

地価の動向をみる指標には様々なものがあるが、国（国土交通省）からは毎年、地価公示と都道府県地価調査が公表され、これらによって1年間の全国の動きを把握することが出来る。ただ、地価の動向は、その時々を経済環境に大きく影響を受けるものであるから、よりインターバルの短い期間での動きをみることも必要である。かつて、平成のいわゆるバブル期以降には、「短期地価動向調査」が行われた時期もあったが、デフレ傾向の続く中、短期の地価動向をみる必要性の低下などもあって行われなくなった。その後、平成18年頃からの不動産市況の活発化の動きの中、いわば肌感的に主要な地区（住宅系・商業系）の地価の動きをみる「地価 LOOK レポート（主要都市の高度利用地地価動向報告）」が短期（四半期）の動向をみるものとして平成19年第IV四半期より「復活」した。また、これらの鑑定評価手法を活用しての正常な価格の動きを示そうとする方策とは別に、地価公示のためのデータ収集の一環として、任意のアンケート調査に協力頂いた土地取引の主体から得られる成約価格の情報に基づくデータを一定の統計処理した数字データとして、平成24年8月から、「不動産価格指数」が公表されている（2008年度平均を100として指数化）。この指数は、試験運用中のものであり、かつ、住宅系のみ指数ではあるが、全国のブロック単位を基本として、平成20年4月期分から月次のデータが公表されている。これら2つの短期の地価動向をみる指標は、いわゆるミニバブル期のピーク又はピークをやや過ぎた辺り以降を対象期間とするものであり、それ以前の地価の上昇局面をみるには不十分なところである。このような中、東京都の住宅系についてのみではあるが、更に10年間（平成10年4月以降）遡った指数が作成され、本年4月に公表されている（この遡った10年間分は、国交省と（公社）東京都不動産鑑定士協会の協同によるもの）。今回は、この2つの指標を基にして、いわゆるミニバブルの時期と最近の地価の上昇局面の時期について、これらの2つの指標や他の経済指標の動きがどうだったか簡単に比較し、過去を振り返ってみたい（なお、意見に関する部分は当方の私見である。）。

1 ミニバブル期と最近の地価の回復期における不動産価格指数や地価 LOOK レポートの結果の概要 （東京都又は東京圏）

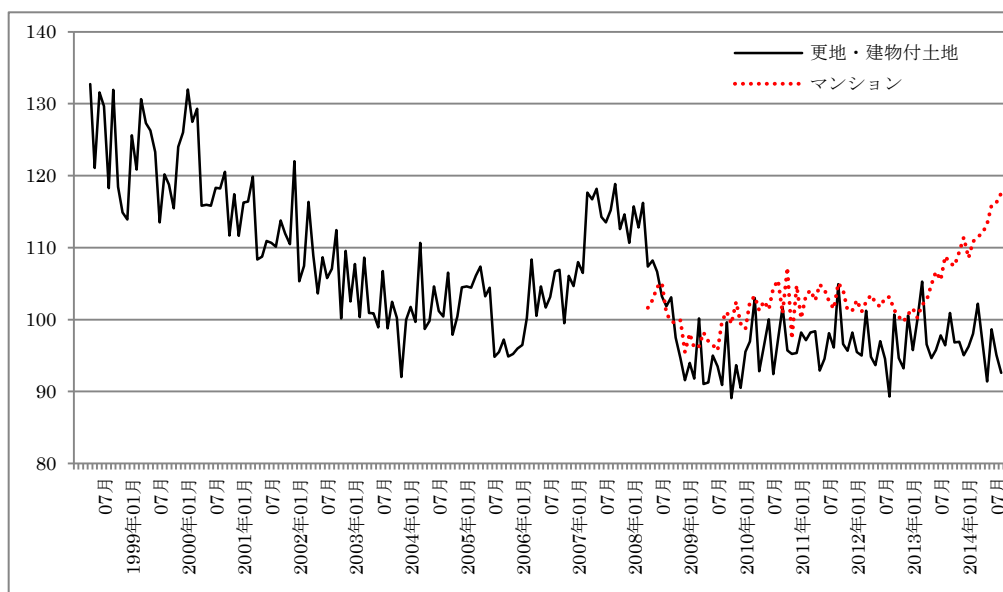
(1) まず、最近の取組みである不動産価格指数で地価の動向をみてみたい。先述した通り、東京都分以外は長期に遡ることが出来ないため、ここでは東京都分のみをピックアップしている。なお、10年間分の遡ったデータは公表されたが、その対象は「更地・建付土地」のみであり、「マンション」のデータはないことにはご留意頂きたい。

