

第1章 不動産投資市場の現状と意義

今般、『投資家に信頼される不動産投資市場確立フォーラム』において不動産投資市場活性化に向けての検討が行われるに当たり、こうした検討の背景として、近年の不動産投資市場の発展に寄与してきた不動産証券化市場の拡大の状況、不動産証券化が果たしてきた役割を踏まえることが必要である。

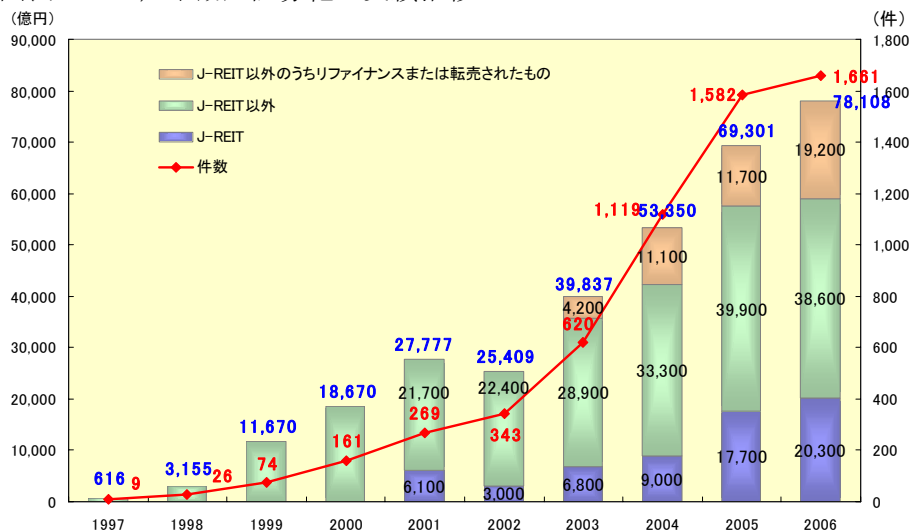
本章においては、上記のような不動産証券化市場に関する状況を概観するとともに、グローバル化の進展、サブプライム問題といった、直近の不動産投資市場に影響を与えているトピックについて簡単に触れる。

1. 1. 不動産証券化の拡大

日本における不動産証券化は、当初、主としてバブル崩壊後の地価下落及びこれに起因する不良債権問題への対応策として制度が導入された。こうした背景から、初期には、資金調達やバランスシート改善を目的とした資産流動化型の不動産証券化が中心であった。その後、制度整備が進む中で、投資家の資金を集めて運用する資産運用型の不動産証券化への流れが大きくなっていった。これが、Jリート（不動産投資信託：REIT：Real Estate Investment Trust）や私募ファンドである。証券化手法の活用により、不動産の有効利用、都市再生や地域活性化が図られてきた。バブル崩壊後の我が国経済が長い停滞を抜け出し、景気回復を持続してきた中で、これらの不動産投資が果たしてきた役割は大きい。

近年、不動産証券化市場は順調に成長してきている。1997～2006年における不動産証券化実績の累計は、約33兆円に達している。

(図表1-1) 不動産証券化の実績推移



【出所】『平成18年度 不動産の証券化実態調査』国土交通省(2007年6月)をもとにARES作成

次の図表は、代表的な不動産証券化商品の一つであるJリーツの拡大の軌跡を示したものである。2008年3月末において、上場投資法人数は42法人、運用資産総額(取得価格ベース)で約7.2兆円に達し、運用資産についての用途面や地域面における多様化も進んでいる。

