

Jリートの上場とテロ後の米国の 動向について

川口有一郎

土地総合研究所第76回講演会
(国土交通省土地月間記念講演会)

2001年10月18日

話題

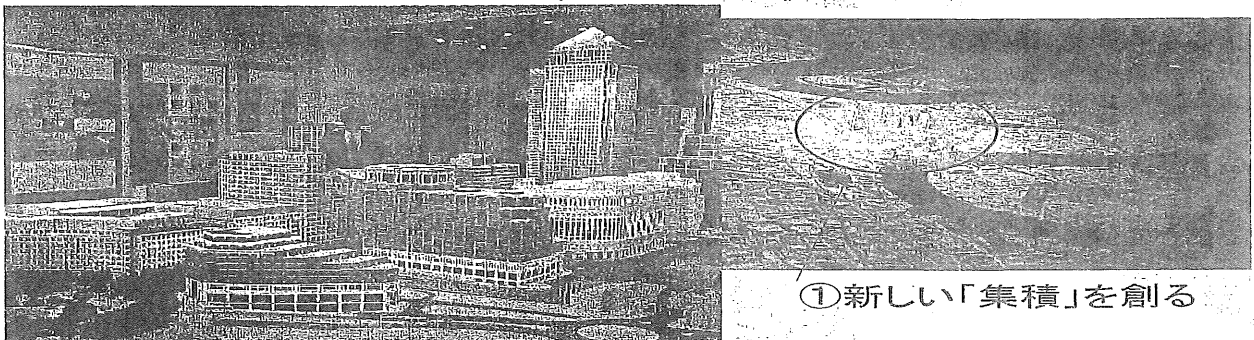
1. 世界のオフィス市場の現状と今後の見通し
2. 米国におけるテロ事件とその不動産市場への影響
3. 日本版REITの上場と今後の展望

Copyright 川口有一郎

2

ロンドン・ドックランド開発

1985年：金融ビッグバン → 2001年：開発事業が軌道にのる



①新しい「集積」を創る

②ジュビリー線開通(西部中心地から約15分)

Copyright 川口有一郎

3

イギリス各都市のキャップレート

| | | ビジネス・スペース 賃料[年間賃料(年間価値 *10 *180*3.3 P/sqf P/sqm ¥/Tsubo P/sqf | | | 価値 *10 *180*3.3 P/sqm ¥/Tsubo | | | Yield |
|---------|----------------------|--|-----|---------|-------------------------------------|-------|-----------|-------|
| England | Canary Wharf | 45 | 450 | 267,300 | 750.0 | 7,500 | 4,455,000 | 6% |
| | Paternoster Square | 55 | 550 | 326,700 | 916.7 | 9,167 | 5,445,000 | 6% |
| | Ashford-Orbital | 13 | 130 | 77,220 | 162.5 | 1,625 | 965,250 | 8% |
| | Cambridge | 20 | 200 | 118,800 | 250.0 | 2,500 | 1,485,000 | 8% |
| | Peterborough | 10 | 100 | 59,400 | 111.1 | 1,111 | 660,000 | 9% |
| | Wisbech | 8 | 80 | 47,520 | 80.0 | 800 | 475,200 | 10% |
| France | Calais Business Park | 6.5 | 65 | 38,610 | 65.0 | 650 | 386,100 | 10% |

(現在のイギリスの不動産市場はバブル?)

Copyright 川口有一郎

4

世界のオフィス市場は再び低迷期に突入

米国: テロと戦争により混乱の度合いを深める.

英国: 不動産バブルが崩壊する

大陸: もともと低調な市場

アジア: ITバブルの崩壊で空室率の増大.

日本: ITバブルの崩壊で空室率の増大 & 東京圏大量供給.

→ なぜ、こうなるのか?

Copyright 川口有一郎

5

日米同時デフレスパイラルの懸念?

・日本デフレスパイラル突入? (2001年6月, GDPデフレーター & 実質GDPともにマイナス)

→ 前例は70年前のアメリカの大恐慌だけ.

・世界規模のITバブルの世界規模の崩壊

→ 10年前日本の土地バブル崩壊(1000兆円消滅).

