

## 特集 本県の地価動向について ～ 基準地価をベースにした多角的分析～

### < 要旨 >

99 年の基準地価は、足もとの厳しい経済情勢を反映し、全国：住宅・商業地価は 8 年連続、三大圏：住宅・商業地価格は 9 年連続のマイナスと下落基調に歯止めがかからない状況が続いている。本県でも住宅地は 1974 年の調査開始以来、初めて下落に転じ、商業地は 8 年連続のマイナスとなっている。こうした地価下落の動きは、バブル崩壊後のつめ跡の大きさを物語っており、当然、そこには経済の動きが密接に絡んでいる。

土地取引の状況を面積で見ると、バブル絶頂期の 89 年に一挙に水準を切り上げたが、その後 91 年になると土地取引が急に冷え込み、水準をかなり落としながら、現在に至っている。商業ビルの着工床面積の動きとほぼ同様のトレンドと描いており、民間需要の冷え込み等が影響していることが窺い知れる。本県の住宅地価は、九州では福岡県に次いで 2 番目の高い水準となっている。理由としては本県の島嶼性による可住地面積の狭隘さ等が挙げられよう。本県のうち、人口規模や地価水準、新設住宅着工戸数の規模などを鑑み、当調査部において市部から 7 市、町村部から 7 町村を選定し、様々な指標をもとに地価の動きを分析した。

住宅地については元来価格水準が高い都市部の地価が下がり、相対的に割安感が強い郊外の市部や町村部が安定価格で推移しているという二極化した動きとなっている。商業地については那覇市の下落がきつく、空洞化の動きは否めない状況となっている。一方、町村部の地価は割安感もあって市部に比べ相対的に安定した動きとなっている。

株価と地価はバブル期において同様の動きを示していると思われ、両者の価格形成要因について需給関係やファンダメンタルズ面を中心に考察してみた。今後、土地をめぐる環境の整備が進み、取引において現在より精度を高めた収益還元法に基づく収益価格が浸透していけば、都市部の商業地価と市場性の高い資産である株式の価格は連動性が高まってくると思われる。

いま地価の安定化・適正化に必要とされるのは、安定的な経済成長の実現と同時に、行政側の施策展開による土地取引の円滑化・促進化や、情報開示の積極化など市場改革の推進であろう。

本県においては、今後は民間、行政が一体となり、豊かな町づくりや良質な住宅地の形成など本来の土地活用に即した市場の創造を図り、かつ健全な市場環境整備へ積極的に取り組むことが期待されている。

## < 目 次 >

- 1 . はじめに
- 2 . 全国における地価の推移
- 3 . 沖縄県における地価の推移
  - ( 1 ) 土地利用の現況
  - ( 2 ) 地価の推移
  - ( 3 ) 土地取引の状況
  - ( 4 ) 九州各県との地価比較
- 4 . 県内：主要市町村における地価の推移
  - ( 1 ) 地目別民有地面積
  - ( 2 ) 地価の状況
  - ( 3 ) 地価の推移
  - ( 4 ) 各指標との比較
- 5 . 株価と地価の関係
  - ( 1 ) 価格形成要因
  - ( 2 ) 収益還元法
  - ( 3 ) 理論株価と理論地価
- 6 . まとめ

### 1 . はじめに

本県においては、今年7月のサミット首脳会議の開催に向けて、各種インフラ整備等を中心に準備が進んでおり、盛り上がりムードも徐々に高まっている。

県内景気は、高失業率など雇用情勢への懸念は依然としてあるものの、公共工事が高水準を保っていることや、観光関連でも入域観光客数の伸びが好調さを持続しており、回復の兆しがみられる状況となっている。

一方、地価の動きについては本県も全国と同様、足もとの弱さが目立っており、域内経済へ暗い影を落としている。

国土庁が昨年9月に発表した基準地価(同年7月1日現在)は、全国の住宅地、商業地ともに8年連続のマイナス、本県でも住宅地は1974年の調査開始以来、初めて下落に転じ、商業地は8年連続のマイナスとなっている。いわゆる、こうした地価下落の動きは、バブル崩壊後のつめ跡の大きさを物語っており、その意味では過去の時代背景を基にした地価の状況や特性を分析することは、今後の地価の推移やあるべき姿を考えるうえで、大切になってくる。

そこで今回は、基準地価をベースにして、全国や本県、主要市町村(県内)における地価の推移、そして株価と地価の関係から価格形成要因などの各種分析を行い、地価の推移を様々な角度から捉えてみる。それと同時に、今後の土地市場を取り巻く環境はどのように変化していくのか、あるいはどうあるべきなのかを考察していきたい。

## 2. 全国における地価の推移

地価の下落が続いている。そこには当然、経済の動きが密接に絡んでいる。

バブル崩壊以降、政府は景気浮揚の観点からこれまでに8回にわたり経済対策を打ち出している。こうした政策効果の発現により、足もとの景気は緩やかな改善が続いているとのことだが、先日発表の99年7-9の実質GDPでは、前期比年率3.8%減少と、大方の期待に反して3期ぶりのマイナス成長となった。国内景気は、財政需要から民間需要へとバトンタッチがうまくなされていない現状が浮き彫りとなっており、バブル崩壊の後遺症がまだ癒されない日本の姿が見え隠れしている。そこで、〈図表1, 2〉を見てみよう。

〈図表1〉は、全国における基準地価（各年7月1日時点）と名目国内総生産の推移を、地価高騰前の1983年を100とした指数で表したグラフである。

〈図表2〉は、近年の国内における経済や社会等の動きを簡単にまとめたものである。これら二つの図表を対比しながら、近年の動きを見てみたい。

地価は、85年のプラザ合意以後の金融緩和を背景に三大圏（東京圏、大阪圏、名古屋圏）を中心に高騰しはじめ、88年には地価高騰が地方圏へ波及し、監視区域が拡大されていった。89年に入ると消費税がスタートし、年末には過剰流動性相場のもとで、日経平均株価は年末終値：38,915円と最高値を更新した。

しかし、90年になると、年初より株価が下落に転じ、8月のイラクのクウェート侵攻に伴う原油価格の上昇や金利上昇等により、日経平均は9月、一挙に2万円の大打撃を割り込むなど大幅下落を記録した。いわゆる、バブル崩壊である。

ただ、地価については、同年3月に不動産向け融資の総量規制がスタートしたものの、さらに上昇を続け、90年には三大圏：商業地価格は83年当時の3.14倍の水準にまで上昇し、91年になって下落に転じた。92年には地価税の納税申告がスタートし、首都圏における地価の下落は本格化した。

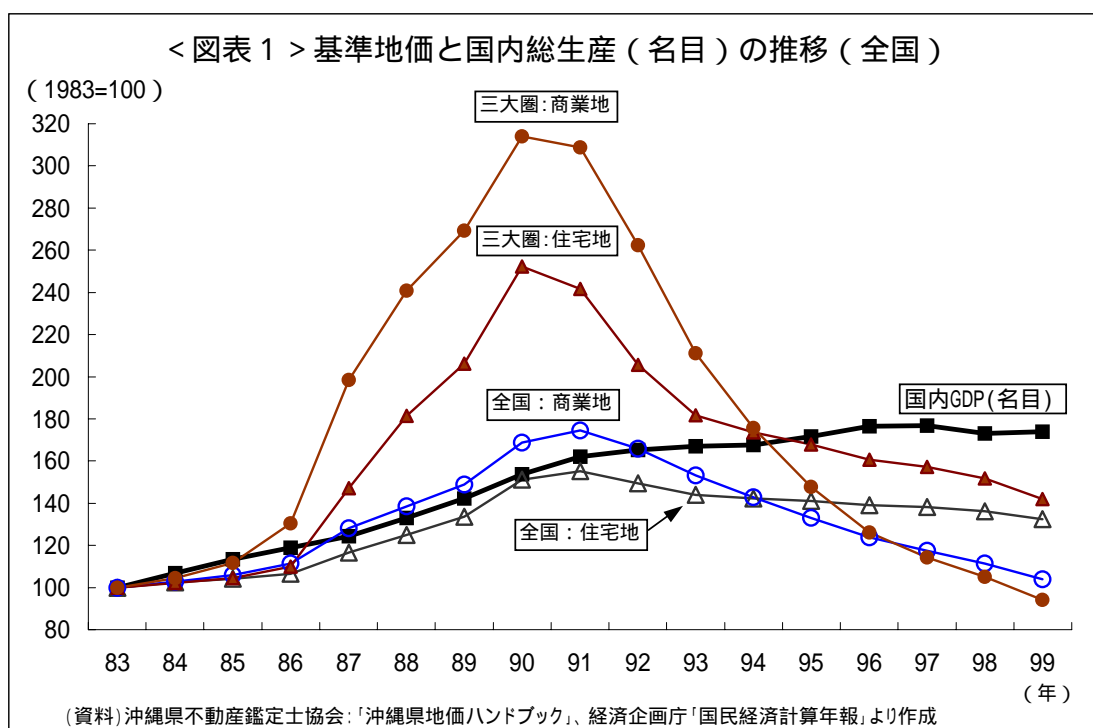
その後、政府では、経済情勢の変化に対応するかたちで、監視区域の緩和～全面解除、地価税の課税停止、土地譲渡益課税の軽減措置など土地取引の活性化に向けて様々な対策を講じてきたが、先行きへの不安感に伴う需要減退により地価の下落は依然として続き、99年までの9年間に、三大圏：住宅地価格で43.7%、三大圏：商業地価格に至っては70.1%も下落した。

そもそも、バブルとは泡沫的な投機現象のことをいい、経済が実体以上にバブル（泡）のように膨らんだ状態を表している。もう少し具体的に述べると、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）からみて値上がりを起こす必然性のない財や資産（ここでは土地と株を指す）について、市場参加者が将来の値上がり期待のみを根拠に当該資産の投機的な買いにはしり、結果としてファンダメンタルズと資産価格との間に乖離が生じる状態を意味している。当然、実態

から遊離した部分、いわゆるバブルは、その後、見通しのズレの顕在化によりはじけてしまうのである。株価に限らず、地価もその動きを端的に表している。

地価の話しに戻るが、99年は、足もとの厳しい経済情勢を反映し、再び下落幅を拡大させ、全国：住宅・商業地価は8年連続、三大圏：住宅・商業地価格は9年連続のマイナスと下落基調に歯止めがかからない状況が続いている。

名目国内総生産との関係においても、全国：住宅・商業地価は91年あたりまで連動性を保っていたが、その後は下方乖離し、その幅を広げた。三大圏：住宅・商業地価格は既に86、87年あたりから大幅に上方乖離したが、91年以降は急激な下落を続け、95年には名目国内総生産を下回って、現在に至っている。



<図表2> 経済・社会等の動き(1987年~2000年)

1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年	1993年
竹下内閣発足 国鉄分割民営化(JR 発足 地価高騰 NY市場で株価大暴 落(ブラックマンデー) NTT株高騰 (高値:一株318万円)	「ふるさと創生」1億円 交付金 地方圏への地価高騰 波及により監視区域 拡大 牛肉・オレンジ自由化 決定	海部内閣発足 「平成」に元号改正 消費税スタート 土地基本法成立 国内企業の海外投資 活発化 天安門事件勃発 ベルリンの壁崩壊 株価最高値 (日経平均:38,915円)	株価暴落(バブル経済 の崩壊) イラク、クェート侵攻 東西ドイツ統一 原油価格高騰 不動産業向け:融資 総量規制スタート 億ション(高級マンション) 首都圏に登場	宮沢内閣発足 証券会社の損失補填 表面化 新借地借家法成立 (定期借地権創設) 東京都新庁舎完成 ソ連共産党解散 (ソ連邦解体)	経済企画庁:91年第 1四半期をピークに景気 は下降局面との発表 地価税:納税申告 スタート 新借地借家法施行 都市計画法改正 首都圏の地価下落 本格化	自民党:一党支配の 崩壊(細川連立政権) 監視区域の緩和 路線債:初の下落(調 査開始以来) 相続税の物納急増 低金利局面の到来
1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
村山内閣発足 政治改革関連法案 (4法案)成立 定期借地権付き住宅 の人気化 監視区域の解除	阪神淡路大震災 円高不況(1ドル:80円 台突破) 公定歩合0.5%に低下 全国の基準地価:4年 連続で下落	橋本内閣発足 消費税引き上げ決定 (97年4月:3%を5%に) 住宅着工:消費税引き 上げ前の駆け込み需 要で盛り上がる 住専処理法案可決	消費税5%に引き上げ 公団の分譲住宅値下 げ(反対運動起こる) アジア通貨危機 (世界同時株安) 香港:中国へ返還	小淵内閣発足 金融再生関連法案 可決 失業率の上昇 SPC法施行 公庫金利:一段と低下 地価下落の拡大 地価税の課税停止	地価下落依然続く PFI法案可決 住宅減税による持家、 マンションの建設増加 西暦2000年問題への 対応急ぐ 金融機関再編の動き	介護保険制度スタート 大店立地法施行 日本版401K導入 予定

