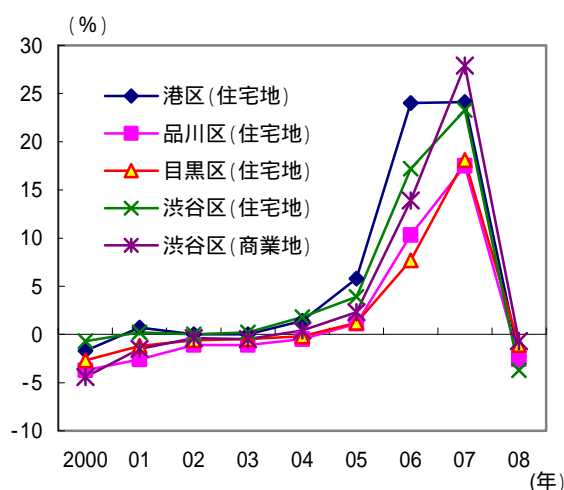


## 最近の地価動向について

### Q1. 再び地価が下落しているそうですね？

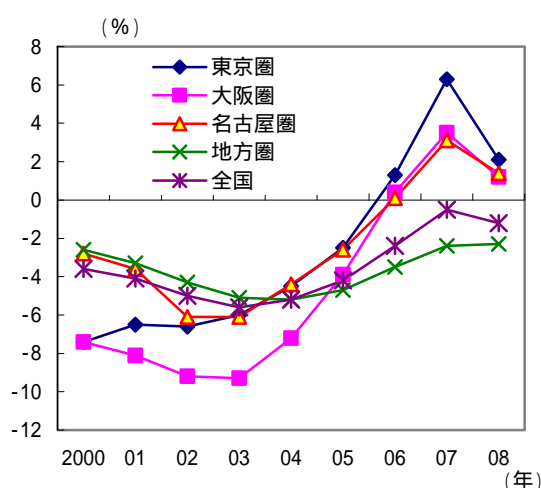
- ・ 最近、主要な経済誌等で「地価下落」を特集した記事をよく目にするようになりました。また、首都圏で、日々の新聞の折り込みに入っている不動産広告のチラシを見ると、すこし前に比べれば特に郊外の住宅の価格が安くなっているような気もしないではありません。以前は、仕入れ値の上昇により値上がりした価格を「新価格」と表示していたものが、今では物件を処分するために値下げした価格を「新価格」としている広告すらあります。また、大手不動産販売会社による都市部を対象とした地価の定点観測調査を見ても、足下では下落している地点が多くを占めるようになってきています。地価の体感温度は、このところ下がってきているようです。
- ・ 地価の代表的な尺度のひとつである「基準地価」が、9月19日に国土交通省から発表されました。これによると、ここ数年、高い上昇率を示してきた所謂ブランド地域と呼ばれる東京都の港区、渋谷区、品川区などの住宅地や、渋谷区の商業地などが、前年比で下落に転じています（図表1）。もっとも、東京圏全体や大阪圏、名古屋圏など都市部全体でみると、まだ上昇が続いています。その一方で、地方圏、全国をみると、依然として下落が続いています（図表2）。

図表1 都区部の地価（前年比）



(出所)国土交通省「都道府県地価調査」

図表2 基準地価（全用途平均、前年比）



(出所)国土交通省「都道府県地価調査」

- ・ 「基準地価」のデータを見る限り、再び地価が下落を始めたと言えるのは、東京の一部の地域に限られています。ただし、まだ地価が上昇を続けている地域の動向を見ても、昨年に比べて、上昇率はかなり下がっています。東京圏の人口10万人以上の地域での地価の変化率の分布をみたものが（図表3）ですが、上昇率が低い方に分布がシフトしている様子が見てとれます。昨年までは、首都圏など都市部の地価はかなり過熱気味と言われていましたが、現在は、相当下火になってきており、潮目が変わってきているとは言えそうです。

