

1 不動産産業の分析は難しい―頑張ります

今回は、不動産市場がどのようなになっているかをお話ししますが、前々回のコラムで間違いがあったのでここで訂正します。自社ビルの帰属家賃（以降、面倒なので自社ビルの帰属家賃を帰属賃貸料、持家住宅を帰属家賃と記します）が GDP に入っていないと書きましたが、現在は算入されているようです。ただ、問題は帰属家賃は生産面として不動産産業に、支出面では家計最終消費支出として別掲（帰属家賃として数値が記載されています）され、分配面では持ち家所有者自身に「営業余剰（利益）」や「固定資本減耗（減価償却）」として分配されており、この3つは3面等価から等しくなっているため、数値が分かります。ところが、帰属賃貸料は生産面では不動産産業に、支出面では掲載されず、分配面においては所得側では、「営業余剰・混合所得」に計上され、自社ビル利用による付加価値（産出額から諸経費を引いたもの）は、その企業が自らに支払ったと見なされる利益（営業余剰）として算出されます。しかし、他の営業所得や営業余剰を合算された数値がどこにも記載されていません。

これがなぜ問題かという、一般的に労働生産性は SNA 統計を基に、産業別 GDP を産業別従業者数で割って測ります。ところが、GDP は帰属家賃、帰属賃貸料が算入されているのに、産業別従業者数は不動産産業に従事する人であり、帰属家賃、帰属賃貸料を生産しているわけではありません。例えば、2023 年の不動産産業実質 GDP（以下、粗 GDP）は 749,497 億円（全 GDP の 12.7%）で、そのうち 76.3% の 572,286 億円は帰属家賃です。帰属家賃を除いた GDP（以下、純 GDP）は 177,501 億円（同 2.7%）になります。そして、これを不動産従業者数（122.6 万人）で割ると 1 人あたりの粗 GDP は 6,116 万円となり、産業全体の 1 人あたり GDP 895 万円の 7 倍にもなり、産業別で最も生産性が高い産業になります。ところが純 GDP なら 1 人あたり 1,448 万円となりますが、これはまだ帰属賃貸料を含んでいます。

2 不動産産業の生産性―不動産産業の生産性の推移が異常？

不動産産業の生産性を分析する前に日米の産業別生産性を比較していきます。図 1 は日本とアメリカの労働生産性を比較したものです。各産業の実質 GDP を従業者数×1 人あたり労働時間で割り（時間当たり労働生産性）、OECD の 2023 年購買力平価為替（1 ドル 94.6 円）としてアメリカを 100 として労働生産性を比較しました。ここで、実際の為替レートや実質実効ではなく購買力平価為替レートを用いたのは資本の影響を除き、2 国間（ここでは日本とアメリカ）の財サービスの価格を比較したほうが、各期の製品サービスの付加価値（産業別 GDP）を比較しやすいからです。同様の調査は公益財団法人日本生産性本部でも行われていますが、業種集計の基準が違っているため、一部製造業とサービス業で異なっていますが、不動産業は業種が同じです。ただし、前述のように帰属家賃は不動産従業者による付加価値ではないので、日米とも抜いています。アメリカでも帰属家賃は不動産実質 GDP の 58.3%（日本は上述のように 76.2%）を占めています。

さて、図 1 をみると、ほとんどのサービス産業はアメリカと比較するとかなり低く、不動産業では 0.24 となっています。よく言われますが、サービス産業の生産性が低いことがサービス産業が主になってきた日本の経済成長を落としているというのも何となく理解で

