

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

報告書

平成24年12月

# 目 次

## I 成熟型社会における不動産とインフラを活用した日本再生の道筋

1. 日本経済をバリューアップする不動産・インフラ投資
  - (1) 大きな需要のある「不動産・インフラのバリューアップ」
  - (2) 潤沢な国内外の資金を不動産・インフラ分野に投資することが大事
  - (3) 潤沢な資金と不動産・インフラとを結びつける「不動産・インフラ投資市場」が成長をリードする
2. 不動産・インフラ投資市場活性化に向けた戦略的運営
  - (1) 「もの」「お金」「人」を同時にマッチングさせて動かす
  - (2) 不動産・インフラ市場の一体的な運営を推進する

## II 不動産・インフラ投資市場の活性化に向けた具体的方策

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
  - (2) PPP/PFI 事業の推進
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
  - (2) PPP/PFIに係る制度インフラの整備
  - (3) PPP-REIT（Jリート等の運営参加）の検討
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
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

## III 不動産・インフラ投資市場の活性化を戦略的に運営することにより経済成長を実現する

## I 成熟型社会における不動産とインフラを活用した日本再生の道筋

### 1. 日本経済をバリューアップする不動産・インフラ投資

我が国の経済は、世界景気の減速とさらなる下振れリスクやデフレ状況が続いていることなどから、依然として厳しい状況にある。その要因として、民間企業部門に十分な資金需要がないとみられる一方で、リスクある投資には資金が流れない、また政府部門は大幅な赤字で、必要なインフラに資金が回らない、という「資金の流れの滞り」をあげることができる。

かつての日本は、人口増加を背景とした大量生産、大量消費の下で、急速な経済成長を實現していたが、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の成長は、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（バリューアップ）、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、収益があがり、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。

#### （1）大きな需要のある「不動産・インフラのバリューアップ」

これからの日本経済の中で生活者が高いレベルの満足を得るためには、不動産・インフラの果たす役割は重要であり、かつての高度経済成長の時代のようなハードのみの量的な拡大ではなく、ソフトを含む質的な側面でのバリューアップが求められている。すなわち、ICT（情報通信技術）の進展、グローバル化、高齢化社会の到来、価値観の多様化や環境共生、省エネルギーの要請などに対応した魅力ある都市・地域の再編や老朽化した不動産・インフラの改修・更新、環境不動産の形成に膨大な需要が存在する。なお、ここでいう「バリューアップ」は必ずしもハードな投資に伴う価値向上だけではなく、市場に優良な案件が供給されることで市場関係者の目によって、既存ストックの経営効率化が図られたり、よりレベルの高いサービスが提供されること等、ソフト面での実質的な価値向上も含むものである。

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便利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、医職住一体で、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みれば、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昨年3月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。東日本大震災を契機に電力需給がひっ迫したことなどを踏まえれば、エネルギー消費量の2割弱を占めるオフィスなどの業務部門の省エネ化は重要な課題である。既に米国では、LEED（Leadership in Energy and Environment Design）による環境に配慮した建物の認証システム（米国の非営利団体が開発）が確立しているが、我が国においてもCASBEE（建築環境総合性能評価システム）等の認証制度があり、こうした制度を充実して、建築物の改修等を通じた速やかな環境不動産化の推進が求められている。

インフラのストックについて見ると、我が国では、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・更新費すら賄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。

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1200兆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ことになるが、これまで述べてきた新しい時代の要請に応えていないものなど、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。

そこで、不動産、インフラの分野では、こうした大きな需要に応じて、新しい時代に対応した質的な転換に向けた投資を行い、日本経済の新しいステージに対応したバリューア

アップを図る必要がある。

## (2) 潤沢な国内外の資金を不動産・インフラ分野に投資することが大事

日本国内には、個人金融資産だけで 1500 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「不動産・インフラのバリューアップ」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。

ところが、民間資金の実際の運用についてみると、世界の投資傾向と比較してリスク回避の傾向が強く、個人金融資産の運用先の大半は現金や預金の形で運用されているほか、企業年金等の機関投資家に関してもその運用資産の中の不動産への投資の割合は全体の 1%未満の低い水準に止まっており、このことが、国内の資金の滞留と投資不足、経済の低迷という負のスパイラルを生む原因の一つとなっている。

その背景としては、バブル経済とその後の長期にわたって不動産価格が低迷したことなどの影響から不動産あるいはこれに関連する投資商品に対する警戒感があるとともに、将来や老後の生活に対する不安から財産の保全や低利でも安定的な運用に関心が向かっていることから、リスクが大きく、ボラティリティの高い投資には手を出さないという投資行動を取っていることに起因すると考えられる。Jリートをはじめとする不動産の生み出す収益を元に証券を発行する不動産証券化商品も、制度化されて歴史がまだ浅く、不動産全体のストックから見ればその実績はまだ低い水準に止まっており、証券化された不動産約 33 兆円は我が国の収益不動産約 203 兆円の約 16%に過ぎず、市場の拡大が大きな課題となっている。

また、財政制約の下でインフラの投資は抑えられている上に、民間資金によるインフラ投資を可能とする PFI 事業についても、まだ制度発足後それほど期間が経過していないため、その実績は公共事業全体から見れば低い水準に止まり、累計の事業総額約 4.7 兆円は社会資本ストック全体額の 730 兆円のうちの 0.6%を占めるに過ぎず、特に、既存のインフラの維持更新需要等が増大する中で行政各部局の PFI 事業に対するより積極的な取組が求められる。

しかし、不動産の生み出す収益やインフラの整備、運営により政府が支払うべき社会資本サービスの対価は、不動産・インフラという「触れることができる確かな資産」によって生ずるものであり、長期間にわたり、国債等の安全資産よりも収益が比較的大きく、安定的なキャッシュフローを生む資産である。

近年、世界的な投資の動向としては、デリバティブなどの収益を生み出す根拠が一般には見えにくいものから不動産やインフラといった実際に触れることができ、なおかつ、収益を上げることができる仕組みがわかりやすい資産に対する投資へとシフトする傾向があり、この傾向を米国の代表的な金融機関である J.P.Morgan 社は投資家向けの広報誌の中で「リアライゼーション (Realization)」と呼んでいる。こうした投資の傾向は、例えば、米

