

日本経済ウォッチ＜2006年11月号＞

【目次】

- | | |
|----------------------|--------|
| 1. 今月のグラフ | p.1 |
| ～予測が難しくなった鉱工業生産～ | |
| 2. 景気概況 | p.2 |
| ～想定の範囲内の景気減速～ | |
| 3. 今月のトピックス | p.3～10 |
| ～最近の地価動向～ | |
| (1) 代表的な地価調査から見た地価動向 | |
| (2) 収益還元法の観点から見た地価動向 | |
| (3) 不動産ファンドの投資動向 | |
| (4) 地価バブルは再燃するのか | |
| (5) 今後の地価動向 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班
塚田 (E-Mail: htsukada@murc.jp)

※本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 今月のグラフ ～予測が難しくなった鉱工業生産～

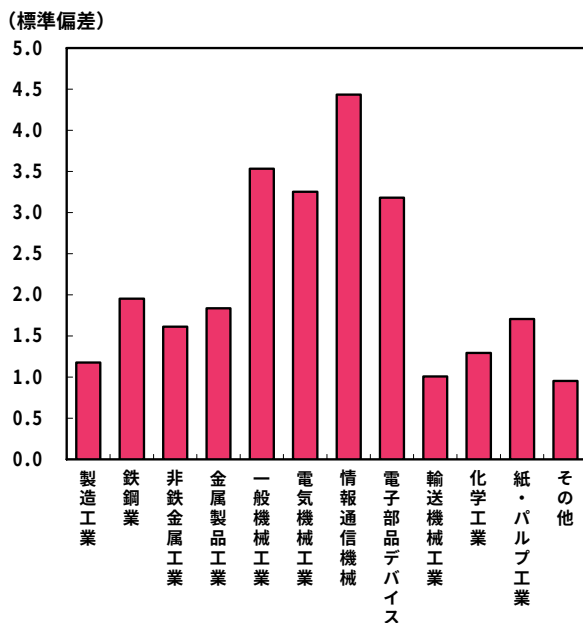
製造業は、一般に受注状況を基に、計画を立てたうえで製品を生産するものである。主要品目について、生産計画を集計したものが製造工業生産予測指数（以下生産予測指数）である。実績値の翌月分および翌々月分が発表され、先行きの生産の動きを予測するうえで参考になる。もっとも、必ずしも計画通りにはいかないため、鉱工業生産の実績との間で乖離が発生する。最近ではこの乖離幅がかなり拡大しており、特に下ぶれ傾向が目立つ。

ところで、計画と実績の乖離幅の標準的な大きさは、業種によって違いがある¹（図表1）。乖離幅が大きいのは、一般機械、電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイスなどである。これらの業種では受注の変動が大きく、キャンセルや生産の後ずれが生じやすいと推察される。一方、素材業種や輸送機械は乖離幅が小さい。これらの業種では、受注の変動が小さい、あるいは機動的な生産計画の変更になじまないといった業種特性が考えられる。

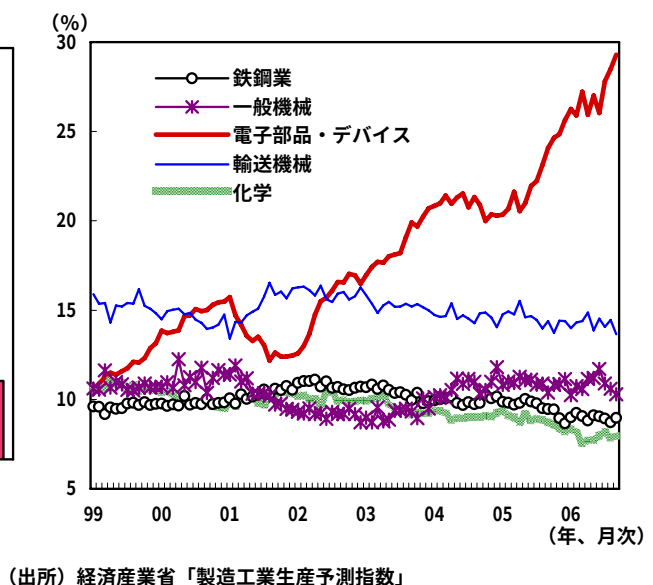
そして、生産予測指数における業種別の生産シェアをみると、電子部品・デバイスの増加が続いており、一般機械も比較的高水準を維持している。これらの業種はいずれも計画と実績の乖離幅が大きい。一方、乖離幅の小さい輸送機械や素材業種では、シェアが緩やかに低下している。

生産予測指数が当たりづらくなっている背景には、業種ごとの生産シェアが変化してきていることが一因となっているようだ。デジタル関連財の生産が増加していることが、景気回復をもたらすと同時に、生産の予測を難しくしていると言えそうだ。

図表1 業種ごとの計画からの乖離度合い



図表2 業種ごとの生産シェア



¹ ここでは、実現率（＝実績÷予測×100）を標準からの乖離とみなし、実現率の二乗の平均値を分散とし、その平方根を標準偏差と考えた（対象期間は1999年1月～2006年9月）

2. 景気概況 ～想定範囲内の景気減速～

10月に発表された機械受注や生産をはじめとする主要な経済指標の結果を受けて、景気の現状や先行きに対する懸念が高まってきたようだ。内閣府が発表している景気動向指数によると、景気の動きに先んじる先行指数が、景気の良い・悪いの判断の分かれ目となる50%を割り込んできている。また、14日に発表される7～9月期のGDP成長率もあまり高い伸びは期待できないようだ。

