

# 『不動産とインフラを活用して日本経済を再生する』

©川口有一郎

早稲田大学商学学術院教授

2012年11月16日

# 不動産とインフラを活用して日本経済を再生する イメージ

隘路＝供給が少ない、リスク限定指向、保守的



解決策＝もの、お金、人を関連づけて同時に動かす

## もの、お金、人を関連づけて同時に動かす 解決策の一例

- 不動産ファンドの活用による買い手の活性化
- 建替え需要を顕在化されるための公的支援
- 不動産投資信託(J-REIT)の社会の公器としての活用
- オーナーの買い替え・建替えの促進



拙著(「経済教室」)(日本経済新聞朝刊、2011年7月15日、29ページ)

# 不動産とインフラを活用して日本経済を再生する

- ビジョン:もの、お金、人を関連づけて同時に動かす
  - ものを動かす(リアライゼーション:R)
  - お金を動かす(マネー・サーキュレーション: M)
  - 人を動かす(コラボレーション: C)
- 仕組み
  - R:不動産・インフラの「実物資産化」
  - M:実物資産化された「不動産・インフラへの継続的な投資」
  - C:「FIRE」産業＋社会インフラ・経済インフラ産業との連携(海外含む)
- 具体策
  - R:建替え及び流動化等による実物資産の継続的な供給(ブリッジ・ファンド)＋社会の公器としてのREITの活用(税制等含む)
  - M:公的年金、郵貯などの資金運用の見直し＋官民連携ファンドによるリスクマネーの供給支援
  - C:実物資産マネジメント産業の育成(工程管理の仕組み含む)
- 経済波及効果
  - 資産効果による消費刺激
  - 建替え等による設備投資の需要の刺激
  - イノベーションによるサービス産業の生産性向上(雇用の創出含む)

# 参考資料

# 日本経済の課題

## 需給のミスマッチと資金ニーズ

### 実体経済の変化

- 高齢化
  - 高齢者向けのヘルスケア需要
- 少子化
  - 女性の社会進出と子育て需要
- 人口減少
  - 職住一体の新しい街づくり
- 環境意識の高まり
  - 再生エネルギー
- 価値観の多様化
- 供給不足
  - 新しい商品・サービス