国の有力な年金基金の一つである CalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金：The California Public Employees' Retirement System）においては、資金運用の目標であるポートフォリオ・アセット・ミックスについて、不動産、インフラなどの投資対象を「実物資産（Real Asset）」として、他の株式や債券とは投資期間やリスクの大きさが明確に異なるアセットクラス（投資期間やリスクの大きさが類似している投資商品の種別）として位置づけ、11%程度を投資の対象とすることを目標としている。

このように「不動産・インフラのバリューアップ」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。

### （３）潤沢な資金と不動産・インフラとを結びつける「不動産・インフラ投資市場」が成長をリードする

日本経済再生のためには、潤沢に存在する国内の資金を安定的な収益が見込まれる不動産・インフラ部門にマッチングさせるための仕組みが必要であり、その役割を果たすのが不動産ではＪリートを始めとする不動産証券化の市場であり、インフラではPPP/PFI事業による民間の資金や経営能力等を生かした取組やそうした事業に投資を行うインフラファンドの投資市場である。こうした市場が活性化し、都市・インフラの更新や環境共生社会、高齢化社会を見通した施設の整備改善など現在の成熟型社会に真に必要とされる分野に民間の資金や経営能力等を投入して、都市や地域の魅力を高め、経済の成長を可能とし、その結果さらに収益を生む不動産やインフラ分野に投資が行われるという資金の好循環、すなわち「成長の自律的なサイクル」こそが、現在の厳しい日本経済を再生への道筋につながるものであると考えられる。こうした一連のサイクルを「不動産・インフラ投資市場」と包括的にとらえて、その市場こそが日本の成長をリードする重要な舞台であり、その視点を持って戦略的に運営することが必要である。

なお、不動産投資市場の持つ経済成長への関わりに関しては、本会議においても、一般社団法人不動産証券化協会（ARES）から、Ｊリートや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の取りまとめが報告された。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、日本再生戦略の目標どおり不動産証券化が進めば、2012年～20年のGDPへの貢献度は年0.6%となる見込みとしている。同協会では、このように不動産投資市場が拡大することにより、広範な経済波及効果及び雇用誘発効果があり、不動産投資市場の活性化は非常に重要であるとしている。内閣府がまとめた経済成長の試算では、2013年度の名目GDP成長率は1.9%程度となっているが、こうした先行的な民間の研究結果などから、不動産・インフラ投資

市場の活性化が経済成長をリードするために大きな役割を果たすことに対して国民からの期待が大きいことがうかがわれる。

## 2. 不動産・インフラ投資市場の活性化に向けた戦略的運営

不動産・インフラ投資市場の活性化は、2つの観点から戦略的に運営していくことが必要である。

### (1) 「もの」「お金」「人」を同時にマッチングさせて動かす

第一は、「もの」「お金」「人」を同時にマッチングさせて動かすという観点である。その際に考慮すべきことは、投資市場には二つの側面があり、「長期的に安定したインカムゲインを求める」需要と「多少のリスクの元に大きなリターンを求める」需要とがあるので、それぞれの需要に応じて、市場において必要な手法や制度が準備されていることが望ましく、そういう点を念頭において、こうした機能を動かすことが必要である。

「ものを動かす」ことは、不動産、インフラのうち、現在の成熟型社会が特に強く需要している分野に集中的に投資を行うということである。なお、こうした投資は、これまでに述べた老朽化した不動産・インフラの維持更新や高齢化社会の到来等に対応した施設の整備改善などを意味するもので、無限定に新たなストックを整備していくということではない。既存ストックの生産性を高めるための投資を通じてバリューアップを図り、価値ある資産を市場に出していくことがまず考えられるべきことである。

「お金を動かす」ことは、個人金融資産や年金基金を始めとする機関投資家の資金、国内外を循環するグローバル資金の流れを、こうした需要に応えられる優良な不動産、インフラに向かわせ、また、それに派生する不動産証券化商品の取引やインフラファンドへの出資などの投資市場の活動をより活発にすることである。

「人を動かす」という側面では、不動産・インフラ市場は、そこでの「もの」や「お金」の動きが活発化することで関連する産業も活発化するという意味で、すそ野が広いという特性を有している。不動産・インフラの供給に関わる不動産業や建設業だけでなく、証券化やファンド組成に関わる多くの専門家集団が必要であり、金融（Finance）、保険（Insurance）、不動産（Real Estate）からなるいわゆる FIRE 産業や社会・経済インフラをサポートする産業に波及することが期待される。

### (2) 不動産・インフラ市場の一体的な運営を推進する

第二は、不動産・インフラ市場が共通目標を相互に持ち、乗り入れを行う一体的な運営を進めるという観点である。

不動産、インフラはともに、触れることができる「実物資産」であり、不動産とインフラ（インフラは PPP/PFI 事業を行う場合）が生み出す収益は、適切なマネジメントを行っ

ている限り、長期にわたって安定したキャッシュフローを生み出すものである。この実物資産を、株式よりはリスクが低く国債よりはリターンが高いアセットクラスとして位置付けるように市場のコンセンサスを形成することが必要である。そして、不動産・インフラ投資市場の活性化方策を検討する際には、両者の元々の所有者の名義は異なっても、基本的には同じ実物資産であるとの認識の下に、例えば、証券化やファンド組成を共に活用することができることとするとともに、その制度の隘路の解消など両者に共通する課題を解決することによって、共通の目標である基礎的な「収益力」を上げていく取組が必要である。

一方で、不動産とインフラとは、相互に異なる機能を持ち、互いに隣接する場合には、互いに機能を補完し合うことによって、より大きな収益力を持つことが考えられる。海外の事例で見ると、オーストラリアでは、鉄道駅（メルボルン・サザンクロス駅）の PFI 事業を行う際に、商業施設の更新も併せて行うことにより、駅と商業施設の利便性や収益性を相互に大きくすることに成功している。資金調達の間でも例えば PPP 事業の運営に J リートが参画するなど不動産とインフラの相互乗り入れが可能であれば、民間の不動産側からすれば公的な信用力を得ることができ、公的セクターからすれば民間からの資金調達がより容易に行えることになる。



## II 不動産・インフラ投資市場活性化に向けた具体的方策

不動産・インフラ投資市場の活性化のためには、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。以下、各段階の具体的方策について提案する。

