

存在感の増す J-REIT 市場

2003 年 8 月

株式会社住信基礎研究所
研究部 副主任研究員 辻 隆司

1. はじめに

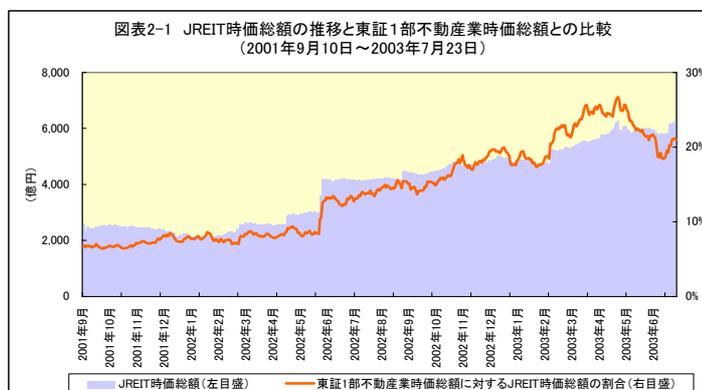
J-REIT(不動産投資信託)が取引を開始してから約二年が経つ。2001年9月の市場開設当初は2銘柄であったが、その後順調に銘柄数を増やし、現在では合計6銘柄となっている。今後も、J-REIT上場を目指す動きは活発であり、東急系の東急リアルエステート投資法人、日本GMAC・近鉄・明治生命系のグローバルワン不動産投資法人、森トラスト系の日本総合トラスト投資法人、野村不動産系のリート、パシフィックマネジメント系のリートなどが今年度内の上場を予定しているなど、市場形成は順調に進んでいる。

しかし、投資家サイドから見ると、J-REITに対する期待は大きいものの、これまでに無い新しい仕組みであるために金融商品として十分に浸透しているとは言い難い状況である。また、J-REITに期待された機能の一つである不動産市場の活性化は、マーケット関係者の間では直感的に機能していると考えられる場合が多いが、今一つその効果ははっきりしていないのが現状であろう。

そこで以降では、定量的な情報を中心に、J-REIT市場のこれまでの動向を観察する中で、J-REITの性質を明らかにし、それに対する投資家のスタンスを考察する。また、不動産市場への影響を分析することでJ-REIT市場の位置づけを明確にし、今後の展望を行う。

2. 拡大する市場規模

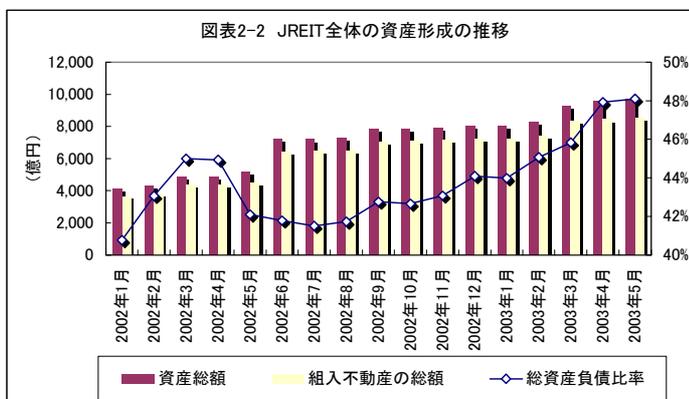
まず、図表2-1のJ-REIT全体における時価総額の推移を見ると、市場開設当初は、2,000億円強にすぎなかったが、その後、銘柄数を増加させるとともに時価総額も拡大し続け、今年7月には、約3倍の6,000億円強に達している。また、東証1部不動産業全体の時価総額に占めるJ-REIT時価総額の比率を見て



(備考)
・凡例注釈: J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄の時価総額を合計して算出。
・出所: Bloombergを用いてSTBRI作成

も、当初、約7%弱に過ぎなかった占有率が、今年2月以降、概ね20%を超えており、東証不動産セクターの中でもその存在感を高めてきている。

一方、図表2-2の組入不動産の推移を見ると、当初、3,000億円強であったが、2003年5月では約2.5倍の8,000億円超となっており、裏付け資産の拡大も順調である。今後も組入資産は拡大傾向にあり、図表2-3を見ると、既存6銘柄の計画値の合計は、現行資産規模の約2倍強にあたる1兆8,000億円にのぼる。また、既述の通り、今年度内の上場が確実視されている投資法人が現時点で5法人あるが、これらの上場時資産規模（計画値）のうち数字が明らかになっているもののみを加えると、J-REIT全体の将来の資産規模は、2007年までに、少なくとも2兆1,100億円～2兆1,500億円



