

## 欧米と日本の不動産価格の長期動向比較より

— なぜわが国では長期の地価下落が生じたのか—金融と税制の視点から—

社会研究部門 上席主任研究員 篠原 二三夫

fshino@nli-research.co.jp

### <要旨>

1. バブル崩壊以来 10 数年に及んだ地価下落はほぼ終結し、地価は上昇に転じたとの見方が強まっている。東京都心など大都市の投資用不動産市場では J R E I T s やファンドによる不動産の高値買いが行われ、メディアがミニバブルと報じたことから、こうした動きを果たしてバブルとみるかどうかについて、日銀や政府内では市場関係者や専門家から意見を聞いたり、不動産業向け融資に対する監視を強めたりするような動きがみられた。
2. しかし、今、バブルかどうかを判定する以上に必要なのは、長期に渡った地価下落の背景と上昇に転じようとしている現状を分析することにあるのではないか。1990 年以降、平成景気を経て日銀によるゼロ%金利や量的緩和策の維持、不良債権処理が徐々に進んだにもかかわらず、地価は長期に渡って下落を続けた。このような状況は、欧米における土地資産額や不動産価格変動の長期的推移を振り返っても、見いだすことはできない。
3. 日本は市街地価格指数、アメリカは土地資産額、イギリスは宅地価格評価額、ドイツは建築用地価格、フランスは戸建住宅価格を地価の代理変数として、各々最低限 50 年以上に渡る長期データを用いてそれらの推移を比較した。各国の地価等はオイルショックや湾岸危機など世界的なインパクトを受けながら変動してきた。アメリカではレーガン税制改革や S & L 破綻、ドイツでは東西統合などの重大な個別要因によって大きく変化した。日本を除くいずれの国でも、10 数年を超えるような下落一辺倒の動向をみることはできなかった。
4. アメリカではレーガン税制改革以降の不動産不況や S & L の破綻後に、不良債権処理が急速に進められたが、市場回復に大きく貢献したのは証券化の活用による投資資金の導入である。住宅ローンの証券化市場の成長と商業不動産の証券化の発展は、間接金融の低迷期において、不動産投資市場に多様なソースを持つ投資資金を導く重要な役割を果たし規模の拡大を促した。
5. 日本においても、不動産の証券化は不良債権処理、商業用不動産や住宅ローンの資金調達に貢献してきたが、より重要なのは、その課程において、いわゆる SPC 法や債権譲渡特例法などの制度整備が促進され、さらに不動産市場における情報開示の重要性が認識されるようになったことや、不動産の評価方法が比較法から収益法に大きく転換してきたことである。
6. 不動産証券化を通じて市場には 1998 年以降、現在まで累計で 30 兆円弱もの投資資金が投入されることとなった。不動産業への融資残高も 2005 年 12 月末時点で 50.3 兆円となり、1999 年度末以降初めて年率 5 % 程度の増加に転じている。不動産市場と金融市場と

の融合を通じて、過剰流動性下でも進まなかった不動産投資や融資が拡大に転じている。

7. 証券化の仕組みが定着するために時間を要したことに加え、地価の反転に10数年を要した背景として、不動産税制の不合理性や近年における多少の改善について指摘しておく必要がある。証券化に伴う流通税（SPCやJREITs、信託などへの移転に）の軽減措置は概ね2000年以降、登録免許税を中心とする不動産流通税の軽減措置は2003年になりようやく実現したものである。固定資産税については地価下落に伴う土地課税評価の引下げが行われるようになったものの、1994年以降の7割評価導入によって実際の評価はそれほど下がらなかった。加えて、建物評価は維持され、実効税率は高まる一方であった。しかも、地価税は廃止ではなく凍結状態にあり、海外投資家からみれば、規制復活という理不尽なリスク要因が常に存続している。
8. 不動産事業で最重視される譲渡益課税は、法人については2008年まで適用停止となっているが、個人による居住用資産以外の譲渡益には10年超の保有後の処理であっても20%が課される。これは26%から軽減された水準であるが、同時に5年以上所有している不動産譲渡からの1,000万円の特別控除が廃止されており、総じて実質的な緩和ではない。しかも、5年以内の譲渡税率は39%となり懲罰的である。
9. さらに、注目すべきは、一定の居住用資産を除いて、不動産譲渡損失の損益通算は2004年から禁止されている点と、不動産所得から土地の借入利子分の損益通算ができず、損失の繰越し期間も十分ではないことである。欧米では譲渡損失を含め、損益は少なくとも譲渡損益の範囲で通算可能であるし、イギリスでは譲渡益に対する物価との調整減額措置がある。繰越しや繰戻し制度も充実しており、投資家は価格変動による損失処理の手段を合理的な範囲で有している。日本では利益には課税するが、一般に譲渡損失処理は限定的な範囲に置くという不合理な仕組みがあり、これが地価下落を長引かせた要因のひとつではないか。
10. 不動産を取り扱う産業全般において、日本の産業を不利にしかねないのが、買換特例制度の撤廃への動きである。イギリスでは事業用資産の買換支援は本則として組み込まれ、好不況期にかかわらず戦略的に譲渡益の将来への繰延べが可能であるが、日本では文字通り特例でしかない。2007年度末には10年超保有の資産の買換えを有利に行える22号買換特例が期限を迎える。しかし、景気回復などを理由に、この特例がなくなれば、国際競争力や諸産業の柔軟性を低下させる要因となる。
11. 現状では仮説であるが、不動産金融市場が従来は事実上存在しなかったことや、今も続く復活を許さぬ不合理な不動産税制の存在が、欧米にはなかった日本の地価の長期に渡る下落の背景となってきた可能性が指摘できよう。しかも、不動産税制は、今後、特例の期限切れや廃止に伴い現状よりも重課に転じる可能性があるし、地価税の再徴収や不動産業向け融資規制の発動はいつでも可能な状況にある。これらは不動産投資家にとってのリスク要因となっており、まだまだ市場メカニズムに基づく国際的な市場環境が整備されたとは言い難い。
12. 欧米市場では観察できない長期に渡る異例の地価下落を経験した今こそ、グローバルな投資活動の活性化を促す市場整備と土地を必要とする産業の競争力確保のために、不動産金融制度や不動産市場整備、特に不動産税制の抜本的な見直しが行われるべきではないか。

## <目次>

1. はじめに .....	41
2. 地価上昇への転換とバブル .....	42
2.1 ファンダメンタルズと地価・株価 .....	42
2.2 都心にみる地価上昇と J R E I T s の分布 .....	43
2.3 全国の地価動向 .....	44
2.4 バブルか否か .....	45
3. 欧米における地価等の長期動向 ～特殊な日本の長期地価下落～ .....	47
3.1 アメリカの土地資産額等の推移 .....	47
3.2 イギリスの宅地・住宅価格等の推移 .....	53
3.3 ドイツの建築用地価格等の推移 .....	58
3.4 フランスの戸建住宅価格等の推移 .....	60
3.5 欧米と日本の地価等の推移 .....	61
4. 不動産証券化の普及と市場の拡大 .....	62
4.1 アメリカの不動産投資市場にみる投資資金の多様性と規模 .....	62
4.2 日本における不動産投資資金の動向と制度整備の進展 .....	63
4.3 不動産証券化市場の拡大 .....	65
5. 不動産税制の不合理性と抜本的見直しの必要性 .....	66
5.1 不動産流通税の特例とその後 .....	66
5.2 固定資産税の実効税率の上昇 .....	67
5.3 重課の跡が残る譲渡益課税と損益通算しにくい不合理性 .....	68
5.4 買換支援措置の不備と持続的な競争力喪失への懸念 .....	70
6. むすびにかえて .....	71

## 1. はじめに

バブル崩壊以来 10 数年に及んだ地価下落はようやく終結し、地価は上昇に転じたとの見方が強まっている。東京都心など大都市の投資用不動産市場では、優良不動産を組み込もうとする JREITs やファンドの競合によって、相場を崩す 3% 前後のキャップレートを想定した不動産取得が行われ、一部の不動産価格が上昇した。これをメディアがミニバブルとして報道したため、政府内ではこうした市場の加熱をバブルとみるかどうか、ゼロ%金利や量的緩和策の維持がバブルを生んでいないかについて、不動産学などの専門家の意見を聴取する動きがあった<sup>(1)</sup>。

日銀の資料<sup>(2)</sup>では、総裁の意向<sup>(3)</sup>をくみ取ってか、単純な平均では下落している全国ベースの地価変動率に対し、加重平均を用いた場合、地価変動率は全国平均では下落ではなく上昇に転じているとの見解が敢えて示されている。全国ベースでも地価上昇に転じていると日銀がデータ上に示すことは、どのような意義があるのだろうか。不動産業向け融資残高の推移に対する監視体制強化の動きもある<sup>(4)</sup>。

資産価格の大幅かつ長期に渡る下落が、実体経済にどれだけ深刻な打撃を与えたかを経験してきたにもかかわらず、また、いわゆる資産デフレを食い止める方策として都市再生策などを講じてきた政府内において、地価上昇の兆しが出た段階でバブルかどうかのヒアリングを行ったり、再びそれを懸念し不動産融資に対する監視強化や国土法の強化などの規制的な動きに向けた検討が主務官庁などで行われたりしていることは、単なる確認という意味を越えており、今更の感をもつ驚きである。

バブル崩壊以降の 10 数年、少なくとも平成 9 年 2 月閣議決定の「新総合土地政策推進要綱」以降にとってきた土地政策は、まさに地価水準をファンダメンタルズにしたがって、適正に持続的に維持するために、市場メカニズムが働くような市場に転換することにあつたはずである。その結果として、再生された都心部や有効に利用される土地の価値は高まるのは当然ということになる。より求められることは、デフレ対策の成果が出ているという観点から政策評価を行い、次にとるべき課題を掲げることではないか。極めて長期に渡った地価下落の背景と、上昇に転じようとしている背景を分析することによって、こうした状況を維持し、日本の経済の持続的成長に寄

---

(1) 「望ましい金融政策について」・中間報告（平成 18 年 3 月 28 日）自由民主党、政務調査会金融調査会、金融政策に関する小委員会。テーマは「土地バブルか否かについて」。講師は都市経済研究所 IUE 久恒新代表取締役及び早稲田大学大学院ファイナンス研究科川口有一郎教授。実施日は平成 18 年 2 月 9 日。

(2) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2006 年 4 月による。

(3) 2006 年 1 月 20 日の日本銀行総裁記者会見より、地価動向に関する質問への回答には「～ 人々の先行きの物価観がプラスの方向に変わってきているということは、同じ名目金利水準、今で言えば超短期の金利がゼロと前提とした場合に、人々の先行き物価観が上方に振れば振れるほど、実質金利は下がる方向になる。従って、デフレ脱却の最終局面ではあるが、実質金利が下がる方向になると、先行きの物価情勢やインフレ心理、人によっては将来のバブルのリスクという心配事も一まだ出ているとは思わないが一、出始める可能性がある」とあり、資産デフレ対策の評価や土地政策のあり方以前に、バブル封じを念頭に置いた考え方がうかがえる。資産デフレを克服するために、都市再生などを通じて価値を上げようと民間事業者が努力した結果、再び下がるように政策が誘導するのであれば、市場メカニズムに意味はないし不動産投資はできない。

(4) 2006 年 3～4 月、不動産証券化協会「ARE S」Vol. 20、井出保夫「量的緩和解除後の日銀のシナリオとは、不動産融資の監視はどこまで強化されるのか」による。

与させることが重要な課題なのではないか。

本稿では、まず日本と欧米における地価等の価格の長期推移を示し、日本が経験した10数年に渡る地価下落が世界的にも特殊な状況にあったことを論じる。実際、後述のように、地価や不動産価格が、長期に下落し続けたことは、英米独仏における長期に渡る土地資産額や不動産価格変動の歴史をみても見いだすことはできない。つまり、国際的にみて、日本ではかなり特殊な状況が生じていたということになる。

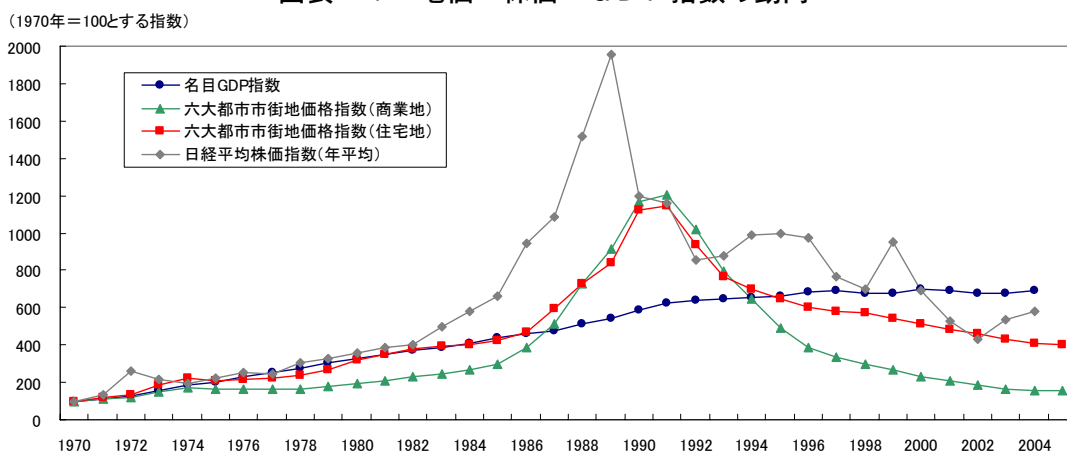
こうした長期に渡る地価の下落は単純ではなく広範で複合的な要因によるものと考えられるが、本稿では、様々な要因のうち、特に証券化の発展と不動産税制に的をあてて、欧米の制度との対比を中心に、以上のような認識のもとに、仮説として、わが国の地価が長期に下落を続けてきた制度的背景について論じることとしたい。

## 2. 地価上昇への転換とバブル

### 2.1 ファンダメンタルズと地価・株価

わが国の地価や株価、GDPの水準推移（名目）を、1970年=100とする指数によって振り返ると、80年代後半から株価に続く地価高騰が起これ、90年代初頭から株価は上下に変動しつつもGDPのトレンドに収斂しようとし、地価についてはGDPというファンダメンタルズとはまったく関連なく、継続して下落してきた状況を見ることが出来る（図表－1）。

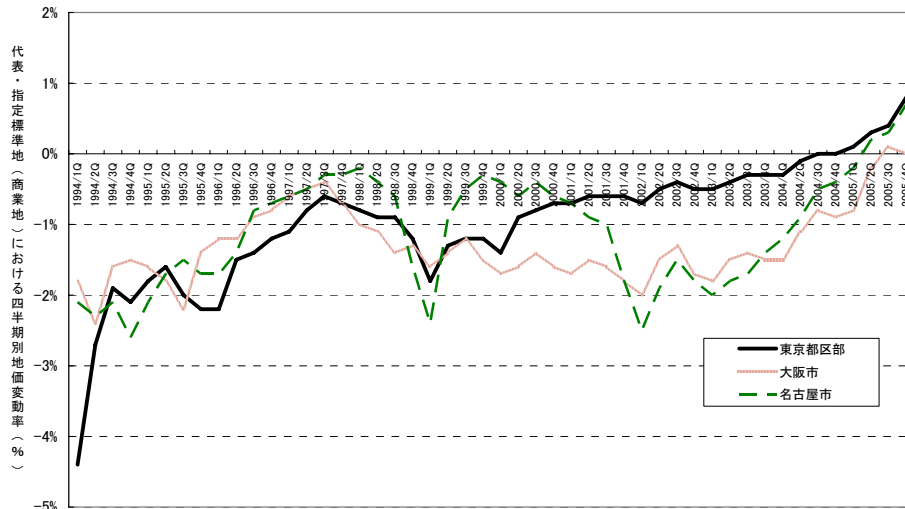
図表－1 地価・株価・GDP指数の動向



(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、内閣府「国民経済計算年報」、日経株価指数より作成

一方、直近の地価動向を土地総合研究所のデータベースによって、四半期別の平均標準地価等の対前年同期変動率からみると、東京都区部や大阪市、名古屋市の地価下落は、微妙な変動を伴いながらも、総じて東京区部では2000年以降、大阪市と名古屋市では2002年以降から徐々に縮小し、2004年以降は上昇に転じている様子が分かる（図表－2）。