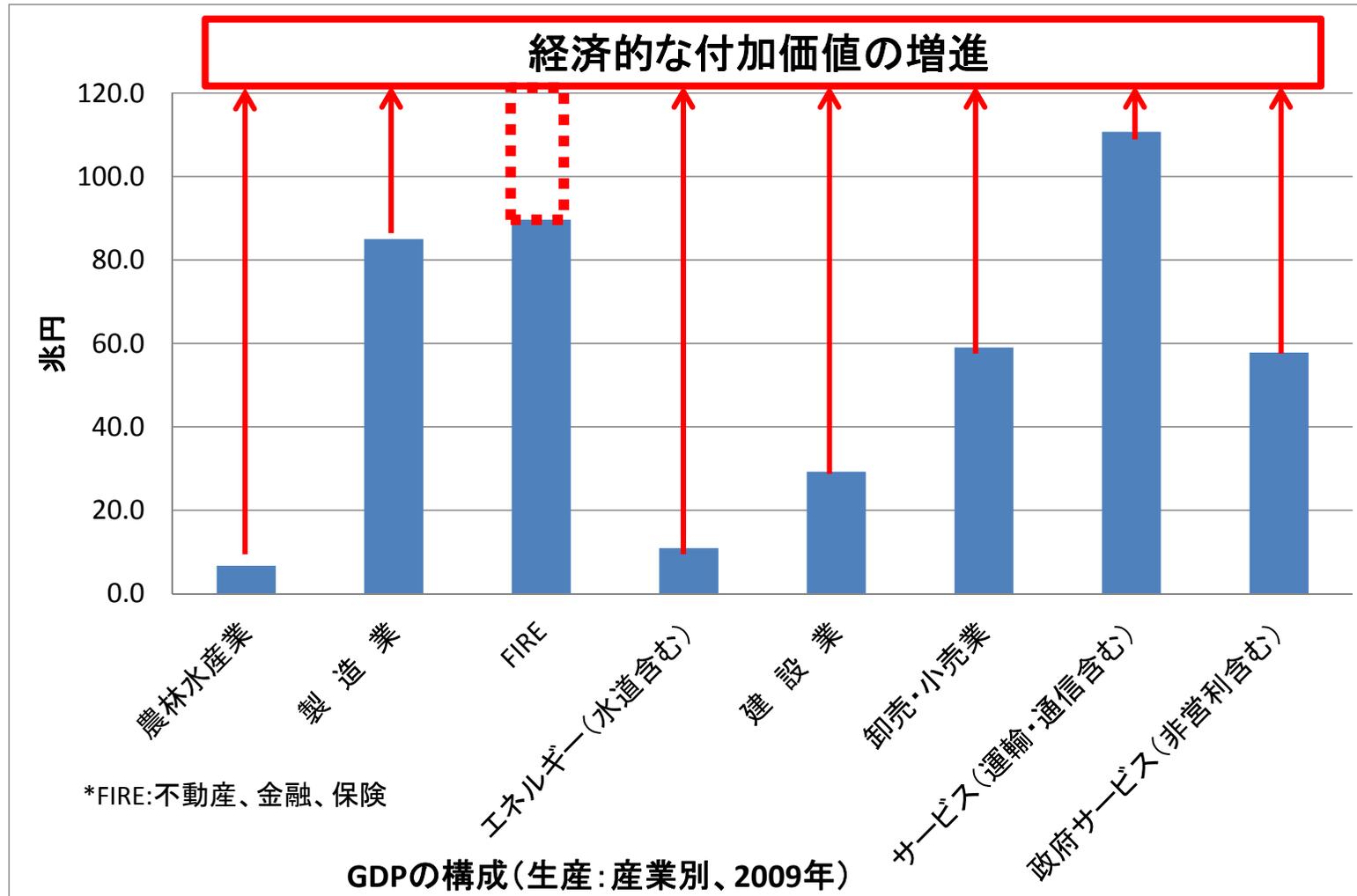
### 資金循環への期待

- 新たな産業、新たな市場に向けてのリスクマネーの積極的な供給
  - 医療介護ファイナンス
  - エネルギーファイナンス
  - 不動産・インフラファイナンス
  - 環境ファイナンス
- 高齢者を含む、主体の多様化に対応したきめ細かなパーソナル・ファイナンス