指数自体は、各月毎に上下変動が激しいものであり、なかなか評価のし辛い面もあるが、地価公示などの地価動向と同様に、1998（平成10）年以降、下降トレンドを示している（図1）。その後、2006（平成17）年前後から上昇局面が現れ、その翌年（18年）の後半から翌々年（19年）の前半にかけて天井状態となり、リーマン・ショックのあった2008（平成20）年秋以降には、急激に下落している。数字としては、2007（平成19）年9月の118.8がピークとなっていた。以上は長期データのある「更地・建付土地」の価格指数であるが、「マンション」の価格指数は、2008（平成20）年4月からスタートしており、こちらも急激な下落の動きがみてとれる（上昇局面は分からない）。

最近の動きでは、「更地・建付土地」は、上下変動が激しく方向性を見いだせないが、「マンション」

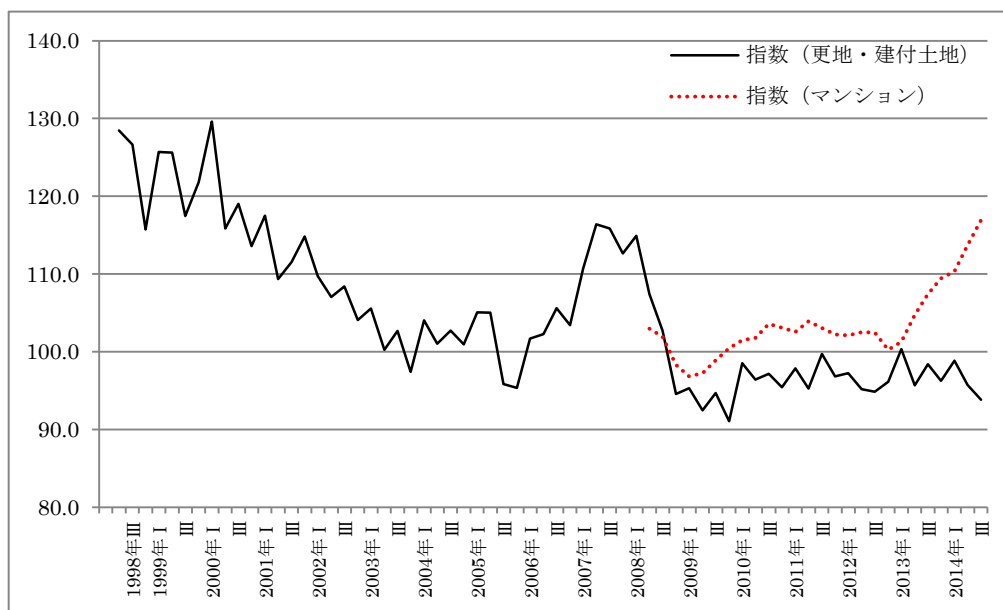
は昨年（25年）以降、明確な上昇トレンドが見て取れる。

〔図1：不動産価格指数（東京都）の推移・月次〔2008（平成20）年度平均=100として指数化〕〕



以下の図2は、上限変動の激しい図1の月次データを四半期単位で単純平均したものである。ここでも上下の「ギザギザ」の動きがあるが、トレンドはより明確で図1の場合と同様にみとれる¹。

〔図2：不動産価格指数（東京都）の推移・四半期平均〔2008（平成20）年度平均=100として指数化〕〕



- (2) 地価 LOOK レポートは、主要都市の地価動向を先行的に表しやすい高度利用地等の地区について、四半期毎に地価の動向を把握しようとするものであり、2007（平成19）年第IV四半期から開始されたものである。当初、全国で100地区が対象であったが、翌年（20年）の第III四半期から150地区に増えている。これは、(1)の指数が一定地域内の地価動向の「平均的」姿を短期のタームで見ると有用であることと比べ、鑑定評価に準ずる手法ではあるが、個別性の強い財である土地について、地価動

