

第3章 我が国不動産投資市場の巡航成長路線への回帰を目指して

はじめに

近年、我が国経済は、バブル崩壊から失われた10年といわれる長いトンネルを抜け出し、社会経済構造の成熟化とグローバル化する世界経済の中で持続的な成長路線を歩みつつあったが、米国のサブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮の拡大が、今や我が国の実体経済にも深刻な影を落としつつある。また、膨大な余剰資金がその投資先を求めて原油を始めとする商品に集中したことなどにより原材料を含む商品価格が急騰し、国民生活にも深刻な影響が及びつつある。

こうした不透明感が漂う経済環境の下、これまで順調に成長を遂げつつあった我が国の不動産投資市場にも急激にボラティリティが拡大し、不安定な状況を余儀なくされている。旺盛な投資意欲を示してきた外国人投資家の投資行動の急変が直接的にはその主たる要因であるが、より本質的には世界のCMB S市場の機能不全が、未だに健全なエクイティ投資家達の投資意欲を急速に冷やし続けている等の深刻な実態がその根底にある。一方、我が国の不動産市場のファンダメンタルズを見ると、業務床や住宅に対する実需は東京都心部を中心に依然健在であり、収益性やリスク評価の点で国際的に見てもその魅力の衰えは認められないことから、実体経済の動向には引き続き十分注視する必要があるものの、現在のJリートを始めとする不動産投資市場の現状は、その実力や潜在能力を十分反映していない状況に陥っていると言える。

我が国不動産投資市場は、これまで金融資産と不動産とを結びつける証券化技術の発達と相俟って、不動産の有効利用を促進し、都市の健全なメタボリズム（新陳代謝）の促進や地方経済の牽引役として重要な役割を果たしてきたが、世界的に見れば規模的にもシステムとしても未だ成長途上にあると言え、残念ながら過剰変動の波にさらわれやすい状況にある。今後、中長期的視点に立ってその健全な成長を通じて内需振興を図り、我が国経済が持続可能な成長路線に転換し、存在感を増すアジア経済圏はもとよりグローバル化する世界経済の中で一定の存在価値を発揮し続けることが極めて重要である。現状、我が国不動産投資市場は決して楽観視できる状況ではないものの、これを一時期の過熱状態からシクリカル（景気循環）な環境に対応する巡航成長路線に回帰する調整過程にあるものと捉え、その回帰への道を実確なものにするため、今こそ官民挙げた積極的な取組が求められている。

1. 市場において共有されるべき基本的な認識

（国内外からの安定的な資金の導入）

- 昨今、日本市場全般の透明性・予見可能性に対して海外投資家から疑問が投げかけられたり、対日投資を呼び込む政府の姿勢が一貫していないなどの批判を受ける事案が相次いだ。しかしながら、我が国の不動産投資市場は、結果的にこれ

までも外資が大きな役割を果たし、市場もそれを受け入れ、成長を遂げてきたところであり、不動産投資市場が巡航成長路線に回帰を果たす上で、グローバル化した金融資本市場において、内外無差別の原則の下、海外から一定の投資資金を呼び込み続けることは不可避であり、かつ、世界の不動産投資市場における日本の存在感を高めていくことにもつながると考えられる。

その際、長期的視点から安定利回りを求める年金基金の投資姿勢と、不動産の有効利用による安定的な収益に着目して行われる不動産投資とは相性が良いことから、既に不動産投資の実績が豊富である海外の年金基金は、我が国にとっても長期安定的な資金の供給主体として大いに期待できるであろう。

また、同様に、国内の年金基金についても、過去の資産デフレによる負のイメージ等からこれまでは不動産投資を敬遠する傾向も見られたが、年金基金による不動産投資はいわば「世界標準」と言えるものであり、今後は、一定の環境整備の下でポートフォリオに不動産を組み込む動きが拡大していくものと考えられる。中でも、150兆円に達する公的年金の存在は、我が国の不動産投資市場が巡航成長路線に回帰を果たす上で、また、安定配当を通して広く国民全般に利益が還元されるという資金循環システムを確立する上でも、さらには良質な不動産ストックの形成を促進する上でも、極めて大きな意義を有するものとして、その運用姿勢の転換が期待される場所である。併せて、国民の1500兆円に及ぶ金融資産を中長期的に投資へ、そして不動産投資市場に呼び込むことも、我が国の金融資本市場全体の成長にとって欠かすことができないものであり、そのために市場関係者の努力とともに、政策全般の大きな舵取りが求められていると言って過言ではない。

(Jリーートの第二ステージへ)

