

## 大幅に上昇した3大都市の商業地地価

2006年の地価公示を分析すると、3大都市（東京都区部、大阪市、名古屋市）の商業地地価は実質2ケタの大幅上昇を見た。この動きには、ファンダメンタルズの裏付けが相応に認められ、今後、金利やクレジットリスクの急速な上昇が回避されれば、大都市の商業地地価が大きく崩れる蓋然性は低いと見られる。

### 1. 実質2ケタ上昇となった3大都市の商業地地価

2006年1月1日時点の地価公示によると、全国全用途平均では前年比（以下同じ）▲2.8%となお下落が続く中で、3大都市圏（東京圏・大阪圏・名古屋圏）の商業地地価は+1.0%となり、15年ぶりに上昇に転じた。

とりわけその中心部では上昇幅も大きく、東京都区部は+3.7%、大阪市では+3.4%、名古屋市では+5.0%となった。こうした3大都市商業地の地価持ち直し傾向は地方の主要都市へも波及しつつあり、札幌市は+2.1%と3大都市同様プラスに転じた。福岡市や仙台市ではなおマイナスではあるが、マイナス幅は大幅に縮小しており（福岡市：▲5.3%→▲0.6%、仙台市：▲8.8%→▲2.6%）、上昇に転じることが視野に入ってきた（表1）。

表1 商業地地価の変動率の推移

調査年	2001	2002	2003	2004	2005	2006
東京都区部	-6.1	-5.1	-3.4	-2.2	-0.5	3.7
大阪市	-13.6	-11.6	-8.7	-7.8	-4.2	3.4
名古屋市	-5.1	-8.6	-8.3	-5.7	-1.9	5.0
札幌市	-5.5	-6.1	-6.8	-5.7	-2.4	2.1
仙台市	-12.3	-12.5	-11.7	-11.1	-8.8	-2.6
横浜市	-9.3	-9.0	-8.1	-6.7	-4.1	-1.4
福岡市	-7.5	-7.4	-7.1	-6.4	-5.3	-0.6

(資料)国土交通省「地価公示」

地価公示の変動率は調査地点の変動率の単純平均にすぎない。そこで、より実態的な地価の動きを示す「地積加重平均地価<sup>注1)</sup>」－調査地点の地価をそれぞれの地積で加重平均したもの－を算出し、その推移を見ると、地価上

注1) 弊社月報No.637「東京都区部の商業地地価をどう見るか」、同No.652「大都市商業地の地価上昇をどう見るか」で示した分析手法を踏襲し、定点観測的に試算した。

昇の姿は一段と鮮明になる（表2）。

これによると、東京都区部は+10.7%、大阪市は+12.8%、名古屋市は+22.2%と、3大都市では軒並み2ケタの大幅な上昇となっている。商業地の地価上昇は、これまでは東京都区部が一頭地を抜いていたが、直近では大阪市や名古屋市の上昇は東京都区部を上回ったことになる。

また、福岡市や仙台市でも上昇に転じている。福岡市は+6.7%、中心部（中央区、博多区）では+8.6%と2ケタに迫る勢いである。仙台市も+1.8%と小幅ながらプラスの伸びとなった。

表2 大都市商業地の地価動向  
(地積加重平均地価)

調査年	地積加重平均地価(m <sup>2</sup> )			
	2003	2004	2005	2006
東京都区部	4,703	4,765	4,834	5,350
変動率%	0.9	1.3	1.4	10.7
都心部 (変動率%)	7,278 1.6	7,450 2.4	7,636 2.5	8,412 10.2
大阪市	1,283	1,212	1,220	1,376
(変動率%)	-2.6	-5.5	0.7	12.8
中心部 (変動率%)	1,877 -0.5	1,798 -4.2	1,817 1.1	2,080 14.5
名古屋市	871	840	887	1,084
(変動率%)		-3.6	5.6	22.2
中心部 (変動率%)	1,471	1,481 0.7	1,586 7.1	1,982 25.0
横浜市	540	504	488	575
(変動率%)	-8.3	-6.7	-3.2	17.8
中心部 (変動率%)	794 -8.0	744 -6.3	728 -2.2	889 22.1
札幌市	227	215	212	217
(変動率%)	-6.2	-5.3	-1.4	2.4
中心部 (変動率%)	510 -6.6	492 -3.5	489 -0.6	503 2.9
仙台市	478	425	385	392
(変動率%)	-11.0	-11.1	-9.4	1.8
中心部 (変動率%)	644 -11.4	575 -10.7	517 -10.1	528 2.1
福岡市	879	845	838	894
(変動率%)	-5.2	-3.9	-0.8	6.7
中心部 (変動率%)	1,141 -5.0	1,106 -3.1	1,094 -1.1	1,188 8.6

