

テーマ：2010年度地価長期予測

発表日：2010年12月14日(火)

～景気の回復力が弱い中、都市部の回復と地方の停滞が見込まれる～

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

(要旨)

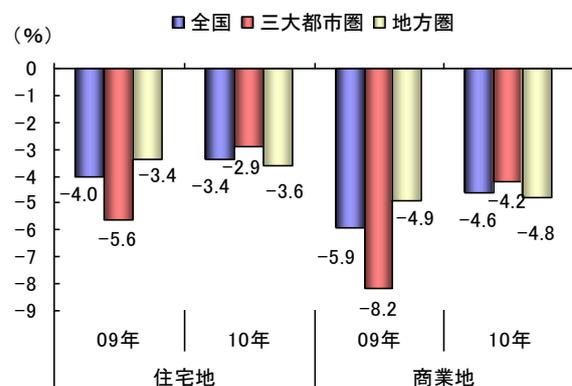
- 2010年地価基準によると、地価は19年連続で下落した。しかし、下落幅の縮小など、改善の兆しもみられはじめた。取引件数と地価（ともに前年比）の循環図からは、地価下落は最悪期から脱却して回復局面に差し掛かっていると判断できるだろう。一方、土地資産額と名目GDPの比である地価比率は約2倍で緩やかな低下傾向が続いており、資産バブルなど大きな変動も生じていない。こうした背景には、企業や家計の土地所有に対する意識調査から確認できるように、収益性に基づいた地価形成の進展がある。
- 地価には、土地の収益性や金利など多くの決定要因があるが、特に地域差を生み出す要因として、リスクプレミアム（収益性の不確かさの対価）の果たす役割が大きい。試算したリスクプレミアムは地方で高い傾向にあり、前回の景気拡張局面でも低下傾向がみられないなどの特徴がある。これは、都市と地方の地価の乖離を拡大させる要因になっており、今後もそうした傾向が続くと考えられる。
- 当社の長期経済予測を前提とすると、地価は2010年度を底に回復に転じ、都市部の地価は緩やかに上昇すると予想される。一方、地方では景気の回復力の弱さや人口減少などの要因もあり、地価は低下が続くと見込まれる。また、円高などを背景に企業の海外進出が加速するため、国内全般に工業地の地価は下落基調が続くと考えられる。これより、景気回復を背景とした都市の地価上昇と、地方の地価下落という2極化が進む可能性が高く、地域格差は拡大が続く見通しである。また、同一地域内であっても、土地による収益性やリスクプレミアムなどを反映して地価の方向性が異なることも想定される。

○ 19年連続の地価下落

国土交通省の2010年基準地価（2010年7月1日時点）によると、地価は1992年から19年連続の下落となった（資料1）。下落幅の大きかった三大都市圏の住宅地地価（前年比）は、2009年▲5.6%から2010年▲2.9%へと下落幅が半減している。商業地も同様の傾向にあり、最悪の状況から脱しはじめているといえる。しかし、地方圏の地価下落率は縮小せず、むしろ悪化がみられるなど、地域による相違が明確になっている。

まず、日本経済の動向を確認しておく、景気

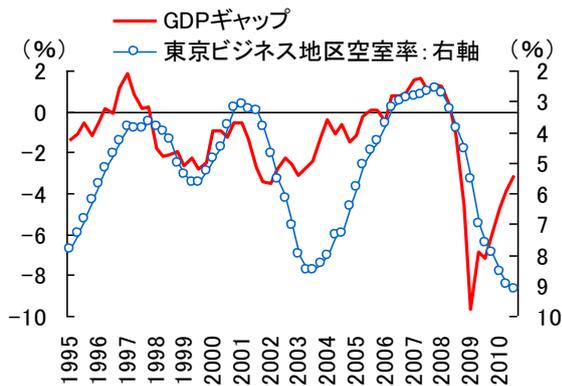
資料1 地価の変化率（前年比）



(出所) 国土交通省『都道府県地価調査』

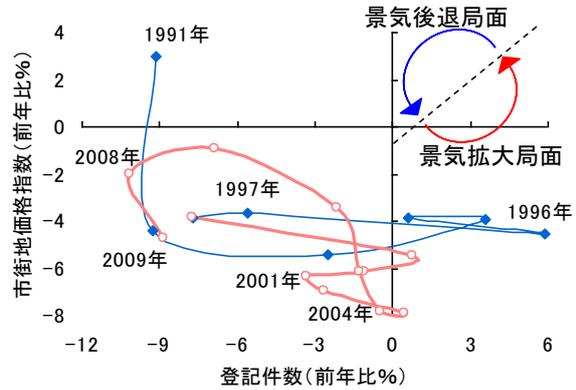
回復局面にあるといえる。経済全体の需給関係を捉える GDP ギャップは大幅なマイナスであるものの、マイナス幅を縮小させており、改善がみられる（資料2）。しかし、地価との関係が深いオフィス需要は、賃料引き下げによって需要を維持している状態であり、力強い回復とはいえない状況にある。一方、住宅に対する景気対策として、住宅版エコポイント制度や住宅ローンの金利優遇策などもあり、住宅地の需要縮小に一定の歯止めがかかりつつある。欧米の金融危機に端を発した信用収縮も回復基調にあり、投資マネーや実需の双方から地価をめぐる環境は改善に向かっていると見える。

