

環境不動産フォーラム

(平成23年5月30日 於：国土交通省10階共用会議室A)

講演録

赤井 厚雄 氏 「不動産市場の潮流と環境不動産」

ただいまご紹介をいただきました、モルガンスタンレーの赤井と申します。本日はよろしくお願いたします。

私のところでは、「不動産投資市場の潮流と環境不動産」といったタイトルで、約20分という限られたお時間ではありますが、お話をさせていただきたいと思います。

特に不動産投資市場に関しましては後半で若干触れさせていただきますが、昨年、不動産投資市場について、国交省だけではなく、オール霞が関でかなり抜本的な枠組みの見直しについての議論がありました。

当時は必ずしも環境ということが前面に出ていませんでしたし、今般の大震災というようなことは当然想定をしておりませんでした。しかしながら、不動産投資市場を抜本的に見直すという議論を行う中で、幾つかの論点が抽出されてまいりました。その論点は今からみますと、震災への対応、例えば耐震という観点です。それからもう一つは、環境不動産というものを根付かせ、更に広めていく。こういう観点に立ち、非常に必要不可欠な議論のベースでありました。

昨年の12月にそういった幾つかのイニシアティブ、報告、戦略プランが出てまいりまして、これは国交省で言いますと大臣の諮問機関という形で設置をされました不動産投資市場戦略会議、これは私が座長代理を務めさせていただきましたが、そちらでの議論。

それからもう一つは、金融庁について言いますと、小泉政権の時に作られた、金融庁のアクションプランを経済の成長を念頭にレビューをしまして、新しい新成長戦略をベースにした「金融市場、及び金融産業の活性化のためのアクションプラン」というものが12月に出ています。

それから、それより先行して議論が始まり、最終的に固まったものとして出てきた順番からすると最後になりますが、政府全体としての都市再生基本方針を7年ぶりに全面改訂する作業が、昨年のちょうど今ごろから進んでおりまして、今年の2月4日に閣議決定という形で形式化されたわけでありまして、そこにおける議論は、非常に相互に結びついたものでありまして、それが実は、今般不動産投資市場というものと環境不動産というものを考えるに当たって重要なフレームワークないしは議論の枠組みを提供する、ないしは制度の枠組みを

提供するという意味で、お話をさせていただくことに何がしかの意義があるのではないかと。幸いその3つについて私が関わらせていただいていますので、そういう話も含めてさせていただきたいと思います。

まず、わが国の不動産市場を見たときに、幾つか疑問点として念頭に置いておくべき部分があると考えています。一つは、日本という国がアジアの新興国と比べ先に先進国になったということですので、都市のインフラ（インフラというと通常、公共インフラというふうなものがよくイメージされるわけでありますがけれども、）の老朽化を防ぐという部分がかかなり多い。日本の高度成長期につくられたインフラがかかなり老朽化している。そういう中で、大都市としての東京を見たときに、そこにはやはり国際競争力という観点からの点検と手当てがあつてしかるべきであると思います。

もう一つは、大都市圏以外の地域における資金循環システムの機能が著しく低下する、ということがこの20年ぐらいの間に起こっています。地域金融機関が資金媒介経路として、いわゆる不動産の更新ですとか、あるいは新しいインフラをつくっていくということについて、その中で一定の役割を果たす機会が年々減少してきた。これは金融工学といわれるものを構成する様々な技術の話ですが、証券化あるいはPFIも含んだものが、従来の間接金融のシステムの一部をなす地方金融機関の本来の業務からかなり外れた、いわゆる市場性の金融スキームで相当遅れをとってきているということも一つあります。

例を挙げるならば、リーマン・ショックの直後に不動産市場が特に資金繰りという意味で非常に混乱をした。黒字であっても倒産をする、ないしは破綻をする。リファイナンスがうまくいかないということがあった。外資系の金融機関や、東京の大手メガバンクが戦線を縮小していく中で、例えば新幹線がとまる政令市である大都市の駅前のビルでテナントが入っていたとしても、テクニカルにファイナンスがつかない。そういう中で、本来であれば預貸率がなかなか向上しないことで悩んでいる地域の金融機関の出番があつたわけですが、そこで役割を演じるための能力経験という意味で十分なものを持っていなかった。これが現状としてあるわけでございます。これは今の復興ということを考えました場合も、地域金融機関の非常に大きな課題で、そこをいかにして乗り越えていくのかということが議論されたわけです。

