

J-REIT View

～転換期を迎えたJ-REIT市場～

社団法人不動産証券化協会 調査部
上席研究員

澤田 考士



1. はじめに

2001年9月10日にJ-REITの初の上場銘柄が登場してから、既に7年が経過した。当初、不動産市況低迷への懸念や新たな商品であるがゆえの不安感から市場拡大が低迷した時期もあったが、幸いなことに、少なくとも2007年初旬までは、継続的な価格上昇や市場拡大が実現した。J-REITの投資家税制の改正、安定的な分配金の実現、不動産市況の回復などがその要因である。

だが、2007年以降、米国のサブプライムローン問題などが影響し、新規上場の減少や価格の低迷など、市場の拡大やパフォーマンスに大きな変化が見られた。また、金融商品としてのJ-REITの商品特性も大きく変質した。J-REIT市場は、明らかな転換期を迎えており、新たなステージに向かおうとしているように思える。

本レポートでは、これらの変化を検証するとともに、今後の将来展望を考察する。

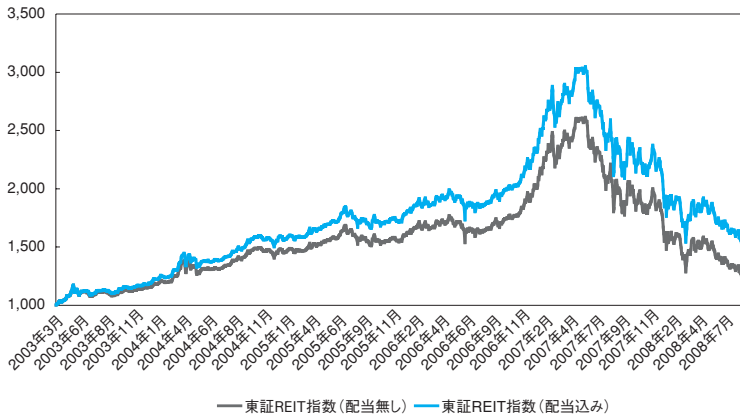
2. 初の本格的な価格下落と利回りの上昇

図表1は、東証REIT指数の推移を示している。

東証REIT指数は、公表が始まった2003年3月末以来、数年間にわたって上昇し続けてきたが、2007年5月末をピークとして初の大幅な下落を記録した。2008年3月17日までに、2007年5月末の水準から、東証REIT指数配当無しは約50.8%下落、同配当込み指数は約49.4%下落した後、若干の回復基調にあったが、直近では再び低迷し、2008年9月には年初来安値を更新することとなった。また、利回りについて言えば、図表2の通り、J-REITの大幅な価格下落に伴ってJ-REIT配当利回りが大きく上昇し、加えて、J-REITの投資法人債の利回りや借り入れ金利は、銘柄毎に差異はあるものの、概して上昇傾向にある。

一方、このように、J-REITの価格や利回りの推移に極めて劇的な変化が見られる

図表1 東証REIT指数の推移



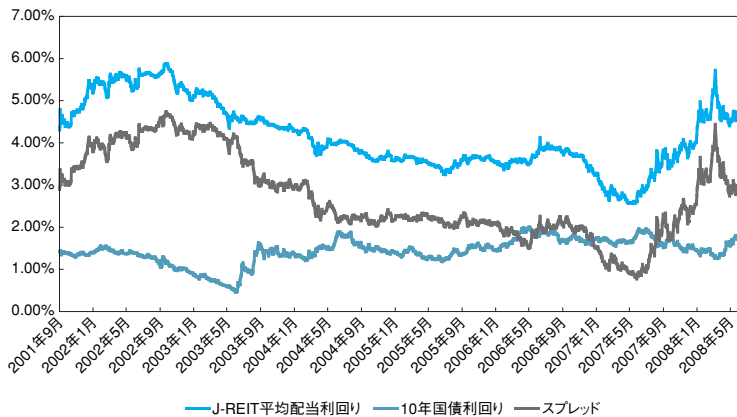
中、J-REITの保有不動産のパフォーマンスは概ね堅調であり、図表3に示すとおり、J-REITの分配金に大幅な下落傾向は見られない。

