

報告番号	甲 乙 第	号	氏 名	鷺崎 俊太郎
主 論 文 題 名：				
近世・近代都市の土地市場分析 ——江戸・東京における不動産収益率の推移と賃貸経営の変化——				
(内容の要旨) 本論文の目的は、近世・近代日本における都市の土地市場と不動産経営について、江戸・東京を事例とした不動産収益率という観点から長期時系列的に分析し、その意義を検討する点にある。分析対象となる期間は、17世紀末期から20世紀初頭までの200年余である。 土地は労働・資本とともに生産要素の1要素であり、その生産力や収益性は古来より経済学における最もオーソドックスかつポピュラーな研究テーマだった。それにも拘らず、日本経済史において、土地研究は従来からその制度史的側面の分析に偏重してきたため、土地の生産要素としての市場史的側面や、その資産運用をめぐる不動産経営史としての議論は看過され続けてきた。また土地生産力に関心が集まったとしても、その大半は農村を対象地域とした研究に限定されており、都市の土地生産力・土地収益性を体系的に検討してきた研究はほとんど無かった。 本論文の特徴は、土地市場における不動産収益率と他の経済指標との比較というマクロ的視野と、土地不動産を運用する地主の経営行動を検討するミクロ的視野を兼ね備えた点にある。前者に関しては、都市の土地価格がファンダメンタルズ・モデル（地価を将来地代の割引現在価値と考えるモデル）で当時どこまで説明できるのかを検証し、不動産収益率の長期時系列的推移を考察することで、その結果を近世・近代の金融資産市場に位置づけてみる。また後者においては、近世前期の犬山屋神戸家、近世後期～明治前期の三井家、明治期の三菱という3時期・3主体の不動産収支を分析したうえで、各々が地所家屋経営を展開した意義について検討していく。以上の2つの視点を近世から近代まで通して分析し、土地市場史・不動産経営史における両時代の連続的側面と断絶的側面を明確にするのが、本論文におけるいまひとつの特徴である。 分析を行うにあたって焦点となる課題を挙げると、以下の3点が浮上する。 第1に、近世・近代を通じた都市における地代・店賃や不動産経営の収支に関する長期時系列データが揃っていない。日本の経済発展に対する長期的な実証分析は、人口史、産業史、物価史、金融史、財政史、貿易史などの分野でめざましい成果を示してきたが、土地不動産においては、地代・家賃といったレント情報の入手困難性という問題も手伝って、上述の分野ほど研究が進捗していない。さまざまな長期時系列データの整理とそれに基づく実証分析が行われてきたなかで、要素市場における土地不動産史研究の蓄積は急務とされる。 第2の課題として、近世・近代を通じて長期時系列的に推計された江戸・東京の不動産収益率が当時の国内金融資産市場において果たしてきた役割を検討する必要がある。そのポイントのひとつは、近世都市の沽券金高が地代を収益還元した金額となり得ていたのかを検証する点であり、いまひとつは、不動産収益率の長期時系列データを徳川期や明治期の金利データと比較しながら、金融資産市場におけるその推移と役割を相対的に位置づけていく点にある。 第3の課題は、都市の土地不動産経営という分野における近世から近代への連続性と断絶性の検証である。すなわち、近世都市における不動産経営のうち、近代に継承された側面、代替された側面を明確にする視野が重要である。				

以上の論点を念頭に、本論文では5つの章を設けて江戸・東京の土地市場と不動産経営に関する実証的な分析を行った。

第1章では、元禄～宝暦期に名古屋出身の材木商・犬山屋神戸家が日本橋小舟町に所有した地面を事例として、家守が報告した原史料からその町屋敷経営の収支構造を解明し、商人資本による不動産投資の意義を検討した。当該期の町屋敷経営は健全な経営形態を示していたが、その実現にあたっては、①家守が収益最大化とリスク回避に尽力したこと、②町人の租税負担が低率・低額・逡減していたこと、③普請・修復の出費に備えて地主手取分を常時蓄積できる体制にあったことを前提とした。このような収支構造の維持が、町屋敷経営の黒字収支をもたらした。

