

# 10年目に入り、新たなステージを迎えたJ-REIT市場

社団法人不動産証券化協会  
調査部 上席研究員

澤田 考士



## 1. さまざまな局面の経験

2001年9月11日に初の上場銘柄（日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人の2銘柄）の登場によりスタートしたJ-REIT市場は、本年度、10年目に入った。

J-REITは、海外のREITと同様、半永久的に存在することが想定され、長い将来にわたってその社会的使命や責任を果たすことが期待される。この点を踏まえれば、J-REITの歴史はまだ十分に長くはないという見方もあるかもしれない。実際、J-REITは、初めての価格下落局面を迎えた後、若干の上昇に転じたが、現時点でまだ本格的な回復には至っていない。また、J-REITの市場規模の面でも、日本の経済規模から見てまだ大いに拡大余地がある。J-REIT市場は今後更に発展し、より成熟する途上にあるのは確かである。

だが、J-REITは、既に、さまざまな経済局面を経験してきたのも事実である。伝統

的な景気循環論では、短期から長期にわたるいくつかの景気循環の存在が指摘されてきた。その中で、企業の設備投資に起因する中期の循環（ジグザグの波）の周期が約10年間とされている。J-REIT市場が誕生以来、このような中期の景気循環の周期と同等の期間が経過したことになる。また、J-REIT市場は、前連邦準備制度理事会（FRB）議長のアラン・グリーンズパン氏が「100年に一度の津波」とも評した世界的な金融危機の影響を受けた。J-REIT市場が、このような極めてまれにしか起こらない甚大な逆風を受けたことは、まだ、市場が拡大途上であったことを踏まえれば、不運であったといえなくもない。だが、市場が将来にわたって未来永劫存続するのであれば、いずれは経験する可能性がある危機である。早めにそのような危機の影響を経験することで、J-REIT市場への直接的なインパクトやそれに派生する広範囲にわたる影響が明らかになったことは、苦難ではあったが、将来に向けた一定の対処ができた面もあり、一定の意義があるように思われる。

本稿では、リーマン・ショックの影響とその後の市場動向をあらためて振り返るとともに、今後の展望を検討したい。

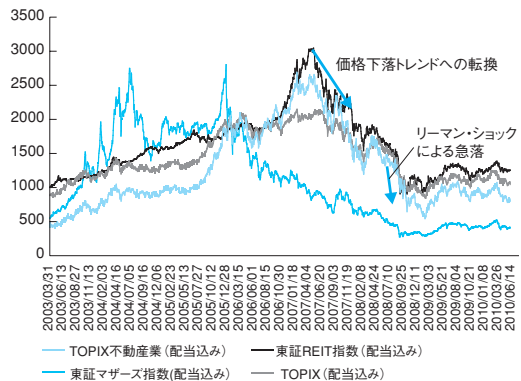
## 2. 世界的に波及したリーマン・ショックの影響と危機脱却に向けた各種政策の実現

### (1) グローバル化した市場環境下におけるREIT価格の世界的な下落

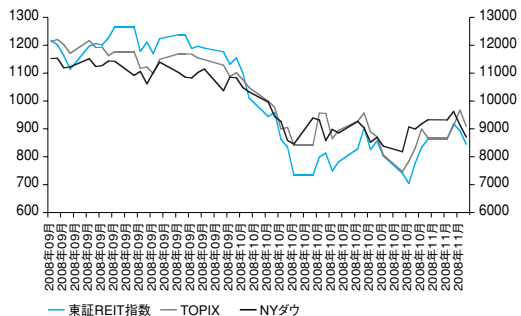
図表1に示すとおり、東証REIT指数（配当無し）は、2007年5月末でピークの2612.98ポイントに達した後、初の本格的な価格下落局面を迎え、2008年9月末にはピーク時からマイナス約56.7%の1131.67ポイントにまで下落した。その後、2008年10月に入って、わずか数週間で更に大幅かつ急激に下落し、2008年10月28日には、最安値の704.46ポイントとなった。これは、2008年9月末比でマイナス約37.8%、2007年5月末比でマイナス約73.0%に相当する。2008年10月における下落のインパクトは、極めて大きかった。2008年9月の米国証券大手リーマン・ブラザーズ破綻の影響を受け、J-REITの市場環境は激変したが、その最も直接的なインパクトは、2008年10月におけるJ-REIT価格の大幅な下落とそれに伴うリターンの低下であった。

2008年10月9日には、ニューシティ・レジデンス投資法人がJ-REITとして初めて民事再生手続開始を申請して市場が大きく混乱したこともまた、価格下落の大きな原因であったろう。だが、東証REIT指数は、図表2に示すとおり、この時期に米国の株価と大きく連動した。米国ショックの

図表1 日本の株価指数と東証REIT指数の推移（配当込みベース）



図表2 リーマンブラザーズ破綻直後の米国株価と東証REIT指数の推移



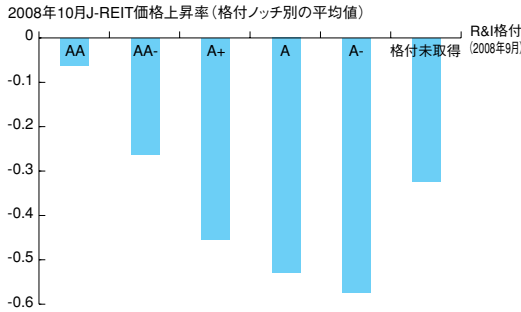
日本証券市場への波及が、J-REIT価格が大幅に下落した主因だったのは間違いないだろう。

