

(当面の動き)

2016年6月4日の日経朝刊17面「ポジション」では、日銀が投資口数の5%以上を保有する12銘柄(2016年4月末現在の総銘柄数は54)のREITの値動きが報道されている。

これによれば、5月19日に日本銀行が提出した大量保有報告書により、上記、日銀が投資口数の5%以上を保有する12銘柄の顔触れが初めて明らかにされて以降、この12銘柄では、「ジャパンリアルエステート投資法人」を筆頭に、下落銘柄が多いことが判明したということだ(全体の東証REIT指数はこのところ横ばい)(図表1)。なお27年度末における日銀保有REIT時価は、3871億円で、同時点の市場時価総額11兆7809億円の3.3%である。

図表1

日銀大株主銘柄の息切れが目立つ

| | 3月末 ～5月 19日 | 5月19 日～6 月3日 |
|----------|-------------------|--------------------|
| ハウスレジ | 12.2 | 4.2 |
| 福岡リート | ▲2.5 | 4.0 |
| 日本ロジ | 2.5 | 2.7 |
| 産業ファンド | 6.5 | 1.8 |
| アドバンスR | ▲0.6 | 1.5 |
| エクセレント | ▲0.7 | 1.5 |
| アコモド | 6.2 | ▲0.1 |
| ユナイテッド | ▲0.1 | ▲0.4 |
| 東急RE | 0.6 | ▲0.6 |
| Jプライム | 2.5 | ▲1.4 |
| フロンティア | 1.3 | ▲1.6 |
| ジャパンRE | 2.9 | ▲3.9 |
| 東証REIT指数 | ▲0.3 | 0.7 |

(注)単位%、▲は下落

(注)2016.6.4日経朝刊による

他方、現在、アベノミクスの一環として、日銀により、

- ①マイナス金利(▲0.1%)を導入する、
 - ②国債買取額を年間100兆円とする、
 - ③ETF買取額を年間6兆円とする、
- とともに

- ④「格付がダブルA格以上」などの一定の要件を満たすREIT銘柄の買取額を年間900億円とする(本措置は2014年10月31日の追加金融緩和決定により導入された)

が実施されていて、今年5月の日銀によるREIT買取額は月間144億円と過去3番目の高水準となった(図表2)。

(図表 2)



(注) 2016. 6. 4日経朝刊による。

(日銀買取 REIT 銘柄の価格の不振の背景)

こうした中で、需給面では日銀による下支えを期待した買いが入ってもおかしくない状況下、日銀の買い取り対象 12 銘柄の値動きが必ずしも良くない理由は何か。この点、本報道をした松本裕子記者は次の 4 点を挙げている。

第一は、日銀は 1 銘柄あたりの REIT 購入額の上限を、平成 27 年 12 月に発行済投資口の 10%以内に設定したことから、既に枠の半分を消化した銘柄については、他の銘柄に比して買い入れ余地、従って上昇の余地が小さいと判断されていることである。

第二は、日銀は一度 REIT を買った後、売らない姿勢を堅持しており、市場での取引投資口数の減少が、特に時価総額の小さい銘柄の流動性を低下させ、REIT 保有リスクを高めていることである。

第三は、今年 2~4 月に 2600 億円の REIT の買い越しに動いた、保有金額ベースで 4 分の 1 のウェイトを占める海外投資家が、足元で利益確定売りに動いていることである。6 月 11 日の日経朝刊は 5 月の海外投資家の REIT 売り越し額が 314 億円に達したことを報じている (図表 3)。

なお、私見であるが、このことは、日銀が 4 月の追加金融緩和の見送りを受け、REIT の先高観が後退したことも影響しているとみられる。

(図表 3)



(注) 2016 年 6.11 日経朝刊による。

第四に、大口の需要者である地方銀行が、いまの REIT 市場を割高とみて買い控えの動きに出ていることである。もっとも、最近、長期金利の一層の低下が進む中で、地方銀行を中心とする金融機関が、緩

和マネーの受け皿として、再びREIT 買い越しに回帰する動きもみられる。

(REIT 投資は堅調)

一方、6月2日の日経夕刊は一面トップ記事で「REIT 含み益最高」と報道した。これはオフィスビルの賃借需要の増加やホテルの稼働率の上昇などにより運用物件の評価額が上がり、日経新聞社が決算の公表資料を元に合算した数値では、2015年度下期では上場REIT 銘柄全体での含み益が約1兆4800億円に達し、1年前の2倍に膨らんだことによる。現在、REITは、利益の9割超を分配金に回すため、株式投資に比べて予想分配金利回りが今でも常時3%以上の高い割合であり、また、マイナス金利下で10年国債の利回りとのスプレッドも昨年後半以来300bp(ベースポイント)以上を維持しており、スプレッドは拡大してきている。投資家にとってREIT投資への妙味は、その含み益の増大及び高い分配金利回りの両面で、基調として依然大きい状況が続いていると言えよう。事実、上場REITの総合的な値動きを示す東証REIT指数は、昨年末以来5月末までの半年間に9%上昇しており、同期間に日経平均株価が11%下げたのとは好対照をなしていた(図表4)。また、世界全体の不動産投資信託市場も好調であり、日経新聞5月23日の報道では4月末の時価総額は162兆円と過去最高の水準に達したという。しかしその後はBrexitなどから世界金融情勢が不安定化し、REIT指数も一時下げたものの、6月末には元の基調に戻る動きを示している。

