

「資産デフレに関する研究会」報告書 (本編)

不動産協会では、地価の低迷・下落が経済に悪影響を及ぼすのではないかと、との問題意識のもと、資産デフレの経済への影響や地価を低迷・下落から脱却させる方策等について考察するため、「資産デフレに関する研究会」を設置した。

研究会では、資産デフレに関する有識者を講師として招き、その講演をベースに意見交換を行う形式により、検討委員会を3回¹実施した。本報告書はその成果をまとめたものである²。

■ 土地資産価格の重要性を認識すべき時代に

日本経済は80年代後半のバブル崩壊以降、土地や株式などの資産価格の下落がマクロ経済に大きな影響を与えることを経験してきた。特に日本の金融は土地資産を担保とした融資が多く、不動産価格の下落が銀行融資の抑制につながり、その結果、景気の更なる悪化と資産価格の下落を引き起こすというデフレスパイラルがみられた。資産価格には情報シグナルという機能があり、土地資産価格が上昇すると土地の収益性や生産性が高まるだろうという期待が醸成され、これが実物の経済活動にもプラスの影響をもたらす側面がある。(図1、図2)

これまでは、こうした土地資産価格の重要性は日本に特有のものと考えられてきた面があり、欧米では最近まであまり認識されてこなかった。しかし、サブプライム危機が発生し、住宅価格の急落が家計のバランスシートの悪化や企業マインドの低下につながり、金融システムや経済成長に大きな影響を与えるようになると、欧米諸国も不動産価格が実体経済に与える重要性について無視できなくなっている。加えて、金融政策を考える際にも、一般物価だけでなく土地や株式などの資産価格を考慮した運営が必要であるという議論が高まってきた。

このように、世界的にも資産価格の変動がもたらすメカニズムをマクロ経済運営に取り入れようとする機運が高まっている中、我が国においても土地資産価格の重要性について改めて認識を強くするとともに、土地資産価格上昇の実現に向けてどのような施策が必要か検討する時期にきていると考えられる。

■ 実体面、金融面、政策面の視点が重要

不動産価格に影響を与える要素は様々である。株価が企業の売上見通しの影響を強く受

¹ 各委員会の講師は、岩田一政（(社)日本経済研究センター理事長）、水上慎士（(株)内外政策研究会代表取締役）、柳川範之（東京大学大学院経済学研究科准教授）、の3名（五十音順）である。

² 本報告書のとりまとめは（社）日本リサーチ総合研究所に委託した。

けるのと同様、不動産価格も土地の有効利用によってどれだけキャッシュフローがもたらされるかという点が大きく影響するのは言うまでもない。また、J-REIT や不動産を原資産とする証券化商品など、不動産と金融は切っても切り離せない関係にある。先行きの期待に素早く反応するのが金融市場であり、金融市場の動きが不動産価格に大きな影響を与えるようになっている。さらに、量的緩和や J-REIT の直接購入といった金融政策が不動産価格へ与える影響も大きいことがわかっている。

このように、地価の低迷・下落を止め、土地資産価格上昇の実現を目指すには、「実体面」、「金融面」、「政策面」を踏まえた検討が求められる。

■ 実体面から土地資産価値を増加させる

一 不動産の実質的な価値を高める

不動産価値の評価には様々な方法があるが、土地の有効利用によって発生する将来のキャッシュフローをベースとする収益還元価値に基づく考え方が浸透しつつある。収益還元法の考え方に基づくと、不動産の実質的な価値を高めることができれば、キャッシュフローの増加期待が醸成され、それに伴って不動産価格も上昇することになる。このことは決してバブル的な上昇を意味するのではなく、あくまで不動産の実質的な価値が高まるような土地開発や政策に焦点が当てられなくてはならない。

一 すべての土地が上がる時代ではない

周知のように、日本はすでに人口減少時代に入っており、生産年齢人口は先進国と比較して今後急激に低下することが予想されている（図3）。人口減少時代ですべての土地が上がるということは、かつてのバブルのようなことが起きない限りあり得ないといつてよい。これから過疎化が進行し、人口が1億人を切るという時代においては、日本の国土全体の地価が底上げされていくという発想は捨てる必要があるだろう。

こうした点からも、今後の我が国の土地開発は選択的かつ集中的に進めていく必要があり、より生産性の高い地域の開発を重点的に行うような仕組みが求められるようになる。例えばコンパクト・シティのように、人口集中度を高めて利便性の高い街にすることによって土地資産価値の向上を目指すような発想が必要になるだろう。

一 新しい組み合わせを探る

これまで議論されてきた我が国の成長戦略やイノベーション戦略は、特定の産業や業界をどうしたら伸ばせるかという視点が強かった。しかしながら、長期化するデフレ経済の中で、個々の産業や業界レベルでの努力はかなり行われており、ある意味ネタ切れ状態になっているのも事実である。不動産開発も「上に何を載せるか」という点において同様の問題を抱えている。

こうした現状を打破するには、業界の枠を超えた新たな組み合わせを作り、それらの相

乗効果によって不動産の実質価値を高めるような仕組みが必要となる。もっとも、単純に新たな組み合わせをつくっただけでは相乗効果は期待できず、そのためには官民連携や規制緩和など官とのコンビネーションも欠かせない要素になるだろう。

一 これからの官民連携 ～民間からの提案が不可欠

現在のような不確実性の高い経済情勢では、民間だけで事業を進めるにはリスクが大きい。特に多種多様なリスクが存在する土地開発においては、官をいかに巻き込むかという点が重要な 이슈の一つとなっている。しかしながら、これまでの官民連携は官の絵に民が乗るという発想が中心であり、基本的なところでのボタンの掛け違いがみられる。これまでは官が大きなリーダーシップをとって日本の土地開発の絵を描いてきたが、人口減少、価値観の多様化、グローバル化といった時代の変化により、官が事前に大きな絵を描くことがこれまで以上に難しくなっている。民間から官民連携のプランを提案するといった「民主導の官民連携」というのがこれからの時代に不可欠とされるのではないか。

P F I (Private Finance Initiative) を例にとると、これまでは官の側が事業の絵を描いて、民がそれをファイナンスするというパターンが中心であり、民間の発想が入る余地があまりなかった。今後は、民間が公共事業的なものも含めて全体の事業計画の絵を描くという P P P (Public Private Partnership) のような発想に近づけることが求められる。今回の改正 P F I 法は、民間事業者からの事業提案を積極的に受け入れる仕組みが盛り込まれており、民主導の官民連携が進む素地は徐々に整備されつつある。

