



最近の地価形成の特徴と不動産関連市況の適正度

2005年12月12日

株式会社 日本総合研究所
調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/>

※本資料は金融記者クラブ(日銀)にて配布しております。

(会社概要)

株式会社 日本総合研究所は、三井住友フィナンシャルグループのグループIT会社であり、情報システム・コンサルティング・シンクタンクの3機能により顧客価値創造を目指す「知識エンジニアリング企業」です。システムの企画・構築、アウトソーシングサービスの提供に加え、内外経済の調査分析・政策提言等の発信、経営戦略・行政改革等のコンサルティング活動、新たな事業の創出を行うインキュベーション活動など、多岐にわたる企業活動を展開しております。

名 称：株式会社 日本総合研究所 (<http://www.jri.co.jp>)

創 立：1969年2月20日

資本金：100億円

従業員：2,962名（平成17年3月末現在）

社 長：奥山 俊一

理事長：門脇 英晴

東京本社：〒102-0082 東京都千代田区一番町16番

TEL 03-3288-4700 (代)

大阪本社：〒550-0013 大阪市西区新町1丁目5番8号

TEL 06-6534-5111 (代)

【レポートの要旨】

1. わが国の地価は、総じて下げ止まり傾向にある。その背景としては、①長期の調整期間を経て国際比較の観点でも「割高感」が修正されたこと、②国内景気が緩やかながら息の長い回復傾向を辿っていること、③上記の結果として不動産投資(不動産業)への収益期待が際立って高まっていること、が挙げられる。
2. 最近の地価動向の特徴は、全般には下げ止まり感が強まるなかにあっても、地域毎にはバラツキが大きいこと。都道府県別の2005年公示地価(商業地)の前年比上位である東京、愛知はマイナス幅縮小が顕著である一方、下位の山梨、秋田などは2桁の下落ペースが続いており、地域ごとに好不調のコントラストが鮮明。このような差が生じている背景として、都市機能や産業の集積度合いの違い、それらに伴う人口吸引力の差、などが指摘可能。
3. 上記のような地価のバラツキは、同一地域内においても観察される。都心5区の商業地価について、地価水準を横軸、前年比騰落率を縦軸に散布図を描くと、90年代までは傾向線が水平、すなわち「地価は水準に関係なく軒並み高(安)」となる傾向が看取された。これに対し、2000年以降は、傾向線が右肩上がりの形状へと変化、すなわち「地価水準の高い地点ほど下げ渋る(上がりやすい)傾向」が現れている。これは、かつては近隣取引事例などにに基づき、一律の上昇・下落となりやすかった地価形成が、利用価値重視の価格形成メカニズムへと変わってきたため、と推測される。こうした動きは今後も続く予想され、投資収益やブランド価値などの観点から土地への投資は厳しく選別され、物件特性に応じた地価の「二極化」あるいは「個別化」が進んでいくとみられる。
4. 地価形成の変化が生じた2000年前後は、「SPC(特別目的会社)」やREIT(不動産投資信託)の運営主体である「投資目的法人」が、新たに不動産取引の主要プレーヤーとして登場してきた時期であり、両主体の取引ウェイトは足元にかけて急速に上昇している。これらが、「低金利」、「カネ余り」の金融環境下で膨らんだ投資マネーと不動産を結びつける役割を果たし、利用価値を重視した「収益還元」的な発想に基づく価格形成メカニズムを浸透させていくアクセラレーターになっている。
5. 最近では、REITや私募ファンド等による都心部での物件争奪戦の激化や、REIT投資口価格の急上昇などを受け、一部で「バブル再燃」懸念も生じている。そこで、「NOI利回り」とインプライド・キャップレートの格差」、「イールド・スプレッド」等、いくつかのREIT投資尺度から、不動産投資の現状をみると、「過熱感はあるものの、バブルとまでは言い切れない」状況と判断される。
6. もっとも、部分的・局所的な行き過ぎが生じる可能性には注意が必要。REITに関しては、透明性の高い情報開示と、それに基づく収益還元アプローチの利用可能性が、過大評価の歯止めになる面はあるものの、過信は禁物。また、不動産投資ブームの転機となりうるイベントとして金利上昇のリスクにも要注意。上場投資法人の財務諸表を基に長期金利の上昇による当期利益押し下げ効果を試算すると、金利25bps上昇の場合▲3.1%、100bps上昇の場合で▲12.3%、となり、他の条件が一定の下で配当利回り不変とすれば、利益減少が投資口価格の下落に直結する。このほか、金利上昇による相対的な利回り妙味後退による価格下落圧力も想定される。わが国REITは「超金融緩和」というこの上ない好環境のもとで生まれ育っただけに、有力なオルタナティブ資産としてさらなる成長・定着を図っていくためには、いずれ訪れる本格的な金利上昇局面をいかに乗り切っていくかが大きな課題となろう。