(図表4)



(注) 2016.6.2 日経朝刊による。

(不動産株は低調)

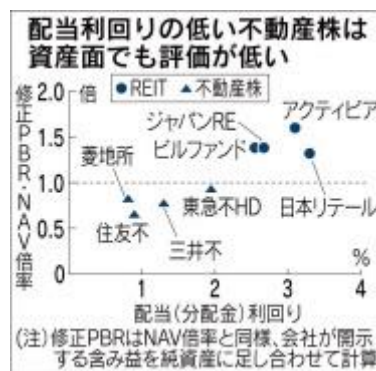
不動産を保有し、賃料で稼ぐ構造はREITでも不動産業でも基本的に同じであるが、年初来の不動産株の動きはREITに比べると冴えない。これはREITが利益のほとんどを配当に回すのに対し不動産株の配当性向が10~20%と低く、配当利回りが1%前後と低いことによる。このことが、それぞれの投資口価格、株価が、保有されている純資産の何倍かを示すREITのNAV(投資口価格/一口当たり純資産)と不動産株

のPBR(株価/一株当たり純資産)の格差になって表れている(図表4-1,2)。

図表4-1



図表4-2



(注) 図表4-1,4-2とも2016.6.16「日経朝刊」による。

(今後の見通し)

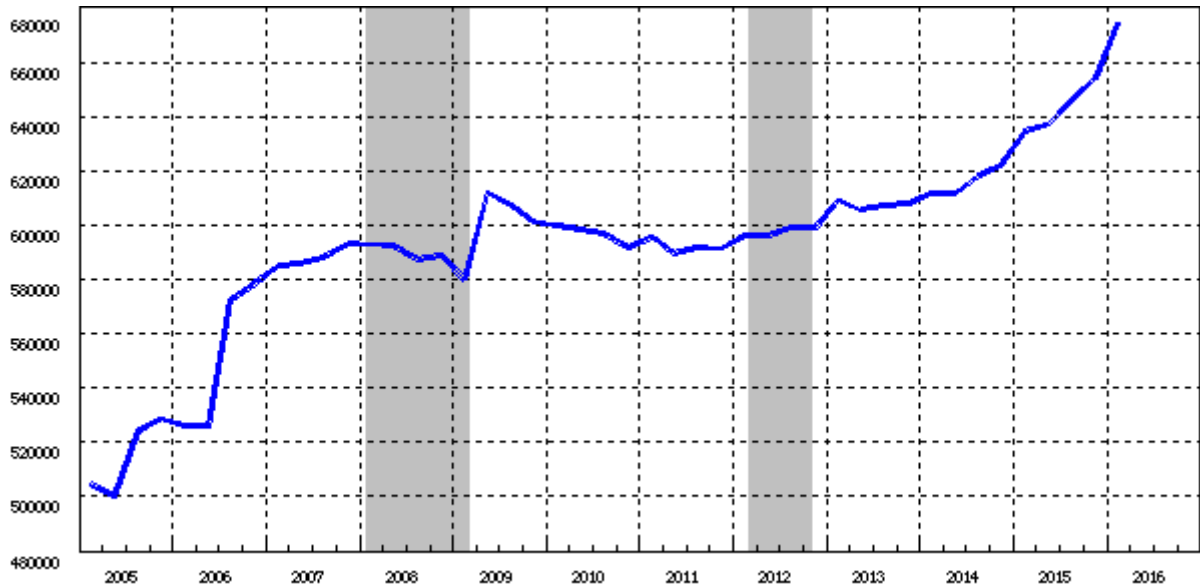
マイナス金利は、借入の容易性の高まりを通じて、融資残高の1割弱のウエイトを持つ「不動産流動化に向けたSPCへの融資」を含め、最近の不動産投資残高を増加させている(図表5-1,5-2)。日本銀行の資料では、2016年3月末現在で、国内銀行貸出残高464.6兆円中、不動産業向け貸出残高は67.5兆円(不動産業向け融資割合は14.5%)に達しており、かなり活発な状況であり、その多くが実需を背景とした地方中枢都市を含む都市部の土地取得に向いているとみられる。

