

REPORT I

不動産投資市場の動向

金融研究部門 岡 正規
oka@nli-research.co.jp

日本の不動産市場は、国内外の投資資金の流入と景気回復による不動産実需の増加により、投資が活発化している。

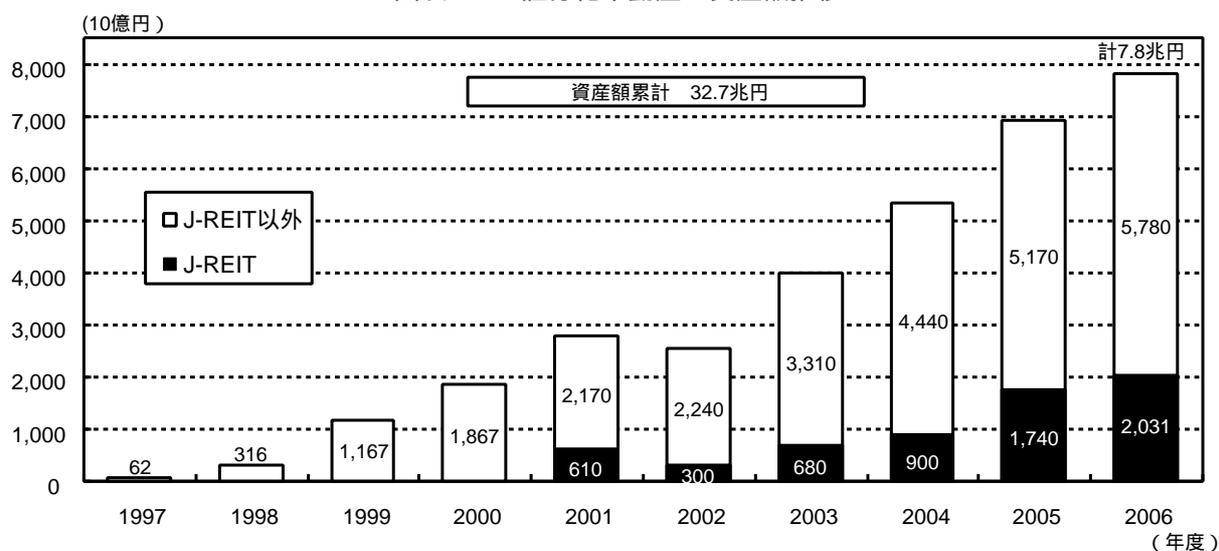
なかでも、私募型不動産投資ファンド（以下、「私募ファンド」という）と不動産投資信託（以下、「J-REIT」という）の市場の成長が著しい。

以下では、私募ファンド・J-REITに代表される不動産投資市場の現状についてみてみたい。

1. 市場を牽引する私募ファンドとJ-REIT

まず、不動産証券化に関するデータを確認しておきたい。国土交通省の「平成18年度不動産証券化実態調査」によると、証券化不動産の資産総額は2006年度単年ベースで7.8兆円となり、前年度に比べ約13%増加、2003年度からの3年間で2倍の増加となった。また、1997年度から2006年度までの10年間で約33兆円の累計額に達している（図表 - 1）

図表 - 1 証券化不動産の資産額推移

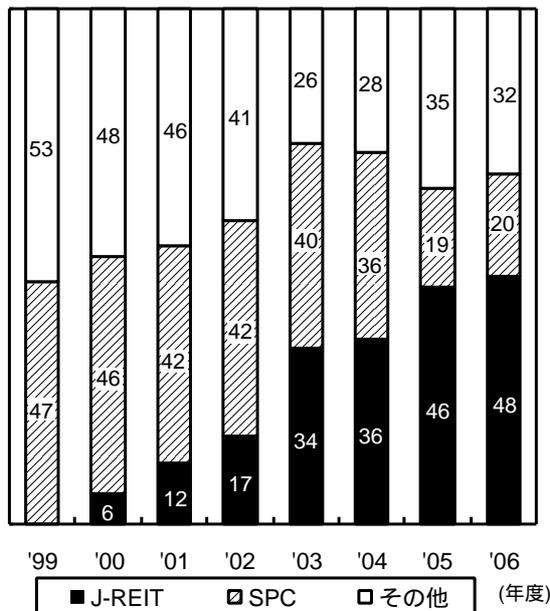


（注）2006年度の値は速報値。

（資料）国土交通省「不動産証券化実態調査」

また、最近では、J-REITや主に私募ファンドの投資ヴィークルであるSPC（特別目的会社）が、上場企業の不動産取引の7割前後を占めるまでに至っている（図表 - 2）。

