

第2章

不動産市場における資産価格の変動とグローバル化

第1章では、平成24年度の不動産市場の動向を概観したが、我が国における長期にわたる地価の下落は、不動産市場のみならず我が国経済にも大きな影響を与えたと考えられる。また、2000年代に入ってから急速な不動産証券化の進展は、不動産市場のグローバル化と東京を中心とした地域における不動産投資の活性化をもたらしたが、世界金融危機による影響を我が国不動産市場にも及ぼすこととなった。不動産市場の発展は、我が国における優良なストックの形成につながるものであり、今後、不動産市場を活性化させていくことが必要であるが、その実現のためには、市場のグローバル化に対応しつつ、一部に見られる地価の回復基調を確かなものとし、資産デフレからの脱却に向けて取り組んでいくことが求められる。第1章で見たように、直近の不動産市場には回復の兆しも見られるところであるが、このような問題意識から、本章では、地価の変動やそれが経済に与える影響に焦点を当てた分析を行いつつ、市場のグローバル化が進む中で、海外の経済成長を取り込んで不動産市場を活性化させていくための課題について見ていく。

まず、第1節では、資産の価格はその資産から得られる収益に応じて決まるという収益還元モデルの考え方にに基づき、入手可能なデータから一定の仮定をおいた分析を行い、これまでの地価下落の要因を明らかにする。

第2節では、地価が設備投資や住宅投資等に与える影響について分析するとともに、これらのルートを通じて地価がマクロ経済全体に与える影響について考察する。

第3節では、グローバル化が進む不動産市場の動向を概観しつつ、海外投資家からの我が国の不動産市場に対する評価等を紹介しながら、今後の課題や取組等について紹介する。

第1節 地価変動とその要因

(バブル崩壊後から続く地価下落)

図表2-1-1は、昭和55年度（1980年度）以降の我が国の名目GDPと地価の推移を見たものである。一般に、昭和61年（1986年）頃から平成3年（1991年）頃までの期間は株価や地価などの資産価格が急上昇したいわゆるバブル経済の時期と言われており、地価はGDPの伸び以上に上昇を続けたが、バブル崩壊後、我が国経済が伸び悩む中で地価については下落が続いていることが分かる。この長期にわたる地価下落により、我が国の土地資産額は大きく減少している（図表2-1-2）。

図表2-1-1 名目GDPと地価の推移

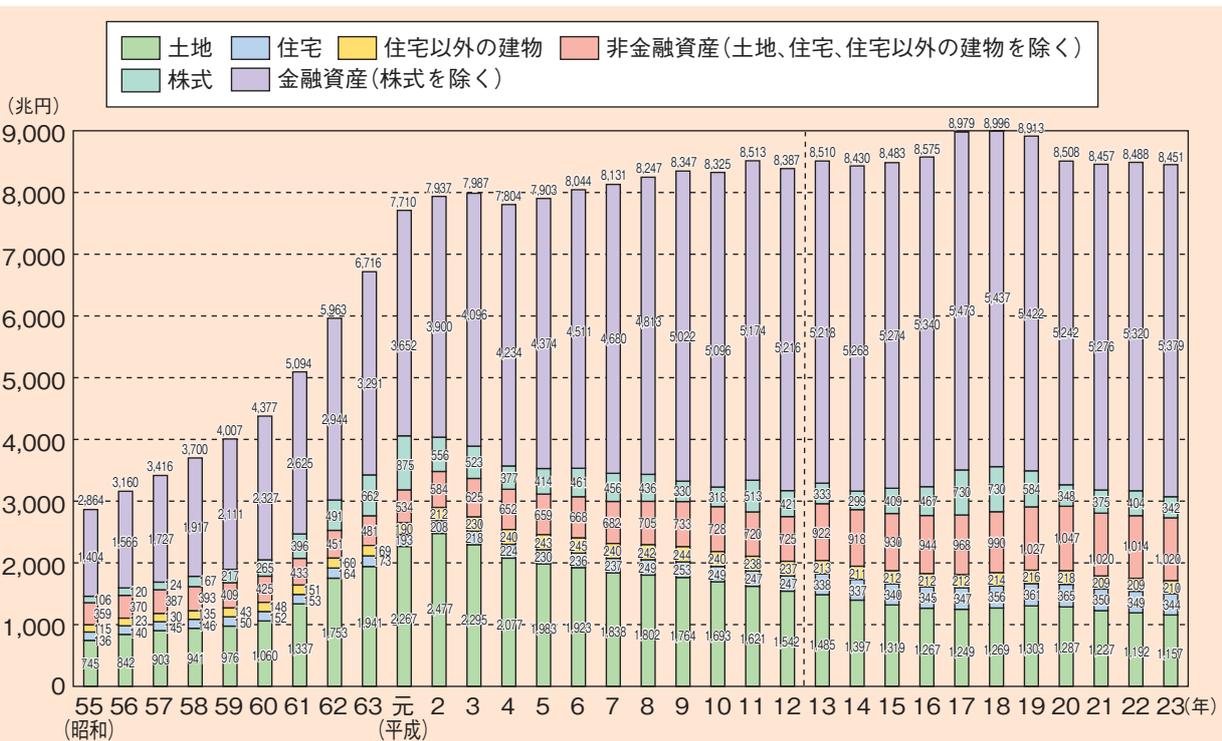


資料：内閣府「国民経済計算」、一般財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」より作成

注1：地価は年度末の数値。

注2：名目GDPについては、平成5年度以前は、平成6年度以後と推計の基準が異なるため、単純に比較はできない。

図表2-1-2 我が国の資産額の推移



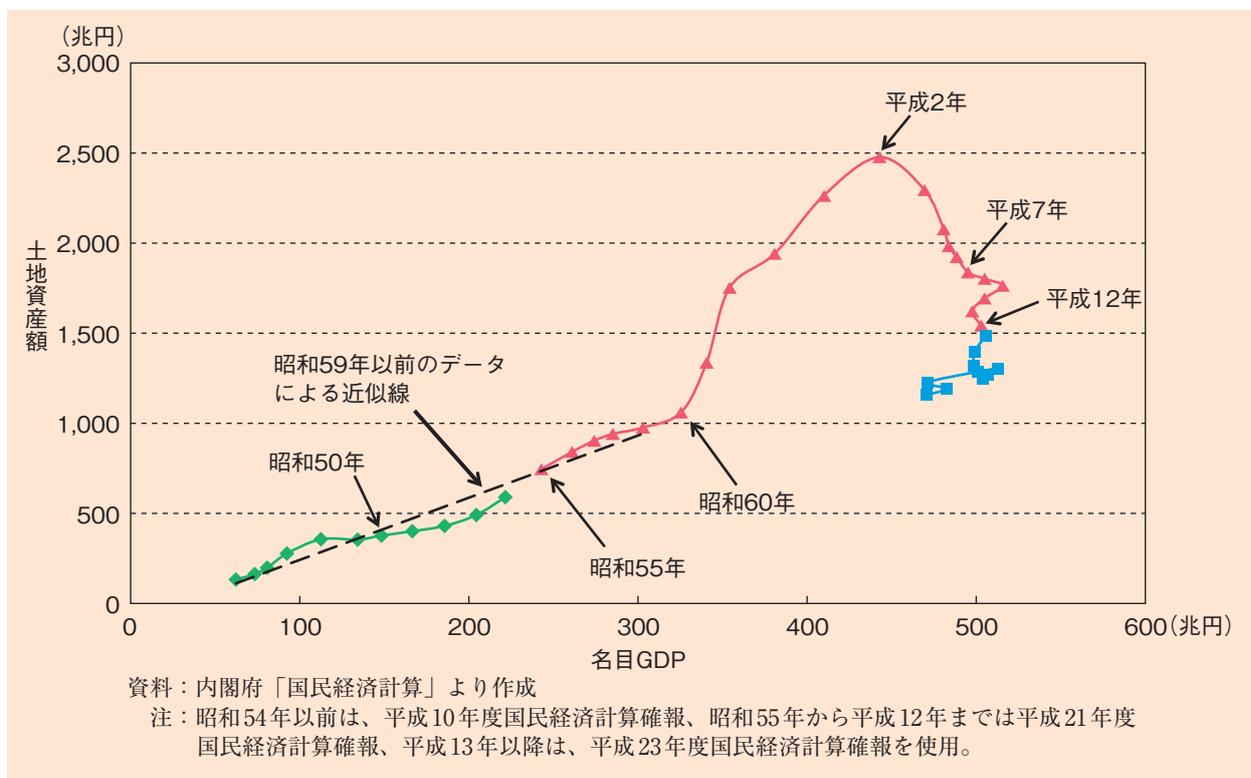
資料：内閣府「国民経済計算」より作成

注：平成12年以前は、平成13年以後と推計の基準が異なるため、単純に比較はできない。

図表2-1-3は、名目GDPと土地資産額との関係について経年変化を見たものである。バブル以前の期間（昭和59年（1984年）以前）では、名目GDPと土地資産額との間には、比較的安定した関係が見られたものの、バブル期には、地価高騰により土地資産額が急激に増大したため土地資産額／名目GDP比率は上昇した。バブル崩壊後には、土地資産額／名目GDP比率は急激に低下し、その水準は昭和59年（1984年）以前よりも低くなっている。このことは、地価がGDPで表される我が国経済の実態以上に下落している可能性を示している。

保有する資産価格（地価や株価）の下落は、企業や家計にキャピタルロス（含み損）をもたらし、企業の投資意欲や家計の消費意欲を抑制する。また、こうした投資意欲等の減退が経済を縮小させ、更なる資産価格の下落につながるというスパイラルを引き起こす。このため、このような土地資産額の変化は我が国経済に大きな影響をもたらしたと考えられるが、以下、本節では地価変動の要因について考察する。

図表2-1-3 名目GDPと土地資産額の推移



(地価変動の要因)

資産価格がどのように決まるかを考える場合、資産価格はその資産がもたらす収益によって決まるという収益還元モデルを用いることが一般的である。過去の本年次報告においても分析してきたように、不動産の価格についても収益性に応じた価格形成がなされる傾向が強くなってきており、土地の鑑定評価を行う際には、収益還元モデルの考え方に基づいた収益還元法により算定される価格も考慮することが必要とされている。また、第1章第6節で見たように、土地の評価が収益性や利便性で決まる傾向を好ましいと考える人々の割合は半数

以上となっている。

収益還元モデルの考え方に基づくと、地価 (P) は、①生み出される現在の収益 (C)、②収益の将来の見通し (g)、③安全資産¹の利回り (R_f)、④固定資産税の実効税率 (T)、⑤リスクプレミアム (R_p)、といった要因によって決定される。

これを式で表現すれば、

$$P = \frac{C}{R_f + R_p - g + T}$$

となる。この関係から考えると、生み出される現在の収益の減少、収益の将来見通しの低下、安全資産の利回りの上昇、固定資産税の実効税率の上昇、リスクプレミアムの上昇が、地価下落をもたらすこととなる。

そこで、以下では、それぞれの要因について、どのような動きで推移し、地価変動にどのような影響を与えてきたかを我が国全体の地価動向という観点から考えてみる。

まず、それぞれの要因をどのようなデータから見ていくかを説明する。生み出される現在の収益 (C) は、土地については、地代に相当する。個別の土地について地代を知ることは可能であるが、全体の傾向として、地代がどのように推移しているのかについては、その動向を把握することは困難である。そのため、地代は土地から生み出される経済活動の規模に応じて決まると想定し、GDPを代理の指標として用いる。安全資産の利回り (R_f) は、10年物国債利回りを用いる。固定資産税の実効税率 (T) は、総務省「固定資産の価格等の概要調書」等のデータから推計する。

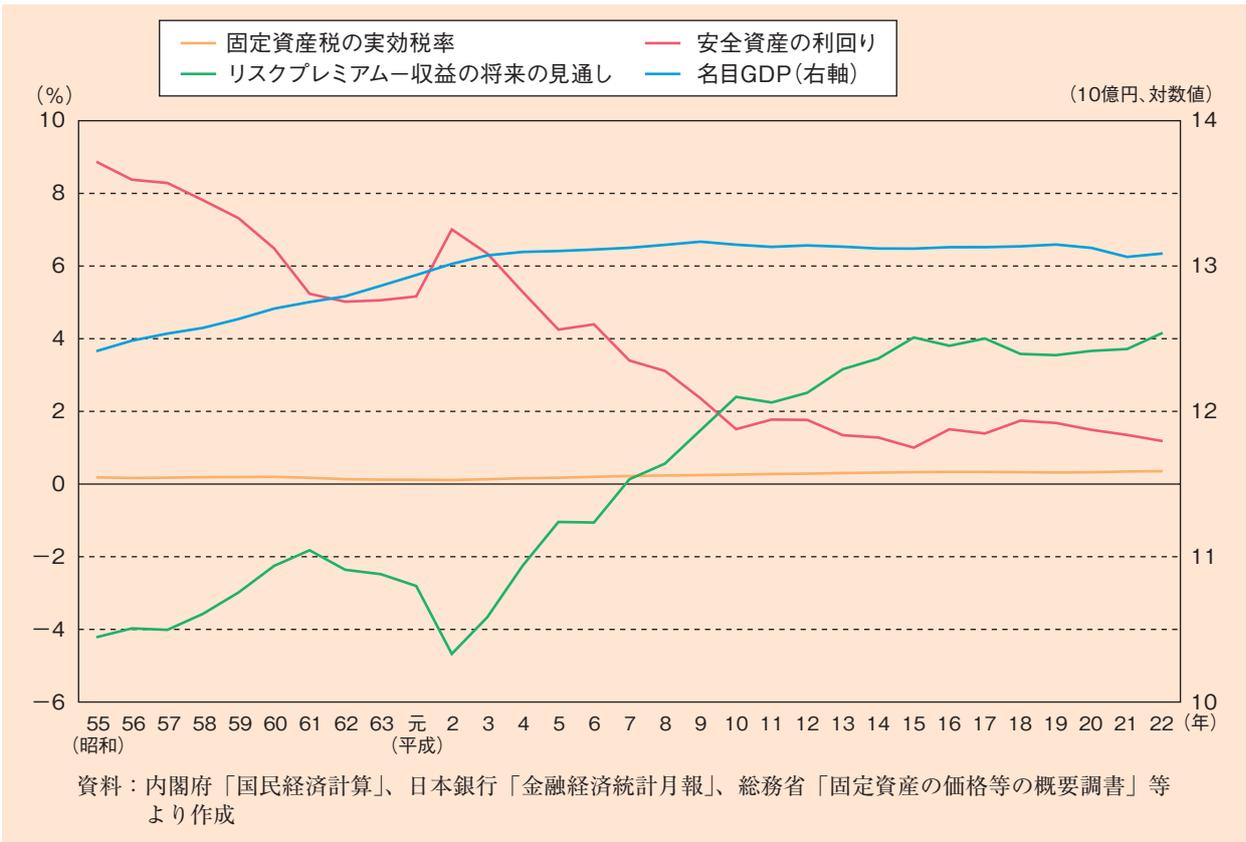
以上の要因については、既存の統計データにより、その動向をある程度把握することが可能であるが、収益の将来の見通し (g)、リスクプレミアム (R_p) については、その動向を統計データから把握することは難しい。特にリスクプレミアムは、リスクのある投資に対して、投資家はそのリスク分に対して求める超過収益 (上乗せ利益) のことであり、投資家が土地への投資をどれだけのリスクがあるととらえているかを示すものであるが、これを定量化した全国的なデータは見当たらない。そこで、国民経済計算に掲載されている我が国全体の土地資産額のデータや上述のデータを用いて、GDPや安全資産利回り等では説明できない部分を、リスクプレミアムと収益の将来の見通しとの差 (R_p - g) ととらえて試算することとした²。

得られたデータをもとに、これらの要因の推移を見ると、バブル期においては、安全資産の利回りは比較的高い水準にあり、地価を下げる方向に寄与したと考えられる。一方で、リスクプレミアムと将来収益の見通しとの差は、非常に低い水準となっており、「土地神話」と言われたように、地価は必ず値上がりするリスクのない投資対象と広く認識されていたことを裏付けている。しかし、バブル崩壊後、その水準は上昇している (図表2-1-4)。

¹安全資産とは、資産から得られる収益を確実に予測する事ができる資産であり、無リスク資産とも呼ばれる。一般的に、国債は利払額と利払時点、償還金額と償還時点が確定されているため、名目的な収益で考えた場合には安全資産となる。

²推計方法の詳細については、付注1参照。

図表2-1-4 地価に影響を与える諸要因の変化

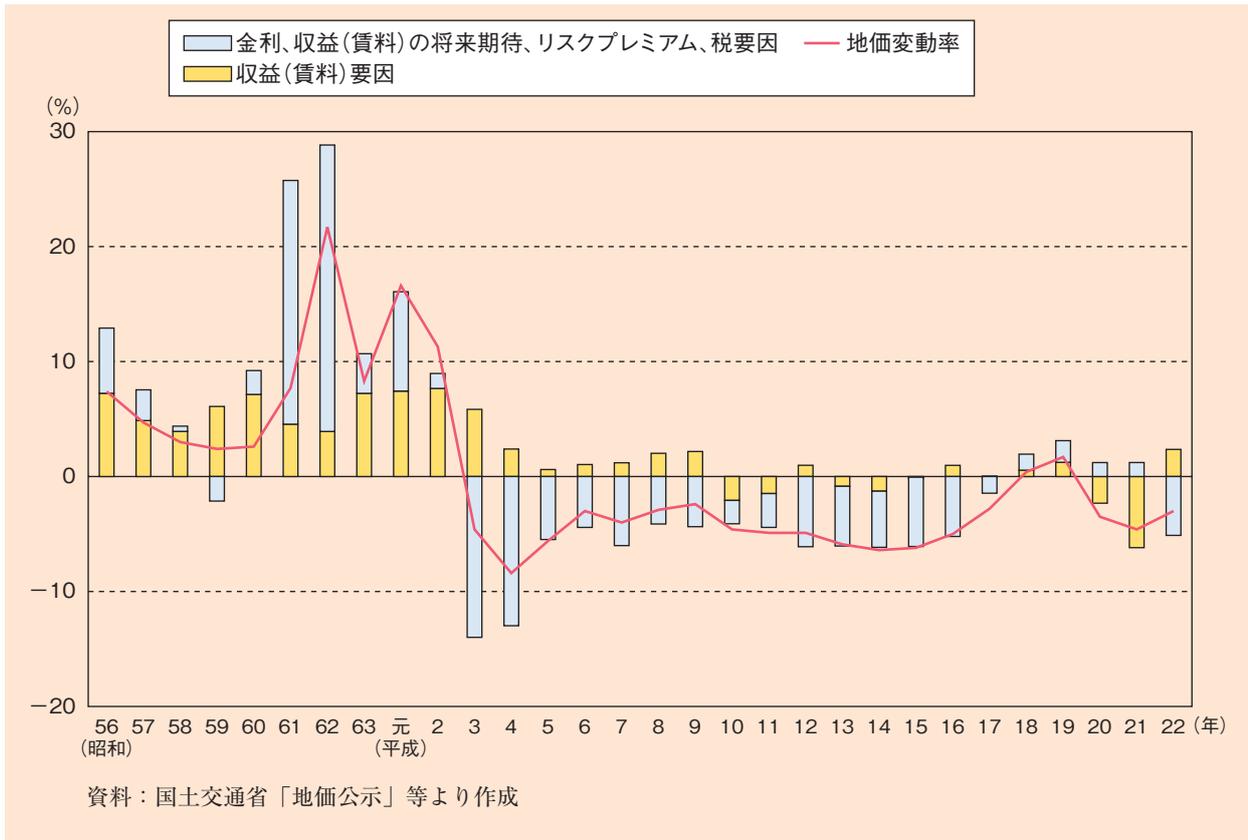


これらのデータを収益還元モデルに当てはめることにより、地価の変動に対して、どの要因がどれだけの影響を与えたのかを見ることができる（図表2-1-5）。ここでは、地価変動の要因を、収益還元モデルにおける現在の収益（分子部分の要因）と、安全資産の利回り+リスクプレミアム-収益の将来の見通し+固定資産税の実効税率（分母部分の要因）とに分けて要因分解を行っている。

