

5周年を迎えるJ-REIT

J-REIT価格の創成期からの推移とその背景



調査研究部 主任研究員

澤田 考士

1. はじめに

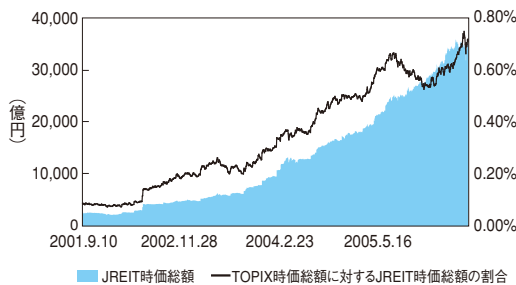
J-REIT（日本版不動産投資信託）の市場規模は、日本ビルファンド投資法人、ジャパンリアルエステイト投資法人の2銘柄がJ-REITとして初めて上場した2001年9月10日時点において、銘柄数2、時価総額約2,600億円であったが、2006月末時点において銘柄数36、時価総額約3兆5,000億円の規模に達した。J-REITの市場規模は、わずか、5年に満たない期間で10倍以上の規

模に大きく拡大している（図表1、図表2）。

株式市場の時価総額との比較で言えば、2006年6月末時点において、J-REIT時価総額の東証1部株式時価総額に対する比率は約0.7%、東証1部不動産業株式時価総額に対する比率は約28%に達している。図表1、図表2に示すとおり、両比率は、市場創設当初に比べて大きく高まり、市場におけるJ-REITの存在感は大いに増した（2005年下期に、両比率とも低下傾向にあったが、これはJ-REIT時価総額の低迷ではなく、株式市場の好調による）。

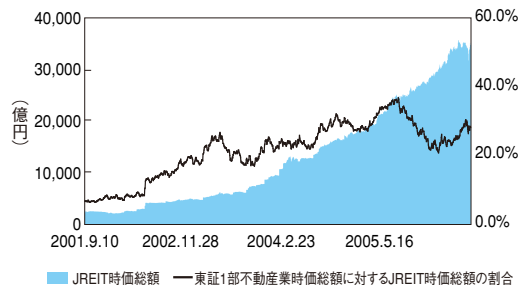
さらに、最近では、J-REIT市場は、創

図表1 J-REIT時価総額の推移と
東証1部株式時価総額との比較



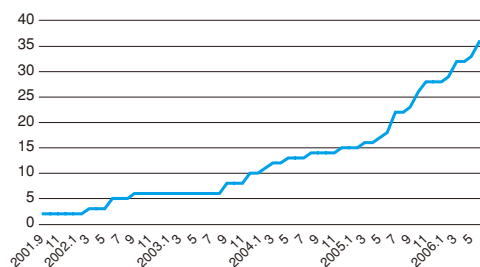
（備考）J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄（東証・大証・ジャスダック含む）の時価総額を合計して算出。

図表2 J-REIT時価総額の推移と
東証1部不動産業時価総額との比較



（備考）J-REIT時価総額は、J-REIT既上場銘柄（東証・大証・ジャスダック含む）の時価総額を合計して算出。

図表3 上場J-REIT数の推移



(注) 各月末時における上場銘柄数を示している

成期から脱し、本格的な成長期に入ったとも言える状況になっている。たとえば、J-REITの銘柄数の推移についてみると、2002年9月から1年間銘柄数が6のまま推移するなど、銘柄数の増加は当初非常に緩やかであったのに対し、2005年度には、銘柄数が16から32へと倍増している（図表3）。今後もさらに多くの新規上場が見込まれていることを踏まえれば、現在では、上場ラッシュの様相を呈しているのである。

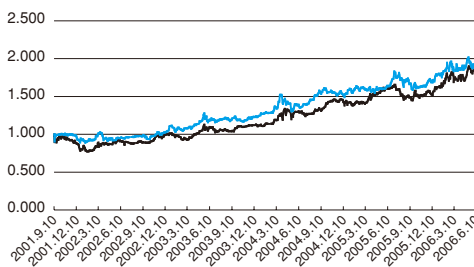
このような市場拡大のプロセスの中で、J-REITを巡る環境は、大きく変化した。本レポートでは、J-REIT価格の創成期からの推移とその背景を振り返ることで、市場創設時から市場の変遷について概観する。さらに、J-REIT市場の現状と今後の展望について言及する。