(資料) 新聞記事等をもとに琉銀調査部作成

### 3. 沖縄県における地価の推移

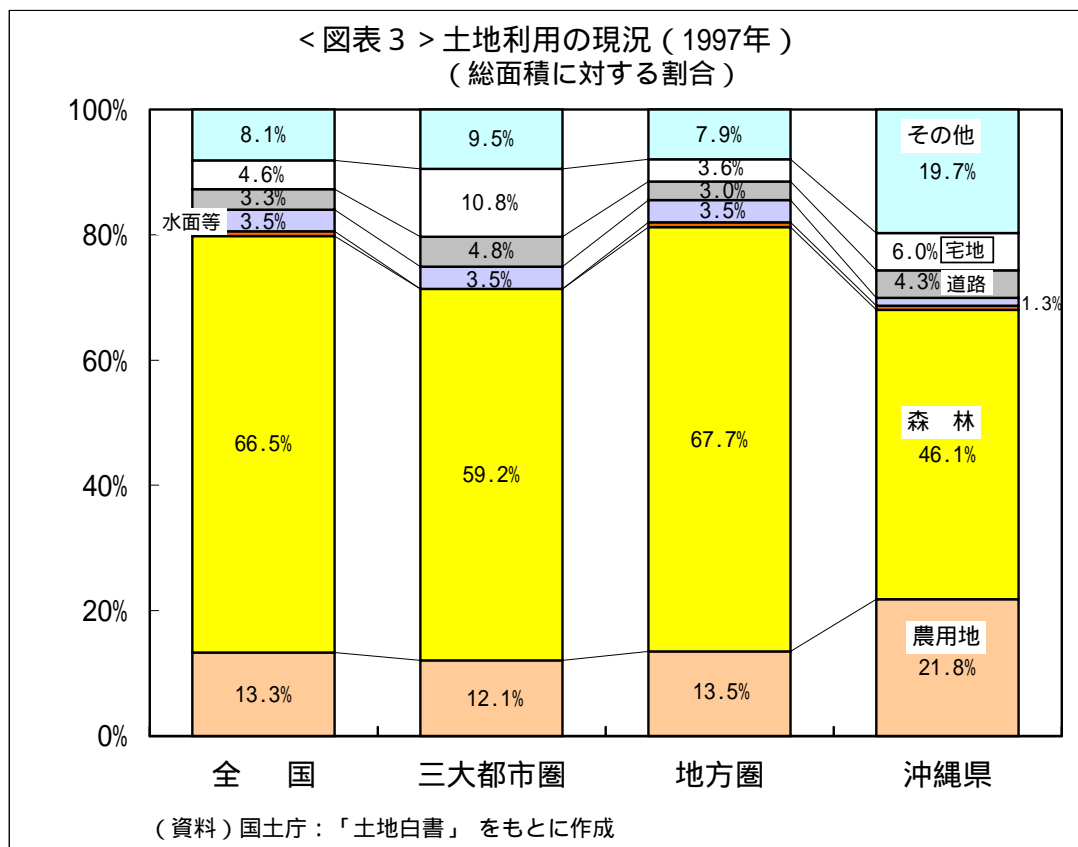
#### (1) 土地利用の現況

次に、本県における地価の推移を分析してみよう。

その前に、基本的事項として、本県の土地利用の状況や各種経済指標を簡単に述べてみる。

まず、本県の総面積だが、98年10月1日時点で2,268平方キロメートルとなっており、対全国比率は0.6%である。〈図表3〉は、97年10月1日時点の土地利用の現況を示したグラフである。県企画開発部の「土地対策の概要」に記載されているが、グラフで見る通り、本県の農林業的土地利用においては、三大都市圏と類似しており、都市的土地利用においては、地方圏と三大都市圏との中間に位置するかたちとなっている。これは本県独特の地域特性を表していると思われる。その代表的なものとして、米軍基地の存在が挙げられよう。本県の総面積に占める米軍基地の割合は10.7%(98年3月末時点)となっており、〈図表3〉の「その他」の部分が19.7%と、全国や地方圏などに比べて大きいのもその理由である。

参考までに、本県の人口は131万人で対全国比率1.0%(99年10月1日時点)、県内総生産は3兆3,650億円で同比率0.7%(97年度)、企業数は10,096社で同比率0.6%(96年)となっている。



## (2) 地価の推移

国内における地価の推移については、前頁においてその時代背景とともに説明したが、次は本県における地価の推移について述べてみたい。

<図表4>は、本県における基準地価（各年7月1日時点）と名目県内総生産の推移を、地価上昇率が縮小から拡大に転じた1987年を100とした指数で表したグラフである。

まず、住宅地を見てみよう。県全体の動きでは、98年まで緩やかな上昇カーブを描き、99年に初めてマイナスに転じた。継続的な上昇トレンドの理由としては、本県の世帯数の増加や公庫金利の低下に伴う住宅需要の喚起が挙げられよう。参考までに、<図表5>において本県の新設住宅着工床面積の推移を見てみると、87年から90年まで高水準・横ばいで推移した後、91年から92年にかけて一旦減少したが、その後は消費税引き上げ前の駆け込み需要により大幅に膨らんだ96年まで、ほぼ一貫として増加した。97年は前年の反動もあり減少に転じ、翌年の98年も景気の先行き不透明感から連続して減少した。なお、99年は、住宅減税の拡充など政策効果により前年を上回っている。

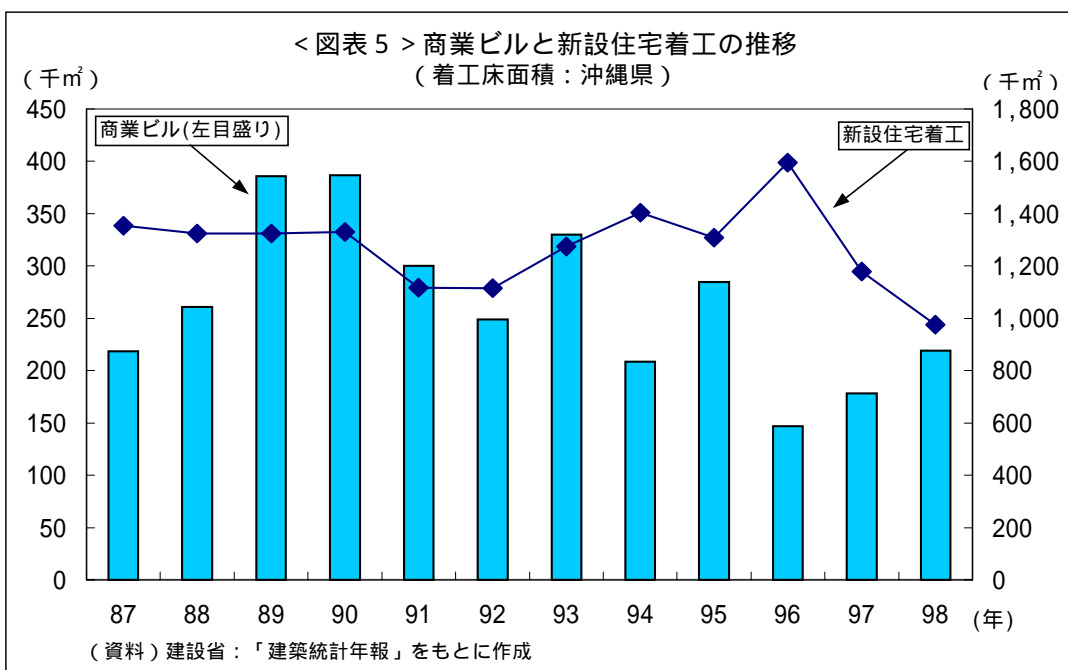
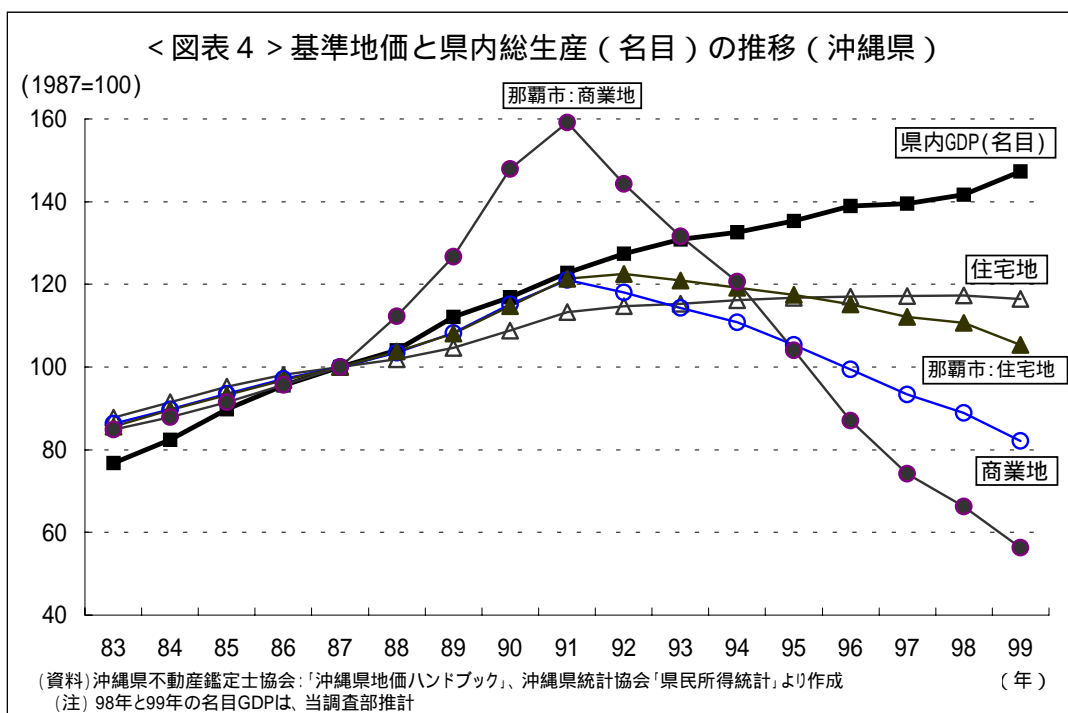
一方、那覇市：住宅地では、92年に87年当時の約1.23倍まで上昇しピークアウトした後、現在まで下落が続いている。因みに99年は、ほぼ88年の価格水準まで戻っている。理由としては、那覇市の住宅地価格が他市町村に比べて突出しているといった相対的な割高感や、それによる居住環境の乏しさ（いわゆる取得可能な床面積の制約等）などから、価格水準が低く交通アクセスの改善等で利便性が向上している那覇市近郊に住宅を求めるケースが増えたことが考えられる。

