不動産ファンドフォーラム２０１１イン仙台　平成２３年１２月２日　建設新聞社掲載

第１部

日本の不動産投資市場の現状分析と将来展望

公立大学法人　宮城大学　事業構想学部　教授　**田邉信之**氏

今回、私は概ね3つのテーマに沿ったお話をしたいと思います。それは、まず、不動産証券化市場が創設後、すごいスピードで成長し、金融危機により市場調整局面に入った時までを第1ステージととらえ、不動産投資市場の発展経緯を振り返ります。次に、金融危機後に局面が大きく変わり、残された課題も見えてきました。その中の大きな課題を抽出するという意味で第2ステージと位置付けました。3段階目の視点としては、大震災により被災した日本は国も地方も財政状況が厳しい中にあって、民間資金をどう活用していくべきかという事です。

不動産証券化は10年間で急成長

不動産証券化の仕組みはこの場での説明は避けますが、投資事業体となるSPVが不動産を購入して、金融市場や株式・債券などの資本市場からお金を集めるといういわば仲介の役割を果たしています。これによって従来、不動産市場には流れてこなかったお金が開発案件や社会資本の整備にも入ってくるようになった事が最大のポイントです。

不動産投資・証券化市場は2007年がこれまでのピークで、8兆円もの不動産が証券化されました。リファイナンスも相当額入っていますが、日本の不動産会社の年間の全体売り上げは約40兆円ですから相当なインパクトです。この動きに合わせ不動産証券化の投資対象になる商業地などの地価が上昇しましたが、2008年秋に金融危機が起きた事で地価は一転下がり始めた。ただ、金融危機の影響も去って2010年から回復基調になったところで東日本大震災が起きて若干調整局面に入り、さらにそこに、欧州や米国の景気問題が表面化して少し影を落とし始めたというのが昨今の状況です。

これまでの社会環境の変化の中では90年代にバブルが崩壊し、地価は右肩上がり一方だったのが下がる事もあるようになり、不動産の価格は周辺取引事例で「坪いくら」とほぼ決まっていたのが、生み出す収益によって変動するようになった。これにより不動産証券化が出来る素地が出てきた。地価が上がっていた時代は含み益が大きかったので、買った不動産に多少の修正が必要でも気にする必要性はなかった。しかし、下がる事もあるようになると投資リスクが顕現化するようになり、インカムゲインが重視されるようになったのです。ただ、これだけで不動産証券化市場が発達したかというとそうではありません。それは真のニーズが存在したためです。

企業や銀行が資産効率化のため不要な不動産や担保付ローンを売却するニーズが生まれ、売り方の1つとしてこれらを証券化することで小口化した。一方で不動産証券化市場の法的基盤整備が進んだので、金余り現象が起きる中で機関投資家や年金などによる買い手側のニーズも徐々に増加し、結果的に不動産と金融が融合していった。米国から30年以上も遅れてスタートした日本の不動産証券化市場ですが、規模的にはまだまだ追いついていないといえ、完璧とは言えないまでも仕組みの上ではかなり追いついたと思います。ただ、不動産と金融のつながりが強くなったことで、今回の欧州の金融危機のような影響は、以前にも増して大きくなります。

日本の不動産証券化市場スタートからわずか10年間の第1ステージで我々は、不動産投資ビジネスの基本と実践的なノウハウを学び、金融市場の影響を受けやすくなった事でリスクマネジメントの必要性を認識しました。また、従来はローカルだった不動産市場が、証券化市場が出来た事で海外資本がどこからでも入ってくるようになり、海外の投資家がどういう投資スタンスであるかを知る必要性に迫られたし、サブプライムローン問題に表されるようにコンプライアンスの重要性も学んだわけです。

不動産投資市場に不可欠な長期資金

さて、第1ステージでさまざまな対策やノウハウを学びましたが、課題はまだ残っている。新たなステージとなる第2ステージの課題と展望についてお話します。

私は不動産の転売市場を否定しませんが、皆がそれをやると市場は上がったり下がったりとガタつきが多くなる。より不動産市場を良いものにするには、不動産に10年とか20年の中長期の資金の付け手が必要だが、残年ながら日本はこの面で不十分です。国内企業の資金調達動向を見ると、債券で8㌫、株式等で28㌫しか調達しておらず、民間借入れが39㌫にも達している。一方、米国はそれぞれ14㌫、54㌫、9㌫となっており構成比が明確に違っている（表①参）。株式は市場から調達した資金で返す必要性がないが、借り入れは期限が来れば当然返す必要があるので、もしその時が金融危機の状態だと、借り換え出来る保証はなくなり不安定な状態に陥る。このため、間接金融比率の高い日本で長期資金をファイナンスするには、直接金融市場からの調達比率か、借入金の長期比率を高めていく事が考えられます。

