

研究ノート

平成 29 年地価公示について考える

荒井 俊行

I 現状

(平成29年の公示地価の動向)

国土交通省は3月21日、2017年（平成29年）1月1日時点の公示地価について、景気の緩やかな回復や低金利を背景に、2015年（平成27年）以降、対前年比で先行してプラスに転じていた商業地（全国ベース）に次いで、今年は住宅地も全国ベースで対前年比0.022%のプラスへと9年ぶりの上昇に転じたと発表した。全用途平均でもプラス0.4%と2年続けての上昇となった。

しかし三大都市圏を除く地方圏では、交通インフラ整備や再開発により利便性が高まった地方中核四都市等を除くと、商業地、住宅地とも、マイナス幅が縮まっているものの、25年連続の下落となっている（図表1, 2）。

住宅地の地価が全国平均で下落からわずかながら上昇に転じたのは、三大都市圏における都心部を中心とした人口増地区の住宅地の地価が相応の上昇を示したためである。

(先行指標となる主要都市における高度利用地の地価動向)

平成29年の地価公示に先立って、国土交通省が2月に公表した地価動向を先行的に表すとされる四半期毎の「主要都市の高度利用地地価動向報告～地価LOOKレポート～」に

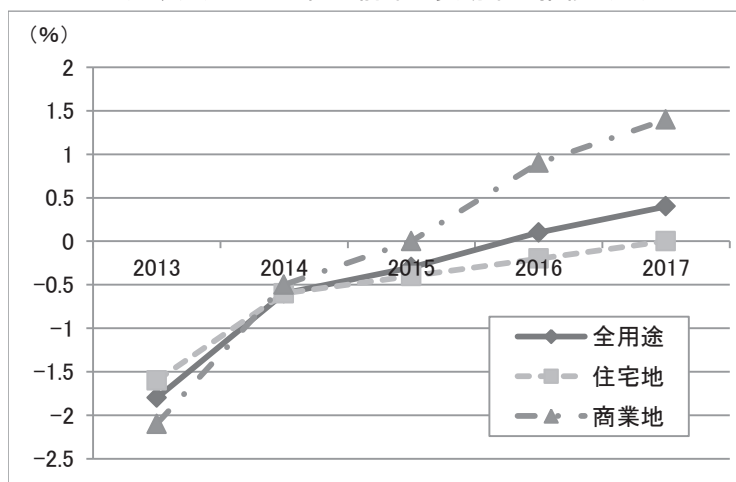
(図表 1)

	住宅地	商業地	全用途
全国平均	0.022 (▲0.2)	1.4 (0.9)	0.4 (0.1)
三大都市圏	0.5 (0.5)	3.3 (2.9)	1.1 (1.1)
東京圏	0.7 (0.6)	3.1 (2.7)	1.3 (1.1)
大阪圏	0.0 (0.1)	4.1 (3.3)	0.9 (0.8)
名古屋圏	0.6 (0.8)	2.5 (2.7)	1.1 (1.3)
地方圏	▲0.4 (▲0.7)	▲0.1 (▲0.5)	▲0.3 (▲0.7)
中核4市	2.8 (2.3)	6.9 (5.7)	3.9 (3.2)

(注) 前年比、カッコ内は前年、▲は下落、中核4市は札幌、仙台、広島、福岡

(注) 国土交通省資料による。

(図表 2) 公示地価の前年比変動率の推移 (%)



(注) 国土交通省資料による。

(図表3) 主要都市の高度利用地の地価動向の推移

総合評価 上昇・横ばい・下落の地区数一覧(全地区)										
四半期	上昇			横ばい	下落					横計
	6%以上	3%以上 6%未満	0%超 3%未満		0%超 3%未満	3%以上 6%未満	6%以上 9%未満	9%以上 12%未満	12%以上	
全地区	19年第4	5 (5.0%)	47 (47.0%)	35 (35.0%)	11 (11.0%)	2 (2.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第1	0 (0.0%)	5 (5.0%)	36 (36.0%)	50 (50.0%)	7 (7.0%)	1 (1.0%)	1 (1.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	13 (13.0%)	49 (49.0%)	28 (28.0%)	8 (8.0%)	2 (2.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	20年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	22 (14.7%)	79 (52.7%)	43 (28.7%)	6 (4.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	20年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (1.3%)	33 (22.0%)	74 (49.3%)	25 (16.7%)	12 (8.0%)	150 (100.0%)
	21年第1	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (1.3%)	37 (24.7%)	67 (44.7%)	36 (24.0%)	4 (2.7%)	150 (100.0%)
	21年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	3 (2.0%)	67 (44.7%)	55 (36.7%)	22 (14.7%)	3 (2.0%)	150 (100.0%)
	21年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	3 (2.0%)	81 (54.0%)	53 (35.3%)	9 (6.0%)	3 (2.0%)	150 (100.0%)
	21年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	1 (0.7%)	5 (3.3%)	88 (58.7%)	46 (30.7%)	9 (6.0%)	1 (0.7%)	150 (100.0%)
	22年第1	0 (0.0%)	1 (0.7%)	1 (0.7%)	25 (16.7%)	86 (57.3%)	36 (24.0%)	1 (0.7%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	22年第2	0 (0.0%)	1 (0.7%)	3 (2.0%)	41 (27.3%)	92 (61.3%)	13 (8.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	22年第3	0 (0.0%)	1 (0.7%)	1 (0.7%)	61 (40.7%)	82 (54.7%)	5 (3.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	22年第4	1 (0.7%)	0 (0.0%)	15 (10.0%)	54 (36.0%)	75 (50.0%)	4 (2.7%)	1 (0.7%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	23年第1	0 (0.0%)	0 (0.0%)	2 (1.4%)	46 (31.0%)	92 (63.0%)	5 (3.4%)	1 (0.7%)	0 (0.0%)	146 (100.0%)
	23年第2	0 (0.0%)	0 (0.0%)	7 (4.8%)	53 (36.3%)	85 (58.2%)	1 (0.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	146 (100.0%)
	23年第3	0 (0.0%)	0 (0.0%)	11 (7.5%)	61 (40.7%)	78 (52.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	23年第4	0 (0.0%)	0 (0.0%)	16 (10.7%)	70 (46.7%)	63 (42.0%)	1 (0.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	24年第1	0 (0.0%)	1 (0.7%)	21 (14.0%)	80 (53.3%)	48 (32.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	24年第2	0 (0.0%)	1 (0.7%)	32 (21.3%)	82 (54.7%)	35 (23.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	24年第3	0 (0.0%)	1 (0.7%)	33 (22.0%)	87 (58.0%)	29 (19.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	24年第4	0 (0.0%)	3 (2.0%)	48 (32.0%)	74 (49.3%)	25 (16.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	25年第1	0 (0.0%)	2 (1.3%)	78 (52.0%)	51 (34.0%)	19 (12.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	25年第2	0 (0.0%)	2 (1.3%)	97 (64.7%)	41 (27.3%)	10 (6.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	25年第3	0 (0.0%)	1 (0.7%)	106 (70.7%)	34 (22.7%)	9 (6.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	25年第4	0 (0.0%)	3 (2.0%)	119 (79.3%)	22 (14.7%)	6 (4.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	26年第1	0 (0.0%)	1 (0.7%)	118 (78.7%)	27 (18.0%)	4 (2.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	26年第2	0 (0.0%)	2 (1.3%)	118 (78.7%)	28 (18.7%)	2 (1.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	26年第3	0 (0.0%)	2 (1.3%)	122 (81.3%)	26 (17.3%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	26年第4	0 (0.0%)	2 (1.3%)	123 (82.0%)	25 (16.7%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	150 (100.0%)
	27年第1	0 (0.0%)	2 (2.0%)	82 (82.0%)	16 (16.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	27年第2	1 (1.0%)	6 (6.0%)	80 (80.0%)	13 (13.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	27年第3	1 (1.0%)	8 (8.0%)	78 (78.0%)	13 (13.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	27年第4	1 (1.0%)	15 (15.0%)	73 (73.0%)	11 (11.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	28年第1	2 (2.0%)	16 (16.2%)	71 (71.7%)	10 (10.1%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	99 (100.0%)
	28年第2	3 (3.0%)	11 (11.0%)	74 (74.0%)	12 (12.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	28年第3	2 (2.0%)	10 (10.0%)	70 (70.0%)	18 (18.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)
	28年第4	0 (0.0%)	12 (12.0%)	72 (72.0%)	16 (16.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	0 (0.0%)	100 (100.0%)

※四半期は、第1:1/1～4/1、第2:4/1～7/1、第3:7/1～10/1、第4:10/1～1/1

※数字は地区数、()はその割合

※は、各期・各圏域ごとに最も地区数の多い変動率区分

※は、2番目に地区数の多い変動率区分

(注1) 4地区(仙台市3地区及び横浜市1地区)を除いて集計している。

(注2) 対象地区を7地区変更した(東京圏3地区、大阪圏1地区及び地方圏3地区、商業系地区が1地区減少し、住宅系地区が1地区増加)。また、1地区(名古屋圏)を商業系地区から住宅系地区に変更した。

(注3) 対象地区を1地区変更した(地方圏の商業系地区1地区)。

(注4) 対象地区を2地区変更した(東京圏の商業系地区1地区と住宅系地区1地区)。

(注5) 対象地区を50地区廃止した(商業系地区38地区と住宅系地区12地区)。

(注6) 対象地区を1地区変更した(地方圏の商業系地区1地区)。また、1地区(下通周辺)を除いて集計している。

(注) 国土交通省資料による。

よると、高度利用地（東京圏 43 地区、大阪圏 25 地区、名古屋圏 9 地区、地方中心都市等 23 地区 計 100 地区、うち、用途別には高層住宅等に高度利用されている住宅系地区（32 地区）、店舗、事務所等が高度に集積している商業系地区（68 地区）の平成 28 年第 4 四半期（10/1～1/1）の地価動向は、上昇が 84 地区（前回 82）、横ばいが 16 地区（前回 18）、下落が 0 地区（前回 0）となり、前期比 6%以上の上昇地区数は減少しているものの、前期比上昇率が「3%以上～6%未満」及び「0%超～3%未満」の地区数が増加を続けるなど、依然根強い上昇基調にあることが判明している（図表 3）。

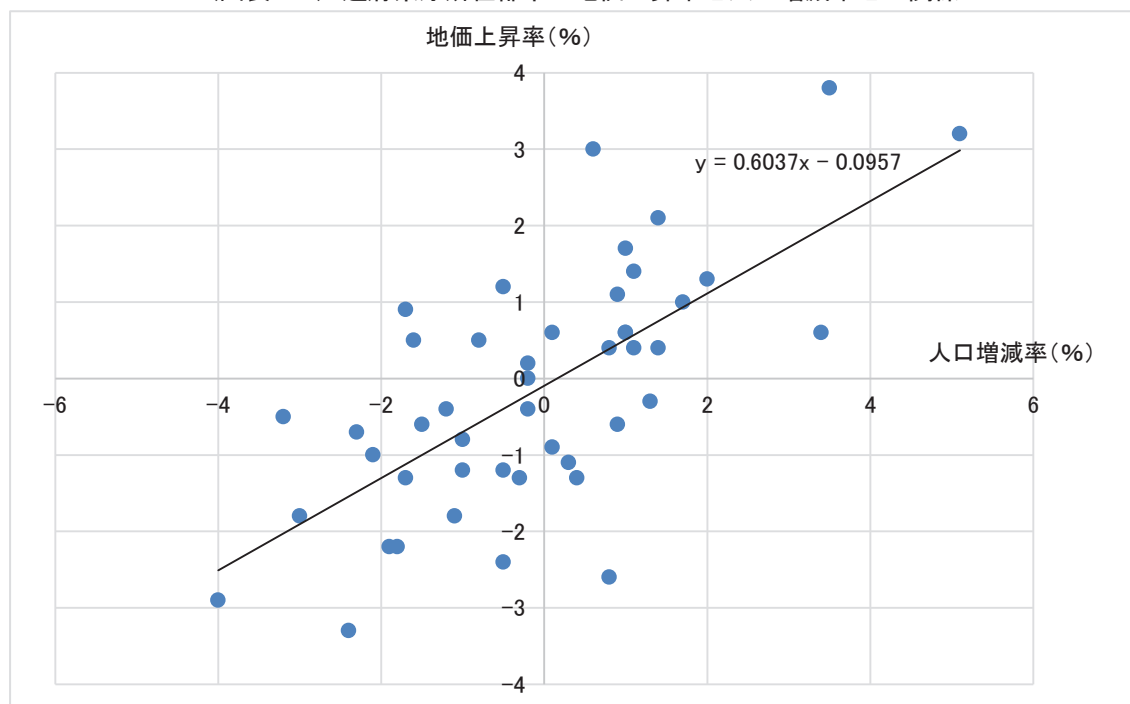
（平成29年地価公示報道に対する主な新聞等におけるコメントの概要）

平成 29 年地価公示結果に対する NHK および五大新聞等のコメントの内容を概括的に整理すると、①東京都心部の地価上昇は商業地、住宅地ともに限界に達し、高止まりしていること、②地価上昇が一部の地方中核都市に波及する動きが見られるが、面的に一律のものではなく、まだら模様であること、③不動産業向けの融資増がいわゆるバブル¹をもたらす懸念があり、その動向に十分注意を払う必要があること、④人口動向が地域の地価に

