

不許複製

国土交通政策研究所研究発表会資料  
2018年5月30日

# バブル期前後における 日本の地価形成メカニズムの変化と バブル期の主な土地政策

一般財団法人日本不動産研究所  
研究部 上席研究員

中島 正人  
(博士(工学))

# 1980年代から90年代にかけての土地バブル

- 1970年～2010年で最も壮大なバブル(Piketty)  
バブル崩壊とともに日本経済に大きな影響  
今日でもバブル期以前の水準の地価のところも多い
- 土地バブルのメカニズム等明らかにされていない  
(バブルとバブル崩壊の一言で片付けられている  
土地バブルはバブル全体の一部としての位置づけ)
- 地価高騰が著しい諸国の関心高い
- またバブルは起こるのかという関心

# 1 バブル期前後における 日本の地価形成メカニズムの変化

# ファンダメンタルズ価格

- 野口悠紀雄氏(1992) (バブルの経済学)によれば、資産の収益率と利子率が毎期同一の値をとる場合で、

$$p_t = r/(1+i) + r/(1+i)^2 + \dots + p_{t+n}^*/(1+i)^n \quad \dots \quad (1)$$

( $p_t$ は $t$ 期の資産価格,  $p_{t+n}^*$ は $(t+n)$ 期の資産価格の期待値,  
 $r$ は資産の収益率,  $i$ は資産の利子率)

(1)式の $n$ を無限大にした場合、最後の項が0に収斂すると仮定すると、

$$p_t = r/i \quad \dots \quad (2)$$

- 土地利用収益が毎年一定率 $g(g < i)$ で成長する場合には、

$$p_t = r/(i-g) \quad \dots \quad (3)$$

- 収益還元モデルとして資産価格変動のメカニズムとその経済効果に関する研究会(1993)(座長: 舘龍一郎)では、

$$P = R/(r+\tau+\sigma-n) \quad \dots \quad (4)$$

( $P$ =地価、 $R$ =地代、 $r$ =金利、 $\tau$ =税金、 $\sigma$ =リスクプレミアム、 $n$ =地代の期待成長率)とし、賃料、金利は将来的に不変とし、データ制約から税金、リスクプレミアムを0とする単純なモデルを採用。

地代の期待成長率を設定できれば(4)式は(3)式に帰着

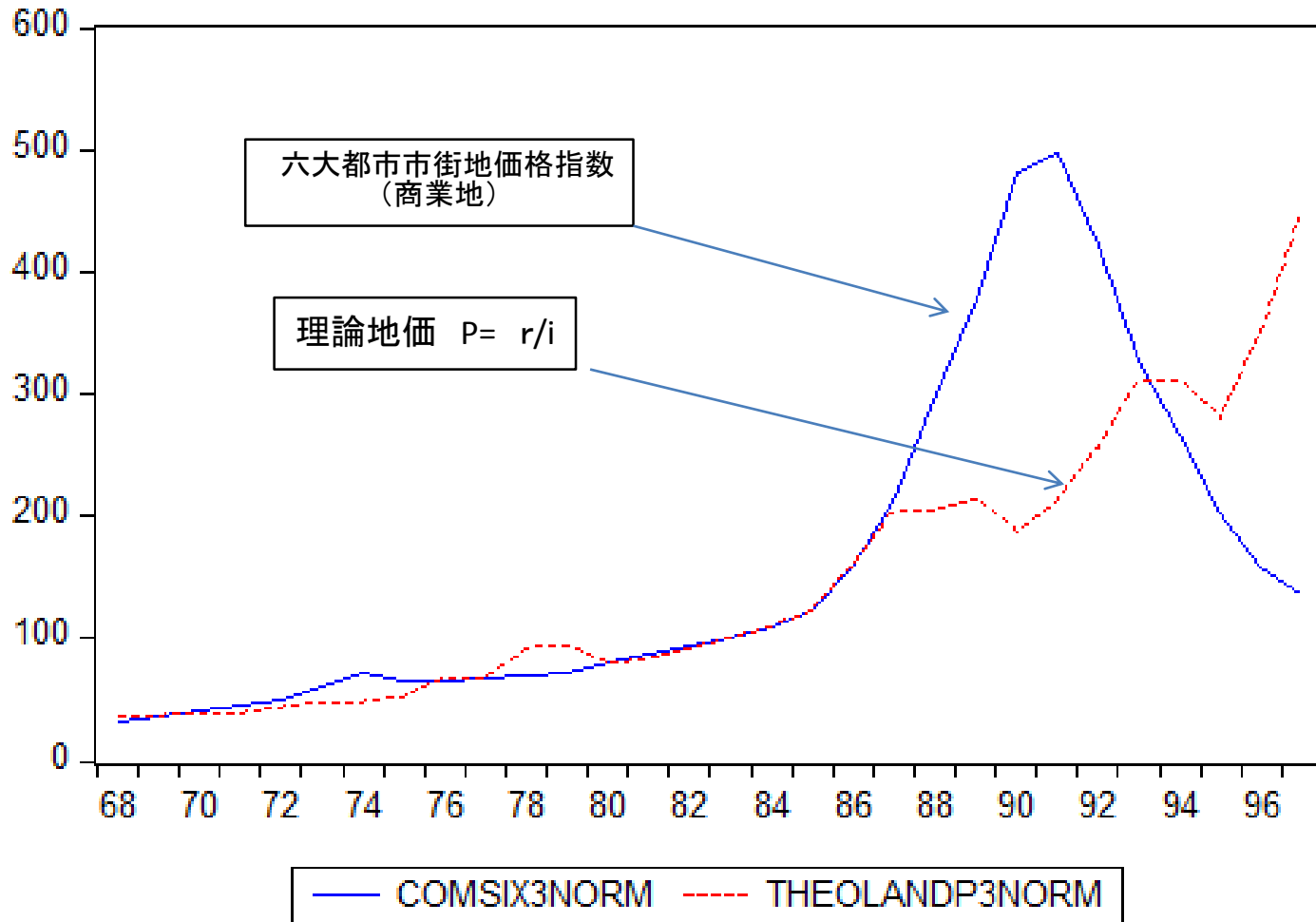
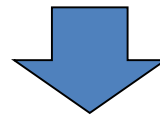