グローバル化が大きく進展した証券市場において、ある国で生じたショックが他国に波及することは、ほぼ不可避的な現象である。実際、リーマン・ショックの影響によるREIT価格の下落は、日本のみの現象でなく全世界的に生じた現象であった。

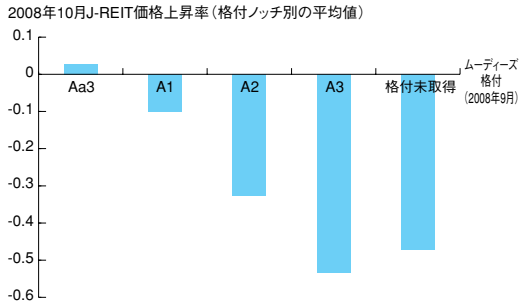
### (2) 自律的調整の限界と政策の実現

一般に、ファンダメンタルズとは別の外部ショックによって証券価格が変動する場合、ファンダメンタルズと証券価格の間に乖離が生じる。平時であれば、市場メカニ

図表3 2008年9月末格付と2008年10月価格上昇率  
(格付ノッチ別の平均値) (R&I)



図表4 2008年9月末格付と2008年10月価格上昇率  
(格付ノッチ別の平均値) (ムーディーズ)



ズムが機能し、J-REIT価格がファンダメンタルズに収斂する方向で調整される。即ち、証券価格とファンダメンタルズとの間の乖離は、次第に解消されるのが通常である。

だが、リーマン・ショックの影響で世界的な信用収縮に陥る中、J-REIT市場に自律的調整の兆しが見えなかった。中でも、信用リスクが大きいJ-REIT銘柄の価格が、特に著しく下落し、大きく低迷した

図表3、図表4は、リーマン・ブラザーズ破綻直後の2008年9月末の格付けと2008年10月のJ-REIT価格の下落率の関係を示している。2008年9月末の格付けが低いほど2008年10月におけるJ-REIT価格下落率が低くなる明瞭な関係が見られる。これは、信用リスクが大きいJ-REIT銘柄の価格下落が特に著

図表5 リーマン・ショック以降の政策及び制度変更

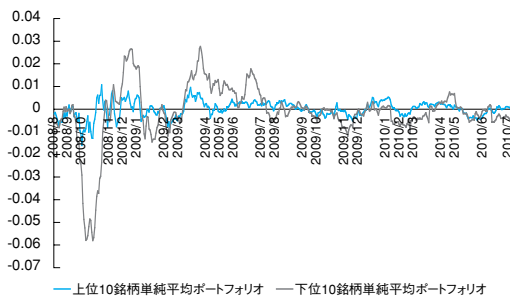
政府・日銀による対策	
決定年月	主な内容
2008年12月	国交省:「住宅・不動産市場活性化のための緊急対策」(日本政策金融公庫の危機対応業務を活用した資金繰り対策)
2009年1月	日銀:不動産投資法人債等の適格担保化
2009年4月	政府:「経済危機対策」(銀行等保有株式取得機構の買取対象にJ-REITを追加、官民一体となったファンドの創設、日本政策投資銀行等によるJ-REITへの資金供給の充実)
2009年8月	国交省:「第4回不動産市場安定化ファンドの設立・運営に関する検討委員会」にて最終とりまとめ

制度変更	
項目	主な内容
合併	<ul style="list-style-type: none"> <li>① 合併交付金の取扱いが投資法人に関する法令の規定において明確化された。</li> <li>② 損金算入の対象となる支払配当等の額に配当見合の合併交付金が含まれることが明確化された。</li> <li>③ 負ののれんの会計上の取扱いが発生事業年度に一括して利益計上されることとなることに伴い、支払配当損金算入要件の配当可能利益から会計上の負ののれん発生益を控除する等の措置が講じられた。</li> <li>④ 投資法人間での合併が法人税法に規定する「被合併法人と合併法人とが共同で事業を行うための合併」(適格合併)に該当するかの判定について、金融庁より国税庁に対して照会が行われ、投資法人における適格合併の要件の取扱いが明確化された。</li> </ul>
導管性	導管性要件における利益配当額判定式の改正(「配当可能所得」の90%超利益配当の判定が「配当可能利益」の90%超利益配当による判定へ改正)

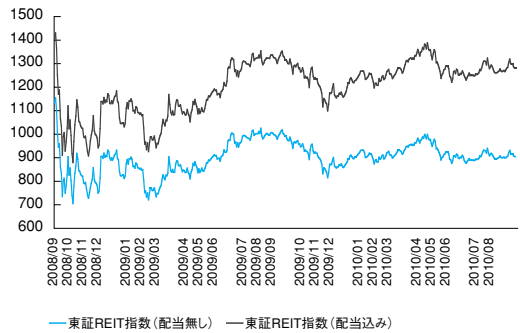
しかったことを示しているといえよう。このような現象の背景には、ニューシティ・レジデンス投資法人の予想外の破綻を受け、特に信用リスクが大きい銘柄について破綻可能性が急に想定されるようになった事情があったように思われる。

事業や財務内容からみて、J-REITの破綻は元々ほとんど想定されていなかった。実際、J-REITは、事業が相対的にリスクの低

図表6 2008年10月の日次収益率平均上位10銘柄の単純平均ポートフォリオリターン平均値と下位10銘柄単純平均ポートフォリオリターン平均値(20営業日ベース)



図表7 東証REIT指数の推移(2008年9月末以降)