(備考)
・出所: 投資信託協会「投資信託」を用いてSTBRI作成

図表2-3 JREITの資産規模

区分	投資法人名称	現在の資産規模 (億円)	計画値 (億円)	備考
既上場銘柄	日本ビルファンド投資法人	2,907	5,000	計画値は、2006年3月末日見
	ジャパンリアルエステイト投資法人	2,000	3,000	計画値は、2006年3月末日見
	日本リアルファンド投資法人	450	4,000	計画値は、2007年8月末日見
	オリックス不動産投資法人	1,210	2,000	計画値は、2004年見
	日本プライムリアルティ投資法人	1,066	3,000	計画値は、2006年12月末日見
	プレミア投資法人	558	1,000	計画値は、2005年4月末日見
	小計	8,191	18,000	
今年度上場予定銘柄	東急リアルエステイト投資法人	—	1,000	東急系リート
	グローバルワン不動産投資法人	—	700~1,000	日本GMAC・近鉄・明治生命系リート
	日本総合トラスト投資法人	—	1,000	森トラスト系リート
	(名称未定)	—	不明	野村不動産系リート
	(名称未定)	—	400~500	パシフィックマネジメント系リート
小計	—	3,100~3,500	—	
合計	8,191	21,100~21,500	—	

(備考)
・既上場銘柄の資産規模は、有価証券報告書等決算資料に基づく。
・今年度上場予定銘柄の情報は、日刊不動産経済通信の公表記事に基づく。

に達することが見込まれる。この他にも、シービーリチャードエリスなど J-REIT 上場を表明あるいは検討している企業グループが多数あることを勘案すると、市場規模は急速に拡大することが予想される。

なお、組入不動産の拡大には資金調達が必要だが、図表2-2を見ると、緩やかに負債比率を高めており、これまではデットファイナンス主体で調達が行われてきたことがわかる。しかし、2003年5月には48%を超える水準に達し、各法人の財務方針におけるLTV上限(約50%~70%)に近づきつつあるため、更なる資産拡大を行うためにはエクイティファイナンスを行う必要がある。これまでに実施されたPOは、JRE、JRF及びJPRの合計約1,100億円であるが、各法人の計画値をベースに類推すると、今後も、POによる資金調達が増加すると予想され、更なる市場拡大の原動力になると考えられる。

3. 優良なファンダメンタルズ

J-REITの運用資産は、当初オフィスのみであったが、現在では、商業、住宅、ホテルなども組み入れられるなど、投資対象に多様性が出てきている。しかし、2003年5月末時点におけるJ-REIT全体のプロパティ比率は、開示評価額ベースで、オフィスが約80%、商業

が約 16%、住宅及びホテルがそれぞれ約 2%づつであり、オフィス主体の傾向は変わっていない(投資信託協会「投資信託」より)。このため、オフィスの 2003 年問題の影響が懸念されるが、図表 3-1 を見ると、2002 年 10 月以降、都心 5 区平均のオフィス稼働率が顕著に低下傾向にあるのに対して、J-REIT のオフィス稼働率は緩やかな上昇傾向にあり、現時点では 2003 年問題の影響はほとんど見られない。これは、組入資産の優良さを示す一方で、長期賃貸借契約主体でテナントの取り込み成功していることなど、リスク回避を念頭に置いたマネジメントが功を奏しているためと考えられる。

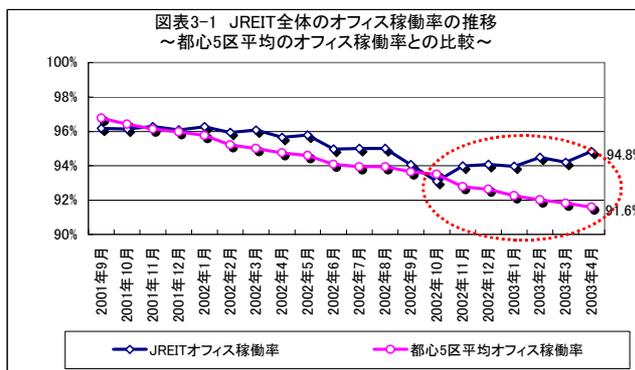
また、図表 3-2 は、J-REIT の各法人と主要不動産を対象に、ROA と負債比率を用いてポジショニングしたものである。これを見ると、三菱地所や三井不動産などの主要不動産と比べて、J-REIT の ROA は高いパフォーマンスを示している。一方、負債比率も全ての銘柄で 50%を下回っており財務安全性は高く健全である。