(図表5) 国内銀行貸出残高(兆円、()内は万件)

| | | ①2015年3月 | ②2016年3月 | ③=②/①(%) |
|------------|----|----------|----------|----------|
| (A) 全産業 | 金額 | 451.9 | 464.6 | 102.8 |
| | 件数 | (2151.9) | (2222.6) | (103.3) |
| (B) 不動産業 | 金額 | 63.4 | 67.4 | 106.3 |
| | 件数 | (50.6) | (52.8) | (104.3) |
| (B)/(A)(%) | 金額 | 「14.0」 | 「14.5」 | 「103.6」 |
| | 件数 | {2.4} | {2.4} | {100} |

(注) 1. 日本銀行資料による。不動産業向け融資には、約5.5兆円の「不動産流動化向けSPCへの融資」を含む。

(図表 5 - 2) 不動産業向け融資残高 (国内銀行) の長期的な動向 (億円)

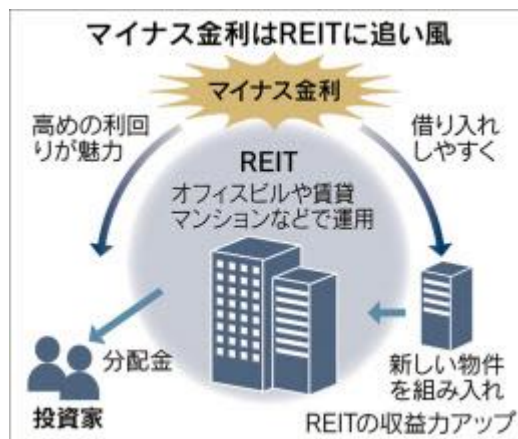


(注) 1. 日本銀行資料による。黒縁は景気後退期を示す。
 2. 2014 年以降の対前年同期比増加率は増加の一途。

| | | | |
|----------|--------|-----------|--------|
| 2013. 12 | +1. 4% | 2015. 3 末 | +3. 7% |
| 2014. 3 | +0. 4% | 2015. 6 | +4. 2% |
| 2014. 6 | +1. 0% | 2015. 9 | +4. 5% |
| 2014. 9 | +1. 8% | 2015. 12 | +5. 1% |
| 2014. 12 | +2. 3% | 2016. 3 | +6. 3% |

今後、不動産の予想収益率 3%台を割り込ませるような高値買い入れ行動の広がりが抑制され、REIT の配当金利回りが 10 年国債の利回りを上回るスプレッドが 300bp を下回らない現在のような状況が維持されれば、国内の REIT 投資は基調的には底堅い推移を辿るのではないかと考えられる。しかし不動産向けの融資の拡大が不動産価格の全般的な高騰を招けば、REIT 予想分配金配当利回りが低下し、懸念されている国債利回りのボラティリティの高まりとあいまって、REIT 市場の拡大にもおのずと歯止めがかかることになろう。

(図表 6)



ここ1年近くの5月までの東証リート指数の短期的な動きを、昨年8、9月の国際金融市場の不安定な動きをダミー変数で補正したうえ、(REIT 予想分配金利回り－10年国債利回り)＝スプレッドの大きさでどれくらい説明できるかを直線回帰式で検証すると、スプレッドが大きいほど東証リート指数が上がることを示すごく自然な相関結果が得られている(6月22日記す。英国のEU離脱前の状況を前提にしたコメントである)。

(図表6) 東証リート指数へのスプレッドの影響

| | 東証リート指数 (2003.3.31=1000) Y | スプレッド(%) X 1 | ダミー変数 X 2 |
|----------|----------------------------------|-----------------|--------------|
| 平成27年8月 | 1791 | 3.27 | 1 |
| 平成27年9月 | 1699 | 3.21 | 1 |
| 平成27年10月 | 1749 | 3.14 | 0 |
| 平成27年11月 | 1768 | 3.11 | 0 |
| 平成27年12月 | 1778 | 3.17 | 0 |
| 平成28年1月 | 1782 | 3.20 | 0 |
| 平成28年2月 | 1905 | 3.27 | 0 |
| 平成28年3月 | 1942 | 3.34 | 0 |
| 平成28年4月 | 1981 | 3.34 | 0 |
| 平成28年5月 | 1948 | 3.42 | 0 |

(注) 1. 東証リート指数は、日次四本ベースの月間高値による。

2. スプレッドは (REIT 予想分配金利回り－10年国債利回り) であり、
土地総合研究所「今月の不動産経済」(2016.6) データによる。

3. ダミー変数は昨年秋の中国元の下落に伴う国際金融市場の混乱等を示す(2016年8月、9月=1)

4. 回帰式は以下の通り

$$Y = 823.9X_1 - 104.4X_2 - 819.9$$

$$(6.7) \quad (-3.7) \quad (-2.1)$$

推計期間は2015年8月～2016年5月(10か月)

決定係数は0.896、標準偏差は36.3、上記()はt値。

(荒井 俊行)