

(日銀調査月報 10月号掲載論文)

最近の地価形成の特徴について

2000年10月

植村修一*・佐藤嘉子**

目次

1. 地価の長期的な推移と地価変動の特徴
 - (1) 地価の推移
 - (2) 都道府県の地価水準に関する分析
 - (3) 地価と株価の関係
2. 最近の地価動向-首都圏を中心に
 - (1) オフィス需給
 - (2) 商業地地価
 - (3) 住宅地地価
 - (4) 都心への回帰
3. 「土地神話」を支えた経済・社会環境の変化
 - (1) 生産要素としての土地
 - (2) 資産としての土地
 - (3) 土地に関する税制、法規制等の変更
 - (4) 不動産の証券化
 - (BOX) 収益還元地価の考え方
 - (5) 土地所有に対する考え方の変化
4. 今後の地価形成と土地の有効利用促進について
 - (1) 今後の地価形成とその影響
 - (2) 土地の有効利用促進の必要性

本稿の作成にあたっては、宮崎真悟氏(加・カールトン大学院修士)、仲村敏隆氏(東京理科大学大学院修士)、平口良司氏(東京大学大学院経済学研究科)、才田友美氏(調査統計局経済調査課)、佐竹秀典氏(調査統計局経済調査課)の多大な協力を得た。なお、本稿の文責は全て筆者にあり、意見等にわたる部分は、日本銀行および調査統計局の見解ではない。

* 日本銀行調査統計局経済調査課 (E-mail: shuichi.uemura@boj.or.jp)

** 日本銀行調査統計局経済調査課 (E-mail: yoshiko.satou@boj.or.jp)

(はじめに)

わが国の景気は、このところ緩やかに回復する一方で、地価は、バブルが崩壊して以降、ほぼ一貫して下落を続けている。地価の動向は、金融システムや企業のバランスシート問題などを考える上でも注目される場所である。この点、現在の地価下落が、循環要因によるものなのか、構造調整あるいは構造変化といった要因を伴うものなのかによって、見方も変わり得る。こうした問題意識から、本稿は、最近の地価形成について考察するものである。内容は、長い目でみた地価の推移と地価形成の特徴を確認した上で、首都圏を中心に最近の地価の動きと、その背景および特徴をみる。さらに、土地を巡る経済・社会環境が大きく変わりつつあることを指摘した上で、今後の地価形成や経済主体の土地利用のあり方などに関する若干のインプリケーションを述べる。

本稿の要旨をあらかじめまとめると、以下のとおりである。

1. わが国の地価は、バブルが崩壊して以降、下落を続けているが、長い目でみれば右肩上がりに上昇してきており、そのテンポは、バブル期までは名目GDPを上回っていた。

都道府県別のデータを用いたパネル分析によっても、これまで土地生産性以上に地価が上昇してきたことが確認されたが、この背景として、80年代までは、将来的な収益増加に対する「期待」が強く影響していた可能性が挙げられる。

2. 最近のオフィス・スペースの需給をみると、東京23区の空室率は、このところ低下している。とくに、「近・新・大」と呼ばれる好条件の物件は、最近の情報化進展や外資系企業進出の動きの中で人気が高い。また、東京と他の都市との間でも、需給を巡る環境に開きがみられ、いわゆる「二極化」現象が生じている。

オフィス・スペース需給を巡る動きは、地価にも反映されている。都心5区商業地のポイント毎の地価変化率と地価水準の関係をみると、バブル崩壊直後は、地価水準に関係なく、どのポイントも大幅かつ一様に下落していたが、最近では、かなりのばらつきがみられている。土地の属性を含むデータを用いて、商業地地価に影響を与えている要因を分析すると、最近では、「ゾーン」によって決まる容積率の効き方が低下する一方、個々の土地によって異なる地積(土地面積)と、地価との関係が強まっている。

首都圏の住宅地地価は、97年以降の景気後退の中で下落傾向を強めたが、昨年からは、横ばいに転じる地点が増え始めた。とくに利便性の高い場所にある住宅跡地等に対する引き合いは強い。一方で、都心から距離のある地点では下落傾向が続くなど、住宅地については、ゾーンによる二極化がみられている。

3．バブル期までの、一様に地価の上昇期待が強かった時期と比べると、土地を巡る環境に様々な変化が生じている。

まず、土地を生産要素としてみた場合、経済のグローバル化の進展により、要素価格に均等化圧力が加わる中で、企業の立地ニーズに適した土地とそうでない土地との選別が強まっている。また、国内における少子・高齢化の進展により、少なくとも量的な観点からは、住宅ならびに宅地に対する需要が、いずれ頭打ちとなる可能性がある。

次に、購買力を保存するための手段として土地資産をみた場合、バブル崩壊以降、多大なキャピタルロスが発生する中で、金融資産に比した有利性が失われてきている。借入担保としての役割も、相対的に低下していくことが考えられる。

4．また、90年代以降、土地を巡る税制、法規制、会計制度等がかなり変わった。中でも、定期借地・借家権の創設や時価評価会計の流れは、経済主体の土地所有インセンティブに影響を与えると考えられる。

このところ、土地を含めた不動産証券化の動きも進みつつある。不動産を証券化し、投資家の資金を集めるということは、不動産の価格と収益(リターン)の関係を明確にするという意味合いがあり、証券化の進展は、収益還元的な価格形成を促すと思われる。

こうした中、経済主体の土地所有に対する考え方は着実に変化しており、「土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産とは思わない」家計が増えている。また、企業が保有不動産を売却する事例も目立っている。

5．地価の先行きについては、このまま景気の回復が続けば、地価の下落に歯止めをかける方向で作用すると思われる。もっとも、場所や地点による価格の二極化が進行しつつある中で、「平均」でみた地価変化率が、必ずしもマクロ景気の動きと整合的であるとは限らない。

かつての土地神話を支えた経済・社会環境は、着実に変化しつつある。全体として土地需要が大きく拡大することは見込みがたい中で、企業や家計による

土地の選別が強まる一方、各種のシステムは、用途が曖昧なまま土地を所有するインセンティブを弱める方向に切り替わりつつある。こうしたもとの、現在都心の商業地にみられる地価の二極化・多極化は、一時的、局地的な現象というより、持続的かつ広がりを持った流れとして捉えるべきであろう。

6. 土地の価値は保有しているだけでは高まらないとの認識が浸透することによって、経済主体の間で、土地の有効利用や生産性向上を図る前向きな動きが広がることが期待される（いわゆる「所有」から「利用」へ）。公的セクターにとっても、地価下落に伴って、都市の再開発や生活環境関連型の社会資本整備を行う機会が増していると考えられる。

こうした土地の有効利用を促すとともに、各経済主体にとっての不確実性を減らすためにも、土地取引や土地の価格に関する情報ならびに情報提供体制の整備を図っていくことが必要である。

1. 地価の長期的な推移と地価変動の特徴

(1) 地価の推移

わが国における地価の動きをみると（図表 1（1）以下、図表については本文末を参照）戦後、およそ 3 回にわたって大きく上昇する局面があった。すなわち、60 年代前半の高度成長期に、工業地を中心とする地価上昇がみられ、次に 70 年代前半、列島改造ブームと過剰流動性の発生を背景に、再び地価が上昇した。3 度目は、いうまでもなくバブル期であり、80 年代後半、東京中心部の商業地に端を発した地価上昇が、大阪・名古屋地区に波及し、90 年頃には、地方都市にまで広がる気配をみせた。これに対し、不動産業向け融資の総量規制を始め、政府により各種の土地対策が講じられた。加えて、89 年 5 月に公定歩合が引き上げられて以降、91 年夏場に引き下げられるまで、引き締めの金融政策運営が行われたことなどもあって、その後地価の調整が始まった。地価の動きを公示地価でみると（図表 1（2））平成 3 年（91 年）中の動きを示す平成 4 年 1 月 1 日時点の公示地価の変動率は、3 大都市圏および全国平均でマイナスに転じ、以来、平成 12 年（2000 年）の公示地価まで、9 年連続の下落が続いている¹。

¹ バブル期の地価上昇の原因や、当時の政策運営に対する評価を論じることは、本稿の目的ではない。これらに関しては、既に多数の文献が公表されているが、その中で、とくに日本銀行調査統計局（1990）と、翁・白川・白塚（2000）を紹介したい。

地価の推移を名目 GDP の推移と並べてみると（図表 2）、バブル直前の 1985 年を基準（= 100）とした場合、直近では、名目 GDP が 150 を超えているのに対し、地価（六大都市市街地価格指数・全用途平均）は 110 程度と、名目 GDP をかなり下回っている。もっとも、高度成長が始まる頃の 1955 年を基準とすると、バブル期以前まで一貫して名目 GDP を上回るペースで上昇していた地価が、バブルの生成・崩壊を経て、最近では、ほぼ名目 GDP に並んだ姿となっている。以上のことは、近年の地価下落をバブル崩壊の結果とのみ捉えると、足元の動きはやや行き過ぎ、すなわち下方へのオーバーシュートとなるが、高度成長期以降バブル期以前から形成されてきた地価の形成メカニズムが変化している結果と捉えると、必ずしもオーバーシュートとは言えないとの見方ができることを示唆している。

（ 2 ） 都道府県の地価水準に関する分析

以上のように、わが国の地価は、名目 GDP で示される経済活動全体の規模と同様、長い目でみれば右肩上がりでも上昇してきたが、そのテンポは名目 GDP の動きに沿ったものとは言い難く、とくにバブル期以降は、かなり異なった動きを示している²。しかし、本来、土地の価格や価値は土地が生み出す収益によって決まり、土地の収益は、生産活動全体が生み出す収益の中から分配されるものと考えれば、地価の動きが総生産と無関係であるはずがない。この点、都道府県別のデータ（経済企画庁[2000a]、[2000b]）を用いて、もう少し詳しく考察してみよう。ここでいう地価とは、都道府県毎の土地総額を可住地面積で割った値であり、まず、1975 年度以降各年の都道府県別の地価を一括して（= プーリング）被説明変数とし、都道府県毎に異なる幾つかの変数を説明変数とする単回帰を行ってみた。推計結果は（図表 3（1））、有意に正の相関があるものとして、土地生産性（県別名目 GDP ÷ 可住地面積）、労働生産性（県別名目 GDP ÷ 総人口）、生産年齢人口比率、人口増加率、第 2 次産業比率、第 3 次産業比率などがあつた。とくに、土地生産性の説明力が高く、基本的には、都道府県間の地価差は、土地生産性に規定されていることがわかつた。

次に、この土地生産性を説明変数、地価を被説明変数とし、固定効果モデルによるパネル分析を行った。パネル分析（固定効果モデル）とは、異なる主体の異時点間にわたるデータを分析する際、各経済主体 - ここでは都道府県 - の

² ちなみに、名目および実質 GDP と地価（六大都市市街地価格指数）との共和分関係の存在（= 統計的にみて、「つかず離れず」の関係にあること）を検定したが（ADF テスト、期間：1955 年後期-1999 年後期）、共和分関係は検出されなかつた。

属性の違いを、回帰上、異なる切片としてコントロールすることにより、説明変数と被説明変数の間に存在する共通の関係を、よりバイアスの少ない形で抽出する手法である。推計結果は(図表3(2))、土地生産性にかかるパラメータが有意に1.3となり、このことは、土地生産性が1単位あがれば地価は1.3単位上昇することを意味している³。これまで土地生産性以上に地価が上がってきたことの背景には、土地生産性や土地が生み出す収益の将来的な高まりに対する「期待」の存在があると考えられる。都道府県別データの中でこうした期待を代表する変数を見出すことは難しいが、オイルショック後から80年代にかけて、内需中心あるいはサービス化に向けた産業構造への転換が提唱される中で、土地の有効活用が求められていたことを振り返ると、先に地価との間で単回帰を行った諸変数の中では、第3次産業比率がこれに相当するものと考えられる。したがって、第3次産業比率をこうした期待の代理変数として、土地生産性とは別の説明変数として扱い、期間を区切ったパネル分析を試みた。推計結果をみると(前掲図表3(2))、70年代後半から80年代にかけて、土地生産性にかかるパラメータがほぼ1である一方、第3次産業比率にかかるパラメータも有意に入り、かつ増大していることがわかる。もっとも、バブルが崩壊した90年代にはこうした関係が崩れ、土地生産性にかかるパラメータが小さくなる一方で、第3次産業比率が逆にマイナスに働く結果となっている。

(3) 地価と株価の関係

次に、地価と、同じく代表的な資産価格である株価との関係についてみる。株価も地価もともにマクロ経済環境の影響をうけるが、株式売買が短時間のうちに行われ、そこで形成される価格が、各種の材料を瞬時に織り込んでいくのに比べ、土地取引は、当該土地の属性や他の土地取引の価格などに関する情報収集に手間がかかることに加え、一件あたりの金額が大きいことから資金調達面での制約や、登記や納税にかかる直接経費など、取引費用が非常に高つくことから、土地の価格形成は、株価に比べ遅行的ないし累積的であると思われる。因みに、株価(TOPIX)と地価(六大都市市街地価格指数)の時差相関をとると(図表4(1))、株価が3期先行(1期=半年)の場合相関係数が0.517と、最も高くなった。また、株価変化率の後方移動平均線を描くと(図表4(2))、地価変化率にかなり近似できることもわかった。

³ 念のために、バブル期ダミーを入れた推計も行ってみたが、結果は、ほとんど変わらなかった(図表3(2))。

2. 最近の地価動向 首都圏を中心に

以下では、最近の地価動向について、首都圏の商業地と住宅地を中心に、やや子細にみる。

(1) オフィス需給

まず、商業地地価に関係の深いオフィス・スペースを巡る需給をみると（図表5（1））、90年代半ばに一旦低下した東京23区の空室率は、金融システム不安もあって景気が低迷した98年以降上昇傾向にあったが、本年入り後は再び低下している。とくに、いわゆる「近・新・大」と呼ばれる、ロケーション、築年数、面積等の点で有利な物件は、最近の情報化進展や外資系企業進出の動きの中で人気が高く⁴、空室率が低い。もっとも、ヒアリングによれば、全体として賃料そのものが上がる状況にはないとされ、中でも、建築年数の経った中小型ビルの場合、テナントの確保・維持が困難なケースもみられる。また、東京以外の主要都市における空室率をみると（図表5（2））、総じて東京より高い。このように、東京の中で物件によって、また東京と他の都市との間で、需給を巡る環境にかなりの開きがみられ、いわゆる「二極化」現象が生じている。

東京区部の空室率が他の都市に比べて低い背景は、需要面で、情報関連企業・部門や外資系企業の立地が集中する一方、供給面で、オフィススペースの新規供給が低水準に推移しているためである。23区内の事務所床面積の増加量は（図表6（1））、80年代後半から大幅に増加した後、93年をピークに減少に転じ、現在は、80年代初頭の水準に止まっている。もっとも、大規模オフィスに限ってみれば、既に着工されている、あるいは目先着工予定の再開発案件のビルがいずれ竣工してくるため、新規供給が増える方向にある。ディベロッパーの調べによれば、とくに2003年⁵には、バブル期に計画された大規模ビルの竣工が集中した94年なみの水準にまで達する（図表6（2））。この点については、都心の新築大規模オフィスに対する需要が根強いことから、新規物件の稼働率についての懸念は小さいものの、テナントの移動に伴う在来ビル、とくに建築年数の経った中・小規模ビルへの波及的影響が指摘されている。

⁴ 情報関連企業や外資系企業の場合、とくに、業務の効率性やリスク管理の観点から、大容量回線、フリーアクセスの床配線、空調設備、新耐震基準設計などのインフラが整備されていることや、同一フロアにおける執務スペースが広いことなどを重視すると言われている。

