

## 最近の経済動向と不動産経済を巡る概観 (2013年7月末現在)

荒井 俊行

### 1. はじめに

本稿は、2013年4月4日に日銀金融政策決定会合で合意された量的・質的金融緩和(QQE=Quantitative and Qualitative Monetary Easing。以下、QQE)について整理したうえで、日々議論されているその論点や効果について、代表的な見解を、新聞報道をもとに紹介するとともに、これに関連して不動産経済指標の動向について私見を述べる。

### 2. 日銀金融政策決定会合での合意事項

第一は、日銀のマネタリーベース(日銀券の発行残高+日銀への市中銀行の当座預金:2013年3月末現在140兆円)が2年間で2倍となるよう年間60から70兆円で増加するよう市場調節を行うということである。これを実現すると2年後(2014年度末)のマネタリーベースは270兆円になる。名目GDP(475兆円;2012年度・速報値)に対する比率は50%を超え、諸外国の水準(欧米ともに15%程度)から見ても突出した水準となる。

第二に、イールドカーブ(国債の残存期間別の金利水準)全体の金利低下を促し、低金利の長期化を実現するため(これを時間軸効果と称することがある)、長期国債の保有残高(2013年3月末現在90兆円)を毎年50兆円ずつ増加するよう、買い入れるということである(これにより2014年度末の日銀の長期国債保有残高は190兆円:長期国債残高の約2割となる)。その実現のために、日銀によれば、毎月の長期国債のグロスの買い入れ額は7兆

円となり、これは年間新規国債発行額の7割に相当するという。

第三は、長期国債の買い入れ対象は40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買い入れの対象国債の平均残存期間を現状の3年から、現在の国債発行残高の平均残存期間である7年程度に延長することである。なお、今回行うQQEは、異次元の金融緩和政策を可能とするため、国債等の買い入れの制約条件となる「資産買い入れ等基金の廃止」、「銀行券ルールの一時的停止」がなされることになった。

第四に、リスク資産の買い入れを拡大し、2013年度末買い入れ残高目標を、上場投資信託(ETF)で1.5兆円→2.5兆円、不動産投資信託(J-REIT)で1,100億円→1,400億円、CP・社債等で5兆円→5.4兆円とすることである。QQEは、民間金融機関の当座預金を増加させ、①企業への貸出増加を通じた企業設備投資の増加、②株購入による株価上昇を通じた消費の拡大(資産効果)、③外資購入を通じた円安による輸出増、という効果が期待されている。

以上により、QQEは、2%の物価上昇の2年程度の期間を念頭に置いた実現をめざし、これを安定的に持続できる時点まで継続することとされている。

### 3. 伝統的金融政策と量的金融政策との関係

従来の金融緩和政策は、名目金利がゼロに近づ

くとそれ以上効果が表れない。これを流動性の罫という。そのうえ、名目金利がゼロの状態デフレ期待が生ずると実質金利が上昇し、景気の足を引っ張ることになる。よって日銀は、名目金利がゼロでも、インフレ期待に働きかけることにより実質金利を低下させることで、消費や投資を刺激するため、日銀の当座預金残高を積み増すような長期国債買入れ政策をとることとした。これがQQEの考え方であり、リフレ政策と呼ばれている。リフレーションとは、デフレを切り抜けてはいるがまだ本格的なインフレーションには達していない状態のことを指す。

#### 4. QQEの政策当事者の発言に関する報道要旨

① 今回のQQEの採用を提言した理論的な中心人物の一人といわれる浜田宏一内閣官房参与の考え方を、インターネットで公表されている2013年2月9日の東洋経済インタビュー記事によってみると、概略以下のようなことになる。

「物価が上がっても国民の賃金はすぐには上がらない。名目賃金に硬直性があるためである。こうした中で期待インフレ率が上がると、実質賃金が下がるので、企業の生産が拡大し、雇用が増える。今まで失業していた人が新たに収入を得られるので、実質賃金の低下が多くの人を雇えるプラスの効果がある。今働いている人が（実質賃金が減るといふ）わずかずつの犠牲を払って全体のパイが増える。その後、雇用が増えて生産が盛んになれば、実質所得も上がってゆく。これが景気回復であり、国民生活の充実につながるリフレ政策である。」