景気の動向をもう少し細かく見てみると、企業部門では、増加基調を続けてきた生産が再び踊り場を迎えそうである。9月の鉱工業生産は前月比-0.7%と再び減少しており、製造工業予測調査によると10月、11月はほぼ横ばいが見込まれている。今後は海外景気の減速に加えて、半導体や液晶など電子部品・デバイスの在庫調整が、生産の頭を抑える可能性がある。また、企業収益は高水準であるが、原材料価格の上昇もあって売上高経常利益率が頭打ちになっている。そして、設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、7月分が過去最高の下げ幅を記録した後、8月の反発は小幅なものにとどまった。7～9月期の受注額は前期を下回ることがほぼ確実である。

企業収益の改善が個人所得を増やして、景気回復に力強さと持続性が増してくるという期待もあったが、企業の人件費抑制スタンスに変わりはなく、企業から家計へのパイプは細ったままである。人手不足感が出ており、雇用は緩やかながらも拡大しているが、賃金の増加をそれほど伴っていない。企業は収益の拡大に合わせてボーナスの支給額は増やしても、所定内給与など固定的な人件費の増加には慎重である。このため、薄型テレビや洗濯機など家庭用耐久財の買換え需要が高まって一時的に個人消費が拡大することがあっても、均してみれば、消費の拡大は緩やかなものにとどまっている。

一方、頼みの綱の輸出は増加を続けて景気回復を支えている。企業部門から家計部門へ回復の動きが広がって景気回復が成熟化するというよりは、輸出の拡大が続くことによって景気回復に持続性が出ている。それだけに、世界経済の動向が国内の景気に及ぼす影響は大きいわけだが、すでに住宅ブームが終わりを告げた米国では景気減速の動きが出ている。7～9月期の米国のGDP成長率は前期比年率+1.6%と低い伸びにとどまっており、今後は米国経済の減速が世界経済のマイナス材料となる懸念がある。

もっとも、こうした内外の景気減速の動きはあらかじめ予測されていたところである。減速のタイミングと程度に多少のずれはあるものの、ほとんどの予測機関が今年度下期に向けての減速を予想していた。景気が減速したまま後退してしまうのであれば、想定外の動きということになるが、米国の7～9月期のGDP成長率の低さは、もっぱらブームが終わった住宅投資の減少によるものである。個人消費と設備投資は堅調であり、一時的な米国景気の減速が日本を含めた世界経済へ及ぼす影響は限定的であろう。もちろん、今後の動向に注意は必要だが、足元までの指標の減速はまだ想定範囲内である。

3. 今月のトピックス ～最近の地価動向～

2006年9月に国土交通省が発表した「基準地価」（2006年7月1日時点の地価）によると、東京、大阪、名古屋の三大都市圏の地価は、住宅地、商業地とも16年振りに上昇に転じた。三大都市圏での商業地地価の上昇は、3月に発表された公示地価に続くもので、地価は、大都市圏に限れば、下落基調にようやく終止符が打たれたと言ってもよいかもしれない。

そこで、今月のトピックスでは、商業地を中心に、最近の地価の動きとその変化の背景について探ってみた。

（1）代表的な地価調査から見た地価動向

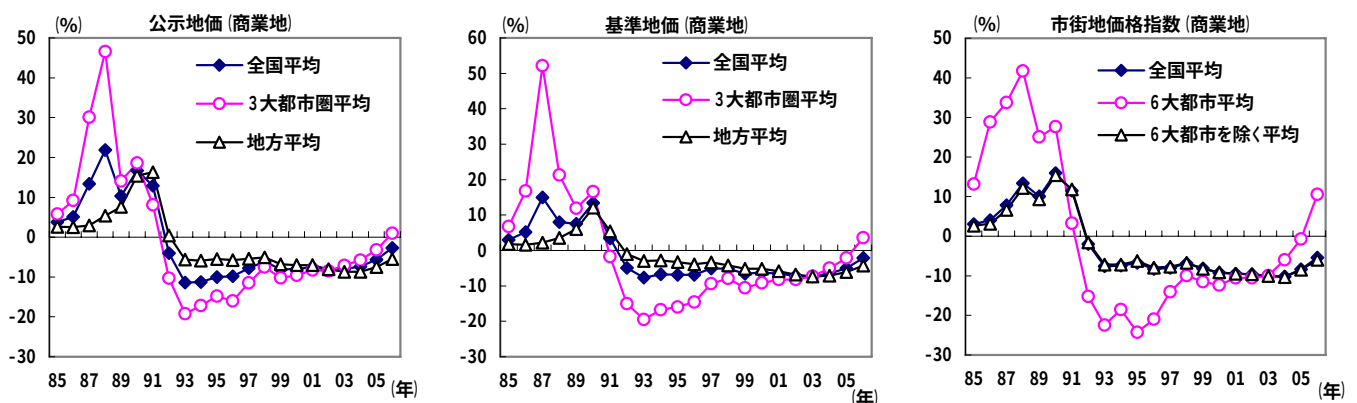
地価調査の代表的なものには、官によるものでは、まず「公示地価」や「基準地価」があげられる。「公示地価」は、毎年1月1日時点の地価の水準を定めたものであり、「基準地価」は、毎年7月1日時点のものである。この他にも「路線価（毎年1月1日時点）」や「固定資産税評価額（3年毎、1月1日時点）」があるが、これらは「公示地価」を基準として、前者はその8割、後者はその7割程度の水準に決定される。

