



Title	証券化に期待される役割 - 震災復興と証券の機能 -
Author(s)	深浦, 厚之
Citation	AREA不動産証券化ジャーナルVol.07, pp.86-93; 2012
Issue Date	2012-05-31
URL	http://hdl.handle.net/10069/28625
Right	

This document is downloaded at: 2020-11-25T03:10:41Z

証券化に期待される役割

—震災復興と証券の機能—



深浦 厚之

長崎大学経済学部 教授

1. はじめに

2011年3月11日に発生した震災は甚大な人的・物的被害をもたらした。考えてみよう。1,000kgのコメを産出した10ヘクタールの水田が冠水によって100kgのコメしか産出できなくなれば、それは事実上9ヘクタールの水田が失われたことに等しいのである。こうしたことがあらゆる産業に降りかかったのが3月11日であった。そして、震災からの復興とは、9ヘクタールの土地を取り返し、そこから900kgを超えるコメを獲得し、失われた損失を埋め合わせることである。そのために何をしなくてはならないか、何ができるか。もし筆者に何らかの貢献ができるのであれば、これまでのささやかな研究を活用して不動産証券化との関わりを整理し、そこから国土復興という長期的な資産形成に関わる論点整

理を行うことである。

10兆円とも20兆円ともいわれる復興資金をどのようにして賄うのか。これは目下、朝野挙げての最大の関心事であろう。とはいっても昨今の財政状況のもとでは国債の発行余地は限られ、租税収入にも大きな期待は持てない。いきおい既存のパイの中の資金確保が必要だが、日本の課題は多岐にわたり震災関連の支出が無条件に許される状況でもない。こうした中、どのようにして民間資金を復興に振り向ければよいかということが問われてこよう。

民間資金を活用するにはその受け皿、すなわち、実効的な投資スキームと投資家の意思や判断が反映される市場の存在が必要である。しかしそれだけでは十分ではない。投資家を動機づける根本の要因は実体的な生産活動が必要である。しばしば生産活動はヒト、モノ、カネによって成立するといわれる。ヒトとモ

ノを車の両輪、両者を結ぶ車軸を金融システム、車軸に注入される潤滑油をカネ、にたとえれば相互のつながりが理解できよう。潤滑油は燃料にはならないが、それがなければすぐに車軸が焼けついてしまう。そもそも車軸がなければヒトとモノの連携も不可能だろう。車軸と両輪、潤滑油すべてが相互補完的に一体化することで、全体を前進させることができるのである。

さて、生産活動(車が前進すること)とは、資源から富(wealth)を生み出すことだ。そして経済的に価値ある富は例外なく金銭表示されるのが現代社会である。たとえば、国土は第一級の資源である。しかしそれを富として認識するには、何らかの方法で国土を価格づけしなければならない。価格は売り手と買い手が市場で交渉することで決まるから、これを別言すれば市場を通して資源に流動性を与えることが富を生

む第一歩ということになる。このように考えると、非流動的な資源を流動化するスキームとしての証券化は、資源を富に昇華させる有力なデバイスの一つといえよう。とはいえ、富は資源の潜在価値を別の形で表示したものにすぎない。つまり証券化は一種の表現方法ではあるが、資源の潜在価値自体を創りだすことはできない。

震災は多くのインフラを破壊した。種々の風評も流れた。そして国土の潜在価値は大きく損なわれた。こうした現実の前で証券化に何ができるのか。それは無力なのだろうか。震災復興に証券化の知恵が活用できる余地はないのだろうか。本稿はこうした問題意識を端緒とするものである。

2. 証券化商品の利用可能性

復興に証券化商品が関わるとすればどのようなことが問題となるのか。ここでは3点ほど指摘しておきたい。

(1) 証券化は復興の最終段階で有効である

「キャッシュフローあるところ証券化あり」と言われることがある。こ

れは証券化の効能を強調しすぎているきらいもあるが、一面では本質を言い当てている。したがって復興に伴う証券化計画も、キャッシュフローを特定するところから始めなければならない。