② また、大方の予想に反して長期金利が上昇している現象についての黒田東彦日銀総裁の2013年5月22日の記者会見発言を日本経済新聞報道によりフォローすると、概略以下のようなことになる。

「名目の長期金利は、景気が回復して物価が上がるという予想が広がれば上昇するので、金融緩和策による金利低下と相殺されて上がることはありうる。長期金利は、短期金利のように

すべてをコントロールできるものではない。しかしボラティリティ（変動率）が過度に拡大することは回避しなければならないので、必要に応じ、国債買入れ頻度やペース、買入れ対象を調整し、弾力的に公開市場操作を行う必要がある。」

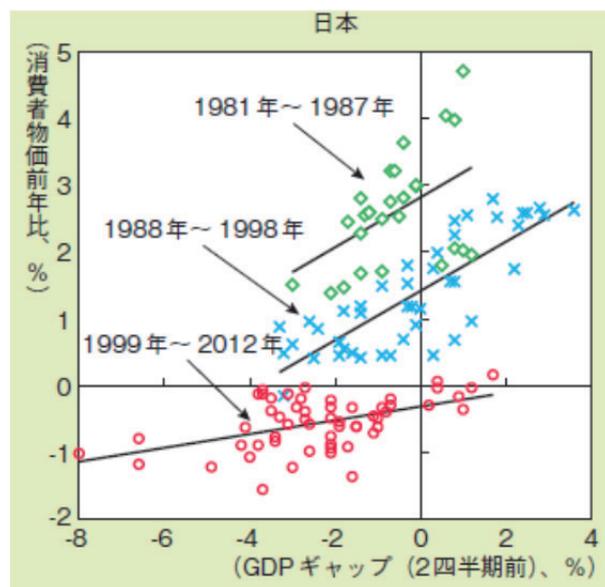
③ 次に、中曾宏日銀副総裁の2013年5月31日内閣府経済社会総合研究所主催の「ESRI 国際コンファレンス」における講演内容記録は概略以下の通りであり、日銀は公式的には言及していないが、中曾副総裁は、今回のQQEは物価上昇率と失業率とがトレードオフ関係にあるフィリップス曲線のシフトを狙うものだと説明している。フィリップス曲線というのは、実質所得を上げようとする（すなわち失業率を下げようとする）と、ある程度の物価上昇は甘受しなければならないというデータに基づく実証研究がベースになっている関係である（図1）。

「今回の政策で物価安定の目標の実現の大きなカギを握っているのは、中期的な予想物価上昇率が上昇するかどうかです。その理由をマクロ的な需給バランスと物価上昇率の関係を示すいわゆるフィリップス曲線を使い整理すると次のような説明になります。すなわち、先に述べたように、潜在成長率を上回る成長を実現するもとの、需給ギャップはプラス幅を拡大してゆきますが、その拡大につれ、フィリップス曲線の正の傾きに沿って物価上昇率は高まってゆきます。しかし、15年近くデフレが続いてきたもとの、フィリップス曲線自体が下方にシフトしてきたほか、グローバル化の下で企業の価格支配力が低下するなどフィリップス曲線の傾きは緩やかになっています。こうした現在のフィリップス曲線を前提とすると、先ほど申し上げた2%程度のプラスの需給ギャップを実現したとしても、それだけで2%の物価上昇率は実現できません。できるだけ早期に2%の物価上昇率の目標を実現するためには、予想物価上昇率が高まることによって、フィリップ

ス曲線そのものが上方にシフトしてゆくことが必要になります。つまり、マクロ的な需給バランスの改善のみならず、企業や家計といった経済主体のデフレ期待を抜本的に転換し、予想物価上昇率をしっかりと引き上げてゆく、その両者があいまって、できるだけ早期に物価安定の目標を実現することができることになりま

げる。またリスク資産を日銀が買い取ることで、民間部門には株式を購入するインセンティブが生じるので、株高となり、これが消費を増やす。またリスク資産の買い取りが、外債購入に向かえば、円安となり、円安が輸出を促進する。QQEは総力戦であり、戦力の逐次投入はしない