¹ 6ヶ月移動平均で作成すれば当然、より滑らかな曲線の動きが見られ、トレンドをみやすくなる。仮に、不動産価格に季節性があるのであれば、季節調整値を作成することでトレンドが読みやすくなるが、果たして季節性があるような性格なのか疑問なしとはしない。一方、アンケート自体に何らかの「クセ」があるのであれば、その解明が先決であろう。また、最近、マンションと更地・建付土地でトレンドがかい離しているが、対象となる不動産の種類の違いによるものなのか、立地等の別の特性によるものなのかが明らかにされると指数を利用した動向把握がしやすくなる。

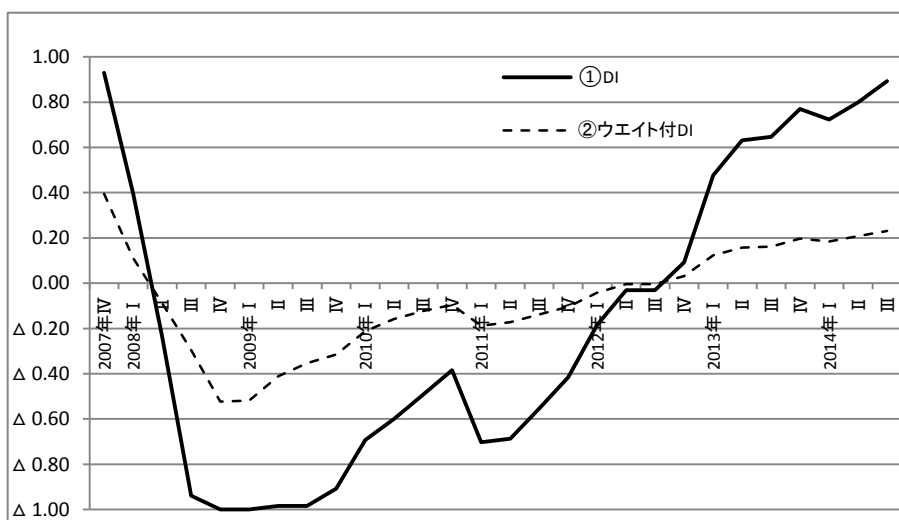
向の上下変動の「深さ」と「広がり」をみるのに有用であろう²。

地価 LOOK レポートのスタートした当初は、まさに地価の上昇局面にあり、東京圏では、全 43 地区中、横ばいの 3 地区を除き、「上昇」とされており、上昇の幅も 3-6%とやや高めの上昇となっているところが 24 地区と太宗を占め、銀座地区や表参道地区（各商業系）の 2 地区では、6%以上の大幅な上昇となっていた。上昇は、同レポートのスタート時をピークに緩やかになり、リーマン・ショックの前の 2008（平成 20）年第Ⅱ四半期には、半数以上が横ばいとなり、上昇地点よりも下落地点が多くみらようになっていた。その後は、ほとんどの地区が下落となり、同年の第Ⅳ四半期では、武蔵小杉地区も含めて全ての地区が下落となり、下落幅も高めの地区が多くなった。上昇時に特に目立っていた銀座や表参道の地区も、6-9%の大幅な下落となった。また、池袋東口（商業系）や品川（住宅系）の 2 地区は、9-12%と最も大きく下落した地区であると評価された。

最近の動きでは、2012（平成 24）年第Ⅳ四半期に下落地点の数を上昇地点の数が上回るなど、上昇地区が広がって来ており、直近の本年第Ⅲ四半期では、下落地点がなくなると共に、上昇地点が 9 割近くを占めるようになってきている。銀座中央地区や新宿三丁目地区（各商業系）の 2 地区では、3-6%以上のやや高めの上昇が続いているが、前記のミニバブルと言われた時の上昇地区の上昇の程度よりは抑制気味である。このレポートからみると、上昇の範囲はミニバブル期のように広範ではあるが、上昇の程度は低めである。