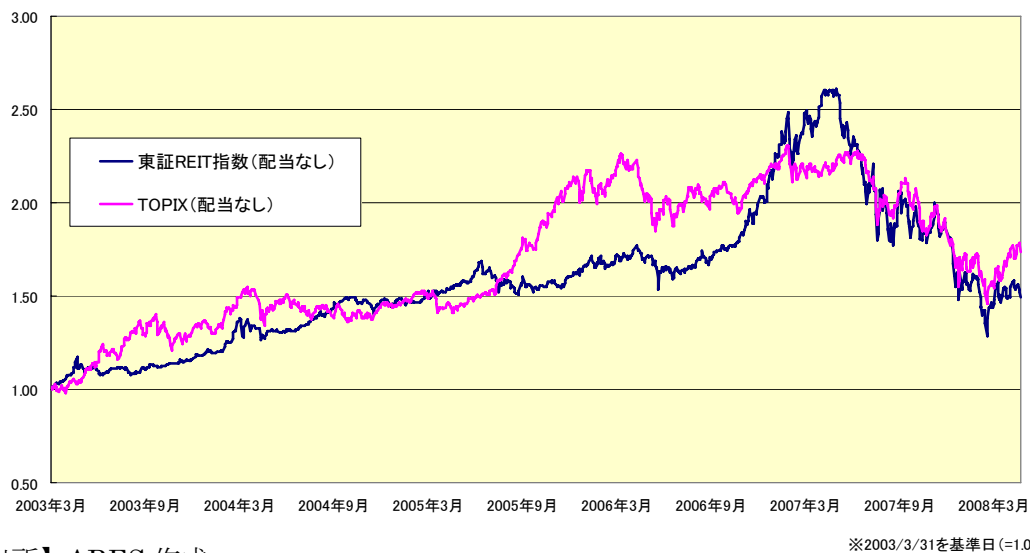
(図表1-2) Jリーツの上場銘柄数



【出所】各投資法人の公開情報及び(社)投資信託協会の公表データをもとにARES作成

Jリートの特徴として、上場商品であり、日々売買されているという点が挙げられる。東証REIT指数でJリートの価格の動きを見ると、2003年から2006年秋頃までは、安定的に推移していた。その後、2006年末から2007年前半にかけて大幅に上昇したが、2007年夏以降、金利動向や米国市場の影響等もあって下落傾向にある。

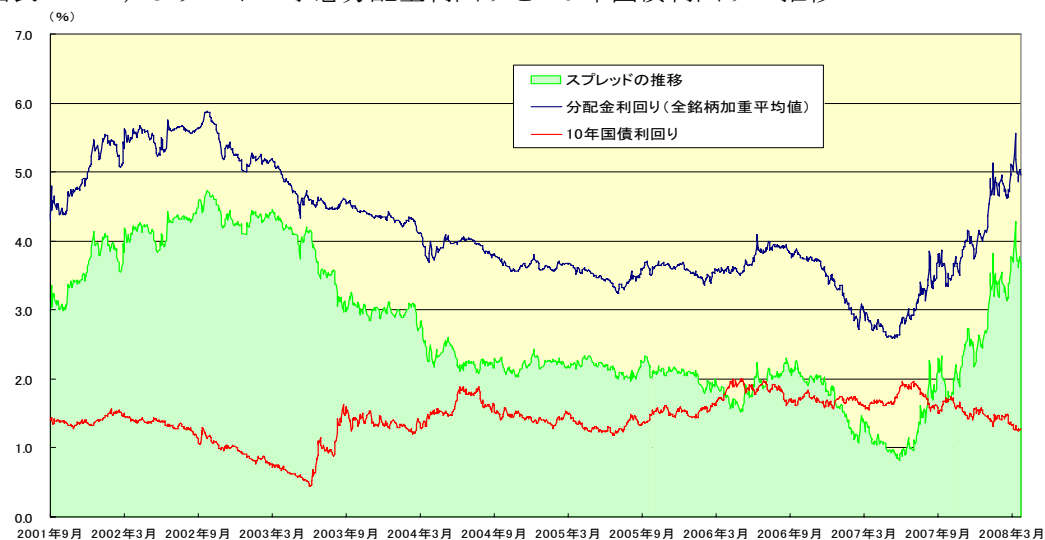
(図表1-3) 東証REIT指数と東証株価指数(TOPIX)の推移



【出所】ARES 作成

Jリート価格動向をイールドスプレッドの観点から見ると、当初4%を回る水準で推移していたが、投資商品としての認知が進む中で2%程度まで縮小した。その後、価格上昇により一旦1%前後の水準まで縮小したが、価格の下落により再び拡大している。

