



J-REIT市場の再生と今後の展望

早稲田大学大学院 ファイナンス研究科 教授
川口 有一郎

1. はじめに

アベノミクス以降、資産価格の動きについて関心が高まっています。それを受けて、学会をはじめ、国内外で様々なカンファレンスが予定されています。そこでは特に、アメリカのテーパリング、日本の異次元の量的緩和の継続、中国の経済成長等グローバルな視点でのマクロとJ-REIT市場の関係が焦点になっています。

冒頭では、昨年から加速したリフレ策、壮

— 目 次 —

1. はじめに
2. J-REIT市場低迷の理由
3. J-REIT市場再生
4. J-REIT成長の道筋
5. ヘルスケアREITに託す社会
6. J-REIT市場の展望

大な実験とも称せられる昨今の金融政策についてお話しします。かつて1933年発行のアメリカの経済学術誌『Econometrica』で、経済学者アーヴィング・フィッシャーが有名な論文を発表しました。テーマは「デット・デフレーション理論」です。その中の一節に「… great depressions are curable and preventable through reflation…」というのがあります。リフレ策については、日本では「デフレの原因」、「インフレーターゲット論の功罪」など、様々な議論があります。しかし、あらためて1930～40年代の英米経済学会の論文を複数レビューしたところ、ここに行き着きます。要するにバブル崩壊後の対応は、リフレ策をとればいいというのがフィッシャーの論文の要旨です。

直近の正月明けには、米・フィラデルフィアで、アメリカの経済学会が開かれました。今年が目玉は、任期が満期を迎える直前のFRBのバーナンキ議長の話演でした。彼は

80年前の大恐慌研究の第一人者であり、2008年のリーマンショック直後から量的緩和、リフレ策、これらを実行してきました。私の理解では、彼は住宅価格指数を引き上げたいと思っていたと考えています。本講演のテーマの一つの柱は、ここにあります。

今年のアメリカの経済学会の潮流は「グレート・リセッション」に関する分析です。さらにバーナンキ議長がとった量的緩和をはじめとするリフレ策の功罪についても、激しい議論の応酬が行われています。反対論者の筆頭は、サマーズ、フェルドシュタイン、プレスコット、さらにテイラー・ルールで有名なジョン・テイラー、資本コストと投資、生産性の分析で知られるジョルゲンソンの各氏です。彼らは真っ向から、量的緩和はアメリカ経済にまったく役立っていないと論陣を張っています。

この問題については、アメリカでも賛否両論の意見が日本と同様に存在するということです。

私は、J-REIT市場の今後の展望を見通すうえで、この議論がベースになると考えています。具体的には、J-REIT市場がグレート・リセッションでどのように低迷をしたのか再度整理し、その反面でJ-REITの投資口価格が昨年大きく反発した理由についても考えたいと思います。

次に、昨今私が研究している「崩壊しない不動産ブームは作れるのか」というテーマを取り上げます。歴史的に不動産ブームには2

種類あります。崩壊するブームと崩壊しないで継続するブームの二つです。アメリカのあるマクロ経済学者も、このメカニズムについて分析しています。

その観点から、日本経済に今求められていることを端的に言えば、住宅価格指数を上昇させつつもその状態を長く継続させられるかです。不動産とか住宅だけに限定した話ではなく、日本の株価も住宅価格と密接な関係があります。これは株式の教科書には、まったく触れられていない現象です。これについても、本日紹介します。

以上を踏まえ、今後のJ-REIT市場の展望を考察します。

■ 2. J-REIT市場低迷の理由

まず、J-REIT市場が低迷した理由から説明します。

日本のREITと海外のREITの指数をみると、リーマンショックまでは同等に動いていましたが、ドルベースの海外のREIT指数はいち早くV字回復をしました。特にアメリカのREIT市場の回復は早かったです。

しかし、円ベースのJ-REIT指数は、なかなか回復しませんでした。この原因について、様々な議論がなされました。低迷期を、2008年9月のリーマンショックから2012年8月までで区切り、この期間の銘柄数とJ-REITの時価総額の推移をみてみましょう。