資料2 オフィス空室率（単位％）



（出所）三鬼商事株式会社『全国のオフィスビスマ市況』
経済産業省『鉱工業生産指数』、厚生労働省『毎月勤労統計』、総務省『労働力調査』、内閣府『国民経済計算』、
日本銀行『全国企業経済観測調査』など資料より、内閣府(2001)で紹介されている生産関数アプローチによって推計

資料3 不動産市場の取引状況

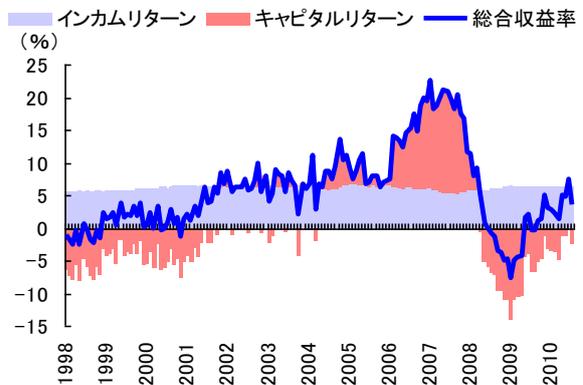


（出所）法務省『法務統計月報』、日本不動産研究所『市街地価格指数』より作成。価格と取引数量の関係を示している。

つぎに、不動産市場の取引状況を確認してみると、2009年にかけての地価下落から、登記件数に底打ちがみられる（資料3）。地価、取引状況とも前年比マイナスの状態に変わらないものの、相対的な位置から、2009年の状況は後退局面の終盤もしくはそこから脱却期であることが示唆される。同様に足もとの事業環境を確認するために、中古マンション収益率をみると、大きく落ち込んだキャピタルリターンが底打ちしており、総合収益がプラスに転じている¹（資料4）。

以上のように、地価をめぐる経済環境は最悪期を脱し、回復局面の入り口にあると考えられ

資料4 回復傾向にある中古マンションの収益率



（出所）国土交通省『住宅市場動向調査』、不動産流通近代化センター『指定流通機構の物件動向』、リクルート『リクルート住宅価格指数』資料より推計

¹ キャピタルリターンは中古マンション価格対前年同期比、インカムリターンは月間賃貸料収入×12/マンション価格によって算出している。月間賃貸料収入は、「月賃料+礼金の月間相当額+敷金の月間収益」と定義している。礼金の月間相当額は、「月賃料×礼金月数/契約更新期間」（ただし契約更新期間は24ヶ月と想定）、敷金の月間収益は「月賃料×敷金月数×全国銀行貸借約定平均金利/12」としている（詳しくはリクルート『リクルート住宅価格指数』を参照）。2009年4月以降は、（財）不動産流通近代化センター『指定流通機構の物件動向』からマンション平均価格によりキャピタルリターンを、リクルート『賃貸情報フォレント』からマンション平均賃料、国土交通省『住宅市場動向調査』から敷金、礼金の平均月数を算出し、2009年3月以前のデータにリンクさせている。ただし、インカムリターンはデータ利用可能性から2009年7月以降は固定している。

る。ただし、経済対策効果の一巡や世界経済の不確実性などのリスク要因もあるため、資産効果を通じて消費や投資に影響を及ぼす地価の動向はマクロ経済全体の視点からも注目される。そこで、以下では地価の動向を確認しつつ、当社の長期経済予測に基づいた地価予測を行う。

○地価比率は緩やかな低下傾向

まず、長期的な視点から地価のトレンドを判断する地価比率を確認しておく。これをみることによって、地価バブルの発生など地価がファンダメンタルズから乖離しているか否かを把握できる。

地価比率は、土地資産額と名目 GDP の比率であり、以下のように定義される。

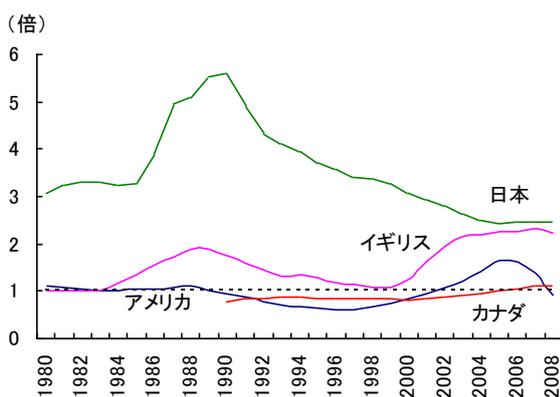
$$\text{地価比率} = \text{土地資産額} \div \text{名目 GDP} = \text{実質地価} \div \text{土地の生産性}$$