■ 金融面から不動産価値を増大させる

一 「期待」をつくるのは金融サイドから

デフレスパイラルを抜ける上で重要な点は、将来どうなるかという予想や期待の部分になる。上述のように、不動産価値は理論的には将来のキャッシュフローとリスク・プレミアムから形成されるため、どうやって将来に対する「期待」を上向きにするかが重要となっている。将来のキャッシュフローに対する予想や期待が上向いてくれば J-REIT を始めとする不動産金融商品の価格が上昇し、その段階から不動産価格の上昇期待が醸成される。(図4) 逆に予想がネガティブになると足元の投資も鈍り、期待値がさらに低下することによって不動産価格がスパイラル的に下落することになる。

こうした「期待」に一番敏感に反応するのが金融であり、金融の世界から不動産価格上昇のシグナルを送ることによって、実物面も活性化が進むことが望まれる。

一 証券化は有効な手段

金融の持つ価格伝達機能を高めるには、不動産と金融をつなぐツールが必要であり、その一つが証券化である。リーマンショック以降、証券化に対するイメージがやや低下しているものの、不動産市場の透明性や価格発見機能、リスク分散等において非常に優れたツ

ールであることに変わりはない。

問題は証券化というツールをどうやって取り入れていくかであるが、そのための重要なキーワードは「情報の非対称性を低くすること」にあるだろう。サブプライムの問題で明らかになったのは、証券化の原資産に関する情報が適切に開示されなかったことがある。今後、証券化商品を出す場合には、証券化の中身を単純化し、情報の非対称性がないような仕掛けをつくる必要がある。

今後証券化の活用として期待される分野として、風力発電など再生エネルギー基地建設、高台でのエコ・スマート・シティ、コンパクト・シティ建設などが考えられ、新たな「まちづくり」に証券化を活用する余地は大きい。

一 ファンドの重要性

不動産証券の進展に対応して重要性を増してきたのがファンドの存在である（図5）。特に震災のあった我が国ではインフラファンドへの期待が大きい。特に資金の出し手として期待されるのが年金基金であり、高リターンではないものの長期にわたって安定的な収益が望めるインフラファンドと非常に相性がよいと考えられる。

復興だけに限らず、年金基金から集めたファンドがインフラや都市開発、地域開発などに回れば、不動産の有効活用につながり、延いては不動産価格の上昇につながることを期待される。

■ マクロ政策の重要性

一 経済成長に資産価格の上昇は不可欠

バブル崩壊後の日本の経験を踏まえ、海外の金融当局も土地の資産価格がマクロ経済に与える重要性について徐々に認識するようになってきている。資産価格の変動自体をコントロールするのではなく、それがマクロ経済に影響を与えていくパスにおいて何らかのアクションを起こすべきではないかという議論になっている。こうした考えが定着するには、資産価格がある程度上昇していくことが、マクロ経済の成長にとって不可欠であるという発想の転換がどこまでできるのかにかかっている。

一 金融政策の役割

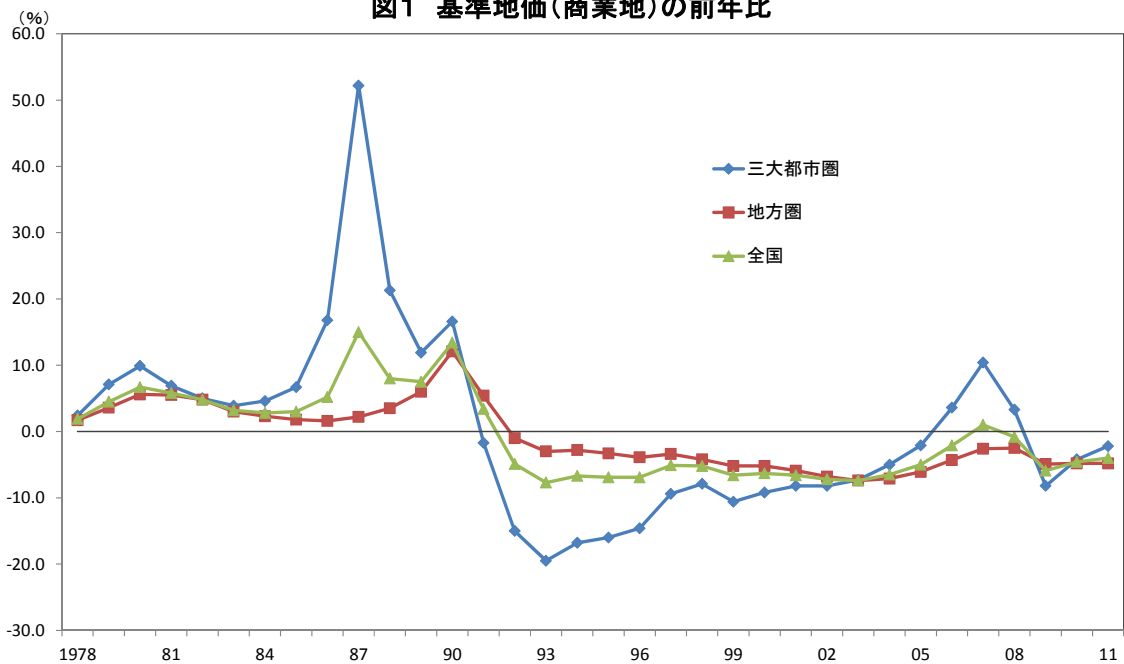
日本銀行は過去2回にわたって量的緩和・信用緩和を実施してきた。1回目は01年3月～06年3月、2回目は08年12月から現在まで続いている。特に2回目は信用緩和の側面が強く、J-REITや社債などリスク資産の直接買入れまで踏み込んだ（図6）。結果、J-REIT指数は14.3%上昇、市場の平均株価指数より高いリターンとなり、土地資産価格に対して一定の効果があったと言える。