2. J-REIT価格の変遷とその背景

(1) 市場創設当初における価格の低迷

J-REITの価格は市場創設当初、低迷した。図表4は、最初に上場した日本ビルファンド投資法人（NBF）とジャパンリアルエステイト投資法人（JRE）の2銘柄の投資口価格を、上場日（2001年9月10日）の終値を1と

図表4 NBFとJREの価格推移
（上場日終値を1として標準化した指数値）



— 日本ビルファンド投資法人 (NBF) — ジャパンリアルエステイト投資法人 (JRE)

して標準化した指数値を示しているが、上場後1年以上、指数値が1を下回っていたことを確認できる。

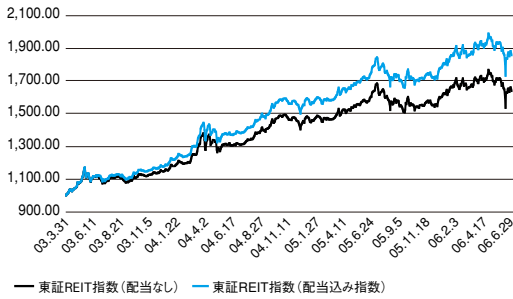
このように市場創設時においてJ-REIT価格が低迷した理由としては、J-REITが日本ではまったく新しい商品であったことをまず挙げることができる。決算実績や価格推移が明らかでないなか、J-REITがリスクの高い商品だと認識されたとしても不思議ではない。さらに、2003年に大型ビルが新規に大量供給される予定であったことで、不動産市場の需給関係が悪化すると懸念があった。この懸念も、J-REITの価格に対してマイナスに作用したはずである。J-REITは、逆風下でスタートしたといえる。

(2) 低迷期から脱し、継続的価格上昇へ

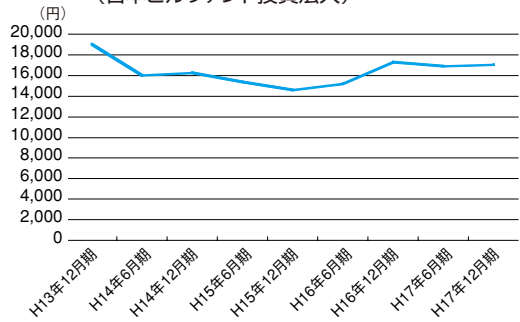
2003年以降、J-REIT価格は低迷から脱し、上昇に転じた。図表5は、東証REIT指数の推移を示しているが、同指数が公表を始めた2003年4月以降、2005年7月ごろまで、ほぼ一貫して上昇していることを読み取ることができる。この間のJ-REITの価格上昇は、将来キャッシュフローの増加期待を伴わずにもたらされたのが特徴的である。

J-REITから得られるキャッシュフローは分配金である（厳密には、手数料や税金等

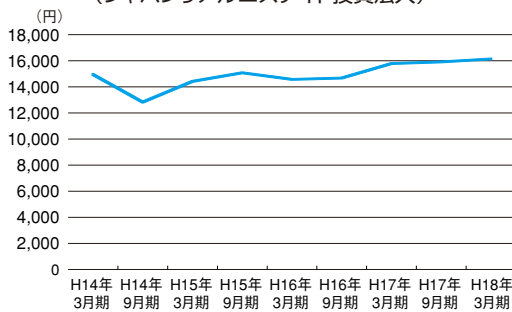
図表5 東証REIT指数の推移



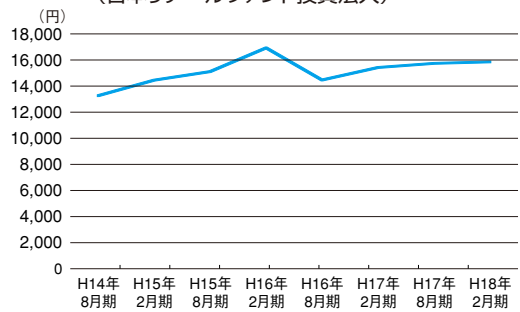
図表6-1 一口当たり分配金の推移
(日本ビルファンド投資法人)