水田の例に考えてみよう。水田はコメ(商品)を生産できるからキャッシュフローがあり、だから証券化できると単純に考える人はいないだろう。コメの価値は当該水田の地力だけではなく、水利・エネルギーの供給システム・流通システム・栽培技術・貿易政策など、多くの社会基盤に依存して決まる。つまり、コメの価値は社会的分業の多様性を反映しており、水田自体に帰属する価値は一部にすぎない。しかし、1,000円のコメのうち、いくらが水田に基づき、いくらが社会基盤に基づくかを計測することは困難である^{注1}。

テニスをするという別の例を見てみよう。テニスにはラケットやコートが欠かせない。そしてテニスによって得られる満足感・爽快感は、ラケット、コート、そして身体運動の複合的な結果である。このとき満足感の出所をラケット、コート、身体に分解してもあまり意味がない。これらは一体となって満足感を生み出すからである。

ラケット・コート・身体を社会基盤、

満足感をコメに置き換えれば、社会基盤はそれを消費することに意味があるのではなく、それを用いた経済活動の成果ゆえに価値があることが理解できよう。逆にいえば、テニス後の満足感が実現する前にラケットやコートの価値を論じても意味がないということになる(ラケットの収集家にとってはその限りではないが)。

社会基盤の整備は復興初期に集中的に求められ、必要資金も大きい。しかしそれが将来どのような富を生み出すのかを事前に知ることはできない。つまり社会基盤から得られるキャッシュフローを、経済活動が実現する前に特定することは難しいのである。

逆にいえば、基盤整備が一定水準に到達し民間経済活動の土台が整えられた後は、証券化スキームを通じて民間資金を呼び込み、富の拡大を図ることが可能になる。数年前の筆者の調査では、証券化は社会的な事業のうち、相対的に奢侈的な用途に向けられる施設整備に大きな力を発揮することが確認された。つまり、基盤整備に力点が置かれる復興初期段階よりは、ラストスパートの原動力という形で復興に貢献することが、証券化の利点にかなう方法である^{注2}。やや形式的な表現をするならば、震災によって低下した自然利

注1

これらに加えて需要側の要因、たとえば食生活の傾向なども大きな影響を与えるがここでは供給面のみ論じることとする。

注2

以前、筆者は日本のPFI事業を実施された地域(県単位)の所得(県民所得)との関係を調査した。その結果、地域所得が高くなるほどより多くのPFI事業が実施されることが示された。つまり、PFI事業はある種の正常財(所得が高くなると消費量が増加する)と考えることができる。また、被災地では不動産の所有関係が混乱し、権利関係が錯綜しているという実態も無視できない。このため、経済同友会は2011年6月8日に公表した「新しい東北、新しい日本創生のための5つの視点」において、信託や証券化を利用して所有者行方不明の不動産を再開発することを提言しており、興味深い。

子率(実物資本の収益率。これは社会基盤の整備の程度と強く相関する)が市場利子率(資本のコストにほぼ等しい)を下回る限り、いかに市場に働きかけても投資家は動かない。復旧が進み自然利子率が市場利子率を上回ったときに適切なツールを用いれば、投資家を誘導し資金の流れを加速できるのである。こうした観点からすれば、復興の初期段階でなされる基盤整備は国民全体が利益を受ける性質のものであるから、むしろ国公債による資金調達に分がある(この点後述)。結局、初期段階での復興計画の大半は公共事業に依存せざるをえないことになる。

(2)復興の時間的視野

復興は、数世代にわたって長期的に利益をもたらす一方、費用の大半が震災直後に発生するという特性を持つ。このとき、初期費用の総額は将来利益の割引現在価値額に等しくなるが、ここでいう“将来”が複数の世代を横断するほど長ければ、災害体験世代の投資家が回収できる収益は投資額を下回るだろう。したがって、世代が交代する時点で、復興の残存価値をどのように評価するのか、その後の収益に対する請求権を世代間でどのように受け渡すかと

