

# 商業地地価に見る草食系バブルの現局面

## <要旨>

地価公示データに基づき、東京都心3区の商業地の実績地価(地積加重平均地価)並びに理論地価を算出すると、2018年初時点で、前者はリーマン・ショック前のピークを上回ったのに対して、後者はなお同ピーク比約10%低い水準に止まっており、実績地価の上振れが目立つ姿となっている。また、2017年まで強まっていた「地価が高いと地価上昇率も高い」関係が崩れ、2018年には「地価が高いと地価上昇率が低い」関係が現れ、東京都心3区商業地地価の他地域に対する先行的上昇も2016年以降後退してきた。

こうした動きは、東京都心3区商業地において「安全資産が選好されて買い進められ、安全とは言えない価格まで上昇する」「やむなく準安全資産に投融資対象を広げ、その価格も上昇する」という草食系バブルが発生していることを窺わせる。

その背景としては、賃料の先行き見通しはむしろ慎重化し、地価を押し下げる方向に作用する一方、金利低下等による金融緩和要因がこれを打ち消していることが指摘できる。これは、賃料の大幅上昇期待が地価押し上げ要因となっていたリーマン・ショック前と対照的な姿である。

このように、これまでのバブルの定番である「将来期待の楽観化・強気化」を伴わなくとも、金融緩和の長期化が市場価格ひいては草食系バブルを下支えする構図は、内外の金融・資産市場でも少なからず発生していると見られる。適温経済—インフレなき景気拡大と金融緩和環境の共存—が当面の間は続く中、草食系バブルが進行し、投融資家において価格下落リスクを内包した資産が積み上がっていくことが懸念される。

## 1. 適温経済下のリスクとしての草食系バブル

本月報2018年3月号「時論:適温経済の先行きをどう見るか」において、「適温経済は終焉を迎えた」と決め付けるのではなく、米国FRBの利上げは続き、市場のボラティリティも高まったとは言え、そのことがむしろ将来への過度な楽観を戒め、物価・賃金の上振れひいては利上げの加速を抑制し、「インフレなき景気拡大と金融緩和環境の持続」という意味での適温経済は続き(もちろん、いつまでも続くわけではないが)、それによって将来の不安定の芽—何らかの領域におけるバブルの生成や金融の不均衡—が生まれるリスクに留意すべきである旨を述べた。

適温経済の下では、バブルの定番である「将来への過度な楽観、強気化、陶醉感(ユーフォリア)」を伴わなくとも、「草食系バブル」と呼称しうるバブルが発生する可能性がある<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 草食系バブルの発生可能性とその特徴については、[本月報2015年7月号「時論:“草食系バブル”の進行とその予兆察知](#)」ご参照。

すなわち、運用難に直面しつつも将来を慎重に見る投融資家(金融機関、機関投資家、諸ファンド、個人投資家等)が、多少はリターンが期待できる安全資産にこぞって投融資し、その結果、安全資産の価格が安全でない水準、手の届かない水準まで上昇し(バブルの生成)、止むに止まれず準安全資産に投融資対象を広げ、結果として徐々に深いリスクを取ることであり、やがて準安全資産の価格も準安全と言えない水準まで上昇するという具合に、価格急落リスクを抱えた資産、リスク・リターンがアンバランスな資産が増え、潜在的に資産の質の劣化が進むというものである。

消費者物価上昇率は1%前後に止まる中、日銀は依然として2%物価上昇率目標に拘り、長期金利の誘導目標引き上げにも慎重な姿勢を崩さず、金融機関や投資家の運用難が続くわが国では、なおさらであろう。

また草食系バブルは、いつまでも草食系であるとは限らず、適温経済がいつまでも持続するとの錯覚が将来への根拠なき楽観を生むと、「肉食系バブル(『買うから価格が上がり、価格が上がるから買う』)の連鎖による価格のスパイラル的急騰」に転化する可能性を秘めている。

現在、草食系バブルはどのような領域に、どのような形で現れ、どのくらいのステージまで進んでいるのだろうか。

## 2. 実績地価の上振れにみる草食系バブルの可能性

歴史的に見て、金融緩和の長期化の下でバブルが最も発生しやすい領域の一つに不動産価格(特に都市部の商業地地価)がある。東京都区部、大阪市、名古屋市の商業地地価(地価公示)を見ると、2014年から上昇局面に入り、2018年まで4年連続の上昇となり、リーマン・ショック前の上昇局面(3年連続)を上回った。とりわけ東京都区部都心部は上昇率が年々高まり、大阪市中心6区は3年連続2桁の上昇となるなど、市況過熱を指摘する向きもある(図表1)。

