参考資料 2

第 1 回研究会参考資料

「J-REIT 市場活性化に向けた議論の方向性」

（野村資本市場研究所 関雄太）

本資料は、第 1 回研究会における議論の参考のために作成・配布されたものであり、本資料に示された見解は当該メンバーの所属企業・団体の見解を示すものではないことをお断りしておく。

なお、本参考資料に掲載された内容の全部又は一部について、当協会及び本人の許諾なく複製又は転載することを一切禁ずる。

Jリート市場拡大策と東京市場のアジア拠点化に関する研究会（第1回参考資料）

NOMURA

Nomura Institute of Capital Markets Research

J-REIT市場活性化に向けた議論の方向性

2011年10月3日

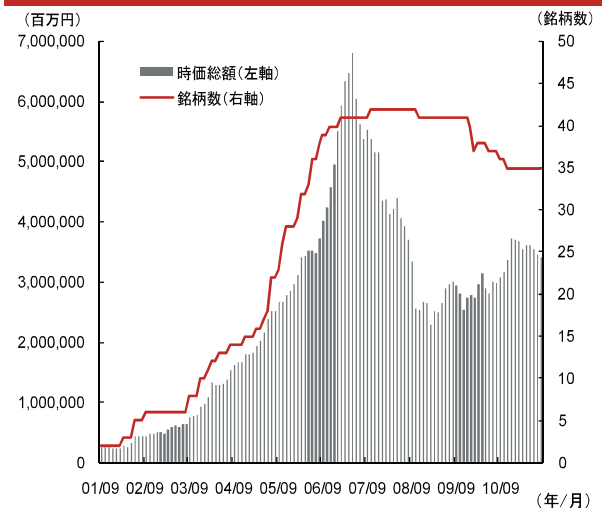
野村資本市場研究所
関　雄太

NOMURA

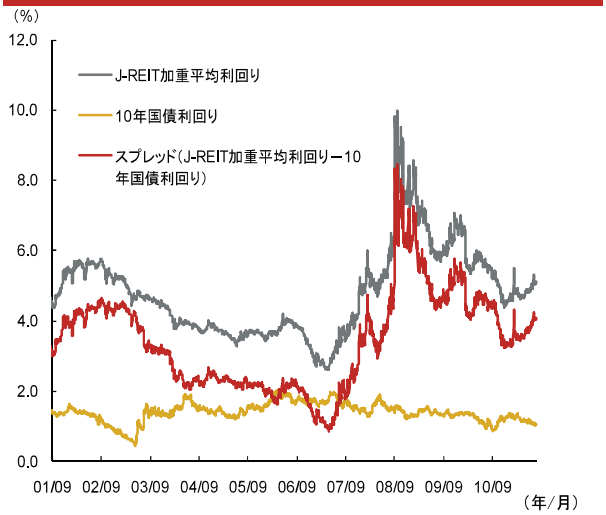
市場創設10周年を迎えたJ-REIT市場

- 11年8月末の上場社数は35銘柄、時価総額の合計は3兆4,022億円に（2010年12月末対比で2,993億円、8.1%の減少、ピーク時の2007年5月末比で3兆4,002億円、50.0%の減少）。

J-REITの銘柄数と時価総額



J-REITの分配金利回りと10年国債利回り



前提）上場REIT加重平均利回りは、各社の分配金利回りを時価総額で加重平均した数値。各社の分配金利回りの算出にあたっては、直近決算期（但し2011年6月末以前）会社予想を使用。但し、上場直後の銘柄については、翌期（上場2期目）を開示している場合は、翌期分配金を使用

