

16年ぶり拡大に転じた土地資産額

～2006年末の土地・株式資産額は+31兆円拡大の1,970兆円～

第一生命保険相互会社（社長 斎藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 石嶺 幸男）では、標記のとおり「16年ぶり拡大に転じた土地資産額」と題するレポートを取りまとめましたので、ご報告いたします。

<要旨>

- 先日公表された国民経済計算（以下 SNA）では、2005 年末の土地資産額が 1,214 兆円になり、15 年連続で減少した。一方、2007 年 1 月 1 日付の公示地価では全国平均が前年比+0.4%と 16 年ぶりに上昇に転じ、地価の持ち直しが明確になっている。
- 公示地価を元に 2006 年末の SNA 土地資産額を試算すると、2005 年末から+17 兆円のキャピタルゲインにより 1,230 兆円（+1.4%）に拡大していることになる。これは、景気回復に加え、金融機関の不良債権処理の進展等を背景に三大都市圏の地価が反転上昇したためだ。暦年末値で見れば、バブル崩壊以降初めて我が国の土地資産額が拡大した可能性があり、2006 年末の土地・株式資産額は 1,970 兆円に達した模様。
- 2007 年度に予想される資産効果を計測すると、家計消費で+0.4 兆円（+0.2%）、民間設備投資で+1.4 兆円（+1.9%）、民間住宅投資で+0.1 兆円（+0.6%）となり、2007 年度の名目 GDP は資産効果で+1.8 兆円（+0.4%）押し上げられるという試算結果を得る。日本経済が長期拡大を続けている背景には、土地・株式資産額の増加が内需の拡大を後押ししていることも重要な要素になっていると推測できる。
- 2006 年の経済環境を前提とすれば、土地資産額の理論値は約 1,331 兆円となり、あと+101 兆円（+8.2%）の上昇余地があると試算される。一国全体で見れば未だ土地バブルの状況にはなく、いわば土地デフレギャップがあることになる。
- 少なくとも経済が完全雇用水準に達していないような状態では、景気回復の持続を通じて期待成長率を上昇させることや、緩和的な金融政策を通じて企業の資金調達コストを抑制することにより、民間の設備投資行動を促進させることが最優先だ。

【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 永濱 利廣
TEL 03-5221-4531、4518
(詳細は次頁以降をご覧ください)

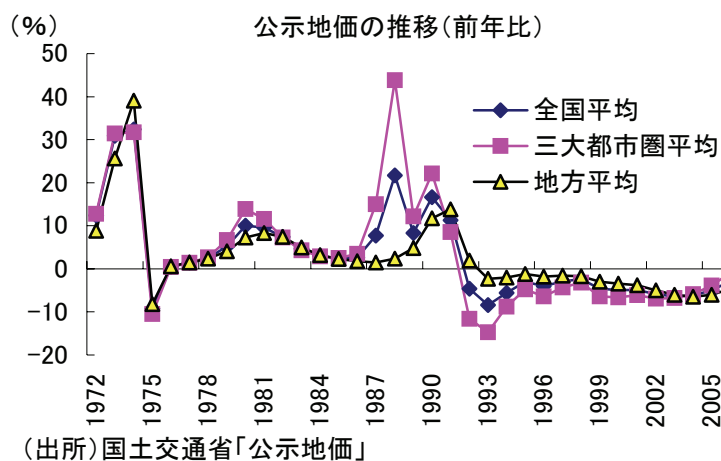
●持ち直しが明確になった地価

地価の持ち直しが明確になってきた。3月22日に国土交通省が発表した公示地価によれば、2007年1月1日時点の全国平均（全用途）は前年比+0.4%となり、16年ぶりに上昇に転じた。この背景としては、2002年以降の景気回復に加えて、金融機関の不良債権処理の進展などを背景に三大都市圏の地価が反転上昇したことがあげられよう。地方圏全体での地価下落は続いているものの、仙台や福岡など地方の中核都市では反転上昇したことから、下落幅は緩和している。