リーマンショックを境に下げ、いったん底

を打つのですが、時価総額はなかなかV字回復しません。一方で、銘柄数も減少しました。

年間のJ-REITの物件取得額に対して、その間の物件売却額の割合を調べると、2009年は46%、2010年は49%と取得額の半数近い金額の物件が売却されています。

本来であれば、J-REITは不動産の長期運用を想定しているのだから、物件取得から4～5年で売却するのは、基本的なJ-REITのビジネスモデルとは異なっています。これでは短期回転型のビジネスモデルに陥り破たんしたという理解も成り立ちます。

REITの教科書には、ブームの時に割高で買った問題不動産は、売却せざるを得なくなると書かれており、一つには実際にそうなったという見方ができます。もう一つの見方は、J-REITは物件を入れ替えることで停滞期を乗り切ろうとしたというポジティブな解釈もできます。

低迷の原因については、様々な議論がありました。まず不動産会社の経営者の視点です。彼らの見方としては、日本のビジネスを取り巻く環境は六重苦がありました。円高、自由貿易協定締結の遅れ、マーケットに合わせたリストラが困難な労働規制、環境規制の強化、2011年3月11日に端を発したエネルギーの問題、さらに以前から指摘されている法人税の問題です。これらの六重苦が原因で、厳しい状況がもたらされたということです。

一方でJ-REIT市場のアナリストは、2012年5月まで継続した資産デフレが影響し、海

外に比べて回復が遅れたJ-REITが信頼を失ったとみています。この「信頼失墜」とは、これまで唱えられてきたミドルリスク・ミドルリターン説や、REITの不倒神話が崩壊したことによるものであるという見方です。実際に、J-REIT指数はTOPIX以上の高いボラティリティになりました。そしてニューシティ・レジデンス投資法人の破たんといった象徴的な出来事を経て、信頼を失墜していったと考えられます。

さらには、投資家層が厚みに欠けるという問題もありますし、その反対側の見方として、投資対象資産が多様性に欠けるという業界関係者の見方もあります。J-REITは、海外のREITに比べて、投資対象がオフィス、住宅、店舗に限られています。そのうえ、資金調達手段の制約が多い。転換社債や新株予約権での資金調達ができない仕組みになっていました。また、合併再編の必要性も唱えられていました。

こうしたいくつかの低迷の理由は、いずれも正しいものです。つまり原因は複合的であったといえます。そのなかでも今も尾を引いているのは、ミドルリスク・ミドルリターン説が崩れたことではないかと思えます。

現在のJ-REIT市場では、上場REIT市場に対して非上場REIT（私募REIT）がブームになっています。年金基金の根強いニーズがあるようです。その理由は、上場REITの投資口価格はボラティリティが大きいですが、非上場REITなら鑑定評価が基準で価格が安定して

いるからです。リーマンショック以降の実証として、J-REITのボラティリティは、一般株よりもはるかに大きいという認識が広がってしまいました。本来期待されていた小さなボラティリティではなかったのです。

ここにJ-REIT市場が信頼を失う一つの大きな問題があります。これは実は日本に限らず、アメリカのREIT市場でも同様でした。金融危機の際にREITの投資口価格が大きく変動し、問題になっています。

しかし、アメリカの学者や実務家も含め、専門家はボラティリティの問題は金融政策によるものであり、REITそのもののミドルリスク・ミドルターン説が必ずしも壊れたわけではない、と明らかにしたいと考えています。

問題の根幹は、借入資金のロールオーバーリスクです。これはJ-REITの特徴ですが、銀行借入の期間が短いです。J-REITの有利子負債の平均残存年数を示すと、おおよそ2年から3.5年という期間になっています。

本来であれば、不動産投資は10年以上の期間を前提に投資価格の合理性を検証しています。そこから考えると、J-REITの銀行借入の期間には明らかにミスマッチがあります。

一般に日本の借家契約は、普通借家がベースで2年間です。例えば、港区の高級賃貸マンションのテナントの平均滞在期間は3年です。このように頻繁にテナントが入り替わるものに対して、長期貸出はできないというのが貸し手である銀行のスタンスです。