いう問題が生じてくる^{注3}。この問題が解決されなければ、現時点において、投資家が復興に資金を投じる理由はない。

ここにも証券化商品には利点がある。国土復興に関連した証券化商品は、復興した国土や再建された施設から得られる利益に対する請求権だから、それを世代間で売買するということは、(1)次世代が災害体験世代から売買時点までの復興の成果を引き継ぐこと、(2)次世代がその後の復興費用を負担し利益を受け取ること、(3)さらに次の世代へ費用と成果を受け渡していくこと、を可能にする。言い換えれば世代間での資源の共同利用が可能になる。むしろこのためには効率的な流通市場が必要だが、流通市場を整備するコストは、同様の機能を財政(課税と移転)によって行うことに比べれば相対的に安価になると思われる^{注4}。

(3)投資家のリスクテイク

洋の東西を問わず、リーマンショック以降の証券化市場は低迷を続けており、復興関連に限らず証券化商品を購入する投資家を見出すことは容易ではない。原発事故によって電力債価格が下落する中で、機関投資家にさらなるリスクを負担する余力があるのかどうか、楽観は難しそう

である。

ただ、先述のように復興のどの段階で証券化商品を導入するかによって議論の色合いが変わる。たとえば復興特例債(2011年10月発行)は、今が復興の初期段階(社会基盤整備の時期)であることから見て妥当な選択であったし、個人向けに販売されたことは機関投資家への過度のリスク集中を和らげる効果も期待できる。将来、復興の到達点が見えてきて民間施設の建設・整備が軌道にのったあとは、むしろ機関投資家による積極的なリスクテイクの余地が生まれてくる。その時には、リスクテイクとキャッシュフローのバランスに応じ、複数の選択肢を提供できる証券化商品の特性は大きな力となるだろう。

また、証券に内在するリスクの評価・価格づけを容易にし、市場メカニズムを有効に機能させるためにも、組成される証券化商品のスキームの透明性を維持することが欠かせない。サブプライム問題からの教訓の一つは、再証券化商品が多用されたことで、特定のリスクと特定の投資家を対応させるという証券化のもっとも重要な機能が失われたということであったが、このことは不動産証券化に限らず常に考慮されなければならない(拙稿「再証券化商

注3

コンソリド証券(consolidated security)を用いれば長期間にわたって便益を還元できるかもしれない。しかし、コンソリド証券で10兆円を調達すると年利1%とすれば年1,000億円の利払いが永久に続く(一定期間後は政府が償還できるというオプションがつく場合もある)。長期にわたって国土復興の便益を投資家に現実に還元するには強力な財政基盤が必要である。

注4

東京証券取引所は2011年4月15日「東日本大震災による被災企業および被災地域の復興支援に向けた東証の対応方針」を発表し、復興関連ETF、復興関連REIT、復興関連新商品の開発支援に言及した。そして「復興事業等への中長期の資金調達に寄与する上場商品の開発を支援」を行うとして復興ファンドなどの育成に注力する姿勢を示している。復興ファンドについては、日本政策投資銀行、住宅金融支援機構なども同様の見解を表明している。

図1 復興計画

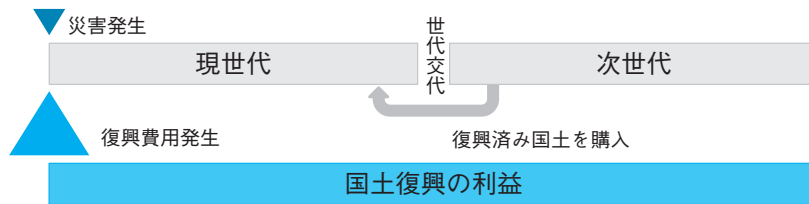


図2 復旧計画

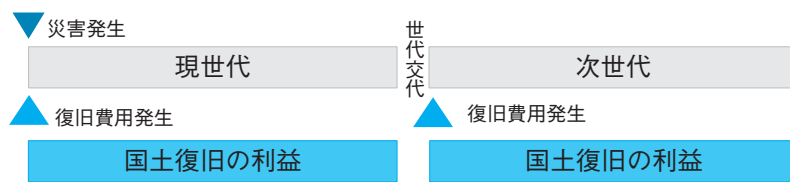


表1 各世代の選択

次世代 現世代	復興計画	復旧計画
復興計画	(A) 両世代が復興計画を選択 =合意成立	(D) 現世代は復興計画・次世代は復旧計画を選択 =利害対立
復旧計画	(D) 現世代は復興計画・次世代は復旧計画を選択 =利害対立	(B) 両世代が復旧計画を選択 =合意成立