本件に関する照会等は調査部・岡田あて(Tel: 03-3288-4237)お願いいたします。

わが国地価動向の概観：総じて下げ止まりの兆し。割高修正、景気回復等が背景。

わが国の地価は、総じて下げ止まり傾向にある。2005年公示地価(1月1日時点)は、全国の住宅地、商業地がいずれも14年連続の下落となったものの、ここ数年来、マイナス幅は縮小傾向。都心5区では、全用途平均が15年ぶりにプラス(0.8%)に転じるなど、「大都市」、「商業地」を中心に反転の動きも窺える。さらに、2005年基準地価(7月1日時点)では、東京23区の商業地・住宅地がともに小幅プラスに転じるなど、底入れの動きが広がりつつある様子が示された。

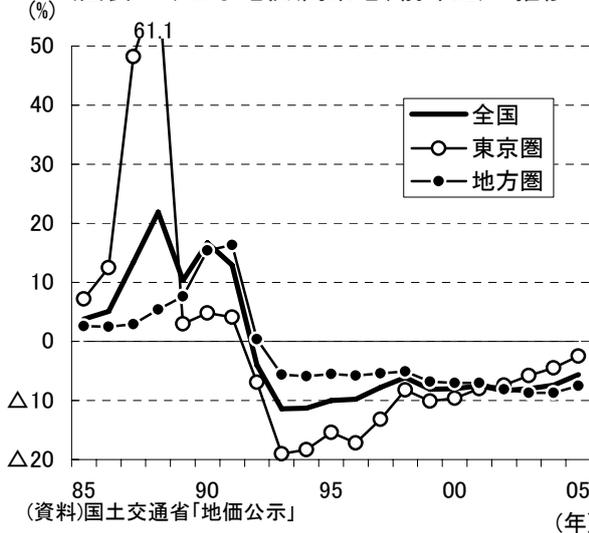
このような地価下げ止まりの背景として、以下の諸点が考えられる。

第1は、長期の調整期間を経たことによる「割高感の修正」である。それは、単に価格水準の低下にとどまらず、国際比較においても言える。「家計実物資産の可処分所得に対する比率」を各国不動産価格のバロメーターとみれば、わが国は90年代初頭の6倍超の高水準から一貫して調整が進行。この結果、直近では欧州主要国と同等ないしそれ以下の水準まで割高度合いが解消されている。

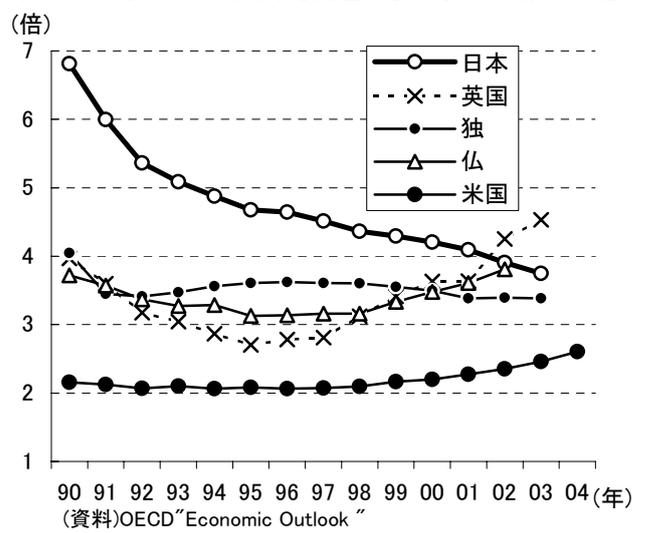
第2は、国内景気の回復である。わが国の地価(公示地価、全国・全用途)の各年毎の動きは、かつて実質GDP成長率の変化と密接な関係が認められた。90年代半ば以降、その関係はやや希薄化した。均してみれば、2002年の今次景気回復局面入り以降、やや遅れて地価の下げ幅縮小が進展している様子が認められる。

第3は、上記2点の結果として、不動産投資への期待感が高まっていることが挙げられる。内閣府のアンケート調査結果によれば、不動産業の期待成長率は、今年に入って全産業平均を大幅に上回る水準へと急回復している。

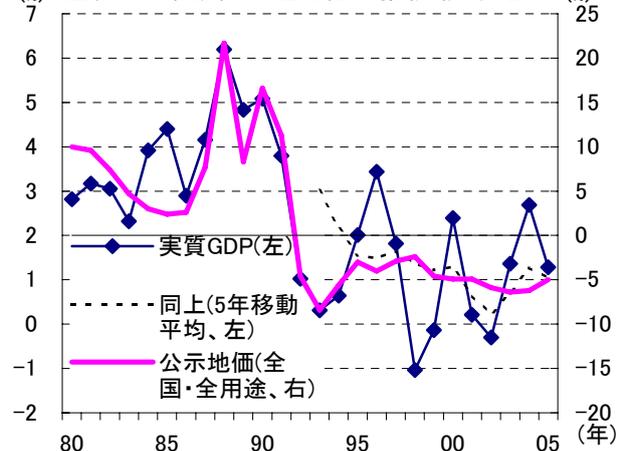
(図表1-1) 公示地価(商業地、前年比)の推移



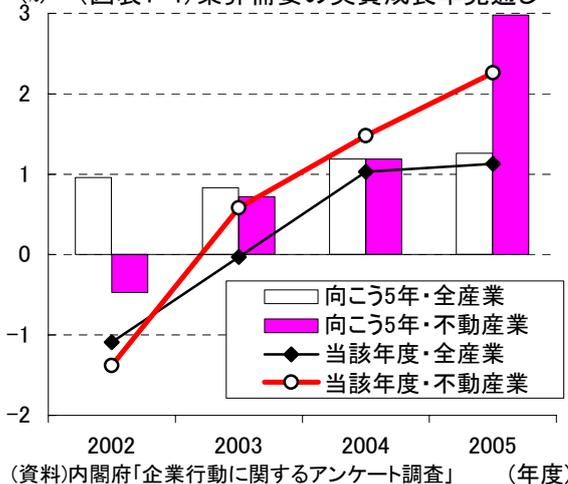
(図表1-2) 主要国の家計実物資産/可処分所得倍率の推移



(図表1-3) 実質GDPと地価の推移(前年比)



