

J-REIT市場の拡大と価格形成

佐々木康一・一瀬善孝・清水季子

Bank of Japan Review

2005年6月

第1号の不動産投資信託（J-REIT）上場から3年半が経過し、J-REIT市場の規模は時価総額で約2兆円に達した。J-REITの価値は、不動産事業が生み出す収益を基に決定される。これまでのJ-REIT価格の上昇は、ファンダメンタルズの改善や投資家層の拡大を背景に、投資対象として市場の認知度や評価が向上したことに伴うものであったとの説明が可能である。不動産取引がJ-REITを介して資本市場との結び付きを強めたことで、価格調整メカニズムが円滑に発揮されやすい仕組みが用意された。今後、J-REIT市場が一段と拡大していく中で、安定的な価格形成が行われるか、きめ細かくみていくことが重要である。

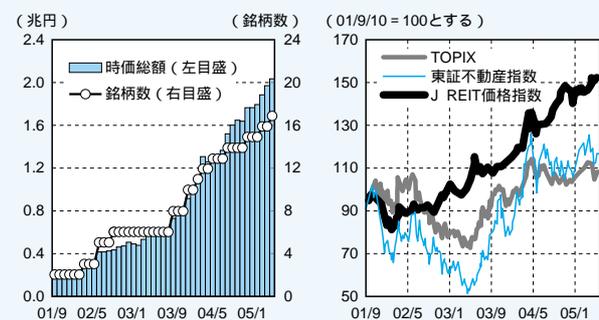
はじめに

2001年9月に第1号J-REITが上場してから3年半が経過した。J-REITは、多数の投資家から資金を集めて不動産投資を行い、その収益を投資家に分配する不動産投資信託である。現在上場されているJ-REITはいずれも会社型投資信託の形態を取り、投資法人と呼ばれる組織を通じて事業を行っている¹。投資法人は、株式会社の株式に相当する投資口を発行して投資家から資金を調達する。投資口は上場株式と同様に取引所で売買することが可能であり、本稿ではこの投資口の価格を指してJ-REIT価格と呼ぶ。このところ、J-REIT価格や不動産の価格形成を巡り、一部に過熱感を指摘する声も聞かれている。本稿では、J-REIT市場の発展経緯を振り返り、価格形成における特徴点を整理する。

J-REIT市場の拡大

これまで約3年半の間に、J-REITの上場数は17銘柄に増加し、時価総額は当初の約0.2兆円から約2兆円に拡大した²。株式市場の時価総額と比較すると、東証1部全体の約0.6%、同不動産業の約33%の規模となっている。またこの間、J-REIT価格は、株式市場全体が調整局面を迎えたり、同種の事業体である不動産業の株価が下落する局面でも、概ね上昇基調を辿ってきた（図表1）。

【図表1】 J-REITの時価総額、銘柄数、価格等の推移



(注) J-REIT価格指数には、QUICK REIT指数を利用。
(資料) QUICK

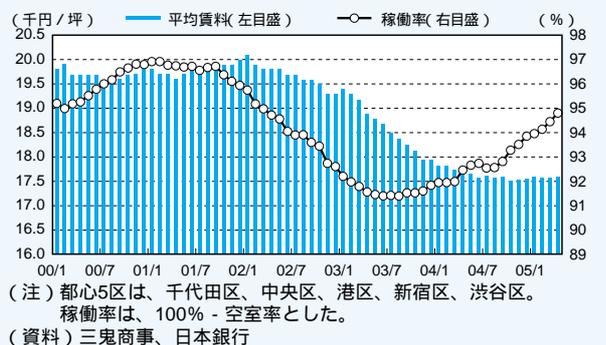
J-REITの価値は不動産事業の収益を基に決まる

J-REITの事業は、投資家から集めた資金を不動産に投資し、その賃料収入などによる収益を投資家に還元することである。不動産の価格は、その不動産が生み出す収益を基に求められ³、J-REITの価値も同様に、不動産事業が生み出す収益を基に決定される。従って、J-REITの価値は、収益の増加によって向上する。次節では、J-REITの収益が増加する過程を、内部成長、外部成長、財務運営という3つの観点から整理する。