¹ バブルとは、資産が将来にわたり生み出す収益を現在価値に割り戻したものの合計額であるファンダメンタル価格を超えて資産価格が上昇することを言うが、本ノートでは厳密な定義を行わずに、人々が資産価格を異常に高いと感じる現象という程度のあいまいな意味で用いている。

色濃く反映していることなどである（図表 4）。なお、今回の研究ノートでは人口動向と地価動向の関係については詳しくは触れないが、両者間に相関があることは明らかであろう（図表 3-2）。

（図表 3-2）道府県庁所在都市の地価上昇率と人口増減率との関係



- （注） 1. 都道府県庁所在都市の地価上昇率は平成 27 年の国土交通省「公示地価」（住宅地平均価格）の対前年比増減率である。
2. 人口増減率は総務省「国勢調査」による平成 27 年人口の平成 22 年人口に対する増減率である。
3. サンプル数は東京都を除く 46 道府県庁所在市である。
4. 道府県庁所在都市地価上昇率を Y、同人口増加率を X として両者の相関を見ると以下のとおりである。

$$Y = -0.0957 + 0.6037 X$$

(-0.56) (6.28) (()は t 値)

(R=0.688、標準偏差=1.16)

4. 地価増減率の上位、下位 5 都市は以下の通り。（単位：％）

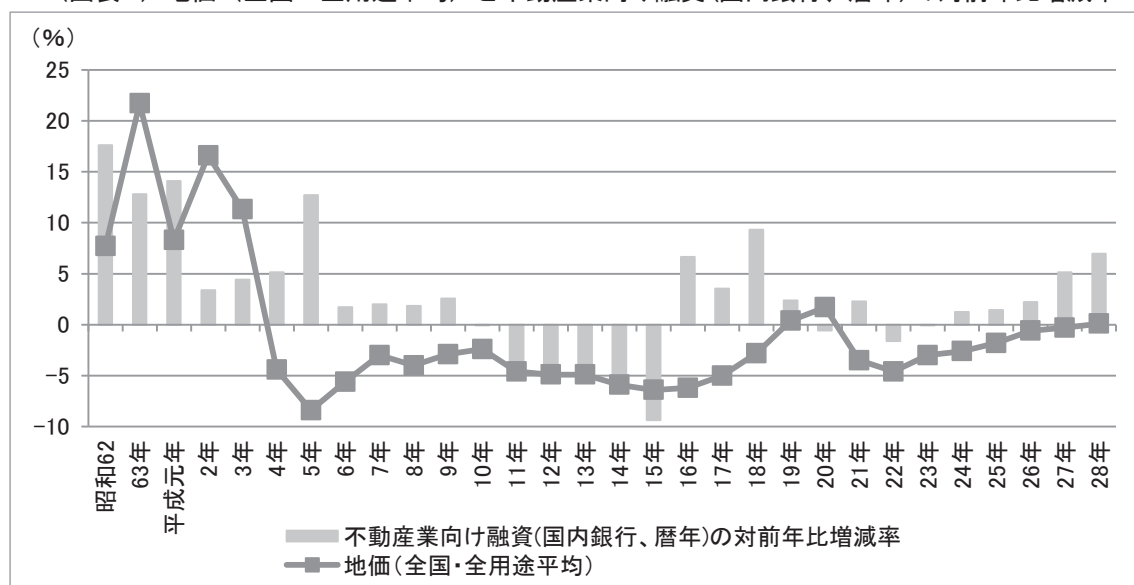
地価上昇率上位 5 市		地価上昇率下位 5 市	
都市名	地価（人口）	都市名	地価（人口）
仙台	3.8(3.5)	秋田	-3.3(-2.4)
福岡	3.2(5.1)	青森	-2.9(-4.0)
名古屋	2.2(1.4)	水戸	-2.6(-0.8)
横浜	1.7(1.0)	佐賀	-2.4(-0.5)
沖縄	1.4(1.1)	鳥取	-2.2(-1.9)

(図表 4) 主要な新聞紙上等に報道された平成 29 年公示地価の動向に対する有識者等のコメント

メディア	コメントの概要（報道の中でコメンテーターの発言が引用された場合はその所属・名前）
NHK:3/21, 19 時ニュース	（東京カンテイ：井出武主任研究員） ・都市部の地価の上昇が郊外に波及するという動きはない。ピンポイントに地価上昇地点がある。 ・消費者が財布を緩めない状況が進めば、（現在上昇していても）地価が下落に転じる恐れがある。 ・（東京都心部において、銀座で商業地の地価が対前年比で最高で 25.9% 上昇（1㎡あたり 5050 万円）していることはバブルと言わざるを得ない状況であり、新規の出店等にブレーキがかかる恐れがある。（NHK20 時 45 分、首都圏ニュース）
朝日新聞 3/22 朝刊	（ニッセイ基礎研究所：竹内一雅氏） ・建設労働者の人手不足、建築費の高止まりで開発の過熱が抑えられている。 （みずほ総合研究所：市川雄介氏） ・金利が上昇に転じたら、不動産から投資マネーが離れ、地価の回復が鈍る可能性がある。
産経新聞 3/22 朝刊	（ジョーンズラングラサール（JLL）：大東雄人氏） ・（投資マネーを集める）リートが（利回りの良い）地方物件への投資を増やしている。
毎日新聞 3/22 朝刊	（みずほ証券上席研究員：石澤卓志氏） ・最近の不動産市場は大きく変動しており注意が必要。東京圏のマンションは高くなりすぎて販売が不調。地価上昇は、東京圏、大阪圏、名古屋圏でもエリアにより明暗がある。 ・地方圏の地価は下げ幅を縮小したが、長年の下落で水準が下がったことが原因であり。改善とはいえない。今後、人口減により下落が続く地域が増える。
読売 3/22 朝刊	（ジョーンズラングラサール（JLL）：大東雄人氏） ・都心の一等地は手を出すのが難しい高価格となった。 ・比較的利回りの高い物流施設やホテル、地方の主要都市に投資資金が流れている。 ・昨年の円高で割高感が膨らみ、海外からの投資が減ったことが取引低迷に繋がった。
日経 3/22 朝刊	（都市未来研究所：平山重雄氏） 三大都市圏の住宅地は地価上昇が鈍化するだろう。アパートの供給過剰が生じている地域では地価が下落する可能性がある。
日経 3/23 社説	・地価上昇の理由は①低金利のため、借入れコストが低下した不動産投資信託（REIT）が積極的に物件を取得したこと、②金融機関の不動産向け融資が高水準であることである。 ・人手不足が物流基地取得を促進させていること、人口動向が地価に色濃く反映していることなど、人口要因が地価に影響を与えている。 ・不動産融資が過熱気味であり、バブルの芽がないか注意が必要。
読売 3/23 社説	・地価上昇のすそ野が地方中枢都市に広がっている。実需に基づく緩やかな地価上昇が着実に継続されることが重要。 ・だぶついた緩和マネーが不動産投機に向かい、バブルを誘発しないよう警戒が必要。投機的取引への警戒を怠ってはならない。
産経 3/23 社説	・警戒が必要なのは投資マネーである。不動産融資が適正であるかどうかを含め、政府は土地売買の実態を正確に把握する必要がある。
日経 3/24, 25 特集「まだら模様の地価上昇」	（不動産コンサルタント：長嶋修氏） ・資産となる「富動産」からマイナス資産となる「負動産」まで、不動産格差の時代が到来する。 （三菱UFJ信託銀行不動産コンサルティング部：大溝日出夫氏） ・物件の選別が強まるので、バブル期のように都市に引きずられて（マイナス地点の地価が）一斉に上がることはない。
日経 3/26, 一面「アパート融資、異形の膨張」	・金融機関による不動産向け新規融資が 12 兆円超と過去最高を記録した。背景の一つが相続対策のアパート建設。人口減社会にはふさわしくないミニバブル。まだ局所的とはいえ体力の弱い地域金融機関が主役だけに金融庁や金融界から不安の声が上がる。

（注）各新聞等の報道記事を基に土地総合研究所が作成。

(図表 5) 地価(全国・全用途平均)と不動産業向け融資(国内銀行、暦年)の対前年比増減率



(注) 国土交通省「地価公示」、日本銀行「金融統計月報」による。

Ⅱ 不動産業向け融資を巡って

(長期的に見て地価は不動産融資の動きに連動する傾向がある)

今回の平成 29 年地価公示の結果に対しては、不動産業向け融資の増加がバブルの引き金にならないかを懸念する論評が多く見られた。以下では、既によく知られていることが少なくないが、この関係のデータ整理しておこう。

図表 5 は地価(全国・全用途平均)と不動産業向け融資残高(国内銀行)の対前年比の増減率を長期的に見たものである。それぞれの時期において、地価に影響を与える特有の個別的な要因があり、不動産業向けの融資の動向のみで地価の動向が説明ができるわけではないが、一定の連動性があることは目視により確認できるであろう(図表 5)。

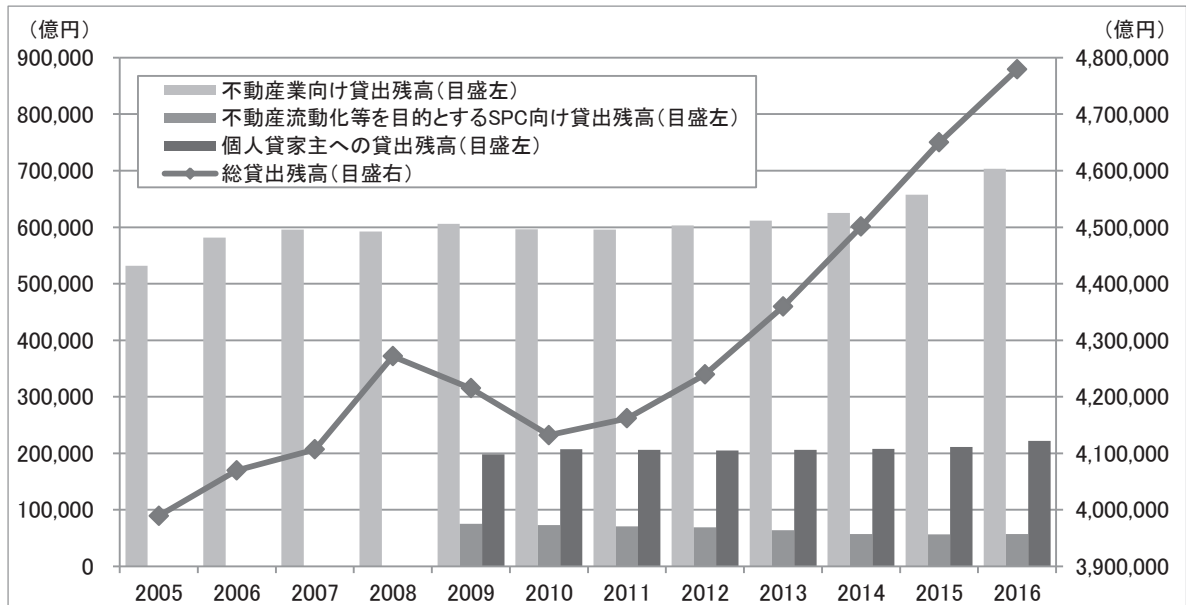
(総貸出残高の中でウェイトを高める不動産業向け融資残高)

平成 29 年初頭の段階で、国内銀行の総貸出残高は約 400 兆円に達し、うち不動産業向け貸出残高は、個人貸家主や SPC 向けを含め約 70 兆円であり、その割合は全体の約 15% に達している。貸出残高の対前年同期比増減率を見ると、不動産業向け貸

