

日本のマンション市況に見る サブプライム問題

松尾昌宏

筆者の研究室には、どこで番号を調べたのか、しばしば商品投資の勧誘業者から電話が掛かってくる。なかでも多いのが、マンション投資の勧誘である。

「もしも～し、Wコーポレーションですが、あの～松尾先生でいらっしゃいますでしょうか？」

「そうですか。」

「あの～失礼ですが先生、税金の節約とかにご興味をお持ちでしょうか？」（…と、最初はまず「節税」の話から入って相手の興味を引こうとする）

「税金の節約って、またマンションの販売ですか！」

「ええ、そうなんです、実は大阪の梅田に当社のマンション物件がございまして、一度そちらにお伺いしましてお話だけでも…」

「いえ、結構です！」ガチャンッ！

…と、これまで何度も断ってきたが、懲りもせず何度も掛かってくる（一時期は毎日のようであった）。手慣れたもので、ちょっとこちらが言葉を返すと、ああ言えばこう言うで、ひっきりなしにしゃべり続け、なかなか電話を切らせない。あまりにしつこく、頭にきたので、あるとき受話器を切らずにそのまま机の上に置いて無視したところ、1分くらいしゃべり続けて切れた。

それにしても、彼らが売る商品とは、一体どのような性格のものなのだろうか。

実は筆者は一度だけ、業者を研究室に呼び入れたことがある。もっとも最初からさらさら買う気はなく、ただ授業の教材に役立つのではないかと考えたからであった。当日、男女2人で説明に来たが、そのうち入社3年目くらいであろうか、茶髪にケバケバしい化粧をした若い女性が説明に当たった。当時の資料の細部は省略するが、説明によれば、商品の概要は以下のようなものであった。

まず、通常よく売られるマンションは2000万円前後のものである（ちなみに筆者が勧められたのは、調布のマンションであった）。そのうち頭金が約10%、200万円程度で、残りは月々9万円ずつローンで返済していく（ちなみに9万円には管理費も含まれている）。他方で買ったマンションは他人に貸して運用する。購入者にはその家賃収入が毎月8万円ずつ入るので、業者にはローンと家賃収入の差額の1万円を30年間返済し続ければ、30年後には完全に自分のものになる。なお、最初の8年間は減税により、計50万円余りの節税ができるという。他方で初年度に登記に約60万円、取得税約15万円、その他雑費10万円が掛かり、さらに毎年固定資産税が掛かる（初年度の固定資産税は5万円、月当たり約4000円、但し毎年減少するものと思われる）。したがって頭金 - 減税 + 登記費用 + 取得税 + 雑費で計約240万の初

期固定投資が掛かっていることになる。

さて、問題はこの商品が果たしてどの程度の収益性を有するかである。まず、30年間の支払総額は、上記の240万円に毎月のローンと家賃の差額1万円(年12万円)を30年分加えた額、計600万円である(なお、固定資産税は計算に含めていない)。したがって少なくとも30年後の資産価値が600万円以上なければ採算はとれない。しかし話はそれで終わらない。

ここで考慮に入れる必要があるのは上記金額を債券等、他の資産で運用したときに得られたであろう利子収入(機会利子収入)である。現在は低金利時代とは言え、それでも長期国債の金利は1.5%程度ある。Excelで計算すると、仮に利子率1.5%として、初年度に240万円、その後毎年12万円を積み立てた場合の30年後の積立金額は、利子を含めて計825万円となる。したがって30年後のマンションの資産価値がこの金額を上回らなければ、マンションを買う有利性はない。しかしこれでもまだまだ話は終わらない。

この話のなかで、筆者がまず気になったのは、部屋が埋まらなかった場合、どうなるのかという問題である。これについては上記の業者も含めて、これまで話を聞いたどの業者も、責任を持って埋めるとのことであった(本当かどうかは分からぬが...途中で業者が倒産すればどうなるのか...)。ともかく仮に本当として、次に気になるのが家賃の問題である。これについては話を聞いた業者が見せたパンフレットに、小さな文字で、「家賃は3年ごとに、そのときの経済状況に応じて改訂する」となっていた。通常、築年数が多くなれば、家賃の相場は下がる。通常は年3%程度(あるいは控え目に見積もっても2%)下がるであろう。

