



インフレ目標政策と官民ファンド — 国土の強靱化とバリューアップ

早稲田大学大学院 ファイナンス研究科 教授

川口有一郎

1. はじめに一円高デフレ

日本の物価下落（デフレーション）は円高と同時に発生した。図1は日本の消費者物価指数（生鮮食料品除く）と為替（ドル円）の変化を示したものである（1980年1月～2012年12月）。1980年代前半は円安（1ドル約250円）であったが、1985年のプラザ合意により円は2年間で40%上昇した。その結果、日本のCPIの値は負に陥った（1987年1月～2月）。その後、一時的に円安にもどったものの、

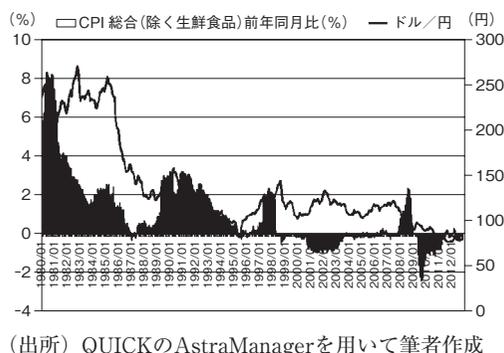
〈目次〉

1. はじめに一円高デフレ
2. インフレ目標政策とその課題
3. 資産効果による消費と設備投資の需要の刺激
4. 国土の強靱化とバリューアップの必要性
5. 官民ファンドの役割
6. おわりに

1990年1月から1995年4月の間に円はさらに約41%切り上がり、CPIは再び負の値に陥った（1995年4月～8月）。円はこの間に通算して約70%切り上がり、1999年以降、日本経済は円高デフレの時代に突入した。図1は日本が円安インフレ（1980年代の平均：1ドル198円、物価上昇率2.5%）から円高デフレ（2000年以降の平均：1ドル104円、物価下落率0.27%）に移行した様子を示している。

1999年以降、日本経済は円高デフレ均衡に陥っている。ある条件のもとで、「名目金利＝潜在成長率＋インフレ期待」という関係が成り立つ。これを用いると日本型デフレ均衡は、潜在成長率の低さがマイルドなデフレ期待で相殺されて名目ゼロ金利と等しくなる、という関係として理解することができる。また、デフレ期待は円高により説明することができる。将来の円高に備えようとして企業はコストを削減し、給与の引き上げを抑制し、これがデフレの要因となる。また、2008～

(図1) 日本の消費者物価指数(生鮮食料品除く)と為替(ドル円)の変化(1980年1月~2012年12月)



2009年の金融危機によって米国も低金利となり、さらなる円高期待・デフレ期待を増幅した(円高による輸入デフレの影響もある)。

日本型デフレから抜け出すためには、次の3つの方法がある。第一は構造改革・産業の転換により潜在成長率を高めることである(正常な方法)。デフレ均衡から脱却する第二の方法は、国債の貨幣化(monetization)により強制的にインフレ期待を起すこと。これは通常の金融政策を限界までやりつくして他に打つ手がないという意味で病理的な方法である(<http://web.mit.edu/krugman/www/jrespect.html>)。第三の方法は、自国通貨を切り下げて海外の需要を取り込み(経済的な侵略)、同時に財政支出を例えば通常の5倍に増やす(例:戦争)といった、いわば強引な脱却策(これは1930年代の大恐慌時に米国が採った方法)である。これらのうち、日本は正常な方法あるいは第三の方法をマイルドに実施してデフレ均衡からの脱出を図ったがうまくいかなかった。現在のアベノミクスの

3本の矢—大胆な金融緩和、機動的な財政出動、および民間の資金を活用した成長戦略—は、副作用に配慮しつつ上記の3つのデフレ脱却策を1つのパッケージとして束ねたものである。筆者はそう理解している。

