

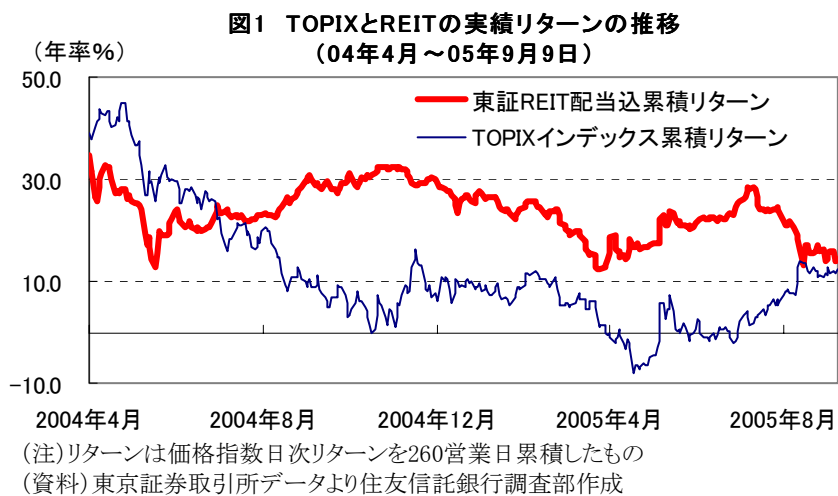
国内 REIT の金利上昇耐久力について

<要旨>

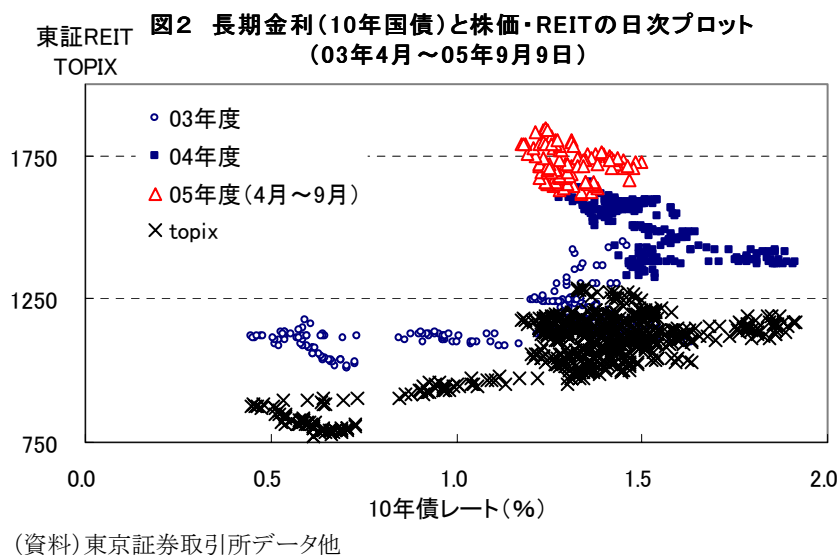
- 国内不動産投資信託 (REIT) の投資口価格は、金利が上昇すると価格が鈍化するという逆相関の関係が顕著になってきたように見受けられる。事実、国内株価と長期金利とは、依然として順相関が続いているのに対し、東証 REIT 指数と長期金利の関係は 04 年度より順相関から逆相関の関係に変化し、この傾向は最近特に強まっている。
- そこで、収益源となる不動産市場のトレンドをみると、オフィス市場は改善が続いているものの地域格差があり、マンション賃料の伸びもようやく前年比ゼロより上回るなど、依然として投資対象・地域にばらつきが残る。また、レバレッジが高い投資法人は、借入依存度が高いことに加え、利払い前の事業収益率が低く、金利上昇時にはネット収益が圧迫されやすい特徴が明らかとなった。
- こうした特徴を踏まえ、REIT をレバレッジ水準別にグループに分け、05 年以降の金利上昇局面での REIT 価格指数の推移を比較すると、低レバレッジ REIT は金利上昇時でも年初の水準を割り込まず価格が上昇しているのに対し、高レバレッジ REIT は、長期金利が一時的に 1.5% をつけて以降、年初水準を下回っている。
- さらに、投資対象不動産の種類によって銘柄選択し価格推移をみると、商業ビル系 REIT は金利上昇時の耐久力が高い一方で、住宅系 REIT は高レバレッジのものと同様、年初の価格を割り込むという結果となった。このように、銘柄によってはキャピタルロスの可能性が既に出てきていることは、そのリスクを補うためのリスクプレミアムが高まることを意味し、金利上昇時には今よりもさらに要求収益率が高くなる可能性がある。
- 以上の分析から、先行きの金利上昇局面では、金利上昇耐久力のある REIT とそうでない REIT との格差がますます広がることが予想される。従って投資家サイドに立てば、銘柄選択の巧拙が今後のパフォーマンスに大きな差をもたらすため、REIT の投資戦略に工夫の余地が広がっていく。