(注) 都心部、中心部の区域は以下の通り。

東京都: 千代田区、港区、中央区 大阪市: 北区、中央区

名古屋市: 中区、中村区 横浜市: 神奈川区、西区、中区

札幌市: 中央区 仙台市: 青葉区

福岡市: 中央区、博多区

地積加重平均地価: 各調査地点の地価をその地積で加重平均した地価。

(資料) 国土交通省「地価公示」

## 2. 現実の地価を上回る理論地価の上昇

このような3大都市を中心とする主要都市の商業地地価の急速な上昇には、バブル的な性格はないのだろうか。また、今後予想される金利上昇に対する耐久力はあるのだろうか。

こうした点をチェックするために、収益還元法による理論地価（＝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）：詳細は後掲【補論】参照）を試算し、現実の地価（地積加重平均地価）との動きを比較・検討してみた。

理論地価の水準と地積加重平均地価の水準とを直接比較することは適当でないので、ここでは理論地価、地積加重平均地価それぞれの変動率に注目することとする。これによると、次の点が指摘できる（表3）。

第1に、3大都市の理論地価は2年連続して2ケタの上昇を示しており、その累積の上昇幅は地積加重平均地価の上昇幅を大きく上回っている。

今回調査（2006年1月1日時点）と2年前調査（2004年1月1日時点）とを比較すると、東京都区部では地積加重平均地価+12.9%に対し理論地価は+96.7%、大阪市では地積加重平均地価+15.7%に対し理論地価は+37.7%、名古屋市では地積加重平均地価+33.8%に対し理論地価は+47.7%となっている<sup>注2)</sup>。

理論地価が大幅に上昇したのは、①リスクフリーレートは長期金利の底入れを映じて上昇したものの、景気回復や不動産市場の活況により、リスクプレミアム（10年国債利回りに対する上乗せ幅）が低下したこと<sup>注3)</sup>、②オフィス賃料が上向いたこと、あるいは下落幅が縮小したこと<sup>注4)</sup>、③賃料の先行き見込みが、前回調査までの低下～横ばいから、今回調査では横ばい～上昇に転じたこと<sup>注5)</sup>—等のためである。

これらの事情を2006年の東京都区部についてみると、①リスクプレミアムは3.0%から2.7%に低下し、②オフィス賃料は前回調査：▲2.1%→今回調査：+1.5%とプラスの伸びに転じ、③賃料の期待上昇率は前回調査：+0.0%→今回調査：+1.3%（年率）とプラスの伸びに転じた。こうしたことから、2006年の東京都区部の理論地価は+58.7%もの大幅上昇を見た（2005年も+23.9%の上昇）。

注2) 札幌市でも、地積加重平均地価+2.2%に対し理論地価は+22.5%となっている。

注3) 日本不動産研究所「第13回不動産投資家調査」より。

注4) 三鬼商事HP掲載データより。

注5) 日本不動産研究所「第13回不動産投資家調査」より。

地積加重平均地価の上昇は、その背景にある経済環境から説明可能であり、更なる上昇余地もあるとも言える。

表3 主要都市商業地の理論地価の推移

## 【東京都区部】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%) a	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%) a+b	4.3	4.8	4.4	4.2	
リスクプレミアム(%) b	3.4	3.5	3.0	2.7	
賃料(@坪、円)	19,310	17,954	17,577	17,844	
上昇率(%)	-3.4	-7.0	-2.1	1.5	
地積加重平均容積率(%)	939	936	984	1,014	②/①
賃料期待上昇率(%)	-0.5	-0.5	0.0	1.3	(増加率%)
理論地価	1,146	955	1,183	1,877	96.7
上昇率(%)	-11.1	-16.7	23.9	58.7	
地積加重平均地価	7,278	7,450	7,636	8,412	12.9
上昇率(%)	1.6	2.4	2.5	10.2	

## 【大阪市】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	5.9	6.6	5.9	5.5	
リスクプレミアム(%)	5.0	5.3	4.5	4.0	
賃料(@坪、円)	13,649	13,185	12,788	12,610	
上昇率(%)	-3.0	-3.4	-3.0	-1.4	
地積加重平均容積率(%)	676	680	684	684	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	-0.5	0.0	(増加率%)
理論地価	390	344	412	473	37.7
上昇率(%)		-11.9	19.9	14.9	
地積加重平均地価	1,877	1,798	1,817	2,080	15.7
上昇率(%)		-4.2	1.1	14.5	