また、民による地価調査で代表的なものでは、（財）日本不動産研究所による「市街地価格指数」があり、年に2回、3月と9月時点の地価の水準が示される。

図表1は、「公示地価」、「基準地価」、「市街地価格指数」について、商業地の前年比の推移を見たものである。いずれの調査結果を見ても、全国、地方圏では依然、地価は下落を続けているものの、大都市圏では、いよいよ上昇に転じてきている。

とは言え、直近の地価調査である「基準地価」のデータで都道府県別に前年比の状況を見ると、増加に転じているのは、住宅地で東京、愛知、大阪の3都府県、商業地で千葉、東京、神奈川、愛知、滋賀、京都、大阪の7都府県にすぎず、地価の上昇はまだ局所的なものである（図表2）。大都市圏以外では下落が続いているため、全国レベルでも下落基調を脱していない。

図表1 主要な地価調査の結果



（出所）国土交通省、日本不動産研究所

図表2 基準地価の前年比変動率

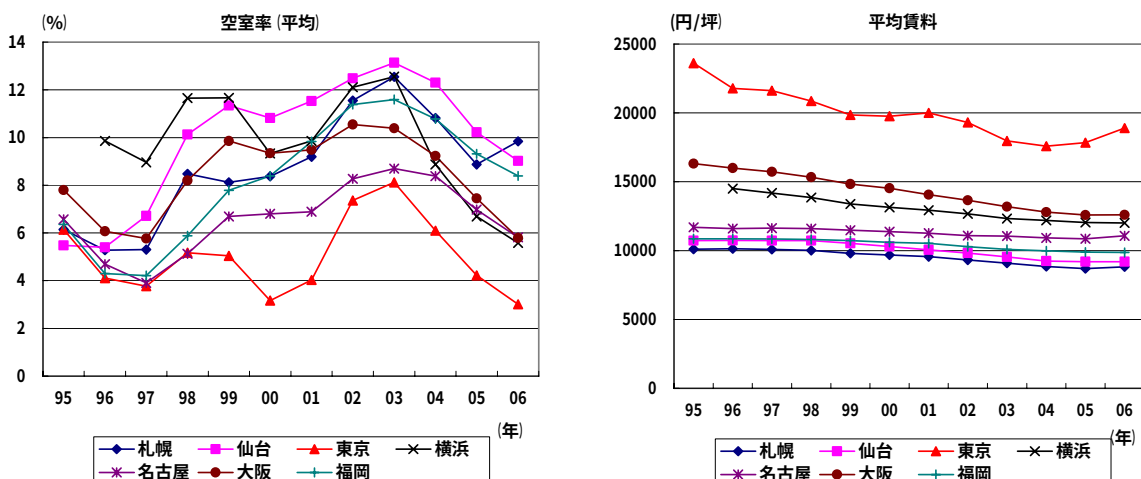
	住 宅 地		商 業 地		(単位: %)
	平 成 17年	平 成 18年	平 成 17年	平 成 18年	
全 国	△ 3.8	△ 2.3	△ 5.0	△ 2.1	
三大都市圏	△ 2.8	0.4	△ 2.1	3.6	
東京圏	△ 2.5	0.7	△ 1.6	3.9	
大阪圏	△ 3.7	0.0	△ 3.3	3.6	
名古屋圏	△ 2.5	0.1	△ 2.1	2.4	
地 方 圏	△ 4.1	△ 3.1	△ 6.1	△ 4.3	
01. 北海道	△ 3.1	△ 2.7	△ 4.4	△ 3.2	
02. 青森県	△ 4.4	△ 4.3	△ 8.0	△ 7.7	
03. 岩手県	△ 2.7	△ 2.5	△ 5.8	△ 5.7	
04. 宮城県	△ 5.5	△ 4.0	△ 7.2	△ 2.4	
05. 秋田県	△ 4.1	△ 3.8	△ 7.5	△ 7.2	
06. 山形県	△ 4.7	△ 5.0	△ 7.3	△ 6.9	
07. 福島県	△ 4.2	△ 3.3	△ 7.1	△ 5.0	
08. 茨城県	△ 6.1	△ 4.3	△ 9.3	△ 6.2	
09. 栃木県	△ 5.4	△ 4.1	△ 8.2	△ 5.6	
10. 群馬県	△ 3.6	△ 2.5	△ 7.1	△ 5.0	
11. 埼玉県	△ 3.0	△ 0.9	△ 3.8	△ 0.7	
12. 千葉県	△ 4.5	△ 0.8	△ 4.8	0.5	
13. 東京都	△ 0.8	3.5	0.1	6.7	
14. 神奈川県	△ 3.1	△ 0.8	△ 3.7	△ 0.1	
15. 新潟県	△ 4.6	△ 3.0	△ 7.2	△ 4.9	
16. 富山県	△ 5.3	△ 3.7	△ 6.5	△ 4.2	
17. 石川県	△ 5.2	△ 3.1	△ 7.2	△ 3.9	
18. 福井県	△ 4.7	△ 4.1	△ 7.1	△ 6.0	
19. 山梨県	△ 5.9	△ 3.5	△ 8.7	△ 4.9	
20. 長野県	△ 4.2	△ 3.5	△ 6.2	△ 5.0	
21. 岐阜県	△ 5.2	△ 3.7	△ 7.1	△ 4.7	
22. 静岡県	△ 3.9	△ 2.1	△ 4.4	△ 2.1	
23. 愛知県	△ 2.1	0.2	△ 2.0	2.6	
24. 三重県	△ 5.2	△ 3.6	△ 6.7	△ 4.5	
25. 滋賀県	△ 3.0	△ 0.4	△ 4.3	0.1	
26. 京都府	△ 4.3	△ 0.8	△ 4.0	3.1	
27. 大阪府	△ 3.9	0.0	△ 3.4	4.7	
28. 兵庫県	△ 4.1	△ 1.4	△ 5.8	△ 2.5	
29. 奈良県	△ 3.6	△ 1.5	△ 5.0	△ 2.2	
30. 和歌山県	△ 4.8	△ 3.9	△ 7.5	△ 5.9	
31. 鳥取県	△ 4.0	△ 3.5	△ 7.7	△ 6.5	
32. 島根県	△ 0.9	△ 1.1	△ 3.1	△ 3.0	
33. 岡山県	△ 4.0	△ 2.5	△ 5.0	△ 2.8	
34. 広島県	△ 4.1	△ 2.9	△ 5.8	△ 3.9	
35. 山口県	△ 3.9	△ 3.4	△ 6.3	△ 5.0	
36. 徳島県	△ 6.4	△ 6.1	△ 8.5	△ 7.8	
37. 香川県	△ 5.6	△ 5.9	△ 8.6	△ 8.4	
38. 愛媛県	△ 3.9	△ 3.4	△ 5.2	△ 3.6	
39. 高知県	△ 2.7	△ 2.8	△ 6.1	△ 5.9	
40. 福岡県	△ 4.1	△ 3.3	△ 6.4	△ 3.3	
41. 佐賀県	△ 1.9	△ 1.8	△ 3.3	△ 3.1	
42. 長崎県	△ 3.6	△ 3.8	△ 6.1	△ 5.4	
43. 熊本県	△ 3.5	△ 3.4	△ 5.5	△ 5.6	
44. 大分県	△ 3.3	△ 3.4	△ 5.4	△ 4.8	
45. 宮崎県	△ 1.0	△ 1.2	△ 3.5	△ 3.3	
46. 鹿児島県	△ 1.5	△ 1.4	△ 3.2	△ 2.8	
47. 沖縄県	△ 2.5	△ 1.4	△ 4.6	△ 2.3	