これを見ると、バブル崩壊前においては、現在の収益（分子部分の要因）が地価を押し上げる要因となっているが、1980年代後半のバブル期においては、分母部分の要因がそれ以上に地価上昇に大きく影響しており、図表2-1-4で見たように、低水準のリスクプレミアムや高い将来の収益期待がその要因となっていると考えられる。しかし、バブル崩壊後は、分母部分が地価下落の要因となっており、図表2-1-4で見たように、金利の低下が地価を押し上げる方向に寄与したものの、それを上回って、リスクプレミアムの上昇や収益の将来の期待の低下が生じたことがその背景にあると考えられる。

また、リーマンショック前の地価の上昇は、低金利に加え、リスクプレミアムの低下や収益の将来の見通しの上昇が地価上昇の要因となり、リーマンショック後の地価下落は、実体経済の冷え込みによる現在収益の低下が、その主要因となったものと考えられる。

図表2-1-5 地価変動の要因分解



(リスクプレミアムや将来の収益期待の変動)

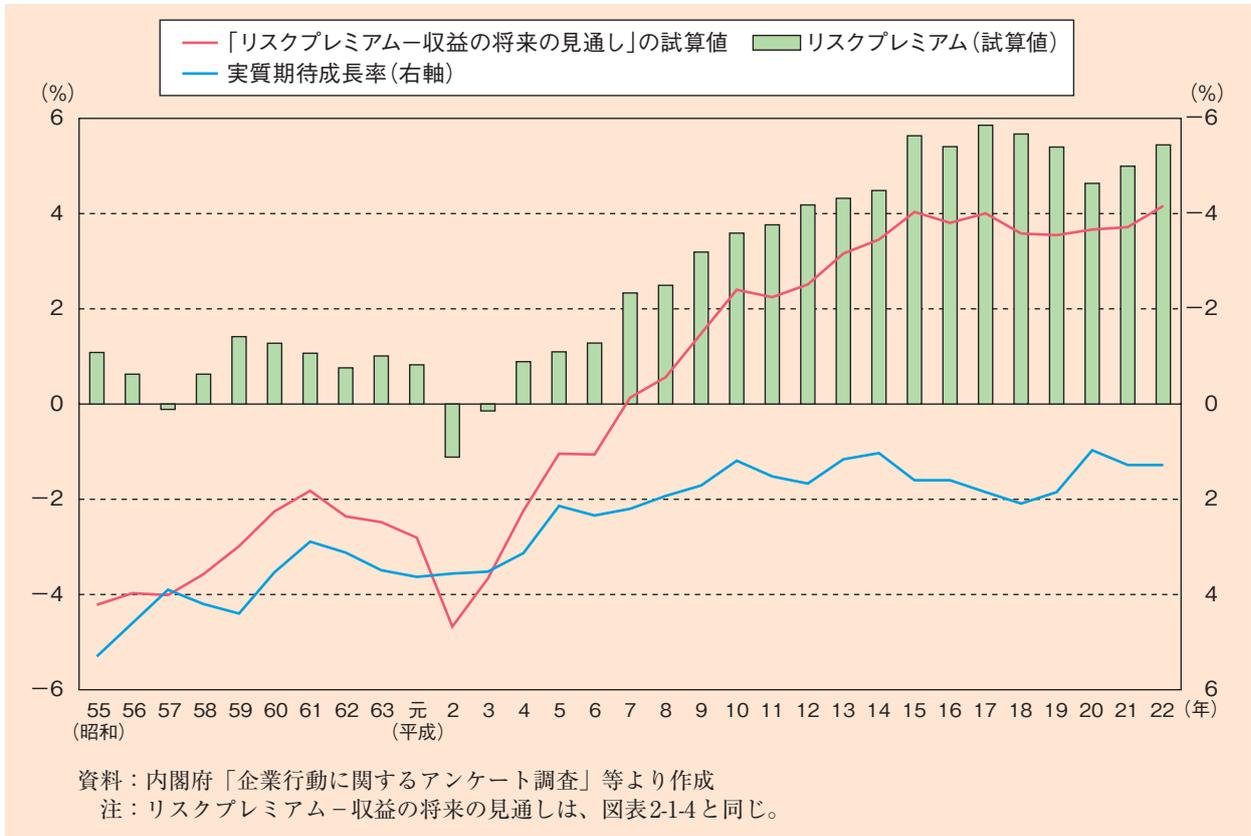
以上の分析を踏まえると、バブル崩壊後から現在までの地価下落には、収益の将来の見通しの低下、リスクプレミアムの上昇が大きく影響していると考えられる。そこで、リスクプレミアムや将来の収益期待について、更に詳しく見てみる。

土地からの収益に対する将来期待は、不動産市場の動向に大きく影響されることが考えられるが、その背景には、我が国経済全体の動向や今後の見通しが影響していると考えられる。そこで、企業が今後の景気や需要の動向をどのように見通しているかを把握するために内閣府が実施している「企業行動に関するアンケート調査」から、我が国の経済成長率に関する見通しの変化を見てみる。この調査では、我が国の経済成長率について、次年度、今後3年間、今後5年間の見通しを聞いており、この結果を企業が想定する将来的な経済成長率ととらえることができる。このうち今後5年間の見通しを中長期的な経済成長率の見通しととらえ、土地からの将来の収益期待と見なし、試算したリスクプレミアムと収益の将来の見通しとの差の推移と比較すると、期待経済成長率は低下傾向にある中で、リスクプレミアムと収益の将来の見通しとの差は、バブル崩壊後、大きくなっている(図表2-1-6)³。企業が想定す

³ 試算されたリスクプレミアムと将来の収益期待との差分は名目値であることから、本来であれば、名目経済成長率についての見通しを用いる必要があるが、「企業行動に関するアンケート調査」において名目経済成長率についての見通しに係るデータが掲載されているのは、平成15年(2003年)からであり、過去に遡及できないことから、ここでは実質経済成長率に関するデータを用いている。このため、厳密には期待インフレ率に相当する部分が試算されたリスクプレミアムには含まれている可能性がある。

る将来的な我が国の経済成長率と土地からの収益に対する将来期待とは、必ずしも一致するものではないが、両者の変動に高い相関があると考え、バブル崩壊後は、リスクプレミアムは上昇傾向にあるという見方ができる⁴。

図表2-1-6 リスクプレミアム（試算値）の推移



続いて、リスクプレミアムの変動について考えてみる。前述のとおり、リスクプレミアムは、リスクのある投資に対して、投資家はそのリスク分に対して求める超過収益（上乗せ利益）であり、リスク性の高い投資であればあるほど、リスクプレミアムは高くなる。

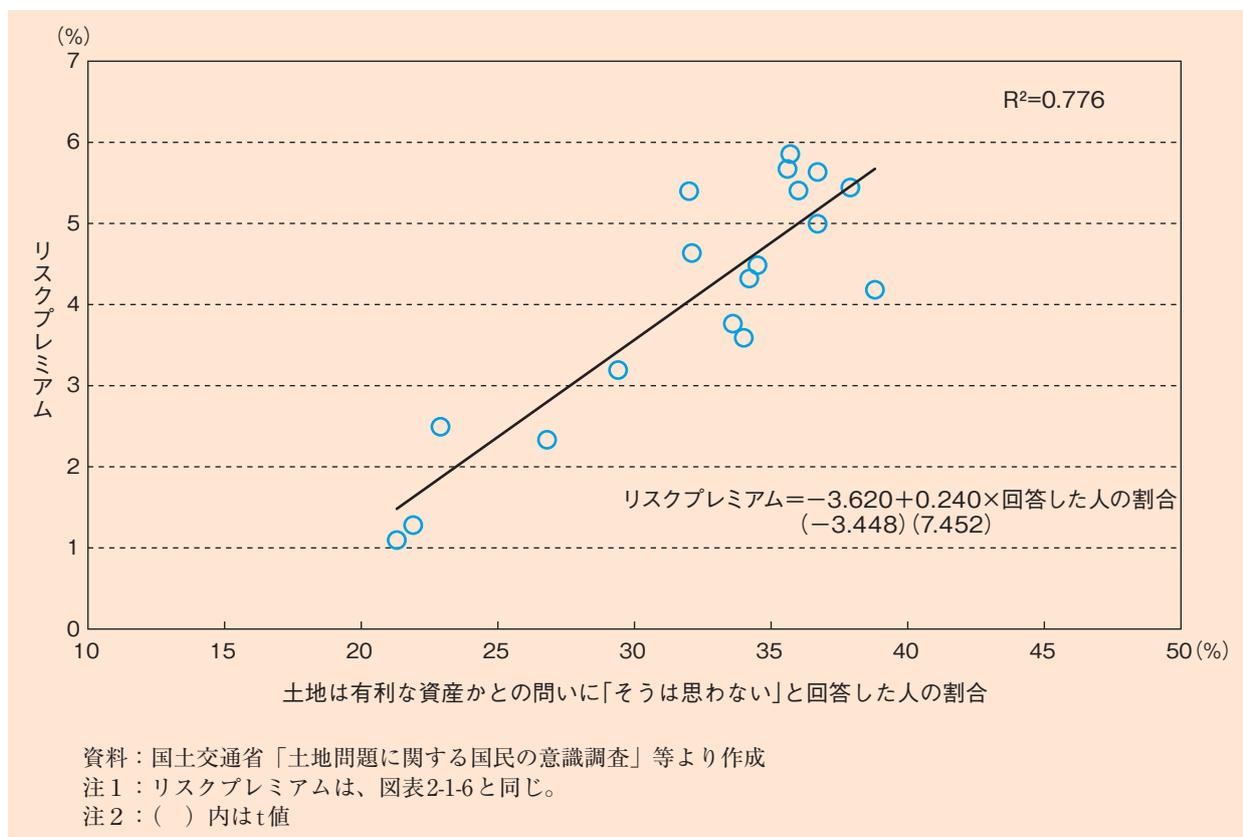
不動産投資に際して想定されるリスクの例としては、不動産市場全体の変動により損失が発生するリスクや、不動産を賃貸している場合などにおいて景気の低迷等によりテナントとなっている企業が破綻し賃料を得ることができなくなるテナントの信用リスクのほか、災害などの発生により物理的な被害を受けるリスクなどが想定されるが、ここでは、市場の変動に関するリスクと信用リスクについて考えてみる。

バブル期には、土地は将来必ず値上がりする資産であるという認識が広まったが、バブル崩壊の経験から、土地等の不動産への投資は、安全な投資ではないという認識が広まり、第1章第6節の図表1-6-1で見たように、土地は預貯金や株式などに比べて有利な資産であると考えた人の割合はバブル崩壊後低下した。こうした認識の変化は、不動産市場変動のリスクに大きな影響を与えていると考えられる。そこで、試算したリスクプレミアムと、土地は預

⁴平成15年度年次経済財政報告においても、リスクプレミアムが、90年代半ば以降上昇傾向にあることが指摘されている。

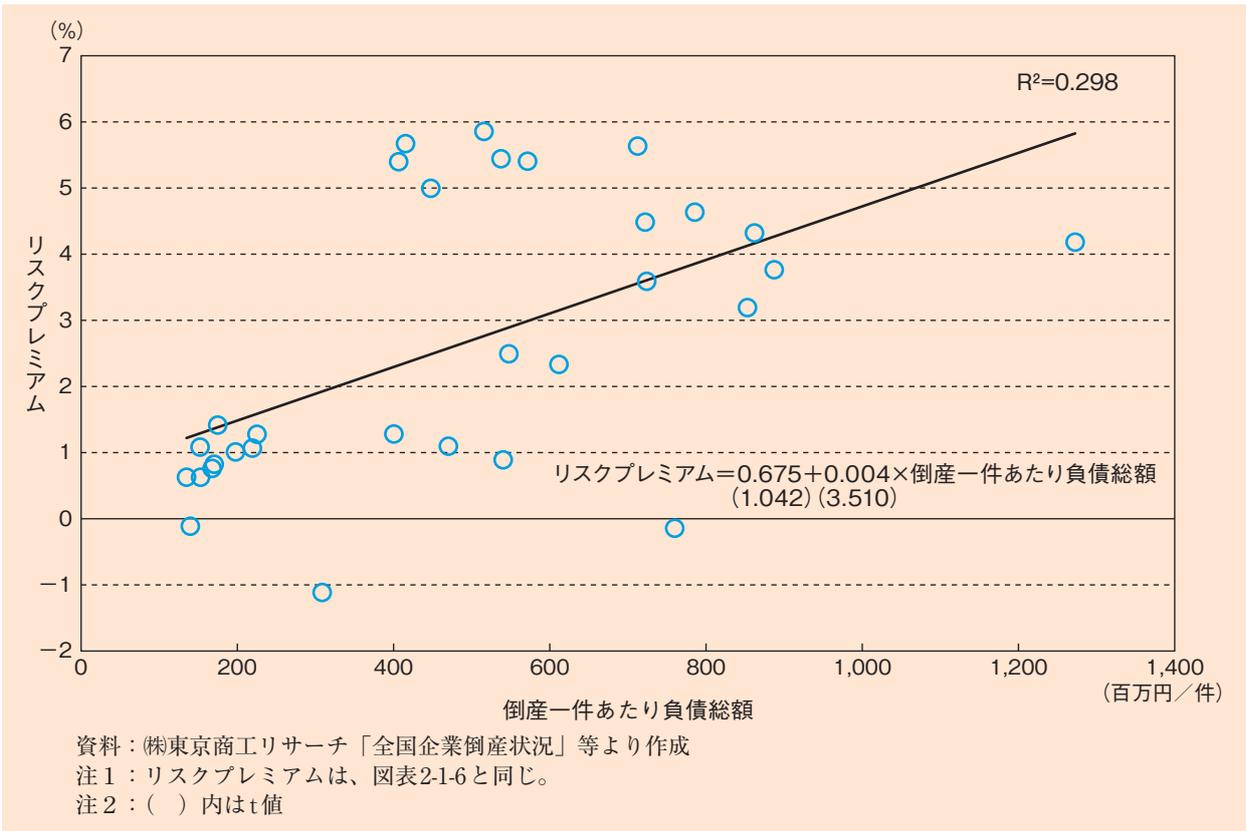
貯金や株式などに比べて有利な資産かという問いに対して、「そうは思わない」と回答した人の割合との関係を見ると、両者の間には明確な正の相関が見られる（図表2-1-7）。

図表2-1-7 リスクプレミアムと土地の資産としての有利性に対する認識



また、倒産一件あたりの負債総額と、試算により得られたリスクプレミアムとの相関を見てみると、両者には弱いながらも正の相関がある。これは、不動産の借り手の倒産リスクの高まりが、信用リスクを高めることにつながり、リスクプレミアムの上昇をもたらした可能性を示していると考えられる（図表2-1-8）。

図表2-1-8 リスクプレミアムと倒産一件あたり負債総額



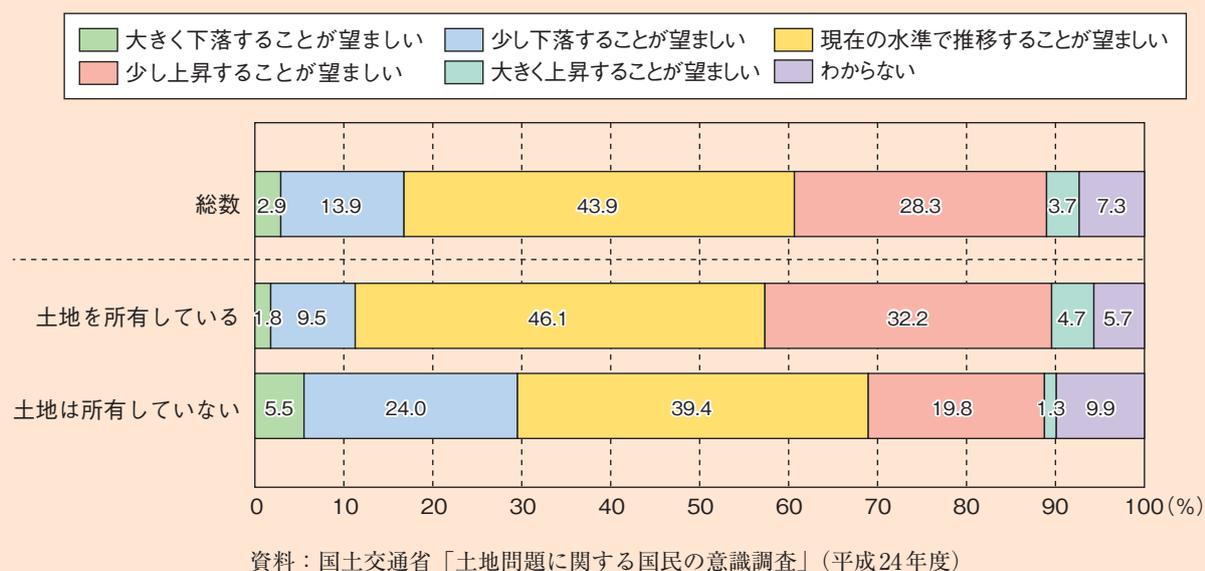
(今後の地価動向)

