

第3章

世界の不動産投資と 今後の我が国の不動産投資市場

我が国の不動産投資市場は、不動産証券化手法の発達等を背景に拡大傾向にあったが、平成19年以降の世界金融危機により大きな影響を受けた。その後回復傾向にあったが、平成23年3月11日に発生した東日本大震災は、地震の揺れやそれに伴って発生した津波の被害に加え、その後の電力制限等に伴う影響と相まって、不動産投資市場にも大きな懸念材料となっている。この時期に、世界の投資動向を踏まえつつ、我が国の不動産投資市場の現状を確認し、今後の課題等を整理することは重要であると考えられる。

そこで本章では、まず第1節において、世界金融危機が世界の不動産投資市場に与えた影響とその後の市場の回復状況について、特に我が国を含むアジア諸国に焦点を当てて分析する。第2節以降では、我が国の不動産投資市場の現状、市場拡大の意義等を分析するとともに、今後、安定した成長の期待できる不動産投資市場を実現していくための課題を整理し、取り組み状況を紹介する。

第1節 金融危機以降の世界の不動産投資市場の動向

1 世界金融危機による市場の縮小と回復傾向

国際的な資本取引が活発化し経済のグローバル化が進む中、近年では資金の投資対象として、株や債券といった伝統的資産に加えて不動産等のオルタナティブ資産への注目が高まっている。さらに、不動産と金融とを結びつける証券化技術の発達は不動産投資市場の一層のグローバル化を進行させることとなった。しかし、この経済のグローバル化等を背景に拡大傾向にあった世界の不動産投資市場は、平成19年のサブプライムローン問題（米国の低所得者向け住宅ローンであるサブプライムローンが住宅価格の下落により不良債権化した問題）の顕在化に伴う大手金融機関や投資ファンドの破綻、世界の金融市場の信用収縮（世界金融危機）により、急激に縮小した。その後、米国を始めとする先進国や新興国が連携して大規模な財政・金融政策を講じたことにより、世界経済は平成21年中に底打ちし、それに伴って不動産投資市場も回復傾向に転じている。

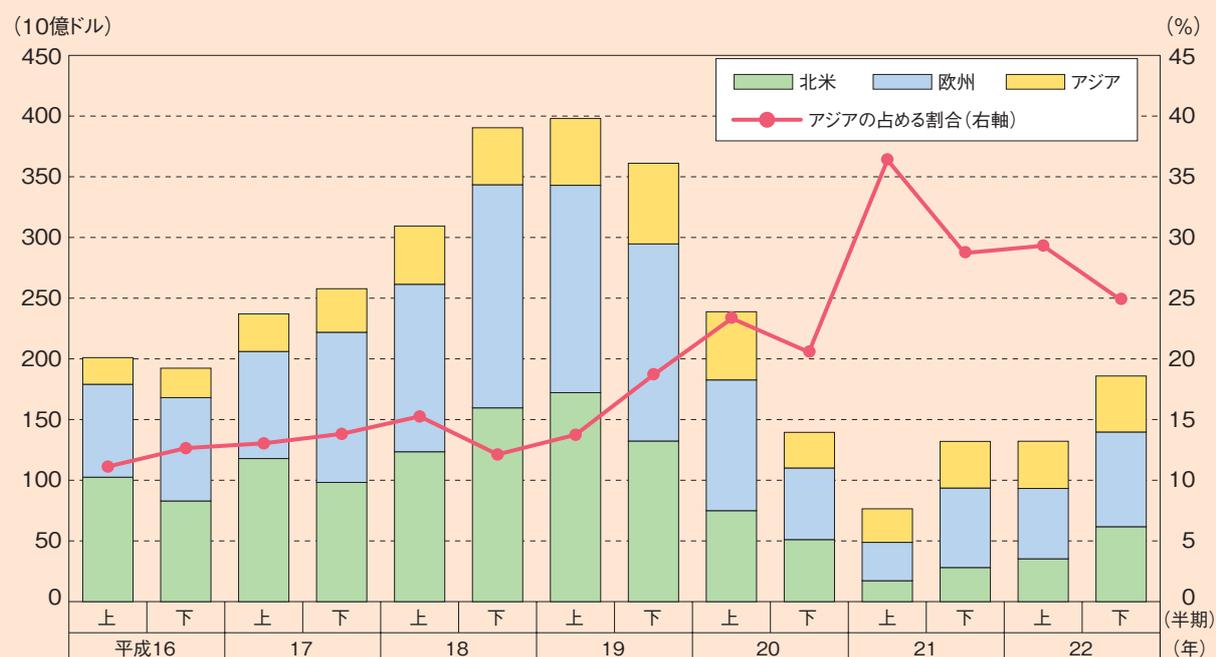
この間の世界の不動産投資市場の推移を、民間の不動産総合サービス ジョーンズ ラングラサール社¹の調査部門（以下、「JLL社」という）の資料により、具体的にみてみよう。平成19年上半期に約4,000億ドルまで拡大していた投資額は、世界金融危機発生後の平成21年上半期には約760億ドルとなっており、2年間で約5分の1にまで減少している。平成21年下半期からは回復に転じ、平成22年下半期には約1,860億ドル（前期比141%）となっている。

¹ <http://www.joneslanglasalle.co.jp/Japan/ja-jp/Pages/Home.aspx>

投資額の推移を、北米、欧州、アジアの地域別にみると、平成19年上半期にそれぞれ約1,700億ドルの投資がなされていた北米、欧州は、世界金融危機の影響を直接受けて、平成21年上半期にはそれぞれ数百億ドルまで減少している。一方、アジア向け投資は、欧米と比較して平成21年以降の投資額の減少幅が小さく、結果として、世界全体に占めるアジアの割合が増加し、近年3割程度で推移している。

また、この投資額のうち国境を越えての投資（クロスボーダー投資）が占める割合の推移をみると、金融危機が発生した平成19年以降10%程度減少したが、平成22年は41%と、前年の水準を上回っている。

図表3-1-1 商業用不動産への地域別投資額とアジアの占める割合の推移



資料：Jones Lang LaSalle

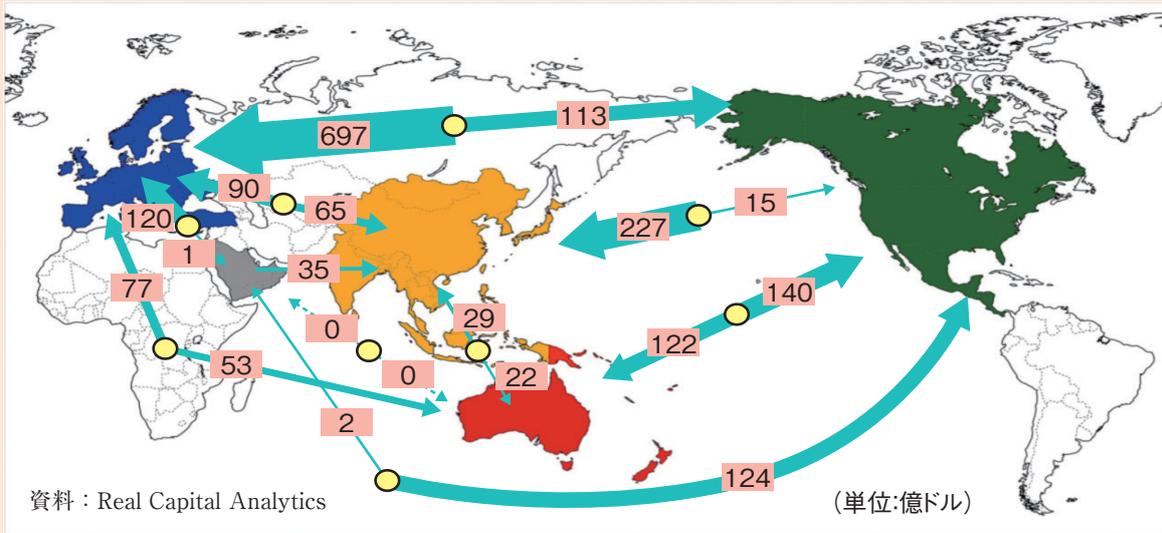
注：「欧州」にはヨーロッパ、中東、アフリカ諸国が、「アジア」にはアジア諸国、オーストラリアが含まれる。

図表3-1-2 世界のクロスボーダー投資額と比率

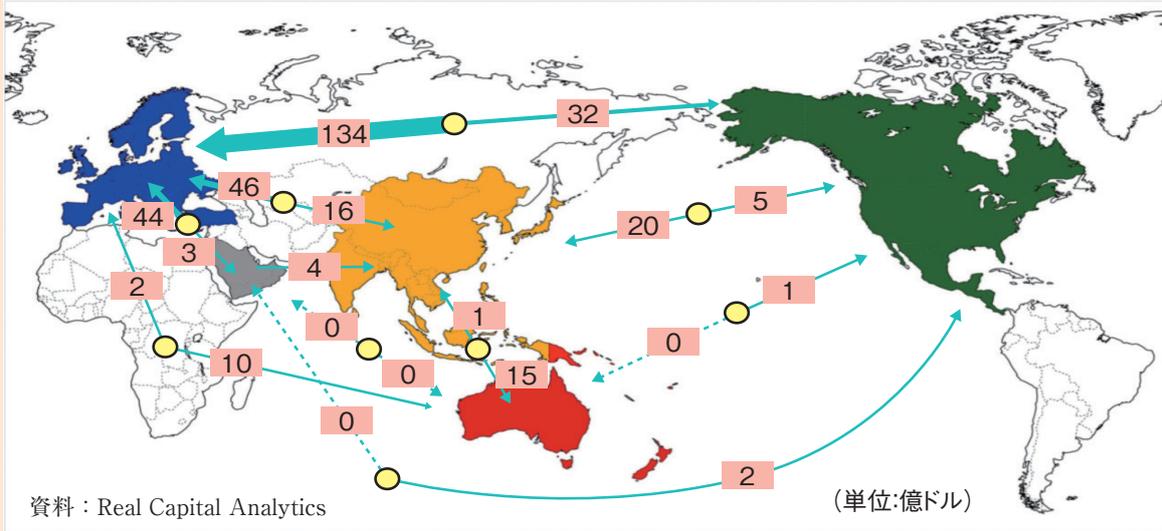


次に、世界の不動産投資市場を大きく5つの地域（アジア、オセアニア、欧州、中東、北米）に分類し、平成19年、21年、22年の各地域間の投資額の変化をみる。これをみると、どの地域間の投資額も、平成19年から平成21年にかけて一様に減少していることがわかる。特に北米からの投資の減少額は大きく、対欧州で約560億ドルの減少（平成19年約697億ドル→平成21年約134億ドル）、対アジアで約200億ドルの減少（平成19年227億ドル→平成21年約20億ドル）となっている。また、北米からオセアニアへの投資、北米から中東への投資は100%減と、それぞれ大きな落ち込みがみられる。一方、平成21年から平成22年にかけては、欧州や北米からアジアに向けた投資、アジアから北米や欧州に向けた投資が、増加していることがわかる。

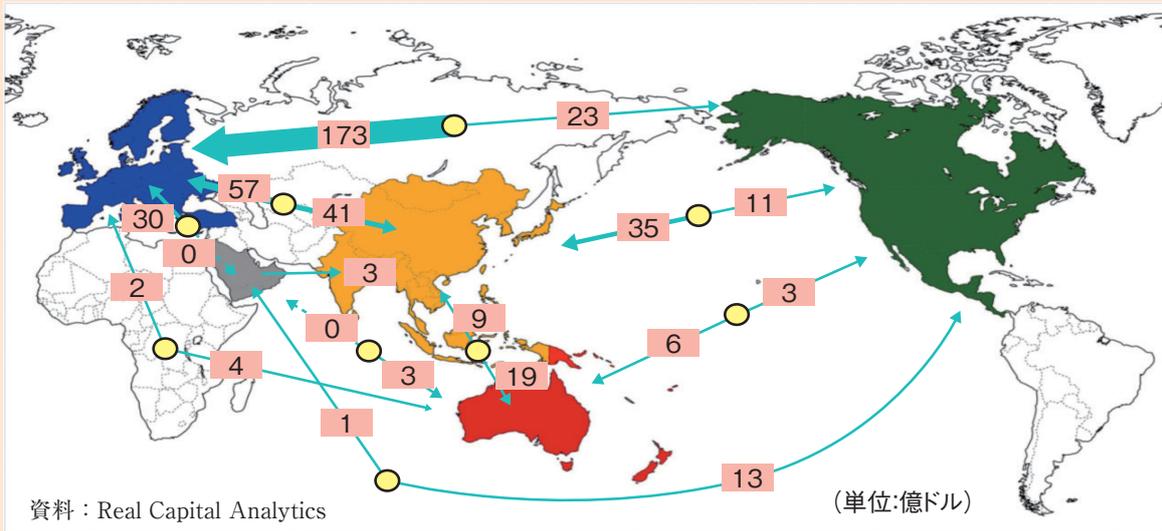
図表3-1-3 地域間のクロスボーダー投資循環図 (平成19年)



図表3-1-4 地域間のクロスボーダー投資循環図 (平成21年)

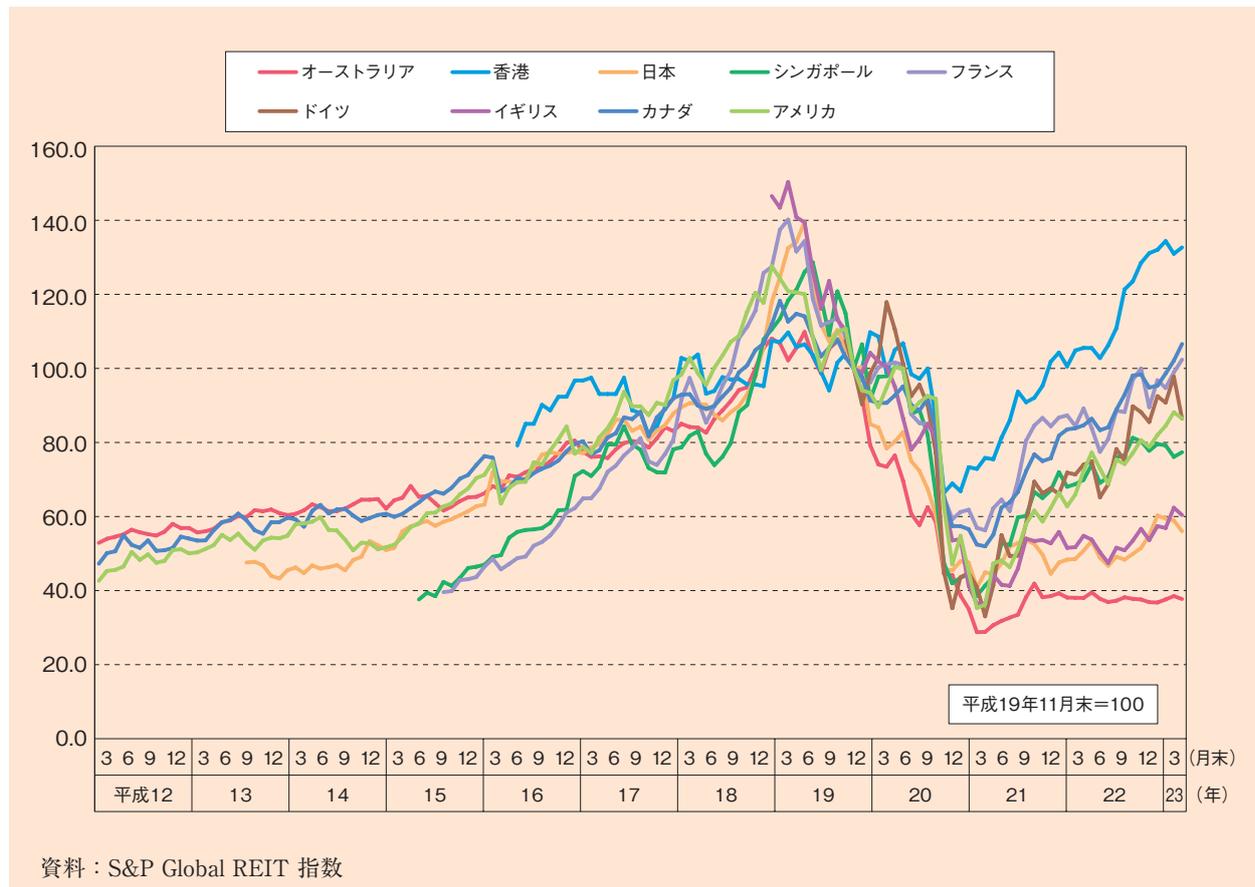


図表3-1-5 地域間のクロスボーダー投資循環図 (平成22年)



さらに不動産証券化市場規模の大きい日本、アメリカ、カナダ、イギリス、ドイツ、フランス、シンガポール、香港、オーストラリアの9カ国²についてリート指数の動きをみると、世界金融危機以前は上昇を続けていたものの、平成19年後半からどの国についても指数は低下し、その後平成21年始めを底として上昇に転じており、世界の証券化市場においても近年回復の傾向がみられる。

図表3-1-6 各国リート指数の動き



² 以下では、「国」という表現には「地域」を含む場合がある。

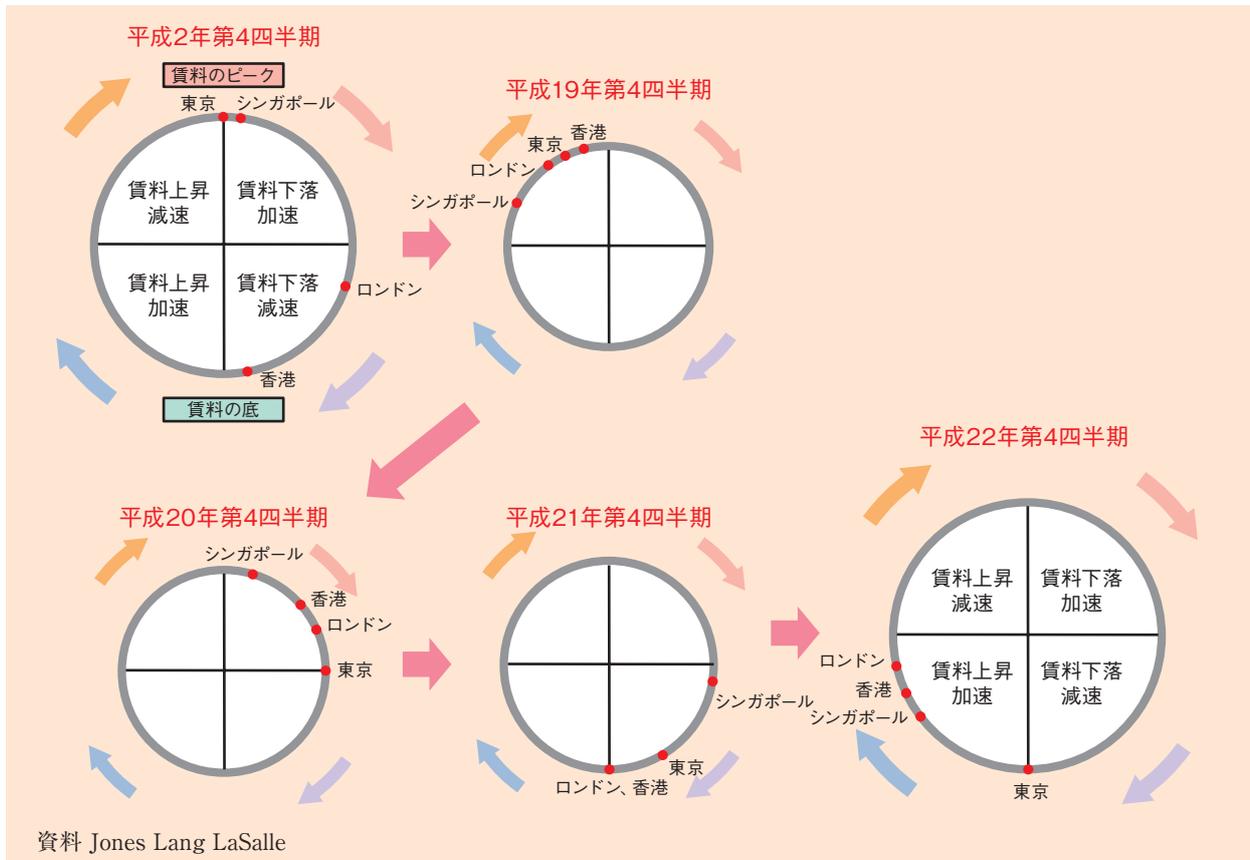
2 世界の市場の連動性の高まり

次に、経済のグローバル化、不動産投資市場のグローバル化の中で、各国の不動産投資市場間の連動性がどのように変化しているかについてみる。

まず、不動産投資の主たる対象がオフィスであることから、各国のオフィス賃貸市場の連動性をみよう。図表3-1-7は、賃料の上昇・下落局面をさらにその変化のスピード（加速・減速）によって分類し、各都市の賃料動向がどの局面に位置するかを表したもので、オフィス・プロパティ・クロックとして前述のJLL社が公表している。これにより、東京、ロンドン、香港、シンガポールにおける約20年前と最近4年間の賃料動向をみてみると、平成19年から平成22年にかけては、4都市は常に同一の象限に位置しており、平成2年の状況と比較して、各都市の賃料動向に連動性が高まっていることがわかる。

また、前述の9カ国のリート指数変動率について、月次データを用いて相関関係を分析してみる。各国でのリート制度の開始時期が異なるためやや比較し難い面はあるものの、平成19年後半以降の相関をみると、それ以前と比較して全ての組み合わせにおいて各国間のリート指数の変動率の相関は高まっており、これらの結果から、各国（各都市）の不動産投資市場どうしの連動性が高まっていることがうかがえる。

図表3-1-7 オフィス・プロパティ・クロック



図表3-1-8 各国リートの指数変動率の連動性

平成16年6月～平成19年1月（月次データ）

	オーストラリア	香港	日本	シンガポール	フランス	ドイツ	英国	カナダ	米国
オーストラリア	1								
香港	0.320	1							
日本	0.306	0.441	1						
シンガポール	0.260	0.336	0.387	1					
フランス	0.419	0.361	0.244	0.474	1				
ドイツ	—	—	—	—	—	1			
英国	—	—	—	—	—	—	1		
カナダ	0.501	0.382	0.467	0.519	0.540	—	—	1	
米国	0.229	0.217	0.337	0.103	0.378	—	—	0.382	1

平成19年10月～平成22年12月（月次データ）

	オーストラリア	香港	日本	シンガポール	フランス	ドイツ	英国	カナダ	米国
オーストラリア	1								
香港	0.417	1							
日本	0.566	0.479	1						
シンガポール	0.597	0.594	0.715	1					
フランス	0.585	0.430	0.495	0.676	1				
ドイツ	0.439	0.332	0.377	0.644	0.728	1			
英国	0.582	0.238	0.361	0.449	0.733	0.532	1		
カナダ	0.758	0.561	0.654	0.833	0.748	0.741	0.585	1	
米国	0.635	0.274	0.496	0.616	0.723	0.682	0.854	0.561	1

資料：S & P Global REIT 指数

：平成19年以降相関係数が上昇したもの

：相関係数が0.700を超えるもの

3 アジア各国の不動産投資市場の動向

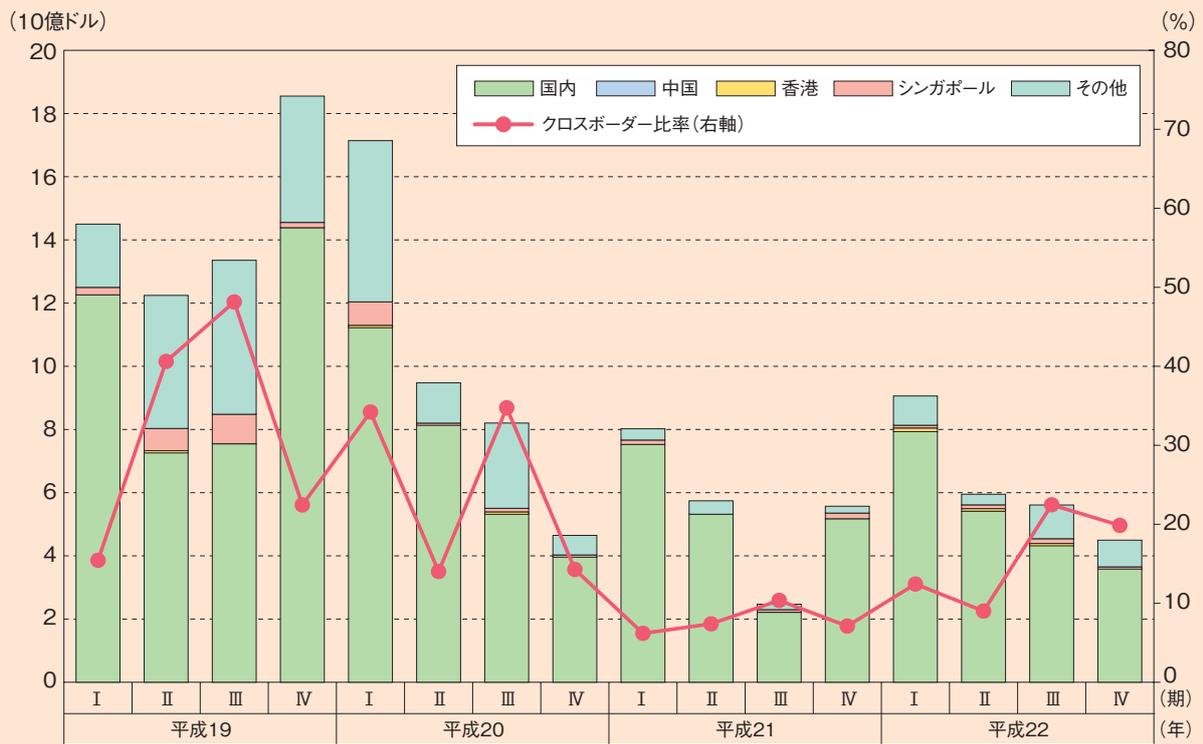
1. で概観したように、金融危機を契機に一度縮小した世界の不動産市場は近年回復傾向にあるが、このような動きの中でシェアを高めつつあるアジア地域の不動産投資市場の状況について分析する。ここでは、日本に加え、経済成長の著しい中国、国際金融拠点として発展の著しい香港・シンガポールをとりあげる。

これらの国への不動産投資額を平成19年以降四半期毎にみると、対象の4カ国においてはどれも平成19年の後半（第3四半期～第4四半期）をピークに、投資額が減少している。しかし、日本以外の3カ国は、平成21年の第1四半期を底として回復の傾向が顕著であるのに対し、日本については、回復のスピードが遅いことがわかる。特に中国については、平成21年後半以降、国内における開発用地の取引が活発であった影響を受けて、世界金融危機発生以前の水準をはるかに上回る投資が行われている³（図表3-1-9～12）。

次に、これらの国に対するクロスボーダー投資の比率と投資国の内訳をみる。まず、日本への投資については、国別ではアメリカが大半を占め、香港、シンガポールも一部投資をしている。中国については、世界金融危機発生の前を通じた投資国の傾向は変わらず、大半を香港・シンガポールが占めている。香港については、平成19年にはアメリカからの投資が目立っていたものの、平成22年にはイギリスからの投資が増加している。そして、

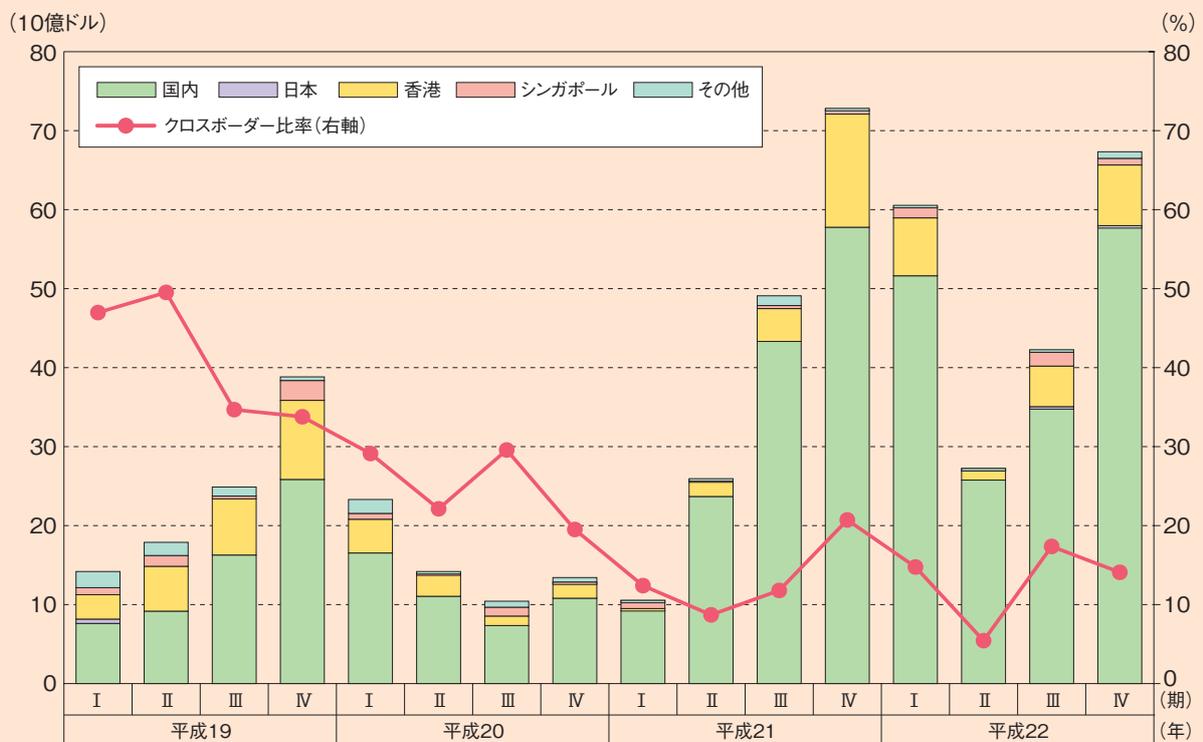
³ 対象の4ヶ国（日本、中国、香港、シンガポール）に対するクロスボーダー投資のうち、日本への投資額が占める割合は、平成19年は25.6%、平成20年は33.6%、平成21年は5.7%、平成22年は10.5%となっている。