(出所) 国土交通省「基準地価」

(2) 収益還元法の観点から見た地価動向

大都市圏の地価が上昇に転じてきた理由のひとつは、景気の回復により不動産の実需が増えてきたことである。大都市圏のオフィスの空室率を見ると、このところ低下基調で推移してきている。特に東京地区では需給がかなりタイトになってきており、このような状態に対応して、賃料水準も上昇に転じてきている（図表3）。

図表3 空室率と平均賃料の推移



(出所) 三鬼商事「全国のおフィスビル市況」

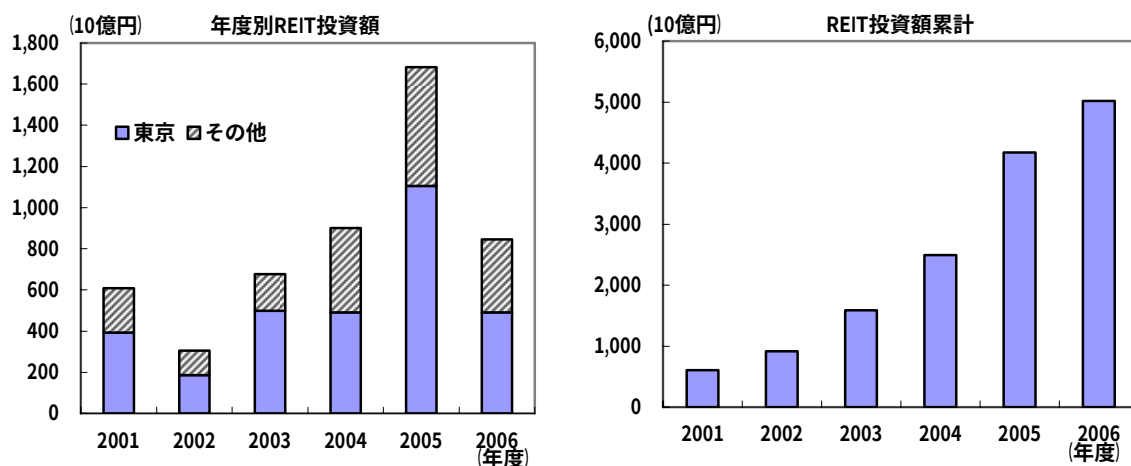
(注) 新設ビルと既存ビルの平均。05年までは、12月の数字。06年は9月の数字。

90年代の地価バブル崩壊の手痛い経験を経て、地価（特に商業地）の評価については、「収益還元法」というその土地が生む収益に見合った価格付けをする手法が定着してきている。収益還元法は、簡単に言えば、 $(\text{地価}) = (\text{土地から得られる収益}) \div (\text{期待利回り})$ と表せる。賃料の上昇は分子が上昇することであり、一方で長らく続いている低金利の下、分母は低水準のままなので、その結果、地価が上昇することになる。

