

リートの投資動向と投資環境の先行き

渡部 喜智

4 年余りで東証リート指数は 2.6 倍に

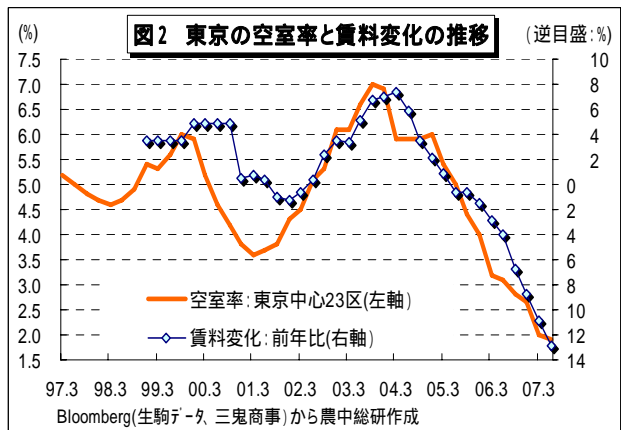
リート(REIT: Real Estate Investment Trust) は不動産投資信託の略称であり、日本版不動産投資信託の通称として J-REIT^(注) という言い方がされる。通常は公募・上場のものを指す。2000年9月の改正投資信託法の施行を受けてリートが設立され、01年9月以降、東京証券取引所などに上場されている。なお、不動産証券化協会の調査では06年12月時点で、上場公募不動産投信のほかに、私募不動産投信が596投信あり、運用資産額は8.25兆円となっている。
(注)リートには「投資法人」型と「投資信託」があるが、現在のJ-REITはすべて「投資法人」型。不動産投資のために設立された投資法人(一種の会社)が株式に相当する「投資口」を発行し広く投資家から資金を集めるとともに借入も行いビルなど不動産物件を購入し、そこから得られる賃料収入と不動産の売買益などの収益を投資家に出资比例に応じて配分する仕組み。

東京証券取引所に上場されているJ-REIT(現在:40投資法人)の価格インデックスである「東証リート指数」は、03年3月末(=1000)から、高値を付けた07年5月末(=2612.98)までの間に1.6倍になった。配当を含めて考え

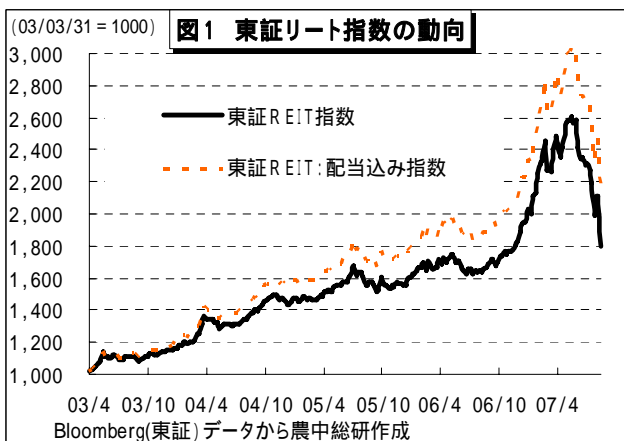
ると、2.0倍になったことになる。

このような東証リート指数の上昇の背景には、緩やかながらも戦後最長を続ける景気拡大のもとで、大都市圏のオフィスなど不動産需要の増加に伴い、地価の上昇と賃料増加が生じたことがあげられよう。

07年1月の商業地公示地価で見ると、三大都市圏では2年連続の上昇となり、前年に比べ東京圏は平均9.4%、大阪圏は平均8.3%、名古屋圏は平均7.8%上昇したが、各圏で局所的には中心部などで4割を超える地価上昇地点も多くあった。