J-REITの内部成長

内部成長とは、保有不動産の稼働率の上昇（空室率の低下）や賃料上昇による収入の増加、経費の削減などによる収益の増加である。J-REITが主な投資対象としている、都心オフィスビルの賃貸市況（稼働率や賃料の動向）をみると（図表2）、稼働率は、新築物件の供給増加による市況悪化（2003年問題）が懸念されたほどではなかったことなどが転機となり、2003年半ば以降、上昇に転じている。一方、賃料は、足許で漸く下げ止まりつつあるものの、明確な反転には至っていない。これは、新築・優良物件などでは賃料の上昇がみられる一方、底値が見えない物件もあるため、全体では二極化傾向にあることを反映したものの見方がある。なお、中長期的には、人口動態の構造変化を背景としたオフィス労働者の減少などが賃貸市況の悪化要因として意識されている。

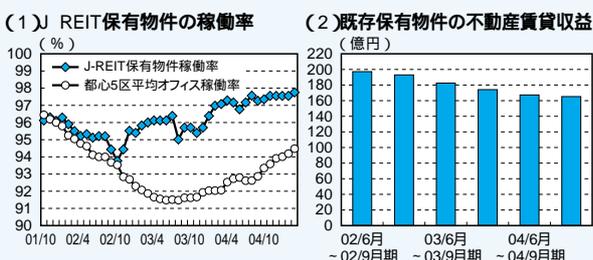
【図表2】都心5区のオフィス賃貸市況



J-REIT保有物件については、稼働率はほぼ恒常的に都心5区平均を上回っているものの、既存の保有物件から得られる不動産賃貸収益は、テナントの入れ替えに伴う賃料の減額改定などを受けて減少している（図表3）。この点からは、J-REITの収益の増加に対する内部成長の寄与は、これまでのところ、限定的であったと考えられる。

オフィスビルの賃貸市況の先行きに対してやや厳しい見方もあるもとの、物件の仕様改善など高付加価値化を通じた賃料・稼働率の引き上げによる内部成長への注目が高まっている。

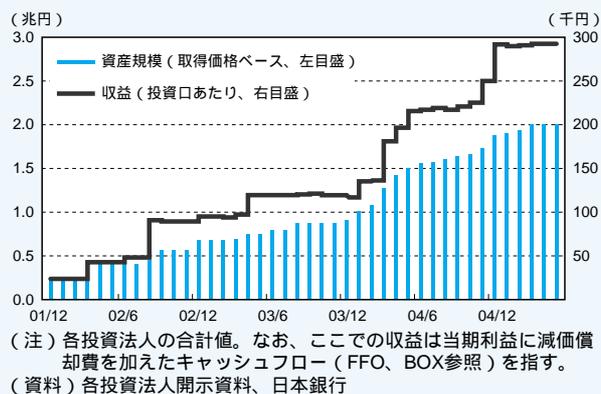
【図表3】J-REIT保有物件の稼働率、不動産賃貸収益



J-REITの外部成長

外部成長とは、新規物件の取得による資産規模の拡大などを通じた収益の増加である。J-REITは、将来的な資産規模について時期と金額の目途を示しながら、これまでも積極的に外部成長を追求してきた（図表4）。新規取得物件は、都心や周辺地区のオフィスビルを中心としつつも、商業施設や集合住宅、また地方都市物件も対象になるなど、用途や立地面で広がりが見られている。

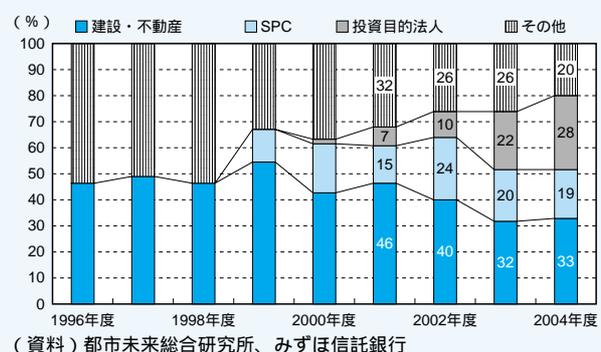
【図表4】J-REITの資産規模と収益の推移



不動産取引における買い手を見ると、2002年度以降、J-REITなどの投資目的法人の構成比率が上昇している（図表5）。この間東京都心の商業地では、地価が下落率を縮小、2004年には一部の地区で上昇したほか、3大都市圏の商業地で上昇・横這い地点が増加した。これらは、新たな買い手が不動産取引に参入したことが、近年の地価押し上げの一因となった可能性を示唆している。

もっとも、J-REITによる物件取得の主目的は、値上がりによるキャピタル・ゲインではなく、不動産事業が生み出すインカム・ゲインとしての収益の増加であるとされる。物件取得価格が上昇すると、インカム・ゲインが一定のもとでは収益率は低下することになる。このため、J-REITは割安な物件価格の底上げに寄与することはあっても、収益率を過度に低下させるような価格で物件を取得することに対しては消極的とされる。