⁵ 2003年には、国鉄清算事業団の売却跡地を利用した汐留地区、品川駅東地区などの開発案件におけるビル群が竣工する予定。

(2) 商業地地価

次に、こうしたオフィス需給を巡る状況が地価にどのように反映されているかをみる。まず、地価公示を基に、都心5区商業地のポイント毎の地価変化率と地価水準の関係をプロットしてみた(図表7)。バブル崩壊直後の94年中は、地価水準に関係なく、どのポイントも3割前後下落したが、97年中は、地価変化率にかなりのばらつきがみられ、地価の低い土地ほど大きく下落する一方で、地価が高いポイントの中には上昇する土地も少なからずみられた。99年中は、地価が上昇するポイントはほとんどなかったが、地価変化率と地価水準の正の相関は引き続き確認された。このような地価変化率のバラツキの背景には、バブル崩壊による地価全体の水準訂正が進む中で、個々の土地の収益性や資産価値の違いがより反映されるようになったことがあると考えられる。ヒアリングによれば、優良地の地価は、十分な投資利回りが確保される水準となり、概ね下げ止まっているのに対し、同じ地区でも、不整形や小規模な土地など、現状のままでは採算性に乏しいと思われる土地の価格については、下落傾向が続いている。同じ地区内でも価格差が開いているという意味で、最近の地価形成は、「多極化へ」あるいは「面から点へ」と変わってきている。

こうした個々の土地における収益性の違いを定量的に捉えることは困難であるが、地価公示における土地の属性に関するデータを用いて、地価に影響を与えている要因を分析する。具体的には、バブル崩壊直後の1993年以降各年について、都心5区商業地のポイント毎の地価(千円/m²)を、地積(=用地面積)、容積率、最寄り駅からの距離、主要道路ダミー(=国道・都道に面しているかいないかの択一)で回帰してみた。推計結果をみると(図表8)、決定係数でみた全体としての式の説明力にあまり変化はみられないが、最近に至るほど、容積率のパラメータが小さくなる反面、地積は、足元でパラメータが若干高まるとともに、t値でみた効き方が頑健(ロバスト)、すなわち地価との関係がより強まっていることがわかる。前述のように、最近のオフィス需給を巡る環境は、同一階におけるスペースを広く確保できる物件ほど高い賃料を得易くなっており、地価形成の面でも、当該土地の面積が、地価すなわち単位面積当たりの価格に影響するようになっている。容積率という、一定の地域(ゾーン)で決まる変数に比べ、地積という個々の土地で異なる変数の効き方が相対的に高まっている点に、最近における商業地の地価形成の特徴が窺われる。

(3) 住宅地地価

首都圏の住宅地地価は(図表9(1)(2))、97年以降の景気後退の中で下落傾向を強めたが、低金利や住宅ローン減税の効果などから住宅取得意欲が高まった99年以降、地価が横ばいに転じる場所が増え始めた。とくに、企業社宅跡地などにみられる利便性の高い土地は、マンション適地として引き合いが強く、価格も堅調と言われている。一方で、都心からやや距離のある地点では、引き続き下落傾向にあり、住宅地については、ゾーンによる「二極化」現象がみられる。因みに、地価公示における東京圏住宅地の距離圏別地価変動率をみると(図表9(3))、96年の地価公示において年間2割近く下落していた5km以内の土地は、2000年地価公示では3%の下落に止まる一方、30km以遠の土地の場合、2000年は7~8%の下落と、96年に比べ、また都心部に比べ下落幅が拡大している。

なお、住宅地地価に影響を与えている属性をみるために、本年の地価公示における東京圏のポイント毎の地価(円/m²)を、地積、容積率、最寄り駅からの距離、主要道路ダミー、地域ダミーで回帰してみた。推計結果をみると(図表10)、都心商業地において有意であった容積率が効かない一方、都心商業地においてはこのところ有意でない最寄り駅からの距離が、住宅地では地価にかなり影響を与えていることが確認された(地積は、商業地と同様に有意)。なお、交通上の利便性や住環境を反映するとみられる地域ダミーも有意となっている。このように、住宅地もまた、商業地とは異なる観点から、土地の属性が地価に影響している⁶。

(4) 都心への回帰

以上みたように、現在は、住宅地を中心に、都心からの距離が近いほど、地価の下落率が小さいが、この背景には、バブル崩壊後、都心部の地価が大幅に下がった結果として、住宅立地が、より都心に近い場所に回帰していることがある。首都圏の新規供給マンションについて、都心までの時間別の内訳をみると(図表11(1))、91年に合わせて3割強に過ぎなかった30および45分圏内の物件が、99年には6割に達している。また、東京都と他府県間の人口移動の推移をみると(図表11(2))、最近では、転出者数の減少と転入者数の微増から、ほぼ30年ぶりに転入超となっている。

商業地についても、東京において、インターネット等情報関連産業の集積が

⁶ もっとも、今回の分析は一時点についてであるため、過去に比べて各属性の地価に対する影響力が強まっているかどうかまでは、確認できない。

進んでおり、こうした東京への回帰・集中は、土地市場に影響を与えている。因みに、土地取引件数の推移をみると（図表 11（3））、全国が一貫して減少しているのに対し、東京都は、92 年を底に増加に転じており、昨年は、東京への一極集中が言われた 80 年代前半の水準に戻している。

3. 「土地神話」を支えた経済・社会環境の変化

前章でみたように、最近の土地市場の特徴として、需給や地価の二極化が挙げられるが、こうした傾向を短期的なものとするべきであろうか。この点については、バブル期までの一様に上昇期待があった時期と比較して、土地を巡る環境にいかなる変化がみられるのかが、ポイントになる。

（1）生産要素としての土地

土地は、農地として使用したり、そこに工場・建物を建て、財・サービスを生み出す（住宅の場合、住居サービス）という意味で、重要な生産要素である。生産物のうち土地に対する分配は、レント（地代・家賃）の形で表示される。戦後の日本において、長らく地価が上昇を続けたのは、基本的に、レントの持続的な上昇がみられ、また、根強い上昇期待があったからだと考えられる。ところがバブル期に、企業が強気の経済成長期待を抱き、そうした期待のもとで多額の土地投資や建設投資を行った結果、土地を含む実物資本の収益率が低下し、その後の調整（価格下落、投資抑制）に繋がった⁷。問題は、この調整が一巡して以降の将来に亘るレントの期待上昇率である。この点は、もちろん経済全体の期待成長率によるところが大きいですが、生産要素としての土地を巡る環境を考えた場合、バブル期以前とは、異なる要素がある。

まず、経済のグローバル化の進展である。世界的規模で市場経済が拡大する中で、国際的な競争にさらされる製品の生産要素価格に対しては、より均等化に向けた圧力が加わっていると考えられる。かつては、いくら外国の土地が安くとも、部品・資材の安定的な供給が受けられない懸念や、実際の市場に輸送するためのコスト等を考えると、国内で生産する方が有利であった。しかし、今では、アジア諸国における工業化進展や市場規模拡大を背景に、海外生産のウエイトが高まってきている。この点に関し、アジア主要都市における土地関連コストを比較すると（図表 12（1））、わが国の場合、とくに工業団

⁷ この点を含め 90 年代入り後のマクロ、ミクロ両面での資本効率低下の背景については、

地購入費用の高さが目立っている。先進国間で比較してみても（図表 12（2））、工業用地費の格差は極めて大きい。工業用地費に比べると、商業地オフィスの賃料格差は小さく、むしろわが国より高いケースもみられるが（図表 12（1）（3））情報通信技術の発達が生産性を越えたサービスの展開を可能にする結果、賃料を含むコストの格差がオフィス立地に影響を与え易くなっていると考えられる。こうした状況の下で、今後は、企業の立地ニーズに適した土地とそうでない土地との選別が、これまで以上に強まることが予想される⁸。

第二に、国内における少子・高齢化の進展である。世帯数と住宅戸数の推移をみると（図表 13（1））、住宅ストック数が世帯数を上回るようになった 70 年代以降、住宅増加率は、ほぼ世帯増加率に見合ったトレンドとなっている。国立社会保障・人口問題研究所の推計によれば、今後、世帯増加率は低下し、2010 年以降ゼロ近傍となる見込みであり、少なくとも「量」的な観点からは、住宅ならびに宅地に対する需要が、いずれ頭打ちとなる可能性がある⁹。さらに、人口の年齢構成の変化は、住宅需要の内容や立地にも影響を与えると思われる。前にみたように、最近、マンション立地の都心回帰がみられるが、国土庁のアンケート調査によれば（図表 13（2））、都市中心部マンションの選択理

前田・吉田（1999）を参照。

⁸ 一方、賃料格差以上に、わが国の地価水準は国際的にみて高いとかねてから指摘されている。この点、直感的には理解できることであるが、地価そのものを比較することは、制度面の違いや比較対象の選定などの面で容易でない。制度面について言えば、欧米では、土地・建物が一体で取引されることが多く、土地のみにかかる価格が明らかでない場合が多い。また、英国では、長期借地上に建物が建設されることがよくある。なお、各国の国民経済計算上の土地資産総額を用いて、その対名目 GDP 比を比較することも行われているが、算出の難しさなどから、わが国とカナダを除く主要先進国では、現在、土地資産総額の公表を行っていない（米国では 94 年、英国では土地・建物一体の形で 96 年まで公表）。収益還元地価の理論をマクロに応用すると、概念的には、土地資産総額の対名目 GDP 比は、金利水準、土地収益の期待成長率、土地保有にかかる実効税率、GDP のうち土地に分配される割合（生産関数の中の土地にかかるパラメータ）などによって決まると考えられる。したがって、一般論としては、わが国のように他国に比べ金利水準が低ければ、土地資産総額の対名目 GDP 比は高くなりやすい。

⁹ 因みに、都道府県別のパネルデータを用いたプーリングによる回帰においては、高齢者比率が有意に地価にマイナスに働いている（前掲図表 3 上）。さらに、直近でデータが利用可能な 1997 年度について、都道府県別の地価を被説明変数、土地生産性と高齢者比率を説明変数とする、クロス・セクションでの回帰を行った。結果は、土地生産性と高齢者比率がともに有意となった。高齢者比率が有意にマイナスに効くことについては、推計上「見せかけの相関」である可能性も否定できないが、高齢化が土地収益の期待成長率に負の影響を与えていることも考えられる。

都道府県別データによるクロス・セクション分析（1997 年度）
土地総額/可住地面積 = - 6.66 + 1.136（名目 GDP/可住地面積） - 4.252（高齢者比率）
（t 値：26.5） （t 値：- 3.5）

由について、高齢者は、防犯・耐震やメンテナンスなど、安全性や利便性を挙げている。これらの点を踏まえれば、今後、高齢者比率が一段と高まることは、どちらかと言えば、地方や郊外における住宅土地需給を緩和させる方向に働くと考えられる¹⁰。

(2) 資産としての土地

土地は、生産要素であると同時に、将来に向かって購買力を保存するための資産としても機能する。この点、高度成長期以来、地価が右肩上がりに上昇する過程で、値上がり益（キャピタルゲイン）を持続的に得られたことが、「土地はもっとも有利な資産である」との土地神話を形成した一つの要因であった¹¹。しかし、バブル崩壊以降、多大なキャピタルロスが発生する中で、金融資産に比した資産としての有利性が失われつつある（図表 14(1)）。また、土地の場合、これまで借入の際の担保に利用できるメリットも大きかった。銀行貸出に占める不動産担保割合は（図表 14(2)）、70年代にかけてほぼ一貫して高まった後、80年代入り後一旦は低下したが、バブル期にかけて再び上昇した。バブル崩壊後は再び低下傾向にあり、地価の変動リスクに対する認識の高まりや、「担保重視からキャッシュフロー重視へ」という銀行の審査体制の流れを考えると、担保としてみた場合の土地の有利性も、相対的に低下していくことが考えられる。

(3) 土地に関する税制、法規制等の変更

さらに、90年代以降、土地を巡る税制、法規制、会計制度等に大きな変化がみられる¹²（図表 15）。まず、税制については、バブル期の土地対策として、地価税の導入を含む土地課税の強化が図られたが、その後の地価下落を受けて、90年代後半には、これが緩和された。しかし、流れとしては、土地基本法第

¹⁰ さらに、90年代入り後の土地対策としてとられた、生産緑地法改正などによる市街化区域内農地の宅地並み課税も、宅地の供給に影響を与える。東京都内で「生産緑地」（保全すべき農地として30年間営農を義務づけられる代わりに宅地並み課税が免除）の指定を受けていない市街化区域内農地は、99年1月1日時点で1,987万㎡ある（東京都政策報道室調査部 [2000]）。これは、東京ドーム425個分に相当し、それだけ潜在的な宅地供給圧力となっている。

¹¹ このほか、相続の際、土地以外の資産が原則時価評価されるのに対し、土地の課税評価が時価に比べかなり低いことが、資産としての有利性を高めた。

¹² バブル期以前において、わが国の土地税制や土地に関する法規制が地価に与えた影響については、野口（1989）や西村（1995）を参照。

16条¹³に基づく「公的土地評価の均衡化・適正化」により、実効税率が著しく低いケースの是正が徐々に進められつつある。法規制については、借地・借家法が改正され、定期借地権や定期借家権が創設された。会計制度については、連結会計に移行する中で、子会社・関連会社を含む土地保有状況の開示が進められるとともに、2001年3月期決算からは、販売用不動産の強制評価減ルール¹⁴が適用される。さらに、事業用不動産を含む固定資産に対しても同ルールの適用が検討されている。これらのうちとくに、定期借地・借家権の創設や時価評価会計の導入は、経済主体の土地保有インセンティブを減じる方向での影響を与えるものと考えられる。

(4) 不動産の証券化

こうした中、地価形成メカニズムとの関係で着目すべきなのが、土地を含む不動産証券化の動きである(図表16)。これは、従来、不動産の保有主体が、資金調達、購入、開発利用、維持管理等を全て行ってきたのを、証券化という手法を通じて、各種機能やリスク毎に分離・変換(=アンバンドリング)するものである。95年の「不動産特定共同事業法」に始まり、本年11月に、「改正SPC法」(資産流動化法)ならびに「改正投信法」(投資信託および投資法人に関する法律)が施行されることにより、不動産証券化スキームはかなり充実する。とくに「改正投信法」により、投資信託や投資法人が有価証券の発行を通じて広く一般投資家から資金を集め、これを一旦プールした後に(=ファンド)不動産・同関連商品を含む幅広い運用を行うことが可能となる。さらに、現在、東京証券取引所が、上場による会社型投信市場の設立準備を進めている。これまでの証券化事例を見ると、不良債権処理に伴うものや、所有不動産のオフ・バランス化による有利子負債削減を狙いとして、個別に証券化を図る事例が多く見られたが、今後は、「不動産市場」と「金融・資本市場」を太く繋ぐ形での本格的な不動産証券市場の形成が期待される。

ちなみに、米国の代表的な不動産証券市場であるREIT¹⁵市場をみると(図表17(1))、93年から発行規模が拡大し、その後の株価上昇もあって、97~98年の時価総額は1400億ドルに達した。このように資本市場を通じて投資家から

¹³ 土地基本法第16条:「国は、適正な地価の形成および課税の適正化に資するため、(略)公的土地評価について相互の均衡と適正化が図られるように努めるものとする。」

¹⁴ 販売用不動産の時価が簿価を5割以上下回った場合、評価損を立て、簿価を圧縮する。

¹⁵ REIT(Real Estate Investment Trust)は、米国において不動産投資を目的として設立された信託または会社であり、内国歳入法で定められた一定の要件(所得の95%以上を配当することなど)を満たすことによって、支払配当部分について法人税が課されなくなる。