2. インフレ目標政策とその課題

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率で2%を目指す物価目標の導入を決めた(2013年1月19日)。ここで注意しなければならないことは、インフレ目標政策は数値目標を守ることではない、ということである。図1(前出)から分かるように、2%目標に近づくためには相当のことはする必要がある。識者の中には、この数値目標を達成することは不可能である(デフレ脱却を隠れ蓑とした国債の貨幣化が真の目的である)と指摘する者もある。日銀はインフレ目標の宣言だけで経済が好転すると考えたわけではないだろう。日銀はデフレ脱却のためには、いくつかの政策が

同時に実施される必要があると考えた。このことは、「幅広い期待による成長力強化の努力、これが実を結んでいけば、この1がだんだんに徐々に上がっていく」という衆議院予算委員会における白川日銀総裁の発言から分かるだろう。

今回のインフレ目標政策の1つの柱は円安を持続することである。アベノミクスによる円安継続の1つの方法は財政によるリフレッシュである。GDPの構成要素の恒等式から、GDP (Y)、貯蓄 (S)、および投資 (I) が一定であれば、財政支出 (G) を増やすことで、国内にモノが足りなくなるので経常黒字が減り、経常収支が悪化する。あるいは、この恒等式と購買力平価を組み合わせると、Gが増えるのでYが増え、景気が良くなる。物価が上がり、その結果、円安になる。なお、国内投資家のリスク許容度が増大し、海外への資本流出が起きるといふ指摘もある。

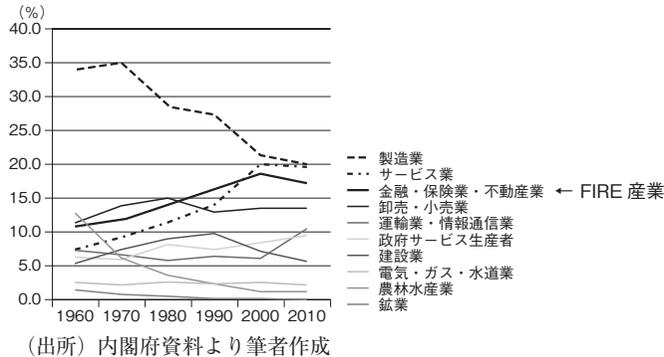
もう1つの円安継続策は、マネタイゼーション(国債の貨幣化)である。国債の増発による財政支出は国債の需給悪化から金利の上昇を招き、ひいては円高を導く(マンデル・フレミング・モデル)。先の財政リフレ策はこのように円高を招く。これを相殺するために国債の貨幣化を行う。なお、ここでは、財政リフレ策と円安持続を両立させる一般的な方法について説明している(アベノミクスがマネタイゼーションに踏み込むべきかどうかについては本稿では議論していない)。

さて、自民党が衆院選で大勝した2012年12

月以降、日米の金利差がほとんど変わらないにもかかわらず、ドル円は円安へ大きく振れ2013年2月には1ドル93円台となった。平成25年度の予算案は平成24年度の補正予算と合わせて100兆円を超える。この規模の財政出動のニュースが届いても日本の金利は現在のところほとんど上昇していない。金利上昇なき円安。アベノミクスの円安策は今どころうまくいっているかのように見える。

今回のインフレ目標政策のねらいが「幅広い期待による成長力強化の努力」(白川総裁)にあるので、最終的な評価は3本目の矢「成長戦略」に依存する。この内容は産業競争力会議より本年6月に明らかにされる予定である。筆者は甘利経済再生担当大臣の「産業投資立国を実現し、これまでの貿易立国とあわせて双発型のエンジンを持つ産業国家を目指すべきである」(第1回議事要旨2013年1月23日)という発言に着目している。近年、日本の貿易収支は赤字であり、経常収支の黒字は所得収支に支えられている。貿易赤字の計上はサプライチェーン損壊に伴う輸出減、火力発電のための燃料輸入急増といった東日本大震災の影響によるところ大であるにせよ、最近の国際収支の動向は、日本が投資立国への傾斜を強めていることを窺わせる。ただし、日本の輸出の規模は依然として大きく、その規模は投資収益(受取ベース)の3倍以上である。ドイツは高価格商品の輸出と対外投資という双発型エンジンを持つ産業国として成功をおさめつつある。産業競争力会議で企画