一 税制の見直しによる効果

不動産価格がデフレスパイラルに陥った状況を改善するためには、将来に対する「期待」

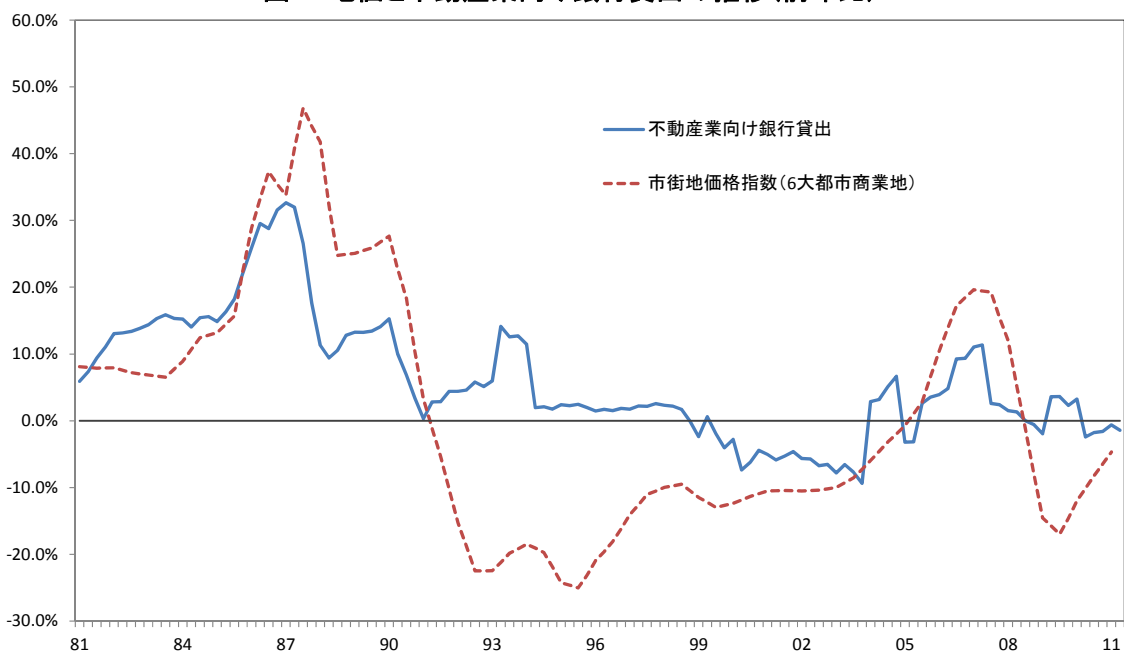
を上向きすることが重要であり、金融サイドから「期待」をつくるのが有効であることは上述したが、政策面における対策としては、不動産に対する税負担を軽減することも効果的な方策であると考えられる。

図1 基準地価(商業地)の前年比



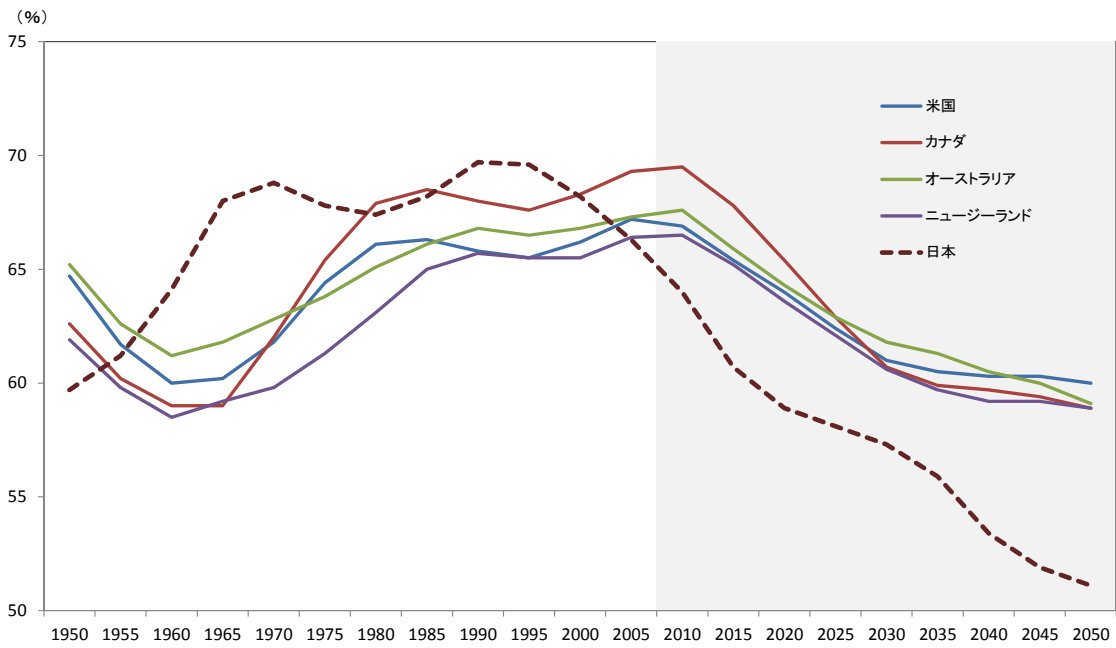
出所: 国土交通省「都道府県地価調査」

図2 地価と不動産業向け銀行貸出の推移(前年比)



