

グローバル経済下における不動産のあり方について



「グローバル経済下における不動産のあり方懇談会」のメンバー（順不同）

伊藤 元重	東京大学大学院経済学研究科教授（懇談会座長）
中里 実	東京大学大学院法学政治学研究科教授
神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
翁 百合	日本総合研究所調査部理事
川口有一郎	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
岩沙 弘道	不動産協会理事長 三井不動産社長
福澤 武	不動産協会副理事長 三菱地所会長
南 敬介	不動産協会副理事長 東京建物会長
高島 準司	不動産協会副理事長 住友不動産社長
植木 正威	不動産協会副理事長 東急不動産社長
中野 淳一	不動産協会副理事長 野村不動産会長
箕原 克彦	不動産協会副理事長 阪急不動産社長
五十嵐健之	不動産協会副理事長 兼 専務理事(第1回)
林 桂一	不動産協会副理事長 兼 専務理事(第2回～第5回)
佐藤 和男	不動産協会政策推進委員長 三井不動産顧問

(不動産協会側メンバーの役職は2007年3月末現在。なお中野淳一氏は8月23日に逝去された。)

目次

はじめに	社団法人不動産協会理事長・岩沙弘道	1
	「グローバル経済下ではマーケットフレンドリーな産業構造をつくっていくことが重要です」 伊藤元重懇談会座長が語る	2
	「グローバル経済下における不動産のあり方について」の報告	6
第1章	大きく転換する不動産市場・日本経済の成長に向けて	6
第2章	持続的成長を支える不動産市場の発展と都市再生事業の展開	9
第3章	不動産と金融市場との連携による投資機会の拡大・優れたストックの形成	12
第4章	グローバル経済下における都市間競争への対処	14
第5章	今後の課題	16

はじめに

わが国の不動産市場は、グローバル化した投資活動や証券化に代表される金融技術と不動産との融合、収益性を重視した不動産の価格形成、情報開示の推進、さらに都市再生事業などに見られる美しくダイナミックな街並みの形成などを通じて、バブル崩壊後15年以上も続いた資産デフレから今ようやく立ち直ろうとしております。

この間、不動産の価値判断は所有から収益価値へと構造転換し、その中で不動産証券化が果たした役割は大きく、先進国に比肩する規模に成長しました。開発とそれに伴う資金負担が民間デベロッパーなどの開発主体のバランスシートから切り離すことができるようになったため、都市開発に対する機動性が大幅に改善されました。また、資金を提供する側にとっても不動産市場へのアクセスが容易になり、それが投資対象としての不動産の位置づけを高めました。さらにそれがグローバル化した投資と結びつき、わが国の不動産が国際的なポートフォリオの一環として組み込まれるようになったのです。

不動産市場の活性化は、資産デフレの経験から明らかなように、日本経済の持続的成長を担保する重要な基盤です。世界標準の不動産投資市場を構築することによって、世界の投資資金をわが国に呼び寄せるとともに、都市再生事業を継続・推進することによって、グローバル経済の一極を担う都市群を育成することが求められます。

本報告書は、伊藤座長他4名の専門家の先生方のご協力をいただき、議論を重ねた内容を取りまとめたものであり、わが国の不動産市場の大きな変化を概観するとともに、その変化がもたらす意味を分析し、良好な国土形成と持続的な経済成長に寄与していくための課題を整理しました。

ご高覧いただければ幸いです。

社団法人不動産協会理事長 岩沙弘道



伊藤元重(いとう もとしげ)

東京大学大学院経済学研究科教授

(「グローバル経済下における不動産のあり方について」懇談会座長)

1951年、静岡県生まれ、74年、東京大学経済学部経済学科卒業、78年、米国ロチェスター大学大学院経済学研究科博士課程修了、同年、米国ヒューストン大学経済学部助教授、79年、東京都立大学経済学部助教授、82年、東京大学経済学部助教授、93年、同教授、96年、同大学院経済学研究科教授。財務省の政策評価の在り方懇談会メンバー（財務省）、特定非営利法人（NPO法人）金融知力普及協会理事長、総合研究開発機構（NIRA）理事長、政府税制調査会委員他。主な著書：『ゼミナール国際経済入門』（日本経済新聞社）、『伊藤元重の日本経済がわかるキーワード』（日本経済新聞社、編著）、『伊藤元重の日本経済がわかる研究室』（日本経済新聞社、編著）、『伊藤元重のマーケティング』（日本経済新聞社）他。

約1年間をかけて、懇談会メンバーの方々とかなり自由闊達な議論をさせていただきました。結論から申しますと、不動産市場は大変革期を迎えていて、証券化、流動化、グローバル化という新しい視点から不動産そのものを捉えなおしていかなければならない、というのが私の一番大きな感想です。

現状がどうなっているのか、あるいは海外との比較はどうか、さらには日本の活力に資するためには政策的に、あるいは業界内部も含めたどのような課題があるのかということはこの報告書ではまとめました。

いま日本の経済はかなり回復したといわれています。本当に回復しているのかどうかについては、いろいろな議論がありますが、なぜ回復しているのかということ考えたときに、非常に不安を感じる方が多いと思います。

いまの日本の経済を支えているエンジンは、三つです。一つは円安。実効為替レートで見ると、過去20年で最も低くなっている。円・ドルの関係ではそうでもないのですが、ユーロとか、あるいは他のアジア通貨と比べると大変な円安になっている。その結果、日本企業の輸出が非常に伸びて、日本の景気を下支えています。

二つ目は財政です。景気によって少し変動しますが、だいたい30兆円近い財政赤字がずっと出ています。30兆円というのはGDPの6%です。GDPの6%の赤字を出しているということは、それだけ税金が少ないのか、あるいは支出が多いのか、どちらかになるわけですが、それだけの財政的な刺激を続けているということです。

三つ目は低金利です。日本銀行が金利を多少上げたとしても、政策金利はアメリカの10分の1、市場金利で見て

グローバル経済下では マーケットフレンドリーな市場と 産業構造をつくっていくことが重要です。

グローバル経済下における不動産のあり方をどう描けばいいか。

5名の専門家と社団法人不動産協会の正副理事長らをメンバーとした

懇談会の座長を務めた東京大学大学院経済学研究科教授の伊藤元重氏が、

検討の経緯と内容の要点について語った。

も非常に低い水準です。

サプライサイドからの牽引が大きな鍵に

こういう状況をこれからずっと続けていくのは不可能です。為替は日本だけで決められるものではありませんし、財政は健全化していかなければならない。金融も急速な引き締めはできませんが、これ以上の緩和は難しい。

そうなったときに、何が日本経済を引っ張っていけるかといえば、いま申し上げたように、デマンドサイドからの牽引の持続が難しいのであれば、サプライサイドが大きな鍵になるわけです。

サプライサイドには、いろいろな分野があります。医療や金融、公的部門も含めていろいろなものがありますが、不動産分野はその中でも、速効性がある、しかも経済全体に広がりを与えることができる分野だと思います。

日本では、90年代のバブル崩壊以降の長い経済的な停滞期を、二つの分野における構造改革によって抜け出したという成功体験を持っています。

そのひとつはIT分野です。2000年にIT戦略会議ができ、その時点ではわずか2000人しかブロードバンドにつながっていなかった状況が、既存の通信業者に新しい業者がアクセスできるように環境を整備したことで、あっという間に世界最大のブロードバンドアクセス大国になった。

もうひとつが不動産分野です。一連の不動産証券化に対するさまざまな制度を導入することによって、不動産市場への資金のアクセスが容易になり、それが経済活性化に大きく貢献しました。

不動産証券化で多様な資金調達が可能に

バブル崩壊までの日本の不動産市場への資金のアクセスは、銀行から不動産を担保にお金を借りて、それで投資するというルートしかありませんでした。これが企業のバランスシートを大きくして、不動産価格が下落したときに、単に不動産価格の下落だけにとどまらず、企業の経営そのものに打撃を与え、不良債権の発生につながった。

不動産の流動化・証券化などのさまざまな制度を入れることによって、何が可能になったかということ、不動産の開発において金融のバランスシートの問題をある程度切り離すことができるようになってきた。これによって東京都心や、いまでは地方都市でも見られるようになった大規模な都市

再開発が急展開するようになったわけです。

不動産証券化が不動産市場にもたらした大きな変化を要約すると次の三つになると思います。

第一に、いま申し上げたように不動産開発のバランスシート問題が解消することによって、土地を最大限活用するための手法が確立されました。不動産を開発するという行為は、それがオフィス、住宅、あるいは商業施設によって、または、その場所が大都市、地方かによって、状況や条件が異なります。そして、開発した建物にテナントを入れ、家賃を確保し、運営管理していくという行程が控えている。証券化手法を使うことによってこうした各段階のコストとベネフィットも明確になり、どうすれば最大収益を生むかという目標設定がやりやすくなりました。

第二の重要な変化は、投資という側面です。不動産投資には大変大きな金額が必要になりますから、そこに投資資金が入ること自体が経済の活性化にとって重要になってきます。高度経済成長期のように工場や生産設備にどんどん投資して、経済を引っ張っていくというのがなかなか難しい状況下であって、これからの日本の内需型経済を考えると、不動産に投資資金が入っていく仕組みがどうしても必要になる。その際に、証券化、流動化が重要な役割を果たします。

国際的な金融マーケットに組み込まれる

第三に、これはわれわれの懇談会でもかなり重点を置いて議論したのですが、その証券化、流動化をはじめとした規制改革の結果、国際性が大きな意味を持つてくる。不動産はもともとローカルなものです。それが証券化、流動化を通じて、グローバルなマーケットの中に組み込まれることになります。





ファンドを通じて世界中からお金は容易に集まってくる。日本も、アメリカも、ヨーロッパも、ベビーブーマーが引退するような時期ですので、いま先進国にはお金が余っている。問題は、そのお金をどうやって有効に投資するか、運用するかということです。これが世界の金融の人たちの大きな関心事です。

不動産、あるいは不動産と関係する資産は、こうした点から大変おもしろい存在だろうと思います。まず伝統的な投資の対象である株式だとか、債券だとか、あるいは石油などのコモディティ、これらとの相関性が比較的薄い。投資の分散を考える上で、不動産は魅力的な資産です。

地域的な相関が強くなっていくというのはグローバル化の流れですが、アメリカの株式と日本の株式の連関に比べれば、ニューヨークの不動産と東京の不動産の連関性は弱い。不動産という資産それ自体が分散投資に適していることにもなります。

さらに、不動産はそこにテナントがいるわけですから、家賃が安定的に入ってくる。金融の世界の人にとってみると、極めて都合のいい性格を備えている。その結果、この5年ぐらいい間に、グローバルな金融の流れの中で、不動産絡みのところに入ってくる資金の額が急速に増えています。

グローバル化が都市構造も変える

繰り返しになりますが、不動産市場とそれを取り巻く環境の変化をもう一度整理してみます。不動産の証券化、流動化の進展に伴い、まず第一に、金融と不動産投資がバランスシート上で一体化していたところを切り離すことができるようになったため、利用開発がより機動的に有機的になったことがあげられます。第二には、資金の流入路が確立されたため、投資という視点から見て大変重要な存在になってきた。そして三つ目に、それがグローバル化と結びつくようになったことです。