*「次世代が復興計画を選択する」とは、現世代が復興計画を選択することを望むということの意味する。

品の構造と金融危機」(金融・資本市場研究 no.2、2010年10月)を参照されたい)。

3. 復興計画と復旧計画

(1) 復興計画と復旧計画

次に、復興の費用負担・便益の配分の効果を考えてみたい。ある時期に大災害が発生し、国土を復興させる必要が生じたとして。単純化のため復興に関しては二つのオプションがあると。第一は、災害体験

世代(以下、現世代と呼ぶ)が実行し将来世代(以下、次世代と呼ぶ)も恩恵を長く受けることができる(長期)復興計画、第二は、当面の復旧を行って現世代だけが成果を受け取る(短期)復旧計画である。復旧計画の利益は一世代限りであり、次世代は国土の再構築を行わねばならない。

図1を見てほしい。復興計画では頑健な国土を作るための費用が大きく、それは現世代によってすべて負担される。世代交代時、次世代は自

分たちが享受する利益に見合う費用を支払って復興済みの国土を引き継ぐ(買い取る)。理論的には、両世代が受け取る利益の合計が国土復興に基づく経済価値に等しくなり、世代間で利益が按分されることになる。図2の復旧計画では、各世代が自分たちの生存期間だけ国土維持の費用を負担し利益を受け取っている。

ここで国土の経済的な意味合いが二つの計画で異なっていることに注意しよう。復興計画における国土は一世代の寿命よりも長い期間にわたって価値を生み出す資源であり、いわば二つの世代が(時間的なズレを伴いつつ)共同利用する資源である。復旧計画の国土は一世代だけが単独で利用し尽くすような資源である。二つのオプションに対して、現世代はどのような選択を行うだろうか。もちろん自らが得る利益が大きいオプションを選択すると考えるのが自然である。

ただ、物理的な意味での国土は永続するから、次世代も同じ国土の上で生活することを運命づけられる。とすれば、現世代が国土を意のままに利用してしまうと、それは次世代の国土利用に対する権利を侵害するおそれがある。したがって現世代は、自分たちの選択が次世代にとっても同じように望ましい選択であるように、言い換えれば、子供が親にしてほしいと思うことと親がすることが一致するような選択をすることが望ましい。こうした世代両立的な状況はどのようにして生じるか。これを表1に沿って考えよう。

(2) 世代間の利害対立

各世代はそれぞれ選択肢を二つ持つから、起こりうる組み合わせは4通りである((A)(B)(C)(D))^{注5}。

(A) 両世代が(長期)復興計画を選択

両世代が復興計画の実行に関して合意できる。現世代は、世代交代時に次世代が費用の一部を支払ってくれることを知っているので、復興計画を実行する。次世代も、前世代から復興済みの国土を引き継ぐほうが有利と考えており、現世代に復興済み国土の購入費用を支払う用意がある。こうした状況は以下のような条件のもとで起こりやすい。

① 現世代による次世代への配慮が大きいとき

現世代が次世代の生活に強く配慮するときは、復興計画が選択されやすい。これは現世代が次世代の利益をより大きく評価するということから、割引率(利子率)が小さければ両者の利害は一致しやすいことを意味している。

② 次世代からの支払いが大きいとき

現世代が①のように父性的に行動するのは、世代交代時での次世代からの受け取りによる補償を予想しているからである。つまり、税制や年金制度を通じた世代間所得移転が十分に機能すると期待できる時には、現世代は復興計画を選択す

る。

③ 次世代からの現世代への所得移転が将来の復旧計画の費用を超えないとき

次世代は、復旧費用が現世代への所得移転額(これは国土の購入費用に相当する)より大きければ復興計画を望む。つまり、被害が甚大で復旧費用が大きくなるような大災害の発生が予想されるときは、長期的な復興計画が両世代にとって望ましい。