きますね。

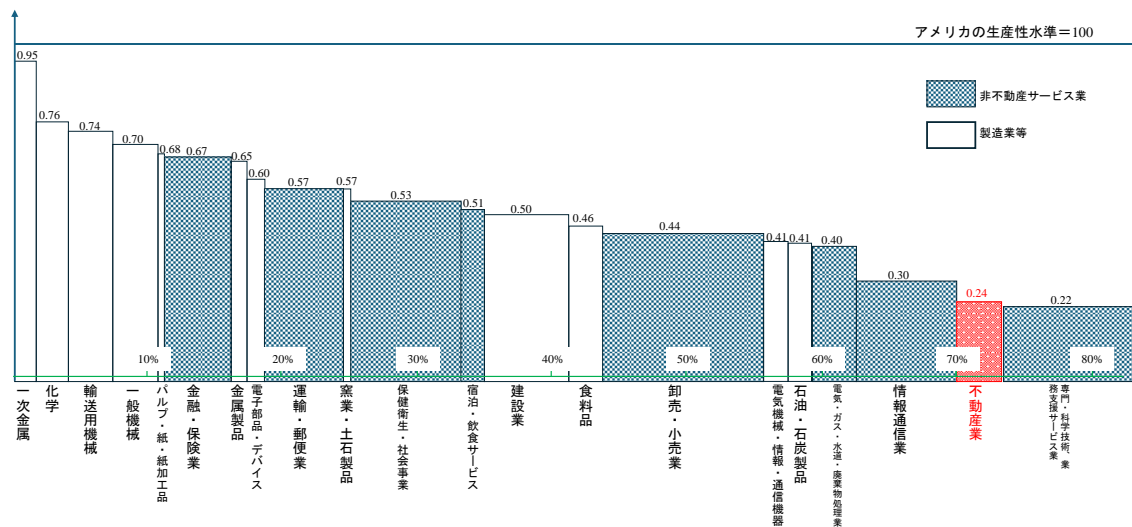


図 1 日米産業別労働生産性比較(2023 年)

出所) 内閣府『[2024 年度国民経済計算](#)』、BEA(Bureau of Economic Analysis 米国商務省経済分析局)“[Interactive Data Industry](#)”

図注) 横軸は GDP に占める各産業の割合を示しますが、農林水産業、鉱業は少ないため、その他の製造業、その他サービス業、公務、教育サービスは日米で詳細な業種が異なっているため入れいてない。

さて、では日本の不動産業の労働生産性と資本装備率（1 人あたりどの程度の資本(設備と考えてください)を使用しているか) の推移をみていきましょう。図 2 は縦軸に労働生産性(時間当たりの GDP)、横軸に 1 人あたりの資本装備率をプロットしたものです。

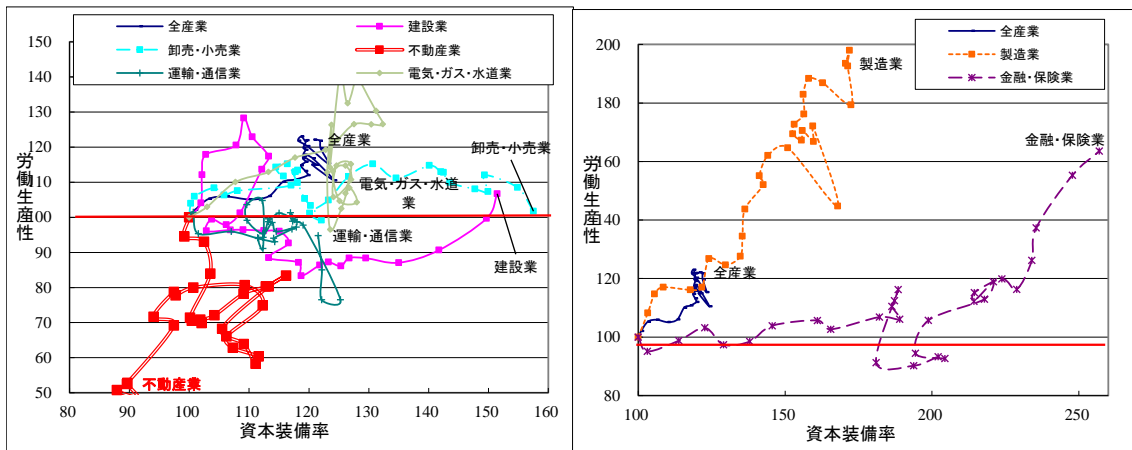


図 2 日本の産業別労働生産性と資本装備率の推移(1994 年=100,2023 年まで)

出所) 内閣府『[2024 年度国民経済計算](#)』

図注) 横軸は GDP に占める各産業の割合を示しますが、農林水産業、鉱業は少ないため、その他の製造業、その他サービス業、公務、教育サービスは日米で詳細な業種が異なっているため入れいてない。また、左右で軸の目盛が違っていることに留意してください。

