

不動産流動化と金融政策

一橋大学大学院 猪口真大

三菱総合研究所 後藤康雄

< 報告要旨 >

近年、中央銀行は資産価格を政策運営上の考慮要因とせざるを得ないという見方が増えている。実際、現在の日本でも資産デフレが逆資産効果等を通じてマクロ経済に悪影響を及ぼし、銀行の不良債権処理を遅らせる一因になっている。こうした中、今後、不動産流動化市場の拡大と、それに伴う不動産の流動性と価格への影響が予想されている。そこで、本稿ではまず、流動化について事実関係や議論を整理し、不動産流動化の金融政策へのインプリケーションを考察する。次に、流動化商品価格の情報変数としての意義、すなわち、米国において REIT 価格が商業用不動産価格に先行して変動するかを検定し、情報変数としての有用性を明らかにする。なお、情報変数とは、金融政策の最終目標に対し先行性があり、政策運営上有用な変数であるが、中間目標とは異なり、単に政策遂行上の「情報」として価値があるものと定義する。

不動産流動化は以下の 2 つに大別できる。まず、債券型の ABS(資産担保証券：Asset Backed Security)で、これは、特定目的会社が資産を流動化して売却するために小口資金を集めることを目的として発行する有価証券である。資産がモーゲージであるものを MBS と呼び、さらに商業用不動産を担保とする MBS を CMBS と呼ぶ。もう一つは、株式型の REIT(不動産投資信託：Real Estate Investment Trust)で、証券市場や金融機関から調達した資金を実物不動産や CMBS などに投資する法人格を指す。不動産からの賃貸収益や売買益を投資家に還元する仕組みだが、法人税の減免措置が適用されている。ただし、様々な設立要件を満たす必要があり、不動産に関する詳細な開示義務もある。

こうした不動産流動化が金融政策にどのような意義があるかは次の 2 つの視点を組み合わせることで考えることができる。

視点 1：中央銀行にとっての不動産の意義

中央銀行にとって不動産価格は、实体经济 (GDP 等) やマネーサプライに先行する情報変数としての役割と、金融政策の波及チャネルとしての役割などが考えられる。

視点 2：流動化による不動産への影響

不動産流動化により、不動産自体にとって、新たな価格指標の登場と適正・柔軟な価格付け実現が予想される。また、換金性 (流動性) の向上も期待できる。

したがって、不動産の流動化の進展が金融政策へ与える影響としては、主に以下の 2 つが考えられる。第一に、流動化商品価格 (例えば REIT 株価) が不動産価格に先行し、不動産価格よりも有用な情報変数となる可能性がある。第二に、不動産価格付けの適正化によっ

て、金融政策の影響が変化し、信用チャネルを通じた設備投資や住宅投資に対する金融政策の影響などがより強く効くようになる可能性がある。なお、これとは別に、プルーデンス政策上の意義も考えられる。例えば、わが国でも流動化市場の厚みが増し、銀行が担保不動産を容易に売却できるようになれば、不良債権問題の解決に資することになる。

こうした議論を踏まえて、本稿では、第一の影響、すなわち、REIT 株価が商業用不動産価格と密接に関係しかつ先行して変動するなら、金融政策の情報変数としては、先行研究が指摘する不動産価格よりも、REIT 価格の方が重要であるという点について実証分析する。なお、REIT は流動性が高いため投資資金の流出入を通じ価格調整がスムーズであること、REIT は保有する個別不動産などについて情報開示義務があることなどから、REIT 株価が商業用不動産価格に先行する可能性があると考えられる。そこで、米国のデータを用いて、REIT 株価と商業用不動産価格の間の長期的関係および REIT 株価の先行性を明らかにする。具体的には、REIT 株価と商業用不動産価格との関係を測るために、鉱工業生産指数や金利などの変数も加えて、エンゲル・グレンジャーの方法を利用し、エラー・コレクション・モデルから共和分関係と因果性の関係を明らかにする。推定期間は、1994年1月から2002年7月までとし、REIT 株価はブルームバーグ REIT 株指数の月次データ、不動産価格指数は商業用不動産価格指数の月次データを使用した。なお、データの推移からは、1990年代の米国の REIT 株価指数は、ダウジョーンズ工業株指数よりも不動産価格指数に近い動きを示し、変化率も REIT 価格指数が不動産価格指数に先行して変動しているように見える。