大量の不動産投資資金を集めるためには、投資判断や運用実績評価のための指標が必要であり、米国では、その一つとして不動産投資インデックスが一般化している。これによる利回りの推移をみると(図表 17(2))、90年代初頭の不動産不況を脱した後、94年以降上昇を始めた。これは、ほぼREITの発行規模が拡大した時期にあたっている。

不動産を証券化し、投資家の資金を募るということは、不動産の価格と収益(リターン)の関係を明確にするという意味合いがある。地価の形成理論として一般的な「収益還元モデル」(あるいはファンダメンタルズ・モデル)は、もともと土地資産と金融資産の裁定を前提としており(BOX参照)証券化の進展は、収益還元的な地価決定ないしより収益性を重視した価格形成を促すと思われる¹⁶。

(BOX) 収益還元地価の考え方

投資家による土地と金融資産間の資産選択を考慮すると、土地保有の期待収益率(=<地代収入+土地の値上がり益>÷地価)は、安全資産利回りにリスク・プレミアムを加えたものに等しいはずである。この関係をもとに、地価を、将来地代を現在価値に割り引いたものとするのが、収益還元地価の考え方である(収益還元モデルないし現在価値モデル。将来地代と利子率という、基礎的条件によって価格が決まると言う意味で、ファンダメンタルズ・モデルとも呼ばれる)。

これは、地代の期待上昇率とリスク・プレミアムが一定という仮定のもとで、以下の式で表される。

$$\text{地価} = \frac{\text{地代} \times 100}{\text{金利} + \text{リスク・プレミアム} - \text{地代の期待上昇率}(\%)}$$

実際の不動産鑑定評価において、この考え方に基づき導入されている評価法の一つが、DCF(Discounted Cash Flow)法である。DCF法とは、ある不動産が一定期間に生み出す純収入と期間終了後の売却による収入をもとに、

¹⁶ 証券化だけでなく、借入の面でも、欧米で不動産金融の手法として一般的に用いられるノンリコース・ローン(対象不動産が生み出すキャッシュ・フローのみを返済原資とするローン)が普及すれば、収益性をより重視する形での不動産評価が求められる。もっとも、持ち家や分譲住宅の場合、毎期のキャッシュが生み出されず(居住者には帰属家賃が発生)また、現状、賃貸住宅も、単身者用の小規模物件が中心であることから、結局、証券化の対象となり、収益還元的な価格形成が促されるのは、とくにオフィスビルとその用地であろう。

不動産価格を計算する方法であり、米国で広く用いられている。

$$\text{不動産の価格： } P = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{予想転売価格}}{(1+r)^n}$$

R_t : t 期の純収益 (= 地代・家賃収入 \times 付 \times 経費)

r : 割引率 (= 投資家にとっての期待収益率¹⁷)

n : R の予測が比較的確実な期間または保有期間 (通常 5 年から 10 年)

予想転売価格 : n+1 年目の純収益を転売時利回りで還元して求める。

(5) 土地所有に対する考え方の変化

以上述べたように、土地を巡る様々な環境・システムが変化する中で、経済主体の土地所有に対する考え方にも変化が生じている。国土庁のアンケートによれば(図表 18)、「土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産か」との問いに対して、93 年度は、「そう思う」とする家計のウエイトが 61.8%を占める一方、「そうは思わない」とする家計は 21.3%に過ぎなかった。ところが、99 年度には、前者が 38.9%に低下する一方、後者は 33.6%に高まった。とくに大都市圏では、前者が 35.8%、後者が 40.7%と逆転している。また、今後の土地所有の有効性についての認識を企業に尋ねると、93 年度において、「今後、所有が有利」とする企業のウエイトが 66.7%を占めたのに対し、「今後、借地・賃貸が有利」とする企業のウエイトは 29.4%に過ぎなかった。これに対し、99 年度には、前者が 43.9%、後者が 43.7%と、ほぼ拮抗している。

こうした中、リストラ圧力が強まった 97 年度から、企業が、遊休土地以外にも、採算性の低い工場・店舗、福利厚生施設等を中心に、不動産を売却する事例が目立っている(図表 19(1))。ちなみに、東京都内の取引主体別・土地取引状況をみると(図表 19(2))、90 年代入り後一貫して個人が売り越し、法人が買い越しを続けていたが、99 年には、法人が売り越しに転じている。リストラ策の奏効や景気の持ち直しを受けて、99 年度から企業収益は改善しているが、日本企業の間では、資本効率の向上を求める市場からの圧力を受けて、ROE (Return on Equity) や ROA (Return on Asset) を重視する姿勢が強まっており、不動産の所有に対してはこれまでに比べ慎重な姿勢を続ける可能性が高い。

¹⁷ 最近、国土庁が、投資家に対して行ったアンケート調査を基に、60 棟の賃貸用不動産について暫定的な割引率を算定した(国土庁[2000b])。これによると、東京区部では 6~7%台

4. 今後の地価形成と土地の有効利用促進について

最後に、今後の地価形成に対する見方と、これを踏まえた若干のインプリケーションについて述べる。

(1) 今後の地価形成とその影響

地価の先行きについては、このまま景気の回復が続けば、地価の下落に歯止めをかける方向で作用すると思われる。もっとも、場所や地点による価格の二極化が進行しつつある中で、「平均」でみた地価変化率の動きが、必ずしもマクロ景気と整合的であるとの保証はない¹⁸。また、仮に全体としての地価の底入れが展望できる情勢になったとしても、今後は、個別の地価が、同じ方向・テンポで変化するとは考えにくい。前章でみたように、かつての土地神話を支えた経済・社会環境は、着実に変化しつつある。全体として土地需要が大きく拡大することは見込みがたい中で、企業の立地や家計の居住ニーズの変化が土地に対する選別姿勢を強めさせる一方、各種のシステムが、曖昧な形で土地所有のインセンティブを弱める方向に切り替わりつつある。こうした中で、現在都心部の商業地にみられる地価の二極化、多極化現象は、一過性、局地的なものというより、持続的かつ広がりをもった流れと捉えるべきであろう。この意味で、最近の地価下落の背景には、構造調整という側面もあることを否定できない。

第1章でみたように、過去も地価の形成が土地の収益性と無縁であったはずはない。しかし、かつては、本来相対価格の変化に過ぎない個別取引事例における価格が、近隣の土地全体の収益性を示すシグナルとして認識された部分がある。これは必ずしも単なる「錯覚」ではなく、フローとしてみた収益を十分にあげていない隣地でも、後にキャピタルゲインの形で、結果的に、同等の収益が得られるケースが多くみられた。さらに言えば、こうした状況を生み出した背景には、マクロ的な成長期待もあると思われる。期待成長率が高い間は、土地という有限な資産の希少性が強く意識され、現実の利用ないし利用可能性から離れた地価形成がなされ易かった。しかし、バブルの崩壊がきっかけとなって、こうした期待や「横並び」の地価形成が徐々に崩れてきている。

このように、個々の土地の収益性や利便性をより重視した価格形成が今後定

が多く、その他地域はこれより高く、10%以上のケースもみられた。

¹⁸ 消費者物価指数は家計の消費バスケット、卸売物価指数は国内でのモノの取引額に基づくウエイトをもって、平均指数が算出されるのに対し、地価データの場合、全国や地域の地価変化率は、あくまで継続調査地のポイント数による単純平均で算出されることに留意する必要がある。

着するとすれば、資産価値や担保価値の評価の面で、これまで以上の注意と専門性が求められることになる。このことは、とくに信用リスクを補完する手段として不動産担保が重視されてきた中小企業金融のあり方に影響を与えよう。一方、家計にとっての実物資産とくに土地の経済的な位置づけは、必ずしも明らかでないが、家計の資産に占める宅地のウエイトをみると、全世帯平均でみて5割強と高く¹⁹、地価形成の変化が家計の貯蓄・消費行動に与える影響にも留意する必要がある²⁰。

(2) 土地の有効利用促進の必要性

こうした地価形成の変化のもとで、土地の価値は、所有している間に自ずと高まるものではなく、より多くの収益や便益を生むべく活用して初めて高まるものとの認識が強まることに伴い、土地の有効利用や生産性向上を図る前向きな動きが広がることが期待される(いわゆる「所有」から「利用」へ)。国土庁の企業アンケートによれば(図表20(1))、社会経済システムの変化に伴う不動産に対する考え方の変化として、「売却を含め、保有不動産を絞り込む」との回答が27.6%ある一方で、「(売却はせず)有効活用、あるいは利用の転換を進める」と回答した先が、ほぼ過半に達した。

同時に、地価の下落は、別の角度からみると、土地と言う生産要素の相対価格変化のシグナルとして捉えることができ、これに着目した資源再配分の動きが活発化することが予想される。既にこれまでの地価や賃料の下落を受けて、新たに土地や建物を購入ないし賃借し、積極的に出店・進出を図る動きが、流

¹⁹ 総務庁「全国消費実態調査報告(1994年)」によると、全世帯平均でみた資産内訳は、宅地が27.2百万円(総資産の55%)、ネット金融資産が8.2百万円(同16%)、その他実物資産が14.8百万円(同29%)となっている。

²⁰ これまで、家計の資産選択を分析したものの中には、土地を株式同様、「リスク資産」として分類している例もあるが、少なくとも、地価が右肩上がりで上昇したバブル期までは、家計にとって、リスク資産として認識されていたかどうか、疑わしい。もともと欧米に比べ、一度取得した持ち家で長く居住する傾向が強い中で、いざとなれば(購入時より)高値で売れるという安心感や、金融資産に比べた相続上の有利性などから、資産としての土地がとくに選好されてきたと考えられる。したがって、土地に対するこうした認識が変化すれば、貯蓄態度や、金融資産の選択に影響を与える可能性がある。また、土地の価格変動リスクの高まりは、人口の高齢化が進行する中で、老後のキャッシュフローを確保する手段として注目されているリバース・モーゲージ(逆抵当ローン)の普及にも影響を与えかねない。リバース・モーゲージとは、住宅・宅地を担保に、定期的に資金を受け取り、死亡時にこの物件を処分することによって、借入を一括して返済するスキームであり、この制度の前提として、地価の変動リスクと長生きリスクが十分にプールされる必要がある。

通・サービス分野を中心にみられている²¹。この点、公的セクターにとっても、同様に、地価下落に伴って都市の再開発や生活環境関連型の社会資本整備を行う機会が増していると考えられる。もともと、わが国の都市部とくに東京の場合、土地の利用度が低いことが指摘されている。東京区部の容積率充足率（実際に使用している容積率 = 建物延べ床面積/宅地面積 ÷ 指定容積率）をみると（図表 20（2））、徐々に高まってきてはいるものの、99年1月1日時点で未だ51.6%に止まっている。個別には、ミスマッチの発生から、容積率の天井ないし制約が問題となるケースもあるが、総じて言えば、都心部を中心に、再開発などによる土地の有効活用の余地は大きい²²。社会資本整備について言えば、東京都の投資的経費に占める用地費の割合は（図表 20（3））、バブル期には4割に達していたが、現在は、2割弱に低下しており、予算の中で付加価値部分に回せるウエイトがそれだけ高まっていると言える。

このように、地価の下落を受け身で捉えるのではなく、価格が下落した土地を用いていかに収益性、効果の高い事業を行うか検討することが重要であり、民間部門、公的部門ともに一つのビジネスチャンスが到来していると言える。こうした土地の有効利用を促すとともに、各経済主体にとっての不確実性を減らし、その判断・行動の合理性を担保するためにも、土地取引や土地の価格に関する情報ならびに情報提供体制の整備²³を引き続き図っていくことが求められる。

以上

²¹ 例えば、近年成長の著しいカテゴリー・キラーとも呼ばれる新興勢力に加え、アウトレット・ショップや幅広い分野における外資系企業が積極的に出店している。一方、これまで郊外を中心に店舗展開してきたコンビニ、飲食、GMS（General Merchandise Store）等の既存チェーンの中にも、都心部での店舗を増やす動きがみられている。

²² 都市部における土地の高度利用を促すという観点から、高層住居誘導地区制度の創設により、容積率の引き上げや斜線制限の緩和、日影規制の適用除外等の措置がとられることとなった。また、第2章でみたように、最近の商業地地価形成において地積が重視されるようになったということは、土地の価値を高める上で、とくに面的な再開発が有効であることを示唆している。こうした開発を支援するための措置としては、敷地整理型土地区画整備事業として新宿富久町の事業が認可された事例がある。引き続き、こうした都市の再開発や土地の有効利用を促進するための各種施策が取られることが望ましい。

²³ 例えば、土地取引や賃料情報の開示とデータベースの整備、気配値を含めた土地市況に関するデータの集計・公表、不動産インデックスの開発、不動産鑑定評価法の改善とくに収益還元法の普及など。

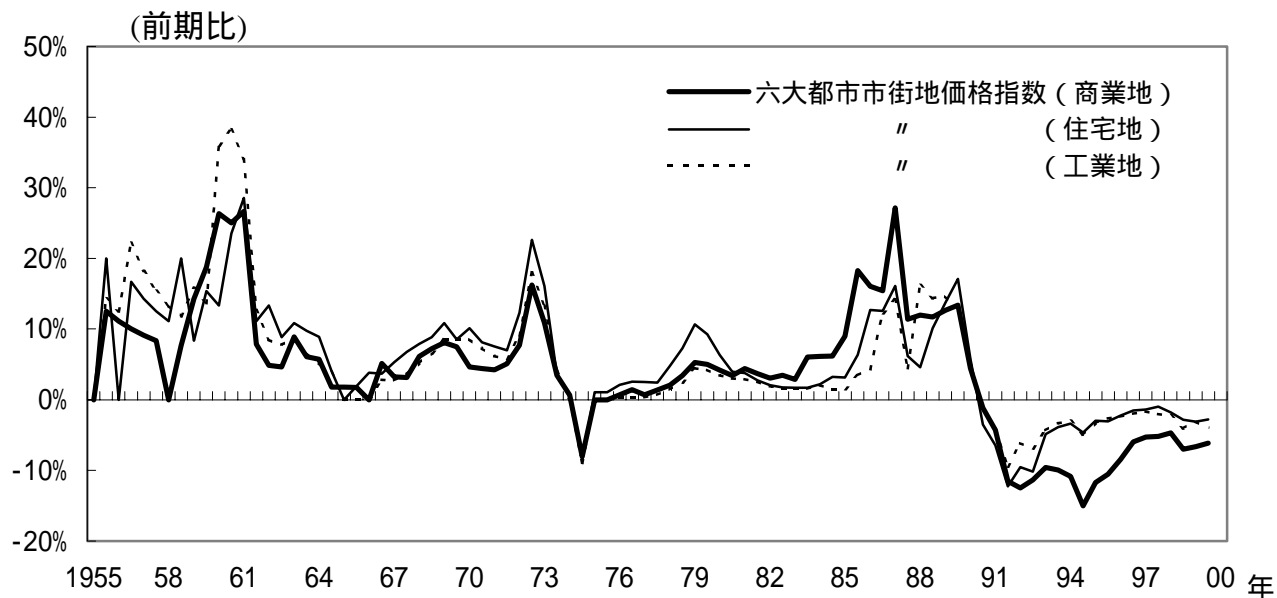
[参考文献]

