

14) 不動産投資市場の経済波及効果分析

(株)野村総合研究所
公共経営戦略コンサルティング部研究員
竹端克利

(1) はじめに

実務でマクロに携わっている立場から、「不動産投資市場の経済波及効果分析」ということで一定の分析、数量的な分析結果を報告する。

今回の報告の目的は図表1に示したが、不動産への資金が流入拡大することで、实体经济にどれくらい影響があるのか、具体的に幾らぐらいの生産波及効果が見込めるのか、ないしは、何人ぐらいの新規の雇用誘発が見込めるのかといったところを定量的に分析した。

(図表1) 分析の目的

目的：不動産への資金流入拡大による経済波及効果を推計すること。

不動産への資金流入の拡大（追加的なマネー流入）による経済波及効果を推計する。

経済波及効果は、生産増（金額ベース）・雇用増（人数ベース）の両面から推計する。

注)「不動産への資金流入」とは、「投資用不動産市場」「不動産証券化市場」への資金流入を意味する。

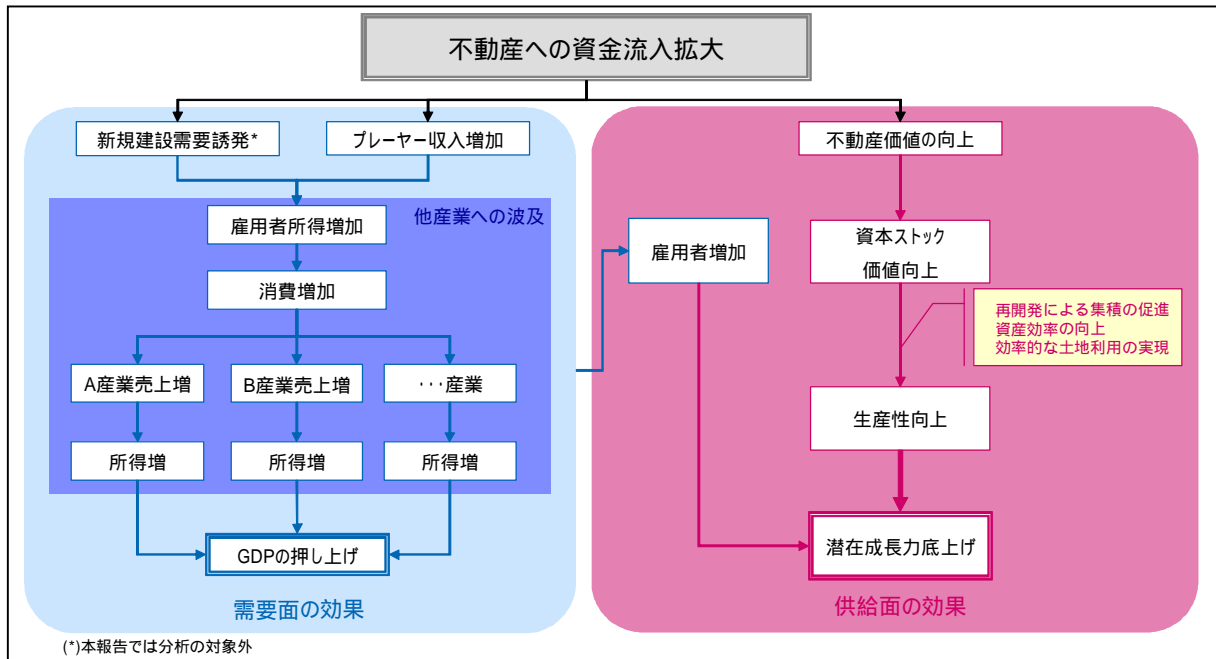
(2) 経済波及効果分析の枠組み

今回の報告、分析の背景、問題意識を共有するために、図表2に不動産への資金流入拡大によるマクロ経済への波及経路を示した。

通常、マクロ経済のフレームワークにのっとって整理をした場合、大きく分けて2つの効果が認められる。1つは、図の左側に示した需要面の効果。資金流入が拡大して、それぞれの案件の組成とか、新規の開発案件に伴う建設需要が誘発されるといった効果の中で、関連するプレイヤーの収入が増加する。関連するプレイヤーの収入が増加することによって、ほかの産業へも同様に波及していく。

ほかの産業の売上も増えることで、彼らが支払える賃金が増加していく。それに伴って新規に雇用も生れていくという効果が認められる。新規の雇用者の所得が増えた場合、彼らがマージナルに増えた分だけ消費も一定の増加が見込める。こういった消費の増加に伴ってさらにほかの産業へも影響していく。スタートラインが関連するプレイヤーの収入増加であったとしても、ほかの産業への生産の波及が見込めるということで、こういったものが需要面から見たGDPを押し上げる効果があるというのが、左側の図の整理である。

(図表2) 不動産への資金流入拡大によるマクロ経済への波及経路



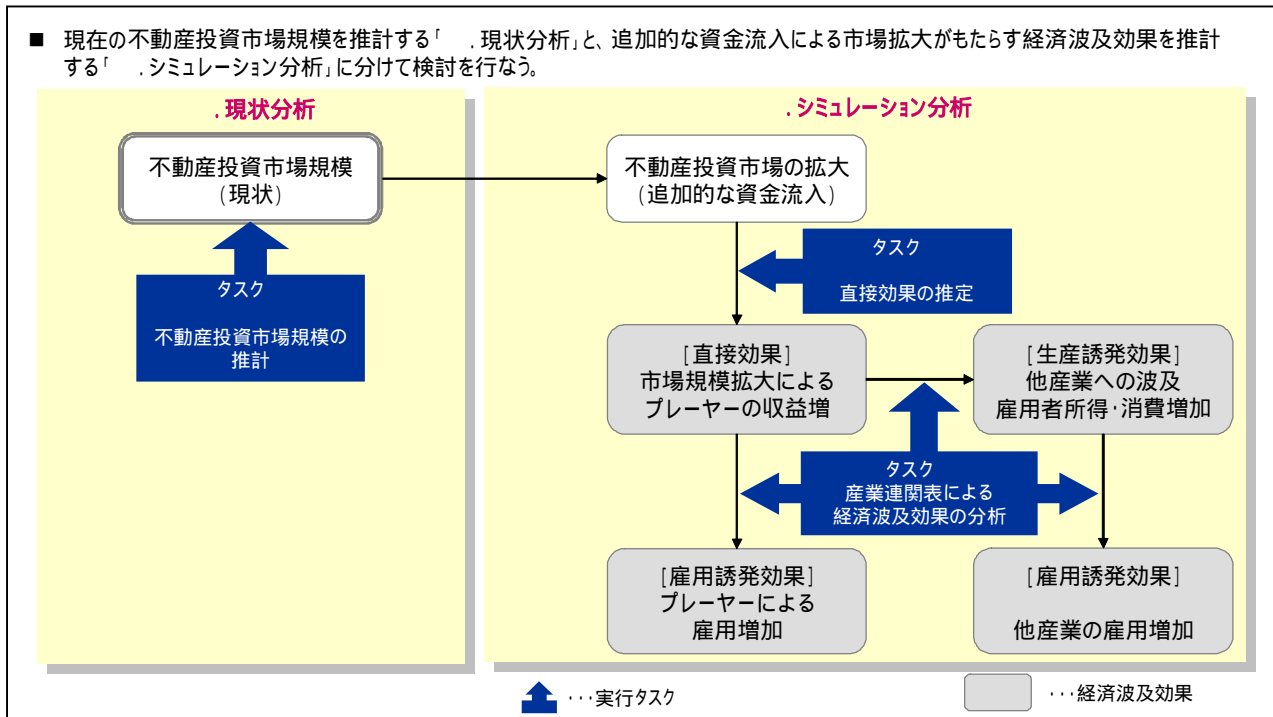
もう一方の効果として供給面の効果がある。こちらは経済全体の生産力、潜在的な作る力ということになる。経済の生産力が基本的には、資本のストックの量と生産性、雇用者の数で規定されるという面があるが、不動産へ資金が流れることによって、対象となっている不動産の価値がある部分は上昇する。それに伴って資本ストックの価値が上がって、生産性が上がって、黄色い囲みに示したように、産業界における集積が促進されるとか、効率的な土地利用が実現する。それにより、作る力が押し上げられて、長期的に見た場合に供給面、潜在成長力が底上げされる形で、経済のフレームワークにのっとった整理ができる。

この流れは、マクロ経済に携わる人達の議論や政策に携わっている方々の中での共通の認識として、まだ整理がされていないと思われる。不動産への資金の流入という、「リートへの資金流入」くらいの感覚でとらえられている面がなきにしもあらずで、不動産への資金流入を拡大することの効果はかなり限定的で、かつ矮小的な面に限定された形でとらえられている。

本分析の意義は、本来であればこういう効果が見込めるとい認識の中で、不動産の資金流入をとらえて議論をしていかなければいけないという示唆を提供することにある。

こういう共通のフレームワークにのっとった形で、今後も不動産投資市場への資金の流入といった議論がされていってしかるべきではないかと考えている。本日は、左側の図の需要面の効果の部分で、他産業への波及と示したが、これが幾らなのか、何人ぐらいの雇用が生れるのかを、データと産業連関分析という一般的な経済波及効果を測定する際のフレームワーク、手法を援用して分析し報告する。

(図表 3) 経済波及効果の想定経路と検討の全体像



図表 3 に、今回の検討の全体像を示した。最初に、マネーが流入することで実体経済としての市場規模がどれくらいあるのかを、現状分析という形で推計する。ここで金融的なマネーの流入が実体経済にどういう形で、どういうプレーヤーを通じて結びついて、波及しているのかを明らかにする。その次に、不動産投資市場への資金流入の拡大が、米国並みに拡大した場合にどれくらいの波及効果が認められるのかを、シミュレーション分析という形で進め、その結果を報告する。

現状分析のところ不動産投資市場にかかわるプレーヤーを図表 4 に示した。10のプレーヤーが案件組成といったものに直接的にかかわっているプレーヤーと想定した。

(図表 4) 不動産投資市場に関わるプレーヤー

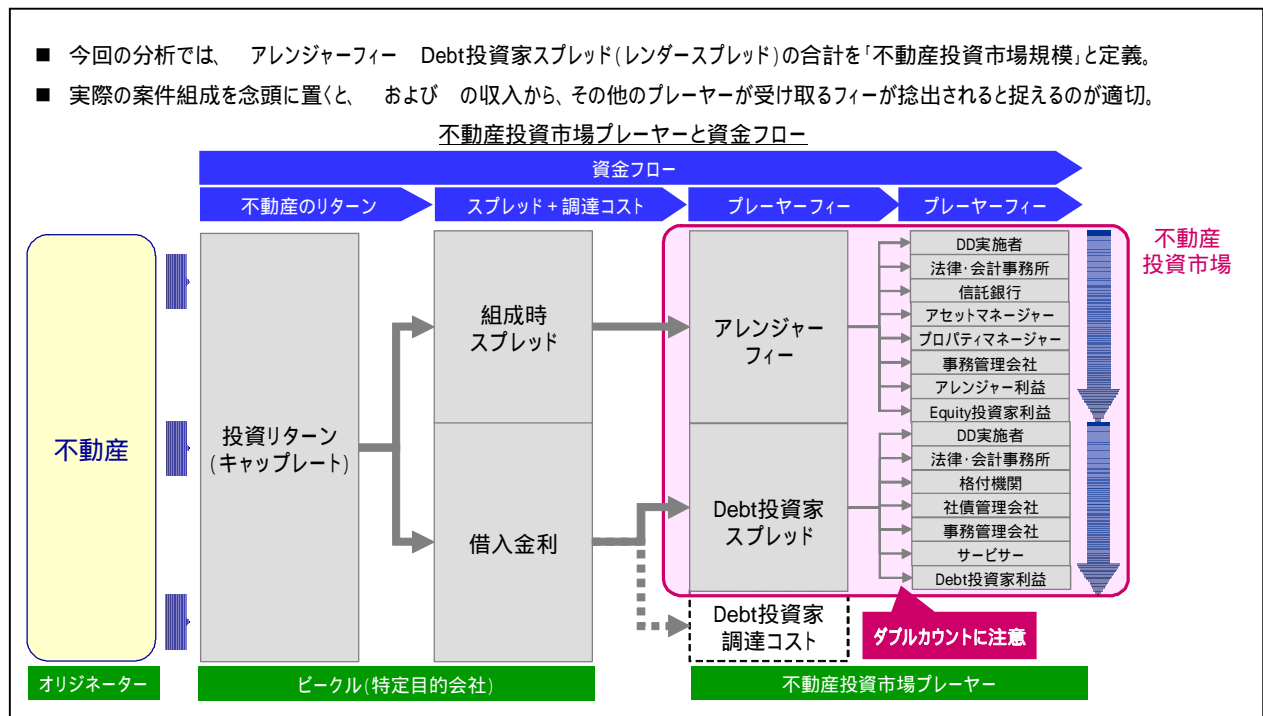
以下のプレーヤーを想定する：

- | | |
|---------------------|----------------------------|
| 1 . Debt 投資家 (レンダー) | 6 . アセットマネージャー/プロパティマネージャー |
| 2 . アレンジャー | 7 . 社債管理会社 |
| 3 . 信託銀行 | 8 . 事務管理会社 |
| 4 . DD 実施者 | 9 . 法律・会計事務所 |
| 5 . サービサー | 10 . 格付機関 |

出所) 『不動産証券化ハンドブック』より

図表 4 に示したプレーヤーがどういう波及経路で不動産投資市場を構成しているのかを図表 5 に示した。

(図表 5) 「不動産投資市場」の定義



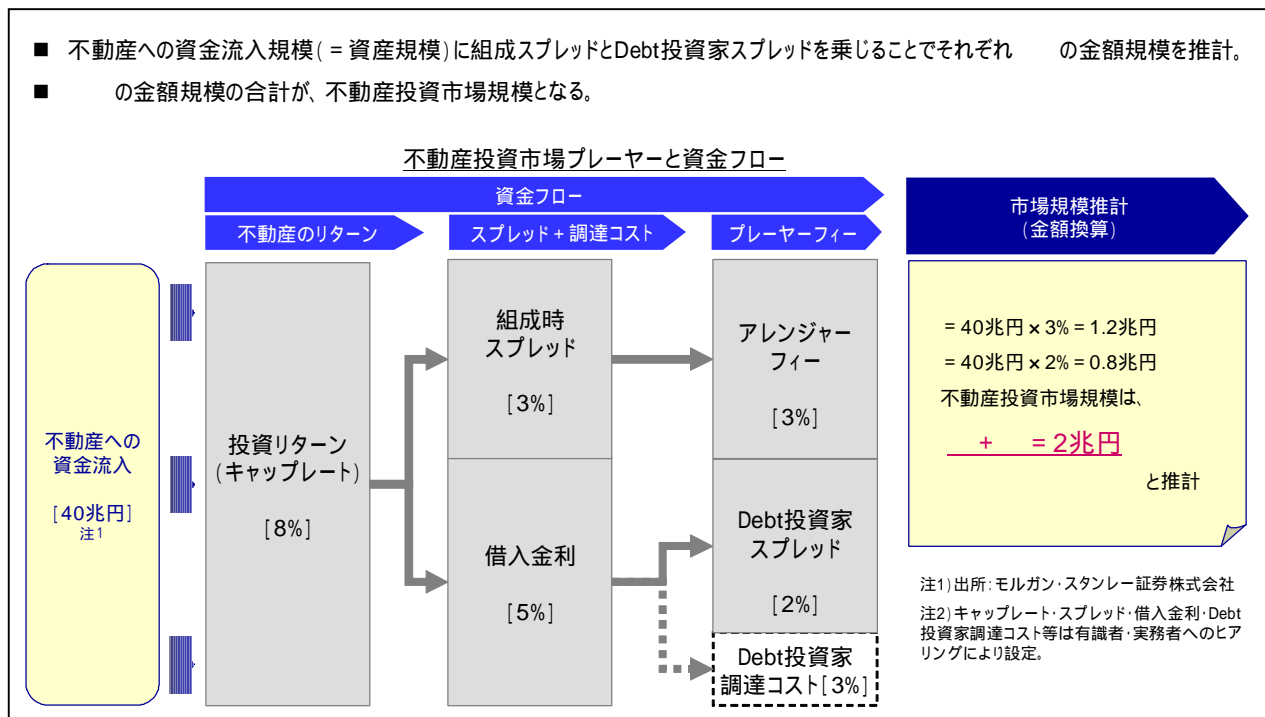
まず、一番左側に土地、建物といった不動産を所有しているオリジネーターがいて、そこに資金が入ってきて、不動産のリターンが生れる。そのリターンをそれぞれのプレーヤーで分配し合い、大きく分けて借入金利の部分と、その金利に上乗せさせるリターンを構成するスプレッドの部分に分けている。さらに、そのそれぞれの分け前がどういうプレーヤーにいくかということで、組成時のスプレッドについては、アレンジャー（証券会社、投資銀行）を想定している。

一方、借入金利については、資金の出し手である債権者、デットの投資家のスプレッドを想定している。デットの投資家のスプレッドを計算する時に調達コストの分を除いて、ネットの部分での収入を見ていく。主にアレンジャーとデットの投資家が受け取る収入をもって、例えばDD実施者、アセットマネージャー、プロパティマネージャーといったサービス業の方々に波及していくというのが、一般的な不動産投資市場の規模である。

現状分析としては、不動産の投資市場の規模を数量的に把握するために、それぞれの不動産が現状幾らあって、投資リターンが何パーセントで、組成時のスプレッドが何パーセントというものを仮に置いたとするならば、この不動産投資市場を数量的にとらえることができるとい

うフレームワークである。

(図表 6) 「不動産投資市場規模」の推計結果

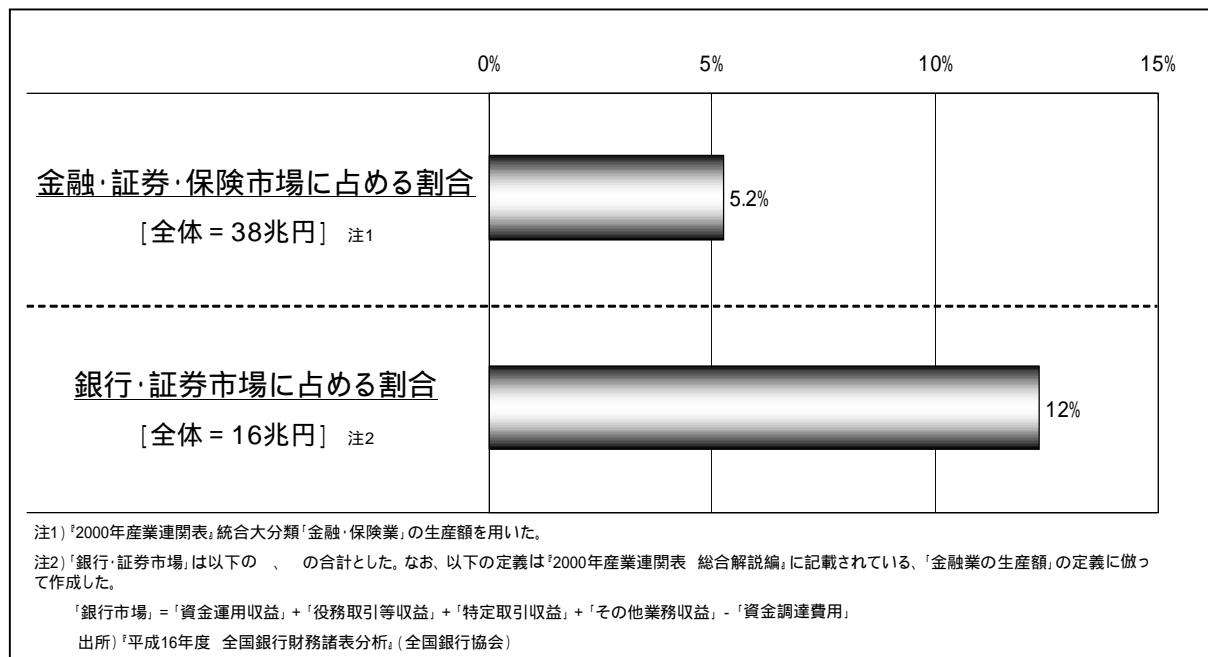


実際に数値化したものが図表 6 である。現状として不動産への資金流入が大体40兆円が見込めて、平均的なキャップレートという投資リターンが大体 8 %、組成時のスプレッドや借入金利がそれぞれ 3 %、5 %で、最終的にプレイヤーに渡る収入の分を構成するアレンジャーのフィーとデットの投資家のスプレッドが 3 %と 2 %と置いた場合に、現在の不動産の投資市場の規模は大体 2 兆円ぐらいが見込めるという試算を得ている。

こちらの数字は、モルガン・スタンレー証券株式会社および有識者・実務者のヒアリングから、大体のオーダー感を基に設定している。この 2 兆円の市場規模はどれくらいのオーダー感なのかを、よりイメージするために図表 7 を示した。

比較対象として 2 つの割合を示した。まず産業分類上、金融・証券・保険が一番大きな括りとして日本の産業分類の中で構成されるわけだが、その時の全体のマーケット規模は38兆円。2兆円は、不動産投資市場が金融・証券・保険市場全体に占める割合として5.2%ほどである。一方で、もう少し範囲を狭めて銀行とか証券市場、こちらはメガバンクとか主要な地銀を対象としているが、銀行・証券市場に限った保険を除いた分の金融マーケットは大体16兆円。それに対する割合としては、不動産投資市場は12%ほどあるととらえることが出来る。

(図表 7) 分析結果の評価：“不動産投資市場規模 2 兆円”の規模感



(4) 不動産投資市場拡大の直接効果の推計

次に、不動産投資市場への資金流入が拡大した場合の経済波及効果分析を行う。

図表 8 に、シミュレーションの前提条件を示した。

(図表 8) シミュレーションの前提条件

- ◆ 前提 : 「不動産への資金流入」と「不動産投資市場」の関係
 - 投資用不動産と不動産投資市場は平行に増大するとの仮定を置く。
 - つまり、不動産の資産規模に対するスプレッド・調達コストの割合は不変とする。

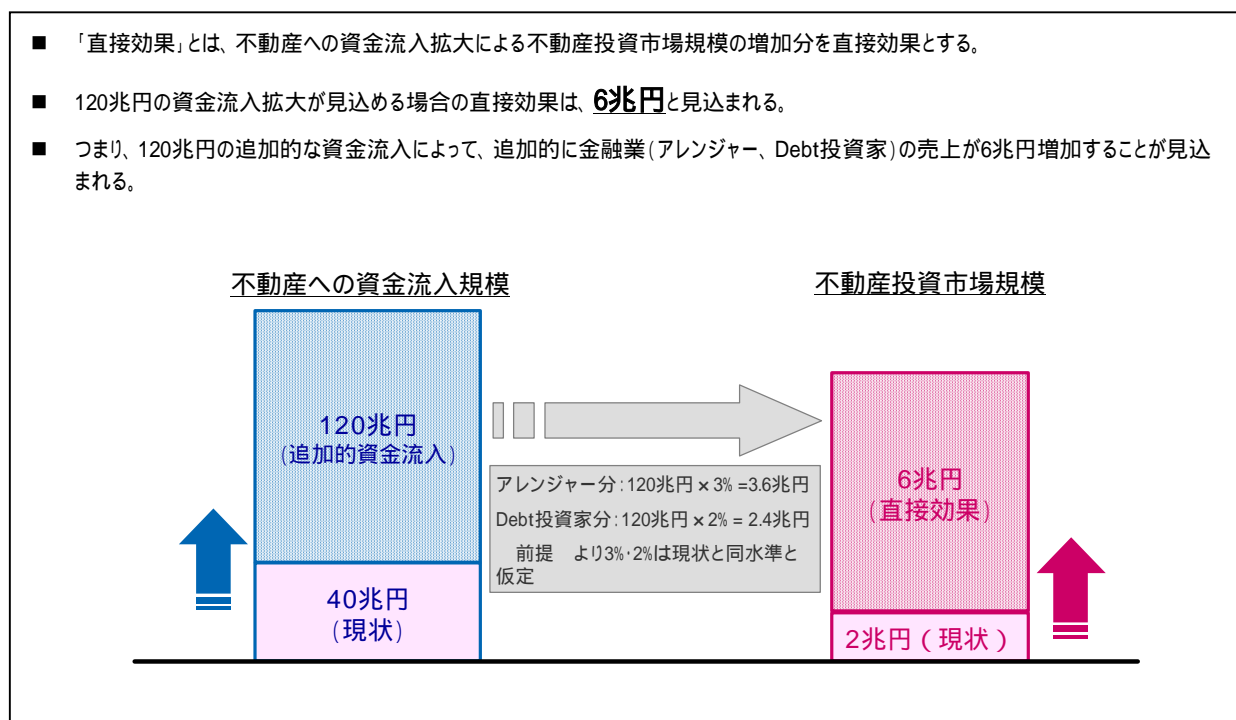
 - ◆ 前提 : 不動産への資金流入の拡大規模
 - 日本における不動産への資金流入規模の対GDP比で米国並みに拡大すると仮定する。
 - 米国並みに拡大した場合、**資金流入の拡大規模は120兆円**と見積られる()。
- () ……モルガン・スタンレー証券株式会社より

シミュレーションする際の前提条件を 2 つ置いている。1 つ目は、不動産への資金流入に伴って図表 4 に示したプレイヤーの収入が平行に動いていくという前提。不動産への資金流入が 2 倍になれば、プレイヤーの収入も 2 倍になるという仮定を置いている。2 つ目は、どれくらい資金流入が拡大するという前提を置くのだが、今回は米国並みに資金流入が拡大した場

合の追加的な資金流入の規模を想定している。

具体的には120兆円。米国ではGDPに対して約35%の規模の資金が不動産に流入しているという規模感がある。一方、日本の対GDP比での資金流入の拡大規模が8%から10%ということで、仮に米国並みに対GDP比で35%に拡大した場合は、120兆円の追加的な資金流入が見込めるということを前提に置いている。

(図表9) 直接効果の推計



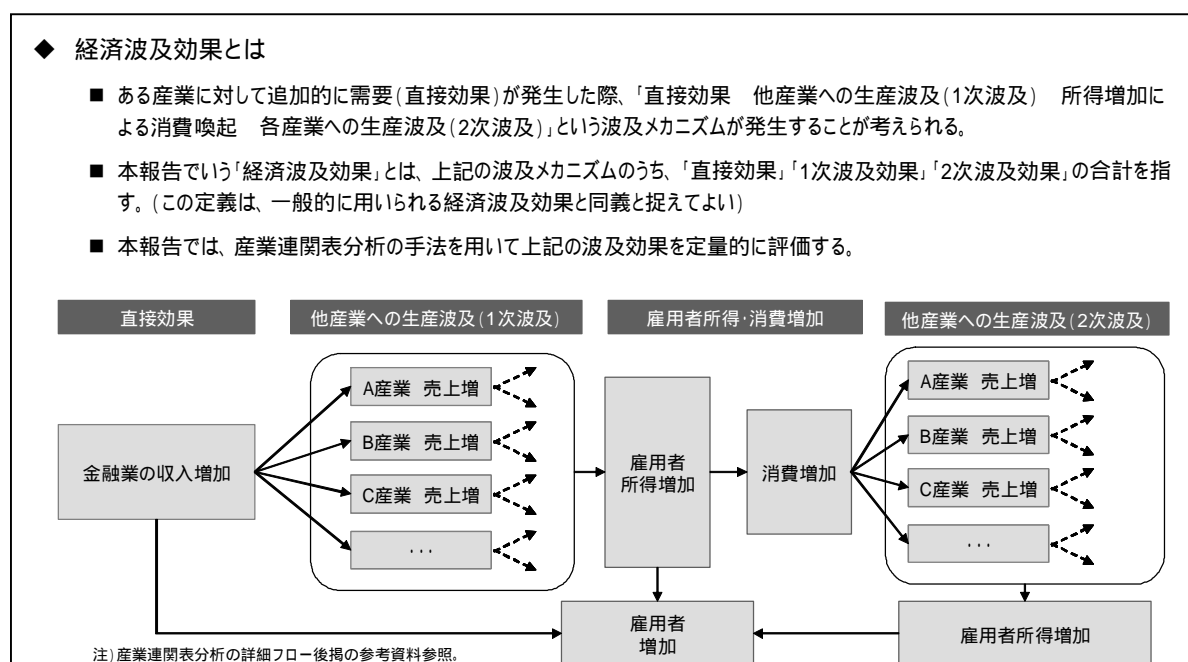
この120兆円の資金が、追加的に入ってきた場合に、上述したアレンジャーやデットの投資家がどれくらいの追加的な収入を得られるだが、図表9に示した通り6兆円になる。現状が2兆円なので、ほぼ3倍の追加的な収入が不動産への資金流入拡大によって見込めるという想定になる。これをシミュレーションをする際の直接効果と呼んでいるが、スタートラインととらえることができる。

(5) 産業連関表による経済波及効果の推計

これらの直接効果が、どういう波及経路で全体の波及効果を出していくかを図表10に示した。まず、金融業の収入増加だが、これはアレンジャーとデット投資家の収入、6兆円。これらが他の産業の売上の増加につながって、雇用者の所得の増加につながる。雇用者の所得が増加した場合、ある一定の消費性向の分だけ消費が増加するという仮定を置いて、さらに消費が

増加する。消費者の消費がほかの産業へもつながって売上が増えていくということで、図表の囲みで示している1次波及と2次波及の合計を、今回分析対象としている経済波及効果との総体としてとらえていく。

(図表10) 産業連関表による経済波及効果の推計



一方で、それぞれの産業の売上が増加することによって、雇用者の所得も増加し、それに伴って雇用者の数も増えるという仮定で、誘発される雇用者の数を分析していく。波及効果を分析する際に産業連関表を使って分析するが、分析をした結果を図表11に示した。

(図表11) 経済波及効果の推計結果

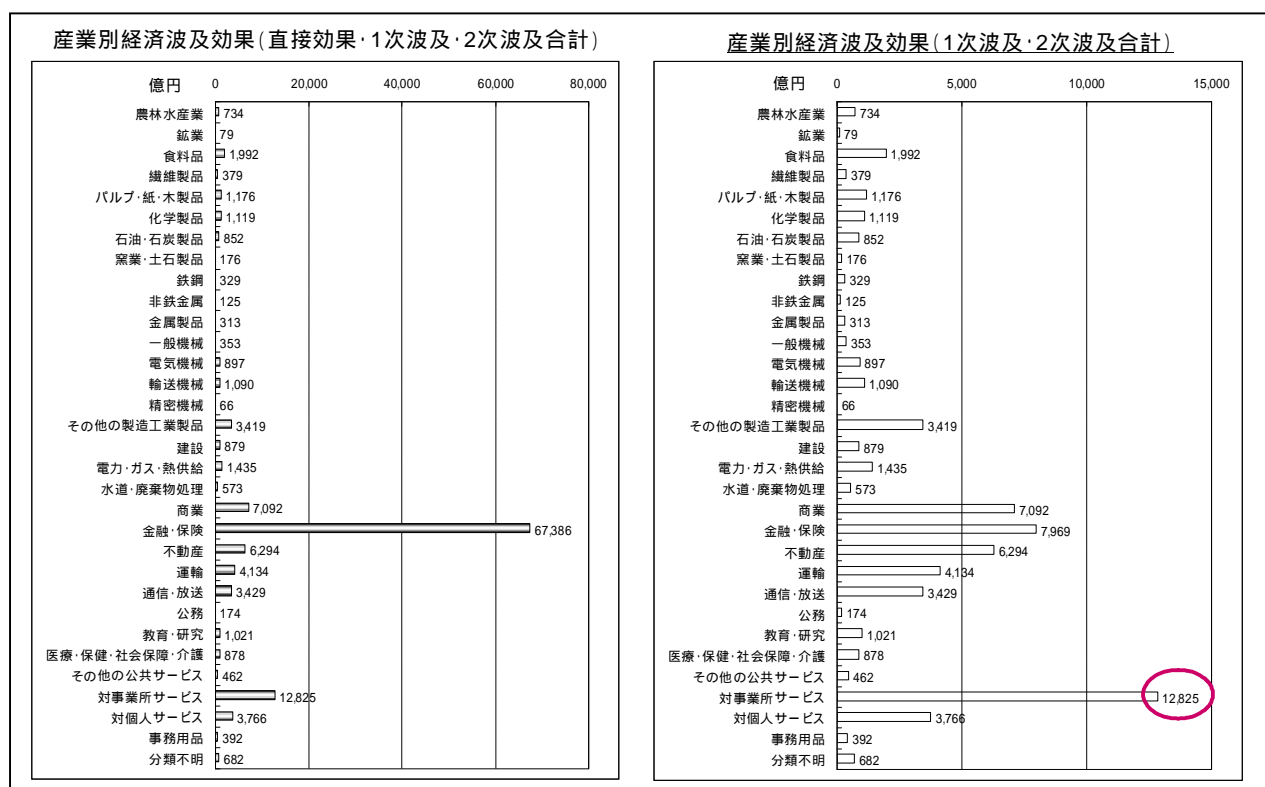
	生産誘発額	誘発雇用人数
a.直接効果(金融業)	6兆円	29万人
b.1次波及効果(全産業)	3兆円	19万人
c.2次波及効果(全産業)	3兆円	27万人
経済波及効果合計(=a+b+c)	12兆円	75万人
1次波及・2次波及合計(=b+c)	6兆円	46万人