図表－２ 直近の標準地価変動率推移



（資料）土地総合研究所「代表標準地（地価公示）・指定基準地（都道府県地価調査）による四半期別地価変動率」

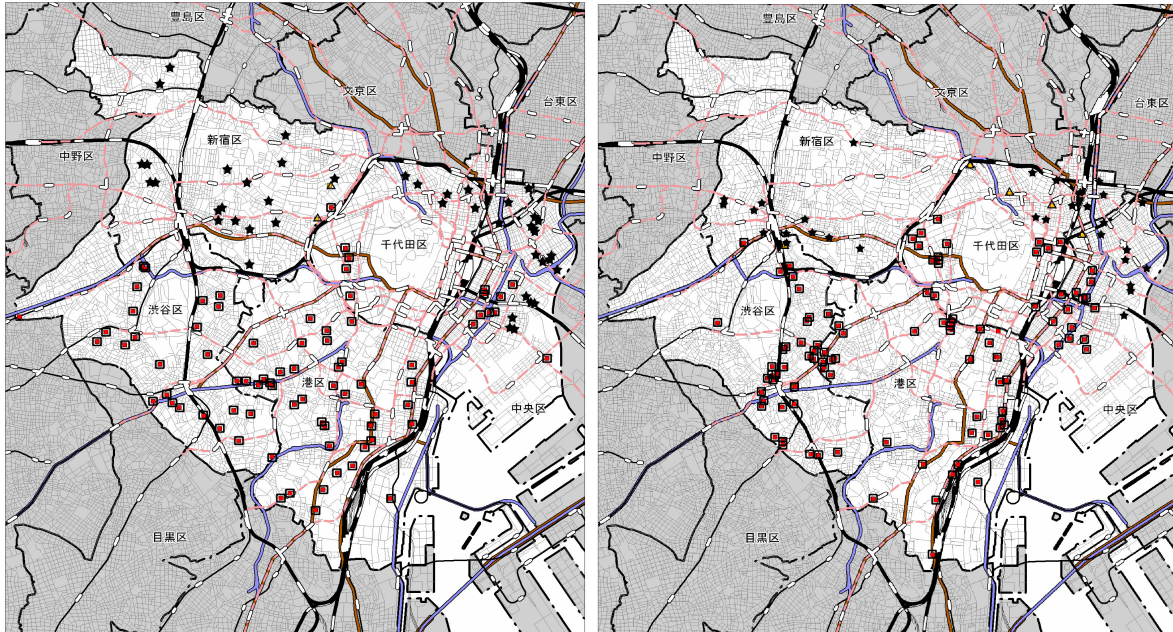
## 2.2 都心にみる地価上昇とJREITsの分布

東京都心5区にJREITsが保有する物件の立地分布と、各物件周辺1km内の地価公示ポイントの2004年1月から2005年1月への変動状況（上昇、横ばい、下落）の状況を把握し、上昇ポイントの方が多いJREITs立地、上昇と下落ポイントが同数の立地、下落ポイントの方が多い立地を、住宅地と商業地とに分けて地図上に示してみた（図表－3）。

図表-3 都心における JREIT と地価変動状況

(住宅地)

(商業地)



(資料) 地価公示、各 JREIT の IR 情報より作成。

J REIT 物件の1km圏内にある地価公示ポイント数の状況  
(2005年8月31日時点)

- 地価上昇ポイントが多い
- ▲ 地価上昇と横ばいのポイント数の和と下落ポイント数が同数
- ★ 地価下落ポイントが多い

この結果からすると、住宅地については港区のほぼ全域において地価上昇のポイントの方が多いものの、新宿区や中央区の北・東部分では逆に下落しているポイントが多い。

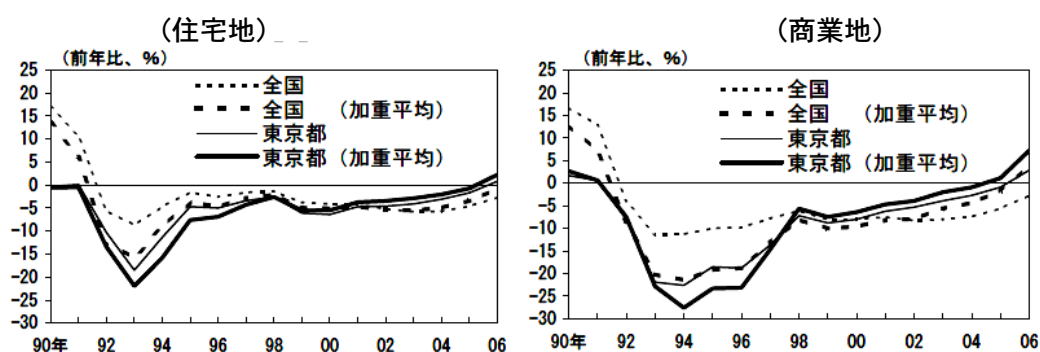
一方、商業地については、千代田区や中央区、港区の業務集積地区や主要な JR・地下鉄駅周辺の商業集積地区において地価上昇のポイントが多いものの、新宿駅や秋葉原駅周辺では下落の方が多いという状況がみられる。

これらは 80 年代後半からの地価高騰期に生じた、住宅や商業用途を問わない全域での地価上昇のパターンと現状とは異なることを示すものであるし、非住宅地については、丸の内や日本橋、汐留、六本木、品川などにおける大規模な都市再生事業との関連性の方が高いという可能性もうかがえよう。土地利用が適切に進むことによって生じる地価上昇はむしろ好ましい結果であり、バブル崩壊以降の土地政策がまさに求めていた成果である。

### 2.3 全国の地価動向

全国ベースの平均地価も上昇に転じつつある。日銀は全国平均ベースの地価についても、加重平均するならば、商業地については 2005 年以降上昇に転じたという資料を作成している(図表-4)。ただし、注釈に公示地価はサンプル調査であるむね自ら記載しているとおり、加重平均をとるかからないことについての意義はトレンドとしての上昇傾向がみえている状況下においてはそれほどないものと考えられる。

図表－４ 全国ベースの地価も上昇に転じたか



(日銀注) 公表計数は、各調査地点における変化率の単純平均。加重平均地価は、各調査地点における公示地価の変化率を調査地点の前年の1㎡当たり公示地価水準で加重平均したもの。これは、各調査地点の地価を合計した変化率と同じであるが、公示地価はサンプル調査のため、必ずしも土地の時価総額の変化を示すものではないことに注意する必要がある。

(資料) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2006年4月

## 2.4 バブルか否か

わが国の地価がようやく上昇に転じたことや、現在の大都市都心部における地価上昇が80年代後半からの地価高騰期とは異なることは、以上の一般的なデータからしてもうかがい知ることができるが、そもそも地価水準自体、名目ベースでみるならば80年代前半の状況をまだ下回っているか同水準にある(図表－1)。

また、SNAベースでみた土地資産額は、1990年時点の2,455兆円から2003年時点では1,299兆円まで、実に1,156兆円も落ち込んだ経緯がある(図表－5)。1990年時点の土地資産額がアメリカ全土を購入できるような巨額の水準であり、ファンダメンタルズから日本の地価水準が逸脱していたとしても、SNAベースで総資産額が増加している状況(1990年と2003年の対比)において、土地資産額の減少幅が同期間に1,156兆円に達すること(47%の減少)が適正な地価水準への移行であるとは誰も予測していなかったことであり、下落の結果、果たして正常な水準に戻ったかどうかについても十分な検証は行われていない。

そもそも正常な水準をどのように判定するかという議論は、従来、土地基本法制定以来、繰り返して行われてきたものの、結局は社会経済における様々な指標から総合的な判断を行うしかないという結論となっている<sup>(5)</sup>。具体的には土地の利用価値の応じた価格形成や、住宅については勤労者が相応の負担で確保できる価格(家賃)が目標とされてきた経緯があり、現状はそうした状況に近似している可能性もある。今、バブルへの懸念が都心の一部の経済活動から大きく示さ

<sup>(5)</sup> 1990年10月29日の土地政策審議会の答申「土地基本法を踏まえた今後の土地政策のあり方について」では、1989年12月に制定された土地基本法を受けて、「適正な地価水準の実現」のために、①地価高騰を早急に沈静化させ、土地の利用価値に相応した適正な水準まで地価を引き下げることを目標とすべきであること、②住宅地については中堅勤労者が相応の負担で一定水準の住宅を確保しうる地価水準の実現を図ることが必要とされていた。1991年にはこうした点を掲げた総合土地政策推進要項が閣議決定され、同時に土地神話の打破が掲げられている。その後、こうした目標が中長期的に達成していけそうという見方から、新総合土地政策推進要項が1998年になってようやく閣議決定され、同要項に基づき、土地の有効利用や取引の活性化に向けての施策が講じられてきた。

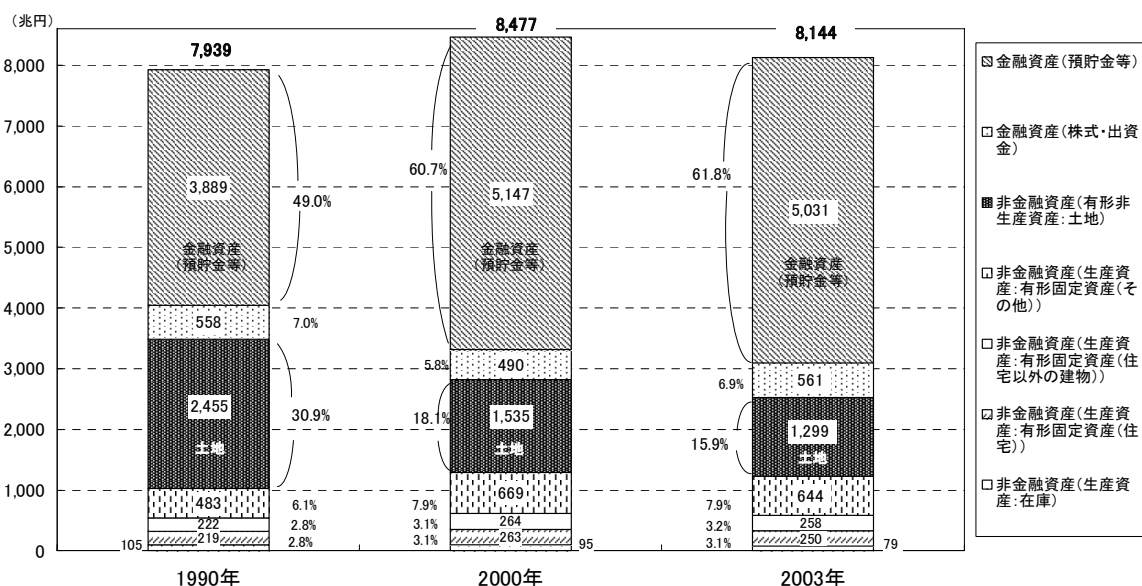


れたことは、従来の政策の成果をもってして再び懸念材料とすることであり、こうした流れからみると不可思議なことである。

十分ではないにしろ、不動産情報が徐々に得られるようになった結果、都心の不動産の収益率とファンダメンタルズの比較から、現状は80年代後半の不動産価格上昇とは質的に異なり、ファンダメンタルズに合致しており、バブルとは言えないという主張する実証研究も徐々に始まっている<sup>(6)</sup>。

適正な不動産投資と運営、評価によって、地価や土地資産額が上昇した場合、人々による住宅取得が極めて困難となった80年代後半と異なり、今後、政府が土地市場に介入し再び規制を行うことが正当化できるのであろうか。どのような尺度や根拠がありうるのであろうか。次章以降では、欧米の土地価格等の長期動向を振り返り、地価上昇という転換期において、わが国がとるべき政策の方向について考えていくこととする。

図表－5 SNAにおける土地資産額の減少



(資料) 内閣府「国民経済計算年報」より作成

<sup>(6)</sup> 脚注(1)や参考文献[15]等による。

### 3. 欧米における地価等の長期動向～特殊な日本の長期地価下落～

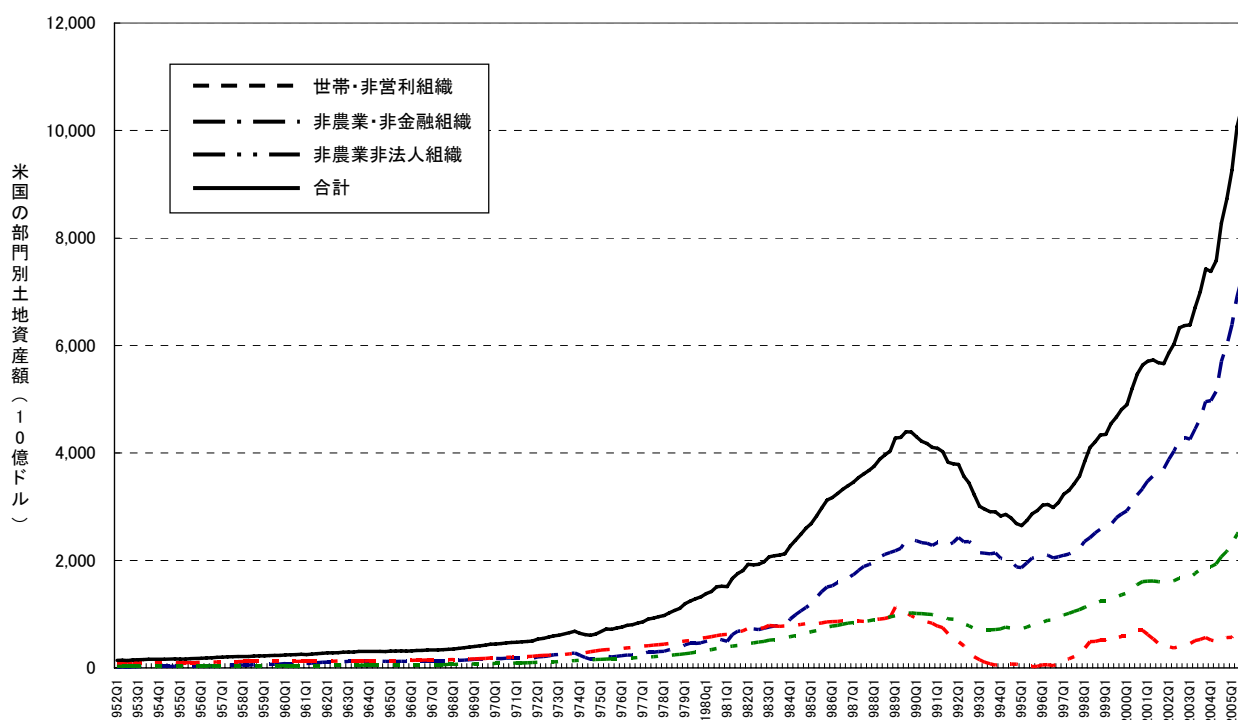
#### 3.1 アメリカの土地資産額等の推移

アメリカにおける土地資産額（水準）の推移を、連邦準備制度理事会（FRB）による部門別バランスシートからみると、大まかには土地資産額は1980年代後半から大きく下落し90年代中頃には85年頃の水準まで下がり、その後90年代中頃から急激に上昇を続け、現在に至っている状況が分かる（図表－6）。

アメリカにおける土地資産額の長期推移をみると、この間に最大の変動が生じている。この背景には、1986年における第2次レーガン政権による税制の急激な中立化が不動産市場にもたらした負の影響やそれに続くS&L破綻、湾岸危機の影響があるものと考えられる。

第1次レーガン政権による1981年税制改正によって導入された加速度減価償却制度やキャピタル・ゲイン課税の緩和により、不動産は極めて有利な投資先となったが、その後の過剰供給と86年における税制の中立化によって不動産は一転して有利とは言えぬ投資となり、それまでの融資は不良債権化しS&L等の破綻が生じた。80年代後半から市場の悪化が始まり、90年代前半には土地資産価格の下落という形でアメリカにおける不動産バブルの崩壊が始まっている。