- 井出多加子、「地価バブルと地域間資本移動」、浅子和美・福田慎一・吉野直行編『現代マクロ経済分析：転換期の日本経済』、東京大学出版会、1997年
- 、「土地収益率と地域間競争」、『住宅土地経済』、(株)日本住宅総合センター、1997年秋季号
- 伊藤隆敏・廣野桂子、「住宅市場の効率性：マイクロデータによる計測」、『金融研究』第11巻第3号、日本銀行金融研究所、1992年
- 植村修一・鈴木亘・近田健、「資産価格と金融政策運営」、Working Paper Series 97-3、日本銀行調査統計局、1997年
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典、「資産価格バブルと金融政策：1980年代後半の日本の経験とその教訓」、IMES Discussion Paper Series 2000-J-11、日本銀行金融研究所、2000年
- 金本良嗣、「日本・ドイツ・アメリカの土地市場」、『住宅土地経済』、1996年夏季号
- 経済企画庁、「県民経済計算年報」、平成12年度版a、大蔵省印刷局
- 、「国民経済計算年報」、平成12年度版b、大蔵省印刷局
- 香西泰・伊藤由樹子・定本周子、「2025年の日本経済と地価」、『住宅土地経済』、1999年夏季号
- 国土庁、「土地白書」、平成8年、10年、11年、12年版
- 、「平成11年度 首都圏整備に関する年次報告」、1999年
- 、「国土レポート2000」、2000年a
- 、「投資用不動産の収益価格の算定の試行について」、2000年b
- 総務庁、「全国消費実態調査報告」、1994年
- 田辺信之、『不動産投資のイノベーション』、ダイヤモンド社、2000年
- 東京都政策報道室調査部、「東京の土地1999」、2000年
- 滑川雅史、『地価・土地問題の経済学～需要・供給・対策』、東洋経済新報社、1988年
- 西村清彦、『日本の地価の決まり方』、ちくま書房、1995年
- 日本銀行調査統計局、「わが国における近年の地価上昇の背景と影響について」、『調査月報』1990年4月号
- 日本不動産研究所・投資不動産評価研究会編、『投資不動産の分析と評価』、東洋経済新報社、2000年
- 野口悠紀雄、『土地の経済学』、日本経済新聞社、1989年
- 原田泰・井上裕行、『土地・住宅の経済学』、日本評論社、1991年
- 不動産シンジケーション協議会、『2000 不動産共同投資ハンドブック』、2000年
- 前田栄治・吉田孝太郎、「資本効率を巡る問題について」、『日本銀行調査月報』1999年10月号
- 米山秀隆、『日本の地価変動』、東洋経済新報社、1997年

(図表1)

地価変化率

(1) 市街地価格指数



(注) 各年とも3月末及び9月末。
(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」

(2) 公示地価

(変動率、%)

用途	公示年 圏域	平成3年	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		商業地	東京圏	4.1	6.9	19.0	18.3	15.4	17.2	13.2	8.2
	大阪圏	8.1	19.5	24.2	19.1	15.3	15.8	9.9	6.8	9.6	11.3
	名古屋圏	19.1	7.6	13.7	11.5	12.7	12.6	8.5	6.2	11.2	7.3
	地方平均	16.3	0.4	5.6	5.9	5.5	5.8	5.4	5.1	6.8	7.0
	全国平均	12.9	4.0	11.4	11.3	10.0	9.8	7.8	6.1	8.1	8.0
住宅地	東京圏	6.6	9.1	14.6	7.8	2.9	5.0	3.4	3.0	6.4	6.8
	大阪圏	6.5	22.9	17.1	6.8	1.9	4.3	2.2	1.5	5.2	6.1
	名古屋圏	18.8	5.2	8.6	6.1	4.0	3.6	1.7	0.8	3.3	1.8
	地方平均	13.6	2.3	1.7	1.2	0.3	0.6	0.4	0.6	1.9	2.3
	全国平均	10.7	5.6	8.7	4.7	1.6	2.6	1.6	1.4	3.8	4.1

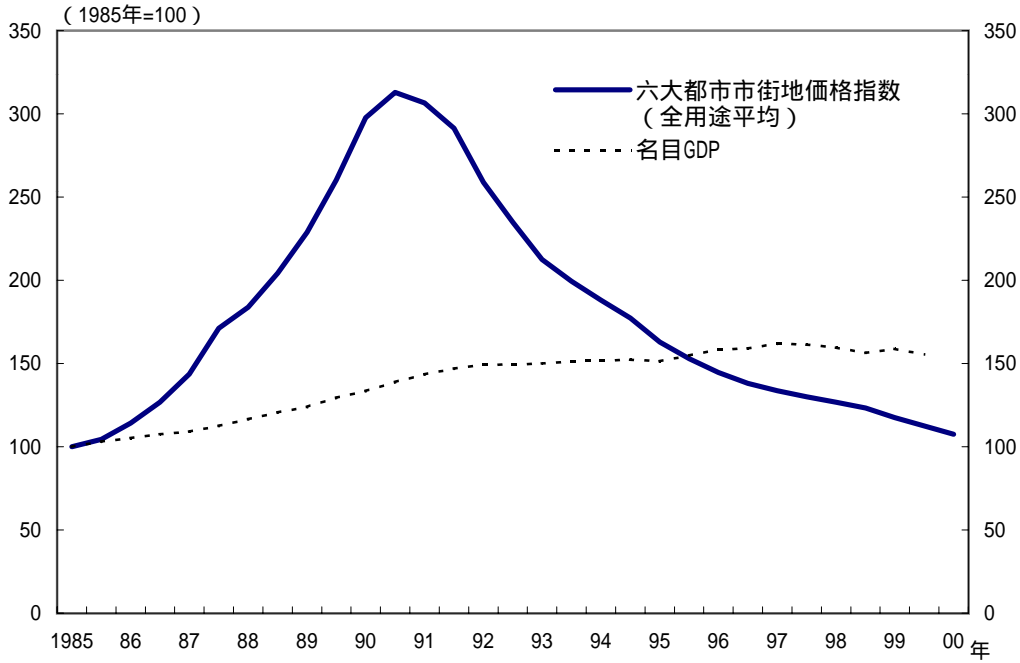
(注) 1. 公示地価は、毎年1月1日時点。

2. 変動率は各年とも前年と継続する標準地の価格変動率の単純平均。

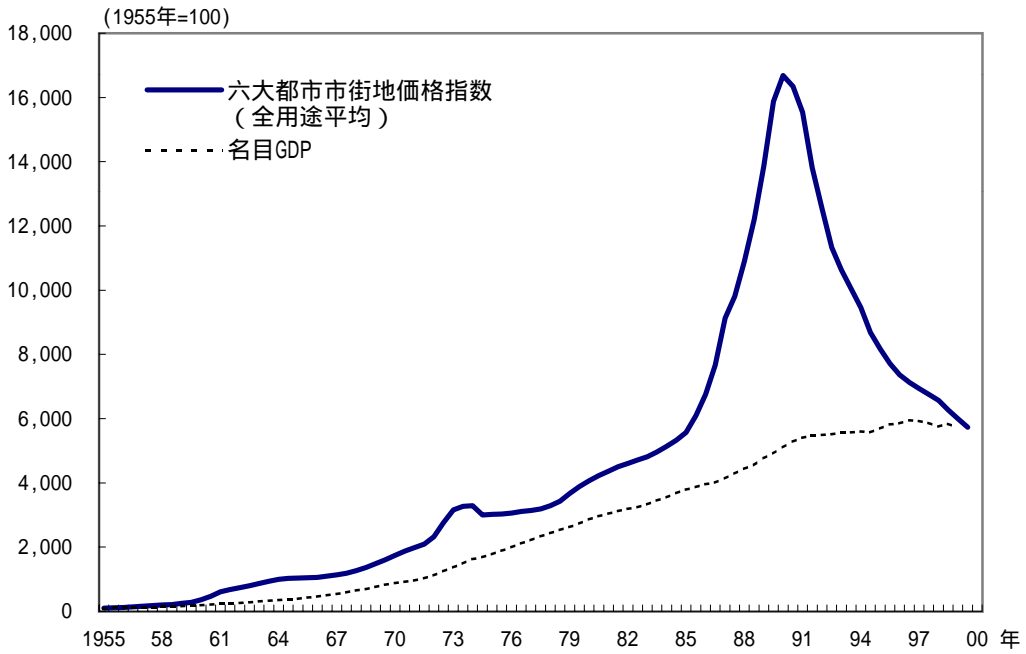
(資料) 国土庁土地鑑定委員会「地価公示」

地価と名目GDP

(1) 1985年基準



(2) 1955年基準



(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数」、経済企画庁「国民経済計算年報」

都道府県別のパネルデータによる分析

(1) 単回帰 (プーリング)

説明変数	定数項 (t値)	係数 (t値)	adj.R ²
被説明変数 : 地価 (土地総額 / 可住地面積) [†]			期間 : 1975 ~ 1997年度
名目GDP / 可住地面積 [†]	0.122 (4.14)	1.248 (137.91)	0.946
名目GDP / 総人口 [†]	-10.737 (-19.53)	1.899 (26.86)	0.400
生産年齢人口比率	-14.546 (-20.57)	27.767 (26.29)	0.380
高齢者比率	4.421 (35.06)	-3.039 (-3.18)	0.008
人口増加率	3.946 (84.04)	20.228 (3.09)	0.009
第1次産業比率	5.288 (145.30)	-21.655 (-42.79)	0.629
第2次産業比率	3.029 (29.10)	3.525 (10.01)	0.084
第3次産業比率	3.371 (11.89)	0.976 (2.29)	0.004

(注) 1. †は対数変換

2. 高齢者比率、生産年齢人口比率は1998年度まで含んでいる。

(2) 土地生産性と地価 (固定効果モデルによるパネル分析)

$$\text{回帰式 : 地価 (土地総額 / 可住地面積)} = \alpha_0 + \alpha_1 (\text{名目GDP / 可住地面積}) + \alpha_2 (\text{第3次産業比率}) + \alpha_3 (\text{バブル期ダミー})$$

全期間	α_1 (t値)	α_2 (t値)	α_3 (t値)	adj.R ²
1975 ~ 1997年度	1.321 (112.05)	-	-	0.952 *
	1.304 (108.16)	-	0.058 (5.26)	0.984 *
サブサンプル				
1975 ~ 1979年度	1.013 (28.79)	1.260 (3.74)	-	0.996 *
1980 ~ 1989年度	1.134 (37.15)	3.188 (7.95)	-	0.986 **
1990 ~ 1997年度	0.546 (3.94)	-2.209 (-5.10)	-	0.984 **

(注) 1. バブル期ダミーは86 ~ 90年度

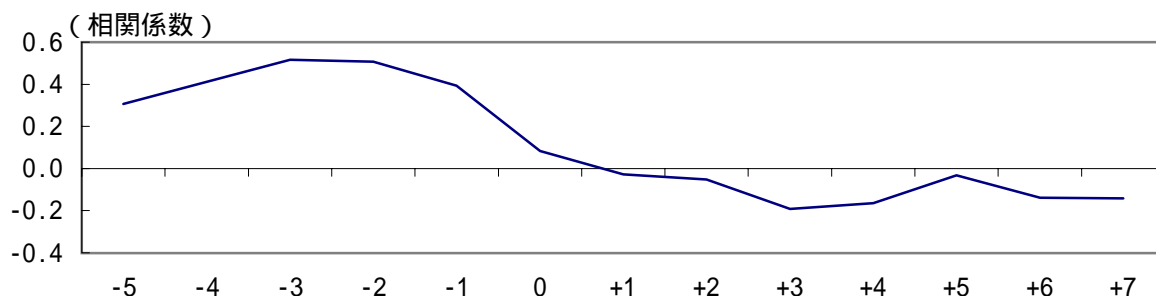
2. **は1%、*は5%有意水準で固定効果が選ばれている。

(資料) 経済企画庁「県民経済計算」、「国民経済計算」、総務庁「国勢調査報告」、建設省国土地理院「全国都道府県市区町村別面積調」ほか

(図表4)

株価変化率と地価変化率の関係

(1) 株価変化率と地価変化率の時差相関係数 (1955:2~1999:2)

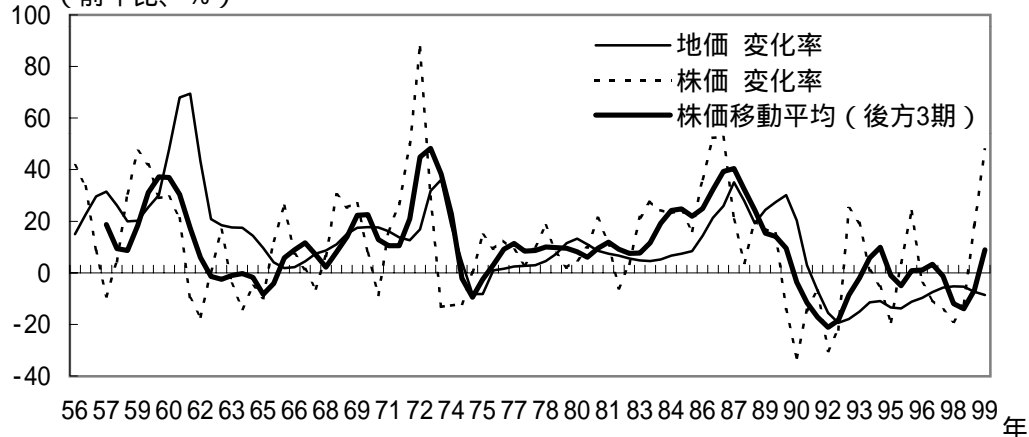


(注) 1. - は地価に先行、+ は地価に遅行していることを示している。
2. 1期は半年間。

(2) 株価移動平均と地価変化率

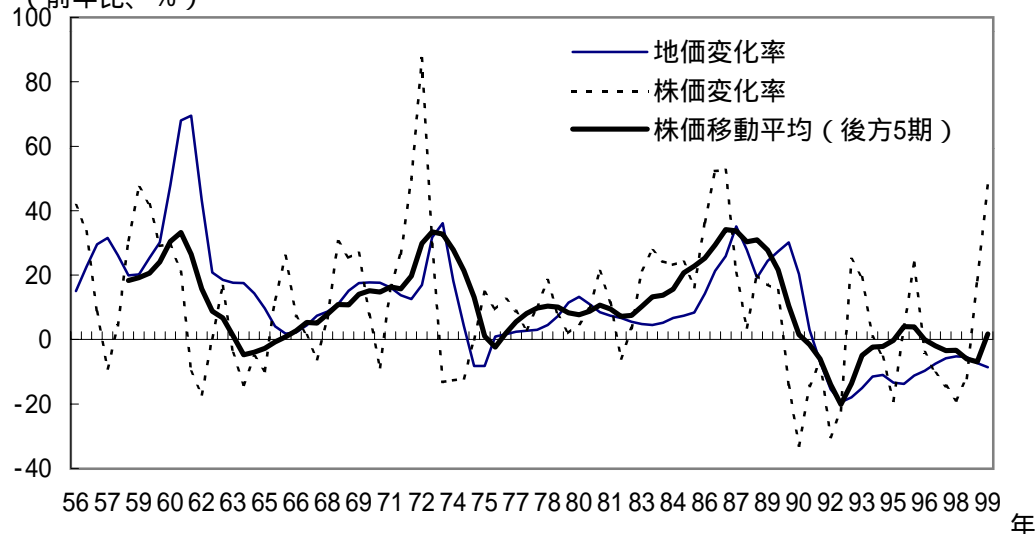
株価3期移動平均

(前年比、%)



株価5期移動平均

(前年比、%)

