

公示地価の反転 上昇する都心4区

発表日：2007年3月23日(金)

～東京23区では商業地19区、住宅地14区が2桁上昇～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

2007年の公示地価は16年振りのプラスになった。注目されるのは東京23区の中で商業地は19区が、住宅地は14区が2桁上昇になっていることである。しかも、渋谷区、港区、中央区、千代田区の都心4区は数年来の地価水準に戻っている。こうした地価上昇の背景には、(1)東京圏への人口流入、(2)不動産ファンドの拡大、(3)ファンドへの海外投資家の投資増、などの要因がある。一方、地方では人口減少による地価下落が続いており、二極化の様相は解消されていない。

1991年以來の全国地価上昇

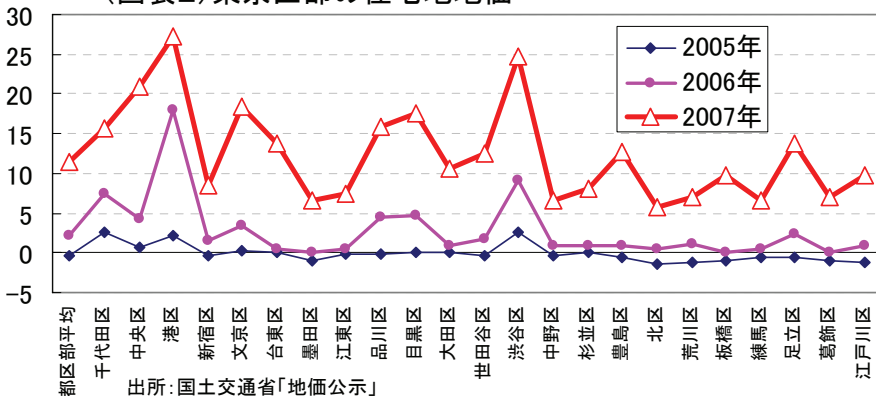
国土交通省が2007年1月1日時点の公示地価を発表した(図表1)。商業地・住宅地の全国平均がともに16年ぶりに地価上昇に転じたこともさることながら、東京都内区部の地価が軒並み2桁の上昇になったことは驚きである(図表2、3)。東京23区の地価に注目すると、商業地では全区プラスのうち19区が2桁の上昇、住宅地も全区プラスのうち14区が2桁の上昇である。都心で地価上昇が目立っている渋谷区、中央区、港区、千代田区の4区をピックアップして、地価反転の水準を見比べてみると、商業地で最も上昇が進んでいる

(図表1)地価公示の前年比

| | 前年比% | | | | | |
|------------|-------|--------|-------|---------|-------|-------|
| | 東京圏 | 大阪圏 | 名古屋圏 | 三大都市圏平均 | 地方平均 | 全国平均 |
| 商業地 | | | | | | |
| 2003 | △ 5.8 | △ 10.2 | △ 8.0 | △ 7.1 | △ 8.7 | △ 8.0 |
| 2004 | △ 4.5 | △ 8.8 | △ 6.0 | △ 5.8 | △ 8.7 | △ 7.4 |
| 2005 | △ 2.5 | △ 5.0 | △ 3.3 | △ 3.2 | △ 7.5 | △ 5.6 |
| 2006 | 1.0 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | △ 5.5 | △ 2.7 |
| 2007 | 9.4 | 8.3 | 7.8 | 8.9 | △ 2.8 | 2.3 |
| 住宅地 | | | | | | |
| 2003 | △ 5.6 | △ 8.8 | △ 5.6 | △ 6.5 | △ 5.1 | △ 5.8 |
| 2004 | △ 4.7 | △ 8.0 | △ 4.9 | △ 5.7 | △ 5.7 | △ 5.7 |
| 2005 | △ 3.2 | △ 5.2 | △ 3.3 | △ 3.7 | △ 5.4 | △ 4.6 |
| 2006 | △ 0.9 | △ 1.6 | △ 1.3 | △ 1.2 | △ 4.2 | △ 2.7 |
| 2007 | 3.6 | 1.8 | 1.7 | 2.8 | △ 2.7 | 0.1 |
| 全用途 | | | | | | |
| 2003 | △ 5.9 | △ 9.1 | △ 6.1 | △ 6.8 | △ 6.0 | △ 6.4 |
| 2004 | △ 4.9 | △ 8.3 | △ 5.3 | △ 5.9 | △ 6.5 | △ 6.2 |
| 2005 | △ 3.2 | △ 5.4 | △ 3.5 | △ 3.9 | △ 6.0 | △ 5.0 |
| 2006 | △ 0.7 | △ 1.4 | △ 1.0 | △ 0.9 | △ 4.6 | △ 2.8 |
| 2007 | 4.6 | 2.7 | 2.8 | 3.8 | △ 2.8 | 0.4 |

