

第2回 不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議 議事概要

日時：平成24年11月16日（金）17：30～19：30

場所：中央合同庁舎4号館4階共用第2特別会議室

議事概要

前原経済財政政策担当大臣ご挨拶、川口座長、関研究部長のプレゼンテーションの後、以下の議論がなされた。

- 海外投資家の中には、Jリートを大幅に売り越す動きもあり、Jリートの市場規模を長期安定的に拡大していくためには、海外投資家に過度な期待を寄せるべきではない。
- 確定給付型企業年金は、株式や債券以外ではヘッジファンドへの関心が高く、不動産について言えば価格変動特性が株式と異なる私募リートに関心を寄せている。上場リートへは市場規模が大きくなるまで投資しにくい。一方で、地銀は安定的なJリートに関心を寄せている。
- 確定拠出年金でJリート投信を増やしていくことによる市場拡大を提案したい。ARESが行っている金融商品の認知度調査によると、Jリートに対する認知度は低い。Jリート投信が確定拠出年金の運用商品のメニューに入っている企業は少ない。昨年3月末の確定拠出年金の残高は5兆円あるが、そのうち投信に充てられているのは2兆円で、そのうちリート投信は63億円となっており、全体の0.126%に止まっている。各企業に選択肢の一つとしてJリート投信を加えることを推進できないか。制度的な障害はないので、政策当局から関係省庁を通じて基金への働きかけを行ってほしい。Jリートへ認知度が高まれば、Jリートへの投資も促進され、市場規模を長期安定的に厚くできる。
- 供給サイドに大胆に切り込まないと兆円単位で市場を大きくする力にならない。フランスでは、既存の不動産会社のリート成りを促したことが大きかった。イギリスでも、多くの不動産を保有する不動産会社が、それらをファンドやリートに出す際の課税の繰り延べ措置（いわゆるアップリート）を講じた。日米の最大の差はこうした措置の有無である。
- 東京のある地域の不動産は資産規模が100兆円規模あるが、そのほとんどを不動産会社が保有しており、リートに出されているものはほとんどない。
- 住宅についても、URは77万戸の賃貸事業を行っているが、これが住宅リートに変われば世界最大規模になる。NOIで3,000億あり、5%で割り引けば6兆円規模のリートになる。供給サイドで手がついていないところはある。
- CRE戦略は、製造業等が不動産を手放すことで経営資源を大事なところに集中投下できると同時に、物件が市場に供給されることによって海外資金等も取り込んだ形で不動産投資市場が成長するというもので、2つの市場が同時成長するものであるという点も盛り込んでほしい。

- 不動産会社が優良な不動産を保有し続けているという指摘もあるが、まちづくりは権利調整などに時間を要するものであり、賃貸不動産からの収益を内部留保しながら進めていく必要がある。都市再生が進みづらくなるおそれがあるリート成りには慎重であるべき。
- 私募ファンドの資産規模はJリーートの3倍の約25兆円。私募という性格から公共政策的な支援に議論がある可能性があるが、例えば年金が投資した場合には最終的に国民の資産形成に資するものであり、公的な器と考えられる。情報開示についても、投信法に準拠した私募リートはもちろん、それ以外のGK-TKスキーム等であっても、ARESが策定した私募不動産ファンドガイドラインに沿った場合には十分な開示が行われている。また、ARESではインデックスの整備なども行っている。
- Jリートによる海外不動産の取得については、既存のJリートではなく、東京発の新たなJリートを想定している。日本企業が海外で保有する商業施設や物流施設、生産施設を東京発のJリートが保有・運営すれば、海外の成長を取り込むことができる。ぜひ推進すべき。
- ARESの試算によると、Jリートによる2001年～2011年の累積の経済波及効果は31兆円で、単年度で見ればGDP比0.3%、雇用効果は30万人である。また、日本再生戦略の目標どおりに進めば、2012～2020年の累積の経済波及効果は46兆円、単年度GDP比0.6%、雇用効果は13万人となる見込み。
- 不動産投資市場は供給側に課題があり、アップリートの実現をお願いしたい。
- 外国人投資家を呼び込むには税制面でのインセンティブが有効だが、近年、私募ファンドに対するネガティブ改正が見受けられる。例えば、過小資本税制の強化やTMKによる国内募集要件の厳格化、アーニングストリッピングルール（課税所得の50%を超える支払利子について損金算入を認めないというもの）など。外国人投資家を呼び込むために配慮してほしい。
- 米国の場合、会社のポートフォリオの一定程度が不動産賃貸業になっているとリート要件を満たすこととなり、税制優遇の対象となる。また、米国の場合は、森林も不動産の一部であり、森林を大量に保有している製紙会社が税制優遇を受けるために森林を買い増してリート成りするという動きがあり、森林リートが増加していった。
- 日本は法人税が高いと言われているが、リート成りに伴う税制優遇措置を講じてリート市場を活性化させることも経済にも有効なのではないか。
- 日本人は安定的な資産を好み、JGB（国債）などへの需要が高い。そうした中で、必ずしもグローバル化しなくても良いのではないか。
- 事業法人で滞留している金を本業ではなく不動産投資市場に出すことも必要。その際、一定程度の投資までは税の優遇措置を認めるということも一つの方法である。
- 個人投資家の資金を入れるために価格変動リスクを抑えるべきだという議論があるが、実態として、価格変動リスクを下げるような制度設計が見られないのが実情。一方で、価格変動リスクが小さい私募ファンドも、導管性要件が厳しいことから組成しやすいとは言えない。
- レバレッジを高くしすぎるとクレジットクランチ（金融ひっ迫）が起こった時にリファイナンスがしづらくなり、リーートの信用力が落ちて投資口価格が落ちるため、業界