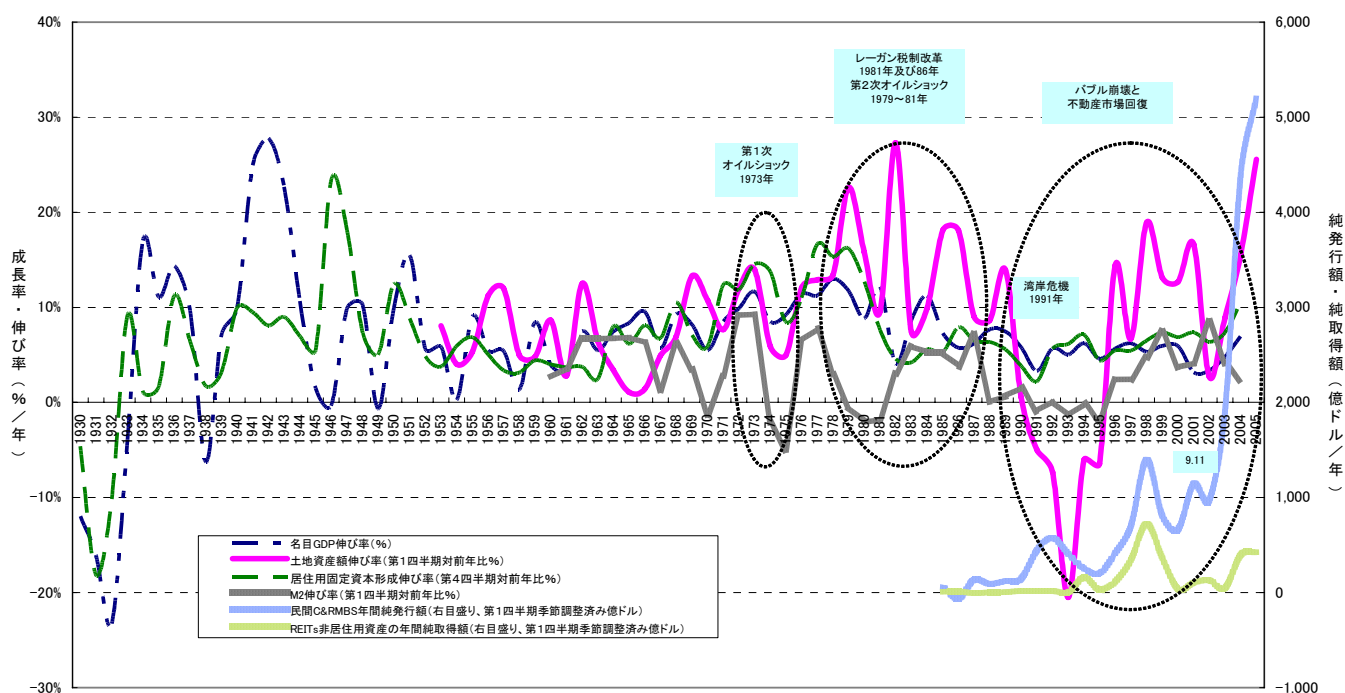
図表－6 アメリカの部門別土地資産額の推移（1952年～2005年）



（資料）土地の資産価格は、連邦準備制度理事会 Federal Reserve Board: FRBないし通称Fedのウェブサイト参照し、Economic and Research Data から、Statistics: Releases and Historical Data、Flow of Funds Accounts of the United States Z1 を選択。さらに Historical data から (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>) の Balance Sheet を選択しダウンロード。当該データのうち、不動産総額”Real Estate FL105035003”から、建築物の再建築価額”Replacement-cost Value of Structures, Residential & Nonresidential”を差し引いて求めている。これを B.100 Households and Nonprofit Organizations 及び B.102 Nonfarm Non-Financial Corporate Business, B.103 Nonfarm Noncorporate Business でも行い、個々にもしくは合計して用いている。不動産総額は市場価格ベースであり、そこから建物の再建築価額を差し引いていることから、土地分は市場価格とみなすことができる。データは季節調整なしの四半期別各期末の残高となっている。このデータは政府や州政府、地方自治体などの公共部門や金融部門、農業部門を含まない。

この土地資産額の変化を、居住用固定資本形成の伸び率や名目GDP成長率、マネー（M2）伸び率、証券化の傾向を示す民間による商業物件抵当融資証券（Commercial Mortgage Backed Securities: C M B S）やファニーメイ等の政府支援金融機関（Government Sponsored Enterprise: G S E）と連邦住宅局（Federal Housing Administration: F H A）などが関与しない民間ベースの住宅抵当融資証券（Residential Mortgage Backed Securities: R M B S）の年間純発行額合計の推移、不動産投資信託（Real Estate Investment Trusts: R E I T s）による非居住用物件の年間純取得額の推移などと長期的に比べてみた（図表－7）。

図表－7 アメリカの不動産価格と経済成長、資金との関係



(資料) FRB Flow of Funds Account 及びB E Aの National Account データより作成。

1930年以降のデータをみると、景気と居住用固定資本形成や土地資産額の伸びが相互に関連しており共に総じて5～7年前後のサイクルが観察できる。土地資産額は、ベトナム戦争が始まる1965年以前の緊縮財政・不況期の影響などから1962年以降に伸び悩んだし、1973年の第1次オイルショック後の総需要抑制の影響を受け1974～75年に相対的に低迷しているが下落したわけではない。長期に渡る下落は、90年代前半にみられるが、実際に下落を続けたのは5年間（1990年第1四半期～95年第1四半期）だけであり、日本のように10数年も続いたわけではない。REITs所有であったことから9.11における世界貿易センタービルへのアタックの影響が懸念されたが、市場への影響は軽微であった。その他、アメリカにおいては、過去50年間において、全国的な土地資産額の下落が生じたことはない。

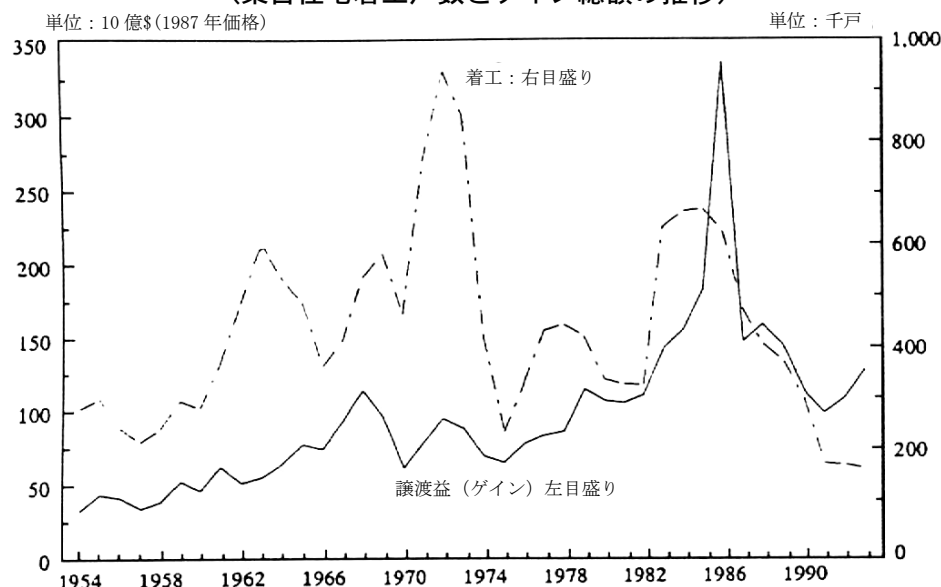
ただし、レーガン税制改革による1981年以降の緩和期、1986年以降の引締期、第2次オイルショック（イラン革命、イ・イ戦争開始）、S & L破綻によるバブル崩壊と不動産市場の低迷・回

復と続く中、かつて景気や建設着工とほぼ同様の幅で変動していた土地資産額は、従前以上に大きく変動するようになっている<sup>(7)</sup>。

90年代前半において、地価下落期が数年で終わった背景としては、税制の違いを除けば、S&L破綻以降に急速に進んだ不良債権処理と証券化を通じた直接金融による資金調達手段が普及したことが大きな要因ではないか。最近の土地資産額の上昇には、マネーの伸びも認められるものの、RMB SやCMB S、REITsが果たしている影響が従前よりも一層増しており、これが住宅や宅地価格の上昇につながり、土地資産額を拡大させているものと考えられる。FRBのFlow of Funds データによると、1985年におけるCMB SとRMB Sの純発行額は約60億ドルにすぎなかったが、2005年には約5,200億ドルに達している。

1981年と86年におけるレーガン税制改正の内容と影響度については既に報告済み<sup>(8)</sup>であることから詳細については本稿では触れないが、それらの影響は甚大である。不動産建物投資の実に15%を税効果で初期段階で回収可能な加速度減価償却制度を導入した1981年税制の特例が1986年税制で廃止されるにあたり、85年時点の所得税申告にて報告された譲渡益（ゲイン）総額は約1,700億ドルであったのに対し、86年には3,200億ドルを超えている。これは1982年から81年税制の特例による着工が急増し、それを85年までに駆け込み売却処分したことによる（1972年の着工ピークはベビーブーマーによる需要期のため）。法人を含む商業不動産でも同様なことが生じており、これらがその後の不動産不況につながる供給過剰を生み出した要因となっている。

図表－8 1986年税制改正を前にした駆け込み的な譲渡益の実現状況  
(集合住宅着工戸数とゲイン総額の推移)



(注) 住宅着工データは1棟に2戸以上の住居を持つ住宅を対象とした民間住宅のデータである。

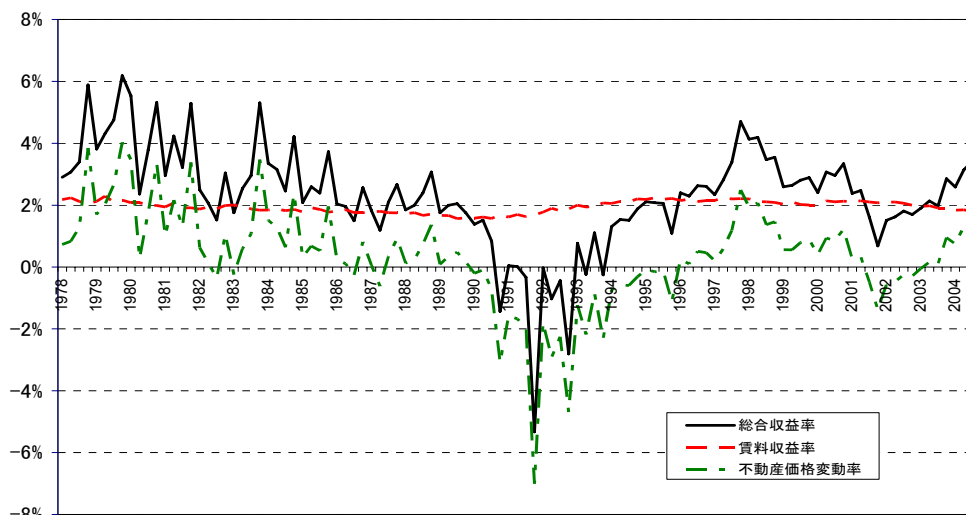
(資料) Congressional Budget Office Report based on Internal Revenue Service, Statistics of Income Division, Individual Income Tax Return for years 1954 to 1992; unpublished IRS data for 1993; and Department of Commerce, BEA

<sup>(7)</sup> FRB理事による報告でも、住宅用土地資産額は建物ストック資産額よりも早く変動し、既存住宅価格よりも2倍程度大きな変動を示すとされている。参考文献[4]による。

<sup>(8)</sup> 参考文献[17]。要旨は<http://www.nli-research.co.jp/syoho/econo/eco9904b.html>を参照。

不動産投資信託全国協会（NCREIF）による投資適格な実物不動産の賃料収益率や総合収益率の推移をみると、やはり 90 年代前半に大きな価格の下落や総合収益の落ち込みが認められる（図表－9）。ただし、賃料収益率は安定した推移を見せている。

図表－9 NCREIF インデックスによる投資適格不動産のパフォーマンス推移

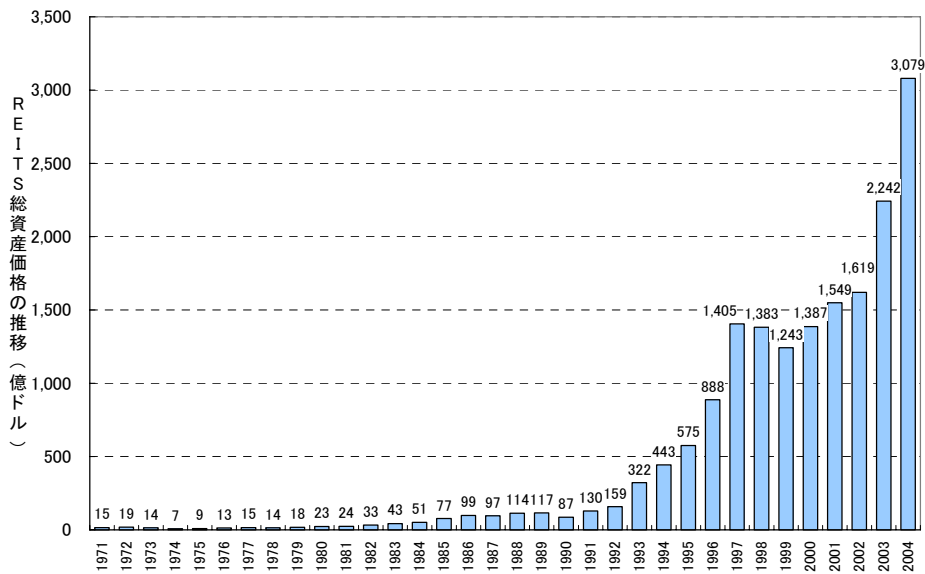


（資料）不動産投資信託全国協会 National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: NCREIF より作成。

レーガン政権がとったような大規模な市場変化を招く不動産税制の改正は、一般的な状況下では好ましいとは言えないが、アメリカではこの際に、譲渡益課税や減価償却制度のあり方が、不動産市場に大きな変化を与えてきたことが実証された点に着目しておこう。

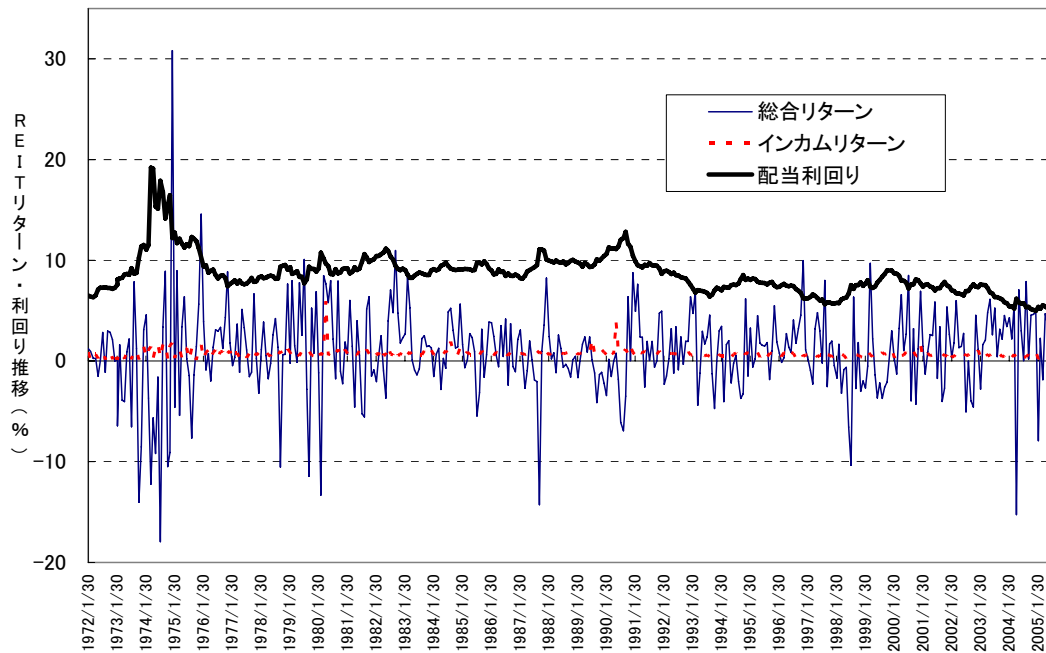
REITsの総資産価格は実物不動産や株式市場が低迷していた90年代初頭から急速に拡大を続けている（図表－10）。株式であるため、ゲインを含む総合リターンの変動は大きい（図表－11）、実物不動産のようにより長い期間に下落しているわけでもなく、運用方法によっては90年代前半とは言え、ゲイン得た投資家がいてもおかしくはない。賃料をベースとしたインカム・リターンは安定しており、配当も過去30年以上、数%から10%強の水準を維持している。これらがREITsがアメリカではディフェンス株とされている理由であり、実物不動産市場の低迷期に優良不動産を安価で仕入れ、結果として市場を再生する役割を担ったものと考えられる。

図表－10 REITs 総資産価格の推移



(資料) 全米不動産投資信託協会 National Association of Real Estate Investment Trusts: NAREIT より作成。

