

東京カンテイ カンテイアイで『1985 年～2003 年マンション価格クロニクル』を発表

1991 年から 2002 年までの 12 年に及ぶマンション価格の長期下落要因を考察 金利と差損と公庫

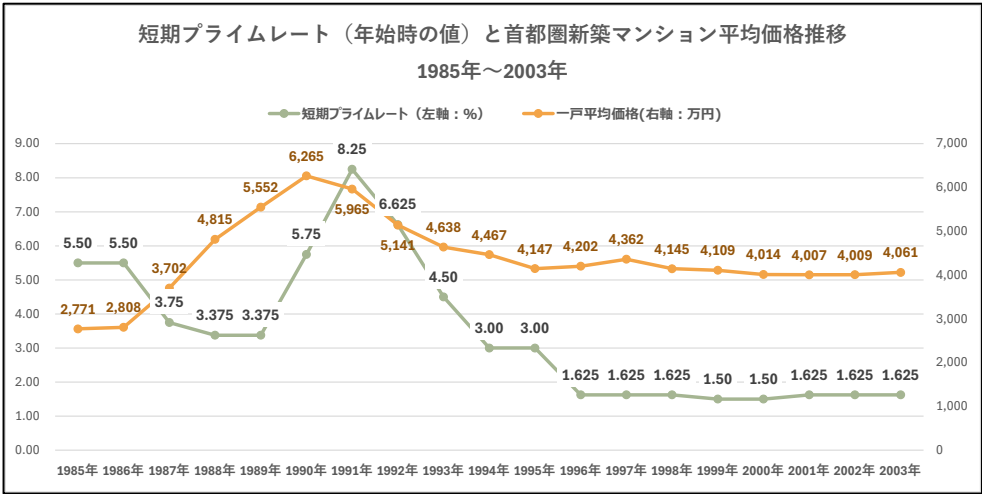
金利が大きく低下しても大きな売却差損が発生する市場の存在と住宅金融公庫による価格抑制効果の発揮

● 12 年間に及んだマンション価格の長期下落の要因

- ①当初における金利上昇による過剰な冷え込み効果(1991 年～1995 年)
- ②1998 年～2004 年まで継続したインカムゲインを超えた大きな売却差損の発生
- ③住宅金融公庫の融資政策による価格上昇抑制効果の影響

①当初における金利上昇による過剰な冷え込み効果(1991 年～1995 年)

日本銀行の当時採用された基準金利「公定歩合」の変動により、変動金利の指標となる短期プライムレートは右グラフのように変動した(年始時のレートを採用)。これを仮に、金融機関から資金調達をして月額賃料が 25 万円を得られるマンションに投資をする場合として考えると、次のことが言える。同じインカムリターンを維持



するためには金利が下がれば下がるほどマンションの購入金額は高くても良いことになる。5.50%の場合表面利回りが 5.50%となるマンション価格は賃料が月額 25 万円の場合は 5,455 万円となるが、短期プライムレートが大きく引き下がった 1988 年～1989 年の 3.375%はマンション価格が 8,889 万円でも同様のリターンが得られていた。5.50%時を 1.00 とすると 1988 年には 1.63 倍までの範囲内までの上昇であれば、金利変動による影響の域を出ない。地域が違って平均月額賃料が下がってもこの倍率は変わらない。1989 年を境に短期プライムレート(最高値)は急上昇した。そのためマンションの収益性は急激に悪化したが、反対にバブル崩壊後には短期プライムレートは大きく引き下げられ、ほぼ 1.625%で固定される。1999 年～2000 年には一時期に 1.50%まで引き下げられ 5.50%の時を 1.00 とすると 3.67 倍まで投資効率が高まっていた。しかしこの時点でもなお、マンション価格が反転上昇することはなかった。

短期プライムレートの変化と短期プライムレート＝表面利回りとなるマンション価格の考え方

短期プライムレート(年始時の金利)	平均月額賃料(円)	平均価格(万円)	5.50%時比較
5.50%の時(1985～1986年)	250,000	5,455	1.00
3.75%の時(1987年)	250,000	8,000	1.47
3.375%の時(1988～1989年)	250,000	8,889	1.63
5.75%の時(1990年)	250,000	5,217	0.96
8.25%の時(1991年)	250,000	3,636	0.67
6.625%の時(1992年)	250,000	4,528	0.83
4.50%の時(1993年)	250,000	6,667	1.22
3.00%の時(1994～1995年)	250,000	10,000	1.83
1.625%の時(1996年～1998年)	250,000	18,462	3.38
1.50%の時(1999年～2000年)	250,000	20,000	3.67