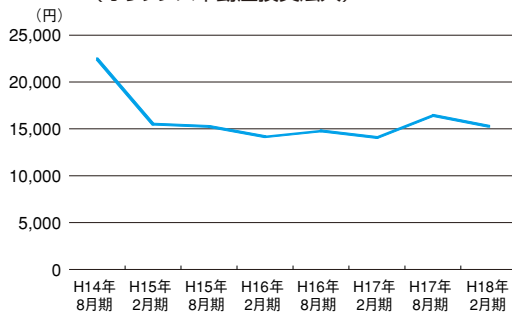
図表6-2 一口当たり分配金の推移
(ジャパンリアルエステイト投資法人)



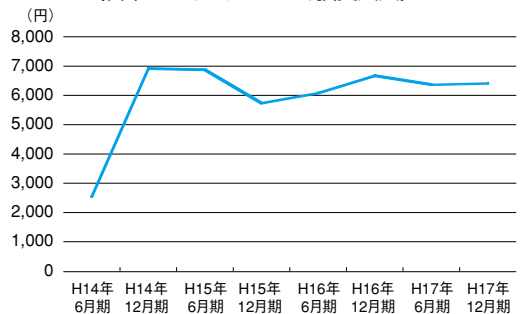
図表6-3 一口当たり分配金の推移
(日本リテールファンド投資法人)



図表6-4 一口当たり分配金の推移
(オリックス不動産投資法人)



図表6-5 一口当たり分配金の推移
(日本プライムリアルティ投資法人)



が控除される)。図表6-1～図表6-5は、J-REITの分配金（株式の配当に相当）の決算期毎の推移（2006年6月末時点における公表ベースで、上場後8期以上の実績が明らかになっている5銘柄を抜粋）を示している。

運用日数が異なる第1期を除く第2期以降の分配金の推移を見ると、非常に安定的に推移していることがわかる。

期待キャッシュフローの増加を伴わない価格上昇は、投資家のJ-REITに対する要求リターンの低下によってもたらされる。

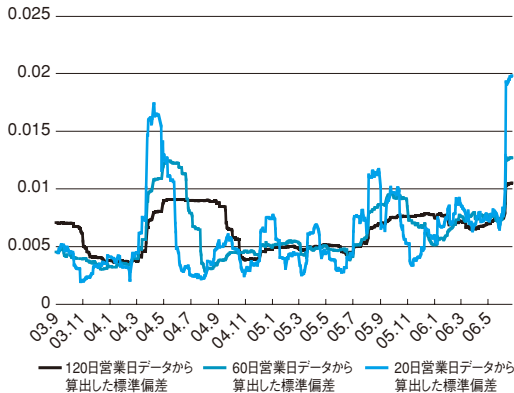
だが、J-REITリターンの変動リスクが、現実に低下したわけではない。図表7は、東証REIT指数（配当込み）から算出したJ-REITの日次リターンの標準偏差の推移を示しているが、2003年度末から2004年度初め

までの期間と、2005年7月から3カ月間に渡って一時的にリターンの標準偏差が高まり、2006年度に入ると高止まりしているものの、J-REITリターンの標準偏差が低下した局面は認められない。

J-REITに対する要求利回りはリターンの変動リスクが現実には低下していないにもかかわらず低下したのである。これはJ-REITに対する投資家の認識が変化したためであろう。

J-REIT市場創設当初、J-REITはまったく新しい商品であったことから、分配金の実績や価格変動に関する実績がなく、投資家がJ-REITに対して不安感を持っていたとしても不思議ではない状況であった。すなわち、当初は、J-REITのリスクが過大に評価されていた可能性がある。ところが、J-REITの決算実績や価格変動が明らかになるにつれてJ-REIT市場創設当初に抱かれていた不安感が解消された。2003年問題による悪影響が結果としてJ-REIT保有物件に及ばなかったことも、J-REITの価格にはプラスに作用したはずである。

図表7 東証REIT指数(配当込み)日次リターンのボラティリティの推移(ローリングデータ)



図表7に示した日次リターンの標準偏差は、日次リターン $=\ln(\text{当営業日のインデックス値}) - \ln(\text{前営業日のインデックス値})$ (lnは自然対数を示す。)として算出した。連続複利ベース日率表示のリターンを用い、各営業日から過去に遡ったデータを用いて算出した標準偏差である。