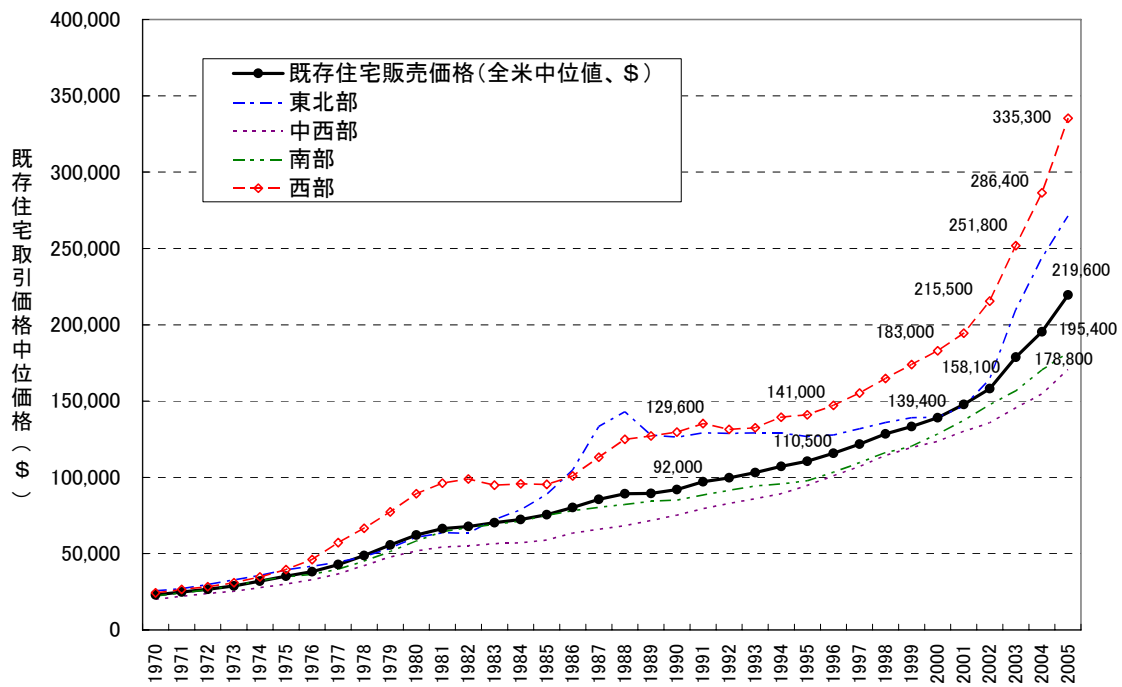
図表－11 REITs 配当・利回り／月の推移



(資料) 全米不動産投資信託協会 National Association of Real Estate Investment Trusts: NAREIT より作成。

一方、住宅価格は新築にしても既存住宅（図表－12）にしてもカリフォルニアなどの西部地域を中心に上昇を続けてきた経緯があり、消費拡大を通じて景気の持続につながっている。しかし、住宅バブルの懸念もあることから、FRBは段階的に貸付金利の高め誘導を続けており（図表－13）、インフレ抑制と住宅価格の軟着陸に向けた舵取りが行われている。

図表－12 既存住宅価格の地域別中位価格推移

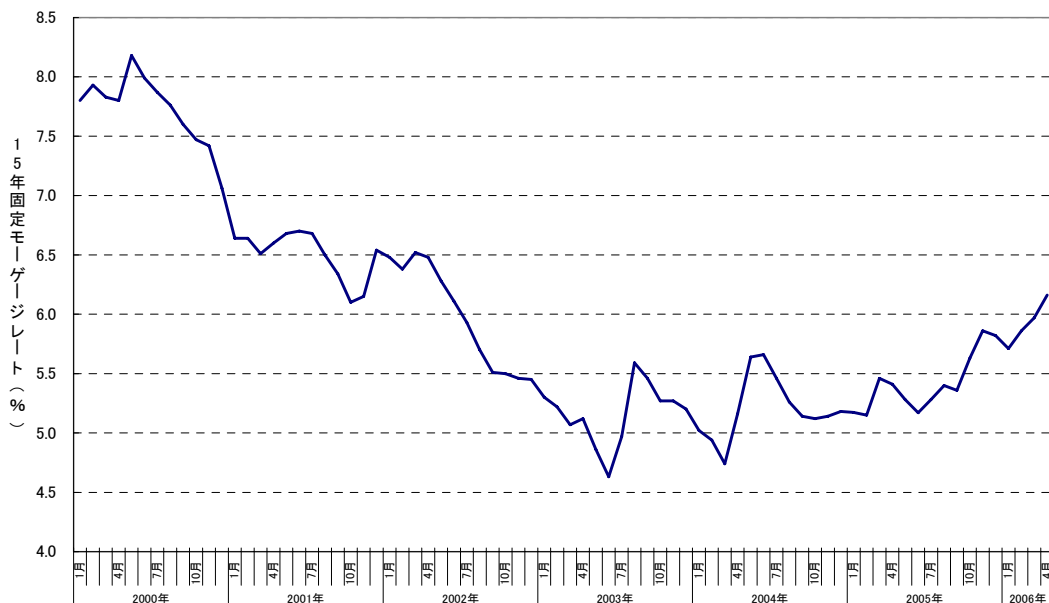


(資料) 全米リアルター協会 National Association of Realtors データより作成。

この結果、直近における月別の既存住宅価格は安定した動きに転じているようであり（図表－14）、住宅価格バブル崩壊の懸念は縮小しているように見える。

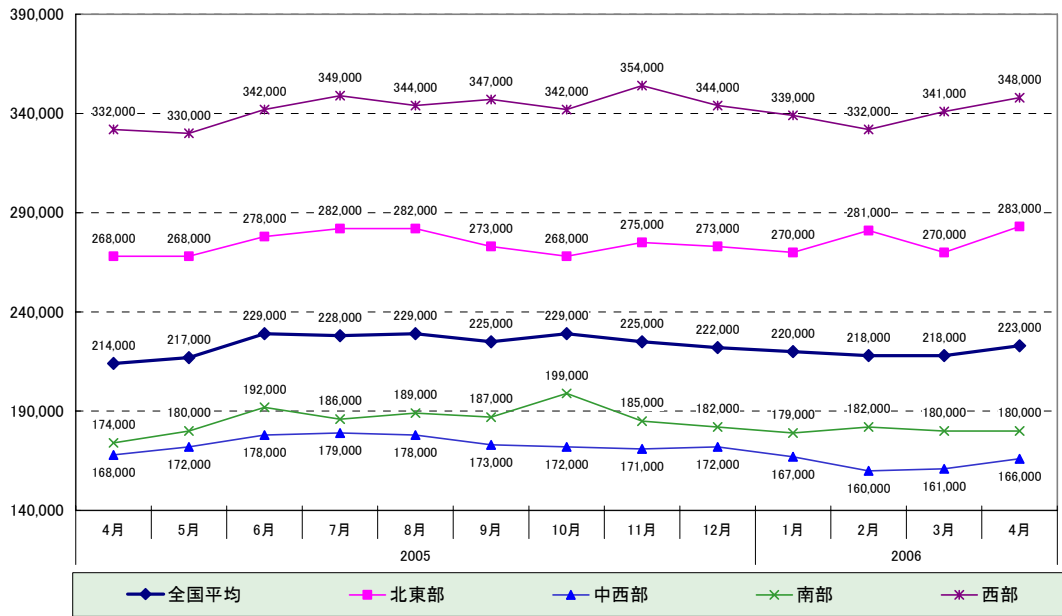
こうした価格調整は、基本的に住宅や土地政策の枠組みで行われているわけではなく、FRBによる利子率の誘導調整によるところが大きい。住宅ローン利子所得控除制度や住宅の譲渡益課税制度、流通税制、あるいは地方自治体による住宅着工や取引規制などといった動きも特にみることはできない。

図表－13 15年固定モーゲージレートの推移



(出所) Freddie Mac データより作成

図表－14 直近における既存住宅価格の地域別中位価格推移



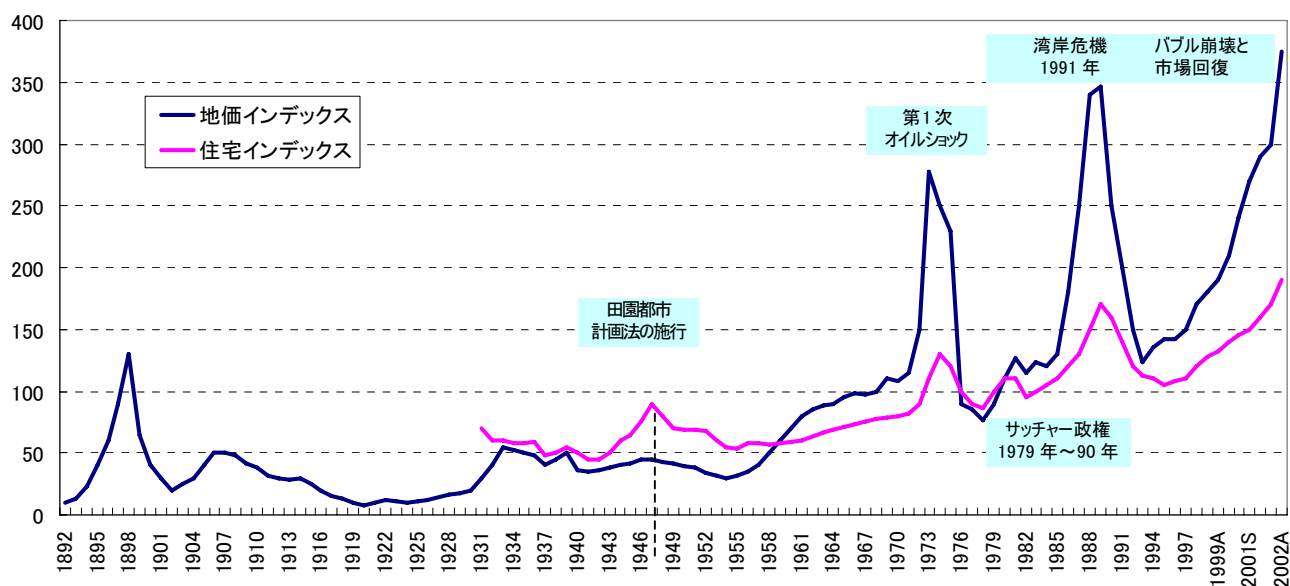
(出所) National Association of Realtors データより作成

### 3.2 イギリスの宅地・住宅価格等の推移

イギリスではアメリカや日本のようにSNA等による土地資産額は公表されていないが、住宅固定資本形成や住宅価格については長期データがある。地価については、ビジネスレイトやカウンシルタックスなどの固定資産税の評価等のために、不動産鑑定局 (Valuation Office Agency) が公開した査定データが1983年以降から確保できるが、より長期のデータをみるために、ここではロンドン大学経済学部のチェシリア及びシェパードがアメリカのリンカーン研究所による会議にて発表した土地市場と土地利用規制に関する論文に掲載されたものを用いる。データは図表－15の原典に示したように、複合ソースを接続したものである。



図表-15 イギリスにおける長期地価・住宅価格（実質価格）インデックスの推移



(資料) "Land markets and land market regulation: progress towards understanding" by Paul Cheshire, Stephen Sheppard, Geography and Environment Department, London School of Economics (2004年3月2日) (ロンドン大学経済学部大学院環境・地理学科にて2004年3月に認められた論文「土地市場と土地利用規制：理解への過程」より)。

(原典) イングランド&ウェールズの長期実質地価及び住宅インデックス (1975=100) を作成。宅地価格については、次の3つの資料を用いている。Vallis (1972)に掲載された1892年から1969年までの不動産官報及びイングランド&ウェールズの1963年から1987年までの住宅&建設統計、不動産鑑定評価部 (Valuation Office Agency) による1983年から2002年までの価格。住宅価格については、副首相府 (Office of Deputy Prime Minister: ODPM) による1930年以降の住宅市場価格 (Table 502)。

チェシリア及びシェパードによると、イギリスの長期地価動向にはひとつの大きな特徴がある。つまり、1947年に田園・都市計画法 (Town and Country Planning Act of 1947) が導入されるまでは、1892年から第2次世界大戦が始まる前に実施された1931年センサスまでに世帯数が61%、実質所得が25%も伸びたのに対し、宅地の実質価格はむしろ下落していた。しかし、宅地の供給を事実上抑制する1947年法の導入後、1955年から2002年までの間に、住宅価格は2.7倍程度の上昇に対し、宅地の実質価格は7.5倍にも拡大しているという点である。

財務省が住宅市場について2003年に諮問し2004年3月に出たベーカーの答申<sup>(9)</sup>にも、イギリスの宅地供給は価格に対し非弾力的という指摘がある。居住と自然環境の保全のためのグリーンベルトをつくりあげた1947年法の厳格な運用が、近年の地価高騰の主因という判断は、イギリスでは大方合意された見方ようである。

こうした地価水準の大きな変動がイギリスの特徴であるものの、アメリカ同様に、やはり地価が10数年に渡り下落を続けるといった状況は1907年~20年の間を除いて生じていない。ただし、1907年~20年は、第1次世界大戦に向けて世界情勢が不安定であり、実際に戦争が勃発した期間でもあり、極めて特殊な時期であったと考えるべきであろう。

地価はアメリカ同様に1973年の第1次オイルショックの影響を受けて高騰し、続く総需要抑制

<sup>(9)</sup> 参考文献[2]参照。

によって大きく下落している。その後の経済低迷の中で病める英国を救うとしてサッチャー政権が1979年に誕生し、小さな政府と規制緩和を推進し、都市再生事業を展開した。所得課税（簡素化と最高税率引き下げ）から消費課税（8 → 15%）へのシフト、法人税率の段階的引き下げ、キャピタル・ゲインの総合課税化などの実施、住宅取得促進税制（Mortgage Interest Relief At Source: M I R A S）の導入などを行い、公営住宅の売却処分を含め積極的に持家政策を推進した。

1979年の政権発足時には、シチーの為替管理規制をまず撤廃した。1980年にインフレ率は瞬間的に21.9%に達し、1982年には失業者数が300万人を超えたりフォークランド紛争が勃発したりした。1985年にはポンドが大暴落するが、1986年からスタートしたシチーの金融・証券ビッグバンなど様々な政策に加え、1980年代初頭から始められたロンドン・ドックランドなど、全国主要都市における都市再生事業の効果が浸透し、1989年には財政黒字は140億ポンドに達し強い英国が復活している。

1985年には所得回復や強い持家ブームなどによって地価は再び上昇した。1988年中頃から実施された急激な金融引締めは、家計と企業の利払い負担を89年以降著しく高め、家計と企業の負債比率はそれぞれピーク時には116%（1991年）、188%（1992年）に達し、消費や投資は急激に冷え込んだ。過熱した住宅市場を冷却させるために誘導された住宅融資率は1990年には15.4%に達すると共に、M I R A Sの縮小などの抑制策が住宅バブルを崩壊させ、地価は1990年初頭には元のトレンドまで下落することとなった経緯がある。

サッチャーは1991年に退陣するが、バブル崩壊を克服したイギリスは、90年代後半から実質で2～4%弱の安定成長を続けている。その後の政権では、住宅供給が大きな課題となり、供給制約から住宅価格が高騰することがないように、都市内の既存汚染産業用地などの住宅への転用を促進する政策を展開している<sup>(10)</sup>。

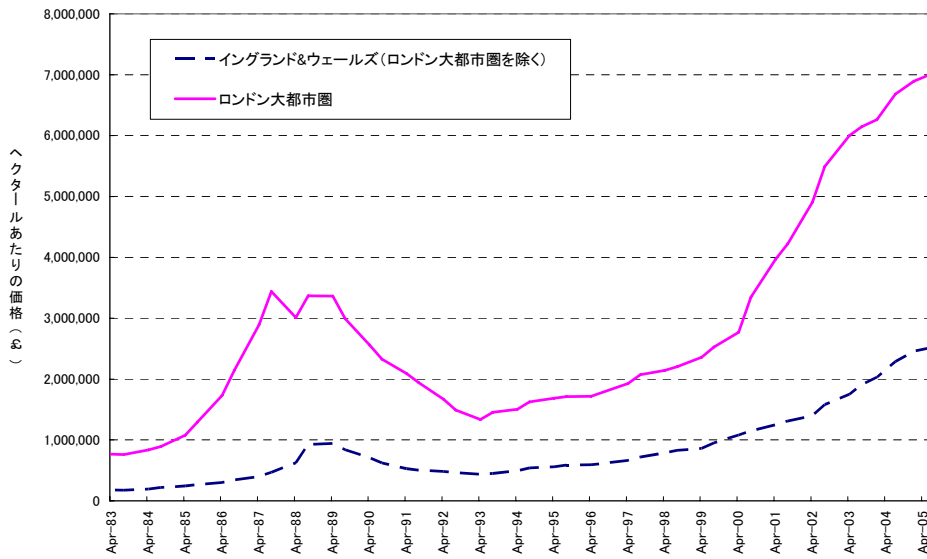
しかし、こうした汚染地であるブラウンフィールドの再開発はなかなか難しいこと<sup>(11)</sup>や、郊外の田園やグリーンベルトを保全しようという既存住民の圧力は非常に強いため、住宅供給の弾力性は必ずしも解消されてはおらず、宅地と住宅価格は上昇圧力を受けている。不動産鑑定評価部による最近の宅地価格の推移をみると、他の地域と比べてロンドン大都市圏における宅地価格の上昇傾向が顕著である（図表-16）。