図表1 商業地地価の変動率

調査年(1月1日時点)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
東京圏	▲ 0.5	1.7	2.0	2.7	3.1	3.7
東京都	▲ 0.4	2.4	2.9	4.2	4.8	5.5
東京都区部	▲ 0.4	2.7	3.4	4.8	5.5	6.4
区部都心部	▲ 0.5	3.6	4.8	6.6	6.8	7.1
大阪圏	▲ 0.5	1.4	1.5	3.3	4.1	4.7
大阪府	▲ 0.5	1.9	2.0	4.2	5.0	4.9
大阪市	▲ 0.1	3.6	3.5	7.8	9.0	8.8
中心6区	0.3	5.1	4.8	10.9	12.8	12.1
名古屋圏	▲ 0.3	1.8	1.4	2.7	2.5	3.3
愛知県	▲ 0.2	1.9	1.6	3.0	2.7	3.5
名古屋市	▲ 0.3	3.7	2.9	5.5	4.8	6.2
地方圏	▲ 3.3	▲ 2.1	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 0.1	0.5
札幌市	▲ 1.1	1.6	1.5	6.0	6.1	7.4
仙台市	1.3	3.4	4.2	6.2	9.0	8.7
福岡市	0.7	2.9	3.8	5.9	8.5	10.6
全国平均	▲ 2.1	▲ 0.5	0.0	0.9	1.4	1.9

(注) 東京都区部都心部: 千代田区、中央区、港区、新宿区、文京区、台東区、渋谷区、豊島区

大阪市中心6区: 福島区、西区、天王寺区、浪速区、北区、中央区

(資料) 国土交通省「地価公示」

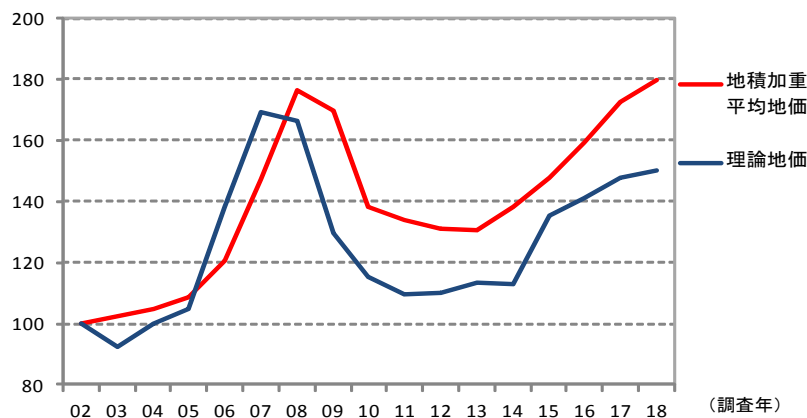
そこで以下では、東京都心3区(千代田区、港区、中央区)の商業地地価(地価公示)を素材として、リーマン・ショック前のクレジット・バブル期との比較も交えつつ、草食系バブルの実相と現局面を検討してみよう。

なお、一般に公表される地価公示データは変動率(調査地点の変動率を単純平均したもの)であり、これだけでは地価水準の高低を判断・比較できない。このため分析に当たっては、①調査地点を特定の調査年(2002年)で固定し、各調査地点の地価をそれぞれの地積で加重平均した「地積加重平均地価」を算出し<sup>2</sup>、②「土地からの収益÷(リスクフリーレート+リスクプレミアムー期待地代上昇率)」という式によって算出される「理論地価」との比較を行う。

①は、地価をラスパイレス指数化することで水準の推移の視覚化を図るものである。加重平均を施したのは、地積が大きく地価も高い土地が多ければ、その地域全体の地価も高く評価されてしかるべきと考えたためである。これによって調査地点の地価の単純平均よりも実態に近い地価水準が表現できると考えられる。②は、一般的な収益還元モデルのフレームワークに沿ったものであり、地代の代理変数としてオフィス賃料を用い、土地からの収益は地積加重平均容積率×賃料とした(理論地価のデータ並びに算出法は後掲「補足」ご参照)。

