

## 【 寄 稿 】

# 米国不動産証券化市場の最近の動向（２）

イシイリサーチカンパニー（シアトル）  
代表 石井 隆弘

### ■はじめに

第2回の報告の内容は、次の2点である。

- ① 開発指向のREITの増加
- ② REITの全般的な動向

今回の報告では個別具体のREITにも触れるので、参考に、ここで、REITの数、タイプ及びREITの投資する不動産部門について簡単に述べておくことにする。全国不動産信託協会（National Association of Real Estate Investment Trusts, NAREIT）にアソシエーションメンバーとして加入したときに送付されてきたパンフレットから転載したものである。

### （１）REITの数

米国証券取引委員会（U. S. Securities and Exchange Commission, SEC）に登録され、かつ、主要な株式市場（ほとんどはニューヨーク株式市場である。）に上場されているREITが約190でその投資総額は5,000億ドルにのぼる。また、約20のREITはSECに登録されているが、株式市場には上場されていない。さらに、約800のREITはSECに登録もされていないし、株式市場にも上場されていない。これはプライベートREITといわれる。

### （２）REITのタイプ

（a）エクイティREIT； 収入を得られる不動産を所有し運営するREITである。エクイティREITは、不動産の開発、賃貸及びテナントサービスを行う主要な不動産

管理運営会社になっている。REITと一般の不動産会社との大きな相違点は、REITは不動産を開発して転売するのではなく、専らそれ自身のポートフォリオの一つとして運営するため不動産を取得し開発することである。

（b）モーゲッジREIT； 不動産所有者及び管理運営者に直接資金を貸し付けるか、又は、貸付債権又はモーゲッジローン担保証券を取得することによって間接的に資金を貸し付けるREITである。今日、一般的にはモーゲッジREITは既存資産に対してのみモーゲッジ貸付をしている。

（c）ハイブリッドREIT； 文字どおり、自らも不動産を所有しつつ、不動産所有者及び管理運営者に資金を貸し付けるハイブリッド（混合）REITである。

2004年6月30日現在、全体の91%がエクイティREIT、7%がモーゲッジREIT、2%がハイブリッドREITである。

### （３）REITの投資する不動産部門

REITは様々な不動産部門に投資している。ショッピングセンター、アパート、倉庫、オフィスビルディング、ホテルその他である。ほとんどのREITは、ショッピングモールなり、自家用倉庫センターなり、ファクトリーアウトレットなり一種類の不動産部門に投資している。例えば、医療REITは救急病院、リハビリ施設、精神科病院、診療所ビル、養護施設及び介護施設といった医療施設に特化している。

また、全国各地に投資しているREITもあれば、海外に投資しているREITもある。投資地域を限定しているR

EIT、特に特定の大都市地域のみを投資対象にしているREITもある。

2004年6月30日現在、REITを不動産部門別に見ると次のとおりである。

アパート	15%
オフィスビルディング	15%
ショッピングセンター	13%
リージョナルモール	14%
分散投資型	8%
産業用施設	6%
医療施設	5%
宿泊リゾート施設	5%
特殊施設	5%
産業用施設／オフィスビルディング (複合)	4%
自家用倉庫センター	3%
モーゲッジ	7%

## 1. 開発戦略こそがREITの成長をもたらす

REITが1990年代初頭から中半にかけて投資家の注目を集め、“モダンREIT時代の到来”といわれて以来、REITの多くは通常のデベロッパーと同様何らかの開発戦略を立てて成長してきた。特に現在のように高い不動産価格と低い資本還元利回りの時代となってくると、多くのREITにとっては開発の好機と捉えられている。“モダンREIT時代”以前は、ほとんどのREITは明白な開発戦略を持っていたわけではなかった。しかし1993年から1994年にかけて、REITは開発経験の豊富な経営陣によって運営、管理されるようになった。

しかしREITが直ちに開発に結びついたわけではなかった。1980年代後半から1990年代初頭にかけての不動産不況の後始末として、連邦政府の設立した整理信託公社 (Resolution Trust Corporation, RTC) がその差し押さえた数十億ドルの価値のある資産を処分した。このような場合には低い資産価格と高い資本還元利回りとなり買収の方が開発と比較して多くの利益をもたらした。さらに、1990年代後半、資金はドットコム企業に流れたのでREIT株は下がり、REITは資金ショートをきたし開発は困難に陥った。2000年の不況とその後の2001年から2004年にかけての余波の後、2005年に至りほとんどの不動産部門で反転が始まった。この反転とともに不動産価格も上昇した。REITは、高価格となった

