

不動産投資市場の社会的意義： 「不動産と金融の融合」が果たしてきた役割とは何か？

2015年12月16日

株式会社野村総合研究所
コンサルティング事業本部
上級研究員、博士(経済学)

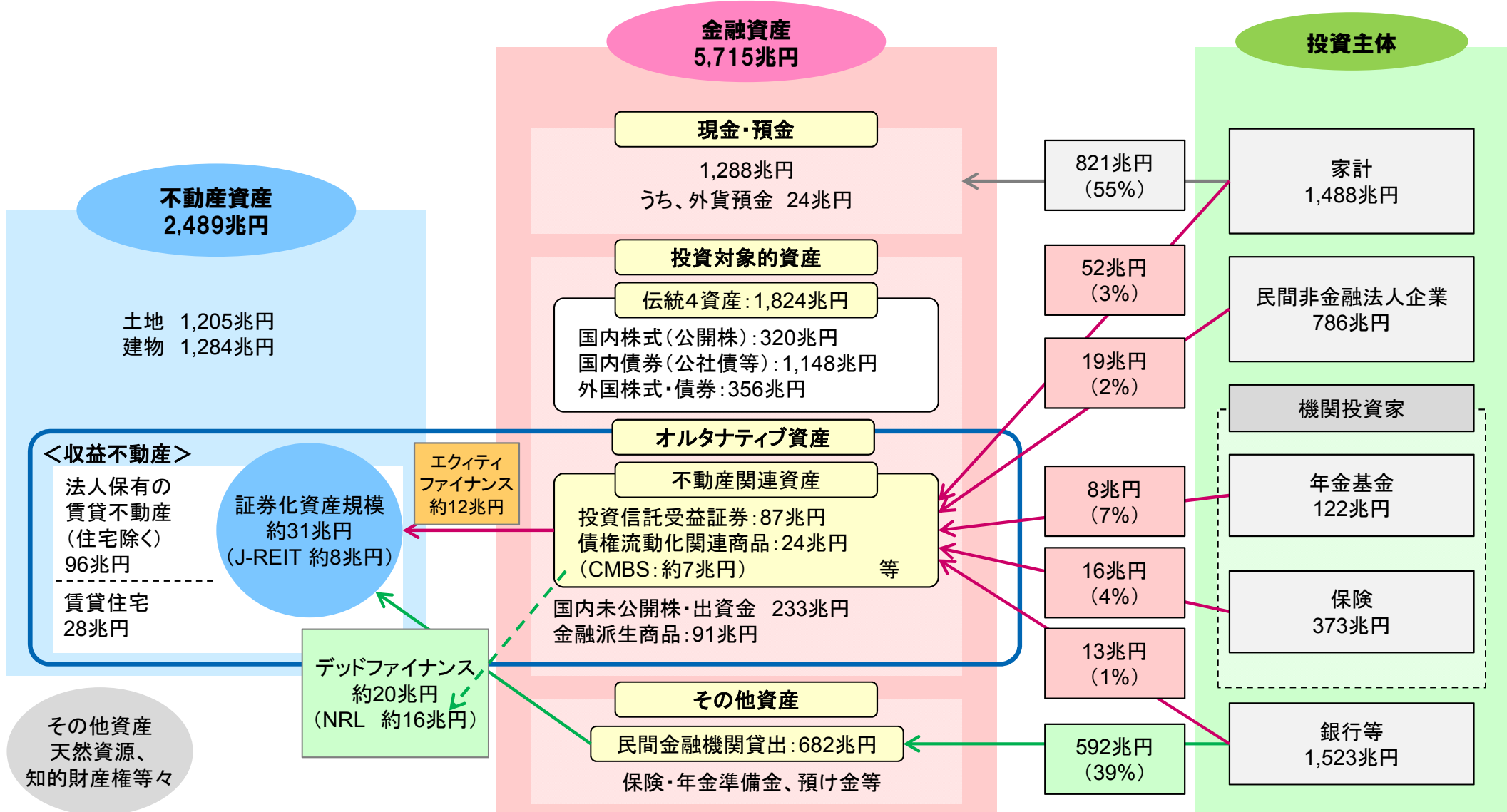
谷山 智彦

〒100-0005
東京都千代田区丸の内1-6-5 丸の内北口ビル

不動産投資市場が果たしてきた役割

一定の規模まで成長した日本の不動産投資市場

日本の不動産投資市場の全体像(2011年)