注) 生産誘発額は億円以下、誘発雇用人数は千人以下をそれぞれ四捨五入。
注) 誘発雇用人数には、雇用者に加えて自営業者・家族従業員数も含まれる。

結論としては、全体の波及効果として、4番目にあるように12兆円、誘発される雇用の人数は75万人が、直接効果と間接の波及効果を含めた試算の結果となる。一方、直接的にスタートラインで金融業の人達が受け取る収入の増加分を除いた、他の産業への波及分だけを見た場合は6兆円という試算結果を得ている。その場合の誘発される雇用人数は大体46万人という形で試算している。

これらの生産誘発額とか誘発雇用人数が産業別にどれくらいの貢献をすると見込めるのかを、図表12に示した。

(図表12) 産業別経済波及効果



経済の波及効果を産業別に見た場合、どの産業に波及が見込めるのかを例えば直接効果を除いた、1次波及、2次波及分だと、対事業所サービスへの波及が1.3兆円規模ということで大きいことがわかる。

これは、金融業の人達が案件の組成を追加的にした場合に、例えば弁護士事務所とか会計事務所、税理士といったサービス業の方々への追加的な発注が増えて、それらの売上も相対的に売上増の効果が高いことが見込めるということを示している。この対事業所サービスは、具体的には情報産業とかもろもろのサービス業といったものを含んでいる。

産業別に見た波及効果を雇用面で見た場合の結果を図表13に示した。

(図表13) 産業別雇用誘発効果



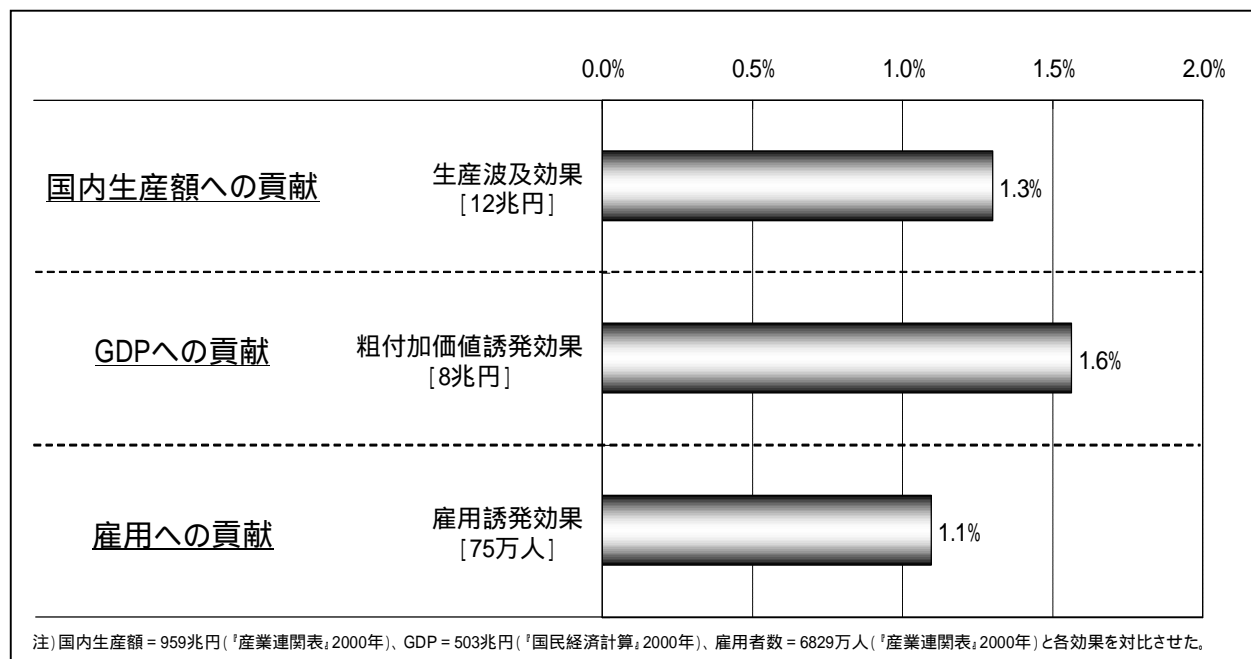
誘発される雇用効果を産業別に見た場合、経済波及効果と同様で対事業所サービスが最も多い一方で、商業、卸売とか小売りといったところの波及も大きいという試算を得ている。なぜ、商業の雇用誘発効果が大きいかわが、上述したように、今回の波及効果の対象には我々の追加的な消費の分も入っている。消費の中で、スーパーやデパートなどに落ちるお金も入っているが、スーパーとかデパートで働いている人たち1人当たりの賃金はほかの産業に比べて割と低いので、追加的に雇用者の所得が同じ100万円増えたとしても、1人当たりの賃金が安い産業については、人数ベースで見た時は比較的大きい雇用誘発が見込めると想定される。

経済波及効果を経済全体で見た場合の貢献度を図表14に、比較対象として3種類の数値で示した。日本全体でつくられるグロスの年間生産額総額が960兆円ぐらいとして見込まれているがそれに対比する数値として、まず生産波及効果全体の12兆円が生産波及効果を対比させた場合、1.3%ぐらいの規模。一方、グロスの売上からコストを差し引いて、ネットの付加価値の分で見した場合、大体8兆円の誘発効果が見込める。これをGDPと対比させた場合に1.6%の貢献が見込めるとい試算を得ている。

上述した通り、雇用誘発効果は75万人だが、現在の雇用者数は約6,800万人で、それに対する貢献としては1.1%ぐらいで、こちらの数値が多いととらえるか、少ないととらえるかとい

うのは、議論があるところだと思うが、今まで何件かこういう波及効果の分析をしているが、オーダー感としてかなり大きいと感じている。

(図表14) 分析結果の評価：経済波及効果の日本経済への貢献度



GDPへの貢献は、1.6%だが、直近ではマイナスの成長になっているところもあって、1%~2%、ないしは、0.5%~1%ぐらいの成長をいかに実現するかといったところが、経済運営上かなり難しいラインだと考えられる。それを前提とすると、1.6%の貢献というのは非常に大きいととらえていいという感触を得ている。

図表15に、別の観点から見た分析結果の評価ということで、一般的に色々な経済波及効果の分析がされているが、それと比べた時にどうなのかという形で比較したものを示した。1つ目は、今、東京都が2016年のオリンピックの誘致に邁進しているところだが、オリンピックを2016年、日本で開催した場合に大体3兆円の効果が見込めるという試算をしているが、単純にそれと比較した場合、今回の不動産投資市場への拡大による経済波及効果は4倍ぐらいというオーダー感で比較ができる。

2点目の比較だが、国土交通省の航空局で試算している羽田空港の機能を拡張した場合の波及効果が大体1.8兆円という形で試算されている。それと比較すると大体7倍ということになる。この比較の分析は、経済波及効果の大小を比較するためというよりは、国民の方々に説明

(図表15) 分析結果の評価：他の経済波及効果との比較

不動産への資金流入拡大は、東京オリンピック開催の4倍の経済波及効果が見込める。

- 東京都は、東京オリンピック開催による経済波及効果は生産誘発ベースで約3兆円と試算している。
- 今回の分析結果と単純に比較すると、不動産への資金流入拡大による経済波及効果は東京オリンピック開催の4倍の効果が見込まれるといえる。

第31回東京オリンピック競技大会開催にかかる経済波及効果(概算)

(単位:億円)

需要増加額	生産誘発額		
	東京都内	その他の地域	全国
12,877	15,678	12,868	28,342

(備考)
 1 需要増加額には、道路等のインフラ整備費を含まない。
 2 需要増加額には、オリンピック関係者や観客の移動、宿泊等に伴う支出や、一般家庭の電気機器、その他の物品の購入費などが含まれる。
 ※道路等のインフラ整備費を需要増加額に算入した場合は、これ以上の経済波及効果が見込まれる。

出所) 東京都HP (<http://www.metro.tokyo.jp/INET/OSHIRASE/2006/07/20g71400.htm>)
 注) 東京都による分析手法の詳細は公開されていないため、完全に比較可能かどうか否かは留意が必要。

不動産への資金流入拡大は、羽田空港再拡張の7倍の経済波及効果が見込める。

- 国土交通省は、羽田空港再拡張(国際線を年間3万回導入)による経済波及効果を1.8兆円と試算している(注)。
- 上記と同様に今回の分析結果と単純に比較すると、不動産への資金流入拡大による経済波及効果は羽田空港再拡張の7倍の効果が見込まれるといえる。

出所) 国土交通省HP (http://www.mlit.go.jp/koku/04_outline/01_kuko/02_haneda/hakyu.html)

注) 同報告書では、国際線を導入するケースのほかに、国内線のみを再拡張するケースも試算しており、経済波及効果を1.4兆円と試算している。

する際の分りやすさという観点から必要なことである。よく波及効果は幾らだという分析がされ、プレスリリースもされているが、実感としてその数値をどうとらえればいいのか、どういふふうに説明していけばといったところが課題になる。

分析の報告は以上だが、今回の分析は、かなりチャレンジングな分析だった。そういった分析を通して得られた今回の波及効果の分析についての所感を図表16に示した。

(図表16) 報告者所感

- 「不動産への資金流入による経済波及効果」の評価
 - 「マイナスの効果」がない?
- 経済波及効果の観点からみた、「不動産への資金流入」と「他のアセットクラスへの資金流入」の違い
 - 不動産への資金流入は日本国内への波及効果が大きい?

所感は2点あり、1つ目は、不動産への資金流入経済波及効果は、マイナスの効果がないものにとらえることができるのではないかとということ。上述した羽田空港の再拡張で約1.8兆円の経済波及効果があるという分析は、羽田空港を再拡張した場合に成田への需要が減って、成田ではマイナスの波及効果が出ているはず、あるいは、羽田空港の国内線の機能を拡張するこ

とで、新幹線とかほかの交通手段にもマイナスの波及効果が出ているはず。そういったものを捨象した上で、グロスで見た時に1.8兆円という数値になっている。しかし、今回の不動産投資市場の拡大は、市場全体のパイが拡大するので、マイナスの波及効果はほとんどない。

こちらの75万人とか12兆円という分析結果は、米国並みに資金流入が拡大すれば、経済構造が変わらないという前提であれば、現実的なラインなのではないかということだ。一般的に経済波及効果の分析をして報告をする場合は、マイナスの効果はとりあえず脇に置いて、プラスの分だけを見せるのが、一般的にやられている分析だが、今回はそういったマイナスの効果はほとんど見込めなくて、ネットで見たプラスの効果が大きいととらえることができる。

もう1点は、不動産への資金流入が、株、為替に資金が入ってくるのと違って、国内への波及効果が大きいととらえることができると思う。分析をしていく過程で色々な方々に意見を聞いたが、不動産に幾らお金が入ってきたとしても、日本の国内からは動かない。当たり前の話だが、資金がたくさん入ってきた場合に、メンテナンスとか色々な書類の作成といった部分については、国内にお金が落ちるような特性があるのではないか。

一方、株の場合は、日本の株式市場にたくさん資金が入ってきた場合は、会社そのものも所有権が移ってしまう可能性もあり、波及効果というのは非常にとらえにくいものになっていて、ややもすれば海外にいつてしまい外国にとられてしまうというような心理的な抵抗感というか、実体としてのマイナス効果もある。そういうものも見込める中で、不動産への資金流入は、ほかの資産クラスと比べた時には、国内の波及効果は大きいのではないかと考えている。

最後に、今回、簡易な分析ということで、短期間でかつ色々な前提、仮定を置いた分析を行ったが、これをもう少し精緻にやる場合、どんな課題があるのかを図表17に示した。

(図表17) より精緻な分析へ向けた課題

[不動産投資市場規模推計 (現状分析)]

- 案件タイプ別の推計の積み上げ
- 組成時スプレッド・借入借入金利データのサンプル拡充

[経済波及効果推計 (シミュレーション分析)]

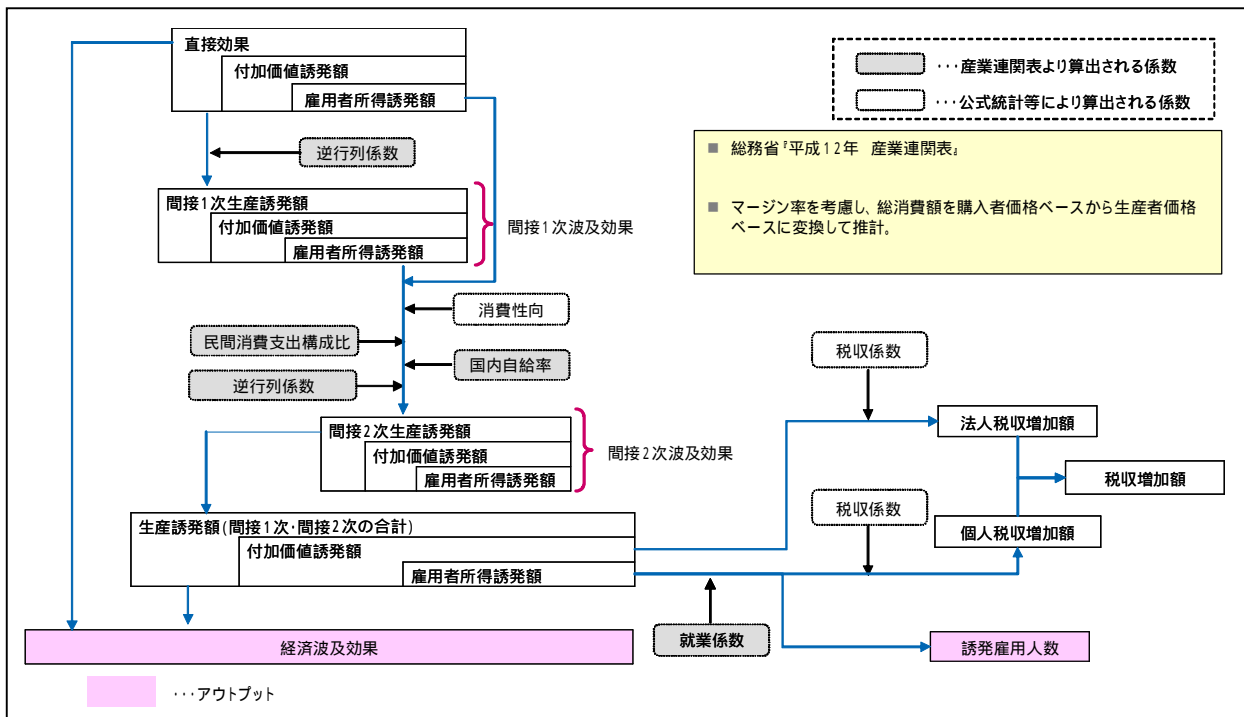
- 不動産への資金流入規模と不動産投資市場規模の間の線形性の解除 (前提 の解除)
- 最新版産業連関表 (2005年) の使用

1点目は、現状分析のところ。今回は不動産というものをざっくりと一括りにしてやっている。実際は案件のタイプ、あるいは、地域でもよいが、特性である程度カテゴライズした上で、それぞれについて不動産の投資市場規模を推計して積み上げていくというやり方をする方が、より精緻になる。同様に、仮に置いた組成時のスプレッドとか金利の部分は、色々なサンプルを増やした上で相対感として、より違和感のない数値を入れていくことも一つの課題である。

もう一つが、シミュレーション分析。2点目の産業連関表の新しいものを使うというのはあまり大きな話ではないが、1点目の資金流入が2倍になれば、プレーヤーの収入も2倍になるという仮定を置いているが、実態としてはマーケットの規模がある程度大きくなると競争関係が激しくなると考えられるので、スプレッドがそのままというところの仮定は若干強いと思う。そういう意味で、不動産の資金流入規模と得られるスプレッドとの関係を、今は推計でパラレルに置いているが、こういったものもある程度実態に沿った形で設定できていけば、より精緻なシミュレーションができると考えている。

最後に、参考として図表18、図表19を示した。

(図表18) 参考) 産業連関表による分析の詳細フロー



(図表19) 参考) 産業別生産額・粗付加価値額・雇用者数

	生産額 (兆円)	粗付加価値額 (兆円)	雇用者数 (万人)
農林水産業	14	8	557
鉱業	1	1	5
食料品	39	16	147
繊維製品	7	3	68
パルプ・紙・木製品	15	5	72
化学製品	26	8	42
石油・石炭製品	13	5	4
窯業・土石製品	8	4	40
鉄鋼	17	5	33
非鉄金属	6	2	17
金属製品	13	6	87
一般機械	29	11	116
電気機械	53	17	180
輸送機械	43	10	98
精密機械	4	2	23
その他の製造工業製品	33	13	177
建設	77	36	657
電力・ガス・熱供給	19	10	23
水道・廃棄物処理	8	5	40
商業	97	69	1,399
金融・保険	38	26	187
不動産	66	57	70
運輸	48	23	319
通信・放送	22	13	77
公務	36	27	201
教育・研究	36	29	292
医療・保健・社会保障・介護	44	26	450
その他の公共サービス	4	3	51
対事業所サービス	76	45	627
対個人サービス	58	34	766
事務用品	2	0	0
分類不明	4	1	5
合計	959	519	6,829

出所) 総務省『2000年産業連関表』

(6) より精緻な分析に向けた課題(質疑応答を踏まえた整理)

質疑応答を踏まえて、本報告の分析をより精緻化させるための課題を以下に整理した(質疑応答の詳細は次項参照のこと)。

本報告における経済波及効果分析について、効果を過小評価している点として「(再開発等に伴う)新規の建設需要による効果を含めていない」「資金流入による不動産の価値向上・生産性向上」という点が挙げられる。については、供給面を通じた効果であり、本報告の対象外ではあるものの、本来は需要面・供給面を総体的に捉えた分析が望ましい。この点については、生産関数分析や一般均衡モデル分析を援用することで、効果を定量的に捉えることができると考えられる。については今回使用したものと同様の産業連関表を用いて追加資産を行った。その結果、仮に追加資金流入分(120兆円)の1%(1.2兆円)が新規建設需要に回ると仮定した場合、生産誘発3兆円、雇用誘発24万人の経済波及効果が見込めるとの結果を得

た。

一方、過大評価している点としては、「他部門への資金流入停滞による機会費用」「市場規模拡大による価格調整機能が考慮されていない」という点が挙げられる。については、追加の「資金流入」が、どのような属性からもたらされるか、言葉を換えれば資金の「出し手が誰なのか」を何通りか想定した上で、機会費用を積算する必要があると考えられる。また、その際に現状の資金循環構造を前提とするのか、資金循環構造がある程度変化することを見込むのかによっても分析結果は変わってくると考えられる。については、市場規模全体の推移と価格（スプレッド）の過去データを用いるなどして、価格調整状況をある程度再現することで分析に反映させることができると考えられる。ただし、その際には、不動産投資市場のみに着目すればよいのか、他の市場（株式市場・マネーマーケット等）の状況も含めて価格調整を観察すべきなのかは考慮すべき論点になると考えられる。

より精緻な分析に向けた課題整理

過小評価している点	過大評価している点
新規の建設需要による効果を含めて試算すべき。	不動産以外の他部門への資金流入停滞による機会費用が考慮されていない可能性がある。
資金流入による不動産の価値向上・生産性向上といった供給面の効果を含めて試算すべき。	市場規模拡大による価格調整機能が考慮されていない可能性がある。

(7) 質疑応答

前川座長 ここでは、120兆円がどういう形で流れてくるかは分析していないのか。120兆円が入ってきた時の建築に対する効果はモデルの中に入れず、あくまでもアレンジャーフィーでデッド投資家のスプレッドだけか。

竹端研究員（野村総合研究所） 今回、新規の建設分については入れていない。すべて再開発とか新規の建設需要が発生しないという仮定を置いている。建設分を入れた場合は12兆円より大きい効果が出ると思う。120兆円がどういう形で入ってくるかは、今回の分析の対象とはしていない。

前川座長 マクロの観点から不動産市場への資金の流入という時に、これをどういうふうに

考えたらいいのか。マネーサプライが増えるような形のモデルになっていないのか、資金が同じだとしても、流動性が向上して、マネーサプライが増加してマクロ経済に与える効果等、そういうことは検討してないのか。

竹端研究員（野村総合研究所） その通りで、資金の流入経路が、銀行を通じてなのか、ほかのプレーヤーを通じてなのかで、マネーサプライに与える影響が違ってくると思う。マネーサプライの増え方によってGDPに与える影響も違ってくると思うので、その分析は次の課題になると思う。

山崎委員 この120兆円がどこから出てくるかによって、マルチプライヤーの方が違うことになる。マネーサプライではなく、例えば消費から出てくるとしたら、120兆円分の消費が減る。逆に貯蓄が120兆円取り崩されるなら、投資も120兆円、同額取り崩されることになる。打ち出の小槌はないわけで、どこかの資金を持ってこざるを得ない。競合するような資金の使い方がなくて、お金はどんどん出てくる。貯蓄でも消費でもどんどん出てくるという世界を考えるにすれば、120兆円も投下して、たかだか12兆円のマルチプライヤーしかないのは、すごく不思議な感じがする。

赤井委員 シミュレーションの前提のところ、図表8の米国並みに拡大した場合、資金流入をどうとらえるかだが、このベースになる数字は私どもが出したが、米国の経済の中に、最終的に不動産に関する部分でリスクをとっている資金がどれだけ流入してきているのかは計算すれば出る。まず一つは、リートの残高、CMB Sの残高、私募不動産ファンドのエクイティ部分、それから、証券化されていない銀行、生命保険が出しているノンリコースローンの残高、これが流入している資金の総和。米国の場合、算出すると、GDPの約35%に相当する金額が不動産市場に滞留している。それが開発や維持管理に用いられたりしている。

それに対して、日本が同様の数値を出していった時どうなのかを比べた時に、経済の規模、特に不動産市場の規模がものすごく小さいのであれば、幾ら資金を持っていっても、ベットする相手がないが、日本の不動産市場は、GDPに比較して、米国並みにあるので、それをパラレルにシフトしていった時に、どれだけの資金が入ってくるかを、米国の現状を一つのマックスとして分析している。その上で、資金をどこから出しているのかを考えた場合に、米国の場合、そういった資金の出し手が誰であるかを見ていって、日本国内を見た場合、そこはある程度捕捉できる部分がある。

一つは、昨日、新聞にも出ていたが、145兆円の預金超過、国債に流入している資金、株式市場だと国債・社債市場に出ている年金の資金あるいは、海外から入ってくる資金が不動産投

資市場に入ってしかるべきだと思う。その中には海外の公的年金、ソブリン・ウエルス・ファンドもあると考えれば、120兆円という金額は、そう不可能な数字ではないのではないか。

もう一つ、産業別の労働生産性を考えた時に、投入する資金に対して、リターンでGDPの貢献ということもあるが、雇用がそれだけ誘発されるということを見た時に、GDPを就業者数で割った時に、新しく75万人という数字が出てきた。これは図表19の不動産全体70万人よりも多い就業者数が誘発される。これは一つの産業が出来ると考えてもいいのではないか。

しかも、その産業の性質から見た場合には、都市型情報産業という形をとってくると思うが、実際に計算できると思うが、労働生産性は、例えば既存の金融・保険業に対して高いのか低いのか。あるいは、サービス業とか製造業、農林水産業と比べて高いか低いのか。それによってマージナルには政策的にそういう産業を育成する価値がそこにあるのか、あるいは、低い生産性の産業を拡充してしまうリスクがないかどうか。そこは確認した上で議論を進めていくと、また別の議論も出てくるのではないかと思う。

山崎委員 例えば、米国の不動産のマーケットから120兆円が流れてくるとしたら、米国のマーケットは120兆円分だけシュリンクしなければならない。そこで失われる収益とか、米国の雇用がどのくらい失われるかと、日本の雇用がどのくらい増えるかはネットで考えなければいけないのではないか。米国の雇用は減らしても日本の雇用は増やせばよいということなら問題はないが、近隣窮乏化効果というが、外国へ及ぼす影響を見る必要がある。そこはちょっと考えなければいけないと思う。

吉田委員 今の議論を解釈すると、現在の推計には過少な推計の部分と過大な推計の部分、両方入っている。まず、過少な部分の1つは、新規建設の波及は一切入れてないという部分で、これは経済波及効果で伝統的なものでは真っ先に入れるものだが、その部分は過少である。第2の過少な点は、不動産価値の向上が最初のダイアグラムに入っていたが、資金が流入することによってどのくらい値段が上がるかは余り考えていないと思う。

一方で、過大な部分の第1の部分はほかの資金との代替関係が考慮されていない点である。代替の対象となる「近隣」をどうとらえるかにはバリエーションがあるが、国内でもそういう代替があるかもしれないし、海外まで広げた代替があるかもしれない。120兆円の流入を考えると部分的には海外から入ってくるが、部分的には国内の代替になっているだろうと思う。

もう一つ過大な要素は、キャップレートが低下するという部分。経済波及効果の分析の最大の弱点は価格をフィックスした部分均衡分析なので、需給が変わった時に価格が変わることが入っていない。例えば、スプレッドが下がった部分は、例えば米国でCMB Sが市場が

拡大するに従って、どういうスプレッドの低下が見られたのかとか、ほかの市場の過去の経緯を見ることによってある程度類推することができる可能性もあるので、そういった部分を追加する可能性はあるのではないかと思う。

もう一つは、資金流入は原因なのか結果なのかという問題があって、この分析では資金流入を原因あるいは外生的なものとして分析を進めているが、もしかしたら資金流入は内生的というか、あるいは結果として出てくるものかもしれない。そもそものモデルの分析の前提に戻ると、資金流入を外生的に捉えている点、この分析は留保条件付きの分析になる。

外生的に資金流入を分析するのであれば、資金を抑えてしまっている阻害要因がある。その阻害要因があるせいで今は資金が入ってこないが、阻害要因をとることによって資金が入ってきて、それによってこういう効果が得られるというのが、この全体の分析のそもそもの条件になっていると思う。そうだとすると、仮説では何を原因と捉えているのか。例えば、日本の市場に関する情報がとりにくくて、米国、あるいは、ほかのソブリン・ウエスト・ファンドみたいなものも投資しようにもなかなか投資できない、ということかもしれない。もし情報だとするならば、情報のフリクションをとることによってこういう流入が見込めるであろうというストーリーもあると思う。

もう一つの可能性として、現状ある不動産市場プレーヤーの産業構造が非常に入り組んでいて、例えば日本的な商慣行に基づいていて、色々なプレーヤーが関わっていて、そのせいで入れないということなのであれば、資金流入をもたらすことの代償として、現状の産業構造とか、コスト構造が崩れざるを得ない部分もあるかもしれない。分析では、図表5にあるように不動産市場プレーヤーの産業構造を想定してそこに直接的な波及効果があるという話だったが、直接波及効果としての産業の取り分を考える時に、構造が変わって取り分が減るところを考えなければいけない。そこが最後の過大な要素になっていると思う。

赤井委員 サブスティケーションに関する問いかけは確かにある。ただ、サブスティケーションは、どこから資金を引っ張ってくるのかというところはある程度考えなければいけない部分で、ここは国土交通省の研究会なので、インフラの価値を向上させたり、あるいは、不動産の価値を安定させるために何が望ましいのかと、その中で情報インフラの話とか、あるいは、外から引っ張ってくるという話もある。そこについて、何が原因かということと、同時に何を持ってきてほしいのか、そのために何をするのかという議論をしていくと、非常にコンストラクティブ（建設的）な議論になるのではないかと。

それから、キャップレートが8%に下がるという部分があるが、デット投資家の調達コスト

をここで3%と置いていて、本当に3%かということ、今、日本の不動産投資市場に入っている資金は、個人の資金と銀行の資金が多く、個人の資金は実質コストはゼロであり、銀行の資金はLIBORだとするならば水準は3%ない。スプレッドは拡大しているが、この8%という数字が無理な仮定かということ、これがある程度下がっていたとしても、ネットの差し引きの部分はあまり変わらないと思う。

米国との比較という観点は、もう少し時間をとって研究していくことによって、制度面、インフラ面、資金流入面というところと、実証研究で海外がどうであったというところを組み合わせると、この議論は非常に面白いものになる。今回の分析が非常に優れた分析だと思うのは、今まではノンリコースローンを出しやすくするためにはどうしたらいいとか、リート市場を活性化するためにどうしたらいいとか、ピンポイントの議論で、何かをしようとする調整をしなければいけない。調整できないと二進も三進もいかないという部分が多かったわけだが、不動産投資全体をマクロとして、デットとエクイティという中でどんな資金がどう流れて、それが経済全体にどういう影響を及ぼすのかという資格を与えたという意味では、これまでにこういった形の分析は行われてこなかったので、非常に興味深いものではないかと思う。これを前提とすれば波及的な調査研究ができるかと思う。

清水委員 今、景気が少し陰りを見せてきているが、そういう中で政策的にGDPをどう押し上げていくか色々な議論がこれから登場してくると思う。そういう意味で、今回の報告は非常に意味があると思う。

伝統的に投資を、景気の浮揚策として政策介入するときは、公共投資を拡大することが一般的である。また、もう一つ、例えば住宅投資を拡大させることも実施される。住宅投資の拡大方策として代表的なものは、住宅ローン減税であり、実質的に財政出動をして景気を浮揚していく。その中で不動産投資というマーケットに関していうならば、実質的には税金を投下するというのは、減税が多少あるかもしれないが、ほかの代替的な景気浮揚策と比較して、政府の持ち出し分が非常に少ない政策と評価することができると思う。そういう中でその効果が過少か過大かを見ていく必要があると思う。ここの数字そのものの大小を評価する時に、政府としてどれぐらいの機会費用を払った政策なのかを見た上で、これぐらいの経済効果があるという評価をしていく必要があると思う。今回の分析は、それほど小さくない効果と言ってもいいと思う。

120兆円の資金の問題だが、公共投資の場合はクラウディングアウト的な問題が出てきていて、ほかの市場に対して金利を引き上げてしまうということが出てくるわけで、その辺の効果

も逆に、不動産投資の資金が流入してくることによって、投資ということとは全く関係なく、本来流れるべきところの資金の機会コストが上がってしまう効果もなきにしもあらずと思われるので、そういうマイナスの面も一方で見ていく必要があるのではないかと。

もう一つ、開発型のところは一番大きな効果が見込まれるところである。もともと不動産投資マーケットは既稼働の物件の証券化から入ってきたが、途中タネがなくなってきた、開発型の証券化がこの2年間ぐらい、最近また抑えられてしまったが、増えてきている。それは、例えば、こういうスキームがなかったらこんな大規模な開発ができなかったというようなものに対して、証券化のスキームができたことによって、今までできなかった大規模な開発ができるようになったという効果がある。そういうものが一番大きな経済効果として計算されるべきところだと思うので、そういうところを見ていくと、もっともっと大きな数字が出てくるのではないかと思う。