②1998 年～2004 年まで継続したインカムゲインを超えた大きな売却差損の発生

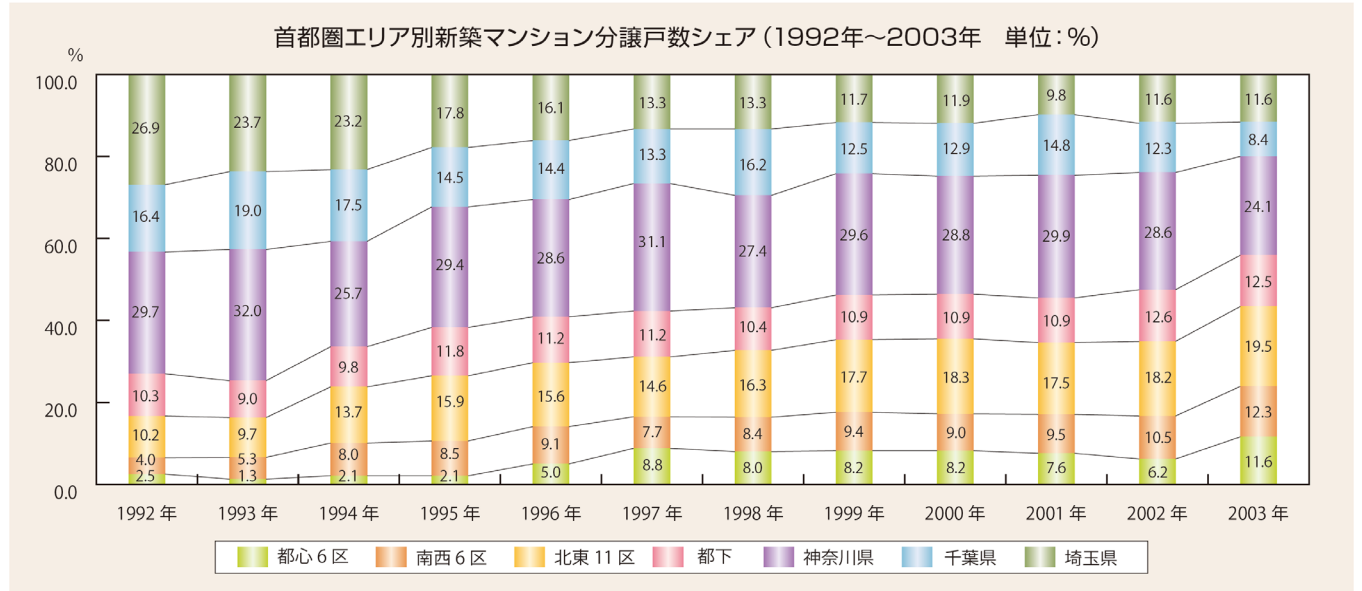
金利自体が年々下がっていたのだから、価格が上昇してもおかしくはなかったのに上がらなかった理由については、1997 年以降肥大化したマンションの売却差損が要因として考えられる。購入価格より売却価格が安くなる状況では、金利が大きく下がったとしても、「投資としては損だ」と感じる人は当然多くなる。

10 年間のマンション投資を想定した場合、マンションの売却差損は 1994 年以降拡大の一途をたどっていることが下表から明らかで、「売却差分(B)」を見ると、1994 年では 1,257 万円と一定の額でプラスとなっていたが、1997 年に－817 万円とマイナスに転じ、以降 2001 年までマイナス額は拡大していき、差損が膨らんでいった。一方で賃料収入に基づく「運用益(A)」を見ると、デフレの環境の中でも常に 10 年間で概ね 2,000 万円前後の利得を確保しているものの、売却差損が 2,000 万円を大きく超えていた 1998 年から 2004 年までの間はインカムゲイン(運用益)と売却差損の合計でもマイナスとなり、投資目線では全く魅力のない市場となっていた。

このような状況を考えると、投資に不向きな市場の中でマンションの大量供給が行われていたこと自体、当時いかに実需層がマンション購入の主体であったかがわかる結果となっている。その一方で、立地が都心回帰し、集中していく市場(下棒グラフ)では、物件立地の資産性が高まっており、特に都心集中供給と価格が大底圏にあった 2000 年から 2003 年におけるマンション市場は、投資目線で「立地、価格、金利」全てで好条件が揃っていた。この時期こそマンションを投資視点で購入する素地が整った“転換点”と見る事が可能である。