→ この1年半米国のITバブル崩壊(株式800兆円消滅).

↓
・世界経済は早くても2003年まで回復できない!?

・日本経済の本格的な回復は早くても2010年となろう!?

→ なぜか?

Copyright 川口有一郎

6

ショックと経済の回復力(米国の場合)

ダウジョーンズ工業株 (Source: Marcus & Millichap, Special Research Report)

| イベント | 発生時点 | 最大下落率 | 底までの期間 | 元の水準回復 までの期間 |
|----------------|------------|---------|--------|-----------------|
| 大恐慌/ブラック・サースデー | 1929/10/24 | -86.50% | 2年9ヶ月 | 24年5ヶ月 |
| 真珠湾攻撃 | 1941/12/7 | -20.30% | 142日 | 341日 |
| キューバミサイル危機 | 1962/10/22 | -1.85% | 1日 | 2日 |
| ケネディ暗殺 | 1963/11/22 | -2.89% | 1日 | 2日 |
| 1973オイルショック | 1973/10/17 | -40.29% | 1年2ヶ月 | 2年3ヶ月 |
| イラン危機 | 1979/11/4 | -2.71% | 3日 | 6日 |
| 1987株式市場暴落 | 1987/10/19 | -22.61% | 1日 | 1年3ヶ月 |
| 湾岸戦争 | 1990/8/5 | -15.82% | 67日 | 185日 |
| 世界金融危機 | 1998/7/20 | -12.40% | 90日 | 90日 |
| 米国本土攻撃 | 2001/9/11 | -17.13% | 9日 | 30日? |

→ 底をうつまでに要する時間 < 元の水準に回復するのに要する時間

Copyright 川口有一郎

7

テロ事件の米国経済への影響

景気の失速

- ① 工業生産の急落
- ② 失業率の増加
- ③ 小売売上, 上昇率ほんの0.3%
- ④ 住宅着工, 7%減少

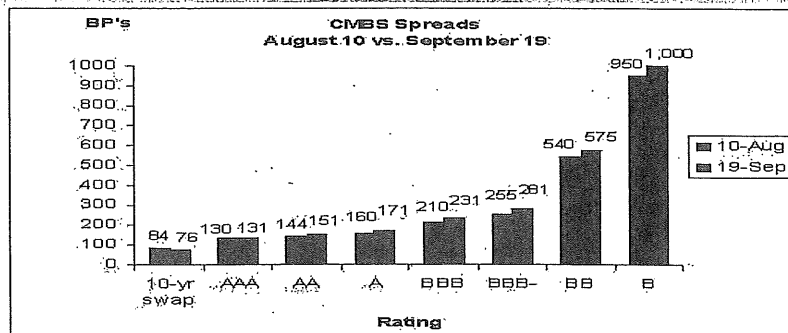
テロ事件によりさらに減速(心理的なプレッシャーという新たな不確定が加わる。)

投資家: 資産に対してより高いリスクプレミアムを要求。

Copyright 川口有一郎

8

テロ事件のCMBSへの影響(1)



Source: Lend Lease Hyperion, Bloomberg

少なくともスプレッドが25bps~35bps拡大

Copyright 川口有一郎

9

テロ事件のCMBSへの影響(2)

Lehman Brothers Index - Fixed Income Excess Returns

| | 09/01-09/17 | August | YTD |
|-------------------|-------------|--------|------|
| CMBS | -80 | 37 | 51 |
| US Aggregate | -64 | 5 | 29 |
| Inv't Grade Corp. | -170 | 8 | 132 |
| Agencies | 5 | -1 | 45 |
| MBS | -49 | 5 | -22 |
| ABS | -38 | 25 | 96 |
| High Yield Corp | -448 | 6 | -397 |

