

グローバル経済下における 不動産のあり方について

平成19年3月

社団法人 不動産協会

グローバル経済下における不動産のあり方懇談会メンバー表

(順不同)

| | |
|--------|---------------------------|
| 伊藤 元重 | 東京大学大学院経済学研究科教授 (懇談会座長) |
| 中里 実 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 神田 秀樹 | 東京大学大学院法学政治学研究科教授 |
| 翁 百合 | 日本総合研究所調査部主席研究員 |
| 川口 有一郎 | 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授 |
| 岩沙 弘道 | 不動産協会理事長 三井不動産社長 |
| 福澤 武 | 不動産協会副理事長 三菱地所会長 |
| 南 敬介 | 不動産協会副理事長 東京建物会長 |
| 高島 準司 | 不動産協会副理事長 住友不動産社長 |
| 植木 正威 | 不動産協会副理事長 東急不動産社長 |
| 中野 淳一 | 不動産協会副理事長 野村不動産会長 |
| 簀原 克彦 | 不動産協会副理事長 阪急不動産社長 |
| 五十嵐 健之 | 不動産協会副理事長 兼 専務理事 (第1回) |
| 林 桂一 | 不動産協会副理事長 兼 専務理事 (第2回～5回) |
| 佐藤 和男 | 不動産協会政策推進委員長 三井不動産顧問 |

本冊子は、上記メンバーによる「グローバル経済下における不動産のあり方懇談会」にて報告・議論された事項をまとめたものである。

まとめにあたっては、資料作成を含め、(株)ニッセイ基礎研究所の協力を得ている。

(はじめに)

わが国の不動産市場は、グローバル化した投資活動や証券化に代表される金融技術と不動産との融合、収益性を重視した不動産の価格形成、情報開示の推進、さらに最先端のコンセプトによる都市再生事業などに見られる美しくダイナミックな街並みの形成などを通じて、バブル崩壊から15年以上も続いた資産デフレから今ようやく立ち直ろうとしている。

不動産市場の活性化は、資産デフレの経験から明らかなように、日本経済の持続的成長の基盤を成す重要な課題である。世界標準の不動産投資市場を構築することによって、世界の投資資金をわが国に呼び寄せるとともに、都市再生事業を継続・推進することによって、グローバル経済の一極を担う都市群を育成し、着実な国土形成と持続的な経済成長に寄与すべきである。

2007年3月

グローバル経済下における不動産のあり方懇談会

目 次

| | |
|--|----|
| 第1章 大きく転換する不動産市場・日本経済の成長に向けて | 2 |
| 1. 世界に前例なき長期に渡る資産デフレ..... | 2 |
| 2. 資産デフレからの脱却・利用に応じた価値の実現へ..... | 4 |
| 3. 有効利用によって多極化する地価動向 - 望ましい価格形成への転換..... | 6 |
| 4. 持続的成長に向けた戦略とは..... | 8 |
| 第2章 持続的成長を支える不動産投資市場の発展と都市再生事業の展開 | 11 |
| 1. 不動産投資市場の整備は諸政策の要..... | 11 |
| 2. 都市再生事業などの街づくりとの連携を通じた投資機会の拡大 | 11 |
| 第3章 不動産と金融市場との連携による投資機会の拡大・優れたストックの形成 | 16 |
| 1. 金融システムのイノベーションと不動産投資の変化..... | 16 |
| 2. 優れたストック形成による投資機会の拡大・グローバル経済下の競争力確保 | 19 |
| 3. 資産形成に寄与する投資市場の整備 | 20 |
| 第4章 グローバル経済下における都市間競合への対処 | 22 |
| 1. 東京や大阪などに対する世界の評価 | 22 |
| 2. グローバルシティとワールドシティに対する国際的評価・グローバル経済下の地位確保に向けて | 25 |
| 第5章 今後の検討課題..... | 28 |
| 1. 多様な投資機会を有する不動産投資市場の整備 | 28 |
| 2. 住宅政策と住宅金融市場..... | 34 |
| 3. 成長を高める不動産税制の確立..... | 37 |

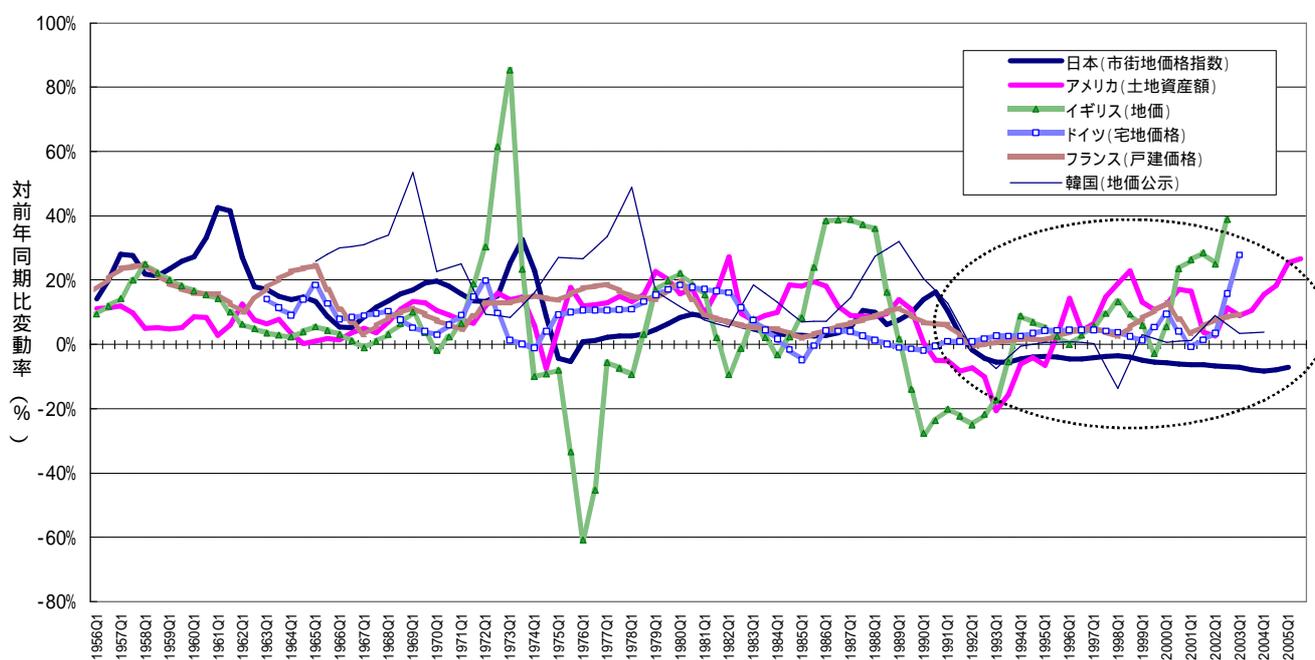
- (1) ここで用いている「不動産投資市場」とは、不動産の長期保有を背景とした流動性のない従来の不動産市場のウェイトが縮小する一方で、金融投資とも比較しうる Buy & Sell による流動性の高い投資市場としてのウェイトが高まり、世界標準を満たしたグローバルな投資環境をもつ市場として成長する姿をイメージしたものである。

第1章 大きく転換する不動産市場・日本経済の成長に向けて

1. 世界に前例なき長期に渡る資産デフレ

- バブルの発生と崩壊、回復の過程は、わが国における不動産市場や政策の有り様が、いかに社会経済に大きな変動をもたらすかを示す重要な教訓となった。バブル崩壊から15年を超える地価下落が続いたことは、他の先進国等における過去50年に渡る長期の地価等不動産価格動向からしても、前例を見出すことができない(図表1)。

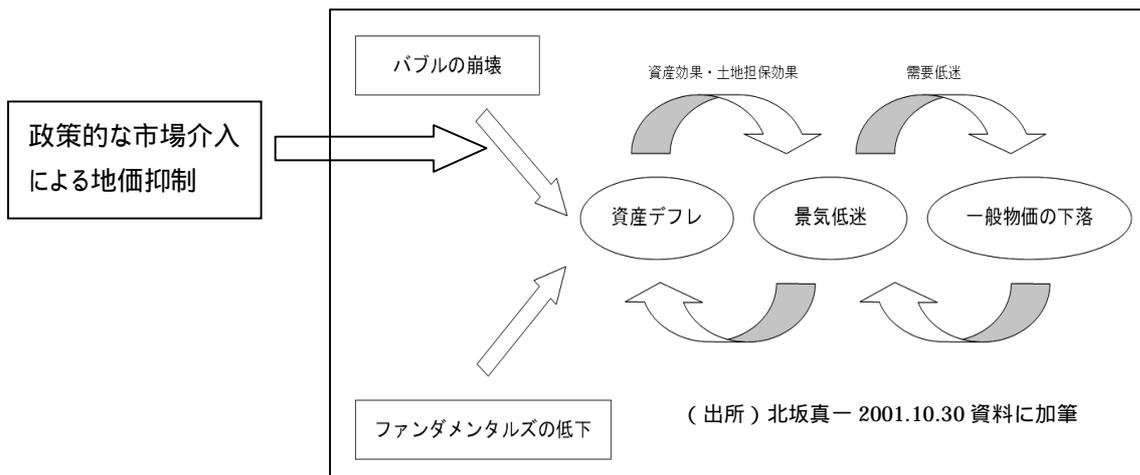
図表1 世界に前例のないわが国における長期の地価下落



(出所) 日本(市街地価格指数、全用途平均)、アメリカ(土地資産額、FEB Flow of Funds Accounts of the United States Z1 不動産残高から建物分を控除)、イギリス(Valuation Office Agency他データの合成系列)、ドイツ(建築可能既存宅地 Kaufwerte für Bauland, September 2004, Statistisches Bundesamt, Fachserie 17, Reihe 5)、フランス(既存戸建住宅全国平均価格、INSEE, Paris Chamber of Notaries)、韓国(地価公示、全用途平均)により作成。

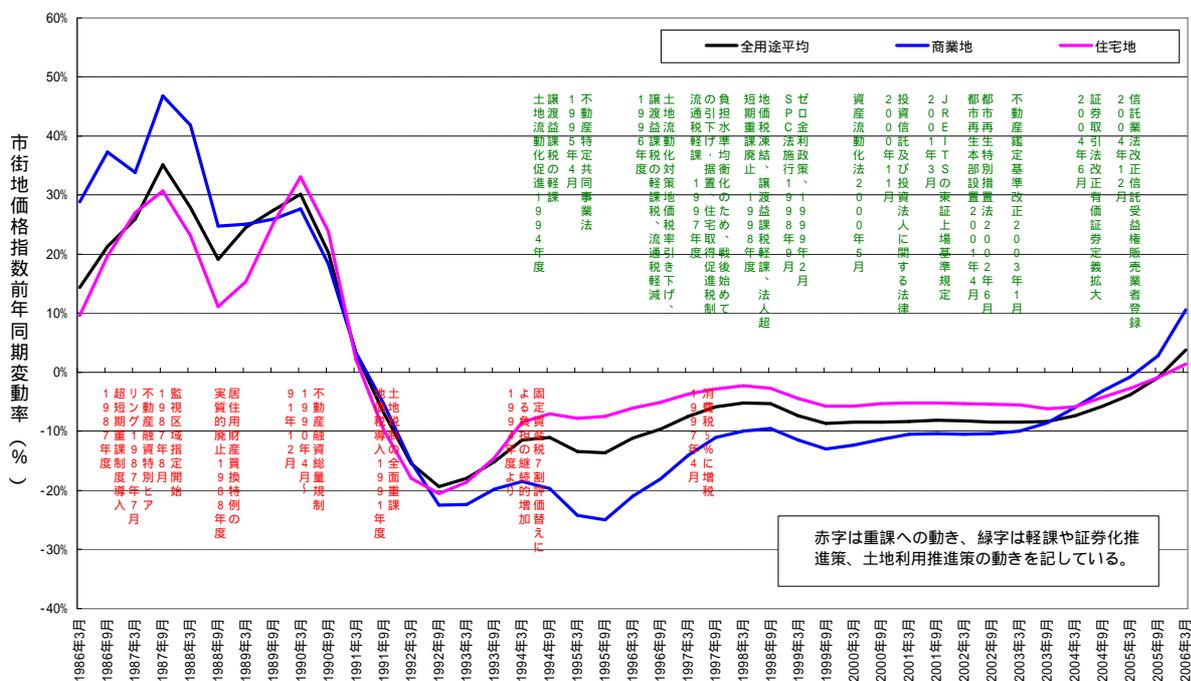
- 過去を振り返ると、プラザ合意以降に生じた過剰流動性や金融・資本市場の自由化による企業の銀行離れ、土地神話に依存した過剰な評価による中小企業や不動産業を中心に行われた担保融資などを背景に、急速な経済成長とさらなる将来期待によってバブルが発生し、その崩壊は多額の不良債権と不稼働な不動産ストックを発生させることとなった。このように、当時のわが国のマクロ経済運営は、こうしたバブルの発生を予測しえない未成熟な段階にあった。
- バブルの崩壊は、不動産融資の総量規制などの、ストック価格を直接押し下げるバブル封じの政策が講じられたことに始まった経緯があり、さらに不動産税制の重課が地価下落が進行する中で追い打ちをかけるように実施されたことは、その後に軽課に向けた措置がとられるまで、継続的に地価を抑制することとなった。資産デフレは逆資産効果を通じて景気低迷を生み、需要の低迷は一般物価の下落を通じて景気低迷に拍車をかけ、デフレを一層深刻にする負のサイクルを生むこととなった(図表2)。

図表2 資産デフレと経済の関係



- 具体的にみると、1990年4月から始まった総量規制によるバブル封じによって地価は抑制され、下落に向かった経緯がある。その後、地価は下落に転じたにもかかわらず、1991年度には地価税導入を含めた土地税制の全面重課が行われた。このため地価下落に一層拍車がかかったものと考えられる。さらに、1994年から固定資産税の7割評価への見直しが進み、税負担の増加と資産額の減少による実効税率の上昇は、今後の地価上昇は許さないという強い制度的裏付けを持った政策スタンスとあいまって、地価を押し下げたことを指摘しておきたい(図表3)。今後のグローバル市場において、こうした市場介入策は許されるものではなく、市場フレンドリーな対応に転換されていく必要がある。

図表3 土地ストック価格の抑制と回復への試行 (地価変動率: 市街地価格指数六大都市)



(出所) 市街地価格指数や各種文献によりニッセイ基礎研究所にて作成

2. 資産デフレからの脱却・利用に応じた価値の実現へ

- このように深刻化した資産デフレから脱却し、経済を再生するためには、バブル封じ策の撤廃だけでなく、いったん始まったデフレ・スパイラルを断ち切る必要があった。これには、不良債権処理を促進し、低利用あるいは未稼働不動産を優良収益不動産に転換させることによって新たな価値を生み出す必要があったが、破綻した間接金融はこの道を閉ざしていた。そこで、米国における S&L 破綻後の不良債権処理に重要な役割を果たした不動産証券化等の金融技術の導入や先進的不動産経営、英国における都市再生事業などの展開と成功が、わが国にとっても市場回復に向けた重要な課題となった。
- 不動産の証券化の関連では、1995 年に不動産特定共同事業が始められ、その後、SPC 法による資産流動化の推進から J-REIT の創設普及に至るまで、新たな不動産市場形成に向かって数多くの新制度が導入されてきた(図表4)。

図表4 資産デフレ期における不動産証券化関係の主要な制度導入

「不動産特定共同事業法」(1995年4月施行) 日本版リミテッド・パートナーシップの実現
 「債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律」(1998年10月施行) 公庫等による住宅ローン債権の証券化
 「債権管理回収業に関する特別措置法」(サービサー法、1999年2月施行、2001年9月改正)
 「良質な賃貸住宅等の供給の促進に関する特別措置法」(定期借家制度、2000年3月施行)
 「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(SPC法、1998年9月) 資産の流動化に関する法律(改正SPC法、2000年5月) 日本版SPCの登場
 「不動産投資顧問業登録規定」(2000年9月施行) PMやAMの育成へ
 「投資信託及び投資法人に関する法律」(2000年11月施行) JREITsの基盤確立、情報開示
 東証によるJREITs上場基準の規定(2001年3月) JREITs市場の創設
 「不動産投資信託及び不動産投資法人に関する規則」「不動産投資信託及び不動産投資法人の運用に関する事項」「不動産投資信託及び不動産投資法人のディスクロージャーに関する事項」(2001年3月、6月、11月) 投信協会による自主規制
 「不動産鑑定基準」改正(2003年1月) 投資用不動産へのDCF導入
 「信託業法」改正(2004年12月施行) 金融機関以外から信託業に参入可能、信託受益権販売業者の登録等
 「証券取引法」改正(2004年6月) 有価証券の定義の拡大(一定の匿名組合契約の出資持分は有価証券、投資顧問業等。証取法自体による投資家が必要とする情報開示。

- この過程における最も重要な変化は、不動産の証券化に伴い、金融商品と同様に、投資判断の前提となる基本的な考え方として、適正な不動産価格の水準は、利用に応じて市場で決定される収益価格とされ、そうした評価が浸透したことである。その間、わが国の従来 of 鑑定手法を、収益価格評価の体系に転換すべく、様々な試行が展開されたが、それを推進したのは、海外投資家の要請によるものであった。適切な運用を目指す機関投資家が市場に参入したことによって、従来の持てば上がるという、キャピタル・ゲインねらいによる土地神話は一掃され、有効利用を前提としない不動産投資はほぼ姿を消し、資産価値から利用による収益価値を重視した市場システムへの転換が始まった。
- 不動産投資に対するもう一つの大きな変化は、大規模な不動産を持たない、一般消費者などの個人

や小規模年金なども、不動産の証券化を通じて、不動産投資に参画することができるようになったことである。実物不動産を、特定の事業者が保有し利益を得ていた過去の状況では、経済に対する不動産の寄与のあり方は、相対的に限定されていたものと考えられるが、現在ではJ-REIT や小口化証券、あるいはファンド・オブ・ファンズなどを通じて、家計を含む投資家、生損保や年金などの機関投資家、金融機関などが、直接大口の不動産を保有しなくても、株式や証券等に姿を変えた不動産や不動産関連投資を通じ、広く不動産投資による配当や適切な経営によるゲインを分かち合うことができる不動産投資市場が生まれている。この結果、不動産市場は従来以上に経済に寄与できることとなり、市場には多くの投資資金が集まるようになった。

- この代表的な動きが J-REIT の誕生である。1960 年に米国において REITs に対する法人税非課税という導管性が議会によって承認された際の政策理念は、規模の小さい投資家が収益不動産や大規模不動産投資にアクセスできるようにし、分散投資の機会を提供することであった(図表5)。不動産からの安定収益確保や価格上昇による利益を広く投資家に分配するとともに、REIT 投資を取り入れることによって投資リスクの分散を図る機会を投資家に与えるという理念は、2000 年 11 月以降、わが国にも引き継がれることとなり、J-REIT が誕生することとなった。

図表5 米国 REIT 創設時における議会の理念

| |
|--|
| <p>Why were REITs Created?</p> <p>Congress created REITs in 1960 to make investments in large-scale, income-producing real estate accessible to smaller investors. (略)REITs offer distinct advantages for investors: greater diversification through investing in a portfolio of properties rather than a single building and management by experienced real estate professionals.</p> <p>何故 REITs は創設されたのか？</p> <p>米国議会は 1960 年に規模の小さい投資家が収益不動産や大規模不動産投資にアクセスできるように REITs を創設した。(略)REITs は投資家に対し明白な有利性を提供する。つまり、ひとつのビルに投資するよりも様々な構成の不動産に投資することによる有効な分散効果の確保と、経験豊富な不動産の専門家によるマネージメントの提供である。</p> <p>(出所) National Association of Real Estate Investment Trust: NAREIT 資料より抜粋。</p> |
|--|

- 不動産証券化の導入と発展は、家計を含む投資家からの要請によって、自律的に不動産市場における情報開示を促すこととなった。J-REIT による金融と不動産投資の融合というイノベーションに相応したわが国の情報開示の水準は、世界の不動産投資家にも注目されるようになりつつある。日本の不動産市場の透明性は、世界的な不動産投資顧問業である Jones Lang LaSalle の評価によると、欧州主要国に肩を並べる水準にまで改善している(図表6)。
- 同時に J-REIT の上場によって、日本の不動産に対して株式市場を通してアクセスできる場ができたため、日本だけで孤立した不動産価格が形成されることは自ずと許されなくなっている。これはわが国において現実に生じた不動産市場のグローバル化であり、後戻りのない世界的な動きにわが国も取り込まれたものと言えよう。