更に言えば、近年では一部の銘柄において、売却益による分配金の大幅な上昇も実現している状況である。

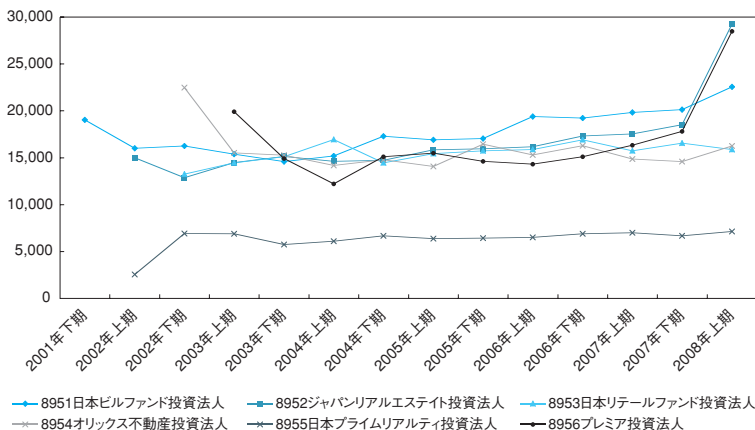
従って、J-REIT価格の下落は、キャッシュフローの減少期待によって生じているというよりは、むしろ、投資家のJ-REITのリスクに対する評価が金融市場の環境変化などを原因として高まったことによるものと想定される。投資家の評価の変化が、図表2に示すような配当利回りや国債利回りに対するスプレッドの上昇となって表れているともいえよう。

もっとも、リスクに対する投資家の変化は、J-REITのみについて生じたわけではなく、米国のサブ

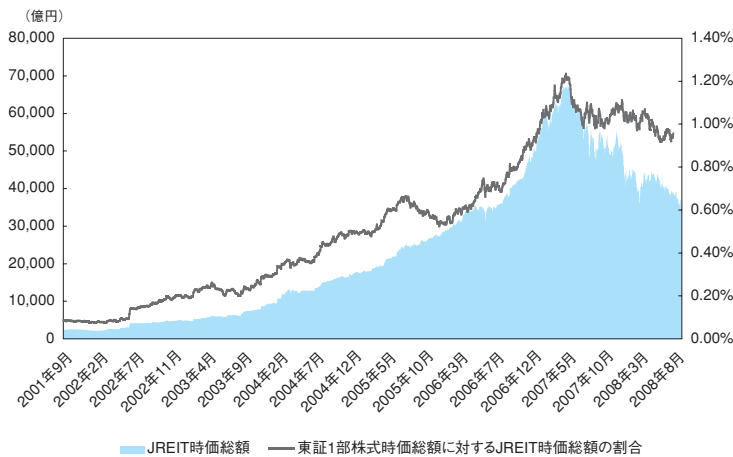
図表2 J-REIT平均配当利回り、10年国債利回り、スプレッドの推移



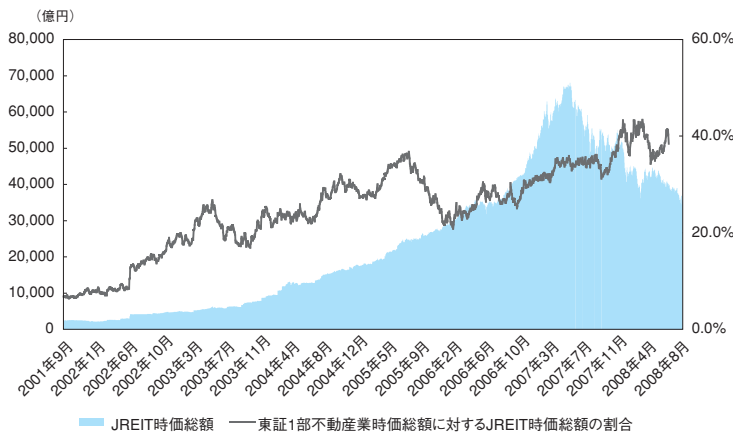
図表3 上場J-REIT先行6社 1口当たり分配金の推移



図表4 JREIT時価総額の推移とTOPIX時価総額との比較



図表5 JREIT時価総額の推移と東証1部不動産業時価総額との比較



プライムローン問題に端を発して金融市場全般に生じたものである。図表4においてはJ-REIT時価総額の東証1部株式時価総額に対する割合が示されているが、この割合に劇的な減少傾向が見られるわけではなく、安定的に推移している。J-REIT時価総額は、J-REITの投資口価格の下落とともに大きく減少したが、その減少は、株式時価総額の減少と同程度であったということである。また、図表5においてはJ-REIT時価総額の東証1部不動産業株式時価総額に

する割合が示されているが、この割合は、上昇傾向にあった時期もある。サブプライムローン問題後におけるJ-REIT時価総額の減少は、東証1部不動産業株式時価総額の減少と比較して低水準であったともいえる。

価格の下落は、J-REITのみならず日本の証券市場全般に生じた現象であり、更に、J-REIT価格の下落は、株式等の他の金融商品の価格下落と比較して大きくはないのである。

