

第1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2日（金）16：30～18：30

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

冒頭、前原経済財政政策担当大臣ご挨拶の後、以下の議論がなされた。

- この数年でPPP/PFI、インフラファンドの位置づけは大きくなっており、太陽光や発電事業のインフラファンドを立ち上げる動きもある。一方で、市場関係者にはリスク回避姿勢があり、リスクが限定された商品設計が求められる。また、現状のままでも良いとする人も官民間問わずあり、これを突破する推進力、トップマネジメントによる指導力が必要。
- 不動産市場に関しては、海外の成長を日本の果実として取り込んでいくことが重要。ただし、オフィスのストックは90年から2010年にかけて1.8倍に拡大しており、需要喚起だけでなく、物件によっては供給を締めることも含めた不動産市場の活性化が必要。
- 世界中で株債券での運用利回りが上がらない中、“Realization”という言葉があるが、投資家は、現実に触れることができ確実に利回りを読める現物資産（不動産やインフラ）へのシフトを進めつつある。
- 民間資金の受け皿になるPFIの対象案件がない中でどうやって作れるかが大きなポイント。基本的なコンセプトを変えてみるのも一つの考え方。
- カナダのある年金基金は早くから鉄道、港湾、送配電設備、原子力発電等に投資を行いプラスの収益を出している。実物資産は市場の変動に左右されずに安定的な収益が上げられる。投資対象となるインフラは様々であり、我が国もポートフォリオの多様化を進めていくことを抜本的に検討すべき。
- リート市場に関して、フランスは、リートに関する課税の特例により、リート市場を政策的に拡充させることで、Jリートより後発であるにもかかわらず、より大きな時価総額となった。市場を大きくするには大胆な発想が必要。
- 不動産投資市場の現状は、供給サイドに問題があり、投資適格不動産がマーケットに少ないので、その開発供給策が必要。これは、環境、防災への配慮など良質な社会資本として望ましい都市づくりの原動力となる。また、海外諸国との競争の中、投資家はいつまでも待ってくれないので、スピード感を持って臨むことが重要。
- 具体的には、都市部の低・未利用地、特に権利関係が複雑でない公的機関が保有する不動産を民間が開発して年金資金等の運用対象として市場に供給していくべき。
- 民間企業が保有する不動産についても、集約化再開発地域を指定して、その枠組みにそった開発には固定資産税や法人税の軽減措置を行う一方、開発を阻害する場合には課税負担を重くするような対策も良質なストック形成促進に有用。

- 例えば、防災等を目的とした街区整備等に充てることにより、安全・安心のみならず、街並みの美化や街路に面した不動産の資産価値向上にもつながる。
- 現在のJリート市場は、個々のリートの規模や市場の厚みが足りないことから、ある程度の取引がされるとすぐに価格が動いてしまう。そのため、市場リスクがないプライベートリートの引き合いが高まっている。課税の繰延措置等を検討し、一般の事業会社が保有する多くの不動産からのJリートへの供給を促すべき。また、Jリート以外の不動産市場の透明性を高める必要があり、例えば特定目的会社の物件情報や不動産鑑定士しか見ることができない物件の鑑定情報の開示等が行われれば不動産市場全体の透明性が向上するのではないか。
- プライベートファンドへの流れは全世界的傾向であり、不動産、インフラに見られる。最近、諸外国においてインフラ整備に対するニーズが高く、海外の政府系ファンドや欧米の年金ファンドが投資している。日本にはお金が余っているにも関わらず、そうした事業を手掛けられるのは一部企業のみ。コアになる投資家が必要。
- 機関投資家としては、分散投資のために不動産を投資対象に組み込むが、ファンドが上場してしまうと株式になってしまい、分散効果が薄くなってしまう。そのため、年金など長期的な運用先を求める投資家は不動産への投資をほとんど行わない。
- 海外とは異なり、年金資金はJリートへはほとんど行っていない。不動産・インフラへの資金のフローを考えるにあたっては、不動産・インフラを所管する国土交通省以外の関係省庁との協力も必要不可欠。
- インフラファンドについては、最終的には機関投資家向けの非上場とすべきであるが、初めのプロモーションという意味で、上場する効果もある。
- 日本の不動産会社は、トップクラスの不動産は自ら保有、次のクラスの不動産を系列のリートに比較的高値で売却、その次に私募ファンドに売却すると海外投資家から見られている。リートと不動産会社の役割分担を見直す必要。
- 年金資金等は、国内の投資対象案件が乏しいため、情報が不透明で、余計な手数料や為替リスクがかかる海外のインフラ事業に参入することもある。
- インフラや不動産は、仕組み次第で安定的なキャッシュフローが見込まれ、リスクが抑えられるため、国内の投資案件を広げていくべき。
- 不動産・インフラ投資市場の規模を拡大するためには、公的年金の資金を活用すべき。
- 需要の創出がなければ供給を増やすことは難しい。資産デフレ脱却や成長戦略の実施により、トータルで市場の拡大を図る必要。
- 近年、年金の運用先が国内株式から海外株式へと変動している。ブレ幅とリターンの期待度のバランスが悪いことが原因。また、不動産投資市場は規模が小さく、不動産に関するインデックスも乏しいことから、年金による不動産投資も進んでいない。
- 近年では、比較的安定した私募ファンドへお金を振り向けだしている年金もあり、今後は、Jリートによる海外不動産取得を促進させ、変動性を抑えることによって年金による投資を促していく必要。
- インフラ投資する際には、特定の施設のみを対象にするのはリスクが大きいため、多様なインフラを対象にする必要。
- 不動産投資市場は成長産業。わずか十数年で33兆円規模になっているが、アメリカの