ただし「予想される被害額」は災害の発生確率にも依存することに注意しなければならない。まれにしか発生しない災害は被害が甚大であり、繰り返し発生する災害は相対的に被害が小さいとしよう(これは直観に合致する)。たとえば、300年に一度起こる巨大地震の想定被害額が30兆円、毎年発生する台風の想定被害額が1億円とすると、一年あたりの予想される被害額は、前者は1,000万円、後者は1億円である。この場合、地震よりも台風のほうが確率的な意味で重大な災害である。また、1世代30年とすると、いずれの予想被害総額も3兆円(=30兆円×0.1、1,000万円×30)となり、優先順位はつけられない。

この種の選択は珍しくない。好例は消防制度である。消防制度は長い歴史を経た継続性の高い制度である。もし各世代が代替わりごとに

独自の消防制度を作るとすれば、それには手間も費用もかかる。他方、まれにしか起こらない航空機事故に対処する制度を、長期にわたり維持することは必ずしも効率的ではない。事実、航空機事故にはそれを専門としない一般の警察・消防・救急などのシステムが援用される。自然災害も同様であり、長期的な対応が常に後世の人々の利益になるとは限らないのである。

東日本大震災の被害は人々に強烈な印象を与えた。しかしそうだからといって地震や津波が他の事故や災害に常に優先されるべきだとはいえない。人命の喪失について、交通事故も大津波も等しく重大であることに異を唱える人は少ないだろう。復興計画の必要性は発生確率との兼ね合いによって判断されなければならないのである^{注6}。

(B) 両世代が(短期)復旧計画を選択

次世代が予想被害額を小さく見積もれば、現世代から復興済み国土を購入する誘因を持たない。現世代も次世代から十分な補償を受けることができないことを認識しているので復旧計画を選択する。

近年は、低金利環境が常態化しておりその意味では父性的かもしれない。しかし、そうした父性的行動

注5

この議論は厳密には世代重複モデルに基づくが、当面の理解には以下の説明で十分である。

注6

地震対策は何においても優先されるという合意があれば(=辞書式順序的選考という)この限りではないが、こうした合意形成は難しいだろう。

が次世代によってどの程度補償されるだろうか。年金制度への不信感、持続的な経済成長への懸念が広がっている現況は、長期的復興よりも短期的復旧が選択されやすい環境であることを示唆している^{注7}。

(C) 現世代は復興計画・次世代は復旧計画を選択

現世代は復興計画を実行し、次世代に国土を引き渡したいと考えている。ところが次世代は災害が頻繁に起こるとは思っていない。しかし国土はすでに復興してしまっており元に戻せない。このため次世代は支払ってもよいと考える以上の金額を現世代に移転させなければならないという意味で、超過負担を強いられる。われわれはしばしば過去の大型公共事業を批判的に論じるが、同様のことを次世代に対して行ってしまうのがこのケースである。現世代は「親の心、子知らず」と言い、次世代は「いらぬお節介」と言い返すのだろう。現行のような賦課方式の年金制度のもとでは、少子化の進行につれて次世代から現世代への所得移転は増大するが、それがわれわれが次世代に残す価値と見合うものであるのかどうか問われることになる。

(D) 現世代は復旧計画・次世代は復興計画を選択

現世代は復旧計画を実行する。一方、次世代は災害を重大視しており、長期復興計画を望む。ところが現世代はそもそも復興計画を実行しないので、次世代は自らの負担で国土を復旧させなくてはならず、超過負担が発生する。次世代は「親は役立たず」、現世代は「子は自活しろ」と言うケースにあたる。

(C)と(D)では、復旧・復興いずれを選んでも次世代に超過負担が生ずる。これは、現世代が意思決定上の優位性を利用して(=次世代が意思決定をできない状況を利用して)自らの利益を手にしてしまっているといえよう(レントシーキングという)。復旧・復興の規模や水準を決定できる唯一の世代として、われわれは慎重にその得失を考慮しなければならない。

4. 証券による世代間の利害調整

復興計画の必要性は発生確率との兼ね合いによって判断されるべきとはいえ、災害発生のタイミングや想定被害額を予測することは現実には難しい。とすれば、ある程度の対応余力を残した国土設計を行うこ