その結果、「J-REITは予想以上に安全な資産である」という認識が広がり、J-REITに対する要求リターンが低下したと考えられる。それゆえ、J-REIT価格は低迷から脱し、継続的上昇を実現したのだろう。

(3) J-REITに対する不安感解消後の価格の安定的推移

2005年7月中旬を境に、J-REIT価格は、それまでの継続的上昇から一転して、安定的に推移した。これは、J-REITのリスクに対する過大評価が解消され、J-REITの価格が、J-REITのリスクを適正に反映した均衡状態に近い水準に達したからだと考えられる。

図表8は、J-REIT配当利回りと国債利回りのスプレッドの推移を示している。

一般に、リスクが高いと認識される商品ほど、高いリターンが要求される。国債はほぼ確実なリターンが得られるため、無リスク資産に近いのである。そして、国債のリターンの差であるスプレッドが高いほど、リスクが高い商品だと認識されていることを意味する。

図表8を見ると、スプレッド当初4%を超える水準にまで上昇した後、時間を経て大

図表8 J-REIT配当利回りと国債10年物利回りのスプレッドの推移



大きく低下したことが読み取れる。J-REITへの不安感が解消されるプロセスを示していると言えよう。一方、2005年中旬から2005年末にかけての調整過程において、スプレッドはほぼ2%の水準で安定的に推移している。J-REIT価格の上昇に伴ってスプレッドが2%を割り込んだ場合、すぐに価格上昇にブレーキがかかり、スプレッドが2%に保たれているようにも見える。この点から、2005年7月中旬までに、J-REITのリスクに関する過大評価が解消され、スプレッド2%水準が妥当な水準だという認識が市場で形成されていたものと推察される。

果たして、この時期におけるJ-REITの価格が、J-REITのリスクを適正に反映した価格だと言えるのか。また、J-REITのリスクに対する過大評価は解消されたと言えるのか。この点を確認するために、東証REIT指数（配当込み）の日次収益率の平均、標準偏差のローリングデータを示したものが、図表9、図表10である。

図表10に示すリターンの標準偏差の推移を見ると、J-REITリターンの標準偏差が、TOPIXやTOPIX不動産と比較して一貫して低い。すなわち、J-REITリターンの変動リスクは、株式リターンの変動リスクよりも低いと言える。金融商品のリスクとリターンは一般に正の相関を持つことを踏まえると、通常であれば、J-REITリターンの平均値は、株式リターンの平均値よりも低いはずである（リターンの変動リスクが低いほど、リターンの平均値も低くなるのが一般的である）。ところが、図表11に示すリターンの平均値の推移を見ると、J-REITのリターンの平均値が株式のリターンの平均値を上回る時期が長く続いた。この時期におい

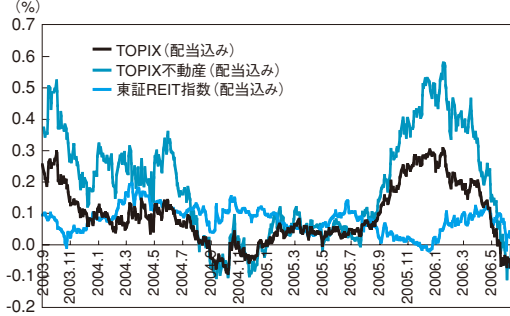
て、J-REITはリスクに比して高いリターンを実現したのである。

これは、J-REITのリスクが現実のリスクよりも過大に評価された結果、価格が適正な水準よりも低くなり、事後的に見た場合には実際のリスクに比べ、高いリターンが得られたのであろう。J-REITは、魅力的な投資商品であったといえ、J-REITに対する投資需要が増し、価格上昇に結びついたはずであるとも考えられる。

それに対し、価格が停滞し、スプレッドが2%前後で安定的に推移した2005年7月中旬から2005年末頃においては、J-REITがリスクに比べて高いリターンを得ていた可能性は低い。なぜなら、2005年7月中旬から2005年末頃の状況を示す図表9、図表10の2005年末から2006年初旬のデータによると、J-REITのリターンが株式よりも低い状態になっているからである（図表9、図表10の各時点のデータは、その時点から120営業日（約6カ月）間の過去データの情報を反映していることに注意する必要がある。2005年7月中旬から2005年末頃の状況を示すデータは、図表9、図表10の2005年12月末から2006年初旬頃のデータに相当する）。J-REITのリターンが株式のリターンよりも低いことは、J-REITリターンのリスクが株式リターンのリスクより低いことと整合性を持っていると言える。