J-REIT市場は、オフィスと住宅というア

セットタイプの比重が高いという点で、現状の借入期間が理にかなっているともいえます。

一方、商業、物流施設については、平均の賃貸借契約期間は約10年間から約20年間です。日本の場合は、定期借家でも裁判所が減額請求を認める特殊な民法になっていることもあり、資金調達面でも短期借入で対応しているという特徴があります。

金融機関の観点からみると、日本の預金銀行のバランスシートは、リテール預金が大半を占めています（図1）。長短のミスマッチのリスクを小さくするため、貸出は最長でも3年間と短くならざるを得ないのです。日本の銀行は国債も保有していますが、ここでも同様に残存期間の短いものしか持つことができません。住宅ローンに関しては、変動金利のみです。こうした銀行サイドの流動性リスクの観点からJ-REITの貸出期間が短期にならざるを得ないとの見方もあります。

一方で、J-REITの観点からみると、短期借入の方がいいという学者もいます。それはJ-REITに対する銀行からの規律付けやモニタリング機能が働くからです。

しかしながら今回の金融危機では、短期借入のロールオーバーリスクが大きかったことが、アメリカでの研究等で分かっています。要するにオフバランス化した証券化ビークルが、ロールオーバーリスクを製造したということです。

ここで最も重要なことは、不動産価格が暴落したから金融危機が起こったとの理解は順

(図1) 預金銀行 流動性リスク管理の観点から長期貸出はできない

(例) A銀行のバランスシートからみた流動性リスク・プロフィール

運用 (億円)		調達 (億円)	
現金・預け金	100	リテール預金 (普通・定期)	600
コールローン	100		
国債	50		
貸出	750	市場性大口定期	100
		コールマネー	200
		純資産	100
運用計	1,000	調達計	1,000

3年 (平均年限)

1か月～3年

流出入は比較的安定的

市場性資金。
期間：
O/N～1年間
調達先：
10数先に限られる

(出所) 日本銀行金融機構局金融高度化センター2012年9月に筆者加筆

番が逆であるということです。要は不動産の価格がわずかでも下がる気配を感じると、先行者優位のロールオーバーリスクが顕在化します。リファイナンスをしないという行動に、金融機関の姿勢が一斉にシフトするわけです。これで金融危機が発生します。

J-REIT低迷の理由は、こういったところですが、ようやく2012年9月ぐらいからV字型で再生をしてきています。時価総額でおおよそ7兆円を超える水準、これは2007年のピーク時に匹敵し、それをさらに超えるくらいのものであります。

3. J-REIT市場再生

J-REIT市場が再生した理由を考えるうえで、マクロでは2012年9月がFRBの量的金融緩和QE3のスタートであることに着目しています。少なくとも現時点で、再生の理由

を私は以下のように考えています。

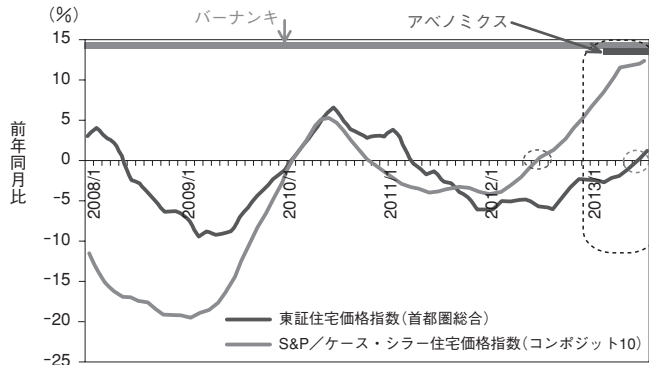
一つ目は、金利の低下です。日米の中央銀行の量的緩和実施により、両国の金利が低下しました。

二つ目は、不動産市場の回復です。不動産の賃貸市場、特に東京のオフィス市場に改善の兆しがみえてきています。東京のオフィス市場の賃料は、金融との関係が強いと思えます。マクロ経済指標との相関を取ると、LIBORと強い関係がありました。

三つ目はリアライゼーション（投資家の実物資産重視への投資戦略の変化）です。海外の年金等の投資家の戦略が、株式や債券から不動産、インフラという実物資産へのアロケーションにシフトしました。特に2012年になって、日本の不動産へのアロケーションの比重が高まっています。