図表3-1-9 日本への不動産投資額とクロスボーダー比率の推移



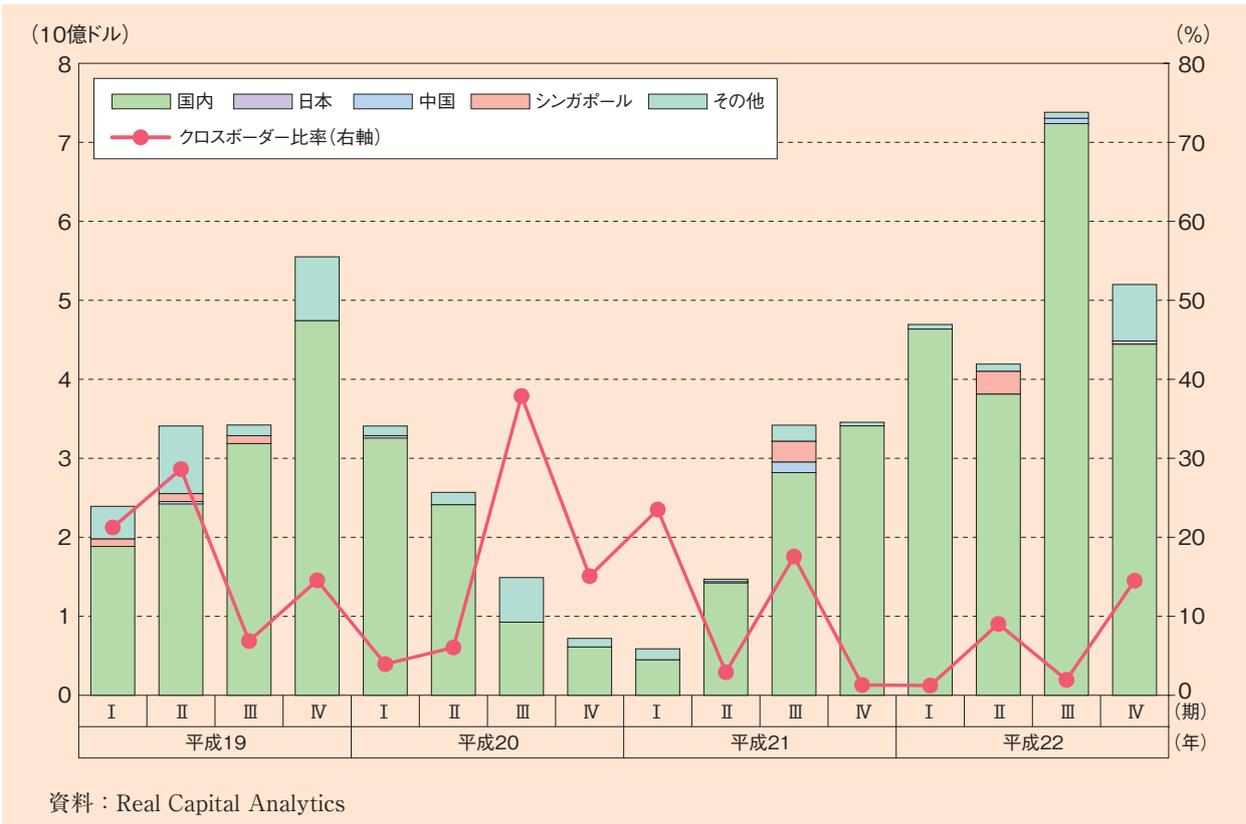
資料：Real Capital Analytics

図表3-1-10 中国への不動産投資額とクロスボーダー比率の推移

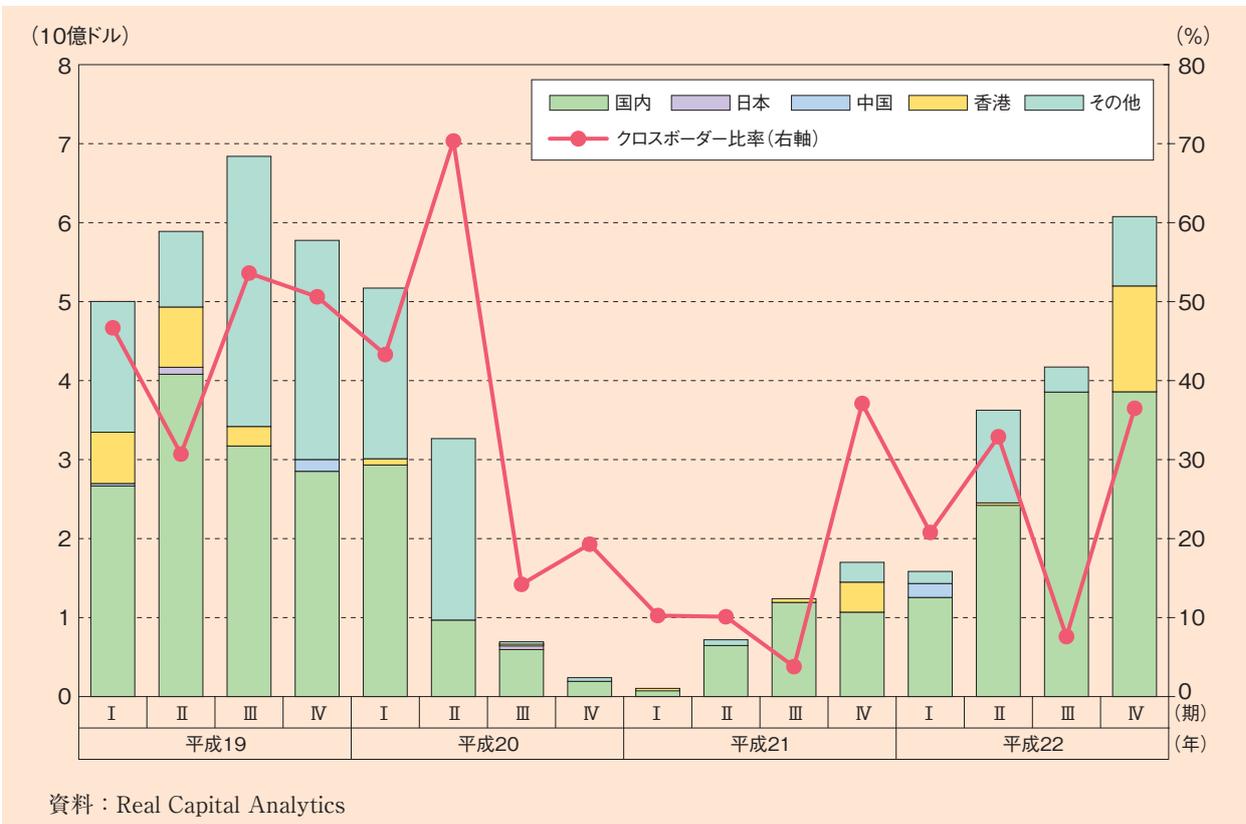


資料：Real Capital Analytics

図表3-1-11 香港への不動産投資額とクロスボーダー比率の推移

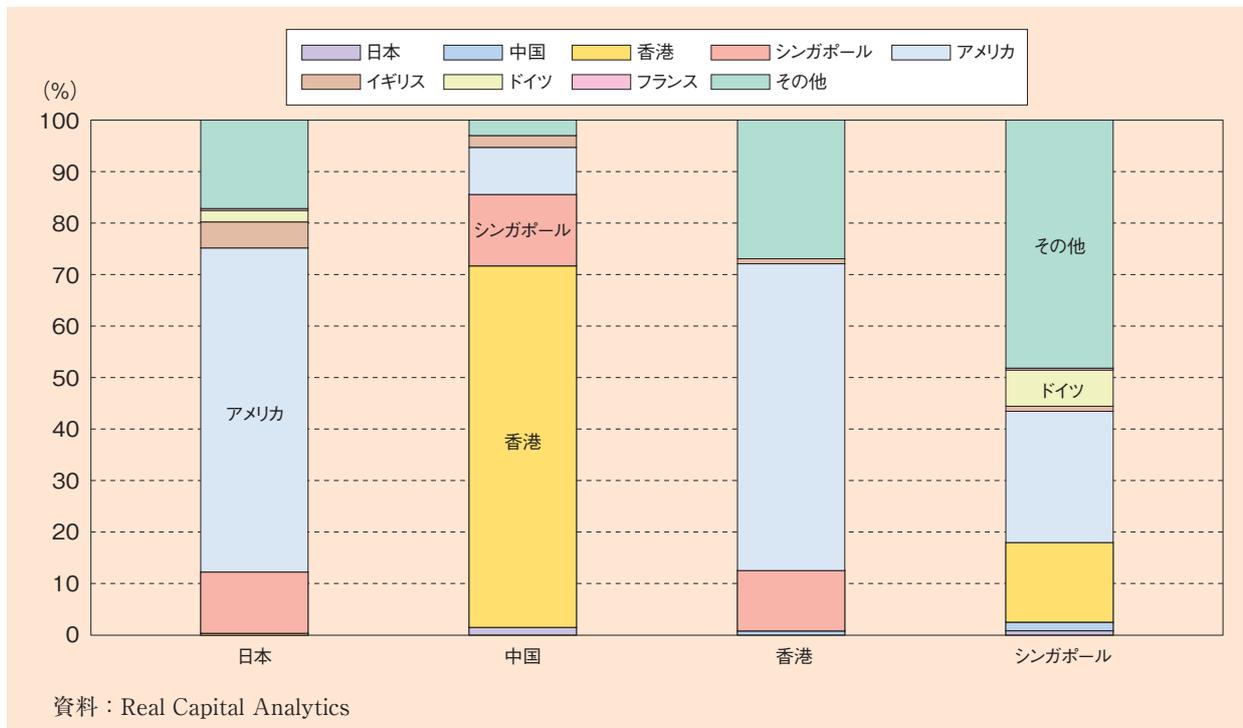


図表3-1-12 シンガポールへの不動産投資額とクロスボーダー比率の推移

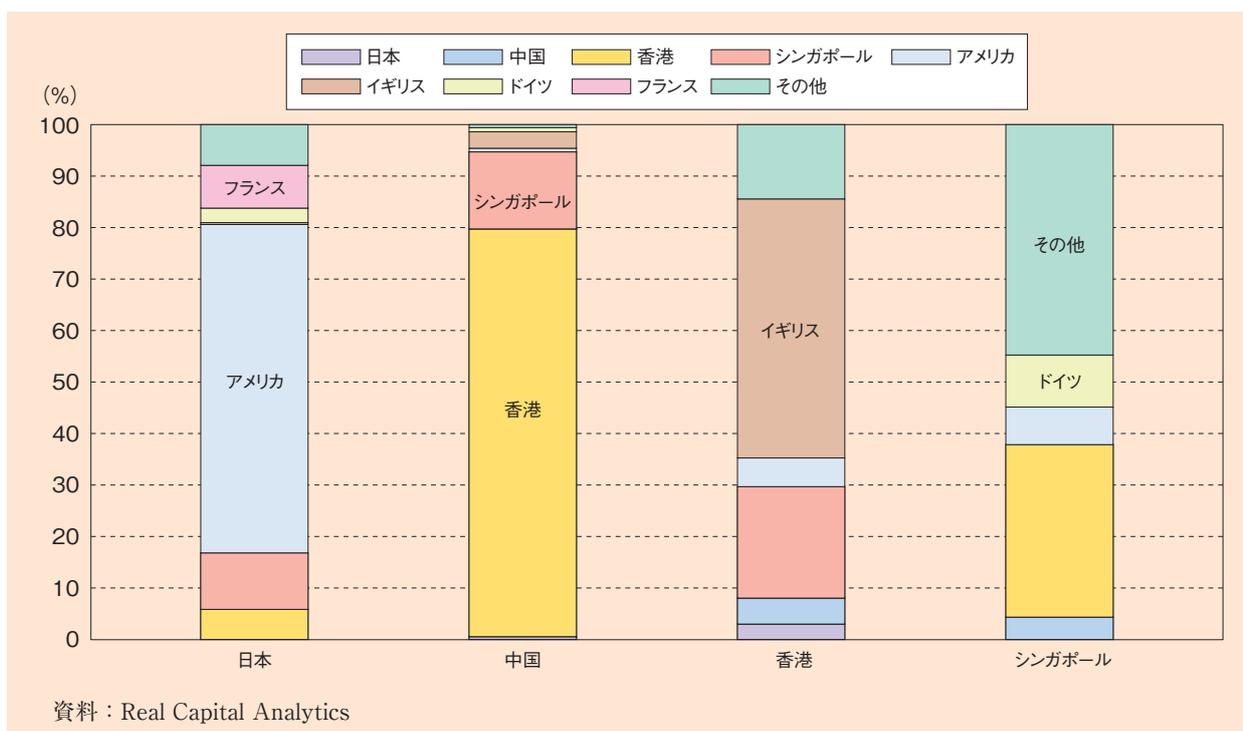


シンガポールについては、この4カ国の中ではクロスボーダー投資比率が比較的高く、アメリカ、香港、ドイツなど、様々な国から投資が行われていることがわかる（図表3-1-13、14）。

図表3-1-13 アジア各国へのクロスボーダー投資国の内訳（平成19年）

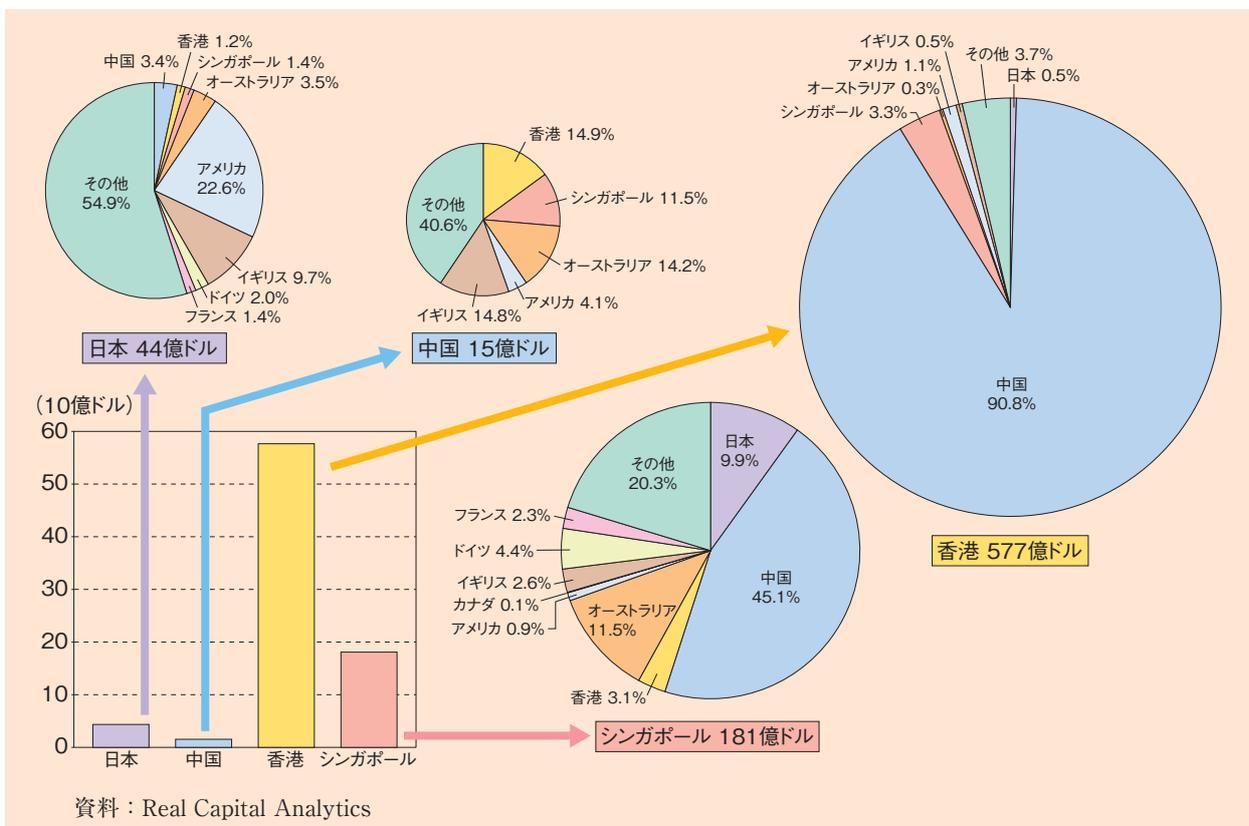


図表3-1-14 アジア各国へのクロスボーダー投資国の内訳（平成22年）



これら4カ国の不動産投資資金の流れを逆から、すなわち4カ国の投資元国としての位置付けをみると、投資先国としては規模の小さかった香港やシンガポールが、投資元国としては大きな取引額を扱っていることがわかる。また、各国の投資先を詳細にみると、日本からの投資は欧米が中心であるものの、中国、香港等のアジアへの投資も見られる。中国については、国外への投資規模は小さく、オーストラリア、シンガポール、香港等への投資が行われている。香港は最も投資規模が大きく、中国に対する投資が大半である。シンガポールについては、中国に加え、日本やオーストラリアに対する投資も一定の割合を占めていることがわかる。

図表3-1-15 各国の対外投資額と投資先の内訳（平成20年～22年）



以上、アジア各国を中心に、世界の不動産投資市場の動向を分析してきたが、このように不動産投資市場のグローバル化が進行する中、我が国の不動産投資市場はどのように変化しているのか、平成23年3月の東日本大震災の影響をどのように考えるか、また、市場を中長期的に安定的に発展させるために政府として今後どのような取組を進めるべきであるのか、第2節以下で考察する。

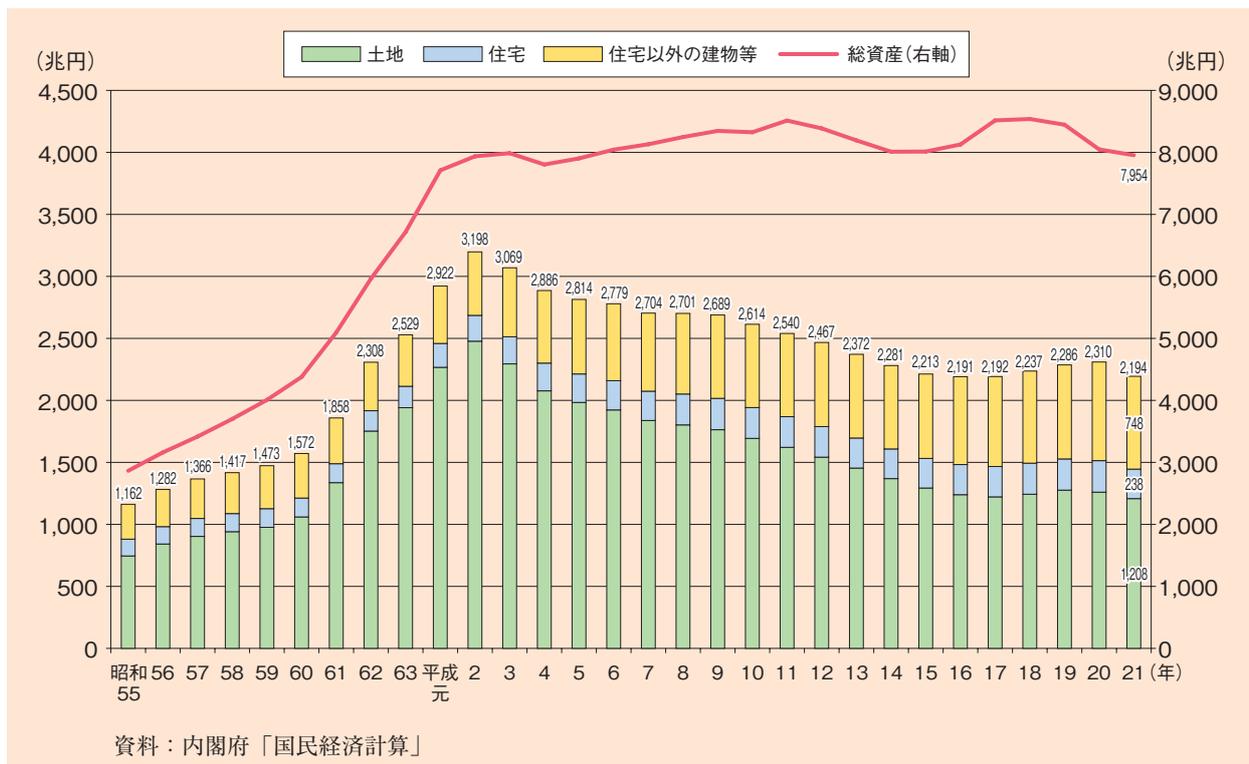
第2節 我が国不動産投資市場の現状

1990年代後半から2000年代初頭にかけて不動産証券化に関する各種制度が整備されて以降、我が国の不動産投資市場は拡大してきたが、第1章第4節でみたように、世界金融危機を挟んで、不動産を証券化する動きは弱まり、市場拡大のテンポは弱まった。また、前節で見たように、不動産の金融商品化に伴って、各国の不動産投資市場の連動性は高まってきており、我が国の不動産投資市場も、世界の不動産投資家の動向によって大きな影響を受けるようになってきている。以下では、我が国の不動産投資市場を取り巻く状況と不動産投資市場の現状について概観する。

1 投資対象不動産の概況

我が国の資産額の推移をみると、1980年代に大きく上昇し、1990年代以降は概ね8,000兆円～8,500兆円のあいだで推移している。この中で、不動産に関連する土地、住宅、住宅以外の建物、その他構築物の資産額は、平成2年の3,198兆円をピークに減少し、平成21年では、2,194兆円となっている。

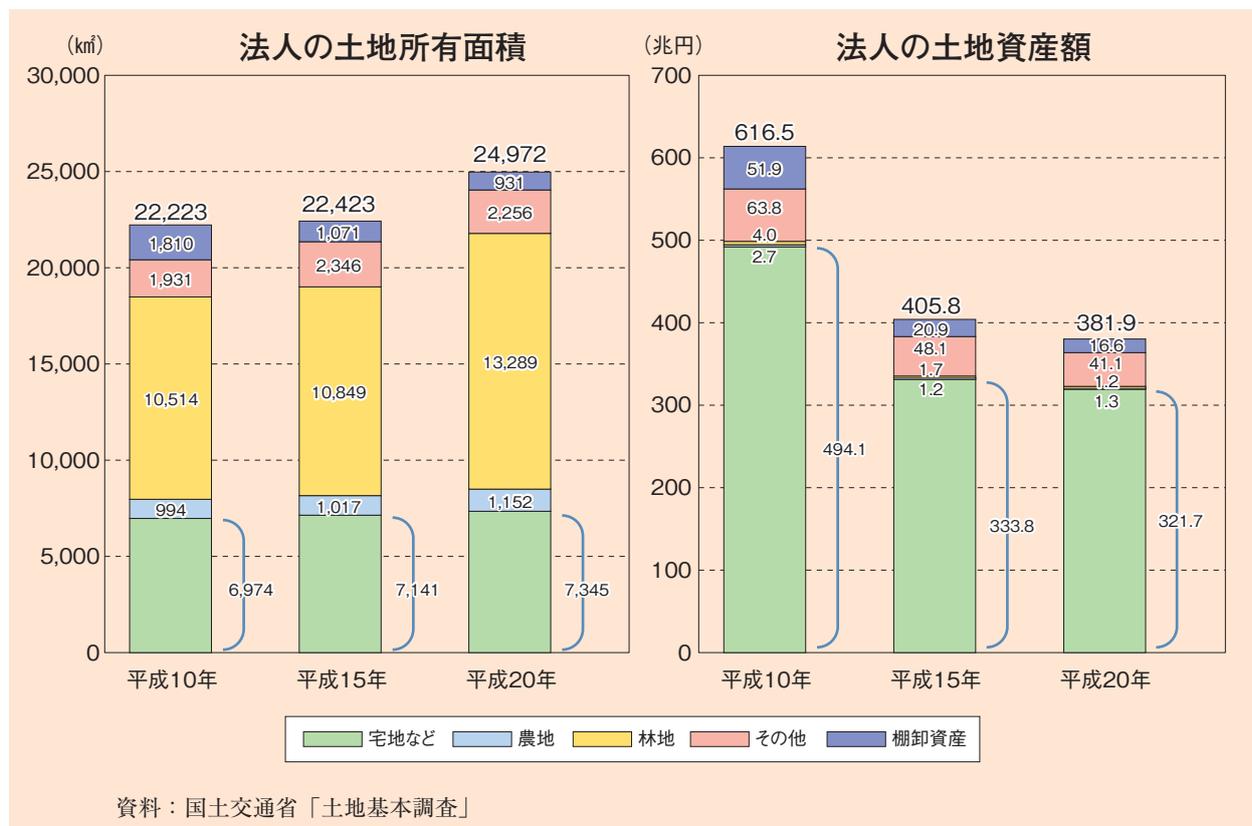
図表3-2-1 我が国の資産額の推移



これらの不動産資産のうち、不動産投資の対象となり得るのは主として継続的に管理がなされ安定的に収益が見込まれるオフィス、マンション等の賃貸不動産であると考えられる。これらの資産がどのくらいの規模を有しているのかを以下でみていく。

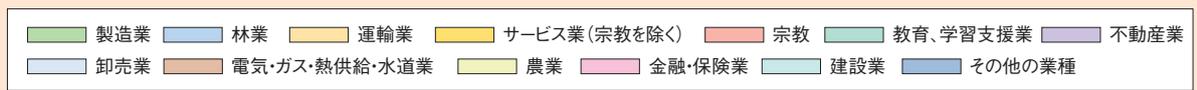
まず、法人が所有する土地の状況を、国土交通省において5年に一度実施している土地基本調査によってみる。平成20年における法人の土地所有面積は、平成15年と比較して2,549km²増加し、24,972km²となっているが、このうち約60%は投資の対象となりにくい農地や林地である。主な投資対象となる宅地を含む「宅地など」の面積は、平成15年と比較して204km²増加して7,345km²となっており、またこれとは別に棚卸資産が平成15年から140km²減少して931km²となっている。「宅地など」及び「棚卸資産」の資産額については、この間の地価下落等を反映して、それぞれ321.7兆円（約12兆円減）、16.6兆円（約4兆円減）となっている。

図表3-2-2 法人の土地所有面積及び土地資産額

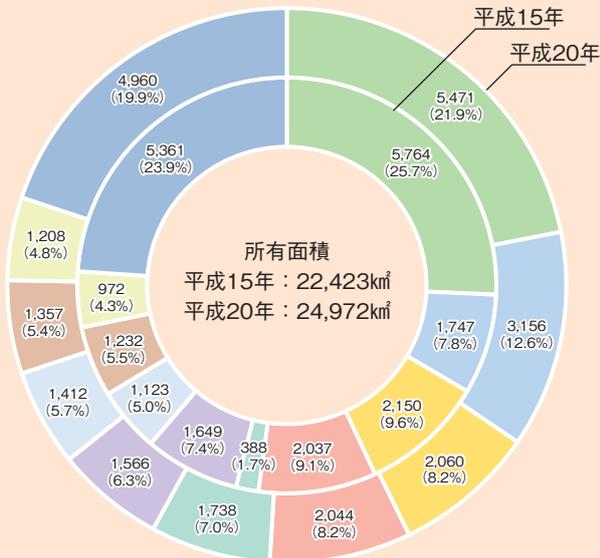


なお、法人業種別の土地所有状況については、製造業が占める割合がもっとも大きく、面積では5,471km²（21.9%）、資産額では89.5兆円（23.4%）の土地を所有している。また、面積では全体の6.3%となっている不動産業が、資産額では全体の13.3%を占めている。

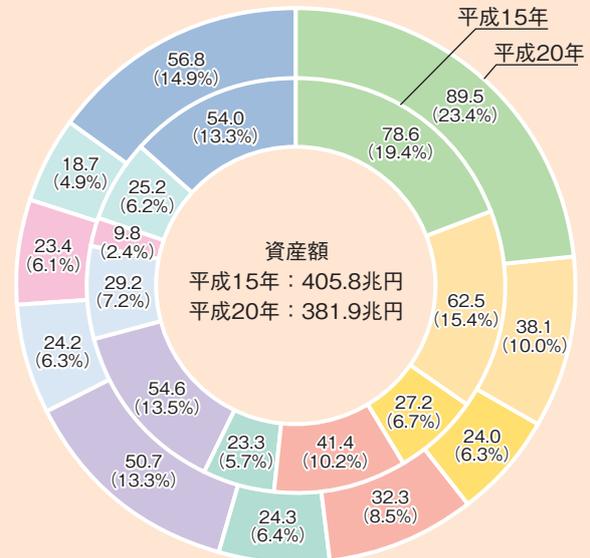
図表 3-2-3 法人業種別の土地所有面積及び土地資産額



法人業種別の土地所有面積
(平成15年・20年)



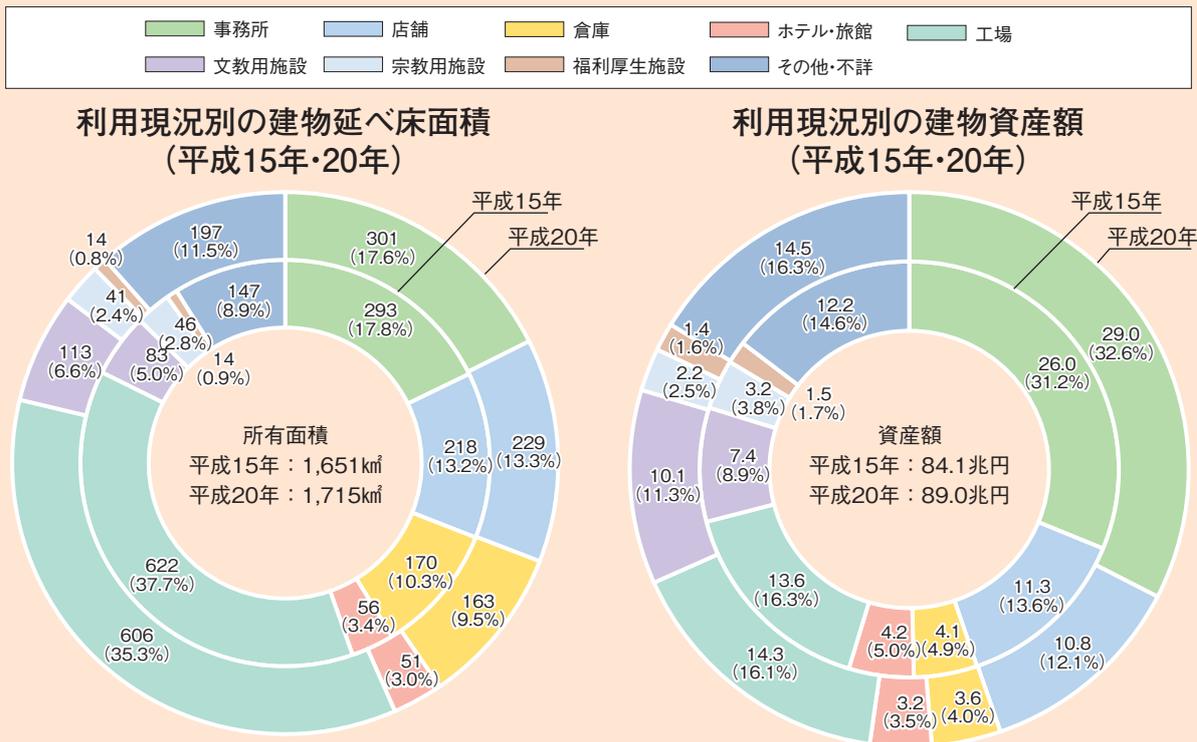
法人業種別の土地資産額
(平成15年・20年)



