

不動産投資市場の現状と課題

都市研究センター副所長兼研究理事

堀 正弘

1. はじめに

我が国においては、1990年代後半以降、不動産証券化や不動産投資信託（J-REIT）などを通じ不動産分野と金融分野との融合を図るものとして不動産投資市場が本格的に形成され、10数年が経過している。この間、不動産投資市場は不動産事業に対して円滑に資金を供給し、良質の建築ストックの形成を通じて都市の再生に資するとともに、金融分野において多様な投資家層にニーズに対応した金融商品を供給することにより、経済社会の発展に貢献してきた。

しかしながら、米国のサブプライム問題に端を発する世界的な金融危機により我が国の不動産投資市場も極めて大きな打撃を受け、現在においても以前のような状況には回復していない。また、今般の東日本大震災は不動産投資市場はもとより、我が国経済全体に大きな被害をもたらし、さらにこれに原発事故も加わり、今後不動産分野にどの程度の期間にわたり、どの程度の影響が及ぶか明らかでない。

本稿においては、東日本大震災による影響も念頭に置きながら、金融危機前後におけるオフィス、住宅等の不動産市場、不動産ファンドの代表格である J-REIT や不動産私募ファンドの資金調達の状況を比較しつつ、我が国の不動産投資市場の抱える問題点と今後の展望について考察を加えるこ

ととしたい。

2. 不動産投資市場を取り巻く環境

2005年から2008年初め頃にかけて、我が国経済が安定的に成長を続けていたことを背景に、全国ベースでは依然として地価の下落が続いていたものの、大都市部では商業地を中心に地価の上昇が見られた。国内外の投資資金の流入や不動産実需の増加により、我が国の不動産市場では投資が活発化していた。この間、J-REIT 市場も不動産私募ファンド市場も急激に拡大し、これらを中心とする不動産ファンドによる取引は、我が国の不動産市場において大きなシェアを占めるようになってきた。

しかしながら、サブプライム問題に端を発した金融危機を契機として、不動産ファンドを取り巻く経営環境や資金調達環境は2008年に入った頃から悪化傾向が見られ、特に同年9月のリーマンショック以降は世界的な信用収縮と経済の混乱に見舞われ、環境は極度に悪化した。このような状況の中で、資金調達の困難化、自己勘定投資の損失などにより、不動産ファンド関連企業の破綻が相次ぎ、信用収縮に拍車をかけた。

その後、我が国を含め各国により実施された金融緩和政策や財政出動により、世界的な金融危機は2009年の半ば頃までには一応の落ち着きを取り戻している。我が国経

済も、リーマンショックをはさんで4四半期連続で続いた実質 GDP のマイナスが2009年4月—6月期に5期ぶりに前期比プラス(2.2%)に転じている。また、2008

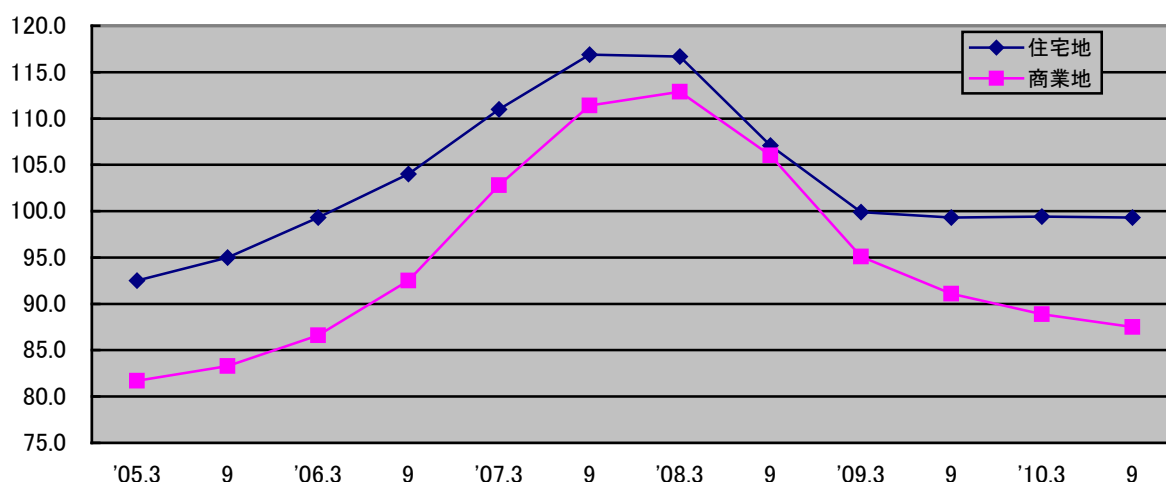
年半ば以降、下落傾向が強まっていた地価も、大都市部を中心に底打ち感が見られるようになってきている(図表1、2)。

図表1 GDP 成長率(前期比)

GDP 成長率(%)	2005				2006				2007				2008				2009				2010				2011
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
	0.7	1.2	0.7	0.3	-0.1	1.2	0.3	0.6	1.1	0.3	-0.2	0.6	0.6	-1.0	-1.3	-3.0	-4.9	2.2	-0.5	1.5	2.2	0.1	0.9	-0.8	-0.9

(注) GDP 成長率は、4 半期別実質成長率を表す。資料: 内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表2 地価(東京圏の市街地価格指数 2000年3月=100)の推移



資料: (財)日本不動産研究所「市街地価格指数」を基に作成

以下では、リーマンショック前後の不動産ファンドの経営や資金調達に関連する主な指標により、不動産投資市場を取り巻く諸環境の推移を概観することとする。

(1) オフィス市場

(株)シービー・リチャードエリス(CBRE)の調査により、最近の東京23区の四半期ごとのオフィス空室率を見ると、2007年9月期の1.7%をボトム

に上昇傾向が続いており、特にリーマンショック後の急激な上昇が目立っている。しかし、2010年に入ると上昇率が鈍化しており、同年6月期以降はほぼ横ばい(7.5%~7.6%)となっている。23区のオフィスのうちAクラスビル(延べ面積10,000坪以上、フロア面積200坪以上等の条件を満たす優良ビル)では空室率の改善傾向が既に見え始めてきており、リーマンショック以降のピークであった

2009年12月期の6.5%から、2010年12月期には4.9%まで低下している(直近の2011年3月期は5.1%と0.2%上昇)(図表3)。

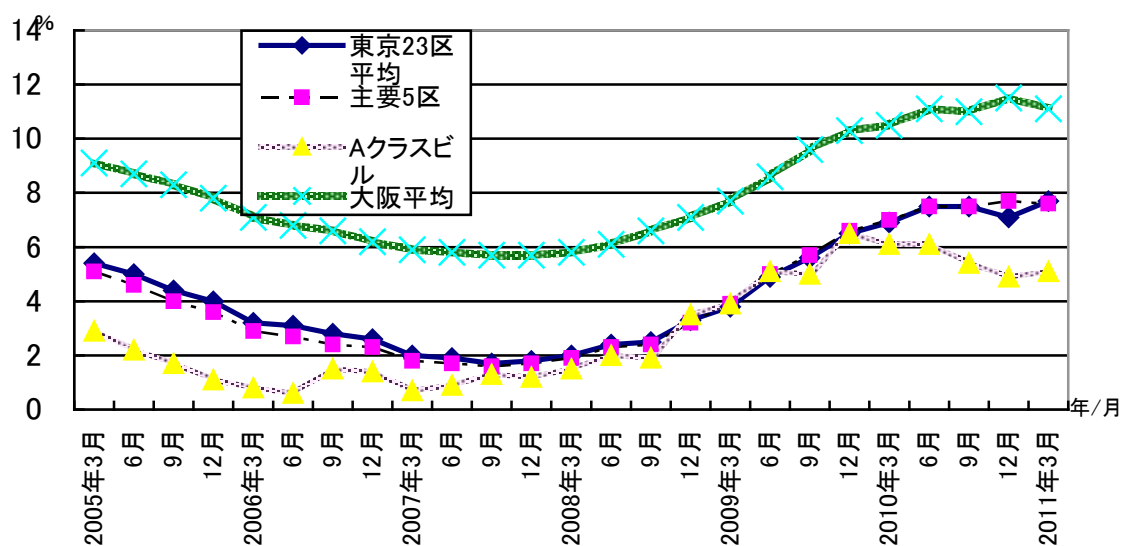
また、大阪でも2007年9月期の5.7%をボトムに空室率の上昇傾向が続いており、東京23区と同様、2010年以降上昇率は鈍化しているものの、同年12月期には11.5%(2011年3月期は11.1%に低下)と直近のピークをつけている。

次に、東京23区の四半期ごとのオフィス賃料(坪当たりの平均募集賃料)を見てみると、2006年6月期の12,640円をボトムに、リーマンショックをはさんで2008年12月期の14,590円まで10期連続で上昇(15.4%)したが、2009年3月期に下落に転じ、2011年3月期には、12,530円と9期連続で下落し、ピーク時からの下落率は14.1%となっている。最近、東京では優良ビルを中心に賃料の割

安感が強まり、周辺部から都心部へテナントが移転したり、中規模ビルから大規模ビルへ移転する事例が増加しており、このことがAクラスビルの空室率低下の要因の一つになっているものと考えられる。

前述のように、東京23区では空室率の上昇に天井感が見られるようになり、これまでの経験則からすれば賃料も空室率のピークアウトから半年~1年程度遅れて回復することが知られていることから、この経験則に従えば2011年中にも賃料も下げ止まり、回復に向かうことも期待されていた。しかしながら、本年3月の東日本大震災による我が国経済への打撃は極めて大きく、オフィス市場にもマイナスの影響が及ぶことは避けられないと見られ、今後の空室率や賃料の動向は不透明感が強まっており、注視していく必要がある。

