

### (3) 事業者側の資金繰りに問題はないか

これまでは住宅を購入する側の状況について分析を行ってきた。しかし、貸家や分譲住宅を中心に、事業者を取り巻く金融環境も重要な要素になると考えられる。もっとも、住宅関連だけに限定してこうした問題を捉えるのは難しいため、ここでは、オフィスビルなどの関連も含めた不動産業を対象として議論を進めることとする。

#### ●金融機関の貸出態度に左右される不動産業の資金繰り

一般に、企業の資金繰りは景気後退局面で悪化し、景気回復とともに改善に向かう傾向にある。当該企業の売上や利益といった実物面に加え、資金調達の難易度などの金融面の要因が、こうした資金繰りの状況に影響を及ぼすと考えられる。そこで、過去の景気循環の景気の谷の前後における、不動産業の資金繰りと資金調達環境について、日本銀行の全国企業短期経済観測調査を用いて確認しよう（第2-3-16図）。その結果を見ると、以下の特徴が指摘できる。

第一に、不動産業の資金繰り判断DIは、恒常的にマイナス、すなわち「苦しい」超の状態にあるが、景気の谷を過ぎるとマイナス幅が縮小に向かうのが一般的である。景気の谷までの動きは時期により異なるが、2009年前後の動きについては、谷まで急速に資金繰り判断が悪化した後、緩やかに改善する形となっている。

第二に、実物面の動向を示す指標として国内需給判断DIに着目すると、水準は常にマイナスである上に、景気の谷を過ぎても改善がやや遅れる傾向にある。今回についても、2009年6月までは悪化が続き、2010年3月にはっきりと改善するまでは横ばい圏内の動きであった。

第三に、金融機関の貸出態度判断DIも、総じてマイナスで「厳しい」超となっているが、2002年前後を除けば谷からの改善方向の動きは明確である。2002年前後の低調な動きは、不良債権問題を背景に不動産業への貸出が厳しい状況であったことを反映していると思われる。今回は、景気の谷以降、着実に改善し、2010年3月にはリーマンショック時の水準にほぼ戻っている。

以上の比較からは、不動産業の資金繰り判断は、国内需給よりも金融機関の貸出態度判断との連動性が強い。金融機関側は不動産の需給動向や採算性を踏まえた貸出を行うものと見られるが、同時に、金融機関自身のバランスシートの状況なども貸出態度を通じて不動産業の資金繰りに影響を及ぼすと見られる。

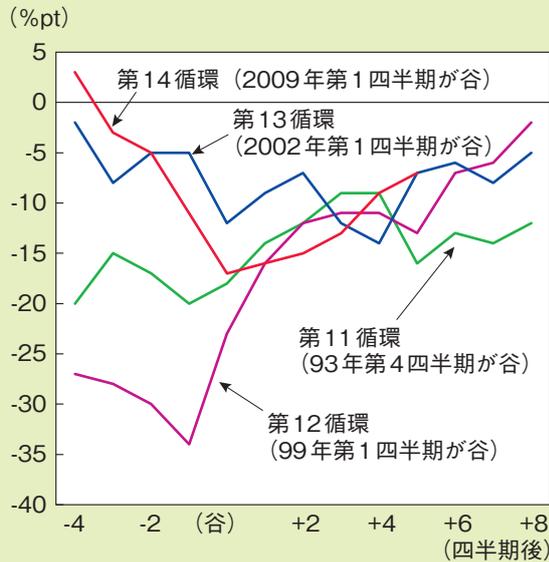
#### ●不動産業の資金調達は銀行借入中心だが短期のウエイトが高い

このように不動産業の資金繰り判断にとって金融機関からの貸出の動向が重要であるが、それでは、実際の資金調達の動向はどのように推移しているのだろうか。銀行貸出の状況と特徴を把握するとともに、銀行以外の調達ルートとして不動産証券化の動向を見てみよう（第2-