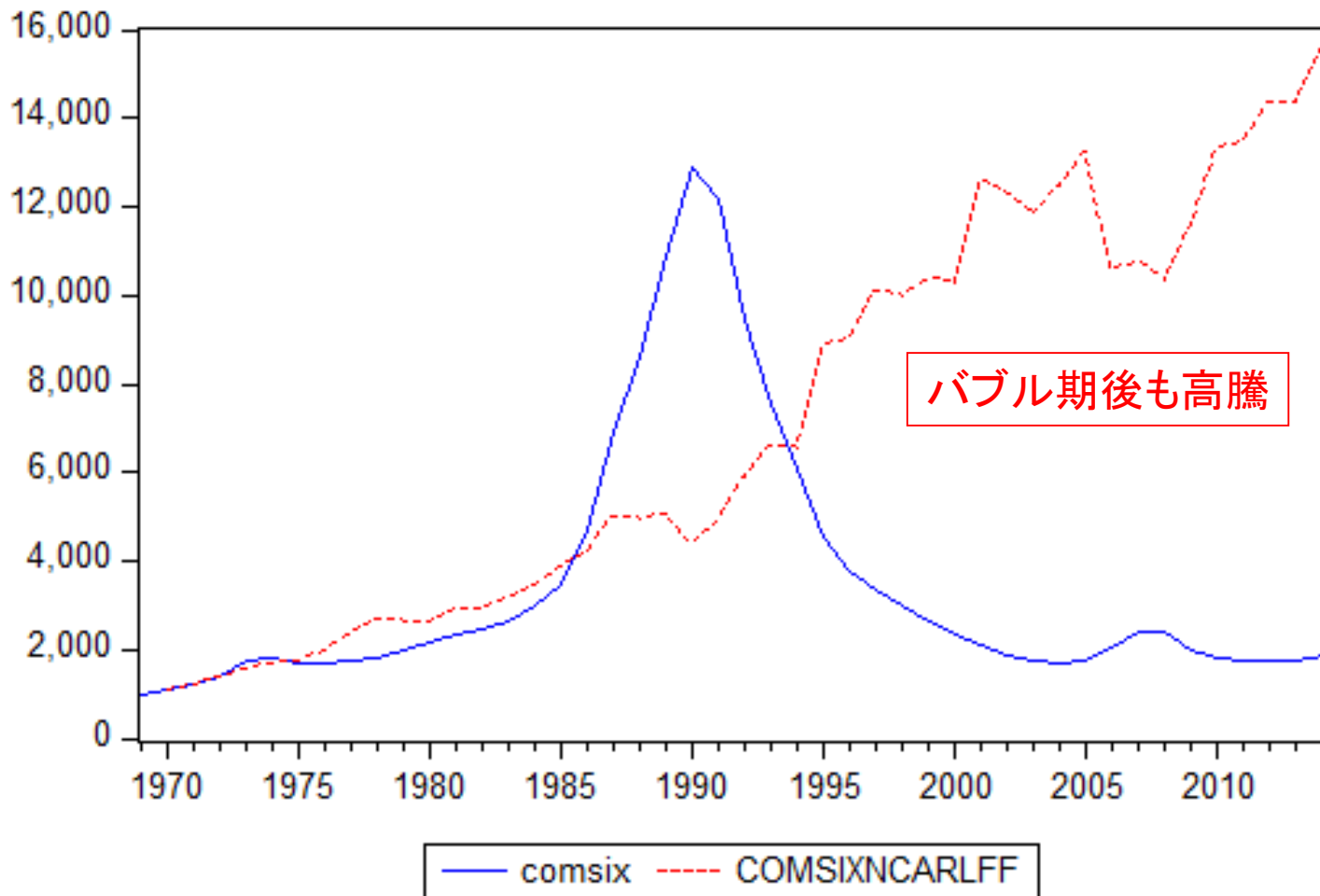
図1 理論地価  $P = r/i$  (1983年=100)

# 日本の地価についての疑問

- 西村清彦氏(1995)(日本の地価の決まり方): (1960年以降の)日本の地価の「変動」は「ファンダメンタルズモデル」と整合的だが、「水準」は大きく乖離(ファンダメンタルズモデルでは説明できない)
- (1985年前後は)収益還元法の価格が全然違うんじゃないか(バブル期の土地に関する座談会:平舘勝紘氏(2018))  
(土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ)
- (バブル崩壊以前は)地価は、GDPTレンドまで落ちる可能性はあるなど考えていた→  
(1990年代末頃になると)地価がGDPTレンド以下にどんどん下がっていった。  
(墳崎敏之氏(2018)(土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ))



**バブル期以前の日本の地価には何らかの上乗せ分があったのではないか？**



COMSIXNCARLFF : 六大都市市街地価格指数(商業地)推計値(GDPと長期プライムレート)  
 comsix : 六大都市市街地価格指数(商業地) (1955年3月=100)