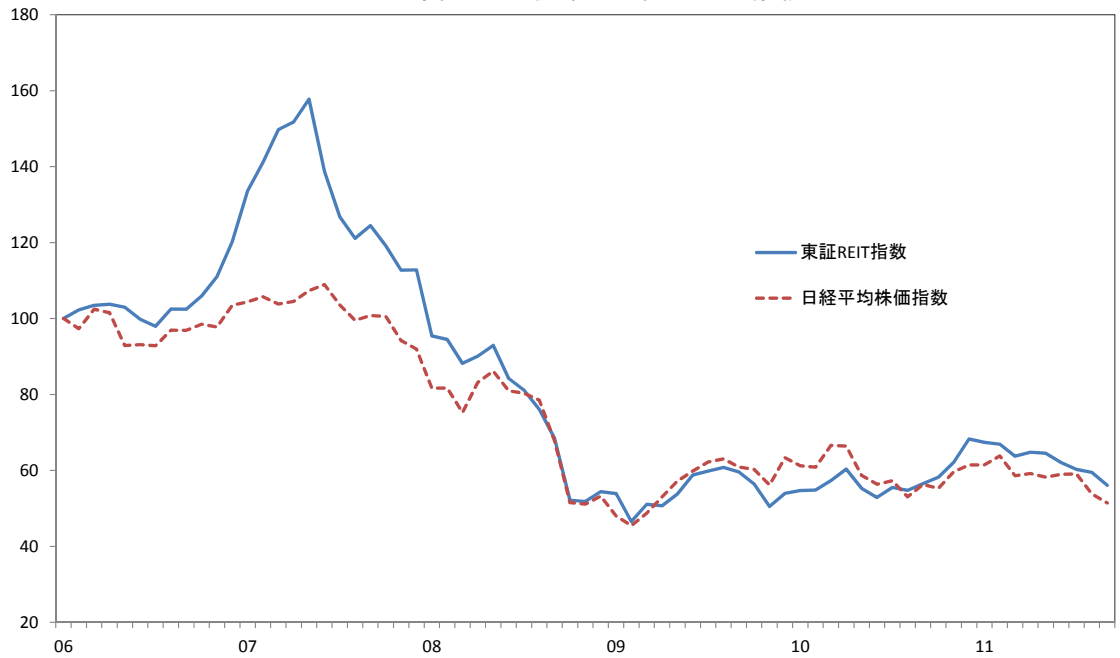
出所: 日本銀行、日本不動産研究所

図3 各国の生産年齢人口比率



出所: 国連

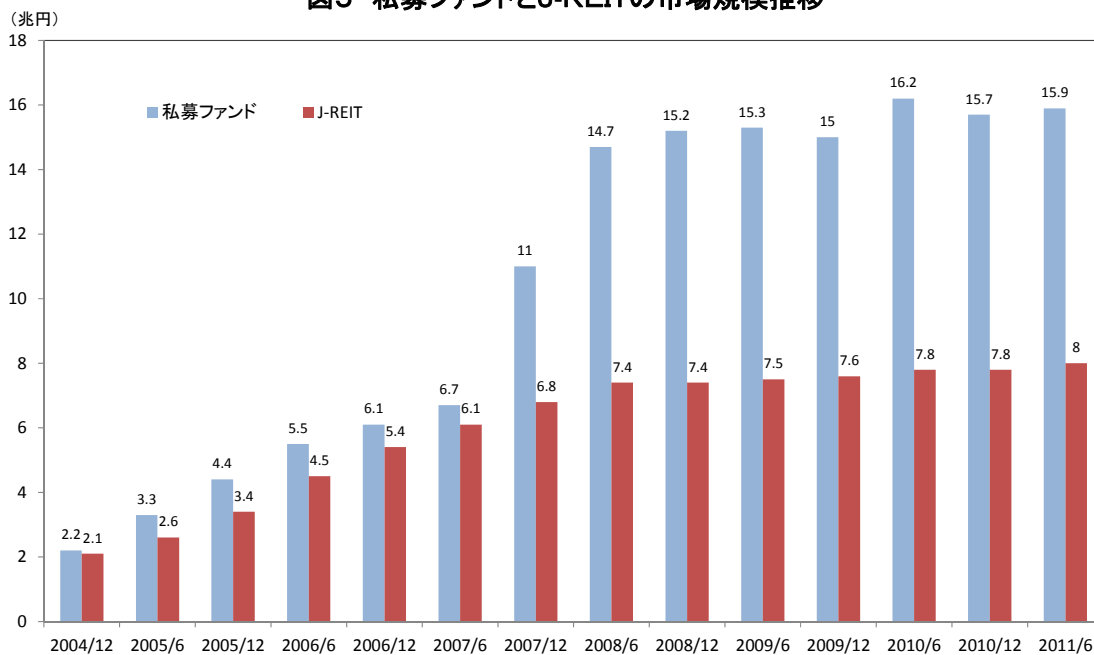
図4 東証リート指数と日経平均の推移



出所: 東京証券取引所

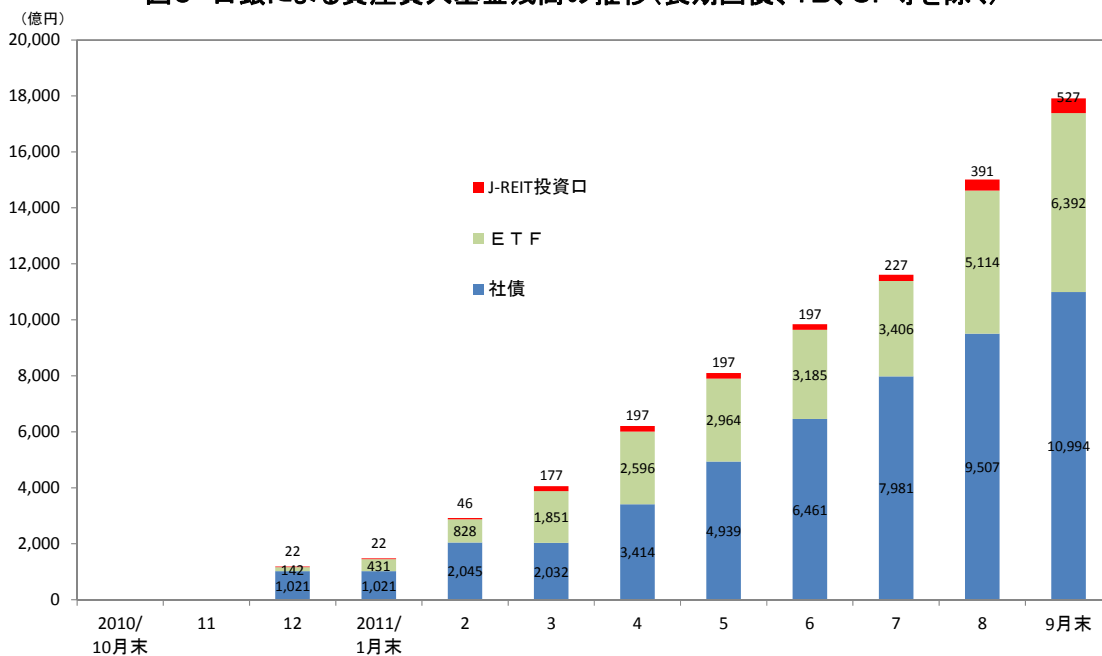
2006/1=100として計算

図5 私募ファンドとJ-REITの市場規模推移



出所: 住信基礎研究所

図6 日銀による資産買入基金残高の推移(長期国債、TB、CP等を除く)



出所: 日本銀行

(添付資料) 資産デフレに関する研究会 講演要旨

第1回 「資産価格の変動と資産デフレ対策」

講師：水上慎士（(株)内外政策研究会 代表取締役社長）

講演日：5月30日

1. 問題提起

資産価格が効率的に形成されるかどうかという問題と、それがファンダメンタル価値から趨勢的に乖離していくという問題とは異なり、両者は切り分けて考える必要がある。

過去を振り返ると、日本の不良債権問題、そして米国発のサブプライム・ローンの危機を発端とする国際金融危機という2つの大きな金融的不均衡が発生した。資産価格の問題に関する問題意識は、①なぜ資産価格がファンダメンタル価値から乖離するのか、②資産価格が効率的に形成されるにはどうすべきか、③金融システムを通じて増幅されるショックをどう軽減できるか、その上で、④土地利用の収益性をどう高めることができるか、である。

2. 資産価格の変化とバブルの形成・崩壊 ～日本の経験

バブルの一般的な定義は、資産価格がファンダメンタル価値からの乖離が一定期間持続した状態、というものである。資産価格を標準的なファイナンス理論で表すと、 $P = E[C]/(r+p)$ or $E[C]/P = r+p$ となり、 P が資産価格、 $E[C]$ は将来収益の期待値である。 $E[C]$ を、リスクフリーレート (r) にリスク・プレミアム (p) を足し合わせたもので割ると割引現在価値となる。つまり、資産価格の上昇は、分子（期待収益）の上昇か、あるいは分母（リスクフリーレート+リスク・プレミアム）の低下が関係しているということになる。