図表 - 2 取引の主体別割合（価額ベース）
（%）



（資料）都市未来総合研究所

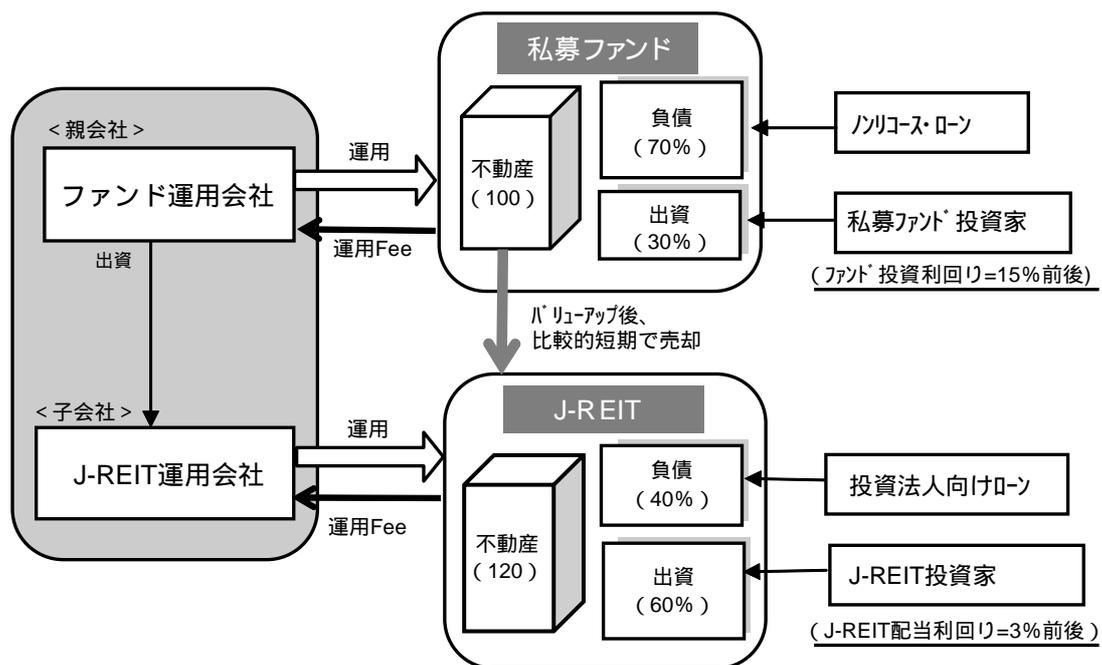
このように、1998年に登場した私募ファンドと、2001年に市場が立ち上がったJ-REITが、近年の市場拡大を牽引してきたことは間違いない。

私募ファンドとは、比較的高い負債比率の借入金と投資家の出資金を元手にして不動産を取得し、ファンド運用会社がバリュアアップ^{（注1）}などを行った後、比較的短期（3～5年）のうちに資産を売却して、投資家への高いリターンを実現するビジネスである。

一方、J-REITは、長期にわたり安定的に賃料収入を生む、値下がりにリスクの少ない不動産ポートフォリオを運用し、利益の90%超の配当還元を条件に法人税免除となる特典を活かして、投資家へ安定的に配当する仕組みである。

不動産証券化協会の会員を対象とした「私募ファンド実態調査（2006年12月末時点）」では、私募ファンドの出口戦略として、J-REITへの売却（20.2%）が他の私募ファンドへの売却（49.4%）に次いで多い。