両者の地価実数をそれぞれ2002年=100とした指数で見ると、地積加重平均地価は2018年にはリーマン・ショック前のピーク(2008年)を上回ったのに対して、理論地価はリーマン・ショック前のピーク(2007年)比約10%低い水準に止まっている。リーマン・ショック前において、両者それぞれの上昇幅(2002年→ピーク時)にさほどの差がなかった(地積加重平均地価:100→176、理論地価:100→169)ことと比較すると、地積加重平均地価の上振れが顕著である(図表2)。

図表2 地積加重平均地価と理論地価の推移  
(2002年=100)



(資料)国土交通省「地価公示」 日本不動産研究所「不動産投資家調査」  
三鬼商事「オフィスマーケットデータ」

東京のオフィス市場は、安定したオフィス需要を背景に、賃料が緩やかに上昇し続け、空室率は過去最低水準圏まで低下、2020年にかけてのオフィスビルの大量供給という懸念材料はあるものの、今後も就業人口の増加が見込まれており、需給環境は悪くない(本報 2018年4月号「国

<sup>2</sup> 調査地点を2002年で固定しているため、その後、新たに大規模再開発されて地積も地価も高い調査地点は除かれている。このため数値には下方バイアスがあると考えられる。

内主要都市オフィス市場の展望」ご参照)。このため、オフィスビルの素地たる東京都心商業地は、リスクを抑制しつつ一定のリターンが見込める安全資産とみなされやすい素地を有している。

こうした事情や現在の地価水準を勘案すると、現在の東京都心3区の商業地地価は「安全資産が買い進まれ、安全ではない水準まで価格が上昇する」という草食系バブルが発生している可能性は否定できない。

### 3. 「安全資産から準安全資産に」が進行する草食系バブル

このように東京都心3区商業地に草食系バブルによる地価が形成されつつあるとすれば、それはどの程度の段階・深さまで進んでいるのであろうか。

「安全資産が買い進まれて、準安全資産より先行して価格が上昇する」というのが草食系バブルの基本的な姿とするならば、地価においては「地価が高い地点、地積が大きい地点ほど地価上昇率が高い」という関係性が観察されると考えられる。地価が高ければ資産価値が高く、地積が大きければ(より大きく高い建築物が建てられるので)期待収益も大きいと考えられるためである。

そこで、年ごとの東京都心3区商業地の地価水準と地価上昇率の関係をプロットすると、2014年から2017年にかけては近似回帰直線の傾きがステイプ化し、「地価水準が高いと地価上昇率も高い」すなわち「安全資産が買い進まれる」という草食系バブルが進行中であったことが窺われる。ところが2018年になると様相は大きく変わり、近似回帰直線の傾きはマイナスとなり、「地価水準が高いと地価上昇率は低い」という傾向が現れた<sup>3</sup>(図表3)。

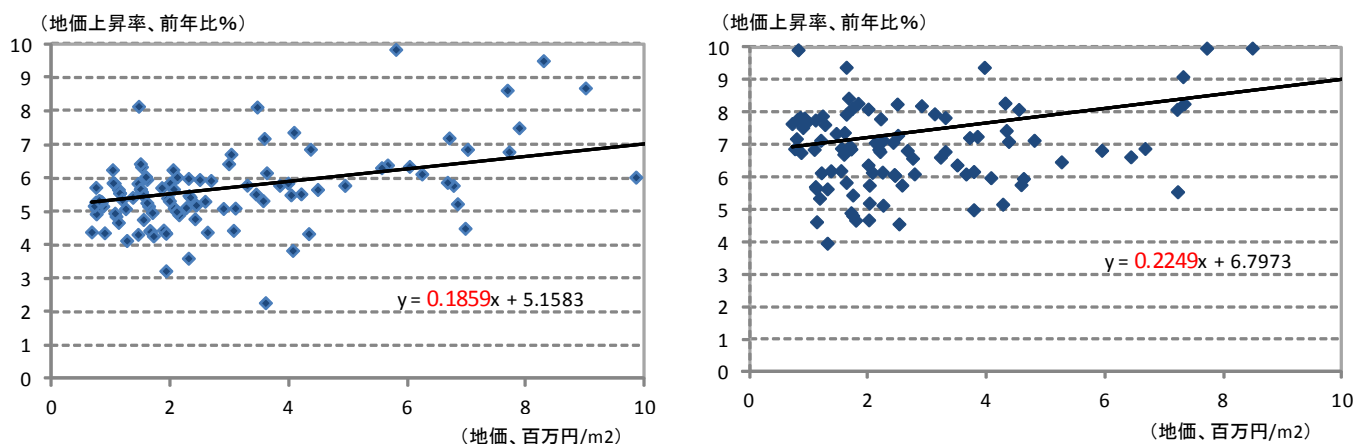
これは、地積と地価上昇率の関係をプロットしても同様であり、2017年までは緩やかながらも「地積が大きいと地価上昇率も高い」関係が観察されたが、2018年になると「地積が大きいと地価上昇率は低い」姿となった(近似回帰直線の傾きがマイナスとなった)。