今後の地価の動向を考えるため、今後の地価動向について人々がどのような予想を持っているかを、「土地問題に関する国民の意識調査」の結果から見てみる。

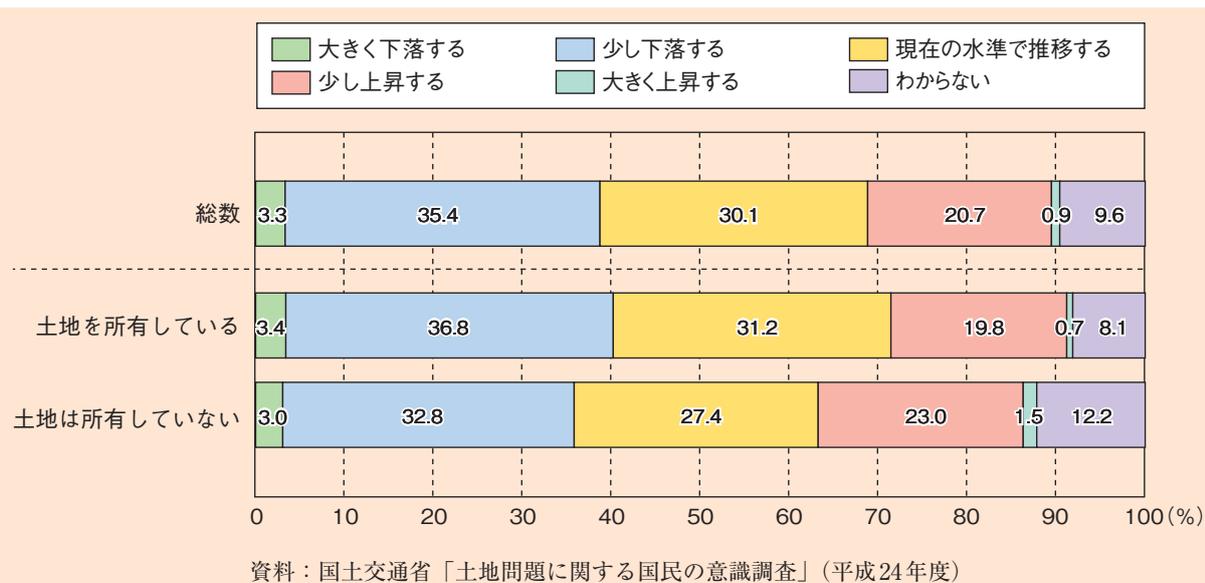
本調査では、今後の地価の見通しについてアンケートを行っており、その結果を見ると、中長期的に今後地価が今と比べてどのようになることが望ましいかについては、「現在の水準で推移することが望ましい」という回答が最も多く、全体の43.9%を占めている。「大きく上昇することが望ましい」、「少し上昇することが望ましい」と回答した人の合計は、全体の32.0%であり、「大きく下落することが望ましい」、「少し下落することが望ましい」と回答した人の割合の合計（16.8%）の2倍近くとなっている。また、これを回答者が土地を所有しているかどうかに分けて見てみると、土地を所有している回答者では地価が上昇することが望ましいと回答する割合が約37%と高くなっているが、土地を所有していない回答者においても、約20%は地価が上昇することが望ましいと回答している（図表2-1-9）。

さらに、現実に地価が中長期的にどうなるかについて聞いたところ、「少し下落する」との回答が最も多く、全体の35.4%を占め、「現在の水準で推移する」という回答が30.1%となっている。ただし、望ましい地価に対する質問と異なり、土地の所有の有無に分けてもその傾向には大きな違いは見られない（図表2-1-10）。

図表2-1-9 中長期的に望ましい地価水準

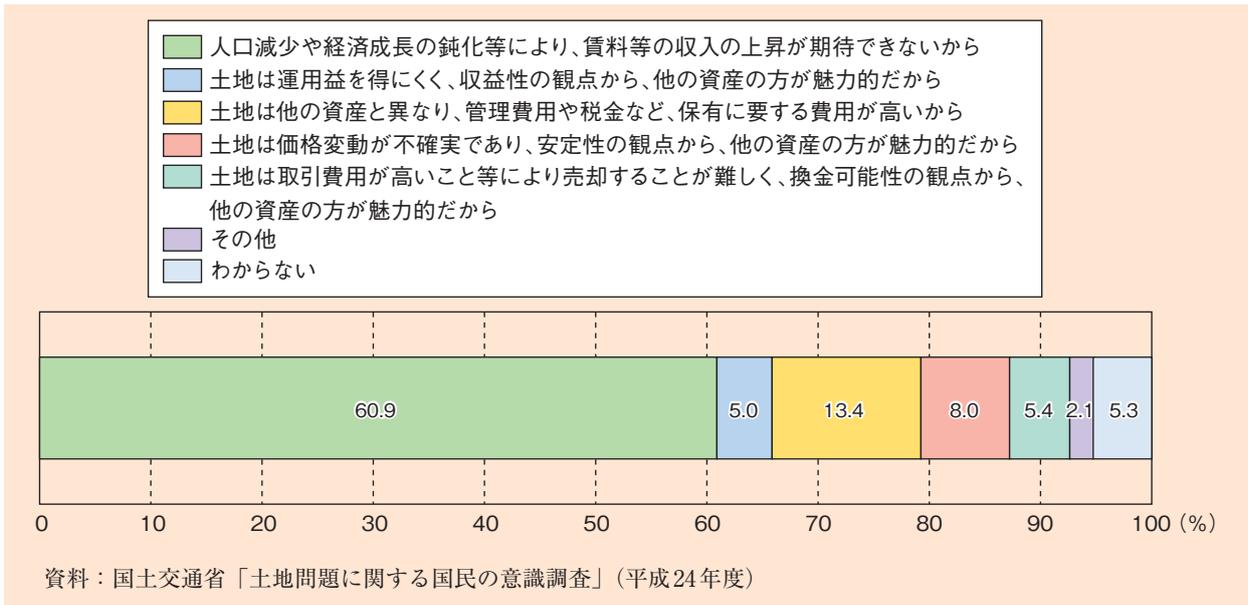


図表2-1-10 中長期的な地価の見通し



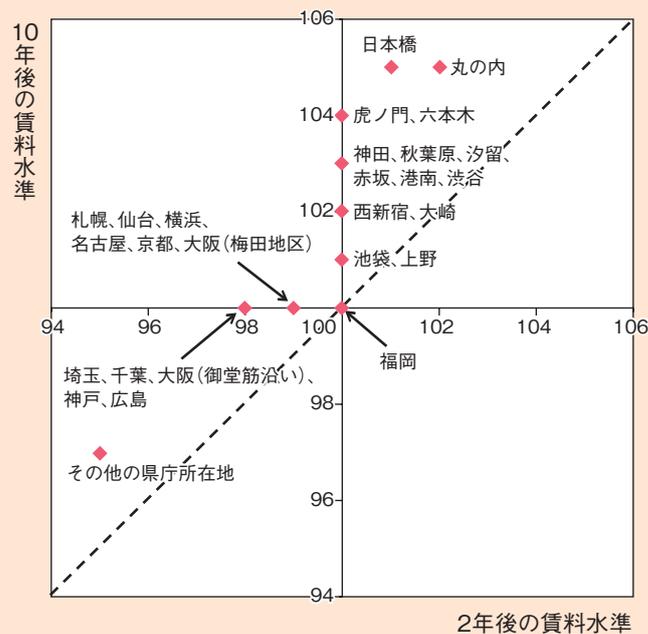
また、地価が下落すると回答した者に、その理由を聞いたところ、「賃料等の収入の上昇が期待できない」という理由を挙げた回答者が最も多く、約6割を占めた。このことは、将来の収益上昇を見込めないことが、人々の地価下落の予想に強く影響していることを示している(図表2-1-11)。

図表2-1-11 地価下落を予想する理由



続いて、不動産投資家がどのような見通しを持っているかを、一般財団法人日本不動産研究所が定期的実施している「不動産投資家調査」のデータから見てみる。この調査では、都内の主要地区や政令指定都市別に、オフィス賃料の将来見通しを投資家に聞いており、投資家は当該エリアにおける将来の賃料水準を、調査時点での水準を100として評価している。この結果から、各地域における2年後と10年後の賃料水準の見通しをしてみると、丸の内、日本橋など都内の主要エリアでは、2年後、10年後ともに賃料水準が上昇するとの見通しとなっている。政令指定都市では、2年後は現在の水準より低下すると予想されているところが多いが、10年後においては現在の賃料水準と同程度との見通しとなっている。その他の県庁所在地については、2年後、10年後とも現在の水準を下回るという見通しとなっている（図表2-1-12）。

図表2-1-12 地域別の将来的な賃料水準の見通し



資料：一般財団法人日本不動産研究所「不動産投資家調査」(第27回)
注：平成24年10月現在の数値。

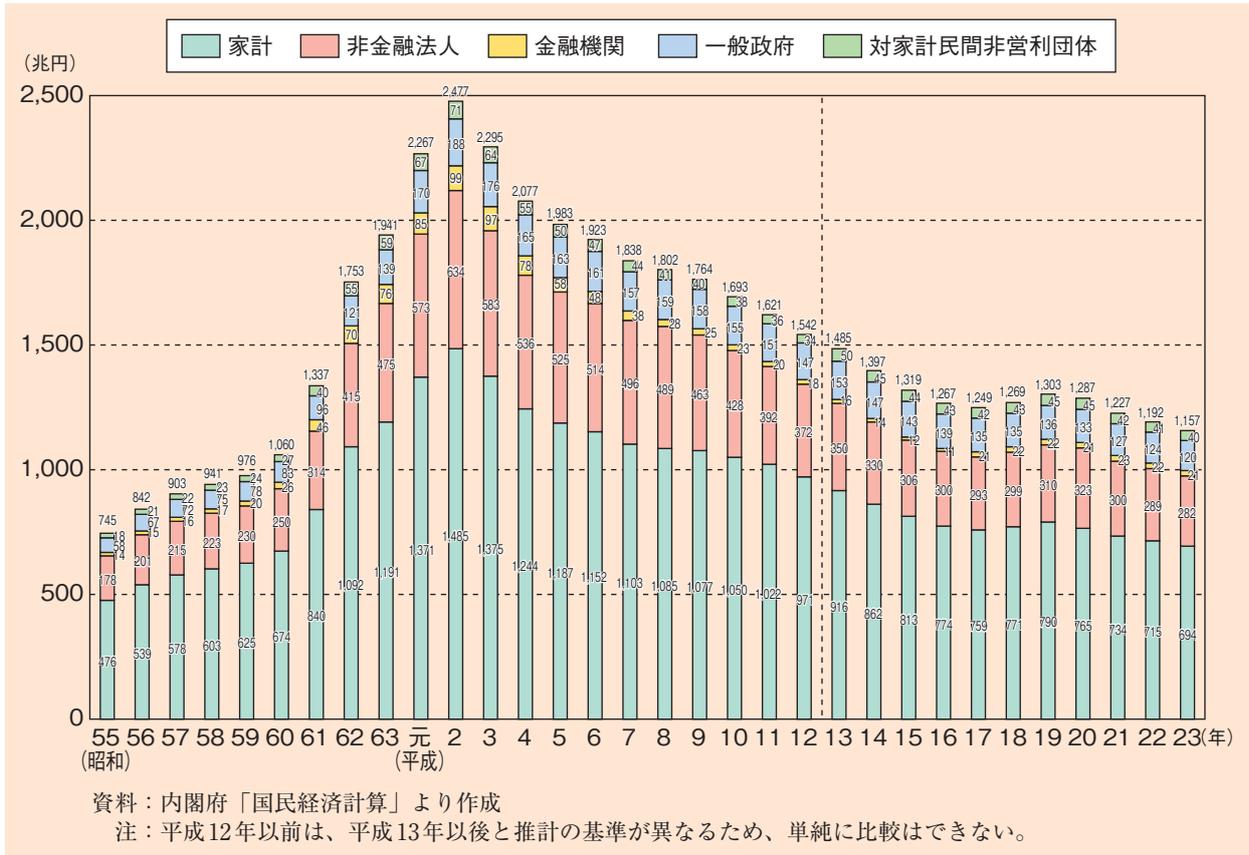
以上を踏まえると、本年の地価公示において見られた地価の下げ止まり傾向を本格化させていくためには、土地から得られる収益やその将来の見通しを高めるとともに、投資家等がリスクを過大に見積もることのないようにするための取組を進めていくことが必要であると考えられる。バブルの経験を踏まえれば、土地に対する過度の将来収益の期待や安全資産であるとの過度の思い込みは経済の実態以上の地価上昇をもたらす可能性があることに留意する必要がある、地価動向を適切に踏まえた施策展開を進めていくことが重要であるが、市場動向に関する情報や取引に必要な情報の提供・充実等を通じて不動産市場の透明性や効率性を高めることは、投資家等の過度なリスクの見積もりの低下に寄与するとともに市場の安定性の向上にも有効であると考えられる。

また、現在、大胆な金融政策、機動的な財政政策、そして民間投資を喚起する成長戦略が推進されている中で、企業や家計のマインドは好転してきており、積極的に投資や消費を行う方向に進みつつある。長期にわたるデフレからの脱却が実現するとの期待感が实体经济に波及し、それが経済の好循環の実現につながれば、我が国の中長期的な成長力を高めることにもつながり、土地から得られる収益や将来収益の見通しを高めるものと考えられる。具体的には、我が国全体で見えた場合には景気が上向き企業の投資意欲等が活発化していくこと、個別の地域で見えた場合にはまちづくりや地域活性化のビジョンが明確になり将来の土地利用が具体化していくことが不動産からの収益や収益期待を高める。このようなプラスの連鎖が、資産デフレによる我が国経済の負の連鎖を断ち切ることになると考えられる。

第2節 地価変動がマクロ経済に与える影響

前節では、地価変動の要因について分析を行ったが、本節では、地価の変動がどのようなルートを通じてマクロ経済に影響を与えるのかを分析する。地価の変動によるマクロ経済への影響は、主に家計や企業の行動の変化を通じて現れてくる。部門別の土地資産額を見てみると、家計部門が約6割、非金融法人部門が約2.5割を保有している⁵(図表2-2-1)。そこで、それぞれの部門において、地価の変動がどのように影響するかを見ていく。

図表2-2-1 制度部門別土地資産額の推移



(設備投資、住宅投資への影響)

まず、企業の設備投資について考えてみると、資産価格が、資産を有する企業の資金調達のための担保としての役割を通じて、設備投資に影響を与える可能性がある。これまでのいくつかの研究においても、資金の借り手である企業が行おうとしているプロジェクトについての情報が金融機関にとって十分でないなど情報の非対称性が存在する場合、企業のバランスシートの状態が資金の借入水準に影響を与え、実際の投資の水準を左右することが指摘されており、担保資産の価値が上昇(下落)した場合に、投資を上昇(下落)させる可能性がある⁶。

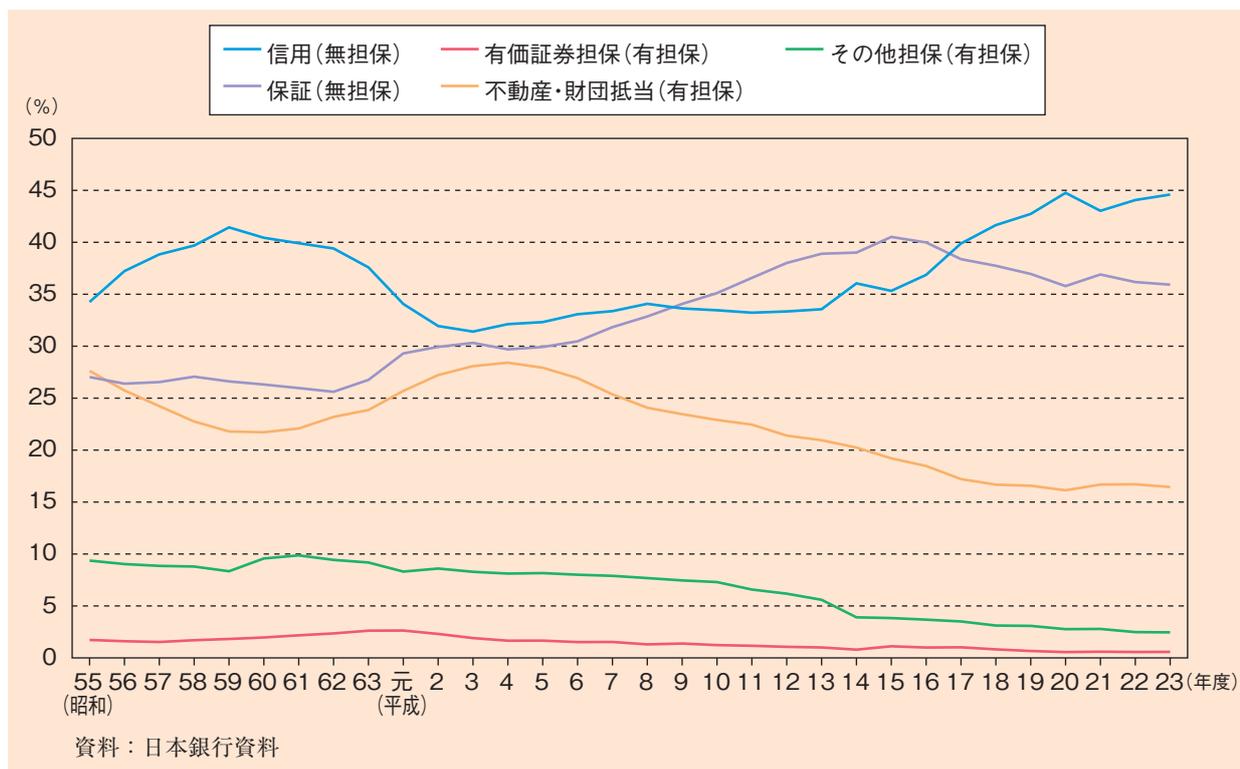
⁵平成20年土地基本調査では、平成20年1月1日現在において、土地を所有する法人は約62.4万法人（法人総数：約181.1万法人）、土地を所有する世帯は約2,560万世帯（世帯総数：約5,013万世帯）となっている。

⁶地価の変動が担保価値の変動を通じて景気変動に影響を与えることを示した研究としては、例えばKiyotaki, N. and J.H.Moore (1997) "Credit Cycles", *Journal of Political Economy*, 105, pp.211-248などがある。また、我が国における実証研究としては、小川一夫・北坂真一 (1998)『資産市場と景気変動』日本経済新聞社などがある。

