

時限的な減税政策は住宅需要を呼び戻せるのか？ —英国の事例より—

2020年10月13日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

海外市場調査部 副主任研究員 深井 宏昭

<要約・概要>

- 英国では2020年7月から、Stamp Duty Land Tax (SDLT) の時限的な減税措置(2021年3月末まで)が実施されている。過去に例を見ない大規模な減税規模となっており、足元では早々に住宅需要の回復基調が見られている。
- 2008年の世界金融危機の際に同様に実施された時限的な SDLT 減税措置のインパクトを定量的に分析した結果、減税政策の導入と住宅需要の増加には統計的に有意な正の相関が見られなかった。これは、2008年における減税規模がきわめて限定的であったことなどが影響していると思われる。
- 今回の減税規模は2008年を大きく上回る規模で実施されていることから、住宅需要に与える効果は大きく顕在化することが見込まれる。しかし、時限的な減税効果は将来の需要を前倒して消化し、中長期的な住宅需要の低迷を引き起こす可能性があり、住宅市場活性化のための第二、第三の矢が放たれることに期待が集まる。

英国住宅価格はすでに上昇に転じる

8月に発表された2020年Q2における英国のGDP成長率(速報値)は、前期比-20.4%、年率に換算して-59.8%という統計開始以来、最悪となるショッキングな数字だった。他国と比較しても、前期比では欧州主要国でワースト、年率換算でもスペインに次ぎ2番目に大きな下落幅であった。英国においては、COVID-19の人的被害が欧州で最も大きく(死者数は10月6日現在42,369人)、3月の終わりから始まったロックダウンの措置が欧州他国と比較して長引いたことが、GDPの大幅な下落に影響したと見られる。ロックダウンの影響は不動産市場においても徐々に表面化し始めている。Real Capital Analyticsによると2020年Q2のロンドンにおけるオフィス取引額は、前期比-83.7%、前年同期比-86.3%と大幅に低迷した。賃貸市場においてもテナントによるオフィス需要が停滞した結果、Q2の空室率は上昇し、賃料の下落が見られた。

住宅市場についてはどうだろうか？6月まではオフィス同様に、ロックダウンの影響が響いたかたちとなり需要が大きく低迷し住宅価格の下落が生じた。しかし、7月の住宅取引数は6月から14.4%増加(Office for National Statistics)したほか、英国全体における7月の住宅価格指数(Nationwide)も6月から1.4%上昇しロックダウン前の3月の指数を上回るなど、早々に回復の兆しが現れている。住宅需要が素早くリバウンドした要因の一つに、本年7月から政府によって実施されているStamp Duty Land Tax(以下、「SDLT」)の減税(2021年3月末までの時限的措置)が挙げられる。以下では、時限的なSDLT減税による英国住宅市場に対するインパクトについて、過去における同様の事例などを参考にしながら分析する。

まれに見る大規模な減税

そもそもSDLTとはどのような税金だろうか？SDLTは、英国において建物および土地を購入する際に徴収される税金で、日本における不動産取得税や印紙税などに該当する。税率は不動産の価格帯に応じて累進的に設定されて

おり、高額な物件を取得する際は高い税率の SDLT が課せられることになる。反対に一定額以下の物件を取得する際は課税率0%で免税となっている。本年7月9日に始まった減税措置前後の SDLT の税率については図表1のとおりである。これによると、減税措置前において免税となる不動産価格のラインは125,000ポンド(日本円で、約1,700万円)だったが、今回の措置によりその免税ラインが500,000ポンドまで引き上げられた。より具体的に減税効果を見てみると、価格が600,000ポンドの住宅購入を想定した場合、減税前の SDLT 額は20,000ポンドなのに対し、減税措置後は5,000ポンドとなり、差し引き15,000ポンドの節税効果になる(計算方法は、図表1の注2.参照)。

(図表1) 2020年7月減税措置前後の SDLT 税率比較

価格帯 (ポンド)	税率 (Before)	税率 (After)
125,000 以下	0%	0%
125,001 から 250,000 まで	2%	0%
250,001 から 500,000 まで	5%	0%
500,001 から 925,000 まで	5%	5%
925,001 から 1,500,000 まで	10%	10%
1,500,001 以上	12%	12%