ところが、直接金融のうち株式で見ると、昔は都銀・地銀が株式全体の約20㌫を保有していたが、今は5㌫もない。これはBIS規制やソルベンシーマージン比率、取引先との株の持ち合い解消などに起因していると考えられる。また、本来プロシクリカリティ（景気循環増幅効果）を勘案すると個人の保有比率の上昇が望ましいが、最近まではこれは低下傾向が続いていた。保有比率が上がってきたのは外国法人で、全体の25㌫を占めるようになっている。こういった部門別株式保有比率の構成の中で安定的株主を持つというのは難しい状況です。

銀行借入れは期間3年や5年だと長い方だが、債券市場だと7年や10年、15年と長期で資金を呼び込む事が出来て安定的となる。では、社債による調達比率を増やせるかというと、実は社債に投資しているのは銀行、保険、年金で全体の87㌫を占めます。彼らは彼ら自身が時価が変動するリスクを背負っていて長期的投資を増やす状態にはなれないので、これ以上債券市場を拡大する事も難しい。

それでは銀行借り入れを長期化できるかという事になるが、銀行自身が短期で資金を集めていて、これを20年など長期で貸す事が増えてくると、何かの理由で預金が一斉に引き出されたりすると、自分自身の資金繰り悪化の問題が出てくる。銀行の資金構造がこうである限り長期資金をどんどん供給していく事にはなりません。

日本では90年代に預貯金が増え、その分金融機関にお金が集まった。89年から2000年にかけて貸し出しは増えていないから、増えたお金がどこに流れたかというと国債だ。つまり預貯金の相当な分が国債に回っていて、国債の価格が下がるという事は金融機関の受け入れにも影響が出るという事につながりやすくなっている。

一方、先ほどお話したように、株式の持ち合いにより互いにリスクを取りましょうという事が、合理的理由のない安定株主は良くないという流れが強くなり、互いにリスクマネーが供給されなくなり、金融機関も取引先の株式を保有する事を嫌がるようになったのです。

このように長期のリスクマネーをきちんとした形で持ってくる事は難しいのが実情です。長期資金が民間不動産投資に活用される条件としては、個人金融資産における株式・債券運用の拡大、金融機関のリスク許容力の拡大、民間銀行の資金調達の長期化、資産流動化市場の拡大、公的金融機関の制度拡充、年金の効率的運用などが考えられるが、これらを複合的に少しずつやっていく事で、リスクマネーも増えてくるのかなと考えています。

BIGウェイブがキーワード

それでは、今後新たなステージで何が進んでいくのでしょうか。それはボーダーレス（Borderless）な活動、不動産と金融の融合（Integration）の進化、グローバル化（Globalization）の進展の3つの頭文字を取った「BIGウェイブ」がキーワードになると思う。サーフィンと同じで大きな波に乗れれば大変な成長が見込めるが、それには注意深い対応も必要だ。具体的に見ていくと、不動産と金融の融合の進化としたが、すでに両者の融合は進んでいて、ただ両者の間の取り方が難しくなってきている。ある時は互いに並んでくっ付いた方が良いし、ある時は距離を取った方が良い場合もある。一緒にどんどん単純に進めば良いという事ではなく、双方の市場を互いに理解し合う対話が必要で、その意味であえて進展ではなく進化としたのです。ボーダーレスというのは、不動産投資と言うと、これまではオフィスビルや賃貸マンションなどが対象だったが、投資先もこれからは道路やゴミ処理施設などのインフラ施設に拡がっていく可能性があり、資金調達もこれまで国内だけに限定されていたものが、海外で調達して日本に投資するといった活動の拡大が見込まれるという事です。