以下の図は、単純に上昇地点の割合から下落地点の割合を引いた一種の①DI を示したものであり、地価の上昇又は下落のウエイトの移動（上昇又は下落の広がり）をみることができる。なお、②ウエイト付 DI は、3%刻みの幅でウエイト付けをして計算してみたものであり、「深さ」も加味されることとなる。①は「最近」は「ミニバブル期」の後半の頃と同程度まで高まっている一方、②はそこまでは高まっていない³。なお、2011（平成 23）年第Ⅰ四半期には、東日本大震災が発生し、回復の動きも見られていた東京圏の不動産市場にも再び弱めの動きが広がったところである（この点は、不動産価格指数（東京都・住宅）の動きではやや見えにくい）。

〔図 3：東京圏の上昇・下落地点の動き（DI）〕



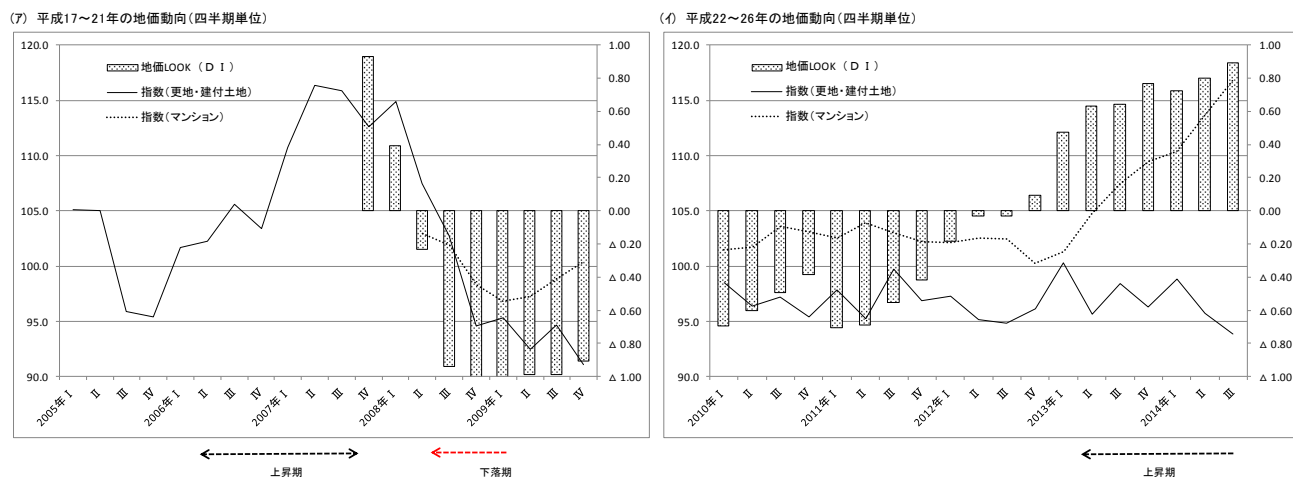
² 不動産価格指数は、一定の地域や全国での成約価格の全体的・平均的な動きを客観的にみるのに有意義であり、マクロ経済への影響の評価等を行う上でも有用であろう。ただ、一定の地域のどこでどのような事象が生じているために指数全体が動いているのかまでは分からないし、分布状況の情報も得にくい。一方、地価 LOOK などのように個別地点の状況・情報を提供する仕組みは、立地等の個別性が価格形成に影響を与える土地・不動産市場の世界ではミクロの情報として有用であろう。国土法等の行政的観点から地価動向をウォッチする面でも不可欠であろう。政府や民間レベルで利活用する際には、両者の特性をあわせみて行うと有意義であろう。

³ ①の DI は、2007（平成 19）年Ⅳの 0.93 に対して 2014（平成 26）年Ⅲは 0.89 とほぼ同じ。一方、②ウエイト付 DI は、2007（平成 19）年Ⅳの 0.40 に対して 2014（平成 26）年Ⅲは 0.23 と低い。

2 ミニバブル期と最近の比較

(1) 「ミニバブル期」と「最近」の動きをみるために、不動産価格指数（住宅・東京）と地価 LOOK による DI（東京圏）を 2 期に分けて図示してみた（ここでは、ミニバブル前後の期間として、2005（平成 17）年からの 5 年間、最近のものとして 2010（平成 22）年から直近の約 5 年間に分けている）。