こうした変化を草食系バブルの筋合いで考えると、草食系バブルのステージが「安全資産が買い進まれて、その価格が安全でない水準まで上昇した」ことから、「止むに止まれず準安全資産に投融资対象を広げていく」というステージに進みつつあると解釈することができる。

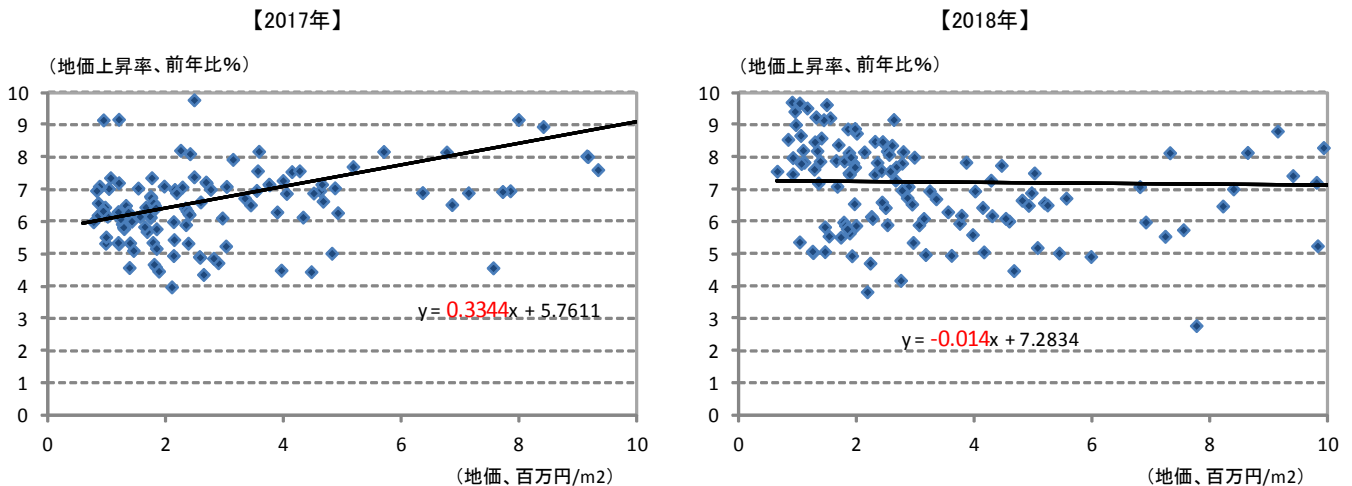
図表3 東京都心3区の商業地地価分布(地価水準と地価上昇率)

【2015年】

【2016年】



<sup>3</sup> 大阪市(北区、中央区)、名古屋市(中区、中村区)について同様の分析を2015年～2018年にかけて行くと、近似回帰直線がフラット化する傾向が確認できる。「地価が高いと地価上昇率も高い」関係が弱まることが窺われ、東京都心3区を後追いするような動きとなっている。