(図表1-4) 業界需要の実質成長率見通し

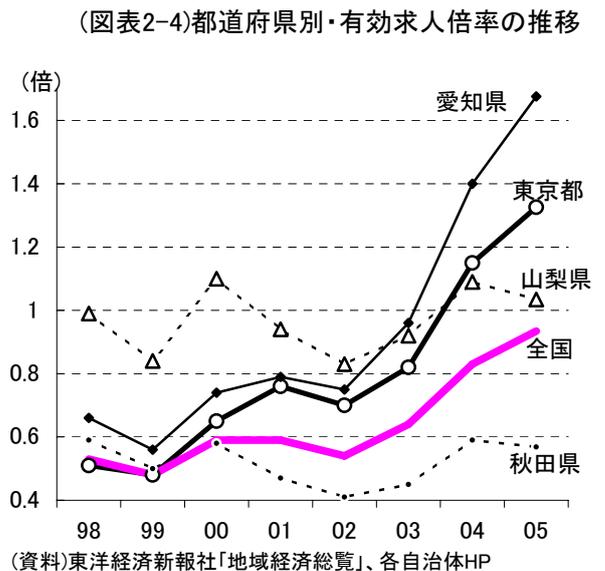
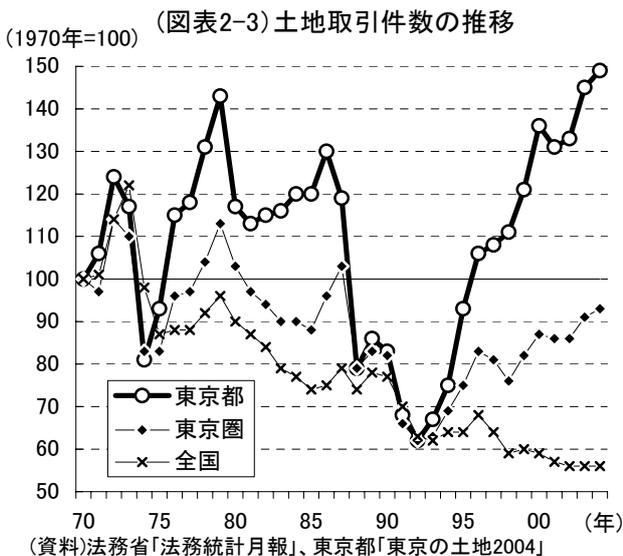
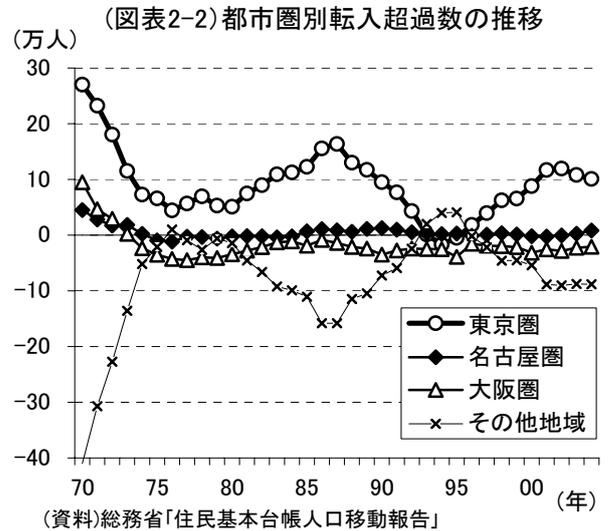
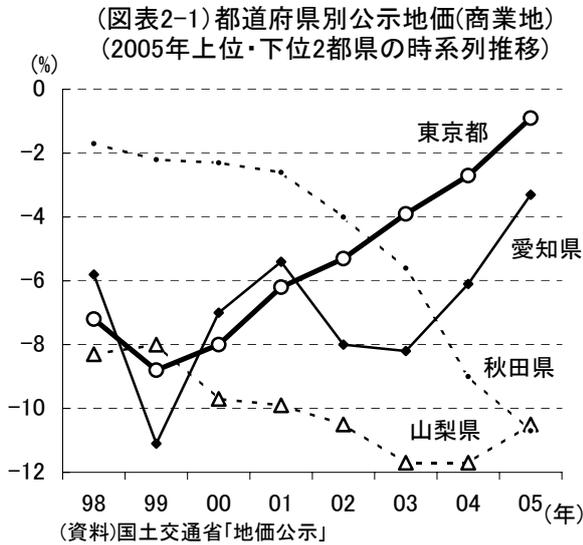