**図 2 六大都市市街地価格指数（商業地）と推計値**

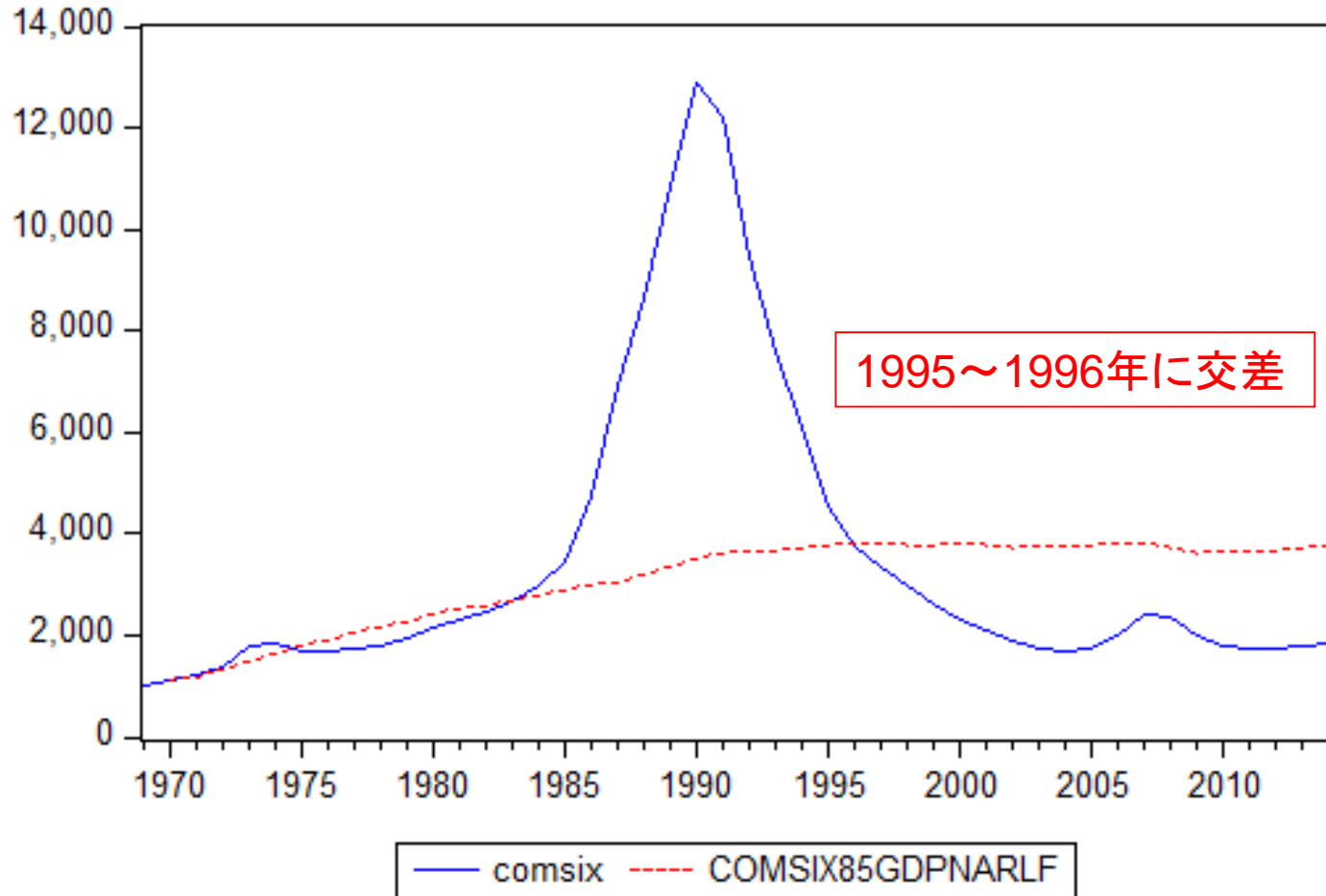


図3 GDPトレンド

- バブル期前はよくあうが、金利変化に感応しない
- バブル崩壊後は現況の地価より高水準



# 土地バブル推計についての方針の転換

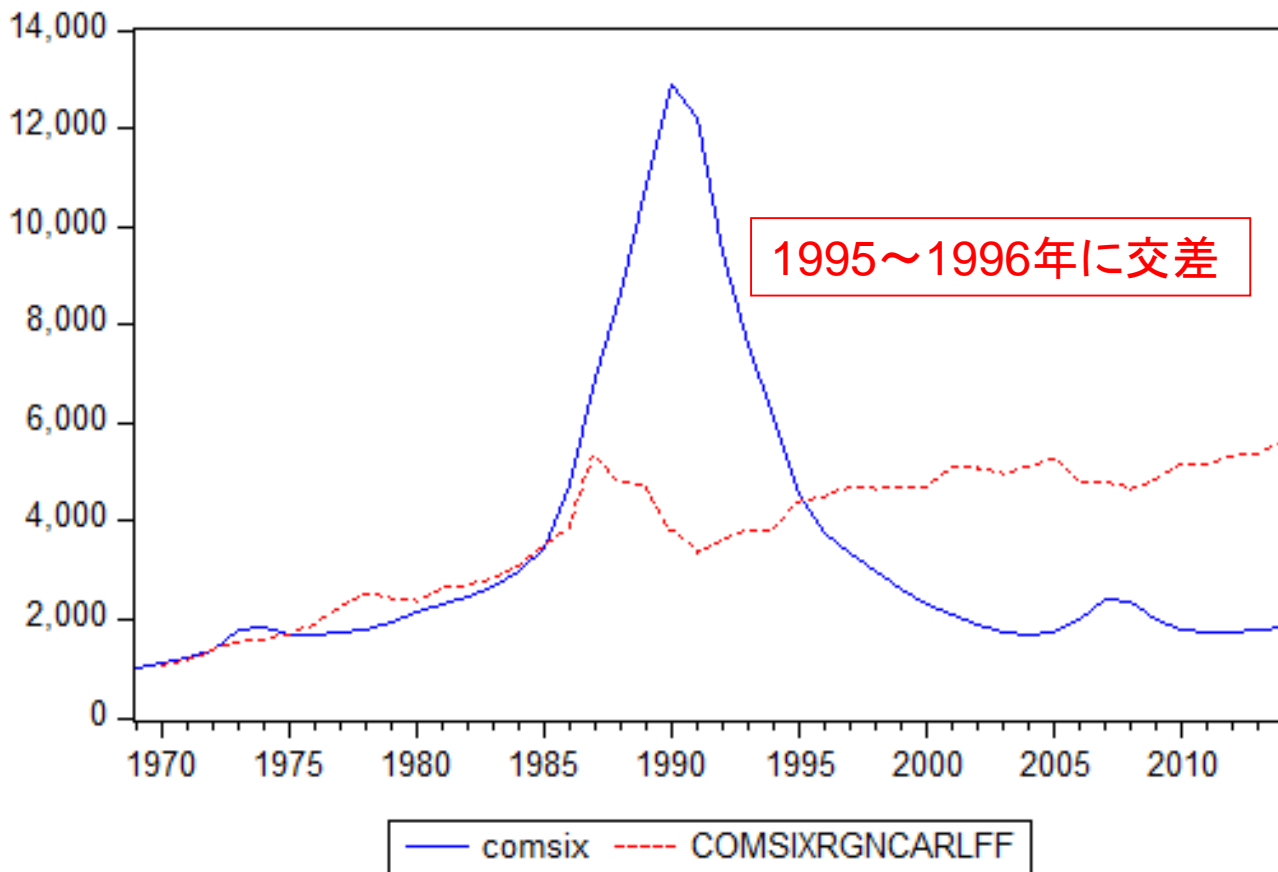
常識的に考えると土地バブルについては  
定式化は困難だが・・・



土地神話の下で常に賃料が上昇すると思っていた  
のであれば、毎年一定率で土地利用収益が成長する  
公式が使えるのではないか？



$$p_t = r / (i - g)$$



## 図4 理論地価 $P=r/(i-g)$

( $g=4.62\%$ (~1990年)、 $g=0$ (1991年~))

決定係数は*i*の時よりフィットがよく、  
バブル崩壊後の地価上昇も低い

# バブル期前後の地価水準の格差は？

賃料が将来にわたり上昇すると考えた  
「地代の期待成長率を加味した地価」と  
「収益価格」の差が  
「地価の上乗せ分」ではないか？

# バブル期後の地価水準 ( $F_{new}$ )

$$F_{new} = r/i \div r/(i-g) \times F$$

$$i = 8.50\%$$

(1969年からバブルが生じる前である1982年までの  
長期プライムレートの各年度9月末値を平均)  
(各年度3月末値、9月末値の平均は8.49%)

$$g = 4.62\%$$

(ビル実質賃料全国平均 (日本ビルディング協会連合会調べ) の  
平年上昇率の平均)

$$\begin{aligned} F_{new} &= (i-g) \div i \times F \\ &= (8.50 - 4.62) / 8.50 \times F = \text{約} 0.456 \times F \end{aligned}$$