グローバル化においては、世界の不動産投資市場の中で、日本はどういう位置付けなのかを確かめておかないと判断を誤る。世界の不動産市場は全部で23兆ドルほどあるが、全体のうちアジアは25㌫、欧州は36㌫、北米は30㌫という割合で、国別で一番大きいのは米国の6・5兆ドル。日本は2・4兆ドルで2位だが、認識すべきなのは、よく「グローバルな投資家からは日本の不動産投資市場は見放されている」という論調があるが、グローバルな投資家は基本的にはリスク分散のため地域の分散投資をしようとする。そこでアジアへの投資から日本を外す事が出来るか、成長性を取るなら中国に取りにいくが、安定的投資対象から日本を外すと投資は成立しなくなるという事だ。香港やシンガポールという人もいるが、市場規模は日本の10分の1以下です。

では、世界の不動産投資はこれまでどこに向かっていたかというと、05年から07年にかけ世界の市場が伸びていた時は、欧州が一番伸びていた。しかし、欧州のバブルがはじけ欧州問題が起き、2008年の世界的金融危機が過ぎた時以降、世界の不動産取引額全体は減っているが、この中でアジアの取引額シェアは伸びて今や46㌫に達している。欧州経

震災復興に向けた民間活力導入の契機に

アセットブレインズ仙台ネットワーク
事務局長　**佐々木　正之**氏

不動産ファンドフォーラムは、2006年から毎年開催し今回で6回目となります。

日本の不動産投資市場を取り巻く環境は、不動産市場安定化ファンド等の施策が奏功しJリート合併再編が進展、日銀によるJリート買い入れもあって世界経済の回復基調に合わせ市場の信任も回復に向かっていました。

しかし、3月11日の東日本大震災によって状況は一変し、地震・津波被害が甚大であった被災地のみならず、企業の生産拠点の活動停止などで日本企業が得意とするサプライチェーンが分断する等の課題を各地に残し、原発問題や電力問題も含めて今後の日本経済に大きな影響を及ぼす懸念があります。

一方、不動産投資市場における震災の影響は、一時的に急落した東証リート指数が保有不動産の被害が軽微であった事、日銀による買い入れ促進などにより、震災前の水準に回復し、概ね限定的であったと思われます。仙台・東北圏のJリート物件の動向では、最近、大手商社系リートが仙台市内のレジデンス2件を新たに組み入れた以外目立った動きはありませんでした。現在は資産総額は823億円となっています。

また、大震災からの復旧復興においては、政府は7月下旬に復興基本方針を決定し、被災県においては復興会議の設置や復興計画の策定が行われ、その後、国の第3次補正予算も成立し、震災復興は本格的段階に入りつつあります。

被災県の停滞を防ぎ復興実現のためには、被災地の復興ニーズと外部からの提案を結びつける復興デスクの設置、民間資金を活用する東北地域再生機構の創設、復興特区制度の活用などを早期に実現することが必要です。

私どもアセットブレインズでもプロジェクトチームを組成して、被災者の方々に一日も早く安定した居住空間を提供出来るよう、高齢者住宅や医療介護福祉機能なども取り入れた震災復興住宅のモデルを提案する体制を整えたところです。本フォーラムの開催が、震災復興への民間活力のスムーズな導入につながる契機になれば幸いです。

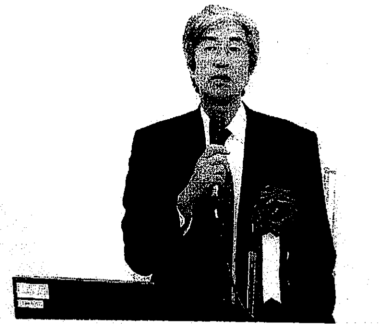
共催：アセットブレインズ仙台ネットワーク・仙台商工会議所

不動産ファンドフォーラム２０１１イン仙台　平成２３年１２月２日　建設新聞社掲載

第２部

東日本大震災からの復旧・復興に向けて

株式会社　野村総合研究所　上席研究員　**志　村　近　史**　氏



私は野村総合研究所の震災復興支援プロジェクトとして、宮城県の震災復興計画の策定に関わらせていただきましたので、その計画内容を踏まえていよいよ動き出す段階で、官民の協働、民間活力の導入について皆さまと一緒に考えてみたいと思います。

収益事業としての復興の視点不可欠

宮城県の復興計画の策定委員は先にグランドデザインとしての復興の思想とも言える復興応援宣言を出しました。これは、「世界を先導するエコロジー拠点」、「豊かな生活を支える雇用の創出」、「復興に向けた参加と連帯」の3つで構成されている(表②参)。何か抽象的なイメージがするかもしれないが、こういう事がこれから効いてくると思う。具体的な方向性を決めるにあたって極めて重要な言葉を絞り出していると思います。