中古事例年	70㎡換算賃料 (円/月)		運用益 (A) (万円)	年運用 利回り (%)	70㎡換算単価 (万円)		売却差分 (B) (万円)	差損/差益 (=A+B) (万円)	年表面 利回り (%)	短期 プライムレート (%)	住宅金融公 庫基準金利 (%)
	新築時※	築10年時			新築分譲時 (10年前)	中古流通時					
1994年	146,362	188,098	2,007	4.22	3,014	4,271	1,257	3,264	10.83	3.00	3.95
1995年	152,756	181,491	2,005	4.62	3,054	3,613	559	2,564	8.40	3.00	3.63
1996年	155,954	158,220	1,885	4.46	3,143	3,297	154	2,039	6.49	1.625	3.22
1997年	160,062	151,867	1,872	4.34	3,881	3,064	-817	1,055	2.72	1.625	3.07
1998年	176,324	152,947	1,976	4.84	4,946	2,734	-2,212	-236	-0.48	1.625	2.61
1999年	194,874	148,437	2,060	5.16	5,863	2,552	-3,311	-1,251	-2.13	1.50	2.49
2000年	211,623	141,682	2,120	5.63	6,205	2,394	-3,811	-1,691	-2.72	1.50	2.78
2001年	214,100	137,997	2,113	5.79	6,203	2,233	-3,970	-1,857	-3.00	1.625	2.56
2002年	214,672	140,644	2,132	5.89	5,972	2,182	-3,790	-1,658	-2.78	1.625	2.58
2003年	228,288	141,661	2,220	5.76	5,432	2,256	-3,176	-956	-1.76	1.625	2.28
2004年	235,000	148,077	2,298	5.95	5,022	2,453	-2,569	-271	-0.54	1.625	2.78
2005年	228,944	148,500	2,265	6.00	4,708	2,558	-2,150	115	0.24	1.625	3.08
2006年	238,007	155,001	2,358	5.98	4,502	2,806	-1,696	662	1.47	1.625	3.59
2007年	237,033	167,367	2,426	5.49	4,432	3,342	-1,090	1,336	3.02	1.625	3.59

※本来平均坪賃料における新築時は10年前の新築賃料を用いるべきであるが、当社に1994年以前の賃料事例がないため1994年以降のその年の新築賃料（竣工後3年未満）を集計した