四つ目は政策対応です。税制や負ののれんの取扱い等、J-REITが合併をしやすいうように

(図2) 住宅価格が上昇に転じた
日米の住宅価格の推移 (対前年同月比)



(出所) 東京証券取引所、Standard Poor'sの資料をもとに早稲田大学国際不動産研究所作成

促したことで、各J-REITが再編に動きました。

また、物件の入れ替えも行っています。つまり、利回りの低いものから利回りの高いものに入れ替えることで、配当を厚くします。特にこのバランスシート調整は重要で、J-REITのスポンサー、オリジネーター、J-REIT投資法人そのものがビジネスモデルを変更しはじめたのです。短期回転型のキャピタルゲインでも良しとするビジネスモデルから、配当を厚くして長期の成長を促すモデルに変わりました。小さくても物件が良ければ良いという発想から、規模の経済を求める発想に移行したことにより、複数の合併が実現しました。

さらには政策対応として、金融庁、国土交通省、業界団体が様々な活動を通じて、J-REITのファイナンスの多様性を高める努力をしました。

2012年9月からの回復は、アメリカの量的

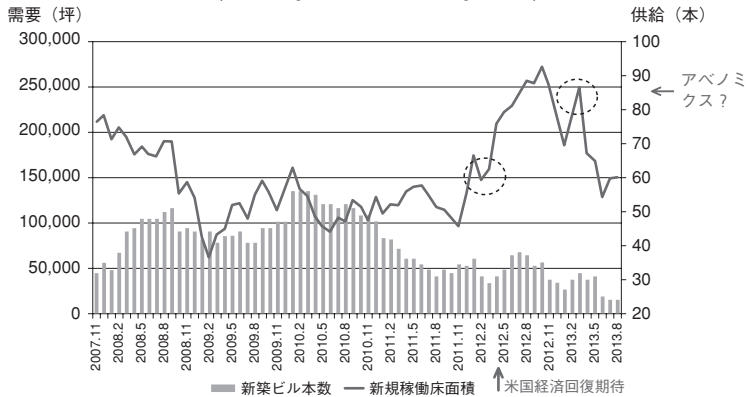
緩和、日本のリフレ策、民主党から自民党への政権交代、日銀の黒田総裁以降の異次元の量的緩和、これらと切り離して考えることはできません。

何よりもこれらが功を奏し、金利が低下すると、J-REITの投資口価格が上昇するようになりました。要するに、経済学の教科書に書いてあるとおりの金利と資産価格の関係に戻ったのです。

ここで日本の実物不動産市場を概観します。まずは住宅価格です。アメリカの住宅価格の動向を示すものとして、スタンダード&プアーズのケース・シラー指数という有名な指数がありますが、東京証券取引所が提供する日本の住宅価格指数も同じ手法で算出されていますので、比較が可能です(図2)。

トレンドを排除しサイクルだけを取り出してみると、大まかに日米の住宅価格は、同じようなパターンで変動しているということが

(図3) 賃貸市場改善の兆し 世界大不況 (Great recession) の終結
東京オフィスビルの需要と供給の推移
(2007年11月～2013年8月)



(出所) 三鬼商事オフィスデータを用いて筆者推計

いえます。下げ幅は違ってもパターンは同じです。アメリカは2012年春くらいから回復基調にあるので、日本より早いです。日本がプラスに転じたのは、アベノミクス以降です。つまり日本の株価、J-REITの投資口価格は、アメリカの住宅価格がプラスに転じてから良くなっています。

次に、東京のオフィス市場をモニタリングします(図3)。リーマンショックまで、年間約20万坪あった賃貸オフィスの新稼働床面積が、それ以降何と5万坪に達するくらい減少しています。5万坪という数字は、大阪全体のオフィスビルの新規稼働床面積とほぼ同水準です。この規模の契約がなくなったわけですから、まさにビルのオーナーは青ざめました。