### 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

不動産の投資市場に関して、大きな課題は供給サイドにあり、投資家が投資しようとしても投資適格不動産（立地が良く耐震性等に問題がない収益不動産）が少ない状況にある。こうした需給のアンバランスを解消するとともに、我が国の国際競争力の強化や人口減少への対応、環境との共生、安心・安全なまちづくりへの配慮などの今日的な課題に対処するためには、都市再生、CRE 戦略の推進や耐震・環境性能に優れた建築物への改修・更新等を通じて優良な不動産の改善・整備を行う必要がある。さらに、このようにして改善・整備された投資適格不動産が不動産投資市場へ着実に供給されることが必要である。特に、テナント需要があり、数も多い中型ビルが、耐震・環境性能についてリノベートされ、収益安定性の高い不動産に再生されるならば、安定的なインカムゲインを期待している年金などの機関投資家からのニーズにも応えられる。

一方で、こうした投資適格不動産が投資対象として供給されるには、市場における需要の裏付けが必要であり、投資家が投資対象として求めている不動産は耐震性や環境性能に優れた不動産のみならず、米国のリート市場にあるようなヘルスケア施設等を含め、適切に見極めることが重要である。

また、我が国の不動産投資市場は海外市場との競争環境にあるという認識の下、世界的な金融緩和などのグローバルな経済環境の追い風がある今、海外からの資金の呼び込みも含めた投資市場の活性化のためには、投資適格不動産の供給促進策は急務である。具体的には、以下の方策を提案する。

#### ① CRE 戦略の推進

CRE（Corporate Real Estate）戦略とは、企業価値向上の観点から、経営戦略的視点に立って企業不動産の見直しを行い、不動産投資の効率性を最大限向上させていこうという考え方である。

CRE 戦略の一環として J リート等の不動産投資市場に不動産が供給されることにより、経営資源を本業の成長分野に集中投入することが可能となる。同時に、CRE 戦略の推進による不動産の供給増により、不動産投資市場に国内外の投資家からの資金が集まり、市場

自身が成長することとなる。以下の事例が示すように、不動産投資市場は、CRE を通じて産業構造転換を支援し、新産業・雇用の創出に貢献することができる。

（事例 1：企業不動産のリースバックを通じて、不動産市場から資金を回収し、他の成長分野に投下する。）

（事例 2：小売業の迅速な海外店舗展開に際し、店舗保有による財務的な制限が障害となることが想定されるところ、不動産投資市場（Jリート等）が海外小売店舗等を保有することで、少資金で、迅速に店舗展開が可能となり、不動産投資市場が、資金提供機能を担うことになる。）

CRE 戦略の推進と不動産投資市場の成長は、いわば表裏一体とも言うべきものであり、経済全体において資金の好循環を生み出し、同時成長する関係（ツインエンジン）にあるという認識の下、CRE 戦略の企画段階からリートと企業が協同して取り組むなど CRE 戦略の推進と不動産投資市場の活性化方策を検討すべきである。

## 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

現行の不動産特定共同事業法による証券化スキームは、不動産特定共同事業者が行う他の事業の影響をおそれる投資家からの資金調達に難しいものとなっている。そのため、投資家からの資金調達を円滑にするため、不動産の保有に特化した SPC（特別目的会社）が投資家から資金を調達し、不動産特定共同事業者が当該 SPC から業務委託を受けて運用を行うという倒産隔離の仕組みを導入して商品性を向上させることが求められるところであり、こうした内容を盛り込んだ同法の改正法案が本年の通常国会に提出されたが、未だ成立には至っていない。

不動産特定共同事業法の改正が実現すれば、改正後の同法による証券化スキームによって、他の証券化スキームでは困難な不動産の改修・建替え、介護施設の整備、地方物件や小規模物件の再生などが容易となるものであり、同法による証券化スキームが積極的に活用されることにより、建築物の耐震化や環境性能に優れた不動産への改修、老朽不動産のヘルスケア施設等への再生などが促進され、投資適格不動産の供給促進に大きな役割を果たすことが期待される。

SPC の倒産隔離の仕組みを盛り込んだ法案の早期実現に向けた取組を行うとともに、同法案による証券化スキームの円滑な実施を可能とするように、一層の制度の運用改善に向けた検討を行うことが必要である。

## 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

都市の魅力と国際競争力の向上には、都市再生の果たす役割は重要である。都市再生の取組等の結果、良質なストックが形成され、魅力もあり、国際競争力のある都市となれば、世界中からヒト・モノ・カネ・情報を呼び込むことが可能であり、外資系企業の進出等に伴い、実需が拡大すれば、これに対応した投資適格不動産の供給を促すことになる。また、

そうした都市再生等の取組によってバリューアップされた不動産を J リート等が取得すること等を通じて、さらなる不動産投資市場の成長にもつながることになる。

例えば、法定再開発事業の場合、従来はデベロッパーが参加組合員として資金を供給し工事等を実施した上で、再開発後の保留床を受け取るケースが一般的であったが、コーポレートファイナンスに制約があるもとでは、地方中心都市の法定再開発において、SPC が参加組合員となって再開発事業を実施し、取得した保留床を売却する事例も見られるようになっており、都市再生と証券化が一体化した取り組みとして促進していくことが必要である。

#### ④ J リート運用資産の多様化

J リートの運用資産はオフィスビルや商業施設、賃貸住宅で全体の 9 割近くを占めているが、投資市場の発展を図っていく上では、その運用資産の多様化が必要である。米国のリート市場は、ヘルスケア施設、森林、ホテルリゾート施設など分散化しており、近年の米国リート市場をけん引したのは、ヘルスケアリートや森林リート、インフラストラクチャーリートなどの新しい分野であったと言われている。特に、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は、高齢化社会の到来に対応するものであり、また、インフラストラクチャーリートの分野も通信基地局など今後の経済社会の中での需要増が見込まれる分野である。森林リートについては、国内林業に大規模な資本投下が行われることによって国内林業及び製材業の再興に繋がる可能性もある。

投資対象が増えることは、投資家からすれば、投資対象、投資の魅力が増大することであり、投資分散の観点、流動性確保の観点などからも望ましい。年金等の投資家は運用資産内でも分散が基本であり、様々なタイプの不動産が出てくることで、こうした投資家からの投資促進を図る上でも効果的である。