非常にローカルな存在である不動産というアセットが、証券化、流動化、あるいは金融の変化を通じてグローバルに結びつき、それが日本の経済を活性化するサプライサイドの改革の一翼を担っています。開発が進むことによって、雇用や生産が生まれる。投資資金が集まるので、その結果として、より有効な資金運用の対象になる。そういうことが、都市の構造そのものにも大きな影響を及ぼす。そして、いまや経済は都市間競争の時代に入っていることを考えれば、都市の集積がまた経済に反映される。そのような循環が生まれています。

戦後、日本の都市構造の特徴は、ある種の分業を進めてきたことだと思います。ここは住宅地域であるとか、ここはオフィス街であるとか、ここは工業地域であるとか、または農業地域であるとか、そういうかたちで分業を進め、それが日本の都市を形成してきたわけです。これが、いまの時代には合わないものになってきました。

ある有名な作家が書いていましたが、東京都心へ片道1時間、満員電車で揺られて通勤すると、往復1日で2時間、それを1週間に5日、1年間では50週、それを40年間続けると、懲役4年から5年に匹敵するそうです。それは住宅地域とオフィス地域を分けた結果です。

機能集中が魅力的な空間を生む

工業地域とそれ以外のところを分けたことは、昔は騒音とか公害とか仕方がない部分もありましたけれど、いま日本の製造業はどんどんコンパクトになってきて、余った工場敷地が商業施設に生まれ変わり、新しい街づくりの核になっている例も出てきました。たとえば石川島播磨の工場跡地の「ららぽーと豊洲」、あるいは川崎駅前の東芝工場跡地の「ラゾーナ川崎プラザ」、武蔵村山の日産工場跡の「ダイヤモンドシティ・ミュウ」などがそうです。

かつての工場が新しい機能に切り替わることによって、生活中心型の都市が形成される。都市に、職・住・遊・学、あるいは医といったあらゆる機能が集積することによって、そこが非常に魅力的な空間となる。そしてそれが都市の国際競争力につながっていく。

一方でいま、大都市と地方の格差がクローズアップされています。これについては、背景にある問題を考えなければなりません。日本のGDPの8割は非製造業です。製造業と違いグローバル市場になかなかアクセスできない分、あるいはアクセスする必要がない分、非効率的な分野が残されています。その構造を少し変えてあげるだけで、生産性が上向き、内需は拡大します。それが地方を潤していきます。

今回の報告書では、いままで申し上げたような現状分析を明確に示すとともに、今後の課題についても検討しました。

不動産の流動化、証券化、グローバル化について考えますと、不動産市場の透明性が非常に重要になってきます。取引情報であるとか、家賃情報であるとか、残念ながら日本では旧来からの相対取引の仕組みが残っているため、そうした情報がオープン化されていない。透明性は今後さらに強化していかなければならない要素です。

マーケットフレンドリーな市場と産業構造を

住宅についても、整理をしてあります。これから高齢化が進み人口が減少していく中で、世代によって多様な住まい方を実現するためにはどうしたらいいのか。そのために非常に重要な住宅ローンのあり方をどのように改革したらいいだろうか。あるいは豊かな生活が実感できるためのマルチハビテーションのあり方はどう構築していけばいいのか。これらについても検討を加えました。

そして最後に、税制について今後何が必要なのかということにも検討を加えました。歴史的に見ると、明治の地租というのは、農業から税金を取って、当時未発達だった産業、工業、商業の地租を安くするという形で産業転換を図ってきました。そういうことを考えますと、不動産の流通なり、保有なり、譲渡に関連する税を、どういう分野に向けて軽減していくかによって、産業の進展や構造転換を促すことができる。経済の成長も高めることができるわけです。

一方、グローバル経済下では、直接税的なものを重くすると、企業はほかの国に行ってしまうし、一定の高い所得を獲得する人は国外に出てしまいます。こちらにも配慮をしつつ、経済全体をどう高めていくかというのが税の最大の課題だと思いますので、そういう面についても考えなければいけません。

私は、マーケットフレンドリーな市場と産業構造をどうつくっていくかということが、これからのグローバル経済の下での不動産業のあり方において、一番重要な鍵ではないかと思っています。 (文責・社団法人不動産協会)



第1章

大きく転換する不動産市場・
日本経済の成長に向けて1 世界に前例なき長期にわたる
資産デフレ

バブルの発生と崩壊、回復の過程は、わが国の不動産市場の動きや政策のあり方が、社会経済と密接につながり大きな変動をもたらすことを、我々日本人に重要な教訓として知らしめることとなった。バブル崩壊から15年を超える地価下落が続いたが、これだけ長期にわたって地価が下落した例は、他の先進国等における過去50年にわたる長期の地価等不動産価格動向を見ても皆無である(図表1)。

過去を振り返ると、1985年のプラザ合意の後に生じた過剰流動性や金融・資本市場の自由化による企業の銀行離れ、土地神話に依存した過剰な評価による中小企業や不動産業を中心に行われた担保融資などを背景に、急速な経済成長とさらなる将来期待によってバブルが発生し、その崩壊は多額の不良債権と不稼働な不動産ストックを発生させることとなった。この一連の動きを見ると、当時のわが国のマクロ経済運営は、こうしたバブルの発生を予測しえない未成熟な段階にあったともいえる。

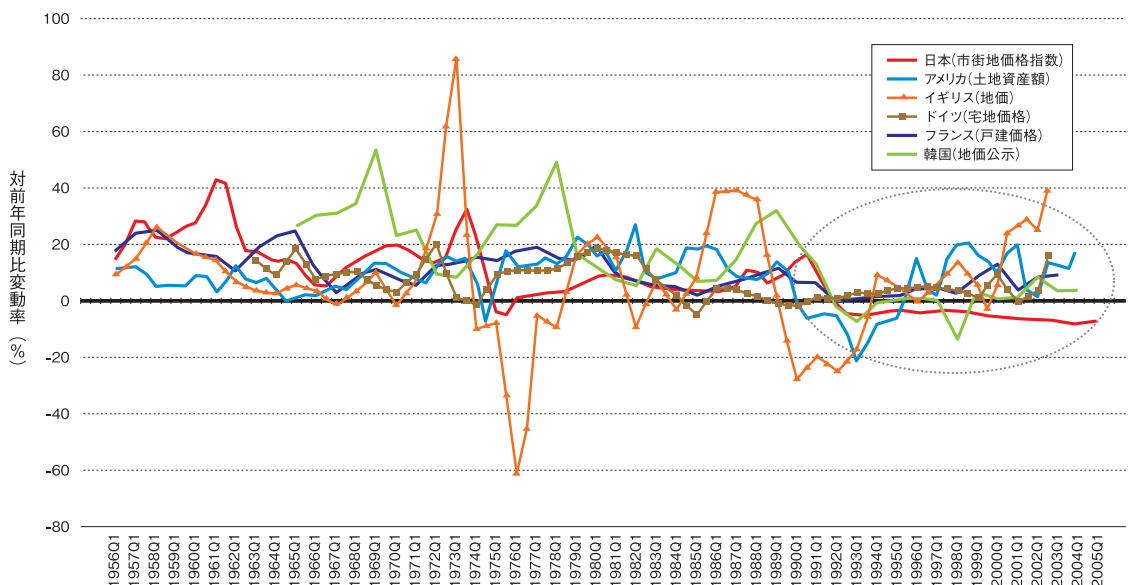
バブルの崩壊は、不動産融資の総量規制など、ストック価格を直接押し下げる政策が講じられたことから始まり、さらに地価下落が進行する中で、不動産税制の重課が追い打ちをかけるように実施された。その後に軽課に向けた措置がとられるまで、地価は継続的に抑制されることとなった。資産デフレは逆資産効果を通じて景気低迷を生み、需要の低迷は一般物価の下落を通じて景気低迷に拍車をかけ、デフレを一層深刻にする負のサイクルを生むこととなった。

これらの総量規制や土地重課を筆頭とする市場介入策は、今後のグローバル市場においては許されるものではなく、市場フレンドリーな対応に転換される必要がある。

2 資産デフレからの脱却・
利用に応じた価値の実現へ

このように深刻化した資産デフレから脱却し、経済を再生するためには、バブル封じ策の撤廃だけでなく、いったん始まったデフレ・スパイラルを断ち切る必要があった。これには、不良債権処理

図表1 世界に前例のないわが国における長期の地価下落



(出所) 日本(市街地価格指数、全用途平均)、アメリカ(土地資産額、FEB Flow of Funds Accounts of the United States Z1 不動産残高から建物分を控除)、イギリス(Valuation Office Agency 他データの合成系列)、ドイツ(建築可能既存宅地 Kaufwerte für Bauland, September 2004, Statistisches Bundesamt, Fachserie 17, Reihe 5)、フランス(既存戸建住宅全国平均価格、INSEE、Paris Chamber of Notaries)、韓国(地価公示、全用途平均)により作成。

を促進し、低利用あるいは未稼働不動産を優良収益不動産に転換することによって新たな価値を生み出す必要があったが、破綻した間接金融はこの道を閉ざしていた。そこで、米国における貯蓄金融機関(S&L)破綻後の不良債権処理に重要な役割を果たした不動産証券化等の金融技術の導入や先進的不動産経営、英国における都市再生事業などの展開と成功が、わが国にとって重要な指針となった。

不動産の証券化の関連では、1995年に不動産特定共同事業がスタートし、その後、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC法)による資産流動化の推進からJ-REITの創設普及に至るまで、新たな不動産市場形成に向かって数多くの新制度が導入されてきた。

この過程における最も重要な変化は、不動産の証券化に伴い、投資判断の前提となる基本的な考え方として、適正な不動産価格の水準を、利用に応じて市場で決定される収益価格とする評価方法が浸透したことである。その間、従来の不動産鑑定手法を、収益価格評価の体系に転換すべく、様々な試行が展開されたが、それを推進したのは、主に海外投資家の要請によるものであった。適切な運用を目指す機関投資家が市場に参入したことによって、従来の「持てば上がる」という、キャピタル・ゲインねらいによる土地神話は一掃され、有効利用を前提としない不動産投資はほぼ姿を消し、資産価値から利用による収益価値を重視した市場システムへの転換が始まった。

不動産投資に対するもうひとつの大きな変化は、大規模な不動産を持たない、一般消費者などの個人や小規模年金なども、不動産の証券化を通じて、不動産投資に参画することができるようになったことである。実物不動産を、特定の事業者が保有し利益を得ていた過去の状況では、経済に対する不動産の寄与のあり方は、相対的に限定されていた。現在ではJ-REITや小口化証券、あるいはファンド・オブ・ファンズなどを通じて、家計を含む投資家、生損保や年金などの機関投資家、金融機関などが、直接大口の不動産を保有しなくても、株式や証券等に姿を変えた不動産や不動産関連投資をすることによって、広く不動産投資による配当や適切な経営によるゲインを分かち合うことができる不動産投資市場が生まれてい

