

平成年間の不動産証券化市場の歩みと今後の展望 (5)



田邊 信之

公立大学法人宮城大学
事業構想学群教授、
キャリア・インターンシップセンター長
(不動産証券化協会フェロー)

7. 新たなステージで成長する不動産証券化市場 (2010年～2019年)

(1) 経済金融動向

世界金融危機後も1ドル=90円台から80円台へと円高が続いたものの、景気は09年3月を底に輸出に牽引される形で穏やかに回復に向かった。

しかし、物価(コアCPI)の下落が止まらないことから、日銀は10年10月に「包括緩和」を実施し景気回復を後押しした。「包括緩和」では、①「実質的なゼロ金利政策」を採用するとともに、②物価の安定を展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく「時間軸政策」を明確化した。また、③日銀のバランスシートに「資産買入等の基金」を創設し、資金の貸付および資産の買入れ(信用緩和、当初35兆円)を実施した^{注1}。基金の購入対象に、国債、CP、社債、ETFとともにJ-REITも加えられ、投資口価格が上昇する要因の

ひとつとなった。長期金利の低下とリスク・プレミアムの縮小により、投資を喚起することを狙った政策であったといえよう^{注2}。

だが、11年3月11日に発生した日本観測史上最大の東日本大震災が、被災地への甚大な被害とともに、全国的な電力供給危機や各産業のサプライチェーンの寸断を引き起こし、日本経済に多大な影響を与えることとなった。加えて、欧州債務危機の深刻化、米国国債の格付の低下(AAA→AA+)、米国の大胆な量的金融緩和などを背景に、ドルやユーロから円に資金が流入し、円高がいつそう進展したため、景気は12年3月をピークに再び後退に向かった。「円高、高い法人税、経済連携協定の遅れ、労働規制(製造業への派遣禁止など)、温暖化規制の強化、電力不足・電力料金値上げ」という「日本企業の6重苦」が喧伝されたのもこの頃である。

その後円安基調となり12年11月を底に景気が回復に向かうなか、同年12月に第2次安倍晋三内閣が発足し、①大胆な金融緩和、②機動的な財政運営、

注1

当初は35兆円だったが、その後に買入総額を引き上げ、最終的には101兆円に達した。

注2

この金融政策が「包括的」と呼ばれる理由は、2001年3月から2006年3月まで実施された「量的緩和」とともに「信用緩和」を行う点にある。

③民間投資を喚起する成長戦略の「三本の矢」を柱とする「アベノミクス」^{注3}を打ち出した。アベノミクスに連動する形で、13年4月に日銀の黒田東彦総裁は「異次元の金融緩和」、「2%のインフレーション」を掲げて、「量的・質的金融緩和」を実施した。金利引下げ余地に限界があるため、市場に潤沢な資金を提供するとともに、信用補完により資産価格にも働きかけることによってデフレ脱却を図ろうとするものであった。その主な内容は以下の通り。

- ① 金融市場調節の操作目標を「無担保コールレート（オーバーナイト物）」から「マネタリーベース」に変更し、年間約60兆～70兆円のペースで増やす。
- ② イールドカーブ全体の金利低下を促すため、長期国債買入れの拡大（年間約50兆円）と年限長期化を図る^{注4}。
- ③ 資産価格のプレミアムに働きかける観点から（信用補完）、ETF、J-REITの買入れを拡

大（ETF：年間約1兆円増、J-REIT：年間約300億円増）^{注5}。

- ④ 「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続（時間軸政策）。

こうした金融緩和の効果もあり、景気は拡大を続け、株式や不動産などの資産価格も上昇を続けた（図表1）。だが、可処分所得の伸び悩みや14年4月の消費税率の引き上げ（5%→8%）などによって实体经济に悪化の兆しが見られたため、政府は14年11月に消費税の再引き上げ（8%→10%）の延期（15年10月→17年4月）を決定した。日銀も経済情勢の変化や物価下押し圧力を受け、デフレマインドの転換が遅延するリスクがあるとして、14年10月に「量的・質的金融緩和の拡大」を発表した。そこでは、①マネタリーベース増加額の拡大（年間約60兆～70兆円→約80兆円）、②長期国債の買入れ額の拡大（年

図表1 主な金融政策と株価（TOPIX）の推移（世界金融危機以降）



注3

日本再生に向けた緊急経済対策（13年1月11日閣議決定）

注4

長期国債の保有を日銀券の発行残高以内とする「日銀券ルール」も一時停止された。

注5

「資産買入等の基金」は廃止され、一般勘定項目に吸収された。

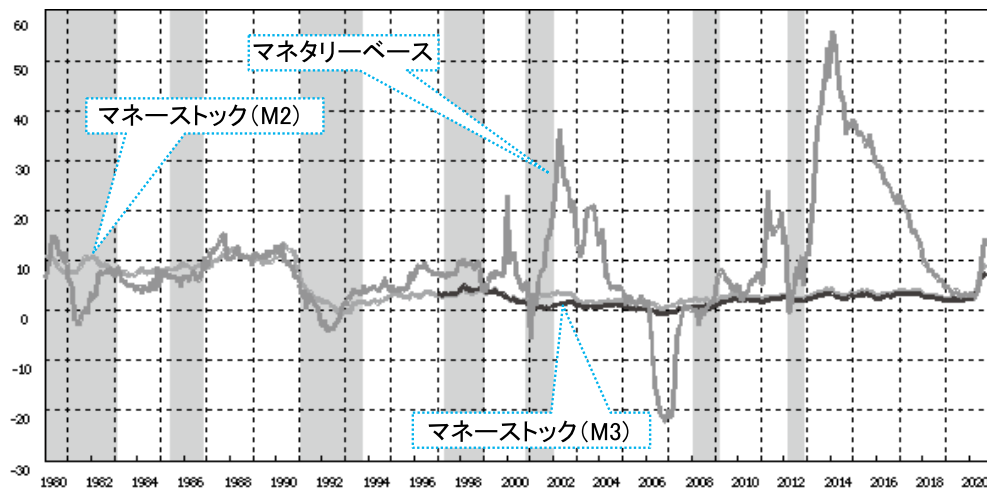
間約50兆円→約80兆円)と平均残存年限の長期化、③ETF及びJ-REITの保有残高がそれぞれ年間約3兆円(3倍増)、年間約900億円(3倍増)に相当するペースで増加するよう買入れすることが盛り込まれ、株価もさらに上昇した^{注6}。