図表3 オフィス空室率の推移



資料:CBRE のデータを基に作成

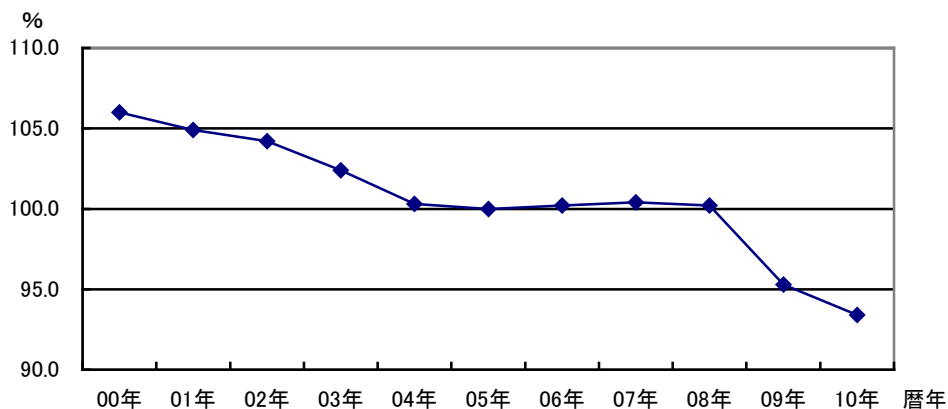
(2) 住宅市場

最近の住宅市場は、フラット 35S 等による住宅ローン金利の優遇、住宅資金贈与の非課税枠の拡大、住宅版エコポイント制度の導入・拡大などの効果により、リーマンショック後の厳しい状況から改善の傾向が見られるようになってきている。

2010 年の全国の新設住宅着工戸数は、813,126 戸（前年比+3.1%）となり、前年の大幅減（同年▲27.9%）からわずかながらも増加に転じている。また、同年の東京圏のマンション新規供給戸数は、44,535 戸（前年比+22.4%）と 6 年ぶりに増加に転じ、平均初月契約率は 78.4%（同+8.7%）と 4 年ぶりに好調の目安となる 70%台を回復している。

一方、賃貸住宅市場については、㈱アットホームの調査によれば、東京圏の賃貸住宅の成約件数は 2010 年 7 月から増加傾向が見られるようになり、同年 9 月から 2011 年 2 月までは 6 ヶ月連続で前年同月比プラスとなっている。また、(財)日本不動産研究所の「全国賃料統計」（各年 9 月末時点）によると、東京 23 区の共同住宅の家賃指数（2005 年 9 月末=100）は、最近では 2007 年に 100.4 とピークをつけた後に 4 年連続下落が続き、直近の 2010 年では 93.4 となっている。ピークからの下落幅は 7.0 ポイント（▲7.0%）にとどまっており、オフィス賃料に比べると安定的に推移している（図表 4）。

図表 4 東京 23 区の共同住宅の家賃指数(2005 年=100)の推移



資料:(財)日本不動産研究所「全国賃料統計」を基に作成

(3) 不動産業の景況感

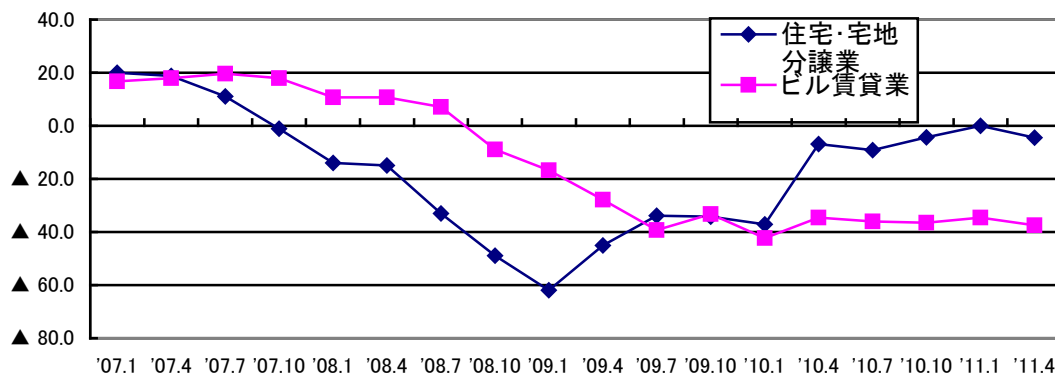
(財)土地総合研究所の「不動産業業況等調査」（四半期ごと）によると、不動産業者の景況感は、景気動向に先行性があるとされる住宅関連業種については概ね改善傾向が見られる一方、景気動向に遅行性があるとされるオフィスビル関連業種は回復が遅れている。不動産業業況指数のうち調査時点での「経営の状況

(DI)」の推移を見てみると、住宅・宅地分譲業では 2009 年 1 月のマイナス 61.9 をボトムに、2011 年 1 月には 0.0 まで改善した後、同年 4 月には東日本大震災の影響等もあり -4.4 に悪化、ビル賃貸業では 2010 年 1 月のマイナス 42.3 をボトムに上昇に転じているものの回復のスピードは遅く、2011 年 1 月にマイナス 34.6 まで回復した後、同年 4 月には震

災の影響等により-37.5に悪化している。また、「3ヶ月後の経営見通し(DI)」については、住宅・宅地分譲業では2011年1月のプラス7.4から同年4月には0.0

に、ビル賃貸業では同期間にマイナス11.5からマイナス33.3まで大幅に悪化している。

図表5 不動産業業況指数(DI)(現況)



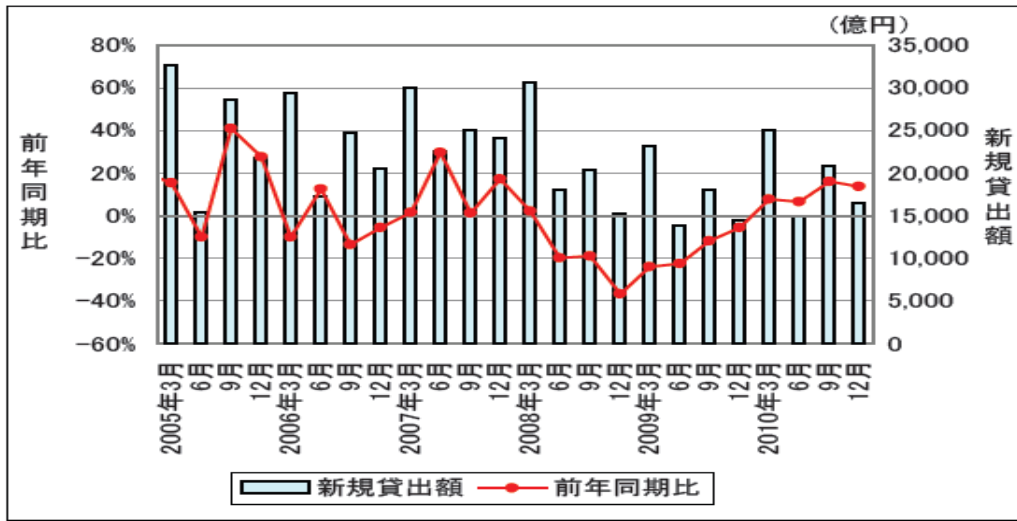
資料:(財)土地総合研究所「不動産業業況等調査」を基に作成

(4) 国内銀行の不動産業向け貸出動向日銀の「貸出先別貸出金」統計によると、2010年12月末現在の国内銀行の不動産業向け貸出残高は59.6兆円で、前年同月比1.6%の減となっており、四半期ごとの推移を見ると、2009年6月期から7期連続でマイナスとなっている。また、各年ごとの不動産業向け新規貸出額(設備資金)は、最近では2007年の10兆1,600億円をピークに2009年の6兆9,600億円(2007年比▲31.5%)まで減少した後、2010年には7兆7,200億円(同▲24.0%)まで回復している。四半期ごとの前年同月比の増減率の推移を見ると、2008年3月期まで5期連続でプラスで推移していたものが、2008年6月期から2009年12月期まで7期連続でマイナスとなり、それ以降は再びプラスで推移している(図表6)。サブプライム問題が顕在化して以降、リーマンショック直後の混乱時に、不動産市況の先行き

懸念による資金ニーズが減退したことも相まって、国内銀行が不動産業向けの新規貸出を絞ったことがうかがわれる。

日銀短観の「金融機関の貸出態度(DI)」を見ても、不動産業におけるリーマンショック後の資金調達環境が急激に悪化したことが見てとれる。不動産業のうち大企業DIの推移を見ると、2007年6月期のプラス30をピークに下落トレンドとなり、リーマンショック後の2009年3月期にマイナス32でボトムをつけた後上昇に転じ、2010年12月期には0まで回復(2011年3月期はマイナス1)している。しかしながら、中堅企業、中小企業DIについては、いずれも2009年3月期のボトムからは回復しつつあるものの、2011年3月期においても、それぞれマイナス7、マイナス14となっており、依然として厳しい状況が続いている(図表7)。

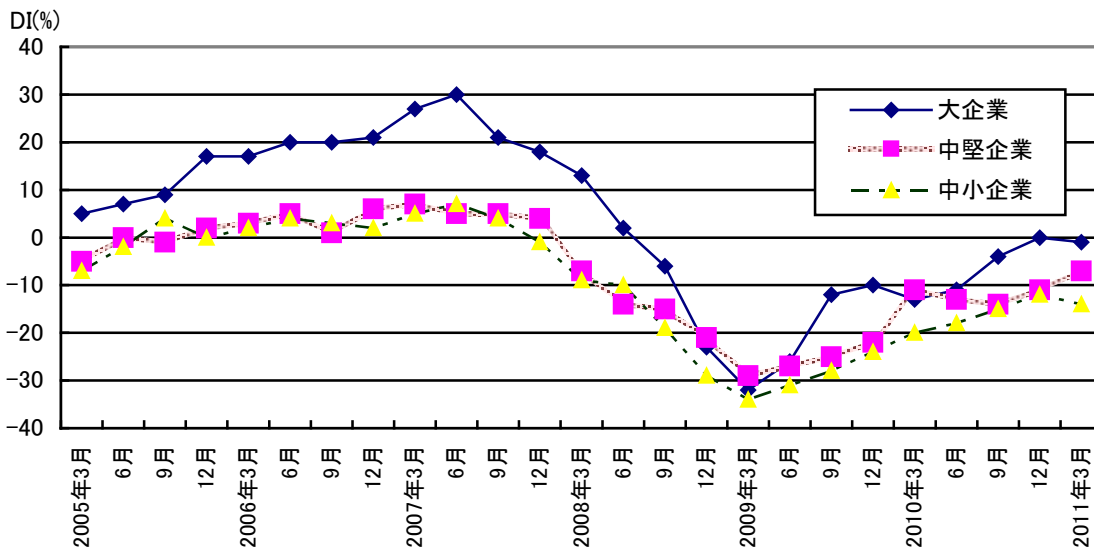
図表 6 国内銀行の不動産業向け新規貸出額(設備資金)