その後、V字回復を目指しますが、ヨーロッパのサブリン危機も影響し、10～15万坪の間を行き来しています。しかし、アメリカの

住宅価格がプラスに転じる頃から、オフィスの新規稼働床面積が15万坪から25万坪にV字型に回復していきます。ようやく回復軌道に乗ったわけです。

一方で、新しいビルの本数は、2010年から直近までずっと下がってきています。需要が改善すると同時に、供給が減ってきています。これが市場の回復に大きく影響しています。

2014年もこの傾向は継続しますので、東京のオフィス市場は改善がみえてきます。それは取りも直さず、グレート・リセッションは、いったんは終結したということなのではないかと思っています。

さらに、リアライゼーションも進んでいます。米カリフォルニアの教職年金の資産の定義が、金融危機を経て、実物資産(リアルアセット)に10%程度アロケーションしました。インフラ、不動産の位置付けが増したという

ことです。リスクを限定したい投資家のニーズが高まり、特に2012年以降、そのニーズが日本に集中的にきました。2013年あたりは日本人だけが、日本の不動産市場にあまり自信を持っていなかったのではないかと思います。

J-REIT以外の株価についても議論があります。総じて現在の株高は維持できるのかという議論です。むろん楽観派と悲観派がいて、どちらが優勢かという見方になります。私はポートフォリオの実際は、メンタル・アカウントイング、すなわち「心の会計」が強く作用し、日米それぞれの投資戦略、ポートフォリオは、何にバイアスをかけてみるかに支配されているという見方をしています。

これは最近の社会動学の理論での見方ですが、私自身は現状がブームになるのか、バブルになるのかを決める人達に、楽観派と悲観派、その間の中間派がいると考えています。とりわけ中間派は、楽観派と悲観派の間で揺れ動きます。つまり期待と信念が揺れ動き、この変化のパターンがバブルとなるか、崩壊しないブームとなるかの違いをもたらしている、というのが最近の研究の仮説です。

これをコントロールするのは、中央銀行や政府です。アメリカではFRBが主導してきました。信念や期待をどうマネジメントするかは、とても重要なことです。

■ 4. J-REIT成長の道筋

J-REITの成長パターンに焦点を当てたいと

思います。成長には、二つの条件があります。一つ目はオリジネーターの資金ニーズがあることです。その一方で、自分が持っているアセットを資本市場に持っていけば、高く買ってくれるという裁定の機会が必要です。J-REITでいえば、投資口価格がそのネットアセットバリュエーションよりも大きいという条件が揃った時に、J-REITは成長しているといえます。

二つ目は、海外のお金が短期的に流入することです。例えば2006年6月、アメリカの住宅価格がピークを打った後にお金が日本に大量に流入してきています。

日本銀行や金融庁は、2005年にミニバブル、ファンドバブルということで、金融機関の不動産資金貸出の蛇口を締めました。お金が流れてきたのは2006年6月からです。それはアメリカでの住宅価格がピークを打ったので、その資金が一斉に日本に逃げ出ししてきたということです。

それから2012年9月のQE3、量的緩和です。この時、特に何が増加したかということ、J-REITのアセットタイプのうちのホテルや倉庫です。これらがこうした機会には増えるのです。要は、オペレーショナルアセットが増加する時には、REITはモーメンタムを持った成長をしているということです。

事例は過去2回しかなく断定はできませんが、アメリカのプライベートファンドの歴史をみると、オペレーショナルアセット、つまりホテルやヘルスケアのアセットへの期待が高まり、ここに資金が流入する時には、バブ

ルのシグナルであるという歴史があります。

最近のインフラ、ヘルスケアアセット、オペレーショナルアセット、ホテルは非常に好調で、デベロッパーも観光ビジネスを新しい成長機会だと捉えているようです。一つの見方として、これはバブルではないかということがあります。いや、そうではなく、新たな成長の始まりであるとの見方もあります。つまり投資対象の資産が多様化し始めたということです。そういう意味では、2012～2013年に物流は非常に大きな新しいアセットクラスとして成長しました。今年の潮流は、ヘルスケアREITということのようです。