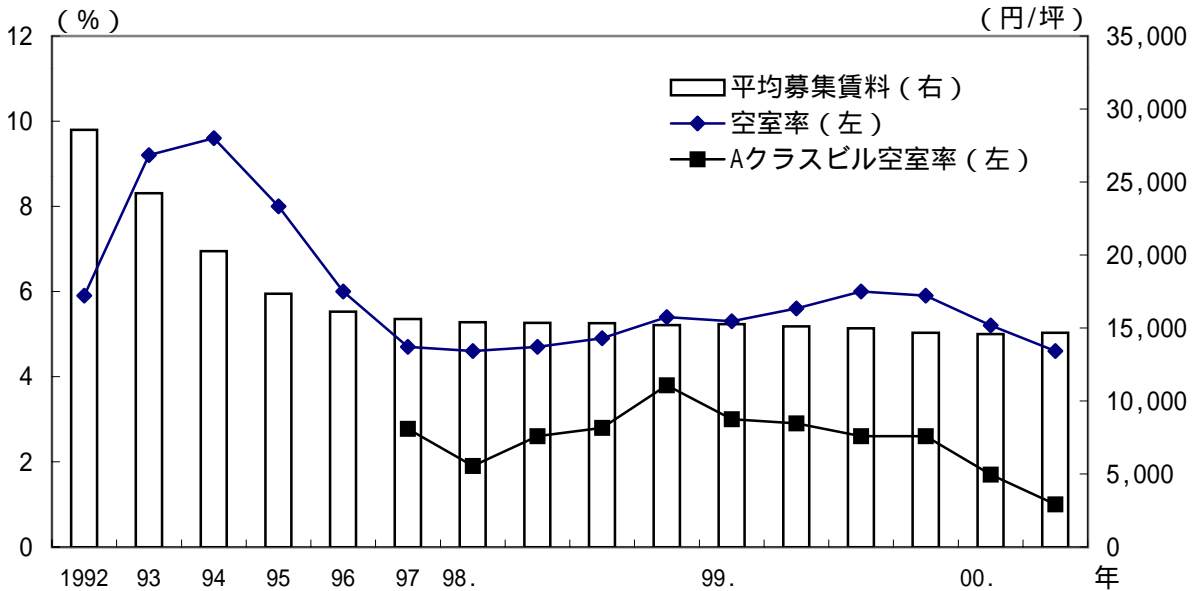


(注) 地価は六大都市市街地価格指数・全用途平均、株価はTOPIX終値平均。1期は半年間。

(図表5)

最近のオフィス需給

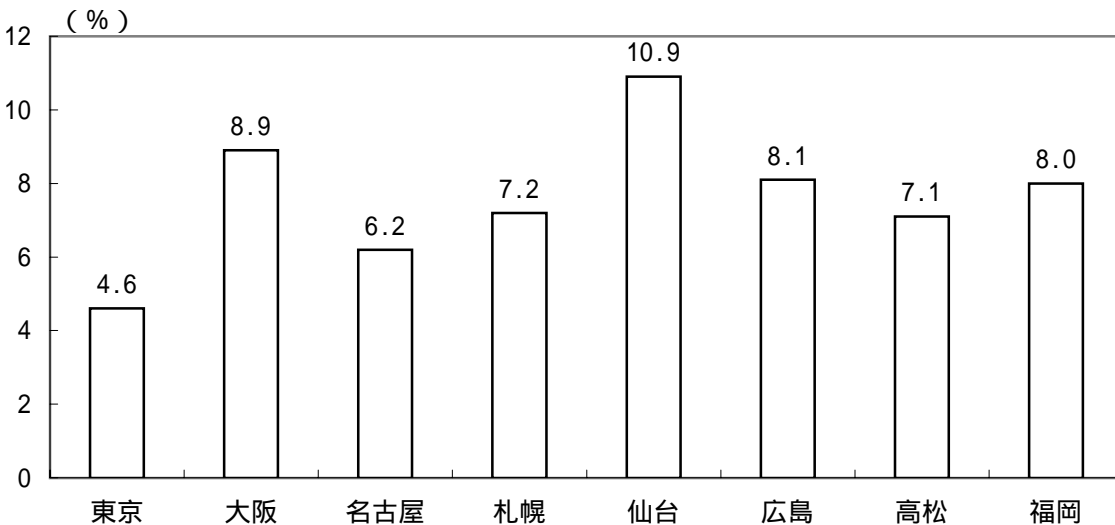
(1) 東京23区の空室率と募集賃料



- (注) 1. 主な用途が事務室であり、かつ、一般募集された賃貸ビルが対象。
 2. 空室率は、調査対象地域内のビルの賃室総面積に対する空室面積の割合。
 1992年～97年は各年12月時点、98年以降は3,6,9,12月時点。
 3. Aクラスビル：主要5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）を中心とする
 オフィス街としての成熟度の高い地域（虎ノ門、西新宿等）、または将来性の高い
 地域（品川等）において面積や設備等が一定要件を満たしたビル。

(資料) 生駒シービー・リチャードエリス(株)「オフィスマーケットレポート」

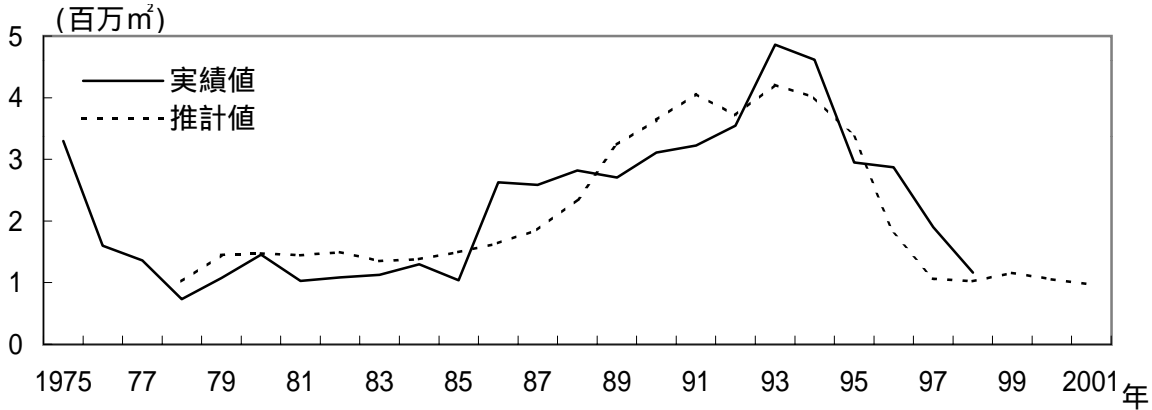
(2) 主要都市賃貸オフィスビルの空室率(2000年6月)



(注) 図表5(1)に同じ
 (資料) 図表5(1)に同じ

東京区部のオフィスビル新規供給

(1) 東京23区内の事務所床面積増加量の推移



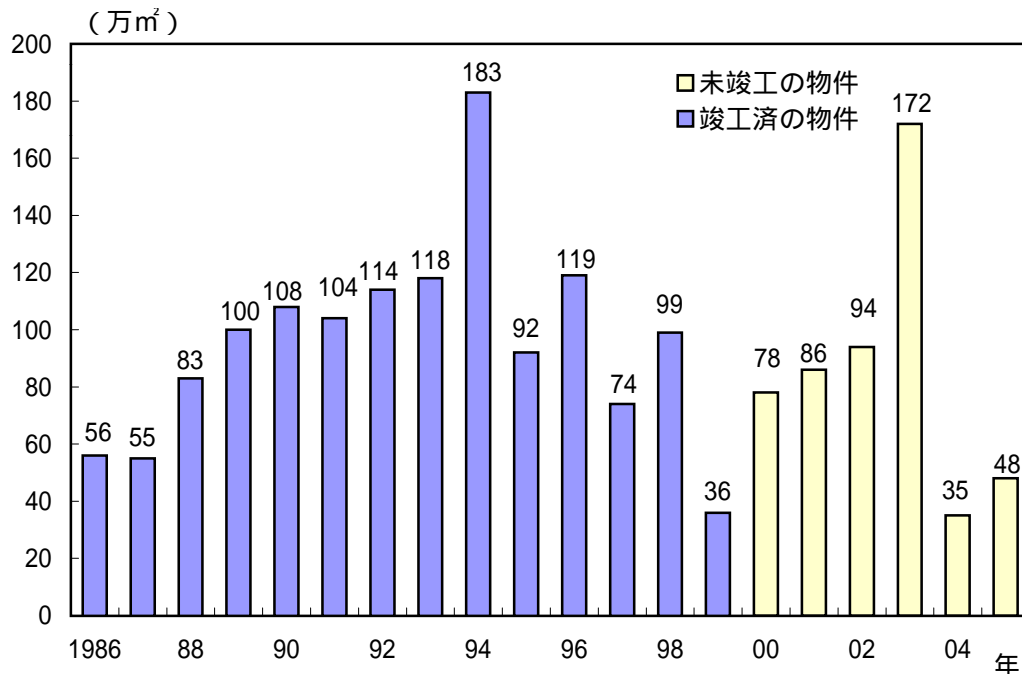
推計式 :

当期のオフィス床面積増加量 = 0.24 * 新規着工床面積(2期前) + 0.64 * 新規着工床面積(3期前)
(1.28) (33.44)

推計期間 : 1978 ~ 1998年 S.E.=0.59 adj.R-sq=0.76 D.W.=1.30 () : t値

(資料) 東京都政策報道室調査部「東京の土地1999」

(2) 東京23区内の大規模オフィス供給量



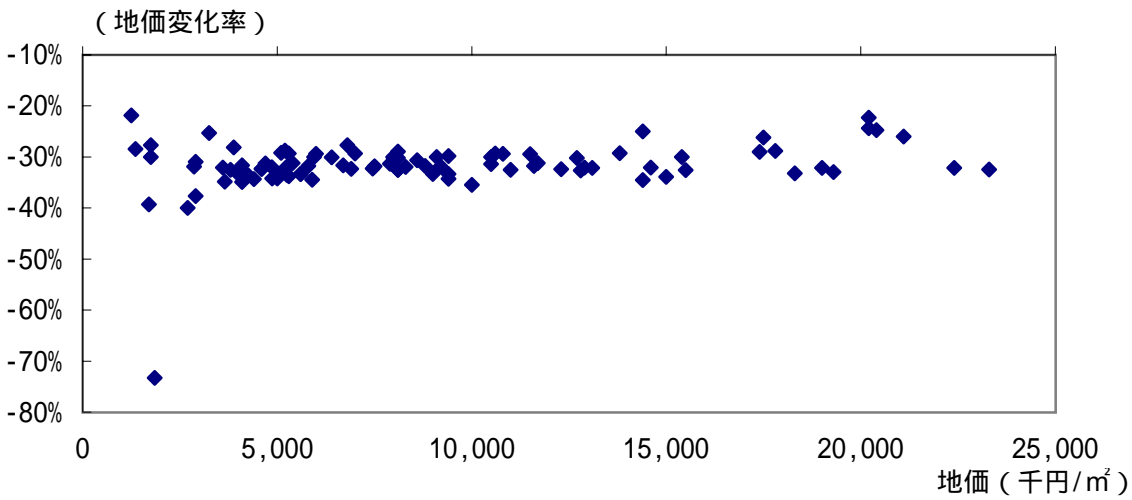
(注) 大規模オフィスビルは延床面積1万㎡以上のビルを指す。

(資料) 森ビルホームページ < <http://www.mori.co.jp> >

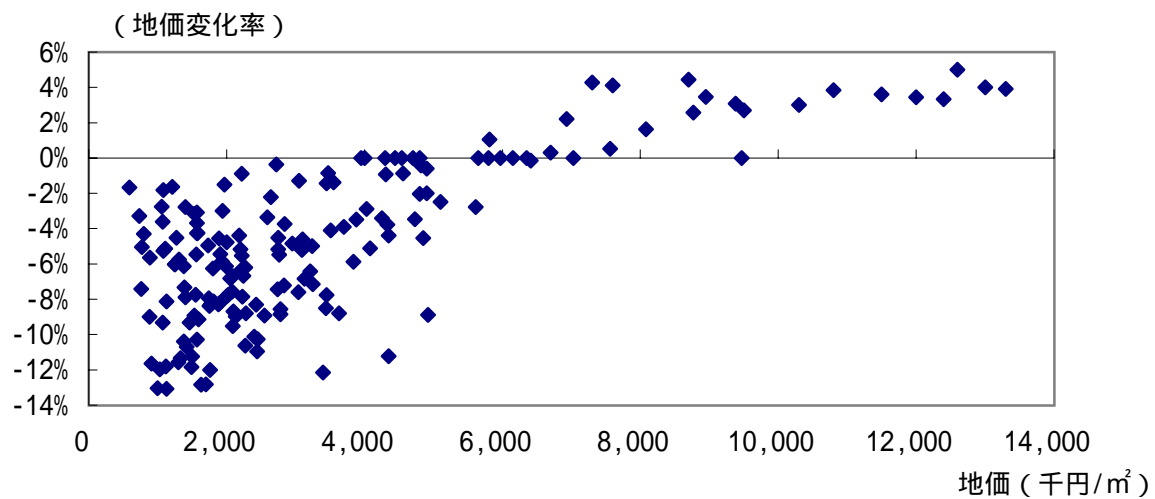
(図表7)

都心5区 商業地の動向

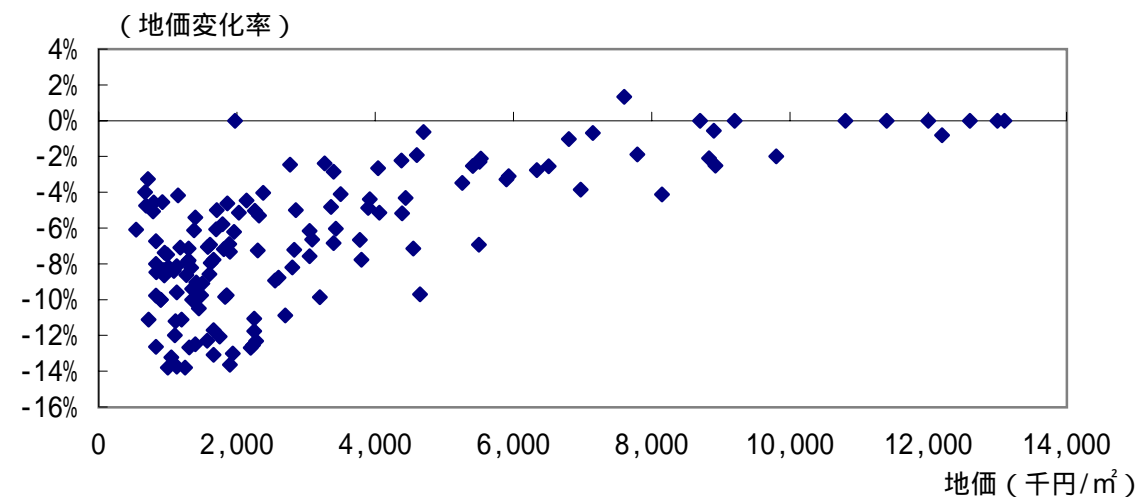
(1) 1994年中(97地点)



(2) 1997年中 (169地点)



(3) 1999年中 (138地点)



(注) 都心5区 : 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
(資料) 国土庁土地鑑定委員会「地価公示」各年版

都心商業地地価の分析

関数推定

データセット: 公示地価、都心5区の商業地(千代田区、中央区、港区、渋谷区、新宿区)

推計期間: 各年1月1日時点の公示地価(1988年~2000年)

