

### (はじめに)

上場不動産投資信託(J-REIT)の価格は一昨年から昨年末にかけて低迷し、上昇傾向が続く株式市場を横目に、昨年11月10日には東証REIT指数が終値ベースで1605.89とおよそ2年ぶりの安値に沈んだ。その後も不安定な動きが続いたが、今年4月あたりから上昇傾向となり、7月18日現在で1780.55と11月の安値から10%余の上昇率となっている。

しかしながら、J-REITが保有している資産のほとんどはオフィスビル、共同住宅等の不動産である。不動産の価格が全体としてこの半年ほどの間に10%超も上昇するといったことはあり得ない。ならば、東証REIT指数により表象されているJ-REITの価格とはいかなる意味を持つのか。以下では、J-REITの価格とJ-REITが保有する資産価額との関係について、簡単に触れてみたい。

### (株価との比較)

図1は、ここ5年間のJ-REIT価格と東証1部上場の株価の推移を示したものである。2014年頃まではJ-REITと上場株式とが似たような価格変動を示していたが、2015年以降、J-REIT価格は株価とかなり異なる動きを示すようになってきている<sup>1</sup>。もっとも、ボラティリティ(価格変動の度合い)の大きさという点では、相変わらず株式並みとなっている。

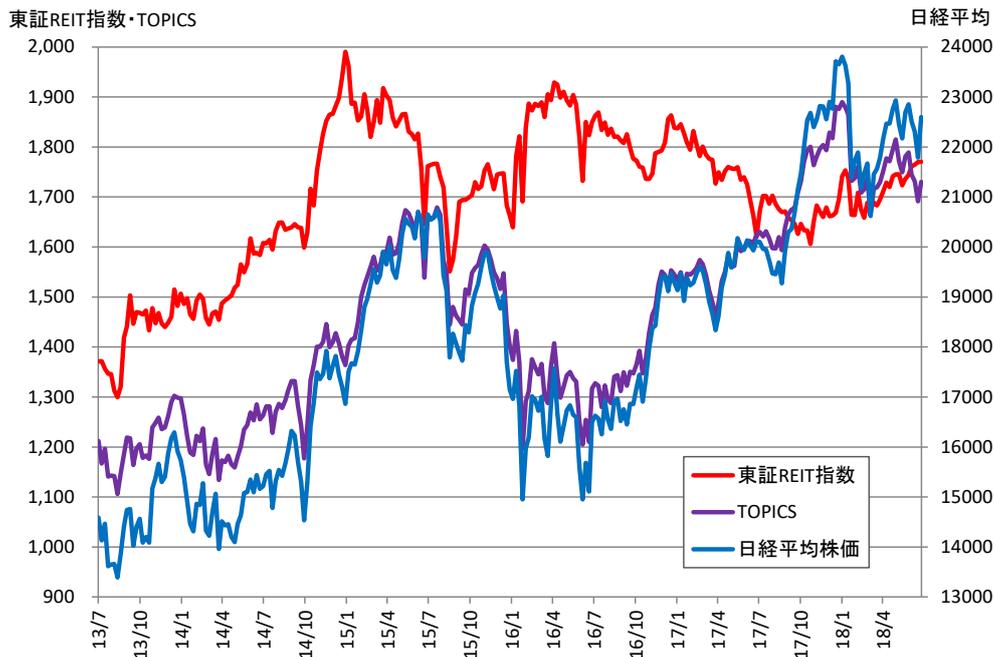
ただ、本来J-REIT等の不動産投資法人とは、確実な賃料収入が見込まれる複数の不動産を保有し、配当可能利益のほとんどを分配金として投資家に還元するための受け皿であり、その価値はもっぱら保有不動産そのものの価値に由来するはずである。大手デベロッパーや一部私募ファンドのように少なからぬリスクとそれに応じた多大な利益を見込んで不動産開発やそのための資金提供を行うことはなく、ヘッジファンドのようにハイリスク・ハイリターン金融商品に投資することもない。投資対象は、オフィスビル、集合住宅等一定の市場流動性を有し、比較的将来の収入予測を立てやすい資産がほとんどであり、民間企業による設備投資のように将来利益が不確実で市場での評価も困難な資産に投資する訳ではない。

この点からいえば、J-REITの価格が上場株式並みのボラティリティを示していることは、J-REITの金融商品としての特性からみて不可解にも思える。また、ボラティリティが大きいということは、短期売買を主とするヘッジファンドや個人投資家などにとっては好都合なのかもしれないが、長期投資を旨とする機関投資家(年金基金、生命保険会社等)にとっては、損益が金融商品取引所での価格変動に振り回されることになりかねず、必ずしも望ましい状況とはいえないであろう。最近年金基金などは、J-REITよりも非上場の私募リートへの投資を増やす傾向にあるが<sup>2</sup>、その理由の一つがこのあたりにあるものと考えられる。