3. 市場で実現したJ-REITの商品特性

J-REITの利回りのトレンドがこのように変化

中、J-REITの商品特性もまた、大きく変化した。中でも、以下に示す (1) J-REITリターンのボラティリティ (変動性) の上昇、(2) J-REITリターンとTOPIXリターンの相関の上昇、が特徴的な変化である。

(1) J-REITリターンのボラティリティの上昇

図表6は、J-REIT及び日本の株式の日次リターンの標準偏差 (60営業日ローリングデータ) を示している。

標準偏差は、リターンのボラティリティを示している。そして図表6をみると、J-REITリターンのボラティリティはデータ上、2007年1月半ば以降TOPIXのボラティリティを上回ったことを読みとることができる。この2007年1月半ばの数値は、それ以前の60営業日（約3ヶ月）のデータで作成された数値であることから、2006年の後半以降にJ-REITリターンのボラティリティが大幅に上昇したといえる。その後、J-REITリターンのボラティリティは更に大きく上昇し、2007年8月上旬には、東証マ

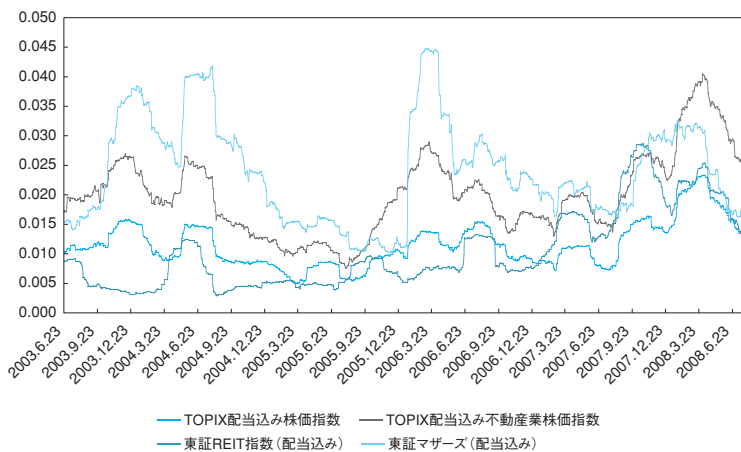
ザーズ指数のリターンのボラティリティを凌駕する水準にまで上昇した。

J-REITリターンのボラティリティのこのような大幅な上昇は、金融商品としてのJ-REITのリスクの上昇を示す。2006年後半以降、J-REITの資産内容、資本構成、商品の仕組みなどから想定される本来の特性とは異なる高リスクな特性が示されたといえよう。だが、そもそもJ-REITの保有資産はキャッシュフローの比較的安定した不動産であり、かつ、J-REITの負債比率が概して低めであることを踏まえれば、J-REITは株

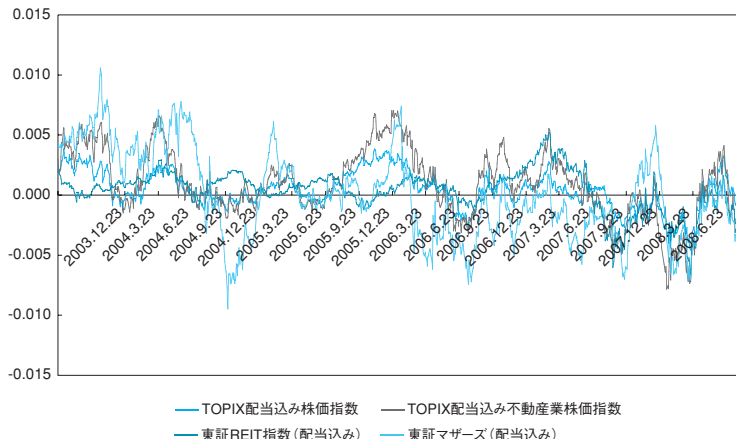
式よりもリスクの低いミドルリスクの商品性を示すようにも思える。実際、当初は一貫して、株式よりも低いボラティリティを示していた。

一方リターンの平均値をみると、図表7に示すとおり、J-REITの日次リターンの平均値（60営業日ローリングデータ）は、2006年後半に大幅に上昇し、2007年以降大幅な下落に転じている。これは、J-REITの価格が、2006年後半以降に大きく上昇した後、大幅な下落に転じた事実を反映し、リスクの高まるJ-REITの商品性を示