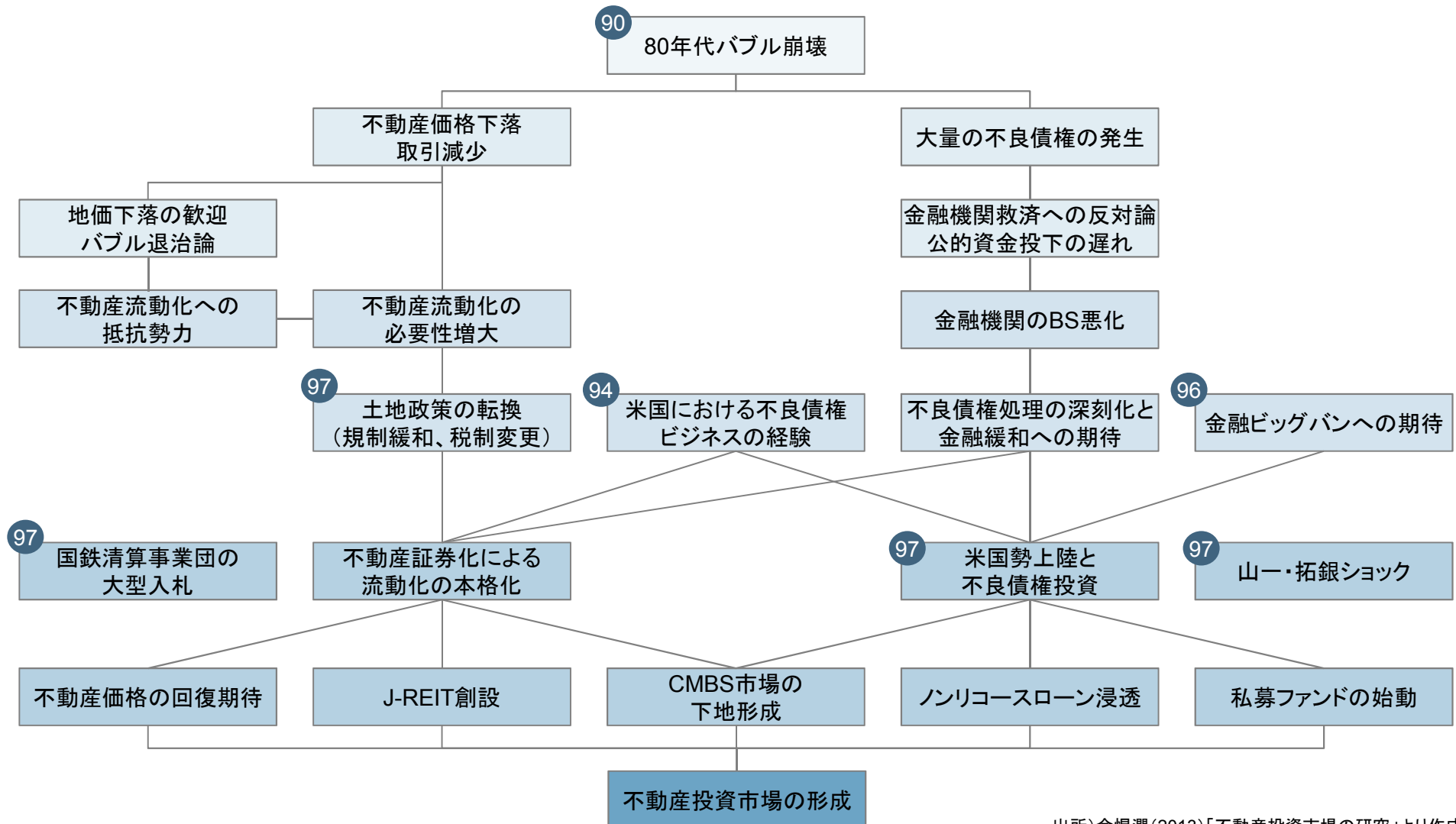
出所:国土交通省「平成23年版 土地白書」を参考に、以下の資料を用いて野村総合研究所作成。国土交通省「土地基本調査」「不動産証券化の実態調査」、内閣府「国民経済計算」、総務省「住宅・土地統計調査」、日本銀行「資金循環統計」「証券化市場の動向調査(2004年5月～2006年3月)」、信託協会「信託の受託概況」、住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」、不動産証券化協会「J-REIT市場の概況」、日本証券業協会「証券化市場の動向調査(2006年4月～2011年1月)」

不動産投資市場が果たしてきた役割

バブル崩壊から不動産投資市場の形成までの流れ

- 日本で「不動産投資市場」が形成された契機は、1980年代のバブル崩壊に遡る。

バブル崩壊以後の不動産投資市場の形成プロセス



不動産投資市場が果たしてきた役割

最大の資産市場である「不動産市場」と、国内外の「金融資本市場」を、適正に結び付ける場としての「不動産投資市場」

- 不動産投資市場は、従来の間接金融に強く依存していた不動産セクターに対して、資本市場への新たなアクセス手段を提供するだけでなく、投資家にとっても新たな投資対象となった。
- 同時に、不動産情報の整備、不動産ストックの再生・更新、新規ビジネスの創出にも一定の効果があった。

不動産投資の主なメリット

相対的に高く安定的なインカムリターン

分散投資効果(株式、債券と異なる価格推移)