資料：国土交通省「土地基本調査」(平成15年、20年)

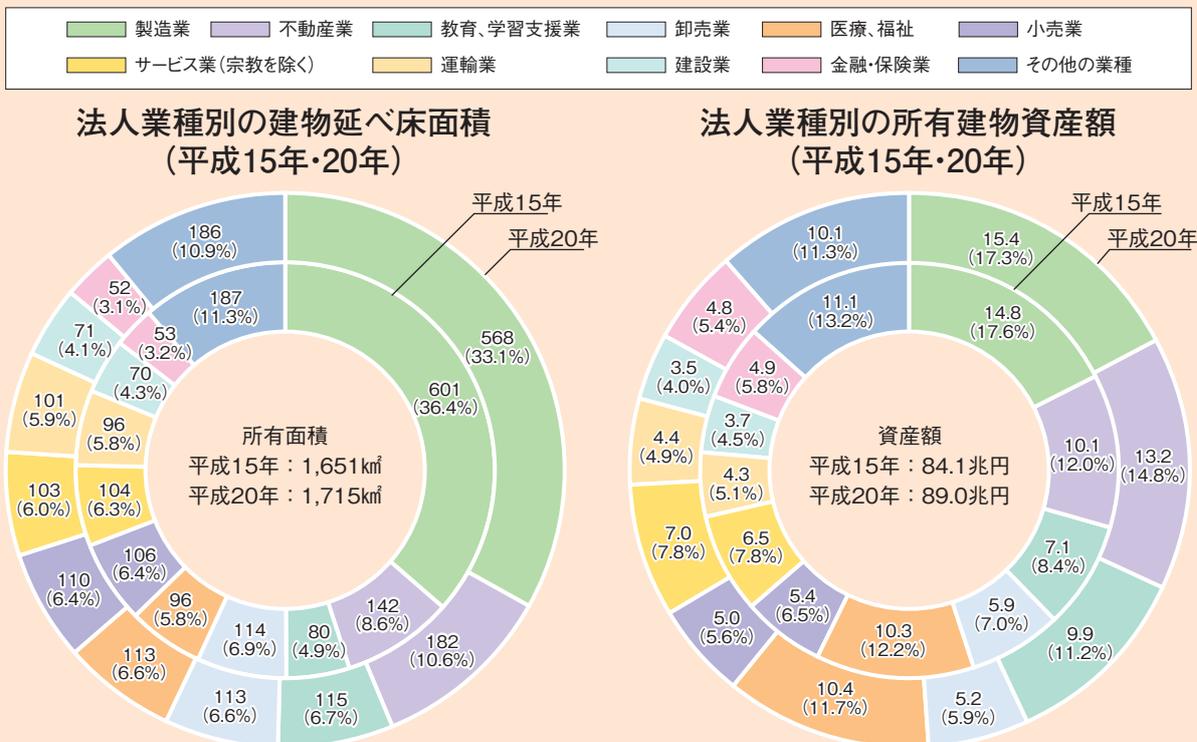
次に、法人が所有する非住宅建物の状況を同じく土地基本調査からみってみる。建物の延べ床面積は平成15年の1,651km²から1,715km²に増加している。利用現況別の延べ床面積をみると、工場の割合が35.3%で最も高いが、平成15年と比べて減少している。不動産投資の主な対象となり得る事務所、店舗、ホテル・旅館、倉庫についてみると、事務所、店舗については床面積が増加しているが、ホテル・旅館、倉庫については若干の減少となっている。なお、業種別にみると、不動産業の所有割合が床面積では10.6%、資産額では14.8%と平成15年と比較して高まっており、製造業に次いで大きくなっている。

図表3-2-4 利用現況別の建物延べ床面積及び資産額



資料：国土交通省「土地基本調査」(平成15年、20年)

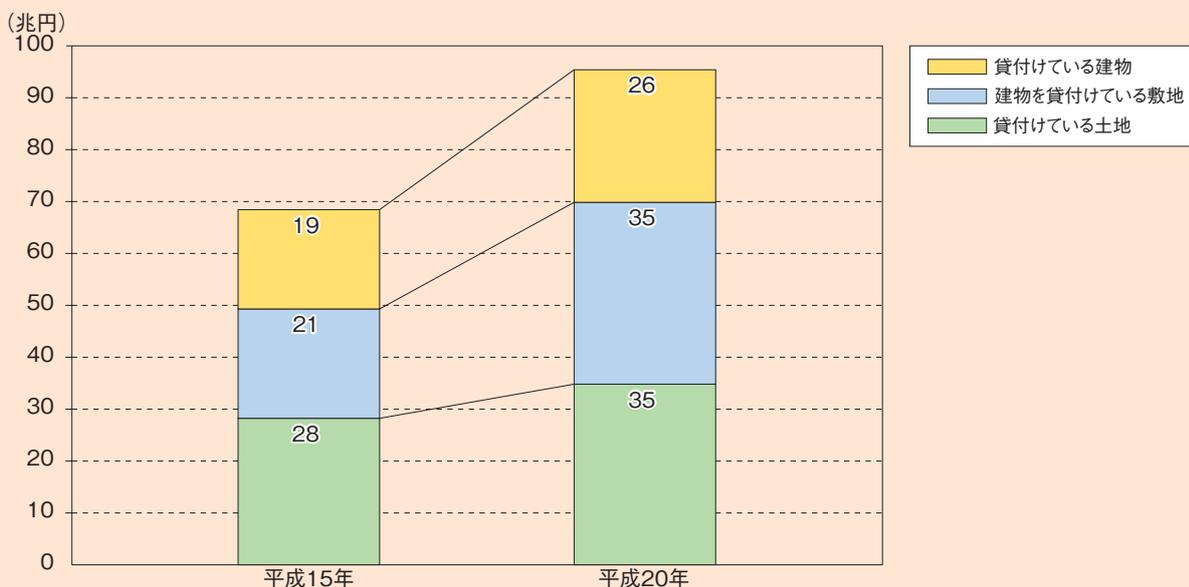
図表3-2-5 法人業種別の建物延べ床面積及び資産額



資料：国土交通省「土地基本調査」(平成15年、20年)

これらの不動産のうち、実際に不動産投資の対象となり得るのは、賃料収益をもたらす不動産であると考えられる。土地基本調査の結果から、法人が保有する賃貸用の不動産の資産額をみると、平成15年調査では約68兆円、平成20年調査では約96兆円と推計されており、5年間で約30兆円の資産増となっている。

図表3-2-6 法人保有の賃貸不動産（住宅を除く）の資産額



資料：国土交通省「土地基本調査」(平成15年、平成20年)

注1：宅地・建物などの貸付の有無「不詳」を含む。

注2：工場敷地内の建物を含まない。

注3：平成15年調査では、貸し付けている面積が自ら利用している面積より多い場合のみ「貸し付けている」とし、平成20年調査では、不動産の一部でも貸付けている場合は「貸し付けている」として調査しており、両者を比較するにはこの点に注意する必要がある。

次に、住宅についてみる。住宅のうち主に不動産投資の対象となり得るのは非住宅の場合と同じく賃料収益をもたらす民間の賃貸住宅であると考えられる。総務省において実施している住宅・土地統計調査によると、我が国の居住世帯のある住宅総数は、平成15年と比較して約274万戸増加し、平成20年には約4,960万戸となっており民間の賃貸住宅（民間借家）については、平成15年から、約80万戸増加し約1,337万戸となっている。これに一住宅あたりの床面積を考慮して住宅ストックに占める賃貸住宅ストックの割合を計算し、我が国における住宅資産額のデータを用いて簡単に試算すると、平成15年では約26兆円、平成20年では約28兆円となる⁴。

⁴ この試算において、土地資産は含まれていない。

図表3-2-7 居住世帯のある住宅の戸数（持ち家、借家別）の推移

(単位：戸)

	平成15年	平成20年
総数	46,862,900	49,598,300
持ち家	28,665,900	30,316,100
借家	17,166,000	17,770,000
うち民間借家	12,561,300	13,365,500

資料：総務省「住宅・土地統計調査」

注：総数には住宅所有の関係「不詳」を含む。

このため、不動産投資の主な対象となり得る収益不動産の資産額は平成20年において少なくとも約124兆円は存在するものと考えられる。

2 不動産投資市場の規模

不動産投資については様々な形態があるが、ここでは不動産証券化の仕組みを活用して行われる不動産投資に焦点をあて、その市場規模について考える。

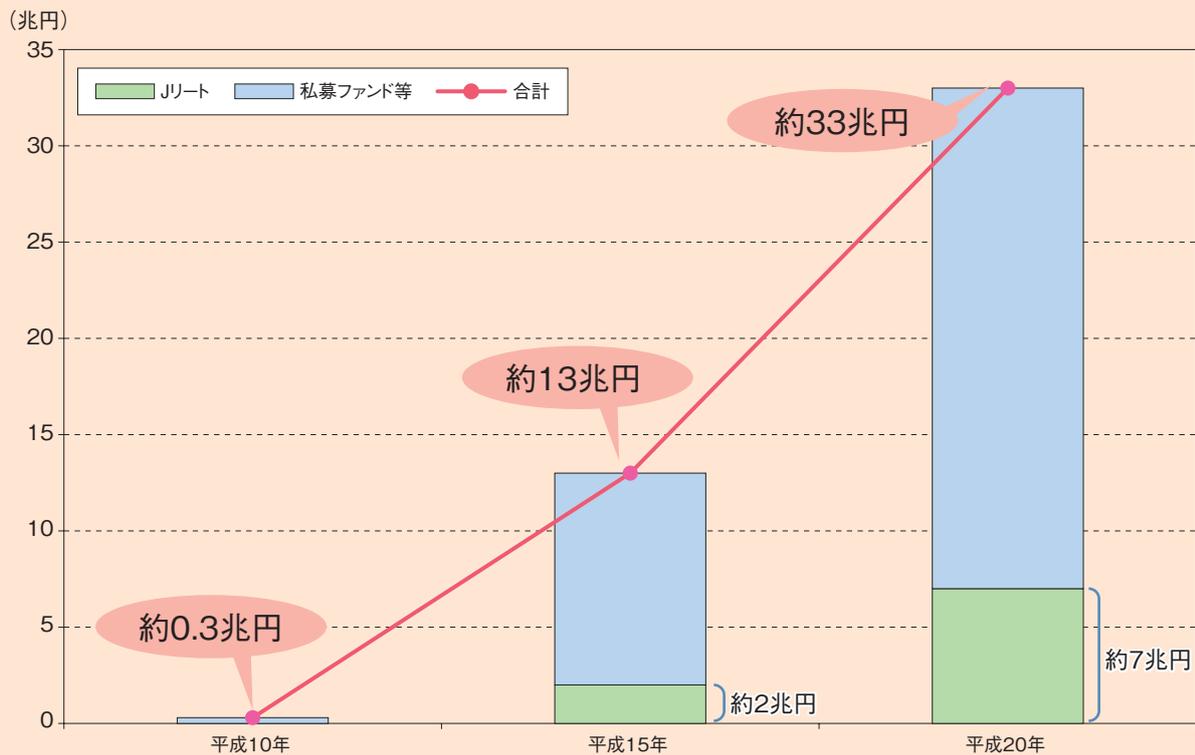
不動産証券化は、不動産の証券化という特別の目的のために設立された法人等が、証券を発行して投資家から資金を集めて特定の収益不動産に投資し、賃料収入等の収益を投資家に配分する仕組みである。

不動産証券化については、第1章第4節で紹介したように、国土交通省において実施している不動産証券化の実態調査により、毎年のフローの動向を把握しているが、Jリートが誕生してから10年以上が経過した今日、ストックベースでの証券化不動産についても把握することが必要と考えられる。

ストックベースでの証券化された不動産資産額については、いくつかの民間調査機関による調査等が存在するが、必ずしも不動産証券化の全体を捉えきれていないため、各種資料から証券化不動産のストック額を試算し、その規模の推移をみってみる（図表3-2-8）。

これによると、Jリートの仕組みが創設される以前の平成10年においては、その規模は約0.3兆円程度であったと推計されるが、その後Jリートの創設や不動産ファンド等の拡大により、平成15年にはJリートが保有する資産額を含め約13兆円にまで拡大したと推計される。その後も不動産証券化は着実に進展し平成20年においては、約33兆円まで拡大したと考えられる。

図表3-2-8 証券化不動産の資産額（推計値）



資料：国土交通省「不動産証券化の実態調査」、信託協会「信託の受託概況」、住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」をもとに推計。

不動産証券化の進展によって不動産投資市場は金融市場と密接な関係を有するものとなり、それぞれの市場動向が相互に影響を与えている。

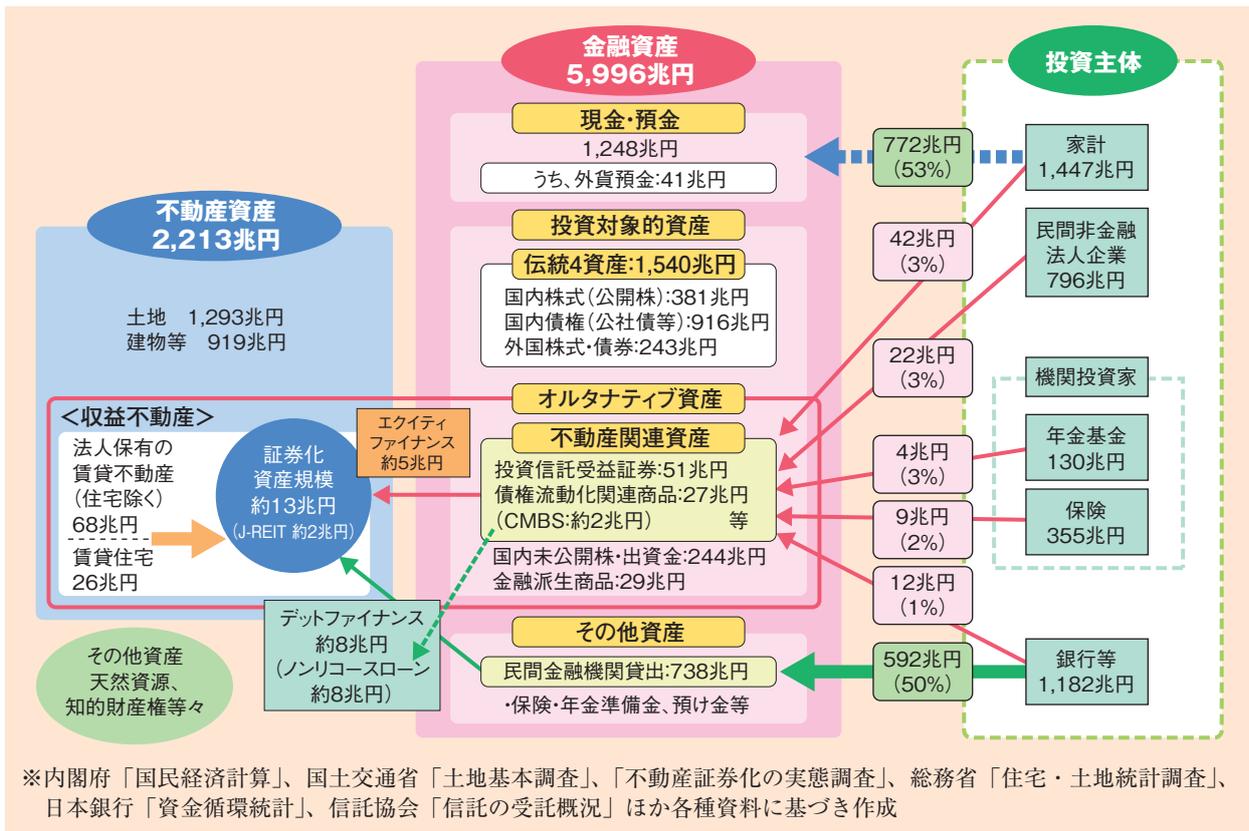
ここでは、不動産投資市場と金融市場との関係を概観するため、不動産資産、金融資産の内訳と、そのつながりを、前述の推計値等を用いてみてみることにする。平成15年においては、不動産資産は、2,213兆円、そのうち収益不動産（住宅含む）が少なくとも約94兆円、証券化された不動産の資産規模は約13兆円（うちJリート約2兆円）存在したと推計される。こうした証券化資産のファイナンスは、エクイティ資金が約5兆円、ノンリコースローンを中心としたデット資金は約8兆円と推計される。また、金融資産のうち、不動産関連資産と考えられる投資信託受益証券は51兆円、債権流動化関連商品は27兆円となっており、そのうちCMBS⁵は約2兆円程度と考えられる（図表3-2-9）。これらの金融資産は家計、民間非金融法人企業、機関投資家、銀行等様々な主体が保有している。

同様に平成20年についてみると、不動産資産は2,310兆円となっており、そのうち収益不動産（住宅含む）は約124兆円、証券化資産は約33兆円（うちJリート約7兆円）と推計される。また、エクイティ資金は約11兆円、デット資金は約22兆円と推計され、証券化資産の増加に伴い、金融資産とのつながりも大きくなっている（図表3-2-10）。

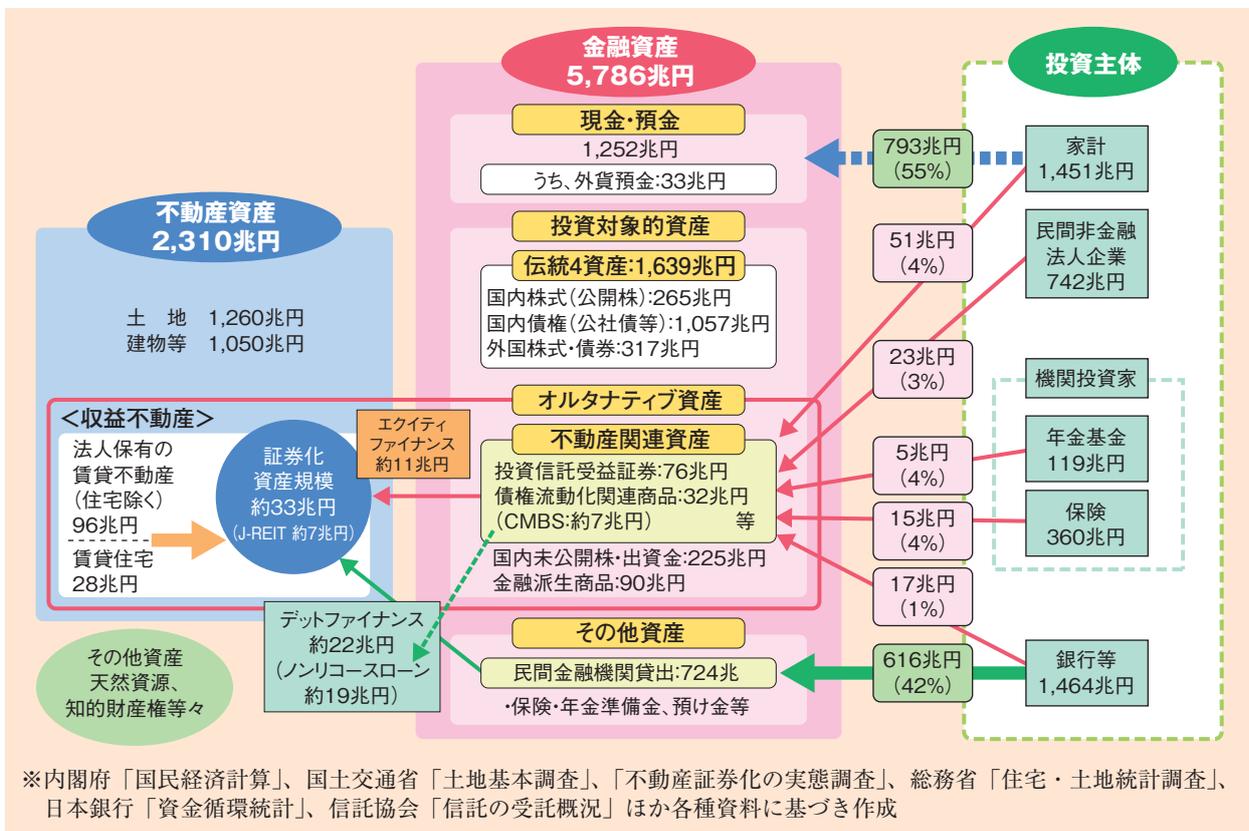
しかしながら、証券化資産約33兆円は、金融資産総額約5,786兆円や不動産資産総額約2,310兆円と比較するとそれぞれ約0.6%、約1.4%にすぎず、今後、不動産市場や金融市場の規模に見合うような不動産投資市場の育成を引き続き進めていくことが必要であると考えられる。

⁵ 商業用不動産ローン担保証券（Commercial Mortgage Backed Securities）。オフィスビルやショッピングセンターなどの不動産を担保として融資したノンリコースローンを裏付けとして発行される証券。

図表3-2-9 我が国の不動産・金融資産と不動産投資市場の概況（平成15年）



図表3-2-10 我が国の不動産・金融資産と不動産投資市場の概況（平成20年）

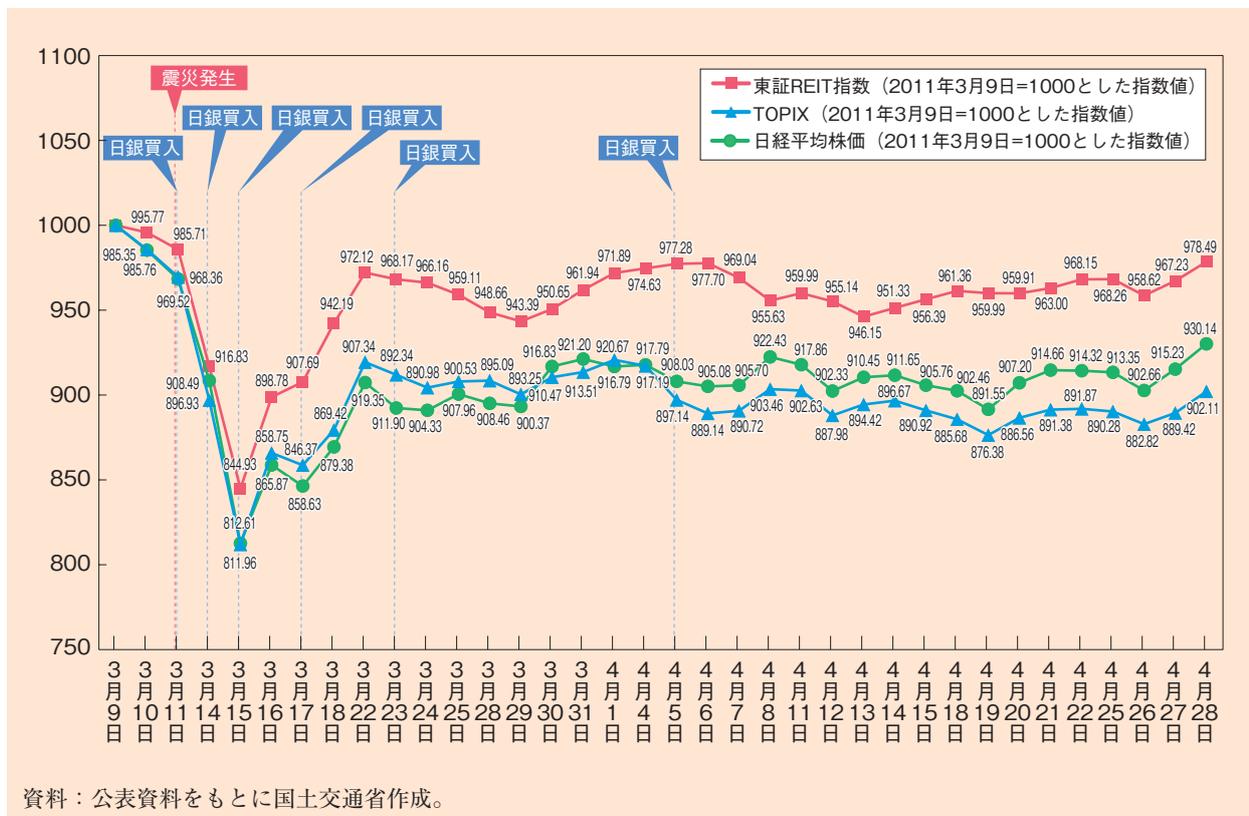


3 東日本大震災による不動産投資市場への影響

震災直後の東証リート指数は、第2章第1節でみたように地震発生4日後の3月15日には926.83にまで下落し、また、不動産関連の株価も、震災発生前日の875.49から3月15日には686.37まで下落した。このような一時的な指数の落ち込みは、東日本大震災の被害や今後の経済活動に対する影響への懸念によるものと考えられる。その後、前日の14日に行われた日本銀行の金融政策決定会合において資産買入等の基金の増額が決定され、Jリートについても500億円程度が追加されることが発表されたことなどの政策対応や、各リートが保有する物件に大きな被害が生じていないことを公表し、Jリートの保有資産への影響は限定的であると考えられたこと等から、東証リート指数は回復の動きを見せ、3月終値は1055.18となっている⁶。

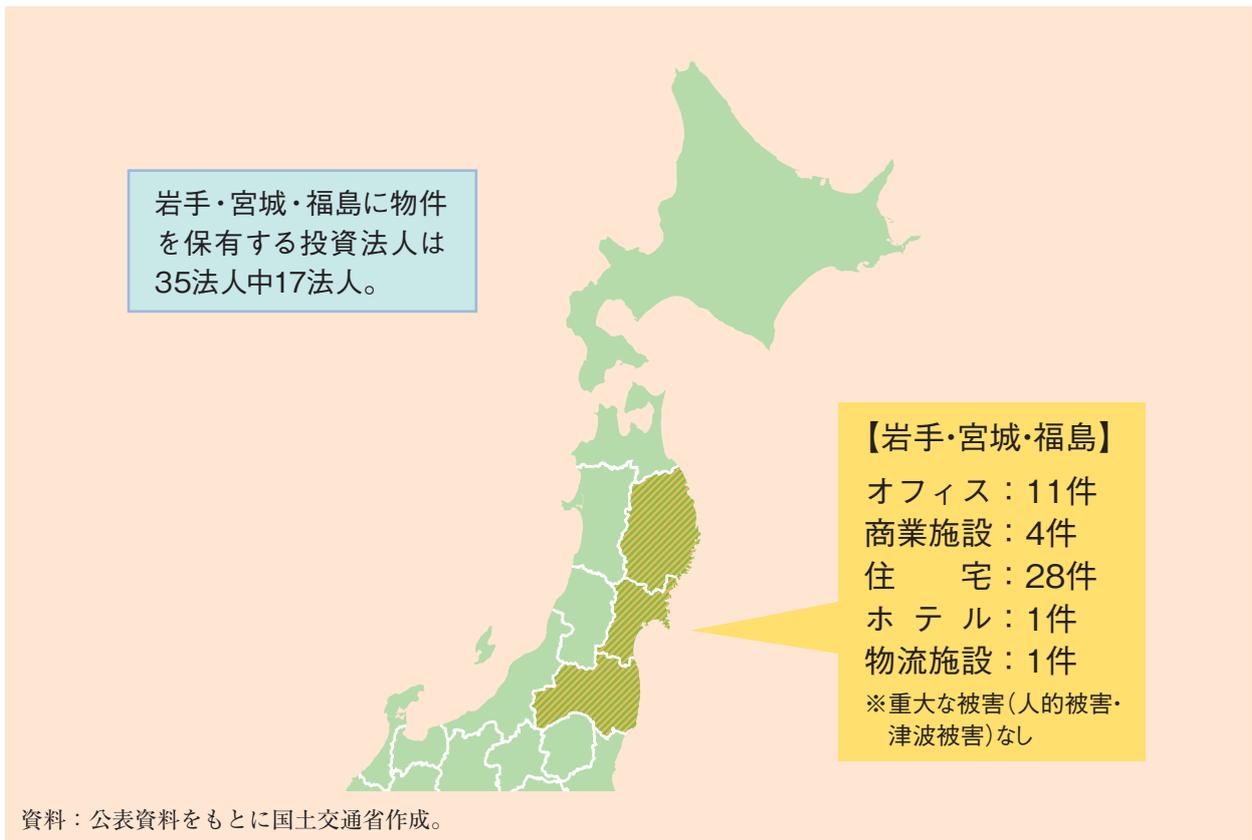
今後、Jリート各社や不動産ファンド等が取得する物件についても安全性といった側面がこれまで以上に考慮され、また、保有物件の地域分散等がこれまで以上に重要な投資判断材料となっていくことも考えられる（図表3-2-13）。このような大災害をどのように乗り越え、どのように将来的な市場の安定につなげるかによって、国内外の投資家からの我が国の市場全体への評価が変わることも予想されることから、こうした点にも配慮しながら、今後の不動産投資市場の拡大に取り組んでいく必要がある。

