

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：不動産投資市場は甦るか

執筆者：宮城大学事業構想学部 教授 田邊信之氏

要 旨 （以下の要旨は 1 分 40 秒でお読みいただけます。）

高度成長の時代から長い間、日本では土地神話の下、不動産投資は絶対確実なものと信じられてきました。しかし、バブル崩壊やその後のサブプライムローン問題の顕現化などを契機に、不動産投資はリスクを伴うものだとの認識が一般化してきました。因みに東証 REIT 指数で見た昨年の J-REIT（日本版不動産投資信託）の時価総額は、一昨年のピーク時に比べ 7 割も下落しています。不動産投資市場は、内外の資金を自国に呼び込むことで新たな都市開発や社会資本整備を可能にする大きな機能を担っているだけに、その動向が注目されるどころです。

今回は、不動産投資や証券化の実情に詳しく、官庁等での専門部会委員のご経験もある宮城大学事業構想学部 田邊信之教授に、最近の不動産投資市場の動向と今後の見通しについて、豊富な図表も交えながら解説していただきます。



先ず、不動産投資市場は現在約 68 兆円に上ると推計されており、これに新たな収益不動産として活用される見込みのある法人所有不動産が 490 兆円にも及ぶため、不動産投資市場の今後の潜在成長力はかなり大きいと見込まれます。

しかし、今回のサブプライムローン問題の表面化以降、不動産市場に投資する不動産ファンドは資金調達が困難な状況に陥りました。幸いなことに、世界的な金融危機が最近沈静化してきたのと軌を一にして、経営破綻に陥るファンドが大きく露呈することなく推移しています。

問題は、不動産投資市場がこれから甦るかですが、①石油資源を原資とする中東諸国政府系ファンド等潤沢な運用資産の存在や、②投資判断における「キャッシュ・フロー」と「リスク・リターン」の共通した基準に変化はないこと、③資産運用ではリスク分散ニーズなどが引き続き認められること、等これまでの不動産投資市場を拡大した要因は不変であることから、不動産投資が再び活発化する可能性はきわめて高いと分析されています。

この度の世界的な金融危機を経て、不動産投資市場におけるコンプライアンス（法令遵守）の意義が各国の市場で再認識されています。結局、不動産投資資金の流入にはエクイティストーリー（資本を集めるための成長戦略）の構築、リスクマネジメントの強化とともに、コンプライアンス重視の姿勢が重要な要素となろう、と結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

不動産投資市場は甦るか

宮城大学事業構想学部教授
田邊信之

1. 不動産投資市場は 40 兆円を超える規模に成長

日本において本格的な不動産投資が始まったのは 1997～98 年頃であり、現在までにまだ 10 年強しか経っていません¹。しかし、この間に不動産投資市場は証券化というツール（道具）を活用しながら急速に拡大し、現在では証券化された投資用不動産だけでも 40 兆円を超える規模にまで成長しました。まだ市場で取引されていない収益不動産を含めれば、その市場規模は 68 兆円にのぼると推計されています。新たに収益不動産として供給される可能性がある法人所有不動産も 490 兆円あることからすれば、不動産投資市場の今後の成長のポテンシャルはかなり大きいものがあるといえるでしょう（図表 1）。

2. 不動産投資市場の果たす 3 つの機能

日本の経済・産業という観点から見た場合、不動産投資市場が果たす機能には大きく 3 つのがあります。

第 1 番目の機能は、不動産市場と国内外の金融・資本（証券）市場をつなぐ機能です。不動産投資市場は国内外の多様な投資家の資金を呼び込み、その資金を既存の収益不動産の取得・維持管理に振り向けるとともに、新たな都市開発や社会資本整備にも活用するのです（図表 2）。

第 2 番目の機能は、投資家に対して良質な資産運用機会を提供する機能です。投資家は資産の運用に際し、それぞれの投資目的や投資対象のリスク・リターン特性に応じて、アセット・アロケーション（資産配分：株式、債券、不動産などへの配分）を決めます。一般に株式はハイリスク・ハイリターン、債券はローリスク・ローリターン、不動産はミドルリスク・ミドルリターンの特性を有します。また、不動産は株や債券とは異なった値動きをするので、投資対象に不動産を組み込むことによってリスク分散を図ることができます。