図表3 東京圏 人口10万人以上の地域での地価変化率の分布状況

	最大値	中央値	最小値	平均	標準偏差
2007年	28.6	7.0	-3.5	8.2	7.2
2008年	10.4	2.2	-3.7	2.4	2.4

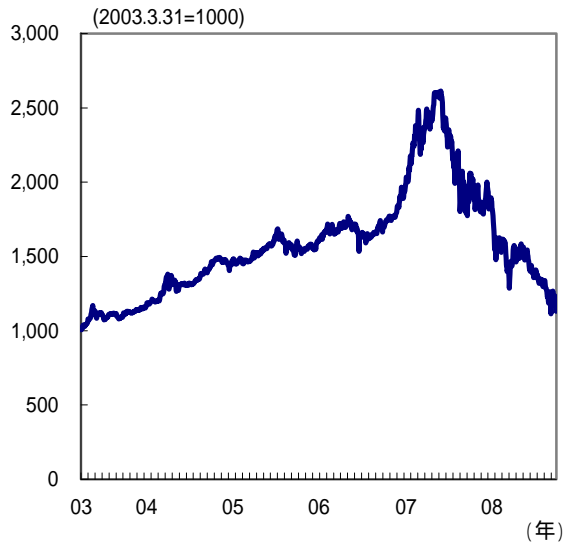
(出所)国土交通省「都道府県地価調査」

- ・ また、「基準地価」は、全国の各地点の7月1日時点の地価を不動産鑑定士が評価した鑑定評価価格ですが、実際の取引価格である実勢価格の動きに比べると遅行する傾向があると言われます。先に発表された東京圏の基準地価は、全用途平均で2.1%の上昇でしたが、実勢地価は既に低下している可能性も十分考えられます。

## Q2．なぜ都市部の地価の潮目が変わったのでしょうか？

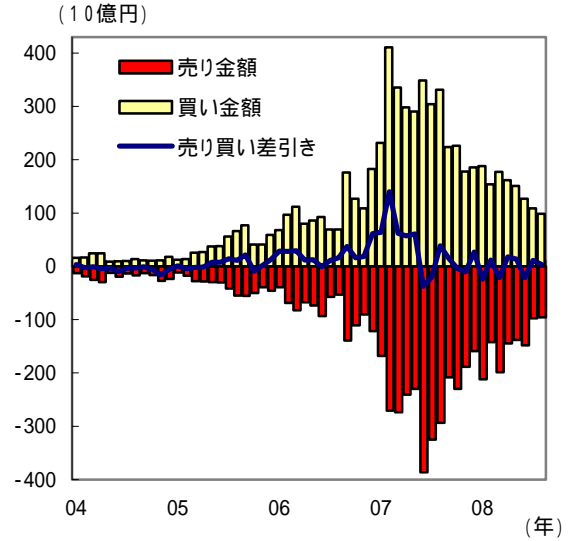
- ・ ここ数年、都市部の地価が上昇してきた主な要因として、世界的な過剰流動性を背景とした不動産ファンド資金の流入がありました。潤沢な資金を持つ不動産ファンドが都市部のオフィスビルや大型マンションなどを積極的に購入したため、値段が押し上げられてきたのです。ところが昨年夏以降、米国発のサブプライムローン問題が深刻化したため、世界の過剰流動性が収縮し始め、日本の不動産市場に入り込む資金の量も急速に縮小してきました。
- ・ 不動産ファンドには非上場の私募ファンドも多くあるため、なかなか全体像をつかみにくいのが実情です。ただ、東証に上場されているREITも不動産ファンドの一種ですので、この動きを追うことによって、不動産ファンド全体の大まかな動向を類推することは可能です。東証REIT指数は、今年の春以降、下落の一途をたどっています（図表4）。REIT購入の主要プレーヤーである外国人投資家による購入額も下落してきています（図表5）。REIT価格の水準が下落を続けていると、REITは増資による新たな資金調達がしにくくなりますので、不動産購入にあてられる資金の量は収縮を余儀なくされます。

