

連日のように紙面でサブプライムローン問題がとりあげられ、国際的に金融・資本市場の大きな動揺が続いています。その余波で日本の株式市場は欧米以上に大きな下げが続ぎ、米国経済の成長減速が顕在化して、世界および日本の経済の先行きに対して慎重な見方が広がっています。このような状況は、これまで好調を持続してきた不動産市場にも様々な形で影響を及ぼし始めています。そこで、国内不動産市場に生じている変化とその要因を整理して、今後の不動産投資市場を素描してみます。

## 1 サブプライムローン問題による日米欧の金融市場の変化

日銀が公表したレポート「金融市場レポート 2007年後半の動き」を参考にして、国債市場、株式市場、クレジット市場の2007年末までの状況を概観します。日本の金融市場は、『欧米と比べて金融機関の損失が少ないために、国債市場やクレジット市場の動揺は比較的軽微で、信用スプレッドの拡大も総じて限定的に推移しています。社債や証券化商品の発行状況は概ね良好で、デット資金の調達機能に大きな支障は生じていないと見られます。欧米に比べると、国内投資家のクレジット資産に対する需要は、想定水準より長期金利が低下したこともあり、引き続き堅調とされています。』(括弧部分は、同レポートを参照して住信基礎研究所が作成)しかし、2008年に入ってから、欧米での信用リスクの一

段の高まりが日本にも波及し信用収縮が生じています。

一方、株式市場は、サブプライムローン問題と国内固有の問題が重なったこともあり、欧米以上の下げを記録しています。固有の問題とは、企業や政策に見られる改革姿勢の退潮と閉鎖性の復活、国内消費の足取りの重さに見られる内需の成長期待の弱さ、改正建築基準法による着工の大幅な遅れなどです。これらが要因となって、国際的に日本パッシングが進行し、企業業績のファンダメンタルズは堅調なものの株式市場は相当な割安水準まで売り込まれています。その結果、株式市場を通じた資金調達については非常に難しい環境が続ぎ、後述するようにJ-REIT市場でも新規上場の延期や投資法人の解散といった動きが出ています。

## 2 J-REIT市場における変化とその要因

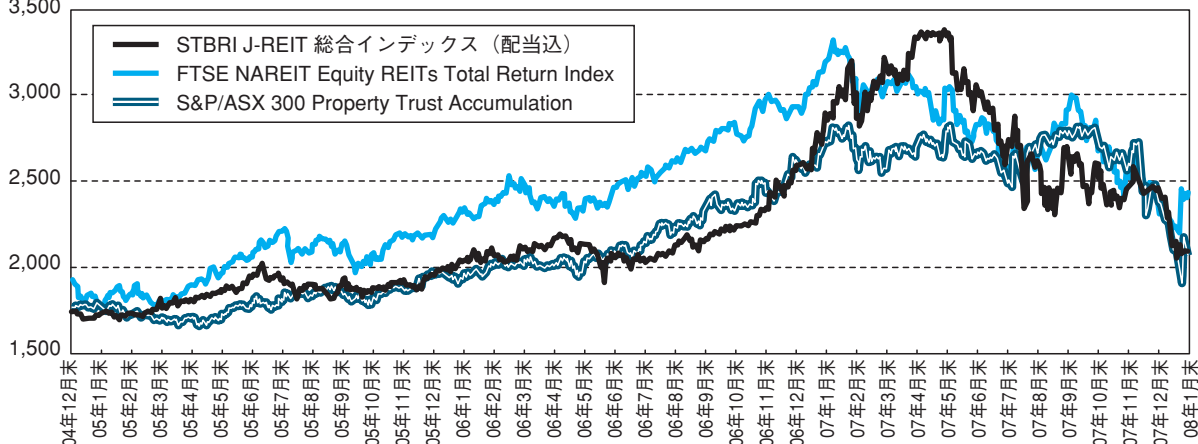
### ① 市場の調整と海外投資家

J-REITの投資口価格は、株式市場および海外のREIT市場と連動して大幅な調整が進行しています(図表1)。これまでJ-REIT市場の成長を支えてきた海外資金が、株式市場と同様に流出していることが主因です。2006年末から2007年5月にかけてのJ-REIT市場の急騰は海外資