資産はリターンが低下することは目に見えており必ずしも望むところではなかったが、どうにか開発に進んでいくことが出来た。現在ではリスク調整しながら開発により比較的多くのリターンを得ることが出来るようになり、すべての不動産部門においてかなりの多くのREITが開発を強く指向している。では、具体的にいくつかのREITについて開発に挑戦するそれぞれの企業戦略を見てみる。

### (1) 産業用施設REIT

産業用施設の需給関係の現況は、強く、競争が激しい。基礎条件は良好である。需要は強く供給は不足し、賃貸料は上昇しており、資本還元利回りは健全である。また多額の資金が工業製品に投資され、多くのデベロッパーは産業用施設の建設に参入している。このような意味で非常に競争的な分野となっている。2社について具体的に戦略を見ると次のようである。

#### ① Duke Realty Corporation (ニューヨーク株式市場上場)

このREITは非常に積極的な開発戦略を持っている。現在までに、その所有する資産1億1700万平方フィートの約60%は開発によるものである。またこれ以外に5000エーカーの未開発の土地を所有している。同社にとっては土地所有が開発モデルの鍵であるとされる。

3つの開発形態を個々の市場に応じて使い分けている。3つとは所有・賃貸型、売却型及び他の資産所有者からの手数料収入型であり、これらはどれかが不調でも他は好調であるという関係にある。

このREITは現在配当利回りが8.5%から9%の産業用施設を開発中であり、配当利回りが9.5%から10%の郊外型オフィスビルディングの開発を計画中である。

#### ② Industrial Developments International (非上場)

この開発会社は1989年に設立されてから、32州とメキシコ及びカナダにおいて450以上の開発プロジェクトを手がけてきた。開発面積は1億770万平方フィートあり47億ドルの資産価値がある。また、同社は提携会社と共同で9億4800万ドルの資産買収も行ってきた。

同社は開発を事業の中核として位置づけている。しかし開発事業は性格的に循環性を有し収益も乱高下が激しくムラがあるので、同社としては開発事業収入を補うものとしてキャッシュフローのより安定的な共同買収方式

を採用している。

さらに、特に新たな市場に参入する場合には地元開発業者との共同開発方式をとっている。地元開発業者は目となり耳となるのみならず、事前にはなかなか気がつかない好機やリスクを認識するのに役立つ。

## (2) オフィスビルディングREIT

オフィスビルディングREITの最近の大きな傾向としては、特定の市場か又は特定の部門にその開発努力を集中させていることである。

### ① Corporate Office Properties Trust (ニューヨーク株式市場上場)

このREITは、ある単一の市場に事業を限定している。同REITのニッチ事業とは、連邦政府及び連邦政府の受注者となる国防産業関連会社が入居者となるオフィスビルディングの開発である。同REITは連邦政府について多数の高度のセキュリティを持つオフィスビルディングを所有しているとのことである。確かに、多数の連邦政府機関が要求する高度なセキュリティ仕様を有するオフィスビルディングを開発する数少ないREITの一つである。

### ② Maguire Properties, Inc. (ニューヨーク株式市場上場)

このREITは、地理的に南カルフォルニアのオフィス市場に集中している。買収型REITと見られることもあるが、実際は開発途中の資産を開発権とともに買収し、開発を完成させ、オフィスビルディングとして管理運営を行っている。このような方式は、南カルフォルニアのオフィス市場のように参入障壁が極度に高い場合には、非常に有効なものといえる。

## (3) 小売店舗用施設REIT

小売店舗用施設REITも近年開発事業に乗り出してきた。コミュニティーセンター、スーパーを核とするショッピングセンター及びリージョナルモールに特化してきたREITは、開発事業から最大の利益を得ようとしてそれぞれ独特の戦略を展開してきた。

### ① Regency Centers Corporation (ニューヨーク株

### 式市場上場)

このREITは、1963年に設立後は資産買収方式に大きく依存してきたが、最近はその独自の戦略を持って開発事業も展開している。ポートフォリオ成長を目標に経営の三本柱を立てている。キャピタルリサイクリング、ジョイントベンチャー及び開発事業である。2005年末には393箇所の小売店舗用施設を有し、総面積は5080万平方フィートである。そのうちの147箇所は2000年以降の開発である。また現在100万平方フィート以上の土地をコミュニティセンター用地として保有している。

### ② New Plan (ニューヨーク株式市場上場)

このREITも従来から買収方式に頼ってきたが、最近、長年所有し、陳腐化した施設を再開発することに方向を転換した。この5年間で3億ドルの事業費で再開発を実施した。再開発戦略は、大型テナントのLowe's、Costco、SuperTiger、Home Depot、A&Pなどの共同事業も行われ成功を重ねてきた。