出所）各REIT開示資料及びQUICKより野村證券アセット・ファイナンス部作成

J-REIT市場：成長と市場改革の経緯

- 2000年　投資信託及び投資法人に関する法律改正
- 2001年　東証がJ-REIT市場を創設（3月、9月に2銘柄の上場取引開始）
- 2003年　東証REIT指数公表、MSCIがJ-REIT2社を指数算出銘柄に採用
- 同　投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」改正により、REITのファンド・オブ・ファンズが組成可能に
- 2004年　東証「投資法人等の資産に関する基準の見直し」：上場前の第三者割当等に関する規則を導入
- 2005年　初の公募型投資法人債発行
- 2006年　会社法施行
- 2007年　金融商品取引法施行、信託法施行
- 2008年　東証：J-REITの海外不動産投資を解禁
- 同　リーマン・ショック（9月）、ニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REIT初の経営破たん(10月）、J-REIT運用会社の主要株主変更が相次ぐ
- 2009年　不動産市場安定化ファンド設立、日銀が不動産投資法人債を適格担保化
- 2010年　J-REIT投資法人の合併が相次ぐ
- 同　日銀がJ-REIT投資証券を買入れ決定
- 2011年　東日本大震災

日本の課題とREIT

社会・経済の構造変化に直面する日本

- 高齢化と社会保障負担の増大
- 社会インフラの更新・高度化の必要性
- 産業構造・企業行動の変化（グローバル化）
- 財政負担の増大、近い将来始まる金融資産の減少

東日本大震災と日本の課題

- 東北地域の産業・生活基盤の破壊＋一極集中リスクの顕在化
- 経済・インフラの「復旧」と「復興」
- 民間資金活用は不可避

REITの特性と意義

- 稼動不動産の賃貸収益を分配＋税制上の効率性
- 資本市場へのアクセスと流動性
- 専門家による経営・運用
- 安定したインカムゲイン＋（不動産保有構造の変化による）外部成長

J-REIT市場活性化の意義

(1)インフラ・都市開発・不動産の民営化・運営効率化の牽引役

- 民間資金によるインフラ・不動産の「ブラウンフィールド」経営をファイナンス
- 財政資金・企業資本の有効活用
- J-REITを出口とするファンドなど投資活動の活発化
- 不動産・建設・社会インフラ産業の構造変化に貢献

(2)高齢化社会における個人資産運用の中核

- 退職世代の資産運用に最適
  - 分配金＝インカム、年金の補完
  - リスク分散、再投資による資産形成
- 「自助努力型」年金・貯蓄制度の中核：投資信託・集団投資スキームの拡大

(3)「内外・内外」型国際金融センター整備への貢献

- 従来は「資金調達主体＝国内、資金運用先＝国内」でほぼ完結
- アジアの成長を取り込もうとする日本経済・企業
- 金融・資産運用業の裾野拡大に貢献

J-REIT市場活性化へ向けた議論の視点①

- 財政規律の回復に寄与し、高齢化社会に備えるための制度・政策に対する国内の期待は高まりつつある。東日本大震災で議論はより活発に
- 国内金融市場におけるリスクマネーの供給エンジンは依然として弱い
- 欧米で進む金融危機と金融規制改革は、投資家・金融市場のグローバルな移動を起こす可能性がある
- 海外投資マネーは実物資産のグローバル運用に向かいつつある
- アジアにおける国際金融センターを巡る競争は激化しつつある。REIT市場も例外ではない

- J-REIT市場は会計・税制、上場制度、破たん処理、M&A制度などの改革を進め、リーマン・ショックを乗り越えてきた
- 一段の市場発展のため、投資家の視点に立った努力と制度改革を進めるべきである
- 国内・グローバルな環境変化を理解し、機会を捉える必要がある