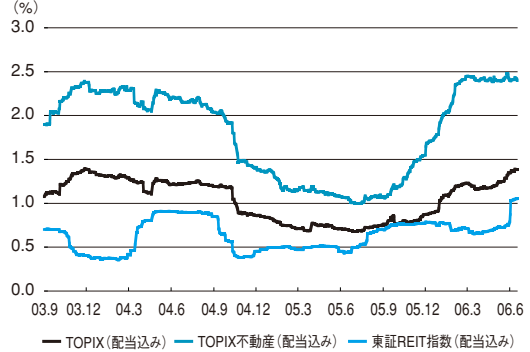
以上から、この時期において、J-REITに関する過大評価が解消されていた可能性が認められる。仮にそうであれば、スプレッド2%水準が妥当な水準だという認識が市場で形成されていたとしても不思議ではないことになる。

図表9 日次リターン120営業日平均値 (ローリングデータ)



図表9に示した日次リターンの平均値は、
 日次リターン=ln(当営業日のインデックス値) - ln(前営業日のインデックス値) (lnは自然対数を示す。)として算出した。連続複利ベース日率表示のリターンを用い、各営業日から過去に遡ったデータを用いて算出した平均値である。

図表10 日次リターン120営業日標準偏差 (ローリングデータ)



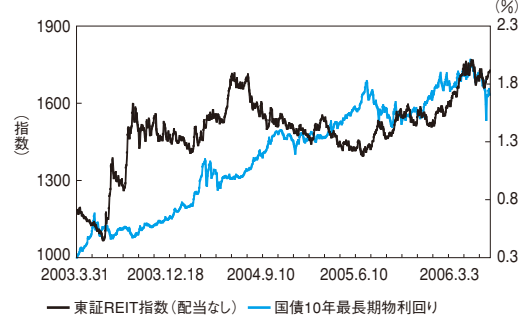
図表10に示した日次リターンの標準偏差は、
 日次リターン=ln(当営業日のインデックス値) - ln(前営業日のインデックス値) (lnは自然対数を示す。)として算出した。連続複利ベース日率表示のリターンを用い、各営業日から過去に遡ったデータを用いて算出した標準偏差である。

図表11 東証REIT指数と東証不動産指数との比較



※2003/3/31を基準日(=1.0)

図表12 東証REIT指数と国債利回りとの比較



(4) 不動産市場のファンダメンタルズ改善を背景とする価格上昇

2006年以降、J-REIT価格は再び上昇に転じた。

この時期におけるJ-REIT価格の上昇は、不動産市場のファンダメンタルズ改善によるものだと考える。都心部では、景気回復期待によるオフィス需要の増加が空室率の低下や募集賃料をもたらしている。また、局地的ではあるが地価反転の兆しが見え始めている。このような不動産市場のファンダメンタルズの改善は、J-REIT価格にプラスに作用するのである。

図表11は、東証REIT指数と東証不動産指数の比較を示しているが、2005年後半から、

東証不動産指数が大きく上昇している。不動産市場のファンダメンタルズ改善が、まず、不動産株式の価格に早く反映されたと言えよう。

一方、この時期には、ゼロ金利政策解除を見越した金利先高観が生じた。他の条件を一定とすると、金利上昇は、J-REIT価格に対してネガティブな効果を持ちうるため、J-REIT価格の下落が懸念された面もある。

だが、図表12に示すとおり、2006年初旬において、金利上昇とともにJ-REIT価格は上昇した。不動産市場の見直しに対する楽観的な見方が、J-REIT価格へのより強い上げ圧力となった結果だと考えられる。

2006年5月以降において、東証REIT指数

は下落している。これは、金利上昇の効果、行き過ぎた価格上昇の調整（スプレッドは、2%水準に戻りつつある）、一時的なショックに基づく下落等、さまざまな原因が考えられる。今後さらに先行きに注視していく中で、原因がより一層はっきりしてくるものと考えられる。