賃料収入が物価に連動(インフレヘッジ効果)

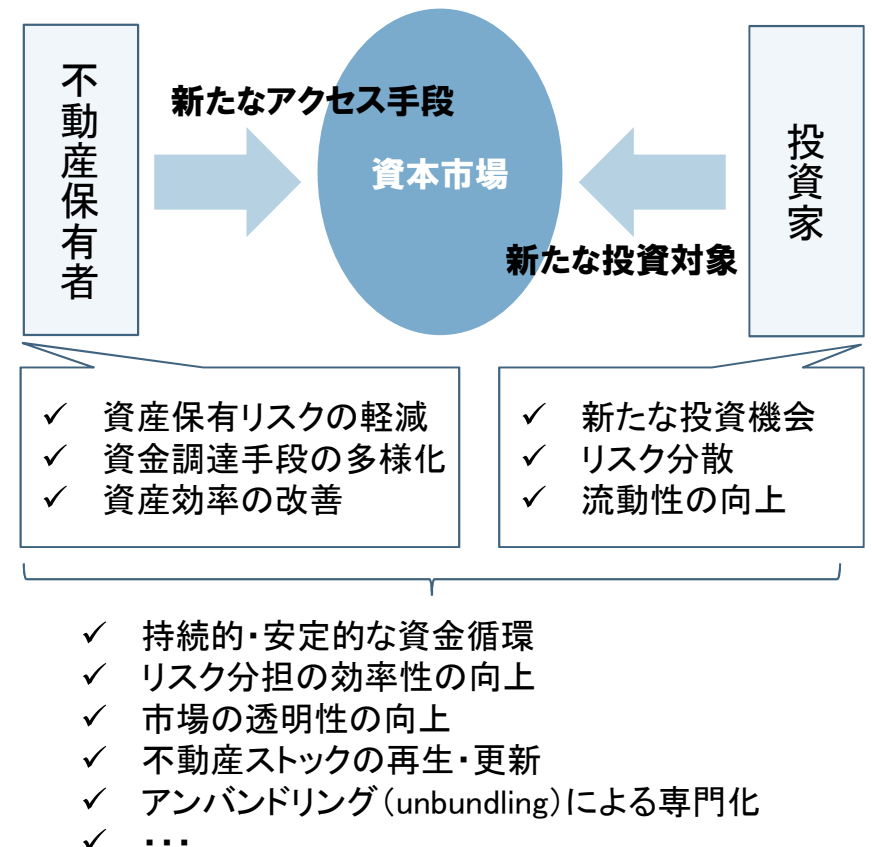
(実物)不動産投資の主なデメリット

不動産の運営・管理に係る専門的なスキルが必要

換金性(流動性)が低い

投資金額が大きく、多額の資金が必要

不動産投資市場が果たしてきた役割



不動産投資市場が果たしてきた役割

不動産投資市場の成長は、さまざまな「経済効果」を生み出してきた

(例)US-REITの経済的インパクト

- ✓ **\$2T** 証券取引所に上場されているREITは、約2兆ドルの総資産を保有
- ✓ **\$1T** 証券取引所に上場されているREITは、200以上あり、時価総額は約1兆ドル
- ✓ **\$42B** 上場REITは、2014年に約420億ドルを投資家に配当
- ✓ **300** 300以上の投資信託やETFが、REITや不動産へ投資
- ✓ **70M** 7,000万人以上のアメリカ人が、退職後の蓄えや他の投資ファンドを通じてREITへ投資
- ✓ **\$25.8B** 2014年にはREITは、新規の不動産開発に258億ドルを投資
- ✓ **112K** 上場エクイティREITは、米国で112,000以上の不動産に投資
- ✓ **2.5M** モーゲージREITは、米国の住宅の250万戸の資金調達を支援
- ✓ **1.2M** REITは、120万人のフルタイム労働者を支援
- ✓ **7.6M** REIT保有の不動産では、追加で760万人が勤務
- ✓ **11** 2016年8月、不動産は世界産業分類基準(GICS)における11番目のセクターとして独立

不動産投資市場が果たしてきた役割

不動産と金融の融合は、理論的にも様々な「経済的意義」が検証されてきた

- Modigliani-Miller(MM)の定理(命題)から見れば、証券化には経済的意義が存在せず、追加的なコストを払うだけとなるが、さまざまな経済的意義について、学術的にも研究が行われてきた。
 - MMの定理とは、主に「法人税を無視すれば企業価値は資本構成や配当政策によって変化しない」という定理。
 - MMの定理が成立するような税金も取引費用もない理想的な資本市場では、証券化に経済的な意義は存在しない。

