

Jリート市場の 現状評価と将来展望



座談会

昨年末まで低迷が続いていたJリートがようやく上昇基調に転じ、東証REIT指数は9月に1,950ポイントを付けました。好調な賃貸マーケットを背景に、インフレや金利上昇の影響を上回る増配方針を打ち出す銘柄が増え、投資家からの評価も高まっています。

本座談会では、Jリート市場の現状や各社が展開する精緻な財務戦略などを評価し、将来の展望について議論していただきました。

日 時：2025年8月25日

会 場：不動産証券化協会 会議室

岩佐 浩人氏

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 上席研究員 不動産調査室長

加藤 篤志氏

スターアジア投資顧問株式会社
代表取締役社長
ARES Jリート実務委員会 委員長

中野 邦彦氏

株式会社三井住友トラスト基礎研究所
REIT 投資顧問部長 上席主任研究員

進行役

田村 正之氏

日本経済新聞社
編集委員

田村 私は日本経済新聞で投資信託やNISA、iDeCo、年金、社会保障などの個人資産運用・マネー全般を取材し記事にしています。現在、新NISAを契機に個人投資家の間で世界株メインに資産形成が進んでおり、なかでも人気を集めている「オルカン」は約6割が米国株で、2割弱は“マグニフィセントセブン”のハイテク株です。米国株のPERは9月初旬時点で約24倍と、かつてのITバブル期に迫る高水準であることから、下落リスクや円高反転リスクが無視できません。ただ、日本株を大幅に増やすことが対策ともいえず、分散投資の観点からミドルリスク・ミドルリターンのJリートに注目する動きが見られます。さらに高齢化の進展に伴うインカム重視の資産運用ニーズの高まりもJリートへの関心を後押ししています。しかし、Jリーートの投資口価格はこの数年間にわたり下落しました。今年春以降は回復基調にありますが、依然として投資対象としての信頼性や将来性に対する懸念を抱く個人投資家も少なくありません。

こうした状況を踏まえ、Jリートは個人投資家に本当に適した投資商品なのか、保有比率はどの程度が妥当なのか、長期的なリターンは期待できるのか、国内金利が上昇した場合にも安定運用が可能なのか、そして投資家の信頼を高めるためにJリート各社は何をすべきかなどについて、本日は議論を深めていきたいと考えています。

それでは皆さまにも自己紹介をお願いします。

岩佐 ニッセイ基礎研究所の岩佐です。弊社は1988年に日本生命保険相互会社のシンクタンクとして設立され、不動産は設立当初から取り組んでいる研究領域です。研究成果についてはホームページを通じて発信しており、不動産証券化の普及・発展にも、ARESの活動を通じて

微力ながらコミットさせて頂いています。私は2006年からJリート市場を中心に不動産投資市場の調査・分析を担当しています。投資家の視点に立った市場動向の解説や、不動産証券化市場の健全な発展に向けた課題解決について、正確でわかりやすい情報発信を心がけています。

加藤 スターアジア投資顧問の加藤です。不動産金融分野には長年携わっており、野村證券で2003年に初期の頃のJリーートのIPOを初めて担当して以来しばらくJリーートの引受業務をしていました。その後10～14年まで野村證券が参入した不動産アセットマネジメントビジネスを韓国・ソウルで行い、現在の会社には15年7月に移り、発行体としてJリーートの現場で日々奮闘しています。

今年の正月に古い友人と集まった際、Jリートについて「まったく知らない」と話す人がいたことに驚かされました。創設から20年以上が経過しているにもかかわらず、一般層へJリートという投資商品が十分に浸透していない現状を改めて実感しました。さらに最近、金融リテラシーの高い大学の先輩でさえ、「不動産はダメ」と一括りにして投資対象から外しているというので、不動産投資に対する先入観や誤解が根強く残っていることを痛感しています。Jリートを含む不動産投資の本質的な価値や役割を、個人投資家にどう伝え、どのように浸透させていくか。効果的なアプローチを考えるべきだと思っています。

中野 私は三井住友トラスト基礎研究所で機関投資家に対して、Jリートに関する投資助言を行っています。主な顧客はJリート投信のファンドマネージャーですが、背後にはその投信に投資している多数の個人投資家がいることを意識して業務に取り組んでいます。我々の強みは、

REIT投資顧問部のアナリスト5名(本座談会開催時点)でJリート全58銘柄をカバーしており、社内の不動産専門家の知見も活用しながら、個別銘柄の分析の積上げでJリート市場全体を捉えていることです。

現職以前は、2005年9月からJリート関連業務に携わっており、そのうち10年半は商社系総合型リートで個別物件のAM業務からリサーチ、ポートフォリオ分析、PO・合併・資産入替等の戦略立案と遂行を経験しました。2017年3月に現在の会社に入り、現場経験のあるアナリストとして活動しています。Jリート市場を作り上げてきた第1世代の方々からバトンを引き継いだJリート第2世代として、Jリート市場の更なる発展に貢献したいと考えています。

Jリートのリスク・リターンをどうみるか

田村 個人投資家がJリートについて最も関心を寄せるのは「今が買い時かどうか」だと思います。そこでお伺いしたいのは、東証REIT指数について足元どの程度の水準が適正とみておられるのか、また今後も上昇が続くとみてよいのかという点です。