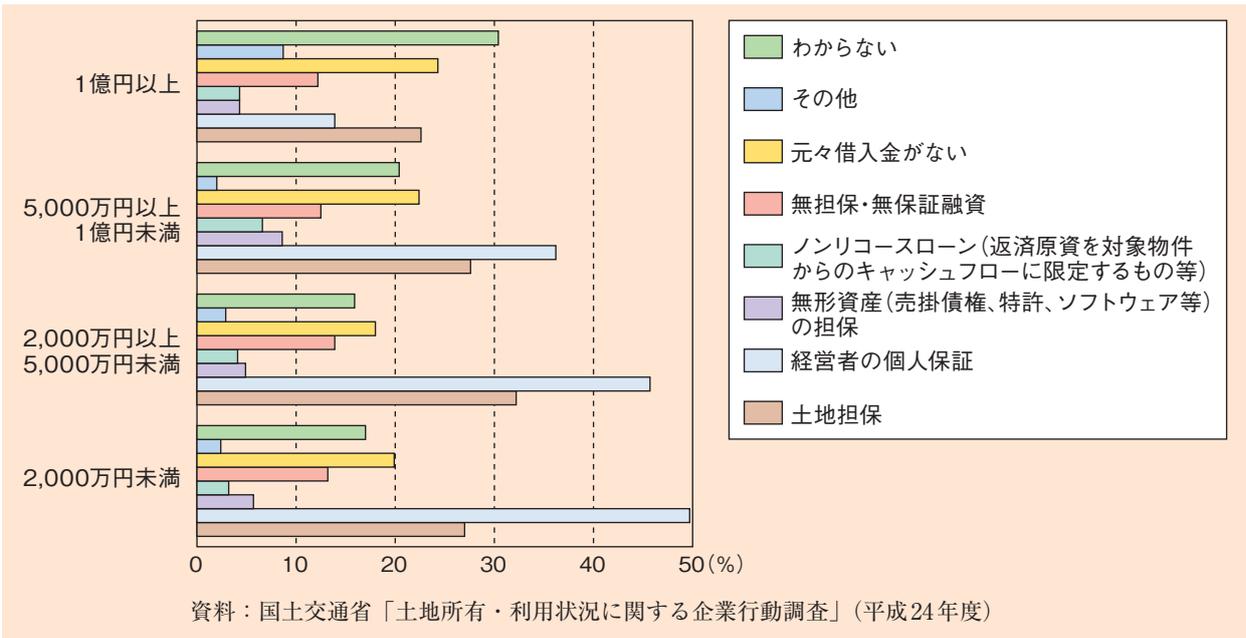
我が国では、金融システムの変化により、企業の資金調達方法が多様化し、企業が資本市場から直接資金を調達するようになってきており、企業にとっての資金調達の際の担保としての不動産の役割は低下してきているとの指摘がある。しかし、資金を貸し出す金融機関側のデータから見てみると、金融機関の貸出のうち、不動産等を担保とした貸出残高の割合は、バブル崩壊後低下傾向にあったものの、平成18年度以降は大きな変動はない（図表2-2-2）。

一方、金融機関が融資の際にどのようなことを重視しているかを借り手側の企業に尋ねたアンケート結果を見てみると、資本金の少ない企業ほど、経営者の個人保証や土地担保と回答する企業が多くなっている。また、近年、ノンリコースローンによる資金調達も増加してきているが、ノンリコースローンは、プロジェクトにより取得された不動産からの収益や売却代金が債務返済の原資となることから、企業、特に中小企業にとっては、土地などの不動産は、依然として融資を受ける際の担保としての役割を一定程度果たしていると考えられる（図表2-2-3）。

図表2-2-2 貸出金の担保内訳の推移



図表2-2-3 金融機関が融資の際に重視しているもの（資本金別）



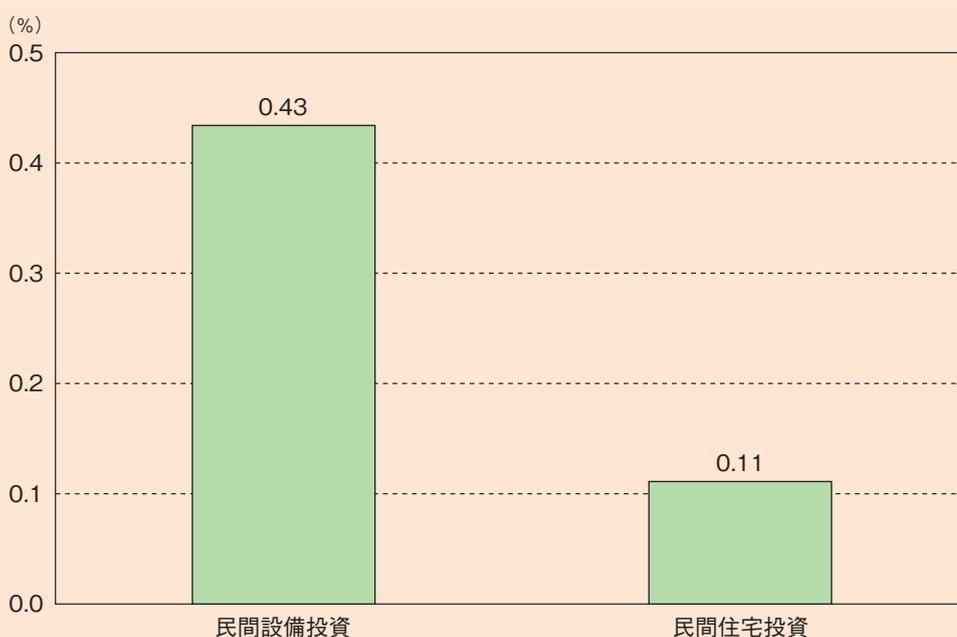
続いて、家計について見てみると、平成21年度の年次報告では、地価の変動が、家計の消費、住宅投資に与える影響について分析を行い、消費については、明確な関係が見られないものの、住宅投資については、一定の資産効果があるという結果が得られている。家計の保有する土地資産額の増加は、家計が住宅投資を行う際の資金調達力を高め、住宅投資を増加させる方向に働く可能性がある。例えば、住宅の買換え、耐震性の強化等の大規模修繕、セカンドハウスの購入等を行う場合などは、保有している土地の資産価値の増加が更なる住宅投資を喚起することが考えられる。

これらの考察を踏まえ、以下では、土地資産額等を説明変数とした設備投資関数と住宅投資関数を推計し、土地資産額の変動が、民間設備投資、民間住宅投資に与える影響を見てみる⁷。推計によれば、いずれの関数においても、土地資産額の係数は有意にプラスとなっており、土地資産額の増加は、民間設備投資、民間住宅投資を増加させるという結果が得られている⁸。また、これらの結果を用いて、土地資産額が1%増加したときの民間設備投資と民間住宅投資の変動を推計すると、民間設備投資は0.43%、民間住宅投資は0.11%増加するという結果が得られた（図表2-2-4）。

⁷ 今回の推計においては含まれていないが、住宅投資については、若年層を中心とした所得等住宅取得能力の動向が与える影響についても注視する必要がある。

⁸ 推計の詳細については、付注2参照。

図表2-2-4 土地資産額の変動が民間設備投資、民間住宅投資に与える影響



資料：国土交通省「不動産市場を考慮したマクロ経済モデルの構築業務報告書」より作成

注1：内閣府「国民経済計算」、財務省「法人企業統計季報」、総務省「人口推計」、日本銀行「金融経済統計月報」等より推計。

注2：平成22年度第3四半期において、土地資産額が1%増加したときの設備投資、住宅投資の増加率を推計したもの。

注3：詳細については、付注2参照。

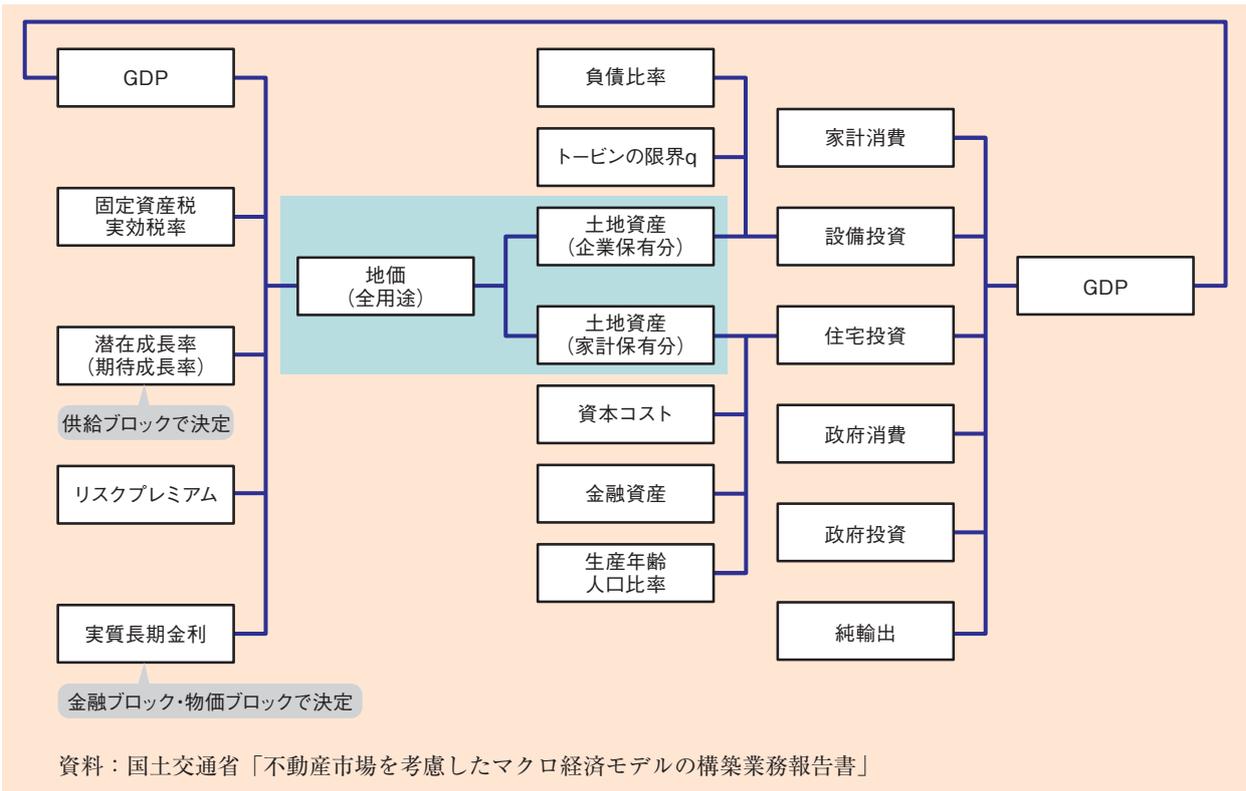
(マクロ経済への影響)

以上のように、地価の変動は、企業や家計の保有する土地資産額の変化を通じて、企業の設備投資や家計の住宅投資に対して影響を与えることになる。そこで、このような投資行動を通じた地価変動の影響がマクロ経済全体にどのような影響を与えているかを、マクロ経済モデルを用いて見てみることにする⁹。

ここで用いたマクロ経済モデルは、不動産市場を明示的に取り扱っている点で、内閣府等において用いられているマクロ経済モデルとは異なるものであり、地価の変動が、前述のようなルートを通じてマクロ経済に与える影響を分析することができる。このモデルにおいては、収益還元モデルの考え方に基づき、地価は、GDP、金利やリスクプレミアムなどの要因により決定される。そして、決定された地価は、企業や家計が保有する土地資産額に影響を与えることになる（図表2-2-5）。

⁹ 詳細については、国土交通省「不動産市場を考慮したマクロ経済モデルの構築業務報告書」を参照。

図表2-2-5 マクロ経済モデルの概要図



このマクロ経済モデルを活用することで、地価の変動がマクロ経済に与える影響をシミュレーションすることができる。ここでは、リスクプレミアムが変化することにより地価が変動した場合の影響をシミュレーションしてみよう。図表2-2-6は、リスクプレミアムが0.3%ポイント¹⁰低下することで地価が上昇した場合に、どのような影響がマクロ経済に生じるかをシミュレーションした結果を示している。

この結果によれば、リスクプレミアムの0.3%ポイントの低下は、1年目の地価を約5.12%押し上げ、民間設備投資を約0.18%、民間住宅投資を約0.11%押し上げる。こうした効果を通じてGDPは約0.03%上昇する。また、2年目、3年目にはこれらの効果が大きくなり、3年目には、民間設備投資を約1.23%、民間住宅投資を約0.58%上昇させる。このような変化が生じる過程で個人の可処分所得も増加し、個人消費についてもわずかながら上昇することとなる。

¹⁰平成20年から平成22年までの1年当たりの平均変化分は0.3%ポイントとなっている（図表2-1-6参照）。

図表2-2-6 マクロ経済モデルによるシミュレーション結果

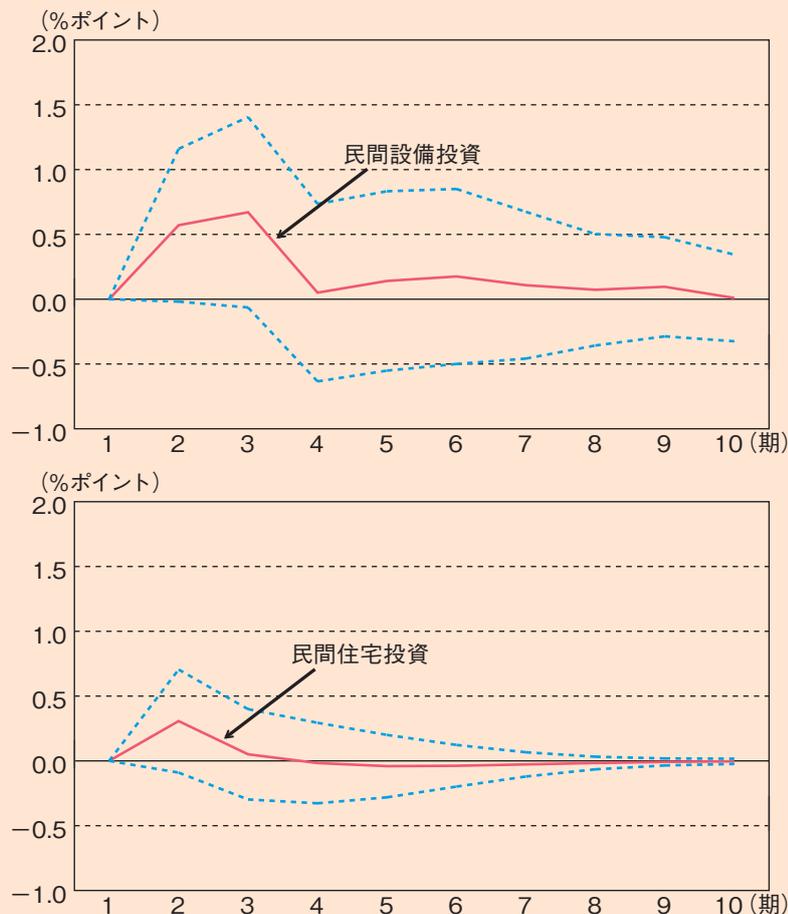
	地価	GDP (実質)	民間設備投資 (実質)	民間住宅投資 (実質)	民間消費支出 (実質)
1年目	5.12	0.03	0.18	0.11	0.01
2年目	5.68	0.11	0.67	0.39	0.03
3年目	6.22	0.20	1.23	0.58	0.08

資料：国土交通省「不動産市場を考慮したマクロ経済モデルの構築業務報告書」

注：シミュレーションの結果は、平成20年第1四半期から平成22年第4四半期までの3年間について、リスクプレミアムが0.3%ポイント低かった場合の各項目の変化率を示している。

続いて、マクロモデルでの分析結果をVAR分析により確認してみる。VAR分析は、複数の変数間の時系列的な結びつきを分析する手法であり、この分析を用いることにより、ある変数に対するショックに対して、他の変数がどのように反応するかを明らかにすることができる。分析結果を見ると、地価に対するショックは、民間設備投資に対してプラスの影響をもたらしており、また、民間住宅投資に対しても同じようにプラスの影響をもたらしている。こうした結果は、マクロ経済モデルによって得られたシミュレーション結果とも整合的であり、地価の変動がマクロ経済に影響を与えることを示している（図表2-2-7）。

図表2-2-7 地価ショックによる設備投資、住宅投資への影響



資料：国土交通省「不動産市場を考慮したマクロ経済モデルの構築業務報告書」

注1：分析の詳細については、付注3参照。

注2：破線は2標準偏差の幅の信頼区間を示す。

(地価変動による消費への影響)

これまでの多くの研究により、金融資産の価格変動は、資産効果を通じて消費行動に影響を与えることが知られている。しかしながら、不動産の価格変動が、消費に対して資産効果をもたらすかどうかについては、我が国においては必ずしも明確な結論は得られていない。

例えば、平成15年に経済産業省が行った「資産デフレが企業・家計に及ぼす影響」に関するアンケート調査では、所有する土地の価格下落が消費支出に及ぼした影響について、回答者の42.1%が、消費支出を減少させていると回答している。

一方で、データを用いた計量的な分析では、住宅などの不動産資産が必ずしも消費に対して有意な影響を与えていないという結果となっているものもある¹¹。金融資産と異なり流動性が低いことなどが、資産効果として現れにくいことの背景の一つにあると考えられるが、不動産の証券化が進む中で、Jリート等の不動産を裏付けとした金融商品が増加しており、これらの金融資産を通じて、地価変動が家計の消費行動に影響を与えるようになる可能性も考えられる。

