

# 不動産証券化はマクロ経済政策か

マクロ経済政策手段の整理をふまえて

矢口 和宏

前 研究開発室研究員  
現 東北文化学園大学 専任講師

## - 要旨 -

長引く平成不況のなか、従来からのマクロ経済政策である財政・金融政策の有効性には疑問が生じている。そのため、インフレ・ターゲットや資産重視のマクロ経済政策が注目されている。本稿では、従来の財政・金融政策の整理、さらにはインフレ・ターゲットや資産重視のマクロ経済政策について整理した。

資産流動化型の不動産証券化は、マクロ経済の安定よりも不動産の有効利用を促進する政策手段であり、資源配分の効率化に寄与する。

## 1. はじめに

近年のマクロ経済は長引く不況下にあり、1990年代前半のバブル経済崩壊後、いまだ本格的な景気回復には至っていない。そのため、90年代中頃より、景気回復を目的としたマクロ経済政策が何回か実施された。しかし、ここ10年くらいの経済状況を見る限りにおいては、一部の政策が景気悪化の下支えをしたことはあっても、政策が有効に機能したとは言いにくい状況にある。

本格的な景気回復がはかれないことから、そのためのマクロ経済政策に関する議論は活発化している。小泉内閣の掲げる構造改革や、最近マスコミ等をにぎわしている「インフレ・ターゲット」もマクロ経済政策に関係する議論である。さらには、近年の不況の最重要問題を資産デフレにもとめ、資産に直接はたらきかけるような政策こそ有効だという議論もある。

資産に直接はたらきかけるような政策の代表例は、株式を対象とした「株価PKO」である。一方で、株式と並ぶ代表的な資産である不動産（特に土地）を対象とした政策も主張されている。特に、近年その進展がいちじるしい資産流動化型の不動産証券化<sup>\*1</sup>が、不動産市場を活性化させ、ひいてはそれが景気回復につながっていくのではないかという主張もみられる。

本稿では、マクロ経済政策の方向性に関する議論を整理した後に、不動産証券化がマクロ経済にどのような影響を与えるのかについて考察する。ここでの特徴は、不動産証券化を、マクロ経済政策の手段として扱うことである。実際、不動産市場の活性化策や不良債権の処理策としての期待が不動産証券化に寄せられており、証券化がマクロ経済政策の手段として有効であるかについての議論が必要である。

## 2. マクロ経済政策の整理

### (1) 標準的なマクロ経済政策

マクロ経済政策の目標は、適正な経済成長率の維持、雇用の安定、物価の安定等である。一般に、マクロ経済政策の手段としてよく議論にあがるのは、ケインズ経済学にもとづいた政策である。そして、その流れを受け、標準的なマクロ経済学では、財政・金融政策がとりあげられている。その具体的な政策手段は、以下のようにまとめられよう(図表1)。

図表1 財政・金融の政策手段

財政政策の手段	裁量的な財政政策 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公共投資政策</li> <li>・ 租税政策</li> </ul> 自動安定化装置(ビルト・イン・スタビライザー) <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 累進課税や失業保険など</li> </ul>
金融政策の手段	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 公定歩合操作(貸出政策)</li> <li>・ 公開市場操作(オープン・マーケット・オペレーション)</li> <li>・ 預金準備率操作(法定準備率操作)</li> </ul>

資料:筆者作成

財政政策の政策手段は、大別して裁量的な財政政策と自動安定化装置(ビルト・イン・スタビライザー)とにわけられる。前者の具体的な政策手段は、公共投資政策と租税政策である。経済が停滞しているときには、公共投資を増加させたり、減税を行う。減税を行うことにより、消費や投資が増加することを期待するのである。一方、経済が過熱しているときには、その反対に、公共投資を減少させたり、増税を行う。そして、これらの政策は財政当局によって運営される。

自動安定化装置は、財政制度に組みこまれているしくみを活用したものである。その意味では、前者のような政策運営の能動性はない。むしろ、どのように制度を設計するかということが重要になる。例えば累進課税制度は、経済が停滞しているときに

は税収が減り、消費や投資が増加することを期待したものである。一方、経済が過熱しているときには、その反対に税収が増え、消費や投資が減少することを期待したものである。また失業保険は、経済が停滞しているときにはその受給者が増え、消費の落ち込みの下支えを期待している。

金融政策の政策手段は、公定歩合操作（貸出政策）、公開市場操作（オープン・マーケット・オペレーション）、準備率操作（法定準備率操作）の3つである。そのうち、金利に直接かかわる手段は、公定歩合操作と準備率操作である。準備率操作は、預金準備制度にもとづいた法定準備率を変更する政策であるが、公定歩合操作や公開市場操作と比較すれば、政策手段としての役割は小さい。

