

不動産バブルの芽をつみとる制度設計を

「いざなぎ越え」といわれるほど息の長い好景気が続いている。バブル崩壊以降、下落が続いていた地価も大都市を中心にようやく下げ止まり、不動産市場も活況を取り戻しつつある。東京や名古屋ではすでに過熱感もあり、バブルの再来を危惧する声も漏れ聞こえる。

日本経済における地価の占めるウェイトは大きい。土地の時価総額は2006年現在で約1200 - 1300兆円の規模でGDP比で約2.4倍に達する。ちなみに株式の時価総額がGDPとほぼ同じ500兆円ほどである。なお、バブルのピークにあった1990年には、地価の時価総額は約2400兆円であったから、丁度半分に縮小したことになる。そして地価が下落を続けたこの期間、不良債権問題をかかえた銀行部門では資金循環が滞り、日本経済は塗炭の苦しみにのた打ち回ったことは記憶に新しい。地価が動くと日本経済が動く。順調な発展をみせつつあるかにみえる最近の不動産市場であるが、はたして死角はないのか以下検討してみたい。

まず確認しておきたいのは、80年代後半のバブルの発生は、天災ではなくて人災であったということである。バブルの原因を行き過ぎた金融緩和にもとめる意見が多いが、事実はそれほど単純ではない。銀行部門は、80年代初頭から優良企業の銀行離れのせいで預金過剰に陥っており、金融緩和の追い風とあいまって不動産融資に貸出先をもとめたというのが実態である。つまり、優良な貸出の減少に応じて、80年代の個人の資産選択なかで銀行預金が縮小していたらバブルは起きなかった可能性が高い。

左の図は、業種別貸出残高の推移（日本銀行、金融経済統計月報）を示している。建設、不動産、金融の3業種合計の貸出残高は、1985年から1990年までの5年間に約60兆円から約140兆円へと約80兆円も急増している。この急増した貸出がバブルをつくり、その多くが不良債権化したことはいまや常識である。一方、ここ数年来の不動産向け融資の動きはというと、3業種合計、不動産業単独いずれをみても貸出残高はそれほど顕著に増加していない。むしろ最近の不動産市場の活況を支えているのは、不動産ファンドを中心とした不動産証券市場であり、この5年ほどの間に急成長を遂げ、いまやその市場規模は約25兆円と言われている（国土交通省調べ）。不動産ファンドは、一般の投資家も購入できる上場不動産投資信託（REIT）から、ピークルとして特別目的会社（SPC）を利用した私募ファンド、不動産特定共同事業や匿名組合契約を利用したもので多岐にわたる。様々な形態のファンドが設立されており、不動産市場への資金の流れは、銀行貸出のデータをみても実態がわからなくなっている。例えば、ある銀行が不動産投資信託私募ファンドを組成して幹事としてエクイティの一部に投資する一方、ファンドに参加する投資家に融資をしたとしよう。投資家が不動産業以外の業種だったら、統計上、不動産業向け貸出はゼロである。不動産市場への資金の流れの全貌が把握できないと、バブルの兆候が出始めたときに対応が後手に回り、手遅れになる危険性

がある。日本銀行、金融庁、国土交通省などの関係官庁は連携して、不動産市場への資金の流れの実態を解明して早急に統計を整備してほしい。

バブルの時代には「不動産の価格なんて誰にもわからん」と半ば当然のように語られたが、最近の不動産取引の現場はかなり変わってきた。不動産投資信託は、投資家から集めた資金で不動産を取得し、賃貸収入を配当に充てる仕組みなので、不動産評価に収益還元法が導入されやすい。また返済を融資された事業の収益だけに限定するノンリコース融資が不動産向けに増えている点も見逃せない。2006年3月期から固定資産に減損会計を義務付けられた大企業が不動産を積極的に放出するようになったことも市場に厚みを加え、効率的な市場形成に一役を担っている。では、今後不動産バブルは起きないかといえば必ずしもそうは断言できない。

不動産投資信託は過去4年間3 - 5%と高い利回りを達成しているが、これは不動産の仕入れ価格が安かったことと、低金利が継続しているせいである。銀行からの借入れ比率が高い不動産投資信託は、金利上昇局面では収益率が下がる傾向が強いことはアメリカの経験で実証済みである。預金過剰の地方銀行、民営化を控える郵便貯金、長期安定的な投資先をもとめる年金基金などが市場参入に向けて熱い視線を送っているが、不動産投資信託なら確実に儲かると安易にかまえていないだろうか。市場参入に際しては、投資信託といえども最低限の不動産の知識が必要であろう。バブルは「しろうと投資家」が市場に大挙して参入したときに生じやすい。

またバブルは必ずしも資産価格形成に対する無知から起きるわけでもない。いったんバブルがおきると、バブルに乗じて儲けようとするプレーヤーが存在して市場に資金が流入する限り存続する。銀行は、現在100兆円弱の国債を保有しているが、この資金が何かのきっかけで不動産市場へ流れ込んでこないとも限らない。そうなれば国債金利も急騰して財政危機につながる危険性もある。そもそも金融システムの制度設計の基本として、運用能力が超えて資金が過剰になるような金融機関を作ってはいけない。

バブルを未然に防ぐためにはどうすべきか。金融政策がその任に当たるべきであることは言うまでもないが、政策手段の限られている中央銀行に過大な期待をもとめるべきではないであろう。中央銀行の第一の任務はあくまで物価の安定であり、物価がデフレ傾向にあるときに資産価格の高騰がおきた時、金融引き締めの実施は難しい。また首都圏で資産価格の高騰が起きても、地方で景気停滞が続けば、金融引き締めはやはり現実的な政策ではない。かつてバブル退治と称して不動産向け融資が直接規制されたが、反動が大きく利用は慎むべきであろう。代案として考えられるのが、2007年春から実施される新BIS規制を利用することである。企業向け貸出のリスクを一律に計算してきたこれまでの仕組みを改め、新BIS規制は、個別貸出ごとにリスクを算定して、銀行の貸出リスクの分散の促進を狙いとしている。不動産融資については、地価の上昇期にほぼすべての銀行が貸出を急増させるという傾向がある。しかしながら、個々の銀行は、不動産融資のリスクを評価するのに他の銀行の行動までは考慮に入れないので、結果と

してリスクの過小評価が生じやすい。自己資本比率の分母であるリスク資産を、通常の融資を貸出額の 100%で評価したときに、不動産向け融資には、例えば 125%で評価するといった具合に、高めにリスクウェイトを設定することで、銀行資金の流入による不動産市場の加熱を未然に防ぐという方法は検討に値しよう。ファンドを通じた資金の流れが抜け道として利用されないように同時に網にかける必要があることは言うまでもない。

不動産市場はわが国の資産市場のなかで最大であり、その市場整備の及ぼす影響は計り知れない。不動産の資源配分の向上にとどまらず、金融システムの安定と資金循環の円滑化に寄与しよう。バブルを 2 度と起こさないような制度設計を怠らないことが、不動産市場ひいては日本経済の持続的な成長をもたらすであろう。

業種別貸出残高(1980-2006)

(兆円)