そういうこともありまして、銀行の余剰資金、つまり預貸差額といわれる預金と貸し出し金の差額は、昨年の10月の数字で145兆円、活用されていない資金がこういう形になってしまった。20年前1けた台の兆円単位だったものが、今日ここまで広がっている。特にこの10年間の拡大は非常に顕著だということです。

その中で不動産にどう向き合うかということが、これは前提条件になります

けども、日本経済の今後を非常に大きく左右する。この中で特に重要なのは、適切な更新を行わなければ、現時点ではプラスの資産である不動産ないしはそれらの総体としての不動産市場というものは、日本経済全体にとって、マイナスのお荷物になってしまうということ。その中で、様々な直面する新たな現実はどう取り組んでいこうかということでもあります。

先ほど局長の話でもありましたが、2,200兆円という不動産が存在している。その中で東京、大阪は、オフィスのストックを一つのベンチマークと捉えた場合、明らかに世界最大級のオフィスのストックを持っている都市であります。ただし、その中で3割から4割ものストックが、現行の耐震基準を満たしていない。つまり、昭和56年に新耐震基準が導入された以前に作られたものである、ということでもあります。金融システムの安定は直接・間接に不動産担保に依存してきました。金融が担保としてとっている不動産、これは直接ノンリコースローンのようなケースでとっているものもありますし、企業についてのコーポレートファイナンスの暗黙の裏打ちとしての資産としているものも相当あるわけですが、ここをどうこれから更新をして価値のあるものにしていくのかということが、金融システムの機能がどこまで発揮されるかということと極めて密接に依存しているものであります。

先ほどオフィスのストックという話を申し上げましたが、これは東京、パリ、ニューヨークその他でありますけども、(世界の主要都市のオフィスの延べ床面積を課税台帳ベースで引っ張ってきたものであります、)明らかに東京は、集中度という意味においても、圧倒的に世界で最大級の都市であり、大阪ですらロンドン、フランクフルトよりも大きなオフィスのストックを持っているわけです。

それで、これだけ膨大な都市インフラについて、今般の大震災を前提といたしますと、これまで検討がなおざりになってきた部分があります。今から2年くらい前に中央防災会議の研究会で首都圏直下型地震が起こった場合のシミュレーションと、リカバリーシナリオを研究した成果があります。私もその中のディスカッションに参加させていただきましたが、これはもともと2004年のシミュレーションに基づきまして、一昨年リカバリーシナリオについてのシナリオ作りを行ったわけでありまして、マグニチュード7.3の直下型地震がありますとGDPの約2割に当たる112兆円の被害が出ます。建物の全壊、焼失、それから建物・インフラの復旧費用で67兆円の資金がかかる。しかしすぐにはそういうことは起こらないであろう、この67兆円の資金は何とか国債を発行すれば調達できるのではないかと、という漠然とした議論があったことを私は記憶しております。その際に問題とされたのは、お金は調達できるとして、それをどうやって配って本来望ましい形での都市インフラを再構築し、復旧から復興へ結びつ

けていくのかということについて、その為の資金の媒介経路が未整備であるということでした。しかし、これは後で考えましょう、という結論になった。

私は今般 3.11 の震災が起こったときに、しまったと思いました。つまりこの議論をしないままに、今日こういう状況が起きてしまったと思ったわけがあります。当然、首都圏型の地震がこれから起こった場合、それについての手当てはまさに先送りできない喫緊の課題になってくるわけであります。

これは少しお時間があるときに見ていただければと思うのですが、法人所有の建物の延べ床面積を築年ごとに見たものであります。上は国内、全国です。下が東京都、大阪ということで見ていただいて、全体で約 3 割、東京 3 割、大阪の 4 割が現行の耐震基準が導入される以前に作られたものであって、これについては何らかの対応が求められる。これは前から言われていたことであります。喫緊の課題になりつつあると思います。