もっとも、こうしたアセットクラスは資産そのものに価値があるというよりも、事業に活用されることで初めて収益を生むという側面が従来の不動産よりも濃厚であり、その流動化に当たってはアセットクラスの特性に依じたアセットマネジメントの能力の向上、投資家保護についても検討されるべきである。

なお、運用資産の多様化を図る際にも、全体の不動産のストックが過剰となることのないように、コンバージョンや質の向上を進めていくという視点も必要である。

### (2) PPP/PFI 事業の推進

#### ① 公的資産の活用

我が国の PFI は、事業者が SPC という形態をとってはいるものの、事実上、建設会社、事業運営会社等による JV 類似の形式で進められているのが大半である。資金面でも、デットプロバイダーの意向もあり、最終的には税財源に多くを依存するものとなっている。こ

のような現状で、諸外国のように多様な投資家の受け皿となるインフラファンドは組成されていないし、そのニーズもなかったと言ってよい。

我が国の PFI 制度で最も大きな問題は、民間の企画・経営能力を十分に生かしきれていないというところにある。PFI 法では、公共施設管理者等が実施方針を策定することが出発点であり、昨年の法改正で民間提案制度が創設されたものの、現行制度では、公共サイドがイニシアチブを有していることに変わりはなく、管理者等が PFI を実施するという判断をした上で、従来の公共事業・維持管理と同様の発想で「発注」がなされるという傾向が強い。民間の視点から見れば、優良な PPP 案件になりうる事業でも、その検討がされることなく直営（公共事業）のまま行われる、あるいは事業化されないという例も多いと考えられる。その結果、多様な投資家が関心を示すような優良案件が公的セクターに止まり、市場にほとんど供給されず、十分なマーケットが存在しなかったことから、我が国において民間によるインフラファンド組成がなされてこなかった。

PFI を含む PPP（官民連携、Public Private Partnership）の本来の意義は、Public（官）と Private（民）が Partnership を結び、それぞれお互いの強みを生かすことによって、最適な公共サービスの提供を実現し、もって地域の価値や市民満足度の最大化を図るものである。すなわち、「官」の発想のみでは出てこない新たな価値が創出されることが PPP の本質である。そのためには、まずは「民」のイニシアチブが発揮される環境整備を図る必要がある。

そのための具体的手法の1つが、公的不動産（PRE、Public Real Estate）の管理、運用を戦略的に行う PRE 戦略の推進である。例えば、岩手県紫波町では、町有地の利活用について、民間からの自由な提案を募った上で、町民も含めた検討を重ねて、町の財政負担を最小に抑え、公共的目的を最大限達成することを目指した計画を官民連携で策定した。このように、まずは既存ストックの生産性を高めるため、民間の自由な提案を求めて検討することで、PPP の実例を構築していくことから始めることが効果的である。

また、2011 年に PFI 法が改正され、「公共施設等運営権」制度（いわゆる「コンセッション」方式）が導入された。これは、インフラの建設とその資金調達だけでなく運営（利用料金の收受を含む）を行う「権利」を民間事業者に付与するもので、まさに民間の創意工夫によって既存インフラの価値（バリュー）を高め利用促進を図ることで、利用者と民間事業者双方が win-win の関係になることを狙ったものである。現在、具体の手續等について内閣府でガイドライン発出の準備中であるが、民間事業者の立場を踏まえ、使いやすい制度とする必要がある。併せて、民間の資金提供者の目利き力と提案力、リスク管理能力を発揮できる制度とすることが事業の成立性を高めることにつながる。また、今後の事例を踏まえて、さらなる制度の改善を含め柔軟な運用が図られることが望ましい。

一方、自治体レベルでは現行法の中で積極的に民間提案を求めることも広く行われている。前述の紫波町の他にも、千葉県我孫子市の提案型公共サービス民営化制度、さいたま市の提案型公共サービス公民連携制度などである。PFI 法に基づくものであれ、積極的な提

案を誘導するためには、民間提案を求めるための制度や体制の整備、提案者の知的財産権保護、提案者へのインセンティブの付与が必要である。

インフラ投資市場を活性化するに当たっては、優良なストックについて積極的に民間へ運営権を付与するという姿勢を明確にすることが重要である。その際、我が国では、インフラのストックの中で道路等が大きなシェアを占めているが、そうした大きなシェアを占める分野から手を付けていく方が経済効果が大きく、インフラ投資市場そのものの拡大を図ることへの近道となるであろう。そのためにも、民間からの提案や要望を十分踏まえた運用がなされることが必要である。我が国の PFI 事業は、これまで比較的小規模な建築案件が主流であったが、投資市場活性化のためには、後述の民間インフラファンド組成促進の観点からも、欧米における民間インフラファンドの中核構成資産である道路、空港、上下水道等の資産も含め、優良な案件を積極的にコンセッションに出す等、インフラ案件の供給を促進するための公共サイドの努力を促す方を、毎年度の予算における対応を含め検討することも重要である。いわゆる独立採算型 PFI 事業の拡大に資するよう、公共施設整備を行う際に、まずは PPP/PFI 案件として供給することの可否を検討する制度についても、事務負担の観点にも留意しながら検討することが望ましい。

## ② 新型 PPP 制度の導入

今後 PPP/PFI 事業を推進する上で、いわゆるコンセッション方式等を活用して、幅広い投資を募ることを目指すものであるが、そのためには、当該事業が本来の目的である、地域に価値をもたらすものであると同時に、投資家にとっても魅力と価値があるものである必要がある。一般的にインフラ自体からの収益が多く見込まれないものであっても、工夫次第で、魅力と価値のあるプロジェクトにすることは可能である。

例えば、公共施設等の一部を活用して収益施設を併設したり、副産物の売却を認めたりすること等により、運営権や事業の収益性を高めることができる。このことは、公共施設自体の魅力を高めることにつながり、より多くの利用者が期待されるなど、本来の公共目的からも望ましいことである（収益施設併存型）。

また、従来、個別の公共施設ごとに PFI 事業の手続を行っていたが、手続面での負担が大きいことや小規模な施設の場合、民間のノウハウや経営能力を発揮する局面が小さくメリットが小さいと考えられてきた。しかし、例えば複数の学校の耐震改修や維持管理等を束ねて1つの PFI 事業としたり、事業期間を長期間としたりすることで、民間事業者が手をあげやすくする工夫が一部の地方公共団体でなされている。このように、複数の公共施設等について、段階的な整備・改修を含めた包括的な整備・運営を認めることで、民間事業者の創意工夫の余地を高めることができる（複数施設運営型）。