図表6 改善しつつある日本市場の透明性に関する評価

| 2006 | 2004 | 国名 | 透明度 スコア2006 | 2004年 グループ | 2006年 グループ | 改善度合い | 2006 | 2004 | 国名 | 透明度 スコア2006 | 2004年 グループ | 2006年 グループ | 改善度合い |
|------|------|----------------|----------------|---------------|---------------|-----------|------|------|----------------------|----------------|---------------|---------------|-----------|
| 1 | 1 | Australia | 1.15 | 1 | 1 | no change | 31 | 34 | South Korea | 2.88 | 3 | 3 | ★★ |
| 1 | 3 | United States | 1.15 | 1 | 1 | no change | 32 | na | Slovakia | 2.99 | na | 3 | na |
| 3 | 2 | New Zealand | 1.20 | 1 | 1 | no change | 33 | 31 | Chile | 3.11 | 3 | 3 | ★ |
| 4 | 5 | Canada | 1.21 | 1 | 1 | no change | 34 | 32 | Greece | 3.13 | 3 | 3 | ★★ |
| 5 | 4 | United Kingdom | 1.25 | 1 | 1 | no change | 35 | 38 | Russia* | 3.22 | 4 | 3 | ★ |
| 6 | 7 | Hong Kong* | 1.30 | 2 | 1 | ★ | 36 | 35 | Philippines | 3.30 | 3 | 3 | no change |
| 7 | 6 | Netherlands | 1.37 | 1 | 1 | no change | 37 | 37 | Brazil* | 3.31 | 4 | 3 | ★★★ |
| 8 | 8 | Sweden* | 1.38 | 2 | 1 | ★ | 38 | na | Slovenia | 3.35 | na | 3 | na |
| 9 | 11 | France* | 1.40 | 2 | 1 | no change | 39 | 36 | Thailand | 3.40 | 3 | 3 | no change |
| 10 | 9 | Singapore* | 1.44 | 2 | 1 | ★ | 40 | 40 | Argentina* | 3.41 | 4 | 3 | ★★ |
| 11 | 12 | Finland | 1.63 | 2 | 2 | no change | 41 | 41 | India* | 3.46 | 4 | 3 | ★★★ |
| 12 | 10 | Germany | 1.67 | 2 | 2 | no change | 42 | 39 | P.R. China | 3.50 | 4 | 4 | ★★★ |
| 13 | 21 | South Africa | 1.77 | 2 | 2 | ★★★ | 43 | na | Macau | 3.65 | na | 4 | na |
| 14 | 16 | Denmark | 1.84 | 2 | 2 | ★ | 44 | 45 | United Arab Emirates | 3.77 | 4 | 4 | ★★★ |
| 15 | 17 | Austria | 1.85 | 2 | 2 | ★★ | 45 | 42 | Costa Rica | 3.83 | 4 | 4 | no change |
| 15 | 14 | Ireland | 1.85 | 2 | 2 | no change | 46 | 44 | Indonesia | 3.90 | 4 | 4 | ★ |
| 17 | 15 | Belgium | 1.88 | 2 | 2 | ★ | 47 | 46 | Turkey* | 4.04 | 5 | 4 | ★★★ |
| 18 | 19 | Spain | 1.91 | 2 | 2 | ★★ | 48 | na | Peru | 4.08 | na | 4 | na |
| 19 | 13 | Switzerland | 1.94 | 2 | 2 | no change | 48 | 50 | Romania* | 4.08 | 5 | 4 | ★★★ |
| 20 | 18 | Norway | 1.96 | 2 | 2 | ★ | 50 | 43 | Colombia | 4.10 | 4 | 4 | no change |
| 21 | 22 | Italy* | 2.14 | 3 | 2 | ★★★ | 51 | na | Uruguay | 4.13 | na | 4 | na |
| 22 | 20 | Malaysia | 2.21 | 2 | 2 | ★★ | 52 | 49 | Saudi Arabia* | 4.14 | 5 | 4 | ★★★ |
| 23 | 26 | Japan* | 2.40 | 3 | 2 | ★★★ | 53 | na | Panama | 4.18 | na | 4 | na |
| 24 | 25 | Barbuda* | 2.44 | 3 | 2 | ★★ | 54 | 48 | Egypt | 4.30 | 5 | 5 | ★★ |
| 25 | 29 | Mexico | 2.51 | 3 | 3 | ★★★ | 55 | na | Venezuela | 4.43 | na | 5 | na |
| 26 | 24 | Czech Republic | 2.69 | 3 | 3 | ★ | 56 | 47 | Vietnam | 4.69 | 5 | 5 | no change |
| 27 | 25 | Hungary | 2.76 | 3 | 3 | ★ | | | | | | | |
| 27 | 28 | Poland | 2.76 | 3 | 3 | ★★ | | | | | | | |
| 29 | 30 | Israel | 2.86 | 3 | 3 | ★★ | | | | | | | |
| 29 | 27 | Taiwan | 2.86 | 3 | 3 | ★★ | | | | | | | |

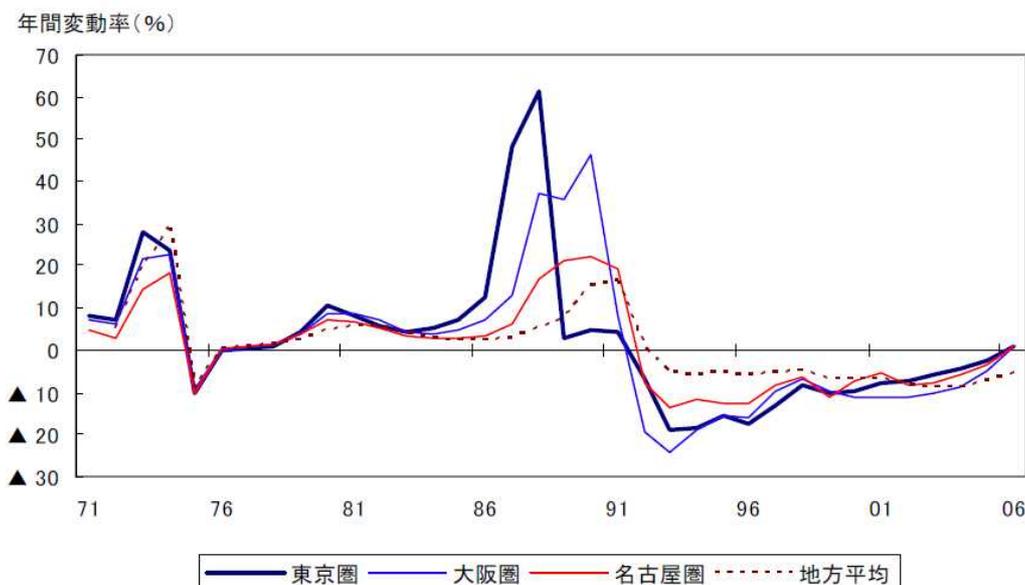
* 2004年よりもワンランクグループがアップ
 ★ わずかな透明度の改善
 ★★ 緩やかな透明度の改善
 ★★★ 注目すべき透明度の改善

(出所) Jones Lang LaSalle (2006) “Real Estate Transparency Index”

3. 有効利用によって多極化する地価動向 - 望ましい価格形成への転換

- 不動産証券化の展開を通じた不動産の有効利用によって、三大都市圏の平均地価は2006年からようやく下落から上昇に転じている(図表7)。しかし、需要の創出が難しい地方や、都市部でも利用価値が見出しにくい土地の価格は低迷を続けており、この結果、全国的あるいは地域的なレベルでも価格形成の多極化が進んでいる。このため、地価上昇が見られるとは言え、70年代初頭における列島改造期における全国的な地価上昇や、東京都心の地価上昇が都市郊外や主要都市、地方都市にまで波及した80年代後半からのバブル期のような状況は、現状とは大きく異なっている。
- 都道府県別の地価変動状況を見ると(図表8)、平成17年から18年にかけて、大都市圏(千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、滋賀県、京都府、大阪府)の商業地を中心に地価は緩やかに上昇しているが、地方圏の地価はどの用途においても引き続いて下落傾向にあることが分かる。

図表7 地価は大都市圏で緩やかに上昇、地方圏ではまだ低迷



(出所) 国土交通省、地価公示

図表8 地価は三大都市圏に限り緩やかに上昇

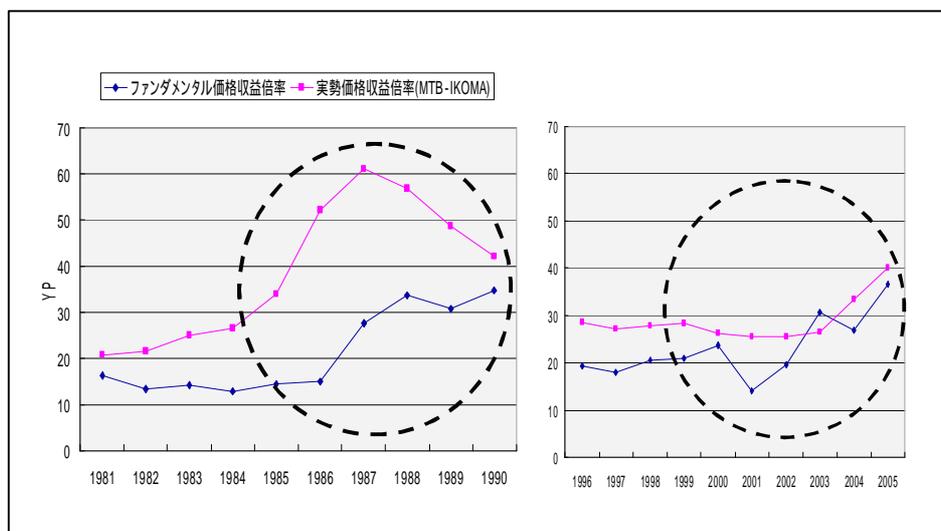
(変動率：%)

| 用途別 都道府県名 | 住宅地 | | | 宅地見込地 | | | 商業地 | | | 準工業地 | | | 工業地 | | |
|--------------|------------------|--------------|--------|------------------|--------------|------|------------------|--------------|-------|------------------|--------------|-------|------------------|--------------|------|
| | 平成 17年 変動率 | 平成18年 変動率 | 地点数 | 平成 17年 変動率 | 平成18年 変動率 | 地点数 | 平成 17年 変動率 | 平成18年 変動率 | 地点数 | 平成 17年 変動率 | 平成18年 変動率 | 地点数 | 平成 17年 変動率 | 平成18年 変動率 | 地点数 |
| 01.北海道 | -3.1 | -2.7 | 968 | -5.9 | -6.5 | 11 | -4.4 | -3.2 | 322 | -4.9 | -3.7 | 78 | -6.2 | -5.2 | 28 |
| 02.青森 | -4.4 | -4.3 | 254 | -3.6 | -3.6 | 10 | -8.0 | -7.7 | 89 | -5.5 | -5.0 | 17 | -4.1 | -3.8 | 17 |
| 03.岩手 | -2.7 | -2.5 | 263 | -1.3 | -2.0 | 2 | -5.8 | -5.7 | 72 | -2.3 | -2.4 | 12 | -2.9 | -2.8 | 9 |
| 04.宮城 | -5.5 | -4.0 | 370 | -9.0 | -7.1 | 12 | -7.2 | -2.4 | 87 | -8.5 | -7.0 | 28 | -8.6 | -6.4 | 18 |
| 05.秋田 | -4.1 | -3.8 | 240 | -8.7 | -8.7 | 13 | -7.5 | -7.2 | 80 | -5.8 | -5.7 | 27 | -5.8 | -6.0 | 8 |
| 06.山形 | -4.7 | -5.0 | 155 | -3.4 | -4.5 | 2 | -7.3 | -6.9 | 59 | -6.0 | -5.5 | 16 | -6.4 | -6.0 | 21 |
| 07.福島 | -4.2 | -3.3 | 469 | -11.3 | -8.7 | 7 | -7.1 | -5.0 | 96 | -6.4 | -5.0 | 23 | -5.0 | -3.7 | 28 |
| 08.茨城 | -6.1 | -4.3 | 410 | -9.6 | -8.2 | 11 | -9.3 | -6.2 | 93 | -7.6 | -5.6 | 21 | -5.7 | -4.2 | 15 |
| 09.栃木 | -5.4 | -4.1 | 270 | -9.8 | -6.6 | 13 | -8.2 | -5.6 | 82 | -7.9 | -5.5 | 21 | -7.2 | -5.3 | 9 |
| 10.群馬 | -3.6 | -2.5 | 287 | -4.0 | -2.9 | 2 | -7.1 | -5.0 | 74 | -5.8 | -4.0 | 27 | -5.8 | -4.0 | 8 |
| 11.埼玉県 | -3.0 | -0.9 | 612 | ---- | ---- | ---- | -3.8 | -0.7 | 111 | -3.7 | -1.0 | 39 | -5.3 | -1.1 | 21 |
| 12.千葉県 | -4.5 | -0.8 | 652 | ---- | ---- | ---- | -4.8 | -0.5 | 115 | -6.5 | -1.4 | 16 | -8.5 | -1.5 | 11 |
| 13.東京都 | -0.8 | 3.5 | 718 | -5.4 | -2.6 | 6 | 0.1 | 6.7 | 467 | -0.6 | 4.8 | 84 | -1.2 | 2.6 | 7 |
| 14.神奈川県 | -3.1 | -0.8 | 607 | -4.9 | -2.4 | 5 | -3.7 | 0.1 | 215 | -3.9 | -1.8 | 35 | -6.8 | -3.0 | 22 |
| 15.新潟 | -4.6 | -3.0 | 410 | -6.4 | -4.3 | 5 | -7.2 | -4.9 | 104 | -7.6 | -5.5 | 31 | -6.9 | -5.6 | 18 |
| 16.富山 | -5.3 | -3.7 | 131 | -9.0 | -5.2 | 3 | -6.5 | -4.2 | 51 | -5.9 | -4.4 | 23 | -4.7 | -2.4 | 3 |
| 17.石川 | -5.2 | -3.1 | 175 | -2.9 | -2.1 | 2 | -7.2 | -3.9 | 77 | -7.5 | -4.0 | 27 | -4.5 | -2.2 | 14 |
| 18.福井 | -4.7 | -4.1 | 138 | -9.8 | -5.9 | 2 | -7.1 | -6.0 | 47 | -6.9 | -5.3 | 27 | ---- | ---- | ---- |
| 19.福山 | -5.9 | -3.5 | 207 | -10.0 | -6.2 | 10 | -8.7 | -4.9 | 42 | -9.4 | -5.3 | 4 | -7.8 | -4.2 | 13 |
| 20.長野 | -4.2 | -3.5 | 324 | ---- | ---- | ---- | -6.2 | -5.0 | 95 | -7.2 | -5.4 | 29 | -8.4 | -6.7 | 6 |
| 21.岐阜 | -5.2 | -3.7 | 366 | -7.6 | -4.1 | 1 | -7.1 | -4.7 | 105 | -7.2 | -5.1 | 41 | -6.7 | -3.3 | 36 |
| 22.静岡県 | -3.9 | 2.1 | 344 | ---- | ---- | ---- | -4.4 | -2.1 | 142 | -4.9 | -2.3 | 23 | -3.5 | -1.3 | 16 |
| 23.愛知県 | -2.1 | 0.2 | 427 | -5.0 | -3.9 | 9 | -2.0 | 2.6 | 183 | -3.3 | -1.5 | 62 | -3.2 | -0.2 | 24 |
| 24.三重 | -5.2 | -3.6 | 299 | -7.7 | -5.6 | 4 | -6.7 | -4.5 | 102 | -7.2 | -4.8 | 19 | -7.0 | -5.3 | 20 |
| 25.滋賀 | -3.0 | -0.4 | 212 | -4.5 | -1.4 | 15 | -4.3 | -0.1 | 93 | -4.3 | -1.2 | 26 | -7.2 | -3.4 | 17 |
| 26.京都 | -4.3 | -0.8 | 285 | -7.7 | -5.8 | 5 | -4.0 | 3.1 | 103 | -5.5 | -1.3 | 16 | -6.4 | -0.4 | 13 |
| 27.大阪府 | -3.9 | 0.0 | 565 | -3.9 | -0.5 | 1 | -3.4 | 4.7 | 186 | -4.6 | -0.4 | 88 | -5.4 | -1.1 | 17 |
| 28.大兵 | -4.1 | -1.4 | 682 | -6.8 | -3.9 | 4 | -5.8 | -2.5 | 189 | -5.3 | -2.0 | 36 | -8.4 | -4.9 | 26 |
| 29.奈良 | -3.6 | -1.5 | 197 | -5.4 | -3.8 | 7 | -5.0 | -2.2 | 48 | -4.9 | -2.3 | 14 | -9.8 | -4.3 | 2 |
| 30.和歌山 | -4.8 | -3.9 | 219 | -13.6 | -9.0 | 4 | -7.5 | -5.9 | 67 | -7.0 | -5.9 | 9 | -7.8 | -7.5 | 2 |
| 31.鳥取 | -4.0 | -3.5 | 143 | -9.0 | -7.7 | 4 | -7.7 | -6.5 | 32 | -7.3 | -5.9 | 7 | -9.8 | -8.2 | 7 |
| 32.島根 | -0.9 | -1.1 | 195 | -1.2 | -1.6 | 3 | -3.1 | -3.0 | 57 | -2.6 | -2.5 | 11 | -1.8 | -2.1 | 14 |
| 33.岡山 | -4.0 | -2.5 | 354 | -7.5 | -4.1 | 15 | -5.0 | -2.8 | 123 | -6.2 | -3.0 | 36 | -5.5 | -3.3 | 16 |
| 34.広島 | -4.1 | -2.9 | 390 | -4.5 | -4.8 | 1 | -5.8 | -3.9 | 136 | -6.8 | -4.7 | 21 | -4.3 | -2.6 | 7 |
| 35.山口 | -3.9 | -3.4 | 297 | -6.4 | -5.7 | 10 | -6.3 | -5.0 | 82 | -4.7 | -4.0 | 16 | -3.8 | -3.1 | 8 |
| 36.徳島 | -6.4 | -6.1 | 152 | -8.7 | -7.8 | 1 | -8.5 | -7.8 | 65 | -8.4 | -6.9 | 7 | -7.4 | -7.8 | 15 |
| 37.香川 | -5.6 | -5.9 | 170 | ---- | ---- | ---- | -8.6 | -8.4 | 37 | -10.0 | -8.4 | 9 | -6.2 | -6.2 | 17 |
| 38.愛媛 | -3.9 | -3.4 | 269 | -4.8 | -3.0 | 2 | -5.2 | -3.6 | 86 | -4.5 | -3.5 | 24 | -4.9 | -4.6 | 18 |
| 39.高知 | -2.7 | -2.8 | 171 | -1.9 | -2.4 | 2 | -6.1 | -5.9 | 64 | -2.4 | -3.1 | 4 | -4.1 | -4.2 | 8 |
| 40.福岡 | -4.1 | -3.3 | 615 | -8.9 | -7.3 | 2 | -6.4 | -3.3 | 199 | -6.5 | -5.1 | 45 | -8.0 | -6.4 | 33 |
| 41.佐賀 | -1.9 | -1.8 | 167 | -1.8 | -2.2 | 1 | -3.3 | -3.1 | 62 | -2.4 | -1.9 | 4 | -2.7 | -2.3 | 18 |
| 42.長崎 | -3.6 | -3.8 | 324 | -6.5 | -7.4 | 18 | -6.1 | -5.4 | 103 | -6.1 | -6.0 | 13 | -5.6 | -4.7 | 10 |
| 43.熊本 | -3.5 | -3.4 | 360 | -7.5 | -7.2 | 18 | -5.5 | -5.6 | 93 | -6.2 | -6.0 | 19 | -4.8 | -4.5 | 23 |
| 44.大宮 | -3.3 | -3.4 | 258 | -5.2 | -7.3 | 8 | -5.4 | -4.8 | 84 | -4.3 | -5.1 | 12 | -3.3 | -4.2 | 8 |
| 45.鹿児島 | -1.0 | -1.2 | 149 | -1.5 | -1.8 | 6 | -3.5 | -3.3 | 60 | -2.1 | -2.4 | 28 | -1.9 | -1.7 | 18 |
| 46.鹿兒島 | -1.5 | -1.4 | 325 | -2.1 | -2.3 | 5 | -3.2 | -2.8 | 113 | -1.0 | -3.1 | 4 | -2.9 | -0.3 | 5 |
| 47.沖縄 | -2.5 | -1.4 | 172 | -8.6 | -3.8 | 5 | -4.6 | -2.3 | 72 | -4.3 | -1.7 | 5 | -7.9 | -6.2 | 1 |
| 全 | -3.8 | -2.3 | 15,767 | -6.7 | -5.4 | 267 | -5.0 | -2.1 | 5,064 | -5.2 | -3.0 | 1,184 | -5.7 | -3.8 | 675 |