（３）不動産ファンドの投資動向

長い低迷を経てようやく上昇に転じた大都市圏の地価であるが、中にはやや過熱と思われるほど急ピッチで上昇してきている地点も散見される。地価の上昇を加速させている要因のひとつとして、REITをはじめとする不動産ファンドの資金の存在があげられる。日本での上場REITであるJ-REITが最初に設定されたのは2001年度であるが、それ以降、残高は概ね順調に増加してきており、REIT資金による不動産投資額も増加の一途をたどっている（図表4）。特に、2005年度には、2兆円弱の資金が大都市圏を中心とする不動産市場に入ってきており、このような大量の資金が需要者として不動産マーケットに入ってきたため、大都市圏の地価上昇が加速した可能性がある。実際、REITによる投資残高の累計を都道府県別に見ると、そのほとんどが東京地区の商用不動産に投資されている（図表5）。

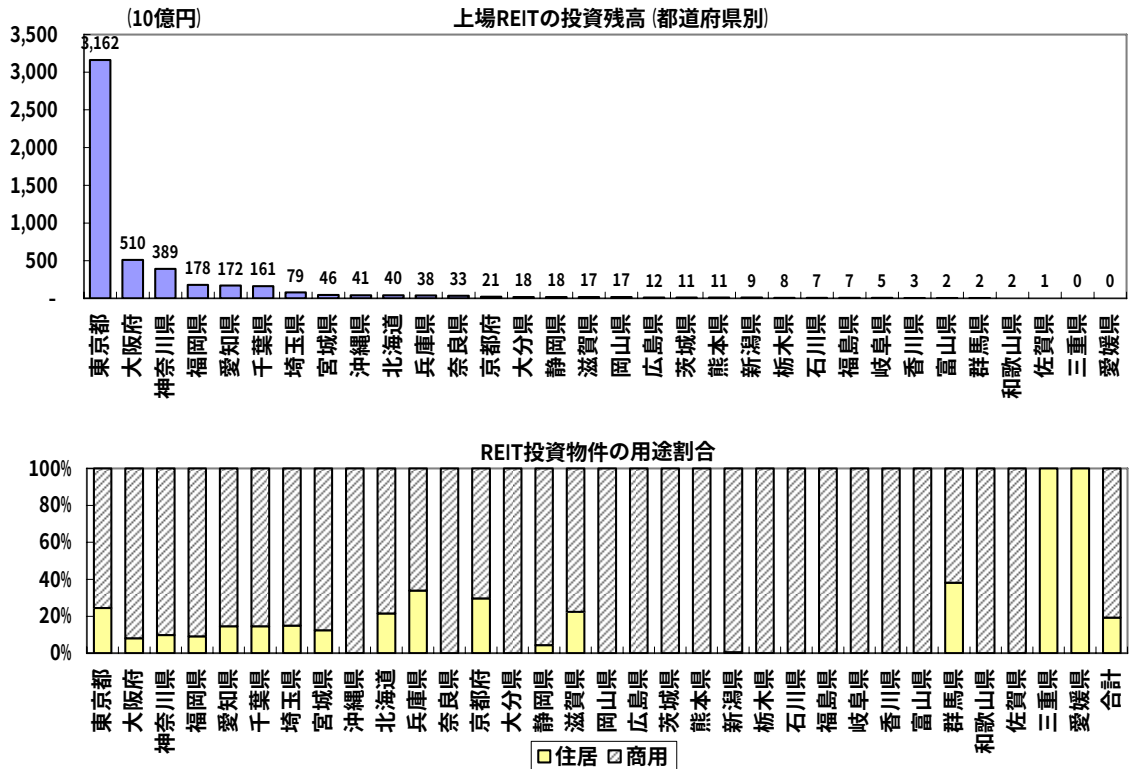
図表4 REITの投資動向



(出所) 株式会社エーツーメディア Japan-reit.com運営事務局

(注) 2006年度は、9月までの累計

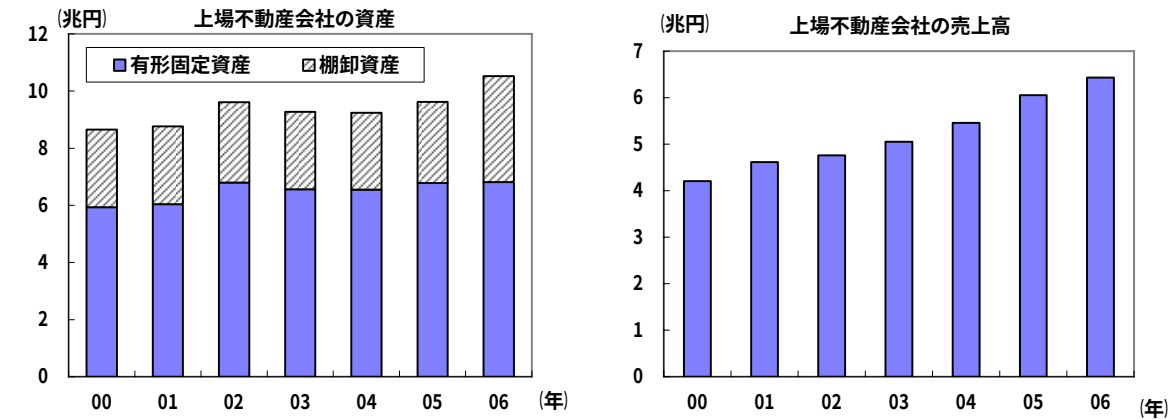
図表5 REITの投資動向（都道府県別）



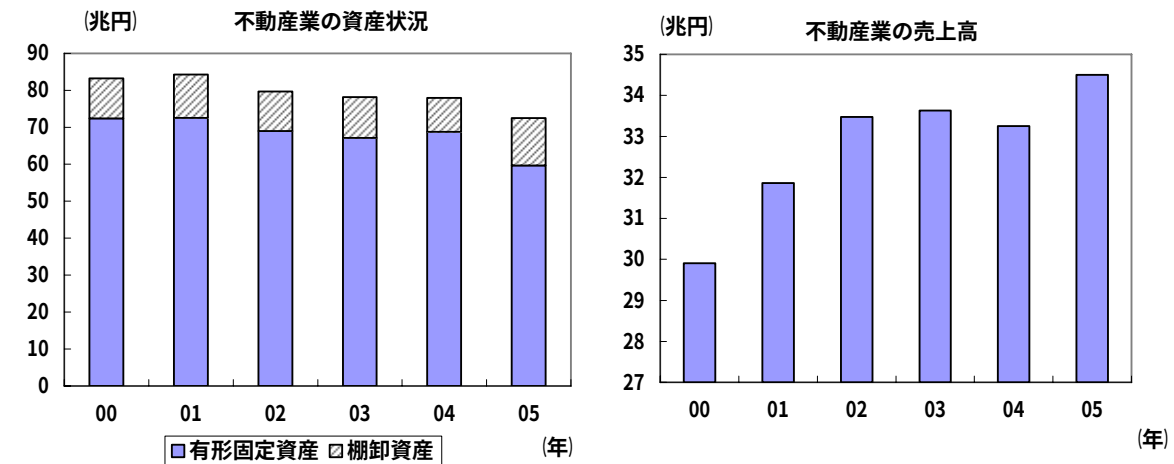