中野 緩やかな上昇が続く方向性だと思います。Jリート of 投資口価格を判断するには、不動産価格や賃貸収入の動向が前提となりますが、私は、不動産価格はインフレ環境下で上昇を続けるとみており、賃貸市場もオフィスやホテルを中心に賃料上昇が進むと考えています。堅固なファンダメンタルズを背景に、Jリート of 元本価値の裏付けとなるNAVや分配金は上昇していく、そのため、分配金利回りやP/NAVといったバリュエーションが大きく変わらなくても、



中野 邦彦氏

三井住友トラスト基礎研究所
REIT投資顧問部長 上席主任研究員

PROFILE

なかの く に ひ こ

1999年4月の投信運用会社でのキャリア開始以来、一貫して資産運用業界、中でも2005年9月以降は、3社にて運営、投資、調査の3つの立場でJリート関連業務に従事。

2017年3月に三井住友トラスト基礎研究所に入社し、機関投資家にJリートに関する投資助言を行う。2019年7月からREIT投資顧問部長。趣味は実査を兼ねた街歩きとホテル宿泊(Jリート取得物件のうち、これまで103ホテルに宿泊)。

東証REIT指数は中長期的に右肩上がりの推移を想定しています。

Jリートは保有不動産価値に裏付けされたインカム中心の投資ビークルであり、投資口価格は大きく捉えるとNAVに連動すると考えています。Jリエートの分配金、NAVは年間2%程度の上昇継続を見込み、それに伴い投資口価格も同程度の上昇を想定します。Jリート全体の平均分配金利回りは現在約4.6%ですが、ざっくりインカム4%+キャピタル2%=トータルリターン6%を目安として、他資産と比較検討するのが良いと思います。Jリートは元本価値がインフレに対して目減りせず、安定的に高水準の分配金が期待できる資産として位置付けられると考えています。

田村 世界株のような高いリターンは期待できないにしても、安定したインカム収入や好調な不動産市況を考えれば、投資対象としては十分良いということですね。一方で今まで、Jリートは株と同程度のリスクがあったと思いますが、市場がこなれてきた現在、株と比較して本来のリスクはいかがでしょうか。

岩佐 Jリート市場と株式市場のリスク(価格変動率)を比較すると、Jリートの方がやや高い水準にあります。この傾向は、米国市場におけるリートと株式の関係にも共通しています。もっとも、2008年の世界金融危機の前後や2011年の東日本大震災、2020年のコロナショックといった市場混乱期を含んでいる点に留意が必要です。これらの時期を除けば、多くの期間において年率10%程度で推移しており、本来想定される「ミドルリスク」の水準で安定しています。したがって、Jリート市場のリスクをどう評価するかによって、ポートフォリオの組入比率やリスク・リターンの改善効果が変わってくるのではない

でしょうか。

中野 Jリートは高い流動性・換金性の反面、投資家センチメント等の影響も受けて運営実態から乖離して価格変動することがあります。ただし、長期保有前提でインカムの積上げという捉え方であれば、短期的な価格変動があっても慌てる必要はありません。「私募リートや私募ファンド、不動産クラウドファンディング、不動産ST等は日々の価値変化が顕在化しないのでリスクが低い、他方、Jリートは価格変動が明らかになるからリスクが高い」ということではないと思います。同じ不動産投資のためのビークルとして、その保有不動産の中身や分散性、運営状況に着目すべきではないでしょうか。

投資家のすそ野拡大と個人投資家への訴求

加藤 一つ言えるのは、市場参加者が少ないためにボラティリティが高くなるのだと思います。Jリートは小口化上场されていて流動性がある素晴らしい商品です。このことを投資家に伝えて、いかにすそ野を広げていくか。本来の商品性に収れんさせるためにはそれが必要だと思っています。

岩佐 先ほど、加藤さんからご指摘がありました。Jリエートの課題は、個人投資家の認知度が低いこと、そして投資家層の厚みに欠けている点にあります。やや抽象的な表現になりますが、「Jリート市場にはエクイティが圧倒的に足りない」と言えるでしょう。今後の成長に向けては、いかにエクイティ資金を確保していくかが重要なテーマとなります。その際、年金や海外投資家への訴求も大切ですが、最大のカギはやはり個人投資家です。Jリエートの商品特性を

正しく理解してもらい、約2,200兆円にのぼる個人金融資産の一部をJリートに振り向けてもらうことが不可欠だと考えています。

田村 現在は参加者が少ないためボラティリティが大きいものの、将来的に投資家が増えればリスクは株式より小さくなる。一方、リターンも世界株に比べて限定的です。したがって、ポートフォリオの中核は広く分散された株式とし、Jリートは補完的に一部を組み入れるのが適切ということでしょうか。

中野 Jリートは為替リスクがなく、元本価値が保有不動産価値で下支えされ、保有不動産からのリターンをベースに安定インカムが期待できる投資対象です。売却してはじめてリターンが確定する値上がり益と異なり、インカムは保有期間中に定期的リターンとして獲得できます。分散投資の一部として、Jリートにも一定の割合で投資を続けることで、インカムリターンを積み上げていくのが良いと私は考えています。