る。この結果、不動産市場は従来以上に経済に寄与し、市場には多くの投資資金が集まるようになった。

この代表的な動きがJ-REITの誕生である。1960年、米国においてREITに対する法人税非課税という導管性が議会によって承認された際の政策理念は、規模の小さい投資家が収益不動産や大規模不動産投資にアクセスできるようにし、分散投資の機会を提供することであった。不動産からの安定収益確保や価格上昇による利益を広く投資家に分配するとともに、REIT投資を取り入れることによって投資リスクの分散を図る機会を投資家に与えるという理念は、00年11月以降、わが国にも引き継がれることとなり、J-REITが誕生することとなった。

不動産証券化の導入と発展は、家計を含む投資家からの要請によって、自律的に不動産市場における情報開示を促すこととなった。J-REITによる金融と不動産投資の融合というイノベーションに対応したわが国の情報開示の水準は、世界の不動産投資家にも注目されるようになりつつある。日本の不動産市場の透明性は、世界的な不動産投資顧問業であるJones Lang LaSalleの評価によると、欧州主要国に肩を並べる水準にまで改善している。

同時に、J-REITの上場によって、海外から株式市場を通して日本の不動産へアクセスできる場ができたため、日本だけで孤立した不動産価格が形成されることは自ずと許されなくなった。このことは、現実にわが国の不動産市場がグローバル化したことを意味し、後戻りのできない世界的な動きにわが国も取り込まれたものといえる。

3 有効利用によって多極化する 地価動向—— 望ましい価格形成への転換

不動産証券化の展開を通じた不動産の有効利用によって、三大都市圏の平均地価は06年より下落から上昇に転じている。しかし、需要の創出が難しい地方や、都市部でも利用価値が見だしにくい土地の価格は低迷を続けており、この結果、全国的あるいは地域的なレベルでも価格形成の多極化が進んでいる。しかし、この現象

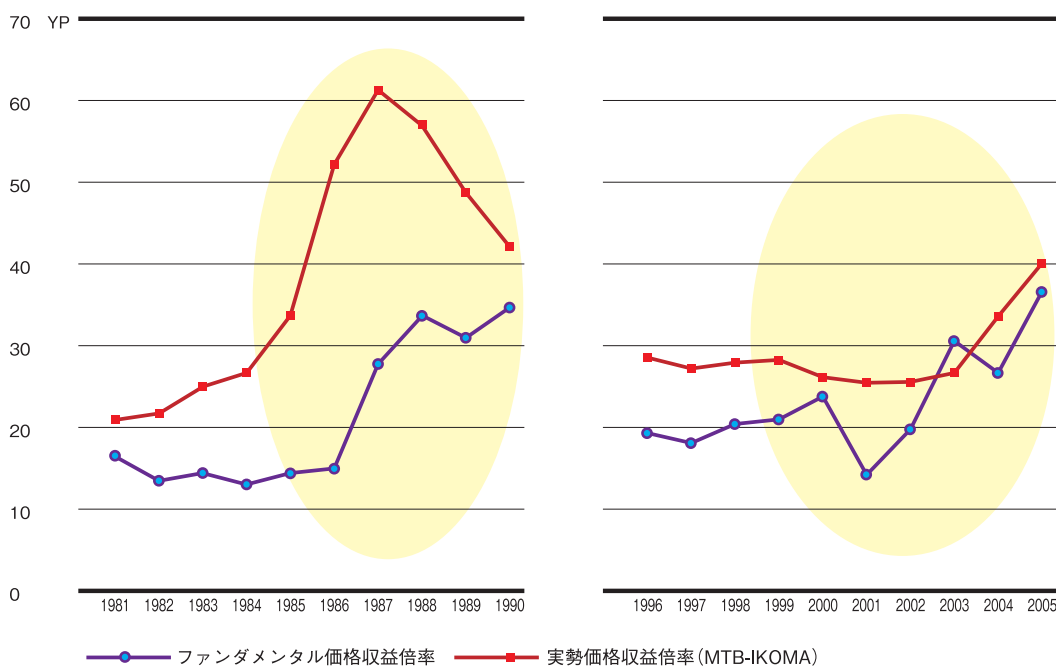
は、70年代初頭の列島改造期における全国的な地価上昇や、東京都心の地価上昇が都市郊外や主要都市、地方都市にまで波及した80年代後半からのバブル期の状況とは大きく異なっている。

大都市圏における地価上昇に伴い、商業用不動産等のキャップレートが低下し、再びミニバブルが発生しているのではないかと指摘があるが、学識経験者による実証研究をみても、都心部における不動産価格収益倍率は、かつてのバブルの頃と現状とでは異なっており(図表2)、現在の地価形成は、利用と経済条件によるファンダメンタルズに基づいているものと判断される。一部

の地価上昇が市場全体に波及するというバブルへの懸念は、こうした実証研究からは見いだすことができない。むしろ、グローバル経済下において、様々な投資資金を揺らぐことなく受け止めることができる規模と柔軟性を持ち、市場メカニズムに基づいて自律的に機能する不動産投資市場を整備・育成していくことこそが重要である。

資産デフレが経済の低迷を生んだ教訓は、資産市場の健全な成長が経済成長の重要な課題であることを示した。アメリカやイギリスでは、住宅価格の継続的な上昇が消費の拡大を通じて、経済成長に大きく寄与してきた経緯がある。ここ

図表2 本質的に異なる80年代後半と最近の地価上昇



(注) YP=不動産価格収益倍率
(出所)川口有一郎、2006年5月17日「不動産と金融の融合 現状と今後の課題」より

委員から一言

川口有一郎 委員

(かわぐち ゆういちろう)
早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授、
日本不動産金融工学会会長



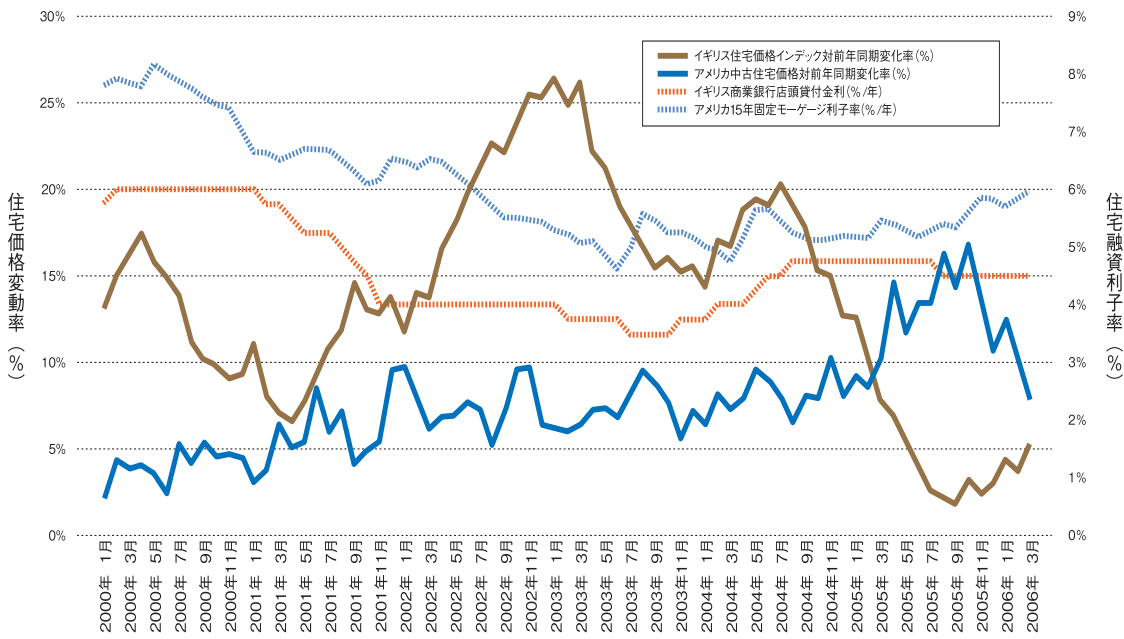
わが国の経済的な政策・制度は、世界の市場経済活動人口が共産主義崩壊や発展途上国の躍進によって10億人から40億人と4倍に増えた状況や、クロスボーダー化とアウトソーシング化などの急速な進展など、世界的に起こっている大きな変化にともすれば対応できていません。

グローバル経済下においては、規制行政から市場を誘導する行政への移行が不可欠です。すでに金融政策は市場参加者の期待をマネージする政策に移行しており、金融商品取引法や日銀の金利に対する政策論議などの金融面の動きが不動産価格・取引の期

待形成に影響を与えています。

アメリカの不動産市場の実証研究から、流動性が非常に大きな影響要素となっています。バブル時の土地政策において、流動性を止めたことは決定的な間違いでした。不動産価格の上昇期に、含み益を期待する個人や企業は不動産を売却せずに所有したことに加え、国がバブルを助長するとして自ら保有する土地を供出しなかったことにより、流動性が大きく疎外されました。二度とバブルを起こさないためには、流動性確保を念頭に、旧態依然たる土地保有の概念を一新する必要があります。

図表3 英米における住宅価格の上昇と利子率によるマクロ政策の推移



(出所) National Association of Realtors, Freddie Mac, Nationwide Index, Office of National Statistics

で注目すべきは、こうした住宅価格の上昇に際し、その恩恵を最大限に分配するとともに、深刻なバブルに至らぬための政策手段として、英米では直接的にストック価格に介入する政策を採らなかった点である。英米の政策担当者は、日本のバブル封じとその後の資産デフレの経緯をつぶさに分析し、同様な政策手段によるリスクを回避し、マクロ政策をもって住宅価格のソフトランディングを図り(図表3)、着実な成長を確保しようとしている。

安定した経済成長を実現するためには、経済

の実態に合った不動産市場の着実な成長が不可欠で、そのためには不動産投資市場の整備が重要な課題となる。整備された市場では十分な情報開示によって投機的な取引は発生しにくくるとともに、投資家による行動規範が適切な有効利用を前提とした不動産投資の活性化を促す。このような市場では、政策による直接介入の必要性は縮小し、利子率の調整など市場メカニズムを重視したマクロ政策を通じて、バブルの発生や進行を未然に回避し、経済成長を維持することができるようになるだろう。

第2章

持続的成長を支える不動産市場の発展と都市再生事業の展開

1 不動産投資市場の整備は諸政策の要

不動産投資市場の整備は、有効利用の促進を通じて、土地という経済要素の効用の最大化につながることから、国土政策や都市、土地、住宅、経済、金融、産業、農業、交通、公共事業、少子化、高齢化、コミュニティ等の諸政策のほぼすべてと関連し、互いに連動する様々な政策の基盤となる。このため、市場整備の推進は、諸政策

を効率的に促進し、目標達成に導くための基本的課題といえる。

特に、人口減少社会では、技術革新(様々な規制緩和や金融技術、不動産評価を含む)や規制緩和による生産性の向上と、土地利用における選択と集中、つまり都市部を中心とした資源の適正配分と最適利用を推進することが重要な課題となる。市場整備によって不動産投資の機会を拡大することによって、世界の投資資金をわが国に誘導し、都市・街づくりや国土形成に充当