出残高及び個人向け貸家主に対する貸出残高は、全産業平均の貸出残高の伸び率を超えている(図表 6-1, 2, 図表 7)。

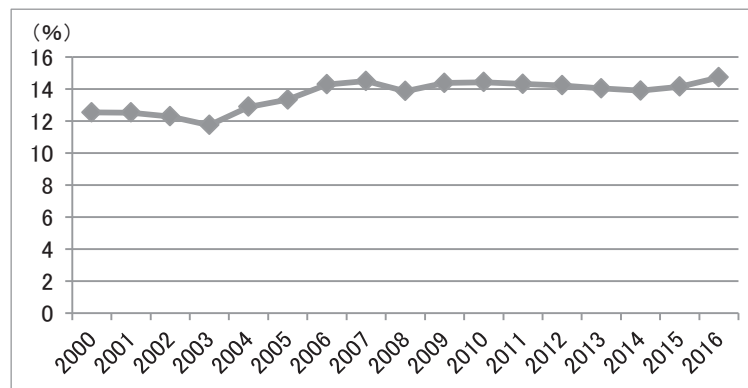
なお、多少横道にそれるが、不動産業向けの融資残高が比較的堅調に推移する中で、図表 7 に見られるとおり、不動産流動化等を目的とする SPC 向けの融資残高が 2014 年前半を中心に大きく落ち込んでいるが、その理由について付言しておこう。日本銀行の定義によれば、不動産流動化等を目的とする SPC には、上場 REIT も私募 REIT も含まれていないので、ここに含まれるのは不動産流動化のための特定目的会社や私募ファンドの組成等への貸出残高であり、2012 年～2014 年に掛けては、上場 REIT の IPO が 4 年半ぶりに再開し、また、2010 年からスタートした私募 REIT の新規組成が活発化し、その過程において、特定目的会社や私募ファンド等から上場 REIT や私募 REIT に物件が移行した結果、対前年同期比の伸び率が下落したと推測されるところである。なお、2014 年以降は、REIT 等における物件取得競争が盛んとなり、REIT 等による取得環境が難しくなりつつあったことや、超金融緩和政策を背景に、不動産私募ファンド商品の組成が若干進んだことがその持ち直しの要因になったと推測される。

(図表 6-1) 国内銀行貸出残高の長期的な動向 (億円)



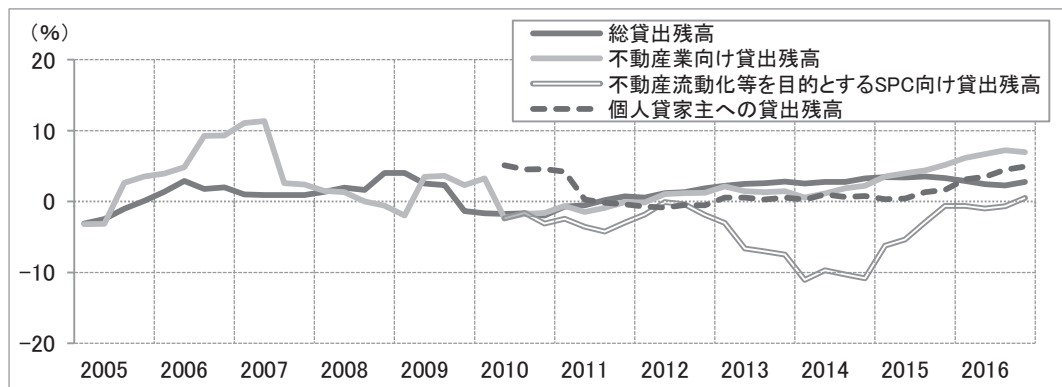
- (注) 1. 日本銀行「金融統計月報」による。
 2. 2008年以前は、「不動産流動化等を目的とするSPC向け貸出残高」と及び「個人貸家主への貸出残高」という内訳区分が存在していない。

(図表 6-2) 国内銀行総融資残高に占める不動産業融資残高の比率 (2000年～2016年) (%)



(注) 日本銀行「金融統計月報」による。

(図表 7) 国内銀行貸出残高 (対前年同期比増減率: %)



(注) 日本銀行「金融統計月報」による。

(個人向け貸家主への貸出残高増加の地価への影響は)

近年、不動産業向けの新規貸出額は毎年増加し、2016年(平成28年)には12兆円を超えている(図表8)。次に、不動産業向け融資全体の残高の増加額に占める個人向け貸家主に対する融資残高の増加額の割合(寄与度)を見ると、平成28年には大きく増加しているが、そのウエイトは平成28年でも20%台と比較的小さく(図表9)、その寄与度の増加は、既に土地を所有している貸家主への融資が中心であること、空家ストックの増加により貸家需給が緩和していることから、地価にダイレクトな上昇圧力が加わるものではないと考えられる。

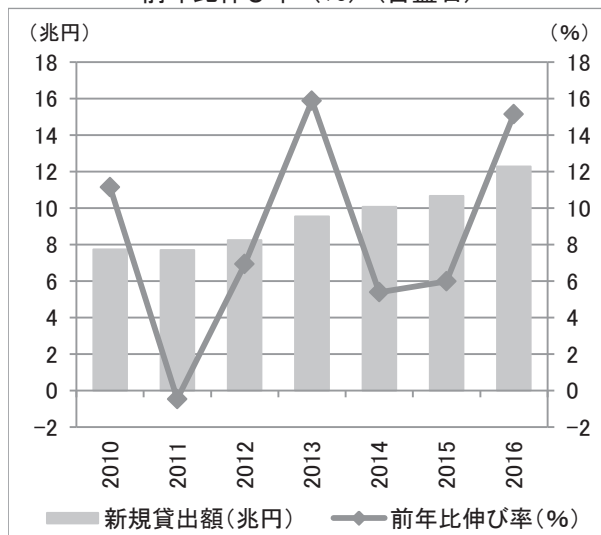
(不動産業向け融資が増えた要因の一つはマイナス金利)

個人向け貸家主への融資が多くなっている理由としては、平成27年に課税が強化された相続税の節税対策として、貸家建設を活用しようという富裕層が多くなったという借主側の事情に加え、現在のマイナス金利下で、収益減を補うために貸し出しを増やしたい貸主側の金融機関にとって、返済が不能な借り手が生じて、担保の土地を競売することによって、借入金の回収を比較的容易に実行できる、不動産業向け融資の有利性が高まっていることが挙げられる。

図表10-1において、縦軸に貸出金利を、横軸に貸し出しに伴うリスクの大きさを取る。両者は正の関係があるので、リスクと貸出金利との間の右上がりの相関線を描くことができる。これをOAとしよう。OAは、マイナス金利の導入に伴い、イールドカーブが下方にシフトするため、同じリスクを持つ貸出に対してとれる金利が下がり、しかもそれはゼロ以下にはならないので、これがOCDへと右にシフトする。ここで議論を簡単にするため、リスクの度合いに応じて貸出機会は均等に分布して存在するものと仮定する。

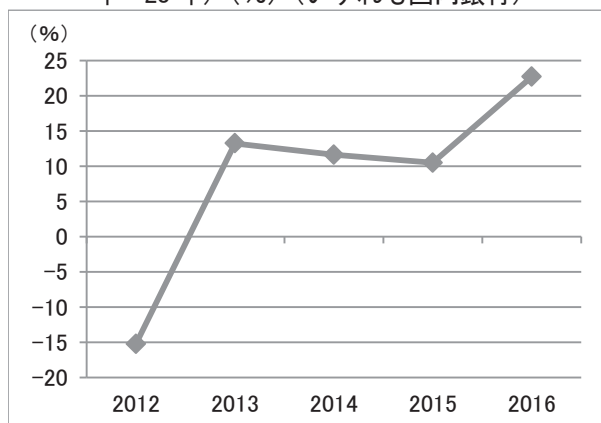
従来、リスクが r_1 まで許容されていたとすると、銀行は金利 i_1 までのリスク案件に融資を行えば最大限 $0r_1F$ の貸出収入を得られるところ、もしマイ

(図表8) 最近の不動産業向けの新規貸出額(国内銀行、平成22年~28年)(暦年:兆円)(目盛左)と対前年比伸び率(%) (目盛右)



(注) 日本銀行「金融統計月報」による。

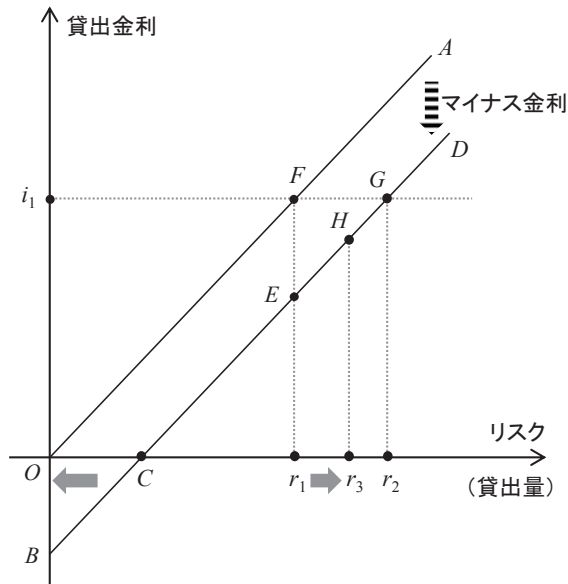
(図表9) 不動産業向け貸出残高の増減額に占める個人向け貸家主への貸出残高の増減額の寄与度(平成23年~28年)(%) (いずれも国内銀行)



(注) 日本銀行「金融統計月報」による。

ナス金利導入後も r_1 までのリスクにしか対応しないとすると、貸出収入は最大限 $C_{r_1}E$ まで減少してしまう。そこで銀行は収益の悪化を食い止めるため、多少のリスクを覚悟で、それに見合う貸出金利を付加して、貸出を増やそうとするであろう。もし従前と金利水準を変えないところまで融資を実行する覚悟であれば、リスクの範囲が r_1 から r_2 までに拡大し、貸出収入は最大限 $C_{r_2}G$ となる。現実にはリスク許容度には一定の限界があるので、

(図表 10-1) マイナス金利下でのリスクテイクによる貸出増



(注) 矢印は融資のシフト方向。

(図表 10-2) 2015 年から 2016 年の 1 年間 (年末) の融資残高 (国内銀行) の伸び率が平均を超えた業種 (例)

業種	対前年末比の伸び率 (%)
情報通信	17.8
建設	12.9
不動産	6.8
貸金・クレジット	4.5
医療・福祉	4.5
総貸出平均	4.3

(注) 日本銀行「金融経済統計月報」による。

r_1 と r_2 の中間に貸出限度リスクが決められることになる。この場合の貸付収入は最大限 $C r_3 H$ である (ここで示した貸出収入はいずれもリスクの程度に応じた融資機会が実際に存在し、かつ、貸し倒れなどが顕在化しなかった場合に得られる最大値を示す)。

いずれにしても、リスクテイクの範囲が拡大し、不動産業の他、建設、ノンバンク等、比較的担保や保証の確保が容易な、①高い金利コストにも対応余力を持つ業況の良い業種及び②個人向け住宅ローンでの貸出が相対的に増加する可能性がある。なお、0C 間の貸出金利ゼロのリスク帯では、金融機関は、収益が得られにくい分、リスクのより小

さい、業種で言えば、安定性・成長性の高い情報通信系、医療福祉系等、企業規模別に言えば、中小企業よりも大企業が融資対象に選択されるであろう (図表 10-2)。

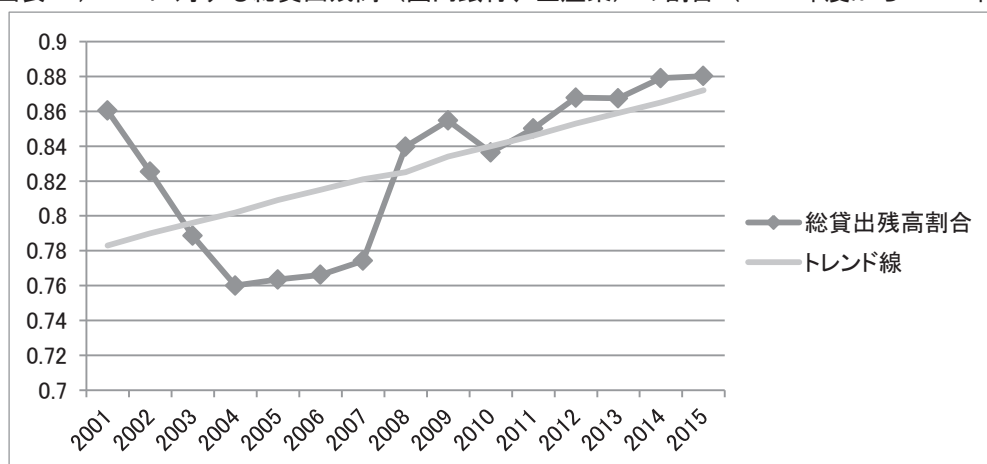
なお、マイナス金利下での銀行の収益増対策としては、ここで示した従来よりもリスクの高い事業への融資の拡大の他に、①高い金利を付けられる長期貸付の開拓、②金利の高い海外での融資・運用ウェイトの拡大、③多様な金融資産への分散投資の実行などの選択があり、それぞれの銀行が置かれた状況に応じ、現在生き残りをかけた戦略の練り直しが進められている²。しかし、2020 年には地方銀行の収益が半減すると見込まれる中、リスクを取るよりも、当面コスト削減のための吸収合併に活路を見い出す金融機関も少なくない。