宮城県における今後の民間活力導入を考える前に、少し阪神淡路大震災の発生以降の事を今回の教訓として振り返ってみましょう。まちづくりに関しては被災者の離散や困窮、被災者相互の理解の不足などの諸問題が生まれ、被災者参加によるまちづくりの起動とか、経済力底上げによるまちづくり、地域の総合的再開発計画の策定とかいった復興課題が如実に浮かび上がってきた。しかし、これに立ちふさがる形となったのが、地域の復興力の不足、求心力の源泉の消失、人口回復の遅れ、施策の選択と集中の困難さといったものでした。

この内、地域の復興力不足については、復興における地元と地域外の連携の仕掛けとか、広域求心力の中核というものを意識的に新たに創り出していく必要性があった。また、早期の人口定着に対する考えをもっと鮮明にし、重点的かつ革新的な救済策が求められた。こういったさまざまな課題を実践の場においてやらないと、セットアップは出来たけど実際は苦戦していくという事になりかねません。

震災以降、神戸の商圏が縮小したり広域的な位置付けを失ったり、人口の頭打ちトレンドから抜け出せなかった1つの要因として、復興需要が地元で循環しなかった事が挙げられている。神戸では震災後5年間は復興需要が生まれた。民間の消費支出が震災前の水準に戻るのは震災後2年目からで、企業の設備投資や住宅建設など民間の固定資本の形成が復興の大きなウェイトを占め、復興を実質的に支えた。兵庫県内の復興経済活動に要した14・4兆円の復興資金の約7割は民間が負担したとの推計もあるくらいだ。この事から、民間投資を呼び込む、つまり民間が事業機会を見い出す施策を誘導しなくてはならない。このためには収益事業を作っていく、収益事業として復興するという観点が不可欠だ。そのために特区を始めとした各種制度が用いられる必要があり、そしてさらに、この事業機会を地元がしっかり吸収出来るように工夫しなくてはなりません。

民間主導の考え方では、国の支援は民間投資の不足をリスクを取って補うものであるべきだ。阪神淡路の際には、民間事業として国際産業結節機能強化を目的とした国際ビジネスサポートセンターの整備や、新中核機能創生を掲げた神戸医療産業都市構想、地場産業改革を狙いとしたワールドパールセンター事業などが行われ、国は施設整備費補助率のかさ上げや、地域整備公団を通じた出資など、民間資金の導入を側面から支援していた。このほかにも全国的な知名度を持つ事となった神戸ルミナリエや宝塚観光プロムナード核施設整備事業、ポートアイランド第2期を拠点とするデジタル情報通信ネットワーク活用事業などにも支援という形で関わり、その他の各種施策も創り出されたのですが、やみくもにプロジェクト・サーフィンするだけでは道が拓けなかった事も教訓として残りました。

6項目の復興推進プロジェクト提言

今ようやく官民協働の道筋が見えつつある(表③参)という段階になって、私たち復興計画策定委員は冒頭お話した復興応援宣言に関連させて、6項目の復興推進プロジェクトを提言している。

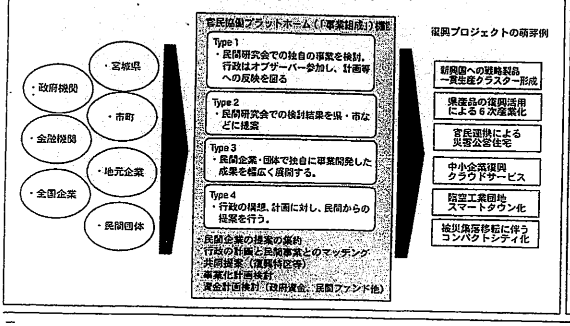
1つ目は復興需要と合わせ産業を創生する最先端エコロジー産業創生。復興に向けたまちづくりに伴う新しい需要を近隣の地域で集約し、関連産業を誘致する。既存の地域産業の集積とも連携し、共通した関連作業の立地を促進するというもの。2つ目は震災の教訓から新産業を創生する未来型地域健康産業創生。元々、高齢化率が高まっていた被災地が有するポテンシャルを新しい形態の医療サービス産業の創出に結びつけるものだ。3つ目が復興に伴って産業の構造を高度化するという、日本を先導する6次産業の育成。これは主に第1次産業に対するメッセージで、集約化、大規模化等を通じて海外市場も視野に置いた競争力のある生産・加工・流通体制を構築し高付加価値化するというもの。ここまでは主に新産業創生を主眼に入れました。

