

## 講演録

第 176 回定期講演会 講演録

日時:平成 26 年 1 月 27 日 (月)

会場: 日本消防会館

## 「不動産関係者のための最新情報 (教養講座)」

宮城大学 事業構想学部 教授 田邊 信之

ただ今ご紹介に預かりました宮城大学の田邊と申します。まず、私自身について、簡単に紹介をさせていただきますと思います。私は今、大学教授ですが、元々は実務家です。日本興業銀行に入りまして、そこで金融業務とともに、多様な不動産関係の仕事を経験しました。不動産市場や業界動向を調べたこともありますし、ディベロッパーやゼネコンと組んで都市開発に実際に携わったこともあります。バブル崩壊後は、主に不良債権処理に携わりました。不良債権処理は、最終的には担保である不動産の売却という話に繋がってきます。その過程で、不動産証券化による流動化という手法も実践しました。経済環境がもう少し良くなったからは、不動産ファンドの組成にも携わりました。これまでの経験の中で得意領域は、不動産金融、具体的には不動産投資や証券化になります。また、現在、RICS (英国王立チャータード・サーベイヤーズ協会) の日本代表をしておりますので、そこから海外の動きなどを把握しています。

それでは、早速、今日の話の中身について話していくことにします。不動産の教養講座ということですので、最近話題になっていることをいくつか取り上げたいと思います。ですから、テーマの全てが体系的になっているわけではありません。

本日のテーマの一つ目は、不動産サイクルの話です。日本の不動産を過去から見ると、価格の上昇期が周期的に起きています。二つ目は、アベクミクスの金融緩和が、不動産価格にどのような影響を及ぼすかという話です。三つ目が、不動産投資の構造変化と言いますか、これから投資形態や投資対象がどのように変わっていくのかという話

です。四つ目は、不動産市場のグローバル化の影響です。そして最後に、東日本大震災の復興に向けて、今どういう状況になっていて、どういう課題があるかについて話をしたいと思います。それでは、早速本題に入りたいと思います。

### 1. 不動産サイクル

不動産サイクルについては、このグラフを見ていただければ、意味するところがかなりはっきりすると思います。日本で地価が高騰、あるいは上昇したタイミングは、合計で 4 回ありますが、いずれも同じような間隔で起きています。大雑把に言えば 15 年から 18 年前後です。上昇の理由は、実はさまざまです。第 1 回目の地価高騰は、60 年代前半にまさに日本が高度成長期に入ろうとしていた時期で、池田内閣の所得倍増が打ち出された頃です。日本の工業化が進み始めたから、工業地を中心に価格が上昇し、その周辺の住宅地の価格も上がっていきました。

2 回目は 70 年代の前半、田中内閣の日本列島改造の頃です。この施策は、全国に道路網、鉄道網を広げて、地方も含めて全国的な開発を進めようというものでしたから、全国であらゆる用途で地価が上昇しました。ただし、その反動やオイルショックによって、1975 年には、戦後の日本で初めて地価下落が起きました。

3 度目はご承知の通り、80 年代後半からの、いわゆる平成のバブル期です。この時は、東京がこれから国際都市として、アジアの中心になり、オフィス需要も増えていくということが喧伝されました。それが東京都心部の商業地の上昇につながり、さらに郊外から地方に、商業地から住宅地に

波及していくことになりました、1回目、2回目、3回目の地価上昇は、いずれも金融緩和期に起きています。

4回目の不動産価格の上昇は2000年代中ごろです。大都市の中心部で不動産価格が上昇し、その一部で高値取引も行われました。この時期は、ファンド・バブル的なことが言われました。要するに、ファンドを通じて、国内外のお金が不動産市場にも入ってくるようになった結果、一部で加熱した取引が行われることとなったのです。

このように理由は違うのですが、結果的に似たような周期で地価上昇が起きているというのは、興味深いところです。アメリカですと、綺麗に大体18年おきに不動産のピークが来ています。例外的なのは、戦後の混乱期や73年から89年のスタグフレーションの時期ぐらいです。

