

第4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12月3日（月）16：00～17：30

場所：中央合同庁舎4号館2階共用第3特別会議室

議事概要

各委員より、以下のとおり、不動産・インフラ投資市場の活性化に向けた取組の今後の進め方や中長期的な課題、本会議の報告書案についての所感等を発言の後、報告書のとりまとめが行われた。

- 報告書に対する印象として、マイルドな表現が多くなっているため、今後ガイドラインや法令等で対応する際にはしっかり詰めてほしい。また、現実的な部分と大まかな方向性という2つの観点から今後のタイムスケジュールを検討していくべき。中長期的には、我が国に存在する膨大な不動産・インフラが1%でも2%でも動けば大きな市場になるので、供給側、制度面、投資家側それぞれの立場をバランスよくすり合わせてプランニングをするべき。さらに、省庁間にまたがるような問題も調整していくべき。
- 投資適格不動産の供給がポイントであり、報告書案にも書かれているとおり、中型ビルのリノベーションを推進していく必要。現物出資にかかる課税特例については、目的やエリアを絞って優先度をつけてでも迅速に対応すべき。Jリートについては、数年前にリファイナンスリスクに直面したところであり、資金提供者のすそ野拡大にも留意すべき。Jリートに関しては、投資家を厚くしていくためにも、LTVを50%から30%程度に引き下げるなど、その商品性を実物不動産に近づけていくことが今後の検討課題。
- 今後の課題として、インフラの更新は待ったなしの状況であり、そうした中で、官民が連携したPPP/PFIの推進を打ち出すことは重要なポイント。インフラの更新を行う上で重要なもう一つのポイントは担い手の確保である。被災地をはじめ建設業界では担い手不足という構造的な問題を抱えているが、様々な職種において、省庁の枠を超えて雇用のミスマッチに対応していくことが今後の検討課題。
- 市場に優良な物件を供給して需要を創出することが重要であり、都市再生の取組が不可欠。安心・安全が求められる日本において、長期的なまちづくりはまだ必要。今後は、いつまでに何をやるかというロードマップを描いていくことが必要。
- これまでは、金融技術的な証券化といった資金調達の仕事みに力点を置いた見方が大勢をしめていたが、インフラ等を含めて実物資産の持つ安全性・収益力に改めて注目したという点で、新しい提言である。一方、Jリートについては、2008年以降、不動産から得られる収益がほとんど減少していなかったにも拘わらず価格が極めて低い水準で推移し、資金調達が難しくなるという状況が出現して、民事再生法の適用を受けたものもあった。賃料収入が変わらなくてもキャップレートが動く不動産の鑑定評

価額は変わり、金融機関も動き出して LTV が変わるという悪循環が起こってリファイナンスが難しくなるという流れ。不動産を準安全資産として位置づけるのであれば、こうした流れにどう対応していくかも考えていかなければならない。