まず、簡単に説明がつく右の金融・保険業と製造業について説明します。製造業は資本装

備率が上昇すると労働生産性が着実に上がっています。金融・保険業は2013年から急激に労働生産性を上げていますが、これは金融緩和の影響です。さて、驚愕なのは左図の不動産業です。建設業は徐々に労働生産性を上げていますが、不動産業は唯一労働生産性を落としています。また、1人あたりの資本装備率も低下しています。以下で、もう少し詳しく不動産業の分析をしていきます。

図3は労働生産性が伸びている製造業と停滞している不動産業のoutputであるGDPとinputの従業者数、資本ストック、労働時間の推移を、1985年を100としてプロットしたものです。図3で分かるように、GDP（赤線）の伸びは両産業でほぼ同じですが、大きく異なっているのは、従業者数（紫線）です。製造業では従業者数が年々減少しているのに、不動産業では2015年頃から増加しています。また、不動産業の資本ストックの推移を従業者数の推移を比較する面白いことが分かります。2000年頃まで資本ストックと従業者数ともに増加していますが、2012年頃から資本ストックを減らして、従業者数を増加させています。普通は、従業者を資本で代替させるのに、2012年頃からは逆に従業者が資本を代替させています。これが、なぜなのか今のところ分かりません。このように資本装備率が徐々に低下し、従業者数が増加していることから労働生産性が低下するという、図2左図のようになってしまいます、おかげで生産関数の推定もできません。

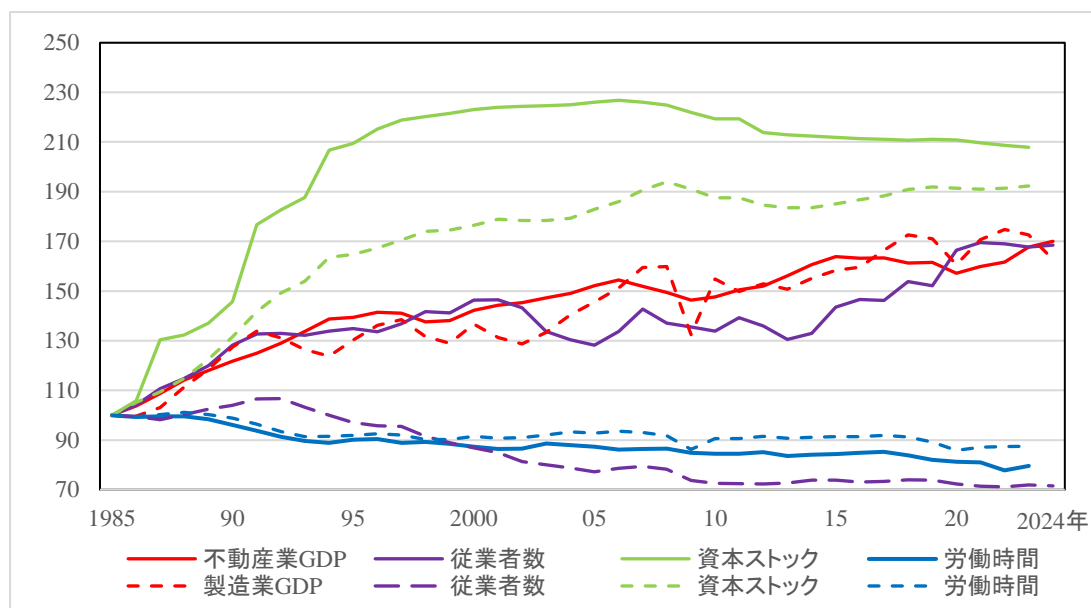


図3 日本の不動産業の製造業のGDP、従業者数、資本ストック、労働時間の推移(1985年=100)
出所) 内閣府『[2024年度国民経済計算](#)』

どうして、上記のようになるかを考えてみます。不動産業の範囲が広すぎることです。不動産業は産業連関表の基本分類(最も細かい分類)でも①不動産仲介・管理業、②不動産賃貸業、③住宅賃貸料、④住宅賃貸料(帰属家賃)に分かれているのみです。そして、設計は不動産業でも建設業でもなく、「学術研究、専門・技術サービス業」内の「土木建築サービス業」に分類されます。大和不動産鑑定のような鑑定事務所は「学術研究、専門・技術サービス業」内の「不動産鑑定業」になりますが、これらは不動産の付加価値を高めているはずで