い不動産賃貸事業に特化している。一般の不動産会社と異なり、リスクをとって大きなリターンを追求することはない。また、財務面を見ても、J-REITの負債比率は50%程度であり、不動産会社や私募ファンドと比べ保守的な財務戦略が採られている。平時であれば、J-REITの破綻リスクは極めて低いはずである。しかし、ニューシティ・レジデンス投資法人の破綻によって、資産や資本構成から見て安全性が高いとしても、金融危機等の影響で資金の借り換え（リファイナンス）が円滑に行えずに破綻する可能性が認識された。

そのような状況下、J-REITは困難な資金調達環境に直面し、物件取得が大幅に抑制される中、実物不動産市場への悪影響が懸念された。そして、資金調達環境の改善、市場再編の促進のための政策の必要性が認識されるようになり、図表5に示す各種政策が実現した。

### (3) 各種政策へのJ-REIT価格のポジティブな反応

各種政策の実現を受け、J-REIT価格は、比較的早期にポジティブな反応を示した。

中でも、信用リスクが大きいと評価され、リファイナンスリスクへの懸念から価格を大きく下落した銘柄の価格回復が特に顕著であった。図表6は、リーマン・ブラザーズ破綻直後に価格が大きく下落したJ-REIT銘柄のリターンが、その後大幅に回復したことをよく示している。また、J-REIT全般についても、東証REIT指数が、2009年に入ると、大きく回復し、7月以降、一時1000ポイントを超える水準にまで回復するなど、全般的にポジティブな傾向がみられた。

その一方、公募による資金調達の再開やJ-REIT同士のM&Aは、いずれも2009年半ば以降まで実現しなかった。このように、政策効果が、すぐに目に見える具体的な形で現れなかった面があったが、政策への期待感から、J-REIT価格が比較的早い時期にポジティブな反応を示したように思われる。

ただし、2009年後半以降、ドバイショックの影響等もあり、J-REIT価格は再び下落傾向に転じ、800ポイント台前半にまで達した。2009年8月末から2009年12月末までの東証REIT指数（配当無し）の下落率は約11.3%にも達し、2009年全体にわたるJ-REIT価格回復は限定的であった（図表7）。

### 3. 公募による資金調達の再開

リーマン・ショックによって、REITが困難な資金調達環境に直面したのは、日本だけではなく多くの国で共通の現象であった。しかしながら、米国、欧州、オーストラリアのREITにおいては、リーマン・ショック直後、借入や社債発行等、負債による資金調達が極めて困難な中、図表8に示すとおり、公募増資によって資金の大半が調達された事情があった。これらの国では、困難な資金調達環境下、公募増資がREITの重要な資金調達手段として機能したのである。

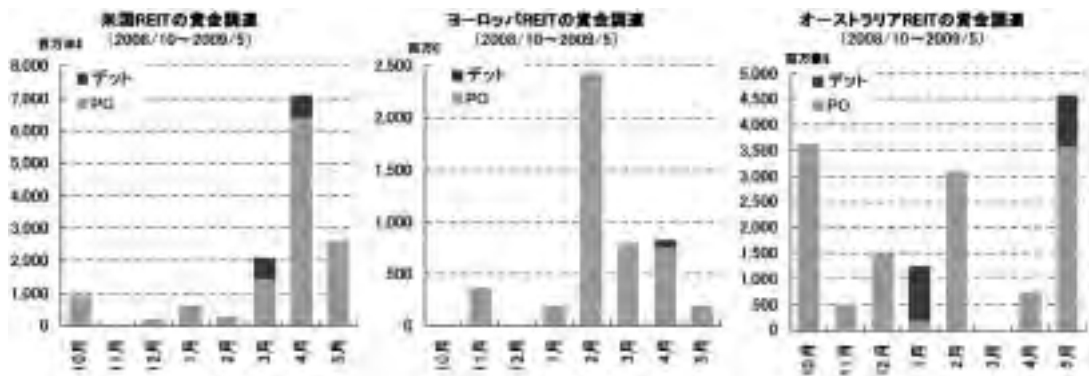
これに対し、日本においては、2008年後半から2009年初めにかけて、J-REITの資金調達円滑化に向けた政策が実現したにも関わらず、公募増資によるJ-REITの資金調達は、その後もしばらくの間、行われなかった(図表9)。日本においては、米国・欧州・オーストラリアのREITと異なり、J-REITは資金調達のために公募増資(PO)を活用できず、金融機関からの借入に依存せざるを得

なかったことを示す。これは、資金調達の動向が金融機関の事情に左右されかねない状況だったことを意味し、そのリスクが、J-REIT価格に折り込まれた可能性もあったように思われる。

しかし、2009年後半に入ると、10月には日本アコモデーションファンド投資法人及びケネディクス投資法人によってJ-REITとしては約1年3ヶ月ぶりの公募増資が発表された。これに続く形で、図表10に示すJ-REITによる公募増資が実現し、J-REITの資金調達環境の改善が目に見える形で明らかになった。これは、公募増資が可能な市場環境の実現は、J-REIT市場全般にポジティブな効果をもたらしたはずである。

ただし、公募増資による資金調達が行われた場合、当然ながら、各資金調達について、資金の調達条件や取得物件の内容等の資金の用途が個別に判断される。よって、公募増資によってJ-REIT価格上昇が実現するかどうかは、個々の調達内容に依存することになり、公募増資によるJ-REIT価格の上昇を常に期待できるわけではない。