次に、商業地の動きを見てみよう。県全体では91年に87年当時1.21倍まで上昇した後、現在まで下落が続いており、99年の水準は、ほぼ82年と同等となっている。

一方、那覇市：商業地では、全国同様、投機的な土地購入が加速し、ピーク時の91年には1.59倍まで上昇したが、その後は大幅下落に転じ、足もとの99年は0.56倍まで下落している。同市は、県が88年に監視区域に指定し、90年に一時強化措置された後、94年には緩和措置がとられている。なお、95年には全面解除となっている。ただ、こうした措置を経て今日に至っているが、下落のスピードは衰えていない。バブル崩壊もさることながら、その根底には実体経済の弱さがあり、相当な需給バランスの崩れが存在している。それは郊外型大型店の進出に伴う中心市街地の空洞化や、オフィスビル需要の低迷などであろう。<図表5>でも解かる通り、商業ビル着工床面積は、足もと増加基調で推移しているものの、これまでの動きと比較すると水準自体は低いままであり、

県内全体における需要の減退は否めない。

名目県内総生産との関係では、県内：住宅地価は乖離幅はあるものの、トレンド的には連動性をやや保つた状態で推移している。一方、県内：商業地価は91年あたりまで連動性を保っていたが、その後は下方乖離し、その幅を広げた。那覇市：住宅地価は92年から下方乖離し、緩やかにその幅を広げている。商業地価に至っては、87年から大幅に上方乖離したが、92年以降は急激な下落を続け、94年には名目国内総生産を下回って、現在大きく下方乖離している。



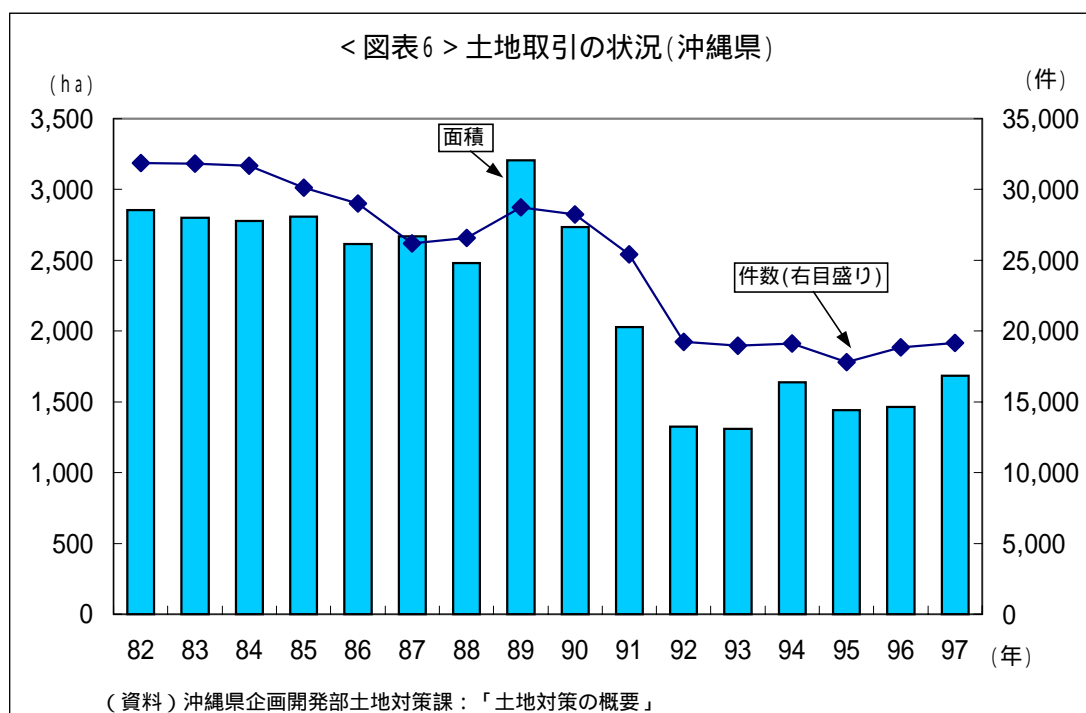
### (3) 土地取引の状況

県内における土地取引件数・面積は、県企画開発部の「土地対策の概要」に記載されており、<図表6>においてその動きを見てみよう。

まず、件数ベースでは、82年から87年まで減少傾向を示していたが、88年と89年には土地取引が活発化し、増加している。90年以降はしだいに減少しはじめ、89年のピーク時には28,754件あった土地取引が、97年には19,180件とかなり減少している。

一方、面積ベースでは、82年から88年までは、ほぼ横ばいペースで推移していたが、バブル絶頂期の89年に一挙に水準を切り上げた。その後、90年は87年の水準まで下がったものの、91年になると土地取引が急に冷え込み、水準をかなり落としながら、現在に至っている。

この動きは、<図表5>で示した「商業ビルの着工床面積」とほぼ同様のトレンドと描いており、民間需要の冷え込み等が影響していることが窺い知れる。



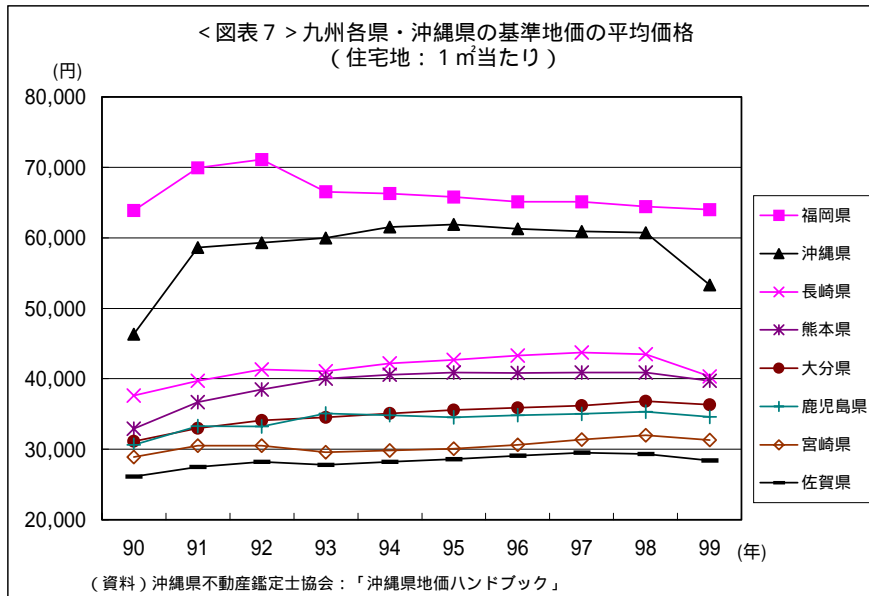
### (4) 九州各県との地価比較

<図表7>は、九州各県と本県の住宅地価の平均価格を示したグラフである。一見してすぐ解かるが、本県の地価(99年：53,300円/㎡)は、福岡県(同年：64,000円/㎡)に次いで2番目の高い水準となっている。

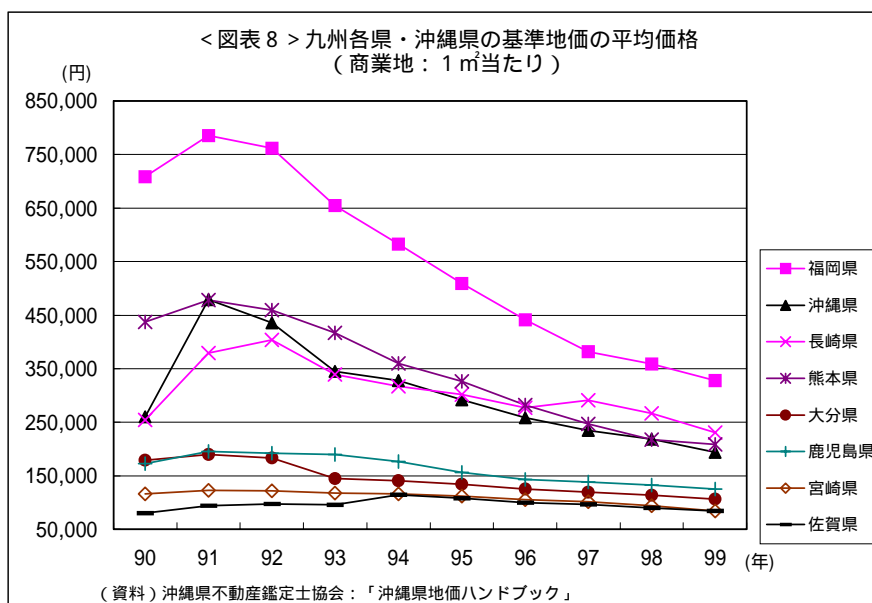
その理由として、本県の島嶼性による可住地面積の狭隘さ等が挙げられよう。例えば本県の人口密度は、97年10月1日現在：569人/㎩で、全国平均の



337人/k㎡を大きく上回っている。九州各県と比較しても福岡県に次いで2番目の水準であり、宅地取得の困難さが、他県との価格差（福岡県を除く）に反映されていると思われる。（因みに、中南部地域の人口密度は1,702人/k㎡とかなり高く、本県でも中南部地域に人口が集中していることが解かる。）



一方、<図表8>は、九州各県と本県の商業地価の平均価格を示したグラフであるが、前述の住宅地価とは違い、本県の商業地価（99年：193,600円/㎡）は、水準的には福岡県（同年：327,600円/㎡）、長崎県（同年：230,300円/㎡）、熊本県（同年：208,500円/㎡）に次いで4番目に位置している。ただ、最近の動きをみると、本県は長崎県と熊本県とはほぼ同水準での推移となっており、その上位に間を空けながら福岡県が位置している。



#### 4. 県内：主要市町村における地価の推移

前頁においては、本県全体の地価の推移について分析してみたが、次は本県のうち、人口規模や地価水準、新設住宅着工戸数の規模などを鑑み、当調査部において市部から7市、町村部から7町村を選定し、様々な指標をもとに地価の動きを探りたい。市町村名は下記の通りである。