地価に関する統計には、公示地価のほか、基準地価や市街地価格指数など数多くの統計がある。地価の基調判断を行う際には、これら複数の統計を組み合わせることで見る必要があるが、それぞれの統計の示す方向が食い違うことがあり、指標を個別に見ているだけでは判断が困難である場合が少なくない。地価を包括的に捉えている統計としては、国民経済計算（以下SNA）の土地資産額がある。しかし、同統計は直近データが2005年末の1214兆円であり、15年連続で減少した時点までしかわからず、速報性がないという問題がある。また、個別の地価統計は特定地域の地価の動きはわかっても、土地資産額が全体としてどのような状態にあるかは判断しにくいという問題点を抱えている。

更に、地価の変動が経済に及ぼす影響も注目されるが、GDPの需要項目毎に地価から受ける影響も異なる。従って、地価が実体経済に及ぼす影響を見る上では、GDPの需要項目毎に見ることが必要であろう。

そこで本稿では、上記のような問題点を踏まえた上で、2006年度末の土地・株式資産額を試算し、資産価格の基調判断をより正確に行うことを試みる。そして、需要項目別に地価上昇による資産効果の状況を分析し、昨年の地価上昇が実体経済にどのような影響を及ぼしたのかを明らかにする。



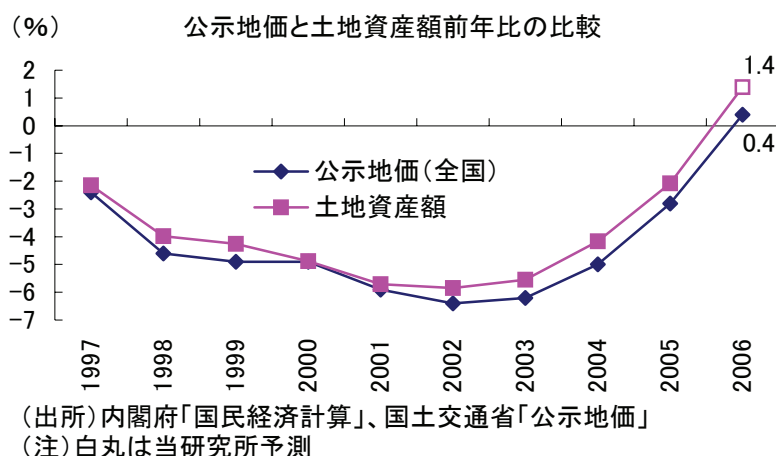
●SNAベースの地価は公示地価以上に上昇

SNAの推計方法によれば、土地資産額は公示地価等を用いて算出される。そこで、この関係から2006年末におけるSNAの土地資産額を試算した。その結果、土地資産額は2006年末には1,230兆円と+17兆円のキャピタルゲインに転じたことになる。つまり、2005

年末から 2006 年末までの我が国の土地資産額は、バブル崩壊以降初めて拡大した可能性が高い。なお、同様の手法で 2006 年末における S N A の株式資産額も試算すると、+15 兆円のキャピタルゲインにより 739 兆円にまで拡大したことになり、2006 年末の土地・株式資産額は前年比+31 兆円増の 1,970 兆円に達したことになる。

なお、土地資産額と公示地価（全国）の前年比の動きを比較すると、均してみれば公示地価が下方にかい離していることがわかる。ちなみに、推計した土地資産額は 2006 年末時点では前年比+1.4%拡大している。このかい離には、S N A の土地資産額は土地の価格そのものである一方、「公示地価」は調査地点の地価変化率の単純平均であるといった要因があると考えられる。つまり、北海道の地価の 10%変化と東京都心の土地の同率変化を同等に取り扱うことになっている。また、用途地域別のウェイトが異なっている可能性があり、仮に公示地価で首都圏商業地のウェイトが小さければ、S N A の土地資産額よりも変動が過小に出る可能性がある。更に、S N A の土地資産額が耕地や非課税地の変動の影響を受けることも、S N A と公示地価のかい離の要因となりうる。

以上より、土地資産額で見れば、既に我が国の地価は公示地価で示された以上に上昇しており、長年続いた土地デフレから明確に脱していることがわかる。



土地・株式資産額の予測 (兆円)

資産	2004年末実績		2005年末実績		2006年末予測	
	水準	前年差	水準	前年差	水準	前年差
株式	467	58	725	257	739	15
土地	1,239	-48	1,214	-26	1,230	17
計	1,707	10	1,938	232	1,970	31