---

<sup>(10)</sup> 1999年のロジャース卿による「アーバン・ルネッサンス」では、郊外の新規開発を抑制しつつも、汚染地等の再生等によって、都市内における既存用地から新たな住宅供給を促進できることを提言している。

<sup>(11)</sup> 参考文献[14]。要旨は<http://www.nli-research.co.jp/syoho/insrep.html>を参照。

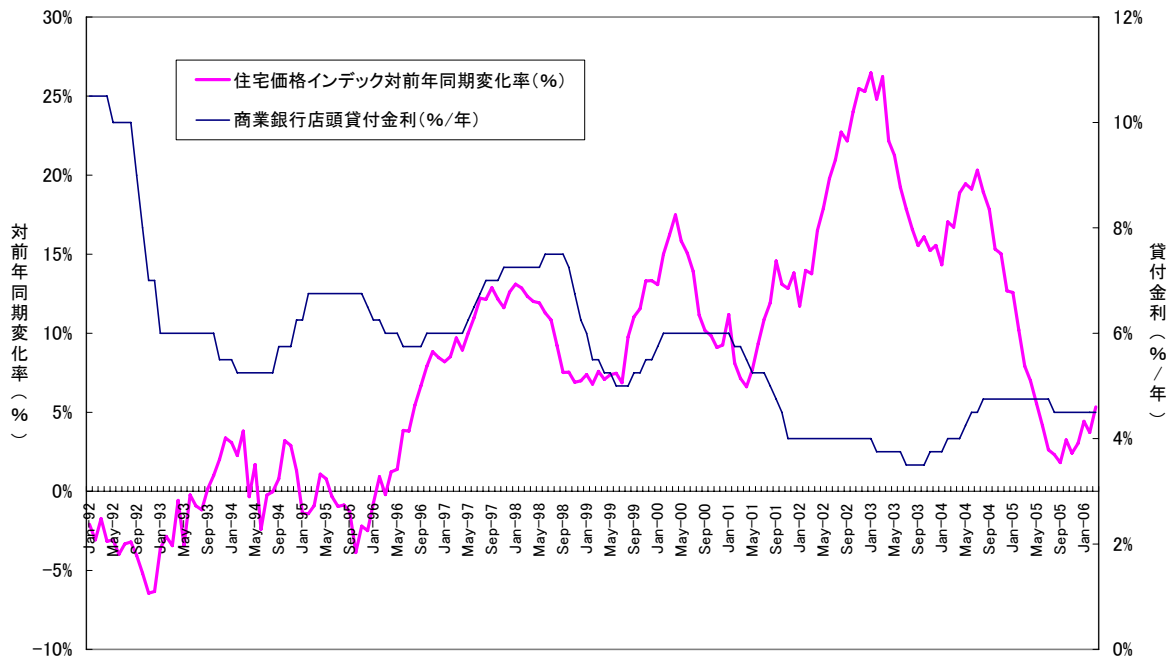
図表-16 イングランド及びロンドン大都市圏における近年の宅地価格動向



(資料) 不動産鑑定評価部 (Valuation Office Agency: VOA) データにより作成。

直近の動向では、住宅価格の加熱状況は英国中央銀行による貸付金利の微妙な誘導や微妙な下げ方によって軟着陸する方向にある (図表-17)。

図表-17 住宅価格インデックス対前年同期変化率と貸付金利の推移

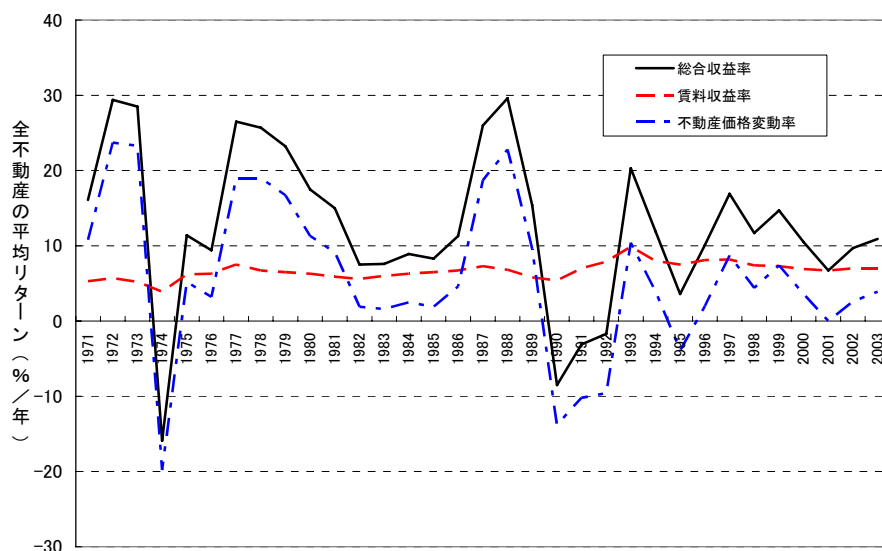


(資料) Nationwide Index 及び Office of National Statistics データより作成。

一方、投資用不動産全用途のリターン推移を I P Dインデックスからみると、住宅ほどの伸び率ではないが、価格の変動率は 0 ~ 10% 弱の範囲で 90 年代後半から推移しており、賃料収益率の

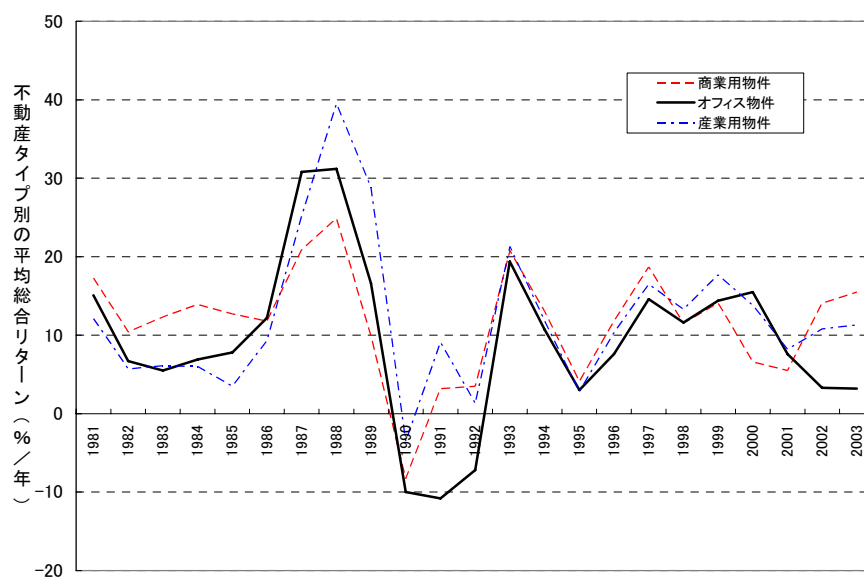
安定によって総合収益率は 10~15%を確保している（図表-18）。しかし、用途別にみると、商業店舗については上向きであるものの、オフィスのインデックスは伸び悩んでいる（図表-19）。つまり、イギリスにおける住宅価格や宅地価格の上昇は、消費を通じた商業は別としても、オフィス市場にはそれほど大きな影響を与えていないこととなる。

図表-18 IPDによる全用途不動産の平均リターンの推移



(資料) 投資用不動産データバンク社 (Investment Property Databank: IPD)

図表-19 IPDによる不動産用途別平均投資リターンの推移



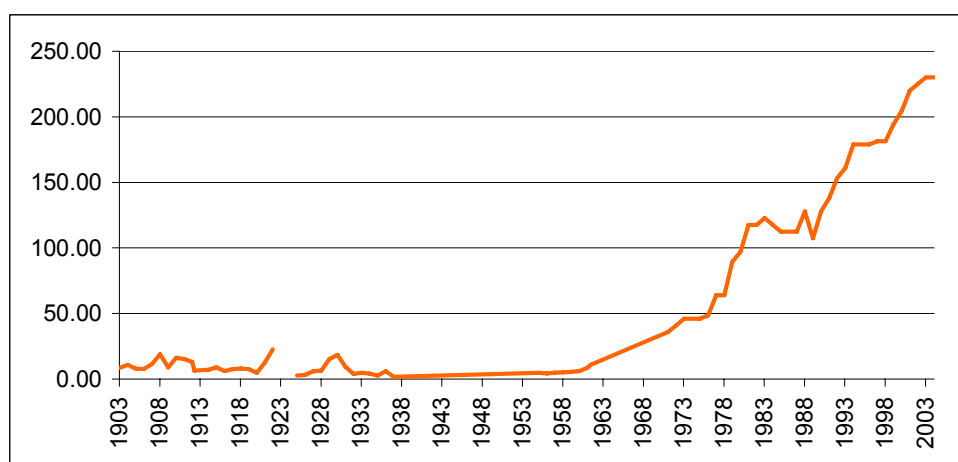
(資料) 投資用不動産データバンク社 (Investment Property Databank: IPD)

### 3.3 ドイツの建築用地価格等の推移

ドイツにおいて、1962年以前の長期地価動向の記録を有しているのはハンブルグだけである。1923年から33年にかけてインフレによって建設用地価格が高騰した経緯があり、多くの自治体ではこれに対する法律の整備が必要となったため、それまでは市場で取引されていた土地は、1936年10月17日の水準で凍結され、1960年に連邦建設法典ができるまでその水準で維持されてきた経緯がある（図表-20）。

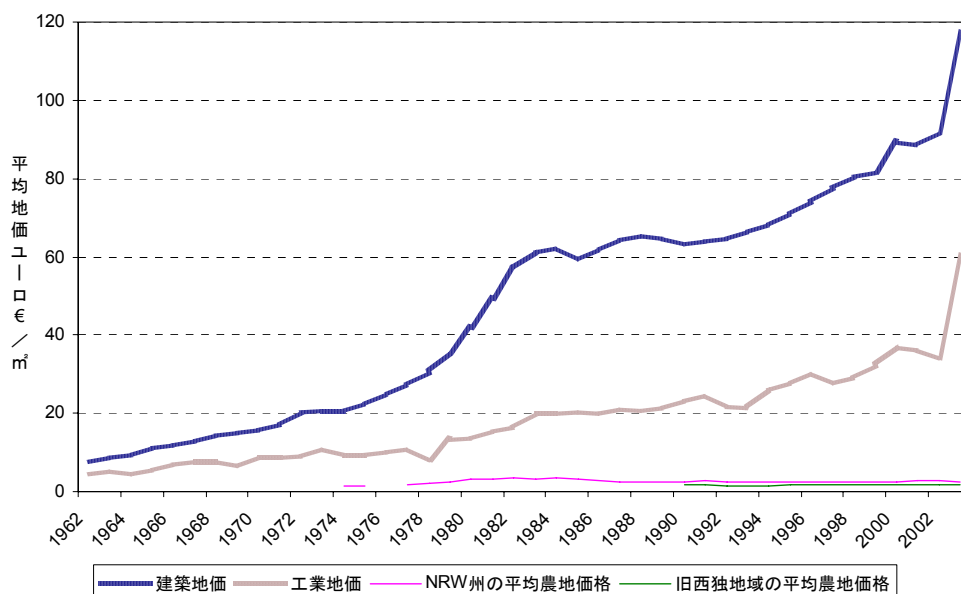
この間、土地取引価格は記録されていなかったが、ハンブルグはハンザ同盟に加盟していた都市であったことから、取引記録が保全されてきた経緯がある。したがって、1960年代以前の推移をみることはほとんど意義がない。しかし、経済成長に伴い、凍結解除後には地価が徐々に上昇に転じているのは興味深い。地価は下がる局面もあるが、長期的には上昇を続けることとなる。

図表-20 ハンブルグにおける土地価格の長期推移



(資料) 連邦統計局 Statistisches Bundesamt のデータより作成。

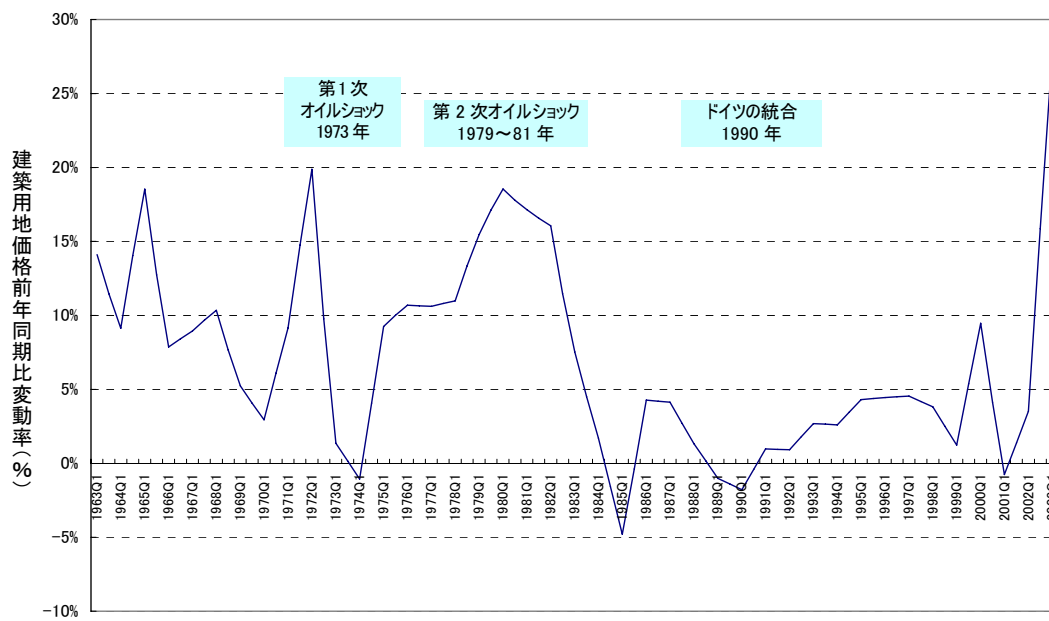
図表-21 ドイツにおける用途別土地価格の長期推移



(資料) 連邦統計局 Statistisches Bundesamt のデータより作成。

1962年以降のドイツの平均建築地価や工業地価はほとんど変化のない農地とは異なり、上昇を続けている（図表-21）。このうち建築用地の地価の変動をみると（図表-22）、やはり第1次や第2次オイルショックの影響を受けていることが分かる。1990年には東西ドイツの統合の影響を受けて地価が下落しているが、その後は上昇に転じており、2002年～2003年では急激な上昇がみられる。ドイツの場合にも、10数年に渡る地価下落の歴史をみることはできない。

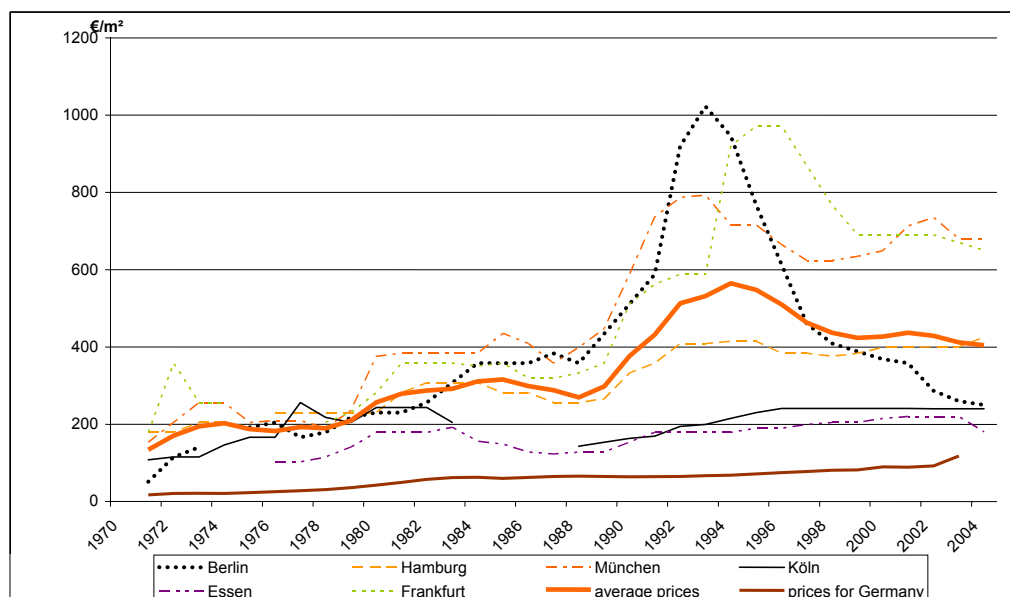
図表-22 建築用地価格の長期推移



（資料）連邦統計局 Statistisches Bundesamt のデータより作成。

共同建て住宅用地の地価は、1990年の統合以降にベルリンを中心とする主要都市にて価格が急上昇したがあったが、ドイツの全国平均でみると、安定した動きを見せている（図表-23）。