第 3 番目の機能は、不動産投資ビジネスを創造する機能です。不動産投資ビジネスの市場規模を正確に把握することは困難ですが、J-REIT と私募ファンドが実際に運用している不動産の単純合計だけでも 20 兆円を超える規模（2008 年 12 月末現在）に達しています（図表 3）。不動産投資にはデューデリジェンス（不動産の詳細調査）が付随しますし、そこから派生する不動産売買の仲介、プロパティマネジメント（不動産管理）、建物建設なども加えると、その市場規模はさらに拡大します。

3. 金融危機の不動産投資市場への影響

市場の信用収縮

日本の不動産投資市場は今回の金融危機以前までは順調に成長し、日本経済にとっても社会資本整備にとっても重要な役割を果たしてきました。しかし、2007 年春頃から兆候があった米国のサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）の焦げ付き問題が 2008 年に入って顕現化し、世界的規模での信用収縮が起き、それが日本の不動産投資市場にも大きな影響を及ぼすことになりました。

¹不動産投資を広義に定義すると、日本で昔から行われていた土地投資、アパート投資などもこの範疇に含まれる。ここでいう不動産投資とは不動産が収益価値で取引されるようになり、株式や債券と並ぶ投資対象と捉えられるようになってからの狭義の不動産投資のことを意味する。

既に 2008 年春頃から日本の金融機関は不動産業向け融資を厳格化してきていましたが、2008 年 9 月に米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズが経営破綻してからは、不動産投資市場に流入する投資資金は急速に縮小しました。外国人の投資資金が J-REIT(日本版不動産投資信託、投資口<株式会社の株式に相当>を発行・上場して多くの投資家から資金を集める不動産ファンド)市場からも急速に引き上げられ、東証 REIT 指数は 2007 年 5 月末のピーク時に比べて 2008 年 11 月 20 日には約 7 割も下落し、一時 6 兆円を超えていた投資口(株式会社の株式に相当)時価総額も約 2 兆円にまで縮小しました。

資金調達難の要因

世界中のリスクマネーが縮小するなか、J-REIT をはじめとする不動産ファンドは、エクイティ(資本に相当)、デット(借入)の両形態による資金調達がともに困難な状況に陥りました。その主な要因は、次の 5 点です。

第 1 は、全産業にわたる信用収縮の中で、大企業も含め多くの企業が資本(証券)市場から調達していた資金を、金融機関からの借入に振り替えようとしたことです。金融機関はこうした資金需要に応えるため、不動産投資市場に回す資金を絞らざるを得なくなったのです。

第 2 は、信用収縮の中で自らの資金繰りがタイトになった金融機関が、返済期日を迎えた貸出金について資金回収に動いたことです。

第 3 に、株価下落が続いたことにより、銀行の自己資本比率を 8%以上に維持することを求める BIS 規制(BIS: Bank for International Settlement、国際決済銀行)が、銀行の貸出スタンスを抑制する方向に作用しました。

第 4 は「オフバランス・レンダー」の貸出機能が事実上機能不全に陥ったことです。オフバランス・レンダーとは、貸出をした債権を証券化によって売却する金融機関(外資系投資銀行が主なプレイヤー)のことを意味します。オフバランス・レンダーは不動産向けの貸出債権(ノンリコースローン<返済原資限定貸付>)を証券化の手法で SPC(特別目的会社)に売却することによって、ノンリコースローンの資金を回収します²。しかし、金融危機の影響でノンリコースローンの証券化商品(CMBS: Commercial Mortgage Backed Securities、商業用不動産担保付ローンの証券化商品)に投資する投資家(主に金融機関)が集まらなくなったので、ノンリコースローンの資金回収が困難になったのです。

第 5 は、日本の景気の悪化が見込まれる中で、金融機関が選別融資を強化し、REIT そのものやスポンサーの信用力に不安のあるリート(投資口)に対する貸出を極力回収しようとしたことです。銀行の不動産業向け貸出比率が 14%以上に膨れ上がっていたこともこうした動きを加速させたものと考えられます。

デット市場が収縮するなか、2009 年 1~3 月を期限とする借入金を持つファンドの数も多く、このままでは 1~3 月のリファイナンスができずに経営破綻に陥るファンドが続出するのではないかと疑心暗鬼が不動産投資市場を覆う状況になりました。しかし、世界的な金融危機が沈静化する兆候を見せたことに加え、官民が協力して迅速に適切な措置(図表 4)を講じたこともあり、2009 年 3 月においてリスクが顕現化することはありませんでした。