1. 金融相場に移行した国内 REIT の価格特性

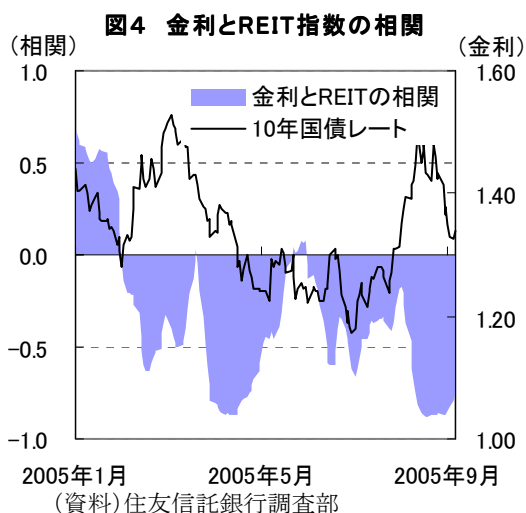
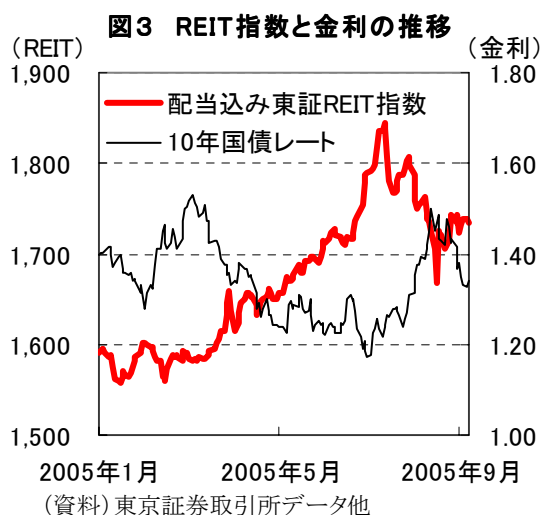
不動産投資信託 (REIT) は伝統的資産に比べてリターンが高く、かつ投資分散効果が働くことから、投資対象としての優位性が指摘されてきた。配当を含んだ東証 REIT 指数のヒストリカルリターンは、9 月時点でもなお年率 14.4% の水準にあり、2004 年 4 月以降一度も 10% を下回ったことがない。この間、TOPIX の収益率を概ね上回っていることも、REIT の優位性を裏付ける材料となっている (次頁図 1)。



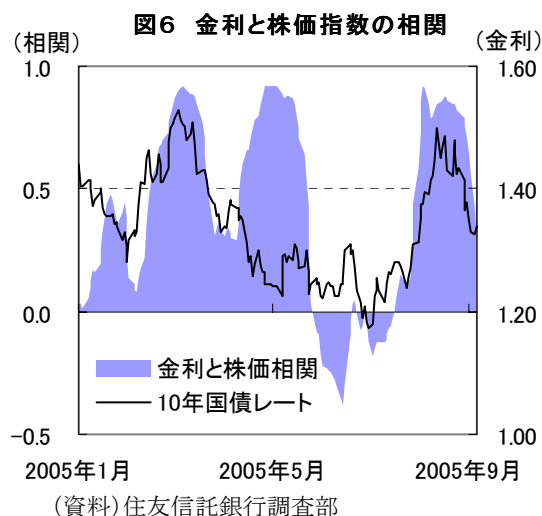
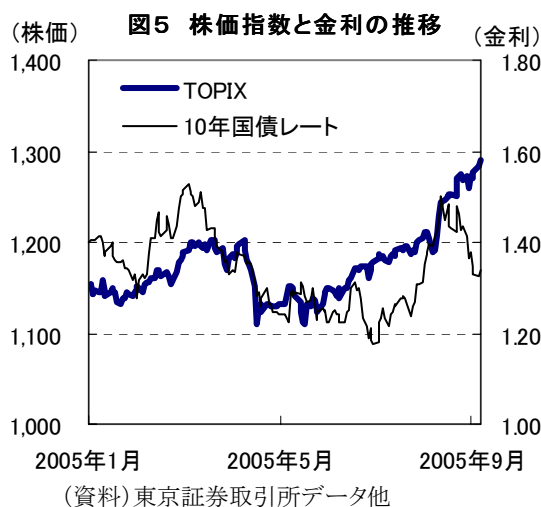
しかしながら、先行き長期金利が緩やかながらも上昇していくことが予想されるなか、長期金利との相関関係に着目すれば、最近の REIT の価格特性は、金利上昇により価格が低下しやすい「逆相関」の関係へと変化してきた。事実、長期金利を横軸に、東証 REIT 指数を縦軸にプロットしてみると、REIT の当初設立後 1 年強に相当する 03 年度中の東証 REIT 指数は、概ね金利に対し右上がりであったものが、04 年度以降は金利に対し明らかに右下がりの関係へと変化した（図 2）。