図表3-2-11 東証リート指数・日経平均株価・TOPIXの推移

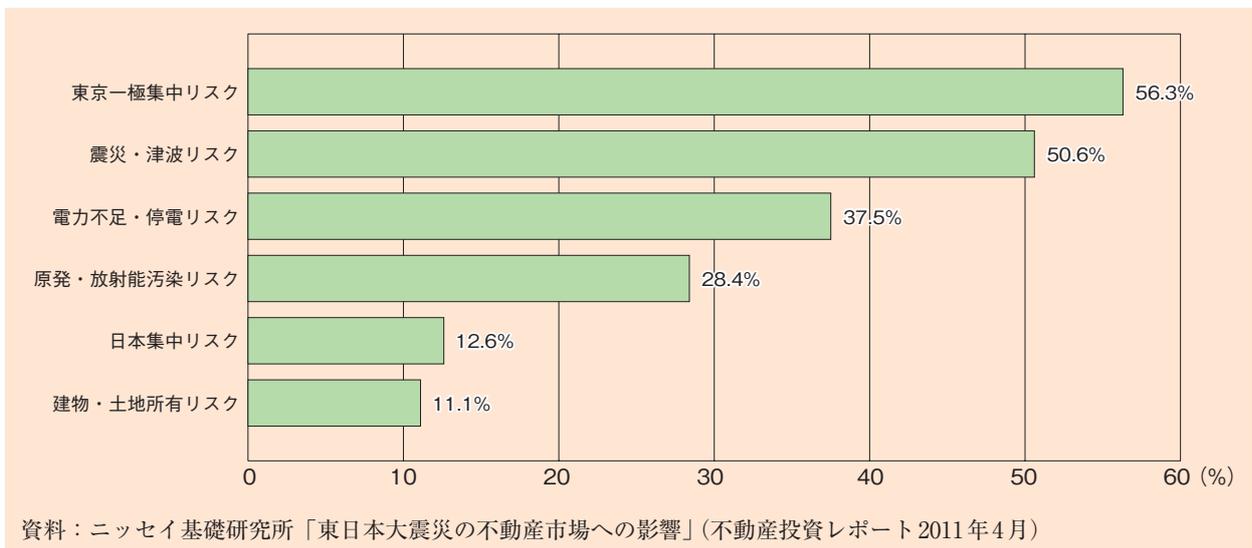


⁶ 東日本大震災の発生以降の日本銀行による不動産投資法人投資口の買入総額は115億円（平成23年4月28日時点）。

図表3-2-12 リート各社が東北地方に保有する物件



図表3-2-13 今後、不動産市場で重視されるリスク



第3節 不動産証券化が果たしてきた役割とその影響

第1節や第2節でみてきたように、世界金融危機により、不動産投資市場の拡大は、そのペースを落としているものの、我が国の不動産資産や金融資産の規模の大きさから考えると、今後もその着実な市場規模の拡大が期待される。

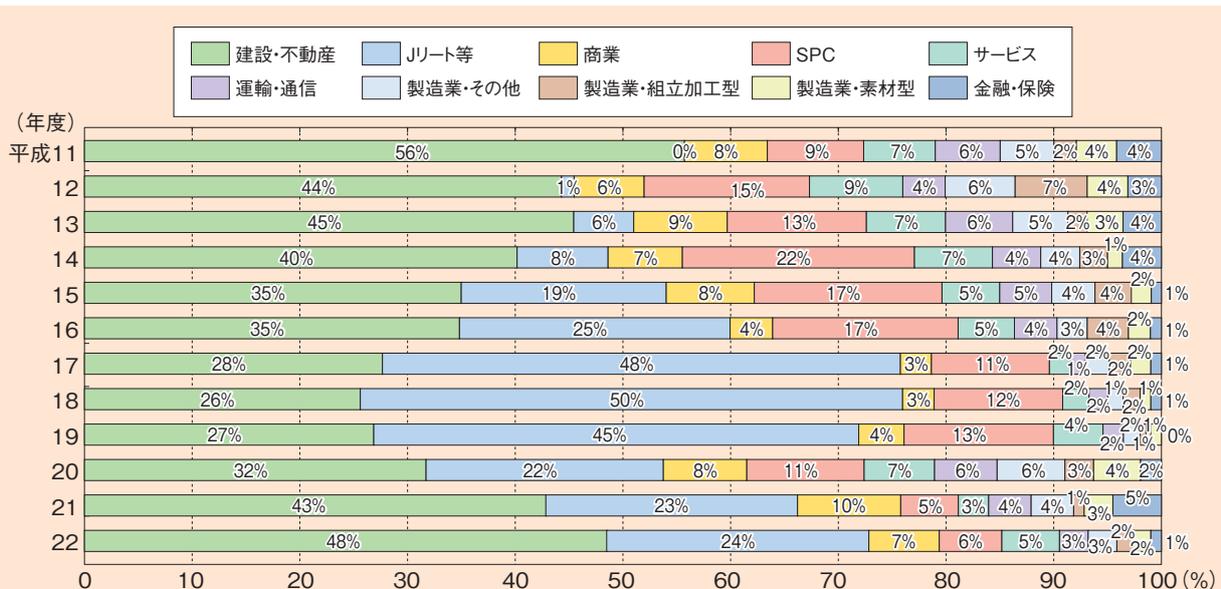
以下では、不動産市場における不動産証券化の意義を整理するとともに、不動産証券化の進展に伴う影響について分析する。具体的には、不動産価格が、これまで以上に不動産の収益性を反映して決定されるようになってきていることや、近年注目されている社会責任投資や環境価値の高い不動産への投資についての分析を行う。

1 不動産証券化の役割

不動産の証券化は、これまでの年次報告においても指摘してきたように、①市場における新たな買い手の創出、②都市開発の推進、③証券化対象不動産の質の向上、④新たな投資商品の提供、⑤関連ビジネスの活性化、⑥市場の透明性の向上、といった役割を果たしてきた。

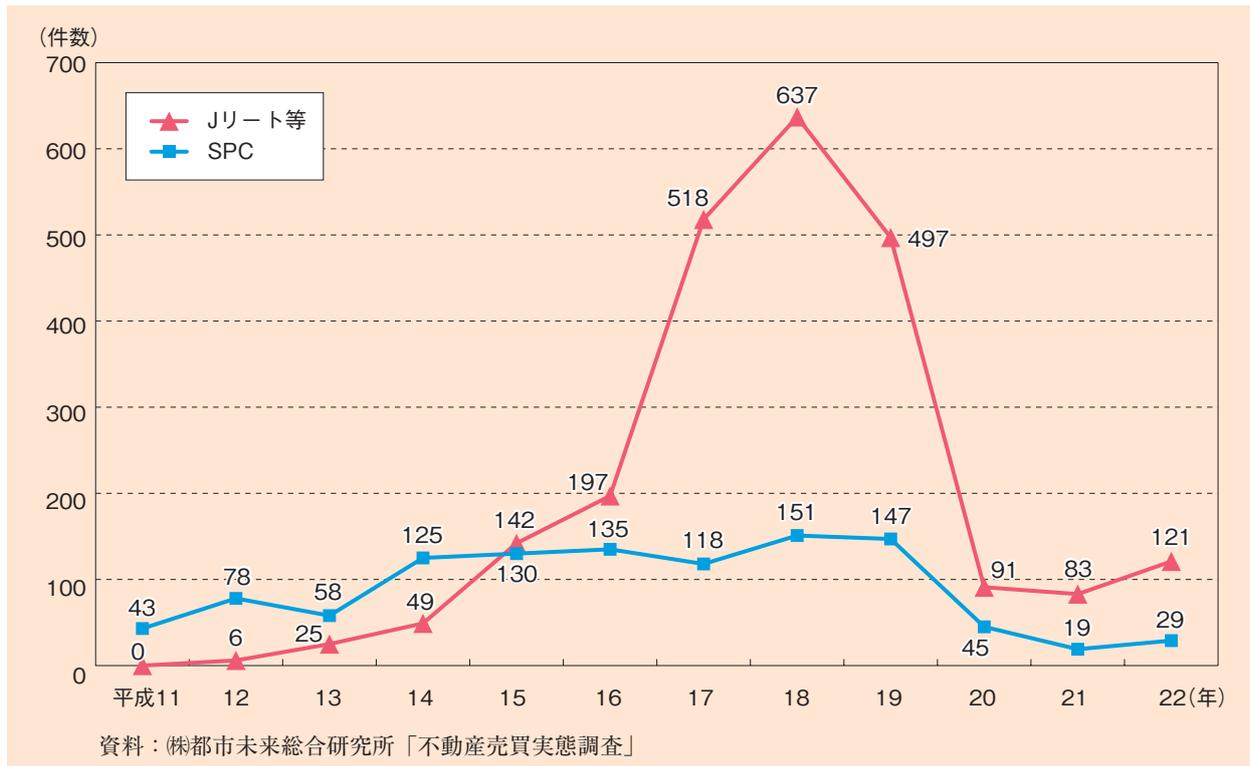
不動産市場における新たな買い手の創出という点からみると、上場企業の不動産取引のうち、Jリート等が買い手となる取引の割合が、平成11年度から平成18年度にかけて大幅に増加している。平成19年度以降この割合は低下したものの、Jリート等とSPCを合わせると全体の約3割を占めており、不動産市場における主要な買い手となっていることが分かる。

図表3-3-1 買主業種別件数割合の推移



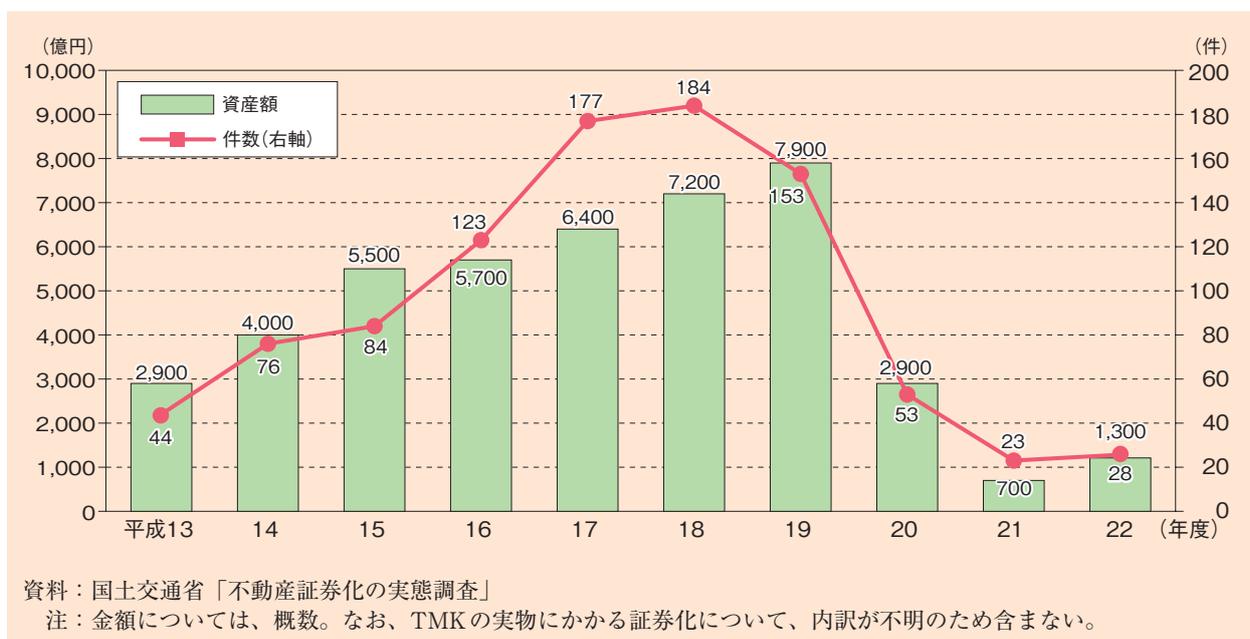
資料：(株)都市未来総合研究所「不動産売買実態調査」

図表3-3-2 Jリート・SPCの物件取得件数の推移



また、開発型事業に不動産証券化を活用することで投資リスクが分散され、都市基盤整備への民間資金投入が促進される。開発型証券化の実績をみると、平成19年度まで順調に増加してきた開発型証券化は、平成20年度、平成21年度と大きく落ち込んだが、平成22年度では28件、資産額では1,300億円となっている。

図表3-3-3 開発型証券化の実績



証券化対象不動産の質の向上については、不動産証券化は不動産の所有と経営の分離を可能とするため、不動産の価値向上に高い意識と専門性のある者に経営を委ねることで、価値の増進が図られる。

新たな投資商品の提供という側面で見ると、不動産は安定的な賃料収入が期待されるなど他の投資商品にない魅力があり、これが小口化されて広く投資家に対して提供されることは、投資家の資産運用の選択肢の拡大につながる。また、Jリートの予想配当利回りと長期国債利回りの推移を比較すると、Jリートの予想配当利回りは長期国債利回りに比べて高い水準となっている。

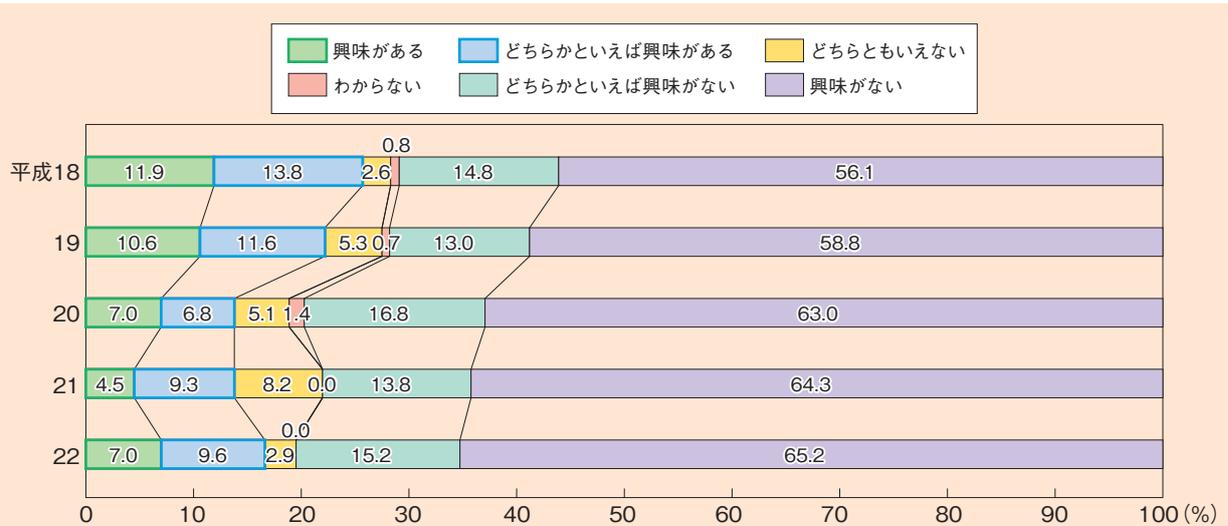
図表3-3-4 Jリート配当利回りと長期国債利回りの推移



資料：(株)住信基礎研究所「STBRI J-REIT Index」、財務省HP

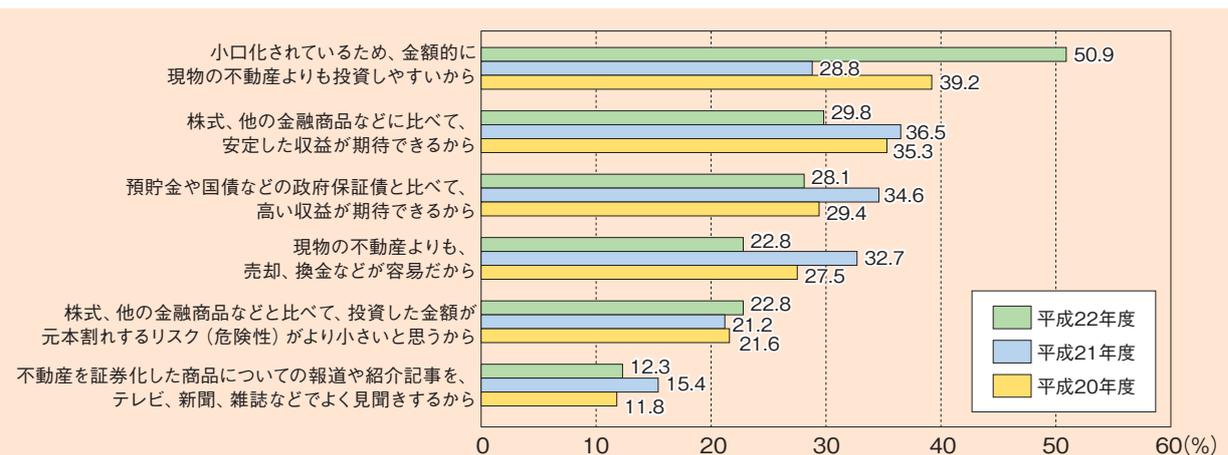
国土交通省で実施している土地問題に関する国民の意識調査の結果から、不動産証券化商品への関心をみると、「興味がある」「どちらかといえば興味がある」と回答した人の割合は平成22年度調査では減少傾向から増加に転じており、興味のある理由としては、「小口化されているため、金額的に現物の不動産よりも投資しやすいから」がもっとも多くなっている。

図表3-3-5 不動産証券化商品への投資に対する興味



資料：国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」

図表3-3-6 不動産証券化商品への投資に興味がある理由

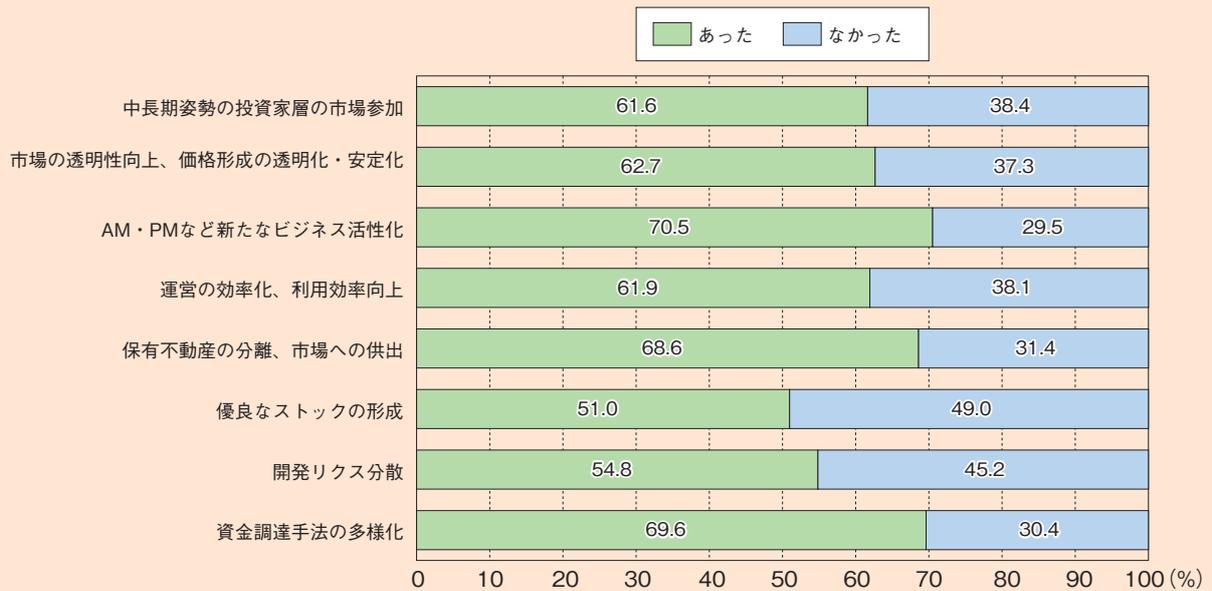


資料：国土交通省「土地問題に関する国民の意識調査」

また、不動産証券化の進展に対応して、アセット・マネジメント、プロパティ・マネジメントなどの関連ビジネスが拡大し、定着してきている。国内の不動産投資家に対するアンケート調査では、不動産証券化が果たしてきた役割については、「AM（アセット・マネジメント）・PM（プロパティ・マネジメント）など新たなビジネス活性化」が最も高くなっている。

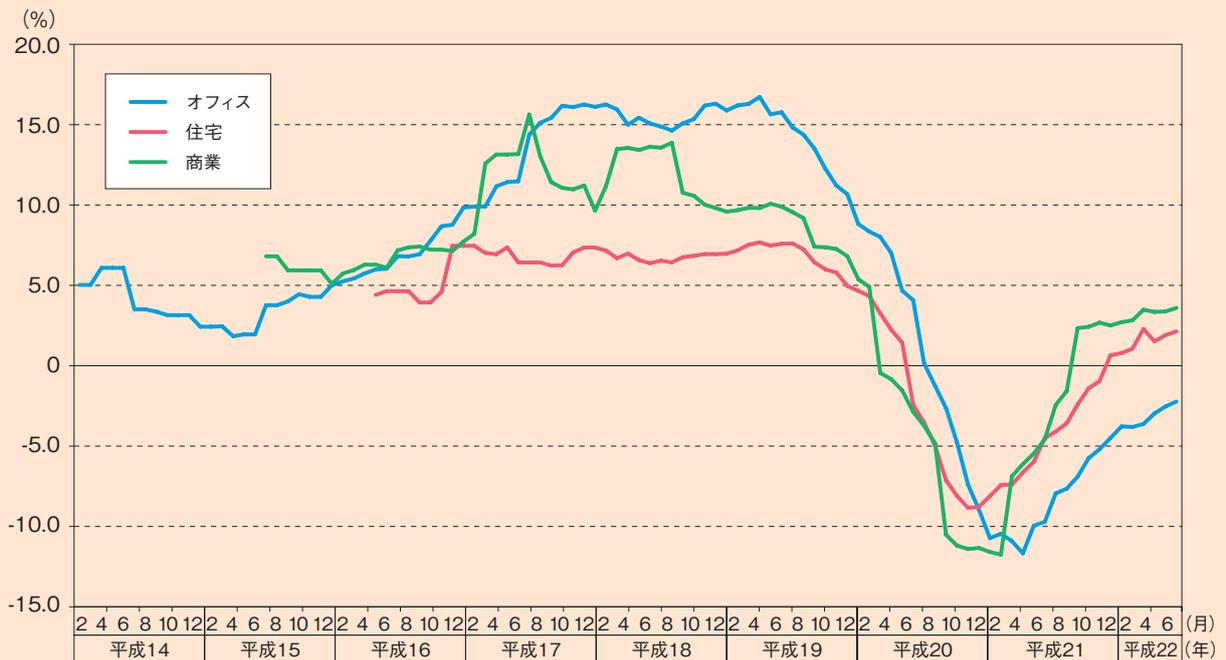
さらに、市場の透明性の向上という点からみると、特にJリートが、物件購入価格、物件購入時のキャップレート、修繕費等の不動産に関する様々な情報を開示しており、市場の透明化に大きく寄与している。Jリートの開示情報をもとに、不動産の収益性に関する様々な情報も提供されはじめており、例えば、一般社団法人不動産証券化協会では、市場のニーズを踏まえて、Jリートの総合収益率等が分かる「ARES J-REIT Property Price Index」を四半期毎に公表している。

図表3-3-7 不動産証券化の意義・役割



資料：国土交通省「不動産投資家アンケート調査」(平成22年3月)

図表3-3-8 ARES J-REIT Property Index (総合収益率、全国)



資料：(社)不動産証券化協会「ARES J-REIT Property Database」

注：ARES J-REIT Property Indexは、月間の不動産投資収益率(年率換算値)を示す指標。

以上述べてきたような不動産証券化の意義を踏まえると、不動産の証券化を引き続き進めていくことは今後の不動産市場の発展のため重要な課題の一つであると言えよう。

コラム 世界各国で強まったリートと株価との相関

一般に、不動産証券化商品は、オフィスや賃貸住宅等の比較的安定的な賃料収入が見込める不動産を裏付けとしていることから、「ミドルリスク・ミドルリターン」の特性が期待される。しかし、世界金融危機以降、Jリークの投資口価格は、株価とともに大きく下落し、我が国では、平成19年前後における投資口価格の急激な上昇と下落から、Jリートについては株式以上に乱高下の激しい商品となっているという見方もある。

このような株価と同様又はそれ以上のリート価格の変動が、各国でも見られたのかを比較してみよう。2000年以降の各国の主要な株価指数とリークの価格指数の変動率についてそれぞれ一定の期間に区切って両者の相関をとってみると、2005年以前では、それほど高い相関は見られず、株価指数の変動とリート価格指数の変動とは連動性は小さい。しかし、2005年以降については各国において両者の相関は高まっており、特に世界金融危機前後では、非常に高い相関がみられる。

こうしたデータは、不動産投資市場と金融市場との関係の深まりを示唆する一方で、我が国においてのみ、Jリークのミドルリスク・ミドルリターンという特性が損なわれたというわけではなく、世界金融危機以前の世界的な不動産投資の高まりとリーマンショック後の急激な落ち込みの中で、どの国においても金融市場と不動産投資市場が低迷し、株価と同じようなリート価格の低迷をもたらしたことを示していると考えられる。今後、不動産投資市場が着実に拡大していくことにより、このようなリート価格のボラティリティの高まりが緩和され、本来のミドルリスク・ミドルリターンという商品特性を発揮することが期待される。

	2001.1~ 2003.12	2002.1~ 2004.12	2003.1~ 2005.12	2004.1~ 2006.12	2005.1~ 2007.12	2006.1~ 2008.12	2007.1~ 2009.12	2008.1~ 2010.12
アメリカ (1960)	0.277	0.371	0.365	0.505	0.710	0.783	0.804	0.814
オーストラリア (1971)	0.399	0.429	0.314	0.467	0.725	0.784	0.732	0.661
カナダ (1993)	0.403	0.689	0.605	0.414	0.718	0.766	0.791	0.612
日本 (2001)	0.009	0.051	0.225	0.311	0.772	0.775	0.828	0.697
シンガポール (2002)	—	—	0.426	0.673	0.895	0.920	0.940	0.906
フランス (2003)	—	—	0.421	0.445	0.586	0.648	0.778	0.797
香港 (2005)	—	—	—	0.279	0.511	0.492	0.548	0.294
イギリス (2007)	—	—	—	—	—	—	0.663	0.814
ドイツ (2007)	—	—	—	—	—	—	0.458	0.373

資料：株価指数（アメリカ：ダウ・ジョーンズ指数、オーストラリア：S&P/ASX200Index、カナダ：S&P/TSX Composite Index、日本：Nikkei225Index、シンガポール：STRAITSTIMESINDEX、フランス：CAC40、香港：Hang Seng Index、イギリス：FTSE100、ドイツ：DAX）、リート指数（各国：S&P Global REIT 指数）

注1：各指数の月末値を利用し、3年間の毎月の変動率から株価指数とリート指数との相関係数を計算している。

注2：（ ）内は各国におけるリート制度の導入時期。

注3：相関係数が0.7以上の期間を、 で色つけている。

2 収益性に応じて形成される不動産価格

(1) 収益還元法に基づく地価と実勢取引に基づく地価

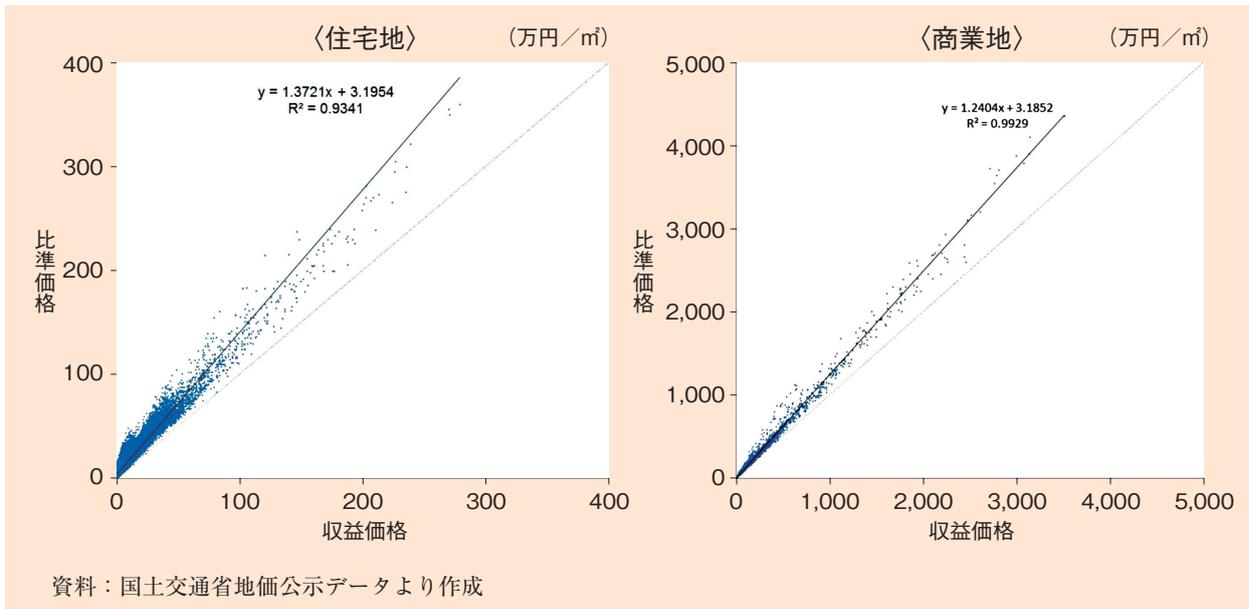
不動産証券化商品に投資する投資家は、市場に提供された当該不動産の収益に関する情報を吟味し評価して投資を行うことが一般的である。このため、不動産証券化の進展に伴い、不動産の市場価格は、これまで以上に収益性を反映して決定されるようになってきていると考えられる。不動産鑑定評価の統一基準である不動産鑑定評価基準においても、収益の予測等についてより綿密に分析する手法が導入されており、また、Jリートの不動産売買においては、物件ごとに不動産鑑定士による鑑定評価を行うことが義務づけられているなど、収益性を重視して価格が判定される傾向がより強くなっていると考えられる。

このことを実際の鑑定評価のデータを用いて検証してみよう。不動産鑑定評価にあたっては、不動産鑑定士が不動産鑑定評価基準等に基づいて、一般的には、近傍類地における取引事例を参考にして算出した比準価格と収益還元法を適用して算定した収益価格の両者を考慮して価格算定を行っている。地価についても、その土地の収益性に応じて決まるという性格が強まっているのであれば、結果としては、比準価格と収益価格は近い価格になると考えられる。こうした点は、過去の年次報告においても指摘されており、例えば平成11年における年次報告では、大都市の商業地の地価が、その不動産のもつ収益力を反映した水準で推移しつつあり、丸の内や新宿、大阪市の梅田などでは地価公示における公示地価に対する収益価格の割合が相当程度高くなってきていることを指摘している。