(出所) 土地総合情報ライブラリー、平成18年都道府県地価調査(7月1日付け)

- 大都市圏における地価上昇に伴い、商業用不動産等のキャップレートが低下し、再びミニバブルが発生しているのではないかという指摘があるが、学識経験者による実証研究をみても、都心部における不動産価格収益倍率は、かつてのバブルの頃と現状とは異なっており(図表9)、現在の地価形成は、利用と経済条件によるファンダメンタルズに基づいているものと判断される。一部の地価上昇が市場全体に波及するというバブルに対する懸念は、こうした実証研究から見いだすことができない。むしろ、グローバル経済下において、様々な投資資金をゆらぐことなく受け止めることができる規模と柔軟性を有し、市場メカニズムに基づき自律的に機能する不動産投資市場を整備し育成していくことが重要である。

図表9 本質的に異なる80年代後半と最近の地価上昇



(注) YP = 不動産価格収益倍率

(出所) 川口有一郎、2006年5月17日「不動産と金融の融合 現状と今後の課題」より

4. 持続的成長に向けた戦略とは

- 内閣府の試算によると、2011年度までの平均で、戦略をもって経済政策を推進した場合には、実質で2.2%の成長率が見込まれるが、戦略なき場合の実質成長率は0.8%に止まるとされており(図表10)、戦略構築が不可欠であることを示唆している。グローバルな不動産投資市場の整備と投資機会の拡大は、戦略の一端を担う重要な施策となるはずである。

図表10 持続的成長には戦略が重要

(新経済成長戦略試算)

(内閣府試算)

| ＜標準ケース＞ | 年平均成長率 |
|------------|------------|
| 実質GDP | 2.2%程度 |
| 実質GNI | 2.4%程度 |
| 1人当たり実質GNI | 2.5%程度 |
| (参考)名目GDP | 3.1~3.6%程度 |

| | 実質成長率 | 名目成長率 |
|------------|-------|-----------|
| 内閣府・基本ケース | 1.9 | 2.6 |
| 内閣府・リスクケース | 1.4 | 2.0 |
| 「戦略」標準ケース | 2.2 | [3.1~3.6] |
| 「戦略」なしケース | 0.8 | [1.7~2.2] |

(注1) いずれも2015年度までの平均年率。

(注2) 政策内容について調整中の部分があること、基礎統計の更新等に伴い変更の可能性がある。

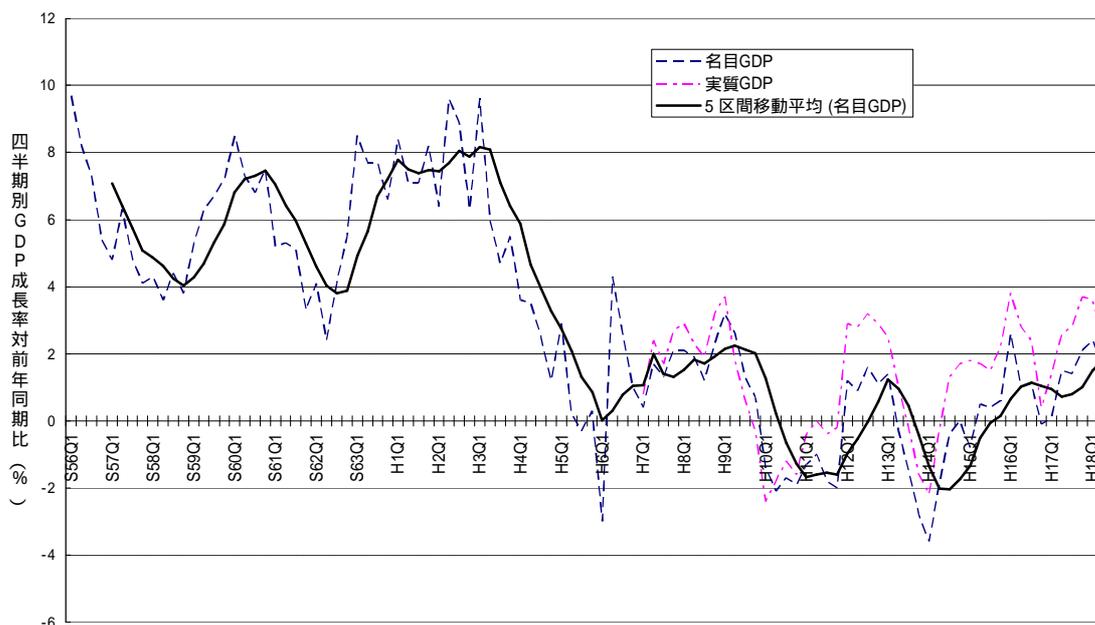
(注3) 1人当たり実質GNIは、海外経済の見方等によっては0.1%程度小さくなる可能性がある。

(注1) 内閣府参考試算は2011年度までの平均。

(注2) 「改革と展望」本文は「実質1.5%以上、名目2.0%以上」。

- わが国の今後の経済成長率については、人口減少社会ではバブル崩壊後のような低成長を続けていくしかない(図表 11)という見解もあれば、バブルの痛手を克服し規制緩和などを通じて生産性が高まっていることから、再び景気循環の波に乗り、徐々に欧米並の成長を達成できるという見解もある。このように、今後の見通しは様々であるが、世界標準による不動産投資市場の育成と投資適格な実物不動産や証券化商品、その基盤となる都市・街づくりは、輸出などの外需に依存する経済から内需主導への転換を促すことにもなることから、わが国に対する成長期待を着実に高め、世界の隅々から投資資金を誘導し、持続的な成長を生むことに寄与するはずである。

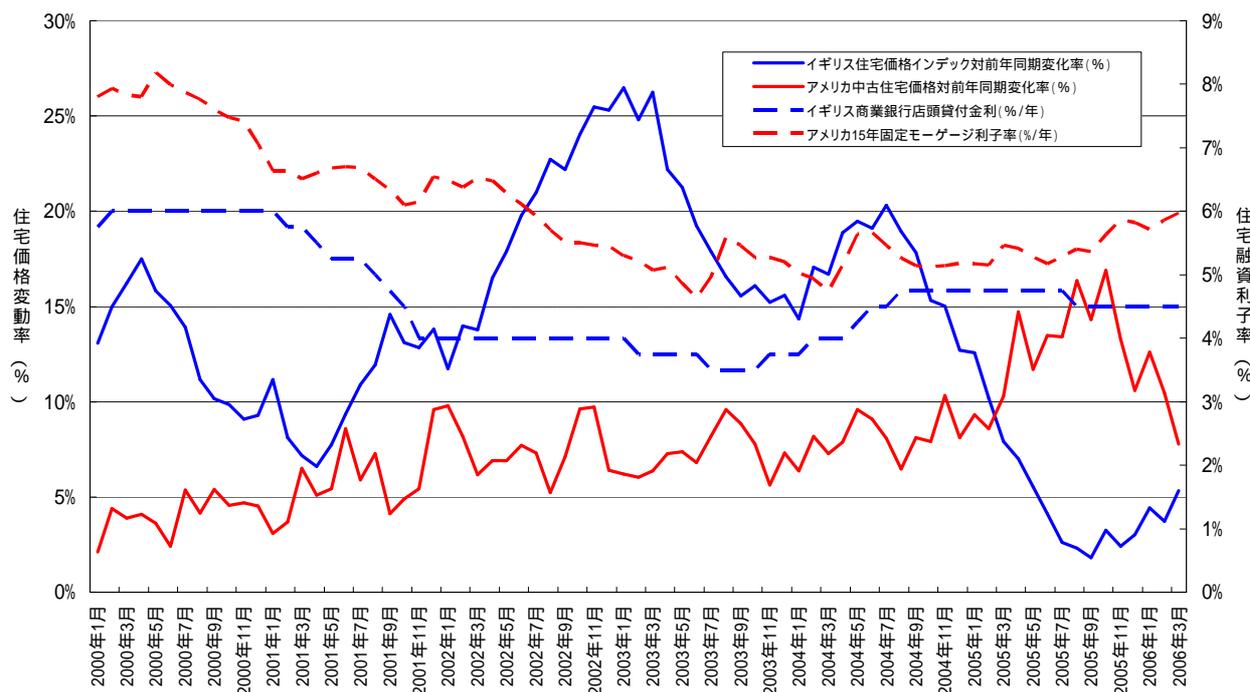
図表11 戦後から現在に至る経済成長率の推移(高度成長から持続的な成長へ)



(出所) 国民経済計算年報より作成

- 資産デフレが経済の低迷を生んだ教訓は、逆に資産市場の健全な成長が、経済成長の重要な課題であることを示している。アメリカやイギリスでは、住宅価格の継続的な上昇が消費の拡大を通じて、経済成長に大きく寄与してきた経緯がある。ここで注目すべきは、こうした住宅価格の上昇に際し、その恩恵を最大限に分配するとともに、深刻なバブルに至らぬための政策手段として、英米では直接的にストック価格に介入する政策は採らなかった点である。英米の政策担当者は、日本のバブル封じとその後の資産デフレの経緯をつぶさに分析し、同様な政策手段によるリスクを回避し、マクロ政策をもって住宅価格のソフトランディングを図り(図表12)、着実な成長を確保しようとしている。

図表12 英米における住宅価格の上昇と利子率によるマクロ政策の推移



(出所) National Association of Realtors, Freddie Mac, Nationwide Index, Office of National Statistics

- このように、安定した経済成長を実現するためには、経済の実態にあった不動産市場の着実な成長が不可欠と考えられ、このためには不動産投資市場の整備が重要な課題となる。整備された市場では十分な情報開示によって投機的な取引は発生しにくくなることに加え、投資家による自律的な行動規範が適切な有効利用を前提とした不動産投資の活性化を促すこととなる。こうした市場においては、政策による直接介入の必要性は縮小し、利子率の調整など市場メカニズムを重視したマクロ政策を通じて、バブルの発生や進行を未然に回避し、経済成長を維持することができるようになる。

第2章 持続的成長を支える不動産投資市場の発展と都市再生事業の展開

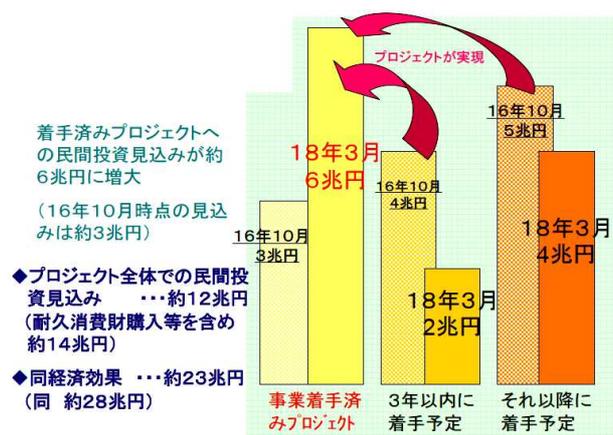
1. 不動産投資市場の整備は諸政策の要

- 不動産投資市場の整備は、有効利用の促進を通じて、土地という経済要素の効用の最大化につながることから、国土政策や都市、土地、住宅、経済、金融、産業、農業、交通、公共事業、少子化、高齢化、コミュニティ等の諸政策のほぼすべてを網羅し、互いに連動する様々な政策の基盤を成す。このため、市場整備の推進は、諸政策を効率的に促進し、目標達成に導くための基本的課題である。
- 特に、人口減少社会では、技術革新(様々な規制緩和や金融技術、不動産評価を含む)や規制緩和による生産性の向上と、土地利用における選択と集中、つまり都市部を中心とした資源の適正配分と最適利用を推進することが重要な課題となる。市場整備によって不動産投資の機会を拡大することによって世界の投資資金をわが国に誘導し、都市・街づくりや国土形成に充当することによって、優良なストック形成を行い、さらに新たな投資機会を創出するという望ましい循環を実現し、社会経済における様々な資源の効用を得ることを目指す必要がある。
- 過去、街づくりに要した多額の資金の確保は、民間による投資や融資、証券化などの手法を駆使して確保されてきた経緯がある。街づくりには多くの資金が必要であることから、それを進めることは、投資家にとっては重要な投資機会を得ることとなる。投資家は、不動産を取得・保有し、収益を得ながら、適切な時期と条件下において新たな投資家に当該不動産を譲渡する。それが一層有効利用されたり、再生されたり、異なる用途に転換されたりすることによって、街づくりが促進されることとなる。こうした活動が行われる場として、不動産投資市場の整備は不可欠である。

2. 都市再生事業などの街づくりとの連携を通じた投資機会の拡大

- 資産デフレの解消に必要なもうひとつの取り組みは、欧米でも地域経済再生のために実施されてきた都市再生事業の推進である。産業転換に伴う未稼働資産や国公有地などの有効利用を促進することも重要な課題であるため、都市再生機構や地方公共団体、企業、コミュニティ、NPOなどによるパートナーシップ、協働が実現し、数々の都市再生事業が実施されてきた。この結果、大都市圏の中心部においては、都市機能の集約や強化が実現し、まだまだ課題は多いものの、従来よりも災害に強く緑溢れる美しい街なみが形成されつつある。この動きを断つことなく、今後さらに加速していくことが肝要である。
- 東京などにおける多数の複合開発の面的な展開は、日本経済と産業再生に大きく貢献している。都市再生本部事務局によると、平成18年3月時点において、全国で既に着手された都市再生事業等に対する民間投資額は6兆円、既に予定されている再生事業への投下資金は6兆円もあり、合計で12兆円もの規模となる。この経済波及効果は耐久消費財購入などを含めると約28兆円と試算されている(図表13)。

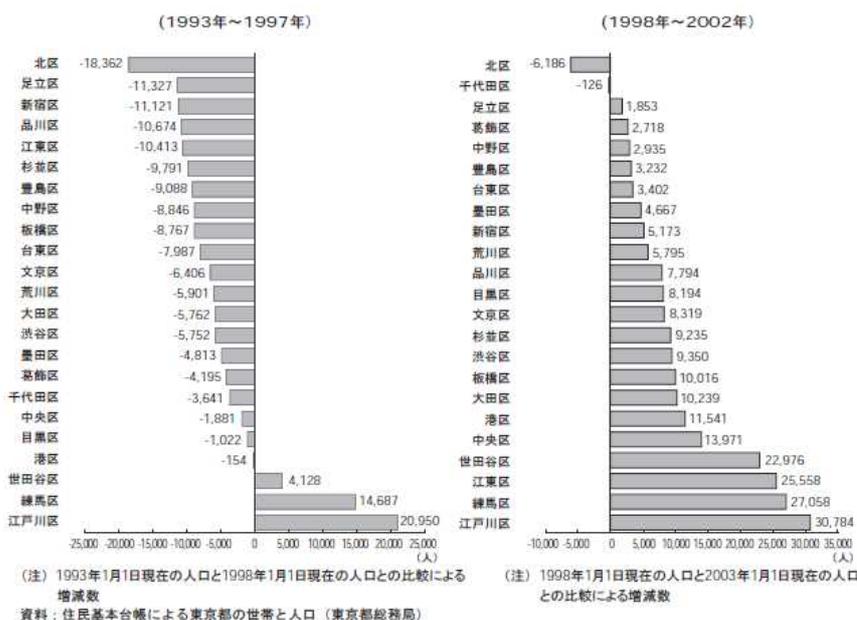
図表13 都市再生緊急整備地域内の民間投資見込み(平成18年3月時点)



(出所) 都市再生本部、平成18年7月4日議事参考資料より

- 都市再生事業は、東京都心部の街並みに魅力ある大きな変化を与えており、その中心となる大規模オフィスビルの中では、新興産業の起業や従来の企業活動の拡大、R&D投資、関連する消費活動、文化的活動やエンターテインメントなど、実に様々なイノベティブな付加価値と富が生み出され、わが国の経済成長に直接・間接に寄与している。
- また、都市再生事業の推進は都心居住を推進し、ファミリー世帯と高齢世帯を含む単身世帯による都心と郊外の住み替えや住み分けが進み、都心において衰退方向にあったコミュニティ人口の復活に結びつくなど(図表14)、社会的意義の高い効果を生み出すこととなった。これらも、規制緩和と証券化を通じて土地の実質的流動性を高めたことや、利用に応じた地価形成への転換を進めた不動産市場改革の成果である。こうした都心居住の実現は、J-REIT やファンドを通じて、単身用賃貸住宅のみならず、質の良いファミリー型賃貸住宅供給を活性化させており、賃貸住宅市場に新たな需要を形成している。

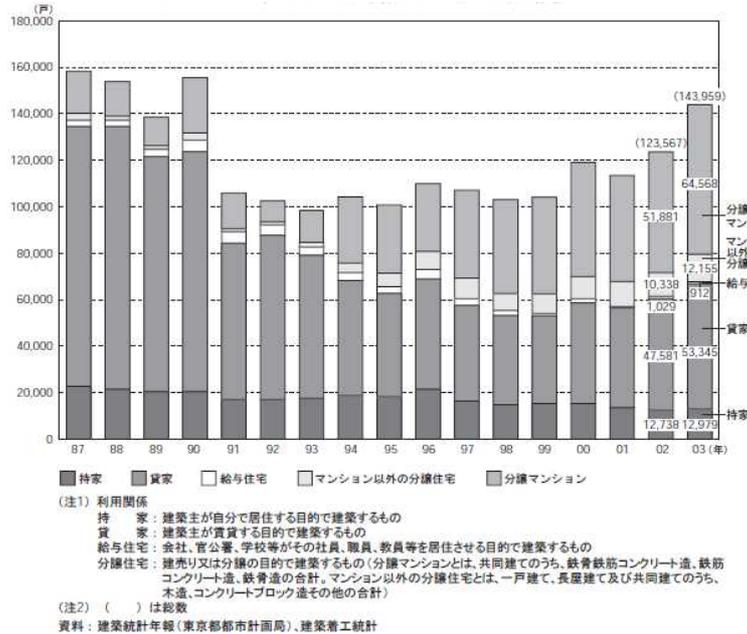
図表14 都心回帰による人口増加への急激な変化



(出所) 平成15年度東京都住宅白書

- こうした都心を中心とした住宅建設は(図表15)、低迷下にあった東京等の地域経済環境を支え、居住環境を整備しながらわが国の経済へも貢献している。

図表15 資産デフレ期における東京の住宅着工の維持と拡大



(出所)平成15年度東京都住宅白書

- しかしながら、英米の都市再生事業が戦後から今日に至るまで、主題を変えながら延々と続けられてきたように(図表16)、そもそも都市再生事業は、資産デフレのために行うものではなく、本来は社会経済や産業構造の変動に対応した都市・街づくりを行うためのものである。したがって、資産デフレが解消し経済が回復途上に向かったとしても、グローバル経済下で直面するだろう様々な変化に備えて、盤石な都市基盤を築き続ける必要があり、わが国の都市再生事業は英米のように、今後も弛むことなく展開されていくべきである。