仮に年3%(あるいは2%以下、カッコ内は2%を前提とした計算値である)とすると、10年後の家賃は初年度より26.3%(18.3%)、20年後は45.6%(33.2%)下がる。ここで重要なのは、こうした家賃収入の下落により、返済額にレバレッジ(テコ)が掛かることである。すなわち10年後の家賃収入は毎月59000円(65400円)、したがってローン返済額9万円との差額は31000円(24600円)、20年後の家賃収入は毎月43500円(53400円)、したがってローンとの差額は46500円(36600円)となる。10年後の場合、家賃収入は4分の3弱(5分の4余り)にしか減っていない一方で、返済額は一挙に3.1倍(2.5倍)となる。こうしたリスクに対する説明は、こちらから問いたださないと、業者の側からは説明は一切なかった。景気の上昇等で家賃が上がればあるいは儲かることもあるのかも知れないが、長期的にはそうならない可能性の方がはるかに大きい。この商品は、家賃の変動リスクを投資家に押し付ける一方、業者は手数料収入で確実に儲けるといって、大変危険な商品である。

ちなみにこうした家賃の下落率を毎年3%(2%)として、30年間差額を支払い続けると、単純合計だけで、その累計支払額は1563万円(1298万円)となる。さらにこれに、上に述べた機会利子収入を考慮に入れると、30年後の価値が1950万円(1638万円)以上なければ、債券等の資産に比べて有利性がないことになる。1950万円とは、新築時の物件価格とほとんど変わらない価格である。しかも債券は比較的安全な資産であるのに対して、マンションは地震や流行、景気変動などの影響を受ける危険資産である。さらに、この金額に固定資産税数十万円が加わることになる。

さらにこれに加えて修繕費を請求されることもあるらしい。また、途中で業者が倒産し（あるいは解散して姿をくらまし）、部屋が埋まらなくなるという恐れもある。どう考えても有利な資産運用ではない。

しかしこうしたばかばかしい話を笑ってられないところに今日の世界経済の悲劇がある。考えてみれば、今日世界を揺るがす金融不安の源となったサブプライムローン問題も、上記のマンション投資と同じような仕組みである。すなわち投資家から投資資金を集め、それで住宅を建設し、入居者のローン返済による分配金の配当で投資コストを回収するという部分は共通している。ただしサブプライム問題の場合、巷の報道にあるように、住宅価格上昇への期待が存在するなか、住宅価格動向に応じて返済の金利を変動させる仕組みを導入したことが、景気変動に伴う住宅価格変動リスクを一層拡大させることとなった。住宅価格上昇への期待が、多くの潜在的にリスクの高い顧客の住宅購入を可能にし、住宅投資の拡大による景気の上昇がさらなる住宅価格上昇への期待を生み、ここに「期待の自己実現」という累積的な景気の過熱のメカニズムが生まれることとなる。

また、上記マンションの場合、投資家は投資物件を直接購入するため、その収益性、危険性を直接把握しやすい。他方、サブプライム物件の場合、住宅物件は証券化され、個々の物件のリスクは多くの顧客に細分化された。さらにここに他の金融資産が複雑に組み込まれた金融商品が売り出され、そこに損をした場合の保険（正確にはCDS:クレジット・デフォルト・スワップ）までもが掛けられ、その結果リスク

が細分化され、社会全体に広範にばらまかれた。その結果、どこにどれだけのリスクがあるのか、素人はおろか、投資のプロにとっても正確な把握が困難になった。投資家の多くはリスクが分散されたことをリスクがなくなったことと勘違いし、リスクが過小評価され、ここに上記の「期待の自己実現」メカニズムが絡まってリスクの高い商品に過大な資金が投入され、バブルが生み出された。その反動に、いま世界は苦しめられている。

幸い、日本の金融機関の多くは、1980年代末のバブル崩壊とその後の10年余りに及ぶ不良債権問題の教訓に懲り、学んだおかげで今回の危機の影響は欧米諸国と比べて遥かに少なく済んだ。ほんの1年ほど前には「日本では欧米諸国と違って金融資産に占める預金の比率が高い一方で株式などへの投資の占める比率は10%余りしかない。アメリカはこれが50%もある。その結果アメリカではリスクの高い新事業にも資金がまわり、成長率が高くなる一方、日本では新しいビジネスが生まれない。割合の高すぎる預金をいかに投資に振り向けるかが重要だ。」といった議論が多くの政治家やエコノミストによってなされていたが、もしこれを実行していたら、大変なことになっていたであろう。

