

## J-REITの現状と投資上の留意点

株式会社住信基礎研究所 研究部  
上席主任研究員 河合延昭

### はじめに

05年3月末時点のJ-REIT市場は、時価総額1.9兆円、運用資産残高は2.3兆円、上場ファンド数は東証15、大証1に達している。01年9月10日に第1号が上場してから時価総額は7倍以上に成長したことになる。この間、運用不動産の種類は、オフィスだけでなく、商業施設、賃貸住宅と幅が広がり、05年5月には初の物流施設に投資運用するファンドが上場予定である。2005年も複数のファンドが新規上場すると見られ、J-REIT市場はその規模の拡大だけでなく、一層多様な市場に発展することが期待されている。

一方で、今後、ファンド数の増加に伴い玉石混交となる懸念を指摘する向きもある。投資家としては一層の選別眼が求められることとなろう。

また今後、「安定的なインカムと相対的に高い利回り」というJ-REITのリターンに加えて、リスク管理の視点と投資後のモニタリングが益々重要となるのは明らかである。4月4日に日本銀行が公表した「平成17年度の考査の実施方針等について」においても、市場リスクの箇所、「金融機関では、運用利回りを確保するため、仕組債、不動産投信、ヘッジ・ファンド等への投資を積極化しつつある。これらの投資について、評価モデルも用いながら、リスク管理体制を検証したところ、経済価値の把握やリスクの内容・量の認識等の面で問題のある先が少なからずみられた。」との指摘がみられる。

本稿では、J-REIT市場の現状、パフォーマンスに影響を与える外部要因に対する考察、投資判断やリスク管理に利用可能な指標等について検討している。

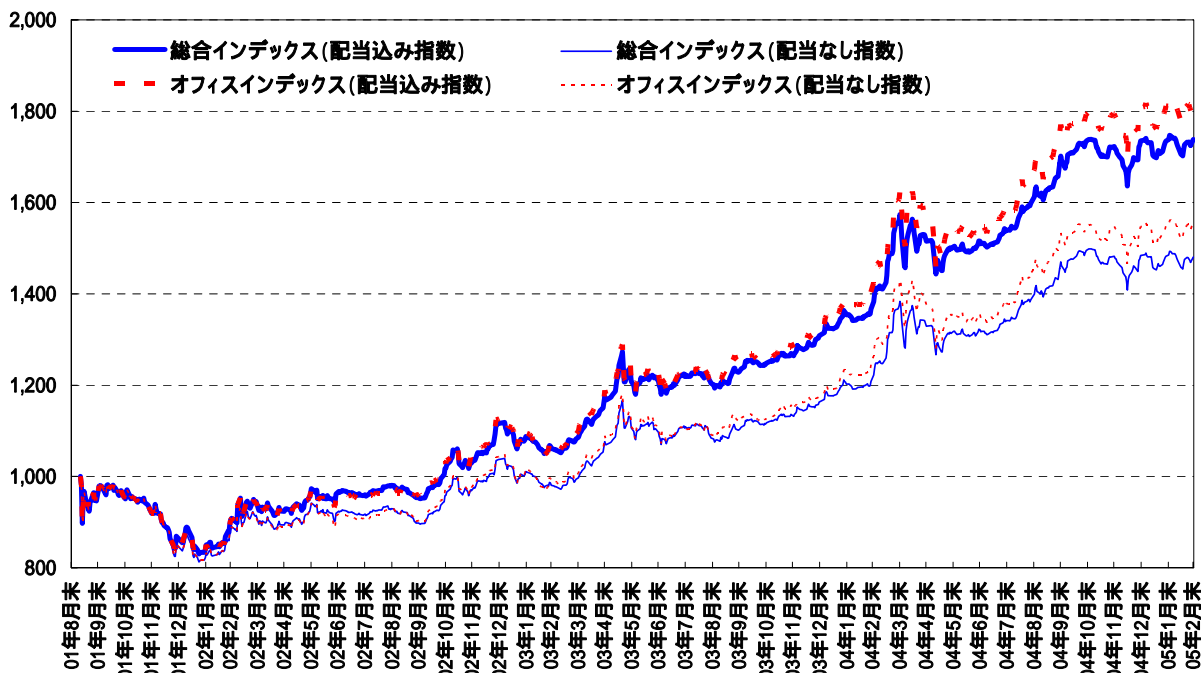
### 1 J-REITの市場動向と運用状況

#### パフォーマンス実績

住信基礎研究所は、J-REITに関するインデックス「STBRI J-REIT Index<sup>®</sup>」を作成、ホームページ等で公表している(図表1)。第1号が上場した2001年9月10日を基準(1,000)とした指数である。05年2月28日時点の総合インデックスは、配当込みで1,738.08、配当なしは1,480.24であった。また、STBRI J-REIT総合インデックス(配当込み)を用いて計算すると、直近1年間(04年3月~05年2月)のトータルリターンは27.2%であり、同期間の米国REITの17.0%、豪州LPTの25.8%と比較しても良好な実績を残している(図表2)。