することによって、優良なストック形成を図る。さらに新たな投資機会を創出するという望ましい循環を実現し、社会経済における様々な資源の効用を得ることを目指す必要がある。

投資家は、不動産を取得・保有し、収益を得ながら、適切な時期と条件下において新たな投資家に当該不動産を譲渡する。それがさらに有効利用されたり、再生されたり、異なる用途に転換されたりすることによって、街づくりが促進されることになる。こうした活動が行われる場として、不動産投資市場の整備は不可欠である。

2 都市再生事業などの街づくりとの連携を通じた投資機会の拡大

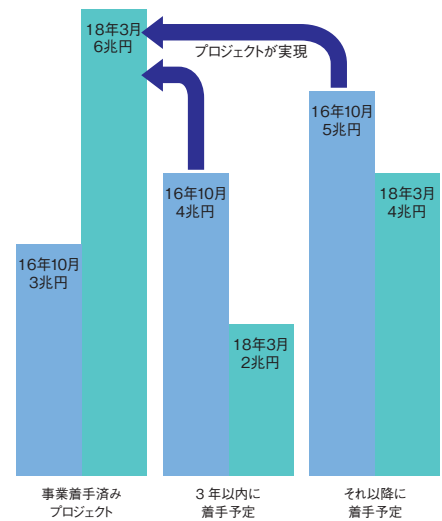
資産デフレの解消に必要なもうひとつの取り組みは、欧米でも地域経済再生のために実施されてきた都市再生事業の推進である。

わが国では、産業転換によって生まれる未稼働資産や国有地などの有効利用を促進することも重要な課題であったことから、都市再生機構や地方公共団体、企業、コミュニティ、NPOなどによるパートナーシップ、協働が実現し、数々の都市再生事業が実施されてきた。この結果、大都市圏の中心部においては、都市機能の集約と強化が実現し、まだまだ課題は多いものの、従来よりも災害に強く緑あふれる美しい街並みが創られつつある。この動きを断つことなく、今

後さらに加速していくことが肝要である。

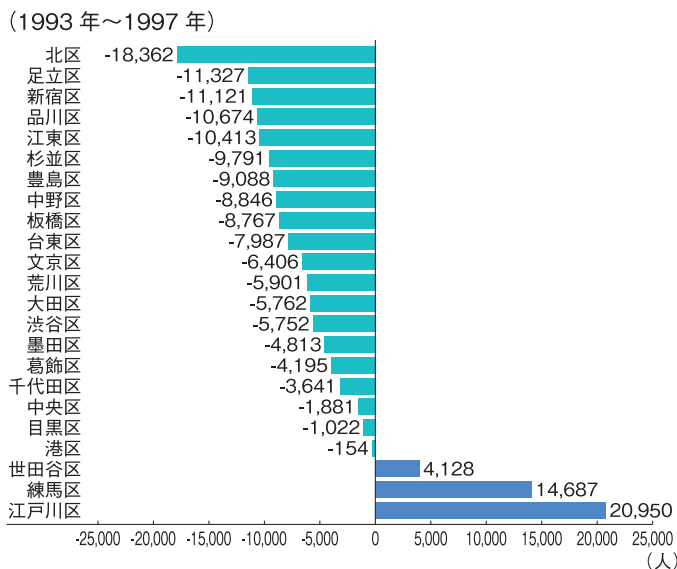
東京などにおける多数の複合開発による面的な展開は、日本経済と産業再生に大きく貢献している。都市再生本部事務局によると、06年3月時点において、全国で既に着手された都市再生事業等に対する民間投資額は6兆円、既に予定されている再生事業への投下資金は6兆円もあ

図表4 都市再生緊急整備地域内の民間投資見込み
(平成18年3月時点)

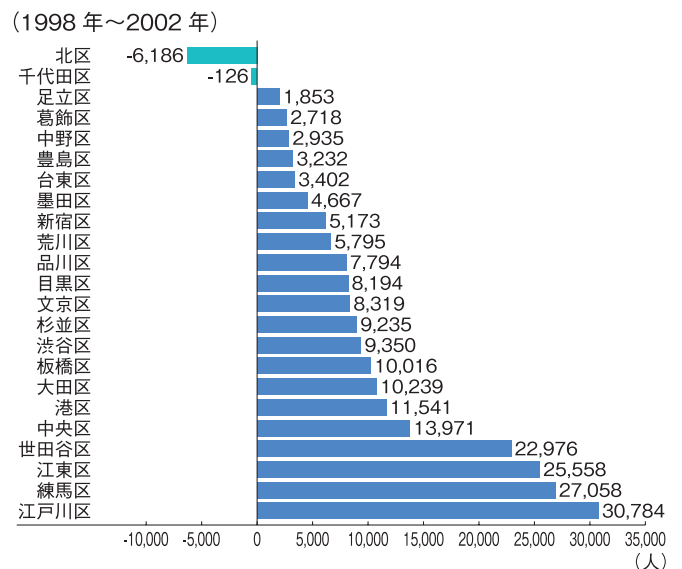


着手済みプロジェクトへの民間投資見込みが約6兆円に増大
(16年10月時点の見込みは約3兆円)
●プロジェクト全体での民間投資見込み…約12兆円
(耐久消費財購入等を含め約14兆円)
●同経済効果…約23兆円
(同 約28兆円)
(出所)都市再生本部、平成18年7月4日議事参考資料より

図表5 都心回帰による人口増加への急激な変化



(注)1993年1月1日現在の人口と1998年1月1日現在の人口との比較による増減数
資料:住民基本台帳による東京都の世帯と人口(東京都総務局)



(注)1998年1月1日現在の人口と2003年1月1日現在の人口との比較による増減数

(出所)平成15年度東京都住宅白書

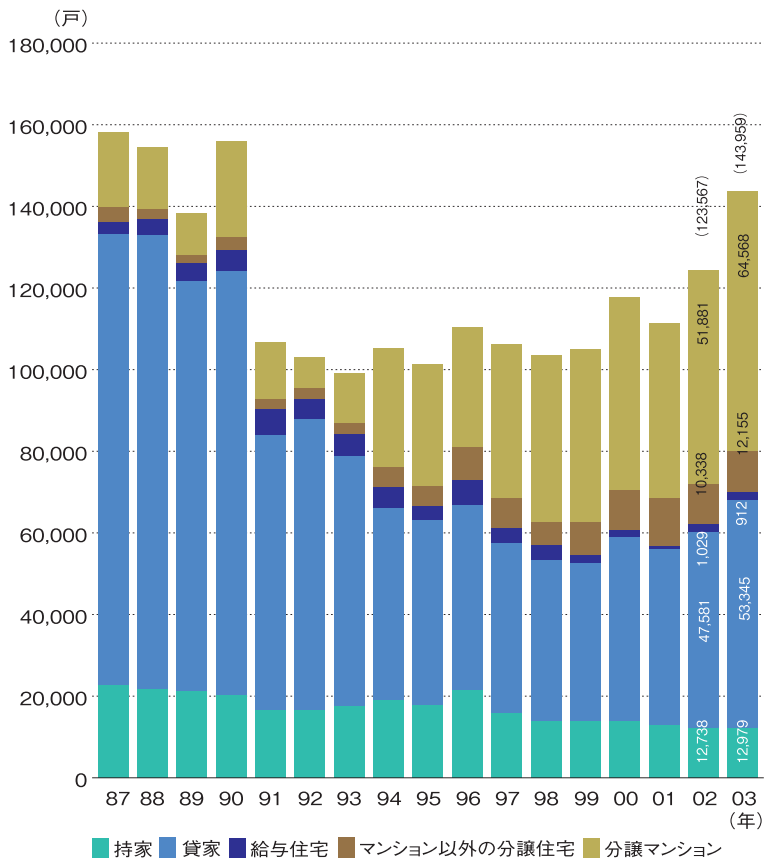
り、合計で12兆円もの規模となる。この経済波及効果は耐久消費財購入などを含めると約28兆円と試算されている(図表4)。

都市再生事業は、東京都心部の街並みに魅力ある大きな変化を与え、その中心となる大規模オフィスビルの中では、新興産業の起業や従来の企業活動の拡大、R&D投資、関連する消費活動、文化的活動やエンターテインメントなど、実に様々なイノベティブな付加価値と富が生み出され、わが国の経済成長に直接・間接に寄与している。

また、都市再生事業の推進は都心居住を推進し、ファミリー世帯や高齢世帯を含む単身世帯による都心と郊外の住み替えや住み分けが進み、衰退方向にあった都心のコミュニティ人口の復活に結びつくなど(図表5)、社会的意義の高い効果を生み出すこととなった。これらも、規制緩和と証券化を通じて土地の実質的流動性を高めたことや、利用に応じた地価形成への転換を進めた不動産市場改革の成果である。こうした都心居住の実現は、J-REITやファンドを通じて、単身用賃貸住宅のみならず、質の良いファミリー型賃貸住宅供給を活性化させ、賃貸住宅市場での新たな需要を生みだしている。

こうした都心を中心とした住宅建設は(図表6)、低迷下にあった東京等の地域経済環境を支え、居住環境を整備しながらわが国の経済へも貢献している。

図表6 資産デフレ期における東京の住宅着工の維持と拡大



(注1)利用関係

持家：建築主が自分で居住する目的で建築するもの

貸家：建築主が賃貸する目的で建築するもの

給与住宅：会社、官公署、学校等がその社員、職員、教員等を居住させる目的で建築するもの

分譲住宅：建売り又は分譲の目的で建築するもの(分譲マンションとは、共同建てのうち、鉄骨鉄筋コンクリート造、鉄筋コンクリート造、鉄骨造の合計、マンション以外の分譲住宅とは、一戸建て、長屋建て及び共同建てのうち、木造、コンクリートブロック造その他の合計)

(注2) ()は総数

資料：建築統計年報(東京都都市計画局)、建築着工統計

(出所)平成15年度東京都住宅白書

委員から一言

翁 百合 委員

(おきな ゆり)
日本総合研究所調査部理事



市場介入の手法を市場フレンドリーなものに転換していくことが必要だと思います。振り返れば、バブル発生と崩壊、そしてその後の不良債権問題は、1970年代から80年代にかけての資金不足時代から、80年代から90年代には資金余剰時代へと変化したにも関わらず、金融業界がビジネスモデルの見直しを行わず、従来型の横並びの貸し出しを続け、金融行政も環境変化に合わせた制度改革が遅れてしまったことによるものです。

土地・住宅に関する規制もそのような枠

組みが残っているのなら、即刻改めるべきでしょう。バブル発生からの一連の過程を踏まえば、バブル叩きではなく、むしろバブルを未然に食い止めることが重要だったといえるでしょう。不動産にかかわる制度・仕組みも、環境変化に適宜(適時適切に)対応した規制緩和や制度改革を実施していくことが重要だと思っています。

不動産価格については、不動産が生む収益に基づいて、実態経済を反映した価格形成がなされていくべきでしょう。

しかし、効果的ではあるものの、都市再生事業は、資産デフレ解消のためだけに行うものではない。英米の都市再生事業が戦後、今日に至るまで、テーマを変えながらも延々と続けられてきたように、本来は社会経済や産業構造の変動に対応した都市・街づくりを行うためのものである。