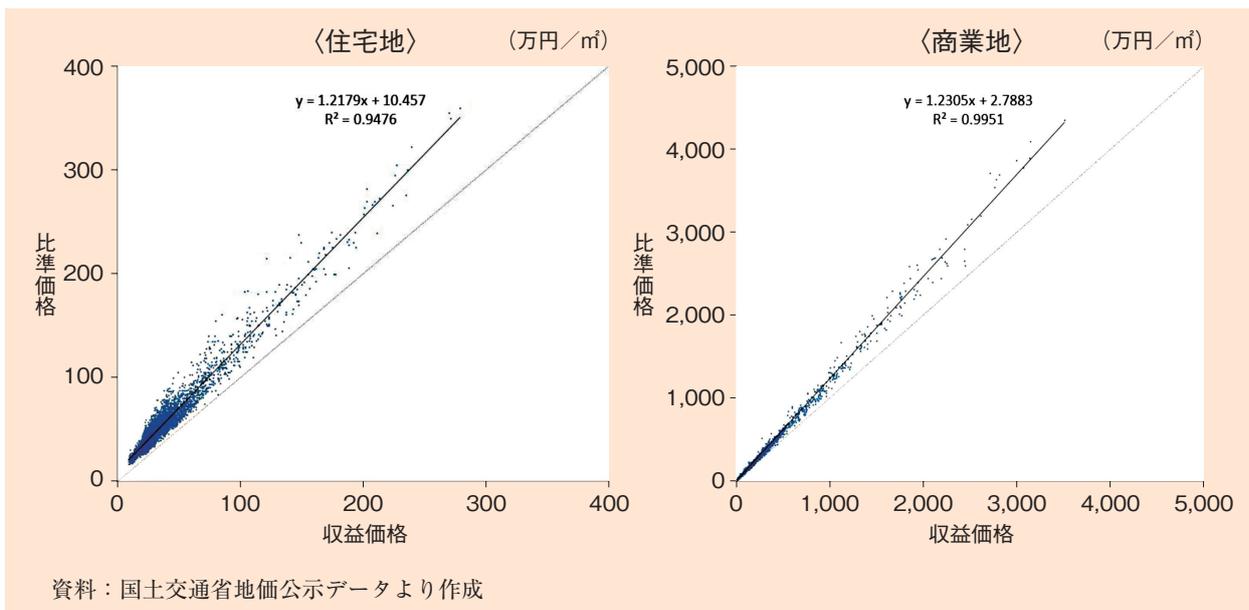
そこで、実際に、地価公示の各地点において行われた鑑定評価結果から、両者の関係を見てみたものが図表3-3-9である。ここでは、過去5年間の全国の鑑定評価結果のデータを用い、各調査地点において行われた鑑定評価結果のうち、比準価格と収益価格の両方が記載されているものを抽出し、両価格の相関を比較している。これをみると、住宅地、商業地ともに、収益価格と比準価格との間には高い相関関係が見られる。このことは、実際の取引価格が相当程度収益性を反映して価格決定がなされていることを示していると考えられる。

また、住宅地については収益価格よりも比準価格が3割程度、商業地については2割程度高くなる傾向がみられるが、これは、実際の取引では購入者側の当該物件に対する高い評価等が反映されているものと考えられる。さらに、商業地の方が、住宅地に比べて相関関係が強くなる傾向がある。これは、商業地の方が、周辺地域の賃料水準や稼働率等のデータが比較的充実しており収益性を計算しやすい環境にあること、一方で、住宅地では収益を目的としない居住用の不動産も多いことによると考えられる。また、賃貸物件も豊富にあり市場から賃料等の情報を入手しやすいと考えられる東京23区に限って同様にみると、住宅地では全国で見られるような比準価格と収益価格との乖離の幅が小さくなることから、このことは示唆される。

図表3-3-9 比準価格と収益価格との関係（全国）



図表3-3-10 比準価格と収益価格との関係（東京23区）



以上のように、比準価格と収益価格との間に乖離は少なく、特に収益性がより考慮されるような地域においてはその乖離は小さい。今後、不動産の証券化の進展により、より収益性に応じた価格形成がなされる傾向が強まるものと考えられる。

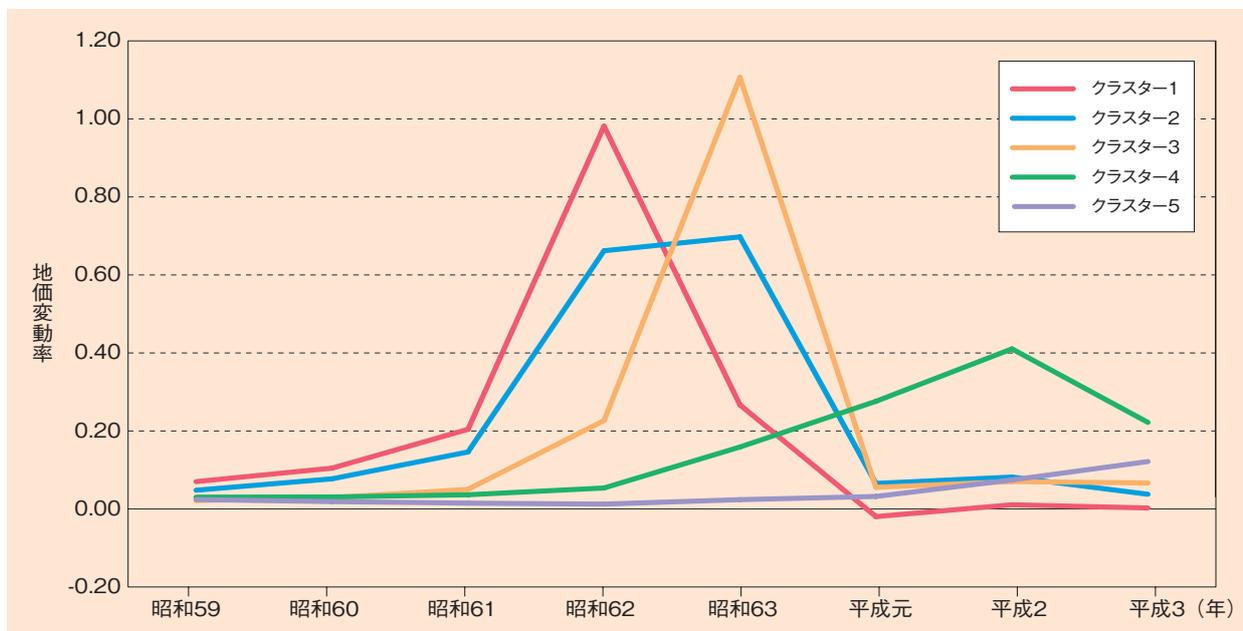
(2) 地価変動の類似性で分類した個別地点の地価動向

続いて、不動産の証券化が進んできた平成14年から直近の平成22年までの全国の商業地の公示地点について、バブル崩壊までの1980年代の地価上昇期（昭和59年から平成3年まで）と比較しながら、価格変動の類似しているクラスターに分類し、それぞれのクラスター

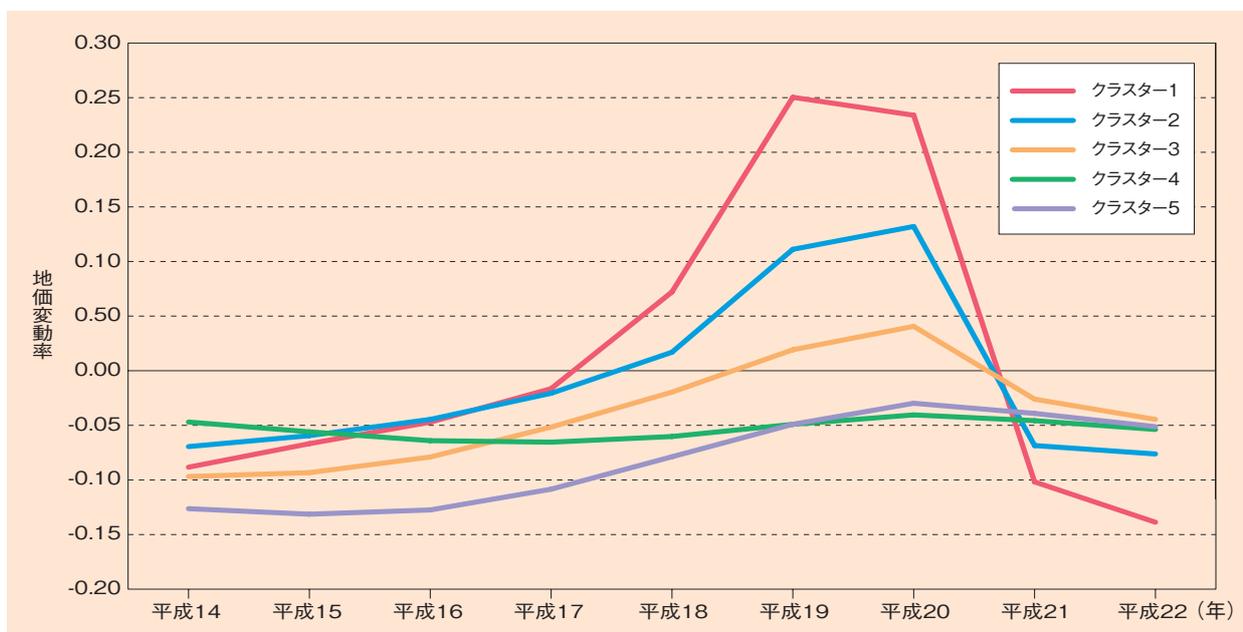
の属性を分析・比較してみる⁷。

まず、それぞれの期間において価格変動の傾向が類似しているものとして5つのクラスターに分けそれぞれのクラスターの平均地価変動を示したものが図表3-3-11、12であり、各クラスターに含まれる地点を色別に地図上に配置したものが図表3-3-13、14である。

図表3-3-11 各クラスターの地価変動率（昭和59年～平成3年）

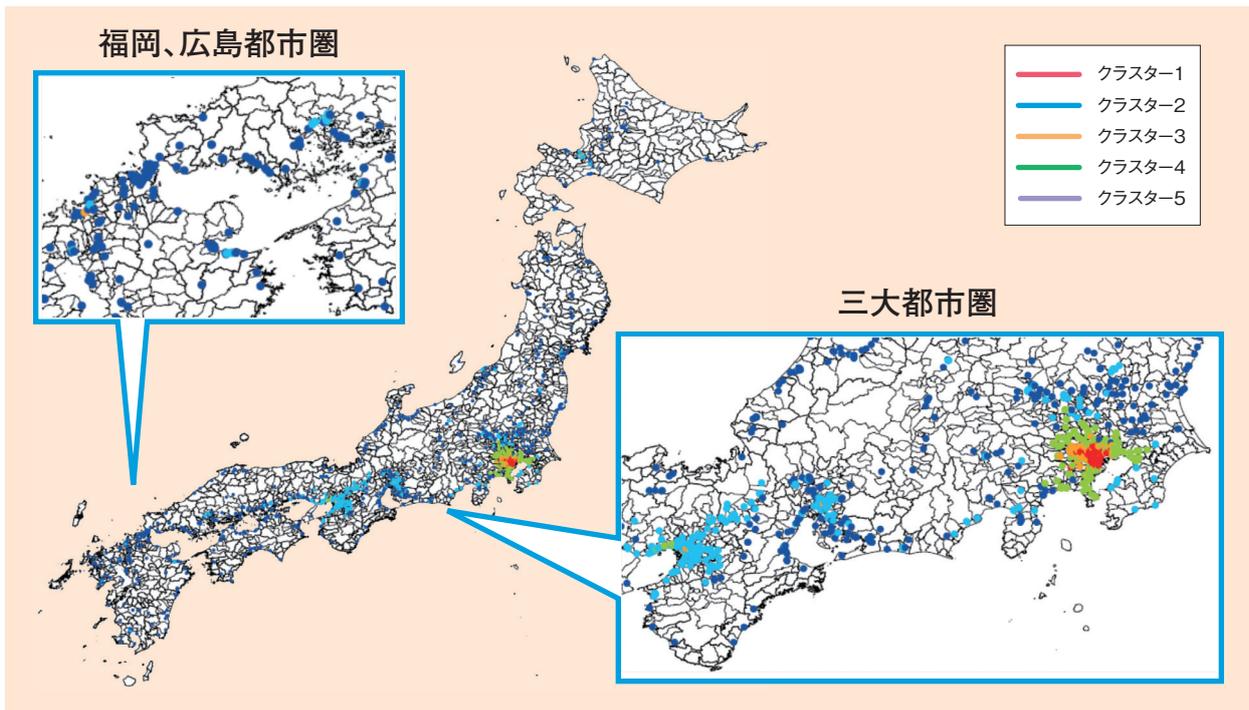


図表3-3-12 各クラスターの地価変動率（平成14年～平成22年）

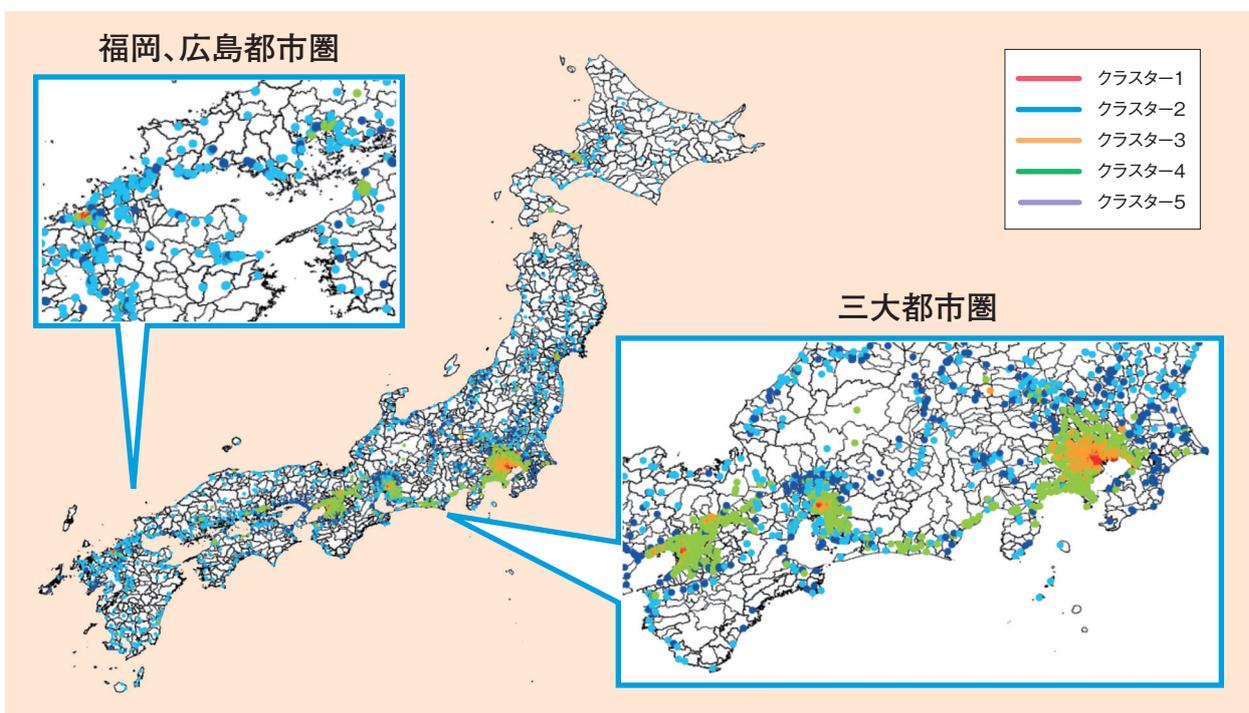


⁷ここでは、使用するデータ数が膨大であることから、あらかじめクラスター数を設定する非階層的クラスター分析を用いている。

図表3-3-13 各クラスターの地域分布（昭和59年～平成3年）



図表3-3-14 各クラスターの地域分布（平成14年～平成22年）



これらを合わせ見ると、昭和59年から平成3年までの地価上昇期においては、まず東京中心部から地価上昇が始まり、次いでその周辺及び大阪圏へと地価上昇が波及し、地方圏でも緩やかな地価上昇が見られたのに対し、平成18年から平成20年までの期間においては、平成18年に三大都市圏及び札幌、仙台、広島、福岡の中心部の地価が同時期に上昇し、翌平

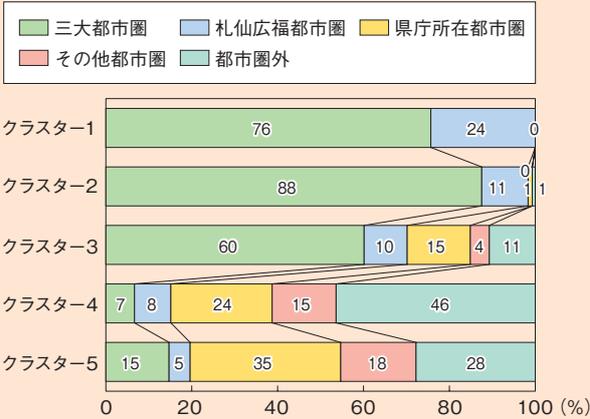
成19年にそれらの周辺自治体の地価が上昇した一方、その他の地方圏への波及はなかったことがわかる。

次に、平成14年から平成22年までの期間について、各クラスターの属性を詳細に見てみると、図表3-3-15のように、地価変動が大きい第1・第2クラスターは、主に三大都市圏の中心都市から構成され、地価水準が高く、Jリート売買物件数及び売買金額が大きいという属性を持っており、不動産の証券化が進んでいるグループと特徴付けることができる。これは、地価変動が小さく継続的に下落している第4・第5クラスターが主に三大都市圏以外で地価水準が低く、不動産の証券化が進んでいないグループと特徴付けられるのと対照的である。

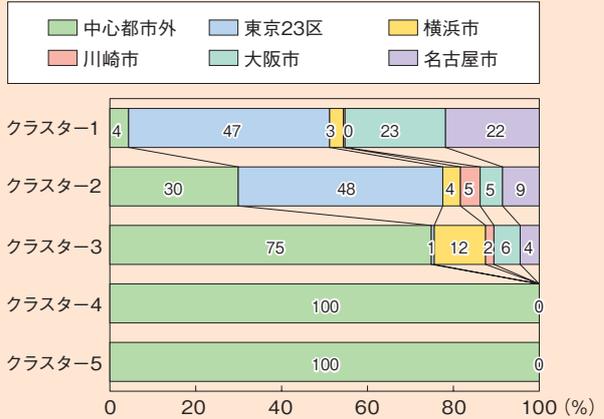
この分析だけでは、地価の変動と不動産の証券化の間でどちらからどのような影響があるのかは必ずしも明確ではないが、証券化の動向と地価動向とは深い関わりがあることを示している。

図表3-3-15 各クラスターの属性

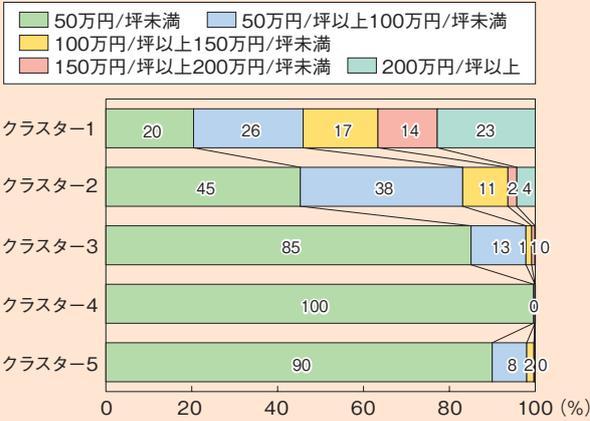
クラスター属性 (都市圏)



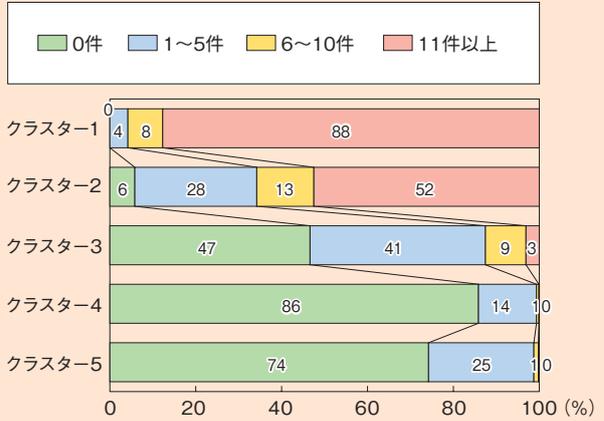
クラスター属性 (三大都市圏のうち中心都市別)



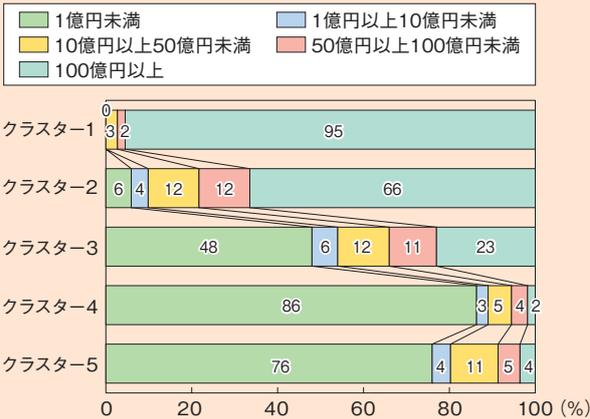
クラスター属性 (期首地価水準)



クラスター属性 (J-REIT売買件数)



クラスター属性 (J-REIT売買物件金額)



注1：三大都市圏は東京23区・名古屋市・大阪市を核都市とする都市圏、札幌広福都市圏は札幌市・仙台市・広島市・福岡市を核都市とする都市圏、県庁所在都市圏は県庁所在都市を核都市とする都市圏、その他都市圏は県庁所在都市以外の核都市を含む都市圏、その他都市圏はその他の市町村である。また、中心都市外は三大都市圏のうち、東京23区・横浜市・川崎市・大阪市・名古屋市以外の三大都市圏に該当する市町村である。

注2：都市圏の定義は、2005年の国勢調査を基に人口10万人以上で昼夜間人口比率が1以上の都市を核都市として、核都市への通勤通学者が全通勤通学者の5%以上または500人以上である市町村を含む圏域を都市圏として設定している。核都市が20km以内に併存する場合には、連結して一つの都市圏としている。

3 不動産投資の新たな役割

建築物やインフラは、一旦整備されれば通常長期間にわたり維持される。このため、次世代の社会基盤としてのサステナビリティ（持続可能性）の確保が必要であり、その実現のため、公的な資金だけでなく、民間の投資資金が有効に活用され、環境・社会問題に的確に対応した不動産への転換がなされていくことが重要である。

次世代のニーズに対応した建築物やインフラに対する投資が、経済的利益の追求と両立するものとなれば、市場の中でこうした不動産への投資が選択され、社会基盤のサステナビリティを高めていくことが可能となる。不動産投資を通じた持続可能社会への貢献は、不動産投資市場に期待される新たな役割といえる。

（責任不動産投資の普及）

平成18年に国連のコフィ・アナン前事務総長が金融機関へ向けて提唱した責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）は、現在、世界で885機関（日本で18機関）が署名しており（運用資産25兆ドル超、平成23年4月時点）、この原則を不動産投資に適用したものが、責任不動産投資（RPI：Responsible Property Investing）である。

国連環境計画金融イニシアティブ不動産ワーキンググループ（UNEP FI PWG）では、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題（ESG：Environmental（環境）、Social（社会）、Governance（企業統治））を重視する責任不動産投資を提唱しており、ESGを重視し積極的に環境や社会的な配慮に取り組むことにより、社会的責任と受託者責任を同時に追及しつつ競争上の優位性を獲得し、より大きな投資収益を実現することが可能であるとしている。このような流れの中で、海外においては責任不動産投資を投資戦略に掲げる機関投資家や不動産ファンドも登場している。

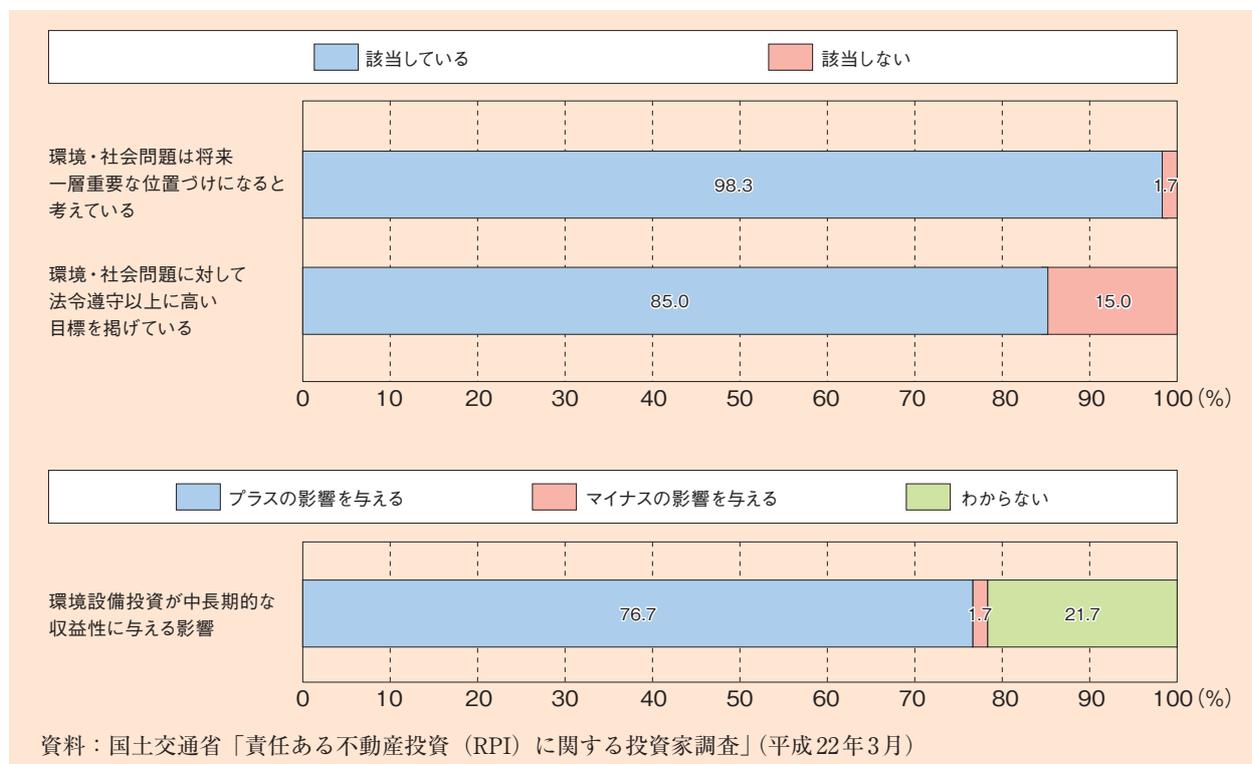
図表3-3-16 10か条の責任不動産投資戦略

- 1 省エネルギー（省エネのための設備改良、グリーン電力利用、エネルギー効率の高い建物など）
- 2 環境保護（節水、固形廃棄物のリサイクル、生息地保護など）
- 3 自発的認証制度（グリーンビルディング認証、認証を受けた持続可能な木材による仕上げなど）
- 4 歩行に適した都市整備（公共交通指向型都市開発、歩行に適したコミュニティなど）
- 5 都市再生と不動産の利用変化への柔軟性（未利用地開発、柔軟に変更可能な内装、汚染土壌地の再開発など）
- 6 安全衛生（敷地内の保安、自然災害の防止策、救急対応の備えなど）
- 7 労働者福祉（構内託児所、広場、室内環境、バリアフリーなど）
- 8 企業市民（法規の遵守、持続可能性の開示と報告、社外取締役の任命、責任投資原則のような任意規約の採択、ステークホルダーとの関わりなど）
- 9 社会的公正性とコミュニティ開発（低所得者向け住宅供給、コミュニティの雇用研修プログラム、公正な労働慣行など）
- 10 地域市民としての活動（質の高いデザイン、近隣への影響の極小化、地域に配慮した建設プロセス、コミュニティ福祉、歴史的価値の保護など）

（資料：UNEP FI PWG「What the leaders are doing」）

こうした責任不動産投資の国際的な潮流を踏まえ、国土交通省では、UNEP FI と共同で、我が国における不動産投資家の責任不動産投資に係るスタンスや環境不動産投資への関心等に関する調査⁸を実施している。その結果、不動産投資において環境・社会問題は将来一層重要な位置づけになると考えているとの回答や、法令遵守以上に高い目標を自主的に掲げているとの回答が8割以上を占め、環境設備投資が中長期的に収益性にプラスの影響を与えるとの回答が7割以上を占めた。また、責任不動産投資の推進要因と阻害要因を聞いたところ、推進要因としてコストの低減を挙げる回答者が9割を超える一方で、阻害要因については、すべての回答者が経済的なパフォーマンスが十分でないことを阻害要因と考えており、情報の欠如、テナントの需要が十分でないこと等が阻害要因となるとの回答が8割を超える結果となっている。