(出所) 内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、国土交通省「公示地価」より第一生命経済研究所試算

● 2007年度の名目 GDP は資産効果で+1.8兆円

こうした地価の上昇は、実体経済にも影響を及ぼす。地価の変動は、企業がコスト見合いでどの程度の収益を生み出すことができるかという「投資採算」を変化させることによって、実体経済に様々な影響を与えられとされる。すなわち、地価が上昇すれば地価の

先高感により足元の地価が割安となり、企業が新規事業を行う際や、建物を建設する場合に想定される土地取得に対して前倒しのインセンティブが高まると考えられる。このため、地価の上昇は、企業の土地取得を伴う経済活動を促進させる。また、土地取得を伴う経済活動の促進は、地価上昇による企業の担保価値の上昇と相俟って、金融機関の貸出も活発にさせる。このため、企業への融資も増加し、この点からも設備投資のプラスに貢献する。こうして、企業の投資マインドの強まりや、金融機関の貸出の活発化を通じて、地価の上昇は設備投資を増加させることとなる。

また、地価の上昇は、家計のバランスシート改善をもたらす。家計のバランスシートの改善は消費を促進することに加え、家計の住宅価値の上昇を通じて、一次取得者の駆け込み購入や二次取得者の買い替え需要にプラスの影響を与えることも考えられる。

そこで、当研究所のマクロ計量モデルを用いて、昨年土地資産額拡大に伴う2007年度の資産効果を需要項目別に試算した。結果を見ると、家計消費支出では+0.2兆円、民間設備投資では+0.8兆円、民間住宅投資では+0.1兆円の押し上げ要因となることがわかる。そして、名目GDP全体では+1.0兆円(+0.2%)押し上げる計算になる。同様にこれまでの株価上昇に伴う資産効果も試算すれば、2007年度の名目GDPを+0.8兆円押し上げることになり、トータルで2007年度の名目GDPは資産効果により+1.8兆円程度押し上げられることになる。

以上の結果は、マクロで見た資産効果は、家計や企業を通じた経済規模の拡大に多大な影響を及ぼすことを示しており、これまで日本経済が長期拡大を続けてきた背景には、土地・株式資産額の増加が内需の拡大を後押ししたことも重要な要素になったと推測できる。

2007年度に予想される資産効果

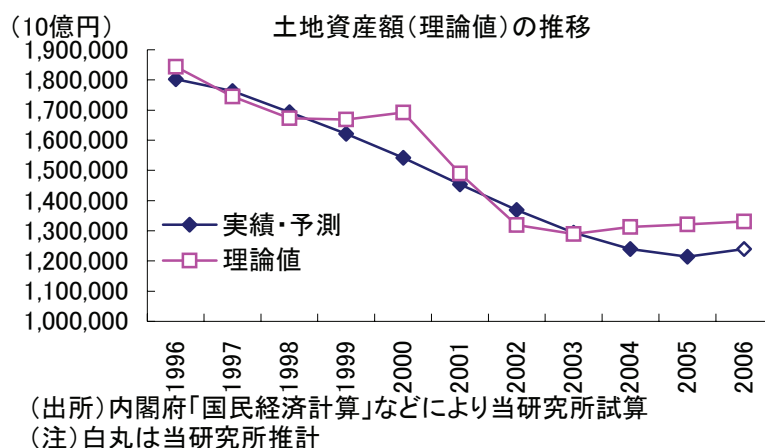
	株		土地		計	
	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)	(%)	(10億円)
家計消費	0.1	197.3	0.1	228.3	0.2	425.6
民間企業設備	0.9	659.6	1.0	763.0	1.9	1,422.5
民間住宅投資	0.3	53.3	0.3	61.6	0.6	114.9
名目GDP	0.2	834.7	0.2	965.5	0.4	1,800.2