(出所) 株式会社エーツメディア Japan-reit.com運営事務局
(注) 2006年度9月時点

REITによる投資規模の大きさは、不動産業の規模と比較してみるとおおよその理解が可能である。参考までに、不動産業界の資産総額と売上高を示したのが図表6である。REITの投資額に対して、不動産業界においては資産総額・売上高といった異なる尺度をもってきているため単純な比較はできないものの、上場不動産会社の投資資産の規模が10兆円程度、売上総額が6兆円程度であるのに対して、第1号の設定から5年程度のREITの投資総額が5兆円を超えてきているというのは、かなりの規模と評価できるだろう。このような多額の資金が不動産市場に入ってくると、局所的とはいっても地価の上昇圧力として作用することになろう。都道府県別にREITによる投資額と地価変動率をプロットしてみると、REIT投資額の大きい県ほど、地価上昇率が高まっている様子が見てとれる(図表7)。

図表6 不動産業界の規模

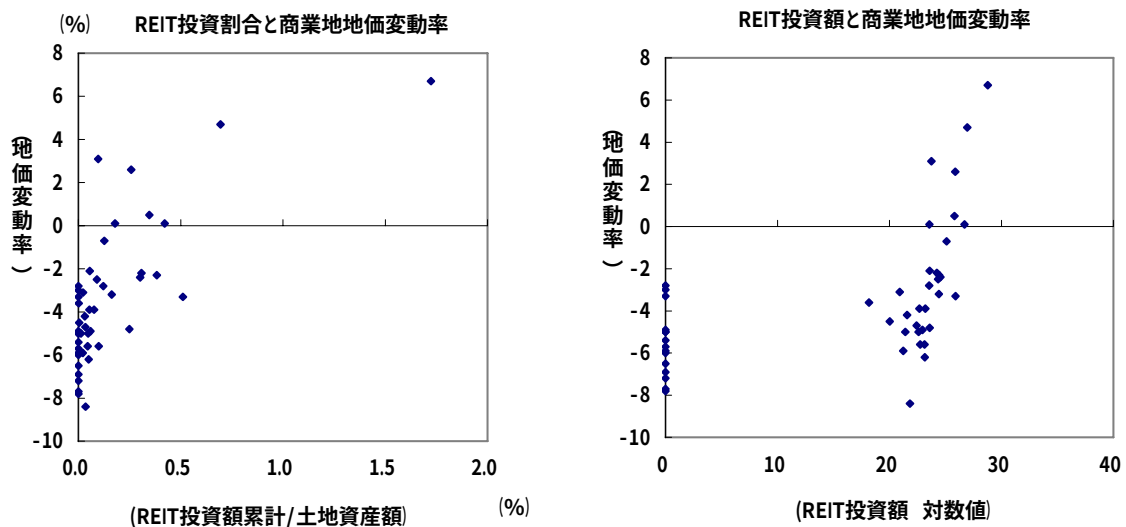


(出所) 日経NEEDS - FinancialQUEST
 (注) 東証分類による上場不動産会社127社の集計値
 各年、6月時点で集計(前年7月から当年6月までの決算数値の合計を当年の数字とした)