図表6 J-REIT及び日本の株式の日次リターン標準偏差（60営業日ローリング）の推移



図表7 J-REIT及び日本の株式のリターン平均値（60営業日ローリングデータ）の推移



しているといえよう。

幸いなことに、2007年後半以降、J-REITのボラティリティが、株式リターンのボラティリティの水準を下回る水準にまで低下した。これはおそらく、金融市場の混乱が若干沈静化したためだと推察される。結果として、本来は株式よりもリスクが低いはずのJ-REITの商品性は取り戻されたようにも思える。

しかしながら、J-REITのボラティリティの水準自体、依然として従来よりも高水準であり、本来想定されるリスクよりも依然として高いリスク水準になっている可能性もある。

(2) J-REITリターンとTOPIXリターンの相関の上昇

J-REITの商品性のもう一つの主要な変化は、TOPIXリターンとの相関の上昇である。図表8は、東証REIT指数の日次リターンとTOPIX日次リターンの相関係数（60営業日ローリングデータ）の推移を示している。図表8から、2007年以降、相関係数が大きく上昇したと判断することができる。

特に、2007年6月以降相関係数が急騰し、

2008年初旬には0.8を超える水準にまで達したのが特徴的である。リターンの相関係数がここまで上昇すると、J-REITと日本株式への分散投資によってリスク低減効果を楽しむことが困難となる。その後、相関係数は若干低下したものの、依然として高い水準にあり、同様の状態が継続している。

ただし、リターンの相関係数がこのように大幅に上昇したのは、米国のサブプライムローン問題に端を発した市場の混乱によって、日本において、株式市場とJ-REIT市場が同一の方向に変動したからに他ならない。J-REITの保有資産や仕組みを踏まえれば、今後、市場の混乱が収まってゆけば、この相関係数が大きく低下し、J-REITと日本株式への分散投資によるリスク低減効果を楽しむ環境が到来することは十分に想定される。

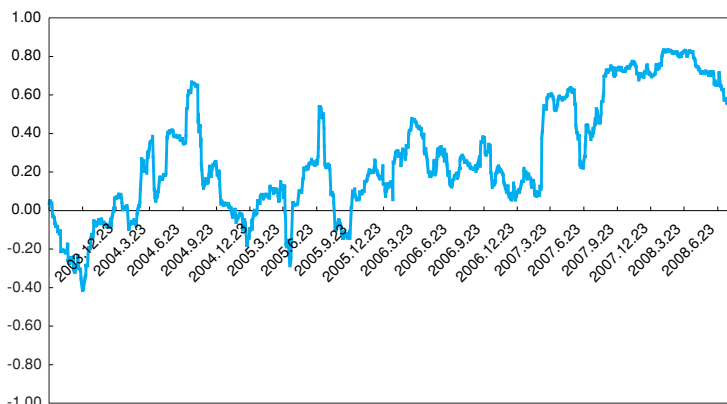
4. グローバル化する不動産投資市場

(1) 不動産投資市場のグローバル化の現状

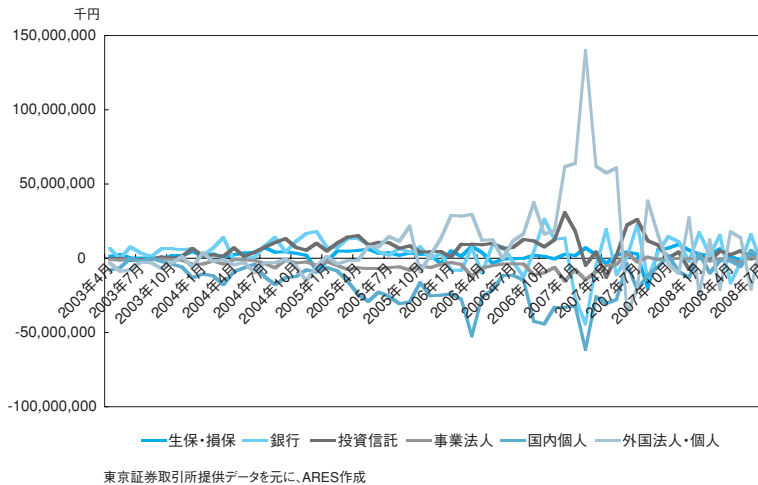
これまで述べてきた市場環境の変化の背景には、不動産投資市場のグローバル化がある。グローバルな不動産投資が活発化する

背景には、不動産証券化の普及によって、不動産のグローバル投資に関する障壁が取り払われた事情がある。不動産証券化が普及する以前には、海外不動産への投資は容易ではなかった。なぜなら、海外の実物不動産へ

図表8 日次リターンの相関係数(日本のREIT VS 日本の株式 60営業日ベース)



図表9 J-REIT投資部門別売買状況(東京証券取引所)