(例)証券化の経済的意義

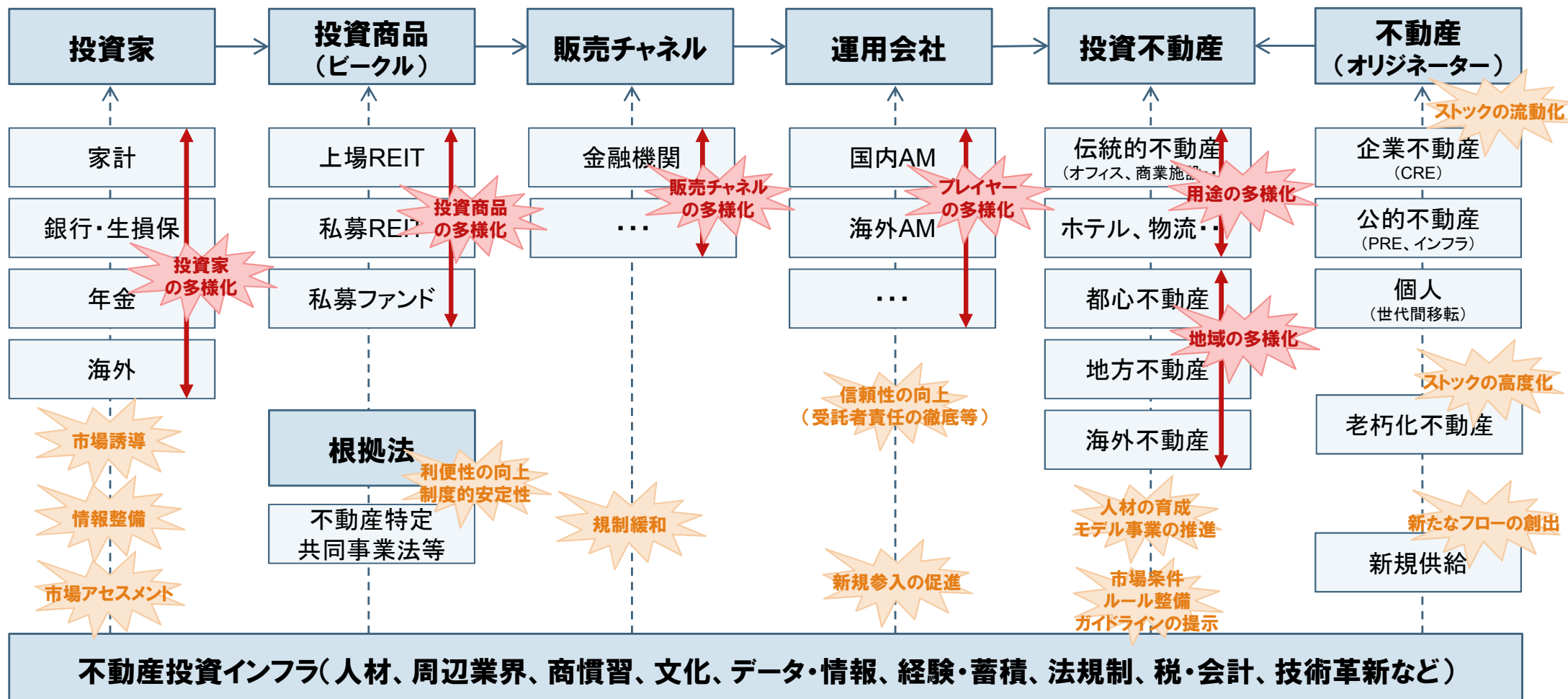
経済的意義	概要
小口化による探索費用の削減	潜在的な買い手を見つけるのが容易になり、探索費用が削減され、流動性が向上する
金融機能分解による効率化	金融機能のアンバンドリングにより、金融仲介機能が効率化される
規模の経済の発生	アンバンドリングによって、規模の経済が生まれる(ただし、モラルハザードが生じる可能性もある)
金融業の回転率の向上	情報優位にある金融機関は、証券化することで新たな超過収益を獲得できる (DeMarzo(2005))
リスクの分散	多数の資産をプーリングすることで標準的なリスク分散効果が得られる
流動性需要の分散	一定規模のプールに多数の投資家が投資することで、流動性需要の分散が期待できる (Diamond and Dybvig(1983)、Diamond(2007))
逆選択の回避	詳細な情報を把握していない方が、むしろ流動性や証券価格を高める (Glaeser and Kallal(1997))
非完備市場における価格上昇	非完備市場においては資産をプールして証券化することで、価格は高く設定できる (Gaur, Seshardri and Subrahmanyam(2010))
状態確認費用の最小化	優先劣後構造を作ることで、デューデリジェンス費用を最小化できる (Gale and Hellwig(1985))
トランピングによる逆選択の回避	トランピングで情報密度の低い証券を作ることで逆選択を防ぎ、証券の値引きを抑える (Gorton and Pennacchi(1990))
...	