最近の地価形成の特徴①: 地域間格差が顕著に

最近の地価動向の特徴の一つとして、全般には下げ止まり感が強まるなかにも、**地域毎にはバラツキが大きい**ことが挙げられる。

都道府県別の2005年公示地価(商業地)の前年比上位にある東京都(▲0.9%)、愛知県(▲3.3%)は、数年タームで見てもマイナス幅縮小が顕著である。一方、下位の山梨県(▲10.5%)は90年代末頃には上位2都県と大差ない下落率であったものの、その後一段の下落幅拡大を経て足元まで底ばい基調、秋田県(▲10.7%)はここ数年で下落幅が大きく拡大しており、地域ごとに好不調のコントラストが鮮明になっている。

こうした差が生じた背景として、**①都市機能や産業の集積度合いの違い、②それらに伴う人口吸引力の差**、などが強く影響したと考えられる。伸び率1位の東京都は、90年代後半以降、転入者が他の大都市圏と比して突出して多い状況が続いているほか、円滑な地価形成に欠かせない土地取引件数も90年代半ばから増え始め、直近は過去最高水準に達するなど、土地の需給調整が進みやすい環境があった。また2位の愛知県は、近年業況良好な自動車関連産業が集積しているほか、新空港開港・万博開催等の大規模イベントも数多く、それを映じて雇用環境は東京都をも凌ぐ改善ぶりである。一方、そうした強力な地域特性を持たない地方圏は、総じてバブル崩壊後の土地の需給調整が遅れていると考えられる。



最近の地価形成の特徴②: 同一地域内でも利用価値重視の流れのなかで上昇率に格差

前頁にみた「バラツキ」は同一地域内においても観察される。

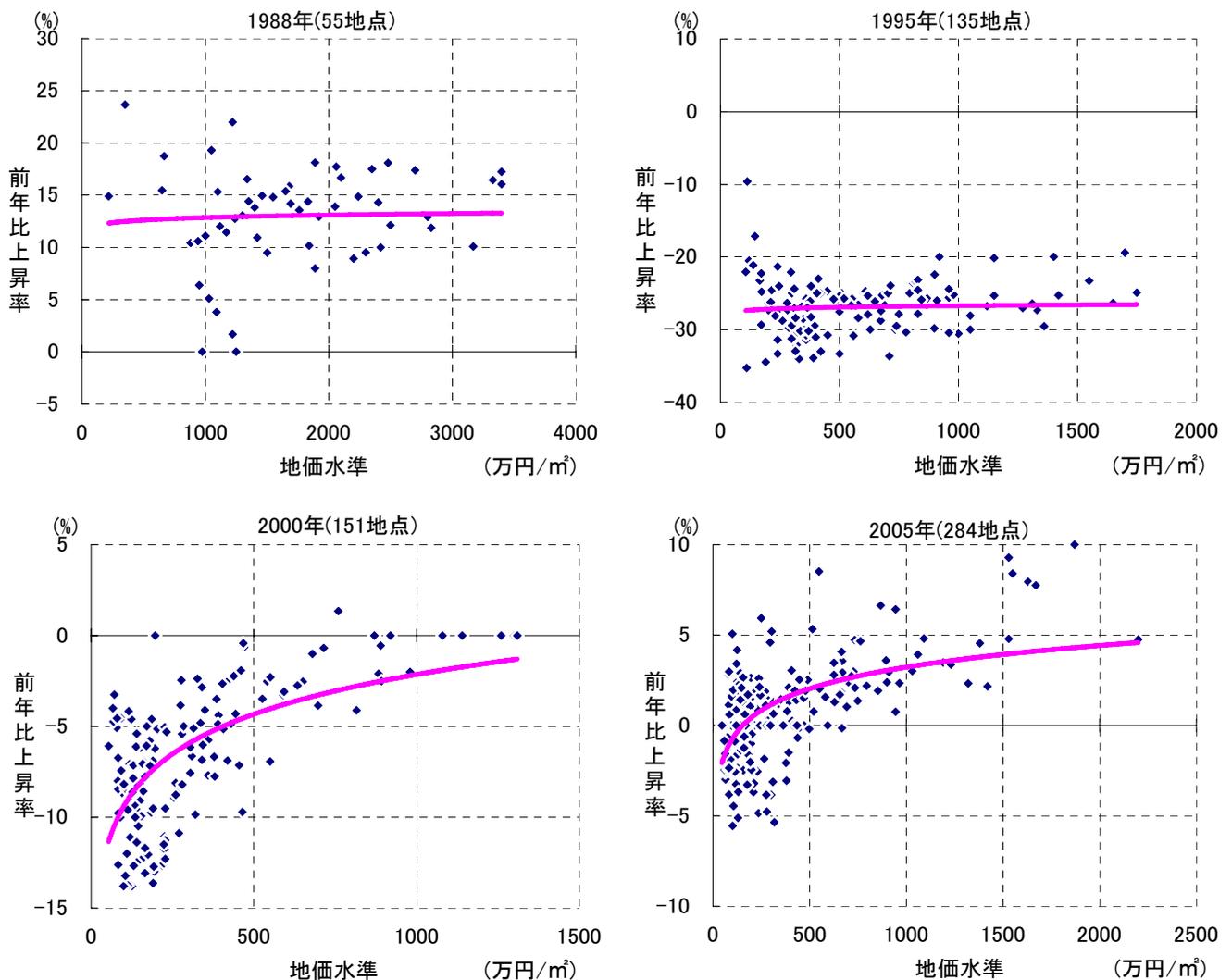
都心5区の公示地価(商業地)標準地について、地価水準(平米あたり単価)を横軸、前年比騰落率を縦軸に散布図を描くと、①地価の騰勢がピークにあった88年当時は、傾向線がプラス圏でほぼ水平となり、「地価水準に関係なく全面高」、②バブル崩壊後の95年当時は、傾向線がマイナス圏でほぼ水平となり、「地価水準に関係なく全面安」、となっていた。