3. J-REIT市場の最近の動向

(1) 多様化の進展

J-REITは、銘柄数の増加に伴い、運用資産の内容、運用方針、上場する取引所などの点で多様化が進展しているのが現状である。

例えば、運用資産の内容についていえば、2005年6月に上場した福岡リート投資法人、2005年10月に上場した阪急リート投資法人などは、特定の地域を中心に投資する方針を掲げており、投資対象地域の多様化が進んでいる。また、最近では、物流特化型J-REITである日本ロジスティクスファンド投資法人が2005年5月に上場し、ホテル特化型J-REITであるジャパン・ホテル・アンド・リゾート投資法人が2006年2月に上場するなど、これまではなかった資産タイプに投資するJ-REITが登場している。

図表13では、J-REITの保有資産の資産タイプ別構成比の推移を表わしているが、ここでは、運用資産タイプの多様化を読み取ることができる。

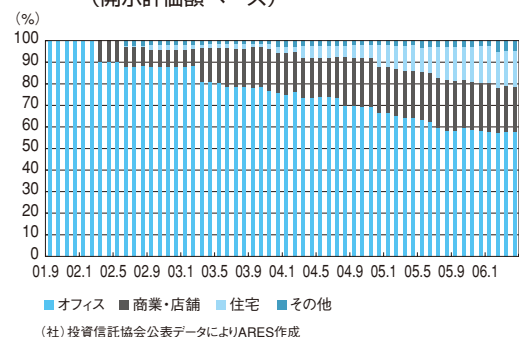
加えて、単一の資産タイプに投資するタイプ（特化型）と複数の資産タイプに投資するタイプ（複合型、総合型）の双方が登場している点においても、多様化が進展している。

また、このような運用方針の多様化に加え、上場する証券取引所についても、東京証券取引所に加え、大阪証券取引所、福岡証券取引所、ジャスダック証券取引所に上場する銘柄も登場し、多様化が進んでいる。今後、市場が拡大するにつれて、多様化はより一層進展するはずである。

多様化がより一層進展した場合、J-REIT各社の運用ノウハウの違いにより、運用成果の優劣に差がつくのは避けられない。各J-REITは、投資家によって選別され、運用成績が良い場合には報酬が得られる一方、運用成績が振るわない場合には、市場から淘汰されかねない状況に置かれると言える。その結果、各J-REIT間に競争が引き起こされるため、J-REITの不動産運用に対してプラスの作用をもたらすものと考えられる。当然ながら、このようなプラスの作用がもたらされるためには、投資家がJ-REITについての確かな判断を下せるだけの十分な情報開示がなされ、それが的確に利用できる環境が整備されなければならない。

一方、J-REITへの投資家にとって、このような多様化は、投資の選択肢が増えることを意味する。その結果、分散投資によって収益変動リスクをより一層減少させる余

図表13 J-REIT保有資産の資産タイプ別構成比の推移
(開示評価額ベース)



地が高まるといえ、同一のリターンをより小さなリスクで実現できる意味で、効率的な運用が可能となるはずである。

このように、J-REITの多様化は、不動産市場および金融市場の双方をより効率化すると考えられる。

(2) 豊富な開示情報の蓄積

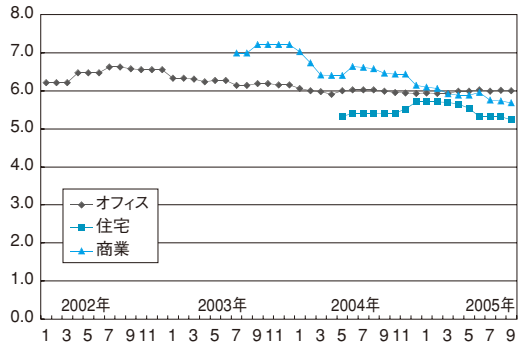
J-REITは、現在日本における不動産証券化商品としては唯一の上場商品であり、J-REITの情報開示は非常に充実している。たとえば、物件取得や資金調達等の重要な意思決定がなされた場合は、その旨を適時開示する。さらに、決算時において、J-REITの法人としてのBS・PLに加え、保有する個別不動産の収支情報・鑑定評価額に関する情報も公表する。J-REITの情報開示の中には、上場不動産会社の開示よりも充実した部分がある。