今後需要が大きくなる公共施設等の維持・更新に、このような「新型 PPP/PFI 事業」を活用することが期待される。また、後述のシティ・マネジメントを実現する上でも、これを広域で実施することができるよう、制度の拡充を検討するべきである。

海外でも、英国の病院運営に関して LIFT (Local Improvement Finance Trust) プログラムに基づき、官民合同出資により設立された事業会社が、長期契約に基づき複数の病院、医療施設をまとめて建設、運営、管理を行っている事例がある。

### 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)

従来の我が国の PFI 事業の多くは、「サービス購入型」と呼ばれる、公共施設の整備・維持管理に係る事業であるが、実際はサービスの購入ではなく、公共施設を割賦払いで購入するという形態であった。しかし、国・地方公共団体において財政状況が厳しくなっている中で、今後高まる公共インフラの維持・更新需要にどのように応えていくかが大きな課題となっている。その際には、国と地方公共団体が連携しながら、どのような施設が、ではなく、どのようなサービスが必要か、という公共経営の観点から、今後の公共施設の維持・更新を考えることが重要となってくる。具体的には、公共施設の 3 階層マネジメント (サービスの対象範囲の大小による階層ごとに、他地域との広域連携、施設の多機能化・複合化、民間のストック活用を基本方針としてマネジメント)、インフラマネジメント (長寿命化、コンパクト化、長期包括的な民間へのアウトソーシングによる予防保全への切り替えなど)、財務マネジメント (民間資金の活用、資産譲渡・貸し付けなど) を行う「シティ・マネジメント」を推進することが望ましい。

シティ・マネジメント等を推進することで、施設を購入する従来型 PFI から、契約によりサービスの提供を求める PPP への変革を進めることにつながる。それは、資産 (アセット) としてのインフラをどうするか、ということにとどまらず、インフラの運営を含めた事業自体を市場に出すということでもある。今後は、コンセッション方式などを活用した、新しい「事業証券化 (Whole Business Securitization)」としての PPP を検討していくことが望まれる。その場合、どのように事業を企画するかが特に重要となるため、行政があらかじめ企画、設計を行って発注する従来の手法ではなく、企画段階から民間が参画することが必須である。また、世界各国で行われているように、公共側からの要請なしに民間から自由に持ち込まれてくる持込み型提案 (“Unsolicited Proposal”) を積極的に受け入れ、良い提案については PPP/PFI に移行していく体制を築くことも検討するべきである。なお、その際には競争性や透明性の確保に留意する必要がある。

### ④ インフラ情報の適切な把握と開示に基づく PPP

公共施設等のインフラのアセットマネジメントを適切に行うためには、固定資産台帳の整備など施設ごとの情報が把握、整理され、それに基づいて財務諸表が正確に作成されていることが前提である。しかし、行政機関によっては、そうした情報の整備が進んでおらず、正確な更新需要の予測が困難なところも見られることが指摘されている。今後、PPP/PFI 事業の効果的な実施を図るためには、公共インフラの施設ごとのデータの把握とそれに基づく台帳の整備、財務諸表への反映を行っていくことが求められる。また PPP/PFI

を実施する際には、先に述べたとおり企画段階から民間が参画することを可能とするため、行政機関があらかじめアセットマネジメントの観点から必要なデータの把握と開示を行い、規律ある適切なインフラ更新投資計画が立案できる環境を確保することが必要である。

## 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

私募ファンドとは、上場されることのない不動産証券化のファンドであり、その市場規模（資産規模）は約25兆円で、Jリーートの市場規模約9兆円と比較しても大きい。不動産証券化協会の調査によると、私募ファンドの投資家の概ね8割は国内機関投資家（銀行、保険）、国内年金基金、国内事業法人等であり、その運用形態は、機関投資家等のニーズに合わせ物件特定型がファンド数全体の概ね9割に上っている。このように、私募ファンドは、Jリートとは異なる投資機会を年金・機関投資家等に提供しており、不動産投資市場にとり、Jリートと同様に重要である。

この私募ファンドについて、本年の国会に提出された不動産特定共同事業法の改正案のスキームを用いた場合、SPCに既存の物件を売却して、円滑に改修や建替えを行い、Jリートに売却するいわばブリッジファンドとしての役割を期待することも可能である。今後そうしたブリッジファンドを通じた投資適格不動産の供給とJリートによる不動産取得の方式の定着と促進を図り、その際、私募ファンドとJリートとの間の物件移動ができるだけ低コストでできるような仕組みの検討など制度の運用改善も必要であろう。ただし、利益相反等投資家利益保護の観点には十分に配慮する必要がある。

なお、私募ファンドを運用する際には、法令解釈に齟齬が生じないように、法令の運用を明確にするとともに、関係法令の継続的な検証やその運用の改善の検討も必要である。

#### 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

既存の不動産物件を改修し、あるいは建替えを行い、Jリートを始めとする証券化対象となる投資適格不動産として提供することは、Jリート市場等の拡大に寄与し、都市部等での優良な不動産供給、不動産ストックの改善にも有益であることから重要な課題である。例えば、耐震・環境性能の劣る中小ビルの所有者が、所有不動産を組合に現物出資し、別の組合出資者が出資した金銭を利用して改修や建替えを実施した後、賃貸収益を分配する場合には、その現物出資の行為に限って課税の繰延を実施する仕組みの創設などを検証し、現実的な取組を進めて老朽化した不動産の建替えや改修を促進することが期待される。

なお、米国では、不動産の所有者がパートナーシップ（組合）に現物出資を行い、リートがその組合に出資を行うことを内容とするアップリート（UP-REIT：Umbrella Partnership REIT）の制度があるが、この制度は、リート株に交換する時点で課税されること、我が国と米国では組合税制の考え方が根本的に異なることから米国と同様の制度を導入しようとする場合には税制の考え方の大幅な転換が必要であることなどの課題も指摘



されており、今後そうした課題について研究していくことが求められる。

### 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

Jリートによって海外不動産が保有されることの意義として、日本企業の海外生産施設・物流施設・商業施設等を日本のJリートが保有・運営できるようになり、デベロッパーのみならず、製造業・小売業・物流業といった日本企業のグローバル展開を支えることが可能となる。また、アジアの成長の果実を東京市場で投資家に提供することが可能となり、東京市場のアジア拠点化や成長に寄与しうる。