しかし、③2000年には、傾向線が右肩上がりの形状へと変化、すなわち「地価水準の高い標準地ほど下げ渋る傾向」が現れ、④直近2005年には、傾向線が右肩上がりの形状を維持したまま大半の部分がプラス圏に浮上し、「地価水準の高い標準地ほど上がりやすい傾向」、となっている。

これは、かつては近隣取引事例などに基づき、一律の上昇・下落となりやすかった地価形成が、2000年頃から変質してきたことを示唆する。長期にわたる価格調整を経た後に、なお相対的な高値をつけている物件ほど上がりやすい傾向は、**利用価値重視の価格形成メカニズムが浸透してきたため**、と推測される。

こうした動きは今後も続くと予想され、投資収益やブランド価値などの観点から土地への投資は厳しく選別され、地域間のもとより、**同一地域内においても物件特性に応じた地価の「二極化」あるいは「個別化」が進んでいく**とみられる。

(図表4-1) 都心5区の商業地価騰落率の経年変化



(資料)国土交通省「地価公示」

(注)都心5区: 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

最近の地価形成の特徴③: 投資マネーの影響力が拡大。

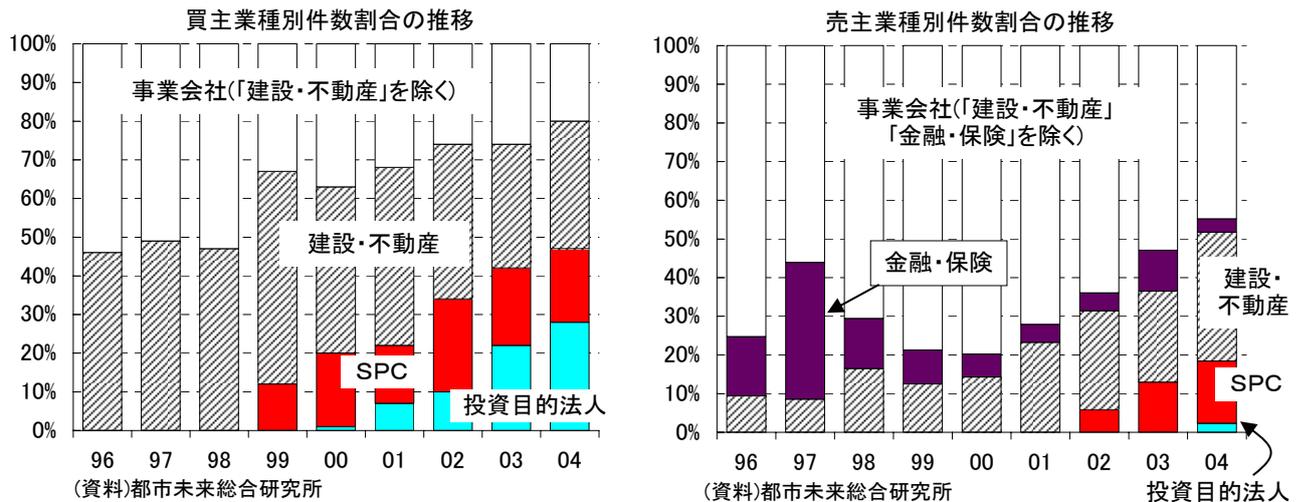
わが国の地価形成を売買主体の面からみても、やはり2000年前後から顕著な変化が生じている。

上場企業の不動産取引における売買主体割合をみると、98年まで「買い手」は一般事業会社と建設・不動産業に限られていた。しかし、99年には不動産流動化に際して設立される「SPC(特別目的会社)」が、2000年からはREIT(不動産投資信託)の運営主体である「投資目的法人」が新たな買い手として登場し、その後両主体の不動産購入件数に占めるウェイトが急速に上昇、2004年には全体の半分近くを占めるに至っている。さらに、購入金額ベースでみると両主体のウェイトは一段と大きくなり、2004年度下期には7割近くを占めた。

