

J-REIT への注目と J-REIT 投資のリスク管理

株式会社 住信基礎研究所
研究部 担当部長 北村 邦夫

1 資産運用をとりまく環境の変化

これまで、世界的な低金利と先進国経済の成熟化による伝統的資産における期待収益率の低下という厳しい運用環境の中で、機関投資家は伝統的資産に加えて、ヘッジファンドや不動産投資などのオルタナティブ投資による運用を拡大させてきた。近時では、さらに PE（プライベートエクイティ）やコモディティも投資対象として関心が高まっている。この間、運用の選択肢が増加してきたわけであるが、今後の資産運用環境に目を転じると、大きな変化を前提にすることが必要となる。1つは日銀の金融政策転換に伴う金利上昇とインフレの進行、さらに世界的な資金フローの変動リスクの高まりである。後者については、世界的な過剰流動性の積み上がり、特に日本のゼロコスト資金を活用した円キャリートレードが増加したことが今後の金利上昇局面でどのように世界的な資金フローに影響を及ぼすか、ハイリスク市場からミドル・ローリスク市場への資金シフトがリスク要因として浮上しているとの指摘がある。

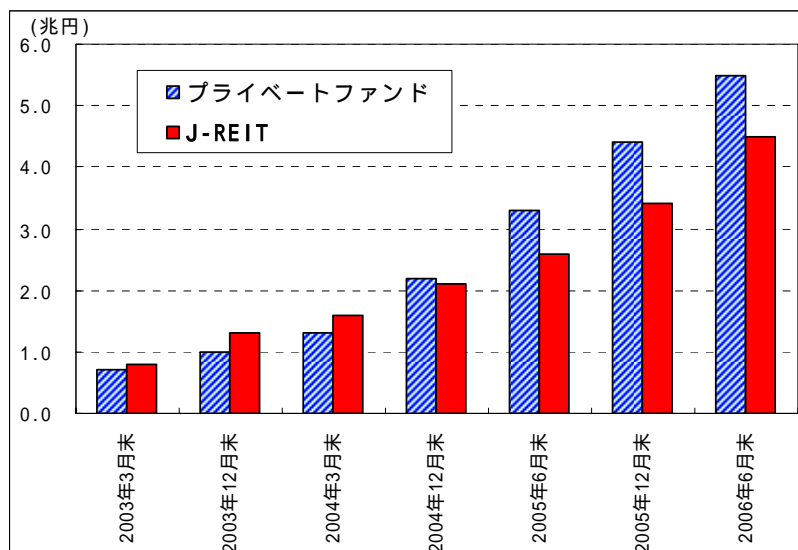
金利上昇・インフレ進行と世界的な資金シフトの可能性という環境変化を想定した時に、不動産投資商品の位置づけは一層重要性を増す。先ずインフレに対してはインフレヘッジ効果が期待できること、過剰流動性の縮小による質への逃避が生じる際にはミドルリスク資産として大きな資金流出は考えにくいからである。機関投資家の潜在的な不動産運用ニーズも高い水準にある。不動産投資商品の基本特性は既述の通りであるが、その個別性・多様性のゆえに、エクイティ及びデット投資において丁寧なリスク管理が必要である。具体的には、原資産の不動産市場の動向の分析、ファンドの財務構成の精査による金利上昇時の耐性チェックなどが先ず挙げられる。この3~4年間は、貸貸市場の回復、キャップレート低下、低いデット資金コストなどにより、誰でも一定の投資リターンを獲得することができたといっても過言ではない。しかし、今後は資産運用をとりまく環境の変化を前提にすれば、不動産投資商品においてもリスク管理を適切に行って収益獲得をめざすことが重要となっている。

2 不動産投資市場の発展

1990年代後半から、不動産投資の法制度が整備され、当初は海外の投資資金がリスクテイクすることで日本の不動産投資市場は本格的に幕を開けた。現在では、上場商品の J-REIT と私募ファンドが両輪となって、投資されている不動産資産は 10兆円を超える規

模に市場が成長している（図表1）。

図表1 不動産投資市場の成長（資産取得額ベース）



(注) プライベートファンドはアンケート・ヒアリング・公表データ等に基づく住信基礎研究所の試算・推計による。プライベートファンドには外国籍ファンド、個人対象の公募型ファンド、外部投資家のいない流動化案件は含まない
(出所)住信基礎研究所

