

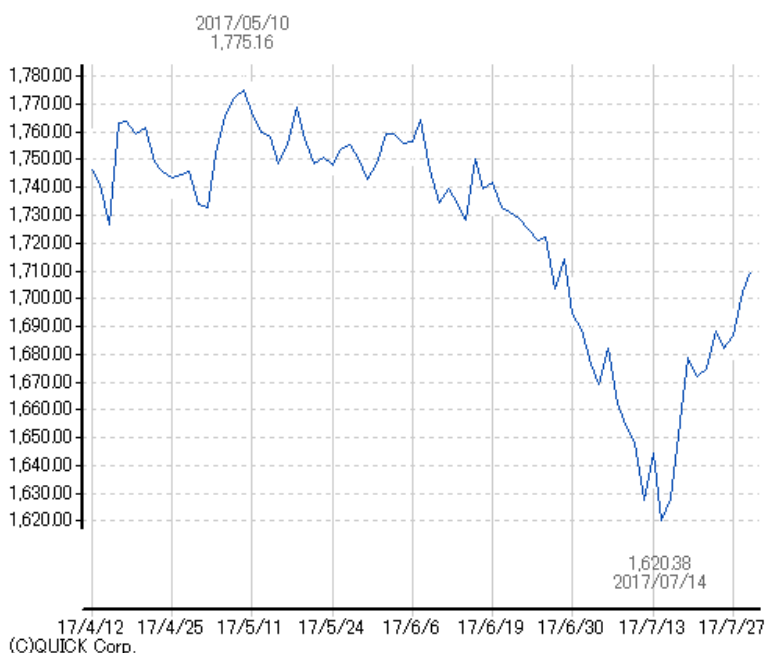
今回はリートを巡る最近の3つの動きを紹介しよう。

(下落を続けた J-REIT 投資口価格は回復局面へ)

第一は、J-REIT リート市場に対する将来不安の動きである。国税庁が7月3日発表した2017年の路線価(1月1日時点)では、東京・銀座の一角が過去最高だったバブル直後(1992年)の水準を上回ったことがニュースになり、7月4日、5日の日経新聞朝刊は、今後、地価上昇の影響がREITの物件取得価格に跳ね返るとの予想から、投資口利回り低下を恐れ、リートを売る投資家が増えること、また、2018年以降、オフィス、物流、ホテル等の大量供給が見込まれるため、不動産市況全般のピークアウトを見越して今のうちに利益確定売りを出す投資家も増えていること、さらに、海外投資家はシンガポールなど今後、不動産市況の拡大が期待できる国に投資資金を移す動きがあることを報じている。

こうした中で、実際に、J-REIT 市場では需給の緩和から5月以降、投資口価格の下げが目立っている。7月14日には、東証REIT指数が2015年9月以来の安値である1620.38をつけた(図表1)。7月13日の日経朝刊は、J-REITの売り越しが4月から6月まで3か月連続で続いていることを報じた。しかし、7月中旬以降、当面の賃料の下落の材料が見当たらず、長期金利がゼロ近傍で推移し、早期に上昇する気配もないことから、J-REIT市場をめぐるファンダメンタルズの悪化要因が見当たらず、需給緩和による分配金の予想利回りの改善もあって、投資家の買いが戻り、7月31日には投資口価格指数は1700の大台を回復したとの解釈も可能であろう。

(図表1) 東証REIT指数



(注) 東京証券取引所資料による

### (地方銀行等が私募リート購入に積極姿勢)

第二は、年金基金や金融機関などプロの投資家が投資する非上場の不動産投資信託（いわゆる私募 REIT）の規模が急拡大していることである。不動産証券化協会（ARES）によると、昨年 12 月末段階で私募 REIT 法人数は 20、保有資産総額は約 2 兆円であったが（図表 2）、2017 年 3 月末時点の私募 REIT 法人数は 22、運用資産は約 2 兆 2000 億円と、いずれも昨年末以来の 3 か月で 2 兆 200 億円から約 1 割増え、私募 REIT の保有不動産規模（取得価格ベース）は現時点で REIT 市場規模全体のほぼ 12%にまで拡大してきた。

背景にはマイナス金利による運用難で地方銀行などの資金が流入していることがある。私募 REIT も、J-REIT 同様、投資家から集めた資金でオフィスビルなどの物件を取得し、賃料収入を分配するが、私募 REIT は決算時に評価額が決まるため、日々値動きがある上場 REIT に比べて価格の変動が小さく、安定した運用成果が出やすいことから、7 月 5 日の日経新聞朝刊によれば、運用難に悩む金融機関などの資金流入が加速しているという。こうした私募 REIT の成長は物件の獲得競争を通じ、一面では、不動産価格を下支えしている面があるとみられる。