す。そして、現在、不動産業に分類されている事業所の84.6%が1～4人の小規模事業者です。当たり前ですが、三井不動産や三菱地所といった総合デベロッパーも不動産業に入っています。私が学部頃、サービス産業が労働集約的産業で生産性が伸びにくいと習いましたが、当時は対個人サービス業が主だったからで、最近ではサービス産業を分割しています。

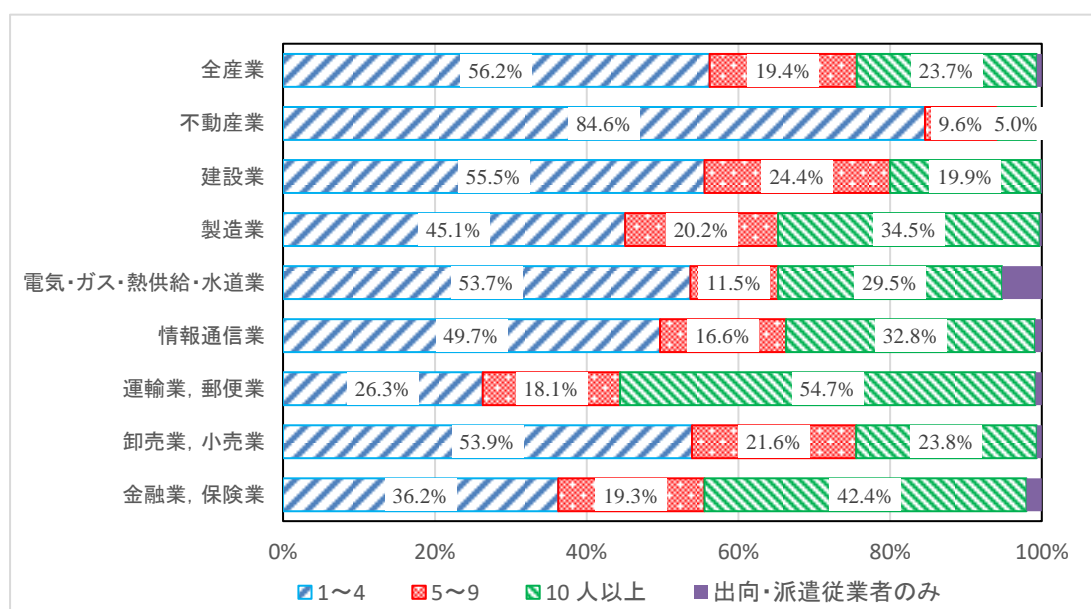


図4 従業者規模別事業所の割合 (2021年)

出所) 総務省『[経済センサス](#)』

不動産業のGDPは、①住宅賃貸業と②その他の不動産業に分けていますが、資本ストック、従業者数・労働時間は分離して公表されていません。アメリカでは①Housing、②Other real estate、③Rental and leasing services and lessors of intangible assetsの3分類でGDP、資本ストック、従業者数(労働時間)が公表されています。日本でも統計は取っているはずですので、公表してくれませんか。

3 帰属家賃とテニユア・チョイスー借家に住みますか持家買いますか？

1.で帰属家賃の話をしてきましたが、ここでは帰属家賃になってしまう持家と一般家賃となる賃貸住宅について説明していきます。これを決めるのがテニユア・チョイスです。テニユア・チョイスとは所有権を持つか、所有権を持たないかという問題です。車や、最近流行の衣服等のサブスクも所有権を持っていません。これは所有して自分で利用することもできます。労働では終身在職権をテニユアといいます。職業や不動産を保持するという意味で使っています。

現在のような地価上昇期には、土地に投資した方が得になり、持家が良いのですかと聞かれます。地価上昇率が高いことは、土地住宅投資が有利だから持家にした方が有利なように思えます。前々回のコラムでも書いたように、地価上昇率が高いために、土地や住宅に投資することが有利であっても、それは金融資産に比べて土地や住宅を購入することが有利なことを意味するだけです。これは、持家か借家かに依存しません。地価の上昇が高