出所) 英国政府公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 表中の税率は自己居住用住宅における税率。投資目的の購入物件については表中の税率に3%が上乗せされる

注)2. 税額の計算においては価格帯ごとに表中に記載された税率が適用される。例えば、減税前に300,000ポンドの住宅を購入する場合、支払う SDLT の額は $300,000 \times 5\% = 15,000$ ポンドではなく、 $125,000 \times 0\% + (250,000 - 125,000) \times 2\% + (300,000 - 250,000) \times 5\% = 5,000$ ポンド、のように各バンドそれぞれに対して計算が行われる

SDLT の税率はこれまで何度も変更が行われてきたが、経済対策として実施された同様の時限的な減税としては、世界金融危機に起因する2008年における措置(期間は2008年9月3日から2009年12月末まで)が該当する。しかし、2008年における減税措置と今回の対策とでは、減税規模の面で大きく異なる。2008年9月に始まった減税措置前後の SDLT の税率は以下のとおりである。

(図表2) 2008年9月減税措置前後の SDLT 税率比較

価格 (ポンド)	税率 (Before)	税率 (After)
125,000 以下	0%	0%
125,001 から 175,000 まで	1%	0%
175,001 から 250,000 まで	1%	1%
250,001 から 500,000 まで	3%	3%
500,001 以上	4%	4%

出所) 英国政府公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

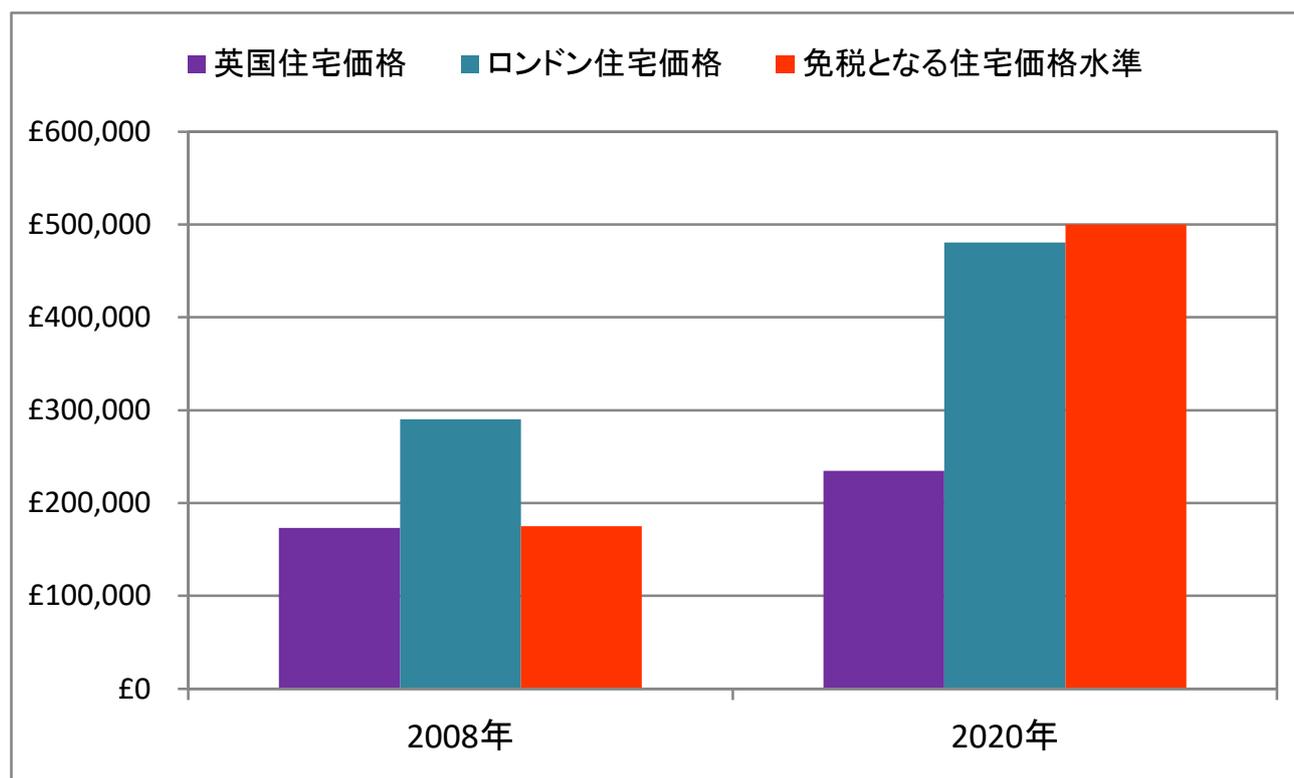
注)1. 図表1とは異なり、当時は投資目的などの物件に対する3%の上乗せ措置は導入されていない