### ③ Simon Property Group, Inc. (ニューヨーク株式市場上場)

このREITは専門店、どこにでもよくあるアンカー店、ビッグボックス (Bed Bath & Beyond、BestBuy、Old Navyなどの大型店舗) 及びレストランからなる100万平方フィート級の複合ショッピングセンターを3件開発した経験を有する。さらに現在、小売店舗、住宅、オフィス及び混合利用施設の複合開発2件 (いずれも100万平方フィート) を実施中である。

## (4) アパートREIT

アパートについても、オフィスほど例は多くはないが、開発市場に参入してきた。

### ① Camden Property Trust (ニューヨーク株式市場上場)

このREITは全国でも最大級のアパートREITであり、米国東海岸から西海岸にわたりほとんどの主要な市場において188件65,000戸のアパートを所有している。2005年初頭にSummit Propertiesと合併し、資産を25億ドルから45億ドルに増加させた。さらに合併の余勢を駆って同年6億5000万ドルの土地を取得し、全体で14億ドルの開発可能地を所有していることになる。

このREITの成長は合併と開発事業の双方に依存して

いるが、合併に比較し開発事業によって調整可能なリスクでより高いリターンを得てきている。

(“Breaking Ground, Development Strategies Provide REITS With More Growth Opportunities”, Real Estate Portfolio, July/August 2006, By Michael Fickes)

## 2. REITの全般的な動向

住宅市場は冷えつつあるが、商業用不動産市場は2005年から2006年にかけて回復基調が続いている。ここではこのような商業用不動産市場及び住宅市場の動向を反映してREITはどのような動きを示しているかを、最近のWall Street Journal誌及びReal Estate Journal誌の記事からみる。

### (1) 予想に反してREITは再びもち直した

REIT株式は、金利が上昇しているにもかかわらず、予想に反してもち直している。2006年に入ってダウジョーズエクイティREITインデックスは13%も上昇している。スタンダード&プアーズ500の株価インデックスは4%の上昇に過ぎなかった。調査会社のSNL Financial社によると、REIT株価の上昇開始後この6年で最も急速な上昇である。投資運営会社のING Clarion Real Estate Securitiesによると、このREIT株価の上昇はまったくの驚きのようなものである。この上昇は、一部にはミューチュアルファンドやその他の大投資家によって加速されているようだ。実はそれらのいくつかは15から18ヶ月前には不動産投資からは逃げ出したが、今では再び不動産株を買い始めた。これはほとんどの不動産部門についていえるが、とりわけホテルとオフィスビルディングの部門で将来予測が改善してきたと見られているからである。

MARCO Consulting Group社によるとREITの復調には楽観的であるようだ。しかし2004年に経験した30%ものリターンは、金利も上昇し保険料も上昇しているこの時期にはとても望めないようである。

過去5年間にわたってREITを持っていた者はすべて頭がくらくらするくらいの上昇を経験したことであろう。この5年間のREITのリターンは平均して22.5%であった。不動産の部門によってその率は異なり、リージョナルモールREIT及びショッピングモールREITが最も高く産業用施設REITがそれらについている。オフィス

ビルディングREIT及びアパートREITは比較的low rateであったが、最近では改善しつつある。

確かに金利上昇は不動産投資家には懸念材料である。明らかに金利が上昇すればそれだけモーゲージローンの金利も上昇し、また、不動産会社の借入れコストも上昇するに違いない。しかし金利が上昇しつつあるとはいえ歴史的に見れば依然低い水準にあり、現在の金利水準が懸念材料として比較的強く影響するのは商業不動産部門よりも住宅購入者であるということが出来る。わずかな金利上昇は、通常は景気が徐々に改善することによって生じているものと考えられ、したがってREITにとっては、空室率の低下、賃料の上昇及びその他の収入方策の改善をもたらすものである。RBC Capital Markets社によれば不動産の基礎条件がよければ少々の金利上昇があってもREITにはあまり悪影響を及ぼさない。

しかしながら、不動産の基礎条件の改善だけでは、今年に入ってからREIT株価の好調を説明しきれない。専門家の話によると、現在徐々に進行中のREIT業界の合併、買収が今後ともさらに進展するであろうという予想が、大きくその好調を支えているとのことである。2004年1月以降、14のREITが上場を廃止して非上場会社になると発表した。今年2月にもBlackstone Group社がCarrAmerica Realty Corp.社を含む2つのREITを買収することを提示した。