図表1 STBRI J-REIT Index® (2001.9.10 ~ 2005.2.28)

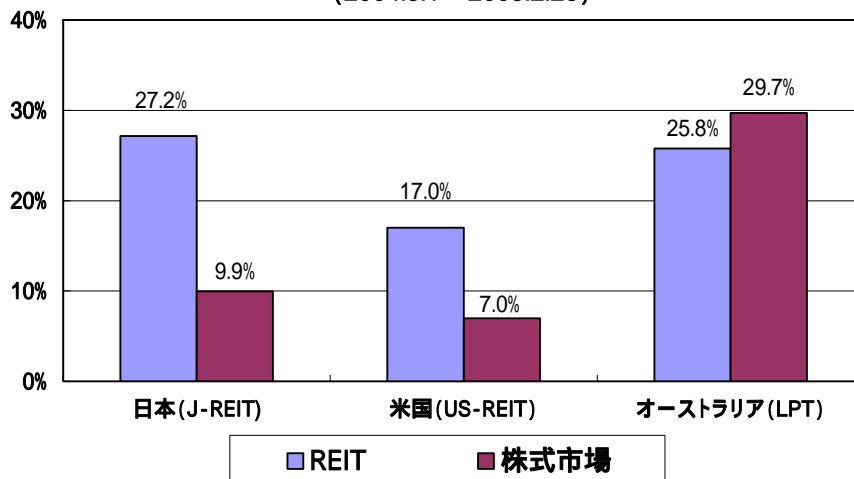
2001/9/10=1,000



(注)

STBRI J-REIT Index (サブインデックスを含む。以下同様)は、株式会社住信基礎研究所の知的財産であり、STBRI J-REIT Indexの算出、公表、利用などのSTBRI J-REIT Indexに関する権利は株式会社住信基礎研究所が所有しています。STBRI J-REIT Indexの概要や算出方法については、株式会社住信基礎研究所のWebサイト([http://www.stbri.co.jp/re\\_index/jreit\\_index.html](http://www.stbri.co.jp/re_index/jreit_index.html))をご参照下さい。

図表2 REITと株式のトータルリターン比較 (2004.3.1 ~ 2005.2.28)



(注)