**バブル期前の45.6%の水準に！**

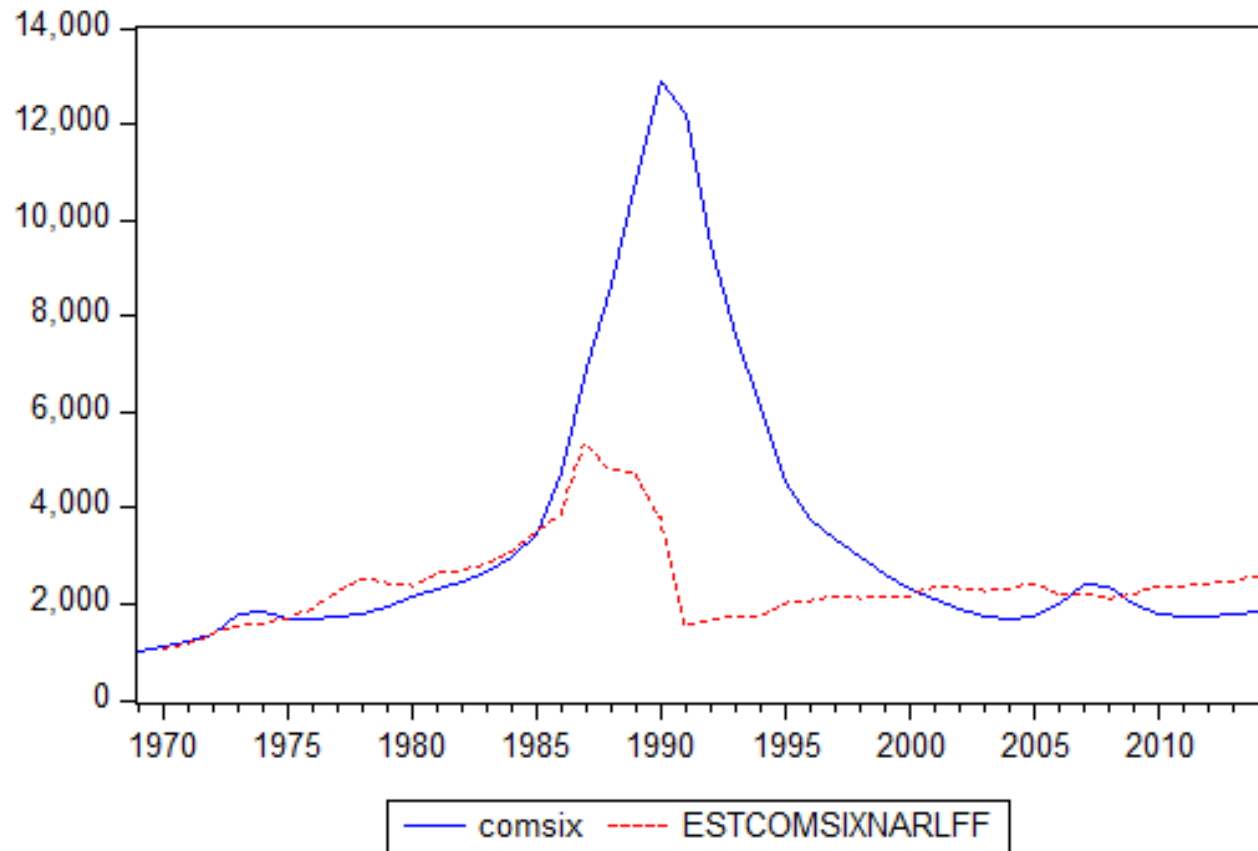


図5 地価下落後  $F_{new}$  で推計

2000年以降の地価水準とほぼ合致