の投資を行う上では、投資対象国の法制や市場動向を踏まえた上で、実際に投資対象とする実物不動産の建物や土壌の状況、権利関係等について審査できなければならないからである。その点、不動産証券化が普及した現状においては、不動産証券化商品について、開示情報を踏まえて、他の金融商品と同様に投資判断を行えるようになったのである。このような環境下、国際分散投資によるリスク低減効果を狙って、海外不動産への投資は活発化した。

例えば、図表9に示す、J-REITの「投資部門別売買実績」(東京証券取引所データを元に作成)を見ると、外国人投資家によるJ-REITの売買を活発化させていたことを読み取ることができる。

外国人投資家は、2006年後半以降J-REITを大幅に買い入れ続け、その後、2007年6月に急に大幅な売り越しに転じた。外国人投資家が、J-REITを大幅に買い入れしている時期にはJ-REIT価格は急激に上昇し、外国人投資家が大幅な売り越しに転じた時期に、J-REIT価格は大きく下落したこ

とから、外国人投資家のJ-REITのこのような売買動向が、J-REIT価格に影響を与えた可能性は極めて高いものと推察される。これに加え、日本の不動産を投資対象とする海外REITも登場した。中には、日本の物件のみを対象とする海外REIT銘柄も複数

存在しており、海外資金による日本の不動産の投資は拡大している。

一方、日本の投資家による、ファンド・オブ・ファンズを通じた海外REITへの投資も活発化している。また、2008年5月には、東京証券取引所の規則が改正され、J-REITによる海外不動産投資が解禁された。将来的には、J-REITが海外不動産を直接取得することも想定される。

不動産市場において、グローバル化が進展し、クロスボーダー取引が活発化しているのである。

(2) 市場のグローバル化による市場環境の変化

このように不動産投資市場のグローバル化が進展するにつれ、ある国の市場環境の変化やショックが別の国に伝播しやすくなる環境が到来しつつある。2007年の米国サブプライムローン問題が、世界各国に波及しているのは特にわかりやすい例であるといえる。2007年にJ-REIT価格は、大きく下落したが、他国のREIT価格もやはり下落

した。米国一国の問題が、他の多くの国のREIT市場に波及した結果であることはほぼ明白であると言えよう。また、2006年後半におけるJ-REIT価格の大幅な上昇は、海外において不動産の利回りが不動産価格の上昇に伴って低下し、日本の不動産投資市場の相対的な魅力が高まったことも一つの要因であろう。これは海外の市場環境の変化が、日本の不動産投資市場に影響を与えた事例だといえる。

このように考えると、不動産投資市場のグローバル化が進展するにつれ、各国の市場はある程度の連動性を持つのではないかと推察される。この点について、図表10に示す世界のREIT指数の日次リターンの平均値（60営業日ローリングデータ）をみると、やはり、ある程度連動しているように見えなくもない。

しかしながら、各国REIT指数のリターンの平均値に一定連動性が見られるのに対し、J-REITリターンと米国リターンの相関係数、J-REITリターンと欧州リターンの相関係数は、図表11、図表12に示すとおり相対的に0に近い水準で推移している。おそ

らく、連動した動きをしていながらも、位相（Phase）の相違から、結果としてリターンの低い相関が実現しているものと想定される。これは、既に見た、J-REITリターンとTOPIXリターンの相関係数が極めて高いのと対照的である。日本国内で、J-REITとTOPIXへの分散投資によるリスク低減効果が見込めないのに対し、REITへの国際分散投資によるリスク低減効果が期待されるといえる。

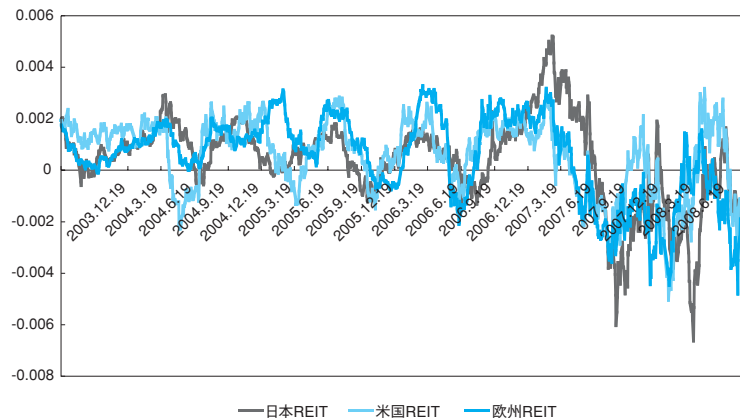
この点を踏まえると、国際分散投資へのニーズ拡大は当然の流れとも言え、不動産投資市場のグローバル化はより一層進展することが期待される。