加藤 例えば、これから資産ポートフォリオを形成しようとしている若年層に対しては、まずは新NISAを利用してJリートを長期で保有すれば年金のように貯まっていく、ということを訴える。資産形成を始めるのにJリートは適していると思っています。そして個人投資家のすそ野を広げるには運用会社や証券会社だけでなく、投信の組成側の方々も含め、業界が一体となって注力すべきではないかと考えています。投信でもYouTubeで情報発信している方がいらっしゃると思いますが、そうしたことの積み重ねが重要ではないかと思えます。

田村 オルカンが大きく成長していますが、運用会社である三菱UFJアセットマネジメントはつみたてNISAの導入以前から有力プロガーを招いて情報交換や発信の場を設けるなど、早



加藤 篤志氏

スターアジア投資顧問株式会社
代表取締役社長

PROFILE

かとう あつし

野村不動産においてマンション開発、不動産仲介、AMビジネスなど、不動産に関連する様々な業務を経験。その後、太田昭和アーンスト&ヤング(現EY税理士法人)にて多数の不動産担保債権の評価に従事。2002年12月より野村証券、J-REITの組成、IPO及びPOをディールマネージャーとして幅広くサポート。2015年7月スターアジア投資顧問入社、同年8月より代表取締役社長。2016年4月スターアジア不動産投資法人の上場、以降、公募増資、合併を経て、2,757億円(2025年7月末現在)にまで資産規模を拡大。

い段階から個人投資家との信頼感の構築に取り組んでいました。現在も個人投資家の多くはYouTubeをはじめとした媒体を活用しています。Jリートも今後はインフルエンサーの力を効果的に活用できるといいかもしれません。

個人マネーの開拓余地は大きい

田村 さて、その個人投資家ですが、今年7月に東京証券取引所などが発表した株式分布状況調査(2024年度)の結果では、個人株主数は前年度比914万人(12%)増加で、日本株全体に占める個人の保有比率は17.3%、保有金額は164兆2,858億円でした。先ほど来、Jリートにエクイティが足りないという話が出ていますが、現状はどうでしょうか。

中野 東証などが年2回公表している「REIT投資主情報調査」で直近2025年2月のJリートの保有金額比率を確認すると、個人は8.6%に過ぎず、日本株における個人の保有比率に比べて低いです。ただし、Jリートは投資信託(ETFを含む)による保有比率が35.4%で、日本株の10.4%(2023年度)に比べて非常に高いのが特徴です。投資信託

(ETFを含む)の内訳は、約9割を金融機関が保有しているETFが約15%、ETF以外の投資信託が約20%です。ETF以外の投資信託の大半は個人が保有していると捉えると、Jリートの実質的な個人の保有比率は3割弱(=個別リートへの直接投資8.6%+投資信託経由での投資約20%)と考えることができます。比率としては低いわけではありませんが、金額としてはまだまだ開拓余地があると考えています。Jリート全体のエクイティは簿価ベースで12兆円弱、時価ベースで約16兆円ですので、その3割は時価ベースでも5兆円程度に過ぎません。2,200兆円を超える個人金融資産に占める比率は圧倒的に小さいです。プロによる不動産運用商品であるJリートに対する個人マネーの潜在ニーズは大きいはずで、業界を挙げて期待に答えていく必要があります。

なお、Jリート全体のバランスシートでいうと、左側の不動産は取得価格が約24兆円、減価償却後の簿価が約22兆円に対して鑑定評価額が約28兆円で含み益は約6兆円、右側はエクイティ(出資総額)が12兆円弱、デット(有利子負債残高)が約11兆円、出資総額ベースのLTV(=有利子負債残高÷(有利子負債残高+出資総額))が50%弱という構造です。

JREIT市場の成長には、エクイティが足りない



	Jリート (25.2)	
投資信託	35.4	・新NISA(積立投資枠から除外) ・DC、IDECO、ラップ口座へのアプローチ
年金信託	0.6	
都銀・地銀・信託銀行	13.4	・2024年GPIF撤退 ・私募REITへのシフト
生保	1.8	
損保	0.0	
その他金融機関	4.1	
証券会社	3.8	・大学基金へのアプローチ
事業法人等	8.9	
外国法人等	23.5	・MSCI指数からの除外
個人その他	8.6	・新NISA
合計	100	

(出所) 日本取引所グループのデータをもとに作成
Copyright © 2025 NLI Research Institute All rights reserved

岩佐 平成バブル崩壊の反省点として、不動産投資市場が過度にデットに依存していたことが挙げられます。価格下落時のクッションとなるエクイティに厚みを加えることは、Jリート市場に課せられた社会的ミッションの一つです。弊社の試算によれば、国内の投資適格不動産の市場規模は約300兆円です。Jリート市場には依然として大きな成長余地がありますが、その成長を支えるエクイティ資金、投資家層の厚みは十分でないと感じています。

田村 儲かる人が増えれば自然と参加者も増えます。Jリートが時として急落するのは、逆張りして買い向かう個人投資家が少ないからで、彼らがもっと入ってくればボラティリティも抑えられるはずです。最近のように値上がりが続けば、メディアの注目も高まり、市場への関心は一層強まると思います。

中野 Jリートの割安感に注目した個人による買い越しがみられたことに加えて、Jリート投信も資金流入に転じてきています。

加藤 ARESの活動でも個人投資家の開拓を検討していますが、劇的に拡大させられるよう

な妙案は、今のところありません。投資主総会後の運用状況報告会は既存の投資主に対してであり、イベントを実施しても来場されるのはJリートをよく知っている投資家がメインで、すそ野が広がらないのは忸怩たる思いです。個人投資家へのアクセス機会を何とか広げたいと思い、YouTubeのチャンネルの開設など、地道な努力をしています。