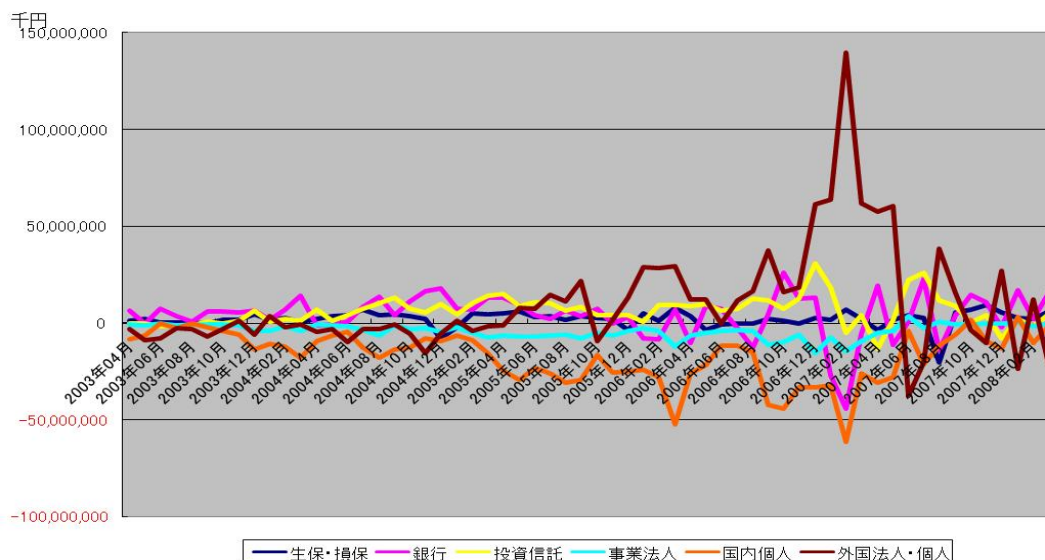
(図表1-4) Jリートの予想分配金利回りと10年国債利回りの推移



【出所】ARES 作成

J-REIT 市場における外国人投資家の動向を見ると、2006 年後半から 2007 年前半には大きく買い越しになり、その後、売り越しに転じる等、J リートの価格動向と合致しており、価格形成に外国人投資家の動向が影響を与えていることが考えられる。

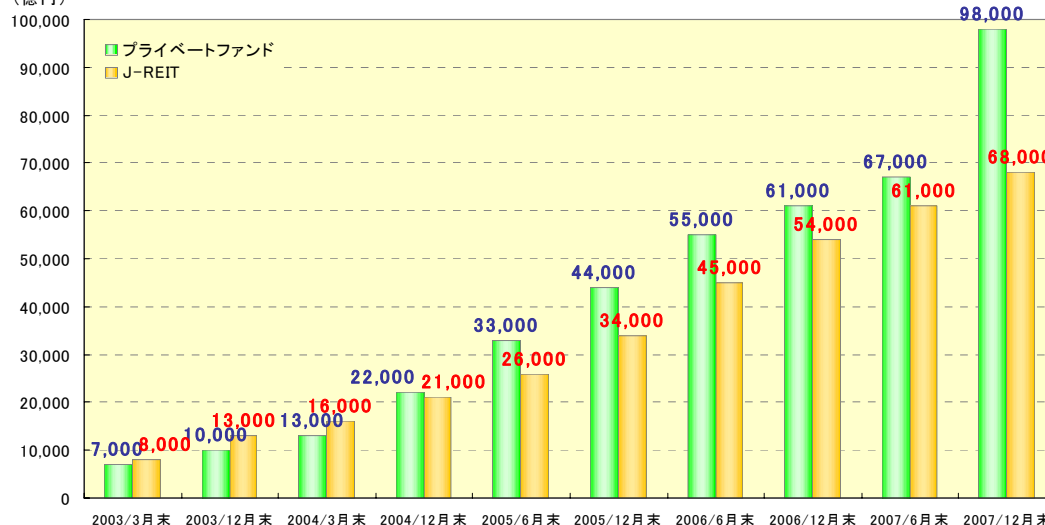
(図表 1-5) J リートの投資部門別売買状況 (東京証券取引所)



【出所】ARES 作成

J リートの拡大と共に、私募ファンドも大きく成長している。資産規模は J リートを上回ると言われている。

(図表 1-6) 私募ファンドの市場規模の推移 (億円)