図表8 リーマンショック以降の各国REITの資金調達動向

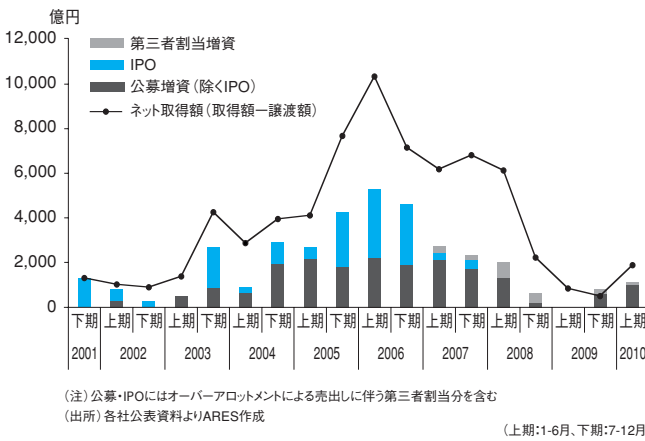


※デット(社債発行や銀行借入等)、PO(REITの公募・売出)  
出所 REIT Monthly Report(岡三アセットマネジメント)2009年6月発行

また、一般に、企業やJ-REITが増資した場合、証券価格に対し、少なくとも短期的にネガティブな影響がある可能性がしばしば指摘される。この理由として、増資によって希薄化が生じる場合が少なくない点がしばしば挙げられる。それに加え、コーポレートファイナンスの理論において、希薄化が生じない場合も、増資自体が悪いシグナルとして受け取られ、価格にネガティブな影響を与え得る旨を指摘する見解もある。

図表11-1～図表11-11は、リーマン・ショック以降の各公募増資について、公募増資の発行決議日（公募増資のリリース時点）の翌営業日を起点とした東証REIT指数及び公募増資を行った累積日次リターンを示している。多くの例で、公募増資のリリース後、短期的にはマイナスのリターンが生じたことがわかる。一方、より中長期的な視点で見た場合の個々の銘柄の累積リターンの動向はさまざまではあるが、時間とともに東証REIT指数を上回る累積日次リターンが達成できた例も少なくない。

図表9 エクイティ・ファイナンス（新投資口発行）と物件取得額の推移



公募増資による成長が可能な市場環境が実現したことには、大きな意義がある。

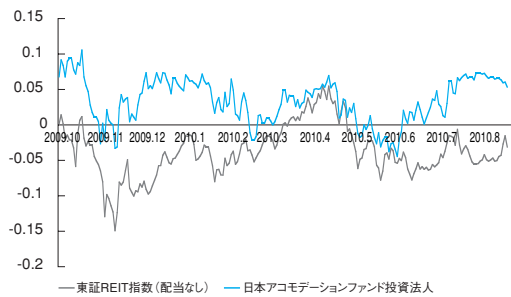
また、2010年以降には、J-REITの公募投資法人債の発行や不動産市場安定化ファンド（いわゆる、官民ファンド）によるJ-REITへの融資が実現した。2009年後半以降、J-REITの資金調達環境の大幅な改善が、目に見える形で示されたといえる。

図表10 2009年10月以降に公表されたJ-REITの公募増資（2010年8月末時点判明分）

コード	投資法人	公表日	募集投資口数	調達金額(円) (オーバーアロットメントによる売出し分含む)
3226	日本アコモデーションファンド投資法人	2009.10.16	42,000	20,124,037,078
8972	ケネディクス不動産投資法人	2009.10.29	33,550	8,156,005,000
3240	野村不動産レジデンシャル投資法人	2009.11.18	27,400	8,029,620,690
8952	ジャパンリアルエステイト投資法人	2009.11.18	42,000	26,751,648,000
8955	日本プライムリアルティ投資法人	2010.1.21	82,000	14,614,380,000
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	2010.2.4	8,500	5,425,056,000
3234	森ヒルズリート投資法人	2010.3.5	67,000	14,639,520,640
8961	森トラスト総合リート投資法人	2010.5.13	60,000	42,260,400,000
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	2010.6.4	240,000	28,298,924,304
8964	フロンティア不動産投資法人	2010.6.14	32,000	19,477,648,000
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	2010.8.12	16,000	9,689,472,000

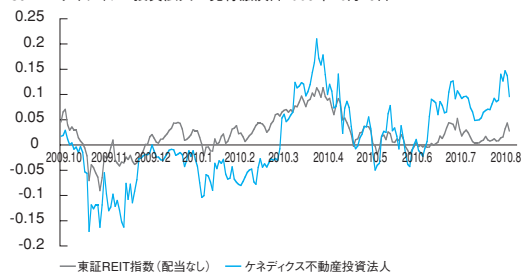
図表 11-1 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

3226 日本アコモデーションファンド 発行議決日 2009年10月16日



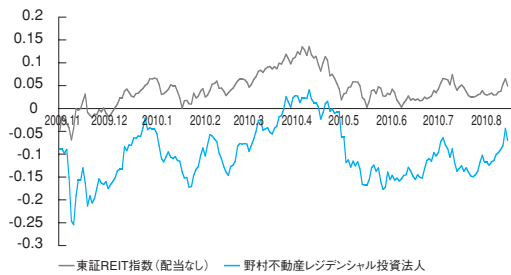
図表 11-2 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8972 ケネディクス投資法人 発行議決日2009年10月29日