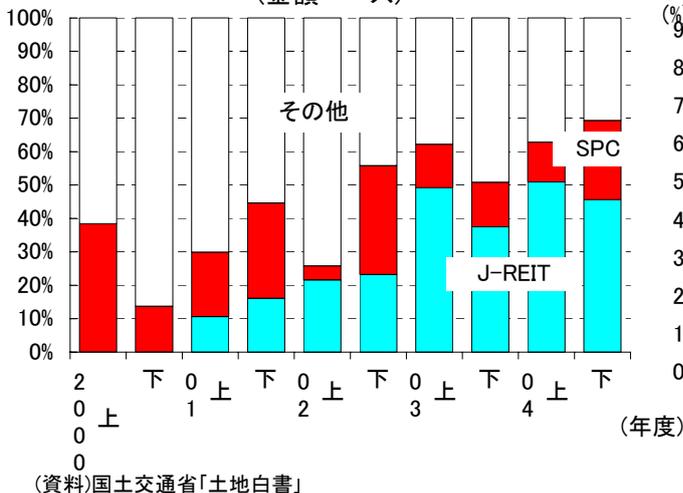
一方、「売り手」サイドでは、金融・保険を含む事業会社および建設・不動産業が太宗を占める構図に大きな変化はないものの、2002年からSPC、2004年からは投資目的法人が新たに登場してきた。これは、不動産流動化商品やREITの組成に際して当初購入者として登場した両主体が、事業拡大の過程で売り手としても存在感を高めつつあることを示す。

以上のように、近年の不動産市場は、投資資金を媒介するSPCや投資目的法人の存在を抜きには語れなくなっている。先述の都心部で地価形成の変質がみられた時期は、両主体が不動産の有力な買い手として登場してきた時期と重なる。これらが、「低金利」、「カネ余り」の金融環境下で膨らんだ投資マネーと不動産を結びつける役割を果たし、利用価値を重視した「収益還元」的な発想に基づく価格形成メカニズムを浸透させていくアクセラレーターになっている。

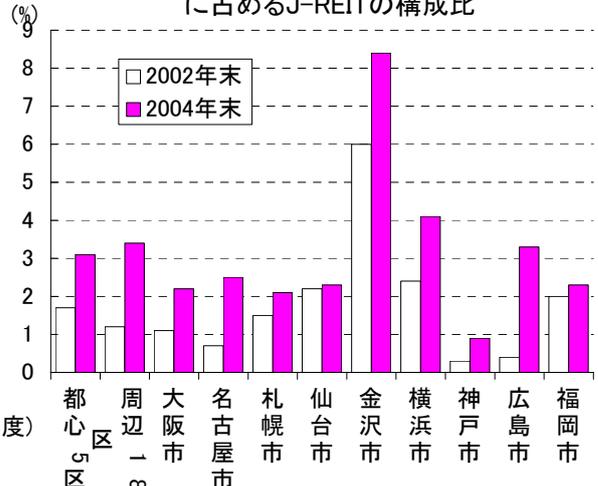
(図表4-1) 上場企業の不動産取引における売買主体別割合



(図表4-2) 上場企業の不動産取引における購入主体別割合 (金額ベース)



(図表4-3) 主要都市における賃貸オフィスビル・ストックに占めるJ-REITの構成比



REIT指標にみる不動産関連市況の適正度: 過熱感あるも、バブルではない

わが国のREIT市場は、2001年9月に最初の投資法人が上場して以降、短期間で急速な成長を遂げている。これは、実物では煩雑かつリスク分散の難しい不動産投資を、透明性の高い情報開示のもとで、小口資金からの投資も可能にするというREITの商品特性が、長引く超低金利環境のもとで運用難に直面していた多くの投資家のニーズとマッチしたことが大きい。東京証券取引所が算出するREIT指数は、2003年春の算出開始以降ほぼ一貫して右肩上がりの推移を辿り、今夏にやや頭打ちとなったものの、なお高水準を維持。上場銘柄全体の時価総額は約2.7兆円に上る

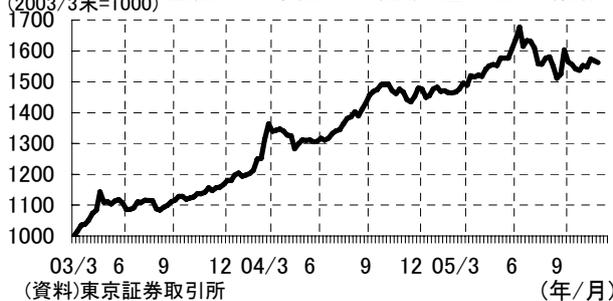
しかし、REITや私募ファンド等による都心部での物件争奪戦の激化や、REIT投資口価格の急上昇などを受け、一部では「バブル」懸念も生じている。そこで、最近のREITを通じた不動産投資がどの程度妥当であるかをみるため、**J-REITの投資尺度となるいくつかの指標を確認すると、「過熱感はあるものの、バブルとまでは言い切れない」状況**が浮かび上がる。