こうした金利との「逆相関」の関係は、最近とみに顕著になってきたようである。東証 REIT 指数は、10 年国債レートが 1.2% を割り込んだ 7 月末にピークをつけたあと低下に転じ、REIT 指数と長期金利の相関係数も、年初に比べマイナスの数値が高まり、金利上昇で価格が低下しやすい地合いが顕著となった（次頁図 3～4）。



これと全く対照的なのが、株価と金利の最近の動きである。TOPIX と長期金利とは今なお順相関の関係が続いている。長期金利が 1.4% を超えて REIT 価格が低下した 8 月半ば以降も、株価は上昇し続け、相関係数は 0.5 を超えたプラスの水準を保つ（下図 5～6）。従って、REIT と株価の相違を一言でいえば、株式市場は「業績相場」が続く一方で、REIT は既に「金融相場」に移行したといえるだろう。



2. 国内 REIT 市場の参加者

こうした REIT 価格変動には、投資家の売買行動の変化を反映した可能性もある。しかしながら、金融機関、海外投資家、個人の 3 者で売買金額シェアの 8 割が占められる REIT の投資家構成には、この間、大きな変動はみられない（次頁図 7）。加えて、実際の売買行動についても、金融機関と投信の買い越し、事業法人と個人の売り越しは期間を通じて、特段大きな変化はみられない（同図 8）。

図7 投資部門別REIT委託売買高シェア

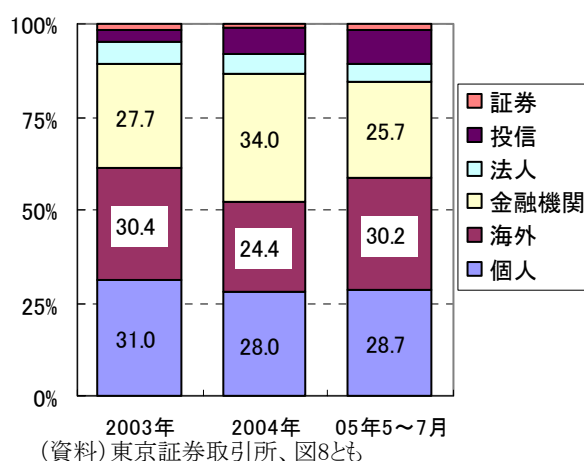
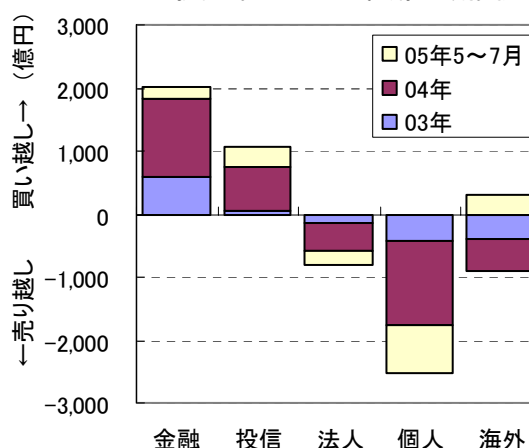