² このように、売却(ディストリビューション)を前提としてローンを組成(オリジネート)することを OTD(Originate to Distribute)という。

4. 不動産投資市場は甦るか

従来の市場拡大要因

金融危機によって世界的に低迷している不動産投資市場が再生するのかという問いに答えるためには、これまで不動産投資市場がグローバル化しつつ市場規模を拡大してきた要因を整理し、それが金融危機後も継続するものなのか否かを検討することが有効です。グローバルに不動産投資市場が拡大した主な要因は、①潤沢な運用資産の存在、②投資判断基準の標準化、③資産運用におけるリスク分散ニーズ、の3点に整理することができます。

①潤沢な運用資産の存在

不動産投資市場のグローバルな拡大をもたらした最大の要因は、世界中の投資家の資産運用ニーズです。特にここ数年間は、世界的な金融緩和の中にあつて、余剰資金が市場に溢れ、これが株式、債券、不動産、石油など様々な資産に分散投資されました。

金融危機を契機に、こうした投資マネーの米国一極集中に変化の兆しが生じています。しかし、貿易黒字が拡大するアジア諸国や石油資源を有する中東各国が獲得したマネーを運用する政府系ファンド（SWF：Sovereign Wealth Fund）の運用資産は急速に膨らんでいますし、世界各国の年金による資産運用残高も着実に増加しています（図表5）。世界300年金の運用資産総額は約12兆ドル（2007年、ペンション&インベストメントとワトソン・ワイアットの共同レポートによる）、世界の政府系ファンド（SWF）の運用資産規模は約5兆ドル（UNCTAD＜国連貿易開発会議＞公表推計）に及んでいます。しかも、年金、SWFともに、その資産残高は今後とも増加することが予想されます。もちろん、日本国内にも個人の金融資産1,500兆円をはじめとする豊富な運用資産があります。

したがって、マネーの流れが変わることはあっても、資産運用ニーズそのものが、急速に後退することはないと考えられます。

②投資判断基準の標準化

不動産投資市場のグローバルな拡大をもたらした第2番目の要因は、投資判断基準が標準化されたことです。

現在では、何かに投資しようとするときには、基本的には「キャッシュフロー（CF）」と「リスク・リターン」という共通指標で投資判断をするようになりました。標準化を支えているのが、英語と欧米流の投資理論の普及です。共通の言語と共通の投資理論で、世界中の投資家が会話をすることができるようになったことが、投資拡大のインフラとしての機能を果たしたのです。

金融危機後も、投資判断の標準化そのものには変化はありません。したがって、今後も不動産投資市場のグローバルな拡大に寄与するものと考えられます。

③資産運用におけるリスク分散ニーズ

資産運用ではリターン向上とともに、リスク分散を図ることも必要です。そこに株式や債券とは異なるリスク・リターン構成を持つ不動産に対する投資ニーズが生まれました。また、金融のグローバル化が進展する中で、更なる収益機会の拡大、リスク分散を図るために、国内だけでなく、海外の不動産への投資が進められてきました。

米国発の金融危機が一気に世界中に広まったこともあり、グローバル投資のリスク分散効果に対する疑義を差し挟む意見もあるようですが、少なくとも資産特性が株や

債券と異なる不動産に対する投資ニーズは、今後も大きな変化はないものと考えられます。

6. グローバルな市場間競争に生き残ることが課題

不動産投資活発化の見通し

このように見てくると、不動産投資市場のグローバルな拡大をもたらした要因は、現在でも基本的には変わっていないことがわかります。したがって、金融危機の影響が薄れてくれば、不動産投資が再び活発化する可能性は極めて高いといえるでしょう。

むしろ、日本にとっての重要課題は、グローバルな不動産投資が活発化したときに、国内外の投資マネーを如何にして日本に引き寄せるかということです。それでは、国内外の投資マネーを日本の不動産投資市場に流入させるためには、どうしたら良いのでしょうか。

投資マネー流入の条件

まず重要なことは、当面の金融危機の影響から脱却し、早期に不動産投資市場の機能を復活させることです。この点に関しては、既に官民が協力して対応策を講じています。

次に必要なことは、日本の不動産投資市場の 10 年以上にわたる経験の中で、明らかになってきた中長期的な課題を認識し、その改善、向上に取り組み、投資家にとってより魅力的な市場を創造していくことです。