しかし、その後も原油価格の一段の下落が続いたことなどから、中国をはじめとする新興国・資源国経済の先行き不透明感が高まり、金融市場も世界的に不安定な動きとなった。また、日銀は銀行に供給する資金(マネタリーベース)を大幅に増やしてはいるものの、企業の設備投資意欲や家計の消費マインドが低いために資金が銀行に滞留し、市中に流通する資金(マネーストック)はそれほど増えていない状

況にあった(図表2)。そこで日銀は、16年1月に企業コンフィデンスの改善や人々のデフレマインドの転換促進を図るため、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入し、今後は、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で金融緩和を進めていくことを決定した^{注7注8}。

さらに9月には「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」を実施し、銀行の利鞘縮小と金融仲介機能の低下懸念、年金などの運用難などといった課題を整理したうえで、2%の「物価安定の目標」をできるだけ早期に実現するため、長期金利を誘導目標とする「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を実施した^{注9}。金融政策の主眼が「量」から「金利」へと帰

図表2 マネタリーベースとマネーストックの推移 (対前年比)



資料：日本銀行 HP より作成

注6

多様な施策による下支えで景気拡大が続く中、安倍首相は15年9月に経済財政諮問委員会で「名目GDP600兆円、出生率1.8、介護離職率ゼロ」とする「新3本の矢」を公表した。

注7

その主な内容は以下の通りである。

- ①「金利」：金融機関が保有する日本銀行当座預金に▲0.1%のマイナス金利を適用。
- ②「量」：マネタリーベースを年間約80兆円のペースで増加するよう調整。
- ③「質」：資産買入れ方針
 - ・長期国債：保有残高を年間約80兆円のペースで増加するよう買入れ。買入れの平均残存期間は7～12年程度。
 - ・ETF、J-REIT：保有残高を、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円のペースで増加するよう買入れ。
 - ・CP等、社債等：それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持。

注8

英国のEU離脱問題や新興国経済の減速などにより、海外経済の不透明感がいっそう高まったことから、日銀は16年7月に「金融緩和の強化」を図るため、①ETF買入れ額の増額、②企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置を実施。

注9

特に長短金利操作(イールドカーブコントロール)では、短期金利については、日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用し、長期金利については、10年物国債金利が概ね現状程度(ゼロ%程度)で推移するよう、長期国債の買入れを実施することとした。また、ETF、J-REITなどの資産買入の継続、2%の「物価安定の目標」を安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続するオーバーシュート型コミットメントを実施した。

したといえよう。

これら金融政策の下支えによって、景気は12年11月から長期間にわたって拡大することとなった。だが、個人消費の低迷が続くなか、16年4月に熊本大地震（最大震度7）が起き、15年から18年にかけてデータ性能偽装・無資格検査などの企業不祥事が散発したこともあり、景気拡大は力強いものとはならなかった。政府は17年4月に予定していた消費税の引上げ（8%→10%）を19年10月に再延期した^{注10}。

日銀は18年7月に「強力な金融緩和のための枠組み強化」を公表し、政策金利のフォワードガイダンス（当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持）を導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」^{注11}の持続性を強化する措置を決定した^{注12注13}。だが、19年10月の消費税率の引上げ（8%→10%）や新型コロナウイルス感染拡大などの影響もあり、景気は下降局面に向かうこと

となった^{注14}。

（2）金融危機後の世界の潮流の変化

金融危機は、単に世界の金融市場に一時的な打撃を与えただけではなく、世界の経済金融市場の構造にも大きな変革をもたらすきっかけを作った。

米国では金融危機で多額の損失を計上した金融機関の救済やその後の景気の下支えのために、政府が大規模な財政資金を投入したことから国の借金が増加し、国債の格付けの引き下げにつながった。そうした一連の動きは、格差問題とも結びつき、金融機関の経営スタンスに対する批判を高めることともなった。また、米国は主として金融とIT産業に支えられて発展を続けてきたものの、モノづくりの力が低下し、経済構造にも綻びが目立つようになった^{注15}。

欧州でも、EU加盟各国が金融危機対応後の財政赤字や過大な借金への対応に苦慮する「ソブリン

注10

日銀は18年4月27日の金融政策決定会合で、2%の物価上昇率というデフレ脱却の目標の達成時期を「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」から削除した。

注11

短期金利については、日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。長期金利に関しては、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買入れ。

注12

日銀は同時に以下の実務的な対応を行うことを決定した。

- ①政策金利残高の見直し：日本銀行当座預金のうち、マイナス金利が適用される政策金利残高（金融機関間で裁定取引が行われたと仮定した金額）を、長短金利操作の実現に支障がない範囲で、現在の水準（平均して10兆円程度）から減少させる。
- ②ETFの銘柄別の買入れ額の見直し：TOPIXに連動するETFの買入れ額を拡大。

注13

日銀の決定の詳細は以下の通り。

①政策金利のフォワードガイダンス

19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持。

②長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）

次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針。

- ・短期金利：日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用。
- ・長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、長期国債を買入れ。

③資産買入れ方針

長期国債以外の資産の買入れについては、以下のとおり。

- ・ETF、J-REIT：保有残高が、各年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れ。
- 資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行うため、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動。
- ・CP等、社債等について、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持。

注14

景気動向指数研究会では18年10月が景気の山であったと暫定的に認定。

注15

ノーベル経済学賞を受賞したジョセフ・E・スティグリッツ氏はその著書「フリーフォール」の中で「ほとんどのアメリカ人には認めがたいことだが、鉄鋼や自動車など、旧経済の主要分野をふくむ多くの分野で、わが国はもはやテクノロジーの牽引国ではない。…アメリカは製造業の分野ではもはや競争力を失っているのである」と指摘している。

危機」が深刻化し、金融はEU、財政は各国政府といったEUの経済体制の矛盾も露呈することとなった。09年10月にはギリシャの財政の粉飾決算が発覚してギリシャ国債が暴落し、10年11月にはアイルランドが銀行の救済などで債務危機に陥り、EUと国際通貨基金(IMF)に金融支援を要請した。ポルトガル、スペインでも財政破綻の懸念が増幅する中、11年11月にはイタリアがIMFによる監視を受け入れた^{注16}。