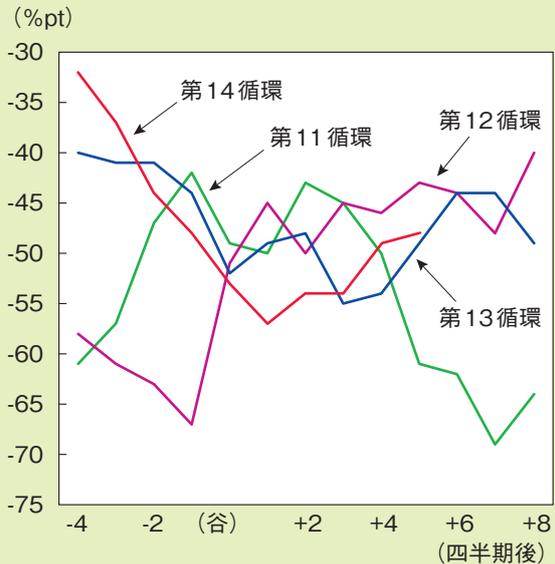
第2-3-16図 景気拡張局面における金融環境変化

不動産業の資金繰りは金融機関の貸出し態度判断と強い連動

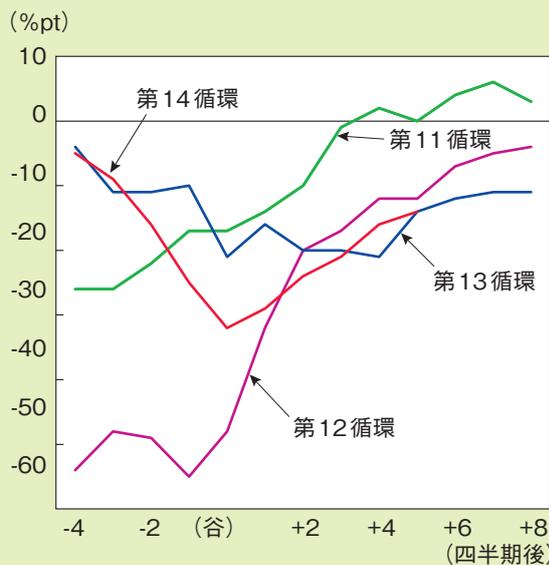
(1) 資金繰り判断DI



(2) 国内需給判断DI



(3) 貸出態度判断DI



(備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。  
 2. 93年第4四半期、99年第1四半期、2002年第1四半期、2009年第1四半期を景気の(谷)とし、その4四半期前から8四半期後の動きを表した。

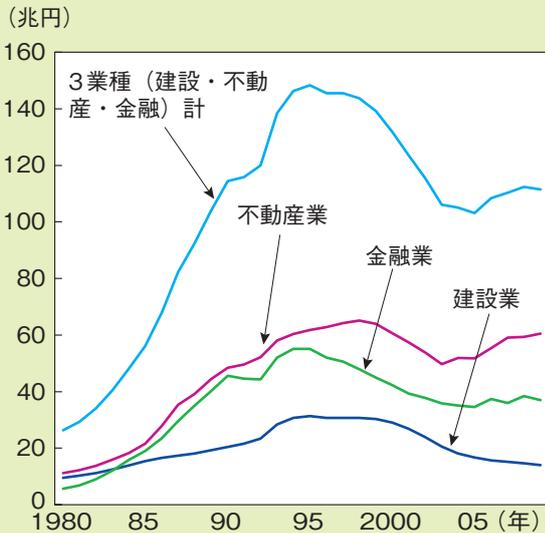
3-17図)。

第一に、銀行から不動産業に対する貸出金は、バブル経済が続いた90年代前半まで増加を続け約60兆円にまで達し、不動産業に対する資金供給が続けられていたことが分かる。しかし、その後増加ペースは鈍化し、アジア金融危機を経た90年代後半からは貸出金は減少に転じ、2000年前半にはボトムである約50兆円にまで減少した。2000年代半ば以降、再び増加に転じたが、その増加ペースは極めて緩慢なものであり、過去のピークである60兆円には達していない。