資産デフレが解消し、経済が回復途上に向かったとしても、グローバル経済下で直面する様々な変化に備えて、盤石な都市基盤を築く必要がある。わが国の都市再生事業は英米のように、今後も絶え間なく継続的に、展開されていくべきなのである。

東京の都心や周辺には広大な木造住宅密集地域や多数の旧耐震建築物が存在し、世界都市東京の弱点ともいえる脆弱なエリアを形成している。このようなエリアの再生事業についても、不動産投資市場の規模と機能の拡大を図り、公的な支援策を一部に導入しリスクを軽減することによって、一定水準の収益を確保した投資商品を生み出せば、世界の投資家の需要に応えることも可能になる。その結果、事業費の多くを民間投資によって調達することができるようになり、盤石な都市基盤を築く礎となることが期待される。

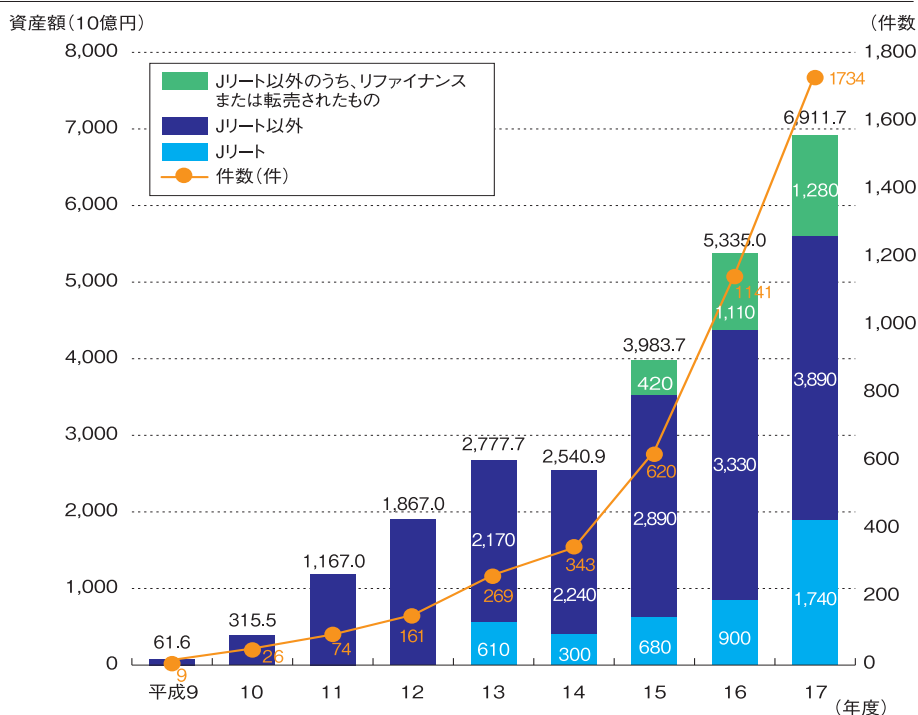
第3章 不動産と金融市場との連携による投資機会の拡大・優れたストックの形成

1 金融システムのイノベーションと不動産投資の変化

わが国の金融システムは、当局による金融機関への自己資本規制から、市場の規律や内部監査を重視し、自己資本比率ガイドラインを通して「効率性・自律性」を重視する方向に変わり、銀行中心の金融システムは資本市場ベースに移行しつつある。同時に、情報と金融技術の著しい発

展、金融投資のグローバル化などによって、金融システムのイノベーションは急速に拡大し、不動産金融にも大きな変化を与えている。情報開示や様々な制度整備を通じて、J-REITや不動産証券化手法の一翼を担う信託登記は大きく拡大している。国土交通省の調査によると、不動産証券の取引資産額(ノンリコース借入を含む)は05年度までに25兆円に達している(図表7)。J-REITは、発行株式の時価総額が06年の9月には約3.8兆

図表7 不動産証券取引の拡大



資料：国土交通省「不動産の証券化実態調査」

注1：ここでは、不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの(狭義の証券化)に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの(広義の証券化)も対象としている。

注2：「J-REIT以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」J-REIT以外での信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、平成14年度以前についてはこの項目は調査していない。

注3：J-REITについては、投資法人を1件としている。

注4：内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しない。

注5：平成17年度分の値は速報値。

(出所)国土交通省 土地白書H18年版

円に達しており(図表8)、CMBS等デットの証券化市場も順調に拡大している。

このような諸条件の整備による不動産の証券化の成長によって、不動産業向けや建設業向けの貸付も06年第3四半期、第4四半期から各々増加に転じており、各々の残高は不動産業向けが50兆円、建設業向けが16.7兆円の規模となっている。これに不動産証券化の残高25兆~30兆円が加わる。こうした動きを見ると、日本でも複数チャネルによる不動産投資資金のソースが確立されたといっていよいよだろう。

2 優れたストック形成による投資機会の拡大・グローバル経済下の競争力確保

わが国の商業用不動産市場の規模は世界第2位とされており、世界の約13.54%を占めている

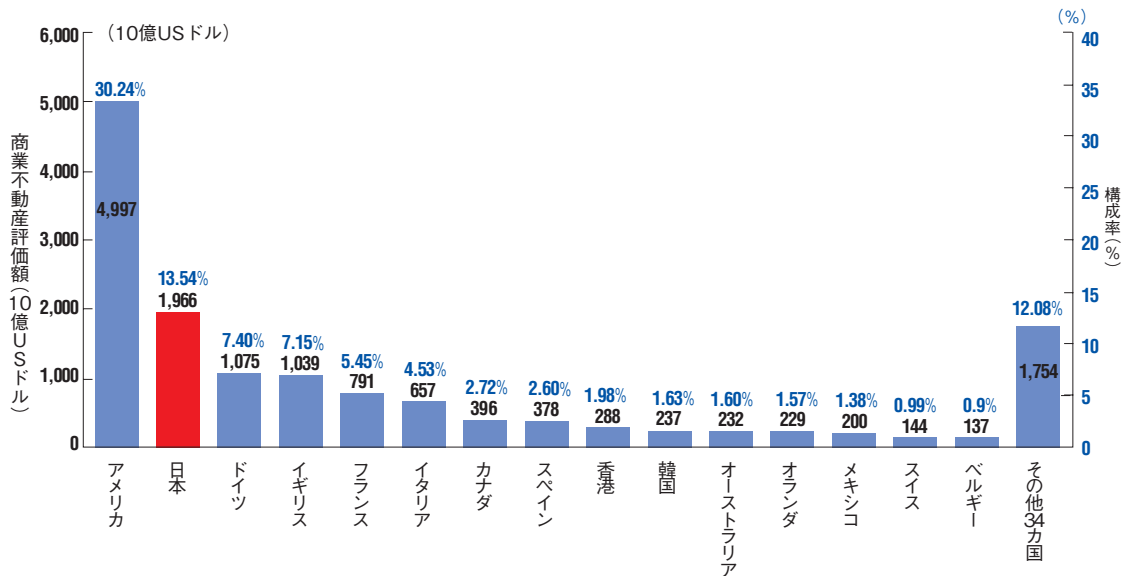
図表8 J-REIT時価総額の推移



(備考) J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄(東証・大証含む)の時価総額を合計して算出。
(出所)不動産証券化協会

(図表9)ものの、国別の不動産を証券化した上場比率(4.23%)は豪州(30.24%)や香港(27.46%)よりもまだ小さい(図表10)とされる。このことは、今後、不動産と金融市場との連携が強まることによって、わが国の不動産の証券化市場は

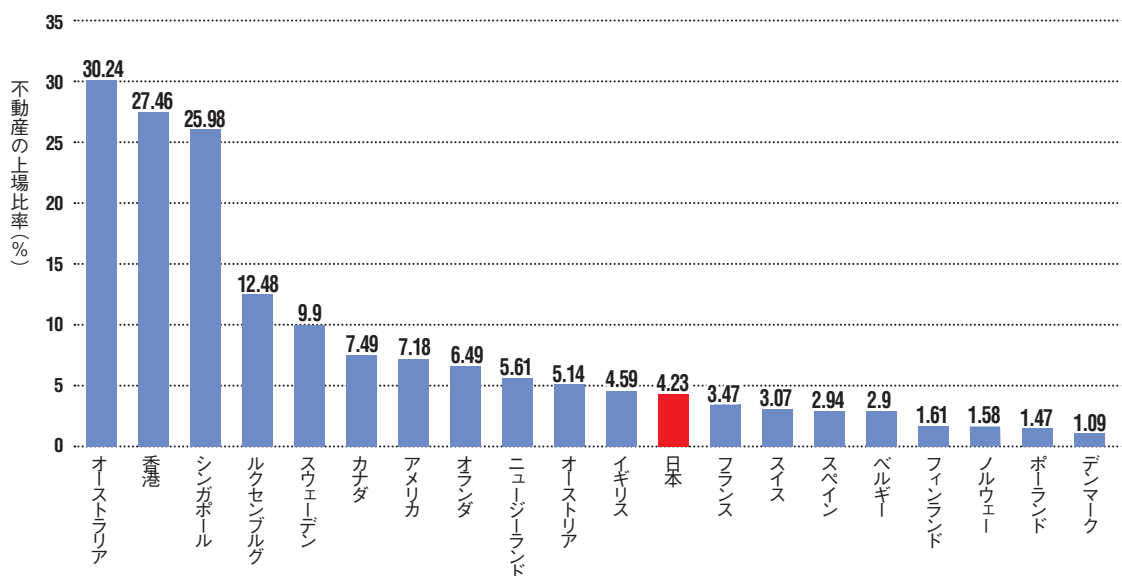
図表9 日本は世界第2位の商業不動産市場



(注) The Prudential Formula (GDPと商業不動産市場規模の調査に基づく推計式)により、European Public Real Estate Association, World Bank Organization, FTSE Groupが試算したものの。

(出所) European Public Real Estate Association "Global Real Estate Securities-Where do they fit in the broader market?" 2005年10月

図表10 不動産の国別証券化比率(不動産の上場比率)



(注) 不動産の上場比率は、商業不動産市場規模で上場が証券化された不動産の時価総額を除いたもの。この際、不動産以外の企業株式に含まれている不動産は含まれていない。単純な平均では、グローバルベースで約6%の不動産が上場もしくは証券化されており、その取引は全株式市場の約2.3%を占めるといふ。

(出所) European Public Real Estate Association "Global Real Estate Securities-Where do they fit in the broader market?" 2005年9月

飛躍的に成長する可能性を示唆している。様々な不動産ストックを流動化させ、不動産と金融市場との連携による不動産投資市場を通して街づくりと投資機会づくりを一体化し、事業資金を確保し、経済・産業の基盤と持続的成長を確保することを戦略的に進めることで、グローバル経済下でも競争力のある世界都市を育成することが可能になる。そして、優れたストックの形成は、将来にわたり魅力と競争力のあるサービスを人々に提供することとなる。

3 資産形成に寄与する投資市場の整備

不動産への投資は、金融機関や投資商品を通して、家計の貯蓄・投資機会を提供しているが、それだけではない。例えば、米国の年金基金にとっての不動産は、金融資産とは異なる運用パフォー