中野 個別ミーティングで常連が数十人だけ集まっても波及効果は限られるので、地道な地上戦とともに、マス媒体やSNSを活用した空中戦の両方をやる必要がありますね。

「金利のある時代」の成長戦略

田村 先ほど中野さんからJリートの業績はしばらく好調な状況が続くとありましたが、少し前に岩佐さんご自身のレポートにおいて今後5年間で計7%減益を見込んでいらっしゃいましたね。

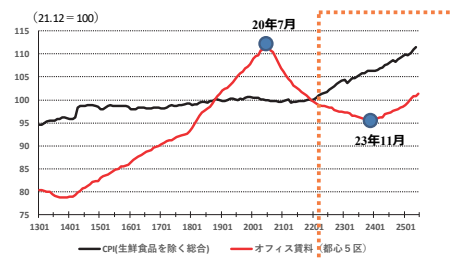
「インフレのある時代」、「金利のある時代」。2つの「ワニの口」への対応



▶ 「ゼロインフレ、ゼロ金利」ノルムからの転換

※ノルムとは、社会的な習慣や規範意識を意味する言葉。米経済学者アーサー・オーカンが提唱

○CPIとオフィス賃料（東京都心5区）の推移（2021年12月末=100）



（出所）総務省、三鬼商事のデータをもとにニッセイ基礎研究所が作成

○JリートCapレートと10年国債利回り



（出所）開示資料をもとにニッセイ基礎研究所が作成

岩佐 弊社の賃料見通しや金利見通しを前提とすると、今後5年間は金利上昇による利払い負担の増加が賃料上昇の効果を上回ると見ています。2022年にスタートしたインフレが年3%程度で推移する一方、オフィス賃料はコロナ禍の影響もあって調整が長期化しました。ただし2023年後半に底を打ち、足もとではインフレ率を上回る賃料上昇が続いています。また、Jリート各社の決算ガイダンスを見ると、従来の稼働重視から賃料重視への運用姿勢に転換し、インフレ対応は着実に進展していると評価できます。

一方で、金利と不動産キャップレートの「ワニの口」は拡大傾向にあり、先行きは依然として不透明です。Jリート市場は「インフレのある時代」「金利のある時代」を前提に、今後の成長戦略を練る必要があります。

「金利2%の時代」がニューノーマルとすれば、Jリーートのビジネスモデルは再考を迫られるでしょう。一定の前提条件（減価償却費1%、運用コスト0.5%、LTV50%）をもとに試算すれば、NOI利回りが現在の4%で変わらない場合、分配利回りは3%、イールドスプレッドは1%に低下します。つまり、Jリート市場がNAV1倍を維持するには、投資家に1%のイールドスプレッドを受け入れてもらう必要があります。米国リート市場並みに低いリスクプレミアムが許容される土壌、投資家層の厚みを育んでいく取組みが求められるということです。幸い、これまでの低金利局面で長期固定の資金調達を実行してきた結果、現在の平均借入金利は0.8%です。平均借入金利が2%に達するまでには、一定の時間的猶予が残されています。

中野 今のお話は、長期金利が上昇しても不動産のキャップレートは上がらず、安く買える局面は来ないことを前提に、それに見合ったエ



岩佐 浩人氏

株式会社ニッセイ基礎研究所
金融研究部 不動産調査室長

PROFILE

いわさ ひろと

1993年大阪大学経済学部卒業。1993年日本生命保険相互会社入社

2005年株式会社ニッセイ基礎研究所出向、現在に至る。

著書（共書）に「不動産ビジネスはますます面白くなる」、「不動産力を磨く」。不動産証券化協会「不動産証券化マスター資格制度委員」

クイティをいかに調達して成長していくかという話だと理解しました。私は一貫して、長期金利の上昇がキャップレートの上昇、不動産価格の下落につながるわけではないと主張してきましたが、そのような見方が浸透してきたことも、直近のJリート価格上昇の背景にあると思っています。

加藤 実物不動産市場は投資マネーが潤沢にあり、価格は高止まりしています。グローバルに比較した場合、日本は正のスプレッドが取れ、かつ安定した法制度で誰でも参入できる市場なので、マーケット参加者は多く、現物不動産に対する国内外の不動産投資家の投資意欲は依然として高い。私たちは、金利が上昇するタイミングで不動産価格が下がり“投資チャンス”が到来するのではないかと考えていましたが、そうはなっていません。世界的に投資資金が潤沢な状況がそうしているのでしょうか。

中野 不動産価格の先行きについてはポジティブで、Jリートは保有不動産の価値上昇が下支えとなり、元本価格は上がるとみています。日本の実物不動産にお金が入って不動産価格が上がるのか、Jリートにお金が入って投資口価格が上がるのか、共に上昇するとしてもその強弱によって、P/NAVが1倍に回復するか否かが異なります。個人的には‘P/NAV1倍の呪縛’からそろそろ脱却しようと申し上げたい。投資口価格は上昇しても、NAVも上昇するため、P/NAV 1倍を回復しない可能性も前提とした成長戦略を考える必要があると考えています。金や株、債券と異なり、不動産は取得後の運用次第でキャッシュフローを上げられる。このことを投資家に説明してエクイティを集めないと、時間経過とともに金利も不動産価格も上昇し、益々成長が難しくなります。規模拡大によるポート