日本(J-REIT)はSTBRI J-REIT総合インデックス(配当込み)より算出

米国(US-REIT)はNAREIT Equity REITs Total Indexより算出

オーストラリア(LPT)はS&P/ASX 300 Property Trust Accumulation Indexより算出

## 配当利回り、金利との関係

投資口価格の上昇に伴い配当利回りは低下し、各運用会社の予想に基づく配当利回りは05年2月末時点で平均3.66%となっている。

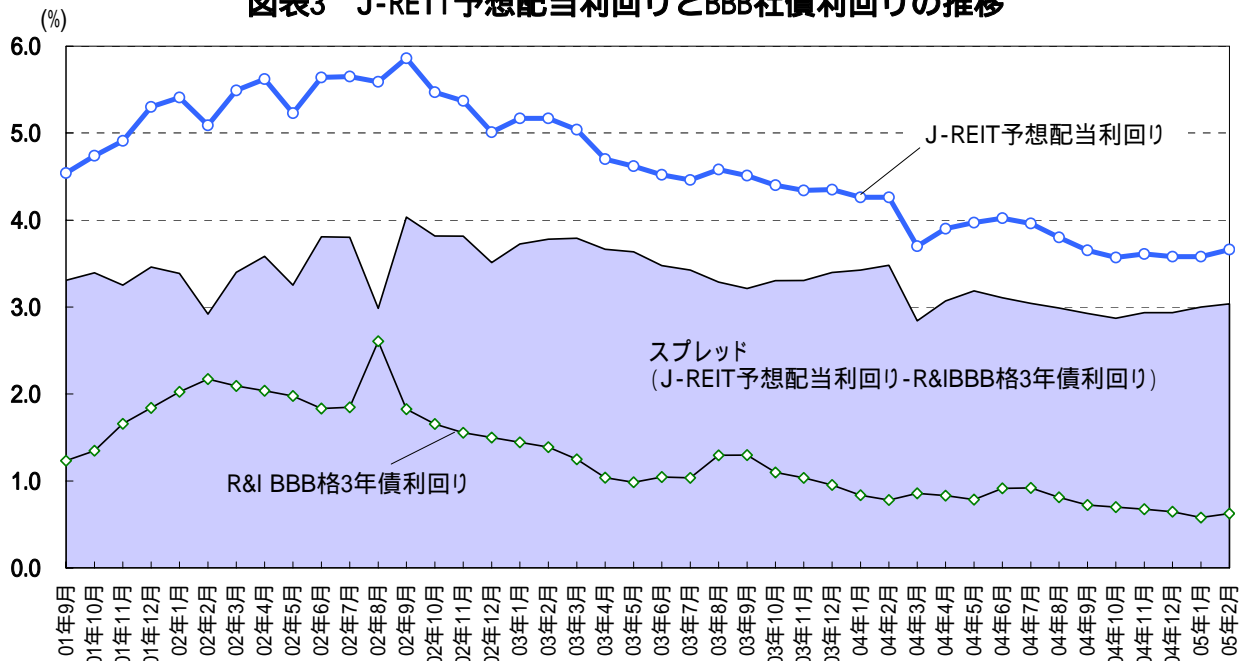
配当利回りと10年国債利回りとを比較すれば、2004年3月以降、両者のスプレッドは概ね200bps台前半で推移している。しかし上場来であれば両者の相関は低く、今後、長期金利が上昇した場合にスプレッドがどうなるのかは、J-REITの利益成長期待とも関わる問題であり簡単ではない。

ただ、長期金利とのスプレッドは、不動産運用商品であるJ-REITに対するリスクプレミアムであるから、J-REITのトラックレコードの蓄積、ポートフォリオの分散性の向上、運用の高度化といったマネジメントの質的变化に加え、不動産市場の回復に伴う賃貸収益のダウンサイドリスク減少は、リスクプレミアムを縮小する方向の変化であることは確かであろう。これまでのスプレッド縮小は、運用実績と市況変化によって、ある程度は説明できるかもしれない。

一方で、社債利回りとの比較をみれば、BBB格社債の利回りとの相関係数は0.91(01年9月～05年2月、月次、3年債の場合)と高い。社債利回りが低下すれば、J-REITの価格が上昇(配当利回りは低下)するという関係である。また両者のスプレッドは概ね3%ポイント程度ある(図表3)。

一方で、米国10年債利回りと米国REIT配当利回りとのスプレッドが、日本よりも小さいということだけを理由に、J-REITの配当利回りがさらに低下すると判断するのは、やや単純に過ぎるであろう。リスクフリーレートに対する適正なプレミアムは、現状のトラックレコードでは判断しづらいが、債券利回りとの関係は、当面、多面的に見ておく必要がある。

図表3 J-REIT予想配当利回りとBBB社債利回りの推移



(出所) 住信基礎研究所

## 地価動向との関係

平成17年1月の地価公示では、東京都心部での地価上昇地点の一層の増大、大阪、名古屋、福岡などの東京以外の都市圏への地価上昇の拡大、商業地だけでなく都心回帰等による住宅地での上昇地点の増大等が確認された。

上記の地域は、まさにJ-REITや不動産私募ファンドの投資対象エリアであり、活発な投資資金の流入が地価を支えている側面がある。一方、投資の観点からすると、上記エリアは利便性、機能集積度や環境などの面で優位性があり収益期待が高いエリアであり、不動産が収益性に基づく価格形成によって選別される構図が一層広がっていると言える。

J-REITへの影響では、投資リスクの点からみると、昨年と今回の地価動向により、良質な不動産に関しては、当面の資産価値の下落リスクは相当程度縮小しているとの期待につながる面はあろう。賃貸収益（インカム）の下落リスク後退と合わせて、不動産市場からみたキャピタル、インカム両面でのダウンサイドリスクが縮小してきているといえる。