(図2) 日本の部門別GDPの変化



される日本独自の双発型エンジンに期待したい。

3. 資産効果による消費と設備投資の需要の刺激

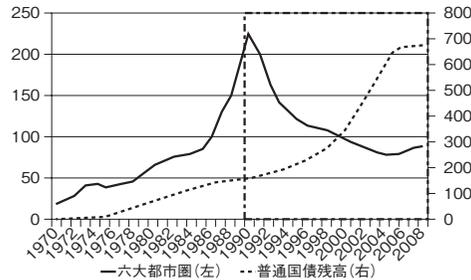
前記の産業競争力会議では、金融(Finance)、保険(Insurance)、不動産(Real Estate)からなるいわゆるFIRE産業についてはまだ議論の俎上に上がっていない。筆者は日本の経済再生を考えるうえでFIRE産業は重要な部門であると考えている。図2に示すように、日本のGDPの部門別構成比を見ると1970年代以降、製造業のシェアは一貫して低下しており、入れ替わってサービス業とFIRE産業とが上昇している。FIRE産業は、製造業とサービス業に次ぐ3番目のシェアを持つ部門である。低迷する給与は個人消費を脆弱なものとし、個人消費の勢いの弱さはさらに設備投資の強さも短命で終わらせるような制約をもたらす。こうした制約を乗り越えるには資産効果によ

る消費と設備投資の需要を刺激することが必要である。この担い手はFIRE産業である。

財やサービスのデフレは資産価格のデフレに比べれば深刻な問題ではない。物価が下落しても経済は力強い成長を示すことがあり、実証研究の中にはこれを支持するものがある(川口2013)。これに対して、資産価格のデフレは経済に対して常に悪い影響を及ぼす。不動産価格デフレは逆資産効果を通じて消費や設備投資に負の影響を与える。図3は1990年の住宅地価デフレと国債の残高との間に強い逆相関があることを示している。

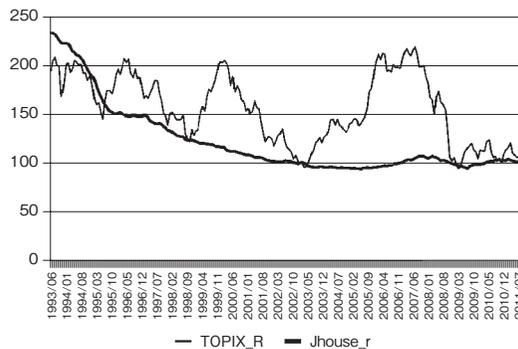
また、図4は株価指数(TOPIX)と東証住宅価格指数の変化を示したものである(2003年1月=100、1993年6月~2011年12月)。この図から分かるように、日本の株価の底値の包絡線は住宅価格とほぼ一致する。このことは住宅価格がデフレから脱却しなければ、株価は持続的な上昇ができないことを示唆している(株価および不動産価格のトレンドのサイクルについての詳しい解説は川口2013を参照)。

(図3) 日本の国債残高と住宅地価



(出所) 日本不動産研究所・市街地価格指数および財務省データより筆者作成

(図4) 日本の株価 (TOPIX)と住宅価格 (東証住宅価格指数) の変化 : 2003年1月=100



FIRE産業には株価や不動産価格を持続的に成長させ、資産効果による消費と設備投資の需要を刺激することが期待されている。例えば、一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) は、Jリートおよび証券の上場を伴わない私募ファンドを含めた経済波及効果を試算している。それによれば、2001年から2011年までの累積の経済波及効果、GDPへの貢献度及び雇用誘発効果は顕著であり、今後もこれまでと同様のペースで不動産証券化が進めば、2012年～2020年のGDPへの貢献度は年0.6%となる見込みとしている。