(注)「設備資金」には、貸しビル・貸家建設用地資金など賃貸を目的とする貸出資金が含まれる。

資料: 日本銀行「貸出先別貸出金」を基に作成

図表 7 金融機関の不動産業向け貸出態度(DI)



注) 数値は、回答結果をもとに、「緩い」比率—「厳しい」比率として算出

資料: 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」を基に作成

3. J-REIT 及び不動産私募ファンドの現状

これまで我が国における不動産投資市場を取り巻く諸環境の推移を見てきたが、以下においては、我が国における不動産ファンドの代表格である J-REIT と不動産私募ファンドの現状について概観してみることに

とする。

(1) J-REIT

①J-REIT の概要

J-REIT は、「投資信託及び投資法人に関する法律」の改正により、2001 年 9 月に創設された不動産証券化商品で、今

年で10年目を迎えている。当初は2銘柄の上場でスタートしたが、MSCI指数に組み入れられたこと（2002年10月）や投資信託協会の自主ルール改正（2003年7月）により、J-REITのファンド・オブ・ファンズの設定が可能となったことなどに伴い、J-REITへの参入が活発化し、上場銘柄数が大幅に増加した。さらに、前述のように2005年から2007年にかけて大都市部を中心に不動産価格が上昇したこと、これを背景として内外の投資資金が大量に流入したことなどにより、2007年5月にはJ-REITの投資口(株価)の時価総額は6兆8,000億円（上場41銘柄）、東証リート指数は2613とピークをつけている。

しかしながら、2007年半ば頃から表面化したサブプライム問題やリーマンショックなどを契機として内外の投資資金がJ-REIT市場から急激に流出した。2008年10月には、借入金のリファイナンスと取得予定物件の資金調達の見途が立たなくなったことから、J-REIT初の投資法人の経営破綻が発生し、信用不安に一層の拍車をかけた。東証リート指数は同

月に704まで低下し、時価総額も2009年2月に2兆3,000億円とピーク時の約3分の1まで減少している（図表8）。

2009年8月以降、J-REIT同士の合併やメインスポンサーの変更等が相次いで発表され、あるいは同年9月に不動産安定化ファンドが設立されたこと、2010年11月に包括的な金融緩和政策の一環として日銀による500億円規模のJ-REITの買入れが決定されたことなどを受けてJ-REIT市場は次第に回復し、同年12月には時価総額が3兆7,000億円（上場35銘柄）、東証リート指数1131となっている。本年3月には、東日本大震災によりJ-REIT市場も大きな打撃を受け、東証リート指数も一時急落したが、日銀がJ-REIT買入限度額を500億円増額し、1,000億円規模とすることを発表したことや、元々J-REIT各社の東北地方における保有物件が全体の1%程度とシェアが少なく、かつ、保有物件の被害が軽微であったことが判明したことなどにより、同指数は3月末にはほぼ地震発生前の水準まで回復している。

図表8 東証リート指数の推移



資料: Bloomberg

②J-REITの資金調達環境

J-REITの仕組としては、まずスポンサーとなる企業が出資等により不動産への投資を目的とした投資法人を設立し、同法人は投資口の発行による投資家からの出資や投資法人債の発行、銀行借入れ等による資金調達を行う。そして、その資金で不動産等に投資し、賃料収入や売却益などから得られる収益を投資家に配当を行うというものである。投資法人は、不動産を取得・運営することのみを目的として設立された形式的なビークルで、不動産の取得・運営などの実質的な業務を行うのは、投資法人から業務を委託された資産運用会社である。現在のJ-REITの資産運用会社は人的にも資金的にもスポンサー企業に依存しているのが一般的である。

J-REITの事業の収益拡大には、保有物件の稼働率の向上や賃料の引上げによる内部成長に加え、新規物件の追加取得等を通じた資産規模の拡大を継続的に行うことによる外部成長を図ることが不可欠である。このような場合に不動産市場から物件を取得することに加え、スポンサー企業からも安定的に物件の提供を受けることができるルートを確保しておくことは資産運用会社にとって重要な役割となっている。スポンサー企業からの物件の取得に関しては、スポンサー企業から直接取得するケースと、スポンサー企業が投資を目的に別途組成した私募ファンドから取得するケースとがある。

J-REITが外部成長戦略として新規物件の取得を行おうとする際には、そのための資金調達をどのように行うべきかが

最も重要な問題となる。2005年から2007年にかけての不動産投資市場の好調期には金融機関の融資姿勢も緩んで比較的容易にファイナンスが可能であったが、世界的な金融危機はそれまでの状況を一変させ、新規の資金調達はもとより、銀行借入れのリファイナンスリスクや投資法人債の償還リスクが顕在化した。

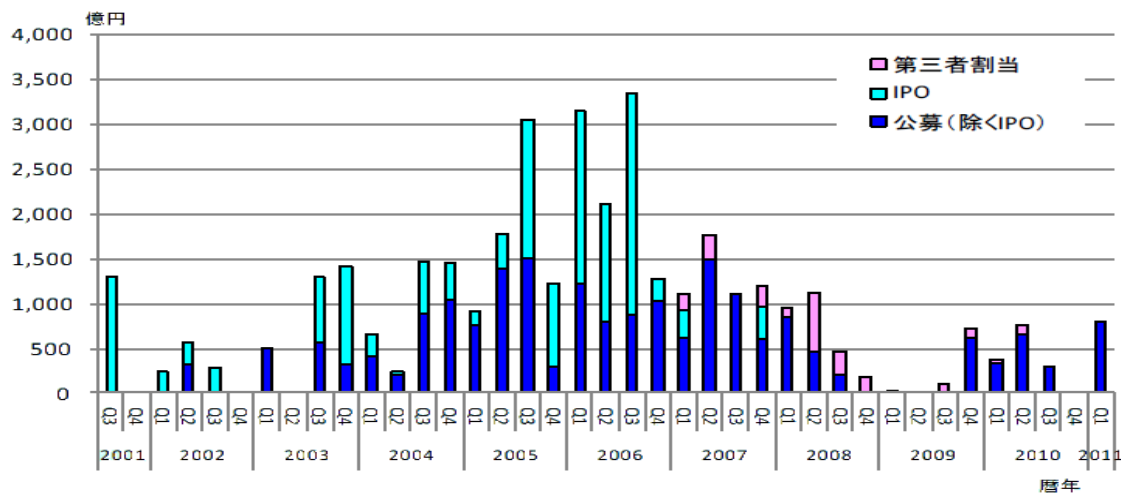
これらの問題は、前述のように、現在では比較的安定化してきているが、J-REIT市場が低迷していた2009年半ば頃までのJ-REIT各社のファイナンスの状況を見てみると、リスクプレミアムの高い厳しい条件での銀行借入れや投資ファンド等への第三者割当増資などによる資金調達が主流であった。しかし、その後のJ-REIT市場が徐々に回復傾向を見せ始めたことから、同年10月には、1年3ヶ月ぶりに投資口の公募増資による資金調達が再開された。その後、2009年末までに相次いで3件の公募増資が行われ、J-REITを取り巻くファイナンス環境には改善傾向が明らかになってきた。2010年に入ってからこのような状況は続き、同年の公募増資は1,315億円(前年比109%増)となった(図表9)。

また、投資法人債についても、2010年1月に、1年8ヶ月ぶりに新規発行が再開され、同年中には1,795億円が公募により発行され(前年は公募発行なし)、J-REIT市場が活況であった2007年以来の多額の資金調達となった(図表10)。

さらに、投資口の売買状況を見てみると、日銀がJ-REITの買入れを発表した2010年11月以降、投資マインドの改善により外国人投資家を中心に売買が活発

化し、同年 12 月には月間売買代金が 同月比 106%増) となった。
 2008 年 3 月以来の 4,000 億円超 (前年

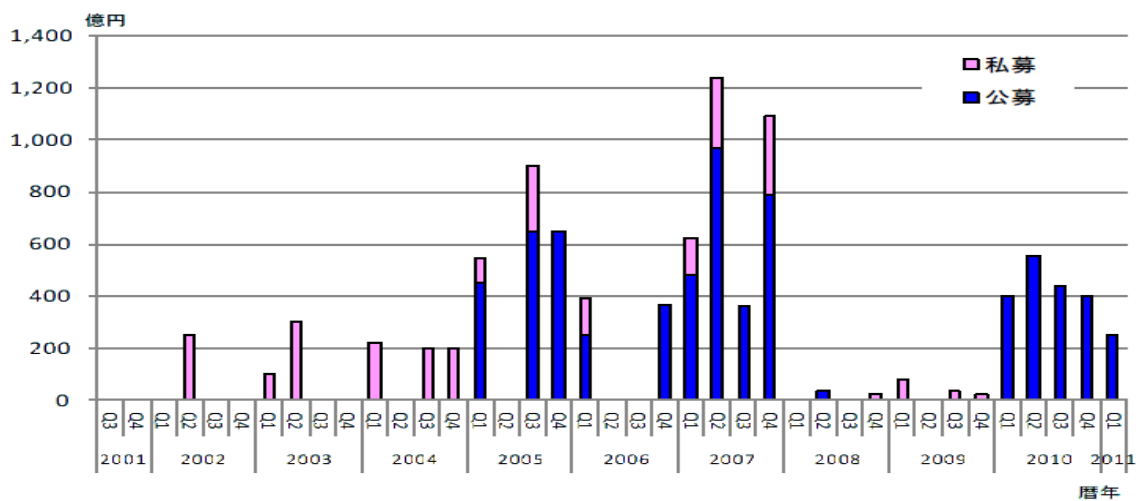
図表 9 J-REIT のエクイティ・ファイナンス(新投資口発行)の推移



(注) 払込金額、公募増資・IPO にはグリーンシュエーションの行使による第三者割当分を含む。

資料:ARES HP

図表 10 J-REIT の投資法人債発行額の推移



資料:ARES HP

次に、(社)不動産証券化協会 (ARES) が J-REIT の資産運用会社全社を対象に、四半期ごとに実施している「J-REIT の資金調達環境に関するアンケート調査」により J-REIT のファイナンス環境に対する認識の推移を具体的に見てみることにする。