第1は、還元利回り(不動産から上がる収益を現在価値に換算する割引率=キャップレート)の観点である。インプライド・キャップレート(以下「ICR」とは、市場において形成されるREIT投資口価格から逆算した「市場の要求利回り」であるが、これとNOI利回り(実際に不動産を保有した場合に得られる利回り)と比較すると、REIT市場発足当初こそICRがNOI利回りを上回っていたが、程なく逆転し、格差が広がってきた。これは、市場が投資対象としてのREITにプレミアムを付与していることを示す。不動産保有から経常的に得られる収益(インカムゲイン)に成長期待がある場合、ある程度の方下乖離は生じ得るが、それが著しく拡大すると将来値上がりした物件売却による超過収益確保(キャピタルゲイン)が現実視されない限り正当化し難くなる。ただし、下方乖離の幅は2003年半ば以降概ね▲1.0~▲1.5%程度のレンジで推移しており、**一方的に過熱感が強まっている状況ではない**。また、不動産バブル最盛期の88年には、NOI利回りが2.2%、ICRはそれをさらに下回る状況であったとの試算(*)もあり、**現状は全体としてバブル当時ほどの過熱状況にはない**と言える。

(*)都市未来総合研究所による東京23区商業地に関する推計(みずほ信託銀行「不動産トピックス2005年4月号」)。

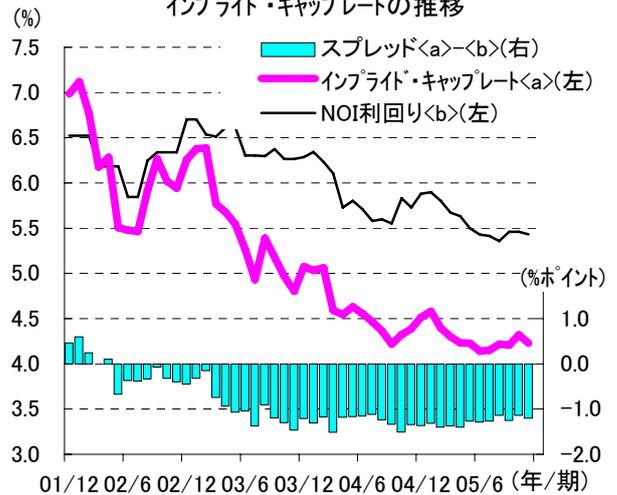
第2は、配当利回りの観点である。REITの配当利回りとリスクフリーの長期金利(10年国債利回り)の格差(イールドスプレッド)は、REIT投資の妥当性を計る一つの目安となる。J-REITのイールドスプレッドは、上場当初の5%前後の水準から、2004年以降は2%台へと低下してきた。歴史が浅いため、経験的観点で同水準の妥当性を評価することは難しいが、先行してREIT市場が拡大した米国は足元1.0%を下回る水準となっている。投資対象としての歴史や市場規模・流動性など市場環境の違いを考慮する必要はあるものの、**少なくとも国際比較の見地では、現状J-REITの価格形成に米国ほどの過熱感はない**。

(図表5-1) 東証REIT指数(週末値)の推移



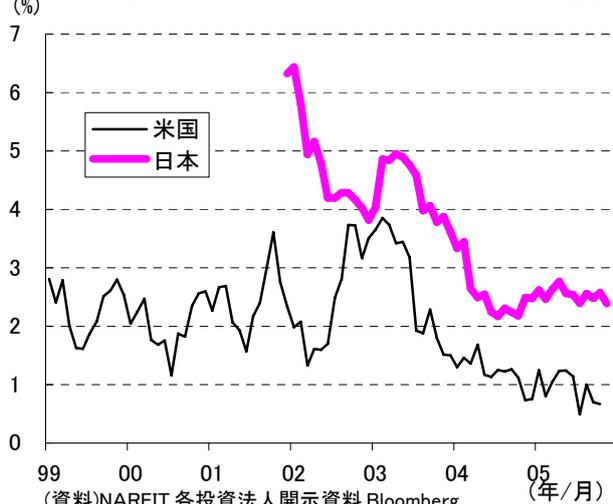
(資料)東京証券取引所

(図表5-2) J-REITのNOI利回りとインプライド・キャップレートの推移



(資料)J-REIT各社開示資料から集計した平均値。

(図表5-3) 日米REITのイールドスプレッドの推移



(資料)NAREIT,各投資法人開示資料,Bloomberg

(注)イールドスプレッド=配当利回り-10年国債利回り

NOI(Net Operation Income)利回り:実際に不動産を保有した場合の収益率

$$= \text{NOI} / \text{不動産取得価格}$$
 ここで、NOI=不動産賃貸事業収入-不動産賃貸事業費用+減価償却費

インプライド・キャップ・レート:REIT価格から逆算した、市場で形成されている期待利回り

$$= \text{NOI} / \text{企業価値(EV)}$$
 ここで、EV(Enterprise Value)=負債合計-流動資産+時価総額

NOI利回り(a)とインプライド・キャップレート(b)の格差(a>b)は、市場におけるREIT収益率に対する「期待」と「現実」のギャップ、あるいは「先高期待」の度合いを示す。

投資に際しての注意点：局所的なバブル、金利上昇のリスクなど

以上みてきたように、近年のわが国では、REITや私募ファンド等の台頭により、不動産の金融商品化と投資マネーの流入促進が図られ、その過程で地価形成の二極化・個別化傾向が進んでいる。そうした変化には、REITに代表される「豊富な情報開示による透明性確保」や「常設市場におけるリアルタイムでの価格付与」が、収益還元アプローチに基づく投資判断を容易にしたことが大きく影響している。裏を返せば、そうした環境変化によって、**80年代後半のような物件の値上がり期待のみに依拠した「全面的な不動産バブル」は起こりにくくなっている**と言える。その一方で、不動産関連投資に際しては、以下のような点に注意が払われるべきであろう。