この式を実質地価について解くと、「実質地価＝地価比率×土地の生産性」となり、地価比率は土地が生み出す収益を表す「土地の生産性」を「地価」に変換する係数といえる。この変換係数は、中期的に安定して推移する傾向にある。そのため、地価比率の上昇は、地価が土地の生産性よりも過大に評価されることを意味し、地価比率が高い場合は地価に割高感が、低い場合は割安感があると解釈できる²。

つぎに、地価比率を国際比較してみると、日本を除く先進国の地価比率は1倍近傍で推移してきたことが確認できる。アメリカは2000年以降、住宅バブルなどの影響により上昇傾向にあったものの、再び1倍の近傍に落ち着いている（資料5）。それに対して、バブル期に5.6倍まで高まった日本の地価比率は2倍の近傍に収斂してきた。この背景には、地価比率を上昇させてきた高成長持続を前提とした価格形成が、バブル崩壊以降、収益性に基づくものに修正されてきたことがあるだろう。

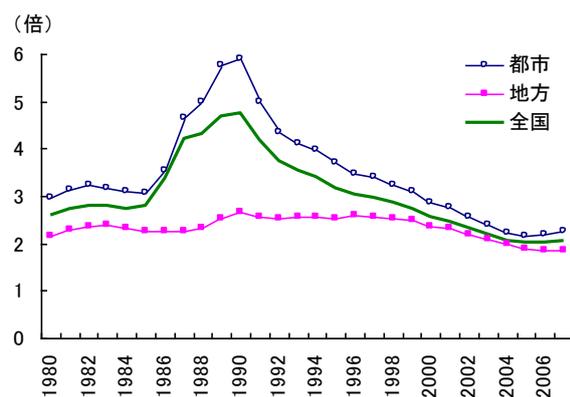
また、日本国内の地価比率の動向を都市と地方に分けてみると、バブル期に都市の地価は割高に評価された一方、地方の地価比率は安定的に推移してきたことが確認できる（資料6）。その後、都市の地価比率は大きく低下したため、都市と地方の地価比率の差は収斂してきた。2000年代以降は、双方の地価比率とも緩やかな低下傾向にある。

資料5 地価比率の国際比較



(出所) 内閣府、総務省、首相官邸資料、BEA、UNSD、Statistics Canada、VOA 各種資料より作成

資料6 地価比率の地域比較



(出所) 内閣府『国民経済計算』、『県民経済計算』より作成

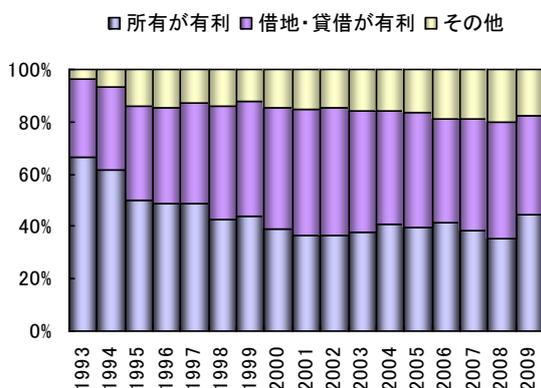
² 地価比率とは、「ある土地に投資を行い、そこから得られる収益を回収する場合、何年の投資期間を要するか」を意味する。また、地価比率は株式でいうところの株価収益率 (PER) に相当する。PER は、株価の値頃感を測る尺度とされており、「PER＝株価／一株あたりの利益」と表される。一方、地価比率は「地価比率＝地価／土地1単位あたりの付加価値」と表され、同様の意味をもつ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

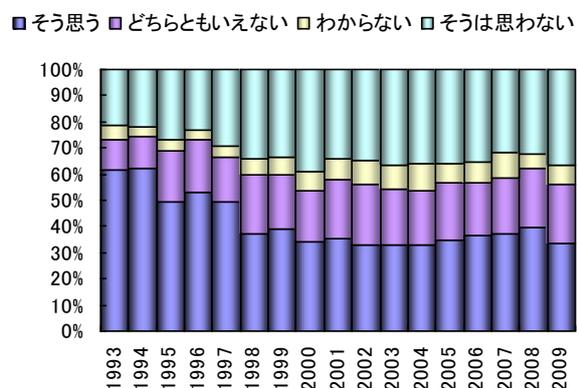
○収益性を反映する地価形成

バブル期以降、地価の決定方式は収益性にもとづく価格形成に移行してきた。こうした状況を把握するために、企業や家計の土地所有に対する意識の変化を確認しておく。まず、企業側からみると、「土地所有が有利である」と考える企業の割合は低下傾向にある（資料7）。また、家計側からみると、土地資産を預貯金や株式などの金融資産と比べて「有利」と考える割合が低下しているのに対して、「有利ではない」と考える割合は増えてきた（資料8）。2008年以降の景気後退局面において、若干の変化はあったものの、家計や企業の土地に対する意識の方向性は大きく変化していないと考えられる。こうした企業や家計の意識変化は、バブル期のような投機的な土地需要を抑制させており、地価や貸借料が土地の収益性を反映しやすい構造をもたらしているといえる。