まず、最も問題となっていたリファイナンスについては、2009 年 3 月の調査では「容易」とする回答がわずか 4.9% である一方、「困難」とする回答が 53.7% と過半数を超えていたが、2010 年 3 月の調査では DI (「容易」—「困難」) がプラスに転じ、同年 6 月の調査では「困難」

とする回答が初めて 0 となり、1 年余りの期間でリファイナンスリスクは大きく改善され、2010 年 12 月の調査でも引き続き 0 となっている。

次に、新規借入れについては、2009 年 3 月の調査では「容易」とする回答が 0%である一方、「困難」とする回答が 85.4%と大多数を占めていたが、その後リファイナンスほどではないものの改善傾向を示し、2010 年 12 月の調査では「容易」とする回答が 28.6%、「困難」とする回答が 11.4%と初めて DI がプラスとなった（図表 11）。

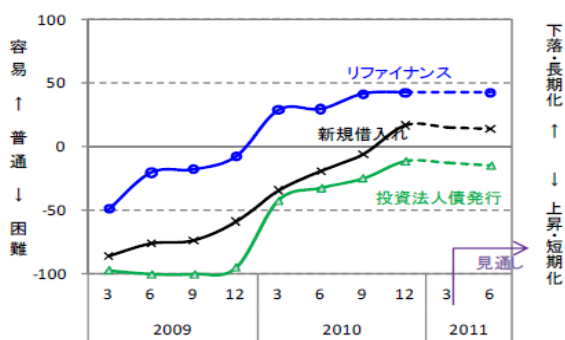
また、借入コスト（3ヶ月前比）については、2009 年 3 月の調査では「上昇」とする回答が 92.5%と大多数を占めていたが、その後下落傾向が続いており、2010 年 3 月の調査では「下落」が「上昇」を上回り、同年 12 月の調査では「下落」とする回答が 48.6%と約半数を占める一方、「上昇」とする回答は 0 となっている。借入れ期間（3ヶ月前比）については、2009 年 3 月の調査では「短期化」とする回答が 67.5%と約 3 分の 2 を占めていたが、2010 年 12 月の調査では「長期化」とする回答が 45.7%と約半数を占める一方、「短期化」とする回答は

0%となっている（図表 12）。

最後に、投資法人債発行については、2009 年 3 月の調査では「困難」とする回答が 97.2%でほぼ全部が困難な状況にあり、2009 年中は同様な状況が継続し、2010 年に入り少しずつ改善傾向が見え始めている。しかし、ファイナンス期間がリファイナンスや新規借入れに比べて長いこともあって大きくは改善せず、2010 年 12 月の調査でも「容易」、「困難」とする回答がそれぞれ 17.1%、28.6%であり、DI は依然としてマイナスとなっている。

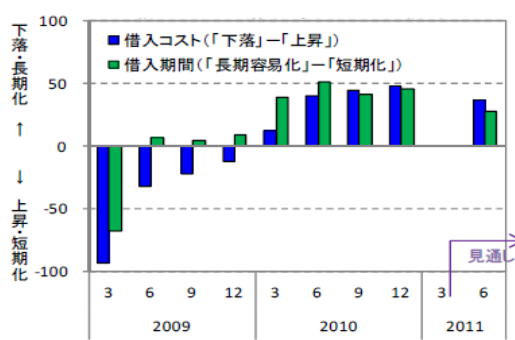
以上のような調査結果から読み取れることは、金融危機に対して講じられた様々な対策により、概ね 2009 年半ば以降、J-REIT の資金調達環境の改善傾向が見え始め、2010 年以降はそれがより顕著になってきたということであろう。時系列的に見ると、リファイナンス、新規借入れ、投資法人債の順で調達環境が改善し、借入条件についても、借入コストは下落し、借入期間は長期化するというように J-REIT 各社にとって過去 1~2 年は資金調達環境の激変の中で難しい対応を求められてきたことがわかる。

図表 11 ファイナンス難易度判断 DI(「容易」—「困難」)



資料: ARES HP

図表 12 借入コスト・期間の変化(3ヶ月前対比)



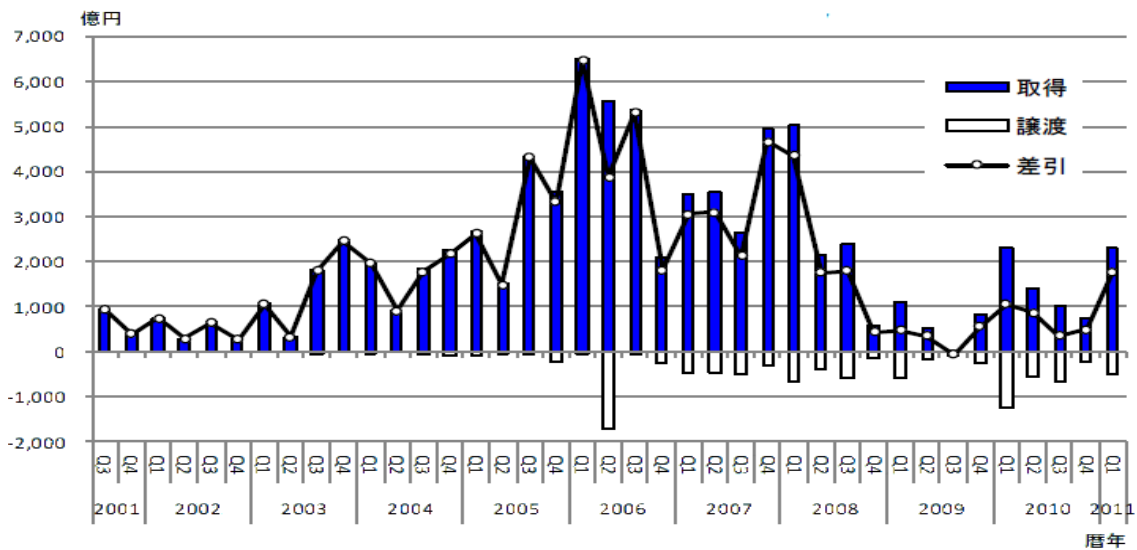
資料: 同左

③J-REIT の不動産取引

以上のような資金調達環境の改善に伴い、J-REIT 各社による新規の物件取得も活発化しており、2010 年の取得額は 5,444 億円（前年比 119%増）で、4 年ぶりの増加に転じた。一方、譲渡額も過去最大規模の 2,680 億円に上っているが、

その背景としては、J-REIT 各社における収益性の向上を目指した資産の入替えや、合併 REIT におけるノンコア資産の処分、バランスシートの改善等の動きが活発であったことが考えられる（2,680 億円のうち、約 46%が合併 REIT による譲渡額）（図表 13）。

図表 13 J-REIT の資産取得・譲渡額の推移



(注) 合併による資産の受入れは含まない。

資料: ARES HP

次に、このような J-REIT 各社による物件の売買が不動産取引市場にどのように影響を及ぼしているかについて見てみることにする。

株都市未来総合研究所の「不動産売買実態調査」(上場企業等が行った不動産取引が対象)によると、近年、国内不動産取引市場において J-REIT 等が買主として占めるシェア(金額ベース)は、2006 年度の 49%をピークに 2009 年度には 25%と約半分程度まで減少してきたが、2010 年度には資金調達力の回復を背景に、31%まで戻ってきている。一方、売

主としてのシェアは、逆に 2005 年度から 2007 年度にかけての 4%から 2010 年度には 10%まで上昇してきているが、これは前述のように合併 REIT による物件売却の増加が大きく影響しているものと考えられる(後掲図表 21 参照)。

現在、J-REIT 各社は収益拡大を目指し、外部成長に積極的に取り組むスタンスを示しているが、スポンサー企業が物件売却を急いでいることや、市場には地域、用途、規模、キャップレート等 J-REIT 各社の投資指針に合致した物件が必ずしも十分供給されていないことも

あり、現状ではスポンサー企業からの抛
出物件の取得が多くなっている（例えば
2010年においては、取得件数ベースで約
65%がスポンサー企業等からの取得）。資
金調達環境が改善している中で、今後オ
フィスをはじめとする不動産市況が改善
し、REIT 各社の投資指針に合致した物
件が不動産取引市場に多数出てくるよう
になれば、金融危機前のように J-REIT
が市場においてリード役的な役割を果た
し、市場全体が活性化することも期待で
きよう。

（2）不動産私募ファンド

①不動産私募ファンドの概要

不動産私募ファンドは、特定少数の投
資家を対象とした私募形式の不動産フ
ァンドであり、公募型不動産ファンドの代
表例である J-REIT と比較した場合、運
用期間、流動性、借入比率、情報開示等
において、一般的に次のような特徴が見
られる。

まず、運用期間については、J-REIT
が株式会社等と同様に組織として相当期
間にわたり存続し、運用を継続的に行っ
ていくことが前提になっているのに対し、
不動産私募ファンドは 3～5 年程度とあ
らかじめ存続期間が定められており、リ
ファイナンスを行い当初の運用期間を延
長する場合を除き、運用期間中に全ての
保有物件を売却し、投資家に還元するこ
とになる。