マンスを有し、分散投資には不可欠であることから、加入者の退職後の安定的な生計に寄与する重要な資産クラスとなっている。一方、わが国の年金基金の資産構成における不動産投資の水準は米国に比べて低く、このため、分散投資によるポートフォリオの適正化が年金基金の重要課題になり始めている。様々な不動産投資商品を提供して、年金等の新たなニーズに応えることは、年金運用の安定を通じて高齢時代に貢献することにもなる。

日本の年金基金では、総運用資産に対する不動産の構成率は平均で1%程度しかないといわれているが、米国の場合は、04年の平均で5.5%、公的年金6.0%、企業年金3.2%、財団8.7%、組合7.3%という水準にある。とくに公的年金での不動産投資の構成率が高い点は、わが国とは大きく異なっており、注目される点である。

第4章

グローバル経済下における都市間競争への対処

世界都市研究で著名なGlobal Association of World City(以下GaWCと呼ぶ)による1999年調査では、最上位の世界都市として東京、第三レベルの世界都市として大阪があげられているが、名古屋や横浜、神戸、京都、福岡などは、人口や基盤集積などにおいて十分な都市規模を持ちながら、世界都市としては考慮されていない。

これまでの国土政策や都市政策は、地域間の均衡を重視するあまり、金融や不動産投資には自ずと存在する投資効率や適正配分の考え方をとらなかった。また、わが国の都市群がグローバルシティやワールドシティとしての役割を担うという戦略方針も具体的にとることがなかった。このため、国土整備のための資源配分は、必ずしも地域の特性に対応し、合理的かつ効率的に行われてきたわけではない。今後もこれまでどおりの考え方を踏襲するのであれば、東京を代表とする都市群が世界的な都市間競争の中で生き残るのは難しくなり、結果として日本の相対的な地位は低下し、持続的な成長を確保することが難しくなるだろう。

こうした状況を回避するために、東京や大阪をグローバル経済や金融取引における世界の拠点としての地位を確保してロンドンやニューヨークと肩を並べていく必要があり、新たな国土形成計画に重要戦略課題として位置づけるべきである。また、東京や大阪以外の、その他の都市群の地位は世界からみればまだまだ低く、一層の改善が必要で、そのためには、必要な資源を選択された主要な都市部に集中していくことが効率的である。

三大都市圏や政令指定都市群に資源を集中し、不動産投資市場に通じた資金チャネルを確保することによって、都市再生事業を展開し、機能的で生活水準の高いグローバルシティやワールドシティとして整備・転換していかなければならない。

そして、これらの課題を解決するためには、東京を中心とする三大都市圏や政令指定都市群へ多くの民間投資が行われるように不動産投資市場の整備や都市再生事業などの投資機会と投資商品づくりを推進する必要がある。世界標準を充たした不動産投資市場の整備・育成と、都市再生

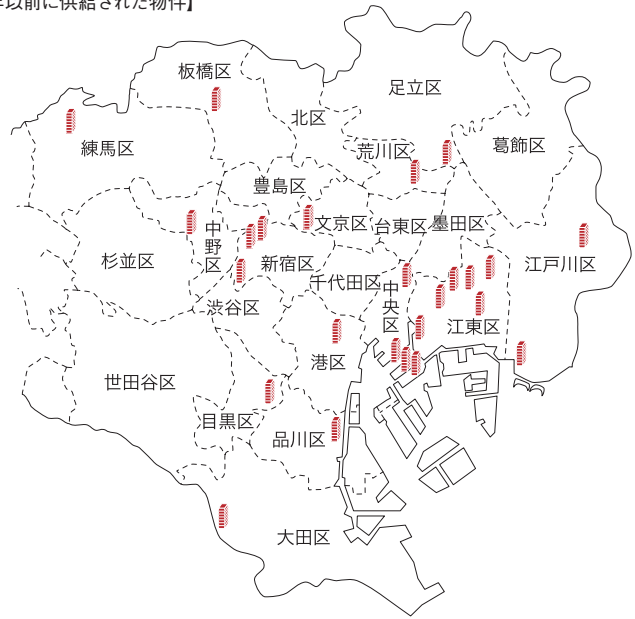
事業の推進は、国内だけでなく広く世界の投資資金を呼び込むことで、都市や街づくりは促進され、都市機能や生活水準が向上し、地域に分散した様々な投資商品を提供することも可能になり、不動産投資市場としての魅力はさらに増すことになるだろう。

都市再生事業推進の大きな成果として、これまでは困難と考えられてきた都心居住が東京都心等のウォーターフロントを中心に実現されることになった(図表11)。都心への通勤者の負担が軽減する効果に加えて、国際的企業の役員や従業員にとっても非常に利便性の高い居住施設が都心に供給されることになったため、他の世界都市に対する競争力確保に必要な諸条件のひとつがようやく備えられることになった。

東京以外の地方の主要都市でも、J-REITによる物件取得が進められている。また、これらの都市には現在も不動産投資市場を通じた資金が流入しており、機関投資家によってやや判断は異なるものの、これらの動きを見ると、一定水準の投資適格な不動産が立地する地域として位置づけることができよう。これらの都市群では、オフィスや商業店舗に限らず、米国のように、産業施設や流通施設などに対する投資も今後は対象となる可能性がある。様々な投資対象を商品化し、投資資金を誘導するという観点から、J-REITに向けた期待は非常に大きい。

図表11 東京都区部における20階以上のマンション供給の変化

【1997年以前に供給された物件】



【1998年以降に供給された物件】



資料：(株)東京カンテイ資料に基づき東京都住宅局作成
(出所)平成15年度東京都住宅白書

委員から一言

中里 実 委員 (なかざと みのる)
東京大学大学院法学政治学研究科教授



実物資産と金融資産とでは発想が違います。民法上の対抗要件や所有権移転等のシステムは実物と金融とでは異なります。共通点があるとすれば、両資産の価値は将来キャッシュフローの割引現在価値だということです。わが国の不動産投資市場整備にあたっては、民法とファイナンスの複合的な視点が重要です。さらに言えば、課税という視点も含めるべきだと思います。

不動産は地域や用途特性が非常に強い資産です。田舎の農地などは規制によって売れない、場合によっては、キャッシュフローも生み出さないような資産となっている。ファイナン

スと不動産の融合という、いま進行中の経済的な潮流から取り残されている農地をどうするかは大きな問題です。

ここでボトルネックとなりうるのが不動産関連税制です。本来なら株式のように、価格の上下動のなかで、下がったときにはマイナスが使えるような形が市場中立的な税制です。もちろん、租税回避の行われているような場合についてははしかるべき対応をしなければなりません。そうでない場合には、儲かったときは課税してもいいが、損をしたときは差し引いてください、ということが不動産でも言えるようになる必要があるかもしれません。

第5章 今後の検討課題

1 多様な投資機会を有する 不動産投資市場の整備

(1) 世界の不動産投資市場にみる商品選択肢の多 様性とわが国の課題

わが国の不動産投資市場が、株式市場などの金融市場と同様の機能と競争力を持ち、国際市場で機能するためには、不動産証券化の導入によって実現した投資商品をさらに多様化させ、商品や運用等に関する情報開示や透明性の確保を促進させる必要がある。

米国では、不動産投資やREITなどの投資は、長期運用における安定した収益性に加え、その他の金融資産とは相関性の低いパフォーマンスを得られることから、分散投資を可能とする重要な資産クラスと位置づけられている。

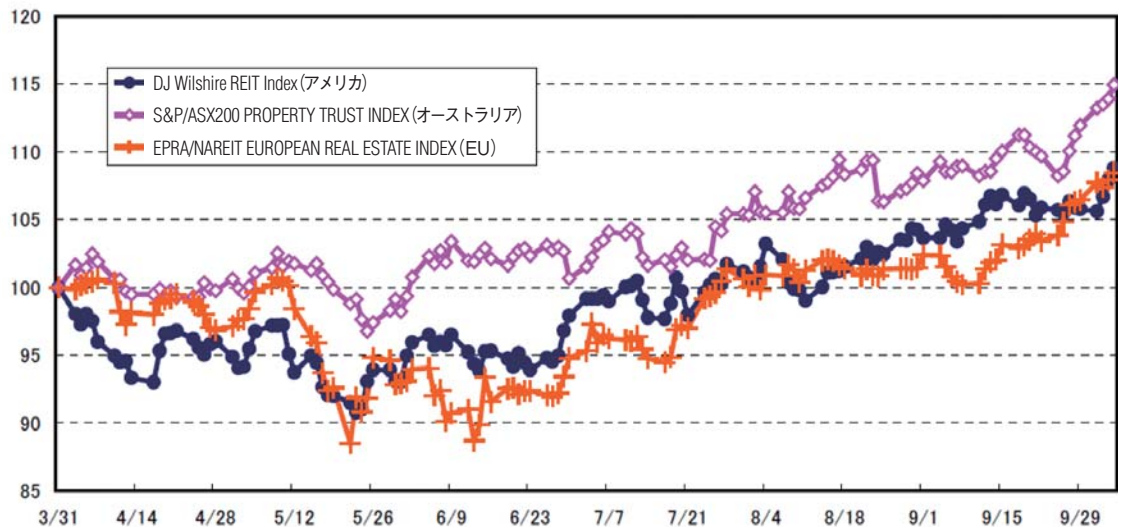
また米国では、オフィスや商業店舗、住宅だけではなく、ホテルや流通施設、産業施設、ヘルスケア、インフラ、モーゲージなどに特化したREITがあり、多様なパフォーマンス特性が提供されているので、投資家のポートフォリオに応じた幅広い選択が可能な市場が形成されている。

世界各国では、米国のREITとほぼ同様の仕組みによるREIT商品への投資が活発に行われている。豪州のREITである Limited Property

Trust(LPT)が米国に続いて市場化され、次いでカナダ、オランダ、日本の順でREITが創設された。フランスなどのEU諸国や香港、シンガポールなどのアジア諸国がこれを追い、国際的な市場確保に向けた競合が繰り返されている。07年1月から英国でもUK-REIT制度が実施に移され上場取引がスタートした。ドイツでは、07年中の実施に向けて様々な調整が行われている(本稿掲載時点では既に実施されている)。株価であることから、米国と豪州、EUにおけるREIT価格は常時変動しているが、最近は一斉に上昇する傾向にあり、投資家の需要が高いことを裏付けている(図表12)。

後発ではあるが、わが国のJ-REITが適格な投資対象として認知される潜在性は高い。不動産証券の時価総額は、米国に続く規模を持っているので(図表13)、この規模を活かしつつ、米国のような多様な特性を持つ投資商品開発を進め、豪州やEU、アジア諸国と競合可能な投資市場環境をつくる必要がある。こうした多様な特性は、各国の経済や市場特性を反映したグローバルREIT等の商品によっても確保可能で、J-REITもグローバル経済下で普及する可能性は大きい。わが国にグローバルな資金を呼び込むには、その商品の魅力を高め、グローバルな訴求力を持たせ