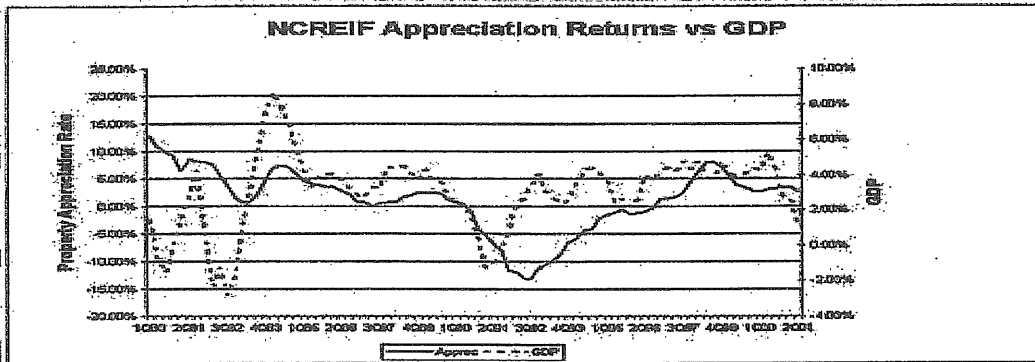
8月 CMBSの収益率は他の債券を上回る。
9月 CMBSの収益率は他の債券を下回る。

→ 商業不動産の信用リスクが高まる

Copyright 川口有一郎

10

テロ事件の不動産市場への影響



Source: Lendlease

テロ → 経済減速 → GDP低迷 → ラグ・不動産価格下落

Copyright 川口有一郎

11

先の見通しを立てるのが困難！ — 米国の不動産業界の本音 —

「民間の旅客機をミサイルに仕立てて超高層ビルを爆破する」

↓
超高層ビルの損害保険料金が約100倍に！

- 1) 今回の保険料約6兆円(支払い可能)
- 2) 将来は支払不能(政府支援、再保険制度)

→ 保険料の上昇は確実 → NOIの減少(↓)