次に、流動性については、J-REIT は
上場市場において投資口の売買が可能で
あり、高い流動性を有するのに対し、不
動産私募ファンドには上場市場がなく、

ファンドに対する出資金は相対取引等の
形式をとるため流動性は低い。

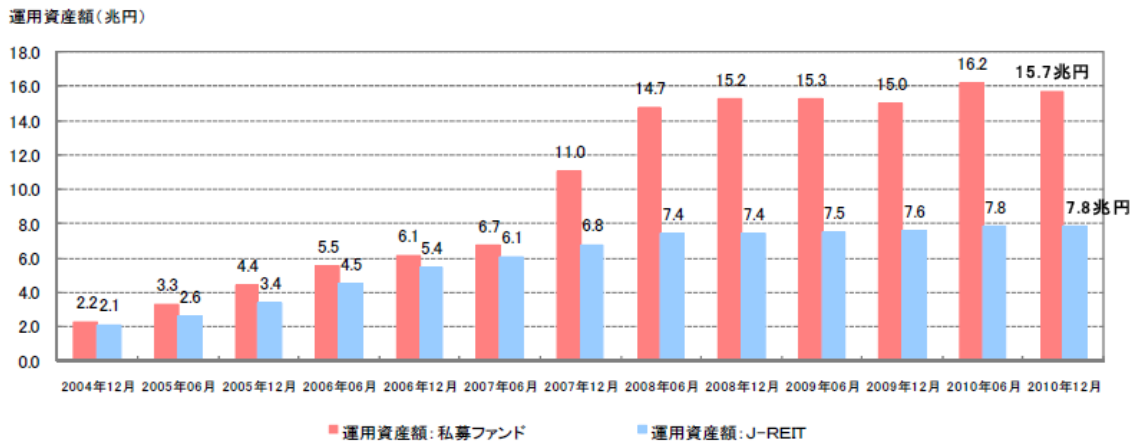
次に、借入比率については、J-REIT
は長期安定的な運用を基本としているた
め、借入比率の上限を設定しているもの
が多く、借入比率は相対的に低いのに対
し、不動産私募ファンドは投資利回りを
重視するため借入比率を高め、ハイレバ
レッジをかけてより大きなリターンを目
指していく傾向が強い。

最後に、情報開示については、J-REIT
は投信法、金融商品取引法といった法令
による制限に加え、投資信託協会等によ
る自主規制、証券取引所の基準等により
情報開示が徹底されているのに対し、不
動産私募ファンドの多くは機関投資家等
の投資のプロを対象にしているため情報
開示に関する規制は緩やかになっている。

以上のように、不動産私募ファンドは、
J-REIT とは似て非なるものであり、ま
た情報開示も十分でないことから、その
実態は必ずしも明らかになっていない。
以下においては各種の調査によりそのア
ウトラインを見てみることにする。

（株）住信基礎研究所が年 2 回（6 月、12
月）に実施している「不動産私募フ
ァンドに関する実態調査」によると、2010
年 12 月時点の不動産私募ファンドの市
場規模（運用資産額）は 15.7 兆円であり、
同時点における J-REIT の市場規模（同）
7.8 兆円の約 2 倍となっている。また、
2005 年 12 月には 4.4 兆円であったこと
から、5 年間で約 3.6 倍に拡大したこと
になる（図表 14）。

図表 14 私募ファンドとJ-REIT の市場規模推移



資料: 住信基礎研究所 HP

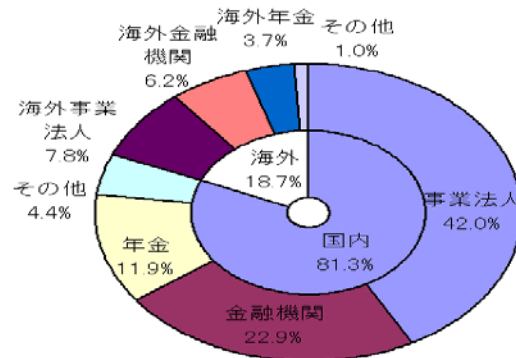
主な投資家は、市場形成の初期の段階では海外の年金資金やヘッジファンドなどのリスクマネーが中心であったが、その後の大都市部を中心とした地価の上昇や J-REIT 市場の拡大と相まって、国内の事業法人、大手銀行・地方銀行等の金融機関、信託銀行を通じた国内年金資金の投資も増加してきている。

ARES が実施した「第 6 回会員対象不動産私募ファンド実態調査」(2010 年 12 月)によると、2010 年 12 月末時点におけるエクイティ投資家の属性は、国内事業法人 42.0%、国内金融機関 22.9%、国内年金 11.9%など国内投資家が 81.3%、海外事業法人 7.8%、海外金融機関 6.2%など海外投資家が 18.7%となっている(図表 15)。主な投資家のシェアを 5 年前と比較すると、国内事業法人が 28.1%から 42.0%、国内年金が 4.8%から 11.9%と大きくシェアを伸ばしている一方、国内金融機関は 25.0%から 22.9%へと小幅に低下している。海外投資家のシェアに着目して見てみると、2006 年 12 月末で

は 32.7%、翌 2007 年 12 月末には 40.4%とピークをつけたが、金融危機を経て、直近では前述のように 18.7%と半減しており、この間の海外投資家の不動産投資に対するスタンスの激変を垣間見ることができる。

なお、2010 年の新規組成ファンドに限って見てみると、国内、海外のエクイティ投資家のシェアは、それぞれ 66.2%、33.8%となっており、海外投資家の資金が我が国の不動産投資市場に回帰してきているものと見られるが、今般の東日本大震災の影響も含め、もう少し長期的な観点からトレンドを注視する必要がある。

図表 15 エクイティ投資家の属性



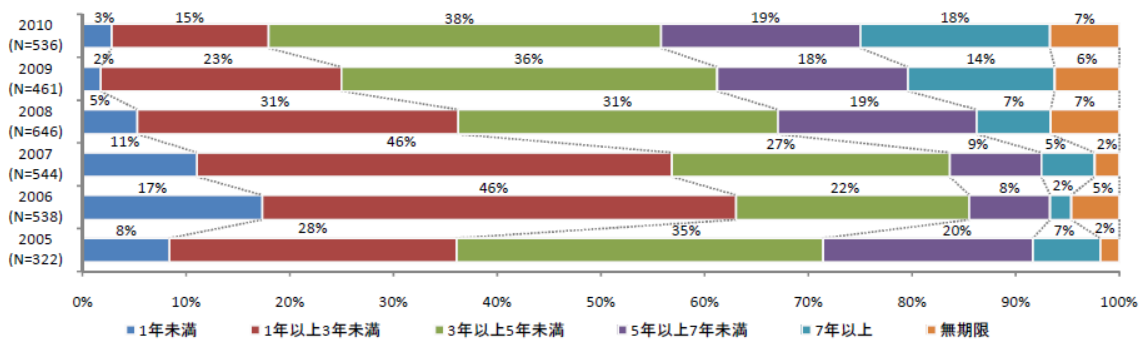
資料: ARES のデータに基づき作成

また、同調査によると、2010年12月末時点において私募ファンドの数は649本、保有物件の数は2,810件、1ファンド当たりの平均保有物件は4.3件、平均運用資産額は161億円となっている。

ファンドの予定運用期間は3年以上5年未満のものが37.9%と最も多く、これに5年以上7年未満のものが19.2%、7年以上のものが18.3%と続いている（図

表16）。過去からの推移を見ると、2006年以降一貫して長期化傾向が継続しており、特に、3年未満とするものが2006年には約63%を占めているが、直近では約18%まで減少している。その最大の要因としては、不動産市況の悪化等により出口戦略の見直しを迫られ、リファイナンスにより償還を延長したファンドが増加したものであることなどが考えられる。

図表16 私募ファンドの予定運用期間の推移

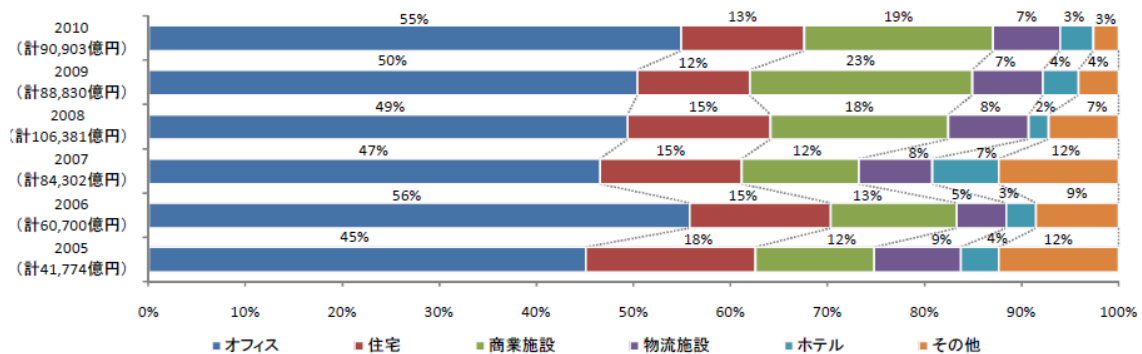


資料:ARES HP

ファンドが保有する不動産のプロパティタイプの内訳（資産額ベース）は、オフィスが54.8%と過半を占め、これに商業施設19.4%、住宅12.8%が続いており、過去からの推移を見てもそれほど大きな変動はなく、オフィスが安定的に50%程度を占めている（図表17）。また、保有

する不動産の所在地の内訳（同上）は、東京23区が56.8%と過半を占め、これに関東（東京23区を除く）17.2%、近畿12.1%が続いており、プロパティタイプの内訳と同様、過去からの推移を見てもそれほど大きな変動はない。