そして、実はこれも数年前になりますけれども、耐震補強と環境配慮型建物の切りかえを一つの工事として一緒に行ったときにどういう経済効果があるのかという産業連関分析を行いまして、土地・水資源局の研究会で計算したことがあります。当時、東京都にある全ての建物を仮に環境配慮型に切りかえるということで、こういうものがあります。経済効果を見える化することも、これから徐々に検討されていかなければいけない分野ではないかと考えています。投資の材料を提供することになるのではないかと。これはこれからの後半の議論の中でも皆さんがご指摘されると思いますけれども、住宅やオフィスの環境性能を高めていくことは、CO₂という観点からも極めて重要なものであります。

ドイツをはじめとするヨーロッパの国が、かなり先行しているということは知られているわけであります。もともとドイツの場合は、火力発電のベースになる原油を北海の油田に頼っていた。これは 1995 年ぐらいの段階で、あと何年かするとピークアウトすると言われておりました。それに対して、当然ピークアウトすれば原油価格が上昇する。原油価格が上昇することによる、経済に対するネガティブなインパクトは非常に大きい。さらに、北海の原油がなくなった場合、ドイツは必然的にロシアにその代替的な供給源を依存しなければいけない。これは安全保障上の課題であるということで、2020 年までに 1990 年比で 40%の CO₂削減目標を国策として対応してきたという部分があります。2009 年時点の実績で既に目標の 130%近いものが出てきております。そのために、ここに出ておりますような様々な投資をしてきておりまして、夏の電力ピークの最大 40%が太陽光で賄われている。それからもう一つ、雇用ということでは、これは日本における状況に示唆を与えているのだと思いますが、特に東ドイツという経済的に遅れ失業率が高かった地域の、雇用の一つの選択の一環として、

太陽光パネルをはじめとする代替エネルギー設備の敷設を集中的に行ってきた。結果的に2010年末までに37万人の雇用を生むということがありました。

これはエネルギーの部分での太陽光の導入ということですが、一方で、かなり厳格な建築基準の変更、導入が行われているわけでありまして、いわゆる日射遮蔽の義務化、つまりやたらに窓をあけることができないとか、それからヒートブリッジ対策といまして、建物と金属でできた外側の階段を別の構築物として建てて、ポイントで接するというでないと建築基準の許可がない、また建物自体の断熱・高气密化を進めていった。

結果としまして、一般的な住宅についていいますと、この10年ぐらいの間に、灯油換算で30リットルの燃費から、約10分の1の3リットルハウスというところが射程に入ってきている。つまり、環境性能の向上と代替エネルギーの導入を同時に進めることによって、全体の電力需要、消費に占める代替エネルギーの比率ももちろん高くなる。そうすると、既にヨーロッパでは、不動産投資市場というものがほぼニアリーイコール環境不動産投資の市場となりつつある、こういうことが起こっているわけでありまして。この後10年間にこういうことが進行してきた。日本はこの分野は非常に大きく後れをとっているわけです。

そして、そういったことを実現する支えとして、当然ファイナンス環境を整備しなければいけない。これは先ほど申し上げました都市再生基本方針の中に、これまでで初めて、「都市再生の推進のためのファイナンス環境の整備」という明示的な項目が書き込まれているわけでありまして。それをまさにするということが一つの前提となる。

その中でこれは若干私見にもなりますが、新しいマーケットの、ないしは経済のリンクというものに対応したアセットとファイナンスを結んでいく。その一つの拠点として、日本のファイナンス市場がこれから活用されるのではないか。従来足りなかったのは内外の長期資金が、いわゆる日本の都市インフラの投資、ないしは開発というビジネスに結びついていなかったという現実がございます。これをいかに結びつけていくのかということ。それについては、これから様々な政府部局の説明が出てまいりますけれども、政府のみならず中央銀行、金融当局、それから民間の金融機関ないしは機関投資家、この連携が不可欠であって、不動産投資市場が環境不動産市場になっているということは、そういったものが有機的に結びついた一つの市場が形成されているということなのです。