このように不動産価格が周期的に変動する要因については、色々な分析がなされています。例えば、設備投資のサイクルであるジグラー循環に近いとか、あるいは、建設投資のサイクルにも近いのではないとか、あるいは、住宅については人口動態と関連性があるのではないかといった分析がされています。ただ、いずれにしても、決定的なものではありません。私はこれらに加えて、企業の意志決定権者が変わるということも、大きな要因になっているのではないかと考えています。15年も経つと、企業の意志決定権者が変わります。そうすると、以前の異常な高騰期やその後の下落期の記憶が組織としては薄れてくる面があります。

#### 不動産市場と株価（エクイティ、TOPIX 一部総合）

では、これからの不動産サイクルの動きを予想するのに、何か参考になる指標はないのでしょうか。よく言われることが、株価との相関性です。あるいは株価が不動産価格の先行指標になるということです。不動産と株価は強い相関があるというのは、日本のように不動産の供給に制約がある国では、当たり前のことです。景気が良いときは、株価が上がるし、不動産に対する需要も増えて不動産価格も上がります。問題は、それがどの程度の関連性があるのか、株価の上昇が不動産価格の上昇にどのような影響を及ぼしているのかということです。

ここでは詳細な分析は省きますが、株価（TOPIX）と地価の動きを見てみると、かつては思ったほど

には連動していません。ですが、最近は徐々に連動するようになってきています。なぜかといえば、不動産ファンドが市場で中心的な機能を果たすようになったからです。不動産ファンドは銀行からの借り入れだけではなくて、株式をはじめとする証券を発行して、投資家から直接お金を調達します。ですから、株式市場が良いときは投資家も投資してくれますから、ファンドにお金が入ってきます。そうすると、ファンドも不動産に投資しやすくなります。昔は不動産投資する場合は、基本的には不動産会社が毎回毎回株式を発行して不動産を買っているわけではなくて、主に銀行からお金を借りて不動産を買っていました。ところが、ファンドが大きくなるに従って、株価が高くなると株式などのエクイティが集めやすくなり、投資も増えるという構造に変わり、その結果、連動性が高まっていくことになったのです。

#### 不動産価格とデット

ただし、最も不動産価格に影響を与えるものはデット、つまり銀行等からの借入金です。借入金の動きと不動産価格が、一番連動しています。お手元の資料にある棒グラフは、銀行の不動産業向け貸出残高の前年比の伸びを示しています。折れ線グラフは、地価の前年比です。72年～73年にかけて不動産業向け銀行貸出が増えていた頃は、地価も上昇し、貸出が減少に転じるとともに地価は下落に向かっています。特に73年頃は、政府によって土地関連融資の総量規制がかけられました。銀行が土地関連融資についてここまでしかしてはいけませんという規制がかかったのです。同じく90年も不動産融資の総量規制がかかり、地価は下落しました。2007～2008年頃は、直接的には規制はありませんでしたが、間接的な指導はありましたし、それから何とんでもリーマンショックによる国際的な金融危機がありました。その結果、銀行もお金を貸しにくくなって、結果的に自主的に総量規制をしてしまったような話になり、貸出が減ったということです。ですから、銀行の不動産業向けの貸出がどのような動きを示しているかというのは、今後の不動産価格を読むための重要な参考指標になると思います。

#### 今後の不動産サイクル

今までのところを整理しますと、不動産の周期

は大体 15 年くらいでした。前回のピークは 2007 年です。金融危機が起きたのは 2008 年ですが、不動産市場の市況の数字を見ると 2007 年から少し悪化しています。そうすると、2007 年に 15 年を足した 2022 年頃に向かって、サイクル上は不動産価格が上昇してもおかしくないということになります。アベノミクスの金融緩和があつて、なおかつ東京オリンピックまであるので、サイクル通り行く可能性も否定はできません。ただ、気をつけなくてはいけないのは、昔と違って金融市場との関係が深くなってきており、グローバル化も進んでいることです。昔だったら株価が変動したからといって、そんな大きな影響を受けなかったのですが、今は株価が変動することによって、不動産市場に流れ込む資金が急減するので、大きな影響を受けるかも知れません。それから、世界経済の影響を受けるようになったので、海外の投資家からお金が入ってなくなると、不動産市況は悪くなります。その意味では、過去の流れでいったら、これからサイクル上は地価が上がっていきますし、実際、現在のところはその通りになっています。ですが、これが本当に過去のサイクル通りになるのかどうかと言えば、金融市場の動きとグローバル経済の動きをかなり注意深く見ておかないと、あるとき突然、環境が反転する可能性があります。特に、金融市場の動きはよく見ておいた方がよいと思います。以上が、不動産サイクルの話です。