フォリオ分散が進まなければ、投資家が期待する中長期的な分配金の安定成長にとってマイナスです。

田村 金利が上がっても不動産価格が下がらない状況が本当に続くのかはわかりません。リスク資産の価格は将来収益を還元利回りである「 $R = R_f(\text{リスクフリーレート}) + R_p(\text{リスクプレミアム}) - G(\text{収益の期待成長率})$ 」で割って計算されます。

これまでは超低金利で R_f (リスクフリーレート)の絶対値が非常に低く、たとえば金利が0.3から0.5に上がっても影響は限定的でした。ところが金利が1から2へ上昇すると、 R_f の変化の影響が増して分母の全体が大きく動いてしまいます。そのため、今後金利が上昇した場合に、本当に資産価格が下がらないのか懸念されます。

中野 世界的に実物不動産への投資マネーは潤沢だと認識しています。取得後のキャッシュフロー成長を織り込むことで低利回りで投資が正当化され、投資資金が流入することでリスクプレミアムが縮小します。リスクフリーレートが上昇しても、リスクプレミアムの縮小と期待成長率の拡大で相殺され、不動産の利回りは上昇しないとみています。Jリートにとって「利回りを確保した物件取得が難しい」という状況は続くのではないのでしょうか。

加藤 将来の成長を織り込んで不動産を購入すること自体は、既存の投資家への分配金を損なわなければ問題ありません。ただし、公募増資を伴わないで物件を取得するためには、借入を起こす必要があり、そうするとレバレッジを高めることとなります。しかしレバレッジを上げると金利の影響を相対的に強く受けてしまうため、借入での物件取得は躊躇してしまいます。高いレバレッジが活用できるプライベートエクイティ

には価格面で競争力は劣るように思います。

中野 現在、不動産売買市場でのJリーートの存在感は低下してしまっています。Jリート市場により多くの投資家が参入し、エクイティ調達コストが低下すれば、物件取得力が高まります。個人投資家にJリーートの良さを認識してもらうためにインカムの安定性、成長性をアピールすべきです。日経新聞等のメディアでは、東証REIT指数(配当なし)の上下にフォーカスしがちですが、これはトータルリターンのうち、表面的なキャピタルリターンの部分だけを切り取っているわけです。Jリートはインカムリターンを併せて評価するのが適切ですし、キャピタルリターン(値動き)についても背景にあるNAV(保有不動産価値)の動きを併せて示すべきです。「値上がり期待できるから魅力的」と勧めるのは、Jリート本来の良さを伝える方法ではないと思います。

田村 確かにそうですね。ただ、日経平均株価の記事もほとんどは配当抜き指数で書かれていて、配当込み指数である「日経平均トータルリターン・インデックス」を基にした分析はほとんどありません。本来は資産価格の変動はトータルリターンで分析すべきで、そうっていないのはメディアとしての見識不足ですね。しかもインカムの比率が高いJリートは特にその必要が高いと思います。

ディスカウント増資と自己投資口取得の評価

田村 JリーートのNAV倍率が1倍割れしている中でディスカウント増資については、先ほど中野さんからコメントがありました。岩佐さんはその点はいかががお考えでしょうか。



田村 正之氏

日本経済新聞社
編集委員

PROFILE

たむら まさゆき

日経マネー副編集長、生活経済部デスクなどを経て現職。証券アナリスト(CMA)、ファイナンシャルプランナー(CFP)、1級FP技能士、社会保険労務士。近著に「間違いだらけの新NISA・イデコ活用術」「人生100年時代の年金・イデコ・NISA戦略」など。田村優之の筆名の小説で開高健賞。経済・青春小説「青い約束」(松本清張賞最終候補)は13万部。

岩佐 私はディスカウント増資に反対の立場です。Jリークの発行価格は保有資産の内容に照らして公正である必要があり、その基準は市場価格とNAVの二つに求められます。投資主利益を最優先するJリート制度においては、両者を比較してより高い価格を採用すべきだと考えます。ディスカウント増資は、既存投資家のエクイティ価値を毀損し、その分、新規投資家の価値が増加します。POロードショーで「申し込み倍率が5倍だ、10倍だ。だから成功した」といった発表を目にするたびに、それは違うだろうと感じます。さらに、Jリート市場に期待される社会的役割の一つに「価格発見機能」があります。ディスカウント増資が相次ぐと、将来の不動産価格を予兆する「炭鉱のカナリア」としての機能を失いかねない。Jリートに対する成長期待や信認を高めることで、NAV1倍割れの解消を優先すべきです。

ところで、成長期待について申し上げますと、Jリートは確かな実績を積み重ねています。過去5年、10年、15年、20年のいずれの期間においても、市場全体の1口当たり分配金や1口当たりNAVの成長率はいずれも名目GDP成長率を上回っています。トマ・ピケティ著「21世紀の資本」では、資本収益率(R)は経済成長率(G)を上回ると指摘していますが、Jリートも高い収益率を実現しています。もちろん過去の実績が将来のリターンを約束するわけではありませんが、現在のJリート市場は過小評価されています。