市 部：那覇市、浦添市、宜野湾市、沖縄市、糸満市、具志川市、名護市

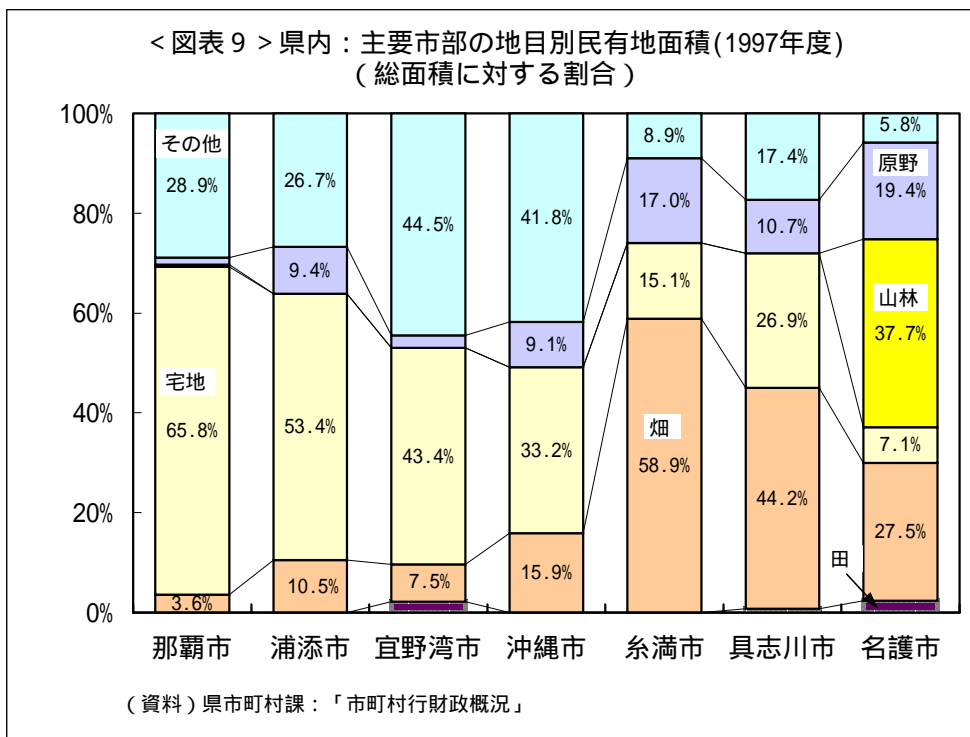
町村部：豊見城村、読谷村、西原町、南風原町、北谷町、東風平町、北中城村

##### (1) 地目別民有地面積

まず最初に、各市町村の地目別民有地面積の状況を見てみよう。

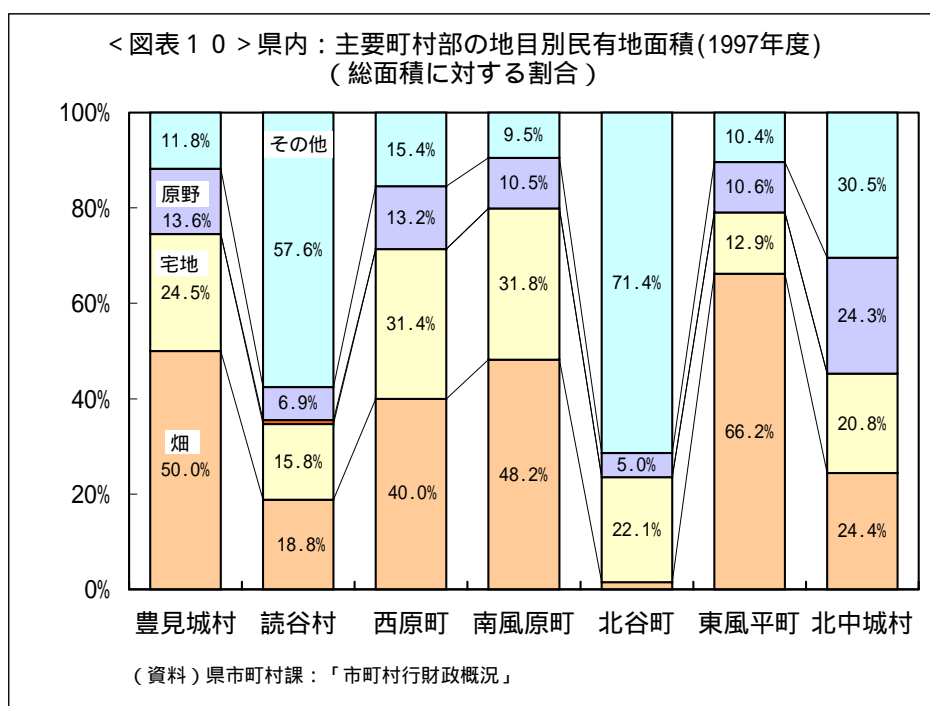
<図表9>は、上記7市の地目別民有地面積の状況を表したグラフである。県都である那覇市の場合、全体の65.8%の割合を「宅地」が占めており、続いて那覇市近郊の浦添市や宜野湾市で「宅地」の割合が他市に比べて大きい。沖縄市になると「畑」の割合が若干大きくなり、糸満市では、「畑」の割合が6割弱を占め、「原野」も17%を占めている。具志川市も「畑」の割合が目立っており、北部の名護市になると「宅地」はわずか7.1%で、「山林」や「原野」の割合が大きく、特に「山林」が際立っている。

その他、宜野湾市や沖縄市では、米軍基地の存在もあり、「その他」の割合が高くなっている。



町村部の場合、市部とは状況の違いがみられる。( < 図表 10 > 参照 )  
 全体的にみて、「畑」と「その他」、「原野」の割合の大きさが目立っている。東風平町や豊見城村、南風原町、西原町では「畑」の割合が4割を超えている。北中城村では「原野」が24.3%と他地域に比べ大きくなっており、北谷町、読谷村では、米軍基地の割合が大きいため、「その他」の割合がそれぞれ71.4%、57.6%と他地域に比べ突出している。

一方、「宅地」の割合は、南風原町や西原町で3割を超えており、那覇市近郊の町村へと住宅地等が広がっている様子が読み取れる。

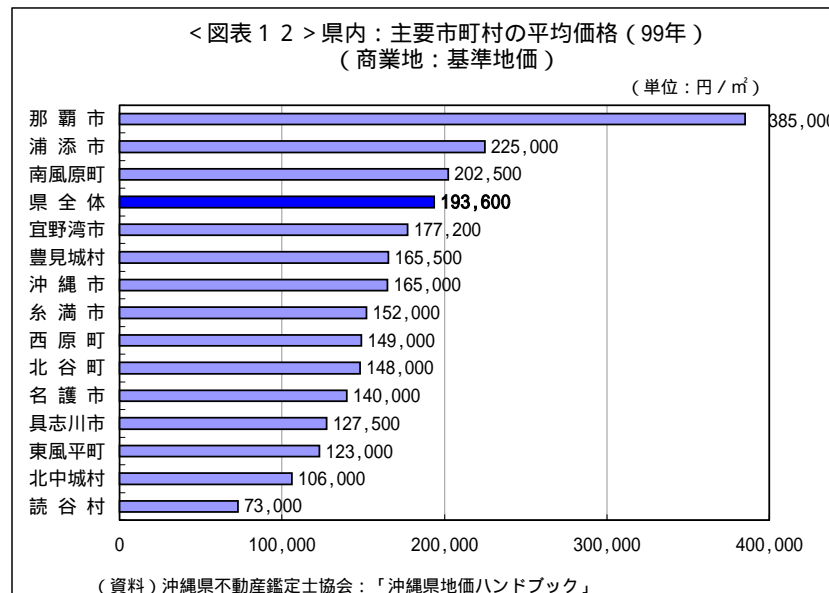
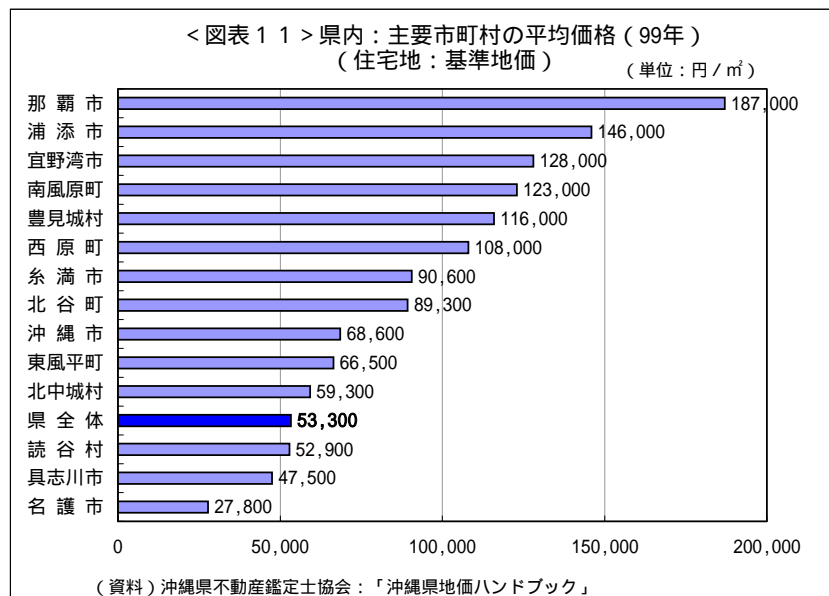


## ( 2 ) 地価の状況

< 図表 1 1 > と < 図表 1 2 > は、それぞれ主要市町村の住宅地価と商業地価を表したグラフである。( 地価は 99 年 7 月 1 日時点の基準地価(平均価格) )

住宅地は、やはり那覇市が一番高く、それに続いて浦添市、宜野湾市と那覇市近郊の市部で高くなっている。その他、那覇市のベッドタウンとして住宅地が広がっている南風原町や豊見城村、西原町と続き、これら地域は全て平方メートルあたりの平均価格が 10 万円以上となっている。

一方、商業地でも、那覇市の価格が突出しており、次に浦添市、南風原町、宜野湾市、豊見城村と続いている。町村部では住宅地同様、那覇市近郊の南風原町が水準的に高く、平均価格も 20 万円を上回っている。その他、同じく那覇市近郊の豊見城村も宜野湾に次ぐ水準となっている。



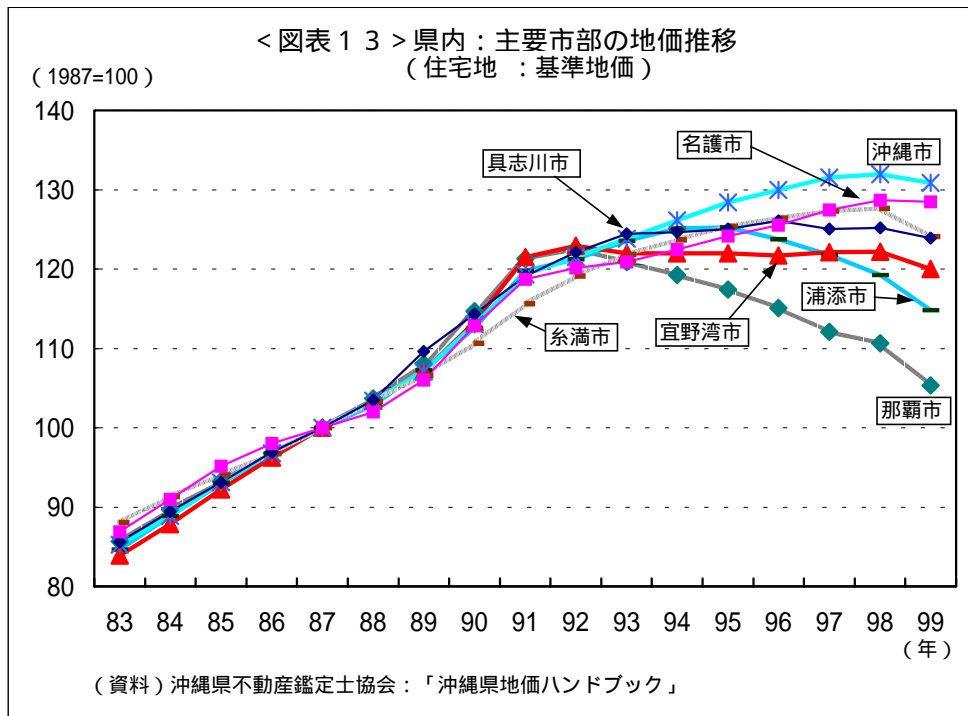
### (3) 地価の推移

それでは、主要市町村における地価の推移を時系列で追ってみよう。

前記で示した県内全体の地価の推移と同様、1987年を100とした指数で、各々の市町村を相対比較しグラフ化する。その後、各市町村の地価形成に影響している指標等を個別に分析し、特徴的な動きを分析してみる。