図表4 東証REIT指数



(出所)東京証券取引所

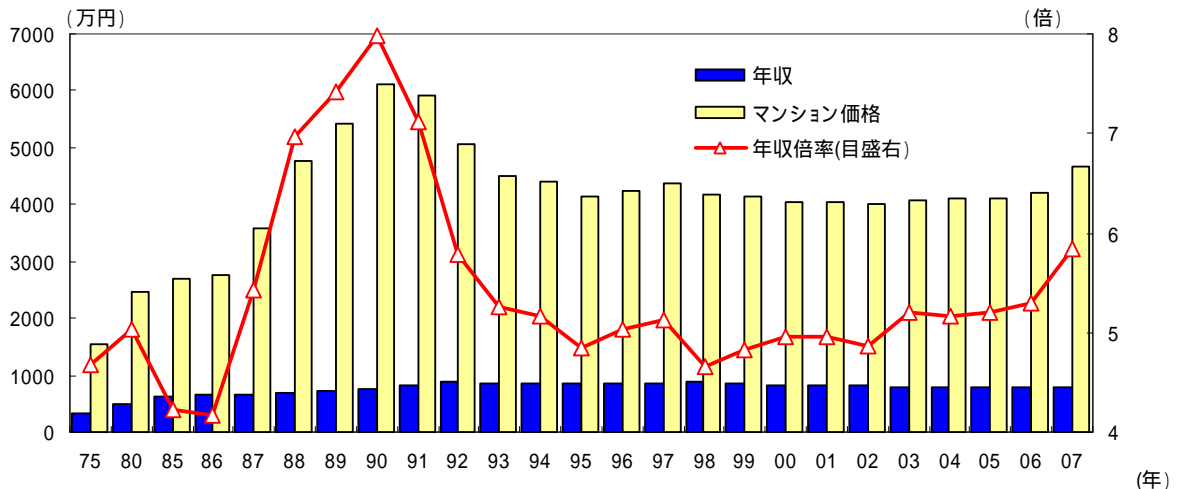
図表5 東証REIT 外国人投資家の売買動向



(出所)東京証券取引所

- 都市部の住宅地の地価に関して言えば、これまでやや水準を上げ過ぎたことが、潮目が変わった一因とも言えます。例えば、首都圏のマンションの年収倍率（マンション価格／年収）は、2007年に5.8倍まで上昇しました（図表6）。明確な根拠はありませんが、一般に年収の5倍程度がサラリーマンの住宅購入価格の目安とされています。これを上回る水準まで住宅価格が上昇すると、需要層が購入をためらう場合も増えているのではないかと思います。

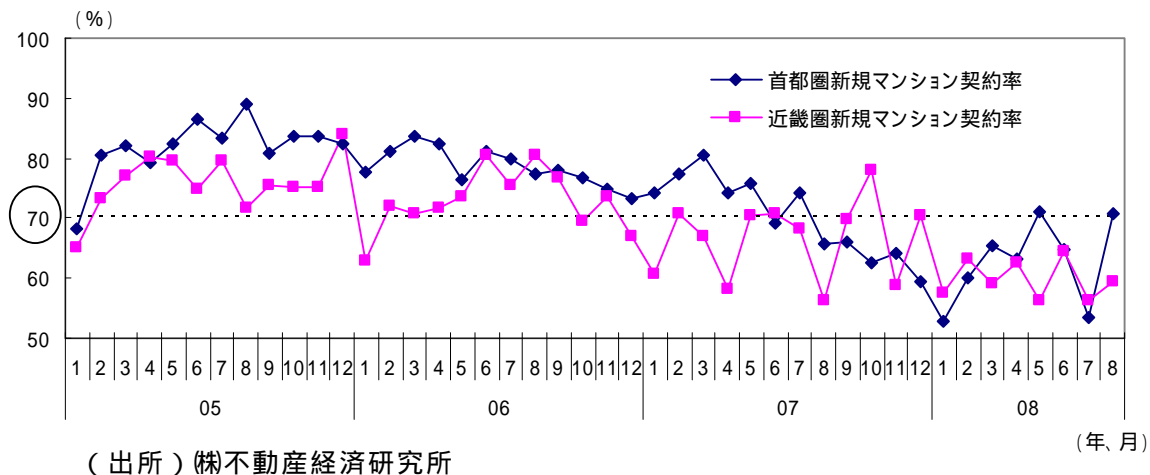
図表6 首都圏のマンションの年収倍率



(出所) (株)不動産経済研究所「全国マンション市場動向」、総務省「貯蓄動向調査」

- 住宅需要は最近ではかなり減退してきており、これが住宅価格（地価）が弱含む原因となっています。首都圏のマンション契約率は、2007年の半ば以降、好不調の目安といわれる70%を下回ることが多くなってきており、市況は冷え込んでいます（図表7）。マンション市況が冷え込む前は、地価や金利に先高感があり、需要層には買い急ぐ動きも見られ、そのことが地価を引き上げていた面もありました。しかし、現状はまったく逆で、地価の下落観測が優勢となり、金利はしばらく上昇しないという見方が強くなっています。こういう状況下では、住宅需要者は様子見をしますので、需要が減退し、地価が弱含むという負の循環に陥っています。