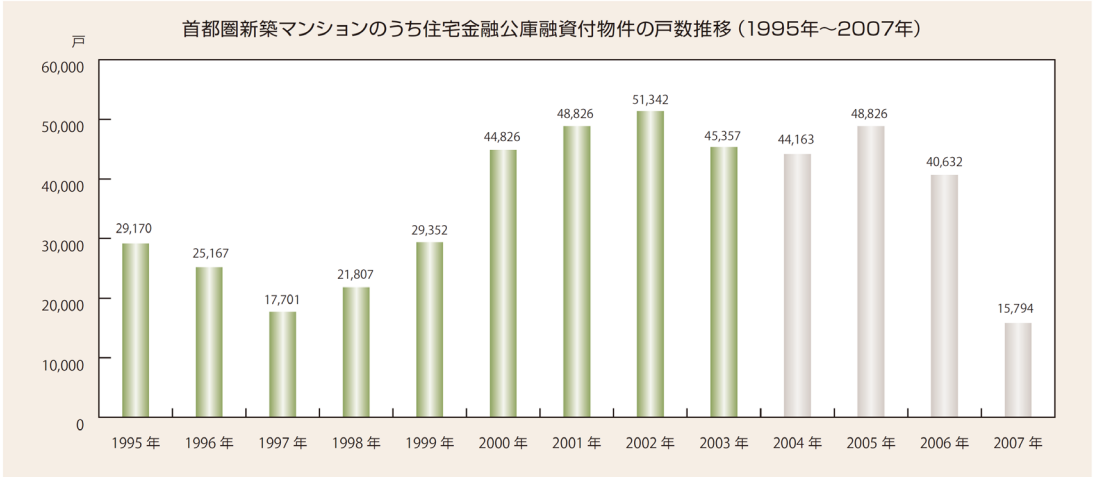


③住宅金融公庫の融資政策による価格上昇抑制効果の影響

2003 年に反転するまでマンション価格は下がり続けたが、そのことに関する考察を試みたい。重視したいのは住宅金融公庫融資の存在である。当社では 1995 年以降「優良分譲住宅融資」の件数を調査しており統計処理できる。この件数を見ると 1995 年は 3 万戸弱で、1997 年にかけて利用件数は減少するが 1998 年以降拡大していき 1999 年には 29,352 戸、首都圏の供給量が最も多くなった 2000 年には 44,826 戸に達し、2002 年には 51,342 戸でピークを迎えている。同年の首都圏の新築マンション分譲戸数は 85,373 戸であるので、60.1%が「優良分譲住宅融資」制度を使っていたことになる。2001 年から 2003 年は 50%以上のマンションが「公庫付」マンションであった。

融資額や金利は年々政策的な意味で拡充され、一般的には特に 75 m²以上の住宅では 4,000 万円以上の融資を受けられる状態にあった。そのため公庫融資枠内に価格を抑える力が働いた。

右と下表は 1994 年、1997 年、2000 年、2003 年の東京 23 区および横浜市の専有面積帯と価格帯のクロス表で、数値は分譲戸数による各面積帯別のシェアである。もっとも大きな数値に黄色を落としている。つまり面積帯別に価格のボリュームゾーンの変化を示したものだ。一般的には専有面積が広くなるほど物件価格は高くなるのでボリュームゾーンは右に降りていくような階段状になる。1994 年はその傾向が出ているし 1997 年もやや薄まったとは言えそのような状態に近い（特に横浜市）。しかし東京 23



※上記の戸数には事業協力者向け住戸など非分譲住戸も制度上の理由で含まれている。
東京 23 区 専有面積帯×価格帯のクロス分析による専有面積帯別分譲戸数ボリュームゾーンの変化（最大シェアの価格帯を黄色で表示）（単位：%）

行政区	分譲年	面積帯	2000 万円未満	3000 万円未満	4000 万円未満	5000 万円未満	6000 万円未満	7000 万円未満	8000 万円未満	9000 万円未満	1 億円未満	1 億円以上
東京 23 区	1994 年	30 m ² 台	1.8	36.2	49.8	10.0	2.1	0.1				
		40 m ² 台		16.6	43.1	29.1	10.4	0.8				
		50 m ² 台		2.2	24.1	43.1	24.0	5.4	0.9	0.3		
		60 m ² 台		0.2	11.0	38.8	30.3	13.7	4.1	1.4	0.5	
		70 m ² 台			1.2	13.3	36.8	23.1	13.6	9.1	2.2	0.7
		80 m ² 台				0.9	9.8	29.4	13.2	10.8	17.0	18.9
		90 m ² 台					1.3	19.3	10.8	4.0	10.8	53.8
		100 m ² 以上							2.8	2.8	6.5	87.9
		合計	0.1	2.5	16.4	34.3	25.9	11.2	4.0	2.1	1.2	2.3
	1997 年	30 m ² 台	1.7	44.7	50.8	2.7	0.1					
		40 m ² 台		12.7	60.3	23.6	3.3	0.1				
		50 m ² 台		7.1	43.1	36.1	12.2	1.4	0.1			