- プラットフォーム等各府省横断的なものが報告書に含まれたのは一定の成果。インフラ投資は、安定的なキャッシュフローを生む不動産とは異なり、プライベートエクイティ投資に近いので、リスクを取れる投資家を育てることが重要。日本にはインフラ市場が立ち上がっていないが、韓国をはじめとしたアジア諸国で進んでいるインフラファンドを日本でも早急に立ち上げるべく、議論を進めるべき。一方で、グローバル化が常に正しいかというと、他国の影響を受けることや分散効果がなくなるという弊害もある。不動産分野は、オリジネーターの理論で商品設計をしまいがちだが、今後は他の産業と同様、投資家サイドのニーズも汲み取る形で議論を進めるべき。
- 新しい資産を作るよりも、既存ストックに資金をマッチングさせることが必要であり、そのような報告書になった点は評価できる。現在、公共にあるものを積極的に市場に出す、優良ストックの運営権を民間に移すといったことは実行に移してほしい。企業年金は、きちんとしたものが供給されればリスクを取って投資できる。公的年金については、組織の在り方等も含めて運用を変えていく必要。官民連携ファンド組成に当たっては、安易に公共が劣後部分を引き受けるのではなく運営の効率化が不可欠。私募ファンドを J リートへのブリッジファンドとする際には、投資家保護に留意してガバナンスや市場の透明性向上を図ることが大事。インデックスについても、市場全体の情報が分かるものにする必要。
- 大きなセクターから手を付けていくべきだという趣旨がこの報告書に汲み込まれている点は評価したい。インフラ資産の市場への供給を進める観点からは、国有財産には固定資産台帳等が整備されていないものも多いので、実務的に取り組んでいく必要がある。CRE 戦略には、製造業や流通業のみならず不動産会社等が保有する不動産も含まれると理解されるべき。また、この報告書は断定的な表現をしないものとなっているが、PPP 先進国の英国では、元々保守党の政策であった PPP 事業を労働党が拡充していったという経緯もあり、政党間の政策競争を通じて国の構造を変える経済活性化の手段として活用できることも理解すべきであろう。日本のインフラは、道路に限らず経済インフラ全般で劣化が進んでおり、民間資金の活用等を意識してスピード感を持った対応が必要である。
- デベロッパーは、投資適格不動産を間断なく、市場に供給していく責務を負っているということを再認識した。安全・安心な街づくりが求められる中、既存ストックについても、マネジメントの洗練化を図り、適切なタイミングで、レジリエントな案件等を市場に出していくことが大切であり、そうしたことを日頃の業務で心掛けていきたい。積極的な設備投資を行い攻勢を強める国内企業や、日本の商品やテナント等を求めるアジア各国もあり、成長を実現していくために、できるものから実行に移していくべき。
- 今後、報告書の内容を実行していく上で重要な点はロールオーバーリスクである。J リートの運用期間はエンドレスだが、例えば、日銀の量的緩和はロングタームのファイナンスに向っていない。J リートでは借入のローテーションが短く、過去には黒字の

ものがリファイナンスできないという事態が生じた。これに対する解決策が必要。不動産やインフラは長期の運用分野であり、長期的なファンディングをどう行うかが重要。パブリックファイナンスやコーポレートファイナンスから、新しいタイプのアセットファイナンスに変えていくことでバリューアップを図っていくという解決策が必要ではないか。

- Jリートの運用期間はエンドレスだが、終わりが無いデットは存在しないため、最終的にはどこかが肩代わりする必要がある。デット側の底上げを図らないと、Jリートの規模が大きくなった時に問題が起こりやすい。
- ローンには出口があり、Jリートのリファイナンスリスクを避けるためにはLTVを減らす必要があるが、妙案がない現状。全て投資口の商品にすればいいわけでもなく、レバレッジ効果も無視できない。私募ファンドは以前よりも安いコストで資金調達を行っており、2年前と同じリスクが潜在化している。
- リファイナンスリスクについては、かつてサブプライム問題が顕在化した時に、米国のリートでも同じことが起こった。米国では、日本のような銀行の貸し流しではなくデットコストが上がり、既存の株主が right issue による株主割当増資に応じて財務的な危機に応じた。エクイティの出し手がドライバーズシートに座り、自らリスクに対応できる体制ができていて自律的な調整が行われた。日本でもこの問題を根本的に解決するのであれば、デット中心からエクイティ中心のガバナンスに発想を転換していくことが重要。
- FIRE エコノミーを中心とした経済活性化策を、もの、お金、人を動かすことで実現するためには、次の2点が必要である。一つは消費を刺激すること。不動産とインフラの流動性を高めて効率的に運用できるマネージャーに移転し、より高く評価する投資家に移転することで、割安に放置されている実物資産の価値を向上させる必要。具体的には証券化であり、現在、投資資金は実物資産への配分を増やし始めている。税制の工夫により流動化を促進することも重要。もう一つは設備投資を刺激すること。不動産とインフラの新規供給ではなく建替えに力点を置き、耐震ビルや環境ビルへの置換え需要や医療介護分野の成長による施設需要に応える必要。

今回の報告書は、政府の経済政策に整合的で、実行性が担保されるものを中心にまとめた。政府にはこれを実行に移していただき、低迷する我が国の内需を拡大していただきたい。