注)2. 図表1とは異なり、「価格帯」ではなく「価格」であることに注意。各バンド部分に対して税率が適用されるのではなく、表中の住宅価格に対応する一つの税率だけが適用される。例えば、減税前に300,000ポンドの住宅を購入する場合の SDLT は $300,000 \times 3\% = 9,000$ ポンドとなる

図表 2 が示すように、2008 年における免税ラインの引き上げ幅については、125,000 ポンドから 175,000 ポンドへの 50,000 ポンドであり、今回の減税措置における引き上げ幅 375,000 ポンド (125,000 ポンドから 500,000 ポンドへ) がいかに大きいかかわかる。また、引き下げられる税率そのものも、今回は 2% (125,001 から 250,000 ポンドまでの住宅: 2%→0%) または 5% (250,001 から 500,000 ポンドまでの住宅: 5%→0%) となっており、2008 年の 1% (1%→0%) と比較して非常に大きな規模で実施されていると言える。

それでは、2008 年から現在までの住宅価格高騰の影響を加味するとどうであろうか？ Land Registry のデータによると、減税措置が開始された 2008 年 9 月当時の平均住宅価格は英国全体で 172,972 ポンド、ロンドンでは 276,487 ポンドとなっている。したがって、当時の免税のボーダーラインとなる 175,000 ポンドという水準は英国の平均的な住宅価格に沿った水準であると言えるが、首都ロンドンおよびその近郊における平均住宅価格と比較するとかなりシビアな設定であり、住宅価格が高い地域における住宅需要の底上げ効果は限定的であったと推測される。一方、直近における平均住宅価格について見ると、英国全体では 234,612 ポンド、ロンドンでは 490,495 ポンドで、いずれも新しいボーダーラインである 500,000 ポンドを下回っている。したがって今回の免税水準は、2008 年以後の住宅価格高騰を勘案しても 2008 年と比較してかなりの高水準であり、ロンドンを含む英国全体における需要の増加に影響を与える規模であると言える。

(図表 3) 住宅価格と免税水準(減税措置後)の比較



出所) Land Registry をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 2008 年は 2008 年 9 月における平均住宅価格。2020 年は 2020 年 4 月における平均住宅価格

加えて、2008 年における減税措置では、図表 2 のとおり、減税後に課税のボーダーラインとされた 175,001 ポンド以上の価格帯については税率の引き下げはなく、また 2008 年当時は税額の計算方法が現在と異なっていたため(計算方法は、図表 2 の注)2.参照)、ボーダーラインを超える価格の住宅購入においては減税の恩恵を全く受けることができなかった。前に示した 600,000 ポンドの価格の住宅を購入した場合を例にとると、2008 年における SDLT 額は減

税措置前後ともに $600,000 \times 4\% = 24,000$ ポンドで変化しない。一方、今回の減税措置では、図表1のとおり、減税後にボーダーラインとされた 500,000 ポンド以上の価格帯に税率の引き下げはないものの、税額の計算方法の変更により、500,000 ポンドを超える住宅購入においても減税の恩恵を受けることが可能となった。これにより多くの住宅需要者の意思決定に影響を与えることになると推測される。

(図表 4). 2008 年 9 月と 2020 年 7 月の減税措置前後における税額比較 (600,000 ポンドの住宅を購入したケース)