不動産について、このような詳細な情報が一般に公表されるケースは、J-REITを除くとほとんどないのが現状であり、J-REITの透明性はきわめて高いと言える。

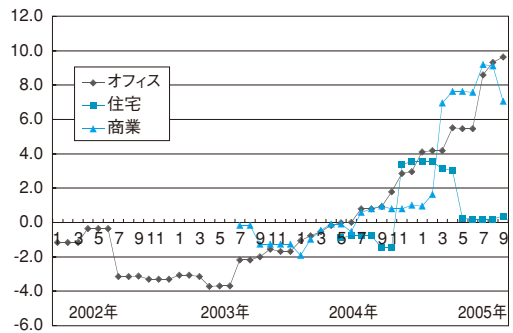
従来は、J-REITがまだ新しい商品であったことから、ヒストリカルデータの蓄積が十分ではなく、J-REITの分析は容易ではなかった面があったのも事実である。しかし、情報が多く蓄積され始めた現状では、投資家がよりの確かな分析を行える環境が整いつつあると言える。

例えば、J-REITの価格や分配金実績のデータを用い、J-REITを他の金融資産と同等な基準で分析することが可能になりつつある。また、J-REITの保有する不動産に関する情報を用い、実物不動産に対する分析を行うこともできる。図表14に示すARES J-

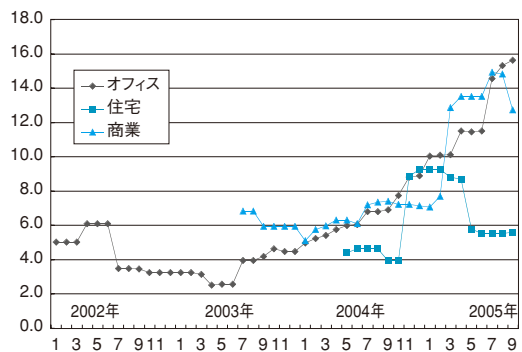
図表14-1 ARES J-REIT Property Index
インカム収益率の推移



図表14-2 ARES J-REIT Property Index
キャピタル収益率の推移

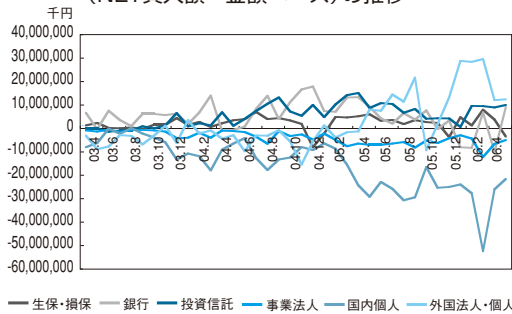


図表14-3 ARES J-REIT Property Index
総合収益率の推移



REIT Property Indexは、J-REIT保有物件に関する収支情報・鑑定評価額に関する公表データを元に（社）不動産証券化協会が算出し、ウェブサイト上で公表している不動産投資インデックスである（ARES J-REIT Property Indexは、J-REITの保有物

図表15 投資部門別売買状況
(NET買入額 金額ベース)の推移



件の開示データを用い、米国のNCREIF Indexの算出方法に準じた方法で算出した不動産投資インデックスである。詳細な定義は、(社)不動産証券化協会ホームページ(www.ares.or.jp)を参照されたい。

ARES J-REIT Property Indexは、不動産のリターンの平均値を示すものであり、そのトレンドを分析することで、不動産市場に関するマクロ動向を把握することができる。たとえば、図表14-2からキャピタル収益率がマイナスからプラスに転じていることを読み取ることができ、J-REITが保有する不動産の価格は、平均的には反転基調にあることが読み取れる。

また、個別物件のデータを利用することで、ミクロ的な視点から分析することも可能である。(社)不動産証券化協会では、J-REITが過去に開示した個別物件情報をデータベース化し、必要な情報を抽出・ダウンロードできる環境を提供するサービス「ARES J-REIT Property Database」を開始するので、分析はより一層容易になるはずである。

(3) 外国人投資家の投資態度の変化

これまで、J-REITへ最も積極的に投資し

てきたのは、銀行をはじめとする金融機関であった。これは、株式の低迷とは対照的にJ-REITが良好なパフォーマンスを示したことや低金利の継続によって、金融機関にとって、J-REITが他の投資先比べて魅力的だと認識されていたためであろう。