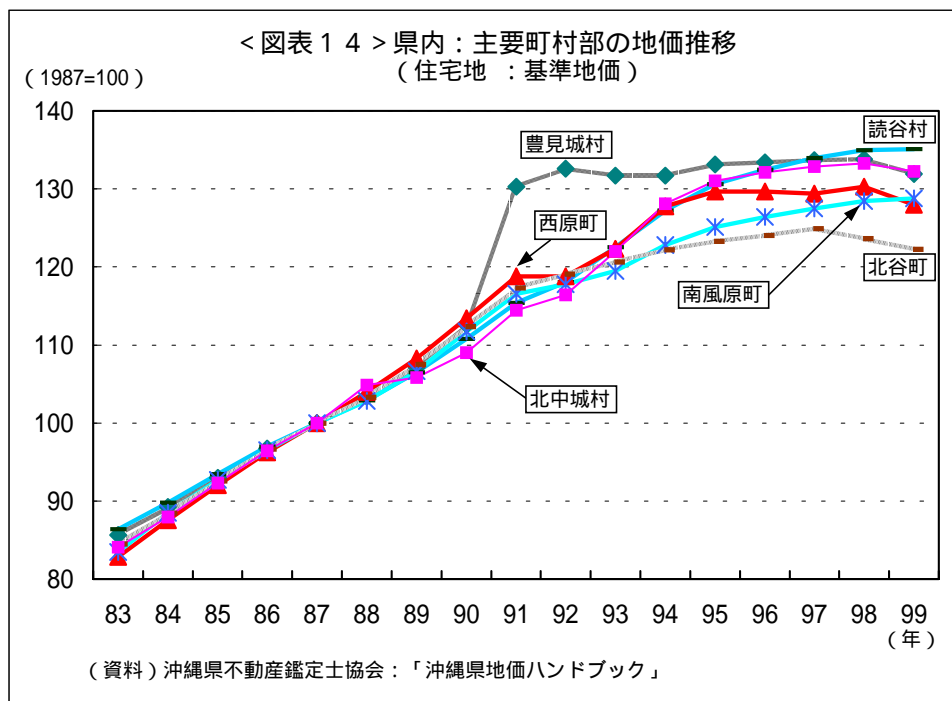
<図表 1 3> は、市部における住宅地価の推移を表したグラフである。

住宅地の場合は、前にも述べたが、那覇市や浦添市といった本県の都市部での下落が目立っている。宜野湾市、具志川市は、ほぼ横ばいで推移しており、沖縄市や名護市、糸満市など価格水準の低い地域は、足もと少し下げているものの、90年代に入っても上昇トレンドを描いている。



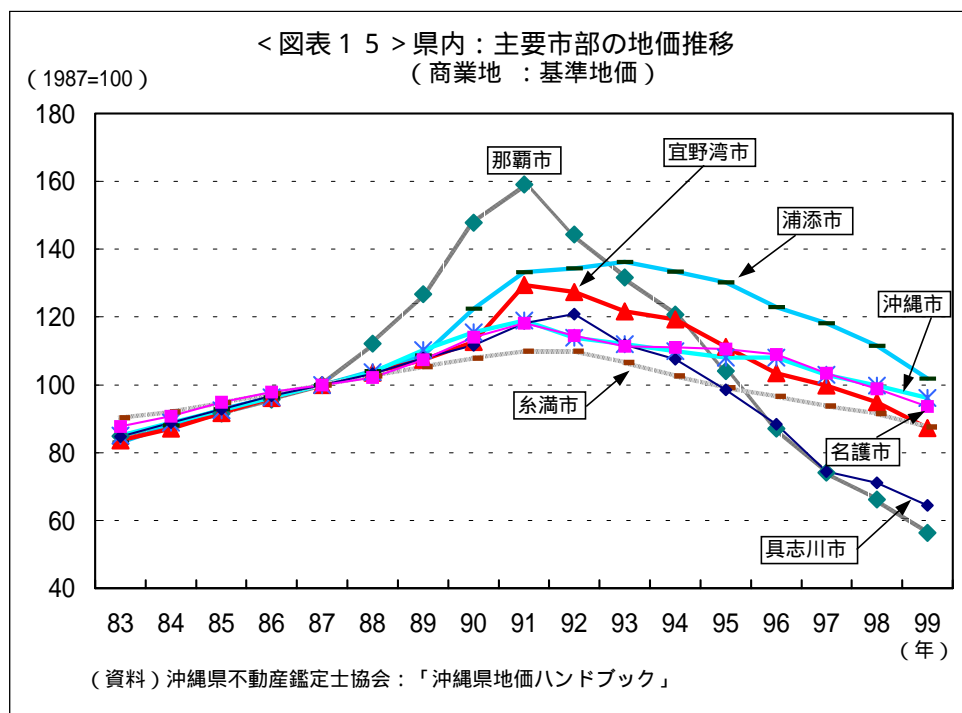
次は、町村部の推移だが、北谷町など最近2年間、下落しているところはあるものの、総じて上昇基調を示している。( < 図表 1 4 > 参照 )

動きとして目立つのは豊見城村で、特に91年の上昇率は15.7%とかなり高い。理由として考えられるのは、土地区画整理事業の進展等や交通アクセスの改善等による利便性の向上などである。西原町や南風原町も、利便性の向上や住環境の向上などが、地価の安定的な動きに繋がっていると思われる。読谷村や北中城村、北谷町は価格水準が低く、これら3町村も安定的に推移している。



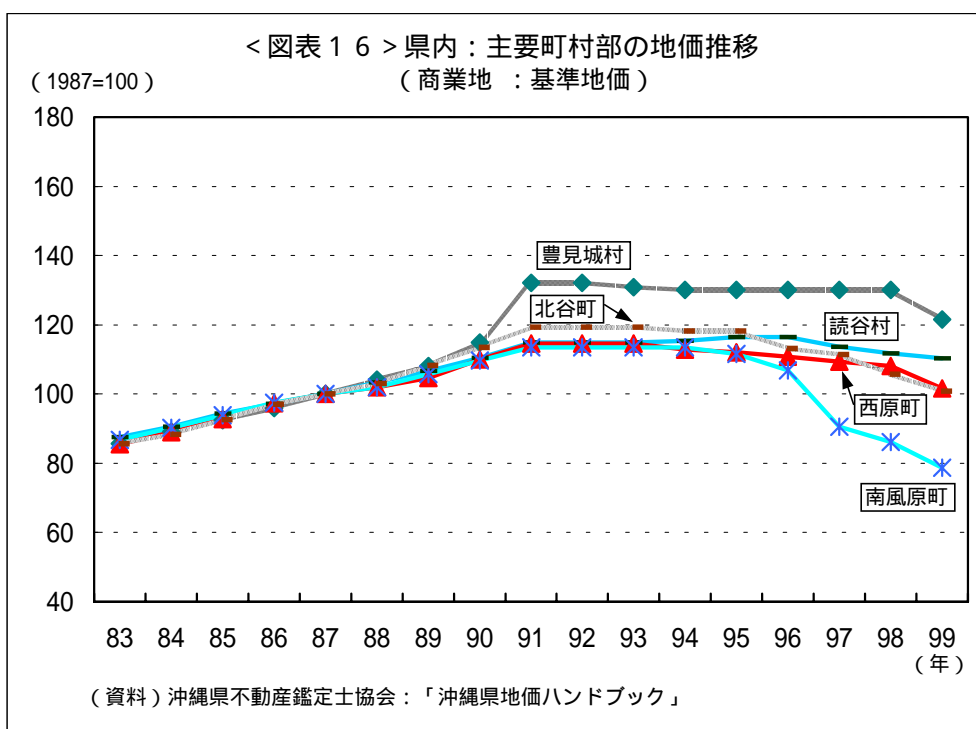
一方、商業地の動きだが、市部においては92年以降、下落の大きさが目立っている。( < 図表15 > 参照 )

那覇市については前にも述べたが、他市に比べて上昇率、下落率ともかなり動きが大きい。具志川市は価格水準は低いものの、下落の度合いが大きい。郊外型大型店の進出による既存商店街の市場性低下などが理由として考えられる。その他の地域は、だいたい同じ様な動きを示しているが、浦添市の場合は、本県の都市部ながら、下落の度合いが緩やかである。



次は、< 図表 1 6 > において、町村部の推移を見てみよう。

動きとして目立つのは、住宅地価の場合と同じく豊見城村で、特に91年の上昇率は14.9%とかなり高い。南風原町は、那覇市近郊で地価水準が高かったこともあり、他町村に比べ下落率が高くなったと思われる。それでも、現在の価格水準は、前述の那覇市や具志川市よりは上に位置している。その他の西原町、北谷町、読谷村については、だいたい同じ様な動きを示しており、現在の価格水準は87年当時と同レベルか、若干高い水準となっている。



#### (4) 各指標との比較

そもそも、地価動向は、土地の需要（実需のほか投機的な買いも含む）と供給の関係や、国内のファンダメンタルズ、政府による各種施策、そして県内の景気情勢等に左右される。

そこで、上記に示した主要市町村における地価の推移を、「人口」や「新設住宅着工戸数」の推移など各種指標と個別に対比させながら、もう少し詳しく分析してみたい。

分析に使用する指標は、次の4指標である。

各市町村における

人口の推移

新設住宅着工戸数の推移（県全体の総戸数に対するシェア）

商店(卸売業 + 小売業)数の推移（県全体の総数に対するシェア）

商店(卸売業 + 小売業)・年間販売額の推移（県全体の総額に対するシェア）

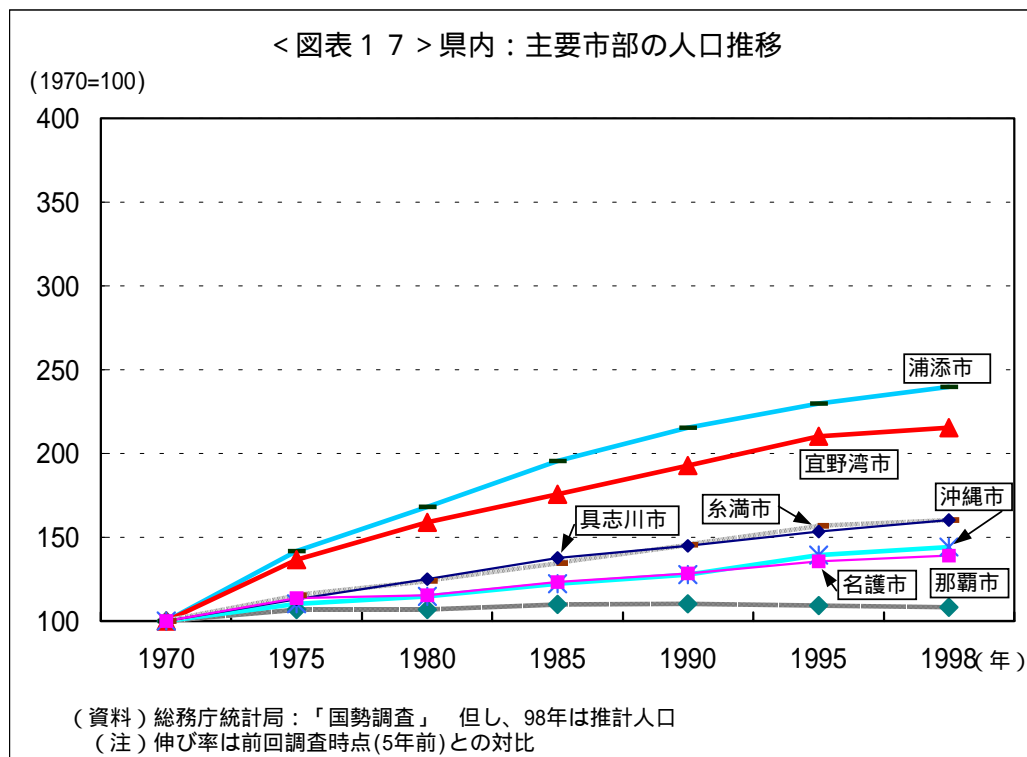
(注)なお、データの制約や統計調査の性格等から、各指標間で分析期間がまちまちとなっている。なかでも商業統計調査は最新のデータが97年となっているため、他指標との比較においてはタイムラグを考慮する必要がある。

