

視

座

地価はいつ下げ止まるか

株式会社富士総合研究所
調査研究部 エコノミスト
稲垣博史

不動産バブル崩壊後の長引く地価の下落は、ゼネコンや不動産会社など資産に占める土地の割合が高い企業に多くの含み損をもたらしただけでなく、担保としての土地の利用価値が低下したことから、その他の事業法人や金融機関の経営にも悪影響を及ぼしてきた。足元の押し下げ圧力の強さを考えると、地価の下落はまだしばらく続く見通しだが、景気回復が軌道に乗れば、商業地は数年内に上昇に転じることが予想される。

地価は複合的な要因により大きく下落

わが国の地価は、従来からほぼ一貫して上昇を続けてきたが、一九八六年頃からそのペースはとくに速まった。八〇年三月の地価を一〇〇とすると、ピークの九一年九月には二〇九・三にまで達した(市街地価格指数、全国全用途、図表1)。その後、地価は一転して下落基調となっており、足元までその傾向が続いている。地価の下落は商業地でとくに著しく、ピークから二〇〇〇年九月までの下落率は五・一五%に達しており、住宅地の二・二%、工業地の二〇・九%を大幅に上回った。最近、都心の一等地のなかには上昇に転じる場所が出始めたが、これまでのところこうした動きは限定的であり、全体として地価に下げ止まり感は乏しい。

地価が大きく下落した背景に、バブル期における異常な上昇分の剥落があることは間違いない。しかし、これほど長期にわたる地価下落は、バブルの調整だけでは説明がつかない。実際には、以下に挙げるような要因が複合的に作用し、地価下落をもたらしたと考え

られる。

第一に、地価決定メカニズムの変化がある。かつては、土地投資の主たる目的は、値上がり益の獲得にあった。これは、取得価格がいくらであれ、土地はほぼ確実に価格が上昇するとみなされてきたためである(いわゆる、土地神話)。このため日本の地価は、バブル以前から利用収益からかい離して長期的に上昇し続けてきた。しかし土地神話が崩壊すると、地価はその土地を運用することによって得られる賃料収入に基づいて決定されるようになってきた(収益還元法の考え方)。すなわち、賃料収入で説明できないような高い水準にある限り、地価に対する下落圧力は続くということである。

第二に、長引く景気の低迷がある。九二年以降の実質経済成長率は概ね低水準であったため、土地から得られる賃料収入は伸び悩んだ。収益還元法の浸透で賃料収入に注目が集まるなか、このことは地価の下落につながったと考えられる。なお九四年度以降、物価が下落基調であったことも、賃料収入の低下要因となった。

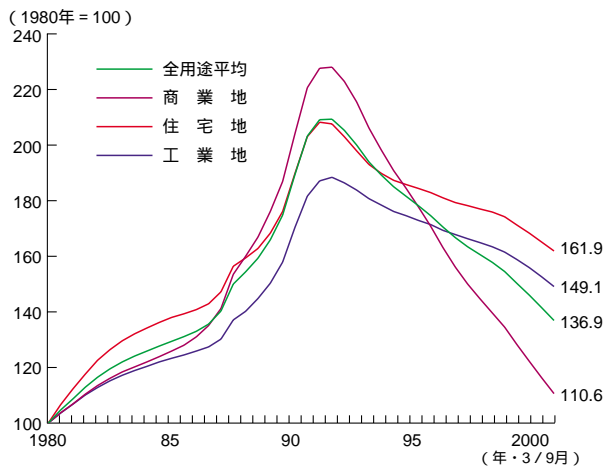
第三に、一連の土地税制改革の実施がある。バブル崩壊に前後して、いわゆる「市街化区域農地の宅地並み課税」など、土地の固定資産税や相続税に対する課税強化策が、相次いで打ち出された。この結果、土地保有のメリットが縮小し、需給バランスを悪化させた。

第四に、グローバル化が進展したことがある。国際的な競争が激化するにつれ、企業は土地を含めたコストの低い国に拠点を設置するようになってきている。この典型が、広大な土地を要する製造業の生産拠点であり、アジアなど途上国への進出が進むにつれ、国内の工業用地に対する需要が減少した。

地価は今でも高すぎるのか

バブル期の地価が異常に高かったことは間違いないが、地価はその後大幅に下落した。現状の地価をどのように評価すべきであろうか。地価の水準をはかる手段として、地価比率という概念がある。これは、一国における土地資産額の合計が、経済規模の何倍になっているかを示す指標である。地価比率は、九〇年末の五・五倍をピークに低下を続け、九九年末には三・一倍となっている(図表2)。これは、バブル発生前の八〇年代前半の水準とほぼ同じである。

図表 1 市街地価格指数(全国)の推移



資料：日本不動産研究所「市街地価格指数」

前記の地価比率は、金利の変動を考慮していない。しかし一般に、金利が上昇すれば、預金や債券投資の魅力が高まるから、投資対象としての土地の相対的な価値は低下する。金利が低下すれば、逆に土地の相対的な価値は高まるはずである。そこで、地価比率にこうした金利変動を勘案した概念が、金利修正地価比率である。九九年末時点の金利修正地価比率は一二で、バブル前の八〇年代前半の水準を下回るのもちろんのこと、七〇年以降最低となっている。以上から、バブル期の異常な地価上昇分はすでに剥落済みであるばかりか、実質的に地価は歴史的な低水準にあることがうかがえよう。