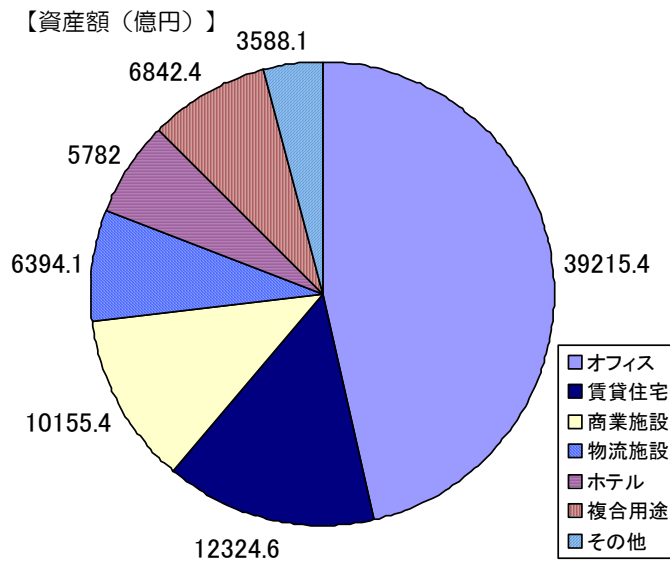


【出所】『不動産プライベートファンドに関する実態調査 2004・2005・2006・2007 年』

住信基礎研究所の公表データをもとに ARES 作成

私募ファンドの組入れ資産の用途を見ると、オフィスが過半を占めるものの、賃貸住宅、商業施設をはじめとして、多様化が進んでいる。

(図表 1-7) 私募ファンドの保有不動産のタイプ (資産額ベース: 単位 (億円))



【出所】『会員対象私募ファンド実態調査』ARES (2007年12月末現在) より

1. 2. 不動産投資市場と不動産証券化

ここまで見たような不動産証券化市場の拡大が、不動産投資市場に与えた具体的な影響としては、次のような点が考えられる。

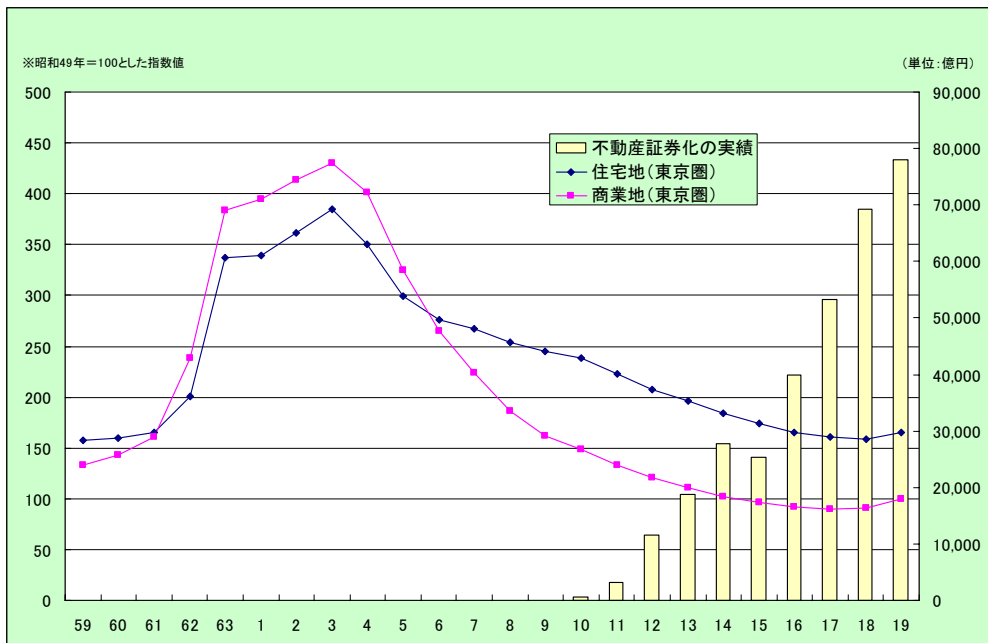
- (1) 地価下落局面における不動産の流動化に寄与
- (2) 不動産事業の機能分化による新しい事業機会の創出
- (3) 投資家への新たな投資機会の提供
- (4) 新しい開発スキームの提供による都市再生等への寄与
- (5) 収益還元価格の定着と不動産市場の透明性の向上

それぞれの影響については、以下のように考えられる。

(1) 地価下落局面における不動産の流動化に寄与

前述したように、当初の不動産証券化制度の整備目的は、地価が下落し、資産デフレが生じている環境において、不動産市場に資金を導入することであった。導入された資金は、新たな買い手として機能し、不動産の流動化に寄与したものと考えられる。