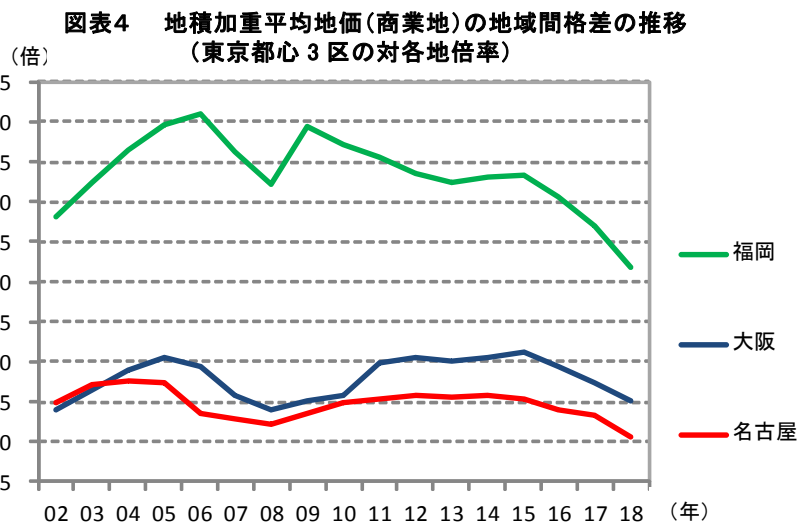


(資料)国土交通省「地価公示」

「安全資産の価格が上がりすぎたので、準安全資産に投融资対象を広げていく」動きは、商業地地価の地域間格差が縮小していることから窺われる。

地積加重平均地価を大阪市中心2区(北区、中央区)、名古屋市中心2区(中区、中村区)、札幌市中心区(中央区)、仙台市中心区(青葉区)、福岡市中心区(博多区、中央区)の商業地についても算出し、東京都心3区の各地に対する倍率の推移(2008年→2015年→2018年)を見ると、対大阪市は3.4倍→4.1倍→3.5倍、対名古屋市は3.2倍→3.5倍→3.0倍、対福岡市中心区は6.2倍→6.3倍→5.2倍となっており、2008年から2015年にかけて見られた東京都心3区の先行的上昇が2016年以降は後退し、相対的割高感が低減していることが分かる(図表4)。

東京都区部以外の各地は、オフィスビル建設が抑制されたことから構造的に需給が引き締まっており、また外国人旅行客の増加が地価を押し上げた面も大きいという各地特有の事情はあろうが、東京都心3区商業地の地積加重平均地価が2015年～2016年には対各地倍率で過去最高となり、「安全とは言えない」「手が届かない」水準に達したことにより、次善の安全資産として各地に食指が動いた面もあるのではないかと推察される。



(資料)国土交通省「地価公示」

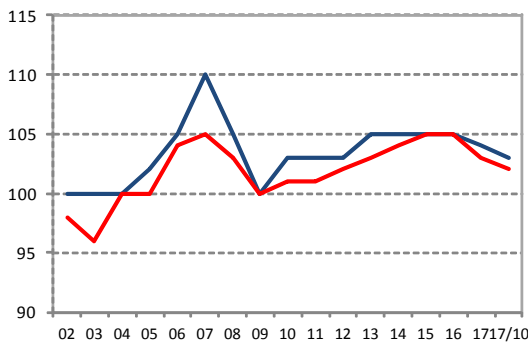
#### 4. 楽観化・強気化していない将来期待

このように東京都心3区の商業地地価においては、「安全資産が安全ではない価格、手の届かない価格まで上昇する」「止むに止まれず準安全資産に投融资対象を広げる」「準安全資産の価格も準安全とは言えない水準まで上昇する」という草食系バブルを窺わせる事象が進行していると思われるが、この過程で慎重化していた将来に対する期待・見通しが楽観化、強気化しているわけではない。

(一財)日本不動産研究所の「不動産投資家調査」における「5年後の賃料水準の見通し」を調査時点の水準を100とした指数で見ると、足元の実際の賃料は2015年以降、毎年3～5%の上昇を見ている中であっても、丸の内・大手町地区でさえ、2016年:105→2017年:104→2017年10月:103と下方修正されている。これはリーマン・ショック前、2005年:102→2006年:105→2007年:110へと大幅に上方修正されているのとは対照的である(図表5)。

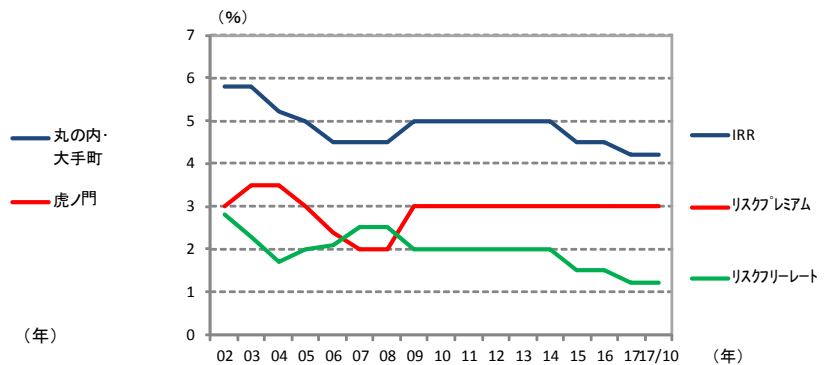
また同調査における「投資家が考えるリスクプレミアム(10年国債利回りの上乗せ幅)」は、2009年以降ずっと3%で推移しているが、これもリーマン・ショック前は2004年の3.5%から2007年の2.0%へと急低下したのとは大きく異なる姿である(図表6)。