整備された流通市場が存在し、裁定行動が可能であれば、ファンダメンタル価値からの乖離は瞬時に修正され、いわゆる効率的市場仮説の世界が実現する。しかし、①市場性があるかどうか、②ポジション構築費用の高さ、③担保価値との連動性、等を考慮すると現実には効率的市場仮説が成立しているとは考えにくい。

資産価格が変動した場合の効果を考えると、基本的には、だれかが得すればだれかが損することになるため、資産市場では直接的な効果は発生しない（ゼロサム）。しかし、大事なことは、マクロ経済的に考えた場合、資産価格には「情報シグナル機能」があり、土地の価格が上がったという情報から、その土地の収益性が高いというシグナルが提供され、それをもとに家計や企業が行動することによってリアルな経済活動に影響を及ぼすというルートがあるという点であり、それがファンダメンタル価値からの趨勢的な乖離をもたらす結果となるのである。言い換えれば、資産価格が上昇すると、強気の収益・成長期待につながり、それが経済活動にバイアスをかける。したがって、最近の金融当局などの議論

では、資産価格が変動すること自体には特に手をつける必要はないが、それがマクロ経済に影響を与えていく過程においては何か行動を起こすことができないか、という点に注目しているようだ。

3. 過剰蓄積の解消過程

資産価格の調整速度とマクロ経済のそれとでは、かなり大きな違いがある。今現在、日本のバブル崩壊後の調整期はすでに終了した時点にあると考えられる。

バブルの調整過程がどのようなものか今一度整理すると、不良債権問題が起こったときの我が国の金融システムは、銀行による相対型資金貸借が中心で、預金は元本保証であるためにリスクが銀行に集中した。

こうした不良債権処理の対応策として、一つには「ペイオフによる銀行破綻処理（預金の削減）」がある。しかしこれは最終的に家計の正味資産を減らすことになるため、非常に手を付けづらい。2つめは、「公的資金注入による破綻回避＋経営再建による長期返済」である。これは銀行に対して公的資金を入れて不良債権の処理に充てさせ、そのかわりに経営に介入して長期的に収益の回復を図り、それによって家計部門の預金を棄損させないようにするやり方で、いわば先送りを意味する。3つめの対応策は、「事業再生・収益力の回復」である。取引先である企業自身の収益が上がらなくては銀行の収益改善は見込めないため、事業再生あるいは企業再生をやらなくてはならないということである。4つめは、「低金利政策による債権者から債務者への所得移転」である。一つの試算によれば、低金利政策によって、我が国の家計部門は303兆円のマイナス、企業部門は280兆円のプラスとなり、両者間で長期に多額の所得移転がなされた計算になる。

政策評価の論点としては、①ハードランディングを回避したことで短期的な調整コストが軽減されたと評価すべきか、②予算制約のソフト化に伴い資源配分が非効率化したとみるべきか、③その後の複線型金融システムの整備（市場型間接金融の必要性）によってどの程度集中リスクが軽減されたのか、といった点が挙げられる。

4. 市場型間接金融の陥穽 ～米国の経験

米国初の国際金融危機は、日本とは対称的な資本市場主導型の金融システムで発生したものである。要因としては、第一に「アジア金融危機後のマクロ経済不均衡の拡大」が挙げられる。資本逃避が発生したアジア金融危機の反省から、アジアの新興国は海外から資本を入れて経済開発を進めるのは非常に危険だと考え、自分たちで資本蓄積を進め、外貨準備を蓄えるようになった。その結果、米国の金融市場に資本が流れ込み、米国の経常収支は悪化した。もう一つは、「長期的な金融緩和の継続」であり、金融緩和の継続が過剰流動性を引き起こし、景気の変動が緩やかな時期が長期間続いた過去からの期待形成によって投資家はリスク選好を高めた。3番目は、「規制監督、格付、内部統制上の問題」であり、

市場を機能させる役割を担うべき規制監督や格付会社、さらには企業や銀行にも内部統制上の問題があった。

証券化の意義は、金融機関がクレジット・リスクを切り離し、よりリスクをとれる資本市場の投資家に移転することが可能になったという点にある。ところが、証券化を通じて銀行が一旦バランスシートから出したものを買戻す行為を通じて、金融セクター内部での相互取引が膨張し、体系内にリスクが集中したために、最後は破綻して終わるという形になってしまった。

5. 金融セクターへのリスク集中～教訓と課題

以上に紹介した日本の経験とアメリカの経験で共通しているのは、マクロ経済の不均衡が発生したときには必ずマネーフローに歪みが生じるということである。もう一つの教訓は、金融緩和が長期間続くことの弊害である。さらに、資産価格が効率的に決まるためには、やはり流通市場を整備する必要があるということもわかった。最後に「不透明な市場取引構造の下ではミスプライスが発生しやすい」という点であり、エージェンシー構造が余り複雑になるのは何らかの形で回避しなければいけない。あるいは、格付機関に問題があったように、利益相反については何らかの手当てが必要であろう。対応策の柱としては、①適切なマクロ経済政策と国際的に整合的な政策・規制、②レバレッジ規制、③情報開示システムの再整備、④エージェンシー問題の制御、等が考えられる。

6. 現状をどう捉えればいいのか ～日米の経験を踏まえて

日米の経験を踏まえ、我が国の土地資産価格の現状について考えると、第一に、現在の地価の下降トレンドを変則的現象と見るか、依然として続く調整過程と見るかという点がある。日本の失われた10年・20年は現状終了していると考えてよいだろうが、もしそうでないとするならば、その調整はいつ終わるのかという点が議論の出発点となり得る。言い換えると、資産デフレ対策を、バブルの発生と是正をめぐる問題として位置づけるのが妥当かどうか、ということである。他方、今の資産価格に下方圧力がかかっているとすれば、それはリーマン危機後のディマンド・ショックの影響が続いているからかもしれない。そうすると、現在とり得るマクロ経済政策をどう考えたらいいかという問題になる（東日本大震災前の状況）。3番目として、そもそも我が国における不動産の収益性についてどう考えるか、といった具合に整理してアプローチする必要がある。

次に、現状の資産価格の形成にはどのようなバイアスがあるかを考えると、先に定式化したような「期待収益」と「リスク・プレミアム」の問題として整理できる。「期待収益」に関する検討課題は3つ考えられる。1つは「生産要素の観点から、土地利用節約型の産業が進展しているのか」という点である。インターネットが発達したことによってビジネスモデルがかなり変わってきており、建物も上に伸びていくことによってかなり集約され