公定歩合操作は、経済が停滞しているときにはそれを引き下げ、貨幣供給量（マネーサプライ）を増加させる。一方、経済が過熱しているときには、その反対に公定歩合を引き上げ、貨幣供給量を減少させる。

公開市場操作は、買いオペレーションと売りオペレーションがある。前者は、日本銀行が民間経済主体から国債などを買い、その対価として市場に貨幣が供給される。そのため、買いオペレーションは貨幣供給量を増やしたいときに行われ、理論的には、経済が停滞しているときには有効な手段である。一方、売りオペレーションは、日本銀行が民間経済主体に国債などを売却することをさすので、貨幣供給量を減らしたいときに行われ、理論的には、経済が過熱しているときには有効な手段となる。

以上が、ケインズ経済学の流れをうけた標準的なマクロ経済学による財政・金融政策手段である。実際、平成不況下の日本でも、公共投資の拡大政策は実行されたし、幾度かは減税も行われた。また、金融政策の方では、公定歩合は歴史的な低水準を保っており、さらには国債の買いきりオペが実施されるなど、公開市場操作の役割も重要視されている。

ただ、近年では、これらの政策手段の有効性に疑問がもたれている。そのため、景気回復の政策手段としては、標準的なマクロ経済学から得られる政策を超えた手段が求められているといえよう。今、盛んにマスコミ等をにぎわしている「インフレ・ターゲット」の導入といった政策も、従来からある手段を一步すすめたものである。以下に、インフレ・ターゲットと資産重視のマクロ経済政策についてみることにする。

## (2) インフレ・ターゲットと資産重視の政策

### 1) インフレ・ターゲット

インフレ・ターゲット、あるいはインフレ目標の導入といった政策手段は、デフレスパイラルの除去こそが、景気回復にとって有効であることを主張する。その理論的根拠は、以下に示すところのフィッシャー方程式によってあらわされる。

$$\text{実質利子率} = \text{名目利子率} - \text{期待物価上昇率}$$

この式の重要なところは、名目の利子率と実質の利子率をわけ、両者を期待物価上昇率と結びつけているところである。なお、期待物価上昇率とは、人々が予想している物価上昇率のことであり、期待という言葉は予想と同じ意味で使われる。

近年のデフレ経済下では、人々の期待物価上昇率はマイナスであると考えられる。その場合、フィッシャー方程式によれば、実質利子率は名目利子率よりも高くなる。実質利子率は、名目利子率に期待物価上昇率の絶対値を加えた値になる。この考え方によれば、低金利下の日本といえども、実質でみた場合の利子率は高いということになる。そのため、インフレ期待を高めることによって実質利子率を低下させ、そのことが消費や投資を刺激して景気を回復させることに、インフレ・ターゲットの導入という政策手段の特徴がある。

なお、インフレ・ターゲットの議論では、実際にインフレを起こすことができるのかということがよく問われる。フィッシャー方程式に則していえば、人々の予想という主観的な要素が強い期待物価上昇率をプラスにできるのかという問題でもある。インフレを起こすことは、拡張的な金融政策を実行することである。その意味では、インフレ・ターゲットは標準的な財政・金融政策のメカニズムを否定するものではない。むしろ、インフレを起こすという明確なルールを設定し、それが人々に信用されるかということが問題となる。

## 2) 資産重視のマクロ経済政策

平成不況の原因は、総需要が足りないというフロー面よりも、不良債権、資産デフレに代表されるストック面にあるという意見がある。すなわち、景気回復策としては、従来のフローを軸にした政策ではなく、ストックに影響を与えるような政策手段の方が有効だと主張する意見である。

ストックに影響を与える政策として思いつくのは、株価P K Oに代表される株式市場の活性化策である。また、株式と並ぶストックの不動産に関しては、その市場は株式以上に冷え込んでいる。そのため、不動産市場を活性化させる必要があるが、バブル崩壊後、税制の変更や各種の規制緩和といった政策が幾たびも行われたが、本格的な活性化にはいまだ至っていない。そのような状況下において、不動産証券化には、不動産市場を活性化させる手段を担ってほしいという期待が生じている。不動産証券化は、ストック面に影響を与えるマクロ経済政策の手段であり、従来のマクロ経済政策手段とは異なっている。次章では、ストックに影響を与える政策の不動産証券化をとりあげ、その経済効果について論じる。

### 3. 不動産証券化の経済効果

#### (1) 不動産証券化の期待される効果

国土庁（現・国土交通省）の報告書でも指摘されているように、不動産証券化は、不動産と金融の資源配分にかかわる問題である<sup>\*2</sup>。したがって、不動産証券化は、不動産を保有し資金調達を意図する主体（オリジネーター）だけの問題ではなく、広く国民経済にも影響を及ぼす。そして、証券化が資源配分に影響を与える以上は、マクロ経済に対しても影響を与えるであろうと考えることはごく自然である。