## 【名古屋市】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	5.9	6.6	5.9	5.5	
リスクプレミアム(%)	5.0	5.3	4.5	4.0	
賃料(@坪、円)	11,082	11,054	10,918	10,861	
上昇率(%)	-1.7	-0.3	-1.2	-0.5	
地積加重平均容積率(%)	825	825	829	835	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	0.0	0.2	(増加率%)
理論地価	387	350	462	516	47.7
上昇率(%)		-9.6	32.3	11.7	
地積加重平均地価	1,471	1,481	1,586	1,982	33.8
上昇率(%)		0.7	7.1	25.0	

(注)地価は1㎡当たり、千円。

## 【横浜市】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	5.9	6.6	6.2	5.7	
リスクプレミアム(%)	5.0	5.3	4.8	4.2	
賃料(@坪、円)	12,671	12,319	12,183	12,035	
上昇率(%)	-2.0	-2.8	-1.1	-1.2	
地積加重平均容積率(%)	292	299	317	500	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	-0.8	0.0	(増加率%)
理論地価	157	141	167	319	125.7
上昇率(%)	-6.0	-9.8	18.5	90.4	
地積加重平均地価	794	744	728	889	19.5
上昇率(%)	-8.0	-6.3	-2.2	22.1	

## 【札幌】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	6.9	7.4	6.9	6.3	
リスクプレミアム(%)	6.0	6.1	5.5	4.8	
賃料(@坪、円)	9,325	9,092	8,850	8,708	
上昇率(%)	-2.5	-2.5	-2.7	-1.6	
地積加重平均容積率(%)	496	495	496	496	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	-1.3	-0.5	(増加率%)
理論地価	172	157	162	192	22.5
上昇率(%)	-8.7	-8.7	3.5	18.3	
地積加重平均地価	510	492	489	503	2.2
上昇率(%)	-6.6	-3.5	-0.6	2.9	

## 【仙台市】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	6.4	7.1	6.9	6.5	
リスクプレミアム(%)	5.5	5.8	5.5	5.0	
賃料(@坪、円)	9,821	9,543	9,244	9,205	
上昇率(%)	-2.4	-2.8	-3.1	-0.4	
地積加重平均容積率(%)	514	521	512	524	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	-1.3	-0.5	(増加率%)
理論地価	200	179	175	208	16.1
上昇率(%)	-9.0	-10.2	-2.5	19.1	
地積加重平均地価	644	575	517	528	-8.2
上昇率(%)	-11.4	-10.7	-10.1	2.1	

(注)地価は1㎡当たり、千円。

## 【福岡市】

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末 ①	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末 ②	
リスクフリーレート(%)	0.89	1.34	1.43	1.52	
期待収益率(%)	6.4	7.1	6.4	5.7	
リスクプレミアム(%)	5.5	5.8	5.0	4.2	
賃料(@坪、円)	10,289	10,088	9,978	9,891	
上昇率(%)	-2.3	-2.0	-1.1	-0.9	
地積加重平均容積率(%)	665	660	660	660	②/①
賃料期待上昇率(%)	-1.3	-1.3	-0.5	0.0	(増加率%)
理論地価	271	240	288	346	44.0
上昇率(%)	-10.3	-11.3	19.9	20.1	
地積加重平均地価	1,141	1,106	1,094	1,188	7.4
上昇率(%)	-5.0	-3.1	-1.1	8.6	

(注)地価は1㎡当たり、千円。

(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HP

### 3. 景気拡大が緩和する金利上昇の地価下落圧力

第2に、わが国景気が自律的拡大局面に徐々に移行し、経済各般のクレジットが改善しつつある現状を踏まえると、地価形成において金利上昇に対する耐久力が備わりつつあると考えられることである。

金利上昇＝リスクフリーレートが上昇するケースにおける理論地価の変動率を算出すると、現状1.52%のリスクフリーレートが2.0%に上昇するだけで理論地価は14.1%下落する。しかしこの下落圧力は、理論地価上では、①景気拡大とクレジット改善を背景にリスクプレミアムが現状2.7%から2.3%に低下する、②賃料が現時点の先行き見込み通り1.3%引き上げられる—といったことが実現すれば相殺することができる(表4)。

リスクフリーレートが2.5%まで上昇すると、理論地価は25.1%下落するが、この場合でも、①リスクプレミアムが現状2.7%から2.3%に低下し、②賃料が現時点の先行き見込み+1.3%をやや上回り1.8%引き上げられれば、この下落圧力を打ち消すことができる。こうした条件は、3%台前半まで低下した空室率の状況から見て、現実化する可能性はあると考えられる<sup>注6)</sup>。