〔図 4：不動産価格指数（住宅・東京都）〔左目盛〕、地価 LOOK（東京圏の DI）〔右目盛〕〕



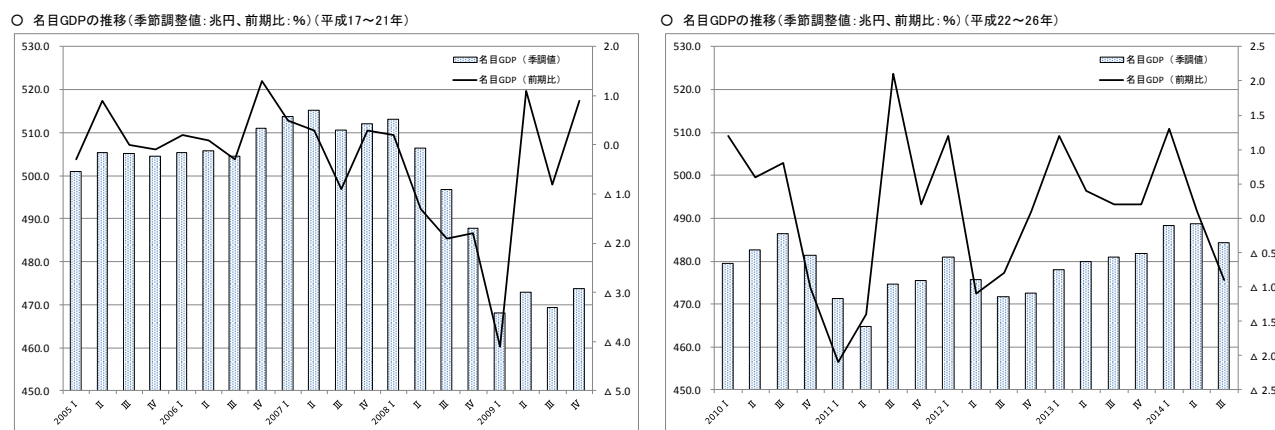
（備考）不動産価格指数の2014（平成26）年第3四半期は、7.8月分の平均値。

以上の区分に応じて、経済指標、不動産指標の幾つかを比較してみる。

土地・不動産価格（地価）に影響を与えるものとしては、①土地等の生み出す収益の状況、そして②他の資産の収益の状況、③予算・資金制約の状況などがある。そこで、ここでは、①として、マクロなものであるが名目 GDP、賃料水準や住宅価格の動き、②として、長期金利の動き、③として、海外からの投資を意識して為替レートの動きを挙げている⁴。