図8 投資部門別REIT純購入額推移



但し、投資主体別の売買行動をやや詳しくみていくと、銀行のREIT購入に若干鈍化の兆しがみられる。2004年度の最大の買い越し主体は金融機関であるが、このうちの大半は地銀などの銀行であり、2004年度の純購入（買い－売り）額は933億円と金融機関全体の買い越し額1,239億円の7割を占めた。次いで大きい投資信託の買い越し額は699億円と銀行を下回る。ところが今年に入り、投資信託の買い越し額は、銀行を上回る兆候をみせており、公表されている直近3ヶ月の数字では、銀行の純購入額は155億円と投資信託の299億円を下回った（表1）。

表1 投資部門別REITネット購入額

(金額：億円)

投資部門区分			2003年		2004年		直近（05年5～7月）	
			純購入	買い	純購入	買い	純購入	買い
法人	金融機関	生保・損保	113	152	269	600	129	162
		銀行	424	770	933	2,390	155	770
		その他	40	149	37	454	-78	157
		計	578	1,071	1,239	3,443	205	1,089
	投資信託	51	115	699	925	299	504	
	事業法人	-121	78	-356	209	-205	41	
	その他法人	-14	28	-85	31	-45	13	
	計	494	1,292	1,497	4,609	254	1,646	
	証券会社	14	52	31	112	-34	41	
	個人	-422	664	-1,337	1,655	-778	710	
	海外	-409	655	-501	1,771	300	1,308	
委託取引金額合計			-323	2,663	-310	8,147	-259	3,705

(資料) 東京証券取引所「東証統計月報他」

なお、売り越し主体の2004年の純売却額は、大きい順に個人1,337億円、海外501億円、事業法人の356億円となる。直近については海外投資家が300億円の買い越しに転じたものの、個人の売り越し778億円、事業法人の売り越し205億円が大きく、過去3ヶ月の委託取引合計では、259億円の売り越しとなっている。

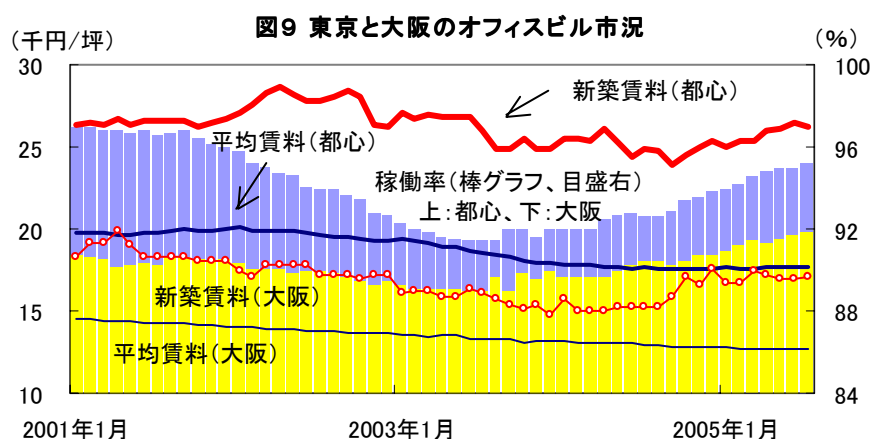
3. 投資対象の多様化とファンダメンタルズ

このような REIT の投資家サイドの売買構成と売買行動の特徴に対して、REIT 供給サイドの特徴として指摘できるのは、投資対象の多様化にある。05 年 7 月までに上場されている各 REIT 特性を運用対象不動産の分布に注目すると、当初設立のファンドの投資対象がオフィスのみのものであったのに対し、最近では住宅（賃貸マンション）に特化するもの、オフィスのみならず商業施設と住宅に分散するものなど、対象不動産の多様化が進んでいる。

投資対象のうち、オフィスとマンション賃貸市場について最近の特徴は、地域や市場により底打ち・改善度合いに依然としてばらつきが残っていることにある。REIT 市場のファンダメンタルズが全体として上昇トレンドに入っていない点が、企業部門全体として収益が高まっていることを背景に、活況を続ける株式市場との大きな違いと考えられよう。具体的に見ていきたい。

（オフィス賃貸市場）

東京、大阪のオフィスビル賃貸市況を比較すると、オフィス稼働率や新築物件賃料は明らかに底打ちする一方で、大阪の水準は都心に比べ低く、中心部でも既存物件の賃料は横ばいもしくは下落が続いている。都心 5 区の 7 月のオフィスビル稼働率（100－空室率％）は 95.2％まで改善し、新築物件賃料も、7 月坪あたり 2.6 万円と、前年同月の 2.4 万円を 5.6％上回ったが、既存物件を含めると、同坪当たり 1.7 万円と前年比 0.2％とようやくプラスになったばかりである。他方、大阪の稼働率は 92％に止まり、既存物件を含む賃料は坪当たり 1.2 万円（前年同月比－2.2％）といまだに前年比マイナスが続いている（図 9）。