図表16 イギリスにおける都市再生事業の進化

| 年代 | 1950年代 再建築の時代 | 1960年代 再活性化の時代 | 1970年代 更新の時代 | 1980年代 再開発の時代 | 1990年代 再生の時代 |
|-------------------|--|-------------------------------------|-------------------------------|--|--|
| 時代の出来事 | ・田園都市計画導入(1947) ・復興と繁栄の時代 | ・大きな政府による福祉国家へ ・続く繁栄 | ・第2次オイルショック(1973) ・英国病の深刻化 | ・第2次オイルショック(79-81) ・サッチャー政権誕生(79-90) ・小さな政府へ | ・湾岸危機(1991) ・EU通貨統合(1999) ・第3の道へ(コミュニティ重視) |
| 主な目標・戦略 | ・インナーシティの拡大と再建築 ・マスタープランによる街づくり ・郊外の成長 | ・50年代の継続 ・郊外と縁辺部の成長 ・修復事業の始まり | ・地区と近隣レベルのスキーム ・引き続き縁辺部の開発 | ・大規模開発と再開発 ・都市外の開発事業 | ・複合的な政策課題への対処 ・統合的対応への必要性拡大 |
| 参加主体と ステークホルダー | ・国と地方政府 ・民間デベロッパーと請負業者 | ・公共と民間セクターのバランス への大いなる配慮 | ・民間セクターの役割拡大 ・地方分権化 | ・民間セクターと都市開発公社 等公共再開発主体の登場 ・パートナーシップ事業の芽生え | ・パートナーシップが主体 |
| 空間的対応レベル | ・地方自治と開発地区レベル | ・地方自治と広域レベルの 役割拡大 | ・初頭は地方と地域レベル ・その後は地方自治レベル | ・初頭は開発地区レベル ・その後は地方自治レベル | ・戦略の再構築(開発地区 レベル、地方自治、広域) ・広域レベルの活動増加 |
| 経済的成果 | ・公共投資に弱冠の民間関与 | ・50年代からの継続 ・民間投資の拡大の動き | ・公共セクターの資源渴望 ・民間セクター投資の拡大 | ・民間セクターが中心 (限定的な公共支援) | ・公共と民間投資 ・非営利資金のバランス配慮 |
| 社会的成果 | ・住宅と居住水準の改良 | ・社会福祉推進 | ・コミュニティ中心活動 ・人材の能力開発 | ・コミュニティによる自助活動 (限定的な公共支援) | ・コミュニティの役割重視 |
| フィジカルな変化 | ・インナーシティの再建築と ・縁辺部の開発 | ・50年代からの継続 ・並行して既存地区の修復 | ・インナーシティにおける一層の 更新事業 | ・大規模再建築と新規基幹 事業の推進 | ・80年代よりも緩やかな変化 ・街の遺産への配慮と保全 |
| 環境対応 | ・造園と緑化 | ・汚染等、必要課題への個別 対応 | ・環境重視と整備に向けた 取り組み | ・広義の環境課題の増加 | ・広義の環境保全・持続性 確保に向けた取り組み拡大 |

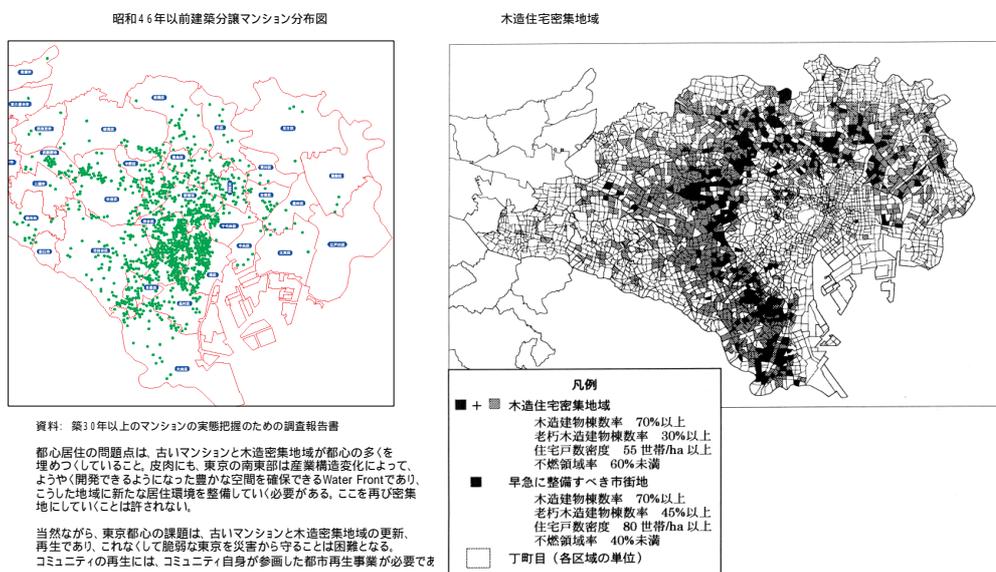
都市再生事業に関する導入時点からの基本的考え方

- ・包括的で統合的なビジョンとアクションに基づいて、都市問題の解消に向かうもの、そして、変化を要するとされる地区の経済的、物理的、社会的、環境的条件の弛まない(lasting)改善をもたらすもの。

(出所) Roberts, P. & Sykes, H.(2000) *Urban Regeneration, A Handbook*, by BURA により作成。

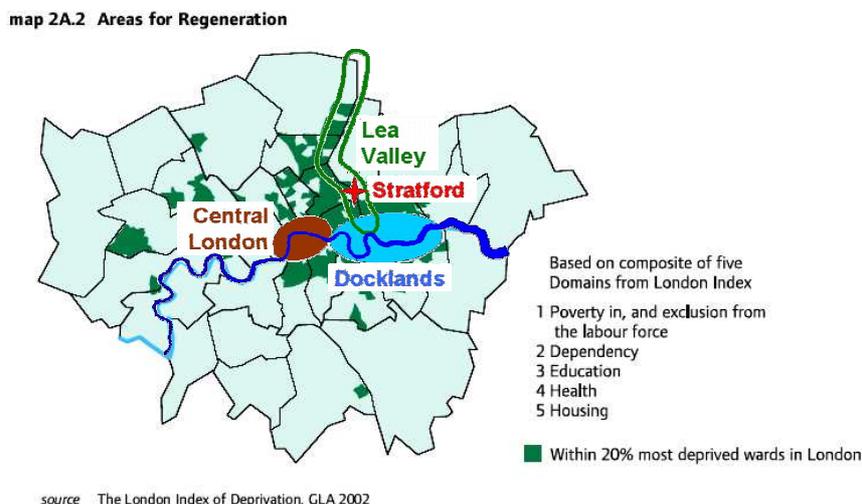
- 東京の都心や周辺には広大な木造住宅密集地域や多数の旧耐震建築物が存在し、世界都市東京における弱点とも言える脆弱なエリアを形成している(図表17)。不動産投資市場の規模と機能の拡大によって、こうしたエリアの再生事業に対しても、公的な支援策を一部に導入しリスクを軽減することによって一定水準の収益を確保した投資商品を生み出すことができれば、世界の投資家の需要に応えることによって、必要となる事業費の多くを民間投資によって調達することができるようになる。
- ロンドンにおいても、市内に多くの荒廃地域があり、ロンドンプランでは、これらを含め都市再生を推進する地域として指定されている(図表18)。この中心部であるストラドフォードを2012年ロンドン・オリンピックゲームの開催地とするなど、将来のロンドンの繁栄に向けて、都市再生を通じた極めて戦略的な配慮が成されている(図表19)。

図表17 東京における広大な要再生地域



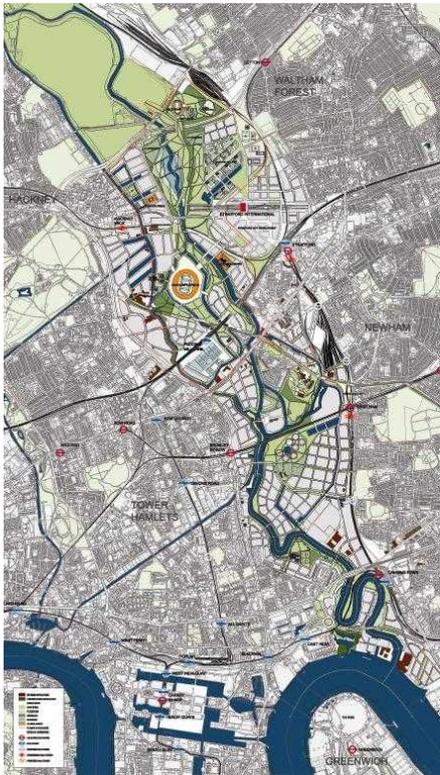
(出所) 東京都

図表18 ロンドンプランにおける都市再生地域の分布(荒廃度インデックス20%内)及びストラドフォードの立地(2012年オリンピックゲーム)



(出所) ロンドンプラン及び Olympic Park Masterplan を重ねて作成。

図表19 2012年オリンピックパーク・マスタープランと完成予想図
(下部がテムズ川とカナリーウォルフ) (上部がテムズ川とカナリーウォルフ)



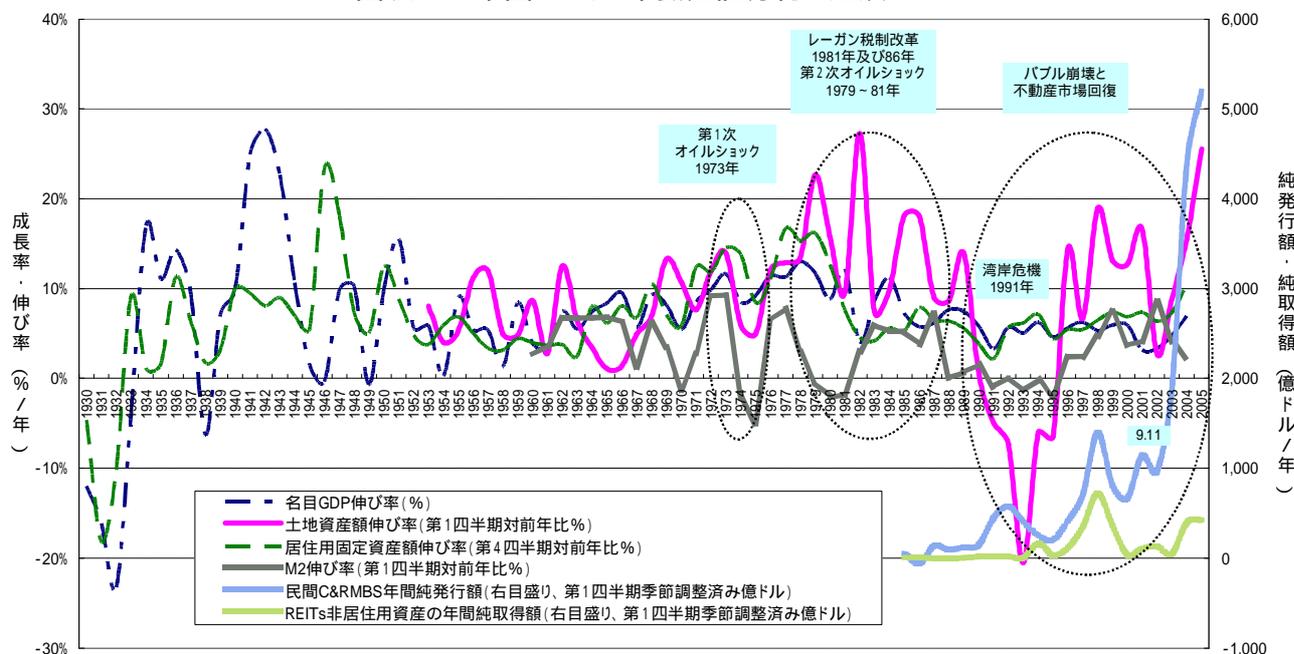
(出所) オリンピックパーク・マスタープラン

第3章 不動産と金融市場との連携による投資機会の拡大・優れたストックの形成

1. 金融システムのイノベーションと不動産投資の変化

- 80年代後半から、米国では貯蓄貸付機関(S&L)危機や供給超過等によって不動産市場の低迷が始まったが、その回復には不動産証券化を通じた透明性の高い資金の流入が重要な役割を果たしたものと考えられている(図表20)。このように、不動産市場と金融市場との連携による不動産投資市場が形成され、多様な不動産投資の機会や商品づくりを通じてそれぞれの市場が相互に拡大してきた経緯があり、米国の不動産投資市場の急速な発展は、わが国においても、この経緯を学ぶことによって、間接金融に加えて不動産証券化による直接金融のチャンネルが誕生し、新たな市場展開が望めるようになった。

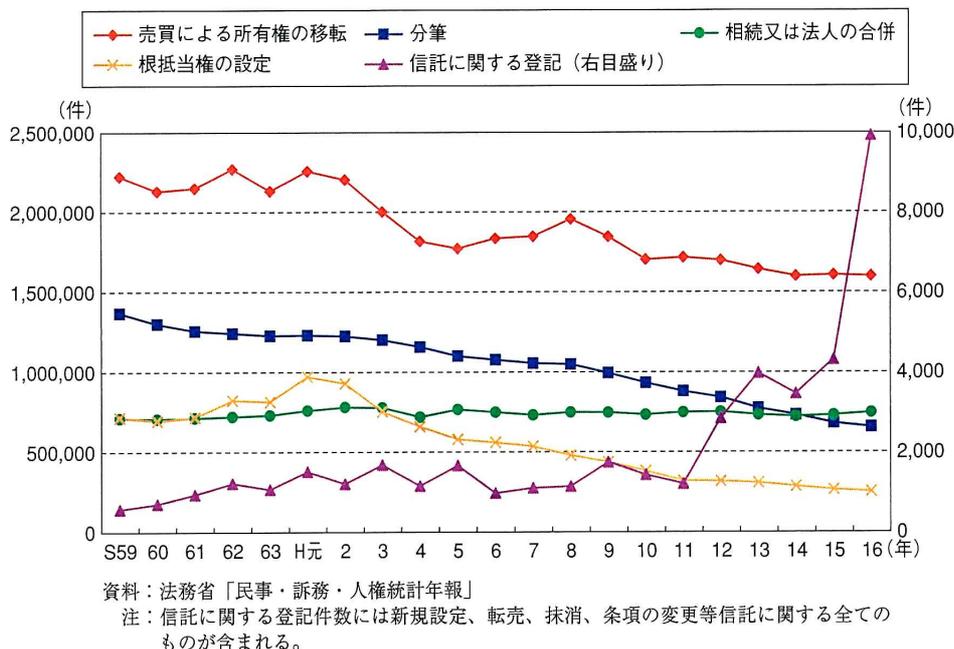
図表20 米国における不動産証券化の進展



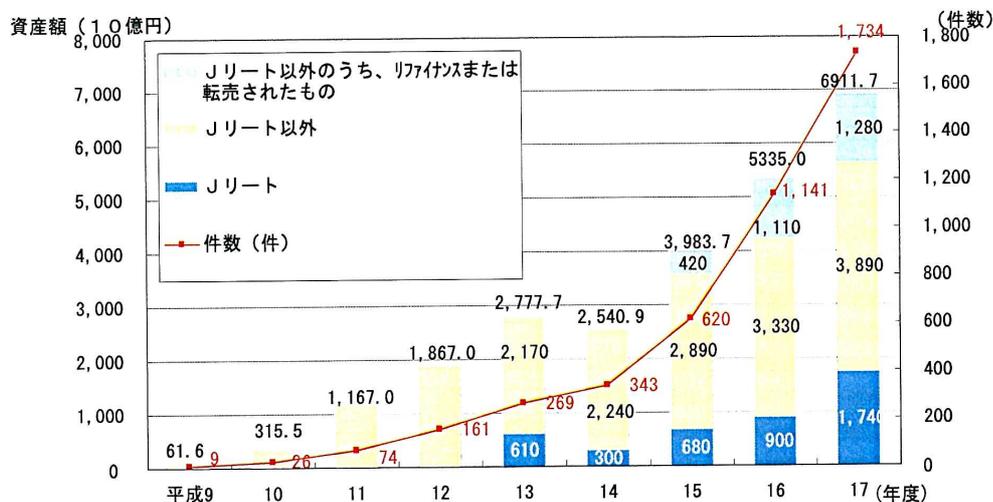
(出所) FRB Flow of Funds Account 及び BEA の National Account データより作成。

- わが国の金融システムは、当局による金融機関への自己資本規制から、市場の規律や内部監査を重視し自己資本比率ガイドラインを通じて「効率性・自律性」を重視する方向に変わり、銀行中心の金融システムは資本市場ベースに移行しつつある。同時に、情報と金融技術の著しい発展、金融投資のグローバル化などによって、こうした金融システムのイノベーションは急速に拡大し、不動産金融にも大きな変化を与えている。情報開示や様々な制度整備を通じて、J-REIT や CMBS、プライベートファンドなどの個別市場が急速に成長している。
- 具体的に見ると、不動産証券化手法の一翼を担っている信託登記は 2004 年に1万件弱に達し、信託受益権の取引が拡大していることを示している(図表21)。国土交通省の調査によると、不動産証券の取引資産額(ノンリコース借入を含む)は 2005 年度までに 25 兆円に達している(図表22)。J-REIT については、発行株式の時価総額が2006年の9月には約3.8兆円に達しており(図表23)、CMBS 等デットの証券化市場も順調に拡大している(図表24)。

図表21 信託受益権取引の拡大(信託登記の急増)



図表22 不動産証券取引の拡大



資料：国土交通省「不動産の証券化実態調査」
 注1：ここでは、不動産流動化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券を発行したもの(狭義の証券化)に限定せず、借入れ等により資金調達を行ったもの(広義の証券化)も対象としている。
 注2：「Jリート以外のうち、リファイナンスまたは転売されたもの」
 Jリート以外での信託受益権の証券化のうち、リファイナンスまたは転売との報告等があった物件の資産額である。
 そのため、実際の額はこれより大きい可能性がある。なお、平成14年度以前についてはこの項目は調査していない。
 注3：Jリートについては、投資法人を1件としている。
 注4：内訳については四捨五入をしているため総額とは一致しない。
 注5：平成17年度分の値は速報値

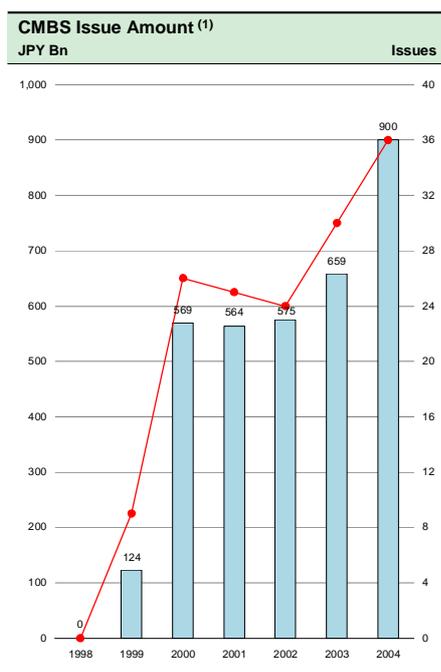
(出所) 国土交通省 土地白書H18年版

図表23 J-REIT 時価総額の推移



(備考) J-REIT 時価総額は、J-REIT 既上場銘柄(東証・大証含む)の時価総額を合計して算出。
(出所) 不動産証券化協会

図表24 CMBSとノンリコースローンの拡大



Non-Recourse Lending (Arrangement) by Major Financial Institutions

| | 2004E JPY Bn | YoY Increase % |
|--------------------------|-----------------|-------------------|
| Chuo Mitsui Trust Bank | 700 | 17 |
| Sumitomo Trust Bank | 450 | 80 |
| Bank of Tokyo Mitsubishi | 300 | 130 |
| Mizuho Bank | 300 | 100 |
| Mizuho Trust Bank | 220 | 66 |
| Tokyo Star Bank | 160 | 113 |
| JP Morgan | 150 | 7 |
| Deutsche Bank | 150 | 300 |
| Others (2) | 2,070 | N/A |
| Total | 4,500 | 50 |

CMBS Annual Issuance

| 2004 | Amount JPN Bn (3) | Number of Issuance |
|-------|-------------------------|-----------------------|
| Japan | 900 | 36 |
| US | 6,660 | 139 |

(出所)
Bloomberg, Nikkei
Sean E. Williams
(2006)Morgan Stanley

注

1. As of Dec. 31, 2004
2. Includes the following 14 financial institutions: Sumitomo Mitsui Bank, Mizuho Corporate Bank, UFJ Bank, UFJ Trust Bank, Resona Bank, Shinsei Bank, Aozora Bank, Yokohama Bank, Morgan Stanley, Daiwa SMBC, Orix, Sumisho Lease, Hypo Real Estate Capital, GMAC
3. Converted 1USD at 102.5 JPY

