

期待高まる不動産証券化商品

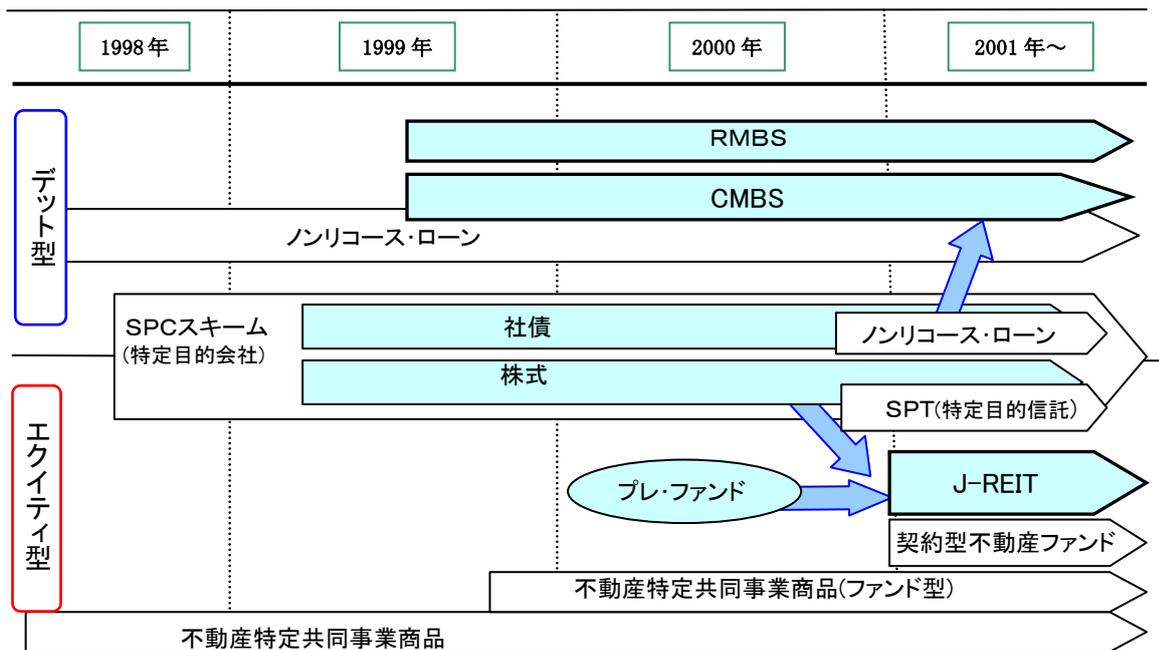
不動産証券化が活発になり、オルタナティブ（代替）投資対象として、年金基金の関心も高まっている。しかし、不動産の価格変動リスクを負うエクイティ（株式）型証券は、投資判断が難しいため、投資家への十分な情報開示と不動産運用に精通した専門機能の確立が望まれる。

不動産証券化元年といわれた 1999 年以降、不動産証券の発行額は増加し、デット（債券）型、エクイティ（株式）型合わせてすでに 1 兆円を超えたとみられる。また、不動産向けノンリコース・ローンの証券化商品（CMBS）や住宅ローンの証券化商品（RMBS）も急増している。さらに、11 月解禁予定の会社型不動産投信は日本版 REIT（J-REIT：ジェイ・リート）と呼ばれ、東証で来年 3 月に新市場が創設されることから、本格的なファンド型の不動産投資商品が登場する 2001 年は不動産ファンド元年として期待されている。

今後、デット型商品では、特定少数の不動産を基にした SPC の社債に加え、対象資産のリスク分散が効いた CMBS が機関投資家向けに社債代替として普及する可能性が高い。また、不動産価格変動リスクのあるエクイティ型商品では、機関投資家向けの私募型 SPC やファンドに加え、個人投資家を視野に入れた公募型ファンド（J-REIT）が実物不動産代替として拡大するとみられる（図表 1）。

これまでの不動産証券化は、企業の新しい資金調達手段として進められてきた側面が強いが、一方、運用難に悩む投資家の関心も高まり、最近では、年金基金がデット型（A 格はもちろん、BBB 格も）に止まらず、よりハイリスクのエクイティ型に投資する例もみられる。