(図表 1 - 8) 地価の累積変動率と不動産証券化の実績

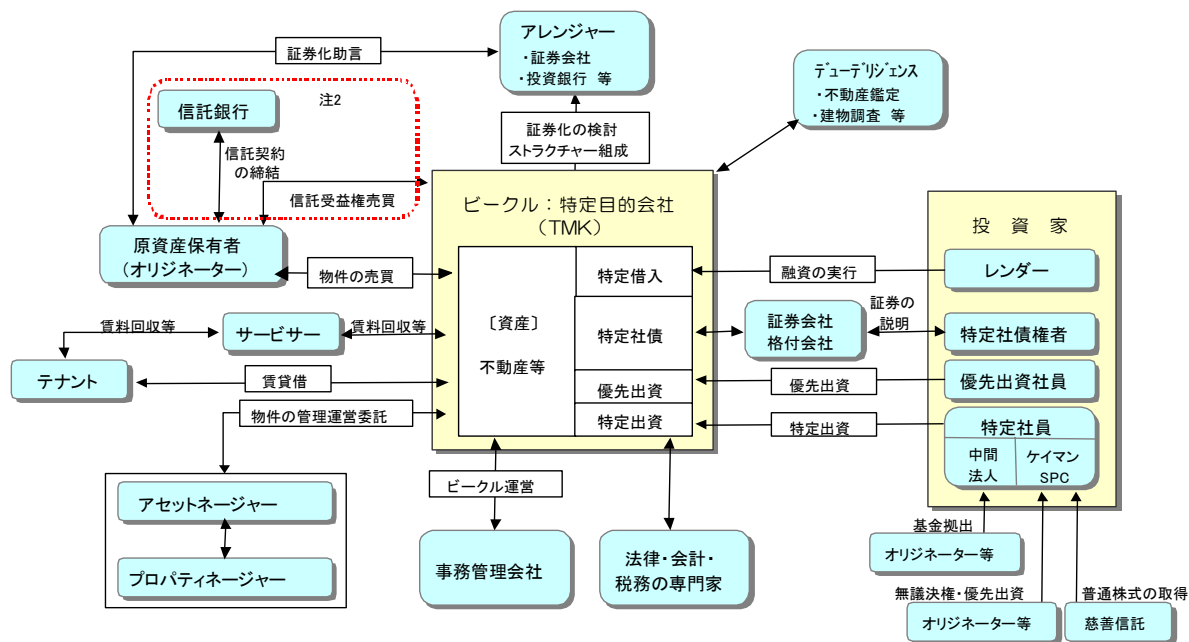


【出所】「地価公示」及び「平成 18 年度 不動産の証券化実態調査」の公表データをもとに
ARES 作成

(2) 不動産事業の機能分化による新しい事業機会の創出

不動産証券化ビジネスは、不動産ビジネスと金融ビジネスの融合により成立している。こうした多岐の分野に渡る役割が細分化される中で、より専門性が求められることになり、各業務の専門化が進むことで、新たな事業機会が創出されている。

(図表 1 - 9) 不動産証券化のスキーム図



注 1 : ビークルとして TMK を用いた場合の例示

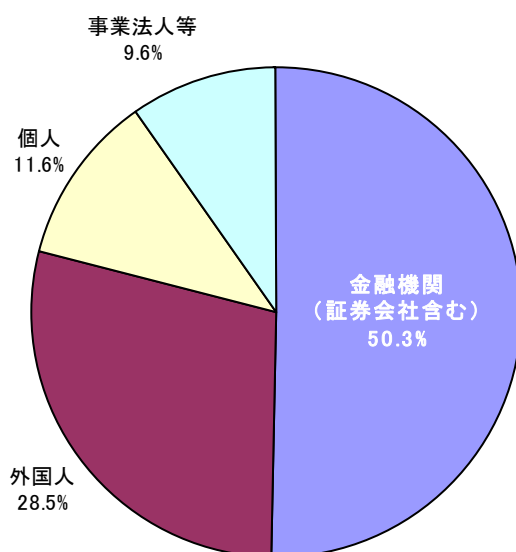
注 2 : 赤線はビークルが、不動産を信託受益権化して保有する場合

【出所】ARES 作成

(3) 投資家への新たな投資機会の提供

Jリート市場は、創設から6年で数兆円規模の市場へと成長してきている。投資家別の保有比率としては、金融機関、外国人が多いが、個人の直接保有もある程度存在し、また、ファンド・オブ・ファンズによる投資も個人の投資家に広まっていることから、機関投資家だけではなく、個人投資家によるニーズが一定程度確実に存在すると見られる。

(図表1-10) Jリーートの投資家別保有比率¹



(注)

1. 2007年8月31日現在で東証に上場しているJリートのうち、既に決算を公表している40銘柄を対象に、各投資主体が保有するJリーートの投資口数(期近決算時点)を合計して算出。各投資主体は、各Jリーートの公表ベース。
2. 金融機関は、都市銀行、地方銀行、信託銀行、生保、損保、その他金融、証券会社に分かれる。
3. 証券会社の取り扱い、Jリートによって異なるため、金融機関の中に含む形に統一した。
4. 金融機関の中で、都市銀行・地方銀行、および信託銀行は、それぞれ全体の約20%~25%程度を占めていると推計される。