- このような諸条件の整備による不動産の証券化の成長に伴い、不動産業向けや建設業向けの貸付も2006年第3四半期、第4四半期から各々増加に転じており、各々残高は50兆円、16.7兆円の規模となっている(図表25)。これに不動産証券化の残高25~30兆円が加わり、日本でも複数チャネルによる不動産投資資金のソースが確立されたこととなる。

図表 25 間接金融 - 不動産業向けの貸出の増加

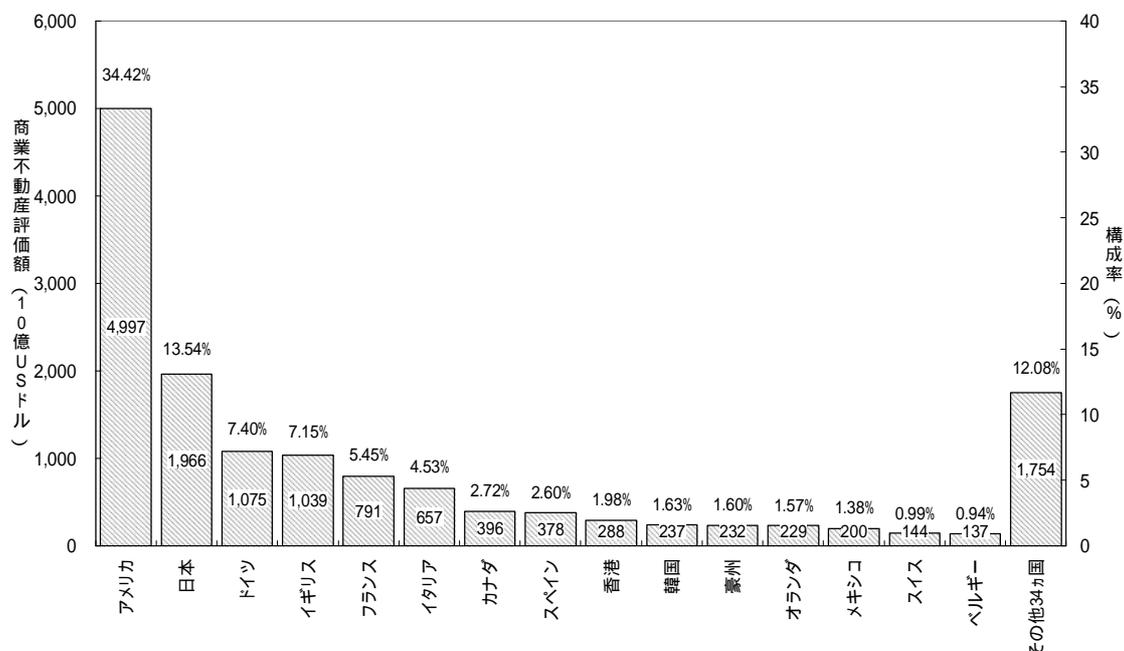
| 期末 | 貸付残高合計 | | | 不動産業向け | | | 建設業向け | | | | |
|-----------|-----------|-----------------|---------------|---------|-----------------|---------------|------------------|---------|-----------------|---------------|------------------|
| | (億円) | 対前四半期 変化率(%) | (年率換算) (%) | (億円) | 対前四半期 変化率(%) | (年率換算) (%) | 合計に占める 構成比(%) | (億円) | 対前四半期 変化率(%) | (年率換算) (%) | 合計に占める 構成比(%) |
| 2004年12月末 | 3,985,243 | | | 487,054 | | | 12.2 | 180,957 | | | 4.5 |
| 2005年 3月末 | 3,959,856 | 0.6 | 2.5 | 481,860 | 1.1 | 4.2 | 12.2 | 175,429 | 3.1 | 11.7 | 4.4 |
| 6月末 | 3,877,411 | 2.1 | 8.1 | 476,428 | 1.1 | 4.4 | 12.3 | 162,153 | 7.6 | 27.0 | 4.2 |
| 9月末 | 3,947,434 | 1.8 | 7.4 | 498,594 | 4.7 | 19.9 | 12.6 | 162,083 | 0.0 | 0.2 | 4.1 |
| 12月末 | 3,989,207 | 1.1 | 4.3 | 503,301 | 0.9 | 3.8 | 12.6 | 167,044 | 3.1 | 12.8 | 4.2 |

(出所) 日本銀行資料より作成。

2. 優れたストック形成による投資機会の拡大・グローバル経済下の競争力確保

- わが国の商業用不動産市場の規模は世界第2位とされており、世界の約 13.54%を占めている(図表 26)ものの、不動産の株式市場規模(上場比率 4.23%)については豪州(30.24%)や香港(27.46%)よりもまだ小さい(図表 27)とされる。このことは、今後、不動産と金融市場との連携が強まることによって、わが国の不動産の証券化市場は飛躍的に成長する可能性を示唆しており、様々な不動産ストックを流動化させ、この可能性を実現することが重要である。不動産と金融市場との連携による不動産投資市場を通じて街づくりと投資機会づくりを一体化し、事業資金を確保し、経済・産業の基盤と持続的成長を確保することを戦略的に進めることで、グローバル経済下でも競争力のある世界都市を育成することが可能となる。そして、優れたストックの形成は、将来に渡り魅力と競争力のあるサービスを人々に提供することとなる。

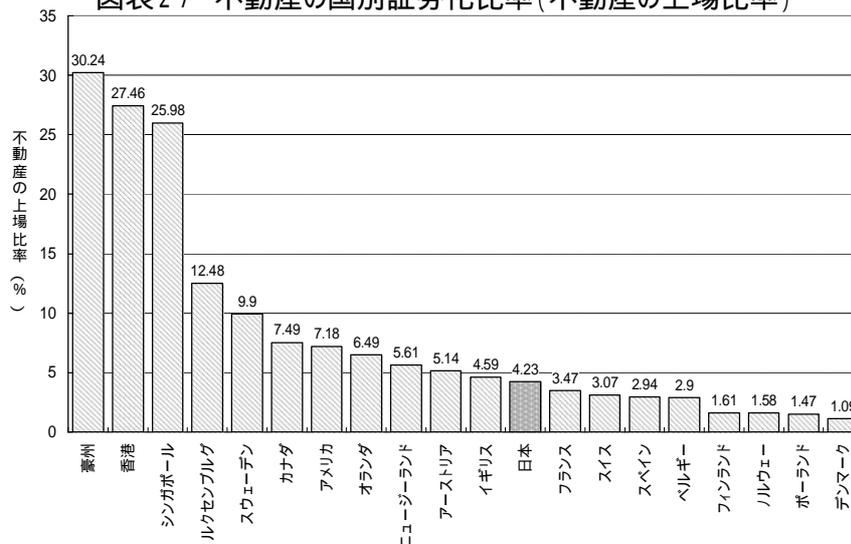
図表 26 日本は世界第2位の商業不動産市場



(注) The Prudential Formula (GDP と商業不動産市場規模の調査に基づく推計式)により、European Public Real Estate Association, World Bank Organization, FTSE Group が試算したもの。

(出所) European Public Real Estate Association “Global Real Estate Securities – Where do they fit in the broader market?” 2005年10月

図表 27 不動産の国別証券化比率(不動産の上場比率)



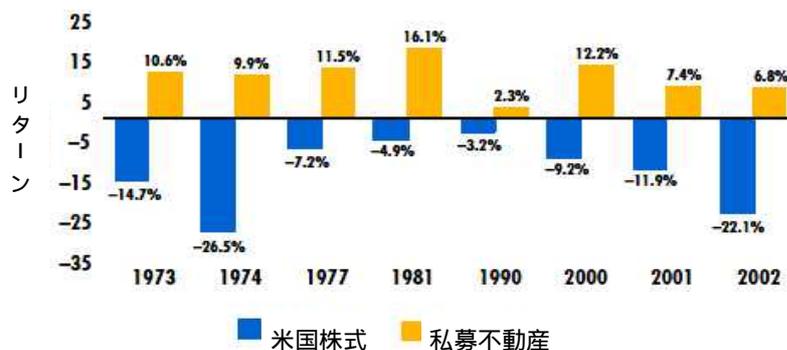
(注) 不動産の上場比率は、商業不動産市場規模で上場か証券化された不動産の時価総額を除いたもの。この際、不動産業以外の企業株式に含まれている不動産は含まれていない。単純な平均では、グローバルベースで約 6%の不動産が上場もしくは証券化されており、その取引は全株式市場の約 2.3%を占めるといふ。

(出所) European Public Real Estate Association “Global Real Estate Securities – Where do they fit in the broader market?” 2005 年 9 月

3. 資産形成に寄与する投資市場の整備

- 不動産に対する投資は、金融機関や投資商品を通じて、家計に対する貯蓄・投資機会を提供しているが、それだけではない。米国の年金基金にとっての不動産は、金融資産とは異なる運用パフォーマンスをもち、分散投資には不可欠であることから、加入者の退職後の安定的な生計に寄与する重要な資産クラスとなっている。一方、わが国の年金基金の資産構成における不動産投資の水準は米国に比べて低く、このため、分散投資によるポートフォリオの適正化が年金基金の重要課題になり始めている。様々な不動産投資商品を提供し、年金等の新たなニーズに応えることは、年金運用の安定を通じて高齢時代にも貢献することとなる。
- 米国の事例をみると、株式市場が低迷していた年次には不動産投資の利回りが高いという傾向があり、不動産は年金基金などが、分散投資を行うため重要な資産クラス(区分)となっている(図表 28)。

図表 28 不動産投資は株式投資とは逆の相関関係・年金等の分散投資に重要



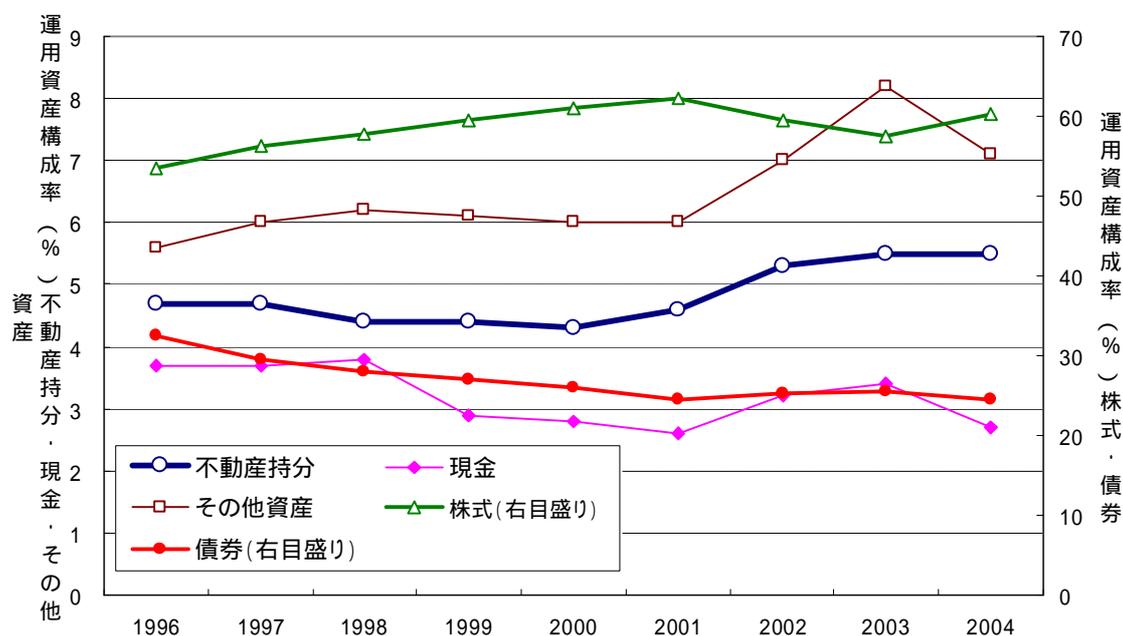
(出所) Pension Real Estate Association (2005) “Quarterly, Fall”

- 日本の年金基金における不動産の総運用資産に対する構成率は平均で 1%程度でしかないと言われているが、米国の場合は平均で 5.5%、公的年金 6.0%、企業年金 3.2%、財団 8.7%、組合 7.3%という水準にある。特に公的年金において不動産投資の構成率が高い点はわが国とは大きく異なっており、注目される点である(図表29)。

図表29 米国年金基金の運用資産における不動産投資持分構成率

| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 不動産持分 | | | | | | | | | |
| 全年金平均 | 4.7 | 4.7 | 4.4 | 4.4 | 4.3 | 4.6 | 5.3 | 5.5 | 5.5 |
| タイプ別 | | | | | | | | | |
| 公的年金 | 4.7 | 4.8 | 4.4 | 4.6 | 4.5 | 5.1 | 5.8 | 6.0 | 6.0 |
| 企業年金 | 4.3 | 4.0 | 3.6 | 3.3 | 3.1 | 2.8 | 3.1 | 3.4 | 3.2 |
| 財団・退職年金 | 6.9 | 7.0 | 6.9 | 7.8 | 7.2 | 7.3 | 8.6 | 8.9 | 8.7 |
| 組合・協会 | 5.7 | 5.7 | 6.0 | 5.5 | 5.2 | 6.2 | 6.8 | 7.0 | 7.3 |
| 規模別 | | | | | | | | | |
| 資産規模100億\$以上 | 4.8 | 4.6 | 4.2 | 4.3 | 4.0 | 4.6 | 5.4 | 5.5 | 5.5 |
| 資産規模100億\$以下 | 4.5 | 4.7 | 4.9 | 4.8 | 4.9 | 4.7 | 5.1 | 5.5 | 5.3 |

(出所) Pension Real Estate Association (2005) “Plan Sponsor Research Report”



(出所) Pension Real Estate Association (2005) “Plan Sponsor Research Report”

第4章 グローバル経済下における都市間競争への対処

1. 東京や大阪などに対する世界の評価

- 世界都市研究で著名な Global Association of World City: GaWC による 1999 年調査(図表30)では、最上位の世界都市として東京、第三レベルの世界都市として大阪があげられているが、名古屋や横浜、神戸、京都、福岡などは、人口や基盤集積などにおいて十分な都市規模をもちながら、世界都市としては考慮されていない。

図表30 GaWC 世界都市ランク表(1999年)

| ランク | 都市 |
|--------------|---|
| A 最上位の世界都市 | 1 ロンドン、パリ、ニューヨーク、東京 |
| | 2 シカゴ、フランクフルト、香港、ロサンゼルス、ミラノ、シンガポール |
| B 第二レベルの世界都市 | 3 サンフランシスコ、シドニー、トロント、チューリッヒ |
| | 4 ブリュッセル、マドリッド、メキシコシティー、サンパウロ |
| | 5 モスクワ、ソウル |
| C 第三レベルの世界都市 | 6 アムステルダム、ボストン、カラカス、ダラス、デュッセルドルフ、ジュネーヴ、ヒューストン、ジャカルタ、ヨハネスブルク、メルボルン、大阪、プラハ、サンチアゴ、台北、ワシントン |
| | 7 バンコク、北京、ローマ、ストックホルム、ワルシャワ |
| | 8 アトランタ、バルセロナ、ベルリン、ブエノスアイレス、ブタベスト、コペンハーゲン、ハンブルク、イスタンブール、クアラルンプール、マニラ、マイアミ、ミネアポリス、モントリオール、ミュンヘン、上海 |

(出所) Saskia Sassen ed., *Global Networks: Linked Cities*, Routledge, 2000 より作成。

- 同 GaWC による 2004 年調査では(図表31)、東京の世界における地位は低下し、香港とシンガポールと同様に、経済分野に貢献するグローバルシティという評価に止まっている。ロンドンとニューヨークはもとより、次位クラスのロサンゼルスやパリ、サンフランシスコよりも低い地位に置かれている。
- この調査においても、東京の他にリストに出てくるのは大阪だけであるが、その地位はグローバルシティと比べて、世界との結びつきが乏しく、貢献度の低い、ワールドシティという位置づけであり、それも経済面での役割だけが評価されてのことである。
- さらに、GaWC において、1999 年と 2004 年調査を主導した Peter J. Taylor 他によるグローバルネットワークへの接続度ランキング(図表32)では、東京は世界第5位という位置づけであり、香港第3位、シンガポール第6位という状況にある。

図表31 GaWCによるグローバルシティ・ワールドシティ(2004年)

| |
|---|
| 1. グローバルシティ(国際的なネットワークに基づき世界的に貢献している都市群) |
| (1) ほぼ完全なグローバルシティ |
| 非常に大きな貢献： ロンドン、ニューヨーク |
| 相対的に少なめの貢献(文化的貢献を考慮)：ロサンゼルス、パリ、サンフランシスコ |
| 世界都市への転換期にある都市： アムステルダム、ボストン、シカゴ、マドリッド、ミラノ、モスクワ、トロント |
| (2) 特定分野に貢献しているグローバルシティ |
| 経済： 香港、シンガポール、東京 |
| 政治及び社会： ブラッセル、ジュネーブ、ワシントン |
| 2. ワールドシティ(世界都市として存在し貢献している都市、グローバルシティからみると下位の位置づけ) |
| (1) 中心的ワールドシティ |
| 文化： ベルリン、コペンハーゲン、メルボルン、ミュンヘン、オスロ、ローマ、ストックホルム |
| 政治： バンコック、北京、ウィーン |
| 社会： マニラ、ナイロビ、オタワ |
| (2) 主要なワールドシティ |
| 主に経済的貢献： フランクフルト、マイアミ、ミュンヘン、大阪、シンガポール、シドニー、チューリッヒ |
| 主に経済以外での貢献： アビジャン、アジズアベバ、アトランタ、バーゼル、バルセロナ、カイロ、デンバー、ハラレ、リヨン、マニラ、メキシコシティ、ムンバイ(ボンベイ)、ニューデリー、上海 |

図表32 グローバル・ネットワークの接続度ランキング

| U.S. cities | EU cities | Pacific Asian cities |
|-----------------------|------------------|----------------------|
| New York - 2 | London - 1 | Hong Kong - 3 |
| Chicago - 7 | Paris - 4 | Tokyo - 5 |
| Los Angeles - 9 | Milan - 8 | Singapore - 6 |
| San Francisco - 17 | Madrid - 11 | Taipei - 20 |
| Miami - 25 | Amsterdam - 12 | Jakarta - 22 |
| Atlanta - 33 | Frankfurt - 14 | Kuala Lumpur - 26 |
| Washington, D.C. - 37 | Brussels - 15 | Bangkok - 28 |
| Boston - 60 | Stockholm - 27 | Shanghai - 31 |
| Dallas - 61 | Dublin - 30 | Beijing - 36 |
| Houston - 62 | Barcelona - 32 | Seoul - 41 |
| Seattle - 68 | Vienna - 39 | Manila - 46 |
| Denver - 73 | Lisbon - 42 | Ho Chi Minh - 88 |
| Philadelphia - 76 | Copenhagen - 44 | Guangzhou - 109 |
| Minneapolis - 77 | Hamburg - 48 | |
| St. Louis - 81 | Munich - 49 | |
| Detroit - 85 | Düsseldorf - 50 | |
| San Diego - 98 | Berlin - 51 | |
| Portland - 105 | Rome - 53 | |
| Charlotte - 108 | Athens - 56 | |
| Cleveland - 112 | Luxembourg - 63 | |
| Indianapolis - 114 | Helsinki - 70 | |
| Kansas City - 119 | Stuttgart - 74 | |
| Pittsburgh - 120 | Rotterdam - 75 | |
| | Cologne - 92 | |
| | Lyon - 93 | |
| | Antwerp - 96 | |
| | Manchester - 101 | |
| | Birmingham - 106 | |

(出所) Peter J. Taylor and Robert E. Lang (2005) "U.S. Cities in the World City Network"

- The Economist シリーズで”Wall Streets(2002年)”や”The City: A Guide to London’s Global Financial Centre (2004年)”を書いた Richard Robert 博士(英国サセックス大学、金融史)によると、「ロンドン・ニューヨーク及び東京は三大世界フィナンシャルセンターで、世界フィナンシャルセンター群の頂点を占める」とし、「それぞれが時間帯毎の巨大なフィナンシャルセンターである」としながら、東京については「1990年以降の株式市場の下落と国内金融システムの資本不足や多数の熟練した英語が話せる人員が欠けている等によって、近年の地位は下落の状況にある」という。