		60 m ² 台		1.4	30.2	42.5	18.5	6.1	1.1	0.2		
		70 m ² 台			0.4	8.7	34.2	26.4	17.0	9.4	3.2	0.6
		80 m ² 台				2.1	8.6	21.6	21.8	20.7	15.4	6.9
		90 m ² 台				1.5	3.8	12.9	16.3	14.5	16.5	14.8
		100 m ² 以上					2.6	2.1	6.0	10.7	9.5	5.7
		合計	0.1	4.9	24.7	30.5	17.5	9.4	5.5	3.1	1.5	2.8
	2000 年	30 m ² 台	9.0	58.3	29.8	2.7	0.2					
		40 m ² 台	0.7	27.0	55.1	13.8	3.3	0.1				
		50 m ² 台	0.1	20.5	49.0	24.5	5.1	0.7	0.1			
		60 m ² 台		12.3	49.2	26.7	8.5	1.9	1.0	0.4		
		70 m ² 台		3.2	36.3	32.9	17.5	7.0	2.0	0.7	0.4	
		80 m ² 台		0.1	11.6	28.1	23.5	17.9	9.9	4.3	2.3	2.3
		90 m ² 台			2.3	18.7	23.4	18.0	15.0	7.9	5.2	9.5
		100 m ² 以上			5.4	3.4	8.7	9.4	7.3	13.8	9.4	42.6
		合計	0.3	9.6	36.2	26.6	13.4	6.3	3.1	1.6	0.9	2.0
	2003 年	30 m ² 台	4.8	60.1	32.7	2.3	0.1					
		40 m ² 台	1.0	27.5	56.9	13.8	0.7	0.1				
		50 m ² 台	0.1	20.3	45.1	25.9	7.3	1.1	0.2			
		60 m ² 台	0.1	12.4	45.2	28.4	9.7	3.6	0.6			
		70 m ² 台		5.2	38.1	32.7	15.0	7.0	1.5	0.4	0.1	
		80 m ² 台		0.1	14.1	29.3	26.4	17.1	7.9	3.3	1.3	0.5
		90 m ² 台			6.9	17.9	18.6	22.1	16.4	9.5	4.6	4.0
		100 m ² 以上			2.5	9.2	6.0	10.0	10.1	9.5	9.4	43.3
		合計	0.5	13.6	34.1	24.5	12.3	7.1	3.2	1.6	0.9	2.2
	【参考】 2007 年	30 m ² 台	0.9	48.6	44.7	5.0	0.8					
		40 m ² 台	0.1	7.1	49.3	26.7	11.1	5.7				
		50 m ² 台		6.5	20.7	35.6	22.3	10.0	4.4	0.5		
		60 m ² 台		5.2	26.2	29.0	19.6	10.0	4.3	3.4	1.5	0.8
		70 m ² 台		2.2	10.7	28.1	24.8	11.9	9.6	6.5	3.8	2.4
		80 m ² 台		0.1	6.0	14.3	25.0	16.0	10.6	7.6	7.3	13.1
		90 m ² 台			0.5	11.2	21.9	13.6	14.3	6.1	5.1	27.3
		100 m ² 以上				2.2	11.8	4.6	5.0	3.8	1.9	70.7
		合計	0.1	6.5	17.8	22.0	19.7	10.2	6.8	4.3	2.9	9.7