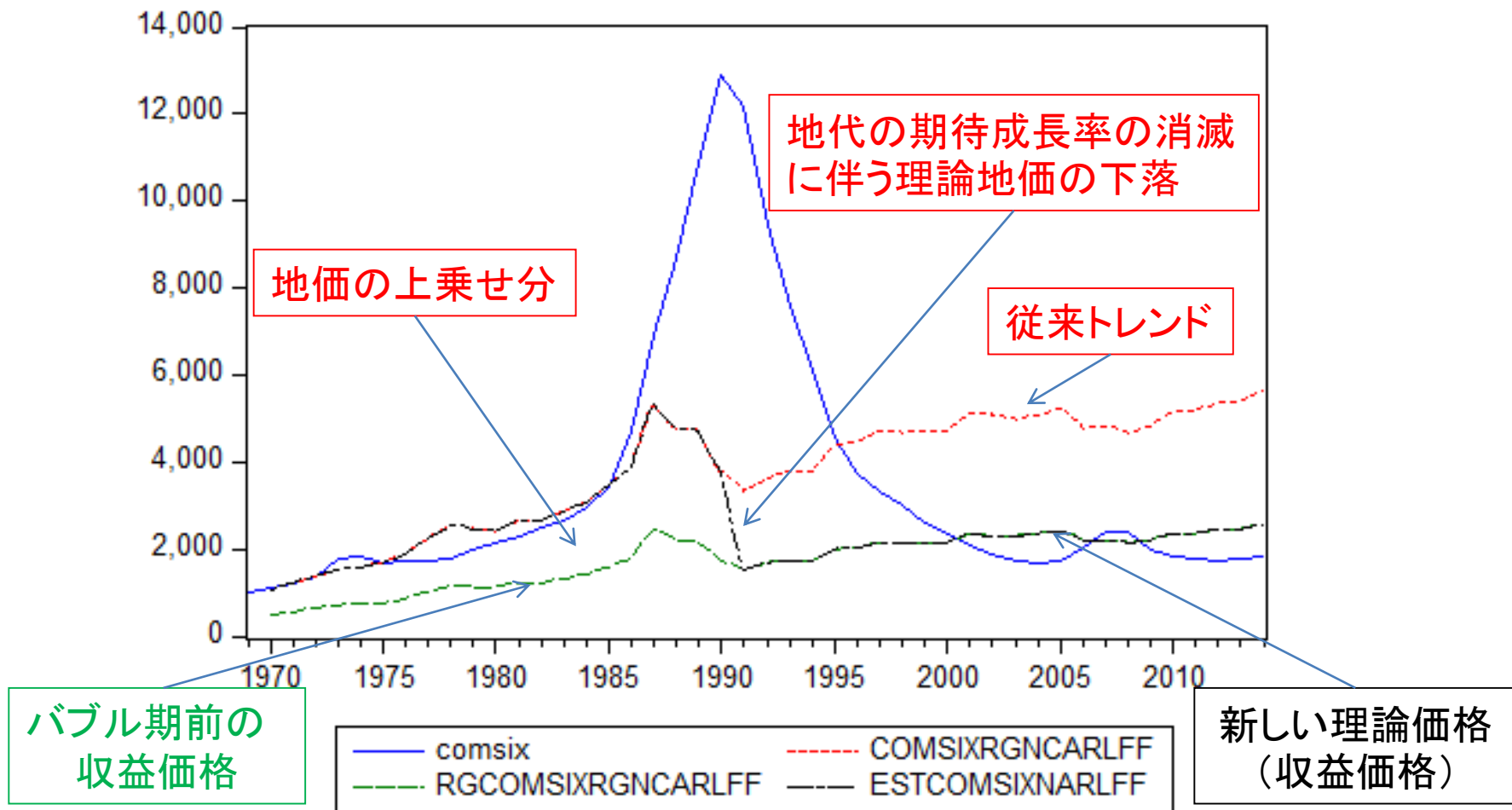
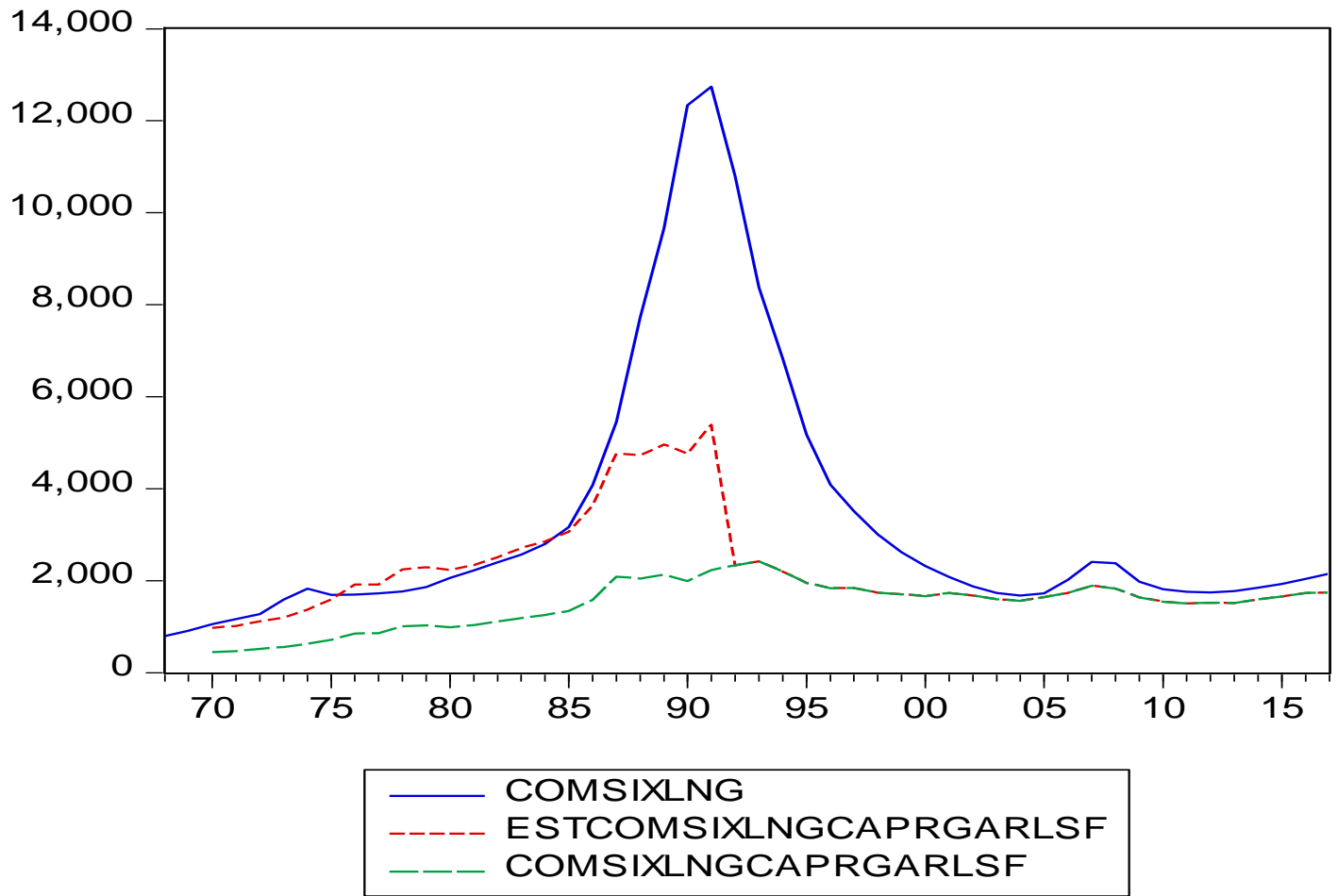
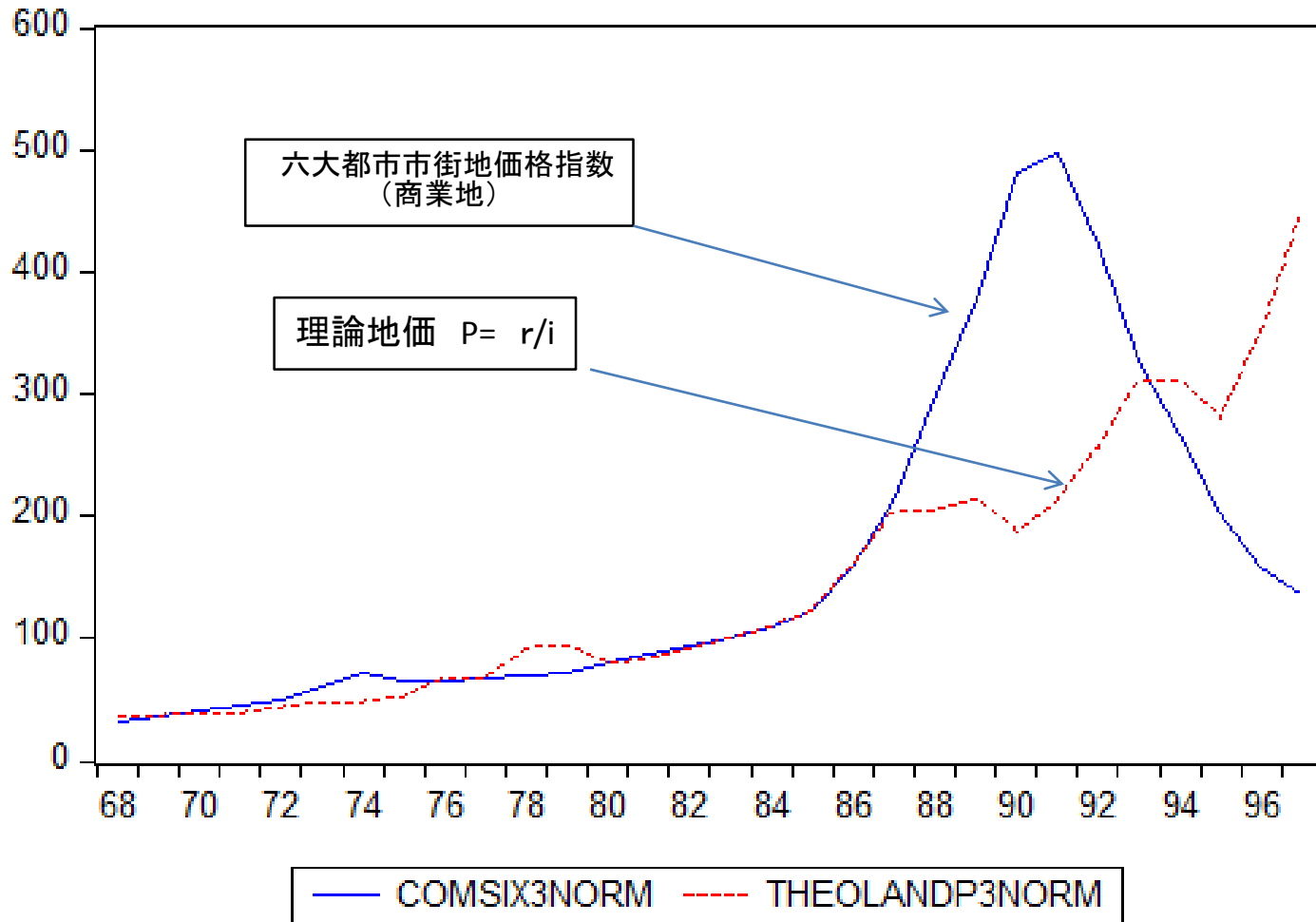