図表33 世界における外国為替取引の状況

| | 平均取引高/日(10億ドル) | 構成比率(%) |
|--------|----------------|---------|
| 英国 | 504 | 31 |
| 米国 | 254 | 16 |
| 日本 | 147 | 9 |
| シンガポール | 101 | 6 |
| ドイツ | 88 | 5 |
| スイス | 71 | 4 |
| 香港 | 67 | 4 |
| フランス | 48 | 3 |
| その他 | 338 | 21 |
| 合計 | 1,618 | 100 |

(出所) Bank for International Settlements, triennial census of foreign-exchange and derivatives trading 2001年ベース

図表34 世界各国における国内株式市場の状況

| | 発行残高時価総額 (10億ドル) | 世界における シェア(%) | 国内取引高 (10億ドル) | GDP 比率(%) |
|----------------|---------------------|------------------|------------------|------------------|
| ニューヨーク | 9,015 | 40 | 9,410 | 136 ^a |
| 東京 | 2,095 | 9 | 1,551 | 53 |
| NASDAQ | 1,994 | 9 | 7,000 | - |
| ロンドン | 1,801 | 8 | 1,881 | 115 |
| Euronext | 1,539 | 7 | 1,956 | 74 |
| Deutsche Borse | 686 | 3 | 1,110 | 35 |
| トロント | 570 | 3 | 397 | 80 |
| スイス | 547 | 3 | 584 | 227 |
| その他 | 3,623 | 18 | - | - |
| 合計 | 22,810 | 100 | - | - |

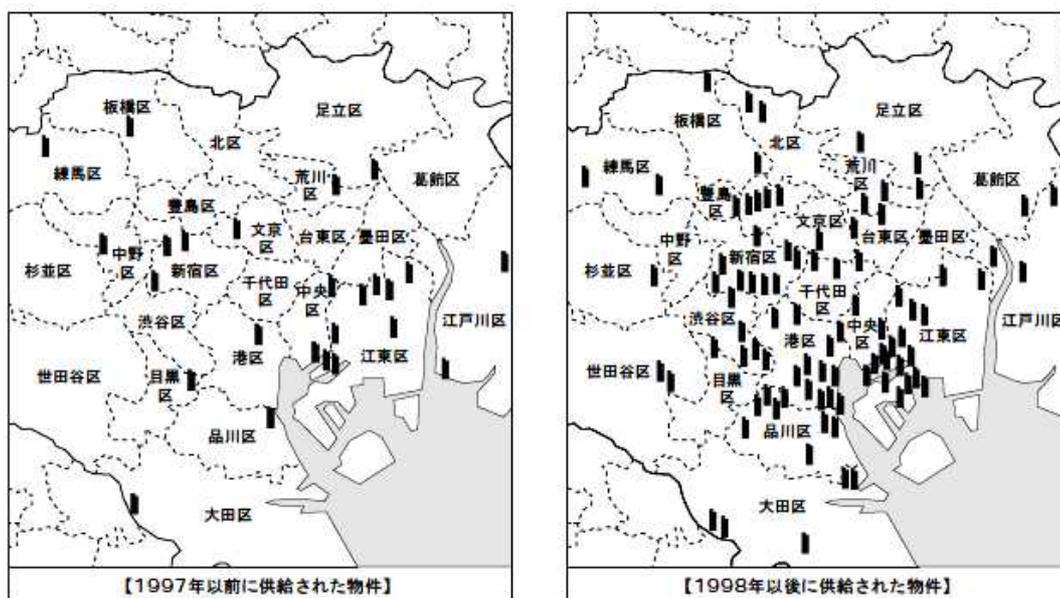
(出所) IFSL, Securities Dealing 2003 (2002年ベース)

- 以上のように、わが国の主要都市の世界における評価や地位は想像する以上に低下しており、このままではグローバル経済下における競争に敗北する可能性がある。ロンドンやニューヨークと肩を並べるところか、アジアにおける地位確保も難しい。

2. グローバルシティとワールドシティに対する国際的評価・グローバル経済下の地位確保に向けて

- 従来の国土政策や都市政策では、地域間の均衡を重視するあまり、金融や不動産投資には自ずとある投資効率や適正配分の考え方とは連携しておらず、加えて、わが国の都市群がグローバルシティやワールドシティとしての役割を担うという戦略方針も具体的には採られていなかった。このため、国土整備のための資源配分は、必ずしも地域の特性に対応し、合理的かつ効率的に行われてきたわけではない。今後も従来どおりの考え方を踏襲するのであれば、東京を代表とする都市群が世界的な都市間競争の中での生き残るのは難しくなり、結果として日本の相対的な地位縮小から、持続的な成長を確保することは難しくなる。
- こうした状況を回避するために、第1に、東京や大阪については、ロンドンやニューヨークと共に、グローバル経済や金融取引における世界の拠点としての地位を確保していく必要があり、新たな国土形成計画にも重要戦略課題として位置づけられるべきである。わが国におけるその他の都市群の地位は世界からみればまだまだ低く、一層の改善が必要である。このためには、必要な資源を選択された主要な都市部に集中していくことが効率的である。三大都市圏や政令指令都市群に資源を集中し、不動産投資市場に通じた資金チャネルを確保することによって、都市再生事業を展開し、機能的で生活水準の高いグローバルシティやワールドシティとして整備・転換していく必要がある。
- 第2に、このような状況においては、東京を中心とする三大都市圏や政令指令都市群に対し、多くの民間投資が行われるように、不動産投資市場の整備や都市再生事業などの投資機会と投資商品づくりを推進する必要がある。世界標準を満たした不動産投資市場の整備・育成と、都市再生事業の推進は、国内のみならず世界の投資資金を呼び込み、都市や街づくりを促進することとなる。これらの都市群に、一層の投資資金が集められ、都市再生事業等が効果的に展開されることによって、都市機能や生活水準の向上がもたらされ、同時に多様で地域に分散した収益不動産の増加による投資商品を供給することも可能となり、不動産投資市場としての魅力はさらに拡大することとなる。

図表35 東京都区部における20階以上のマンション供給の変化



資料：(株)東京カンテイ資料に基づき東京都住宅局作成

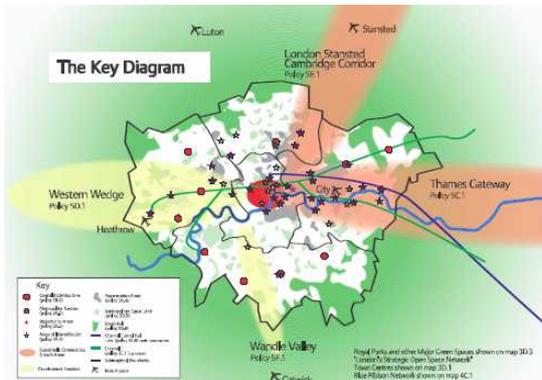
(出所)平成15年度東京都住宅白書

- 都市再生事業を推進したことの大きな成果として、これまでは困難と考えられてきた都心居住が東京都心等のウォーターフロントを中心に実現されることとなった(図表35)。都心への通勤者の負担が軽減するという効果に加えて、国際的企業の役員や従業員にとっても非常に利便性の高い居住施設が都心に供給されることになったため、他の世界都市に対する競争力確保に必要な諸条件の一つがようやく確保されることとなった。従来、都心における居住環境整備は、ニューヨークやロンドン、パリなどと比較して十分ではなく、世界都市としての標準を満たしていないという見方があった。
- 大ロンドン市長は、2020年までを展望した大ロンドン圏の空間開発計画(ロンドンプラン - 法定計画)を、2001年以降における住民参加による多くの議論を踏まえて2004年2月に公表した。この法定計画は、1999年の大ロンドン庁制定法によって、ロンドン市民の健康と機会均等に加え、イギリスにおける持続的発展に寄与することを義務付けており、世界都市ロンドンが担う役割と、戦略的な空間開発計画の重要性、具体的な達成目標を掲げたものである。

図表36 ロンドンプランにみる世界都市の戦略



MAYOR OF LONDON
The London Plan
Special Development Strategy for Greater London
November 2004



The Key Diagram
London Strategic Cambridge Corridor Policy 30.1
Western Wedge Policy 30.1
City Policy 30.1
Thames Gateway Policy 30.1
Wandle Valley Policy 30.1

(リビングストーン市長のビジョン)

以下の3つのテーマに基づき、模範的で持続可能な世界都市ロンドンの発展に尽くすこと。

- 成長： 強く多様で長期に渡る経済成長を達成すること。
- 公正： すべてのロンドン市民にロンドンの将来発展を分かちあう機会均等社会を実現すること。
- 持続的開発： ロンドンの環境とリソースの活用に必要な整備を行うこと。

(行動目標)

ロンドンの成長を、オープンスペースを維持しながら、境界内で実現すること。 ロンドン内の用地の最も有効利用を行う。公共交通能力の増大に配慮しながら、より高密度で、ロンドンの既存の都市水準と地域の特長を生かした高質な都市再生事業を実施、グリーンベルトを保全する等々。

人々の居住のために、ロンドンをより良い都市にすること。 より優れたデザインの建物や公共空間を実現。現在と将来の人口に対応し、アフーダブル住宅を含む、新たな住宅供給を実現すること(2016年までに汚染地を含む再生事業等から、新規に年間最低2.3万戸の住宅供給を行う=30万戸弱のストック形成)、等々。

強く多様な経済成長を通じて、より豊かなロンドンを実現すること。 経済成長のエンジンである、ロンドンの金融及びビジネスセクターに、適切なインフラ基盤を整備維持する。ロンドンの世界、EU、国内におけるロンドンの役割を、産業や観光の誘致、戦略的な交通の接続、ニューヨークや東京とのコラボレーション等により実現する。成長の実現に向けて、適切な立地に適切な床供給量の確保を促進するためのインセンティブや機会を設けること(2016年までに新規に700~920万㎡のオフィス床需要があると推定)。

社会問題の解消(略)

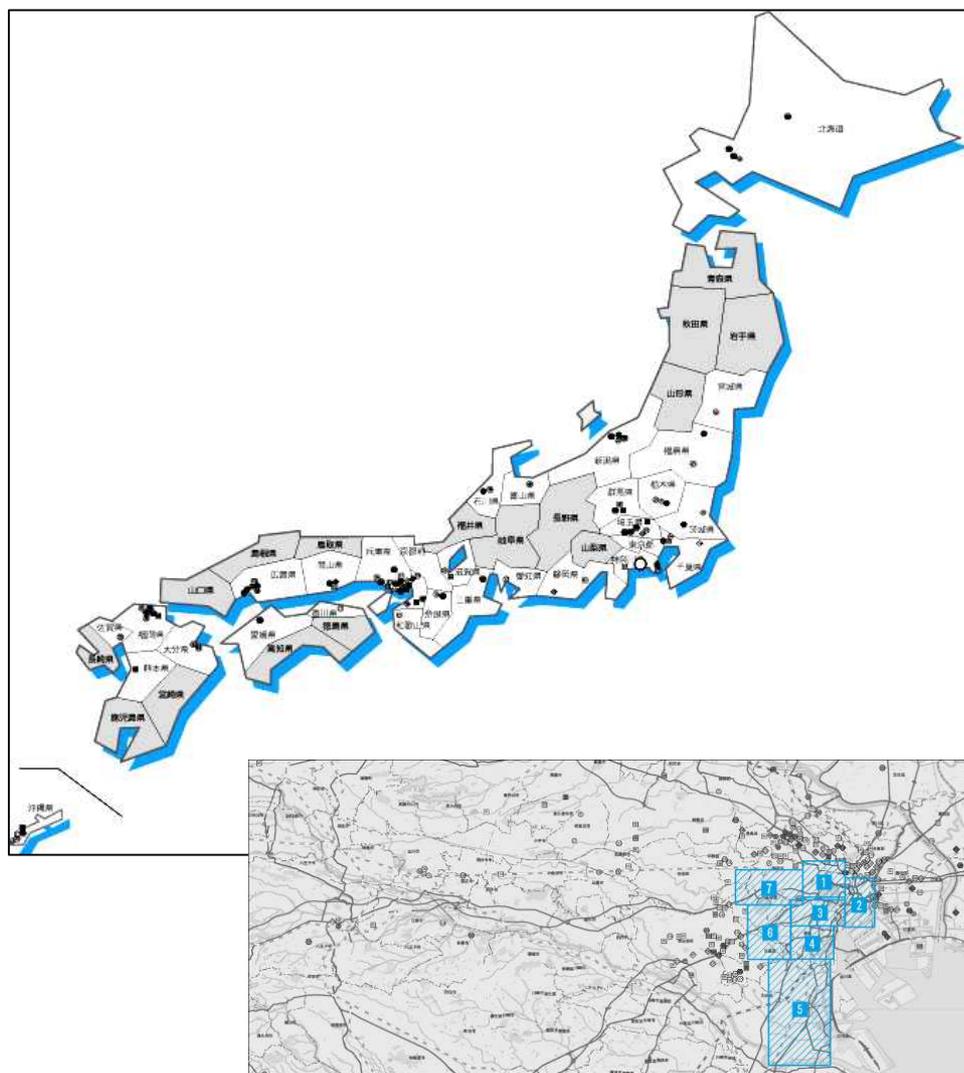
ロンドンの交通問題の解消と新たな整備(略)

ロンドンをより魅力ある、優れたデザインによる緑の都市にすること(略)

(出所) London Plan, Greater London Authority より抜粋

- この計画の中で、注目される点は、歴史的に低密度による開発によって構築されたロンドンの文化遺産や自然環境、グリーンベルトを保全しながら、人口増加に対応した居住環境と世界都市としての需要を確保するために、都市再生を通じて、より高密度のコンパクトシティに展開していこうという戦略的方向性が示されている点である(図表36)。加えて、ロンドンは2012年のオリンピック開催地となったことから、都市再生事業を通じた資源の選択と集中は一層加速することとなり、わが国においても戦略的対応が成されなければ、東京あるいは日本の世界における地位は相対的に低下することとなる。東京が地位向上を目指そうという時には、ニューヨークやロンドンはさらに上を目指そうとしていることを忘れてはならない。
- 東京以外でも複数の主要都市では、J-REITによる物件取得が進められている(図表37)。これらの都市には現状においても不動産投資市場を通じて資金が流れ込んでおり、機関投資家によってやや判断は異なるものの、一定水準の投資適格な不動産が立地する地域として位置づけることができよう。こうした都市群では、オフィスや商業店舗に限らず、米国のように、産業施設や流通施設などに対する投資も今後は対象となる可能性がある。様々な投資対象を商品化し、投資資金を誘導するという観点から、J-REITに向けた期待は非常に大きい。

図表37 J-REITの地域分布



(出所) 不動産証券化協会 ARES Vol.23 2006年9-10月(下図は東京都)

第5章 今後の検討課題

1. 多様な投資機会を有する不動産投資市場の整備

(1) 世界の不動産投資市場にみる商品選択肢の多様性とわが国の課題

- わが国の不動産投資市場が、株式市場などの金融市場と同様の機能と競争力をもち、国際市場において機能するためには、不動産証券化の導入によって実現してきた投資商品をさらに多様化させ、商品や運用等に関する情報開示や透明性の確保を促進させる必要がある。
- 米国では、不動産投資やREITなどの投資は、長期運用における安定した収益性に加え、その他の金融資産とは相関性の低いパフォーマンスを得られることから、分散投資を可能とする重要な資産クラスと位置づけられている(図表38)。

図表38 投資総合収益の相関比較

| | FTSE NAREIT Equity | Wishire 5000 | NASDAQ Composite ¹ | NASDAQ 100 ¹ | S&P 500/ Citigroup Value | S&P 500 | S&P 500/ Citigroup Growth | S&P Utilities | Russell 2000 Value | Russell 2000 | Russell 2000 Growth | ML Corp/Govt Bond | ML Mortgage | Domestic High Yield Corp Bond | Dow Jones Industrial Average ¹ |
|---|--------------------|--------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------------|---------|---------------------------|---------------|--------------------|--------------|---------------------|-------------------|-------------|-------------------------------|---|
| データ集計期間: 1996年9月 ~ 2006年9月 | | | | | | | | | | | | | | | |
| FTSE NAREIT Equity | 1.00 | 0.33 | 0.19 | 0.12 | 0.41 | 0.29 | 0.19 | 0.39 | 0.62 | 0.47 | 0.34 | 0.05 | 0.01 | 0.32 | 0.31 |
| Wishire 5000 | 0.53 | 1.00 | 0.87 | 0.85 | 0.89 | 0.97 | 0.95 | 0.32 | 0.71 | 0.81 | 0.82 | -0.09 | -0.05 | 0.55 | 0.88 |
| NASDAQ Composite ¹ | 0.44 | 0.88 | 1.00 | 0.98 | 0.60 | 0.81 | 0.89 | 0.08 | 0.58 | 0.83 | 0.91 | -0.11 | -0.09 | 0.50 | 0.85 |
| NASDAQ 100 ¹ | 0.29 | 0.86 | 0.97 | 1.00 | 0.60 | 0.82 | 0.90 | 0.09 | 0.51 | 0.75 | 0.83 | -0.10 | -0.08 | 0.45 | 0.67 |
| S&P 500/ Citigroup Value | 0.56 | 0.93 | 0.72 | 0.67 | 1.00 | 0.93 | 0.81 | 0.48 | 0.73 | 0.66 | 0.59 | -0.10 | -0.05 | 0.47 | 0.93 |
| S&P 500 | 0.49 | 0.98 | 0.83 | 0.82 | 0.95 | 1.00 | 0.97 | 0.32 | 0.66 | 0.71 | 0.71 | -0.09 | -0.04 | 0.50 | 0.93 |
| S&P 500/ Citigroup Growth | 0.40 | 0.96 | 0.86 | 0.89 | 0.86 | 0.97 | 1.00 | 0.18 | 0.55 | 0.69 | 0.73 | -0.08 | -0.03 | 0.48 | 0.85 |
| S&P Utilities | 0.38 | 0.48 | 0.26 | 0.19 | 0.58 | 0.49 | 0.39 | 1.00 | 0.43 | 0.30 | 0.21 | 0.08 | 0.00 | 0.28 | 0.35 |
| Russell 2000 Value | 0.70 | 0.83 | 0.75 | 0.64 | 0.81 | 0.77 | 0.69 | 0.42 | 1.00 | 0.89 | 0.78 | -0.12 | -0.10 | 0.52 | 0.65 |
| Russell 2000 | 0.61 | 0.88 | 0.89 | 0.80 | 0.77 | 0.80 | 0.77 | 0.35 | 0.95 | 1.00 | 0.97 | -0.14 | -0.12 | 0.56 | 0.63 |
| Russell 2000 Growth | 0.52 | 0.87 | 0.93 | 0.86 | 0.72 | 0.79 | 0.79 | 0.29 | 0.87 | 0.96 | 1.00 | -0.15 | -0.13 | 0.53 | 0.59 |
| ML Corp/Govt Bond | 0.19 | 0.22 | 0.13 | 0.04 | 0.25 | 0.23 | 0.20 | 0.41 | 0.16 | 0.12 | 0.08 | 1.00 | 0.88 | 0.11 | -0.15 |
| ML Mortgage | 0.14 | 0.22 | 0.13 | 0.05 | 0.25 | 0.23 | 0.20 | 0.35 | 0.16 | 0.13 | 0.10 | 0.91 | 1.00 | 0.09 | -0.08 |
| Domestic High Yield Corp Bond | 0.42 | 0.52 | 0.48 | 0.43 | 0.51 | 0.49 | 0.45 | 0.37 | 0.55 | 0.52 | 0.47 | 0.54 | 0.55 | 1.00 | 0.45 |
| Dow Jones Industrial Average ¹ | 0.46 | 0.92 | 0.73 | 0.71 | 0.93 | 0.94 | 0.89 | 0.46 | 0.75 | 0.74 | 0.71 | 0.19 | 0.19 | 0.47 | 1.00 |
| データ集計期間: 1996年9月 ~ 2006年9月 | | | | | | | | | | | | | | | |

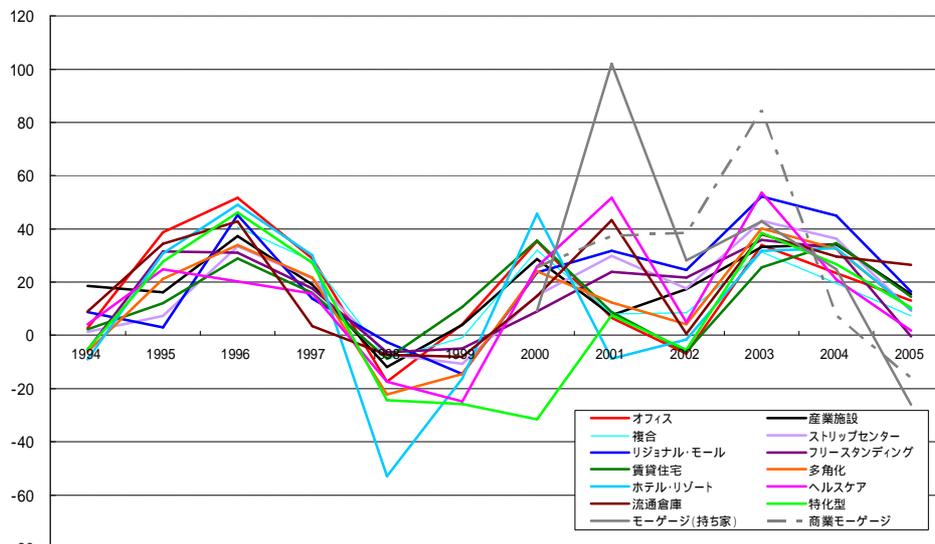
¹ Price only returns.
Source: NAREIT[®], Ibbotson Associates, Frank Russell Company.