- Jリーートは、登場以来初めて投資口価格の大幅な下落局面を経験している。しかし、その本来の商品特性は、対象不動産について詳細な調査や情報開示がなされ、国際的に見ても透明性が高く、投資家が安心して投資できる商品である。また、本来、投資口価格の変動によるキャピタルゲインを求める商品ではなく、長期に保有し、定期的に安定したインカムゲインを見込める投資商品である。こうした商品特性が未だ投資家に十分浸透していないことが、投資口の大きな変動と「過小評価」につながり、リーートの健全な成長を妨げている面がある。

このため、こうした商品特性を改めて広く周知し、個人投資家や年金基金等による安定投資を広く呼び込む努力が必要である。また、Jリーート関係者において、投資家やマーケットのニーズに沿って、取得物件の精査・適切な入替え等を行うことにより、商品の収益力と信頼性に磨きをかける経営努力が求められるのは当然である。また、Jリーートの市場規模が4.2兆円（時価総額、本年3月現在）にとどまっていること（時価総額では世界第5位、対自国GDP比では第13位）も、グローバル市場における投資対象としての魅力を損なうとともにボラティリティが拡大する原因の一つである。今後、年金基金を始めとする投資動向が市場に過剰な影響を与えないようにするためにも、一定の市場規模（当面、現在0.

9%である対GDP比を米国並の2.3%まで高めるとすれば、我が国においては10兆円が一つの目安となる)が必然的に求められるであろう。Jリートを新たなステージに向けて成長させていくため、投資家層の拡大、企業不動産・公的不動産の有効利用等に向けて市場関係者、行政一体となった取組が求められている。

(デットの安定的かつ円滑な供給)

- 不動産投資市場が正常に機能するためには、デットとエクイティがバランスよく供給されることが基本である。しかしながら、サブプライムローン問題に端を発した世界的な信用収縮の影響などにより世界のCMBS市場が機能不全に陥ったことで、いわゆる証券化レンダーによるデットの供給が激減し、金融機関の融資姿勢の厳格化と相俟って、潤沢なエクイティ資金の存在を生かし切れない、いわば機能不全に陥っている状況となっている。金商法に対応した内部管理態勢等が整備されるなどの経営努力にも関わらず、運用不動産の収益性が低下していない場合も含め、リファイナンスを受けられないなどの事案が頻発しているとの指摘が各方面からなされている。日本の不動産投資市場が巡航成長路線に回帰するためには、デットの供給が常に安定的かつ円滑になされることが基本であり、まずレンダー市場の一刻も早い正常化が望まれる。

(不動産投資商品の特性)

- 一般に、不動産は個別性・地域性の極めて高い資産であり、また、日々の適確な管理を行わなければ本来の収益力が発揮できないなど、他の金融商品とは異なる特性を有している。不動産の証券化技術の発達により金融商品の一つとして市場で取り扱われることは、時としてこうした不動産の特性を昇華するかの錯覚を生むが、現実にはその投資商品のインカムリターンが全て特性を反映したものである実態は少しも変わらないし、そのことが不動産投資商品が他の金融資産とのポートフォリオを構成しうる原点である。このため、適合性の原則の下、投資家や市場関係者に、市場の現状や対象資産の収益性に関する必要かつ十分な情報が提供されるとともに、こうした特性を踏まえた諸制度の適確な運用と不断の改善努力がなされる必要性は、不動産の特性に鑑み、とりわけ高いものである。

2. 我が国不動産投資市場の巡航成長路線回帰のための戦略

以下の取組は、関係者や関係制度が多岐に亘ることもあり、実施時期を現段階で明示することは困難であるが、官民挙げてその着実な推進が望まれることから、必要に応じて関係者の理解の下ロードマップの策定に取り組むことが検討されるべきである。

（世界標準をリードするＪリートへ）

- Ｊリートの商品特性等について個人投資家や年金基金への浸透を図るため、Ｊリートに関するデータ整備・標準化を進めると同時に分かりやすい情報発信を工夫することが必要である。

また、証券会社に加え、新たな販売ルートの開拓も含めた販売手法のあり方が検討されるべきである。

また、証券化対象不動産の鑑定評価基準の適用状況のモニタリングが適確に実施されることにより、Ｊリートについても鑑定評価の信頼性が更に向上することが求められる。

さらに、Ｊリートの海外不動産投資の進捗を踏まえ、より多様な投資形態の実現や市場のニーズを踏まえた再編の選択肢の充実、さらに不動産投資の特長を反映できるよう、例えば減価償却により留保された資金を配当することができるような税制改正など関係制度の更なる整備に取り組み、「世界標準をリードするＪリート」の実現を目指す必要がある。