<sup>1</sup> その理由については、2018年4月3日付けリサーチ・メモ「J-REITにおける不動産投資の動向～2017年の特徴」p1参照。ただ、J-REITと上場株式とでは金融商品としての特性に大きな違いがあり、異なる値動きを示すのが本来であるとも考えられる。

<sup>2</sup> 「平成29年度国土交通省 不動産市場に関する国内投資家調査 結果の概要」p7

図 1. 最近 5 年間の J-REIT 価格と株価の推移



注) いずれも週末終値の変化を示している。

資料: Bloomberg HP より作成。

### (投資口価格の変化と保有不動産価額の変化)

図 2 は、四半期ベースで東証 REIT 指数の変動率と J-REIT のキャピタル収益率(補注参照)との推移を示したものである。東証 REIT 指数の変動率は、投資口価格が四半期ベースでどの程度変動したかを示しているのに対し、J-REIT のキャピタル収益率は、J-REIT の保有する不動産の価額が四半期ベースでどの程度変化したかを示している。

J-REIT のキャピタル収益率は、地価が比較的落ち着いていたこともあり、0.3%から 1.0%程度で安定した動きを示している。他方、東証 REIT 指数の変動率はプラスマイナス 10%近い変化を示している。

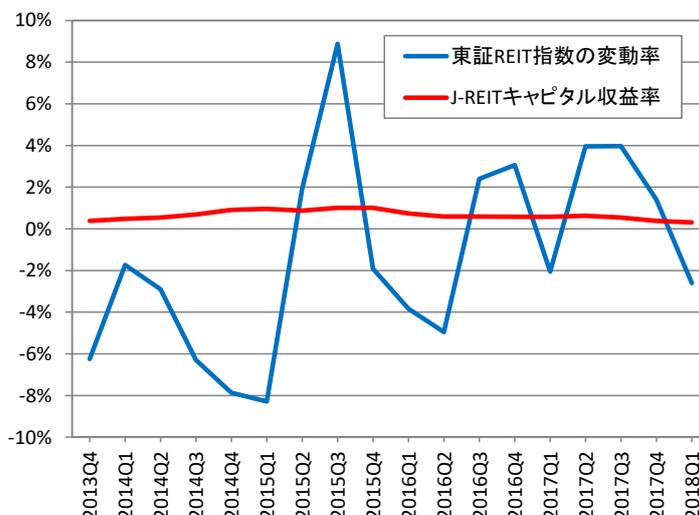
J-REIT の実体である保有不動産の価額の変動と投資口価格の変動とにこれだけの大きな乖離がみられるのは、上場によって不動産投資法人の投資口が上場株式並みの流動性を有したことで、短期での利益を狙った投資が増え、信用取引等を通じてさらに変動率が増幅されたことによると考えられる。ただし、既に触れたように幅広い経営裁量を有する一般の民間企業と投資対象が収益不動産にほぼ限定される不動産投資法人の間には本質的性格の相違があることから、流動性が飛躍的に高まったとはいっても、やや行き過ぎの感が否めない。

もともと J-REIT は、不動産ポートフォリオに対する投資として、リスク面において株式と債券の中間、ミドルリスク・ミドルリターン<sup>3</sup>の投資商品として期待されていたのであるが、過去のボラティリティを見ると必ずしもこのような期待に沿う商品になっているとはいえない<sup>4</sup>。ただ、J-REIT のボラティリティも世界金融危機前に比べれば小さくなってきている<sup>4</sup>。既に述べたように最近上場株式とは異なる価格変化をみせるようになってきたこともあり、今後ミドルリスク・ミドルリターン<sup>3</sup>の投資商品へ近づいていくことが期待される。

<sup>3</sup> この点では、私募リートの方がよりこのような期待に沿う金融商品となっている。

<sup>4</sup> 世界金融危機前の J-REIT の状況については、拙稿「わが国不動産証券化市場の推移と現況」(RICE Monthly No.239 2009 年 1 月)p13~16 参照。

図 2. 東証 REIT 指数の変動率と J-REIT のキャピタル収益率との推移



注) 東証 REIT 指数の変動率は、直前四半期の週末終値の平均値に対する各四半期内の週末終値の平均値の変動率を示している。

J-REIT キャピタル収益率は、(一社)不動産証券化協会が公表している「ARES Japan Property Index (J-REIT) - 四半期収益率」の年次換算前の数値を用いている。改修等資本的支出分と部分売却収入分を補正した上での保有不動産の価額の変動率を意味する。