(外債投資も不動産業向け融資の変動要因)

金融機関における外債から国内投資への資金運用回帰が不動産業向け融資を増やす一因になったことを示唆するのが、2016 年 12 月 16 日の日経 QUICK ニュースシニア・エディター齊藤敏之氏の報道記事である。2016 年 12 月のトランプ政権成立後、国内の金融機関は、米国での金利上昇の顕在化に伴うドル調達コストの上昇により外債投資では利ざやをとりにくくなり、加えて、2017 年 3 月の FRB による政策金利の利上げが邦銀の外債の含み損を拡大させたとみられることから、リスクの大きい外債運用が見直をされ、これが比較的収益性の高い国内の不動産業向け貸し出しなどに振り向けられた可能性がある。しかし、2017 年 3 月の最終週には外債購入需要の減少に伴うドル調達

² 日本銀行「金融システムレポート」(2017.4.19)では「銀行貸出の積極化には銀行間の競争激化が影響しているが、金融緩和だけでなく、人口動態の変化も銀行間競争を強めるように作用している。すなわち、人口減少によって伝統的な金融仲介サービスに対する総需要に低下圧力がかかる下で、収益維持のために顧客囲い込みを企図した銀行間の競争が激化しているという側面もあるとみられる。こうした銀行間の競争が過度に進む場合には、貸出条件の緩和や貸出量の拡大などの面でリスクテイクの行き過ぎをもたらす貸出採算のさらなる悪化につながる可能性もある」としている。

(図表 11) GDP に対する総貸出残高（国内銀行、全産業）の割合（2001 年度から 2015 年度）



(注) 1. 日本銀行「金融経済統計月報」による。

2. 2013 年 3 月末以降、2016 年 12 月末までの 16 四半期末時点の残高割合である。

$$Y = 0.777 + 0.0063X \quad (Y: \text{総貸出残高の対GDP比}, X: \text{年次 (2001 年=1)})$$

$$(39.8) \quad (2.94)$$

$$(R = 0.631, \text{標準偏差} = 0.036)$$

上乗せコストの低下を受けて、国内銀行の外債の買い越しが一気に 1 兆円に達する急激な巻き戻しの動きがみられるなど（日経新聞 4 月 11 日朝刊 21 面記事）流動的な要素が大きく、国内投資への資金運用回帰を基調的な変化とまでは言い切れない。

BIS レポート（詳しくは、BIS Quarterly Review, September 2016）が主張するような大きなかい離は見られず、この面からトータルな銀行融資残高の大きさが危険水域に達するほど大きなものになっているという兆候を見出すことはできない（図表 11）。

（参考）（GDP 対比でみた総貸出残高の割合について）

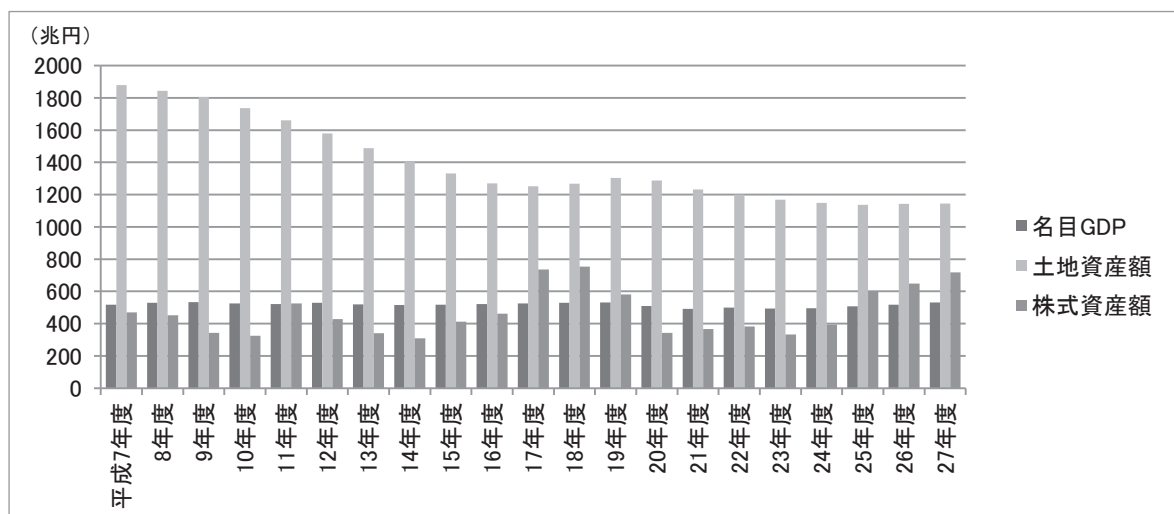
経済活動における銀行融資の相対的な大きさを示す指標として、GDP との対比でみた総貸出残高があり、これが一定のトレンド線を大きく乖離すると金融不安が起こりやすい（＝large gaps have been found to be a reliable early warning indicator of banking crises or severe distress）と言う BIS（国際決済銀行）レポート（BIS(2016): Quarterly Review, September）（参考文献 1 参照）がある。ここで、これをベースに日本の GDP 対比の銀行融資残高の動向を検証してみよう。ゼロ金利時代に入った 2000 年以降、金利の低下に伴い LTV (Loan to Value) 比率が高まる傾向があることから、これを織り込んだ日本における一定の GDP に対する総貸出残高のトレンド線を想定し、ここからのかい離が大きいかどうかを見ると、上記

Ⅲ 実物不動産取引の動向

（資産価額の対 GDP 比の推移）

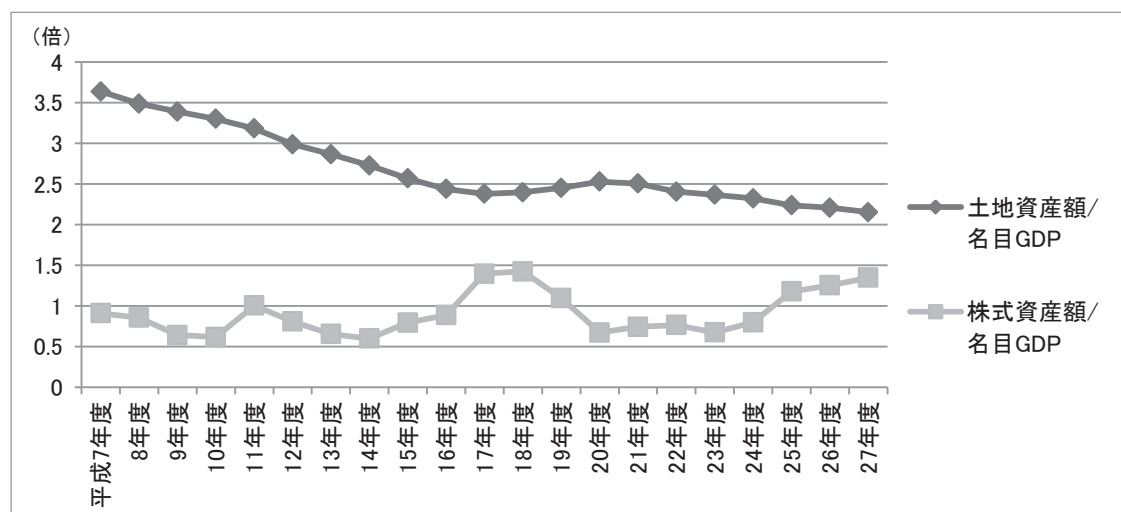
土地から得られるマクロベースの毎年の収益を GDP の一定率 k と仮定すると①収益 $= K \times \text{GDP}$ であり、これに合わせて②土地価格 $= \text{収益} / \text{還元利回り}$ という関係式を考慮し、 $K = (\text{資産価格} \times \text{還元利回り}) / \text{GDP}$ となる。ここでさらに、土地固有のリスクプレミアムに現在ほぼゼロのリスクフリーレートを加えた還元利回りがほぼ一定値を取ると仮定すると（概ね 5～6% 程度と想定される）、 k は近似的に、土地価格 / GDP の動きに比例することになる。バブル的な現象があるかどうかの一つの重要な判断要素は、この K の値の毎年の変動の状況如何であり、これが時系列的に緩やかな変化を示していれば、資産価額の変動は安定的であり、資産バブルや資産デフレの懸念は小さいと判断できる。このような立論は野口悠紀雄著「バブルの経済学」

(図表 12-1) 平成7年度～27年度の国内総生産（名目）、土地資産額、株式資産額の推移（兆円）



(注) 内閣府「平成27年度国民経済計算年次推計」による。

(図表 12-2) 平成7年度～27年度の名目GDPに対する土地資産額及び株式資産額の比率（単位：倍）



(注) 内閣府「平成27年度国民経済計算年次推計」による。

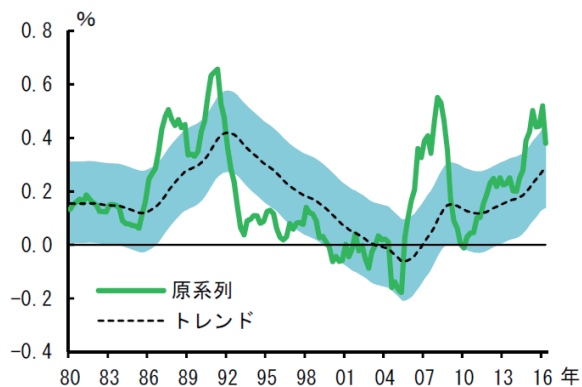
(日本経済新聞社、1992年) (参考文献2 参照) の112ページに記述されている。今、同様の考え方に立ち、最近20年ほどの資産価格とそれらの対GDP比を、土地資産額、株式資産額について見てみると、最近の株式資産額はミニバブル期と言われた2006年～2007年の高い水準に戻つつあるものの、土地資産額は依然下落局面にある。このような動きからは、現在、土地価格について、マクロ経済レベルでみたバブル的な動きを感知することはできない状況である(図表12-1、12-2)。

(不動産業の実物投資の対GDP比率の動向)

日本銀行の2016年10月の「金融システムレポート」では、不動産業(資本金10億円以上の大企業)の実物投資の対GDP比率をバブルの早期警戒指標の一つとして紹介し、この値がこのところ上昇基調にあり、1980年代後半のバブル期のような過熱というほどのものではないが、限界的には注意すべき動きが出てきていると、やや警戒色を強めた判断が示されていることが注目される(図表13-1)。

(図表 13-1)

図表Ⅲ-5-3 不動産業実物投資の GDP 比率



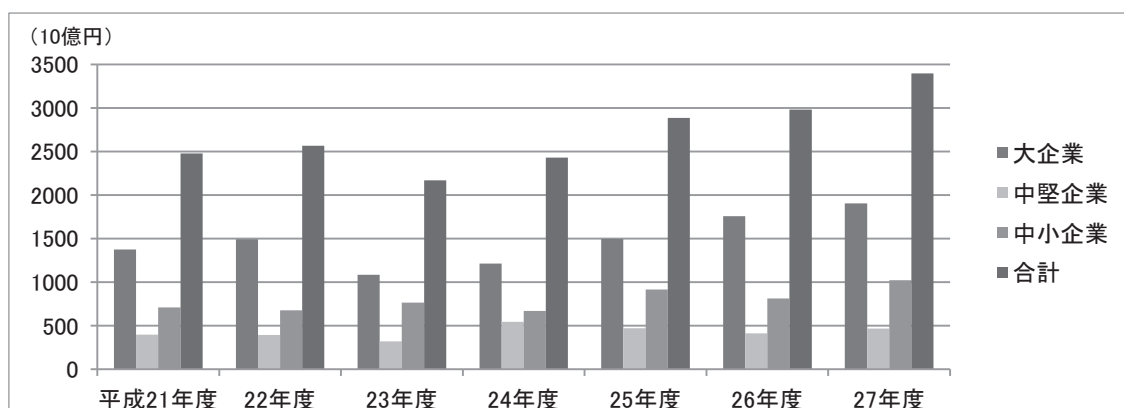
(資料) 財務省「法人企業統計」、内閣府「国民経済計算」

- (注) 1. 日本銀行「金融システムレポート」(2016年10月)による。
 2. 集計対象は不動産業大企業。
 3. 実線は原系列点線は移動平均によるトレンド
 4. シャドウはトレンドからの乖離の二乗平方根（標準偏差）の範囲を示す。