(2) まず、上記の①について図示すると以下の通り（なお、いずれも平均を取る等して四半期毎のものとしている）。

〔図 5：名目 GDP の季節調整値（年換算、兆円）〔左目盛〕とその前期比（%）〔右目盛〕〕



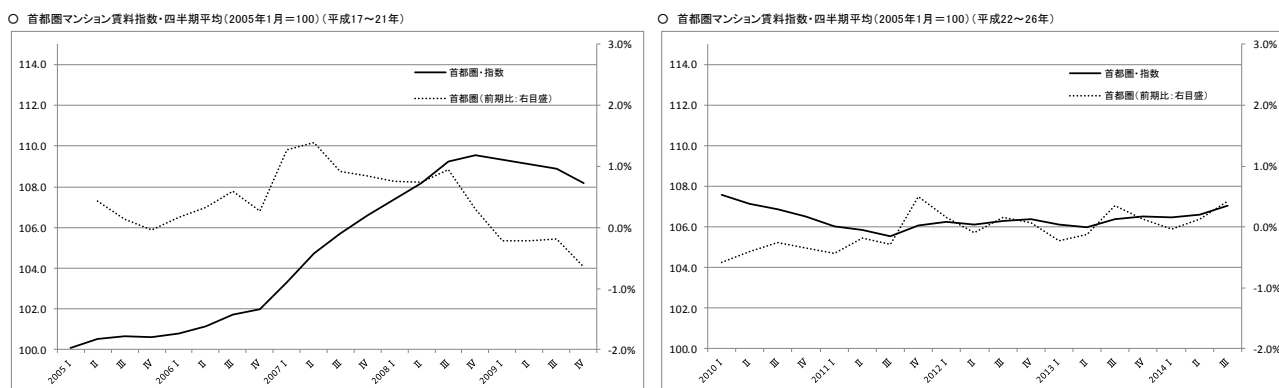
（備考）内閣府「四半期別 GDP 速報」のデータを基に作成。

名目 GDP の成長率は、「ミニバブル期」には低位ではあるが比較的安定した増減率で推移しているが、「最近」は、消費増税の影響もあって不安定な状況にある。名目 GDP の水準自体は、「ミニバブル期」の後の大幅な下落を十分には回復しておらず、「ミニバブル期」の水準に達していない（年換算で

⁴ ミニバブル期を通してあらわしている地価の指標（不動産価格指数）が住宅系のものであるため、ここでは、住宅系の指標のみを取り上げている。不動産価格指数については、今後、商業系の指標も作成される予定であり、また、過去に遡っての指標の開発・公表も期待されている。

20～30兆円のマイナス)。

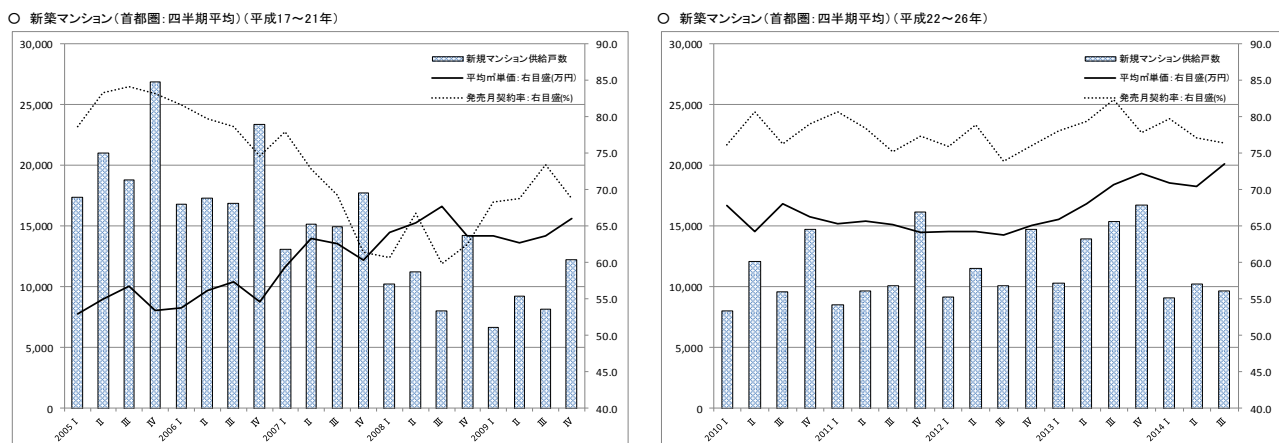
【図6：首都圏マンション賃料指数（2005年1月=100）〔左目盛〕とその前期比（%）〔右目盛〕】



（備考）株IPOジャパン／森リクルート住まいカンパニー「IPO／リクルート住宅指数マンスリーレポート」のデータを基に作成。

住宅関係の指標をみてみた。賃貸関係として、マンション賃料指数の動きをみてみると、「ミニバブル期」には、賃料指数は四半期で1%前後の上昇を示しており、指数としても、2007（平成19）年から高まりが顕著に見られていたが、その後、賃料指数は緩やかな低下が続いた後、「最近」では、ここ3年程、安定的に推移し、直近の1年程、やや上向きの動きが見られている程度である。指数の水準自体は、「ミニバブル期」の前よりは高めの水準にあるが、「ミニバブル期」の後半の頃のような水準までの高まりは見られていない。