## 2. 金融緩和と不動産価格

### アベノミクスの整理

続いて、アベノミクスによる金融緩和と不動産価格の話をしたと思います。アベノミクスは、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、新たな成長戦略の三つから構成されます。この中で、財政政策は実行すれば少なくとも短期的には必ず効果はありますが、財政的負担には限界があります。また、新たな成長戦略はこれからの話ですので、現時点ではなかなか語れないところがあります。そこで、話題になっているのは金融政策の効果に絞って話をしたいと思います。もちろん、アベノミクスには賛成の方も反対の方もいますし、学説的にも分かれていますので、主に不動産価格にどういった影響を与えるのかという切り口から話をしたいと思います。

### マネタリーベースの推移

マネタリーベース、つまり日銀に銀行が持っている資金などの量の推移ですが、この 1 年間だけでも、120 兆円が 200 兆円くらいにかなり増えていきます。4 割近く増えているということだろうと思います。ですから、日銀が銀行に大量の資金を供給しているのは、間違いのない事実です。日銀は、銀行が持っている国債とか、株などを購入して、あるいは国債などを担保にして資金を供給しています。

### マネーストックの推移

マネーストックは、ご承知の通り、市中にどれだけお金が流れているかというものを示す指標です。2013 年のところを見ると、M2 が 1 年で約 4% 増えています。日銀が供給している資金は 40~50% は増えているのですが、市中に実際流れている資金は 4% くらいしか増えていないということになります。ということは、効果はあったといえばあった、でもそれほど大きくなかったかもしれないということではないでしょうか。そういう意味では、实体经济に与える影響はまだ限定的であるという状況ではないかと思います。

アベノミクスについては、色々な見方がありますが、無理なことはせずに自然の流れに任せておけば、長期的には経済は回復してくるという話も、一方ではあります。それに対する反論として、ケインズという有名な経済学者は「長期！長期では皆が死んでしまうではないか！経済学者の仕事が『雨がやめば晴れる』と言うだけなのなら、そのような仕事は不要である」と述べました。長期的には経済は自立的に回復していくということが仮に事実であっても、それまでに失業者も溢れますし、それだったら経済学者は要らないのではないかと、というのがケインズの立場であったというでしょう。ただ、マクロ経済論争に深入りすることは避けて、ここでは不動産価格にどういった影響を与えるかということに絞って話を進めたいと思います。

### 不動産価格の構成要素と金融緩和の影響

不動産価格は、「不動産価格＝不動産の生み出すキャッシュフロー÷利回り」で決まります。不動産の生み出すキャッシュフローが 10 億円で、10% の利回りであれば、10 億円÷10%で、その不動産の

価格は100億円になります。ここで問題となるのは、分母の利回りがどのように決まるかということです。

不動産が生み出すキャッシュフローは、不動産市場で決まります。不動産の賃料がいくらになるか、空室率がどうなるかというのは、不動産市場で決まる話です。一方で、分母となる利回りは、複合的要素から決まります。すなわち「利回り＝国債の金利＋リスクプレミアム－期待成長率」となります。

ここで「国債の金利」というのは、リスクのない資産（リスクフリーアセット）に対する投資の利回りを示します。不動産投資はリスクがありますから、リスクのある不動産に投資してもらうためには、リスクフリーアセットにプラスアルファする利回りが必要とされます。それが「リスクプレミアム」に相当します。