一方、金利の引き下げ

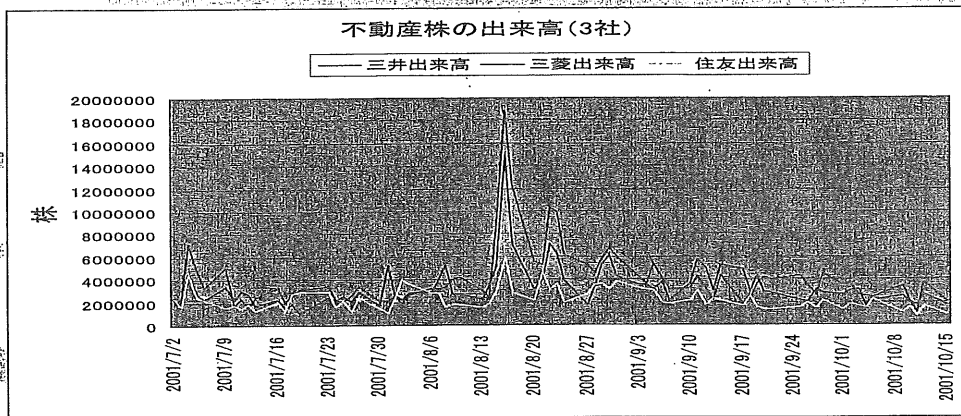
→ 不動産価格を押し上げる要因

「先が読めない！」

Copyright 川口有一郎

12

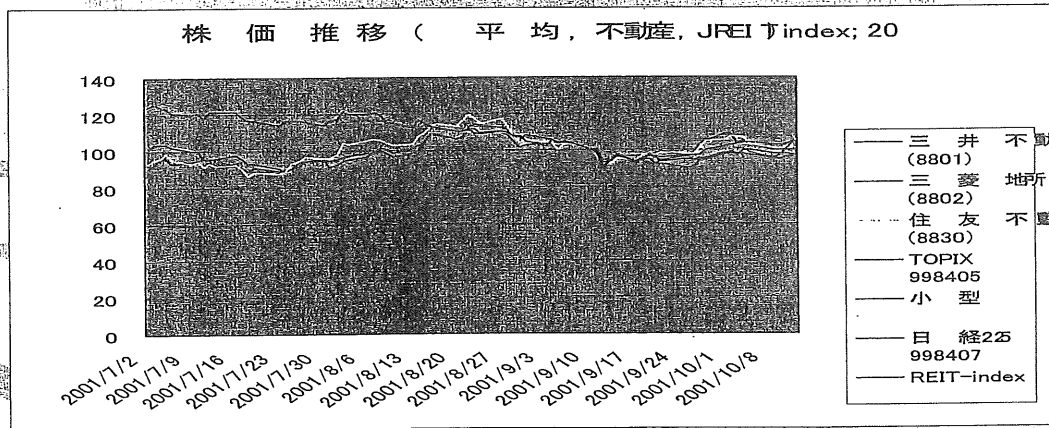
IT崩れてオールドエコノミーへ -日本の株式市場-



Copyright 川口有一郎

13

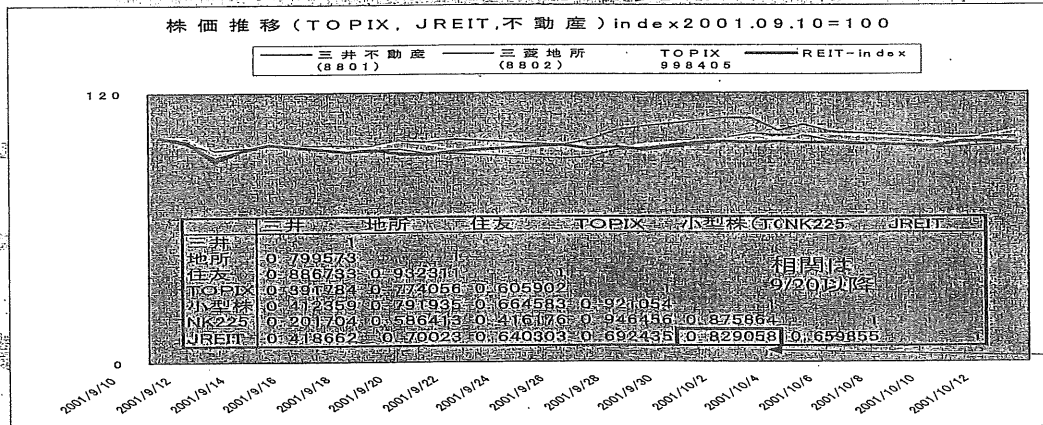
不動産株とJREITの価格の推移



Copyright 川口有一郎

14

不動産株とJREITの価格の推移 —JREIT上場後—

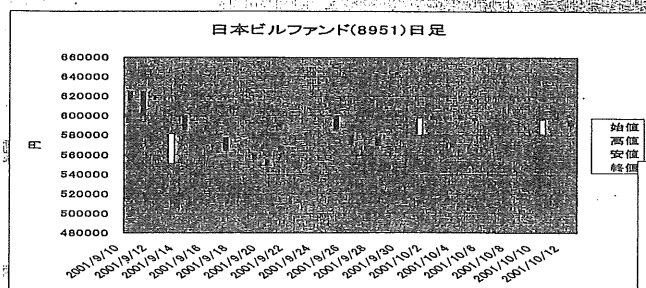


JREIT
は小型
株との
相関が
高い?

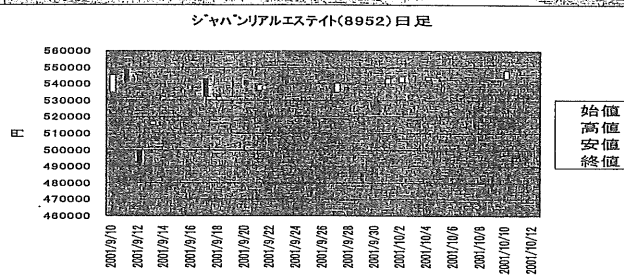
Copyright 川口有一郎

15

JREITの価格の推移



← 少々苦戦か？
(取得価格が高い？情報開示？・・・)