そうした中、不安定な要素(社会経済体制、インフレ、バブル破裂など)を残しながらも、金融危機後も欧米と比べて高い成長率で経済発展を続けるアジア諸国の相対的な影響力が大きく向上した。10年には、中国の名目GDP(国内総生産)が日本を追い抜き世界第2位の地位を確立した。中国は、シャドーバンキングなどを含めた債務残高の膨張が課題とされつつも、「社会主義市場経済」を標榜して成長を続け、国際社会やアジアにおけるポジションを高めた。

また、11年初頭から、中東・北アフリカ地域の各国で民主化運動「アラブの春」が本格化した。この大変動によって、チュニジアやエジプト、リビアでは政権が交代し、他の国でも政府が民主化デモ側の要求を受け入れることになった。経済的格差や独裁政権による統制などに対する一般民衆の不満の高まりが、変革を引き起こす原動力となったといえよう。

このように金融危機は政治体制、経済格差、財政問題なども含めて、世界各国が抱える課題を浮き彫りにした。ノーベル経済学賞を受賞したジャスティ

ン・ティロー氏^{注17}は、金融経済に関連する金融危機の置き土産として、その一つは「低金利」であり、もう一つは「新たな規制」であると指摘している^{注17}。

まず「低金利」に関しては、金融危機において、経済活動の円滑な運営に欠かせない金融仲介機能を守るために、歴史的「低金利」が実施されたとの認識を示している。一方で低金利の弊害^{注18}を指摘し、ゼロ金利下にある金融政策の有効性に疑問を呈しつつも、低金利は金融危機や欧州債務危機だけが原因とは言い切れずとして、今後も慢性的な低金利が続くだろうと分析している。その理由として、①安全資産の需要と供給の関係(需要>供給)、②不平等拡大による貯蓄の増加(富裕層は貧困層よりもはるかに多く貯蓄に回す)による貯蓄のリターン低下(需給の関係)、③人口の伸び悩みや減少(雇用機会の減少による資本効率の低下、労働人口の減少による老後に備えた家計の貯蓄の増加)などを挙げている。

また「新たな規制」として、規制対象外部門(シャドー・バンキングなど)の有害な影響の遮断、カウンターシクリカル(景気変動抑制的)な銀行への自己資本規制、銀行の支払い能力比率や流動比率の強化、銀行幹部の報酬制度の監視、証券化手法の監視強化、格付会社の監督、金融機関監視体制の強化改善を挙げる。そしてこうした改革によって、金融システムに内在するリスクは以前よりは減るはずだとしつつも、残された重大なリスクの領域を提示している(図表3)。金融危機による市場の混乱を経て、過度に自由な経済を信奉する考え方に対する批判が

注 16

ポルトガル、アイルランド、ギリシャ、スペインは「PIGS」と総称された。欧州における南北問題が顕在化したのは、通貨がユーロで一律のために、通貨による貿易収支などの調整機能が働かないこと、財政政策は各国が独立して行っているために、効果的な財政政策を講じることができないことなどにある。

注 17

ジャスティン・ティロー『良き社会のための経済学』(村井章子訳、2018年)

注 18

ジャスティン・ティロー氏は、金利の引下げの弊害として以下の5点を指摘する。①預金者から借り手への大規模な資金移動が起きる。銀行救済に役立つが、不動産や株式などの資産価格が上昇し、他の投資家も喜ばせ、そこに大規模な富の再半分が行われる。②低金利はバブルの恰好の土壌となる。③低金利環境は顧客に利率を保証した金融機関にリスク・テークを促す要因になる。資金調達と運用のコストバランスが崩れるリスクがあるためである。④低い短期金利は銀行にいつかの短期借入れを促し、次の危機を準備することになる。⑤名目金利がゼロになったら、それ以下には下げられないこと(ゼロ金利制約)。

高まり、政府が金融機関やファンドなどに対する規制や監視を強化する方向で検討が進められた現実の社会経済の動きと軌を一にするものといえよう。

ジャスティン・ティロール氏の指摘とも関連するが、金融危機のもう一つの置き土産は、「世界的な債務膨張」である。先進諸国を中心に経済成長率が低下するなか、景気刺激や自国通貨安誘導などを目的に、世界的な金融緩和、低金利が続いている。この結果、債務を増やすことに対する抵抗感が小さくなり、19年の世界の債務（公的部門+民間部門）は188兆ドル、世界のGDPの約2.3倍と過去最大となった（IMF調査）。新興国の債務残高も、約55兆ドル、GDP比で約1.7倍と過去最大である（世界銀行調査）。このことは、何らかの金融ショックがあって信用収縮が起きた場合、世界経済が受けるダメージが、これまで以上に大きくなるおそれがあることを示している。ワシントン大学の故ハイマン・P・ミンスキー

教授の「金融不安定性仮説」^{注19}、イエール大学の故アービング・フィッシャー教授の「負債デフレ論」^{注20}に言及するまでもなく、負債の増加は金融危機を生み出しやすくする。この点は、将来的なリスクとして留意する必要があるだろう。

(3) 新たなステージで成長する不動産投資・証券化市場

08年秋の世界金融危機後、投資用不動産の取引件数は大きく落ち込み、しばらく低迷が続けたが、12年秋からの景気回復、13年4月からの大胆な金融緩和の追い風を受けて、その後18年頃まで着実に増加することとなった。投資用不動産価格は、09年頃からオフィスビル、住宅などの主要な投資対象で回復に向かい18年から19年頃まで上昇を続けた（図表4）。

不動産投資利回りの推移を、代表的な投資対象

図表3 金融システムに内在するリスク

区分	内在するリスク
グローバルなマクロ経済環境と関係あるもの	<ul style="list-style-type: none"> ・世界経済の成長鈍化 ・金融市場の変動性（ボラティリティ）の増大 ・低金利政策からの出口戦略の円滑な実行 ・シャドー・バンキング
国や地域の特殊性と関係があるもの	<p><ヨーロッパ></p> <ul style="list-style-type: none"> ・欧州統合の今後の不確実性 ・一部の国の不安定な経済構造 ・欧州の銀行がいまも抱える大量の不良債権 ・銀行と保有国債の問題 <p><中国></p> <ul style="list-style-type: none"> ・キャッチアップ型経済から技術主導型経済への移行 ・制度改革の必要性（福祉の充実、市場規制など） <p><新興国></p> <ul style="list-style-type: none"> ・一次産品偏重とそれに伴う不適切なリスク管理 ・膨らむ対外債務（その多くはドル建て） ・現地通貨下落の危険性