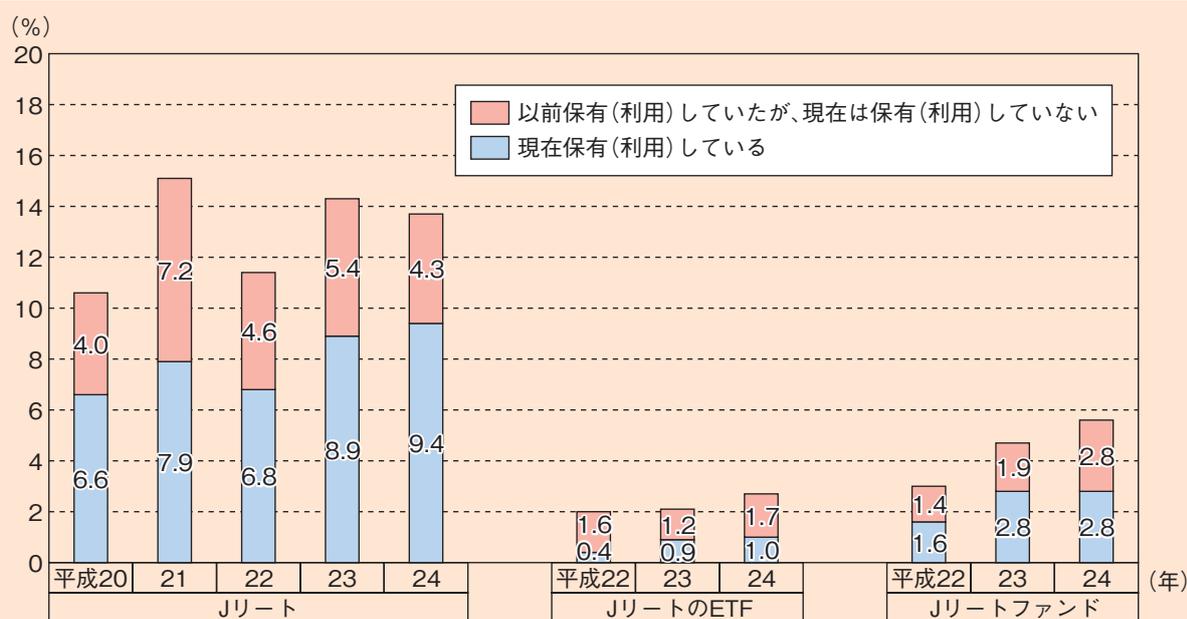
Jリート等の保有状況を、一般社団法人不動産証券化協会が実施している「個人投資家に対するJリート認知度調査」で見ると、Jリートを保有している人と保有経験がある人の割合は、平成24年で13.7%にとどまっているが、JリートファンドやJリートのETF¹²についての保有状況を見ると、わずかではあるが年々増加してきている(図表2-2-8)。また、Jリートに特化した投資信託の残高の推移を見ると、リーマンショック時に落ち込みを見せたがその後回復し、平成24年度末には約1兆8,000億円となっている(図表2-2-9)。

このように、直接Jリートを保有しなくとも、Jリートを運用対象とする投資信託を保有すること等により、不動産市場の動向により直接影響を受ける金融資産を、個人が保有する機会も多くなってきていると考えられる。

¹¹ 例えば、平成21年度年次経済財政報告(経済財政白書)、平成21年度土地に関する動向の年次報告(土地白書)など。

¹² Exchange-Traded Fundの略であり、証券取引所で取引される投資信託のこと。

図表2-2-8 個人投資家のJリート等の保有経験



資料：一般社団法人不動産証券化協会「個人投資家に対するJリート認知度調査」

図表2-2-9 Jリートに特化した投資信託の残高の推移



資料：SMBC日興証券(株)
注：月末時点の数値。

以上のように、地価や不動産価格の変動は、様々なルートを通じて企業や家計の行動に影響を与えており、ひいてはマクロ経済にも影響を及ぼす。本節の分析結果は、一定の仮定をおいた上での分析であり、当然のことながら、その結果については幅を持って解釈する必要があるが、地価の変動は、不動産市場への影響にとどまらず、家計や企業の行動を通じて、マクロ経済にも影響を与えることを示すものであり、地価は我が国経済を考える上でも重要な要素の一つであることを示している。

現在、大胆な金融緩和政策が進められる中で、地価や不動産価格の変動に対して、どのような政策をとるべきかを検討するに際しては、マクロ経済に与える影響も考慮した上で、マクロ経済政策や金融政策と連携しながら検討を進めていくことが必要であり、引き続き不動産市場とマクロ経済との関係についての分析を進め、その上で適切な政策判断や対応を進めることが重要であろう。

第3節 グローバル化が進む不動産市場

我が国経済のグローバル化が進む中で、2000年代に入って急速に浸透した不動産の証券化は、不動産市場の一層のグローバル化を促し、世界の不動産市場の中でも一定のシェアを占める我が国の不動産市場には、海外からも多くの投資が行われてきた。しかし、平成20年（2008年）のリーマンショックを契機として広まった世界金融危機は、世界的な不動産投資の低迷と我が国における不動産市場の冷え込みをもたらした。

従来、不動産は国境を越えて移動しない財と認識され、国際的な投資とは関連性の低いものと思われてきたが、証券化により国境を越えた投資が容易となり、不動産市場を考える際には、海外からの投資を無視することはできなくなっている。また、資産デフレの中、我が国の不動産市場の活性化のためには、市場の透明性を高めること等により国内投資の活性化を図るだけでなく、海外の経済成長の活力を取り込んでいくことが必要である。

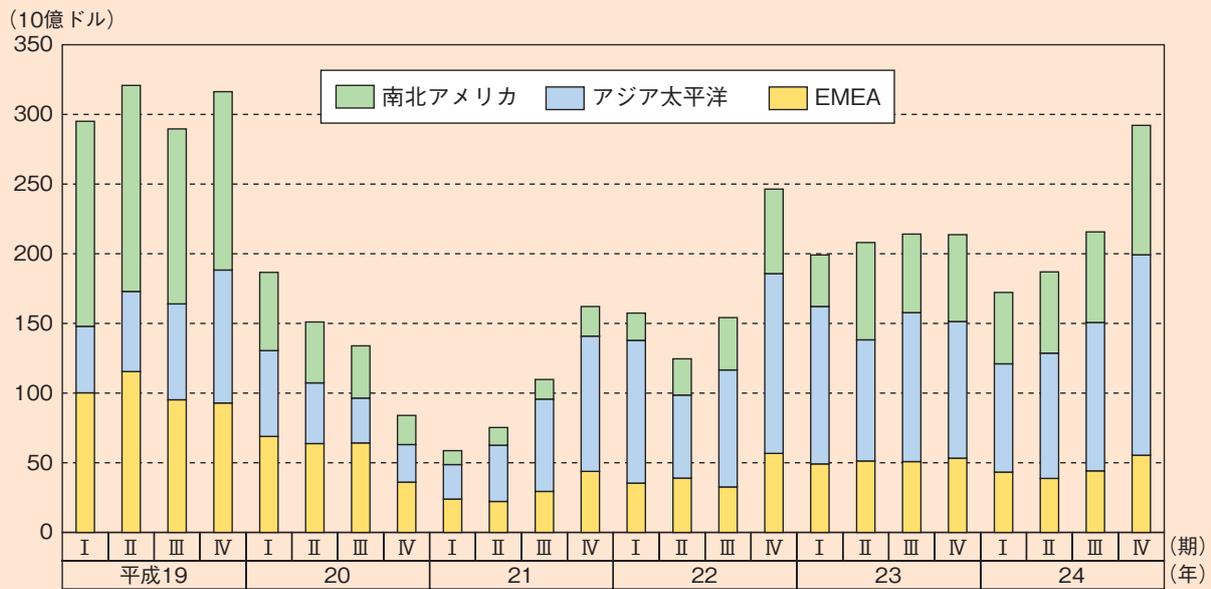
本節では、不動産市場のグローバル化の状況を概観しつつ、海外投資家による我が国の市場に対する評価を分析し、更なる国際化に向けた課題と今後の取組について紹介する。

（世界の不動産投資の動向）

近年の世界的な不動産投資動向を見てみると、リーマンショック前後に急激に落ち込んだ不動産取引額は、その後回復傾向が続いており、平成24年（2012年）第4四半期には、平成19年（2007年）の水準にまで回復した。地域別の取引額を見ると、南北アメリカ地域やアジア太平洋地域における回復が顕著である（図表2-3-1）。

また、平成24年（2012年）の都市別の取引額を見ると、ニューヨーク、ロンドンに次いで東京は3位となっており、アジア地域では最も取引額が多くなっている（図表2-3-2）。

図表2-3-1 世界の不動産取引額の推移



資料：Real Capital Analytics／(株)日経BP社 日経不動産マーケット情報
 注1：対象は1,000万ドル以上の事業用不動産と開発用地（以下、図表2-3-2、2-3-3も同様）。
 注2：EMEAは欧州・中東・アフリカ地域。

図表2-3-2 世界の都市別不動産取引額

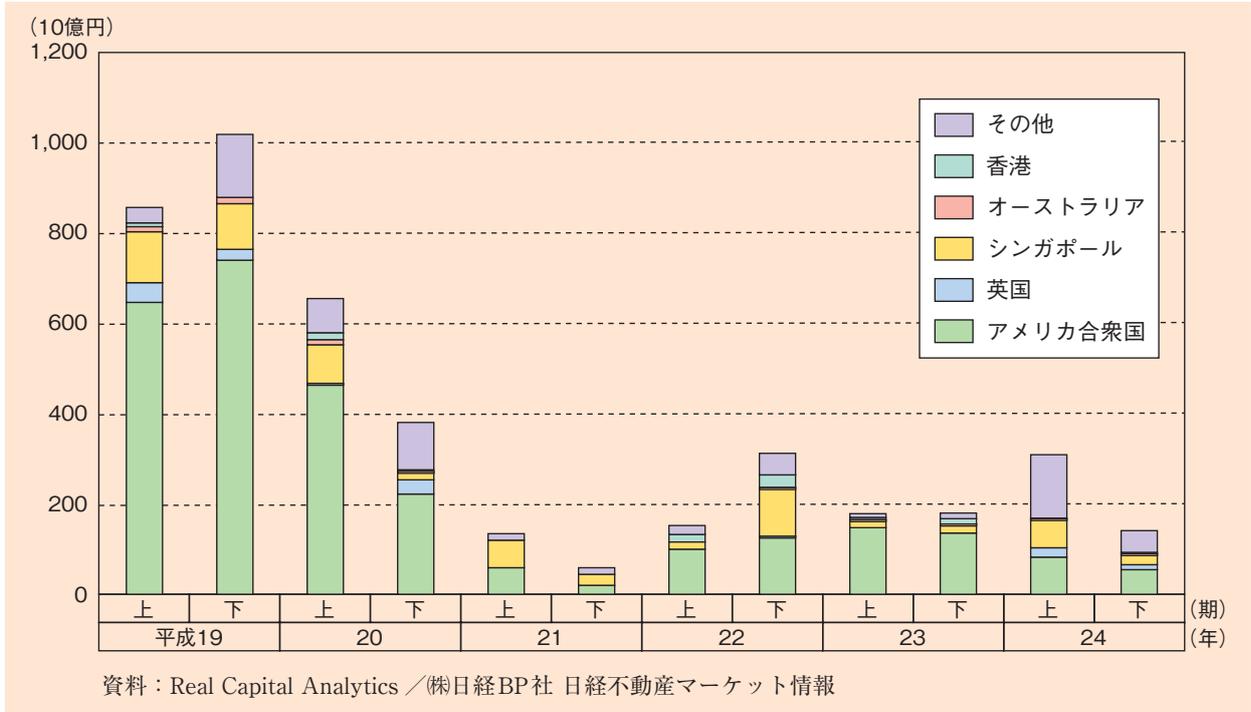
都 市	平成24年不動産取引額 (100万ドル)
ニューヨーク	38,188
ロンドン	31,739
東京	21,838
ロサンゼルス	21,643
サンフランシスコ	19,938
パリ	16,677
香港	16,624
ワシントンDC	14,234
シカゴ	10,615
シアトル	9,241
ヒューストン	8,624
ダラス	8,098
シンガポール	7,842
ベルリン	7,217
ボストン	6,880
シドニー	6,727
トロント	6,584
サウスフロリダ	6,515
ストックホルム	6,415
ソウル	6,385
アトランタ	6,105
上海	5,661
デンバー	5,508
フェニックス	5,415
フランクフルト	4,923
モスクワ	4,645
ブリスベン	4,604
サンディエゴ	4,477
オースティン	4,359
北京	4,149

資料：Real Capital Analytics／(株)日経BP社 日経不動産マーケット情報

(我が国へのクロスボーダー投資の動向)

我が国へのクロスボーダー投資の動向を見てみると、リーマンショック後の落ち込みから大きな変化は見られないが、投資元については、平成24年には、英国、シンガポールやその他の国からの投資が増加してきている（図表2-3-3）。

図表2-3-3 我が国へのクロスボーダー投資の推移



海外には、アメリカ合衆国、オーストラリア、シンガポールなどを中心に、我が国における不動産を運用対象としているREITもあり、中には我が国の不動産のみを運用対象としているものも存在する（図表2-3-4）。

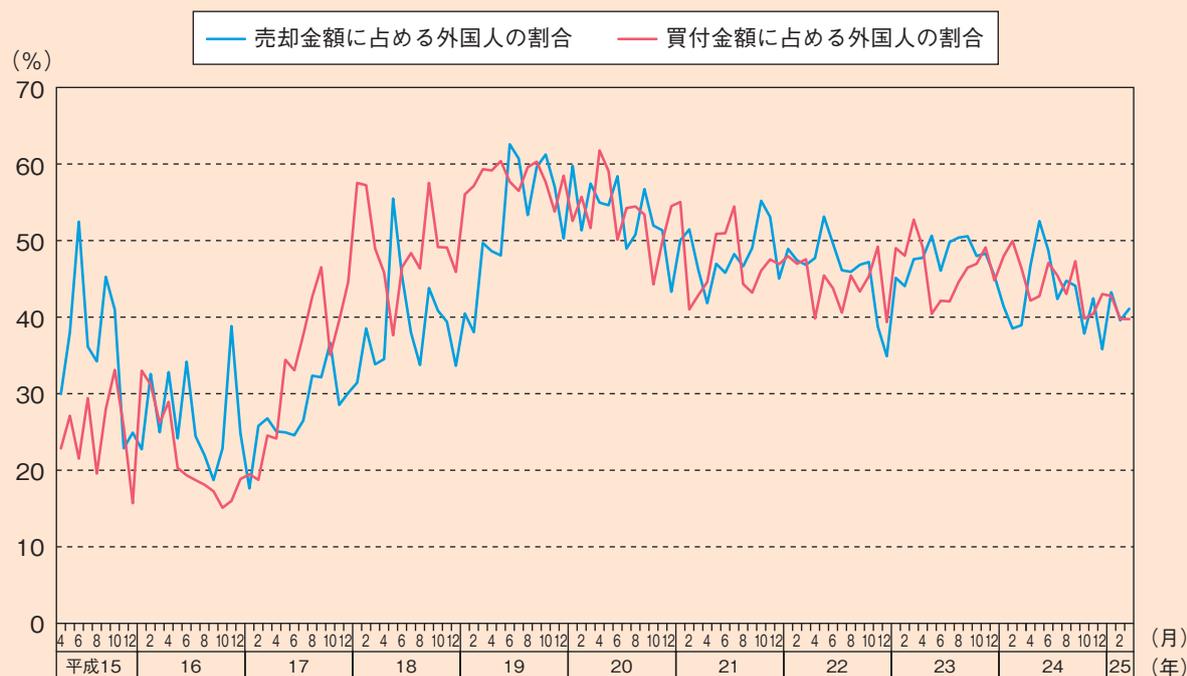
また、Jリート市場においても、海外投資家は、売買代金の約4~5割を占めるほか、投資口数の保有比率の約3割を占めており、海外投資家は、市場動向に大きな影響を与える存在となっている（図表2-3-5、6）。

図表2-3-4 日本に投資している海外REIT

対象	REIT名称	上場国	代表的な投資物件
日本に特化	Astro Japan Property Trust	オーストラリア	JNビル（神奈川県横浜市）
	Galileo Japan Trust	オーストラリア	ラパーク岸和田（大阪府岸和田市）
	Saizen Real Estate Investment Trust	シンガポール	エミュー水前寺（熊本県熊本市）
日本以外へも投資	Prologis	アメリカ合衆国	プロロジスパーク東京（東京都大田区）
	Simon Property Group	アメリカ合衆国	御殿場プレミアム・アウトレット（静岡県御殿場市）
	W. P. Carey	アメリカ合衆国	ワンビシ関東第5センター（埼玉県寄居町）
	Ascendas Hospitality Trust	シンガポール	ホテルサンルート有明（東京都江東区）
	Ascott Residence Trust	シンガポール	サマセット麻布（東京都港区）
	Mapletree Logistics Trust	シンガポール	神奈川ロジスティクスセンター（神奈川県座間市）
	Starhill Global REIT	シンガポール	EBISU FORT（東京都渋谷区）
	Parkway Life REIT	シンガポール	ひまわりホーム鎌倉（神奈川県鎌倉市）

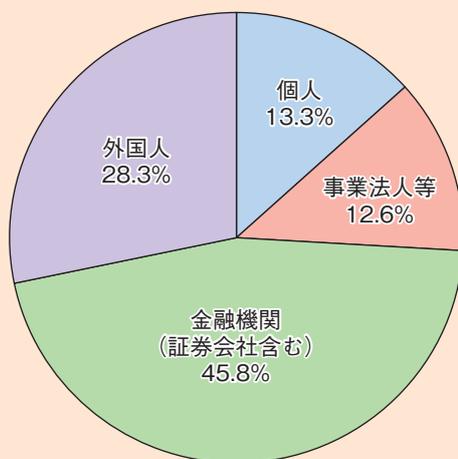
資料：(株)日経BP社 日経不動産マーケット情報

図表2-3-5 Jリート市場の売買代金に占める外国人の割合



資料：(株)東京証券取引所資料より SMBC 日興証券(株)作成

図表2-3-6 Jリーートの投資家別保有比率



資料：各Jリーートの決算説明会資料等によりみずほ証券(株)作成
注：平成25年3月28日現在の数値。

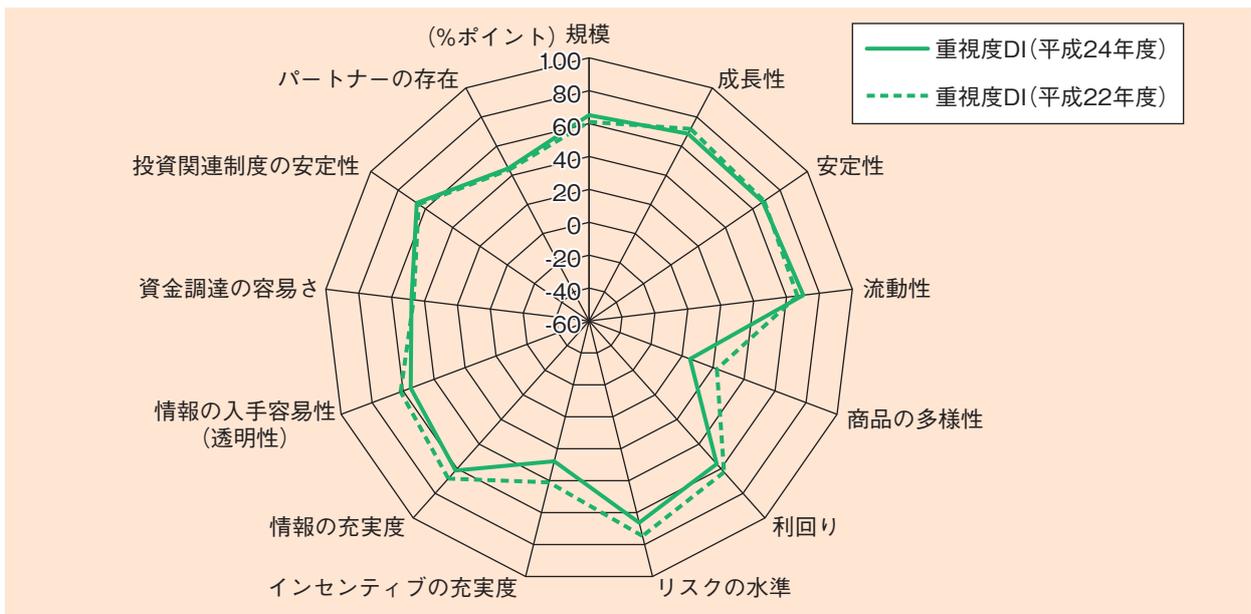
(海外投資家から見た我が国不動産市場に対する評価)

