

バブルの懸念と不動産市場の透明性

一般財団法人日本不動産研究所 不動産エコノミスト 吉野 薫

不動産価格が上昇に転じて以来、「バブルではないのか？」というご質問を頻繁に受けるようになった。最近になって一部のエコノミストは不動産市場におけるバブル懸念を指摘するようになっており、金融当局もこれまで以上に不動産市場の動きを注視している。また本年 5 月号の本欄には明海大学の森島先生が平成バブル期の回顧を生々しくお書きになっていて、大変興味深く拝読した。

筆者はこれまで「不動産市場にバブルは生じていない」と様々な機会で主張してきた。この場を借りてその考え方を改めて述べたいが、その前にそもそも「バブル」とは何なのだろうか。

経済理論の上ではバブルの定義は簡明だ。資産価格のうち、ファンダメンタルを超過する部分のことをバブルと呼んでいる。ここでいうファンダメンタルとは、将来に亘って当該資産から得られる果実の割引現在価値を意味する。

この意味では、例えばマンションの取引利回りが自国の国債の利率を下回るようなアジアの一部の都市においては、住宅市場にバブルが生じていると結論づけて差し支えないだろう。ただし、そうした都市の不動産市場参加者が非合理的な投資行動を取っている、と断定することもできない。彼らは値上がり期待を織り込んで不動産価格を査定しているのであって、そのことが資産市場における均衡（裁定条件）からの逸脱をたちどころに意味する訳ではない（したがって、こうしたバブルは「合理的バブル」と呼ばれることもある）。

もっとも、筆者はこの意味でのバブルが生じているかどうかにはあまり関心がない。東京大学の柳川範之教授は、日本経済新聞「経済教室」欄の『『バブルか否か』議論に混乱』（7月17日朝刊）において、「一般的に理解されているバブル」は資産価格の急激な上昇と下落であると指摘している。筆者もその「一般的」な理解に従いたい。バブルを「資産価格が上昇し、その後下落する、という動学的過程に伴って弊害が生じる現象」と定義することが実務上有用であると考えている。

ここで注目すべきは、関心の本質は不動産価格の動向そのものではない、ということである。不動産価格の変化が弊害を生み出さないこと、より端的には不動産価格の下落プロセスが秩序あるものとなるか否かが最も重要だ。

ここでいう秩序とは、不動産価格の下落が引き金となって不動産の売却熱が高まり、それが更なる不動産価格の下落を引き起こす、という“負のスパイラル”が起こらない状況を意味している。

こうした悪しきスパイラルが起こらないための必要条件は二つある。一つは不動産価格の上昇プロセスにおける金融機関の堅実性の維持、もう一つは市場参加者の多様性である。このうち前者の必要性については異論がなかろうが、後者については不動産業界内でも誤解があるのではないだろうか。コア系の資金に比べてオポ系の資金は不動産価格のボラティリティを高める、といったイメージが持たれがちだが、これは適切ではない。正しくは、さまざまなリスク・リターン構造を有す

る資金が潜在的に存在すること、すなわち市況のサイクルのどこにあっても売りたい主体も買いたい主体も容易に見出せる、ということこそが、不動産市場の安定の条件である。

こうした市場参加者の多様性は、不動産市場における透明性の向上や外国人による対日不動産投資環境の整備等によってもたらされる。我が国の不動産市場が安定的に発展することを期するのであれば、そうした努力を怠るべきではない。

なお、不動産市場の透明性の向上については、「現在は不動産市況のサイクルのどこに位置しているのか」について、市場のコンセンサスを形成する観点が重要である。政府、業界団体、民間企業等による各種の指標やデータの整備はこうした意味においても意義のある取り組みだ。

私ども日本不動産研究所も、「不動産投資家調査®」「市街地価格指数」等の定期調査を実施・公表し、多くの市場参加者の方々にご活用いただいている。さらに、不動産市場将来予測・市況モニタリングのサービスのご提供を 2012 年から開始し、既に 30 以上の金融機関様・アセットマネジメント会社様等に導入いただいている。証券化プレイヤーの方々へのヒアリングを通じた市況確認も恒常的に実施している。こうした私どもの取り組みも、マーケットコンセンサスの形成の一助となり、ひいては不動産市場の安定的な発展に貢献するものと自負している。

我が国の不動産市場は成熟しており、今後はかつてのように不動産価格が上がり続けることもなければ、下がり続けることもない。換言すれば、私たちは不動産価格がサイクルする時代を生きている、ということだ。

本稿の冒頭、「不動産市場にバブルが生じていない」と記載した。結局のところその真意は、「今後訪れるであろう不動産価格の下落プロセスは、少なくとも今のところ、秩序あるものとなる公算が高い」ということなのである。