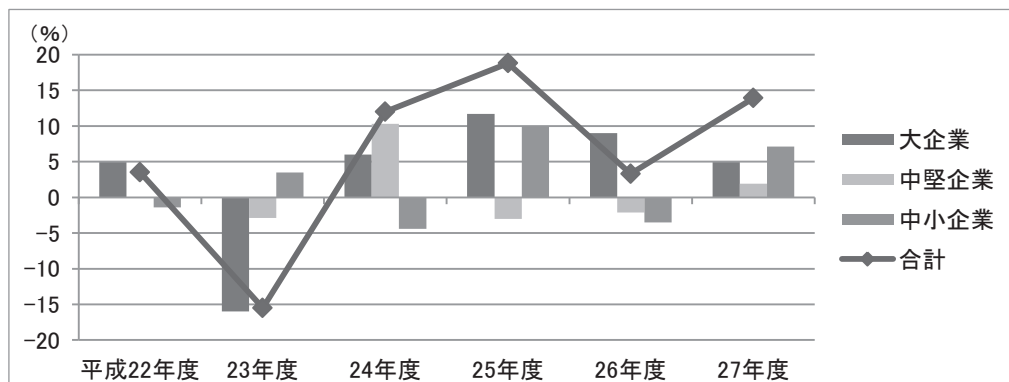
(全産業の土地取得額の推移と企業規模別の増減寄与度)

日本銀行の全国企業短期経済観測調査によれば、最近5、6年の土地取得額（販売用・分譲用の不動産を除く）は、東日本大震災のあった平成23年度を除き、年々増加する傾向にあり、土地取得額の対前年度比の増減寄与度をみると、総じて大企業の増減の影響度が大きい。平成27年度では中小企業の土地取得額の寄与度が最も大きくなったことがわかる。金融緩和の長期にわたる拡大による影響が銀行融資のすそ野を広げ、中小企業の土地取得に及んでいることを推測させる。

(図表 13-2) 全産業の企業規模別土地取得金額（平成21年度～27年度、単位：10億円）

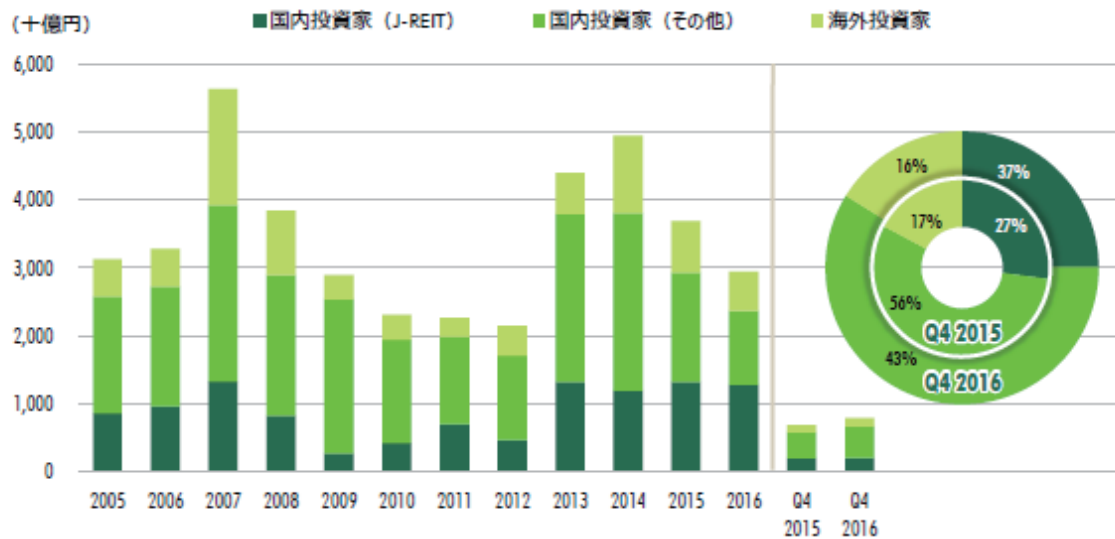


(図表 13-3) 全産業の企業規模別土地取得額の対前年度比増減寄与度（平成22年度～27年度）(%)



- (注) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」による。企業規模は大企業（資本金10億円以上）、中堅企業（同1億円以上10億円未満）、中小企業（同2千万円以上1億円未満）に区分。（注）事項は図表13-2と同じ。
 2. 土地の新規取得分に該当する金額であり、販売用・分譲用不動産を含まない。

(図表 14) 商業用不動産取引額（主体別取引額）（1 件当たり 10 億円以上の取引）



(注) 1. CRBE 株式会社調査による(J-REIT による IPO 時の取得物件を除く)。

2. 商業用不動産の企業による売買金額であり、個人取引及び住宅取引及び J-REIT の証券売買は含まない。

IV J-REIT を巡る動き

(J-REITによる商業用実物不動産の取引額の動きと地価)

平成 29 年地価公示に関する報道の中には、J-REIT による商業用実物不動産の取引が地価上昇に寄与したとのコメントを付するものがあつた。そこで、民間の調査機関 CRBE 株式会社の調査を見ると、商業用実物不動産に対する J-REIT の国内投資家を通じた取引額は、このところ購入不動産価格の上昇により、購入適格物件数の減少及び購入利回りの低下が進んでいると見られることから、減少傾向にあることがわかる。しかし、それでも、国内投資家による J-REIT を通じた商業用実物不動産の取引額は、商業用実物不動産の年間取得額の約 1/3 程度とかなり大きなウェイトを占めており³、J-REIT による商業用実物不動産取引額の動向は商業用地の地価に相当な影響をもたらしていると考えられる (図表 14)。

³ 日本全体の実物商業用不動産の取引得額は年間 3~4 兆円程度であり、このうち J-REIT を通じた商業用実物不動産取引得額は、不動産証券化協会資料 (ARES J-REIT REPORT No79 January 2017) から、2016 年 (暦年) では、約 1 兆円強 (新規上場 IPO 時に取得したものを除く) 程度であることが確認できる。

(引き続きJ-REITによる商業用不動産投資は堅調か)

J-REIT 投資法人が実物不動産投資を実行するかどうかの判断は、不動産の年間総収入から租税や経費を控除した営業純収益 (NOI) を総投資額 (物件価格+取引費用) で除したキャップレート (還元利回り) が一つの基準となり、キャップレートが、投資家の不動産投資に対する期待利回りを上回れば原理的には不動産投資が実行される。近時都心オフィスの購入物件価格の上昇はキャップレートを引き下げ、商業用実物不動産投資が見合わされる場合も生じている。こうした中で、期待利回りも地価上昇による対象物件の高額化に伴い、次第に低下してきており、この都心オフィス物件の期待利回りの推移を示した日本銀行の「金融システムレポート」(2016.10) を見ると、丸の内・大手町では、2016 年後半には 3.7% になっている (図表 15)。

(J-REIT投資口への投資も堅調)

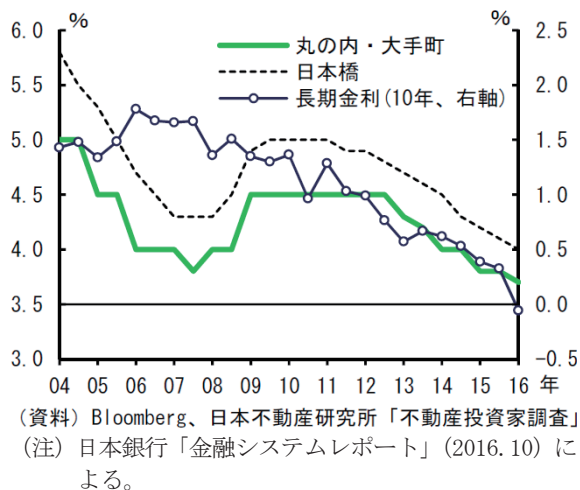
ところで、不動産への間接的な証券投資と直接的な実物不動産投資との間には、機関投資家の資産選択行動を通じたある程度の裁定が働くと考えられ、J-REIT 投資口の予想分配利回りが投資家の

期待利回りを超えれば J-REIT の投資口が買い増されて投資口の利回りは低下し、逆にそれが期待利回りを下回れば J-REIT 投資口が売られて投資口利回りは上昇し、長期的には J-REIT 投資口の予想分配利回り と投資家の期待利回りとはある程度連動する動きを示すはずである。実際、J-REIT の予想分配利回りはこのところ期待利回りにほぼ沿う形で推移している（図表 16）。

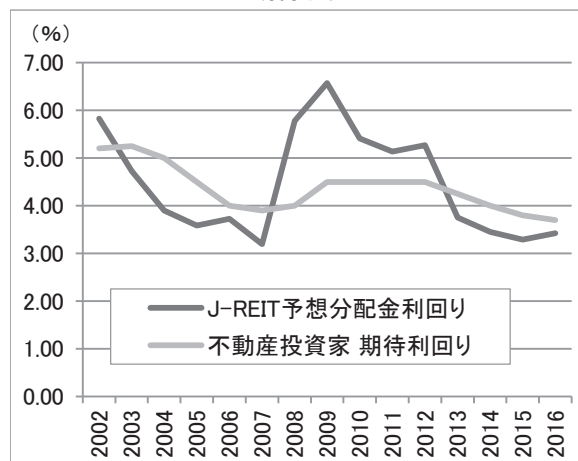
なお、J-REIT 投資口の予想分配利回りから 10 年国債利回りを引いたリスクプレミアムを示す J-REIT のイールドスプレッドを見ると、10 年国債の利回りがこのところマイナス水準に落ち込んでいることも影響して、1 年ほど前の時期に比べて高水準の 3.5% 程度が維持されている。これは、不動産アナリストの石澤卓志氏の当研究所の定期講演会（平成 28 年 10 月）における指摘＝「J-REIT

(図表 15)

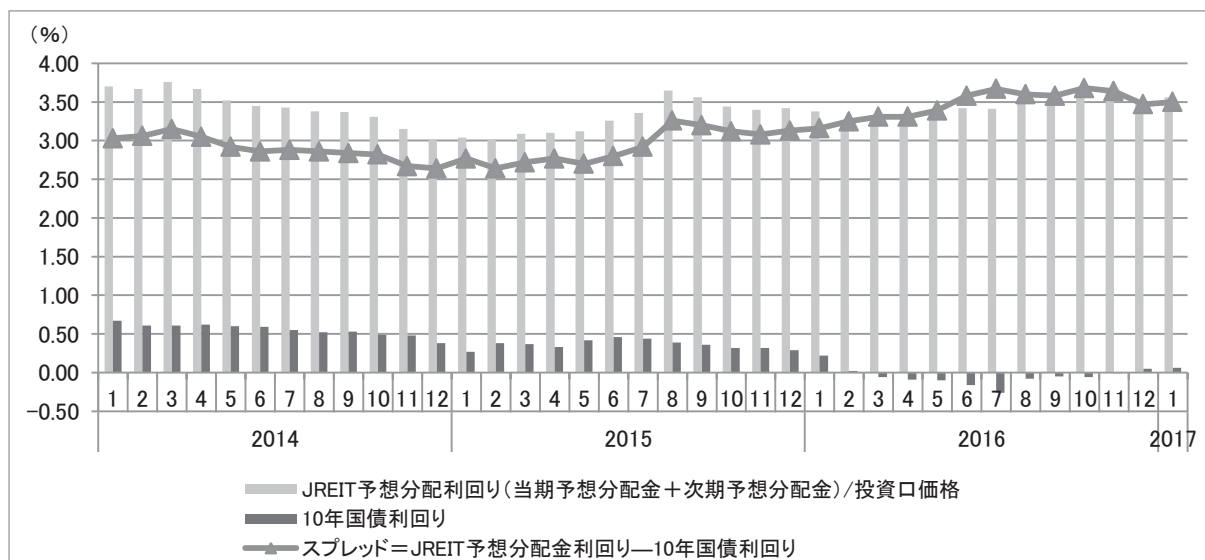
図表Ⅲ-5-4 都心オフィス物件の期待利回り



(図表 16) J-REIT 予想分配利回り と不動産投資家の期待利回り



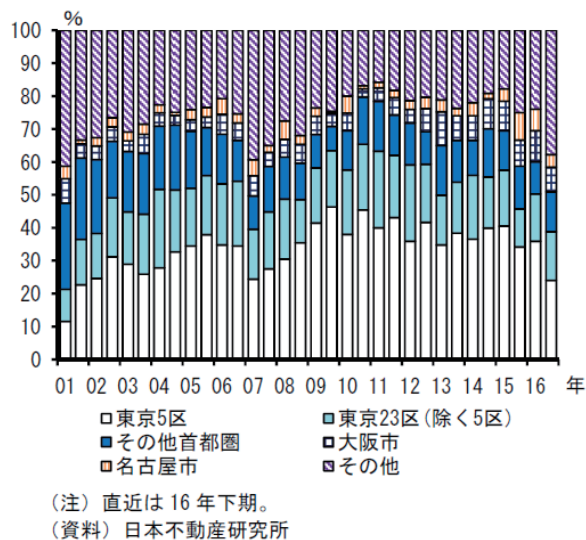
(図表 17) J-REIT 分配利回りスプレッド (2014. 1～2017. 1 : 月次)