だが、健全な町屋敷経営は、それ自体が魅力的な資産運用であることを意味したわけではなかった。もともと町屋敷経営には、町人の役負担が減免されても、その減額分を上家・土蔵の減価償却費が吸収するため、高利の運用を期待しにくいという資産的特徴を備えていた。また、17世紀を通じた「大開墾」と「人口爆発」の終焉に伴って貨幣需要が減退したのに加えて、貨幣改鑄の頻発によって三貨相場が非常に不安定となった結果、現金から土地へという資産選択が一挙に加速化した。これにより、町屋敷は本質的に利子所得を期待する資産だけではなく、売買自由という性格を活用して資本利得を期待する資産でもあったと考えられる。結局、初期の特権商人も、専業の間屋商人も、町屋敷を店舗として利用しないのに集積し続けた理由は、貨幣資産に比べればまだ相対的に安全・安心・安定的と思われる土地資産に投資するためだったといえる。

第2章と第3章は、近世後期の土地市場と不動産経営を考察している。とくに第2章では、日本橋・京橋地区の町屋敷を事例に、収益還元法から町屋敷の収益還元地価を求め、それと実際の土地売買価格とのずれをどのように説明するかを検討してみた。

その結果、享保～寛政期には表店の実質地代が低下していたにも拘らず、低金利政策と貨幣供給の増量、および商品取引に対する貨幣需要の減退など、複数のマクロ的な経済環境が土地不動産への資産選択を活発化させ、実質地価の上昇に貢献した。よって、ファンダメンタルズはこの時代を通じて有効に機能していた。しかし、寛政～天保期になると事態は一変する。この期間の利子率は大名貸において一層低下していたが、京橋の表店においては、文政改鑄による長期持続的な物価上昇の影響で実質地代も下落していた。したがって、天保期の収益還元地価は寛政期のそれとほぼ同じ程度の価値を示していたが、実質地価は大幅に下落していた。そのために、実質地価に占めるファンダメンタルズで説明できない価格の比率は負の方向へ大きくシフトし、それが表店における土地価格の決定機能として十分な役割を果たさなかった点を明らかにした。換言すると、18世紀までの沽券金高は表店地代を当時の利子率で資本還元した現在割引価値を示していたが、19世紀以降のそれは裏店地代を資本還元した土地評価額しか意味しなくなっていた。それは、江戸における土地生産性の主体が表店から裏店へと移っていたことを端的に物語っていた。そう考えると、近世後期における都市の土地不動産は安全かつ安定的なものではなく、リスクと鉢合わせの投機的な長期金融資産だったと解釈される。

第3章では、近世後期における土地不動産の経営構造とその収益率の推移を、三井両替店請40か所を事例に解明した。この章のポイントは、町屋敷経営の収益構造が吉田伸之の主張どおり災害や行政政策の転換によって簡単に変化するかを再検討するとともに、三井家の町屋敷経営に対する志向性を他の小地主と比較して再考する点にある。その結果、収入は緩やかな上昇を続けたのに対して、費用は幕末期に寛政初期の4倍近くにまで膨張するというドラスティックな動きを示していた。対照的に、利益を表す地主手取分は、費用の急増に反比例して1830年代から低下し、幕末期にはピーク時である文化期の4割の水準にまで落ち込んでいた。

町屋敷経営に対する天災の影響力について、災害翌年の収入は類焼以前の水準近くにまで回復

していた。ここには、大元方による復旧費用の補填制度というメカニズムが機能していた。三井家の場合、被災規模が甚大だと大元方へ借入金を願い出て復旧費用に充当していた。それを可能たらしめたのは、所有地の大半が御為替御用引受の家質に入っており、類焼によってその担保価値を低下させないようにする意図が働いていたからである。つまり、町屋敷経営の大火に対するリスクは大元方を通じてヘッジされていた。また、天保の地代店賃引下げ令による影響についても、吉田の主張ほど町屋敷経営に大きな影響を与えたとは断定しがたい結果となった。費用の増加要因、すなわち利益の減少要因は、大火の発生や地代店賃引下げ令というイベントに依拠するよりも、むしろ文政期からの長期持続的な物価上昇にあった。