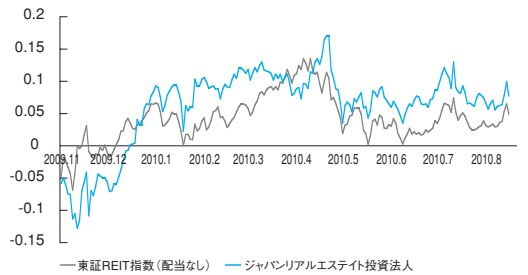
図表 11-3 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

3240 野村不動産レジデンシャル投資法人 発行議決日2009年11月18日



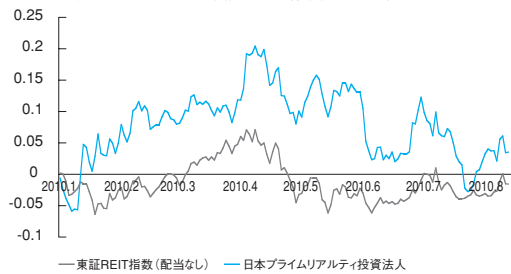
図表 11-4 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8952 ジャパンリアルエステイト投資法人 発行議決日2009年11月18日



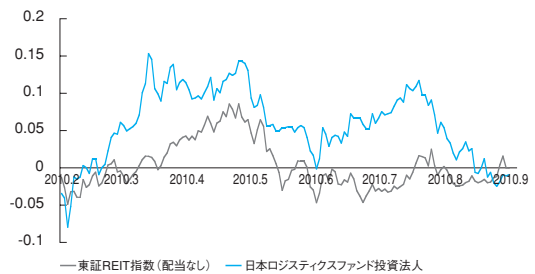
図表 11-5 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8955 日本プライムリアルティ投資法人 発行議決日2010年1月21日



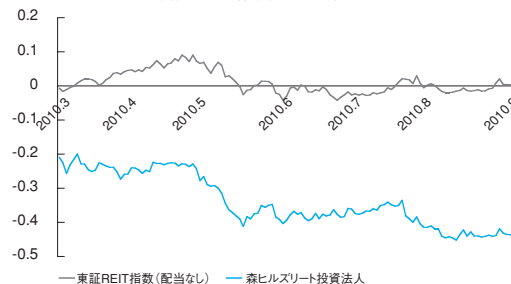
図表 11-6 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8967 日本ロジスティクスファンド投資法人 発行議決日2010年2月4日



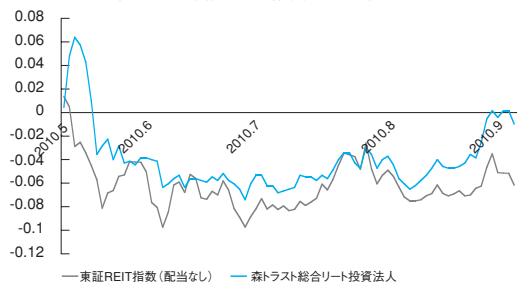
図表 11-7 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

3234 森ヒルズリート投資法人 発行議決日2010年3月5日



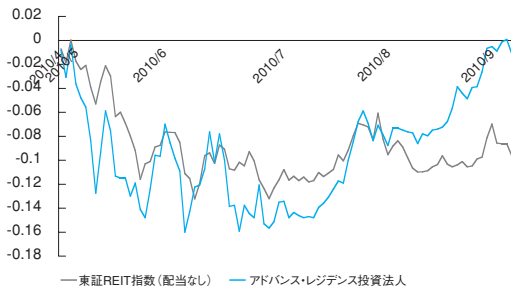
図表 11-8 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8961 森トラスト総合リート投資法人 発行議決日2010年5月13日



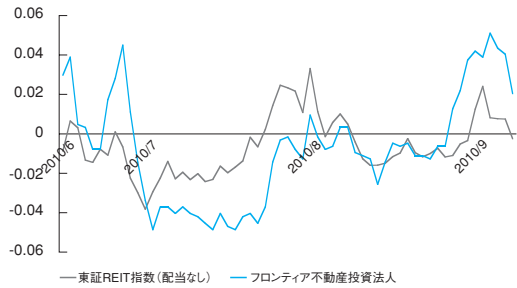
図表11-9 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

3269 アドバンス・レジデンス投資法人 発行議決日2010年6月4日



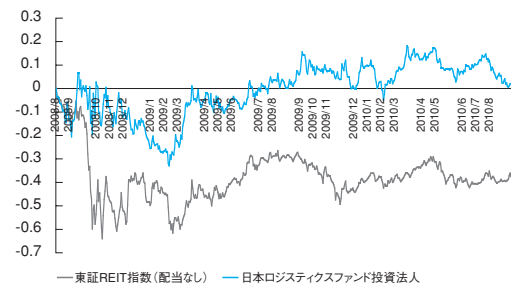
図表11-10 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8964 フロンティア不動産投資法人 発行議決日2010年6月14日

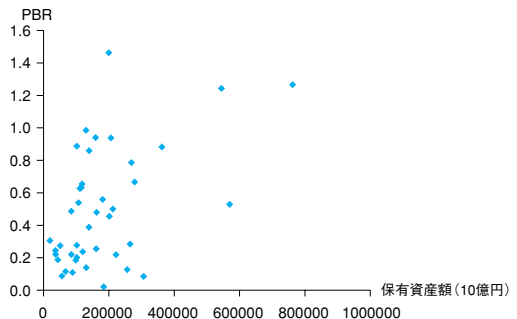


図表11-11 公募増資発行議決日(リリース日)翌営業日以降の累積日次リターン

8967 日本ロジスティクスファンド投資法人 発行議決日2010年6月14日



図表12 J-REITの保有資産額と株価資産倍率(PBR)の関係(2008年10月)