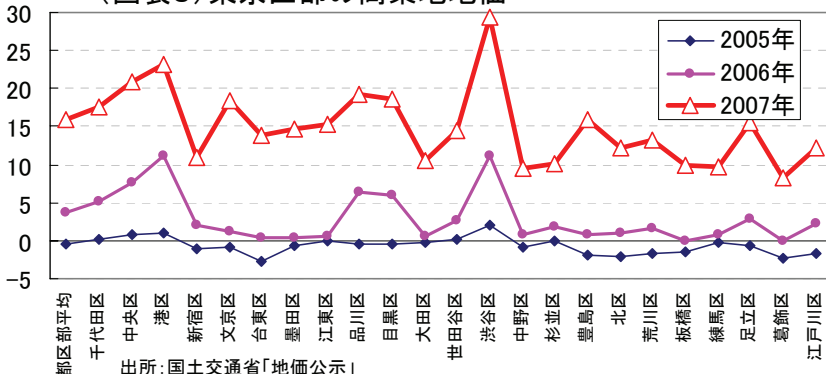
出所：国土交通省「地価公示」調査時点は各年1月1日。

前年比% (図表2) 東京区部の住宅地地価

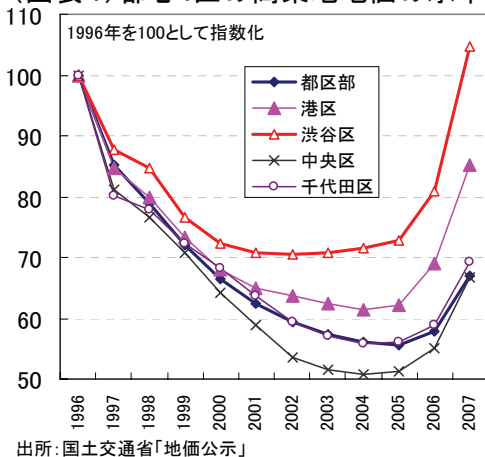


渋谷区ではすでに11年前の1996年の水準を超え、港区でも10年前の1997年の水準を超えている(図表4)。地価反転に対して「水準はまだ低い」という見方もあろうが、一部の地域では水準も上昇してきている。

前年比% (図表3) 東京区部の商業地地価



(図表4) 都心4区の商業地地価の水準



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。

こうした現状について、ちょうど日本銀行の福井総裁は3月19日の記者会見で「一部の大都市中心部の地価上昇についてはスピード感を伴っていると思うことがある」と発言した。会見の翌営業日に当たる公示地価発表は、まさしくその発言を裏付けている。

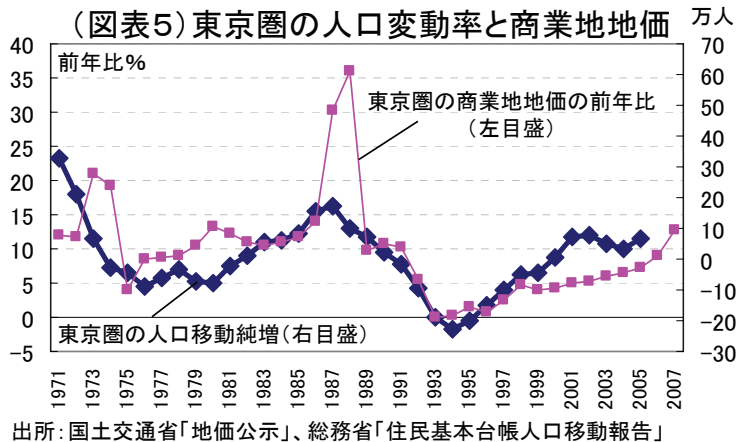
地価上昇の背景

地価上昇の背景には、まず人口移動が挙げられる。特に、東京圏では地価上昇と人口移動の関係は深い。総務省「住民基本台帳人口移動報告」によれば、景気拡大のペースと軌を一にするかたちで、東京圏に対して人口が集積する効果が確認され、その動きは地価上昇と連動しているようにみえる(図表5)。この2つの現象の因果関係はいずれからも考えられるが、基本的に都心に住みたいという住民が増えて、大型マンションが建設され、不動産の採算性が改善するという作用を出発点にしていると考えられる。そして、都心の地価上昇の動きは、周辺の地価と連動しながら、都区部全体の地価上昇を促したようだ。