以上の点から明らかなように、J-REIT のプロパティ運用及び財務面におけるパフォーマンスは極めて良好であり、ファンダメンタルズの優良さは注目に値する。

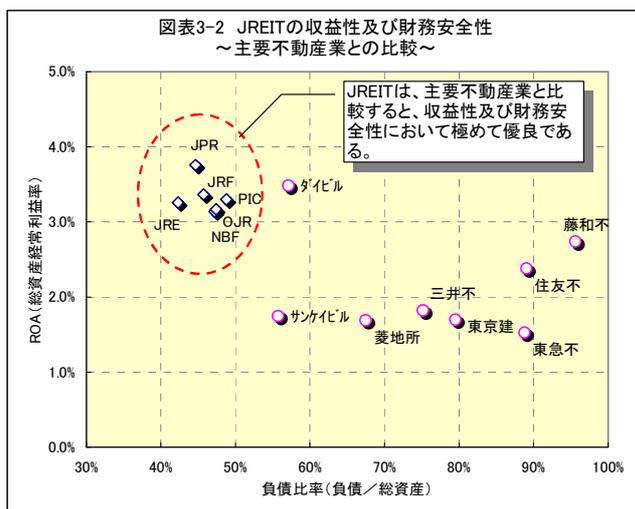
4 . 債券に近い変動特性

周知の通り J-REIT は、税引前当期利益の 90%超を配当(分配金)に拠出しなければならないが、その点以外は、不動産株とほとんど変わらない仕組みである。しかし、これまでの値動きを見ると、昨年 7 月以降の約一年間は株式と異なる動きを示している。

図表 4-1 は、J-REIT の平均価格と、TOPIX、国債利回りなどの各種金融指標との相関係数を、90 日間をデータ範囲として、日次で移動させて算出したものを折れ線グラフにプロ

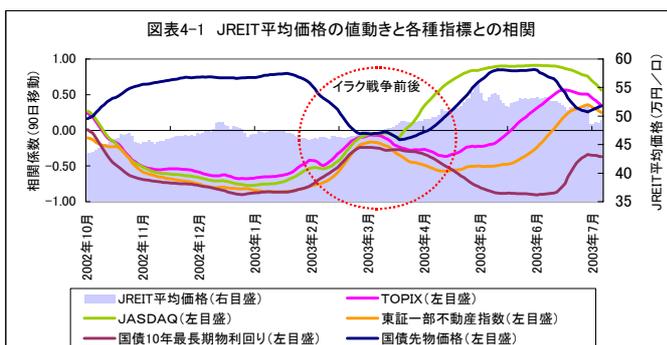


(備考)
 ・凡例注釈: 都心5区平均オフィス稼働率=1-都心5区平均オフィス空室率
 ・出所: 投資信託協会「投資信託」、三鬼商事データを用いてSTBRI作成



(備考)
 ・JREITのROA(総資産経常利益率)は、年換算値を示す。
 ・凡例注釈:
 JRE: ジャパンリアルエステイト投資法人 OJR: オリックス不動産投資法人
 NBF: 日本ビルファンド投資法人 JPR: 日本プライムリアルティ投資法人
 JRF: 日本リテールファンド投資法人 PIC: プレミア投資法人
 ・出所: 各社の直近決算における有価証券報告書等公表資料を用いてSTBRI作成

ットしたものである。これを見ると、2002年11月から2003年2月に至るまでの間、国債先物と正相関で推移する一方で、TOPIX、JASDAQ、東証1部不動産指数、国債長期利回りとは負相関で推移しており、この間のJ-REITは債券に類似した変動特性を持っていたと考えられる。2003年2月後半に入ると、イラク戦争突入の観測が濃厚になるとともに、J-REITは全ての指標との相関性を弱め、他の金融指標が迷走する中でJ-REIT平均価格は堅調に上昇するなど、独自の動きを示している。その後の値動きは、5月中旬まで上昇傾向が続き、以降は緩やかな下落傾向になっているが、この間、国債先物とは正相関性を、国債利回りとは負相関性を強める一方で、TOPIX及び東証1部不動産指数との相関係数が0.5以内に収まるなど、再び債券に類似しつつある。また、主に新興企業の銘柄で構成されるJASDAQと正相関性を強めており、新しい仕組みであるが故の傾向も示していたと見られる。