(“Real-Estate Investment Trusts, Rally Again, Defying Predictions”, Real Estate Journal.com, March 27, 2006, By Jennifer S. Forsyth)

### (2) 住宅市場の減速に伴ってモーゲージREITは低調

2年前にはモーゲージ会社は、投資家の住宅市場に対する強い投資意欲から利益を得ようとREITへの構造転換に躍起となっていた。しかし、現在はREIT経営者も投資家も一度立ち止まって考えている。信用格付け会社のFitch Ratings Ltd.社は、かつてはモーゲージREITに転換することは魅力的であったが、この1年間にその魅力は消失してしまったと言う。

NAREITの調査によると、REIT全体のトータル・リターンはピークの2003年で38.5%であったが、2005年には8.29%となり、2006年5月31日現在で7.42%であった。エクイティREITは概ね全体と同率であったが、住宅モーゲージREITのリターンは2003年で42.7%、2005年でマイナス25.95%、2006年で9.23%と動きが激しい。

モーゲッジ会社は、2004年にはREITに転換し始めた。当時株式市場で人気の高かったエクイティREITを追いかけようとしたわけである。モーゲッジ会社の収益は高くまた株価も上昇したが、REITに転換することによって株価はさらに高騰するであろうと期待した。その理由の一つとして、REITへの課税はモーゲッジ会社と比較して最高で35%も低率であるからということである。この差は、投資家に対してより多くの配当が可能であることを意味する。

当初この転換はうまくいくように見えた。Moody's Investor Service社によると、住宅モーゲッジREITは配当率の高い優良な資産に格付けされ住宅市場全体の業績に大きく貢献した。住宅モーゲッジREITのトータル・リターンは2004年には24.91%となった。モーゲッジ会社からREITへの転換はほとんどがこの年になされている。

しかし、2005年には状況は急速に変化した。住宅市場は減速し始め、モーゲッジローン取扱量も弱化した。同時に連邦中央銀行も短期金利を下げ、モーゲッジ会社が新たなモーゲッジローンを形成するための借入金の利息を押し上げることになった。さらに住宅市場の減速に対する懸念は、投資家のモーゲッジ証券に対する魅力を減退させ、その結果モーゲッジ会社が資本市場でモーゲ

ッジ証券を販売しようとしても利益は期待できなくなった。

モーゲッジ銀行協会 (Mortgage Bankers Association, MBA) の予測によると2006年のモーゲッジローン取扱量は14%減となる。このモーゲッジローン市場は価格競争が激しく量的にも縮小傾向をたどってきた。利益率も低下し市場から退場を余儀なくされる会社も出てきた。

住宅販売数の減速はすべてのモーゲッジ関連会社をいためつつあるので、住宅モーゲッジREITはその課税上の立場から出来るだけ早く市場の基礎条件の変化に対応していかなければならない。なぜならばREITは多くの収入をあまり長く留保しておくわけにはいかないからである。他方、MBAによると、REITからモーゲッジ会社に再転換すればモーゲッジローンの形成に加え収益を上げる他の事業を試みる事が出来る。現にいくつかの会社はREITから再転換して銀行又は貯蓄貸付組合に戻り、より多くの柔軟性、収益機会及び流動性を得ている。

勿論、モーゲッジREITでも厳しい市場で良好な経営を維持しているものもある。技術革新、販売員の給与及び販売活動にかかる経費の削減をたゆまず実行することによって収益構造を維持している。

表 REITのトータル・リターンの推移

種類	2003年	2004年	2005年	2006年5月31日
住宅モーゲッジ	42.73%	24.91%	-25.95%	9.23%
商業用不動産モーゲッジ	84.67%	7.45%	-16.06%	5.25%
エクイティ	37.13%	31.58%	12.16%	7.33%
全体平均	38.47%	30.41%	8.29%	7.42%

(“Mortgage REITs Lose Curb Appeal As the Housing Market Slows”, Real Estate Journal.com, June 9, 2006, By Christine Haughney)

### (3) アパートREITが先頭を切っているが良い時は そう長く続くものでもなさそう

アパートREITはここ数年は他の部門のREITを追ってきたが現在は先頭に立っている。しかしアパートREITの好調も長続きしそうもない。

確かに、国民の持家志向はやや後退し反面賃貸への需要が増加し、したがって家主はここ数年のうちで最高のペースで家賃値上げをしている。また雇用率の上昇も賃貸需要を増加させている。

さらにこのようなアパートを取り巻く基礎条件が良好

というだけでなく、アパートREIT間で行われている合併、買収に対する期待感を反映してアパートREITの株価が上昇するのだという説も有力である。過去9ヶ月の間に、3つのアパートREITがそれぞれの株価にしてはかなりのプレミアム付きで非上場会社に転換している。投資家は全てのアパートREITが非上場会社に転換するのではないかという錯覚に陥りそうである。