不動産投資市場の環境整備と市場の成長はグローバルな潮流である。世界の機関投資家は、従来の伝統的資産に加えて不動産を重要な投資対象と位置づけている。特に上場商品である REIT は、米国や豪州が先進国であるが、北米、アジア、欧州の各国で制度整備が進み、グローバルに投資資金を引き付ける共通のプラットフォームを形成しつつある。

誕生から5年を経過した J-REIT 市場を概観すると、銘柄数は40となり、上場市場も東証だけでなく大証やジャスダック等へと広がっている。投資不動産も、当初のオフィスやGMSを核とした商業施設から、住宅、倉庫、ホテル、シニア住宅へと拡大している。投資エリアは東京23区が約6割を占める東京中心の構図が続いているが、地方にも徐々に広がって33都道府県に及んでいる。

3 J-REIT の投資特性と市場の変化

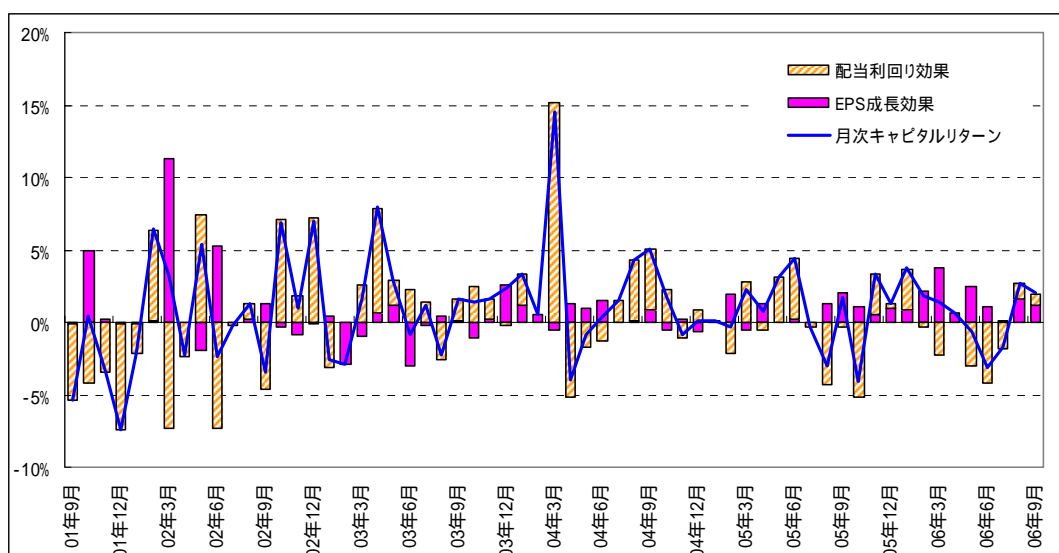
J-REIT の分配金の源泉は稼働している不動産の賃貸収益であり、賃貸収益は安定的でしかも予測可能性が高い。従って、インカム型の商品特性を有し、債券に近い商品として市場に受け入れられ、投資指標として配当利回りが重視されている。2004年ごろまでは超低金利による運用難の環境下、J-REIT の配当利回り水準は魅力的として市場評価が高まった。各 J-REIT も着実に分配金の実績を積み上げてきたことが市場からの信頼を得たことは言うまでもない。

これまでの各 J-REIT の分配金の成長を要因分解してみると、J-REIT を取り巻く環境の変化が浮かび上がる。2003 年ごろまでは、不動産市場、特にオフィス市場は 2003 年問題もあって低迷していた。J-REIT が保有するオフィスも緩やかに賃貸収益の低下が続き、信用力の高いテナントへの長期賃貸借契約によって賃貸収益の下落リスクを限定する運用が市場から評価されていた。しかし、エクイティおよびデットの資金調達環境が良好であったことを活かして物件を追加取得する外部成長により、分配金の水準を維持・成長させてきた。この期間は、賃貸収益の下落リスクと追加取得する物件の利回りの適正さが投資モニタリングの中心であった。