さらに上場インフラファンドにも注目が集まっています。日本のインフラは、道路、鉄道、空港、上下水道含めると、700兆円が連結しながら分布しています。

今後のJ-REIT市場の成長をみていくうえでは、ここからどれだけ流動化されるかがカギです。

インフラとコーポレートリアルエステートを合わせると、約1,100兆円あるわけです。個人資産が1,200兆円ありますから、私の基本的な考え方は、これを組み合わせて移動させれば、金融ビジネス、資本市場は、ここ5年、10年は発展できると考えています。こういうポテンシャルがあるのです。

このインフラファンドを作るうえでのインフラの特徴とは何でしょうか。投資の観点からいうと、不動産によく似ています。大きな初期投資額、キャッシュフローの強さ、安定

したキャッシュフロー、長期投資、立地依存等です。インフラには、経済インフラと社会インフラがあります。経済インフラとは、道路、空港、港湾、さらにエネルギーです。社会インフラとは、教育、医療、介護で、これはヘルスケアにつながっていくわけですが、アセットとして資本市場で商品として成立するものです。よく例に出されるのは、アメリカのREIT市場（直近では時価総額で67兆円まで成長している市場です）で、多様な資産に投資されています。日本では主流のオフィスはアメリカではたかだか9%にすぎません。ヘルスケアREITが12%、インフラが5%ですから、非常に多様化、分散化しているといえます。インダストリアルよりも、インフラストラクチャーの方が大きいという形で多様化しています。そう考えると、日本のJ-REITの成長の道筋にも、一つはこのモデルがあります。

J-REITが一定の成功を収めるには、流動化する制度のインフラが整うのが第1の条件となります。第2はオリジネーターがそれを流動化させる資金ニーズがあるのかどうか。第3の条件は、物件が投資商品となった時に、配当の支払い、リターンが投資家の要求する水準であること、そしてニーズに見合った成長性が担保されることです。

J-REITが特徴的なのは、デフレの中、賃料がそんなに上がらなくても成長してきたことです。運用する物件をどんどん増やしていき、それによって外部成長ができています。

第4の条件は、資本市場のグローバル化です。これは日本の資金が滞った時に、海外から資金が入ってくるということです。

上場インフラは制度についてほぼ整備されました。PFI法については2012年に私が座長を務め、かなり改正されています。その際にコンセッション方式もできました。

しかし今の流れでは、インフラファンドはJ-REIT市場は使わないとなっています。問題はオリジネーター、要するに道路、鉄道、水道。鉄道は民営化されていますが、これらを管理している公的主体の関心が薄いということです。空港は一部、仙台空港を実験的に組み入れることが検討されていますが、総じてオリジネーターの資金調達ニーズが決して高くないのが実情です。これが大きなネックです。

■ 5. ヘルスケアREITに託す社会

今後の成長性という点において、ヘルスケアREITについて考えたいと思います。

日本では一般の街が今、非常に危機的な域に入っています。日本の戦後の街づくりは、小学校を中心とした近隣住区論というアメリカのニューヨークの下町を理想的なモデルとして開発されました。

ところがその小学校が年間数百校、廃校になっています。もう既に7,000校くらいの数です。小学校を核とした街づくりをしながら、小学校がなくなるということは、コミュニテ

ィの崩壊を意味します。

地方だけではなく、東京も同様です。一例ですが、JRの御茶ノ水駅近くの小学校が廃校になり、住民が強い危機感を抱いて再開発をしました。小学校の代わりに大学生の寮を作り、周辺の大学の学生たちを街の活性化に引き込もうとしたのです。これは良い例かもしれません。

多くの地域で何が問題の原因かという点、それは高齢化に尽きますが、そこでは介護問題が伴います。

厚生労働省の調べによれば今後、要介護人口は450万人となりますが、施設は142万戸しかありません。300万人はあふれます。この問題は切実です。

歪は高齢者施設だけではありません。一般に65歳以上になると通院率が高くなりますが、団塊の世代が通院を始めると、病院は1週間先、2週間先も予約で取れないということになりかねません。既に問題化している地域もあり、特に首都圏が深刻です。