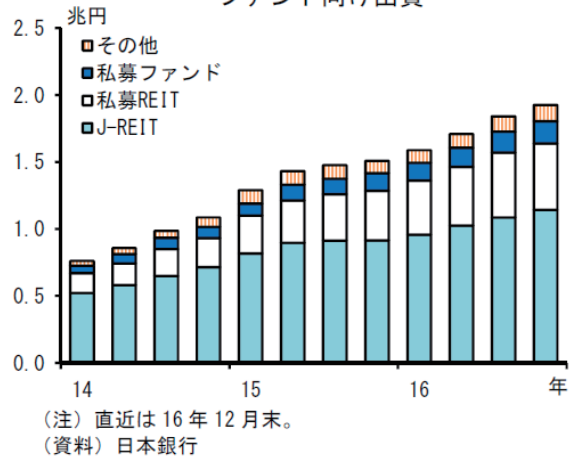
(注) 一般社団法人不動産証券化協会、東京証券取引所、財務省資料により土地総合研究所が作成。

(図表 17-2)

図表Ⅲ-5-8 不動産取得件数の地域別内訳



図表Ⅲ-5-9 地域金融機関の不動産ファンド向け出資



投資口への投資が抑えられる下限のイールドスプレッド（リスクプレミアム）は3%程度」を切るレベルまでには低下していないことに加え、イールドスプレッドが相対的に大きい大阪圏、名古屋圏及び地方中核都市での優良物件も少なくないため、引き続きJ-REIT投資口への堅調な投資が見込まれ、その一部は実物不動産投資に回るものとみられる（図表17）⁴。

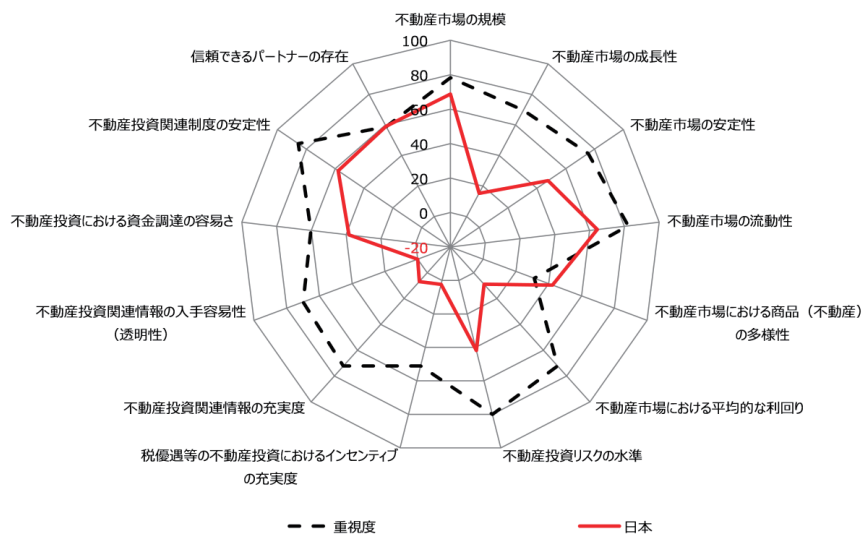
V 海外からの国内への実物不動産投資の動向 （海外投資家が見た日本の不動産市場への評価）

3月22日の読売新聞は、昨年の円高の進行により地価の割高感が膨らんだことを海外からの不動産投資の減少要因に挙げた。従来より、国内における高額不動産売買の一つの要因に海外機関投資家による不動産取引がしばしば挙げられてきたが、まず、その背景を探るため、まず、海外の機関投資家の日本の不動産市場に対する評価はどのようなものであるかを見る。

国土交通省の平成28年の機関投資家へのアンケート調査によると、海外投資家が不動産の投資地域の選定において重視する項目の中で、日本に対する評価が高い項目としては「不動産市場の規模」、「不動産市場の流動性」があった。他方で、「不動産市場における平均的な利回り」、「不動産投資関連情報の充実度」、「不動産投資関連情報の入手容易性（透明性）」、「不動産市場の成長性」等は、海外投資家にとって重要度が高いものの、これらの事項についての日本の不動産市場の評価は低いものとなっている（図表18）。

⁴ 日本銀行「金融システムレポート」（2017.4.19）では「不動産取引市場の主要な買い手であるJ-REITについて、物権取得時の鑑定利回りを見ると、利回りの低下幅は全体としては長期金利の低下幅に概ね見合っており、リスクプレミアムの過度の縮小や過度の強気の賃料見通しは総じて窺われない。もっとも、一部には注意すべき動きもみられる。都市圏の商業施設などの取得物件においては、J-REITの鑑定利回りが長期金利以上に低下している事例もある。また、大都市圏での流通物件の減少などを背景に、J-REIT等の物件取得が地方圏に広がる動きが続いている。こうしたなか、地域金融機関は、J-REITや私募REIT等の不動産ファンドへのエクイティ投資を一段と増やしている。このため、不動産市場の動向については、引き続き注意深く点検していく必要がある」としている（図表Ⅲ-5-7, 8, 9）。

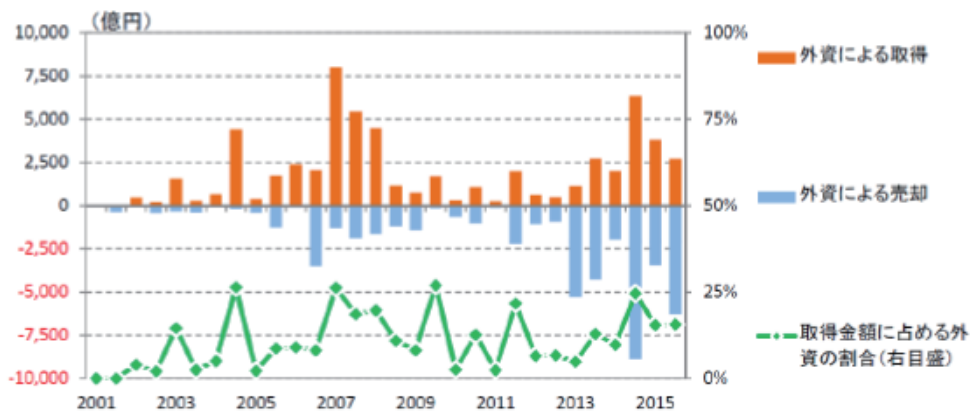
(図表 18) 平成 28 年度「国土交通省海外投資家アンケート調査」



(注) 平成 28 年 6 月から 8 月に行った、機関投資家 54 社（回答数）への調査である。

(図表 19)

外資による我が国不動産の売買の状況



(参照) TOREIT・TDNET・日経不動産マーケット情報等に基づき、日本不動産研究所作成

- (注) 1. 国土交通省「不動産市場の国際化に向けた環境整備」（平成 28 年 4 月）による。
 2. 本データは日本不動産研究所が「日経マーケット情報」等の公表情報を広く収集したもの
 3. 不動産には商業用に限らず、住宅等も含む。REIT を通じた実物不動産の取引を含む（金額、数量に下限はない）。各年上期は 1-6 月、下期は 7-12 月。2001 年～2015 年の通算の取引事例件数は約 2 万件。
 4. 国土交通省の「平成 27 年度不動産の証券化実態調査」によれば、証券化対象の取得不動産中、東京都内の取得件数割合は平成 22 年以降 27 年までに、66%→59%→48%→52%→46%→34%と低下している
 5. 不動産証券化協会レポート（2017.1）によると、J-REIT による地域別の不動産取得金額は、東京都区部がここ数年の間に、1 兆円から 0.5 兆円近くまで落ち込み、代わりに東京都区部以外の関東が 0.3 兆円から 0.8 兆円に増加している。この他近畿、中国・北陸、九州・沖縄での取得額が増加している。

（海外投資家による我が国不動産売買の状況）

次に、日本不動産研究所の調査により海外投資家による実物不動産の取引額を時系列的に見ると、2007 年ころのピーク時には取引額に占める外資の割合が全体の 3 割近いウエイトを占めていたが、そのウエイトが多少落ちている現在でも 1 割から 2 割のウエイトがあり、それほど下がってはいない（図表 19）。これは、東京都心部の優良投資物件が高額化により、そのキャップレートが低下し、東京都心部での商業用実物不動産取引が減少気味になる中で（図表 19 の注 5、6 参照）、日本には、東京都心部周辺、大阪・名古屋圏、人口 100 万人以上の約 15 の都市圏を中心に、優良な商業用不動産物件等が多数存在しており⁵、これら地域でも海外投資家による不動産取引がかなり行われていることによると考えられる。

（海外投資家が評価する日本への実物不動産投資の利点）

図表 20 において、日本への実物不動産投資を実行した海外投資家の業務を受託した 32 社への株式会社三井住友トラスト基礎研究所によるアンケート調査結果によれば、「インカムの安定性が高い」、「イールドギャップが大きい」、「政治的・経済的安定性が高い」、「グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい」、「不動産の市場規模が大きい」などの理由から、海外投資家は日本の商業用実物不動産等取引を選択しており、日本の不動産市場は、海外投資家に対し、引き続き魅力ある投資機会を提供していると考えられる（図表 20）。

（図表 20）海外投資家が日本の商業用不動産に投資する理由（複数回答可：人）

インカムの安定性が高い	18
イールドギャップにより相対的に魅力が高い	17
政治的、経済的安定性が高い	15
グローバルポートフォリオの中でアロケーションしたい	15
不動産市場の規模が大きい	14
為替による投資メリットが見込める	5
対アジア投資を拡大させる中で成熟市場である日本に投資したい	4
対アジア投資を拡大させる中で今後価格下落リスクのある他都市を回避して日本に投資したい	3
インカムの成長性がある	1
不動産市場の透明性が高い	1
賃貸市場が回復局面に入っている	1
投資検討案件が増加している	1
割安な投資機会が増加している	0
その他	0

（注）1．株式会社三井住友トラスト基礎研究所による「不動産私募ファンドに関する実態調査」（2017 年 1 月）における、海外投資家に関する不動産運用会社（回答企業 26 社）へのアンケート（回答数は延べ 95）である。
2．調査時点は 2017 年 1 月。

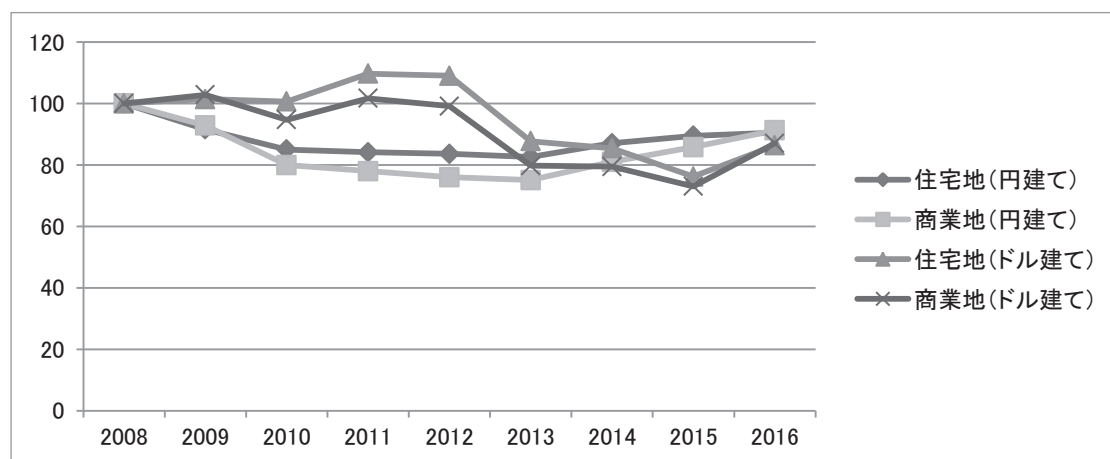
（海外投資家から見た日本の地価・賃料）

諸外国の経済環境等に大きな変化が生じ又はそれが見込まれる他の事情が存在していない場合、海外投資家にとって、地価に割安感のある基調的な円安時は、日本の不動産を買う好機であり、日本に対する不動産投資が活発化する傾向がみられる（図表 19）。実際、2015 年までの数年間は、年平均ベースでみて円安基調の為替レートが維持されていたため、東京都区部の地価は円ベースでは回復基調にあったが、ドル建てでは、商業地、住宅地ともに低下した（図表 21）。