資料：ジャスティン・ティロール（2018）『良き社会のための経済学』（村井章子訳）を基に作成

注19

(A) 借り手の債務の元金払いと(B) 借り手が経済活動によって生み出すキャッシュフローを比較して、(B)が(A)よりも大きい「ヘッジ金融」、初期段階以降は(B)が(A)を上回る「投機的金融」、最終段階で初めて(B)が(A)を上回る「ポンチ金融」と分類した。そして景気の波とともに、金融ポジションもこの順に移行し、やがて金融危機（ミンスキー・モーメント）に近づくとする。

注20

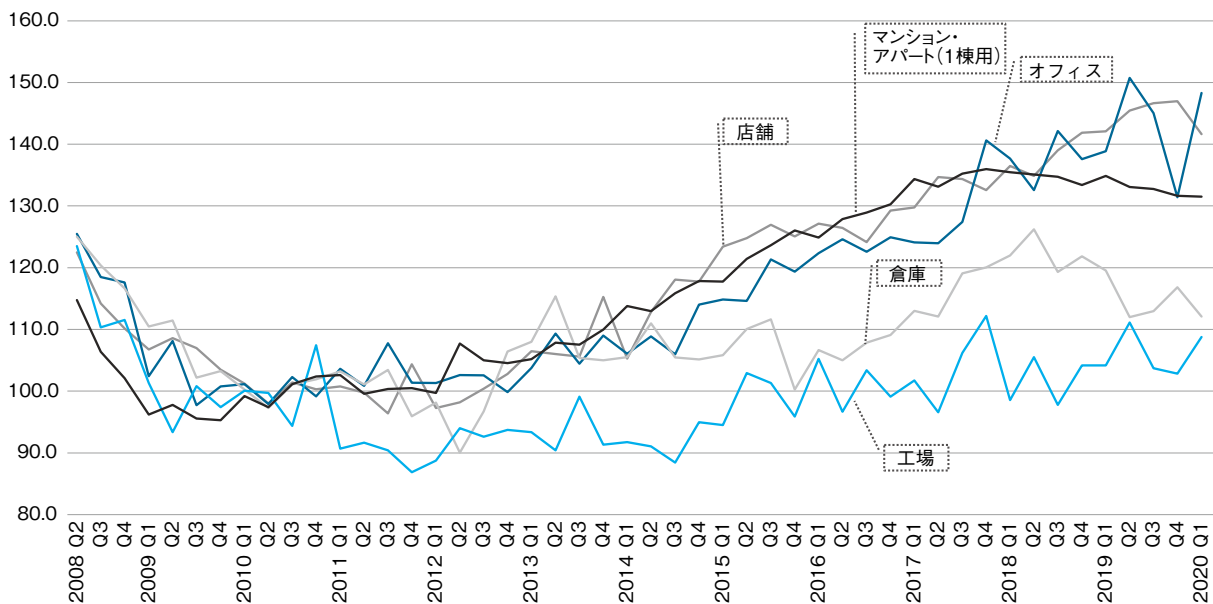
過剰債務に陥ると、債務清算のための投げ売りが生じ、信用収縮を通じて流通通貨の減少や取引の減少をもたらす。その結果、物価水準が低下（デフレ）し、企業の売上・利益の減少、雇用削減などが起きて、悲観論が蔓延する。そして、利子率の攪乱（名目利子率の低下、実質利子率の上昇）が生じるとする。

であるオフィスビルで見ると、不動産価格の上下を示すキャピタル収益率は、金融機関の不良債権問題に目途が立った04年頃からプラスに転じ、08年Q2まで上昇を続けたが、08年秋の世界金融危機後には再びマイナスに転じた(図表5)。だが、その後の景気好転などにより、13年Q2から19年に至るまで上昇を続けた。キャピタル収益率を支えたのは、旺盛なオフィス需要であり、東京都心5区の空室率

は東日本大震災後の9%台から1%台にまで低下した(図表6)。一方、毎年の賃料等からの収益を裏付けとするインカム収益率は、08年の金融危機の際に一時的に若干上昇したものの、不動産価格の上昇によって、02年の年6%から近時の4%まで徐々に低下してきた。

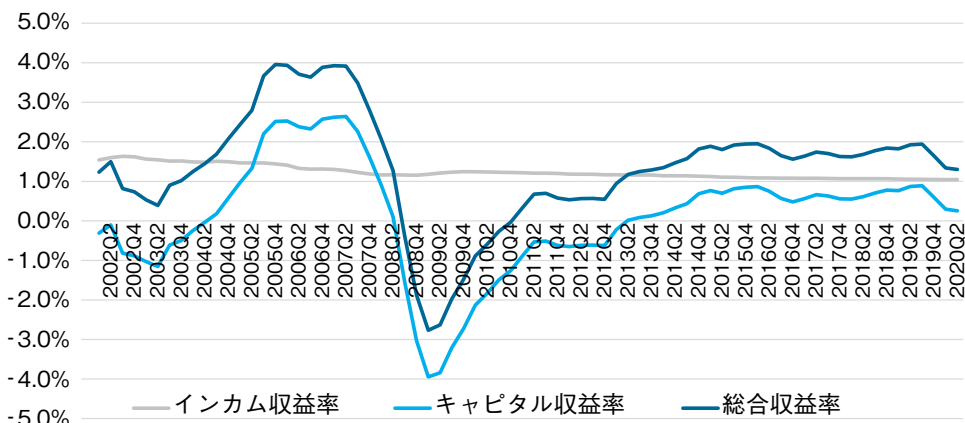
こうした動きを総合すると、①不動産のインカム収益率は、経済環境によって変動するものの中長期

図表4 不動産価格の推移 (商業用不動産価格指数、2010 = 100)



資料：国土交通省「不動産価格指数」を基に作成

図表5 オフィスビル (全国)・投資利回りの推移 (四半期)



資料：ARES「AJPI」を基に作成

注) AJPIはJ-REITを含むファンド所有物件を対象とするインデックス

的に4～5%と安定していること、②不動産市況は金融危機からの回復・上昇局面を経て、18～19年にかけてマーケットサイクルのピークに近い状況にあった可能性が高いということが言えそうである。