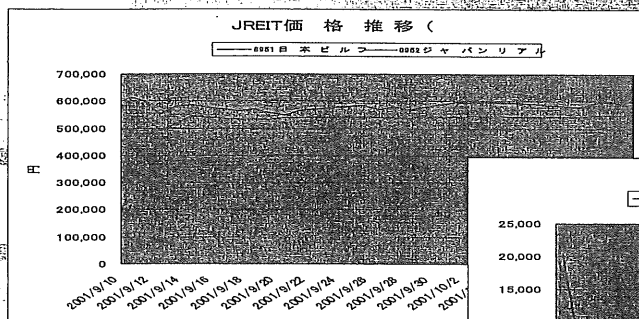


公募価格を上回る、なぜ？ →

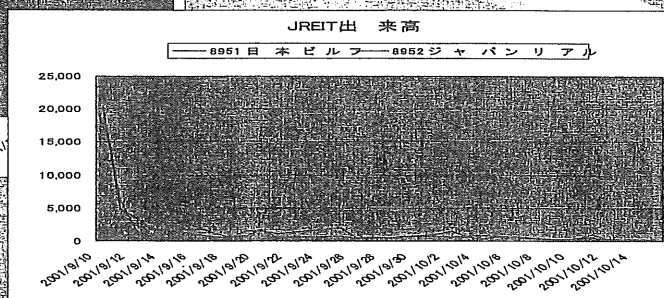
Copyright 川口有一郎

16

JREITはまずまずのスタート



← 安定した貯金のよ
うな商品！？



毎日商いが行われ値が
付いている →

Copyright 川口有一郎

17

JREITのファンドの概要

| | 8951 日本ビルファンド | 8952 ジャパンリアルエステイト |
|---------------------|---------------|-------------------|
| 公募価格 | 625,000 | 525,000 |
| 市場価格 (2001. 10. 15) | 595,000 | 547,000 |
| 発行済み数 (2001. 5. 23) | 197,800 | 0 |
| | 82,900 | 160,000 |
| 発行投資口数・合計 | 280,700 | 160,000 |
| 一口あたり配当額 | 26.516 | 23.034 |

Copyright 川口有一郎

18

JREITのファンドの概要 —不動産ポートフォリオ—

| | 8951 日本ビルファンド | 8952 ジャパンリアルエステイト |
|-------------------|---------------|-------------------|
| ポートフォリオ規模 (m2) | 420,477 | 232,118 |
| 賃貸可能面積 | 277,018 | 133,928 |
| 資産価値 (鑑定評価額, 百万円) | 226,584 | 91,880 |
| 単位面積資産価値 (賃貸可能) | 0.818 | 0.686 |
| 一口あたり資産価値 | 807,211 | 574,250 |

NBFの鑑定評価は過大?

Copyright 川口有一郎

19

NBF(買い), JRE(保有)?

| | 8951 日本ビルファンド | 8952 ジャパンリアルエステイト |
|--------------------|----------------|-------------------|
| FFO(1年間) | 11,600,658,977 | 4,971,428,571 |
| 一口あたりFFO | 41,328 | 31,071 |
| FFO倍率 (対公募価格) | 15.12 | 16.90 |
| FFO倍率 (対市場価格10/15) | 14.40 | 17.60 |

| | | P/FFOPS |
|----|--------------------------|---------|
| 日本 | 三井不動産 | 10.29 |
| | 三菱地所 | 17.95 |
| | 住友不動産 | 3.89 |
| 米国 | Vornado Realty | 15.66 |
| | Equity Office Properties | 12.92 |
| | | |

データ出典: Goldman Sachs Report "REITs", 1998.10.19版9より

注: FFO=営業利益+金融収支+減価償却

FFOPS=一口あたりFFO

NBFは割安? JREは適正価格?

Copyright 川口有一郎

20

JREITの評価には「データ」が必要!

情報開示: 「市場は不明なものはリスクとして処理する」

市場(投資家, アナリスト)が要求するデータ

①FFO, FADの算出を可能とするデータ

→ (賃貸収入, 減価償却費, その他収入, 支出データ)

②不動産価格インデックス(地価ではない, 不動産(土地と建物一体)の時価の時系列)

→ 機関投資家保有の定点鑑定評価+不動産業界の取引データの活用

③キャップレート

→ 各サブマーケットごとの最大値・最小値(NAV評価)

Copyright 川口有一郎

21

“buy-low and sell-high: a statistical mirage?”