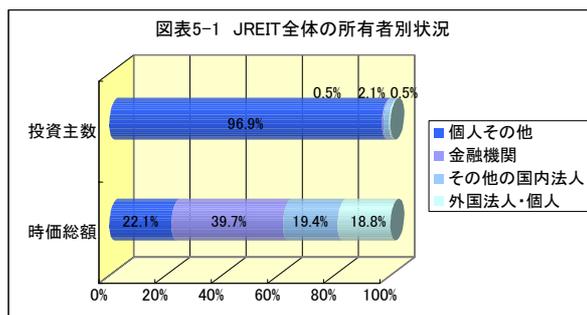


(備考)
 ・上表の折れ線は、J-REIT平均価格と各種指標との相関係数を90日移動で算出し、グラフにプロットした。
 ・凡例注釈:
 ①J-REIT平均価格: データの連続性を保つために新規上場の影響を回避する目的で、データ期間はJPR上場以降から直近までを対象とし、PICを除いた5法人の投資口価格を時価総額で加重平均して算出した。
 ②TOPIX: 東証株価指数(配当無し)
 ③JASDAQ: ジャスダック指数(配当無し)
 ・出所: Bloombergを用いてSTBRI作成

この様にJ-REITは、基本的に債券に近い変動特性を有する一方で、海外の政情不安に強いなど、局面ごとに様々な様相を呈する独自性の高い金融商品であると言える。

5. 投資家のスタンス

J-REITに対して、投資家はどのようなスタンスでいるのだろうか。まず、現在の投資家構成を把握すると、図表5-1下段の帯グラフは、J-REIT全体の投資主体別時価総額の構成比である。これを見ると、「金融機関(証券含む)」が約40%を占め、個人その他が約22%、「その他国内法人」が約19%、「外国法人・個人」が約19%となっている。



(備考)
 ・時価総額は、各投資法人の所有者別投資口数に03/7/24終値を乗じて算出
 ・出所: 直近決算期における有価証券報告書及び資産運用報告書を用いてSTBRI作成

当初、J-REITは個人投資家に向けた金融商品であることが強調されていたが、保有シェアを見ると「個人・その他」は約2割に留まっている。しかし、J-REITは5%前後の高配当利回りを実現している上に、値動きは安全性の高い債券と類似していることなどを考えると、本来的には個人投資家にとって魅力的な金融商品であると考えられる。個人による投資が進まない理由の一つは、以前から指摘されることが多いが、一口当たり約20~60万

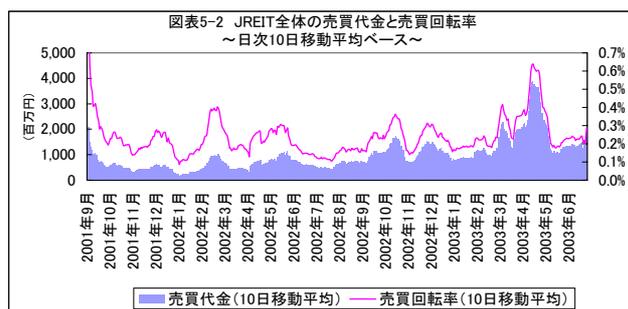
円台という最低投資額の高さが挙げられる。しかし、この問題点に対しては、今年 7 月に実施されたファンドオブファンズ (FOFs) の REIT 解禁により、投資口価格を一口当たり 1 万円程度からにすることが可能になったため、間接投資ではあるが解消に向かうことになる。この結果、各々の個人投資家が、リスクを許容できる範囲で柔軟にコントロールすることができるようになるため、今後は個人投資を強く刺激するかもしれない。

一方、年金基金や金融機関等の機関投資家の投資スタンスは、伝統的な資産である株・債券の低迷で運用環境が厳しい中、オルタナティブ投資の拡充を検討する機関投資家が増えており、投資対象の一つとして不動産関連資産が注目されつつある。とりわけ J-REIT は有力な投資対象であるとの見方がされており、市場規模が拡大し流動性が高まれば、積極的に投資したいと考えているところが多い。