中野 投資主価値に関する3つの数字、分配金、1口当たりNAV、投資口価格、どれも重要ですが、運用会社が自らコントロールできる度合いが強く、また、インカム主体の投資商品であるJリークの性格から、最も重視すべきは分配金だと考えています。P/NAV1倍にこだわり

すぎてPOを伴う規模拡大ができない、ましてや自己投資口取得による規模縮小でポートフォリオの分散性が低下すると、将来の安定分配を毀損してしまう可能性があると考えます。P/NAV1倍超でのPOが望ましいのはその通りですが、運用会社は「P/NAVが1倍を回復するまでPOは行わない」と宣言するのではなく、エクイティ調達コスト低下のために投資口価格の向上を目指すとともに、P/NAVが1倍未満でも分配金向上につながるPOが組み立てられないかを常に模索し、実行に当たってはその意義を投資家に真正面から説明してもらいたいです。

加藤 私たちはこれまで分配金を重視してPOを実施しています。岩佐さんがおっしゃることもその通りで、私たちもそこを目指して、株価を引き上げようとさまざまな施策を講じていますが、実際の値動きは東証REIT指数に対して若干の優劣がある程度で、基本的には指数と同じ動きをします。リートマーケットへの参加者を増やすことができれば、リート全体を押し上げていくことになるわけですが。可能性として、公募増資を通じて投資家層を広げることができるかもしれません。公募増資では相応の口数を発行するため、市場のすそ野を拡大する絶好の機会となるように思います。私は分配金アクリーティブなら、公募増資を検討しても良いと思います。

中野 評価を高めてからエクイティを集めるべきか、その逆か。順序の違いとみることもできます。私は自己投資口取得に否定的です。投資家から資金を託されて不動産で運用するために投資口を発行したのに、自らの投資口を取得して、資金を投資家に返すのはプロとしての責任放棄、ギブアップ宣言です。よほど割安な水準まで投資口価格が下落した状況では、メッセー

ジ効果も含めて自己投資口取得を行う意義はあ
ると考えますが、「物件の利回りより投資口の分
配金利回りの方が高いから、物件ではなく自己
投資口を取得する」とのロジックには賛同しま
せん。この理屈を突き詰めれば、規模縮小でポ
ートフォリオ分散性が低下しますし、最終的には
上場廃止して解散したほうが良いということに
なります。POで投資口数を増やさなければ、投
資家のすそ野は広がりませんし、Jリーートの社会
的な貢献度も高まりません。分散性向上による
安定分配に資する資産規模の拡大はスポンサー、
運用会社にとってもプラスですが、何より投資
主の利益につながります。

PBR1倍割れなど極端に投資口価格が低い状
況での無理なPOは避けるべきですが、分配金の中
長期的な安定成長につながるのであれば、自己
投資口取得ではなく、POを伴う物件取得を行
うべきです。自己投資口取得・消却で口数を1.5%
減らせば、EPS(1株当たり利益)が1.5%上がる
のは当然ですが、投資口価格の向上効果がどれ
だけあるのかは疑問です。効果を確認するた
めにも、投資口価格が割安水準にあると自己認
識している銘柄が1回は自己投資口取得を行
ってみるのが良いとも考えますが、どれほどの効果
があったのか、自ら冷静に検証してもらいた
いです。投資のためのベークルであるJリートに
おいて、自己投資口取得は非常時手段と位置
付けるべきもので、P/NAVが1倍を下回っている
からと言って、継続的に行うべきものではない
というのが私の意見です。

岩佐 私のようなディスカウント増資反対の
原理主義者からすれば、Jリートによる自己投
資口取得はまだ十分とは言えません。昨年の取
得額は約1,000億円でした。参考までに、株式市
場では資本効率改善や持ち合い解消に備え、自

社株買いの取得枠は時価総額の2%に達してい
ます。この基準をJリート市場に当てはめると、
3,000億円(時価総額15兆円×2%)が1つの目安
となります。資産運用の基本は「高いものを売
り、安いものを買う」ことです。そう考えると、
NAV1倍割れの現在は、割高な不動産を売却し、
割安な投資口を取得することで、投資主価値を
高める絶好の機会と言えます。こうした不動産
市場と金融市場の価格差を利用した裁定取引は、
不動産運用の世界において上場リートだけに許
された成長戦略です。「内部成長」「外部成長」に
並ぶ第3の戦略として位置付け、積極的に活用
してほしいと考えています。

中野 乱暴な表現ですが、自己投資口取得だ
けではP/NAVを0.8倍から0.9倍に引き上げる
ことはできても、0.9倍を1.0倍に引き上げるの
は難しいと考えています。自己投資口取得を繰
り返しても縮小均衡で展望が開けません。株の
世界でも自社株買いが増えていますが、どう評
価すべきなのでしょう。

田村 資金をどのように運用するのが有効か
という議論なのかと思います。成長分野に投資
できるのであれば自社株買いよりもそちらが望
ましいですが、多くの企業は有効な投資先がな
いまま資金を抱え込んでおり、その場合は株主
に還元した方が指標改善にもつながり合理的と
いえます。Jリートにおいても同様で、株式の自
社株買いと同じく、自己投資口取得の是非は投
資家が預けた資金をどう使うのが最も効果的か
によって変わるのではないのでしょうか。

加藤 事業会社の場合は、余剰現金の使途の
一つとして自社株買いが選択されます。Jリート
も制度的に、事業会社における自社株買いと同
じ自己投資口取得ができますが、Jリートが自己
投資口取得によって株価にインパクトを与える

