数』

図3 マネーサプライ、消費者物価指数と実質金利の推移（長期金利は長期プライムレート）

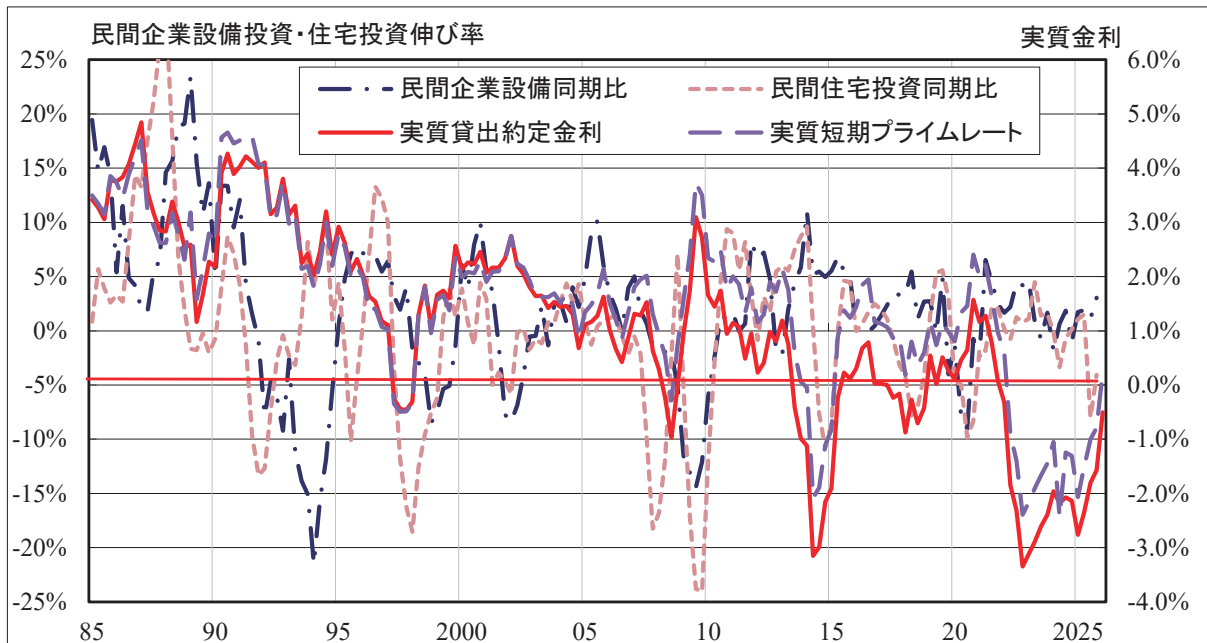
乗数は 2022 年中頃までは徐々に低下していましたが、その後上昇しています。すると、日銀がマネタリーベースを減少させていても、マネーサプライが上昇してしまっています。今後は、一層難しい金融政策の舵取りを要求されることになるでしょう。

このように、名目金利自体も変えるのは難しいのですが、図 1 の右上がりになった要因の実質金利は一層難しくなっています。マネーサプライと消費者物価の関係をみると、マネーサプライを増やすと消費者物価（特に、天候や国際市況の影響を受ける生産食品とエネルギーを除いたコアコア指数）は上昇し、マネーサプライを減少させると消費者物価が下落することが分かります。

では、この消費者物価指数の変化によって実質金利はどう変化したかをみてみましょう。図 3 はマネーサプライ、消費者物価（対前年同月比）と実質国債利回りをみたものです。これを見ると、

日銀の金融政策は消費者物価を通じて、実質金利（国債利回りを含め）に影響していることが分かります。ここで、異常な時期は実質長期金利がマイナスだった 2022 年 3 月から 2025 年 11 月までです。3. で述べるように住宅保有には金利費用以外に多くの費用がありますので、保有コスト自体がマイナスとなっているわけではありませんが名目長期プライムレートが消費者物価の上昇に追いつかず、その結果、不動産価格を上昇させ、図 1 のように右上がりの図になったこと考えられます。

最後に、銀行などの金融機関が企業、個人に融資する際の金率である貸出約定金利と、住宅ローン金利と関連があると言われている短期プライムレートと民間企業投資、民間住宅投資の推移をみてみましょう（図 4 参照）。一般的に、変動型住宅ローンは短期プライムレートに影響を受けると言われています。また、固定金利やフラット 35 の金