資料7 今後の土地所有の有利性について



資料8 土地の有利性に関する意識（預貯金・株式と比べて）



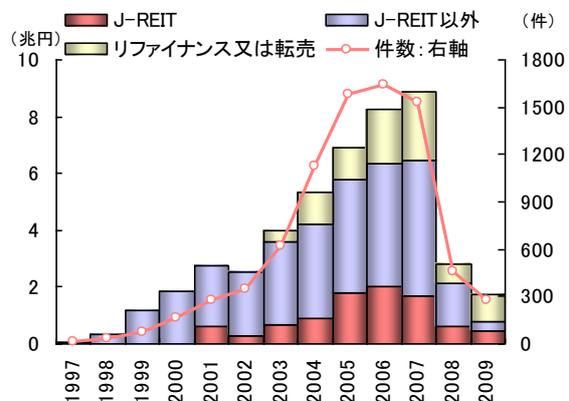
（出所）国土交通省『土地所有・利用状況に関する企業行動調査』（出所）国土交通省『土地問題に関する国民の意識調査』

また、かつて土地取引価格が収益性や生産性に見合っていなかった背景に、価格形成が市場で十分に機能しなかったことが指摘されている。しかし、不動産証券化市場の活性化など、土地の流動性が高まったことで、地価が収益性などの資産価値に関する情報に見合うように形成されていると考えられる。

日本国内の不動産市場の動向において、とくに不動産投資信託（J-REIT）や不動産プライベートファンドによる物件取得の活発化の果たした役割は大きいと考えられる（資料9）。しかし、2000年代拡大してきた不動産証券化は、世界同時不況の影響を受けて大きく減少することになった。その後、景気動向に遅行する傾向があるものの、足元では不動産証券化市場にも徐々に回復の兆しがみえはじめている。

以上のような経済環境は、地価形成が土地の収益性を反映するように変化していることを裏付けている。今後もこうした傾向が続くと想定されるため、地価予測においては、土地の収益性を勘案したモデルにより推計を行った。

資料9 不動産証券化の実績の推移



（出所）国土交通省『不動産の証券化実態調査』

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○地価リスクプレミアムの地域差拡大

地価の決定要因には、その土地の収益性、金利、成長の可能性など多くの要素がある。そのうち、地価の地域差が生み出される要因として、リスクプレミアムが重要といえる。リスクプレミアムとは収益性の不確かさの対価と表現できる³。同じ収益性をもつ2つの土地がある場合、リスクプレミアムが高い方の地価は、低い方の地価よりも低くなるため、リスクプレミアムの高低が地価形成に影響を与える。よって、ここでは、地価に地域差を生じさせるリスクプレミアムの動向を確認しておく。

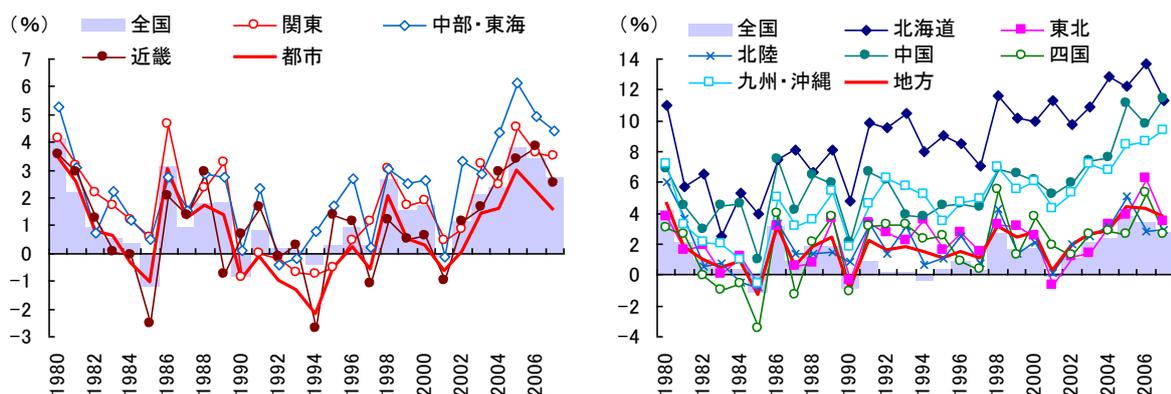
リスクプレミアムを把握するためには、土地が生み出す所得を把握しなければならない。しかし、それは外部から容易に把握できないものである。そこで、生産関数を用いて土地の利回りを推計し、それから安全資産である国債利回りを引いてリスクプレミアムを抽出する方法をとった⁴。