また、オフィスの空き室率が、2011 年以降、リーマンショック前の 2007 年水準にまで低下を続ける中で（図表 22-1）、東京都心部のオフィスの平均賃料は円ベースでは上昇しているが、ドルベースでは 2015 年まで低下が続いた（図表 22-2）。

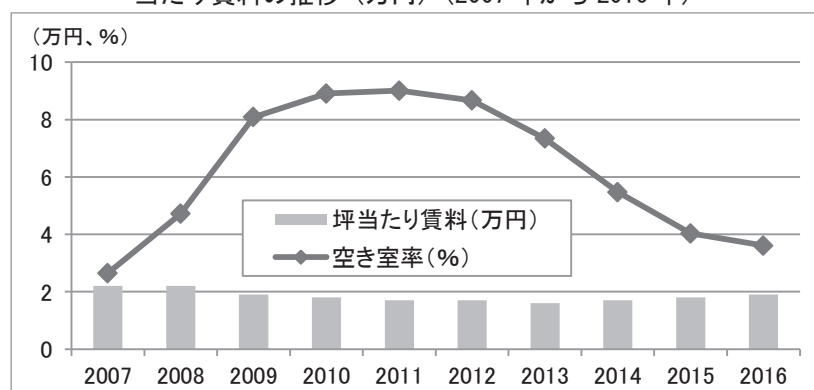
⁵ 人口 100 万人以上の都市圏は、東京、大阪、名古屋のほか、京都、福岡、神戸、仙台、岡山、広島、北九州、浜松、新潟、熊本、宇都宮、静岡である。詳細は金本良嗣・藤原徹共著「都市経済学・第 2 版」（東洋経済新報社、2016 年、10 ページ）。

(図表 21) 東京都区部の円建て・ドル建てでみた地価指数（住宅地、商業地）
 (2008年=100：2008年～2016年)



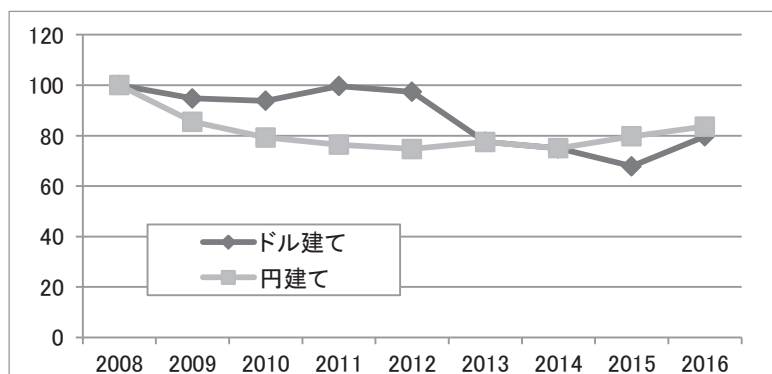
(注) 東京の土地 2015 (東京都都市整備局) による。

(図表 22-1) 東京ビジネス地区（都心5区）のオフィスの空き室率（新築ビルと既存ビルとの平均）と坪当たり賃料の推移（万円）（2007年から2016年）



(注) 三鬼商事「東京都のオフィス賃料」による。都心5区は、中央、港、千代田、新宿、渋谷区。

(図表 22-2) 東京ビジネス地区（都心5区）の円建て・ドル建てでみたオフィス賃料指数
 (2008年=100：2008年から2016年)



(注) 三鬼商事「東京都のオフィス賃料」(年平均) による。都心5区は、中央、港、千代田、新宿、渋谷区。

2016 年は為替レートが円高方向に振れたため、東京都市部の地価（住宅地、商業地）及びオフィス賃料とも、ドルベースでの地価・賃料は前年比で上昇に転じているが、2010 年前後と比べれば、依然低水準である。

以上のように、ここ数年間は海外投資家にとって、東京都市部の地価、オフィス賃料は両面でドルベースでみて割安な国内不動産の投資を促進される好環境が続いていたために、海外投資家による日本国内での不動産取引に対する意欲はかなり大きかったと考えられる。

しかし、今後、円安から円高への反転が進み、ドル建てでみた日本の不動産価格や不動産賃料が相対価格を高めれば、海外投資家から見たその優位性も低くなる可能性が大きいであろう。

なお、円安が大きく進行した 2013 年～2015 年時点でも、図表 19 に示される通り、円安にもかかわらず、利益確定等のための不動産売却も増加しており、不動産取得が純増ベースで増加したわけではなかった。また、為替ヘッジをしている海外投資家の場合も、直物為替レートにより売買時期が決定されることには必ずしもならない。基調的な円安は海外投資家が国内不動産取得を決断する一つの重要な判断材料となるが、海外投資家の日本への不動産取引額全体が規定されるわけではない。

（海外投資家のインバウンド投資の二面性）

海外投資家のインバウンド投資は、減少する国内貯蓄に対応する国内投資家の投資の不足を補い、また、多様な市場参加者による競争的な価格形成及び不動産の有効利用とを促進し、結果として不動産の収益性が高まるという側面がある一方、一部に、資金力にモノ言わせた収益性とかい離れた価格形成やキャピタルゲイン狙いの投機的取引が混入する可能性も否定できない。

VI 土地投機を抑止するための税制

（税制による土地投機の歯止め措置）

平成 29 年地価公示結果を受けて何紙かの新聞が懸念を表明した土地投機については、その取得・保有・譲渡を抑制するための税制として、昭和 48 年度に施行された法人等土地譲渡益重課及び特別土地保有税、平成 3 年度に施行された地価税の各税制度がある（図表 23）。いずれも現在では、投機的な土地の取得・保有・譲渡が生ずるような状況ではないことから課税は停止されているが、制度自体は存続している。

仮に不動産市場に投機的な土地取引が広がる恐れが生じた場合には、これらの税制が機動的に発動される必要があるが、課税を復活するためには、いずれも法律改正を伴うため、課税復活に係る要件の認知のラグをなくすとともに、発動された場合の実施・効果のラグを最小限にすべく、国土利用計画法の監視区域制度や注視区域制度の活用も含め、関係行政機関等の十分な配意と連携が望まれる。

VII グローバリズムの進展と金融バブルの可能性

（バブルの芽）

平成 29 年地価公示に対し、各新聞等の中には、バブル現象の発生に懸念を示すものがあつた。資産価格がファンダメンタルズを超えて高騰するいわゆるバブルは、歴史的には、現在のように世界各国でマネーサプライや信用量が膨張する金融緩和期に繰り返されてきたからである。1980 年代後半の日本の不動産バブル以降の時期を見ても、フィンランド、ノルウェー、スウェーデン、タイ、マレーシア、インドネシア、アメリカ、イギリス、スペイン、アイルランドなどでバブル現象は頻繁に生じている。バブルは、人々や企業にとって必ずしも心地の悪いものではないだけに、抑々バブルの識別が困難なことに加え、今日のように、世界的な金融緩和が長らく続き、国際的な資本移動が活発化している環境の下では、発生確率が高まり、振れ幅も大きなものになりやすいことが危惧される。

(図表 23) 投機的な土地取引を抑制するための税制度

法人等土地 譲渡益重課 (譲渡税) ⇒租税特別 措置法等	譲渡益に対する課税は、①その年の1月1日における所有期間が5年以内のものは譲渡益×10%、5年超のものは譲渡益×5%を通常の法人税額に追加して課税する法人税制度及び②個人が棚卸資産である土地等又は雑所得の起因となる土地等を譲渡した場合において、所有期間5年以下の土地等の譲渡による事業所得、雑所得については、他の所得と分離して重課(税率は住民税を含め52/100)される譲渡所得税制度、があるが、租税特別措置法28条の4、63条等により、1998年(平成10年)度以降2020年(平成32年)3月31日までの間は適用が停止される。
特別土地保 有税(取 得・保有税) ⇒地方税法	土地投機の抑制及び土地供給の促進を目的として、昭和48年度に創設されたが、2003年(平成15年)度から「当分の間」新たな課税が停止されている(地方税法附則(平成15年法律第9号)第15条等)。 <u>課税客体</u> ・(保有分) 土地の保有(取得後10年間)(納税義務者は土地所有者) ・(取得分) 土地の取得(納税義務者は土地所有者) <u>税額</u> ・(保有分): 土地取得価額－税率(1.4%)－固定資産税相当額 ・(取得分): 土地取得価額－税率(3.0%)－不動産取得税相当額 <u>免税点</u> ・指定都市の区の区域及び特別区の区域: 2000 m² ・都市計画区域を有する市町村の区域: 5000 m² ・その他の市町村の区域: 10,000 m²
地価税(保 有税)⇒地 価税法	土地保有に対する負担の公平を確保し、土地の有利性を縮減する。ただし、バブル経済の崩壊以後、日本の土地に対する需要は低迷しており、地価の急激な上昇はないとの見込みから、租税特別措置法71条により、1998年(平成10年)度より「当分の間」課されないこととされている。 <u>課税客体</u> ・毎年1月1日に個人及び法人が保有する土地等 <u>評価</u> ・毎年1月1日の時価(相続税評価額) <u>非課税土地</u> ・国等の保有する土地等及び一定の公益的な用途に供されている土地等 ・居住用の土地等(1,000平米以下の部分に限る。) ・1平米当たりの評価額が3万円以下の土地等 <u>課税価格の計算特例(租税特別措置法)</u> ・3分の1軽減特例・一定の地区計画区域内、放送用施設内の土地等 ・2分の1軽減特例・一定の産業廃棄物施設、障害者雇用工場に供する土地等 ・5分の4軽減特例・優良な一団の宅地造成事業等に係る土地等 <u>基礎控除</u> ・10億円(個人及び中小法人は15億円)又は保有土地面積(非課税分を除く)×3万円のいずれか多い金額 <u>税率</u> ・0.3%(平成8年度以降は0.15%) <u>申告時期</u> ・毎年10月1日から10月31日まで <u>計算式</u> ((保有土地等の価額－非課税土地等の価額)－基礎控除額)×税率＝地価税額

(注) 土地総合研究所作成による。

（マクロブルーデンス政策の有効性への懐疑論も）

世界的な金融市場の高度化、ネットワーク化の進行は、プロ投資家による資本取引の様相を一層強めており、運用を委託されたプロ投資家が委託者の利害を十分考慮せずにファンダメンタルズから乖離した取引を行うエージェンシー問題が顕在化すれば、心配されるのはバブルの芽が拡大した際に、BISviewの言う「風に逆らう戦略」=leaning against the wind strategyの迅速な発動が制約され、各国のマクロブルーデンス政策⁶の有効性に対する懐疑論が生まれることである。

（バブルへの警戒心が必要）

こうした事態を避けるためにも、政策当局を含む関係者は、仮に絶対的な確信がなくとも、予兆の段階でバブルの懸念についての問題提起を行うことによって、バブル認知のタイムラグをできるだけ短縮させ、その未然防止に努めることが重要であろう。

このことについて、翁邦雄京都大学教授が日銀勤務時代を振り返り、近著「金利と経済」（ダイヤモンド社、2017年）の中で、「この時（1990年前後のバブル期）の反省は（バブルについて）大きなリスクを感じたら、世の中の空気に流されず少しでも社会に情報発信する努力を続けるべきだ」という点にある」と自戒を込めた回顧をされているのが印象的である（参考文献3参照）。

また、前日本銀行政策委員の須田美矢子氏は2017年4月22日号の「週刊ダイヤモンド」「数字は語る」欄において、「バブルの芽を摘み金融システムを安定させるためには、いつまでも低金利が

続くという予想を人々に抱かせないことが重要だ。金利負担増が本気で意識されれば貸家供給も行き過ぎず家賃の下振れリスクが減り、物価安定目標の達成にも資する。バブルのリスクへの配慮が足りない現在の金融緩和政策の運営は問題をはらんでいる」と警告した。

当面、行政サイドが取り組める不動産バブルの予知のための対応の一つとして、日本の大半の地域で適用されている国土利用計画法の事後届出区域において、買主側の届出事項となっている取引対価の額及び土地の利用目的に関する情報を、関係行政機関内部で有効に蓄積・共有・分析・活用し、不動産市場の状況を注視していくことが考えられる。