アパート市場は少なくとも年内は活気が継続しそうである。しかしその基礎条件に懸念が出てきている。一つには、減速しつつある経済全般と雇用率の低下はアパート需要を弱める可能性があると同時に、公表されたアパ

ートREITの開発計画を見ると過剰供給の可能性もある。もう一つの懸念材料は、コンドミニアム市場が冷える可能性があることである。実はアパートREITは、アパートを人気のあるコンドミニアムに転換することなどによって活気のあるコンドミニアム市場に大きく依存してきた。従ってアパートREITはコンドミニアム市場が反転すれば何らかの影響を受けるといわれている。現にその兆候が現れつつある市場がある。例えば、ダラス市のアパート需要は、ホームビルダーが戸建住宅購入者に対して種々のインセンティブをつけることによって戸建住宅の販売を促進しようとしているため、減少している。また、タンパ市、オーランド市及び南東フロリダ州地域では、多量のアパートがコンドミニアムへの転換によって供給不足をきたしていたところであるが、最近大量のアパートが供給されて、需給をバランスさせつつある。

“Apartment REITs Pull Ahead But Good Times May Not Last”, Real Estate Journal. com, July 26, 2006, By Kemba J. Dunham)

#### (4) 不動産は今でも投資価値あり

不動産は近年価格上昇が激しいが、依然として投資価値のある商品である。REITやミューチュアルファンドを組み込んだ投資ポートフォリオは、株式や債券に集中した投資ポートフォリオと比較すれば、確実であるし、リターンもよい。

NAREIT及び英国のインデックス公表会社であるFTSEの調査によれば、不動産価格はこの5年にわたって年平均21%の上昇を示している。また、Morningstarの調査によれば、不動産ミューチュアルファンドは本年これまでのところ投資家に対するリターンは16.57%である。

たとえ不動産価格が上昇しなくても、REITや不動産ミューチュアルファンドは実際の賃料支払いから発生する収入を配当にまわすので確実に配当を得ることに間違いはない。NAREITの調査によれば、今後過去5年続いた不動産価格の高率の上昇がないとしても、REITは約5%の配当利回りを確保することが出来る。

大ブームの後、投資家は、最悪の時期と最悪の方法を避けて、いかにポートフォリオに不動産投資を組み込むかという挑戦に挑まなければならない。いくつかの注意事項がある。

① セカンドハウスを買って投資を多様化しようなどと考えるほうがよい。確かにセカンドハウスは家族や友人と楽しむにはうってつけであるし、長い目で見

れば利益を生むかもしれない。しかしそれは投資の多様化や流動化を意味するものではない。投資目的のためならば、多様化したREITなり商業用不動産を所有しているミューチュアルファンドや上場ファンドを購入した方がよい。ほとんどの専門家は、戸建住宅市場は弱くなりつつあるが、商業用不動産市場は必ずしもそうではないとみている。また、住宅市場と商業用不動産市場との間には相関関係がないともいわれている。

② 現在不動産価格はかなり高額となっているので、それにあまり投資すべきではない。不動産の占める割合が少ない良くバランスの取れた多様化したポートフォリオでなければならない。フィナンシャルアドバイザーの多くは、不動産の割合は5%から10%くらいで多様化したポートフォリオが良いといっている。また、不動産を長年にわたってポートフォリオに組み込んでいて、もしかなりの利益を得たため不動産の割合が大きくなっているのであれば、今こそその割合を減らすときである。しかし、REITなりREITを組み入れたミューチュアルファンドに投資をしていない人は、今でもそのようなものを購入することは決して遅くはない。確かにかなり高額になってはいるが、それでもREITの価格は依然リーズナブルであり、一方、賃料も不動産価格もひき続き上昇しているため、一般的にはREITはいまだかなりの価値を持っている。

③ 不動産を投資の中で適正に位置づけなければならない。REIT及び不動産を組み込んだミューチュアルファンドの配当には、株式配当に対するような15%課税の特別措置は適用されないため注意を要する。従って、不動産投資は401(K)又は課税の繰り延べの出来るIRAに押し込んだ方がよい。

④ 多くのREITはいまや海外の不動産を買っているし、また海外のREITも米国市場に出現している。海外の不動産市場を得意とするファンドマネジャーも多いので海外の不動産やREITに投資することにも検討の余地がある。

“Investing: Real estate is still a real value”, REUTERS, August 21, 2006, By Linda Stern)