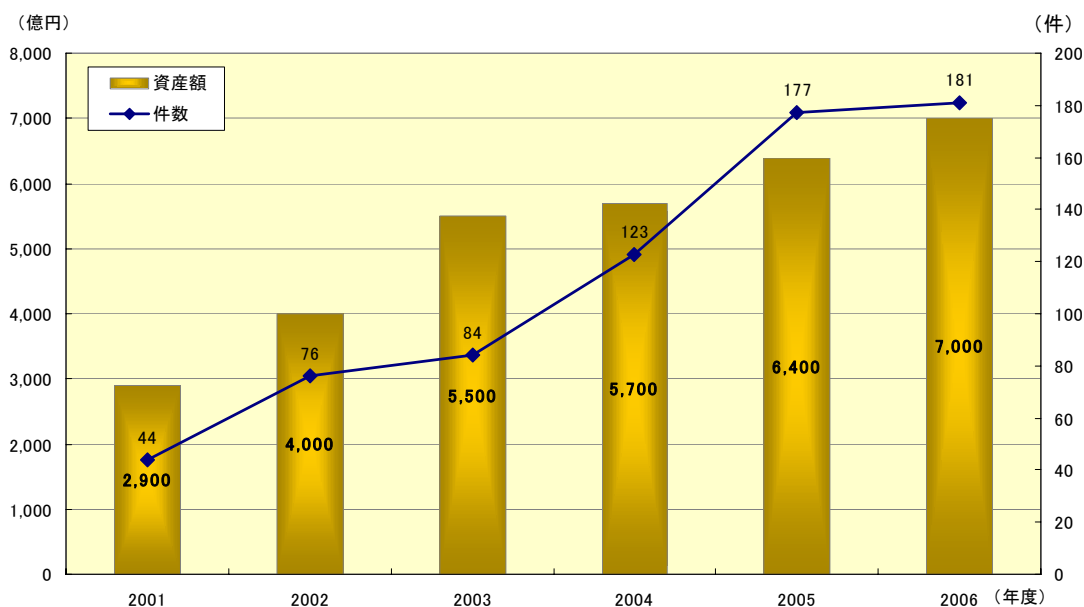
【出所】 各Jリーートの決算資料等に基づく、みずほ証券作成資料より

¹ 表中の「金融機関」には、投資信託(ファンド・オブ・ファンズ)を通じた投資等も含まれる。

(4) 新しい開発スキームの提供による都市再生等への寄与

開発型の不動産証券化の実績も市場の成長とともに着実に増加している。大規模開発や街づくりの促進等にも寄与しており、都市再生という観点からも重要な役割を担っている。

(図表 1 - 1 1) 開発型証券化の実績



【出所】『平成 18 年度 不動産の証券化実態調査』国土交通省 (2007 年 6 月)
をもとに ARES 作成

(5) 収益還元価格の定着と不動産市場の透明性の向上

我が国の不動産市場全般において証券化の進展が果たした役割としては、不動産の収益力に応じて市場の中で不動産価格が決定されるという価格メカニズムの浸透、つまり収益還元価格の定着も挙げられる。言い換えれば、これによって、バブル崩壊後の不動産市場の正常化に向けた方向付けが図られたと言える。

また、Jリートでは、従前は公開されていないオフィスビルの成約賃料等についても情報開示がなされるなど、証券化を通じて、ともすればグローバルな視点から見ると不透明で閉鎖的と言われていた我が国の不動産市場の透明性の向上にも寄与している。