収益不動産の37%が証券化されている一方で、日本は16%にとどまっており、まだポテンシャルは高い。また、多くのプレイヤーが関わるすそ野が広い分野で、CRE等を通じて本業から資産を切り離し、本業に専念できる。財政難の中で街づくり等に貢献できる。底堅い運用先があり、年金の投資先にもすべき。

- Jリークの海外展開については、法整備とともに税制改正も進めないと有効性が出てこない。先ほどの課税の繰延措置等の研究の必要性は認めるが、デベロッパーによる足の長い街づくりの必要性もあり、現時点では慎重にすべき。
- 日本の不動産投資市場は、金融機関が安定していることからリファイナンスが継続し、不動産を売り急ぐ必要性に迫られないことからその流通速度が遅くなり、実物資産の供給がないことから、供給不足に陥っている。
- 不動産特定共同事業法改正や投資信託及び投資法人に関する法律に関する検討などを着実に実行するための工程表を作ってほしい。
- 我が国の不動産投資市場の中でまだ弱いと考えられる部分は資産運用会社である。今後、売電事業や空港、倉庫、道路、地下街など様々な分野で資産運用を行っていく中で、アセットマネジメントの強化に関する施策が必要。
- 我が国のFIRE産業（金融、保険、不動産）がGDPに占める割合は20%であり、製造業（19%）より大きいのが、一般にほとんど認識されていない。
- 法人所有不動産と社会資本等で1,100兆円のベースがあるものの、JリートやPFIの対象は20兆円に満たないのが現状。市場関係者側もそうした状況を良しとする意識が根付いているが、政府がリーダーシップを持ってこうした意識を突破していくことが重要。
- 耐震性に劣る建築物やヘルスケア施設などを考慮すれば、まだ不動産投資市場における供給は不足しているという考え方もある。地方でも職住一体のまちづくりが模索されているが、それに合った都市施設も欠けている。人々の価値観は多様化していて、新しいサービスの供給は不足しているのではないか。
- 各委員には長期的なあるべき姿を描いてほしい。今後の工程表も作成してみたい。
- 日本は不動産バブルの出口にあるはずだが、依然として年金が不動産に投資しない。
- 今後、財政制約の中でインフラを整備し、リスク限定指向が強い投資家の投資を呼び込むためには、公的な資金と民間資金をミックスさせたような「マネーサイドのPPP」の仕組みが必要。
- インフラについて官主導のファンドを作ると、オリジネーターと投資を受ける側が公共という問題が生ずるので注意深くやる必要がある。
- 海外投資家の中には、Jリートが海外不動産を取得すると地理的な分散投資がしにくくなるという意見もある。
- 一方で、既存リートに限定した話ではないか。また、海外投資家と国内投資家の思いが異なることもあり、様々な選択肢を設けておいた方がよい。
- 海外不動産の投資で重要なことはJリークのポートフォリオを広げるのではなく、日本の資産運用会社による海外不動産のマネジメント能力の向上である。
- 近年、日本のデベロッパーはアジア諸国への投資意欲が高まっており、こうしたデベロッパーが開発した不動産をJリートに組み込めれば良い。

- 機関投資家の定義の仕方によって導管性要件を満たさずに海外ファンドからの投資が抑制されてしまうなど、良い施策が導入されても些細なことで動きが止まらないよう、モニターしていくことが必要。
- オフィスストックが過剰であるとの指摘があったが、耐震基準を満たしたBクラスの不動産（質や賃料が中程度の不動産）への需要はかなり大きく、耐震性等のリノベーションをして供給していくことが必要。特に、東日本大震災後の防災面への意識の高まりを受けて、耐震基準を満たした物件へのニーズは高まっている。
- オーストラリアの企業年金のスーパーアニュエーションは、有価証券から不動産、そしてインフラへと投資を進めている。その結果、国内に運用機関が膨大に増えた。
- インフラについても、金融商品にしていくためには良いアセットから売っていく必要。
- 送電線やパイプラインなどの有料アセットは安定的なキャッシュを生むので良い。発電施設を市場化すれば電力自由化も進むだろう。その資金で送電線を引くことも可能になる。