出所) 内閣府『国民経済計算』日本銀行『時系列統計データ検索サイト (boj.or.jp)』一般財団法人住宅金融普及協会『住宅関連データ』

図 4 実質金利と短期プライムレートと企業投資、民間住宅投資の推移

利は国債利回りとはほぼ一致した動きをしています。市場金利（国債利回り等）が変動すると固定型と変動型のどちらが有利かという疑問が出てきますが、金利の将来予測に加え、それ以外の住宅保有の資本コストも検討する必要がありますが、3. で述べるように金利（住宅ローン金利を含め）が変わると、不動産に対する需要が変化し不動産価格自体を変化させ、近郊に達しますので、どちらが得かは金利を通じては大きな違いが無いということになります。

さて、図 4 から実質金利と民間企業投資、民間住宅投資の関係をみていきます。実質金利が下落すると民間企業投資は増加しますし、実質金利が上昇すると民間企業投資は減少します。これが、金融政策の主な目的ですが、2024 年以降徐々に名目金利を上げ、国債の利回りも上昇し始め、2026 年 5 月 1 日現在、長期金利が何十年ぶりで上昇しているという報道がなされていますが、正常な事態である 1980 年頃に戻る過程であり、失われた 30 年と言われるようにバブル後が異常だっただけです¹。

3. 不動産価格の決定要因

では、次に金利を含めた不動産価格に影響を及ぼす要因を考えていきます。ここで、重要な概念が資本コスト（ユーザーコスト）です。一般的には、資本コストは住宅や土地、設備等の資本ストックを維持するのにかかる費用を言います。

この資本コストがフローとしての地代（家賃）とストックとしての地価（分譲価格）を関係づけています。以下では、簡単化のため不動産を住宅で検討してきます。他の土地や商業施設等で検討しても同じです。

住宅ストックを所有するのは、そこから住宅サービスが生み出されるからで、その住宅サービスをみずから消費したり（持家）、他人に貸したりするために、住宅ストックを購入し所有しようとしています。そのため住宅ストックの価格は、現在及び

将来の住宅サービスの価値と密接な関係にあります。

資産を選択するときには、住宅を購入する以外に金融資産を持つことも可能です。住宅を購入せずに金融資産を購入して、借家住まいを選択することが考えられます。他方、住宅を購入してそこで住宅サービスを自ら需要することも可能です。

金融資産に投資するときには、1 年後の金融資産価値は次の(1)の左辺で示すことができます。 r を利子率とすると、住宅の価格に等しい P 円を金融資産で運用すると、1 年後の金融資産の価値は $(1+r)P$ 円となり、(1)式の左辺の値です。

この資金を住宅の購入に向けたときには、住宅価格を P 円とすると、1 年後に P_t の価値をもった住宅資産と今期に生み出される住宅サービスの価格である家賃 R （自家消費するときは帰属家賃）が手に入ります。しかし、住宅を保有するときには、固定資産税をはじめとして、様々な税金がかかります。この税率を τ としておきます。それと同時に、償却も費用としてかかります。 δ は償却率です。こうした税金と償却分は費用ですので、住宅投資の収益から控除する必要があります²。その価値になります。

金融資産購入の期末収益=住宅投資の期末収益

$$(1+r)P = P_t + R - (\tau + \delta)P \quad (1)$$

このような 2 つの選択機会があるときに、消費者はどのような行動をとるでしょうか。金融資産で得られる価値が大きければ、住宅を購入せずに金融資産で資産運用しようとするでしょうし、逆に住宅を購入した方が、価値が高くなれば、住宅を購入することが合理的です。

もし、金融資産を購入することと住宅を購入することのリスクや流動性が同じ程度であれば、両者は等しくなります。(1)式はこの関係を示しています。

もし、この等式が成り立たずに、左辺の方が大きくて、金融資産で運用の方が年末の価値は高

¹ この点については、渡辺(2026)を参照されたい。

² 金融資産の利子にも所得税がかかりますが、上記の r は税引後の金利と考えて下さい。

くなるとすると、住宅を購入する人は減って、(需要曲線が左にシフトする結果) 住宅価格は低下します。このとき将来の価格 R_t が変化しないとすると、左辺は低下し、右辺は上昇して、左辺と右辺が同じになります。