次の3項目はインフラ整備を主眼とし、まず、産業基盤の共通基盤を整備する目的からIT活用基盤の構築。これからのあらゆる活動の基幹インフラとなる最先端の情報通信網を整備するもの。5つ目は、アジアに向けたダイナミズムを引き込むための東北全体としての総合交通インフラ整備。大きく変化しつつあるアジアのダイナミズムの活用に向け、仙台港や仙台空港など海路、空路の強化を通じてアジア諸国を始めとするグローバルな人流、物流を強化する。国内の閉塞感の打破にもつなげたいプロジェクトだ。最後は自然と共生する地域の海・山・川との自然共生の推進。自然の地形風土を冷静に把握して、多重構造の防災緑地帯を農村・漁村振興事業、国営公園の拠点地区への導入等を通じ、産業振興、雇用創出にも効果のある新しい社会的共通資本としての整備を目指すというものです。

この6項目の中で1つ目の最先端エコロジー産業創生はエコタウンづくりの視点で提言しましたが、エコタウン整備で雇用の源を作る。これを支える地元産業を芽生えさせ、根付かせていきたいと考えている。雇用の創生で若者が増加する、これにより人口定着に向けた流れが下支え出来てきて、波及的需要が生まれるといった循環をコンセプトとしています。

また、5つ目のアジアに向けたダイナミズムを引き込むという提言を現実化するには、アジアとの関係の中で宮城という地域を他では得難い拠点にしていく必要がある。トヨタ自動車をはじめ輸出型企業が円高で大変苦しんでいるが、圧倒的に安い物流コストを実現可能とするようなインフラ構造を造っていかないとアジアとの競争には勝てない。このためには、空港や港湾、この周辺を特区制度を使って余分なコスト排除を試み検討を開始する必要があると考えているところです。

表③　官民協働プラットホーム


・宮城県
・政府機関
・市町
・金融機関
・地元企業
・全国企業
・民間団体
官民協働プラットホーム（「事業組成」）機能
Type 1
・民間研究会での独自の事業を検討。行政はオブザーバー参加し、計画等への反映を図る
Type 2
・民間研究会での検討結果を県・市などに提案
Type 3
・民間企業・団体で独自に事業開発した成果を幅広く展開する。
Type 4
・行政の構想、計画に対し、民間からの提案を行う。
・民間企業の提案の集約
・行政の計画と民間事業とのマッチング
・共同提案（復興特区等）
・事業化計画検討
・資金計画検討（政府資金、民間ファンド他）
復興プロジェクトの萌芽例
新興国への戦略製品一貫生産クラスター形成
県産品の復興活用による6次産業化
官民連携による災害公営住宅
中小企業復興クラウドサービス
臨空工業団地スマートタウン化
被災集落移転に伴うコンパクトシティ化

表②　復興応援宣言　「復興に向けて目指すべき社会」

世界を先導するエコロジー拠点	・自然共生型の自然災害に強い安全・安心な県土。 ・自然と共生したライフスタイルが送れる社会。 ・エコロジカルなまちづくりや暮らしが新たな需要を生み出し、それに応える先端的な産業が集積する自律型の地域。 ・自然エネルギーなど最先端のエコロジー産業が地域経済を牽引する社会をめざす。
豊かな生活を支える雇用の創出	・人々の雇用機会が十分に確保され、若者が定着する活気あふれる社会。 ・福祉・介護とまちづくりの一体化、コモンズとしての生活共有空間の有効活用、歴史的に形成された防災文化や震災体験を踏まえた地域づくり。 ・宮城の風土・精神文化の中で築かれてきた「人と人の絆」に根ざし、心の面での豊かさや安全・安心な生活を享受できるコミュニティを備えた社会。
復興に向けた参加と連帯	・子供から高齢者まで、県民一人ひとりの参加と連帯のもとで復興に取り組む社会。 ・県内はもとより、県外の地方自治体、民間企業、各種団体等、様々な主体の提案やアイディアを幅広く受け止め、具体的な取組に反映。 ・復興を機に海外との絆を強め、進展するアジアダイナミズム、グローバライゼーションの中で、ともに発展する社会。