注6) 賃料の引上げは金利上昇より遅れると考えられるので、金利上昇による地価下落圧力が直ちに相殺されるとは限らない。

表4 ストレスケースにおける理論地価の変化  
(東京都区部)

	標準ケース 06/4時点	ストレスケース			
		金利上昇 リスクフリーレート2.0%	金利上昇 リスクフリーレート2.0% リスクプレミアム低下 2.7%→2.3% 賃料1.3%上昇 賃料期待上昇率 1.3%	金利上昇 リスクフリーレート2.5%	金利上昇 リスクフリーレート2.5% リスクプレミアム低下 2.7%→2.3% 賃料1.8%上昇 賃料期待上昇率 1.8%
リスクフリーレート(%)	1.52	2.00	2.00	2.50	2.50
期待収益率(%)	4.2	4.7	4.3	5.2	4.8
リスクプレミアム(%)	2.7	2.7	2.3	2.7	2.3
賃料(@坪、円)	17,844	17,844	18,076 (+1.3%)	17,844	18,165 (+1.8%)
地積加重平均容積率(%)	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014
賃料期待上昇率(%)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.8
理論地価	1,877	1,613	1,876	1,406	1,876
変動率(標準ケース比:%)		-14.1	0.0	-25.1	0.0

(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HP

#### 4. ファンダメンタルズの裏付け強まる3大都市の商業地地価

こうした結果から見ると、3大都市商業地地価の直近の大幅上昇は、日本経済の正常化と景気拡大、ビル需要の増加と空室率の低下、賃料の下げ止まりといったファンダメンタルズから大きくかけ離れた動きとは、必ずしも言えない。

もともと、これは“変動率”という観点から言えることであり、現在到達している“水準”という観点でみると、3大都市商業地地価の水準は高すぎる可能性がある。各都市の地価を札幌=100とした指数で見ると(2006年調査)、理論地価ベースでは東京都区部978、大阪市247、名古屋市269となっているが、地積加重平均地価ベースでは、東京都区部1672、大阪市414、名古屋市394と、理論地価を大きく上回っている(表5、表6)。

このように水準自体には懸念が残るものの、最近の3大都市商業地地価の大幅上昇にはファンダメンタルズの裏付けが相応に認められると言えよう。今後、金利やクレジットリスクの急速な上昇が回避されるのであれば、3大都市の商業地地価が大きく崩れる蓋然性は低く、3大都市以外の主要都市にも商業地地価持ち直しの動きが強まると考えられる。

表5 理論地価の地域間格差の推移  
(札幌=100)

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末
東京都区部	668	609	729	978
大阪市	227	219	254	247
名古屋市	225	223	285	269
横浜市	91	90	103	166
札幌市	100	100	100	100
仙台市	116	114	108	108
福岡市	158	153	178	180

(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HP

表6 地積加重平均地価の地域間格差の推移  
(札幌=100)

年	03/1/1時点 ≒02年末	04/1/1時点 ≒03年末	05/1/1時点 ≒04年末	06/1/1時点 ≒05年末
東京都区部	1,427	1,514	1,562	1,672
大阪市	368	365	372	414
名古屋市	288	301	324	394
横浜市	156	151	149	177
札幌市	100	100	100	100
仙台市	126	117	106	105
福岡市	224	225	224	236

(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HP

【補 論】理論地価算出に当たって使用したデータは以下の通り。

① 土地からの収益

1㎡当たりの賃料×容積率とした。賃料は「三鬼商事」HP掲載のオフィス賃料データを使用。容積率は調査地点の地積で加重平均した「地積加重平均容積率」を独自に算出・使用した。レントブル比、経費などは勘案しない。

② リスクフリーレート

10年国債利回り（月末値）の前後2ヵ月移動平均値。

③ リスクプレミアム

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「10年国債利回りに対するリスクプレミアム」を採用。なお、同調査の地域別データを元に、大阪市・名古屋市には1.3～1.8%ポイント、横浜市には1.5～1.8%ポイント、札幌市・仙台市には2.1～2.6%ポイント、福岡市には1.5～2.3%ポイント、東京都区部中心部のリスクプレミアムに上乘せした。

④ 期待成長率

上記「①土地からの収益」の期待上昇率と解し（容積率は不変と前提）、日本不動産研究所「不動産投資家調査」における主要都市の賃料予想から、賃料期待上昇率（年率）を算出した。

※なお、日本不動産研究所「不動産投資家調査」は、地価公示調査時点（毎年1月1日）に最も近い、調査年の前年の10月～11月に実施されたものを使用した。

（金木：[kaneki@sumitomotrust.co.jp](mailto:kaneki@sumitomotrust.co.jp)）

※本資料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。