逆に、右辺の方が大きくて、住宅を購入する方が得ならば、多くの人たちは資金を住宅の購入に向け、住宅価格の上昇が生じ、 P は上昇します。そして、左辺が上昇し、右辺は低下するので、左辺と右辺が同じになります。つまり、均衡では(1)式は等しくなっています。このような取引を裁定取引と言いますが、裁定取引によって均衡が成立します。

(1)式を P_t で解いたのが(2)式です。今期の住宅価格は来期の住宅価格と今期の家賃を分母の値 $(1+r_t+\delta_t+\tau_t)$ で割ったものに等しくなります³。このように、住宅、一般には耐久財の価格は、来期の価格と今期に生み出されるサービスの価値を、ある率で割り引いた値に等しくなります。

$$P_t = \frac{1}{(1+r_t+\delta_t+\tau_t)} (P_{t+1} + R_t) \quad (2)$$

これを逐次で解き、家賃は一定の率 g で成長すると、住宅ストックの価格は(3)式の P_t になります⁴。

$$P_t = \frac{R_t}{r+\delta+\tau-g} \quad (3)$$

(3)式からわかるように、利子率や固定資産税率の上昇は割引率を高める結果、地価や住宅価格を低下させます。これらは住宅の保有コストを高めるので、住宅の需要を減少させます。償却率の上昇も同様です。気候等の影響で住宅の償却が早い地域の住宅価格は当然低くなります。また補修等

³ これを利子率と償却率と固定資産税率で割引くといえます。

⁴ これには無限等比級数の収束条件、 $g < r + \delta + \tau$ が必要です。この条件が満たされないときに、バブルが発生します。バブルは単位根検定なので実証的に分析すべきで、価格が上がるとバブルというのはやめた方がよい。

のメンテナンスの悪い住宅も価格は低くなるのがわかります。

そして、(3)式を展開すると(4)式になります。左辺は住宅資産を保有するときのユーザーコスト、右辺は家賃 (=住宅サービスの価格) で、前述のように裁定取引によって均衡では成立します。ただし、仮定として情報が完全で、流動性制約がないと考えています。流動性成約とは、一定の利子率で資金を借りて住宅に投資し家賃資金を誰でも入手可能ということ⁵。

$$P_t(r+\delta+\tau-g) = R_t \quad (4)$$

住宅資産保有のユーザーコスト=家賃

では、何が最も住宅価格に影響しているかを検討してみましょう。

このうち、(3)式では保有税と簡単に書きましたが、日本の税制は非常に複雑で、住宅の資本コストの税部分は一括税、保有税、売却時の譲渡所得税、相続税、贈与税 (贈与資金がある場合) があります (表 1 参照)。これは、簡素化が必要でしょう。そして、最も大きいのがマイナスの保有税となる住宅ローン減税です。

表 1 不動産売買にかかる一括税

税項目	税額(円)
印紙税	20,000
(印紙税土地分)	4,176
(印紙税建物分)	15,824
消費税	1,863,789
登録免許税	99,319
(所有権保存)	23,297
(所有権移転)	25,054
(抵当権登記)	25,914
不動産取得税	450,245
一括税計(円)	2,433,353