#### 4. M&A実現と再編の加速

リーマン・ショック以降、J-REIT価格は純資産価値から想定される水準を大幅に下回るまで下落し、そのまま価格が回復しない状況が続いた。魅力的な事業・資産がありながら、純資産から想定される水準よりも低い証券価格が続けば、J-REITについても株式会社と同様、極めて優良な買収対象として検討されるはずである。実際、図表12に示すとおり、リーマン・ショック直後には株価純資産倍率(PBR)が低い銘柄がいくつも存在し、再編圧力は相当高まったものと考えられる。M&Aを通じたJ-REIT再編の実現は、市場の調整を促し、投資口

価格の過度な低迷を抑制し、価格の適正化に寄与する。また、各J-REITにとっては、M&Aを通じた規模拡大の道が開かれることになる。しかしながら、当時は、J-REITのM&Aには実務上の障壁があり、再編はなかなか進展しなかった。

その後、幸いなことに、J-REITのM&Aの実務上の障壁を取り除く措置が早急に講じられた(図表5)。その後、スポンサー変更による再編に加え、2009年半ば以降、複数のM&Aが公表され、その内、既に複数の事例が実現した(図表13)。

図表14-1~図表14-7は、合併のリリース日の翌営業日を起点とする合併対象銘柄(2銘柄)及び東証REIT指数の累積日次リターンを示している(合併によって消滅したJ-

図表13 リーマンショック以降のJ-REIT再編動向(2010年8月末判明分) 合併

合併タイプ	存続投資法人		消滅投資法人	
	証券コード	投資法人名称	証券コード	投資法人名称
吸収合併	8984	ビ・ライフ	8965	ニューシティ・レジデンス
	8963	インヴィンシブル(東京グロースリートより商号変更)	8980	エルシービー
	8953	日本リートールファンド	8974	ラサール ジャパン
	8986	日本賃貸住宅	8969	プロスベクト・リート
	8960	ユナイテッド・アーバン <sup>※3</sup>	3229	日本コマース <sup>※3</sup>
	8966	クレッシェンド <sup>※4</sup>	8970	ジャパン・シングルレジデンス <sup>※4</sup>
新設合併	新設投資法人		消滅投資法人	
	証券コード	投資法人名称	証券コード	投資法人名称
	3269	アドバンス・レジデンス	8978	アドバンス・レジデンス
		8962	日本レジデンス	

※3:本合併の効力発生日は平成22年12月1日の予定です。

※4:本合併の効力発生日は平成22年10月1日の予定です。

スポンサー変更

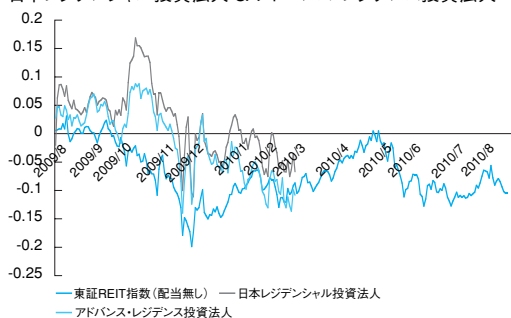
証券コード	投資法人名称 <sup>※1</sup> (名称変更の場合:変更前⇒変更後)	新主要スポンサー	旧主要スポンサー
8983	クリード・オフィス ⇒ ジャパン・オフィス	いちごアセットグループ	クリード
8976	DAオフィス ⇒ 大和証券オフィス	大和証券グループ本社	ダヴィンチ・ホールディングス
8966	クレッシェンド	平和不動産	個人
3227	MIDリート	関西電力 <sup>※2</sup>	エートスファンド <sup>※2</sup>
8973	ジョイント・リート⇒ 積水ハウス・SI	積水ハウス、スプリング・インベストメント	ジョイント・コーポレーション
8956	プレミア	エヌ・ティ・ティ都市開発	ケン・コーポレーション、総合地所
8985	日本ホテルファンド	ロックライズ社	クリエイティブ・リノベーション・グループ・ジャパン