実証結果からは、各変数について共和分関係が成立し、不動産価格と REIT 価格の間に長期的な関係があることが示された。さらに、因果性検定からは、不動産価格から REIT 株価への因果性はみられないが、REIT 株価指数から不動産価格指数への因果性が存在することがわかった。このことは、米国における REIT 株価指数の先行性の存在と、不動産価格指数との長期的関係のあることを示唆している。したがって、REIT 市場が拡大していけば、金融政策の際に商業用不動産価格自体よりも REIT 株価を情報変数として考慮することが有効であることが示めされたといえる。

今後の検討課題として、金融政策の REIT を介した不動産への波及の仕方を明らかにすることが挙げられる。そのためには、不動産価格の金融政策上の位置付けをさらに詳しく分析しておく必要がある。さらに、日本で REIT 株価が米国と同様の役割を果たすために、米国の REIT の情報開示やノウハウがどういったものかなども今後明らかにしていきたいと考えている。

< 討論者からのコメント >

上智大学 山崎福寿

コメント

猪口・後藤論文は、金融政策の「情報変数」という観点から、不動産の証券化に注目した興味ある研究である。こうした議論を蓄積していくことが証券化のメカニズムや効果を理解するうえで、たいへん重要であるように思われる。以下では三つの点についてコメントして、今後の議論の拡張に役立てればと考えている。

第1は、こうした不動産の証券化については、Tobin's q の概念を用いると、理解が容易になる。Tobin's q は分母に企業の保有する実物資産の価値を測り、分子にその請求権としての株式や負債の価値を測ったものである。不動産の証券化は、不動産について Tobin's q を測れるような商品を生み出すことに等しい。分子の REIT 株価が何らかの理由で上昇すると、不動産に対する q が上昇し、不動産投資が増加する。その結果、不動産価格も上昇する。このように考えると REIT 株価は単に不動産価格に先行する情報変数であるだけでなく、因果性をもった変数と捉えることができる。

第2は、REIT 株価は流動性やその他の点で実物の不動産とは異なる性質を持っている。こうした異質性は、消費や投資行動にどのような差異を生み出すかを分析することは今後の重要な研究テーマになるだろう。

第3に、法制度の問題として倒産隔離がある。証券化のオリジネータが倒産した場合にオリジネータの債権者が証券化された不動産に請求権を有するかどうかについては不明確である。こうしたリスクは REIT 株にどのような影響を及ぼしているのかを分析することが重要であるように思われる。

< 討論者からのコメントに対する回答 >

まず、有益なご示唆に感謝したい。第1の点であるが、情報変数の議論は、総じて因果性の考察がおざなりになりがちだが、金融政策への影響を考えるのであれば、波及メカニズムに関する分析は極めて関心が高いところである。頂いたコメントを踏まえ、論文をブラッシュアップさせていきたい。

第2の点はまったく同感である。例えば米国ではホームエクイティローンなどの発達により、不動産価格の影響が家計部門にもダイレクトに及ぶ構造になっている。こうした国ごとの異質性に関する研究も有望な領域と考える。

第3の点については、アカデミック・サイドからだけでなく、実務家の間でも差し迫った問題として非常に関心が高いようである。実際、マイカル債のデフォルトによって倒産隔離の問題が現実のものとなり、流動化商品全体の信認が取りざたされたところである。今後、実務家と問題意識を共有しつつ研究を進めていくべき分野であろう。