結果、1990年以前に大差なかった地域ごとのリスクプレミアムについては、地域差が見られるようになり、1990年代半ばから地方のリスクプレミアムは都市よりも高まった(資料10)。また、2000年代の景気拡張局面では都市ほどリスクプレミアムは上昇しなかった。地域別リスクプレミアムを個別にみると、地方のうち特に北海道、中国、九州・沖縄のリスクプレミアムが相対的に高い。また、その上昇トレンドには大きな変化がないことが確認できる。一方、関東、中部・東海、近畿のリスクプレミアムは低い傾向にあり、2005年以降の景気拡張局面では低下がみられる。

以上より、リスクプレミアムについて次のことがいえる。

- ・ リスクプレミアムが高い地域では低下傾向が見られない一方、低い地域では低下が見られるため、地域間でのリスクプレミアムの乖離が拡大している。
- ・ リスクプレミアムの地域差は2000年代に生じたものではなく、1980年代にも存在していたが、その差が小さく地域間の方向性の違いも見出しにくい構造にあった。しかし、2000年代になると乖離が大きくなり、地域差が顕在化したといえる。

資料10 地価のリスクプレミアム



(出所) 内閣府『企業行動アンケート調査』『国民経済計算』、総務省『日本統計年鑑』など資料より推計。

(注) 収益還元地価＝土地の予想収益／(安全資産利回り＋リスクプレミアム－収益の名目期待成長率) から、リスクプレミアムを計算した。たとえば収益還元モデルについては内閣府(2002)で紹介されている。収益還元地価に実際の地価、土地の予想収益に過去3年の平均と地収益額、安全資産利回りに長期国債(10年)新発債流通利回り、収益の名目期待成長率に地域別期待名目GDP成長率を用いた。内閣府『企業行動アンケート調査』の実質経済成長率見通しと地域別実質成長率から、地域別実質期待成長率を計算した。地域別GDPデフレーター(過去3年平均値)により名目化した。

³ 内閣府(2002)では収益還元モデルが分析で用いられる。本稿でも地価の先行きを予測する上で、収益還元モデルを用いる。

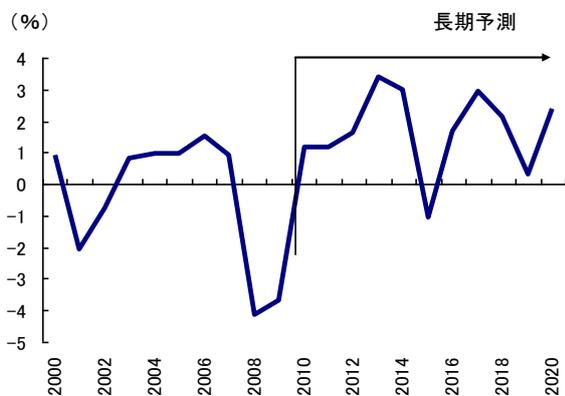
⁴ ここでは、収益還元モデルに基づき、①推計した生産関数の土地分配率、②土地分配率に基づく土地所得、③土地所得と土地資産額の比率から土地利回り、を計算する3段階の方法をとった。

○長期地価予測～景気の回復力が弱い中、都市部の回復と地方の停滞が見込まれる～

以下の地価長期予測では、地価は土地の収益性に基づいて決定されると考える。ここでは、将来にわたって生み出す収益を、現時点の価値に評価しなおした割引現在価値モデルによって行った。割引現在価値は、①実質所得の代理変数として実質 GDP、②名目長期金利、③名目期待成長率、④土地税率（固定資産税、都市計画税、地価税の実効税率）、⑤リスクプレミアムによって構成される。また、地価予測にあたっては、(i) 人口減少などが需給に影響を与える人口要因と、(ii) 前述のように地価比率の収斂がみられる趨勢的变化とを考慮した。

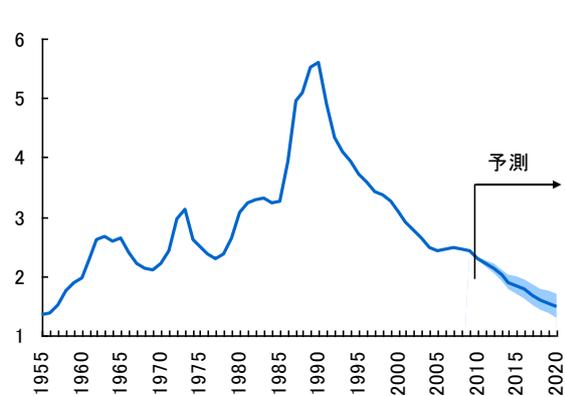
まず、経済前提となる当社の長期経済予測（メインシナリオ）については、名目 GDP は 2009 年度を底にして回復基調となり、徐々にデフレ状態からの脱却も進み、名目成長率が実質成長率を上回ることが想定されている⁵（資料 14）。また、ここでは 2014、2018 年度の消費税率引き上げを想定しており、それに合わせて経済成長率の一時的な減速が織り込まれている。