ていく。そうした意味で、現状の土地利用節約型の産業へのシフトと関係させてどう考えたらよいかポイントとなる。2つめは、従来から行ってきた地域再生や規制改革といったものが一体どういう効果をもたらしたのかをレビューする必要もあろう。3つめは、これから少子化が進んでいく中で、人々の地理的活動分布がどうあるべきと考えるかという点である。特に重要なのは、産業アーキテクチャとビジネスの議論を分けて考える必要があるという点であろう。規制緩和の場合でも、個別の規制を緩和して後はビジネスの方に頑張ってくださいというのではなく、全体としてどういう国土づくりを行うかといった土台や設計があり（アーキテクチャ）、その上でビジネスが企業同士の切磋琢磨を通じてどのような展開ができるかを考えるという形で知恵を絞っていかなければならない。

最後に、「リスク・プレミアム」に関する検討課題として重要なのは、継続的な地価の下落がリスク・プレミアムの上昇を引き起こしている可能性である。日銀はリスク資産を買うことによってリスク・プレミアムの縮小をねらうことはできる。しかし、インフレ・ターゲットでそれをやるとなると、一般物価と資産価格の両方を目標にすることには限界があり、目標の明確化の観点からは難しい。2つめの課題は、金融緩和が長期化するとバブルを助長する可能性が高まることである。特に不動産価格の場合、金利感応度が株価より高い。3つめは、バブルを事前に識別し、かつ有効な政策を発動するのは難しいという点である。したがって、資産価格の是正は中央銀行による金融政策ではなく、B I S（国際決済銀行）を含む各国金融行政によるプルーデンス政策でやるべきという考えもある。

第2回 「土地資産問題に対する今後の対応策を考える ～復興に民間の知恵と資金を」

講師：柳川範之（東京大学大学院経済学研究科・経済学部 准教授）

講演日：6月27日

<土地資産問題に対する今後の対応策を考える>

1. 土地資産とマクロ経済

不動産の資産とマクロ経済の環境というのは随分いろいろな関係があるということはバブル崩壊以降、日本では比較的ポピュラーな議論になっている。つまり、資産価格が下がってくるとそれが景気を悪化させて、それがさらに資産価格を下げていくという負のスパイラルがあることである。

欧米ではこの問題は最近まであまり強く認識されていなかった。リーマンショック以降、世界的にこの問題が非常に大きくクローズアップされることになり、不動産価格を中心としたある種のデフレスパイラルのようなものがかなり深刻になるのではないかということが大きな問題として浮かび上がってきている。

この問題で有名な論文を書いたのは、プリンストン大学の清滝先生が、イギリス人のジョン・ムーアという研究者と書いたキヨタキ・ムーアという論文がある。不動産価格が担保になって、不動産価格が下落していくと投資ができなくなる、投資ができなくなると不動産価格が下がる。一方、不動産価格が上がっていくと、ますます借入れが可能になって、投資が増えていって経済がよくなっていく、という日本人に比較的馴染みのある問題を取り上げたものである。

2. 実体面での価値増加

資産価格を引き上げる上で、本来の資産価値をいかに増大させるかということを考えることが重要となる。そういう意味で、新しい組合せをもう少し考えていく必要があり、これが新たな相乗効果の創出につながるようにする必要がある。1つの産業だけを見て、その産業をどう伸ばしていくかという議論はもはやネタ切れ状態にあるが、少し業界の枠を取り払ってみると随分やれることがあるだろう。

ただし、単純に業界の新たな組合せをつくっただけでは相乗効果が生まれられないため、そのときには官民連携、規制緩和、ある種、官の側がコンビネーションに関して動いてくれないといけない。不動産価格を上げる、価値を増大させるためには、民間が新たなコンビネーションを考えると同時に、それをバックアップするような政策的な対応というのがかなり重要になるだろう。

もう1つ認識しておくべき点は、日本全体で見ると、全ての土地がうまく上っていくという時代は、かつてのバブルのようなことが起きない限りは、多分ほとんど起きないとい

う事実である。これから過疎化が進んで人口が1億人を切るという時代においては、日本の国土全体が底上げされていくという発想は無理であろう。そうすると、政策的な対応として、どこかの土地は捨てるという発想が必要になってくる。

こうした話が政策的に議論されているのは、コンパクト・シティの発想であるが、この発想は今のところはまだ割り切りが足りない印象がある。総合的な不動産開発においては全ての地域を満足させようとするとう失敗することになるだろう。

こうしたことは、なかなか民間だけでは十分できないため、そこは官民連携の必要性がある。官民連携はいろいろところで盛り上がってきているが、官の絵に民間が乗るといふ発想はもはや限界であり、これからは、民間から官民連携のプランを提案することが不可欠になるだろう。官がここまで協力してくれれば、このようになりませうというものを民間の側から書かないと官民連携というのは回っていかない状態にある。

3. 金融面での価値増加

金融面の話で重要なのは、まず資産の動きを早くするという事。なかなか値が上らなくても取引があつて不動産が動き出すと、これが全体の硬直化したスパイラルを解きほぐす一つのきっかけになる。実物としての不動産のトランザクションを増やすことが必要である一方、それが十分にできないのであれば、金融サイドで不動産の権利自体を動かしていくということで、トランザクションを高めていくことが重要になる。そうした意味では、不動産に対する流通税などの課税を軽減することも効果的な方策と考えられる。

もう一つデフレスパイラルを抜ける上で重要な点は、将来どうなるかという予想や期待の部分である。将来の予想や期待が上向いてくれれば、その段階から循環が始まる。その意味では、できるだけ予想が早く動くほうがよく、期待や予想に敏感に反応するのは金融サイドで、実物のほうを動かす上でも金融サイドの活性化が必要だということになる。

4. 政策面での価値増加

政策面で一番重要な点は、不動産価格がある程度上っていくことが、マクロ経済の成長にとって不可欠だという発想の転換がどこまでできるかにかかっている。こうした発想がなければ政策は小粒なものに終わってしまい、なかなか大きな伸びにならないのではないのか。

どうしてもデフレの話は、日銀の政策などに向かいがちであるが、やはり不動産価格が上ってくれるということが一番重要なことである。そういう意味では戦略的に資産価格を上昇させる努力が必要であるが、こうしたことを日本はバブル崩壊以降やってきていない。アメリカにおいても、現在なかなか景気が上昇しない一番の原因はやはり不動産で、不動産ローンのところがどうしてもしこりとして残っているがために、なかなか上昇しない。そういう状況においては資産価格をどうやって上げていくかということが重要になる。当