こうした事態を少しでも解消するために、サービス付き高齢者住宅が増えています。厚労省の予算ではもう対応できないので、民間に任せるとのことです。

アメリカの事例を紹介すると、「CCRC」というキーワードが出てきます。これは「コンティニューイング・ケア・リタイアメント・コミュニティ」です。定年退職後、その後の生活の継続性を前提に住まいを考えていくという概念、それを取り入れたコミュニティ

です。自立して1人で生活できる時期から、最終的には寝たきりになるまでの住み替えを同じ街の中で考えようとするものです。自分の状態に応じて住み替えながら、ずっと同じ街で住み続けられるというコミュニティで、アメリカでは約60万人が居住しています。2.8兆円の市場規模があるそうです。

日本でも最近は様々な取組みがありますが、アメリカではこうしたもの、ヘルスケアのビジネスモデルや不動産をアセットとしてREITに組み入れています。ケアハウス、介護施設、シニアハウス、CCRC、それから病院、診療所、生命科学研究所等がアセットとして成り立っています。

規模は時価総額で約8兆円。アメリカのエクイティREITの約12%です。アメリカのシニアハウスとヘルスケアの市場は、約100兆円で、REITはまだそのうちの10%未満ですから、今後も成長に期待が持てます。

さらに最近ではアメリカのヘルスケアREITがグローバル化しています。カナダ、ヨーロッパのヘルスケアアセットを組み入れているようです。

よく日本では、J-REITは日本国内で留まるべきという議論がありますが、そういう時代は終わっています。ヘルスケアに特化するのであれば、世界中からAクラスのヘルスケアを集めるべきです。アセットタイプに特化したREITはグローバル化する、これが大きな流れになると思っています。

日本の現状は、ヘルスケア不動産、つまり

有料老人ホーム、診療所、サービス付き高齢者住宅、これがJ-REITの4社か5社で既に保有されています。有料老人ホームの収益性は利回りでいくと、6%くらいです。それからサービス付き高齢者住宅も6%程度です。診療所は少し利回りが低くなりますが、およそそれくらいの水準です。規模は、有料老人ホームは10億円程度です。診療所になると、もっと大きくなる感じでした。

新生銀行の予測によれば、ファンドやヘルスケアREITでは今後9万戸が必要で、1戸当たり1,000万円して9,000億円、約1兆円近い資金ニーズがあります。投資回収の出口として、ヘルスケア不動産のデベロッパーがどんどんREIT市場に供給してくるとみています。利回りは6%程度です。過去5年の成長率は、サービス付き高齢者住宅の成長が22.3%、有料老人ホームが11%ですから、どんどん増えていく状況にあります。

以前は投資家のリスクプレミアムが高く、REITにならなかったのですが、投資の積み重ねによってトラックレコードができ、投資家のリスクプレミアムが下がっています。REITにフィットするアセットになってきたと思います。

一方、課題ですが、J-REIT市場をリードしてきた伝統的な不動産デベロッパーは、ヘルスケアのビジネスリスクはとらないでしょう。リスクをとるのは、介護事業者、オペレーターになりますから、彼らがアメリカのように成長するかどうかにかかってくる

す。よく実務で指摘されるのは、ヘルスケアのオペレーターは情報開示に消極的なので、REITやファンドに組み入れる時のデューデリジェンスに耐えられないのではないかということです。したがって、新設の物件やサービスの方がJ-REITに入りやすいが、それを収益物件と位置付けることが難しいというのが不動産デベロッパーの感想です。

日本の厚労省や医師のなかにも、反対する声は多くあります。しかし、既に保有され投資物件として運用されてくると、今後はそうはいってられない状況がきます。こうした施設を今後は増やさないといけませんし、資金を流さないといけません。ヘルスケア不動産の大衆化が必要になるのです。そうなるとJ-REIT市場の活性化は大いに期待できるといえます。

■ 6. J-REIT市場の展望

最後に、全般として今のJ-REITの投資口価格を今後も維持できるのかについて、展望していきます。

現象として、物件がJ-REIT市場にどんどん入ってくると、経済の成長が低くてもS字曲線でこの産業は成長していきます。そうなると、崩壊しないブームが作れ、展望がみえます。したがって、大切なのは物件の流動化を増やしていくことです。不動産の流動化が増えれば、資金は付いてきます。