あと、住宅投資の経済乗数が、もう10年ぐらい前になるが、景気が陰りを見せた時に経済審議会と同じように産業連関を回して計算したが、その時に産業連関の中だけで内生的に決まる波及効果だけではなく、カーテンを買ったり車を買ったりというような、「誘発効果」も追加的な効果として不動産投資マーケットの中にもあると思うので、産業連関表の中で計算される効果以上に、もっと大きなものがあると思うので、過少か過大かということでは、非常に過少に評価されている効果と見ていってもいいと思う。

前川座長 ちょっと議論を整理した方がいいと思うのは、不動産市場への資金流入の拡大は、マクロ経済的な効果ではどうかということ。不動産市場そのものに対しては活性化になるかもしれないが、証券化とか情報というのがもしかしたら貨幣の回転率を速めるということで、閉鎖経済を考えると、マクロ経済的にはマネーサプライの増加になるのかどうか。

それからもう一つ、不稼働不動産がいっぱいあって、不動産に資金が流入しないために動かないということであれば、そういった資金が流入することによって、全体的な労働生産性の向上とか、資源の有効活用等の問題。単純に資金の流入といった時に、それをどこから持ってくるのかという議論。マクロ経済では証券化とか効率化、情報化といったものが、閉鎖経済をとりあえず考えてみると、どういった効果があるのかとか、労働生産性の向上という話と関連させて説明する。

山崎委員 一つだけ整理すると、マネーサプライには影響はない。ハイパードマネーを日銀がコントロールしているとすると、我々の現金保有の準備比率とかは影響を受けないし、信用創造は増えない。

みんなの現金・預金比率とか、銀行のポルトキャッシュ、金庫に眠っているお金とか、ATMに入っているお金とか、そこが変わらなければ、全体のマネーサプライには影響ない。問題になるのは、120兆円というお金を情報面での改善とか規制の緩和という、コストのかからないものを使って12兆円という収益、あるいはGDPに影響を与えるのは、マルチプレーヤーとしては非常に大きいということ。

120兆円の出方は、サブステイケーションの部分があるが、日本の市場が効率化されたという前提で、どこかにコストの安い資金があって、それを日本の市場に呼び込むと何かの理由で効率化されて改善が起こって、120兆円をうまく呼び込めたらこれだけの効果があるというふうにストーリーを読み替えるべきだ。

赤井委員 ある日突然、目が覚めたら120兆円降ってくることはないので、それが徐々になっていて、最終的にそこまでいく。ただ、それが道半ばの60兆円であったとしても相当大的な効果があるわけで、その点については120という数字が一人歩きしないようにすればよい。ただ、帰結としてどんなものがもたらされるかは、非常に重要なポイントになってくと思う。

吉田委員 マクロ経済に対する効果は、資本コストの低下という言い方が適切だと思う。分析の前提の仮説によるが、仮説として、生産部門において資本が過少であるなど、何らかの原因で資金が投資に向かっていない状態があって、資本の量が少ないために、資本の限界生産性が高い、つまり資本コストが高い状態に今なっている。そこに資本がもってくることによって資本のストックの量が増える。それによって限界生産性が下がる。それが最終的には資本コストが下がるという形で出てくる。資本コストが下がるプロセスにおいては資産価格の増加が見られるだろうし、下がった後は以前に比べて資本コストが安い状態が達成される。

赤井委員 その点は、資金流入を不動産会社のバランスシートから切り離れた時に、不動産の生産性とか、経済の生産効率が上がるという話が前回あった。まさにそういうところと関係してくる。あと、信用創造は直接的にはないと考えるが、従来はコーポレートファイナンスという形で資金が出ていたところを、コーポレートファイナンスとアセットファイナンスという形で資金を分けることによって、そこでは限界的な信用創造の機能というのはあるだろうと考えている。

もう一つは、資金を考えた時、昨日の日経新聞が「145兆円の預金超過」と出ていたが、あの金を持ってくるのはなかなか難しい。145兆円という資金余剰は銀行にはあるが、自己資本が足りないので、例えば国債をそこへ持っていくことは可能だが、不動産融資とか、不動産会

社にやろうとすると、リスクウエートが上がるので、大手のメガで7%台、ティアワン・キャピタルだ。

国際業務をやるに当たっては8%ぐらいのものを維持しなければいけないという時に、そこに資金を振り向けにくい。つまり、間接金融を通して、預金をしてしまうと金が流れないという仕組みが、今、日本の中に存在している。この点については、日本の金融機関の競争力が強くなったとは言いながらも、基本的な生産性というか、収益源を見つけてこなかったために、内部留保による資本の蓄積が行われてこなかった。それが見かけ上の預金が増えて、一見元気だが、資金を出せるかという、リスクがとれずに、国債以外の貸出に流れにくい。今、実際にメガバンクの行動は、海外の貸出に機会を求めていっている。

そうすると、リスクキャピタル、自己資本が限界的な中で、海外のローンの貸出をしようすると、国内の貸出を絞らないと対応できない状況になって、集まってきた資金が限界的には出ない。レベルオフした段階で海外に貸出を求めて、国内は貸し渋りとかシュリンクするという方向に流れざるを得ないと思う。これを補完するためには、銀行の自己資本を充実させなければいけないが、これは一朝一夕にできないので、資金の流れを直接金融的なルートを通して流していくことによって、資金が効率的に循環するという役割はあると思う。

町田総務課長 プレーヤーのところを見ると、デットの供給者全体の話は出ているが、証券化に伴ってエクイティを供給する、例えば個人投資家などのエクイティの部分、例えばリートで投資口を個人投資家が購入する、そういったものはこのプレーヤーの中にカウントされていないという理解でよいか。

竹端研究員（野村総合研究所） そういう意味ではカウントはしていない。直接的に売上が立つ人たちを想定している。

吉田委員 直接効果の中には含まれているのではないか。

竹端研究員（野村総合研究所） エクイティの投資家の利益として。

吉田委員 そういう理解をしていた。波及効果で産業波及という意味ではないが、図表5を見ると、アレンジャーフィーとして、スプレッドの中から誰がとるかという中の一番最後の人エクイティ投資家があって、図表6の40兆円×8%を考える時に、その中にエクイティ投資家の取り分も入っているという理解で聞いたが。

山崎委員 最後のところは伸び縮みするから。

赤井委員 そこをカウントしようとする、経済の成長にある一定の仮定を置いて、これが絶対下がらないという前提でやらなければいけない。

図表13の産業別の雇用誘発効果で、不動産投資市場を拡大すると、不動産業と銀行がもうけるだけじゃないかという批判を浴びる中で、それ以外のところは非常に伸びている。商業とか対事業所サービスとかがあるが、農林水産業が結構伸びている。これはどういうことか。

竹端研究員（野村総合研究所） 農林水産業の方々は1人当たりの所得がかなり少ないので、同じ1,000万円の誘発の所得が生れたとしても、雇える人数は相対的に大きい。そういう産業別の相対感がこういう分析の結果にあらわれている。

清水委員 最終需要のところを増やしたという形でシミュレーションしているわけか。

竹端研究員（野村総合研究所） そうです。

清水委員 賃金の上昇はないという仮定か。

竹端研究員（野村総合研究所） そうです。賃金も上昇しないという仮定だ。

吉田委員 図表6の現状の不動産投資市場規模の推計だが、このアプローチはある種マクロというか、全体的な資金規模があって、このぐらいだというアプローチだが、ミクロに産業別に積み上げていくというアプローチは難しいのか。図表5にあるようなそれぞれのプレーヤーの売上、付加価値規模などを推計して積み上げていくというミクロアプローチをしたら面白いと思うが、現実には難しいのか。

竹端研究員（野村総合研究所） その通りで、ベストなのはミクロで積み上げていくアプローチで、選択肢としてはあり得ると思う。今回は時間など色々な制約の中でやったということがあり、マクロのトップダウンのアプローチをしたが、ミクロに積み上げていった方がより精緻な数値が出ると思う。

清水委員 その時は、128分類表に入っていく形になるのか。

竹端研究員（野村総合研究所） そうですね、産業分類128でもいいし他の分類でも。

清水委員 その時は代表するようなものがあるかどうかだ。産業分類がその中にあるかどうかと、もう一つ、産業連関の中で、もし開発効果みたいなところまで織り込むならば、建設IOという、通常のIOじゃなくて、ここに特化したIOがあるので、それを使うともう少しこの中を細かく見ることができるかもしれない。

あと、マクロの効果だが、こういう投資マーケットが出てきて、マーケットが効率化されていくことによって、逆に言うならば、情報とか色々なものが整備されて、市場が効率的になることが前提だが、それができて価格調整の速度が非常に速くなることが実現した時に、マクロ経済にどういうインパクトがあるのかは、一つのメリットとして考えていいのか。

前川座長 不確実性の低下という形で影響があるのではないか。

清水委員 いいえ、価格調整の速度が今まで、バブルの時に上がって下がるまで速度がすごく遅いことによって、マクロ経済に対して大きな打撃を日本の経済に与えてきたので、こういう投資マーケットが出てきたことによって、市場が効率化されて、価格調整の速度が非常に速くなったことによって、マクロな意味が市場に正の効果があったと言っていいものでしょうか。

前川座長 速く調整すれば社会的損失は小さくて済む。均衡から離れれば社会的な損失が大きくなるので、調整過程が最適でないことによる社会的な損失が発生しているわけだ。

清水委員 価格調整の速度が早くなるのが、マクロ的な効果と言ってもいいのか。

前川座長 その積み重ねが調整速度の速さの利益じゃないか。

清水委員 そうです。

山崎委員 1980年代にオーバーシュートリングのモデルが流行った。オーバーシュートリングのモデルのネタは国内の雇用市場や生産物市場がスラギッシュにしか変化しないのに対してキャピタルマーケットやアセットマーケットは瞬間的に反応する。だから、スラギッシュなマーケットの反応が生じない限り、財市場があまり動かないので、アセットの価格が一度上がってから下がるというボラタイルな動きをする。これはもともと生産物市場の動きが遅いというのが前提。両方がフレキシブルに動けばオーバーシュートリングはしない。これはある程度現実的だと思う。だから、反応が大きいから価格調整が悪いということは必ずしも言えない。むしろ生産物市場の遅れが問題になっていると思う。

山崎委員 それ自体は悪いことではないと思う。例えば、インフォメーションの問題が解決して、エージェンシーコストが下がってきて、アセットマーケットの価格がより弾力的に動くことは決して悪いことではない。

赤井委員 今の効率性の部分だが、90年代の前半から10年間で、米国でGDPに対して35%の資金が流れるようになった。そのプロセスを検証すると、先行事例として一定の示唆を与える部分はあると思う。世界中どの国も経験したことがないということだが、少なくとも米国ではそういったことが既に起こったので、その中で不動産市場の効率性とか、アセットマーケットの価格がより弾力的に動くようなことについては、ある程度は調査できる部分があると思う。

吉田委員 資産価格が大きく動くこと自体は悪いということはないと思うが、情報が限られていて、曇り眼鏡でしか世の中が見えていないと、それに基づいた行動をせざるを得ない。つまり、提供されている情報が現実をうまく反映していない部分があって、そういうものに基づいた最適ではない資源配分をせざるを得ない状況にいるところから、より情報が出てくること

によって資源配分が最適になるということのウェルフェアは、値動きの激しさとは別な議論として、ノイズというか不正確な部分がなくなっていくというメリットがあるとすれば、それはあるかもしれないと思う。

山崎委員 最後の報告者の所感がすばらしいと思う。「他のアセットクラスへの資金流入」と「不動産への資金流入」、まさにここが一番答えなければいけないこと。他のアセットクラスへの資金流入じゃ得られないものが重要だと思う。株式では得られないものが得られるというような。

竹端研究員（野村総合研究所） 株の場合でも、新規に調達する時はもしかしたら同じようなことが起こる、アレンジャーもいるし、ほかのプレーヤーもいて起こるかもしれない。しかし、私が想定していたのは、株に入ってくるのは、既存に流通してしまっているマーケットにわあっと入ってくる。それだと、時価総額が上がったとか下がったとかだけで、実体経済の効果が見にくいと思う。そういう意味でいうと、不動産に資金が入ってくる、資金が入ってくるたびにプレーヤーがいて、収入が増えていくという場合に、書類をつくる人とか、精査する人、評価する人たちは、日本の人たちなので、彼らに対する効果は大きい。

清水委員 産業連関の限界として、例えば6兆円をばんとインパクト与えるのは、金融部門に対して6兆円ばんと与えて今シミュレーションをしているわけで、それは不動産投資であろうと何であろうと、この部門に6兆円の売上が上がるということで産業連関をやるので、どのような投資でも効果は同じで変わらないはずだが。

竹端研究員（野村総合研究所） 分析上はそうだ。

山崎委員 そこはほかの産業にはないものだということが言えればもっと良いのだが。

赤井委員 その点については、例えば株式市場に100兆円の資金が追加されて、500兆円が600兆円になると、今の株価が上がるというのもあるが、新規に日本の株式市場で資金調達をしようとする外国の会社が出てくるかもしれない。実際はその逆のことが起こっている。そうすると、その資金はスワップされてドルにして、国内で落ちない可能性もあるし、外での雇用に結びつく可能性もあるという意味では、不動産が根っこがついているので、国内での雇用につながっていくという点はあると思う。ただ、株式市場の場合、特に資金調達を国内企業に限定するというのは実質的には難しい。

赤井委員 その点については、例えば株式市場に100兆円の資金が追加されて、500兆円が600兆円になると、今の株価が上がるというのもあるが、新規に日本の株式市場で資金調達をしようとする外国の会社が出てくるかもしれない。実際はその逆のことが起こっている。そう

すると、その資金はスワップされてドルにして、国内で落ちない可能性もあるし、外での雇用に結びつく可能性もあるという意味では、不動産が根っこがついているので、国内での雇用につながっていくという点はあると思う。ただ、株式市場の場合、特に資金調達を国内企業に限定するというのは実質的には難しい。

山崎委員 120兆円が不動産部門へ投入されて、売っているのは外国の土地持ちだったりすると、一番具合の悪いことが起こるのではないか。今、盛んに不動産関連の株も含めて不動産を売っているのは外国のプレーヤーなので、そこら辺が気になっている。

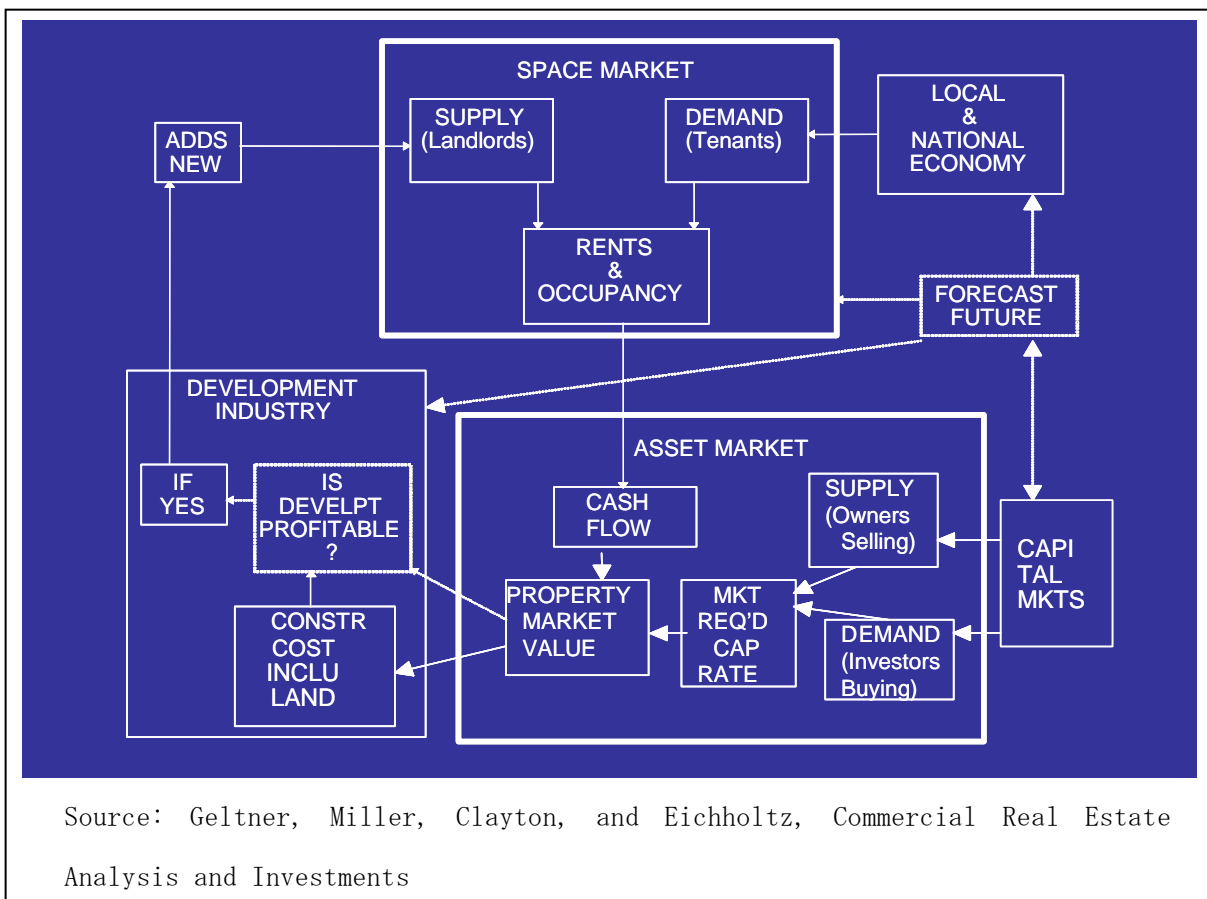
15) 国際的投資環境およびベンチマークインデックスの整備促進

東京大学大学院経済学研究科講師
吉田二郎

(1) はじめに

「国際的投資環境及びベンチマークインデックスの整備促進」についてというテーマで報告する。インデックスに絞らずに全般的な不動産市場に関する情報、特に不動産投資を行うに当たって市場参加者がどのような情報を得ながら行動するのかという不動産市場情報に関して整理していく。

(図表 1) 不動産市場：空間市場と資産市場



最初に、不動産市場について整理を行なう。不動産市場というものが市場として独立して存在しているわけではなく、図表1に示したように、不動産の中のスペース・マーケット（空間市場）を利用する市場と、不動産の資産を取引する市場であるアセット・マーケット（資産市

場)にまず分けなければならない。現実には、不動産に関する情報は、空間利用に関する情報もあるし、資産に関する情報もあるので、この辺が混在して不動産情報とか不動産市場と言われることも多い。

この図はゲルトナーとミラーの教科書から持ってきたものだが、構造としては、まず空間の利用市場がある、賃貸市場と言ってもいいが、その中に需要と供給があって、賃料や空室率が決まってくる。その需要に経済状況が影響したり、新規のストックの追加が影響する。賃料や空室率がキャッシュフローとして資産市場に影響を与える。

資産市場の方でも需要と供給があって、その中で資産価格が決まってくる。そして、資産価格に影響される形で新規の資産供給量が決まってくるという構造がある。この構造を、頭の整理として共有しておきたい。

その上で不動産関連の情報を考えると、空間利用の市場に関する情報もあるし、資産市場に関する情報もある。特に市場なので、数量と価格に関する情報があるわけだが、例えば賃貸面積や空室率の情報は、不動産の空間利用に関する数量の情報であるし、不動産ストック、着工・竣工面積、取引件数とか取引される面積は資産市場に関する情報である。同じように、価格についても空間市場の情報（帰属家賃、ユーザーコストなど）と資産市場の情報（鑑定評価、取引価格、キャップ・レート）がある。

こういう不動産に関連した情報をどういう形で入手することができるか、あるいは、利用することができるかというのが、本日のトピックスである。特に議論したいのは、日本において入手可能あるいは利用可能な情報に偏りがあるということだ。その議論の観点を4つに分類した。

1つ目の観点は原データの性格。不動産市場の情報に関して原データがどのようなものであるのかという点。2つ目の観点が、集計指数の構築方法、インデックスとして利用できるものについて、どのような方法があるかという点。3番目が、情報のサプライチェーンという観点で見た時の不動産情報の提供のあり方。4番目が具体的な情報の提供の方法あるいは提供の形態ということになる。こういったものを概観して、問題点を議論していきたい。

(2) ベンチマークインデックスの整備について

インデックスの話、集計された指数の問題から頭を整理していく。日本、アジア太平洋、米国、欧州ということで、各地域、各国に様々な不動産の価格指数がある。図表2に示したようにインデックスは色々ある。例えば日本においては国土交通省で、住宅に関しても、商業に関

しても、公示地価の指数を公表している。あるいは、日本で商業用については不動産研究所のインデックスとか、MTB-IKOMAインデックス、IPDのインデックス、AERESのインデックスなどがある。

(図表 2) 代表的な不動産価格インデックス

	日本	アジア太平洋	米国	欧州
住宅	MLIT, Recruit, ...	HKU, Singapore PPI ...	OFHEO, S&P Case-Shiller, Radar Logic, NAR, Census CQ, ...	Halifax, UK DCLG, ...
商業	MLIT, JREI, MTB-IKOMA, IPD, ARES, ...	IPD, ...	NCREIF, S&P GRA, Moody's REAL, MIT-TBI ...	IPD, Dutch ROZ, ...

色々な国のものを幾つか整理して見ていくと、たくさんある中で、つくられた目的は違っている。例えば、米国・住宅にあるOFHEOは米国政府の一部門だが、こちらの組織はファニーメイ、フレディマックなどを監督する役所である。従って、彼らがインデックスを構築する目的は、監督する相手先であるGSE、政府系の金融機関の健全度がどうであるのか、これが住宅価格によってどういうリスクにさらされているのかを、定量的に把握することである。そういう政策目的に基づいて指数を構築しているのがOFHEOや日本の国土交通省である。

もう一つのパターンは、投資家サイドから出てきているもの。例えば、米国・商業のNCREIFという商業用のインデックス、日本でいうならMTB-IKOMAのインデックス、米国・商業のS&P GRAなどのインデックスは、投資家が主導する形で構築されてきた。つまり、投資のベンチマークとしてのインデックスの必要性というところから構築されるインデックスもあるわけだ。

さらに、研究者あるいは学者が深くかかわって提供されているインデックスもある。それは米国・住宅のS&P Case-Shillerというインデックス、あるいは、日本・住宅のリクルートのインデックス、アジア太平洋・住宅のHKU（香港大学）の住宅指数などである。米国・商業のムーディーズ/リアル、MIT-TBIといった米国の商業用インデックスもMITが深く関与

してつくっている研究者主導の指数である。こういう色々な目的がある中で、色々な指数が存在している。

特に日本について非常に特徴的なのは、指数の情報はほぼすべて鑑定評価ベースの情報であるということで、この中に載せているもので言えばリクルートのものだけが鑑定評価ではない。もう一つ、国交省で今収集されている取引価格情報があるが、これを除くと日本における不動産価格の情報は、ほぼすべて鑑定評価に基づいた情報になっており、ある種の限定性、偏りがある。

こういう色々な指数があるわけだが、米国だけを見ても色々な指数のバラエティがある。そして、その対象物がかなり違っている。

(図表 3) 米国における住宅価格指数のバラエティ

	OFHEO HPI	OFHEO HPI Purchase-Only	S&P/Case-Shiller®	Census Median New Home Sales Price	NAR Median Existing Home Sales Price	FHFB Average House Sales Price	Census Constant Quality House Price
Jumbos 含む	×	×	○	○	○	○	○
Conventional のみ	○	○	×	×	×	×	×
Refinance 含む	○	×	×	×	×	×	×
Condos 含む	×	×	×	×	○	○	×
Repeat Sales	○	○	○	×	×	×	×
対象地域	全国	全国	13 州を除く。全物件の 71% をカバー	全国	全国	全国	全国
2007 年における四半期の標本数	460K	120K	320K	4K	600K	40K	4K
四半期の標準偏差 (1997-2007 年)	2.6%	2.2%	5.4%	4.3%	4.3%	4.3%	2.7%

図表 3 は米国の住宅に関するインデックスだけを見たものだが、下から 2 行目がサンプル数で、一番大規模にやっているのが右から 3 番目にある NAR という不動産流通の協会のもの。こちらが発表している既存住宅の売却価格の中央値が最もたくさんの案件に基づいた情報となっている。

この指数はリピート・セールではなく、単純な平均値をとっているため品質の調整は行われていない。品質の調整を行っているものとしては一番左のOFHEOのインデックスがある。これは46万件という非常に多いサンプルを用いて、リピート・セールで作っていて品質調整も行われている。

一方で、対象物が限定されている部分があり、上から2行目にコンベンショナルのみと書いているが、非常に限定的なレンジの住宅についてのみ対象として集計している。もう一つのポイントは、3行目にリファイナンスを含むと書いてあるが、リファイナンスの場合取引価格ではなくて、借り換えをする時の再評価の評価額を入れて指数を構築しているということ。OFHEOのインデックスの中には、取引価格と鑑定価格の両方が入っている。

1行目にJumbosを含むと書いてあるが、コンベンショナルと呼ばれる政府系機関が買い取る対象を超えた大きな家、ぜいたくな家と位置づけられるもの（定義は細かな要件があり、一番大きな要件は金額の水準で、州によって幾ら以上という基準値を微妙に変えている）が含まれているかどうかということ。ここも大きな問題で、例えばカリフォルニア州においては住宅の半分以上がJumbosに分類される。そのため、カリフォルニアにおいてOFHEOが捕捉している住宅は、大多数のサンプルを排除した残りの部分になってしまう。それが住宅価格の水準によって、州によってバラツキがあるので、構成にバラツキが出てくる。つまり、東海岸や西海岸の住宅価格が高いところについては、Jumbosのものの比率が高く含まれない対象が多くなってしまふ。中西部の部分については大部分が含まれている。こういったぶれが出てくる。OFHEOとCase-Shillerを比べると、OFHEOの方が一見多く見えるが、OFHEOからリファイナンスを除いた左から2列目のOFHEOのPurchase-onlyと比較すると、サンプル数はCase-Shillerの方が多いことになる。一方で、Case-Shillerは、同じリピート・セールを使った指数で、Jumbosも含んでいるということで、対象物が増えている。ただし、Case-Shillerは対象としている都市が限定されている。大都市圏だけをピックアップして計算しているが、Jumbosを含んでいるので、全体のサンプル数が多い。

図表3に示したように、同じ住宅価格を表す指数にしてもたくさんのバリエーションが提供されていて、この指数の間でも切磋琢磨が行われていて、研究や開発、それから、修正も非常に活発に行われている。

それから、インデックスの構築手法に着目してみると、色々なものがある。リピート・セールのほかにも単純な集計値のものもあるし、ストラティフィケーション、ヘドニックと呼ばれる手法がある（図表4）。単純中央値または単純平均値は、集めてきたデータの平均値や中央

(図表4) 米国における取引価格インデックス構築手法と代表的な指数構築手法

<米国における取引価格インデックス構築手法>

NAR Median Existing Home Sales Price	Census Median New Home Sales Price	FHFB Average House Sales Price	S&P/GRACommercial Real Estate Indices (SPCREX)	Radar Logic Residential Property Index (RPX)	OFHEO HPI	S&P/Case-Shiller®	Census Constant Quality House Price	MIT Transactions-Based Index (TBI)
単純中央値	単純中央値	単純平均値	ストラティフィックーション	密度推計	レポートセール	レポートセール	ヘドニック	ヘドニック

<代表的な指数構築手法>

- 単純中央値または平均値
 - 米NAR 中古住宅販売価格中央値、米Census Bureau新築住宅販売価格中央値など
 - 長所: 単純さ。恣意性がない。
 - 短所: サンプルの「品質」または構成が変化
- ストラティフィックーション(分類)
 - 米S&P/GRA (4種のセクター別+5種の地域別+総合指数)、シンガポール住宅PPIなど
 - 長所: 品質を均一化する手法のうちでは単純で透明性が高い
 - 短所: 標本数の問題。コントロールしていない「品質」の変化
- ヘドニック法
 - 英Halifax、米MIT-TBI、米Census Constant Qualityなど
 - より多くの物件属性情報を用いて、各属性の「価格」を推計
 - 長所: 標本を無駄にせず利用
 - 短所: 過少定式化バイアス、将来の品質変化期待が現在価値に反映される、必要情報量
- リポート・セール
 - 米OFHEO不動産価格指数、米S&P Case-Shillerインデックス、米Moody's REALなど
 - 以前に取引された同一の物件の価格と現在の価格を比較
 - 長所: 属性情報収集の必要がない。説明変数不足によるバイアスの問題もない
 - 短所: 標本が取引全体のごく一部、中古住宅だけを対象とすること、頻繁に転売される物件が中心、同一物件の大規模修繕による品質向上や経年減価が含まれる

値をとってそれを公表していくパターン。ある種大雑把だが、長所もある。それは単純さであって恣意性がないということ。この単純で恣意性がないという部分は、市場参加者が重視する側面でもあり、非常に緻密なブラックボックス化されたモデルよりも、むしろ単純なものを好むというケースもある。

単純に全体を集計するものをちょっと改善したのがストラティフィックーション、分類と呼ばれるやり方。例えば、S & P G R Aというインデックスでやっている分類は、商業用不動産

を4つのセクターに分けて、かつ5つの地域別に分けて、その細かく分けた分類別で平均値を出して発表している。ほぼ単純集計と同じではあるが、より細目が出てくるというイメージだ。これは品質を均一化する手法で、全体をまとめてしまうと余りにも品質が違いすぎるので、似たようなものだけを集めて集計するという話になる。それをさらに進めたものと理解できるのがヘドニック法と呼ばれるもの。ストラティフィケーションは分類するだけなので、一度に1つの属性情報しかコントロールしないが、ヘドニックであれば一度にたくさんの情報を同時にコントロールする方法になる。サンプルを全部使うことができるので、効率性がある。

リピート・セールは、もう一つの品質コントロールの方法で、同一の物件で過去に取り引きされたものだけをピックアップして、その価格変化をベースに指数を構築するという方法。同じものを対象としているので、様々な要素が一気にコントロールできるのが良い点だが、悪い点もたくさん指摘されていて、例えば2回以上取り引きされたものしか対象としないので、サンプルの中で使えるものが限られてくる。例えばCase-Shiller、あるいはOFHEOのものであっても、全体のサンプルは大きいですが、リピート・セールで実際に集計して計算の俎上に乗ってくるものは全体の5%と、非常に少ないものになっている。あるいは、ピックアップしたものが代表性を持っているかということについては課題もある。

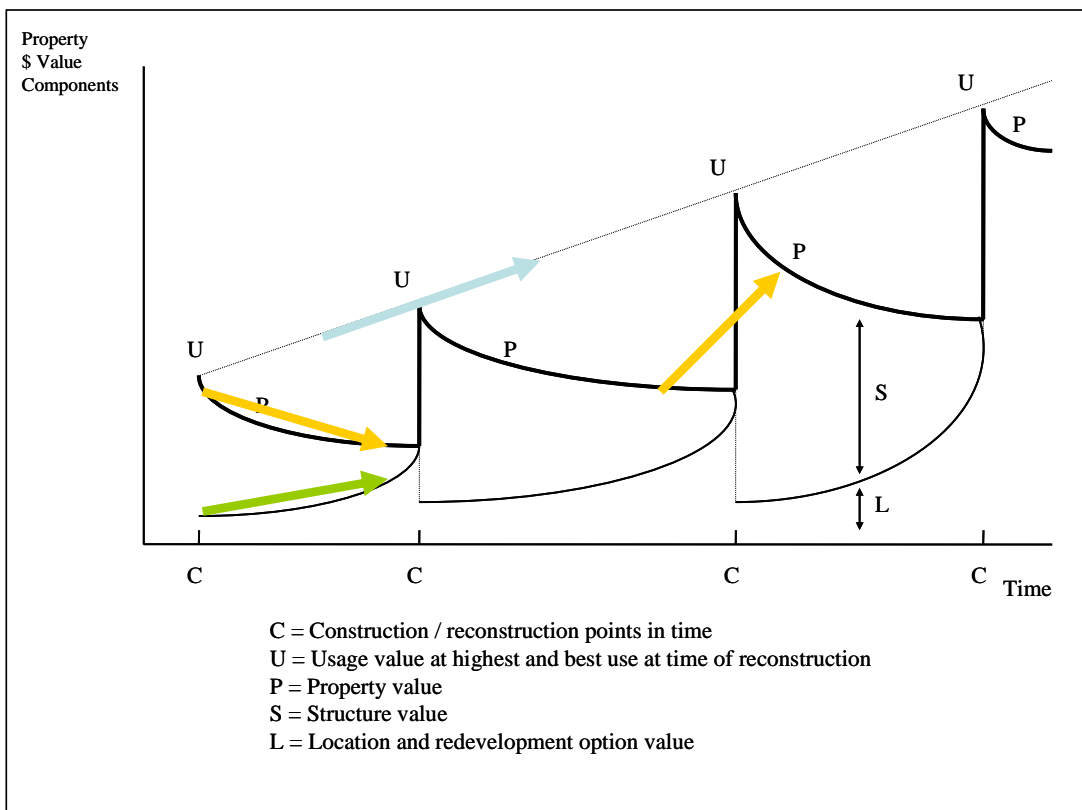
いずれにしても、こういった色々な手法がある中で価格情報が提供されている。ただ、ここで注意が必要で、整理として重要なものは、不動産価格といった時に違うものを指しているケースがまま見受けられるということ。