(注) FTSE: The Financial Times 及び The London Stock Exchange による世界規模の投資インデックス作成と管理を行う機関。

(出所) NAREIT Chart Book October, 2006

- また、米国では REITs そのものについても、オフィスや商業店舗、住宅だけではなく、ホテルや流通施設、産業施設、ヘルスケア、インフラ、モーゲージなどに特化した REITs があり(図表39)、多様なパフォーマンス特性が提供されているので、投資家のポートフォリオに応じた幅広い選択が可能な市場が形成されている。

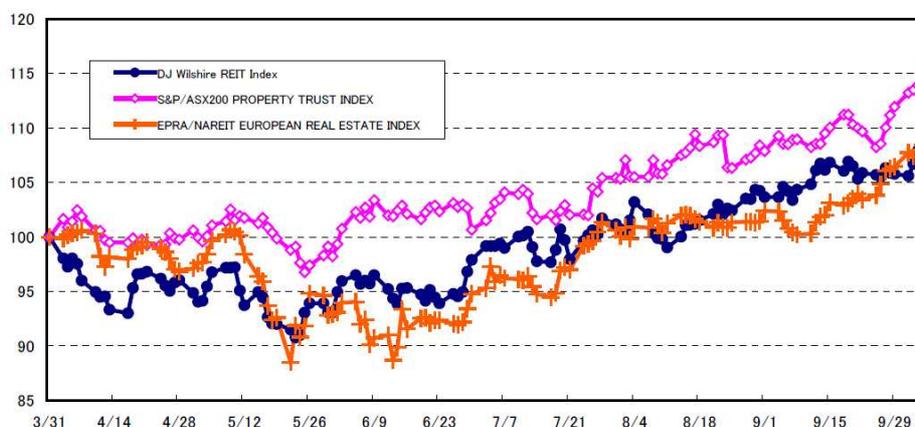
図表39 米国 REITs の多様な商品特性



(出所) National Association of Real Estate Investment Trusts

- 世界各国では、米国の REITs とほぼ同様の仕組みによる REIT 商品に対する投資が活発に行われている。豪州の REIT である Limited Property Trust: LPT が米国に続いて市場化され、次いでカナダ・オランダ・日本という順序で REITs が創設され、フランス等の EU 諸国や香港・シンガポールなどのアジア諸国がこれを追い、国際的な市場確保に向けた競合が繰り広げられている。2007 年 1 月から英国でも UK-REITs 制度が実施に移され上場取引が開始されており、ドイツにおいては、2007 年中の実施に向けて各種の調整が行われている。米国と豪州、EU における REITs 価格は株価であることから常時変動しているが、最近では総じて次第に上昇する傾向にあり、投資家の需要が高いことを裏付けている(図表40)。

図表40 米国・豪州・EU における REITS 価格の上昇

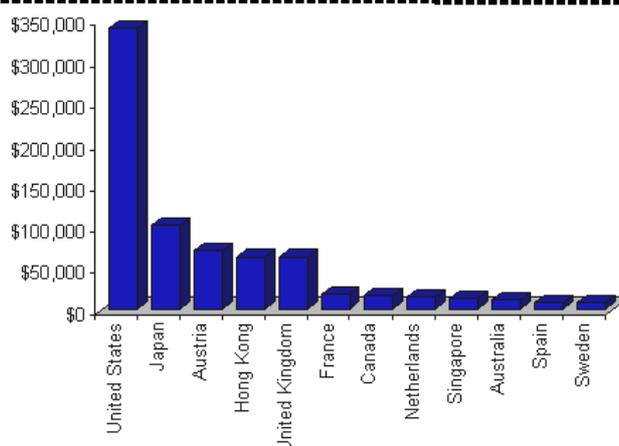


(注) 2006 年 3 月 31 日～2006 年 10 月 5 日、日次、2006 年 3 月 31 日を 100 として指数化
 Wilshire REIT (アメリカ)、ASX200 (豪州)、EPRA (EU)

(出所) 日本投信委託株式会社「最近のグローバル REIT 市場について」2006 年 10 月 10 日

- わが国の J-REIT は後発ではあるが、適格な市場として認知される潜在可能性は高い。不動産証券の時価総額は、米国に続く規模をもっており(図表41)、これを活かすと共に、米国のような多様な特性をもつ投資商品開発を推進し、豪州や EU、アジア諸国と競合可能な環境をつくる必要がある。こうした多様な特性は、各国の経済や市場特性を反映することによるグローバル REITs 等の商品によっても確保可能であり(図表42、43)、J-REIT もグローバル経済下で普及する可能性は大きい。わが国にグローバルな資金を呼び込むには、その商品の魅力を高め、グローバルな訴求力を持たせるための方策が重要である。米国 REITs は既にこの面でも先駆的である(図表44)。

図表41 国別不動産証券の時価総額 (単位:100万ドル)



(出所) The Townsend Group 資料 2006-11-9 AREA 年金シンポジウム

図表42 世界の上場 REIT リターンの地域的相関関係

| Public Real Estate Return Correlations 1983 to 2005 | | | | |
|--|------|--------|--------------------|-----------|
| Region | U.S. | Europe | Asia ex. Australia | Australia |
| U.S. | 1.00 | 0.43 | 0.32 | 0.35 |
| Europe | 0.43 | 1.00 | 0.36 | 0.46 |
| Asia ex. Australia | 0.32 | 0.36 | 1.00 | 0.32 |
| Asia | 0.35 | 0.46 | 0.32 | 1.00 |

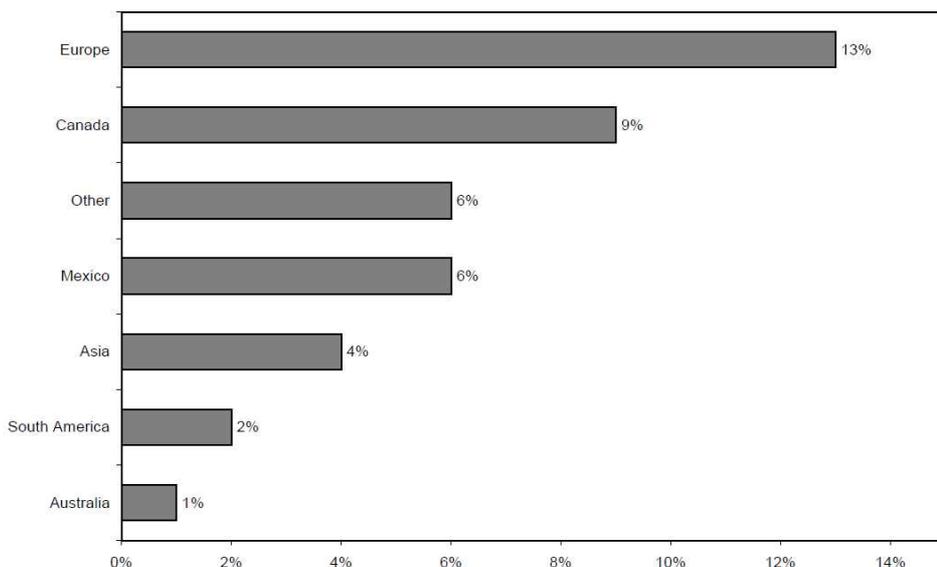
(出所) Sean E. Williams (2006) 「海外の投資家から見た日本の不動産市場」Morgan Stanley

図表43 私募不動産投資の国別の相関関係

| Private Real Estate Correlations 1996 to 2005 | | | | |
|--|-------|------|--------|---------|
| Region | U.S. | UK | France | Germany |
| U.S. | 1.00 | 0.78 | -0.20 | 0.10 |
| UK | 0.78 | 1.00 | 0.35 | 0.38 |
| France | -0.20 | 0.35 | 1.00 | 0.49 |
| Germany | 0.10 | 0.38 | 0.49 | 1.00 |

(出所) Sean E. Williams (2006) 「海外の投資家から見た日本の不動産市場」Morgan Stanley

図表44 米国のREITsが運用市場に含めている国別比率(複数回答)

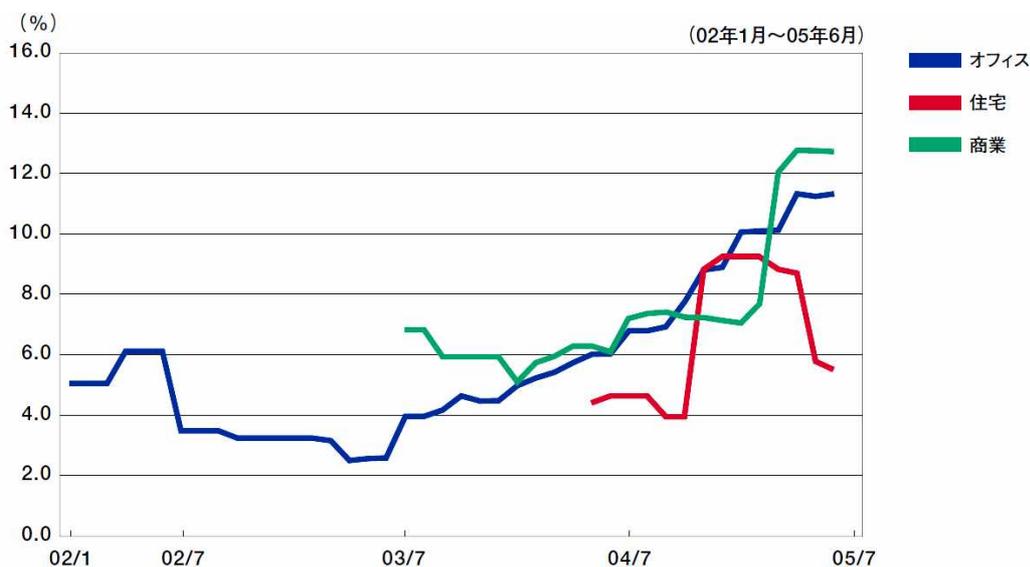


(出所) NAREIT Chart Book October, 2006

- J-REITについては、住宅J-REITの登場によって、ようやくオフィスや商業と運用特性の異なる商品が誕生した状況にある(図表45)。今後の展開が期待されるものの、より多様な商品形成が必要である。また、米国の年金による不動産投資にみられるような、コア(基本型²⁾)やバリューアッパー(付加価値型)、オポチュニスティック(機会判断型)など投資方針の違いや、様々なファンドの組み合わせや小口化による投資商品づくりなども次段階の需要開発に向けて検討していく必要がある。これらの商品を適格に投資家に提供し運用する不動産投資顧問業の育成も重要な課題である。

2 コア：賃料など安定収入を基本としたローリスク・ローリターン投資。バリューアッパー：新たに付加価値を与えることによって収益を確保する投資。オポチュニスティック：収益性やリスクを考慮して個別に判断する投資。通常、後者の二つはミドルリスク・ミドルリターン。

図表45 J-REITのタイプ別総合収益特性



(出所) 不動産証券化協会 ARES J-REIT Property Database

(2) 透明性の確保に向けて

- 米国では、投資適格不動産のデータを集約した NCREIF インデックスが広く年金基金等の機関投資家による不動産運用や評価に活用され、REITs についても、NAREIT や Wilshire Index など複数のインデックスが投資運用や評価に用いられている。
- 透明性の水準が高いと言われている豪州等の諸国では、REITの成長が著しいことから、透明性は不動産投資市場の発展の基礎要件とみられている。透明性とは、MIT Center for Real Estate による調査で、単に情報にアクセスできるだけでなく、真実で正確であることに、タイムリーな要素を加えた Timely Truth が確保できることが要件であり、これによって効率的な市場という考え方が確立できるとされている。
- 透明性を確保する場合は、世界標準に準拠する必要がある。このため、政府と民間団体によるデータ確保と普及、世界的な連携への役割は大きい。NCREIF (National Council of Real Estate Investment Fiduciaries) と RCA (Real Capital Analytics) や、ABA (American Bankers Association) と ACLI (American Council of Life Insurance)、あるいは NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts)、CMSA (Commercial Mortgage Securities Association) などがこれまで果たした役割は重要である。
- 日本では、世界標準となっている IPD 社のインデックス・サービスが 2003 年から始まっているものの、その他のインデックスを含め、まだ歴史は浅い(図表 46)。

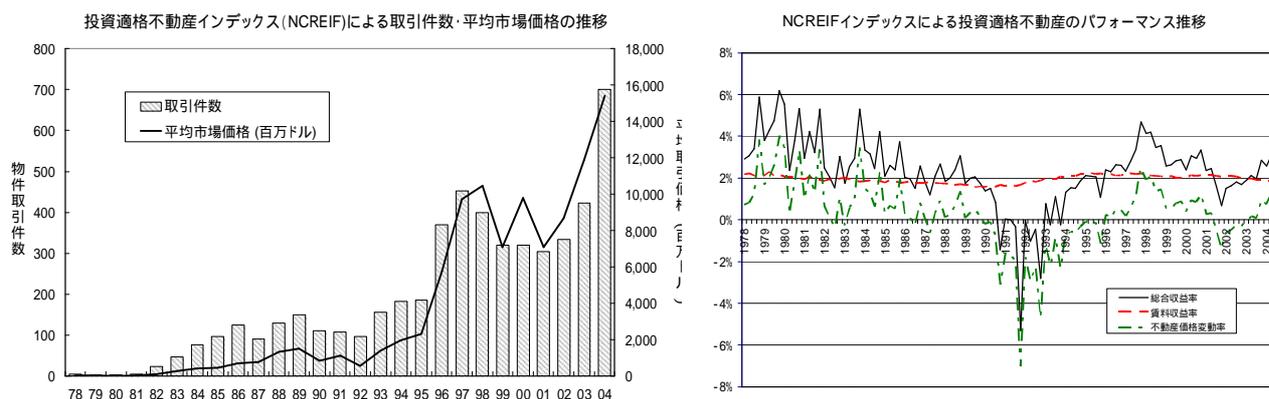
図表 46 世界の不動産インデックス

| Country | Provider | Index Start | Number of Assets | \$ Billions | Estimated Percentage of Market |
|----------------------------|----------------|-------------|------------------|-------------|--------------------------------|
| Australia | IPD/PCA | 1984 | 619 | 34.8 | 25 |
| Canada | IPD/ICREIM | 1984 | 1,827 | 50.9 | 50 |
| Denmark | IPD/DEI | 2000 | 1,319 | 11.5 | 39 |
| Finland | KTI | 1998 | 2,998 | 20.1 | 60 |
| France | IPD | 1986 | 6,622 | 92.5 | 54 |
| Germany | IPD-DIX/DID | 1996 | 3,490 | 75.4 | 30 |
| Ireland | IPD/SCS | 1984 | 328 | 5.7 | 79 |
| Italy | IPD/Nomisma | 2002 | 516 | 10.1 | 15 |
| Japan | IPD | 2003 | 503 | 20.8 | - |
| Netherlands—Commercial | IPD/ROZ | 1995 | 5,631 | 50.3 | 60 |
| Netherlands—Social Housing | IPD/AEDEX | 2000 | 7,000 | 48.5 | 24 |
| Norway | IPD | 2000 | 563 | 10.7 | 42 |
| Portugal | IPD/Imométrica | 2000 | 547 | 8.8 | 51 |
| South Africa | IPD/SAPOA | 1995 | 2,279 | 11.6 | 70 |
| Spain | IPD | 2001 | 577 | 15.7 | 48 |
| Sweden | IPD/SFI | 1984 | 851 | 20.7 | 30 |
| Switzerland | IPD/Wüest | 2002 | 3,024 | 29.2 | 30 |
| U.K.—Commercial | IPD | 1971 | 11,010 | 263.7 | 45 |
| U.K.—Forestry | IPD | 1992 | n/a | 0.2 | - |
| U.K.—Let Land | IPD | 1980 | n/a | 2.0 | - |
| U.K.—Residential | IPD | 2001 | 9,040 | 2.8 | - |

Sources: IPD, KTI, NCREIF

(出所) Pension Real Estate Association (2006) “Quarterly, Spring”

図表47 NCREIF:米国における代表的な投資適格不動産インデックス



(出所) National Council of Real Estate Investment Fiduciaries: NCREIF

- J-REIT などの不動産投資商品がより投資適格で魅力ある特性を持つ投資財として認知されるように、着実に運用実績を積み上げるとともに、パフォーマンスが異なるユニークな特性を持つ投資商品を提供したり、金融市場にしか想定されていなかった不動産の先物市場をリスクヘッジのために設ける等、多様な不動産投資商品を広く様々なニーズを持つ投資家に提供できるように開発していく必要があり、これと併せて金融資産とも比較しうる不動産投資商品のパフォーマンス・インデックスの整備等、情報整備や透明性の確保が必要である。

2. 住宅政策と住宅金融市場

(1) 住宅市場の内外格差

- 英米などドイツを除く主要先進国の住宅市場では、住宅取引が堅調に推移し、価格の継続的な上昇と家計消費の増加を通じて経済を牽引する大きな要因となり、世界経済は住宅が支えているとまで論じられたことがある('01. エコノミスト)。
- 一方、わが国では住宅取引と価格の低迷が長期間継続し、エコノミスト誌世界住宅価格指数では、1997～2004年の間で、米英仏各国が65%～147%上昇したのに対して、25%の下落を示す等経済成長への寄与も弱まっている(図表48)。

図表48 世界の住宅価格の動向

エコノミスト誌:世界住宅価格指数

The Economist's house price indices
% change

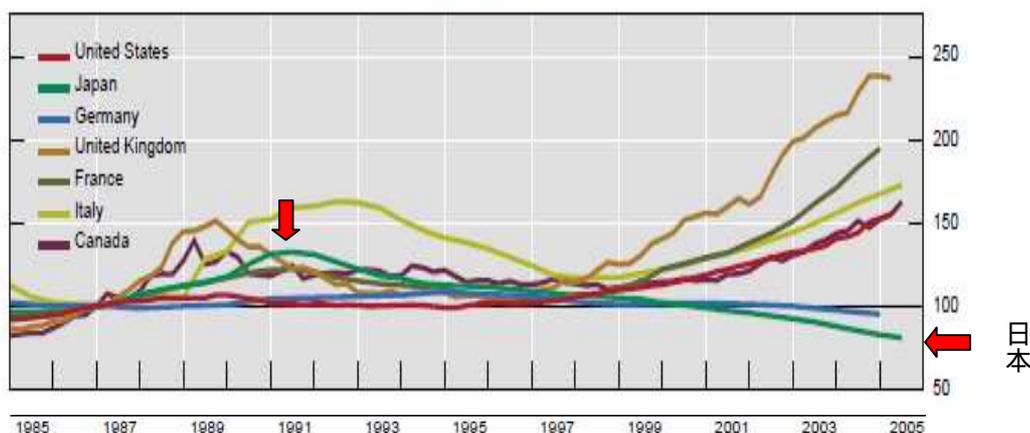
| | on a year earlier | | 1997-2004 |
|---------------|-------------------|---------|-----------|
| | 04 2004 | 04 2003 | |
| South Africa | 29.6 | 23.4 | 195 |
| Hong Kong | 28.7 | -1.1 | 52 |
| Spain | 17.2 | 16.5 | 131 |
| France | 16.0 | 12.7 | 90 |
| New Zealand | 13.5 | 24.8 | 52 |
| United States | 11.2 | 8.2 | 65 |
| China | 10.8 | 5.1 | na |
| Britain | 10.2 | 15.6 | 147 |
| Sweden | 9.8 | 6.1 | 76 |
| Italy | 9.7 | 10.6 | 65 |
| Belgium | 9.3 | 8.2 | 60 |
| Ireland | 8.5 | 13.7 | 179 |
| Denmark | 7.3 | 3.4 | 50 |
| Canada | 6.2 | 6.9 | 41 |
| Netherlands | 2.8 | 3.4 | 75 |
| Australia | 2.7 | 18.9 | 113 |
| Switzerland | 2.3 | 2.4 | 11 |
| Singapore | 0.9 | 2.0 | na |
| Germany | -1.3 | -1.7 | nil |
| Japan | -6.0 | -5.7 | 25 |