図表 - 3 私募ファンドとJ-REITビジネスの概要

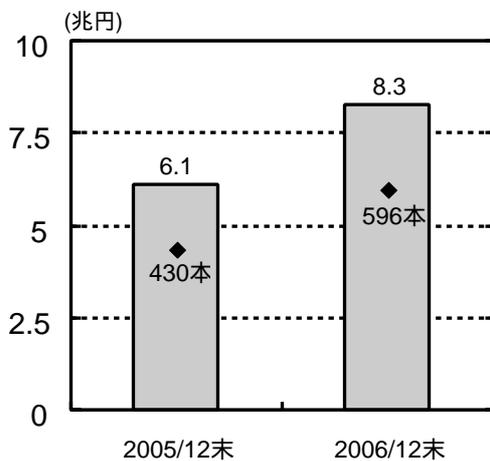


（資料）ニッセイ基礎研究所

また、私募ファンドとJ-REITを同系列の会社が運用するビジネスモデルも目立つ。ファンドブームの昨今は、J-REITの物件取得チャンスの拡大として評価する投資家も多いが、根底に利益相反（忠実義務違反）リスク^{（注2）}を抱えている点に注意が必要である（図表 - 3）

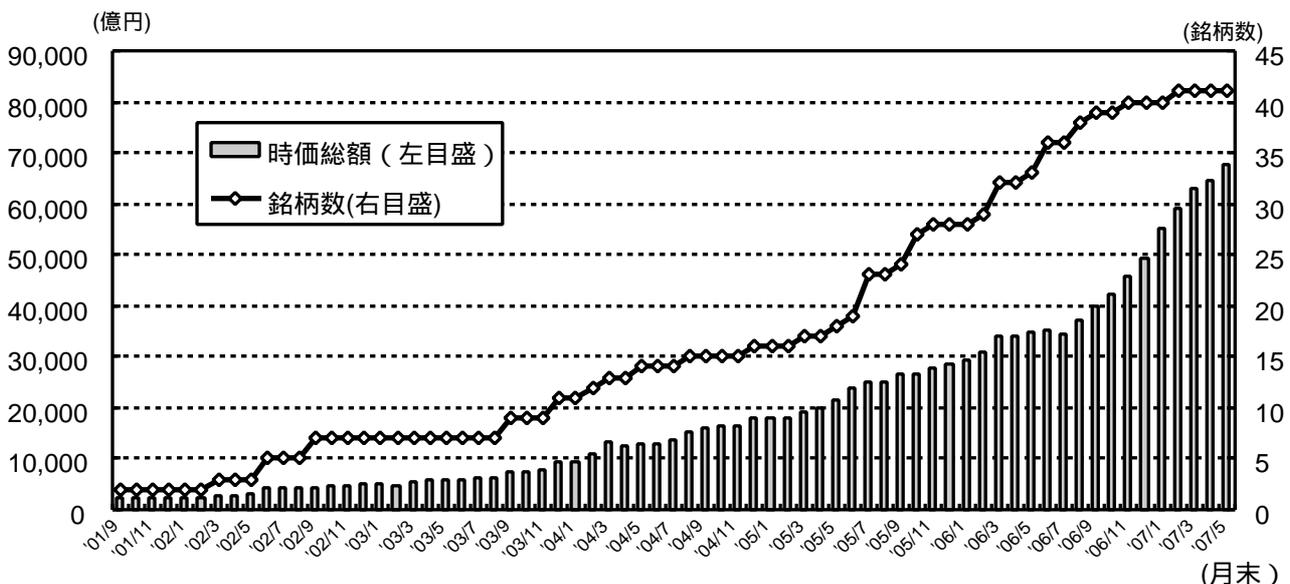
それぞれの市場規模をみてみると、不動産証券化協会の調査では、私募ファンドの運用資産額は8.3兆円^{（注3）}と、前年比で35%増、運用ファンド数もおよそ600本と38%増加している（図表 - 4）

図表 - 4 私募ファンドの運用数と資産額の推移



（資料）不動産証券化協会資料より作成

図表 - 5 J-REIT時価総額と銘柄数の推移



（資料）公表資料を基にニッセイ基礎研究所が作成

この運用資産額に調査対象外のファンドなどを含めれば、10兆円を上回っているものと推測される^{（注4）}。

J-REIT市場は、2001年9月に2銘柄、時価総額2,600億円余りでスタートしたが、現在、上場銘柄数41、時価総額は約25倍の6.7兆円^{（注5）}にまで成長している（図表 - 5）