以上のように、世界の不動産投資は再び活発化してきており、海外からの投資動向が、我が国の不動産市場の動向にも大きく影響してくるものと考えられる。そこで、リーマンショック後の我が国の不動産市場に対する海外投資家の評価がどのように変化しているかを、平成24年度に実施した海外投資家に対するアンケート調査（以下「海外投資家アンケート調査」という。）から見てみる。

今回の海外投資家アンケート調査では、平成21、22年度に実施した調査に引き続き、投資地域の選択に際して重視することと、それらについての日本や海外の各地域の不動産市場に対する評価を聞いており、以下ではDIによりその結果を見てみる。

まず、海外投資家が投資地域の選択に際して重視することを見てみると、「不動産市場の流動性」(70.2ポイント)、「不動産市場の成長性」(68.6ポイント)、「不動産市場の安定性」(67.3ポイント)、「不動産投資リスクの水準」(66.3ポイント)、「不動産投資関連制度の安定性」(66.3ポイント)、「不動産市場の規模」(65.2ポイント)が重視されており、前回調査と大きな差異は見られない(図表2-3-7)。

図表2-3-7 海外投資家が投資地域の選択に際して重視すること



資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」

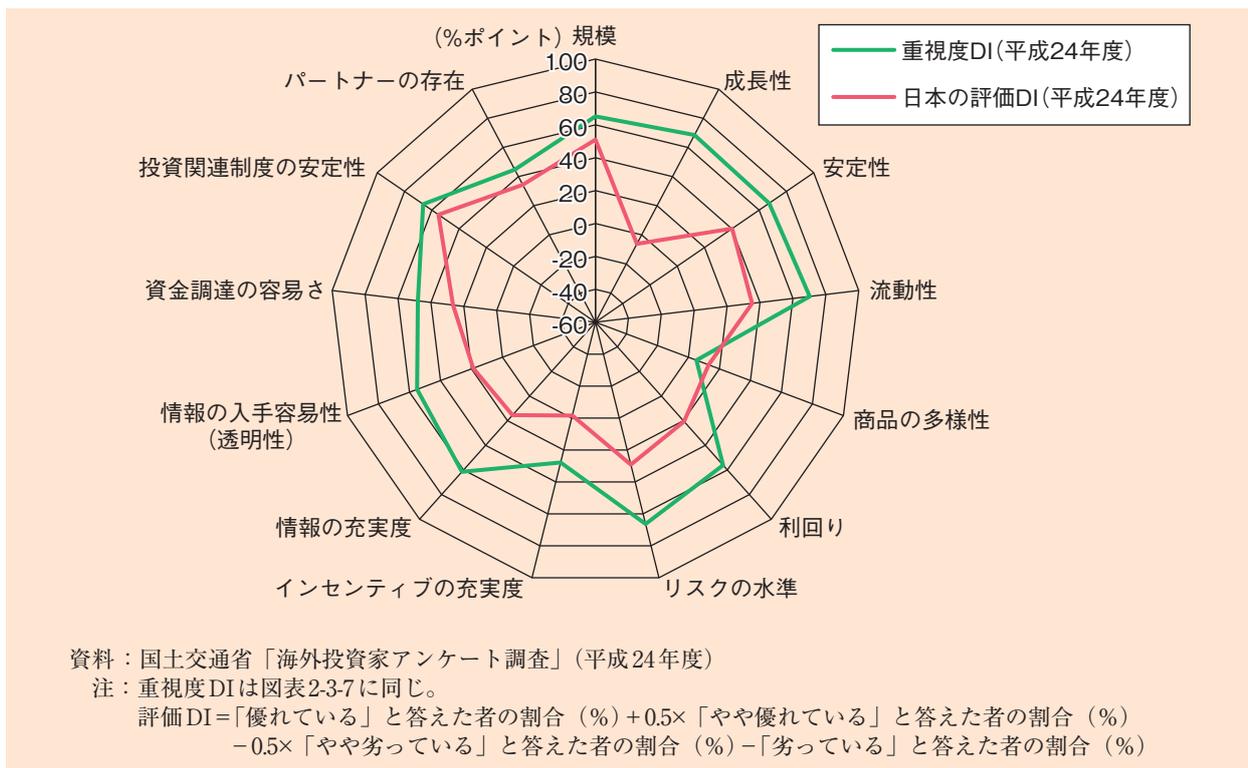
注1：各項目は、調査においては下記の通り尋ねている。以下、図表2-3-8、2-3-9、2-3-11、2-3-12も同じ。

- 規模…「不動産市場の規模」
- 成長性…「不動産市場の成長性」
- 安定性…「不動産市場の安定性」
- 流動性…「不動産市場の流動性」
- 商品の多様性…「不動産市場における商品（不動産）の多様性」
- 利回り…「不動産市場における平均的な利回り」
- リスクの水準…「不動産投資リスクの水準」
- インセンティブの充実度…「税優遇等の不動産投資におけるインセンティブの充実度」
- 情報の充実度…「不動産投資関連情報の充実度」
- 情報の入手容易性（透明性）…「不動産投資関連情報の入手容易性（透明性）」
- 資金調達の容易さ…「不動産投資における資金調達の容易さ」
- 投資関連制度の安定性…「不動産投資関連制度の安定性」
- パートナーの存在…「信頼できるパートナーの存在」

注2：重視度DI＝「重視する」と答えた者の割合（％）＋0.5×「やや重視する」と答えた者の割合（％）－0.5×「あまり重視しない」と答えた者の割合（％）－「重視しない」と答えた者の割合（％）

続いて、日本の不動産市場に対する評価について見てみると、評価が高かったのは、「不動産投資関連制度の安定性」(55.1ポイント)であり、次いで「不動産市場の規模」(51.0ポイント)、「不動産市場の安定性」(40.2ポイント)、「不動産市場の流動性」(35.2ポイント)となった。重視度と比較してみると、重視度が高いにもかかわらず評価が低い項目は「不動産市場の成長性」であり、これには我が国の人口構造なども心理的に大きく影響していると考えられる。その他、「不動産投資リスクの水準」、「不動産投資関連情報の充実度」、「不動産投資関連情報の入手容易性(透明性)」も重視度が高いにもかかわらず評価が低くなっている(図表2-3-8)。

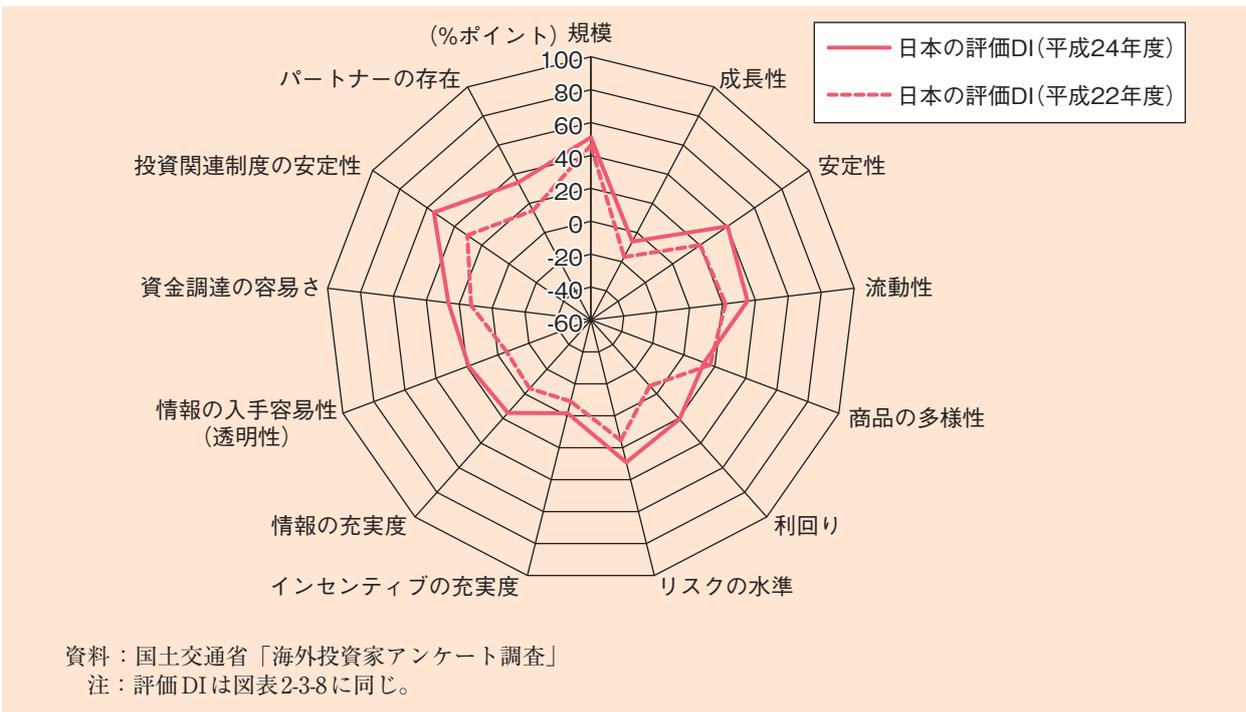
図表2-3-8 海外投資家の我が国の不動産市場に対する評価(重視度との比較)



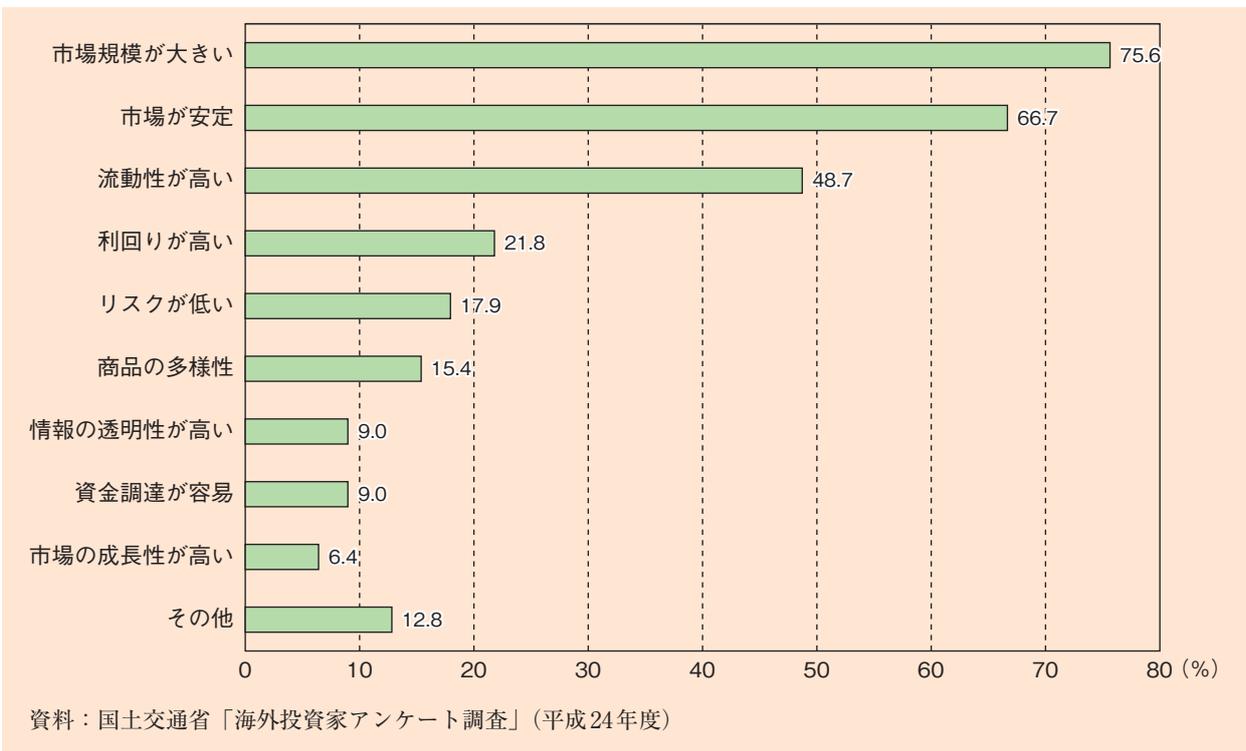
また、日本に対する評価を前回調査(平成22年度調査)と比較すると、「不動産市場における商品(不動産)の多様性」を除いたすべての項目で評価が上昇した。特に大きく伸びているのは「不動産市場における平均的な利回り」(27.1ポイント増)、「不動産投資関連制度の安定性」、「不動産投資関連情報の入手容易性(透明性)」(共に24.5ポイント増)、「不動産市場の安定性」(20.1ポイント増)であり、平成22年度調査の結果が世界金融危機後でありその影響を大きく受けたものであったことに鑑みると、市場の立ち直りを評価されているととらえることができる(図表2-3-9)。

日本への不動産投資実績がある投資家に、日本への投資をした理由について尋ねた結果をみても、「市場規模が大きい」(75.6%)、「市場が安定」(66.7%)、「流動性が高い」(48.7%)の割合が高く、上記で見たような日本の不動産市場に対する評価が反映されたものになっている(図表2-3-10)。

図表2-3-9 海外投資家の我が国の不動産市場に対する評価（経年比較）



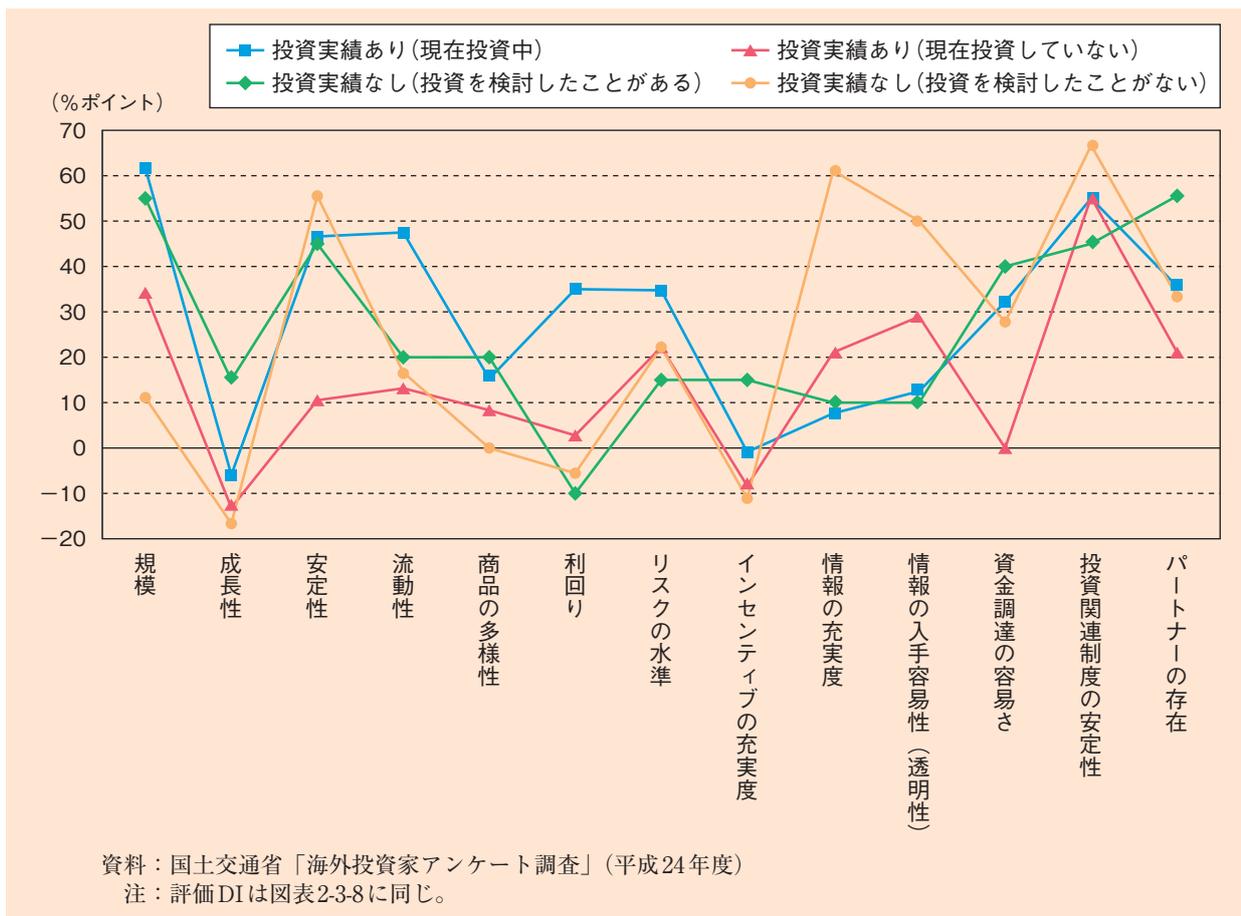
図表2-3-10 海外投資家の日本に投資をした理由



次に、日本への投資実績の有無による評価の比較を行う。投資実績があり、かつ現在投資中の投資家による評価を見ると、「不動産市場の流動性」、「不動産市場における平均的な利回り」について、他の属性の投資家よりも高い評価をしており、日本の不動産市場の現状に即したものとなっている。

一方で、不動産投資関連情報については、投資実績のある投資家や投資を検討したことがある投資家の方が、投資実績も投資を検討したこともない投資家と比べて、充実度、入手容易性（透明性）共に評価が低い。これは投資を検討する際に必要な情報が思ったように得られなかった経験に起因しているものと考えられる。これら2項目については、図表2-3-9で見たとおり前回調査より20ポイント程度の改善が見られるものの、引き続き我が国の不動産市場の大きな課題となっている（図表2-3-11）。