回帰式: 公示地価(千円/m²) = 定数項 + (a)地積(m²) + (b)容積率(%)
 + (c)最寄駅からの距離(m)
 + (d)主要道路ダミー

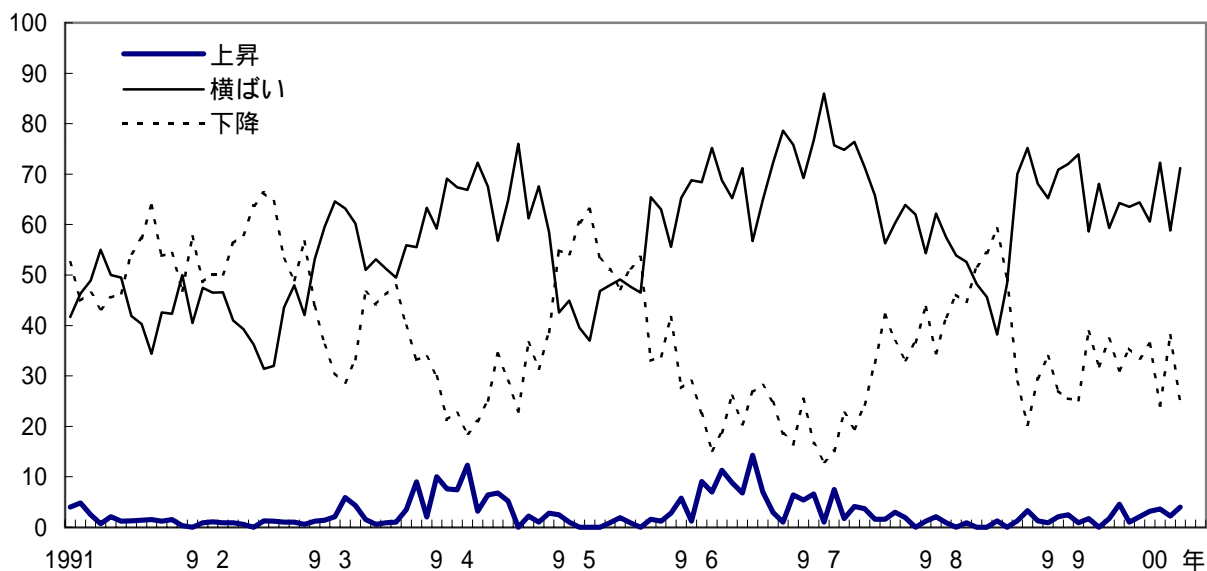
	定数項	(a)地積	(b)容積率	(c)距離	(d)道路ダミー	adj. R ²	サンプル数
1993年	-8,398.1 (-4.27) **	1.2 (2.15) *	31.9 (10.46) **	-3.4 (-2.52) *	1,676.5 (2.24) *	0.69	126
1994年	-6,184.4 (-5.41) **	1.2 (3.26) **	22.1 (12.25) **	-1.9 (-2.26) **	853.3 (1.92)	0.73	153
1995年	-4,723.7 (-5.83) **	1.2 (4.43) **	16.2 (12.67) **	-1.2 (-2.07) **	520.3 (1.68)	0.74	167
1996年	-3,502.3 (-5.61) **	1.1 (5.12) **	11.9 (11.99) **	-1.0 (-2.07) **	389.3 (1.62)	0.73	167
1997年	-3,607.6 (-5.77) **	1.1 (5.57) **	10.8 (10.91) **	-0.7 (-1.46)	418.7 (1.76)	0.70	169
1998年	-3,913.3 (-5.95) **	1.2 (5.76) **	11.1 (10.6) **	-0.7 (-1.30)	410.5 (1.62)	0.69	169
1999年	-3,805.5 (-5.74) **	1.4 (6.20) **	10.6 (10.07) **	-0.8 (-1.48)	429.6 (1.68)	0.69	169
2000年	-4,024.0 (-5.95) **	1.4 (6.08) **	10.7 (9.93) **	-0.7 (-1.33)	377.6 (1.45)	0.68	168

(注) ()内はt値。 **は1%、 *は5%有意。

(図表9)

最近の首都圏住宅地価格

(1) M R D住宅地価格D . I . の推移



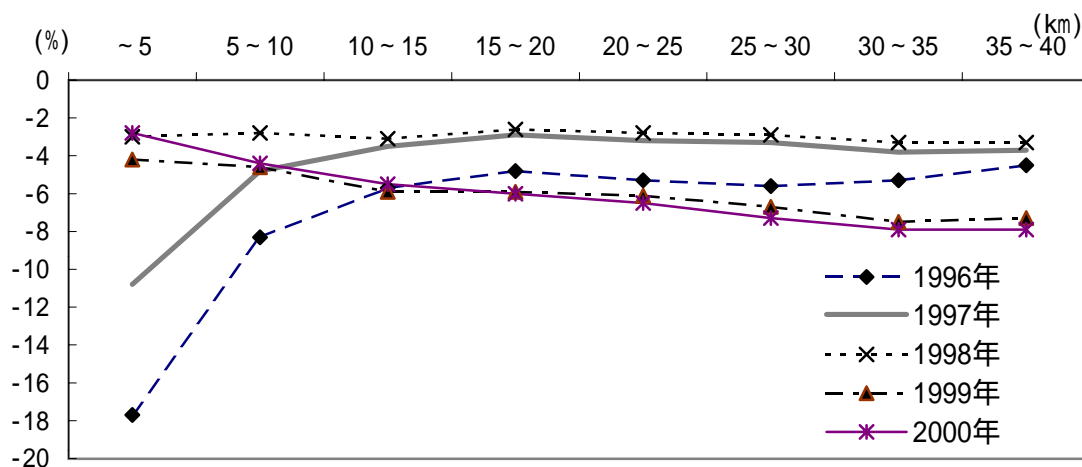
(資料) ミサワホーム総合研究所 「 M R D不動産流通動向調査報告」 住宅地価判断D . I .

(2) 東京圏リハウスプライスリサーチ

時点	上昇個所割合	横這個所割合	下落個所割合	
1999年1月	1.8%	42.5%	55.8%	調査個所数 (2000年7月)
4月	1.8%	60.2%	38.1%	
7月	7.1%	50.4%	42.5%	
10月	3.5%	62.8%	33.6%	
2000年1月	7.1%	69.0%	23.9%	住宅地113 中古マンション114
4月	12.4%	75.2%	12.4%	
7月	4.4%	87.6%	8.0%	

(資料) 三井不動産販売資料

(3) 距離圏別対前年変動率の推移 (公示地価の東京圏住宅地)



(注) 距離圏は東京駅からの距離を表す。

(資料) 国土庁土地局地価調査課資料

東京圏住宅地地価の分析

関数推定

データセット: 公示地価、東京圏の住宅地

時点: 2000年1月1日時点の公示地価 (クロス・セクション)

$$\text{回帰式: 公示地価 (円 / m}^2\text{)} = \text{定数項} + \text{(a)地積 (m}^2\text{)} + \text{(b)容積率 (\%)} \\ + \text{(c)最寄駅からの距離 (m)} \\ + \text{(d)主要道路ダミー} \\ + \text{(e)地域ダミー}$$

	2000年	
	パラメータ	(t値)
定数項	119,883	(19.70) **
(a) 地積	30	(4.61) **
(b) 容積率	-20	(-1.43)
(c) 距離	-13,929	(-24.90) **
(d) 道路ダミー	21,127	(2.51) *
(e) 区部都心部	585,013	(75.77) **
区部南西部	359,611	(58.19) **
区部北東部	234,311	(36.20) **
川崎	185,225	(26.74) **
横浜	157,839	(26.40) **
多摩	143,986	(24.82) **
近接埼玉	111,642	(18.54) **
その他神奈川	105,879	(18.37) **
近接千葉	83,578	(14.07) **
その他埼玉	34,613	(5.86) **
その他千葉	-948	(-0.16)
adj. R ²	0.77	
サンプル数	6,332	

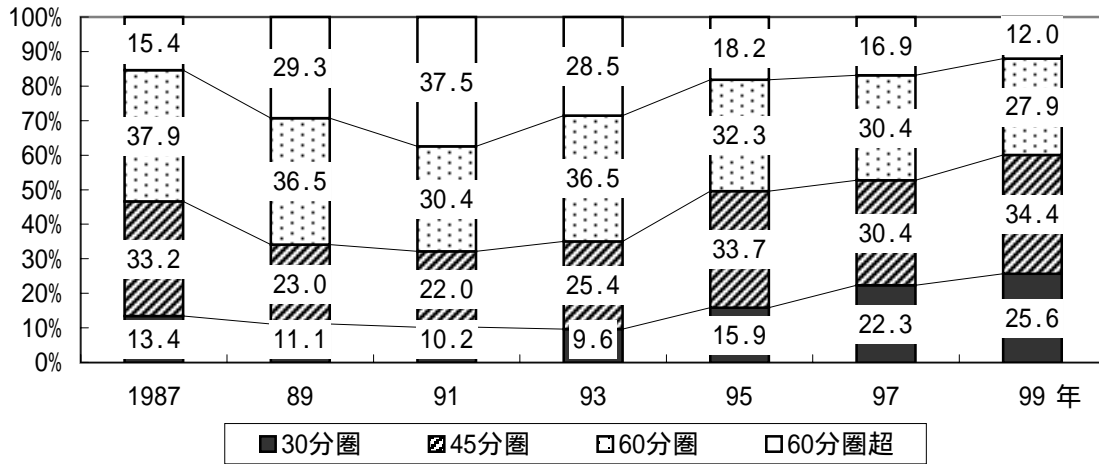
(注) 1. 区部都心部 = 千代田区、中央区、港区、新宿区、文京区、台東区、渋谷区、豊島区
 区部南西部 = 品川区、目黒区、大田区、世田谷区、中野区、杉並区、練馬区
 区部北東部 = その他の各区

2. 地域ダミーは、東京圏内の茨城県を基準に構成 (全12地域)。

3. **は1%、*は5%有意。

東京への回帰・集中

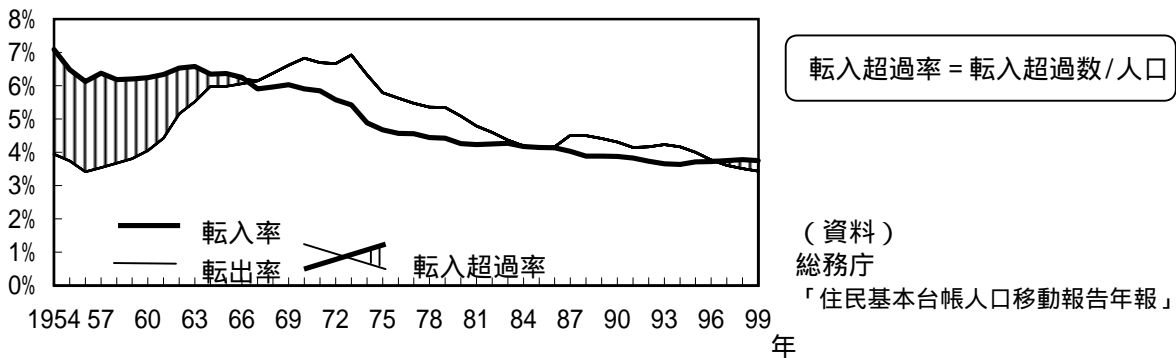
(1) 都心までの時間圏 (東京駅～自宅) 別新規マンション供給戸数の推移



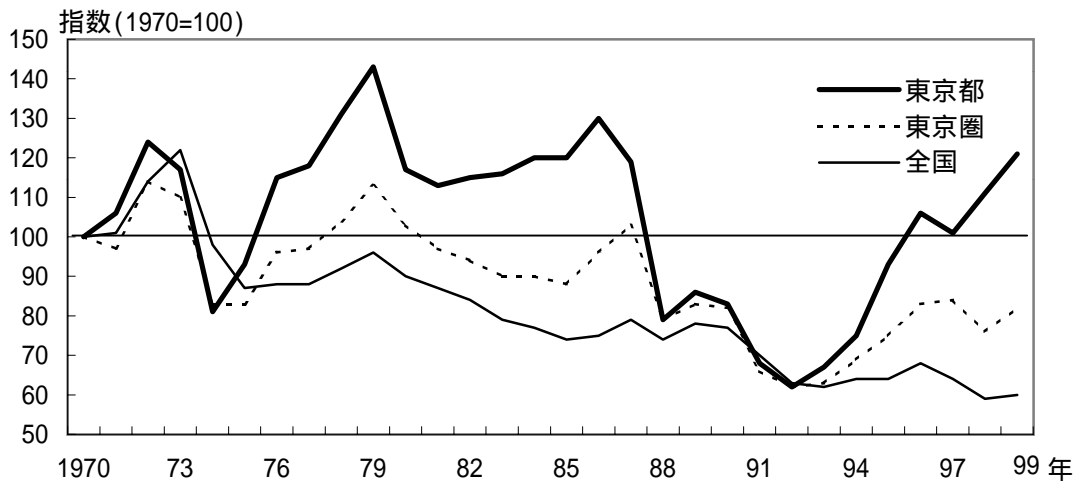
(注) 地下鉄、JR等を利用した自宅(マンション)から東京駅までの最短所要時間を算出し、30分～60分超圏のエリア毎に供給戸数を足し上げたものである。鉄道の所要時間は東京駅から最寄り駅までの当該年のダイヤによる時間であり、乗り換え時間等は考慮していない。

(資料) (株)不動産経済研究所「全国マンション市場動向」、国土庁「土地白書」平成11年版

(2) 東京都の転入超過率の動向



(3) 年次別土地取引件数の推移



(注) 東京圏とは、東京都と埼玉県、千葉県、神奈川県の一都三県である。

(資料) 法務省「民事訟務人権統計年報」及び東京都政策報道室調査部「東京の土地1999」

(図表 12)

土地関連コストの国際比較

(1) アジア主要都市の比較

99年12月調査

	工業団地購入費用 (ドル/㎡)	事務所賃料 (月額:ドル/㎡)	駐在員住宅借上料 (月額:ドル)
上海	25	24	1500~2500
香港	309	39~53	2191~4253
ソウル	138.3	39	2043
シンガポール	224.4~282.9	42	2283
クアラルンプール	49.8	17.11	789.48~1052.64
バンコク	51.79	13	1424
神奈川(横浜)	1624	34.35~40.97	5833~11667

(注) シンガポールは賃料年額を30倍したもの。
(資料) 日本貿易振興会「ジェットロセンサー」2000年4月

(2) 製造業の初期投資コストの先進国比較

(日本=100)

	日本	米国	英国	ドイツ	フランス
工業用地購入費用	100	13	12	17	2

(注) 各国主要都市から200km圏内、幹線道路から10km圏内、国際空港から200km圏内の分譲工業団地。
(資料) 日本貿易振興会「対日アクセス実態調査報告書」2000年6月

(3) 高度商業地賃料の国際比較

a. 購買力平価による換算

(東京=100)

東京	ロンドン	ソウル	ニューヨーク	フランクフルト
100	135	97.1	84.4	43.4

b. 為替レートによる換算

(東京=100)

東京	香港	上海	シンガポール	バンコク
100	150	103.6	75.6	50.3

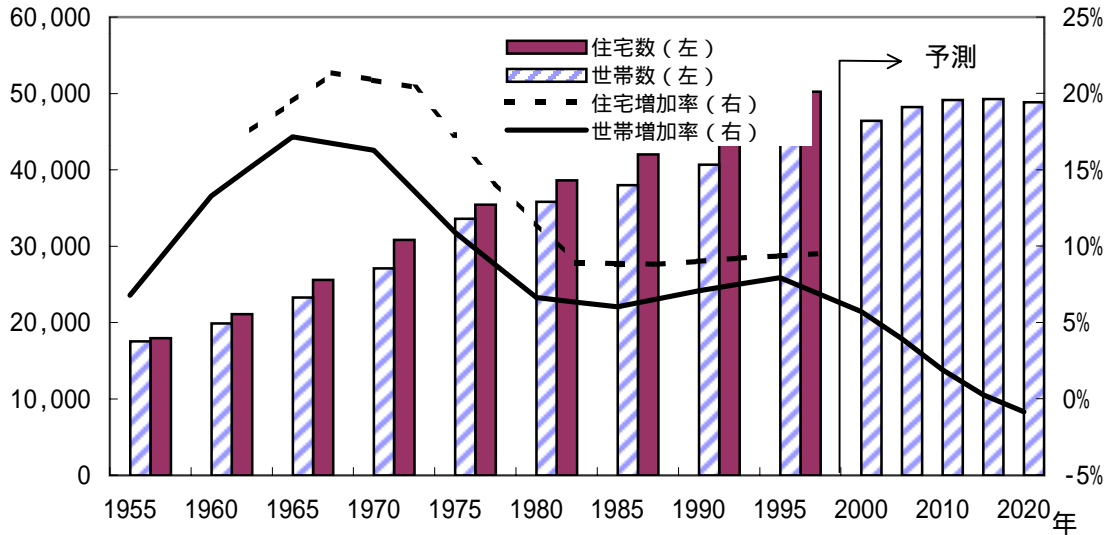
(注) 1. 各都市のデータは全て調査地点についてのものであり、都市全体ではない。
2. 賃料は1㎡あたり。
(資料) (社)日本不動産鑑定協会「世界不動産市場調査」平成11年9月