区でも 2000 年には、70 m²台の物件は 4,000 万円未満、すなわち 3,000 万円台に、80 m²台は 2000 年に 4,000 万円台に、2003 年には 3,000 万円台に押し込められるように下がっている。横浜市でも同様の動きが見られる。この時期に価格が下がっているのだから、階段状を維持する形で安い価格帯（左に）スライドしても良いはずだ。しかしそうはならず面積が広くなっても一定の価格水準を超えないように変化していることから、これは住宅金融公庫融資の範囲内に価格を留め置こうとする「上昇抑制効果」と言わざるを得ない。住宅金融公庫が住宅金融支援機構となり、直接融資から撤退した 2007 年にはこの価格抑制効果が緩んでいることもわかる。

安い価格で広い専有面積の物件が年々増えれば当然ながら平均坪単価も下がる。このように住宅金融公庫融資の依存度が高まることによって、マンション価格は下げ圧力が掛かり続ける結果となる。※東京 23 区と横浜市のみ掲出したが、首都圏の全ての政令指定都市で調べ、千葉市やさいたま市、相模原市や川崎市でも同様の「価格抑制効果」が確認できる。

横浜市 専有面積帯×価格帯のクロス分析による専有面積帯別分譲戸数ボリュームゾーンの変化（最大シェアの価格帯を黄色で表示）（単位：％）

行政区	分譲年	面積帯	2000 万円未満	3000 万円未満	4000 万円未満	5000 万円未満	6000 万円未満	7000 万円未満	8000 万円未満	9000 万円未満	1 億円未満	1 億円以上
横浜市	1994 年	30 m ² 台	1.9	66.0	30.2	1.9						
		40 m ² 台	2.0	32.0	6.0	60.0						
		50 m ² 台		2.3	47.5	47.2	2.0	1.0				
		60 m ² 台		0.1	10.8	59.6	26.4	2.1	1.0			
		70 m ² 台			3.8	28.0	50.5	13.9	3.1	0.7		
		80 m ² 台				5.3	51.3	31.1	12.2	0.1		
		90 m ² 台				0.5	19.3	40.4	27.8	10.9	0.8	0.3
		100 m ² 以上					4.7	26.6	21.3	28.4	8.9	10.1
		合計		1.3	19.3	40.9	25.1	8.6	3.4	1.0	0.2	0.2
	1997 年	30 m ² 台	15.8	83.4	0.8							
		40 m ² 台		82.6	17.4							
		50 m ² 台		26.0	68.2	5.7	0.1					
		60 m ² 台	0.2	5.9	64.4	28.2	1.3					
		70 m ² 台		0.3	28.2	53.4	17.5	0.6				
		80 m ² 台			7.8	35.8	46.8	8.4	1.2			
		90 m ² 台			0.7	14.1	44.0	29.9	7.6	3.7		
		100 m ² 以上				9.8	20.4	47.3	14.3	4.1	3.3	0.8
		合計	0.2	5.0	36.7	35.7	17.0	4.1	0.9	0.3	0.1	0.0
	2000 年	30 m ² 台	37.8	62.2								
		40 m ² 台	4.9	95.1								
		50 m ² 台	1.8	58.3	39.2	0.7						
		60 m ² 台	0.2	29.1	62.3	7.6	0.8					
		70 m ² 台		12.9	53.0	28.1	5.9	0.1				
		80 m ² 台		2.8	36.8	39.6	16.6	3.1	0.9	0.2		
		90 m ² 台		0.8	28.6	30.1	17.5	18.2	3.0	1.7	0.1	
		100 m ² 以上			9.3	36.9	21.2	10.4	11.7	4.3	4.1	2.1
		合計	0.4	14.8	46.5	25.5	8.4	2.7	1.0	0.4	0.2	0.1
	2003 年	30 m ² 台	51.1	47.1	1.7							
		40 m ² 台	9.5	65.2	24.9	0.5						
		50 m ² 台	0.7	73.8	24.2	1.4						
		60 m ² 台	0.2	39.0	54.6	6.0	0.2					
		70 m ² 台		10.6	65.4	20.1	3.9	0.1				
		80 m ² 台		0.9	51.6	35.3	9.9	2.1	0.3			
		90 m ² 台			23.7	57.0	11.2	6.7	0.9	0.5		
		100 m ² 以上		0.1	13.5	43.3	31.6	5.6	2.8	0.7	0.7	1.6
		合計	1.9	14.2	46.4	26.7	8.1	1.8	0.5	0.1	0.1	0.2
	【参考】2007 年	30 m ² 台	1.7	98.3								
		40 m ² 台	1.7	56.7	41.6							
		50 m ² 台		14.5	75.3	10.2						
		60 m ² 台		13.7	58.9	25.7	1.7					
		70 m ² 台		2.8	35.0	35.9	22.9	3.3	0.1			
		80 m ² 台			7.9	33.3	37.2	16.7	4.5	0.4		
		90 m ² 台			0.4	12.7	27.9	48.6	6.5	2.9	1.0	
		100 m ² 以上				7.0	17.3	30.0	22.2	16.8	2.4	4.3
		合計	0.1	9.8	29.5	26.0	19.5	10.5	2.8	1.3	0.2	0.3

●集計の方法

データは全て東京カンテイのデータベースに登録されているものを使用した。分譲年月が不明な住戸は対象から除外
公的金利のデータは日本銀行のウェブサイトから、住宅金融公庫基準金利は住宅金融支援機構のウェブサイトから引用した。なお、住宅金融公庫基準金利は現在公開されていない。

●集計対象：首都圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県）の新築マンション
専有面積 30 m²未満の住戸、事務所、店舗用途のものは除く。価格と専有面積のデータが揃っているもののみを集計に使用している。分譲戸数も価格や専有面積が不明のものは対象から除外した。

●集計期間：1985 年～2007 年（記事で扱うのは 1985 年～2003 年である）

※住宅金融公庫の「公庫付」は「優良分譲住宅融資」制度のことである。このほかに「公庫利用可」と言われる「マンション融資」制度がある。本調査では全戸融資利用が義務づけられた優良分譲住宅融資のみを集計している。優良分譲住宅融資では再開発物件において 50 m²未満（内法面積）のものにも対象になったが、基本的には内法面積 50 m²以上の物件のみが融資対象であった。

東京 23 区エリア 都心 6 区＝千代田区、中央区、港区、新宿区、文京区、渋谷区
南西 6 区＝品川区、目黒区、大田区、世田谷区、杉並区、中野区
北東 11 区＝台東区、墨田区、江東区、豊島区、北区、荒川区、板橋区、練馬区、足立区、葛飾区、江戸川区