表①　企業の資金調達構造

	日本		米国		ドイツ	
	金額（兆円）	構成比（％）	金額（百億ドル）	構成比（％）	金額（百億ユーロ）	構成比（％）
借入金（内民間）	392 (299)	39.8 (30.4)	188	9.6	136	43.2
債券	79	8.0	284	14.5	7	2.3
企業間信用	168	17.1	145	7.4		
その他負債	71	7.3	266	13.6		
株式・出資金	275	27.9	1,070	54.8	44	13.8
合計	985	100.0	1,952	100.0	128	40.7

（注）日本は2003年３月末、米独は2002年12月末
資料：政策投資銀行

済が良くない中でアジアだけがこれからも伸びるという事ではないが、かなりドラスティックな変化の真っ只中にあるという事がわかります。

官との協調で上がる不動産価値

東日本大震災の復興の観点から、あるいは元々日本の財政事情が非常に厳しい中で、大変重要視されている民間資金導入の視点についてお話します。

今行われている民間資金導入論はどうも極端なものが多い感じがしている。1つは、民間は儲けるのが前提で投資をするという観点が欠落したもの。もう1つは徹底してスキームに走りすぎるものだ。スキームは複雑化するほど資金が集まりにくくなる。サブプライムローンもそうだが、何度も証券化したりすると元々の姿が見えなくなるので単純化させた方が良いという事も考えるべきです。

東日本大震災の復興事業費は原発事故関係を除き、全体で約25・1兆円と試算されているが、この内、民間資金活用分野は9・7兆円と見られている事からもわかるように、政府も民間資金導入の必要性を認識しているので、民間もこれに応えていければ良いと感じています。

これまでの地方公共団体の事例の中で、例えば職員宿舎用地の証券化や、借地権設定用地のリースバックなど、民間資金を呼び込んだ資産有効活用があるが、多くの事例に共通するのはどこかで役所の補完的役割がある事だ。民間だけでやるのも大事だが、どこかに何らかの形で官の信用補完があると進めやすくなるのも事実だ。

民間資金導入の視点において大事なのは何かというと、ニーズに逼迫感はあるのか、公的資金や地元資金だけでは対応出来ないのか、今後も供給は不足するのかといった真のニーズの存在で、こういった状態が揃った時に証券化市場は爆発的に伸びた。また、リスクマネーを導入するという事においては、採算性は見込めるのか、見込めればある程度リスクを取る人もいる。採算性が低ければ補完する仕組みはあるのか、さらに、あらゆる事に官が口を出していたのでは、官が行う事業と変わりなく、資金だけ民間から集めてきたものとなるので、ある程度民間に任せきれるか。開発型やインフラ整備型の証券化事業などは簡単ではないので、そのプロジェクトに関わる人に専門性はあるかも重要だ。

もう1つ大事なのは社会経済の変化の方向性と合っているかだ。不動産サイクルなどのタイミングにかみ合っているかや、グローバルな視点で検討したかという点ではどうか。例えば、国内の地域ポテンシャルという見方では、これまで太平洋側を「表」、日本海側を「裏」とする表現もありましたが、大震災以降、東北の太平洋側の主要港の貿易額は落ちていて、今、日本の最大の貿易の相手が米国でなくアジアだという見方からすれば、日本海側こそが表となってくる。

最後に私の不動産投資市場に対する基本的スタンスをお話します。今、欧米がどうなるのかわからないという不安要素もあるが、民間資金の導入にしても官とうまく協調していけばさまざまな開発の余地があるし、海外の資金を上手に利用するのも良いと思います。そうすれば、日本の社会資本整備はよりきちんとした形で出来るようになるし、一部無駄な事業も排除されていくし、日本の不動産の価値もまだ上がると思います。日本の不動産資産額は90年の2、477兆円から08年には1、235兆円まで落ちて約半分となった。この間にバブルが崩壊した事が要因でもあるが、これは少し下がりすぎという印象です。海外投資家が日本に投資する時、（期待）投資利回りは4㌫位で、一般に米国や英国よりも高めとなっている。この投資利回りを少し下げれば、理論上は地価は上がる事になるが、この余地はグローバル的に見て十分あると思います。日本は今後、不動産に付加価値を付けて実力が適性に評価されるようになれば良いと考えています。

共催：アセットブレインズ仙台ネットワーク・仙台商工会議所