解決策は組合せによる全体の最適化

# FIREを中心とした組合せによる全体最適化 “Realization, Circulation, and Combination”



現在の産業(「縦」)を連携して新しい組織(「横」)を創設する→実物資産の供給増

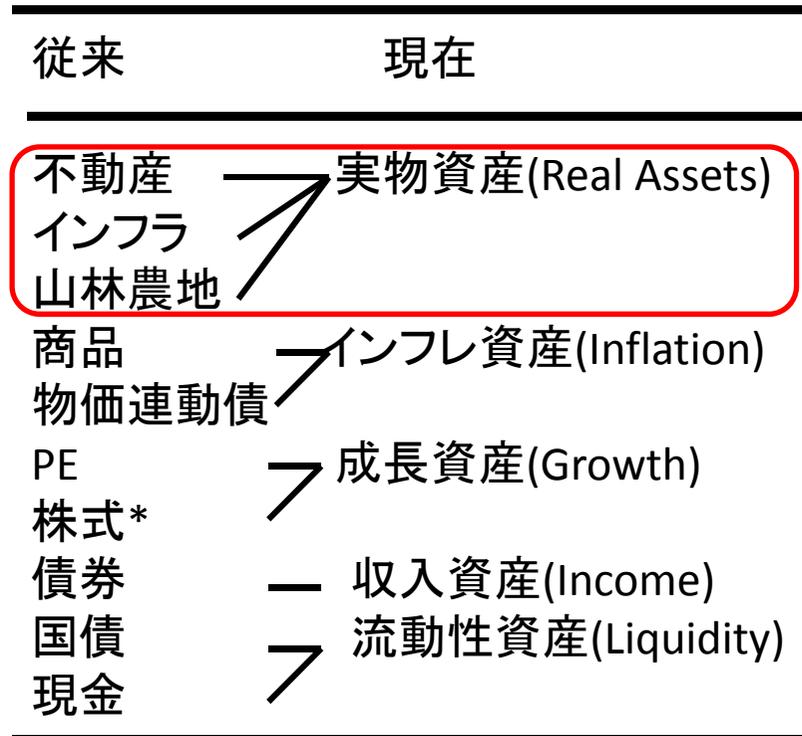
# 「実物資産」の重要性が高まっている

## リスクファクター・アプローチ：米国加州教職年金の例

ポートフォリオ・アセット・ミックス

資産クラス	目標	実際
成長資産(Growth)	64%	63%
収入資産(Income)	17%	18%
流動性資産(Liquidity)	4%	4%
<b>実物資産(Real Assets)</b>	<b>11%</b>	<b>10%</b>
インフレ資産(Inflation)	4%	3%
絶対収益率(Absolute)	N/A	2%

2012年9月30日



\* Global Equity

<http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/investments/assets/assetallocation.xml>

### 実物資産はリスク限定商品を指向する投資家のニーズに合っている

## 不動産投資とインフラ投資の共通点

- 大きな初期投資額 (Large Up-Front Investments)
- キャッシュフローの強さ (Strong Cash Flows)
- 安定したキャッシュフロー (Stable Cash Flows)
- 長期投資 (Long Life)
- 投資の不可逆性 (Irreversible Investments)
- 立地依存 (Location Specificity)
- 成長性は小さい (Growth Options( relatively few))
- デフォルトを考慮した価値 (Value under Default)



「実物資産」(Real Asset)として再定義

# 実物資産化の対象となりうるもの

## 社会資本

- 経済インフラ
  - － 輸送(道路、空港、港湾、橋、倉庫、駐車場等)
  - － 公益事業(発電、水道、下水処理、ごみ処理等)
  - － エネルギー(送電線、電力、再生可能エネルギー等)
  - － 通信(ケーブル・サテライト等)
- 社会インフラ
  - － 教育(学校・その他教育関連施設)
  - － 医療関連(病院・介護施設 等)
  - － その他(裁判所・刑務所・スタジアム等)