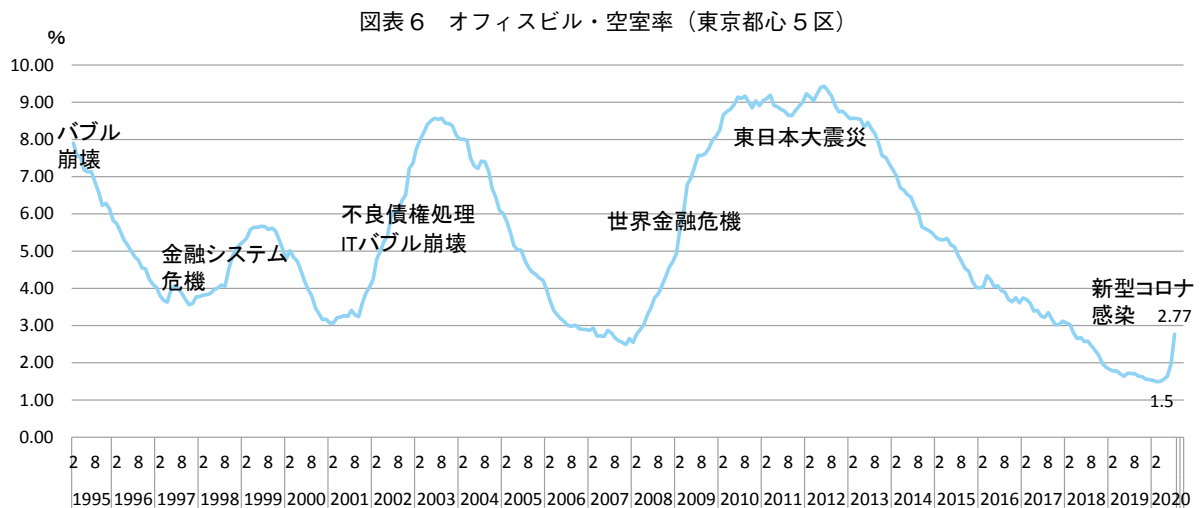
前者は低金利が継続するなかであって、オルタナティブ投資の対象資産として、不動産の魅力が相対的に向上していることにもつながっている。日本産業のかつての総資本営業利益率は平均して6～8%程度であったが、昨今は3～4%程度に落ち込んでいることと比較すると、他産業にとっても、不動産投資は有力な選択肢となってきているともいえよう。後者に関しては、不動産のマーケットサイクルの周期は経済環境によっても異なるものの、日本では過去において15年前後であったことと比較しておかしくはない。

証券化による不動産取得額(信託受益権を含む)は、世界金融危機の影響で09年に1.8兆円に落ち込んだが、以降は増加に転じ、14年には5.5兆円とほぼ巡行速度まで回復した。その後は不動産価格の上昇もあり、投資採算に合う物件が見つかりにくくなったことから横這いとなったが、19年まで年間4兆～5兆円前後の水準で推移した(図表7)。この間、経済環境の変化に応じて、不動産投資・証券化市場のあり方も少しずつ変わっていった。

その第1は、投資・証券化対象不動産の多様化である(図表8)。かつては、証券化される不動産は、オフィスビルや賃貸住宅、商業施設が中心だったが、この時期に物流施設やホテル、ヘルスケア施設(主に高齢者向け住宅)への投資が拡大した。いずれも、インターネットの普及によるEコマースの拡大、インバウンド観光客の増加、高齢化社会の到来といった経済社会構造の変革に対応するものであり、市場が時代のニーズに柔軟に適應してきたことがわかる。また、ヒストリカルデータが整備され、投資判断がしやすくなったことから、東京圏以外の地域への投資も増加した。

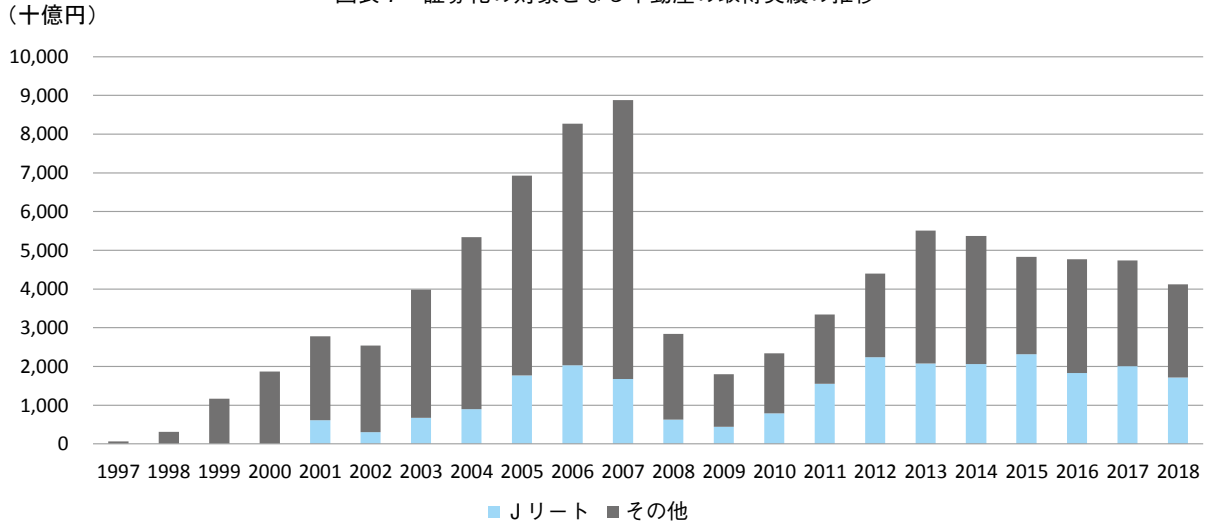
近時は、有料道路、上下水道施設、廃棄物処理施設、空港など、収益を生み出すインフラも証券化の対象となってきている。国や地方の財政問題が深刻化する中で、インフラの改修や新設をするためには、国内外の民間の資金やノウハウを積極的に活用する必要があることが背景にある。また、不動産会社や商社などが、成長や安定性を求めて、海外投資に取り組む事例も増加してきており、その投資スキームに証券化が用いられることも多い。

第2は、不動産証券化商品に対する投資家の裾野の拡大である。かつては、プロの事業者や銀行・生損保などの機関投資家などが主な投資家だった



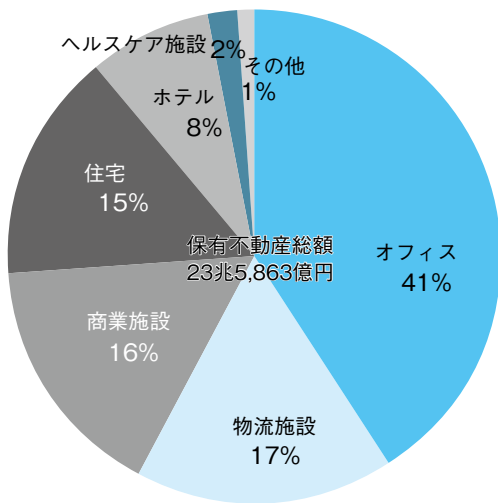
資料：三鬼商事データにより作成

図表7 証券化の対象となる不動産の取得実績の推移



資料：国土交通省「不動産証券化実態調査」より作成

図表8 J-REIT・私募REIT 保有不動産種別 (2020年8月末)