図表17 私募ファンドのプロパティタイプの推移（資産額ベース）



資料:ARES HP

② 私募ファンドの資金調達環境

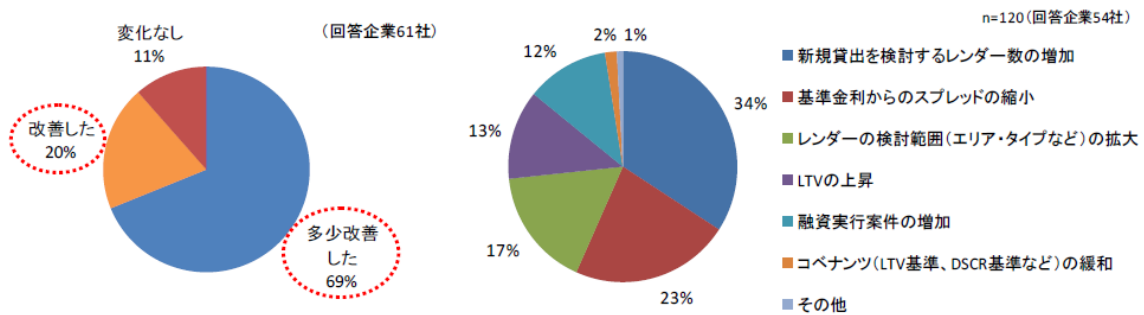
次に、デット資金、エクイティ資金別に不動産私募ファンドの資金調達環境の推移を見てみることにする。

① デット資金

ARES の前掲調査によると、デット資金の調達状況については、その調達難が表面化した 2007 年 12 月以降厳しさが増しており、2009 年 1 月時点では 90% のファンドが「かなり厳しく」、「厳しく」と回答している。これが一年後の 2010 年 1 月時点になると、「更に厳しく」という回

答がわずか 2% しかないのに対し、「多少改善した」という回答が 55% と過半数を占めるようになり、さらに直近の 2011 年 1 月時点では、「改善した」が 20%、「多少改善した」が 69% となっており、デット資金調達状況が改善していることが鮮明になっている。また、資金調達の改善点については、「新規貸出を検討するレンダー数の増加」、「基準金利からのスプレッドの減少」が、それぞれ 34%、23% と上位を占めている（図表 18）。

図表 18 私募ファンドのデット資金調達状況及び改善点



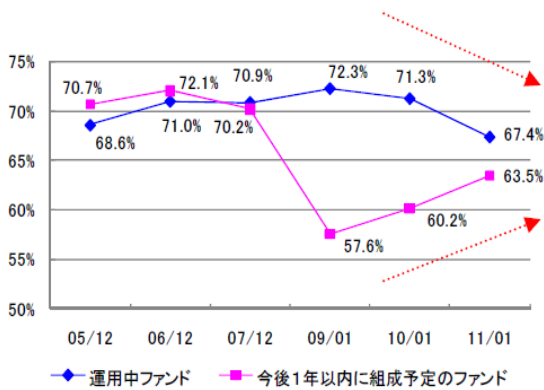
資料:ARES HP

※ デットの資金調達状況が「多少改善した」「改善した」と回答した運用会社へのみ質問

また、(株)住信基礎研究所の前掲調査によると、運用中の私募ファンド平均 LTV は 2006 年 12 月以降 4 年間は 70% 台で推移していたが、2011 年 1 月時点では 67.4% となり、2 年連続で低下している。また、今後 1 年以内に組成予定のファンドの平均 LTV は、2009 年 1 月に 57.6% (前年比 ▲12.6%) まで急落した後、2 年連続で上昇し、2011 年 1 月時点で

は 63.5% となっている（図表 19）。運用中のファンドと組成予定のファンドの LTV の関係を見てみると、2007 年以降、4 年連続で組成予定のものが下回り、特に、2009 年 1 月には 14.7% まで差が開いており、当時、新たなデット資金の調達が極めて厳しい状況にあったことがうかがわれる。

図表 19 私募ファンドの平均 LTV の推移



資料: ㈱住信基礎研究所 HP

デット資金のうち銀行等借入れについては、J-REIT と同様、ノンリコースローンが用いられる。

ノンリコースローンは、融資に伴う求償権の範囲を物的担保に限定するローンで、銀行等のレンダー側はリスクの一部を負担する見返りに通常金利に一定のスプレッドを上乗せした金利を受け取ることができ、長期間にわたって低金利が継続する経済環境の中でレンダーにとっては収益性の高い業務となっている。さらに、レンダーはノンリコースローン債権を SPC に売却し、SPC は複数のノンリコースローン債権をプールすることによりリスク分散を図りながら、その元利金を裏付けにした証券（商業用不動産担保ローン証券＝CMBS）を発行してきた。CMBS の発行により、ノンリコースローンの流動化が図られ、レンダーは早期に融資資金を回収し、新たなノンリコースローンに充当するといったビジネスモデルが確立された。そして、ノンリコースローンと CMBS とが

一体となった市場は、2005 年から 2007 年末頃にかけて大都市部を中心に好調であった不動産市場と相まって急速に拡大していった。その際、ノンリコースローンを提供し、さらには CMBS を通じて我が国の不動産投資市場に大量のデット資金を供給したのは当初は外資系投資銀行であり（後には国内大手銀行、ノンバンクも参入）、発行された CMBS を購入したのは国内銀行（大手銀行、地方銀行等）、生損保等であった。

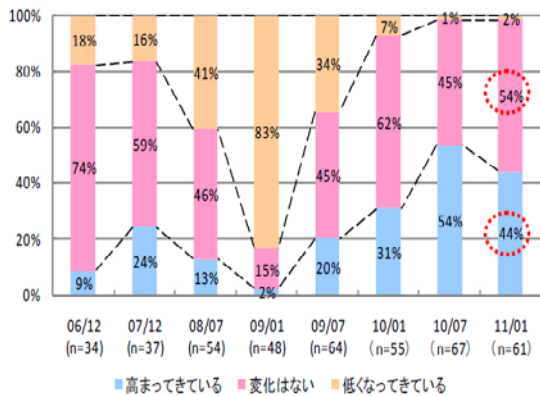
その後、サブプライム問題の深刻化や我が国の不動産市況の急激な悪化に伴い外資系投資銀行等がノンリコースローン業務を停止、不動産投資も減少し、2007 年のピーク時には 2 兆円を超えた CMBS の発行額が、2008 年には 3,000 億円、2009 年には 2,000 億円、2010 年には 400 億円程度にまで激減し、低迷が続いている。

④ エクイティ資金

㈱住信基礎研究所の前掲調査により、エクイティ投資家の投資意欲の推移を見てみると、2007 年 12 月時点で 16%に過ぎなかった投資意欲が「低くなってきている」の割合が、2009 年 1 月時点には大多数の 83% を占めるまでになり、それまで好調であったエクイティ資金の調達環境が 1 年余りで急変していることが見てとれる。その後、エクイティ投資家の投資意欲は短期間のうちに大きく変化しており、2009 年 7 月時点では「低くなってきている」の割合

が34%と急減し、過去1年の推移と全く逆のトレンドとなり、さらに2010年1月時点ではわずか7%を占めるに過ぎなくなっている。その一方、投資意欲が「高まってきている」の割合は2009年1月時点の2%をボトムに急増し、2010年7月時点では54%を占めるまでになっている(図表20)。

図表 20 私募ファンドのエクイティ投資家の投資意欲



資料: ㈱住信基礎研究所 HP

また、エクイティ投資家の投資姿勢については、2011年1月の時点で、国内企業年金及び海外企業年金においては、「長期コア投資として、すでに投資を開始している、あるいは投資を検討している」という回答が、それぞれ46%、41%を占め、長期投資の観点から積極性が見られる。

一方、国内大手銀行及び地方銀行においては、「BIS規制により、今後は投資しない」という回答が、それぞれ25%、21%を占めており、BIS規制が国内銀行の私募ファンド投資の大きな制約要因となっていることがうかがわれる。また、「過去のパー

フォーマンスが悪いため、当面投資しない」という回答が地方銀行で28%を占めるなど、国内銀行は全般的に私募ファンドへの投資には消極的な傾向が見られる。

海外機関投資家に及び海外富裕層においては、「キャピタルゲインを得る好機であり、すでに投資を開始している、あるいは投資を検討している」という回答が、それぞれ42%、56%を占めており、比較的短期のキャピタルゲインを目的とする投資に積極的であることが見てとれる。

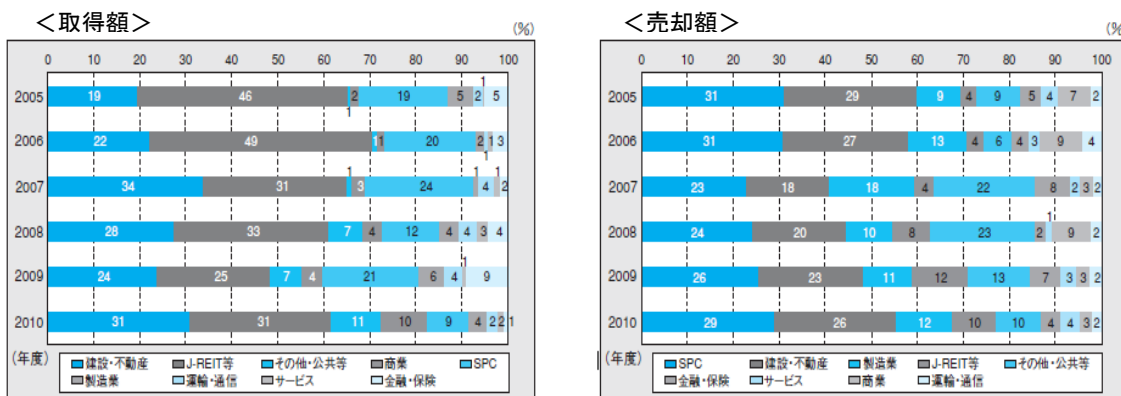
③不動産私募ファンドの不動産取引
 (株)都市未来総合研究所の前掲調査によると、近年、国内不動産取引市場において、不動産私募ファンドを中心とするSPCが買主として占めるシェア(金額ベース)は概ね20%程度で推移してきたが、2010年度には9%まで急落している。一方、売主としてのシェアは概ね25%程度で推移しており、2010年度では29%となっている(図表21)。私募ファンドの買主としてのシェアの急減について、同研究所では大型物件の取得事例が減少したことを主な要因としており、その背景としては私募ファンド等がリファイナンスにより保有物件の売却時期をうかがっていること(つまり、資金の回転が効かず新たな取得ができないこと)、私募ファンド間の取引のための情報が開示されない事例が増加していることなどが考えられるとしている。