①利回りは例えば5%以上

②投資不適格なものは建替え・更新により適格化

③制度裁定(例:太陽光固定価格買取、42円、儲かるビジネス)の活用も

④利回りが投資家要求に満たない場合、マネーのPPPによる利回り向上も

⑤PREは売却のみならず、合築や共同建替え等による貢献も

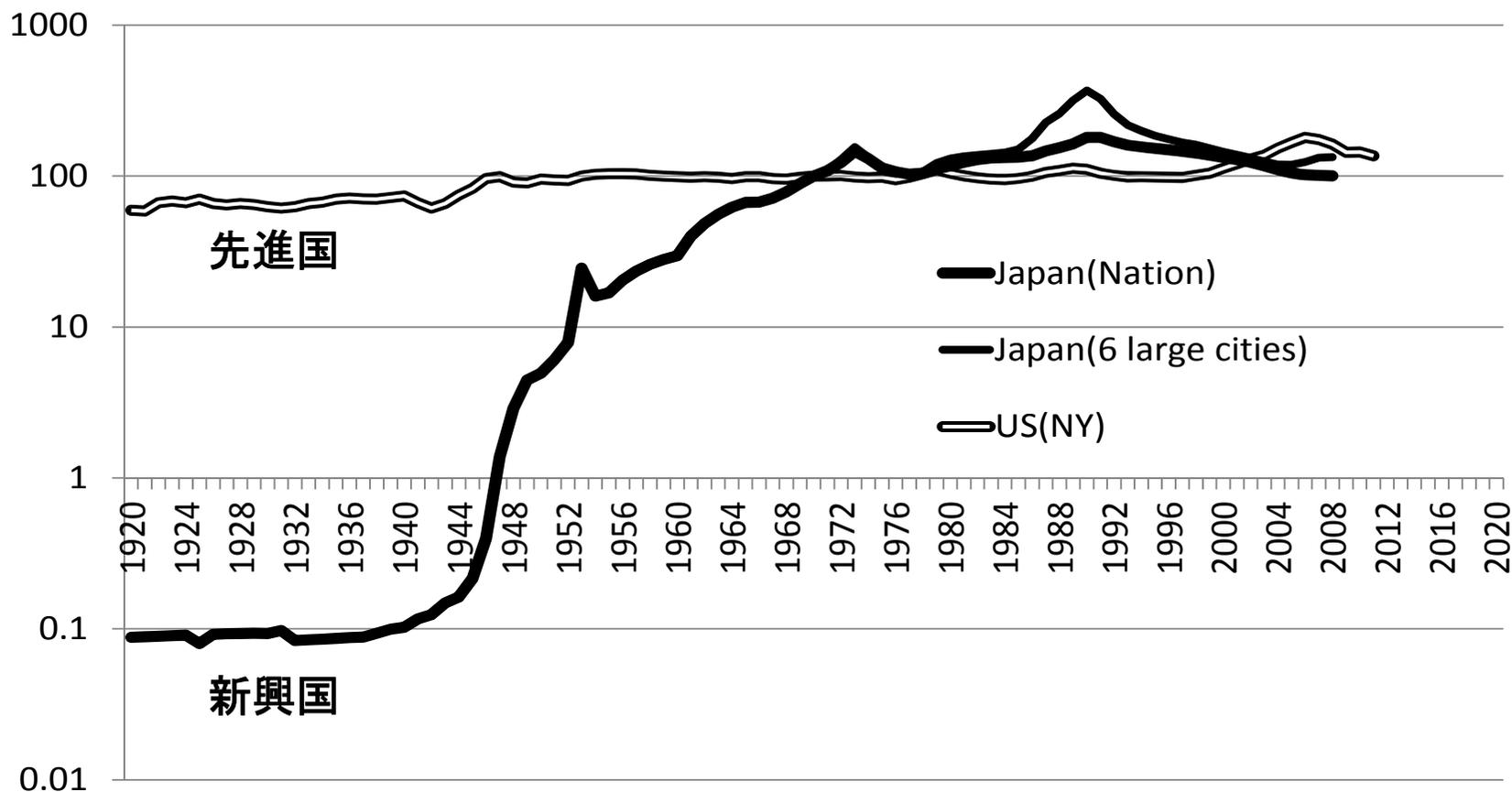
## 不動産

- 企業不動産(CRE)
  - － 業種別
- 公的不動産(PRE)
  - － 国有
  - － 地方自治体保有等
- 住宅
- 山林
- 農地

# なぜ実物資産なのか？ (リアライゼーションの背景と可能性)

# 先進国の不動産価格は「フラット」

## 日米の住宅価格の長期的な推移(1920年~2008年)



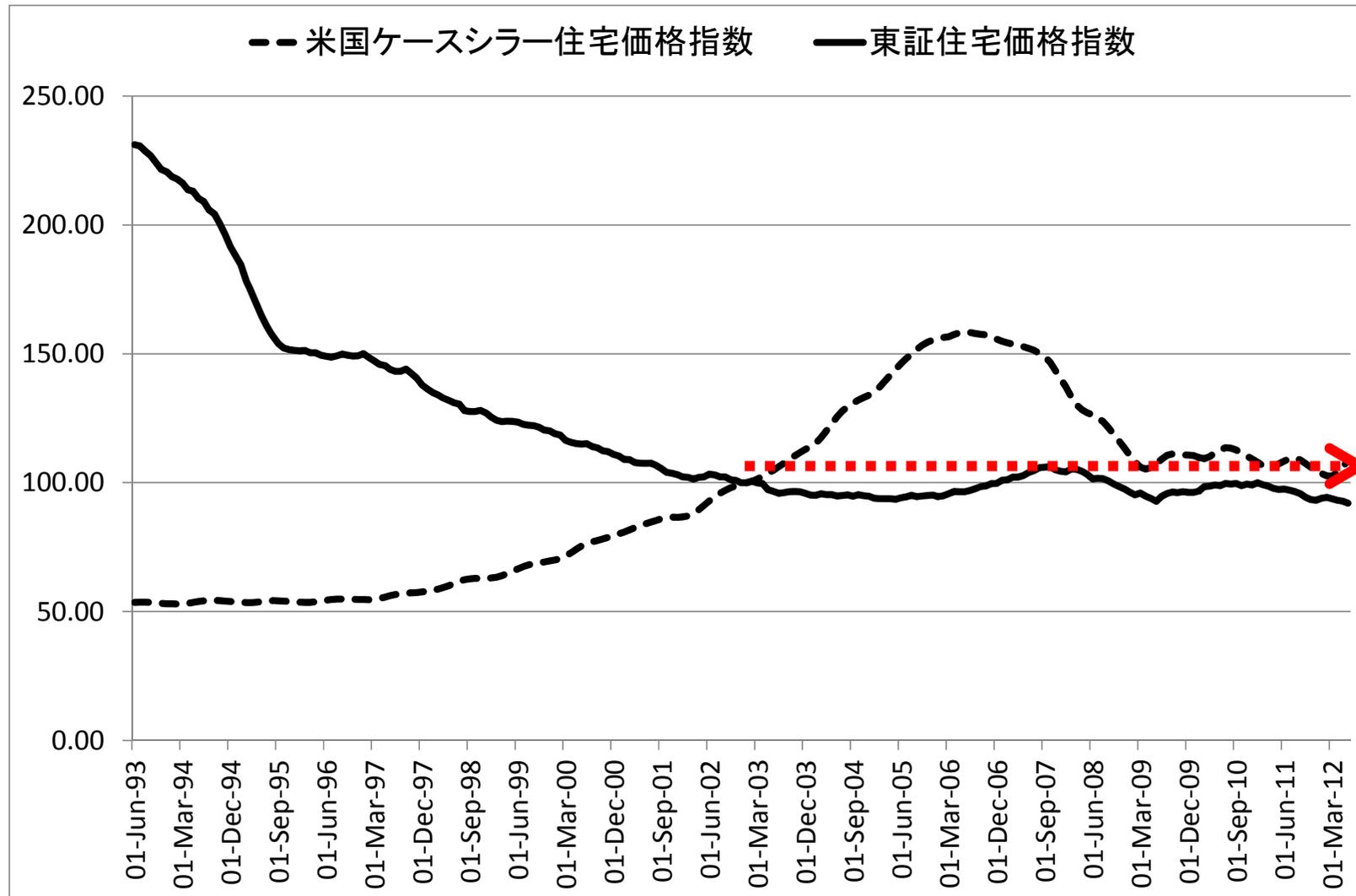
Source: US=Shiller(2000).Standard and Poor's and US Commerce Department, Japan=Kyu-Daichikangyo bank and JREI: residential land price index. Deflated by GNP deflator(base year=2000)

Real house prices in the United States and Japan (years 1920-2010)