然ではあるが、ここでいう資産価格の上昇はバブル的な上昇ではなく、実質的価値が高まるような戦略的な政策のことである。そういう意味では土地開発、新しい不動産開発型の実質的価値が高まるような戦略的な政策がどうしても必要になる。

＜復興に民間の知恵と資金を＞

1. 財源を議論する前に

被災地復興においても、先のような官民連携によって不動産価格の状況をよくしていくことが重要となる。復興財源のポイントは、民間資金を活用するということ。復興に民間資金を活用し、財政負担を減らすようにしていくことが必要だろう。さらに財政負担を減らすだけでなく、民間のアイデアや創意工夫を復興に活かせる発想をしていくことが必要となる。そうしないと財政の負担が大きくなり、民間の創意工夫が取り入れられた復興ができないという状況になりかねない。

2. 官か民かの二者択一ではなく

公共投資の大部分は、必ずしも政府が担う必要はなく、民間がいろいろやれることがある、というのがここ20年ぐらいで進展した民営化の議論である。

例えば、1億円の投資コストのプロジェクトがあり、そこから出てくる金銭的なリターンは3,000万だとすると、投資コストに見合わないリターンなのでできないので民間投資できない。ところが、金銭リターン3,000万に加えて社会的な利益が1億円あるとすると両方合わせて1億3,000万円である。こうした社会的価値のある投資は公共財ということで、国（あるいは地方自治体）が1億円の投資コストを全部負担するというのが従来の考えだった。これは、1億円の投資コストについて、民間が全部やるかゼロかという発想で、論理的におかしい。1億円の投資コストに対して、民間資金が2,500万の分だけ投資をします、ということであれば、リターン3,000万円を全部民間に渡せば、民間は2,500万の投資ができる。財政支出は2,500万削れるため、25%削減可能ということになる。

3. 政府保証型で民間資金を引き出す

もう1つの発想は、逆に1億円を全額民間に出してもらい、不足分の7,000万プラス利子分を政府に保証してもらうようにすれば、民間は1億円出すことができる。こうした政府保証型の国にとってのメリットは、今すぐに資金を出さなくていいということで、今の財政状況においては非常に大きい。さらに、経済環境の変化によって、収益が例えば3,000万円から収益が5,000万円にアップしたとすると、政府の負担額が2,000万円減ることも考えられる。事後的な政府保証にすれば、結果的には財政支出が減るケースが随分ある。ただし、今の政府保証型を安易にやるとモラルハザードの可能性があり、損をしていても保証

してくれるということになる点は注意が必要であろう。

4. 抱き合わせ販売で一体経営

さらにもう1つの発想は「抱き合わせ販売」と呼んでいるものである。これは、収益を生まない事業と収益を生む事業をセットにして売り出す方法である。そうすることで、今まで公共事業と言われていた部分も民間が担える可能性が出てくる。例えば、道路や公園は設置だけでは収益は得られないが、周辺地域の開発を同時に事業化するとかなり民間が全部丸ごとやることができる。

抱き合わせ販売のメリットは、財政支出が減るというだけではなくて、官民が一緒に事業にあたることで、地域開発に事業者のアイデアが入ることにある。重要な点は、先に示したように、プランは民間の側で書くということにある。民間の事業だけではなく、公共事業的なものも含め、民間がアイデアとピクチャーを持っていけばそれを使うということである。今までのPFIは、官の側が絵を描くというプランであり、これに幾らのお金でやってくれますかという話になる。これに対し、今回の国土交通省の募集というのは、全体の絵を民間で描いてもらって、上手な組合せのアイデアをするかというのは民間で出してもらうということである。

5. 制度的仕掛けをどう整備するか ～改正PFI法、官民ファンド

先のような発想をもとで、民間導入の仕組みを実現するためには、①制度的な仕掛けをどう整備するのか、②民間の資金をどういう仕組みで導入するのか、③資金と知恵を有する民間の人材をどう集めるのか、という問題点がある。これは被災地復興に関しては特に重要な点である。

制度的な仕掛けには幾つかあり、1つは公共事業においては、PFIやPPPという官民連携の仕掛けをうまく使って、民間の知恵を公共資産のところに見出していくということが求められてくる。今回の改正PFI法で、民間からの「事業提案」が盛り込まれたように、どこまで民間が官の事業を含めた全体のピクチャーのアイデアを出していけるかが非常に重要なポイントになってくるだろう。

金融面で注目されるものの1つは国内のインフラファンドである。インフラファンドと年金基金はファシリティのマッチングが非常によく、あまりリターンは高くないが、安定的に長期にわたって収益が見込めるという意味で非常に相性がいい。復興だけにかかわらず、日本全体のインフラ投資ということからすると、年金基金からお金を集めたインフラファンドがどれだけインフラ投資に向かってくれるかということがこれからの大きなポイントになる。さらに重要なポイントは、インフラだけではなく、インフラプラス α の都市開発や地域開発にお金が回ることによって不動産の有効活用につながり、不動産価格の上昇が生まれることを期待したい。

第3回 「非伝統的な金融政策と資産価格」

講師：岩田一政（（社）日本経済研究センター 理事長）

講演日：7月25日

1. 量的緩和・信用緩和政策の実施

日本銀行はこれまで、①2001年3月～2006年3月（1回目）、②2008年12月～現在（2回目）、と過去2回の量的緩和・信用緩和政策を実施してきた。

私が日本銀行に在職した2003年の3月～2008年の3月は、量的緩和をやめるのが本当かどうかが議論は随分あった。3月に量的緩和を開始したときは「物価上昇率が安定的にプラスの上昇率になるまでやります」とし、2001年の10月にはもうちょっとクリアにして、「安定的に物価上昇率、消費者物価指数がプラスの領域に入ってくればやめます」という形とした。2回目の2008年～現在のほうは、リーマンショックがあつてから、どこの国も緩和を一生懸命やっており、日本もこうした対策が必要ということで開始したが、2回目は量ではなくて信用を緩和したいということになった。

2. 1回目の量的緩和政策とその効果

1回目の量的緩和政策はエコノミストや経済学者の間で随分ご議論があり、効果の有無を巡って相当幅広い意見の相違が見られた。1回目は、ゼロ金利の下で「日本銀行当座預金残高」を通常時の5兆円から30-35兆円にすることを政策目標とした。そのほか、長期国債や株式、A B C Pなどを購入した結果、日銀のバランスシートは42兆円拡大した。

長期国債については18兆円の買入れ、これには日銀券発行残高の範囲内という天井ルールを設けた。株式の購入は過去あまりなく、日銀としては相当思い切った措置であった。A B C Pの購入については、当時A B C Pのマーケットを育てたいという意図があった。