5. 市場メカニズムの円滑な機能への期待

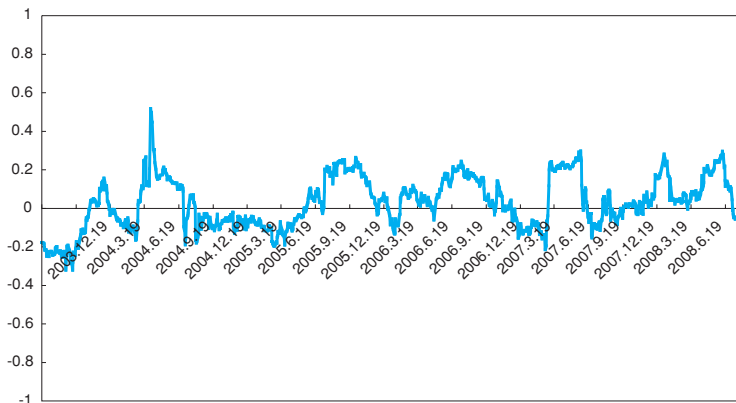
不動産の金融商品化や市場のグローバル化により、J-REIT等の不動産証券化商品のパフォーマンスは、単に組み込まれた不動産のパフォーマンスに影響されるばかりでなく、他の金融資産の動向や他国の経済情勢等、様々な要因によって変動するようになりつつある。そして、

上場J-REITは、高流動性を求める資金の投資対象となることが想定されることから、その傾向が特に強い。それゆえ、他国で生じた何らかのショックが日本の市場に伝播し、J-REIT価格が過度に変動する現象は当然に想定される。2006年後半以

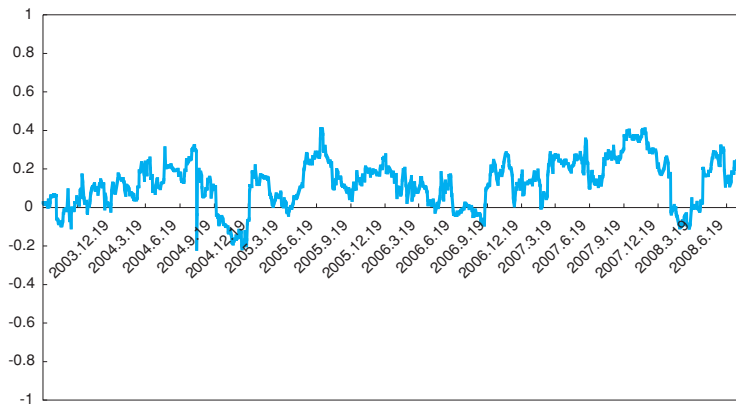
図表10 日本・アメリカ・欧州のREIT指数 日次リターン平均値（60営業日ベース）の推移



図表11 日次リターンの相関係数（日本REIT VS 米国REIT 60営業日ベース）



図表12 日次リターン相関係数の推移（日本REIT VS 欧州REIT 60営業日ベース）



来の、海外投資家の買い入れによるJ-REIT価格の上昇とその後の米国サブプライムローン問題のショックによるJ-REIT価格の急落は、その一つの例と言えなくもない。

このように、J-REITのパフォーマンスが様々な要因で変動する可能性があり、時として他国のショックや他の事情からJ-REIT価格が大きく変動し得るとすれば、結果として示されるJ-REITの特性は、原資産である不動産の特性とは異なるといえる。このような点に着目した場合、J-REITを小口で流動性を保った形で不動産の商品特性を享受できる商品として認識することが困難であるように感じられるかもしれない。

確かに、J-REITが現に高いボラティリティを示したのは事実であり、その特性は不動産の特性とは異なるといえる。そして、頻度が必ずしも多いとは言えないが、今後も同様のケースが想定されなくもない。しかしながら、もし仮に他国のショック等、何らかの要因でJ-REIT価格が過度に変動したとしても、それが短期間に調整され、適正な価格付けが早期に実現するのであれば、J-REITは基本的には不動産に類似した特性を有する商品だといえよう。そして、J-REITが中長期的にこ

のような特性をもつといえるためには、市場メカニズムの円滑な機能が鍵となる。

図表13は、2007年6月末を100として基準化した世界の主要REIT価格インデックスの推移を示している。

まず、米国REIT指数の動きを見ると、ある程度下落した後に、価格が若干反発する現象が何度か生じているのが特徴的である。結果として、米国REITの価格は、J-REITや欧州REITの価格と比較して、あまり下落していない。REITの歴史が最も長い米国では、REIT価格の変動の範囲を、過去のデータに基づいて予測しやすい環境にあるものと推察され、それゆえ、ある程