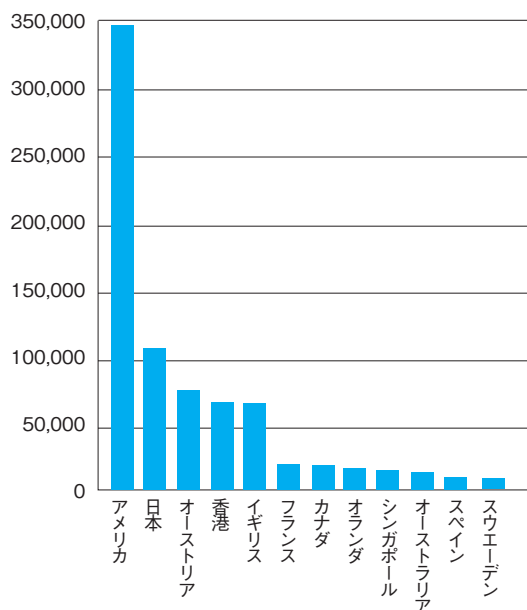
図表12 アメリカ・オーストラリア・EUにおけるREIT価格の上昇



注) 2006年3月31日～2006年10月5日、日次、2006年3月31日を100として指数化Wilshire REIT (アメリカ)、ASX200 (豪州)、EPRA (EU) (出所) 日本投信委託株式会社「最近のグローバルREIT市場について」2006年10月10日

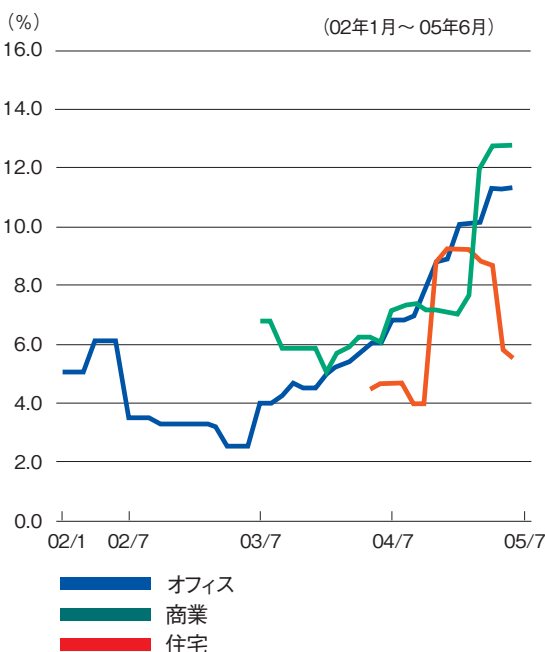
図表13 国別不動産証券の時価総額

(単位:100万ドル)



(出所) The Townsend Group資料 2006-11-9AREA年金シンポジウム

図表14 J-REITのタイプ別総合収益特性



(出所)不動産証券化協会 ARES J-REIT Property Database

るための方策が重要である。米国REITは既にこの面でも先駆的である。

日本のJ-REITは、スタート時はオフィス、続いて商業施設や住宅が運用の対象となっているが(図表14)。今後さらに発展するには、より多様な商品形成が必要である。また、米国の年金による不動産投資にみられるような、コア(基本型)^{※1}やバリュアード(付加価値型)^{※2}、オポチュニスティック(機会判断型)^{※3}などの異なる投資方針に加えて、様々なファンドの組み合わせや小口化による投資商品づくりも、次のステップの需要開発に向けて検討していく必要がある。同時に、これらの商品を適格に投資家に提供し運用する不動産

投資顧問業の育成も重要な課題といえよう。

(2) 透明性の確保に向けて

米国では、投資適格不動産のデータを集約したNCREIF インデックスが広く年金基金など機関投資家による不動産運用や評価に活用され、REITについても、NAREITやWilshire Indexなど複数のインデックスが投資運用や評価に用いられている。

透明性の水準が高いといわれている豪州等の諸国では、REITの成長が著しいことから、透明性は不動産投資市場の発展の基礎要件とみられている。透明性とは、MIT Center for Real Estateによる調査では、単に情報にアクセスでき

※1 コア：賃料など安定収入を基本としたローリスク・ローリターン商品
 ※2 バリュアード：新たに付加価値を与えることによって収益を確保する投資
 ※3 オポチュニスティック：収益性やリスクを考慮して個別に判断する投資

委員から一言

神田秀樹 委員

(かんだ ひでき)

東京大学大学院法学政治学研究所教授



不動産と株式に対する日本の政策対応は特殊でした。税もそれ以外の規制も同様でした。多くの場合が対症療法であり、抜本的な対策が取られずにきました。いま求められているのは、抜本的な対策へ至る具体的な処方箋を示し、その道筋を提言していくことだろうと思います。

バブルを引き起こした1980年代にはなかった金融と不動産の融合が顕著に進んでいます。もっと投資が増えるように日本の不動産投

資市場の整備を進めようということから一歩踏み出し、日本の不動産自体の魅力をもっと高めるので、全世界からもっと投資してくださいと宣言してみたらどうでしょう。不動産業は、日本の都市を世界的に魅力のあるものにするので、金融市場もそれについてきてほしいというまでの自信と自負を持つことも大切だと思います。

るだけではなく、真実で正確で、タイムリーな要素を加えたTimely Truthが確保できることが要件で、これらが備わることによって、効率的な市場が確立できるとしている。

透明性を確保するには、世界標準に準拠する必要がある。このため、政府と民間団体によるデータ確保と普及、世界的な連携への役割は大きい。日本では、世界標準となっているIPD社のインデックス・サービスが03年から始まっているものの、その他のインデックスを含め、まだ歴史は浅い。

J-REITなどの不動産投資商品が、より投資適格で魅力ある特性を持つ投資財として認知されるためには、着実に運用実績を積み上げ、パフォーマンスが異なるユニークな特性を持つ投資商品を提供し、金融市場にしか想定されていなかった不動産の先物市場をリスクヘッジのために設けるなど、多様な不動産投資商品を広く様々なニーズを持つ投資家に提供できるように開発し、これと併せて金融資産とも比較しうる不動産投資商品のパフォーマンス・インデックスの整備など、情報整備や透明性の確保が必要である。

2 住宅政策と住宅金融市場

(1) 住宅市場の内外格差

英米など、ドイツを除く主要先進国の住宅市場

は、住宅取引が堅調に推移し、価格の継続的な上昇と家計消費の増加があいまって、経済を牽引する大きな要因となり、世界経済は住宅が支えているとまで論じられたことがある(01.エコノミスト)。

一方、わが国では住宅取引と価格の低迷が長期にわたって続き、エコノミスト誌世界住宅価格指数では、97～04年の間で、米英仏各国が65%～147%上昇したのに対して、25%の下落を示すなど、経済成長への寄与の度合いも弱まっている(図表15)。

(2) 居住形態の多様化に向けて

これからの住宅居住は、業務、生活、リフレッシュなどの異なった要素が、複数の居宅で営まれる可能性が大である。このような居住形態の多様化(マルチハビテーション)に向けた政策展開は、法制、金融、税制の各面で重要な検討課題といえる。

東京などの大都市圏で都心居住が進んだことによって、郊外や地方中核都市などにおける住まい方やマルチハビテーションのあり方が重要視され、06年9月の首都圏整備計画では住宅・住環境整備の一環として都心居住に加えてマルチハビテーションが大きな課題として掲げられた。同じく06年9月に発表された住生活基本計画(全国計画)でも、多様な居住ニーズに応えることやマルチハビテーションの実現が掲げられたが、その具体的な推進策は明示されていない。二次的・季節住宅等がストックに占める割合を諸外国と比べてみると(図表16)、国民が居住の豊かさを実感できるマルチハビテーションの状況は、住宅需給が逼迫している英国とはさほど違いはないものの、米国やフランスには見劣りする。

(3) グローバル金融市場における住宅金融

住宅金融は住宅投資の血液ともいえる。その現状を、グローバルな視点からみたBISグローバル金融システム委員会(CGFS) 報告書「グローバル金融市場における住宅金融」は、国際的な低金利とクロス・ボーダー投資の増加などによって住宅ローン契約が家計にリスクを負わせる方向へ変化し、新規住宅ローン融資の増加などの変化が見られることを指摘するとともに、各国の住宅政策が住宅市場への関与を削減する方向にあるとしている。

わが国の住宅金融市場も、これまでの政策ツールの柱であった住宅金融公庫の直接融資が民間

図表15 世界の住宅価格の動向

	The Economist's house-price indices % change		
	on a year earlier		
	04 2004*	04 2003	1997-2004
南アフリカ	29.6	23.4	195
香港	28.7	-1.1	-52
スペイン	17.2	16.5	131
フランス	16	12.7	90
ニュージーランド	13.5	24.8	52
アメリカ	11.2	8.2	65
中国	10.8	5.1	na
イギリス	10.2	15.6	147
スウェーデン	9.8	6.1	76
イタリア	9.7	10.6	65
ベルギー	9.3	8.2	60
アイルランド	8.5	13.7	179
デンマーク	7.3	3.4	50
カナダ	6.2	6.9	41
オランダ	2.8	3.4	75
オーストラリア	2.7	18.9	113
スイス	2.3	2.4	11
シンガポール	0.9	-2	na
ドイツ	-1.3	-1.7	nil
日本	-6	-5.7	-25

*Or latest

Sources:ABSA;Bulwien;ESRL;Japan Real Estate Institute; Nationwide;Nomisma;NVM;OFHEO;Quotable Value;Stadim;

金融の証券化支援策に代替えされ、住宅への金融の流れを加速してきた住宅ローン減税も縮小される傾向にある。住宅投資の持続的拡大による経済成長への寄与を実現するためには、現在のグローバルな経済下において、わが国の住宅金融のあり方を見直し、改革していく必要がある。

そのために必要なことは、第一に、賃貸住宅市場の供給の主役に企業的な経営を行わせることで、個人的色彩の強い住宅金融を、収益性による投資判断に基づく融資に転換させることである。第二は、持家住宅市場の主役は依然として個人であることから、個人に対する金融について Sub-prime Lending^{※4} や Negative Amortization Loan^{※5} などの実情を踏まえた上で、自己責任でリスクを負う住宅ローンの選択が幅広く可能となるよう検討していくことである。