## 人口の推移

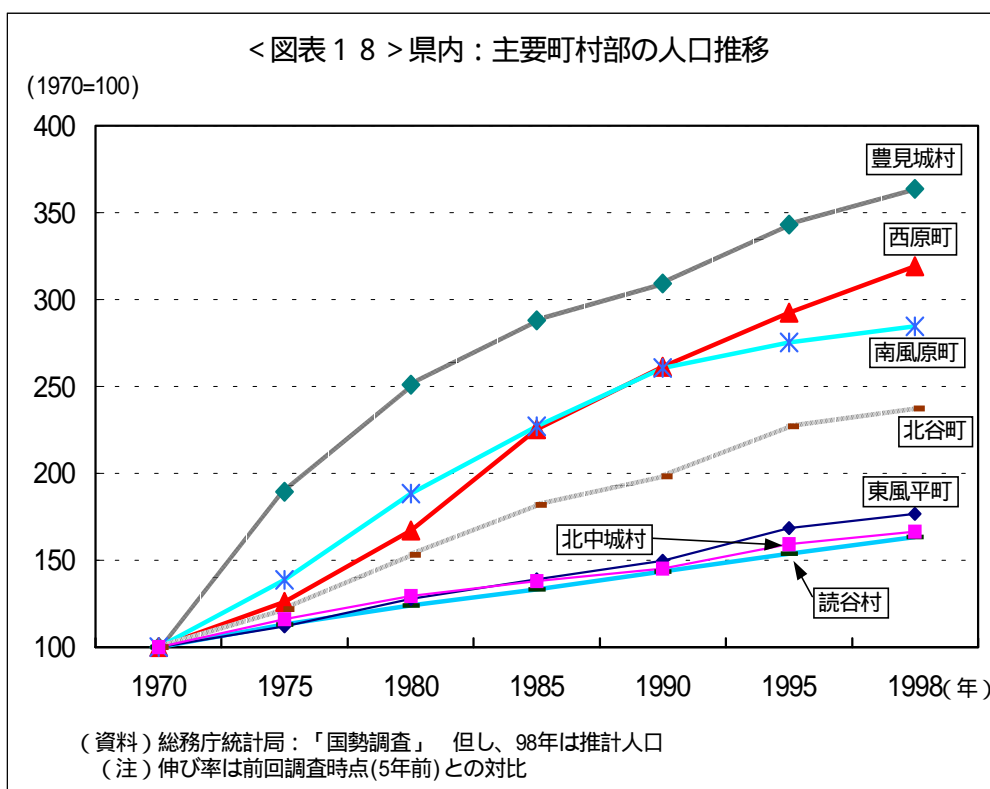
<図表17>と<図表18>は、各主要市町村の人口の推移を1970年を100とした指数で表したグラフである。

まず、市部では、県都：那覇市が本土復帰以降もほとんど横ばいで推移している一方で、その近郊に位置する浦添市や宜野湾市は98年現在、それぞれ2.40倍、2.15倍と大きな伸びをみせている。なお、他の市部は98年現在で1.5倍前後の水準となっている。那覇市の人口密度が高く、地価水準が他地域とかけ離れているなか、これら近郊都市の道路網整備や区画整理事業等の進展、産業の立地等による住環境・利便性の向上が同地域の人口の増加に寄与していると思われる。

次に、町村部の人口推移では、すべての町村で1.5倍以上の水準となっているが、なかでも、豊見城村(98年現在：3.64倍)や西原町(同3.19倍)、南風原町(同2.84倍)、北谷町(同2.38倍)がかなりの伸びを示している。北谷町以外の3町村は那覇市の近郊に位置しており、浦添市や宜野湾市と同様の理由により人口が増加していると考えられる。北谷町は、那覇市から離れているものの、ほぼ同様の理由が考えられよう。







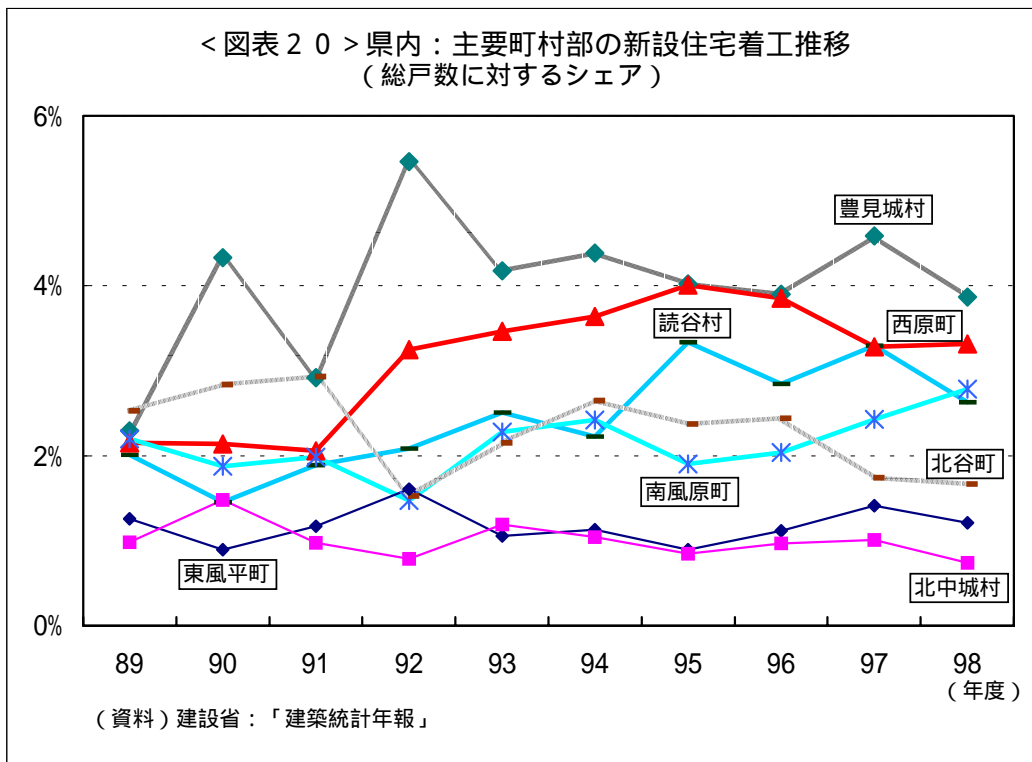
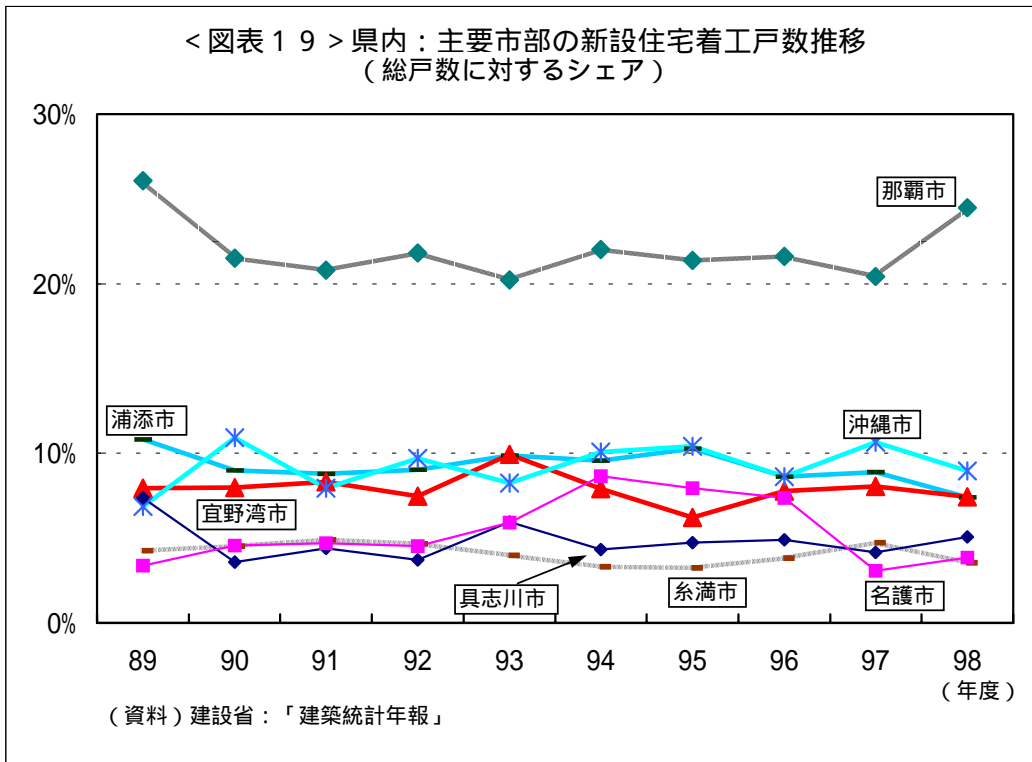
### 新設住宅着工戸数の推移

人口の増加とともに世帯数が伸びれば、住宅の需要が自ずと高まり、結果的に新設住宅着工の増加に繋がると考えられる。

<図表 1 9 > と <図表 2 0 > は、各主要市町村の新設住宅着工戸数の推移(期間は 89 年以降の 10 年間)を総戸数に対するシェアで表したグラフである。これは、あくまでフローベース(単年度における新設住宅の動向)の推移であり、前記の人口推移とは意味合いが異なるが、この動きから県内において相対的にどの市町村で住宅需要が高まっているかが、ある程度読み取れると思われる。

まず、市部の動きでは、那覇市が 90 年から 97 年にかけて 20% 超の水準でほぼ横ばいで推移しており、その次に浦添市や宜野湾市、沖縄市の水準が 10% ないしは 10% 弱の水準で推移している。その他の 3 市は、ほぼ 5% 前後の水準で推移している。89 年以降の動きをみる限り、市部においてはその年毎に増減を繰り返しており、トレンド的な動きを示しているところは見受けられなかった。

次に、町村部の動きだが、市部とは動きが異なり、豊見城村、西原町、南風原町、読谷村の 4 町村が上昇トレンドとなっており、そのうち 3 町村は那覇市のベッドタウンとして、住宅地エリアが拡大している様子が窺える。