図6 地価の内訳



ESTCOMSIXLNGCAPRGARLSF: 推計値(賃料データと長期プライムレートを使用)

図7 賃料を使用した推計



再び図1 理論地価  $P=r/i$  バブル崩壊後上昇



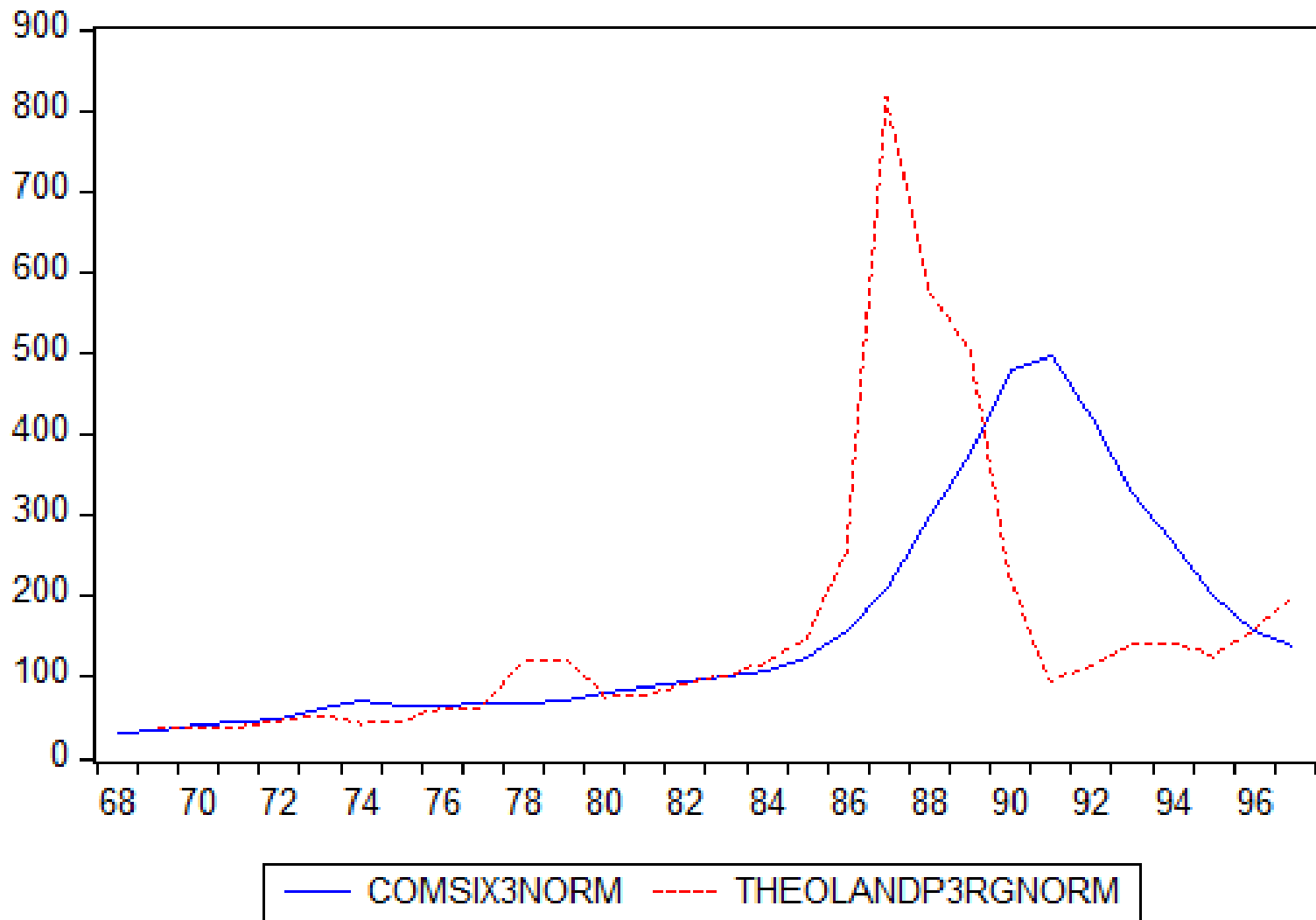
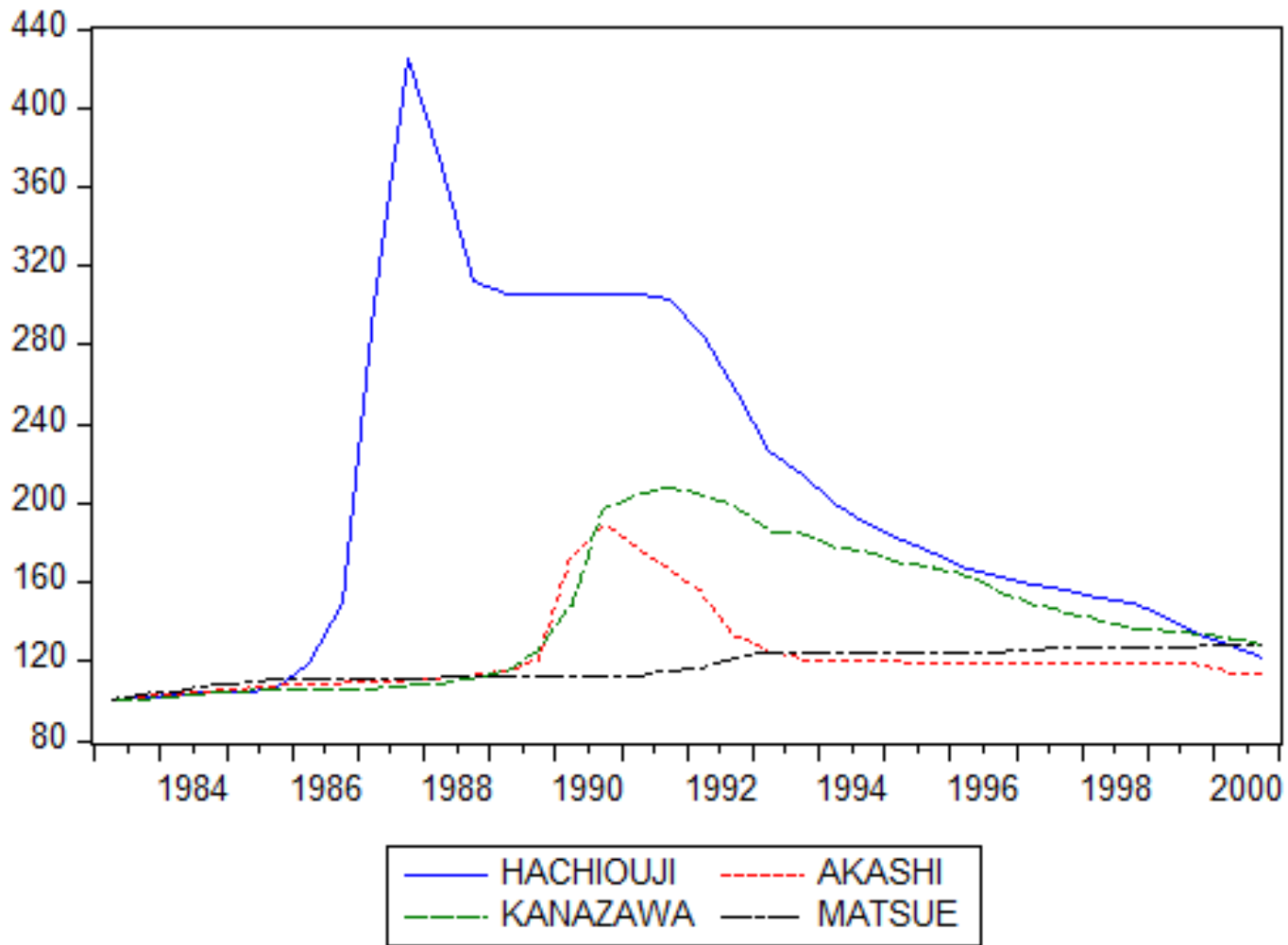


図8 理論地価  $P=r/(i-g)$  87年に鋭いピークを再現  
(1983年=100)



1983年3月=100  
 1999年3月で金沢129、松江128、八王子122、明石112

図9 上位住宅地地価の時系列変化  
 (八王子、明石、金沢、松江)