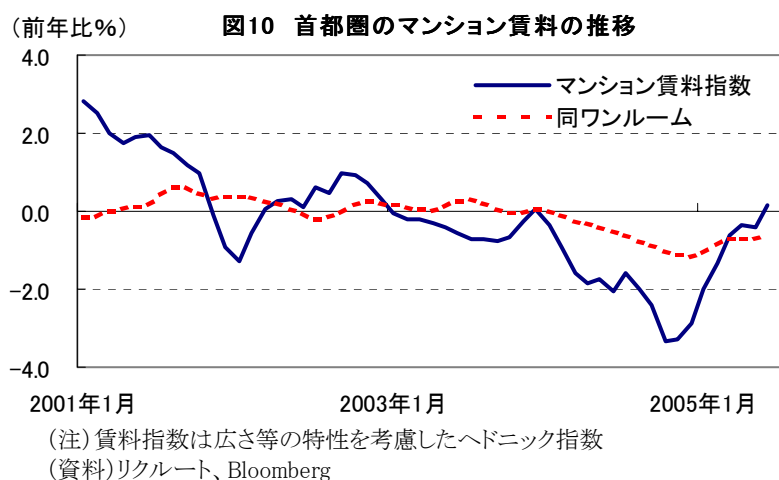


(注) 都心: 千代田、中央、港、新宿、渋谷区、
大阪: 梅田、淀屋橋、本町、船場、心斎橋・難波、新大阪 (資料) 三鬼商事

（住宅賃貸市場）

賃貸マンション市場についても同様であり、首都圏市場でさえ、賃料指数（広さや築年数や都心からの距離などの特性の違いを調整したヘドニック指数）は前年比でようやくゼロに戻るなど、賃料の上昇トレンドには至っていない（次頁図 10）。

さらに個別賃貸マンションの稼働率についても、物件によっては、首都圏一等地でも稼働率が低いものもあり、住宅を投資対象とする REIT 価格が低迷している背景と考えられる。このように、国内 REIT 市場のファンダメンタルズに格差が残るなかでは、投資対象としての個別 REIT の財務内容から価値評価（Valuation）を冷静に行っていくことが益々重要になってくると思われる。



4. 価値指標からみた国内 REIT の特徴

そこで公表されている財務指標をもとに、04 年度までの REIT の価値指標を計算し、現時点の国内 REIT の金利耐久力がどれだけあるかについて見ていきたい。

REIT の価値指標は、B/S や P/L といった財務構造のうちどこに注目するかにより、様々な指標がある。配当利回り以外で良く用いられる指標としては、純事業収益を企業価値で割って計算される（インプライド）キャップレート、REIT の投資口全体の時価評価がキャッシュフロー（当期純利益+減価償却費）からみてどの程度割高かを示す FFO 倍率、代替資産との相対的優位性を示すイールドスプレッド（配当利回り－国債レート）などがある。

REIT 全体の財務指標の集計平均から、各種価値指標の時系列推移を 04 年度まで計算したものを比較すると、次の特徴が指摘できる。まず、インプライド・キャップレートは、02 年度の 4.57% から 04 年度は 3.93% と 4% 割れとなった。FFO 倍率も、02 年度の 11 倍から 04 年度は 19 倍に高まっており、キャッシュフロー比でみた REIT 価格は上昇が続いている。配当利回りから国債利回りを差し引いたイールドスプレッドも、既に 04 年度時点で 2% 台に低下した（次頁表 2）。

このうち、金利上昇時の収益安定性という観点に絞ってみれば、各 REIT のレバレッジの高さ、負債利率、事業収益率の高さと、両者のスプレッドに注目することになる。こうした指標を各投資法人の財務データから合算平均した数値を計算すると、次に列挙するように全体としては大きくは悪化していない。

- (事業収益率) 2002 年度から 2004 年度まで事業収益率は 4%前半を保つ
 (負債利子率) 負債利子率は低下したため、事業収益率とのスプレッドが拡大
 (レバレッジ) レバレッジ (純債務自己資本比率) は REIT 全体で 0.62 倍から 0.79 倍に上昇し、低利子率のもと財務プレミアムは上昇