不動産投資市場が成長する上での論点

今後の成長においては「多様化」が必須であるが、「非連続的な成長」にも挑戦すべき

- 不動産投資市場の成長のためには、投資家、投資商品、販売チャネル、資産運用会社、投資不動産など、あらゆる面での「多様化」が必要な状況にあるが、これ以上の市場規模の拡大には抜本的な改革も必要。

さまざまな「多様化」が求められる不動産投資市場



不動産投資市場の成長に向けた論点は、過去においても数多く指摘されてきた

多様化に関する論点(抜粋)

■ 投資家の多様化

- 個人投資家の投資促進
- 年金などの機関投資家の投資促進
- 海外投資家の投資促進

■ 投資商品の多様化

- 不動産特定共同事業法など根拠法の利便性向上

■ 販売チャネルの多様化

- 金融機関が扱える投資商品の拡充
- 金融機関以外の販売チャネルの拡充

■ 運用会社の多様化

- 国内外の新規プレイヤーの参入促進
- 信頼性の向上(受託者責任の徹底等)

■ 投資不動産の多様化

- 新たな用途に関するガイドライン、モデル事業の提示
- 地方部、海外等の新たなエリアへの展開
- それを支える人材、制度、支援策の拡充

不動産ストックやフロー、投資インフラに関する論点(抜粋)

■ ストックの流動化

- 公的不動産(PRE)の流動化促進
- インフラへの民間資金活用の促進
- 世代間の資産移転の円滑化

■ ストックの高度化

- 老朽化不動産の再生
- 不動産投資に関する基本方針の提示
- 地方創生、まちづくりへの民間資金の活用

■ 新たなフローの創出

- 魅力ある不動産開発事業の推進

■ 不動産投資インフラの高度化

- 人材育成
- 周辺産業の育成
- 商習慣、文化の醸成
- データ・情報の更なる公開
- 法規制、税制の安定性の維持
- ガバナンス等の向上
- 技術革新への適切な対応