それぞれの投資家は、私募ファンドの場合、市場草創期の2000年前後は、海外の年金資金やリスクマネーが中心であったが、その後、国内の事業法人や地銀などの金融機関、信託銀行を通じた年金資金の投資も増加している（図表 - 6）

J-REITの場合、最近の投資主体別売買動向をみてみると、外国人投資家と投資信託（投信）が価格上昇の牽引役となっている（図表 - 7）

後者については、2003年7月に投信協会の自主ルールが改定されたことにより、投信のJ-REIT投資が可能になったため、複数のJ-REIT銘柄に投資する不動産投資ファンド（ファンド・オブ・ファンズ）が急増したことが大きい。

現在、J-REITを投資対象に組み込んだファン

ド・オブ・ファンズは59本あり、1年前の28本から倍増している。ファンド・オブ・ファンズのJ-REIT投資総額は1兆503億円に達し、J-REIT時価総額の約15%を占める^(注6)。

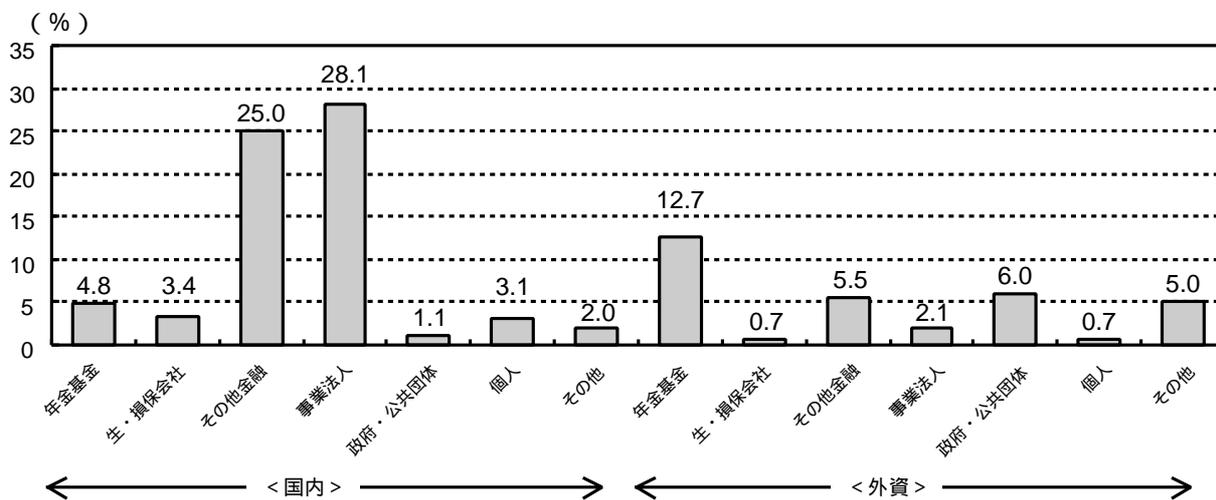
2. 投資資金増加の背景と市場の見通し

このように、不動産投資市場には、ファンドを通じて内外の資金が流入しているが、海外の投資資金流入の背景には、世界的なカネ余りによる過剰流動性の高まりに加えて、日本におけ