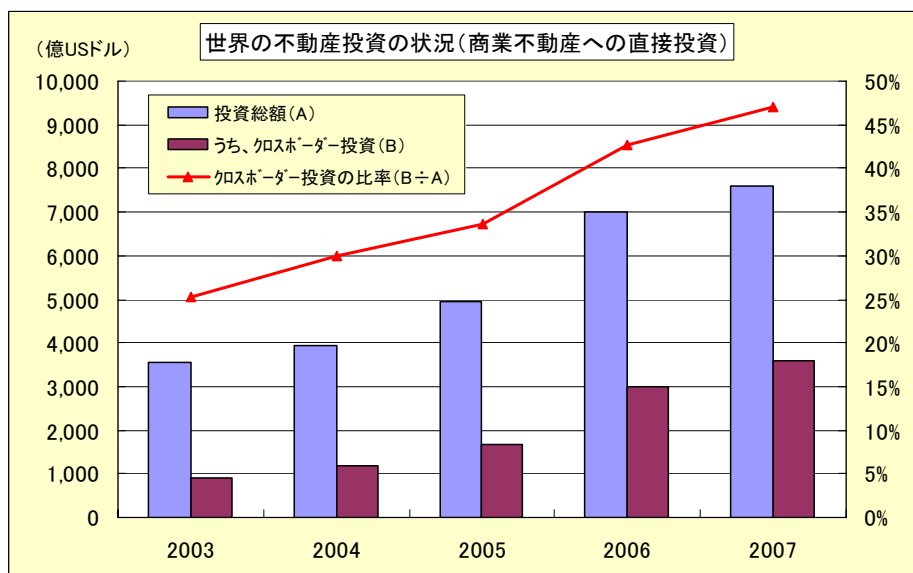
1. 3. 不動産投資市場における最新動向

不動産証券化は、ここまで見たように不動産投資市場の発展に大きな影響を及ぼしてきた。一方で、昨今においては、その他の様々な要因も不動産投資市場に影響を及ぼし、変化が生じてきている。こうした動向について、以下において簡単に触れる。

(1) 世界の不動産投資市場の状況とグローバル化

近年、不動産投資市場は、世界的に活況を呈しているとともに、グローバル化が進展しつつある。投資総額として拡大傾向にあるということに加えて、その中でも、クロスボーダー投資の伸び率が高い。ここ数年、不動産のパフォーマンスが相対的に高かったことが一つの要因であるが、地域によっては、価格調整によるパフォーマンスの低下が見られる。

(図表 1 - 1 2) 世界の不動産投資の状況 (商業不動産への直接投資)



【出所】 ジョーンズ ラング ラサール 資料 をもとに ARES 作成

不動産証券化という点では、世界のリート市場の動向も変化している。日本においてリート制度が導入された後にも、アジアや欧州でリート市場の創設が相次いでいる。こうした動きも、世界の不動産投資市場における国際的な資金の流れを加速させている。

また、日本から海外へという意味では、日本において海外リートに投資するファンド・オブ・ファンズも多く、こうした形で、実質的に海外不動産への投資が拡大している状況にある。

(2) 不動産投資市場に影響を及ぼすその他の要因

クロスボーダー投資の進展といったこと以外にも、様々な変化が生じている。これらは、単独で作用するのみならず、複合的に影響を及ぼすことも多い。

○制度改正の影響

金融商品取引法（以下「金商法」という。）、信託法・信託業法、不動産投資顧問業登録規程、不動産鑑定評価基準など、不動産証券化に関連する様々な制度の見直しが行われている。例えば、金商法の施行により、不動産証券化商品も、様々な金融商品と歩調を合わせた横断的な規制の下に置かれることになった。こうした制度改正への対応が、各プレイヤーの喫緊の課題となっている。

○サブプライムローン問題

昨年後半以降、資本市場と不動産市場に多大な影響を及ぼしている要因の一つがサブプライムローン問題である。米国の低所得者層向け住宅担保ローンを裏付け資産とし、多数のトランシェに分けて組成された RMBS（住宅ローン担保証券：Residential Mortgage Backed Securities）（一次証券化商品）の一部が、CDO（債務担保証券：Collateralized Debt Obligation）といった形で再証券化（二次証券化商品）され、これに投資を行っていた主体で損失が発生し、米国や欧州の金融機関が多額の損失を計上することになった。

この結果、証券化商品全般に対する不安が広まるとともに、リスクバッファの縮小した金融機関が活動を手控える動きが生じるなど、資本市場が大きく混乱したため、株式市場や不動産市場に影響が生じている。