資料 14 名目 GDP の見通し（メインシナリオ）



（出所）第一生命経済研究所長期経済予測

資料 15 地価比率の予測



（出所）日本不動産研究所『市街地価指数』、内閣府『国民経済計算』『企業行動アンケート調査』、総務省『日本統計年鑑』資料などにもとづき、第一生命経済研究所長期経済予測から推計

（注）上下限は標準偏差から設定している。

こうした経済環境を前提に、割引現在価値モデルにもとづいて地価の長期予測を行った結果、地価比率は 1 倍に近づくように推移すると予想される（資料 15）。今後の地価については、六大都市では商業地、住宅地の地価は景気回復とともに上昇し、工業地では下落企業が継続と見込まれる⁶（資料 16）。一方、除六大都市の地価は、景気回復とともに下落のスピードは鈍化するものの、上昇トレンドには転じないと考えられる。人口減少や地域経済の成長力鈍化などによって、地方の地価リスクプレミアムの上昇が、地価上昇の足かせになるためである。

また、地価を地域別にみると、地価の地域差がさらに鮮明になる⁷（資料 17）。前回の景気拡張局

⁵ 当社の長期経済予測については「日本経済の 10 年予測～民間主導の着実な成長を目指して～」(2010 年 12 月 14 日)を参照。

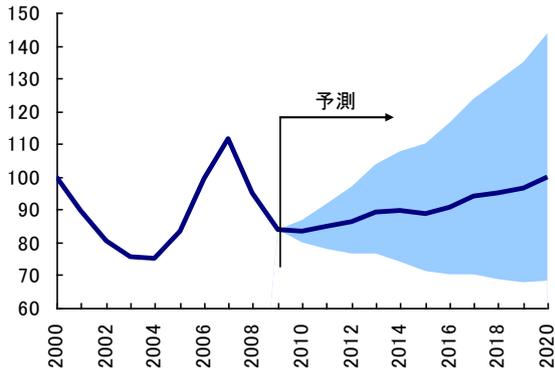
⁶ 六大都市は①東京都区部、②横浜、③名古屋、④京都、⑤大阪、⑥神戸の六大都市の平均指数であり、除六大都市は、上記の六大都市を除く全国 217 都市の平均指数である。

⁷ 地方は以下の 9 つの地方に分類されている。①北海道地方（北海道 11 都市）、②東北地方（青森、岩手、宮城、秋田、山形、福島県の 21 都市）、③関東地方（茨城、栃木、群馬、埼玉、千葉、東京、神奈川、山梨の 50 都市）、④北陸地方（新潟、富山、石川、福井の 13 都市）、⑤中部・東海地方（長野、静岡、愛知、岐阜、三重の 32 都市）、⑥近畿地方（滋賀、京都、奈良、和歌山、大阪、兵庫の 36 都市）、⑦中国地方（鳥取、島根、岡山、広島、山口の 19 都市）、⑧四国地方（徳島、香川、愛媛、高知の 11 都市）、⑨九州・沖縄地方（福岡、佐賀、長崎、熊本、大分、宮崎、鹿児島、沖縄の 30 都市）である。

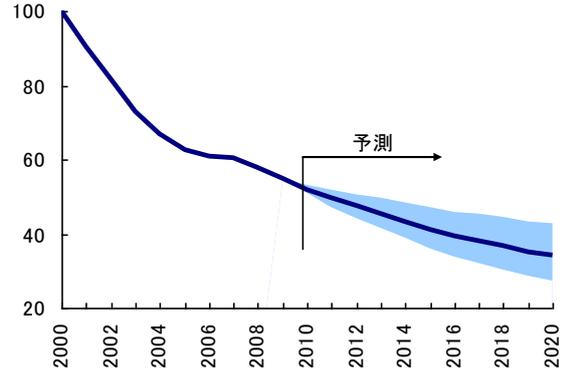
面において、商業地の地価（前年度比）がプラスに転じたのは、関東、中部・東海、近畿の3地域であり、他の地域は下落幅が縮小するのみであった。住宅地の地価をみると、今後の調整は商業地よりも緩慢なものになると見込まれる。この中で地価の下げ幅が小さいのは、前回の景気拡張局面で地価（前年度比）がプラスに転じた関東、中部・東海、近畿などと考えられる。他の地域では景気回復による家計購買力の改善幅が限定的であるため、住宅需要にともなう土地需要の回復力も弱いと考えられる。また、工業地の地価（前年度比）では前回の景気拡大局面において近畿と北陸が一時プラスに転じたものの、今後は各地域とも緩やかな下落基調がつづくと予想される。