J-REIT市場活性化へ向けた議論の視点②

（1）需要サイド

- 「グローバルファンド」の取り込み
- 機関投資家の運用多角化（リスク投資の呼び水）：公的年金、郵貯資金
- 個人投資家の振興
- デット資金の供給

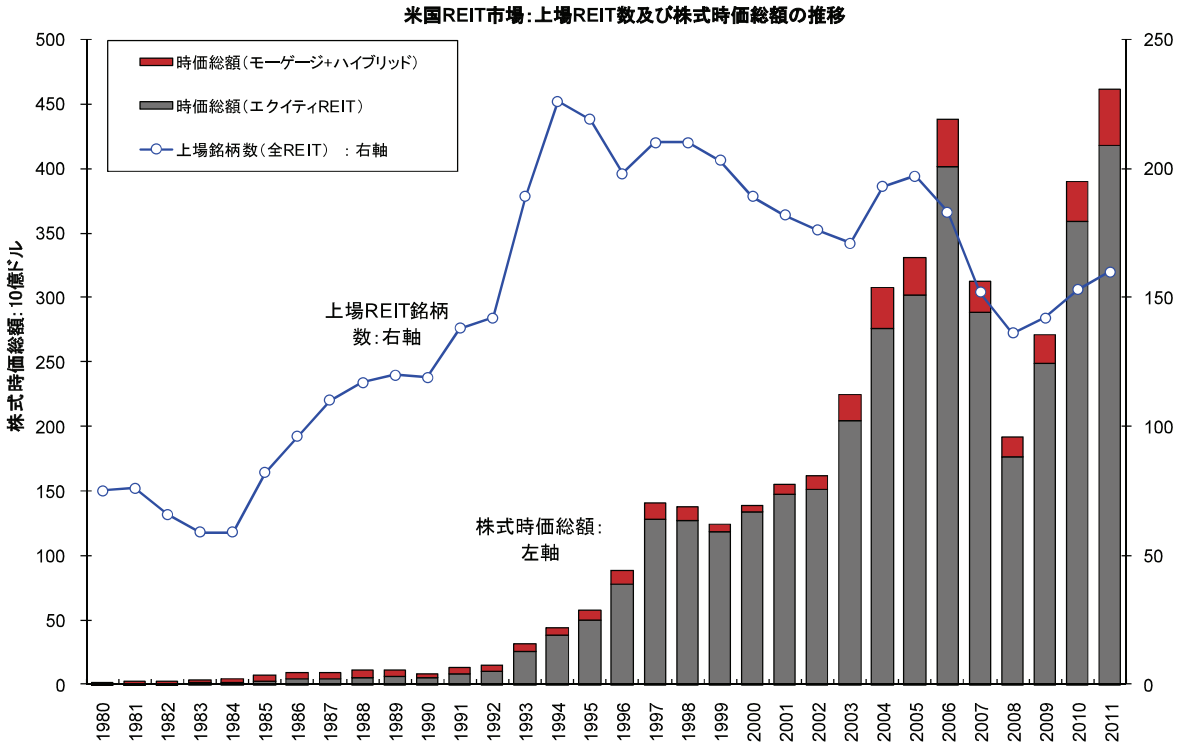
（2）供給サイド

- アセットクラスの多様化・多角化
- 企業セクターにロックインされた不動産：投資市場への『解放』
- 公的セクターの保有資産をREIT化
- グローバル化：J-REITによる海外不動産への投資、海外REITの重複上場