○リート市場の調整

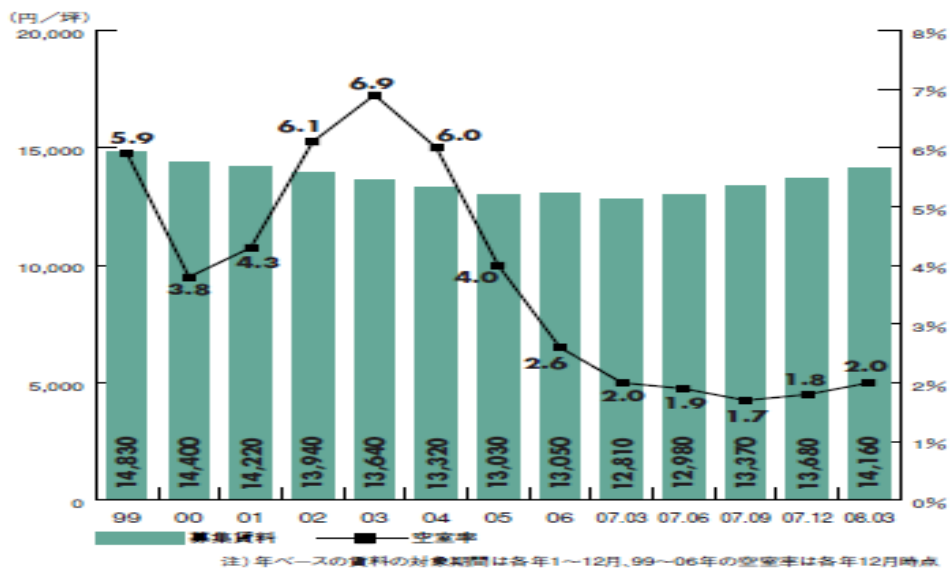
資本市場の混乱の影響により、米国リートは調整を余儀なくされ、Jリートにも調整が生じている。また、Jリート固有の問題としては、同族会社要件との関係における導管性の問題の表面化といった問題も生じたが、これについては、税制改正により対応も行われている。市場の調整の影響もあり、Jリートの新規上場は低調になり、上場中止や延期といった事例も発生している。

○日本の不動産市場のファンダメンタルズ

上述のように、資本市場の混乱が、日本の不動産市場や J リート市場に影響を及ぼしているが、こうした状況は、日本の不動産市場のファンダメンタルを適切に反映していない面がある。

例えば、東京 23 区について、オフィスの賃貸動向を空室率の点からみると、昨年の暮れから若干上昇してはいるものの、依然として低い水準に留まっており、需給関係としてタイトなマーケットにある。また、平均募集賃料については、引き続き上昇傾向にある。

(図表1-13) 東京23区 空室率と平均募集賃料の推移



【出所】シービーリチャードエリス オフィスマーケットレポート 2008 Spring より

さらに、Jリートについていえば、その投資物件は、件数ベースで見て、東京23区が全体の5割以上を占めており、中でも、都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）の物件が多く、3割以上の物件が所在する。都心部の保有資産は大型のオフィス物件が多いことから、資産額ベースでは、都心への集中度はさらに高い。したがって、Jリートの保有不動産のファンダメンタルも、多くの面で、上述のようなマーケット環境を基本とするものと思われる。

(図表1-14) J-REITの地域別保有物件数 (2008年1月末現在)

■東京都心5区		足立区	5	■北陸・中部地方	山口県	2	
千代田区	67	葛飾区	8	新潟県	8	香川県	0
中央区	116	江戸川区	11	富山県	2	愛媛県	1
港区	192	計	425	石川県	2	徳島県	0
新宿区	81	■関東地方		福井県	0	高知県	0
渋谷区	109	東京都:23区以外	44	長野県	2	計	17
計	565	神奈川県	114	静岡県	2	■九州・沖縄地方	
■東京23区:都心5区以外		千葉県	81	愛知県	75	福岡県	67
文京区	32	埼玉県	40	岐阜県	1	佐賀県	2
台東区	31	茨城県	3	三重県	3	長崎県	0
墨田区	15	栃木県	4	計	95	熊本県	2
江東区	36	群馬県	3	■近畿地方		大分県	2
品川区	54	山梨県	0	滋賀県	2	宮崎県	0
目黒区	45	計	289	京都府	20	鹿児島県	1
大田区	36	■北海道・東北地方		大阪府	128	沖縄県	5
世田谷区	54	北海道	50	兵庫県	26	計	79
中野区	12	青森県	2	奈良県	4		
杉並区	10	秋田県	2	和歌山県	1	合計	1,745
豊島区	41	岩手県	1	計	181		
北区	10	宮城県	37	■中国・四国地方			
荒川区	4	山形県	0	岡山県	3		
板橋区	10	福島県	2	広島県	10		
練馬区	11	計	94	香川県	1		
				鳥取県	0		

【出所】各投資法人の公開情報をもとにARES作成

○その他

この他にも、会計基準のコンバージェンス、環境問題等への対応の必要性の高まりといった変化も生じており、各種の変化への対応が課題となっている。

以上