図表5もゲルトナーとミラーの教科書から持ってきたものだが、横軸に時間をとって、縦軸に価値をとって、Uが直線的に上昇している。Uは新規の最も効率的に土地を利用した時の不動産の価値を表している。現実には市場状況によってサイクルもあり、上がったたり下がったりすることがあるわけだが、単純化のために右に上がっていきだけの形にしている。

現実に観察される不動産価格は、Pというギザギザで表わされたものである。このPという価格の内訳は、下半分が土地の価格(L)、上半分が建物の価格(S)になっていて、建物部分については償却をしていき、経済的な価値が減少してくる。Cというタイミングのところで新規の建替えが行われて、建て替えられる時には最適な利用にもう一度追いつく。

地価は下にある不動産の土地の部分の価格。地価動向は、緑色の部分の変化を見ている。土地の価格には2つの要素が含まれていて、一つは、ロケーションバリュー、いわゆる都市経済的な、この都市のこの場所にある、そのロケーションとしての価値。それに加えて、これが成長していったり、あるいは、将来建て替えることに応じて再開発のオプション価値も含まれ

(図表 5) 異なる「不動産価格」の概念



Source: Geltner, Miller, Clayton, and Eichholtz, Commercial Real Estate Analysis and Investments

てくる。地価の中にはオプション価値が必ず含まれているということを忘れてはいけない。

オプション価値を理解しようとする、例えば、現状の更地は駐車場になっている場合、駐車場のキャッシュフローだけを、将来、どんなに長い間見積もっても、それほど高い価値にはなり得ないはずだが、更地であっても非常に高い値段で取り引きされる。その高い土地の価値の源泉は、ほとんどがオプション価値で構成されている。だから、地価を考える時はオプション価値の部分を見て、指数を見ていくことになる。

一方、リピート・セールはどこを見ているかという、黄色い部分になる。既存の不動産について、前に取り引きされたものと今取り引きされたものの価格の推移を見ているわけだから、この黄色い線を見ている。そういう意味では減価する部分を含んだものの推移を見ている。図表の真ん中にある右上がりの矢印は、大規模修繕が途中にあったとした場合の価格の推移を示している。こういったものをまたいだ価格変化をリピート・セールはとらえてしまう。そういう難点も考えられるが、目的によってはリピート・セールは非常に適している。例えば、この物件を昔買って今度売ったら幾ら儲かるかという、投資家にとっての視点で考えると、リピート・セールこそが把握すべき価格指数になる。

一方でヘドニックがやろうとしているものは、この水色の経済的な不動産の価値がどう変化

するのかというところを、色々なものをコントロールして把握すること。建物が古いものについては減価している点もコントロールするし、そういったものを全部コントロールした上で、どういう価格変化が認められるかを示す。手法によって見ているものが全然違うことになるわけで、これも注意を要するところだ。そういう意味で、色々な手法のインデックスが存在し、それぞれが違った動きをするということは、不思議なことではなくて、かつ必要なことである。

(図表 6) 日本の不動産価値における建物と土地比率

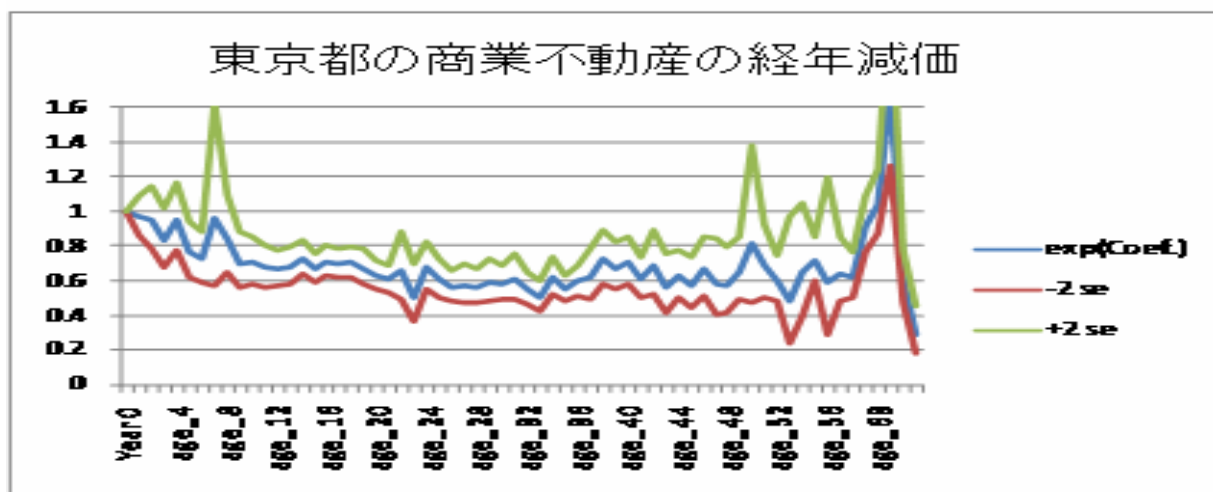
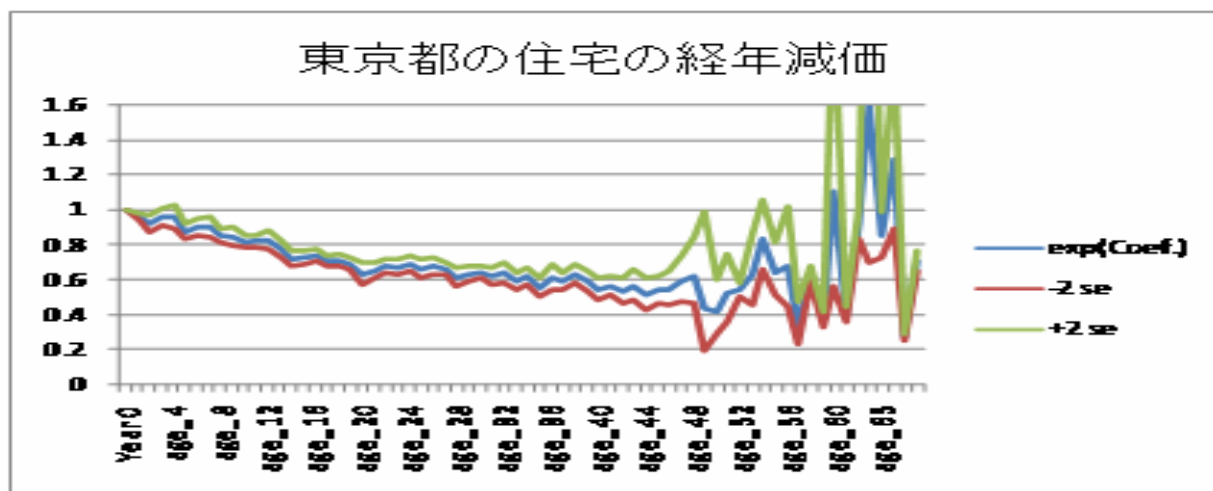
<ul style="list-style-type: none"> 東京の平均的な住宅について、土地の割合は約6-7割 <ul style="list-style-type: none"> $\ln(\text{price}) = c + 0.66 \ln(\text{land area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.029) $\ln(\text{price}) = c + 0.29 \ln(\text{floor area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.029)
<ul style="list-style-type: none"> 東京の平均的な商業用不動産価値について、土地の割合は8割 <ul style="list-style-type: none"> $\ln(\text{price}) = c + 0.79 \ln(\text{land area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.054) $\ln(\text{price}) = c + 0.20 \ln(\text{floor area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.040)
<ul style="list-style-type: none"> 全国の平均的な住宅について、土地の割合は約7割 <ul style="list-style-type: none"> $\ln(\text{price}) = c + 0.67 \ln(\text{land area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.017) $\ln(\text{price}) = c + 0.31 \ln(\text{floor area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.021)
<ul style="list-style-type: none"> 全国の平均的な商業用不動産価値について、土地の割合は75% <ul style="list-style-type: none"> $\ln(\text{price}) = c + 0.73 \ln(\text{land area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.031) $\ln(\text{price}) = c + 0.23 \ln(\text{floor area}) + \text{control} + \varepsilon$ (s.e 0.026)

図表 6 で、日本の不動産価値のうち建物部分は何のぐらいで、土地の部分は何のぐらいかを大雑把に見る。これは昨年度の国交省の調査である。結論は、例えば東京において平均的な住宅を見た場合に、土地の割合が3分の2ぐらい、3分の1が建物の価値だということ。商業用になると、もうちょっと土地の割合が増えて、8割程度が土地の価値、2割程度が建物の価値と推計されている。

ここで、非常に面白いのは、全国全体をとっても比率がそれほど大きくは変わらず、ほかのところをとってみてもこういった推計がされていること。この辺の整理はまだ十分にできていないわけではないが、大雑把にいうと7~8割が土地というのが、日本における不動産の価値の構成だということである。

不動産価値の減価がこういった姿になっているのかを図表 7 に示した。色々な色があるが、緑と赤は推計の誤差を表わしたもので、真ん中の青い線が推計値になる。当初の価値を1とし

(図表 7) 日本の不動産価値における建物と土地比率



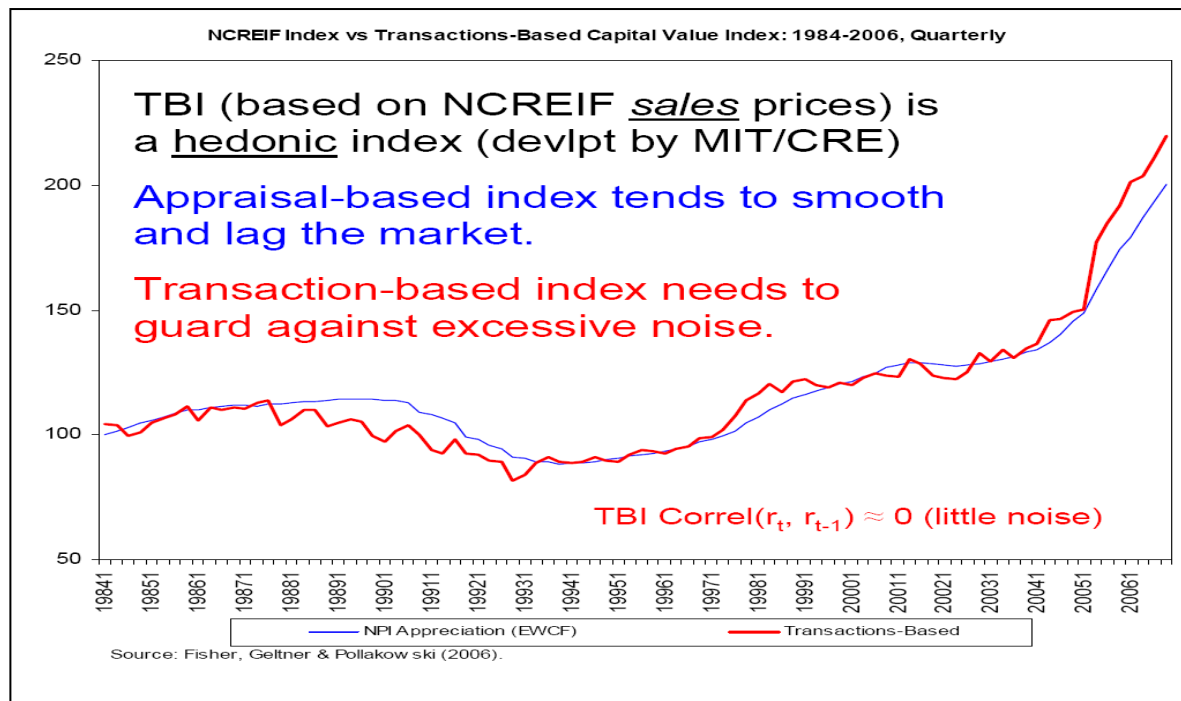
国土交通省 H19FY 取引価格情報公開の改良に向けた検討業務報告書

た場合、建物の年齢が上がっていくに従って不動産の価値が下がっていく。日本においてはこういう状況であるが、これが先ほどの図表 5 の P の変化、特に U という市場全体の値動きがフラットであるようにコントロールした上で、P がどう変化するかを見たものがこのグラフで、6 割程度のところで収斂していく。

また、面白いのは、非常に古い建物になってくると、誤差も大きいですが、減価するというよりは、取引価格としては高いものが出てくるということで、幾つかのストーリーがあり得る。例えば、線が上昇しているところは建物の、今ある物件の価値として取り引きされるのではなくて、むしろ再開発した後のものを見てやっていること、あるいは、古くて生き残っている建物は、価値があるから生き残っているのであって、そういったものの価値が表われている。そん

な要素もあると思うが、おおよそ40年ぐらまでは減価していく。

(図表 8) 鑑定評価と取引価格 1

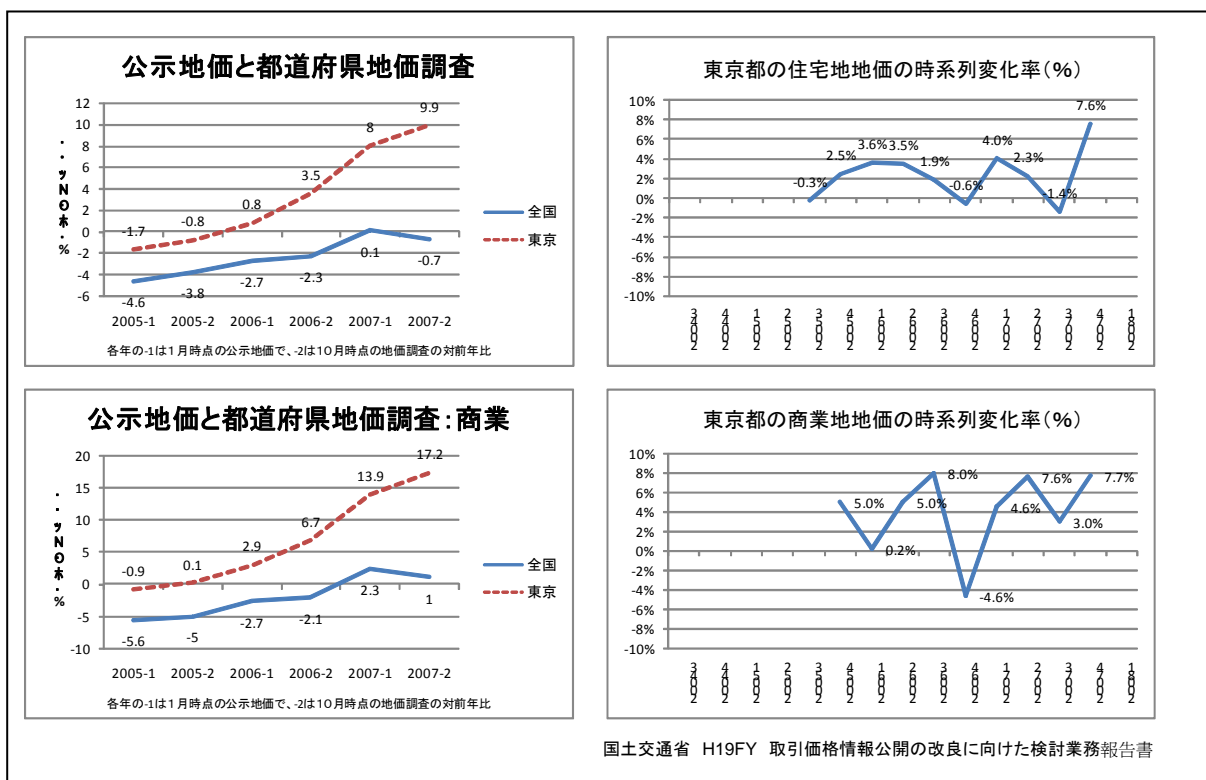


それから、インデックスあるいは不動産の価格情報を考える時に、もう一つ重要な観点が原データの性質。図表 8 では特に鑑定評価と取引価格の比較についての整理をしている。このグラフは、米国における鑑定価格と取引価格の違いを表わしたもの。青いインデックスが NCREIF インデックスで、商業用不動産の鑑定評価をベースにしたインデックス。非常にスムーズに動いていく。それに対して、同じ NCREIF の取引価格を使って、そこにヘドニックの回帰を使って取引価格インデックスをつくった、MIT の TBI というインデックスが赤い線。

2つの特性が確認される。一つが青い方がスムーズで、赤い方がギザギザしているという点、もう1つがリード/ラグと呼ばれるもので、赤い方が少し先行して動き始めていて、青い方が少し後を追った形で動いていること。この2つの点が鑑定評価の特性と言われるものである。価格情報を考える時に、鑑定評価に基づいてものを見ているのか、取引価格に基づいてものを見ているのかによって、違った姿が見えてしまうということだ。

日本においても、上述した国交省の調査で類似の比較をするために作成したのが、図表 9 だ。左側に示しているのが公示地価、地価調査のデータを用いた地価の変化率。変化率が非常にスムーズに動いている。例えば、上がり始めた時に、去年の上がり幅よりも次の年は上がって、さらに次の年も上がり幅が大きくなる形で、変化率自体も非常にスムーズであるのが、公表さ

(図表9) 鑑定評価と取引価格2



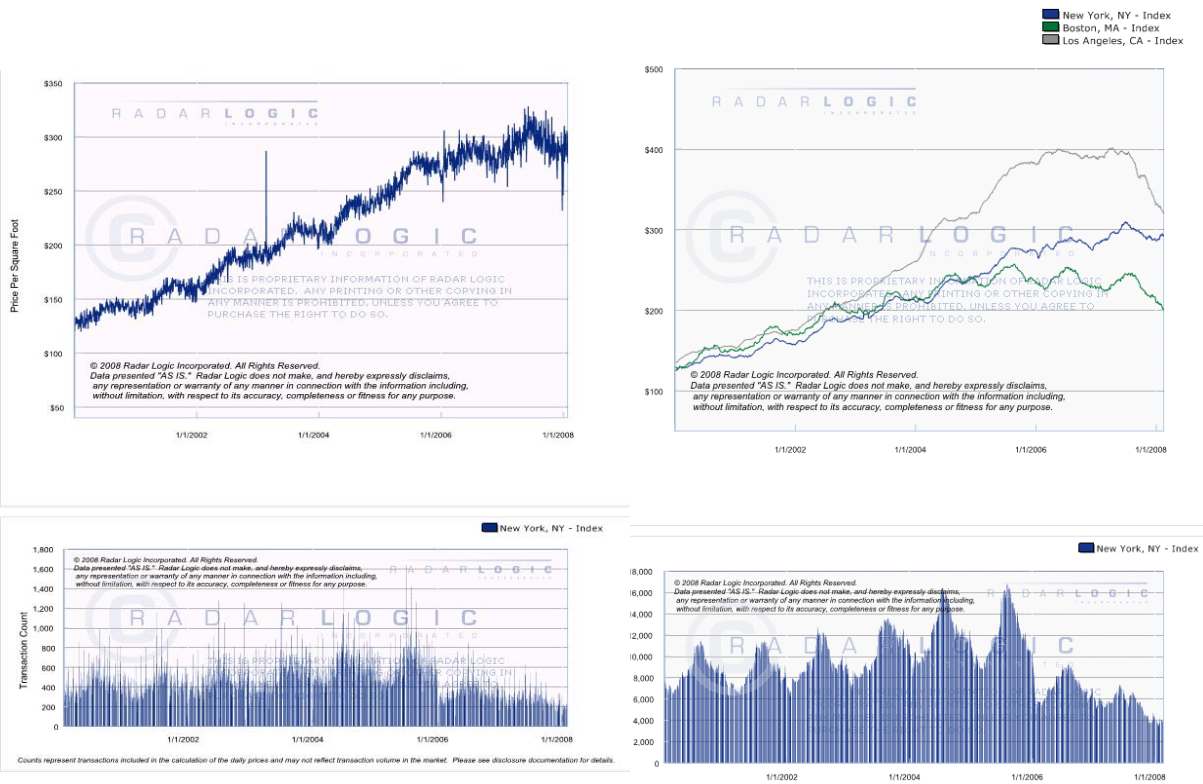
れている公示地価あるいは地価調査で見られる姿だが、別な取引価格情報をベースにした値動きの変化率を見ると、かなり違った動きになっている。この上がり方、下がり方、あるいは、水準、どこで値動きの変化がおきるのかといったタイミング、そういったものが違った姿が見えてくる。今後の不動産価格情報を考える時に、これが2つ目のポイントだが、原データの性質が非常に重要な観点になる。

それからもう一つ、面白い取組は図表10に示したRadar Logicという、米国の住宅価格指数を発表している会社のDaily RPXと密度推計。このユニークなところは、日次のインデックスを出していること。全国の取引価格を収集して、地域別に推計する。推計の仕方もちよっとユニークだが、密度推計をしていて、幾つかのパラメータで分布の形を設定して、その上で最尤法という方法を使ってパラメータを特定している。特にロケーション・パラメータと呼ばれる場所、分布が左右のどの位置にあるのかを推計して、それをインデックスとして公表していく。

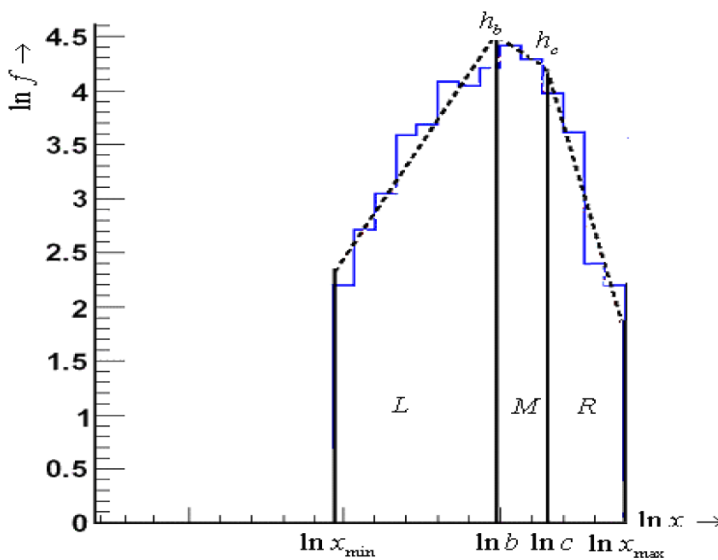
この企業の面白いところは、日次であって、ノイズみたいなものがたくさん入っているが、それはそのまま提供しているところ。季節性などのノイズについても特に修正もせずにそのまま出す。あとは利用者が自由に使ってくださいという形の提供の仕方。かつ、この会社が不動産デリバティブのプラットフォームを提供して、投資銀行がこのインデックスに基づいて、住宅

(図表10) ユニークな取り組み (Radar LogicのDaily RPXと密度推計)

<Daily RPX>



<密度推計>



価格指数についての先渡契約の取引をしている。こういった新しい動きも出てきている。

以上がインデックスに関係した2つのトピックスで、色々なインデックスが切磋琢磨してい

るということと、価格情報の原データが重要だということ。

（３）米国における不動産投資関連情報

次に、米国における情報の提供の仕方とか、情報のサプライチェーンなどについて紹介していく。図表11に米国の情報ベンダーの不動産投資関連情報を整理した。

最初に示しているのは、Real Capital Analytics（RCA）の情報サービス。商業用不動産の投資家にとっては、ほぼデファクト・スタンダードの位置づけに今のところなっている。そんな古い会社ではなくて、割と最近スタートしたが、既にみんな使っている。この会社のサービスは、例えば、Property Detailsということで、ある物件を検索すると、どういうオフィスであるとか、どういうトランザクションがあったとか、幾らで誰が売るとか、キャップレートは何パーセントだったかなどがわかる。それから、買った人は誰で、売った人は誰で、ファイナンスはどうつけているのかなどを地図と合わせて見ることができる。これは物件ごとの個票みたいなもので、その個票をベースに自分の見たいサブマーケットで不動産の物件タイプに基づいて、その地域で過去どういう値動きが起きているかを見ることができる。

情報としては、例えば既存物件の商業用不動産の取引がどのぐらいの分量行われているのかという数量、それから、平米当たり、あるいはスクエアフット当たりの価格、情報がないところもあるが、情報がある部分についてプロットしていく。あと、キャップレートがどう推移しているのか、その地域が全米と比べてどうなのか、という比較ができる。また、提供方法としては、エクセルとPDFのエクспортが常にあるとあって、どのデータについても必ずデータ処理できる形で入手することができることになっている。この部分は非常に重要だし、使い勝手の面で大きい。

さらには、着目しているマーケットについて、例えば、どういうディールがあって、どういう価格で取り引きされていて、どういうキャップレートなのかを見たり、あるいは、プレーヤーで見ることにもできる。その市場において、ランキングで誰が一番活発にその市場で物件取得しているのか、あるいは、逆に打っているのか、を数とか金額で見ることができる。

市場情報といった時に、価格もあるし、数量もあるし、プレーヤーの詳細も含めての情報提供がなされていて、かつ、ウェブベースで二次加工もできるような形で提供されている。この辺が特性だ。それによってそのポジションを確立してきた会社で、最近、日本についても情報提供を始めている。場所とかプロパティタイプを入れて検索をしていくと物件名とか住所、規模、価格、キャップレートなどが出てくる。

(図表11) 米国の情報ベンダーの不動産投資関連情報

<Real Capital Analytics (RCA)>・Property Trades (downloadable as .xls and .pdf)

1. Property Details
2. annual volume, unit price, and cap rate
3. buyers ranking
4. search tools
5. deal list, Tokyo
6. various qualifiers for cap rate and pricing
7. deal plots

<Torto Wheaton Research (TWR)>・TWR Office Outlook XL

1. Plots of market performance—completion, absorption, vacancy, rent, etc.
2. Forecast—rents by submarket
3. Property type overview and outlook—detailed reports

<Property and Portfolio Research (PPR)>

1. Regional economic analysis
 - employment trends
2. Boston Office Submarket Analysis
 - Vacancy and Rent forecasts
 - supply and demand
3. PPR Fundamentals Metro Report

<REIS>

1. Metro & Property Type
 - News
 - Metro Overview
 - Metro Level Reports
 - Trend, Forecast, Construction, Sales, Submarket
 - Can combine submarket reports to form a single report
 - Submarket Reports
 - Can combine submarket reports to form a single report
2. Property Search

もう一つ重要なのは、**Qualifiers for Cap Rate and Pricing**である。価格情報とかキャップレートの情報は、日本ではキャップレートの情報もないし価格情報もない、米国ではキャップレートもわかるし、取引価格もわかると単純な言われ方をするが、米国においてもキャップレートやプライシングは、自然に誰でもすぐに手に入るような情報ではないということ。そのため、この会社も工夫をしながら苦労して価格情報を集めて今のようなサービスを提供している。

その中で集めた価格やキャップレートの情報の品質にもバラツキが出てくるので、キャップレートに関しても**Quoted**ということ公表されたものをそのままとか、**under written**、ちゃんと確認されたものであるとか、あるいは、過去の数字を使って推計しているとか、入手したプロフォーマ、収支の予想表だが、それに基づいたキャップレートであるとかの注が入る。色々なバージョンがあって、それがどういうベースの情報かも合わせて提供されている。

同様に、価格も、売買の相手から確認された情報だけでなく、大体このぐらいだよというような情報とか、ストリート・トークという、うわさベースで「業界の人がみんなこう言ってますよ」みたいなレベルの情報の精度だが、という制限つきで価格を載せていたりしている。さらにはポートフォリオという、バルクセールみたいな形でまとめて売られたものについて、分析して按分して推計したベースとか、鑑定評価など、色々なベースのものが織り混ぜられて提供されている。米国においても価格情報が手に入って、キャップレートがわかるというのが、品質については色々なバリエーションがある。そのバリエーションを含めて提供しているというところが一つの特徴である。

上記のRCAは基本的には取引情報、ディール情報を集めることを主にビジネスにしている企業だが、それに対して、**Torto Wheaton Research (TWR)**という会社は市場の状況进行分析する会社。ディール情報を集めてくる会社というよりは、分析会社で、この会社はシービー・リチャード・エリスというブローカーの傘下に入っているので、大元の情報源はそのブローカーの方であって、そういった情報を使って分析をするというユニットになる。

彼らのプロダクトは、例えばあるサブマーケット、地域においてどんな供給計画になっているのかという物件の供給量、それから需要予測として、アブソープションといって賃貸されていく分量の予測、それから、空室率と賃料の予測である。特に、供給量をベースにして賃料と空室率の予測をすることがこの会社のメインプロダクト。エクセルのアプリケーションとして提供されているので、グラフからデータからすべて再利用できる形で予測情報が顧客に提供されている。その場ですぐに二次利用ができるので、使い勝手が非常にいい。エクセルベースの提供だけではなく細かな分析の文章になったマーケット分析も提供している。

TWRに対してある種のライバル会社の位置づけになるPPRという会社がある。こちらも非常に高いシェアを持っている分析会社だが、基本的には市場の分析と予測をやっている、地域の中の雇用状況の予測からスタートしている。雇用状況は不動産の需要のベースなので、雇用の予測からスタートして、空室率と賃料の予測を行う。さらに、例えば、ボストンのオフィスマーケットであれば、ボストンの中のさらに細かな地区ごとの予測を行っている。

この会社が面白いのは、情報サプライチェーンの中に位置しているところ。PPRという会社自体は、取引価格情報や賃料の情報を自分で集めてきているわけではない。RCAと提携していて、RCAで集めてきたデータを使って分析して、付加価値をつけた市場分析として売っている。不動産情報に関してのサプライチェーンができています。

もう一つの競合企業にREISという会社があり、こちらは比較的長い歴史を持っている。この会社は自分で情報を集めるところからスタートして、集めてきた賃料情報をベースにして市場分析を行っている会社。特筆すべきことは情報サービスの提供方法。例えばメトロレベルのレポート、オフィスということで時系列のものがPDFで見ることができる。

もう一つ、サブマーケットレポートということで、例えば、ボストンであれば、その中のさらに細かな地区別の市場環境を分析したレポートがあるが、利用者がこれとこれをミックスしたレポートが見たいということでピックアップしてクリックすると、裏で処理をして、非常にきれいなパッケージとしてのマーケット分析レポートがPDFで出てくる。その品質も非常に高く、既存の金融機関の中にいたアナリストの部分的な仕事を代替するようなサービスを提供している。市場分析、基礎的な情報を集めてきて、パッケージにまとめてわかりやすい形でまとめるということ、銀行の審査部とか調査部でもたくさんやっているが、そういったものが外注できるサービス。

もう一つは、物件サーチをして賃料といったものも見ることができる。また、ユーザーフレンドリーという意味では、ウェブベースで、マウスで条件を左にしたり右にしたりすると、それに合わせた物件だけが地図上に出てきてピックアップできるという、直感的に扱いやすいサービスの提供、プラットフォームもあり、これも非常に参考になる。

