

金融商品としての魅力度を増す 不動産投資

不動産投資のリスク・リターン特性が変化し始めている。過去数年のように多大なキャピタルリターンは期待できないが、確実なインカムリターンが見込まれ、流動性の改善が図られる。今後は、金融商品としての不動産の魅力度がより高まっていくと考えられる。

金融商品としての不動産の リスク・リターン特性

不動産は、株式や債券と異なる幾つかの優れた特徴を持っている。株式などの資産クラスと相関が低く、分散効果が期待できる点、物価上昇率以上の価格上昇が見込まれインフレに強いこと、長期の安定したインカムリターンを獲得できる点などが投資対象としての魅力である。さらに株式と同じように不動産価格の上昇によるキャピタルゲインを享受することも可能である。投資方法も、直接投資の他に、私募ファンド投資、J-REITなど多様化してきた。

一方で、不動産投資特有のリスクがあることも事実である。機関投資家にとって最大のリスクは、流動性の低さである。投資物件・対象の個性が強く、投資に必要な情報量が不十分である場合もある。加えて、物件の瑕疵や自然災害のリスクも無視できない。

過去数年の日本の不動産市場について、このようなリスク・リターン特性と今後の方向性を解説してみたい。

過去数年間の国内不動産の パフォーマンス

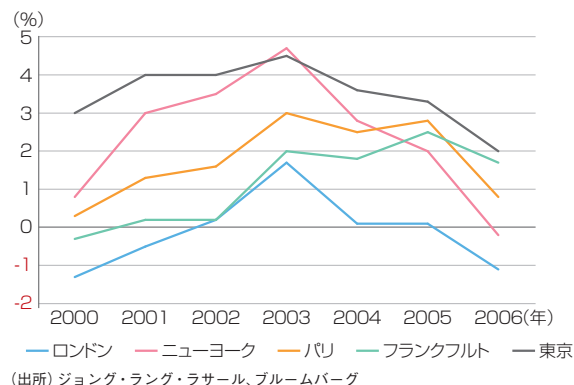
2000年前後からの国内不動産投資におけるリターンは目ざましいものがあった。最も流動性の高い不動産投資であるJ-REITを例にとると、過去3年間のトータルリターンは年率約15%であり、その内キャピタルリターンが約12%、インカムリターンが約3%であった。

圧倒的なキャピタルゲインを得られた最大の要因は、日本国内における割安な不動産の流通であったと言える。2000年前後からの企業の財務リストラによって、不動産

投資市場では、資産価値をはるかに下回る価格で不動産を取得することが可能であった（いわゆる不動産流動化）。加えて、一般企業が売却する不動産は、バリューアップ余地が大きく、キャピタルゲインを得ることが容易であった。このような背景の下で、2005年頃までは運用期間3～5年程度のオポチュニティ型私募ファンドへの投資が不動産投資手法の中心であった。

不動産投資の特徴であるインカムリターンも充実している。J-REITの配当利回り、長期国債利回りとのスプレッドの推移を見ると、2003年時点の3.5～4.0%からは縮小する傾向にあるが、依然として2.0～2.5%の水準を保っている（2007年10月時点のJ-REIT配当利回り：4.4%、長期国債：1.7%）。グローバルに見ても、日本のインカムリターンは魅力的である。図表1は、世界の主要都市におけるオフィスの投資利回りとスワップ金利とのギャップ（イールドギャップ）の推移である。日本は世界の主要都市の中でもイールドギャップがもっとも大きい市場である。これは、低利で調達した資金でレバレッジをかけながら、資金を不動産で運用し、リターンを得ること

図表1 世界の主要都市のイールドギャップの推移



NOTE

1) 機関投資家が、不動産の権利を所有する際、投資の出口が確かでないことが障害であった。不動産ファンド(私募ファンド)の拡大は、この“資金の塩漬け”リスクを解消するものとなる。

が可能であることを意味する。イールドギャップは縮小傾向にあるものの、オフィス市場を中心に賃料が上昇基調であることから、再び拡大していくことが想定される。

今後、魅力を増す不動産投資

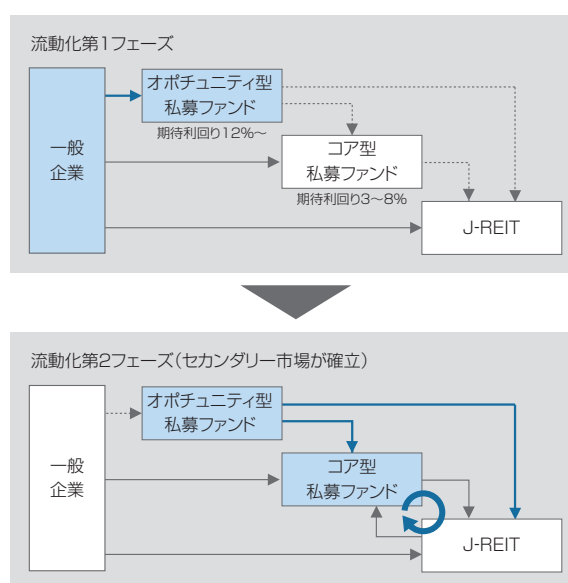
これまでの日本の不動産市場の活況を支えた環境にも様々な変化が見られる。今後、日本の不動産市場は異なるステージに入ると考えられる。

まず、不動産ファンドが不動産売買の主体になる傾向が強まっていることが挙げられる。多くの不動産ファンドは、3~8年ほど運用された後、解散するため、常に出口戦略を持っている。今後は、ファンド間での売買が盛んになり、流動化された不動産のセカンダリーマーケットが確立すると考えられる。同時に機関投資家にとっても、投資期間の見極めが付き、不動産へ投資しやすくなることも期待できる¹⁾。

一方、不動産価格は既にも上昇し、これまでに比べ、バリューアップ余地が大きい不動産は減少する。一般企業が新たに放出する不動産も少ないため、キャピタルリターンを狙いとしたオポチュニティ型ファンドが国内において高い利回りを維持することは難しくなることが予想される。今後は、安定した3~4%の期待利回りを実現するコア型私募ファンドが増加するであろう。

上記を不動産流通の観点から整理すると、これまでに組成されたオポチュニティ型ファンドの多くは解散され、それに伴い放出される不動産を、新たに組成されるコア型ファンドが取得する不動産流動化第2フェーズに移行することが予想される(図表2)。

図表2 日本における不動産流動化の進展



また、金融商品としての不動産の性格を整理すると、これまでのようにキャピタルリターンに多くは期待できないが、過去に比べ流動性が増し、インカムリターンでの相対的な魅力を備えた金融商品になると考えられる。

日本の機関投資家は、欧米に比べ不動産投資が進んでいない。今後は、物件売買が比較的自由的な直接投資や流動化の進む私募ファンド投資をポートフォリオの中で重要な資産クラスに位置付けて良いのではないかと考えられる。

Writer's Profile



金 惺潤 SungYun Kim
 事業戦略コンサルティング一部
 副主任コンサルタント
 専門は不動産、エネルギー分野
 focus@nri.co.jp