弊社で実施したヒアリングによると、年金基金の場合、ファンド全体の約 1 割をオルタナティブ投資に振り向けているケースが多く、そのうち不動産関連資産への投資はわずかに 1~2%に留めているところが多い。今後は、リスク分散の上でも不動産関連資産への投資比率を高めようとする意向は強いが、多くの年金基金は不動産に対する物件査定能力が低いため、実物不動産や物件固定的な証券化商品よりも、比較的流動性が高く市場のチェックが常に働く J-REIT に関心が集まっている様である。

また、金融機関の場合も基本的に年金基金と同様のスタンスであるが、特に銀行は、J-REIT 投資に積極的である。この理由は、全銀協通達により、不動産投資信託証券 (REIT) の売却損益は、「国債等債券売却損益」の勘定区分に計上することが規定されていることが影響していると考えられる。この通達により、J-REIT の売却損益は特別損益ではなく本業の営業成果である業務純益に計上されるため、これまでも比較的積極的に J-REIT に対して投資されてきたが、今後においても流動性の問題が解決に向かえば、より活発に投資されることになると思われる。

図表 5-2 は、JREIT 全体の売買代金の推移であるが、これを見ると市場開設以降、市場規模が拡大するとともに日々の売買代金は増加しており、今年 3 月以降においては常時 10 億円を超えている。今後の市場拡大を念頭に置くと、売買代金が比例的に拡大することが見込まれるため、近い将来に流動性の問題も解消に向かうと考えられる。

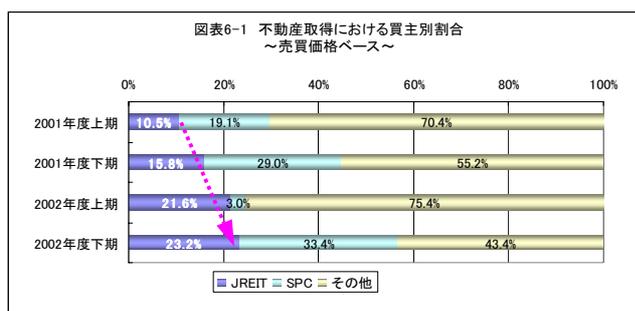


(備考)
・凡例注釈: 売買回転率=売買代金/時価総額
・出所: Bloombergを用いてSTBRI作成

6. 不動産市場への影響

図表 6-1 は、上場会社の不動産売買のうち、不動産取得者を J-REIT、SPC、その他の 3 区分で整理したものであるが、これを見ると、J-REIT の取得シェアは、2001 年度上期には 10.5%であったが、2002 年度下期には 23.2%となっており、急速にシェアを拡大していることが分かる。SPC も含めて証券化市場全体の影響を見ると、2002 年度下期には、J-REIT 及び SPC を合わせて 56.6%と過半数を超えており、実物不動産市場への影響は非常に大きいことが分かる。

今後も、J-REIT を含む証券化市場の規模は、大幅に拡大することが予想されるため、将来的にも実物不動産市場に対して様々な面で強い影響を与えると考えられる。特に、今年 1 月 1 日に施行された不動産鑑定評価基準等の改正により、不動産証券化に係る鑑定評価については、収益還元法（直接還元法、DCF 法）を用



(備考)

- ・「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STBRIが作成

いることが原則化されたため、証券化市場の拡大は、不動産市場の透明度を高め、市場の効率化を促す原動力になると考えられる。

なお、J-REIT 投資法人の場合は、同改正により、収益還元法の中でもより精緻な評価手法である DCF 法を適用しなければならないとされているが、より発展的には、リスクを反映した金融工学的手法に基づくプライシングの方が望ましい。こうした評価手法や考え方は、弊社でも開発に取り組んでいることだが、J-REIT 各投資法人に徐々に普及しており、今後は、社会的にもスタンダードになる可能性が高い。

7. 今後の展望

以上の様に、J-REIT 市場は順調に市場形成を進めてきたと考えられるが、今後も更に市場は拡大することが予想されるため、その社会的なインパクトは大きいと考えられる。市場の拡大は、多くの投資家にオルタナティブの投資機会を生むと同時に、不動産市場の活性化にも繋がると考えられる。特に、FOFs の REIT 解禁は、1 万円からの投資口価格を可能にするため、個人投資家を呼び込む契機になることが想定されるが、個人投資家の流入は、J-REIT 市場規模の拡大と共に不動産流動化を加速し、不動産市場の効率化の原動力になる可能性がある。このため、J-REIT 市場の動向は今後も注目し続ける必要があろう。

以上

(「リアルエステート マネジメント ジャーナル」2003 年 9 月号掲載)