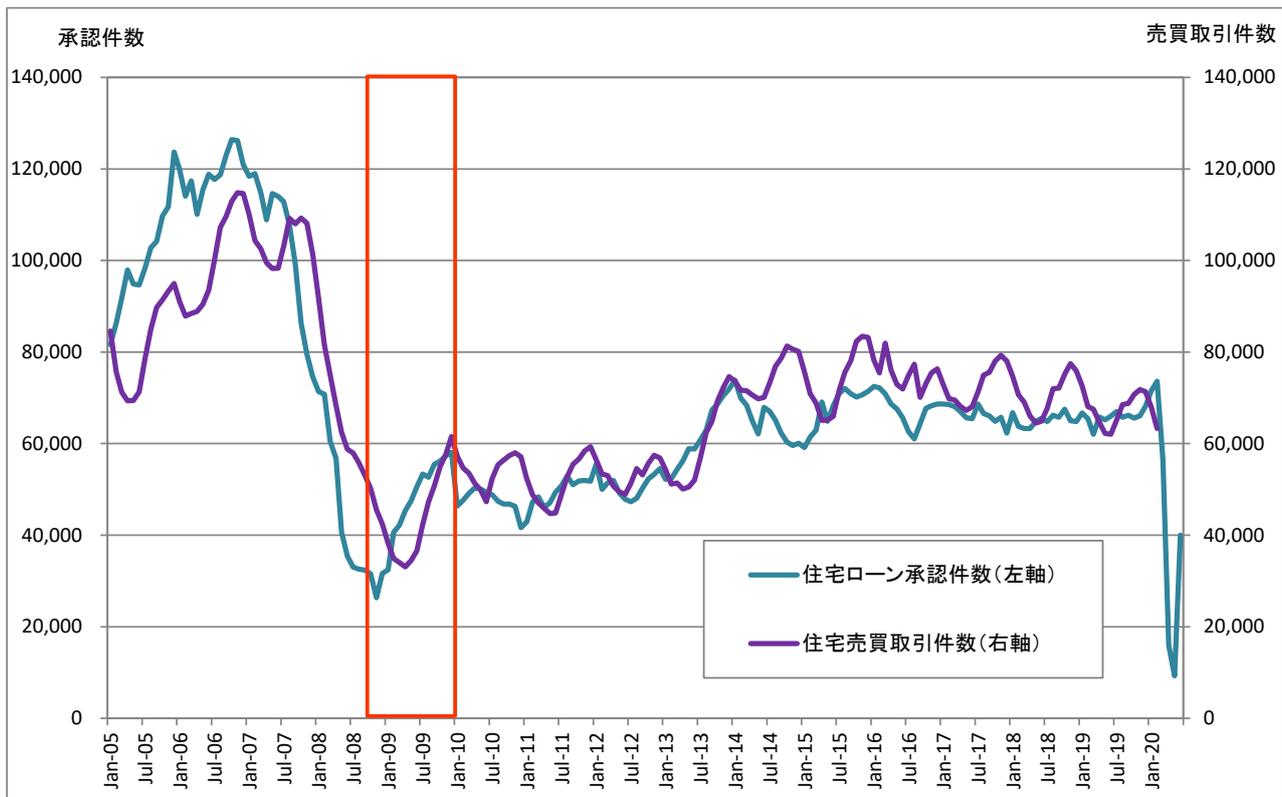
減税政策の時期	税額 (減税前)	税額 (減税後)
2008 年 9 月	24,000 ポンド	24,000 ポンド
2020 年 7 月	20,000 ポンド	5,000 ポンド

出所) 英国政府公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

2008 年における減税効果の検証①(通常の回帰分析)

それでは、規模が小さかった 2008 年における減税措置は果たして住宅需要喚起にどの程度効果があったのであろうか？はじめに住宅需要に関する指標 (住宅売買取引件数および住宅ローン承認件数) の現在までの推移を見てみると以下の図表のようになる。

(図表 5) 住宅売買取引件数および住宅ローン承認件数の推移 (2005 年 1 月～2020 年 6 月)



出所) Land Registry および Bank of England 資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