不動産投資市場が成長するための不動産情報整備

例えば、海外投資家から見れば、日本市場の不透明性が従来から指摘されてきた

- 不動産投資市場を支える不動産投資インフラに関しても、海外投資家が重視する「不動産情報の充実度・入手容易性」には大きな課題があると指摘されてきた。

海外投資家から見た日本の不動産市場の評価

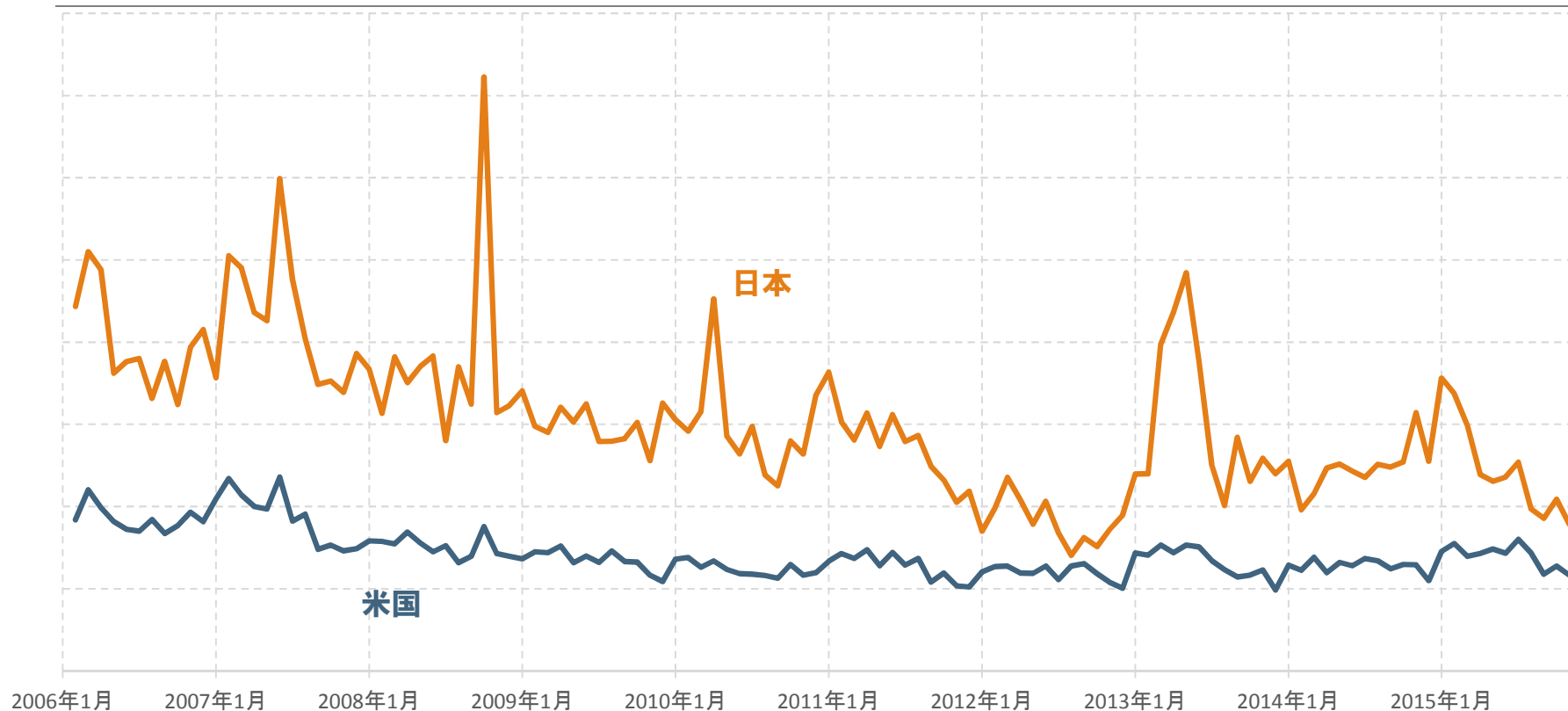


出所)国土交通省「平成25年度海外投資家アンケート調査」より作成

米国人よりも「REIT」を検索する日本人は、REITの何を知りたいのか？

- 日本では、検索エンジンで「REIT」を検索する傾向が米国よりも強く見られ、関心の高さが窺える。
 - しかし、検索エンジンで調べるということは、不動産投資市場に関連した情報を、個人向けに一元的に分かりやすく提供する場が少ないのではないのか？
 - 個人投資家の関心が高いうちに、不動産投資市場へ適切に誘導する方策を検討すべきではないか。

Googleで「REIT」が検索されるボリュームの推移



注) 米国では「REITs」として検索されることも想定されるが、検索ボリュームは「REIT」の方が多い。

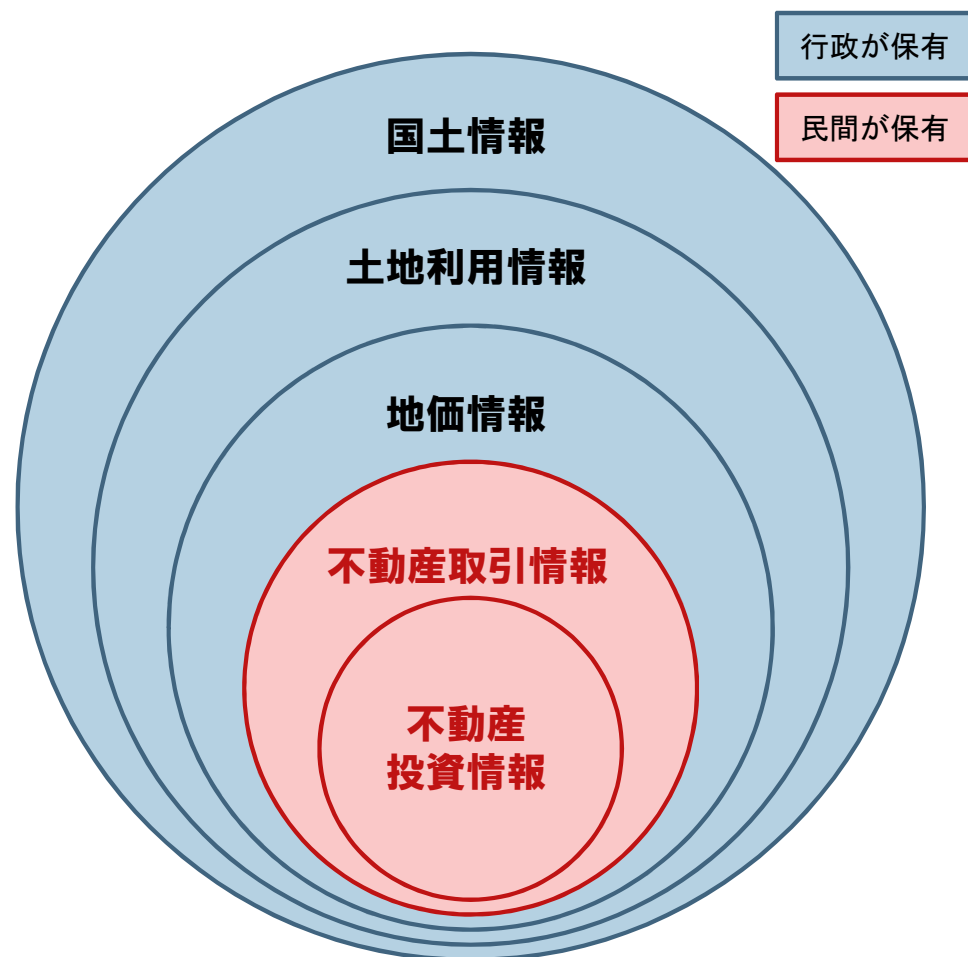
出所) Google Trends

不動産投資市場が成長するための不動産情報整備

無数の不動産インデックスが官民で提供されているが、情報の「偏在」と「遅延」により、利用者にとって必ずしも利便性の高い指数となっていない

- 不動産情報の保有主体は、各所に幅広く分散しており、その収集に係る物理的・時間的なコストが大きい。
- また、十分な情報が適時・適切に提供されておらず、瞬時の意思決定に活用できない。