また、「期待成長率」は、これから収益が上がっていく、すなわち成長率が上がると考えれば、現在の利回りは低くてもよいですから、その分は利回りから差し引いて、不動産価格を算出することになります。期待成長率は、実体経済が良くなってきそうになれば上昇していくものです。その名の通り、「期待利回り」ですから、実際に景気がよくなるかどうかではなく、「期待」がどう動くのかが、現在の不動産価格の形成に大きな影響を与えるわけです。

株価の形成要素もほぼ同様です。実際に不動産価格だけでなく、株価も上昇していますから、その意味では、アベノミクスによって資産価格の「期待」醸成には、成功していると言えるでしょう。実はアベノミクスに対する賛否にかかわらず、多くの有識者は株や不動産などの資産価格に関しては上昇すると言っています。銀行に大量に供給した資金で、銀行の貸出余力が増え、企業がお金を借り、設備投資をして、景気が良くなっていくというのが本筋であり、その効果については、色々な議論があります。ただ、銀行にお金を供給すれば、金融機関をはじめ、世の中にお金が溢れるわけですから、その結果、その一部が株や不動産に向かうことは、ある意味で自然なことです。その結果、実際に、株や不動産価格が上昇しているのです。ただし、不動産に関しては、アベノミクス以前に、そもそも市場が回復過程にありましたから、根拠のない「期待」ではないことは付言して

おきたいと思います。

難しいのは、リスクプレミアムです。国債に投資する利回りは市場で決まります。ところが、リスクある不動産に投資するには、リスクプレミアムが必要だということまでは理解できるにしても、その水準としてどれくらいが適正かという、よく分からない面があります。現実には、リスクプレミアムは、その時々を経済環境に応じて変化し、それによって不動産価格も変わってしまいます。

もう少し丁寧に「リスクプレミアム」の構成要素を見ていくことにしましょう。リスクプレミアムの構成要素の一つ目は、「流動性リスク」です。国債であれば市場ですぐ売却して現金に換えられるが、不動産はすぐには換えられない。その分、高い利回りが必要だということです。二つ目は、「資産価値変動リスク」。国債は満期には元本が返ってきますが、不動産はそうとは限らない。価格が変動するという事は、その分だけ高い利回りを求められる。これら2つの要素を数値で予測することはなかなか難しい面がありますが、それでも、過去の平均などで一定の推計をすることができないわけではありません。

しかし、人間のリスクの感じ方、程度は、その時々を経済環境によっても変わりますし、必ずしも合理的にリスクを判断しているとは限りません。この点、人間は一般の経済学で前提とされているように常に合理的に行動するものではなく、限定合理的に行動すると考える「行動経済学」の考え方が参考になります。そのいくつかは、資料に書いてあります。そのひとつは、「近視眼性」です。人は短期間で投資の得失を考える傾向がある。不動産に投資するのだから、中・長期的に見ればそんなにリスクを考えなくても良いような場合でも、3年先に損をしたら嫌だと思ったり、やっぱり不動産投資はリスクが高いのではないかとか思ってしまったり。それから、損失を回避したいという気持ちもが必要以上にリスクを強く感じさせてしまうという「損失回避傾向」もあります。どうも、不動産価格の最近の動きを見ていると、流動性リスクや資産価値変動リスクというのは、過去の平均で見られることも出来るのですが、それだけではなく、人間心理によって、損したくないとか、短期的にものを考えてしまうといった部分が影響しているのではないかと思います。

### 3. 不動産投資の多様化

#### 未来を予測するという事

それでは次に、不動産投資の多様化の話をしたしたいと思います。これからは不動産投資の多様化がさらに進んでいくということです。ここで、先に前提とドラッカーが言った言葉を紹介しておくことにします。それは次のようなものです。

「未来を予測することは、人間の限りある能力では無駄である。私は、社会生態学者である。社会生態学は、通念に反することのうちで、すでに起こっている変化は何か、パラダイム・シフトは何かを問いつつ、社会を観察する。変化が一時のものでなく、本物であることを示す証拠はあるかを問う。そして、その変化がどのような機会をもたらすかを問う。」