資料：ARES データにより作成

が、J-REITの成長もあり、個人や年金基金などの投資も増加した。また、グローバル化が進展する中で、日本市場が質量ともに充実したことにより、世界の投資家が日本の不動産証券化商品に投資するようになった。特に今後も期待できるのが、欧米に比べて投資比率が低い日本の年金基金による不動産投資である。

第3は、J-REITが不動産の中長期的な所有者として安定的に機能するようになったことである。証

券化関連取引のうちJ-REITの占める比率は2000年代に2割程度だったが、2010年代には35～50%にまで上昇した。そればかりでなく、J-REITのスポンサー企業と機能分担し、新たな開発や建て替えなどをスポンサーに委ね、J-REITは中長期的に所有する物件の付加価値向上に集中する事例も増えてきた。これらの事象は、J-REITの投資動向が不動産市場全体の動向に大きな影響を及ぼすようになったことを意味する。J-REITの投資スタンスは、投資口価格の動きに影響を受けるので、これまで以上に不動産市場と金融市場の連動性が高まっているということもできよう。

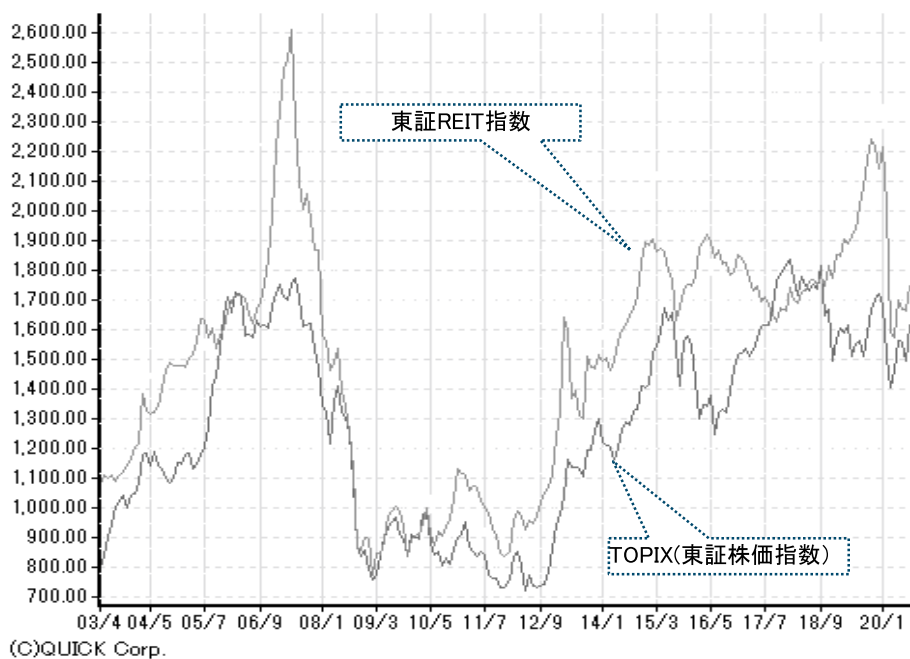
また、J-REITの投資口価格の推移を見ると、従来は株価(TOPIX、日経平均など)と同様の動きをしていたが、2010年代半ば頃から株価とは逆の動きや異なる動きを示す場合も生じるようになった(図表9)。投資口はエクイティであるものの、J-REITはミドルリスク・ミドルリターン不動産に特化して投資しているため、投資口価格が株価とは異なった動きを示すことがあるのは自然である。J-REIT市場の投資家にも経験が蓄積されてきており、それが市場の安定化に寄与しているともいえよう。

第4は、不動産市場で重要な機能を果たしている不動産会社の財務基盤が以前に比べて強化され、

危機対応力が向上したことである(図表10、11、12、13)。90年代のバブル崩壊後、安定的な収益を得るために賃貸物件の保有を強化し、総資産に占める固定資産の割合は90年代後半には40%程度だったが、近時は60%にまで上昇した。また、かつてはマンションブームなどのときに販売用不動産の在庫が売上高

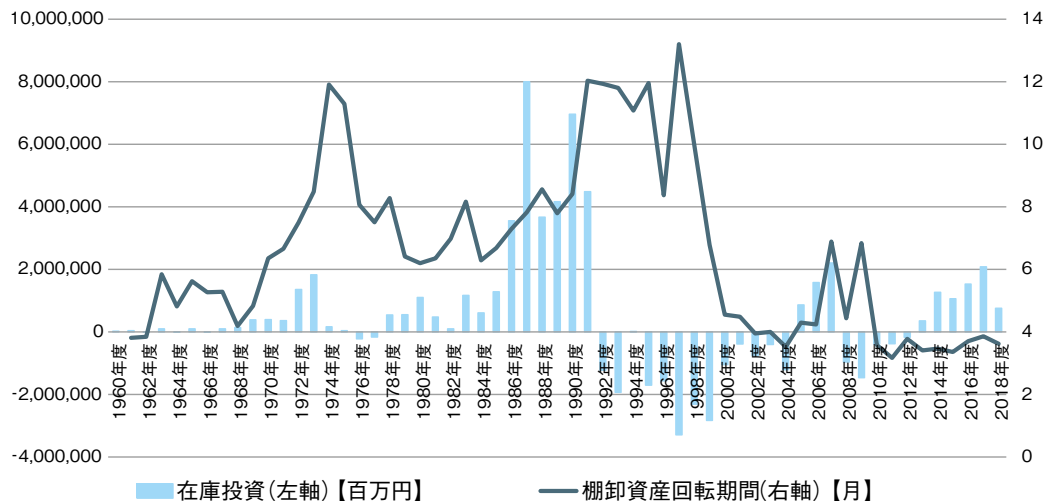
の10カ月以上積み上がり、その後に在庫過多となるケースが多かったのだが、近時は4カ月程度が在庫の上限となっている。世界金融危機の際に15%まで落ち込んだ自己資本比率も、毎年着実に利益を計上し35~40%まで積み上げており、資金繰りも改善している。