【図7：首都圏新築マンションの供給戸数（戸）〔左目盛〕、平均㎡単価（万円/㎡）及び発売月契約率（%）〔右目盛〕】

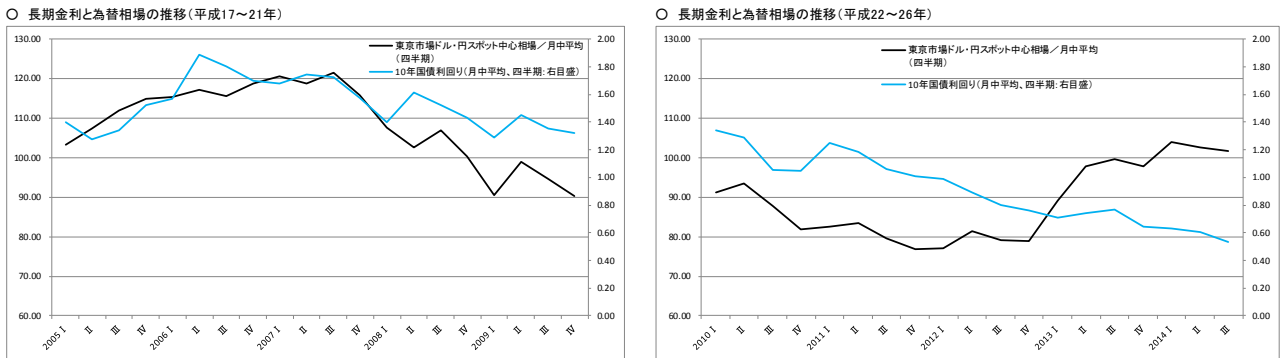


（備考）㈱不動産経済研究所「マンション市場動向」のデータを基に作成。

分譲マンションについてみる。首都圏の分譲マンションの供給状況、成約状況等を見ると、「ミニバブル期」には多くのマンションが供給されていたが、その後、供給戸数は減少し、「最近」では、消費増税を意識した動きのみられたここ2年程の間にやや供給戸数の増加がみられた。しかし、ご案内の通り、増税後の供給戸数は再び減少している。ただ、新規供給のマンションの平米単価は、成約価格ではないことには注意を要するが、単価自体は、「ミニバブル期」に上昇傾向が続いた後でもほぼ横ばいで推移して来ていた。「最近」においては、消費増税前には単価の上昇トレンドがみられ、直近でも継続している。発売月の契約率（いわゆる月間契約率）は、「ミニバブル期」の半ばまでは高い契約率となっており、当時、金利の上昇期待も高まっていた中、マンション販売の好調さが伺える。その後、ミニバブルの崩壊で大きく落ち込んだ後は、「最近」、概ね70%台の後半で推移している。消費増税の前には80%を超える高い契約率となった時期もあり、低金利に支えられた消費増税による需要増加が集中して現れたことが伺われる。

次に、②と③について図示すると次の通り。

〔図 8：長期金利（10 年国債利回り：％）〔右目盛〕、外国為替相場（円／ドル）〔左目盛〕〕



〔備考〕長期金利(10年国債利回り)は財務省、外国為替(円/ドル)は日本銀行のデータを基に作成。

「ミニバブル期」には、円安と金利高（といっても歴史的には相当低い）が見て取れる。一方、「最近」は、長期金利の低下傾向が継続しており、水準としても更に低いものとなっている。また、為替レートについては、前回の円安が修正され歴史的にも高い円相場（円高、ドル安）の状況が続いていたが、「最近」、政権交代等の後、大きく円安方向に動いている。図には示されていないが、直近の 11 月・12 月には、1 ドル 121 円を超える水準まで下落しており、「ミニバブル期」の円安水準に近いところまで円安が進んでいた。為替が円安に振れば、外国からの資金は円換算で大きくなり、我が国での買い物（不動産を含め）のための予算制約（財布）が緩くなる場所である。

(3) 以上のデータについて、以下のように表にまとめてみた。ここでは、「ミニバブル期」と「最近」のピークの頃とその前後の時期の指標をまとめてみた。2つの時期で比べると、名目 GDP は低めの水準にとどまる一方、住宅系の収益指標は単価や契約率、賃料など高めのように思えるが、新規の供給戸数は低めとなっている。また、「最近」は、消費増税という政策面での影響も加わっている。金融面では、金利は超が付くほど低い水準となっており、為替も大きく円安となり、直近では同程度の円安水準にまで達している。