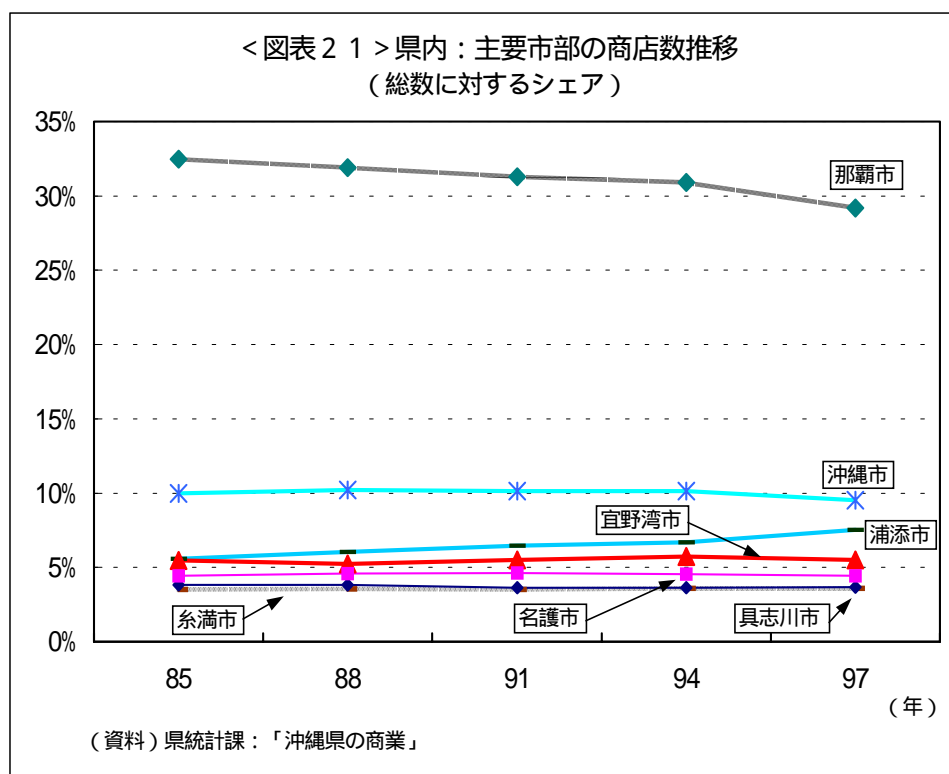
### 商店数の推移

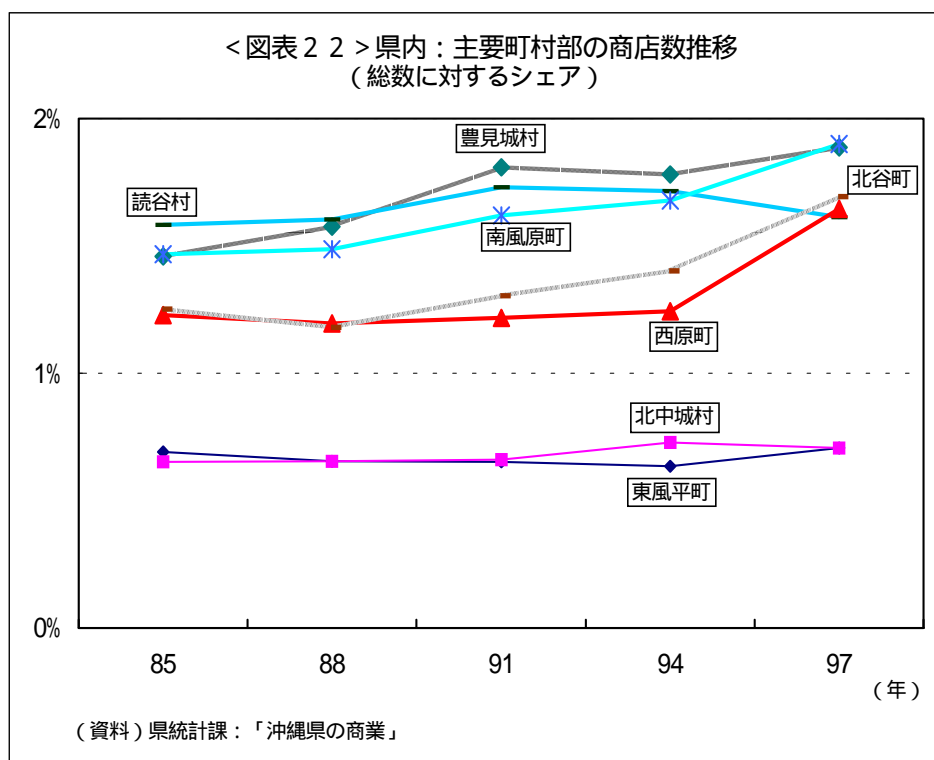
商店数の増減は、住環境や利便性の向上による新たな宅地の形成や、地元経済の動向等（行政側の施策展開を含む）と密接な関係にある。

<図表 2 1> と <図表 2 2> は、各主要市町村の商店数の推移を総数に対するシェアで表したグラフである。なお、ここでいう商店とは、卸売業と小売業との合計を表す。(当調査は3年毎に行われるため、最新の数値は97年である。)

まず、市部の動きでは、那覇市が94年まで30%台のシェアを確保していたが、長期間にわたる景気低迷の影響や、郊外型産業の立地が進展していることなどから、足もと30%台を割り込んでいる。沖縄市も、若干ながら足もと減少傾向を示している。一方、浦添市は、89年から一貫して水準を切り上げており、前の2市とは逆の動きとなっている。同市は那覇市の隣に位置し、交通アクセスが容易であることや、那覇市に比べ地価水準が低いことも手伝い、持続的に上昇基調で推移しているものと思われる。その他の4市は、だいたい横ばい基調で推移している。

次に、町村部の動きだが、前記の新設住宅着工戸数の場合と同様、豊見城村、西原町、南風原町といった、那覇市に近接する3町村が上昇トレンドとなっている。住環境や利便性が向上するなか、地価の相対的な割安感などもあって、上昇基調で推移しているものと思われる。北谷町は、那覇市から離れているが、道路網整備や区画整理事業の進展、そして最近では美浜アメリカンビレッジに代表されるように、独自のコンセプトを持った街づくりにより町全体が活性化しており、商店数のシェアも91年以降上昇を続けている。その他の町村では、ほぼ横ばい基調となっている。



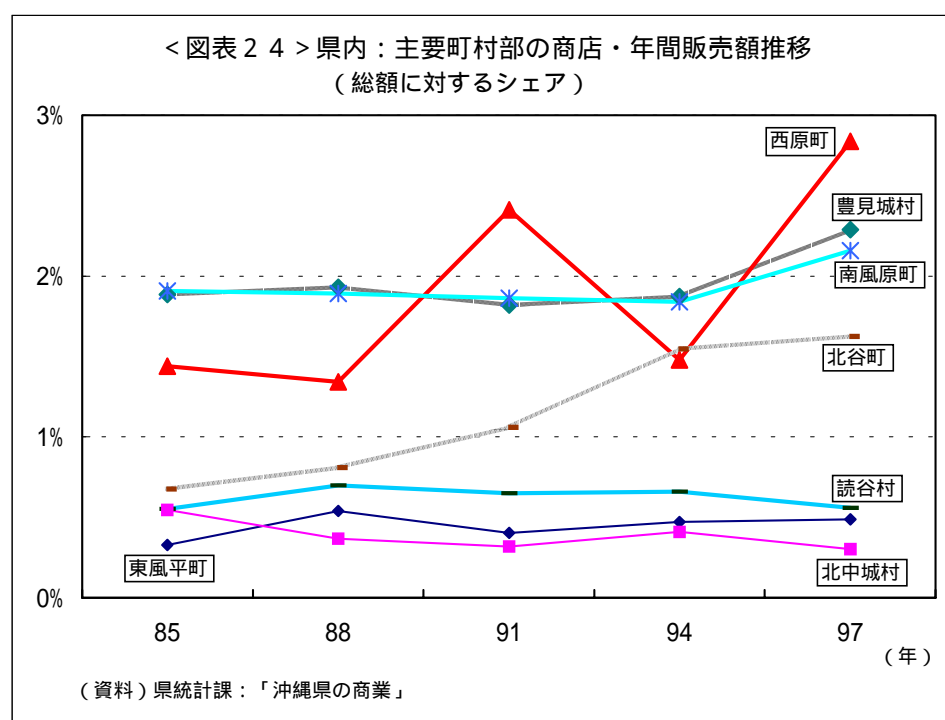
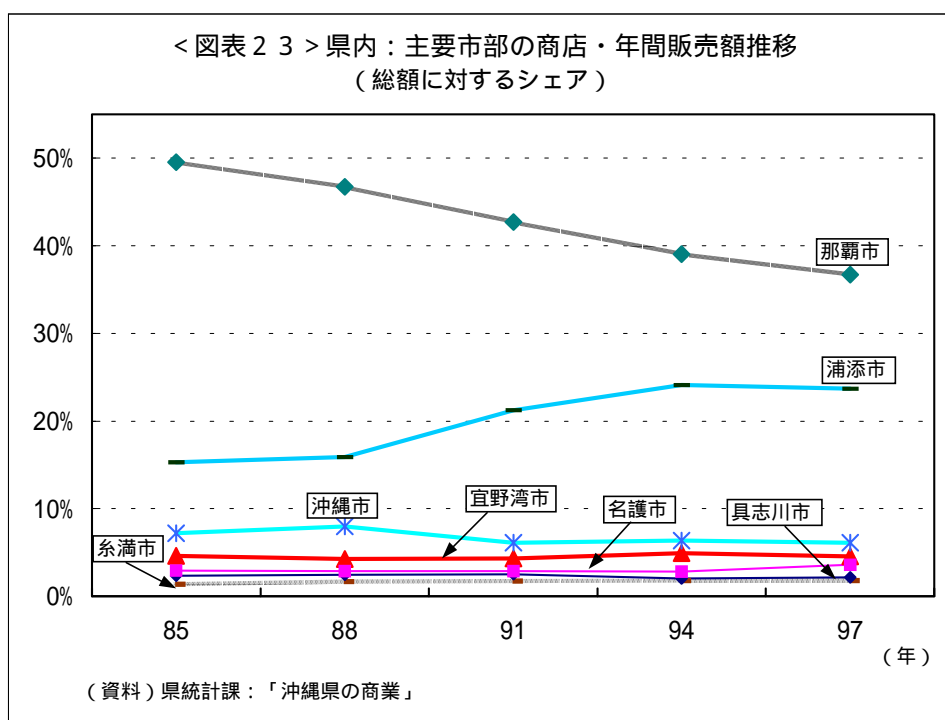


### 商店・年間販売額の推移

前記では、各主要市町村の商店数のシェアを分析したが、今度は、商店の年間販売額の面から同様の分析を試みたい。( <図表 2 3>、 <図表 2 4> 参照)

まず最初に、市部の動きだが、那覇市は、年間販売額のシェア低下が目立っている。85年当時、約50%あったシェアは、97年には約37%まで低下している。商店数も、前述の通り低下しているものの、85年の約33%から97年の約29%と、緩やかな下げとなっており、長引く景気低迷による販売額の伸び悩みや比較的規模の大きい商店のシェア減少が、この2指標間の動きの差に表れていると思われる。一方、浦添市は、那覇市とは全く逆の動きをしており、最近では那覇市にさや寄せするかたちで推移している。商店数のシェアの伸びを販売額の方が上回っており、比較的規模の大きい商店のシェア増加が寄与していることが要因の一つとして考えられる。沖縄市は、若干シェアを落としているが、その他の4市では動きにあまり変化がみられなかった。

次に、町村部の動きでは、トレンド的にはっきりとした変化がみられるのは北谷町で、経年とともにシェアを伸ばしている。西原町は、時期ごとに動きが異なっているが、97年にはまたシェアを切り上げている。豊見城村と南風原町は、最近の97年におのおのシェアを若干伸ばしている。その他の3町村では、特徴的な動きはみられない。



これまで、各主要市町村における人口や新設住宅着工戸数、商店数、商店・年間販売額の推移を概観してみたが、そこで、総論として地価と諸指標との関連から現時点で解かることを簡単に述べてみたい。

最初に住宅地価と諸指標との関連において述べてみよう。

まず、市部においては、県都：那覇市が人口伸び率の低下や、商店数、商店・

年間販売額のシェアを落とすなか、価格水準の高さも手伝って住宅地価は大幅下落している。那覇市近郊の浦添市は、人口も伸び、商店数、商店・年間販売額のシェアを切り上げてはいるものの、下落が目立っている。その他、沖縄市や名護市、糸満市などは、浦添市や宜野湾市に比べて人口の伸びが緩やかで、商店数、商店・年間販売額のシェアの動きにもさほど変化がないが、90年代に入ってもほぼ上昇トレンドとなっている。

ここで解かることは、市部の住宅地については、道路網整備や商業地の発展等により住環境や利便性が向上したとしても、バブル崩壊以降、買い手市場となっている現在においては価格志向がかなり強まっており、結局、県内において元来価格水準が高い都市部の地価が下がり、相対的に割安感が強い郊外の市部が安定価格で推移しているという二極化した動きであろう。

一方、町村部では、豊見城村や南風原町、西原町といった那覇市に近接した地域は、人口の大幅な伸びや新設住宅着工戸数、商店数、商店・年間販売額それぞれシェアの伸びが、地価の安定的な動きに結びついている側面が考えられる。北谷町は郊外に位置しているが、上記3町村と同様、諸指標における堅調な伸びが地価安定に寄与していると思われる。ただ、重要なポイントとしては、これらの地域は、県内の都市部に比べこれまで地価水準が低かったことが地価の安定的推移に寄与していることは間違いないであろう。

次に、商業地価との関連性において述べるが、商業地価の場合は、景気の実勢や投資マインド(利益追求といった実需のほか、投機的な買いも含む)を色濃く反映するため、人口増加に伴う世帯数増加の影響を受けての住宅需要というものが存在する住宅地価の場合とは、動きにかなりの違いをみせている。