図1. フィリップス曲線の変化



(注)「平成 25 年経済財政白書」(内閣府)より引用

④ さらに、岩田規久男日銀副総裁の主張は日本経済新聞 2013 年 6 月 25 日のインタビュー記事によれば概略以下のようなことになる。

「QQE という異次元の金融緩和は予想インフレ率を上げることにコミット(約束)しているので、名目金利を上げる要因になる。しかし一方で、今回の金融政策は大量の国債を買うため、名目金利を下げる力がある。QQEにより、市場の予想インフレ率は上昇が続くので、(仮に名目金利が上がっても)名目金利からインフレ率を引いた実質金利は下がり<sup>1</sup>、これが借入をしやすくするので、設備投資、住宅投資を押し上

⑤ なお、以上の QQE を推進する立場の政策当局者の発言報道に対し、2013 年 6 月 6 日の日本経済新聞経済教室で表明されている同志社大学の北坂真一氏に代表される、異なる立場を表明している有識者も少なくないのでその概略を紹介する。

「名目金利が期待インフレの反映であれば、実質金利は低下せず、实体经济に影響しないという可能性がある。特に日本のように貯蓄率が低い経済構造では貯蓄投資バランスが悪化し、実質金利が上がる可能性があり、そうすると、インフレに伴い名目金利はさらに大きくあがる可能性がある(なお、これについて、浜田宏一内閣官房参与は、マンデル・フレミングモデルで知られる基本的なケースでは、量的金融緩和政策により、長期金利も上がるが、それは投資を抑制する効果を持つので、長期金利の上昇は、予想インフレ率を下回り、実質金利が下がることが証明されているとする。)

また、身近な品物が円安の影響で値上げされる。地価も回復しており、インフレ期待は順調に高まることが予想される。金融政策が先行してインフレが高まり、予定通り増税が行われ、その一方で金利が上昇して、实体经济が悪化すれば、多くの国民が危惧する最悪のシナリオとなる。」

また、早稲田大学の野口悠紀雄氏は、様々な経済誌(例えば、週刊ダイヤモンド 2013 年 5 月 25 日号)において、QQE の採用前からあらかじめ十分予想されていたとはいえ、マネタリーベースが増加しても、マネーストック(非金融機関の持つ通貨

<sup>1</sup> 増加した貯蓄が投資から派生する資金需要の増加を満たすため実質金利は下がると考えられる。

残高:通常 M2、M3 といわれる)が、企業の資金需要が低いために信用創造メカニズムが働かず、空回りしているのが明確になってきた以上、QQE の政策変更を開始すべきだと指摘している。更に貿易収支が赤字の日本では、円安による輸出増よりも、輸入物価の上昇の悪影響が強く出て、実質購買力の低下による景気低迷の可能性が強いことを指摘する。製造業にとって、円安は輸出促進要因となるが、非製造業にとって、円安はコスト引き上げ要因であり、設備投資全体の3分の2を占める非製造業の設備投資の促進を目指すのであれば円安の是正が必要であるとの主張である。

以上のように、QQE については各論に入ると、まだまだ見解の分かれる課題も多く、また、財政再建を巡る対応によっても、人々の期待形成が大きく変化しうるものと思われることから、QQE の政策効果については、今後とも予断を持たずに注視してゆく必要があると考える。

## 5. QQE の貿易相手国への影響

QQE は、貿易相手国の輸出を阻害する近隣窮乏化政策だという批判については、当初日本政府も相当警戒していた節があるが、20 개국財務相・中央銀行総裁会議(G20)などで、米英から表立った批判は出なかった。しかし、ドイツのメルケル首相は、一貫して、QQE が日本の財政赤字に拍車をかける危険性を警告し、早急に財政健全化政策を実施すべきだとの主張を展開している。

また、諸外国が日本の QQE により、自国が不利益を受けると懸念するのであれば、相手国はこれを防ぐために、自らも金融緩和策をとるのは自由なのだから、そうした金融緩和策を採用すればよいとの主張が一部の論者から出されている。しかし各国にはそれぞれ事情があり、しかも相互依存関係が高い世界経済の中で、各国の金融政策の自由度が高いとは到底言い切れず、このような単純な説明は外交上も極めて通りにくいと思われる。