注) 1. オレンジの枠線で囲まれた部分は、2008～2009 年に時限的な減税措置が実施された期間を示す

注) 2. 住宅売買取引件数は England における値。グラフでは 6 ヶ月移動平均値を表示している

図表 5 が示すように、2007 年から減少していた住宅ローン承認件数は、2008 年 9 月の減税開始後に増加に転じた。

住宅売買取引件数についても、住宅ローン承認件数にやや遅行しながら同様の増減パターンをたどった。しかし、いずれの指標についても、金融危機以前の水準への回復には遠く及ばなかったほか、減税措置の終了直後には需要の落ち込みが見られた。減税期間中における住宅需要指標の平均値を、減税開始直前の2008年8月の水準と比較すると、住宅ローン承認件数では+36.9%となったが、住宅売買取引件数については-0.6%であった。

次に定量的に政策の効果を計測するため、まずは通常の時系列データ¹に基づき、重回帰分析を実施した。回帰モデル式は以下のように設定した。

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot SDLT_t + \sum_{k=0}^{12} \beta_{3,k} X_{t-k} + \sum_{l=1}^{12} \beta_{4,l} Y_{t-l}$$

ここで、 Y_t は第t期における目的変数(住宅需要指標)を表す。 $SDLT_t$ はダミー変数で第t期においてSDLT減税が実施されていれば1を、実施されていなければ0を示す。したがって、 β_2 が推計目的である政策効果に該当する。 X_{t-k} は第t-k期におけるコントロール変数(ベクトル)であり、変数の種類としては住宅需要に強い影響を持つと考えられる、景気動向指標(景況感指数)、資金調達環境指標(資金調達可能額)、アフォーダビリティ指標(住宅価格/年収)の3変数を採用した。また、これらのコントロール変数については住宅需要に先行する性質を持つため、現在～過去12ヶ月のタイムラグ(kの値)を考慮して重回帰分析を実施した。同様に、系列相関をコントロールするために、過去1～12ヶ月の目的変数(Y_{t-l})も説明変数として採用した(右辺第4項)。各指標はEngland全体におけるデータを用い、データの期間は2001年1月から2020年6月までとした。また、全ての変数について原数値ではなく、前年同月比(差)を用いた。以上の前提を基に、上記式の各 β の推計を実施した。重回帰分析の結果は以下のとおり。

(図表6) 重回帰分析結果

説明変数	目的変数	
	住宅売買取引件数	ローン承認件数
SDLT	0.005 (0.05)	0.005 (0.032)
定数	-0.012 (0.02)	-0.011 (0.013)
決定係数	0.809	0.936
サンプル数	218	222
		*** = p < 0.01
		** = p < 0.05
		* = p < 0.1

出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

注)1. 重回帰に使用した説明変数が多いため、定数項である β_1 およびSDLTの係数 β_2 についての推計値のみ記載。括弧内の数値は標準誤差を表す

注)2. 係数 β_2 の推計値に付記する***、**、*については、それぞれ1%、5%、10%の有意水準であったことを示す(本重回帰結果において付記がないことは、いずれの水準においても統計的に有意な結果ではなかったことを示している)

重回帰結果によると、SDLT減税の実施により住宅売買取引件数は0.5%、ローン承認件数についても0.5%、前年同月比ベースで上昇する相関関係があったが統計的に有意な結果とはならなかった。

¹ 時系列データについての説明は本レポート末の補足参照

2008年における減税効果の検証② (Region 比較)

上記の回帰分析においてはEngland全体における変数を使用して実施した。前述したように、2008年の減税措置は非常に限られた住宅価格の購入者をターゲットにしており(125,001～175,000ポンドの住宅)、ロンドンなどの住宅価格が高い地域における減税効果はきわめて限定的であったと推測される。そのため、England全体を対象にした回帰分析を実施すると、このような地理的な住宅価格のギャップにより政策効果が検出されにくくなってしまっていた可能性がある。

そこで、地理的な異質性を加味して減税政策の効果を計測するため、英国における9つのRegionについて、平均住宅価格データをもとに、「減税の影響が強かったRegion」と「減税の影響が弱かったRegion」に分類した。分類については、減税が開始された2008年9月における平均住宅価格が、減税ターゲットとなる住宅価格の範囲(125,001～175,000ポンド)内に入っていたかどうかで決定した。