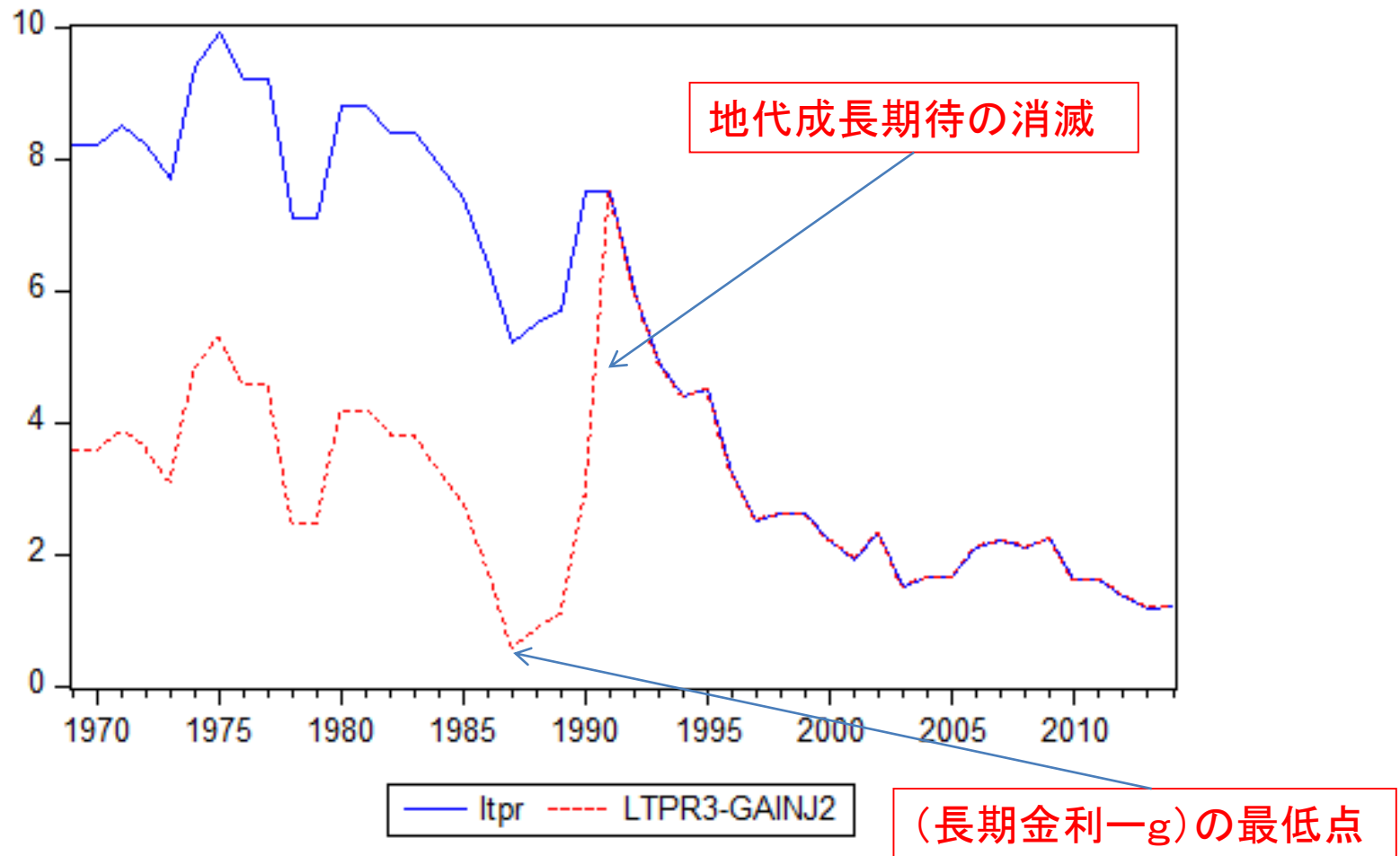


図10 (長期金利)と(長期金利-g)

# 日本の土地神話、地価と土地バブル についての4つの大きな問い

- ① バブル期以前の地価は、なぜ長期にわたり収益価格を大きく上回って推移したのか？
- ② バブル期になぜ地価は急激に上昇したのか？
- ③ バブル崩壊後、戦後の地価動向トレンドと異なり、地価はGDPTrendを大きく下回り、地価の長期の下落は続いたのか？
- ④ バブル崩壊期に、公定歩合を大きく低下させ、長期金利も低下させていったにも関わらず、なぜ地価は再上昇しなかったのか？

# 日本の土地神話、地価と土地バブル についての4つの大きな問いへの答

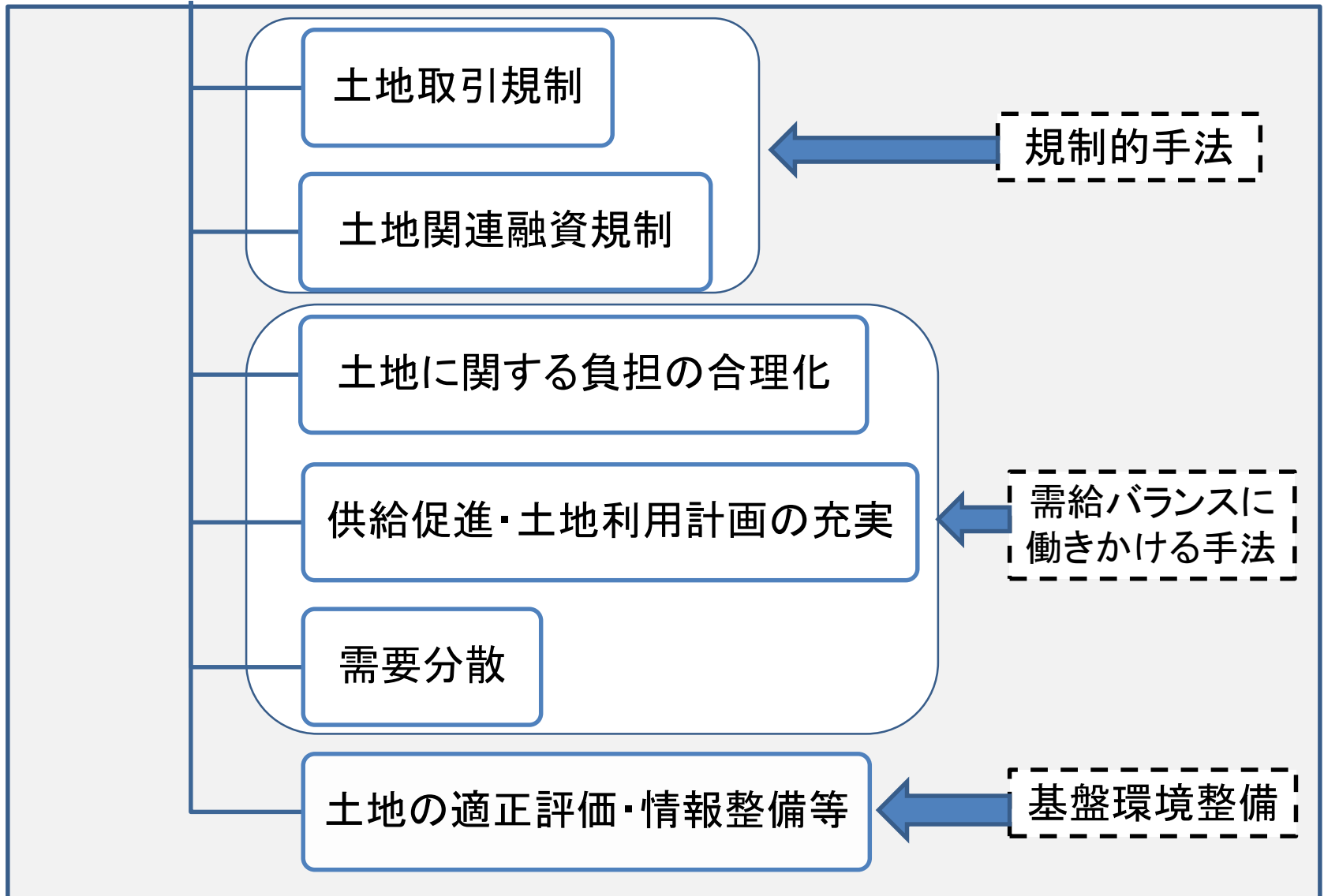
- ① バブル期以前の日本では、長期にわたって、地代の期待成長率を織り込んだ地価が形成されていた。
- ② 地代の期待成長率を加味した金利を考えるとバブル期の長期金利の低下に伴い、地価の急上昇が生じた。
- ③④ バブル崩壊後、地代の期待成長率が消滅した後、通常収益価格へと収斂する過程で、長期金利が低下したにもかかわらず、長期の地価の下落が続いた。