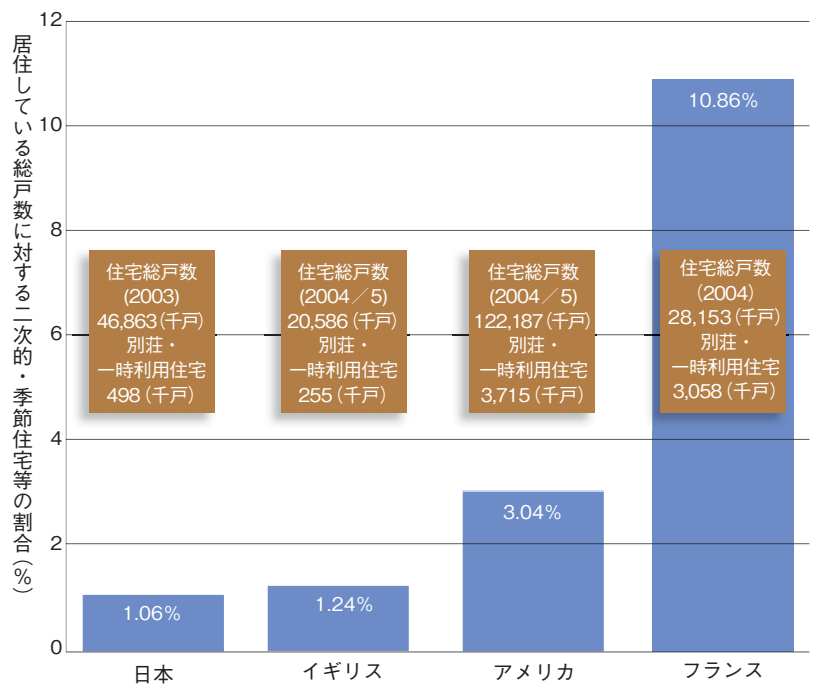
ただし、これらの改変は、賃貸住宅市場における経営のあり方を転換させる必要があり、住宅融資を行う際のレンダーによる説明責任負担の増加や適切な情報開示と消費者の理解を必要とするので、わが国ではまずその点から検討していく必要がある。これは、従来の個人の住生活保護を主とした住宅融資形態から、米国的な、個人といえども住宅取得を経営的な感覚でとらえる考え方に切り替わることにつながり、利子・諸費用の全面的な経費化—所得控除の一般化—という方向に帰結することになる。これら金融・税制の全面的な改革は今後の検討課題としたい。

3 成長を高める不動産税制の確立

明治政府の地租改革は農業社会から産業社会への移行を促進し、戦後のシャープ改革は産業活性化を進めた。いま戦後体制からの転換期にあるといわれるわが国は、これらの先例に習って、成長率を高めるための税制改革を進める必要がある。

また、The Economist シリーズの『Globalisation: Making sense of an integrating world(2001)』の Part II.4 「Goodbye to taxpayers」で、グローバル経済のもとで流動化する納税者や企業に対し、課税庁(政府) のとるべき立場の困難さが論じられているが、経済圏や国家レベルの低課税による競争は、資本の流動性やインターネットの普及とともに

図表16 マルチハビテーションの国際比較



(出所) 日本：平成15年住宅・土地統計調査(空き家2次の住宅)、米国：Statistical Abstracts of the U.S.A.2006(季節住宅)、英国：Housing in England 2004/5 (Second Home)、フランス：センサス2004/5 (Residences secondaires et logements occasionnels)

に際限なく強まっており、このような観点からも不動産税制のあるべき姿を検討する必要がある。

(1) 不動産税制の世界標準化

わが国の不動産投資市場が世界標準を満たした投資環境を持つ市場として評価されるためには、税制の持つ意味が極めて大きい。この観点からみると、わが国の不動産税制は、Buy & Sell原則ともいうべき思考法に立った検討が欠けていたと思われる。特に、実物不動産について、このBuy & Sell原則は「投機的取引の抑制」(土地基本法第4条)等との関係で「土地の有効利用」「土地取引の活性化」等としてのみ議論されてきたきらいがある。

最近の欧米諸国の関連税制の改革も、一般的に軽課に向かっている。英米における土地の売却(譲渡)時におけるキャピタル・ゲイン課税の軽課やわが国の登録免許税や不動産取得税、印紙税に該当する英国の土地印紙税やフランスの不動産公示税は軽減されてきた経緯を持つ。英仏では、長期にわたる不動産の保有によるキャピタル・ゲインは、物価調整によって軽減される仕組みとなっている(図表17、18)。その意味で、わが国でも不動産譲渡時の課税としてのキャピタル・ゲイン税は、より軽課に向けての検討が進められる

※4：一般に米国では持家住宅を対象とした十分な与信を持つ家計への融資を Prime Lendingと呼ぶのに対し、賃貸住宅事業融資や与信が低めの水準にある家計への融資を Sub-prime Lending という。現時点で、米国の Sub-prime Lending の破綻が問題になっているが、住宅取得を投資と捉える個人投資家には必要な資金調達メニューのひとつであり、わが国においても十分な検討が行われる必要があるだろう。米国の問題は、必ずしも Sub-prime Lending 市場の存在が招いたというよりは、運用上の問題において過剰なリスク投資に踏み出したり、コンプライアンスに徹しきれなかった市場や投資家の加熱によるものと考えられる。

※5：元利均等払いでは期間内に元金の返済が完了するが、初期の返済負担を軽減するために、利払い額に満たない元本返済しか設定しない場合がある。この場合は、元本返済が進まぬことから、融資額が逆に増加していくこととなるため、Negative Amortization Loan と呼ぶ。この融資では融資期間終了時には、見返済の元利を一括して支払う必要があるため、当該時期において、養老保険の満期を対応させるなど、別途資金の確保が必要となる。

べきであり、併せて不動産取得税・登録免許税・印紙税は存廃を含めて抜本的な見直しの検討が望まれる。

(2) 安定した不動産税制の確保

わが国の不動産税制の現状は、平成3年度を中心とする不動産バブルの抑圧に向けた全面的な税制が、平成10年度税制改革を中心に資産デフレ脱却を目的として是正された姿が残り、未だ恒久税制としての姿をあらわしていない。具体的

には、法人重課制度の凍結は平成20年度までの時限措置であり、事業用資産の買換特例制度(圧縮記帳制度)は、平成18年度までの時限措置としての形式を残している(平成20年度まで、再度延長の時限措置がとられることが決定した)。不動産取引に重大な影響を及ぼすこれらの諸税制は、時限税制としてではなく恒久税制化し、取引の期待可能性を担保する措置を講ずることが必要である。

図表17 個人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

	日本	アメリカ(NY州市)	イギリス	ドイツ	フランス
所得税	国税10~37% 超過累進税率 都道府県民税2.3% 市町村税3~10%	連邦10~35% 超過累進税率 州税4~7.7% 市税2.907~4.45%	10%、22%、40% (非課税8,500£まで) 超過累進税率	5~42%の累進税率(非課税7,664ユーロまで)	5.5~40%(非課税5,515ユーロまで)
譲渡益課税	分離課税 短期所有5年以内 税率30+9=39% 長期所有5年超 税率15+5=20%	総合課税、長期所有譲渡益は最高15%。所得税率15%の区分の場合は5% 長期は1年超所有。	他の所得と合算して上積み課税。長短区分なし。 譲渡益税率は10%、20%、40%	総合課税 保有期間10年以内については総合課税。私的資産は原則非課税。	分離課税 27%の一律税率
物価調整	—	—	傾斜減額措置有り 事業用資産：初年度50%、次年度以降25%まで譲渡益を軽減。 非事業用資産：10年度目までに60%まで軽減。	—	あり。 5年超から15年までの保有に対し毎年10%の譲渡益を軽減していく(15年の保有で譲渡益はなくなる)
損益通算	譲渡所得からのみ可能。その他所得からは不可(特定の居住用財産の損失は他の所得とも通算可能)。	譲渡所得やその他の所得と通算可能 ただし、年間\$3,000まで。	譲渡所得からのみ可能。	譲渡所得からのみ可能。	譲渡損は考慮されない。
譲渡損失繰越し	不可(特定の居住用財産については3年間可能)。	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限。	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限。	—	—
譲渡損失繰戻し	—	3年間	—	—	—

(出所)各国税制資料等からニッセイ基礎研究所にて作成。

図表18 法人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
法人税	普通法人30% 中小企業22% 法人事業税率5~9.6%	連邦税率15~39%	起業税率：0% 中小企業税率*19% 標準税率30% 課税所得1万超~5万£以下は限界税率を段階的に調整。5万超~30万£以下は19%、30万超~150万£も減価税率を段階的に調整。150万£超は30%税率。	25% +5.5%の付加税 =26.375%	34.94%(付加税込み) 売上高763万ユーロ未満： 15.23%
譲渡益課税	短期所有5年以内 税率10% 長期所有5年超 税率5% ただし、2008年12月31日までは停止	短期所有1年以内、長期所有1年超と区分し他の所得と合算して課税。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。	他の所得と合算して課税。法人税率を適用。
物価調整	—	—	あり。長期保有によって譲渡益は縮小。20数年で50%弱の縮小。	—	—
譲渡損益通算	他の所得と合算して課税。ただし、短期と長期所有による譲渡が適用されると、各々その他の所得に欠損があっても譲渡益には各々10%と5%が課税される。	譲渡益は短期(1年以内)の場合、同一年度で通算可能。長期譲渡損は譲渡益とのみ通算可能。	譲渡所得からのみ可能。	譲渡所得及び不動産所得等と通算可能。	譲渡所得及び不動産所得等と通算可能。
譲渡損失繰越し	5年間	5年間	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限。	譲渡損がなくなるまで。期間は無制限。	5年間
譲渡損失繰戻し	1年間	3年間	—	前年度 (限度：511,500ユーロ)	3年間

(出所)各国税制資料等からニッセイ基礎研究所にて作成。



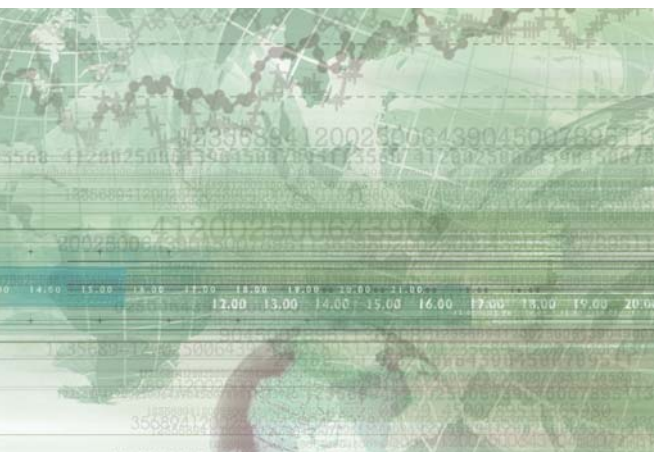
国土交通省記者クラブで「グローバル経済下における不動産のあり方」を発表

「グローバル経済下における不動産のあり方懇談会」開催記録

- 第1回 2006年3月1日 「懇談会実施の趣旨説明及び不動産市場の現状報告」
- 第2回 2006年5月17日 「不動産と金融の融合の現状と今後の展望」
- 第3回 2006年7月11日 「海外から見た日本の不動産市場」
- 第4回 2006年10月4日 「懇談会まとめ案骨子」検討・討議
- 第5回 2007年1月17日 「懇談会まとめ最終案」検討・討議

別冊 **FORE** 「グローバル経済下における不動産のあり方について」

発行日 2007年10月5日
発行人 (社)不動産協会
〒100-6007 東京都千代田区霞が関3-2-5 霞が関ビル7階
Tel.03-3581-9421 Fax.03-3581-7530
<http://www.fdk.or.jp>
編集人 同上広報委員会
企画 株式会社不動産経済研究所
編集 株式会社シマ・コーポレーション
デザイン 株式会社タクトデザイン事務所
印刷 三美印刷株式会社



グローバル経済下における不動産のあり方について