4. 国土の強靱化とバリューアップの必要性

筆者は「不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議」(内閣府報告書2012年12月3日)の一員として、FIRE産業を核とした国土の強靱化と価値創造(バリューアップ)の具体的な方策を検討した。本章と次章ではこの概要について紹介する。

日本の国土は不動産とインフラのネットワークから成る。2010年度末の国民経済計算に

よれば、法人所有の不動産は470兆円、インフラは730兆円のストックがあり、併せて1,200兆円のストックが存在し、量的には大きなストックが存在する。しかし、新しい時代の要請にできていないものなど、不動産もインフラも本来果たすべき機能が十分発揮されていないものが多く、このままでは経済成長の足を引っ張る要素となることも懸念される。

人口減少・少子高齢化時代を迎え、高度経済成長期に整備された不動産・インフラの老朽化等による維持更新の必要性が高まり、価値観も多様化するなど社会全体が成熟型というべき段階に達している中で成長は、経済社会を構成する様々な資産（ストック）に新しい民間の知恵を投入してその価値を高めること、しかも、かつてのバブルとは異なり、実質的な価値を高め、生活者がより高いステージの満足を得られる魅力ある都市・地域を創造していくことにこそ成長の原動力があると考えられる。その魅力ある都市・地域を形造るものが不動産・インフラであり、この不動産・インフラのバリューアップにより、そこに新たな資金が投入され、収益が上がり、その収益でさらにこの分野への投資がなされるという成長の自律的サイクルを作ることが日本経済再生のシナリオである。

大都市の中心部やその周辺地域においては、国や地方公共団体などの公的主体が所有する土地や民間の所有する低未利用地などが相当程度存在しており、ICTや環境共生社会

の要請にも対応したスマートシティや外国人も含めて多くの人々にとって魅力のあるまちづくり、医職住近接型の住宅、居住者の需要に適った利便施設の整備などを内容とする都市開発を行い、優良な資産を創造できる不動産は多く存在する。少子高齢化社会の到来に伴い、大都市地域を中心に、医職住一体のコンパクトなまちづくりや地域コミュニティとして保育園から介護施設まで併設したまちづくりを行うとともに、環境共生社会、省エネルギーの要請に応える再生エネルギー施設、女性の社会進出に対応した子育て施設、高齢者住宅、有料老人ホーム、病院、診療所等からなるヘルスケア施設の整備も強い社会的要請となっている。

耐震性の観点から民間が所有する建物について見れば、いわゆる旧耐震の建築物は依然として全体の4分の1以上を占めているが、地震が多く発生する我が国の自然条件や2011年3月11日に発生した東日本大震災のような大災害が発生する可能性があることを考慮すれば、早急な改修や建替えにより耐震性の向上を図っていくべきである。電力消費量を低く抑えられていることなど、構造、設備などの環境性能が高く良好なマネジメントがされている環境価値が高い不動産である「環境不動産」への転換も重要な課題である。

インフラのストックについて見ると、1960年代、70年代の短期間に急速に整備されたため、今後、更新の時期を迎える施設が一斉に発生することが見込まれる。国土交通省が行

っている予測によれば、2011年度から2060年度までに国土交通省の所管する社会資本の更新費は約190兆円と推計される。仮に社会資本の投資水準総額が横ばいであると仮定すると2037年時点で維持管理・更新費すら賸えなくなる可能性がある。また、同省以外の分野でも、学校施設や上水道では、近い将来での維持管理・更新費用の負担増大が予測されている。1990年代末より公共事業予算が減少してきている中で、どのように公共施設や社会資本の維持更新を図っていくかは極めて重要な課題である。ただし、民間の知恵を生かして適切なアセットマネジメントを行っていけば、国民に十分な社会資本サービスを提供し、なおかつ、民間にはインフラ更新に向けた事業機会の拡大をもたらすことが期待できる。