第2-3-17図 不動産事業者の資金繰り

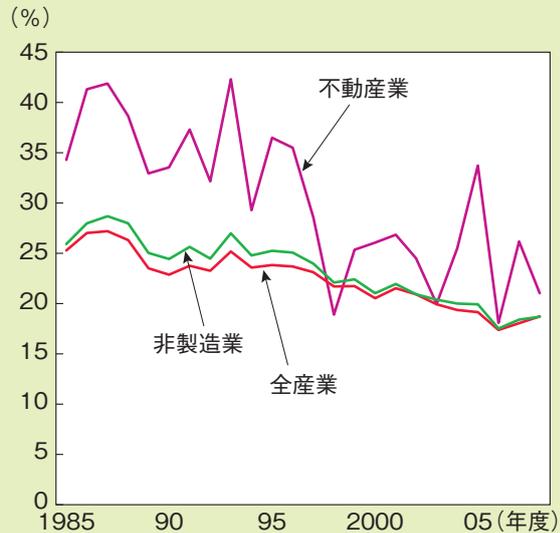
不動産業の資金調達は銀行借入中心、短期のウエイトが高い

(1) 銀行貸出



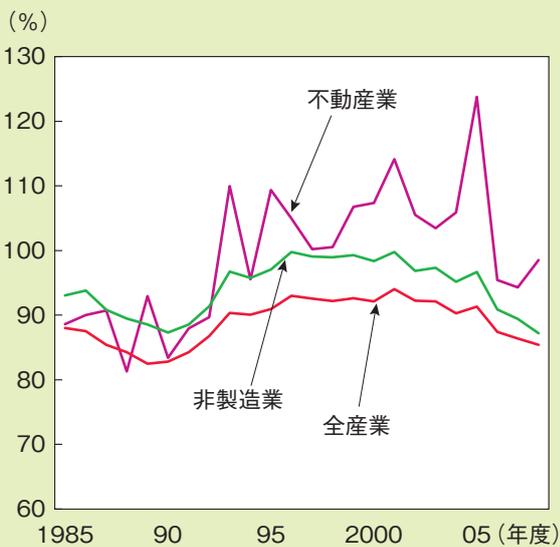
(備考) 1. 日本銀行「貸出先別貸出金(業種別)」により作成。  
2. 暦年、平均残高を示した。

(2) 短期借入比率



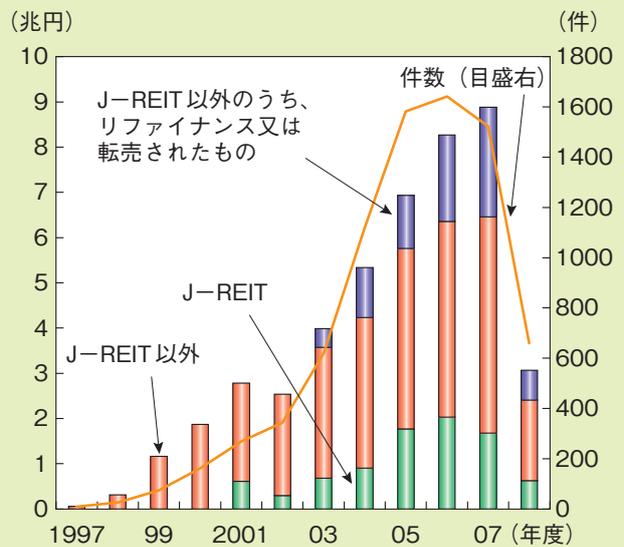
(備考) 1. 財務省「法人企業統計」により作成。  
2. 短期借入比率 = 短期借入金 ÷ 負債総額。