には、大きな規模で自己投資口取得を実施する必要があると思います。大規模な実施のためには、例えば、物件を売却して資金を確保するといったことが必要となります。Jリートは構造的に潤沢な手元資金を持つわけではないため、そこまでして自己投資口取得を実施する効果が本当にあるのか、しっかりと検証する必要があると思います。私たちは、昨年公募増資を実行し投資口を発行しましたが、その発行価格が自己投資口取得の一つの目安になると考えています。なぜなら、投資家にその価格で購入してもらった以上、自らがそれより高い水準で買い戻すのは不合理だからです。そのため現時点では「発行価格を下回った水準であれば自己投資口取得を検討する」という考え方を持っています。もっとも、これはあくまで個別銘柄としての考え方です。実際に行う場合には資金の用途として投資口価格向上に対して何が最も効果的かを検討する必要があり、自己投資口取得は取り得る方策の選択肢のうちの一つであると考えべきではないかと思っています。

田村 株式のように潤沢なキャッシュを持つ企業と性格が異なるJリートはその点を踏まえて判断する必要がありますね。一方で、NAV1倍割れの増資については意見が分かれており、岩佐さんは「行うべきではない」とし、中野さんは異なる立場です。これは時間軸の捉え方の違いとも考えられないでしょうか。確かに短期的には既存投資家の価値が棄損されるものの、明確な成長ストーリーがあり、長期的に既存投資家が報われる見通しがあるなら実施を容認できるとは考えられませんか。

岩佐 もちろん、ディスカウント増資が許容されるケースもあります。例えば、不動産を割安な価格で取得できる場合、エクイティ価値

が毀損しないこともあります。また、保有不動産の価格が既下落しており、真の1口当たりNAVが発行価格と一致する場合も、増資によってエクイティ価値は毀損されません。しかし、その際には投資家への十分な説明責任を果たすことが重要です。

中野 1口当たりNAVは「1口当たり純資産(BPS) + 保有不動産の含み損益」で構成されます。新規発行投資口の発行価額が1口当たりNAVより低くても、取得する物件を割安に含み益がある価格で取得すれば、1口当たりNAVは必ずしも毀損しません。また、PO直後は1口当たりNAVが低下しても、取得後に不動産の価値が上昇すれば、NAVが回復する可能性があります。こうしたダイナミズムこそが、不動産の売買や運用の特徴だと思います。

分配金の安定成長のためにポートフォリオ分散が極めて重要で、物件の長期保有が前提のJリートにおいても資産入替を継続的に行っていく必要があります。仮に10物件だけのポートフォリオでは、どれほど優良な物件であっても、10年超経過すれば競合物件との関係で相対的な競争力が低下し、分配金に影響が出る可能性があります。ポートフォリオの質を維持向上させながら分散性を高めるために、物件取得を続ける姿勢が欠かせません。継続的に物件取得できる銘柄か否かで分配金の安定性に差が出ると思います。

加藤 その通りですが、NAV1倍割れでPOするとネガティブな印象を持たれることもままあります。ただビークルとして成長を続け、十分な分散効果が働けば、本来はリスクプレミアムが低下し、それに伴って株価も上昇していくことが考えられます。したがって、一つの考え方として「とにかく規模を拡大していこう」とい

う方向性もあり得るのではないのでしょうか。

公募増資の実施の検討に当たって最も重要なファクターは、1口当たり分配金が向上するかどうか、だと考えています。私たちは、これまでその軸をぶらさずにPOを実施してきました。

岩佐 確かに、Jリートは配当性向100%のビークルのため、自己投資口取得を行うと総還元率が100%を超えてしまいます。ただし、NAV1倍割れは2022年12月から続いており、今年で3年目を迎えます。勝負事の世界では、「スランプが3年続けばそれは実力」と言われます。NAV1倍割れの長期化について、「今は有事」との認識を市場全体で共有することが重要です。

また、100%を超える過剰分配やエクイティ不足を解消する方法として、分配金の導管性要件から不動産売却益を除外するよう、制度見直しを俎上に載せる時期にあると考えます。本来、売却益はCAPEXを含む不動産への再投資や自己投資口取得の原資として活用すべきです。海外リート市場では、キャピタルゲインの分配は配当要件に含まず、未分配所得への課税や内部留保に対しても軽減措置が講じられているケースが多いようです。

中野 売却益を導管性要件から除外、賛成です。先ほど、継続的な資産入替が必要と述べましたが、難しい面もあります。物件譲渡資金のうち再投資に回せるのは簿価だけです。例えば、100で取得した物件が減価償却で簿価が90に低下、鑑定評価額は110に上昇し、含み益20の物件を鑑定評価額を10上回る120で売却できたとします。売却コストを無視すれば、売却益は30(=120-90)となりますが、これは分配に回す必要があるため、再投資に使える資金は簿価相当の90しか残りません。譲渡した物件から得られていたNOIが4.5、NOI利回り4.5%(=4.5÷

取得価格100)だったすると、資産入替後もポートフォリオの収益力(NOI利回りで表現される収益性ではなく、NOI実額)を維持するためには、利回り5.0%(=4.5÷簿価90)の物件を取得する必要があります。仮に、売却益も再投資に回すことができれば、利回り3.75%(=4.5÷譲渡価格120)の物件で良いことになります。