〔表 1：「ミニバブル期」と「最近」の指標比較〕

| | | 不動産価格指数 | (増減比較) | 地価LOOK:DI | 名目GDP:季調値(年換算) | マンション賃料指数 | 新築マンション供給戸数 | 新築マンション単価 | 発売月契約率 | 長期金利:10年国債利回り | 為替レート:円/ドル |
|--------|--------------|---------|---------------|-----------|----------------|-----------|-------------|-----------|--------|---------------|------------|
| ミニバブル期 | ピーク前【2005年Ⅱ】 | 105.0 | - | - | 505.4 | 100.5 | 21,033 | 55.0 | 83.3 | 1.27 | 107.36 |
| | ピーク【2007年Ⅱ】 | 116.4 | 11.4増(10.9%増) | 0.93 | 515.2 | 104.7 | 15,149 | 63.3 | 72.8 | 1.75 | 118.83 |
| | ピーク後【2009年Ⅱ】 | 92.4 | 24.0減(20.6%減) | △0.98 | 473.0 | 109.1 | 9,229 | 62.7 | 68.8 | 1.45 | 99.00 |
| 最近 | ピーク前【2012年Ⅲ】 | 102.5* | - | △0.03 | 471.8 | 106.3 | 10,103 | 63.8 | 73.9 | 0.77 | 99.71 |
| | ピーク【2014年Ⅲ】 | 116.9* | 14.4増(14.0%増) | 0.89 | 484.4 | 107.1 | 9,668 | 73.5 | 76.4 | 0.53 | 101.72 |

〔備考〕1.「ミニバブル期」のピークは、その期間中で不動産価格指数(東京都、住宅(更地等))の四半期平均値が最も高い四半期としている。「最近」のピークは、同指数(東京都、マンション)の四半期平均の値が最も高い四半期としている。また、「ピーク前」「ピーク後」は、「ピーク」の2年前、2年後としている。

ミニバブル期(A)、最近(B)の比較

- ☆ 不動産価格指数：(A) ≧ (B)、地価LOOKの①DI：(A) ≧ (B)、②ウエイト付DI：(A) > (B)
- ☆ 名目GDP：(A) > (B)、マンション賃料：(A) > (B)、マンション供給量：(A) > (B)、マンション単価：(A) < (B)、契約率：(A) < (B)
- ☆ 長期金利：(A) > (B)、為替レート：(A) ≧ (B)

「最近」の地価の上昇は、今のところ、名目 GDP のような収益の面では弱さはある中、利回りの低下や円安傾向の進展などの金融面に支えられている面があろう。長期金利の低下に伴い市場参加者の不動産に対する期待利回りも低下してきている⁵。また、「ミニバブル期」には、景況感の回復や回復期待に金利先高観もあって住宅への需要も高まり、不動産市況の活況を支えていたが、「最近」は、低迷していた時期の需要の回復に加え消費増税による需要の前倒し的な面から不動産市況の活況があらわれていた面もあろう。

期待利回りの低下は、将来収益見通しをポジティブに見立てているというよりも金利の低下による部

⁵ (一財)日本不動産研究所が半期毎に実施している「不動産投資家調査」をご参照。直近では、ミニバブル期の期待利回りと同水準となっているところも出てきている。

分が多かろう。また、為替の面でも円安の進行は東京が他の海外都市よりも割安さを強めるとともに円換算での予算制約を緩めていることにも支えられているのだろう。金利と為替といった指標が逆回転を始めた場合、それを補う程の現実の収益または将来の収益期待（マインド）の拡大・改善がないと再び地価は弱含みの動きになる可能性もあろう。東京は当面、五輪開催というイベントが将来期待を支えようが、人口減少・高齢化など土地・不動産市場にはマイナスの要素が横たわっている中、土地・不動産から上がる収益の高まりや予算制約（財布の紐）が緩むような景気・経済の自律的な好循環がどう進んでいくのか関心事である。また、東京だけが日本ではないのだから、他の都市圏、地方圏についても関心を持つべきものと認識している。

(姫野 和弘)