具体的には、資産運用面では、①原資産の投資対象としての適格性を維持すること（サブプライムローンの証券化商品のようなものは組成しない）、②適正なリスク分散を図ることが重要となります。資金調達面では、①中長期的運用が望まれる不動産投資とその資金調達（デット、多くは 5 年以内）の期間のミスマッチへの対応と、②金融逼迫時のリファイナンス（借入金の借換え）問題への対応が課題となります。③中長期資金を取り込むためのエクイティ・ストーリー（資本を集めるための成長戦略）の構築も欠かせません。また、グローバルな金融危機を経て、コンプライアンス（法令遵守）の重要性が世界的に強調されるようになってきました。これからグローバルな市場間競争が激化することが予想される中であって、コンプライアンスが遵守されているか否かは、各市場の競争力を決めるうえでの重要な要素となるでしょう。

以 上

執筆者紹介

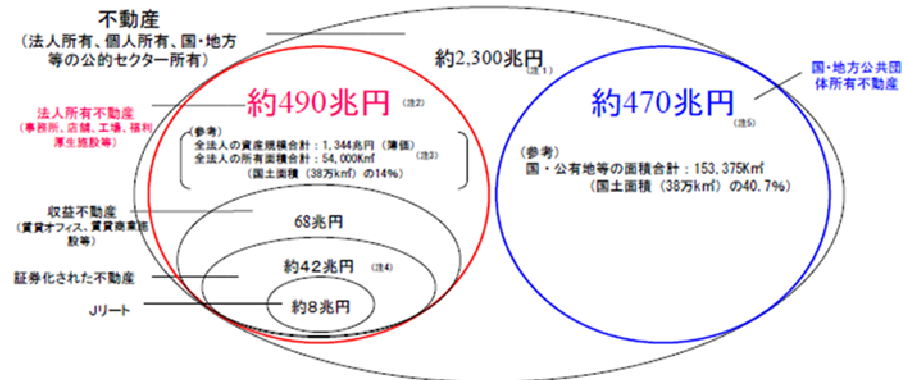
田邊 信之（たなべ のぶゆき） 宮城大学事業構想学部 教授
1957 年 東京都生まれ

<学歴> 1980 年 3 月 京都大学法学部卒業
<職歴> 1980 年 3 月 日本興業銀行 入行
1993 年 6 月 営業第十部企画班 調査役
1995 年 名古屋支店 審査役
1998 年 興和不動産(株) 出向 企画室次長、不動産ファンド準備室長等歴任
2005 年 ジャパンエクセレントアセットマネジメント(株) 取締役企画管理本部長（CFO）
2009 年 4 月～公立大学法人 宮城大学 事業構想学部教授

<主な著書・論文>

「不動産投資市場再生のシナリオ」（住宅新報社、2009 年秋予定）
「基礎から学ぶ不動産投資ビジネス」（日経 B P 社、2004 年 4 月）
～八重洲ブックセンター、丸善等でビジネス書のベストセラー
「図解 不動産証券化入門」（住宅新報社、2006 年 4 月）
「日本産業読本」（東洋経済新報社、1989 年 3 月、共著）ほか多数