とは言え、サブプライムローン問題や世界金融危機の影響は、日本経済にも多大な影響を及ぼしている。特に不動産業界ではこのところ、外国資金の引き揚げによる融資の滞りに伴う倒産が相次いでいる。実は2004年頃から2007年頃に掛けて、海外での不動産ブームの影響を受けて、日本でも、景気回復に伴う金融、不動産市場への外国資金の流入が見られ、ミニ

バブルが形成されていた。それが昨年夏あたりから、サブプライムローン問題に伴う金融危機の悪化で、資金繰りに困った外国のファンドが資金回収に動き始めた。他方で世界的な資源、材料高と地価の上昇でマンション等の建設コストは上昇していた。そのため販売価格もそのコストを上乗せする分、高いものとなり、多くの物件が売れ残ってしまった。その結果、資金繰りに困った日本の不動産会社が次々と倒産しているのである。

その影響は、筆者の身近なところにも及んでいる。筆者は昨年4月、八王子に完成直後の新築のマンションを購入したが、今年の9月、その会社が倒産した。思えば昨年からの予兆はさまざまなところに出ていた。マンションの部屋は全部で34戸あるが、数か月経ってもなかなか埋まらず、半年後に販売会社の方に、「どれくらい埋まりましたか？」と尋ねたところ、心なしか暗い表情で、「まあ、3分の2程度ですかね」とのことであった。販売も当初は建設した会社が行っていたが、その後別の会社にコロコロ変わった。筆者の家の部屋の一つは入居以来、宣伝のための「好評分譲中！」の垂れ幕が1年余りにわたってずっと垂れ下がっていたせいで、外の光の流入がずっと妨げられ、その結果資産価値が損なわれていた(今年6月頃、「高い値段で買ったんだから、いいかげん、何とかしてくれ！」...と、一度電話で抗議したところ、ようやくとれた)。全戸完売したのはようやく今年の7月のことであった。

さらに今年7月には、建設会社の子会社であるマンション管理会社が、別の会社に売却されたとの連絡があった。今から考えれば、親会社はよほど資金繰りに困っていたのであろう。同月の管理組合総会で

は、「会社は売却されましたが、管理業務は引き続き今まで通り行っていきますのでご心配なく」とのことであったが、今後がやや心配である。

こういう状況であるからマンション価格の値下がりも急速に進んでいる。資金繰りに行き詰まった不動産会社の投げ売り、倒産した不動産会社の処分物件が増えていることが背景にある。筆者のマンションでも、購入から数カ月後、メールボックスに「当マンションの空き部屋の入居者を紹介してくれた方に100万円差し上げます！」といったチラシが入っていたことがあった(筆者のように自分で探して買った場合、自分で自分を紹介したということで、100万円値引きにはしてくれないのであろうか...?)。また、6階で筆者より5カ月遅れて昨年9月に入居された方にあるとき購入価格をさりげなく尋ねたところ、かなりの割安で買われたようであった。当初の売り出し価格は筆者の部屋を2200万円とすると(以下、実際の数字とは変えてあるが、比率は同じである)、その方の部屋は筆者の部屋と同タイプ、ただし筆者の部屋が南、東向けであるのに対し、その方の部屋は南、西向けである分やや安く、2120万円程度であった。ところが話を伺ったところ、2000万円を下回る価格で購入されたようであった。わずか5カ月の差で、少なくとも6%の下落である(T__T)。また、別の売れ残り部屋のチラシでは、10カ月ほどで販売価格が約10%下がっていた。最近では八王子みなみ野の新築住宅で当初価格の20%引きというチラシをよく見掛ける。金融危機の深刻化で、値下がりにはさらに加速しているようである。

このように見てみると、資産運用に際し、将来を的確に予測する難しさをあらためて

感じさせられる。結果的に筆者のマンション購入はミニバブルの頂点に近く、タイミングが悪かった。しかしそれはあくまで結果論である。2007年4月当時はまだ地価は上昇傾向にあり、「今のうちに買っておくのが得」に見えたのである。また、1980年代末のバブル期、あるいはそれ以降の1990年代に買った人ですら、筆者よりも割高でマンションを購入しているようである。このことを考えれば、まあそれほど不運ではなかったのかも知れない...そう考えることで、自分をなぐさめることにしている。

それにしても、前に述べた業者からマンションを購入した人々は、その後どうなっているのだろうか？。不動産価格の下落圧力は、家賃相場にも及ぶはずである。前の業者から聞いた話では、桜美林にも購入された先生方が4人ほどおられるという。どこのどなたが購入されたかは知らぬが、果たしてその後、大丈夫なのであろうか...。大やけどしておられなければいいのであるが...？。