図表-23 都市別の平均地価の推移（共同建て住宅用）



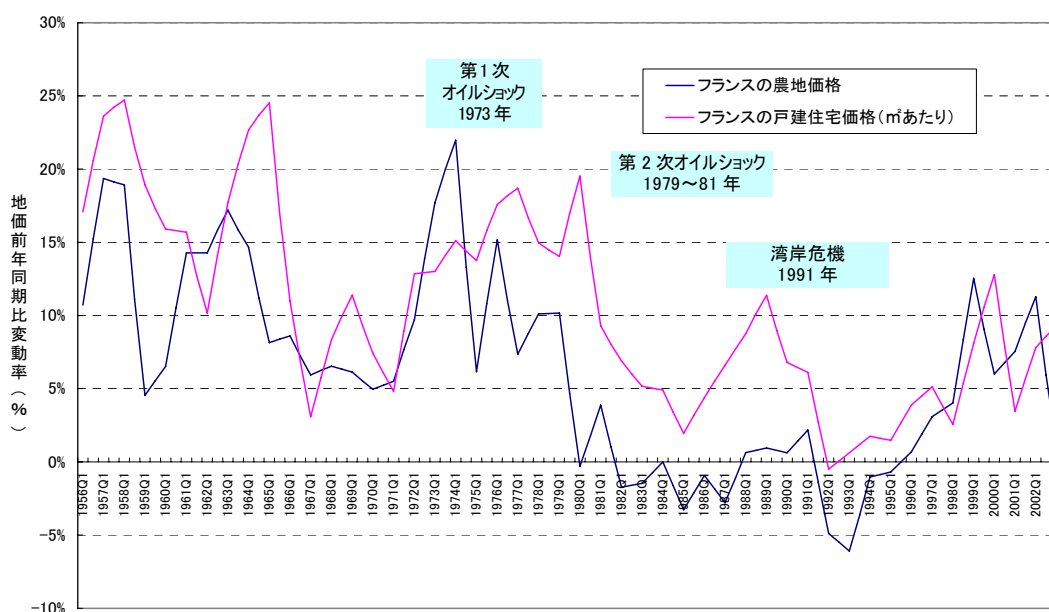
（資料）連邦統計局 Statistisches Bundesamt のデータより作成。

### 3.4 フランスの戸建住宅価格等の推移

地価等を代替する長期のデータとしては、フランスでは戸建住宅価格と農地価格がある。農地価格は日本のように規制を受けていないため、投資用資産としての価値をもち、宅地価格よりもむしろ経済動向に敏感な変化を見せている（図表-24）。

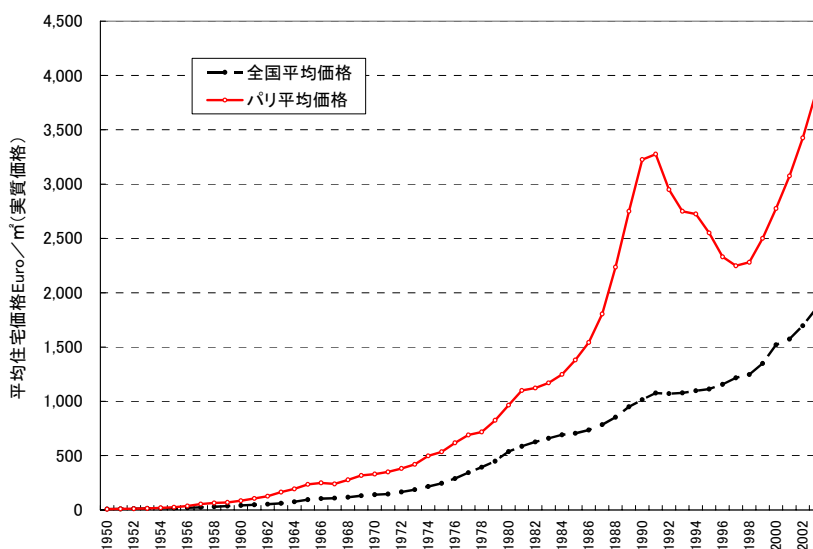
1956年以降からみると、2回のオイルショックや湾岸危機などの影響を受けているようであるが、全国平均では戸建住宅価格が下落した時期は1992年のみである。農地価格は消費に左右される投資財の特徴をもつことから、第2次オイルショック以降の市況低迷の影響を受けて長期に下落したこともあるが、それでも数年間であり、10数年に渡る下落をみることはできない。

図表-24 全国戸建住宅価格と農地価格の変動率の推移



(資料) 農業省、統計局 INSEE のデータより作成。

図表-25 パリにおける戸建住宅価格の推移



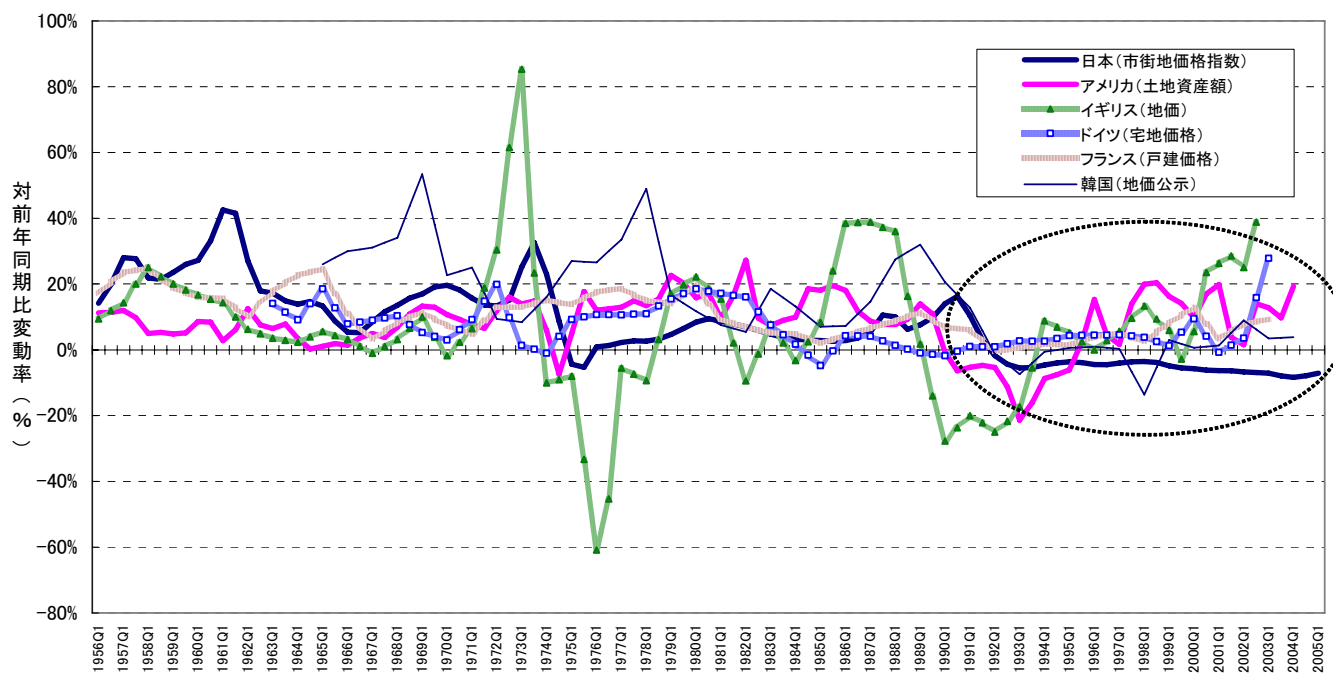
(資料) 統計局 INSEE のデータより作成。

ただし、パリの住宅価格は、ほぼ日本のバブルと同時期に高騰し下落した経緯があり、バブルと崩壊があったものとされている（図表-25）。こうした状況は各国においても多少のギャップと程度をもって生じている。フランスでは日本と同様に1988年のプラザ合意による金融緩和を通じた過剰流動性によって、諸機能の一極集中が生じていたパリを中心に初期の床需要の増加から供給過剰が生じ、国策によるラ・デファンスなどの開発が進められていたことなどを背景に、投機的資金が周辺国やスウェーデン、日本などからも集まったとされる<sup>(12)</sup>。この下落も比較的長かったものの7年ほどであり、パリに限定されていたという点で日本の事情とは異なる。

### 3.5 欧米と日本の地価等の推移

欧米4カ国と日本の地価等の変動率の推移を、1956年以降の変動率によって比較してみると、図表-26のとおり、日本における1990年初頭からの継続した地価下落が、世界の中でも特殊な事態であったことが明確になる。

図表-26 欧米と日本における地価等の変動率の推移



(資料) 日本（市街地価格指数、全用途平均）、アメリカ（土地資産額、FEB Flow of Funds Accounts of the United States Z1 不動産残高から建物分を控除）、イギリス（Valuation Office Agency 他データの合成系列）、ドイツ（建築可能既存宅地 Kaufwerte f?r Bauland, September 2004, Statistisches Bundesamt, Fachserie 17, Reihe 5）、フランス（既存戸建住宅全国平均価格、INSEE、Paris Chamber of Notaries）、韓国（地価公示、全用途平均）により作成。

なお、図表-26には韓国の地価公示の変動状況も参考迄に加えている。韓国では1997年12月の外為危機により不動産市場が凍結されたことから、1年間に13.6%の地価下落が生じているが、

<sup>(12)</sup> 2001年7月27日に国際建設技術協会で行われた日仏会館研究員ナターシャ・アヴリーヌ氏（トゥールーズ大学助教授）による講演「フランスにおける地価バブル」による。



1998年4月以降に土地取引申告制度の区域解除を行ったり、税制緩和措置や不良債権の政府機関購入、MBSやREITs制度の新規導入を行ったりしたことにより回復に向かった経緯がある。

しかし、その後投資資金が住宅に向かったことから、再び20戸以上の住商複合アパート分譲権などの転売禁止や投棄地域指定による住宅取引許可制、建替アパートに対する開発利益還元制度などを導入し、投機的取引を抑制する施策を講じている。

#### 4. 不動産証券化の普及と市場の拡大

##### 4.1 アメリカの不動産投資市場にみる投資資金の多様性と規模

不動産の証券化による直接金融に従来の間接金融が加わり、アメリカの不動産投資市場は実に多様な投資資金から成立している（図表-27）。ただし、3兆4,795億ドルにのぼる不動産投資資金総額に占める最大の資金源は、銀行やS&Lなど、従来からの間接金融によるところが大きい（1兆4,458億ドル、総額の41.6%）。CMB SやREITsが占める割合は20%強であり、保険会社8.1%やその他ファンド7.4%、年金基金5.2%と続いている。

不動産の証券化は不動産投資資金のすべてをカバーできるわけではなく、アメリカのモデルがひとつの理想とするならば、不動産投資市場の成長は資金ソースの多様化にあり、様々な経済環境において、常に多様な資金を供給できる市場環境を設けることが重要と考えられよう。

図表-27 アメリカの不動産投資市場の資金ソース

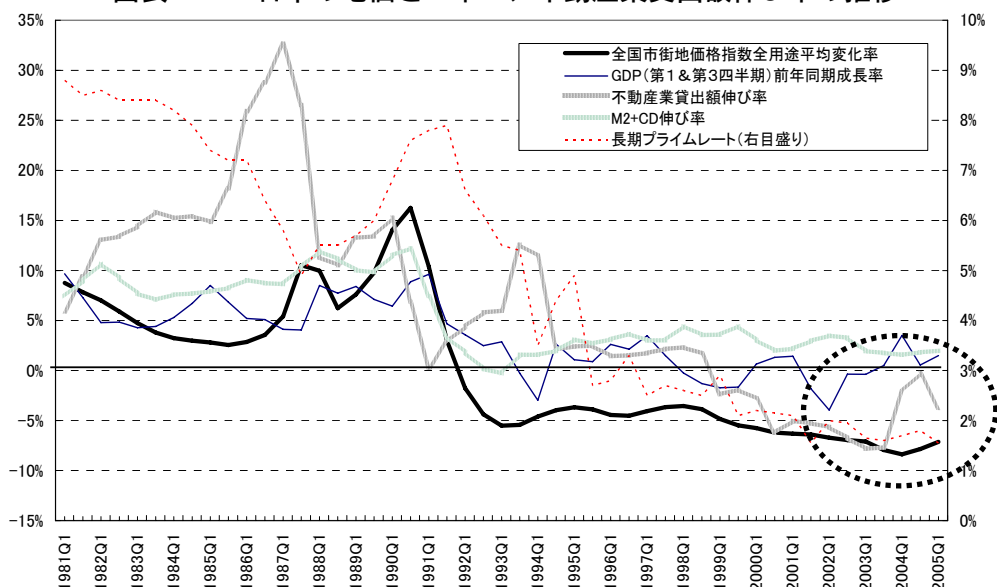
2005年第2四半期		
不動産投資資金総額	3兆4,795億\$	100.0%
○借入計	2兆5,291億\$	72.7%
・非公開借入ソース	1兆8,885億\$	54.3%
年金基金	361億\$	1.0%
REIT 無担保	1,521億\$	4.4%
保険会社	2,545億\$	7.3%
銀行・S&L等	1兆4,458億\$	41.6%
・公開借入ソース	6,406億\$	18.4%
モーゲージREITs	238億\$	0.7%
政府与信機関	715億\$	2.1%
CMBS	5,451億\$	15.6%
その他ファンド	2億\$	0.0%
○出資計	9,504億\$億\$	27.3%
・非公開出資	6,610億\$億\$	19.0%
民間金融機関	41億\$	0.1%
保険会社	278億\$	0.8%
海外投資家	525億\$	1.5%
年金基金	1,461億\$	4.2%
民間投資家（大規模）	4,305億\$	12.4%
・公開出資	2,894億\$	8.3%
REITs	299億\$	0.9%
その他ファンド	2,595億\$	7.4%

（資料）Urban Land Institute & Price Water House Coopers “Emerging Trends in Real Estate 2006”

## 4.2 日本における不動産投資資金の動向と制度整備の進展

日本では、地価の下落が続いていたものの、その間のマネー（M2 + CD）の伸び率は5%以下ではあるがプラスの推移を見せていた。1980年代後半と異なり、地価が下落していたこの時期には、いかに流動性が確保されていようと、地価が上昇するような状況にはなかつたことが分かる（図表-28）。この間、不動産業に対する貸出額の伸び率は追い貸しがあったためか1993~94年には伸びているが、総じて縮小基調にあり、2005年になってようやく回復の兆しがみえている。

図表-28 日本の地価とマネー、不動産業貸出額伸び率の推移



(資料) 各種指標よりニッセイ基礎研究所で作成。

他の産業に対する貸付についても2005年第3四半期から回復基調にあるものの、不動産業や建設業への融資伸び率が年率換算で二桁となる時期があり（図表-29）、このことが、日銀をしてバブルの再燃を懸念させたひとつの理由のようである。

図表-29 不動産業等貸出額伸び率の推移（2005年四半期別状況）

期末	貸付残高合計		不動産業向け			建設業向け		
	(億円)	対前四半期(年率換算)変化率(%)	(億円)	対前四半期(年率換算)変化率(%)	合計に占める構成比(%)	(億円)	対前四半期(年率換算)変化率(%)	合計に占める構成比(%)
2004年12月末	3,985,243		487,054		12.2	180,957		4.5
2005年3月末	3,959,856	▲ 0.6 ▲ 2.5	481,860	▲ 1.1 ▲ 4.2	12.2	175,429	▲ 3.1 ▲ 11.7	4.4
6月末	3,877,411	▲ 2.1 ▲ 8.1	476,428	▲ 1.1 ▲ 3.4	12.3	162,153	▲ 7.6 ▲ 27.0	4.2
9月末	3,947,434	1.8 7.4	498,594	4.7 19.9	12.6	162,083	▲ 0.0 ▲ 0.2	4.1
12月末	3,989,207	1.1 4.3	503,301	0.9 3.8	12.6	167,044	3.1 12.8	4.2