（3）制度・市場インフラ面

- 外部運用型REITのガバナンス、スポンサーとの関連性
- さらなる法制度の改革？

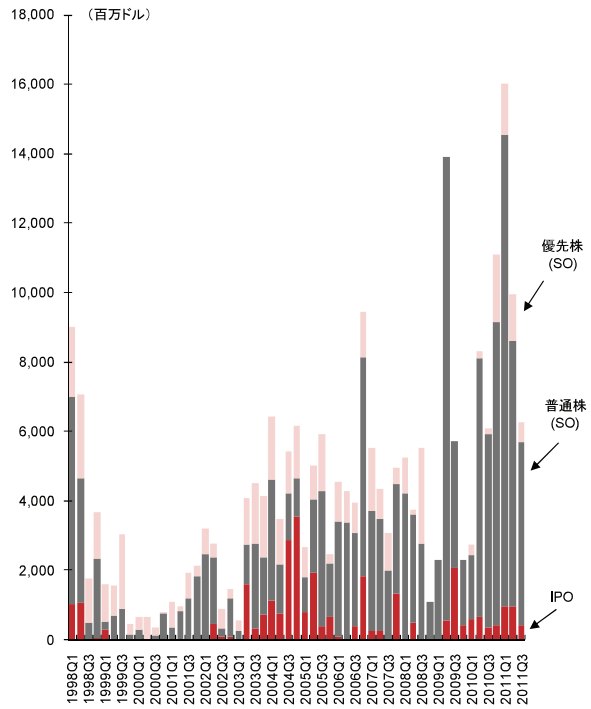
米国REITの株式時価総額は金融危機前のピークを更新



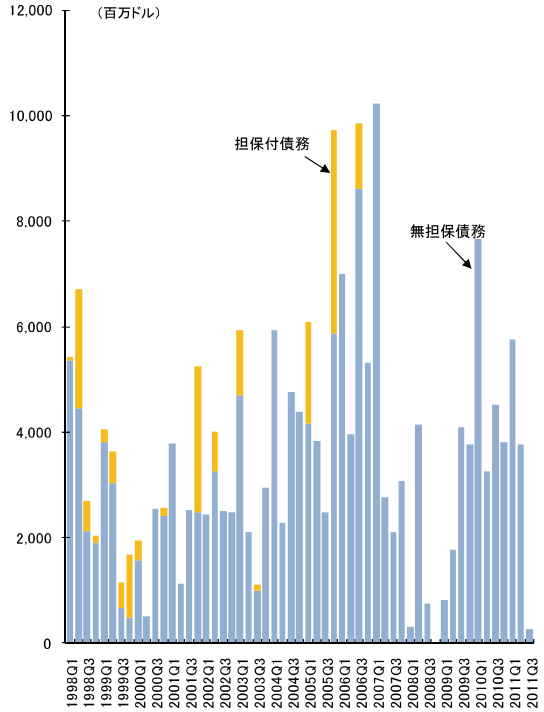
（注）ハイブリッドREITの分類は2010年12月より廃止。2011年データは7月末時点
（出所）NAREIT資料より野村資本市場研究所作成