金の大幅な流入によって形成されたもので、特にオフィス賃料上昇への過剰な期待があったとの見方があります。J-REITの本来の収益特性から乖離した、過度な成長期待の投資資金によって形成された上げ相場が、サブプライム問題の損失穴埋めなどを目的としたJ-REIT売りによって反転下落し、市況回復に向けて次の主要な買い手の登場が待望されている状況です。

■図表1 日・米・豪のREITパフォーマンス比較

2001年9月10日 = 1,000  
3,500



出所：Bloomberg, 住信基礎研究所

## ② J-REITによる不動産取得の状況

2007年は、年間取得額が対前年比31.6%減と増加ペースは減速しましたが引き続き資産規模を拡大しています。取得物件の内訳を見ると、価格が高水準の三大都市都心部では引き続き減少、都心周辺部や地方政令指定都市での取得は増加基調にあります。地方部では、ショッピングセンター等の商業施設が主な対象となっています。都道府県別に見ると初のJ-REIT投資が行われた県が4つあり、全国への拡大が進行しています。

## ③ J-REITの資金調達状況

J-REITが物件取得して成長するための資金調達は、増資および投資法人債発行による資本市場からの調達と金融機関からの借入れによって行います。

J-REIT市場の調整が長引いて、増資によるエクイティ調達が困難になると、物件取得の資金は金融機関からの借入れに依存することになります。金融機関からの借入れ条件は、いわゆる優良といわれる銘柄とその他銘柄とで格差が拡大しています。これは、サブプライムローン問題の表面化以前から、金融機関が貸出先の選別をより厳格に行っているためと推測されます。

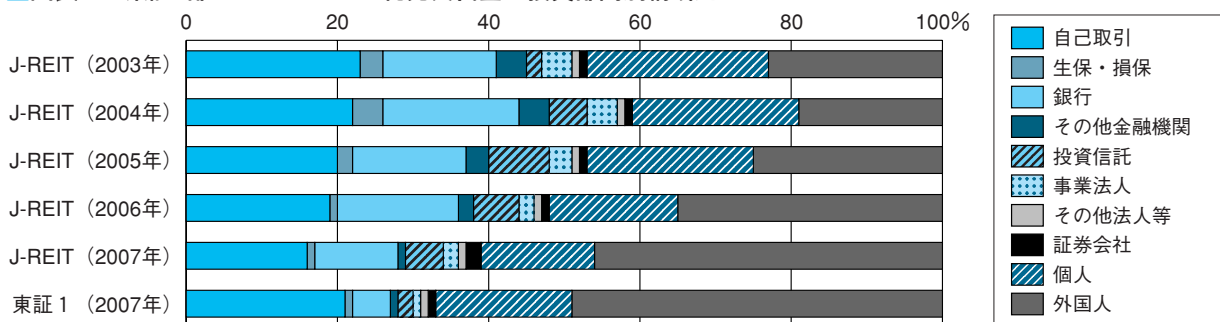
すべての銘柄が増資できない状況ではなく、増資のひとつの目安となる投資口価格が1口当たり純資産額を上回っている銘柄も多くあります（図表2）。優良と

■図表2 2003年までに上場した10銘柄の1口当たり純資産額と投資口価格（2008年2月29日時点）

銘柄	投資口価格 (円)	1口当たり純資産額 (円)
日本ビルファンド	1,300,000	710,643
ジャパンリアルエステイト	1,180,000	645,571
日本リテールファンド	640,000	648,805
オリックス不動産	602,000	547,703
日本プライムリアルティ	351,000	250,761
プレミア	629,000	524,698
東急リアル・エステート	866,000	578,697
グローバル・ワン	1,250,000	774,265
野村不動産オフィスファンド	886,000	589,565
ユニテッド・アーバン	672,000	562,043

出所：公表資料をもとに住信基礎研究所作成

■図表3 東証1部およびJ-REITの総売買代金の投資部門別構成比



出所：東京証券取引所資料をもとに住信基礎研究所

いわれる銘柄では、資金調達に大きな支障は生じていないので引き続き物件取得による成長が可能ですが、その他の銘柄では、資金調達が困難となって物件が取得できず、成長期待が薄れて市場での低評価が続き、やがて立ち行かなくなるおそれもあります。そのような場合には、新たなスポンサーによるパイプライン強化や信用補完による再生が図られることもあります。つまり、市場評価と金融機関の貸出し姿勢によって、J-REITの淘汰・再編につながる可能性があります。