一方、物件取得価格の高騰という面であるが、市場評価の眼にさらされているJ-REITでは、取得後のキャッシュフローの増大可能性を見極めながら、価格の妥当性を評価し、取得判断するのであり、不動産価格上昇（キャピタルゲイン）期待で取得することはない。J-REITにとっては、収益性からの合理的説明ができない価格での取得は極めて困難なのである。

## 物件取得と資金調達の状況

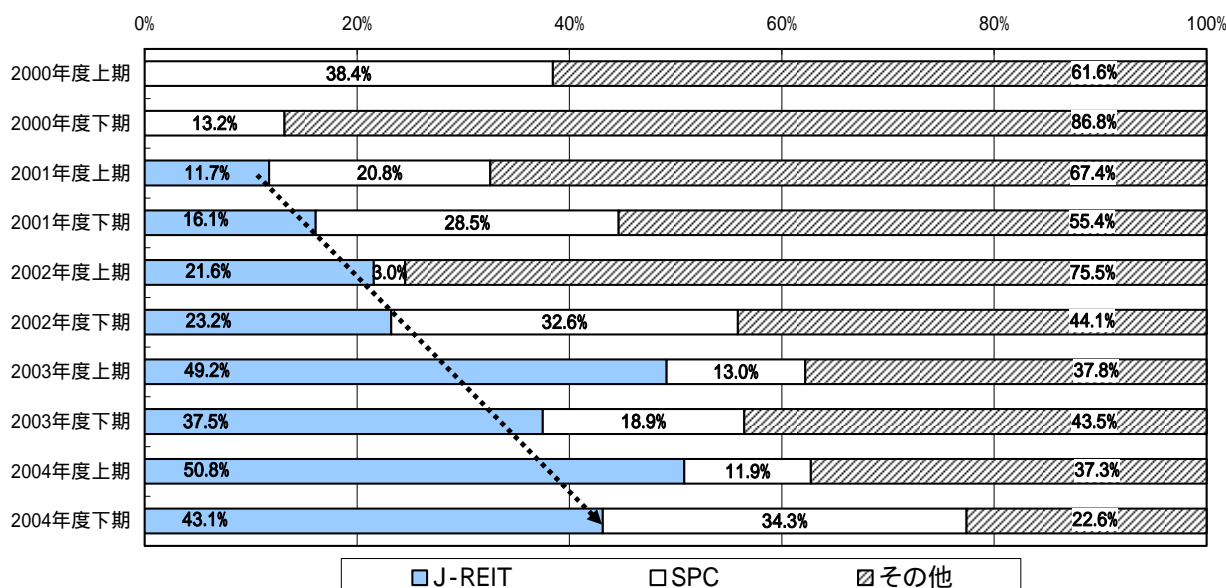
J-REITの運用資産残高拡大の背景には、そのための資金調達が順調であったという事実がある。周知の通りJ-REITは、借入 物件取得 レバレッジ上昇 増資 レバレッジ低下 借入 物件取得という繰り返しで規模拡大してきた。借入金の金利が低いことに加えて、堅調な株価によって配当利回りが低下し、低コストでエクイティ調達できることも大きな要因である。不動産の買主に占めるJ-REITの存在感は着実に大きくなってきている（図表4）。

## 投資地域、用途分散の状況

現在の運用資産の地域構成は、首都圏が66%で、うち東京都心5区が50%を占めている。最近では、東京都心物件の利回り低下もあって、徐々に東京23区外の不動産取得が増加している。用途別では、オフィス7割、商業2割、住宅1割という構成であり、賃貸マンション特化型ファンドの上場以降、住宅のシェアが上昇してきている。今後は、物流施設やホテル等、多様な用途が運用対象となることが予想される。

オフィス以外の不動産に関する要求利回り等は、J-REITによって物件の収支情報や価格情報が開示され、市場において共有化、標準化されてきた面がある。今後、オフィス、商業施設、賃貸住宅以外の不動産タイプも運用対象とされることによって、基本的な収支構造、賃貸借契約の内容、リスク・リターン特性について分析が進み、要求利回りの考え方や適切な評価指標・基準が確立されることが期待される。