資料: Bloomberg HP、(一社)不動産証券化協会 HP より作成。

### (補注)J-REIT の収益率について

ここで、J-REIT の収益率について大雑把に触れておく。J-REIT における収益の要素は、主に保有不動産の賃料収入(インカムゲイン)と保有不動産の値上がり分(キャピタルゲイン)からなる。賃料収入から維持管理費等の費用<sup>5</sup>や固定資産税等を差し引いた分を NOI (Net Operating Income) といい、NOI を保有不動産価額<sup>6</sup>で割った数値がインカム収益率となる。他方、保有不動産の評価損益を保有不動産価額で割った数値が上記に示したキャピタル収益率となる。

インカムゲインがマイナスとなることはまず想定されず、したがって、インカム収益率はほぼ常にプラスであるが、キャピタルゲインについては、不動産価格が下落すればマイナスになる(キャピタルロスが発生する)場合もあり得るため、キャピタル収益率もマイナスとなることがある。インカム収益率とキャピタル収益率との合計を総合収益率という。

なお、このあたりの取扱いは、J-REIT 以外の不動産投資法人や不動産ファンドにおいても基本的に同じである。

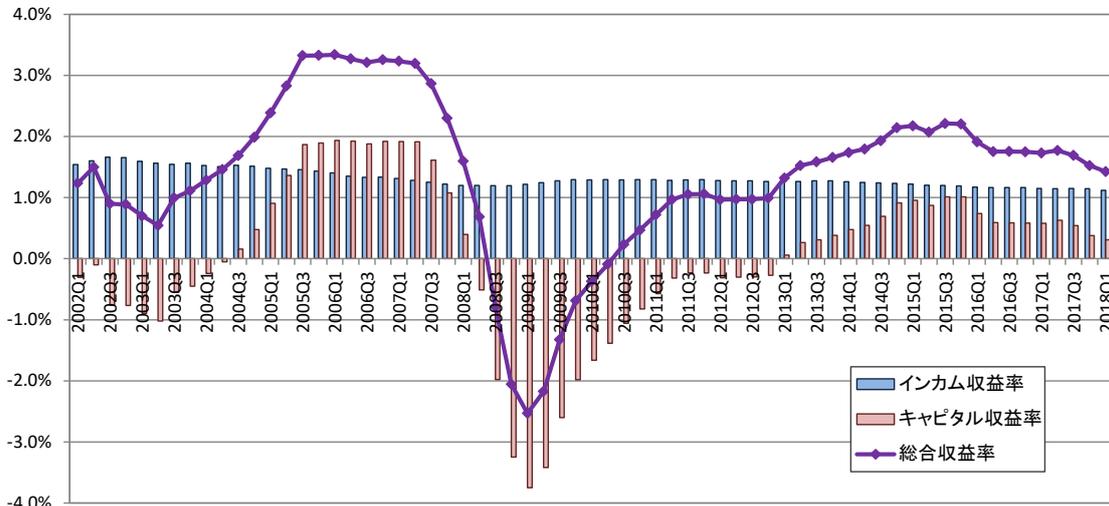
図 3 は、J-REIT 市場開設の翌年以降の J-REIT のインカム収益率、キャピタル収益率、総合収益率の推移(四半期ベース)を示したものである。キャピタル収益率については、マイナスで始まったものの 2005 年からいわゆる不動産ミニバブルといわれた 2007 年にかけてかなり高くなった。その後世界金融危機を受けてマイナス幅が大きく広がったが、2013 年頃からプラスに転じ、大きな変動なしに現在に至っている。この間、インカム収益率については 1% 台前半で安定して推移してきている。世界金融危機の時期には、総合収益率がマイナスに転じたも

<sup>5</sup> 減価償却費や改修・増改築等資本的支出は含まない。

<sup>6</sup> 取得価格で計算する手法と評価額で計算する手法とがあるが、キャピタル収益率と分母を揃える趣旨からここでは期末評価額か

の、安定したインカムゲインに裏打ちされた形で J-REIT が長期にわたり安定した収益構造を保持していることがわかる。

図 3. J-REIT の収益率の推移(四半期ベース)



資料:「ARES Japan Property Index (J-REIT)・四半期収益率」((一社)不動産証券化協会 HP)

### (銘柄別の価格と価額の乖離)

次に、個々の不動産投資法人について、投資口価格と保有不動産の価額との乖離度合いについてみていく。図 4 は、J-REIT の各銘柄の NAV<sup>7</sup>倍率と時価総額との分布を示したものである。全体的な傾向としては、時価総額が大きい銘柄ほど NAV 倍率が高く(すなわち、投資口価格が(負債分を除いた)1 口当たり保有不動産価額を上回る傾向が強い)、時価総額が小さい銘柄ほど NAV 倍率が低い(すなわち、投資口価格が(負債分を除いた)1 口当たり保有不動産価額を下回る傾向が強い)といえる。