(出所)内閣府「国民経済計算」、日本証券業協会「時価総額データ」、
国土交通省「公示地価」、
日本銀行「外国為替相場」より第一生命経済研究所試算。

●経済環境から見れば未だ土地デフレギャップ

2006年における我が国の土地資産額の拡大は、景気回復による需要増加に加え、大規模再開発などで土地の収益率が高まり、投資資金の流れ込みによってもたらされた。この背景には、銀行・企業などが負の遺産処理に目処をつけたことに加え、都市再開発で土地の収益性が向上し、グローバル化の加速に伴う海外マネーの流入も少なからず影響しているものと思われる。今後は、こうした地価の上昇が家計や企業の心理的な効果等を通じて経済に更なる好循環をもたらす可能性も期待されよう。ちなみに、2006年の経済環境を前提とすれば、土地資産額の理論値は約1,331兆円となり、あと+101兆円(+8.2%)程度の上昇余地があると試算される。つまり、一国全体から見れば未だ土地バブルの状況ではない

どころか、依然として土地デフレギャップがあることになる。



土地デフレから明確に脱した今後は、グローバル化や少子高齢化が進む中で中長期的な潜在成長率を高めるべく、行き過ぎたインフレやバブルを未然に防ぎながら、サプライサイドを効率化する状況を政策的に作り出すことが求められよう。そのためには、規制緩和などを通じて適切な収益を生み出す新たなビジネスの機会を創出し、労働力人口を確保するための一貫した中長期的な構造改革を実施することが重要となる。

しかし、足元の日本経済は需給ギャップが需要超過に転じているとされるものの、物価動向を大きく左右する一人当たり名目賃金は4ヶ月連続で前年割れをしており、フローのデフレからは明確に脱していない可能性が高い。更に、物価そのものにおいても消費者物価指数が2ヶ月連続で前年割れをしており、今後もマイナス幅を拡大させる可能性も懸念される。さらに現在の日本経済には、ミスマッチ失業等の潜在的な労働投入余力や、老朽化した資本の更新といった生産性の改善余地等が残されていることを踏まえると、日本経済は依然として完全雇用の水準に達していない可能性も十分に考えられる。

このように、少なくとも経済が完全雇用水準に達していないような状態では、金融緩和を持続することにより景気の腰折れを回避することが重要となろう。幸い、足元の土地資産額は経済環境から導かれる水準に達しておらず、バブルを懸念する段階とは考えにくい。したがって、まず依然として他国より相対的に低い経済成長率を高めることが不可欠であり、そのためには、景気回復の持続を通じて期待成長率を上昇させることや、金融緩和を通じて企業の資金調達コストを抑制することにより、民間の設備投資行動を促進させることが最優先だ。痛みを伴い景気失速を起こしかねない金利の早期正常化よりも、経済成長率の底上げとインフレ加速リスク抑制の一石二鳥となるような政策を実施し、持続的な経済成長を目指すことが今の日本経済には必要であろう。

（補足 1）各資産額の推計結果

（1）推計方法

以下では 2006 年末資産額の算出方法の考え方を述べる。算出方法は以下の通りである。今、SNA のある資産額の暦年末値を Y、その統計の参考指標となる統計（以下 補助系列）の暦年末値を X とする。Y を最小二乗法によって X で回帰させると、 $Y = a + bX$ という線形関係が成り立つ。

この関係が先行きも成り立つとすれば、Y の予測値を Y'、X の予測値を X' とすれば $Y' = a + bX'$ という関係も成り立ち、X' がわかれば先行きの SNA 資産額 Y' も算出することが出来る。

こうした推計式の精度を上げるために、SNA の作成法に出来るだけ忠実に補助系列を加工した。しかし、推計値の暦年末値と、SNA の暦年末実績値との間には推計誤差がある。本試算においてはこの暦年末値ベースの誤差をダミー変数により修正する。

この手法より、実績のある直近の資産額に、推計した資産額の前期比伸び率をかけることによって SNA 公表前に資産額の動きを把握することが可能となる。

（2）土地資産額の推計

SNA の土地資産額は、宅地、耕地、その他に分けて推計される。宅地については、国土交通省「地価公示」及び「都道府県地価調査標準価格」を用いて、住宅地区及び商業地区評価額を算出し、課税評価額の格差を利用して総額を確定している。なお、昭和 44-48 年期末宅地評価額の系列は、地価公示及び都道府県地価調査の対象地点が不十分なため、日本不動産研究所「全国市街地価格指数」を基礎に作成した地域別宅地指数を用いて隔年の評価額を推計している。また、耕地、その他については、都道府県の田、畑、林地の評価額を基礎に推計する。