先ほど冒頭で申し上げましたように、幸いにしてそういった議論を始める足がかりになるものが、昨年から今年にかけてほぼ時を同じくして出てまいりました。一つは都市再生基本方針の全面改訂、金融庁のアクションプラン、それから国交省の戦略会議報告というところで、かなり具体的な言及、相互に関連

のある書きぶりというものが出ておりまして、こういったものを足がかりにし
ながら、市場参加者、官民連携のもとでの明確なビジョンをこれから打ち出し
ていく、こういうものが必要なのではないかと。

その際に長期資金を導入する、ということが極めて重要です。日本はどうし
ても不動産ファイナンスといっても銀行が中心になります。銀行の場合ですと、
バランスシートを見ても ALM 上の制約から長期資金はほとんど提供ができる
状況にはございません。この中で、内外の年金ですとか、本来長期の投資を求
めている資金をここに結びつけていくということが求められる訳であります。

昨年までの議論というのは、そうすることで、結果としてリファイナンスリ
スクを引き下げよう、REIT についてもそういった議論がありました。それから、
間接金融が一時的に混乱を来たした場合の、リスク遮断という効果を求めてこ
こを整備しようという議論があったわけです。実はよく考えてみますと、そう
いった長期の資金は、いわゆる投機資金というよりもコア投資の資金でありま
して、10 年、20 年、あるいは 30 年という長期の投資を安定化させていくこ
とが極めて重要な投資目標になる資金である。

根本的にいいますと、そういう資金が日本の不動産投資市場にあまり流れ込
んできていなかったことが、環境不動産投資のような投資市場が、笛は吹くの
だけど、誰も踊らないということの背景にあったのではないかと思います。短
期的なリターンを目指す人達にいくら理屈を説いても、なかなかその人たちが
乗ってこないということがそこにあった。むしろ従来議論の中でリファイナ
ンスリスクですとか、あるいは間接金融市場からのリスク遮断に対する対応と
して出てきた長期資金の導入を進めることによって、社会的責任投資の強化と
か、あるいは環境投資による物件のエネルギー効率ないしは投資効率の長期安
定的なものが確保できる。こういうところに結びついていくという、実はここ
で結びついているのだということを私は考えています。

環境配慮型の不動産投資を求める投資家もいなかった。極めて限られていた。
これに対して、新しいそういうものを求めるリスクリターン選好を持つ投資家
の層の導入ということの中で、不動産自体も、従来の日本の不動産投資市場は
情報開示の面でクエスチョンマークがつけられていた部分があります。ここに
ついて、こういった社会的責任投資を求める投資家の資金が入ってくるように
する。具体的には透明性の高い市場というものを作っていくことが非常に重要
ではないか、と思います。

以下、ここにはお題目のようなものが出ておりますけれども、新しいエネル
ギーの環境のもとで新しい不動産投資市場を作る中で、それぞれの分野につい
ての課題を点検し、それについての対応というものをこれから講じていく必要
があるであろうと。これは不動産投資市場戦略会議の戦略の項目に合わせて書

いてございます。その中で一つのビジョンを共有し、省庁横断的な政策のパッケージが必要となり、エネルギー政策と不動産政策と金融政策の三位一体運用と連携、これが極めて重要だと思っています。昨年までは、いわゆる一般的な不動産投資市場戦略ということが議論されておりましたが、やはりこれからはそれと軌を一にするものとしての環境不動産投資市場の戦略ということ、国交省が中心となりながら、市場参加者と連携しながらこれを立てていく必要がある。官民の効果的な連携が必要であり、これが日本の震災の復興の中で、創造的な復興ということが言われておりますが、そういう文脈でもおそらく使われるべきではないかということでもあります。

最後に図をつけさせていただきましたのは、ノンリコースローンやCMBSやJ-REITや私募ファンドというものがやや混在した形で、多くの皆さんの理解の中にあると考えております。これを整理すると、実はこういうことなのではないか。詳しくは不動産投資市場戦略会議の報告書に説明したものがありますので、お時間があればそちらも見ていただければと思います。限られた時間でございますが、以上で私の報告を終わりとさせていただきます。

どうもご清聴ありがとうございました。