図表9 J-REITの投資口価格の推移



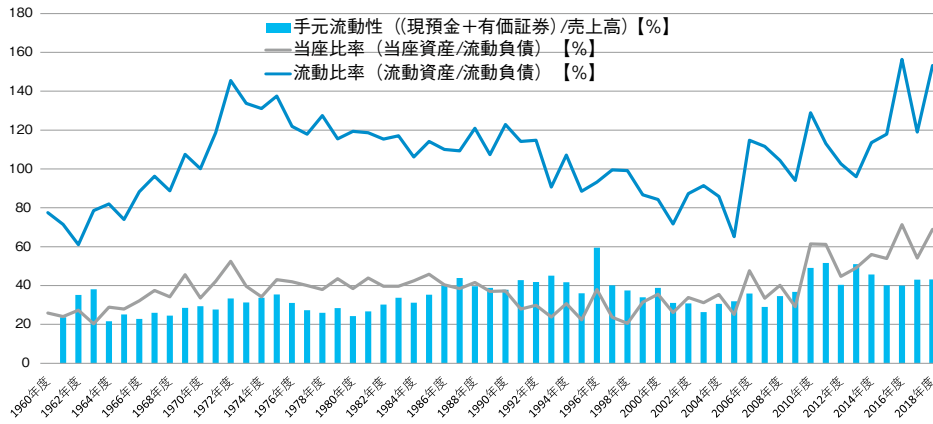
資料：東証 HP より作成

図表10 不動産業：販売用不動産への投資と在庫



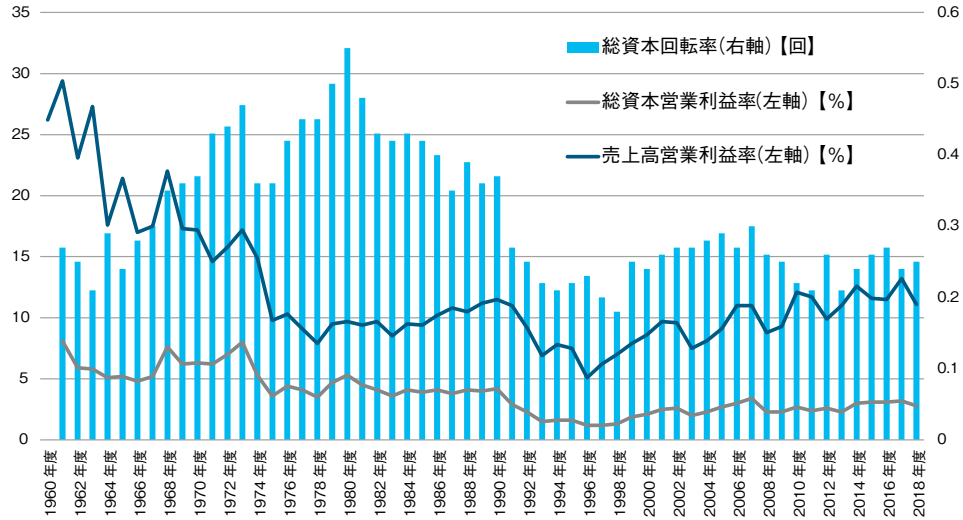
資料：財務省「法人企業統計」より作成

図表 11 不動産業：資金繰り



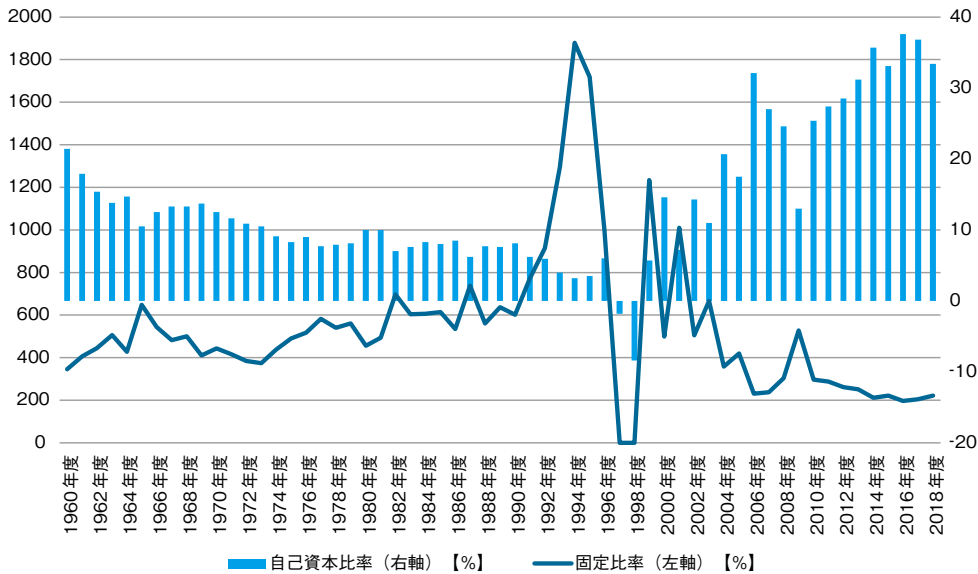
資料：財務省「法人企業統計」より作成

図表 12 不動産業：収益性・効率性



資料：財務省「法人企業統計」より作成

図表 13 不動産業：長期安定性



資料：財務省「法人企業統計」より作成

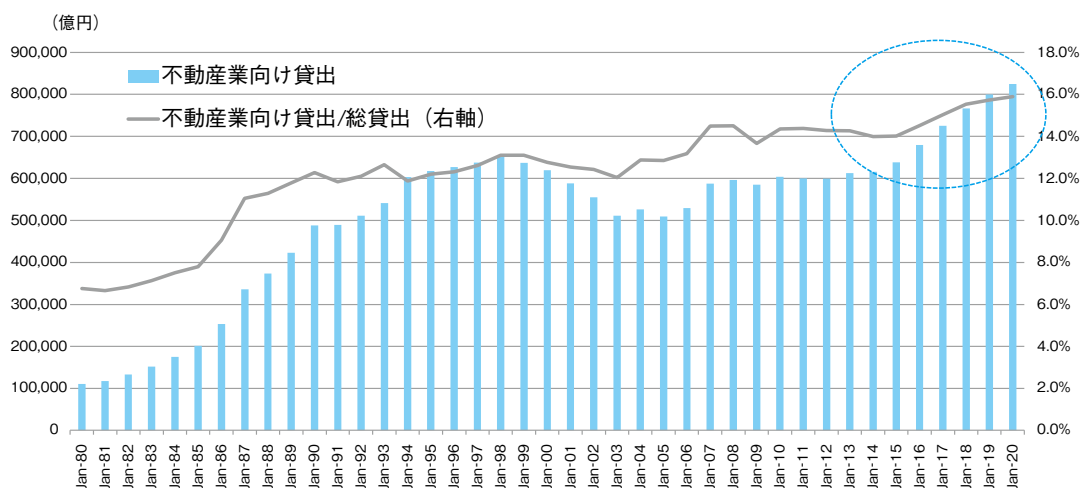
このように、金融危機以降の不動産投資・証券化市場は、世界的な金融緩和が続くなか、日銀によるゼロ金利政策や大量の資金供給(マネタリーベースにおいて顕著)の下支えを受けつつ、新たなステージで環境変化に柔軟に対応して成長を遂げてきたといえよう。

この間に、市場基盤の整備が進められたことも忘れてはならない。例えば、金融商品取引法の改正により、11年に規制の弾力化が実施されるとともに、15年には金融商品取引業者等が業務管理体制を整備する義務(金商法35条の3を新設)が課されることとなった。また、16年には適格機関投資家等特例業務の厳格化が実施され、18年にはフェア・ディスクロージャー・ルールが導入された。17年には金融庁から「顧客本位の業務運営に関する原則」として、金融商品の販売、助言、商品開発、資産管理、運用等に携わる金融事業者が、顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)におけるベスト・

プラクティスを目指すうえで有用と考えられる原則が示された。

一方、この間に膨らんだリスクとして、銀行の不動産業向け貸出の増加がある(図表14)。同貸出は実額の増加だけでなく、銀行の貸出ポートフォリオ全体に占める割合も、対GDP比率も上昇している。都市開発の進展などによる実需がベースにあるが、金融緩和が続きつつも資金需要が盛り上がらないなかで、銀行がミドルリスク案件への投融資を増やしたことが背景にある。前述したように、不動産業の財務基盤は強固になっているものの、世界的に債務が拡大しており、金融ショックや資産価格の下落が生じたときの影響には十分に留意する必要がある。ただし、従来であればデット中心で資金調達されていた投資案件に、証券化を通じて適正なエクイティが供給されるようになってきている。こうした面では証券化の普及がリスク緩和に寄与しているといえよう。

図表 14 銀行の不動産業向け貸出(残高)



資料：日本銀行データより作成

参考文献

- 伊丹敬之 (2019) 『平成の経営』 日本経済新聞出版社
 宇沢弘文 (2017) 『人間の経済』 新潮新書
 緒方四十郎 (1996) 『円と日銀』 中公新書
 金子勝 (2019) 『日本経済 衰退の本質』 岩波新書