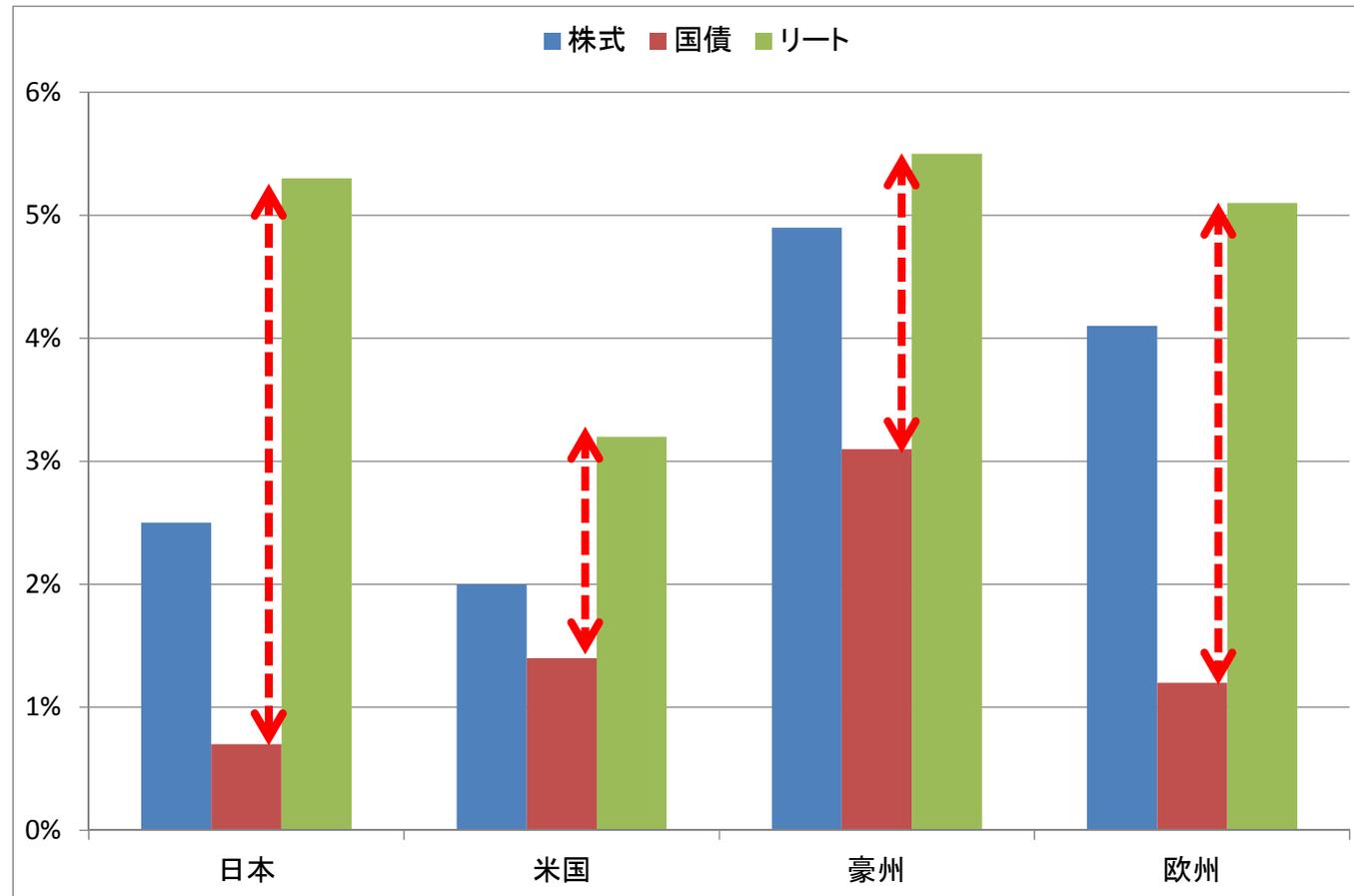
(Source: Kawaguchi 2012)