【図表5】不動産売買における買主業種別件数割合



J-REITの財務運営

J-REITの収益は、財務運営にも大きく依存する。J-REITは収益のほぼ全部を分配金として投資家に還元するため⁴、内部留保の蓄積が限られる。従って、新規物件を取得する際には、基本的に、新たな資金調達が必要になる。外部成長の追求と結び付いた活発な資金調達は、J-REITのこれまでの財務運営における特徴点の一つである。資金調達手段には、借入や投資法人債⁵の発行による負債調達と、増資による資本調達があり、これまでのところ、投資家の運用ニーズを背景に、いずれも円滑な資金調達が実現している。

また、活発な資金調達が行われる中で、将来的な金利変動に対する取り組みもみられている。J-REITは、不動産投資の利回りが資金調達コストを上回るもとは、借入を増やすなどによりレバレッジ（負債比率）を高めながら外部成長を追求することが可能である。もっとも、レバレッジが高いと、金利上昇局面では利払いの増加などから収益確保に支障を来す可能性がある。J-REITは、負債比率に上限（概ね50～70%）を設定している場合が多く、実際の運営をみると、2004年以降、資産規模が拡大する中であっても、負債比率は上限を下回る40～50%の水準を維持している（図表6）。

加えて、投資法人によって区々ながら、負債調達を長期化したり固定金利調達比率を高めるなどの動きもみられている。これらは足許の収益を減少させる要因となるものの、将来的な金利上昇に対する抵抗力を高めるものと評価されている。

【図表6】 J-REITの負債比率と資産規模



(注) 負債比率 = 負債 / 総資産。各投資法人の平均値。
(資料) 各投資法人開示資料、日本銀行

J-REIT価格と市場の評価

前節では、J-REITの収益の増加について3つの観点から整理した。本節では、J-REIT価格の推移を振り返り、市場がこれまでのJ-REITの不動産事業に対してどのような評価を与えてきたかを確認する。

J-REIT価格を収益などファンダメンタルズとの関係から見る上では、バリュエーション指標（BOX参照）が有用と考えられる。J-REITは投資対象物件の詳細や運用方針などについて情報開示を充実さ

せている。このため、投資家は多様な観点から投資判断を行うことが可能である。バリュエーション指標を用いると、J-REITはこれまで、大きく分けて3つのフェーズを辿ってきたと整理できる（図表7）。

【図表7】 価格指数、バリュエーションの推移

(1) J-REIT価格指数などの推移

(01/9/10 = 100とする)



(2) PBRとFFO倍率の推移

(倍) 第 期 第 期 第 期 (倍)



(注) J-REIT価格指数には、QUICK REIT指数を利用。

PBRとFFO倍率は、各投資法人の平均値。

(資料) QUICK、各投資法人開示資料、日本銀行

第 期（～2002年秋）には、J-REIT価格は上場時の水準を下回って推移し、PBR（株価純資産倍率、BOX参照）も1倍未満に留まった。これは、当時ITバブル崩壊に伴う景気後退などを背景にわが国が厳しい経済情勢下にあったことに加え、J-REITに対する投資家の認知度が低かったことが影響していたとみられる。

第 期（～2003年末）には、J-REIT価格はPBR1倍を継続的に上回って推移するようになった。これはJ-REITの商品性に対する認知度や安定的な配当実績に対する評価が向上したことに伴うものと考えられる。また、J-REIT価格を不動産が生み出すキャッシュフローとの対比でみたFFO倍率（BOX参照）は緩やかな上昇となっており、この時期にはJ-REIT価格が収益の増加を織り込みながら上昇したことが窺える。

第 期（2004年～）においては、J-REIT価格が堅調に推移する中でFFO倍率が一段と上昇した。これは、J-REIT価格の上昇が、収益の増加ペースとの対比でみて加速したことを示している。この時期のJ-REIT価格の上昇には、投資家層が広がり、市場の厚みが増したことが大きく影響を及ぼしたと考えられる。すなわち、投資家は、安定的で高い配当などJ-REIT自体の商品性だけでなく、株式や債券といった伝統的な金融資産との価格連動性が低いことに着目し、有効な分散投資先としての特性も評価するようになった。