いと予想される場合は、これからアパートを建築しようと考えている人にとっても有利になります。同様に、利子率が低いことは、持家だけでなく、借家を経営する人にとって有利になり、地価の上昇率や利子率の水準は、土地や住宅を買うべきか否かについて影響を及ぼすが、持家にするか借家にするかという問題については影響を及ぼさないことになります。ちなみに私は約 30 年前購入し、一時期住んでいたマンションを貸して、今は借家の戸建に住んでいます。

では、住宅のテニユア・チョイスについてお話しをしていきましょう。今、A さん所有の住宅と B さん所有の全く同質的な住宅があるとして、A さん自身が A さん所有の住宅に住み、B さんが B さん自身所有の住宅に住む場合を図 5 アに示しています。この時、持家率 100%の状態となっています。これに対して、A の住宅が B に借家され、B の住宅が A に借家される借家の場合を図 5 イでは、持家率 0%の（借家率 100%）状態です。

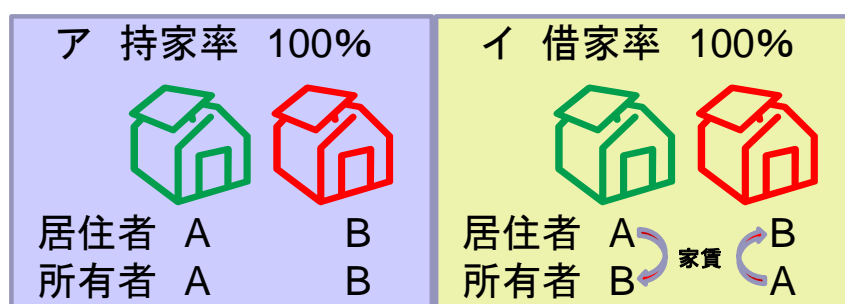


図 5 取引費用やエージェンシーコストがない場合のテニユア・チョイス

アでは、A と B のどちらもが、自らに借家住宅サービスを提供し、自分に家賃（前述の帰属家賃）を支払っていることになります。イでは、A は B の住宅サービスを消費して、その対価として家賃を支払うことになる。同じく、B も A に家賃を支払います。2 つの住宅は同質ですから、相互に支払われる家賃は同じ額で、両者の支払額と受取額は相殺されます。したがって、アの持家 100%の場合とイの持家率 0%の場合は、消費者にとっても供給者にとっても全く無差別（同じ効用）となっています。実際には、このような状況にはなっていません。持家率が何らかの要因で決定するはずですが、この要因として、後述の取引費用とエージェンシーコストが考えられます。

例えば、2022 年 10 月に某サイトで借家住宅と分譲住宅の賃料・価格を調べると以下のことが分かりました。東中野から徒歩 5 分で 6 階建て築 44 年、34.09 m²の借家住宅の賃料は 7 万円／月でしたが、同サイトで同じような質の分譲住宅を検索すると、中野から徒歩 1 分で 6 階建て築 50 年、39.21 m²の中古分譲価格は 3,580 万円でした。この中古住宅を購入するために、金利 2%で借ると 59,667 円／月となります。

あきらかに中古住宅を購入した方が良さそうですが、どうして、中古住宅を購入しないのでしょうか。何かコストが違うんですね。

テニユア・チョイスの国際比較をみたものが表 1 です。アメリカの持家の規模はたしかに大きいようですが、欧州の持家と日本の持家の規模は変わりませんね。問題は(b)/(a)で日本の借家は極端に小さいこと、日本の戸建ての持家比率が非常に高いことが顕著で前々回に若干説明した資本コストを用いる必要があります。

表 1 住宅水準の国際比較

一戸当床面積	全体	持家(a)	借家(b)	(b)/(a)	持家比率	戸建持家比率	共同持家比率
アメリカ('23)	131.0	157.2	85.6	0.54	65.2%	85%	22%
(01)	148.0	157.0	113.0	0.72	66.9%	-	-
イギリス('22)	97.9	111.2	71.7	0.64	65.3%	69%	29%
(01)	87.0	95.0	75.0	0.79	67.2%	-	-
ドイツ('22)	105.6	111.2	71.7	0.64	41.8%	89%	21%
(98)	95.0	124.0	76.0	0.61	38.8%	-	-
フランス('23)	101.4	125.4	70.3	0.56	57.1%	80%	28%
(96)	99.0	114.0	76.0	0.67	55.4%	-	-
日本('23)	91.7	118.3	45.4	0.38	60.9%	96%	30%
(03)	94.9	123.9	46.3	0.37	61.2%	-	-