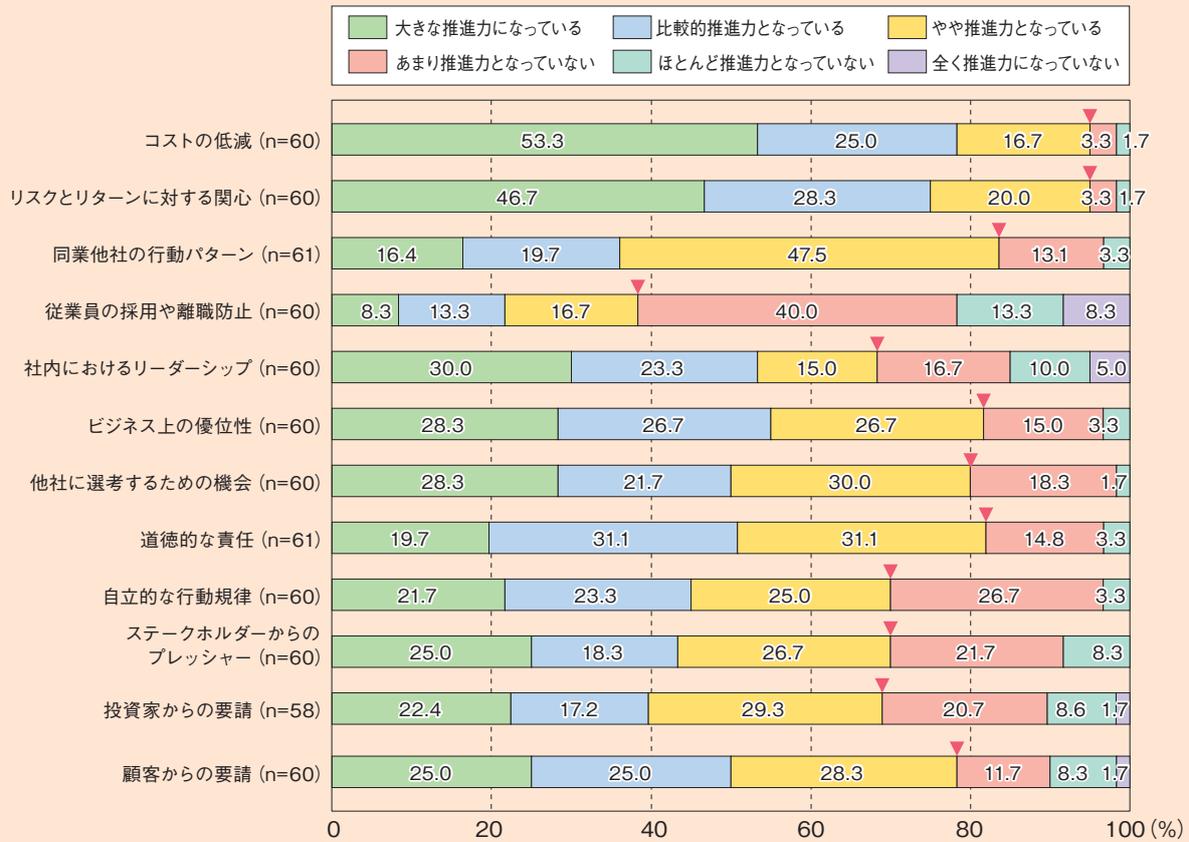
図表3-3-17 責任不動産投資に対する投資家の考え方



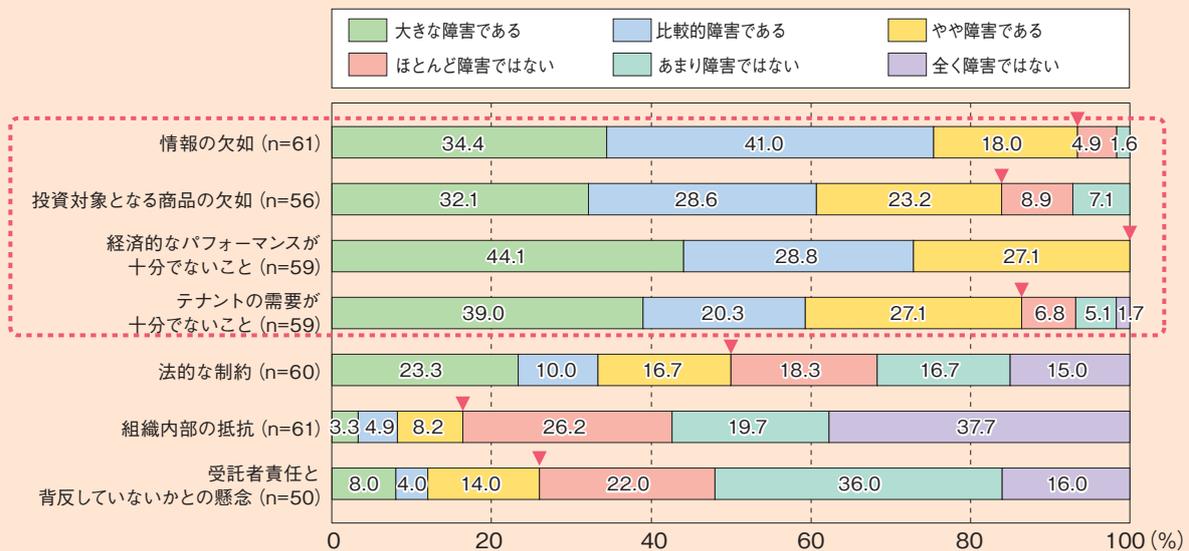
⁸「責任ある不動産投資(RPI)に関する投資家調査」(平成22年3月)。我が国における不動産投資に関係の深い機関投資家(生損保、銀行、運用会社等)、不動産デベロッパー、建設会社等を対象として、環境に配慮した不動産投資へのスタンス等について対面聞き取り調査(合計63社)を実施。

図表3-3-18 責任不動産投資の阻害要因

問. 何がRPIのドライバー（推進力）になっているか



問. 何がRPIのバリア（障害）になっているか



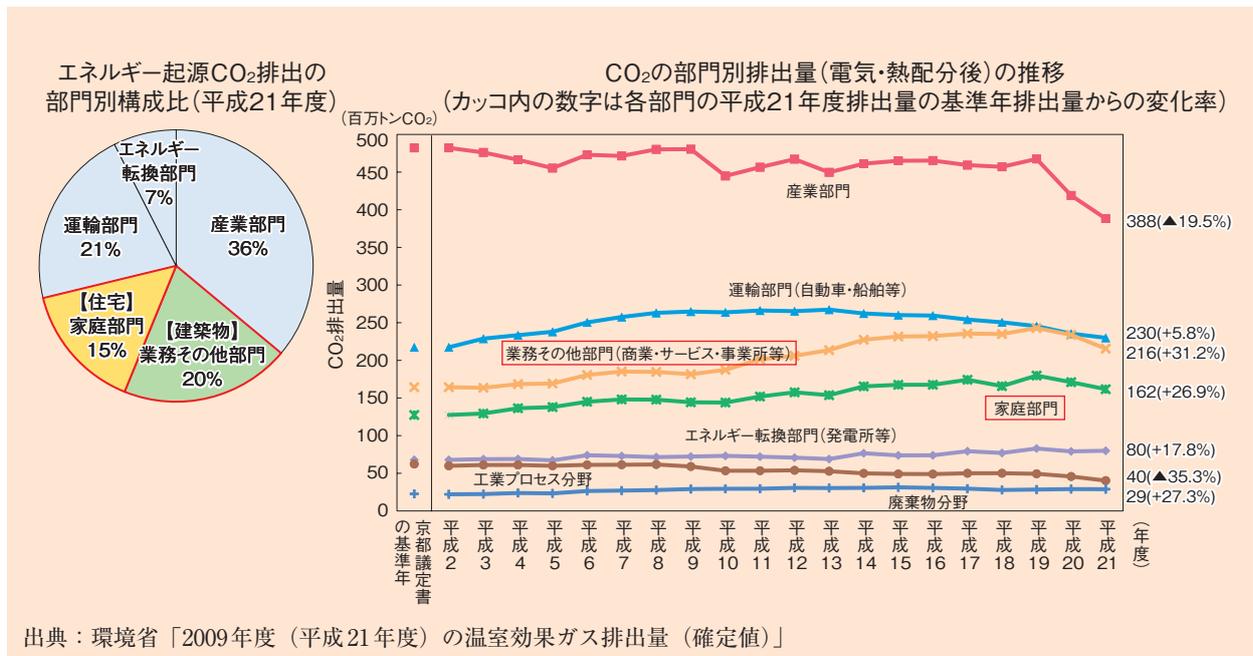
資料：国土交通省「責任ある不動産投資（RPI）に関する投資家調査」（平成22年3月）

今後、責任不動産投資の考え方の一層の普及とともに、投資対象不動産の環境配慮等に関する情報の積極的な開示を推進することが必要である。また、環境・社会に貢献する不動産投資の経済的パフォーマンスに関する指標や知見の充実が求められている。

(環境不動産に対する関心の高まり)

地球温暖化、生物多様性の喪失、廃棄物問題など不動産分野が関わる環境問題は様々である。地球温暖化問題については、オフィス等の建築物が関連する「業務その他部門」及び住宅が関連する「家庭部門」のCO₂排出量の合計が、我が国全体のCO₂排出量の約3分の1を占めている。

図表 3-3-19 部門別のCO₂排出量



エネルギー資源の高騰やCO₂削減の緊急性の高まり等の昨今の状況を踏まえ、投資対象がどの程度環境に配慮したものであるかを考慮することは、将来的なリスク要因の低減等につながり、ひいては長期的に安定した投資をもたらすものといえる。さらに、環境関連の規制等が強化される中で、環境対応は考慮せざるを得ない課題となってきている⁹。

国土交通省において実施した不動産価格と環境データとの相関に関する調査では、ヘドニックアプローチによる分析の結果、新築分譲マンションの募集賃料について、東京都マンション環境性能表示¹⁰や自治体版CASBEE¹¹(横浜市・川崎市)の届出が有るものは、それらがない物件と比べて市場価格が数パーセント高いことが明らかとなっている。また、住宅購入予定者やオフィスワーカーを対象にユーザーの価値観を支払い意思額で測定したCVM(Contingent Valuation Method: 仮想評価法)による分析においては、住まいやオフィスにおける環境性能認証の取得のほか、住まいにおけるCO₂削減、生物多様性の保全、緑景観の

⁹ 改正省エネ法は、エネルギー使用量が原油換算で年間1,500kl以上の事業者に対し燃料効率の向上を求めること、大規模な建築物(床面積の合計が2,000㎡以上)の省エネ措置が著しく不十分である場合の命令の導入、中小規模の建築物について省エネ措置の届出をすること等を柱として平成20年に改正された。また東京都では、温室効果ガス排出総量削減義務と排出量取引制度が導入されており、大規模事業所を対象とする削減義務は平成22年4月から開始されている。

¹⁰ 大規模な新築又は増築マンションの販売広告に、「建物の断熱性」、「設備の省エネ性」、「太陽光発電・太陽熱」、「建物の長寿命化」、「みどり」という5つの環境性能を示すラベルの表示を義務付ける制度。

¹¹ 自治体において活用されているCASBEE(建築物総合環境性能評価システム)。現在、全国23の自治体(平成23年5月)で活用。一定規模以上の建築物を建てる際に、環境計画書の届出を義務づけており、その際に各自治体の地域性等を勘案したCASBEEの評価書の添付が必要となっている。

向上、オフィスビルにおける環境負荷低減のいずれの項目においても、ユーザーは一定の負担を支払う意思があることが明らかとなっており、ユーザー側からも環境価値が高く評価されていることがうかがえる（図表3-3-20）。オフィスビルに入居する企業の意識調査では、現在または将来、ビルへの入居時に環境性能を「考慮している」または「今後考慮することを検討している」と回答した企業が合わせて6割を超え、その理由として、光熱費等のコスト削減、快適性・生産性の向上等、自社の経済利益につながるメリットを期待していることが明らかとなっている。一方、オフィス選定時にオフィスビルの環境配慮に関する取組を考慮しない理由としては、情報不足や選択肢の少なさを挙げる声が多い（図表3-3-21）。

図表3-3-20 環境不動産の経済価値の分析結果

表1. ヘドニックアプローチによる分析結果

ヘドニックアプローチによる分析項目	推計結果（暫定）
東京都に所在するマンションについて、東京都マンション環境性能表示による評価がなされているマンションの価格 (A) と、届出対象外のマンションの価格 (B)	Aは、Bと比較して5.9%高い。
横浜市と川崎市に所在するマンションについて、自治体版CASBEE届出制度による評価がなされているマンションの価格 (A) と、届出対象外のマンションの価格 (B)	Aは、Bと比較して2.9%高い。
大阪市、京都市、神戸市に所在するマンションについて、自治体版CASBEE届出制度による評価がなされているマンションの価格 (A) と、届出対象外のマンションの価格 (B)	Aは、Bと比較して0.4%高い。

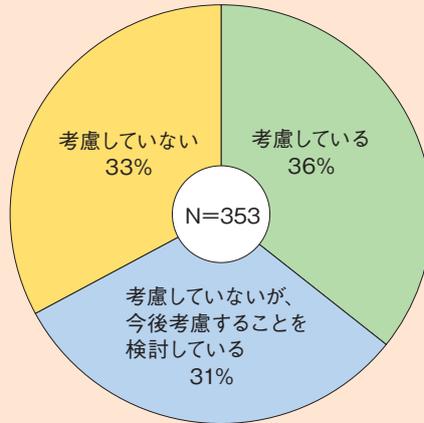
表2. CVMによる分析結果

CVMによる分析項目	支払意思額をさいた項目	支払意思額の計測結果	
住宅	1. 住まいにおけるCO ₂ 削減	世帯あたりCO ₂ 排出量を1990年の世帯あたりCO ₂ 排出量に比べて25%削減できる新築マンションに対する追加の支払意思額総額（光熱費が20年間で120万円削減できると仮定）	●約195万円の（光熱費の軽減分を控除すると、CO ₂ 削減に対する支払意思額は約75万円）
	2. 住宅地における生物多様性の向上	生物多様性の保全にむけた工夫がなされている新築マンションに対する追加負担額の割合（%）	●住宅価格の9.3%程度
	3. 住まいの環境性能認証制度	環境性能がよく、第三者認証機関による環境性能認証を受けている新築マンションに対する追加負担額の割合（%）	●住宅価格の6.7%
	4. 住まいの景観の保全・向上	景観改善に取り組んでいくことについて地域の合意形成がなされたときの、緑の整備・維持管理費用としての月々の負担額（今後20年間）	●月々約4,400円程度
オフィス	5. オフィスビルにおける環境負荷の低減	環境負荷の低減に関する性能が高い（CO ₂ 排出量が1990年と比較して25%削減できる）ビルに対する従業員個人の月々の負担額（今後10年間）	●月々約2,100円程度
	6. オフィスビルの環境性能認証制度	第三者機関による環境性能認証を受けているオフィスビルに対する従業員個人の月々の負担額（今後10年間）	●月々約1,900円程度

資料：国土交通省「不動産投資市場における環境不動産の普及推進に向けた検討調査」（平成21年度）

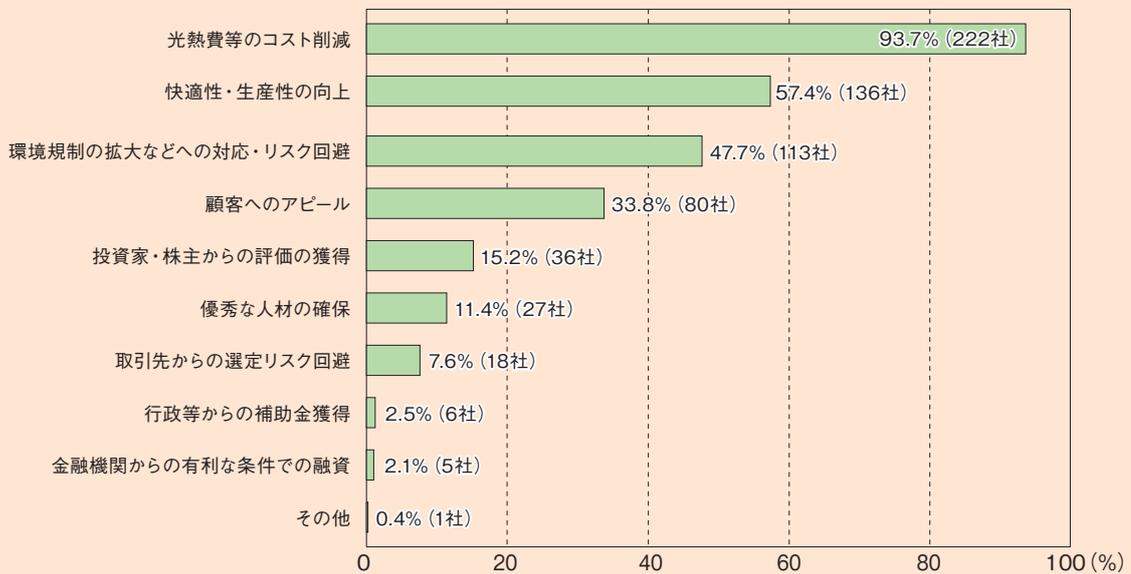
図表3-3-21 オフィスビルに入居する企業の意識調査

オフィスビルの移転時に環境配慮に関する取組を考慮するか



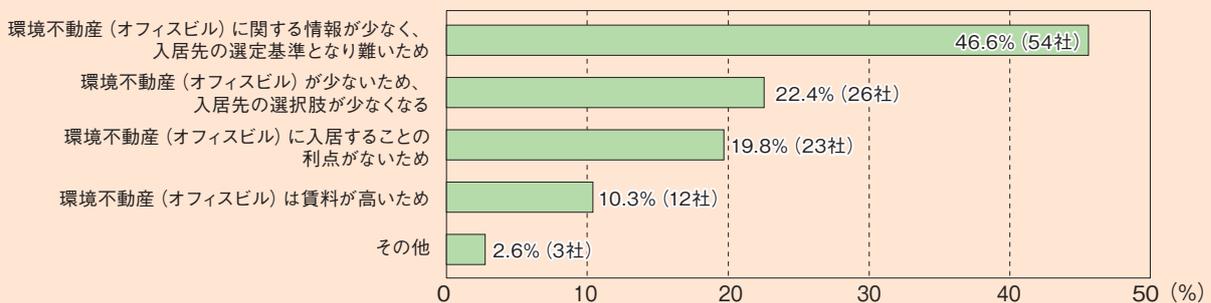
オフィス選定時にビルの環境配慮に関する取組を考慮する理由

(N=237、複数回答可)



オフィス選定時にビルの環境配慮に関する取組を考慮しない理由

(N=116、複数回答可)



資料：国土交通省「環境不動産に関する企業の意識調査」（平成22年度）

環境面で持続可能な環境価値の高い（環境不動産）のストックを形成していくためには、その価値が、入居者、デベロッパー、投資家など多様な市場参加者に認識され、市場の中で環境不動産を巡る良好な資金循環が形成されることが重要である。投資先や入居先として環

環境不動産を選択することで、自社の経済的利益につながるメリットを期待する企業も多い。一方で、上述のように、入居者や投資家にとって情報不足が環境不動産を選択する阻害要因のひとつとなっている。

入居者にとっては選択肢が少ない、投資家にとっては入居者の需要が見えない、デベロッパーにとっては出資が得られない、といった「責任の堂々巡り」という負の循環が断ち切れ、市場の中で環境不動産を巡る良好な資金循環が形成されるためには、市場参加者間の情報共有や環境不動産に係る情報提供の一層の充実が必要である。

コラム 不動産におけるリターン・オン・カーボン

近年、企業経営においては、様々な環境規制への対応や国際競争力向上のため、環境負荷を抑制しながら資源生産性を向上させることにより成長を図る環境マネジメントの重要性が高まっている。環境マネジメントの指標について各企業において工夫がなされる中で、いかに少ないCO₂排出量で効率的に利益（リターン）を生み出せたかということに着目した指標のひとつとして、ROC（Return On Carbon）が注目されはじめている。

不動産分野においても、エネルギー資源の高騰やCO₂削減の緊急性等が高まる中で、環境対応は考慮せざるを得ない課題となってきており、環境面での持続可能な不動産投資や不動産経営が求められている。

1) 不動産ROCの考え方

国土交通省では、企業経営におけるROCを不動産分野に応用する考え方のひとつとして、不動産ROCの算出の考え方とその有用性について実際のデータを用いて検討を行った。

①ROCを不動産に応用

*利益指標としてNOI（Net Operating Income（賃貸収益－賃貸費用＋減価償却費））を採用
*CO₂効率=1/単位面積当たりCO₂排出量

$$ROC = NOI / CO_2 \text{ 排出量}$$

$$= NOI / \text{取得価格} \times \text{取得価格} / \text{延床面積} \times \text{延床面積} / CO_2 \text{ 排出量}$$

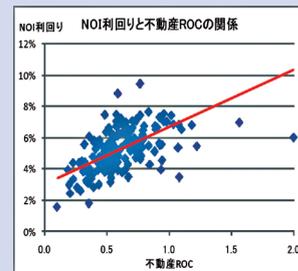
(NOI利回り) (単位面積当たり不動産価格) (CO₂効率)

○単位面積当たり不動産価格のインパクトが大きいため、両辺を同値で除した「不動産ROC」を提案

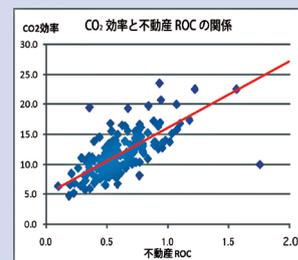
②不動産ROC

不動産ROC (ROC/単位面積当たり取得価格) = NOI利回り × CO₂効率
→NOIの増加あるいはCO₂効率の改善により不動産ROCの指標が上昇 (図表1, 2)

図表 1



図表 2

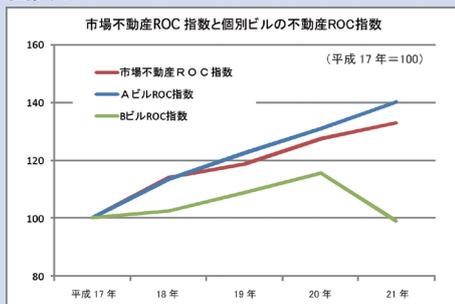


2) 不動産ROCベンチマークの考え方

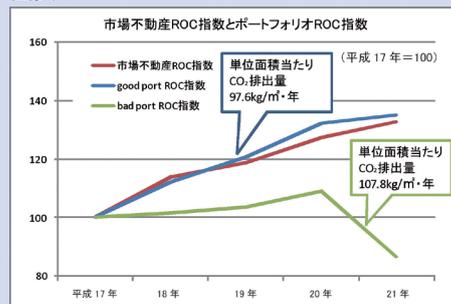
ROCは、CO₂排出量を抑制しつつ投資収益を増加させる投資運用のベンチマークとしての考え方にも応用しうる。図表3, 4は、実際のデータを用いて、市場における不動産ROC指数と比較して、ビル単位あるいはポートフォリオ単位でパフォーマンスを比較する場合を想定して指数化を試みたものである。

市場のデータがストックされ信頼性の高いベンチマークが作られれば、ビル単位でのパフォーマンス評価、また、運用資産のポートフォリオ構築やその運用実績計測における評価に活用されることも期待される。

図表 3



図表 4



第4節 我が国不動産投資市場の安定した成長の実現に向けた課題と取組

第2節でみたように、我が国不動産投資市場は、証券化の進展により拡大してきたが世界金融危機の影響によりいったんその拡大のペースは落ち込んだ。また、第3節でみたように、その拡大は、我が国の不動産市場の健全性・透明性の拡大にもつながり、ひいては我が国の経済の発展の上でも意義のあるものである。今後の更なる発展のためには、現状の我が国の不動産投資市場の課題を踏まえて、それを着実に改善していくことが不可欠である。

以下では、我が国の不動産投資市場の課題を海外不動産投資家や国内不動産投資家を対象としたアンケート調査等から考察するとともに、安定的な成長が期待できる不動産投資市場の確立にむけて現在進めている取り組みを紹介する。

1 不動産投資市場の課題

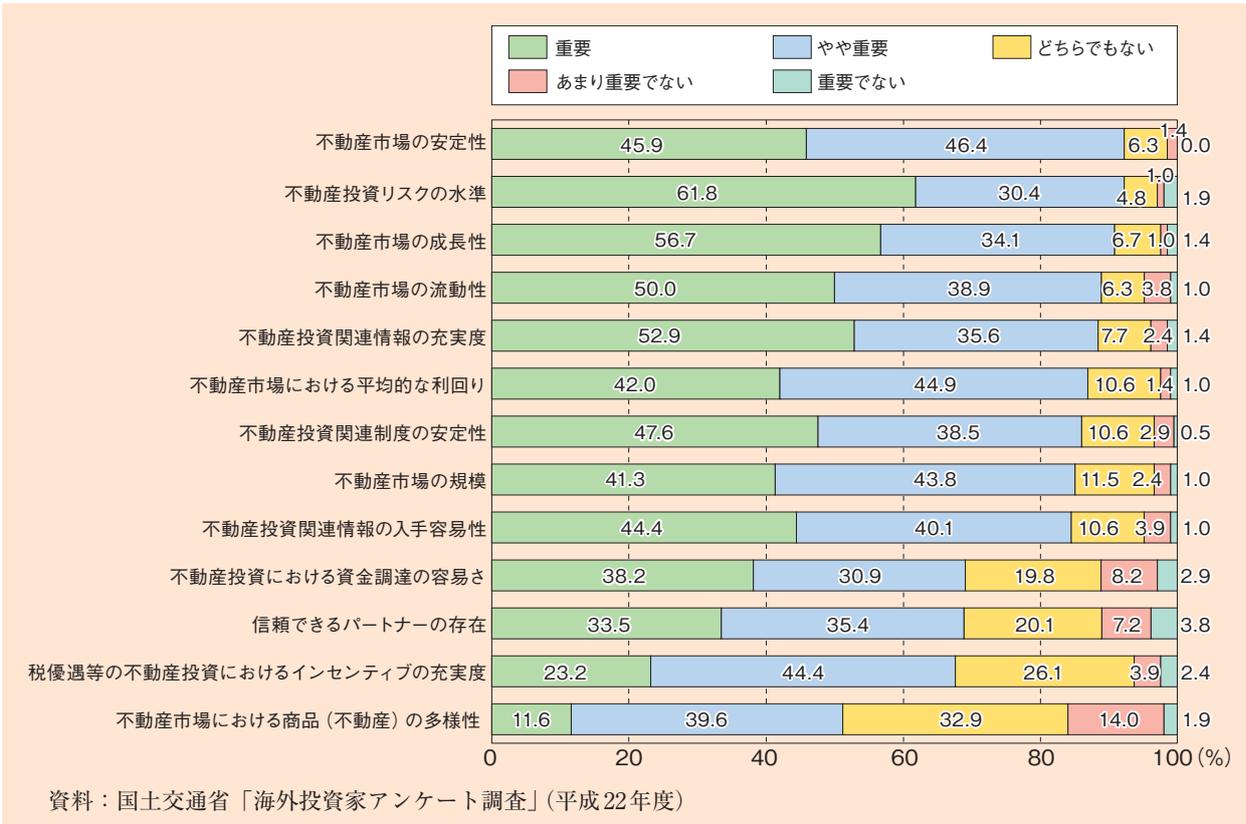
(海外投資家からみた評価)

国土交通省において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」という。）から、海外の投資家からの我が国不動産投資市場に対する評価をみてる。

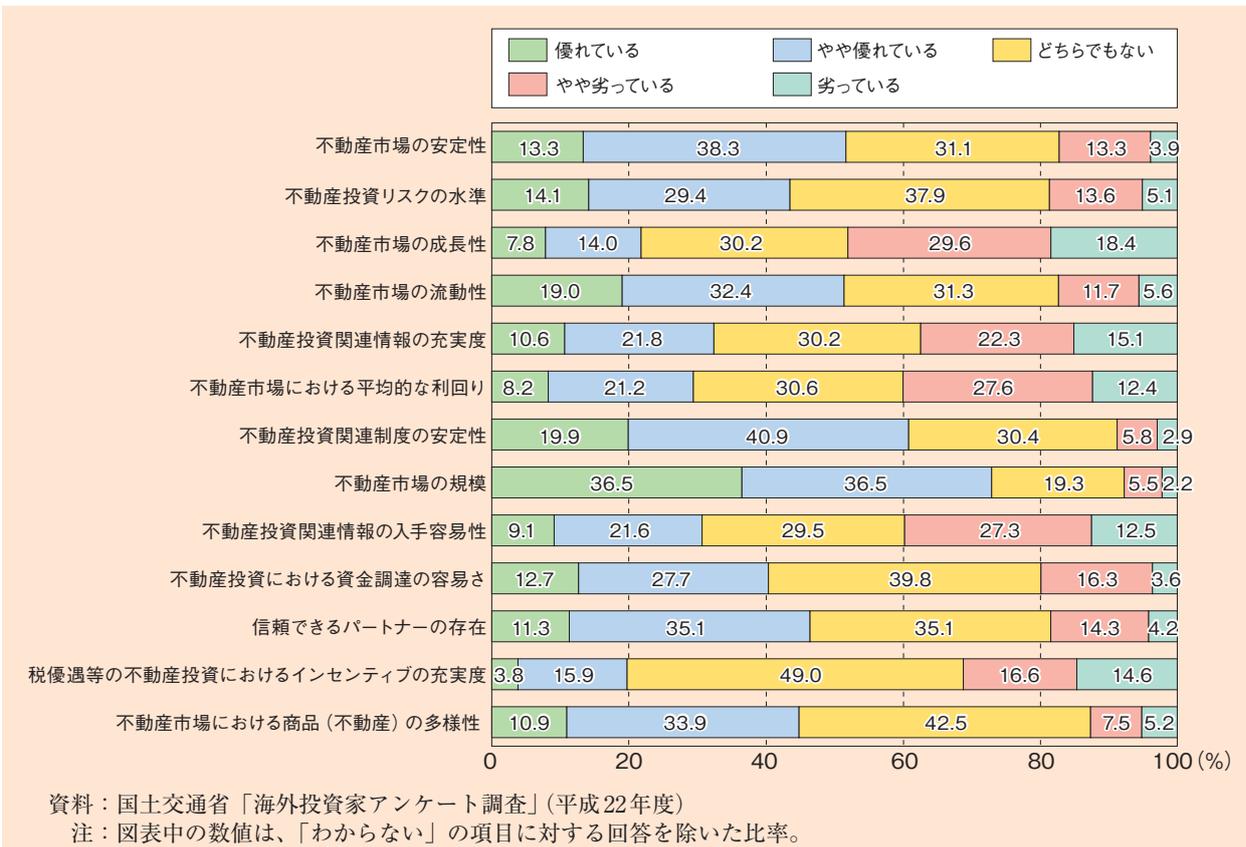
平成22年度に実施した海外投資家アンケート¹²では、投資地域の選択に際して、重視する項目と、当該項目についての日本の評価を聞いている。この結果をみると、投資地域の選択に際しては、「不動産市場の安定性」、「不動産投資リスクの水準」、「不動産市場の成長性」、「不動産市場の流動性」、「不動産投資関連情報の充実度」といった項目が、特に重視されていることが分かる。しかし、日本の市場の現状評価をみると、「不動産市場の規模」については7割近くが、「不動産市場の安定性」や「不動産市場の流動性」、「不動産投資関連制度の安定性」については5割以上が「優れている」、「やや優れている」と回答しているものの、「不動産投資関連情報の充実度」、「不動産市場における平均的な利回り」「不動産投資関連情報の入手容易性」についての評価はあまり高くなく、「不動産市場の成長性」については特に低い評価となっている。