資料 16 市街地価格指数予測

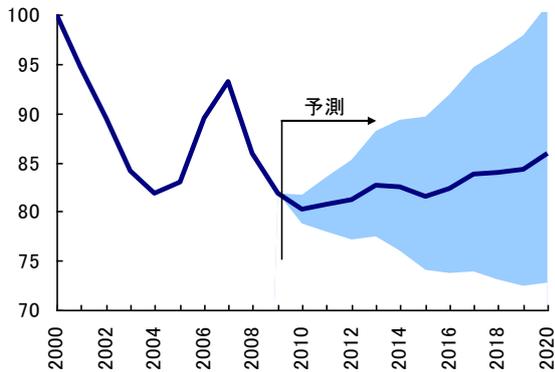
< 六大都市：商業地（2000年度基準） >



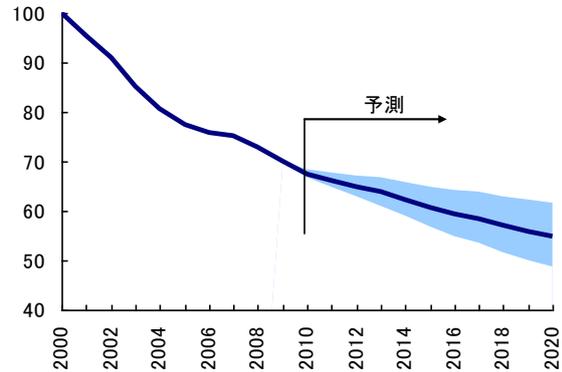
< 除六大都市：商業地（2000年度基準） >



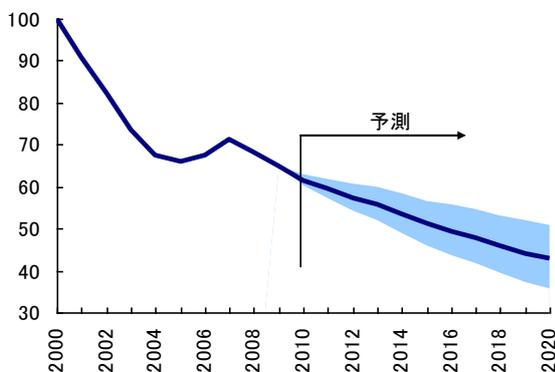
< 六大都市：住宅地（2000年度基準） >



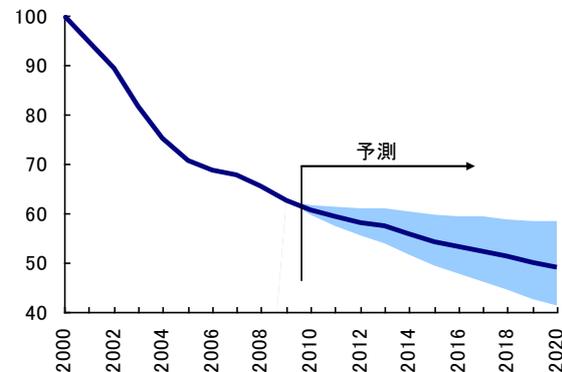
< 除六大都市：住宅地（2000年度基準） >



< 六大都市：工業地（2000年度基準） >



< 除六大都市：工業地（2000年度基準） >



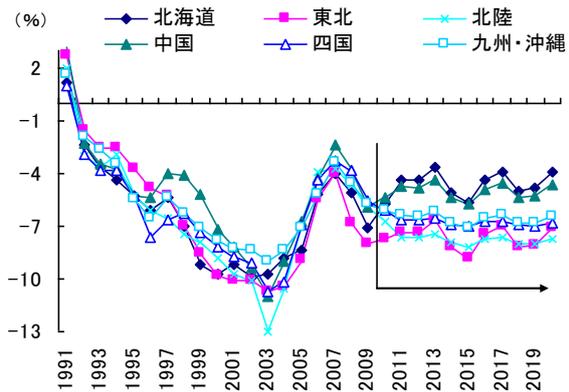
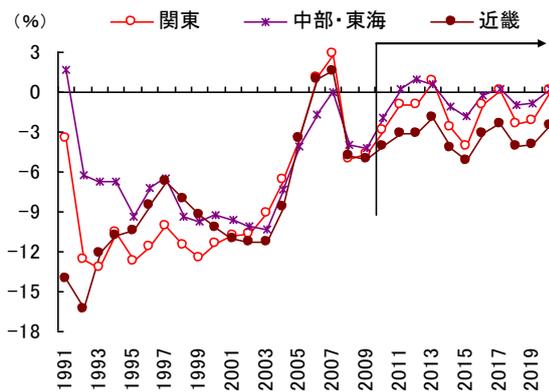
（出所）日本不動産研究所『市街地価格指数』、内閣府『国民経済計算』『企業行動アンケート調査』、総務省『日本統計年鑑』資料などにもとづき、第一生命経済研究所長期経済予測から推計