なおここ 1 年の間、不動産証券化協会の調べによれば、不動産私募ファンドの資産額は 11.4 兆円から 10.9 兆円に減少しており、満期を迎えた不動産私募ファンド購入資金が一部私募リートにシフトしている可能性も否定できないところである。

(図表 2)



### (地方銀行等の J-REIT-ETF へのニーズが強い)

第三は、上記第二の動きとも関連するが、J-REIT 購入金額の 2 割を占め、運用先に苦慮する地方銀行が、個別の REIT 銘柄を選別投資するのではなく、7 月 7 日の日経新聞朝刊が報道によれば、このところ毎月分配型のリークの収益性に問題があること等の理由で個別リークの購入に消極的な金融庁の指導もあり、東証に上場する全 58 銘柄の REIT を満遍なく組み入れた上場投資信託（ETF）（現在 7 ファンド）を買う動きを強めていることである。このことについては、6 月 27 日の「J-REIT に関するマーケットレポート」（三井住友トラスト・アセットマネージメント）においても同様の記述がある。現在、J-REIT の合計時価総額 11.4 兆円における REIT 連動型の ETF は 6500 億円と全体の約 6%を占めるが、これが

J-REIT 市場に満遍なく流入し、結果として、投資口価格（株価に相当）が比較的割安に放置されてきた「小規模」銘柄の購入増に寄与したと考えられる。

実際、時価総額が J-REIT 中最小の 84 億円の「マリモ地方創生リート投資法人」投資口価格は 4 月末から 1 か月で約 5% 上昇している。同様に、時価総額 119 億円の「ジャパン・シニアリビング投資法人」、126 億円の「大江戸温泉リート投資法人」などの小規模投資法人の投資口が概して値上がりしている。他方投資口価格がすでに高い大規模銘柄は相対的に下落幅が大きい。

#### （まとめ）

以上のような状況の中で、J-REIT 投資口価格は、第一の要因による下落圧力があるものの、7 月中旬以降、ファンダメンタルズの見直しを通じて小康状態取り戻していること、第二、第三の要因による投資口の全般的な下支え効果に加え、引き続き日銀による年間ベースで 900 億円の J-REIT の購入が続いていることや（2016 年末までの買入総額は 3600 億円）、7 月中旬まで続いた J-REIT 市場の需給緩和による分配金利回りの改善が利回り重視の投資家の買い意欲を誘発していることなどもあり、全体の値崩れが続くような状況にはならないものと見込まれる。

（図表 3）J-REIT 58 銘柄中の時価規模の小規模 5 銘柄及び大規模 5 銘柄の騰落率等

（NAV は、2017 年 7 月 7 日現在、不動産を時価評価した純資産価値に対する投資口価格の割安度を表す指標）

①小規模 5 銘柄	騰落率 1 か月 (%)	時価総額: 百万円	NAV
マリモ地方創生投資法人	4. 6 3	8, 4 2 4	0. 8 2
ジャパンシニアリビング投資法人	5. 4 6	1 1, 8 9 9	0. 7 4
大江戸温泉リート投資法人	2. 4 9	1 2, 5 7 5	0. 9 1
日本ヘルスケア投資法人	0. 0 0	1 5, 6 1 1	0. 8 4
サムティシニアリビング投資法人	2. 3 3	2 3, 5 7 4	0. 8 8

（注）騰落率は 2017 年 4 月から 5 月の 1 か月間。時価総額は 2017 年 5 月末現在。

#### ②大規模 5 銘柄

日本ビルファンド投資法人	△0. 5 1	8 3 3, 0 8 0	1. 1 5
ジャパンリアルエステート投資法人	△0. 8 5	7 6 2, 0 1 8	1. 1 6
日本リートファンド投資法人	△1. 1 5	5 7 4, 2 4 8	1. 0 1
ユナイテッドアーバン投資法人	△3. 2 6	4 9 7, 9 7 9	1. 1 2
オリックス不動産投資法人	△0. 7 9	4 7 0, 0 7 2	1. 0 3

（注）騰落率は 2017 年 4 月から 5 月の 1 か月間。時価総額は 2017 年 5 月末現在。

（出典）東証資料による。

（荒井 俊行）