この1回目の量的緩和政策（13兆円）に加え、2003年春から2004年春にかけて行った財務省による大規模な介入政策（35兆円）の組み合わせは、事実上の「非不胎化された介入政策」となった。その結果、1%程度の物価下落率が2006年初めには0.5%を上回る上昇率まで上がるようになったと思われる。

量的緩和の効果としては3つほどあり、1つは、「システミックリスク、デフレスパイラルを回避したこと」である。量的緩和で流動性をマーケットに多く出すことで、金融面でのシステミックなリスクとかデフレのスパイラルというのは防ぐ効果があった。2つめは、「時間軸効果の補完・強化」である。時間軸とは、物価上昇率がプラスになるまでは量的緩和やるというコミットメントをあらかじめすることにより、物価上昇率がマイナスで推移している間はゼロ金利がずっと続くとマーケットが期待することを意図したもの。時間軸効果があれば、少し長めの金利もゼロに近づいてくるということになる。3つめは、信用

リスク・プレミアムや株価、為替レート、土地価格などに効果があったこと。為替レートは介入政策と合わせ技であり、かなり効果があったと思われる。土地の価格については、2005年ぐらいからは住宅価格もどうやらボトムアウトし始めたということで、かなりの時間のラグがあるが反応した。

3. 2回目の信用緩和政策とその効果

2回目については、以下8回の量的緩和・信用緩和政策が実施された。

- ① 企業金融・金融安定化（2008年12月）：長期国債毎月1.2兆円～1.4兆円・社債・CP買い切り：BBB格以上の企業債務を適格化：補完当座預金金利0.1%引下げ
- ② 金融緩和の強化（2009年12月）：固定金利共通担保付資金供給10兆円
- ③ 長めの金利引下げ（2010年3月）：固定金利共通担保付資金供給で長めの金利引下げ
- ④ 成長基盤強化支援資金供給（2010年6月）：3兆円、コールレート誘導金利
- ⑤ 金融緩和の強化（2010年8月）：固定金利共通担保付資金供給（期間6ヵ月）
- ⑥ 包括的金融緩和（2010年10月）：資産買入基金（長期国債、CP、ABCP、社債、ETFs、J-REITs購入（500億円））5兆円と固定金利共通担保付資金供給30兆円
- ⑦ 金融緩和の強化（2011年3月）：被災地域の金融機関支援のためのリスク資産買入基金（5兆円：長期国債0.5兆円：社債1.5兆円：CP1.5兆円：ETF0.45兆円：REIT0.05兆円）
- ⑧ 成長基盤強化支援資金供給（2011年6月）：出資・動産担保融資：5000億円；0.1%の金利

大きな刺激措置は①④⑥⑦であったが、中でも特に有意だったのが⑥だったと思われる。

今度の2回目の信用緩和政策の効果について、7月初めにIMFの対日審査が公表された。イベントスタディによると、10年物国債金利は25bpのスピルオーバー効果があったことが示されている。株価も有意に上がっており、J-REIT指数は14.3%とかなり上昇した。さらに、金融市場安定化効果も認められており、ボラティリティも低下した。

4. 米国の2回の信用緩和・量的緩和の効果

米国も2回の信用緩和・量的緩和を行っている。1回目のQE1（2008年11月-2009年3月）では、政府機関債やMBSをあわせて6000億ドル、長期債はまとめると1.75兆ドル購入した。2回目（2010年11月-2011年6月）は長期国債を6,000億ドル購入する他に、1回目に購入したMBSで満期がきた分の金額で長期国債を2,800億ドル購入、合わせて8,800億ドルとなった。

IMFのイベントスタディでは、米国のQE1とQE2をまとめて評価している。長期金利は105bp、短期金利は80bp低下し、株価も3.7%上昇、為替レートは5%減価した。インフレ期待については0.4%ほど上昇したとされている。一方、日本に与えた効果、スピルオーバー効果については、長期金利を12bpほど引き下げる効果があった。為替レートも12%

増加した。J-REITについては19%上昇するというので、効果は大きいようである。

5. 不動産市場の現状

不動産業の業界は08年以降悪化している。東証REIT指数07年5月をピークに08年10月まで急落し、その後緩やかに回復したものの低迷状態が続いている。しかし大震災が不動産市場に与えた影響は小さく、東北3県へのREIT投資は1.1%であった。また、復旧・復興需要は不動産にとってプラスの材料でもある。

大震災の影響でいうと、原子力事故や観光・ホテルなどでマイナスの影響はあったが、日本の建物の耐震性のよさについては評価が上がっているのではないかと。

商業用不動産については、2012年問題があり、空室率がまだ高い状況で賃貸料上昇というわけにはいかないだろう。

J-REITの予想配当利回りは5-6%で推移しているが、国債金利との差をみると日本の不動産価格が高いわけではない。

アジアの不動産市場を見ると、香港、シンガポール、中国では不動産価格上昇がピークアウトしつつあると思われる。生産年齢人口比率と土地、住宅、不動産のバブルというのはかなり関係があると思っている。将来の生産年齢人口比率から判断すると、中国で本当のバブル崩壊があるのは2015年ではないかと考えている。

6. 不動産市場の活性化

不動産市場の活性化において、住宅投資については、耐震構造やエネルギー効率などの質の高い住宅ストック形成については有望なマーケットがあると思われる。

REIT市場の先行きについては、金利の更なる低下はプラス材料だが、期待成長率が下がっていることはマイナス要因である。業況の再編でM&Aが活発化することが予想される。アジアの資産価格については、バブルが最終的にいつピークアウトして崩壊するかわからないが、過熱気味だったのが少しずつ落ち着いてくるだろう。

東京の魅力は、世界第二の収益不動産の規模（100兆円以上）がある点であり、質の高いマーケットということが言える。キャップレートは欧州よりも低い、国債金利とのスプレッドで見ると不動産価格は決して高くはなく、むしろ割安と見ることができる。しかし、マーケットではあまりその点は評価されていない。

金融政策については、日本銀行がREIT買取額を500億から1,000億に引き上げたことはプラス要因である。また、REITが海外市場で増資が自由にできるようになったこともプラスである。

他方、REIT市場の構造的な問題としては、年金投資家を呼ぶためにインデックス投資の拡大が必要であり、スポンサーからの独立性も必要になる。

今回の大震災で力を入れたらいいと考えられるのが風力発電である。風力発電は東北で

1,600万キロワットほどの潜在的な発電能力があるとみられている。風力発電は部品が結構多いため、製造業も同時に雇用増加が期待される。

証券化については、欧州では一般的な「カバードボンド」が日本ではあまり入っていないため、純粋な証券化の中間形態としてもう少し取り入れてもいいと思っている。