## 6. QQE が金利上昇を促進する要因

現在、国債の民間銀行、生保による保有額は 150 兆円を超える規模に達しているといわれるが、長期債から短期債への買換えは金利上昇局面では合理性を有することから、この面からも長期金利上昇が促進される可能性がある。また、日本の貿易収支が赤字化の傾向を強めており、そのために、海外からの資金のファイナンスが必要になると、潜在的なソブリンリスクを抱えているとみられる日本は、いずれ高いプレミアムが求められることになるので、低い金利での債券発行が困難となり、金利上昇の恐れを考慮しておかなければならない。

## 7. QQE と調整インフレ論

高いインフレ率が実現すれば、国債の実質残高が目減りし、国債の償還をその分緩和させ、消費税増税の制約からも解放されるので、積極的にインフレ政策をとるべきであるとの主張を調整インフレ論ということがある。歴史的にも、国の債務を帳消しにするために、各国でこうした政策がとられてきたという事実があるが、これは国民の貯蓄を強制的に奪い、年金生活者などの弱者の犠牲の上に行われる所得分配上の劇薬であり、避けなければならない政策であると言える。

## 8. 注視すべき QQE の今後の動向

現在の足元の景気は、確かに回復基調にあり、全体としての円安、株高基調にあることについての異論は少ない。問題はその持続性であり、もし、成長戦略の効果が弱く、欧州を中心とした海外景気の低迷が続けば、財政悪化、金利上昇という欧州型のスタグフレーションに陥る可能性も否定できない。浜田宏一内閣官房参与は 2013 年 7 月中旬の講演で、消費税率 8%は引き上げの許容範囲かもしれないが、消費税率 10%は経済に相当の縮小効果をもたらすと強い懸念を表明したことが報道されている(2013 年 7 月 14 日、日本経済新聞)。

以上のことから、円安による物価上昇、インフレ期待による名目金利の上昇の顕在化を避けるためには、先の 2013 年 6 月 14 日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針」通り、政府支出

を削減し、基礎的収支のプライマリーバランス(現在の赤字率GDPの7%、35兆円を→2015年に対GDP比の赤字率を半分の約20兆円に、2020年にゼロにする目標)の均衡化に努め、実質金利を下げる努力が今後一層必要だと考えられる。

## 9. 最近の不動産市場の動向

### (1) 地価の動向

はじめに、長期的な地価動向として六大都市(東京区部、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市及び神戸市)の市街地価格指数(商業地・2000年=100:(一財)日本不動産研究所)を概観しておく、日本列島改造論後の1974年は75ポイント、石油危機を経て1975年には69ポイントに下落した後、1982年は100ポイントを回復、その後バブル経済による急上昇により1991年には520ポイントを記録した。その後一貫して下落を続け、2000年は100、2005年には67ポイントまで下がり、そのあと一端反転し、2008年に100ポイントまで回復、そこから下落を続けている。徐々に下落率は低下しているものの、2012年には70ポイントの水準になった。

ただし、金融緩和の影響、景気の全般的な回復基調を反映して、このところ、地価には下げ止まりの傾向が出ている。2013年5月に発表された国土交通省の3か月ごとの地価動向調査によると、1月に比べて4月には、商業地にしても、住宅地にしても、前年同期比で地価が上昇している地点数が、いずれも半数を超える状況になっている。

さらに、2013年1月現在の路線価を見ても、全体としてはマイナス1.8%と5年連続のマイナスであるものの、下げ幅は1.0ポイント縮小し、都道府県ベースでは、愛知、宮城などではそれぞれ、J-REIT 不動産の購入や復興住宅の建設に伴う住居移転の増加等の特殊要因も背景にあり、上昇に転じている。他の45都道府県は小幅低下が続いているものの、底打ち感が出ている。

2013年3月末で(一財)日本不動産研究所の市街地価格指数(全用途)も、三大都市圏、地方圏とも前期24年9月比微減であるが、東京都区部につい

ては、商業地0.2%、住宅地0.1%上昇、工業地0.0%の横ばい、全用0.1%上昇と、すべての用途で下げ止まり、反転の動きになったことが注目される。

### (2) 新築マンション市場の動向((株)不動産経済研究所「マンション市場動向」)

新築マンション分譲市場の動向をみると、いずれも平成26年4月の消費税増税をにらんだ駆け込み需要が増加し、首都圏、近畿圏とも、対前年同月比の新規供給戸数は大幅な増加基調を続けている。価格(単価)も2013年に入り、円安による資材価格の上昇や復興需要による労務単価の上昇の影響を受けて値上がりしている。しかし単価上昇の影響は軽微であり、今年度の首都圏全体の供給戸数は昨年の4.5万户を2割以上上回る5万数千戸に上る勢いである。