と、つまり次善の策として復興計画を実施することが考えられる。これは前述の条件①を満たすが、問題は条件②と条件③を満たすような措置を講じることができるかどうかである。そこで次世代が受け取る便益を現世代に移転させることで、事後的な利害調整が可能かどうかを考えてみよう。

ここで国土を原資産とみなし、国土から生じる利益を配分するスキームとしての証券化を考える。まず、当初の復興費用を証券化によって調達する。証券の流通性を確保し、現世代が世代交代時に次世代に証券化商品を譲渡できるようにする。その際の証券価格は次世代が評価する国土の価値(=世代交代時以降の国土の残存価値)に一致するから、現世代は引き渡した国土の価値を回収できる。逆に、次世代は復興済み国土を現世代(親の世代)から買い取ることになり、各世代の受益と負担のバランスのもとで国土という資源が世代継承される^{注8}。

以上は証券化の基本構造についての教科書的な説明以上のものではないが、それでも2、3の示唆を得るには十分である。

一つは、復興特例債に関する示唆である。国土は国民経済がよって立つ基盤であり、いかなる国民経済も国土利用なくして繁栄は得られな

注7

期待経済成長率がマイナスになると自然利子率もマイナスになるが、市場利子率はゼロ以下にはならない。このため投資は阻害される。長期復興計画が選択されないのもほぼ同様の理由が背後にある。

注8

次世代から現世代への所得移転を厳密に論じるには世代重複モデルを用いる必要がある。なぜなら受け取った移転所得を現世代がどのように支出するかが次期の経済に影響するからである。

い。この意味で国土は国民共有の資産であり、すべての価値を生み出す原資産なのである^{注9}。とすれば、国土から得られる成果を引き当てとする証券を組成することは正当であり、事実、それが国債にはかならない。また、被災地域の再生が東北地方だけではなく、国民経済全体に関わる問題であるとの国民的合意があれば、復興の成果を担保とした証券を政府の権限の下で発行することも妥当であり、これが復興特例債に根拠を与えることになる。

なお、復興特例債は最長10年満期だが、仮に10年以内に復興が完了すれば、現世代は利益とともに投下資金を回収できる。11年目以降の復興の成果は日本経済全体の底上げを通じた国債価格の上昇という形で生じ、次世代は国債売買を通じて間接的に現世代から復興済み国土を買い取ることになる^{注10}。

むろん増税も一つの選択肢であるが、税制改正はその場その時の政治状況に左右される政策であり、こうした点からも(流通)市場を經由

する国債のほうがスムーズな利害調整が期待できる^{注11}。

第二の示唆は、復旧の到達点が目に見えてきた段階についての示唆であるが、ここでは住宅供給を例に考えてみよう。事業者がある顧客に住宅を販売したとする。通常、顧客は新築後数十年間居住することを視野に入れる。そうした顧客の要望に応えるため、事業者は数十年の寿命を持つ住宅を供給する。当然、そのための投資は大きくなる。しかし、事業者自身の経営計画は高々数年であり、その時間軸の中で投資収益を回収しなければならない。ここに事業者と顧客の時間に関する利害の不一致が生じる。このとき、証券化商品を用いれば、事業者は建設時点で投資収益を回収できる。また、証券が流通市場で売却されることで、原資産(住宅)の寿命が尽きる前に投資家を入れ替えることができる。

証券化スキームを援用することで、資産を継承するという役割を親族(親→子→孫)だけにゆだねる

のではなく、社会全体での継承(具体的には投資家による継承)に置き換えることが可能になるのではない^{注12}。言い換えれば、家族ではなく投資家が住宅資産を引き継ぎ、各世代に住居サービスを提供しつづけるのである。不動産は経済資源の一種であり、その時々必要に応じた有効活用とその着実な継承が必要なのである。

いうまでもないが、これには証券化商品の価格づけが有効であるという前提があり、そのためには証券化商品のリスク構造が市場に明らかになっていなければならない。2008年からのサブプライム危機では、再証券化が繰り返される中で原資産のリスク構造が不明瞭になったこと、住宅ローン組成(原資産の創成)と証券化商品の組成が混同されたこと、このため格付け機能が低下したこと、などが問題を深刻化させた。ここから学ぶべきことは、証券化商品を組成したからといって原資産の価値が変わるわけではないこと、言い換えれば原資産を作り出す過程と