一方で日本の状況を考えると、ディール情報は非常に限られていて、日本にいてもディール情報がわからない、自分で本当に参加してないとわからないわけだが、RCAが最近グローバルレポートを始めて、グローバルな投資家に対して不動産情報を提供しているが、その中でも日本に関する情報は非常に限られている（図表12参照）。

(図表12) 不足する日本のディール情報

<RCA>
・ Market Table
- Japan
・ Tokyo
・ Osaka
・ Japan other
<PPR>
・ Tokyo Office Market Trends
- until 2003

例えば、中国は都市名で見ると13個も区分を設けている。それだけ情報が手に入って、提供できる状況になっている。

市場規模あるいはストックの規模からいえば圧倒的に大きな日本において、現状彼らが提供できている分類は東京と大阪のみで、あとはそれ以外となっている。かつ、ここに載っているディールのもも非常に限られたものにならざるを得ない。全体像をつかみきれないというものがあるわけだ。その端的な例

として、RCAはデータ・パートナーズとして各国の企業と提携をして、ディール情報を集めているが、日本だと提携先を探すとか、ディール情報を得る相手を探すというところで、まだ苦労しているようである。これは、グローバルな不動産投資を行う投資家にとって、日本の不動産情報が入手できない、非常に限られた情報しかないのによくわからないということになってしまう。

PPRに今年の3月に話を聞きに行き、彼らの持っていた最新の東京レポートを見たが、2008年の3月段階で見たレポートが2003年までのデータしかなかった。これは個別の企業の問題ではあるが、PPRは市場分析の会社としては非常に大きなシェアを持っていて、たくさんの人が利用している会社。そういう会社がグローバルな市場について分析している中で、東京について提供できるものがこうなってしまうという状況。我々にとってはもしかしたら手に入るものかもしれないが、米国あるいはほかの国からアクセスしようとすると、手に入らない市場情報は非常に多いということの表われだと思う。日本の情報がどういう形で提供されているのかは、非常に不足感がある。

図表13に示したが、日本の情報を英語でどう提供されているかということで、私がポジティブに評価しているのは、国交省の中では「土地白書」を英訳して提供しているのと、マンスリーのマーケットレポートが英語で提供されている点。こういった取組は非常に重要だと思うが、十分という状況ではない。細かいことを言うと、例えば英語のものを読んでいくとおかしな英語もたくさんあったり、情報の提供の仕方も、例えばこのサイトにいくとPDFが提供されているので、PDFでレポートを見ることはできるが、データを得ることはできない。自分

(図表13) 建設・不動産関連統計データ (国土交通省)

- <http://tochi.mlit.go.jp/english/index.html>
 - White Paper on Land and Real Property 2007
 - Monthly marketing report on lands
 1. Trend of land ownership transfers
 2. Trend of residential real-estate market
 3. Trend of rental office market
 4. Trend of real-estate securitization market
- PDF のみの情報提供、またはデータ・ダウンロード・サイトとの分離
 - <http://www.e-stat.go.jp/>

で二次加工できるデータは得られない。一方で、e-Statという政府の統計のサイトにいくと、そこから統計情報にアクセスすることはできるが、ユーザーの使い勝手についてはまだまだ改善の余地があると思う。ただ、取組を始めて、こういった方向で日本の情報が英語で多くの人が見ることができる形で提供されることは重要だと思う。

図表14にまとめを整理した。コメントしたいのは、重層的な情報についてだ。米国の投資情報の中で、基礎データの収集、指数化、市場分析、市場予測を、サプライチェーンの形で違った会社が競争しながら提供していくという姿がある。その中で非常に活発な情報提供が行わ

(図表14) まとめ

- 重層的な情報の価値
 - 基礎データの集計 (例: RCA, REIS)
 - 指数化 (例: Moody's REAL)
 - 市場分析 (例: PPR, REIS, TWR)
 - 市場予測 (例: PPR, TWR)
- 日本における情報提供の偏り

提供されている情報		不足している情報
日本語	⇔	英語
東京	⇔	地方の主要都市
供給情報	⇔	需要・価格情報
土地鑑定価格	⇔	不動産取引価格
募集賃料	⇔	実質賃料
PDFやグラフ	⇔	ウェブベース、データ形式

れてきている。例えば、典型的なのはR C Aがデータを集めてきて、指数はMITと一緒にムーディーズの名前の下で提供している。一方で、原データだけではなくて、P P Rがそれに基づいたマーケット分析や、その先の市場予測を提供するといった、重層的情報提供の状態がある。そういうものがある中で、投資家が安心して投資分析を行って、投資を行っていくことができる。

日本の現状を考えると、非常に偏りがあるということでもとめられると思う。現在提供されている情報は、まず日本語で、特に東京のものについては、非常に多くの供給情報が提供されている。国交省の供給統計も非常に充実したものがある。一方で、価格情報は鑑定評価に限られたものしか提供されていなくて、賃料については募集賃料しか手に入らない。そして、提供方法もPDFやグラフの形でしか手に入らないので、今でも分析する人がいちいち手で打ち直さなければならない。

逆にいうと、不足している情報として、今提供されている情報がベン図でいうところのインターセクションというか、これらのものがすべてアンドで結ばれただけが提供されているので、それ以外の部分はすべて不足している状況にある。英語とか地方の情報、需要の価格、取引価格の情報、実質賃料の情報、それから、提供方法としてのウェブベースでデータ形式の問題、こういったところが不足していて、この部分が具体的な投資促進のための情報面で改善すべき点である。

(4) 質疑応答

●山崎委員 図表10のRadar Logicが面白いと思ったが、これは先渡取引はいつから始まっているのか。

●吉田委員 この会社がスタートしたのが去年で、始まって1年。これはニューヨークの会社。米国の住宅指数では、最近よくニュースで見かけるものにCase-Shillerというのがあり、研究者が昔から使っていたものにOFHEOのインデックスというのがある、それが長い間あった。Case-Shillerのインデックスはシカゴに上場して先物のプラットフォームができていますが、実際の取引量はこちらの方が多い。

●山崎委員 Case-Shillerの先物取引は随分前からあるのか。

●吉田委員 あちらがスタートしたのは去年か一昨年か、一、二年。

●赤井委員 私どもの会社でトレーダーを雇ってポジションをとってというのは去年。それ以前は、実際には取引が開始してなかった。

●山崎委員 そうすると、その後の実際の不動産の価格に与える影響はまだ分析されていないか。

●吉田委員 分析という形はまだされていないが、例えば去年の12月ぐらいのデータの段階で、先渡の価格を見ると、ニューヨークでもこれから6カ月で20%下がるとか、30%下がるというような取引価格がもうついている。それはCase-Shillerでも同じようなものが見られるわけだが、そういう意味では競争している2つのインデックスという位置づけにある。あとは、どちらが取引量が多くて流動性が高いのかという問題になってくる。

●山崎委員 日本で1990年の1月に株式市場でオプションが解禁された時に、それ以降株価の動きを見るとそこでピークを打つ。つまり、解禁されて一種の上昇期待が、先物をやってオプションがつくられることによって売ることができるようになったということでバブルを抑えたという論文があるが、こういうことをすることによってリアル・プロパティの価格にどういう影響を及ぼすかを分析するのは面白いのではないかと思う。

●吉田委員 データの入手可能性という意味からすると、それがまさにこれから行われると思うが、現状はまだできる状況ではない。

●山崎委員 米国の学者の方が先にやっているかもしれない。土地は先物取引がないので、アップワードなバイアスがかかっちゃって先物売りができないとよく言われる。

●赤井委員 実際に米国では、こういうインデックス取引は、一昨年の後半から去年にかけてセミナーなどをやったりして、相当力を入れてきたが、まだボリュームが非常に薄い。トレーダーがマーケット全体で1日に2件と、それも1回50億円とか、そういう取引にとどまっている。

そのため、代替的に別のインデックスが用いられていて、例えばCMBXとかABXとかいう、クレジット・デリバティブのインデックスを使って、これは直接のヘッジにはならないが、そちらの方が流動性が高くて、大きな金額で、例えば金融機関がやろうとする場合に1,000億円という金額で使えないと役に立たないので、投資のインデックスという意味ではそういうやり方をしたり、幾つかの株式のインデックスを組み合わせで行ったりしている。

米国の場合は、不動産情報についての共有は相当進んだし、なおかつ標準化が進んできたということがあって、例えばリート市場、CMBSの市場は、数十兆円の市場と、流動性も改善している部分があって、そこでセカンダリーで売ったり、日本ではまだそこまでは行っていないが、例えば同じCMBSを5社がビットできるような環境がある。それはそういう周辺情報があるからだが、これだけに依存するわけではなく、このバックグラウンドとしての情報開示

の推進の標準化が進んだ結果として、様々な部分にプラスの影響が、土地が先物で売れるということが、現物の証券化商品というか金融商品の中でできるようになるための基盤としてあったと思う。

逆にいうと、米国の場合は不動産デリバティブの取引はなかなか進まないのは、リートなりCMB Sの流動性が、今は違うが、直近まで非常に高かったので、売ろうとした時にはそれを売ればよかった。わざわざデリバティブ取引をしなくてもよかったわけで、今は流動性が低下しているので、デリバティブによってヘッジをしたい。そのデリバティブ取引のボリュームからすると、CMXとかABXとかいったところにいる。

- 山崎委員 原資産は土地になっているのか。
- 赤井委員 土地ベースの話になる。CMB XはCMB Sのインデックスなので、原資産は商業用不動産に対するデッドの価格の推移になる。
- 前川座長 デリバティブ取引は英国の方が進んでいるか。
- 吉田委員 そうですね、IPDのインデックスを使ってやっている。
- 清水委員 住宅はハリファックスだ。ハリファックスも、アリインターナショナルという会社が住宅価格のデリバティブを行っている。
- 赤井委員 ただ、取引ボリュームは1年間で、市場全体で数千億円程度だろう。
- 山崎委員 まだまだ大したことないですね。
- 赤井委員 野村総研で、そういう調査をしたと思うが、どのぐらいのボリュームか。
- 谷山副主任研究員（野村総合研究所） 年間で1平均当たり20億円ぐらいで、英国だと年間、直近だと200件ぐらい、数千億だ。
- 赤井委員 大体そんなイメージ。だから、マーケット全体に歪みを補正するとか、インパクトを与えるだけのボリュームにはなっていない。
- 山崎委員 英国が大きいのか。
- 谷山副主任研究員（野村総合研究所） 英国が今のところ一番大きい。累積で2兆円ぐらい。
- 麦島土地市場課長 その辺のデリバティブの市場の状況、今年度、私どもも調べておりますので、その資料は出せます。
- 山崎委員 バブルを抑えるのに有効だと言うので、そういうのはやっぱり必要である。
- 赤井委員 不動産インデックスが一番進んでいるのは英国と言われる。IPDがあって、更新頻度も非常に高い。しかも、カバー率も高い。これは商業用ではないということもあるが、そういう国で住宅価格が20年で4倍になったというのは一体どう説明するのか。

●山崎委員 それはやっぱり金融がついたから。それは間違いなくて、金融センターとしてフォーカスが当たって、たくさんお金が入ったから。日本はとんどん失われているだけで。そこははっきりしていると思う。2年ぐらい前にロンドンに行った時に、ロンドンの町の様子が全然変わっていた。大きなビルができて、そこに入っているのは、みんな金融だった。

●清水委員 住宅価格に関しては、NSCの研究があって、ロンドンというか英国全体で供給がすごくタイトで供給ができない状況であった。スクップラミ・パーミッションが厳しい。それと、住宅政策が社会政策を中心として行われてきていて、実物のマーケットが限定されていたが、サッチャー政権になって急激に開放されて、マーケットが登場した歴史が浅くて、そこに移民政策のインパクトが変わって、マーケット価格が高騰していく。

●赤井委員 実需だということか。

●清水委員 実需で上がった。

●前川座長 最近HIPかなんかで……。

●山崎委員 ドッグランドとか再開発とかすごいものがある。

●清水委員 商業系の方ですね。

●山崎委員 商業系の方は随分開放されている。あれを見た時にすごいと思った。

●清水委員 図表4で色々な比較の作り方があって、今後日本でもつくっていく時に重要だと思うのが、わかりやすく単純で、再現性が一番重要だということ。ヘドニックだと再現性が難しかったり、やる人によって形態が変わってしまうケースもある、リピート・セールは比較的単純だということもあるので、リピート・セールもそれぞれ属性があるが、その中でも一つ、ストラティフィケーションのところで、ミックスアジャストメント法と言っているが、やり方はヘドニックと同じで、ヘドニックは基本的に平均に解決するだけの話なので、例えば逐年とか面積とか、ヘドニックのパラメータになるようなものを細かく分類して行って、その中央値をとって行って、それをマーケット分類まで加重平均して、インデックスをつくっていくとする。それが今英国の政府がやっているやり方だ。

メコーズットはやっていることはヘドニックと一緒にということなので、そういうやり方も出てきている。ヘドニックがいいのか、リピート・セールがいいのかというような議論もあるが、結局どっちがいいかというのは、それぞれのメリット、デメリットがあるので、ミックスアジャストメント法も含めて我々はどういうシステムをつくっていくのかということも考えていかななくてはいけない。

●前川座長 日本の場合、リピート・セール法というのを採用しようとした時に、パーセンテ

ージを5%とするとのことだが、日本はもっと小さくなるのではないか。

●清水委員 今、全く同じ研究を米国の研究者と始めて、例えば50万件のデータが首都圏であった時に、14万件ぐらいリピート・セール・データがとれるということを最近確認したが、その時の問題は12回ぐらい同じ物件でリピート・セールされてしまうこと。デモの可能性もあって、何回も何回も取り引きされるものを集めてきた時のインデックスが転売されていく。そういうものを使うのがいいのか、そういうものを除いてやる必要があるのかというところがあって、日本の場合、リピート・セールの意味合いをどう考えたらいいのかは、サンプルセクションバイアスとしての問題が出てくることを考える必要があるだろう。

●吉田委員 最近ではヘッドニックとリピート・セールを合わせたハイブリッドみたいなやり方も提案されていたりして、イノベーションが今でも進んでいる。

●清水委員 図表6の地価の割合を、日本のことで考えていく時に、土地の割合がすごく高いということで、香港大学のインデックスでチャウ氏がつくったが、彼のペーパーを読んでいると、香港でも土地の割合が高いという。アジアの特性として土地の割合が非常に高いと考えていいと思うが、そういう国でつくる情報整備とかインデックスのあり方と、米国とか英国では少し違うかもしれないと感じている。どういうところに力点を置いて情報政策をやっていくのかは、この中から考える、すごく重要なインプリケーションを与えていただいたと思う。

●前川座長 成長する国の方が、建替えが早いので、オプションバリューが大きくなるというのがある。

●清水委員 リピート・セールとヘッドニックというのも標準化されているような国土とか都市と、米国に行く地域によってバラバラというか、住宅地のレベルが全然違う。そういうところでヘッドニックをやろうとすると、とらなければいけない説明変数がすごく大きくなって過少定式化バイアスが出てしまうが、日本みたいに均一的な都市の場合は、それは少なくなるかもしれないとか、色々なお国柄が結構あると思うので、とるべき手法とマーケットを見る時は、それぞれのお国柄によって変わってくると思う。

図表7の経年変化のところは、去年、二百年住宅ということをして住宅局でやった時に全く同じような、例えば20年で6割ぐらいとか、30年で55%ぐらいということだった。

●前川座長 6割というのは、土地になるということか。

●清水委員 そうです。大体この結果もロバストな結果かなと思う。PPRが日本に進出しようとしたが、分析するにも情報がないということで、商売にならないということで途中で断念した。そういうところが商売できるマーケットをつくっていかなくてはいけない日本も色々や

っているところもあって、宣伝不足かもしれないが、例えば1995年ぐらいに投資家調査を鑑定協会がやったが、それから引き継いで私たちが西岡さんと一緒に投資家調査をやって、期待利回りを出し始めた。

その後、全国賃料統計を不動産研究所も始めて、賃料整備を96年から始めて、97年から予測を、（首都圏（東京と大阪）の実額の賃料のデータを三鬼商事からもらい）ヘドニックでインデックスをつかって、さっきのアプソープションで吸収できるオフィス需要と供給の予測の差をもって空室率を予測して、賃料の10年間の予測を98年から毎年不動産研究所が出している。そういうことをやっていることが日本でなかなか浸透していない。宣伝不足みたいなところがあるということを感じた。

日本も探していくと結構情報があるのかもしれない。それから、英語の情報不足しているというのはすごく重要な話で、RRPIというリクルートのインデックスをやった時に、日本の海外の会社から「英語でそれを出してくれないか」とずっと言われていて、「英語で出せば本国から何十億というお金を引っ張ってこられる」という話があった。その後、ジョンズランド・ラサールが、その各国のインデックスの中にRRPIを提供して、ジョンズランド・ラサール経由で英語として海外に発信していったこともあって、英語での情報発信はすごく大事だというのは感じた。そういう意味では、情報がとれないものととれるものと、PR不足みたいなものが幾つかあって、その辺が日本のすごく下手なところだと感じる。

●吉田委員 補足をすると、さっきPPRが日本市場を検討して、結局やめてアジアの最初のオフィスは香港にいった。ジャパンパッシングみたいな状態がちょっとある。

●清水委員 PPRは、2003年に断念したので、2003年でこの調査は終わった。2003年に住生総研かなんかと一緒にやるという話をしていた断念した。

●山崎委員 そういう意味で日本が素通りされているのは、こういう情報が整備されていないということが大きいのではないか。情報が整備されれば、日本の市場の魅力的部分がクローズアップされる。だめなところもあるだろうが、いいところもたくさんあるはずなので、そういうところに金融がお金をつける。そうすれば、日本のマーケット、日本経済にもすごくいいことになると思う。

公示地価と都道府県地価調査と実際の取引データを比べたものがあるが、これは、公示地価と都道府県地価調査とか、こういうスミージングを誰かがやっているのか。

●吉田委員 誰かがやっているのではなくて、鑑定のプロセスを考えていくと、どの国でやってもどの世界でやっても、鑑定をベースにするとスムーズな指標がどこでも出てくる。何で鑑

定価格はスムーズなののかについて幾つか論文があって、鑑定評価の3つの手法などをやっていると、鑑定士が取引情報を参考にすると、実際の評価をする時に過去の賃料、価格がどう推移してきたのかを見て総合的に決める。ある種の外挿をしてしまう。

●山崎委員 外挿してしまうとスムージングになってしまう。

●吉田委員 そういう仮説がある。

●山崎委員 僕は前に公示地価を調べていたことがあって。公示地価はサンプルがずっと同じ地点で調査されていない。

●前川座長 56年から、バブルの時に相当差が出たから、3年間で全ポイントを入れ替えた。

●山崎委員 その前もずっと入れ替えていた。

●前川座長 何パーセントずつだが、56年から59年は全ポイント入れ替えた。3割くらいずつ入れ替えた。

●山崎委員 昔は定点調査をしなかった。入れ替えて、入れ替えて、スムージングしていたと思う。

●前川座長 変動が激しい時は追えない。現時点で1年前に行った過去の評価が違っていたというのがわかってしまう。評価している時点では過去の事例でやっているのだから、異常値で出てきた取引事例を採用しない場合があるが、急激に変化している時には、それがマーケットを表わしていたりする。

●山崎委員 それは切ってはいけない。

●清水委員 何を地価公示に求めるかということで考えると、その時の適正な価格水準を求めにいく。定点でやろうとすると鑑定士は変動率を敬遠してしまう。本当は1万円から5万円に上げたいが、変動率が大きく見えちゃうから、4万円にということだって起こる。私が研究所に入った時に適正な価格水準を押さえられないから「鑑定の時に継続ポイントは使わない」と言われた。逆に入れ替えたデータの方が適正な価格水準を押さええているというわけだ。

そういう意味では、公示地価に対して何を求めていくのがすごく大事で、価格の変動を押さえにいくようなところで使っていくと、そういうようなことが起こってしまうので、逆に入れ替えを激しくして、適正な価格水準が、変動率に惑わされないで適正な価格だけをきちんとつけていく方がいいと思う。価格変動を示すものは別の情報で、例えばインデックスをつくるなりしてやっていかないと、地価公示の役割がわからなくなる。

継続ポイントが大事だということで、今、継続ポイントがどんどん増えているが、僕らは危惧している。時間的な調整のバランスと横のバランスを同時にとらなくちゃいけないって

るので、それがすごく難しくなっているという気はしている。

●山崎委員 そういうことはビジネスの人たちに任せればいいわけで、もともとのローデータ、取引価格のデータはありますよと、みんなに公開していくのが政府の役割じゃないか。

●赤井委員 そういうことを進めなきゃいけない。

●清水委員 今それが進んでいまして、取引価格を押さえると。

●山崎委員 進んでいるんだったらいいけど。

●清水委員 今、情報開示がされるようになっていまして、どの事例を使ったかというのもウェブ上で、土地市場課の方でわかるようになっている。

●赤井委員 だけど、あれはアンケートベースで3割ぐらいしかとれてない。それはまだ努力不足というか、それで満足したらまずい。その中に当然誤差があるので、そこを上げていく努力をしていって、データベースを作らなくては。

●前川座長 3割あると全体は見られる。

●山崎委員 そういうデータを整備した上で、つまりローデータを整備した上で、あとは注意深く使ってくださいと。日銀がマネーサプライをコントロールする時にはどういうふうに使おうと勝手だが、それは自分たちの責任でやりなさいとか、そういうふうに言うべきじゃないか。こっちでこういうふうにスムージングする必要はないような気がする。

●赤井委員 だから、変に遠慮せずにそういうのをルール化してしまえばいいと思う。そうすれば使うのは勝手なので。

●山崎委員 そうです、ローデータと、これはこういうルールでやりましたということ、トランスペアレントしておけばいいということ。

●清水委員 もう一つ、今、英国では市場って何なのかが議論されていて、取引価格はたまたま市場で生み出されてきたマージナルな市場価格にすぎない。不動産市場というのは昔から言われるが、その裏側に大きな市場があるわけで、取引価格として観察できるものと、その裏側にある市場は一体何なのかと。例えば、地方に行くと取引価格が1個しかない、でも裏側には不動産の市場はある。そうすると、我々が観察している価格は一体何なのかということが議論されていて、その時に指数をつくと、たまたま市場で取引が出てきたものだけで指数をつかっていくと、マージナルなところの価格を追うことはできるが、不動産市場のストックのものを含めると違う。

そういうふうに考えてくると、地価公示とか鑑定評価は、マージナルなところで起こった取引価格に対して、市場全体をとらえていって価格を決めているものだと考えていくことができ

ると思う。その辺は国土交通省で整理していないと思うが、そういう整理をしながら、1個1個、情報があつていいと思うが、その情報の意味合いを定義していかなければいけないという気はする。

●前川座長 ローデータがかなり重要、鑑定の場合は取引価格にばらつきがあるのは当たり前で、不動産のマーケットは単純ではない。価格変動期はかなりバラつく。それは主体の思い入れ、値付けがわからなくなっている時期なので。その時期の鑑定評価は技術的に適切な市場価格をもとめることができるか、どうしても失敗が起こる気がする。

得られたデータが異常値だと説明できないので捨てられる可能性があるが、捨てないで、バラツキがあつたらバラツキがあつたままで、ちゃんと表現しておいた方がいい。マーケットは不完全なので、もともとのローデータがかなり重要だと思う。

●吉田委員 価格はそもそもマージナルなものを見るというのに意味がある。つまり需要曲線の色々な、人それぞれのウィリングネス・トゥー・ペイを全部把握したいということではなく、マージナルな部分の価格を見ることの意味は大きいと思う。ですから、マージナルな価格を情報として持っていることは重要だと思う。

●赤井委員 このまとめのところで、日本における情報提供の偏り、提供されている情報、不足している情報とあるが、この中には濃淡があつて、容易に提供されるものと難しいものがある。それをどういうふうに整備していくのかを考えることが、ニワトリとタマゴであるが、非常に重要だと思う。そのあたりについて何らかの考察と、イメージがあれば教えて欲しい。どういう手順でどう進めていくことが適当なのか。

●吉田委員 私自身も手順のところまでは何か確たる考えがあるということではないが、やさしい、簡単という意味では、明らかにやさしいものは幾つかある。例えば、英語の部分とか、ウェブベース、データ形式と書いてある、提供の仕方、こういったところは直ぐにできる話で、それを変えるだけで、日本の市場について知りたいと思った人はまずウェブでサーチしていく。

今、英語で検索して引っかかってくる情報は、ど真ん中の情報ではなくて、ちょっと変わったものがピックアップされてくるところがある。本当にど真ん中の情報がうまい形で提供されてないところがある。難しいところでは、今までの研究会でも出てきたが、守秘義務的な規制との絡みで出せる、出せないというところが一番重要でかつ難しい。重要であるからこそ、難しいのだが、本気で取り組まなければならない。それが、例えばここで言えば賃料の部分とか、取引価格の部分、この部分のどういう形であれば問題のない提供の仕方として許されるのかを整理するのは、難しいけれども、非常に重要だと思う。

●清水委員 例えば賃料だと、なかなか手に入らないということだが、努力をすれば入るケースがあると思う。私は、ある大手の管理会社に毎日行って、朝から晩までデータを入力している。

不動産管理会社で、契約書を全部見せてくれるというので、1万5,000室、今入力している。そういうことを頑張ればできるようなところがあると思うのと、全国賃料統計を立ち上げた時も、生命保険会社に行けばデータを転記させてくれた。でも、ここで一番大きな問題はデータを出してもいいと言われても出せる形式になってないこと。これとこれとこれを見ないとほしいデータがつかれないので、3つのファイルを照合しながらデータの入力をこつこつ一人でやっている。データ整備出来ていないことが一番大きな問題だと思う。

そういうような情報流通の仕組みをきっちりとつくるということが一番重要で、その中で情報が提供できるような体制をつくる手順が必要だと思う。

●前川座長 知っている鑑定業者で賃料データを相当自分のところで持っているところもある。ただ、それを自分で持っているだけという形になっている。

●吉田委員 そういう意味で、米国のREISという会社とかRCAという会社は、人手をかけて個別の相手ごとに対応も変えつつ、何とか情報を教えてくれという形で集めてきて、まとめるというサービスをしている。

●赤井委員 それがビジネスになるからだ。

●前川座長 日本でそういった情報がうまくビジネスに乗るかどうかというのはある。米国の場合はお金を払ってもそういった情報を買う人がいるが、日本はまだ情報にお金を出すということはない。

●山崎委員 情報はただだと思っている人は多い。

●前川座長 大企業は大企業で自分のところの賃料情報は持っているが、自分が提供したりしようとはしない。

●赤井委員 それが不動産投資市場を一つの産業という括りにとらえて拡大させていくことの鍵になる。国民経済効用ということで国土交通省にも議論の交通整理をしてもらいながら論点を整理してほしい。決めでできる、日本語を英語に直すだけだったら民間でできるが、利害関係の調整とかは国土交通省にお願いしたい。PPRが日本に来ようと思ったが、やめて香港に行ったというのは、こういったものがもし日本にあればなかったと思う。それができるかどうかは非常に重要な論点だと思う。

●清水委員 スティックスという住友信託のインデックスがなくなった。あれも、ビル協のデ

ータをベースにしていたが、そのデータがどんどん減ってきたから、インデックスがつかれなくなった。投資マーケットが拡大していく過程で情報が消えていくというのもおかしな話なので、データ整備は、個票データさえあれば、どんなふうにも加工ができるので、そういう情報整備はすごく大事だと思う。

●山崎委員 日本で情報を売っているのは日経ニーズとか、そういう株式のデータ、為替のデータぐらいですか。ほかにもまだあるんですか。

●清水委員 ブルンバーグとか、ああいうような情報産業もある。

●前川座長 不動産でも個別に1件の取引を1,500円で情報を提供している会社はある。

●赤井委員 CBリチャードエリースがやっているマクロのデータはくれるが、個票データではくれない。

●山崎委員 きちっとやればビジネスになる。日経ニーズは結構高いし、独占的な利益を得ている。

●赤井委員 海外でビジネスになっている人たちはそういう体験を持っているので、彼らが日本で活躍できるように英語の環境をつくってやるとまた違って来るかもしれない。日本人は腕組みして考えていても先へ進まないかもしれない。

●前川座長 英語にしてあるとか、利用者を日本国内だけではなくて海外に広げればビジネスになっていく。

●山崎委員 東京都の土地利用調査はこの間までただでもらえていたが、最近は有料になった。

●清水委員 土地市場課からお願いしたら180万と言われた。

3月までただで出してもらっていた。あと、研究者への提供をやめた。

16) 国際投資家の世界各資産を巡る最新投資戦略

ビジネス・ブレークスルー大学院大学教授
宮島秀直

(1) はじめに

私は野村証券、外資系証券会社等の調査業務の関係で必ず1年間に4回、世界の機関投資家に会いに行っている。1回で平均して80社から90社ぐらいを過去10年間、ずっと訪問し続けている。その結果として、世界の機関投資家が何を買いたいか、あるいはどういう不安感を持っているか、どこに資金を移動しようとしているかという話を整理している。

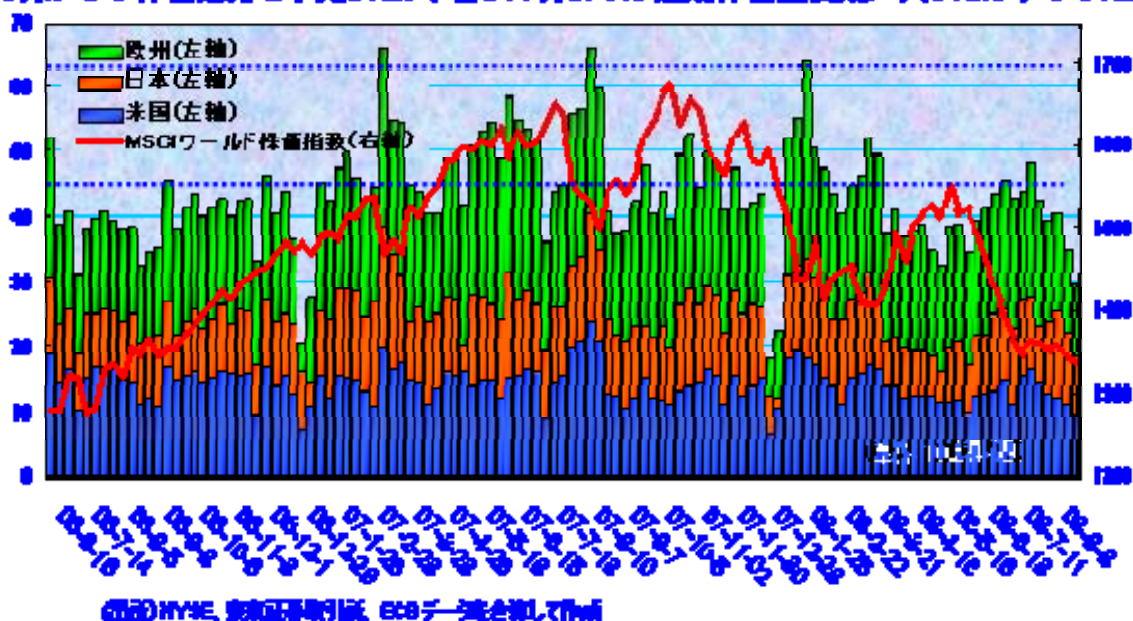
特に去年、サブプライムローンの事件が起こる前から、ソブリン・ウエルス・ファンドの動きが非常に注目を浴び、今でも浴びているが、そこに集中してインタビューを行っている。また、中東投資家には10年間、必ず3カ月に1回会い、コンスタントに情報を得ている。

直近の非常に重要な動きとしては、日本の不動産に関して中東投資家及びC I C（中国）とG I C（シンガポール）がかなり前向きな発言をしたので、それを含めて報告する。

(2) 5ヶ月周期で繰り返す株価調整

(図表1) 欧州・日本・米国の出来高推移

昨年9月以来5ヶ月周期で繰り返す『出来高600億株超え』をボトムとする株価調整、今回も8月からの株価急落を予見したが、暫し11月までは短期株価回復期に入ったはずのだが