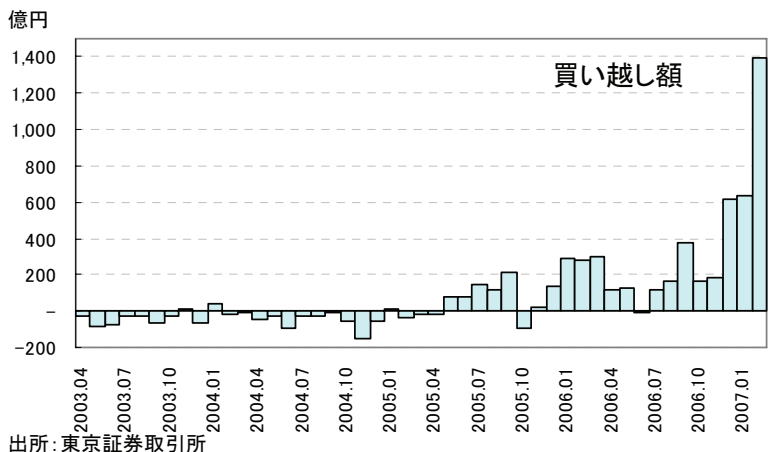
二番目に、不動産ファンドの物件取得の活発化も大きい。すでに東証上場のREITだけでも40を数え、その総時価は5.85兆円に達する(2007年2月末、浮動株ベース)。個別REITの投資物件には、地価上昇が進んでいる渋谷区、中央区、港区、千代田区に所在する物件が目立つ。これらの地域では、オフィスビル賃料が2006年央から上昇ペースが明確になってきており、取得価格が上昇する一方で、インカムゲインも向上している格好である。加えて、不動産売買に関しては、事業法人→不動産ファンドから、不動産ファンド→不動産ファンドへとウエイトが大きく変化してきている。その背景には、かつては譲渡損益がマイナスであった取引が、最近はプラスの譲渡益に変わり、転売を容易にしている事情もあるようだ。

三番目には、ファンドの活動への金融面の後押しもある。ファンドは銀行等の資金運用難を背景に資金調達が可能になっており、それが梃子になっている側面もある。確かに、日銀の金融政策が超緩和状態からの脱却を図ろうとしており、一頃に比べれば緩和度合いは後退しているが、緩和的状況は続いている。長期金利が低位安定していることも、長期借入や投資法人債の発行を相対的に有利にしている。

四番目には、資金調達面で海外投資家のREIT取得の活発化も注目される。東証「投資部門別不動産投資信託証券売買状況」では、2006年末から海外投資家の投資が加速的に増加している(図表6)。これは、日本の超低金利環境と資産収益率の改善を好感していることが主因であろう。そのほか、韓国、中国、インドなどアジア諸国の都市部を中心に、資産価格が急騰する動きがある中で、海外投資家にとって日本の都市部の不動産に対する割安感があるのかもしれない。数年来、海外投資家のポートフォリオの中で、オルタナティブ投資と不動産投資に回っていく割合は着実に増えており、その資金配分の一部が日本の不動産投資に向かっている可能性がある。



(図表6) 上場REITに対する海外投資家の取得増



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。

バブルとの相似と相違

過去からの流れを振り返っておくと、これまで地価変動がプラスになったのは1991年が最後だった。その後、バブル崩壊によって歯止めのかからない地価下落が続いた。

バブル生成前に注目すると、全国平均の商業地価は、1986年頃*から徐々に上昇ペースを速め、東京圏を中心に1987・1988年の両年に大幅な上昇を記録する（東京圏商業地価1987年48.2%、1988年61.1%）。今の地価上昇は、ちょうど21年前にあたる1986年に地価が上昇しはじめた局面に似ているように見えなくもない。

※地価上昇が始まったのは、プラザ合意（1985年9月）前後であり、当時は公定歩合が5%であった。しばしば公定歩合2.5%がバブルを起こしたと言われるが、2.5%の公定歩合が続いたのは1987年2月から1989年5月である。