# 地価形成メカニズムのまとめ

- バブル期以前は地代の将来にわたる上昇期待を織り込んで地価は形成
- しかし、地価が下落し、賃料上昇が期待できなくなると、従来の地価形成メカニズムが崩壊すると価格の根拠が失われ、新たな価格へと移行。
- 土地神話の下での地代の期待成長率を織り込んだファンダメンタルズ価格から、通常の収益に基づくファンダメンタルズ価格への遷移の過程で長期にわたり地価下落
- 戦後復興期以来の、全国で地価が上昇する土地神話が終わり、日本の土地市場は通常の収益還元モデルで概ね説明できる状態へ

## 2 バブル期の主な土地政策

# バブル期土地政策の体系





# バブル期の土地・経済に関わる主な出来事

- 1985年9月 プラザ合意(G5 ドル高是正)
- 1986年4月 東京都心3区商業地で53.6%の地価上昇
- 1987年2月 公定歩合史上最低の2.5%へ引下げ
- 1987年4月 東京都住宅地100%超の上昇、国鉄分割民営化
- 1987年6月 国土利用計画法監視区域制度の創設
- 1987年10月 緊急土地対策要綱
- 1989年5月 公定歩合引上げ(以後1年半で3.5%引上げ)
- 1989年12月 土地基本法公布、日経平均株価最高値38915円
- 1990年3月 土地関連融資の総量規制
- 1991年5月 地価税法公布
- 1992年3月 東京・大阪圏で地価下落、日経株価2万円割れ

# 土地・バブル関係年表(1983-1987.4)

「土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ」p14所収

年	月	土地・経済関連のできごと
1983(昭和58)年	4月1日	全国全用途の対前年変動率は4.7%と鈍化傾向が一層強まる(地価公示)
	10月22日	公定歩合引下げ(5.5%→5.0%)
1984(昭和59)年	1月9日	東証ダウ平均史上初の1万円台
	5月18日	東京圏の商業地(容積率700%以上)で15%超、住宅地(容積率400%)で13%超の地価上昇(国土利用白書・地価公示)
1985(昭和60)年	4月1日	札幌、仙台、東京区部、横浜、名古屋、大阪、広島、福岡等の都市の一部商業地で12~38%の地価上昇(地価公示)
	7月26日	「大都市都心部における適正な地価形成のための協力について」(国土庁土地局長通達)(不動産業界団体の長あて)
		「土地関連融資の取り扱いについて」(国土庁土地局長要請)(大蔵省銀行局長あて)
	9月22日	蔵相・中央銀行総裁会議(G5)ニューヨークにて開催。ドル高是正の経済政策協調推進で一致(プラザ合意)
	12月2日	国土庁・東京都「東京都心の地価高騰対策連絡会議」発足
1986(昭和61)年	1月30日	公定歩合引下げ(5.0%→4.5%)
	3月10日	公定歩合引下げ(4.5%→4.0%)
	4月1日	東京都心3区商業地で53.6%の地価上昇(地価公示)
	4月7日	国際協調のための経済構造調整研究会報告書(前川レポート)提出
	4月15日	国土庁長官及び東京都知事「東京都心の地価高騰対策」を決定
	4月21日	公定歩合引下げ(4.0%→3.5%)
	8月11日	東京都土地取引適正化委員会が「東京都土地取引適正化検討委員会報告書―地価高騰抑制のための提言―」発表
	10月6日	東京都土地取引の適正化に関する条例公布(都心5区(当初)を対象とする届出制度導入)
	11月1日	公定歩合引下げ(3.5%→3.0%)
	12月2日	国土庁の地価対策検討委員会が「地価対策に関する提言」を公表
	12月9日	「地価対策関係閣僚会議の開催について」を閣議口頭了解(会議の設置)
1987(昭和62)年	1月30日	日経平均株価史上初の2万円台
	2月23日	公定歩合引下げ(3.0%→2.5%)
	3月17日	「地価対策の検討方針について」地価対策関係閣僚会議申し合わせ
	4月1日	東京都の住宅地等のうち変動率高順位の地点では100%を超える地価上昇(地価公示)

# バブル期の土地政策の流れ

- バブル期初期
  - : 規制的手法中心(規制そのものではない)
  - (国土利用計画法監視区域制度・超短期重課 等)
- 土地基本法制定(1989年12月)以降
  - : 構造的課題等への対応
    - ・土地関連融資の総量規制
    - ・保有課税・借地借家法・
    - 長期営農継続制度の廃止 等
- 金利の関係

# バブル期の土地研究関係資料

# 不動産研究第60巻記念号

## 「土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ」

### ・ 政策編

- 片桐 久雄 氏(元国土庁土地局長)
- 藤原 良一 氏(元国土事務次官・国土庁土地局長)
- 鎮西 迪雄 氏(元国土庁土地局長)
- 原 隆之 氏(元国土庁土地局長)
- 境崎 敏之 氏(元大蔵省銀行局銀行課長)
- 五十嵐健之 氏(一般財団法人日本不動産研究所相談役  
・元建設省建設経済局長)

### ・ 不動産金融の新展開編

- 内藤 伸浩 氏(一般社団法人不動産証券化協会専務理事)
- 山中 拓郎 氏(三菱地所・サイモン株式会社代表取締役社長)
- 小島 俊郎 氏(元独立行政法人住宅金融支援機構市場資金部長)

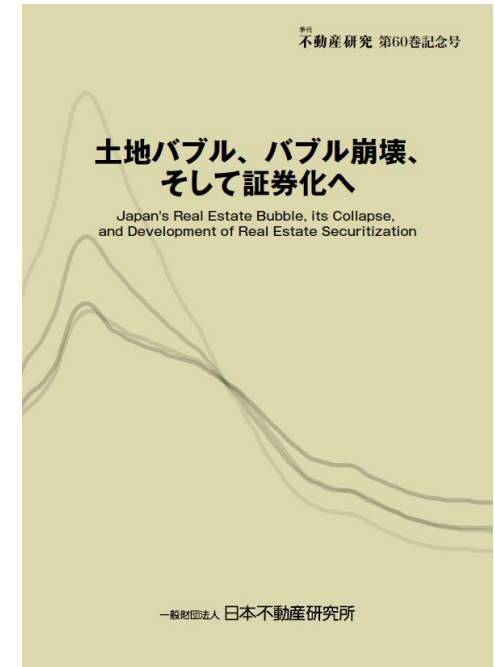
### ・ 不動産鑑定編

- 河合 芳樹 氏(一般財団法人日本不動産研究所顧問)

#### バブル期の土地に関する座談会

熊沢 光司 氏・平舘 勝紘 氏・新藤 延昭 氏(元一般財団法人日本不動産研究所常務理事)

- このほか、年表、市街地価格指数によるグラフ、英文概要、中島による商業地・住宅地地価、バブルのメカニズム、土地政策に関する論文も掲載(インタビューには豊富な脚注を付記)



# もっと詳しくお知りになりたい方のために

- 不動産研究第60巻記念号「土地バブル、バブル崩壊、そして証券化へ」  
(2018.2)
- バブル期の地価高騰及び下落過程についての考察  
ー壮大な日本の土地バブルを商業地最高価格地からみてー  
(季刊不動産研究vol.59 No.2(2017.4) p46-55)
- バブル期の住宅地地価動向についての考察  
ー日本の土地バブルを全国の都市住宅地からみてー  
(季刊不動産研究vol.59 No.3(2017.7) p73-86)
- 日本の地価とバブルについての理論的考察  
ー高度成長期日本の土地神話と壮大なバブルについての試論ー  
(季刊不動産研究vol.59 No.4(2017.10) p48-62)
- バブル期の主な土地政策  
(季刊不動産研究vol.60 No.1 (2018.1) p101-109)

ご清聴ありがとうございました