淘汰・再編により低迷していた銘柄の成長可能性が回復し再び不動産取引市場での有力な買い手となれば、不動産取引市場の持続的成長に資することとなります。

## ④ J-REIT市場の価格調整機能

2006年末から2007年5月にかけての価格急騰とその後的大幅な調整に見られるように、価格変動が非常に大きくなっています。J-REITの本来の商品特性は、賃貸収益を分配金の原資とするので、安定的なインカムを期待する商品、つまり債券の代替商品と考えられます。また、株式や債券との相関の低さに注目した分散投資の対象となってきました。しかしJ-REITの市場規模は拡大を続けてはいるものの、株式市場あるいは米国、豪州のREITと比べてまだ小さいため、世界的な過剰流動性の下での大規模な海外資金の流出入によってJ-REIT市場の乱高下が引き起こされやすい面があります（図表3）。

調整局面が続く中で、シンガポール政府投資公社あるいは国内金融機関など、買い手回復の兆しもあります。賃貸市場が引き続き堅調さを維持するとの見通しを前提にすれば、価格下落によって配当利回り水準の魅力が大きく増したことも一因です。このように、実物不動産市場に先行すると見られるJ-REIT市場での価格調整が健全に機能するかが試金石となります。J-REIT市場で本来の商品特性（リスク特性）に見合った価格水準の修正（リスクのリプライシング）が行われれば、実物不動産市場の価格調整に反映されて相場の底を形成すると期待されます。

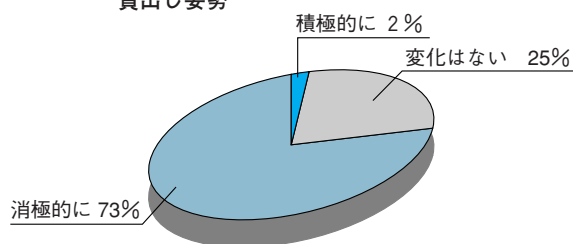
### 3 私募ファンド市場における変化と要因

不動産私募ファンド市場にもサブプライムローン問題の影響が広がっていますが、そもそも、サブプライムローン問題が大きく表面化する以前から、私募ファンドを取り巻く環境は好調というわけではありませんでした。サブプライムローン問題の影響を見る前に何が起こっていたかを確認しておきます。第一に、投資用不動産に対する需要が旺盛で価格が上昇しキャップレート（投資利回り）が下がる状況が続いたことから、投資家に価格警戒感がありました。第二に、投資用不動産価格の上昇や、行き過ぎたレバレッジ、不動産ファンドに対する融資残高の増加などを背景に金融機関の不動産ファンド向けの融資スタンスが慎重になっていました。第三に、2007年9月施行の金融商品取引法対応で私募ファンドの運用を行うアセットマネジメント会社は運用スタンスの明確化や戦略の見直しを迫られ、金融機関や投資家によるアセットマネジメント会社の選別が予想されていました。

こうした環境下の2007年夏頃、サブプライムローン問題が表面化しました。サブプライムローン問題が引き金となって私募ファンドに与えた影響としては、ノンリコースローンによる資金調達が難しくなったことと、J-REITを出口とする戦略の見直しが必要になったことがあげられます。資金調達が難しくなったことについては、海外でのCDO（サブプライムローンを証券化した住宅ローン担保証券などを更に証券化した債務担保証券）の流動性低下による評価損の発生により外資系金融機関が損失を被ったことも影響しています。私募ファンドは、投資家からのエクイティ出資と、金融機関からのノンリコースローンによって投資用不動産を取得するための資金を調達しています。外資系金融機関は、このノンリコースローンを証券化しCMBS（商業不動産ローン担保証券：複数のノンリコースローンを束ねて証券化した商品）を組成することが多いのですが、海外でのCDO流動性低下問題が国内外の証券化商品にも影響しCMBSのマーケットも急速に冷え込んでいます。外資系金融機関は、サブプライム問題による直接の損失に加え、CMBSマーケットの冷え込みもありノンリコースローン融資に慎重な姿勢をとるようになりました。比較的損失の少なかった国内金融機関も融資先の選別に慎重になるなど信用収縮の影響が出ています。