このような経緯は他の指標からも確認される。J-REITの賃貸事業収益を、J-REIT価格と不動産の取得価格の各々を基にして評価することで、市場がJ-REITに期待する投資利回り（要求利回り）を、実際に不動産を保有した場合の収益率（NOI利回り、BOX参照）と比較できる。不動産取引では、不動産の収益を現在価値に割引く際に適用する還元利回りをキャップレートと呼ぶ（注3参照）。市場が期待する投資利回りは、J-REIT価格を基に逆算したキャップレート（インプライド・キャップレート、BOX参照）で示される。第 期にはインプライド・キャップレートがNOI利回りを概ね上回っていたものの、その後インプライド・キャップレートがNOI利回りを下回り、第 期にかけては、その乖離幅が一段と拡大している（図表8）。この時期には、前述のように投資家層が拡大し、J-REITの評価が一段と高まった可能性が示唆される。

【図表8】 NOI利回りとインプライドキャップレート



(注) NOI利回り = 運用資産のNOK (減価償却前賃貸事業収益) / 運用資産取得価格、インプライドキャップレート = 運用資産のNOI / (負債合計 + 時価総額)、各投資法人の平均値。
(資料) 各投資法人開示資料、日本銀行

また、J-REITの配当利回りと長期金利（10年国債金利）との格差をとったイールド・スプレッド（BOX参照）の推移をみると、第 期の5%程度から、第 期には2%台半ばまで縮小している（図表9）。なお、米国では、イールド・スプレッドは足許1%前後となっている。

【図表9】 日米のイールド・スプレッドの推移



(注) イールドスプレッド = 配当利回り - 10年国債金利
(資料) NAREIT、Bloomberg、BB、各投資法人開示資料、日本銀行

投資家の動向

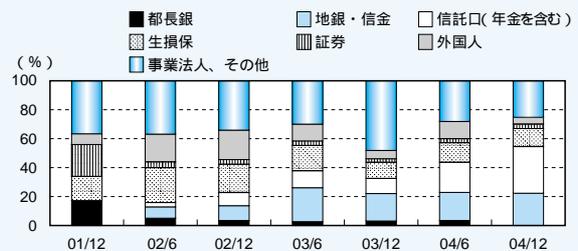
本節では、第 期から第 期にかけてJ-REIT価格の形成に大きく影響したとみられる投資家の動向について整理する（図表10）。

【図表10】 投資家の動向

(1) J-REITの投資主体別売買動向



(2) J-REITの投資口保有主体(上位10先)の業態別構成



(注) 上記決算期以外の投資法人は実績を各決算直後の6、12月に振替。
(資料) 東京証券取引所、各投資法人開示資料、日本銀行

まず、2002年末に銀行経理基準が明確化されたこと⁶をきっかけに、地方銀行や信用金庫がJ-REIT投資を活発化させた。また、2003年7月には、ファンド・オブ・ファンズによる不動産投信への投資ルールが緩和され⁷、これ以降、投資信託が積極的な投資主体として台頭した。なお、個人投資家の資金もこの投資信託へ流入しているとみられている。このほか、わが国の機関投資家は、分散投資によるポートフォリオ運営の効率化の必要性や、中期的な金利上昇に備えて、債券以外の資産を保有することが意識される中、新たな投資先としてJ-REITやヘッジファンドなどへの関心を高めてきた。こうした中で、生保や年金基金の一部は、J-REITへの投資を活発化させたとみられている。

今後の価格動向をみる上での留意点

(投資法人の増加と多様化)

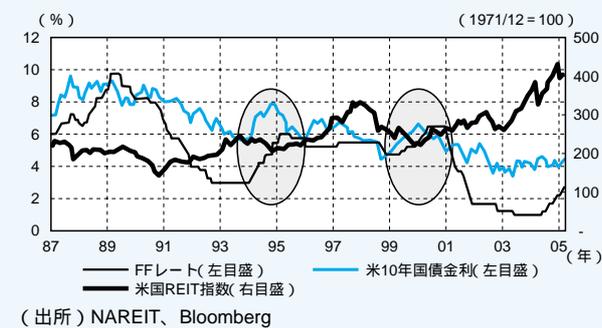
J-REIT価格は、2004年末から2005年初めには一旦上昇力が鈍化、横這い圏内の推移となったものの、足許にかけて再び上昇している（前掲図表1）。この間の一時的な上昇力鈍化の要因としては、新たなJ-REITの上場に伴う需給悪化懸念や、株価の堅調地合いを受けた株式選好の強まりといった投資家の行動が指摘された。今後も、J-REITの上場数は増加が続き、物件構成や事業運営方針の面でも多様化が進展すると見込まれている。これに伴い、これまで必ずしも認識されずにいたリスクを評価する枠組みが必要になる可能性もある。また、投資家が銘柄の選別をより慎重に行うようになることも考えられ、今後の価格形成への影響が注視される。