以上のように、不動産私募ファンドは、前述のJ-REITとともに不動産市場にお

いて大きなシェアを占めており、各年度ごとに相当程度のシェア変動はあるが、両者を合計すると、そのシェアは、買主としては概ね 40%~60%程度、売主とし

ては概ね 30%~40%程度にも及び、両者による不動産取引は、我が国の不動産市場において非常に大きな影響力を持っていることが見てとれる。

図表 21 私募ファンドの買主・売主業種別不動産取得・売却額割合の推移



資料：(株)都市未来総合研究所 HP

(3) 不動産私募ファンドの出口戦略

不動産私募ファンドは、前述のように比較的短期の運用期間があらかじめ設定されており、原則としてその期間内に保有物件を売却して利益を投資家に分配しなければならず、私募ファンドにとって出口戦略は極めて重要である。しかしながら、昨今の不動産市況の低迷により当初予定していた出口戦略の見直しを迫られ、リファイナンス等により売却を延期したり、売却先や売却価格を変更したりするケースが増加している。

(株)住信基礎研究所の前掲調査によると、これまでに出口戦略を変更したことがあるかに関しては 55%が「変更したことがある」としており、その変更内容としては「売却延期（リファイナンスによる継続）」、「出口価格の見直し」が、それぞれ 40%、24%と上位を占めている。次に、「今後 1 年間のファンド出口として可能性の高い方法」としては、「リファイナン

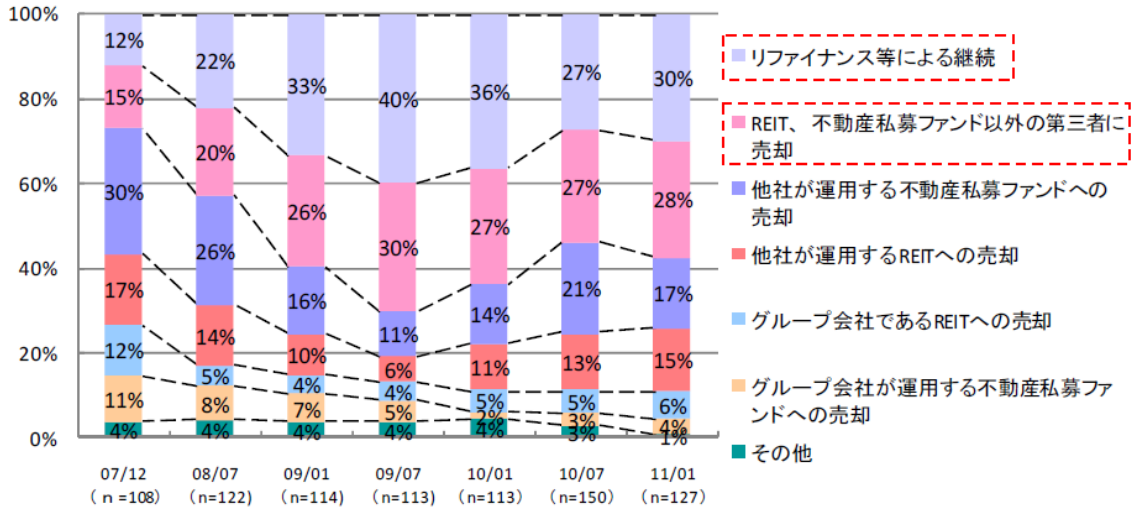
スによる継続」(30%) が最も多く、次いで「REIT、私募ファンド以外の第三者に売却」(28%) となっている（いずれも 2011 年 1 月時点）。J-REIT への売却の割合という観点からの推移を見てみると、2007 年 12 月時点では、グループ会社である J-REIT への売却及び他社が運用する J-REIT への売却を合計して 29%が J-REIT への売却を見込んでいたが、2009 年 7 月にはこれが 10%まで減少した。その後上昇に転じ、2011 年 1 月時点では 21%となっており、J-REIT への売却は、金融危機前ほどではないが、出口戦略としては再び大きなシェアを占めるようになることを見込んでいる。また、リファイナンス等による継続の割合という観点からの推移を見てみると、2007 年 12 月時点では 12%であったものが、2009 年 7 月には 40%まで急増している。その後は次第に減少し、直近の 2011 年 1 月には 30%となっており、リファイナン

ス等による継続を見込んでいる割合は少
なくない（図表 22）。

以上のように、不動産私募ファンドに
っては依然として出口戦略が困難な状

況が続いているように見受けられ、今後
ともリファイナンスリスクも考慮しなが
ら状況の変化に柔軟に対応できるような
運用を行うことが求められるであろう。

図表 22 今後 1 年間の私募ファンドの出口として可能性の高い方法



資料：(株)住信基礎研究所 HP

4. 東日本大震災による不動産投資市場への影響

これまで述べてきたように、金融危機以降、2009 年半ば頃をボトムとして不動産市場も不動産投資のための資金調達環境も全般的には改善されつつあったが、我が国の経済社会に未曾有の大被害をもたらした本年 3 月の東日本大震災を契機にこれらの状況が大きく変化するおそれがある。

内閣府が同月に公表した試算によると、今回の大震災による直接的な被害額は 16 兆～25 兆円（原発事故による被害は含まず。）で、阪神大震災の 10 兆円を大きく上回っている。また、日銀が 4 月に取りまとめた「展望レポート」においては、サプライチェーンの寸断や電力不足などの影響により、2011 年度の実質 GDP の成長率の見通しを、前年度比プラス 1.6%から 0.6%へ

下方修正している。

大震災による直接的な被害はもとより、原発事故や電力不足は、我が国経済に対して生産面で大きな影響を与えているほか、先行きに関する不透明感を背景として企業や家計のマインドの悪化を通じて設備投資や個人消費を押し下げる可能性がある。一方では、社会インフラや住宅、企業の生産設備の復興需要も想定されるが、本格的な効果が出てくるのは、数ヶ月程度先からと考えられる。

このような状況の中で、今回の大震災によって不動産投資市場は具体的にどのような影響を受けるかについて、現時点で考えられるものを列挙してみることとする。

まず第 1 には、テナント等の地震リスクに対する意識や評価基準の高まりにより、築年数が経過したビルから築浅で耐震性の

高いビルへの需要の移動が進むだろう。このような傾向は不動産証券化の広がりの中でデュー・デリジェンス等の観点から以前から始まっていたが、今回の大震災を契機に一層強まることが予想され、新耐震基準に適合していないようなビルは市場で厳しい評価を受けることは避けられないであろう。

第2は、大震災に伴う直接・間接の被害による経済活動の停滞は当然のことながら企業収益の減少をもたらし、さらには設備投資の見送りにもつながることから、特にオフィス市況を悪化させるおそれがある。前述のように、東京では都心部を中心にオフィスの空室率によりややく上げ止まり感が出てきており、賃料も近い将来に下げ止まるのではないかという状況も見られたが、今回の地震により空室率の改善と賃料の反転時期は相当程度先送りになるものと考えざるを得ない。

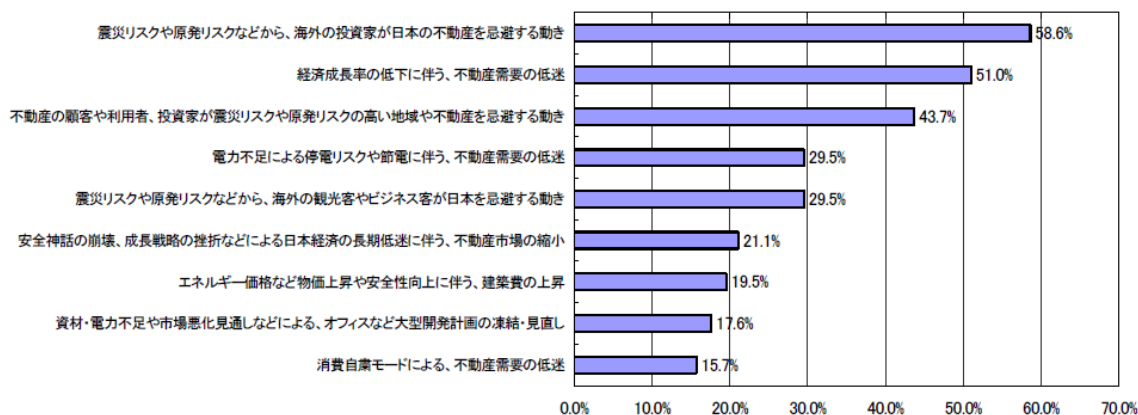
なお、CBREのデータによると、本年4月時点での空室率（速報値）は、東京23区では7.8%（前月と比較して+0.1%）、東京主要5区では7.6%（同±0%）、東京Aクラスビルでは5.1%（同±0%）、そして大阪市では11.0%（同-0.1%）となっており、

目立った変化は見られないが、今後の動向については注視する必要がある。

第3は、不動産への投資資金、特に海外投資家の資金の逃避のおそれである。今般の震災では、前述のように、J-REIT各社の保有物件に対する被害は軽微なものに留まり、東証リート指数も震災直後には急落したものの、現在では震災前の水準まで回復してきている。しかしながら、J-REIT投資口の売買代金の40~50%程度のシェアを占める海外投資家は、従来から我が国の地震リスクには非常に敏感であり、今般の震災により原発リスクも加わり、より一層センシティブになっていると見られ、今後の状況次第では不動産への投資を回避するおそれがある。

（株）ニッセイ基礎研究所が、不動産分野の実務家・専門家等を対象に、本年4月に行った「東日本大震災の不動産市場への影響に関する調査」においても、震災が不動産市場に与えるマイナスの影響として、「震災リスクや原発リスクなどから、海外の投資家が日本の不動産を忌避する動き」をあげる者が最も多く（複数回答で58.6%）、今後、海外投資家の投資スタンスには注意が必要であろう（図表23）。