図表4 不動産取得における買主別割合  
～ 売買価格ベース～



(注) 「固定資産の譲渡に関する開示情報」、「営業上の固定資産の譲渡に関する開示情報」を集計  
 上期は4～9月、下期は10～3月を示す

(出所) 東京証券取引所TD-netを用いて住信基礎研究所作成

## 投資家動向

投資家層としては、制度創設当初に期待された個人投資家の保有比率（個人が直接REITに投資している比率）は、それほど上昇していないものの、投資家税制（個人の配当課税等）、金融機関にとっての経理処理の明確化（全銀協の通達）、インデックス（MSCI（モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル）インデックスへの組入、東証などのREIT指数整備）等、いくつかのルール改定により、J-REITの投資家層の裾野は広がってきた。特に最近のFOFs（ファンド・オブ・ファンズ）の存在感の高まりは注目される所である。

また欧米の年金等では、不動産が、資産運用の中での独立したアセットクラスとして定着しており、近時、さらに資金配分比率を高める意向もある。日本では、まだ欧米の水準には達していないものの、年金の不動産投資は徐々に浸透しつつあり、ミドルリスク・ミドルリターンへの投資資産、安定したインカムリターンが期待できる資産として不動産に注目が集まってきている。そのような状況で、保守的なレバレッジ（総資産有利子負債比率は平均4割程度）、基本的に永続的な運用、上場しており一定の流動性が期待できる、といったJ-REITの特徴を考えれば、今後、年金の不動産投資において、J-REITが本格的に検討される可能性は高い。

## 今後の市場規模の成長可能性

既に上場しているファンドの資産規模拡大目標をもとに想定される増資や、上場準備中

と報道されている各ファンドを積み上げれば、運用資産規模は現在の2倍程度に到達する可能性がある。さらに、住信基礎研究所の調査によれば、私募ファンド市場の資産規模は、2004年末で2.2兆円であり、同時期のJ-REITの2.1兆円を上回っている。これら私募ファンドには、出口戦略としてJ-REIT上場を目指すものもある。不動産の私募運用から上場商品への移行は、投資不動産に対する流動性の付与という側面があり、これが健全に行われれば、J-REIT市場の規模はより大きなものとなる。

## 2 多面的な投資評価、リスク管理の必要性

J-REITの投資分析指標には複数のものがあるが、現状は、やや配当利回りに偏っている感がある。以下では、J-REITの主な評価指標を改めて整理し、その意味を考えてみたい。以下にあげる指標の中にはリスク管理指標として重要なものも含まれている。また、運用不動産と財務面からのモニタリングについても、一例を示した。

### 投資指標を用いた比較評価・モニタリング

#### 配当利回り

J-REITは、配当利回りが注目され、各ファンド間の比較にも使われることが一般的である。商品特性からすれば当然のことであるが、配当利回りには、レバレッジの影響を受ける、運用不動産のリスクの違いを反映できない、といった問題がある。配当利回り比較をする際には、最低限レバレッジの違いを調整する必要がある。その上で、不動産ポートフォリオの内容、運用マネジメントの能力、といった面を評価して比較すべきである。また当然であるが、配当利回りの高いファンドが良いファンドであるとは限らない。

#### FFO

現在は、投資家として每期受け取れるインカムリターンが、減価償却費控除後の当期利益となっている。そのため、1口当りの分配原資であるFFO (Funds from operation: 当期利益 + 減価償却費) はあまり注目されていないかもしれないが、比較の観点からは重要な指標である。実際、J-REIT各ファンドを比較すれば、減価償却費の運用資産額に対する比率には違いがある。その要因は不動産の立地等による土地建物比率や設備も含めた償却期間の違いによる。内部留保される減価償却費は、運用不動産の修繕工事費やリニューアル投資のために必要であるが、再投資に使われる原資でもある。長期的にみれば、この再投資による成長可能性を評価する必要も出てくると考えられる。

#### インプライド・キャップレート

レバレッジの影響を受けない利回り指標として、インプライド・キャップレートを用いることも可能である。インプライド・キャップレートとは、運用不動産のNOI (償却前賃貸事業利益) を市場でのREITの買収価値 (時価総額 + ネット有利子負債 + テナントからの預かり敷金保証金) で割った利回りで、J-REIT市場が要求する不動産投資利回

りである（図表5）。われわれの計算によれば、現在の平均は概ね4.5%であり、各ファンドのレンジは4.3~5.5%の範囲にある。またインプライド・キャップレートは、実績NOI利回りを平均1%ポイント程度下回る水準で評価されている（図表6）。投資家は、各ファンドの運用不動産の内容を分析して、現状のインプライド・キャップレートの水準が妥当かどうか、判断することになる。