Or latest

Sources: ABSA; Bulwien; ESRI; Japan Real Estate Institute;
Nationwide; Nomisma; NVM; OFHEO; Quotable Value; Stadim;

Real residential property prices¹

End-1986 = 100



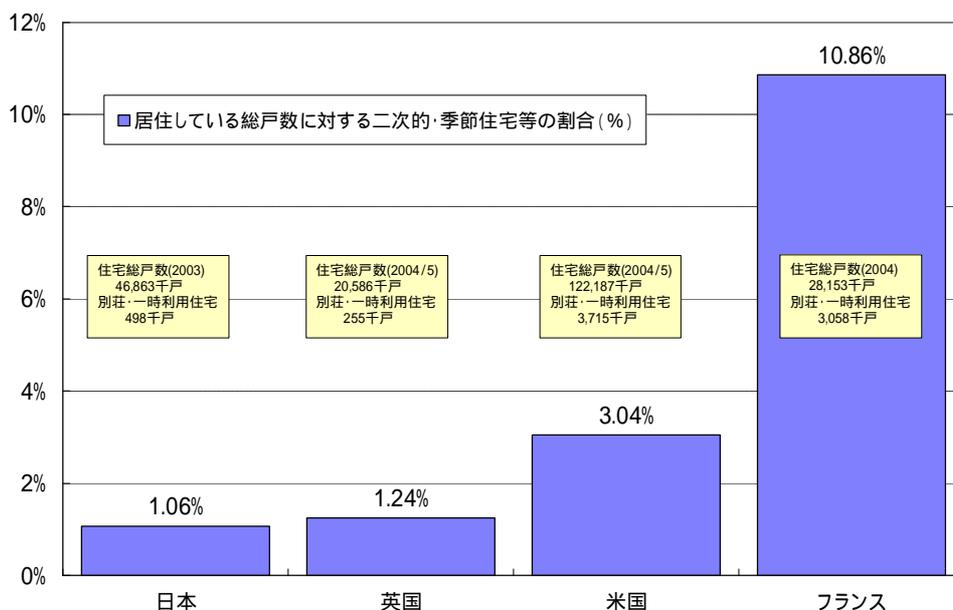
¹ Nominal property (for Japan, land) prices less the personal consumption deflator (for Korea, consumer price inflation).

Source: National data and definitions.

(2) 居住形態の多様化に向けて

- グローバル経済下の住宅居住は、業務、生活、リフレッシュ等の各面における居住形態が、複数の住宅で営まれる可能性を拡大する。こうした居住形態の多様化(マルチハビテーション)に向けた政策展開は、法制、金融、税制の各面において重要な検討課題である。
- 東京などの大都市圏における都心居住が進んだことによって、その郊外や地方中核都市などにおける住まい方やマルチハビテーションのあり方は従来以上に重要とされており、平成 18 年 9 月の首都圏整備計画では住宅・住環境整備の一環として都心居住に加えてマルチハビテーションが大きな課題となっている。同じく平成 18 年 9 月における住生活基本計画(全国計画)においても、多様な居住ニーズに応えることやマルチハビテーションの実現が掲げられているものの、その具体的な推進策は明示されていない。二次的・季節住宅等がストックに占める割合を諸外国と比べてみると(図表 49)、国民が居住の豊かさを実感できるマルチハビテーションの状況は住宅需給が逼迫している英国とはさほど違いはないものの、米国やフランスには見劣りする。

図表 49 マルチハビテーションの国際比較



(出所) 日本：平成 15 年住宅・土地統計調査(空き家 2 次的住宅) 米国：Statistical Abstracts of the U.S.A. 2006(季節住宅)、英国：Housing in England 2004/5(Second Home) フランス：センサス 2004/5(Résidences secondaires et logements occasionnels)

(3) グローバル金融市場における住宅金融

- 住宅投資の血液たる住宅金融の現状をグローバルな視点からみた BIS グローバル金融システム委員会(CGFS)報告書「グローバル金融市場における住宅金融」では(図表 50)、国際的な低金利とクロス・ボーダー投資の増加等から住宅ローン契約が家計にリスクを負わせる方向へ変化し、新規住宅ローン融資の増加等の変化が見られることを指摘するとともに各国の住宅政策が住宅市場への関与を削減する方向にあるとしている。
- わが国の住宅金融市場も従来からの政策ツールの柱であった住宅金融公庫の直接融資は民間金融

の証券化支援策に代替され、住宅への金融の流れを加速してきた住宅ローン減税についても縮小される傾向にある。住宅投資の持続的拡大による経済成長への寄与を実現するためには、現在のグローバルな経済下において、わが国の住宅金融のあり方を見直し改革していく必要があると思われる。

- 第 1 に、賃貸住宅市場の主役に企業的な経営を行わせることで、個人的色彩の強い住宅金融を、収益性による投資判断に基づく融資に転換させることである。第 2 に、持家住宅市場の主役は、依然として、個人であることから、個人に対する金融を Sub-prime Lending⁽³⁾ や Negative Amortization Loan⁽⁴⁾などを商品化することによって、自己責任による家計にリスクを負わせる住宅ローン契約へ移行することを検討することである。
- これらの改変は、賃貸住宅市場における経営のあり方を転換させる必要があったり、住宅融資を行う際のレンダーによる説明責任負担の増加や適切な情報開示と消費者の理解を必要とするが、従来の個人の住生活保護を主とした住宅融資形態から、いわば米国的な個人企業責任的な住宅保有への概念の切替えであり、利子・諸費用の全面的な経費化 - 所得控除の一般化 - という方向に帰結することとなる。これら金融・税制の全面的な改革は今後の検討課題としたい。

- (3) 一般に米国では持家住宅を対象とし十分な与信をもつ家計への融資を Prime Lending と呼ぶのに対し、賃貸住宅事業融資や与信が低めの水準にある家計への融資を Sub-prime Lending という。
- (4) 元利均等払いでは期間内に元金の返済が完了するが、初期の返済負担を軽減するために、利払い額に満たない元本返済しか設定しない場合がある。この場合は、元本返済が進まぬことから、融資額は逆に増加していくこととなるため、Negative Amortization Loan と呼ぶ。この融資では融資期間終了時には、未返済の元金を一括して支払う必要があるため、当該時期において、養老保険の満期を対応させるなど、別途資金の確保が必要となる。

図表 50 グローバル金融市場における住宅金融

< 要旨 >

現状

- ・ 供給面: Loan to value ratio の上昇、融資規制の緩和、融資契約(住宅ローン商品)の多様化、住宅ローンの証券化等による資金調達の資本市場依存の高まり等。
- ・ 需要面: 借入の低コスト化、新カテゴリー家計の住宅市場への参入、sub prime lending 許容国(米・英・豪・加)の急増等による家計リスク選好度の高まり。
- ・ 住宅価格の高騰

住宅金融の変容の理由

- ・ マクロ経済環境(実質・名目の低金利、高度安定的経済成長、国際的なクロス・ボーダー投資の増加。)
- ・ 情報技術の発展と金融革新が住宅金融システムの効率性を高めた。
- ・ 金融の自由化と規制緩和が進み、融資規制が緩和・撤廃された。
- ・ 各国の住宅政策:住宅市場への関与を削減(都市計画規制や税制・担保法制が影響)

評価と政策的な論点

- ・ 住宅金融市場の機能を高め、金融とマクロ経済の安定性を高めた。ただし、住宅市場の下降局面ではリスクが高まる
- ・ 住宅ローン契約の内容の変化 家計にリスクを負わせる。
- ・ 新しい住宅ローン商品の増加(例:Negative Amortization loan,固定金利ローン 変動金利住宅ローン)
- ・ 住宅政策の住宅市場への影響

(出所) BIS グローバル金融システム委員会(CGFS)報告書「グローバル金融市場における住宅金融」より

3. 成長を高める不動産税制の確立

- 明治政府の地租改革は農業社会から産業社会への移行を促進し、戦後シャープ改革は産業活性化を進めた。転換期にあるわが国の現状からすれば、これらの先例に習い、成長率を高めるための税制改革を進める必要がある(図表 51)。
- また、The Economist シリーズの“Globalisation: Making sense of an integrating world (2001)”の Part II,4 ”Goodbye to taxpayers”において、グローバル経済下において流動化する納税者や企業に対し、課税庁(政府)のとるべき立場の困難さが論じられているように、低課税による経済圏や国家レベルの競合は、資本の流動性やインターネットの普及とともに際限なく強まっており、こうした観点からも不動産税制のあるべき姿を検討する必要がある(図表 52)。

(1) 不動産税制の世界標準化

- わが国の不動産投資市場が世界標準を満たした投資環境を持つ市場として評価されるためには、税制の持つ意味は極めて大きいものがあり、この観点からの不動産税制のあり方の検討が行われなければならない。このような観点からみると、わが国の不動産税制については、Buy & Sell 原則ともいべき思考法にたった検討が欠けていたと思われる。特に、実物不動産について、この Buy & Sell 原則は「投機的取引の抑制」(土地基本法第 4 条)等との関係で「土地の有効利用」「土地取引の活性化」等としてのみ議論されてきたきらいがある。
- 最近における欧米諸国の関連税制の改革も、一般的に軽課に向っている。英米における土地の売却(譲渡)時におけるキャピタル・ゲイン課税の軽課やわが国の登録免許税や不動産取得税、印紙税に該当する英国の土地印紙税やフランスの不動産公示税は軽減されてきた経緯をもつ。英仏では、長期に渡る不動産の保有によるキャピタル・ゲインは、物価調整によって軽減される仕組みとなっている(図表 53、54)。この意味で、わが国においても、不動産譲渡時の課税としてのキャピタル・ゲイン税についてより軽課に向けての検討が進められるべきであり、併せて不動産取得税・登録免許税・印紙税について存廃を含めて将来的な見直しの検討が望まれるところである。

(2) 安定した不動産税制の確保

- わが国の不動産税制の現状は、平成 3 年度を中心とする不動産バブルの抑圧に向けた全面的な税制が、平成 10 年度税制改革を中心に資産デフレ脱却を目的として是正された姿が残り、未だ恒久税制としての姿をあらわしていない。具体的には、法人重課制度の凍結は平成 20 年度までの時限措置であり、事業用資産の買換特例制度(圧縮記帳制度)は、平成 18 年度までの時限措置としての形式を残している(平成 20 年度まで、再度延長の時限措置がとられる見通し)。不動産取引に重大な影響を及ぼすこれらの諸税制は、時限税制としてではなく恒久税制化し、取引の期待可能性を担保する措置を講ずることが必要である。

図表51 不動産投資市場における税制上の課題

不動産投資における Buy & Sell 原則の実行を可能とするためには、ポートフォリオのリバランスのための不動産の譲渡益課税および流通課税は廃止すべき(工夫すべき)。

不動産流通市場(大きな取引コスト)整備のため、

- ・ JREIT および公庫 MBS は重要な「出口」となっていること。
- ・ 現物不動産エクイティおよび住宅ローンの流動性を高め、また、資本市場と直結して消費者の負担するコストを下げるためには、これらの出口への譲渡時に課税しないこと。

(例:米国の UPREIT や DOWNREIT)

逆に、例えば JREIT から現物市場への売却にも課税しない(5年保有程度の買換特例導入など)。

金融商品並みの税制 不動産への「間接投資」と企業への「間接投資」の整合性を図る

| ・ 不動産 | ・ 株式 |
|-----------------|----------|
| ・ 不動産取得税、登録免許税等 | ・ - |
| ・ 固定資産税、都市計画税等 | ・ - |
| ・ 譲渡所得課税 | ・ 譲渡所得課税 |

住宅税制

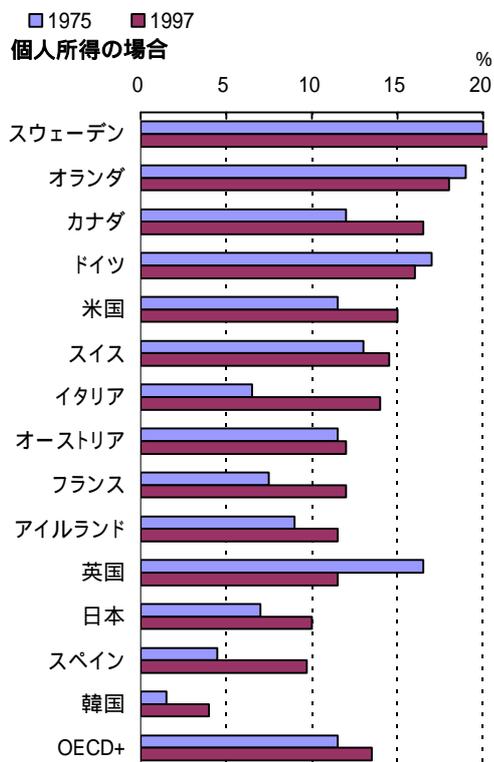
- ・ 持家購入者は、頭金をエクイティとみた不動産投資家である。彼/彼女は住宅サービスの消費者として課税される。しかし、投資家としては固定資産税や金利払いに関しては、米国のように、軽減されるべきである。住宅購入者は住宅エクイティの下落リスクを取っている。

その他の税制上の課題

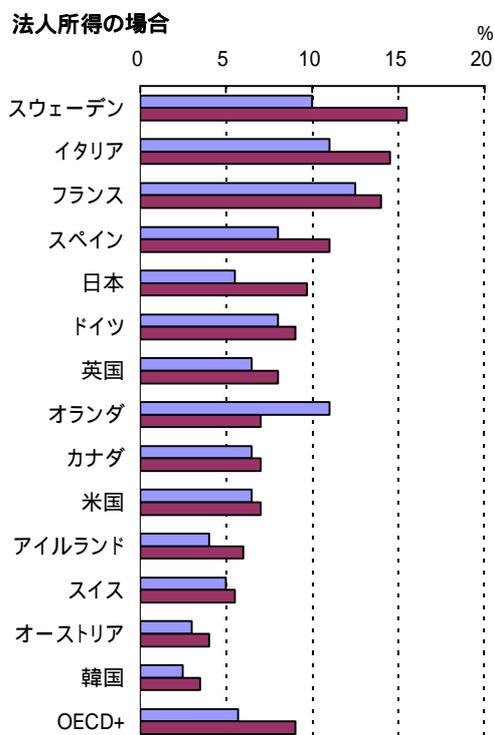
- ◆ 各種重課税制度の復活の可能性
 - ・ 法人重課税制(現行制度 平成 20 年度まで)
 - ◆ 不動産取引における特例制度の不安定性
 - ・ 買換特例制度(現行制度 平成 18 年(度)まで) 平成 20 年度まで再び時限措置として延長見込み)。
- 全体について、「成長率を高める税制改革の必要性」という観点からの検証が必要ではないか。

図表52 Where Not To Live? (住みたくない国は?)

税額のGDP比率(%)



(出所) OECD



*雇用者 / 被雇用者の社会保険料を含む

図表53 個人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

| | 日本 | アメリカ(NY州市) | イギリス | ドイツ | フランス |
|---------|--|---|---|---|--|
| 所得税 | 国税 10~37% 超過累進税率 都道府県民税 2.3% 市町村税 3~10% | 連邦 10~35% 超過累進税率 州税 4~7.7% 市税 2.907~4.45% | 10%、22%、40% (非課税 8,500 ポンドまで) 超過累進税率 | 15~42%の累進税率 (非課税 7,664 ユーロまで) | 5.5~40% (非課税 5,515 ユーロまで) |
| 譲渡益課税 | 分離課税 短期所有 5年以内 税率 30+9=39% 長期所有 5年超 税率 15+5=20% | 総合課税、長期所有 譲渡益は最高 15%。所得税率 15% の区分の場合は 5% 長期は 1年超所有。 | 他の所得と合算して 上積み課税。長 短区分なし。 譲渡益税率は 10%、 20%、40% | 総合課税 保有期間 10年以内 については総合課 税。私的資産は原則 非課税。 | 分離課税 27%の一律税率 |
| 物価調整 | - | - | 傾斜減額措置有り 事業用資産：初年度 50%、次年度以降 25%まで譲渡益を 軽減 非事業用資産： 10年度目までに 60%まで軽減 | - | あり。 5年超から 15年ま での保有に対し毎年 10%の譲渡益を 軽減していく(15 年の保有で譲渡益 はなくなる)。 |
| 損益通算 | 譲渡所得からのみ 可能。その他所得 からは不可(特定 の居住用財産の損 失は他の所得とも 通算可能)。 | 譲渡所得やその他 の所得と通算可能 ただし、年間 \$3,000 まで。 | 譲渡所得からのみ 可能。 | 譲渡所得からのみ 可能。 | 譲渡損は考慮され ない。 |
| 譲渡損失繰越し | 不可(特定の居住 用財産については 3年間可能)。 | 譲渡損がなくなる まで。期間は無制 限。 | 譲渡損がなくなる まで。期間は無制 限。 | - | - |
| 譲渡損失繰戻し | - | 3年間 | - | - | - |

(出所) 各国税制資料等からニッセイ基礎研究所にて作成。

図表54 法人譲渡益課税・損益通算等の国際比較

| | 日本 | アメリカ | イギリス | ドイツ | フランス |
|---------|---|---|---|------------------------------|--|
| 法人税 | 普通法人 30% 中小企業 22% 法人事業税率 5~9.6% | 連邦税率 15~39% | 起業税率：0% 中小企業税率：19% 標準税率 30% 課税所得 1万超~5 万ポンド以下は限界税率 を段階的に調整。5万超~30 万ポンド以下は 19%、30 万超~150万ポンドも 減価税率を段階 的に調整。150万 ポンド超は 30%税率。 | 25% + 5.5%の付加 税 = 26.375% | 34.94% (付加税込み) 売上高 763 万ユー ロ未満：15.23% |
| 譲渡益課税 | 短期所有 5年以内 税率 10% 長期所有 5年超 税率 5% ただし、2008年 12 月 31日までは停止 | 短期所有 1年以内、 長期所有 1年超と 区分し他の所得と 合算して課税。 | 他の所得と合算して 課税。法人税率 を適用。 | 他の所得と合算して 課税。法人税率 を適用。 | 他の所得と合算して 課税。法人税率 を適用。 |
| 物価調整 | - | - | あり。長期保有に よって譲渡益は縮 小。20数年で 50% 弱の縮小。 | - | - |
| 譲渡損益通算 | 他の所得と合算して 課税。ただし、 短期と長期所有に よる譲渡が適用さ れると、各々その 他の所得と区分し その他の所得に欠 損があっても譲渡 益には各々 10%と 5%が課税される。 | 譲渡益は短期(1 年以内)の場合、 同一年度で通算可 能。長期譲渡損は 譲渡益とのみ通算 可能。 | 譲渡所得からのみ 可能。 | 譲渡所得及び不動 産所得等と通算可 能。 | 譲渡所得及び不動 産所得等と通算可 能。 |
| 譲渡損失繰越し | 5年間 | 5年間 | 譲渡損がなくなる まで。期間は無制限 | 譲渡損がなくなる まで。期間は無制限 | 5年間 |
| 譲渡損失繰戻し | 1年間 | 3年間 | - | 前年度(限度： 511,500 ユーロ) | 3年間 |

(出所) 各国税制資料等からニッセイ基礎研究所にて作成。

以上

無 断 転 載 禁 止