(3) 長期適合比率



(備考) 1. 財務省「法人企業統計」、国土交通省「不動産の証券化実態調査」により作成。  
2. 長期適合比率 = 固定資産 ÷ (固定負債 + 純資産)。  
3. ここでは、不動産証券化の全体的なボリュームを把握する観点から、証券化を発行したもの(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。  
4. 「J-REIT以外のうち、リファイナンス又は転売されたもの」J-REIT以外のうち、リファイナンス又は転売との回答があった物件の資産額である。但し、それは信託受益権を特定資産として証券化しているものに限っている。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。  
5. J-REITについては、投資法人を1件としている。  
6. 2008年度分データについては特定目的会社にかかる証券化の実績が確定していないため、2007年度分特定目的会社の実績と証券化の実績の割合を2008年度の届出実績に掛け合わせて推計している。2007年度分は特定目的会社の証券化の実績等を基に再集計した。

(4) 不動産証券化の実績の推移



第二に、不動産業への貸出は、他の業種と比べて短期資金の割合が高い。財務省「法人企業統計」により短期借入比率を見ると、90年代と比べ2000年代には低下してきているものの、全産業、あるいは非製造業の平均より高い水準にある。また、長期適合比率（固定負債と純資産の合計に対する固定資産の比率）についても、他業種の平均的な水準より高い状態が続いている。

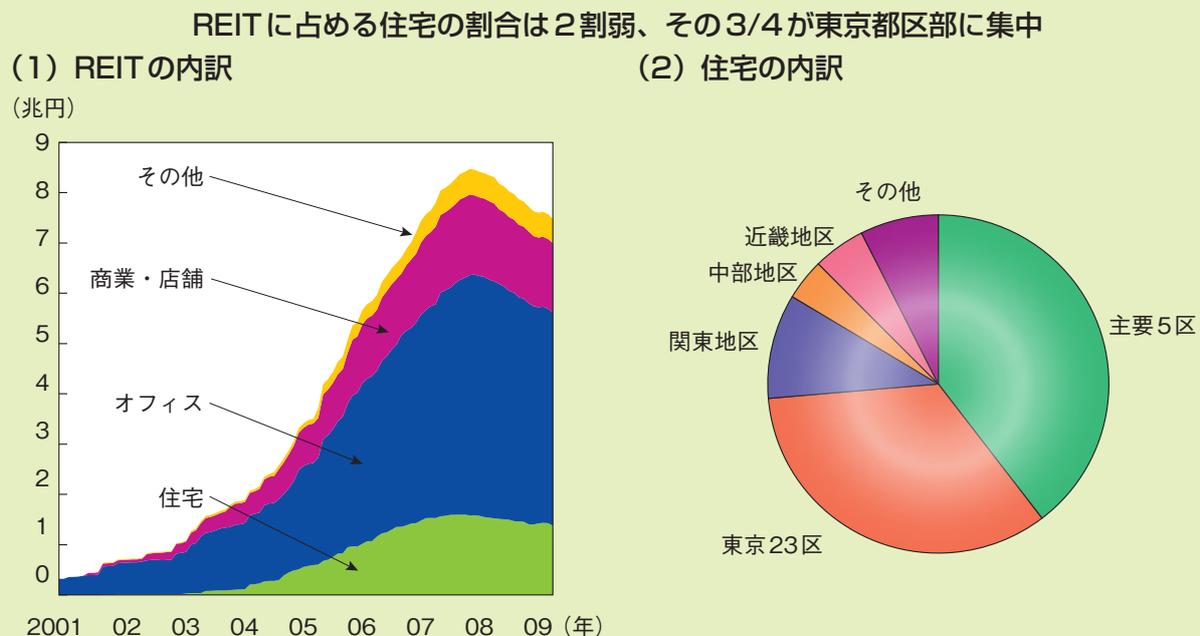
第三に、不動産証券化の実績額は2007年まで拡大基調が続き、9兆円弱に達した。著しい成長ではあるが、銀行貸出と比べると規模は依然小さいものといえよう。内訳では、私募ファンドなどの「J-REIT以外」が半分以上を占める。J-REITについては2007年には頭打ちとなっている。2008年には景気悪化の影響もあって大幅に規模が縮小している。