こうした状況に関して、筆者自身が頻繁に質問されるのが「日本はすでにバブルなのか」という問いである。結論から言えば、そうした判断は容易にできない。人によって「何がバブルであるか」という認識に温度差があるうえ、その定義もはっきりしない。仮に、不動産市場でバブルが起こっているにしても、バブルの渦中であって、それを自覚することは甚だ困難である。こうした質問に、筆者自身は責任のある回答に困ってしまう。

なお、80年代バブルとの相違点を述べておくと、当時は「東京が国際金融センターを目指す」という神話があった。今の不動産関係者にそうした思いはないだろう。当時はなかった不動産価格が大幅に下落するというトラウマも、今は根強く残っている。政策当局も、そのリスクを感じながら注視しているところは当時と異なる。

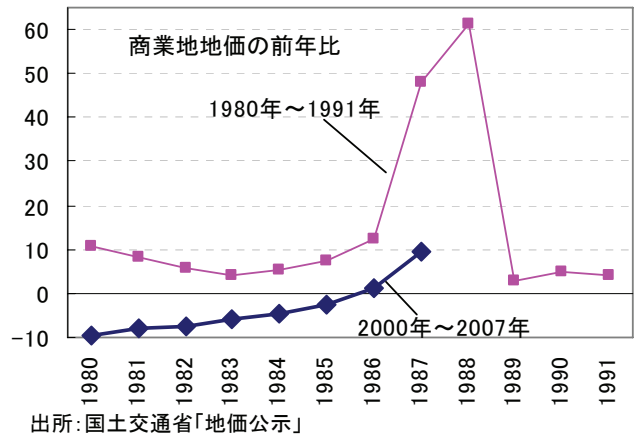
一方、過剰流動性の状況は今も当時も強く、当時の事業法人、銀行セクターの役割が、不動産ファンド・海外投資家に置き換わり、地価高騰のプレイヤーになっている。筆者自身は、現状がバブルか否を判定することに意味はなく、常にその可能性を視野に入れておく警戒姿勢を採っておくことが政策運営の考え方として望ましいと思う。

地方の地価動向

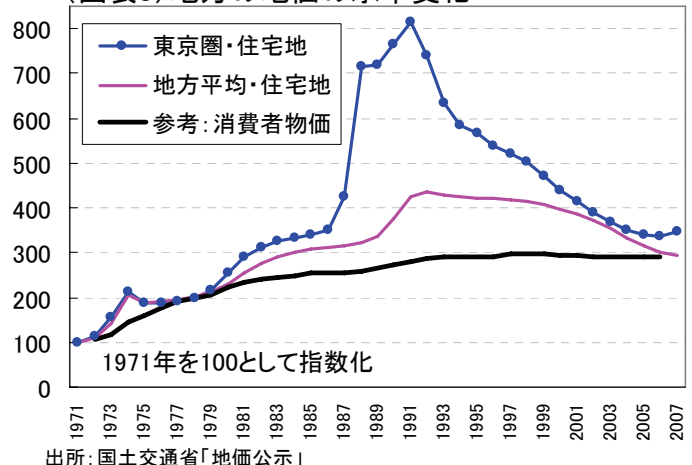
80年代バブルと現在の最も大きな違いは、地方の地価が下落している点である。2007年の商業地地価は、東京圏が前年比9.4%（前年1.0%）に対して、地方平均は▲2.8%（▲5.5%）となっている。地方の商業地地価は、ようやく下げ止まりが見え始めた程度で、未だ浮上していないのが実情である。

地方平均の地価水準に関して興味深いのは、長期間系列でその水準を眺めると、下落を続ける地方平均の住宅地地価が消費者物価の水準に収斂しつつあることである（図表8）。地方平均の商業地地価を遡及可能な1971年の商業地地価を100として指数化し、同じく消費者物価指数（含む生鮮食品）を並べると、両方の水準がほぼ一致するようになってきている。この現象は、長期的に見て地価形成が一般物価と乖離した形では成り立ち得ないことを物語っている。