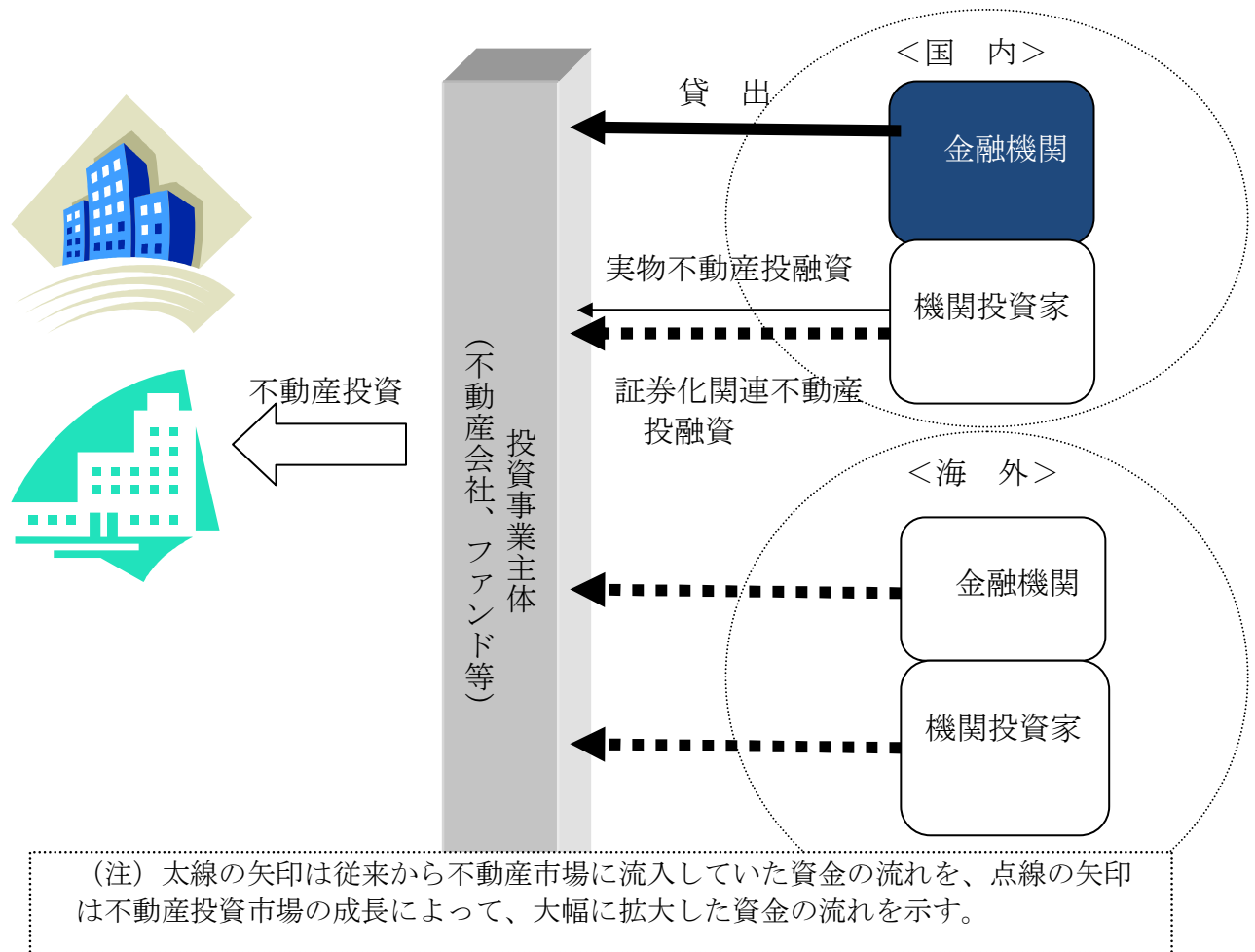
図表 1：日本の不動産の形態別の市場規模



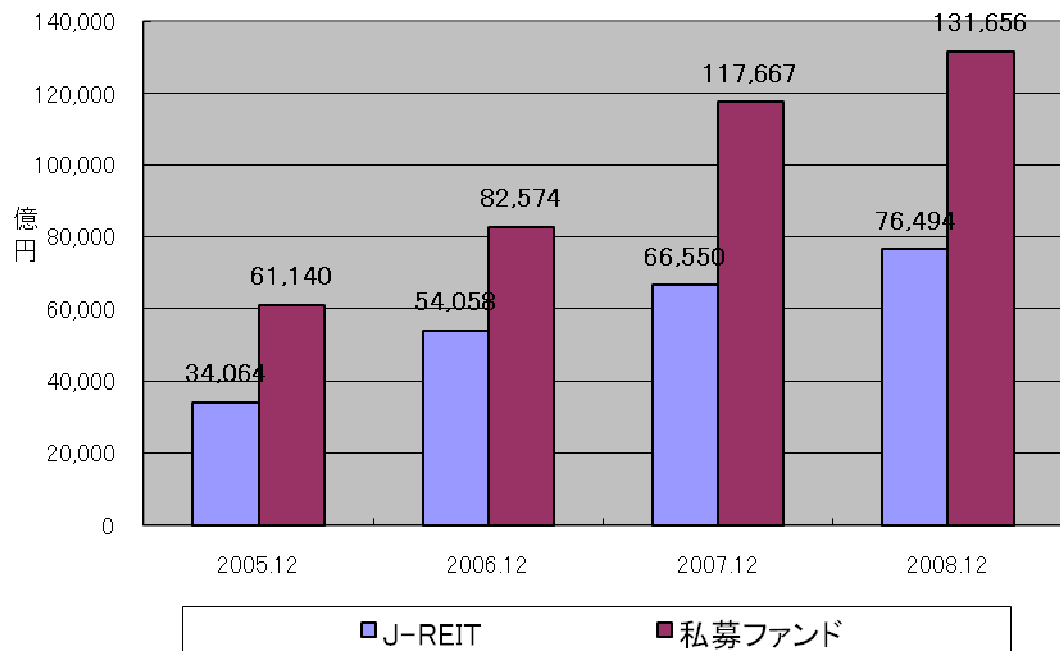
資料：国民経済計算速報(平成19年度速報)、土地基本調査報告書(平成18年)、不動産の証券化実態調査(平成19年度)
 (「不動産」、「国・地方公共団体所有不動産」は平成19年末時点、「法人所有不動産」、「収益不動産」の資産額は平成15年1月1日時点、「証券化された不動産」、「Jリート」の資産額は平成19年度末時点)。
 (注1)住宅、住宅以外の建物、その他の構築物及び土地の総額
 (注2)土地基本調査に基づく時価ベースの金額
 (注3)法人企業統計に基づく簿価ベースの金額(平成17年末時点)
 (注4)証券化された不動産の累計の簿価
 (注5)国定資産及び土地の総額