表2 REIT全体でみた価値指標の時系列推移

		(百万円)			特徴
		2002年度	2003年度	2004年度	
PL	FFO (Fund From Operation)	10,000	6,265	6,287	平均ではファンド当りの賃貸収入は横這い
	NOI (減価償却前賃貸事業収益)	8,884	6,969	7,422	
BS	純債務	68,603	51,342	63,351	JREIT価格上昇により企業価値 (EV) は高まる
	時価総額	125,652	106,798	125,466	
	EV (企業価値)	194,256	158,140	188,818	
(%)					
負債比率	D/E (純債務自己資本比率)	62.0	72.3	79.4	レバレッジは全体平均でも上昇トレンド
	総債務/総資産比率	36.0	37.1	41.1	
	総債務/不動産比率	41.2	42.5	45.7	
価値指標 I	キャップレート	4.57	4.41	3.93	収益還元利回りは足許で3%台に低下
	配当利回り	4.75	4.07	3.89	
	FFO倍率	11.8	16.2	19.2	キャッシュフロー比の株価水準は足許19倍に
	PBR	1.15	1.27	1.42	
価値指標 II	事業収益率 (φ)	4.46	4.43	4.31	利払い償却前の資産収益率は4%台を保つ
	負債利子率 (r)	1.18	1.01	0.88	
	財務プレミアム (D/E* (φ - r))	2.03	2.47	2.72	負債利子率低いため財務プレミアムは上昇
	ROE	5.20	5.52	5.63	
	イールドスプレッド	3.66	2.95	2.36	国債利回り格差は200bp台に低下
算出対象REITファンド数		5	6	12	

(資料) 個別投資法人公表資料から住友信託銀行調査部作成

しかしながら、こうした REIT 全体の平均値から離れ、各個別投資法人まで個別に詳しくみると、04 年度決算時点でも、既に一部の投資法人でレバレッジが 1 倍を超えているものや、事業収益率が低いものなどが散見される (表 3)。

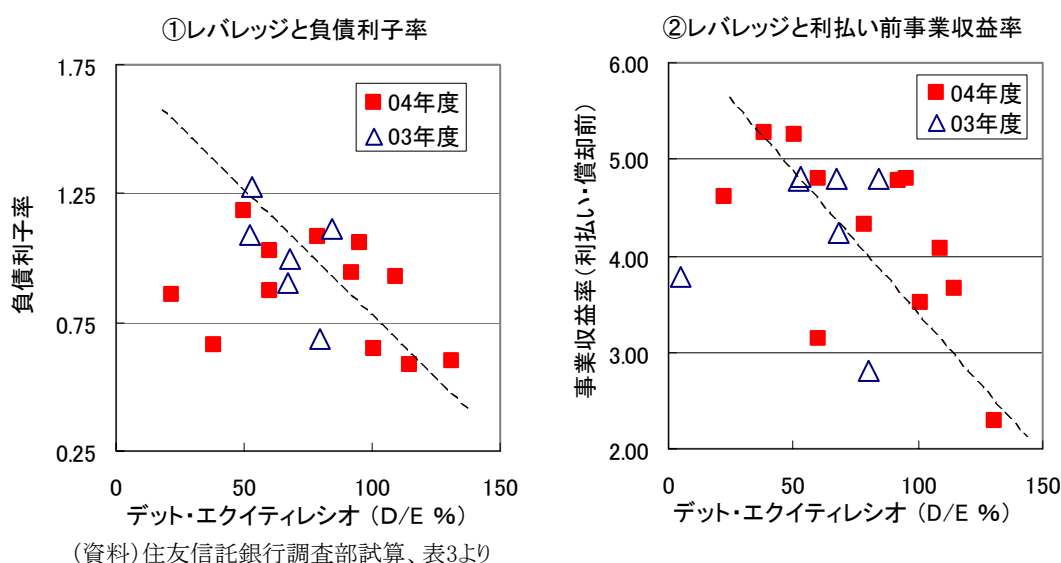
表3 個別投資法人の価値指標の相対比較(2004年度決算時データ)