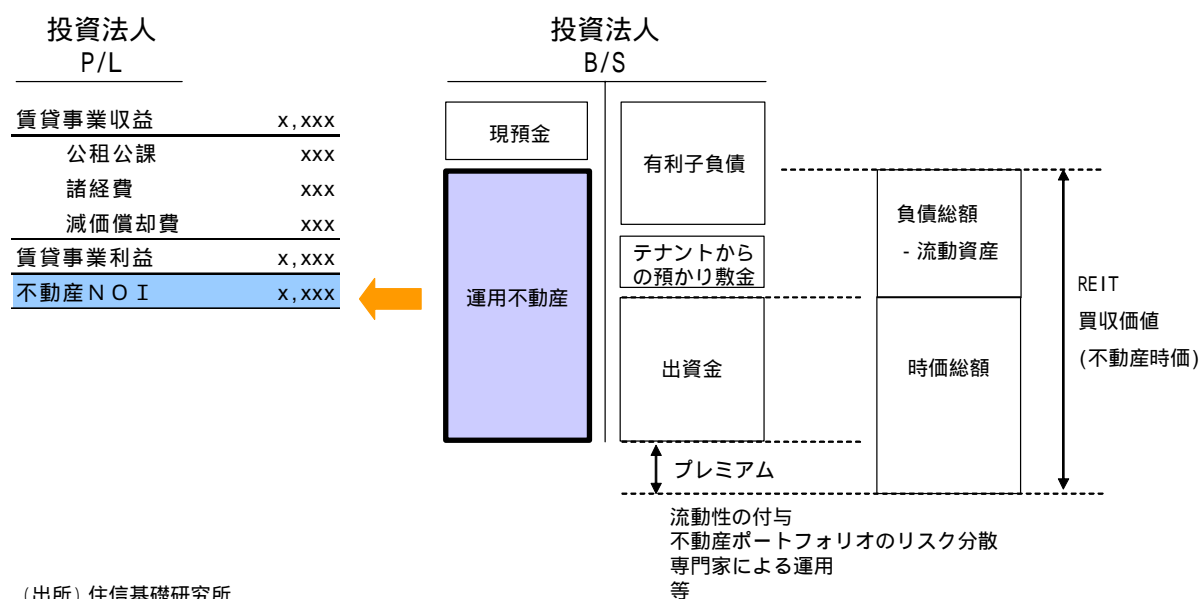
#### NAV (Net Asset Value : 不動産時価ベースの純資産価額)

資産価値面の評価指標としてNAVも無視できない。投資指標としては投資口価格が1口当りNAVに対してどの程度のプレミアム（あるいはディスカウント）となっているのを見る指標である。簿価ベースで計算されるPBRはJ-REITでは意味がないのは言うまでもない。NAVは、運用不動産を時価評価したうえでの〔総資産 - 負債〕である。運用不動産の時価評価額は、決算毎に公表される不動産鑑定評価額を用いる方法もある。ただ不動産鑑定評価は、各ファンドさらには物件によって評価機関が異なっており、全ファンドの運用物件を統一された基準によって評価した価格ではないこと、評価時点が揃わない点（最長で7ヶ月前の評価額を使用するしかない場合が生じる）等で投資指標としては課題が残る。一定の基準による定期的な物件評価にもとづくNAV評価が市場に公表される必要があるだろう。

リスク管理の視点からは、投資家がP/NAV（投資口価格÷1口当りNAV）を用いた投資基準をもつことに加え、NAV自体の下落リスクを定量的に分析する必要も出てくるだろう。