不動産関連情報のレイヤー(イメージ)



主な不動産関連インデックスの頻度とタイムラグ

対象	調査名称	調査主体	頻度	タイムラグ
土地	地価公示	国土交通省	年1回	約3ヶ月
土地	都道府県地価調査	都道府県	年1回	約3ヶ月
土地	相続税路線価	国税庁	年1回	約6ヶ月
土地	市街地価格指数	日本不動産研究所	年2回	約2ヶ月
住宅	マンション・建売市場動向	不動産経済研究所	毎月	約2週間
住宅	IPD/リクルート住宅価格指数	MSCI	毎月	約3週間
住宅	不動研住宅価格指数	日本不動産研究所	毎月	約2ヶ月
住宅	不動産価格指数(住宅)	国土交通省	毎月	約3ヶ月
オフィス	最新オフィスビル市況	三鬼商事	毎月	約1週間
オフィス	オフィスマーケットレポート	三幸エステート	毎月	約2週間
利回り	不動産投資家調査	日本不動産研究所	年2回	約2ヶ月
利回り	ARES Japan Property Index	不動産証券化協会	毎月	約3ヶ月
利回り	IPDジャパン月次インデックス	MSCI	毎月	約4ヶ月

注)速報値と確定値がある場合、タイムラグは速報値までの期間を示している

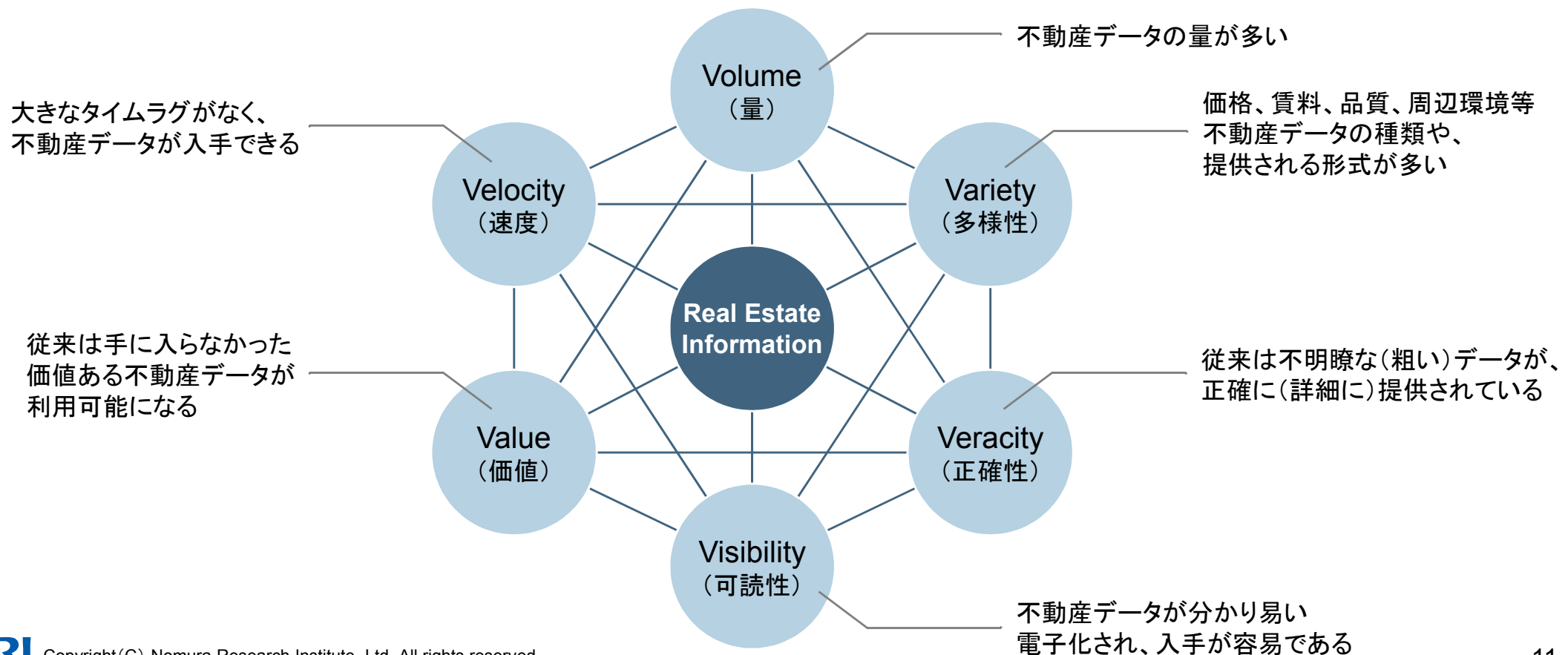
不動産投資市場が成長するための不動産情報整備

不動産投資市場の透明性の向上、ひいては投資家に対する魅力度の向上のため、不動産市場に係る情報を更に整備し、オープン・データ化すべき

- 不動産市場に係る情報整備は、不動産取引価格情報の整備等に伴い、近年は飛躍的に向上しているが、改善すべき点は数多く残されている。

- 特に、Volume、Velocity、Veracityについては、抜本的な改善が必要。