前年比%（図表7）東京圏の地価比較



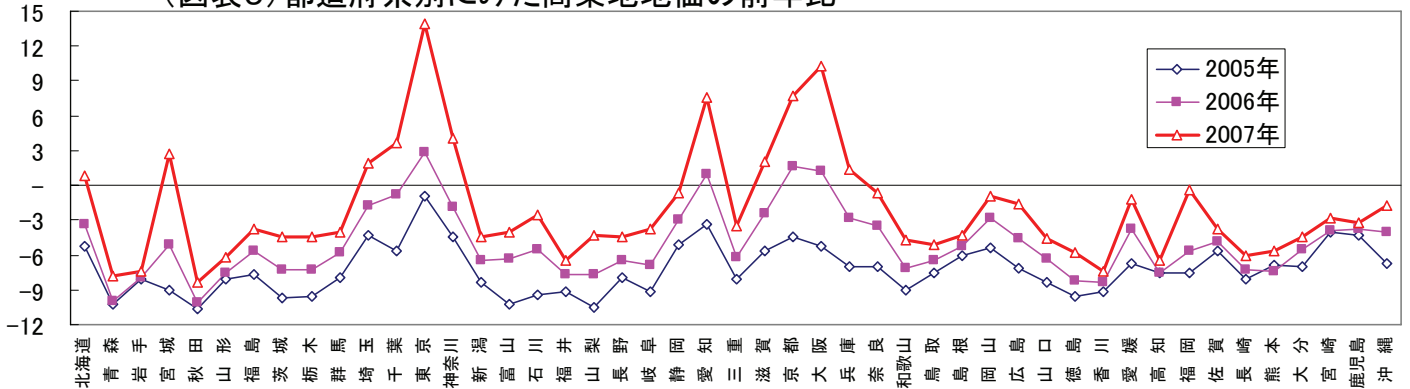
(図表8) 地方の地価の水準変化



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。

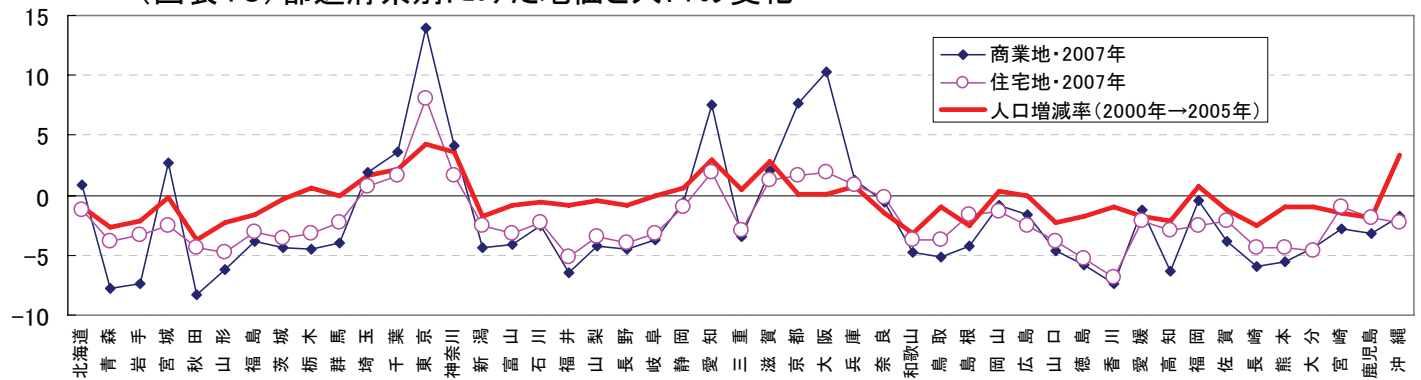
さらに、都道府県別の地価を並べてみると、三大都市圏を中心に地価上昇が起こっている一方、北関東、北陸、九州などでは相変わらず地価下落が続いていることがわかる（図表9）。この状況は、東京圏とは正反対に、地域の人口減少と密接な関係があり、人口減少が顕在化する地域ほど住民の購買力が高まらず、商業規模が縮小を余儀なくされて地価下落につながっていることを想起させる（図表10）。東京の場合は、社会的人口移動が起こり、集積効果を通じて立地産業には生産性上昇の恩恵が生まれる。それが事業収益を向上させ、商業地価上昇に展開していると理解できる。今後ともこの構図はしばらくは続き、人口集積の起こる地域とそうでない地域の間で、地価変動に二極化が進む可能性がある。

前年比% (図表9) 都道府県別にみた商業地地価の前年比



出所：国土交通省「地価公示」

前年比% (図表10) 都道府県別にみた地価と人口の変化



出所：国土交通省「地価公示」、総務省「国勢調査」

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。