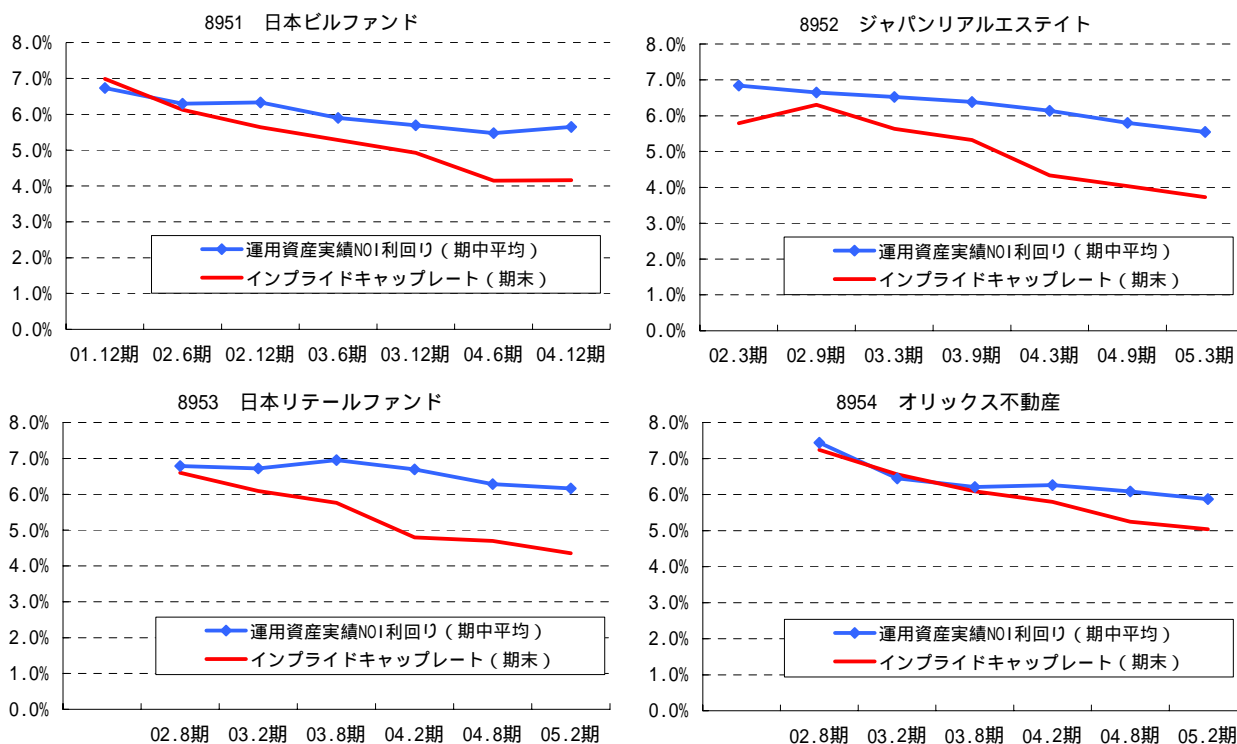
図表5 インプライド・キャップレート概念図

インプライド・キャップレート = 運用資産NOI (減価償却前賃貸事業利益) ÷ 市場での買収価値  
 運用不動産の買収価値 = 時価総額 + 負債総額 - 流動資産



(出所) 住信基礎研究所

図表6 インプライド・キャップレート



(出所)住信基礎研究所

### 不動産価格とJ-REIT市場の機能

私募も含めた不動産ファンドへの資金流入の拡大に伴って、優良物件については取得競争が激化し、東京都心部等では物件取引価格が上昇、利回りが低下している。また、この状況は、都心だけでなく地方都市の優良物件にも波及している。こうした不動産の利回り低下（価格上昇）を捉えて「ミニバブル」と表現する報道も多い。ただ、この背景には、J-REITをはじめとする証券化市場の整備が、不動産売買を活発化させ、不動産の流動性リスクに対するプレミアムを低下させている面があることを無視することはできない。さらにJ-REITを筆頭に、取引における透明性が高まり、金融商品としての信頼性を得てきている状況も重要である。現在は、J-REIT市場の創設前と比べて、不動産投資市場に構造的な変化が起こっているのである。

上記のインプライド・キャップレートは、投資家にとっての投資判断指標であるが、J-REITの運用会社にとっては、市場から求められている運用不動産の利回りの目安でもある。各REITは、運用資産のNOI利回り（償却前賃貸事業利益÷不動産価格）水準に対する方針を決定する際に、インプライド・キャップレートを意識せざるを得ない状



況になってきているのではないだろうか。

J-REITの投資口価格が調整されれば、インプライド・キャップレートは上昇し、物件取得の際のNOI利回りの低下を抑制することになる。不動産投資市場で大きな買い手であるJ-REITの取得利回りが上昇し始めれば、他の不動産投資家にも影響を与え、市場全体の不動産価格の上昇は沈静化される可能性がある。J-REITの市場機能が、過去の不動産バブルを再来させない抑止力となることが期待されるのである。

### 不動産価格に対するモニタリングの視点

一方、投資家としては、各ファンドの運用不動産利回りとインプライド・キャップレートとを比較することで、ファンドの投資姿勢や不動産市場の行き過ぎをチェックすることができる。