⁵ このような住宅市場の均衡に関して、詳しくは浅田・山鹿 (2023) を参照されたい。

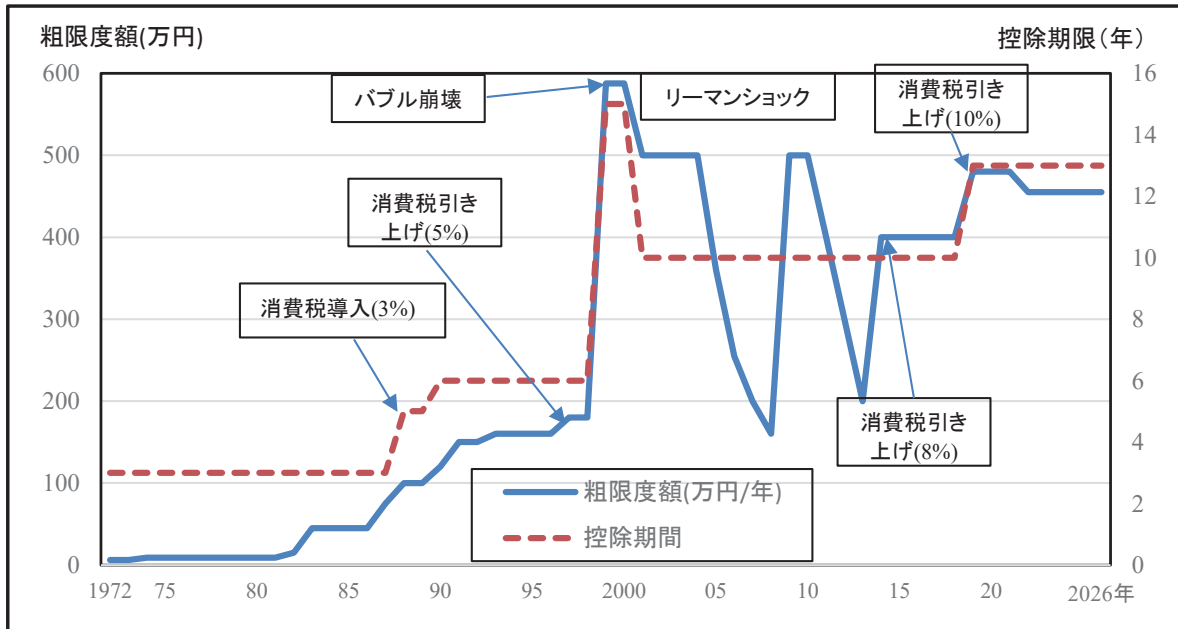
では、簡単な事例で考えていきましょう。都内で4000万円(60㎡)の新築マンションを購入した場合、下記のような一括税がかかります。ただし、一括税も表2のように、非常に複雑で様々な特例

があります。消費税も住宅の家賃は非課税ですが、物件取得時の建物部分には消費税がかかります。経済理論で建物建設時に消費財を課税する根拠は薄い。

表2 不動産売買にかかる税

	特例			持家	既存持家	賃貸住宅		特例			持家	既存持家	賃貸住宅
	○印紙税の特例	○登録免許税の特例	○不動産取得税の特例					○住民税の特例	○固定資産税の特例	○所得税の特例			
取得時	○印紙税の特例			○	○	○ ^{※1}	保 有 期 間	○住民税の特例					
	○登録免許税の特例							・住宅ローン減税の未控除分の減額	○	○	×		
	・土地の移転登記に係る軽減税率	○ ^{※2}	○ ^{※2}	○ ^{※2}	×			・長期優良住宅住宅ローン減税の未控除分の減額	○	×	×		
	・住宅の保存登記・移転登記に係る軽減税率	○	○ ^{※8}	×				○固定資産税の特例					
	・住宅の抵当権設定登記に係る軽減税率	○	○	×				・新築住宅の税額の2分の1減額	○	○ ^{※10}	○ ^{※5}		
	○不動産取得税の特例							・住宅地に係る評価額の減額3分の1,6分の1	○	○	○ ^{※6}		
	・一般の住宅用家屋の軽減税率	○	○	○				・耐震改修	○	○	○ ^{※7}		
	・特定の住宅用家屋の課税標準の控除	○	○ ^{※9}	×				・バリアフリー	○	○	×		
	・一般住宅用地の軽減税率	○	○	○				・省エネ改修	○	○	×		
	・特例適用住宅用地の税額の減額	○	○ ^{※9}	×				○都市計画税	○ ^{※11}	○ ^{※11}	○ ^{※11}		
保有期間	○贈与税の特例						(特別土地保有税) ^{※12}						
	・相続時精算課税の住宅取得資金贈与の特例	○	○ ^{※8}	×			○所得税の特例						
	・直系尊属からの住宅取得資金贈与の特例	○	○ ^{※8}	×			・居住用財産譲渡の3千万円特別控除	○	○	×			
	○相続税の特例・小規模住宅用地の評価減特例(80%)	○	○	○ ^{※4}			・長期保有居住用財産譲渡の軽減税率	○	○	×			
	○消費税	土地非課税	売主が事業者時、 建物のみ課税	土地非課税			・特定の居住用財産の買換特例	○	○	×			
	○所得税の特例						・居住用財産買換の場合の譲渡損失繰越控除	○	○	×			
	・住宅ローン減税	○	○ ^{※8}	×			・特定居住用財産の譲渡損失繰越控除	○	○	×			
	・長期優良住宅の住宅ローン減税	○	×	×			○住民税の特例						
	・一般増改築工事に係るローン減税	○	○	×			・居住用財産譲渡の3千万円特別控除	○	○	×			
	・耐震改修工事に係るローン減税	○	○	×			・長期保有居住用財産譲渡の軽減税率	○	○	×			
・バリアフリー改修工事に係るローン減税	○	○	×			・特定の居住用財産の買換特例	○	○	×				
・バリアフリー改修工事に係る投資減税	○	○	×			・居住用財産買換の場合の譲渡損失繰越控除	○	○	×				
・省エネ改修工事に係るローン減税	○	○	×			・特定居住用財産の譲渡損失繰越控除	○	○	×				
・省エネ改修工事に係る投資減税	○	○	×			(譲渡所得税)							
・法定償却の費用計上	×	×	○			(相続税)							
・支払利子の所得控除	×	×	○										
・固定資産税の所得控除	×	×	○										