る不動産投資が相対的に有利な環境にあることが挙げられる。

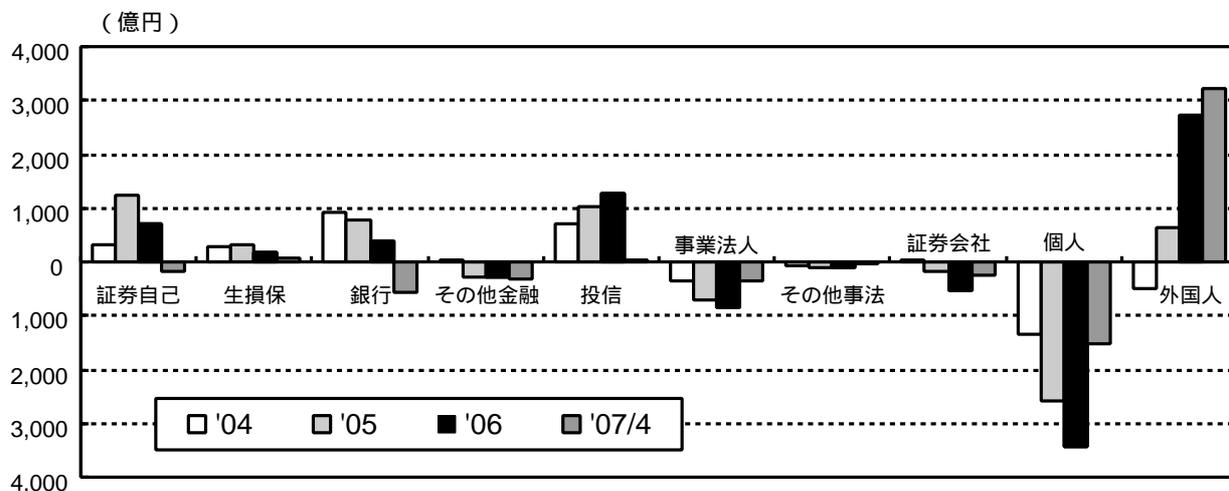
日本不動産研究所の「不動産投資家調査」によると、例えば丸の内・大手町のAクラスビル^(注7)の期待利回り(=キャップレート^(注8)、07/4時点)は、3年前に比べて1%低下し、4.0%である。キャップレートは、低下傾向(不動産価格は上昇)にあるものの、長期金利との差であるイールド・スプレッドの水準は2.4%ある(図表-8)。

図表 - 6 私募ファンドの投資家属性割合



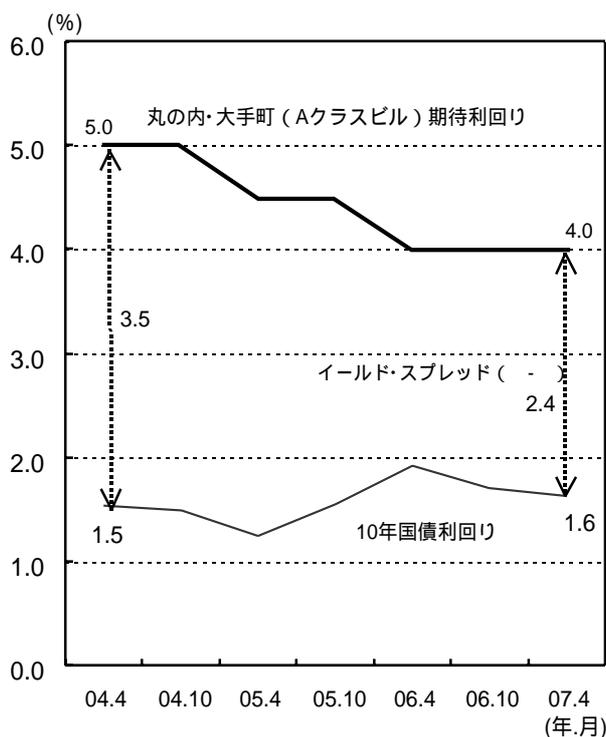
(注)数値は、加重平均値。
 (資料)不動産証券化協会「会員対象私募ファンド実態調査(第2回)」(2006年12月末時点)

図表 - 7 J-REIT主体別売買動向(代金ベース)



(注)2007年は4月末までの数値
 (資料)公表データを基にニッセイ基礎研究所が作成

図表 - 8 不動産イールド・スプレッドの推移



(資料) 日本不動産研究所資料等を基にニッセイ基礎研究所が作成

これに対し、欧米諸都市のイールド・スプレッドは、フランクフルトやパリで1%前後、ニューヨークやロンドンでは0%前後とされる^(注9)ことから、日本の投資環境が相対的に魅力的なことがわかる。