図表5 5年後の賃料水準の予測  
(各調査時点=100とした5年後の水準)



(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

図表6 投資家が想定するリスクプレミアム等  
(10年国債利回りに対する上乗せ幅)



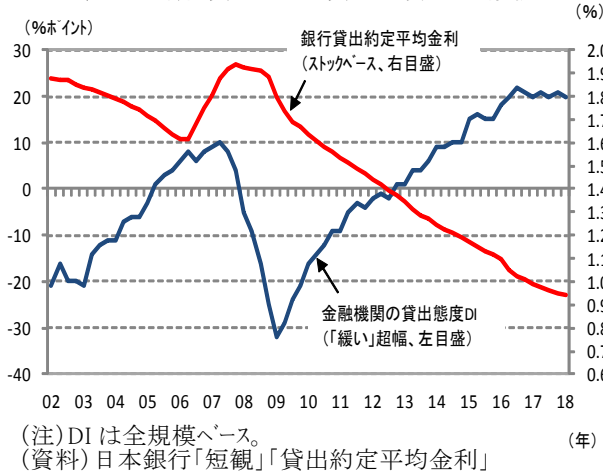
(資料)日本不動産研究所「不動産投資家調査」

#### 5. 金融緩和の長期化が打ち消す将来期待の慎重化

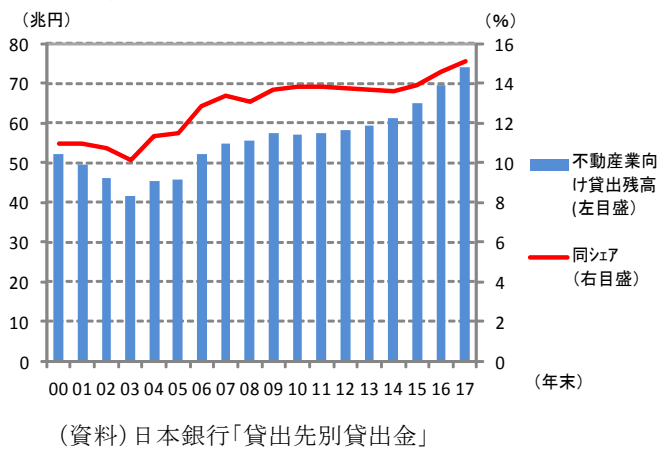
このように将来に対する期待・見通しがやや慎重化ないし不変である中であっても、投融资家が手仕舞い・巻き戻しといった行動を取らず、止むに止まれずであっても投融资対象を探し求め、草食系バブルが進行したのは、金融緩和の長期化が主因と見るのが自然であろう。

銀行貸出約定平均金利の推移を見ると、リーマン・ショック前は2006年3月の量的緩和策解除もあって、2007年にかけて上昇する局面だった。しかし2008年以降は一貫して低下し続けている(次頁図表7)。この間、金融機関の不動産業向け貸出は積極化し、総貸出に占める不動産業のシェアは足元では過去最高の15%に達するとともに(次頁図表8)、「短観」における「金融機関の貸出態度DI(「緩い」-「厳しい」)」においても不動産業の金融緩和感(「緩い」超幅)は過去最高となっている(次頁図表7)。

図表7 銀行貸出金利と貸出態度DIの推移



図表8 不動産業向け貸出の推移

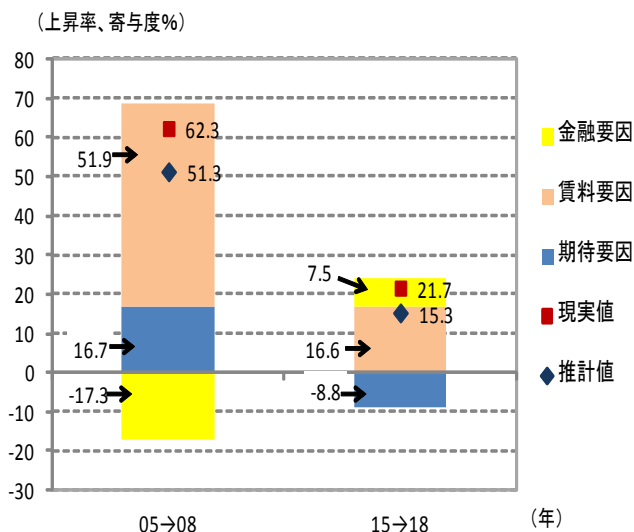


こうした金融緩和環境が商業地地価に及ぼした影響度合いを、ラフながら計量的に把握すべく、東京都心3区の地積加重平均地価を、①賃料要因(都心3区オフィス賃料平均)、②金融要因(リスクフリーレート=IRR-リスクプレミアム)、③期待要因(5年後の予想賃料上昇率)で説明する関数を推計し、リーマン・ショック前の4年間(2005年→2008年)と最近4年間(2015年→2018年)の変動率に対する要因別寄与度を比較した(図表9)。