※1:主要スポンサー変更に伴ってその投資法人名称が変更された場合には変更前後の名称を記載しています。

※2:資産運用会社のスポンサーであるMID都市開発の主要株主変更を実質的スポンサー変更として記載しています。

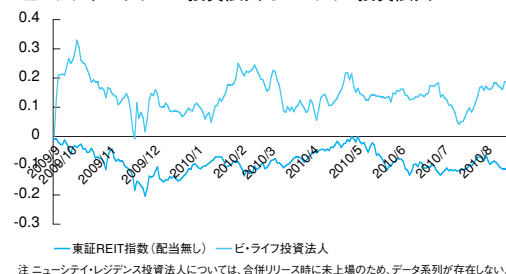
図表14-1 合併リリース日の翌営業日以降の累積日次リターン①

日本レジデンス投資法人 & アドバンス・レジデンス投資法人



図表14-2 合併リリース日の翌営業日以降の累積日次リターン②

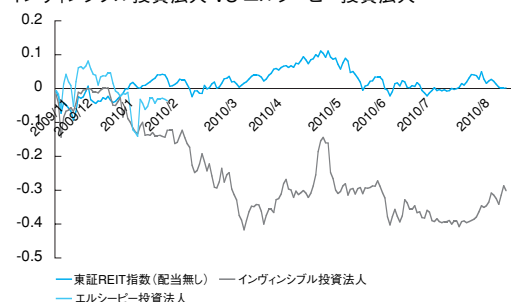
ニューシティ・レジデンス投資法人 & ビ・ライフ投資法人



注 ニューシティ・レジデンス投資法人については、合併リリース時に未上場のため、データ系列が存在しない。

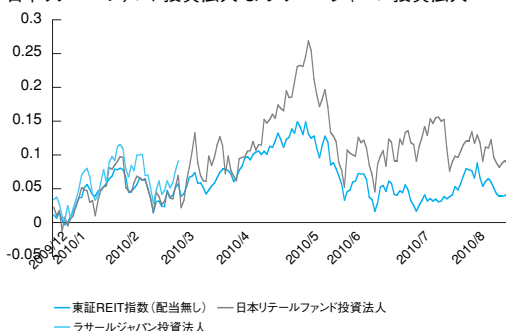
図表14-3 合併リリース日の翌営業日以降の累積日次リターン③

インヴィンシブル投資法人 VS エルシービー投資法人

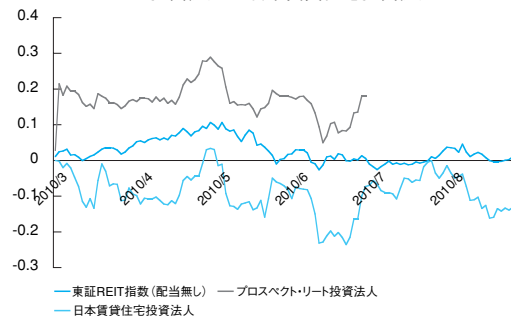


図表14-4 合併リリース日の翌営業日以降の累積日次リターン④

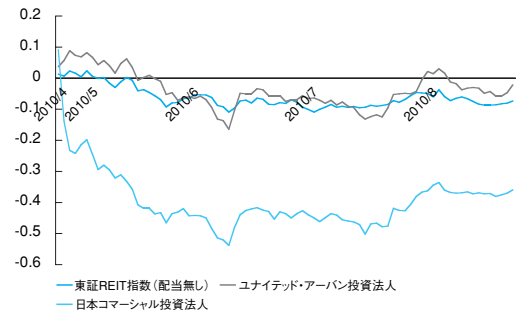
日本リートールファンド投資法人 & ラサールジャパン投資法人



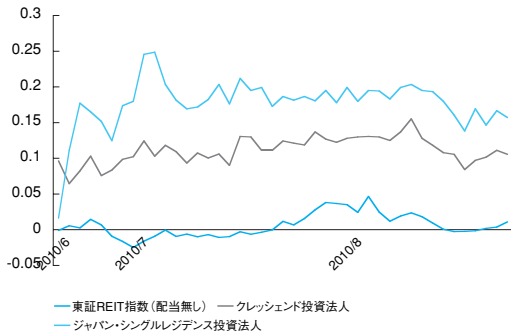
図表14-5 合併リリース日の翌営業日以降の  
累積日次リターン  
プロスペクト・リート投資法人 & 日本賃貸住宅投資法人



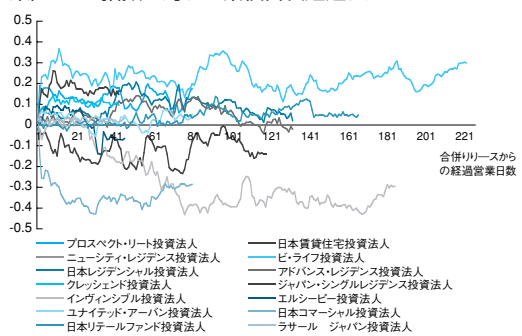
図表14-6 合併リリース日の営業日以降の  
累積日次リターン  
ユナイテッド・アーバン投資法人 & 日本商業投資法人



図表14-7 合併リリース日の翌営業日以降の  
累積日次リターン  
クレッシェンド投資法人 & ジャパン・シングルレジデンス投資法人



図表15 J-REIT合併銘柄の合併リリース後の  
東証REIT指数に対する累積日次超過リターン



REITについては、消滅時までの累積日次リターンのみを示している)。合併リリースのリターンへの影響は、事例によってまちまちである。特徴的なのは、多くのケースで、合併リリース直後に生じたJ-REIT銘柄と東証REIT指数の累積日次リターンの乖離が、時間の経過とともに縮小し、やがて両者は同水準になる現象が生じている点である。これを、より明示したのが図表15である。図表15は、図表14-1～図表14-7に示した各銘柄について、合併リリースの翌営業日を起点とする日次累積リターン差（個別銘柄の日次累積リターンから東証REIT指数の日次累積リターンを差し引いた値）の推移を示

している（起点を、左に揃えて図示している）。図表15において、ほとんどの銘柄の累積リターン差が一旦ゼロから乖離した後に、再びゼロに極めて近い水準に達している（ゼロに達する場合も見られる）。これは、合併リリースによって生じた東証REIT指数に対する超過リターンの消失を意味する。

J-REITの合併によって、規模のメリット、信用力の改善、資産運用能力向上、といったポジティブな効果が期待できるのは確かである。しかし、そのようなメリットが実際にどの程度現れるのかについて、短期に判断することは容易ではない。なぜなら、J-REITの合併リリースの際、その理由や合