投資家サイドから見ても、様々な商品ラインナップが登場することは、多層的な分散投資を目指すニーズに応えるという意味で好ましいと思われる。また、日本だけでなく、シンガポールやオーストラリア等他国のリートと同様に、アジアの不動産やインフラが投資対象となることで、新興国の成長に期待する海外投資家も引き寄せることが可能となる。ただし、Jリートは法律上、海外の現物不動産の取得は制限されていないものの、事業支配を制限する趣旨から、海外現物不動産を保有するSPCの過半の議決権を取得することが制限されている。この点については、平成24年に金融審議会の下に設置された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」においても、その中間整理の中でどのような規制が適切か検討を行うべきことを位置づけており、同ワーキング・グループの着実な審議を期待したい。

また、アジアや他の海外諸国の物件のJリート組み入れに当たっては、当該物件や当該マーケットについての十分な情報開示とリスク説明等が行われることが、国内投資家からの信頼を得る上でも重要である。

Jリートが海外不動産投資を促進できるように手当てを行うことで、海外の有能なアセットマネージャーの日本市場への参入も期待され、ファンド自体のクオリティの向上にもつながりうると考えられるが、我が国のアセットマネジメントのノウハウを向上させ、レベルの底上げや専門化を図っていくことも必要である。

東京をアジアにおける国際金融センターとしていくためには、海外投資家のJリート等への投資の促進も必要であり、その際には、税制など法令の運用が不明確であるために取引に支障を来すといったケースなど必要以上に海外投資家に不利益とならないようモニターするとともに、競争自体がフェアに行われるような施策を講じることも必要である。

### ④ 不動産投資市場の透明性向上（取引データ、インデックス整備）、ガバナンスの確保

不動産投資市場の透明性向上に関しては、不動産証券化協会が2012年10月に新不動産投資インデックスの提供を開始するなど、リート物件や一部のファンド物件に基づくインデックスの提供が始まってはいるが、特に大口の機関投資家の資金を増加させるためには、これらのインデックスの利用の促進やカバー率の一層の拡大を図るとともに、不動産マーケット全般について、取引データの収集や公表など市場情報の透明性の向上に資する施策

の推進が必要である。ただし、データの範囲、種別等については、市場のニーズや関係者のコストベネフィット等を検証する必要がある。

ガバナンスの向上は、投資家から信頼される市場環境を整備し、Jリート市場を拡大していく上で重要な課題である。投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループの中間整理においても、「ガバナンス強化の具体的方策につき引き続き検討を行う」旨取りまとめられており、同ワーキング・グループの着実な審議を期待したい。

## (2) PPP/PFIに係る制度インフラの整備

### ① 「マネーサイドの PPP」

インフラ整備に係る資金調達に関しては、欧州や北米を中心にインフラファンドが発展し、現在では 1500 億ドル規模に達している。しかし、我が国ではまだ本格的なインフラファンドが国内に存在せず、投資家とインフラ投資をつなぐ市場環境が未整備な状態である。そもそも PPP/PFI によるインフラ投資は、公共と民間が連携して実施されるものであるが、市場環境整備のためにも官民が連携する「マネーサイドの PPP」の仕組みが求められている。その場合の手法としては、様々な選択肢が考えられるが、今後期待されるコンセッションによる事業のように、実績の乏しい PPP/PFI 事業に対する民間資金の誘導（呼び水）と、運用者の育成を目的として、官民が連携して出資する官民連携インフラファンドを創設することが考えられる。本年の通常国会に提出された PFI 法改正法案では、株式会社民間資金等活用事業推進機構の設立が盛り込まれていたが、同法案は未だ成立していない。この法案による機構は、後述の官民連携プラットフォームの役割も期待されているものであり、同趣旨の法案の早期実現と機構の早期設立が期待される。

なお、官民連携ファンドの運営に当たって注意を要することは、運営の主導権はあくまで民間側が持つべきであり、また、あくまで民間の投融資の補完的な役割を果たすことに留意するべきである。今後、民間のインフラファンドが組成されるようになれば、官民連携ファンドは、事業に直接投融資をするのではなく、ファンドへの支援という形で、ファンド市場を育成することに主眼をおくことが重要である。

### 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である。

本来、地域の交通インフラや社会インフラは、人々の生活にも身近な存在であり、一般投資家の資金を集めやすい。従来公的セクターが運営していたこのような分野の事業にファンドの資金が入ることで、情報開示や経営改革が求められることになる。それにより収益が改善されれば、投資側にとっても魅力が向上するし、地域や社会の価値を高めることにつながる。

なお、コンセッション案件を対象とするファンドを組成する場合には、複数のコンセッション案件を対象とするファンドを組成することによって、収益の安定性等を図るなどの工夫が求められる。

### 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）

ブラウンフィールド市場は、施設の建設が終了し、施設の稼働、運営の段階に入っている時点でのインフラファイナンス分野であるが、新興国では、開発段階での資金調達市場であるグリーンフィールド市場が活発なのに対し、成熟国では、ブラウンフィールド市場のニーズが高いと言われている。また、安定的な収益をあげていれば、収益率がグリーンフィールドに比べて低くても投資対象になりうる。我が国においても、今後は新規整備よりも維持更新のニーズが高いことと、いわゆるコンセッション制度が導入されたことで、本格的なブラウンフィールド市場が形成されることが見込まれる。実際、投資家から投資対象として求められているのは、新たな施設等の整備を行うことよりも、現在公共サイドに保有されているインフラ案件の供給を促進することである。今後は、ブラウンフィールド市場の活性化とプレーヤーの育成を特に意識した政策がとられることが望まれる。例えば、流動化を推進し長期安定的な資金の導入を図るために、PFI 事業にかかる株式・債権を投資家等に譲渡すること等について、早急にガイドライン等で明確化する必要がある。