(出所) 財務省「法人企業年報」

図表7 資金流入と地価変動

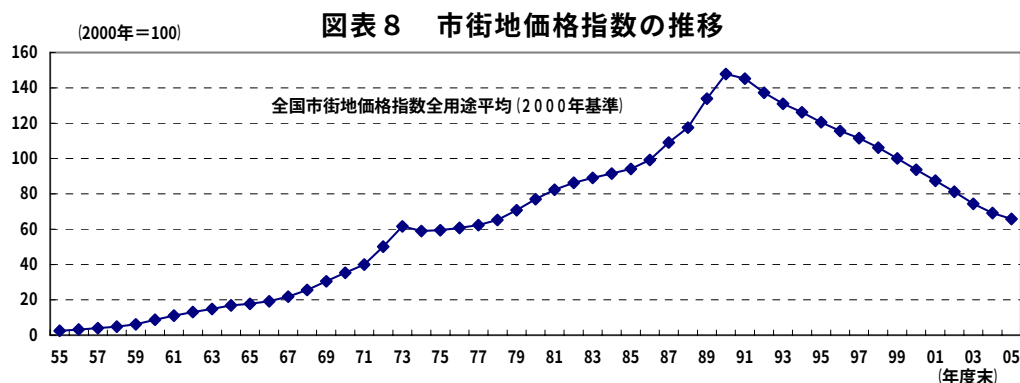


(出所) 株式会社エーツーメディア Japan-reit.com運営事務局、国土交通省「基準地価」、内閣府「国民経済計算」

(4) 地価バブルは再燃するのか

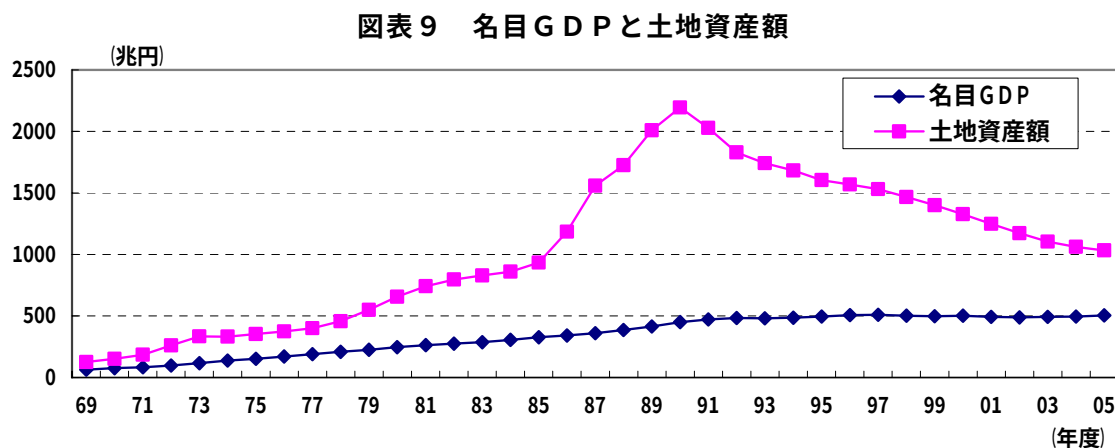
大都市圏の一部で早いピッチで地価が上昇してきているため、地価バブルの再燃を懸念する声も出てきている。そこで次に、現在の地価の水準について考えてみる。

図表8は、市街地価格指数の全用途平均の水準を長期の時系列で見たものである。これによると、現在の地価の水準は1970年代半ばと同水準となっている。



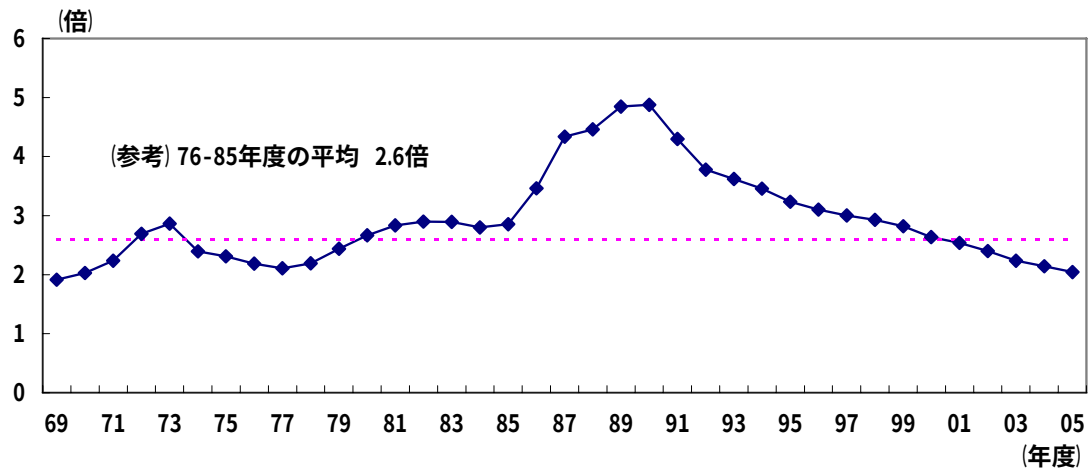
(出所) 日本不動産研究所「市街地価格指数」

もっとも、30年前の水準と同水準だからと言って、今の地価が低いとは一概には言えない。そこで、国民経済計算年報のデータから、土地資産額と名目GDPの数字を取り出して並べたものが図表9である。やや大胆な仮定ではあるが、名目GDPを日本の国土から生み出される収益の代理変数と考え、国土の面積が一定、不動産からの期待投資利回りを一定とすると、収益還元的な観点からは、土地資産額と名目GDPの比率は一定となると考えられる。実際は、図表10に見られるように一定とはならないわけだが、例えば、比較的地価の安定していた1976年度から1985年度の土地資産額と名目GDPの平均倍率を基準として考えると、地価バブル期であった1980年代後半から1990年代前半は明らかに平均倍率を上ブレしていた様子が見てとれる。この基準で足下の地価水準を測ってみると、1976-85年度の平均倍率を下回っている状態となっており、この尺度からすると、足下の地価水準はまだ低いと考えることも可能である。