米国REIT市場の資金調達動向

米国REIT：エクイティファイナンスの推移（四半期データ）



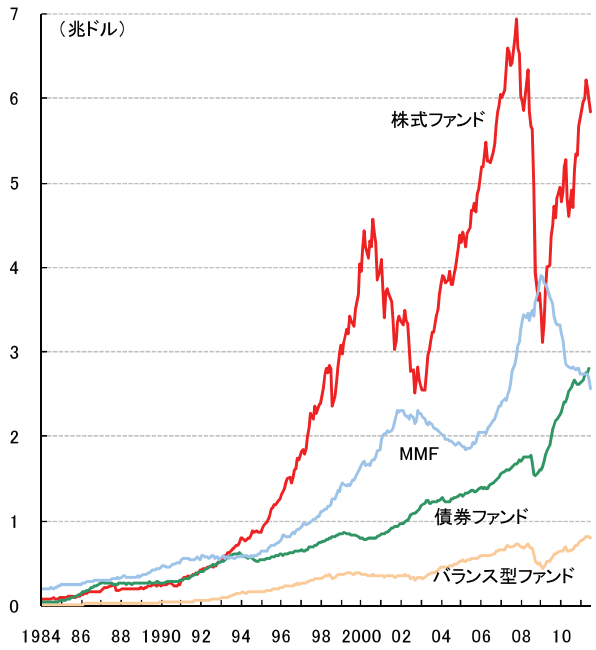
米国REIT：デットファイナンスの推移（四半期データ）



（注）2011年第3四半期データは8月末まで
（出所）NAREIT資料より野村資本市場研究所作成

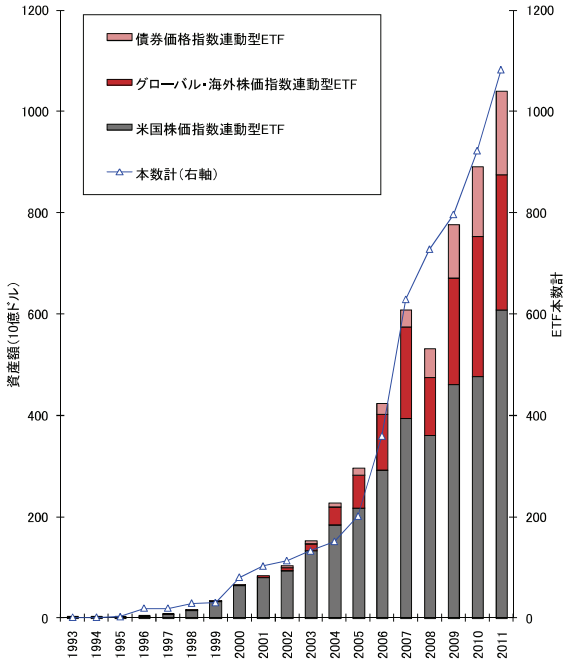
米国における投資信託と関連市場の拡大

米国投資信託市場：運用資産額の推移



（注）2011年データは7月末時点
（出所）ICI資料より野村資本市場研究所作成

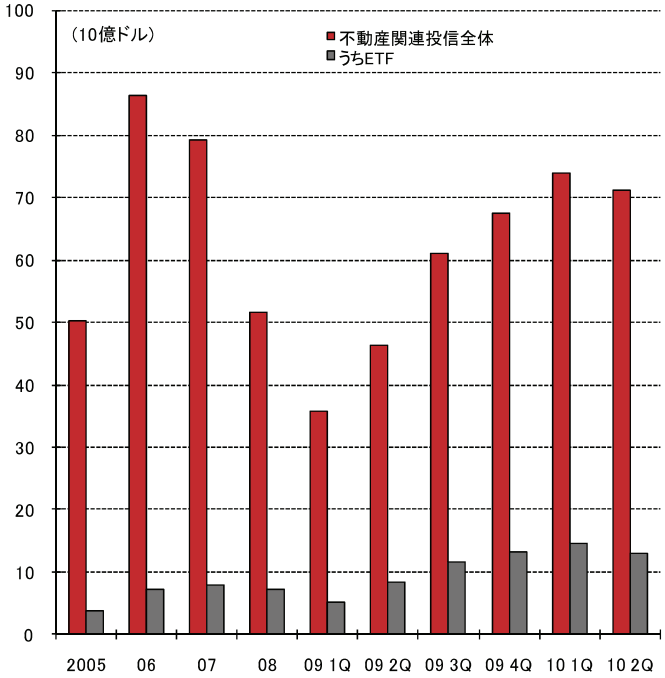
米国ETF（上場投信）市場：上場ETF数及び資産額の推移



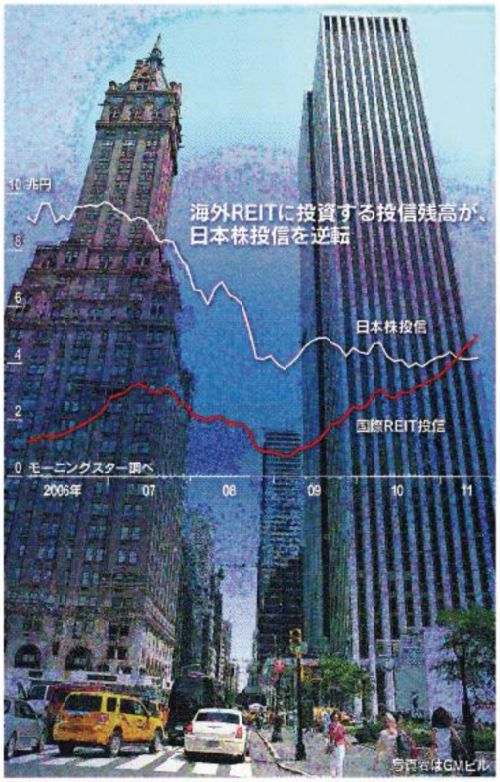
（注）モーゲージREITを含む。2011年データは8月末時点
（出所）ICI資料より野村資本市場研究所作成