だが、J-REIT投資にはリスクがあるわけであり、今までのような良好なパフォーマンスが必ずしも今後も継続するとは言いきれない。前述のとおり、これまでのJ-REIT価格の上昇は、市場創設当初におけるJ-REITのリスクの過大評価の解消による可能性があり、今後も同様に価格上昇が継続するとは限らない。株価が回復基調にあり、金利上昇の可能性が認識されるのであれば、J-REITは、金融機関にとってかつてほど魅力的な投資先ではなくなる可能性もある。とすると、将来的にはJ-REITの投資家構成が変化しても不思議ではない。

図表15は、東京証券取引所が公表するJ-REITの投資部門別売買実績のデータを元に作成した、主な部門のJ-REITのNET買い入れ額の推移を示している。

金融機関はほぼ一貫して買い越し、個人はほぼ一貫して売り越していることがわかる。だが、2006年に入って以降、金融機関に売り越しの動きが生じ始めている。

その一方、外国人投資家が2005年以降、それまでの一貫した売り越しから、大幅な買い越しへと投資態度を変更させた。これは、J-REITが外国人投資家にとって魅力的な投資先だと認識されたことを意味し、J-REIT市場に大きなインパクトを与えたと言える。

図表3に示す通り、2005年度には数多くのJ-REITが新規上場した。仮に、J-REITへの

投資家が少ない場合、J-REITの大量な新規上場は、価格下落をもたらしかねない。なぜなら、J-REITの需要が限られている状況下、J-REITの供給が増加するからである。ところが、国内投資家に加え、外国人投資家がJ-REITの投資を行う環境においては、J-REITが多く新規上場した場合も、需要が国内投資家だけでなく海外投資家にも生じる余地があり、価格下落は限定的になると考えられる。

2005年度においては、新規上場が続いた割に価格下落が限定的であったのは、外国人による買い入れが増したことも一因になっているはずである。また、2006年以降において、J-REITの主たる買い手が外国人であったことを踏まえると、その時期における価格上昇は、日本の不動産市場のファンダメンタルズの改善が、外国人投資家に特にポジティブに受け入れられたために生じたものと考えられる。

仮に、今後も外国人投資家によるJ-REITの大幅な買い入れが継続した場合、J-REITの投資主に占める外国人投資家の比率は高まる。外国人投資家の比率が高くなりすぎた場合、外国人投資家の思惑によってJ-REIT価格が変動してしまうリスクが高まる面がある点は否定できない。しかしその一方で、J-REITを投資対象とする外国人投資家の増加が増えることによって、新規上場によるJ-REITの供給によって生じるJ-REITの価格下落への影響を抑制する効果があるのも事実である。その意味で、外国人投資家の比率の上昇は、J-REIT価格が適正価格から乖離するリスクを低減する面があるとも考えられる。

4. 結び

J-REIT市場は、すでに大きく拡大し、本格的な成長期を迎えている。これまでを振り返ると、J-REIT市場は順調な市場拡大を遂げてきたと言える。

そして、市場拡大とともに銘柄が多様化する中、J-REIT間における差が生じ始めてきている。各銘柄の個性が出てきたばかりでなく、パフォーマンスの上で差が生じているのが現状である。

そもそも、実物不動産への投資・運用は誰にもすぐにできるわけではなく、ノウハウが必要である。したがって、銘柄数が増える過程で、運用成果に差が生じるのは自然なことである。重要な点は、真に優れた運用成果をあげたJ-REITが評価されることだと考える。そのためには、投資家が、J-REITに対する正当な判断を下せるような環境整備が必要であろう。

投資家が、J-REITに対する判断を行うためには、J-REITに関する情報が不可欠である。幸いなことに、J-REITでは開示情報が充実している。ところが、J-REITの開示情報は、すぐに分析できるようなデータ形式になっているわけではない。

そこで、(社)不動産証券化協会の活動の一環として、J-REIT ViewやARES J-REIT Property DatabaseといったJ-REIT情報提供サービスを開始し、情報を利用しやすい環境整備に努めているところである。今後、開示情報を投資家にわかりやすく伝えるためのインフラ整備に向けた活動を、引き続き実施して参りたい。