図表13 日本、米国、欧州のREIT価格指数(配当込み)の推移(2007年6月末を100と基準化)



Bloomberg提供データよりARES作成

度のREIT価格が下落した段階で、割安と判断する投資家が比較的早期にREITを買い入れることで、価格の過度な下落は避けられやすいということではないだろうか。即ち、米国のREIT市場では、市場メカニズムが比較的機能しやすい環境が整備されているものと推察されるのである。

一方、J-REITの価格はあまり反発せず下落が継続し、結果として、価格の下落幅は大きくなった。日本では、REIT市場の歴史がまだ短いために過去のデータが多く存在しない。J-REITはまだそれほど多様な経済局面を経験していないことから、J-REITのパフォーマンスが中長期的にどのような変動を示すのか予測することが困難である点は否めない。従って、日本において、J-REITの価格がある程度下がったとしても、多くの投資家が割安と判断して投資が再び積極化するまでに時間を要したとしても不思議ではない。そうであれば、仮にJ-REITの価格水準が適正水準を下回ったとしても、それがすぐには是正されない事態も懸念される。このような事態を如何にし

て避けてゆくかが、J-REIT市場にとって重要な課題であることは言うまでもない。

6. 価格動向を左右する投資家の期待

現在のJ-REIT市場は、米国サブプライムローン問題に端を発するショックが伝播し、市場環境が激変する

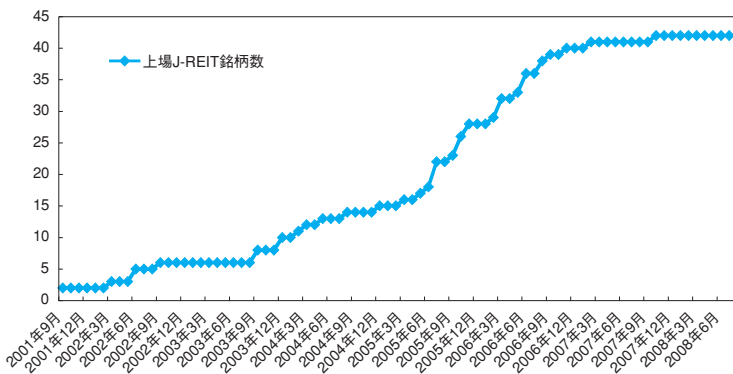
中、市場において調整が生じている過程にある。そのような状況下、J-REIT価格は低迷しているのは事実だが、不動産賃貸市場の堅調な推移を根拠に、現状からの脱却を期待している市場参加者は少なくないはずである。もちろん、仮に価格が上昇し過ぎた場合、市場メカニズムによる価格を沈静化し、適正な価格付けを実現することが不動産証券化市場に求められているのは事実である。それゆえ、最近のJ-REIT価格の下落が、価格の適正化の過程で生じているのであれば、必ずしも悲観すべきではないという見方もあろう。しかしながら、前述の通り、J-REIT価格の水準が割安の水準にまで低下していながら、投資家はその旨の判断をすることが難しい状況のために投資家による買い入れが進んでいない可能性もある。このような現象が生じ、それが理由となって不動産賃貸市場の堅調な推移にもかかわらず、J-REIT価格の低迷が継続しているという見方もありえよう。

ただし、いずれにせよJ-REITは、その資産の大半が実態のある不動産であり、かつ、

負債比率は概して低水準であることから、J-REIT価格が限りなくゼロに近い水準にまで下がる可能性は高くはないはずである。すなわち、J-REIT価格の下落は、いずれ終焉することが期待される。それゆえ、J-REIT価格が大きく下落するにつれ、価格回復を期待して投資機会を狙う投資家が増加し、買い入れのタイミングが図られてゆくことになるだろう。

とはいえ、J-REIT価格は、さらにどの程度下落するのか、そして、J-REIT価格はいつ回復基調になるのかを予測することは容易ではない。これらはいずれも、J-REITへのローンの出し手となり得る適格機関投資家の期待、そして、J-REIT投資口へ投資する投資家の期待に大きく左右される。投資家が仮に過度に悲観的な期待をいだいてしまえば、J-REIT価格が適正水準を下回る状況であっても、J-REIT価格が更に下落してしまいかねない。このような事態を避けるためには、J-REIT価格が適正水準から過度に乖離した場合、それが早期に適正水準へと調整されるであろう、と多くの投資家が信頼できるような市場環境の整備が重要であろう。