ここで注意が必要なのは、資源配分の問題とマクロ経済、いわゆる景気の問題は別であるということだ。資源配分の問題は、経済資源の効率的な利用を意味している。資金を含めた資本、土地、労働といった経済資源は有限であり、それらが有効に使われることによって経済のパイが拡大していき、ひいては国民の厚生が増大する。一方、景気の問題はマクロ経済の安定化を狙ったものであり、資源配分の問題からみれば短期的な視点にたつものである。

通常、経済政策論の分野においては、経済政策の目的として、資源配分の効率化、所得分配の公平化、マクロ経済の安定化という3つの目的が設定される<sup>\*3</sup>。不動産証券化を経済政策の手段としてとらえ、経済政策の3つの目的別に証券化の影響を示すとそれは以下ようになる（図表2）。

図表2 不動産証券化の期待される効果

資源配分の効率化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産保有リスクの移転と分散</li> <li>・不動産の流動化による有効利用の促進</li> <li>・資金調達の効率化(コスト削減と選択肢の拡大)</li> <li>・資金配分の効率化 資金が特定社債や優先出資証券等の証券化商品にも配分される</li> <li>・証券化プロセスにおける不動産市場の透明性の拡大 不動産市場における情報の非対称性の除去</li> <li>・開発型証券化による開発リスクの分散化(PFIも含む)</li> <li>・フィー(手数料)ビジネスの拡大による新たな市場の創出</li> </ul>
所得分配の公平化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・住宅供給の増加による住宅価格の下落(開発型証券化)</li> <li>・地価の安定化によるストック面での不公平の緩和</li> </ul>
マクロ経済の安定化	<ul style="list-style-type: none"> <li>・不動産取引の活性化や不動産市場への資金流入による不動産市場の活性化</li> <li>・開発型証券化による建設投資や住宅投資の増加</li> <li>・フィー(手数料)ビジネスの拡大による雇用の創出</li> </ul>

資料:筆者作成

以下に、資源配分の効率化とマクロ経済の安定化に対する不動産証券化の影響についてみることにする。

## (2) 資源配分の効率化

資源配分の効率化という目的に対しては、不動産証券化の本来の機能である不動産保有リスクの移転と分散効果、不動産の流動化による有効利用の促進、資金調達の効率化（コスト削減と選択肢の拡大）、資金配分の効率化、証券化プロセスにおける不動産市場の透明性の拡大による情報の非対称性の除去、開発型証券化による開発リスクの分散化、フィービジネスの拡大による新たな市場の創出といった点で、不動産証券化は効果を発揮すると考えられる。

不動産保有リスクの移転と分散効果は、リスクを広い主体に分散させることで、資源配分の効率化に寄与する。また、不動産の有効利用という目標に対しても、不動産証券化は効果的な手段となる。流動化の定義を広くとれば、それは不動産取引の増加である。その意味では、容積率規制等の各種規制の緩和や定期借地権も不動産流動化の政策手段である。

ただ、不動産証券化は、流動性が高い金融商品としての証券を器として用いるところに特徴があり、これが証券化を「不動産の金融化」といわしめている理由である。発行される証券（特定社債券や優先出資証券）は証券取引法上の有価証券であり、手続きの簡便さや小口化等によって実物不動産以上の流動性が期待できる。不動産という流動性のあまりない資産を有価証券に変換することによって、その流動化を促進する。このことが不動産証券化の重要な利点であり、また同時に大きな特徴を有することになる。

それは、収益性の低い不動産の証券化が難しく、場合によっては証券化自体が不可能になることだ。なぜなら、証券の利払いや配当の原資は不動産があげる収益であり、収益性の低い不動産では、高い利払いや配当が期待できず、証券の需要が少なくなる。そして、最悪の状況では、証券の需要がなくなってしまうからである。

そのため、不動産の流動化を促進するにしても、それは有効利用にもとづいたものでなければならない。その意味で、不動産証券化は有効利用を促進するしかけを内包している。このことは、不動産証券化が収益性のない不動産やしっかりとした開発プランのない更地の流動化を促す手段とはならないことをあらわしており、後述する不良債権処理の政策手段として証券化が有効かという問題とも関係する。

## (3) マクロ経済の安定化

景気の問題であるマクロ経済の安定化という目的に対しては、何よりも不動産取引の活性化にある。不動産証券化によって不動産の流動化が促進されれば、資金が不動産市場に流入する。ひいてはそれが、不動産市場の活性化を通じてマクロ経済に好影響を与えることが期待できる。