2005 年に入って、不動産市場の回復が始まると、オフィスを中心として稼働率と賃料の低下が底打ち・反転して保有物件の賃貸収益の成長という内部成長による分配金の成長が期待できる市場環境へと転換している。一方で、金利上昇懸念に対応する保守的な負債構成へのシフト、不動産価格の上昇による外部成長の減速や物件取得法の工夫など、外部環境の変化に応じた運用力の違いが銘柄間で鮮明になってきている。現在では、ポートフォリオ資産が生み出す賃貸収益の今後の成長と金利上昇による利払い増加のバランスが投資モニタリングの重要な対象となっている。

このように不動産市場の変化を反映して J-REIT のインカムの源泉に変化が生じてきた事は、市場評価にあらわれている。次図に示すように、J-REIT セクター全体の月次のトータルリターンを利回り要因と利益成長要因に分解すると、2005 年から利益成長要因の寄与が拡大している（図表 2）。つまり、やや単純化していえば、期待利回りを形成するリスクプレミアムの縮小による市場拡大から、分配金の成長期待による市場へと転換しつつある。

図表 2 J-REIT 月次リターンの要因別寄与度



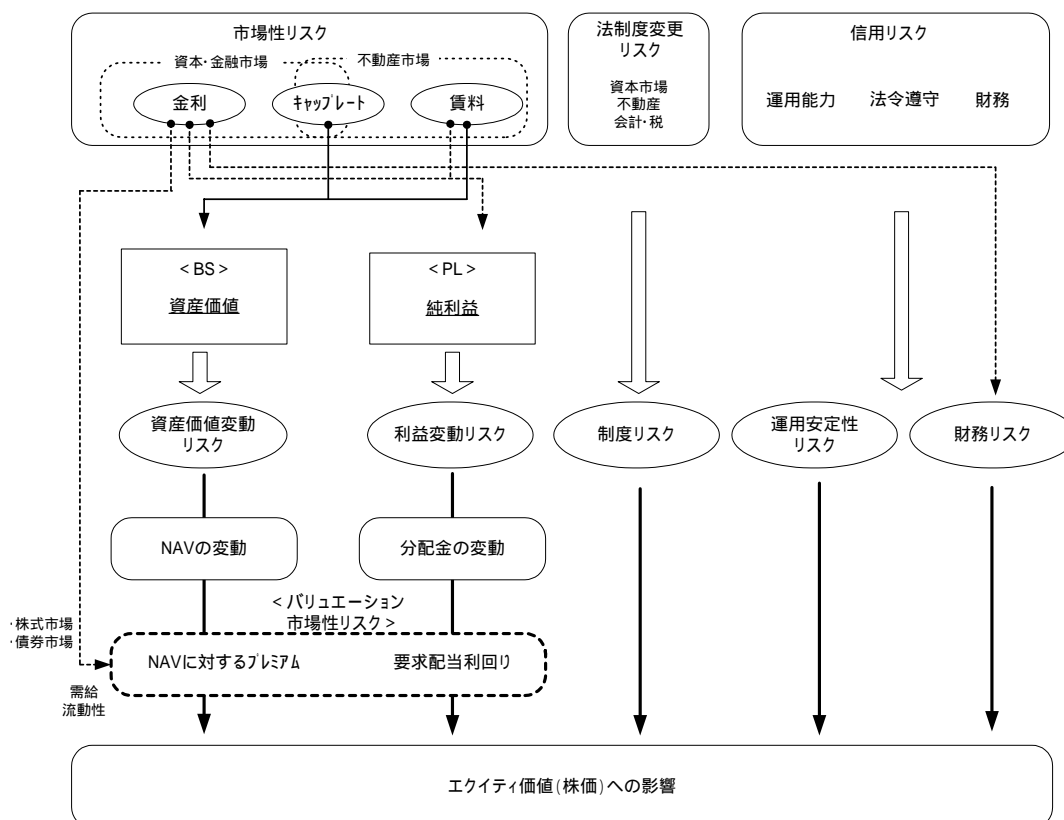
(出所)住信基礎研究所

4 J-REIT 投資に伴うリスク

市場規模が成長する中で、銘柄数の増加に伴い、運用不動産の質の多様化、財務戦略の違いや市場評価の二極化などが進行している。さらに、REITのグローバル化や法制度の見直しなど外部環境の変化もあり、J-REIT投資におけるリスクは多様化し、それに対応したリスク管理の高度化に向けて機関投資家は取組みを開始している。