※1 アパート等建築工事請負契約書の印紙税の軽減税率
 ※2 平成24年3月31日まで13/1000(本則20/1000), 24年4月1日以後15/1000, 25年4月1日以後本則
 ※3 アパート等の建築資金の贈与を受けた場合
 ※4 アパート等の相続について、貸家建付け地の評価減および貸付用不動産の50%減額あり
 ※5 平成24年3月31日までの間の新築
 ※6 適用期限なし
 ※7 平成27年12月31日までの耐震改修工事
 ※8 建築後経過年数が、20年以内(耐火構造住宅は25年以内)のもの、または新耐震基準に適合するものであることにつき、建築士等により証明されたものに限る。
 ※9 次のいずれかに該当するものであること ①マンション等耐火建築物は25年以内、木造等耐火建築物以外は20年以内に建築されたものであること、②昭和57年1月1日以降に
 ※10 取得した住宅が、新築住宅にかかる税額の減額特例の適用期間内であれば引き続き適用される。
 ※11 住宅地のみ軽減税率が適用される。



出所) 大蔵省, 財務省『税制改正の要綱』

図注) 限度額は最大の名目額。また、2022年以降は認定住宅

図 5 住宅ローン減税の限度額と控除額の推移

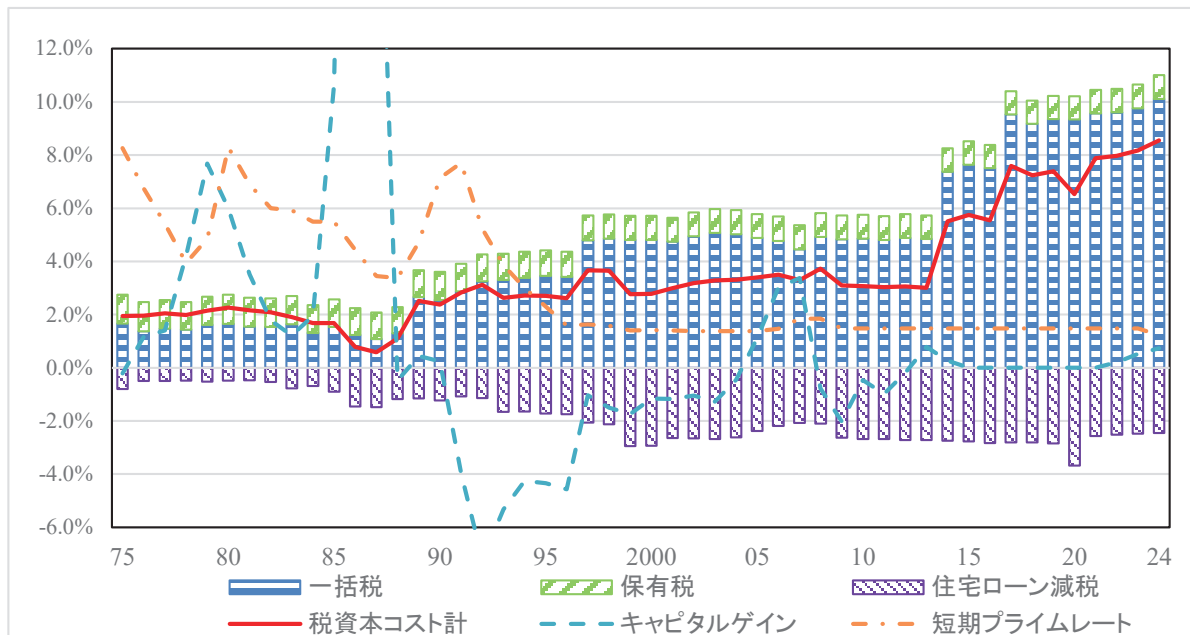
さて、上述の住宅ローン減税を簡単にみておきましょう。図5は住宅ローン減税の限度額と控除額の推移をみたものです。これとみると、消費税の引き上げによる住宅購入者負担増を補填する場合や、不況時に拡大する傾向があります。前者は消費税引き上げの効果を住宅市場へ及ぼさないように、金融政策でいえば中立利子率のように考えているかもしれませんが、それなら最初から消費財を描けない方が良いでしょう。住宅市場のフローの着工の変動を大きくすることになる⁶。