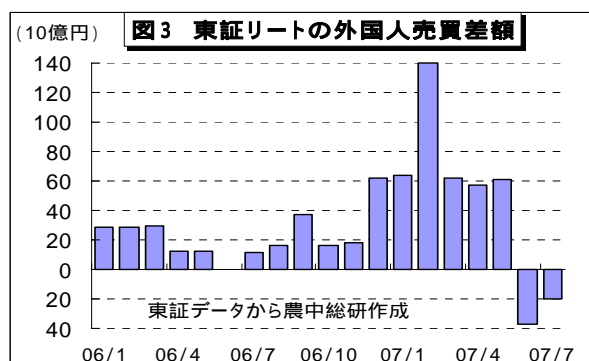


また、生駒データサービス(07年6月調査)によれば、空室率は東京の中心5区で1.7%になるなど23区全体で1.9%に低下している。入退居のズレを考慮すると実質的に大型ビルの空きがない需給逼迫の状態である。東京以外でも、新築ビルラッシュの続く名古屋で6.2%、経済回復が遅れていた大阪でも5.8%と低下してきた(図2)。このため、賃料交渉は貸し手優位に変わった。東京の平均賃料(既存・新築合計)の上昇率は前年比1割を超える大幅上昇となり、大阪でも新築ビルの賃料が大幅上昇している。



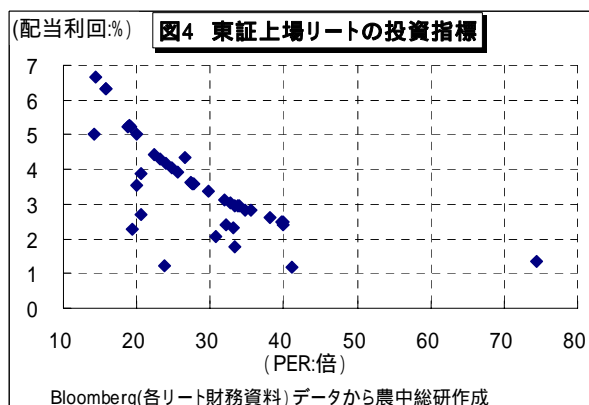
高値から一時3割以上下落の背景

しかし、直近で戻してはいるが、金融市場の混乱の影響もあり、東証リート指数は前述の5月末の高値から一時3割以上下落した。需給面を見ると、世界的な高リスク投資からの逃避の動きを受け、これまで主要な買い手であった外国人が07年6~7月、2ヵ月連続で売り越しに転じた。これが需給悪化要因となり下落につながっている面があると思われる(図3)。



また、かつて5%あったJ-REITの配当利回りは今や3.34%に低下している。この安定的収益性という面からの投資の魅力の低下は否めない。急低下した国債などの債券利回りに比べれば、その配当利回りは高いが、様々な収益変動(減少)リスクを調整して考えると一概に国債利回りと比較するのは難しい。一方、現在の平均PERの32.6倍は、米国のリート(S&Pリート指数)のPER(32.4倍)に比べても決して割安とは言えない。

一口にJ-REITと言っても個別リートの間には一般の株式銘柄と同じように相当な違いがある。まず、投資物件の収益化の時期に到



達していないなどの理由もあるが、表面的なPERや配当利回りには相当な差がある(図4)。また、オフィスビル中心か、それ以外の住宅や商業施設、ホテルなどが、という投資対象、東京など首都圏中心か、それ以外の地域が多いか、という投資地域、投資法人の大口株主などの設立母体と運用会社の実績など、投資判断に当たって見るべきポイントは少なくない。

経済金融情勢を踏まえ不動産投資環境を考え、個別リートの内容吟味も必要

足元における賃料の値上げ環境は良好だが、中期的に賃料上昇だけでリート投資法人の大幅な収益増大を見込むのには限界がある。従って、リート価格の上昇は地価の継続的上昇頼みとなる面が大きくなるが、地価上昇が続く保障はない。

中期的に大都市の不動産物件への需要が強い半面、先行き2~3年の供給は減少(東京では過去の6割程度)することからタイトな需給関係が続くという予想がある。よって不動産価格の調整リスクは小さいという見方もある。しかし、07年の「公示地価概要」では前述のような大都市圏中心部の地価上昇について「通常の利便性・収益性等では、その合理性を必ずしも説明できない」と指摘している。また、「サブプライム問題」に伴う金融市場の動揺から8月の利上げは見送られたが、日銀が景気持続のなかで「金利正常化」を進めるならば、リート投資が影響を受けるのは必定である。

リート投資においては影響を受ける「景気」=賃料と不動産需要の変化と、「金利」=リート投資のコストや他の金融商品との比較優位性の動向に加え、さらに個別リートの内容も把握して投資することが大切であると考えられる。

(07.08.23 現在)