一つは、**局所的なバブル発生**のリスクである。

前頁において、各種REIT指標から見て「現状は不動産バブルの懸念小」と結論づけたものの、部分的・局所的な行き過ぎの可能性が排除される訳ではない。**収益還元アプローチにおいても、先行きの賃料や空室率などの想定が甘ければ、「理論価格」は容易につり上がる面があり、過信は禁物**と言える。またわが国REITは、市場としての歴史が浅く、未成熟な面があるだけに、そこから発信される情報には偏りがある可能性を考慮しなければならない。さらに、行き過ぎが生じた場合の「是正策」に関しても、かつてのわが国や最近の一部海外諸国のような「全般的なバブル懸念」に対しては金融引き締めが有力な対応策となるものの、現在のわが国のように地域や物件ごとに値上がり・値下がり混在しているような状況下では、マクロ政策による対応は困難であるし、適当でもない。このため、**当面の不動産関連投資においては、各投資家が案件ごとに冷静かつ慎重な投資判断を下すことが重要**になる。

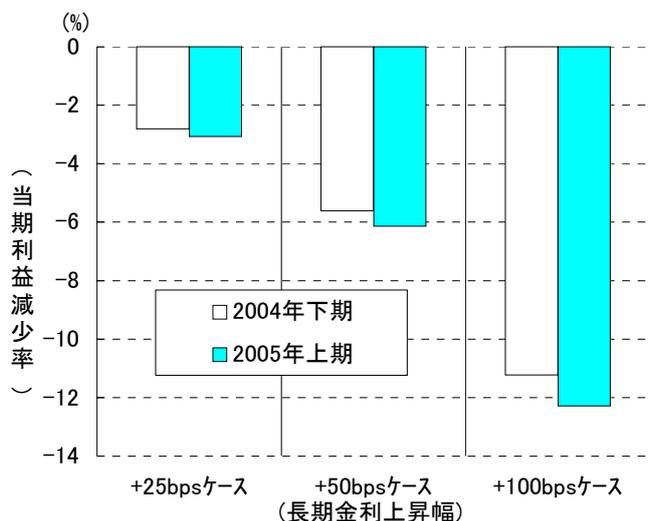
二つめは、不動産投資ブームの転機となりうる**金利上昇**のリスクである。

REITの場合、金利上昇は2つの経路で投資口価格の押し下げ要因となる。第1は、投資法人が持つ有利子負債の利払い増加による利益圧迫・分配金減少。第2は、配当利回りの相対的な魅力低下による投資口価格への下落圧力である。このうち前者について、上場投資法人の財務諸表を基に長期金利上昇による当期利益押し下げ効果を試算すると、25bps上昇の場合▲3.1%、100bps上昇の場合で▲12.3%、となる。REITの場合、税法上の特典を享受するために、当期利益の9割超(多くの場合ほぼ100%)を配当に回すのが一般的であり、他の条件が一定の下で配当利回り不変とすれば、当期利益の減少率は投資口価格の下落にそのまま反映されることとなる。とりわけ最近では、REITや私募ファンドの増加に伴い、外部成長(新規物件取得による資産規模拡大を通じた収益追求)を競う傾向があることや、REIT組成業務は貸出難に悩む金融機関にとって数少ない大口資金需要先であること等から、レバレッジ(負債比率)が高まる方向にあることに注意を要する。

先行きの長期金利動向を展望すると、景気回復傾向の持続や量的緩和の解除観測等から上昇傾向が見込まれるものの、消費者物価は前年比プラスに転じても緩やかな上昇にとどまるとみられることから、当面2%を大きく超えない見通し。その場合、REIT価格下押し効果は1桁前半の限定的なものにとどまる公算。ただし、予想以上のインフレ加速が生じた場合等には、長期金利も2%を大きく上回るとみられ、REIT価格への下押し効果も▲10%超と無視できない大きさとなる。

いずれにしろ、**わが国REITは「超金融緩和」というこの上ない好環境のもとで生まれ育っただけに、有力なオルタナティブ資産としてさらなる成長・定着を図っていくためには、いずれ訪れる本格的な金利上昇局面をいかに乗り切っていくかが大きな課題**であることは銘記しておくべきであろう。

(図表6-1)長期金利上昇のJ-REIT収益への影響試算



(資料)各投資法人開示資料をもとに作成。

(注1)東証上場14法人の平均値。「2005年上期」は各投資法人の2005年1～6月中の決算、「2004年下期」は2004年7～12月中の決算を基に集計・試算。

(注2)試算は、「市場で長期金利〇%上昇した場合」に、過去20年間の不動産業・借入利率(法季ベース)の10年国債利回りに対する弾性値(0.867)から、借入金利の変動幅を推計。同推計値が各投資法人の財務諸表から算定される借入利回りにオンされた場合に、収益が押し下げられる度合いを算定。

(注3)金利上昇でREIT価格が受ける影響は、「収益面」以外に、投資家が他の資産への選好を強めるという「需給面」の影響も生じうることに注意。