(%)										
個別投資法人	D/E	キャップレート	配当利回り	FFO倍率	PBR	利払い前事業収益率	負債利子率	財務プレミアム	ROE	イールドスプレッド
銘柄A	78.6	3.79	3.72	17.4	1.47	4.31	1.08	2.54	5.48	2.19
B	101.2	3.09	3.49	18.8	1.66	3.51	0.65	2.90	5.13	1.96
C	22.1	4.63	3.97	17.7	1.46	4.61	0.86	0.83	4.36	2.44
D	60.1	5.12	4.57	15.6	1.26	4.80	1.03	2.27	5.66	3.04
E	95.5	4.44	4.34	15.7	1.37	4.79	1.06	3.56	6.68	2.81
F	109.2	3.85	4.51	16.4	1.26	4.07	0.92	3.43	6.00	2.98
G	114.6	3.60	3.52	15.9	1.28	3.67	0.59	3.53	5.76	1.99
H	50.2	4.82	4.78	14.3	1.37	5.25	1.19	2.04	5.83	3.25
I	60.4	2.74	3.18	20.0	1.49	3.14	0.87	1.37	3.61	1.65
J	91.9	4.34	4.53	17.2	1.44	4.77	0.94	3.52	6.64	3.00
K	38.1	4.02	3.73	22.5	1.65	5.28	0.66	1.76	5.63	2.20
L	131.1	2.09	2.77	17.6	1.32	2.29	0.60	2.22	3.60	1.24
平均	79.4	3.93	3.89	19.2	1.42	4.31	0.88	2.72	5.63	2.36

(資料) 個別投資法人決算データから住友信託銀行調査部試算

さらに、表3から拾える数値のうち、レバレッジと事業収益率の関係に着目して個別投資法人の分布状況をみると、レバレッジの高い REIT の負債利子率は低いので（図 11①）、結果として財務プレミアムは高い傾向にあるが、リターンの源泉である事業収益率（償却前・利払い前）自体が低い傾向にある（図 11②）。つまり、レバレッジが高い投資法人は、借入金依存度が高いことに加え、利払い前の事業収益率が低く、金利上昇時には事業収益率と負債利子率のスプレッドが縮小するため、耐久力が著しく弱いということを示している。なお図②が示すように、04 年度時点において、長期金利が 2%に到達すると、事業収益率とのスプレッド格差がなくなる投資法人もあることに注意されたい。

図 11 個別投資法人のレバレッジ水準と利払い・償却前事業収益率の分布状況



5. セグメント別にみた国内 REIT の金利上昇耐久度

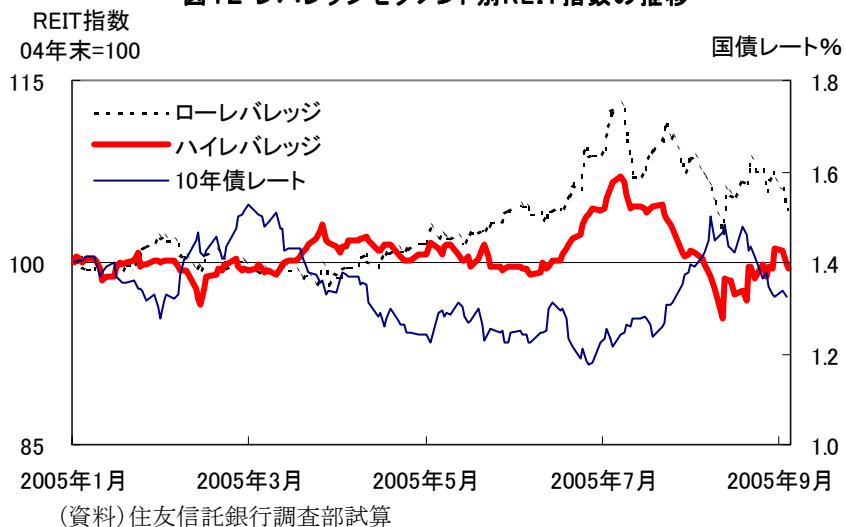
ところで、金利上昇に対する将来の REIT 価格下落リスクを、正確に予測することは容易ではない。これは、投資家の期待（要求）収益率がどの程度なのか、さらには、REIT を単独資産としてみるのか、ポートフォリオの一資産としてみるのか、等の前提条件によって評価が異なるためである。そこで、投資家の要求収益率などの前提条件から REIT の価格下落リスクを計算するのではなく、個別 REIT の特徴から REIT をグループ分け（銘柄選択）し、年初以降の金利上昇局面で各グループにどの程度下落リスクが生じたのかを実際に見ることで、将来予想される金利上昇時のインプリケーションを抽出してみたい。