不動産市況は株式市況や景気の見方の影響を受ける。仮に株式市場がこの11月末に向けてもう一段下落していくなれば、不動産市況にもその影響が出るので、図表1に単純に欧州、日本、米国の株式の出来高を週間単位で足したグラフを示した。

去年の3月、8月、今年の1月、6月に500億株を超えた。週間単位で500億株の出来高を超すとマーケットは下がってしまう。この500億株を超えた月はちょうど5カ月インターバルになっている。しかも出来高が増えるのは、ほとんど25日になっている。直近は今年の6月25日だったわけだが、やはりマーケットは暴落した。

次は6月25日に5カ月を足すので、11月25日がドゥームスデーになると見られていた。ところが、9月に特に投機家によってリーマンの株が大量に叩き売られ、AIGが破綻ぎりぎりまで追い込まれた。また、メリルリンチも合併の形で引き取られ、さらに、何もなかったはずのモルガン・スタンレーさえも売られ、行き過ぎた投機が起きた。この結果、11月25日に来るはずだったドゥームスデーが9月15日に来てしまった可能性が高い。

この11月25日に予定されていたのが、リーマンの破綻、AIGへの資金供給、フレディマックとファニーメイの資金供給だったと想定されるので、全部が2カ月前倒しで動いたことになる。11月25日に予想されていた大きな世界的な株価下落が、今消化されつつあるので、市場関係者は11月末には、強烈な下落が起こって日経平均が1万円を割るとか、ダウが1万ドルを割るといった状況にはならないと考えている。

今がちょうどそれを織り込んでいる真っ最中だが、米国が織り込んでいる割に日本の織り込み方が弱い。日経平均はいまだに1万2,000円だが、米国の方は1万ドルぎりぎりまでいった。市場関係者は、1万1,000円を割って日経平均がもう一段下落していく中で、また上場不動産会社の破綻が幾つか起こってくる可能性もあると見ている。

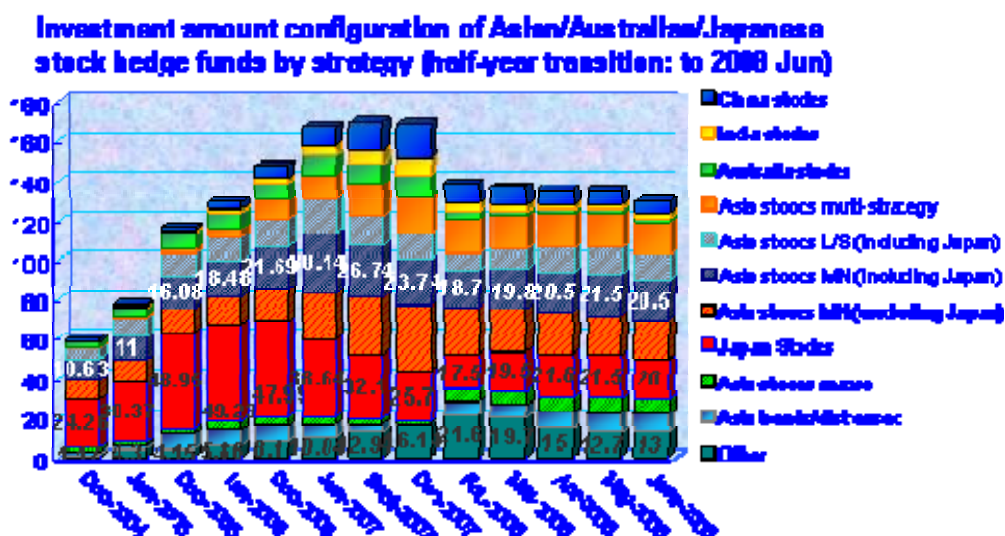
アーバンコーポレイションを含めて多くの日本の中堅不動産会社の株を持っていた日本の中堅ヘッジファンドが、アーバンコーポレイションの破綻を引き金にほかの不動産会社の株の売却に至った。そのため、日本の中堅ヘッジファンド、中堅不動産会社の破綻が連鎖して起こっており、それがまだ続く可能性が11月15日まで残っている。

11月15日というのは、ヘッジファンドが12月末に向けて顧客の資金を売却していく場合に、45日ノータイスと呼ばれるが、45日前の11月15日までに売りの指示を出すという日。それを考慮すると、そこにかけてもう一段、日本の不動産会社、特に中堅の不動産会社を持っているヘッジファンドから大きな売りが出てさらに不動産会社が破綻することも起こり得る。

(3) ヘッジファンドの最新情勢

ヘッジファンドは10年前から見ても日本の株式市場、特に日本の銀行株とその他金融株と不動産株の3業種の株を非常に好んでいる。それを前提に、ヘッジファンドが底抜けの売りをこれからかける力を持っているか、売りの圧力がどれくらいあるかを考えてみる。

(図表2) ヘッジファンドの投資額の推移 1



図表2は、ほぼ半年ベースで世界のヘッジファンドがどこの国の株をどれくらい持っているかをアジアと日本株などに絞って表したものである。実際に、日本株を持っているヘッジファンドの9割はアジア/日本株型ヘッジファンドで、欧州株と日本株を両方とも持つとか、米国株と日本株を比べるというヘッジファンドは非常に少なく、アジア株と日本株を比べるというヘッジファンドが圧倒的に多い。

グラフでわかるように、2006年半ばまでは日本株の人気が非常に高かった。これは、日本が本気で企業買収を解禁するという噂が広がったため、日本には良い会社が多く、それが全部ターゲットになって、日本の会社が変わるという期待で投資額が増えた。

ところが、1年待てと言われ、1年待ったが、なかなか日本の政府が企業買収を自由にさせないということから、多くの資金がざっと引き上げていった。これがデカップリング、世界の株式市場と日本の株式市場が大きく分かれた原因の1つである。

また、この時期から、あるアジアの企業の時価総額がソニーの時価総額を上回るなどの事象が起こった。日本企業の評価が下がり競争力を失っているのに、日本の企業は安穩としていたため、ヘッジファンドは日本企業を競争意識、危機感がないと見るようになった。

例えば、会社説明会などのIR活動に社長が出てこない、社長が出てきても日本語で、通訳を付けてもよくわからない。質問をすると大事なところは全部かわす。日本以外のアジアでは、基本的に英語が使われているし、社長の年齢も若く、究極の質問に対してしっかりした回答をする。

ヘッジファンドは、そういう日本企業を見て、日本株から資金を引きあげた。今年の2月までの間に3分の1まで資産が減ってしまった。ヘッジファンドは、一時は10兆円ぐらいまで日本の株式を持ったが、それが1兆5,000、6,000億円まで減ってしまった。

その結果、もう売り終わった後、2月の時点で2億株の日本株を持っていたのは農林中金、ABP（オランダ政府年金基金）、カルパースといったロングタームで投資する運用会社だけだった。ニュースや噂だけで日本株を売って逃げるような投資家はこの時点で全部いなくなっていたので、ヘッジファンドの売りは2月で止まった。

（図表3）ヘッジファンドの投資額の推移2

2008年2月に一旦はボトムを打ったアジア/日本株投資型ヘッジファンドの日本株ポジションは、その後5月までは騰落を繰り返したが、株式投資リスクが再び高まった。8月以降は「キャッシュへの逃避」が進んだ。

組み入れ資産	Dec-2006	Dec-2006	Jun-2007	Sept-2007	Dec-2007	Feb-2008	Mar-2008	Apr-2008	May-2008	Jun-2008
日本株	42.2%	32.5%	23.0%	18.9%	15.2%	12.6%	4.3%	16.0%	16.0%	15.4%
アジア株MN(日本株含む)	13.9%	14.7%	13.0%	15.7%	14.0%	13.5%	4.5%	15.2%	16.0%	15.8%
アジア株LBS(日本株含む)	10.2%	9.6%	11.5%	8.9%	7.6%	6.1%	7.5%	9.3%	10.0%	10.1%
アジア株マルチストラテジー	2.2%	6.3%	7.2%	9.3%	11.2%	13.0%	2.5%	12.6%	12.6%	13.1%
アジア株マクロ	1.9%	3.2%	2.2%	1.7%	0.8%	4.0%	4.8%	5.2%	5.9%	5.4%
アジア債券/ディス・レスト	6.5%	5.1%	3.8%	2.1%	0.1%	5.0%	5.1%	6.3%	6.7%	6.9%
日本株を含む戦略タイプ			64.0%	56.6%	40.9%	54.2%	50.7%	64.5%	67.2%	66.6%
中国株	1.3%	4.4%	3.3%	9.0%	10.7%	7.1%	6.3%	5.2%	4.8%	4.6%
インド株	1.1%	1.7%	2.7%	3.7%	5.1%	3.1%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%
オーストラリア株	6.5%	5.8%	5.7%	6.0%	6.2%	2.6%	1.3%	1.5%	1.6%	1.4%
アジア株MN(日本株除く)	10.6%	11.4%	14.5%	17.1%	19.5%	17.5%	6.6%	15.5%	14.8%	15.7%
キャッシュその他	3.6%	5.5%	3.0%	7.6%	9.5%	15.6%	4.4%	11.1%	9.4%	10.0%

図表3の一番上の日本株の2月、3月のところを見ると、そこがどん底で日本のウェイトは上がってきている。それは、どん底をついたので日本株を買うエネルギーが出てきたこととアジア株が大きく下がったことによる。今まではアジアと日本だったら圧倒的にアジア株だと思っていたが1-3月のパフォーマンスだけを見たら、日本株の方がアジア株より安定していた。

特にトヨタのPER（株価収益率）は、通常は15、6倍だったが、それが28年ぶりに10倍を割り、株価は28年前と同じ安さになった。配当利回りは28年前は0.2にしかなかったのが、今回は2.3%ある。その結果、トヨタが買われ、このあたりからずっと日本買いが始まった。

ところが6月になってもう一回15.4%まで日本株のウェイトは下がった。この時、ある日本のヘッジファンドがサブプライムローンにおいて多くの損を出したため、株主総会において社

長交代で責任をとり、損を出していた日本株を売った。このファンドは不動産株を相当含んでいて、銀行株も25%含んでいたため、大きな下落につながった。さらに、ヘッジファンドが日本の不動産株、銀行株を売っているという噂が出て、ざざざと7月、8月に下がった。

しかし、ヘッジファンドが日本株を嫌い売却していくわけではないことは、最近のヘッジファンドの言動から明らかである。確かにこれから11年半ばまでにニュースとして出てくると思われるのは、アーバンコーポレイションを一番持っていた日本の老舗ヘッジファンドの動向。資金力が1,000億円あったものが今200億に減っていて、ほとんどの情報がとれなくなってきた、最大の顧客だったダルトン・ストラテジックが全部資金を引き上げてしまった。これが、その後のアパマンショックなどの株価が大きく下がった理由になっているが、11年半ばには、このファンド自身が一たん運用停止になる可能性が高い。そういう動きが全部で460億円の小さな不動産株、日本のミクロ株に出てくる可能性があるのも、もう一段の日本の中型不動産株の下落につながることはあるかもしれない。

一方で、非常に大きい香港のオクジフというヘッジファンドやブッシュ大統領一族やクリントンも取締役だったシタデルという有名なディストレス型のヘッジファンドがあるが、これらが日本の不動産や株を6年間で利回りが上がってくればいいと、ゆっくり買っている。彼らは底値だから日本の不動産、株を買いに行くということで危機感はない。特に、今、アジアの不動産がなかなか買えない状態になっているので、シタデルはアジアと日本の不動産をポートで買っているが、アジアのウェーティングを切って、日本に持ってきている。

オクジフも、香港はもともとジョーンズ・ラング・ウートンがいたところで不動産分析はすごく詳しい。そこが今は日本の方がいいと言っているのも、しばらく時間がかかるかもしれないが、株より不動産を買うと言い出していて、日本の不動産に注目していることは事実である。

アジアより日本が良いと思っているのは事実で、図表3だけ見て、日本の売りが出てくるとするのは間違いで、彼らはむしろオールタナティブに関しては、不動産に向かっている。人数を増やしてチームをつくっているところには株以外にREITなども買えるが、そういうところが増えていることは事実だ。

(4) ソブリン・ウエルス・ファンドの最新情勢

図表4には、ソブリン・ウエルス・ファンドの最新の運用額と運用方針が示されている。これは株に絞ったアンケートだが、2008年4月の運用額3兆9,898億ドルは、ヘッジファンドの倍になる。ヘッジファンドは今150、60兆円であるのに対し、ソブリン・ウエルス・ファンド

(図表4) ソブリン・ウェルス・ファンドの最新の運用額

昨年末の350兆円から400兆円に更に増加したとみられるSWF運用総額

ソブリン・ウェルス ファンド	運用総額		08年単年 株式投資予想額		日本株 予想投資額	
	07年12月	08年04月	07年12月	08年04月	07年12月	08年04月
アラブ首長国連邦	9214	11702	721	915	61	78
シンガポール	4500	5108	357	412	30	35
サウジアラビア	2941	3552	1207	1509	103	128
中国	2000	2000	700	700	60	60
ノルウェー	3980	3794	330	316	28	27
世界計	3兆4884	3兆9880	3315	3852	282	327

(注) 単位: 億円

(出所) 2007年2月及び2008年4月、5月ヒアリング結果及び直近外貨準備額をもとに、リーマンブラザーズ推計

は、その倍以上の資金を持っている。ソブリン・ウェルス・ファンドが地域を越えて協力して、この資産はいいから買うんだといったら、相場は逆転できることになる。

2年ぐらい前はUAEがソブリン・ウェルス・ファンドとしての最大の投資家だったが、その頃で100兆円。わずか数年間の間に400兆円になった。ほとんどがオイルで、オイルのおかげで化けている。

オイルというと中東だけを考えがちだが、シンガポールの貿易代金の72%が石油。ロシア、ノルウェーもオイル。最近勃興してきたソブリン・ウェルス・ファンドは全部オイルという点では、オイル価格が今110ドルというのは微妙なところで、国際エネルギー機構が考えている妥当値は85ドルなので、85ドルを割ったところで、彼らが持っているものを一たん売ってくるかもしれない。

話が変わるが、UAEが持っている資産の23%は日本。これは株ではなくて日本の資産。世界中で日本の資産は大体11%あればニュートラル。それに対して23%もUAEが持っており、UAEは日本が大好きで表面的にならないが、例えば第三者を通じてパシフィックセンチュリータワーなどを手に入れている。UAEの資金は英国の運用会社のアイエム、あるいは英国の監査法人を通じて買いに来ているので、1枚皮をはがしたら、UAEの資産が非常に日本に多い。同時に、彼らは非常に日本株、日本に対しては前向きである。

10月にUAE、サウジアラビア、クウェートが観光を兼ねて日本に来て投資をする。紅葉と桜のシーズンに日本株が上がるのは彼らのおかげである。

特に今回、3月18日から4月18日まで1カ月間、日本の株は上がったが、中東の人達が来て、買っていたという背景がある。

その時々でテーマ株を買う。1980年後半だったら不動産株。日本の大手の不動産会社のフロントから株からまとめて買った。全部ディスクレッションで、中東が何を買ったかわからないが、中東が不動産を買ったのが半年後にわかったりする。そういう買いが、今年10月に入ってくる。その時に大手どころの不動産株も買って行く。彼らはジョーンズ・ラング・ラサールを通じて、約1兆円のファンドの半分を日本の株不動産の投資にあてようとして、5,000億円は日本に来る。

5,000億円は日本の株、不動産、そのうちの2,500億円はすでにでき上がっているデッドの方に行く。残りの2,500億円が例えばフランス大使館の跡地などを一生懸命調べている。静岡県は日本のGDPでは非常に質が高い地域なので静岡県で何かマリーナでも何でもいいし、それから商業コンプレックスだったら買いたいということで見に来るのが10月である。

(5) 欧米投資家の動向とCaseShiller指数の情勢

(図表5) 欧米投資家のアセットアロケーション

(単位:%)

	2007/3Q	2007/4Q	2008/1Q	2008/2Q	2Q変化		2008/3Q(E)	3Q変化
					計画	実際		
株式	71.81	71.96	71.65	71.80	-0.24	0.15	71.94	0.14
債券	19.78	18.92	19.16	19.04	0.16	-0.12	18.84	-0.20
現金	8.41	9.12	9.21	9.18	0.08	-0.03	9.21	0.03

図表5は、世界の投資家が株、債券、現金、どんなアロケーションにいくのかを示している。一番上の株式の一番右にサードクォーターの変化として0.14という数字がある。今、世界の機関投資家のお財布の大きさは4,000兆円。4,000兆円のうちの0.14%が今回は7月から9月にかけて株に来ていた。金額的には8兆6,000億円だが、この7月、8月に米国株などは強かったので買った。その後リーマン・ブラザーズの破綻もあり、ばさばさと今売っている。7月、8月に慌てて買ったものを9月に売りやすかったということもあり、9月の下落はまだ続くと思っておいた方がいいと思う。

一方で、10月-12月に関して、本当は右上のサードクォーターの右にフォースクォーターの変化がつく時期で、今、集計している最中だが、8四半期、2年ぶりに世界の機関投資家が株式を売り越している。10、11、12月はマイナス0.05%と想定され、世界の投資家が約3兆円の世界の株式を売ることになる。

その結果、キャッシュが増える。このキャッシュはくせ者で、安い不動産とか、そういったものに化けやすい。今だったら、原油と金は調子よく戻ってくると思うが、ほかの例えばタンクステンとかモリブデンはマーケットが小さいので、いいものを買おうと思ったら、大体希少金属にいくので、銅とか鉛とかはなかなか買えない状態で、結局、不動産にいかざるを得ない。上述したジョーンズ・ラング・ラサールの1兆円もそうだが、オクジフも、日本の不動産を狙っている。現金を持っていてもしょうがないので、質の高い不動産を探している。欧州の不動産、日本の不動産で一番おいしいところはどこだという質問をしている。

香港のある大手不動産会社の会長は、日本の不動産は数年間下落するかもしれないが、いい買い物になると言っていた。商業コンプレックスは買うが、コンドミニアムにも注目していた。一、二年間に下落したら難平していくと言っており日本の不動産でも、いわゆるアーバンエリアのコンドミニアム、マンションにまで投資対象を拡大しようとしている。

日本の不動産は米国の不動産よりも、欧州の不動産と比較されている。逆にアジアの不動産と日本は今比較されていない。アジアの不動産はこれからまだもっと落ちる。それに対して日本の不動産は欧州の不動産並みに価値がある。下落幅は欧州ほどではないかもしれないが、それは今から下がるのだったら、難平で買っていけばいいという考え方で、キャッシュにくることは、決して不動産にとってはネガティブにならないと考えていいと思う。

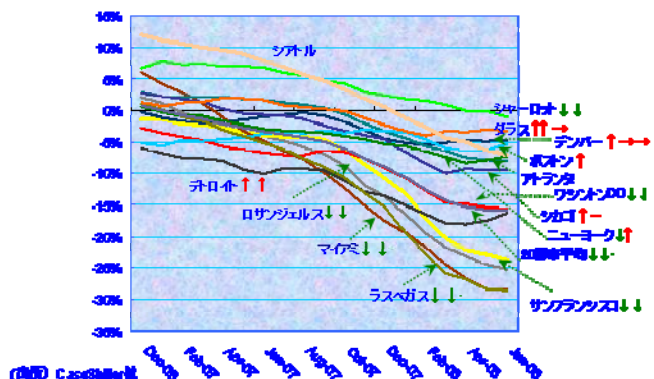
F R Bの見方として価値があると思うのがCaseShiller指数。F R Bが投資家と話す時に必ずCaseShiller指数の数字について話す（図表6参照）。毎月最終火曜日の日本時間の夜10時のcaseshiller.orgあるいはcaseshiller.comでシルバードサベラーが出てくる。米国の不動産業界がやっているアンケートでは、8地域とか9地域とかという形だが、ここは20都市全部に関して、ミドルティア、ローティア、ハイティアの価格帯別の価格動向が出てくる。ダウンロードしたら、エクセルがそのまま使える。そういう形に準備されている政府のデータ、ナショナルリロケーション協会のデータはないが、このCaseShillerだけはダウンロードが全部できる。

これだけ赤い矢印が上に向かっているが、20都市のうちの11都市までの、地価の下落幅が収縮する方向に向かっていることを示している。昨日、バーナンキ議長はまだまだ景気の下揺れのリスクがあると言っていたが、地価の下落率は、8月ぐらいがボトムで、9月、10月、11月に最悪期から徐々に徐々に脱却していくと思われる。来年9月、10月にならないと、まだプラスマイナスゼロにならないが、最悪期を脱する可能性は高い。

不動産価格の大幅下落がとまる。そして微分したらゼロからマイナスになっていく。つまり

(図表6) CaseShiller指数主要都市別前年同期比増減

CaseShiller指数主要都市別前年同期比増減(～08年6月分)



8月発表の8都市全米指数は前年比マイナス2.89%と前月より0.1%ポイント戻り下落幅が縮小したが、最大値は過去2年間で最小となり、下落幅の拡大トレンドがピークアウトに向かいつつある可能性を示唆。
 シカゴも乱取引取上場の先物市場に誘引く予備下落率(1.62%)を下げたことも一層「都合の良い取引」ラッシュとなった。

しかし、4月分以降2ヶ月連続で下落幅縮小が続いていたダラス、デンバー、シカゴでは6月分に関しては堅固な状況となる一方、ワシントンDCやサンフランシスコ、ロサンゼルスでは3ヶ月連続で下落幅が拡大を続けており、8都市全米に下げ渡り幅が広がったというには重要な状況。

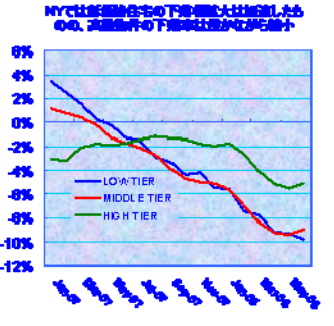
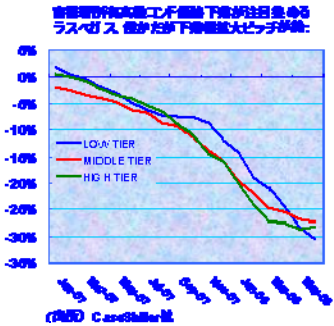
一方、FRBはじめ市場が「逆算効果悪化懸念」の引き金に成りかねないと思念していたラスベガス、マイアミの住宅価格は左下図に示すように、6月分については高級物件の下落幅に下げ渡り幅が広がった。同じく、ニューヨークの高級物件にも2ヶ月連続で下落幅の縮小が見られる。

このトレンドが7月、8月も継続すれば、高級住宅価格が急激に打って戻りし本年全国の市場の逆算効果に直次するということも懸念を呼び起すことになる。

シカゴマーカンタイルのCaseShiller先物価格も11月、2月、5月分が4ポイント程度一斉に引き上げられた

年月	今日 8月26日	8月22日	7月2日	6月13日
August 2008	180.0	180.0	175.8	176.8
November 2008	175.2	171.0	171.0	168.2
February 2009	165.0	160.8	160.8	160.8
May 2009	165.0	155.4	155.4	165.0
August 2009	169.8	169.8	169.8	170.4

（出典）シカゴマーカンタイル先物市場

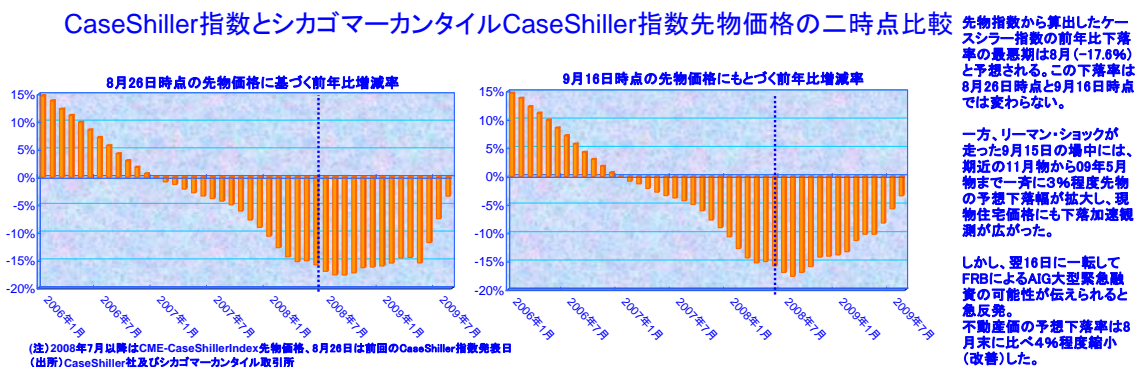


下落幅が縮んでくるので、景気の見方が変わってくる。同時に株の方が先に反発し始めるので、不動産株の方が不動産価格より先に上がっていく可能性が来年は出てくると思う。日本より米国の方がまず不動産株が強くなっていくかもしれない。

一方、ただFRBが非常にこの1月以降気にしていたのが図6の左下のグラフで、ラスベガスと、マイアミの最高級物件の下落が続いていた。特に1月、2月、3月はマイナス10%から15%、さらに5月、6月はマイナス25.2、マイナス25.4、寸どめでぐっと何とかして耐えようとしている状態。これが続いてくると、逆算効果が免れるというのがFRBの見方だ。

逆算効果につながってしまうのが最高級物件で、ラスベガスと、マイアミは最高級物件の方が一番安い物件より下がっている。2002年のサード・フォースクオーターに、これがあったので米国は逆算効果が続いて、株価が歯止めなく下がった。逆算効果が続くと、金利を幾ら下げても景気は戻らないという最悪の時期になる。バーナンキ議長がそのリスクを考えているのが昨日の発言につながっているわけでまだやっと2ヶ月連続で最高級物件の地価の下落率が少し安定し始めているだけなので、この状況があと2ヶ月、3ヶ月、4ヶ月と続いて、高級物件の地価の下落が最悪期を脱することが見えてきて、初めて景気は底をついたという見方に変わってくると思う。

(図表 7) CaseShiller 指数の二時点比較



先物指数から算出したケースシラー指数の前年比下落率の最悪期は8月(-17.6%)と予想される。この下落率は8月26日時点と9月16日時点では変わらない。

一方、リーマン・ショックが走った9月15日の場中には、期近の11月物から08年5月物まで一斉に3%程度先物の予想下落幅が拡大し、現物住宅価格にも下落加速観測が広がった。

しかし、翌16日に一転してFRBによるAIG大型緊急融資の可能性が伝えられると急反発。不動産値の予想下落率は8月末に比べ4%程度縮小(改善)した。

CaseShiller 指数はシカゴマーカントイルにおける先物の価格だが、よく日本の機関投資家や海外の機関投資家からも指摘されるのは、すごく出来高が遅いということ。我々がヒアリングした限り、ジョーンズ・ラング・ラサールとかセンチュリー21とか米国の大手の不動産業者はみんなこの価格にビットしている。プロたちがマーケットに参加しているのが、このマーカントイルのCaseShiller 指数だが、大きな変化が起きたのが、左の8月26日時点の先物の動きだ。この点線から右側が先物の価格の動きだが、8月26日時点では非常にネガティブだった。そして、リーマン・ブラザーズが破綻した日、9月15日は場中で強烈な不動産価格の下落に対する見通しが強まった。一気に来年8月ぐらいを見ても、かなり価格が落ち込んだ。ところが、次の日にAIGが8兆円の資金供給を受け、その次の日にはRCCが資金供給で再び出てきそうだということになったので、ざっと状況がよくなった。

少し楽観的過ぎるかなと思うが、図表7の右の9月16日時点のCaseShiller 指数の先物価格は、8月26日に比べて明らかに放物線がきれいに切れ上がっている。特に来年5月を見ると8月26日時点では来年5月の地価の下落率は15%で、まだ全然改善しない。今が15.8%下落で、ほとんど戻らないと思っていたのが右側のグラフだと、マイナス10%ぐらいに縮んでいる。明らかに一連のRCC、AIG、リーマン・ブラザーズの破綻でマーケットは少しまともになったかなと考える投資家が、不動産のプロの中にも増えてきたと考えていいと思う。

8月分のCaseShiller 指数は2カ月後の10月末に発表されるが最悪になるため、まだ数カ月間にわたって米国の地価の下落は、もっと悪くなるという見方が強まるわけだが、図表7のとおりになるなら、9月分のCaseShiller 指数は地価の下落率が縮んでくる。11月25日が最終火曜日だが、この日に発表されるCaseShiller 指数は28カ月ぶりに地価の下落率が少し改善したとなってくると思われる。

マイナス18%まで落ちた地価の下落率がマイナス16%に戻っただけで、何がいいのかと思うかもしれないが、株式市場は微分して動くので、少し光が差してきたということで、マーケットが反発し始めることは十分考えられる。このグラフが本当ならば、9月のデータが出てくる12月あたりにそのセンチメントが反映されるが、不動産マーケットや株式市場に対しても若干の遮光が差してくることも考えられる。

大幅に落ち続けたラスベガス、マイアミとニューヨークの最高級物件の住宅価格の下落率が少し鈍っているが、9月にもう一回、最高級物件を売る投資家が増えるかもしれない。せっかく5月、6月、最高級物件の下落率がとどまってきて、8月までに縮んだところで、また9月にばんとオルトエイトやジャンブルンを買い取った大金持ちたちが物件を投げると、そこでまた崩れる。まだ非常にフラジャイルなきゃしゃな状況で、ただし、先物の見方で見る限りは11月末、12月あたりから今の計画ならば、少し景気及び不動産に対する見方はよくなってくる。

繰り返すが、9月のデータは、ちょっとノイズとして出てくることを考えておく必要がある。

(6) 日本の不動産への投資

図表8は、上述したジョーンズ・ラング・ラサールの不動産ファンドの話。3週間前にジョーンズ・ラング・ラサールは資金を募集し始めて、1兆円やると言ったら、すぐにまず3,000億円集まった。そして、現在の時点で9,500億円集まっていて、非常に余裕でコンプライトできそうな状態。ただし、顧客はほとんどソブリン・ウェルス・ファンドばかりになっている。ソブリンとして大物で入っていないのはノルウェーだけで、あとはもうG I C、C I C、U A E、サウジアラビア、全部相乗りでもってジョーンズ・ラング・ラサールの商品に対して買を入れてる。

ジョーンズ・ラング・ラサールはユダヤ系の不動産会社であるにもかかわらず、中東投資家はこのファンドは買っている。ジョーンズ・ラング・ウートンの時代からつき合っているから、中東投資家がこの不動産会社には異例的にお金を出している。

これから先、戻るのに3年から5年かかるとよく言われる。6年、10年でずっと買っているという点では、その連中が今一応サポートにつこうとしている。その方々が買うものについ

(図表 8) ジョーンズ・ラング・ラサールの不動産ファンドの動向

世界最大の不動産投資会社総額100億ドルで日本含むアジア不動産投資ファンドを募集開始、応募好調

8月29日、世界最大手の不動産会社ジョーンズ・ラング・ラサール社が日本を含むアジアの商業地域不動産投資を目的として総額100億ドルの不動産投資ファンドを募集開始、すでに先週1週間で30億ドルが集まり、今後数週間で100億ドルに達する見通しであることが同社ホームページ、並びにBloomberg社などの通信社を通じて伝えられた。

当方では同社がジョーンズ・ラング・ウートン（旧社名）として香港中心にアジアの商業地域開発に関与していた時代からコンタクトしてきたため、同社のアジア不動産投資担当部門幹部にヒアリングを行ったところ、今回の不動産投資ファンド総額の半分強（50億ドル以上）は東京、関東地域、中部、九州他の将来性のある地域での商業コンプレックスの開発物件に投資される可能性が高いとのことである。

これまで、アジアのSWF、中東のSWF中心に東京恵比寿、汐留、福岡中洲など日本の商業地域開発物件への投資実績は実に豊富だが、日本の不動産価格の再度の下落傾向に乗じ、再びバーゲンハントの意欲が世界的に高まることが予想される。