さらに、PFI 事業に、不動産投資市場の手法や資金を導入することが期待されることから、SPC を活用した証券化の制度を検討することも望まれる。

### （3）PPP-REIT（Jリート等の運営参加）の検討

幅広いPPP事業を展開していく上で、公共インフラと民間不動産とを一体のものとして整備、運営していく場面が今後増えるものと想定される。その際、Jリート等をインフラ投資市場においても活用することで、PPP事業者にとっては資金調達手段の多様化が、Jリート等にとっては公共施設等の運用に参画することによる信用力強化と資産運用の多様化に資することから相互にwin・winの関係を築きうることになる。例えば、いわゆるコンセッション事業者の株式をJリート等が一部取得すること等PPP-REIT（PPPとJリート等の連携）の可能性について検討することが望まれる。これは、実績のある既存の事業自体を「証券化」する手法ともいえ、そのような資金面での多様性が実現するとPPP事業への資金の流れも円滑になることが期待される。その際、地方公共団体向けのガイドライン作成等により、推進を促す方策を検討することが必要である。まずは、一定の収益でPPP事業が運用されるという実例を作り出していくことが必要である。

### 3. 「お金を動かす」方策～資金の出し手の拡大、多様化

不動産・インフラ投資市場を活性化させるためには、投資家がこの市場に積極的に投資を行い、市場そのものの規模を拡大させていく努力が必要である。

不動産投資市場、とりわけ J リート市場への投資家に関しては、長期で安定的な保有が期待される個人や投資信託のシェアが依然として低迷している。また、世界的な金融危機の震源地であった米国のリート市場が急激な回復を遂げた背景には、グローバルなリートに投資する日本の投資信託があるといった指摘もあり、こうした資金が J リートに分散投資され、適切な形で運用されれば、J リート市場の拡大の余地はある。一方、インフラ投資市場については、未だ十分な市場が構築されていない。

こうした不動産・インフラ投資市場への資金流入を促進させるため、以下の方策を提案する。

#### (1) 公的年金等の年金基金の分散投資促進

これまでの企業年金の資金運用の状況を見ると、伝統的 4 資産（国内株式・債券、海外株式・債券）と呼ばれる分野に資金が集中する傾向があり、不動産への投資は 1%未満の投資となっていた。しかし、基金にとって必要なリターンを確保していくためには、伝統的 4 資産では分散に限界があり、可能なリスクテイクによるリターンの獲得が積極的に検討されるべきである。特に、不動産やインフラ資産は、現実に触れることができる「実物資産」として、安定的で底堅いリターンを得ることができ、不動産の賃貸借を裏付けとした場合は、長期安定したキャッシュフローを享受できることから、一定のアセットクラスとして検討に値する投資分野である。

GPIF（Government Pension Investment Fund：年金積立金管理運用独立行政法人）などからの分散投資を積極化させる上でも、不動産やインフラの投資市場の商品群を「実物資産」として、アセットクラスとしての理解を得られるような取組を検討すべきである。

なお、公的年金等は巨大すぎて、一定の市場規模が存在しないと投資対象として検討しにくいのが実情であることから、運用面での工夫や不動産・インフラ投資市場そのものの拡大を図っていくことが必要である。

#### (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）

J リート市場の規模拡大に関しては、従来から投資を行っている海外の投資家や地方銀行などの機関投資家に加え、確定拠出年金による J リート投資を拡大していくことが考えられる。海外の事例として、オーストラリアでは、90 年代後半から、国全体で確定給付型の年金制度からスーパーアニュエーションと呼ばれる確定拠出型の年金制度にシフトしており、分散投資を普及させる中で、不動産やインフラに対して投資が積極的に行われている。

一方、日本の現状としては、J リート投資が確定拠出年金の運用商品メニューに入ってい

る企業はかなり少なく、運用実績として、Jリート投信の残高は確定拠出年金全体の残高の0.126%に止まっている。これは、元々多くの企業で選択肢にすら入っていないことに起因すると考えられる。実際に運用商品を選択するのは各社員であり、選択する運用商品メニューの中にJリート投資を加えられるよう、投資教育による普及・啓発を行うとともにそれぞれに企業への働きかけを検討すべきである。

### (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

マクロ経済全体で見ると、日本は健全な形で資金が流れず、家計や企業は安全な預金や現金を、銀行は安全な国債を保有し、年金の運用も安全な資産に限定される傾向にある。この結果、経済は活性化せず、収益をあげられる不動産やインフラにも資金が回らない状況にある。こうした悪循環を打開し、社会に長期的に安定したキャッシュフローを確保するために、金融市場において、一定のリスクの下で国債よりもリターンが大きい金融商品を「準安全資産」として作り出していくことが必要である。このような資産が市場に生まれれば、例えば高齢者が安心して生活できる資金をサポートすることにも役立つことが期待できる。

不動産・インフラ投資市場によって組成される不動産証券化商品やインフラファンドへの投資は、本来、この「準安全資産」に該当するものであるが、この資産に確実に投資家からの資金が投入されるためには、公的機関が「準安全資産」であるという認識を市場に広め、定着させる努力が必要である。

一つの手法として官民連携ファンド（民間主導で運用を行う）等が劣後部分を引き受けるなどの緩衝（クッション）的な措置をとることにより、安全性を担保することが考えられる。また、かつて韓国が1999年に導入したMRG (Minimum Revenue Guarantee) と呼ばれる、PFI事業に投資する民間企業に対し政府が一定程度の収入を保証する仕組みも、同様の効果を持つものと考えられる（韓国のMRGは2009年に廃止されている）。我が国においては、後述の官民連携支援体制（プラットフォーム）を充実する中で、「準安全資産」の位置づけ等について検討を加えることが考えられる。これが行われれば、民間資金が循環し、国や地方公共団体の歳出削減、財政の健全化にも貢献することになる。なお、本来、投資商品の価格は客観的なリスク・リターンの評価に基づいて市場原理で決まるべきものであることに留意すべきである。

#### 4. 「人を動かす」方策

不動産・インフラ投資市場を活性化させるためには、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との観点から、不動産・インフラ投資市場の各段階の取組とは別に、以下の方策を提案する。

##### (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

PPP/PFI 事業によるインフラ整備を推進する体制としては、内閣府に民間資金等活用事業推進室が置かれているが、海外においては、例えば韓国において、PFI 事業が本格的に進むように、PIMAC (Public and Private Infrastructure Investment Management Center) と呼ばれる組織が設けられ、民間の人材を入れて、公共事業を実施する省庁に働きかけ、規制の見直しも含め、PFI 案件形成に向けた取組を行っている。イギリスでは、財務省の中に Infrastructure UK (IUK) という組織に、プロジェクトファイナンスに関する第一級の知識とノウハウを有している人材が多数配置され、PPP のプロジェクト推進に関して、案件の発掘や民間のノウハウを生かした企画等の支援業務を行っているほか、オーストラリアにも同様の組織の事例がある。