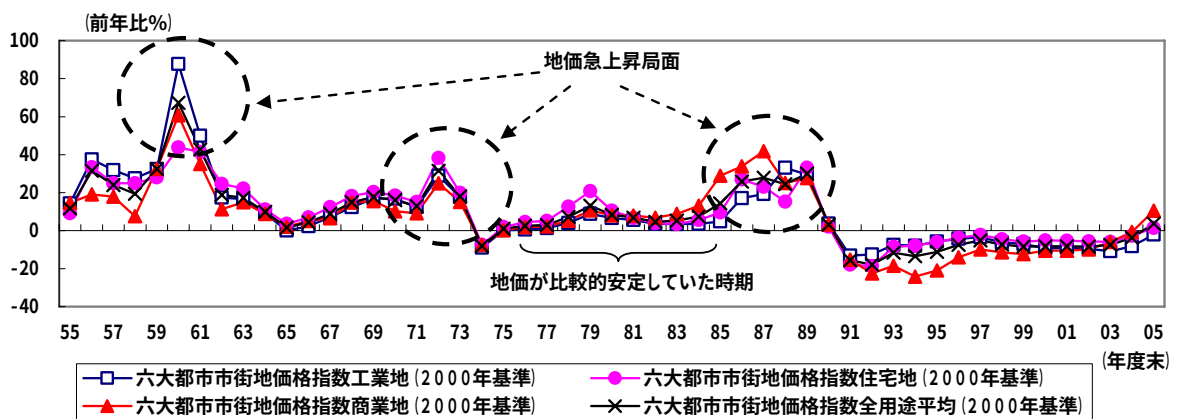
(出所) 内閣府「国民経済計算」

図表 10 土地資産額／名目GDPの推移



(出所) 内閣府「国民経済計算」

参考．地価の前年比変動率の推移（長期系列）



(出所) 日本不動産研究所「市街地価格指数」

また、同じ尺度で都道府県別に直近の土地資産額・名目GDP倍率と1976-85年度の平均を比較したものが図表11である。図表中、シャドウがかかっている県が、直近の土地資産額・名目GDP倍率が1976-85年度の平均を上回っている県であり、これらの県の地価は、まだ割高であると考えられる。逆に、シャドウのかかっていない都府県は、割安だと考えられる。バブルの懸念があると言われる大都市圏、特に東京都の場合を見ても、直近の土地資産額・名目GDP倍率は1976-85年度の平均を下回っている。今のところバブルの再燃を懸念するような段階ではないと言えるだろう。

図表 11 土地資産額／名目GDP（都道府県別）

no		03年度①	76-85年度平均②	差①-②	no		03年度①	76-85年度平均②	差①-②
01	北海道	1.3	1.7	-0.4	25	滋賀	1.7	2.4	-0.7
02	青森	2.0	2.8	-0.8	26	京都	2.3	3.0	-0.6
03	岩手	2.1	2.2	-0.1	27	大阪	2.0	2.4	-0.4
04	宮城	1.9	2.3	-0.4	28	兵庫	2.4	3.0	-0.6
05	秋田	1.8	2.3	-0.5	29	奈良	3.0	3.8	-0.8
06	山形	1.9	2.3	-0.4	30	和歌山	2.4	2.4	-0.1
07	福島	1.9	2.2	-0.3	31	鳥取	1.9	1.8	0.1
08	茨城	2.1	2.2	-0.1	32	島根	1.7	1.5	0.2
09	栃木	2.2	2.0	0.2	33	岡山	2.1	1.8	0.3
10	群馬	2.2	2.0	0.2	34	広島	2.1	1.8	0.2
11	埼玉	3.3	4.5	-1.3	35	山口	1.9	1.9	-0.0
12	千葉	2.6	4.0	-1.5	36	徳島	3.1	2.5	0.6
13	東京	2.2	3.0	-0.8	37	香川	2.4	2.0	0.4
14	神奈川	3.1	3.4	-0.3	38	愛媛	2.6	2.4	0.2
15	新潟	1.9	2.4	-0.5	39	高知	2.7	2.8	-0.1
16	富山	1.7	2.1	-0.3	40	福岡	2.1	1.9	0.2
17	石川	2.2	2.7	-0.5	41	佐賀	1.9	1.6	0.4
18	福井	2.2	2.2	-0.0	42	長崎	1.9	1.8	0.2
19	山梨	2.4	2.0	0.4	43	熊本	2.1	1.6	0.4
20	長野	2.3	2.4	-0.1	44	大分	1.6	1.7	-0.0
21	岐阜	2.4	2.1	0.3	45	宮崎	1.7	2.0	-0.4
22	静岡	2.2	2.3	-0.1	46	鹿児島	2.0	2.5	-0.5
23	愛知	2.0	2.2	-0.2	47	沖縄	3.0	2.9	0.1
24	三重	2.0	1.8	0.2		合計	2.2	2.6	-0.4

（出所）内閣府「県民経済計算」「国民経済計算」

（５）今後の地価動向

本稿の最初に触れたように、最近の地価の動きを見ると、大都市圏では上昇に転じる一方で、地方では下落が続いており、地価においても二極化と言える状況が進展している。地価の水準がまだ割安でREITなどの投資資金が入ってくる大都市圏の地価は、この先もまだ上昇の余地がある一方、まだ割高と判断される地方の地価はまだ下落すると考えられる。さらに、地方の地価については収益還元的な観点から考えてみても、賃料の上昇が見込みにくいことや、空室となるリスクが高い分、より高い期待利回りが求められることになるため、大都市圏に比べて上昇しにくい。地価の二極化は今後もしばらく続くと思われる。