¹² 米国・EMEA（欧州、中東、アフリカ）・アジアに拠点を置く海外投資家（年金基金、機関投資家等）を対象に、平成23年1月11日～2月28日に実施。有効回答数は213件。

図表3-4-1 投資地域の選択に際して重視する項目

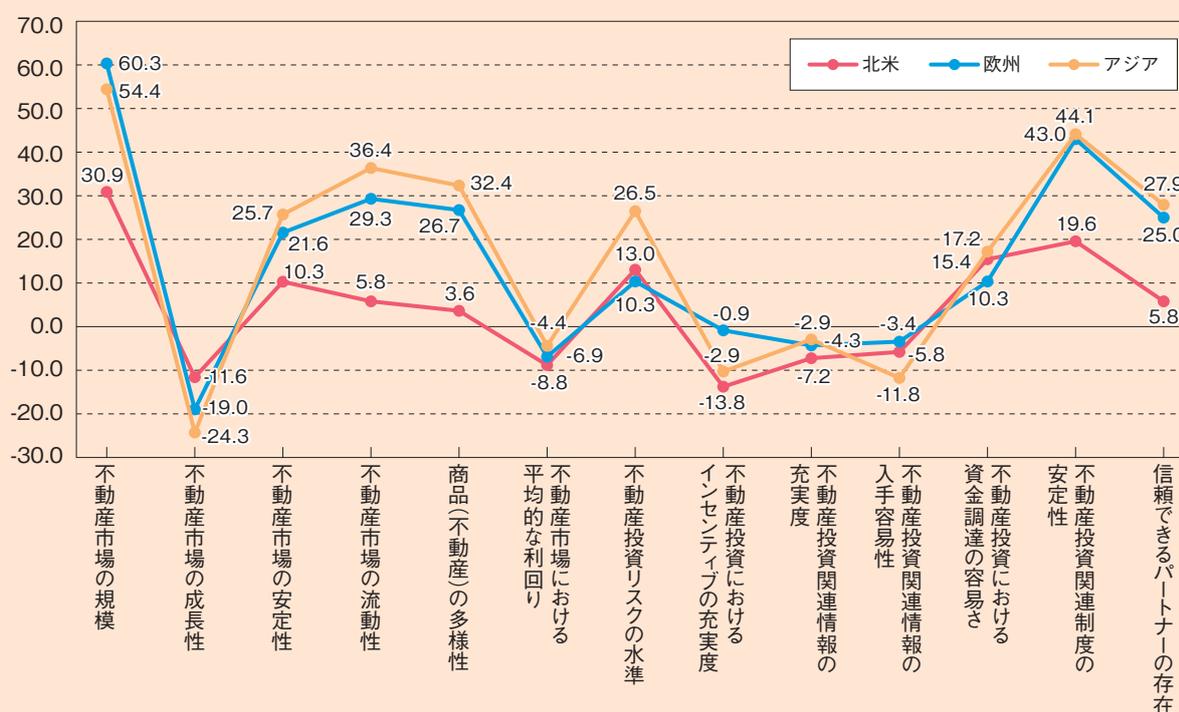


図表3-4-2 日本の市場に対する現状評価



また、投資家の所在地別に、北米、欧州、アジアに分け、地域ごとの投資家の相対的な評価の違いを比較するため、アンケート結果を指数化して比較したものが図表3-4-3である。欧州、アジアの投資家からは、「不動産市場の流動性」、「不動産市場の安定性」といった点では比較的高い評価を受けている一方で、「不動産市場の成長性」といった点での評価は低い。また、北米の投資家からの評価は、ほぼ全ての項目について他の地域の投資家に比べて低いものとなっている。アジア地域については回答者のサンプルが少なくなってしまうため、この結果の解釈には注意をする必要があるが、所在する国や地域の状況が評価のつけ方に影響している可能性を考えると、アジア地域の中では市場の成長性に見劣りがする一方で、市場の安定性、流動性といった点では、相対的に評価が高くなる可能性も考えられる。

図表3-4-3 日本の市場に対する現状評価（投資家所在地別）

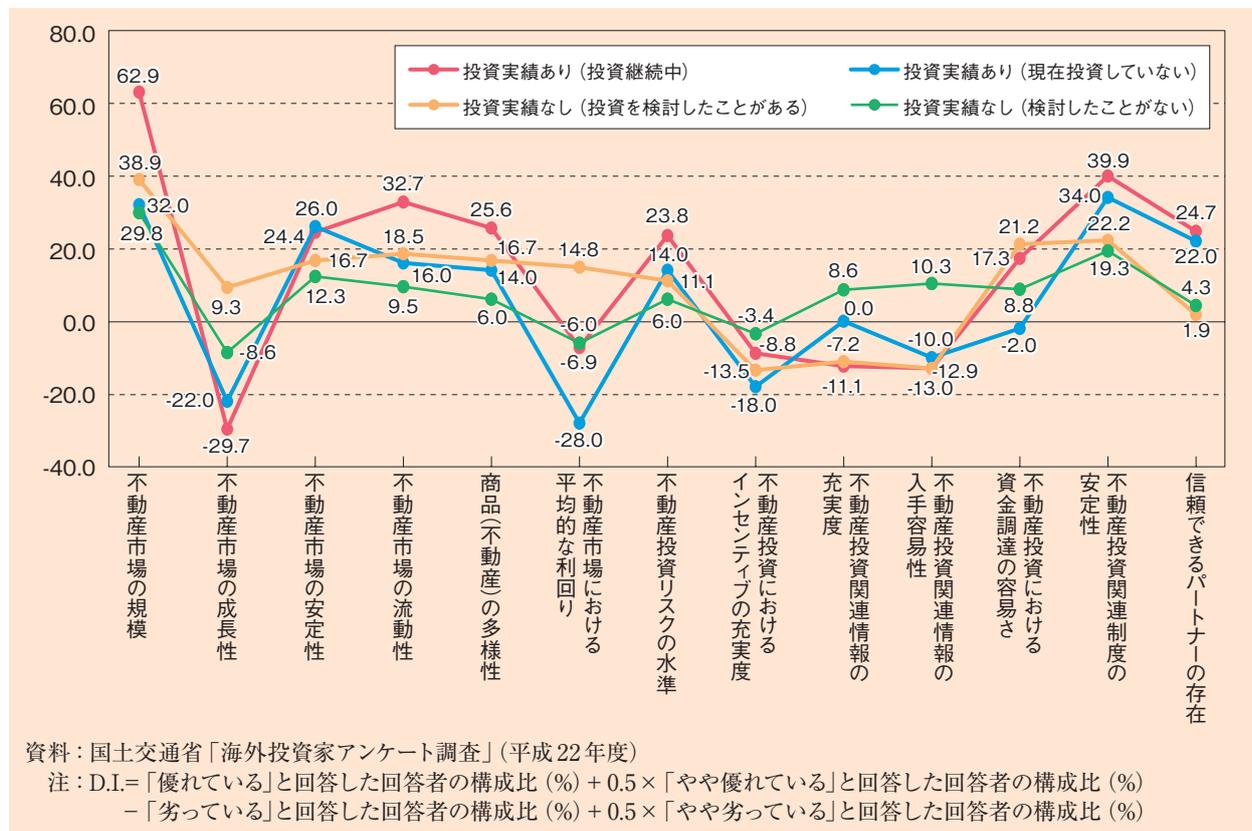


資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成22年度）

注：D.I.=「優れている」と回答した回答者の構成比（%）+0.5×「やや優れている」と回答した回答者の構成比（%）
-「劣っている」と回答した回答者の構成比（%）+0.5×「やや劣っている」と回答した回答者の構成比（%）

つぎに、日本への投資実績のある投資家と投資実績のない投資家とで分けて比較すると、投資実績のある投資家からは「不動産市場の安定性」、「不動産投資リスクの水準」、「不動産投資関連制度の安定性」、「信頼できるパートナーの存在」、といった点については、投資実績のない投資家と比べると高い評価を得ているものの、逆に「不動産市場の成長性」、「不動産市場における平均的利回り」といった点については、投資実績のない投資家よりも低い評価となっており、現在も投資を継続している投資家からの評価は「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」の項目についても低くなっている。このように実績のある投資家の方が、評価が低くなる理由としては、実際に投資することを通じて我が国の市場現状を把握することにより、評価が厳しくなることが考えられる。特に不動産関連情報については、実際に投資を行ってみると想定していた以上に必要な情報が得られないというケースが存在すると考えられる。

図表3-4-4 日本の市場に対する現状評価（投資実績別）



さらに、我が国への投資実績のない企業のうち、我が国への投資を検討したことのある投資家に対して、投資を行わなかった理由を聞いたところ、「短期的な景気の先行き不透明感の増大」、「日本経済の長期的な成長力の弱さ」といった我が国の経済動向を理由とする回答の割合が高く、それぞれ40%程度に達している。また、「不動産価格の下落の見込み」、「目標運用利回りが確保できない」といった不動産投資の収益性に関する理由、「商慣行・取引制度の分かりにくさ」、「マーケットの基礎的データが入手し難い」といった不動産投資市場の透明性に関する回答の割合も高くなっている。

図表3-4-5 投資しなかった理由



資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」(平成22年度)

続いて、不動産投資市場に対する評価について、他国との比較を行う。平成21年度に実施した海外投資家アンケート¹³では、国ごとの評価を聞いており、どの項目に対する評価が国ごとに異なるかを比較することができる。

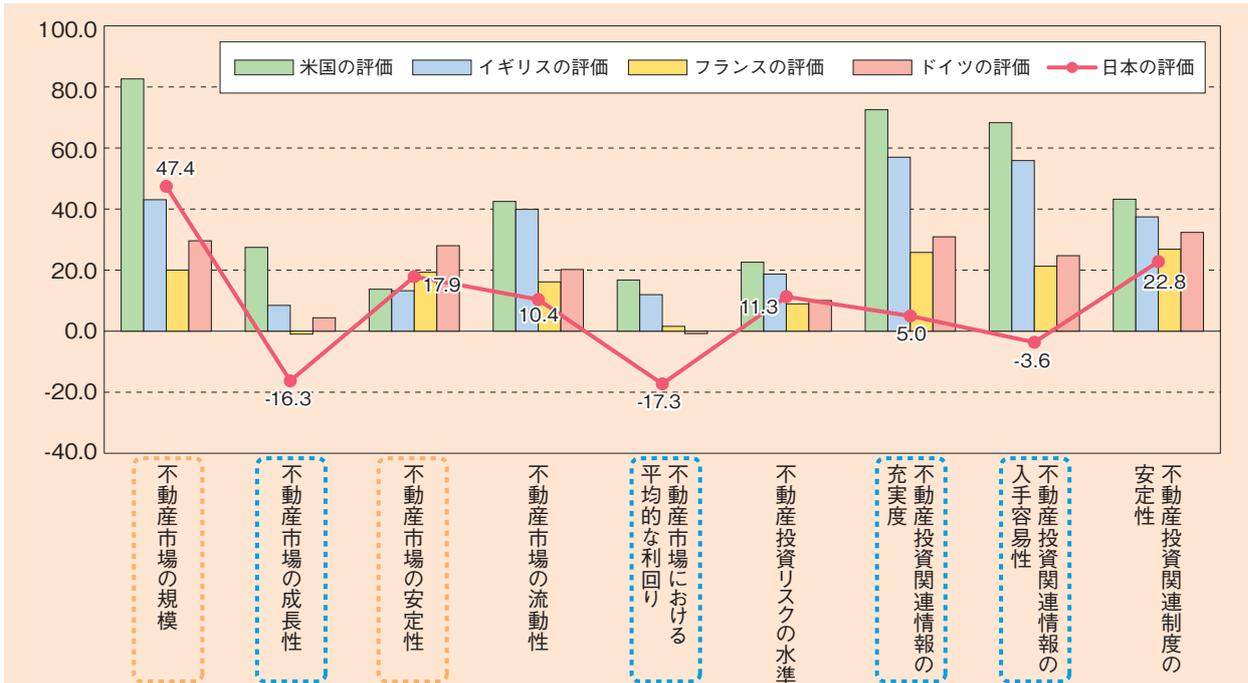
ここでは、我が国の評価が高かった「不動産市場の規模」、「不動産市場の安定性」といった項目と、我が国の評価の低い「不動産市場の成長性」、「不動産市場における平均的な利回り」、「不動産投資関連情報の充実度」、「不動産投資関連情報の入手容易性」について見てみることにする。

欧米諸国との比較では、市場の規模については、我が国の評価は米国に次いでいるものの、市場の成長性、平均的な利回り、不動産投資関連情報の充実度や入手容易性については、欧米諸国と比較して著しく低い評価となっていることが分かる。

同様にアジア・オセアニア諸国と比較すると、やはり市場の規模という点では最も高く評価されており、市場や不動産投資関連制度の安定性といった点でも他国に比べて比較的高い評価となっているものの、市場の成長性や平均的な利回りについては最も評価が低く、不動産投資関連情報の入手容易性、不動産投資関連情報の充実度については、中国に次いで低い評価となっている。

¹³ 平成22年1月25日～2月12日に実施。総回答者数は610件。

図表3-4-6 海外投資家による各国不動産投資市場の評価（日本と欧米）

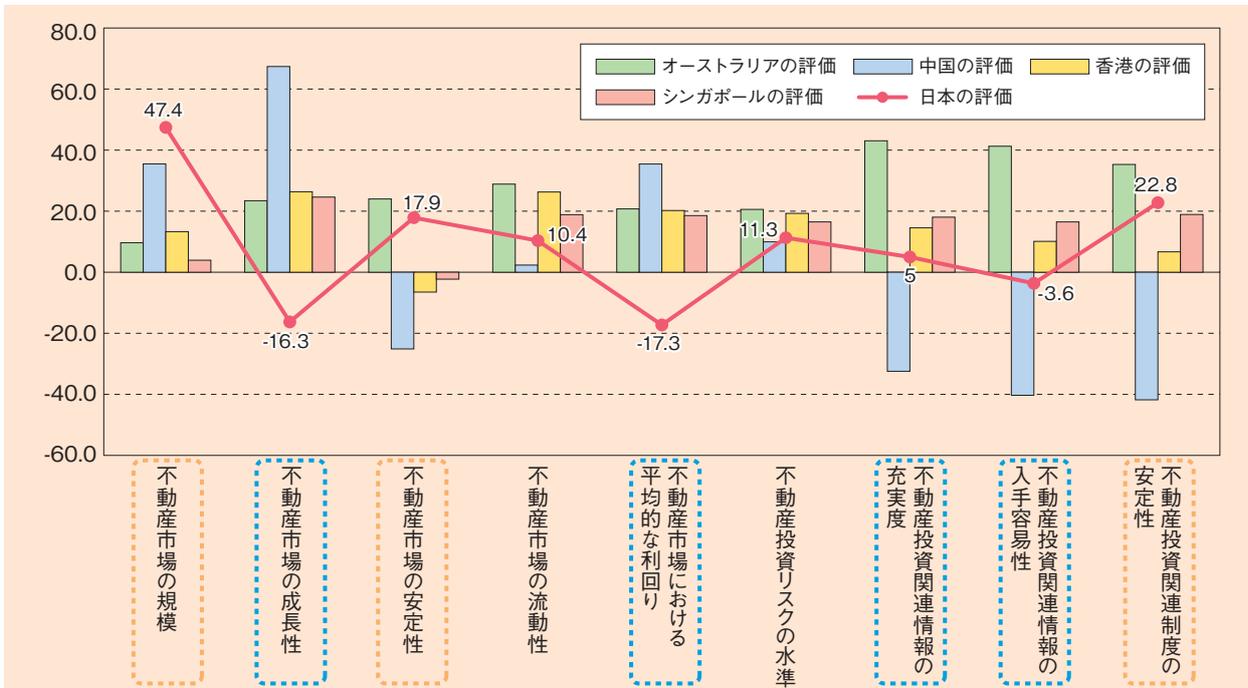


資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成22年度）

注：数値は下記により計算したD.I.

$$D.I. = \text{「優れている」と回答した回答者の構成比 (\%)} + 0.5 \times \text{「やや優れている」と回答した回答者の構成比 (\%)} - \text{「劣っている」と回答した回答者の構成比 (\%)} - 0.5 \times \text{「やや劣っている」と回答した回答者の構成比 (\%)}$$

図表3-4-7 海外投資家による各国不動産投資市場の評価（日本とアジア・オセアニア）



資料：国土交通省「海外投資家アンケート調査」（平成22年度）

注：数値は下記により計算したD.I.

$$D.I. = \text{「優れている」と回答した回答者の構成比 (\%)} + 0.5 \times \text{「やや優れている」と回答した回答者の構成比 (\%)} - \text{「劣っている」と回答した回答者の構成比 (\%)} - 0.5 \times \text{「やや劣っている」と回答した回答者の構成比 (\%)}$$

次に、市場の透明性について、前述のJLL社が定期的に公表している「不動産透明度インデックス」から見てみる。このインデックスは、世界各国の不動産市場の透明性を評価したものであり、①投資パフォーマンスの測定、②マーケットの基礎データ、③上場ビークル、④規制と法制度、⑤取引プロセス、の5つのサブインデックスを元に作成された指標である。

このインデックスで見ると、平成22年においてもっとも評価が高いのはオーストラリアであり、カナダ、英国と続いている。我が国の不動産市場の透明性は平成20年に引き続き、平成22年においても第26位となっており、日本を含め、アジア諸国の評価は低く、透明度の高い国として評価されている国はない。シンガポールが16位、香港が18位となっているが、韓国は42位となっており、日本と韓国については、経済的成熟度に比べて不動産市場の透明性が低いことが指摘されている。

図表3-4-8 不動産透明度インデックス

平成20年 総合ランク	市場	平成20年 総合スコア	平成20年 総合段階	透明度 レベル	平成22年 総合ランク	市場	平成22年 総合スコア	平成22年 総合段階	透明度 レベル
1	カナダ	1.17	1	高	1	オーストラリア	1.22	1	高
2	オーストラリア	1.20	1	高	2	カナダ	1.23	1	高
2	米国	1.20	1	高	3	英国	1.24	1	高
4	ニュージーランド	1.21	1	高	4	ニュージーランド	1.25	1	高
5	英国	1.31	1	高	4	スウェーデン	1.25	1	高
6	オランダ	1.33	1	高	6	米国	1.25	1	高
7	フランス	1.34	1	高	7	アイルランド	1.27	1	高
8	スウェーデン	1.43	1	高	8	フランス	1.28	1	高
9	ベルギー	1.48	1	高	9	オランダ	1.38	1	高
10	アイルランド	1.52	2	中高	10	ドイツ	1.38	1	高
11	香港	1.55	2	中高	11	ベルギー	1.46	1	高
11	シンガポール	1.55	2	中高	12	デンマーク	1.50	1	高
13	フィンランド	1.56	2	中高	13	フィンランド	1.53	2	中高
14	ドイツ	1.58	2	中高	14	スペイン	1.58	2	中高
15	デンマーク	1.68	2	中高	15	オーストリア	1.71	2	中高
16	スペイン	1.70	2	中高	16	シンガポール	1.73	2	中高
17	オーストリア	1.72	2	中高	17	ノルウェー	1.75	2	中高
17	ノルウェー	1.78	2	中高	18	香港	1.76	2	中高
19	イタリア	1.82	2	中高	19	ポルトガル	1.82	2	中高
20	スイス	1.87	2	中高	20	スイス	1.87	2	中高
21	南アフリカ	1.96	2	中高	21	イタリア	1.89	2	中高
22	ポルトガル	2.09	2	中高	22	ポーランド	1.99	2	中高
23	マレーシア	2.25	2	中高	23	南アフリカ	2.09	2	中高
24	チェコ共和国	2.32	2	中高	24	チェコ共和国	2.15	2	中高
25	ポーランド	2.37	2	中高	25	マレーシア	2.30	2	中高
26	日本	2.39	2	中高	26	日本	2.30	2	中高
27	ハンガリー	2.50	3	中	27	ハンガリー	2.33	2	中高
27	イスラエル	2.50	3	中	28	イスラエル	2.38	2	中高
29	ロシアのTier1都市※注1	2.63	3	中	29	ギリシャ	2.60	3	中
30	エストニア	2.64	3	中	30	スロヴァキア	2.61	3	中

■：アジア

資料：Jones Lang LaSalle「不動産透明度インデックス」

注：Tier1都市とは、モスクワのことである。

以上のような結果を整理すると、我が国の不動産投資市場は、市場の規模や安定性といった点では、比較的高い評価が得られているものの、市場の成長性や利回り、不動産関連情報の充実度や市場の透明性といった点では、評価が低くなっていることが分かる。

コラム

国際比較ランキングにみる日本の都市への評価

経済のグローバル化を背景に、投資家が不動産投資の対象を世界の各都市に広げる中、民間の調査研究機関において、独自の調査を通じて世界の各都市を比較したランキングが作成されている。

「Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific」は、米国の不動産業界団体であるアーバンランド・インスティテュートと会計事務所のプライスウォーターハウスクーパースが共同で、アジアパシフィックの投資家を対象としてアジア各都市における不動産投資の見通しに関するアンケート調査を行い、都市の投資見通しのランキングをまとめたものである。

2011年のランキングでは、シンガポール、上海、ムンバイが上位に入る中、東京が全20都市の中で12位、大阪が19位の評価となった。

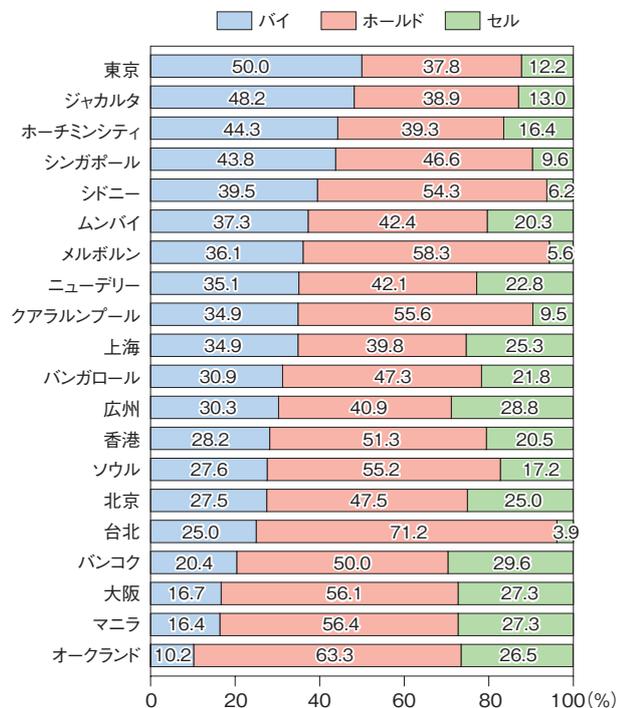
東京について見ると、商業施設分野では、「バイ（買い）」「ホールド（保有）」「セル（売り）」の選択肢の中で「バイ」と回答した投資家の割合は21.9%と、全20都市の中で18番目に少ない結果となった。一方、オフィスの分野では「バイ」と回答した投資家の割合が50.0%となり、オフィスの分野に限れば全20都市の中で1番多い結果となった。

一方、大阪は、オフィス需要の弱さが指摘され、オフィスの分野で「バイ」と回答した投資家の割合は16.7%にとどまった。オフィス、商業施設、産業施設/物流施設、ホテル、賃貸集合住宅の5つの分野全てで「ホールド」の回答が50%を超え、また開発プロジェクトの多さによる需給バランスの悪化についても指摘されている。

都市の投資見通しランキング

順位	2011
1	シンガポール
2	上海
3	ムンバイ
4	香港
5	ニューデリー
6	北京
7	シドニー
8	広州
9	メルボルン
10	バンガロール
11	ホーチミンシティ
12	東京
13	台北
14	ジャカルタ
15	クアラルンプール
16	ソウル
17	バンコク
18	オークランド
19	大阪
20	マニラ

都市別オフィス物件のバイ/ホールド/セルの推奨



出所：アーバンランド・インスティテュート、プライスウォーターハウスクーパース「Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2011」

(国内投資家からみた評価)

続いて、我が国の不動産投資市場が、国内の投資家からどのように捉えられているのかを、前節で紹介した「不動産投資家アンケート」の結果から見てみる。

不動産投資家アンケートでは、市場規模の大きさや収益性などの項目について、投資決定上の重要度と現状評価を聞いており、世界金融危機発生以前の平成19年度に実施した調査結果と世界金融危機発生後の平成21年度に実施した調査結果を比較することにより、項目ごとの評価とその変化についてあわせて見てみることにする。

投資決定上の重要度については、質問項目が異なるため単純な比較はできないが、海外投資家が重視する項目と同じような傾向が見られ、「収益性」、「市場の持続的な成長」、「市場の透明性や信頼性」といった項目が重要度の高いものとなっている。平成21年度の調査では、「不動産投資市場規模の大きさ」の項目などで重要度が高くなっており、また新たに調査項目とした「市場の流動性」について重要視されていることがうかがえるものの、重要度については全体として大きな変化は見られない。

評価についてみると、「市場の持続的な成長」については平成19年度から平成21年度にかけて大きく悪化しており、これは、世界金融危機に伴う我が国経済や不動産投資市場の低迷を反映したものと考えられる。また、「投資家層の厚さ」については平成19年度、平成21年度の調査において非常に低い評価となっている。一方で、「市場の透明性や信頼性」、「不動産投資関連制度の整備」、「投資関連情報の入手のしやすさ」といった項目はこの3年間で改善しており、我が国の経済状況とも関連する市場の成長性といった項目については投資家からの評価が低下したものの、市場における情報の充実や制度の整備という点では投資家から一定の評価を得つつあることがうかがえる。ただし、どの項目についても、「きわめて不十分」「やや不十分」との回答が「充分」「概ね充分」という回答を上回っており、投資家からの評価が更に改善するよう引き続き必要な取組を進めていく必要があると考えられる（図表3-49）。

次に、低い評価となっている「投資家層の厚さ」という点に関連して、それぞれの投資家の投資意向について見てみる。

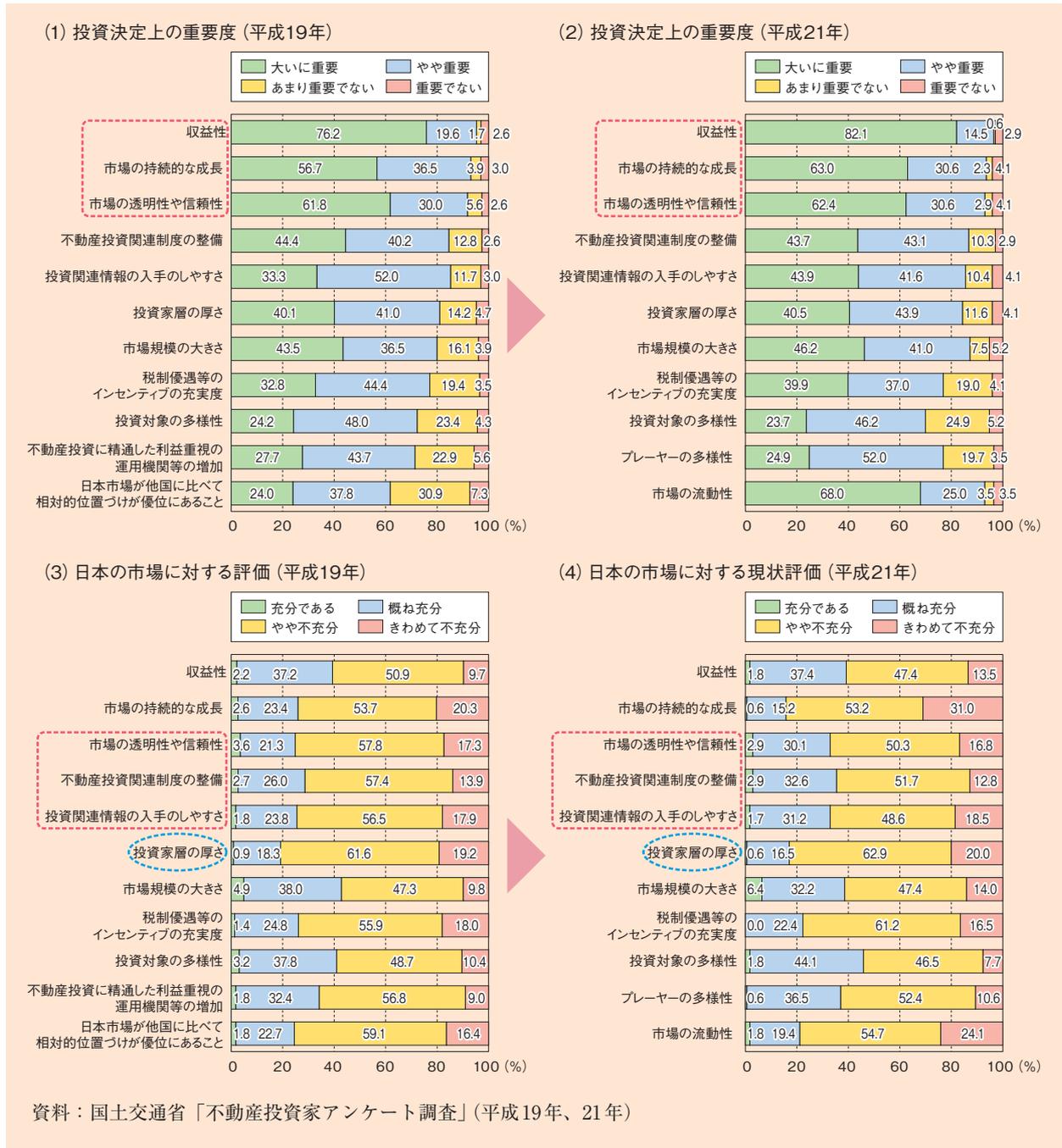
不動産投資家アンケートでは、建設・不動産会社、金融機関、Jリート・私募ファンド、企業年金の各社に対して、不動産投融資に対する姿勢を聞いている。調査を開始した平成18年度は、我が国の経済も景気拡大に向けた動きを続けており、不動産投資市場においても活発な状況が見られていた。この時期においては、全体の3割近くの企業が、今後1年間の不動産投融資を拡大すると回答しており、3～5年の中長期的な姿勢についても2割以上の企業が拡大すると回答していた。