図表7 マンション契約率



### Q3. 地価が下がると景気はどうなりますか？

- 近年、地価の評価方法として定着してきた収益還元法は、大まかに言うと（地価）＝（土地から得られる収益）÷（期待利回り）という考え方です。これによると、地価が下がるのは、（期待利回り）を一定とすると、景気が悪くなって土地から得られる収益が低下してくるからということになります。つまり、景気が悪くなるから地価が下がるのであって、地価が下がると景気がどうなるという考えは因果関係が逆転していると言えます。
- ただ、そうは言っても、経済現象の常として、必ずしも因果関係が一方向に固定されるものではありません。また、住宅地の価格などは必ずしも収益還元法によって決定されているとは言えません。
- 90年代前半のバブル経済崩壊後、地価は下落し日本経済は低迷を続けましたが、その際、「逆資産効果」という説明がよくなされました。これは、資産である土地の価格が下落することにより、企業あるいは家計の担保余力が減少して資金調達力が弱まり、

経済活動が抑制されるという考え方です。米国を中心として世界経済を揺るがしているサブプライムローン問題は、金融経済のみならず実体経済にも悪影響をもたらしていますが、これなど、まさに地価が下がって「逆資産効果」が生じ、景気を悪くしている例と言えます。

- ・ 日本でも、地価の先行きの不透明感から一部の不動産会社が資金の調達が困難になり、足下で不動産会社の倒産が増えているという負の側面が顕在化してきています。ただ、先にも述べましたように、今のところ都市部の地価下落は限定的であり、「逆資産効果」による負の影響もまだ限定的と言えます。

#### Q4．地価は今後どうなるのでしょうか？

- ・ 先にも述べましたように、都市部の住宅価格は、現時点では平均的な年収に比べて高めの水準になってきおり、それゆえに販売が低迷するという状況に陥っています。短期的には、需要サイドが許容できる水準まで価格の調整が進むと考えられます。
- ・ サブプライムローン問題の深刻化による金融市場の混乱は、目下ますます混迷の度合いを深め、世界経済の先行きに暗雲が立ち込めています。日本経済もその影響を逃れられず、先行きは楽観しにくい状況にあります。収益還元法的な見地から地価が決まってくる都市部の商業地の地価などは、経済の先行きが楽観視できない状況では上昇は望みがたく、短期的には弱含みの展開になると予想されます。
- ・ 一方で、世界経済の混乱がこのままずっと続くと考えるのは悲観にすぎると思われます。経済調査機関が9月に出した経済見通しを見ると、ほとんどの調査機関が、2008年度、2009年度の実質経済成長率をわずかではありますがプラスで見込んでいます。この9月に起きた金融市場の大きな混乱により、幾分下押しあるいは回復時期が後ろ倒しになる可能性はありますが、いずれ経済の底堅さを確認する局面が来ると思われます。経済の底堅さが確認されれば、中長期的には人々の土地から得られる収益への期待も高まり、収益還元法的な観点から地価は緩やかな上昇局面を迎えると期待されます。
- ・ ただし、地方も含んだすべての地域の地価が上昇していくことは期待しにくいでしょう。地方の地価は、日本経済がいざなぎ景気を超えて長期の好況を続けてきた時期にも下落を続けてきました。日本経済がプラスの成長を維持する限り、地価全体がプラスを維持すると考えるのが自然ですが、全ての地点で上昇するというわけではありません。上がる地点もあれば、下がる地点もあり、トータルではプラスになるということで、地価の二極化は中期的にも進展していくものと思われます。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 塚田 裕昭

E-mail : [htsukada@murc.jp](mailto:htsukada@murc.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。

全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。