図表2-3-11 海外投資家の我が国の不動産投資市場に対する評価（投資実績別）



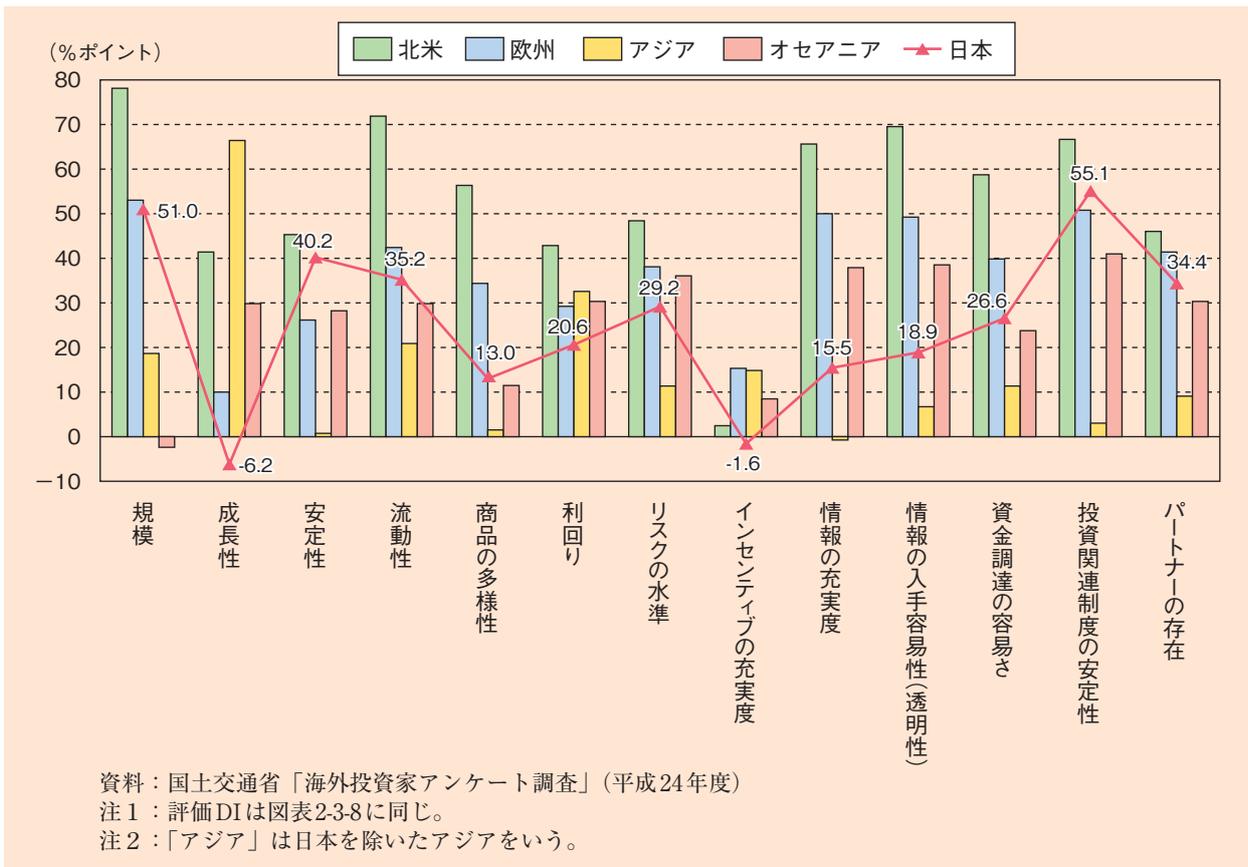
続いて、日本と海外各地域の不動産市場の評価の比較を行う。我が国の評価が高かった「不動産市場の規模」、「不動産市場の安定性」、「不動産投資関連制度の安定性」に着目してみると、規模は、北米には劣るものの、欧州とは同程度で、アジア¹³やオセアニアより高評価となった。また、市場の安定性、制度の安定性についても同様に、北米には劣るものの他の地域より高評価であった。

一方、我が国の評価が低かった「不動産市場の成長性」、「不動産投資におけるインセンティブの充実度」について見てみると、成長性やインセンティブの充実度では、すべての地域の中で最も低い評価となったが、図表2-3-9で見たとおり、前回調査からは改善が見られている。

その他、「情報の充実度」、「情報の入手容易性（透明性）」はアジアよりは評価が高いものの、他の地域と比べて低くなっている（図表2-3-12）。

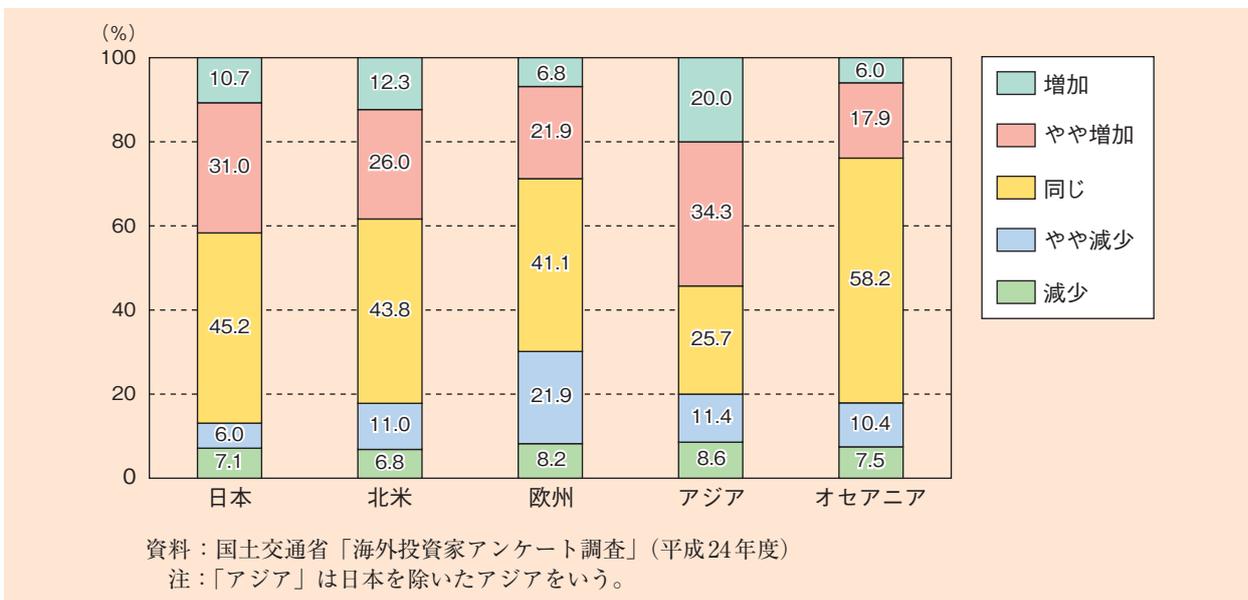
¹³本アンケートでは、「アジア」は日本を除くアジアをいう。

図表2-3-12 海外投資家の各地域の不動産市場に対する評価



さらに、各投資家に対して、現在と今後（3年後）の投資方針を尋ねたところ、日本の不動産に対する投資額を「増加させる（＝「増加」＋「やや増加」）」との回答割合は41.7%で、アジアに次いで2番目に多かった。逆に、投資額を「減少させる（＝「減少」＋「やや減少」）」との回答は全地域中最も少なく13.1%に留まっており、今後、海外投資家が日本の不動産への投資額を増加させていく意向が比較的強いものと考えられる（図表2-3-13）。

図表2-3-13 海外投資家の今後の不動産投資意向

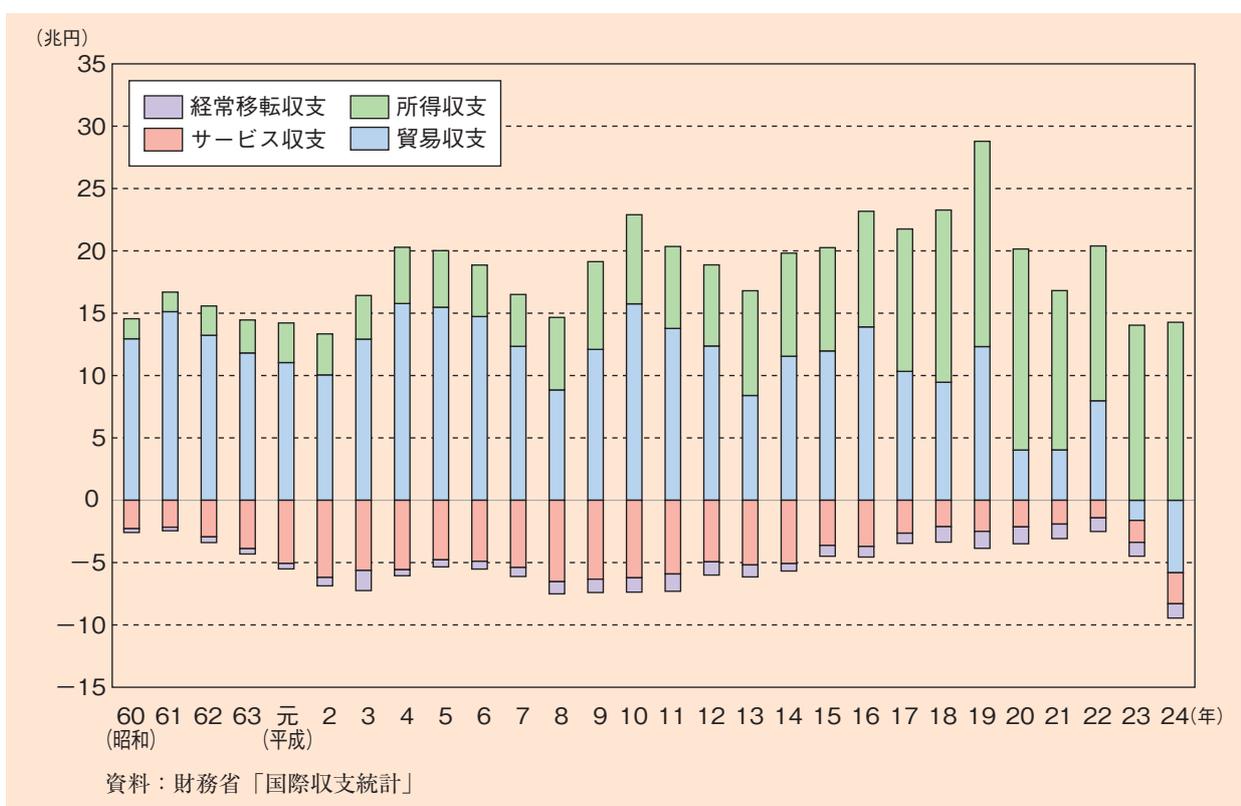


以上を整理すると、我が国市場への評価は前回調査よりも総じて改善しており、海外投資家による投資意欲も高い。今後、情報の充実度や透明性などの課題を改善するとともに、我が国の長期的な成長力を高めていくことが、海外からの投資の活性化に向けて必要と考えられる。

(我が国からの海外展開の動向)

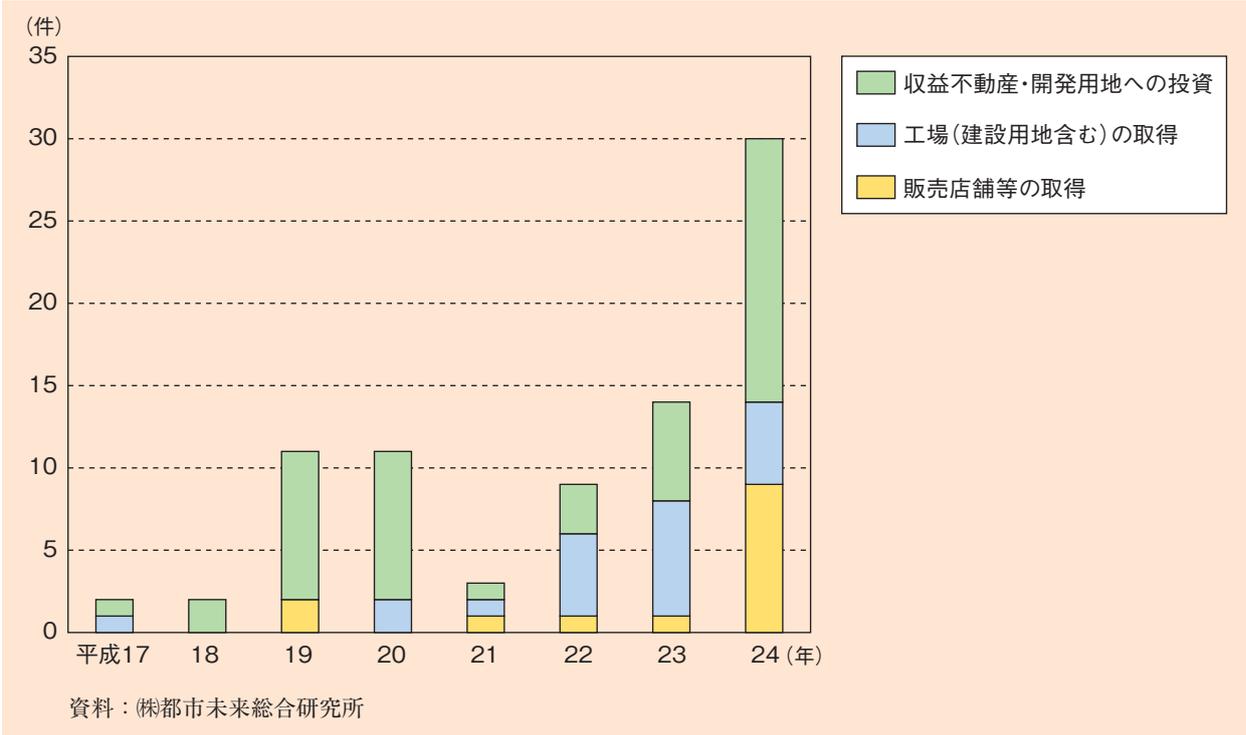
我が国の経常収支の動向を見ると、所得収支の黒字が経常収支の黒字を支えており、我が国が、輸出以上に海外投資が生み出す利子や配当によって所得を得る経済構造に変化していることが分かる（図表2-3-14）。このため、不動産業をはじめとする我が国からの海外投資の動向が、今後の経常収支の動向にも大きな影響を与えることとなる。

図表2-3-14 我が国の経常収支の推移



こうした状況の中、我が国の不動産市場のグローバル化が進む一方で、我が国から海外への投資も活発化してきており、住宅・商業施設等の開発を中心にアジアをはじめとする海外での事業展開も進められている（図表2-3-15、コラム参照）。

図表2-3-15 日本企業による海外不動産取得件数の推移



我が国企業は、これまでも、欧米諸国を中心に不動産開発・管理事業の海外展開を進めてきたが、近年では、人口増加が見込まれる東アジアも視野に入れて事業を展開する動きが見られる。

海外プロジェクト事例①

＜中国・（仮称）上海嘉南プロジェクト＞

丸紅株式会社、三井不動産レジデンシャル株式会社、三菱地所株式会社は、共同出資する好世投資（香港）有限公司と上海泰路実業発展有限公司で設立した上海好世嘉南置業有限公司において、上海市嘉定区南翔鎮で開発用地を取得し、約1,700戸の分譲住宅と商業施設の開発を行っている。本プロジェクトは、プロジェクトに参加する各社が持つノウハウを背景に、環境に配慮した省エネ住宅や、クラブハウス等の共用施設、緑化、水景等を豊富に設置するなど、高品質な商品企画が特徴となっている。



海外プロジェクト事例②

＜ベトナム・TOKYU BINH DUONG GARDEN CITY（東急ビンズン田園都市）プロジェクト＞

東急電鉄は、現地デベロッパーであるBECAMEX IDC CORP.と合併会社ベカメックス東急を立ち上げ、これまで行ってきた「東急多摩田園都市」をはじめとする沿線開発のノウハウを生かし、街区面積約110ha（開発面積70ha）となるエリア開発を行っている。ベトナム市場の経済成長を見込み、同地域における公共交通システム開発についての調査も行い、日本企業初となる「街づくりパッケージ」の輸出をテーマに計画を進めている。



また、企業による海外展開だけでなく、投資家による海外への投資も拡大してきている。図表2-3-16は日本国内で販売されているグローバルREITに特化した投資信託の残高の推移を見たものであるが、その規模は拡大傾向にあり、我が国の個人投資家も海外のREITも対象として資産運用を行うようになってきていることが分かる。

図表2-3-16 グローバルREITに特化した投資信託の残高の推移



(各国の不動産市場の連動性)

このように経済や不動産市場のグローバル化が進む中で、我が国だけでなく、各国の不動産市場、特に不動産投資市場の動きは、他国の経済動向からも影響を受けるようになってきていると考えられる。

図表2-3-17は、日本、アメリカ合衆国、英国、オーストラリア、香港、シンガポールにおける不動産市場の動向を表す指標から、各国の市場動向と他の国の市場動向との関係を、二つの期間（平成6年（1994年）～平成14年（2002年）、平成15年（2003年）～平成24年（2012年））に分けて見たものである。これを見ると、平成14年（2002年）以前では、アメリカ合衆国、英国、オーストラリアの間では非常に高い相関関係があり、これらの地域では同じ市場のサイクルを持っていたことがうかがえるが、平成15年（2003年）以降では英国、オーストラリア、シンガポール、香港の間で高い相関が見られる。日本について見ると、平成14年（2002年）以前に見られたアメリカ合衆国、英国、オーストラリアとの間の明確な負の相関が、その後の期間においては見られなくなっており、香港においても、アメリカ合衆国、英国などとの間に見られた負の相関が見られなくなっていることから、各国における不動産市場の連動性が高まっている可能性が考えられる。

図表2-3-17 各国の不動産価格指標の関係

1994年～2002年						
	日本	アメリカ合衆国	英国	オーストラリア	香港	シンガポール
日本	1.000					
アメリカ合衆国	-0.912	1.000				
英国	-0.933	0.993	1.000			
オーストラリア	-0.895	0.988	0.983	1.000		
香港	0.600	-0.768	-0.732	-0.736	1.000	
シンガポール	0.494	-0.612	-0.622	-0.605	0.573	1.000
2003年～2012年						
	日本	アメリカ合衆国	英国	オーストラリア	香港	シンガポール
日本	1.000					
アメリカ合衆国	0.452	1.000				
英国	0.344	-0.195	1.000			
オーストラリア	-0.179	-0.698	0.777	1.000		
香港	-0.412	-0.690	0.636	0.876	1.000	
シンガポール	-0.146	-0.647	0.806	0.934	0.939	1.000

資料：日本…一般財団法人日本不動産研究所「市街地価格指数」における住宅地（六大都市）
 アメリカ合衆国…「S&Pケース・シラー住宅価格指数」
 英国、オーストラリア、香港…BIS「Property price statistics」
 シンガポール…都市再開発庁（URA）「住宅価格指数」