他方、両替店請 40 か所における町屋敷経営の不動産収益率は 1770～90 年代に 4%前後で推移し、1800 年代に入ると 4.5%近くまで上昇した。18 世紀前半期のそれが 3～5%で推移していた点を踏まえると、連続的に推移していたと判断できる。しかし、1820 年代から低下傾向を示し、66 年には 2%前後まで半減した。とりわけ、災害年の不動産収益率は 0.5%弱から 1%台の水準にまで低迷したが、大元方からの借入金を含めた不動産収益率を推計すると、収益源を地主手取分に限定して計算したときのそれに近い水準にまで回復していた。収益率は長期持続的な物価上昇によって悪化していたが、大元方が担保価値を維持すべく、町屋敷経営に資金を提供し、低減傾向にあった収益性を下支えしていた姿勢は、積極的な経営志向という意味で評価できる。

第 4 章と第 5 章では、近代都市・東京を分析対象とした。第 4 章では、明治前期における三井家の不動産経営について、近世の町屋敷経営との連続的側面に着目しながら、その収益率を個別の所有地ごとに求めた。従来の研究は、不動産経営の利回りを求めるにあたって改正地価を土地資産の評価額として使用してきたが、改正地価は地租の課税標準として地券に記載された法定地価で、土地資産を取得するために費やした期首の資産価値ではない。不動産投資の収益・利益を、得たものから元本を控除した残りの比率と規定する以上、不動産収益率は一定期間に資産の保有者へ支払われるキャッシュフローを期首の資産価値で割ったものである必要がある。

そこで、徳川期の購入地であれば沽券金高、明治期の購入地であれば土地の購入代金を期首の資産価値として使用し、三井東京所有地の不動産収益率を再計算した結果、不動産経営として活用された地面全体では 1875 年に 5%台を記録し、91 年には 9%台に到達した。地代の増収と公租賦課の減額による利益の増加、さらに改正地価では配慮されなかった建物の利潤が沽券金高や実際の土地購入代金を期首の資産価値として使用したことで反映できた点が、不動産収益率の上昇要因として挙げられる。とはいえ、三井の東京所有地は 200 か所弱にも及ぶ集合体だったために、その不動産収益率は土地の購入年代によって推移を異にした。徳川期に購入された地面のなかでも、両替店請 40 か所の不動産収益率は 70 年代中頃には 5%台に位置していたので、第 3 章の結果を踏まえて幕末・維新期の連続性を証明できたといえる。他方、明治期になって購入された土地の多くは、三井が江戸商人に貸付を行った際の流地や、そうした流地を三井の貸附方が大元方へ廉価で売却した地面だった。そのために、不動産収益率は 2 桁を超える高い推移を示していた。結局、活用地面全体の収益率はこれらの平均像を表したものだたと解釈できる。

第 5 章では、三菱を事例に明治中～後期における東京の土地投資と不動産経営を解明し、丸の内のオフィス経営へと至った三菱の不動産事業の意義を検討してきた。

初期三菱 (1870～85 年) は、西南戦争の御用船運航収入による多大な利益を受け、岩崎家の資産運用の一手として東京での土地集積を積極的に展開し、貸地貸家経営を手掛けた。その収益自体はまだ微細なものに過ぎなかったが、続く三菱社時代 (1885～93 年) の不動産経営に連続するものとなった。他方、三菱社時代における不動産投資の特色は、特定の町の地所を短期・集