（レバレッジの多寡と価格特性）

金利上昇時の耐久力という視点から銘柄選択するとすれば、まずは「レバレッジの多寡」による選択基準が考えられる。04 年の決算時にレバレッジが高い REIT

上位 3 本と下位 3 本の 2 つのグループを抽出し、04 年末の価格水準を 100 として、直近 9 月初頭までの推移を比較した。予想された通り、低バレッジ REIT は金利上昇時でも年初の水準を割り込まず価格が上昇しているのに対し、高レバレッジ REIT は、長期金利が 1.5% をつけて以降、年初水準を割り込んでいる（図 12）。

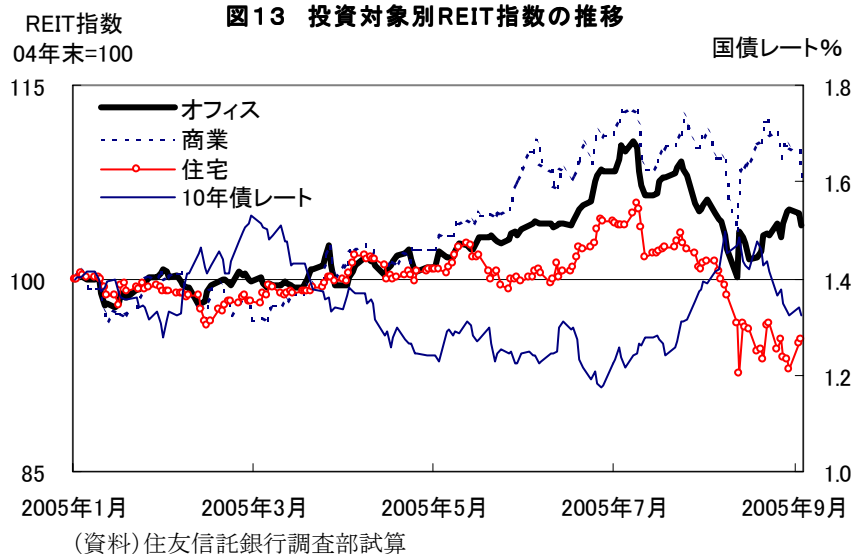
図 12 レバレッジセグメント別 REIT 指数の推移



(投資対象不動産と価格特性)

借入依存度とは別に視点として、投資対象不動産の割合に着目して銘柄選択する手法もあろう。各 REIT の投資対象不動産の割合から、オフィス投資 100% のもの、商業施設 100% のもの、住宅 100% のもの、という 3 つに分け、対象不動産別のパフォーマンスを比較してみた。その結果、商業物件やオフィスに投資する REIT は金利上昇時の耐久力高い一方で、住宅に集中して投資する REIT は高レバレッジファンド同様、年初価格を割り込んだままとになっている（図 13）。

図 13 投資対象別 REIT 指数の推移



(結論－国内 REIT の金利上昇耐久力についての示唆)

こうした事例が示唆しているのは、金利上昇局面では銘柄によって REIT の価格格差がさらに広がるという点である。

銘柄選択のケーススタディが示すように、金利耐久力が低いと考えられる REIT グループが、実際に 1.5%程度の金利水準でもキャピタルロスの可能性が高いとすると、そのリスクを補うために要求される配当利回りは今後高くならざるを得ない。というのも、キャピタルロスの可能性が高い REIT は、そうでない資産や REIT に比べ配当が高くないと保有するインセンティブが生まれにくいためである。こうして、合理的な投資家を前提にすれば、価格下落リスク高い対象資産に対しては、リスクプレミアムが高い分、要求収益率も高くなるため、金利上昇時にはさらに売り圧力が強まる可能性が高まろう。

以上のロジックを念頭におけば、REIT の投資家サイドからすると、株式と同様に銘柄選択の巧拙がパフォーマンスに大きな影響を与える環境が強まることになり、REIT の投資戦略に工夫の余地が広がることになろう。一方で、投資法人サイドから見れば、個別投資法人の財務指標やファンダメンタルズを評価する目が今後ますます厳しくなることが予想される。

国内景気の回復や地価の底入れに伴い、REIT は引き続き有力な投資対象であることには間違いはないが、金利上昇に伴う以上のような環境変化には十分留意する必要があるだろう。

(木村： kimurato@sumitomotrust.co.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。