ただ、ここで流動化が促進されるのは、あくまでも有効利用にもとづいた不動産である。また、今以上に開発型証券化がすすめば、建設投資や住宅投資の増加による景

気の下支え効果が考えられる。さらには、資源配分の効率化のところでも指摘したフイービジネスの拡大は、雇用の創出といった点でも景気回復に有効であると考えられる。

なお、景気回復にとって非常に重要な土地絡みの不良債権処理に対し、不動産証券化はどのような効果を持つのであろうか。実際、不動産証券化には不良債権処理手段としての役割も期待されている。前述したように、不動産証券化が円滑に実行されるには、証券化の対象となる不動産が十分な収益をうむことが必要である。この収益は、一度かぎりのキャピタルゲインよりも、継続して得られるインカムゲインの高さが重要である。不動産証券化はキャッシュフローこそが重要であり、「証券化はキャッシュフローが命」<sup>\*4</sup>という言葉で代表される。

このことは、キャッシュフローが証券化商品の利払いや配当の原資になることを考えれば当然のことであり、キャッシュフローの安定性こそが不動産証券化には必要になる。そのことをふまれば、不動産証券化は不良債権の処理手段としての直接的な効果はなく、競売の迅速化や検討段階にある不良債権の転売市場と同様、不良債権の流動化を促進する補助的なしくみとして位置づけられよう。

一方、不良債権処理に開発型証券化の手法を使うにしても、まずは優れた開発プランが必要である。いくら高度な証券化技術を用いるにしても、安定した収益が上がるような開発がなければ、証券の需要は高まらず、その流通が滞ってしまうからである。

#### 4. おわりに

本稿の前半部分では、平成不況を念頭におき、マクロ経済政策の方向性に関して論じた。特に、従来のフロー中心の財政・金融政策の政策手段を紹介し、さらにはインフレ・ターゲットや資産重視のマクロ経済政策の内容についても若干の考察を行った。そこでは、これらの政策が従来の財政・金融政策とは異なることを論じた。

また、本稿の後半部分では、不動産証券化を経済政策の手段、特にマクロ経済政策手段としてみた場合にどのような効果が期待できるのかについて論じた。そこでは、有効利用にもとづいた不動産活用が促進される手段であることをみた。そのため、不動産証券化を経済政策の手段としてみると、それはマクロ経済の安定化を達成する手段というよりは、不動産の有効利用を促進する手段であり、資源配分の効率化に寄与する手段であるといえる。

なお、図表2にも示したように、不動産証券化はマクロ経済の安定化という目的に対しても好影響が考えられる。しかし、その効果はそれだけで景気回復が達成されるという画期的なものではない。不動産市場を十分に活性化するには、税制の変更や規制緩和といった政策との組み合わせが必要であると考えられる。

## 【注釈】

\*1 資産流動化型の不動産証券化とは、不動産を保有する主体（オリジネーター）がSPC（特定目的会社）等を設立し、不動産がうみ出す収益をもとに証券を発行して、投資家から資金調達を行うものである。また、2001年より東証に上場されている不動産投資信託（J-REIT）は、資産運用型の不動産証券化と呼ばれ、前者とは区別される。

本稿でとりあげる不動産証券化は、資産流動化型の不動産証券化である。これ以降は、資産流動化型の不動産証券化を単に「不動産証券化」と表記する。

\*2 国土庁「不動産の証券化に関する研究会 報告書」、2000年。

\*3 代表的な経済政策論の文献としては、丸尾（1993）がある。なお、マクロ経済の安定化という目標は、経済変動の安定化と呼ばれることもある。

\*4 井出保夫『証券化のしくみ』日本実業出版社、1999年、P52による。

## 【参考文献】

- ・井出保夫，1999，『証券化のしくみ』日本実業出版社
- ・国土庁，2000，『不動産の証券化に関する研究会 報告書』
- ・西村清彦編，2002，『不動産市場の経済分析』日本経済新聞社
- ・不動産シンジケーション協議会，2002，『不動産証券化ハンドブック2002』
- ・丸尾直美，1993，『入門経済政策 改訂版 』
- ・丸尾直美「21世紀はストックと分配の時代」『LDI-REPORT 2001年1月号』
- ・丸尾直美「不況対策の第三の道を求めて」『LDI-REPORT 2001年10月号』
- ・矢口和宏「不動産証券化の経済政策的考察」『LDI-REPORT 2001年12月号』
- ・矢口和宏「不動産証券化の財務指標と不良債権処理に与える影響」『LDI-REPORT 2002年1月』
- ・矢口和宏，2003，「マクロ経済政策手段としての不動産証券化」ARES Vol.2