我が国においても、このような事例を参考に、内閣府や、今後創設されることが期待される民間資金等活用事業推進機構等が、プロジェクトの実務経験を有するプロフェッショナル集団を配置すること等を通じて官民連携の中核となる支援体制、プラットフォームの役割を担うことが期待される。

##### (2) 官民一体となった内外の投資家へのプロモーション

J リートを始めとする不動産証券化商品やインフラファンドに対する投資家の反応が今一つ大きくない背景として、元々J リート等の市場における認知度が大きくないことが挙げられる。また、アジアの新興国の経済的発展の下で、不動産・インフラ投資市場も含め、アジアの国際金融センターの位置づけを巡って、東京はシンガポールなど他の都市との競争にさらされているとの指摘も見られるところである。

今後、東京を不動産・インフラ投資市場などの国際金融センターの機能を確保するために、東京の優れた都市機能、膨大な不動産・インフラを積極的に海外に売り込んでいく都市セールスの取組も求められる。

海外では、MIPIM (Marche International des Professionnels d'Immobilier:国際不動産見本市) が毎年フランスのカヌで開催され、国際投資家、デベロッパー、事業会社、政府機関等が一堂に会し、情報交換を行っている。我が国でも民間の取組として、不動産証券化協会が本年9月に「不動産投資国際フォーラム2012」を開催しており、今後ともこうした国際会議等の場を通じて、日本の不動産・インフラ投資市場の情報発信、プロモーション

ョン、都市セールスを行い、市場の拡大と国際金融センターとしての位置づけの確立に官民一体となって努めるべきである。

### (3) 実物資産マネジメント産業の育成・雇用の創出

不動産・インフラ投資市場の活性化を実現するためには、それを支える FIRE 産業や資産の運用、維持管理等を担うアセットマネジメント、プロパティマネジメント等の役割が重要である。

もともとこの市場を支える産業は、優良な不動産、インフラを供給することに直接参画する不動産業や建設産業の活動ばかりではなく、不動産の証券化業務を行う際には、証券化の組成のために必要な法務、財務、コンサルティング、デューデリジェンス等の業務活動が生ずるほか、対象不動産の購入、運用から売却に至る業務を担当するアセットマネジメント、投資不動産を長期にわたって適正に維持管理し、本来の機能を発揮させるためのプロパティマネジメントの業務等を伴うことになり、その業務をこなすだけの法務、財務、不動産評価等に関わる多くの専門家集団の活動を必要とすることになる。

また、インフラに関連して PPP/PFI の業務を行う際にも、政府が直轄事業として公共事業を行ってきたときとは異なり、単なる施設の設計、建設ばかりでなく、施設の維持・更新、運営管理まで含めて一括して業務を行い、民間の収益事業を含めた包括運営や管理者の枠を超えた複数の施設の管理などいかに限られた費用の範囲で最適なインフラのサービスを実現するかという観点での業務遂行を行うことから、関連する多くの業務を行う産業のサポートが必要である。

資金の流れが国の内外を循環する不動産・インフラ投資市場の場合、海外不動産購入の際の渉外業務やコンサルティング、海外のアセットマネジメント、あるいは海外投資家の委託を受けて実施するアセットマネジメントやプロパティマネジメントなどの産業が関わることになる。

そこで、官民が連携してこれらの産業の育成、人材の育成を図るとともに、その結果、雇用が確保され、日本経済の再生の道筋をつけることが必要である。

### (4) 関係する行政機関相互の連携の推進

行政機関が、保有する資産をアセットクラスとして認識し、そのマネジメントの適正化に取り組むことは、行政の在り方を考える上で大事な要素であり、その一環として、不動産・インフラを保有する行政機関においても、そのバリューアップに向けた取組を進めることが必要である。また、この取組は、国、地方公共団体の歳出削減や財政健全化にも貢献しうると考えられる。

一方、不動産・インフラ投資市場は、これまで述べたように不動産・インフラの供給、資金の受け皿、資金の出し手の拡大、多様化と各段階での対応が必要であり、縦割りの行政機関の取組ではなく、相互に連携、協力して、市場の活性化に取り組んでいくことが必

要である。

したがって、不動産・インフラの供給を所管する省庁や、投資ファンド、投資市場及び投資に関するプレイヤーを所管する省庁が、関係閣僚会議の活用を図るなど相互に連携しながら取組を行っていく必要がある。また、地方公共団体においても、同じ観点で国と連携しながら積極的な取組がなされることを期待する。



### Ⅲ 不動産・インフラ投資市場の活性化を戦略的に運営することにより経済成長を実現する

「日本再生戦略」（平成 24 年 7 月 31 日閣議決定）の中では、望ましい経済成長である名目成長率 3%程度、実質成長率 2%程度（2020 年度までの平均）を目指し、長年のデフレから早期に脱却することを基本方針としている。また、不動産・インフラ投資市場に関連する事項として、2020 年までの数値目標として、J リートの資産規模を 2011 年度比で倍増させることや PFI の事業規模を少なくとも約 10 兆円以上とすることが位置づけられたところである。こうした目標の実現に向けて努力することは、政府の責任であり、先に掲げた具体的な方策を推進することにより、その達成を図るべきである。

不動産・インフラは、多くの国民の生活や企業の経済活動に深く関わるものであるだけに、「不動産・インフラのバリューアップ」が、生活や地域経済のバリューアップに直結することになる。そしてそれは、必ずしも、高い経済成長を続ける新興国のような量的拡大でなくても、既存ストックの改修やコンバージョンなどの質的な充実を通じて実現することができる。そのような、本来必要な需要に資金が回る仕組みを構築し、投資市場を活性化することで、さらに需要が顕在化し、そこに、より多様な資金が投入され、不動産・インフラに対する資金の上流から下流までの好循環が生まれる。こうした「成長の自律的サイクル」が経済成長の原動力となり、デフレ脱却に寄与することを期待したい。

また、こうした不動産・インフラ投資市場における活動の中で、例えば海外の投資家が J リートに投資し、J リートが海外の不動産に投資するといった内外にわたる資金の流れが東京を拠点に活発化することは、東京の国際金融センターとしての機能の確立にも貢献するものである。