J-REIT投資に伴うリスクをリスクの源泉別に整理すると、他の金融商品と同様に、市場性リスク、信用リスク、法制度リスクが主なものとなる。さらに、市場性リスクは原資産である不動産市場リスクと上場商品としての市場リスクに、信用リスクは主に運用会社の安定性・信頼性と財務マネジメント力に分解できる。これらのリスク要因は、直接に、あるいは利回り等の投資指標を通じて投資口価格の変動をもたらす(図表3)。

図表3 J-REIT投資に伴う主なリスク要因



(出所)住信基礎研究所

これらのリスク要因には留意すべき特性が2つある。1つは、リスク事象の発生と市場評価への織込みに関して、リスク要因ごとに速度が異なることである。金利の変化や運用体制に対する当局からの処分などは即時に市場評価の変動をもたらす。一方、不動産市場で

の賃料やキャップレートは慣性を伴った変化であり、市場評価への織り込みは緩やかであるが、将来の変化を先取りするものとなる。2つめは、常に複数のリスク要因が複合されて最終的に価格変動をもたらす事である。個別にリスクを抑制することが必ずしも全体として整合しない場合も想定される。従って、個別のリスクを管理するだけでなく常に総合的に把握して評価する事が求められる。

5 J-REIT 投資リスクの管理法

1) 投資運用方針の明確化

基本的な事であるが、J-REIT 投資の狙いと位置づけを明確にする事が第一である。債券の代替としてエンハンスされた利回りを期待するのか、エクイティとして一定のリスクテイクのもとで相応のトータルリターンを期待するのか、あるいは株式や債券との相関の低さを活かしてリスク分散効果を期待するのかである。この運用方針の違いによって、投資対象銘柄群の選定は異なるであろうし、新規上場銘柄への取組み姿勢も異なるであろう。リスク管理上も、対象とするリスク指標群は共通であっても、その重点の置き方、モニタリング頻度等が異なってくる。

2) 原資産である不動産市場リスクの管理

ここでは、原資産である不動産の市場リスクについて、その定量的把握とリスク管理法について概説する。既述のように J-REIT 市場は不動産市場の変化あるいはその予兆をもって、先行して反応する。逆に、J-REIT 市場という資本市場での評価が、実物の不動産投資市場に影響を与える市場間の関係が形成され始めている。

様々なリスク要因の中で、特に優先して不動産のリスクを把握して管理する方法のポイントは次の3点である。1つは、不動産市場リスクを分配金の変動に直結する賃貸収益の変動リスクと、資産価値の変動リスクに分けて管理する事である。2つめは、リスクを計量して定量管理することである。他の金融商品と異なり定量分析には必ずしもデータ量は十分ではない面はあるが、不動産の将来の賃料や資産価値は前期の水準を起点にして一定の幅の中で変動すると見込まれ、予測可能性が高いと考えられていることからリスク計量は可能と判断される。定量評価の限界も認識して、定量管理を補完するために不動産市場についての定性把握も不可欠である。3つめは、J-REIT が保有している不動産は既に 1200 棟以上にのぼり、個別不動産を基本単位にしたリスク管理は現実的ではない。そこで、プロパティタイプ別・エリア別にグルーピングしたサブマーケット単位でリスク管理するのが有効である。具体的には、サブマーケットごとの賃貸収益と資産価値の変動リスクを計測してリスク量のテーブルを作成することになる。このテーブルを用いれば各銘柄のリスク量を、不動産資産の構成比(タイプ・エリア別)を基に、簡便に計測することが可能である(図表4)。

図表4 リスクテーブルと銘柄ごとのリスク計量法のイメージ (数値はすべてダミー)

| | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|---|-------|
| <レジデンス> | 都心5区 | 周辺18区 | 札幌 | ~ | 福岡 |
| 賃料変化率(期待値) | 0.5% | 0.0% | 0.0% | | 1.5% |
| 賃料変化率(期待値) | 2.5% | 2.2% | 0.0% | ~ | 1.5% |
| 賃料変化率(期待値) | 1.5% | 1.0% | 1.2% | ~ | 1.3% |
| キャップレートの期待値 | -4.0% | -3.0% | -2.0% | ~ | -2.5% |
| 資産価値変化率(期待値) | 5.5% | 4.5% | 2.0% | ~ | 3.0% |
| 基本VaR | 10.0% | 9.0% | 12.0% | ~ | 11.0% |
| 1年後VaR | 5.0% | 5.5% | 9.2% | ~ | 7.8% |