注。国内銀行の銀行勘定、信託勘定および海外店勘定(国内向け)の合計。

1. 整理回収機構、第二日本承継銀行を除く。

2. 特別国際金融取引勘定(オフショア勘定)にかかる貸出金、中央政府向け貸出金を除く。信用金庫については金融機関貸付金勘定は含まない。

3. 地方公社向け貸出は、「日本標準産業分類」に準拠し、その事業活動に応じ、それぞれの業種に分類。

4. 個人向け貸出は、事業用資金に分類できるものはそれぞれの業種に分類。

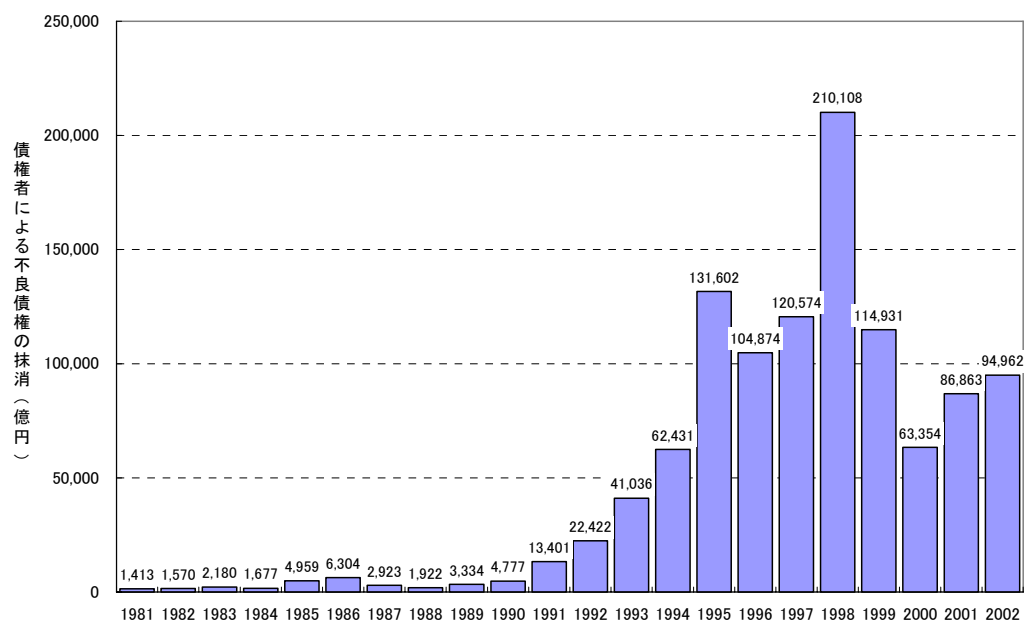
(a) 住宅・消費者ローン、納税資金等非事業用資金のほか、事業用、非事業用に分類困難なものを計上。

(b) 個人(事業目的を除く)に対する住宅資金(個人住宅の建築・改築・購入資金のほか、宅地のみ購入資金も含む)、消費財・サービス購入資金(使途を特定しない一般消費資金を含む)の貸出で割賦返済方式によるものを示す。「割賦返済」とは2か月以上にわたり、かつ3回以上に分割して返済されるものをいう。

(資料) 日本銀行データより作成。

しかし、アメリカのように、不動産証券化だけではなく、こうした従来の資金ソースの復活がなければ、不動産投資市場の拡大は期待できないものと考えられる。こうした銀行等による間接融資が復活してきたのは、証券化ための制度整備の推進や情報開示の進展によって、まさに不動産市場そのものが整備されてきた成果であり、証券化に伴う市場条件の整備自体が、同時に不良債権や低利用資産などの処分を進めやすい環境をつくってきたからであろう（図表-30）。

図表-30 不良債権処理の進展



(資料) 内閣府、国民経済計算年報、ストック、調整勘定1債権者による不良債権処理の抹消。

不動産証券化市場の基盤となった制度等としては、いわゆるSPC法や債権譲渡特例法、JREITs創設に欠かせない投信法などがあるほか、信託関連法や証券取引法との関係は、不動産の情報開示の促進を図ることとなった。定期借家制度は賃料収入を確立する上で重要であったし、サービサー法や投資顧問業登録規定などは、証券化市場におけるニュービジネスを生み出してきた。

不動産鑑定基準の改正は、比較法が主流であった日本の鑑定評価を大きく転換し、収益還元法による不動産評価を重視することに道筋をつけたものであり、有効利用を前提とすることによって、日本の投資用不動産価格の形成自体に、大きな変化を与えることとなった。

いずれも1995年以降に整備が進んだことによって、不動産証券化市場の信頼獲得、さらには実物不動産市場においても、情報開示の意義を高めることにつながっている。

○「不動産特定共同事業法」（1995年4月施行）→日本版リミテッド・パートナーシップの実現

○「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」（1998年10月施行）→公庫等によ

る住宅ローン債権の証券化

- 「債権管理回収業に関する特別措置法」（サービサー法、1999年2月施行、2001年9月改正）
- 「良質な賃貸住宅等の供給の促進に関する特別措置法」（定期借家制度、2000年3月施行）
- 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」（SPC法、1998年9月）、資産の流動化に関する法律（改正SPC法、2000年5月）→日本版SPCの登場
- 「不動産投資顧問業登録規定」（2000年9月施行）→PMやAMの育成へ
- 「投資信託及び投資法人に関する法律」（2000年11月施行）→JREITsの基盤確立、情報開示
- 東証によるJREITs上場基準の規定（2001年3月）→JREITs市場の創設
- 「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」「不動産投資信託及び不動産投資法人の運用に関する事項」「不動産投資信託及び不動産投資法人のディスクロージャーに関する事項」（2001年3月、6月、11月）→投信協会による自主規制
- 「不動産鑑定基準」改正（2003年1月）→投資用不動産へのDCF導入
- 「信託業法」改正（2004年12月施行）→金融機関以外から信託業に参入可能、信託受益権販売業者の登録等
- 「証券取引法」改正（2004年6月）→有価証券の定義の拡大（一定の匿名組合契約の出資持分は有価証券、投資顧問業等。証取法自体による投資家が必要とする情報開示。

#### 4.3 不動産証券化市場の拡大

日本では、不動産証券化を通じて1998年以降、2005年3月末（平成16年度末）までに累計で約20兆円を超える投資資金が不動産市場に投入されている（図表-31）。その後、2006年5月までに日本銀行に届けられた<sup>(13)</sup> 2005年4月以降の証券化の計画・実績計約7.2兆円（RMB SやCMB S、信託受益権等）を加えると、累計は27兆円を超え、2004年度以降において、急速に市場が拡大していることが分かる。

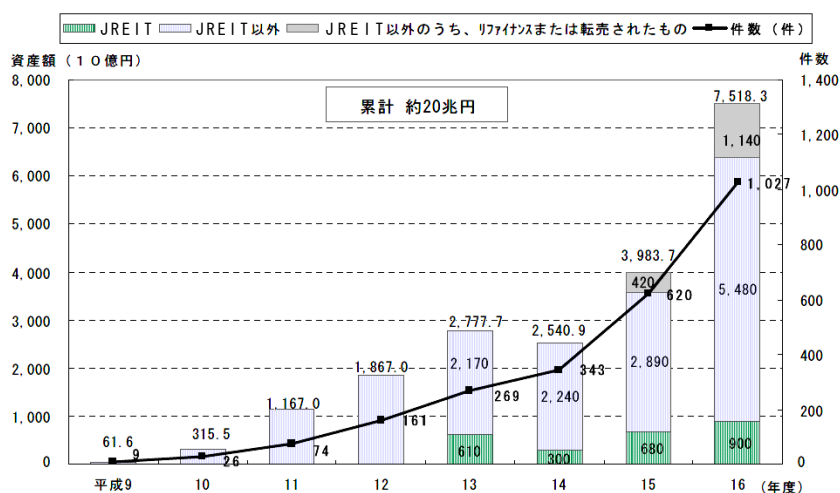
不動産業への融資残高も2005年12月末時点で50.3兆円となり（図表-29）、1999年度末以降初めて年率5%程度の上昇に転じている。不動産市場と金融市場との融合を通じて、過剰流動性下でも進まなかった不動産投資や融資が拡大に向かっている。

このようにして、日本では1995年以降に、直接的に不動産市場に資金を確保する証券化関連制度と商品化の道が出来上がり、その確立と普及にさらに10年を要し、その結果、地価下落から上昇への転換が生じてきたこととなる。

---

<sup>(13)</sup> 日本銀行による「証券化市場の動向調査」の結果を2005年4月～2006年5月まで確認し、リースや割賦債権ではない、住宅ローンや商業ローン債権など、不動産関連の証券化に関する債券等の発行額（元本想定額を含む）を集計したもの。その他に私募ファンドや新設JREITsなどを加えると、証券化による投資資金累計は、重複分を差し引いても30兆円を超えているものと考えられる。

図表-31 不動産証券化の進捗状況



資料:国土交通省「不動産の証券化実態調査」  
 注1:ここでは、不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの(狭義の証券化)に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの(広義の証券化)も対象としている。  
 注2:「Jリート以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」  
 Jリート以外での信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、平成14年度以前についてはこの項目は調査していない。  
 注3:Jリートについては、投資法人を1件としている。  
 注4:内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しない。

## 5. 不動産税制の不合理性と抜本的見直しの必要性

証券化の仕組みが定着するために多くの時間を要したことに加え、地価の反転に10数年を要した背景として、不動産税制の不合理さや近年における多少の改善について指摘しておく必要がある。

### 5.1 不動産流通税の特例とその後

不動産の取引にかかる流通税としては、不動産登録免許税や不動産取得税がある。これらについては固定資産税の7割評価の推進や資産デフレ対策として、2003年度税制改正によって最も軽減された措置(移転登記1%、保存登記0.2%)が2006年3月末を期限にとられてきたが、地価上昇が都心の一部にみられるという状況を反映し、今年度から、登録免許税の保存登記に加え、建物分については移転登記・信託登記と共に本則に復帰し重課に転じている。

証券化関係の緩和措置は、土地を持たざる者も投資機会を得られるという観点から、優遇措置がとられているが、いずれもSPC法や投信法が創設された後の導入である。JREITsについては継続されているが、SPC扱い分については0.6%から0.8%に今年度から重課されている。

不動産取得税については、土地については今年度以降2009年まで課税標準の特例である2分の1緩和や税率の3%は延長されたが、建物については2008年3月31日までだけ経過的に3.5%に重課し、その後は本則の4%に復帰することとなった(図表-32)。

図表－32 流通税の軽減措置の推移

登録免許税（国税）	2003年3月31日 まで	本則税率	2003年4月1日～ 2006年3月31日	2006年4月1日～ 2008年3月31日
移転登記 土地	$5\% \times 1/3 = 1.67\%$	2.0%	1.0%	1.0%
移転登記 建物	5.0%	2.0%	1.0%	2.0% (↑本則化)
保存登記 土地	$0.6\% \times 1/3 = 0.2\%$	0.4%	0.2%	0.4% (↑本則化)
保存登記 建物	0.6%	0.4%	0.2%	0.4% (↑本則化)
信託登記 土地	$0.6\% \times 1/3 = 0.2\%$	0.4%	0.2%	0.2%
信託登記 建物	0.6%	0.4%	0.2%	0.4% (↑本則化)
登録免許税（国税）	2000年11月29日 まで	本則税率	2000年11月30日 ～2006年3月31日	2006年4月1日～ 2008年3月31日
SPCによる取得	$2.5\% \times 1/3 = 0.83\%$	2.0%	0.6%	0.8% (↑)
登録免許税（国税）	2001年3月31日 まで	本則税率	2000年11月30日 ～2006年3月31日	2006年4月1日～ 2008年3月31日
JREITsによる取得	0.6%	2.0%	0.6%	0.6%
不動産取得税 （地方税－都道府県税）	2003年3月31日 まで	本則税率	2003年4月1日～ 2006年3月31日	2006年4月1日～ 2009年3月31日
土地	$3\% \times 1/2 = 1.5\%$	4.0%	$3\% \times 1/2 = 1.5\%$	$3\% \times 1/2 = 1.5\%$
建物	3.0%	4.0%	3.0%	3.5%、ただし、2008年4月1日より4.0% (↑本則化)

(注) いずれも非住宅の場合。1/3 や 1/2 は課税標準の特例。詳細は便宜上省略しているので留意いただきたい。  
 (資料) 各種税制資料等から作成。

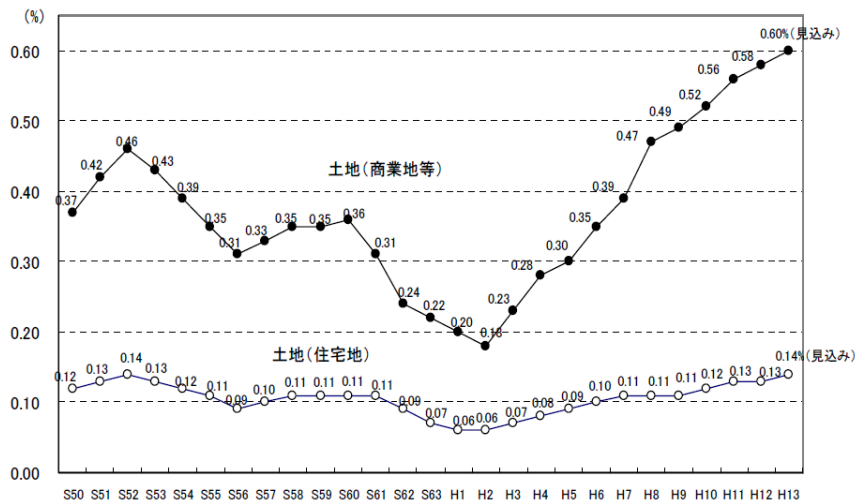
上記のように、地価下落が始まった後の緩和措置の実施には多くの時間を要しているのに対し、都心の地価上昇がみられた瞬間に、今年度から流通税は部分的にせよ直ちに増税に転じており、わが国の土地税制は常に緩和に対しては弾力的ではなかったことが理解できよう。

## 5.2 固定資産税の実効税率の上昇

固定資産税については地価下落に伴って、その評価の妥当性について多くのアピールが出たこともあり、徐々に土地課税評価の引下げが行われるようになった。しかし、1994年以降の7割評価導入によって、負担調整が行われたとしても、実際の評価はそれほど下がらない状況が生まれしてきた経緯がある（図表－33）。

賃料水準や割引率が変わらない場合、固定資産税の負担の上昇は、収益価格を押し下げることにつながり、理論的にはこれが長期の地価下落を生んだひとつの理由となろう。

図表－33 固定資産税の実効税率の上昇（商業地等及び住宅地）



(資料) 総務庁「固定資産税の価格等の概要調書」、内閣府「国民経済計算年報書」

また、建物からの税収は、3年毎の評価換えの毎、増減するものの、土地や償却資産とは異なり、トレンドとしては徐々に増えている（図表－34）。建物の課税評価は実際の減耗にもかかわらず一定であることが多いため、建物の実効税率は横ばいを続けてきた可能性が強い。

土地の保有税としては、凍結状態にあるとは言え、地価税がバブル対策として存続しており、海外等の投資家からみれば、規制復活という理不尽なリスク要因が常に存続していることとなる。

図表－34 土地と建物等の固定資産税税収の推移

(単位:100億円)

	土地	建物	償却資産	合計
H5 (1993)年	298	295	159	752
H6 (1994)年	326	303	163	792
H7 (1995)年	349	322	165	836
H8 (1996)年	364	343	167	874
H9 (1997)年	371	332	172	875
H10(1998)年	375	351	175	901
H11(1999)年	380	368	176	924
H12(2000)年	375	347	174	896
H13(2001)年	373	362	172	907
H14(2002)年	362	376	169	907
H15(2003)年	355	348	165	868
H16(2004)年	346	360	162	868
H17(2005)年	340	375	158	873

(資料、注) H16年度と17年度は地方税収計画の見込み値。

### 5.3 重課の跡が残る譲渡益課税と損益通算しにくい不合理性

不動産事業で最も注意が必要な譲渡益課税は、法人については2008年まで適用停止となっているが、個人による居住用資産以外の譲渡益には10年超の保有後の処理であっても20%が課される。これは従前の26%から軽減された水準であるが、同時に5年以上所有している不動産譲渡からの1,000万円の特別控除が廃止されており、総じて実質的な緩和ではない。しかも、5年以内の譲渡税率は39%となり懲罰的である。これは投機的取引を規制したバブル叩きの跡である。