中的に買い集めた点にあった。ただ、その方針は1889年ごろを境目として相違する。1885～89年の不動産投資は、初期三菱から継承した地所の高度利用を目標としていたために、隅田川河口付近の土地を購入して社用地として扱い、海運業や倉庫業といった従来のビジネスとの関係性を維持してきた。しかし、80年代後半になって、家屋税導入による納税総額の上昇、コレラの発生による衛生対策の必要性は、近世から続く木造長屋スタイルの貸家経営に多くの課題を突きつけた。これに対して、1889～93年の不動産投資は、広大な官有地の払下げを受けた市街地開発に努めた点を特徴とした。こうした大規模な貸地を必要としたのは、病院・学校など大都市の生活関連社会資本であった。三菱の都市不動産投資に対するインプリケーションのひとつは、連続する土地を一括購入することで大規模な生活関連社会資本の誘致に成功した点にある。

このように、貸地主体の不動産経営は非常に高い収益効果を発揮したが、三菱には上京してきた人々が安全かつ快適に居住できる空間の創造も、求められていた。神田三崎町の煉瓦長屋は、木造家屋ではあったものの、火災保険に加入していた点でそのさきがけだった。実際のところ、岩崎彌之助や荘田平五郎は、丸の内の開発に対して文化施設・商店街・賃貸住宅を含めた市街地建設計画を構想していた。1890年の練兵場払下げから92年の第1号館起工までの間、三菱が三崎町の市街地開発に一貫して先行投資を続けてきたのは、三崎町の地所に対して丸の内開発のプロトタイプとなるべく成果を期待していたからである。低利潤ながらも住宅という生活関連社会資本の供給こそが、三菱の都市不動産投資に対する第2のインプリケーションだった。

第1～5章の分析結果を通じて、最後に江戸・東京における土地市場の構造的特徴、不動産収益率の長期的推移と要素市場におけるその位置づけ、財閥による土地投資と不動産経営の意味を論じ、本論文全体の結論とする。

第1に、都市の不動産投資は、投資の対象と期間という点で従来の貸付や農村の証文貸、大名貸とは性格を異にする。証文貸や大名貸は家計への消費金融の要素を含む貸付を対象とし、その投資期間も数か月から1年という短期であったが、不動産投資は土地建物という生産要素に対する投資行為を対象とし、その投資期間も50年から100年以上の長期に及ぶ。ゆえに、短期・長期という投資期間の相違を捨象し、金利差だけに着目して両者のリターンを比較してしまうと、低利という理由のみで不動産経営を過小評価するおそれがある。貸付や家賃は土地不動産の担保価値が保証されている前提のもとで成立しうる商業金融であるから、不動産収益率は貸付や家賃の利率決定に対して基準値や参考値となっていた可能性が高い。そう考えると、地主・商人による利貸経営と不動産経営との資産選択は、主要な経営か、副次的な経営かという判断基準に留まるものではなく、短期と長期という視点を伴った結果ではなかったかと考えられる。

ただし、不動産収益率と貸付利子率との間に密接な関係があったとしても、両者の変化率の推移には数十年間の時間差が生じていた。とくに、大名貸と質入の利子率がともに18世紀後半から低下しているのに対して、本分析の不動産収益率が大きく低下し始めるのは19世紀前半からであった。この時間差は、大阪・江戸いずれの利子率であるかに依拠していたといえる。

1820年代以降における土地収益力の低下は、要素市場に対して以下の影響をもたらした。ひとつは、江戸市中の商業・サービス業者における所得の要素分配に大きな変更を与えたと推測される。物価上昇による不動産収益率の低下、および実質地代の停滞と実質賃金の下落は、資本から所得を得ている人々に多くの所得が回り始めた事実を示唆する。江戸市中における資本は建設用の資材や取扱商品の在庫を指示するので、その生産地である地方・郡部・農村に対して江戸市中の所得は配分されたといえる。いまひとつとして、不動産経営に限らず、金融資産の利子率低下は、利子所得を生み出す魅力の相対的減退を招いたはずである。それに加えて、19世紀前半に