同不動産投資会社はじめ中国、中東SWFが久々に来日予定、SWFは不動産以外にも新興ハイテク企業、環境保全、代替エネルギー関連リーダー企業を訪問予定

同社によると同不動産会社はアジア投資部門のトップが9月初旬にも来日し、政府関係者、財務省、国土交通省と情報交換を行うとみられるが、4月以降来日していなかったサウジアラビア、クウェートなどの中東勢もラマダン明けの9月末から10月にかけて来日、日本の大手シンクタンクの組んだ新興テクノロジー企業の訪問を行うほか、地方の不動産情勢を見て回る予定（中東SWF日本担当者）。新華社通信社香港支局幹部によると中国SWFはすでに8月以降、日本に複数の株式運用担当者が訪れ10月には最高幹部が訪日、企業訪問を行う可能性が強いとのこと。訪問先企業には、中東のSWF同様に環境、代替資源、農業関連のリーディング企業が挙げられており、SWFが依然エネルギー、環境保全を不動の長期テーマと掲げ、また日本企業の長所と認識していることが窺われる。

株式市場ではバリュートラップへの慎重姿勢目立つが、プライベートエクイティや不動産では再びバーゲンハンターが稼働開始

日本は株式市場においては、1-3月にはバリューストック投資が高いリターンを挙げ世界の投資家の注目を集めたものの、4月以降はディープバリューストックへの投資が成功しない時期（バリュートラップ状態）が続いたため、長期の底値を狙ういわゆる米国東海岸型トラディショナル・バーゲンハンターの資金が入らず、日本株式市場は記録的な薄商いに喘いでいる。しかし、一方で、将来性の高いハイテク企業へのプライベートエクイティ投資や、採算性が見通しが立つ都市大型地域開発プロジェクト、割安ハイクオリティの環境保全関連、代替エネルギー関連企業にはSWFをベースとした超長期資金がほぼ1年振り（環境保全はコンスタントに資金が入っているが）に再び入り始めており、こちらのバーゲンハントはこれまでの高い実績を背景に10月以降、拡大傾向に入ることが期待される。

ては生き返ってくる可能性が高いと思うが、ただ、今のところ、圧倒的に彼らが手を挙げているのは都心の商業コンプレックスだけ。あとヘッジとして1割ぐらいは必ずREITを買うので、商業REITはある日、500億円ぐらいわっと買われる場面が出てくる。

それは2008年10月から12月にかけての一時的なブームで、ヘッジとして買うので、そこへ日本の投資家の反対売買でREITがまた売られてしまえば、元も子もない。そういう動きが少し起こるかもしれないが、同時に彼らがついたことは、ロングタームの底値だということと言えるので、評価していいと思う。

3週間で1兆円というのは、今、株式投信では不可能だ。株式投信に1兆円を積もうと思ったら半年かかる。それがたった3週間で1兆円、不動産投資に資金が行ったという点からも、ここはかなり底入れを期待したロングタームの、我々はマーケットセービヤーと呼んでいるが、守護神がこっちを向いているという気がする。ヘッジファンド、ソブリン・ウェルスは絶えず株もいいが、不動産とか何かないかなと株以外の日本の資産を探し続けるという中で、今非常に株が買いにくくなっている。それでもって現金化が急がれている。

現金化しても1銭も出ないので、まだ不動産を買った方がましだといってくる可能性は、この一、二カ月で出てきた。リーマンがつぶれる1カ月ぐらい前からそういう気配が出始めた。日本にオフィスがなかったオクジフがアークヒルズの半分のフロアを借りたのは、明らかに大きな意思表示である。

彼らは株もいいが、ほかの不動産の情報も期待している。例えばリップルウッドやサーベラスなどのロングタームの投資家や運用会社はもちろんだが、シタデルのような質の高いところが6年ぶりに日本オフィスを再開した。6年前に一回シタデルは撤退したのに、今年3月に戻ってきている。六本木ミッドタウンの600人入るワンフロア借りている。彼らはそれぐらい日本シフトを考えていて、今は三洋電機のようなディストレスの株を買っているが、不動産チームをつくらうとしている。今、色々なところに人材の引き抜きを要請していることから、その動きは数年先を見た上で、これから何年間か悪いのがわかった上で動こうとしている。

(7) 質疑応答

●吉田委員 今、海外の投資家が5年、10年というタームで日本の不動産への投資を検討し始めているという話は、非常にうれしいニュースだが、どういった市場の先行きの部分に着目をして、そういうポジティブな見方をしているのかをもう少し教えてほしい。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） 日本の不動産市況を単独で見た場合に

は、彼らはまだ数年間厳しいという見方をしている。彼らはもともとコンドミニアムには興味はないというものの、コンドミニアムの在庫状況の拡大とか、地価がピークを打った後、下落し始めている加速度がかかってきている状態なので、日本はこれからマグニチュードが一番でかい大きな下落につながってくると考えている。ただ、先行指標としての米国の地価の下落に対する見方が、少しよくなってきているという気がする。

こんな状況でなぜと思われるが、国の議会が承認するかどうかは別としてRCCができ上がってくる。RCCに関しては外人投資家の評価はよ過ぎる。日本が1996年7月26日にRCCをつくった時、それから1年間、地価も株価も下落し続けた。それは反政府的な団体が居座り続けたり、個人の方の資金の収賄とか贈賄の問題があったことが原因。

それにもかかわらず、今回のRCCを一つの大きな変曲点として米国の地価の下落は、当初思われていた来年も再来年もどんどん下がり続ける状態から、来年の後半にはプラスになるかもしれないという期待も出てきた。全体平均ではプラスになるかもしれないという見方に変わってきたということが一つあると思われる。ジョーンズ・ラング・ラサールがそういう見方を出している。ジョーンズ・ラング・ラサールは自分たちの影響力をよく知っているので、ウォールストリートジャーナルのインタビューで常に答えるし、ダウジョーンズの記者にも前向きな答えをする。

来年の5月、7月ぐらいまではまだマイナスが続くが、そのマイナスの桁が2桁の状態から、1桁の前半の方に戻ってくるとすれば、来年の末、再来年あたりから米国の不動産がセレクトタイプに買えるものが出てくると考えられる。例えばニューヨーク、今だったらダラス、デンバーとかは既に地価の下落がとまっている。また、シャルロットという黒人地区なのにほとんど下がっていなかったところがある。そういうところはいち早く戻る。そういう地域については買い手がついてくると思う。

ニューヨークの地価の下落率が6月分で少しよくなった、高級物件が少し下落率がよくなったというのが出てきたが、その背景には中南米投資家とそれからロシア投資家を買ったということで、両方とも石油及びトウモロコシ、穀物成金が、お金があり余っているので買いに来たようだ。

ニューヨークのセントラルパークを見おろすコの字型の部分のところを買い占めていくわけだが、ここをばさっと買いに行くのはソブリン・ウエルス・ファンドと言っているが、中南米も今ソブリン・ウエルス・ファンドの設立を検討中で、日本より早いのが言われているが、いずれにしてもソブリンが買っていると考えていい。結局、出てくるのはソブリンになるが、

そのインディケーターは米国であるという可能性が高い。

●山崎委員 別の研究会で日本のヘッジファンドともう少し歴史のある海外のヘッジファンドとは、手法が随分違うという話を聞いた。例えば、村上ファンドだとかはプリミティブ、稚拙だという評価を聞いたことがあるがどうか。

●宮島教授（ビジネス・ブレークスルー大学院大学） 例えば修道院トラストなどもアクティビストだが、結局はヘッジファンド扱いで、名前の問題があるとイギリス政府から文句を言われたとか、中東トラストも絶えず文句をつけられていて、アクティビストファンドで一流というのは少ない。逆にアクティビストファンドディストレスもやっているというのだったらシタデル、アトランティックインベストだとか、たくさんあるが、アクティビストファンドだけをやっているところは、総会屋と変わらないというのが我々の認識。

ヘッジファンドは、まずクオンツを使って銘柄を選ぶとか、安定感を出すために、空母みたいにバーストタンクで水をバランスするような能力がある組織で動くというのが米国のヘッジファンドである。例えば世界で一番大きいオランダの年金A B Pは20%ヘッジファンドを持っている。それは空母ニミッツだから持っている。それに、例えば野村証券のクオンツシステムは日本で一番だが、元はチューダーファンドのクオンツシステムを勉強して帰った人が野村証券でクオンツシステムをつくっている。ヘッジファンドのクオンツチームは、一番現実的にもうける力を持っていると思う。

●山崎委員 日本の政策当局者の発言や航空のインフラについての買収をとめたりする行動に対し、外国のヘッジファンドを含めた色々な投資家が手を引いたというのは、全くそのとおりでと思う。日本経済に対して、ただでさえ希望がない状況で、外国からせっかく買ってくれる人たちをまだだめだと言うのは、非常に大きなインパクトがあると思う。

開かれた国を目指すと言いながら、とんでもないことをやっているわけで、スタンスは麻生さんになっても別に変わらないのに、それが原因でシュリンクした投資家たちが来年になると帰ってくるのはなぜか。

●宮島教授（ビジネス・ブレークスルー大学院大学） ソブリン・ウェルス・ファンドが今、もうじわじわと戻ってきていて彼ら自身は日本の不動産を買う。日本の企業買収については全く興味がない。彼らは5%ルールで買う、例えばソニーだって5%しか持っていない。コスモについては、昔から経営陣と仲がよかった。それから、福田さんがいろんな意味でも中東と仲よくて、オーケーしてくれたという意味で、中東は仲介者を使ってくる。例えば、ソニーの場合は出井さんが口をきいたから来た。それからコスモは、それこそ中山素平の時代からのつき

合いがあって来ている。

中東は、お金を持ってきて、これを全部あげますからみたいな感じで来て、あとはサイレントパートナーで。一切口を出さない。

サイレントパートナーとして、この会社がいいから、投資するというスタンス。

日本財務省は昔から企業買収について割とオープンだった。むしろ経済産業省の方が、すごくかたい。でも、50歳未満の人はオープンになってきている。

また海外投資家が期待しているのは、二階さんが経済産業省のトップになったこと。二階さんは外人投資家に非常に評価が高い。柔軟で前向きで、しかも海外の投資家の意見を理解ができる人間だということなので、二階さんは今回留任なので、ちょっとずつ窓は開かれているという認識をしている。

●吉田委員 海外の会社の中でヘッジファンド以外の年金基金などはどんな感じなのか。例えばイェールの大学の基金の不動産比率は4分の1とか、すごい比率だった。最近、それが変わっているかとか、日本の不動産への関心というのはどうなのか。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学）ハーバードの利回りがすごく下がったが、あれはいわゆるファーストティアのプライベートエクイティにかなり投資してやられた。また、AIGが破綻して不動産株が大幅に下落して、今ぼろぼろになっている。米国の大学年金が不動産に対して今出てくる力はない。彼ら自身が今相当傷口は大きいと思う。

でも、例えばサウジアラビアは今年初めてソブリン・ウェルス・ファンドのインセプションで、いきなり40兆、50兆を配っている。このうち日本を10兆円ぐらい買うと言っているの、不動産は今10兆円助けてくれれば、今年不良債権化する不動産は全部吸い上げる力がある。それぐらいの力が出てくるので、彼らが日本を見てくれているのは確かで、10月にチャンスがあつて、会えたら、日本はこう思っているということを国交省が言ってくれるのは、すごく大きい進歩につながると思う。

日本の政府がこう思っているのだったら、かけようかという余裕があるのがソブリンの力なので、ここはハーバード、イェールとかは今、その余裕が全然ない。本当はABP、カルパスなどもそういう余裕があるはずだが、ABPではスキャンダルがありで日本株チームは全部首になった。

カルパスの場合は3年に1回、CIOが首になるくらいで、すごく運用が厳しい。委員会自身がまとまっていないのが今のカルパスの怖いところで、マーケットセービヤーとしての最後のマーケットの救い手としての力は、今はないと考えた方がいいと思う。

●赤井委員 特にソブリン・ウェルス・ファンドが日本の株、株よりもさらに不動産というところに、これからポテンシャルを感じているとのことだが、そういった人たちが入ってこようとする時に、障害となるものがある。そういうものを取り除いていく努力をしていく、政府がメッセージを出す場合は意識とか意欲というものを示さなければいけないと思うが、例えばこういうハードルがあるので、それは外すかないしは外す努力か、何らかの方法を考えた方がいいと思われるものを教えてほしい。それとテクニカルな点になるが、図表6 下落幅の微分値が小さくなっていくというのは、どういうベースで下落幅が小さくなることと考えられるのか。これは将来のことなので、仮説という部分もあるが、教えてほしい。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） この先物の値段は全部現月別に出てくる。共通点は今年7月あたりから先物は全部上がり始めていること。これは、7月初め頃CaseShiller指数は落ち続けていた。あのあたりからFRB自身がまず強烈なインジェクションをして、サブプライムローンによる損失の部分を、まずは全般的にじゃぶじゃぶした形でもってカバーし始めたのがその近辺。7月は確か4月あたりが強烈に拡大した米国のFRBの緊急資金供給が200兆円か300兆円を足した時期。そこのマーケットが少しよくなってきた可能性が高いので、今だと来年の2月、5月、8月ぐらいの先物がわっと値段が上がっているが、実際に7月の現月が上がってきているので、多分マーケット自身が方向感を少し変えたという可能性が高いと思う。

●赤井委員 その中でいわゆるRTCがマーク・ツー・マチュリティーのような形でサブプライムの住宅ローンのようなものを取得していくような形で、ファイアセールしなくていい状況が出てくれば、市況が多少好転する速度が速くなっていく可能性もあるのか。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） 確かにサブプライムローン自身がどんどん償却されていく。償却されて来年また10兆円以上出てくるが、明らかに今年の償却の一番大きい部分は、ばさばさっと押さえたと思っていたのだろう。ただ、今でも例えばリーマン・ブラザーズがつぶれているのは、CDSマーケット自身の価格の下落が原因だという点では、サブプライムローンの、AAAのABX指数がずっと7月から戻り続けている。その意味でちょうど符合する。図表9にサブプライムローン担保型債権価格指数、ABX指数の動きを示したが、まさに上述した7月からずっと上昇基調になっている。

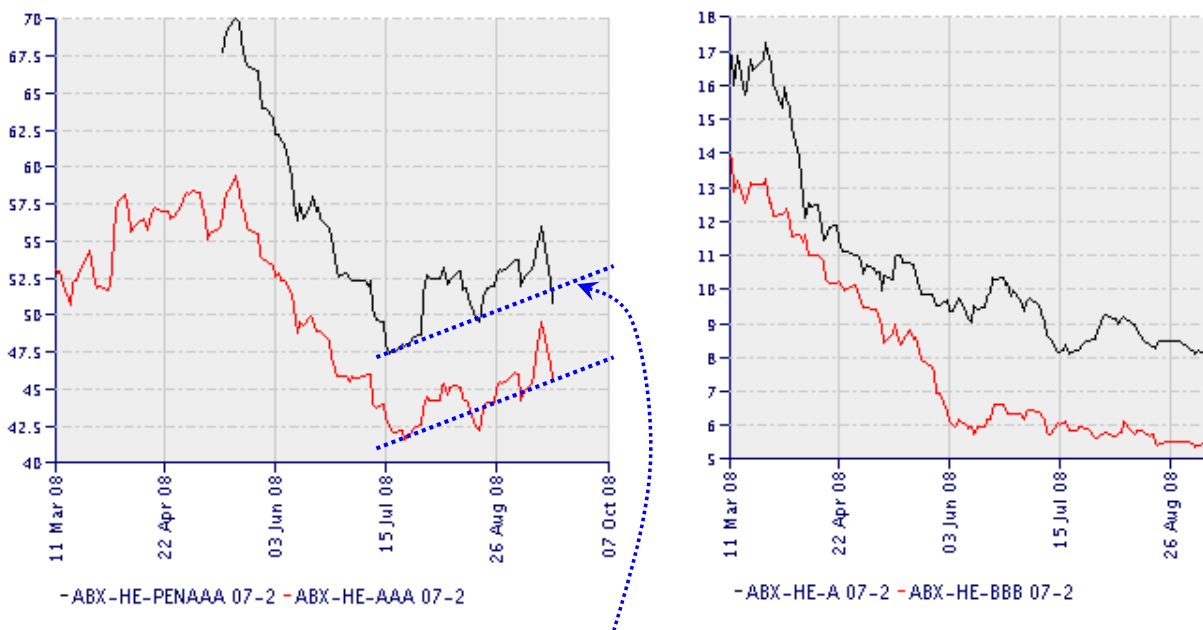
それでリーマンがつぶれようが、AIGが破綻ぎりぎりまでいこうが、それからメリルリンチが買収されようが、このトレンドは変わっていない。これは下に振っているが、直近ではぼんと上がっている。サブプライム問題でAAAも何もないと思うが、比較的格付の高いサブプ

ライムローンの中では、買い手が出てきていると思う。そこで実は微分したら、トレンドが変わっていたということは考えられると思う。破綻というのは大体タイムラグがあって出てくる。だから、リーマン・ブラザーズの破綻も本当はもっと早く起こったのかもしれない。それが破綻という形でもってラガードエフェクトで出てきている部分が、本当は7月に変曲点を打っていたという可能性もある。

ただ、先ほどのバーナンキ議長の話のように、ウエルスエフェクト、逆産効果が出てくるか

(図表9) サブプライムローン担保型債券価格指数 (ABX指数) の推移

サブプライムローン担保型債券価格指数 (ABX指数) の推移



リーマン・ショックで再び大きく下落したものの、7月以降の改善のトレンド・ラインを割り込んでおらず、サブプライムローン問題からの脱却傾向がじりじりと侵食するトレンドに大きな方向転換は見られない

どうか、まだ微妙である。やっと2カ月間、どん底を売っていて、これでまた9月のリーマンショックでもって、ばんとまた高級物件が売られたら、9月は高級物件は下げる。その場合、すべてのシナリオがまた揺れるので、まだ、このリバーサルがずっと続くかどうかは微妙である。ただ、明らかにABX指数は7月にボトムを打っている。そこから地価の見方も変わったと考えていいと思う。

- 赤井委員 ソブリン・ウエルス・ファンドが不動産を買うに当たっての条件は。
- 宮島教授 (ビジネス・ブレイクスルー大学院大学) テクニカルに例えばREITを買う時

に、色々な意味での障害があると中東投資家は言っていた。不動産を買うことについては、中東投資家自身は買わないで監査法人が買いに来るので、アーサー・アンド・ヤング監査法人の運用会社が中東投資家の代理をしている。そこが基本的には三井不動産とか三菱地所に話を持ってきているので、その中では彼らは、バミューダカルクセンブルクを使ってオフショアから不動産を買いに来るので日本で大きな障害はなかったはずだが、あるとすればその点だ。

●赤井委員 土地を買う場合は障害があるが、デッドの資金を入れようとする、国内での税法上の適格機関投資家の制度を通らないと資金が出せない。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） 今回、デッドを買うためにジョーンズ・ラング・ラサールがトラブっている。2,500億円は日本のデッドを買うが、日本からしても一番デッドを買ってほしい。1年間に10兆円ぐらい出ていくわけだが、その1兆でも2兆でも今の調子だったらサウジとUAEとC I CとG I Cで吸収できる。このファンドはジョーンズ・ラング・ラサールがやっているだけなので、あとは直接談判というのも幾らでもある。その時に、今回、デッドを買いに来ているので、それが改善できたら大きくブレイクスルーになる可能性は高いと思う。今回、ラサールは適格投資家の件をわかった上で、日本のデッドを買おうとしているので、何か風穴があくと思う。

●赤井委員 申請できるようになったのですよ。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） そうなのですか。

●赤井委員 ところが、通年ではなく年4カ月しか届け出が受理できない。前は2カ月だったのが4カ月で倍になった1月と4月と7月と10月になった。

●宮島教授（ビジネス・ブレイクスルー大学院大学） その10月に買いに来るので、その時に参入が必要だから日本へ来る。というふうに考えるとつじつまが合っている。C I Cは唯一、財政黒字をソブリン・ウェルス・ファンドに持ってきている国だ。あとは全部オイル。そういう意味では、財政黒字を持ってきてくれる方が日本の財務省もありがたいと思っているし、それからオイルの変動の影響を受けない。ただ、85ドルを割って50ドルを割ったって、中東投資家の今の原油のコストは5ドル。1バレル当たり5ドルなので、そういう点では50ドルを割ったから日本の不動産を売って逃げるということは、彼らはまずないと思う。売るとしたら、5ドルまで原油価格が下がった時に彼らは売るが、そうでない限りはずっと寝かしておく。不動産も長期で持って忘れるぐらいにゆっくりと買いに来ると見ておいていい。10月はちょうど符合するので、信頼性が高いと思う。

17) 日本の不動産投資環境の現状と不稼働不動産の活性化

モルガン・スタンレー・キャピタル(株)

フレッド・シュミット

(1) はじめに

本日は不動産のマーケット状況について報告するが、結論を先に言うと最近起きた色々なインベストメントバンクを含めたマーケットの動きは、今、現役でやっている方々は誰もこういう状況を経験していないのが事実だと思う。

米国でこういうことが起きたのは1929年、大恐慌の時以来で、基本的にはインベストメントバンクのビジネスモデルが転換期をむかえたという結論になると思うが、それによって資金調達が非常に厳しくなっており、不動産はかなり影響されるのは間違いない。

問題はどれだけ影響されるかだが、これから金利の市場を含めて、色々不動産取引事例の中で明らかになってくると思うが、今は取引が基本的には起こりにくい状況にある。いわゆるディストレストセラー、資金繰りが全くつかない売り手が銀行指導の中で不動産資産を売却するという状況になれば、そこで初めてマーケットのクリアリングプライス(不動産の底値)が形成されることになる。

金融関係者がR T C 2と言っている、約70兆円の公的資金の導入が、今、検討されている。R T C 1は1990年、91年から米国のセービング・イン・アローン、地銀が大体1万1,000行破綻して、その資産を全部国がつくった組織R T C、日本だとR C Cだが、そこで全部資産を買い取ってマーケットで売却した。その時は最初に25兆円ということだったが、結局は30兆円ぐらいで処理した。今回は5倍なので70兆円で足りるかどうかが問題である。そのため、議会ではかなりの議論がされていて、何かしらの形でR T C 2ができると思うが、色々なハードルがまだあると思う。その間、マーケットが更に悪化していくという状況が続いている。

(2) 不動産に対する投資期待利回り

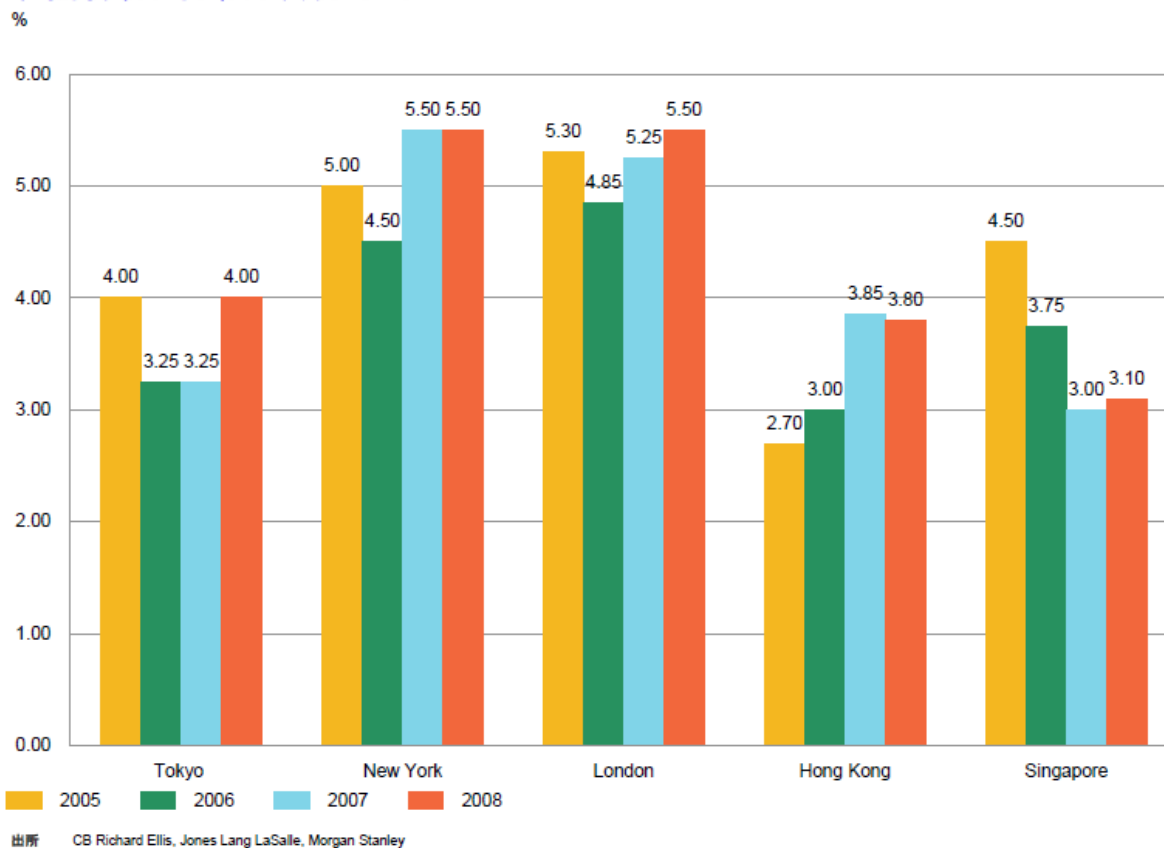
図表1に不動産の基本のバリュエーション、評価の見方としてキャップレートを示した。これを見ると、不動産のファンダメンタルはまだ強いことがわかる。東京、ニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポールを見ても、キャップレートが大幅に上がってはいない。

東京は4%だが、取引事例が減少しているということで3.5~4.5%ぐらいの間で取引されていると思われるが、基本的にはファンダメンタルの状況はしっかりしている。これは賃料が

(図表 1) 不動産に対する投資期待利回りの推移

(世界主要国におけるクラスAオフィスのキャップ・レート)

平均的なクラスAオフィスのキャップ・レート



極端にまだ下がっていないことを意味している。賃料が今後下がると、不動産に対するリスクが上がるので、キャップレートが調整される。現状ではこれがまだ起きていない。

経済が悪くなることによって、不況が続くと賃料が影響される。今、投資家の立場から見て一番心配しているのは、リーマンが破綻して、メリル及び、ベアー・スターンズが吸収されて、賃料負担能力の高い金融サービス業界において今後、リストラが続く中、借りるオフィスの面積も減って需要が減ること。その結果、賃料が下がる。この流れがいつ出てくるかはわからないが、右肩上がりでないことは間違いないと思う。

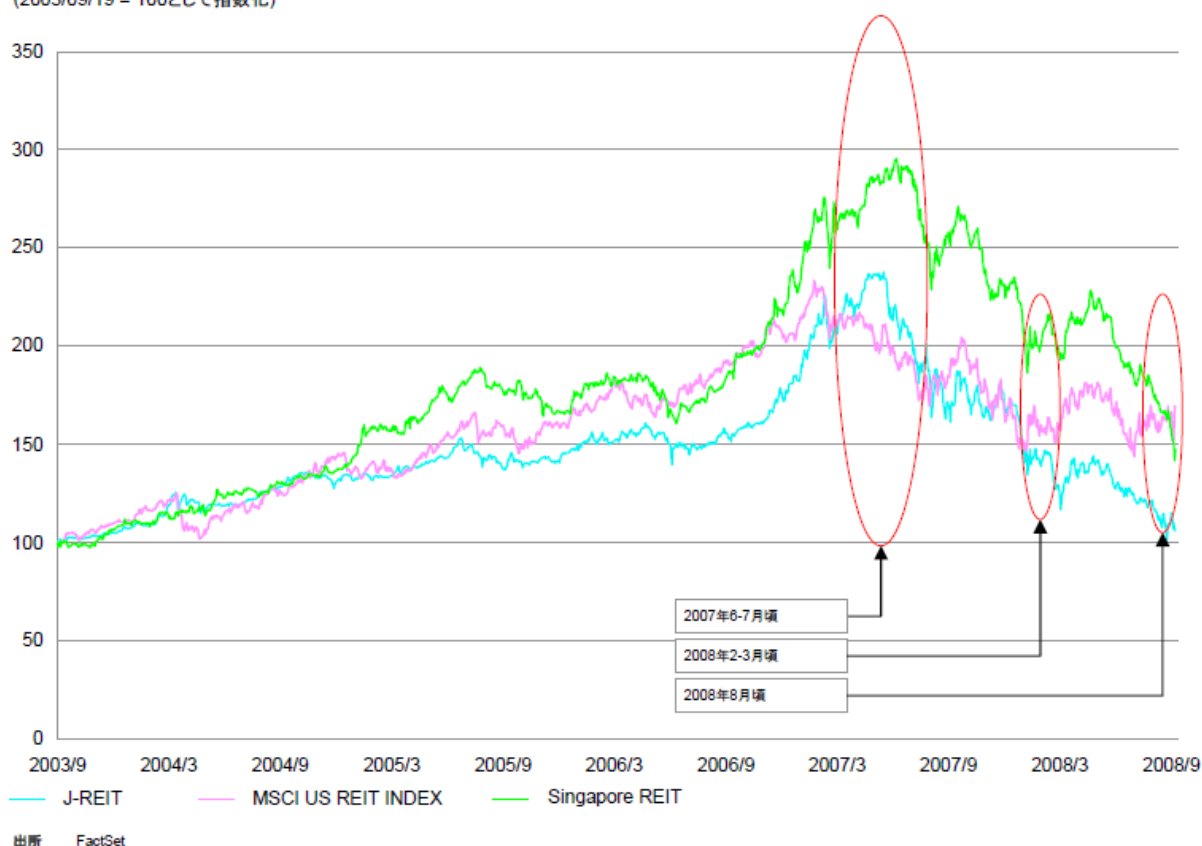
(3) 世界主要国のREIT市場の動向

図表2は、J-REITと海外のREITのインデックス・チャートだが、かなり売りが入っていると言える。日本は特に売りが入っているが、これは日本の場合、個人が少ないことが影響していると思う。機関投資家はもう売りに入っているので、かなり今は割安である。

(図表 2) 世界主要国のREIT市場の動向 (過去5年間)

REIT指数

(2003/09/19 = 100として指数化)



今後は、過去8年間で急速に成長した日本の新興ディベロッパーや不動産会社がどのような形でリストラされていくかが、J-REITの市場に対する影響としてかなり大きいと思われる。

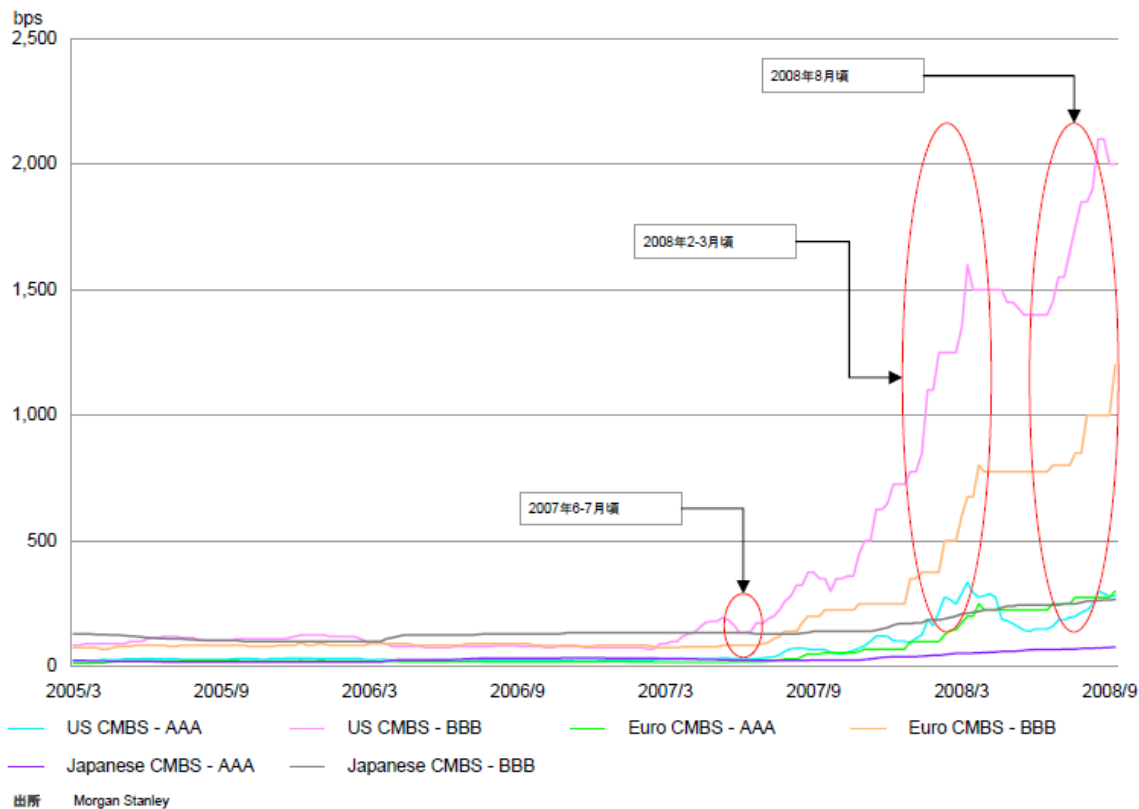
米国も色々なREIT市場のボラティリティーはあると思うが、基本的には米国も調整の時期に入る。弱いスポンサーが破綻して、強いところが生き残る。それがマーケットキャップとして残るといった過去の歴史があるので、日本も同じような形で強いスポンサー（財務系、スポンサー等）が残って、弱いスポンサーのJ-REITが調整されると思う。