株式投資判断の基準:

FFO倍率(株価/収益) = ファンダメンタルズの指標

根拠: ファンダメンタルズは株式の長期の価値の決定要因である
(短期には均衡をオーバーシュートするが長期の価値へ回帰する)

↓
実証研究 (Campbell & Shiller, 1988など) によるサポート

↓
反論あり: 回帰による予測は幻影であるという主張(単純にラグのある価格 P_{t-1} そのものを使うのと同じ結果になる)

Copyright 川口有一郎

22

不動産ポートフォリオの評価 — 地方はボラティリティが大きい? —

JREの各NOI変化率の標準偏差

東京圏平均 = 0.134
地方平均 = 0.249

| | 三菱総合研究所ビルディング | 子伝馬町第一生命ビルディング | 芝東京海上ビルディング | 高輪台第一生命ビルディング | 大塚第一生命ビルディング | 池袋二丁目第一生命ビルディング | 目黒東京海上ビルディング | 大森東京海上ビルディング |
|-----------|---------------|----------------|-------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| 平均 | 0.034 | 0.001 | -0.007 | -0.041 | 0.090 | 0.086 | 0.009 | 0.001 |
| 標準誤差 | 0.026 | 0.048 | 0.087 | 0.025 | 0.167 | 0.103 | 0.006 | 0.073 |
| 中央値(メジアン) | 0.033 | -0.004 | 0.004 | 0.043 | 0.136 | 0.064 | 0.004 | -0.025 |
| 標準偏差 | 0.052 | 0.096 | 0.173 | 0.050 | 0.334 | 0.207 | 0.012 | 0.145 |
| 分散 | 0.003 | 0.009 | 0.030 | 0.002 | 0.112 | 0.043 | 0.000 | 0.021 |
| 標本数 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |

Copyright 川口有一郎

23

地域分散効果はあるのか?

例) 生駒オフィスインデックスを用いた最適配分計算結果

| 最適配分 | 期待収益率(%) | | | | | | | |
|------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 4.2 | 4.5 | 4.8 | 5.1 | 5.4 | 5.7 | 6 | 6.3 |
| 都心3区 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0410 | 0.0724 | 0.1037 | 0.1351 | 0.1664 | 0.0060 |
| 横浜市 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 大阪市 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 名古屋市 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| 札幌市 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0453 | 0.2134 | 0.3815 | 0.5496 | 0.7177 | 0.9940 |
| 福岡市 | 1.0000 | 1.0000 | 0.9137 | 0.7143 | 0.5148 | 0.3154 | 0.1159 | 0.0000 |
| | 10.943 | 10.943 | 11.255 | 12.20 | 13.24 | 14.36 | 15.54 | 16.88 |

- 横浜市, 大阪市, 名古屋市への配分はゼロ
- 東京, 福岡, 札幌でポートフォリオを構成すべし?

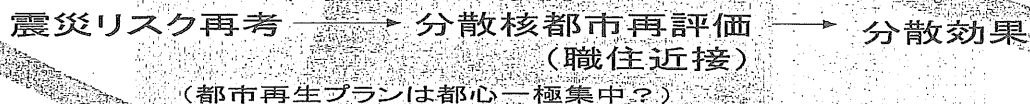
Copyright 川口有一郎

24

東京圏で分散を考える — 地方は九州 & 北海道 —

1. 東京圏の優良な物件ポートフォリオで分散を考える。
← 首都圏の勢力圏は東北・近畿にまで及ぶ
(新幹線などによるスロー効果の結果)

2. 空間市場: 事業リスクへの対応



Copyright 川口有一郎

25

今後の不動産金融市場の展望

1. エクイティ・サイド: 日本版REIT市場の拡大



- 1) 投資適格ビルの供給増とともにJREIT市場は順調に拡大する。
- 2) 配当利回り4%→7%(米国)、日本の不動産価格はまだ高い?

2. デット・サイド: 信用リスクの増大

「質への逃避」 → CMBS ?

Copyright 川口有一郎

26

不動産投資市場の発展を阻むもの

税制: 政策(構造改革の推進)と税制の乖離

「貯蓄」本位制から「投資」本位制へ移行できない。

・株式譲渡益課税の非課税?

Jリート of 税務:



(財務省や税調には「合理的な人」を!)

Copyright 川口有一郎

27