(図表13)

今後の住宅需要と宅地供給

(1) 世帯数の将来推計と住宅ストックの動向

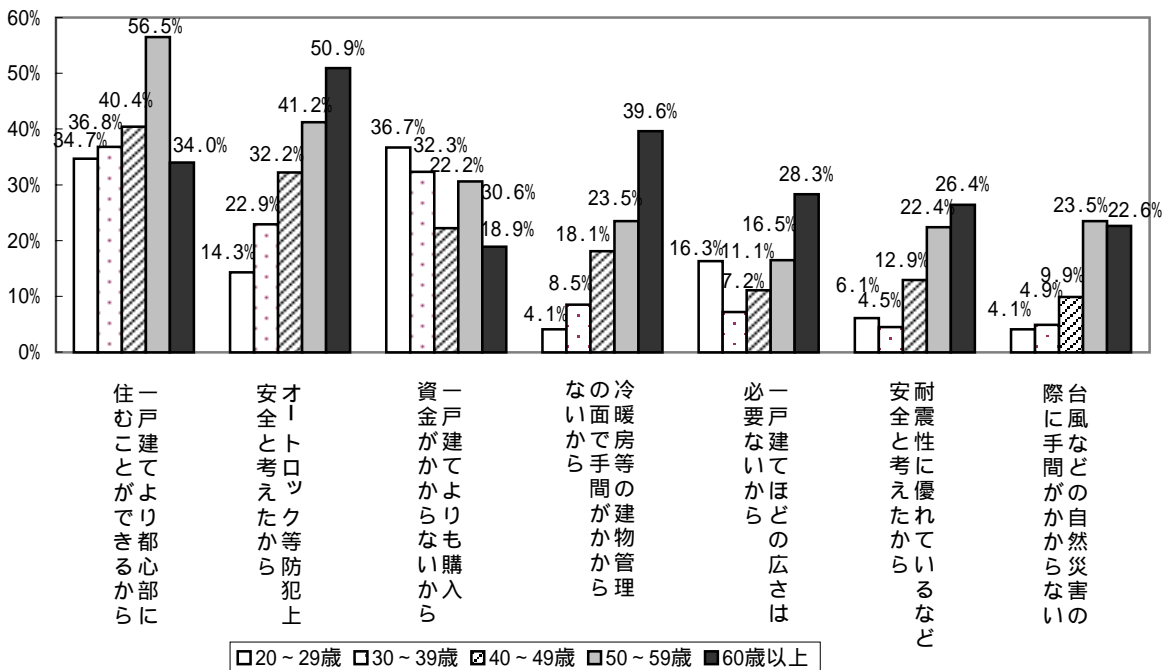
(千世帯・千戸)



(注) 1. 1970年までの世帯は普通世帯、以降は一般世帯。
 2. 世帯数については1955年から5年毎の国勢調査に基づき1995年までの実績と、それ以降の推計値を示している。住宅数については国勢調査の3年後に実施された調査結果を、1958年から並べてプロットしている。したがって直近は1998年である。

(資料) 国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」2000年3月、総務庁「平成10年度 住宅・土地統計調査」確報結果

(2) 都市中心部マンション居住者の現住居選択理由 (年代別・複数回答)

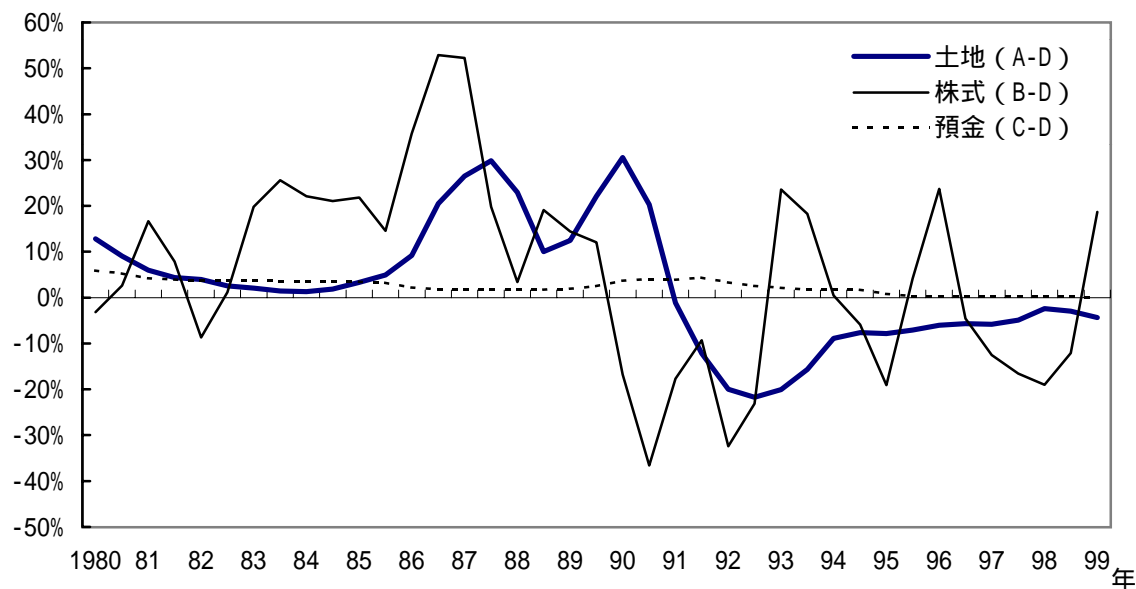


(資料) 国土庁「新築マンション入居者動向調査」、「土地白書」平成12年版

(図表14)

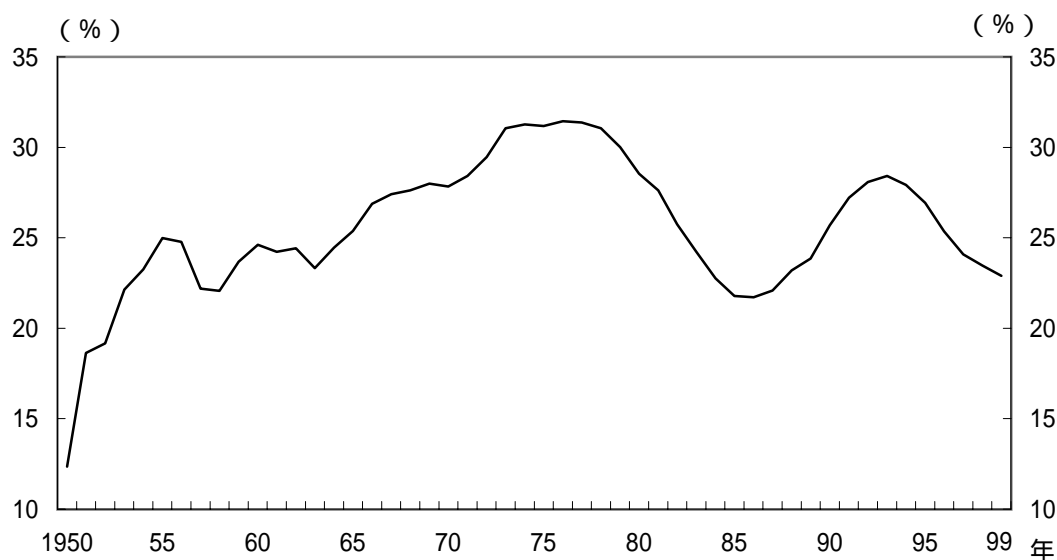
資産としての土地

(1) 各資産の収益性 (インフレ率を調整して実質化)



A: 六大都市市街地価格指数 (住宅地) 前年同期比
B: TOPIX 前年同期比
C: 預金金利 (Deposit Rate (IFS)) 水準
D: 消費者物価指数 前年同期比

(2) 不動産担保割合



(注) 1. 各年3月末の残高に対する割合。

2. 1989年以降は、第二地方銀行協会加盟の地方銀行を含む。

(資料) 日本銀行「経済統計年報」

90年代入り後の土地を巡る税制、法規制、会計制度の変化

(1) 主要な変化 (2000年7月現在)

税制	法規制	会計制度
<ul style="list-style-type: none"> ・ 地価税の創設(91)と凍結(98) ・ 市街化区域内農地の宅地並み課税(92) ・ 土地譲渡益課税の軽減 ・ SPC など流動化に関する流通課税軽減 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 定期借地権(92)、定期借家権(2000)の創設 ・ 流動化に関する制度整備 ・ 都市計画法改正(2001) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 連結会計への移行 ・ 土地再評価法(98~2001) ・ 販売用不動産の強制評価減導入(2000)

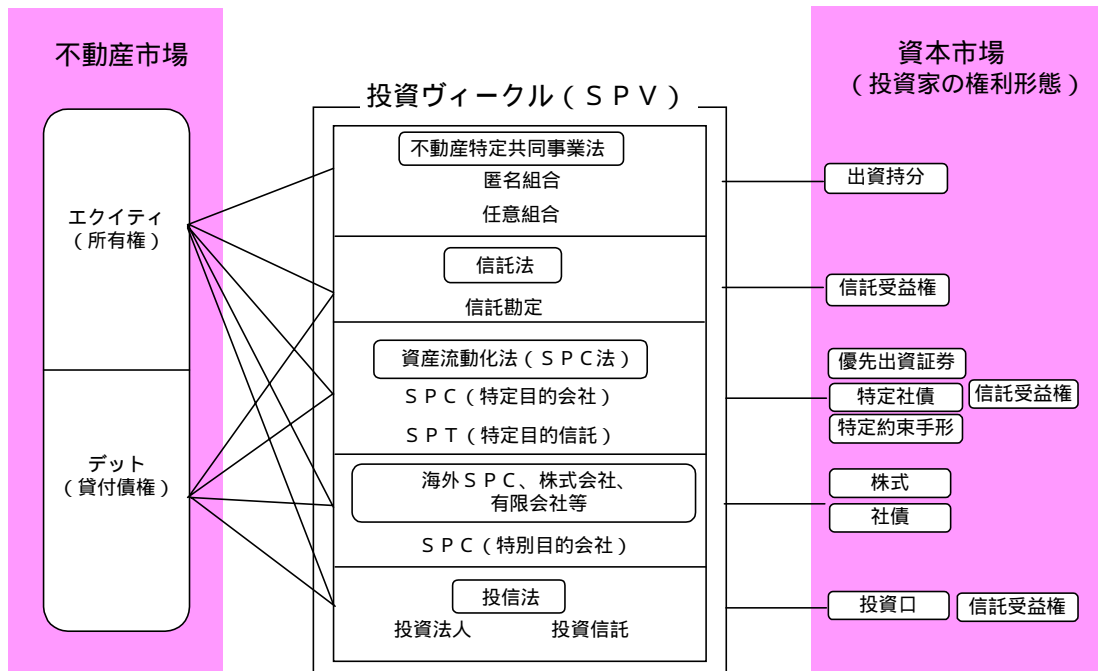
(2) 土地関連施策

1989	12	土地基本法成立 国土利用計画法改正(投機的取引の抑制等)
1990	3 6	不動産業向け融資の総量規制実施 監視区域制度の厳正・的確な運用要請(国土庁)
1991	1 5 12	総合土地政策推進要綱閣議決定 地価税の創設 不動産業向け融資総量規制の解除(いわゆるトリガー方式の採用)
1992	8 12	定期借地権の創設 三大都市圏特定市の市街化区域農地について都市計画上保全する農地と宅地化する農地とに区分
1994	2	トリガー方式の適用停止
1995	4	不動産特定共同事業法施行
1996	3	土地税制の総合的見直し(保有・譲渡・取得の各段階にわたる税負担のあり方の見直し)
1997	2	新総合土地政策推進要綱閣議決定
1998	3 4 6 9 10	土地の再評価に関する法律(土地再評価法)施行 地価税の凍結 国土利用計画法改正(届出勧告制の改善) SPC 法施行 債権管理回収業に関する特別措置法(サービサー法)成立
1999	9	不動産共同特定事業法改正
2000	3 7 11	定期借家権の創設 連結会計への移行 販売用不動産の強制評価減導入 改正 SPC 法(資産流動化法)施行予定 投資信託及び投資法人に関する法律施行予定
2001		改正都市計画法 5月までに施行予定

(資料) 国土庁「土地白書」平成11年版等より日本銀行調査統計局作成

不動産の流動化・証券化

(1) わが国における不動産証券化の枠組み



「SPC」については、商法に規定される海外SPC・株式会社・有限会社を投資ヴィークルとして用いるケースを「特別目的会社」とし、SPC法に規定される「特定目的会社」と区別した。

(2) 不動産証券化の流れ

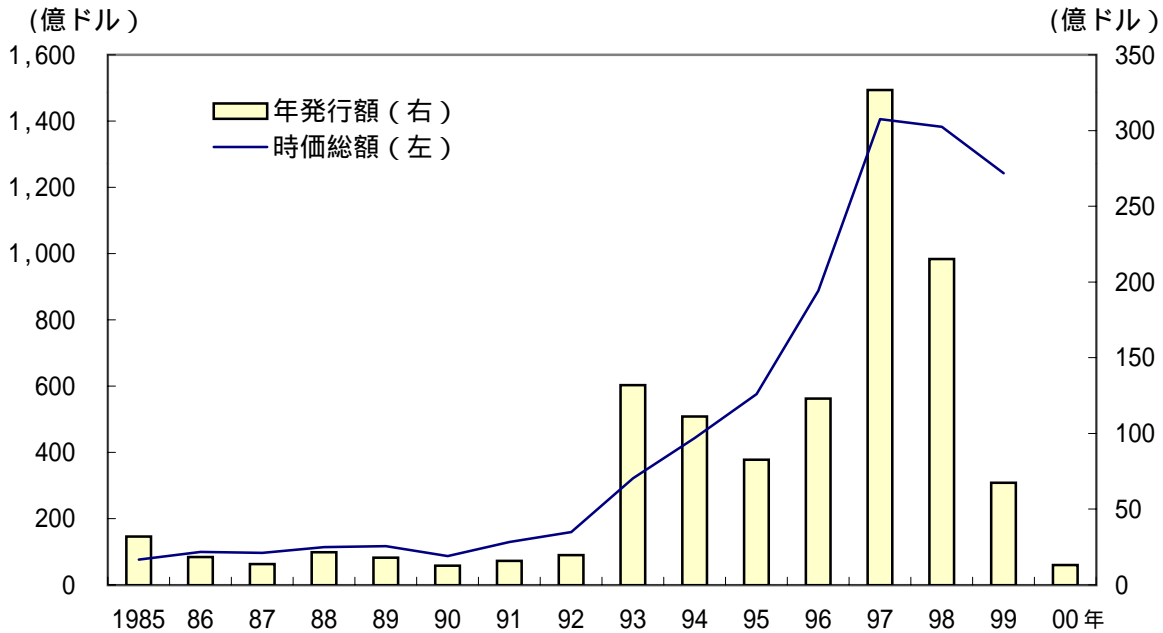
- ・ 1995年4月 「不動産特定共同事業法」施行
(経営基盤の脆弱な不動産会社の倒産から投資家を保護)
- ・ 1998年9月 「SPC法」施行
(証券取引法上の有価証券としての流動性を持たせる不動産証券化が可能に)
- ・ 1999年9月 「不動産特定共同事業法」改正
(対象不動産の入れ替えが可能に)
- ・ 2000年11月 「改正SPC法」(資産流動化法) 施行予定
最低資本金 300万円から 10万円への引下げ
登録制から届出制への移行
資産流動化計画の定款記載事項からの削除
SPT (特定目的信託) の導入など
- ・ " 「改正投信法」(投資信託及び投資法人に関する法律) 施行予定
不動産投信の解禁