併後の戦略が公表されたとしても、合併にどのような不動産運用が実行され、当初のシナリオがどのように実現されるのか、といった点がすぐには見えないからである。

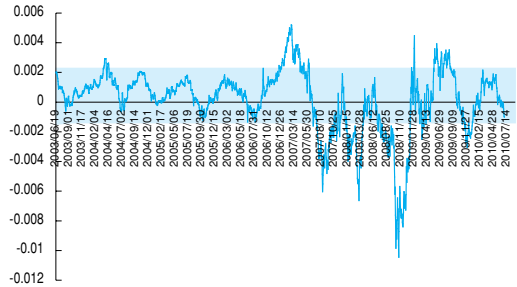
即ち、J-REITの合併リリースの直後の反応は、合併本来の中長期的な効果を反映しているとは限らない。よって、J-REITの合併リリース直後の市場の反応は、合併に対する期待感による短期的な反応であり、時間を経てその効果が消失したとしても不思議ではない。合併の本来的な効果は、そのような短期的な効果が消失した後になって、明瞭に現れる場合も想定される。

J-REITの合併効果は、ある程度時間を経てははっきりと明らかになる面もあることから、その効果については、合併リリース直後の短期的な市場の反応のみならず、中長期的な動向も踏まえた評価が必要であるように思われる。

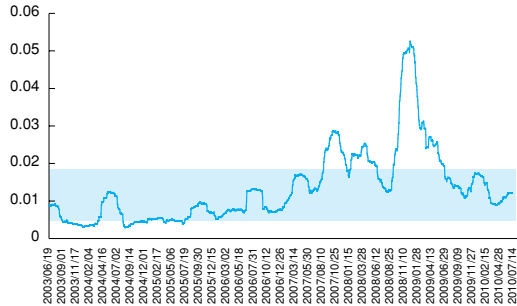
## 5. 金融危機による市場混乱からの脱却

J-REITの公募による市場からの資金調達再開、不動産の取得の増加、スポンサーの変更やM&Aを通じた再編の実現等にみられるように、最近ではJ-REIT市場が活力を取り戻しつつある。また、J-REITのリターン特性も正常化しつつある。たとえば、東証REIT指数の日次リターンの平均値は、大きく回復し、最近では金融危機前の2006年頃にほぼ近い水準で落ち着いた推移を示している（図表16）。また、大きく上昇した東証REIT指数の日次リターンの標準偏差は、ほぼ金融危機前の水準で推移している（図表17）。図表18に示されるような、株式リタ

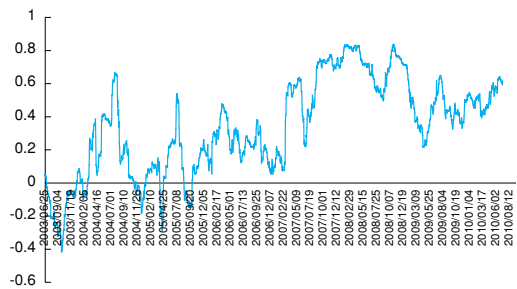
図表16 東証REIT指数(配当込み)  
日次リターン平均値(60営業日ローリングデータ)



図表17 東証REIT指数(配当込み)の  
日次リターン標準偏差(60営業日ローリングデータ)



図表18 日次リターンの相関係数(60営業日ローリングデータ)  
東証REIT指数(配当込み) VS TOPIX(配当込み)



ーンとの高い相関は依然として解消されてはいないものの、リスク・リターン特性を見る限り、市場正常化を示す傾向を確認できる。

以上を踏まえると、J-REIT市場は、金融市場の国際的な混乱の影響から脱却しつつあるように思われる。

## 6. 今後の展望

金融危機による市場の混乱から脱却し、市場メカニズムが回復する中、J-REITは本来の機能を取り戻しつつある。その一方、金融危機の影響が時間を経て実体経済へと波及する中、J-REITがその影響による不動産市場のファンダメンタルズ悪化に直面しているのが最近の状況である。一口当たり分配金の減少を予想するJ-REITも増加しており、J-REIT価格は依然として金融危機以前の水準にまで回復していない。

今後、景気が好転しない限り、J-REIT価格は本格的には回復しない可能性もある。その場合、もはや、かつてのような、大幅なキャピタルゲインを狙ったJ-REIT投資を狙いにくくなる可能性もある。これは、一見するとネガティブな見通しにも思えるかもしれないが、インカムゲインに比率が相対的に高まる結果、J-REITが配当重視の商品だとの評価されやすいメリットもある。また、市場が正常化する中、リターン特性を踏まえた合理的な投資が行いやすくなり、その結果、分散投資の一環としてJ-REITがポートフォリオの一定程度組み込まれる可能性もある。このように、J-REITの商品性の再評価が進めば、投資家層に変化が見られるはずである。

一方、不動産市場においては、景気の低迷による不動産賃貸需要の減退や不動産価格の下落により、不動産運用が難しくなりつつある。そうした中、高い能力を持つ専門家による不動産運用への期待が高まるはずである。不動産運用のプロであるJ-REIT

にとって、競争原理が働く環境下、相対的に高いパフォーマンスを実現することで、投資家からの評価を高めることができる好機でもある。不動産運用が難しい市況だからこそ、不動産運用はプロに任せるという機運が高まり、不動産証券化の一層の拡大につながる可能性もある。

即ち、金融危機による混乱の終息により、今後、金融市場においてはJ-REITの商品性が再認識され、不動産市場においてはJ-REITが専門性の高い運用者としての期待が高まることが予想される。J-REIT市場は、国際的な金融危機を経験し、そして、10年目を迎える中、新たなステージに入ったといえよう。