不動産に係る情報が持つべき特性

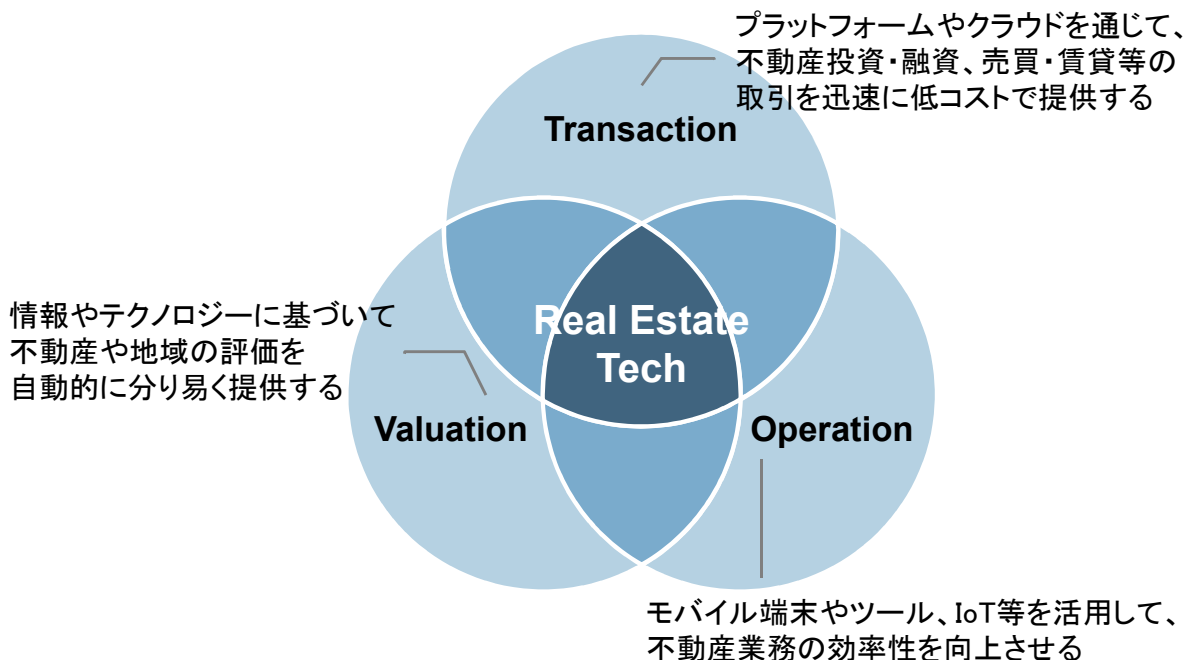


「不動産と金融の融合」から「不動産と情報技術の融合」へ

不動産情報の整備などの不動産投資インフラの拡充と共に、 不動産に係る情報産業(Real Estate Tech産業)を育成し、情報生産機能を高めるべき

- 金融業界における「FinTechの衝撃」と同じく、不動産業界においてもReal Estate Tech産業が生じつつある。
 - 海外においては、急速に発展する「テクノロジー」と「ビッグデータ／オープンデータ」を用いて、不動産の取引・評価・業務に数々のイノベーションを起こすベンチャー企業や新サービスが次々と誕生。
- 日本においても、新しい産業として不動産テック企業を育成・振興し、不動産業界の「情報生産機能」を向上させ、資産規模の成長だけではなく、生産性や効率性などの「非連続的な成長」も促すべきではないか。

Real Estate Techがイノベーションを起こしつつある3つの領域



情報やテクノロジーを活用した「非連続的な成長(案)」

- 1 従来プレイヤーを大きく上回る情報生産機能の登場
 - ✓ 不動産市場の生産性が大幅に飛躍する可能性
- 2 不動産業界の更なるアンバンドリング化
 - ✓ 事業のモジュール化が進み、システムが効率化する可能性
- 3 異業種・異業界からの新規参入
 - ✓ 新規参入プレイヤーが増加し、産業規模が拡大する可能性
- 4 シェアリング・エコノミーの創出
 - ✓ サービスや都市機能の高度化・効率化が進展する可能性

NRI

未来創発

Dream up the future.