投信を通じた家計セクターのREIT投資

米国ミューチュアルファンド（不動産関連）：純資産額の推移



2008年まで年末、2009年以降四半期末
（出所）モーニングスター資料より野村資本市場研究所作成



（出所）日経ヴェリタス2011年7月24日号「気が付けば米国の家主～個人マネーの奔流、米REITに」

機関投資家における不動産・実物資産投資の拡大

カルパース（カリフォルニア州公務員退職年金基金）の運用資産の変化

カルパースの資産運用状況　2000年11月末

資産	時価（10億ドル）	配分	目標配分
現預金	$1.5	0.9%	0%
債券			
米国	39.3	24.2	24.0
国外	6.7	4.1	4.0
債券計	$47.5	29.3	28.0
株式			
米国	$66.1	40.7	39.0
国外	30.2	18.6	19.0
ｵﾙﾀﾅﾃｨﾌﾞ/ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄｴｸｲﾃｨ	7.6	4.7	6.0
株式計	103.9	64.0	64.0
不動産	$10.9	6.7	8.0
資産総額	$162.3	100.0%	100.0%

カルパースの資産運用状況　2011年6月末

資産	時価（10億ドル）	配分	目標配分
現預金	$3.7	1.6%	2%
債券（グローバル）	$50.2	21.1	20.0
株式			
AIM（オルタナティブ）	$33.6	14.2	14.0
エクイティ	123.3	51.9	49.0
株式計	156.9	61.1	63.0
不動産	$18.6	7.8	10.0
インフレ連動	$8.1	3.4	5.0
資産総額	$237.5	100.0%	100.0%