以上を踏まえ、土地資産額を推計する。まず、宅地の住宅地及び商業地については、SNA の宅地の推計に用いられる国土交通省「地価公示」を用いる。また、耕地、その他等による実績とのかい離についてはダミー変数を用いて処理する。具体的な採用指標と推計結果は以下の通り。尚、公示地価は 2001 年 1 月 1 日付=100 として指数化した。

土地資産額関数（標本期間：1996 年末～2005 年末）

$$\begin{aligned} \text{Log(土地資産額)} = & 90498.86 + 9197.92 \times \text{Log(公示地価(三大都市))} + 4911.76 \times \text{Log(公示地価(地方))} \\ & (t \text{ 値}) \quad (159.34) \quad (748.26) \quad (298.12) \\ & + 7684.84 \times (97 \text{ 年ダミー}) + 17953.81 \times (98 \text{ 年ダミー}) + 15026.55 \times (99 \text{ 年ダミー}) \\ & (149.89) \quad (274.53) \quad (210.97) \\ & + 1258.12 \times (2002 \text{ 年ダミー}) - 301.71 \times (2003 \text{ 年ダミー}) - 1503.17 \times (2005 \text{ 年ダミー}) \\ & (20.72) \quad (-4.08) \quad (-17.82) \end{aligned}$$

（3）株式資産額の総計

SNA の株式資産額は、上場・店頭登録株式と非上場株式に分けて推計されている。上場・店頭登録株式については、東京証券取引所・日本証券業協会が集計した時価総額データを用いて総額を確定し、資金循環勘定の「うち株式」の比率で資産側に配分している。非上場株式については、類似業種比準方式に準じる方法で総額を確定する。資産側の配分は、原則として公的部門を決算書・アンケートを用いて確定し、残額を資金循環勘定の「出資金」の比率を用いて配分している。

以上を踏まえ株式資産額の推計を試みる。まず、SNAの上場・店頭登録株式の推計に用いられる日本証券業協会「時価総額データ」を用いて、東証第一部・第二部・マザーズを合計した時価総額を補助系列として推計する。また、非上場株式等による実績とのかい離はダミー変数を用いて処理する。なお、SNAの株式資産額では、上場・店頭登録株式以外に、非上場株式（法人企業統計による）の結果も合わせて推計しているが、①公表時間が遅い、②年次統計である、ことからここではダミー変数を用いて処理している。また、時価総額は新規上場や上場廃止等によりデータが振れやすいが、こうした動きもダミー変数によって調整している。具体的な採用指標と推計結果は以下の通り。

株式資産額関数（標本期間：1996年末～2005年末）

$$\begin{aligned} \text{Log(株式資産額)} = & -76763.85 + 0.001455 \times \text{Log(東証時価総額)} - 74738.39 \times (\text{99年ダミー}) \\ (\text{t 値}) & \quad (-8.79) \quad (54.79) \quad \quad \quad (-9.21) \\ & + 49912.07 \times (\text{2000年ダミー}) + 42400.57 \times (\text{2002年ダミー}) \\ & \quad (6.12) \quad \quad \quad (7.94) \end{aligned}$$

（補足2）理論地価の推計結果（推計期間1969-2005年）

収益還元モデルを考慮した理論土地資産額関数をOLSにより推計し、各説明変数に実績及び予測値を挿入して求められた推計値を理論値とした。なお、リスクプレミアムダミーは当てはまりのよさを考慮し、93-95年=1、96-2000年=2、2001-2005年=3とした。

理論土地資産額関数:自由度調整済決定係数=0.972 D.W=0.751

$$\begin{aligned} \text{Log(土地資産額)} \\ = & -2.78 + 1.30 \times \text{Log(名目GDP)} - 0.04 \times (\text{長期金利}) - 0.25 \times (\text{リスクプレミアムダミー}) \\ & (-2.91) (24.00) \quad \quad \quad (-1.96) \quad \quad \quad (-2.78) \end{aligned}$$