住宅ローン金利は長期プライムレートの上昇に合わせ、小幅ながら上昇傾向を続けているが、低水準であることに変わりはなく、先行きの上昇予測が強いことから、現在のところ住宅取得の制約要因とはならず、むしろ、先行きの住宅ローン金利の上昇を見越した駆け込み要因になっている。こうした中で、全国の着工戸数は2009年度をボトムに年度ベースでは、増加が続いており、最近の月ベース約8万户は年ベース100万户ベースの高い水準である。なお、7月に発表された消費税増税に伴う住宅取得・購入の現金給付制度が実施されれば、駆け込み需要を抑え、住宅建設を平準化するうえで、相応の効果が期待できると考えられる。

### (3) オフィス平均空室率(都心5区)の推移(三鬼商事(株)調査)<sup>2</sup>

オフィス空き室率の推移をみると、2013年3月

<sup>2</sup> 空室率データの使用に当たり、公表元による空室の定義を理解しておく必要がある。三鬼商事(株)の調査は「ビルオーナーが募集している床面積(100坪以上)」すべてを現時点で空室になっていないものを含めて空室とみなすが、シービーアールイー(CBRE)(株)は「ビルオーナーが募集していて、かつテナントがすぐに入居できる床面積(500坪以上)」を空室とみなす。つまり、三鬼商事(株)データは、現空面積でなくとも空室対象に入り、抽出規模も幅広い。

8.56%、4月8.54%、5月8.33%、6月8.46%と適正稼働率よりは高い水準にあるものの、傾向としては低下してきている。新築賃貸オフィス空き室率も3月の23.24%から大口の2012年の過大供給在庫がほぼ解消したことから、5月は11.1%に改善した。10%台の空室率は2011年2月以来のことであり、オフィス賃料も底打ちから上昇への流れにあるといえる。

#### (4) 金融機関の貸し出し態度指数の変化

金融機関の不動産業への貸し出し態度 DI(「緩い」-「きつい」の指数)を日銀の短期経済観測調査(2013年6月)でみると、中小企業では依然厳しさが残るものの、大企業向けを中心にプラスへの転化が顕著である(表1)。これまで、この金融機関貸出態度指数と不動産売買は比較的高い相関を示していたことから、金融機関の貸し出し態度の軟化に伴い、従来以上に不動産市場への資金流入が生じ得る状況と考えられ、今後の不動産業向け融資及び地価の動向を注視してゆく必要がある(図2)。こうした中で、日銀の金融統計月報により2013年3月現在の不動産業向けの全国銀行(銀行勘定+信託勘定)の総貸出残高をみると、まだ、QQEの効果がこの数値に反映しているとは言い難いが、総融資額444兆円中61兆円と13.7%のシェアがあり、2013年3月の対前年同月比2.0%増になっている。

表1. 金融機関の不動産業への貸出態度DI

	2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II
不動産業全体	▲2	▲1	▲2	1	1	4
大企業	5	2	7	7	11	16
中企業	1	▲2	▲2	1	3	3
小企業	▲8	▲2	▲6	▲2	▲3	1

(注)「短期経済観測」(日銀)による。数値は不動産業の企業規模別にみた金融機関の貸出態度(「緩い」-「きつい」)のD.Iである。

#### (5) 今後の地価動向

##### 1) マクロ的な状況

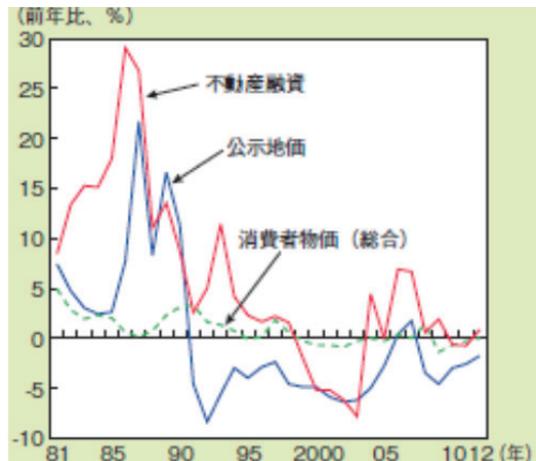
以上のようなことから、今後の地価動向を展望すると、次のような理由で地価はマクロ的には安定的に推移するだろうと考えられる。