これは、非常に含蓄のある言葉だと思います。未来を予測できたら素晴らしいのですが、なかなか普通の人では難しい。しかし、今起きている変化でこれから本格的に起きてくるというものだったら、ひょっとしたら見いだせるかもしれないということではないかと思います。同様に、今から申し上げることは、既に起きていることです。起きているのですが、より大きくなっていくだろうと、個人的に思っていることの話をしたいということです。

#### 新たな投資形態①：改正後不動産特定共同事業 (2013年6月21日公布)

まず、今起きていることを大きく分けると、二つあります。一つは、投資形態の多様化、もう一つは、投資先の多様化です。

まず、投資形態の多様化ですが、ここでは不動産証券化を活用した投資形態の多様化について話したいと思います。不動産証券化は、90年代後半から、日本に定着してきた新しい投資形態です。それが更に進化することによって、投資形態も多様化してきているということです。

これまでの証券化の形態では、若干使いにくい場合があります。スキームが進化した結果でもあるのですが、何らかの瑕疵があったり耐震性などが弱かったりする実物不動産を単純に証券化することが、実は非常にやりにくい場合が生じてきました。それが、不動産特定共同事業法が改正され、2013年12月から施行されたことによって、こうした物件の場合でも証券化手法を利用し

やすくなりました。

かつてバブル期に、不動産の小口化商品が流行りました。オフィスビルやマンションの共有持分を一口1億円などに分割して、投資家に購入してもらう商品です。その事業主体となるのが不動産特定共同事業者であり、通常は不動産会社です。不動産会社が、例えばオフィスビルを購入して、それを投資家に一口1億円ずつで売って、オフィスビルの管理は、その不動産会社が担ってその運用から上がる収益を投資家に分配するというスキームです。ところが、この不動産会社が倒産してしまった場合に、大変困ることになる。不動産会社を中心になって事業をやっていますから、そこに投資していた人達のお金が返ってこなくなることもあり得ます。そこで、そうしたことをできるだけ回避できるように、1995年に不動産特定共同事業法（不特法）が制定され、不動産特定共同事業者になるには、一定の人的財産的基盤を持っていることが要件とされるようになりました（許可制）。

ただ、その場合であっても、投資家は完全に事業者の破綻リスクから離れているわけではありません。そこで、今回、不特法が改正され、実物不動産を小口化する場合でも、事業者とは分離された特別目的会社を作って、そこに不動産に投資させ資金を調達させる形態をとることができるようになりました。これによって、投資家は安心して投資できるようになったわけです。ただし、物件に多少の瑕疵があったりする場合もありますので、このスキームを利用できるのは、プロ投資家を相手にする場合に限られています。この詳細について、時間もありませんので省きますが、市場ニーズに応じて新たな投資形態が生まれてきていることをご理解いただければと思います。

#### 新たな投資形態②：私募リート

同じく投資形態の多様化という意味で、私募リートというものがあります。不動産ファンドが、世の中で普及してきたのは、ご承知かと思います。その中には、上場して多くの投資家から資金を集めているJ-REITと、上場しないで限られた投資家から資金を調達している私募ファンドがあります。

J-REITは上場しており、多くの銘柄は一口10万円とか数十万円で買うことが出来ます。ファンド全体では、数千億円単位の運用をしているものが

多く、効率的なポートフォリオを構築しているので、投資家は比較的安心して投資できます。しかも、投資口を上場していますから、普通の株式投資と同じように、自由に売買することが出来るというメリットがあります。

ただ、J-REIT の場合は、投資家から見て、少し困ったこともありました。何かというと、上場しているのだから、株式と同様に、毎日、値が付くということです。せっかく安定的な分配金を期待して不動産に投資しているのに、その元本である投資口価格が毎日動いてしまうのです。しかも、市場で決まる価格は、金融市場の影響を受けますから、必ずしも不動産価格を反映したものになるとは限りません。それでは困るということで、考え出されたのが非上場型私募 REIT です。J-REIT と同じスキームを使い、安心できる運営体制を構築しつつも、上場はしないファンドです。上場しなければ、一般の上場株式のように金融市場で投資口価格が決まることにはなりません。基本的に、不動産価格を反映した投資口価格で取引がされることになります。これも新しい形態です。