それによると、リーマン・ショック前においては、期待要因は+16.7%ポイント、金融要因は▲17.3%ポイントと、将来に対する楽観化・強化化が、金利上昇による地価押し下げ圧力を打ち消したのに対して、最近4年間においては、期待要因は▲8.8%ポイント、金融要因は+7.5%ポイントと、期待要因は賃料の先行きに対する慎重な見方を映じて地価押し下げ要因に、金融要因は金利低下の持続を映じて同押し上げ要因として寄与しており、リーマン・ショック前とは逆の姿となっている。

たとえ将来期待の楽観化・強化化というバブルの定番が存在しなくとも、金融緩和環境の存在が東京都心3区の商業地地価の下支え、さらには押し上げたと考えられる。

図表9 商業地地価の変動要因別寄与度



関数式は以下の通り。  
 東京都心3区商業地地価(地積加重平均地価)=  
 $-1.55+0.85(\text{賃料})-2.81*\text{リスクフリーレート}+0.56*\text{賃料期待上昇率}$   
 (-6.97) (-5.83) (5.54)  
 補正 R<sup>2</sup>=0.84 推計期間:2002~2018年 カッコ内は t 値

(資料)国土交通省「地価公示」  
 日本不動産研究所「不動産投資家調査」  
 三鬼商事「オフィスマーケットデータ」

## 6. グローバル金融・資産市場への示唆

以上のように、東京都心3区の商業地地価においては、①「安全資産が安全でない価格まで上昇する」という草食系バブルの典型的な事象は既に発生している、②さらにそれは「投融資家が準安全資産に投融資対象を広げる」という段階まで進んでいる、③ただし、将来期待が楽観化・強化して「肉食系バブル」に転化するまでには至っていない、④将来期待はむしろより慎重化して価格を抑制する方向に作用している、⑤それを金融緩和の長期化が打ち消し、投融資家の投融資行動を継続させ、「草食系バブル」が続いている一と考えられる。

このような、東京都心3区の商業地における草食系バブルの実相や進行度合いの認識は、グローバル金融・資産市場を見る場合にも応用できよう。草食系バブルが東京都心3区商業地のような段階・局面にある市場は、一部の先進国の住宅価格、米国投資不適格社債のクレジット・スプレッド、一部の南欧諸国や新興国の国債利回り、M&A ファイナンスの活況(企業買収金額の高騰)など、グローバルに見ても少なからず存在すると見られるためである。

米国FRBの利上げを機に、世界的に金利上昇局面に入ったとの見方が大勢となっており、米国トランプ政権が打ち出した通商政策の不透明も加わり、世界経済は順調な景気回復が続く中でも、将来期待は慎重な見方が維持されている。これは各種金融・資産市場における価格を抑制・下落する方向に作用しているおり、今後も作用すると見られる。

しかし、適温経済ーインフレなき景気拡大と金融緩和環境の共存ーは当面の間は続くと思われ、歴史的に低金利、大規模なグローバル運用マネー、緩い金融機関の貸出態度等を勘案すると、グローバルな金融環境は依然として相応の緩和状況が続くと見るべきだろう。

こうした金融緩和環境の長期化が、今なお運用難に直面する投融資家の“イールド・ハント”的投融資を後押しし、将来期待の慎重化によるマイナス要因を打ち消し、各種市場の価格を維持・上昇させ、(肉食系に転化しなくとも)草食系バブルが進行し続けるという構図が、各市場で当面の間は続くのではないか。このことが、適温経済が当面、続く中であって「将来の不安定の芽ー何らかの領域におけるバブルの生成や金融の不均衡ー」を生む素地となるだろう。