町屋敷の実質地価がファンダメンタルズ・モデルで説明できずに過小な土地評価額しか受けなかったことは、おそらく資産所得としての魅力が土地不動産に備わったことに繋がる。この分析は今後の課題となるが、土地不動産は18世紀末期から19世紀前半期にかけて投資から投機の対象に変化したのではないかと想像される。

第2に、明治前期の不動産収益率を近代の金融資産市場に位置づけてみると、不動産収益率の推移は、日本銀行本店の公定歩合や、東京市中における定期預金や貸付金利の動きとパラレルな関係にあった。つまり、明治前期における金融資産の収益率は裁定取引によって均等化していたといえる。他方で、東京府市街地での不動産経営は、公債・株式と比較しても有利な利回りを得られる投資先といえるほど楽観的でもなかった。三井東京所有地の不動産収益率がそれより上回っているとはいえ、80年代後半でも年利8~9%台の水準にあった。したがって、不動産と公債・株式の資産価値も裁定取引によって均等化していく範囲内にあったと考えておいたほうが良い。

最後に、近世・近代都市の不動産経営は、明治維新时期における江戸町制の廃止によって市街地の土地支配形式に変化を見たものの、地主が賃借人から地代・店賃を受け取り、租税と普請・修繕費を控除した残金を利益にしていたシステムは、近世の町屋敷経営と基本的に変わらなかった。こうした「在来型不動産経営」に変化の兆しが生じ始めたのは、1880~90年代である。本論文ではそれを不動産収益率という投資パフォーマンスの側面、および財閥のフィランソロピーという立場から接近してみた結果、地稅減少によって費用面を抑制しようとしても、「在来型不動産経営」を継続する限り、土地収益力の上昇がそれ以上見込めないという事実が判明した。

単位面積あたりの土地生産性を拡大させるためには、もっと容積率を向上させ、まとまった土地の上に、石造・煉瓦造、高層建の洋風建築が求められた。さらに、室内照明に電灯を使用し、電話の通話も可能で、焼失のリスクを回避するために建物に火災保険を掛けた。このように、欧米の建築技術や住宅供給システムを取り入れて市街地の高度利用を図る不動産経営を「近代型不動産経営」と定義するならば、そうすることによって「在来型不動産経営」を大幅に上回る土地生産性やサービス業の充実を確保できた。「近代型不動産経営」が誕生するためには、ある程度近代サービス産業が普及し、テナントとして入居できることを前提としていた。したがって、企業勃興期後の1890年代から東京における土地不動産の近代化・都市化が始まったといえる。このような「近代型不動産経営」によって土地の集積性を高め、公共社会資本を充実させるためには、ある程度の土地面積を誇る物件が必要となる。したがって、東京市街地の旧武家地である官有地の払下げという事態を日本の近代化や都市化にどう位置づけるかは、非常に重要な問題だといえる。実際、旧丸の内・神田三崎町練兵場の払下価格は、高島炭鉱、長崎造船所のそれを遥かに上回る金額であった。明治前期における官営事業の払下げは、「殖産興業」的産業政策という明治政府の意図に対して、主として工場・鉱山の民間設備投資といった側面に関心が寄せられてきた。しかし、近代日本の民間資本形成という点では、土地資本の供給、とくに徳川幕府や大名から無償で接収した東京の広大な旧武家地がどのように民間の土地資本として享受されたのかに、我々はもっと関心を払うべきであろう。

ただし、「在来型不動産経営」から「近代型不動産経営」への転換が徹底したからといって、東京が欧米型の近代都市に生まれ変わったのではない。明治期以降実施された東京の都市計画は、旧町地の比較的小さい規模の土地の統合や、小地主の整理は実行できなかった。そのために、建物の高層化は実現できたものの、建蔽率・容積率とも低い雑居ビルが櫛比・林立することになった。したがって、現在でも大都市における生活関連社会資本の整備の立ち後れが著しい原因は、江戸の町地が沽券地単位で売買された結果、地権者も細分化されたことにあるといってい