出所：国土審議会土地政策分科会企画部会「土地政策の中長期ビジョン」より抜粋

図表 2：不動産投資市場への投資資金の流入



図表3 : J-REITと私募ファンドの運用資産額の比較(取得価格ベース)



資料: 不動産証券化協会「会員私募ファンド実態調査委」に基づき作成



図表 4：金融危機における J-REIT 向け政策対応

資料：各種公表資料を基に作成

目的	政策内容	関連官公庁	備 考
資金 繰り 支援 策	危機対応円滑化業務	日本政策金融 公庫（日本政 策投資銀行が 窓口）	資金繰り支援融資枠 10 兆 円。日本政策投資銀行法を改 正。2009 年 7 月末残高：2 兆 721 億円（J-REIT 向け以外を 含む）。
	REIT の資金繰りに関するモニ タリング調査	金融庁	
	投資法人債、投資法人向け証 書貸付債権、投資法人の振り 出す手形（A 2 格以上）の日銀 適格担保化	日本銀行	担保種類、残存期間によって 担保掛目に違い（65%～ 97%）。 41REIT の内、R&I 格付 AA－ 以上は 10 社
	官民ファンド （不動産市場安定化ファン ド）	日本政策投資 銀行	官民の検討委員会を経て 2009 年 9 月にファンド組成済 み。
制度 面の 改正	導管性要件の緩和（税務上の 所得の 90%→会計上の利益の 90%）	財務省、金融 庁、国土交通 省	* 導管性要件 投資法人に実質的に法人税がか からないようにするための要 件。利益を投資家に 90%超分配 すると分配金相当額を利益から 控除できる。
	REIT 同士の M&A の制度改正	財務省、金融 庁、国土交通 省	負ののれん代（→配当原資か らの控除）、合併時の端数口 処理（→合併交付金）
	銀行等保有株式取得機構の買 取対象に J-REIT の投資口を追 加	財務省、金融 庁、国土交通 省	格付けがトリプル BBB－以 上の商品に限定

図表 5：政府系年金基金のランキング（2008 年末）

順位	年金基金	国名	資産総額(百万ドル)
1	GPIF	日本	1,284,612
2	Government Pension Fund	ノルウェー	339,149
3	National Pension	韓国	190,352
4	Postal Savings Fund	台湾	154,160
5	Central Provident Fund	シンガポール	105,338
6	Employees Provident Fund	マレーシア	98,844
7	Canada Pension	カナダ	86,717
8	National Social Security	中国	82,397
9	Fondo de Reserva Seguidad	スペイン	79,753
10	GEPF	南アフリカ	74,365
11	Future Fund	オーストラリア	45,193
12	Employees' Provident	インド	41,089
13	FRR	フランス	37,884
14	AP Fondon 3	スウェーデン	22,565
15	National Pensions Reserve	アイルランド	21,591
16	AP Fondon 3	スウェーデン	21,551
17	AP Fondon 3	スウェーデン	21,541
18	AP Fondon 3	スウェーデン	20,850
19	Zilverfond	ベルギー	18,565
20	State Pension	フィンランド	14,448

出所： Pension & Investments, Watson Wyatt