この理由として考えられる点としては、時価総額が大きいほど保有不動産価額も大きくなり、物件数も多くなる傾向がある<sup>8</sup>ことから不動産ポートフォリオ全体としての安定性が高まること、時価総額が大きいほど市場での売買が活発となり流動性が高くなる傾向があること<sup>9</sup>、時価総額の大きい銘柄ほど規模が大きく信頼性の高いスポンサー企業が付いている場合が多いことなどが挙げられる。

ただ、J-REIT の NAV 倍率は、0.8 から 1.4 までの比較的狭い範囲に収まっており、このあたりは市場評価がしやすく流動性も高いという J-REIT の保有資産の性格が表れている。ちなみに、株式の PBR<sup>10</sup>の場合、東証 1 部に限っても 0.2 程度から 30 超まで分布が広がっている。東証 1 部の業種別でも、単純平均で 0.4(銀行業)

ら算出している。

<sup>7</sup> Net Asset Value の略。投資信託の純資産総額(バランスシート上の資産から負債を差し引いた額)をいう。

<sup>8</sup> この点については、各投資法人の投資方針によるところも大きい。例えば、中規模オフィスビルや中規模集合住宅を中心に保有している投資法人であれば、時価総額がそれほど大きくなくとも保有物件数は多くなる。逆に、都心の超大型オフィスビルや大型物流施設を中心に保有する投資法人であれば、時価総額は大きくとも物件数は多くならない。

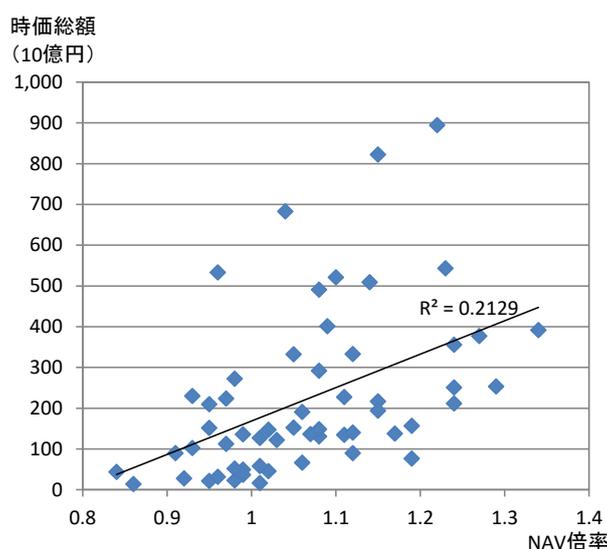
<sup>9</sup> この点については、特に個人投資家を念頭に置けば、投資口 1 口当たりの価格(上場株式でいう単元株価格)も影響するが(高額だと個人投資家が参入にくくなる。)、J-REIT の場合特に投資口価格が高額となる銘柄は存しない。

<sup>10</sup> 株価純資産倍率。Price Book-value Ratio の略。企業の株式時価総額が、会計上の解散価値である純資産(株主資本)の何倍であるかを表す指標。NAV 倍率は、株式における PBR に相当する。

から 2.5(サービス業)まで広範囲に分散している<sup>11)</sup>。

なお、J-REIT 全体の NAV 倍率は、世界金融危機の真っ最中に当たる 2009 年 2 月に 0.58 を付けた後、2014 年末まで上昇傾向が続いた。2014 年 12 月に 1.55 を付けた後は下落傾向が続いたが、ここ 1 年ほどは横ばい傾向にあり、2018 年 6 月末現在で 1.06 となっている(図 5)。過去の変動はかなり大きいですが、これは投資口価格の変動によるところがほとんどである。

図 4. J-REIT 各銘柄の NAV 倍率と時価総額の分布



注)NAV 倍率とは、投資口価格を 1 口当たりの含み損益調整済み純資産額(1 口 NAV)で割った数値。

NAV 倍率及び時価総額算出の基となる投資口価格は、平成 30 年 7 月 20 日の終値。

資料:Japan REIT HP より作成。

図 5. J-REIT 全体の NAV 倍率の推移(過去 10 年間)



資料:(一社)不動産証券化協会 HP

<sup>11)</sup> 2018 年 6 月末現在。「規模別・業種別 PER・PBR(連結・単体)一覧」(日本取引所グループ HP)による。なお、全体での単純平均値は 1.3 である。

(むすび)

以上 J-REIT の投資口価格と保有資産価額との関係について簡単に触れてみた。投資口価格は、各投資法人の投資方針や体制、あるいは金利、地価動向等外部環境に左右される面も大きいものの、その基本は各投資法人が保有する不動産価額にあると考えられる。したがって、投資口価格が保有不動産価額から大きく乖離することは、J-REIT という金融商品の特性からみて望ましいとはいえないであろう。今後より J-REIT 市場が成熟し、その特性に即した価格変動を示すことを期待したい。

(齋藤 哲郎)