図表14 上場J-REIT銘柄数の推移



(注) 各月末時における上場銘柄数を示している

もちろん、このような市場環境が実現するためには、J-REITが今後様々な局面を経験する中、日本の不動産のサイクルやJ-REIT価格の変動性などがより一層理解されてゆく必要があるのは事実である。一方で、そのように長い期間を経過する以前のプロセスにおいて、市場メカニズムが機能しやすいような市場環境の整備に向けた活動を実施することも重要であろう。例えば、J-REITの豊富な開示情報が、投資家に分かり易い形で伝わるルートを確保できれば、投資家がJ-REITへの投資判断を行いやすくなるだろう。また、J-REITの市場データを利用しやすい環境を整備することで、多くの市場関係者によるJ-REITの分析が行われ、J-REITの商品性が理解されやすくなるのである。

不動産証券化協会のウェブサイト (<http://www.ares.or.jp/>) で提供している情報サービス、「J-REIT View」や「ARES J-REIT Property Database」は、まさにこのような活動の一環である。

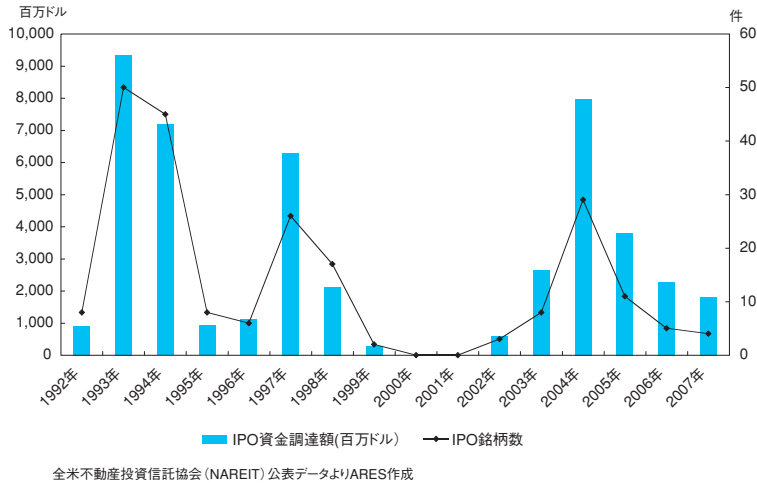
当然ながら、市場メカニズムの円滑な機能を阻害するような構造的要因が生じていないか、今後J-REIT市場が歴史を重ねる過程で継続的な検証を行

い、必要に応じて問題を解消してゆくこともまた、重要であろう。

7. 市場の将来展望

新規上場が延期されるケースや中止されるケースが増えており、図表14からわかる通

図表15 米国REIT IPOの件数及び資金調達額の推移



況に応じて大きく変動することが通常であり、J-REIT市場に十分な拡大余地がある以上、現在のように市場の拡大が低迷したとしても、市場が再び拡大基調へと変化することは十分に想定されるのである。現に米国では、図表15に示すとおり、資本市場の低迷から

り、J-REITの新規上場は、大きく減少している。

加えて、物件の取得が予定通り行われず、中止される事例も出ており、各J-REITが資産拡大を行いにくい状況も生じている。これらの状況やJ-REIT時価総額の下落などを踏まえれば、J-REIT市場の拡大は終焉したように思えるかもしれない。しかしながら、J-REIT市場の拡大余地は、まだ極めて大きい。

その最大の理由は、日本ではまだ収益不動産のごく一部の不動産が証券化されているに過ぎない点である。現時点で証券化されず、企業等によって保有されている優良不動産が、将来的にJ-REITによって取得されることが見込まれる。

また、GDPベースで見た場合、日本の経済規模は米国の約3分の1に相当するのに対し、日本のREIT時価総額は、米国の8分の1を少し上回る規模に過ぎない。日本の経済規模を踏まえれば、日本においてREIT市場が更に拡大したとしても不思議ではない状況にある。そして、拡大のペースは市

場の新規上場が落ち込んだ時期もあるが、2004年には、市況の回復とともに再び新規上場がブームになった。日本においても、同様のシナリオが想定されなくもない。

J-REIT市場が初めての本格的な価格下落を経験したことで、市場に混乱が生じたことは否めない。それゆえ、短期的な市場動向を予測しにくい状況であるのは事実である。しかしながら、中長期的には、日本においても他国と同様、不動産市場がサイクルを伴って変動し、かつ、REIT等の不動産証券化商品が、変動する不動産の価値を踏まえた公正価値から過度に乖離しない範囲で価格調整がなされてゆくという市場の姿が想定される。現在の状況は、単に市場トレンドの変化というだけでなく、このような将来像に向けた大きな転換期として位置付けられるのではないだろうか。