# 日米の不動産価格は安定期へ

## 日米の住宅価格指数(月次:93年6月~12年3月、03年1月=100)



# 不動産投資→安定した価格+「利回り」 株式、国債、リート の利回り比較(2012年8月)

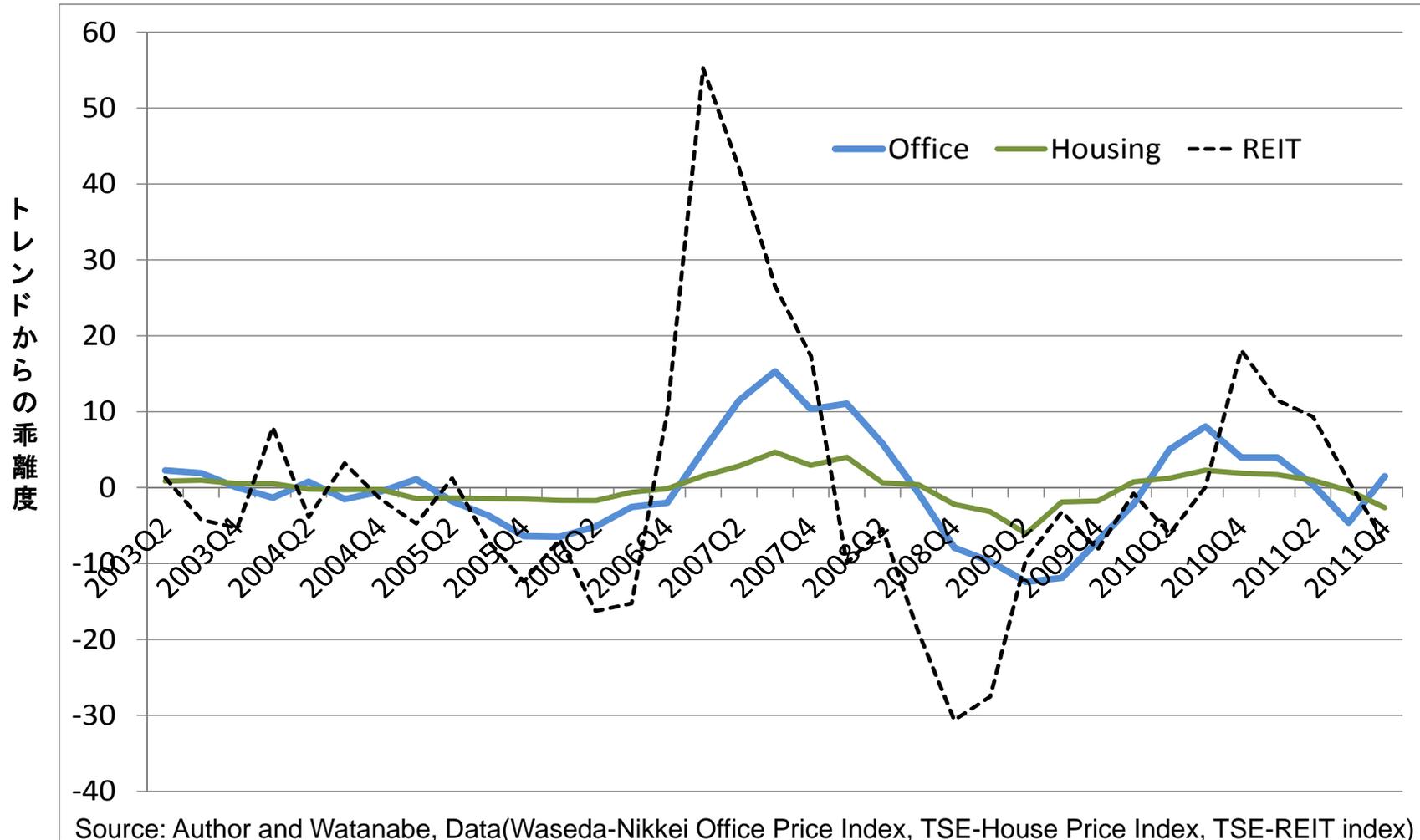


(株式利回り=TOPIX, S&P500, ASX200, FTE EURO TOP100; 国債利回り=10年債(欧州はドイツ国債);リート利回り=S&P REIT指数をもとに計算)

↕ : イールド・ギャップ(リートと国債の利回り格差)