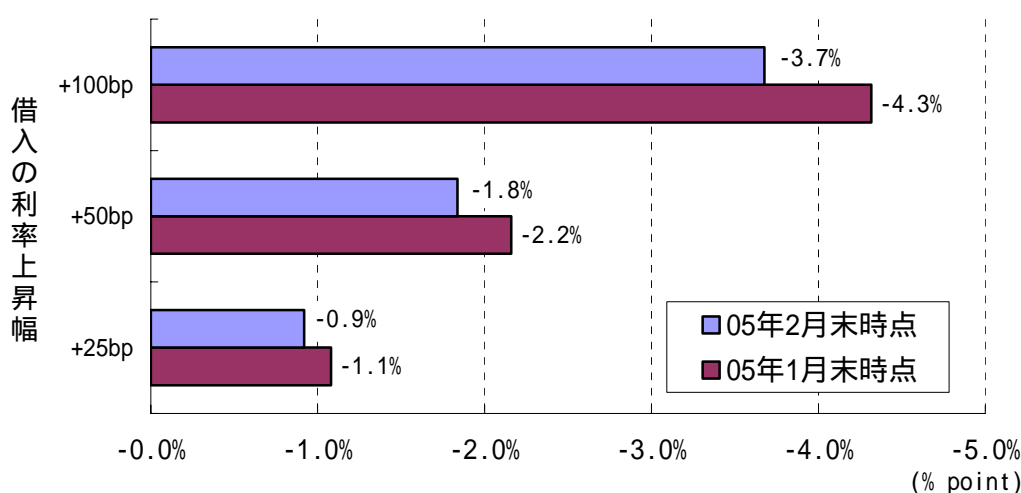
現在、J-REIT市場では、不動産鑑定評価額が、不動産の価格妥当性を説明するのに重要な役割を果たしている。ただ、不動産鑑定評価が実勢価格に対して遅行性があるとなれば、不動産市況の悪化局面（価格下落局面）では、鑑定評価額は実勢価格よりも高くなってしまいう可能性もあろう。このような局面では、投資家は、現在よりも一層、運用不動産の取得価格に関して注意を向ける必要が生じてくる。

### 金利上昇の影響度のチェック

J-REITの金利上昇リスクは、有利子負債の利払い増加による分配金低下のリスク（絶対的リスク）と、配当利回りの相対的な魅力低下による投資口価格の下落リスク（相対的リスク）とに分けられる。前者に関しては、多くのJ-REITが、既に借入期間の長期化、金利の固定化を進めており、マチュリティの分散にも取り組んでいる。また今後とも、保守的な負債比率を維持する方針に変化はないと予想され、J-REIT全体として、当面、利払い増加による分配金減少のリスクは限定的であると考えられる。

図表7は、変動借入の利率上昇による利払い増加（＝分配金減少）の影響を試算したものである。05年2月末時点では、変動借入の利率が0.5%ポイント上昇した場合、分配金は平均2%程度減少することになる。この影響度は、レバレッジ水準と有利子負債総額に占める変動借入の割合によって異なる。J-REIT各ファンドの有利子負債の状況は変化しているため、一時点の結果で判断するのは適切ではない。重要なのは各ファンドをモニターし、影響度を常に把握しておくことである。

図表7 変動金利借入の利率上昇による分配金減少率



(注) 変動金利借入の利率を上昇させた場合に、利払い増加が当期利益に与える影響を東証上場14ファンドについて各時点の負債状況をもとに試算  
(出所) 住信基礎研究所

#### おわりに ~ 投資判断、リスク管理の指標・基準の確立は急務 ~

順調な市場拡大と堅調な投資口価格は、各J-REITの運用実績の積み重ねの成果であるとともに、不動産市況の回復期待、低金利下での不動産市場への資金流入等の諸要因による。市場が好調な時期には、個別ファンド間の評価格差はつきづらく、投資家のリスク認識は後退しがちである。しかし市況が堅調な今こそ、投資判断の基準を明確にし、リスク管理手法を確立しておく必要があるのではなかろうか。その際の定期的な分析・評価業務は、膨大な手間と時間を要する作業である。しかし、J-REITを長期的な運用資産として位置づけるためには、緻密な評価とモニタリングの作業を省略することはできない。

以上

「地銀協月報 2005年4月号」(社団法人 全国地方銀行協会 発行)掲載

【お問い合わせ】 <https://www.stbri.co.jp/contact/form-jreit/jreit.html>