図表23 震災が不動産市場に与えるマイナスの影響（複数回答3つ）



資料：（株）ニッセイ基礎研究所 HP

第4は、企業の東京一極集中是正の動き、これに伴う東京のオフィス需要の変化の可能性である。これまで国内外の企業は、効率性、利便性等の観点から本社機能をはじめとする管理機能を東京に集中させ、規模や収益の拡大を図ってきたが、近い将来に発生することが想定されている首都直下型地震や東海地震などによる被災リスクを勘案し、BCP（事業継続計画）の観点からも東京以外に拠点を分散させようという動きが顕在化してくることが考えられよう。現に、今般の震災に際して、電力不足の長期化や新たな地震リスクなどに対する懸念から、西日本においてデータセンター等のバックアップ機能を強化したり、外資系企業を中心に東京から管理機能の一部を移転させようという動きも見受けられる。

また、震災に伴う我が国経済の下押し懸念や地震・原発リスクにより、外資系企業が活動拠点を中国をはじめとするアジア新興国に移転するこれまでの動きに拍車をかけるおそれもある。

このような企業の東京一極集中是正の動きは、東京のオフィス需要にマイナスの影響を与える可能性があり、今後中長期的にその動向を見守っていく必要がある。

5. 不動産投資市場の課題と対応の方向性

これまで我が国における不動産投資市場を取り巻く環境、J-REIT及び不動産私募ファンドの現状等を概観してきたが、以下においては、これらを踏まえて我が国の不動産投資市場の抱える課題や対応の方向性について私見を述べることとする。

(1) デット資金調達の円滑化

J-REITや不動産私募ファンドに対す

るノンリコースローンのレンダーは、デュー・デリジェンスをはじめ金融や不動産に関する高度の知識・ノウハウを必要とされることから、従来より外資系投資銀行や国内大手銀行などに限られていたが、前述のように金融危機を契機に外資系投資銀行の多くは撤退し、国内大手銀行も融資先を限定的に選別している。しかしながら、我が国の不動産市場の規模や不動産証券化の世界的な動向からするとノンリコースローンに向けられる資金量は依然として過少であると言わざるを得ない。また、ノンリコースローンを証券化したCMBSについても同様である。モルガン・スタンレーMUFG証券の資料によると我が国におけるノンリコースローン、CMBSの市場規模は、それぞれ13兆円、4兆円（2009年12月時点）、これに対し米国のそれらは180兆円、60兆円（同）となっており、経済規模を考慮に入れても我が国での資金量は少ない。

J-REITや不動産私募ファンドを中心とする不動産投資市場の拡大のためには、ファイナンスの面では金融機関等によるノンリコースローンが円滑に実施されることが不可欠である。特にJ-REITのように投資口の公募増資や投資法人債の公募といった資金調達手段を持たない不動産私募ファンドにとってはノンリコースローンによる資金調達の可否がその運営を左右すると言っても過言ではない。さらに、ノンリコースローンを流動化するために円滑にCMBSを発行できるような環境を整備することも重要である。

しかしながら、リーマンショック以降、CMBSの裏付けとなるノンリコースロ

ーンがデフォルトする事例が急増したことから、従来は CMBS の主な投資家であった国内銀行がリスク管理等の観点から CMBS への投資を手控えており、その発行自体が容易ではなくなっている。さらに、ノンリコースローン自体についても選別傾向が強く、実際に対象となっているのは大都市中心部の大型優良物件のシニア部分等に限られ、メザニン部分については資金ニーズに対応できていないのが実情である。

CMBS の発行市場を復活させていくためには、まずは CMBS に対する投資家の信用を回復させていくことが求められるが、それに加えてスプレッド等の発行条件で投資家のニーズに十分に対応できるかどうかのカギになる。国内大手銀行は、CMBS の投資家であると同時にノンリコースローンのレンダーでもあるので、これらの者に CMBS への投資期待するのであれば、彼ら自身が実行するノンリコースローンよりも有利な条件を呈示しなければならないであろう。不動産市況がようやく立ち直りつつある状況の中で高スプレッドを呈示することはリスクを伴い容易ではなく、また、銀行側には新 BIS 規制への対応という観点から CMBS 投資については慎重にならざるを得ない状況もある。このような点からすると、CMBS 市場が急回復するとは考えづらく、日銀による J-REIT の買取りのような何らかの支援措置の導入が望まれる。

また、ノンリコースローンのメザニン部分については、金融危機前は外資系投資銀行等が積極的に参加していた分野で

あるが、現在ではこれらの投資家は撤退し、一部で国内リース会社等の参入などが見られるが、メザニンによる資金ニーズに対応していくためには、外資系を含めリスクプレミアムを積極的に追求する投資家層の拡大が不可欠である。

(2) 不動産保有期間とファイナンス期間とのミスマッチの解消

不動産は、本来、長期投資の対象であるにもかかわらず、現実の不動産投資市場で金融機関から提供されているローンは2~3年程度のもが多く、長くても5年程度である。

不動産市況の好調期においては、不動産ファンド等はリファイナンスを繰り返し必要な資金を継続して確保することも可能であるが、先般の金融危機のような局面では金融機関等の融資姿勢が非常に厳しくなり、リファイナンスができずに破綻に至った不動産ファンド等も多数見受けられる。また、リファイナンスを受けることができ、破綻に至らなかった不動産ファンド等についても、レンダーから LTV の引下げのためエクイティの調達を要請された事例も多い。このように、我が国の不動産投資市場においては、外資系を含め金融機関がリスク管理等の観点から本来的に短期のローンを基本としていることから、不動産保有期間とファイナンス期間のミスマッチという問題が常に存在しており、ノンリコースローンには構造的にリファイナンスリスクが組み込まれていると考えざるを得ない。

ノンリコースローンを裏付けとしていることから、CMBS についても同様のこ

と言える。前掲のモルガン・スタンレー MUFG の資料によると、2006 年以降に発行された我が国の CMBS の加重平均ベースでの平均償還期間は約 3.3 年となっているのに対し、米国の CMBS では 7.8 年と我が国の 2 倍以上の期間となっている。また、CMBS の投資家の属性を見ても、我が国では大手銀行、地方銀行等の金融機関で約 90%（金額ベース）を占めているのに対し、米国では金融機関は 25%程度で、投資信託、ファンド等が 50%以上を占めており、これらを通じて個人・年金の資金が流入している。

不動産投資市場を拡大するためには、ノンリコースローンについても、CMBS についても上記のような状況を改善し、ファンドの資金ニーズに沿ったファイナンス期間の最適化に努めながら、市場に長期安定的な資金の導入を図っていくことが重要である。我が国には 1,400 兆円を超える家計金融資産や生保・損保資産などの潤沢な資金が存在しており、しかもその多くは長期運用を目指しているものと考えられることから、これらを有効に活用していくための方策が求められる。

(3) J-REIT の財務体質の強化

J-REIT は、いわゆる導管性要件を満たすため、配当可能利益の 90%超を分配金として配当する必要がある、内部留保とすることは事実上認められていない。このため、J-REIT 各社においては、内部留保金が極めて少なく、先般の金融危機に際しては、資金調達環境が著しく悪化したことから、破綻事例も発生し、不動産投資市場全体に大きな影響を与えた。

また、通常時においても、J-REIT 各社は新規の物件取得に当たっては増資、あるいは投資法人債の発行や銀行借入りに依存せざるを得ない。

しかし、増資や投資法人債の発行については、市場環境に左右されやすいとともに、コストや時間の関係から頻繁に行うことは困難である。また、銀行借入れについては、前述のようにファイナンス期間が短いことからリファイナンスリスクが伴い、円滑にリファイナンスができない場合には予定外の物件売却を迫られ損失を生ずるといった事態さえ発生しうる。

したがって、J-REIT 各社が経済環境や市場環境の変化に適切に対応するとともに、外部成長を着実に果たしていくためには、一定の範囲内で内部留保を可能とし、LTV 引下げなどの財務体質の強化を図っていくことを可能とする必要がある。

この点について、諸外国の事例を見ると、米国では未分配所得に対しては法人税が課税されるのが原則であるが、一方で株式分配による内部留保を可能とする措置が、また、ドイツやフランスでは物件譲渡益の 50%まで内部留保を可能とする措置が設けられており、REIT の財務面での健全性の維持に配慮がなされている。今後、投資意欲が旺盛な海外資金を J-REIT に積極的に導入していくためには、各社の財務体質の強化が重要であり、欧米諸国に見られるような内部留保に係る措置は不可欠であると考えられる。

このほか、J-REIT の財務面については、一般の株式会社と同様な転換社債の発行、自己投資口の取得、あるいは投資

口配当等の必要性が各方面から指摘されており、これらの導入についても併せて検討することが必要であろう。

6. おわりに

不動産投資市場が、不動産分野と金融分野を融合することを期待され本格的に登場してから 10 年余りが経過しているが、必ずしも所期の目的を十分達成しているとは言いがたい。我が国の不動産資産は約 2,300 兆円と世界でも有数であるにもかかわらず、J-REIT、不動産私募ファンド等を核とする不動産証券化資産やノンリコースローンの市場規模はせいぜい数十兆円であり、拡大すべき余地は大きい。そのためには不動産市場側にも金融市場側にも様々な課題があり、本稿で指摘したものはその一部にすぎず、また、これらの課題についても経済社会情勢の変化に応じてその姿を変えていくものである。

以上のような状況を踏まえ、我が国の不動産投資市場が直面する様々な課題に適切に対応しながら着実に成長し、その成果が都市の再生・整備に結びついていくことを期待したい。

<参考文献>

- 三菱 UFJ 信託銀行不動産信託研究会 (2010 年)
「不動産証券化の危機対応」(金融財政事情研究会)
- 藤瀬裕司 (2009 年)
「総解説 証券化ヴェークルの法務と実務」
(日本経済新聞社)
- 中空麻奈 (2009 年)
「早わかりサブプライム不況」(朝日新聞社)
- 片山修 (2008 年)
「9・15 リーマンショック」(祥伝社)
- 山崎成人 (2005 年)
「解析 J-REIT」(シグマベイスキャピタル)
- 三国仁司 (2001 年)
「不動産ファンド—問題点とその対応」
(東洋経済新報社)