そして、より問題なのはこの住宅ローン減税は制度上、家計形態によって控除額が違うことです。

この住宅ローン減税で最大限控除される家計は年収800万円程度であると考えられます。そのような家計を補助すべきかについては、やや疑問です。4. でもうすこし議論しますが、ある住宅に関して同じ価値(例えば、5000万円)を感じている世帯で、住宅ローン減税を満額使える世帯では5455万円を提示するし、全く使えない世帯では5000万円のみです。家計によって同じ住宅に対して異なった支払意思額を持つこととなります。これは、資源配分上も余り良いことではありません。また、10年以上先の家庭状況も予見して住宅ローン減税を受ける必要があり、不確実性を増すことにもなります。

これらを一括税、保有税を含めた税の資本コスト

⁶ 住宅消費税が住宅着工に及ぼす影響について『住宅土地経済』(財)日本住宅総合センター、第47号、pp.18-25を参照されたい。



図注) 東京都の平均的な住宅投資から筆者が資本コストを推定

図 6 住宅の資本コストの推移

トとキャピタルゲイン、短期プライムレートを図示したものが図 6 です。これをみると分かるように、短期プライムレートが正常化（1980 年代）したとしても、住宅の資本コストはそれほど変わらないことがわかります。

よく、国債利回りが 30 年ぶりの水準に上がったなどと報じられますが、図 2 で分かるように、日本が低成長に陥って失われた 30 年以前の成長期の金融市場の戻る過程にあり、その成長期と比較すべきです。次に、表 1 でみれば分かるように、利子（ここでは国債利回り）が 1%ポイント上昇しても一括税の方が、負担が大きいと言うことが分かります。