### 新たな投資形態③：クラウドファンディング

三つ目の新しい形態は、クラウドファンディングです。ご承知の方も多いかも知れませんが、ミュージックセキュリティーズさんなどがやっているスキームです。ごネットを通じて、主に個人の投資家から、営業者 1 万円とか 2 万円とかを集めるのです。被災地ファンドの例でいえば、被災地の醬油屋さん、魚肉の加工などの会社が営業者です。そういう会社が匿名組合を作って、個人投資家からお金を集めます。従来であれば、お金を 1 千万円単位で集めるのは大変なわけです。ところがネットを使うことによって、その人達のやっている事業内容や経営者の顔やインタビューなどを全部載せることが出来るわけです。それを見て、個人の投資家がネットを通じて 1 万円ずつ投資できるのです。ちなみに、被災地ファンド絡みでいえば、投資家としては投資によって出来れば儲けたいという気持ちはあります。ただ、万が一その事業者があまり上手くいけなくなり、結果的に儲けからなくてもいいとか、1 万円捨てることになっても最後は仕方ないという気持ちの方もあります。もちろん、この事業が成功すれば、しっかりした形で利益を確保できます。こうした形態の投

資に、ネットを通じて今や何十億円というレベルで集まっているのです。当然、被災地だけではなくて、同じ形態が色々な事業向けにも使えます。もっと言うと、事業の中核になるのは、不動産だったりしますから、そういうものの投資にも使えるということです。ただし、個人から資金を集めることは、普通の魚肉の加工業者では出来ません。実質的にも、金融商品取引法が求める要件の意味でもです。そこには、第二種金融商品取引業者である専門の仲介会社が必要があります。

### 投資先の多様化①：オペレーションによる付加価値の創出

次に、投資先の多様化に触れることにします。不動産ファンドの投資先を時系列に見ていくと、昔はオフィスビルや住宅が多かったのですが、最近は商業や倉庫やホテル、複合視察などが増えてきていることがわかります。

日米の REIT の投資先を比較すると、これから日本でも投資対象になってきそうなものがわかります。日本は過去 10 数年間で不動産投資市場を急成長させましたが、米国の方が日本に先行して発展してきた経緯があるからです。J-REIT が投資している先は、オフィス、住宅、商業が中心です。ところが、米国の REIT では、オフィスは僅かで、商業、小売りに比率が高く、ホテル、ヘルスケア、倉庫、森林へと投資先が広がっています。森林に関しては、日本では当てはまりませんが、ホテルやヘルスケア、倉庫、あるいは産業施設という形で出てきているインフラ、こういったものが、これから日本でも投資対象になっていくのではないかと考えられます。

これらの新たな投資先の特徴は、不動産を賃貸するだけでなく、何らかの専門的なオペレーションが必要になるということにあります。投資にオペレーションが伴うということは、うまくすれば不動産賃貸事業にさらに付加価値を加えることで、より収益性を高めることができることを意味します。逆に言えば、オペレーションのノウハウが必要になりますし、オペレーションがうまくいかなければ、収益性は低下することになります。

物流施設の建設は、既に日本中でも活発化しています。Amazon や楽天にしても、ネット販売で翌日配送するためには物流施設が必要ですから、物流のニーズが増えます。そうした中で、旧来型の

倉庫では、高度な物流加工なども難しくなってきました。やはり、大型施設や最新の設備がある物流施設が競争力を持ちます。

ヘルスケア施設の整備はこれからです。高齢化社会が来るので、サ高住を含めてこの施設に対する需要は増えていくことになるでしょう。

また、グローバル化の進展、観光客の増加、東京オリンピックなども考えますと、ホテルももう少し伸びていくのではないかと思います。最近では、東京のホテルの稼働率が80年代後半のバブル期を上回ることもあります。