ただこういえば、バブルだとか、また壊れ

るという期待や信念をメディアを通じて多くの人が持っしまい、過った方向に行くことも考えられます。

実際に1990年代初期のバブル崩壊時、1995年11月にいったん崩壊は終わっているはずなのですが、日本ではここからさらに下げ始め、二番底にまでいきました。

アメリカでは、QE1からQE3のリフレ策をやったことで住宅価格が上がっています。これが1933年にフィッシャーが論じた「…great depressions are curable and preventable through reflation…」です。

これによって、アメリカで何が起こったかということ、家計のバランスシートがネガティブエクイティからポジティブエクイティに変わっているのです。これがアメリカの経済の回復の根幹を成しています。

これは単純な話です。家計のバランスシートで、住宅ローンを抱えている人が値を下げた住宅に対して、我慢しながら一生懸命住宅ローンを返していくなかで、住宅価格が回復をしてくる。当然、家計のバランスシートはプラスに転じ、それが消費の改善につながるわけです。

反面、日本の家計は、ずっとネガティブエクイティできました。この問題が大きな経済成長の足かせになっています。

日本経済が回復しないのは、人口減少を理由にする人、財政赤字の大きさを理由にする人もいますが、私はもっと単純だと思います。消費は家計がネガティブエクイティでは伸び

ないのです。私たちのマーケット、資本市場、J-REITの市場は、物理的なシステムで成り立っているのではなく、われわれの期待と信念で成り立っているのです。これはバーナンキ議長の言葉を借りていますが、まさにこの期待と信念をどう持っていくかに大きな分岐点があるのではないかと考えます。

私自身は2014年のJ-REIT市場を新たな成長機会と捉えています。そして、これが継続していくだろうと期待しています。

ヘルスケアREITにIPOの予定があり、オフィスビルの賃貸市場が緩やかながら改善していきます。

さらにNISAの普及を通じた個人投資家へのJ-REIT啓蒙も広がっています。

一方で、消費増税の影響はありますが、J-REITへの直接的な影響は軽微という見方があります。とはいえ、消費税増税が与える経済への影響は間接的にJ-REITへも影響を与えますが、そこは今後の政府のリフレ策や、新たな政策手段によるプラス効果と増税のマイナス効果の複合効果をみていかなければなりません。ただ、これは2014年の一時的なものだと考えています。

2015年以降は、オリジネーターの資金ニーズのチャネル拡大への期待があります。東京オリンピックまで、ホテル、観光には政府が力を入れていきます。医療、介護のニーズは、確実に増えていき、デベロッパーの資金ニーズはあります。

さらにスマートシティやスマートビル、こ

れもビルの建て替えのニーズも含めて予測できます。それからアセットアロケーション、リアライゼーションは今後も継続をします。

加えて不動産市場では、去年成立した不動産特定共同事業法、官民ファンドがけん引します。これで環境不動産、耐震不動産の建設が促進され、官民ファンドを通じてJ-REITへ供給される不動産が2015年以降に顕在化します。

これらを総合して、私はJ-REIT市場の見通しは明るいと思っています。

マクロ経済からみた示唆としては、日米のリフレ策が大きく関与し、2015年にはアメリカの量的緩和は完全に終わるだろうとされています。今年の終わりには資産購入がゼロになるスケジュールで、アメリカは少しずつ引き締めに入っていきます。その間に一度くらいはアメリカの株価にも大きな変動があり、日本にも影響があろうかと思えます。

そうしたなかでも日本は今年、量的緩和を続けるということです。今年のアナリストによる課題は、日本の経済の定常状態、ステディ・ステートがどこかということです。

一つの仮説は、物価上昇率は1%、名目GDPの成長率は2%、金利は1%ということ。これを政策は目標としていて、これは達成可能だろうと考えています。J-REITはGDPが2%で、金利が1%であれば、金利上昇は問題にはならないと思えます。

日本経済がようやく新しい定常状態に向かうなかで、J-REIT市場も新たなモデルを考

えていく必要があります。

私からは以上です。ご清聴、ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演における講演の要旨である。構成：桜木 康雄)