 小峰隆夫編 (2011) 『バブル/デフレ期の日本経済と経済政策』 第1巻 『日本経済の記録－第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで (1970年代～1996年)－』 内閣府経済社会総合研究所
 軽部謙介 (2020) 『ドキュメント強権の経済政策』 岩波新書
 白川方明 (2018) 『中央銀行』 東洋経済新報社
 ジョン・K・ガルブレイス、村井章子訳 (2008) 『大暴落1929』 ダイアモンド社
 ジャスティン・ティロール著、村井章子訳 (2018) 『良き社会のための経済学』 日本経済新聞出版社
 ジョン・K・ガルブレイス (2008) 『バブルの物語』 ダイアモンド社
 J.A. シュムペーター (1977) 『経済発展の理論 (上) (下)』 岩波文庫
 ジョン・メイナード・ケインズ著、間宮陽介訳 (2008) 『雇用、利子および貨幣の一般理論 (上) (下)』 岩波文庫
 妹尾芳彦・塩屋公一・嶋原啓倫 (2009) 『バブル及びデフレについて－基本的概念と歴史的事実を中心に－』 内閣府経済社会総合研究所
 総務省統計局ホームページ
 竹中平蔵 (2019) 『平成の教訓』 PHP新書
 田邊信之 (2000) 『不動産投資のイノベーション』 ダイアモンド社
 田邊信之 (2004) 『基礎から学ぶ不動産投資ビジネス』 日経BP社
 田邊信之 (2008) 『基礎から学ぶ不動産実務と金融商品取引法』 日経BP社
 田邊信之 (2009) 『不動産投資市場 再生のシナリオ』 住宅新報社
 塚崎公義著 (2013) 『なぜ、バブルは繰り返されるのか?』 祥伝社新書
 トーマス・セドラチェック著、村井章子訳 (2015) 『善と悪の経済学』 東洋経済新報社
 中村隆之 (2018) 『はじめての経済思想史』 講談社現代新書
 西野智彦 (2019) 『平成金融史』 中公新書
 野口悠紀雄 (2019) 『平成はなぜ失敗したのか?』 幻冬舎
 根井雅弘著 (2013) 『経済学の3つの基本』 ちくまプリマー新書
 博報堂生活総合研究所 (2019) 『生活者の平成30年史』 日本経済新聞出版社
 保坂正康 (2019) 『平成史』 平凡社新書
 不動産証券化協会認定マスター養成講座テキスト (各年) 不動産証券化協会
 不動産証券化ハンドブック (各年) 不動産証券化協会
 ミンスキー著、堀内昭義訳 (2017) 『ケインズ理論とは何か』 岩波書店オンデマンドブックス
 山家悠紀夫 (2019) 『日本経済30年史』 岩波新書
 吉野俊彦・鈴木淑夫 (2014) 『歴代日本銀行総裁論』 講談社
 吉見俊哉 (2019) 『平成時代』 岩波新書

たなべ のぶゆき

公立大学法人宮城大学事業構想学群教授。1980年京大法学部卒業、同年日本興業銀行入行、業界調査、都市開発、不動産証券化などの多様な不動産関連業務を経験、2009年4月より現職。専門は不動産投資・証券化、金融、ファイナンス。

(一社)不動産証券化協会のフェロー・教育資格制度委員長・コンプライアンスWG長、国土交通省・内閣府・財務省・文部科学省・自治体・東京証券取引所・経団連などの多くの委員を歴任。「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」(日経BP社、ロングセラー)など著書・論文は多数。