(金利上昇期の価格動向)

景気回復に見合って金利が上昇する局面では、J-REIT価格は、収益面と需給面から影響を受けると考えられる。すなわち、収益面では、賃料収入の増加を受けてJ-REIT価格が上昇する可能性がある一方、負債コストの上昇によって収益が圧迫され、J-REIT価格が下落する可能性もある。もっとも、既存の賃貸契約期間などの問題から、賃料収入の増加が利払い増加よりも遅れる場合や、需給面で投資家が株式など他の資産への選好を強める場合、短期的には、J-REIT価格は下落する可能性が高いと考えられる。1990年代の米国REIT市場では、金利上昇時には、REIT価格に調整が生じるケースが観察された(図表11)。

なお、J-REITに比べ負債比率が高いものもあるとされる私募不動産ファンド⁸は、負債コストの上昇による収益面での悪影響がより顕在化しやすいとの指摘も一部で聞かれている。

【図表11】米国REITと金利



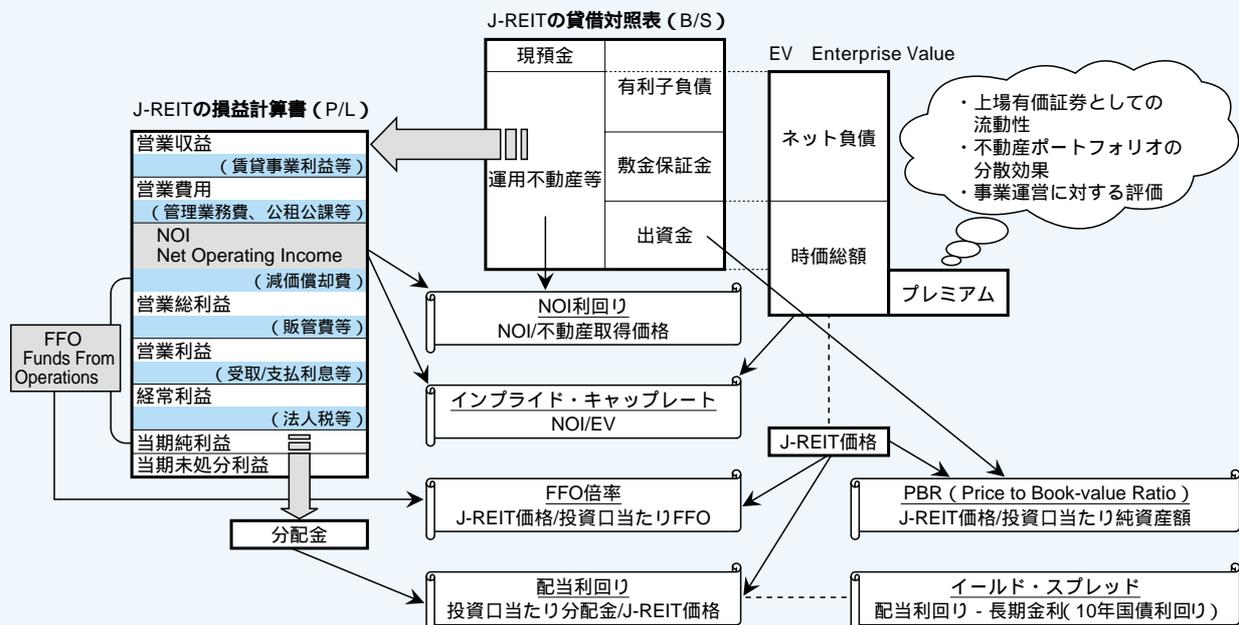
結びにかえて

J-REITの登場により、情報開示が進んだことで、不動産に対して多様な観点から投資評価を行うことが可能となった。すなわち、不動産投資においても、他の金融商品と同様に、各種のバリュエーション指標を用いた評価などが行われるようになれば、ファンダメンタルズが一層反映され易くなると考えられる。J-REITはこれまで、安定的な事業運営や市場整備の進展を背景に、資本市場商品、あるいは分散投資先として、投資家層を着実に拡大させている。J-REITの価格形成は、本稿で整理したように、収益などファンダメンタル面の評価や投資家のニーズを反映する形で行われてきたとみることができる。