（反グローバリズムの立場に立った国際資本移動規制の提案）

こうした中で注目されるのがダニ・ロドリックハーバード大学教授の近著「The Globalization Paradox」（柴山圭太・大川良文訳・白水社）である。これを読むと、「国際市場は主権国家による公式の制度的な枠組みの外側で動いており、取引コストに満ちている」とし、ジェームズ・トービン元エール大学教授の所論「国民経済と中央政府は、実態経済が苦難に遭遇したり、雇用や産出量、インフレに関する国民経済政策の目標を大きく変更することなく、外国為替を通じた資金の大量の移動に適応することができない」を引用し、グローバリゼーションや国際協調の大義名分に引きずられて国内で行われる経済政策の手足が縛られることを回避すべきであると主張している。具体的には、自国の利益を守るために、トービン税⁷構想を一つの例に挙げ、「私の選択を言わせてもらおうと、民主主義と国家主権をハイパーグローバリゼーシ

⁶ ブルーデンス政策は、信用秩序維持政策又は規制監督政策と訳され、個々の金融機関の経営危機を防ぐ「ミクロブルーデンス」に対し、「マクロブルーデンス」は、金融システム全体の安定性を確保し、金融システム全体に危機が及ぶことを防ぐことを目的とする。日本銀行「金融システムレポート」（2016年10月）によればマクロブルーデンス政策とは、「金融システムの全体の安定性を確保するため、実態経済と金融資本市場、金融機関行動などの相互連関に留意しながら、金融システム全体のリスクを分析・評価し、それに基づいて制度設計、政策対応を図る考え方」とされている。

⁷ トービン税とは、元エール大学教授のジェームズ・トービン（James Tobin）博士が提唱した税制度。外国為替取引に取引税を課すことで、アジア通貨危機（1997年）のような短期のノイズトレーディングを抑制し、市場の安定化を図るとともに、その税収をIMFや世銀などの国際機関の財源として活用し、国際金融秩序の維持を目指す構想。

ョンよりも優先すべきだと思う。民主主義は各国の社会の在り方を守るための権利を持っており、グローバリゼーションの実現のためにこの権利を放棄しなければならないのであれば、後者をあきらめるべきなのだ」と主張し、グローバリズムへの自衛が必要であると説く。

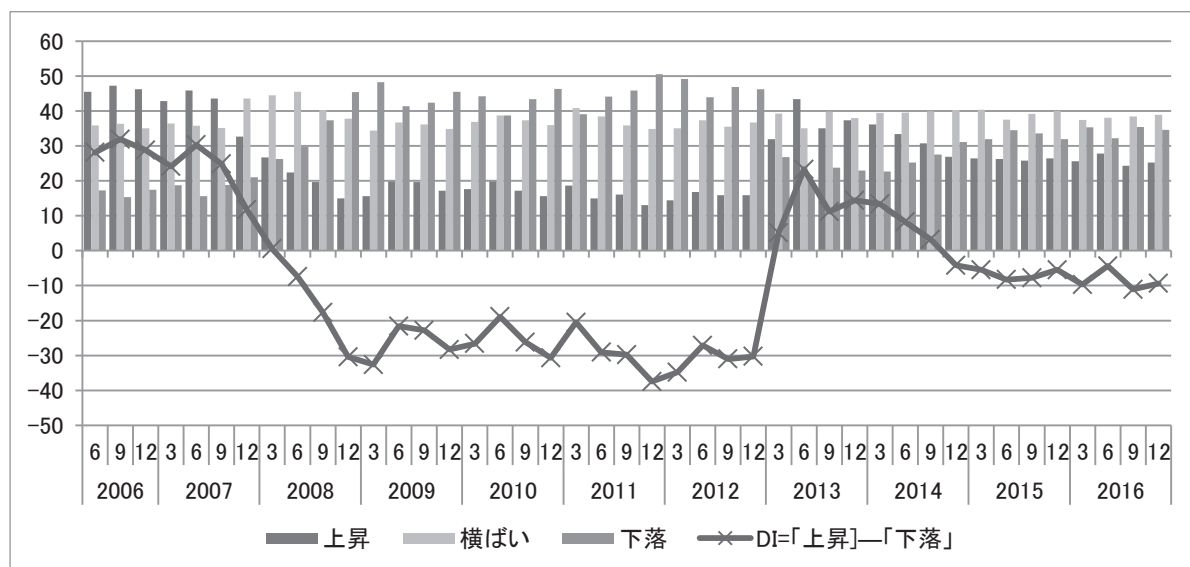
このような主張は、米国において、グローバリゼーションの勝者ともいえるべき一部の富裕層にとっては望ましいが、ラストベルト（Rust Belt：錆びついた工業地帯）に代表される地域における多くの中間層労働者にとっては望ましくない所得格差が進行する中で、反グローバル化の動きが台頭し、米国にトランプ政権が誕生したのと同じの土壌の中から生まれてきたとも考えられ、世界的な金融緩和の中で生じ得る、行き過ぎたグローバ

ルフアイナンスサイクルにより、共変動する国際資本移動について、バブルの防止を含めた自国の利益を守るため、国際資本移動規制を強化すべきであるとの主張に繋がっている。

VII 終わりに

日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」によれば、国民の地価上昇に対する懸念はアベノミクスの初期段階以降、人口減の顕在化や可処分所得の伸び悩みなどの影響から次第に減じる傾向である（図表 24）。また、2017 年 3 月の日本銀行短期経済観測における不動産業の業況判断を見ると、大企業、中小企業とも、当面は若干の改善を見込むものの、先行きについては、悪化の方向が予想されているところである（図表 25）。このよ

（図表 24）今後の地価上昇に対する評価（2006. 6～2016. 12（四半期））（単位：％）



（注）日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」（標本数 4000 名。対象 20 歳以上の個人）による。

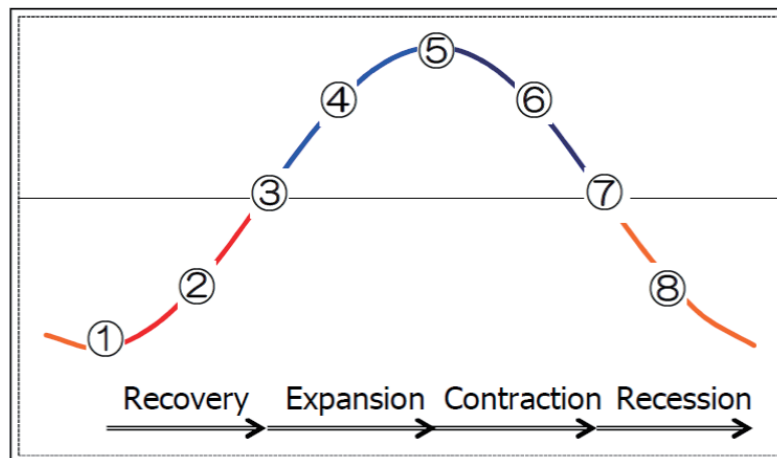
（図表 25）不動産業等の業況 D I（単位：％ポイント）

	大企業（資本金 10 億円以上）		中小企業（資本金 2 千万円以上 10 億円未満）	
	最近	先行き（3 か月まで）	最近	先行き（3 か月まで）
全産業	1 6（2）	1 4（▲2）	5（3）	▲1（▲6）
製造業	1 2（2）	1 1（▲1）	5（4）	0（▲5）
非製造業	2 0（2）	1 6（▲4）	4（2）	▲1（▲5）
（うち不動産）	3 5（2）	2 8（▲7）	1 5（2）	1 0（▲5）

（注）1. 日本銀行「全国短期経済観測調査」（調査対象約 1 万社）（2017 年 3 月）による。

2. D I = 「良い」 - 「悪い」

(図表 26-1) 不動産マーケットサイクル（市況感）の概念図



(図表 26-2) 東京（丸の内、大手町）における不動産投資家に対する現在の市況感アンケート（最も回答数の多かったフェーズ帯）

2012 年		2013 年		2014 年		2015 年		2016 年	
4 月	10 月	4 月	10 月	4 月	10 月	4 月	10 月	4 月	10 月
①	①	②	②	③④	④	④	④	④	⑤

(図表 26-3) アセット別に見た不動産投資家が予測する現在の状況の継続期間（2016. 10 特別調査）

アセットタイプ	回答が一番多かった現在の市況の継続期間（回答比率：％）
郊外型商業	2017 (27)
オフィス	2018 (36)
レジデンシャル	2018 (31)
物流施設	2018 (27)
都心型商業	2020 (33)
ビジネスホテル	2020 (45)
シティホテル	2020 (44)
ヘルスケア	2020 年以降 (33)

- (注) 1. 図表 26-1, 26-2, 26-3 はいずれも、一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」による。
2. アセットマネージャー、アレンジャー、開発業（デベロッパー）、生命保険、商業銀行・レンダー、投資銀行、年金基金、不動産賃貸など 200 社程度にアンケート調査した結果である。図表 26-2 の回答数は 161。図表 26-3 の回答数は 139。後者の回答者のすべてが⑤の市況感を持っているわけではない。

うに、各種の経済統計等からは、日本銀行の「金融システムレポート」(2016. 10) のように、懸念を示す所見がないわけではないが、今のところ、バブル的な地価上昇が顕在化するような蓋然性は見出し難い。しかし、一般財団法人日本不動産研究所の「不動産投資家調査」を見ると、投資家の感じる不動産市況市場の市況感は、2016 年 10 月調査では、「ピークにある」との回答が最も多くなっており、今後ある程度の期間経過後、この好況感が終息する可能性がある一方で、しばらくはいまの好況感が継続するとの投資家の感触も少なくなく(図表 26-1, 2, 3)、加えて世界的な超金融緩和状態が続く中で、金融のグローバリゼーションが景気循環の変動を増幅させる懸念や国内において、行き先を失った日銀当座預金 400 兆円、企業余剰資金 250 兆円、年金積立金管理運用独立行政法人(GPFI)の運用資金 130 兆円、企業年金運用資産 70 兆円などのうち、一部の余剰資金が、回り回って、イールドハンターとして、不動産市場での攪乱要因として作用する可能性があることにも留意が必要である。

また、トランプ政権の誕生はリフレ期待から世界的な金利上昇を生んでいるが、今後、日本のマイナス金利政策の継続やイールドカーブコントロールが円安誘導策とみなされ、日米金利差の拡大抑制を求められる可能性がある。

これが、金融政策の出口問題⁸(米国における戦

後の出口問題の処理が参考となる)のきっかけとなり、長短金利操作付き金融緩和政策の変更又は解除を通じて、日本における長期金利の上昇が始まれば、円高、景気後退がもたらされ、不動産市場も冷え込むことが予想される。

しかし、金利上昇期待が強まる中で、財政支出における国債利払いの抑制や銀行の保有国債の被る損失回避を優先して、長期金利のゼロ金利へのペッグを続けるために日銀による大量国債購入が継続されるならば、金融緩和状態に一層の拍車がかかり、不動産市場では、仮需も含めた買い圧力が強まる可能性がある(本稿は 2017 年 4 月 28 日までの資料等に基づき、同日に稿了したものです)。

(参考文献)

1. Bank of International Settlement (BIS) 「Quarterly Review, September 2016」、3～6 ページ「The Credit-to-GDP gap」
2. 野口悠紀雄「バブルの経済学」(日本経済新聞社、1987 年)、112 ページ
3. 翁 邦雄「金利と経済」(ダイヤモンド社、2017 年)、148 ページから 149 ページ
4. ダニ・ロドリック著「グローバリゼーション・パラドクス」(白水社、柴山桂太・大川良文訳、2017 年)、7 ページから 18 ページ、113 ページから 136 ページ(CRBE 株式会社、株式会社三井住友トラスト基礎研究所の図表の引用については各社から所定の許可を得て掲載しております)

荒井俊行 [あらい としゆき]
[(一財)土地総合研究所 専務理事]

⁸ 大恐慌後の 1940 年代に入ると、米国では、景気回復に伴う金利上昇により、銀行の保有国債が損失を被るリスクが高まり、金融システム不安が起りかねない状況になった。このためFRBは 1942 年から 1950 年にかけて長期金利を 2.5%に釘つけるペギング(国債価格支持政策)を実施して国債消化を継続した。この結果、第二次大戦後の 1940 年代後半に至り、過剰流動性が生み出され、インフレ懸念が高まってきたため、1951 年に FRB は米国財務省との間でペギング終了のアコード(合意)を結び、これにより、FRB は短期金利のコントロールだけを実施し、長期金利への関与を取りやめた実績がある。日本でも、早晚物価目標を達成して金融政策の出口が展望できる段階になれば、長期金利をゼロ近辺に釘つけるのが困難となり、上記の米国と同様の状況が生じ得る。このような金利上昇圧力が強まる中で、長期金利のゼロ金利ペッグが続けられることになれば、日本銀行は国債の大量購入の継続を通じて、極めて強い金融緩

和効果が生み出されることを覚悟しなければならない。