図表－35 個人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

	日 本	アメリカ(NY州市)	イギリス	ドイツ	フランス
所得税	国税 10～37% 超過累進税率 都道府県民税 2、3% 市町村税 3～10%	連邦 10～35% 超過累進税率 州税 4～7.7% 市税 2.907～4.45%	10%、22%、40% (非課税 8,500 €まで) 超過累進税率	15～42%の累進税 率(非課税 7,664 ユーロまで)	5.5～40%(非課税 5,515ユーロまで)
譲渡益課税	分離課税 短期所有 5年以内 税率 30+9=39% 長期所有 5年超 税率 15+5=20%	総合課税、長期所 有譲渡益は最高 15%。所得税率 15% の区分の場合は 5% 長期は1年超所有。	他の所得と合算し て上積み課税。長 短区分なし。 譲渡益税率は 10%、 20%、40%	総合課税 保有期間 10年以内 については総合課 税。私的資産は原 則非課税。	分離課税 27%の一律税率
物価調整	—	—	傾斜減額措置有り 事業用資産：初年 度 50%、次年度以降 25%まで譲渡益を 軽減 非事業用資産： 10年度目までに 60%まで軽減	—	あり。 5年超から 15年ま での保有に対し毎 年 10%の譲渡益を 軽減していく(15 年の保有で譲渡益 はなくなる)。
損益通算	譲渡所得からのみ 可能。その他所得 からは不可(特定 の居住用財産の損 失は他の所得とも 通算可能)。	譲渡所得やその他 の所得と通算可能 ただし、年間 \$3,000 まで。	譲渡所得からのみ 可能。	譲渡所得からのみ 可能。	譲渡損は考慮され ない。
譲渡損失繰越し	不可(特定の居住 用財産については 3年間可能)。	譲渡損がなくなる まで。期間は無制 限。	譲渡損がなくなる まで。期間は無制 限。	—	—
譲渡損失繰戻し	—	3年間	—	—	—

(資料) 各国税務当局ウェブ情報等により作成。

しかも、欧米諸国と比べて譲渡益をその他の所得と損益通算できたことは有利であったが、地価下落が進行する最中である 2004 年度の税制改正から、当該年度のその他の譲渡益からのみ通算) でき、譲渡損の繰越しはできないように制度改正された。これに対し、アメリカやイギリスでは譲渡損は、損失処理が完了するまで無期限に繰越し可能である。

イギリスやフランスでは譲渡益に対する物価調整措置があり、所有期間に応じて譲渡益が軽減できるような制度となっている。イギリスは所有から 2 年度以降の譲渡益は 25% まで軽減されるし、フランスは 15 年の長期保有で譲渡益は 0 となる。ドイツは 10 年以内の譲渡は課税対象となるが、所得税の範囲でしかない。逆に 10 年超の場合は非課税である (図表－35)。

欧米諸国では長期所有の不動産の譲渡益は認識されないか (ドイツ)、物価調整などで軽減するか (イギリス、フランス)、税率を低く設定する (アメリカ) などの他に、譲渡損失が出た場合は無期限に繰越し可能 (アメリカ、イギリス) など、譲渡益をうまく活用できる上、損失が出ても回復できるような措置となっているが、日本では譲渡益を分離課税により重課する概念がまだ残っているほか、特定の居住用財産以外は損失の回復にも寛容ではない。

法人譲渡益課税については、現在、日本では長短区分による不動産譲渡益は 2008 年まで停止されている。逆に言えば、財務省は、地価上昇が進んだ場合は復活させることを念頭に置いているかと推察されるが、投資用不動産の取引が市場メカニズムを通じて適正に行われている中での地価上昇であり、住宅市場等にも問題が生じていない場合に、地価税や特別土地保有税共々、バブ



ル税制をいつでも適用可能な状況を設けておくのが適切なのか、仮に適切だと言うのであれば、どのような条件下で発動可能な制度なのかは十分に議論されるべきであろう。

そもそも、日本の法人税率は欧米に比べて決して低いとは言えないし、不動産を所有するものにとって重要な譲渡損失の繰越しや繰戻し措置は英米独仏より見劣りする（図表－36）。

図表－36 法人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

	日 本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
法人税	普通法人 30% 中小企業 22% 法人事業税率 5～9.6%	連邦税率 15～39%	起業税率：0% 中小企業税率：19% 標準税率 30% 課税所得1万超～5万 $\text{£}$ 以下は限界税率を段階的に調整。5万超～30万 $\text{£}$ 以下は 19%、30万超～150万 $\text{£}$ も減価税率を段階的に調整。150万 $\text{£}$ 超は 30%税率。	25% + 5.5%の付加税 = 26.375%	34.94% (付加税込み) 売上高 763万ユーロ未満：15.23%
譲渡益課税	短期所有 5年以内 税率 10% 長期所有 5年超 税率 5% ただし、2008年12月31日までは停止	短期所有 1年以内、 長期所有 1年超と 区分し他の所得と 合算して課税。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。
物価調整	—	—	あり。長期保有によって譲渡益は縮小。20数年で50%弱の縮小。	—	—
譲渡損益通算	他の所得と合算して課税。ただし、短期と長期所有による譲渡が適用されると、各々その他の所得と区分しその他の所得に欠損があっても譲渡益には各々10%と5%が課税される。	譲渡益は短期（1年以内）の場合、同一年度で通算可能。長期譲渡損は譲渡益とのみ通算可能。	譲渡所得からのみ可能。	譲渡所得及び不動産所得等と通算可能。	譲渡所得及び不動産所得等と通算可能。
譲渡損失繰越し	5年間	5年間	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限	5年間
譲渡損失繰戻し	1年間	3年間	—	前年度（限度：511,500ユーロ）	3年間

（資料）各国税務当局ウェブ情報等により作成。

#### 5.4 買換支援措置の不備と持続的な競争力喪失への懸念

不動産を取り扱う産業全般において、日本の産業を不利にしかねないのが、買換特例制度の撤廃への動きである。イギリスでは事業用資産の買換による譲渡益の繰延べ措置が本則として組み込まれ、好不況期にかかわらず戦略的な対応が可能であり、アメリカでは投資用資産をREITsに譲渡する際に、UpREITという譲渡益を繰延べる仕組みが税務当局によって認められている

る<sup>(14)</sup>。

しかし、日本では昭和44年度にそれ以前に取得した土地等を減価償却資産に買い換えた場合の措置が設けられたものの、平成3年度には廃止され、その後、構造改善や事業転換の場合及び特定時期の買換えに限定した特例が復活されるなど、長期保有資産については、紆余曲折を経て現在の22号事業用買換特例に至った経緯があり、現存する買換制度は期限を設けた特例でしかない。その他には地域指定などのある買換特例もあるが、最も利用しやすい、この10年超保有の資産の買換えを有利に行える22号事業用買換特例は、2007年3月末には期限切れとなる。景気回復などを理由にこの特例が延長されることがなければ、土地に投資したり所有したりする事業者にとってのリスク要因は高まり、不動産投資市場としての地位が低下するだけでなく、わが国の産業にとっては、事業の転換を行う場合の柔軟性を担保する手段を失い、国際競争力の低下を招く要因となろう。

## 6. むすびにかえて

日本の地価下落が長期に渡って生じ、国際的にも異例の事態であった背景については、仮説ではあるものの、不動産証券化を含めた多様な資金確保手段の不在（1995年以降からの制度整備）や、今も続く復活を許さぬ不合理な不動産税制の存在は、少なくとも地価の回復を遅らせる重要な要因になった可能性が指摘できるかと思う。

しかも、不動産税制は、来年度以降、特例の期限切れや廃止に伴い、現状よりも重課に転じる可能性がある。加えて、仮に商業地価の上昇などが、住宅地価の上昇を促し人々の居住環境の確保に影響するという懸念が出れば、地価税や特別土地保有税などの徴収や不動産業向け融資規制の発動はいつでも可能な状況にある。これらは不動産投資家にとっての大きなリスク要因となっており、こうした状況が続く限り、まだまだ市場メカニズムに基づく国際的な市場環境が整備されたとは言い難い。海外投資家からみれば、住宅価格と商業用不動産価格は本来別物としかみようがない。

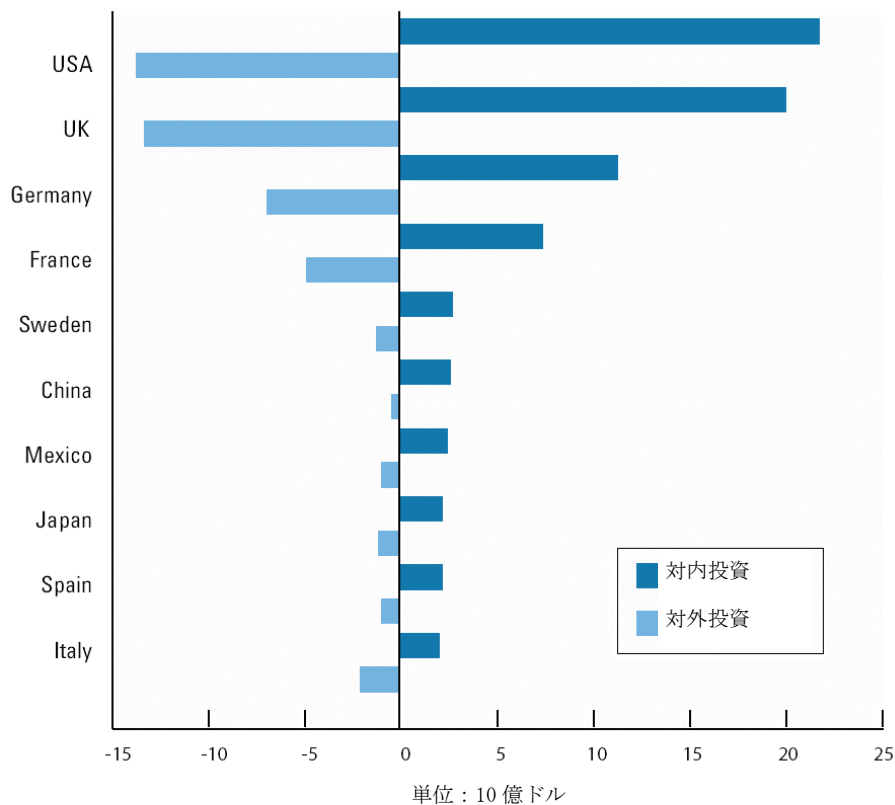
そもそも、新総合土地政策推進要綱において、土地の有効利用を進める政策に転換したとは言え、バブル叩きを事実上認めた原典でもある土地基本法が見直されているわけではない。土地についての公共の福祉優先という同法の理念は正しいとして、今日では事業者の努力や市場メカニ

---

<sup>(14)</sup> Umbrella Partnership REIT (UpREIT) のことで、米国 REITs が不動産を取得する資金を調達するために、上場したり追加公募したりする際に活用してきた手法。UpREIT では、REIT の適格要件を得ようとするものが、Limited Partnership（これを Operating Partnership: OP という）のゼネラル・パートナーとなり、取得しようとする不動産の所有者に、この OP に現物出資してもらい、将来 REIT 普通株に 1 : 1 で転換可能な OP の持ち分を（ユニット）発行する。このユニットは通常 1 年以上経過しないと普通株式に転換できない。通常の譲渡ならばキャピタルゲインに課税される場所であるが現物出資であり、等価の交換であることから課税されない。また、その間に REIT として上場したことによって得た価値上昇についても、株式に転換したり現金化したりしない限り課税されないことから、譲渡益課税の繰り延べが可能となる。一方で、普通株の所有者が受けるのと同じ配当を、OP ユニットの所有者は継続して受けることができる。こうした課税の繰り延べが望ましいと考える不動産所有者による現物出資が増えることによって、REITs の成長機会が確保されることとなる。

ズムが形成するはずの地価上昇（収益還元法による評価）を封じることが可能な制度概念が、果たして今日の不動産市場の有り様と整合するものなのかについては大いに議論の余地があるものと判断される。

図表－37 不動産市場のグローバル化



(資料) JLS (2006) “Global Real Estate Capital, More Markets, More Competition”

また、欧米における地価等の推移をみると、上述のとおり、アメリカやイギリスの住宅価格の高騰は商業不動産の価格とはつながっておらず、利子率の誘導による軟着陸への試みは住宅価格を念頭においたものであり、商業不動産の取引や開発行為に対しては、何ら規制や誘導等は行われていないのが実情である。

JLS社が2006年3月にまとめた”Global Real Estate Capital, More Markets, More Competition”では(図表－37)、国際的な地域間における不動産投資に関する調査を行い、不動産投資の国際的な動向を分析している。同調査では日本に向けた海外からの不動産投資額は2005年において16億ドル、日本から海外への不動産投資額は9億ドルと分析している(投資総額は2004年に比べて28%アップ)。

アメリカは218億ドルの不動産投資を受け140億ドルの対外不動産投資を行っており世界最高水準を維持し、次いでイギリスは各々198億ドルと136億ドルと、アメリカに匹敵する市場規模をもっている。日本のオフィス市場規模は米国に次ぐと言われるが、世界的な投資市場としてのランキングは、JLS社の調査結果によると第8位に止まっている。何故、日本にはグローバル市

場としての魅力がないのであろうか。

今後、日本の不動産投資市場は、国内外から徐々に多くの投資資金流入を受け、それを円滑に吸収できるような市場に変貌していく必要がある。多量の海外投資を受けた瞬間に、たちまち地価が高騰し市場が混乱するような市場であったり、それに対して金融や税制による規制をかけざるを得ないような事態となれば、投資市場としての日本の国際的地位は著しく低下しよう。

欧米市場では観察できない長期に渡る異例の地価下落を経験し、それを是正すべく不動産金融を中心とする様々な施策を導入してきた今こそ、グローバルな投資活動の活性化を促す市場整備と土地を必要とする産業の競争力確保のために、更なる市場整備、特に不動産税制の抜本的な見直しや不動産市場における一層の情報開示策について検討し、土地基本法の理念の見直しも厭わぬ議論が行われるべきではないか。

## 参考文献

- [1] Case, E. Karl (1993) “*Investors, Developers, and Supply-side Subsidies: How Much is Enough?*” Housing Policy Debate, Volume 2, Issue 2, p.341-356
- [2] Baker, K (2004) “*Review of Housing Supply, Delivering Stability: Securing our Future Housing Needs, Final Report*”
- [3] Cheshire, P. & S. Sheppard (2003) “*Land markets and land market regulation: progress towards understanding*” Geography and Environment Department
- [4] Davis M. & J. Heathcote (2004) “*The Price and Quantity of Residential Land in the United States*” Federal Reserve Board of Governors and Georgetown University of Residential Land in the United States, July
- [5] Davis M. & J. Heathcote (2003) “*Housing and the Business Cycle,*” Federal Reserve Board & Georgetown University, November
- [6] Gallin, J. (2003) “*The Long-Run Relationship between House Prices and Income: Evidence from Local Housing Markets*” Federal Reserve Board, April
- [7] Scott, P. & G. Judge (2000) “*Cycles and steps in British commercial property values*” Department of Economics, University of Portsmouth
- [8] Evans, A. W (2002) “*Building Jerusalem: Can Land Use Planning affect Economic Growth?*” The University of Reading
- [9] Catte P., N. Girouard, R. Price & C. André (2004) “*Housing Markets, Wealth and the Business Cycle*” Economics Department, Working Paper No. 394, O E C D, June
- [10] OECD (2001) “*House Prices and Economic Activity*”
- [11] Boone, L. & N. Girouard (2002) “*The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour*” O E C D Economic Studies No. 35, 2002/2
- [12] 井出保夫「量的緩和解除後の日銀のシナリオとは、不動産融資の監視はどこまで強化されるのか」不動産証券化協会「ARE S」Vol.20、2006年3～4月
- [13] 小川一夫・北坂真一著「資産市場と景気変動、現代日本経済の実証分析」1998年4月
- [14] 川村雅彦・篠原二三夫「都市再生事業における土壌汚染問題ーブラウンフィールドを再生するアメリカの経験からー」ニッセイ基礎研究所、所報 Vol.18, 2001年
- [15] 川口有一郎（早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授）「不動産と金融の融合、現状と今後の課題」2006年5月17日
- [16] Kook Joong-Ho「韓国の地方税、日本との比較の視点」2004年3月
- [17] 篠原二三夫・岡正規「不動産税制の新たな役割について」ニッセイ基礎研究所、所報 Vo.9、1999年

- [18] 篠原三代平「戦後 50 年の景気循環、日本経済のダイナミズムを探る」1994 年 1 月
- [19] 全宅連不動産総合研究所編「不動産と金融」平成 11 年 6 月
- [20] 全宅連不動産総合研究所編「土地住宅市場と景気循環」平成 10 年 6 月
- [21] ソロモス・ソロム著、笹倉和幸訳「長期波動の経済分析、コンドラチェフ波からクズネツツ波へ」1997 年 12 月
- [22] 東京大学社会科学研究所「地価バブルと土地政策（1985～1995）」1996 年
- [23] 土地総合研究所「土地の有効利用促進に向けた新たな市場整備のあり方に関する調査」1998 年 3 月報告書
- [24] 土地総合研究所「社会経済構造の変化を踏まえた土地政策のあり方に関する研究」1996 年 6 月報告書
- [25] 土地総合研究所「地価の目標と実現方策に関する研究会」1994 年 3 月報告書
- [26] 西村清彦・三輪芳朗編「日本の株価・地価、価格形成のメカニズム」1990 年 4 月
- [27] 日本銀行「経済・物価情勢の展望」2006 年 4 月
- [28] 山崎福寿著「土地と住宅市場の経済分析」1999 年 9 月