加藤 導管性要件があるので、原則として、利益のほとんどが分配されるわけですが、一方で、さまざまなレギュレーションの中で、Jリートは実行可能なアクションの領域を広げているように感じますし、自由度が増せば投資主利益を増加させる方策は増えるように思います。

中野 税制上の特例を活用した売却益の内部留保やオンブックでの再開発など、現状の制度内でもさまざまな取組みが行われています。米国リート等、海外の事例を参考にしながらも、日本の事情に即したJリートならではの制度が進化していくことを期待しています。

おわりに

田村 時間となりましたので、最後に皆さまから一言ずつお願いします。

中野 まず、スポンサーにはJリートにも注力するようお願いしたいです。他にも不動産投資ビークルはありますが、Jリートの大きなメリットは流動性にあり、上場商品の特徴として価格形成を投資家自身が行える点です。ポートフォリオ分散や分配金の安定性・成長性が十分でない投資家が判断すれば、高い利回りが付与され、そのリスクに見合ったリターンを享受できる仕組みです。Jリートの銘柄数は最多64から、合併等で58まで減少しました。さまざま

なスポンサー企業がJリート市場に関与し、データセンター等の投資対象の多様化も進め、投資家にとっての多様な選択肢が増えることを期待します。

Jリーートの運用会社には2点、要望があります。一つは分配金予想の前提に関する情報開示についてです。想定している売却益の金額について、決算短信や業績予想プレスの「運用状況の予想の前提条件」に必ず記載してもらいたいです。記載が無い一部の銘柄についても決算説明資料や補足説明資料を確認すれば把握できるのですが、豊富な情報量から当該数字を探し出さなくて済むように、誰もが簡単に、分配金予想と同時にそれに含まれる売却益寄与を併せて確認できるようにすることは個人投資家の開拓の観点でも重要だと考えます。他にも、賃料収入、固都税、修繕費、水道光熱費収支、NOI、資産運用報酬、負債コスト、減価償却費と資本的支出、期末の有利子負債残高の想定等も前提条件に記載があれば、投資家が分配金の中身をより理解できるようになると思います。

二つ目は中長期的な観点での財務運営についてです。含み益が過去最高を更新し、簿価ベースのLTVに対して、含み益を考慮した時価ベースのLTVが大きく下回る状況となっています。Loan-to-Valueの概念としては、時価ベースが妥当ですが、不動産価格の変動は運用会社がコントロールできません。LTVのコントロール基準を簿価ベースから時価ベースに変更する銘柄もみられますが、時価ベースだけでなく、エクイティとデットのバランスの取れた資金調達との観点で簿価ベースも併せて管理すべきです。エクイティ調達においても同様で、含み益を考慮しない1口当たり出資総額には、過去のエクイティの平均調達単価との意味合いがあります。

1口当たりNAV、P/NAVだけでなく、BPS、PBRも考慮し、不動産売買市況の変化に左右されない安定した財務運営を行ってもらいたいと思います。

岩佐 Jリーートの商品設計は、不動産投資における「最良の詰め合わせ商品」であり、「長期の資産形成」や「リタイア後の資産運用」に適した金融商品です。特に新NISAとの相性は非常に良く、つみたて投資枠におけるJリート投信の解禁を当局には是非お願いしたいと考えます。また、今後の拡大が期待される制度や販売チャネルとして、DCやiDeCo、ラップ口座などを通じた個人投資家へのアプローチを一層強化する必要があります。もちろん、年金や海外投資家、近年注目を集めている大学の資産運用にも期待したいところです。さらに、Jリートは単体のアセットクラスとしてだけでなく、不動産や株式、債券の代替投資として活用できることも強調したい。「煮てよし、焼いてよし、そのまま食べてよし」の、多様な投資目的に対応できる金融商品である点も、アピールポイントだと思います。

加藤 本日もお話しましたが、Jリーートの発行体として思うところは、投資家層の拡大が重要であるということです。さまざまな考え方を持つ投資家がJリートマーケットに参加することにより、投資家層の厚みが増し、より大きく発展していくのではないかと考えています。足元では久しぶりの新規上場銘柄が登場し、マーケットに良いインパクトを与えたのではないかと思います。また、Jリート各社は、それぞれ1口当たり分配金成長に向けた施策を実行しており、その成果が表れているように思います。資産形成商品として、また相対的に高い利回りが期待できる投資先として、投資を検討している方々にJリーートの魅力を訴えかけたいと強く思ってい

ます。ARESの協力を仰ぎながら、効果的な策を探っていきたいと考えています。

田村 Jリートは良い商品なので多くの投資家に認知してもらい普及してほしいです。僕らメディアも、分配金込み指数をもっと使うなど実態を正しく表す努力をしたいと思います。

投資家層を広げるためにはサクセスストーリーが大事です。本日意見が分かれた自己投資口取得なども含めて割安であるというメッセージを出していくことが重要だと思います。新

NISAでは年末までの間に商品拡充が決まりますが、金融庁は今後高齢者にとっての利便性を高める考えで、高齢層向けの安定した商品を模索しています。Jリート投信でコストを下げるなど、より顧客本位に改善した商品を金融庁に提案することも考えられるでしょう。NISAはJリーートのエクイティ投資家を増やすには有効な手段なので、業界として頑張っていただきたいです。本日はありがとうございました。