### ● J-REITを通じた住宅への資金流入は東京に集中

では、不動産証券化の一つである不動産投資信託（J-REIT）において、住宅の占める割合はどの程度なのだろうか。投資信託協会「不動産投信の組入不動産全体の状況」を基に、不動産投資信託における用途別保有不動産額（鑑定評価額）について確認すると、以下のような点が見える（第2-3-18図）。

第一に、2010年2月末時点で、J-REITの保有不動産に占める住宅の割合は2割弱となっている。最も割合が高く、全体の半分以上を占めているのがオフィスである。商業・店舗は2割弱

第2-3-18図 J-REITに占める住宅の割合



- (備考) 1. 社団法人投資信託協会「時系列データ（公募投信）」、不動産証券化協会「J-REIT View」により作成。  
 2. REITの内訳については、2002年2月まではオフィスのみ、2002年5月まではオフィス及び商業・店舗のみ。  
 3. 東京都主要5区は、千代田区・中央区・港区・新宿区・渋谷区。東京23区は、主要5区を除く区。関東地区は東京23区を除く東京都及び関東の県としている。

で、住宅と同程度のシェアを占めている。このように、住宅のウエイトはそれほど高いものではないが、不動産証券化による資金調達が増大した場合、住宅投資にも効果が及ぶと考えられる。

第二に、2001年からの推移を振り返ると、J-REITの保有不動産額全体は、2007年までは拡大が続いていた。その後は、おおむね横ばいとなっている。内訳を見ると、当初はほとんどがオフィスであったが、次第に商業・店舗が加わるようになり、2004年頃から住宅もある程度の割合を占めるようになった。2007年には住宅は2010年2月と同程度の金額に達したが、その後は頭打ちが続いた。

第三に、J-REITが保有する住宅の所在地は、東京都の主要5区で約1/3、23区では3/4近くを占めている。一方、関東地区以外の住宅は1割程度に過ぎない。このように、現在のところJ-REITを通じた住宅への資金流入は、東京に極端に集中しており、地方圏には、拡大の余地が大きく残っていると見えよう。

### 3 住宅投資・リフォーム活性化への課題

ここでは、高齢化が進み需要の量的拡大の持続が期待できないなかで、質の向上を図りつつ、住宅投資やリフォームを活性化するための方策を論じる。具体的には、『環境』は住宅投資・リフォーム活性化の鍵となるか」「既存住宅市場やリバースモーゲージは発展するか」「都市機能の集積で住宅の価値を高められるか」といった論点について検討する。

#### (1) 「環境」は住宅投資・リフォーム活性化の鍵となるか

政府や関係団体は、これまで、住宅や建築物の環境面からの性能評価、支援に努めてきている。その基本になるのが省エネ法に基づく「省エネ基準」で、新省エネ基準が日本住宅性能表示基準の省エネ対策等級3に、次世代省エネ基準が等級4にほぼ対応している。以下では、これらを含めた環境性能に基づく代表的な評価・優遇制度の現状を調べ、環境に関連した住宅投資・リフォームの需要拡大の可能性を探る。

#### ●環境共生住宅やCASBEEの普及テンポは緩やか

これまでに導入された環境関連の評価・優遇制度のうち、歴史の古い順に、環境共生住宅、CASBEE（建築環境総合性能評価システム）、長期優良住宅の普及状況について概観しよう（第2-3-19図）。

第一に、環境共生住宅は、省エネ等の環境性能に加え、周辺自然環境との調和や快適な住生活を目指すもので、共同住宅の場合は省エネ対策等級では3以上が条件<sup>28</sup>である。この制度の

注 (28) なお、戸建住宅については「CASBEE-すまい（戸建て）」のAランクもしくはSランク（環境共生住宅先導型を取得する場合）を取得することが条件となっている。