(資料) 不動産シンジケーション協議会「2000不動産共同投資ハンドブック」等より日本銀行調査統計局作成

(図表17)

米国の不動産証券市場

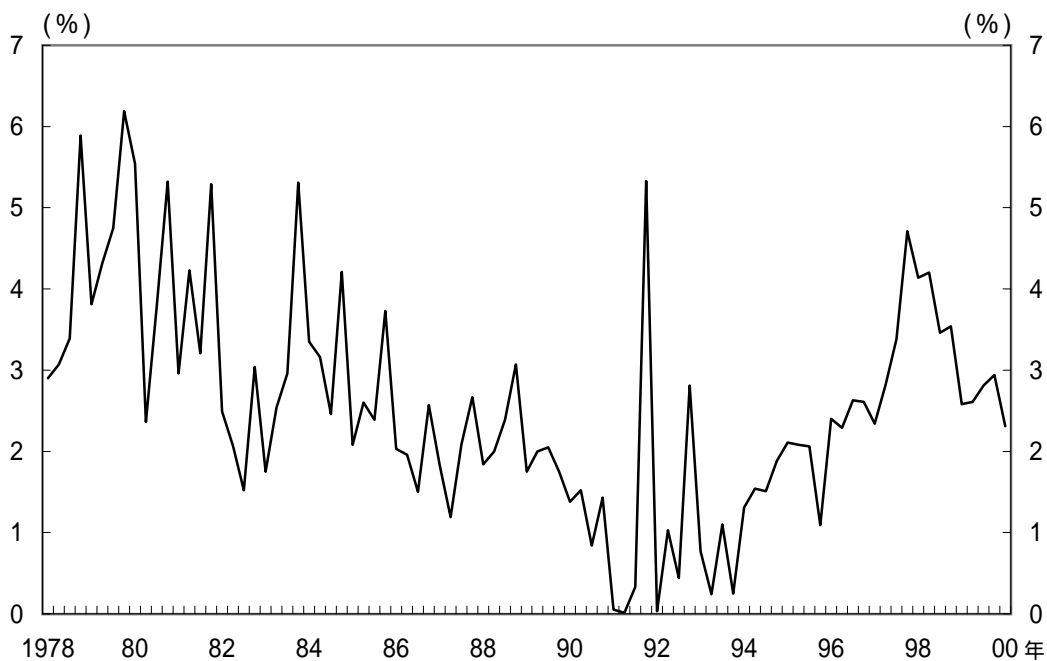
(1)REITの市場規模



(注) 2000年の発行額は6月末までの値

(資料) 全米不動産受託者協議会 (NAREIT) ホームページ <<http://www.nareit.com>>
不動産シンジケーション協議会「2000不動産共同投資ハンドブック」

(2)不動産投資インデックスによる利回り (四半期利回り・全米平均)

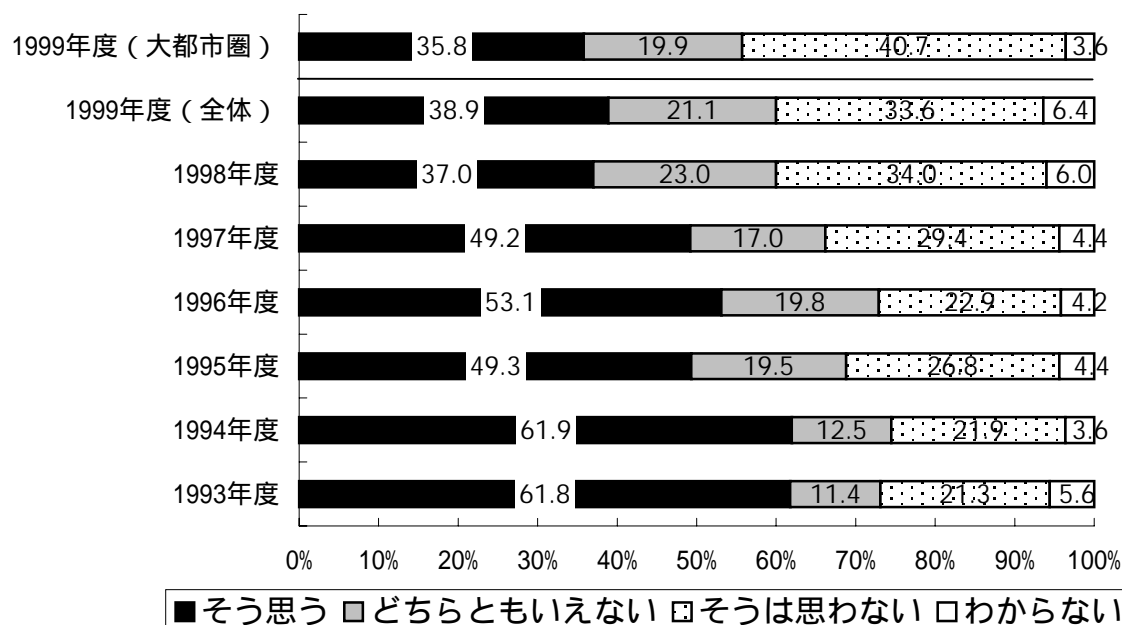


(資料) NCREIFホームページ <<http://www.ncreif.com>>

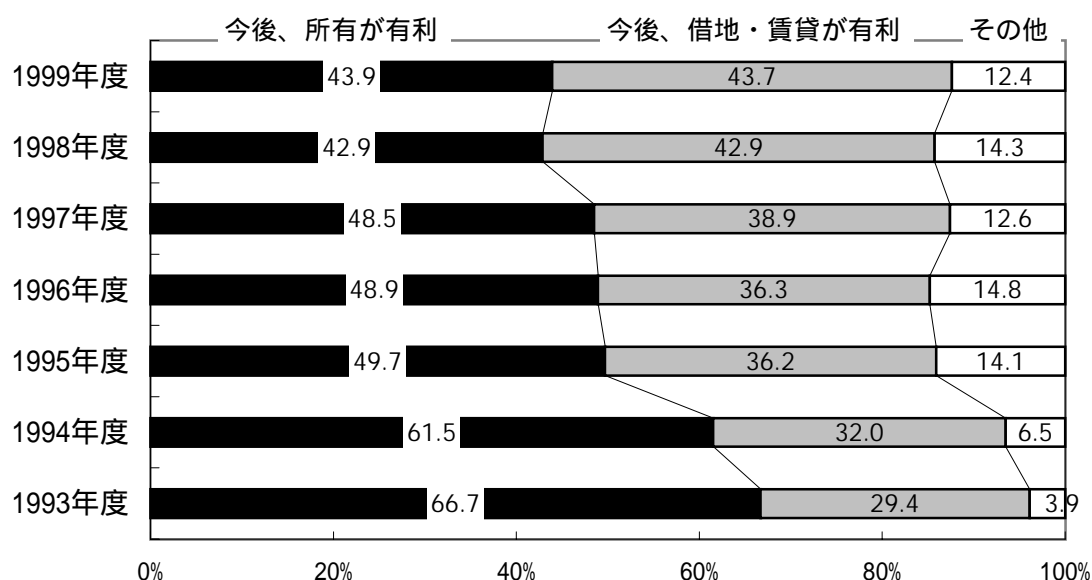
(図表18)

土地に対する考え方

(1) 土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産か(家計)



(2) 今後の土地所有の有効性についての意識(企業)

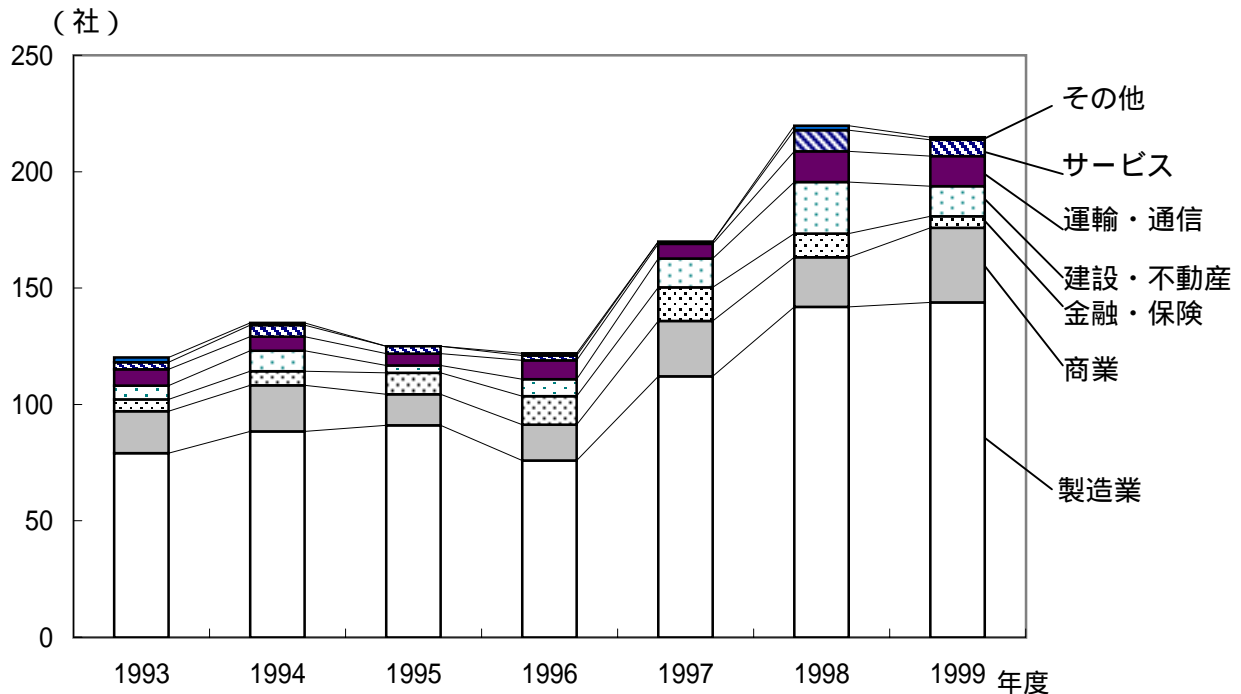


(資料) 国土庁「土地所有・利用状況に関する企業行動調査」平成11年度、平成10年度
「地価下落期における企業行動調査」平成9年度、8年度
「地価沈静化、下落期における企業行動調査」平成7年度、平成6年度、平成5年度
「平成11年度 土地の動向に関する年次報告」

(図表19)

企業の土地処分

(1) 東証上場企業の不動産売却 < 売却企業の業種 >



(注) 1. 対象は東京証券取引所の「会社情報適時開示の目安」(原則、譲渡する固定資産が純資産の帳簿価額の30%相当額であること、または、譲渡による損益の見込額が最近事業年度の経常利益又は当期純利益の30%相当額以上等であるもの。) に基づいて、固定資産の譲渡を公表した企業である。

2. 各企業について複数の売却物件がある場合は、最も面積の大きな売却物件についてみている。

3. 1999年度は、4月から12月まで。

(資料) 国土庁「平成11年度 土地の動向に関する年次報告」

(2) 取引主体別の土地取引状況 (東京都)

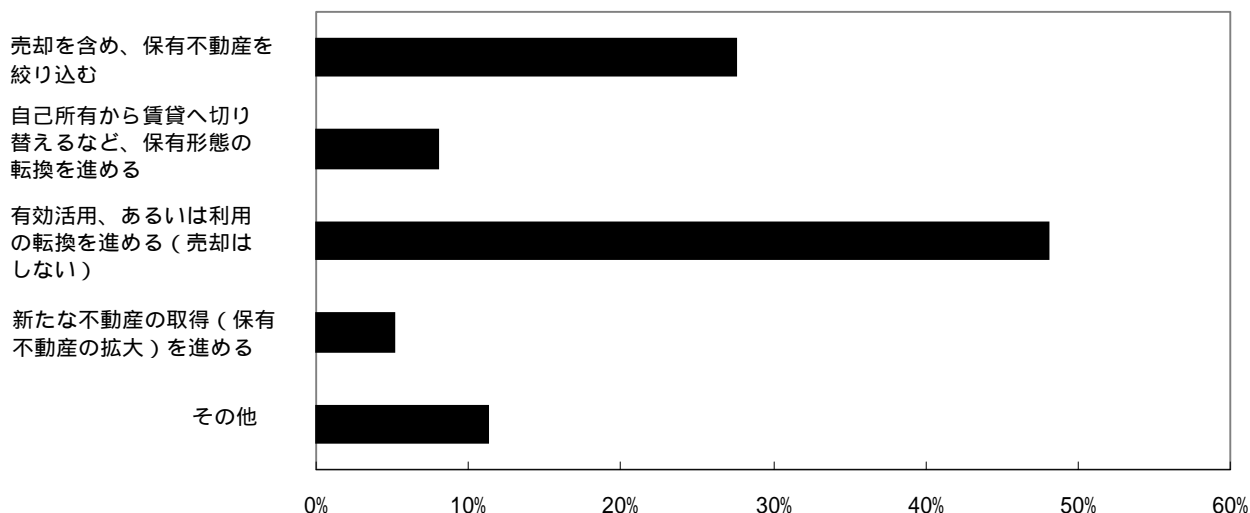
(単位 : 千㎡)

	差引 (買入 - 売払)		
	個人	法人	国等
1990年	-207	172	34
1991年	-317	186	131
1992年	-145	17	127
1993年	-258	245	13
1994年	-81	63	17
1995年	-69	57	12
1996年	-61	43	18
1997年	-52	64	-12
1998年	-39	7	31
1999年	9	-67	58

(資料) 東京都政策報道室調査部「東京の土地1999」

土地の有効利用

(1) 社会経済システムの変化に伴う不動産に対する企業の考え方の変化



(資料) 国土庁「平成 12 年度 企業経営の変革と土地に関するアンケート調査」

(2) 東京区部の容積率充足率の推移

(%)

項目	1984年	1987年	1990年	1993年	1996年	1999年
指定平均容積率 A	242.0	242.0	252.0	252.6	253.5	253.9
概算容積率 B	92.0	97.4	104.6	113.2	122.8	131.1
充足率 B/A × 100	38.0	40.2	41.5	44.8	48.4	51.6

(注) 1. 概算容積率 = (建物延床面積 / 宅地面積) × 100

2. 各年 1 月 1 日時点。

(資料) 東京都政策報道室調査部「東京の土地 1999」

(3) 東京都一般会計の投資的経費に占める用地費の割合 (当初予算ベース)

(億円 , %)

年度	投資的経費 A	用地費の割合	
		うち用地費 B	B/A
1987	6,812	2,022	29.7%
1989	14,396	5,645	39.2%
1991	19,241	7,927	41.2%
1993	19,398	7,109	36.6%
1995	16,771	2,789	16.6%
1997	11,768	1,883	16.0%
1999	9,074	1,641	18.1%
2000	7,260	1,273	17.5%

(資料) 東京都政策報道室調査部「東京の土地 1999」