インフラは、国や自治体の財政が厳しい中で、官だけでインフラの新規投資・維持が出来なくなってきているので、その一部が民間の投資対象となることが考えられます。特に、自治体が運営している地下鉄、ゴミ処理施設、上・下水道などは、着実に収益を生む施設ですから、それらは充分投資の対象になるでしょう。今、仙台空港も民営化の話題になっています。これからは、そういった大型案件も対象になっていくと思います。

#### 投資先の多様化②：オペレーショナルアセットへの対応

ここで問題になるのは、賃貸住宅を運営するノウハウはあっても介護のノウハウはない、あるいはホテルのノウハウはないというような場合にどうするかということです。実はこの点に関しては事業方式の工夫で、ある程度までは対応可能です。ヘルスケア事業を展開している会社にも色々なパターンがあって、例えば、サ高住であっても、自社で賃貸住宅を持つとともにヘルスケアサービスをやっているところもあれば、自社では建物を作って、それをヘルスケア業者に賃貸しているところもあれば、自社では住宅だけ建設して、ヘルスケアは専門業者に委託しているところもあります。

ホテルも、ヘルスケアと同様で、自分でホテル事業を行うこともできれば、ホテル会社に建物を賃貸することも、ホテル会社にホテル運営だけ委託することも可能です。すなわち、オペレーショナルアセットの投資に関しては、専門ノウハウをどのようにして補完するかを考える必要がありますが、すべてを自社でやる必要はないということがポイントになります。もちろん、全部の収益をとろうと思ったら、すべて自社で対応するという選択をする必要があります。

#### インフラの事例：箱根ターンパイク

インフラ投資として、箱根ターンパイク（小田原から箱根、湯河原を通る15kmの有料道路）の事例を紹介しましょう。マッコーリーという世界最大のインフラファンドを持っている投資銀行が、日本政策投資銀行とともに、この有料道路を買収しました。徹底した予算管理や費用対効果の検証により、収益を上げています。特徴的なのは、元々「箱根ターンパイク」という名前だったのですが、施設の命名権（ネーミング・ライツ）を売却して収益を得ています。今は、「TOYO TIRES ターンパイク」となっています。新たな施設に投資すると、色々な工夫の余地があるということが言えるのではないかと思います。

#### 4. 進展するグローバル化

##### 世界の商用不動産投資市場の規模

ここからは、ごく簡単に話したいと思います。進展するグローバル化ということで、まず、グローバル化の全体感を見ていただければと思います。日本の商業用不動産投資市場の規模がどのくらいなのかを見て頂きますと、実は世界第2位の市場なのです。アメリカがダントツに1位ですが、日本は2位、その次は中国です。ですから、海外の方から、日本はもう成長力がないという話が出て来ますけれども、グローバルに投資しようと思った時、日本は規模からしても外せないことがわかりいただけると思います。

##### 世界の商業用不動産への直接投資額

グローバルな商業用不動産への投資額では、段々アジアのシェアが高まっています。リーマンショック後に急速に萎んだ欧米市場も、最近では復活してきていますが、大きな潮流が変わることはないでしょう。

グローバルな動きのなかで知って頂きたいことは、不動産についても、グローバル・スタンダード化が進みつつあるということです。

##### RICS：グローバルスタンダードプロジェクト 不動産鑑定評価基準等の改正の概要

そうした中で、今何が起きているかを見て頂きたいと思います。一つはIFRSという国際会計基準です。日本が国際会計基準を採用すれば、不動産を時価評価するようになります。そうすると、不

動産価格の変動が直接的に当期利益に反映されません。不動産業本業でどれだけ儲けているか以外に、不動産価格の変動によって利益が変わるようになってしまうわけです。そこで、考えなくてはいけないのは、その時価はどうやって決めるかということです。そこで注目を浴びることになったのが国際評価基準（IVS）です。この段階までは既に来ています。日本の鑑定基準も完全に合わせるわけではありませんが、ある程度は整合性がある形にする方向で動いております。