注1：各国のデータを2000年第1四半期を100として指数化した数値の相関係数を計算している。

注2：高い正の相関が見られるもの（0.7以上）を□、高い負の相関が見られるもの（-0.7以下）を■としている。

また、各国のリート指数の推移を見てみると、その動きは概ね一致しており、リーマンショックが起きた平成20年（2008年）以降の各国間の相関係数を見ても、各国のリート指数が連動していることが見てとれる（図表2-3-18、19）。

(グローバル化に対応した不動産市場の整備に向けた取組と課題)

以上のようなグローバル化の流れの中で、不動産市場を活性化し、海外の成長を取り込むためには、国内外の投資家が安心して投資ができるような環境を整備するとともに、海外へ投資をしやすい環境を整備していくことが求められる。

ここでは、市場のグローバル化に対応するために現在進められている主要な取組や、今後の課題を整理・紹介する。

(1) 国際指針に対応した不動産価格指数の整備

IMF（国際通貨基金）やEurostat（欧州委員会統計局）等の国際機関や日本を含む各国の有識者が協力して、平成23年5月に不動産価格指数（住宅）の整備に関する国際指針（Residential Property Price Indices Handbook）が作成された。これを受けて、国土交通省を事務局とし、日本銀行、金融庁、内閣府、総務省、法務省等と連携して平成22年度及び平成23年度に開催した「不動産価格の動向指標の整備に関する研究会」での検討を経て、国際指針に基づく「不動産価格指数（住宅）」を開発し、平成24年8月より速報、平成25年1月より確報の試験運用を開始した。本指数は、年間約30万件の住宅・マンション等の取引価格情報をもとに、全国・ブロック別・都市圏別に毎月の不動産価格を指数化したものであり、確報では、鑑定評価員の現地調査による詳細なデータを加えて算出した指数を公表している。

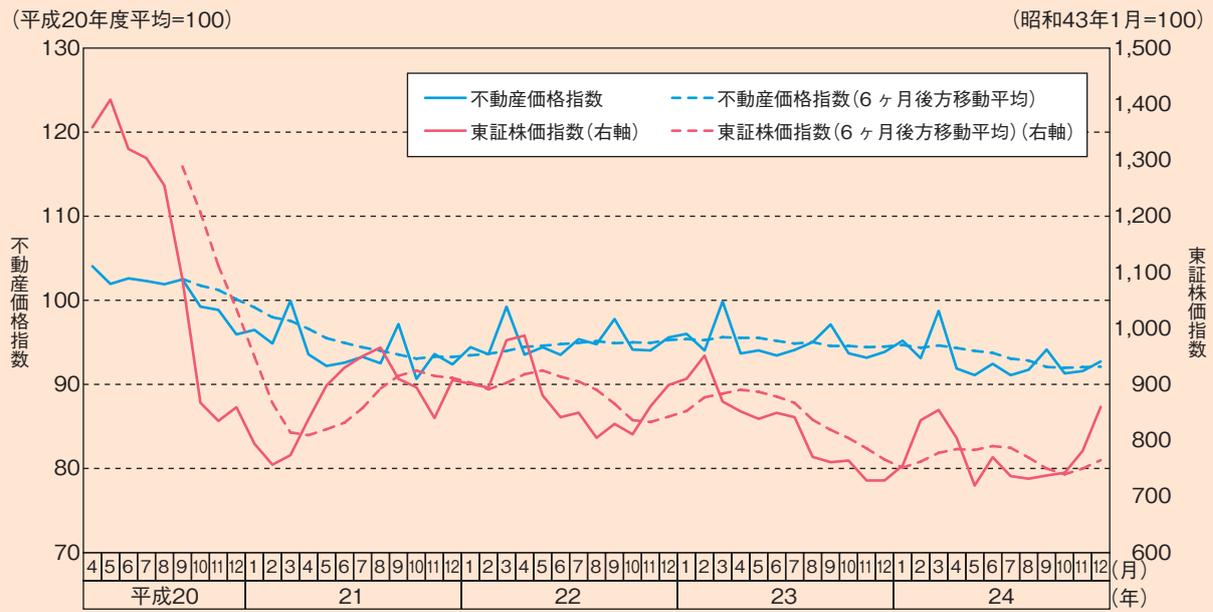
不動産価格指数（住宅）は、不動産市場の過熱や冷え込みの適時・適切な把握を可能とし、不動産市場の透明性を向上させるものであり、不動産取引の活性化に寄与するほか、他の指標と合わせて我が国経済の動向判断に活用することで、土地政策の他、財政・金融政策等へ寄与することが期待される。

例えば、不動産価格指数（住宅）のうち住宅総合・全国の指数の6ヶ月後方移動平均と東証株価指数（TOPIX）の6ヶ月後方移動平均を比較してみると、不動産価格指数（住宅）は、東証株価指数と同様に平成20年（2008年）の金融危機以降下落したが、平成21年（2009年）以降の景気回復を受けて、不動産価格指数（住宅）は下落幅が縮小し、東証株価指数は回復を見せた。平成23年（2011年）以降は、不動産価格指数（住宅）と東証株価指数は共に緩やかに下落している（図表2-3-20）。

さらに、不動産価格指数の整備により、不動産の価格動向の国際的な比較も可能となる。図表2-3-21で示すとおり、平成20年（2008年）の金融危機以降、各国で不動産価格指数が下落したが、平成21年（2009年）後半以降は、英国においては、指数が上昇に転じ、日本やアメリカ合衆国においては、その下落幅が縮小したことが分かる。

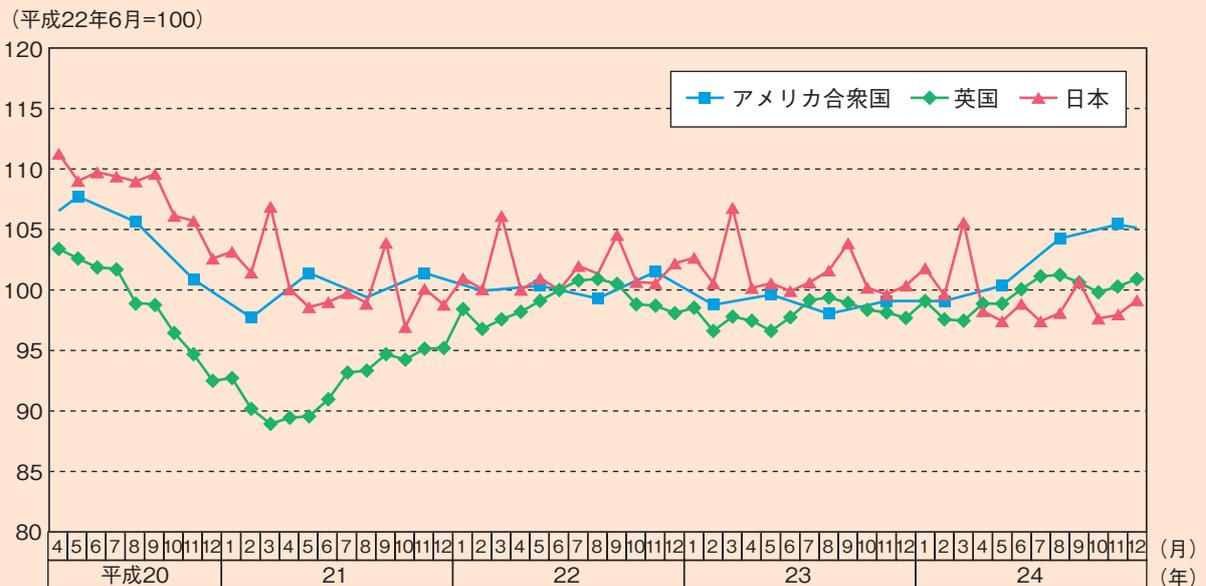
今後は、商業用不動産の価格指数について、国際指針の作成状況も踏まえて検討を進めていくこととしている。

図表2-3-20 不動産価格指数（住宅）と東証株価指数（TOPIX）の推移



資料：国土交通省「不動産価格指数」、(株)東京証券取引所「東証株価指数」より作成

図表2-3-21 各国の不動産価格指数の推移



資料：アメリカ合衆国…Construction Price Index
 英国…House Price Index
 日本…不動産価格指数（住宅総合、全国）

注1：いずれも、政府機関がヘドニック法により作成した指数。

注2：アメリカ合衆国のみ季節調整済。

(2) 不動産鑑定評価基準等の国際基準への整合

不動産鑑定評価制度は、不動産鑑定士が合理的な価格情報を不動産市場に提供することを通じて、市場における適正な地価形成に資する役割を担うものであり、不動産市場を支える基盤として重要な社会的役割を有している。

従来、不動産鑑定評価のニーズは、地価公示等の公的な需要に基づく評価、法人の資産評価や売買における不動産の評価が中心であったが、近年は、証券化対象不動産に係る評価や企業会計における不動産の時価評価のニーズがますます高まってきている。また、世界的に不動産市場のグローバル化が進み、国際評価基準（IVS：International Valuation Standards）が資産評価の国際的な基準として浸透してきている中で、海外投資家からIVSに準拠した不動産鑑定評価を求められる等の動きも出てきている。さらには、こうした国際的な動向に加え、我が国の経済社会構造の変化の中で中古住宅流通等に係る建物評価の重要性も高まってきている。

このような不動産市場のグローバル化や民間における多様なニーズに対応するため、平成24年3月から、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会において以下の点について不動産鑑定評価基準等の見直しのための検討を行っている。

① 不動産市場のグローバル化への対応

不動産を含む資産評価の国際的な基準としては、英国、アメリカ合衆国、オーストラリアを含む46の国・地域の鑑定評価機関が加盟（平成25年4月1日時点）する国際評価基準審議会（IVSC：International Valuation Standards Council）においてIVSが作成・公表されており、資産評価基準として採用、又は、自国基準との整合を図る取組が行われている（図表2-3-22）。

図表2-3-22 評価機関がIVSCの会員となっている国・地域一覧

国・地域		
アイルランド	コロンビア	ブルガリア
アメリカ合衆国	スウェーデン	ベラルーシ
イタリア	スペイン	ボスニア・ヘルツェゴビナ
インド	スロベニア	ボツワナ
インドネシア	セルビア	ポーランド
ウクライナ	タイ	香港
英国	大韓民国	マラウイ
エジプト	中華人民共和国	マレーシア
オーストラリア	ナイジェリア	南アフリカ共和国
オランダ	ナミビア	メキシコ
カザフスタン	ニュージーランド	ラトビア
カナダ	日本	リトアニア
ギリシャ	ノルウェー	ルーマニア
グルジア	フィリピン	ロシア
クロアチア	フィンランド	
ケニア	ブラジル	

資料：国際評価基準審議会（IVSC）資料

我が国の不動産鑑定評価基準とIVSとを比較すると、評価の中心となる価格の定義や、価格を求める基本となる3つの評価手法などは整合しているものの、評価を行う際の条件設定や手順、価格の種類等において一部の相違点が見られる。このため、資産評価に係る法規制や取引慣行といった日本固有の事情を踏まえつつ、不動産鑑定評価基準のIVSへの整合性を高めることが、我が国への海外からの不動産投資を円滑化する上でも必要である。

なお、今後、我が国の企業が海外展開を進める際には、現地において保有しようとする不動産の評価が必要となる場面等も想定されることから、海外不動産を鑑定評価する際の標準的手法を規定した海外投資不動産鑑定評価ガイドライン等の見直しの際にもIVSに関するこれらの動向に留意する必要がある。

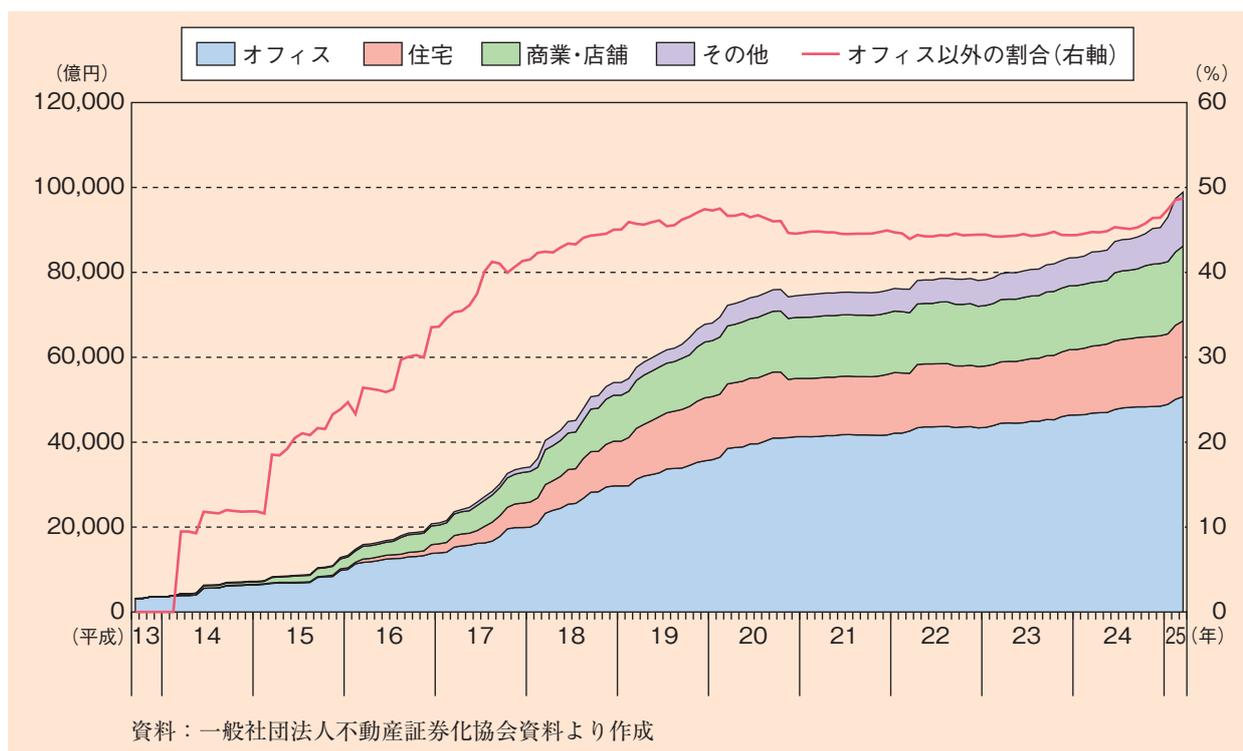
② 多様な評価ニーズへの対応

不動産の証券化が進む中で、不動産鑑定評価においても不動産の証券化に関する評価業務が増加してきているが、近年は、市場における賃料水準が比較的容易に把握可能なオフィスや賃貸住宅などの物件だけでなく、ショッピングセンターやホテルなどの物件の証券化も進んでいる。これらの物件は、収益性にばらつきが多く、また、賃貸市場が十分に成熟していないことから事業採算性の見極めが鑑定評価額に大きな影響を与え得る。このため、証券化対象となる事業用不動産の評価ニーズにも対応して、不動産鑑定評価基準等の見直しを進めていくことが求められている（図表2-3-23、24）。

図表2-3-23 証券化に係る不動産鑑定評価実績の推移



図表2-3-24 Jリートが保有する不動産資産の内訳



(3) 海外展開に向けた取組

前述のとおり、多くの企業が活発に海外での不動産開発事業を展開しているが、海外に新たに展開しようとする企業や新たな国に事業を展開しようとしている企業にとっては、事業展開対象国の社会経済情勢や不動産市場動向等の情報の入手が容易ではない、対象国における不動産開発・取引・管理に関する基本的な制度が異なるなどの課題がある。また、各国の現地法人とのネットワークを確立することが困難である、制度や商慣行等に関するサポート体制が整っていないといった点も海外展開に際しては大きな問題となる。今後、企業の積極的な海外展開を促進していくためには、官民が連携しながらこれらの課題の解決に向けて取り組んでいくことが必要である。

また、不動産投資についても、海外の不動産が投資対象となることで、様々な効果が期待される。近年、高い成長性が見込まれるアジア諸国をはじめとして、小売業、物流業等の日本企業による不動産取得・開発が進んでいるが、こうした不動産がJリートに取得されるようになることで、企業にとっては、早期の資金回収が可能となり、更なる事業展開につながることを期待される。また、Jリートにとっても、投資家保護に十分配慮した上で海外の不動産を組み込むことができれば、投資リスクを分散させつつ海外の成長を取り込むことが可能となる。こうした点を踏まえ、Jリートの海外不動産取得促進のための制度整備が以下のとおり進められている。

① 海外不動産鑑定評価ガイドラインについて

海外不動産を鑑定評価する際の標準的手法を規定した海外投資不動産鑑定評価ガイドラインについては、Jリートが取得する海外不動産の鑑定評価を念頭に策定されたものであるが、我が国の企業や投資家による海外不動産に対する評価ニーズの多様化

や、現在検討されている我が国の不動産鑑定評価基準の見直しの動向等を踏まえ、諸外国の不動産鑑定評価制度に係る基礎的な情報（不動産鑑定士制度を有する国又は地域に係る例示）の追記をはじめとして、そのあり方の見直しの検討が求められているところであり、前述のとおり、国土審議会土地政策分科会不動産鑑定評価部会において検討を行っている。

② 投資信託及び投資法人に関する法律について

現在、投資法人が、海外不動産を取得すること自体は禁止されていないが、事業支配を制限する趣旨から、投資対象会社の株式の議決権の過半保有が「投資信託及び投資法人に関する法律」上禁止されている。そのため、外資による不動産投資につき規制がある国において事実上不動産の取得が困難となっている例がある。こうした場合、投資法人制度の信頼性が確保されることを前提に、投資法人の性質及び事業支配を制限する趣旨などを踏まえつつ、実質的に投資法人が海外不動産を取得することと同視できるような場合について、当該海外不動産を取得するために現地等に設立されたピークル（SPC）の株式に係る過半以上の議決権保有を認めていくことが適当であるとの考え方から、海外不動産取得促進のための投資法人の過半議決権保有制限の見直しを含む「金融商品取引法等の一部を改正する法律」を平成25年4月に閣議決定し、国会に提出したところである。

③ 税務上の取り扱いについて

租税特別措置法においては、Jリートの導管性要件として、「他の法人の発行済み株式又は出資（当該他の法人が有する自己の株式又は出資を除く。）の総数又は総額の百分の五十以上に相当する数又は金額又は金額の株式又は出資を有していないこと」が定められていたが、②の改正に併せて、平成25年度税制改正において、投資法人が海外不動産の取得等のみを目的とした海外の特別目的会社の株式を取得した場合には、その取得が実質的にその投資法人が海外にある不動産を取得する場合と同視できるものとして一定の要件を満たす場合に限り、他の法人の発行済株式又は出資の総数又は総額の50%以上を有していないこととする要件を適用しないこととなった。