まず、第一に、日本経済が人口減、企業の海外移転、成長余力の低下という構造的な需要減要因を抱えているため、不動産に対する最終需要もそれほど強くないこと、これに、今後の相続税の課税の強化(2015年1月以降の相続について適用)に伴い小規模宅地を中心とした都市部での物納を含む土地供給効果も期待できることである。

第二に、かつては不動産情報が関係者に囲い込まれ、一部で収益率への判断抜きの無謀な土地担保売買が行われていたが、今やその時の学習効果の発現、倒産隔離型の証券化投資手法の導入・普及、調達資金の多角化・多様化、収益還元評価手法の精緻化といった市場環境の整備・向上により、合理的なリスク分散志向の市場参加者が大半となり、無理な買い急ぎなど不正常的な売買は概ね解消しているのではないかと考えられることである。

第三は、こうした中、金融機関の不動産の査定評価能力の向上とアセットファイナンスの採用に加え、不動産の証券化による市場参加者の多様化が正常な価格形成の促進要因となり、さらに、不十分とはいえ、不動産に関する情報開示の進展が、

図2. 不動産融資と地価



(注)「平成25年経済財政白書」(内閣府)より引用

市場参加者の合理的判断の形成にも寄与している状況だということである。なお、景気回復のために不可欠とされる賃金関係指標の改善については、遅行指標であることもあり、QQE の効果としては未だ必ずしも明確には表れていないことに加え、景気ウオッチャー調査にみられるように、景気回復に対しては慎重な見方もあり、逆にこれが期待成長率の上昇への一定の心理的な歯止めとして機能している面があり、今のところ思惑先行の地価上昇が広がる状況ではないものと判断している。

## 2) ミクロ的な状況

次に、ミクロ的には、地価上昇局面が相当程度強く表れてきている状況ではないかと考える。

第一は、事業会社が不動産の有効利用に注目する中で、金融機関は国債での運用との兼ね合いで不動産投資商品に着目した余裕資金の貸し出し姿勢を強めており、収益物件を中心とした取引の活発化を招いていることである。最近では、不動産取引の5割以上が、J-REIT であるといわれ、2013年1月から6月だけで、2012年1年の実績を1.7倍上回る1.3兆円がJ-REIT 資産として購入され、過去のJ-REIT 物件取得額のピークであった2006年の1.9兆円に迫る勢いだとのことである。さらに、1月から6月の上場企業の不動産取得額は前年同期比2倍へと拡大しているとの(株)都市未来総合研究所による調査が2013年7月15日、日本経済新聞を通じて報道された。

第二に、こうした中、分譲マンションの成約件数が大幅に増加するとともに、外国人による大都市部のマンション購入が増加しているとの情報がある。世界的に資金がだぶつく状況の下で、期待成長率が相対的に高く、外国人の土地取得に特段の制約のない日本において、不動産は注目される素地があり、加えて円高修正により円安が進めば、外貨建て取得価格が低下し、外国の競争力が高まる。

さらに、2012年に23区の大規模オフィスビルの供給が集中した後、多くの2013年から2016年の大型ビル新規供給計画が先送りされ、供給が低

水準になっている。そこで、貸室需要があれば、需要が供給を上回り、空き室率低下、賃料上昇の流れが考えられ、東日本大震災以降の旺盛で根強い耐震性、防災性の高い大型賃貸ビルへの需要がこうした動きを後押しする。

また、J-REIT 市場等には外国企業や外国投資家の参入もあり、E コマース市場やコンビニ市場の持続的拡大及びサードパーティーロジスティクス(3PL)の分化に伴う物流関係、高齢化に対応したヘルスケア関係など、J-REIT 等の対象となる物件の厚みとすそ野がひろがる勢いがある。

日銀によるJ-REIT 購入額の枠の1400億円はすでに満杯近い(1380億円)状況で、近々買入れ枠の拡大が行われるとの予想があり、これが相場の買い支え効果になる。