投融資家において価格下落リスクを内包した資産がさらに積み上がるのか。米国FRBの利上げが市場コンセンサスに沿ったペースに収まっても、一部の投融資家がやや深いリスクから撤退し始め、準安全資産の価格は大きく崩れるのか。その時、安全資産は逃避先として選好され、さらにバブル的価格上昇を見るのか。適温が高温化(景気過熱)、あるいは低温化(景気後退)した場合、それまでの適温経済の下で既に高すぎる水準に達した安全資産は、準安全資産より大幅な価格下落を見るのか。

様々な視点からの注意・警戒が必要であろう。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公: Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp )



## 【補足：理論地価の算出】

理論地価を「土地からの収益÷(リスクフリーレート+リスクプレミアム-期待成長率)」という基本的な収益還元法に基づき算出したもの。各データは以下の通り。

## ① 土地からの収益

賃料/㎡×地積加重平均容積率にて算出。賃料は三鬼商事(株)HP「オフィスマーケットデータ」の平均賃料。地積加重平均容積率は、調査地点を特定の調査年(2002年)で固定し、各調査地点の容積率をそれぞれの地積で加重平均したもの。

## ② リスクフリーレート

(一財)日本不動産研究所の「不動産投資家調査」において、投資家が想定している期待収益率(内部収益率)からリスクプレミアムを控除した値を、インプリシットに想定しているリスクフリーレートとみなした。日銀の政策により、異例の低下を見ている10年国債利回りは使用せず。

## ③ リスクプレミアム

(一財)日本不動産研究所の「不動産投資家調査」において、投資家が想定しているリスクプレミアムを使用。

## ④ 期待成長率

上記「①土地からの収益」の期待上昇率のことであるので、(一財)日本不動産研究所の「不動産投資家調査」における都心3区各地点(丸の内/大手町、日本橋、神田、秋葉原、虎ノ門、汐留、赤坂、六本木、港南)の5年後賃料水準予想平均から、賃料期待上昇率(年率)を算出。

図表10 理論地価とその構成変数の推移(東京都心3区)

調査年(各年1月1日)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
賃料(円/坪) a	20,465	19,723	18,136	17,946	18,326	20,068	22,900	22,225	19,286
前年比増減率(%)		-3.6	-8.0	-1.0	2.1	9.5	14.1	-2.9	-13.2
地積加重平均容積率(%) b	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5
期待収益(円/㎡)c (=a*(b/100))	49,831	48,023	44,159	43,697	44,620	48,863	55,757	54,115	46,959
リスクフリーレート(%) d	2.8	2.3	1.7	2.0	2.1	2.5	2.5	2.0	2.0
リスクプレミアム(%) e	3.0	3.5	3.5	3.0	2.4	2.0	2.0	3.0	3.0
期待賃料上昇率(%/年) f	-0.17	-0.44	-0.08	0.00	0.64	1.04	0.48	0.00	0.13
g (=d+e-f)	5.97	6.24	5.28	5.00	3.86	3.46	4.02	5.00	4.87
理論地価(円/㎡) c/g	835,082	769,945	837,124	873,932	1,154,856	1,414,098	1,388,438	1,082,306	964,847
前年比増減率(%)		-7.8	8.7	4.4	32.1	22.4	-1.8	-22.0	-10.9
指数(2002年=100)	100.0	92.2	100.2	104.7	138.3	169.3	166.3	129.6	115.5

調査年(各年1月1日)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
賃料(円/坪) a	17,911	17,358	16,906	16,669	17,429	17,934	18,835	19,606
前年比増減率(%)	-7.1	-3.1	-2.6	-1.4	4.6	2.9	5.0	4.1
地積加重平均容積率(%) b	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5	803.5
期待収益(円/㎡)c (=a*(b/100))	43,610	42,265	41,163	40,586	42,436	43,667	45,860	47,738
リスクフリーレート(%) d	2.0	2.0	2.0	2.0	1.5	1.5	1.2	1.2
リスクプレミアム(%) e	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
期待賃料上昇率(%/年) f	0.24	0.40	0.66	0.70	0.74	0.79	0.48	0.40
g (=d+e-f)	4.76	4.60	4.34	4.30	3.76	3.71	3.72	3.80
理論地価(円/㎡) c/g	916,799	918,171	948,003	944,137	1,129,941	1,176,225	1,234,170	1,255,209
前年比増減率(%)	-5.0	0.1	3.2	-0.4	19.7	4.1	4.9	1.7
指数(2002年=100)	109.8	109.9	113.5	113.1	135.3	140.9	147.8	150.3

(資料)国土交通省「地価公示」 日本不動産研究所「不動産投資家調査」  
三鬼商事「オフィスマーケットデータ」

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。