# 日本の不動産の短期サイクル 実物資産投資のタイプ

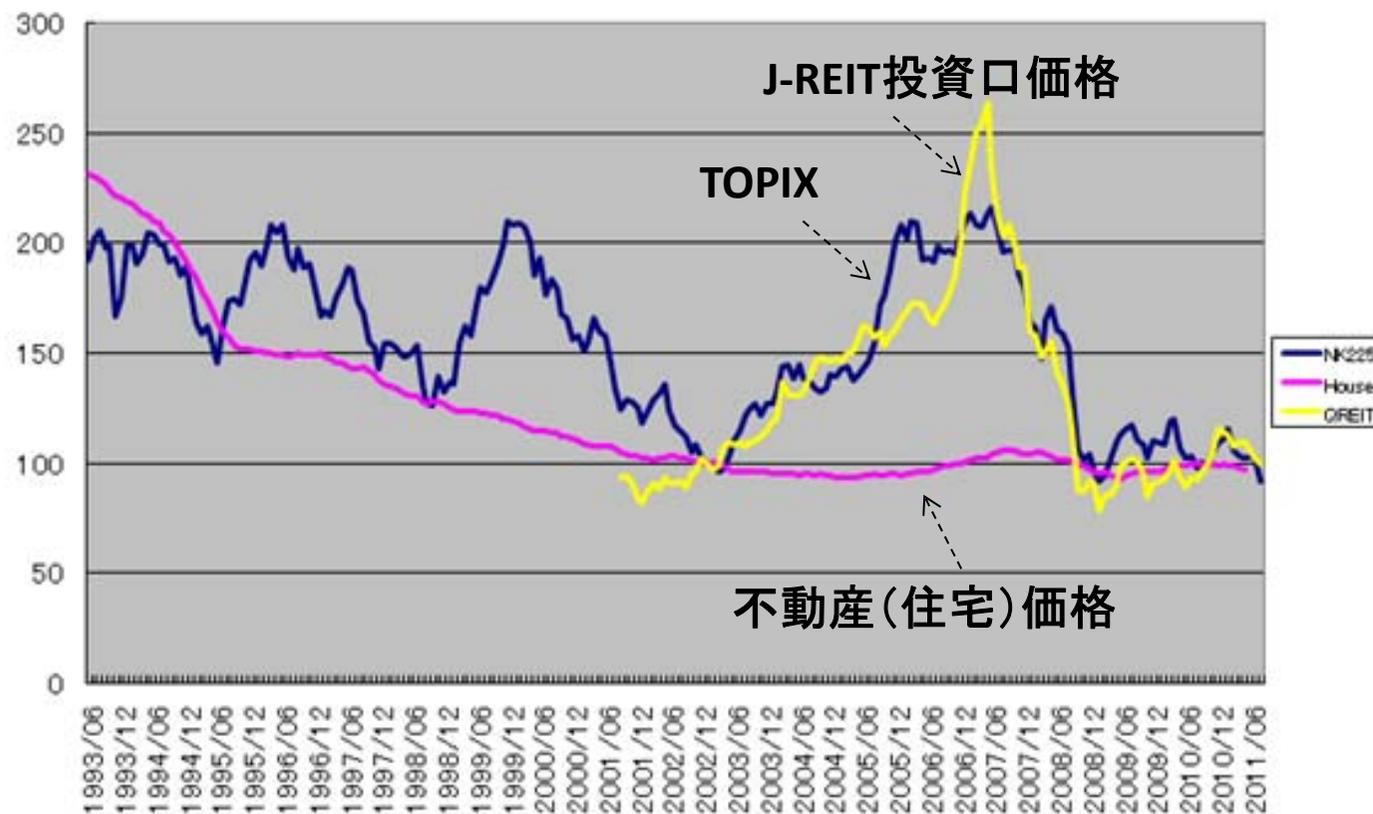
アンレバレッジ(ビル、住宅)資産の変動はレバレッジ(REIT)資産の変動よりも小さい



REITはカウンター・シクリカルに物件追加ができるビークルという特徴もある

# 実物資産価格の特性

## 不動産価格、J-REIT投資口価格、および株価 (Jun 1993-Jun 2011)



- ①J-REITはミドルリスク・ミドルリターン商品ではなかった(理由:レバレッジ効果等)。
- ②J-REITが「成長資産」ではなく「実物資産」の資産クラスに分類されるような工夫が必要。
- ③J-REITをリアライゼーションのための「社会の公器」として活用する方策が上記②を促進する。

(出所:東証住宅価格指数、TOPIX、東証REIT指数を用いて筆者作成)