## 3) 概括

以上のような動向を考慮すると、個別の不動産投資判断については、理論的にはNOI(Net Operating Income)(金利支払前、減価償却前営業純収益)の投資額に対する割合が期待利回りを上回れば行われることになるが、(一財)日本不動産研究所の最近の調査結果(第28回不動産投資家調査(2013年4月現在))によると、想定基準ビルの期待利回りが、東京5%、大阪、名古屋とも6%強程度の水準で安定的に推移しており、当面大きな変化は見られないとしても、今後、経済の成長期待率が高まると、純収益の増加に合わせた積極化が見込まれるとともに、リスクプレミアムの低下とあいまって、全体の還元利回りが低くなりことが十分予測されるため、地域・用途の選別を伴いながら、ある程度の地価上昇が生じうる状況と考えられる。このことは2006年から2008年にかけての不動産ファンドブームの時期にも確認されていた事実である(補論参照)。

不動産市場はデフレ脱却の動きが鮮明化しつつあり、事業者がデフレレジームの行動様式を切り替え、社会経済の一層の情報化、グローバル化、高齢化をにらみ、物流、ヘルスケアなどの視点から、戦略的集中的な不動産投資を行い得る環境が

整ってきた。こうした中で、収益性の高い物件を中心に、地価上昇が局所的に生ずる余地があるものの、地方都市の経済疲弊の悪循環が断ち切られていない状況の下では、土地の供給が土地の値上がり期待から大きく絞られることは考えにくい。そのため、マクロの土地需給全体は依然弱含みであり、全般的な地価上昇が生ずるような状況ではないというのが現時点での見解である。

## 10. 結語

最後に、そうは言っても、我々はいま数十年前に、人々の期待が楽観へ、熱狂へと変わり、対策が後手後手にまわった不動産バブルの苦い歴史を知っている。その失敗が繰り返されないためにも、政策当局は、当面地価上昇の先行指標となりうる毎月毎の「売買による土地所有権移転登記件数(法務省)」等に注意を払いながら、絶えず不動産の出口戦略を意識し、認知・実施・効果の遅れを極力回避して、たとえば、国土利用計画法の監視区域や建築基準法の特別用途地区の指定、投機を抑制する税制の活用、融資規制の強化をはじめとしたプルーデンス政策等の必要な政策が機動的に発動できるよう、調査と準備を怠らない姿勢を持つことがこの際特に重要であると考えられる。その際、都市部の容積率緩和政策の在り方については、過去の中曽根民活時代の経験を踏まえ、特に留意を要する。政治学者丸山眞男氏はその著「歴史意識の古層」の中で、日本人が過去や未来よりも、「いま」を尊ぶ性向のあることを指摘しているが、「いま」に目を奪われて、長期的な有効利用が強く要請され、公共性の高い有限な資産である土地の未来が制約を受けることは許されない。これは決して簡単なことではないが、関係者は過去を直視し、未来のために必要な努力を「いま」しなければならない。

### (補論)地価変動の要因

「平成24年度土地に関する動向」(国土交通省)、いわゆる土地白書は、地価変動の要因について次の通り記述している。地価分析の基本論であるの

で、ここで再掲する。

「資産価格がどのように決まるかを考える場合、資産価格はその資産がもたらす収益によって決まるという収益還元モデルを用いることが一般的である。過去の年次報告においても分析してきたように、不動産の価格についても収益性に応じた価格形成がなされる傾向が強くなってきており、土地の鑑定評価を行う際には、収益還元モデルの考え方に基づいた収益還元法により算定される考慮することが必要とされている。また、土地の評価が収益性や利便性で決まる傾向を好ましいと考える人々の割合は半数以上となっている。

収益還元モデルの考え方に基くと、①地価  $P$  は、②生み出される現在の収益  $C$ 、③収益の将来見通し  $g$ 、④安全資産の利回り  $R_f$ 、⑤固定資産税の実効税率  $T$ 、⑥リスクプレミアム  $R_r$  といった要因により決定される。

これを式で表現すれば、

$$P = \frac{C}{R_f + R_r - g + T}$$

となる。この関係から考えると、生み出される現在の収益の減少、収益の将来見通しの低下、安全資産の利回りの上昇、固定資産税の実効税率の上昇、リスクプレミアムの上昇が、地価下落をもたらすことになる。」

[あらい としゆき]  
[(一財)土地総合研究所 専務理事]