■ 5. 官民ファンドの役割

日本国内には、個人金融資産だけで1,500兆円の資金があり、国、地方公共団体の財政がひっ迫しているとはいえ、この膨大な民間の資金があれば、先に述べた国土の強靱化とバリューアップに大量の資金を投入することは十分可能であり、経済の新たな成長ステージに進むことができる。そのためには、不動産・インフラの整備から「お金の受け皿」に当たる投資ファンドに係る制度の整備、「お金の出し手」に当たる投資市場の拡大という各段階にわたる不動産とインフラ、相互に関

連する部分に対する方策が必要である。各段階の具体的方策について項目だけ列挙すると次の通りである。

5. 1. 「ものを動かす」

～不動産・インフラの供給

(1) 投資適格不動産の供給の推進

- ① CRE戦略の推進
- ② 不動産特定共同事業法による改修、建替え等を通じた優良不動産の供給促進
- ③ 都市再生等を通じた都市の魅力向上と優良不動産の証券化の促進
- ④ Jリート運用資産の多様化

(2) PPP/PFI事業の推進

- ① 公的資産の活用
- ② 新型PPP制度の導入
- ③ インフラ・アズ・ア・サービス（サービスとして供給されるインフラの運営）
- ④ インフラ情報の適切な把握と開示に基づくPPP

5. 2. 「お金を動かす」方策

～資金の受け皿の拡大、多様化

(1) Jリート等の証券化に係る制度インフラの整備

- ① 私募ファンド（ブリッジファンド）を活用したJリートによる不動産取得の促進など私募ファンドの活用推進
- ② 建替えファンド等へ現物出資を行う際の課税特例の検討
- ③ Jリート等の国際化の促進とアセットマネジメントの強化

(2) PPP/PFIに係る制度インフラの整備

- ① 「マネーサイドの PPP」
 - ② 民間インフラファンドの組成促進
インフラファンドへの投資を促進するためには、機関投資家だけでなく一般投資家の参加を促すような取組が必要。
 - ③ ブラウンフィールド市場の活性化(施設の運営段階のインフラファイナンス市場)
- (3) PPP—REIT (Jリート等の運営参加)の検討

5. 3. 「お金を動かす」方策 資金の出し手の拡大、多様化

- (1) 公的年金等の年金基金の分散投資促進
- (2) 投資市場のすそ野拡大による個人投資家層の開拓 (確定拠出年金を含む)
- (3) 長期安定的な資金運用ニーズに応える「準安全資産」概念の導入

5—4. 「人を動かす」方策

- (1) 官民連携の中核となる支援体制 (プラットフォーム) の整備
- (2) 官民一体となった内外の投資家へのプロモーション
- (3) 実物資産マネジメント産業の育成・雇用の創出
- (4) 関係する行政機関相互の連携の推進

6. おわりに

策で、まずは国土の強靱化 (老朽インフラ対策、耐震化、防災など) のために官民が出資する基金 (ファンド) を創設し、リスクをとるお金を引き出すこととした。次期国会では関連する法律改正も予定されている。これまでの行政のあり方や関係する産業の慣行にとらわれず、大胆な発想で人や組織を総動員して、市場を開拓していくことが、関連する産業の発展や雇用の確保にもつながる。

1980年代の円高デフレでは、その脱却の道筋として不動産投資に過度に依存した結果、金融に不均衡が蓄積したことがバブルを生み崩壊に至った。しかし、今回、国土のバリューアップのために国内の資金を投資することは、長期にわたって底堅いキャッシュフローを生み出す健全な投資であり、この資金の流れこそが成長をけん引し、経済を再生する第一歩であると言える。なお、不動産・インフラのバリューアップは実需を反映したものであることが必要であり、証券化等を通じて投資家の資金を導入するに当たっては、投資家の利益が損なわれることのないようにスキームを設計していくことが肝要である。

〔参考文献〕

- ・川口有一郎『不動産エコノミクス—資産価格の7つの謎と住宅価格指数—』清文社、2013
- ・「不動産・インフラ投資市場活性化方策に関する有識者会議」(内閣府報告書2012年12月3日)

政府は2013年1月11日に決めた緊急経済対