なお、企業活動がグローバル化するなか、日本の地価は諸外国に比べて高過ぎるの見方もある。しかし地価は、各国の制度、インフラの整備状況、確保できる労働力の質、市場アクセスなど様々な要因によって左右されるため、例えば東京の地価がニューヨークの地価と同じ水準まで下落するといった議論は、現実にはあまり意味がない。また、こうした要因が国際間で標準化されてゆくスピードは、現実には極めてゆっくりとしたものである。グローバル化が、工業用地などに対し下落圧力をかけていることは事実だが、それが日本の地価を押し下げる度合いは、いわれるほど大きくないと考えられる。

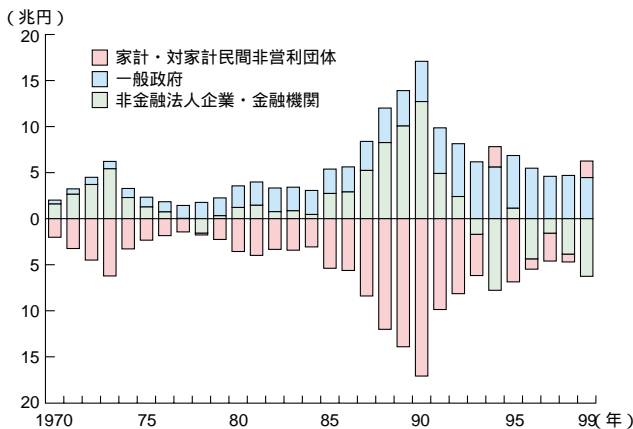
地価上昇を妨げる企業による土地処分

以上のように、日本の地価は、全体にかなり低い水準まで低下したといえる。しかし実際には、土地の需給バランスは依然としてあまり改善しておらず、地価に下げ止まり感が乏しい。

その最大の理由は、企業による土地売却の動きが続いていることである。企業は近年、バランスシート調整の一環として、不良資産や収益性の低い資産の処分を進めている。また、販売用不動産の強制評価減（二〇〇

〇年度導入）、減損会計（二〇〇二年度導入見込み）といった会計処理が採用されるため、土地売却の動きは加速される。販売用不動産の強制評価減とは、実勢価格が取得価格を五〇%以上下回った販売用不動産について、簿価の切り下げを義務づけるものである。減損会計の詳細はまだ固まっていないが、基本的な考え方は、投下資本を回収できる可能性が低い事業用固定資産・投資不動産について、簿価を実勢価格まで切り下げるものである。従来の会計処理では基本的に、こうした資産については、売却しなければ含み損を損失計上する必要はなかった。ところが、これらの会計処理が導入されると、売却しなくとも含み損のうちかなりの部分について損失として計上しなければならなくなる。この結果、不良資産・低収益資産を塩漬けにしておく理由がなくなるから、むしろそれら売却し、債務の返済に充てる方が得策との判断が大勢となる可能性がある。

図表 2 企業による土地取得の推移



注95年以降は93SNAベース、それ以前は68SNAベース。
資料：内閣府「国民経済計算年報」

このほか、銀行による不良債権処理に伴う担保不動産の売却や、市街化区域農地の宅地並み課税も、需給バランス改善の妨げとなってきた。ただし、両方とも既にピークを超えており、これらに伴う地価に対する下押し圧力は縮小に向かっている。

地価の展望 商業地は数年内に反転上昇へ

減損会計が厳格に適用されることになれば、二〇〇三年度以降、需給面からの重石はかなり取り除かれることになりそうだ。これ以降、全体として地価は下げ止まり、その後緩やかな上昇に転じる可能性が高い。

とくに商業地の地価は、既にバブル前の八五年の水準を下回っており、下がり過ぎともいえる水準に達した可能性が高い。実際、東京圏の商業地では、実勢の地価が収益還元法ではかつた理論地価をすでに下回っている。景気の着実な回復を前提とすれば、ベンチャー企業などのオフィス需要や、外国人投資家による土地投資も、いっそう活発化するであろう。これらを考慮すれば、商業地の地価は、遅くとも二〇〇三年度には上昇に転ずる可能性が高いとみられる。

一方住宅地の場合、地価の下落ペースは商業地に比べかなり緩慢で、二〇〇〇年九月時点で八八年九月の水準をようやく下回ったにすぎない（市街地価格ベース）。また、バブル前の八五年三月時点と比べると、依然として約一七%上回っている。この背景には、地価が下げ続けるなか賃金はさほど低下しなかったことや、景気対策としての住宅建設刺激策が続けられたことから、住宅購入可能層が漸次拡大し、新たな住宅地需要が生まれたことがあると思われる。しかし現在、企業は人件費を抑制する傾向にあり、また政策効果も縮小に向かうことから、住宅地に対する下押し圧力は続くとみるべきであろう。仮に住宅地が下げ止まっても、商業地ほど反発力は強くないと予想される。