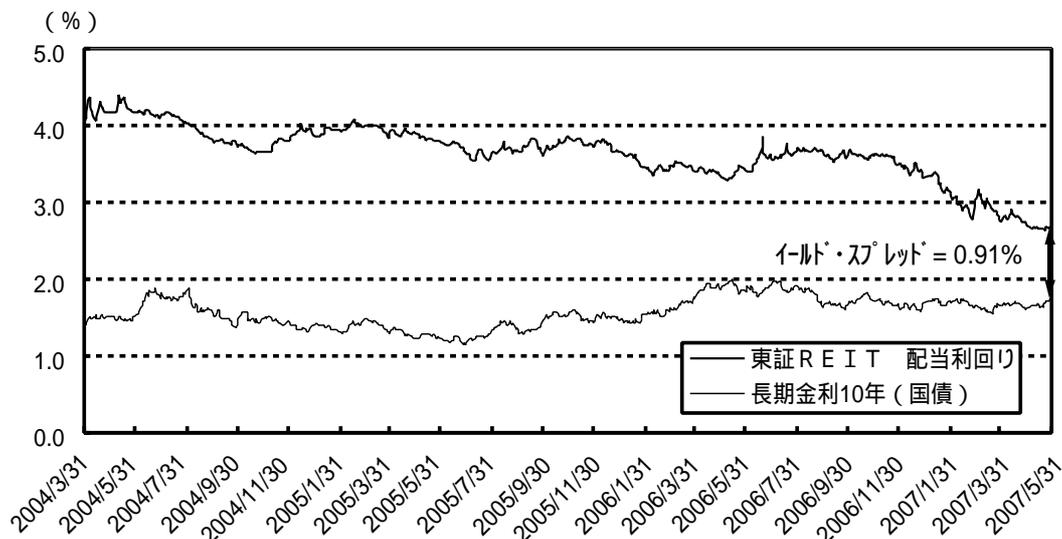
また、J-REITの配当利回りをみてみると、長期国債とのイールド・スプレッドが2007年5月末時点で0.91%と、この1年で0.7%も縮小したが、値上がり(キャピタルゲイン)期待が強いこともあり、低金利が続く国内市場では依然有利な投資対象のひとつとみられている(図表-9)

これまで順調に拡大してきた不動産投資市場は、好調な国内不動産市況と潤沢な内外投資資金の流入を背景に、今後も成長が続くものと予想される。ただし、不動産の金融商品化と資金の国際化が進んだ結果、内外の長短金利動向や株式市場との関係が以前に比べてはるかに強まり、不動産投資市場の変動リスクが高まっている点に、十分な注意が必要である。

特に昨今、存在感を強めている海外からの投資資金は、グローバルな投資環境の変化に敏感で逃げ足も速いため、市場の不安定化要因になりうる可能性が高い。

また、市場の常として価格形成に行き過ぎが生じる場合があるが、特に不動産は、市場が反転、下落すると買い手が付かなくなるなど、価

図表 - 9 J-REITイールド・スプレッドの推移



(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所が作成

格が一方方向に動きやすい資産特性があるだけに、注意が必要である。

いずれにしても、ファンドブームと騒される今こそ、投資家は、国内外の景気や金利動向など、不動産投資市場に影響を及ぼす可能性がある外部環境の変化を注意深く見守っていくべきである。

-
- (注1) 取得物件の賃料の値上げや稼働率改善、管理費削減などでキャッシュフローを増加させたり、権利関係の整理や耐震性の強化などでリスクファクターを軽減・除去することにより、資産価値を引き上げること。
 - (注2) 運用会社が資産規模に連動する運用報酬を目当てに高値で物件を取得したり、売買報酬目当てに不必要な売買を繰り返したり、運用に係わる業務の外部委託で運用会社自らの関係会社に便宜を図るといった行為、など。
 - (注3) 社団法人不動産証券化協会の会員（グループ会社も含む）の回答209社のうち、私募ファンドを運用しているとの回答70社（ファンド数596）の集計値（2006年12月末時点）。
 - (注4) 図表 - 1の資産額累計(32.7兆円)から、J-REITの累計額（約6.2兆円）を除くと26.5兆円の証券化対象資産が存在することになるが、それらの資産額には、私募ファンド運用以外の証券化資産も多く含まれている。
 - (注5) 2007年5月末時点。
 - (注6) 不動産経済研究所「不動産経済ファンドレビュー」2007.5.25号の集計値（2006年4月末時点）。
 - (注7) 最寄り駅より徒歩5分以内、延べ床面積5万㎡以上、築5年未満で、設備の仕様が標準以上のオフィスビル。
 - (注8) キャップレートは、不動産の収益に基づく価格を算定する際に用いられ（不動産価格＝収益÷キャップレート）、投資家が期待する利回りの目安のひとつとして用いられる。
 - (注9) Jones Lang LaSalle「グローバル・リアル・エステート・キャピタル」2007年5月。