（市場の再編のための環境整備）

- 長い歴史を有する米国リート市場においてもその成長過程で積極的な再編が行われてきたように、我が国においても、Ｊリートも含め、不動産投資ファンドの再編が起こることは十分予想されることである。プレーヤーの統合や入退出は、ある意味でマーケット機能の賜であることから、今後、こうした流れに棹さず観点からも、市場のニーズを踏まえた多様な再編手法の選択肢が用意されるよう、不断の制度改善が検討される必要がある。

（規制の事前明示性の確立）

- 今日、グローバル化する市場において規制の事前明示性は極めて重要である。行政の裁量性・不透明性は、特に日本の社会制度に不慣れな外国人投資家にとっては、対日投資へのモチベーションを低下させる要因となる。国内外を問わず、安定的な資金供給を確保するためにも、事前明示性の高い経済社会システムが構築されるべきである。

（「不動産投資国際フォーラム」の成功）

- ファンダメンタルズが十分反映されず、過小評価されている面がある我が国の不動産市場については、正しく情報発信をし、国内外に存する旺盛な投資意欲を現実の投資に結びつけていかなければならない。本年９月に、内外投資家を始め６００人以上の参加の下で開催される「不動産投資国際フォーラム」は、国内外の投資家に適確な情報発信をし、グローバルマーケットにおける日本の存在感を高めるために重要な取組であり、関係者の協力の下、成功させなければならない。

（不動産市場の動向を適確に表象する情報の提供）

- （社）不動産証券化協会が提供する ARES J-REIT Property Index については、

最近、地域別データの提供を開始したところであり、今後の更なる充実と市場関係者への一層の普及が求められる。

また、我が国の住宅市場については、オフィス市場と比べて公表されている賃料等のデータが不足し、客観的な評価が難しいとされているため、住宅市場の動向を適確に表象する指標の作成に早急に取り組まれるべきである。

（多様な事業手法の整備）

- 市場のニーズに応じた多様な事業スキームを可能とするため、例えば、デベロッパーや不動産投資のプロのみで構成された共同事業体が、円滑なノンリコースローンの供給により開発型実物不動産投資を可能とする新たな事業手法の整備が検討されるべきである。

（社会・地域貢献に資する投資の促進）

- 単に経済的利益の追求だけではなく、地球環境や地域の暮らしの向上を目的とする不動産投資商品が登場している。これは、経済的側面だけではなく、社会・地域に貢献するという観点から投資対象を考える投資家の指向やニーズに沿った商品提供がなされているものであるが、今後は、商品提供者の側においても、こうした社会的責任投資を助長する積極的な商品の提供を行うことも重要である。国民性等が反映されやすく、市場メカニズムだけでは円滑な供給が進まない場合には、こういった投資を促進するために一定の支援も視野に入れた取組が検討されるべきである。

（PM業務等の能力の向上）

- 物件の適正な管理等を通じて、不動産の価値の向上を図り、利用者の満足度を高めることにプロパティマネジメント（以下「PM」という。）業務の能力と本質があり、当該能力が市場で適切に評価される仕組みが構築されることによって我が国全体のPM市場の厚みを増していく必要がある。また、AM業務においても、不動産の特性に鑑みれば、適切な不動産投資を行う上で利用者の視点をはじめとする不動産管理の実態に関する知見が必要であり、PM業者との適切な役割分担・連携や不動産に精通する人材の育成・活用が求められる。

（安定的で円滑なデットの供給）

- 安定的で円滑なデットの供給を図ることが最重要課題であることを関係者が認識し、適切な情報交換と連携により対応することが必要である。また、CMBS市場の正常化を目指し、リスクのトレーサビリティを始めとする適切な情報開示の促進・標準化が進められるべきである。

（金商法の適確な運用）

- 金商法の施行は、内部管理態勢の整備の促進等、不動産投資プレーヤーに対する信頼を高める効果をもたらしている。一方、他の有価証券投資とは異なる、不

動産投資事業の特性に十分配慮し、市場との対話が積み重ねられ、投資家保護の観点から、また事業者の事業運営の観点から、適確な指導監督を通じて、投資家に信頼される不動産投資市場が実現されることが期待される。

終わりに

我が国不動産投資市場を巡航成長路線へ回帰させる道は決して平坦なものではないと予想されるが、以上の戦略的取組を官民挙げて確実に実施していくことが最も近道であると考えられる。このため、本フォーラムは、その推進役としてロードマップの策定等一定の役割を果たしていく必要がある。