オルタナティブ投資の中の配分　2011年7月より

インカム	16%
グロース	63%
リアル	13%
インフレ連動	4%
流動性	4%

（出所）Calpersウェブサイトより野村資本市場研究所作成

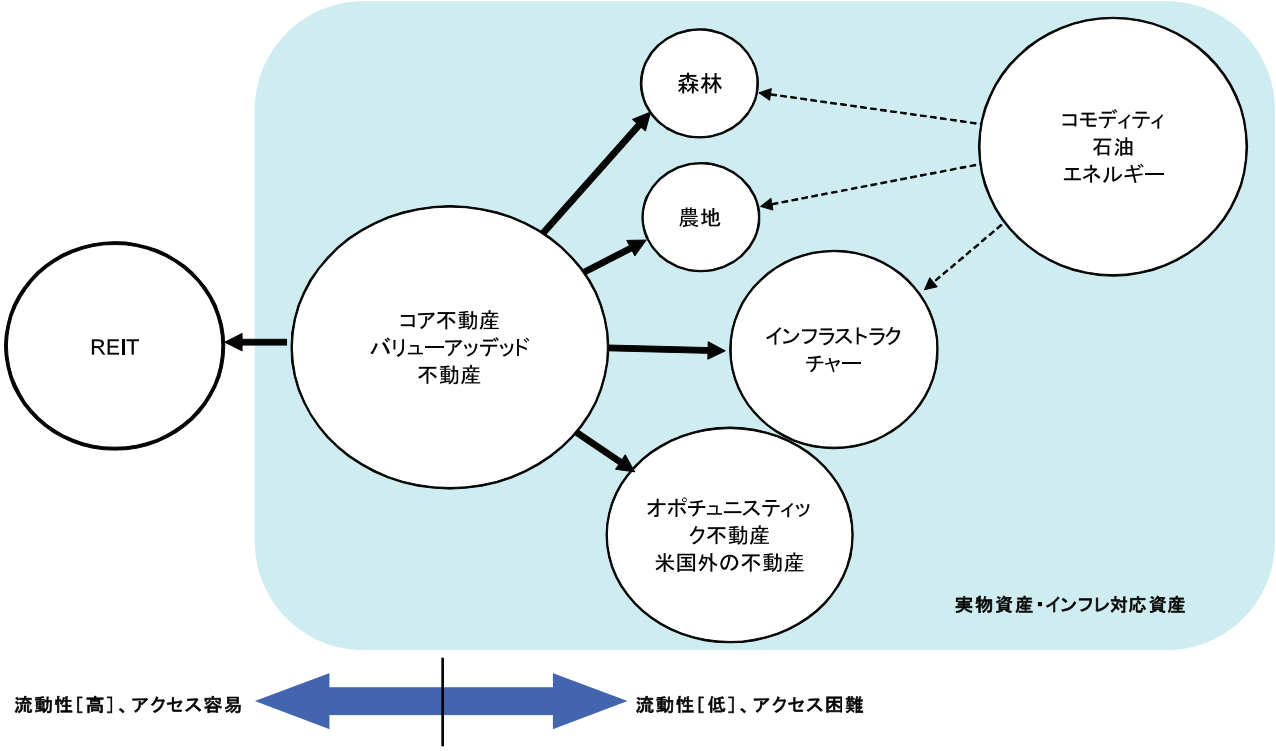
イェール大学基金における運用資産内訳

（6月30日時点）　10-Jun

		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	（目標）
イェール大学資産配分	米国株	15.4%	14.9%	14.8%	14.1%	11.6%	11.0%	10.1%	7.5%	7.0%	7.0%
	債券	10.0%	7.4%	7.4%	4.9%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
	絶対リターン	26.5%	25.1%	26.1%	25.7%	23.3%	23.3%	25.1%	24.3%	21.0%	19.0%
	外国株	12.8%	14.6%	14.8%	13.7%	14.6%	14.1%	15.2%	9.8%	9.9%	9.0%
	プライベートエクイティ	14.4%	14.9%	14.5%	14.8%	16.4%	18.7%	20.2%	24.3%	30.3%	33.0%
	実物資産	**20.5%**	**20.9%**	**18.8%**	**25.0%**	**27.8%**	**27.1%**	**29.3%**	**32.0%**	**27.5%**	**28.0%**
	キャッシュ	0.3%	2.1%	3.5%	1.9%	2.5%	1.9%	-3.9%	-1.9%	0.4%	0.0%
（参考）基金財産（100万ドル）		10,524	11,035	12,747	15,225	18,031	22,530	22,870	16,327	16,652	
（参考）運用リターン		0.7%	8.8%	19.4%	22.3%	22.9%	28.0%	4.5%	-24.6%	8.9%	