出所) 日本：総務省「令和5年住宅・土地統計調査」、アメリカ：U.S.CensusBureau

「AmericanHousingSurvey2023」、イギリス：Department for Levelling Up, Housing and Communities「English Housing Survey data on stock profile,2022」、ドイツ：Statistisches Bundesamt「Wohnen in Deutschland-Zusatz programm Wohnendes Mikrozensus 2022」、フランス：ParcInsee-SDES「enquête logement2020」

上記のようなテニユア・チョイスを決定する際に重要になるのが住宅の資本コスト（ユーザーコスト；User cost、以下ユーザーコストと記します）です。ユーザーコストとは、資本を所有するためにかかる費用のことで、持家の資本コストは住宅を所有して、みずからそこに住むときに、住宅の所有者が実質的に負担しなければならない費用を言います。

持家のユーザーコストは、利子費用（他の資産で持っていたら得られる所得＝機会費用）と償却費用の合計に、住宅保有によってかかる様々な税制上の要因を追加したうえで、将来の値上がり益についての予想値（持っているとして将来値上がりするので費用から差し引きます）を引いたもので、

持家のユーザーコスト＝利子費用+償却費用+保有税－土地・住宅価格の期待上昇率 (1)

となります。

ユーザーコストは持家の価格（費用）と同じですから、右辺の要因は持家の取得に対して重要な影響を及ぼします。利子費用が高くなれば、当然住宅を購入しようとする人は減るだろうし、償却費用も住宅需要を減少させる要因になります。また将来住宅価格が高くなるという予想が広まれば、住宅を購入しようとする人たちが増えることになります。

また、持家と借家は代替財の関係にありますので、持家の価格であるユーザーコストが上がれば、代替財の借家の需要は増えます。では、貸家のユーザーコストはどのようなものなのでしょうか？借家のユーザーコストは、借家を保有するコストで、以下のようになります。

借家のユーザーコスト＝利子費用+償却費用+保有税+エージェンシーコスト
－土地・住宅価格の期待上昇率 (2)

エージェンシーコストは追ってお話しますが、簡単に言うと借家人(agency)が家主にかける費用です。例えば、持家なら住宅をどの程度汚くするか分かりますが、借家は分かりませんよね。これが大きくなると借家供給が少なくなります。

住宅は、競争的な市場のもとでは自己使用されるか、他人に借家として貸されるかのいずれかです。既存の住宅ストックについては、それを何らかの形で利用しなければ家賃を得ることが出来ません。自己使用するにしても帰属家賃という形での住宅サービスが発生します。したがって、空き家や空室にして誰も利用しないというのは合理的な方法ではありません。

しかし、現実には空室になっていたり、また、既存の住宅が廃棄され壊されていくという現象が生じます。逆に新規の住宅投資によって、住宅ストックが増加すること考えられます。こうした事態はどのように説明すればいいのでしょうか。これらを説明できるのがユーザーコストの概念です。どこかで詳しくお話ししなければ・・・。

さて、上記のようなユーザーコストで保有税、上記の 2 式には入れていませんが、相続税が大きく効いてきます。今回の税制改革がどのように影響するかを説明する必要もありますね。今回問題となっている消費税の食料品に関する課税ですが、非課税と免税（0%課税）の違いも分かっていない方が多いようで、驚いています。土地譲渡や住宅賃貸は非課税ですが、仕入れにかかった消費税は還付されません。土地譲渡には仕入れがないので、負担がありません。これは、1989 年の消費税導入時に、業界団体が勉強会を作って検討され、要望をだしました。その時、経済学者として勉強会に入っていたことを思い出しました。ものすごく複雑で、加えて需要の弾力性で負担額違うって理解してくれるのが大変でした。

またまた、長くなりましたが、一昨年度まで賃貸住宅に住んでいることに家賃補助をもらっていたんですが、定年でもらえなくなっているからユーザーコスト変わってきたから最適な住宅ポートフォリオじゃないかも。