銘柄別の賃貸収益成長率を集計



銘柄別の資産価値下落リスクを集計

| 銘柄A | 賃貸収益構成比 |
|-------|---------|
| 都心5区 | 55.0% |
| 周辺18区 | 12.0% |
| 札幌 | 4.8% |
| ~ | ~ |
| 福岡 | 6.8% |

| 銘柄A | 賃貸収益変化率 |
|-------|---------|
| 都心5区 | 1.5% |
| 周辺18区 | 1.0% |
| 札幌 | 1.2% |
| ~ | ~ |
| 福岡 | 1.3% |

| 銘柄A | 資産構成比 |
|-------|-------|
| 都心5区 | 50.0% |
| 周辺18区 | 10.0% |
| 札幌 | 5.0% |
| ~ | ~ |
| 福岡 | 7.0% |

| 銘柄A | 1年後VaR |
|-------|--------|
| 都心5区 | 5.0% |
| 周辺18区 | 5.5% |
| 札幌 | 9.2% |
| ~ | ~ |
| 福岡 | 7.8% |

| | |
|---------------|------|
| 銘柄Aの賃貸収益成長期待値 | 1.3% |
|---------------|------|

| | |
|--------------|------|
| 銘柄Aの運用不動産VaR | 6.1% |
|--------------|------|

(出所)住信基礎研究所

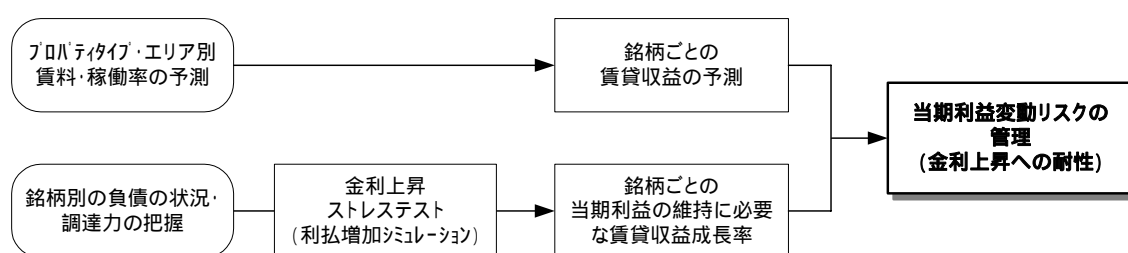
賃貸収益の変動リスク管理の考え方

多変量解析によってタイプ別・エリア別の賃料予測を行い、銘柄ごとに不動産賃貸収益の今後の成長を予測することができる。この予測モデルを開発することは、予測結果としての数値だけでなく、モデルに含まれる説明変数によって賃貸市場の将来を見通す上での主要因が示唆されるという利点もある。

次いで、各銘柄の負債状況(有利子負債の借入の条件や借入額、返済時期、ベースレートに対する推定スプレッド等)を基にして、金利上昇による利払い増加額をシミュレーションする。ここから当期利益を維持するのに必要な賃貸収益の成長率を算出し、銘柄ごとの賃貸収益の予測値とつぎ合わせることで、当期利益の変動(分配金変動)リスクを把握す

ることができる(図表5)。例えば、銘柄Aについて今後1年間で金利のベースレートが50bp上昇すると想定した場合、当期利益を維持するために必要な賃貸収益上昇率が2.2%と算出されたとする。不動産市場の分析・予測に基づくリスクテーブルから算出した銘柄Aの賃貸収益成長率の期待値が1.3%であったとすれば、想定する金利上昇に耐えられないという評価になる。銘柄Aについては金利上昇による分配金減少リスクを認識しなければならず、今後の金利固定化等の財務マネジメントや、内部成長の強化策などが的確に実行されるかがモニタリングのポイントとなる。