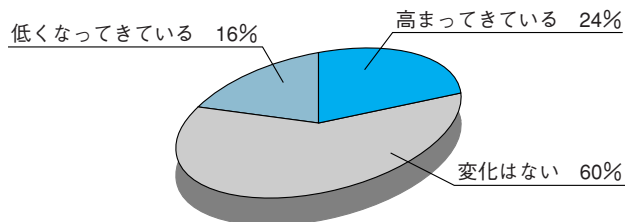
当研究所が昨年12月に実施した「不動産私募ファンドに関する実態調査2007年」の調査結果でも、「レンダの貸出し姿勢が消極的になった」と回答した割合が1年前の29%から73%に急増（図表4）したことや、今後組成が予定されているファンドのLTV（保有不動産に占めるローンの比率）水準も約2%ポイント低下しているなど、金融機関の貸出し姿勢の変化を示唆するものとなっています。

■図表4 不動産私募ファンドに対するローンレンダの貸出し姿勢



出所：住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査2007年」

■図表5 不動産私募ファンドに対するエクイティ投資家の投資意欲



出所：住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査2007年」

サブプライムローン問題のもうひとつの影響が出口戦略への影響です。私募ファンドでは運用期間を定めて運用を行っています（「不動産私募ファンドに関する実態調査2007年」では平均目標運用期間が4.6年となっています）。このため、運用期間終了後にどのようにして保有資産を売却するのか、つまり出口戦略が重要となります。これまではJ-REITへ物件を売却するといった出口戦略が描かれることが多かったのですが、J-REIT市場の変調によって、実現性が疑問視されることになり、私募ファンドは出口戦略を見直す必要が出てきました。運用期間終了時に有力な売却先を想定できない、競争力の劣る不動産を投資対象とする私募ファンドの組成が難しくなっています。

## 4 今後の国内不動産投資市場への影響

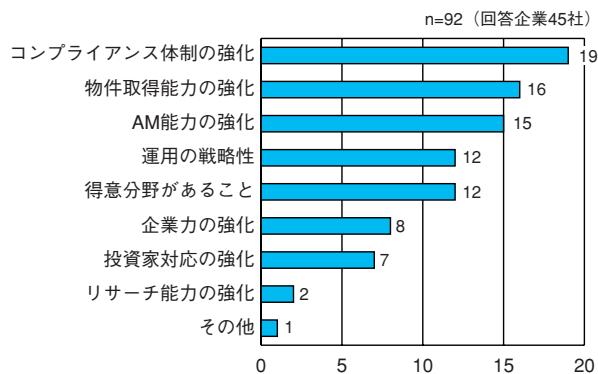
投資用不動産の売買市場で有力な買い手であったJ-REITや私募ファンドは資金調達がこれまでのように容易ではなくなっています。また、先に見たファンドを取り巻く環境変化に伴ってファンドの保有不動産を売却する動きも出ています。このため投資用不動産の需給状況はこれまでと比べ緩和されてきました。これまでの一方的売り手市場に変化が生じています。競争力の劣る投資用不動産は思ったような値段では買い手が付かず、売却価格を引き下げるものも出てきています。

こうした需給関係を見ると国内不動産市場は調整局面に入ったと考えられます。ただし、バブル期およびバブル崩壊後の大きな調整とは異なり比較的小規模なものに留まるものと判断しています。過熱感が出てきたら行き過ぎる前に調整局面入りするという、こうした動きは不動産が証券化され、収益に基づいた価格評価が広がるとともに、情報が広く公開されるようになったことで可能となった功績といえます。

不動産ファンド市場に参加しているアセットマネジメント会社をはじめとしたプレイヤーには逆風の時期であるとともにチャンス時期ともいえます。これまでのようにファンドを組成しさえすれば好成果が出る時代は去り、競争力のある不動産を見極め、不動産の価値を高める等、個々の戦略と能力が問われることとなります。また、金融商品取引法の施行によって、誰でも不動産ファンドの運用ができるわけではなく、しっかりとした業務執行態勢、内部統制が求められることになりました。名実共にプロの運用会社が運用する金融商品としての不動産ファンドが要請されているのです(図表6)。

今後は、この時期を乗り越え、次のステージでの勝ち組になるための各社の戦略が問われることとなります。REITと私募ファンド、国内と海外といった区分を超えた不動産ファンドの再編が本格化しそうです。

■図表6 不動産私募ファンドの運用会社として  
存続・成長するための条件



出所：住信基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査2007年」

( 住信基礎研究所 投資調査部長 北村 邦夫  
上席主任研究員 伊東 尚憲 )

- ・この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
- ・この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
- ・この資料の一切の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。