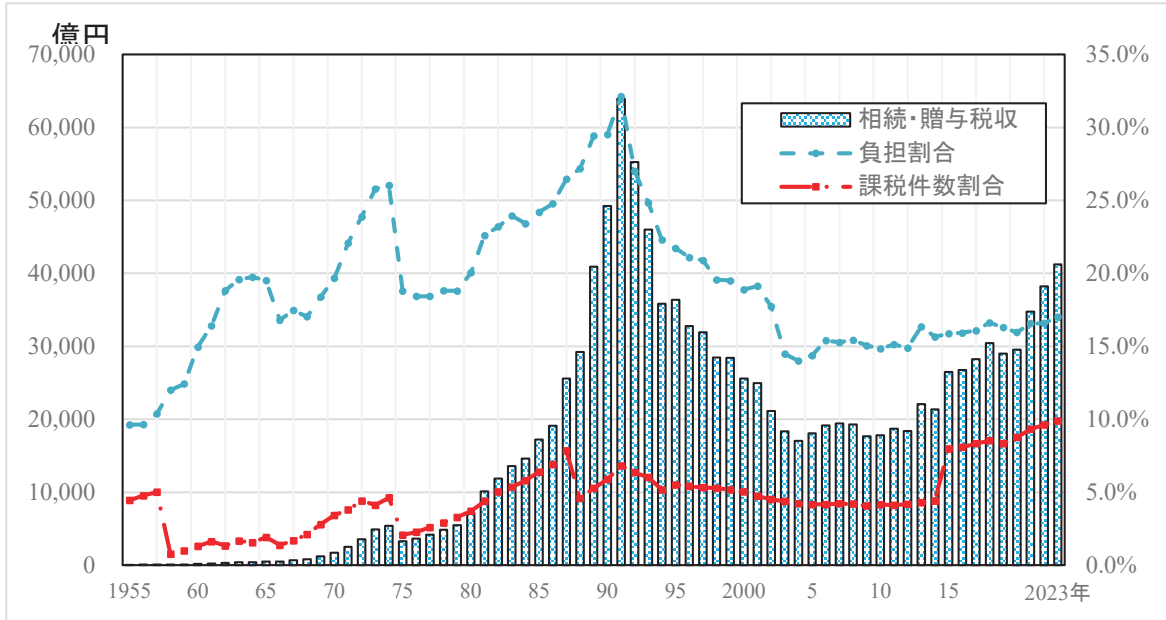
4. 不動産市場の安定化へ

3. のように書くと、当初の目的である金融引き締めによる金利上昇の不動産市場への影響から離れ

ていると思われるかもしれません。ところが。まず 2. で記したように少なくとも 2026 年 4 月末現在でも短期の実質金利は 0 かマイナスで、長期金利も 2025 年末ようやくプラスになった状態です。

実質長期金利がプラスになると負担が増えるという意見も出てきていますが、プラスになるとより効率的（高収益）の投資が選択され、これは住宅も同じで、非効率的な住宅着工は減るはずで

また、住宅価格の上昇に対する政策に対する示唆もできます。住宅価格の上昇に対して、住宅ローン減税の拡充をしましたが、これは逆効果です。これも、(3) 式をみれば簡単に分かります。住宅ローン減税の拡充は(3)式の左辺の δ を下げて、その結果資本コストを下げ、住宅価格 P は上昇してしまいます。どのような市場でも、財、サービスへの補助金は市場価格を上昇させます。昨年度のCOMEX市場、今年度の原油市場でも同じです。



出所) 国税庁長期時系列データ

図 7 相続税・贈与税収、負担割合と課税件数割合の推移

さて、3. で検討した資本コストで重要な税が抜けています。それは、相続税と贈与税、譲渡所得税といった売却時にかかる税です。図7で分かるように、近年、相続税基礎控除が縮小され、課税強化が行われています。特に、タワーマンションの実質評価額が低く、相続税対策として購入されているという指摘がされています。この売却時の税負担が不動産価格にどのような影響を受けているかを理論的、実証分析が必要です⁷。この売却時の税負担を考慮すると名目金利、物価上昇率とそれに伴う実質金利が不動産市場によりおおきな影響を及ぼす可能性があります。それは、不動産ではなく、金融市場などの投資の機会費用を変える可能性があるからです。前述のように実質金利が

上昇するとより効率的な投資を選別することになり、不動産市場と金融市場の均衡を変化させる可能性があります。

今後は、上記のような影響を検討しながら、実質金利が上昇した場合の不動産税制、諸制度を考える必要が出てきます。

参考文献

- 1) 浅田義久・西村清彦・山崎福壽(2002)「税制の変化の影響：地価を不安定化した相続税と土地譲渡所得税」西村清彦編『不動産市場の経済分析 情報・税制都市計画と地価』日本経済新聞社
- 2) 浅田義久・山鹿久木(2023)『入門都市経済学』ミネルヴァ書房
- 3) 山崎福壽・浅田義久(2003)「住宅消費税が住宅着工に及ぼす影響について」『住宅土地経済』(財)日本住宅総合センター、第47号、pp.18-25
- 4) 渡辺努(2026)『インフレの時代』中公新書
- 5) 日本経済新聞(2026年2月26日)『都心中古マンション、開く価格差』

⁷ 相続税と譲渡所得税の影響分析は浅田他(2002)で分析されています。