最初に市部の動きでは、前に説明した那覇市の下落がきつく、商店数、商店：年間販売額のシェアともに大きく落としており、商業地としての空洞化の動きは否めない状況となっている。全体を見渡すと、ほとんどの地域で87年当時の水準を割り込んでいる。唯一、87年当時の水準を上回っているのが、浦添市である。同市は、旺盛な人口伸び率とともに商店数、商店：年間販売額ともにシェアを確実に伸ばしており、これら商業地としての堅調な動きが同市の地価の下落を緩やかにしていると考えられる。

次に、町村部では、商業地価は南風原町以外は全て87年の水準を上回っている。町村部の場合、各指標をみても那覇市近郊の町村部ほど安定的もしくは積極的な伸びを示しており、地価の相対的な割安感もあって、市部に比べ安定的な動きとなっている。ただ、南風原町は、各指標において他町村と同様な状況を示しながらも、下落の度合いが相対的に大きい。同町は那覇市と商圈がほとんど同一で、しかも町村部で最も価格水準が高いことが影響したと思われる。

## 5. 株価と地価の関係

### (1) 価格形成要因

我々にとって、バブル期の株式市場の過熱と地価上昇は記憶に新しいところである。前にも述べたが、当時はファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)からみて株価と地価がかなり遊離した高い水準で価格形成が行われていたため、結果的には市場のメカニズムとして修正が加わり、その遊離した部分がはじけ飛んでしまったわけである。

このように、株価と地価(特に都市部の商業地価)は当時においても同様の動きを示していると思われ、本頁では、両者の価格形成要因について、需給関係やファンダメンタルズ面を中心に考察してみたい。

両者の価格形成には、当然ながら需給関係が存在しており、当時は低金利の状況が続くなか、両市場に資金が過剰に流入し需要過剰・供給不足のもとで売り手市場による価格形成が行われていた。現在は、当時とは景気情勢も全く異なり、需給関係も供給過剰・需要不足による買い手市場となっており、価格は下方へシフトしやすい状況が続いている。結局、需給関係においては、市場参加者の思惑やマインド的な要素が作用するため、どうしてもファンダメンタルズから乖離する部分が生じてしまう。この面においては、両者とも同一的な作用を受けていると考えられる。付け加えるならば、株式市場においては需給関係を市場要因と呼んでおり、通常はこの他に金利水準や金融市場の動向を含めて市場要因と表現している。

上記の要因とは別に、株式市場では、価格形成要因の最も重要な要素として実態要因が挙げられる。具体的には、企業収益とその予想、産業・経済の動向、政治動向や国際情勢などである。一方、土地市場においても、商業用であれば、購入希望している場所の立地条件や収益の見通し、ひいては国内・県内の経済情勢、行政側の施策展開としての道路網整備や区画整理事業の進展度合い、そしてこれらの将来的な計画見込みなども熟慮したうえで、希望購入価格の提示に対する供給のマッチング(その逆もある)が行われるはずである。この過程においては、当然ながら前述の需給関係が関与してくる。

ただ、両者の相違点としていくつか考えられるのは、まず最初に資産的側面であろう。株式とは違い、土地の場合はその供給に限度(いわゆる稀少性)があることや、物理的に滅失しないという点である。そして、土地は地域性や個性が強いという点であり、これらが株式や債券などと大きく違っている。

その他、株式の流通市場は上場(公開)株であれば通常、東京証券取引所などにおいて市場参加者が日々刻々と生起する事件や情報をタイムリーに入手し共有できる状況のもとで集中取引が行われ、毎日多数の銘柄の価格形成が行われ

ている。一方、土地は従来、相対で取引が行われており、情報面においては、例えば個別物件の売買価格や賃料などの情報がほとんど提供されておらず、市場での情報の共有化による適正な投資判断がされ難いといったところも、株式市場との大きな相違点であろう。

## (2) 収益還元法

最近、国内の不動産市場において収益還元法を重視して不動産を評価しようという動きが強まりつつある。

現在、不動産鑑定評価基準においては、不動産の経済価値評価は、原価法、取引事例比較法、収益還元法の3つの手法を原則併用し、これらにより算出された3つの試算価格を調整して、適正価格を決定することとされている。

一方で、バブル崩壊以降、地価の推移が不安定となっており、特に商業地においては、購入者側が対象不動産の将来的な収益力を判断したうえで取引を行うといった収益要因を重視した動きが強まっている。

<図表25>は、収益還元法による収益価格の算出方法を示したものである。このように、対象不動産の将来的な純利益を適正な還元利回りで還元することにより収益価格を求めるものである。ただ、収益還元法を適用するにあたっては、いくつか問題も指摘されている。具体的には、賃料や売買価格の情報が入手困難なことや、わが国の賃貸借慣行（賃貸借期間：原則2年間や6カ月の事前通告による解約認可）などから将来的な純利益の算定や還元利回りの設定が適正に判断できるかという問題である。その他、収益還元法は、収益性を目的とした商業用不動産などには有用だが、収益性ではなくむしろ快適性などを第一義の目的とした持ち家の評価には向かないという点である。

このように、現時点で課題はあるものの、土地市場を取り巻く環境が変化するなか、今後の条件整備の進展等によって商業用不動産は、収益還元法による評価に収斂されていく方向にあると思われる。

<図表25> 収益還元法による収益価格の算出式

$$\text{収益価格 (不動産価格)} = \frac{\text{純利益(総収益 - 総費用)見込み}}{\text{還元利回り}}$$

(還元利回り：物件価格に対して見込まれる収益の割合  
最も一般的な投資利回りを標準とし、投資対象としてのリスク、流動性、安全性を考慮して設定。)

(資料)国土庁：「土地白書」等を参考に作成



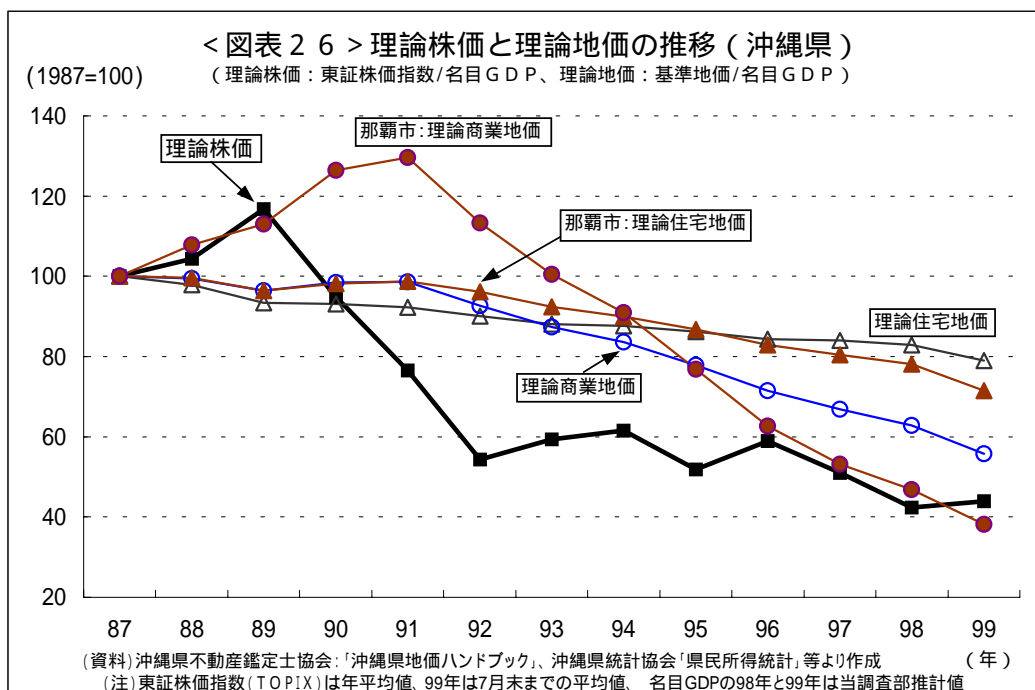
### (3) 理論株価と理論地価

上記では、株価と地価の価格形成要因や収益還元法について考察してみたが、次は、両者の動きについて理論価格という観点から分析し、グラフ化してみた。

ここでの理論価格とは、経済の先行きを織り込んで推移する、いわゆる経済の先行指標ともいえる株価を、名目県内総生産で割ることにより算出した。地価も同じ方法で算出し、双方の動きを比較してみた。なお、分析には株価は東証株価指数(TOPIX)、地価は県全体と那覇市の住宅・商業地価を使用した。

<図表26>を見てみると、まず、理論株価は89年にピークを打って、その後急速に下落し、92年からはもみあいながらやや下降している。一方、理論地価は県内：住宅・商業地価、那覇市：住宅地価ともに緩やかな下方トレンドを描いているが、那覇市：商業地価は理論株価に2年遅れてピークを打ち、その後現在まで一貫して下落している。ただ、理論株価のピークを2年ずらして那覇市：商業地価の理論価格を見てみると、大体同じ動きをしていることが解かる。那覇市の場合、県内の商業地平均に比べ、人口や産業の集積度が高く、需給面においても豊富な物件の存在や取引件数の多さ等から、相対的に実態要因や需給要因を反映しやすいため、理論株価との連動性が高くなったと思われる。両者のピークのズレは、前に述べた市場の成熟度合い(取引の仕組みや情報の公開度、市場参加者の規模など)が異なっていることが要因として考えられよう。

今後、土地をめぐる環境の整備が進み、取引において現在より精度を高めた収益還元法に基づく収益価格が浸透していけば、都市部の商業地価と市場性の高い資産である株式の価格は連動性が高まってくると思われる。



## 6.まとめ

地価の下落が続いている現在、果たしてこれが良いことなのか、悪いことなのか、各方面で色々な議論がなされている。

地価の下落を需要者側からみると、安価で入手できるという観点からすれば、プラス要因として捉えられよう。(ただ、需要者側における購入の判断としては、期待地価上昇率が下方トレンドであれば、積極的な投資行動はとりにくい。)

一方、地価の下落は、経済的にはマイナス要因を内包している。例えば、保有土地の含み損があると、逆資産効果によって保有者の消費行動や経済活動が抑制されることになる。要するに、地価の下落が経済成長の阻害要因として働き、その結果がまた地価の下落に結びつくという逆スパイラルの状況である。

そこで、キーワードとなるのが地価の安定化・適正化であろう。

現状の地価水準に対する投資者の価値判断は、その時々を経済情勢や将来的な見通しの方向性に左右されるといって良いだろう。実際には投機的な行動等により地価が乱高下することがあるが、域内の安定的な経済成長に伴って地価の適正化がもたらされるのであれば、法人であれば企業戦略や収益計画の構築、個人においても住宅資産の取得等にプラスに寄与すると思われる。

本県では、復帰以降、社会インフラ整備など公共事業が急ピッチに行われ、観光産業とともに建設産業が今日の県経済を牽引している。一方、国内における財政状況や高齢・少子化の進展を考えると、既存の財政依存型経済は行き詰まりをみせており、本県としては、将来的には自立経済に向けた産業立地の促進や情報産業の育成等により、県経済の底上げを図ることが重要である。そこには米軍基地返還後の跡地利用という本県特有のテーマが密接に絡んでおり、将来の再開発に向けた明確なビジョンを策定・推進しながら県経済の底上げを図ることは、ひいては地価の安定化に繋がっていくと思われる。

行政面では、98年9月に特定不動産の流動化を目的とした、通称「SPC法」が施行され、不動産投資商品の多様化が図られている。まだSPCについては制度的な不備や税制面での問題等があるが、SPCに限らず、本国での不動産取引に伴う税コストの改善策は、現在低迷している土地取引の積極化や円滑化を図るためにも必要であろう。

また、土地市場における情報開示の積極化は、正確な投資判断や幅広い市場参加者に支持される健全な市場育成を図るために不可欠なものといえよう。

本県においては、今後は民間、行政が一体となり、豊かな町づくりや良質な住宅地の形成など本来の土地活用に即した市場の創造を図り、かつ健全な市場環境整備へ積極的に取り組むことが期待されている。

(藤崎 義行)