次に問題になるのが、不動産の評価基準を揃えるのは良いことだが、そもそも不動産測定基準が違うということです。例えば、この部屋の面積を測るにしても、内法か壁芯かで違ってきます。それから、国によっては駐車場が建物面積の中に入っている場合もあるようです。同じ建物面積であっても、各国でイメージしているものが違ってしまったり、いくら評価方法が同じでも、別なものを評価していることになってしまいます。ジョンズ・ラング・ラサールの調査チームによれば、測定の仕方によって、建物の床面積が、24%も違うことがあるようです。よって今度は、資産測定基準まで統一しようということです。

さらに、将来的にはこれらを適正にやるために、倫理基準も統一する必要があります。不動産といえば、グローバルとは関係ないと思っていたのですが、もはや無視できない時代になってきたということです。

## 5. 東日本大震災、被災地の復興に向けた課題

### 東日本大震災の概要

最後に東日本大震災の話を中心にさせていただきます。大震災の概要は、ここに出ている通りです。一言で、復興の進み方は、まだら模様ということです。内陸部は復旧フェイズから段々と復興のフェイズに入ってきています。元々、被害がそんなに大きくなかったこともあります。ところが、沿岸部は、まだ復旧段階にあるという状況です。例えば、水産加工業者ですと、売上げ等の状況を見ると、まだ6~7割くらいまでしか回復していません。それから福島。福島は、補助金などもあるので、表面的には設備投資は盛んになってきています。ただし、風評被害が残っていますし、瓦礫処理も少し遅れています。一概に被災地云々という話がよく出て来ますけれども、実は、

まだら模様で、今も大雑把に分けましたが、地域によっても相当差があるのが実体です。

### 東北地区の経済指標①：被災地の人口動態

被災地の復興に向けた動きを、マクロの観点から少し見てみましょう。被災地の人口動態を見ると、東日本大震災のときに、転出数が大幅に増えたのは事実ですが、宮城県を除くと、そもそも長期間にわたって転出超過が続いている地域であることがわかります。ですから、今回、復旧はともかくとして、復興というのは、実は震災だけの問題ではない、元々あった問題を解決しなくてはいけないということを意味します。今回の支援金をそうした構造問題の解決にどのように活用するかが、問われているということではないでしょうか。

### 東北地区の経済指標②：新設住宅着工戸数

住宅着工戸数の伸び率で見ると、全国を上回って増えてきましたが、その牽引力となっているのは貸家です。分譲や持家は、それ程増えていません。建設費が高騰し、地価も相当上がっています。人手も不足している中で、なかなか着工が進んでいない姿がわかります。

### 東北地区の経済指標③：金融機関の貸出金

事業活動が活発化しているかどうかの指標の一つになるのが、金融機関の貸出金の動きです。銀行の貸出金は増えてきているのですが、中小企業向けを中心とする信金の貸出はずっと減ってきています。被災地の中小企業は、まだ厳しい状況から抜け切れていない様子がうかがわれます。

### 被災地の不動産市場動向

ここでは一つ一つ説明しませんが、アセットブレイズ仙台ネットワークという、不動産や金融の人達が集まって作っている地元の団体が、地元の不動産に関わる指標をとっても丁寧にまとめています。これは、おそらく他にはないものだと思います。これらの図表から、被災地の地価が上がっていることが、よくわかります。予算制約上、このことも復興を妨げている要因にもなっているでしょう。

一方で、応急仮設住宅の入居状況は、2013年8月時点で、宮城県だけで、94,413人の方になっています。2011年と比較しても、それほど減ってい

ません。残念ながら、まだ復旧さえ十分に出来ていない、これから住宅をつくっていかなければいけない状況だということです。東北の冬は寒いのです。ですから、「復旧より復興を」という言葉自体は非常に正しいことだと思いますけれども、一方でまずは復旧を優先するというのも大事であるように思います。災害公営住宅に至っては、今のところ進捗率は1%です。ただし、最近ではURさん等が、相当頑張られていますので、これから大幅に増えていくだろうとは思っています。

以上で、私からの話は終わります。ご清聴ありがとうございました。