(4) 金利の推移

図表3はCMBS、ローンのスプレッド。CMBSのマーケットは今存在しないのが、AAAのシニアのスプレッドとBBBのインベストメントブレードのスプレッド、これが大体今だったら70~75%ぐらいのレバレッジになると思うが、ここを見ると、米国のAAAのスプレッドは2007年は80ベーシスポイント、1%ぐらいだったが、それが2008年3月になると4%以上のシニアの50~60%ぐらいの掛け目(LTV)の金利が相当上がっている。このぐらい金

(図表3) 金利の推移 1 (過去3年間)

日本と米国におけるCMBS スプレッド

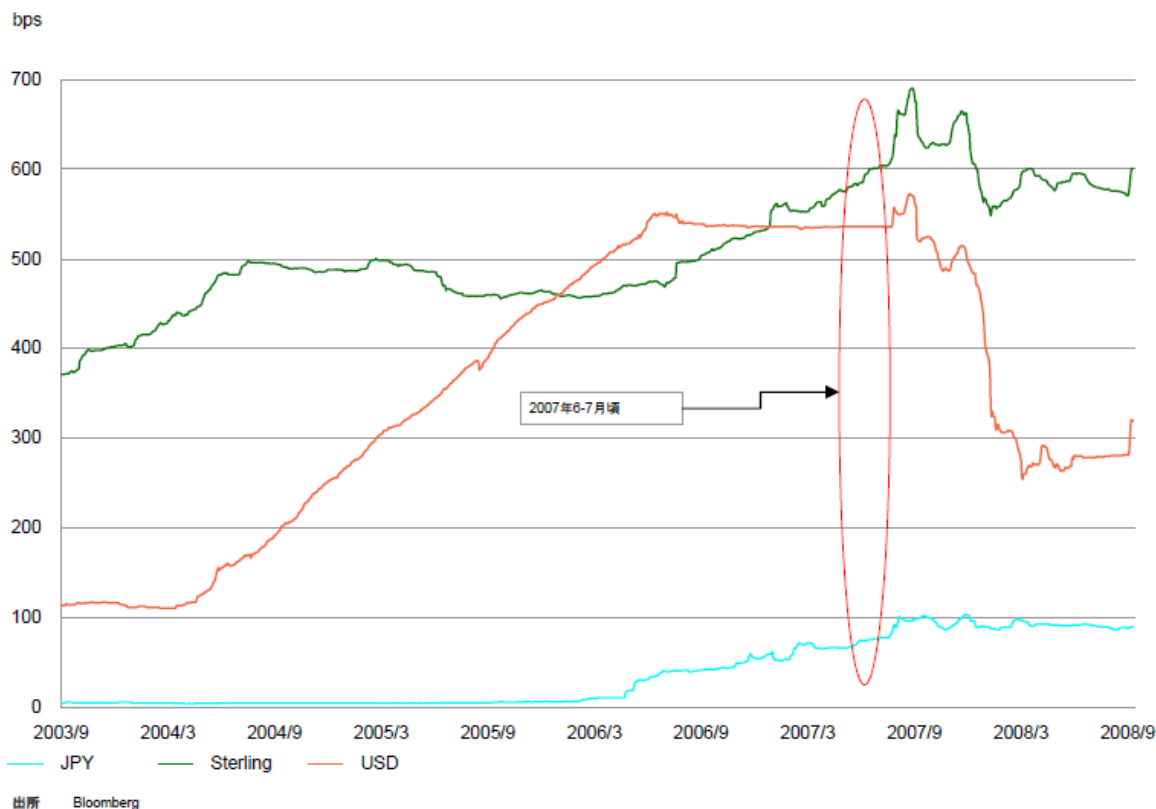


利が上がると、不動産のリファイナンスで、短期で借入れをして長期の不動産、長期資産のものを買うのは投資家としては相当厳しい状況になる。

もっとひどいのはBBB、60~75%の借入れの掛け目のところのスプレッドだが、これを見ると米国のスプレッドは2,000ベーシスポイント、つまり20%になっており、ここまでスプレッドが拡大してしまうと、借入れを通して不動産投資をするという市場ではない。つまり取引事例が極端に少ない、もしくは不動産の流動性が低い状態。今、我々も1件、メザニンというBBBの融資の案件を検討している。マンハッタンで一番いい場所の75%ぐらい契約済み的高级マンションだが、ディベロッパーがリファイナンスに苦しんで資金調達ができない。まさにこのBBBの60~75%の間の借入れの分の融資の話だが、それが今20%以上の利回りでも金利でも、誰も融資するところはない状況。非常に厳しいマーケットに今はなっている。まさに不動産が動かないという状況。不動産が動かないと価格がどんどん下がり、流動性が無いという状況になる。

(図表4) 金利の推移2 (過去5年間)

3ヵ月物LIBOR



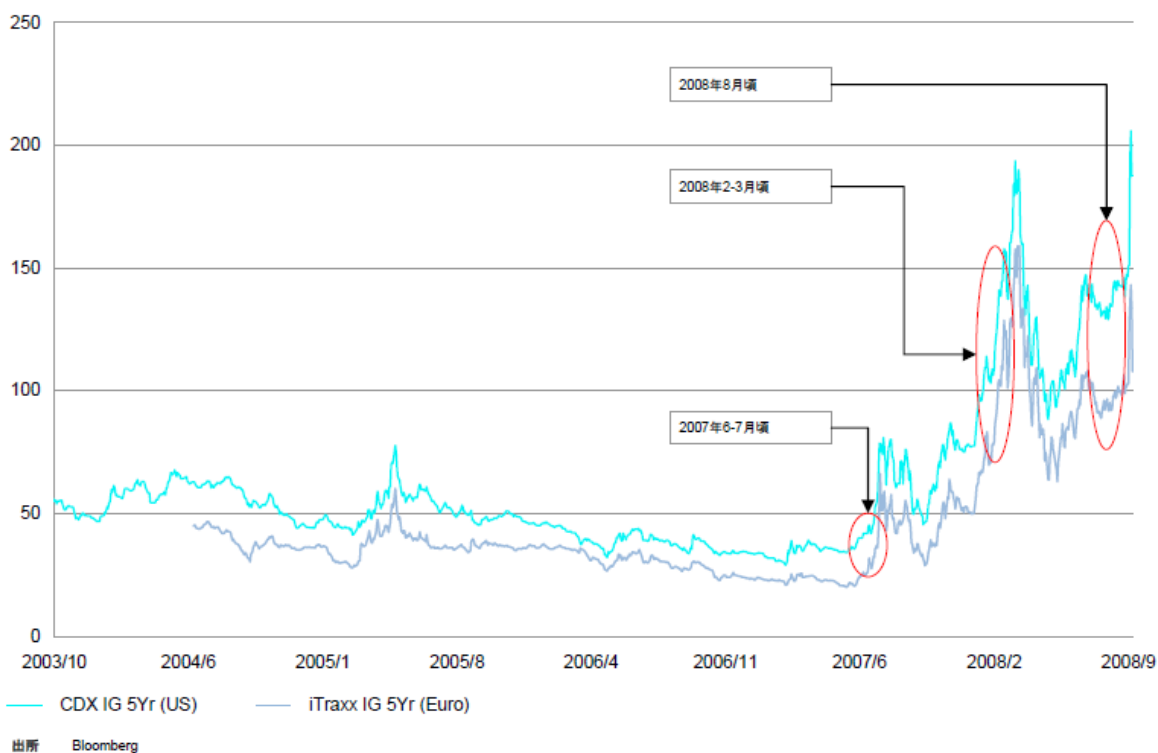
図表4はLIBORだが、図表3がスプレッドで、これがベースレート、基本の金利になる。銀行がマーケットから調達する借り入れ金利のレートだが、これを見ると、2007年の後半には急速にUSのLIBORも上がっているし、FRBが金利を下げたので、若干下がったが、ベースレートが下がっても、まだこのスプレッドはどんどん上がっているという状況。今、米国は2%だが、それ以上、どこまでベースレートを下げられるのか、下げてもまだスプレッドがこのように拡大してしまっている状況なので、非常に厳しい環境が続いている。

(5) クレジット・デフォルト・スワップ指数の推移

図表5はクレジット・デフォルト・スワップというCDSのインデックスだが、基本的にはコーポレートローン、バランスシートに対しての融資に補償をかける金利のコスト。このスプレッドが今かなり上がっている。これは会社別に全然違うが、モルガン・スタンレーとかゴールドマンサックスが市場でお金を集めて、それをまた新たにヘッジファンドに短期で貸して、そのさや抜きというのがインベストメントバンクの商売だが、その借り手はモルガン・スタ

(図表5) クレジット・デフォルト・スワップ指数の推移 (過去5年間)

米国と欧州におけるクレジット・デフォルト・スワップ指数
CDX / iTraxx



ンレーのCDSのクレジット・デフォルト・スワップの金利を見る。

200ベースポイント、2%ぐらいだったら、まだどうにかなるが、モルガン・スタンレーの株価が急速に下がった。三菱UFJに増資をお願いした理由は、モルガン・スタンレーのCDSの金利のレート、我々の借入れを補償するためのコストが1,000ベースポイント以上、10%以上になったためだ。1,000ベースポイント以上に上がって、ゴールドマンが700ベースポイントぐらいになって、市場からお金が借りられない。10%で借りて、金融商品をつくって市場に売り出しても、誰もそのさやが抜けないということになったら、インベストメントバンクは存在できないことになる。

その結果、モルガン・スタンレーとゴールドマンサックスは銀行持ち株会社になった。これにより、今後は直接FRBから融資を受けられる。つまり、米国のディカウントレート、日本でいう公定歩合のレートで借りられることになる。

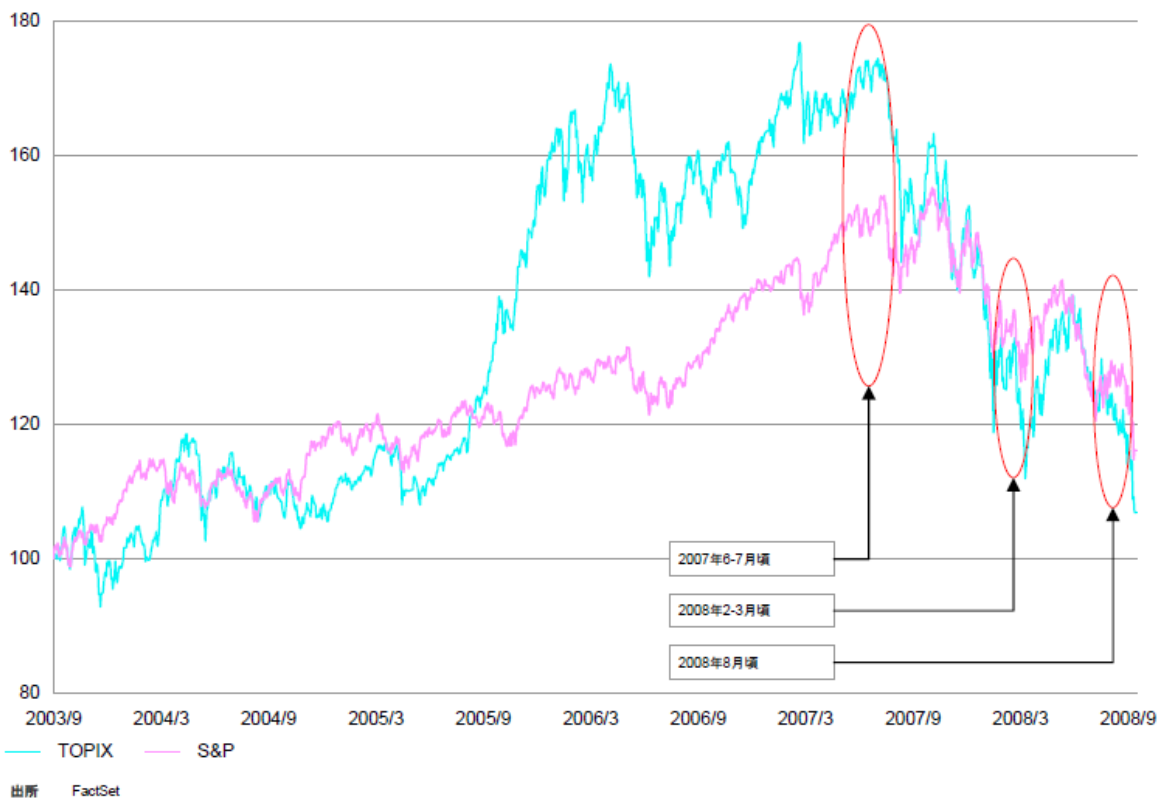
一方で、今後はFRBによる規制を課せられることになるため、利益率が下がる可能性がある。本来のインベストメントバンキングのビジネスモデルは、大きな転換点をむかえることに

(6) 株式市場の動向

(図表6) 株式市場の動向 (過去5年間)

TOPIX / S&P

(2003/09/19 = 100 として指数化)



なった。つまり、市場で短期で借り入れて、加工して金融商品を販売するというビジネスモデルは難しくなっており、この業界がこれから調整の時期に入っていくと思う。

図表6はTOPIX、S&Pの動向を示している。これは10~15%ぐらいピークから下がっていると思うが、不況の時は大体30%以上は下がる傾向がある。S&Pが1,000を切ってもおかしくないと言っていると思う。米国のサブプライムその他の不良債権は、今140~150兆円ぐらいで、そのうち大体40兆円強は償却している。まだ米国での金融危機は今後も続くと考えられるため、不動産マーケットもまだ底を打っておらず、非常に厳しい環境がまだ続くと思われる。

上述したように、70兆円の公的資金のRTC2については、インベストメントバンクの場合は既にかなり不良資産の償却を完了している。1ドルの資産に対して約50%の引き当てをしているので、不良資産としてRTC2の70兆円のファンドに非常に移しやすい。もう損を

出しているので、新たな赤字を出すことはないと思われる。

ただ、米国の銀行は1ドル100円に対してまだ20%、下手したら10%ぐらいしかの引き当てがないので、幾ら70兆円のR T C 2のファンドをつくって、そこに資産を移したとしても、40%の償却を実際に地銀ができるかどうかという問題があると思う。そのため、どんどん米国のいわゆる地銀が破綻する可能性がこれから出てくる。当然、雇用に影響し、雇用に影響すると全体的なマクロ経済のエンジンが、消費で経済が回って米国の消費がどんどん悪化していく可能性も十分考えられる。

それを全部考えると、不動産は買わない、家のローンも返せない。そういう負のスパイラルが起きる可能性もある。急速に何か国が手を打たなければいけない。スピード感の問題だと思うが、ある意味、日本のバブルの崩壊と全く同じ状況に米国は今置かれているということだと思う。日本のバブルは大体100兆円だったが、米国の場合はそれをはるかに上回る。今、140~150兆円と言っているが、本当にどこまで不動産の資産の価値が悪化しているかが見えないのが一番大きくて、今、市場は色々なチャートを見るとわかるように悲観的に見ている。市場はインベストメントバンクの業務が嫌いだ、このビジネスモデルはやめてくれということで、我々が決めたわけじゃなく、市場が決めたと言える。

(7) 質疑応答

●細野委員 図表6のREITの価格指数のグラフを見ると、直近のところは余り下がっていないように思えるが、その背景について説明してほしい。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 図表1で説明したように、賃料が下がっていないし、ファンダメンタルは悪くない。金融危機、流動性の危機ではファンダメンタルは悪くならない。日本でも2005年、2006年ぐらいからAクラスのオフィス賃料は大体20%上がっているが、それは続かないと思う。今後2~3年はせいぜい5%程度の上昇になるだろう。供給と需要のファンダメンタルの問題だと思うが、米国の大都市のいいロケーションのオフィス、住居、これは賃料が非常に安定している。

今、例えばモルガン・スタンレーの不動産ファンドは、世界で大体10兆円の資産を運用しているが、各案件のリファイナンスのタイミングは、物件取得後4年程度であり、できるだけ長期のデット資金を活用して投資している。しかし、不動産の価格は絶対に下がらないと、日本のバブルの時と同じ考えを持っていた投資家が米国に大勢いた。彼らは不動産は絶対下がらないと考えて短期で借りた。つまり、1年、2年でローンを借りて、どうせまた不動産の価値

が上がる。その時は買い換えかえれば良いと考えていた。

そのリファイナンスの時期は、米国であと1年か1年半程度で既存借入の弁済期日が到来するタイミングとなる。およそLTV80~90%程度の短期の借り入れで大きい不動産を買っていた。2年後には、100で買った不動産は140になっていると想定し、その時90%のローンを借り換えて十分資金繰りを手当てできるだろうと想定していた。ただ、2年後、140に不動産価値がなるためには、1年間に20%ぐらいの上昇率があることになるが、現段階では市場で100で売却しようとしても売れない。それは、絶対に今までのように90%の掛け目のローンがつかないからだ。

短期の借り入れで長期の資産を買った投資家が今後1~2年目で、リファイナンスできなくなる。リファイナンスできないと、債務者の方がローンを返すために物件の売却を行うことになる。もしくは銀行が債権回収のために担保不動産を強制競売にかけるということが起きてくる。そのようなレベルにまではまだ達していないのが今の状況だが、おそらく近い将来にそのような状況になるものと考えられる。

●前川座長 日本のバブルの時はキャップレートが2%ぐらいで、バブル崩壊過程で大体ファンダメンタルの賃料は3分の1ぐらいに下がっていて、ファンダメンタルの低下が確実に伴っていた。今のキャップレートを見ると、ニューヨークでも5%あるので、日本と同じようなファンダメンタルの部分の下落というのとは違うのか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 日本のバブル崩壊が起こった1991年時点では、不動産のファンダメンタルはそこまで悪化していなかった。しかし、銀行のクレジット・クランチにより、数年かけて徐々に状況が悪化していった。今も同じで、不動産のファンダメンタルは悪くないが、金融機関における流動性低下により、全体的なマクロ経済が徐々に悪くなって、最終的に不動産のファンダメンタルに影響してくる。日本の場合、オフィスや住宅の賃貸借契約は通常2年間で締結され、2年で更新するが、米国の場合は契約期間は通常10~15年程度の長期となる。

10年間の契約だとすると、そのうち5年程度は固定賃料で、その後2~3年おきに賃料改定が入る。このため、米国では契約更新までの時間が非常に長いので、処理が遅れてしまう可能性がある。

一般的に不動産は大きい買い物なので、購入時に100%手持ちの自己資金で買うという投資家はいない。必ず借り入れをする。借入額が2007年ぐらいはLTV80%ぐらいまで借りられたが、今はBBBのメザニンの部分のスプレッドが2,000ベーシスポイントぐらいで、そこま

で借りられない。LTV60%ぐらいまで抑えないと、不動産の投資の利回りが回らない。

このため、借り入れと自己資本を加重平均したコストが高くなってしまうため、不動産を購入する際のキャップレートが徐々に上がって、不動産の価格が下落する。足元の賃料は長期契約のため比較的下方修正のスピードが遅く、ファンダメンタルの調整に時間がかかると思うが、今のこの流動性がない金融危機の環境を考えると、不動産価格の下落は時間の問題だと思う。

●赤井委員 リファイナンスの話だが、米国の場合、CMB Sの過去数年間ぐらいを期間について見ると山が2つぐらいある。2年未満のところに1つの山があって、これはLIBORベースの変動で借りている人たちで、この人たちは来年ぐらいに困る可能性がある。逆に7年から8年ぐらいのところに3つ、4つ山があって、これは10年ぐらいの固定金利で借りている人たちで、今すぐリファイナンスする必要はない。ただ、それを証券化したCMB Sのスプレッドが広がってきているので、例えば長い調達をしようとする期間の短い資金を持った人が逃げてしまった結果、2,000ベースポイントの調達コストになってしまうから、実質、その蛇口が閉まった状況。

一番困るのは足元で短いファンディングをしていた人で、逃げ道がなくなっている。逆に長期のところは5年ぐらい先にやる。もともと10年ぐらいのファイナンスだったからという部分があると思うが、その間に市況が改善してくればいいが、問題は短期の人たちがトラブると、もう一つはサブプライムのモーゲージは30年とか35年だが、1年半とか2年ぐらいが低金利で、そこから上がる。結果的にここでリファイナンスをすることが前提とされている商品なので、この人たちはショートタームのファイナンスに依存しているようなもので、この人たちが担保不動産を売りに出るので、そのマーケットが崩れてくる。結局、そういうものを商っているファイナンシャルサービスの収益に影響が出てきて、リストラクチャリングが起こり、経済のファンダメンタルのオフィスの賃料や入居率に影響が出てくる。

そういうことをファンダメンタルに影響が出る前に何とかすれば、長いところで借りられた人は、場合によったら比較的かすり傷で済むかもしれないが、そこが今ポイントだということ。米国のその残高は70兆円だが、今の混乱が3、4年で済めば比較的ここに属する人はかすり傷ですむことになる。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 我々は世界最大級の不動産ファンドを運用しているわけだが、我々に限らず投資家の手元にはキャッシュが潤沢にある。逆に使い道がないキャッシュがいっぱいある。しかし、投資家は投資を手控える傾向がある。つまり、投資する時は相当価格が調整されて、これが底じゃないかという時にしかお金が流れない。そ

の時が来ない限り、どんどん価格が下がっていく。米国のことわざに“Cash is king”という表現があるが、まさに今がそういう状況だと思う。日本の銀行は欧米の金融機関と比べてバランスシートが非常に強く、日本の金融機関にとっては千載一遇のチャンスが到来していると言える。

●山崎委員 インベストメントバンクの能力はない。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 現段階ではリスクの高い投資を行う余力が低下している状況である。残念だが、ノウハウはあるが、お金を市場で調達して、それで利益を出すという従来の投資ビジネスモデルがうまく機能しなくなりつつある。ノウハウの蓄積もあり、色々な金融商品の開発、ファンドの運用、その他市場の動向を瞬時に把握する情報力はすごい。そのノウハウを得るために、日本の銀行も色々な米国のインベストメントバンクと色々な形で提携を今考えている。グローバルな拠点と組織があり、それが非常に魅力的だと思うが、市場で資金を調達して、加工して商品として儲けるという伝統的な投資銀行のビジネスモデルは機能不全になりつつある。

●前川座長 市況が変わっても、簡単にはインベストメントバンクは復活しない。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） インベストメントバンクが、今回の金融危機を乗り越えて復活するには、ある程度の時間がかかると思われる。一方で、ヘッジファンドやプライベート・エクイティーがあるが、こういうところもインベストメントバンクがいないと資金調達ができない。今はヘッジファンドとかプライベート・エクイティーが色々注目されており、新しいビジネスモデルだと言われているが、これらは全部インベストメントバンクから資金調達をして、ショートとロングの戦略で株式市場に資金を投資していた。現段階では資金調達できなくなっているのが現状。

また、70兆円の公的資金を米国が導入するとすれば、必ず規制がかかってくると思う。空売りのショートセリングの規制とか、色々なことが起きてきて、今までのヘッジファンドの利益率が保てるかもどうかはかなり疑問がある。新しい時代が始まったと我々は思っている。その中でインベストメントバンクは、色々な知恵とグローバルのネットワークと市場からの情報を使って、新しいビジネスを生み出していくと思う。ただし、間違いなく簡単に利益を稼げるビジネスモデルはなくなっていくと考えられる。今後はある程度の利益を出すためには、これまで異常に相当な努力と知恵とノウハウを使わないと、なかなか難しい時代になった。

●山崎委員 最初のR T C 1のS & Lの時は30兆円だったか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 大体そうだ。

●山崎委員 今度は150兆円ぐらいと言われている。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 正確な数字はわからないが、今、40～50兆円償却して、ポールソンが70兆円必要だということになると120兆円。それでおさまればいいと思うが、120～140兆円程度だと言われている。

●山崎委員 日本は90兆円ぐらいだったか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 100兆円ぐらい。

●山崎委員 100兆円ぐらいのオーダーだとすると、日本のキャピタルマーケットは余りオープンじゃない、かなりクローズなシステムだったが、そこで不良債権の処理をしなければいけなかった。GDP比で見たら米国のマーケットはもっとオープンだし、キャピタルマーケットにも色々なプレーヤーが参加している。そういうことから考えると、150兆円は大したことないとも思われる。日本の100兆円を償却していく方がずっと大変で、そんなにサブプライムの問題について、ペシミスティックになる必要はないというのが私の印象だった。どうしてこんなにみんなが流動性のクライシスに、ペシミスティックになってしまったのか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 最初、ベアー・スターンズが破綻して、その後大きなインパクトはリーマンだった。あとはRMS、ファニーメイとフレディマックが吸収されていったが、何と言っても最大のインパクトがあったのはAIGだと思う。AIGは実質国有化されているわけで、

8兆5,000万～9兆円ぐらいを国から借りている。それは8.5%のスプレッドで、上述したベースレートでいくと大体2%なので、9兆円に対して11.5%の金利を払っている。それを弁済するには、資産売却を行うしかない。

米国のGDPはいいし、国としては移民もどんどん入ってきて今3億人。これがあと15年～20年したら3億5,000万人。現在は金融危機の状態だが、米国経済の底力という意味では移民の制度があるため、消費と所得の上昇が中期的に見込まれる。

一方で、今後は社会的な問題、特にインフラの問題がどんどん起きてくる。道路とか橋とか飛行場とか古くなってきているのに、この金融危機に対して70兆円を使ったらインフラプロジェクトなどは後回しになる。そうすると社会的な問題が起きる。そういう国内での問題は今後、10年間抱えていくので、本当に150兆円の金融危機に対する問題だけで済むのかと思う。これをやることによって、米国で他の無視してきたインフラや社会的な問題、移民をどう上手くマネージしていくかという問題に対する資金の提供が遅れる。それがもっと大きいマクロ的な問題だと思う。

移民が増えることによって、不動産、住宅が売れるのでいいと思うが、やはり社会的な色々な影響が出てくる。

●吉田委員 グローバルな市場環境を理解しようとする時に、欧州や米国でも不動産市場で1、2年後にファイアセールも出てくるだろうという話があったが、欧州の方は今どうなのか。一説では金融機関も四半期決算になっていないし、欧州の国ではより先送りの対応の懸念もあるが、それと絡めて欧州の不動産市場が今後どういう見通しなのかということについては。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 欧州の一番大きい問題は成長率。経済的に成長していくための今後のドライバーは何かというと、余り答えが出ない。

ドイツとイギリスは別枠。イギリスは金融、ドイツは製造業が強い。中国が成長しているとは言うものの、中国の製品はドイツ製に比べると技術水準が全く違う。例えば、ドイツのシーメンスを見ると、油田開発のための掘削ドリルのテクノロジーは全部シーメンスだし、化学品も高度な技術に基いている。車もあるし、色々なテクノロジーがある。しかし、イギリスとドイツを除くと、ほかの国は成長という意味からいうと非常にわかりにくい。

また、ECB（欧州ユーロの中央銀行）の考え方が非常にわかりにくく、透明性がない。ユーロゾーンをどのように考えるかによるが、ECBの行動を見る限り、各国の文化と習慣と経済のニーズがあって、そこをうまく調節しきれていないように思われる。

今、我々が世界のグローバルファンドで世界中に投資しているが、ランキングからいうと、投資のリスクとリターンを考えると日本が1番。次が米国。その次は成長率がある中国。中国は12%から8%まで下がったといっても、8%といたらすごい成長率で、無視できない国だ。欧州は最後。欧州はまだこれから金融や経済の問題などが出てくると思う。成長のドライバーがどこにあるのかという問題や、ユーロとして本当に今ワークしているのかという問題があると思う。

●細野委員 120兆～140兆のうち、償却を既にされているのが40兆～50兆ぐらいということで、日本のバブル崩壊と比べると物すごいスピード感で、サブプライムの危機が起こって1年間で3分の1を償却したというのは、日本ではあり得なかったわけで、そういう意味ではインベストメントバンクが4割から5割程度、もう償却しているのは非常に速い対応だと思う。一方で米国の地方の銀行だとか小さな銀行だと、まだ1割、10%だとか、非常に償却が少ないとのことだが、米国でも地方レベルの銀行だと、先送りだとかあるいはかなり引き当てに関して、裁量的に過小に損失を計上するとか、そういった結果なのか、あるいは別の要因なのか、どうしてまだ地方の銀行、商業銀行は償却が少ないのか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） これは会計基準の問題。新しい会計基準が証券会社に導入された。投資家に対してのレポーティングを考えると、F A S B 156という新しい米国の会計基準、S O X、それに関連した会計基準が導入されたので、モルガン・スタンレーやゴールドマンサックスは、積極的に新しい会計基準に基づいて償却をしてきた。逆にリーマンやベア・スターンズがそこまでやったかはわからないが、個別の会社レベルでは問題があるのだと思う。また、今後はモルガン・スタンレーも銀行持株会社になったため、従来のSEC会計基準と異なるスタンダード課されるものとする。

銀行は中央銀行の管轄になっているが、インベストメントバンクは証券会社でSEC管轄。だから会計基準が違う。銀行では預金者保護を重視した会計基準になっており、投資家に対して金融商品を売っていくとか、そういう業務はできない。インベストメントバンクの場合、投資家保護の観点から会計基準が構築されている。

●細野委員 商業銀行の場合はマーク・ツー・マーケット(“mark to market”)というのがかなり遅れているということか。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 我々はクオーターでマーク・ツー・マーケットをやらざるを得ないという状況。例えば会計事務所がレビューして、これはだめだと言う場合、本当にそこで消却しなければいけないというようなルールになっている。投資家を守るという立場からSECは考えて、こういうような新しい体系の基準をつくった。モルガン・スタンレーは早急に厳しい会計基準を導入することを決定したが、他の証券会社では導入のタイミングが違っている。

●赤井委員 実際、グローバルにローンも含めてマーク・ツー・マーケットがかなり一個一個厳密に、大体東京のお昼ごろまでには東京、ニューヨーク、ロンドン、香港も全部含めたマーク・ツー・マーケットがコンソリデートされた形で出てきて、それも対外的にレポーティングというのは四半期でやるが、極端に言えばデイリーでもできる。今、実際にやっているが。

●シュミット社長（モルガン・スタンレー・キャピタル） 証券化商品はスクリーンで見れば値段が出ていて、デイリー・スクリーン・イン・プライスというのでマークするというのがあるが、我々みたいなプライベート・エクイティの不動産は、市場に価格が出ていないので、ブルームバーグにその値段が出ていないから、そういうところからもどんどん新しい会計基準で、四半期ごとにマーク・ツー・マーケットを義務化されたということだ。

不動産投資市場研究会 報告書

平成 20 年 11 月 完了

発注者：国土交通省 土地・水資源局 土地政策課

受注者：株式会社 日経リサーチ

〒101-0048 東京都千代田区神田司 2-2-7 パークサイド1ビル

Tel: 03-5296-5111