の考え方としてレバレッジを少なくしようと努力しているが、逆にレバレッジをかけていなければ価格が上がるのかというと、必ずしもそうでもない。いずれにせよ、個人投資家の参加を促すためには、どうやって安定化させるかが重要。

- 年金としては、ボラティリティがない投資対象の方が望ましいので、安定したコア的な不動産だけでもよいので、税制優遇をすべき。
- Jリートの海外不動産取得が実現すれば、海外のマネージャーがJリートを使って投資することも考えられ、マネージャーのすそ野が広がり、より洗練されたファンド（リート）が組成される。
- AIJ事件以降、年金は運用の基本方針を厳しくしており、伝統的な国内外債券以外の投資対象はオルタナティブな扱いとなっている。従前以上にチェック項目が増えて投資しづらくなっている。
- 不動産やインフラといった実物資産は他の運用対象と分けて考え、一つのアセットクラスとして認め、分散投資の一つとして推進していくべき。
- 優良な投資対象不動産が市場に供給されることが重要であるという議論があるが、まずは都市再生や国際競争力の強化等を通じて需要が創出されなければ供給は進まないなので、これらを進めるべき。例えば、不動産取引税や買換え特例、贈与税の話などもセットで対応しないと活性化にはつながらない。
- 特に中小ビルの耐震性など、防災機能の強化も課題。不動産投資市場の活性化によって解決すべき。
- まちづくりや木造住宅密集地域の解消など、長期的に取り組むべき課題もある。
- ある地域では優良な不動産が市場に供給されていないという指摘もあるが、まち全体で価値を上げていくためにはトータルで保有することも必要。
- ビルの建設は進み、リートを使わなくても立派なまちはでき、不動産会社は銀行から低利融資を受けられており、金は回っているのではないか。オフィスが不足しているという話も聞かない。確かに投資市場への供給は少ないが、無理に年金や個人資金、DC(確定拠出年金)を投資市場に流入させて起こるのはバブルである。結果として傷むのは個人であり、企業年金である。
- 個人はそれほど高い利回りは望んでおらず、2～3%の利回りでも良い。レバレッジをかけて高い利回りを求めるのは、運用会社がリターンを上げて手数料を取るため。運用対象物件がないため、手数料で仕事せざるを得ないという悪循環である。公的年金は巨額の資金を持っており、個人のDCで運用するくらいならそちらで対応すべき。それができないのは供給が少ないからである。
- 海外のリートに投資している海外ファンドがあるが、日本のリートは数も少なく、不動産会社との取引も多少不透明で、優良な資産も不動産会社が持っていることから、そのようなファンドは日本に対して、リートではなく不動産会社の株に投資する。
- アップリートは難しいだろうが、本当にやる気ならそこまで手を付けないと市場は拡大しないだろう。
- Jリートだけでなく株式もバリュートラップに陥っている。純資産倍率はともに0.8倍程度。配当利回りは株式で3%程度、リートはそれ以上だが、それでも金が入ってこない状況。

- Jリート市場の価値を上げていくのであれば、キャピタルロスを課税所得から控除するくらいの措置を講じれば一気に動くのではないか。それにより、Jリートだけでなく株式も上がっていく。課税に対してインセンティブを与えることで投資家の資金を流入させることができる。
- Jリート市場がバリュートラップに陥っている原因は、日本の不動産の価値が長期的に毀損するのではないかという不安からである。
- 必要な不動産は、耐震性や環境性能に優れた不動産ではなく、ヘルスケア施設やインフラである。
- 不動産投資市場は約30兆円ある一方で、インフラ投資市場はほぼ0である。韓国では、アジア通貨危機を契機にインフラ整備に民間資金を入れるシステムを作った。PIMACに民間知識のある人を入れて、事業省庁への働きかけやリサーチを行っている。イギリスでも、財務省の中に組織を作り、民間の知恵を使ってインフラ整備を行っている。
- インフラ投資市場を活性化させるためには、目標値を定めるだけでは動かない。例えば、概算要求を出してくる省庁に対して資産の切り出しを義務付けて、その額だけ概算要求の枠を与えるなど、単年度ごとに取り組んでいく必要。そこには民間の知恵が必要であり、各省庁の案件精査や具体的な提案などを担うべき。
- シンガポールには国内不動産はそれほど多いわけではなく、シンガポールリートは後背地であるアジア各国に投資を行っている。海外投資家は、シンガポールリートに投資すればアジア各国への投資を行うことができる。また、アジア各国の投資対象施設には、日本企業の商業施設や物流施設も含まれている。グローバルな投資の世界はそういう観点を持ち始め、東京市場の魅力を計りつつあるということを認識すべき。
- 今の問題の一つは、将来を予測できない社会になっている点である。特に年金への不安があり、期待されていたJリートがミドルリスクミドルリターンになれなかったことも原因である。そのため、資金をため込んでいく。今回の会議の方向は将来を予測できるものを描いていくということである。