(図表7) Englandにおける各Regionの平均住宅価格と分類

Region名	平均住宅価格 (2008年9月)	分類
North West	137,890 ポンド	減税の影響が強かった Region
North East	126,926 ポンド	減税の影響が強かった Region
Yorkshire and the Humber	137,625 ポンド	減税の影響が強かった Region
West Midlands	151,870 ポンド	減税の影響が強かった Region
East Midlands	142,592 ポンド	減税の影響が強かった Region
East of England	188,408 ポンド	減税の影響が弱かった Region
South East	215,167 ポンド	減税の影響が弱かった Region
South West	190,6861 ポンド	減税の影響が弱かった Region
London	276,487 ポンド	減税の影響が弱かった Region
Inner London	334,087 ポンド	比較対象地域

出所) Land Registry に基づき三井住友トラスト基礎研究所作成

注) Inner London とは London Region の中の Local Authority であり、ロンドン中心部の12のBoroughから構成される

この分類に基づき、5つの「減税の影響が強かったと推測されるRegion」と、住宅価格が最も高いLondon Regionの中でも特に価格が高いInner London(比較対象地域)との間で減税前後における住宅需要を比較することで、減税政策が住宅需要に与えた効果を推計することにした。回帰分析にあたってはパネルデータ²を作成し、回帰モデルは以下のように設定した。

$$Y_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot SDLT_t + \tau_t + \mu_i$$

ここで、 Y_t は第t期における目的変数(住宅売買取引件数³)、 $SDLT_t$ はダミー変数で第t期に「減税の影響が強かったRegion」においてSDLT減税が実施されていれば1を、それ以外のケースの場合は0を示す。したがってその係数の β_2 は推計目的である減税政策の効果を意味する。 τ_t は各時間(t)における固定効果、 μ_i は各Region(i)における

² パネルデータおよびその分析手法についての説明は本レポート末の補足参照

³ ローン承認件数はRegionレベルでデータを取得できないため、目的変数は住宅売買取引件数だけを使用した

固定効果を示す。データ期間は1995年1月から2020年3月までとした。回帰結果については以下のとおり。

(図表8) 回帰分析結果

説明変数	目的変数		
	住宅売買取引件数	住宅売買取引件数	住宅売買取引件数
SDLT	-0.229*** (0.03)	-0.135*** (0.02)	-0.144*** (0.002)
時間固定効果	なし	あり	あり
Region固定効果	あり	なし	あり
決定係数	0.04	0.03	0.03
サンプル数	1746	1746	1746
			*** = p < 0.01 ** = p < 0.05 * = p < 0.1

出所) 三井住友トラスト基礎研究所作成

回帰結果では、減税の影響が強かった5つのRegionにおける住宅売買取引件数の増加率は、時間およびRegionの固定効果をいずれも考慮した場合、Inner Londonにおける住宅売買取引件数の増加率と比較して-14.4%低くなっていたことが示された。これは、減税政策の実施と住宅需要との間に負の相関があることを意味し、予測された結果と正反対のものとなった。パネルデータを用いた回帰分析においては、特定の時間に特定のRegionにおいてのみ発生した事象についてはコントロールすることができない。したがって、減税期間中にInner Londonにおいて特別に発生した事象(パネルデータ分析でコントロールできない事象)によりInner Londonの住宅売買取引件数が増加し、減税効果がマイナスに相殺されてしまった可能性がある。2008年のケースについて言えば、減税期間中に景況感が改善する中で、キャピタルゲインをねらった投資マネーが今後の値上がりが見込めるロンドン中心部に集中したことなどが原因と考えられる。いずれにしても、2008年に実施された減税の効果は、Inner Londonで同時期に発生した住宅需要を増加させた事象と比較して非常に小さい規模に留まっていた、と言える。

インプリケーションおよび2020年の減税効果の予測

以上のとおり、2008年における減税措置による住宅需要に対する効果を定量的に分析した結果、通常の時系列データに基づく回帰分析では統計的に有意な相関関係を検出できなかった。また、パネルデータを用いた分析においても、減税措置は住宅需要に対してネガティブに相関しており、減税の効果が非常に小さかったことが推測される結果が示された。減税の効果がクリアに顕在化しなかった主な要因としては、減税規模が小さかったことが挙げられる。前に示したとおり2008年に実施された減税措置は非常に小規模であった上(わずか1%の減税)に減税の対象となる不動産も限定的(住宅価格が125,001~175,000ポンドの住宅のみが対象)であったため、特に住宅価格が高い都市圏などにおける住宅需要の増加につながらなかったと考えられる。