図表5 銘柄ごとの当期利益変動リスクの計量フロー

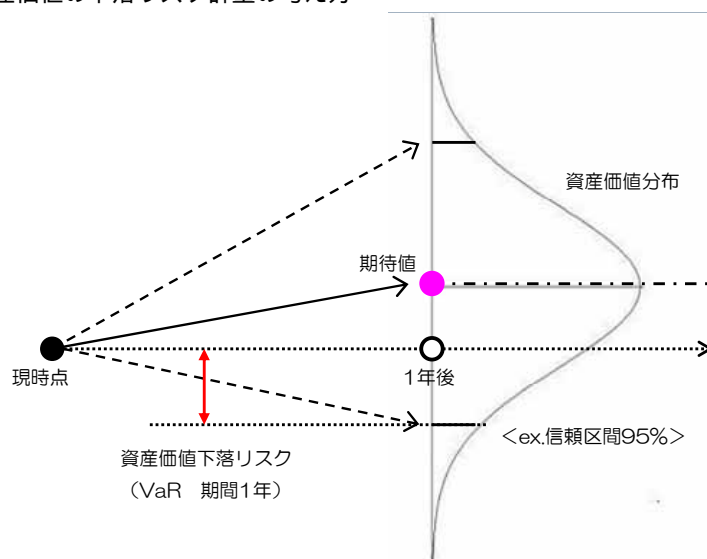


(出所)住信基礎研究所

資産価値の変動リスク管理の考え方

タイプ別・エリア別に過去の市場データから資産価値のボラティリティを計測して算出した VaR をリスク基本量とし、将来の資産価値の予測をモデルにより行い、この期待値を反映させて資産価値の下落リスクとして評価することが考えられる。具体的には、例えば1年後の資産価値の期待値(予測値)からの一定の信頼区間(例えば95%)での最大下落資産価値と現時点の資産価値との差を、将来の資産価値の下落リスクとして計量することができる(図表6)。

図表6 不動産価値の下落リスク計量の考え方



(出所)住信基礎研究所

弊社の分析結果では、過去の市場データから算出した資産価値変動の基本リスク量はオフィスよりレジデンスの方が小さいが、1年後の資産価値の期待値はオフィスの方が成長が見込まれるため、両者を合成した最終の VaR はオフィスの方が小さくなっている。過去データによる基本リスク量と将来の期待値を用いることで、マーケット参加者が予想している将来の市場の方向感に变化の程度を加えたリスク指標とすることができる。

これらの手法により、銘柄単位で集計した結果は、原資産に着目した時の収益変動リスクと資産価値変動リスクを表現していることになる。投資している銘柄のリスク量を時価加重で集計すれば運用している J-REIT ポートフォリオ全体のリスク量が計測され、東証 J-REIT 市場ポートフォリオとの比較、あるいはポートフォリオの銘柄構成比を変更した場合のリスク量の変化を把握してリスク管理が可能となる。

6 急がれるリスク管理体制の整備

J-REIT の投資価値の基礎となる不動産資産のリスクに着目して、その計量と管理法についての試案を述べてきた。総合的なリスク管理には、市場要因としての需給や投資指標（期待利回り等）の変化も当然に考慮しなければならない。しかし、事業構造が単純な J-REIT では、ファンダメンタルな不動産事業のリスクを管理することが先ず第一歩と考えられる。このアプローチによると、J-REIT 運用会社と目線を合わせられることで、各銘柄の今後の運用の選択肢を見通しやすくなる利点がある。つまり、物件取得や資金調達などの運用自由度が高い銘柄と、限定的になっている銘柄とが可視化される。既に兆候が出始めている

が、今後の成長への手段に乏しく厳しい市場評価が継続する銘柄も出てくると想定される。今後も成長を続けるであろう J-REIT 市場において、適切なリスク管理の下で目標のリターンを獲得していく運用体制を構築することが急務となっている。

本稿は、「リージョナル バンキング 2006 年 11 月号」(発行：社団法人 第二地方銀行協会)寄稿原稿を基に一部加筆修正

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

- 1.この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
- 2.この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
- 3.この資料の一切の権利は当社に帰属しており、当社の事前の了承なく、本資料の全部または一部を引用・複写・複製・転載・変造して使用することは、その目的や方法の如何を問わず、一切お断りいたします。
- 4.STBRI J-REIT Index は当社が独自に開発した J-REIT インデックスです。STBRI J-REIT Index は当社の知的財産であり、STBRI J-REIT Index の算出、数値の公表、利用など STBRI J-REIT Index に関する権利は当社が所有しております。「STBRI J-REIT Index®」は当社の登録商標です。