不動産取引がJ-REITを介して資本市場との結び付きを強めたことで、不動産価格の行き過ぎた変動に対して抑制作用が働く、すなわち、価格調整メカニズムが円滑に発揮されやすい仕組みが用意された。今後、J-REIT市場が一段と拡大していく中で、J-REITの多様化に対応したリスク評価に基づき、市場参加者の時々の期待を適切に反映して、安定的な価格形成が行われるか、きめ細かくみていくことが重要である。

【BOX】J-REITのバリュエーション指標

- ・ J-REIT価格を不動産の収益などから評価するためのバリュエーション指標について、財務諸表との対応から整理した(下線は本稿で用いたバリュエーション指標)。



- 1 不動産投資信託には、投資法人を設立する会社型と信託方式をとる契約型とがある。投資法人は、特定の資産への投資を目的として設立される社団であり、法人格は有するものの、資産運用・保管業務などの実務は外部委託することが義務付けられており、実体は資産の集合体としての器（ピークル）と位置付けられる。投資法人は、資産運用状況に対する監視機能としての投資主総会の設置など、投資主に株式会社の株主同様の権利が付与されていることで、ガバナンス面で優位性があるとされる。
- 2 2005年5月31日時点。
- 3 不動産価格の評価手法を巡っては、不動産証券化の進展や土地建物一体での収益性を重視した取引の増大を背景に、不動産鑑定評価基準が改正され、2003年より施行されている。これに伴い、不動産価格評価における収益還元手法として、直接還元法にDCF法が加わるとともに、証券化のための評価は原則としてDCF法に拠ることとされた。

直接還元法

$$P = a / R$$

P : 不動産の収益価格、 a : 純収益、
 R : 還元利回り（キャップレート）

直接還元法は、不動産賃貸収益を還元利回り（キャップレート）により資本還元する（割引く）ことで、不動産の収益価格を求める手法。

DCF法（Discounted Cash Flow Method）

$$P = \sum_{k=1}^n \frac{a_k}{(1+Y)^k} + \frac{P^*}{(1+Y)^n}$$

P : 不動産の収益価格、 a_k : 純収益、
 Y : 割引率、 n : 保有期間、 P^* : 復帰価格

DCF法は、期間毎の純収益と復帰価格を、発生時期に応じて現在価値に割引き、それらを合計して不動産の収益価格を求める手法。

- 4 J-REITは、当期利益の90%超を投資家に分配するなどの条件を満たすことで、分配金を税法上の損金とする優遇措置を受けることができる。
- 5 一般の事業法人の社債にあたる。2004年12月の証券取引法などの改正により、発行登録制度を利用した機動的で簡便な公募発行が可能になった。J-REITからみると、私募発行やローンに比べて長期固定資金を有利に調達できる手段が広がり、調達先の分散が可能となる一方、投資家にとっても運用対象が広がることから、今後の発行動向に関心が高まっている。なお、J-REITは事業法人と同様、格付会社の格付対象となっている。
- 6 全国銀行協会通達により、不動産投資信託に係る損益は業務純益に計上されることが明定された。
- 7 投資信託協会は、自主ルールにより、ファンド・オブ・ファンズによる不動産投信の組入れを純資産総額の5%以内とする制限を設けていたが、この制限を撤廃した。これを受けて、1銘柄当たりの組入れが純資産総額の30%以内であれば全額を不動産投信で運用するファンド・オブ・ファンズの組成が可能となり、個人投資家はJ-REIT価格よりも小口のファンド・オブ・ファンズへの投資金額単位でJ-REITに投資できるようになった。

- 8 私募不動産ファンド（比較的少数の投資家から集めた資金をプールして不動産投資を行うファンド）は、J-REIT市場の拡大とともに規模を拡大しており、2004年末時点の資産規模は取得額ベースで約2.2兆円とJ-REIT（同年末で約2.1兆円）を上回る水準に達するとの推計（住信基礎研究所調べ）もある。J-REITよりも相対的にハイリスク・ハイリターンの商品性を有するといわれるものの、ファンド組成が活発化したとみられる2003年から2004年にかけては、ファンド当たり資産規模の小型化や負債比率の低下傾向も指摘されている。この背景には、J-REITが私募不動産ファンドにとっての将来的な受け皿（移行形態ないし物件売却先）と位置付けられるケースが増えたことや、年金基金などの投資家ニーズに応える形で、低めのレバレッジで金利リスクを低減し、リターンの安定化を図る運用戦略への指向が強まったことが影響したとされる。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦（E-mail: naohiko.baba@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。