それでは、今回の減税措置が住宅需要に与える効果はどの程度になるだろうか。これまで述べてきたように、減税規模については、2008年と比較して格段に大きくなっており、そのインパクトは12年前よりはるかに大きくなることが見込まれる。また、低金利化の進展や政府による大規模な住宅購入支援施策(“Help to Buy”など)により、消費者による資金調達環境が良好な水準であることは、住宅需要の顕在化に対して追い風となるだろう。実際に、前述のとおり2020年7月の住宅売買取引件数および住宅価格は回復を見せており、早々に政策効果が顕在化している。

一方、ダウンサイド要因も存在する。ひとつは労働市場の悪化である。賃金や求人数などの労働市場に関する指標は現在も悪化が継続しており、改善の兆候が明確に現れない状況が続いている。たとえば、2020年7月における

求人数は約 33 万件となっており、2008 年 9 月と比較して約 60%の水準となっている。今後失業率の上昇や賃金の下落が深刻化した場合、住宅需要に重要な影響を与えると考えられる資金調達環境指標やアフォーダビリティ指標などが悪化し、住宅需要の増加を足止めする懸念がある。

また、時限的な需要の刺激策は、将来の需要が前倒しで消化されるため、減税効果が大きければ大きいほど、その後の需要は低調になると予想されることに留意する必要がある。2008 年の減税の際も、減税措置が終了する直前の 2009 年 6 月から 12 月までにおける平均ローン承認件数 (England 全体) は 55,510 件だったが、減税措置終了後の同時期 (2010 年 6 月から 12 月) には 46,308 件 (-17%) へ減少が見られた。今回の減税規模は、2008 年と比較して規模、対象ともに拡大していることを考えると、減税措置終了直前の駆け込み需要の反動は相当程度大きくなると考えられ、将来の需要低迷を回避するためには政府による追加的な対策が必要になるであろう。

2020 年 7 月から実施されている SDLT の減税は、過去を振り返っても極めて大きな規模である。2008 年の減税と比べた場合、減税期間中における需要の増加幅は大きくなる可能性が高い。しかし、足元の労働市場の悪化および時限的な減税措置であることなどを考慮すると、今回の減税措置は、EU 離脱問題や COVID-19 の感染拡大により冷え切った英国住宅市場に対する一時的なカンフル剤としての意味合いが強いとと言える。中長期的には EU との自由貿易交渉など複雑な問題が山積しており、減税を機に英国の住宅市場が美しい V 字回復を達成するとは見込みにくい。SDLT 減税による短期的な需要の増大を無駄にしないためにも、減税措置が終了する 2021 年 4 月に向けた第 2、第 3 の矢が放たれることが期待されよう。

<補足>本レポートで用いた統計用語の説明

●時系列データ…各指標について、時間軸に沿って収集したデータのことをいう

(例)

時間	指標 A	指標 B	指標 C
2000.1	4.5	-0.5%	121
2000.2	5.2	1.2%	98
2000.3	3.8	2.8%	105
...
2020.9	7.1	-1.9%	89

●パネルデータ…同じ標本 (本レポートの例に基づけば Region) について、複数の指標を時間軸に沿って収集したデータのことをいう

(例)

時間	2000.1	2000.1	2000.1	...	2020.9	2020.9	2020.9
Region	X	Y	Z	...	X	Y	Z
指標 A	3.2	2.9	5.7	...	4.6	6.5	7.7
指標 B	1.2%	5.3%	3.9%	...	12.3%	3.8%	7.5%
指標 C	34	75	112	...	65	49	79

●パネルデータ分析…パネルデータ分析においては、各時間および各 Region の固定効果を考慮することで、それぞれの時間・Region における観察不可能なトレンドをコントロールすることが可能

【お問い合わせ】 海外市場調査部

<https://www.smtri.jp/contact/form-investment/index.php>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部又は一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。