図表 1 不動産証券化商品の今後の展開



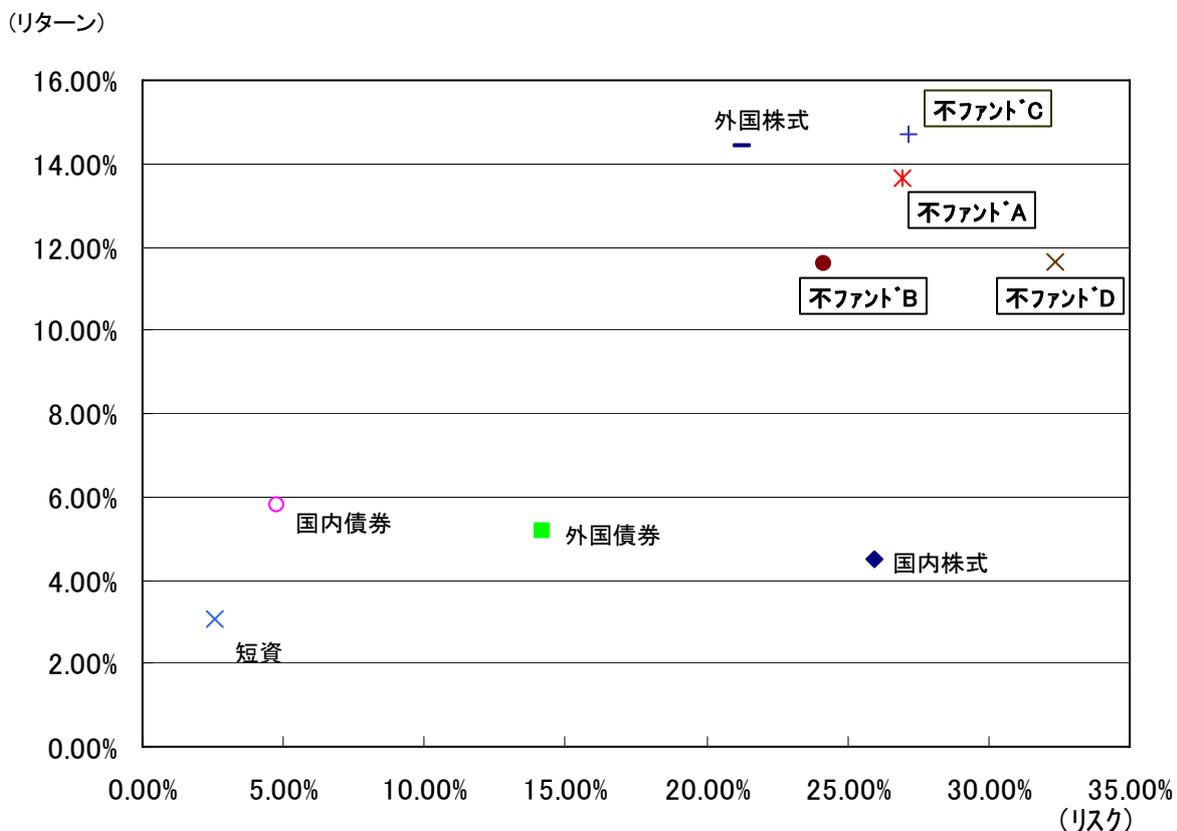
(注) ノンリコース・ローンとは、担保となっている不動産にしか債権の求償権が及ばない貸付で、債務者の他の資産からの回収は求められない。

年金基金は、かつて実物不動産に積極的に投資した時期もあったが、バブル崩壊後の資産配分比率は1%にも満たず、米国のように一つのアセットクラスとみなされていない。不動産市場に底打ち感がなく先行きも不透明なため、実物投資を再開する動きはない。しかし、現時点では流動性に乏しい不動産証券化商品については、実物投資に比べて小口で投資できることもあり、オルタナティブ（代替）投資の対象として関心が高まっている。

特に、会社型不動産投信である J-REIT が、東証の新市場に上場されれば、流動性は向上しようが、裏付け資産である不動産の価格変動リスクと無縁ではありえない。ニッセイ基礎研究所が複数のオフィスビルで不動産ポートフォリオ（モデルファンド）を構築し、バブル期を含む過去 14 年のリスク・リターンを試算してみたところ、非常にハイリスク・ハイリターンであった(図表 2)。ただし、株式、債券など他の金融商品との相関性が低いため、分散投資メリットは期待できるだろう。

いずれにしても、不動産投資に関しては、信頼できる市場データが少なく、時価評価の考え方も定着していないことなどから、エクイティ型証券の投資判断は非常に難しい。そこで、エクイティ型商品の市場拡大には、投資家への十分な情報開示と、不動産投資顧問やファンド評価機関など不動産運用に精通した専門機能の確立が望まれる。

図表2 不動産モデルファンドのリスク・リターン試算(1986～1999年)



(注) ニッセイ基礎研究所が、都心部にある 11 棟の優良オフィスビルで構成されるモデルファンドを想定。不動産の時価評価の基準となる還元利回りについて、リスクフリーレートとリスクプレミアムの設定条件を4種類(不ファンド A~D)に分け、リターンを推計。