しかし、世界金融危機による影響を受けた平成20年度では、不動産投融資を拡大すると回答した企業の割合は大幅に減少し、1年後の不動産投融資姿勢を見た場合、金融機関については、拡大すると回答した企業が0%となった。

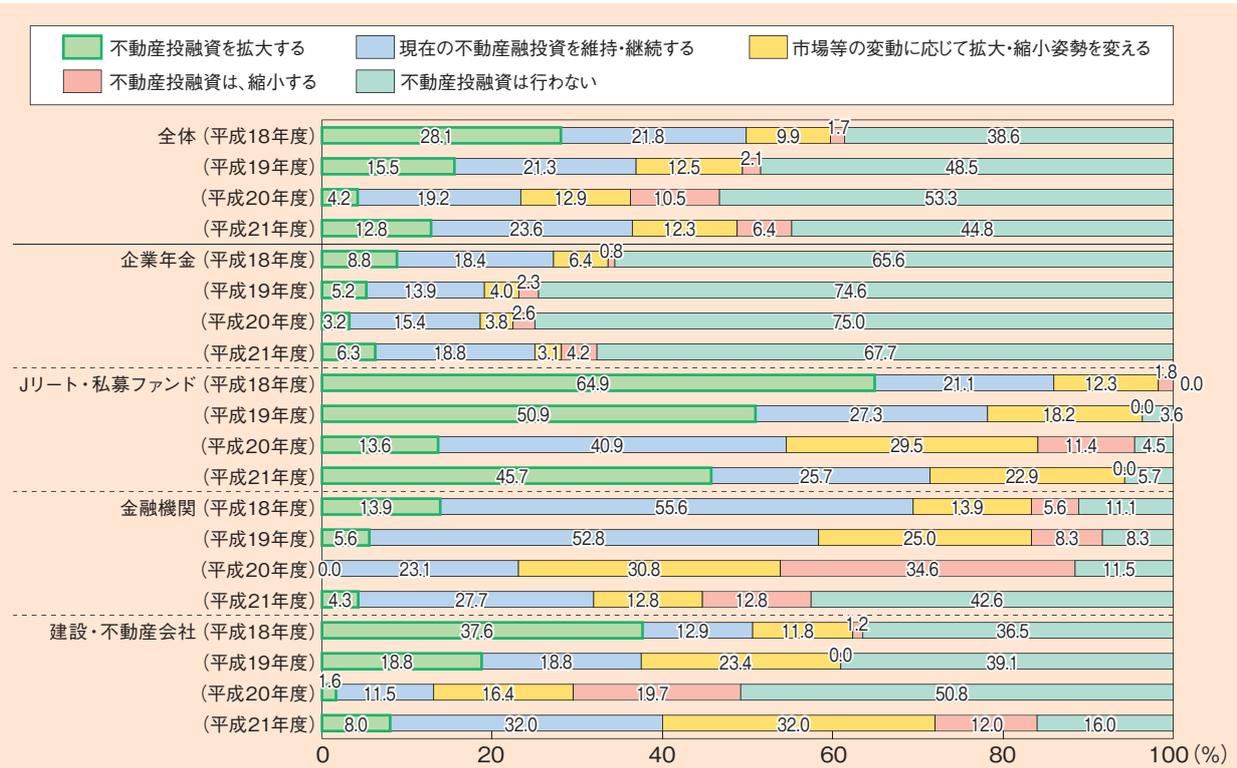
平成21年度については、平成18年度の水準には至っていないが、今後1年間の不動産投融資を拡大するという回答割合は、すべての業種において改善している。特に、Jリート・私募ファンドにおいては、投融資を拡大すると回答した企業が32.1%も増加している。一方で、3～5年の不動産投融資姿勢については、業種によって改善しているところと悪化して

いるところがあり、中長期的な不動産投融资については、慎重な姿勢をとっているところも多い（図表3-4-10、11）。

図表3-4-9 我が国不動産市場の評価の変化

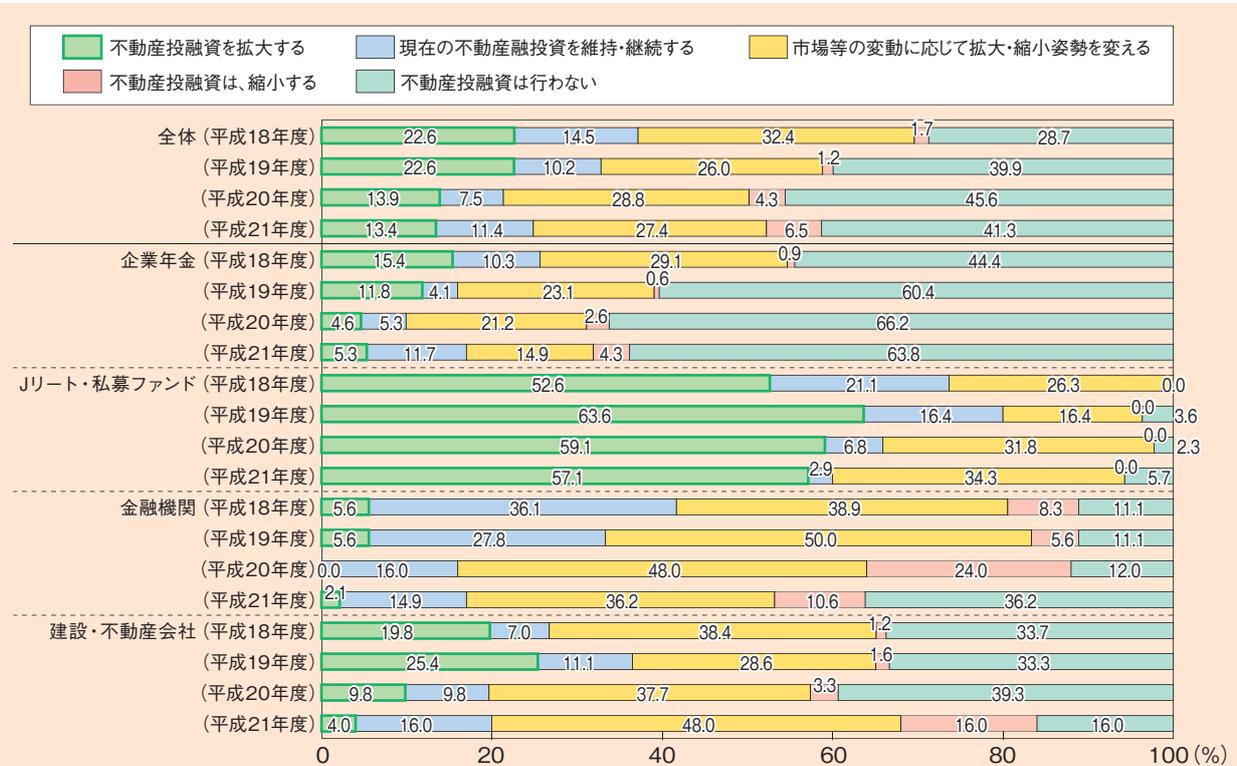


図表3-4-10 今後1年間の不動産投融資姿勢



資料：国土交通省「不動産投資家アンケート調査」（平成18年度～21年度）

図表3-4-11 今後3～5年間の不動産投融資姿勢

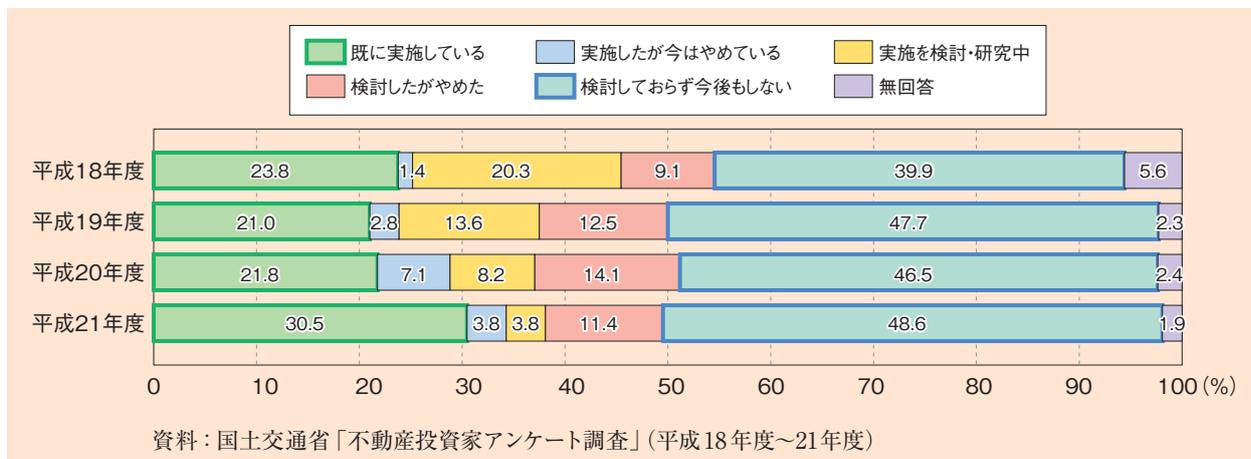


資料：国土交通省「不動産投資家アンケート調査」（平成18年度～21年度）

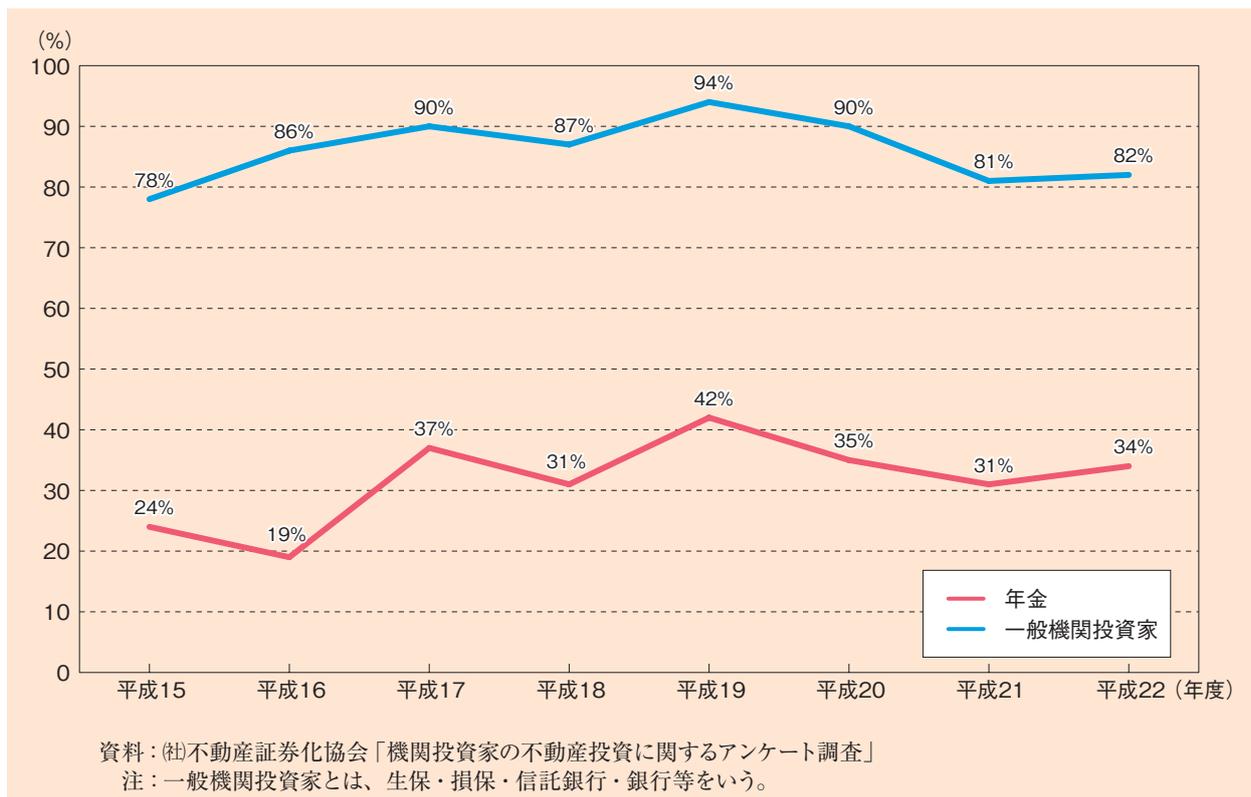
投融资姿勢に対する主体別の傾向をみると、金融機関、企業年金については、不動産投融资に対して慎重な傾向を示す割合が高い。特に企業年金については、不動産投資を行わないと回答した割合は、平成18年度においても高く、今後1年間については65.6%、今後3～5年については44.4%となっている。平成21年度においても、それぞれ67.7%、63.8%となっており、不動産投融资に対する慎重姿勢が続いている。

また、企業年金については、別途不動産投資の実施状況についても質問しており、これを経年で見ると、平成21年度では「既に実施している」との回答割合が3割に達しているものの、半数近くは「検討しておらず今後もしない」と回答している（図表3-4-12）。実際、一般機関投資家と比較しても不動産投資を行っている年金の割合は低いものとなっている（図表3-4-13）。

図表3-4-12 不動産投資の実施・検討状況（企業年金）



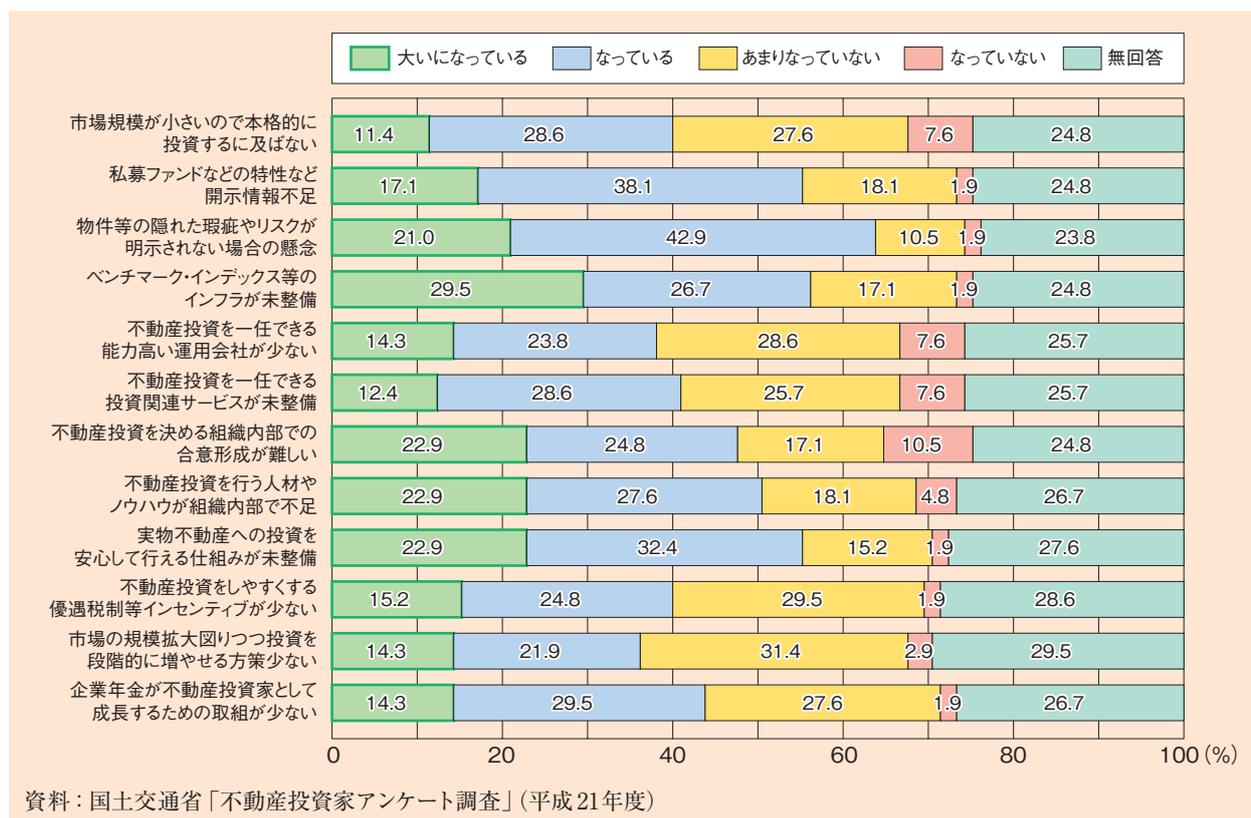
図表3-4-13 実物不動産あるいはいずれかの不動産証券化商品への投資を行っている比率



不動産投資家アンケートでは、企業年金の不動産投資にあたっての阻害要因についても聞いており、これをみると、「物件等の隠れた瑕疵やリスクが明示されない場合の懸念」、「ベンチマーク・インデックス等のインフラが未整備」、「私募ファンドなどの特性など開示情報不足」といった不動産に係る情報不足が阻害要因と認識されていることがわかる。また、「実物不動産への投資を安心して行える仕組みが未整備」、「投資を行う人材やノウハウが組織内部で不足」、「投資を決める組織内部での合意形成が難しい」という項目についても阻害要因になっているという回答割合が高い（図表3-4-14）。

厚みのある不動産投資市場の形成という観点からは、こうした企業年金のような比較的運用期間の長い安定的な資金が市場に投入されることが望ましく、また、賃貸オフィスビル等の不動産は長期にわたって運用され、毎年安定したキャッシュフローを期待できる資産であることから、企業年金にとっても債券や株式とうまく組み合わせることでリスク分散を図ることも可能となると考えられる。このため、今後も、企業年金等が安心して投資を行えるような市場環境の整備が必要であると考えられる。

図表3-4-14 企業年金の不動産投資にあたっての阻害要因



2 安定した成長が期待できる不動産投資市場の実現に向けた取組

以上みたように、我が国の不動産投資市場の活性化、安定した市場の成長のためには、我が国経済自体の持続的な成長に向けた取組に加えて、不動産市場の規模の大きさというメリットを活かしつつ、不動産投資市場の課題となっている情報の充実や厚みのある市場形成に向けて、引き続き取り組んでいくことが重要である。ここでは、安定した成長が期待できる不動産投資市場の実現に向けて現在進められている主要な取組を紹介する。

(不動産投資市場戦略会議)

不動産投資市場戦略会議は、我が国の不動産投資市場が、世界金融危機以降の状況を脱却し、「不動産と金融」を適正に結びつける機能を構築できるよう、戦略的な見地から検討を行うため、平成22年11月に国土交通大臣の私的諮問機関として開催されたもので、同年12月にその提言が取りまとめられた。

提言は、先に述べたような不動産投資市場の現状を踏まえ、「不動産と金融」を適正に結びつけて、民間資金を効率的に活用し、今日までに蓄積されてきた官民の不動産ストックの更新を支えること等を通じて、我が国の国内産業構造の転換とアジアの成長を取り込む取組を側面から支援すること等を目的とし、不動産と金融市場を取り巻く課題を、大きく①デット市場の課題、②Jリートの課題、③私募ファンドの課題、④不動産市場固有の課題、⑤税・会計上の課題、⑥不動産投資市場と金融の循環システムの課題とに分けて、それぞれについての具体の対応策を提言している。

(投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム)

また、社会資本整備審議会答申「今後の不動産投資市場のあり方について（第二次答申）」（平成19年5月10日）において、関係者の対話と自主的な取組を促す場を関係者及び行政が協力して設置すべき旨が提言されたことを踏まえ、「投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム」が開催されている。これまで、8回にわたり開催されており、平成21年7月には、合併をはじめとしたJリートの再編の必要性、Jリートのガバナンス強化の必要性、Jリートのファイナンス手法の多様化や個人投資家、年金等による不動産投資の促進等、Jリートを中心とした我が国不動産投資市場の活性化について幅広い提言が行われている。また、平成22年7月以降、不動産特定共同事業法の改正の必要性、Jリート及び不動産特定共同事業法以外の不動産証券化スキームの改善に向けた方策（特定目的会社、GK-TKスキーム）、不動産投資市場への資金導入の促進、会計制度のコンバージェンスの影響、地方の不動産投資市場の活性化等についての議論が行われ、平成23年3月には不動産の再生に向けた我が国不動産投資市場のあり方についての議論の成果が取りまとめられたところである。

今後、不動産投資市場戦略会議の提言とあわせ、フォーラムにおける議論の中で明らかとなった課題の改善に向けた取組を進めていく必要がある。

(市場への情報提供等に向けた取組)

①不動産取引価格情報の提供

不動産取引において、実際にどのような価格で取引がなされているのかについての情報は、不動産市場の透明化、取引の円滑化・活性化等を進める上で、重要な要素の一つである。

このため、国土交通省では、平成17年度から、三大都市圏の政令指定都市を中心に不動産取引価格等の調査を開始し、現在は全国に拡大して実施している。

調査の方法は、不動産の所有権移転登記があった物件（法務省の登記異動情報により把握）について、買主に対するアンケート調査を実施し、回収した結果について地価公示の鑑定評価員（不動産鑑定士）が現地確認を行い、前面道路の状況、最寄り駅からの距離、都市計画の用途地域などを調査している。これらの調査によって得られた情報は、標準地の公示価格の判定に役立てるとともに、個別の物件が容易に特定できないよう配慮して、取引された不動産の種類（宅地（土地）、宅地（土地と建物）、中古マンション等、農地、林地）別に所在地（大字又は町名まで）、取引価格、取引時期、面積、建物の用途・構造、最寄り駅等の情報を四半期毎にとりまとめ、インターネット（土地総合情報システム（<http://www.land.mlit.go.jp/webland/>））を通じて公表している。

平成18年4月の公表開始から平成23年1月までの提供件数は1,045,986件、Webアクセス数は約1億5千万件（平成22年は約6千7百万件（毎月約550万件））となっている。

②不動産価格指数等の構築

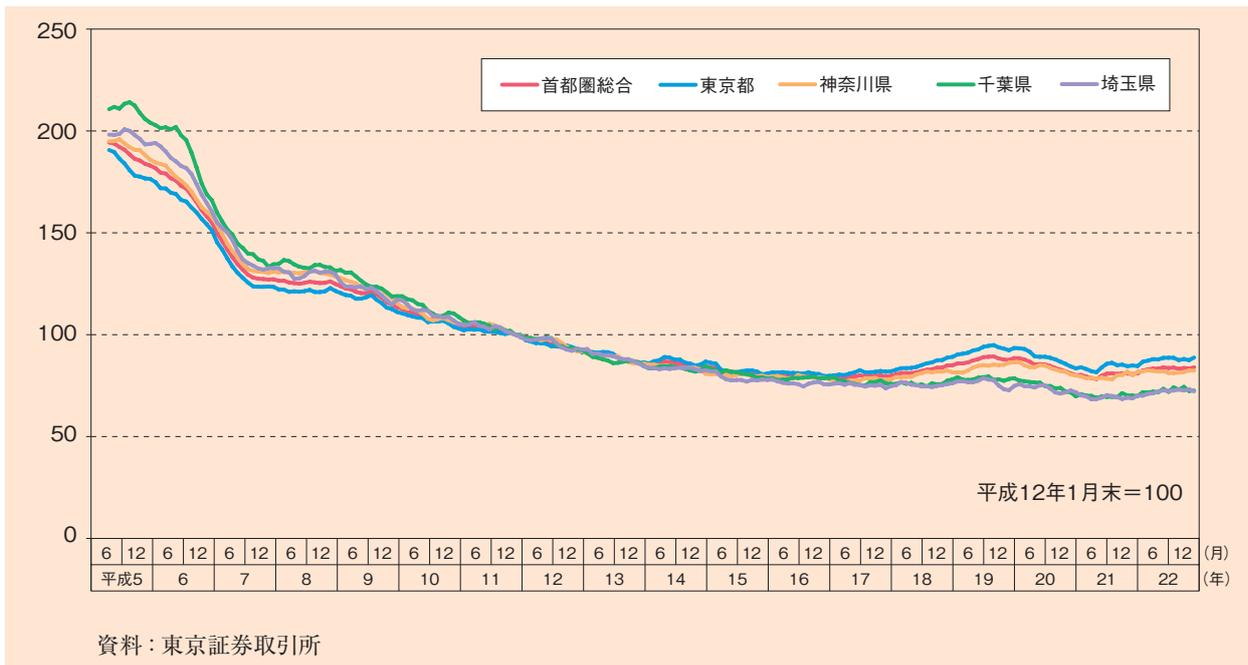
サブプライム危機等の教訓から、不動産バブルに対するEarly Warning Signalを構築するため、本年5月に国際機関が協力して不動産価格指数の作成に関する指針（RPPIハンドブック）を取りまとめた。

RPPIハンドブックの作成に向けた動きを受けて、国土交通省では、平成22年6月から「不動産価格の動向指標の整備に関する研究会」を開催し、関係省庁と連携してRPPIハンドブックに対応した不動産価格指数の作成に取り組んでいる。本研究会では、平成22年度には、①我が国における不動産価格の動向指標に対するユーザーニーズの把握、②RPPIハンドブックに関する議論や各国の動向の整理、③国土交通省で調査・収集している不動産取引価格情報等、指標作成のもととなるデータの分析、④指標の作成方法（算出手法、エリア設定、作成頻度等）等の検討を行った。

今後、我が国におけるユーザーニーズを踏まえた不動産価格指数を作成するため、データの加工方法や指標作成方法について詳細に検討を行うとともに、公表方法、運用方法についても検討を行う。この不動産価格指数は、平成23年度の検討結果を踏まえ、平成24年度以降運用体制の整備に着手するとともに試験運用を行い、試験運用終了後速やかに本格運用を開始することとしている。

また、こうした取組に加えて、東京証券取引所では、本年4月26日から、既存マンション（中古マンション）の価格水準の動向を表した「東証住宅価格指数」の公表を試験的に開始している。当指数は、首都圏の既存マンションに関して、財団法人東日本不動産流通機構に登録された成約情報を活用し、同質性を有する物件の価格変化に基づいて算出された指数であり、不動産価格の動向に関する一つの指標となることが期待される。

図表3-4-15 東証住宅価格指数



③地価公示情報の提供の充実

地価公示においては、最終的な価格判定までに、全国193の分科会¹⁴等において鑑定評価員が共同で様々な分析・検討を行っている。平成23年地価公示では、国民への情報提供の充実策の一つとして、特徴的な地価動向が見られた三大都市圏等の13都道府県について、分科会等で検討された価格形成要因（地価に大きな影響を与えた要因）を都道府県毎にとりまとめ、公表を行った。今後、情報提供のさらなる充実を図っていく予定である。

¹⁴ 鑑定評価員相互の連絡調整を図ることにより、地価公示の円滑な運営に資するため、「地価公示調査組織規程」（土地鑑定委員会決定）に基づいて、標準地の数及び用途の区分に応じ、都道府県の区域又は2以上に区分した地域ごとに設置されるもの。

米国のサブプライムローン問題を発端として発生した2008年（平成20年）の世界的な金融危機に関しては、欧米で生じていた住宅バブルの状況についての、タイムリーで正確な情報が不足していたことが危機を拡大させた要因のひとつであると考えられている。

この反省から、G20は金融危機の兆候を早期に捉えるためのデータ（early warnings data）を効果的に収集し、情報格差を埋めるための提案を2009年（平成21年）3月にIMF（国際通貨基金）とFSB（金融安定理事会）に対し要請した。これに対し、IMFとFSBは、同年11月、20項目の勧告を含んだ「金融危機と情報格差（The Financial Crisis and Information Gaps）」を提出したが、その19番目の項目として、①不動産価格指数作成に関する指針（RPPIハンドブック）を完成させること、②BIS（国際決済銀行）ホームページへの不動産価格に関する公開情報の掲載について精査すること、③世界の主要な指標を集めたホームページであるPGI（Principal Global Indicator）への不動産価格の掲載について検討することの3点が示されている。

勧告を受けて、BISは、各国中央銀行の許可のもと、ホームページに各国が公表している不動産価格指数を掲載した。これらの指数はPGIにも掲載されている。また、これにあわせて、BISのホームページに、RPPIハンドブックに関する紹介のページが設置された。

RPPIハンドブックは、国際的に比較可能な不動産価格指数の作成のために、2006年（平成18年）に作成が提案され、以来、Eurostat（欧州委員会統計局）を中心として、IMF、OECD（経済協力開発機構）、ILO（国際労働機関）、UNECE（国連欧州経済委員会）等多数の国際機関が協力して作成を進めてきた。RPPIハンドブックは、2011年（平成23年）5月に最終草稿が公表される予定である。

国土交通省では、このような不動産価格指数の整備に関する国際的な動きを踏まえて、平成22年6月に「不動産価格の動向指標の整備に関する研究会」を設置し、RPPIハンドブックへの対応に関する検討を開始した。研究会では、我が国におけるマクロ経済政策の的確な運営等に資する不動産価格指数を作成することを目標として、金融庁、日本銀行等の協力を得ながら検討を進めている。

ハーグにおける住宅価格指数ワークショップ（平成23年2月）※



※ RPPIハンドブック第3次草稿について議論を行った。

(震災復興に向けた取組による長期的な成長期待の形成)

本年3月に発生した東日本大震災は、前章でみたとおり、多大な人的被害や住宅・構造物等への被害をもたらしただけでなく、その後の電力供給の制約や原子力発電所における問題等から我が国の不動産投資市場にも様々な影響を及ぼすと考えられる。

しかし、これまでのところ、不動産投資に関して日本からの撤退を意図した資産売却等の目立った動きはみられず、また、地震に対するリスクについても既に織り込み済みであり、今回の震災により我が国の投資リスクが高まる可能性は少ないとの見方もある。今後、こうした動向にも留意しつつ、震災復興に向けた取組を着実に進めることにより、我が国不動産投資市場に対する成長期待を回復させ、再び長期的な成長の期待できる市場を実現していくことが求められる。