（注）上下限は標準偏差から設定している。

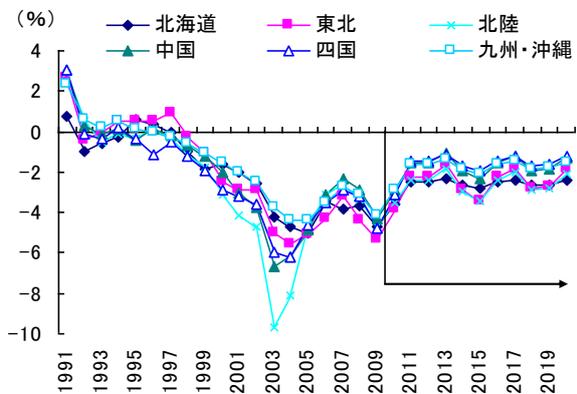
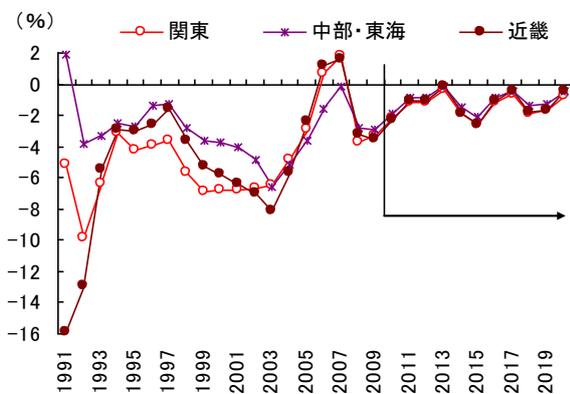
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

資料 17 地域別の市街地価格指数予測（前年比）

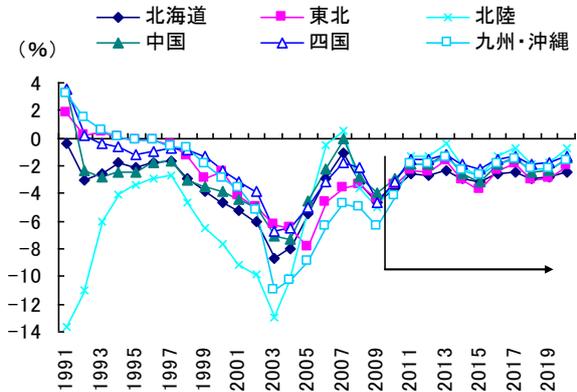
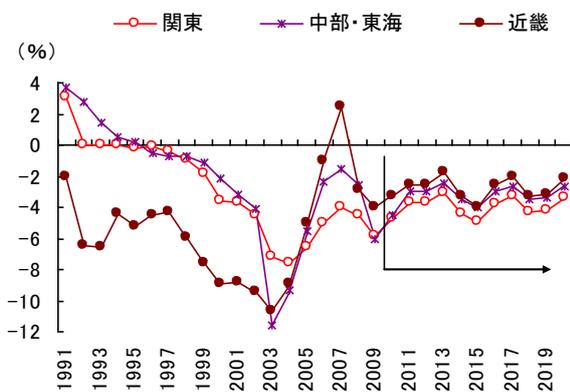
<商業地>



<住宅地>



<工業地>



（出所）日本不動産研究所『市街地価格指数』、内閣府『国民経済計算』『企業行動アンケート調査』、総務省『日本統計年鑑』資料などにもとづき、第一生命経済研究所長期経済予測から推計

以上のように、現状は景気後退局面から回復局面への転換期にあり、地価の下落幅は縮小する方向にある。一方、長期的な視点からみた地価比率にもとづくと、引き続き日本の地価は調整局面にあると判断され、地価の低下傾向は今後も継続すると想定される。

こうした予測結果には、日本経済が直面する課題が大きく影響を及ぼしている。まず、住宅地や商業地については、人口減少や都市部への人口移動などから、地方の地価が上昇しにくい環境にある。こうした構造要因に加えて、デフレなど日本経済の停滞が地価の抑制要因となっている。さらに、経

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

済成長の鈍化や財政問題などが企業や消費者のマインドを萎縮させ、それらが需要不足に拍車をかけている。企業の海外進出は、国内工業地の需要減少を引き起こし、工業地地価の下落要因となる。こうした動きは、企業が海外進出の強化を検討しているという各種アンケート結果からも裏付けられ、足元で進展する円高も工業地需要をさらに抑制させる可能性がある⁸。

このような経済構造を背景とした収益性やリスクプレミアムの相違などによって、地価の地域差は拡大することが見込まれる。また、同一地域内であっても、同様の要因により地価変動の方向性が異なることも想定される。

<参考文献>

内閣府(2001)『経済財政白書』(平成 13 年度)

内閣府(2002)『経済財政白書』(平成 14 年度)

リクルート『リクルート住宅価格指数』

⁸ 内閣府『企業行動に関するアンケート調査』(平成 21 年)やJETRO『円高の影響に関するジェトロ・メンバーズ緊急アンケート結果概要』(2010 年 9 月 17 日)などを参照。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。