（出所）"The Yale Endowment 2010"などより野村資本市場研究所作成

リアルアセット投資の概念

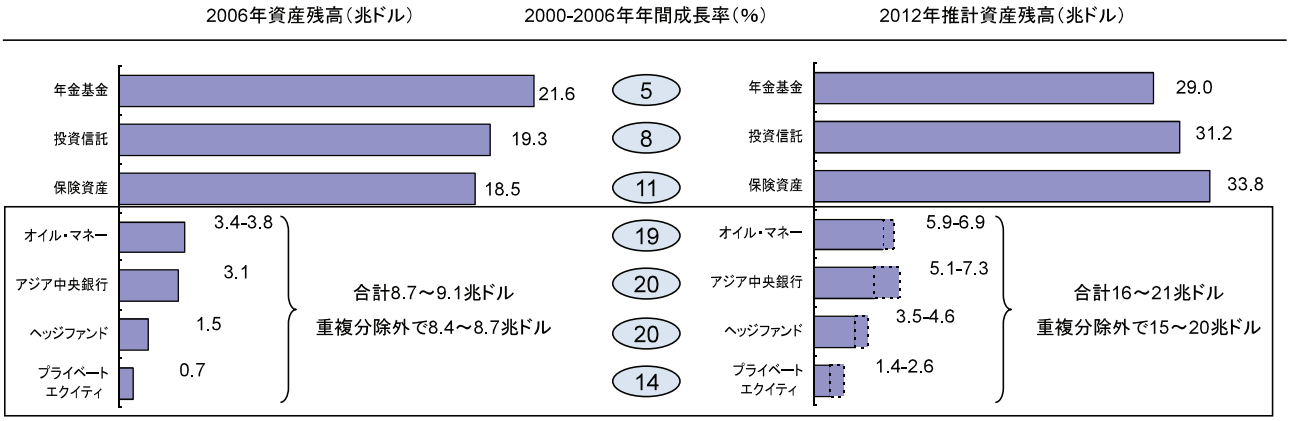


（出所）野村資本市場研究所作成

グローバル資本市場における新興勢力

リスク資本の出し手の変化

- 先進国における高齢化進展による投信資産の拡大
- オイル・マネー投資家、アジア中央銀行、ヘッジファンド、プライベート・エクイティなどの金融資産の成長



（注）2012年グラフの点線は中位推計、実線は低位推計を示す。中位推計は、オイル・マネー以外については2000-2006の成長率を前提とし、オイル・マネーについては2007年8月時点の石油価格1バレル70ドルを前提としたもの。低位推計は、オイル・マネー以外については成長の鈍化を前提とし、オイル・マネーについては1バレル50ドルを前提としたもの。

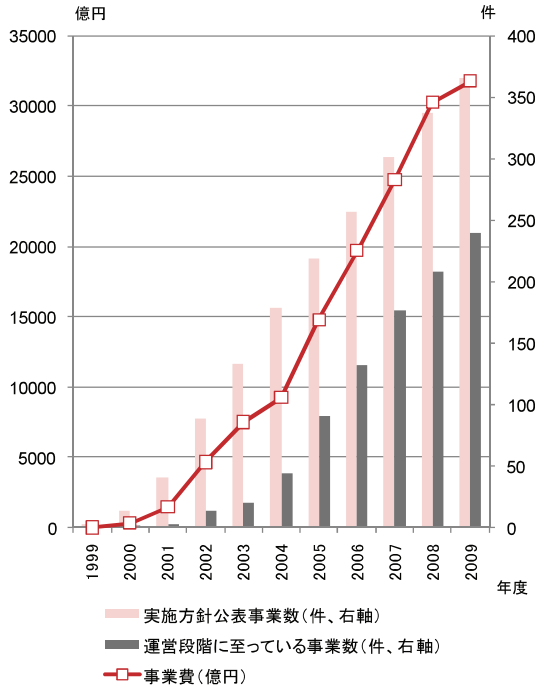
重複分はオイル・マネー投資家がヘッジファンドやプライベート・エクイティ等に投資している分であり、2006年では3,500億ドルと推計される。また、2012年低位推計では、オイル・マネーが6,500億ドル、アジアの国富ファンドが700億ドル投資していると推計される。

（出所）"The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets" McKinsey Global Institute (2007.10)より野村資本市場研究所作成

日本におけるPFIと制度改正

- 2011年5月24日・改正PFI法成立
- PFI事業の適用範囲拡大
  - 賃貸住宅などが追加
- 公共施設等運営権の設定を通じたインフラへの投融資の呼び込み
  - 「公共施設等運営権」に抵当権など金融的な権利設定・保全を可能に
  - 「公共施設等運営権」を償却対象資産として契約期間での減価償却を可能に
- コンセッション方式：初期投資の回収という動機付けで民間企業に規律を持たせると同時に金融機関からの経営監視を活用

日本のPFI市場：事業数及び事業費の推移（累計）



（出所）内閣府「PFIに関する年次報告」平成21年度より野村資本市場研究所作成