注 9

国土が私的所有権の下で利用可能であるとの意味であり入会地であることを意味しない。

注 10

復興後に日本経済全体が改善されなければこの議論は当てはまらない。言い換えれば、復興特例債によって調達された資金は確実に復興に結びつくように支出されなければならない。また、個々の国債には満期があるが、借換債を発行すれば世代を超えた国土・資源の継承が金融市場を通じて行われる。

注 11

政府資産を財源に充てるとの議論は、個人資産と政府資産の相違を無視している。政府資産にはかならずそれに見合う負債勘定がある。たとえば外貨準備は外為政府証券、年金の場合は将来の年金債務がそれにあたる。よって、為券残高を減らさず外貨準備を取り崩せば、それは実質的な国債新規発行となり、しかも市中を經由しないから政府に対してシーニョレッジ、国民にはインフレーションを発生させる。

注 12

この問題は住宅建設全般にあてはまる。たとえば、複数世代が連続して居住できる長寿命住宅は高度な建築技術を要するため、当初の建設費が高くなってしまふ。これが普及を妨げる大きな要因であろう(同様のことは太陽光発電パネルなどについても言える)。この場合、建設費を直接負担することなく便益を享受する次世代から現世代へ所得を移転し、それが初期費用に(後払いという形で)充当されれば両世代間の利害調整が可能である。また、ゴーイングコンサーン価値の世代間での移転が円滑に進まないために生じる事業継承問題も、本稿の議論を援用することで方向性を見出すことが期待される。

それを証券化する過程は(たとえ同一事業体によってなされるとしても)原理上、独立でなくてはならないこと、である。

5. 結 語

以上、震災後の社会再建という長期事業の中で、証券化の果たすべき役割について論じてきた。東日本大震災の記憶は今なお鮮烈である。子や孫に二度とこのような思いをさせたくないと思う気持ちは強い。被災地の再建は震災を体験した世代だけでなく、次の世代の繁栄にも密接に関わっており、それぞれの世代が何を考えどのように行動しようとするのかについて慎重に考慮しなければならない。

その際、証券化は基盤施設の復旧が主となる初期段階ではなく、再

生後のインフラと民間経済活動が有機的に結合しうる時期になってから威力を発揮する。しかし、復興計画を実行するにあたっては、その便益が世代を超えて持続するという特性に鑑み、復興に対する世代と世代の思いが一致するような調整機能を準備する必要がある。証券化スキームにはそうした利害調整メカニズムとしての役割を期待することができ、これによって、国土や住宅など、経済生活の基本となる資源・資産を継承するための社会的な仕組みを提供することができるのである。

数百年耐えうるような災害に強い国土を作りたいという思いは多くの人々に共通する。しかし忘れてはならないのは、そうした願いが災害を体験したわれわれの思いにかなうものであると同時に、次世代の人々もそれを望むものでなければならない

ということだ。

今後数年間は「経済的な地味の回復期」といえよう。しかしいずれは地域の将来像や景観、個性を決める「街づくり」の時期がやってくる。その時期には、平時以上に機動的・弾力的な資源の活用が求められる。それは高度成長期の日本において生じた経済資源(主に労働資源)の国民的リシャッフルの再現になるかもしれない。ただ、労働力は上野行きの夜行列車によって容易に流動化できるが、労働以外の実物資産の流動性はそこまで高くない。この意味で投資家のリスクテイクを調整し、資源の有効活用を支援するスキームである証券化は、街づくりに大きな貢献をなすだろう。それは資源そのものを作ることはできないまでも、市場に追い風を送るに関しては優れて有効なのである。

ふかうら あつゆき

1958年名古屋市生まれ。1981年北海道大学経済学部卒業、筑波大学大学院を経て1991年から長崎大学経済学部講師。1997年同教授。英国シェフィールドハラム大学客員教授・経済学博士。証券化市場を中心に金融市場の構造に関する研究に従事。主要業績は「債権流動化の理論構造」「銀行組織の経済分析」「マクロ経済研究」など。